

2022年03月25日

证券分析师 刘博
 执业证号: S0600518070002
 18811311450
 liub@dwzq.com.cn
 证券分析师 唐亚辉
 执业证号: S0600520070005
 18806288427
 tangyh@dwzq.com.cn

从 3C 电子到新能源汽车再到家电行业，供应链物流龙头价值显著低估

买入 (首次)

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,468	1,807	2,296	2,976
同比 (%)	36.66%	23.13%	27.07%	29.59%
归母净利润 (百万元)	309	345	455	579
同比 (%)	58.81%	11.67%	31.87%	27.17%
每股收益 (元/股)	2.32	2.59	3.42	4.34
P/E (倍)	21.17	18.15	13.76	10.82

投资要点

- 公司简介:** 深耕消费电子行业、一体化供应链综合物流解决方案运营商。公司成立于 2011 年，是消费电子行业供应链解决方案的运营商和管理者，主要为全球科技制造企业提供集运输、仓储、关务和其他增值服务为一体的综合物流解决方案。业绩方面，2017-2021 年公司毛利率水平一直维持在 27% 以上，销售净利率水平逐年提升，2017-2021 年净利率分别为 10.27%、10.62%、14.64%、18.86%、21.97%；ROE 也一直维持在 15% 以上。财务方面，经营性净现金流良好、资产负债率低于 20%，财务状况非常稳健。高速发展的同时不忘回馈股东，2021 年公司派发现金红利 0.60 亿元，并以资本公积金向全体股东每 10 股转增 6 股。
- 行业分析:** 市场空间虽广阔，但是向碎片化、精细化、专业化方向发展。我们预计 2020-2025 年中国物流市场规模、外包物流市场规模、一体化供应链物流市场规模复合增速分别为 6.2%、7.1%、9.5%，市场空间广阔。其中，一体化供应链物流是物流行业发展的必然趋势，在政策支持下有望持续高速发展。截至 2020 年，一体化供应链物流服务市场规模最大的是汽车、快消品、服饰、3C 电子。我们预计 2020-2025 年增速最快的领域将分别是生鲜、快消品、服饰，而其中消费电子、新能源汽车、家电和医疗器械是公司业务重点方向。1) 公司依托联想集团，深耕消费电子行业。2021 年公司来自联想集团的收入占比营收达 40.44%。2) 公司通过切入理想汽车，快速发展新能源汽车业务，理想汽车于 2021 年成为公司第二大客户。3) 除此以外，公司不断拓展其他制造业领域的供应链物流服务市场，2021 年公司成功运营美的电器海外备品、备件仓 (家电行业)，康宁中国物流分拨中心 (特种材料、玻璃等)。
- 价值判断:** 精细化管理+信息化水平+专业化团队+跨行业复制，寥若晨星。1) 精细化管理，实际控制人拥有 20 余年运筹学和财务管理经验，体现在报表质量上稳健、扎实、储备充足。2) 信息化投入，公司顺应行业发展趋势，长期注重智能物流装备投入，建设自动化物流仓储，自主设计和开发包括“神掌系统”在内的信息系统，自动化、智慧化、数字化水平引领行业。3) 专业化团队，核心高管团队以 80 后为主，且分别在不同领域 (市场、IT 技术、财务) 拥有 10 年以上从业经验，专业化水平高+拼劲十足，公司以员工持股等市场化方式绑定团队利益，人效逐年提升。4) 跨行业复制，公司的客户群已经从 3C 电子逐步扩展到新能源汽车、特种材料、互联网、家用电器、光伏等行业，核心原因在于从标准化到定制化再到标准化的业务系统，不断打破自身能力边界。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.59、3.42、4.34 元，对应 PE 分别为 18、14、11 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 对大客户的依赖风险、疫情使得 3C 电子行业业务不达预期；新能源汽车出货量不达预期风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.02
一年最低/最高价	38.52/56.25
市净率(倍)	3.06
流通 A 股市值(百万元)	3159.97

基础数据

每股净资产(元)	15.36
资产负债率(%)	16.86
总股本(百万股)	133.33
流通 A 股(百万股)	67.18

内容目录

1. 公司简介：深耕消费电子行业的一体化供应链综合物流解决方案运营商	4
1.1. 业务：贯穿生产前、中、后环节的一体化供应链物流综合解决方案	4
1.2. 业绩：5 年维度看毛利率、销售净利率和 ROE 较为稳定，报表质量稳健	6
1.3. 分红：经营性现金流量净额良好、资产负债率低于 20%，2021 年慷慨分红	7
2. 行业分析：市场空间虽然广阔，但是向碎片化、精细化、专业化方向发展	8
2.1. 市场：一体化供应链物流是行业发展必然趋势，市场空间大、增速高	8
2.2. 领域：消费电子、新能源汽车、家电和医疗器械是公司业务重点方向	11
2.3. 业务：依托联想深耕消费电子，切入理想快速发展新能源汽车物流	12
3. 价值判断：精细化管理+信息化投入+专业化团队+跨行业复制，寥若晨星	15
3.1. 精细化管理：实控人拥有 20 余年运筹学和财务管理经验，严谨务实	16
3.2. 信息化投入：率先顺应和引领行业数字化、信息化、智能化发展趋势	16
3.3. 专业化团队：核心高管以 80 后为主，团队拼劲十足+员工持股绑定利益	18
3.4. 跨行业复制：从标准化到定制化再到标准化，不断打破自身能力边界	19
4. 盈利预测与投资评级	20
5. 风险提示	21

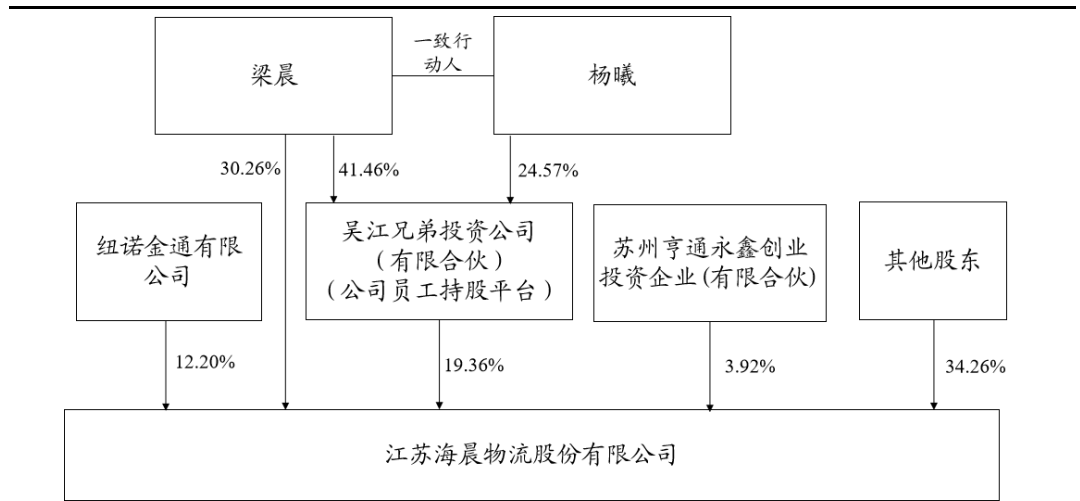
图表目录

图 1 : 截至 2021 年年底, 公司的股权结构	4
图 2 : 公司在合肥建设的 VMI 仓库及操作流程	5
图 3 : 公司在 VMI 服务中应用的自动化仓储系统作业模式	6
图 4 : 2017-2021 年公司收入和归母净利润情况 (亿元、%)	7
图 5 : 2017-2021 年公司的盈利能力情况 (%)	7
图 6 : 2017-2021 年公司分业务的收入情况 (亿元)	7
图 7 : 2017-2021 年公司分业务的毛利率情况 (%)	7
图 8 : 2017-2021 年公司经营性现金流净额情况 (亿元)	8
图 9 : 2017-2021 年公司负债率和财务费用率情况 (%)	8
图 10 : 2016-2025 年中国物流总支出 (万亿元)	9
图 11 : 2016-2025 年中国外包物流总支出 (万亿元)	9
图 12 : 2016-2025 年一体化供应链物流市场 (万亿元)	10
图 13 : 垂直领域划分的一体化供应链物流服务市场规模	10
图 14 : 2021-2025 年 3C 电子供应链市场规模 (千亿元)	12
图 15 : 2020-2025 年中国新能源车销量及占比 (万辆)	12
图 16 : 公司在苏州的联想集团电脑全球备品备件仓项目	13
图 17 : 2017-2021 年公司从联想集团收入及占比 (亿元)	14
图 18 : 公司新能源汽车业务 (亿元、万辆、万元/辆)	14
图 19 : 公司为理想汽车提供的 Milk-run 循环取货服务	15
图 20 : 实际控制人梁晨的过往履历	16
图 21 : 实际控制人财务出身, 对报表质量把控比较严格	16
图 22 : 公司自己设计开发的一硬一软一网一平台	17
表 1 : 近几年来, 中国政府出台一系列政策支持供应链物流发展	11
表 2 : 公司部分高管的任职和履历情况	19
表 3 : 公司分业务营收预测 (单位: 亿元)	20
表 4 : 公司与 A 股部分电力行业标的的估值比较 (截至 2022 年 3 月 24 日)	21

