



永泰运 (001228.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

积极并购谋发展，长期增长应可期

公司简介

公司是国内领先的第三方跨境化工供应链服务商，在中物联评选的“化工物流百强”中位列综合服务企业第7名。公司业务以跨境化工物流供应链服务为主，2023H1收入占比为65%，同时公司还为客户提供仓储堆存、道路运输、供应链贸易等服务。公司内生外延不断拓展业务规模，2023年公司陆续完成对宁波甬顺安、绍兴长润化工、鸿胜物流及天津睿博龙的收购。受益于国际海运价格上行，2017-2022年公司营收、归母净利润CAGR分别达41%、35%。2023年国际海运价格回落，2023Q1-Q3公司营收为18亿元，同比减少24%，净利润为1.4亿元，同比下降42%。

投资逻辑：

化工物流需求广阔，行业监管趋严加剧市场头部效应显著。需求端，我国石油炼化能力不断提升，2012-2022年炼化产能复合增速达2.9%，占全球比重上升至2022年的16.9%。庞大的化工市场催生了对物流运输的需求，预计2023年中国危化品第三方物流对应市场规模超过7500亿元。供给端，行业格局非常分散，CR100占比仅7%。在多起危化品事故发生后，仓储资质审批大幅趋严，在已能基本满足本地区发展的情况下，政府将不会再新批建设。化工产业快速园区化和集中化，也促使小型、不规范的危化物流企业被逐步被淘汰，优质企业有望通过并购整合进一步提升市占率。

坚持并购发展积累稀缺资源，“以量补价”实现收入稳步增长。公司通过并购取得资质齐备的稀缺危化品仓储资源、运力资源和发展用地，完成了在宁波、嘉兴、上海、青岛、天津等国内主要化学品进出港口的物流服务网络布局，目前仓储面积达7.5万平方米，土地储备近30万方，自有车队292辆。预计伴随陆续收购的永泰运天津(2.7万平米危化品仓库、10.1万平米仓储用地资源)、宁波甬顺安(111辆运输车辆)、绍兴长润化工(2.7万平米仓储用地资源)的产能释放，未来公司各业务箱量有望持续增长推动收入恢复增长。

盈利预测、估值和评级

预计公司2023-2025年归母净利润分别是1.8亿元、3亿元、3.7亿元，对应EPS分别为1.72元、2.89元、3.54元。参考行业平均估值，给予公司2024年11倍PE，对应目标价32.25元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

运价超预期回落风险；化工行业波动风险；安全运营风险；政策监管风险；并购整合不及预期风险。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

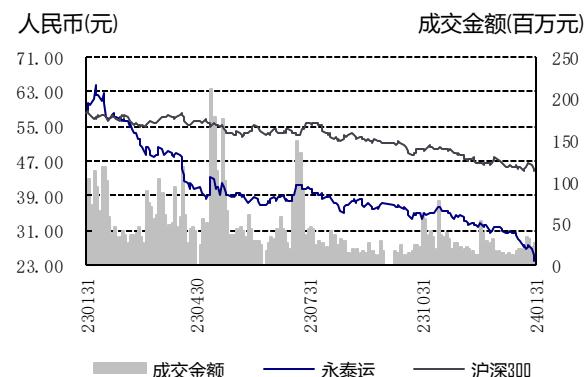
zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯婕 (执业 S1130522070001)

wangkajie@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：23.81元

目标价 (人民币)：32.25元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,145	3,012	2,369	4,079	4,954
营业收入增长率	125.20%	40.44%	-21.34%	72.15%	21.46%
归母净利润(百万元)	168	294	179	300	368
归母净利润增长率	125.77%	75.55%	-39.12%	67.55%	22.60%
摊薄每股收益(元)	2.151	2.832	1.724	2.889	3.542
每股经营性现金流净额	1.87	2.55	1.86	0.50	3.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.58%	17.99%	9.97%	14.52%	15.35%
P/E	0.00	17.48	18.46	11.01	8.98
P/B	0.00	3.15	1.84	1.60	1.38

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、永泰运：领先的第三方跨境化工供应链服务商.....	4
1.1 国内领先的第三方跨境化工供应链服务商.....	4
1.2 以跨境化工物流供应链服务为主，2023年拓展供应链贸易服务.....	5
1.3 2021-2022年营收快速增长，盈利能力优于可比公司.....	8
二、化工物流市场：需求广阔，供给趋严.....	9
2.1 中国化工品市场快速增长，催生对化工物流的需求.....	9
2.2 行业集中度较低，头部企业市占率提升空间大.....	11
三、坚持并购发展，规模有望增长.....	12
3.1 公司坚持并购发展，获取优质稀缺资源.....	12
3.2 跨境化工物流“以量补价”，预计收入将稳定增长.....	16
3.3 伴随产能释放，仓储及运输业务亦将稳步增长.....	19
3.4 增值业务有望带来额外收入利润增长.....	21
四、盈利预测与投资建议.....	23
4.1 盈利预测.....	23
4.2 投资建议及估值.....	25
五、风险提示.....	25

图表目录

图表 1：公司成立于 2002 年，通过收购不断壮大规模.....	4
图表 2：2021-2022 年中国化工物流综合 TOP10 服务商.....	4
图表 3：公司股权结构稳定，实控人为陈永夫（截至 2023Q3）.....	5
图表 4：多名公司高管持有公司股权，利益绑定.....	5
图表 5：公司作为化工供应链企业，上下游分别为化工企业和船公司.....	6
图表 6：公司通过“运化工”平台全链条跨境化工物流服务.....	6
图表 7：2021-2022 年公司主营业务收入同比大幅增长.....	7
图表 8：跨境化工物流供应链服务为公司第一大收入来源.....	7
图表 9：公司各项业务毛利率相对平稳.....	7
图表 10：公司 2021-2022 年营业收入快速增长.....	8
图表 11：2023 年国际海运费价格较 2022 年同期出现明显波动.....	8
图表 12：公司 2021-2022 年净利快速增长.....	8
图表 13：公司利润率总体稳定.....	8
图表 14：公司利润率在供应链企业中较高.....	9
图表 15：公司 2022 年营收增速较高.....	9



图表 16: 中国炼化产能占全球炼化产能比例亦不断持续上升.....	10
图表 17: 中国在全球化工品销售市场份额占比为 44%.....	10
图表 18: 中国在全球化工品销售市场份额占比持续提升.....	10
图表 19: 中国化工品出口额连续增长.....	10
图表 20: 预计至 2025 年危化品物流市场规模将增长至 2.85 万亿元.....	11
图表 21: 化工物流头部企业以民营为主.....	11
图表 22: 化工物流行业市场集中度低 (2021 年)	11
图表 23: 近年危化品事故多发.....	12
图表 24: “退城入园”的背景下，中小企业将加速退场.....	12
图表 25: 2022 年上市以来公司坚持并购发展道路，获取稀缺资源.....	13
图表 26: 新鸿胜化工已办理产权证的 5 项房屋建筑物.....	14
图表 27: 鸿胜物流、鸿胜科技和新鸿胜化工共 8 项土地使用权.....	14
图表 28: 2022 年江宸智能营业收入达 2.4 亿元，净利润达 3356 万元.....	16
图表 29: 2022 年江宸智能净利率达 13.7%.....	16
图表 30: 伴随海运价格上涨，公司跨境化工供应链服务收入持续增长.....	16
图表 31: 2021–2022 年公司货代业务单箱收入及毛利大幅增长.....	17
图表 32: 公司跨境化工供应链服务箱量持续增长.....	17
图表 33: 危险品 1–9 类分级.....	17
图表 34: 公司主要客户多为中小化工生产企业.....	18
图表 35: 公司前五大客户收入占比低于同业.....	18
图表 36: 公司仓储业务收入稳定增长.....	19
图表 37: 公司仓储堆存业务单箱收入持续增长.....	19
图表 38: 2019–2022 年公司仓储堆存业务箱量小幅增长.....	19
图表 39: 公司化工品仓储资源.....	20
图表 40: 公司运营自有仓库达 7.5 万方，以甲乙类库为主.....	20
图表 41: 公司仓储或类似性质土地储备近 30 万方.....	20
图表 42: 公司运输业务收入稳定增长.....	21
图表 43: 公司道路运输业务单箱收入小幅增长.....	21
图表 44: 公司道路运输业务箱量持续增长.....	21
图表 45: 项目预计可实现年平均营业收入 4,008.17 万元，年平均净利润 1,918.58 万元.....	22
图表 46: 嘉兴海泰物流服务基地.....	23
图表 47: 公司收入假设.....	23
图表 48: 公司毛利率假设.....	24
图表 49: 公司费用率假设.....	24
图表 50: 可比公司估值比较 (市盈率法)	25

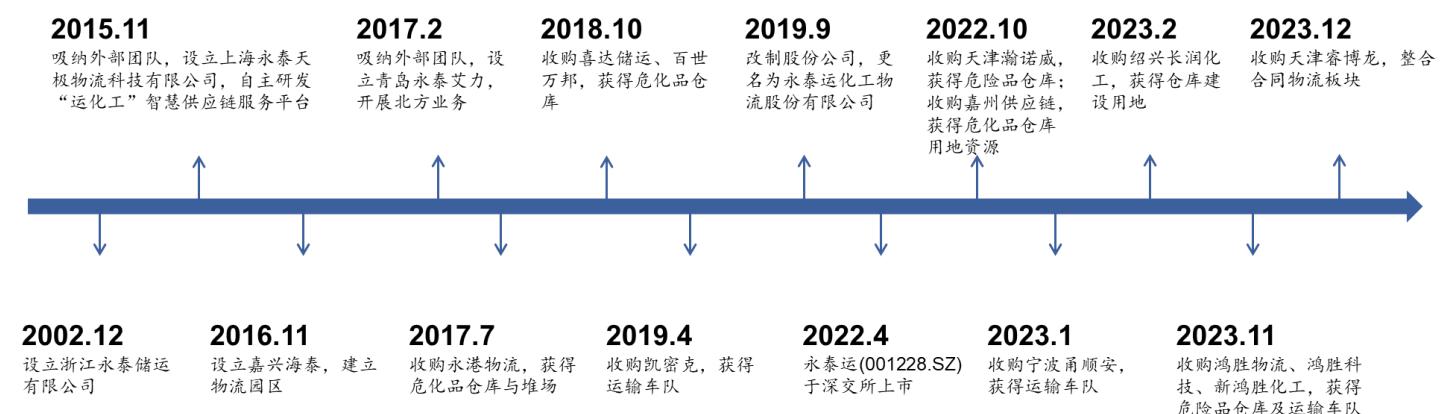


一、永泰运：领先的第三方跨境化工供应链服务商

1.1 国内领先的第三方跨境化工供应链服务商

公司是国内领先的第三方跨境化工供应链服务商。公司前身浙江永泰储运设立于2002年，经过二十多年发展，通过吸纳外部团队、融资并购、自行设立等方式逐步获得危化品仓储运输资产及物流园区，配合自身供应链服务平台，成为一家主营跨境化工的第三方物流供应链服务企业。公司于2019年完成股份制改革，于2022年在深交所上市。作为国内领先的专业化工供应链综合服务商，公司在中物联评选的“化工物流百强”中位列综合服务企业第7名。

