

嘉诚国际(603535)

深度报告

跨境大机会，ROE 大拐点

——嘉诚国际首次覆盖报告

行业公司研究——物流行业

✎：于健 执业证书号：S1230519050001 匡培钦 执业证书号：S1230520070003
☎：021-80105934 021-80108518
✉：yujian01@stocke.com.cn kuangpeiqin@stocke.com.cn

报告导读

公司高端制造业物流领先行业，跨境电商物流景气度下爆发增长，“**区位+仓关服务**”竞争壁垒突出确保持续性，产能释放致 ROE 拐点显现，提升趋势超预期，首次覆盖，推荐买入。

投资要点

□ 超预期点：业绩增长提速，ROE 拐点显现，提升趋势望超预期。

公司卓越能力和行业景气度决定了未来成长无忧。资本结构优化后，ROE 有望显著提升：1) 短期将迎来拐点：嘉诚国际港（二期）投产，CAPEX 减少，IPO 募集资金建设产能预计在 2021 年底释放，需求无忧下满产将使 ROE 将迎来拐点。2) 长期有望不断提升：公司未来 3-5 年储备项目丰富，年均项目 ROIC 望超 10%。公司资产负债率较低，改善资本结构后，ROE 持续提升望超预期。

□ 投资逻辑：制造业综合物流服务扩赛道提供稳健业绩增量，跨境电商物流服务高增长望形成戴维斯双击。

(一) 高端制造业物流服务：1) 高毛利、轻资产；2) 深度“两业联动”的供应链管理行业领先，效率卓越：通过把物流业嵌入制造业，将原材料物流、生产物流、成品物流、逆向物流“四流合一”，实现符合未来物流业态 3S 特质“短链”、“共生”、“品质”，帮助制造业降本增效；3) 拓赛道进军汽车产业链。

(二) 跨境电商物流服务：1) 跨境电商行业增速高、空间大且持续性强；2) 公司业务侧重于跨境电商物流服务的“仓”“关”两个核心环节；3) 客户需求稳定且高增，公司是阿里（菜鸟、天猫）等大客户成为长期战略合作伙伴和核心服务商；4) 在核心区位释放稀缺高标仓产能，业绩增速有望站上新台阶。

□ 核心竞争优势：制造业“短链、共生、品质”+跨境电商“区位、高标仓、资质”，保证业绩持续性

1) 制造业物流经过二十年的积累与沉淀，逐步形成“短链”、“共生”、“品质”的特质，日系高端客户认证提供背书，拓展汽车新赛道可期。2) “核心区位+高标仓+资质”是公司跨境电商物流的重要核心竞争力，深度绑定阿里菜鸟共享跨境电商红利。嘉诚国际港将在核心区位释放约 52 万平高标仓储资源，弥补南沙自贸区内高标仓缺口。

□ 盈利预测及估值：跨境电商物流业务高增长，给予“买入”评级

预计公司 2021-23 年营收 14.12/21.10/28.54 亿元，同增 22.6%/49.4%/35.3%，归母净利润 2.06/3.90/5.30 亿元，同增 27.7%/88.8%/36.2%，未来三年 CAGR 约 50%；EPS 为 1.37/2.59/3.53 元。基于公司高成长性，考虑跨境电商业务处于景气度，且公司具备“区位、资质”等核心优势，给与对于可比公司平均估值（22 年 22X PE）的一定溢价，对应 22 年 25X PE。目标市值约 97.5 亿，目标价 65 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示：项目建设速度偏慢；跨境电商景气度下降；大客户流失。

评级

买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥ 37.40

单季度业绩

元/股

2Q/2021	0.41
1Q/2021	0.26
4Q/2020	0.20
3Q/2020	0.34



公司简介

嘉诚国际是一家为客户提供定制化物流解决方案及全程供应链一体化综合物流的服务商。主营业务是为制造业企业提供全程供应链一体化管理的第三方综合物流服务、为电子商务企业提供个性化的全球物流解决方案及一体化的全程物流服务

相关报告

联系人：于健

证券研究报告

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,151.38	1,412.00	2,109.90	2,853.91
(+/-)	-3.59%	22.64%	49.43%	35.26%
净利润	161.62	206.32	389.51	530.43
(+/-)	35.06%	27.66%	88.79%	36.18%
每股收益(元)	1.07	1.37	2.59	3.53
P/E	34.80	27.26	14.44	10.60

正文目录

1. 核心观点：业绩增长提速、ROE 拐点显现，趋势超预期	5
2. 嘉诚国际：制造业物流+跨境电商物流的服务商龙头	6
2.1. 嘉诚国际：定制化解决方案及全程供应链一体化综合物流的服务商龙头.....	6
2.2. 股权结构：股权结构清晰，实际控制人控股 56.06%.....	7
3. 公司业务：“制造业物流解决方案+跨境电商物流解决方案”双轮驱动	7
3.1. B2B 制造业物流解决方案：以制造业物流服务为基石，将“两业联动”模式拓展到高端汽车产业链.....	8
3.1.1. 以制造业物流服务为基石，形成“两业联动”的综合供应链一体化管理模式.....	8
3.1.2. 复制家电制造业供应链管理经验，切入高端汽车产业链.....	10
3.2. 跨境电商物流解决方案：“双向”跨境电商业务形成物流、电商集聚效应.....	11
3.2.1. B2B2C 跨境电商进口：独特的区位优势 and 保税仓资质.....	11
3.2.2. B2C 跨境电商出口：嘉诚国际港（二期）投产，拓展“9610”业务深化和阿里的合作.....	12
3.2.3. 项目储备丰富，推动物流业、制造业、商贸业“三业联动”的新业态.....	14
3.3. 总结：营收和净利润保持增长，跨境进出口业务有望迎业绩新格局.....	14
4. 核心竞争力：制造业物流“短链、共生、品质”+跨境电商物流“核心区位+高标仓+资质”	16
5. 超预期点：公司卓越能力和行业高景气度决定了未来成长无忧，资本结构优化后 ROE 有望显著改善	16
6. 盈利预测与估值	17
6.1. 盈利预测：预计未来三年营收 CAGR 约 35%，净利润 CAGR 约 50%.....	17
6.2. 估值：给与“买入”评级，对应 22 年 25X PE.....	19
7. 风险提示	19

图表目录

图 1：嘉诚国际于 2000 年成立，成为提供“制造业物流+跨境电商物流”解决方案的服务商.....	7
图 2：公司股权结构清晰，实际控制人控股约 56.06%.....	7
图 3：制造业物流为基石，跨境电商物流为业绩重要增长点.....	8
图 4：公司物流服务贯穿供应链全过程，实现物流业与制造业“两业联动”.....	9
图 5：公司帮助松下电器在原材料环节节省时间、空间和成本.....	10
图 6：公司跨境电商业务以“仓”“关”为核心抓手.....	11
图 7：公司提供跨境电商物流进口服务，保税仓模式有效缩短物流时长.....	12
图 8：公司新增“9610”跨境电商出口业务，仓储分拣和跨境运输环节有较强的规模效应.....	13
图 9：公司新增“9610”跨境电商出口业务，扮演菜鸟在国内的集货仓角色.....	13
图 10：2021 年 Q1 营业收入增长迅速（单位：亿元）.....	15
图 11：2020 制造业物流及供应链分销营收下降（单位：百万元）.....	15
图 12：总毛利率稳定，制造业物流毛利率维持较高水平.....	15
图 13：受疫情影响，2020 年销售费用率下降.....	15

