

传化智联（002010）2020年报及2021年一季报点评

网络货运平台业务是未来看点

2021 年 05 月 19 日

【投资要点】

- ◆ 公司发布 2020 年报及 2021 年一季报，整体情况符合预期。2020 年，公司实现营业收入 215.0 亿元，同比增长 6.7%；实现归母净利润 15.2 亿元，同比下降 5.0%。2020Q4，公司实现营业收入 70.4 亿元，同比增长 40.8%；实现归母净利润 8.6 亿元，同比增长 10.5%。2021Q1，公司实现营业收入 70.8 亿元，同比增长 99.1%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比增长 824.0%。2020Q4 和 2021Q1，公司营收均实现高增长，主要来自网络货运平台业务的增长。
- ◆ 网络货运平台业务是主要增长点。2020 年，公司物流业务实现营收 154.7 亿元，同比增长 13.4%。其中，2020H2 实现营收 95.0 亿元，同比增长 30.5%，主要来自网络货运平台业务的增长。2020 年，网络货运平台业务实现营收 67.7 亿元，物流业务营收占比达 43.7%，已超过物流供应链业务，成为物流业务营收贡献最大的分项。网络货运平台业务毛利率约 2.5%，全年贡献毛利 1.7 亿元，物流业务毛利占比达 14.6%。2021Q1，公司营收较上年同期接近翻倍增长，亦主要来自网络货运平台业务的增长。公司凭借税费优惠吸引货主和物流企业到平台完成交易，并通过服务费、车后和金融等增值业务实现盈利。依托全国已开展业务的 63 个公路港，公司的网络货运平台业务有望持续高速发展。
- ◆ 毛利率稳定，费用控制良好，研发投入持续性强。2020 年，物流和化工业务毛利率分别为 7.5%和 25.1%，同比均基本持平。全年销售费用 6.5 亿元，同比下降 21.8%；管理费用 7.8 亿元，同比下降 9.8%；销售费用率和管理费用率分别为 3.0%和 3.6%，同比分别下降 1.1pts 和 0.7pts。全年研发费用 3.3 亿元，同比仅下降 1.4%；研发费用率 1.6%，同比仅下降 0.1pts，公司研发投入持续性强。
- ◆ 网络货运平台业务提升整体盈利能力。2020 年，公司其他收益 7.9 亿元，同比减少 7.4 亿元，主要原因是新建公路港数量减少所带来的政府补助下降。全年投资收益 7.6 亿元，同比增加 5.6 亿元，增量主要来自出售控股子公司股权和处置金融工具。2020Q4 和 2021Q1，剔除其他收益、投资收益和营业外收支后，公司整体税前利润分别为 5266 万元和 7006 万元，同比分别增加 4061 万元和 1.0 亿元。网络货运平台业务的发展，是公司盈利能力提升的主要原因。


东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：姜楠

证书编号：S1160520090001

联系人：姜楠

电话：021-23586483

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	20371.67
流通市值（百万元）	19605.14
52 周最高/最低（元）	7.76/4.56
52 周最高/最低（PE）	16.65/10.54
52 周最高/最低（PB）	1.69/1.04
52 周涨幅（%）	8.14
52 周换手率（%）	185.21