图表1：公司成立于2002年，通过收购不断壮大规模



来源：公司官网、公司招股说明书、公司公告，国金证券研究所

图表2：2021-2022年中国化工物流综合TOP10服务商

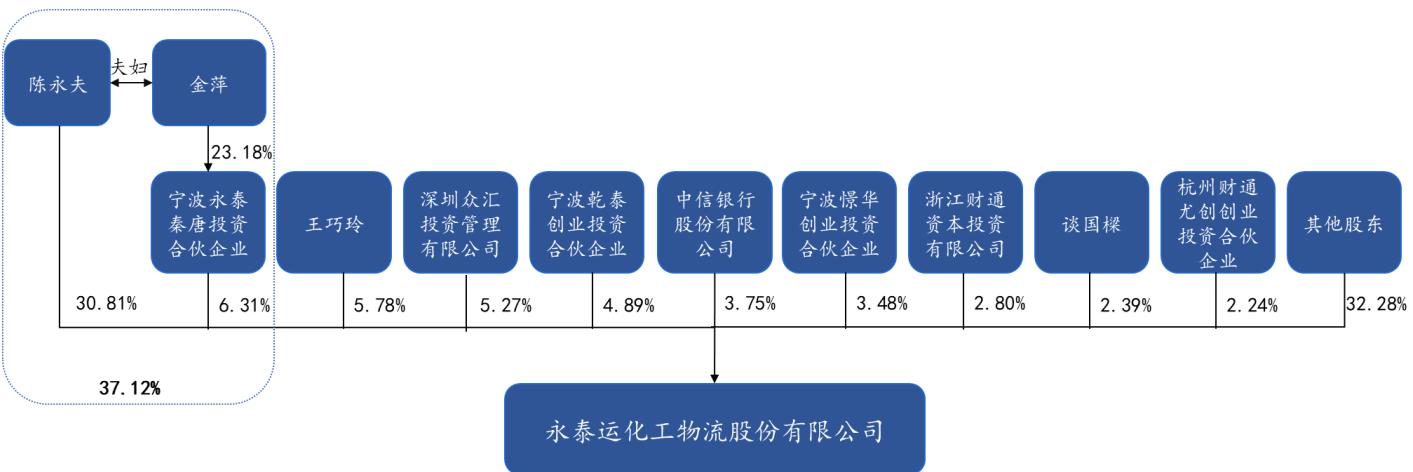
序号	企业
1	密尔克卫化工供应链服务股份有限公司
2	上海君正物流有限公司
3	上港集团物流有限公司
4	山东京博物流股份有限公司
5	镇海石化物流有限责任公司
6	中外运化工国际物流有限公司
7	永泰运化工物流股份有限公司
8	中远海运物流供应链有限公司化工物流事业部
9	大连中化物流有限公司
10	新建美克顺捷供应链服务股份有限公司

来源：中物联，国金证券研究所

公司股权结构稳定，高管利益绑定。公司实际控制人陈永夫及其一致行动人公司员工持股平台永泰秦唐共持有37.12%股权，公司吸纳的外部团队领导者王巧玲、谈国樑共持有公司8.17%股权。同时多位公司董事、监事、高管、核心技术人员直接或间接持有公司股份，与实控人陈永夫约定为一致行动人，利益高度绑定。



图表3：公司股权结构稳定，实控人为陈永夫（截至 2023Q3）



来源：Wind，国金证券研究所

图表4：多名公司高管持有公司股权，利益绑定

姓名	持股比例 (%)	职位
王巧玲	5.78	永泰艾力客服部、航线部总经理、原青岛艾力国际物流有限公司总经理
谈国樑	2.39	永泰运研发中心总经理、永泰天极监事，原上海天极国际货物运输代理有限公司总经理
金萍	1.46	董事、业务管理中心高级经理，公司董事长兼总经理陈永夫妻子
罗建灿	1.34	业务管理中心高级经理
吴晋	1.00	监事会主席、永泰天极总经理
奚江	0.63	永泰天极业务部高级经理
周晓燕	0.63	副总经理、永泰艾力总经理、百世万邦总经理
宋磊	0.63	原监事会主席、业务管理中心高级经理
柏世星	0.21	永泰天极客服部高级经理
王琦	0.21	永泰天极业务部高级经理
奚冀周	0.21	永泰天极操作部总经理

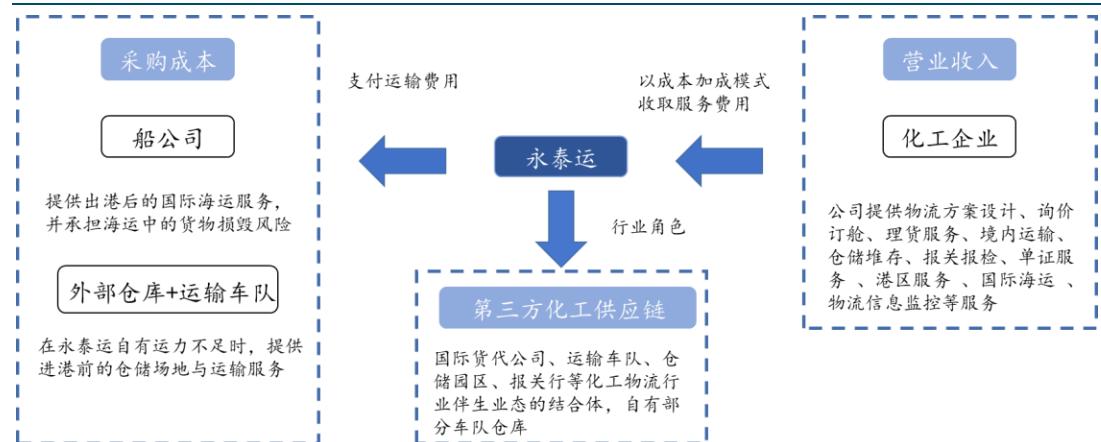
来源：Wind，国金证券研究所

1.2 以跨境化工物流供应链服务为主，2023年拓展供应链贸易服务

公司提供全链条的跨境化工物流服务。公司整合线下自有的国际化工物流服务团队、危化品仓库、危化品运输车队、园区化综合物流服务基地等内部服务资源和国际海运、关务服务、第三方仓储及车队等外部合作资源，通过“运化工”平台，提供包括物流方案设计、询价订舱、理货服务、境内运输、仓储堆存、报关报检、单证服务、港区服务、国际海运、物流信息监控等全链条跨境化工物流服务。公司上游行业主要为海运行业的船公司，下游行业主要为化工企业及其贸易商。



图表5：公司作为化工供应链企业，上下游分别为化工企业和船公司



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司通过“运化工”平台全链条跨境化工物流服务。“运化工”平台是公司在近二十年业务发展基础上，利用互联网、大数据等现代信息技术形成的一站式、可视化跨境化工物流供应链服务平台，平台包括智能运价系统、国际货代系统(FMS)、危化品仓储系统(WMS)、危化品车辆管理系统(TMS)、罐箱管理系统(ICMS)等模块，实现了跨境物流服务全流程的信息化打通和线下资源的垂直整合。

图表6：公司通过“运化工”平台全链条跨境化工物流服务

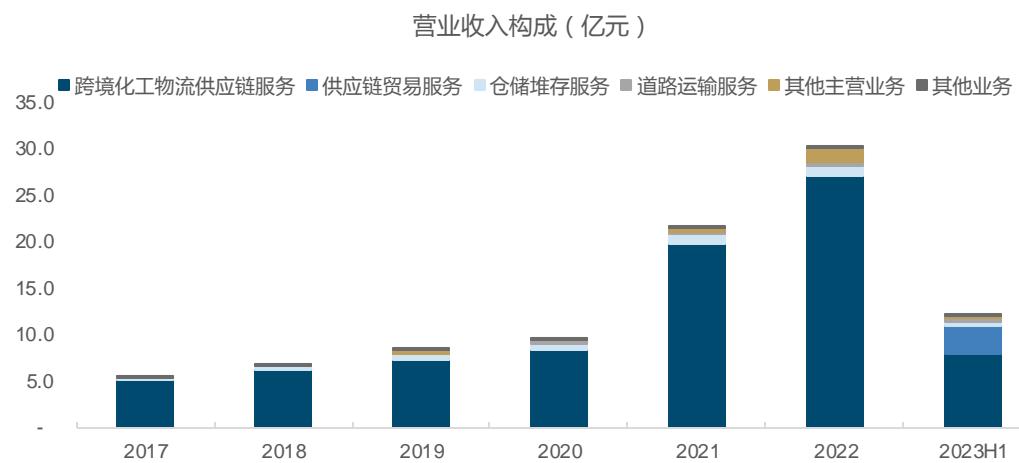


来源：公司官网，国金证券研究所

公司业务以跨境化工物流供应链服务为主。公司主营业务中，跨境化工物流供应链业务收入占公司收入比例在过去5年均为第一。除跨境化工物流供应链服务外，公司还利用自有仓库、运输车队以及其他物流资源，为客户提供仓储堆存、道路运输、供应链贸易等服务。经过多年发展，公司在江浙一带积累数千家客户，并于2023年针对已有客户开拓了供应链贸易业务，反哺公司传统的跨境化工供应链服务。2023H1，公司跨境化工业务收入占比是65%，供应链贸易业务占比是26%，仓储堆存业务占比是4%，道路运输业务占比是3%。

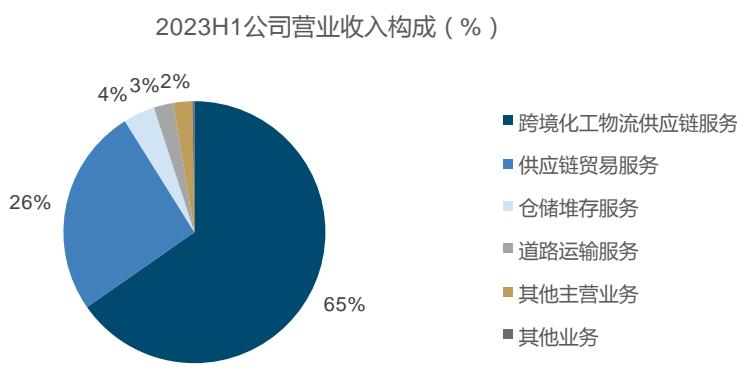


图表7：2021-2022年公司主营业务收入同比大幅增长



来源：Wind，国金证券研究所 备注：2023H1 公司将“供应链贸易服务”由原来的“其他”中拆分出来，变更后的分产品口径为：跨境化工物流供应链服务、仓储堆存服务、道路运输服务、供应链贸易服务、其他。

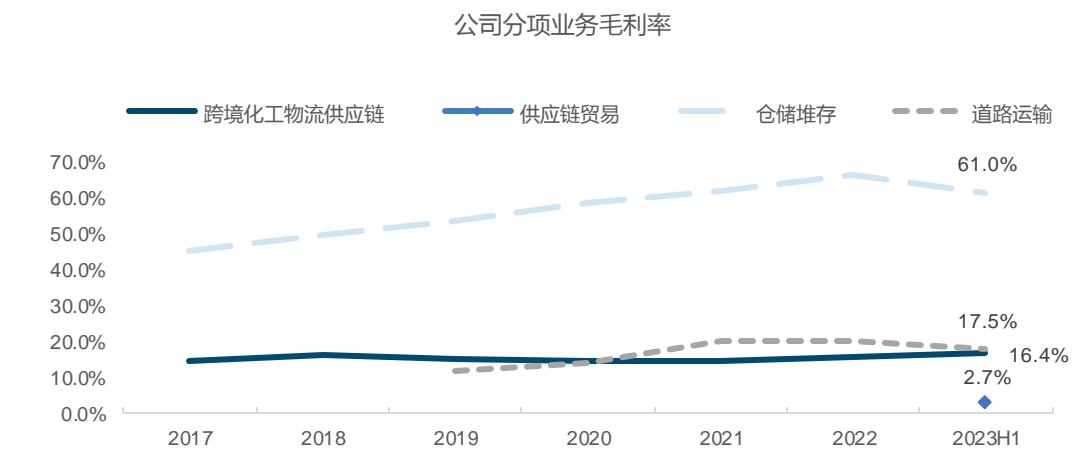
图表8：跨境化工物流供应链服务为公司第一大收入来源



来源：Wind，国金证券研究所

公司各业务盈利能力较为稳定。公司跨境化工物流业务采用成本加价的盈利模式，毛利率较为稳定，2023H1 达到 16.4%；同期仓储堆存业务毛利率达 61%，道路运输业务毛利率为 17.5%，而供应链贸易业务的毛利率为 2.7%，相对较低。

