

证券研究报告 / 公司深度报告

增持

上次评级: 增持

从资源向能力转型，传化模式再起航

报告摘要:

公路港已成为我国公路物流基础设施，规模效应日益显现。2020年我国零担物流市场规模为1.99万亿元，占整体公路物流比重为33%，呈逐年攀升趋势。传化公路港作为物流园区的升级版本，是零担物流公路运输的有效解决方案。公路港提供的零担分拨档口、仓储、三产等服务功能仍然是强需求。目前，传化在运营公路港54个，在建公路港9个，已经形成遍布全国的公路运输基础设施网络。另外，随着2016~2017年期间集中建设和投入的公路港经过爬坡期，公路港整体盈利能力得到较大改善。在2020年疫情对宏观经济冲击较大的情况下，传化公路港园区业务收入依然保持31%的增速。

网络货运行业进入快速发展期，传化凭借线下公路港资源优势明显。

2021年以满帮为代表的网络货运平台纷纷赴美上市，网络货运行业迎来大发展。目前网络货运GTV占整体公路货运的比重仅为4%左右，进一步增长空间巨大。传化网络货运平台业务规模增长迅速，2020年全年实现营收67.7亿元，日交易量超过2万单，月复合增长率达到25%。依托线下公路港的物流资源和税收优惠政策，传化具有明显的获客优势。

仓运配业务深入制造业供应链，从资源向能力转型。作为公路港的所有者，传化过去扮演的角色更多的是物流要素提供者，对物流服务能力的建设不足。面对物流行业集中化程度提升和一体化供应链的趋势，传化也从资源提供者向能力提供者转型。传化供应链业务逐渐减少资金占用较大且毛利较低的代采商贸业务，开拓毛利更高、客户粘性更强，但能力要求更高的仓运配业务。通过聚焦“化工、车后、快消、科技”并打造标杆项目，供应链业务未来值得期待。

投资建议: 看好传化公路港作为物流基础设施网络形成的规模效应，并基于此具备的获客优势将有效辅助其发展供应链服务和网络货运平台。我们预计公司2021-2023年EPS分别为0.67元、0.83元、0.94元，对应PE分别11.25x、9.05x、8.01x，给予“增持”评级。

风险提示: 业务开展不及预期，政府补贴下滑，宏观经济下滑

财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	20,280	21,641	35,715	56,514	77,371
(+/-)%	0.08%	6.71%	65.04%	58.24%	36.91%
归属母公司净利润	1,602	1,521	2,216	2,756	3,113
(+/-)%	95.63%	-5.05%	45.66%	24.38%	12.96%
每股收益(元)	0.48	0.46	0.67	0.83	0.94
市盈率	14.40	10.24	11.25	9.05	8.01
市净率	1.58	1.04	1.38	1.15	0.96
净资产收益率(%)	10.95%	10.13%	12.31%	12.67%	11.93%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	3,258	3,307	3,306	3,306	3,306

股票数据

2021/06/29

6个月目标价(元)	11.39
收盘价(元)	7.54
12个月股价区间(元)	4.59-9.30
总市值(百万元)	24,930.63
总股本(百万股)	3,306
A股(百万股)	3,306
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	75

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	23%	10%	45%
相对收益	25%	5%	18%

相关报告

《传化智联(002010): 公路港拓展步步为营，网络货运平台贡献凸显》

--20210502

《传化智联(002010): 短期业务收缩，看好长期盈利能力改善》

--20210408

《东北证券交通运输周报: 跨境电商迎来新机遇，上海机场披露重组定增预案》

--20210628

证券分析师: 瞿永忠

执业证书编号: S0550515110002

021-20363212 quyz@nesc.cn

研究助理: 吴金超

执业证书编号: S0550120070023

(021)20361258 wujc@nesc.cn

目 录

1.	公路港——仍是公路物流的有效解决方案	4
1.1.	我国公路物流规模庞大，零担物流市场前景广阔	4
1.2.	物流园区发展 50 余载，充分降低物流成本、提高运转效率	6
1.3.	公路港有效推动交通物流一体化、集约化、网络化发展	6
2.	网络货运平台——互联网+公路物流的最后角逐	8
2.1.	网络货运平台行业竞争激烈，未来发展空间广阔	8
2.1.1.	网络货运平台沿袭无车承运人平台，行业进入严格监管阶段	8
2.1.2.	网络货运平台模式解析——高效、科学地连接货主与承运人	9
2.1.3.	“车货匹配+增值服务”是主要盈利来源	10
2.1.4.	万亿级网络货运平台市场，满帮集团领跑行业	10
2.2.	传化发展网络货运平台优势明显	13
2.3.	网络货运对公路港的影响——冲击 or 反哺	14
3.	一体化供应链——物流业整合的终极形态	15
3.1.	从环节服务商向端到端供应链服务转型是物流行业发展趋势	15
3.2.	供应链市场规模大，市场格局仍较零散	16
4.	经营情况：化工贡献稳定，物流盈利能力持续改善	18
4.1.	物流业务为支柱，化工业务贡献稳定	18
4.2.	物流业务结构调整，经营性利润稳步提升	20
4.3.	获现能力持续增长，收益品质提高	24
5.	盈利预测	25
6.	风险提示	27

图表目录

图 1:	2016-2020 年全国公路里程和公路密度	4
图 2:	2020 年全社会营业性货运量运输方式构成	4
图 3:	2016-2020 年全国公路货运量	4
图 4:	2020 年全国公路货运量	4
图 5:	中国公路物流行业市场结构	5
图 6:	2016-2020 公路物流细分市场规模（亿元）	5
图 7:	2017-2020 年零担收入 TOP30 企业分层结构	6
图 8:	2017-2020 年中美零担收入 TOP10 企业市场占有率对比	6
图 9:	物流园区起源与起因	6
图 10:	公路港基本功能构成	7
图 11:	网络货运平台基本模式	9
图 12:	网络货运平台盈利模式	10

图 13: 网络货运平台业务 GTV (亿元)	11
图 14: 网络货运平台业务收入对比 (亿元)	11
图 15: 网络货运平台业务利润对比 (亿元)	11
图 16: 传化智联网络货运平台业务收入及增速 (亿元)	13
图 17: 传化网络货运平台示意图	13
图 18: 司机端无法开具发票物流公司承担更多增值税成本	14
图 19: 传化网络货运平台开票服务对货主和物流公司具有较大吸引力	14
图 20: 一般生产制造企业供应链服务全景图	15
图 21: 中国物流总费用构成, 2015-2025E	15
图 22: 中国一体化供应链物流支出	16
图 23: 中国一体化供应链物流服务市场规模, 按行业划分, 2020-2025E	16
图 24: 传化仓运配服务运营模式	18
图 25: 2020 年业务营业收入构成	19
图 26: 化工业务产品历年收入变化 (亿元)	19
图 27: 化工业务产品历年毛利率变化	20
图 28: 园区业务收入及变化 (亿元)	20
图 29: 园区业务毛利率及变化	20
图 30: 物流供应链业务收入及变化	21
图 31: 物流供应链业务毛利率及变化	21
图 32: 车后业务收入及变化	21
图 33: 车后业务毛利率及变化	21
图 34: 支付、保险及其他业务收入变化	22
图 35: 支付、保险及其他业务毛利率变化	22
图 36: 各业务毛利率比较	22
图 37: 物流业务历年主要收入构成 (亿元)	23
图 38: 物流业务历年毛利构成 (亿元)	23
图 39: 公司历年收入变化	24
图 40: 公司历年归母净利润变化	24
图 41: 公司历年扣非归母净利润变化	24
图 42: 经营活动产生的现金流量净额/营业收入和经营性现金净流量/净利润变化	25
表 1: 公路港与传统物流园区的区别	7
表 2: 传化智联已建成枢纽型公路港	8
表 3: 网络货运平台发展阶段	9
表 4: 网络货运平台行业主要企业	10
表 5: 满帮融资历程	12
表 6: 货拉拉融资历程	12
表 7: 供应链服务能力划分	18
表 8: 物流业务拆分及收入估算方法	25
表 9: 公路港划分	26
表 10: 公司各项业务营业收入测算	26

1. 公路港——仍是公路物流的有效解决方案

1.1. 我国公路物流规模庞大，零担物流市场前景广阔

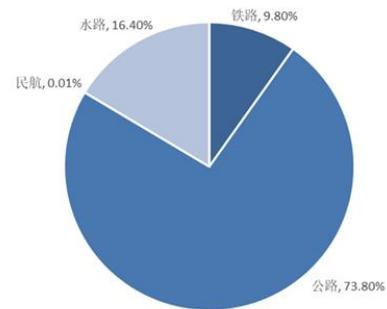
我国已经发展成为世界第一大公路运输市场，公路规模和集中度的增长进一步推动公路物流的发展。随着我国基础设施建设的稳步推进，公路里程和密度不断抬升。2020年全国公路总里程为519.81万公里，全国公路密度为54.15公里/百平方公里，两者总体上均呈现稳步攀升态势，这也为公路物流的发展提供了坚实的基础。

图 1: 2016-2020 年全国公路里程和公路密度



数据来源：运联智库，东北证券

图 2: 2020 年全社会营业性货运量运输方式构成



数据来源：运联智库，东北证券

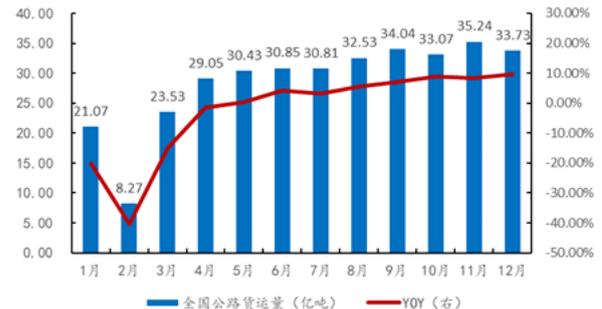
目前来看，公路物流依然是我国货物运输最主要的运输方式，2020年公路物流占全部货运方式的73.8%。2016-2020年我国公路物流货运量在340亿吨上下波动，最高到达2018年的395.7亿吨。2020年新冠疫情对第一季度公路货运量有较大的影响，但是整年货运量基本与上年持平，说明我国对公路货运的依赖性较强，整体规模基数较大且稳定，后续仍有较大的增长空间。

