

300873.SZ
买入

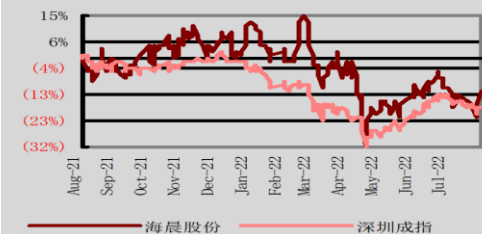
原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 29.58

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 海晨股份聚焦 3C 电子、新能源汽车等高景气制造业赛道，全面提供智能仓储、综合运输、货代关务等供应链物流服务。通过复制“联想”经验提升消费电子行业市场份额，切入“理想汽车”供应链分享新能源汽车行业高速增长红利。预测 2025 年公司净利润超 6.93 亿元，四年实现翻番。

股价表现


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(4.0)	14.9	24.0	8.7
相对深证成指	12.4	16.0	14.2	23.4

发行股数(百万)	213
流通股(%)	50
总市值(人民币 百万)	6,310
3 个月日均交易额(人民币 百万)	55
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
梁晨	30

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 8 月 19 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 物流

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

海晨股份

聚焦制造业细分高景气赛道，全力打造供应链物流领先服务商

聚焦 3C 电子、新能源汽车等高景气制造业赛道，全面提供智能仓储、综合运输、货代关务等供应链物流服务。通过复制“联想”经验提升消费电子行业市场份额，切入“理想汽车”供应链分享新能源汽车行业高速增长红利。预测 2025 年公司净利润超 6.93 亿元，四年实现翻番。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- 核心逻辑:** ①中国物流市场具有万亿元级提质增效空间，数字供应链是重要措施之一。2020 年供应链物流的规模为 2.03 万亿元，占比第三方物流比重为 30%，具有较大提升空间。②海晨股份聚焦电子信息、新能源汽车供应链，分享高景气赛道发展红利。消费电子行业 and 新能源汽车行业未来五年供应链服务需求 CAGR 分别为 11.9% 和 25.46%。③跨境供应链物流赛道迎来战略布局时机，公司布局东南亚地区具备先发优势。
- 催化因素:** ①电子信息行业: 依托联想集团深耕消费电子行业，经验复制支撑市场份额提升。第一大客户联想集团近五年 PC 出货量复合增速 11.13%，未来公司供应链业务覆盖范围扩大支撑增速提升。②新能源汽车行业: 战略性切入理想汽车供应链，分享新能源汽车行业红利。公司 2021 新能源汽车业务营收 0.96 亿元，同比增长 195%，高增长有望延续。
- 核心业务预测:** 2022-2025 年: ①电子信息行业营收分别为 15.26/17.71/20.36/23.62 亿元，同比增速 17%/16%/15%/16%; ②新能源汽车行业营收分别为 1.92/3.66/6.58/11.84 亿元，同比增速 100%/90%/80%/80%; ③新零售行业营收分别为 0.47/0.60/0.77/0.98 亿元，同比增速 30%/29%/28%/27%。

估值

- 2022-2025 年，预计 EPS 分别为 1.74 元/股、2.14 元/股、2.57 元/股、3.25 元/股，对应 17 倍、14 倍、12 倍、9 倍 PE，首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济下行风险、客户集中度过高的风险、人民币汇率波动风险、募投项目建设及收益不及预期和经营现金流恶化、费用风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	1,074	1,468	1,803	2,241	2,825
变动(%)	17	37	23	24	26
净利润(人民币 百万)	195	309	371	456	548
全面摊薄每股收益(人民币)	0.614	0.976	1.741	2.136	2.569
变动(%)	(52.2)	58.8	78.4	22.7	20.3
全面摊薄市盈率(倍)	48.1	30.3	17.0	13.8	11.5
价格/每股现金流量(倍)	46.2	25.6	15.5	11.8	10.3
每股现金流量(人民币)	0.64	1.16	1.90	2.52	2.86
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.4	18.2	13.8	10.5	8.0
每股股息(人民币)	0.063	0.189	0.440	0.540	0.650
股息率(%)	0.2	0.6	1.5	1.8	2.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1 基本概况：致力打造制造业供应链物流领先服务商，经营业绩保持稳健增长态势	5
1.1 公司简介：致力打造制造业领域供应链物流领先服务商.....	5
1.2 业务结构：智能仓储和运输服务业务营收占比均超 40%.....	6
1.3 财务概况：业绩保持稳健增长态势，盈利能力指标表现突出.....	7
2 主营业务：以运输服务和智能仓储为核心，协同提供关务服务等增值业务	10
2.1 运输服务：兼顾境内运输和跨境运输双类型，营收占比超四成.....	10
2.2 仓储服务：提供多元化智能仓储管理服务，2021 年增速为 43%.....	13
2.3 关务服务：自主开发云通关服务平台，毛利率达 66%.....	16
2.4 自动化集成业务：沉淀智能仓储技术经验，复制开启新业务模式.....	18
2.5 国际货代：依托全球物流监控体系，提供国际货运代理等配套服务.....	19
3 核心逻辑：制造业供应链物流市场空间广阔，公司布局国际化和数字化竞争优势凸显	21
3.1 中国物流市场具有万亿元级提质增效空间，数字供应链是重要措施之一.....	21
3.2 供应链物流市场细分行业众多，海晨股份聚焦电子信息等高景气赛道.....	23
3.3 跨境供应链物流赛道迎来战略布局时机，公司布局东南亚地区具备先发优势.....	24
3.4 续优化迭代数智供应链服务基础平台，信息技术优势成就核心竞争力.....	26
4 驱动因素：复制“联想”经验提升消费电子行业市场份额，切入“理想汽车”供应链分享新能源汽车行业高增长红利	27
4.1 电子信息行业：依托联想集团深耕消费电子行业，经验复制支撑市场份额提升.....	27
4.2 新能源汽车行业：战略性切入理想汽车供应链，分享新能源汽车行业红利.....	31
4.3 新零售行业：沉淀制造业供应链管理经验，跨行业复制至增量行业领域.....	34
5 盈利预测及估值	36
5.1 盈利预测：分行业.....	36
5.2 盈利预测：分业务.....	38
5.3 绝对估值.....	41
6 风险提示	42

图表目录

投资摘要.....1

图表 1-1. 海晨物流发展历程中重要事件.....5

图表 1-2. 海晨物流股权穿透图（截止 2021 年底）.....5

图表 1-3. 海晨股份五大产品服务图览.....6

图表 1-4. 2016-2021 年公司主营业务营收结构.....6

图表 1-5. 2016-2021 年公司主营业务利润结构.....6

图表 1-6. 2016-2021 年公司主营业务毛利率.....7

图表 1-7. 2017-2021 年公司营收及归母净利润.....7

图表 1-8. 2017-2021 年公司主要利润率指标.....8

图表 1-9. 2017-2021 年公司费率分析.....8

图表 1-10. 2017-2021 年公司营运能力分析.....9

图表 1-11. 2017-2021 年公司现金流量分析.....9

图表 1-12. 2017-2021 年公司偿债能力分析.....9

图表 2-1. 2016-2021 年公司主营业务营业收入.....10

图表 2-2. ToB 的一体化供应链服务环节.....10

图表 2-3. 公司运输服务营业收入及增速.....11

图表 2-4. 公司运输服务营业成本及增速.....11

图表 2-5. 公司运输服务毛利率变化趋势.....11

图表 2-6. 公司运输业务业务量（单位：万吨公里）.....12

图表 2-7. 2022 年油价调整趋势.....12

图表 2-8. 公司运输服务体系.....13

图表 2-9. 公司运输服务具体业务流程.....13

图表 2-10. 公司仓储服务收入及增速.....14

图表 2-11. 公司仓储服务营业成本及增速.....14

图表 2-12. 公司仓储服务毛利率变化趋势.....14

图表 2-13. 公司仓储服务体系.....15

图表 2-14. 公司不同仓储服务模式收入比例.....15

图表 2-15. 公司在合肥建设的 VMI 仓库.....15

图表 2-16. 公司在深圳福田建设的 HUB 仓库.....16

图表 2-17. 公司三大综保区公共物流平台.....16

图表 2-18. 公司关务服务收入及增速.....17

图表 2-19. 公司关务服务营业成本及增速.....17

图表 2-20. 公司关务服务毛利率变化趋势	17
图表 2-21. 公司云通关服务平台	18
图表 2-22. 公司在 VMI 服务中应用的自动化仓储系统作业模式	18
图表 2-23. 2022 年公司项目进展状况	18
图表 2-24. 公司国际货代收入及增速	19
图表 2-25. 公司国际货代营业成本及增速	19
图表 2-26. 公司国际货代毛利率变化趋势	20
图表 2-27. 公司国际货代业务流程	20
图表 3-1. 2015-2025E 中国物流总支出及占 GDP 比重	21
图表 3-2. 2015-2025E 中国外包物流支出及渗透率	22
图表 3-3. 2015-2025E 中国一体化供应链支出及渗透率	22
图表 3-4. 按垂直领域划分的一体化供应链物流服务市场规模及增长	23
图表 3-5. 物流市场竞争企业细分	23
图表 3-6. 各行业竞争企业细分	24
图表 3-7. 海晨股份主要竞争对手	24
图表 3-8. 2016-2021 年“一带一路”沿线国家进出口总额及同比增速	25
图表 3-9. 2021 年公司主营收入构成（按地区）	25
图表 3-10. 公司主要业务覆盖地区	25
图表 3-11. 海晨股份基础数据模型体系	26
图表 3-12. 海晨股份三大信息技术优势	26
图表 4-1. 2017-2022 年全球消费电子行业市场规模及预测趋势图（规模：亿元） ..	27
图表 4-2. 2017-2022 年中国消费电子行业市场规模及预测趋势图（规模：亿元） ..	27
图表 4-3. 2017-2022 年中国消费电子投资情况统计	28
图表 4-4. 公司消费电子领域产品全景图（左）及 4PL 运营平台 SCCT 示意图（右）	28
图表 4-5. 2017-2021 年公司电子信息行业业务的营收及增速	29
图表 4-6. 2017-2021 年公司电子信息行业业务营业成本及增速	29
图表 4-7. 2017-2021 年公司电子信息行业业务毛利率	29
图表 4-8. 2021 年海晨股份营收前五大客户	30
图表 4-9. 2017-2021 年公司从联想公司取得营业收入及总营收占比	30
图表 4-10. 公司在苏州的联想集团电脑全球备品备件仓项目	30
图表 4-11. 2012-2021 年全球 PC 出货量（单位：亿台）	31
图表 4-12. 2016-2021 年联想全球 PC 出货量及占全球比重	31
图表 4-13. 2016-2021 年中国新能源汽车产销情况	31
图表 4.14. 2016-2021 年中国新能源汽车保有量统计（保有量：万辆）	32

图表 4-15. 新能源汽车领域产品布局.....	32
图表 4-16. 公司为理想汽车提供的 Milk-run 循环取货服务.....	32
图表 4-17. 2019-2021 年公司新能源汽车行业业务营业收入及增速.....	33
图表 4-18. 海晨物流与理想汽车协同创业过程.....	33
图表 4-19. 理想汽车汽车月销量及配套设施建设.....	33
图表 4-20. 2019-2021 年公司新零售行业业务营业收入及增.....	34
图表 4-21. 2013-2021 年美的集团家电销量.....	34
图表 4-22. 2016-2021 年康宁玻璃产品、特种材料营业收入及增速.....	35
图表 4-23. 2017-2025 年全球电商零售额及增速情况预测.....	35
图表 5-1. 分拆业务盈利预测 (人民币: 亿元).....	37
图表 5-2. 盈利预测与估值数据 (人民币: 亿元).....	38
图表 5-3. 分拆业务盈利预测 (人民币: 亿元).....	39
图表 5-4. 盈利预测与估值数据 (人民币: 亿元).....	40
图表 5-5. 可比公司相对估值.....	40
图表 5-6. 绝对估值敏感性分析 (单位: 元).....	41
损益表(人民币 百万).....	43
资产负债表(人民币 百万).....	43
现金流量表(人民币 百万).....	43
主要比率 (%).....	43

1 基本概况：致力打造制造业供应链物流领先服务商，经营业绩保持稳健增长态势

1.1 公司简介：致力打造制造业领域供应链物流领先服务商

海晨股份创建初始专注消费电子行业，为制造企业提供集运输、仓储、关务等服务为一体的供应链物流解决方案。2011年，海晨物流公司成立，注册资本500万，完成华东、华南、西南区域布局获“江苏省重点物流企业”称号；2012年公司引进战略投资机构，增资至1000万，同时智能仓储战略启动，合肥自动化仓储上线且成立泰国子公司；2013年增资至5000万，获“江苏省高新技术企业”“江苏省物流企业技术中心”“中国物流与采购联合会AAAA级物流企业”等荣誉；2014年，香港元朗1号跨境中转仓投入使用；2015年成立武汉子公司，实现华中区域布局；2016年完成股份制改造，增资至8928万，获“江苏省智慧物流示范企业”称号；2018年，德国子公司、越南办事处成立，香港元朗2号恒温恒湿仓投入使用；2020年首次公开发行股票并在创业板挂牌上市，注册资本增加至13333.34万元。

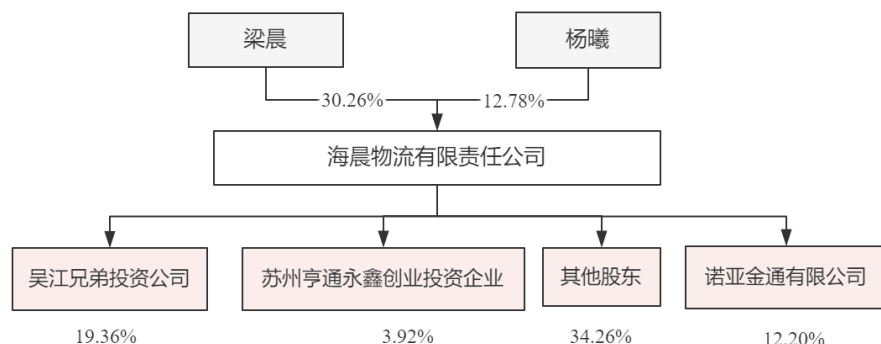
图表 1-1. 海晨物流发展历程中重要事件

年份	重要事件
2011年	海晨物流公司成立，注册资本500万
2012年	引进战略投资机构，增资至1000万，智能仓储战略启动
2013年	增资至5000万，获“江苏省高新技术企业”等荣誉
2014年	香港元朗1号跨境中转仓投入使用
2015年	成立武汉子公司，实现华中区域布局
2016年	完成股份制改造，增资至8928万，获“江苏省智慧物流示范企业”
2018年	德国子公司、越南办事处成立，香港元朗2号恒温恒湿仓投入使用
2020年	首次公开发行股票并在创业板挂牌上市，注册资本增加至13333.34万元

资料来源：公司官网，中银证券

公司股权较为集中，实际控制人为董事长、总经理梁晨及其子杨曦。从股权结构来看，公司是较为典型的家族企业，创始人为董事长梁晨及员工持股平台吴江兄弟，梁女士直接持有公司30.26%的股份，并与其子杨曦通过持股平台间接持有公司12.78%的股份，对公司拥有控制权。

图表 1-2. 海晨物流股权穿透图（截止2021年底）

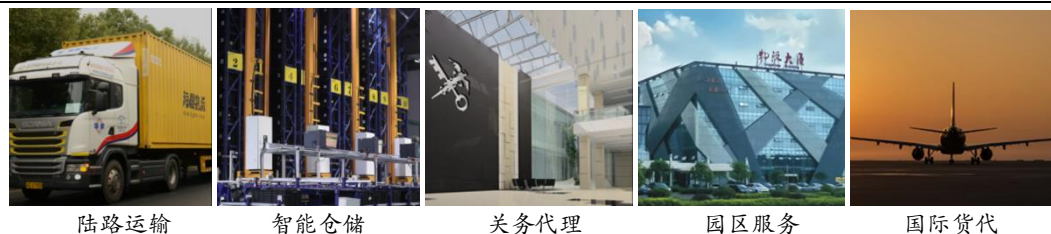


资料来源：公司公告，中银证券

1.2 业务结构：智能仓储和运输服务业务营收占比均超 40%

公司供应链物流服务主要包括陆路运输、智能仓储、关务代理、园区服务及国际货代等业务。海晨股份运用 4PL 营运平台和数字化、自动化装备技术，协调整合 3PL 资源和服务，现已与 2200 余家知名客户达成合作，拥有多项软件著作权和专利，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。

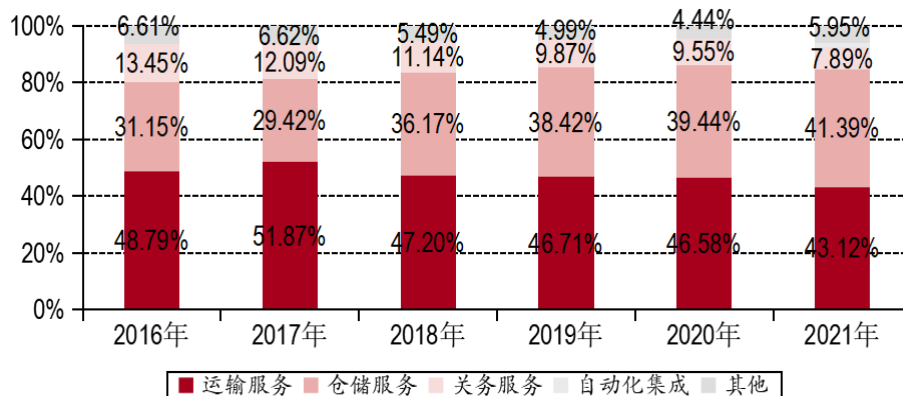
图表 1-3. 海晨股份五大产品服务图览



资料来源：公司官网，中银证券

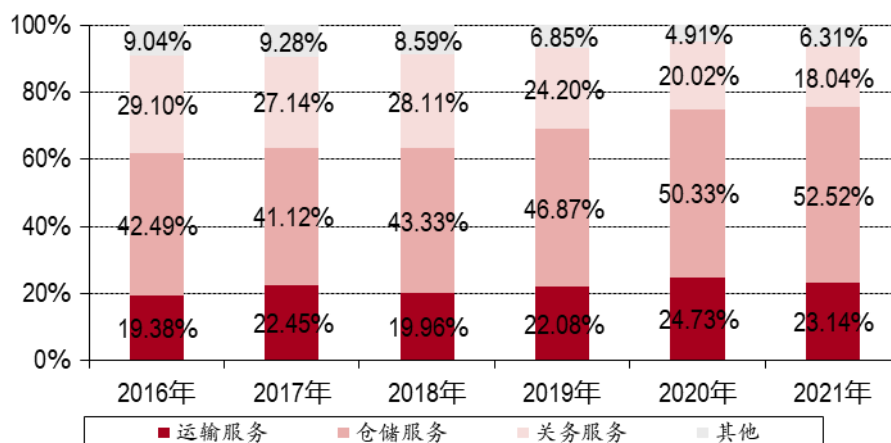
2021 年智能仓储和运输服务业务营收占比均超 40%。2021 年公司运输服务、智能仓储、关务服务的营收占比分别为 43%、41%、8%，营业利润占比分别为 23%、53%、18%，毛利率分别为 15%、37%、66%。