1. 公司简介：深耕消费电子行业的一体化供应链综合物流解决方案运营商

公司成立于 2011 年，是消费电子行业供应链解决方案的运营商和管理者，主要为全球科技制造企业提供集运输、仓储、关务和其他增值服务为一体的综合物流解决方案。经过多年的发展，公司积累了 2200 余家优质客户，其中包含联想、索尼等在内的世界 500 强客户及其配套供应商，合作超过 5 年以上客户占比超过 50%。截至 2021 年年底，董事长梁晨直接持股 30.26%、通过员工持股平台吴江兄弟投资公司间接持股 8.03%，合计持股比例为 38.29%，是公司的实际控制人。

图 1：截至 2021 年年底，公司的股权结构



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1.1. 业务：贯穿生产前、中、后环节的一体化供应链物流综合解决方案

公司在供应链物流各环节的服务模式包括：

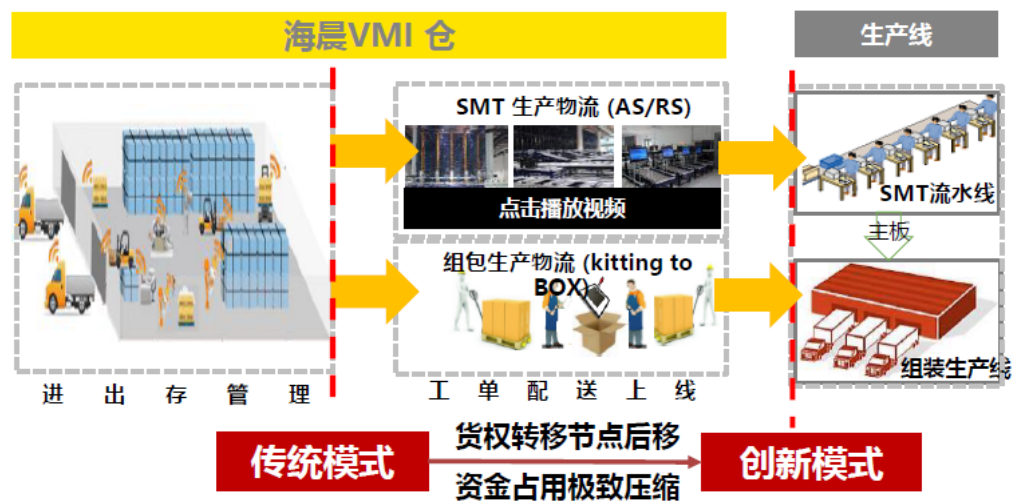
1) **生产前 To B 供应链物流集成服务**。通过成熟的深港跨境运输和连接全国的干线网络，结合境外料件集结仓库，配套口岸通关服务，为各类电子元器件厂商提供安全、高效的门到门整车、零担货物运输及配套的接驳、仓储、清关等增值服务。

2) **生产中 To B 供应链物流集成服务**。通过 VMI（供应商库存管理）仓储、入厂物流/Kitting to Line（工单配料）、Milk-Run（循环取货）、成品下线管理等综合性仓储服务，配套特殊监管区关务服务、场站管理服务，为保税/非保税制造企业提供全业务一站式生产支持。

3) **生产后 To B 供应链物流集成服务**。成品发货仓（出口集拼）：为客户提供成品出口集拼解决方案，通过实时物流计划选择海、陆、空、铁等运输方式，判定到库集结或直发口岸等不同物流路径，提前预定资源和防控风险，实现成本与时效的最优平衡、可视化节点跟踪等智能化、柔性化服务升级。成品运输配送：运用多年构建的华东—华南—西南骨干运输网络和集拼运作模式，依托信息管理和仓配体系，提供快速、精准、安全的运输服务，结合出口通关服务，将成品交付至上海、深圳、香港、成都等各大海空铁港口及国内客户端。

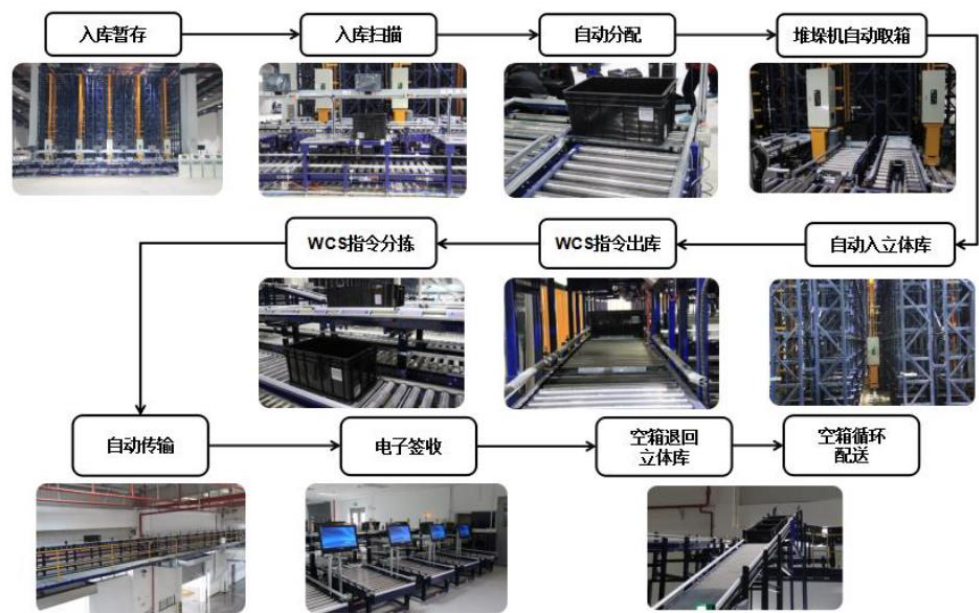
4) **售后备品备件管理和综合增值服务**：通过在中央备品备件库集中使用自动化分拣，定制化系统，数据对接分享，实现海量 SKU 管理，复杂包装类型管理，自动物流路径规划，自动订单管理分发，可视化节点跟踪管理等功能，满足客户对全球售后备品备件的集中、分发和管理的需求。

图 2：公司在合肥建设的 VMI 仓库及操作流程



数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

图 3：公司在 VMI 服务中应用的自动化仓储系统作业模式



数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

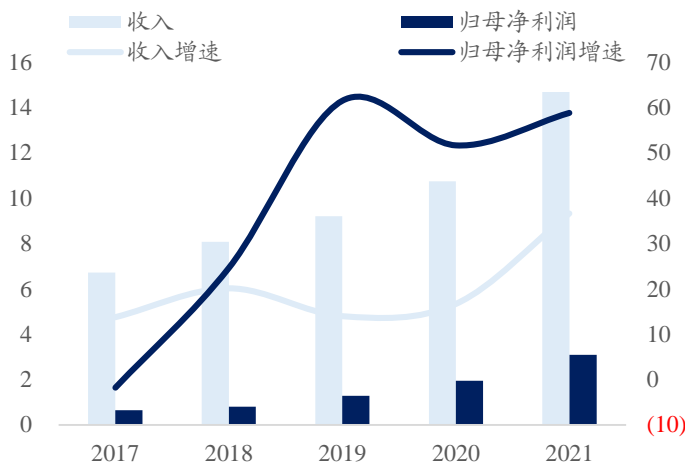
1.2. 业绩：5 年维度看毛利率、销售净利率和 ROE 较为稳定，报表质量稳健

2017-2021 年，公司营收从 6.72 亿元增长至 14.68 亿元，复合增速为 21.57%；归母净利润从 0.64 亿元增长至 3.09 亿元，复合增速为 48.23%。盈利能力方面，2017-2021 年公司的毛利率水平一直较为稳定（基本维持在 27% 以上），销售净利率水平逐年提升，2017-2021 年销售净利率分别为 10.27%、10.62%、14.64%、18.86%、21.97%（2021 年有非经损益的影响）；ROE 水平也较为稳定，一直维持在 15% 以上。分业务来看：

1) **货运代理业务**：主要包括运输业务、线边仓业务、关务业务、国际货代业务等，其中运力主要是租用外部运力（占比 90% 左右），2017-2021 年，公司货运代理业务收入从 4.37 亿元增长至 7.79 亿元，复合增速为 15.55%；毛利率分别为 20.69%、21.71%、22.62%、24.85%、23.49%，2021 年受到疫情影响有所下滑；占比营收总额从 67.91% 逐年下滑至 53.07%，总体来看货代业务在公司业务中的重要性逐年下降。