图 14: 2021 年 Q1 研发费用上升 (单位: 百万元)	15
图 15: 2020 净利润为 1.62 亿, 2021Q1 维持增长 (单位:亿元)	15
表 1: 1.0 解决方案以制造业物流业务为主, 供应链分销业务为辅.....	9
表 2: 保税仓建设成本高, 需要资质齐全且资金充足	12
表 3: 公司未来 3-5 年规划清晰, 项目储备丰富	14
表 4: 公司未来 3-5 年储备项目丰富, 项目 ROIC 皆超过 10%。	17
表 5: 嘉诚国际营业收入预测	18
表 6: 嘉诚国际总营收关键指标预测	18
表 7: 可比公司估值水平	19
表附录: 三大报表预测值	20

1. 核心观点：业绩增长提速、ROE 拐点显现，趋势超预期

投资逻辑：制造业综合物流服务扩赛道提供稳健业绩增量，跨境电商物流服务高增长望形成戴维斯双击。

(一) 制造业物流解决方案：高毛利、轻资产，深度“两业联动”的供应链管理模式的行业领先，效率卓越，拓宽赛道进军汽车产业。

- 1) 模式领先体现在高毛利率：制造业物流业务毛利率基本维持 40% 水平，高于行业平均水平；
- 2) 效率卓越体现在轻资产：用于制造业物流的仓库主要来自租赁。应收账款主要用“以货抵款”的方式结算，用于分销业务，实现二次销售，并借此切入且绑定经销商客户的物流服务业务。
- 3) 公司通过把物流业嵌入制造业，深度绑定中高端制造业企业，将原材料物流、生产物流、成品物流、逆物流“四流合一”，实现深度的“两业联动”。
 - 对公司：打造面向未来的物流 3S 业态——短链（Short-chain）、智慧（Smartness）、共生（Symbiosis）；
 - 对制造业：缩短制造周期、削减物流成本、实现“零”库存管理，帮助松下集团、万力集团等知名企业降低综合成本、提高经营效率。
- 4) 以家电制造业为起点，拓展汽车制造产业链客户。
 - 起步于松下空调，逐步将成功经验复制到其他制造业企业，如万力轮胎、日立冷机等，积累了丰富的客户资源，铸就了公司的竞争壁垒。
 - 未来公司拟将成功经验进行复制用于服务汽车产业链客户，打造“汽车零部件智慧物流中心”，丰富和完善公司产业链布局。
- 5) 我们预计 2021-2023 年制造业物流解决方案营收为 5.13/5.90/6.78 亿元，三年 CAGR 为 15%，毛利率基本维持在 40% 的水平上。

(二) 跨境电商物流解决方案：以跨境电商物流的价值核心“仓”“关”为抓手，在核心区位释放稀缺高标仓资源，满足行业爆发需求，业绩增速望站上新台阶。

- 1) 跨境电商行业高增、空间大且持续性强：据海关总署披露，2020 年我国跨境电商进出口 1.69 万亿元，同增 31.1%。其中出口为 1.12 万亿元，同增 40.1%；进口为 0.57 万亿元，同增长 16.5%。从空间上来看，跨境电商零售出口渗透率低于 16%，海外电商渗透率低于 20%，提升空间较大。从趋势上来看，过去四年跨境电商 B2C 出口 CAGR 超 60%，海关口径下高速增长，预计 2024 年将突破 6 万亿元。
- 2) 以跨境电商物流的价值核心环节——“仓”和“关”为抓手。在进口业务中，公司拥有独特的区位优势、保税仓资质，以保税仓模式发挥了海外仓的功能；在出口业务中，公司作为阿里菜鸟的集货仓，发挥仓储、分拣、报关等一体化功能。
- 3) 大客户占据过半市场份额：公司与阿里实现战略合作，深度服务于菜鸟网络。阿里巴巴（包括速卖通、天猫国际、天猫海外等）是国内最重要的跨境电商平台之一。以跨境 B2C 进口电商为例，天猫国际+考拉海购市场份额接近 60%。公司深度绑定大客户，有望受益持续高增的需求。

- 4) **核心仓位释放稀缺高标仓资源:** 嘉诚国际港(二期)顺利投产,预期2021年年底满产,即将在高质量仓储严重供不应求的南沙自贸区释放约33万平高标仓储资源。三期建成后,预计嘉诚国际港总高标仓资源约达52万平方米。
- 5) 综上,我们预计2021-2023年跨境电商进口业务营收为1.32/1.80/1.86亿元,三年CAGR约为13%,毛利率维持在42%的水平上;跨境出口业务营收为1.32/5.80/6.80亿元,两年CAGR约为120%,毛利率维持在40%的水平上。

超预期: 随着嘉诚国际港(二期)投产,仓储产能释放,加之跨境电商行业需求高增,公司卓越能力和行业高景气度决定了未来成长无忧。资本结构优化后,ROE有望显著改善,向上趋势望超预期。我们认为ROE提升逻辑如下:

1) **短期将迎来拐点:** 随着嘉诚国际港(二期)投产,CAPEX减少,IPO募集资金建设的产能预计在2021年底释放,需求无忧下满产将使ROE将迎来拐点。嘉诚国际港(二期)主要与菜鸟合作开展跨境电商出口业务,2022年33万平方米仓储产能全部释放后,公司跨境电商业务将迎来爆发式增长。按照我们假设的资本结构,预计2021、2022年ROE将提升至11.14%、18.11%。

2) **长期有望不断提升:** 公司未来3-5年储备项目丰富,年均项目ROIC望超10%,海南海口自建物流中心预计2023年投产,年均项目ROIC为10%。公司资产负债率较低,长期有息负债几乎为0,未来3-5年若通过发债来获得各个储备项目的投资资金,公司权益乘数提升,资本结构改善后,ROE持续提升望超预期。根据假设的资本结构,我们预计2023年ROE有望提升至20.30%。

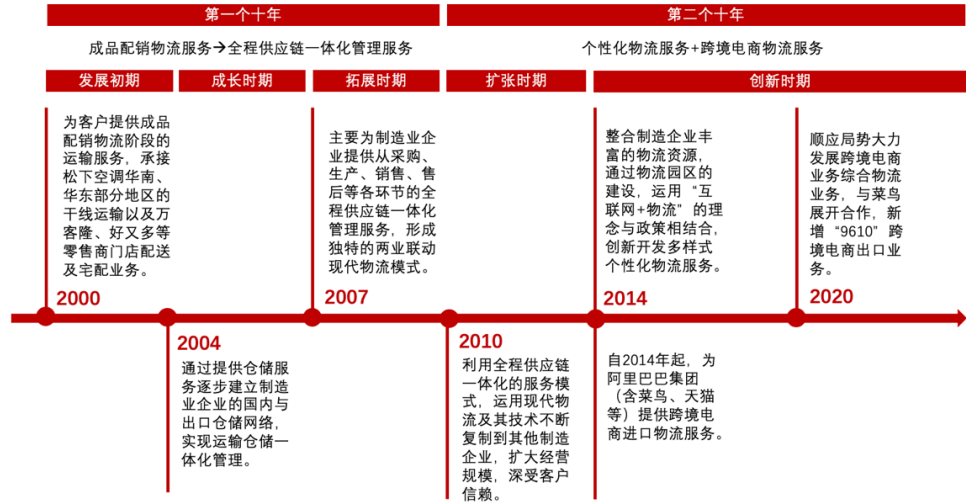
2. 嘉诚国际: 制造业物流+跨境电商物流的服务商龙头

2.1. 嘉诚国际: 定制化解决方案及全程供应链一体化综合物流的服务商龙头

嘉诚国际成立于2000年10月,主业是为客户提供定制化物流解决方案及全程供应链一体化综合物流服务,于2017年8月在上交所挂牌上市。

公司深耕于供应链管理行业两载有余,目前形成了“制造业物流解决方案+跨境电商物流解决方案”双轮驱动的业务模式。第一个十年,公司以为客户提供成品配销物流服务起家,逐渐发展为提供从采购、生产、销售等全程供应链一体化管理的服务商。第二个十年,公司着力于创新开发个性化物流服务,不断将成功经验复制到高端产业链,并与阿里巴巴集团深度合作,开展跨境电商物流服务,实现了“制造业物流解决方案+跨境电商物流解决方案”齐头并进的发展态势。