图表 1-4. 2016-2021 年公司主营业务营收结构



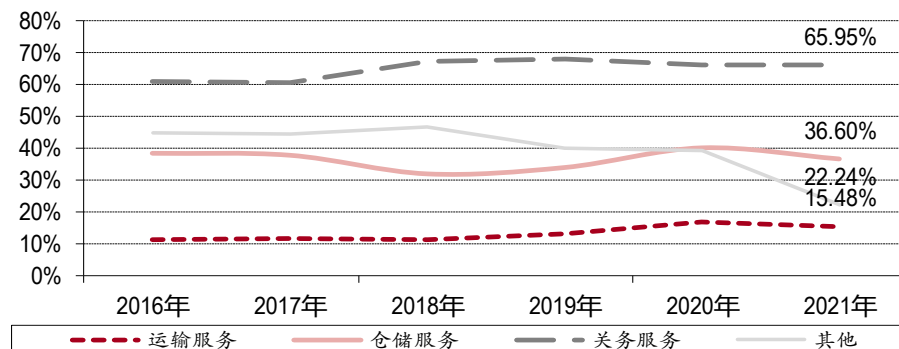
资料来源：万得，中银证券

图表 1-5. 2016-2021 年公司主营业务利润结构



资料来源：万得，中银证券

图表 1-6. 2016-2021 年公司主营业务毛利率

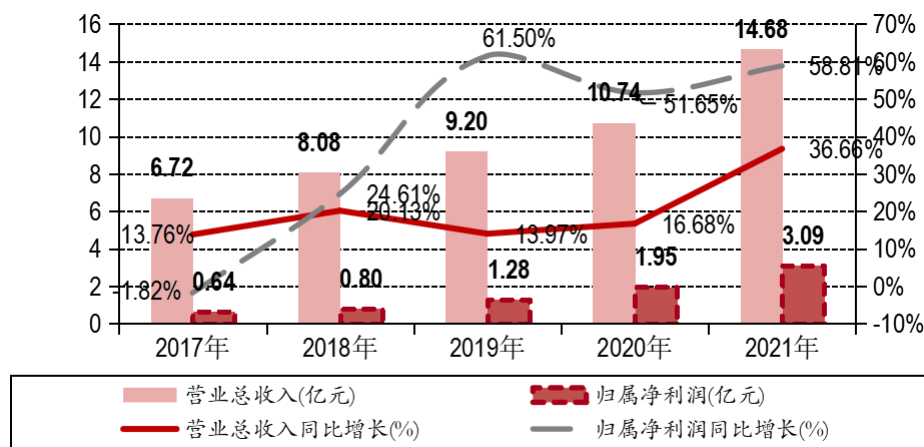


资料来源：万得，中银证券

1.3 财务概况：业绩保持稳健增长态势，盈利能力指标表现突出

公司营收保持稳定增长，2021 年归母净利润增速近 60%。2021 年公司实现营业收入 14.68 亿元，同比增长 36.66%；实现归母净利润 3.09 亿元，同比增长 58.81%。近五年，公司营业总收入和净利润复合增长率分别为 21.57% 和 48.23%，公司具有良好的成长性，未来发展潜力较大。

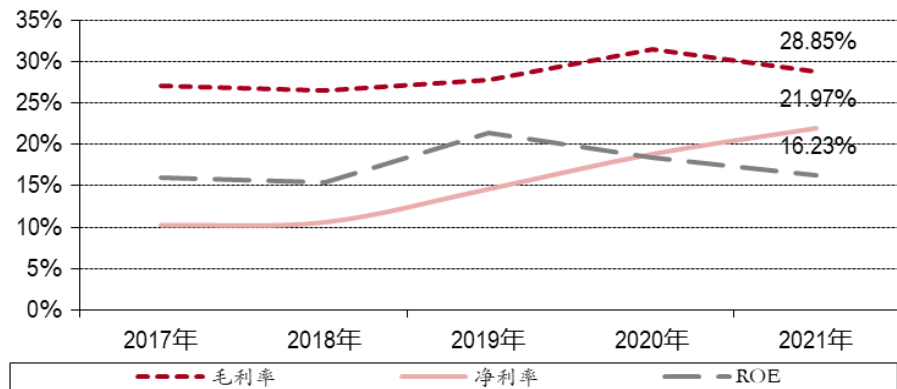
图表 1-7. 2017-2021 年公司营收及归母净利润



资料来源：万得，中银证券

公司盈利能力表现突出。2017-2021 年公司的毛利率水平较为稳定，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 水平一直维持在 15% 以上。

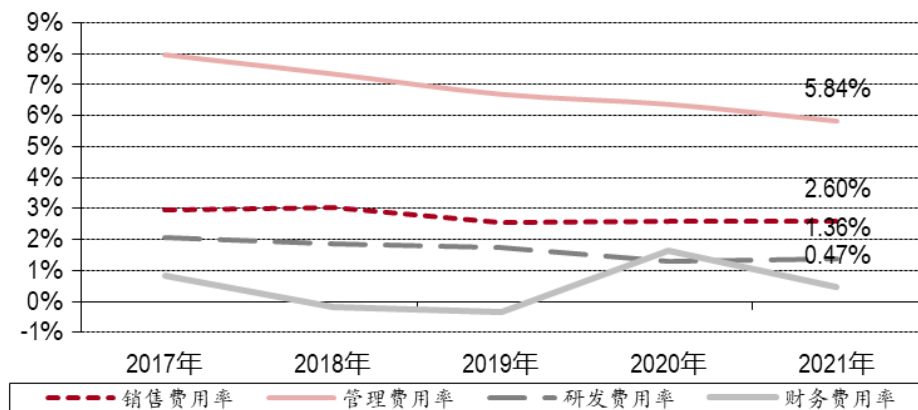
图表 1-8. 2017-2021 年公司主要利润率指标



资料来源：万得，中银证券

公司三费稳中有降，降本增效成效显著。2021年，公司销售费用率为 2.6%，同比增长 0.02pct；管理费用率为 5.84%，同比下降 0.54pct，主要系规模效应逐渐显现；财务费用率为 0.47%，同比下降 1.18pct，主要系去年同期人民币升值、汇兑损失较大所致。

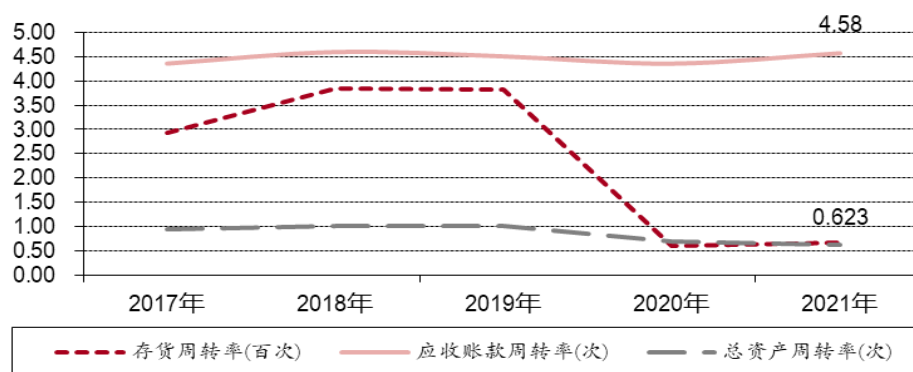
图表 1-9. 2017-2021 年公司费率分析



资料来源：万得，中银证券

公司营运能力不断增强。2020年公司存货周转率同比下降 84.53%，公司销售能力不断增强；近五年来应收账款周转率和总资产周转率基本保持不变，表明企业资金流动正常，资产使用效率良好，获利能力较强。

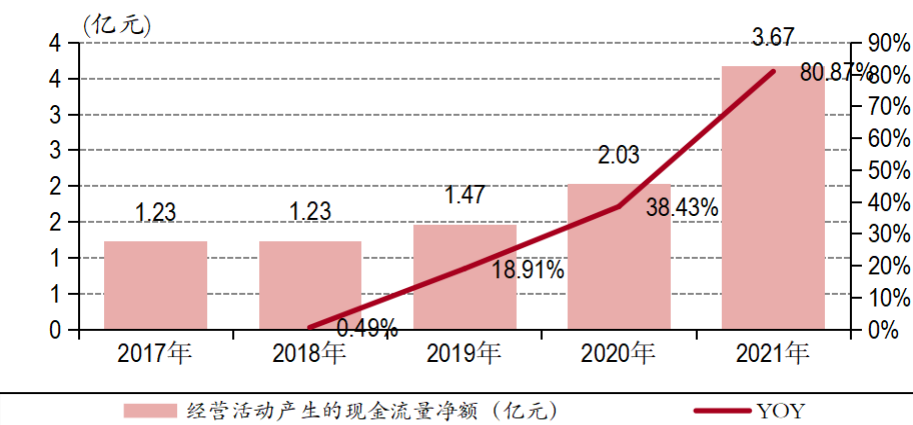
图表 1-10. 2017-2021 年公司营运能力分析



资料来源：万得，中银证券

公司现金流稳健、偿债能力强。公司合同采用分阶段执行模式，保证经营现金净流量稳健增长，2020 年达到 2.03 亿元，同比增加 38.43%，2021 年达到 3.67 亿元，同比增长 80.87%。

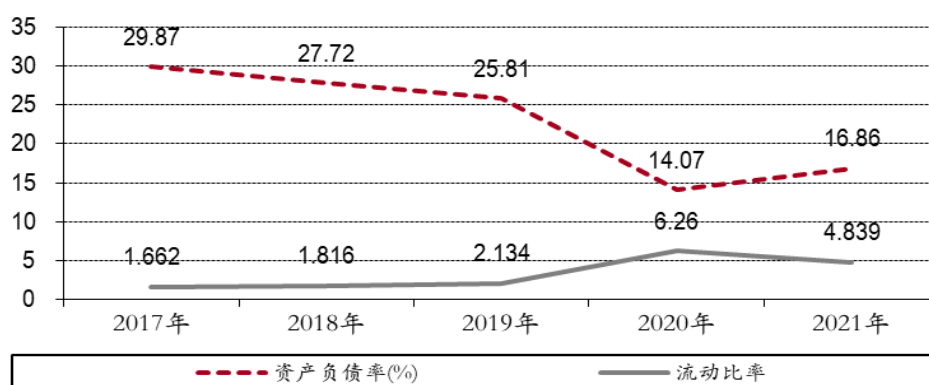
图表 1-11. 2017-2021 年公司现金流量分析



资料来源：万得，中银证券

公司长期偿债能力逐步提高。2021 年公司资产负债率为 16.86%，整体呈逐渐下降趋势，综合反映公司总体财务状况非常稳健。2021 年流动比率为 4.839，近五年来呈波动上升趋势。

图表 1-12. 2017-2021 年公司偿债能力分析

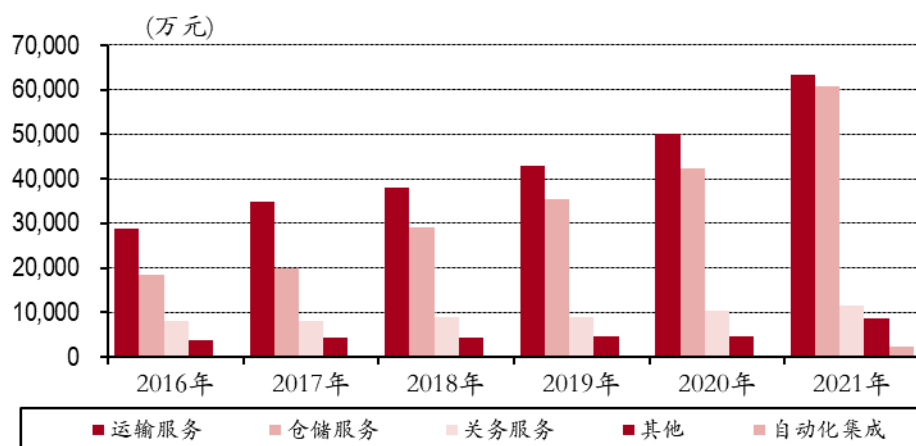


资料来源：万得，中银证券

2 主营业务：以运输服务和智能仓储为核心，协同提供关务服务等增值业务

公司为制造业企业提供一体化供应链物流综合解决方案及运营服务，主要包括运输服务、仓储服务、关务服务、国际货代、自动化集成服务等业务。供应链物流服务贯穿于制造业生产前（原材料集结、运输配送、关务检务、进出口代理等增值服务）、生产中（VMI-供应商库存管理、Kitting to line-工单配料、成品下线管理）、生产后（成品发货仓、成品运输配送、FRU-备品备件仓管理）各个供应链物流环节。

图表 2-1. 2016-2021 年公司主营业务营业收入



资料来源：万得，中银证券

图表 2-2. ToB 的一体化供应链服务环节

生产前 ToB 供应链物流集成服务	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
生产中 ToB 供应链物流集成服务	VMI (供应商库存管理) 仓储 MilkRun (循环取货) 入厂物流/Kitting to Line (工单配料) 成品下线管理
生产后 ToB 供应链物流集成服务	成品发货仓 (出口集拼) 成品运输配送 售后备品备件管理
综合增值服务	提供关务、检务、配套查验及进出口代理等服务 4PL 平台运营服务
国际货运代理服务	为客户提供精细的门到门空运、海运、中欧班列国际货运代理服务及各项国际贸易配套证书代办服务(如原产地证、化工鉴定证等)
物流咨询及系统集成服务	为大型制造企业提供物流咨询服务,设计供应链物流全流程解决方案,解决成本、库存、资金占有等物流问题,也为客户提供自动化仓储系统的规划、设计、开发、实装、维护等全套系统集成服务

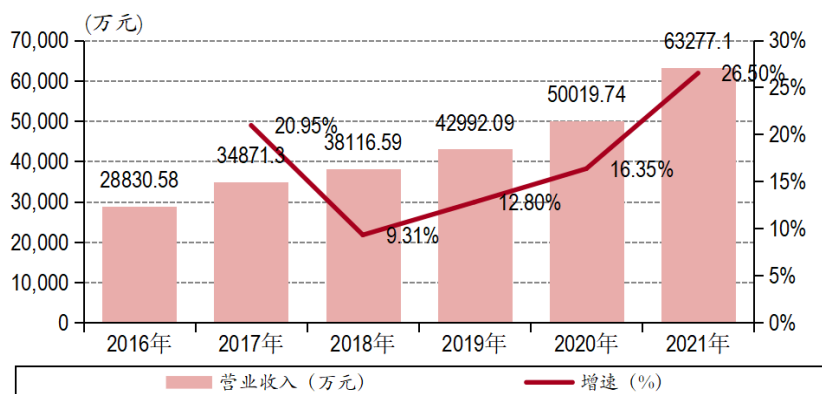
资料来源：公司年报，中银证券

2.1 运输服务：兼顾境内运输和跨境运输双类型，营收占比超四成

运输服务业务营收占比最高为 43%，2021 年同比增速为 27%。公司以覆盖范围广泛的物流网络为基础，充分利用无线通信技术、GPS 技术、数据处理技术等，合理、科学规划线路、时间和运输安排，合理调度车辆和人员，满足电子信息产品厂商对现代物流服务准确性、准时性和安全性的要求。2021 年，公司运输服务营业收入为 6.33 亿元，占总营收 43.12%，同比增速为 26.50%。

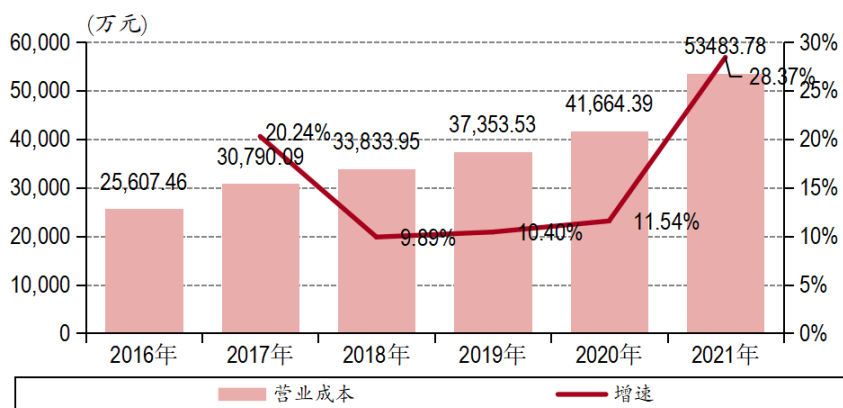
公司运输网络覆盖境内外主要电子制造业基地。海晨物流运输干线和配送网络已覆盖华东、华南、华中、西南等主要省市和中国香港、泰国、越南等境外地区，基本连通了全国主要的电子制造业基地，能快速调动就近的运力和配套仓储/关务资源满足客户的各类运输需求。

图表 2-3. 公司运输服务营业收入及增速



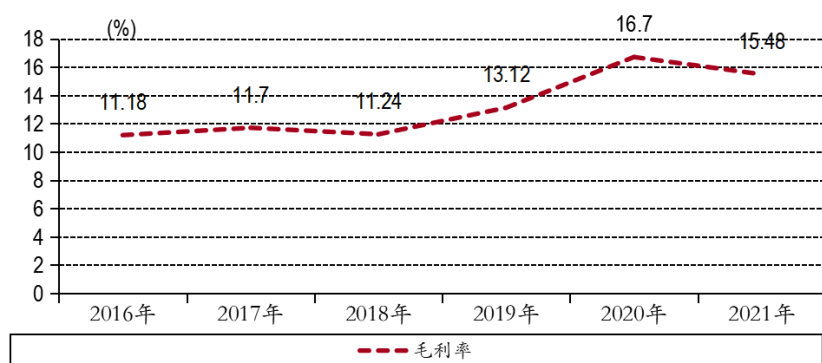
资料来源：公司招股说明书，公司年报，中银证券

图表 2-4. 公司运输服务营业成本及增速



资料来源：公司年报，万得，中银证券

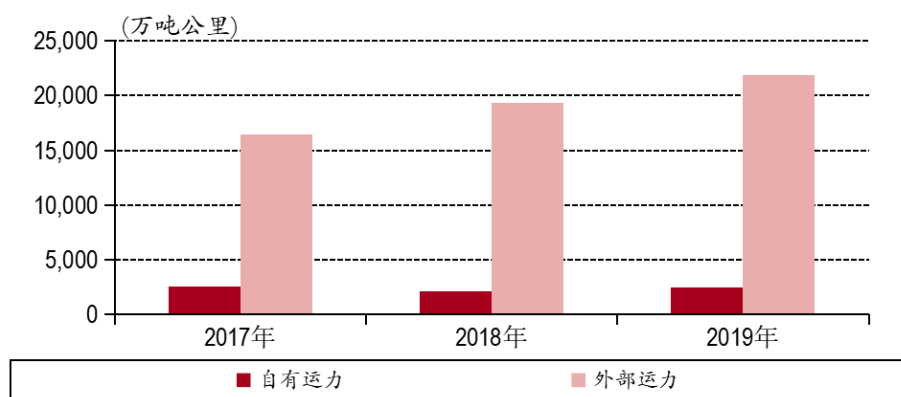
图表 2-5. 公司运输服务毛利率变化趋势



资料来源：公司年报，万得，中银证券

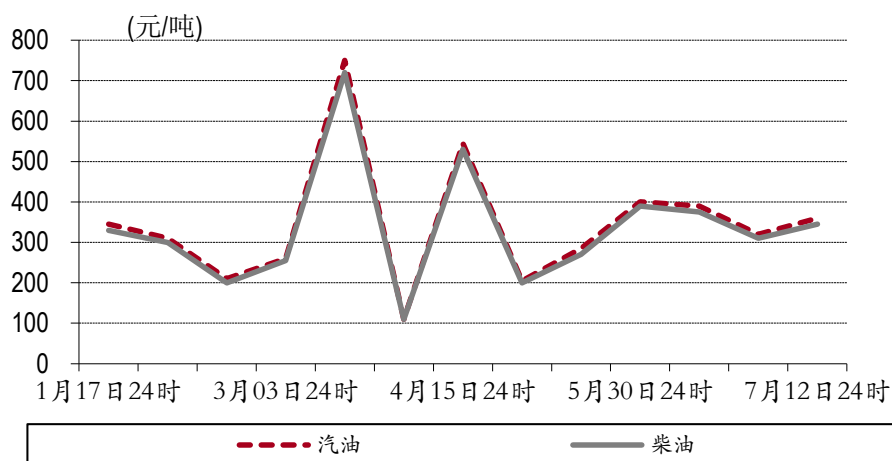
运力分为自有运力和外购运力两部分。公司通过自有车辆和采购外部运力满足客户运输需求，同时采购自有车辆运输过程中必须的油料等。公司根据运输路线和产品属性的要求，综合考虑成本、运输线路以及时效性等因素采购外部运输运力，保证货物门到门运输，最大程度满足客户的需要。

