

2023年10月27日

证券研究报告·2023年三季度点评

东方嘉盛(002889) 交通运输

当前价: 23.64元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

国内 4PL 龙头，布局新赛道稳步前行

投资要点

- 事件:** 东方嘉盛公布 2023 年三季度报。公司 2023 年前三季度实现营业收入 20.49 亿元，同比减少 14.23%，归母净利润 1.54 亿元，同比增长 0.99%。
- 国内 4PL 龙头，脚踏实地行稳致远。** 公司是国内领先的一体化 4PL 数字供应链服务商，公司的实际控制人为孙卫平。今年第三季度营业收入 6.65 亿元，同比下降 20.61%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3667.11 万元，同比下降 14.30%，下降幅度低于收入下降幅度。同时，今年三季度前十大股东中有三家为新进股东，体现市场对于公司发展前景的信心。
- 供应链管理前景广阔，4PL 方兴未艾。** 供应链管理行业属于现代物流发展的高级阶段，供应链管理离不开现代物流的快速发展。与发达经济体 6%~8% 的比率相比，我国物流总费用占比依然偏高。预计到 2032 年，中国将成为全球数字化供应链管理的最大市场，目前中国第四方物流市场仍处于探索发展阶段，对标全球 4PL 行业霸主德迅，我国企业还有很大的发展空间。
- 清关能力全国领先，积极布局新赛道。** 公司是首批海关 AEO（高级认证）企业，长期以来高度重视科技创新赋能供应链升级。在数字化的支持下，公司积极深化全国性供应链网络布局优势以提高清关能力，目前公司的供应链网络布点覆盖国内主要经济带，核心一线城市及二线城市，未来公司预计两年内落地 45 万-60 万方仓储。目前公司已将“全球中心仓”模式成功从深圳前海保税区复制到深圳盐田保税区、河北廊坊保税区等。公司“大健康大消费”并驾齐驱，积极布局芯片新赛道，今年公司与国际头部芯片光刻机厂商达成合作，将共同在深圳建设第一家光刻机寄售维修保税仓库，为华南片区集成电路制造企业提供全天候快速响应的光刻机寄售维修服务。未来公司将打造半导体设备厂商保税寄售维修供应链行业标准，为深圳打造半导体设备厂商良性的售后服务生态圈。
- 盈利预测与投资建议:** 我们选取供应链服务行业中的两家 A 股上市企业，2024 年平均 PE 为 22 倍。考虑到未来经济复苏，加之公司自建仓库逐渐落地，数字化战略不断推进将有望享受更高收益，同时公司积极布局光刻机服务等新赛道，打造业绩新的增长点。我们看好公司未来发展前景，首次覆盖，建议关注。
- 风险提示:** 汇率波动风险，国际宏观和地缘政治风险，人力资源流失和人力成本上升风险，投资及业务扩张导致的经营管理风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2830.43	2730.76	3002.90	3600.54
增长率	2.50%	-3.52%	9.97%	19.90%
归属母公司净利润(百万元)	154.80	179.29	235.73	327.82
增长率	-34.57%	15.82%	31.48%	39.07%
每股收益 EPS(元)	0.80	0.93	1.22	1.70
净资产收益率 ROE	7.89%	8.49%	10.18%	12.61%
PE	29	25	19	14
PB	2.21	2.06	1.89	1.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

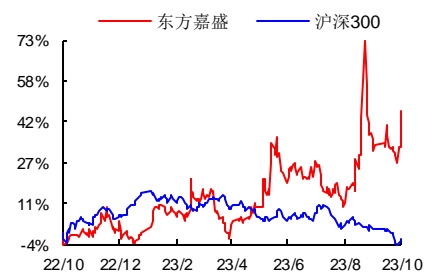
分析师: 胡光烽

执业证号: S1250522070002

电话: 021-58351859

邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.93
流通 A 股(亿股)	1.25
52 周内股价区间(元)	17.83-28.03
总市值(亿元)	45.62
总资产(亿元)	46.93
每股净资产(元)	11.41

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 国内 4PL 龙头，脚踏实地行稳致远	1
2 供应链管理前景广阔，4PL 方兴未艾	3
2.1 现代物流发展迅速，带动供应链管理需求	3
2.2 亚太地区 SCM 增速最快，政策释放助推行业发展	5
2.3 第四方物流方兴未艾，对标海外标杆进步空间广阔	6
3 清关能力全国领先，积极布局新赛道	8
3.1 数字化赋能供应链管理，全球中心仓模式成功复制	8
3.2 “大健康大消费”并驾齐驱，积极布局芯片新赛道	10
4 盈利能力整体改善，费用管控能力强	12
5 盈利预测与估值	13
5.1 盈利预测	13
5.2 相对估值	14
6 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 Q3)	1
图 3: 公司 2023 年 H1 主营业务结构情况	2
图 4: 公司 2023 年 H1 主营业务毛利情况	2
图 5: 公司营业收入及增速	2
图 6: 公司净利润及增速	2
图 7: 供应链管理属于供应链产业的中游环节	3
图 8: 供应链管理行业市场规模的构成	3
图 9: 供应链管理行业市场规模的构成	4
图 10: 2014-2023H1 全国社会物流总额 (万亿元)	4
图 11: 2014-2023H1 全国社会物流总费用 (万亿元)	4
图 12: 2022 年全国社会物流总费用结构	4
图 13: 全国社会物流总费用与 GDP 比率	4
图 14: 2021 年全球供应链管理服务市场规模区域分布	5
图 15: 2022 年-2032 年全球供应链管理市场规模 (十亿美元)	5
图 16: 德迅 4PL 产品	7
图 17: 德迅集团税前利润 EBT (百万瑞士法郎)	7
图 18: 德迅集团转换率	7
图 19: 公司主要产品及服务模式	8
图 20: 公司子公司进出口生态行业联合解决方案	9
图 21: 公司国际分拨业务流程图	10
图 22: 2018-2022 年深圳集成电路产业产量 (亿块)	11
图 23: 2018-2022 年深圳集成电路产业规模 (亿元)	11
图 24: 深圳市集成电路产业链企业地图	11
图 25: 公司销售毛利率和销售净利率	12
图 26: 公司期间费用率	12
图 27: 公司 ROE (加权)	13

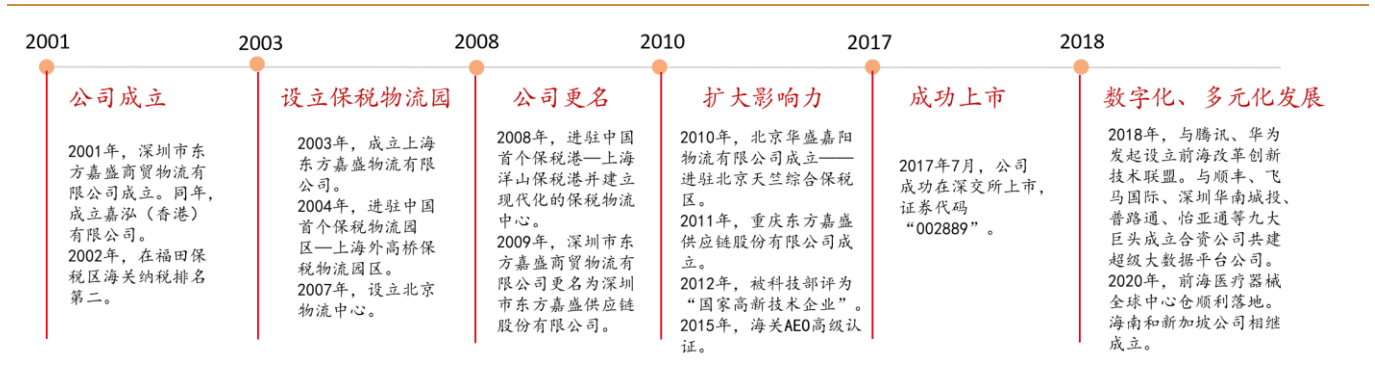
表 目 录

表 1: 供应链管理服务所涉及的“四流”优化服务	3
表 2: 2022 年以来供应链服务行业重要政策	5
表 3: 物流行业不同业态	6
表 4: 第四方物流参与者与优势	6
表 5: 收入和成本预测	14
表 6: 供应链服务行业可比公司估值	14
附表: 财务预测与估值	16