图 3: 2016-2020 年全国公路货运量



数据来源：运联智库，东北证券

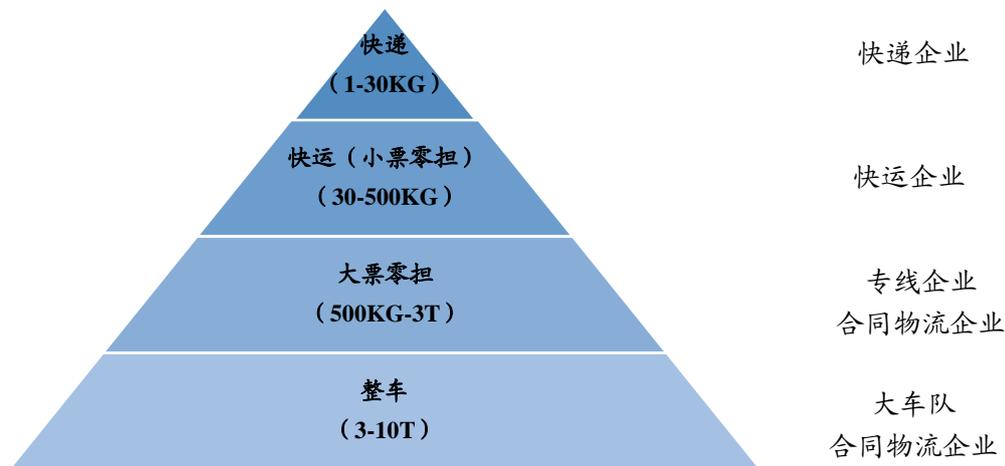
图 4: 2020 年全国公路货运量



数据来源：运联智库，东北证券

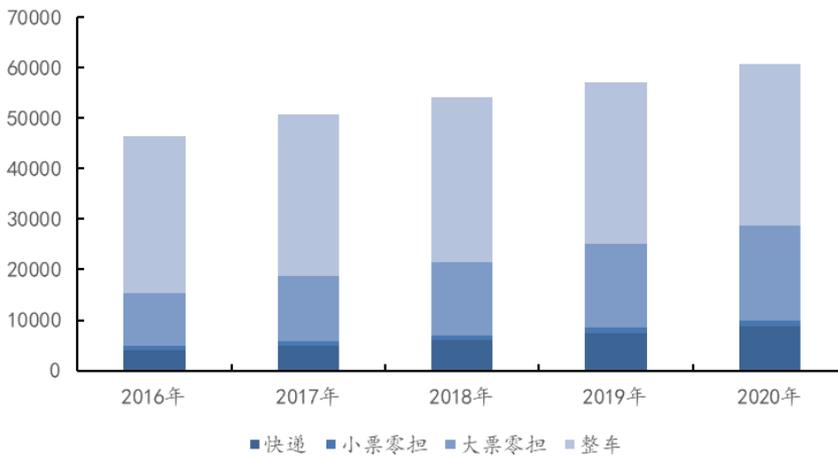
我国公路零担物流市场规模不断扩张，但集中度仍处于非常低的水平。我国货运行业的市场结构根据运输货物的重量划分为快递、小票零担、大票零担和整车运输，其中零担物流市场是物流企业重点角逐的领域，发展前景十分广阔。零担物流市场规模逐年攀升，2020年市场规模为1.99万亿元，占整体公路物流比重从2016年的25%上升到2020年33%。

图 5: 中国公路物流行业市场结构



数据来源: 前瞻产业研究院, 东北证券

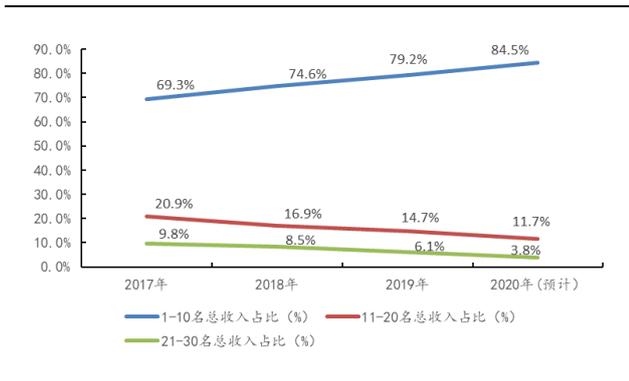
图 6: 2016-2020 公路物流细分市场规 模 (亿元)



数据来源: 前瞻产业研究院, 东北证券

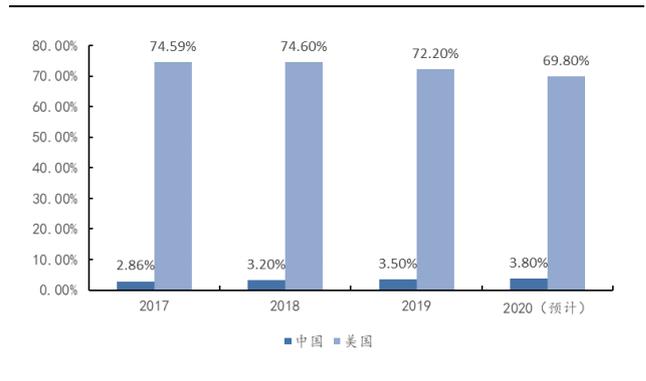
我国零担物流企业有向头部集中的趋势, CR10 的企业占比不断增大。2020 年 (按照平均增速进行推算), 在行业收入前 30 的企业当中, 前 10 的企业收入在 8 成左右, 11-30 名的企业收入占比逐年显著下降。但是, 相比美国零担行业 CR10 近 7 成的集中率, 我国零担运输行业的集中度还处于比较低的水平, 行业格局分散, 这也为头部企业提供充分的发展空间和机会, 未来行业的洗牌速度会加快, 行业发展前景非常广阔。

图 7：2017-2020 年零担收入 TOP30 企业分层结构



数据来源：运联智库，东北证券

图 8：2017-2020 年中美零担收入 TOP10 企业市场占有率对比

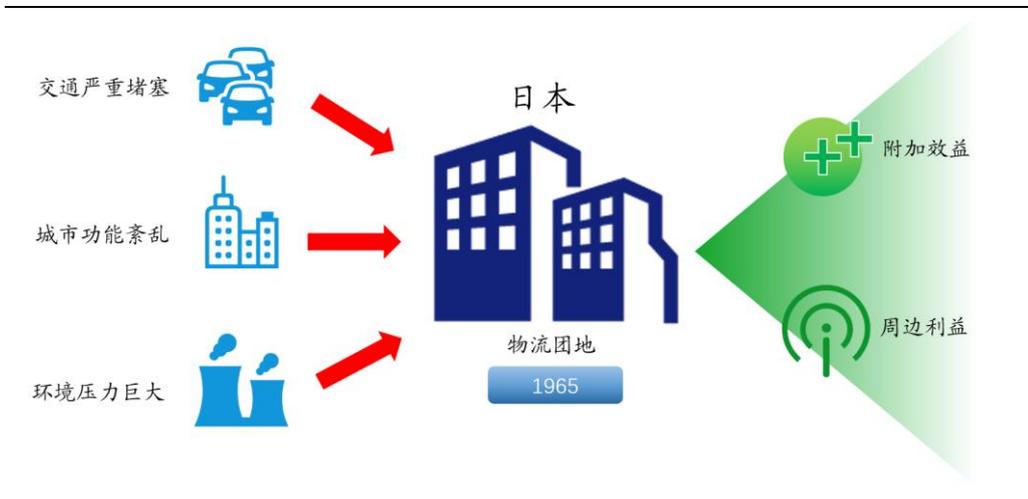


数据来源：运联智库，东北证券

1.2. 物流园区发展 50 余载，充分降低物流成本、提高运转效率

物流园区可以充分降低物流成本、提高地区的物流运转效率。“物流园区”的概念最早是由日本在 1965 年提出，在东京落地，被称为“物流团地”。当时的日本面临着严峻的环境压力、严重的交通堵塞、以及紊乱的城市功能等问题，为了保持产业的凝聚力、保证物流行业的稳步发展，集约运输、仓储、市场、信息、管理等功能的物流园区便应运而生。在物流园区落地并为日本带来了显著的附加效益和周边利益、充分降低了物流成本以及提高物流运转效率之后，物流园区逐渐成为日本城市中的重要组成部分，并在全世界范围内被不断复制、改进。

图 9：物流园区起源与起因



数据来源：公开资料，东北证券

1.3. 公路港有效推动交通物流一体化、集约化、网络化发展

1.3.1 公路港是传统物流园区的一种高级发展形态

公路港以传统物流园区为基础，向着更为信息化、科学化、高效化、人性化的方向发展。传统物流园区的短板在于信息化程度低、缺乏科学有效的管理、功能定位模糊等。公路港从三个方面较好地解决了上述问题：①**管理**：提高入驻公路港企业的门槛，着重挑选优质的企业来共同经营建设公路港，达到物流公司与公路港双赢的效果；②**生态**：构建“非物流属性的商业生态”，完善车后服务业务、第三产业服务业务、金融增值服务业务等，转变经营逻辑；③**连接**：建设区域性、乃至全国性的

公路港网络，同时利用信息技术手段将司机、车辆、物流企业的信息打通，从而可以为企业提供更全方位的、科学高效化的运输方案。

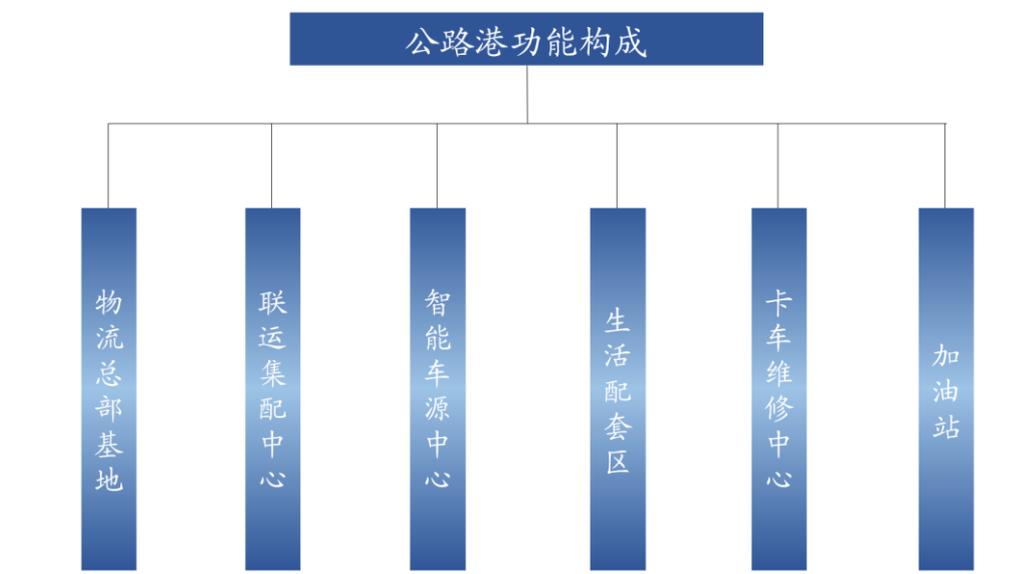
表 1: 公路港与传统物流园区的区别

核心区别	公路港	传统物流园区
管理	入驻企业经过严格筛选，进行标准化、集约化的统一管理	入驻门槛低，企业各自开展业务，缺乏有效管理
生态	注重打造非物流服务，构建“一站式”物流运输服务体系，涵盖车辆、司机和物流公司等	整体功能基础，配套设施不完善
连接	将信息技术贯穿物流运输全过程，实现四流合一（物流、信息流、商流、资金流）；铺设区域性、全国性的公路港网络	信息孤岛，物理孤岛