图表 2-6. 公司运输业务业务量 (单位: 万吨公里)



资料来源: 公司招股说明书, 中银证券

图表 2-7. 2022 年油价调整趋势



资料来源: 万得, 中银证券

运输产品包括干线卡航、同城配送、中港跨境、中越跨境等类型。公司运输业务围绕公司为客户提供一体化综合物流服务展开, 为客户提供从仓库到工厂、从工厂到仓库、从仓库到仓库、从仓库到港口、从工厂到工厂、从港口到仓库或工厂等现代化运输服务。目前已经形成了仓库、干线运输、短途派送的网络化布局, 通过运力将工厂、码头、机场、海关场站、铁路枢纽等各货物节点终端与公司运输双网相衔接, 完成货物在各终端的高频、高效运输。

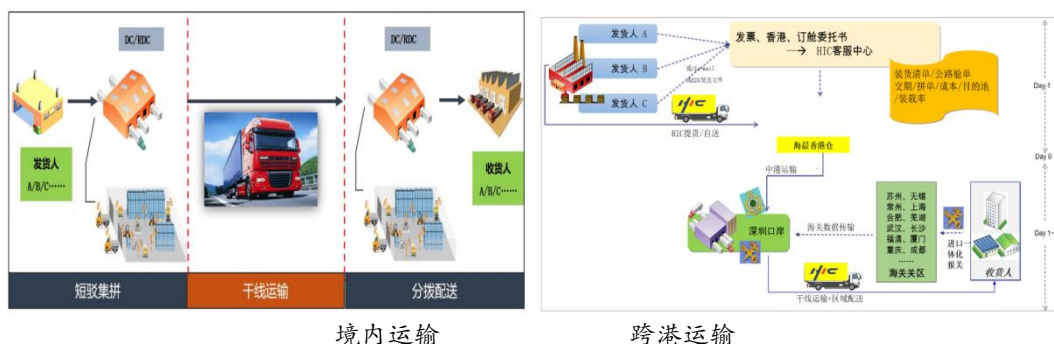
图表 2-8. 公司运输服务体系

干线卡航	结合多年构建的骨干运输网络和集拼运作模式，依托先进的信息管理和自营仓储体系提供快速、安全的长途干线门到门整车/零担运输服务。	华东-华南、华中-华南、华东-华北主要城市实现次日达； 华南-西南、华东-西南主要城市实现二日达。
同城配送	为各类区域型客户提供常温、冷链的配送服务，已覆盖电子产品、设备仪器、维修配件、连锁餐饮、连锁零售和 B2B 电商等业务领域。	城区和市郊当日达服务。
中港跨境	拥有深港两地成熟的仓储配送和关务服务体系，为全球客户提供中国内地主要城市往返香港的门到门整车/零担运输、中港属地及口岸清关、中转仓储、中港本地派送及配套增值服务。	华东/华中-香港次日达 华南-香港当日达
中越跨境	拥有中越两地成熟的仓储配送和关务服务体系，通过广西凭祥和越南谅山连接两国干线网络，为中越跨境制造和贸易企业提供中越往返跨境门到门整车/零担运输、中越属地及口岸清关，中转仓储、中越本地派送及配套增值服务。	华东/华中/西南-越北 3 天 华南-越北 2 天

资料来源：公司官网，中银证券

公司的运输业务按照运输地域划分，包括境内运输和跨港运输业务。境内运输：主要指国内保税及非保税区往返一线口岸（水运、铁路、航空等）的运输以及国内两地之间的运输等服务。跨港运输：主要分为跨港运输（进口）以及跨港运输（出口）。公司向客户提供内地与香港的跨境运输服务。公司拥有香港车辆及中港车，同时结合在香港的仓储基地，为客户提供以香港为口岸的进出口综合物流服务。

图表 2-9. 公司运输服务具体业务流程

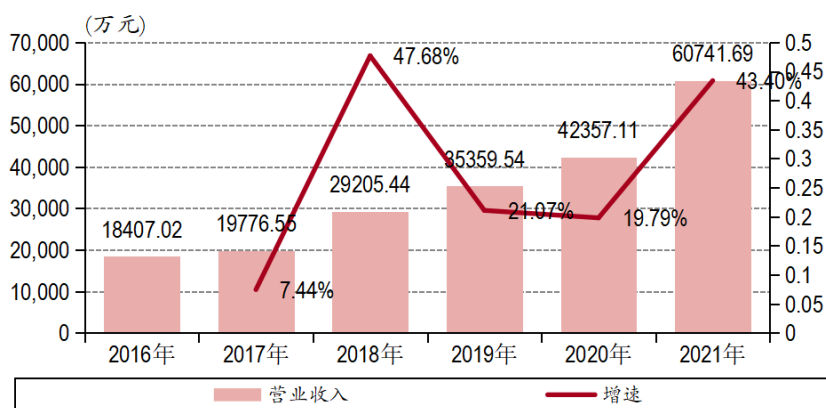


资料来源：公司招股说明书，中银证券

2.2 仓储服务：提供多元化智能仓储管理服务，2021 年增速为 43%

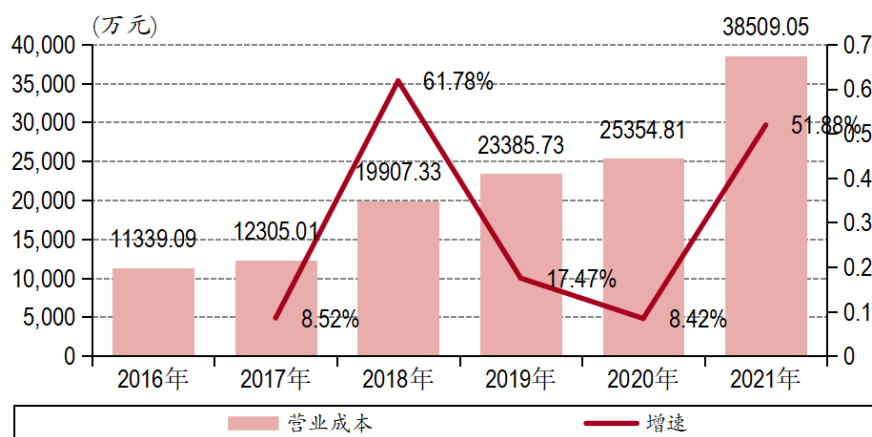
仓储服务业务营收占比为 41%，2021 年同比增速为 43%。海晨股份从事电子制造、新能源汽车制造仓储管理，仓储服务网点覆盖华东、华南、华中、西南、香港、越南、泰国、德国等区域，经营仓储面积超过 38 万平方米。经过多年的经验积累和技术储备，海晨可提供覆盖原材料、生产、成品、售后等供应链全流程、多种模式下的仓储管理及配套增值服务，深度嵌入供应链服务中的各个环节，满足了客户的仓储服务需求。2021 年仓储服务收入为 6.07 亿元，同比增长 43.4%，毛利率为 41.39%。

图表 2-10. 公司仓储服务收入及增速



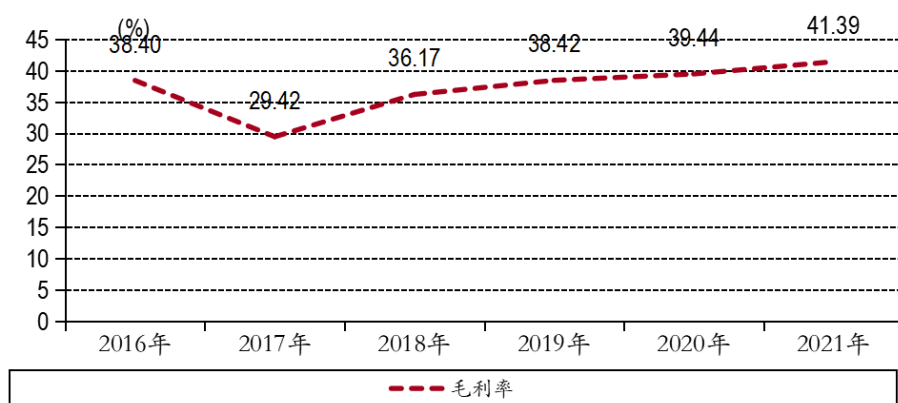
资料来源：万得，公司年报，中银证券

图表 2-11. 公司仓储服务营业成本及增速



资料来源：万得，公司年报，中银证券

图表 2-12. 公司仓储服务毛利率变化趋势



资料来源：万得，公司年报，中银证券

公司自主开发仓储管理系统（WMS）并应用于各仓储中心。海晨股份通过与客户业务系统的数据对接，并广泛应用智能装备、智能计划、可视管理等技术，为客户提供高度定制化的解决方案，大幅提高仓储操作效率、库容使用率、库存准确率、需求响应速度。

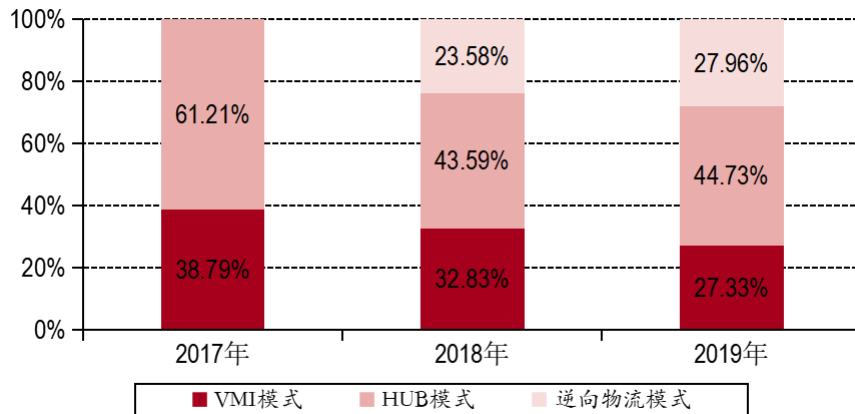
图表 2-13. 公司仓储服务体系

仓储服务项目	项目概况
VMI 原材料仓储管理	自主研发的 WMS 与客户系统全方面对接，仓库作业使用智能仓储 APP，实现业务进度的动态监控及业务数据的实时分析。
生产物流	自主开发贴近制造生产订单的生产物流管理系统，应用于制造业生产订单分拣、配送上线。
成品集拼仓	为客户提供出口成品集拼仓储、清关、入库物流、货柜运输等综合解决方案，完成到库集结或直发口岸，实现成本时效平衡。

资料来源：公司官网，中银证券

仓库类型、服务模式齐全，提供多元化仓储服务。公司提供多种仓储服务模式，包括 VMI 业务、逆向物流、HUB 等多元化服务，公司仓库可满足不同货物存储需求，2017 至 2019 年公司各仓储业务收入均稳定增长。公司 VMI 原材料仓储管理服务 500 余客户，管理面积 12 万平方米，年进出仓 20 万立方米，2020 年营收规模占公司总营收的 11%；成品集拼仓运作货量超 3 万 TEU/年；售后备件仓管理超 5 万 SKU，400 万件库存。

图表 2-14. 公司不同仓储服务模式收入比例



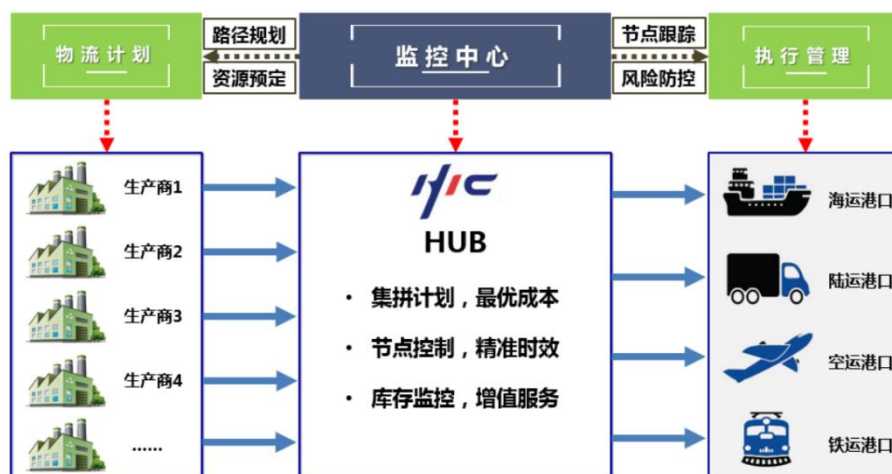
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2-15. 公司在合肥建设的 VMI 仓库



资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表 2-16. 公司在深圳福田建设的 HUB 仓库



资料来源：公司招股说明书，中银证券

海晨物流深耕加工贸易进出口物流领域多年，积累了高维度、全链条的综合物流服务经验。先后与成都、合肥等地政府合作，共同规划打造成都双流高新综保保税区双流园区、合肥经济技术开发区综合保税区，搭建保税区内公共物流产业平台，协助引进国内外知名物流企业，形成园区完善的物流配套体系；负责园区海关监管场站管理和服务，营造有效便捷的通关物流服务软环境；充分发挥海晨网络和专业优势，为跨境电商、国际贸易、新零售等新业态输出物流解决方案，提供全程一体化服务，促进园区产业多元化发展。

图表 2-17. 公司三大综保区公共物流平台

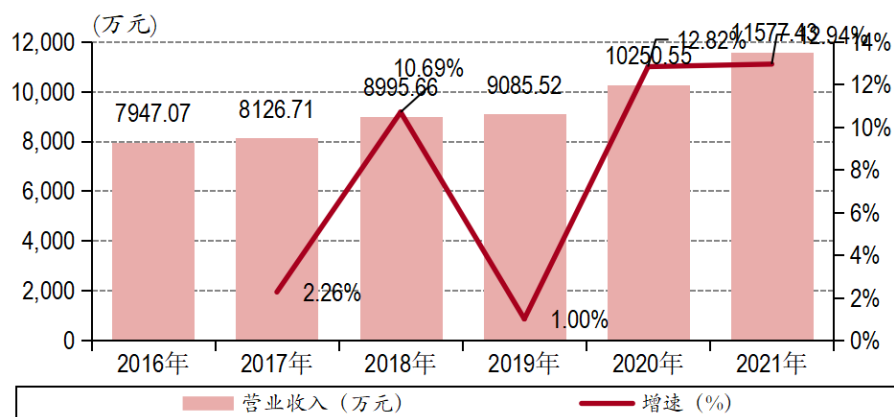


资料来源：公司官网，中银证券

2.3 关务服务：自主开发云通关服务平台，毛利率达 66%

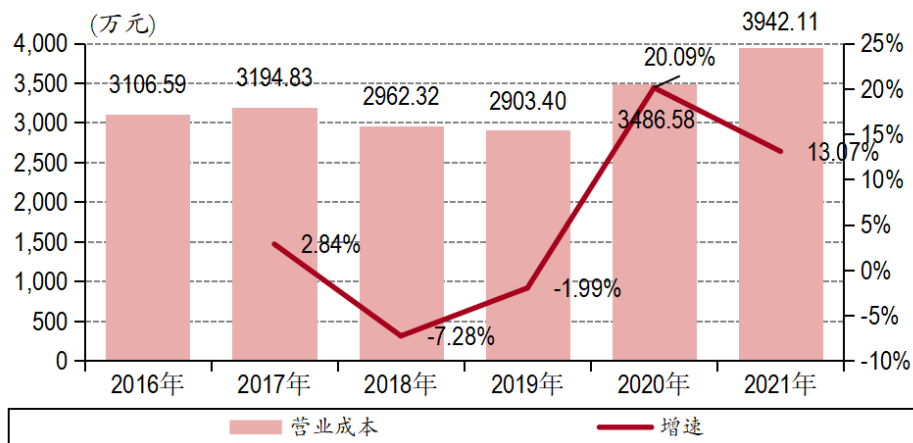
关务服务业务营收占比为 8%，2021 年同比增速为 13%，毛利率达 66%。海晨物流为客户提供专家级的关务、检务、配套查验及进出口代理等服务，通关网络已覆盖境内主要口岸、特殊监管区、主要电子制造基地及中国香港、泰国、越南、德国等境外地区。2017-2021 年关务服务收入分别为 8126.71 万元，8995.66 万元，9085.52 万元，10250.55 万元，11577.43 万元，呈现平稳增长趋势。

图表 2-18. 公司关务服务收入及增速



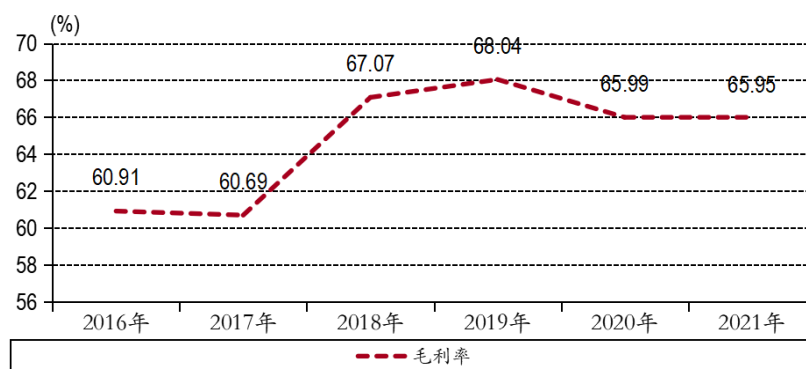
资料来源：万得，公司年报，中银证券

图表 2-19. 公司关务服务营业成本及增速



资料来源：万得，公司年报，中银证券

图表 2-20. 公司关务服务毛利率变化趋势



资料来源：万得，公司年报，中银证券

公司拥有自主开发云通关服务平台。公司关务平台实现线上申报，线下协同，信息同步，状态可视，全程可控；多地实现与海关单一窗口、金二系统数据实时交换。凭借多年的关务知识体系和渠道网络积累，紧跟国家和海关政策，设计优选的关务解决方案，为客户提供管家式、一站式关务咨询服务，包括税则归类、政策解读、路径规划、资源配套等。