1 国内 4PL 龙头，脚踏实地行稳致远

东方嘉盛是国内领先的一体化 4PL 数字供应链服务商。2001 年，深圳市东方嘉盛商贸物流有限公司成立。2004 年进驻中国首个保税物流园区—上海外高桥保税物流园区。2009 年，公司更名为深圳市东方嘉盛供应链股份有限公司，2017 年 7 月，公司成功在深交所上市，证券代码为 002889。2020 年，前海医疗器械全球中心仓顺利落地。公司围绕全球知名消费品品牌客户和全球头部电商平台客户，通过前期专业差异化供应链方案咨询及设计，为客户提供一体化供应链服务和产品采购分销交易服务，朝着数字化和多元化方向稳步发展。

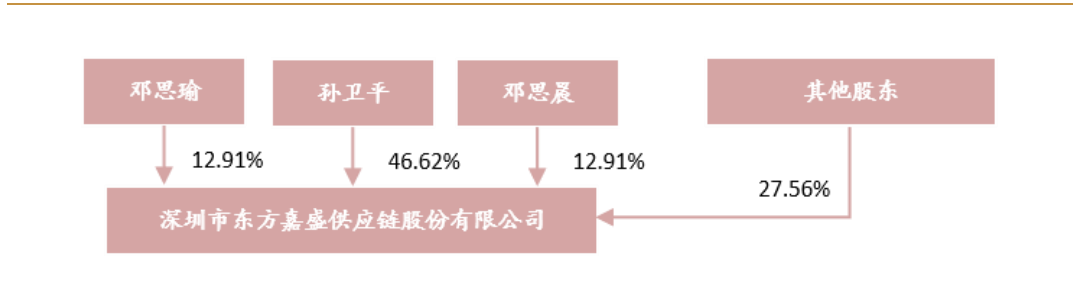
图 1：公司发展历程



数据来源：Wind, 西南证券整理

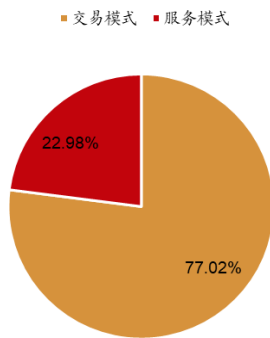
董事长孙卫平话语权充分，三季度新进三家公司。公司的实际控制人为孙卫平，董事长与其子女邓思瑜、邓思晨为一致行动人，合计持有公司 72.44% 的股权。在今年三季度前十大股东中有三家为新进股东，其中两家为境外资管公司，体现市场对于公司发展前景的信心。

图 2：公司股权结构（截至 2023 年 Q3）

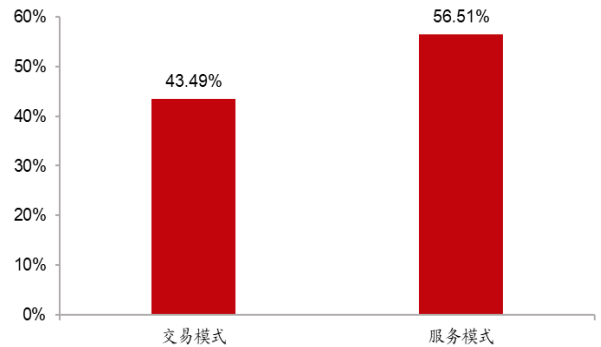


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司主营业务结构：根据 2023 半年报，公司收入分为服务模式和交易模式。服务模式主要为全球消费品品牌一站式数字供应链交付平台，AI 智能数字报关平台以及国际和冷链物流服务，合计贡献收入占比 22.98%。交易模式则主要包括跨境电商数字交易服务和医疗健康数字交易服务平台，合计贡献收入占比 77.02%。其中服务模式贡献主要毛利，占比 56.51%。

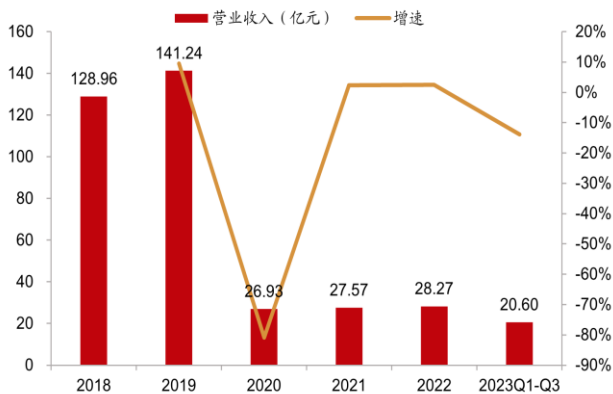
图 3：公司 2023 年 H1 主营业务结构情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

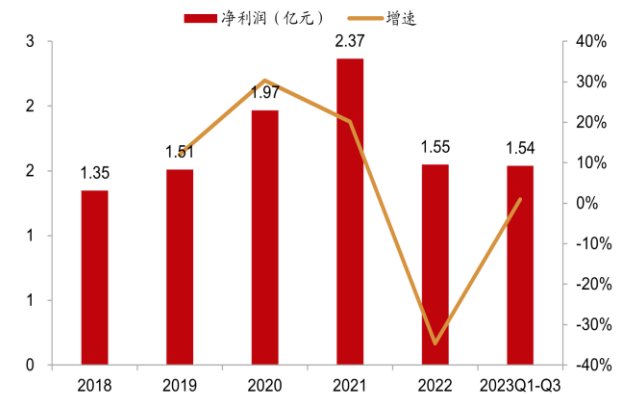
图 4：公司 2023 年 H1 主营业务毛利情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

公司业绩状况：公司经营状况稳健，2020 年公司执行新收入准则后营收稳中有进，服务类业务采用净额法核算，营业收入从按照产品销售确认收入转变为按照代理服务确认收入。2022 年营收 28.27 亿元，同比增长 2.54%。公司 2023 年前三季度实现营业收入 20.49 亿元，同比减少 14.23%。公司归母净利润 2018-2021 年增长稳定，从 1.35 亿元上升至 2.37 亿元，2022 年稍有下滑，2023 年前三季度公司实现归母净利润 1.54 亿元，同比增长 0.99%。