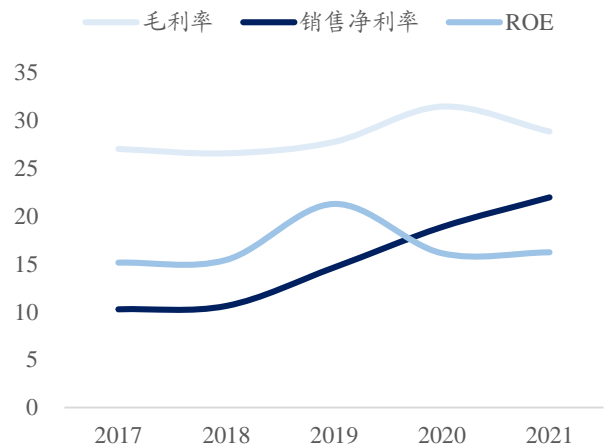
2) **仓储服务业务**：为客户提供多元化的仓储服务，以满足不同业务模式下的客户需求，主要包括 VMI 业务、逆向物流（备品备件分拨中心）、HUB 等模式。2017-2021 年，公司仓储服务业收入从 1.98 亿元增长至 6.07 亿元，复合增速为 32.32%，增速显著高出其他业务板块；毛利率分别为 37.78%、31.84%、33.86%、40.14%、36.60%，显著高于其他业务板块；占比营收总额从 30.72% 逐年上升至 41.39%，能够看出仓储服务业务在公司业务版图中的重要性在愈发提升。

图 4: 2017-2021 年公司收入和归母净利润情况 (亿元、%)



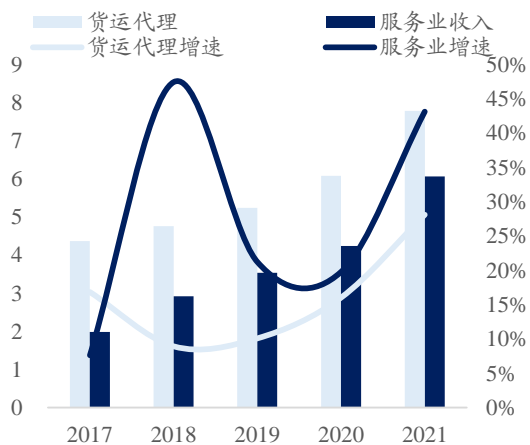
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图 5: 2017-2021 年公司的盈利能力情况 (%)



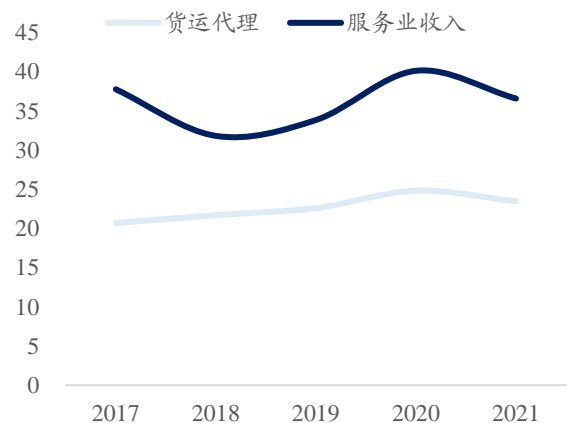
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图 6: 2017-2021 年公司分业务的收入情况 (亿元)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图 7: 2017-2021 年公司分业务的毛利率情况 (%)

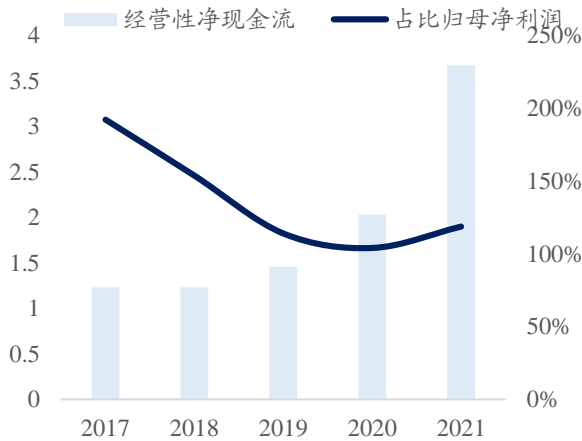


数据来源: Wind、东吴证券研究所

1.3. 分红: 经营性现金流量净额良好、资产负债率低于 20%，2021 年慷慨分红

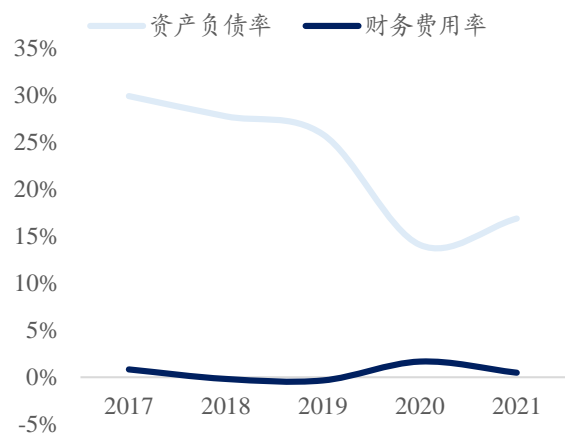
2017-2021 年, 公司经营性现金流量净额分别为 1.23、1.23、1.46、2.03、3.67 亿元, 占比归母净利润分别为 192.19%、153.75%、114.06%、104.10%、118.77%, 自身造血能力杰出; 资产负债率分别为 29.87%、27.72%、25.81%、14.07%、16.86%, 财务费用率分别仅为 0.82%、-0.19%、-0.35%、1.65%、0.47%, 财务状况非常稳健。分红方面, 2021 年公司派发现金红利 0.60 亿元, 占比归母净利润为 19%; 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 6 股。

图 8: 2017-2021 年公司经营性现金流净额情况 (亿元)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图 9: 2017-2021 年公司负债率和财务费用率情况 (%)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

2. 行业分析: 市场空间虽然广阔, 但是向碎片化、精细化、专业化方向发展

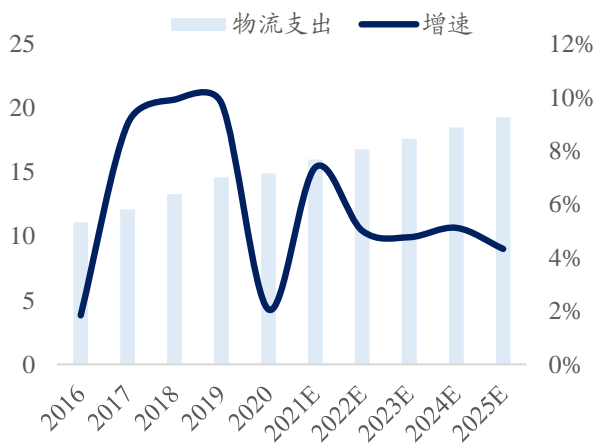
京东招股说明书预计 2020-2025 年中国物流市场规模、外包物流市场规模、一体化供应链物流市场规模复合增速分别为 6.2%、7.1%、9.5%，市场空间广阔。其中，一体化供应链物流是物流行业发展的必然趋势，在政策支持和鼓励下有望持续高速发展。截至 2020 年，一体化供应链物流服务市场规模最大的是汽车、快速消费品、服饰、3C 电子。京东招股说明书预计 2020-2025 年，增速最快的领域将分别是生鲜、快速消费品、服饰，而其中消费电子、新能源汽车、家电和医疗器械是公司业务重点方向。1) 公司依托联想集团，深耕消费电子行业。2017-2021 年，公司来自联想集团的收入占比营收总额分别为 27.58%、33.20%、34.15%、42.94%、40.44%。2) 公司通过切入理想汽车，快速发展新能源汽车业务，理想汽车于 2021 年一跃成为公司第二大客户。3) 除此以外，公司不断拓展其他制造业领域的供应链物流服务市场，2021 年公司成功运营美的电器海外备品、备件仓（家电行业），康宁中国物流分拨中心（特种材料、玻璃等）。

2.1. 市场: 一体化供应链物流是行业发展必然趋势, 市场空间大、增速高

中国物流总支出和外包物流市场空间广阔。根据京东物流的招股说明书，按照物流支出计算，中国是世界最大的物流市场，2015-2020 年中国物流支出分别为 10.9、11.1、12.1、13.3、14.6、14.9 万亿元，复合增速为 6.5%，预计未来中国物流支出的增长与 GDP 增速大致保持一致，随着国内消费及贸易活动持续增长，2020-2025 年中国物流支出增长率约为 6.2%。物流的初始形态（被称为第一方物流）指由买方或者卖方自行管