图表 2-21. 公司云通关服务平台

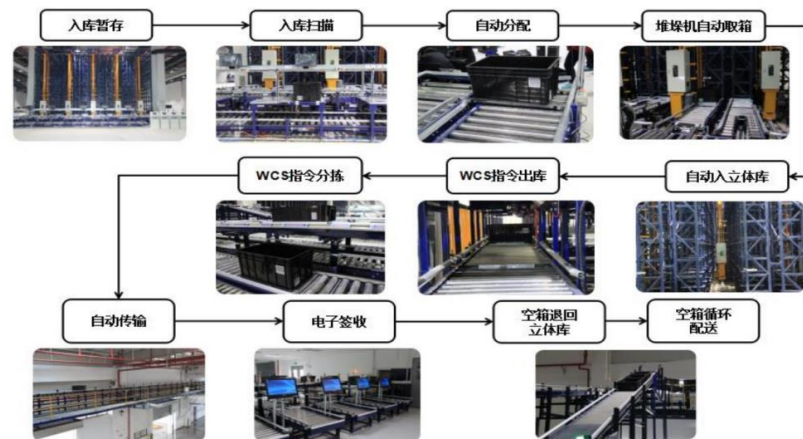


资料来源：公司官网，中银证券

2.4 自动化集成业务：沉淀智能仓储技术经验，复制开启新业务模式

自动化集成业务逐步开启，2021 年营收占比为 1.66%。公司自 2012 年开始在合肥建成全自动的立体仓库，多年经营过程中逐渐培养起实施自动化集成业务的团队与技术能力。2021 年公司为深国际公司华南物流园提供了密集型公共智慧仓库系统集成服务，打开了智能物流咨询业务开展的空间。2021 年全年实现智能仓储系统集成业务收入 2429 万元，占公司营业收入比例为 1.66%。

图表 2-22. 公司在 VMI 服务中应用的自动化仓储系统作业模式



资料来源：公司招股说明书，中银证券

2022 年以来公司自动化项目陆续投产。合肥 SMT 技改项目及 N2 仓技改项目已在一季度开始投入运营；募投项目吴江自动化仓库也于一季度末正式投产；募投项目合肥智慧仓正在主体工程施工。2022 年度内公司的前几大客户均有新产能投产或产量提升计划，公司将积极服务客户的新投产项目与产量提升工作，力取更大的市场份额。2022 年 7 月 27 日海晨股份发布 4 项投资计划，宣布拟分别在常州武进区、成都、吴江、合肥投建供应链物流基地项目，累计投资金额达 22.5 亿元。

图表 2-23. 2022 年公司项目进展状况

项目名称	项目进展状况
合肥 SMT 技改项目及 N2 仓技改项目	在 2022 年一季度开始投入运营
吴江自动化仓库	在 2022 年一季度末正式投产
合肥智慧仓	目前正在主体工程施工
常州武进区新能源汽车供应链物流基地	目前处于规划阶段
海晨成渝生产性供应链配套基地项目	目前处于规划阶段

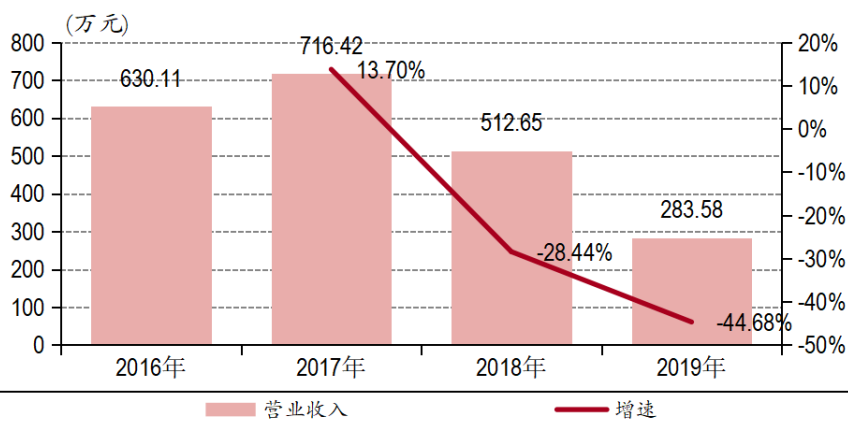
资料来源：公司招股说明书，万得，中银证券

公司将加大智能物流集成技术的研发，以形成与 SaaS 服务相配套的物流自动化装备开发、制造与集成能力。在满足自身智能仓库建设需求的前提下，将大力拓展外部客户，为大型制造业企业与物流企业提供从业务规划到系统集成再到设备供应的一体化服务。公司已与盟立自动化科技（上海）有限公司签订了《合作框架协议》。2022 年将全面落实双方的合作事项，发挥双方优势，携手开发自动化控制技术，共同开拓智能仓储系统集成市场。

2.5 国际货代：依托全球物流监控体系，提供国际货运代理等配套服务

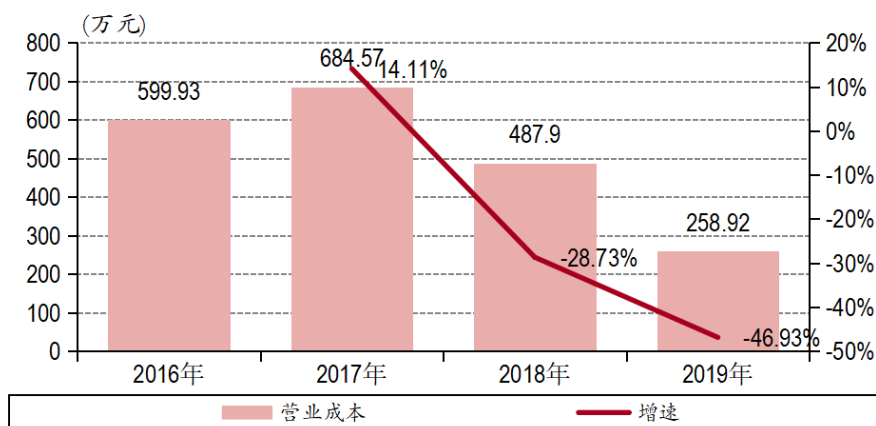
国际货代服务呈逐年下降趋势。公司国际货运代理业务主要是从上海、深圳、香港等口岸进出的国际海运整箱（FCL）/拼箱（LCL）及空运代理。公司积累了可靠的国际承运人资源，熟悉不同国家地区的贸易法律法规和物流要求，可以为客户提出明确具体的优化方案。承运人主要是国际班轮航运公司、国际航空公司、无船承运人及其他货运代理公司等。发行人国际货代业务的收入来源于为客户进行订舱等收取的服务费。

图表 2-24. 公司国际货代收入及增速



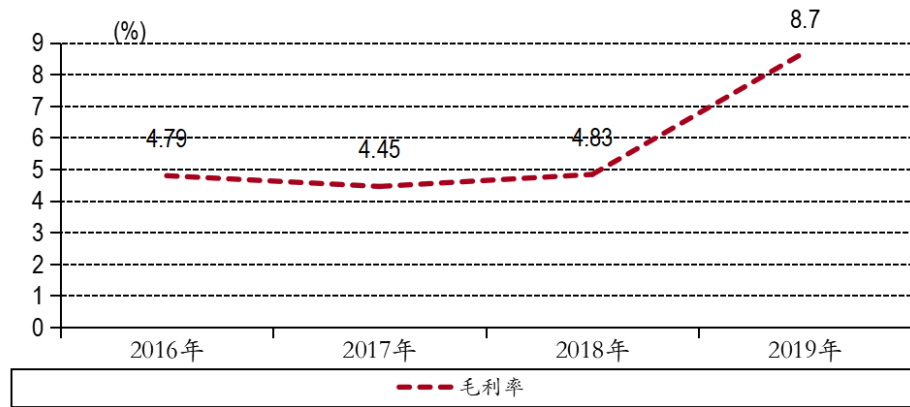
资料来源：万得，中银证券

图表 2-25. 公司国际货代营业成本及增速



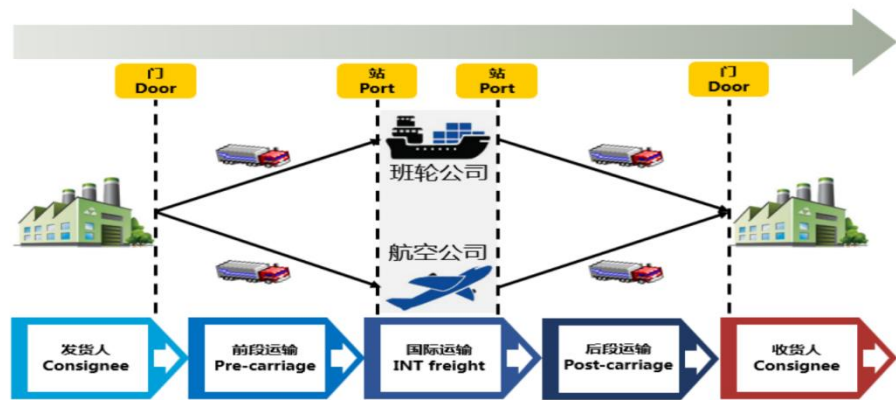
资料来源：万得，中银证券

图表 2-26. 公司国际货代毛利率变化趋势



资料来源：万得，中银证券

图表 2-27. 公司国际货代业务流程



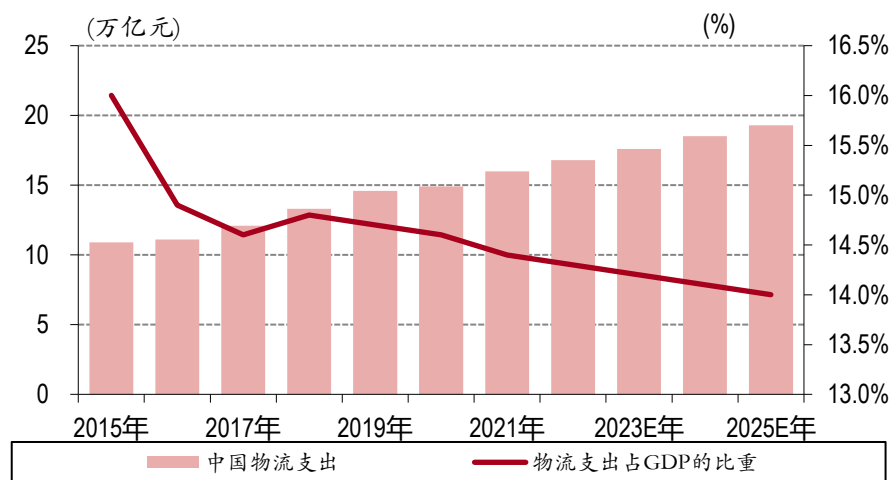
资料来源：公司招股说明书，中银证券

3 核心逻辑：制造业供应链物流市场空间广阔，公司布局国际化和数字化竞争优势凸显

3.1 中国物流市场具有万亿元级提质增效空间，数字供应链是重要措施之一

我国社会物流费用占 GDP 占比总体呈下降趋势，但仍远高于欧美发达国家的水平，反映我国物流效率还有较大提升空间。2020 年中国物流成本 14.9 万亿元，占 GDP 比重 14.6%。对标美国来看（8%），若通过系列专业化、数字化措施推动物流行业提质增效，假设占比为 12%，中国的物流成本约有万亿级下降空间。在这样的背景下，作为物流行业发展的高阶形式，致力于优化效率、助企业实现降本增效的供应链行业市场较大，前景广阔。

图表 3-1. 2015-2025E 中国物流总支出及占 GDP 比重

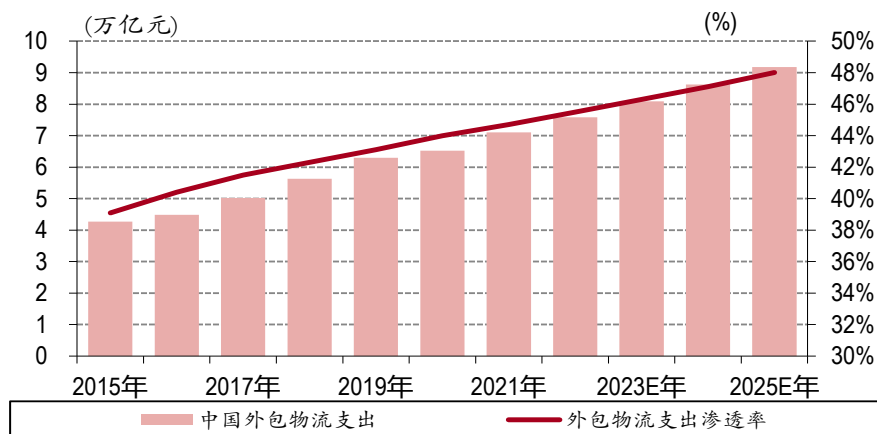


资料来源：国家统计局，灼识咨询，中银证券

供应链管理有助于企业实现降本。具体而言包括降低成本（通过供应链整合资源，缩短交易时间，减少重复生产和浪费）、提升企业综合业绩，缩短企业订单处理周期，降低整体库存（通过供应链整合资源，供应商能够随时掌握存货信息，组织生产，及时补充），提升现金周转率，提升服务水平（如准时交货率提升）等。

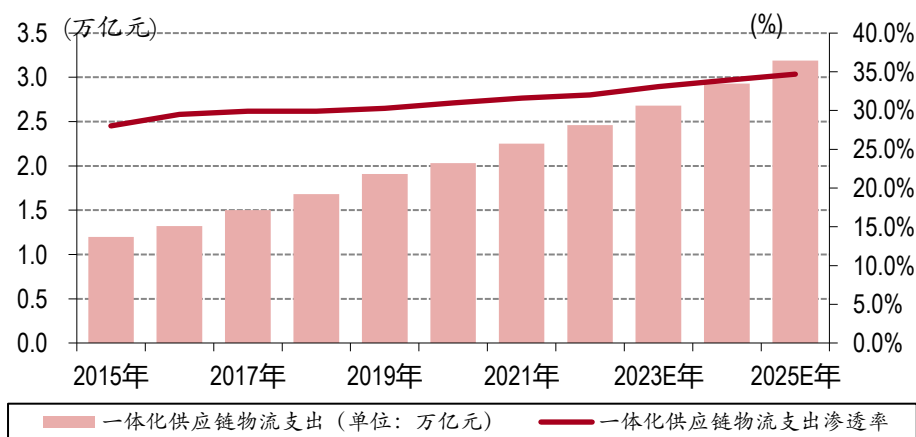
供应链渗透率水平具有进一步提升空间。根据灼识咨询研究数据显示，2020 年，在我国 14.9 万亿元的社会物流总成本中，外包物流（第三方物流）的规模为 6.5 万亿元，占比达 43.9%。一体化供应链物流的规模为 2.03 万亿元，占比第三方物流比重超 30%。

图表 3-2. 2015-2025E 中国外包物流支出及渗透率



资料来源：万得，灼识咨询，中银证券

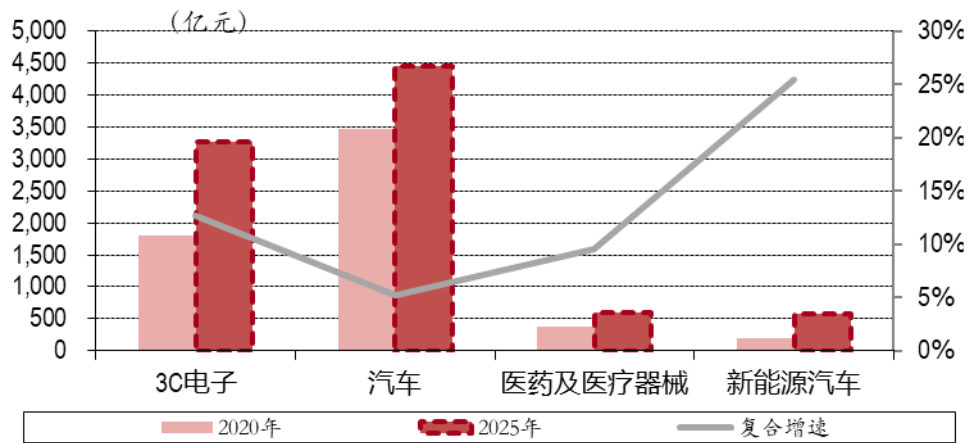
图表 3-3. 2015-2025E 中国一体化供应链支出及渗透率



资料来源：灼识咨询，中银证券

细分行业对供应链管理需求广阔，消费电子、汽车的供应链服务需求大。按照服务行业来看，目前我国供应链企业主要服务于汽车、服装、快消品、电子、生鲜、医药等行业。根据灼识咨询预测，到 2025 年汽车物流供应链服务市场超过 4000 亿元，电子物流供应链市场超过 3000 亿元。特别地：根据灼识咨询，3C 电子行业对供应链物流服务的需求将由 2020 年的 1800 亿元，增长至 2025 年的 3160 亿元，CAGR 达 11.9%；新能源汽车行业对供应链物流服务需求将由 2020 年的 187.45 亿元，增长至 2025 年的 582.65 亿元，CAGR 为 25.46%。

图表 3-4. 按垂直领域划分的一体化供应链物流服务市场规模及增长



资料来源: 华经产业研究院, 灼识咨询, 中银证券

3.2 供应链物流市场细分行业众多, 海晨股份聚焦电子信息等高景气赛道

物流企业自身定位的不同, 竞争的差异化明显。国内物流市场绝大多数企业只能提供简单的仓储、运输等较为传统的物流服务, 该类业务的市场进入门槛低, 市场竞争激烈。而能够提供一体化综合物流服务和供应链服务的现代物流服务商较少。从事供应链管理的物流企业在头客户提供基础的运输、仓储服务之外, 还参与到客户供应链管理中, 协助客户优化流程、降低成本, 提高生产效率, 此类物流企业能够为客户设计定制化的物流综合解决方案, 具有一定的资源规划、整合和物流综合管理能力, 为客户创造更大的价值。