图 5：公司营业收入及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

图 6：公司净利润及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

2 供应链管理前景广阔，4PL 方兴未艾

2.1 现代物流发展迅速，带动供应链管理需求

供应链管理行业属于现代物流发展的高级阶段。纵向来看，供应链各环节的交易均由商流、物流、资金流和信息流等“四流”驱动。供应链管理即为“四流”提供服务，从而达到缩短客户供应链响应时间、降低客户供应链总交易成本、提升客户竞争实力的目的。

表 1：供应链管理服务所涉及的“四流”优化服务

类别	主要功能/内涵	供应链管理能够提供的服务项目
商流	货物与其等价物的交换和货物所有权的转移	参与市场调研、作出需求预测、谈判撮合等
物流	货物从供应者到最终用户的全程实体形态的流动	运输、仓储、包装、装卸、分拣、供应商库存管理、通关保税等
资金流	随着商品实物及其所有权的转移而伴随发生的资金往来	集中收付款并提供资金流转服务、供应链金融、代垫税款等
信息流	分为信息采集、传递和加工处理	条码管理、在途查询、数据报送、供应链管理系统开发等

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

横向来看，供应链管理服务属于产业链中游环节，服务于生产销售的全过程交易，贯穿从产品设计到原材料采购、生产、批发和零售，直至将产品送达最终用户的各项业务活动。

图 7：供应链管理属于供应链产业的中游环节



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

供应链管理行业的发展主要取决于社会贸易总规模和企业供应链管理外包比例。目前电子信息行业供应链管理外包较为成熟，医疗器械、快消品等行业也在逐步提升外包的比例。

图 8：供应链管理行业市场规模的构成



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

回顾我国供应链管理行业的历史，可以发现供应链管理离不开现代物流的快速发展。

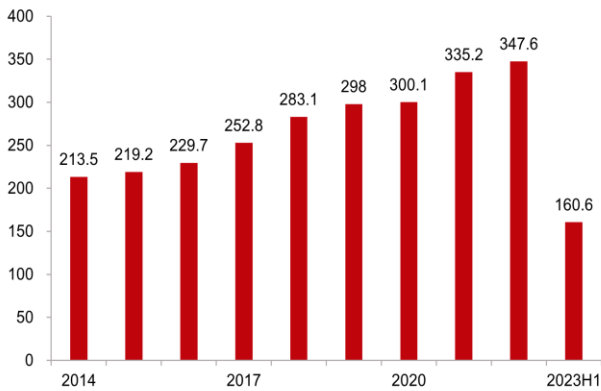
图 9：供应链管理行业市场规模的构成



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

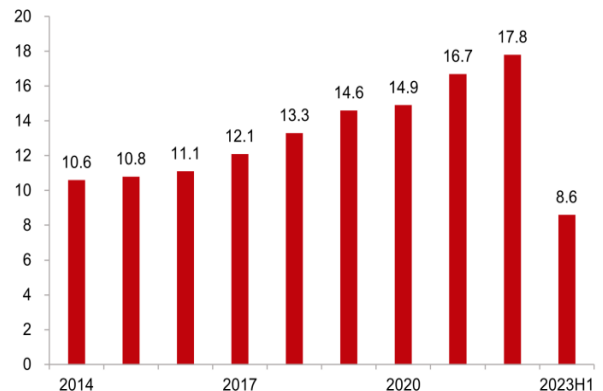
2022 年全国社会物流总额为 347.8 万亿元，同比增长 3.4%。伴随社会物流总额的增加，我国社会物流费用也快速增长，2022 年我国社会物流费用为 17.8 万亿元，同比增长 4.4%。

图 10：2014-2023H1 全国社会物流总额（万亿元）



数据来源：中国物流与采购联合会、华经产业研究院，西南证券整理

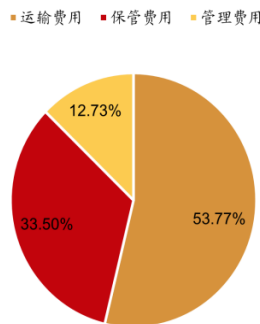
图 11：2014-2023H1 全国社会物流总费用（万亿元）



数据来源：中国物流与采购联合会、华经产业研究院，西南证券整理

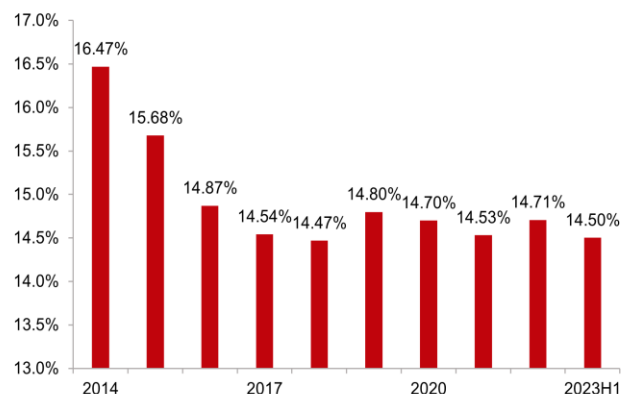
我国社会物流费用包括运输费用、保管费用和管理费用。2022 年社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.7%，较 2012 年下降 3.3 个百分点。与发达经济体 6%~8% 的比率相比，我国物流总费用占比依然偏高。对于物流业而言，实现降本增效是“双碳”战略下的“必修课”。

图 12：2022 年全国社会物流总费用结构



数据来源：中国物流与采购联合会、华经产业研究院，西南证券整理

图 13：全国社会物流总费用与 GDP 比率



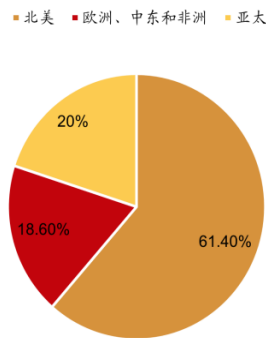
数据来源：中国物流与采购联合会、华经产业研究院，西南证券整理

2.2 亚太地区 SCM 增速最快，政策释放助推行业发展

供应链管理简称 SCM，为提高运作效率，取得竞争优势，大型企业尤其是跨国公司，往往采取聚焦战略来强化自身核心竞争力，而将供应链环节上的服务予以外包，专业供应链管理服务在此背景下应运而生。目前全球供应链管理市场主要分布在北美和西欧，其中北美是最大的供应链管理市场，2021 年收入约占全球总收入的 61.4%，未来有望长期处于供应链管理主导市场的地位。亚太地区仅占全球总收入的 20%，但是增长最快的市场。

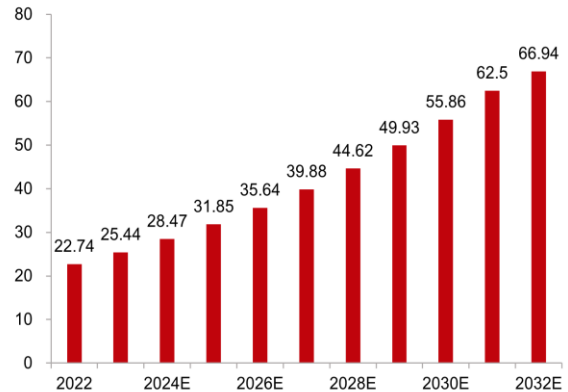
根据 Research And Markets 数据，2022 年全球供应链管理软件市场超过 220 亿美元，预计到 2028 年将超过到 440 亿美元。其中预计到 2032 年，**中国将成为全球数字化供应链管理的最大市场**，将出现很多具有创新性能力的新型供应链服务企业，成为下一代供应链管理的策源地，引领未来供应链管理行业的发展。