数据来源：公开资料，东北证券

最基本的公路港涵盖 6 个功能模块：物流总部基地、联运集配中心、智能车源中心（停车场）、生活配套区（第三产业服务）、卡车维修中心（车后业务）、加油站等。公路港面向的对象包括物流企业、司机、货主企业、制造业企业等，每一个角色都可以高效、便利地在公路港中满足自己的基本需求（仓储、运输等），以及享受到一些增值服务（车后、三产、金融保险等）。

图 10: 公路港基本功能构成



数据来源：公开资料，东北证券

1.3.2 传化枢纽型公路港是国家陆港型枢纽的关键组成，具有独特的战略地位。传化公路港可以增强物流一体化整合能力、降低物流成本、提高物流运输效率。国家物流枢纽是指集中实现货物集散、存储、分拨、转运等多种功能的物流设施群和物流活动组织中心。2019-2020 年，国家发展改革委、交通运输部共布局建设了 45 个国家物流枢纽，涵盖 27 个省（区、市），构建“通道+枢纽+网络”的现代物流运作体系，总共分为 6 种类型：陆港型、空港型、港口型、生产服务型、商贸服务型、陆上边境口岸型。

在传化智联已建成的 63 个公路港中，有 13 个是枢纽型公路港。依托分布广泛、位置关键等优势，传化公路港顺应国家战略，打造陆港型枢纽型公路港，构建起公路港城市物流中心网，从而充分降低物流运输成本、提高运输效率、推动交通物流一体化、集装箱化、网络化发展。

表 2：传化智联已建成枢纽型公路港

省（区、市）	市（投入运营时间）
浙江	临江（2016.05.18）
江苏	苏州（2010.05）、无锡传化公路港（2014.06）、无锡传化物流中心（2019.05）
安徽	合肥（2017）
山东	青岛（2016.06.03）
天津	天津（2016.06）
吉林	长春（2019.03.14）
陕西	西安（2019）
四川	成都（2009.05.20）
上海	上海（2016.03）
湖南	长沙（2018.08.17）
江西	南昌（2018.06）

数据来源：公开资料，公司年报，东北证券

公路港的核心价值是对物流供需要素的整合，随着行业发展需要拓展新的边界。我国零担物流市场的巨大需求使得对货物集结发运的需求必将长期存在，公路港的首要核心功能是对货源需求的集结整合（通过零担档口实现）和对运力资源整合（早期通过信息交易中心实现，随着线上化发展逐渐减少该部分功能区），并由此派生出其他功能需求，如停车场、加油站、三产服务等。然而，随着制造业升级、物流行业集中化程度提升和数字化物流发展趋势的背景下，对公路港的需求定位将不仅仅再是物流园区的升级版本。在与制造企业和物流企业深度融合的同时，公路港这一特殊的物流业态将拓展其新的边界。

2. 网络货运平台——互联网+公路物流的最后角逐

2.1. 网络货运平台行业竞争激烈，未来发展空间广阔

2.1.1. 网络货运平台沿袭无车承运人平台，行业进入严格监管阶段

网络货运平台的发展历史可以追溯到 2014 年，总共分为 3 个发展阶段：爆发增长阶段、“无车承运人”阶段、严格监管阶段。

- **爆发增长阶段：**主要是顺应互联网+的浪潮，人们将互联网与物流相结合，从而形成最早的车货匹配平台，但是整体规模较小，企业较多，且法律法规并不完善，整体发展并不成熟。
- **“无车承运人”阶段：**2016 年 8 月 26 日，交通运输部办公厅印发《关于推进改革试点加快无车承运物流创新发展的意见》，自此，我国开始了为期三年的无车承运人的试点工作；2019 年 9 月，交通运输部、国家税务总局联合印发《网络平台道路货物运输经营管理暂行办法》，国家出台相关的监管政策规范，并且“无车承运人”更名为“网络平台道路货物运输经营者”，简称“网络货运平台”。
- **严格监管阶段：**随着《网络平台道路货物运输经营管理暂行办法》的颁布，行业内部洗牌加速，市场逐渐向头部企业集中倾斜。

表 3: 网络货运平台发展阶段

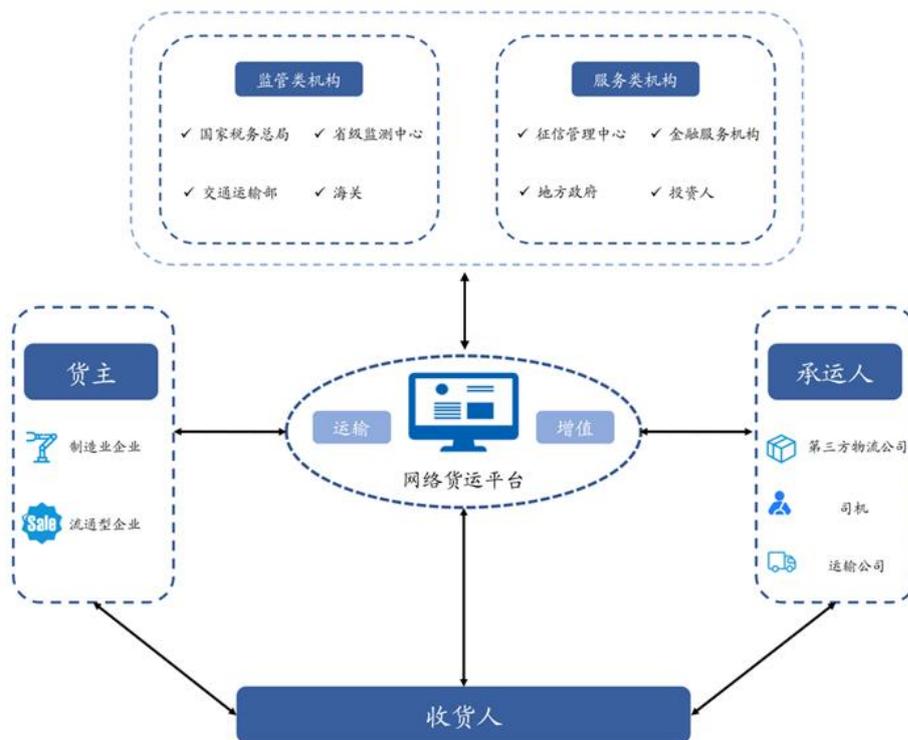
阶段	时间	发展情况
爆发增长阶段	2014 - 2016	“互联网+物流”概念兴起，车货匹配平台爆发式出现
“无车承运人”阶段	2016 - 2019	2019年9月，交通运输部、国家税务总局联合印发《网络平台道路货物运输经营管理暂行办法》，“无车承运人”更名为“网络平台道路货物运输经营者”
严格监管阶段	2019 -	随着《网络平台道路货物运输经营管理暂行办法》的颁布，行业洗牌加速，行业发展进入成熟期

数据来源：公开资料，公司年报，东北证券

2.1.2. 网络货运平台模式解析——高效、科学地连接货主与承运人

网络货运平台可以以最低成本撮合货主与承运人之间的匹配。网络货运平台模式的核心是“无车承运人模式”，依托网络货运平台强大、高效的资源整合与统筹能力，网络货运平台以“承运人”的身份与货主签订合同，帮助货主运输货物，同时作为实际承运人的“货主”，与实际承运人签订运输合同，委托实际承运人运输货物。

图 11: 网络货运平台基本模式



数据来源：公开资料，东北证券

2.1.3. “车货匹配+增值服务”是主要盈利来源

网络货运平台盈利主要包括以下部分：

- 车货匹配：是网络货运平台最核心的功能，主要通过在线结算运费抽成来盈利。
- 税收优惠：由于网络货运平台往往享受政府税收优惠政策，平台通过税返从物流公司税收中进行套利。
- 数据管理：利用区块链技术对订单、车辆、支付等信息进行管理，有效缓解信息不对称问题，形成平台数据征信，从而可以吸引更多资本的投入。
- 车后业务：包括销售 ETC、加油卡、轮胎、配件及车辆等。
- 金融服务：为物流企业、司机提供金融贷款、保险、租赁等服务。

图 12：网络货运平台盈利模式



数据来源：公开资料，东北证券

2.1.4. 万亿级网络货运平台市场，满帮集团领跑行业

随着行业进入严格监管阶段，网络货运平台行业规模效应显现，头部企业增长迅猛，竞争加剧。目前我国网络货运平台业务规模最大的三个企业为满帮、货拉拉和中储智运。其中满帮是干线物流领域的绝对龙头，占据 90% 的市场份额，货拉拉是同城货运市场的龙头，占据 50% 以上的份额。

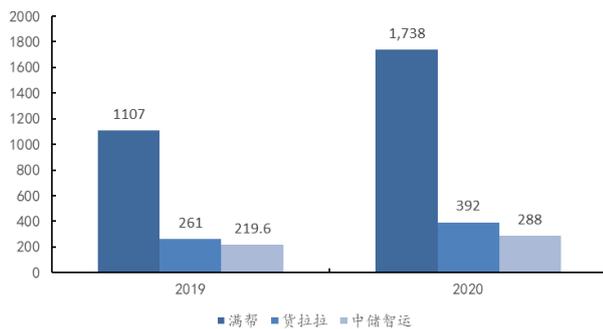
表 4：网络货运平台行业主要企业

企业	成立时间	市场定位
满帮	2017.11.27	城际干线物流的车货信息匹配
货拉拉	2013.10	同城/跨城货运、企业版物流服务、搬家、零担、汽车租赁及车后市场服务
中储智运	2014.07	搭建中储智运物流运力交易共享平台

数据来源：公开资料，公司年报，东北证券

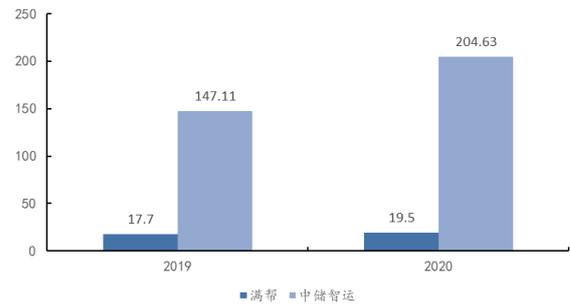
在网络货运平台业务上，满帮是国内规模最大的企业，2020 年 GTV 达到 1738 亿元，远远超过其他竞争者。同时，三家企业的 GTV 年平均增长率在 30% 以上，最高是满帮集团的 57%，说明未来市场空间依旧广阔，头部企业的成长性较好。但是对于满帮和中储智运，网络货运平台业务收入和利润相差很大，成本占比巨大，这也说明网络货运平台企业整体还是处于烧钱经营的阶段，需要大量资金来继续扩张。