图表 3-5. 物流市场竞争企业细分

类别	代表企业	优势	集中行业
国有大型物流企业	中外运股份有限公司、中远	拥有较强的资金实力; 物流和发达的全球物流网络; 丰富的管理和技术经验	通过直接投资、兼并收购、成立中外合资物流公司等方式进入中国市场, 重点通过对国内物流优质企业的收购迅速提升物流服务网络和能力
外资物流企业	敦豪物流、德国辛克物流、CEVA、UPS、亚致力等	拥有较强的资金实力; 物流和发达的全球物流网络; 丰富的管理和技术经验	汽车物流、家电物流、化工物流等传统行业
生产商贸流通企业下属物流企业	安吉物流、一汽物流、安泰达物流、安得智联科技、青岛日日顺物流等	主要为股东或内部客户提供服务; 资金实力较为雄厚	充分运用自己的比较优势, 通过提升服务质量、扩大服务网络等不断赢得客户的信任, 并在各自的细分领域迅速发展
新兴现代物流企业	海晨股份、飞力达、华鹏飞、原尚物流、嘉诚国际、密尔克卫、长久物流等	具有灵活的机制和较强的适应性、服务能力, 专注于特定行业	

资料来源: 公司招股说明书, 中银证券

目前现代物流市场逐步细分、专业化程度不断提高, 形成了专注于不同行业的专业化物流市场。如电子信息产品物流、医药物流、汽车物流、家电物流、服装物流、冷链物流等。公司及其主要竞争对手飞力达、华鹏飞等一批新兴现代物流企业凭借先进的物流服务体系主要为电子信息产品行业制造商提高综合物流服务。

图表 3-6. 各行业竞争企业细分

行业	主要综合物流服务提供商
电子信息产品物流	海晨股份、飞力达、华鹏飞等专业服务提供商成为重要参与者
汽车及零部件运输物流	①国内汽车零部件物流市场主要由汽车厂商控股或参股的大型物流公司占据,包括上海安吉物流股份有限公司、一汽物流有限公司、重庆长安民生物流股份有限公司、广汽本田物流有限公司、富田-日捆储运(广州)有限公司、武汉东本储运有限公司、广州风神物流有限公司等; ②原尚物流、长久物流等第三方物流服务商
家电物流	专注于家电物流的广州安泰达物流有限公司、安得智联科技股份有限公司、青岛日日顺物流有限公司等
化工品物流	密尔克卫化工供应链服务股份有限公司、珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司、中远海运化工物流有限公司等

资料来源: 公司招股说明书, 中银证券

公司的主营业务是为电子信息行业相关企业提供全方位、一体化的现代综合物流服务, 深度嵌入电子信息行业内企业采购、生产、销售及售后服务等各业务环节。公司逐步成长为“以仓储服务为龙头、货运代理服务为载体”的现代综合物流服务提供商, 拥有联想集团、索尼公司、台达电子、光宝科技、大联大控股、康宁公司、伟创力公司等全球知名电子信息行业客户资源, 在物流行业具有一定的市场地位和品牌知名度。

图表 3-7. 海晨股份主要竞争对手

主要竞争对手	基本介绍
江苏飞力达国际物流股份有限公司	飞力达成立于 1993 年, 2011 年于国内 A 股创业板上市 (股票代码: 300240)。飞力达一直致力于对进出口通关、运输、仓储管理、流通加工、配送等各个物流环节的有机整合, 为 IT 制造业提供专业化、系统化、一体化的供应链管理解决方案。
深圳市华鹏飞现代物流股份有限公司	华鹏飞成立于 2000 年, 2012 年于国内 A 股创业板上市 (股票代码: 30035)。华鹏飞是国内电子信息产业领域的专业物流服务商, 主要业务是为知名的电子信息企业提供第三方物流服务, 具体包括综合物流服务以及由此延伸的供应链商品销售。
深圳综合信兴物流有限公司	综合信兴物流成立于 1995 年, 经过多年的稳健发展, 综合信兴物流已成为领先的供应链一站式服务专家, 业务涵盖第三方物流、仓储、运输、配送、定制化物流服务等, 并逐步形成了 VMI、电商仓储物流、供应链金融三大核心业务。

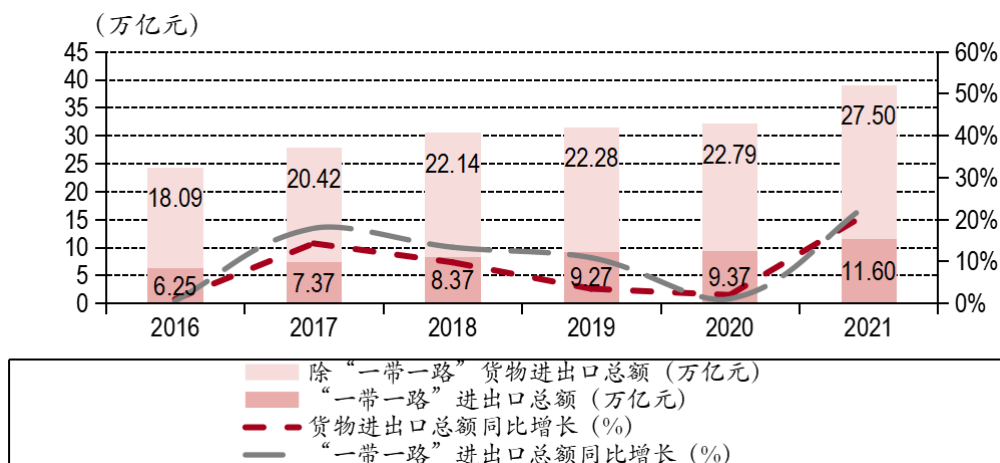
资料来源: 公司招股说明书, 中银证券

3.3 跨境供应链物流赛道迎来战略布局时机, 公司布局东南亚地区具备先发优势

跨境物流供应链赛道迎来战略性布局时机。全球地缘政治格局发生深刻变化, 产业布局与供应链演绎变革, 未来中国与一带一路国家贸易有望持续增加。因此, 中蒙俄、中非、中国与东盟等区域的跨境物流需求有望稳步增加。要积极关注中国与一带一路国家的跨境物流机会。

“一带一路”沿线国家进出口贸易高于整体水平, 贸易规模和增速稳步提升。海晨股份境外业务在东南亚地区也有开展, 随着一带一路的发展, 公司在东南亚的业务有望进一步扩大。据国家海关总署统计, 2021 年我国对“一带一路”沿线国家进出口 11.6 万亿元, 同比增长 23.6%, 较同期我国外贸整体增速高出 2.2 个百分点。2016-2021 年, 我国与“一带一路”沿线国家贸易规模稳步提升, 进出口总值从 6.25 万亿元增长至 11.6 万亿元, 年均增长 7.5%, 占同期我国外贸总值的比重从 25% 提升至 29.7%。2021 年民营企业对“一带一路”沿线国家进出口 6.21 万亿元, 同比增长 25.6%, 占同期我国与“一带一路”沿线国家进出口的 53.5%, 提升 0.8 个百分点。

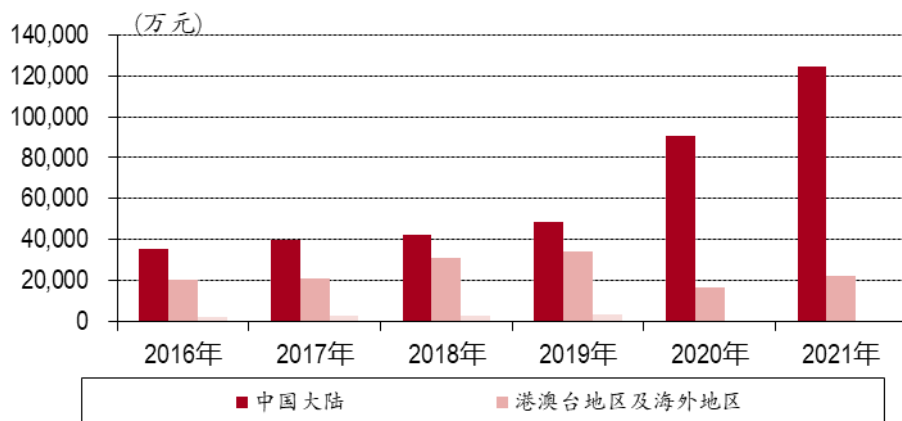
图表 3-8. 2016-2021 年“一带一路”沿线国家进出口总额及同比增速



资料来源：万得，中银证券

公司逐步构建覆盖东南亚和欧洲服务网络，提供全球范围的供应链管理服务。2020 年，公司境内业务占营收比重为 84.80%，境外业务占比为 15.20%。公司服务网络覆盖中国电子行业集群的江苏、上海、广东、四川、安徽、香港等地区，并在泰国、越南、德国等国分别设立子公司，为客户提供境内、境外协调配套的供应链全流程管理服务。

图表 3-9. 2021 年公司主营收入构成 (按地区)



资料来源：公司公告，中银证券

图表 3-10. 公司主要业务覆盖地区

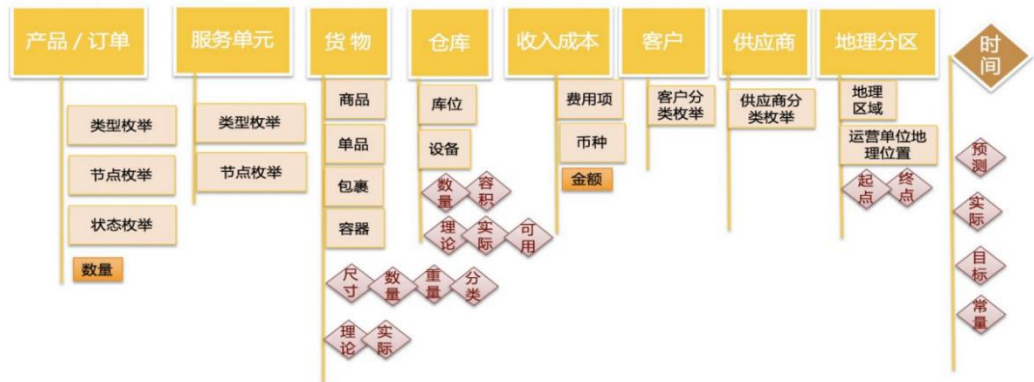
主要业务	覆盖广度
物流运输干线和配送网络	已覆盖华东、华南、华中、西南等主要省市和中国香港、泰国、越南等境外地区
仓储服务网点	网点覆盖华东、华南、华中、西南、中国香港、越南、泰国、德国等区域，经营仓储面积超过 38 万平米
通关网络	覆盖境内主要口岸、特殊监管区、主要电子制造基地及中国香港、泰国、越南、德国等境外地区

资料来源：公司官网，中银证券

3.4 续优化迭代数智供应链服务基础平台，信息技术优势成就核心竞争力

公司持续优化迭代数智供应链服务基础平台。海晨股份将 20 年制造业供应链物流管理的知识体系融入 SaaS 平台，突破工业机理建模、数字孪生与工业仿真等关键技术，打造一个涵盖 TMS、WMS、BMS、OMS、FMS、Kitting、VMI、WCS、CtrlTower 等系统的全新的一体化制造业供应链物流 SaaS 平台。未来实现由高新技术应用企业向高新技术研发企业转型，从面向企业服务向面向行业服务的转变。

图表 3-11. 海晨股份基础数据模型体系



资料来源：公司招股说明书，中银证券

公司供应链物流服务基于技术运用、资源整合、效率提升，按照企业需要提供定制化的服务，降低供应链运营成本，增强企业竞争能力，服务对接更加高效。公司已走在制造业端到端的一体化供应链物流服务行列的前列，是国内供应链物流综合服务的先行者，特别在 3C 电子制造与新能源汽车制造物流服务领域处于行业领先地位，有较强的市场竞争力和较高品牌知名度，而这主要源于公司拥有显著的信息技术优势。

图表 3-12. 海晨股份三大信息技术优势

四大信息技术优势

端到端的一体化供应链物流服务能力	贯穿于制造业生产前（原材料集结、运输配送、关务检务、进出口代理等增值服务）、生产中（VMI-供应商库存管理、Kitting to line-工单配料、成品下线管理）、生产后（成品发货仓、成品运输配送、FRU-备品备件仓管理）各个供应链物流环节；4PL 平台运营全球供应链监控信息平台，提供多语种、全时段的 4PL 服务，监控全球物流节点数据，管理全球物流供应商运作绩效
自研业财一体化信息系统及高新技术应用	坚持关键信息系统自研的原则，将全球定位系统（GPS）、条码技术、射频识别技术（RFID）等现代信息技术与多年的行业经验融合，自主研发了订单管理系统（OMS）、仓储管理系统（WMS）、运输管理系统（TMS）、国际货运管理系统（FMS）、报关管理系统（CDS）、园区管理系统等多个模块化子系统，搭建供应链物流 SAAS 云服务平台
规模化的智能仓储资产	长期注重智能物流装备的投入，积极探索各项高新技术与设备在物流领域的应用。合肥的 SMT 自动化立库数字科技供应链解决方案和募投项目吴江自动化仓库项目投入试运行，合肥智慧物流基地一期进入主体工程建设阶段，合肥、吴江、深圳、成都仓库的智能化改造也将陆续实施

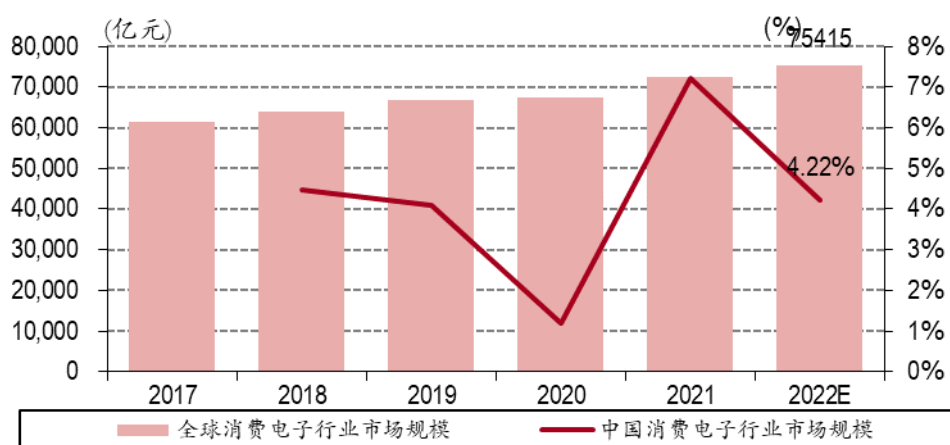
资料来源：公司招股说明书，中银证券

4 驱动因素：复制“联想”经验提升消费电子行业市场份额，切入“理想汽车”供应链分享新能源汽车行业高增长红利

4.1 电子信息行业：依托联想集团深耕消费电子行业，经验复制支撑市场份额提升

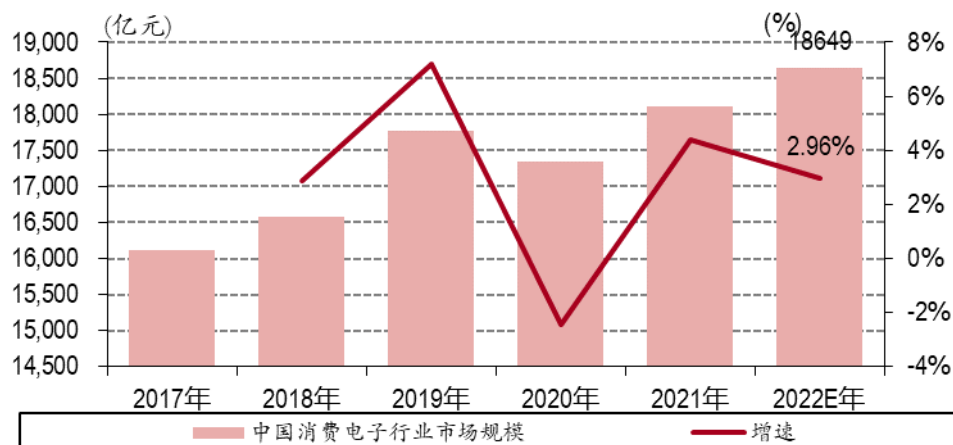
全球及中国消费电子产业市场规模稳步增长。在技术不断创新等因素推动下，全球消费电子产品创新层出不穷，渗透率不断提升，消费电子行业快速发展，并形成了庞大的产业规模。根据 Statista 的数据，2017 年，全球消费电子行业市场规模已达 61325 亿元。随着全球消费电子行业市场规模稳步增长，至 2021 年已达 72359 亿元，预计 2022 年将增长至 75415 亿元，市场规模较大，市场前景十分广阔。

图表 4-1. 2017-2022 年全球消费电子行业市场规模及预测趋势图（规模：亿元）



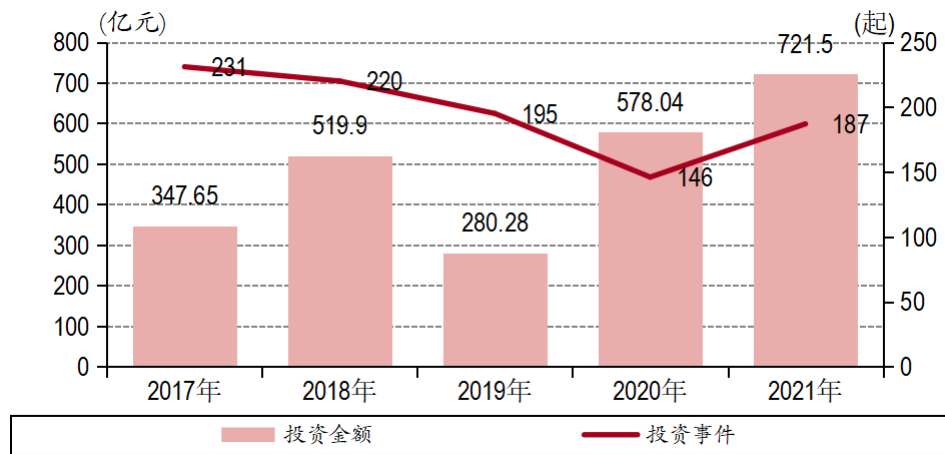
资料来源：Statista，中银证券

图表 4-2. 2017-2022 年中国消费电子行业市场规模及预测趋势图（规模：亿元）



资料来源：Statista，中银证券

图表 4-3. 2017-2022 年中国消费电子投资情况统计



资料来源：IT 桔子，中银证券

消费电子品牌商采用零库存模式，对供应链的柔性化、安全性、信息化要求较高。首先，消费电子产品高价值、高精密度的特性决定了运输及仓储的高安全性需求；其次，消费电子产品迭代日益加快，更多厂商采用以销定产模式，追求零库存，重视产销数据联动、库存水位管理、市场响应能力，能提供供应链前后端数据全盘管理的服务商是需求热点；第三，消费电子行业原材料、产成品 SKU 多，客户数量多且分散，供应链的统筹管理对物流设备和信息技术要求高。消费电子行业的以上特点决定了供应链服务商需要有较强的技术、资金、人才储备。

公司在消费电子领域供应链解决方案贯穿客户生产前、中、后全流程。生产前，提供海外料件集结、跨境运输及通关服务、国内门到门运输服务，业务占比约 12%；生产中，提供 VMI 仓储、工单配料、产品下线管理等一站式生产支持服务，业务占比约 36%；生产后，提供成品出口集拼、成品运输配送、全球售后备品备件管理等服务，业务占比约 43%。同时，公司为联想等大客户提供多语种、全时段的 4PL 平台运营，实现全球物流监控、管理。