图 14：2021 年全球供应链管理服务市场规模区域分布



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 15：2022 年-2032 年全球供应链管理市场规模（十亿美元）



数据来源：Research And Markets，西南证券整理

国家出台政策积极推动供应链管理服务业发展。“供应链”的概念第一次出现在“十三五”的规划中，“十四五”对于供应链管理的规划更加明确，提出要补齐国内供应体系短板，在供给方面加强整体效率，以提升整体国际竞争力，对加快国内大循环、大市场的建设作出重要贡献。《关于加快建设全国统一大市场的意见》表示要通过建设高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场，将推动形成供需互促、产销并进、畅通高效的国内大循环，为经济高质量发展奠定坚实基础。2023 年 3 月，《政府工作报告》中提出推动新设 152 个跨境电商综试区，支持建设一批海外仓；保产业链供应链稳定，完善现代物流体系。

表 2：2022 年以来供应链服务行业重要政策

时间	政策文件名称	政策相关内容
2023.03	《2023 年政府工作报告》	发展外贸新业态，新设 152 个跨境电商综试区，支持建设一批海外仓；保产业链供应链稳定，完善现代物流体系。
2022.04	《中共中央、国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》	构建新发展格局的关键在于经济循环的畅通无阻，需要进一步提高生产率、激发市场活力、促进产业链供应链转型升级、加大开放力度，畅通国内大循环、国内国际双循环，全面推动我国市场由大到强转变。
2022.01	《“十四五”现代流通体系建设规划》	提高供应链精细化管理水平，深耕本地市场，拓展辐射范围；提高供应链资源整合能力，拓展出口产品内销渠道；推进物流企业与生产制造企业深度协作，创新供应链协同运营模式，拓展物流业态。

数据来源：国务院、国家发改委，西南证券整理

2.3 第四方物流方兴未艾，对标海外标杆进步空间广阔

第四方物流简称 4PL，物流业态经历了从第一方物流到第三方物流的发展过程，即将迎来第四方物流的时代。上世纪 90 年代，埃森哲提出了第四方物流的概念，认为第四方物流（the Forth Party Logistics, 4PL）是一个供应链集成商，调集和管理组织自己的以及具有互补性的服务提供商的资源、能力和技术，以提供一个综合的供应链解决方案。

表 3：物流行业不同业态

	1PL	2PL	3PL	4PL
本质	托运人主导	承运人主导	专业物流公司主导	供应链的集成商,供需方和 3PL 的领导者
实际承担物流运输业务与否	是	是	是	否
提供服务	运输	运输、仓储	运输、仓储、交叉配送、库存管理、包装和货物代理发运等	领先的物流供应商(LLP)、咨询/咨询服务、高级 IT 服务、风险管理、“控制塔”服务等
承揽客户业务	自营	承揽客户部分物流业务	承揽客户全部或大部分物流业务	承揽客户全部的物流和供应链服务

数据来源：港口圈，西南证券整理

第四方物流供主要有三大壁垒。首先是认证和资质壁垒。供应链管理企业需要获得海关、商检等有关部门的企业诚信认证和相关资质认证，才能更高效、便捷地展开业务。同时，供应链管理企业还需获得金融机构的资信认可，例如取得银行授信等才能获得足够的金融支持。

第二是合作壁垒。供应链管理服务并非独立于服务对象而存在，而是扮演着合作伙伴和参与者的角色，渗透到客户生产、供应和销售的各个阶段。深度合作需要逐步磨合，此外供应链管理的客户大多是大型企业，企业选择供应链管理供应商的条件很高。供应链管理在其执行阶段能否有效与诸多公司合作，整合各类资源亦是行业进入的重要障碍。

第三是资金壁垒。与传统的第三方物流服务相比，供应链管理以平台的形式为客户提供全企业价值链的全套服务，更多的资金投入可以为客户提供更全面的服务内容。开发这样的平台需要大量的资金和时间投入。行业领导者具有明显的先发优势，因而形成行业进入壁垒。

表 4：第四方物流参与者与优势

类型	参与者	优势
原生第三方物流服务 供应商	Maersk、DHL、Kuehne & Nagel、CEVA、DSV 等	1.一站式管理跨供应链的所有运输模式活动，简化物流操作和执行。 2.跨平台的端到端可见性和数据访问，提供一个平台来连接所有的主流物流技术应用程序和流程。
原生软件供应商	4Flow 等	
咨询公司	Accenture、Deloitte 等	3.通过提高协作和集成水平进行敏捷规划和执行，更好驾驭日益复杂的物流环境。 4.通过单一连接平台进行风险保证，提供更好的网络安全漏洞保护。 5.通过改善覆盖范围和访问高级网络来提高灵活性，从而实现更好的预测和容量管理。 6.卓越的可见性和数据水平，能够在内部管理物流数据分析，以协助更好的规划和客户体验。提高交付网络的一致性水平，推动更高水平的客户服务。

数据来源：港口圈，西南证券整理

目前中国第四方物流市场仍处于探索发展阶段，与物流体系发达的欧美国家相比仍存在一定差距。但经过多年的发展我国已经在物流仓储及运输设施、物流行业信息技术与通讯技术、物流包装及搬运设施等方面取得了较大的进展。现代化综合物流运输体系、自动化库存管理系统、现代化货物包装及货物搬运技术为物流行业的良性发展奠定基础。因此在国家政策及先进技术的支持下，中国物流产业已初具规模并逐渐走向成熟发展时期，而物流行业基础设施等硬实力及行业管理等软实力的发展，从根本上为第四方物流的发展提供可行性。

Kuehne & Nagel 即德迅，其全球海运+空运业务在行业内处于霸主地位。公司成立于1890年，由创始人 Kuehne 和 Nagel 联合创办。历经一百多年，从德国不来梅拓展到遍及全球。作为 4PL 供应商，德迅将领先的技术与成熟的供应链专业知识相结合以数据为中心的 IT 架构将 40 多个技术合作伙伴集成到一个直观的平台中，在全球八个控制塔的专家随时准备根据准确的实时数据和可预测的、可操作的见解来管理供应链。

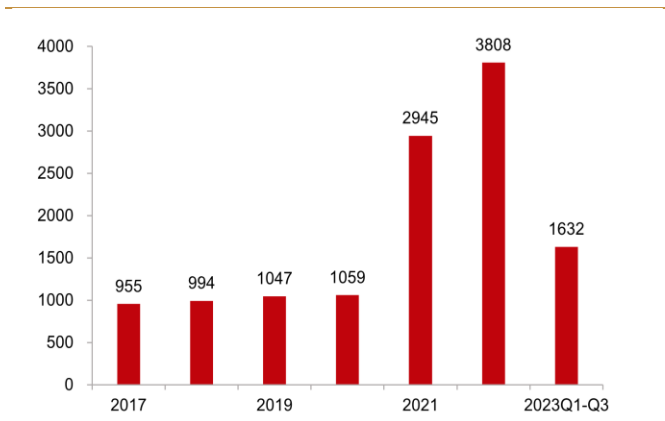
图 16：德迅 4PL 产品



数据来源：德迅官网，西南证券整理

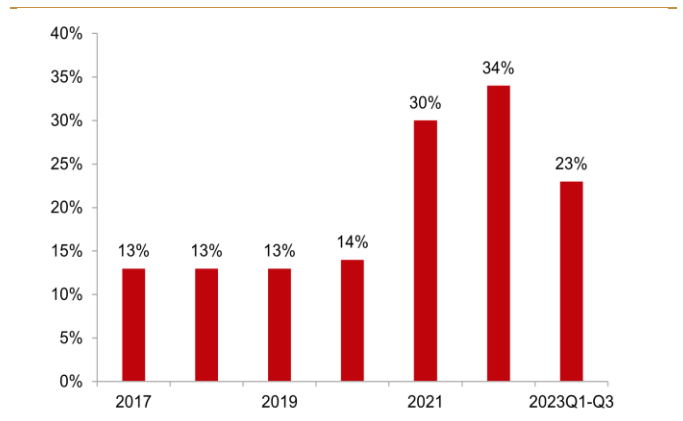
2023 年前三季度，德迅集团实现净营业收入 181.6 亿瑞士法郎，较上年同期下降 40.7%；毛利达到 67.3 亿瑞士法郎，同比下降 21.9%；息税前利润（EBIT）为 15.8 亿瑞士法郎，同比下降 49.3%；本期利润为 11.8 亿瑞士法郎，同比下降 49.0%。集团的转化率（EBIT/GP）依旧超过 20%，尽管经济复苏未能实现，但公司依旧获得了市场份额并确保了收益。

图 17：德迅集团税前利润 EBT（百万瑞士法郎）



数据来源：德迅官网，西南证券整理

图 18：德迅集团转化率



数据来源：德迅官网，西南证券整理

3 清关能力全国领先，积极布局新赛道

3.1 数字化赋能供应链管理，全球中心仓模式成功复制

公司是国内领先的一体化 4PL 数字供应链服务商，公司始终以客户需求为核心，主要围绕全球知名消费品品牌客户和全球头部电商平台客户，通过前期专业差异化供应链方案咨询及设计，为客户提供一体化供应链服务和产品采购分销交易服务。

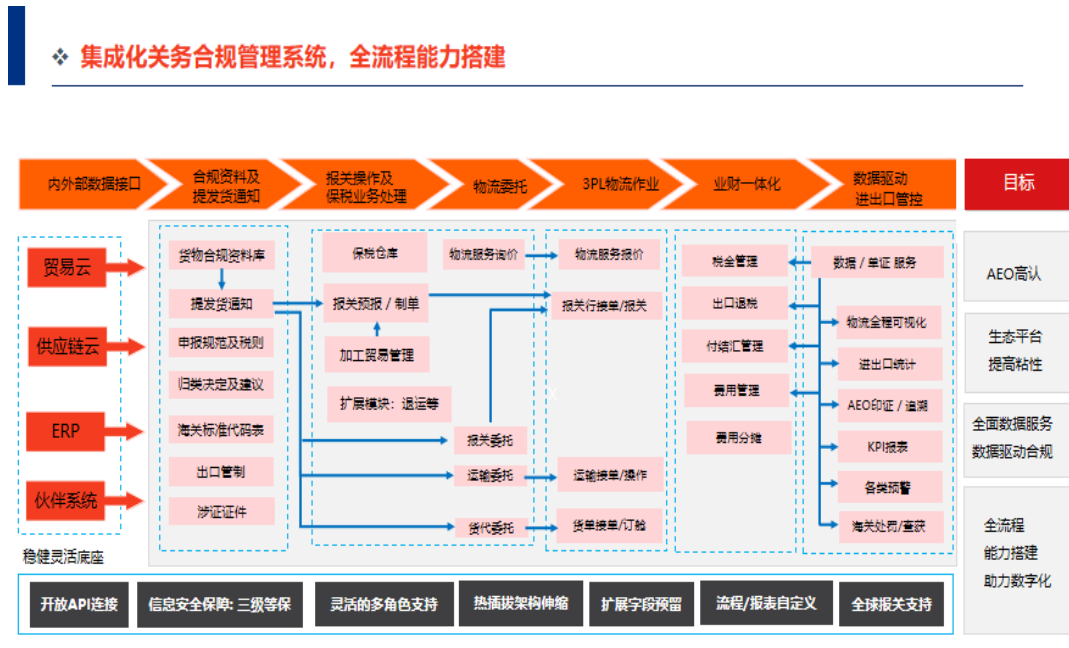
图 19：公司主要产品及服务模式



数据来源：公司2023年半年报，西南证券整理

公司是首批海关 AEO (高级认证) 企业，长期以来高度重视科技创新赋能供应链升级。公司聚焦云计算、大数据、人工智能技术，在 Oracle ERP 系统、Manhattan WMS 仓库管理系统和 TPM 系统的基础上，自主研发了一套完整的业财一体化数字化供应链 SAAS 服务平台。公司在进出口报关领域的 AI 人工智能数字报关系统平台、人工智能通关机器人、关务物流可视化跟踪系统等，在通关领域已成为众多世界 500 强企业的最优选择。

图 20：公司子公司进出口生态行业联合解决方案



数据来源：公司官方公众号，西南证券整理

在数字化的支持下，公司积极深化全国性供应链网络布局优势以提高清关能力。早在2019年，公司就以现金收购上海兴亚55%股权，本次收购完成后，上海兴亚成为公司的控股子公司。收购上海兴亚股权能充分利用上海兴亚在华东地区的区位优势以及优质客户资源，提升集团在长三角地区以及上海自贸区的业务拓展深度，同时通过上海兴亚在进出口通关技术上的优势，结合公司现有的多元化应用场景，增强公司在供应链技术创新与应用覆盖，从总体上巩固集团在供应链管理技术方面的先进性。

目前公司的供应链网络布点覆盖国内主要经济带，核心一级城市及二级城市。国内目前总经营仓储面积超15万平方米，能充分满足不同行业客户的B2B、B2C等不同供应链业态服务需求，特殊时期为客户提供多区域履约服务方案，保障产业链供应链的稳定性和安全性。

未来公司预计两年内落地45万-60万方仓储，其中在“一带一路”沿线布局了重庆和昆明仓储项目。重庆地处西部大开发重要战略支点，“一带一路”和长江经济带联结点，项目总建筑面积约7万平；昆明项目未来将链接东南亚老挝缅甸，总建筑面积约5万平；嘉兴项目总建筑面积约15万平方米，为满足新能源产业的仓储要求，公司着重布局丙一型仓库，为新能源车和电池的供应链做好战略布局及资源储备。

传统的保税港区以“境内关外”为主要特色，存放的主要是从境外运抵园区但仍未正式“进口”、从国内“出口”到园区但仍未实际离境的保税货物。按照以往的管理方式，货物进出区及区内管理都不够灵活，难以适应当前国际贸易形式发展需求，服务于国内、国际两个市场的优势没能更好发挥。

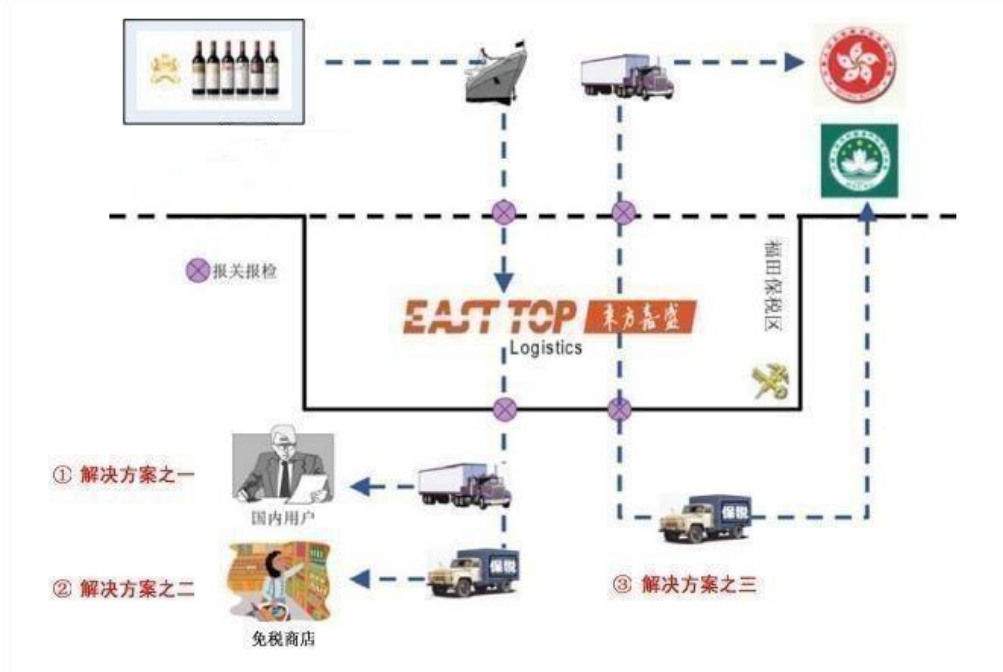
公司作为深圳海关“全球中心仓”试点企业，依据“仓储货物按状态分类监管”制度，实现非保税货物与保税货物“同仓存储”、出口贸易与进口贸易“同仓调拨”、小额交易与大宗贸易“同仓交割”、外贸与内贸“同仓一体”等“四个同仓”，目前公司已将这一模式成功从深圳前海保税区复制到深圳盐田保税区、河北廊坊保税区等。

3.2 “大健康大消费”并驾齐驱，积极布局芯片新赛道

大消费以食品为主，公司作为国内高端进口酒行业供应链交付服务最大服务商，随国际品牌高端进口酒客户本地化产业链迁移推进，成功拓展多项本地产品出口项目。未来公司将打造国内创新的华南特色的高端进口酒产业链一体化商贸综合服务平台，在华南建设跨境高端进口酒全国中心仓，利用公司多年积累的高端进口酒上下游产业资源，为客户提供从上游大宗农产品原材料采购、供应链金融、国际仓储运输、清关报关、国内仓储运输、厂内物流、包装分装、线上线下经销分销配送等一体化特色服务。

同时公司将通过引进国际龙头高端进口酒品牌客户，在仓库拓展服务链条，延伸到仓库加工、免税和一般贸易分销。消费食品内贸零售板块，今年上半年公司成立新团队，与调味品、休闲食品、保健品、液态奶、宠物食品等类目的头部品牌达成深度合作，在电商平台布局店铺矩阵；同时启动多地云仓及客服中心，提供更为便捷高效的专业服务提升行业专业度及竞争力，该业务实现收入 6,452.28 万元，同比大幅增长 79.27%。

图 21：公司国际分拨业务流程图



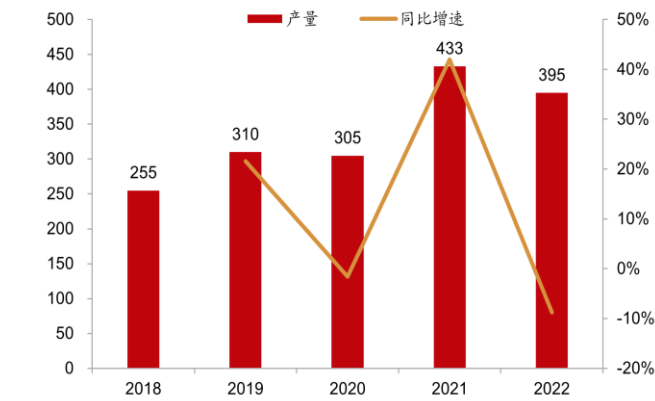
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

在大健康领域，早在 2020 年，公司发布的《2021-2024 年医疗健康产业战略规划纲要》，提出了要积极开拓医疗健康产业客户，力争成为医疗健康产业供应链龙头，形成“跨境电商”+“医疗健康”双轮驱动，保障公司持续健康发展。公司拥有二、三类批零兼营及其他相关的医疗健康运营服务资质，近 3000 平方米的深圳前海医疗健康全球中心仓，目前主要服务于全球头部医疗行业品牌客户。

今年上半年继续扩大医疗全球中心仓 GSP 仓库业务，围绕两大医疗检测龙头客户开展全面深度物流业务，实现深港联动、仓储运输一体化，高效支持其全球业务，充分满足客户供应链物流降本增效的需求。上半年实现收入 8,075.48 万元，同比增长 155.98%。

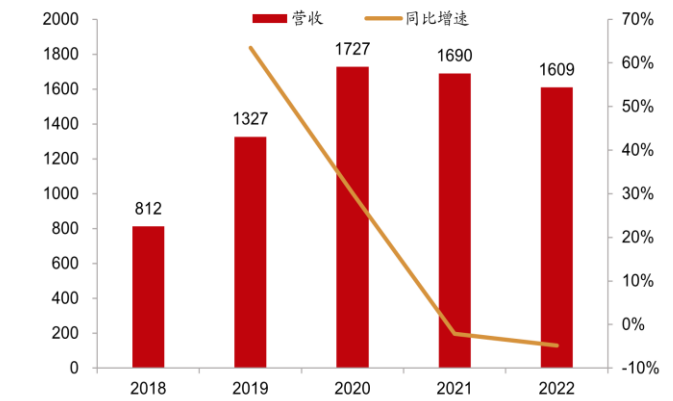
深圳是我国半导体与集成电路产品的集散中心、应用中心和设计中心之一，受国际经济环境及行业周期下行影响，近三年深圳市的集成电路产业规模小幅下滑。2022 年深圳市集成电路产业营收为 1608.9 亿元，同比下降 4.8%，集成电路产量为 395 亿块，同比下降 8.8%。

图 22：2018-2022 年深圳集成电路产业产量（亿块）



数据来源：和达产业研究院，西南证券整理

图 23：2018-2022 年深圳集成电路产业规模（亿元）



数据来源：和达产业研究院，西南证券整理

2022 年 6 月，深圳市发布《深圳市人民政府关于发展壮大战略性新兴产业集群和培育发展未来产业的意见》，《意见》要求加快培育半导体与集成电路战略性新兴产业集群，抢占新一轮产业发展的制高点，增强产业核心竞争力。

图 24：深圳市集成电路产业链企业地图



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理（注：深汕特别合作区未纳入统计范围）

而产业链上各研发、生产企业对核心设备光刻机需求量大且精度要求极高，设备的制成精度决定了芯片的加工能力高低。生产企业对于备件、物料的供应亦有极高要求，能否保证生产线能 24 小时不间断的连续生产，7*24 小时平台化服务、2 小时内送达的维修备件供应链物流能力决定了集成电路制造企业的产能。通过设立寄售维修保税仓库，可将国外的维修配件保税储存在寄售维修仓库，通过保税监管和先出后报(分送集报)的方式，满足客户需求。

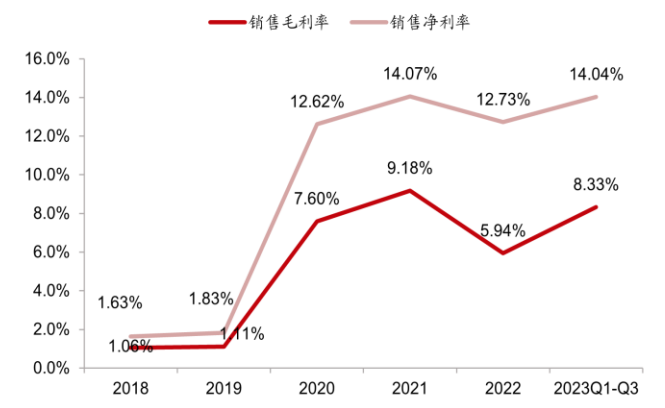
今年公司与国际头部芯片光刻机厂商达成合作，将共同在深圳建设第一家光刻机寄售维修保税仓库，为华南片区集成电路制造企业提供全天候快速响应的光刻机寄售维修服务。未来公司将打造半导体设备厂商保税寄售维修供应链行业标准，积极推进新型开放式的产业生态，为深圳打造半导体设备厂商良性的售后服务生态圈。

4 盈利能力整体改善，费用管控能力强

公司始终坚持稳增长经营战略，成熟的供应链服务体系和数字化能力为公司的盈利能力提升保驾护航。2020 年开始公司销售毛利率均超过 10%，公司销售净利率超过 5%，整体呈现上升态势。今年前三季度，公司销售毛利率均超过 14%，公司销售净利率超过 8%。

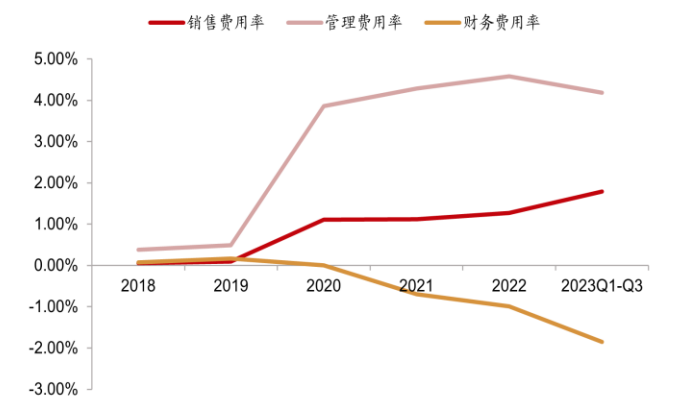
公司费用管控能力强，销售费用率不足 2%，管理费用率不足 5%，财务费用率也非常低，今年前三季度公司三大费用率均处于较低水平。

图 25：公司销售毛利率和销售净利率



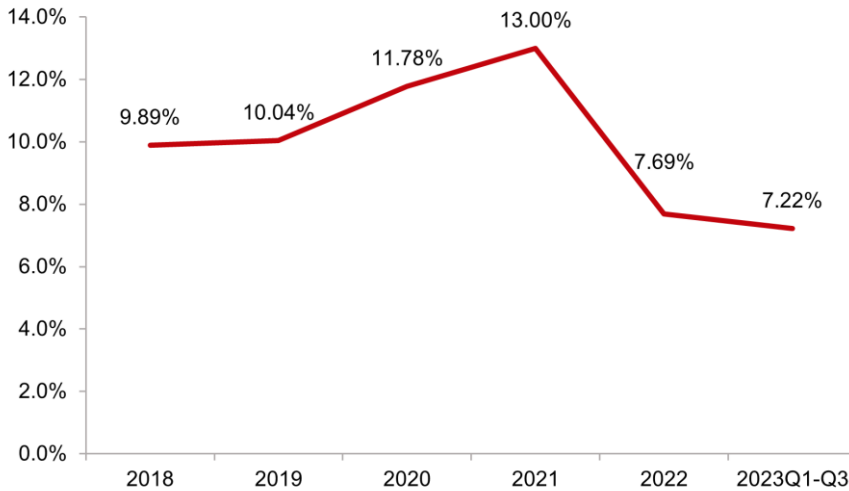
数据来源：Wind，西南证券整理

图 26：公司期间费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

公司不依赖大规模固定资产投入谋求产出，而是强调整合各层级现有资源，在供应链管理解决方案的指导下为客户提供全方位服务。公司净资产收益率较高，2018-2021 年持续上涨，从 9.89% 上升至 13.00%，2022 年回落主要原因是特殊时期运营成本费用的上涨及其他非经常性损益变动导致 2022 年净利润较上年同期下降超过 30%，今年前三季度为 7.22%。

图 27：公司 ROE（加权）


数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

主营业务关键假设：

假设 1：公司未来将依托全球商品流通资源优势，链接产业上下游及线上线下产品渠道。同时，公司将不断模块化数字化平台的每一个环节，完善医疗健康数字交易服务平台。随着经济和消费的逐渐复苏，预计 2023/24/25 年公司交易模式同比增长 0%、10%、20%。同时数字化战略的推进有助于公司提高跨境流通效率，降低管理成本，因此预计 2023/24/25 年公司交易模式毛利率分别为 3%、4%、5%。

假设 2：公司未来将不断总结精细化运营经验，发挥供应链品牌优势，坚持供应链运营服务 4PL 战略定位，集成供应链项下的各类服务模块，为行业头部客户设计一体化的供应链综合解决方案，预计 2023/24/25 年公司服务模式同比-10%、10%、20%。

公司重视科技赋能，持续优化物联网、人工智能、大数据、云计算等核心关键技术数字化供应链交付平台中的应用，不断提升运营的数智化和看板可视化水平，实现供应链企业的数字化升级和转型，因此预计 2023/24/25 年公司服务模式毛利率分别为 33%、36%、39%。

表 5：收入和成本预测

		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入 (百万元)	2830.4	2730.8	3002.9	3600.5
	YOY	2.5%	-3.5%	10.0%	19.9%
	营业成本 (百万元)	2467.3	2362.0	2548.3	2997.8
	毛利率	12.8%	13.5%	15.1%	16.7%
交易模式	营业收入 (百万元)	1807.0	1807.0	1987.7	2385.3
	YOY	-16.5%	0.0%	10.0%	20.0%
	营业成本 (百万元)	1766.6	1752.8	1908.2	2266.0
	毛利率	2.2%	3.0%	4.0%	5.0%
服务模式	营业收入 (百万元)	1005.6	905.0	995.5	1194.7
	YOY	73.6%	-10.0%	10.0%	20.0%
	营业成本 (百万元)	698.1	606.4	637.1	728.7
	毛利率	30.6%	33.0%	36.0%	39.0%
其他	营业收入 (百万元)	17.8	18.7	19.6	20.6
	YOY	-6.6%	5.0%	5.0%	5%
	营业成本 (百万元)	2.6	2.8	2.9	3.1
	毛利率	85.6%	85.0%	85.0%	85.0%

数据来源：西南证券

基于上述假设和测算：2023/24/25 年公司分别实现营业收入 27.3 亿元、30 亿元、36 亿元，同比分别-3.5%、+10.0%、+19.9%。预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 1.8 亿元、2.4 亿元、3.3 亿元，EPS 分别为 0.93 元、1.22 元、1.70 元。

5.2 相对估值

我们选取供应链服务行业中的两家 A 股上市企业，2024 年平均 PE 为 22 倍。考虑到未来经济复苏，加之公司自建仓库逐渐落地，数字化战略不断推进将有望享受更高收益，同时公司积极布局光刻机服务等新赛道，我们看好公司未来发展前景，首次覆盖，建议关注。

表 6：供应链服务行业可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	每股收益 (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	MRQ
300873.SZ	海晨股份	23.59	1.55	1.47	1.80	20	16	13	2.7
300240.SZ	飞力达	10.85	0.29	0.17	0.23	15	42	31	1.9
平均						18	29	22	2.3

数据来源：Wind, 西南证券整理

6 风险提示

1) 汇率波动风险。公司从事的贸易类、代理类业务涉及大量进出口业务，存在大规模国际结算需求，需要保留一定的外汇头寸，也会在供应链管理服务中产生大量的外币往来款项，形成一定外汇风险敞口，而近期人民币汇率波动较大，容易产生汇率风险。

2) 国际宏观和地缘政治风险。近年来全球政治经济形势较严峻，国际贸易制裁盛行，战争冲突，全球性通胀等对公司从事的进出口业务板块有一定不确定性风险。

3) 人力资源流失和人力成本上升风险。数字化 4PL 服务方案的制定往往需要整合多方资源，对从业人员的综合素质要求较高，我国正处于 4PL 服务发展阶段，高素质专业人员储备较少，同行之间会有较为激烈的人才竞争。供应链物流行业运营层面属于劳动密集型行业，在仓储运营、分拣、运输、跨境清关等各个环节均有较大的人力需求。宏观环境影响，一线城市招工日趋困难，仓储及运输等环节人力成本日渐攀升，例如特殊时期成本的攀升是影响公司利润最大的原因之一。如果没有新的利润增长点，则上述因素可能会影响公司业绩。

4) 投资及业务扩张导致的经营管理风险。随着公司在新领域、新项目的投资和业务规模的扩大，对项目投后管理、拓展新业务后的运营管理、内部流程控制、组织架构、人才培养等方面提出较高要求。若公司无法快速响应，可能会积累一定经营风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2830.43	2730.76	3002.90	3600.54	净利润	167.97	194.53	255.78	355.71
营业成本	2467.31	2361.98	2548.30	2997.82	折旧与摊销	19.21	19.11	21.36	23.61
营业税金及附加	14.55	14.04	15.44	18.51	财务费用	-28.03	-0.79	-6.31	-14.78
销售费用	36.04	34.77	38.24	45.85	资产减值损失	0.00	-0.25	-0.13	-0.10
管理费用	118.40	114.23	125.61	150.61	经营营运资本变动	429.19	-48.57	-138.78	-251.64
财务费用	-28.03	-0.79	-6.31	-14.78	其他	-188.97	-25.52	-8.94	-7.48
资产减值损失	0.00	-0.25	-0.13	-0.10	经营活动现金流净额	399.36	138.52	122.98	105.32
投资收益	31.01	30.00	30.00	30.00	资本支出	-78.53	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	-33.56	-13.12	-14.79	-16.35	其他	4.56	157.63	15.21	13.65
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-73.98	77.63	-64.79	-66.35
营业利润	201.68	223.66	296.96	416.27	短期借款	-434.38	195.65	-201.43	-146.84
其他非经营损益	-1.36	8.52	8.33	8.23	长期借款	-143.45	0.00	0.00	0.00
利润总额	200.32	232.18	305.29	424.50	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	32.35	37.65	49.51	68.80	支付股利	-23.45	-30.96	-35.86	-47.15
净利润	167.97	194.53	255.78	355.71	其他	471.12	-1971.97	206.31	214.78
少数股东损益	13.17	15.25	20.05	27.88	筹资活动现金流净额	-130.16	-1807.28	-30.98	20.80
归属母公司股东净利润	154.80	179.29	235.73	327.82	现金流量净额	196.13	-1591.13	27.21	59.76
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1864.21	273.08	300.29	360.05	成长能力				
应收和预付款项	1236.52	1216.46	1356.32	1606.31	销售收入增长率	2.50%	-3.52%	9.97%	19.90%
存货	32.87	31.33	32.23	39.09	营业利润增长率	-33.45%	10.90%	32.77%	40.18%
其他流动资产	392.22	246.72	260.11	289.52	净利润增长率	-33.66%	15.82%	31.48%	39.07%
长期股权投资	34.53	34.53	34.53	34.53	EBITDA 增长率	-35.97%	25.47%	28.95%	36.24%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	239.88	275.93	309.73	341.28	毛利率	12.83%	13.50%	15.14%	16.74%
无形资产和开发支出	194.53	219.49	244.45	269.41	三费率	4.47%	5.43%	5.25%	5.05%
其他非流动资产	312.85	312.73	312.61	312.48	净利率	5.93%	7.12%	8.52%	9.88%
资产总计	4307.61	2610.27	2850.27	3252.67	ROE	7.89%	8.49%	10.18%	12.61%
短期借款	1704.97	1900.63	1699.20	1552.36	ROA	3.90%	7.45%	8.97%	10.94%
应付和预收款项	188.12	148.43	166.89	200.20	ROIC	7.25%	9.89%	11.87%	14.37%
长期借款	7.64	7.64	7.64	7.64	EBITDA/销售收入	6.81%	8.86%	10.39%	11.81%
其他负债	278.08	-1738.05	-1534.99	-1327.63	营运能力				
负债合计	2178.81	318.65	338.73	432.57	总资产周转率	0.63	0.79	1.10	1.18
股本	138.10	192.96	192.96	192.96	固定资产周转率	14.37	12.86	12.14	12.86
资本公积	483.52	428.66	428.66	428.66	应收账款周转率	7.09	7.38	7.23	7.75
留存收益	1469.35	1617.67	1817.54	2098.22	存货周转率	107.65	72.82	77.26	80.47
归属母公司股东权益	2067.55	2215.12	2415.00	2695.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.65%	—	—	—
少数股东权益	61.24	76.49	96.54	124.42	资本结构				
股东权益合计	2128.80	2291.62	2511.54	2820.10	资产负债率	50.58%	12.21%	11.88%	13.30%
负债和股东权益合计	4307.61	2610.27	2850.27	3252.67	带息债务/总负债	78.60%	598.86%	503.89%	360.63%
					流动比率	1.64	6.14	6.33	5.71
					速动比率	1.63	6.03	6.23	5.62
					股利支付率	15.15%	17.27%	15.21%	14.38%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	192.86	241.98	312.02	425.10	每股收益	0.80	0.93	1.22	1.70
PE	29.47	25.44	19.35	13.91	每股净资产	10.71	11.48	12.52	13.97
PB	2.21	2.06	1.89	1.69	每股经营现金	2.07	0.72	0.64	0.55
PS	1.61	1.67	1.52	1.27	每股股利	0.12	0.16	0.19	0.24
EV/EBITDA	14.84	16.42	12.64	9.26					
股息率	0.51%	0.68%	0.79%	1.03%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
