

► **业内稀缺一体化供应链解决方案领军企业, 下游优质客户增厚公司业绩弹性。**公司长期聚焦服务于消费电子、新能源汽车、新材料、消费品和半导体等重点行业, 为众多行业龙头客户提供量身定做的一体化制造业物流解决方案。2024 年公司“**电子信息业务+新能源汽车业务**”营收占总营收比重为 **96.1%**。**下游客户方面**, 公司长期服务于多家世界 500 强和中国 500 强制造业企业客户。并打造“**产品-运营-客户**”三位一体的服务体系, 客户粘性较强, 助力公司巩固和拓展市场份额, 实现持续稳健发展, **2020-2024 年公司营业收入 CAGR 为 11.3%**。**优质客户为公司业绩提供弹性支撑**, 公司主要客户联想集团 FY2025Q1-3 个人电脑和智能设备业务实现营收 **387.20 亿美元**, **同比增长 13.4%**。

► **具备复制业务核心能力, 经营韧性较强。**2023 年 12 月, 公司与重庆瑞驰签订增资协议, 布局新能源商用车供应链赛道, 公司通过复制核心能力实现横向业务扩张, 有效对冲业务风险。2024 年公司新能源 L 客户业务收入同比减少 4.3 亿元, 虽然 24 年公司新增新能源汽车客户 S (重庆) 和 V (安徽) 的业务有效缓和了部分营收下滑压力, 但公司整体业绩仍小幅承压。**营收方面**, 2024 年营收同比下滑 9.74%, **在扣除 L 客户因素之后, 物流服务板块营收保持增长, 凸显公司的经营韧性; 盈利能力方面**, 2024 年公司毛利率和净利率分别为 **25.11% 和 18.64%**, 分别较 2023 年全年提升 **2.46pct 和 2.47pct**, 实现向上修复。

► **布局半导体 AMHS 业务, 构筑公司第二增长极。**公司长期重视机器人和人工智能等新技术在物流领域的应用, 拥有十余年丰富的自动化和智能化设计、生产和运营经验。**1) 公司收购昆山盟立, 布局半导体 AMHS 业务。**2023 年 12 月, 公司收购整合昆山盟立, 业务拓展至物流机器人与设备制造领域, 增强公司在物流装备自动化领域的综合实力, **2024 年公司半导体物流装备及自动化业务实现营收 1.4 亿元**, 具备较大发展潜力, 有望成为公司第二增长极。**2) AMHS 市场空间广阔, 国产化率提升空间大**, AMHS 系统已成为芯片厂晶圆的生产过程不可或缺的部分, 其极大地提升了工厂的自动化程度和整体生产效率。据集微网数据, 2023 年 AMHS 国产化率仅 5%。赛迪顾问预计 2025 年全球和中国大陆地区 AMHS 市场规模分别为 39.2 亿美元和 81.5 亿元。

► **投资建议:** 公司为业内稀缺跨行业一体化供应链解决方案提供商, 综合物流服务业务基本盘稳固, 半导体物流装备及自动化业务有望成为公司第二增长极。我们预计公司 2025-2027 年实现营收 18.3/20.1/22.0 亿元, 归母净利润分别为 3.3/3.8/4.2 亿元, EPS 分别为 1.44/1.64/1.84 元, 当前股价对应 PE 分别为 15/13/12 倍。**首次覆盖, 给予“推荐”评级。**

► **风险提示:** 下游制造业行业下行风险, 客户集中度较高风险, 新业务开展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,650	1,828	2,007	2,197
增长率 (%)	-9.7	10.8	9.8	9.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	293	331	377	424
增长率 (%)	4.4	13.0	13.9	12.3
每股收益 (元)	1.27	1.44	1.64	1.84
PE	17	15	13	12
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 5 月 8 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格:

21.18 元



分析师 黄文鹤

执业证书: S0100524100004

邮箱: huangwenhe@mszq.com

分析师 张骁瀚

执业证书: S0100525020001

邮箱: zhangxiaohan@mszq.com

目录

1 综合性物流解决方案提供者	3
1.1 一体化供应链解决方案商，逐步完善产业链条	3
1.2 股权结构稳定，实控人持有公司 42.9%的股权	4
1.3 盈利能力实现向上修复，凸显公司经营韧性	6
1.4 智能仓储打造业务底盘：涵盖制造供应链全领域，打造智慧仓储定制服务	9
2 业内稀缺跨领域物流解决方案能力，下游优质客户粘性较强	12
2.1 从消费电子到新能源汽车，具备跨行业复制业务能力	12
2.2 下游行业需求稳健增长，绑定优质客户增厚弹性空间	13
3 布局半导体 AMHS 业务，构筑公司第二成长曲线	16
3.1 重视科技领域研发投入，布局半导体 AMHS 业务为业绩贡献新增量	16
3.2 AMHS 市场空间广阔，国产化率提升空间大	17
4 盈利预测与投资建议	24
4.1 盈利预测假设与业务拆分	24
4.2 估值分析	26
4.3 投资建议	26
5 风险提示	27
插图目录	29
表格目录	29

1 综合性物流解决方案提供者

1.1 一体化供应链解决方案商，逐步完善产业链条

公司为制造业生产性物流的提供方与智改数转平台的运营者，提供集运输、仓储、关务和其他增值服务为一体的综合性生产性物流解决方案。

2011年，公司成立，注册资本500万元，完成华东、华南、西南区域布局，获江苏经信委“省重点物流企业”。

2012年，引进战略投资机构，增资至1000万，智能仓储战略启动，合肥自动化仓储上线，泰国子公司成立，获全国优秀报关企业。

2013年，增资至5000万，获“省高新技术企业”、“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”。

2014年，中国香港元朗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“省智慧物流示范企业”。

2017年，增资至1亿元，切入售后供应链服务领域。

2018年，德国子公司成立，越南办事处成立，中国香港元朗2号恒温恒湿仓投入使用。

2019年，获中国物流与采购联合会“科技进步奖一等奖”，岳阳子公司成立。

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1.3亿元，越南子公司成立。

2023年10月，公司拟收购整合昆山盟立公司，同年12月完成收购，业务拓展至物流机器人与设备制造领域，增强公司在物流装备自动化领域的综合实力。

图1：海晨股份历史沿革

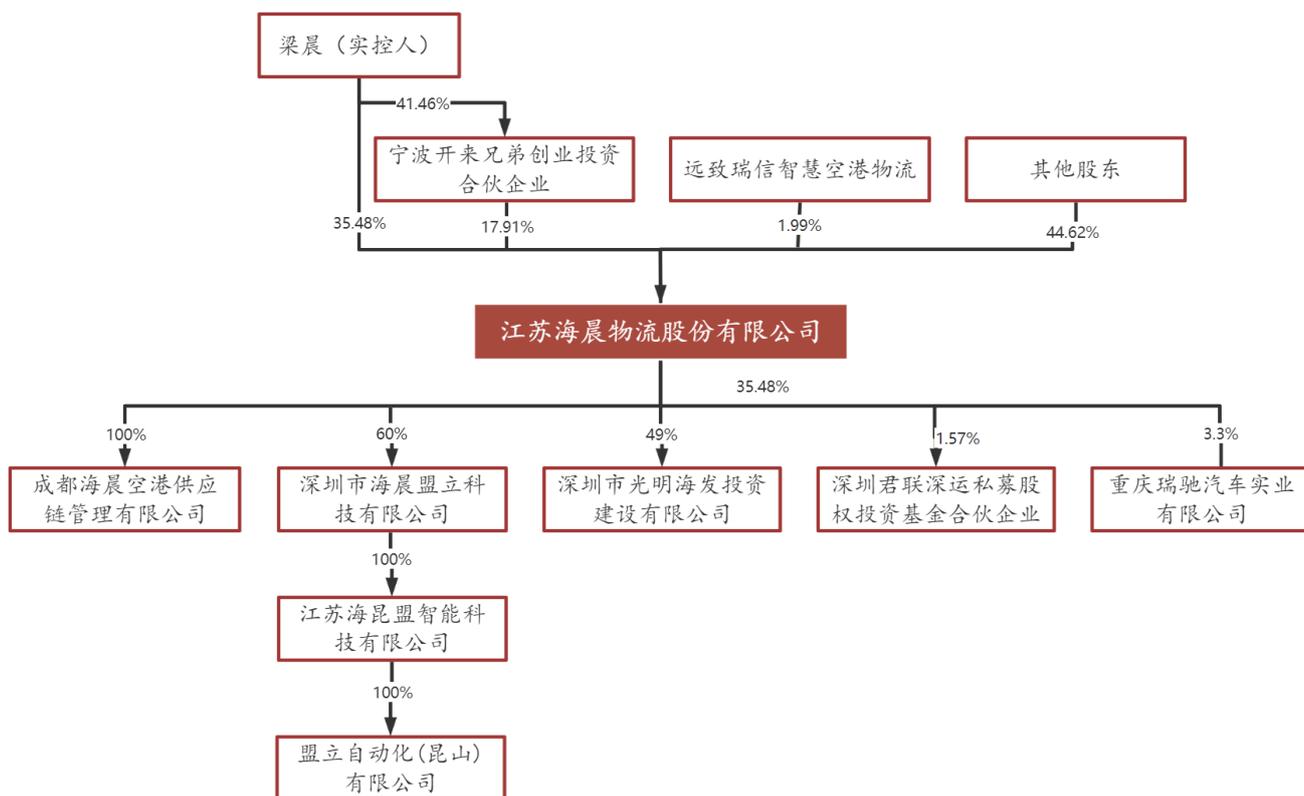


资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

1.2 股权结构稳定，实控人持有公司 42.9%的股权

梁晨为公司实际控制人，担任董事长兼总经理，截止 2024 年末，共计持有海晨股份 42.9%的股权，公司股权结构稳定。

图2：截至 2024 年末海晨股份股权结构图



资料来源：iFinD，民生证券研究院

公司为制造业企业提供物流自动化集成并运维，2020 年上市后，公司通过整合原有业务，形成了包括制造业生产性物流服务业务、物流装备及机器人产品业务和自动化及集成业务三大业务板块的产业格局。