图 1：嘉诚国际于 2000 年成立，成为提供“制造业物流+跨境电商物流”解决方案的服务商



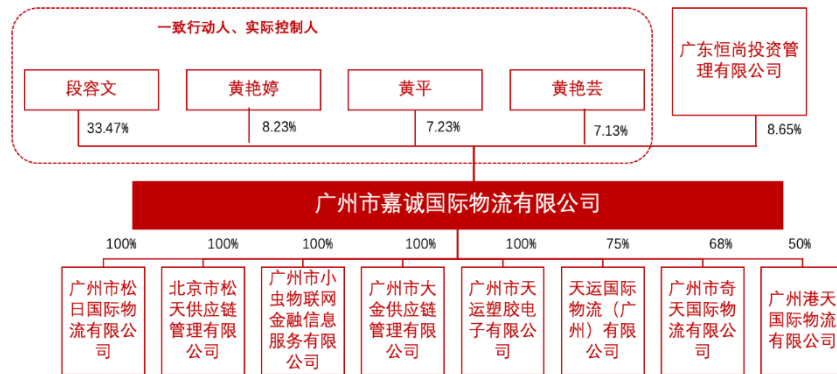
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.2. 股权结构：股权结构清晰，实际控制人控股 56.06%

公司股权结构清晰，实际控制人为段容文家族，持股比例为 56.06%。

黄艳婷：公司董事、副董事长。同时，现任奇天物流董事、港天国际董事、嘉诚环球董事。曾任松下万宝（广州）压缩机有限公司财务主管，广州市中世实业有限公司监事。

图 2：公司股权结构清晰，实际控制人控股约 56.06%



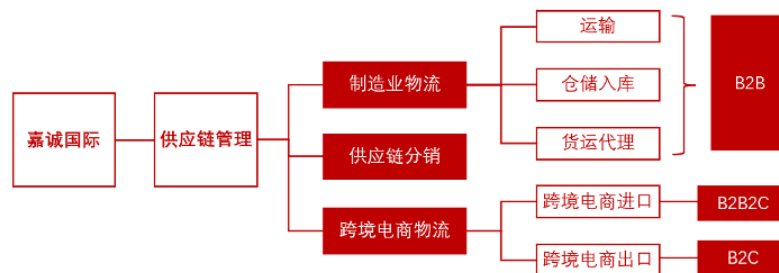
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3. 公司业务：“制造业物流解决方案+跨境电商物流解决方案”双轮驱动

公司深耕于供应链管理行业两载有余，以制造业物流解决方案为基石，跨境电商物流解决方案成为公司业绩的重要增长点。

- **制造业物流解决方案**起始于天运国际物流中心，将物流服务嵌入制造业企业生产经营中，贯穿原材料物流、生产物流、成品物流及逆物流等供应链运作的全过程，实现“四流合一”，为企业提供“一站式”供应链管理服务。
- **跨境电商物流解决方案**指公司为阿里巴巴旗下天猫出海、天猫国际等平台 and 海外及国内商家提供跨境电商进境及出境的物流服务，可分为 B2B2C 的进口业务和 B2C 的出口业务。跨境电商物流解决方案以“仓、干、配、关”中的“仓”、“关”为抓手，依靠优越的区位优势、核心高标仓资源和保税仓资质为 C 端、B 端客户提供仓储、关务服务。

图 3：制造业物流为基石，跨境电商物流为业绩重要增长点



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.1. B2B 制造业物流解决方案：以制造业物流服务为基石，将“两业联动”模式拓展到高端汽车产业链

3.1.1. 以制造业物流服务为基石，形成“两业联动”的综合供应链一体化管理模式

公司以涵盖运输、仓储、货运代理等制造业物流服务为基石，将物流服务嵌入 B 端制造业企业的生产经营中，形成深度“两业联动”的综合供应链一体化管理模式。公司通过原材料物流、生产物流、成品物流、逆物流“四流合一”的供应链运作全过程，帮助制造业企业实现降本增效。

从业务内容来看，公司以制造业物流业务为主，供应链分销业务为辅：

- **制造业物流业务**主要包括运输服务、仓储及入库服务、货运代理。公司通过自有和外协车辆，以牛奶取货（MILKRUN）等运输方式进行多种干线运输一条龙服务；建立仓储营运网络，依托南沙自贸区的天运物流中心、VMI 分拨中心为企业 提供普通和保税仓储服务；同时公司凭借港口航空等国际物流资源从事国际 货运代理业务。
- **供应链分销业务**是制造业物流的延伸服务，销售商品不是目的，终极目的是整合整条供应链的各级物流。目前公司主要代理销售松下电器各品类产品，在代 销产品的同时承包松下工厂到嘉诚一级仓储仓的一次物流。同时，公司瞄准松 下的其他代理商如上海恒隆，承包松下代理商的二级物流。继而整合整条家 电供应链的各个级别物流，承包三次、四次物流等。

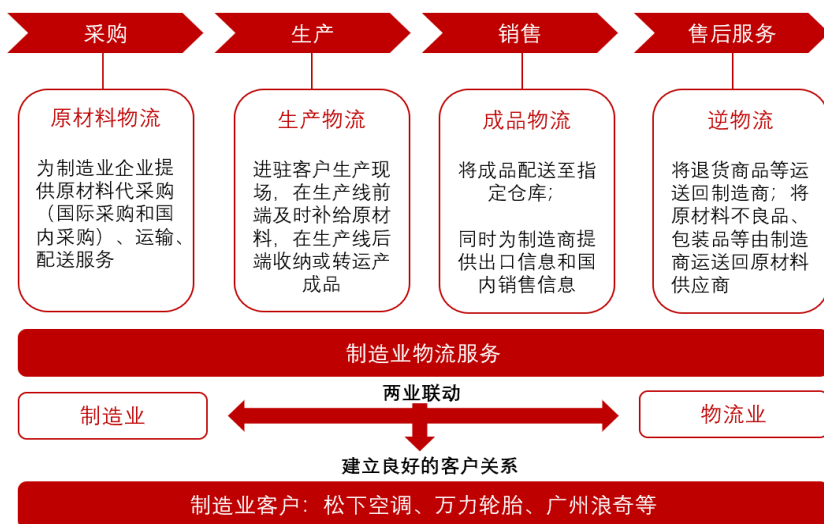
表 1：1.0 解决方案以制造业物流业务为主，供应链分销业务为辅

主营业务	业务分类	运营模式
制造业物流业务	运输服务	<p>牛奶取货 (MILKRUN)：公司设计最优的循环运输管理方案，实现同一车辆“成品出、部品回”。</p> <p>保税物流运输：公司整合保税物流中心内的进口原材料和出口成品，实现保税物流仓的“原材料出、成品进”。</p> <p>甩挂运输：按一定比例配置牵引车和挂车，在运输停顿过程中牵引车可以甩下装有货物的挂车，换上新的挂车运往另一个目的地。</p>
	仓储及出入库作业服务	<p>天物流中心：位于南沙自贸片区保税港区，仓储面积约12万平方米，为驻园区的企业提供特色保税物流服务，为跨境电商提供全程供应链一体化服务。</p> <p>VMI分拨中心：通过VMI调达模式，由供应商、客户和第三方物流企业共同管理库存。</p>
	货运代理	<p>公司提供普通仓储服务及保税仓储服务，其中包括货物的出入库作业管理以及库内分拣、分包、包装、贴签、简易加工、点检等服务。</p> <p>公司主要为进出口的原材料及成品提供国际货运代理服务，运用公司国际货运代理系统和WMS与海关通关系统对接，实现信息一体化的操作。</p>
供应链分销执行业务	代理销售	<p>线下销售：国美电器、广百集团、友谊商店等大型家电零售商</p> <p>线上销售：天猫、京东、易购等电商渠道</p>