相关研究

《网络货运业务增长可期》

2021.04.12

《持续推动业务优化，补贴逐步到位》

2020.10.28

【投资建议】

- ◆ 2020 年，公司大力发展网络货运平台业务，并减少了物流供应链业务中的商贸类业务。根据上述变化，我们上调对 2021-2022 年网络货运平台业务收入的假设，下调对 2021-2022 年物流供应链业务收入的假设。另外，根据公司的规划，预计未来 3 年新建公路港的数量将较往年减少，我们下调对 2021-2022 年其他收益（主要是政府补助）的假设。相较之前，我们对公司 2021 年营收和归母净利润的预计均有所减少；对公司 2022 年营收预计有所增加，归母净利润预计有所减少。
- ◆ 预计 2021-2023 年，公司营业收入分别为 337.4 亿元/439.1 亿元/489.4 亿元，同比增速分别为 55.9%/30.1%/11.4%；归母净利润分别为 19.0 亿元/22.3 亿元/24.8 亿元，同比增速分别为 24.7%/17.7%/10.9%。EPS 分别为 0.57 元/0.68 元/0.75 元，对应当前股价，PE 分别为 10.8 倍/9.2 倍/8.3 倍。
- ◆ 网络货运平台业务的发展是未来最大看点。税费优惠将显著降低平台获客成本，并提升客户粘性。公司有望通过税费优惠，吸引更多的物流企业和货主在平台完成交易。同时，期待公司通过“仓运配”业务，实现从园区运营到物流供应链服务平台的转型，维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	21640.51	33743.52	43910.91	48939.99
增长率(%)	6.71%	55.93%	30.13%	11.45%
EBITDA（百万元）	1293.46	1783.67	2261.41	2576.86
归属母公司净利润（百万元）	1521.26	1896.75	2232.67	2476.51
增长率(%)	-5.05%	24.68%	17.71%	10.92%
EPS（元/股）	0.46	0.57	0.68	0.75
市盈率（P/E）	10.24	10.81	9.18	8.28
市净率（P/B）	1.04	1.20	1.05	0.92
EV/EBITDA	17.30	14.76	10.83	8.56

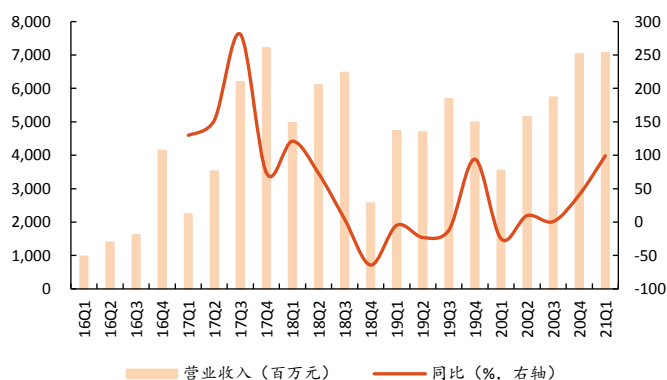
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 网络货运平台业务发展低于预期；
- ◆ “仓运配”业务发展低于预期。

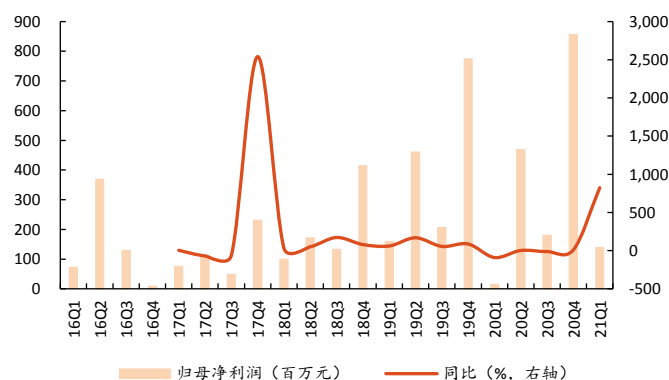
公司发布 2020 年报及 2021 年一季报，整体情况符合预期。2020 年，公司实现营业收入 215.0 亿元，同比增长 6.7%；实现利润总额 18.7 亿元，同比下降 6.3%；实现归母净利润 15.2 亿元，同比下降 5.0%。2020Q4，公司实现营业收入 70.4 亿元，同比增长 40.8%；实现利润总额 9.4 亿元，同比增长 6.9%；实现归母净利润 8.6 亿元，同比增长 10.5%。2021Q1，公司实现营业收入 70.8 亿元，同比增长 99.1%；实现利润总额 2.1 亿元，同比 911.5%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比增长 824.0%。2020Q4 和 2021Q1，公司营收均实现高增长，主要来自网络货运平台业务的增长。

图表 1：公司分季度营业收入



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 2：公司分季度利润情况



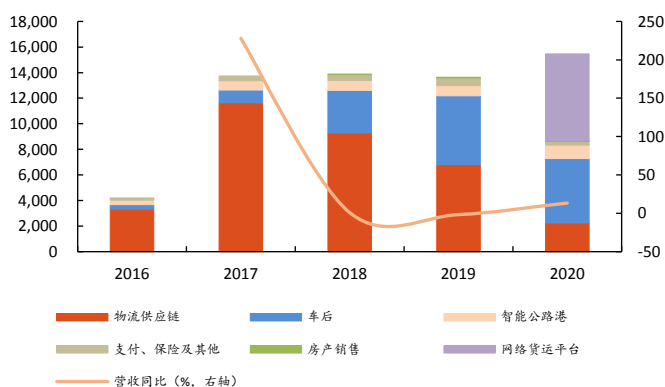
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