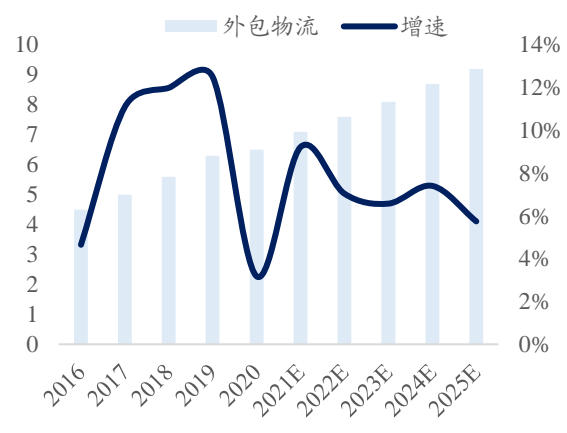
理货物的包装、储存和运输，然而随着业务的发展，买方和卖方面临更加复杂的客户需求，且受限于物流基础设施及资源，第一方物流通常无法达到拥有最佳基础设施及运营专业知识的专业化第三方物流服务供应商的效率。同时，将物流服务外包于第三方服务供应商，企业可以专注于其核心业务，因此，中国外包物流服务市场发展迅速，**根据京东物流招股说明书，2015-2020年分别为4.3、4.5、5.0、5.6、6.3、6.5万亿元，复合增速为8.9%，预计到2025年将增长至9.2万亿元，2020-2025年复合增速为7.1%，均显著高出同期支出总额的增长率。**

图 10: 2016-2025 年中国物流总支出 (万亿元)



数据来源: 京东物流招股说明书、东吴证券研究所

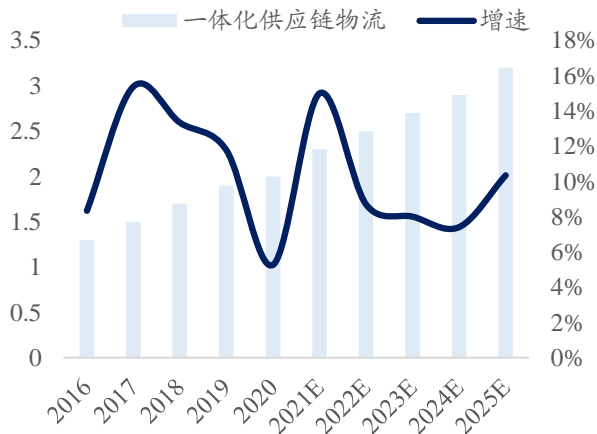
图 11: 2016-2025 年中国外包物流总支出 (万亿元)



数据来源: 京东物流招股说明书、东吴证券研究所

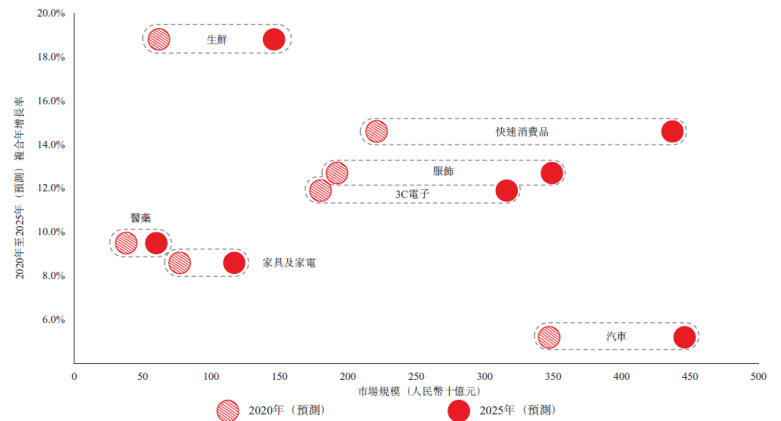
一体化供应链物流是产业必然发展趋势，市场规模增速更高。一体化供应链物流服务指的是外包物流服务中的一个细分领域以及一种更为先进的物流服务形式。其由第三方服务供应商提供，与此前孤立的供应链物流服务供应商不同，一体化供应链物流服务供应商有能力提供包括快递、整车及零担运输、最后一公里配送、仓储及其它增值服务在内的全面物流服务，这些服务以一体化解决方案的形式提供给客户，满足客户的各项需求。近年来生产制造企业对外包供应链物流服务的需求已经由同质化向多元化转变，导致一体化供应链物流服务市场的增速显著超过外包物流服务市场。根据京东物流的招股说明书，**根据京东物流招股说明书，2020年中国一体化供应链物流服务市场规模达到2.03万亿元，预计到2025年将增长至3.19万亿元，复合增长率为9.5%；一体化供应链物流服务的渗透率将由2020年的31.0%提升至2025年的34.6%。**

图 12: 2016-2025 年一体化供应链物流市场(万亿元)



数据来源: 京东物流招股说明书、东吴证券研究所

图 13: 垂直领域划分的一体化供应链物流服务市场规模



数据来源: 京东物流招股说明书、东吴证券研究所

相比传统的物流服务模式，一体化供应链物流服务具有以下特点：

1) 实现从端到端的一体化。单一供应链物流供应商通常专注于一种特定服务，例如快递。而一体化供应链物流服务商能够提供仓储及存货管理等一站式解决方案，从产品制造到配送满足客户端到端的需求。

2) 先进的技术应用和数据赋能。传统单一的供应链物流服务仍属于劳动密集型，自动化水平较低，在操作流程中容易出现低效及错误。而一体化供应链物流服务商通常利用技术及无人化解决方案来提高运营效率，此外，凭借先进的 IT 基础设施，不同供应链环节及合作伙伴之间数据采集、整合和分析也变得更加精准。

3) 行业洞察及见解。一体化供应链物流服务商对不同行业的深入了解（终端客户需求、商品独有特色、存货及销售周期等）使其能够提供量身定制的解决方案。传统单一的供应链物流服务商提供的服务范围和环节有限，对行业理解深度不够。

4) 增强客户业务运营的能力。一体化供应链物流服务商可提供额外增值服务，并在销售预测、生产规划、SKU 及存货管理以及终端客户订单管理等方面为客户的业务运营赋能，从而加深与客户的联系、增强客户黏性以及交叉销售和追加销售的机会。

因此，中国政府将现代供应链基础设施作为优先重点发展目标，并实施旨在提高供应链效率、降低物流成本和促进先进技术应用适应性的优惠政策和改革，2021 年 10 月 13 日，中国贸促会研究院发布《一体化供应链物流服务发展白皮书》，明确提出，中国物流服务模式正进入以大数据驱动的一体化供应链物流服务的更高阶段，同时一体化供应链物流服务将成为促进实体经济高质量发展的关键路径，将迎来高速发展期。

表 1: 近几年来, 中国政府出台一系列政策支持供应链物流发展

时间	政策	意义
2016	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	设定建立现代化运输及物流体系（尤其是在中国农村地区）的目标；支持第三方物流发展。
2017	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	促进协调供应链在制造企业中的应用，以降低运营及交易成本，并促进供应链的可视化和数字化；加快建设全球供应链，鼓励与其他国家根据“一带一路”倡议开展供应链基础设施网络连接。
2018	《关于开展 2018 年流通领域现代化供应链体系建设通知》	通过规范数据接口及提高供应链智能化，促进供应链发展。
2019	《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》	建立优质的全国物流基础设施体系；促进供应链创新及数字化，以提高企业的运营效率。
2020	《关于进一步做好供应链创新与应用试点工作的通知》	通过积极应用区块链、大数据等现代化供应链管理技术，加快供应链数字化及智能供应链发展。
2020	《关于进一步降低物流成本的实施意见》	通过建设全国物流网络及供应链现代化，提高物流服务质量和成本效率。
2020	《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》	通过提高运营效率及形成高效协调、提高安全性和可持续性的智能供应链网络，优化制造业的供应链管理。
2021	《一体化供应链物流服务发展白皮书》	中国物流服务模式正进入以大数据驱动的一体化供应链物流服务的更高阶段，同时一体化供应链物流服务将成为促进实体经济高质量发展的关键路径，将迎来高速发展期

数据来源：京东物流招股说明书、东吴证券研究所

2.2. 领域：消费电子、新能源汽车、家电和医疗器械是公司业务重点方向

根据京东物流的招股说明书，截至 2020 年，一体化供应链物流服务市场规模最大的是汽车、快速消费品、服饰、3C 电子，预计 2020-2025 年，增速最快的领域将分别是生鲜、快速消费品、服饰，复合增速分别为 18.8%、14.6%、12.7%。分类别来看：

1) **3C 电子**：根据京东物流的招股说明书，预计一体化供应链物流服务的市场规模将从 2020 年的 1800 亿元增长至 2025 年的 3270 亿元，复合增速为 12.7%。鉴于 3C 电子产品的高价值和易损性，该行业客户需要专业的运输及配送能力以确保产品可以及时安全地送达。由于技术进步导致产品生命周期逐年缩短，与维修、回收、折旧、检视及处置相关的物流需求会有所增加。