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

从业务模式来看，公司实现物流业与制造业深度的“两业联动”。公司将物流服务嵌入到制造业企业生产经营中，贯穿原材料物流、生产物流、成品物流及逆物流等供应链运作的全过程，实现“四流合一”，为企业提供“一站式”供应链管理服务。公司合理规划相关联的原材料仓储，半成品就地加工，并根据配送料件的具体情况运用 VMI、MILKRUN、直送、KANBAN、甩挂运输等物流管理技术，实现客户生产流水线材料配件的 JIT 物流配送；最后通过代理销售整合成品分销物流。公司能对物资流、商流、信息流和资金流进行合理的设计、规划和控制，从而实现集成协同式供应链管理并获取持续发展的动力。

图 4：公司物流服务贯穿供应链全过程，实现物流业与制造业“两业联动”



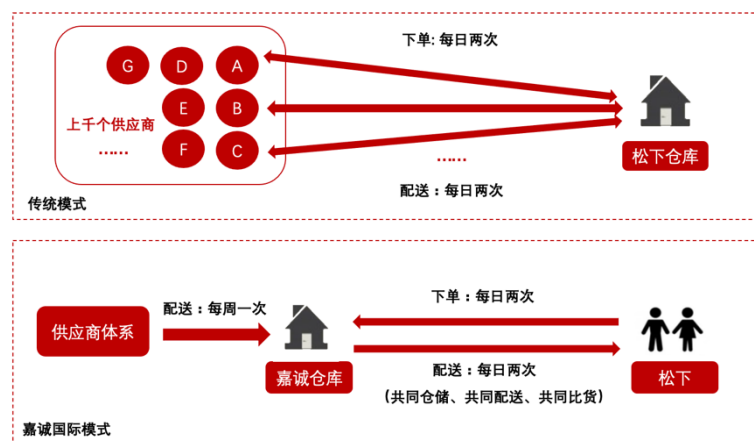
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司通过“四流合一”的供应链一体化管理，并结合先进的物流技术，帮助制造业企业实现降本增效。目前我国制造业企业业务流程总体布局缺乏合理设计，导致物流环节出现停滞、交叉、迂回、倒流等状态，造成时间和空间的浪费。公司通过“四流合一”的供应链一体化管理，大大减少产品在各工艺阶段的停滞时间，缩短成产周期。同时配合 DRP、JIT、MILKRUN 等先进的物流管理技术，实现“零”库存管理，减少流动资金的占用。

以原材料物流环节为例，公司为松下原材料采购节省时间和成本。

- 在传统原材料物流下，为了实现零库存，松下需要每日两次的频率向上千个原材料供应商下单，上千个供应商以每日两次的频率将原材料送到松下的仓库中，需要消耗巨大的时间、空间成本，效率低下。
- 嘉诚国际承包松下的原材料物流后，松下将原材料物流中心设在嘉诚，供应商以每周一次送大批原材料的方式代替原本每日两次高频小数量的方式，直接将原材料送到嘉诚的仓库。嘉诚通过共同仓储、共同配送、共同比货，将原材料以每天两次的频率送到松下。通过嘉诚的物流介入，松下不仅能将原本用来仓储的空间用于开发新的生产线厂房，同时省去上千个原材料供应商高频次的物流费用，达到节省时间、空间、成本的作用。

图 5：公司帮助松下电器在原材料环节节省时间、空间和成本



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.1.2. 复制家电制造业供应链管理经验，切入高端汽车产业链

公司以家电制造业为起点，优化家电制造业企业的各个生产经营环节，与客户建立起充分的信任关系，在不断扩大客户资源的同时提高客户粘性。据公司公告，公司的“两业联动”的供应链一体化管理模式在与松下集团合作的家电领域取得良好效果。同时公司还与万力轮胎、日立冷机、住友电工等家电制造业企业保持长期紧密合作。

从未来发展战略来看，公司将把家电制造业的供应链经验复制到高端汽车产业链，推进募投项目“汽车零部件智慧物流中心”的建设，丰富和完善公司产业链布局。该项目计划使用嘉诚国际港（二期）2号仓库的6万平方米，引入EPC物联网编码技术、RFID射频识别技术等，采用包括高速自动化分拣线等多种自动化设备，实时对接公司的汽车配件生产制造客户，以实现公司在汽车零部件供应链方面的收入增长。

“汽车零部件智慧中心项目”预计总投资8,000万，通过自投入和定增募集资金；

- 2020年10月1日公告，拟定向向实控人、广汽、广州万宝长睿募集不超过2.04亿元，其中广汽、万宝长睿为战略投资，拟投入汽车零部件智慧物流中心约5000万。
- 2021年4月定增方案调整，拟定向向实控人募集1.34亿元，5000万投向汽车零部件智慧中心。

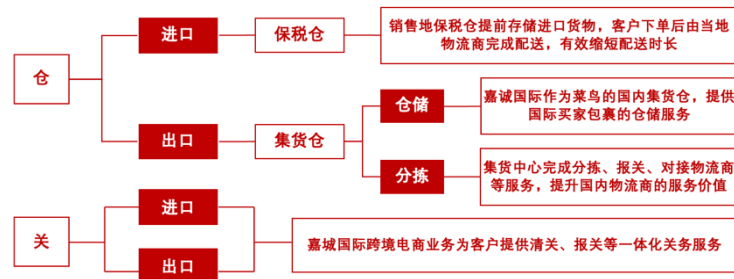
- 2021年6月定增方案过会，7月获得批文。

我们预计公司依然向汽车产业链拓展业务，有望形成新的合作方式。

3.2. 跨境电商物流解决方案：“双向”跨境电商业务形成物流、电商集聚效应

“仓”、“关”是跨境电商“仓、干、配、关”中的核心步骤。公司跨境电商业务以“仓”、“关”为核心抓手，以优越的区位优势、核心高标仓资源和保税仓资质为C端、B端客户提供仓储、关务服务。跨境电商物流业务指公司通过天运(南沙)多功能国际物流中心(进口业务)和新建成的嘉诚国际港(二期)(出口业务)开展跨境电商进出口业务，涵盖通关、退税、外汇、销售、物流、售后服务等所有环节，为跨境电子商务企业提供进出口代理、仓储分拨、物流运输等一站式跨境物流服务，通过“双向”跨境电商业务加速形成物流、电商产业集聚效应。

图6：公司跨境电商业务以“仓”“关”为核心抓手



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2.1. B2B2C 跨境电商进口：独特的区位优势和保税仓资质