网络货运平台业务是主要增长点。2020 年，公司物流业务实现营收 154.7 亿元，同比增长 13.4%。其中，2020H1 实现营收 59.6 亿元，同比下降 6.2%，主要原因是新冠疫情导致业务量减少；2020H2 实现营收 95.0 亿元，同比增长 30.5%，主要来自网络货运平台业务的增长。

2020 年，依托线下公路港和线上服务平台，公司网络货运业务实现了加速规模化发展，全年实现营收 67.7 亿元，物流业务营收占比达 43.7%，已超过物流供应链业务，成为物流业务营收贡献最大的分项。网络货运平台业务毛利率约 2.5%，全年贡献毛利 1.7 亿元，物流业务毛利占比达 14.6%。2021Q1，公司营收较上年同期接近翻倍增长，亦主要来自网络货运平台业务的增长。

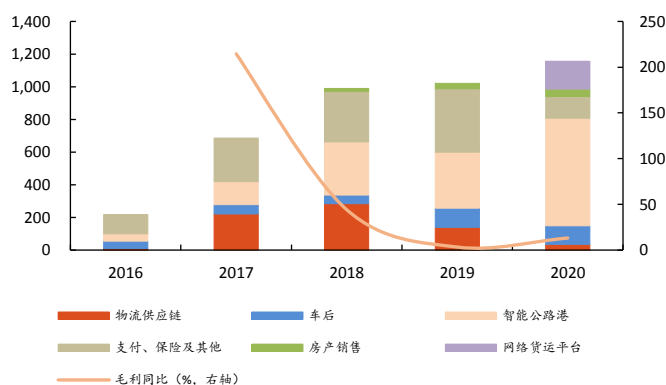
网络货运平台业务已成规模，并有望保持高增长。公司依托智能物流服务平台沉淀的资源，大力发展网络货运服务，为货主提供包括运力派单、运输管理、运费支付、票据结算等在内的全链路物流服务，并链接车后和金融等增值服务。2020 年，网络货运平台业务日交易量超过 2 万单，月复合增长率达 25%，平台运营客户超 4,000 家，触达车辆 50 万辆，累计运单超 170 万单。公司凭借税费优惠吸引货主和物流企业到平台完成交易，并通过服务费、车后和金融等增值业务实现盈利。我们预计，税费优惠将显著降低公司网络货运平台的获客成本，并提升物流企业对平台粘性。依托全国已开展业务的 63 个公路港，公司的网络货运平台业务有望持续高速发展。

图表 3：公司物流业务收入拆分（百万元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

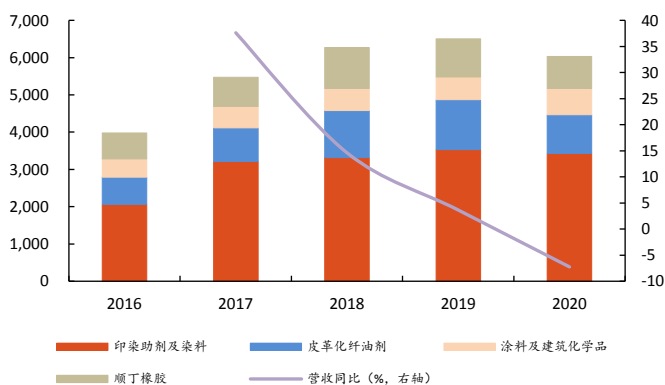
图表 4：公司物流业务毛利拆分（百万元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

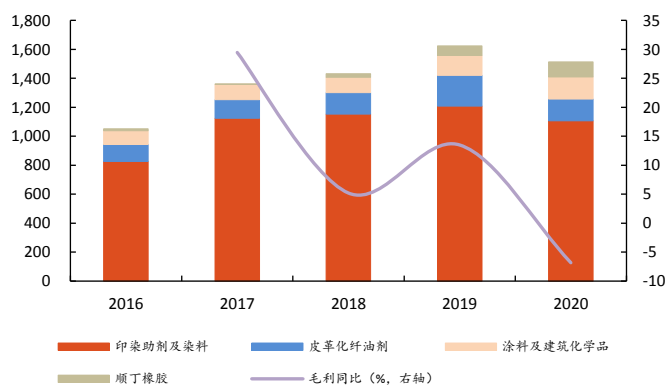
2020 年，公司化工业务营收 60.3 亿元，同比下降 7.2%。其中，2020H1 和 H2 化工业务营收分别为 27.5 亿元和 32.8 亿元，分别同比下降 10.8%和 4.0%。营收下滑主要原因是疫情影响下化工业务量同比下滑。复工复产后，下半年营收同比降幅有所收窄。随着疫情逐步恢复，化工业务收入有望恢复同比正增长。

图表 5：公司化工业务收入拆分（百万元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

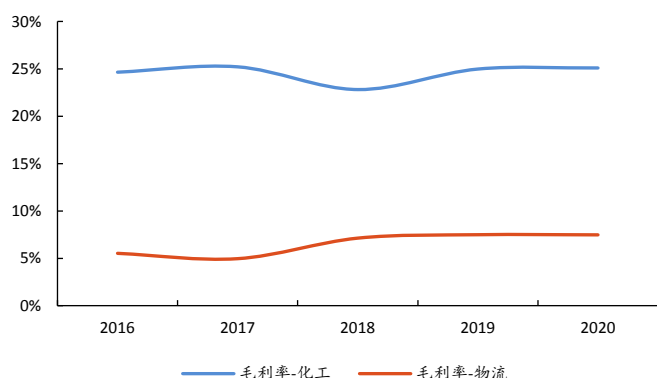
图表 6：公司化工业务毛利拆分（百万元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

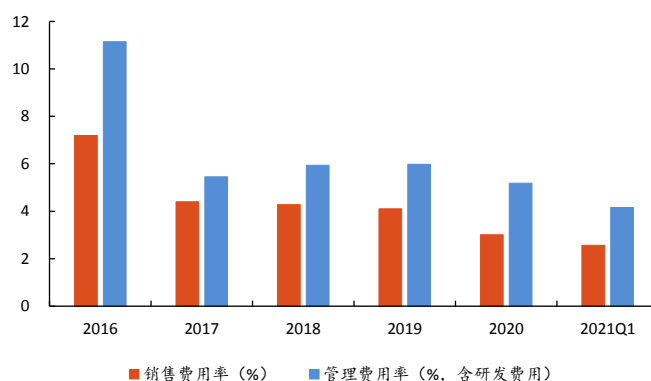
毛利率稳定，费用控制良好，研发投入持续性强。2020 年，物流和化工业务毛利率分别为 7.5%和 25.1%，同比均基本持平。全年销售费用 6.5 亿元，同比下降 21.8%；管理费用 7.8 亿元，同比下降 9.8%；销售费用率和管理费用率分别为 3.0%和 3.6%，同比分别下降 1.1pts 和 0.7pts。全年研发费用 3.3 亿元，同比仅下降 1.4%；研发费用率 1.6%，同比仅下降 0.1pts，公司研发投入持续性强。

图表 7：公司化工和物流业务毛利率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

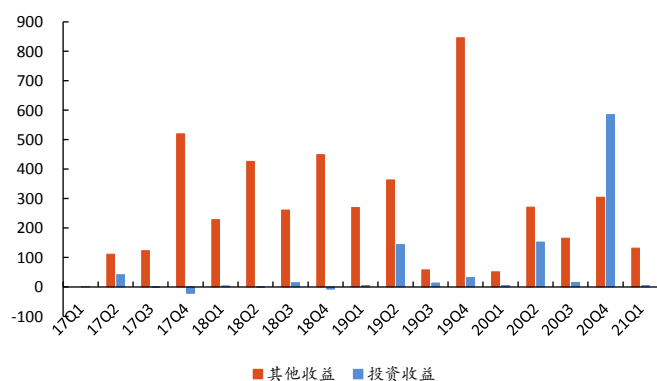
图表 8：公司历年费用率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

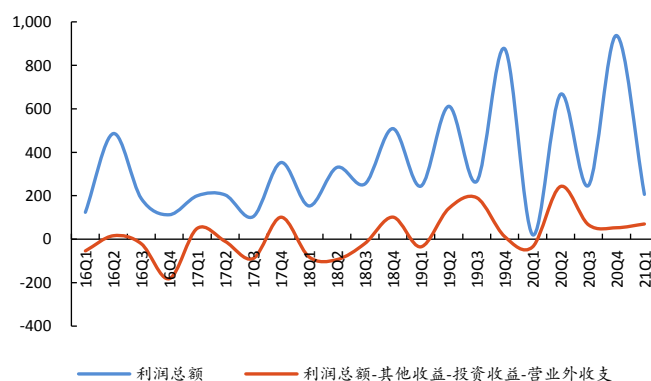
网络货运平台业务提升整体盈利能力。2020 年，公司其他收益 7.9 亿元，同比减少 7.4 亿元，主要原因是新建公路港数量减少所带来的政府补助下降。全年投资收益 7.6 亿元，同比增加 5.6 亿元，增量主要来自出售控股子公司股权和处置金融工具。2020Q4 和 2021Q1 投资收益分别为 5.8 亿元和 448 万元，同比分别增加 5.5 亿元和 24.9 万元。2020Q4 和 2021Q1，剔除其他收益、投资收益和营业外收支后，公司整体税前利润分别为 5266 万元和 7006 万元，同比分别增加 4061 万元和 1.0 亿元。网络货运平台业务的发展，是公司盈利能力提升的主要原因。

图表 9：公司分季度其他收益和投资收益（百万元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 10：公司分季度利润情况（百万元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2020 年，公司大力发展网络货运平台业务，并减少了物流供应链业务中的商贸类业务。根据上述变化，我们上调对 2021-2022 年网络货运平台业务收入的假设，下调对 2021-2022 年物流供应链业务收入的假设。另外，根据公司的规划，预计未来 3 年新建公路港的数量将较往年减少，我们下调对 2021-2022 年其他收益（主要是政府补助）的假设。相较之前，我们对公司 2021 年营收和归母净利润的预计均有所减少；对公司 2022 年营收预计有所增加，归母净利润预计有所减少。

预计 2021-2023 年，公司营业收入分别为 337.4 亿元/439.1 亿元/489.4 亿元，同比增速分别为 55.9%/30.1%/11.4%；归母净利润分别为 19.0 亿元/22.3

亿元/24.8 亿元,同比增速分别为 24.7%/17.7%/10.9%。EPS 分别为 0.57 元/0.68 元/0.75 元,对应当前股价,PE 分别为 10.8 倍/9.2 倍/8.3 倍。网络货运平台业务的发展是未来最大看点。税费优惠将显著降低平台获客成本,并提升客户粘性。公司有望通过税费优惠,吸引更多的物流企业和货主在平台完成交易。同时,期待公司通过“仓运配”业务,实现从园区运营到物流供应链服务平台的转型,维持“增持”评级。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	13480.89	18505.10	20745.58	21391.95
货币资金	5227.95	7423.57	7464.85	7341.00
应收及预付	1847.04	2791.89	3570.57	3879.20
存货	1484.89	2223.76	2776.26	2958.22
其他流动资产	4921.01	6065.88	6933.89	7213.54
非流动资产	21180.86	21974.18	22489.01	22912.53
长期股权投资	910.89	956.43	1004.25	1054.46
固定资产	1639.59	1886.75	2148.34	2413.87
在建工程	1782.53	2221.80	2353.59	2379.94
无形资产	1282.19	1323.92	1365.60	1412.61
其他长期资产	15565.67	15585.28	15617.23	15651.63
资产总计	34661.76	40479.29	43234.58	44304.48
流动负债	10008.31	13024.26	14114.89	11963.40
短期借款	4265.26	4881.39	3996.55	1023.88
应付及预收	1734.68	2729.92	3603.07	4067.94
其他流动负债	4008.37	5412.95	6515.27	6871.58
非流动负债	8507.66	9107.66	8207.66	8607.66
长期借款	5612.75	6712.75	5912.75	6412.75
应付债券	1055.52	555.52	455.52	355.52
其他非流动负债	1839.39	1839.39	1839.39	1839.39
负债合计	18515.98	22131.92	22322.55	20571.07
实收资本	3307.09	3307.09	3307.09	3307.09
资本公积	6024.72	6024.72	6024.72	6024.72
留存收益	5300.21	7424.27	9897.69	12617.85
归属母公司股东权益	15019.33	17143.39	19616.81	22336.97
少数股东权益	1126.45	1203.98	1295.23	1396.44
负债和股东权益	34661.76	40479.29	43234.58	44304.48