图表9：公司各项业务毛利率相对平稳



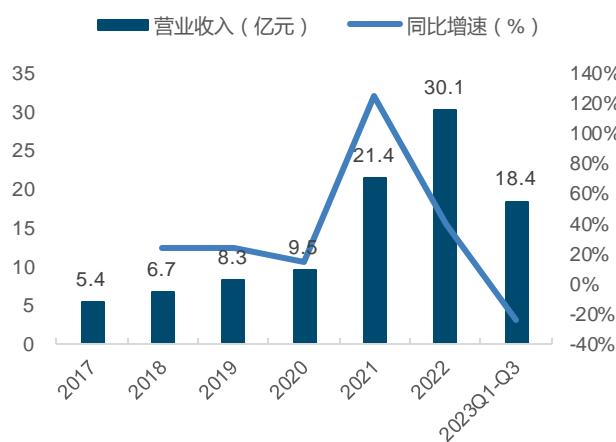
来源：Wind，国金证券研究所



1.3 2021-2022 年营收快速增长，盈利能力优于可比公司

营业收入与集运运价强关联。公司 2022 年营业收入达 30.1 亿元，同比增长 40%，2017-2022 年复合增速达 41.2%，主要系国际海运费价格高企；2023Q1-Q3 公司营收为 18 亿元，同比减少 24%，主要系国际海运费价格较 2022 年同期出现明显波动。

图表10：公司 2021-2022 年营业收入快速增长



图表11：2023 年国际海运费价格较 2022 年同期出现明显波动

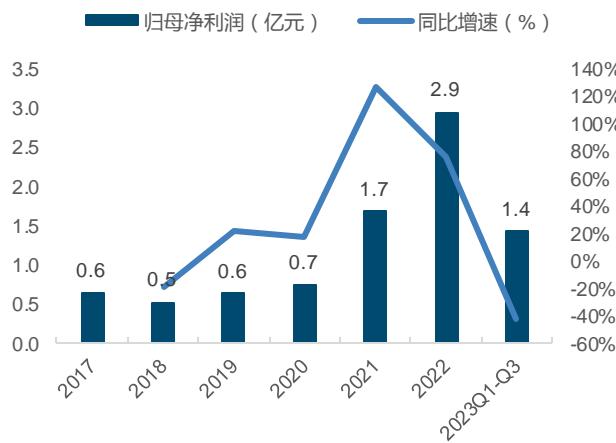


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

公司利润伴随收入而波动，利润率总体稳定。伴随收入变化，2022 年公司归母净利润达 2.9 亿元，同比增长 75.5%，2017-2022 年复合增长率达 35.4%。2023Q1-Q3 公司净利润为 1.4 亿元，同比下降 42%，主要源于海运价格下滑。公司利润率相对稳定，2023Q1-Q3 公司毛利率为 14.4%，净利率为 7.7%，主要系供应链贸易业务收入占比提升而毛利率较低。

图表12：公司 2021-2022 年净利快速增长



图表13：公司利润率总体稳定



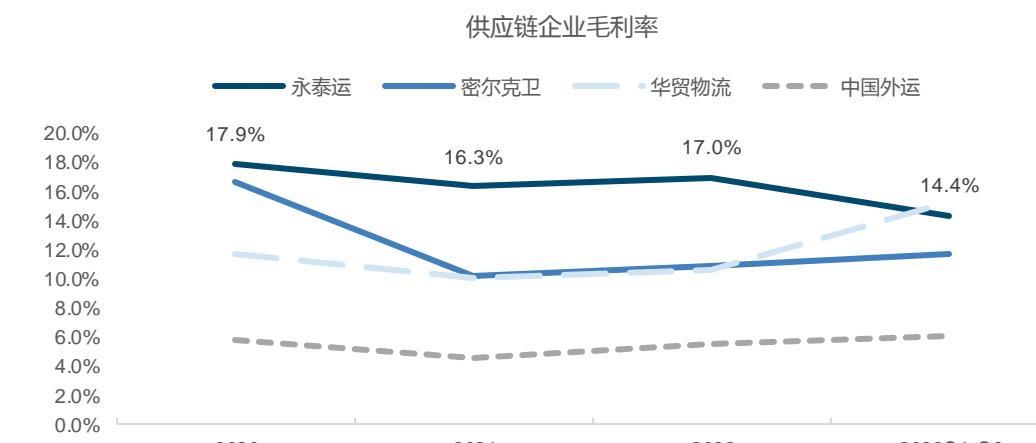
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

公司毛利率较可比公司更高，收入增速趋同。2020-2022 年，相较于其他跨境供应链公司，公司毛利率水平较高，主要原因有（1）化工品货代业务利润率高于其他货物，故公司毛利率高于华贸物流、中国外运；（2）公司客户以中小企业为主，议价权较高，毛利率好于密尔克卫。公司收入增速趋势与可比公司基本相同，2022 年收入增速较高。

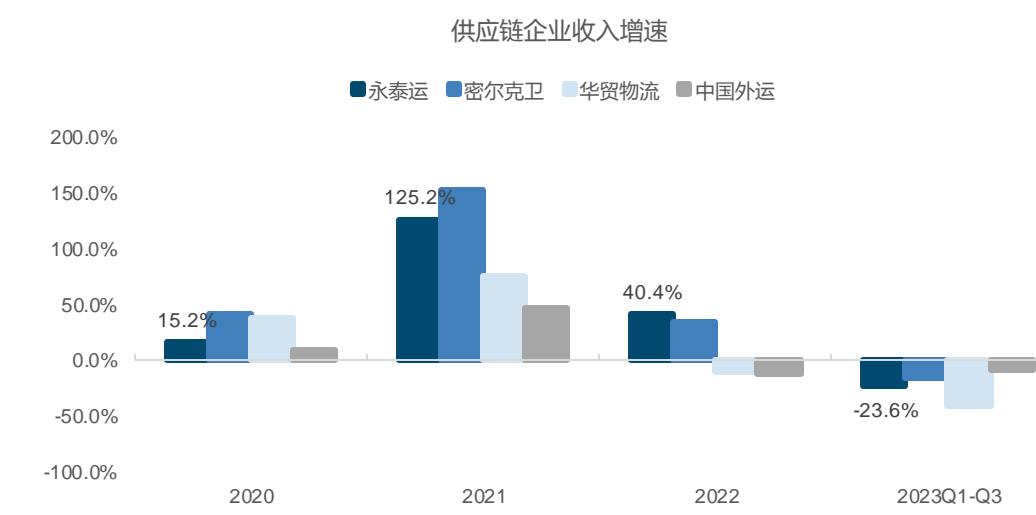


图表14：公司利润率在供应链企业中较高



来源：Wind，国金证券研究所

图表15：公司2022年营收增速较高



来源：Wind，国金证券研究所

二、化工物流市场：需求广阔，供给趋严

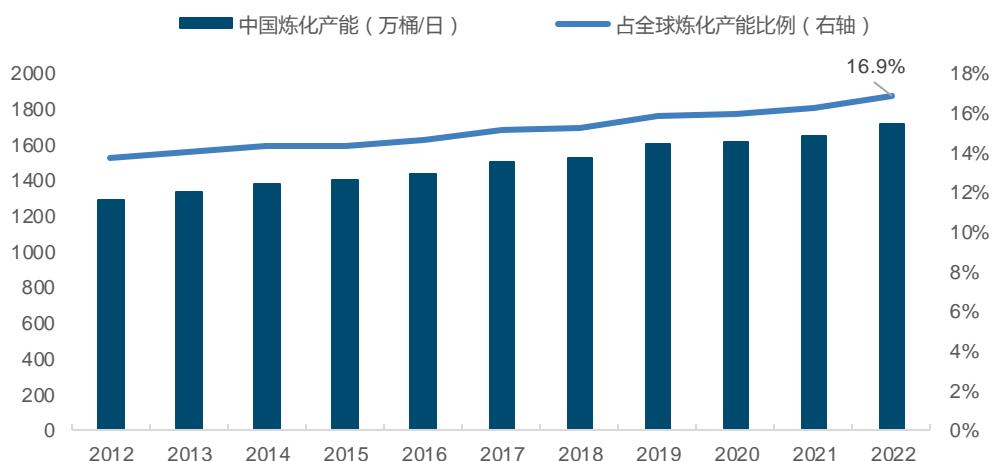
2.1 中国化工品市场快速增长，催生对化工物流的需求

国内石化产业快速发展，炼化产能占比持续提升。近年来，随着我国以炼化一体化建设开启石化产业提质升级，国内千万吨级大型炼厂数量不断增加，石油炼化能力快速提升。据OPEC数据显示，我国炼化能力由2012年的1296万桶/日增至2022年的1718万桶/日，年复合增速达2.9%。

中国炼化产能占全球炼化产能比例亦不断持续上升。全球石油化工行业经历了从技术更新到产地转移的巨大变化。1980年之前，美国、西欧以及日本是初级石油化工产品最主要的生产地；而目前，全球石化行业中占有重要地位的是北美、中东以及中国。2022年中国炼化产能占全球炼化产能比例达16.9%。



图表16：中国炼化产能占全球炼化产能比例亦不断持续上升

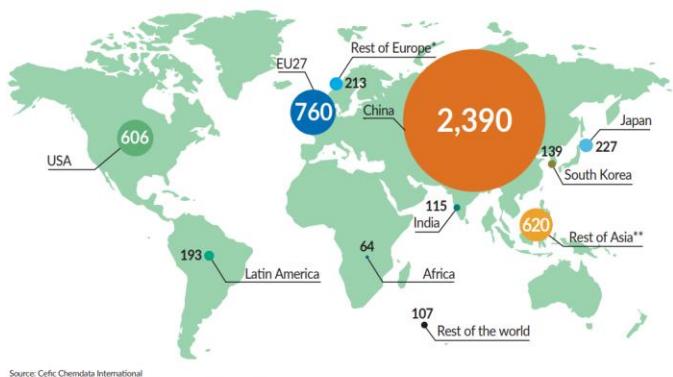


来源：OPEC，国金证券研究所

中国化学品出口需求旺盛。随着中国经济的快速发展，化工产业链不断完善，国内化工企业在全球化工市场地位愈发突出，根据欧洲化学工业理事会（CEFIC）数据，我国化学品市场份额由 2012 年的 31% 提升至 2022 年的 44%。中国化工企业全球竞争力不断增强，化工品出口额连续增长，由 2015 年的 1063 亿美元提升至 2022 年的 2470 亿美元。

图表17：中国在全球化工品销售市场份额占比为 44%

World chemical sales, 2022 (€5,434 billion)



来源：CEFIC，国金证券研究所

图表18：中国在全球化工品销售市场份额占比持续提升

化工品销售市场占全球比例



来源：CEFIC，国金证券研究所

图表19：中国化工品出口额连续增长

中国化工品进出口总额

■ 化工品进口额 (亿美元) ■ 化工品出口额 (亿美元)