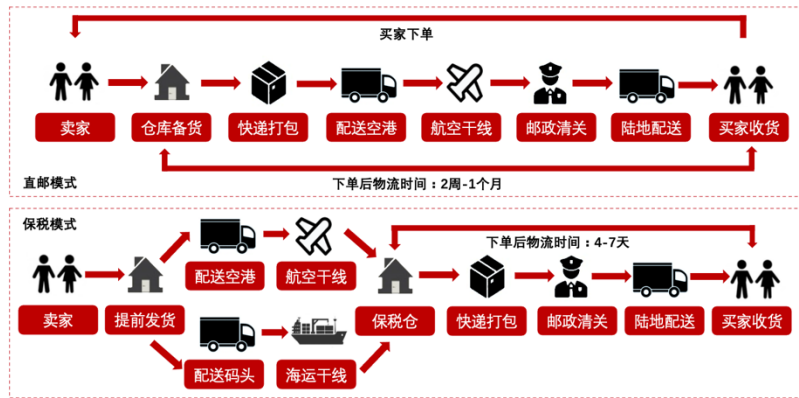
公司自2014年起在广州南沙自贸片区通过天运南沙多功能物流中心为阿里巴巴集团(含菜鸟、天猫)提供跨境电商进口服务(1210业务)，主要收取租金和包裹服务费(以件计价)。

借助区位优势，打造“中国香港-南沙超级干线”。按照传统的进口供应链物流模式，在货物到香港机场或葵涌码头卸货后，需要货代公司处理货物入库、收货人预申报、货代公司安排中港包车、通关等一系列复杂耗时的流程。而嘉诚物流通过“中国香港-南沙超级干线”，实现香港机场、码头与天运南沙多功能物流中心一站式空、陆联运的新型物流经营模式。将天运多功能物流中心作为香港机场异地航空货栈楼，利用自贸区境内关外的优势实现了海外仓功能。

天运南沙多功能物流中心的进口业务核心在保税仓模式，可有效缩短物流时间。保税仓模式是提前将货物存储在销售地仓库，待客户下单后，生成物流单据由当地物流商完成配送，从用户下单到商品配送不超过7个工作日，相较于国际直邮模式2周-1个月的配送周期，有效缩短物流时长，提升用户体验。

天运南沙多功能物流中心是国内最大的保税物流中心之一，广州海关已经授权批准天运南沙多功能中心保管系统与海关对接，实现了24小时系统自动审单。

图 7：公司提供跨境电商物流进口服务，保税仓模式有效缩短物流时长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

保税仓建设成本高，需要资质齐全且资金充足。保税仓需要符合海关对保税仓库布局的需求，并建立在设有海关机构、便于海关监管的区域等要求，对仓储面积、注册资本等有严格的要求。

表 2：保税仓建设成本高，需要资质齐全且资金充足

经营保税仓库的企业资质	保税仓库条件
经工商行政管理部门注册登记，具有企业法人资格	符合海关对保税仓库布局的要求
具备向海关缴纳税款的能力	具备符合海关监管要求的隔离设施、监管设施和办理业务必需的其他设施
经营备料保税仓库的加工贸易企业，年出口额最低为1000万美元	具备符合海关监管要求的保税仓库计算机管理系统并与海关联网
	具备符合海关监管要求的保税仓库管理制度
	公用保税仓库面积最低为2000平方米； 液体危险品保税仓库容积最低为5000立方米； 寄售维修保税仓库面积最低为2000平方米；

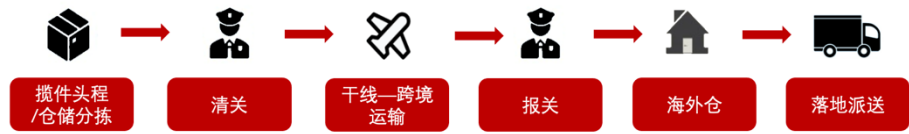
资料来源：海关总署，浙商证券研究所

3.2.2. B2C 跨境电商出口：嘉诚国际港（二期）投产，拓展“9610”业务深化和阿里的合作

2020年8月，公司进一步深化与阿里巴巴集团合作，与菜鸟新增海外跨境电商出口业务（9610业务），与菜鸟结算，主要收取租金和包裹服务费（以公斤计价）。按商流和物流的组织模式来分，跨境电商 B2C 出口主要分“直购出口”和“出口海外仓”两种模式。嘉诚国际主要做的是“直购出口”，指境外个人或电子商务企业进行跨境电商交易后，商品从境内发货，经海关、干线、国际快递等环节抵达国外消费者，监管代码为“9610”。“9610业务”主要针对小体量，俗称“集货模式”，公司采用“清单核放、汇总申报”模式办理电商零售出口商品的通关手续。

“9610业务”的整条跨境电商链条中，仓储分拣和跨境运输环节尤为重要，有较强规模效应。“9610业务”整条跨境电商链条包括，揽件头程、仓储分拣、清关、干线-跨境运输、报关、落地派送等环节。电商物流的仓储分拣中心作为集货仓扮演着仓储和分拣的职能，未来随着货量增加会有一定的规模效应。一般传统货运物流公司拥有干线-跨境运输环节干线运输资源，有一定装载率规模效应。

图 8：公司新增“9610”跨境电商出口业务，仓储分拣和跨境运输环节有较强的规模效应

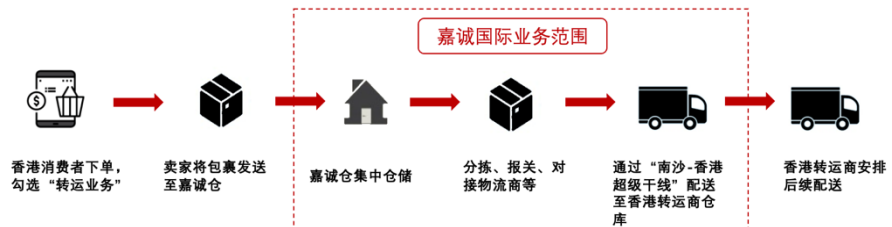


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

嘉诚国际与菜鸟合作的“9610”出口业务，扮演“中国香港-南沙超级干线”的菜鸟国内集货仓角色，完成仓储和分拣两大职能。由于国际买家（主要为香港、新马泰等东南亚地区）往往采用囤货的购买方式，一次会在不同的店铺下单，因此出口物流中，嘉诚国际作为菜鸟的国内集货仓，扮演第一收货人的角色，负责集齐相同买家在不同店铺的包裹，之后进行包裹的出口和通关。因此，公司主要有仓储和分拣这两大职能：

- **仓储：**由于不同店铺发货存在时间差，跨境电商出口业务会有仓储需求。嘉诚国际新建的嘉诚国际港设立“菜鸟集运分拨中心”，预计提供不低于 35 万平方米、设计产能约数百万单/日的电商高标仓库。
- **分拣：**集货中心除了包裹储存外，还需要完成分拣、报关、对接物流商等服务，将分拣前置到集货中心，提升了国内物流商的服务价值。嘉诚国际港以科技赋能供应链管理，打造高端智能分拣仓储。公司投入 8000 万打造嘉诚国际港仓库管理系统（WMS）、运输管理系统（TMS）、射频识别系统（RFID），全面提升货物智能化包装、配送、装卸及仓储能力，提高物流效率，进一步提高公司的核心竞争力。