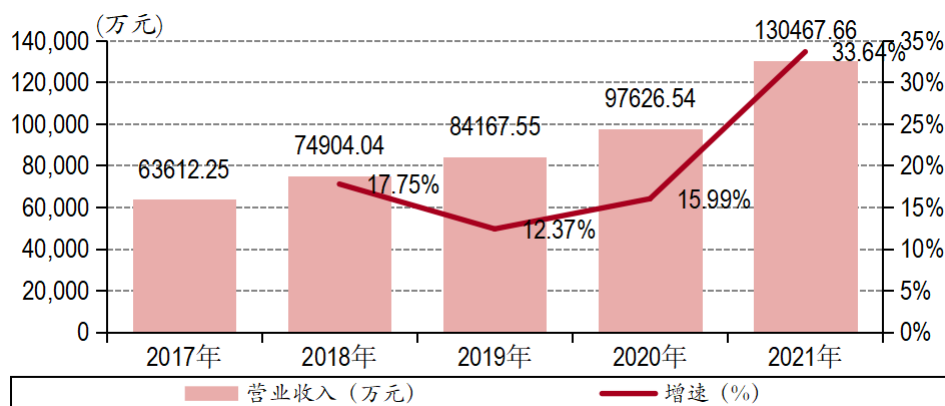
图表 4-4. 公司消费电子领域产品全景图（左）及 4PL 运营平台 SCCT 示意图（右）



资料来源：公司公告，中银证券

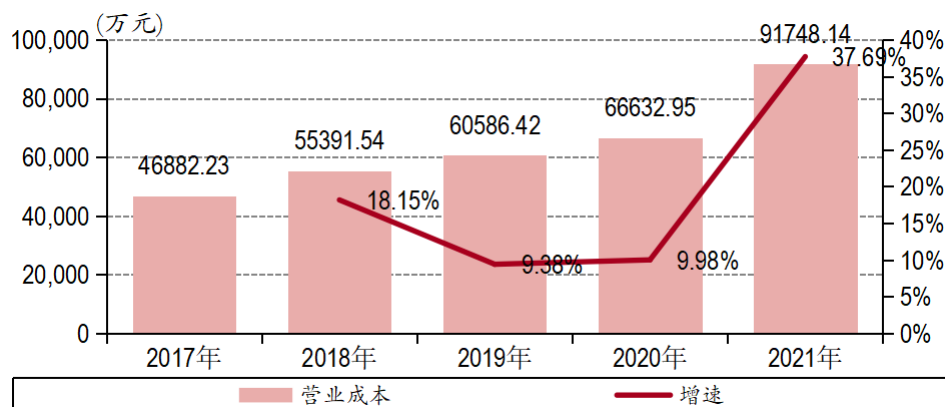
消费电子行业保持高景气度，带动其供应链物流需求继续保持高增长。公司持续增强在消费电子制造供应链物流服务的核心竞争力，与主要客户的合作更加深入，服务范围不断扩大。2019-2021 年电子信息行业公司营收分别为 84167.55 万元，97626.54 万元，130467.66 万元，呈逐年上升趋势。2021 年增速超过 30%。

图表 4-5. 2017-2021 年公司电子信息行业业务的营收及增速



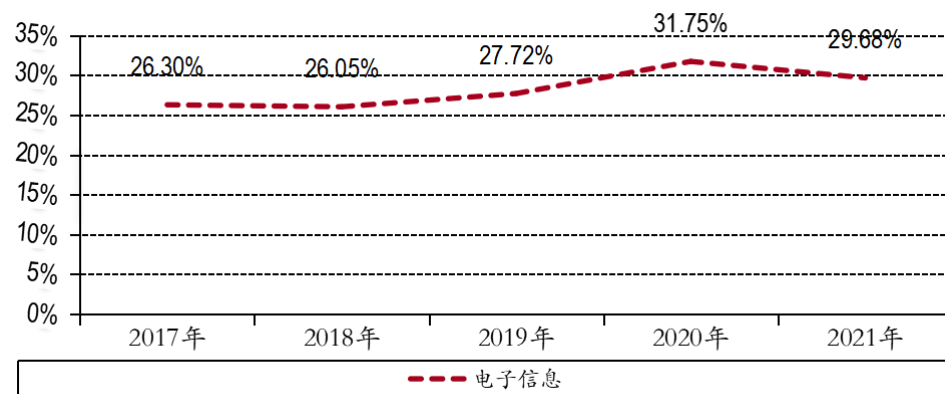
资料来源：公司年报，中银证券

图表 4-6. 2017-2021 年公司电子信息行业业务营业成本及增速



资料来源：公司年报，中银证券

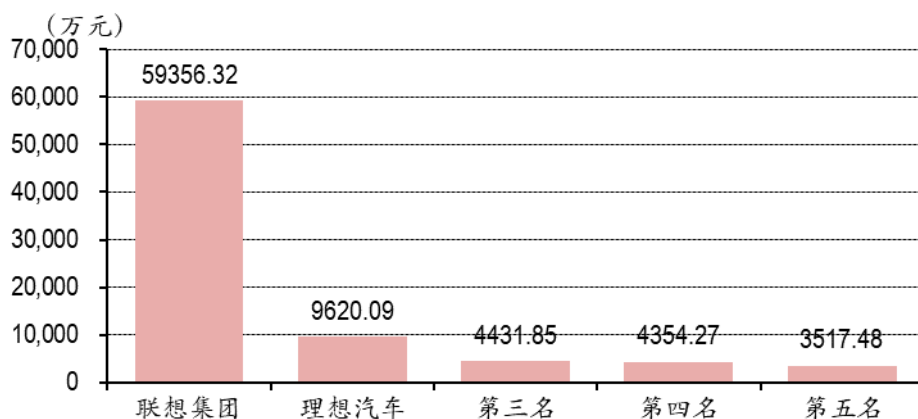
图表 4-7. 2017-2021 年公司电子信息行业业务毛利率



资料来源：公司年报，中银证券

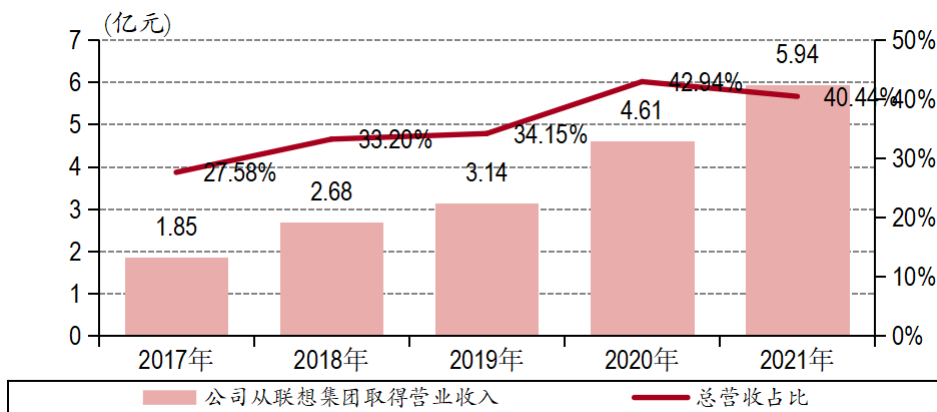
公司依托联想集团，深耕消费电子行业。公司通过招标形式进入联想集团的供应商体系，合作初期向其提供较为基础的华东-华南干线运输业务。目前公司已深度嵌入到联想集团的生产全流程，服务贯彻企业生产前，生产中，生产后各供应链物流环节。2018年开始，公司在苏州、香港和深圳地区为联想集团笔记本电脑及智能手机提供全球备品备件仓服务。2017-2021年，公司来自联想集团的收入分别为1.85亿元、2.68亿元、3.14亿元、4.61亿元、5.94亿元，占比营收总额分别为27.58%、33.20%、34.15%、42.94%、40.44%，公司对联想集团这一大客户依赖程度依然较高。

图表 4-8. 2021 年海晨股份营收前五大客户



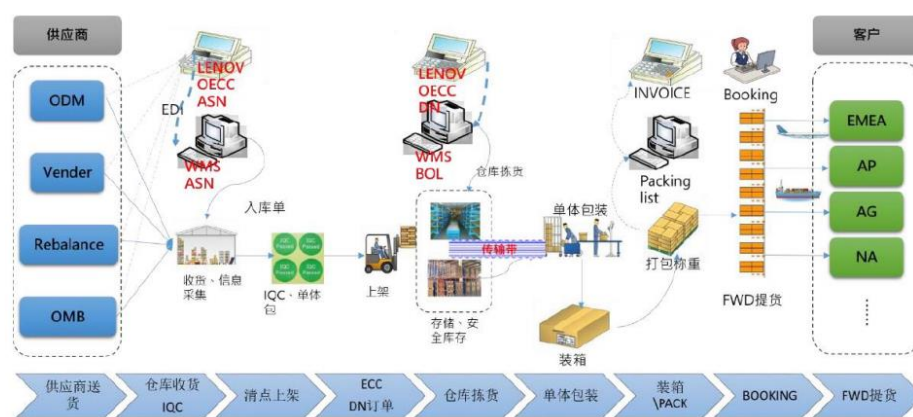
资料来源：公司年报，中银证券

图表 4-9. 2017-2021 年公司从联想公司取得营业收入及总营收占比



资料来源：公司年报，中银证券

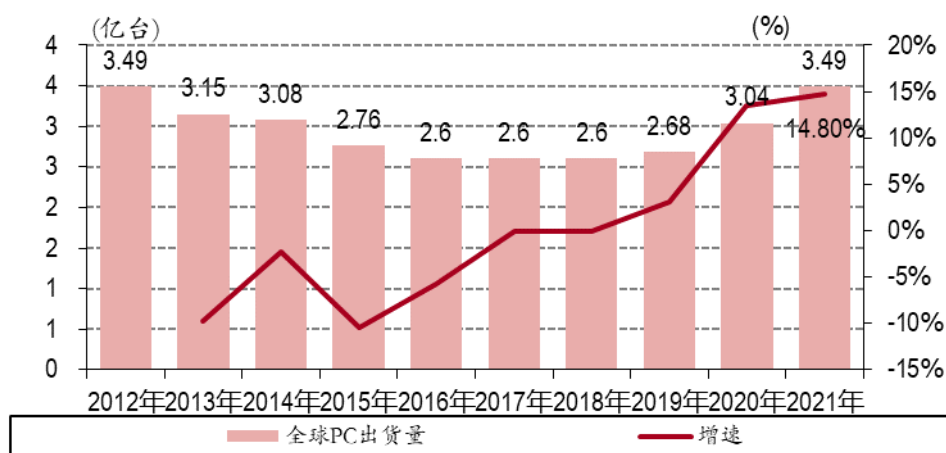
图表 4-10. 公司在苏州的联想集团电脑全球备品备件仓项目



资料来源：公司招股说明书，中银证券

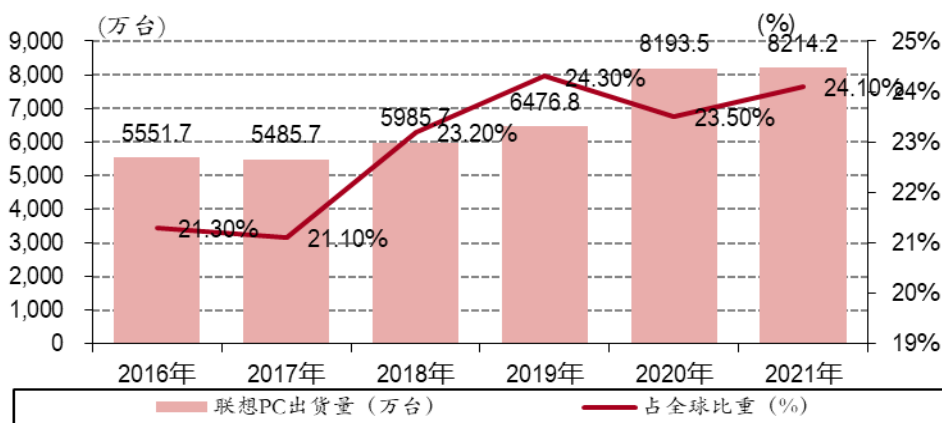
公司重要客户联想集团 PC 业务市占率全球领先。根据 IDC 数据显示，2021 年全年 PC 全球出货量达到 3.49 亿台，同比大增 14.8%，重返 2012 年的 3.49 亿台高位，较 2017 年行业低点反弹了 34% 以上。其中，联想集团以全年 8193 万台的出货量和 23.5% 的市场份额再次蝉联 2021 年全球 PC 冠军，龙头地位显著，冠军优势稳固。与联想集团的合作是公司业务中重要组成部分，未来随着联想集团在全球 PC 市场的稳步扩大和两者之间的深入合作，海晨的业务量也将得到进一步增长。近五年来，联想全球 PC 出货量复合增速为 11.13%。

图表 4-11. 2012-2021 年全球 PC 出货量 (单位: 亿台)



资料来源: IDC, 中银证券

图表 4-12. 2016-2021 年联想全球 PC 出货量及占全球比重

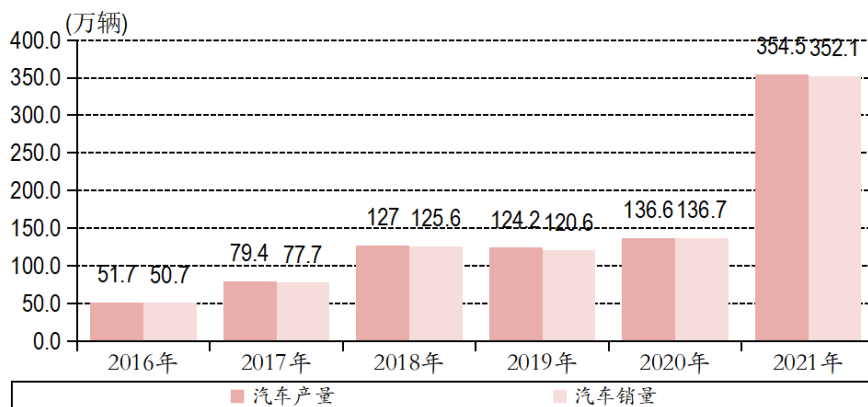


资料来源: IDC, 中银证券

4.2 新能源汽车行业: 战略性切入理想汽车供应链, 分享新能源汽车行业红利

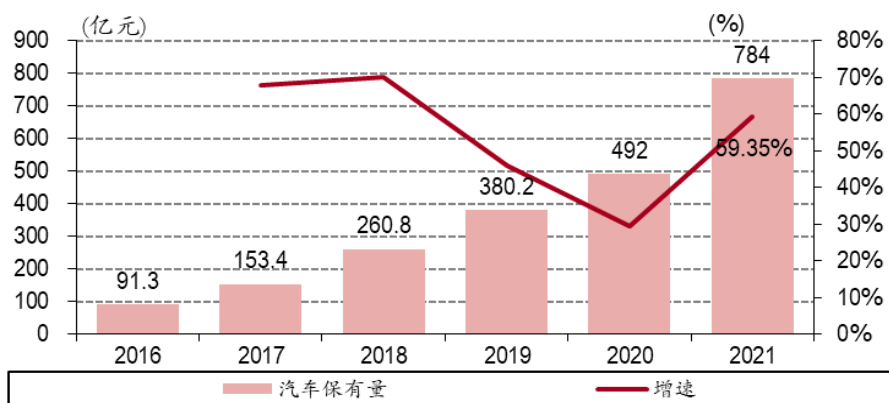
双碳目标下新能源汽车行业高景气度持续。我国明确提出了“2030 年前中国完成碳达峰, 2060 年前要实现碳中和”目标。汽车行业作为碳减排的重要一环, 推广直接碳排放为零的新能源汽车是实现“碳中和”的重要措施之一。截至 2021 年底, 全国新能源汽车保有量达 784 万辆, 占汽车总量的 2.60%, 同比增长 59.25%。

图表 4-13. 2016-2021 年中国新能源汽车产销情况



资料来源: 中汽协, 中银证券

图表 4.14. 2016-2021 年中国新能源汽车保有量统计（保有量：万辆）



资料来源：中商产业研究院，中银证券

新能源汽车供应链复杂，考验供应链物流服务商综合实力。汽车供应链可分成零部件供应物流、线边生产物流、整车销售物流、售后备件物流四大环节，供应链物流服务商需要综合应对不同环节中 SKU 多、线路复杂、上线节奏把控、时效要求高、运载工具特殊等难题。新能源汽车在传统汽车供应链的基础上，销售渠道更加多元和扁平，对供应链服务商的统筹管理能力提出更高要求。新能源汽车行业供应链服务客户资源壁垒较高，转换成本高，与客户建立合作便不易被新进入者替代。

公司在新能源汽车领域业务主要是提供入厂物流及循环取货服务。通过入厂物流服务，实现汽车零部件的经济、高效供给；通过 Milk-Run 循环取货，实现供应节奏与生产节拍同步，削减采购周期及库存水平，降低资金占用及物流成本。新能源汽车供应链的复杂性突出体现在零部件领域，2022 年公司加强精细化管理，继续提升厂内物流、VMI、Milk-run 领域的营运能力，同时向预装配、整车运输、备品备件等业务领域延伸，开拓更多新能源汽车整车及零部件制造企业客户。

图表 4-15. 新能源汽车领域产品布局

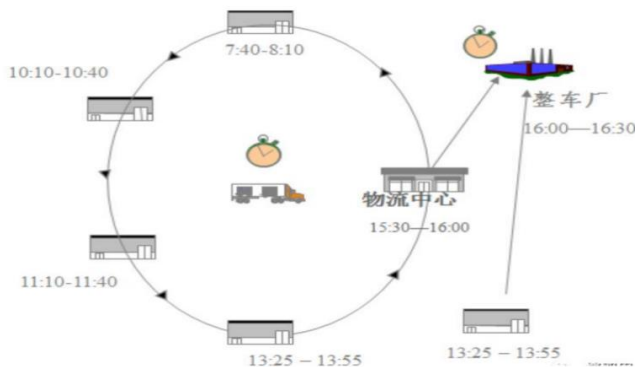
新能源汽车入厂物流

入厂物流：
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。
公司为理想汽车提供：
(1) 总装和焊装车间零部件存储、一站式上线服务；
(2) 售后仓分拣配送业务；(3) 作业流程信息化与主机厂无缝集成。

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。
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。