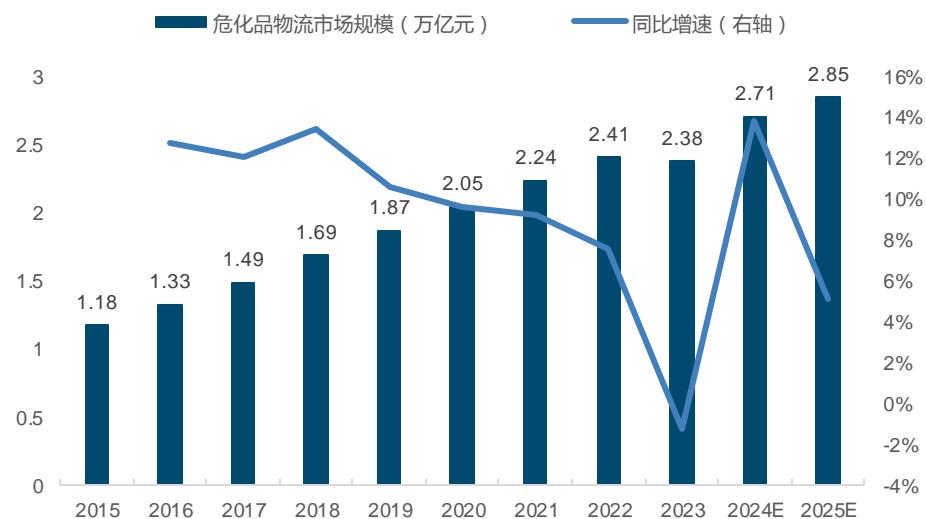


来源: Wind, 国金证券研究所

庞大的化工市场催生了对物流运输的需求。受益于石化产业的快速发展，我国危化品物流市场呈稳步增长态势，根据中国物流与采购联合会危化品物流分会，2023年我国危化品物流市场规模达2.38万亿元，预计至2025年危化品物流市场规模将增长至2.85万亿元。

危化品物流可分为化工企业自营物流和第三方物流。早年化工企业自建物流，随着近年部分化工物流头部企业的发展，越来越多的化工企业转向寻求和第三方物流公司合作，第三方渗透率持续提升，根据灼识咨询，境内第三方物流服务的渗透率为31.6%，据此，我们推算2023年中国危化品第三方物流对应市场规模超过7500亿元。

图表20：预计至2025年危化品物流市场规模将增长至2.85万亿元



来源: 中物联, 国金证券研究所

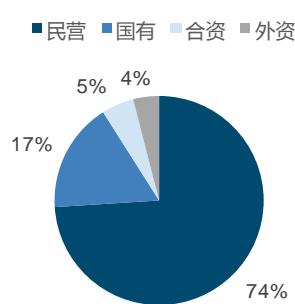
2.2 行业集中度较低，头部企业市占率提升空间大

行业格局分散，集中度低。目前我国化工物流行业由于危险品仓库和运输车辆的审批地域性导致企业地域分散割据，行业格局十分分散，格局呈现出小企业数量众多，行业集中度低的情况，且以民营企业为主。据中物联，2021-2022年度中国化工物流百强企业总营收为667亿元，同期危化品物流市场规模达2.24万亿元，若以第三方物流占比40%计算，CR100占比仅7%。

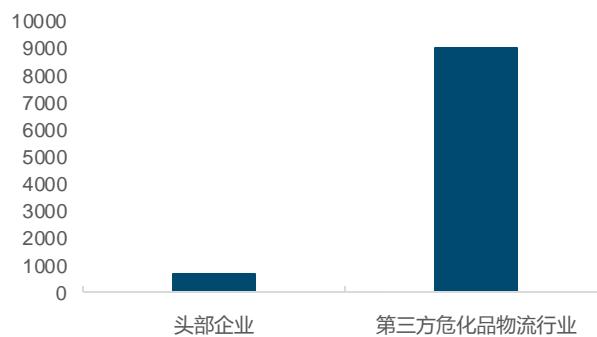
图表21：化工物流头部企业以民营为主

图表22：化工物流行业市场集中度低（2021年）

2021-2022年中国化工物流头部企业性质



总营收 (亿元)



来源: 中物联, 国金证券研究所

来源: 中物联, 国金证券研究所

近年来危化品事故多发。我国化工产品种类繁多且相当比例是危险品，理化特性各不相同、差异较大，由于我国化工物流企业普遍规模较小，信息化水平偏低，经营不规范的现象时有发生，导致存储、运输过程中容易造成人员伤亡和财产损失。近年来，危化品事故多发，包括不限于2015年天津港“8·12”特别重大火灾爆炸事故、2020年“6·13”温岭槽罐



车爆炸事故等。

图表23：近年危化品事故多发

时间	典型事故
2015	天津港“8·12”特别重大火灾爆炸事故
2016	非法化工厂“7·13”较大中毒窒息事故
2017	辽宁大连石化“8·17”火灾事故
2018	恒达科技“7·12”重大爆炸事故
2019	“3·21”响水化工企业爆炸事故
2020	“6·13”温岭槽罐车爆炸事故
2021	顺达新能源“1·14”中毒事故
2022	上海石化股份有限公司“6·18”乙二醇装置爆炸事故

来源：应急管理部，国金证券研究所

危化品物流行业监管趋严。为切实保障人民的生命和财产安全，保证化工产业的健康有序发展，近年来国家对于化工物流、特别是危化品物流行业的监管不断趋严。在2015年天津港爆炸、2019年响水爆炸事故后，仓储资质审批大幅趋严。从安全和环保角度，在已能基本满足本地区发展的情况下，政府将不会再新批建设。严监管将有利于已掌握优质资源的头部公司。

“退城入园”预计于2025年完成。2017年国务院办公厅印发《关于推进城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造的指导意见》，明确要求中小型企业存在重大安全隐患的大型企业搬迁改造，须在2020年底前完成；其他大型企业和特大型企业2020年底前全部启动搬迁改造，须在2025年底前完成。

化工产业快速园区化和集中化，促使小型、不规范的危化物流企业将被逐步被淘汰。新经济形势下，规模较大、资质齐全且管理规范的物流企业，可以利用规模经济，在网络覆盖、运力配置等方面发挥及时、安全、低成本优势。优质企业有望受益于行业集中度提升，通过并购整合来扩张网络和实现业务综合化和规模化，进一步提升市场影响力。

图表24：“退城入园”的背景下，中小企业将加速退场

地区	政策
湖北	2020年底前，全省将完成关改搬转化企345家，占总数的72%，2025年底前完成剩余的化企133家
江苏	关闭不符合安全生产标准、环保不达标、落后低端的企业与园区，2020年底前完成化工企业搬迁
浙江	2018年1月开始定搬迁实施方案，细化措施，2025年11月前完成化工企业搬迁
广东	中小型企业和存在重大安全隐患的大型企业2020年底前完成搬迁改造；其他大型企业和特大型企业2020年底前全部启动搬迁改造，2025年底前完成
吉林	中小型企业和存在重大安全隐患的大型企业2020年底前完成搬迁改造；其他大型企业和特大型企业2020年底前全部启动搬迁改造，2025年底前完成

来源：政府网站，国金证券研究所

三、坚持并购发展，规模有望增长

3.1 公司坚持并购发展，获取优质稀缺资源

行业监管趋严，头部企业纷纷并购实现扩张。鉴于近年来国家对于化工物流、特别是危化品物流行业的监管不断趋严，通过兼并收购的方式来迅速获取现存优质稀缺资源、快速抢占市场份额，成为行业内头部企业采用的主要扩张方式之一，公司亦不例外。



上市前后公司通过不断收购，实现业务扩张。上市前公司即通过连续收购永港物流、永港海安物流、喜达储运、百世万邦、凯密克等公司实现规模扩张。上市后公司坚持并购发展道路，并借助募集资金，陆续收购天津翰诺威、浙江嘉州、宁波甬顺安、绍兴长润、鸿胜物流、天津睿博龙等公司，进一步扩大仓储规模、车队规模及业务范围。

图表25：2022年上市以来公司坚持并购发展道路，获取稀缺资源

序号	收购时间	收购标的	收购比例	收购金额	主营业务	稀缺资源
1	2022年10月	永泰运(天津)化工物流有限公司(原天津瀚诺威)	永泰运持股100%	18,180.00万元	危险化学品仓储	危化品仓储资源：拥有资质齐备的甲、乙、丙类危险品仓库及办公楼建筑面积16,879.46 m ² , 戊类仓库及办公室建筑面积10,312.00 m ² ; 拥有《危险化学品经营许可证》
2	2022年10月	浙江嘉州供应链有限公司	永泰运持股51%	3,809.70万元	供应链管理服务	危化品仓库用地资源：土地国有建设用地使用权、专用化学产品用权39,983.30 m ² , 建筑物17,583.17 m ² ；商品销售、农药批发及零售等
3	2023年1月	宁波甬顺安供应链管理有限公司	永泰运持股100% (甬顺安持有千港80%股权、迅远30%股权、建运60%股权)	3,200.00万元	供应链管理服务	危化品运输资源：千港物流危险品运输车10辆, 宁波迅远危险品运输车44辆, 建运物流危险品运输车辆50辆和普通运输车7辆
4	2023年1月	浙江千港物流有限公司	甬顺安增持20%股	甬顺安以现金增资195.00万元	道路货物运输	危化品运输资源：拥有《危化品道路运输许可证》
5	2023年1月	宁波迅远危险品运输有限公司	甬顺安增持30%股	甬顺安以现金增资1,100.00万元	道路货物运输	危化品运输资源：拥有《危化品道路运输许可证》
6	2023年2月	绍兴长润化工有限公司	永泰运持股100%	5,000.00万元	化工产品(含危险化学品)的销售	危化品仓库用地资源：位于杭州湾上虞经济技术开发区、面积26,666m ² 的国有建设用地使用权拟建成2座甲类仓库(建筑面积分别为1,469m ² 、1,475m ²)，1座复配包装车间(建筑面积为1,277m ²)，1座电石仓库(建筑面积1,376m ²)，1座乙类仓库(建筑面积1,771m ²)、1座丙类仓库(建筑面积3,568m ²)、1座综合楼(建筑面积1,663m ²)，拟取得《危险化学品经营许可证》
7	2023年11月	鸿胜物流、鸿胜科技、新鸿胜化工	永泰运持股100%	11,200.00万元	专门从事危险品仓储、运输、甲类、丙类仓库合计3127平方米。鸿胜物流贸易等一体化服务	危化品仓储资源：新鸿胜化工在长沙市拥有衡阳分公司所有的位于湖南省衡阳市石鼓区松木工业园区内的用地上已规划并完成开发建设
8	2023年12月	天津睿博龙智慧供应链股份有限公司	永泰运持股60%	1,246.20万元	在化工、新能源领域为客户提供供应链综合解决方案	客户以巴斯夫、瀚森、瓦克化学、艾仕得、陶氏化学等大型跨国化工企业为主

来源：公司公告，国金证券研究所

公司通过并购获取优质资源，实现规模扩张。公司通过并购取得了资质齐备的稀缺危化品



仓储资源、运力资源和发展用地，完成了在宁波、嘉兴、上海、青岛、天津等国内主要化学品进出港口的物流服务网络布局。

借鉴海外，国际物流公司亦选择并购扩张道路。从欧美成熟的物流服务业发展历史来看，企业主要通过兼并收购等方式实现了规模和品牌的快速扩张，迅速建立起全球化物流网络，形成了如德迅、DHL、Schenker 等国际性综合物流服务公司。目前，国内现代物流业仍处于发展阶段，物流市场规范化、专业化不够，行业集中度有待提升。作为行业头部公司，公司有望复制国际巨头发展道路，整合行业优质资源，实现规模和业绩的持续扩张。

公司 2023Q4 参与鸿胜物流、鸿胜科技、新鸿胜化工的破产重整，完成对天津睿博龙的收购，以及拟参股江宸智能 8.7851% 股权，预计 Q4 陆续落地后有望进一步增加公司的资源及提高竞争力。