图 13: 网络货运平台业务 GTV (亿元)



数据来源: 公开资料, 公司年报, 东北证券

图 14: 网络货运平台业务收入对比 (亿元)

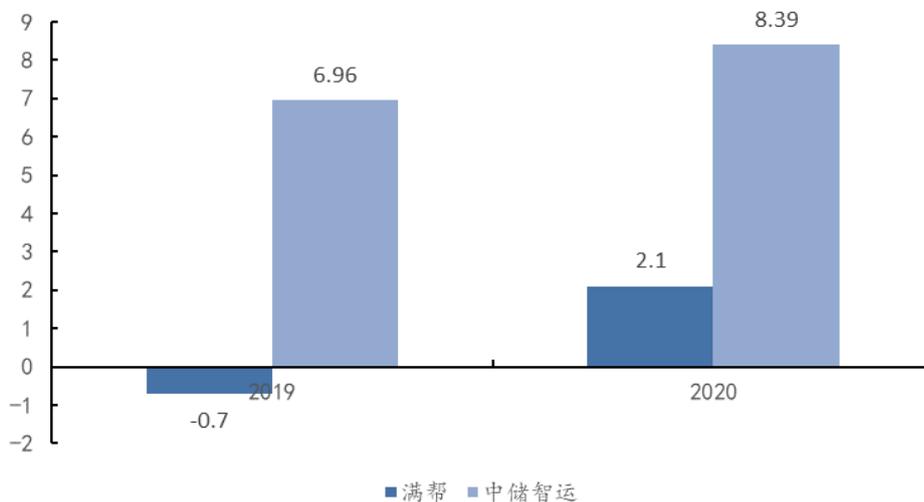


数据来源: 公司年报, 东北证券

我们发现同样是公路网络货运平台, 满帮和中储智运的交易额和收入比存在较大的差异性, 这主要是两个平台采用的收入计算方式不同:

- 满帮: 撮合型平台 —— 发展自“无车承运人”模式, 利用平台整合社会化运力资源形成运力池, 再结合人工智能、大数据等技术, 从而可以实现智能高效地匹配货主和物流公司, 显著提升运力资源使用效率、大幅降低车辆空驶率。但是, 在这种模式下满帮平台并不参与交易, 而通过抽成、会员费以及其他金融增值服务来获利, 整体来说平台充当“中介”的作用。
- 中储智运: 平台作为中间承运人, 通过平台对接货源和运力, 但与满帮模式不同的是, 平台与前端货主和运力司机端分别签订运输协议, 即对货主来说平台是承运人, 对司机来说, 平台是货主, 平台与双方结算运费并赚取差价。

图 15: 网络货运平台业务利润对比 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东北证券

网络货运平台融资金额大, 仍处红海竞争阶段。满帮集团从 2014 年起总共进行了 9 轮融资, 累计融入资金近 50 亿美元; 货拉拉从 2015 年起总共进行了 8 轮融资, 累计融入资金约 25 亿美元, 尤其是在 21 年初的 3 个月内融入 20 亿美元, 创下记录。

表 5: 满帮融资历程

时间	参投机构	金额	轮次
2020.11.24	软银愿景基金、红杉、璞米和富达 (Fidelity)、高瓴、纪源、光速、云锋、襄禾、Baillie Gifford、全明星、CMC、腾讯	17 亿美元	战略投资
2018.10.23	未披露	10 亿美元	E+
2018.04	新基金和软银愿景基金、谷歌资(CapitalG)、Farallon Capital、Baillie Gifford、Ward Ferry、阳光保险融汇资本、金沙江创投、新世界 K11 投资、农银国际、红杉资本、腾讯、光速中国、钟鼎创投、高瓴资本、纪源资本	19 亿美元	E
2017.11.17	Tiger Global Management	1.2 亿美元	D+
2017.01.06	襄禾资本、GGV 纪源资本、光速中国、红杉资本中国、云锋基金	1.1 亿美元	D
2016.07.01	未披露	5000 万美元	C+
2015.08.19	云锋基金、红杉资本中国、光速中国	数亿元	C
2015.05.12	红杉资本中国、光速中国	数亿元	B
2014.11.28	光速中国	500 万美元	A

数据来源: 公开资料, 东北证券

表 6: 货拉拉融资历程

时间	参投机构	金额	轮次
2021.01.21	红杉资本中国、高瓴资本、博裕资本、Tiger Global Management、Vitruvian Partners、D1 Capital Partners	15 亿美元	F
2020.12.22	红杉资本中国、高瓴资本、顺为资本	5.15 亿美元	E
2019.02.21	高瓴资本、红杉资本中国基金、钟鼎资本、PV Capital、顺为资本、襄禾资本	3 亿美元	D
2017.10.11	顺为资本、襄禾资本、MindWorks	1 亿美元	C
2017.01.10	襄禾资本、MindWorks Ventures、清流资本、黑洞资本	3000 万美元	B
2016.05.31	Mindworks、清流资本、之初创投、The Aria Group	1000 万美元	A
2015.09.01	Mindworks、清流资本、之初创投	1000 万美元	Pre-A
2015.03.01	清流资本、极客邦、MindWorks Ventures、Sirius Venture Capital、Aria Group	1000 万美元	天使轮

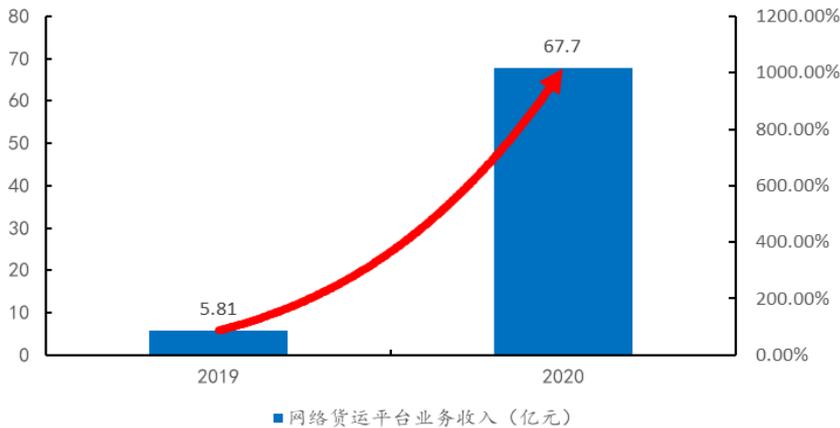
数据来源: 公开资料, 东北证券

2021 年是网络货运平台“上市之年”，满帮集团于 5 月 27 日向美国证监会递交招股说明书，拟于纽交所上市，有望成为“货运第一股”。货拉拉也传出消息将于 21 年在美国上市，这说明网络货运平台烧钱竞争模式将进入白热化阶段。

2.2. 传化发展网络货运平台优势明显

传化网络货运平台业务起步较晚，但是增长十分迅猛。网络货运业务起步于2019年5月，19年月均增速241%，业务量达到5.1亿元，2020年网络货运平台业务收入达到67.7亿元，月复合增长率达到25%。

图 16: 传化智联网络货运平台业务收入及增速 (亿元)



数据来源: WIND, 东北证券

传化网络货运平台和中储智运是相同的模式，即通过运费差价和税收返还盈利。我们认为，传化网络货运平台依托于公路港和税返优惠，有较强的获客能力，依托开发陆运通和融易运两款产品，未来发展空间很大。税返和公路港优势的具体体现:

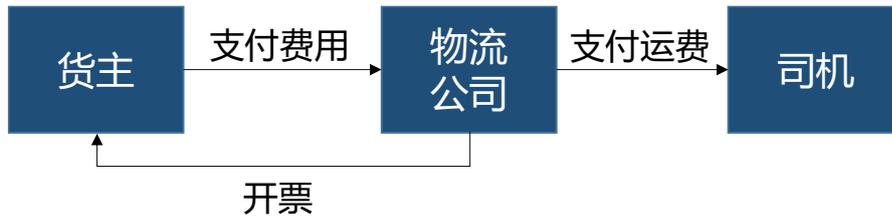
- 税返: 与其他网络货运平台相比，传化网络货运平台有较为优惠的税返政策，政府会将收取到的物流公司9%的增值税退还一半给传化智联，传化智联将3.5%的税收退回给利用网络货运平台来进行交易的物流公司，从而赚取1.5%的税差。这些优惠举措将充分吸引物流公司在传化网络货运平台上完成交易。
- 公路港: 2020年，传化有已开展公路港63个，入驻客户9871家，存量客户较为稳定。2020年末网络货运平台运营客户仅为4000余家，叠加港外的物流公司和入驻公路港客户的增量，网络货运平台业务未来仍会有较大的增长空间。

图 17: 传化网络货运平台示意图



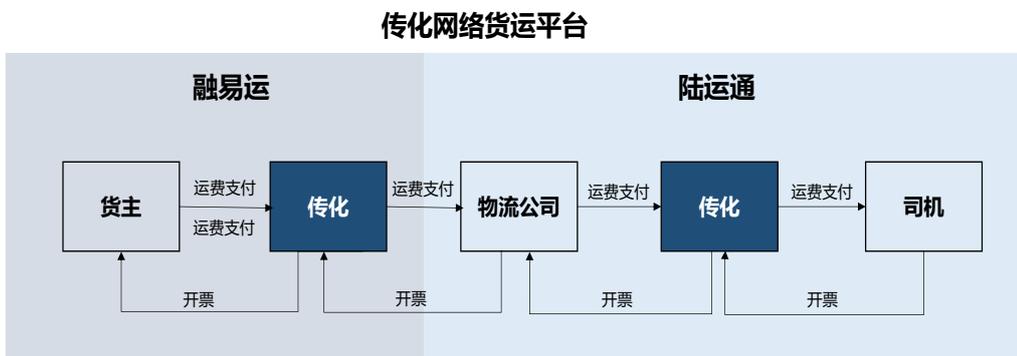
来源: 公司公告, 东北证券

图 18: 司机端无法开具发票物流公司承担更多增值税成本



来源：东北证券

图 19: 传化网络货运平台开票服务对货主和物流公司具有较大吸引力



来源：东北证券

2.3. 网络货运对公路港的影响——冲击 or 反哺

公路港的商业本质是对货源和运力的整合，因此物流公司和司机运力之间的信息对接是公路港早期吸引客户的重要服务内容之一。而随着互联网的发展，线上化货源和运力的信息源广泛、时效高、无需场地成本等优势逐渐取代公路港线下的信息交易大厅，目前公路港的信息交易大厅不得不改为其他功能。这引发我们对线上化网络货运对公路港传统业务影响的思考：线上化是否会进一步冲击公路港的传统业务？线上化可以直接实现货主和司机的对接，面向物流公司出租的零担档口是否会像传统零售门店被网店取代一样需求逐渐萎缩？公路港的价值是否会逐渐减弱？