1) **制造业生产性物流服务**：公司物流业务专注于生产性物流服务，通过运用精益管理和物流科技，形成了贯穿于企业生产前、生产中、生产后各供应环节的综合服务体系，已成为了国内制造业生产性物流的主要企业之一。主要业务板块包括制造中心服务板块以及国内外物流服务板块。

图3：海晨股份制造业生产性物流服务业务板块

业务板块	业务名称	业务模式
制造中心服务	原材仓储	对品类繁杂、属性众多的原材分类施策，精准作业，降低库存成本，缩短交付周期。
	厂内物流	通过系统与客户工厂排产计划无缝对接，按生产工单和节拍配送，实现精准快速供料上线，并可选配齐套分拣服务。
	成品发货	将下线成品汇流后按属性进行分门别类管理，按照客户发货计划、路径和订单进行分拣、整备、发货。
	保税维修	为3C电子等品牌企业提供返修产品维修服务，通过制定标准化维修流程，运用完善的维修技术，帮助客户降低售后成本，保证维修良品率。
	增值服务	为品牌企业客户提供质量检测、预组装、包装、二次包装、贴标、合格证、说明书、证书申领、合规认证等服务。
国内与国际物流服务	干线及短驳运输	公司干线运输网络覆盖全国多个中心城市，结合适配短驳运输网络和自营仓储网络，为客户提供快速、精准、安全的长短途门到门整车及零担运输服务。
	出口集拼	为客户提供出口集拼解决方案，通过实时物流计划，综合海、陆、空、铁等运输方式，规划到库集结或直发口岸等不同物流路径，实现成本与时效的最优平衡。
	循环取货	按客户计划时间和路线对多家供应商进行混合装载运输，以实现多频次、小批量的平准化订单供货。
	关务服务	通过提供进口报关、报检服务，联运财产保险，货物全程跟踪，代收代检等增值服务。
	国际物流	为客户提供国际货运代理、清关代理、贸易代理、海外仓储、售后逆向物流、备品维修等各类型国际物流服务。

资料来源：海晨股份公告，民生证券研究院

2) 物流装备及机器人产品：公司主要产品包括在半导体及液晶面板 AMHS 领域的天车、无人搬运车、举升机、智能存储柜等；在物流和零售智能装备领域的穿梭车、提升机、轨道式密集货架等。公司在以上领域具备整体解决方案能力。

图4：海晨股份物流装备及机器人产品业务板块

业务板块	业务名称	业务模式
半导体及显示面板行业	天车	将半导体晶圆盒搬运运输至各制程设备间的空中车辆传输机器人。
	无人搬运车	用于在洁净室区域内生产设备站点与存储设备间晶圆载具的传送机器人。
	举升机	在芯片生产过程中，对晶圆载具进行垂直上下料及传送的自动装卸运输装置。
	智能存储柜	半导体晶圆盒和光罩盒自动化储存柜。
	物料控制系统	对整个晶圆生产物料传输过程进行控制和管理的软件系统。
物流、电商及零售等行业	栈板型穿梭车	物流自动化系统中，用于执行往复输送栈板上货物任务的智能车辆。
	料盒型穿梭车	物流自动化系统中，用于执行往复输送料盒中货物任务的智能车辆。
	自动仓储和检索系统	储存和检索的自动化系统，通过使用各种机械、电气和计算机控制技术实现，被广泛应用于如工业制造、物流中心、分销和零售等场景。
	制造执行系统	帮助企业主动收集及监控制造过程中所产生的生产资料，以确保产品生产品质的应用软件。

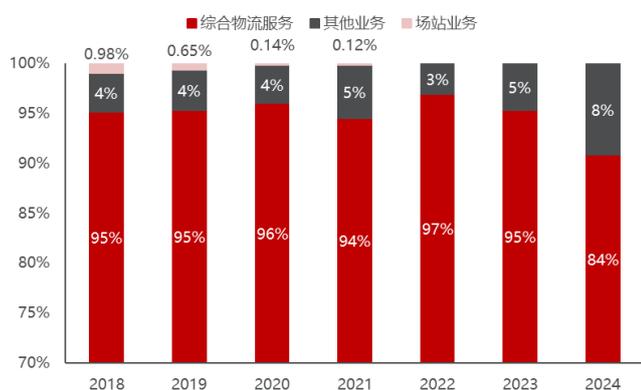
资料来源：海晨股份公告，民生证券研究院

3) 自动化及集成业务：公司依托多年生产性物流管理经验,能够为制造企业提供全流程物流自动化解决方案，包括规划、设计、开发、实施、维护等整体集成服务，为客户提供交钥匙工程。

1.3 盈利能力实现向上修复，凸显公司经营韧性

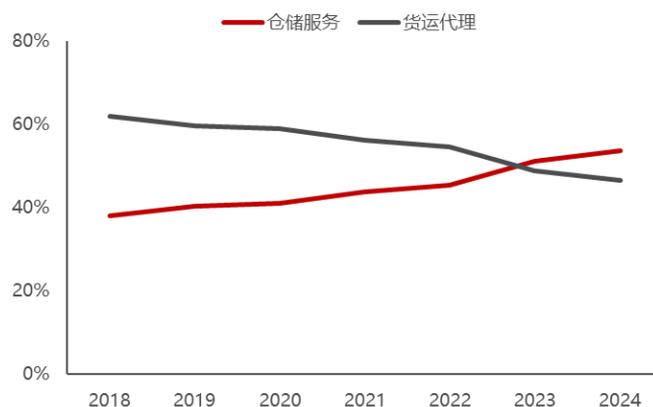
综合物流服务为公司营收主力，其中仓储服务营收占比稳步提升。综合物流服务为公司营收主力，2022-2024 年营收贡献分别为 96.94%、95.33%、83.87%，其中货运代理业务 2022-2024 年营业收入为 9.52、8.52、6.43 亿元，毛利为 2.59、2.33、1.79 亿元，仓储业务营收占总营收比例持续提升，2022-2024 年业务营收为 7.93、8.91、7.41 亿元，占总营收比分别为 45%、51%、54%。

图5：2018-2024 年海晨股份各业务营收占比 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：2018-2024 年综合物流服务营收占比 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

2024 年营收同比下滑 9.74%，在扣除 L 客户因素之后，物流服务板块营收保持增长，凸显公司的经营韧性。2020-2023 年公司营业收入分别为 10.74、14.68、18.00、18.28 亿元，同比分别+16.68%、+36.66%、+22.67%、+1.55%。**2024 年实现营收 16.50 亿元，同比-9.74%，2020-2024 年 CAGR 为 11.3%。**2024 年公司在面临复杂国内外环境和单一客户不利影响因素下，充分体现了公司的经营韧性。在扣除 L 客户因素之后，公司生产物流服务板块收入同比+0.7 亿元，保持增长态势。**2025Q1 公司实现营收 4 亿元，同比持平。**

近年来营业收入有所波动的主要原因：

1) 2021 年新能源汽车市场崛起，3C 电子行业高景气度，市场需求增强。

2021 年新能源汽车市场需求旺盛，公司扩大了相关供应链物流服务范围，新能源汽车服务业务收入同比+194.60%，成为营业收入重要增长点。3C 电子行业保持高增长，带动供应链物流需求上升。公司与主要客户的合作加深，服务范围扩大，IT 消费电子行业收入同比+33.64%。

2) 2022 年新能源汽车行业需求旺盛，带动公司新能源汽车物流业务快速增长。

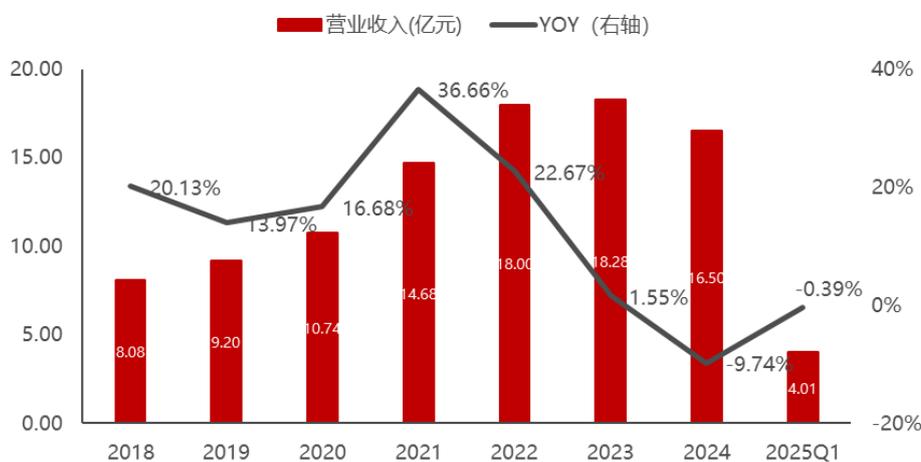
2022 年我国新能源汽车行业增长迅猛，产销分别完成 705.8 万辆和 688.7 万辆，同比增长 96.9%和 93.4%，居全球第一，带动公司新能源汽车行业收入同比

增长超 200%。

3) 2023 年消费电子行业面临下行压力，下游行业需求减弱。2023 年全球消费电子行业面临下行压力，PC 和智能手机出货量下降，公司主要下游行业需求减少。2022 年下半年启动的 A 项目处于导入期，全年累计亏损 4064.86 万元，拖累了整体业绩。

4) 2024 年新能源汽车大客户的业务营收贡献下滑。2024 年新能源 L 客户业务收入同比减少 4.3 亿元，对整体收入产生一定影响。在扣除 L 客户因素之后，公司生产物流服务板块收入同比+0.7 亿元，保持增长态势。