(1) 参与鸿胜物流、鸿胜科技、新鸿胜化工的破产重整

2023 年 3 月，公司公告拟以自有资金合计不超过 11,200.00 万元参与鸿胜物流、鸿胜科技、新鸿胜化工（以下合称“鸿胜物流等三公司”）的破产重整事项，有望获得上述公司 100% 股权和其持有的稀缺危化品经营资质及危化品仓库、危化品运输车辆、土地使用权等主要资产和权益。2023 年 11 月，公司公告关于参与鸿胜物流等三公司的破产重整项目完成股权过户并变更法定代表人。

通过本次重整，公司有望完成在长沙、衡阳的业务布局。房屋建筑物方面，新鸿胜化工在长沙市拥有甲类、丙类仓库合计 3127 平方米，鸿胜物流衡阳分公司所有的位于湖南省衡阳市石鼓区松木工业园区内的用地上已规划并完成开发建设，建设项目名称为化学品仓储物流中心，现已竣工验收，包括：①甲类仓库 769.10 平方米；②试剂库 269.60 平方米；③剧毒品库 269.60 平方米；④办公楼 3,349.30 平方米；⑤其他 313.12 平方米。土地使用权方面，鸿胜物流、鸿胜科技和新鸿胜化工共拥有 8 项土地使用权，合计面积 128,841.96 平方米。

图表26：新鸿胜化工已办理产权证的5项房屋建筑物

序号	房屋所有权人	权证号码	坐落	建筑面积 (m²)	层高
1	新鸿胜化工	望房权证铜字第 713006008 号	长沙市望城区铜官镇花实村甲类车间 0817407 栋	839.9	1 层
2	新鸿胜化工	望房权证铜字第 713006006 号	长沙市望城区铜官镇花实村甲类仓库 0817410 栋	744.56	1 层
3	新鸿胜化工	望房权证铜字第 713006004 号	长沙市望城区铜官镇花实村甲类仓库 0817409 栋	711.76	1 层
4	新鸿胜化工	望房权证铜字第 713006005 号	长沙市望城区铜官镇花实村丙类仓库 0817406 栋	1,670.72	2 层
5	新鸿胜化工	望房权证铜字第 713006007 号	长沙市望城区铜官镇花实村综合楼 0817408 栋	2,588.52	3 层

来源：公司公告，国金证券研究所

图表27：鸿胜物流、鸿胜科技和新鸿胜化工共8项土地使用权

序号	房屋所有权人	权证号码	坐落	面积 (m²)	期限
1	鸿胜物流	湘(2017)衡阳市不动产权第 0029312 号	衡阳市石鼓区松木工业园内	34,751.27	2011 年 8 月 11 日至 2065 年 5 月 9 日
2	鸿胜科技	望国用(2013)第 137 号	长沙市望城区书堂山街道何桥村、丁字湾街道兴城社区	56,194.00	2010 年 8 月 30 日至 2060 年 8 月 30 日
3	新鸿胜化工	望变更国用(2013)第 2713 号	长沙市望城区铜官街道花实村	33,244.74	2011 年 06 月 30 日至 2061 年 06 月 30 日
4	新鸿胜化工	望变更国用(2013)第 2714 号	长沙市望城区铜官街道花实村	1,035.12	2011 年 06 月 30 日至 2061 年 06 月 30 日
5	新鸿胜化工	望变更国用(2013)第 2715 号	长沙市望城区铜官街道花实村	792.71	2011 年 06 月 30 日至 2061 年 06 月 30 日



序号	房屋所有权人	权证号码	坐落	面积 (m²)	期限
6	新鸿胜化工	望变更国用(2013)第2716号	长沙市望城区铜官街道花实村	967.66	2011年06月30日至2061年06月30日
7	新鸿胜化工	望变更国用(2013)第2717号	长沙市望城区铜官街道花实村	927.98	2011年06月30日至2061年06月30日
8	新鸿胜化工	望变更国用(2013)第2718号	长沙市望城区铜官街道花实村	928.48	2011年06月30日至2061年06月30日

来源：公司公告，国金证券研究所

《湖南省“十四五”现代物流发展规划》指出，“十四五”期间，该省将以长沙、岳阳、衡阳、郴州等市为依托，利用铁路、陆路、水路“三纵五横”的骨干交通网络加快建设国家物流枢纽，推进长沙陆港型、岳阳港口型国家物流枢纽建设，衡阳申报建设陆港型、生产服务型、商贸服务型国家物流枢纽，融入国家物流枢纽联盟。

公司已于2022年12月于岳阳设立湖南永泰运化工物流有限公司（公司持股35%，当地国有股东持股65%），本次破资产重组完成后，公司同样将迅速完成在长沙、衡阳的业务布局，形成以岳阳、长沙、衡阳为关键节点、纵贯南北、串联东西的物流大通道，依托岳阳港优越的地理区位，辐射江西、湖北、广东等省份，并迅速在周边区域建立起较强的竞争壁垒，充分发挥标的资源的资源价值，取得良好的投资回报。

（2）完成对于天津睿博龙的收购

2023年8月，公司公告拟以现金1,246.20万元收购天津睿博龙60%股权。2023年12月，公司公告天津睿博龙已从全国中小企业股份转让系统退出，对应股权过户及工商变更登记手续已办理完毕，并取得相关部门换发的营业执照。

天津睿博龙客户资源丰富。天津睿博龙是一家在化工、新能源等多行业领域为客户提供供应链综合解决方案的现代物流服务公司，自成立以来一直专注于合同物流主业，客户以巴斯夫、瀚森、瓦克化学、艾仕得、陶氏化学等大型跨国化工企业为主。

本次收购有望支持公司华北地区业务发展。公司已于2022年10月完成收购天津瀚诺威100%的股权，取得其土地及仓储堆存资源。本次收购睿博龙60%股权，通过整合睿博龙合同物流板块、现有的大客户资源以及多年的行业服务经验，有利于公司进一步巩固并拓展环渤海地区业务市场，全面提升在全国范围内，尤其是华北及环渤海地区的产业布局，为提升公司合同物流板块综合服务能力提供有力资源支持。

（3）拟参股江宸智能8.7851%股权

2023年5月，公司公告拟参股江宸智能8.7851%股权。江宸智能主要从事新能源汽车动力总成、新能源汽车动力电池、智能制造等自动化装配检测生产线，以及新能源汽车换电站的研发、制造。江宸智能积累了较为丰富的技术研发和生产管理经验，并与国内知名整车企业吉利集团、蔚来汽车以及动力电池企业建立了良好的合作关系，优质的客户资源使得其在开发新的新能源客户中具有良好的背书效应，具备在快速突破部分客户市场的能力。

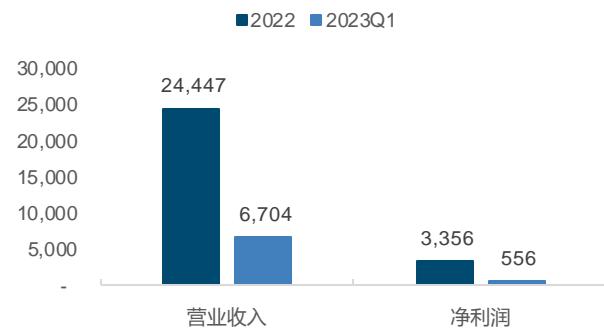
一方面，投资将有利于公司借助标的公司迅速拓展新能源相关领域的优质客户资源，充分利用自身在物流供应链服务领域的行业定位、品牌效应及丰富经验，进一步拓宽新能源供应链服务领域，增强客户粘性；另一方面，标的公司在新能源领域具有丰富的技术研发经验，可为公司新能源供应链业务的物流网络布局提供有力技术支撑，进一步丰富公司物流网络的服务内容与服务范围，增强公司新能源供应链业务的综合竞争实力。



图表28: 2022 年江宸智能营业收入达 2.4 亿元, 净利润达 3356 万元

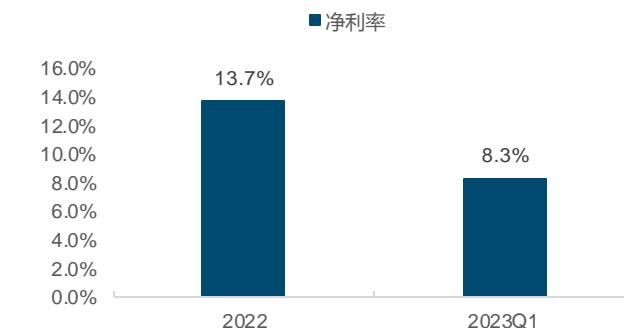
图表29: 2022 年江宸智能净利率达 13.7%

江宸智能收入及利润 (万元)



来源：公司公告，国金证券研究所

江宸智能净利率



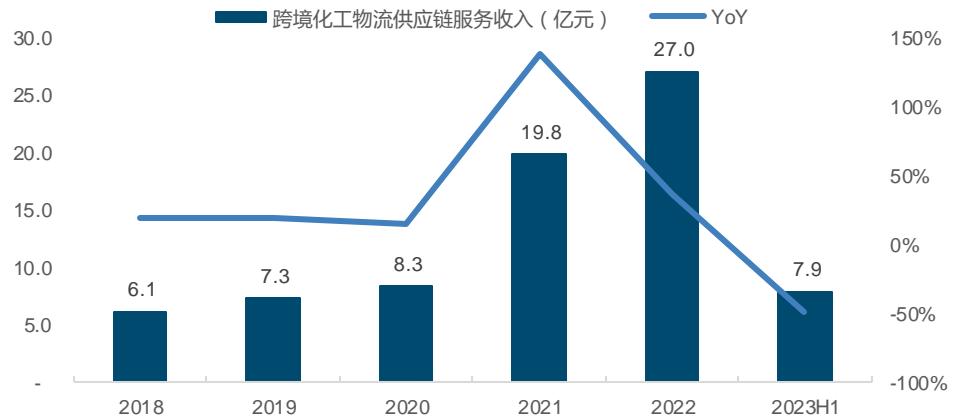
来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 跨境化工物流“以量补价”，预计收入将稳定增长

公司以国际货代业务起家，至今跨境化工供应链物流业务仍为公司第一大收入来源。公司总体上采用成本加成的定价方式，海运成本作为公司最主要的成本，其价格变化是公司跨境化工物流供应链服务收入单价的最重要影响因素之一。

国际海运价格显著影响公司跨境化工物流收入。2021年下半年至2022年上半年，随着疫情后国际海运运力持续紧张，国际海运价格维持高位。在成本加成的定价方式下，公司跨境化工物流供应链服务收入及单箱收入、单箱毛利水平随之上升，2019-2022年公司单箱毛利由1472元增长到3616元。2023H1伴随集运运价的下降，公司单箱毛利降至1916元，仍高于2019年水平。