我们认为网络货运平台对公路港会产生以下影响：

① 网络货运的发展会重塑公路港的功能结构。

公路港在发展初期信息交易大厅是主要的功能之一，但随着网络货运平台的发展，该部分功能区目前已经基本消失，改为税务服务等功能区。另一方面，网络货运平台使得司机获得的运输需求信息更加精准及时，对停车场的需求会减少（需求仍然存在）。因此，传化公路港近年也发生了一些功能区调整，例如增加仓储面积，减少停车场面积。

② 通过网络货运对货源端和车辆端的拓展，会反哺公路港线下实体业务。

公路港业务的主要依赖于线下物流公司和司机业务和配套需求。虽然网络货运平台会降低公路港信息匹配的价值，但公路运输对线下园区的需求仍然会持续存在。首先目前网络货运平台都是服务整车业务，零担物流受成本因素约束仍然具有集结需求，零担物流市场仍然较大，档口出租业务不会受较大影响。其次，公路港三产服

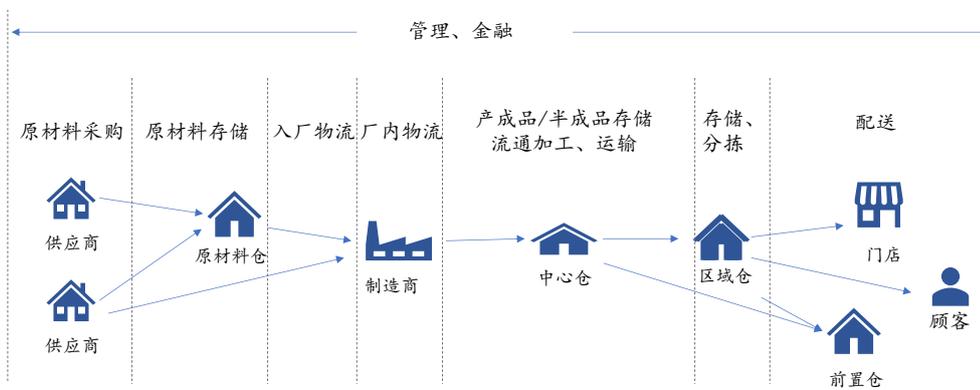
务等配套设施对司机端是强需求，网络货运平台对司机端的拓展会增加对公路港的线下服务需求，形成对公路港的反哺效应。

3. 一体化供应链——物流业整合的终极形态

3.1. 从环节服务商向端到端供应链服务转型是物流行业发展趋势

随着我国品牌商崛起和平台化销售渠道的发展，制造业对一体化供应链的诉求越来越高。另一方面，物流企业集中化程度不断提升，物流企业服务内容也从供应链中的个别环节不断向全环节渗透，纷纷进行端到端供应链服务能力构建。传化智联也以供应链服务（仓运配为主）作为物流业务的新发展方向。

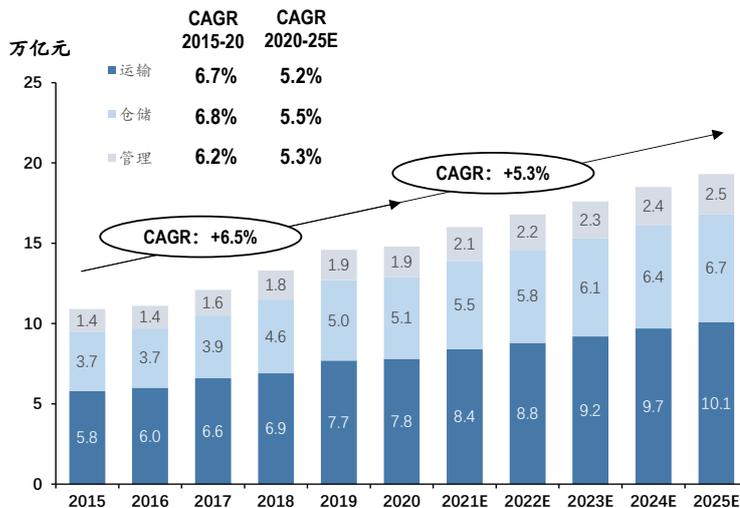
图 20：一般生产制造企业供应链服务全景图



数据来源：东北证券

一般生产制造供应链涉及采购、存储、运输、配送等环节，从发生物流费用构成上看，运输和仓储费用开支最大。

图 21：中国物流总费用构成，2015-2025E



数据来源：CIC 灼识咨询，东北证券

3.2. 供应链市场规模大，市场格局仍较零散

一体化供应链市场规模稳步扩大，物流企业纷纷布局。自 2015 年以来，中国一体化供应链物流支出逐年稳步上升，预计 2021 年将提升至 2.2 万亿元，2025 年将增加到 3.2 亿，年复合增长率 9.5%。随着市场规模的扩大，提升供应链服务也是大势所趋。满足不同垂直领域客户日益复杂的需求、提升供应链制造端效率，获取供应链物流服务的政策支持即使企业的机遇又是挑战。

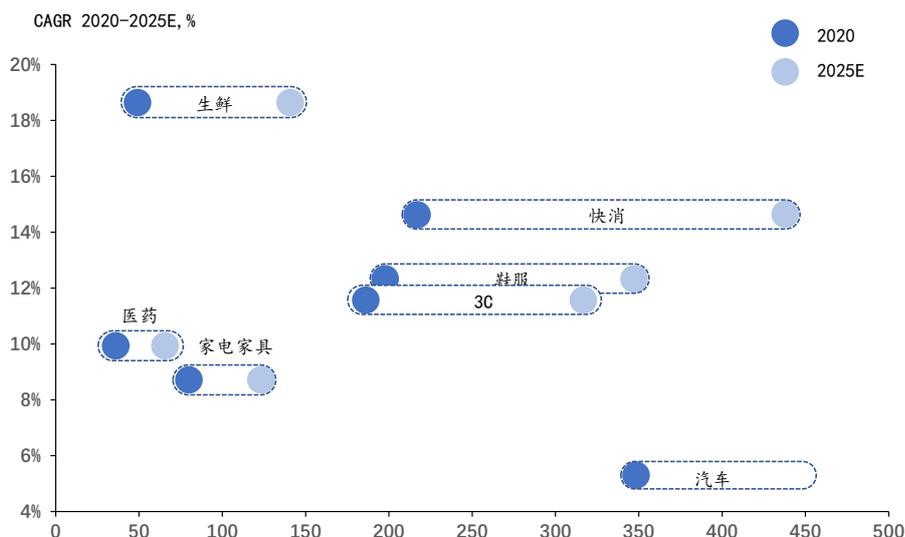
图 22：中国一体化供应链物流支出



数据来源：中商产业研究院，东北证券

一体化供应链物流服务市场格局高度零散，行业整合潜力大。据灼识咨询报告，2019 年按收入计排名前十的企业仅占 7.9% 的市场份额，其中京东物流是最大的一体化供应链物流服务商，占据 2.9% 的市场份额。

图 23：中国一体化供应链物流服务市场规模，按行业划分，2020-2025E



数据来源：CIC 灼识咨询，东北证券

供应链服务按行业划分有较多种划分方法，我们认为按一体化供应链服务商服务场

景侧重点及需要具备的能力，则可以将供应链服务划分为以下四大类型：

- **大宗贸易类：**大宗商品供应链企业的核心产品为金属矿产、能源化工、农产品、汽车等，供应链买卖差价毛利率低，企业更多利润来源于供应链增值服务，如：物流、仓储和金融。大宗商品具有金属属性、标准化程度高、量大，价格波动大等特点，因此其供应链服务于其他商品物流差异较大，企业应注意仓库条件和风险控制。企业一般利用二次定价、公式结价和期货市场功能来规避价格剧烈波动带来的风险。目前行业呈现空间巨大但头部企业规模较小（CR4<0.5%）的特点，而今，中国经济增速放缓，煤炭、钢铁等大宗商品市场趋于稳定，提升了供应链服务效率，基于较低的供应链服务渗透率、科技金融的发展以及大宗商品生产端的供给侧改革，未来大宗商品供应链成长可期。
- **电商快递类：**依靠电商平台强大的流量，为客户提供一体化的供应链服务。其特点是现货都可以通过大数据预测，将商品提前运送到离消费者最近的仓库中，当消费者下单时，商品将从最近仓发出，保证其时效性，提升物流效率。因此电商供应链领域对企业的仓库数量、运输能力和数据库等技术能力要求较高。京东物流是电商一体化供应链头部企业，2019年市场份额占比2.9%，拥有约2000万平方米的仓储网络，800多个自营仓库和1400个云仓，几乎覆盖全国所有区县。同时，京东在供应链技术方面投入巨大资金，云计算、数据库建设等均处于行业领先地位。2020年全国网上零售额11.76万亿元，同比增长10.9%；2019年，电商物流营收规模为7000亿元，同比增长15.92%，依靠电商流量的电商供应链未来有更广阔的发展空间。
- **生鲜产品类：**我国生鲜品类繁多，包括蔬果类、肉类、海鲜等，具有鲜活易腐、不耐贮运、生产季节性强、消费弹性系数小等特点。顺丰是冷运领先企业，拥有26座高标准冷库，运营面积15万平米，还配备先进的车辆GPS全球定位及车载温控实时监测系统全程温控。目前我国生鲜零售渠道仍以农贸市场为主，未来随着“农改超”政策实施，农贸市场的占比将持续下降，出现更多新渠道。2019年生鲜电商市场交易规模达2796亿元，年增长率达36.7%，虽然目前生鲜电商渗透率较低，但增速迅猛。2019年中国居民在食品烟酒上的消费支出总额达8.5万亿元，随着消费升级的趋势深化，居民对生鲜品的需求量不断增大。
- **生产制造类：**目前我国制造业供应链体系的建设还不健全，供应链模式不够先进，制造业运作成本高，效率低，供应链数字化、智能化程度还不高。《中国制造业供应链市场机会分析报告》显示，2020年新冠疫情对供应链系统打击巨大，传统供应链弊端线路，单链型结构难以对风险做出快速应对，因此，构建智慧供应链是将成为企业竞争的关键因素。传化智联是制造业供应链代表性企业之一，其主要依托全国公路港城市物流中新网，为生产制造于商贸流通企业提供端到端供应链物流服务。当今，国家“十四五”高度重视供应链创新和物流发展，加快推动物流业深度嵌入产业链供应链，增强供应链一体化服务能力。未来可视化、智能化将成为制造业供应链的核心特征。