图7：2018-2025Q1 海晨股份营业收入（亿元）及同比（%）

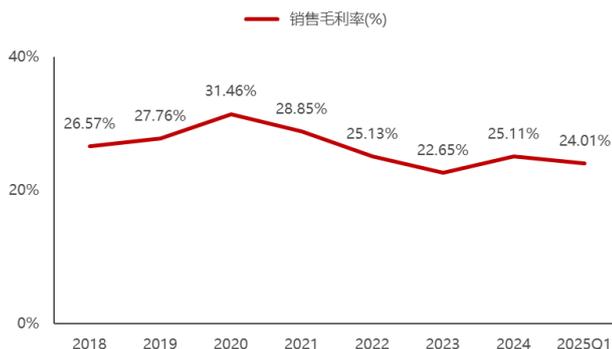


资料来源：iFind，民生证券研究院

2024 年公司盈利能力实现向上修复。2021-2023 年，公司销售毛利率分别为 28.85%、25.13%、22.65%；2021-2023 年销售净利率分别为 21.97%、20.52% 和 16.17%。2023 年公司盈利能力受下游消费电子行业需求疲软影响，短期承压。

2024 年公司毛利率和净利率分别为 25.11% 和 18.64%，分别较 2023 年全年提升 2.46pct 和 2.47pct。2025Q1 公司毛利率为 24.01%，同比提升 1.28pct。

图8：2018-2025Q1 海晨股份销售毛利率（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图9：2018-2025Q1 海晨股份销售净利率（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

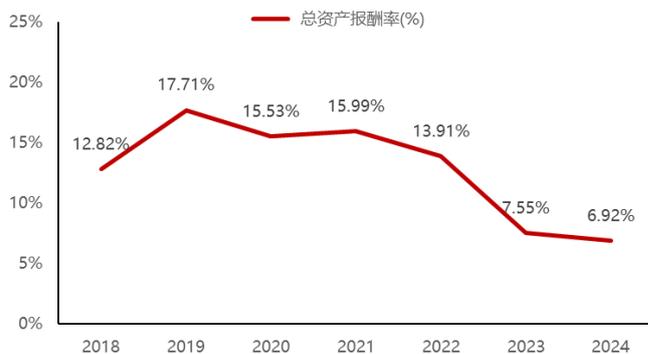
ROE和ROA看,2022-2024年公司ROE分别为15.27%、10.24%、10.00%; ROA分别为13.91%、7.55%、6.92%。2023年ROE与ROA承压,主要受公司下游消费电子需求疲软影响。24年则是受新能源L客户业务收入同比减少4.3亿元影响。

图10: 2018-2024年海晨股份净资产报酬率 (%)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图11: 2018-2024年海晨股份总资产收益率 (%)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

费用率得到有效管控。2018-2024年,公司各项费用率整体稳定。

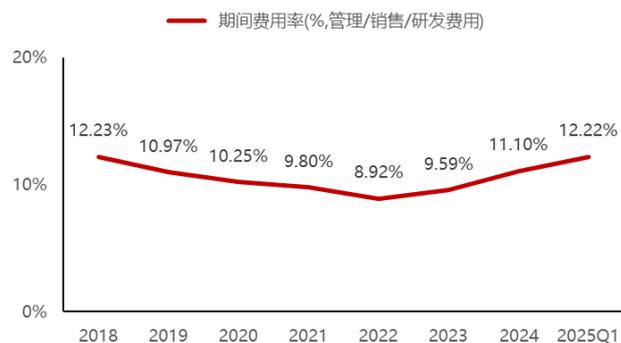
费用构成方面, 1) 研发费用,公司持续推动仓储自动化、智能化,重视研发环节投入,2018-2024年研发费用整体呈上升趋势,24年研发费用同比+19.05%,研发费用率为2.07%,2025Q1提升至3.24%;

2) 财务费用,由于公司加强现金管理,财务费用整体呈下降趋势。

3) 管理费用,公司结合人工智能工具,充分利用精益制造管理理念,管理费用率不断下降,自2018年的7.36%下降1.08pct至2024年的6.28%,2025Q1进一步下降至5.74%;

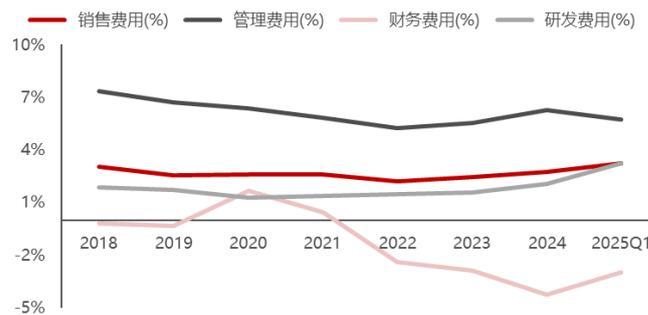
4) 销售费用,2018-2024年销售费用率相对稳定,维持在2.19%-3.02%区间,2025Q1小幅升至3.24%。

图12: 2018-2025Q1海晨股份期间费用率 (%)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

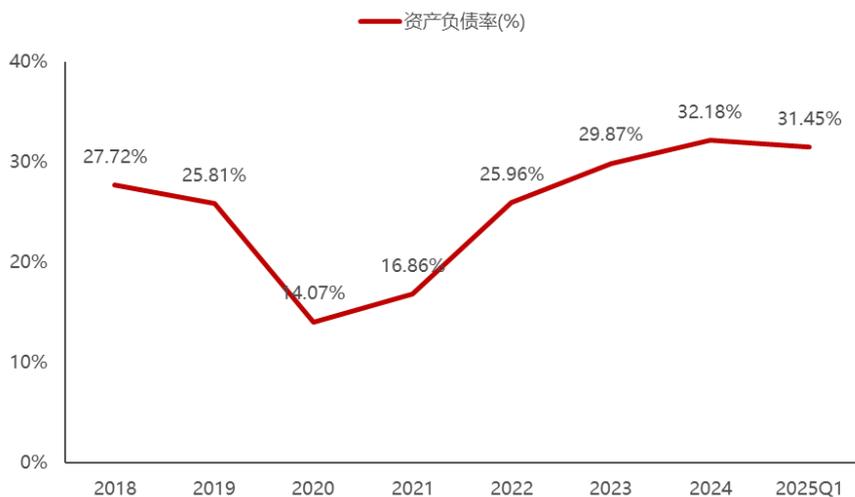
图13: 2018-2025Q1海晨股份各项费用率 (%)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

公司资产负债率整体维持较低水平，保持在 13%-32% 的区间内，2022-2024 年公司资产负债率分别为 25.96%、29.87%、32.18%。2025Q1 公司资产负债率为 31.45%。

图14：2018-2025Q1 海晨股份资产负债率 (%)



资料来源：iFind，民生证券研究院

1.4 智能仓储打造业务底盘：涵盖制造供应链全领域，打造智慧仓储定制服务

公司提供覆盖原材料、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。公司坚持“新基建、碳中和、机器换人”战略，自动化仓储面积逐年增加。目前，仓储服务网点覆盖华东、华南、华中、西南、中国香港、越南、泰国、德国等区域，业务网点总数近 80 个，经营仓储面积超过 38 万平米，处于行业领先地位。

持续推进自动化仓库的新建或改造工程。2024 年，公司在深圳、常州等地自动化智能仓库建设项目均在按计划有序开展中。未来建成后，公司华东、华南等智能仓储网络布局将进一步完善，公司仓库作业能力和整体仓库经营效率预计将有显著提升，为公司未来业务增长提供有力保障。

图15：海晨股份智能仓储业务模式



资料来源：海晨股份官网，民生证券研究院

VMI 原材料仓储管理：为年产 2000 万台笔电制造客户提供 VMI//关务/运输等一体化物流解决方案。**服务客户近 500 家，管理面积 10 万 m²，年进出仓 20 多万 m³。**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。与客户端 ERP、MES/LES 系统对接集成，实现订单齐套管控、按生产订车拉动仓库拣配至生产线边或工位，全程动态通过看板直播。其中 SMT 应用自动化立体库/流水线/电子标签拣选等技术 kitting to feeder 的模式为行业领军。

图16：海晨股份 VMI 原材料与生产物流仓库



资料来源：海晨股份官网，民生证券研究院

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。通过实时物流计划，完成到库集结或直发口岸，实现成本时效平衡，可视化节点跟踪等智能化、柔性化升级服务。**运作货量超过 3 万 TEU/年。**

售后备件仓：海晨为客户提供全球备件仓储、清关、入库物流、物流计划、订单管理等综合解决方案，**管理超过 5 万 SKU，4 百万件库存**；使用自动化分拣包装流水线，满足复杂定制化包装需求；定制研发 WMS 模块，并通过 EDI 数据对接和智能规则管理，提供**自动路径规划，自动订单分发，实时远程看板**等智能化升级服务。

图17：海晨股份成品集拼仓与售后备件仓库



资料来源：海晨股份官网，民生证券研究院

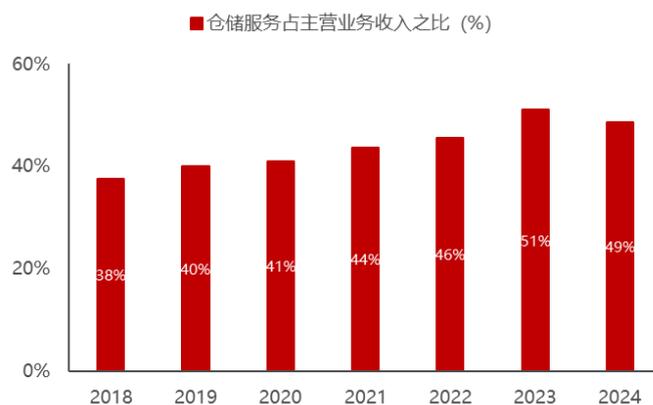
截至 2024 年底，仓储服务占主营业务收入比重整体呈上升态势。2019-2023 年仓储业务占主营收入之比分别为 40.04%、41.01%、43.74%、45.68%、51.05%。仓储业务营收分别为 3.54、4.24、6.07、7.93、8.91 亿元，同比+21%、+20%、+43%、+31%、+12%。2024 年，仓储业务营业收入为 7.41 亿元，同比-17%，与综合物流服务业务营业收入波动一致。