图表30: 伴随海运价格上涨，公司跨境化工供应链服务收入持续增长



来源：公司公告，国金证券研究所



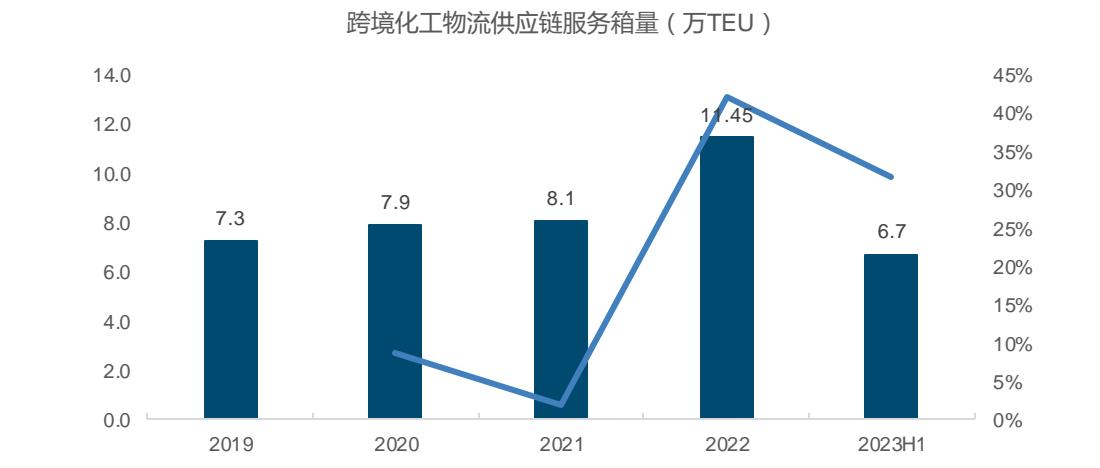
图表31：2021-2022年公司货代业务单箱收入及毛利大幅增长



来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

“以量补价”，公司箱量增长将带动收入恢复。过去几年的持续并购后，公司不断获取优质运输和仓储资源，并支持跨境化工物流箱量水平大幅提升。预计伴随陆续收购的永泰运天津（2.7万平米危化品仓库、10.1万平米仓储用地资源）、宁波甬顺安（111辆运输车辆）、绍兴长润化工（2.7万平米仓储用地资源）的产能释放，未来公司箱量有望持续增长，以量补价带动收入增长。

图表32：公司跨境化工供应链服务箱量持续增长



来源：公司公告，国金证券研究所

天津港逐步放开危化品种类。自2015年“812”天津港事故以来，危化品运输业务受到管制，直至2017年11月，天津港恢复第8-9类危险品作业。2022年6月8日，交通运部安全委员会下发的《交通运输部安全委员会关于扎实做好夏季危险货物港口作业安全工作的通知》中明确：统筹发展和安全，督促天津港于6月底前安全有序放开部分2-6类危险货物港口作业，推动畅通危险品运输通道。

公司在天津已有业务布局，将获益于天津港进一步开放。待安全监管稳定后，天津港危险货物品种有望进一步放开，部分从青岛出的船会转向天津港，而公司已在天津有仓储布局，有望增加相关业务量。

图表33：危险品1-9类分级

类别	危险品
第1类	爆炸品 (IMO CLASS 1)
第2类	压缩气体和液化气体 (IMO CLASS 2.1 / 2.2 / 2.3)
第3类	易燃液体 (IMO CLASS 3)
第4类	易燃固体、自燃物品和遇湿易燃物品。 (IMO CLASS 4.1 / 4.2 / 4.3)



类别	危险品
第 5 类	氧化剂和有机过氧化物 (IMO CLASS 5.1 / 5.2)
第 6 类	毒害品和感染性物品 (IMO CLASS 6.1 / 6.2)
第 7 类	放射性物品 (IMO CLASS 7)
第 8 类	腐蚀品 (IMO CLASS 8)
第 9 类	杂类、海洋污染物 (IMO CLASS 9)

来源：《危险货物品名表》(GB 12268-2012)、《危险货物分类和品名编号》(GB 6944-2012)，国金证券研究所

预计未来公司单箱毛利可持续超过 2019 年。背后的原因为：(1) 规模效应：公司客户集中度低于同行，客户以民营企业为主，上市成功叠加箱量增长，公司议价能力提升；(2) 网络效应：公司 2022 年以来陆续开拓了天津、青岛等新资源，综合运营效率获得提升。

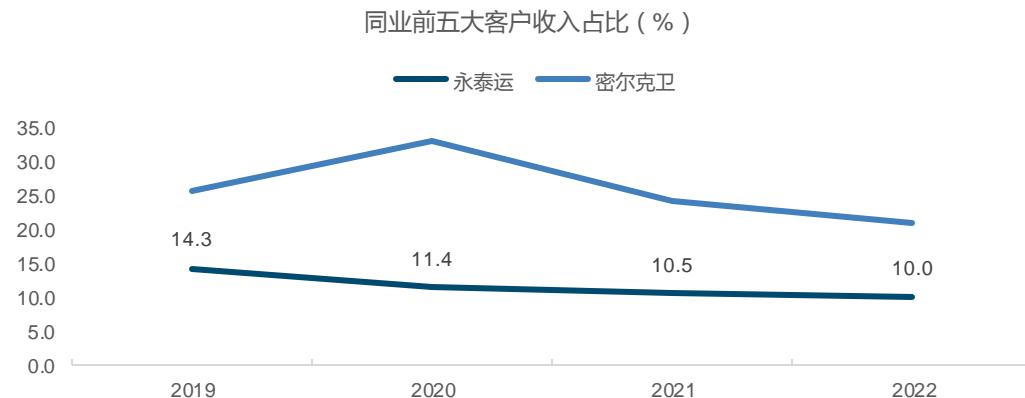
公司客户群体以中小化工生产企业、化工品贸易商为主。公司所服务的产品以精细化工品为主，主要包括氟化工产品、消防器材、农药、酮类、酯类、醋酸类。2019-2022 年公司前 5 大客户占公司营收份额分别为 14.3%/11.4%/10.5%/10.0%，占比逐年下降，低于同业可比公司密尔克卫。

图表34：公司主要客户多为中小化工生产企业

排名	客户名称	主营业务	位置	合作年限	2021 年占公司营收份额 (%)
1	中国中化集团	化肥内贸经营，化工产品的研发、生产和销售等	全国性	12 年	2.79
2	河南得锡化工有限公司	化工产品的进出口，主要产品为酮类，酯类，醋酸类，表面活性剂，溶剂等	河南	8 年	2.42
3	REDEAGLE INTERNATIONAL LLC	化工品、农药等产品的进出口贸易	/	4 年	2.04
4	浙江永和制冷股份有限公司及同一控制下公司	氟化学产品的研发、生产、销售，主要产品包括氟碳化物单质、混合制冷剂、含氟高分子材料及其单体等	浙江	16 年	1.64
5	中宇化集团有限公司	制冷剂、农药等产品的生产、销售	浙江	16 年	1.6
6	浙江金科日化原料有限公司及同一控制下公司	化工产品的研发、生产、销售，主要产品为过碳酸钠、四乙酰乙二胺等	浙江	7 年	
7	Djibouti-Chemical SAS	溴、溴化钠、氯化钾等的生产与销售	/	5 年	
8	大连创泰国际贸易有限公司	制冷剂、化工制剂及消防器材等出口销售	大连	12 年	
9	浙江巨化股份有限公司及同一控制下公司	主要业务为基本化工原料、食品包装材料、氟化工原料及后续产品的研发、生产与销售	浙江	11 年	
10	滨化集团股份有限公司及同一控制下公司	有机、无机化工产品的生产、加工与销售，主要产品为烧碱、环氧丙烷、三氯乙烯等	山东	6 年	
合计					10.50

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表35：公司前五大客户收入占比低于同业





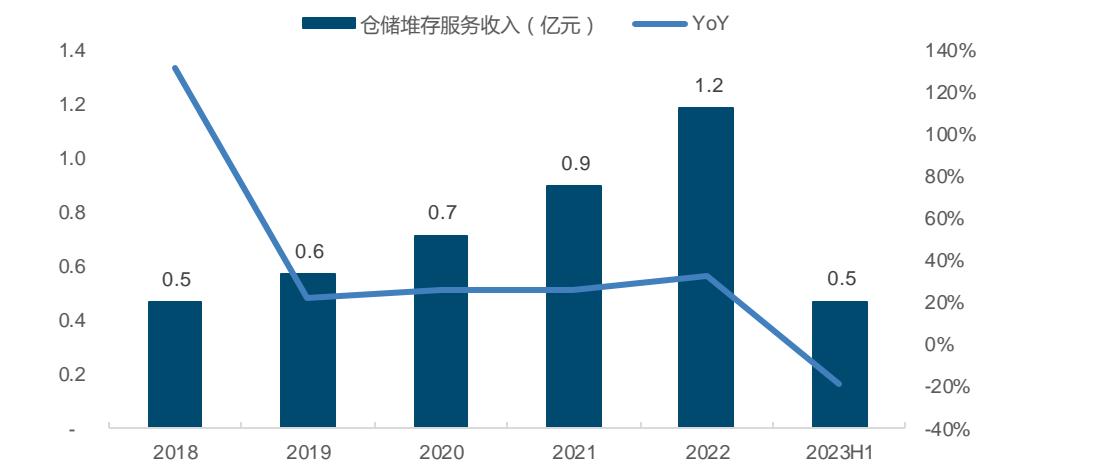
来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 伴随产能释放，仓储及运输业务亦将稳步增长

(1) 公司仓储业务有望持续增长。

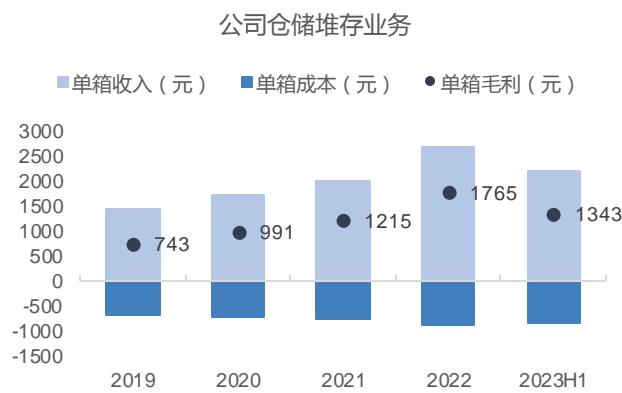
过去几年公司仓储堆存业务收入持续增长。得益于单箱收入的提升，以及箱量的小幅增长，公司仓储堆存业务的收入从 2018 年的 0.5 亿元增长至 2022 年的 1.2 亿元，2018–2022 年复合增速为 26%。

图表36：公司仓储业务收入稳定增长



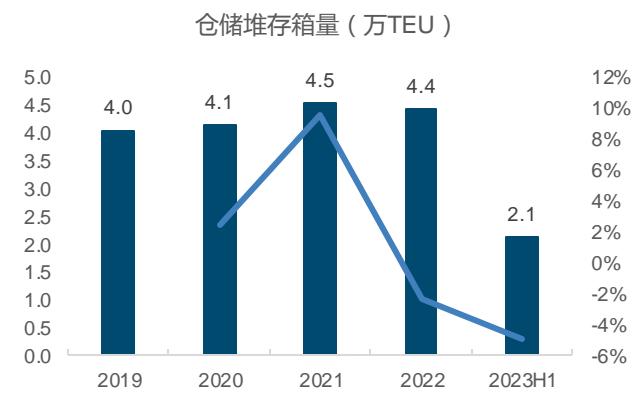
来源：公司公告，国金证券研究所

图表37：公司仓储堆存业务单箱收入持续增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表38：2019–2022 年公司仓储堆存业务箱量小幅增长



来源：公司公告，国金证券研究所

公司仓储扩展空间巨大。截至目前公司在宁波、上海、嘉兴、天津等地区拥有约 7.5 万平方米资质齐全、地理位置优越的自有化工品仓库及集装箱堆场。此外，公司还拥有近 30 万方仓储/设施性质的可用土地，土地资源充分，仓储扩展空间巨大，未来仓储业务收入有望持续增长。



图表39：公司化工品仓储资源



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表40：公司运营自有仓库达 7.5 万方，以甲乙类库为主