资料来源：公司公告，中银证券

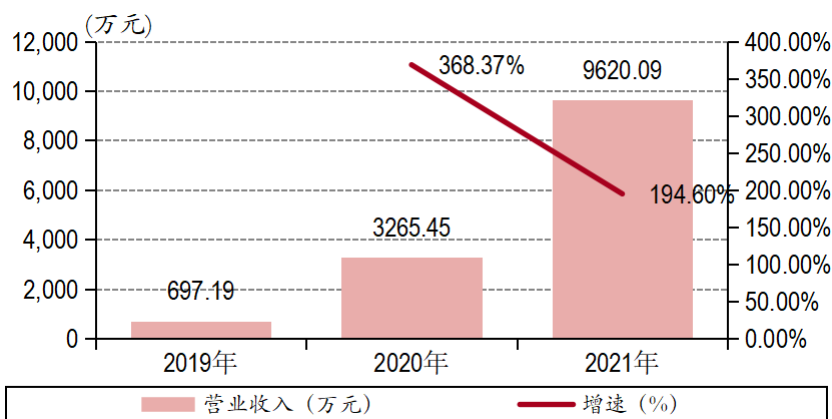
图表 4-16. 公司为理想汽车提供的 Milk-run 循环取货服务



资料来源：公司年报，中银证券

海晨股份为新能源汽车制造企业理想汽车提供冲压、焊装、涂装、总装过程中一站式物流配套服务。海晨股份和理想汽车于 2017 年开始合作，在理想汽车建立常州工厂时，通过招标形式取得了理想的厂内物流管理业务，由于新能源汽车的智能化程度高，其零部件存在迭代快、时效要求高的特征，因此海晨出色 IT 系统集成赋能对客户具有较强吸引力。理想汽车于 2021 年成为公司第二大客户，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。2019-2021 年新能源汽车行业公司营收分别为 697.19 万元，3265.45 万元，9620.09 万元，整体呈快速上升趋势。

图表 4-17. 2019-2021 年公司新能源汽车行业业务营业收入及增速



资料来源：公司年报，中银证券

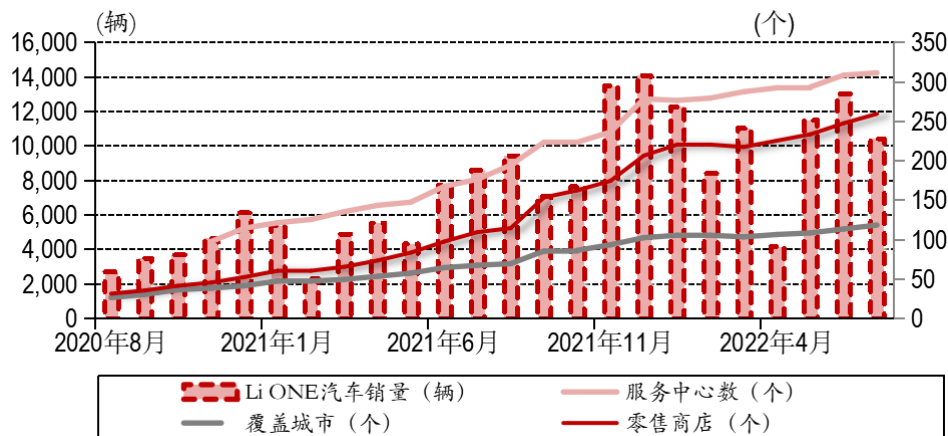
图表 4-18. 海晨物流与理想汽车协同创业过程

2015 年	理想汽车公司成立，名为“车和家·理想”
2017 年	海晨开始和理想汽车合作，共同开发入厂物流
2018 年	发布品牌“理想制造”和首款没有里程焦虑的电动车——理想汽车 One
2019 年	理想 One 上市，补贴后售价为 32.8 万元，而后在常州基地正式量产下线
2020 年	海晨开始提供 Milk-Run 循环取货服务

资料来源：公司官网，中银证券

理想汽车汽车销量逐年增长，服务中心、零售商店及覆盖城市也在不断扩大，支撑公司新能源汽车行业供应链业绩增长。海晨为理想汽车提供零部件厂内仓储及上线物流业务，未来将为其提供 VMI 等业务服务。2022 年 1-7 月理想汽车销量分别为 12268、8414、11034、4167、11496、13024、10422 辆，同比增长-12.91%、-31.42%、31.14%、-62.23%、175.88%、13.29%、-19.98%。

图表 4-19. 理想汽车汽车月销量及配套设施建设

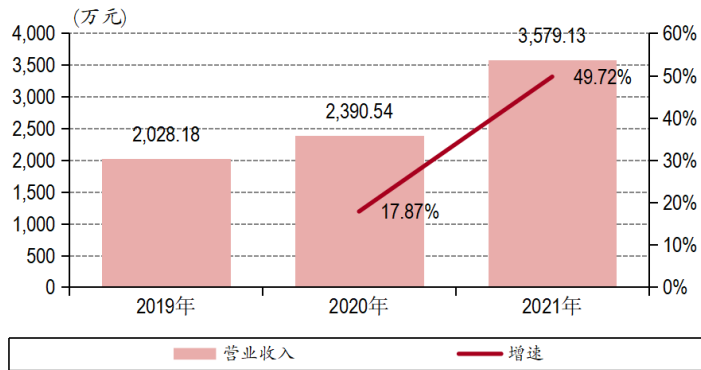


资料来源：万得，中银证券

4.3 新零售行业：沉淀制造业供应链管理经验，跨行业复制至增量行业领域

发挥供应链物流管理能力优势，不断拓展至其他制造业领域。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）。体现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，未来公司仍会加大新零售等其他行业的市场拓展力度。2021 年，海晨股份在新零售行业的营业收入为 3579.13 万元，同比增长 49.72%，占比 2.44%。

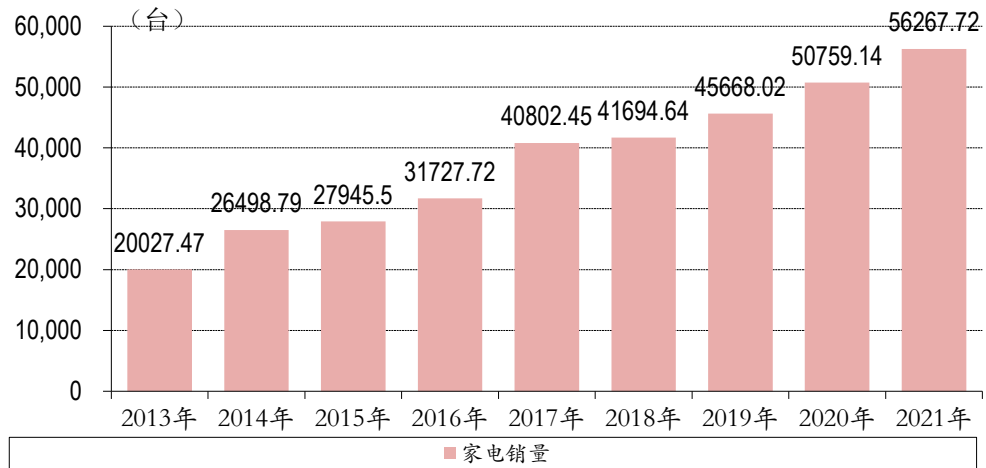
图表 4-20. 2019-2021 年公司新零售行业业务营业收入及增



资料来源：公司年报，中银证券

美的是知名的家电企业，有较大的供应链物流服务需求。目前海晨股份为美的国际提供部分产品的备品、备件物流服务。2021 年美的家电销量为 5.6 万台，同比增加 10.85%。

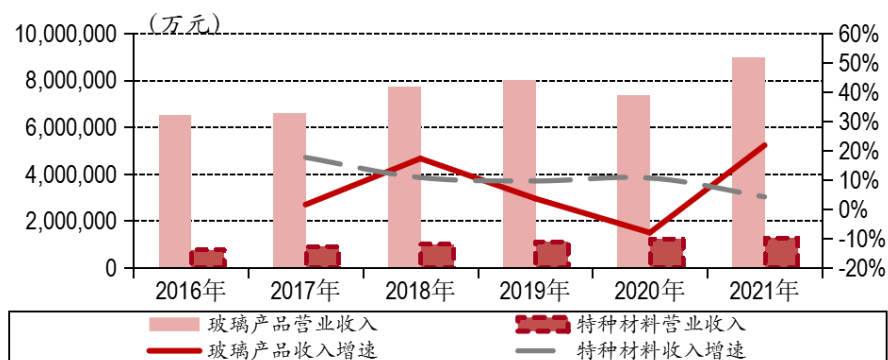
图表 4-21. 2013-2021 年美的集团家电销量



资料来源：万得，中银证券

康宁是特殊玻璃、陶瓷材料和光学物理领域的全球领先厂商。海晨从 2014 年开始成为康宁供应链服务商，逐步为其生命科学、特种材料、汽车玻璃、精密玻璃、光纤通讯等事业部，提供包括 JIT 生产物流、中港跨境通、供应链数据平台、智慧园区、自动化立库等各类型服务。2021 年康宁玻璃产品营业收入为 897.83 亿元，同比增长 21.74%；特种材料营业收入为 128.02 亿元，同比增长 4.14%。

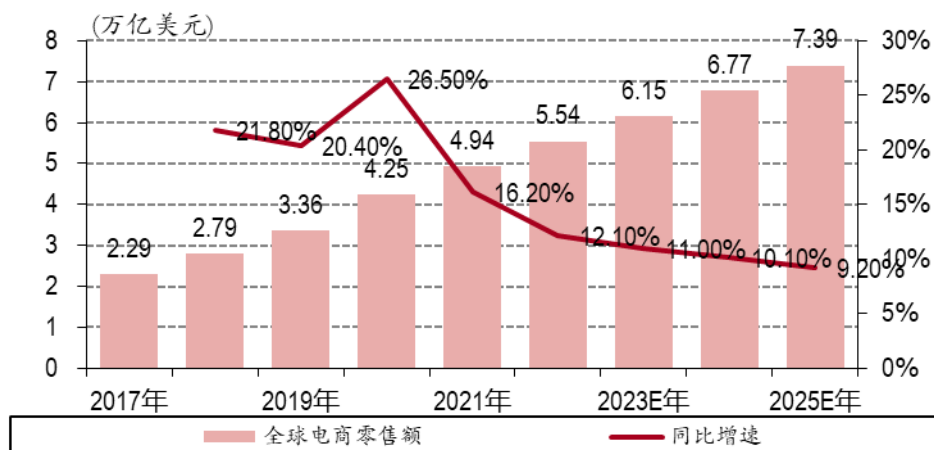
图表 4-22. 2016-2021 年康宁玻璃产品、特种材料营业收入及增速



资料来源：万得，中银证券

河川水流为公司新成立的新零售业务主体，主要业务为咖啡豆烘焙与线上、线下的咖啡豆销售。公司的新零售业务源于合肥综合保税区的生活配套服务，经过多年稳步发展，已逐渐形成成熟的业务模式，河川水流公司的设立是新零售业务面向终端用户提供互联网+物流+流行饮品的商业化探索。根据观研天下数据预测 2025 年全球电商零售额为 7.39 万亿美元，五年复合增长率为 11.70%。

图表 4-23. 2017-2025 年全球电商零售额及增速情况预测



资料来源：观研天下数据中心，中银证券

5 盈利预测及估值

5.1 盈利预测：分行业

1. 电子信息行业关键参数假设：

消费电子行业快速发展，并形成了庞大的产业规模。根据灼识咨询，3C 电子行业对供应链物流服务的需求将由 2020 年的 1800 亿元增长至 2025 年的 3160 亿元，CAGR 达 11.9%；2021 年全球消费电子行业市场规模已达 72359 亿元，其中中国消费电子行业市场规模为 18694 亿元；同时，2021 年我国消费电子投资事件达 187 起，投资金额达 721.5 亿元，同比增长 24.82%。在消费电子领域，公司解决方案贯穿客户生产前、中、后全流程。公司以消费电子制造业供应链物流服务市场为核心，服务范围进一步向制造端延伸，继续增强在 3C 电子制造供应链物流服务的核心竞争力，与主要客户的合作更加深入。

随着公司品牌知名度的提升，新的优质客户也保持良好的增长势头。但是 2022 年上半年由于上海北京等地疫情种种原因，消费电子行业从去年的高速增长后今年面临更大压力，增速可能有所下滑。对比 2021 年第一季度和 2022 年第一季度公司总营收增速分别为 54.36% 和 18.02%，可以看出 2022 年上半年疫情等因素对海晨业务的提升具有一定的负面影响。

海晨与联想集团建立了长期合作关系，目前公司已深度嵌入到联想集团的生产全流程，服务贯彻企业生产前，生产中，生产后各供应链物流环节。2021 年海晨股份来自联想集团的收入占比达 40.44%。联想集团近 3 年 PC 电脑出货量复合增速为 11.13%，支撑海晨股份消费电子供应链收入平稳增长。同时基于“联想集团”供应链管理经验丰富，有望提升消费电子行业市场占有率。

基于以上因素，对电子信息行业公司业务 2022-2025 年收入增速进行假设，分别为 17%/16%/15%/16%。毛利率方面，取历史 3 年均值，假设 2022-2025 年的毛利率 29.72%/30.38%/29.93%/30.01%。

基于上述假设和测算：**2022E/2023E/2024E/2025E：电子信息行业营收分别为 15.26/17.71/20.36/23.62 亿元，同比增速分别为 17%/16%/15%/16%；毛利率分别为 29.72%/30.38%/29.93%/30.01%。**

2. 新能源汽车行业关键参数假设：

双碳目标下，新能源汽车持续保持高景气度发展。根据灼识咨询，新能源汽车行业对供应链物流服务需求将由 2020 年的 187.45 亿元，增长至 2025 年的 582.65 亿元，CAGR 为 25.46%；2021 年新能源汽车产销分别达到 354.3 万辆和 352.1 万辆，同比增长 159.52% 和 157.57%；2021 年底，全国新能源汽车保有量达 784 万辆，占汽车总量的 2.60%，扣除报废注销量比 2020 年增加 292 万辆，增长 59.25%。

海晨战略布局切入联想汽车供应链，分享新能源汽车高增长红利。理想汽车于 2021 年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。根据 2020 和 2021 年数据假设理想汽车交付量将在 2022 年增长 60% 达到 14.48 万辆，同时我们假设公司得到的单车交付收入 2021 年增长为 1200 元，据此预计 2022 年公司来自理想汽车的收入将达到 1.74 亿元。

基于以上因素，对新能源汽车行业公司业务 2022-2025 年收入增速进行假设，分别为 100%/90%/80%/80%。毛利率方面，考虑到新能源汽车行业自动化程度不及电子信息行业及公司本身规模效益，假设 2022-2025 年的毛利率 18.00%/18.50%/19.00%/19.50%。

基于上述假设和测算：**2022E/2023E/2024E/2025E：新能源汽车行业营收分别为 1.92/3.66/6.58/11.84 亿元，同比增速分别为 100%/90%/80%/80%；毛利率分别为 18.00%/18.50%/19.00%/19.50%。**

3.新零售行业关键参数假设:

公司持续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)。2021年美的集团家电销量56267.7万辆,同比增加10.85%。

河川水流为公司新成立的新零售业务主体,主要业务为咖啡豆烘焙与线上、线下的咖啡豆销售,属于公司新零售业务的一部分。公司的新零售业务源于合肥综合保税区的生活配套服务,经过多年稳步发展,已逐渐形成成熟的业务模式,河川水流公司的设立是新零售业务面向终端用户提供互联网+物流+流行饮品的商业化探索。根据观研天下数据中心预测,2022-2025年全球电商零售额增速情况分别为12.1%、11%、10.1%、9.2%。

基于以上因素,对新零售行业公司业务2022-2025年收入增速进行假设,分别为30%/29%/28%/27%。毛利率方面,取零售行业历史3年均值,假设2022-2025年的毛利率18.37%/18.48%/18.61%/18.49%。

基于上述假设和测算:2022E/2023E/2024E/2025E:新零售行业营收分别为0.47/0.60/0.77/0.98亿元,同比增速分别为30%/29%/28%/27%;毛利率分别为18.37%/18.48%/18.61%/18.49%。

图表 5-1. 分拆业务盈利预测 (人民币: 亿元)

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业总收入(亿元)	9.20	10.74	14.68	18.03	22.41	28.25	37.08
YOY (%)	13.97	16.68	36.66	22.82	24.32	26.05	31.28
毛利率 (%)	27.76	31.46	28.85	28.40	28.26	27.24	26.49
总毛利 (亿元)	2.55	3.38	4.23	5.12	6.33	7.70	9.82
电子信息行业 (亿元)	8.42	9.76	13.05	15.26	17.71	20.36	23.62
YOY (%)		15.99	33.64	17.00	16.00	15.00	16.00
毛利率 (%)	27.72	31.75	29.68	29.72	30.38	29.93	30.01
毛利 (亿元)	2.33	3.10	3.87	4.54	5.38	6.09	7.09
新能源汽车 (亿元)	0.07	0.33	0.96	1.92	3.66	6.58	11.84
YOY (%)		368.37	194.60	100.00	90.00	80.00	80.00
毛利率 (%)	18.00	18.00	18.00	18.00	18.50	19.00	19.50
毛利 (亿元)		0.06	0.17	0.35	0.68	1.25	2.31
新零售行业 (亿元)		0.24	0.36	0.47	0.60	0.77	0.98
YOY (%)			49.72	30.00	29.00	28.00	27.00
毛利率 (%)	18.06	18.09	18.97	18.37	18.48	18.61	18.49
毛利 (亿元)		0.04	0.07	0.09	0.11	0.15	0.19

资料来源: 万得, 中银证券

根据以上盈利预测结果, 计算可得2022-2025年, 预计公司分别实现营业收入18.03亿元、22.41亿元、28.25亿元、37.08亿元, 同比分别+22.82%、+24.32%、+26.05%、+31.28%。2022-2025年, 预计公司分别实现归母净利润3.71亿元、4.56亿元、5.48亿元、6.93亿元, 同比分别+20.10%、+22.70%、+20.3%、+26.5%。2022-2025年, 预计EPS分别为1.74元/股、2.14元/股、2.57元/股、3.25元/股, 对应17倍、14倍、12倍、9倍PE。

图表 5-2. 盈利预测与估值数据 (人民币: 亿元)

单位: 亿元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	9.20	10.74	14.68	18.03	22.41	28.25	37.08
增长率(%)	13.97	16.68	36.66	22.82	24.32	26.05	31.28
归属母公司股东净利润	1.28	1.95	3.09	3.71	4.56	5.48	6.93
增长率(%)	61.5	51.7	58.8	20.1	22.7	20.3	26.5
每股收益(EPS)	0.60	0.91	1.45	1.74	2.14	2.57	3.25
销售毛利率(%)	27.8	31.5	28.8	28.4	28.3	27.2	26.5
销售净利率(%)	14.0	18.1	21.1	20.6	20.3	19.4	18.7
净资产收益率(ROE)(%)	18.8	11.0	15.1	15.4	16.5	17.3	18.7
投入资本回报率(ROIC)(%)	32.3	49.6	69.5	67.9	59.8	58.9	77.7
市盈率(P/E)	43.57	28.73	18.09	16.99	13.85	11.51	9.10
市净率(P/B)	8.62	3.17	2.73	2.62	2.29	2.00	1.72

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止日为 2022 年 8 月 19 日

5.2 盈利预测: 分业务

1. 运输服务业务关键参数假设:

在运输业务中, 公司通过自有车辆和采购外部运力满足客户运输需求, 同时公司还会采购自有车辆运输过程中必须的油料等。因此油价变化对公司运输业务影响较大, 随着国内油价上涨而又略微下降, 公司运输业务也将进一步增长。在 2021 年, 整个运输行业营收增速为 37.19%, 同时公司运输服务营业收入为 6.33 亿元, 占总营收 43.12%, 同比增速为 26.50%。

基于以上因素, 对该业务 2022-2025 年收入增速进行假设, 分别为 19%/20%/21%/22%。毛利率方面, 依据规模效益, 假设 2022-2025 年的毛利率 14.30%/14.50%/14.70%/14.90%。