图18：仓储服务营业收入（万元）及同比（%）

图19：仓储服务占主营业务收入之比（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院



资料来源：iFinD，民生证券研究院

公司“新基建”运用 3D 软件模型技术，实现“所见即所得”。在建筑设计阶段模拟建筑物的能源消耗情况，从而精准提升能源利用效率，有效降低能源消耗。2024 年上半年，合肥在建的自动化仓库项目逐步投入使用，相比于同样占地面积的传统仓库，大幅提升了存储能力、减少了土地占用和能耗使用。

2 业内稀缺跨领域物流解决方案能力，下游优质客户粘性较强

2.1 从消费电子到新能源汽车，具备跨行业复制业务能力

“消费电子+新能源汽车”构筑业务基本盘。公司长期聚焦服务于消费电子、新能源汽车、新材料、消费品和半导体等重点行业，为众多行业龙头客户提供量身定做的一体化制造业物流解决方案。公司长期服务于多家世界 500 强和中国 500 强制制造业企业客户，高效稳定地保障了多个“灯塔工厂”和“超级工厂”重大项目。打造“产品-运营-客户”三位一体的服务体系，助力公司巩固和拓展市场份额，实现持续稳健发展。2023 和 2024 年公司电子信息业务+新能源汽车业务营收占总营收比重分别为 96.7%和 96.1%。

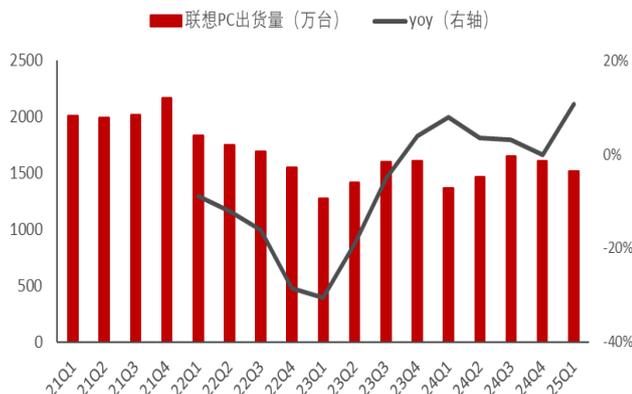
图20：2023 和 2024 年公司分行业营收构成（亿元，%）

	2024	占比	2023	占比	2024	2023	2024
营业收入	16.5	100.0%	18.3	100.0%	毛利	4.0	3.8
电子信息	15.0	90.6%	12.8	70.2%	电子信息	3.8	3.2
新能源汽车	0.9	5.5%	4.9	26.6%	新能源汽车	0.1	0.7
新零售	0.5	3.3%	0.3	1.6%	毛利率		24.0%
其他	0.1	0.6%	0.3	1.6%	电子信息		25.6%
					新能源汽车		13.6%

资料来源：海晨股份公告，民生证券研究院

1) 消费电子方面，联想为公司重要客户，为公司消费电子和新能源汽车业务营收支柱。2025Q1,联想 PC 出货量回暖，受益于消费电子产品市场回暖，2025Q1 联想 PC 全球出货量 15.2 百万台，同比+10.7%。其中，在消费刺激政策下，2024Q1-4 各季度联想在中国（大陆）出货量分别为 2.7、3.1、3.9、4.1 百万台，保持平稳上升态势。

图21：联想 PC 出货量及同比(万台，%)——分季度



资料来源：IDC，民生证券研究院

图22：联想中国（大陆）PC 出货量（百万台）及同比



资料来源：Canalys，民生证券研究院

2) 新能源汽车方面, 1H24 新增两大新能源汽车客户, 有效对冲客户集中度较高的经营风险, 复制核心能力打开成长空间。2023 年 12 月, 公司与重庆瑞驰签订增资协议, 布局新能源商用车供应链赛道。瑞驰汽车为赛力斯全资子公司, 专业从事纯电动商用汽车的研发、制造、销售、服务等业务, 具备较强的发展潜力。公司复制核心能力实现横向业务扩张, 有效对冲业务风险。1H24 公司主要新能源汽车客户 L 业务大幅下降, 对应 1.85 亿元营收减少。根据公司公告, 新能源汽车板块新增客户 S (重庆) 和客户 V (安徽) 业务。

问界 M9 2025 款及问界 M8 订单超预期。截至 25 年 3 月 13 日, 问界 M9 2025 款及问界 M8 汽车自 3 月 6 日正式开启预售后一周时间内, 分别实现超 3 万台和超 5.8 万台预定量, 订单量超预期。根据赛力斯发布的 3 月产销快报, 2025 年 1-3 月问界 M9 累计销量 23,290 辆, 同比增长 117.83%。

2.2 下游行业需求稳健增长, 绑定优质客户增厚弹性空间

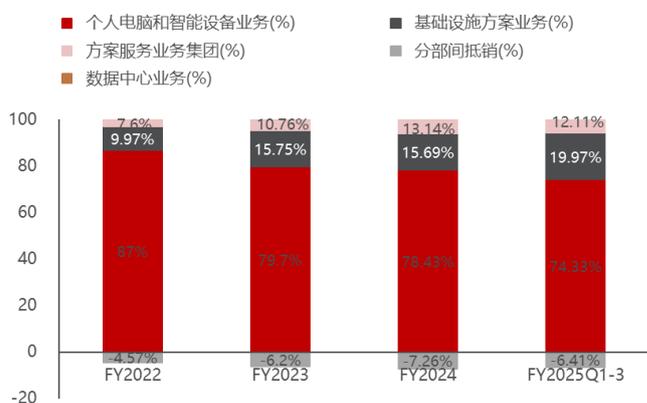
FY2025Q1-3 公司主要客户联想集团营收和净利均实现快速增长。FY25Q1-3, 公司主要客户联想集团整体营收实现 520.93 亿美元, 同比增长 21.06%。实现归母净利润 12.95 亿美元, 同比增长 69.72%。

图23: FY2022-FY25Q1-3 联想集团营业收入 (亿元) 及同比(%)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

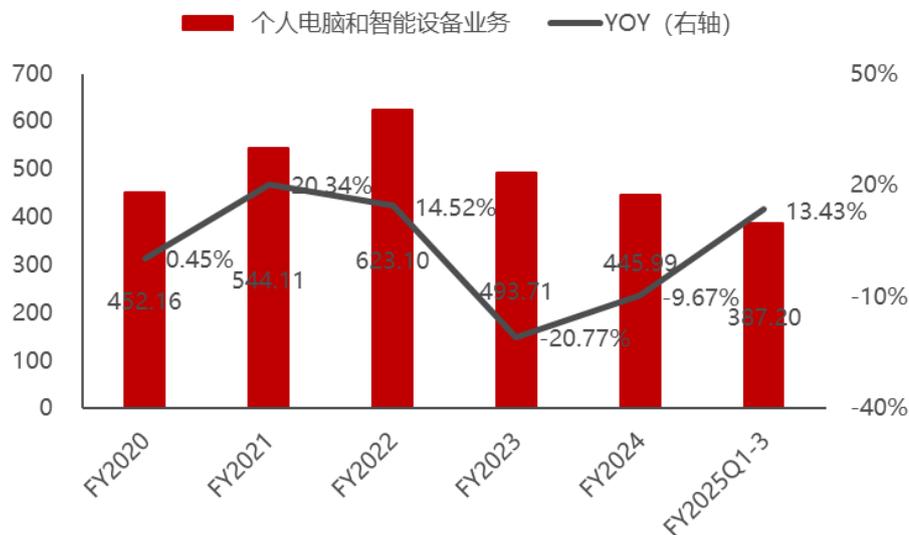
图24: FY2022-FY25Q1-3 联想集团各业务营收占比 (%)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

其中联想集团个人电脑和智能设备业务保持较快速增长。FY2025Q1-3 联想集团个人电脑和智能设备业务实现营收 387.2 亿美元, 同比增长 13.43%, 维持较快增速。

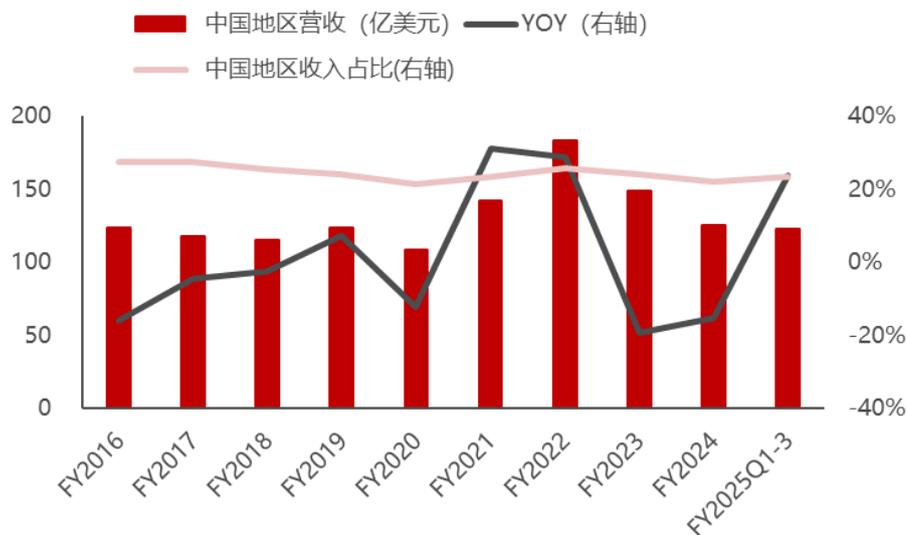
图25：联想集团个人电脑和智能设备业务营收（亿美元）及同比



资料来源：iFinD，民生证券研究院

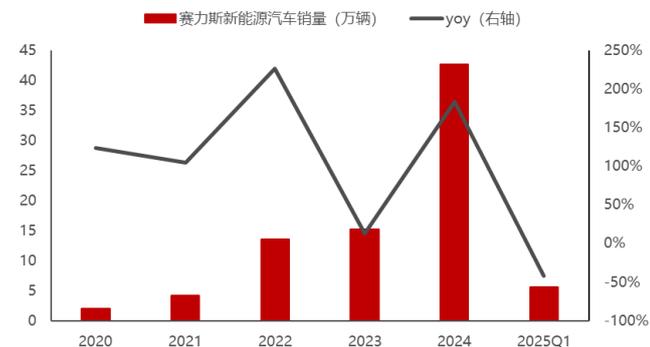
分区域看，FY2018-FY2024 联想集团中国地区的营收整体呈上升趋势，营收占比较为稳定。FY2025Q1-3 联想集团中国地区营收同比增长 23.9%至 122.78 亿美元，中国地区营收占比同比提升 0.6pct 至 23.6%。

图26：联想集团中国地区营收（亿美元）、同比及占总营收比（%）

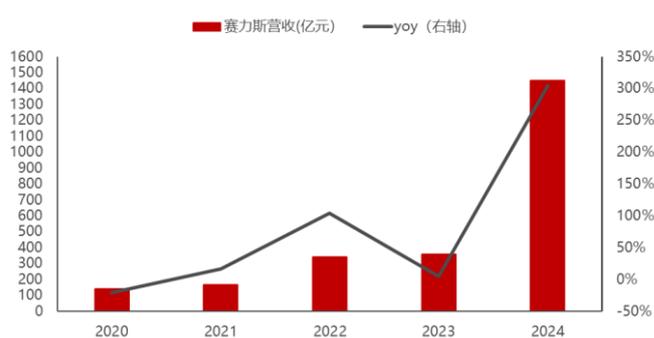


资料来源：iFinD，民生证券研究院

赛力斯销量和营收实现快速增长。赛力斯为公司新客户瑞驰汽车的母公司，2020-2024 年，赛力斯新能源汽车销量实现快速增长，CAGR 为 114.1%，2024 年新能源汽车销量同比增长 182.8%至 42.69 万辆；2024 年赛力斯营业收入达 1451.76 亿元，同比增长 305.07%。

图27: 赛力斯新能源汽车销量 (万辆) 及同比(%)


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图28: 2020-2024 年赛力斯营收 (亿元) 及同比(%)


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

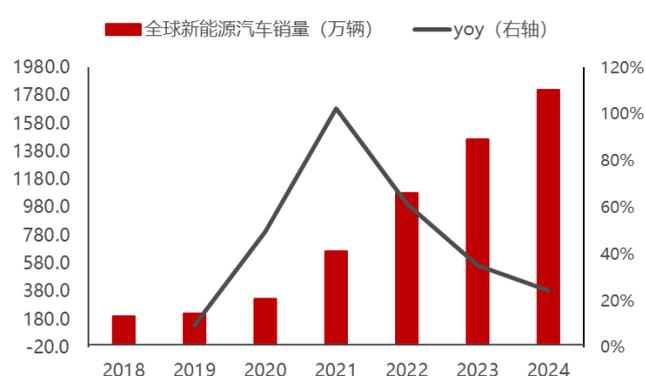
从行业角度看:

1) 消费电子行业: 2023 年受全球贸易萎缩影响, 公司主要下游行业之一的消费电子行业进入调整周期。2023 年, 全球贸易额减少 1 万亿美元, 同比下滑 3%; 全球个人电脑 (PC) 出货量同比下滑 6.6%至 2.68 亿台。**2024 年全球个人电脑出货量同比下降 2.1%至 2.62 亿台。**

2) 新能源汽车行业: 2018-2023 年, 公司另一主要下游行业新能源汽车行业整体保持较快增速, CAGR 达 48.7%。2021 年后增速明显放缓, 2023 年全球新能源汽车销量达到 1465.3 万辆, 同比增长 35.4%, 较 2022 年 61.6%的全年增速下滑 26.2pct; **2024 年全球新能源汽车销量增速将进一步放缓至 24.4%, 对应销量 1823.6 万辆。**

图29: 全球个人电脑出货量 (亿台) 及同比 (%)


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图30: 全球新能源汽车销量 (万辆) 及同比 (%)


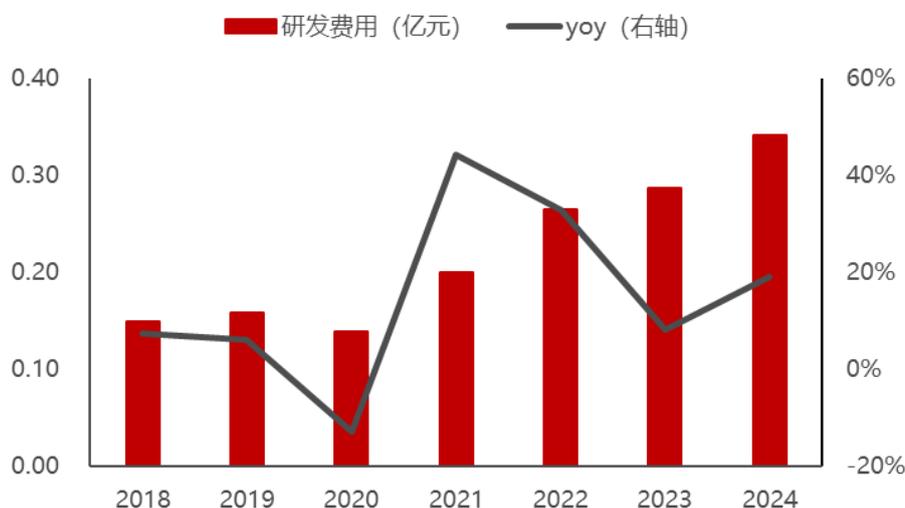
资料来源: EVTank, 民生证券研究院

3 布局半导体 AMHS 业务, 构筑公司第二成长曲线

3.1 重视科技领域研发投入, 布局半导体 AMHS 业务为业绩贡献新增量

持续布局智能智造, 重视研发投入。公司长期重视机器人和人工智能等新技术在物流领域的应用, 拥有十余年丰富的自动化和智能化设计、生产和运营经验。公司研发人员数量和研发投入金额逐年增长, 2021-2024 年公司研发费用 CAGR 为 19.7%。

图31: 海晨股份研发费用 (亿元) 及同比 (%)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

进一步拓展业务领域, 逐步完善产业链条。2023 年海晨股份完成对昆山盟立的收购, 布局半导体 AMHS(自动化物料搬运系统)市场。合并后, 公司将原有自动化集成业务与盟立业务整合至控股子公司深圳海晨盟立, 加强公司在自动化领域业务能力和技术水平。主要产品包括半导体及液晶面板 AMHS 领域的天车、无人搬运车、升降机、智能存储柜等, 以及物流和零售智能装备领域的穿梭车、提升机、轨道式密集货架等。有望打造具有自主可控、国产替代能力的智能物流装备和自动化领导企业。

AMHS 即自动物料搬运系统, 即天车系统, 多用于芯片厂内晶圆的调度。AMHS 是由多个硬件、软件部分构成的有机整体, 可以大幅提高晶圆的生产效率, 实现智能生产。

图32：海晨盟立的一站式集成方案



资料来源：盟立集团官网，民生证券研究院

自动化物料搬运系统(AMHS)有效降低生产成本、缩短生产时间，使用场景较为多元。随着全球产业竞争热化与先进制程工艺愈趋复杂，如何降低生产成本、缩短生产时间成为各大半导体与面板厂的首要课题。自动化物料搬运系统(AMHS)的规划可直接影响全厂产出量以及生产周期，规划涵盖从投入、生产到出货的各环节。并锁定面板、半导体封测、晶圆制造、ABF 载板、DRAM 和硅晶圆等产业，**AMHS 在半导体生产中的重要性凸显。**

AMHS 为晶圆厂最大的单笔投资之一，价值量占固定投资的 3%。在国内半导体设备国产化替代的趋势下，AMHS 具有国产替代潜力，市场增长潜力较大，根据阿谱尔 (APOResearch) 的数据，AMHS 是晶圆厂最大的单笔投资之一，约占固定投资的 3%。**一条 8 英寸产线 AMHS 投资约 1000 万美元，12 英寸产线投资高达 3000 万美元。**

据集微网数据，**2023 年全球 AMHS 市场规模为 300 亿元，国产化率仅 5%，公司作为少数能够提供自主可控 AMHS 设备的企业有望受益于国产化率提升。**海晨盟立整合了昆山盟立在半导体及面板 AMHS 领域的成熟技术，产品包括天车(OHT)、无人搬运车(AGV)、智能存储柜(Stocker)等关键设备，覆盖晶圆厂全流程物流需求，具备国产替代潜力。公司或受益于 AMHS 国产化率提升。

3.2 AMHS 市场空间广阔，国产化率提升空间大

AMHS 系统已成为芯片厂晶圆的生产过程不可或缺的部分。AMHS 相较于传统的搬运系统 (人工搬运、AGV、RGV) 在功能和效率上有显著优势。**传统搬运系统：1) 人工搬运依赖人力操作，尽管灵活性高，但效率低、成本高且容易产生人**

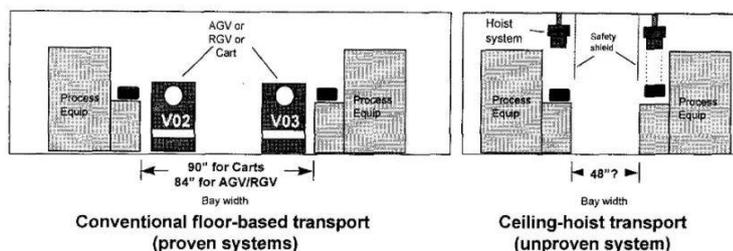
身安全隐患。2) AGV (自动导引车) 通过自主导航技术在没有固定轨道的情况下搬运物料, 灵活性强, 适应复杂和动态变化的环境, 但速度较慢, 适合轻量和中量物料的搬运。3) RGV (轨道导引车) 则依靠固定轨道, 速度快、承载力强, 适合长距离、重复性的搬运任务, 但灵活性受限, 路径固定。

AMHS 系统: AMHS 结合了自动化、智能化技术, 能够实现全流程的自动物料管理, 不仅减少了人工干预, 提高空间利用率, 还能提高搬运精度和效率。它集成了 AGV、RGV 及其他自动设备的优点, 能在灵活性和速度之间取得平衡。AMHS 还可与生产管理系统无缝对接, 实现更智能的调度和监控, **极大地提升了工厂的自动化程度和整体生产效率。**

AMHS 发展四个阶段:从早期的机械搬运向智能一体化转型

前身阶段 (1990-2000 年): AMHS 前身天车方案替代 AGV 方案。1990 年代, 8 英寸晶圆成为主流, 天车方案替代 AGV 方案, 为 AMHS 前身。随晶圆尺寸增大, 物料运输和追溯管理成为影响工厂生产效率的明确要素。同时, 随着传输需求的增加, 自动化的需求开始凸显。到 90 年代后期, **天车的出现让晶圆厂开始转向天车 interbay+Stocker 的方案搬送物料。**

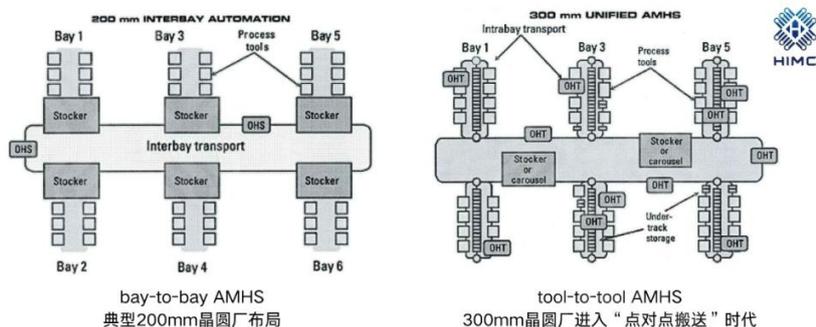
图33: 天车与 AGV、RGV 地面通道宽度利用率对比



资料来源: 华芯智能 AMHS, 民生证券研究院

替代阶段 (2000-2015 年): AMHS 渐渐成为晶圆厂的必需设备。2000 年后, 12 寸厂逐渐成为半导体先进制造的主流发展趋势, AMHS 渐渐成为晶圆厂的必需设备。过去在 8 寸厂中, 人工搬送尚可以弥补物料传送环节的不流畅, 但对于 12 寸 Fab 来说, 单个存满 wafer 的 FOUP 重量已达 8-15 公斤, 体积为 8 寸晶圆盒的 2 倍, 出于人体工学设计考虑, 以及更大在制品物料数据追踪需求, 完善可靠的全流程自动化搬运系统成为必然。**人工搬运已经无法满足生产需求, 同时为了提高生产效率, AMHS 自动物料搬运系统应运而生。**AMHS 具备减少晶圆的闲置时间, 提高无尘室空间利用率, 提高产品良率, 减少人员误操作, 降低人力成本等诸多优势, 广泛应用于半导体硅片厂、芯片制造厂、芯片封装厂。

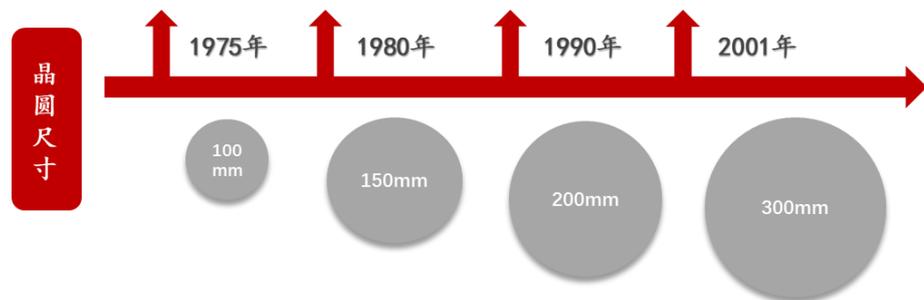
图34: 200mm 和 300mm 晶圆厂布局



资料来源: 华芯智能 AMHS, 民生证券研究院

完善阶段 (2015-2020 年): 逐步实现 OHT 天车精确调度。2015 年后, 300mm 晶圆厂的出现, AMHS 不断迭代。AMHS 先后经历了第一代的单元空中搬运系统、第二代的 EQtoEQ 的部分跨区域直接搬运、第三代全厂性的 EQtoEQAMHS 系统。早期 12 寸厂沿用了 baytobay 设计, 由大环线 (interbay) 连接 Stocker 进行中转。但这对于 Stocker 的稳定性和中转能力依赖性非常高, 为减少 Stocker 故障可能产生的影响, AMHS 后来的设计开始转向分布式存储和点对点搬运, 即 toolstotools, OHT 天车可以通过轨道去往晶圆厂的任何地方, 实现精确调度。

图35: 晶圆尺寸发展



资料来源: 华芯智能 AMHS, 民生证券研究院

智能阶段 (2020 年至今): AMHS 向智能一体化转型。2020 年后, 第四代系统加入动态决策等功能, 从早期的机械搬运向智能一体化转型。第四代 AMHS 系统是采用空中多岔道且无需等待的自动物料传送系统, 传送晶圆盒的速度非常快 (≥ 3 米/秒), 它能够曲线移动或者爬坡, 无需增加转接单元, 摆动小, 有效控制颗粒物的产生。AMHS 系统的动态决策功能使 AMHS 系统从早期通过快速机械运动缩短生产周期的设计理念过渡到智能控制空中搬运车位置、合理派工的新概念, 充分发挥生产辅助的作用, 给晶圆厂带来更多的附加值。

图36: 各阶段 AMHS 系统对比

代别	功能	组成部分	半导体厂发展和诉求	解决的问题	带来的优势
第一代	基本的Bay-to-Bay自动化搬运	传送带,轨道导引车(RGV)	200mm晶圆厂开始自动化需求,减少人工搬运错误	只能在不同车间(Bay)之间搬运,依赖人工调度	减少人工搬运错误,提高了物料搬运的基础自动化
第二代	Interbay(跨车间)搬运	Stocker仓储系统,RGV,自动化控制系统	300mm晶圆厂发展,需要更大范围的自动化搬运和跨区域物流	提升跨区域搬运效率,物料调度受限	跨车间物料搬运能力提升,支持大批量生产的物流需求
第三代	Tool-to-Tool点对点搬运	OHT(Overhead Hoist Transport),精确调度算法	晶圆厂开始追求生产线间无缝搬运,提高设备利用率(OEE)	中间仓储步骤过多,搬运路径优化不足	实现生产设备间的直接搬运,减少等待时间,提高产能利用率
第四代	全自动化智能调度	SLAM技术,物联网(IoT),MES系统集成	智能工厂需求,实时动态调度,提高生产线灵活性和响应速度	搬运路径动态调整不足,手动干预较多	动态调度和实时优化,提升灵活性,实现真正的智能生产工厂

资料来源: METAPHORCAPITAL, 民生证券研究院

市场空间: AMHS 市场发展空间广阔, 2023 年全球 AMHS 市场规模约占半导体设备总量的 3%。

赛迪顾问预计 2025 年全球和中国大陆地区 AMHS 市场规模分别为 39.2 亿美元和 81.5 亿元人民币。根据赛迪顾问《中国 AMHS 产业发展研究报告》, 2023 年全球 AMHS 市场规模约占半导体设备总量的 3%。2015-2022 年全球 AMHS 市场复合增长率 24%。特别是随着大尺寸晶圆厂的建设, AMHS 被广泛应用, 市场规模实现高速增长。预计到 2025 年, 全球 AMHS 市场规模将达到 39.2 亿美元。聚焦中国大陆地区市场看, 2015 至 2022 年中国大陆 AMHS 市场的复合增长率为 38%。随着大尺寸晶圆制造产能的扩充、相关标准的完善、本土晶圆厂的验证测试逐渐开放等利好因素, 中国大陆 AMHS 市场将持续增长, 预计到 2025 年市场规模将超 80 亿元。

市场格局: 全球 AMHS 市场被日企垄断, 日本厂商市占率超 90%, 国内企业加速追赶。

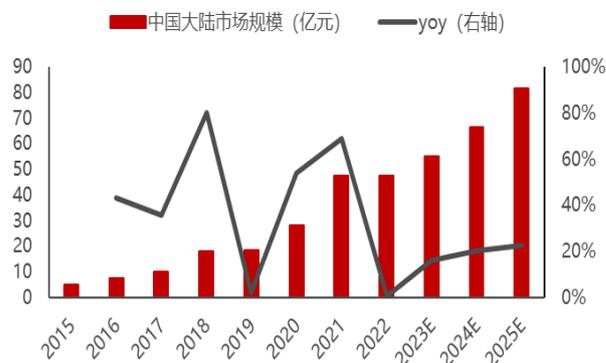
2023 年 AMHS 国产化率仅 5%。全球 AMHS 市场长期以来被日本大福(Daifuku)和日本村田机械(Murata Machinery)两家头部企业日本厂商垄断, 两家头部企业凭借先发优势积累的技术能力、品牌信誉和稳定的客户关系建立了强大的市场壁垒, 二者市场份额占全球 90%以上。在美国推行“芯片法案”后, 国产替代为国内半导体物流产业发展提供了契机, 工厂自动化升级趋势也推动了相关企业的发展。根据集微网数据, 2023 年中国大陆的 AMHS 市场份额约为 5%, 具备较大提升空间。

图37: 全球 AMHS 市场规模 (亿美元) 及同比 (%)



资料来源: 赛迪顾问, 民生证券研究院

图38: 中国大陆 AMHS 市场规模 (亿元) 及同比 (%)



资料来源: 赛迪顾问, 民生证券研究院

AMHS 行业具备极高技术壁垒，行业准入门槛高。作为多学科交叉领域，AMHS 系统的开发和制造需要对精密机械设计、高级软件算法、实时控制系统以及先进的导航与定位技术有深入理解和独特创新能力，具有高技术壁垒。

行业准入门槛较高具体体现在：1) 硬件壁垒，硬件是 AMHS 的基础，单个 OHT 天车的硬件就包含了 2000 个零部件，其中包括数十个不同类型的传感器。天车的机械结构复杂，需要在材料和零部件选型、结构设计、轨道设计等方面都具备高要求，以满足在高速行驶过程中的高稳定性和可靠性。

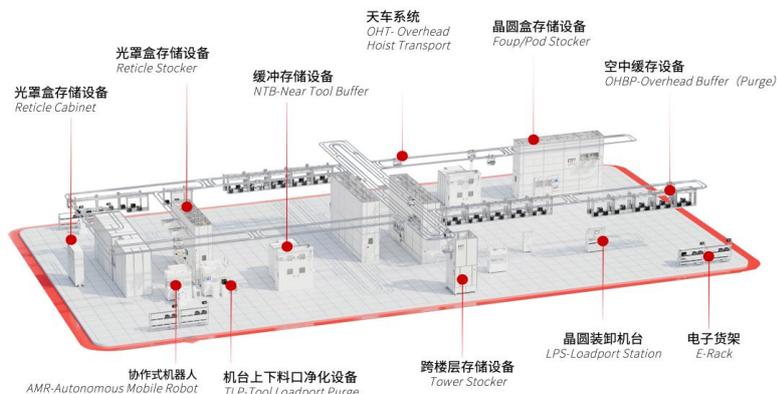
2) 软件壁垒，随着天车数量增加，控制难度也会增加，需要考虑在不同场景下（如天车交汇、分配等）的解决方案。要求团队具备底层软件能力和对场景需求有充分的了解。

3) 获客门槛，由于 AMHS 的性能对于晶圆厂稼动率和良率至关重要，因此晶圆厂均谨慎选择 AMHS 系统供应商，供应商需具备成熟的应用案例和长期服务经验，而新进入者难以快速获得客户信任。

4) 专利壁垒，AMHS 设备领域，日韩厂商因为起步较早，占据了先机，拥有较多专利积累，新进入市场的国内厂商需绕开现有专利或通过授权合作实现突破。

图39：半导体 AMHS 模型图

半导体自动物料搬运系统AMHS



资料来源：TechSugar 微信公众号，民生证券研究院

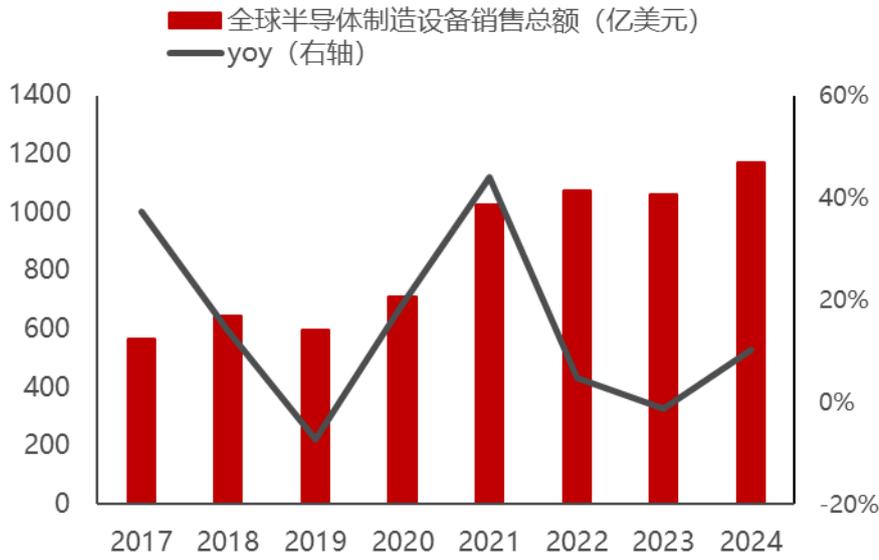
本土 AMHS 企业加速追赶，逐步打破日企垄断。国内主要 AMHS 厂商包含：弥费科技、华芯智能和海晨盟立等。

1) **弥费科技**是中国领先的半导体 AMHS 系统及核心零部件供应商，掌握 AMHS 核心技术自主知识产权，为中国第一家在 8 吋和 12 吋晶圆厂完成系统级验收的整厂供应商。

2) **华芯智能**自 2016 年起专注于半导体 AMHS 的迭代研发，为国内 AMHS 领域的先行者。华芯当前已形成完善的 AMHS 的产品体系，实现从硬件到软件的全覆盖。天车产品已迭代至第四代，并围绕泛半导体工厂自动化解方案，构建了完善的软硬件产品矩阵及高效可靠的交付体系。

2024 年海晨股份新增的半导体物流装备及自动化业务异军突起，2024 年实现营收 1.4 亿元。主要受益于电子板块销售额上升、库存稳定和晶圆厂产能增加所带动的全球半导体制造业改善。根据国际半导体产业协会 (SEMI) 数据，2019-2024 年全球半导体制造设备销售总额实现稳步增长，**CAGR 为 14.4%**；**2024 年半导体制造设备市场景气度回升，行业规模达到 1171 亿美元，同比增长 10.2%**。

图40: 2017-2025E 全球半导体制造设备销售总额 (亿美元)



资料来源: SEMI, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们对公司 2024-2026 年各项业务收入和毛利率做如下假设：

1. 综合物流服务业务，24 年受新能源 L 客户业务收入同比减少 4.3 亿元影响，营收承压。25 年考虑到公司持续开发 IT 制造及新能源汽车领域客户，业务量有望较快速修复，25 年综合物流服务营收有望实现较大幅度向上修复，预计 26-27 年营收稳步增长。其中：

1) 仓储服务：公司 2022-2024 年仓储服务业务营收增速分别为 30.6%、12.3%、-16.8%。参考智能仓储行业 19-23 年均复合增长率 14.8%，由于公司目前仓库还未完全实现智能化，我们预计 25 年营收以 8% 的增速实现向上修复。考虑到公司的产能，预计 26-27 年维持 7% 的增速。**毛利率方面**，22-24 年仓储服务毛利率分别为 23.7%、16.6%、21.9%，由于毛利水平较低的车后业务营收占总营收比重下降，24 年仓储服务业务毛利率实现向上修复。随公司仓储智能化稳步推进，预计 25-27 年毛利率或实现小幅上修，分别为 22.5%、23.0%、23.5%。

2) 货运代理：公司 2022-2024 年货运代理营收增速分别为 22.2%、-10.5%、-22.1%。25 年公司有望受益于下游消费电子和新能源汽车物流运输需求增长，我们预计 25 年公司货运业务营收有望实现较大幅度修复，给予 12% 增速，26-27 年预计维持 10% 的增速稳步增长；**毛利率方面**，2022-2024 年货运代理业务毛利率分别为 27.2%、27.4%、27.8%。公司货运代理业务毛利率相对稳定，我们预计 25-27 年毛利率维持 27.5% 水平。

2. 自动化及装备制造业务，23 年底公司收购昆山盟立，切入半导体物流装备及自动化业务领域，2024 年公司自动化及装备制造板块实现营收 1.4 亿元。25-27 年有望受益于下游半导体设备制造行业高景气度，叠加国内 AMHS 国产化率具备提升空间较大，业务营收有望保持快速增长，预计 25-27 年营收增速分别为 25%、25%、20%；**毛利率方面**，2024 年自动化及装备制造业务毛利率为 19.6%。我们预计 25-27 年业务毛利率水平或随 AMHS 国产化率提高逐步提升，分别为 22%、24%、25%。

3. 其他业务，我们预计 25-27 年其他业务营收增速维持 5%。参考 23、24 年毛利率水平，我们预计 25-27 年毛利率维持在 36.5%。

表1：海晨股份业务拆分

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,828	1,650	1,828	2,007	2,197
yoy	1.6%	-9.7%	10.8%	9.8%	9.5%
综合毛利率	22.6%	25.1%	25.4%	25.8%	26.1%
综合物流服务					
销售收入 (百万元)	1,743	1,384	1,520	1,648	1,788
yoy	0%	-21%	10%	8%	8%
毛利率	21.9%	24.7%	24.9%	25.2%	25.4%
其中：仓储服务营收	891	741	800	856	916
毛利率	16.6%	21.9%	22.5%	23.0%	23.5%
其中：货运代理营收	852	643	720	792	871
毛利率	27.4%	27.8%	27.5%	27.5%	27.5%
自动化及装备制造板块收入					
销售收入 (百万元)	-	141	176	220	264
yoy	-	-	25%	25%	20%
毛利率	-	19.6%	22.0%	24.0%	25.0%
其他业务					
销售收入 (百万元)	85	126	132	139	145
yoy	55%	47%	5%	5%	5%
毛利率	38.4%	36.4%	36.5%	36.5%	36.5%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

费用率方面：

1)销售费用率：2022-2024 年随公司发展销售费用率逐步提升分别为 2.2%、2.5%、2.8%。我们预计 2025-2027 年公司销售费用率维持小幅上升趋势，分别为 3.0%、3.1%、3.2%。

2) 管理费用率：2022-2024 年管理费用率分别为 5.3%、5.6%、6.3%。公司持续拓展半导体物流装备及自动化业务，2025-2027 年管理费用或维持高位。我们预计公司 2025-2027 年管理费用率分别为 6.5%、6.7%、6.8%。

3) 研发费用率：2022-2024 年研发费用率分别为 1.5%、1.6%、2.1%，公司重视研发投入，我们预计 2025-2027 年研发费用率小幅提升，2025-2027 年研发费用率分别为 2.4%、2.5%、2.6%的水平。

4) 财务费用率：2022-2024 年公司财务费用率分别为-2.4%、-2.9%、-4.3%。我们预计 2025-2027 年财务费用率相对稳定，3 年分别为-3.7%、-3.8%、-3.8%。

表2：海晨股份各项费用率预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.5%	2.8%	3.0%	3.1%	3.2%
管理费用率	5.6%	6.3%	6.5%	6.7%	6.8%
研发费用率	1.6%	2.1%	2.4%	2.5%	2.6%
财务费用率	-2.9%	-4.3%	-3.7%	-3.8%	-3.8%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

可比公司方面，根据公司的主营业务。**1) 综合物流服务方面**，我们选择提供以货运代理、仓储和运输为核心的一站式综合物流服务商的密尔克卫，选择以仓储及中转综合服务为核心主业的宏川智慧。**2) 半导体物流装备及自动化业务方面**，我们选择产品和解决方案在半导体等行业的自动化生产过程中有重要应用的中控技术作为可比公司。

以 2025 年 5 月 8 日收盘价为基准，可比公司 25-27 年平均 PE 分别为 21/17/15 倍。公司 25-27 年的 PE 分别为 15/13/12 倍，具备估值优势。公司为业内稀缺跨领域一体化供应链解决方案提供商，下游优质客户具备较强粘性，综合物流服务业务基本盘稳固。叠加 23 年公司切入半导体物流装备及自动化领域进一步完善产业链条，业务有望成为公司第二增长极，看好公司中长期发展。

表3：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	EPS (元)			PE (倍)		
		(元)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603713.SH	密尔克卫	48.94	4.19	4.90	5.75	12	10	9
688777.SH	中控技术	48.90	1.68	2.00	2.32	29	24	21
002930.SZ	宏川智慧	9.39	0.40	0.53	0.65	24	18	14
可比公司平均 PE						21	17	15
300873.SZ	海晨股份	21.18	1.44	1.64	1.84	15	13	12

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；

(注：可比公司数据采用 iFinD 一致预期，股价时间为 2025 年 5 月 8 日)

4.3 投资建议

公司为业内稀缺跨行业一体化供应链解决方案提供商，综合物流服务业务基本盘稳固，半导体物流装备及自动化业务有望成为公司第二增长极。我们预计公司 2025-2027 年实现营收 18.3/20.1/22.0 亿元，归母净利润分别为 3.3/3.8/4.2 亿元，EPS 分别为 1.44/1.64/1.84 元，当前股价对应 PE 分别为 15/13/12 倍。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

5 风险提示

1) 下游制造业行业下行风险。经过多年积累和持续拓展，公司已成为国内 IT 电子行业生产性物流的头部企业之一，并切入新能源汽车物流行业。IT 电子物流和新能源汽车物流业务占公司营业收入比例较大，公司经营业绩与 IT 和新能源汽车行业景气度存在较高关联性。若公司下游制造业行业下行，或对公司业绩产生一定影响。

2) 客户集中度较高风险。公司与主要客户在长期合作过程中形成了较为稳定的业务关系，但若由于外部政策、行业周期、市场需求和竞争态势等因素发生重大变化，导致公司无法继续维持和主要客户的合作，则公司可能会面临业务显著减少或终止的风险，从而对业绩产生一定影响。

3) 新业务开展不及预期。公司新增的半导体物流装备及自动化业务目前还处于发展初期阶段，业务具备较强增长潜力。若新业务发展不及预期，或导致公司业绩增长不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,650	1,828	2,007	2,197
营业成本	1,236	1,363	1,489	1,623
营业税金及附加	14	15	16	18
销售费用	45	55	62	70
管理费用	104	119	134	149
研发费用	34	44	50	57
EBIT	331	357	392	440
财务费用	-71	-68	-76	-84
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	9	10	11
营业利润	405	439	482	540
营业外收支	-32	-20	-5	-5
利润总额	373	419	477	535
所得税	65	71	81	91
净利润	308	347	396	444
归属于母公司净利润	293	331	377	424
EBITDA	511	543	588	647

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,753	2,040	2,208	2,413
应收账款及票据	595	656	720	788
预付款项	6	7	8	8
存货	40	44	48	52
其他流动资产	117	111	117	123
流动资产合计	2,512	2,858	3,101	3,385
长期股权投资	105	105	105	105
固定资产	1,086	1,242	1,396	1,548
无形资产	349	349	349	349
非流动资产合计	2,326	2,471	2,619	2,766
资产合计	4,838	5,329	5,719	6,151
短期借款	400	530	530	530
应付账款及票据	752	829	905	987
其他流动负债	284	285	306	328
流动负债合计	1,436	1,643	1,740	1,844
长期借款	0	23	23	23
其他长期负债	121	122	122	122
非流动负债合计	121	145	145	145
负债合计	1,557	1,788	1,886	1,990
股本	231	231	231	231
少数股东权益	259	275	293	313
股东权益合计	3,281	3,540	3,834	4,161
负债和股东权益合计	4,838	5,329	5,719	6,151

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-9.74	10.78	9.77	9.47
EBIT 增长率	3.50	8.03	9.69	12.32
净利润增长率	4.37	12.97	13.86	12.28
盈利能力 (%)				
毛利率	25.11	25.43	25.82	26.13
净利润率	17.78	18.13	18.81	19.29
总资产收益率 ROA	6.07	6.22	6.60	6.89
净资产收益率 ROE	9.71	10.15	10.66	11.01
偿债能力				
流动比率	1.75	1.74	1.78	1.84
速动比率	1.67	1.68	1.72	1.77
现金比率	1.22	1.24	1.27	1.31
资产负债率 (%)	32.18	33.56	32.97	32.35
经营效率				
应收账款周转天数	136.84	122.69	122.93	123.09
存货周转天数	12.29	11.07	11.13	11.14
总资产周转率	0.36	0.36	0.36	0.37
每股指标 (元)				
每股收益	1.27	1.44	1.64	1.84
每股净资产	13.11	14.16	15.35	16.69
每股经营现金流	2.05	2.60	2.73	2.99
每股股利	0.40	0.44	0.51	0.57
估值分析				
PE	17	15	13	12
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.39	6.96	6.43	5.85
股息收益率 (%)	1.89	2.10	2.39	2.68

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	308	347	396	444
折旧和摊销	181	186	196	206
营运资金变动	-13	36	19	21
经营活动现金流	473	601	630	689
资本开支	-254	-245	-238	-247
投资	-212	0	0	0
投资活动现金流	-466	-229	-228	-236
股权募资	149	0	0	0
债务募资	400	132	0	0
筹资活动现金流	293	-85	-234	-248
现金净流量	322	286	168	205

插图目录

图 1: 海晨股份历史沿革.....	3
图 2: 截至 2024 年末海晨股份股权结构图.....	4
图 3: 海晨股份制造业生产性物流服务业务板块.....	5
图 4: 海晨股份物流装备及机器人产品业务板块.....	5
图 5: 2018-2024 年海晨股份各业务营收占比 (%).....	6
图 6: 2018-2024 年综合物流服务营收占比 (%).....	6
图 7: 2018-2025Q1 海晨股份营业收入 (亿元) 及同比 (%).....	7
图 8: 2018-2025Q1 海晨股份销售毛利率 (%).....	7
图 9: 2018-2025Q1 海晨股份销售净利率 (%).....	7
图 10: 2018-2024 年海晨股份净资产报酬率 (%).....	8
图 11: 2018-2024 年海晨股份总资产收益率 (%).....	8
图 12: 2018-2025Q1 海晨股份期间费用率 (%).....	8
图 13: 2018-2025Q1 海晨股份各项费用率 (%).....	8
图 14: 2018-2025Q1 海晨股份资产负债率 (%).....	9
图 15: 海晨股份智能仓储业务模式.....	10
图 16: 海晨股份 VMI 原材料与生产物流仓库.....	10
图 17: 海晨股份成品集拼仓与售后备件仓库.....	11
图 18: 仓储服务营业收入 (万元) 及同比 (%).....	11
图 19: 仓储服务占主营业务收入之比 (%).....	11
图 20: 2023 和 2024 年公司分行业营收构成 (亿元, %).....	12
图 21: 联想 PC 出货量及同比(万台, %)——分季度.....	12
图 22: 联想中国 (大陆) PC 出货量 (百万台) 及同比.....	12
图 23: FY2022-FY25Q1-3 联想集团营业收入 (亿元) 及同比(%).....	13
图 24: FY2022-FY25Q1-3 联想集团各业务营收占比(%).....	13
图 25: 联想集团个人电脑和智能设备业务营收 (亿美元) 及同比.....	14
图 26: 联想集团中国地区营收 (亿美元)、同比及占总营收比 (%).....	14
图 27: 赛力斯新能源汽车销量 (万辆) 及同比(%).....	15
图 28: 2020-2024 年赛力斯营收 (亿元) 及同比(%).....	15
图 29: 全球个人电脑出货量 (亿台) 及同比 (%).....	15
图 30: 全球新能源汽车销量 (万辆) 及同比 (%).....	15
图 31: 海晨股份研发费用 (亿元) 及同比 (%).....	16
图 32: 海晨盟立的一站式集成方案.....	17
图 33: 天车与 AGV、RGV 地面通道宽度利用率对比.....	18
图 34: 200mm 和 300mm 晶圆厂布局.....	19
图 35: 晶圆尺寸发展.....	19
图 36: 各阶段 AMHS 系统对比.....	20
图 37: 全球 AMHS 市场规模 (亿美元) 及同比 (%).....	21
图 38: 中国大陆 AMHS 市场规模 (亿元) 及同比 (%).....	21
图 39: 半导体 AMHS 模型图.....	22
图 40: 2017-2025E 全球半导体制造设备销售总额 (亿美元).....	23

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 海晨股份业务拆分.....	25
表 2: 海晨股份各项费用率预测.....	26
表 3: 可比公司估值表.....	26
公司财务报表数据预测汇总.....	28

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048