序号	所有权人	地区	仓库类型	建筑面积（平方米）
1	永港物流	宁波	甲类仓库、丙类仓库	5,378
2	永港物流	宁波	丙类仓库	11,637
3	喜达储运	上海	甲类仓库、乙类仓库、戊类仓库	13,547
4	嘉兴海泰	嘉兴	甲类仓库	250
5	嘉兴海泰	嘉兴	乙类仓库、丙类仓库	6,896
6	永港物流	宁波	危险货物集装箱堆场	10,226
7	永泰运天津(原天津瀚诺威)	天津	甲类仓库、乙类仓库、丙类仓库	27,251
合计				75,186

来源：公司招股说明书、公司公告，国金证券研究所

注：国家标准《建筑设计防火规范》 GB 50016—2014 对储存物品的火灾危险性做了定性或定量的分类原则规定，将仓库的火灾危险性划分为甲类、乙类、丙类、丁类和戊类五大类别，可以储存物品的火灾危险性依次降低。

图表41：公司仓储或类似性质土地储备近 30 万方

序号	权利人	坐落	用途	面积（平方米）
1	永港物流	宁波	仓储用地	19,947
2	永港物流	宁波	仓储用地	16,730
3	永港物流	宁波	仓储用地	2,616
4	永港物流	宁波	工业用地	20,651
5	嘉兴海泰	嘉兴	公共设施用地	39,770
6	嘉兴海泰	嘉兴	公共设施用地	19,065
7	嘉兴海泰	嘉兴	仓储用地	12,551
8	喜达储运	上海	工业用地	33,507
9	永港物流	宁波	工业用地	6,248
10	永泰运天津(原天津瀚诺威)	天津	仓储用地	101,478
11	绍兴长润化工	绍兴	仓储用地	26,666
合计				299,227

来源：公司招股说明书、公司公告，国金证券研究所

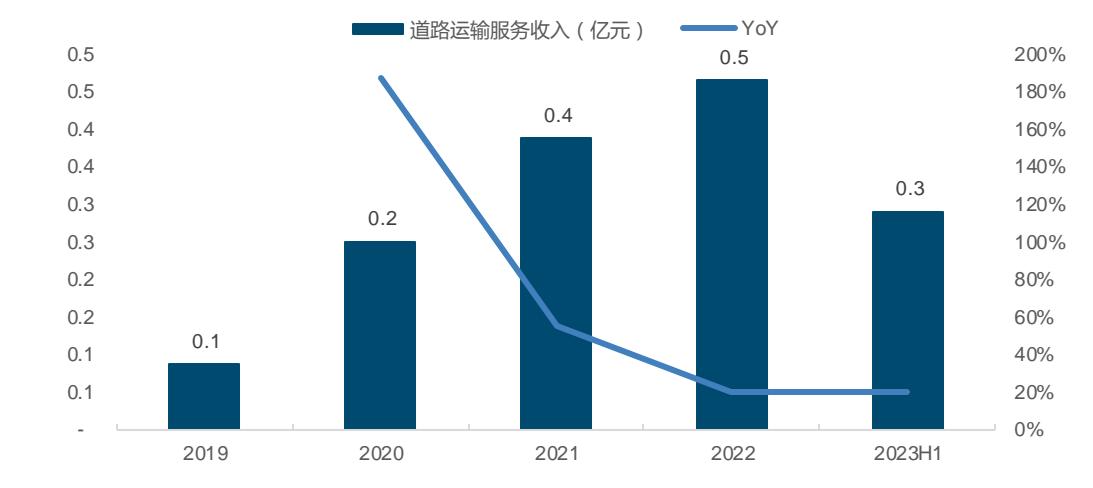


(2) 运输业务有望持续增长。

公司自 2019 年开始布局化工品运输业务板块，主要由公司全资子公司凯密克、控股子公司嘉兴海泰开展，目前在宁波、嘉兴地区拥有重型半挂牵引车 85 辆、重型集装箱半挂车 96 辆，配有齐全的营运资质，可配合客户的出运需求、承运人船期及码头的进出港安排，进行提箱、还箱、进出港等，此外，凯密克作为专业的危化品运输车队，也承担了宁波港的危险品集装箱疏港运输业务。

过去几年公司道路运输业务收入亦持续增长。得益于单箱收入的小幅提升，以及箱量的持续增长，公司道路运输业务的收入从 2019 年的 0.1 亿元增长至 2022 年的 0.5 亿元，2019–2022 年复合增速为 75%。

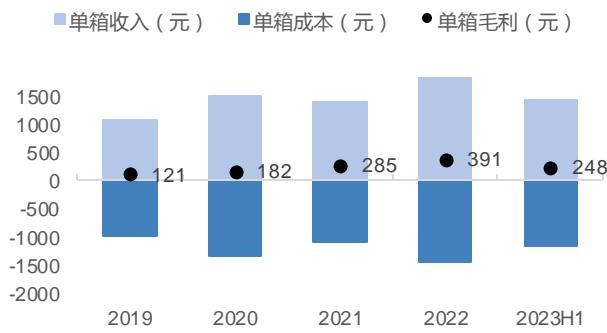
图表42：公司运输业务收入稳定增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表43：公司道路运输业务单箱收入小幅增长

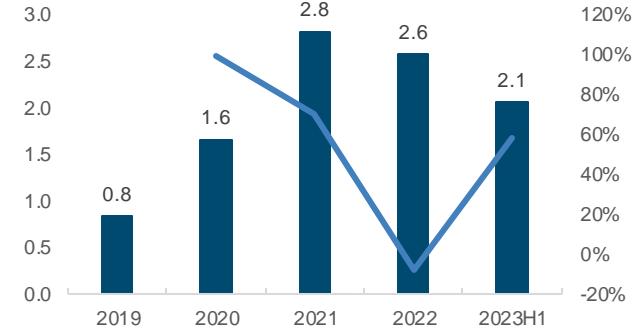
公司道路运输业务



来源：公司公告，国金证券研究所

图表44：公司道路运输业务箱量持续增长

道路运输箱量 (万TEU)



来源：公司公告，国金证券研究所

2023 年 1 月公司通过收购将甬顺安、千港物流、建运物流、宁波迅远纳入合并范围，其中千港物流拥有危险品运输车 10 辆，宁波迅远拥有危险品运输车 44 辆，建运物流拥有危险品运输车辆 50 辆和普通运输车 7 辆。

收购快速解决了公司现有道路运输运力不足的问题，公司得以整合宁波舟山港港区服务的危险品道路运输运力，以自主可控的基础物流服务资源更好地服务客户，为客户提供全链条跨境化工物流服务，同时运输资源的增长有助于公司持续扩大道路运输业务的收入。

3.4 增值业务有望带来额外收入利润增长

(1) 公司深入产业链，提供化学品复配分装业务。

2023 年 2 月，公司公告拟收购绍兴长润 100% 股权，绍兴长润持有浩彩源 100% 股权。收购绍兴长润 100% 股权后，公司将间接获得浩彩源拥有的位于杭州湾上虞经济技术开发区、

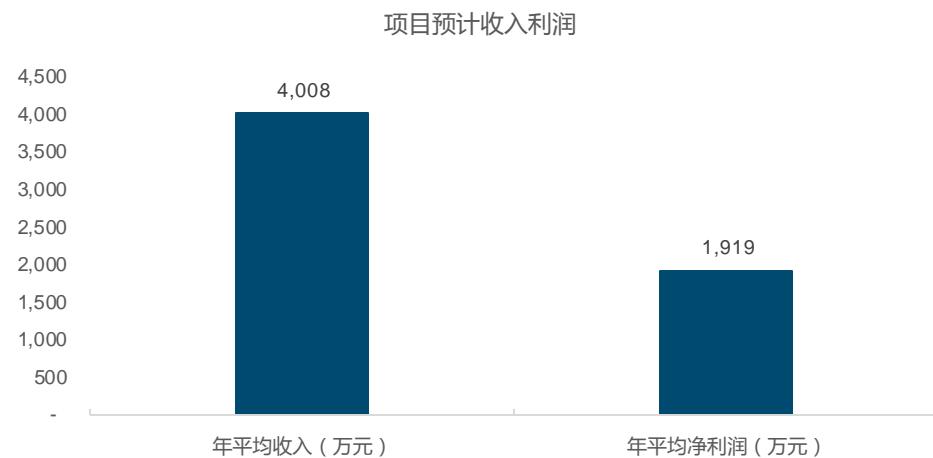


面积 26,666.00 平方米的国有建设用地使用权及在标的资产上建设相关建设项目的权益，并规划逐步建成甲、乙、丙类危化品仓库及配套建筑物。

其中，公司拟使用 5,000 万元向全资子公司绍兴长润增资，绍兴长润再对其全资子公司绍兴市上虞浩彩源新材料有限公司增资，用于实施募投项目“年产 8,000 吨化学品复配分装及配套储存项目”。募投项目整体达到预定可使用状态的时间预计为 2024 年 9 月。化学品复配分装业务有望提升公司仓储业务环节的竞争力，增加额外收入和利润来源。

根据投资估算和财务经济评价结果，“年产 8,000 吨化学品复配分装及配套储存项目”总投资为 10,137.50 万元，其中：建设投资 10,030.00 万元；铺底流动资金 107.50 万元；项目建设期为 12 个月。项目建成达产后预计可实现年平均营业收入 4,008.17 万元，年平均净利润 1,918.58 万元，税后内部收益率 19.48%，静态投资回收期 5.85 年（含建设期）。

图表45：项目预计可实现年平均营业收入 4,008.17 万元，年平均净利润 1,918.58 万元



来源：公司公告，国金证券研究所

(2) “退城进园”背景下，公司提供园区化综合物流服务。

园区化综合物流服务是化工生产安全环保监管趋严、化工产业“退城进园”背景下诞生的新型物流服务模式。我国化工园区起步于上世纪 90 年代，2000 年以后呈快速发展势头，主要由经济开发区、高新区、工业园区衍变而来。当前我国经济正处于转型升级的关键时期，安全、环保趋严使得化工企业“退城入园”的进程加速。

据中国石化联合会统计，截至 2019 年底，全国重点化工园区或以石油和化工为主导的产业园区共有 676 家，其中国家级 57 家，省级 351 家，地市级 268 家，其中以长三角地区的化工园区发展水平最高，涌现出了一批以上海、宁波、南京为代表的年产值超过五百亿的化工园区，不同园区之间发展水平参差不齐，配套设施不健全，安全环保隐患大等问题仍然存在。

为解决目前化工园区存在的问题，国家和地方政府大力引导化工园区向环保、安全、智慧的方向发展，国务院发布的《物流业发展中长期规划（2014-2020 年）》中强调推进专业类物流园区的建设，工信部于 2015 年 12 月印发的《关于促进化工园区规范发展的指导意见》提出，要加强园区信息化基础设施建设，鼓励园区建立物流公共服务平台，设置园区危险化学品车辆专用停车场、洗车场，实行限时限速行驶，随后江苏、山东、陕西等地也纷纷发布了相关政策。

公司与嘉兴市国资委下辖的嘉兴滨海控股集团有限公司合资设立了嘉兴海泰，为中国化工新材料（嘉兴）园区提供包括危化品车辆停放、危化品应急仓库、箱罐清洗、维修和检测服务、车辆维修和检测服务等综合性物流服务，该模式被当地政府部门所认可，作为园区化综合物流服务的推广示范基地。未来，公司有望将该模式推广至其他库区，进一步增厚收入和利润。



图表46：嘉兴海泰物流服务基地



来源：招股说明书，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

预计公司保持业务规模持续扩张，2023 年海运价格仍然承压，受红海局势影响 2024 年海运价格有望同比上行。预计公司 2023-2025 年营收分别为 24 亿元、41 亿元、50 亿元，同比分别-21%、+72%、+21%。