基于上述假设和测算: **2022E/2023E/2024E/2025E: 运输服务业务营收分别为 7.53/9.04/10.93/13.34 亿元, 同比增速分别为 19%/20%/21%/22%; 毛利率分别为 14.30%/14.50%/14.70%/14.90%。**

2. 仓储服务业务关键参数假设:

近几年公司大力发展仓储业务, 2017-2021 年公司自有加租赁仓储面积从 26 万平方米提升至近 60 万平方米。公司提供多种仓储服务模式, 包括 VMI 业务、逆向物流、HUB 等多元化服务, 2017 至 2019 年公司各仓储业务收入均稳定增长。公司 VMI 原材料仓储管理服务 500 余客户, 管理面积 12 万平方米, 年进出仓 20 万立方米, 2020 年营收规模占公司总营收的 11%; 成品集拼仓运作货量超 3 万 TEU/年; 售后备件仓管理超 5 万 SKU, 400 万件库存。同时公司打造成成都双流高新综保保税园区双流园区、合肥经济技术开发区综合保税区等三大综合保税区, 仓储服务也将进一步扩大发展。

基于以上因素, 对该业务 2022-2025 年收入增速进行假设, 分别为 24%/25%/26%/28%。毛利率方面, 依据规模效益, 假设 2022-2025 年的毛利率 36.87%/37.07%/37.27%/37.47%。

基于上述假设和测算: **2022E/2023E/2024E/2025E: 仓储服务业务营收分别为 7.53/9.41/11.86/15.18 亿元, 同比增速分别为 24%/25%/26%/28%; 毛利率分别为 36.87%/37.07%/37.27%/37.47%。**

3. 关务服务业务关键参数假设:

海晨物流为客户提供专家级的关务、检务、配套查验及进出口代理等服务, 通关网络已覆盖境内主要口岸、特殊监管区、主要电子制造基地及中国香港、泰国、越南、德国等境外地区。2017-2021 年关务服务收入分别为 8126.71 万元、8995.66 万元、9085.52 万元、10250.55 万元、11577.43 万元, 总体呈上升趋势。同时公司拥有自主开发云通关服务平台: 线上申报, 线下协同, 信息同步, 状态可视, 全程可控; 多地实现与海关单一窗口、金二系统数据实时交换。

基于以上因素, 对该业务 2022-2025 年收入增速进行假设, 分别为 10%/9%/8%/7%。毛利率方面, 取历史 3 年均值, 假设 2022-2025 年的毛利率 66.66%/66.20%/66.27%/66.38%。

基于上述假设和测算：2022E/2023E/2024E/2025E：关务服务业务营收分别为 1.27/1.39/1.50/1.60 亿元，同比增速分别为 10%/9%/8%/7%；毛利率分别为 66.66%/66.20%/66.27%/66.38%。

4. 自动化集成业务关键参数假设：

2021 年公司深国际公司华南物流园提供了密集型公共智慧仓库系统集成服务，后继续又获得其它物流咨询业务。2021 年全年实现智能仓储系统集成业务收入 2,429 万元，占公司营业收入的 1.66%。

2022 年公司自动化项目投产比较集中。合肥 SMT 技改项目及 N2 仓技改项目已在一季度开始投入运营；募投项目吴江自动化仓库也于一季度末正式投产；募投项目合肥智慧仓正在主体工程施工。2022 年度内公司的前几大客户均有新产能投产或产量提升计划，公司将积极服务客户的新投产项目与产量提升工作，力取更大的市场份额。2022 年 7 月 27 日海晨股份发布 4 项投资计划，宣布拟分别在常州武进区、成都、吴江、合肥投建供应链物流基地项目，累计投资金额达 22.5 亿元。

基于以上因素，对该业务 2022-2025 年收入增速进行假设，分别为 15%/16%/17%/18%。毛利率方面，取电力自动化行业平均毛利率历史 3 年均值，假设 2022-2025 年的毛利率 27.36%/27.08%/27.01%/27.15%。

基于上述假设和测算：2022E/2023E/2024E/2025E：自动化集成业务营收分别为 0.28/0.32/0.38/0.45 亿元，同比增速分别为 15%/16%/17%/18%；毛利率分别为 27.36%/27.08%/27.01%/27.15%。

5. 国际货代业务关键参数假设

公司提供的国际货代代理业务主要是从上海、深圳、香港等口岸进出的国际海运整箱（FCL）/拼箱（LCL）及空运代理。对该业务 2022-2025 年收入增速进行假设，分别为 10%/9%/8%/7%。毛利率方面，取历史 3 年均值水平，假设 2022-2025 年的毛利率 7.07%/6.52%/6.70%/6.76%。

基于上述假设和测算：2022E/2023E/2024E/2025E：国际货代业务营收分别 327.53/357.01/385.57/412.56 万元，同比增速分别为 10%/9%/8%/7%；毛利率分别为 7.07%/6.52%/6.70%/6.76%。

图表 5-3. 分拆业务盈利预测（人民币：亿元）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业总收入(亿元)	9.20	10.74	14.68	17.62	21.31	25.96	32.02
YOY (%)	13.97	16.68	36.66	20.04	20.93	21.86	23.31
毛利率 (%)	27.76	31.46	28.85	29.48	29.47	29.49	29.55
总毛利 (亿元)	2.55	3.38	4.23	5.19	6.28	7.66	9.46
运输服务营收 (亿元)	4.30	5.00	6.33	7.53	9.04	10.93	13.34
YOY (%)	12.80	16.35	26.50	19.00	20.00	21.00	22.00
毛利率 (%)	13.12	14.30	15.48	14.30	14.50	14.70	14.90
毛利 (亿元)	0.56	0.72	0.98	1.08	1.31	1.61	1.99
仓储服务营收 (亿元)	3.54	4.24	6.07	7.53	9.41	11.86	15.18
YOY (%)	17.47	81.12	43.40	24.00	25.00	26.00	28.00
毛利率 (%)	33.86	40.14	36.60	36.87	37.07	37.27	37.47
毛利 (亿元)	1.20	1.70	2.22	2.78	3.49	4.42	5.69
关务服务营收 (亿元)	0.91	1.03	1.16	1.27	1.39	1.50	1.60
YOY (%)	1.00	12.82	12.94	10.00	9.00	8.00	7.00
毛利率 (%)	68.04	65.99	65.95	66.66	66.20	66.27	66.38
毛利 (亿元)	0.62	0.68	0.76	0.85	0.92	0.99	1.06
自动化集成营收 (百万元)	0.00	0.00	24.29	27.93	32.40	37.91	44.74
YOY (%)				15.00	16.00	17.00	18.00
毛利率 (%)	28.20	27.27	26.60	27.36	27.08	27.01	27.15
毛利 (百万元)	0.00	0.00	6.46	7.64	8.77	10.24	12.14
国际货代营收 (百万元)	2.84	2.84	2.98	3.28	3.57	3.86	4.13
YOY (%)	-44.68	0.00	5.00	10.00	9.00	8.00	7.00
毛利率 (%)	8.70	5.99	6.51	7.07	6.52	6.70	6.76
毛利 (百万元)	0.25	0.17	0.19	0.23	0.23	0.26	0.28

资料来源：万得，中银证券

注：其中国际货代 2020 年和 2021 年营收是根据公司调研预测

根据以上盈利预测结果，计算可得 2022-2025 年，预计公司分别实现营业收入 17.62 亿元、21.31 亿元、25.96 亿元、32.02 亿元，同比分别+20.04%、+20.93%、+21.86%、+23.31%。2022-2025 年，预计公司分别实现归母净利润 3.79 亿元、4.55 亿元、5.53 亿元、6.82 亿元，同比分别+22.4%、+20.2%、+21.5%、+23.3%。2022-2025 年，预计 EPS 分别为 1.78 元/股、2.13 元/股、2.59 元/股、3.20 元/股，对应 17 倍、14 倍、11 倍、9 倍 PE。

图表 5-4. 盈利预测与估值数据 (人民币: 亿元)

单位: 亿元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	9.20	10.74	14.68	17.62	21.31	25.96	32.02
增长率(%)	13.97	16.68	36.66	20.04	20.93	21.86	23.31
归属母公司股东净利润	1.28	1.95	3.09	3.79	4.55	5.53	6.82
增长率(%)	61.5	51.7	58.8	22.4	20.2	21.5	23.3
每股收益(EPS)	0.60	0.91	1.45	1.78	2.13	2.59	3.20
每股股利(DPS)		0.09	0.28	0.45	0.54	0.66	0.81
每股经营现金流	0.69	0.95	1.72	1.92	2.56	2.83	3.62
销售毛利率(%)	27.8	31.5	28.8	29.5	29.5	29.5	29.5
销售净利率(%)	14.0	18.1	21.1	21.5	21.4	21.3	21.3
净资产收益率(ROE) (%)	18.8	11.0	15.1	15.6	16.4	17.4	18.4
投入资本回报率(ROIC) (%)	32.3	49.6	69.5	69.3	59.4	59.8	75.9
市盈率(P/E)	43.57	28.73	18.09	16.66	13.86	11.41	9.26
市净率(P/B)	8.62	3.17	2.73	2.61	2.29	1.99	1.72

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止日为 2022 年 8 月 19 日

基于上述两种业务拆分及盈利预测数据交叉验证，基于行业划分的逻辑解释力相对更强，本研究选取基于分行业拆分的结果，2022-2025 年，预计 EPS 分别为 1.74 元/股、2.14 元/股、2.57 元/股、3.25 元/股，对应 17 倍、14 倍、12 倍、9 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

综合下来，我们选取从事综合服务型物流业务的公司，包括飞力达、嘉友国际、顺丰控股、圆通速递、韵达股份、东航物流等公司进行对比分析，得到其 2022-2025 年中位值 P/E 为 16 倍、13 倍、14 倍、14 倍。对比使用行业预测的公司 2022-2025 年 P/E 分别为 17 倍、14 倍、12 倍、9 倍和使用业务预测的公司 2022-2025 年 P/E 分别为 17 倍、14 倍、11 倍、9 倍，我们考虑公司未来具有较高的成长性，选取使用行业预测的公司估值处于相对合理区间。

图表 5-5. 可比公司相对估值

代码	简称	总市值(亿)	PE				ROE(%)			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300240.SZ	飞力达	31.66	16.10	26.06	19.04	13.31	14.16	8.48	10.47	13.14
603871.SH	嘉友国际	88.96	19.23	17.75	12.96	11.21	12.00	16.24	19.59	19.89
002352.SZ	顺丰控股	2441.73	79.21	36.13	26.20	20.04	5.15	7.50	9.51	11.07
600233.SH	圆通速递	728.81	27.24	21.65	17.52	14.77	9.31	13.11	14.15	14.49
002120.SZ	韵达股份	547.75	40.22	23.39	16.93	13.78	9.35	13.31	15.84	16.47
601156.SH	东航物流	273.85	9.58	6.61	6.42	5.97	33.03	29.78	24.30	20.94
	平均值		31.93	21.93	16.51	13.18	13.83	14.74	15.64	16.00
300873.SZ	海晨股份	63.10	18.09	16.99	13.85	11.51	15.1	15.4	16.5	17.3

资料来源: 万得, 中银证券

注: 可比公司数据来自万得一致预测, 截止时间 2022 年 8 月 19 日

5.3 绝对估值

绝对估值模型选取及参数设置：采用权益 FCFE 模型进行绝对估值。考虑到一体综合性物流具有高成长性，假设过渡期 8 年，自 2025 至 2033 年期间。基于未来一体化供应链物流服务市场广阔，假设 2025-2033 年过渡期增长率为 6%，2033 年之后为永续增长期，假设永续增长率为 0.5%。

β 值计算：测算的时间范围为 2021 年 8 月 18 日-2022 年 8 月 17 日。根据 β 计算器测算结果，公司 β 约为 0.93。

WACC 值计算：我们分别将 5 年期国债收益率 5 年沪深 300 指数平均收益作为无风险收益率 R_f 、市场收益率 R_m ，得 $R_f=2.83\%$ ， $R_m=10.91\%$ 。根据 CAPM 模型，得公司股权资本成本 $K_e=10.34\%$ 。根据公司 2021 年年报披露的长、短债务到期收益率情况，计算得公司税后债务资本成本 $K_d=0.00\%$ 。根据 2021 年年报披露结果，公司资本结构 (E: D) 为 99.69%: 0.31%，计算得公司加权平均资本成本 WACC 为 10.31%。

根据权益 FCFE 模型估算结果，公司每股权益价值为 41.38 元。敏感性分析结果见图表：

图表 5-6.绝对估值敏感性分析 (单位：元)

WACC	永续增长率(g)					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
12.00%	33.67	34.95	36.50	38.39	40.75	43.78
11.00%	37.48	39.17	41.25	43.84	47.17	51.61
10.00%	42.10	44.38	47.22	50.88	55.76	62.59
9.00%	47.82	50.94	54.97	60.33	67.83	79.09
8.00%	55.04	59.46	65.36	73.62	86.01	106.66
7.00%	64.42	70.92	80.01	93.65	116.39	161.87
6.00%	77.05	87.07	102.11	127.18	177.30	327.68

资料来源：万得，中银证券

6 风险提示

- 1.宏观经济下行风险:** 公司业务与所处行业的周期性、宏观经济景气程度之间的相关性较高,宏观经济下滑或影响上游需求,导致公司业务发展受阻。
- 2.客户集中度过高的风险:** 公司前五大客户销售额占比达 55%,若与大客户合作的稳定性有所波动,则会对公司业绩造成较大影响。特别是公司第一大客户联想贡献的收入占公司营收比例近 40%,虽然公司正大力发展其他产业和其他客户,但是较高的占比意味着较高的风险,如联想终止与公司的合作,或造成较大的经营压力。
- 3.人民币汇率波动风险:** 基于目前国际经济形势不稳定,人民币汇率波动性增加,2020 年公司海外业务占比 15%,或将影响公司海外业务收入。
- 4.募投项目建设及收益不及预期:** 公司建设的项目例如吴江仓、合肥仓等募投项目投产进度低于预期,或收益能力不及预期,公司的营收增长可能会不及预期。
- 5.经营现金流恶化、费用风险:** 业务模式决定公司服务的企业体量均明显大于自身,向上下游占款的能力亦比较强,如上游客户付款不及时,可能造成公司的现金流恶化。同时人工成本快速上升,使得费用高企,利润释放不达预期等,公司经营面临风险。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	1,074	1,468	1,803	2,241	2,825
销售成本	(742)	(1,051)	(1,298)	(1,617)	(2,066)
经营费用	(81)	(111)	(114)	(131)	(166)
息税折旧前利润	251	306	391	494	592
折旧及摊销	(29)	(33)	(47)	(69)	(86)
经营利润(息税前利润)	221	273	344	424	506
净利息收入/(费用)	(18)	(7)	(5)	(3)	(1)
其他收益/(损失)	41	119	118	140	169
税前利润	245	381	457	561	675
所得税	(42)	(59)	(71)	(87)	(104)
少数股东权益	8	13	15	19	23
净利润	195	309	371	456	548
核心净利润	196	310	372	456	549
每股收益(人民币)	0.614	0.976	1.741	2.136	2.569
核心每股收益(人民币)	0.619	0.976	1.744	2.139	2.573
每股股息(人民币)	0.063	0.189	0.440	0.540	0.650
收入增长(%)	17	37	23	24	26
息税前利润增长(%)	50	23	26	23	19
息税折旧前利润增长(%)	40	22	28	26	20
每股收益增长(%)	(52)	59	78	23	20
核心每股收益增长(%)	(52)	58	79	23	20

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	245	381	457	561	675
折旧与摊销	29	33	47	69	86
净利息费用	18	7	5	3	1
运营资本变动	(26)	(18)	(23)	(21)	(25)
税金	(34)	(46)	(71)	(87)	(104)
其他经营现金流	(29)	9	(10)	11	(22)
经营活动产生的现金流	203	367	406	537	610
购买固定资产净值	(3)	8	228	228	3
投资减少/增加	6	27	20	20	20
其他投资现金流	(903)	(58)	(457)	(457)	(7)
投资活动产生的现金流	(899)	(23)	(209)	(209)	16
净增权益	(20)	(60)	(94)	(115)	(139)
净增债务	(0)	34	(14)	6	(16)
支付股息	20	60	94	115	139
其他融资现金流	928	(80)	(13)	(119)	(139)
融资活动产生的现金流	928	(46)	(27)	(113)	(155)
现金变动	231	299	170	215	471
期初现金	233	449	730	900	1,114
公司自由现金流	(697)	344	197	328	626
权益自由现金流	(679)	385	188	337	611

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	449	730	900	1,114	1,585
应收帐款	277	364	440	559	701
库存	23	8	22	15	32
其他流动资产	1	1	3	2	4
流动资产总计	1,645	1,905	2,158	2,492	3,128
固定资产	327	428	613	771	688
无形资产	109	117	116	115	114
其他长期资产	54	119	98	78	68
长期资产总计	489	664	827	964	869
总资产	2,141	2,572	2,982	3,452	3,992
应付帐款	207	286	337	439	552
短期债务	0	0	0	11	0
其他流动负债	56	108	92	89	95
流动负债总计	263	394	429	539	647
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	38	40	36	36	36
股本	213	213	213	213	213
储备	1,632	1,920	2,197	2,538	2,947
股东权益	1,845	2,133	2,410	2,751	3,161
少数股东权益	76	91	106	125	148
总负债及权益	2,141	2,572	2,982	3,452	3,992
每股帐面价值(人民币)	5.82	6.73	11.30	12.90	14.81
每股有形资产(人民币)	5.48	6.36	10.76	12.36	14.28
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.42)	(2.30)	(4.22)	(5.17)	(7.43)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	23.3	20.8	21.7	22.0	21.0
息税前利润率(%)	20.6	18.6	19.1	18.9	17.9
税前利润率(%)	22.8	26.0	25.4	25.0	23.9
净利率(%)	18.1	21.1	20.6	20.3	19.4
流动性					
流动比率(倍)	6.3	4.8	5.0	4.6	4.8
利息覆盖率(倍)	12.5	39.2	68.8	122.4	692.2
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	6.2	4.8	5.0	4.6	4.8
估值					
市盈率(倍)	48.1	30.3	17.0	13.8	11.5
核心业务市盈率(倍)	47.8	30.3	17.0	13.8	11.5
市净率(倍)	5.1	4.4	2.6	2.3	2.0
价格/现金流(倍)	46.2	25.6	15.5	11.8	10.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.4	18.2	13.8	10.5	8.0
周转率					
存货周转天数	6.1	5.4	4.2	4.2	4.2
应收帐款周转天数	83.6	79.7	81.4	81.4	81.4
应付帐款周转天数	62.6	61.3	63.0	63.1	64.0
回报率					
股息支付率(%)	10.3	19.4	25.3	25.3	25.3
净资产收益率(%)	15.7	15.5	16.3	17.7	18.5
资产收益率(%)	11.8	9.8	10.5	11.2	11.5
已运用资本收益率(%)	3.7	3.7	3.9	4.2	4.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371