图 9：公司新增“9610”跨境电商出口业务，扮演菜鸟在国内的集货仓角色



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

嘉诚国际港是公司 IPO 募集资金项目之一，二期工程目前已进入建设尾声。嘉诚国际港紧靠南沙自贸区，项目总投资额约 25.80 亿元，总面积预计约 60.40 万平方米，其中仓储用途的面积预计约为 52 万平方米，将打造成为全球单体面积最大的全自动化无人智能立体仓库之一。

嘉诚国际港（二期）于 2020 年 Q4 正式投入运营，用于保税物流、代理报关报检、海运和跨境电商快递配送等业务。嘉诚国际港（一期）已建成，以行政为主，将引入海关及检验检疫部门办公；二期主要用于仓储；三期为两栋多功能生产性厂房。二期总建筑面积约为 50 万平方米，仓储面积约为 33 万平方米，二期项目基建投资约为 9.2 亿元，是基于制造业、商贸业与物流业“三业联动”建造的综合性、智慧化多功能物流中心。

公司将依托投产试运营的嘉诚国际港，对阿里旗下多个平台提供的出口物流业务进行全链路整合。公司在和菜鸟现有的十多万平方米天运仓库合作的基础上，将进一步深化

合作，拟在即将交付的嘉诚国际港中为其设立“菜鸟全球集运分拨中心”，提供预计不低于35万平方米、设计产能约数百万单/日的电商高标仓库，为阿里旗下淘系、天猫海外等平台提供出口物流业务，为其提供集运、分拨、干线、关务等一体化、定制化服务。

3.2.3. 项目储备丰富，推动物流业、制造业、商贸业“三业联动”的新业态

公司未来3-5年规划清晰，不断扩展跨境电商业务的地域范围，加快海口、大湾区、洋浦等地电商物流的基础设施建设。

- 公司以丰富的保税仓储经验为基石，切入免税市场，打造嘉诚国际海南(海口)多功能数智物流中心，为中免及免税品销售企业提供个性化的物流解决方案。我们预计海南物流中心预计2022年底建成，2023年投产，预计资本投入10亿元。随着2021年2月海南离岛免税邮寄业务的正式开放，公司有望将南沙保税区经验成功复制到海南保税区，提高公司在海南物流市场的核心竞争力。
- 布局番禺大湾区(华南)国际电商港项目，主要与阿里合作，建设大型商场作为阿里的线下体验厅，让阿里的精品商家从线上搬到线下。预计总投资额23.88亿元，项目总占地面积约为9.08万平米，预计总建筑面积约35.07万平方米。我们预计该项目将于2022年6月动工，2024年建成。
- 番禺大湾区国际电商港项目将加速推动物流业、制造业、商贸业“三业联动”的新业态。该项目拟以“互联网+科技物流”为核心，打造成线上线下相结合的新零售模式。同时，该电商港将依托于公司与多家电商平台多年的合作关系，充分利用并跨界整合平台商、电商商家及电子商务全产业链上的各种资源，集成协同式发展，形成独特的物流业、制造业、商贸业“三业联动”的新业态。
- 天运国际(海南)多功能数智中心：公司拟在海南省洋浦经济开发区建设第二座多功能数智中心并设立洋浦全资项目公司负责建设及运营。我们预计洋浦区物流中心将于2023年年底建成，2024年投产，总资本投入约为8.6亿元。

表 3：公司未来 3-5 年规划清晰，项目储备丰富

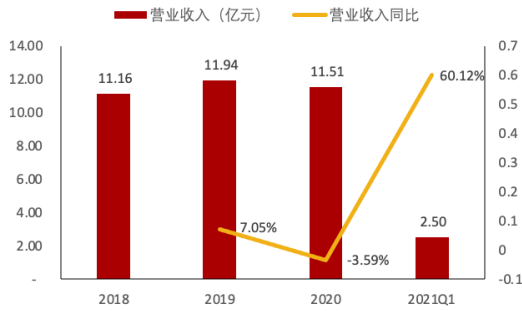
项目名称	面积(万平方米)	建设规划	资本投入	相关政策
嘉诚国际港	60	2020年年底投产，预计2022年满产	总投资25.80亿元	
海南(海口)多功能数智物流中心	21	2022年底建成，2023年投产	预计资本投入6亿元	2025年海南全岛封关
天运(海南)多功能数智物流中心	31	2021年年底开工，预计2023年下半年建成，2024年投产	预计资本投入8.6亿元	2023年洋浦区封关，变成自由贸易港
番禺大湾区国际电商港项目	41	2022年6月开始建设，预计2024年建成	预计投资25个亿	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.3. 总结：营收和净利润保持增长，跨境进出口业务望迎业绩新格局

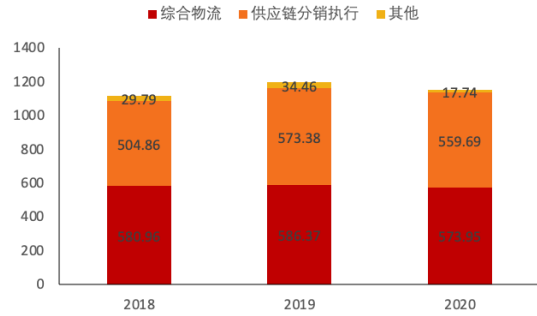
2020年公司营业收入受疫情影响略有下降，2021年Q1营收增长迅速。2020年，公司营业收入11.51亿元，同比下降3.59%。分业务来看，2020年制造业物流、供应链分销营收分别为5.74、5.60亿元，同降2.12%、2.39%。2021年Q1由于疫情缓解、跨境电商出口业务拓展，公司实现营收2.50亿元，较去年同期增长60.12%。

图 10: 2021 年 Q1 营业收入增长迅速 (单位:亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

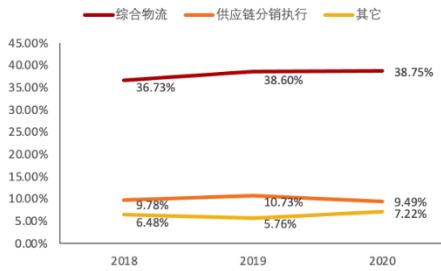
图 11: 2020 制造业物流及供应链分销营收下降 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

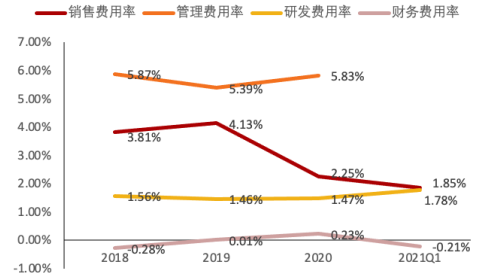
公司毛利率稳定, 综合物流业务毛利率维持较高水平。2018-2020 年公司毛利率分别为 23.73%、24.27%、24.04%。其中综合物流业务毛利率维持较高水平, 2020 年, 综合物流毛利率为 38.75%, 同比增长 0.15%; 供应链分销执行业务毛利率为 9.49%, 同比下降 1.24%, 主要由于疫情影响, 线下销售渠道受阻。供应链分销业务的目的是销售产品, 而是为了增强与客户的黏性, 提升全程供应链一体化服务质量, 同时获取一定的销售利润。同时, 公司在销售产品的同时整合供应链中各级物流, 实现短链。