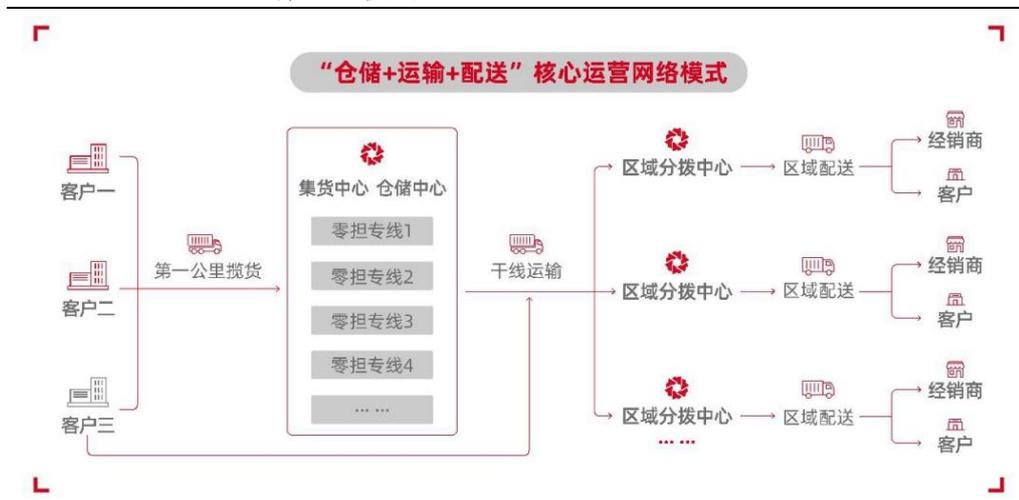
表 7: 供应链服务能力划分

供应链细分领域	行业特点	代表企业	核心竞争力
大宗贸易类	金融属性 标准化程度高 量大 价格波动大	厦门象屿	资金优势、风控能力
电商快递类	依靠电商流量 大数据预测 时效性强	京东物流	数字化仓库，快速分拣
生鲜类	鲜活易腐 不耐贮运 生产季节性强 消费弹性系数小	顺丰	冷链技术
生产制造类	客户粘性大 协同运作难度大	传化智联	行业解决方案，供应协同

数据来源：东北证券

传化供应链业务目前包括代采服务和仓运配业务，其中代采服务由于资金占用大、利润率低的问题逐渐缩减，重心调整为发展仓运配业务。从服务场景上看传化供应链服务的主要是生产制造企业，包括化工、车后、快消和科技。生产制造企业的行业特点决定其供应链标准化程度低，不同细分行业的解决方案差异较大，这些特点决定着一般制造业企业的供应链物流服务开拓速度慢，但一旦合作后客户粘性大。

图 24: 传化仓运配服务运营模式



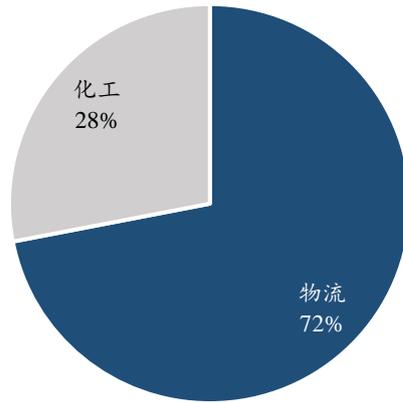
数据来源：公司公告，东北证券

4. 经营情况：化工贡献稳定，物流盈利能力持续改善

4.1. 物流业务为支柱，化工业务贡献稳定

公司业务拆分为两块来分析，一部分是以成长性为代表的物流业务，另一部分是贡献稳定盈利的化工业务。根据 2020 年营收数据来看，物流业务占总营收的 72%，化工业务占总营收的 28%。

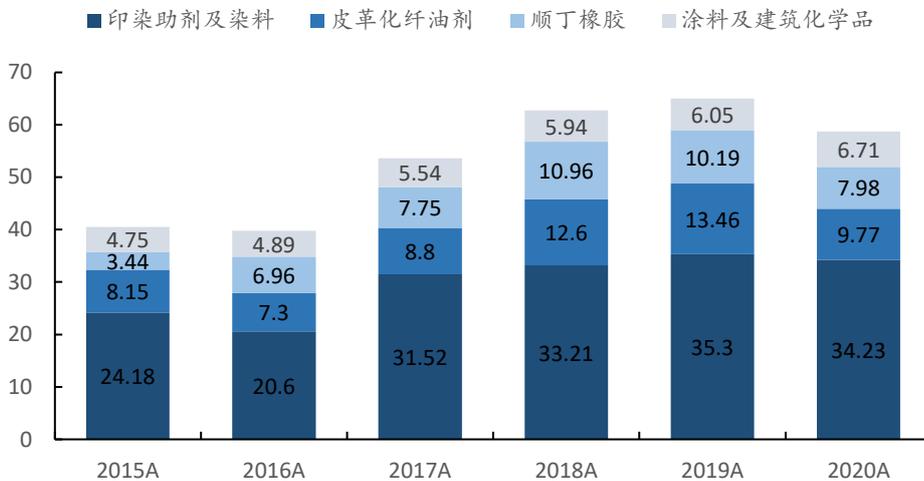
图 25: 2020 年业务营业收入构成



数据来源: 公司年报, 东北证券

行业领先的功能化学品生产企业, 印染助剂贡献化工业务主要营收。目前, 公司防止印染助剂产能全国最大、全球第二, 市场占有率全国第一; 纤维化学品的 DTY 油剂是行业标准起草单位、产销量全球第一; 聚酯树脂市场占有率全国前三。从营收占比来看, 印染助剂营收占比最大, 且近年来收入稳定, 2020 年占总营收的 16%。2016 年以来, 皮革化纤油剂和顺丁橡胶收入均呈现上升趋势, 2020 年有小幅回落。涂料及建筑化学品收入较为稳定。

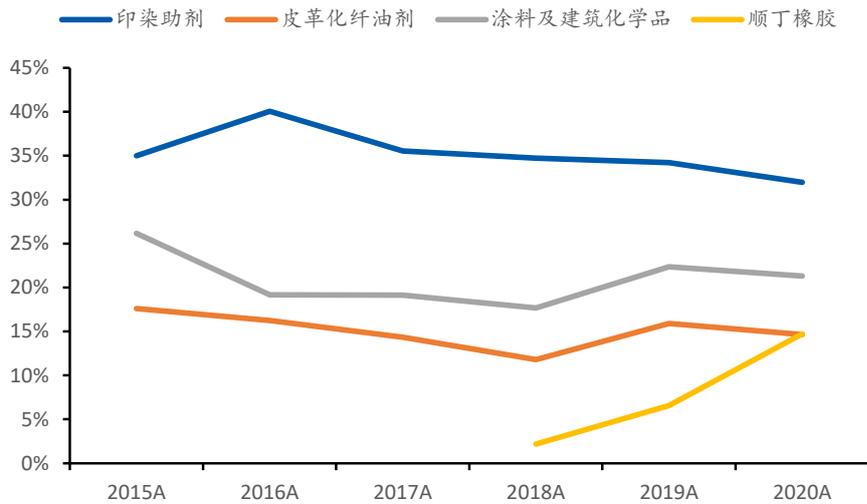
图 26: 化工业务产品历年收入变化 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东北证券

印染助剂等产品毛利稳定, 顺丁橡胶毛利逐渐提升。化学品市场进入壁垒高, 以用于服务客户要求较高, 客户一般对价格不敏感, 因此毛利率易于维持稳定。印染助剂、皮革化纤油剂和涂料及建筑化学品历年毛利率比较稳定, 顺丁橡胶近年来盈利能力大幅提高, 2020 年毛利率已提升至 14.7%。

图 27: 化工业务产品历年毛利率变化



数据来源: 公司年报, 东北证券

4.2. 物流业务结构调整, 经营性利润稳步提升

在物流服务方面, 公司深入开展智能公路港服务、物流供应链服务、车后业务、网络货运平台服务和金融服务。2020 年智能公路港整体全年发货货值约 4 万亿元, 平台营业额 631 亿元, 平台支付交易规模 2044 亿元, 链接干线运力超 22 万辆, 社会城配运力超 3 万辆, 全国云仓面积达 148 万平方米。

- 园区业务:** 围绕“人、车、货”三大物流主题, 提供集货、仓储、运输、配送的“一站式”综合园区服务。截至 2020 年末, 全国公路港城市物流中心已开展业务公路港 63 个, 已获取土地权证面积 1125.2 万平方米, 经营面积 398.9 万平方米; 全国公路港物业整体出租率 88%, 公路港入驻企业 9871 家, 年车流量达 4125 万辆。2017 年以来, 智能公路港业务收入逐年稳步提升, 2020 年增长大幅提高, 增速达 31%。毛利率也处于增长趋势, 平均毛利率领先于其他业务, 是公司利润的主要增长点。

图 28: 园区业务收入及变化 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东北证券

图 29: 园区业务毛利率及变化

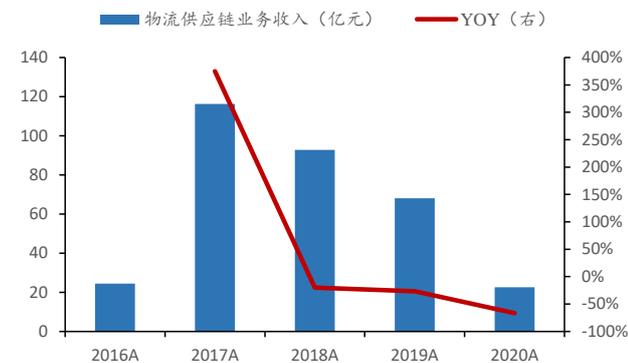


数据来源: 公司年报, 东北证券

- 物流供应链业务:** 以“化工、车后、快消、科技”四个行业为核心提供物流供应链服务, 成功在四个行业实现客户复制。截至 2020 年末, 公司仓运配业务服

务客户 540 家，累计新增 142 家；全国自营仓数量 48 个，自营仓面积 30 万平方米，自营仓年发货件数高达 6.77 亿件，同比增长 74.5%。2017 年以来，物流供应链业务收入和毛利率均逐渐下降，收入占比已从 2017 年的 61% 降低到 2020 年的 11%，公司的业务重心已发生了转移。近四年平均毛利率在 2% 左右，低于其他业务。