2) **汽车**：根据京东物流的招股说明书，预计一体化供应链物流服务的市场规模将从 2020 年的 3470 亿元增长至 2025 年的 4460 亿元，复合增速为 5.2%。由于汽车及其零部件的单位价值较高，以及所涉及的 SKU 数目较大，因此在仓储及运输方面需要更高的供应链管理标准。此外，随着中国电动车市场的快速发展，新势力公司供应链能力不足，以及对电动车零部件、充电桩解决方案及售后服务相关的一体化供应链物流服务的需求将显著增加。

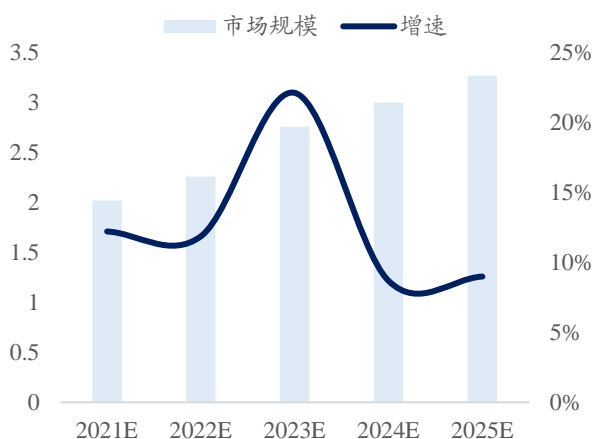
3) **家具及家电**: 根据京东物流的招股说明书, 预计一体化供应链物流服务的市场规模将从 2020 年的 770 亿元增长至 2025 年的 1170 亿元, 复合增速为 8.6%。该产品种类的特点为体积大、产品尺寸和规格不规则且需要定制安装及售后服务, 因此需要特定物流设施运输及仓储设备以及训练有素的送货上门人员, 为终端客户提供一站式体验。

4) **医药及医疗器械**: 根据京东物流的招股说明书, 预计一体化供应链物流服务的市场规模将从 2020 年的 380 亿元增长至 2025 年的 600 亿元, 复合增速为 9.5%。鉴于医药产品和医疗器械的高价值、潜在危险性及易损性, 在仓储、运输及配送时更需注意安全。此外, 该行业对温度控制 (尤其是生物制剂、疫苗及血液制品等对温度很敏感的产品) 有着极其严格的要求。

5) **快速消费品**: 根据京东物流的招股说明书, 预计一体化供应链物流服务的市场规模将从 2020 年的 2210 亿元增长至 2025 年的 4370 亿元, 复合增速为 14.6%。快消品需求通常较为稳定, 但是在特殊节日会给生产和存货管理带来巨大挑战, 为了实现更高的运营效率和存货周转率, 企业需要一体化供应链物流服务商帮助其预测订单并进行生产和库存管理。

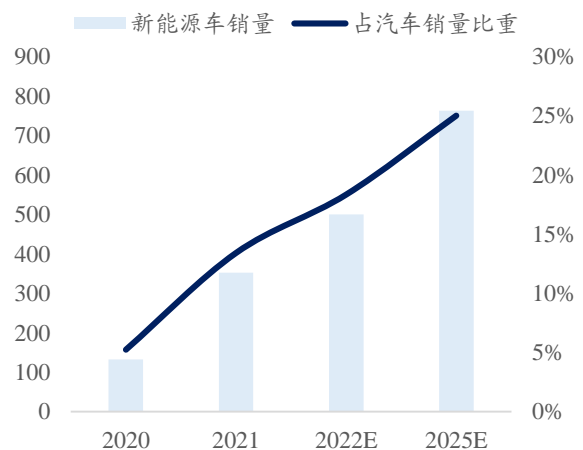
6) **服饰**: 根据京东物流的招股说明书, 预计一体化供应链物流服务的市场规模将从 2020 年的 1920 亿元增长至 2025 年的 3490 亿元, 复合增速为 12.7%。服饰行业的供应链管理具有诸多复杂之处, 主要是因为其面临 SKU 数目庞大、配送层级多、季节性特征明显、需对终端客户品味的迅速变化做出及时反应以及频繁的逆向物流等。

图 14: 2021-2025 年 3C 电子供应链市场规模 (千亿元)



数据来源: 海晨股份投资者交流 PPT、东吴证券研究所

图 15: 2020-2025 年中国新能源车销量及占比 (万辆)



数据来源: 工信部、中汽协、东吴证券研究所

2.3. 业务: 依托联想深耕消费电子, 切入理想快速发展新能源汽车物流

一、**依托联想集团, 深耕消费电子行业**。公司成立初期, 凭借位于华东苏州地区的

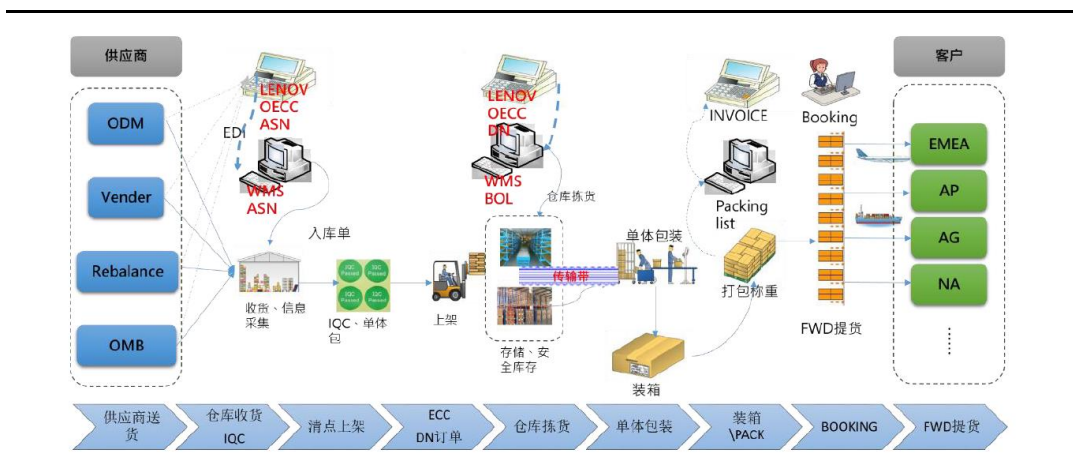
区位优势并利用当地较为丰富的资源和客户需求，向客户提供华东内部及华东-华南等地区运输业务。联想集团作为国内电子信息行业的重要企业之一，其在华东及华南地区进行零部件采购、成品生产和出口业务。公司通过招标形式进入联想集团的供应商体系并建立业务合作关系，合作初期向其提供较为基础的华东-华南干线运输业务。2018 年开始，公司在苏州、香港和深圳地区为联想集团笔记本电脑及智能手机提供全球备品备件仓服务：

1) **联想集团电脑全球备品备件仓项目（苏州）**：2014-2017 年，该项目由 CEVA（基华物流）实施运作，2017 年该项目重新招标，投标方包括海晨股份、CEVA、DHL、德迅物流等，公司凭借在综合物流服务、定制化服务、先进信息技术、良好的服务保障和成本等方面的优势中标。

2) **联想集团智能手机全球备品备件仓项目（香港）**：2017 年 7 月，联想集团提出将位于香港的摩托罗拉品牌智能手机备品备件仓（原由全球货运负责）和位于深圳的联想品牌智能手机备品备件仓（原由海晨股份运作）进行整合。公司凭借在综合物流服务、定制化服务、先进信息技术、良好的服务保障和成本等方面的优势中标。

3) **联想集团南方制造基地智能物流项目（深圳）**：2019 年 11 月该项目组织招标，投标方包括海晨股份、CEVA、德迅物流、京东物流、顺丰、安得物流、准时达、综合信兴等国内外物流服务企业，公司凭借在综合物流服务、定制化服务、先进信息技术、良好的服务保障和成本等方面的优势中标。

图 16：公司在苏州的联想集团电脑全球备品备件仓项目

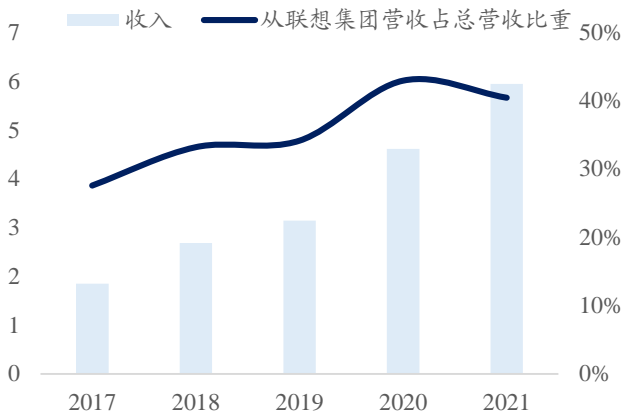


数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

对联想集团的依赖程度虽然较高，但是 2021 年占比已经逐渐开始下降。2017-2021 年，公司来自联想集团的收入分别为 1.85、2.68、3.14、4.61、5.94 亿元，占比营收总额分别为 27.58%、33.20%、34.15%、42.94%、40.44%，虽然对单一大客户依赖程度依然

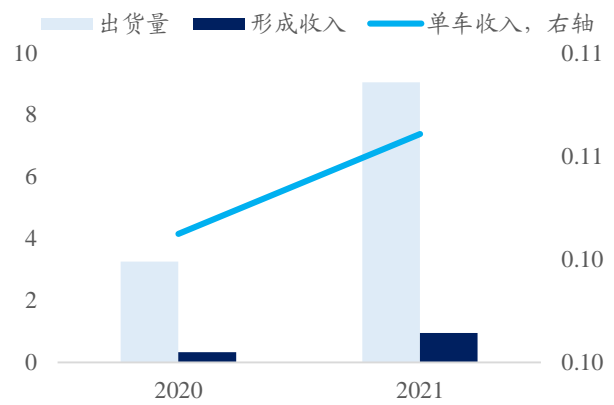
较高，但是营收占比已经逐渐开始下降。根据公司招股说明书中的数据，2017-2019年，联想集团向公司采购物流服务的交易金额，占比联想集团当年采购物流服务总金额较大。

图 17: 2017-2021 年公司从联想集团收入及占比(亿元)



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

图 18: 公司新能源汽车业务(亿元、万辆、万元/辆)



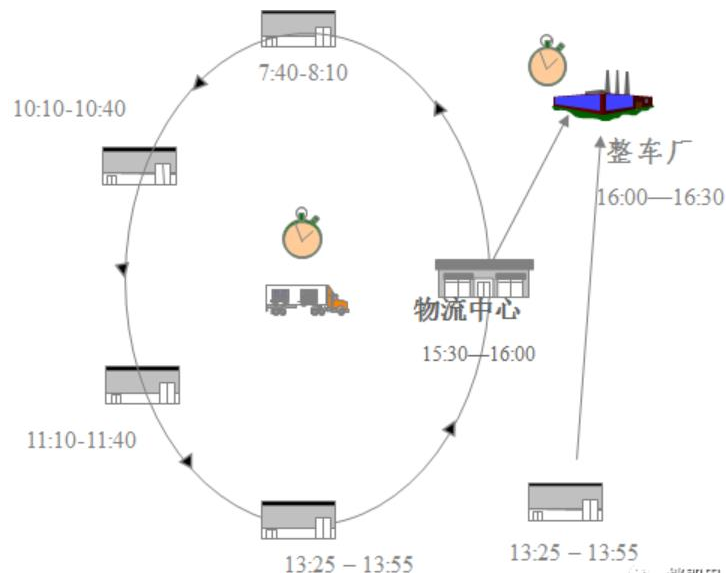
数据来源：公司年报、东吴证券研究所

二、切入理想汽车，快速发展新能源汽车业务。理想汽车成立于2015年，海晨股份从2017年开始，伴随理想汽车共同研发入厂物流业务，经过3年的孵化阶段，**2020、2021年理想汽车交付量分别猛增至3.26、9.05万台，为公司带来0.33、0.96亿元的收入，增速分别为368%、195%，占比营收总额分别为3.04%、6.55%。理想汽车于2021年一跃成为公司第二大客户**，未来随着新能源汽车行业的迅速崛起和理想汽车的份额不断提升，公司有望在新能源汽车供应链领域获得长足增长。公司为理想汽车提供的物流服务具体包括：

1) **入厂物流**：汽车零部件入厂物流作为汽车产业的供应链前端，着眼于服务市场的快速响应，基于标准化的生产计划和物流需求，组织投入最经济的入厂物流设备和人工，实现高效生产支持。公司为理想汽车服务的业务范围主要是总装和焊装车间零部件存储、一站式上线服务，售后仓分拣配送业务，作业流程信息化与主机厂无缝集成。

2) **Milk-run 循环取货**：根据需求方物流时间表规定的时间、路线对多家供应商(含中继地 Cross Dock)进行混合装载的运输，以实现多频次、小批量的平准化订单供货，保障按生产进度与需求准时、有序的供给，削减采购周期，降低现场在库，减少资金占用及物流成本。理想汽车 Milk-run 一期项目是以常州工厂为中心，覆盖300km范围城际运输循环取货服务，根据业务量实时调整最优运输线路，精确分配运输资源，确保最优运输成本，最大程度实现JIT供应，同步生产节拍，满足生产需求，管控进货量保持低库存。

图 19: 公司为理想汽车提供的 Milk-run 循环取货服务



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

三、除了 3C 电子制造和新能源汽车制造行业之外，公司不断拓展其他制造业领域的供应链物流服务市场，2021 年公司成功运营美的电器海外备品、备件仓（家电行业），康宁中国物流分拨中心（特种材料、玻璃等）。这些成功案例证明了公司的信息系统与供应链物流服务具备跨行业复制的能力，未来公司仍会加大其他行业的市场拓展力度。

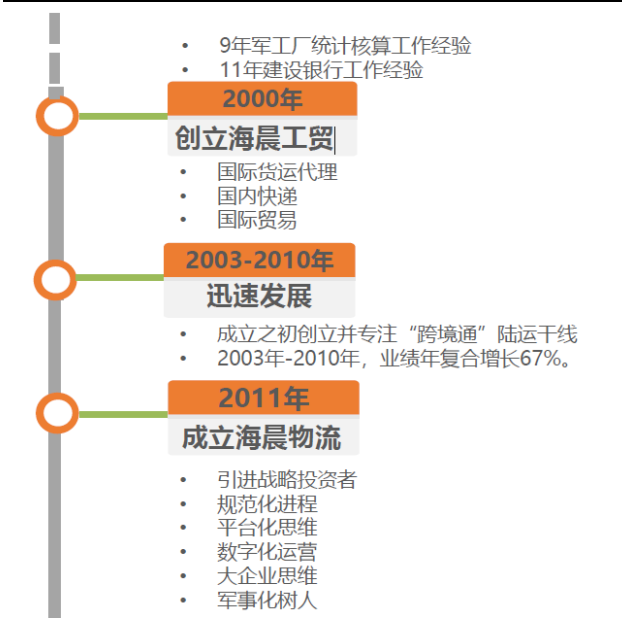
3. 价值判断：精细化管理+信息化投入+专业化团队+跨行业复制， 寥若晨星

1) **精细化管理**，实际控制人拥有 20 余年运筹学和财务管理经验，体现在报表质量上稳健、扎实、储备充足。2) **信息化投入**，公司顺应行业发展趋势，长期注重智能物流装备投入，建设自动化物流仓储，自主设计和开发包括“神掌系统”在内的信息系统，自动化、智慧化、数字化水平引领行业。3) **专业化团队**，核心高管团队以 80 后为主，且分别在不同领域（市场、IT 技术、财务）拥有 10 年以上从业经验，专业化水平高+拼劲十足，公司以员工持股等市场化方式绑定团队利益，人效逐年提升。4) **跨行业复制**，公司的客户群已经从 3C 电子逐步扩展到新能源汽车、特种材料、互联网、家用电器、光伏等行业，核心原因在于从标准化到定制化再到标准化的业务系统，不断打破自身能力边界。

3.1. 精细化管理：实控人拥有 20 余年运筹学和财务管理经验，严谨务实

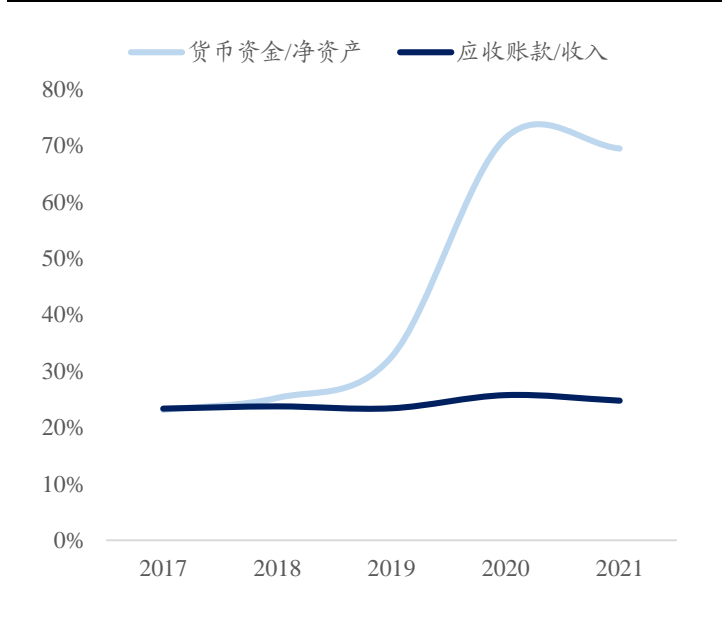
根据公司公开发布的投资者交流资料，实际控制人梁晨是运筹学出身，拥有 9 年军工厂统计核算工作经验（1980 年至 1989 年在广东卫国机械厂担任财务工作）和 11 年建设银行工作经验（1989 年至 1999 年于中国建设银行股份有限公司担任 IT 和财务相关工作），拥有丰富的运筹学和财务管理经验。实际控制人财务出身的特征在公司报表质量上体现的较为明显，我们在第一章中介绍了，公司报表质量较为稳健：1) 2017-2021 年资产负债率分别仅为 29.87%、27.72%、25.81%、14.07%、16.86%；2) 财务费用率分别仅为 0.82%、-0.19%、-0.35%、1.65%、0.47%；3) 经营性现金流量净额占比归母净利润分别为 192.19%、153.75%、114.06%、104.10%、118.77%，自身造血能力杰出；4) 应收账款分别为 1.57、1.92、2.16、2.77、3.64 亿元，占比收入分别为 23.36%、23.76%、23.42%、25.76%、24.77%；5) 截至 2021 年年末，公司账上仍有 14.86 亿元货币资金及交易性金融资产，储备充足。

图 20: 实际控制人梁晨的过往履历



数据来源：海晨股份投资者交流 PPT、东吴证券研究所

图 21: 实际控制人财务出身，对报表质量把控比较严格



数据来源：Wind、东吴证券研究所

3.2. 信息化投入：率先顺应和引领行业数字化、信息化、智能化发展趋势

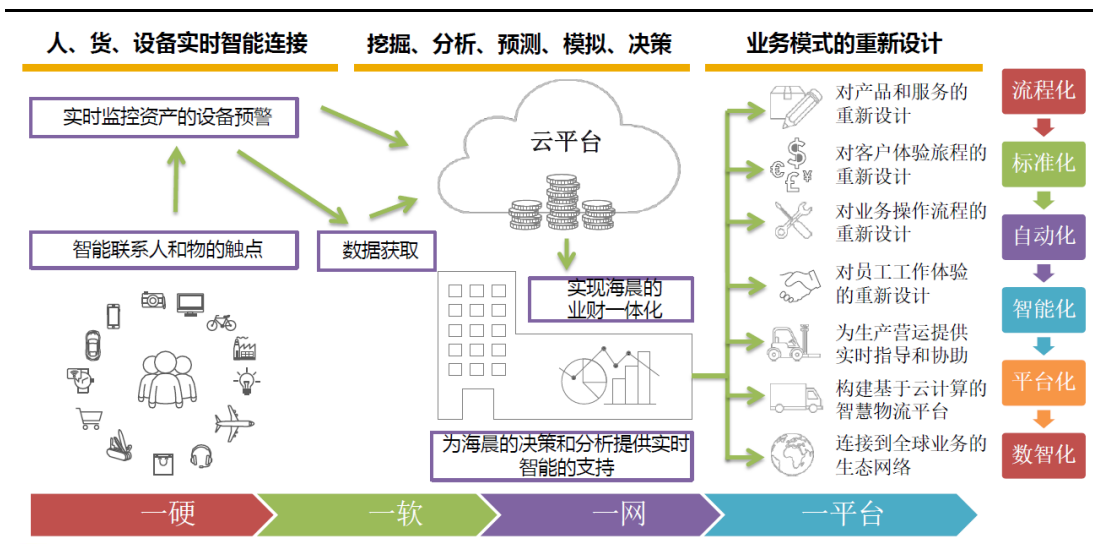
2021 年《政府工作报告》指出，“加快数字化发展，打造数字经济新优势，协同推进数字产业化和产业数字化转型”。制造业数字化转型作为产业数字化的重点，将成为未来中国制造业实现新发展的焦点所在，制造业供应链物流作为制造业的基础，数字化进程正在加速推进，在这个进程中一大批缺乏数字化能力的中小供应链物流企业将被市

场淘汰。在人力成本上升、土地资源有限、数字化转型升级、新一代信息技术与自动化技术趋于成熟的时代背景，给供应链物流带来了集约化、智能化以及数字化的新态势，自动化物流装备的大规模应用成为必然选择，AS/RS 自动化立库、AGV 小车、智能分拣系统、电子标签分拣货架等自动化物流装备在企业里的应用速度正在加快。

公司顺应物流行业的未来发展趋势积极搭建物流云平台，实现综合物流服务的平台化（利用移动互联网的技术手段构建物流行业共生的生态系统）、一体化（通过系统为客户提供一站式整合的供应链服务和解决方案）、数字化（提供端到端全链路的实时、共享、透明的可视化管理）、自动化（不断集成自动化立库、搬运机器人、影像识别等自动化设备，融合网络、硬件、软件多领域技术实现执行过程自动化）、智能化（充分利用生产过程中采集的数据，通过机器学习和科学算法来实现提前预测、实时调度、智能排线），具体包括：

1) **自动化物流仓储、流程优化及新基建**。公司 IPO 募投项目吴江新建自动化仓库项目、合肥智慧物流基地一期建设项目加快建设，其中吴江立体库已进行试营运，2022 年 3 月完成验收正式投产；合肥智慧仓正在主体工程建设中。公司仓库新建及技改项目根据各项目业务需求及业务特点，将分别运用堆垛机、AGV 小车、智能分拣系统、电子标签分拣货架、自动化标签流水线等自动化、智能化物流设施装备以及配套软件设施，进一步提升公司软硬件实力，满足不断增长的业务需求，不断提升公司供应链管理自动化、智能化、数字化水平，实现产业升级。公司逐步推广和应用密集型公共智慧仓，大大提高仓储空间的利用率；2020 年中标深国际华南物流园 2 号仓密集型公共智慧仓，海晨提供自动化集成解决方案、密集型立体库及多穿车、周转栈板应用、设备安装调试、系统集成等；该项目于 2020 年 12 月份正式上线，上线后实现人员降低 24%、出货效率提升 46%、储位增加 100%，取得了良好的项目效益。

图 22：公司自己设计开发的一硬一软一网一平台



数据来源：海晨股份投资者交流 PPT、东吴证券研究所

2) **“神掌系统”持续推进**。全面搭建下一代智能运输管理平台，实现物流运输过程的信息化管理，覆盖所有现有物流业务订单和作业执行环节；构建统一、集中的物流业务合同（应收、应付、内部）、计费、结算（内外部）日轧账管理平台；实现按客户、内部机构、线路等维度的收入成本利润分析；构建无车承运平台，实现车货匹配。目前该系统正在顺利持续推进过程中。

3.3. 专业化团队：核心高管以 80 后为主，团队拼劲十足+员工持股绑定利益

公司笃行数字化管理的理念，致力于平台化发展，凝聚了一批优秀的管理人才、业务人才和技术人才。经过多年的培养与积累，公司核心管理团队对客户所属行业的供应链物流服务均有深刻的理解与管理能力；能准确把握供应链物流行业发展趋势和高新技术的应用，具有较强的决断力和执行力，能制定清晰的发展战略，从而带领公司沿着既定的战略方向持续稳健发展。目前公司高管中，除了董事长梁晨和其子杨曦以外，剩余高管中，有 3 位是 80 后，其中：

1) 姚培琴（1981 年出生），2003 年进入公司担任市场部经理，目前担任公司副总经理和市场总监，拥有接近 20 年的市场经验和客户资源；

2) 梁化勤（1981 年出生），2003 年-2013 年在 IT 公司先后担任软件工程师、项目经理、开发部部门经理，2013 年进入公司后先后担任技术总监和首席技术官，拥有接近 20 年的 IT 开发经验。

3) 吴小卫（1987 年出生），2010-2019 年在伊之密先后担任会计、成本主管、会计机构负责人。2019 年加入公司，任公司财务高级经理，现任公司财务总监。

4) 王伟（1977 年出生），2002 年加入亨通海晨，现任公司江苏区域总经理，监事。

5) 朱建华（1979 年出生），2004 年至 2009 年历任深圳海晨调度员，华南区域副总经理，总经理助理。现任公司华南区域总经理，监事。

总体来看，公司核心高管团队以 80 后为主，正是当打之年，而且分别在不同领域（市场、IT 技术、财务）拥有 10 年以上从业经验，专业化水平高+拼劲十足，同时公司的员工持股平台“吴江兄弟投资中心（有限合伙）”持有公司 19.36% 股权，以市场化方式绑定员工利益。效果上来看，**2019-2021 年，公司人均创收分别为 72.70、80.62、91.84 万元，人均创利分别为 10.14、14.62、19.36 万元，逐年提升。**

表 2: 公司部分高管的任职和履历情况

高管姓名	职务	出生年份	入职公司年份	过往履历
姚培琴	副总经理	1981	2003	2003 年至 2011 年曾任亨通海晨市场部经理.现任公司副总经理,市场总监
梁化勤	副总经理	1981	2013	加入公司前先后担任上海朋博信息技术有限公司软件工程师、项目经理、开发部部门经理.2013 年加入公司,任公司技术总监;2017 年 5 月至 2021 年 3 月任公司财务总监,现任公司副总经理,首席技术官
吴小卫	财务总监	1987	2019	加入公司前先后担任广东伊之密精密机械股份有限公司会计、成本主管、会计机构负责人.2019 年加入公司,任公司财务高级经理,现任公司财务总监
高玉标	董事会秘书	1971	2017	2017 年 2 月加入公司,现任公司董事,董事会秘书
王伟	监事	1977	2002	2002 年加入亨通海晨,现任公司江苏区域总经理,监事.
朱建华	监事	1979	2004	2004 年至 2009 年历任深圳海晨调度员,华南区域副总经理,总经理助理.现任公司华南区域总经理,监事.

数据来源: Wind、东吴证券研究所

3.4. 跨行业复制: 从标准化到定制化再到标准化, 不断打破自身能力边界

我们在前文中已经介绍了, 1) 公司依托联想集团, 深耕消费电子行业, 2017-2021 年, 公司来自联想集团的收入占比营收总额分别为 27.58%、33.20%、34.15%、42.94%、40.44%。2) 公司切入理想汽车, 快速发展新能源汽车物流业务, 理想汽车于 2021 年一跃成为公司第二大客户。3) 除此之外, 2021 年公司成功运营美的电器海外备品、备件仓(家电行业), 康宁中国物流分拨中心(特种材料、玻璃等)。因此, 公司的客户群已经从 3C 电子逐步扩展到新能源汽车、特种材料、互联网、家用电器、光伏等行业。

公司能够不断拓展新的行业, 核心原因在于:

1) **先标准化:** 通过提炼知识体系, 实现信息系统的模块化构建, 公司建立能够满足不同行业基础需求的标准化现代供应链物流服务体系;

2) **后定制化:** 基于丰富的运作场景和经验积累, 公司能快速理解客户业务需求, 将标准化的现代供应链物流服务体系灵活、快速的搭建适配于不同制造行业供应链物流业务场景需求的管理流程与信息系统, 实现公司信息系统、管理人才、业务网点、仓储和运输等资源在不同制造行业的复用;

3) **再标准化:** 通过 IT 信息系统及自动化设备运用、中台集约化管理、运输网络平台化运作及同一客户多产品跨区域服务, 有效控制运营成本、摊薄管理费用及销售费用, 提升公司的盈利能力。美的电器国际备品备件仓项目, 从开始商务接洽到快速上线开仓营运就是公司备品、备件服务跨行业快速复制的典型案列。

4. 盈利预测与投资评级

核心假设:

1) 货运代理: 2022-2024 年收入分别为 9.07、11.09、13.46 亿元, 增速分别为 16.38%、22.32%、21.36%, 毛利率分别为 23.49%、23.49%、23.49%;

2) 仓储服务: 2022-2024 年收入分别为 8.19、11.06、15.49 亿元, 增速分别为 35.00%、35.00%、40.00%, 毛利率分别为 38.37%、39.26%、39.70%;

表 3: 公司分业务营收预测 (单位: 亿元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14.68	18.07	22.96	29.76
增长率	36.7%	23.1%	27.1%	29.6%
毛利率	28.9%	30.2%	31.0%	31.9%
综合物流服务	13.87	17.26	22.15	28.95
增长率	34.5%	24.4%	28.3%	30.7%
毛利率	29.2%	30.6%	31.4%	32.2%
其中: 货运服务	7.79	9.07	11.09	13.46
增长率	28.1%	16.4%	22.3%	21.4%
毛利率	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%
服务业收入	6.07	8.19	11.06	15.49
增长率	43.2%	35.0%	35.0%	40.0%
毛利率	36.6%	38.4%	39.3%	39.7%
场站业务	0.02	0.02	0.02	0.02
增长率	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%
其他业务	0.79	0.79	0.79	0.79
增长率	92.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测: 2022-2024 年公司营收分别为 18.07、22.96、29.76 亿元, 增速分别为 23.13%、27.07%、29.59%; 归母净利润分别为 3.45、4.55、5.79 亿元, 增速分别为 11.67%、31.87%、27.17%, EPS 分别为 2.59、3.42、4.34 元。

估值及投资建议: 我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.59、3.42、4.34 元, 对应 PE 分别为 18、14、11 倍, 考虑到: 公司作为深耕消费电子行业、一体化供应链综合物流解决方案运营商, 1) 行业层面, 市场空间虽广阔, 但是向碎片化、精细化、专业化方向发展, 其中消费电子、新能源汽车、家电和医疗器械是公司业务重点方向; 2)

公司层面，精细化管理+信息化水平+专业化团队+跨行业复制，公司的客户群已经从 3C 电子逐步扩展到新能源汽车、特种材料、互联网、家用电器、光伏等行业，不断打破自身能力边界。此外，我们以密尔克卫和宏川智慧作为可比公司。密尔克卫是全球一站式的物流及交易的全供应链服务商，业务包含国际物流一站式服务、国内物流一站式服务、特种物流一站式服务、化学品交易平台、化工供应链管理及社会安全服务；宏川智慧主要为境内外石化产品生产商、贸易商和终端用户提供仓储综合服务及其他相关服务。二者与公司均属于物流行业，具有一定可比性。相比两家可比公司，公司估值水平偏低。因此，我们首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 4: 公司与 A 股部分电力行业标的的估值比较 (截至 2022 年 3 月 24 日)

证券代码	公司	市值 (亿元)	2022 归 母净利润 (亿元)	2023 归 母净利润 (亿元)	2024 归 母净利润 (亿元)	2022PE	2023PE	2024PE
603713.SH	密尔克卫	197.00	5.95	8.10	-	33	24	-
002930.SZ	宏川智慧	86.06	4.03	5.00	-	21	17	-
可比公司平均估值						27	21	-
300873.SZ	海晨股份	62.69	3.45	4.55	5.79	18	14	11

数据来源：密尔克卫、宏川智慧盈利预测来自于 Wind 一致预期，东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) 3C 电子: 公司对联想集团收入占比较高, 单一客户依赖的风险; 疫情使得公司 3C 电子行业业务开展不达预期;
- 2) 新能源汽车: 目前理想汽车是公司第二大客户, 新能源汽车出货量不达预期的风险;
- 3) 其他行业: 受到疫情和宏观经济波动的影响, 公司在家电行业、医疗器械行业业务进展不达预期的风险;
- 4) 人工成本快速上升, 使得费用高企, 利润释放不达预期的风险等。

海晨股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,905	2,138	2,510	3,014	营业收入	1,468	1,807	2,296	2,976
现金	730	869	1,085	1,438	减:营业成本	1,044	1,262	1,583	2,027
应收账款	364	445	580	737	营业税金及附加	7	9	11	14
存货	8	18	31	16	营业费用	38	47	59	77
其他流动资产	803	806	814	823	管理费用	86	106	135	174
非流动资产	668	913	1,159	1,454	研发费用	20	25	31	41
长期股权投资	5	5	5	5	财务费用	7	9	11	14
固定资产	349	591	834	1,128	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	79	99	121	141	加:投资净收益	29	19	24	21
无形资产	117	113	110	106	其他收益	84	53	69	61
其他非流动资产	118	104	90	74	资产处置收益	0	4	4	4
资产总计	2,572	3,052	3,669	4,468	营业利润	380	426	562	714
流动负债	394	467	589	734	加:营业外净收支	1	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	利润总额	381	426	562	714
应付账款	282	319	424	547	减:所得税费用	59	66	87	111
其他流动负债	112	149	165	187	少数股东损益	13	15	19	24
非流动负债	40	40	40	40	归属母公司净利润	309	345	455	579
长期借款	0	0	0	0	EBIT	354	359	477	643
其他非流动负债	40	40	40	40	EBITDA	417	429	560	746
负债合计	434	507	629	774	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	91	106	125	149	每股收益(元)	2.32	2.59	3.42	4.34
归属母公司股东权益	2,047	2,419	2,915	3,547	每股净资产(元)	15.36	18.15	21.86	26.61
负债和股东权益	2,572	3,052	3,669	4,468	发行在外股份(百万股)	133	133	133	133
					ROIC(%)	13.7%	11.8%	13.0%	14.5%
					ROE(%)	15.1%	14.3%	15.6%	16.3%
					毛利率(%)	28.8%	30.2%	31.0%	31.9%
					归母净利率(%)	21.1%	19.1%	19.8%	19.5%
					资产负债率(%)	16.9%	16.6%	17.1%	17.3%
					收入增长率(%)	36.7%	23.1%	27.1%	29.6%
					净利润增长率(%)	58.8%	11.7%	31.9%	27.2%
					P/E	21.17	18.15	13.76	10.82
					P/B	3.20	2.59	2.15	1.77
					EV/EBITDA	14.06	12.71	9.34	6.54

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>