图 12: 总毛利率稳定, 制造业物流毛利率维持较高水平



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

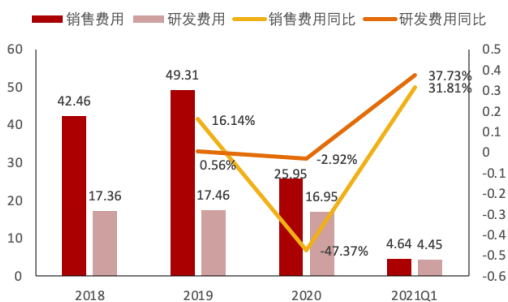
图 13: 受疫情影响, 2020 年销售费用率下降



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

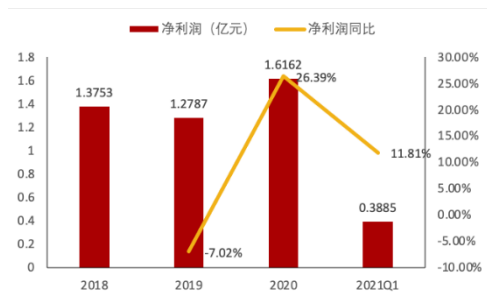
2020 年销售费用有所下降, 2021Q1 研发费用上升。2020 年受疫情影响, 供应链分销执行线下销售渠道受阻, 公司加大线上电商销售力度, 销售费用为 0.26 亿元, 同比下降 47.37%; 公司为了推进智慧物流建设, 以科技赋能发展, 2021Q1 加大研发投入, 研发费用为 0.17 亿元, 同增 37.73%。

图 14: 2021 年 Q1 研发费用上升 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 15: 2020 净利润为 1.62 亿, 2021Q1 维持增长 (单位:亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2020 年公司净利润有较大增长，2021Q1 在高基数下维持较高增长。2020 年公司净利润为 1.62 亿元，同比增长 26.39%。2021Q1 净利润为 0.39 亿元，在去年同期较高净利润水平上的基础上同增 11.81%。

我们认为，基于中国跨境电商快速增长和广东在跨境电商产业链独特的区域位置，菜鸟全球集运分拨中心将会和天运物流中心保税进口业务形成进出口互通，进一步发挥集约化、规模化效应，预计 2021 年公司自有仓七成以上将为阿里系客户提供物流服务。我们预计跨境电商进出口业务将迎来快增长的新格局，并将继续为 2021 年营业收入带来较大的积极影响。

4. 核心竞争力：制造业物流“短链、共生、品质”+ 跨境电商

物流“核心区位+高标仓+资质”

公司的制造业物流业务通过二十年的积累与沉淀，逐步形成“短链”、“共生”、“品质”的特质：

- **短链：**公司作为家电物流链的“链主”，以承包松下集团的一级物流为起点，通过不断发展与松下的各级代理商和分销商的物流合作，整合整条家电供应链资源，去中间化以实现供应链短链，减少商品从生产到消费者中的环节，降低成本、提高物流效率，同时解决企业“层层代理、层层分销”传统分销体系下由于各种压货、订单交付周期长、成品仓储面积大而产生的大量库存租金等问题。
- **共生：**随着共生成为物流行业的共识，公司通过把物流业嵌入制造业中，实现深度“两业融合”，帮助制造业企业降本增效，实现共生共荣。
- **品质：**公司秉承日系企业的管理风格，注重提高物流服务的品质，拥有流程标准化、管理精细化的优势。以标准化的物流流程提高效率，降低成本；以精细化管理保护商品价值，减少物流操作产生的商品损耗，直接减少客户的经营成本。

“核心区位+高标仓+资质”是公司跨境电商物流业务的重要核心竞争力，同时也是携手菜鸟的主要原因。

- **跨境进口业务：**交通便捷的区位和保税仓的资质是跨境进口业务的必要条件。公司打造“中国香港-南沙超级干线”将天运多功能物流中心作为香港机场异地航空货栈楼，形成香港机场、码头与天运多功能物流中心一站式空、陆联运的新型物流经营模式，实现海外仓功能。同时，公司进口业务的核心在保税仓模式，有效缩短物流时长。
- **跨境出口业务：**核心区位的优质仓储资源将成为未来跨境出口业务的核心优势。南沙自贸区内仓储用地供给偏紧，供需缺口导致南沙区内仓库供不应求。从仓储资源结构来看，南沙主要以普通仓为主，高标仓资源缺乏。嘉诚国际港在南沙自贸区释放 52 万平高标仓储资源，弥补南沙区内高标仓缺口。国际港完全投入使用后，预计年间作业能力将达到 60 万箱量，可承载 550 台货柜车同时作业。

5. 超预期点：公司卓越能力和行业高景气度决定了未来成长无忧，资本结构优化后 ROE 有望显著改善

公司较低的 ROE 是限制估值提升的主要因素之一。公司上市前 ROE 水平较高，IPO 募集资金主要用于建设嘉诚国际港（二期），导致建设期间 ROE 快速下行。2017 年公司上市后，ROE 下降至 8.62%。IPO 募集资金中 5.15 亿元投入建设嘉诚国际港（二期），导致建设期间 ROE 维持 8%-10% 的水平。

目前，随着嘉诚国际港（二期）投产，仓储产能释放，加之跨境电商行业需求高增，公司卓越能力和行业前景决定了公司未来成长无忧，资金结构优化后，ROE 有望显著改善。我们认为 ROE 提升逻辑如下：

1) 短期将迎来拐点：随着嘉诚国际港（二期）投产，CAPEX 减少，IPO 募集资金建设的产能预计在 2021 年底释放，需求无忧下满产将使 ROE 将迎来拐点。嘉诚国际港（二期）主要与菜鸟合作开展跨境电商出口业务，2022 年 33 万平方米仓储产能全部释放后，公司跨境电商业务将迎来爆发式增长。按照我们假设的资本结构，预计 2021、2022 年 ROE 将提升至 11.14%、18.11%。

2) 长期有望不断提升：公司未来 3-5 年储备项目丰富，年均项目 ROIC 望超 10%，海南海口自建物流中心预计 2023 年投产，年均项目 ROIC 为 10%。公司资产负债率较低，长期有息负债几乎为 0，未来 3-5 年若通过发债来获得各个储备项目的投资资金，公司权益乘数提升，资本结构改善后，ROE 持续提升望超预期。根据假设的资本结构，我们预计 2023 年 ROE 有望提升至 20.30%。

表 4：公司未来 3-5 年储备项目丰富，项目 ROIC 皆超过 10%。

项目名称	预计投产时间	预计资本投入（亿元）	预计每年利润（亿元）	项目 ROIC
海南（海口）多功能数智物流中心	2023 年	10	1	10%
天运（海南）多功能数智物流中心	2024 年	8.6	1.5	17%
番禺大湾区国际电商港项目	2025 年	25	4	16%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1. 盈利预测：预计未来三年营收 CAGR 约 35%，净利润 CAGR 约 50%

核心假设：

- **综合物流服务**：由于嘉诚国际港（二期）产能释放，我们预计 2021-2023 年公司综合物流业务收入为 776.83/1,349.64/1,943.75 百万元，同比增长 35.3%/73.7%/44.0%，毛利率为 39.10%/40.01%/40.19%。综合物流业务分为制造业物流和跨境电商物流。我们预计 2021-2023 年制造业物流业务收入为 512.76/589.67/678.12 百万元，同比增长 15.0%/15.0%/15.0%；跨境电商物流业务收入为 264.07/759.97/1,265.63 百万元，同比增长 106.2%/187.8%/66.5%，其中跨境出口和免税业务为即将开展的新业务。
- **供应链分销业务和其他业务**：由于疫情缓解，我们预计 2021-2023 年公司供应链分销业务收入为 615.66/738.79/886.55 百万元，同比增长 10.0%/20.0%/20.0%。预计 2021-2023 年毛利率为 7.02%/10.89%/10.89%。我们预计 2021-2023 年公司其

他业务收入为 19.51/21.47/23.61 百万元，同比增长 10.0%/10.0%/10.0%。预计 2021-2023 年毛利率为 7.27%/7.27%/7.27%。

表 5：嘉诚国际营业收入预测

单位 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
综合物流	573.95	776.83	1,349.64	1,943.75
YOY (%)	-2.1%	35.3%	73.7%	44.0%
制造业物流	445.88	512.76	589.67	678.12
YOY (%)	-3.1%	15.0%	15.0%	15.0%
跨境电商物流	128.08	264.07	759.97	1,265.63
YOY (%)	1.6%	106.2%	187.8%	66.5%
跨境进口	128.08	131.67	179.98	185.59
YOY (%)	1.6%	2.8%	36.7%	3.1%
跨境出口		132.40	579.99	680.04
YOY (%)			338.1%	17.2%
免税业务				400.00
YOY (%)				
供应链分销	559.69	615.66	738.79	886.55
YOY (%)	-2.4%	10.0%	20.0%	20.0%
其他	17.74	19.51	21.47	23.61
YOY (%)	-48.5%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：浙商证券研究所

表 6：嘉诚国际总营收关键指标预测

单位 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,151.38	1,412.00	2,109.90	2,853.91
YOY (%)	-3.6%	22.6%	49.4%	35.3%
毛利率 (%)	24.04%	24.67%	29.48%	30.81%
综合物流	573.95	776.83	1,349.64	1,943.75
YOY (%)	-2.1%	35.3%	73.7%	44.0%
毛利率 (%)	38.75%	39.10%	40.01%	40.19%
供应链分销	559.69	615.66	738.79	886.55
YOY (%)	-2.4%	10.0%	20.0%	20.0%
毛利率 (%)	9.48%	7.02%	10.89%	10.89%
其他	17.74	19.51	21.47	23.61
YOY (%)	-48.5%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	7.27%	7.27%	7.27%	7.27%

资料来源：浙商证券研究所

盈利预测：

基于以上假设，我们预计公司 2021-2023 年营收 14.12/21.10/28.54 亿元，同增 22.6%/49.4%/35.3%，归母净利润 2.06/3.90/5.30 亿元，同增 27.66%/88.79%/36.18%，EPS 为 1.37/2.59/3.53 元。

6.2. 估值：给与“买入”评级，对应 22 年 25X PE

可比公司选择：我们认为华茂物流与公司同以综合物流业务起步，拓展跨境电商物流业；密尔克卫和宏川智慧与公司同属物流板块，提供类似的综合物流服务；因此选为可比公司，并采用 PE 估值。

估值：可比公司 22 年平均估值为 22.17X PE。嘉城国际业绩未来三年 CAGR 约 50%。基于公司高成长性，并考虑跨境电商业务处于高景气度，且公司具备“区位、资质”等核心优势，给与对于可比公司平均估值（22 年 22X PE）的一定溢价，对应 22 年 25X PE。目标市值约 97.5 亿，目标价 65 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值水平

代码	公司	市值(亿元)	净利润(亿元)			PE(e)		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E
002930	宏川智慧	74.38	3.13	4.22	4.98	23.79	17.64	14.93
603128	华茂物流	195.11	8.51	10.81	13.50	22.92	18.05	14.45
603713	密尔克卫	172.28	4.14	5.59	7.27	41.63	30.84	23.69
		平均数				29.45	22.17	17.69
603535	嘉城国际	56.25	2.06	3.90	5.30	27.26	14.44	10.60

资料来源：浙商证券研究所，截止 21 年 9 月 3 日，Wind 一致预期。

7. 风险提示

项目建设速度偏慢；跨境电商景气度下降；大客户流失。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1230	1442	2539	3428	营业收入	1151	1412	2110	2854
现金	515	540	1441	2007	营业成本	875	1064	1488	1975
交易性金融资产	0	41	55	32	营业税金及附加	5	6	9	12
应收账款	331	338	499	718	营业费用	26	39	47	67
其它应收款	12	13	20	28	管理费用	67	74	89	132
预付账款	17	12	19	28	研发费用	17	18	19	25
存货	175	199	289	383	财务费用	3	(4)	24	44
其他	181	299	216	232	资产减值损失	3	3	5	6
非流动资产	1144	1098	1646	1567	公允价值变动损益	1	1	1	1
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	30	25	25	27
长期投资	5	5	5	5	其他经营收益	6	5	5	5
固定资产	314	283	899	1431	营业利润	193	243	460	626
无形资产	156	139	129	118	营业外收支	1	0	0	0
在建工程	658	658	600	0	利润总额	194	244	460	627
其他	11	12	13	12	所得税	32	37	69	94
资产总计	2374	2540	4186	4995	净利润	162	207	391	533
流动负债	602	563	817	1093	少数股东损益	1	1	2	2
短期借款	98	33	44	58	归属母公司净利润	162	206	390	530
应付款项	466	482	717	966	EBITDA	207	255	512	723
预收账款	0	5	5	5	EPS (最新摊薄)	1.07	1.37	2.59	3.53
其他	38	43	51	63					
非流动负债	23	21	1022	1022	主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	1000	1000	成长能力				
其他	23	21	22	22	营业收入	-3.59%	22.64%	49.43%	35.26%
负债合计	626	584	1839	2115	营业利润	45.75%	25.94%	88.77%	36.26%
少数股东权益	7	8	9	11	归属母公司净利润	35.06%	27.66%	88.79%	36.18%
归属母公司股东权益	1742	1948	2338	2868	获利能力				
负债和股东权益	2374	2540	4186	4995	毛利率	24.04%	24.67%	29.48%	30.81%
					净利率	14.09%	14.68%	18.53%	18.66%
					ROE	9.65%	11.14%	18.11%	20.30%
					ROIC	8.69%	10.26%	12.12%	14.47%
					偿债能力				
					资产负债率	26.36%	22.99%	43.94%	42.35%
					净负债比率	15.67%	5.60%	56.75%	50.02%
					流动比率	2.04	2.56	3.11	3.14
					速动比率	1.75	2.21	2.75	2.79
					营运能力				
					总资产周转率	0.52	0.57	0.63	0.62
					应收帐款周转率	4.25	4.48	5.37	4.89
					应付帐款周转率	4.56	4.89	5.12	5.12
					每股指标(元)				
					每股收益	1.07	1.37	2.59	3.53
					每股经营现金	0.69	0.49	3.18	3.47
					每股净资产	11.58	12.95	15.54	19.07
					估值比率				
					P/E	34.80	27.26	14.44	10.60
					P/B	3.23	2.89	2.41	1.96
					EV/EBITDA	29.08	19.91	10.12	6.44

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	104	74	478	522
净利润	162	207	391	533
折旧摊销	16	16	30	54
财务费用	3	(4)	24	44
投资损失	(30)	(25)	(25)	(27)
营运资金变动	(76)	(98)	146	4
其它	29	(22)	(88)	(86)
投资活动现金流	(74)	13	(565)	73
资本支出	(198)	18	(585)	16
长期投资	(0)	0	(0)	(0)
其他	125	(5)	20	57
筹资活动现金流	64	(61)	987	(29)
短期借款	98	(65)	11	15
长期借款	0	0	1000	0
其他	(34)	4	(24)	(44)
现金净增加额	95	26	901	566

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>