其中，2023-2025 年：

- 1) 预计 2023-2025 年跨境化工物流供应链服务业务营收分别为 14.4 亿元、28.4 亿元、33.5 亿元，同比分别-47%、+98%、+18%。其中，2024 年受红海局势影响，海运价格相对较高，2023-2025 年预计单箱收入先升后降，增速分别为-60%、+50%、-10%；
- 2) 预计 2023-2025 年供应链贸易收入分别为 6.2 亿元、8.2 亿元、10.7 亿元，同比分别+100%、+32%、+31%；
- 3) 预计 2023-2025 年仓储堆存收入分别为 1 亿元、1.6 亿元、2.2 亿元，同比分别-19%、+65%、+38%；
- 4) 预计 2023-2025 年道路运输收入分别为 0.6 亿元、0.9 亿元、1.4 亿元，同比分别+28%、+58%、+47%。

图表47：公司收入假设

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	8.3	9.5	21.4	30.1	23.7	40.8	49.5
_{yyo}		15%	125%	40%	-21%	72%	21%
跨境化工物流供应链服务（亿元）	7.3	8.3	19.8	27.0	14.4	28.4	33.5
_{yyo}		15%	138%	36%	-47%	98%	18%
年操作箱量（万TEU）	7.3	7.9	8.1	11.5	15.2	20.1	26.3
_{yyo}		9%	2%	42%	33%	32%	31%
单箱收入（元/TEU）	9989	10552	24582	23567	9427	14140	12726
_{yyo}		6%	133%	-4%	-60%	50%	-10%



	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
供应链贸易服务(亿元)					6.2	8.2	10.7
yoy						32%	31%
仓储堆存服务(亿元)	0.6	0.7	0.9	1.2	1.0	1.6	2.2
yoy		25%	25%	32%	-19%	65%	38%
年操作箱量(万TEU)	4.0	4.1	4.5	4.4	4.2	6.6	8.7
yoy		2%	9%	-2%	-5%	57%	32%
单箱收入(元/TEU)	1411	1727	1978	2681	2279	2392	2512
yoy		22%	15%	36%	-15%	5%	5%
道路运输服务(亿元)	0.1	0.2	0.4	0.5	0.6	0.9	1.4
yoy		187%	55%	20%	28%	58%	47%
年操作箱量(万TEU)	0.8	1.6	2.8	2.6	4.1	6.1	8.6
yoy		99%	70%	-9%	60%	50%	40%
单箱收入(元/TEU)	1052	1517	1385	1817	1454	1527	1603
yoy		44%	-9%	31%	-20%	5%	5%
其他主营业务(亿元)	0.3	0.2	0.3	1.4	1.5	1.6	1.7
yoy		-39%	61%	366%	5%	5%	5%
其他业务(亿元)	0.03	0.04	0.04	0.04	0.1	0.1	0.1
yoy		7%	23%	-2%	50%	5%	5%

来源: Wind, 国金证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年毛利率分别为 14%、14.7%、14.9%，分业务看：

- 1) 考虑公司成本加价盈利模式，海运价格较高时毛利率较低，反之亦然，预计 2023-2025 年跨境化工物流供应链服务毛利率分别为 16.4%、16%、16.2%；
- 2) 公司于 2023 年开展供应链贸易业务，参考 2023H1 该业务毛利率水平，预计 2023-2025 年毛利率维持在 2.7%；
- 3) 参考 2023H1 毛利率水平，预计 2023-2025 年仓储堆存业务毛利率维持在 61%；
- 4) 参考 2023H1 毛利率水平，预计 2023-2025 年道路运输业务毛利率维持在 17.5%。

图表48：公司毛利率假设

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	17.6%	17.9%	16.3%	17.0%	14.0%	14.7%	14.9%
跨境化工物流供应链服务	14.7%	14.4%	14.1%	15.4%	16.4%	16.0%	16.2%
供应链贸易服务					2.7%	2.7%	2.7%
仓储堆存服务	53.4%	58.4%	61.4%	65.8%	61.0%	61.0%	61.0%
道路运输服务	11.5%	13.9%	19.8%	20.1%	17.5%	17.5%	17.5%
其他主营业务	15.7%	23.4%	19.1%	5.5%	4.3%	4.3%	4.3%
其他业务	66.1%	37.8%	39.5%	45.1%	51.9%	51.9%	51.9%

来源: Wind, 国金证券研究所

预计 2023-2025 年销售费用率、研发费用率保持稳定，伴随收入规模上升和收购后协同效应释放，管理费用率逐年降低。

图表49：公司费用率假设

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率(%)	2.1%	1.7%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用率(%)	4.1%	2.7%	2.5%	3.2%	2.8%	2.6%
研发费用率(%)	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%



来源: Wind, 国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

首次覆盖给予“买入”评级。预计公司 2023–2025 年归母净利润分别是 1.8 亿元、3 亿元、3.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.72 元、2.89 元、3.54 元。参考行业平均估值，给予公司 2024 年 11 倍 PE，对应目标价 32.25 元。

图表50：可比公司估值比较（市盈率法）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
603713	密尔克卫	40.91	2.63	3.68	3.78	4.94	5.85	16	11	11	8	7
002930	宏川智慧	15.81	0.61	0.49	0.74	1.02	1.28	26	32	21	16	12
603128	华贸物流	7.07	0.64	0.68	0.61	0.72	0.84	11	10	12	10	8
601598	中国外运	5.51	0.50	0.55	0.54	0.57	0.60	11	10	10	10	9
平均数								16	16	14	11	9
001228	永泰运	23.81	2.15	2.83	1.72	2.89	3.54	11	8	14	8	7

来源: Wind, 国金证券研究所 注: 股价日期为 2024 年 1 月 31 日。

五、风险提示

运价超预期回落风险。集运综合指数 CCFI 于 2022 年初达 3588 点峰值；随着供应链逐步恢复与欧美需求疲软，截至 2024 年 1 月 28 日，CCFI 指数较 2022 年初高点回落 61%。若运价持续快速下跌，将对公司经营业绩造成直接的影响。

化工行业波动风险。公司主要从事化工品货代、仓储、运输及交易业务，与化工行业密切相关。如果国内炼化能力扩张不达预期或欧洲能源价格快速回落抹平中欧化工品价差，将对化工行业造成不利影响，进而可能对公司的经营业绩造成直接的影响。

安全运营风险。化工品具有易燃、易爆及易腐蚀等特性，若公司未来出现安全方面的问题，可能面临巨额赔偿或重要客户流失的风险，从而对公司的经营造成重大不利影响。

政策监管风险。公司所处行业受政策严格监管，若监管趋严，可能限制公司的战略规划与发展，对公司生产经营造成不利影响。若监管放开，市场竞争进一步加剧，可能存在公司竞争优势被削弱，市场份额及盈利能力下降的风险。

并购整合不及预期风险。公司近年主要通过并购方式实现规模扩张，若未来并购项目落地整合不及预期，储备土地建造工程进程缓慢，将影响公司业绩表现。



附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	952	2,145	3,012	2,369	4,079	4,954
增长率	125.2%	40.4%	-21.3%	72.2%	21.5%	
主营业务成本	-782	-1,794	-2,500	-2,039	-3,479	-4,214
%销售收入	82.1%	83.7%	83.0%	86.0%	85.3%	85.1%
毛利	171	351	512	331	600	740
%销售收入	17.9%	16.3%	17.0%	14.0%	14.7%	14.9%
营业税金及附加	-2	-3	-5	-7	-12	-15
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-20	-36	-57	-47	-82	-99
%销售收入	2.1%	1.7%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-39	-57	-76	-76	-114	-129
%销售收入	4.1%	2.7%	2.5%	3.2%	2.8%	2.6%
研发费用	-2	-3	-4	-5	-8	-10
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润(EBIT)	108	253	369	196	384	487
%销售收入	11.4%	11.8%	12.3%	8.3%	9.4%	9.8%
财务费用	-14	-10	30	17	-17	-30
%销售收入	1.5%	0.4%	-1.0%	-0.7%	0.4%	0.6%
资产减值损失	-2	-21	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	7	3	3	4
%税前利润	0.0%	0.5%	1.6%	1.2%	0.8%	0.7%
营业利润	101	232	418	245	400	490
营业利润率	10.6%	10.8%	13.9%	10.4%	9.8%	9.9%
营业外收支	-2	3	-1	0	0	0
税前利润	99	235	417	245	400	490
利润率	10.4%	11.0%	13.9%	10.4%	9.8%	9.9%
所得税	-25	-60	-111	-66	-100	-123
所得税率	25.5%	25.6%	26.5%	27.0%	25.0%	25.0%
净利润	74	175	307	179	300	368
少数股东损益	-1	7	13	0	0	0
归属于母公司的净利润	74	168	294	179	300	368
净利率	7.8%	7.8%	9.8%	7.6%	7.4%	7.4%

资产负债表（人民币百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	93	222	713	659	748	679
应收账款	234	500	451	552	950	1,154
存货	2	11	5	6	11	13
其他流动资产	23	20	128	681	765	702
流动资产	352	753	1,297	1,898	2,475	2,548
%总资产	38.9%	57.2%	59.3%	56.8%	56.7%	52.3%
长期投资	30	28	69	69	69	69
固定资产	198	199	340	702	1,054	1,396
%总资产	21.9%	15.1%	15.5%	21.0%	24.1%	28.6%
无形资产	309	310	444	540	634	727
非流动资产	552	565	891	1,447	1,892	2,326
%总资产	61.1%	42.8%	40.7%	43.2%	43.3%	47.7%
资产总计	903	1,318	2,189	3,345	4,367	4,874
短期借款	153	180	110	474	1,068	1,252
应付账款	129	305	226	859	988	966
其他流动负债	25	54	74	47	76	93
流动负债	307	539	410	1,379	2,133	2,311
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	16	24	37	63	61	59
负债	323	563	447	1,442	2,194	2,370
普通股股东权益	543	711	1,635	1,796	2,066	2,397
其中：股本	78	78	104	104	104	104
未分配利润	181	343	581	742	1,012	1,343
少数股东权益	38	45	107	107	107	107
负债股东权益合计	903	1,318	2,189	3,345	4,367	4,874

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.953	2.151	2.832	1.724	2.889	3.542
每股净资产	6.971	9.122	15.738	17.289	19.889	23.077
每股经营现金净流	1.334	1.871	2.554	1.856	0.495	3.105
每股股利	0.000	0.000	0.300	0.172	0.289	0.354
回报率						
净资产收益率	13.67%	23.58%	17.99%	9.97%	14.52%	15.35%
总资产收益率	8.21%	12.71%	13.44%	5.35%	6.87%	7.55%
投入资本收益率	10.76%	19.76%	14.46%	5.87%	8.73%	9.59%
增长率						
主营业务收入增长率	15.21%	125.20%	40.44%	-21.34%	72.15%	21.46%
EBIT增长率	24.81%	133.51%	46.18%	-47.03%	96.14%	26.95%
净利润增长率	16.77%	125.77%	75.55%	-39.12%	67.55%	22.60%
总资产增长率	10.26%	45.92%	66.02%	52.84%	30.53%	11.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	77.5	59.5	54.2	54.2	54.2	54.2
存货周转天数	0.8	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
应付账款周转天数	51.3	41.9	35.1	150.0	100.0	80.0
固定资产周转天数	74.9	32.7	40.2	60.6	39.9	35.9
偿债能力						
净负债/股东权益	10.34%	-5.64%	-37.53%	-12.35%	12.42%	20.89%
EBIT利息保障倍数	7.8	26.4	-12.2	-11.6	23.0	16.2
资产负债率	35.71%	42.72%	20.43%	43.12%	50.24%	48.62%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	3	8
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



扫码获取更多服务

公司深度研究

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究