图 30: 物流供应链业务收入及变化



数据来源：公司年报，东北证券

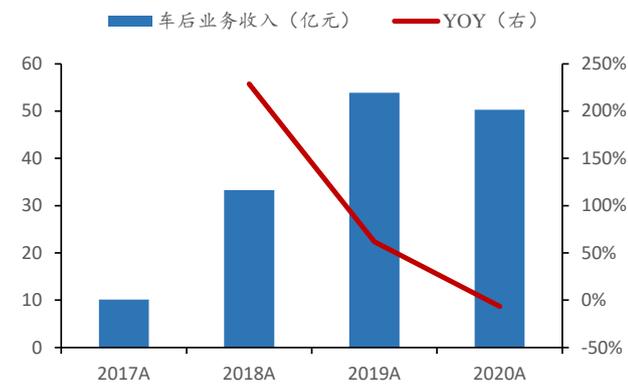
图 31: 物流供应链业务毛利率及变化



数据来源：公司年报，东北证券

- **车后业务:** 主要指油卡销售和加油站油品销售，是智能公路港的增值服务。2019 年车后收入大幅增长主要原因是下属公司成都加油站销售量增长，去年收入略有下降，但占比仍然达到了 24%。2018 年以来，车后业务毛利率仍在小幅上涨，总体趋于稳定。目前公司运营加油站 9 个，在建 5 个。

图 32: 车后业务收入及变化



数据来源：公司年报，东北证券

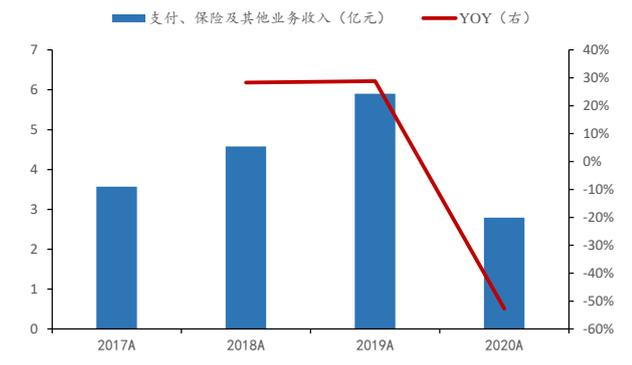
图 33: 车后业务毛利率及变化



数据来源：公司年报，东北证券

- **金融服务:** 主要指传化向中小物流公司、商贸企业提供交易支付、商业保理和融资租赁服务。截止 2020 年末，传化支付交易规模实现 2044 亿元；商业保理与融资租赁业务合计资产总额 12.75 亿元，放款总额 16.89 亿元；保险经纪业务保费规模 2.6 亿元，成交笔数 6.51 万笔。

图 34: 支付、保险及其他业务收入变化



数据来源: 公司年报, 东北证券

图 35: 支付、保险及其他业务毛利率变化

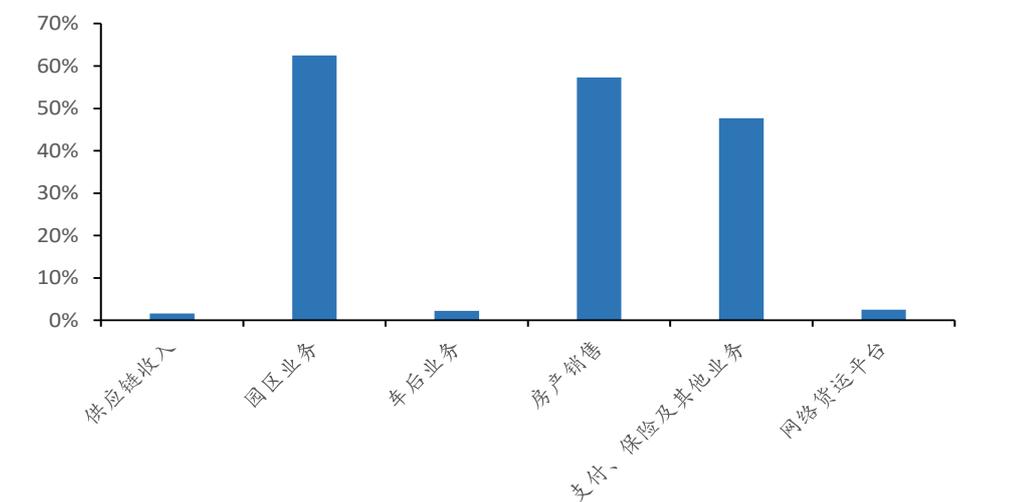


数据来源: 公司年报, 东北证券

➤ **网络货运平台业务:** 2019年5月启动, 依托全国公路港城市物流中心集聚的货物资源与运力资源, 为智能物流服务平台构建货源池与运力池。截至2020年末, 网络货运业务已覆盖生产制造、普货运输、快递快运、大宗物流等领域, 全年实现营收67.7亿元, 占总收入的32%, 日交易量超过2万单, 月复合增速达25%, 是公司新兴支柱业务。

园区业务和金融服务毛利率较高, 物流供应链、网络货运平台和车后业务毛利率偏低。从2020年数据来看, 公路港园区业务毛利率最高, 达到62%, 金融服务的毛利率也高达50%以上。相比之下, 物流供应链、网络货运平台和车后业务毛利率偏低, 仅在3%以下。

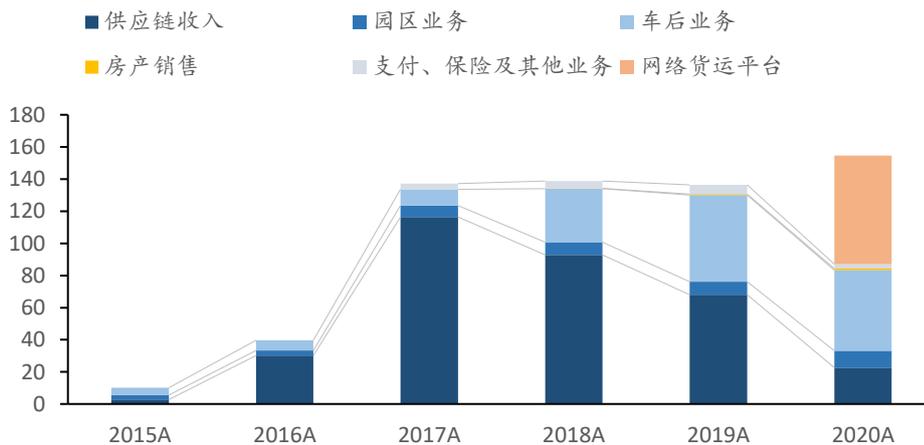
图 36: 各业务毛利率比较



数据来源: 公司年报, 东北证券

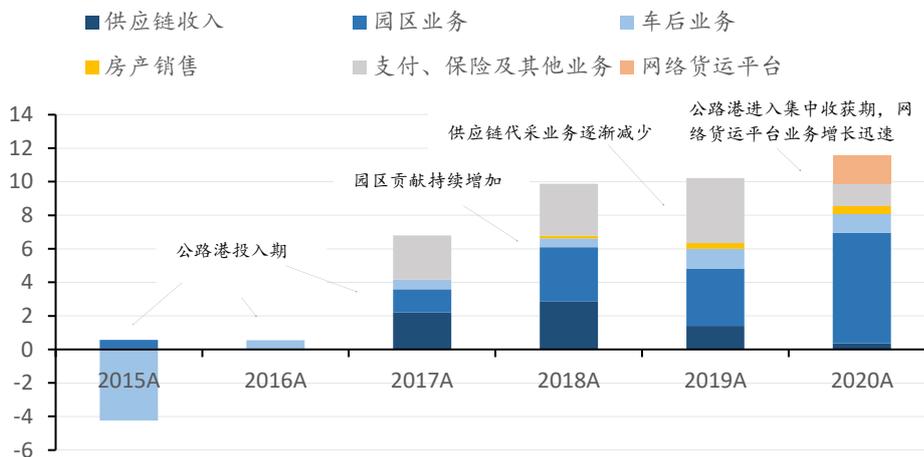
逐渐减少毛利较低的代采供应链业务, 整体利润结构改善。从物流业务的收入构成上看, 物流业务收入主要包括供应链收入、园区业务、车后业务、支付保险、网络货运及房产销售等。我们发现供应链业务收入自2017年之后逐年减少, 主要原因公司对供应链业务进行调整, 减少占用资金较大但毛利的代采服务。另外, 网络货运平台收入自2020年从供应链收入中进行剥离并单独统计。

图 37: 物流业务历年主要收入构成 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东北证券

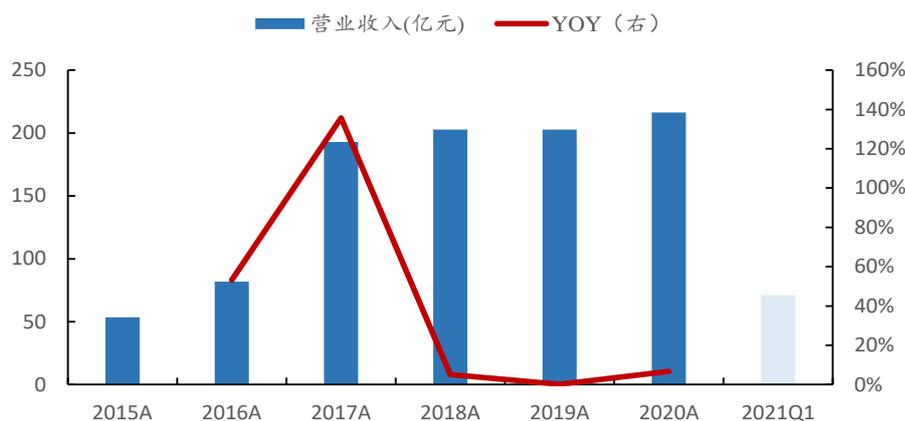
图 38: 物流业务历年毛利构成 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东北证券

公路港进入集中收获期, 经营性利润稳健增长。从公司整体收入看, 2017 年以来, 公司收入呈逐年稳定增长趋势。值得注意的是, 在去年疫情影响较严重的情况下, 公司整体收入仍实现较大增长, 2020 年收入同比增速为 6.7%, 这得益于公路港进入集中收获期, 盈利能力增强。

图 39: 公司历年收入变化



数据来源: 公司年报, 东北证券

从利润方面来看, 2019 年公司整体利润增速较大, 2020 年归母净利润出现小幅回落, 主要系政府补贴大幅减少。从扣非归母净利润上看, 自 2017 年后则一直保持逐年增长。