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21640.51	33743.52	43910.91	48939.99
营业成本	18852.49	28988.34	37530.95	41528.79
税金及附加	178.89	256.45	320.55	342.58
销售费用	647.41	1113.54	1580.79	1908.66
管理费用	781.54	1282.25	1756.44	2055.48
研发费用	333.70	516.28	667.45	738.99
财务费用	388.30	510.95	460.55	350.18
资产减值损失	-14.77	-5.13	-5.39	-5.66
公允价值变动收益	276.14	201.93	212.03	222.63
投资净收益	757.39	337.44	307.38	244.70
资产处置收益	-24.70	-43.87	-52.69	-53.83
其他收益	793.03	776.10	702.57	636.22
营业利润	1876.74	2342.18	2758.08	3059.36
营业外收入	10.41	17.32	22.54	25.13
营业外支出	15.69	26.11	33.98	37.87
利润总额	1871.46	2333.39	2746.64	3046.61
所得税	288.03	359.12	422.72	468.89
净利润	1583.44	1974.27	2323.92	2577.72
少数股东损益	62.18	77.52	91.25	101.22
归属母公司净利润	1521.26	1896.75	2232.67	2476.51
EBITDA	1293.46	1783.67	2261.41	2576.86

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2179.70	1961.64	2540.87	3017.24
净利润	1583.44	1974.27	2323.92	2577.72
折旧摊销	446.98	197.01	206.68	211.38
营运资金变动	287.46	-428.78	-223.72	50.96
其它	-138.18	219.15	234.00	177.18
投资活动现金流	-1876.36	-281.43	-30.87	3.84
资本支出	-1938.65	-759.22	-474.12	-382.52
投资变动	152.36	-91.58	-96.16	-100.96
其他	-90.07	569.37	539.40	487.33
筹资活动现金流	1476.66	515.41	-2468.72	-3144.94
银行借款	9981.58	1716.14	-1684.84	-2472.67
债券融资	0.00	-500.00	-100.00	-100.00
股权融资	115.62	0.00	0.00	0.00
其他	-8620.54	-700.72	-683.88	-572.27
现金净增加额	1741.07	2195.62	41.28	-123.86
期初现金余额	2947.92	5227.95	7423.57	7464.85
期末现金余额	4689.00	7423.57	7464.85	7341.00

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长	6.71%	55.93%	30.13%	11.45%
营业利润增长	-8.00%	24.80%	17.76%	10.92%
归属母公司净利润增长	-5.05%	24.68%	17.71%	10.92%
获利能力 (%)				
毛利率	12.88%	14.09%	14.53%	15.14%
净利率	7.32%	5.85%	5.29%	5.27%
ROE	10.13%	11.06%	11.38%	11.09%
ROIC	2.54%	4.25%	5.37%	6.14%
偿债能力				
资产负债率 (%)	53.42%	54.67%	51.63%	46.43%
净负债比率	42.13%	31.73%	19.11%	6.52%
流动比率	1.35	1.42	1.47	1.79
速动比率	1.13	1.17	1.18	1.42
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.83	1.02	1.10
应收账款周转率	19.79	20.28	20.86	21.47
存货周转率	14.57	15.17	15.82	16.54
每股指标 (元)				
每股收益	0.46	0.57	0.68	0.75
每股经营现金流	0.66	0.59	0.77	0.91
每股净资产	4.54	5.18	5.93	6.75
估值比率				
P/E	10.24	10.81	9.18	8.28
P/B	1.04	1.20	1.05	0.92
EV/EBITDA	17.30	14.76	10.83	8.56

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。