图 40: 公司历年归母净利润变化



数据来源: 公司年报, 东北证券

图 41: 公司历年扣非归母净利润变化



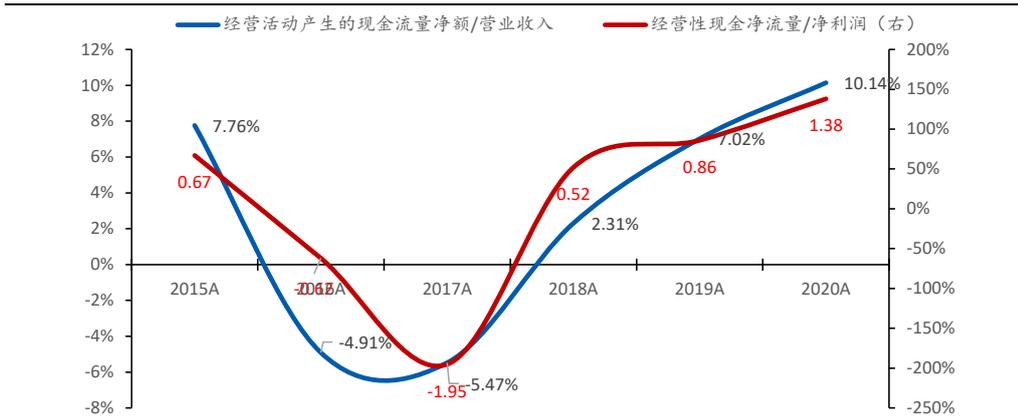
数据来源: 公司年报, 东北证券

4.3. 获现能力持续增长, 收益品质提高

公司近年现金流净额占营业收入和净利润的比重明显增长, 体现获现能力提升。

2017 年以来, 公司经营活动产生的现金流量净额/营业收入逐年大幅增长, 三年时间由-5%增至 10%, 经营性现金流量/净利润也逐年上升, 且在 2020 年达到 1.38, 表明企业获取现金的能力增强, 收益品质越来越好。

图 42: 经营活动产生的现金流量净额/营业收入和经营性现金净流量/净利润变化



数据来源: 公司年报, 东北证券

5. 盈利预测

考虑到传化化学业务收入贡献较为稳定, 因此盈利预测主要考虑物流业务的相关变化。我们对物流各项收入项进行拆分, 并根据数据的可获得性采用对应的估算方法进行估算。

表 8: 物流业务拆分及收入估算方法

业务板块	产品类别	细分产品及服务	收入估算方法
园区业务	园区物业出租	仓储	仓储面积*出租率*租金
		第三产业服务	三产运营面积**出租率*租金
		停车场	停车场面积*坪效
		零担分拨(档口)	零担分拨运营面积*出租率*租金
	交易服务费	交易服务费	交易规模*佣金率
车后业务	车后业务	加油站收入	日均车次*平均单次加油费
		加油卡收入	销售量*平均单价 (采用日均车次*系数估算)
		仓储	按项目合同计费 (采用增速估算)
供应链服务	仓运配	运输	物流服务费*税差
		配送	物流服务费*税差
网络货运平台	网络货运平台	陆运通	物流服务费*税差
		融易运	物流服务费*税差
		增值服务	较少, 暂不计入
房产销售	房产销售	房产销售	房产面积*单价
支付保险及其他	支付保险及其他	支付流量抽佣	按流量、贷款额度等计费 (采用增速估算)
		交易佣金	
		代理佣金	
		贷款(息差)	
		服务费	

数据来源: 东北证券

剔除已经拆除掉的老港，传化目前在运营公路港数量为 54 个，在建公路港为 9 个，合计 62 个。目前在运营有加油站 9 个，另有 5 个正在推进当中。此外，根据公路港大小我们将公路港划分为一类港、二类港和三类港。

表 9：公路港划分

公路港类型	公路港划分标准	公路港特点	公路港个数
一类港	40 万平方以上	枢纽型公路港	10
二类港	20-40 万平方	基地级别公路港	15
三类港	20 万平方以下	节点型公路港	29

数据来源：东北证券

根据不同类型公路港爬坡期对应的各功能区坪效，对公路港业务进行盈利测算。可得物流和化工业务的各项业务营收预测如下：

表 10：公司各项业务营业收入测算

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	192.8	202.64	202.8	216.41	357.15	565.14	773.71
营业收入同比(%)	135.67%	5.10%	0.08%	6.71%	65.03%	58.24%	36.91%
—网络货运平台				67.67	189.476	378.952	568.428
同比(%)					180%	100%	50%
—园区业务	7.2	7.84	8.03	10.55	14.42	19.64	20.82
同比(%)	136.84%	8.89%	2.42%	31.38%	36.71%	36.15%	6.03%
—供应链收入	116.29	92.79	68.09	22.57	24.83	29.79	38.73
同比(%)	285%	-20%	-27%	-67%	10%	20%	30%
—车后业务	10.13	33.29	53.86	50.26	55.29	58.05	60.95
同比(%)	55.85%	228.63%	61.79%	-6.68%	10.00%	5.00%	5.00%
—印染助剂及染料	31.52	33.21	35.3	34.23	37.65	39.91	42.31
同比(%)	53.01%	5.36%	6.29%	-3.03%	10.00%	6.00%	6.00%
—皮革化纤油剂	8.8	12.6	13.46	9.77	10.75	11.61	12.54
同比(%)	21%	43%	7%	-27%	10%	8%	8%
—顺丁橡胶	7.75	10.96	10.19	7.98	8.78	9.66	10.62
同比(%)	11.35%	41.42%	-7.03%	-21.69%	10.00%	10.00%	10.00%
—涂料及建筑化学品	5.54	5.94	6.05	6.71	7.72	8.10	8.51
同比(%)	13.29%	7.22%	1.85%	10.91%	15.00%	5.00%	5.00%
—房产销售		0.27	0.57	0.82	0.94	1.04	1.14
同比(%)			111.11%	43.86%	15.00%	10.00%	10.00%
—支付、保险及其他业务	3.57	4.58	5.9	2.79	3.63	4.35	5.22
同比(%)		28.29%	28.82%	-52.71%	30.00%	20.00%	20.00%
—其他	2.01	1.16	1.36	3.06	3.67	4.04	4.44
同比(%)	-11.45%	-42.29%	17.24%	125.00%	20.00%	10.00%	10.00%

数据来源：东北证券

6. 风险提示

- 政府补贴下滑
- 公路港建设不及预期
- 供应链项目及加油站建设推进不及预期
- 宏观经济下滑导致公路港业务量下降等

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,228	1,435	2,119	3,159
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	1,163	1,920	3,038	4,159
存货	1,485	2,523	4,070	5,631
其他流动资产	5,605	7,995	11,375	14,778
流动资产合计	13,481	13,872	20,602	27,726
可供出售金融资产				
长期投资净额	911	898	898	898
固定资产	1,640	2,404	3,399	4,625
无形资产	1,282	1,222	1,162	1,102
商誉	362	362	362	362
非流动资产合计	21,181	22,670	24,402	26,364
资产总计	34,662	36,542	45,004	54,090
短期借款	4,265	0	0	0
应付款项	1,506	2,559	4,128	5,711
预收款项	229	377	597	817
一年内到期的非流动负债	1,096	1,096	1,096	1,096
流动负债合计	10,008	8,903	13,610	18,352
长期借款	5,613	5,613	5,613	5,613
其他长期负债	2,895	2,895	2,895	2,895
长期负债合计	8,508	8,508	8,508	8,508
负债合计	18,516	17,411	22,117	26,860
归属于母公司股东权益合计	15,019	18,004	21,760	26,104
少数股东权益	1,126	1,126	1,126	1,126
负债和股东权益总计	34,662	36,542	45,004	54,090

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21,641	35,715	56,514	77,371
营业成本	18,852	32,028	51,675	71,487
营业税金及附加	179	250	283	309
资产减值损失	-15	-80	-80	-80
销售费用	647	714	848	774
管理费用	782	893	1,130	1,393
财务费用	388	323	240	227
公允价值变动净收益	276	100	120	150
投资净收益	757	757	757	757
营业利润	1,877	2,619	3,257	3,680
营业外收支净额	-5	0	0	0
利润总额	1,871	2,619	3,257	3,680
所得税	288	403	501	566
净利润	1,583	2,216	2,756	3,113
归属于母公司净利润	1,521	2,216	2,756	3,113
少数股东损益	62	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,583	2,216	2,756	3,113
资产减值准备	383	80	80	80
折旧及摊销	447	60	60	60
公允价值变动损失	-276	-100	-120	-150
财务费用	449	373	267	267
投资损失	-761	-757	-757	-757
运营资本变动	287	-1,076	-1,392	-1,394
其他	67	0	0	0
经营活动净现金流量	2,180	796	894	1,219
投资活动净现金流量	-1,876	50	57	87
融资活动净现金流量	1,477	-4,639	-267	-267
企业自由现金流	54	1,122	1,880	2,363

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益 (元)	0.46	0.67	0.83	0.94
每股净资产 (元)	4.54	5.45	6.58	7.89
每股经营性现金流量	0.66	0.24	0.27	0.37
成长性指标				
营业收入增长率	6.7%	65.0%	58.2%	36.9%
净利润增长率	-5.1%	45.7%	24.4%	13.0%
盈利能力指标				
毛利率	12.9%	10.3%	8.6%	7.6%
净利润率	7.0%	6.2%	4.9%	4.0%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	18.44	18.44	18.44	18.44
存货周转率 (次)	28.75	28.75	28.75	28.75
偿债能力指标				
资产负债率	53.4%	47.6%	49.1%	49.7%
流动比率	1.35	1.56	1.51	1.51
速动比率	1.13	1.14	1.08	1.06
费用率指标				
销售费用率	3.0%	2.0%	1.5%	1.0%
管理费用率	3.6%	2.5%	2.0%	1.8%
财务费用率	1.8%	0.9%	0.4%	0.3%
分红指标				
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E (倍)	10.24	11.25	9.05	8.01
P/B (倍)	1.04	1.38	1.15	0.96
P/S (倍)	1.15	0.70	0.44	0.32
净资产收益率	10.1%	12.3%	12.7%	11.9%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

瞿永忠：北京交通大学系统所硕士，北京交通大学运输系本科，现任东北证券研究所所长助理，交运行业首席分析师。曾任方正证券研究所分析师，国金证券研究所高级分析师，宏源证券研究所首席分析师。10年实业工作经验，深厚铁路、供应链物流和制造业工作经验，2010年以来具有10年证券研究从业经历。获得2011年新财富第4名，金牛奖第3名和水晶球第4名；2013年腾讯天眼第3名，21世纪第2名；2014年新财富第5名，金牛第2名；2019年金牛第1名。

吴金超：清华大学工业工程专业硕士，南开大学物流管理专业本科，现任东北证券交运组研究人员，曾任华为供应链管理工程师，2020年加入东北证券研究所。

岳子瞳：香港大学商业分析专业硕士，香港理工大学电子及信息工程学学士，现任东北证券交运组研究人员，2021年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深300指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-61001805	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-61001807	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-61002025	13122617959	liuyq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihng@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034553	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王星羽	021-61005736	15622820131	wangxy_7550@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn