

传化智联（002010）深度研究报告

公路港-网络货运-制造业供应链，联动线上线下，服务中国智造——大物流时代系列研究（八）

- **智能物流为主，兼顾化学业务。1）物流+化学双主业运营，物流业务比重逐年提升。**2020 年公司收入 215 亿元，毛利 26.5 亿，其中物流与化学业务收入占比 71%和 29%，毛利占比 43%与 57%。15 年收购传化物流以来，物流收入复合增长 67%，毛利复合增长 42%。**2）18 年起业绩进入逐步释放期。**公司在收购传化物流初期的 2015-17 年利润维持在 5 亿左右，18 年上升至 8.2 亿，此后随着部分公路港业务步入成熟期以及网络货运业务的发展，19 年升至 16 亿，20 年小幅下降 5%至 15 亿；2021 年 Q1-3 归母净利润 9.36 亿元，同比提升 41%。此外，2018 年起经营活动产生的现金流开始转正。
- **智能公路港：线下物理底座，由物业经营转型物流运营。1）公司是线下“公路港”模式的开创者，**拥有全国规模最大的公路港城市物流中心基础设施网络，21 年上半年，已开展业务公路港 65 个，经营面积 457.5 万平方米。**2）从孵化到逐步成熟，释放业绩弹性。**公路港毛利从 16 年 0.5 亿元提升至 20 年 6.6 亿，毛利率从 12.7%提升至 2020 年 62.4%，盈利能力显著提升。**我们测算成熟公路港单港收入模型，从物业出租角度，15 万平的公路港，物业出租收入 4829 万元，月度坪效可达 27 元。****3）我们认为传化公路港进入第三阶段发展，**即进一步向智慧园区的方向发展，向制造业供应链服务延伸，通过布局结构优化，从物业经营转型物流运营，提高港内企业的运营效率与公司的盈利能力。
- **网络货运平台：线上平台，“互联网+物流”的新探索。1）网络货运平台发展前景广阔。**2020 年以在线 GTV 计规模为人民币 3389 亿元，在整车运输行业中的渗透率为 9%，预计 2025 年继续扩大至人民币 6804 亿元，自 2020 年起的复合年增长率为 15%。**2）公司自 19 年开展网络货运业务以来，**业务收入比重由 2019 年的 3%快速提升至 21H1 的 45%。2021 年上半年，网络货运服务实现收入 71.34 亿元，同比增长 439%。21 年陆续推出融易运、大票零担数字化服务平台，不断拓展自身业务覆盖范围。
- **服务中国“智”造：联动平台发挥更大价值。**我们强调观点：预计未来 3-5 年是 ToB 供应链服务市场重要发展机遇期。公司线下整合仓储网络、分拨网络、干线及城配运力等物流服务资源，线上整合平台运力资源，可以形成行业端到端的供应链物流方案解决能力。以“聚焦一个行业，做透一个企业，延伸一个产业”为运营战略，持续聚焦深耕快消、化工、车后、科技四大行业。
- **投资建议：1）盈利预测：**我们预计 2021-23 年归母净利润分别为 18.6、20.9、24.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.61、0.68、0.81 元，对应 PE 分别为 13、12、10 倍。**2）投资建议：我们对公司进行分部估值。物流业务（网络货运平台业务除外）：**预计 22 年净利润约 15.2 亿元，给予 15 倍 PE，对应市值 228 亿元；**网络货运平台业务：**预计 22 年利 3 亿元，考虑其平台属性，给予 20 倍 PE，市值 60 亿；（我们参考满帮测算了合理性）**化学业务：**预计 22 年利润约 2.75 亿，给予 15 倍 PE，对应市值 41 亿元。合计给予传化智联一年期目标市值 329 亿元，对应目标价 10.71 元，预期较现价有 31%增长空间，首次覆盖，“推荐”评级。
- **风险提示：**经济大幅下滑、针对平台企业监管政策的不确定性、行业竞争加剧。

主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万)	21,641	36,564	50,337	61,854
同比增速(%)	6.7%	69.0%	37.7%	22.9%
归母净利润(百万)	1,521	1,859	2,093	2,483
同比增速(%)	-5.1%	22.2%	12.6%	18.6%
每股盈利(元)	0.46	0.61	0.68	0.81
市盈率(倍)	18	13	12	10
市净率(倍)	2	2	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2021 年 11 月 12 日收盘价

推荐（首次）

目标价：10.71 元

当前价：8.17 元

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539
邮箱：wuyifan@hcyjs.com
执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552
邮箱：liuyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518050001

联系人：吴莹莹

邮箱：wuyingying@hcyjs.com

联系人：周儒飞

邮箱：zhouweif@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	307,146
已上市流通股(万股)	293,807
总市值(亿元)	250.94
流通市值(亿元)	240.04
资产负债率(%)	56.7
每股净资产(元)	5.0
12 个月内最高/最低价	10.16/4.56

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《公路港到网络货运平台，传化与满帮为例，探讨我国公路整车物流最优解——大物流时代系列研究（三）》

2021-08-01

投资主题

报告亮点

本篇为大物流时代系列研究第八篇，聚焦于拥有全国规模最大的公路港城市物流中心基础设施网络的传化智联，我们认为公司业务发展从公路港-网络货运-制造业供应链，联动线上线下，服务中国智造，打开传化模式新空间。

投资逻辑

传化智联以公路港为底盘，深挖自身物流服务价值

其一，公司是线下“公路港”模式的开创者，已初步完成全国核心物流节点的布局，由点及面建立地面资源网与服务壁垒，开启由物业经营向物流运营的转型。其二，公司是物流线上化的践行者，线上建设网络货运平台，纵向深化与线下物理网络融合，横向延伸线上网络业务领域。

其三，服务于制造业，不断提升供应链及决方案能力。我们预计未来 3-5 年是 ToB 供应链服务市场重要发展机遇期。

关键假设、估值与盈利预测

1) **盈利预测：**我们预计 2021-23 年归母净利润分别为 18.6、20.9、24.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.61、0.68、0.81 元，对应 PE 分别为 13、12、10 倍。

2) **投资建议：**我们对公司进行分部估值。

物流业务（网络货运平台业务除外）：预计 22 年净利润约 15.2 亿元，给予 15 倍 PE，对应市值 228 亿元；网络货运平台业务：预计 22 年利 3 亿元，考虑其平台属性，给予 20 倍 PE，市值 60 亿；（我们参考满帮测算了合理性）化学业务：预计 22 年利润约 2.75 亿，给予 15 倍 PE，对应市值 41 亿元。合计给予传化智联一年期目标市值 329 亿元，对应目标价 10.71 元，预期较现价有 31% 增长空间，首次覆盖，“推荐”评级。

目 录

一、传化智联：智能物流为主，兼顾化学业务	7
（一）公司发展历程：2015 年收购传化物流，开启双主业，2016 年更名传化智联	7
1、实际控制人为徐冠巨，2015 年收购传化物流开启全新之路	7
2、物流+化学双主业运营，物流业务比重逐年提升，18 年起业绩进入逐步释放期	8
（二）传化物流经营性利润 2021 年由负转正，运营能力明显提升	11
（三）公司化学业务贡献稳定毛利	13
（四）金融业务提升客户黏性	14
二、智能公路港：线下物理底座，由物业经营转型物流运营	15
（一）公路港模式：破题公路货运长期痛点	15
（二）智能公路港的不断升级：线下平台物理底座，物业经营向物流运营转型	19
1、从孵化到成熟，业绩弹性逐步显现	19
2、持续探索升级，从物业经营转向物流运营	22
附：公路港单港收入模拟说明	25
三、网络货运平台：线上平台，“互联网+物流”的新探索	27
（一）网络货运平台：“互联网+物流”的新探索	27
（二）传化网络货运业务：物流线上智能化的践行者	31
四、服务中国“智”造：发挥线上线下平台融合更大价值	34
（一）我们继续强调观点：预计未来 3-5 年是 ToB 供应链服务市场重要发展机遇期	34
（二）传化供应链业务：服务于制造业，发挥公路港更大价值	35
五、盈利预测及投资建议	38
（一）盈利预测	38
（二）估值及投资建议	39
（三）风险提示	40

图表目录

图表 1	传化智能物流服务平台示意图	7
图表 2	公司股权结构	7
图表 3	公司发展历程	8
图表 4	物流业务营收及占比（亿元）	9
图表 5	2021H1 各项业务营收占比	9
图表 6	物流业务毛利及占比（亿元）	10
图表 7	2020 年各项业务毛利占比	10
图表 8	2020 传化智联业务毛利（百万元）	10
图表 9	公司经营现金流（亿元）	10
图表 10	传化归母净利（百万元）	10
图表 11	2020 年智能物流板块收入结构	11
图表 12	2020 年智能物流板块毛利结构	11
图表 13	传化 2020 年各业务毛利率	11
图表 14	2015-2020 年传化物流业务营业收入及同比	12
图表 15	2015-2020 年传化物流业务毛利及同比	12
图表 16	2021 年 Q1-Q3 传化物流业务经营情况	12
图表 17	传化物流公路港内 GTV	13
图表 18	传化物流业务经营性利润	13
图表 19	化学业务营业收入及增速	13
图表 20	化学业务毛利及毛利率	13
图表 21	截至 2021 年年中金融业务运营数据	14
图表 22	金融业务营业收入及增速	14
图表 23	金融业务毛利率	14
图表 24	金融业务毛利及增速	15
图表 25	金融业务毛利占比	15
图表 26	我国公路货运量占比	15
图表 27	货运市场划分	16
图表 28	2020 年货运公司数量（万个）	17
图表 29	2020 年平均每家货运公司货车数量（个）	17
图表 30	中国整车货物运输市场痛点	17
图表 31	传化公路港初创期功能	18
图表 32	传化公路港初创期商业模式	19
图表 33	传化公路港初创期业务平台	19

图表 34	截至 2020 年末公路港布局	20
图表 35	2016-2021H1 传化公路港财务数据	21
图表 36	2016-2021H1 传化公路港经营数据	21
图表 37	2016-2021H1 传化公路港收入	21
图表 38	2016-2021H1 传化智能公路港毛利与毛利率	21
图表 39	2016-2021H1 传化公路港入驻客户数量	21
图表 40	2017-2021H1 传化智能公路港平台营业额	21
图表 41	2019-2021H1 传化公路经营面积	22
图表 42	2019-2021H1 传化公路港月均坪效	22
图表 43	2018-2021H 传化公路港年车流量	22
图表 44	2016-2021H1 传化公路港物业整体出租率	22
图表 45	截至 2021 年年中公路港运营情况	23
图表 46	公路港实景图	23
图表 47	智能公路港全国云网数据中心	24
图表 48	公路港实景图	24
图表 49	智能公路港各项面积分布模拟	25
图表 50	长三角重点城市普通仓租（元/平方米/月）	26
图表 51	网络货运业务模式	27
图表 52	承运人定义	27
图表 53	网络货运交易模式与发票流	28
图表 54	C2M 电商模式	29
图表 55	2020 年卡车司机年龄分布	30
图表 56	2020 年卡车司机有无固定线路	30
图表 57	卡车司机找货渠道	30
图表 58	货车司机通过货运互联网平台获取其他服务分布情况	30
图表 59	线上 GTV 测算	31
图表 60	网络货运业务营收与增速	32
图表 61	网络货运营收占总收入比重	32
图表 62	网络货运业务毛利率	32
图表 63	网络货运业务毛利	32
图表 64	陆运通网络货运服务业务流程	33
图表 65	融易运与陆运通业务链	33
图表 66	运费支付现金流（模拟）	34
图表 67	仓运配业务模式	36
图表 68	供应链业务营收与增速	36

图表 69	供应链业务毛利与毛利率	36
图表 70	自营仓数量	37
图表 71	自营仓面积与同比	37
图表 72	自营仓发货件数	37
图表 73	客户服务数量	37
图表 74	截至 2021 年年中仓运配运营情况	37
图表 75	其他收益占利润总额比重	39

一、传化智联：智能物流为主，兼顾化学业务

（一）公司发展历程：2015 年收购传化物流，开启双主业，2016 年更名传化智联

1、实际控制人为徐冠巨，2015 年收购传化物流开启全新之路

传化智联是传化集团旗下上市公司，以发展传化智能物流服务平台为首要目标，并协同发展化学业务。传化物流打造智能物流服务平台集成能力，以期发挥“智能公路港服务+物流服务+网络货运服务+金融服务”的协同效应。

图表 1 传化智能物流服务平台示意图

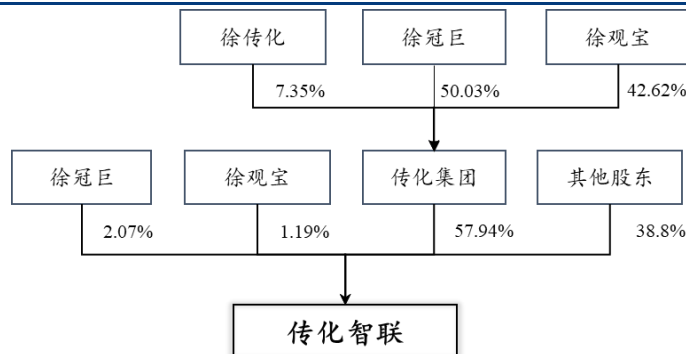


资料来源：公司公告，华创证券

公司股权结构：

大股东为传化集团，截至 2021 年三季度末持股比例为 57.94%；徐传化、徐冠巨、徐观宝三人持有传化集团 100% 股权，其中徐冠巨持有 50.03% 股权，直接及通过传化集团间接持有上市公司合计 31.06% 股权，为公司实际控制人。

图表 2 公司股权结构



资料来源：公司公告，华创证券

传化物流发展历程：

1997-2003 年，首创“公路港”模式，杭州传化公路港正式投入运营；

2009-2011 年，布局智能公路港全国网，开始规模复制公路港运营模式；

2015 年，传化股份通过发行股份向传化集团购买了物流业务资产（即传化物流），形成“物流+化学”双主营业务；

2016 年至今，智能物流业务板块以公路港为物理平台底座，发展网络货运业务，联动线上线下，构建新型传化物流服务网；2016 年 11 月正式更名为“传化智联”；

2020 年，新聘姚巍为公司总经理，此前二十年就职于华为技术有限公司，经历多岗位，多区域的历练。

图表 3 公司发展历程



资料来源：公司官网，华创证券综合整理

2、物流+化学双主业运营，物流业务比重逐年提升，18 年起业绩进入逐步释放期

1) 公司业务：目前公司物流+化学双主业运营

a) 物流业务主要包括智能公路港、网络货运平台、供应链、车后和金融等业务。

智能公路港业务：主要指公司经营公路港并获取租金、港内交易服务费等收入；

网络货运平台业务：公司在线上开展车辆匹配与调度业务，凭借其网络货运平台资质为物流企业节省税收成本；

供应链业务：公司为制造业客户提供仓运配等服务；

车后业务：属于公路港业务和网络货运平台业务的衍生业务，主要包括加油站和加油卡业务；

金融业务：为港内客户提供交易服务、商业保理、融资租赁、保险等服务。

b) 化学业务：功能化学品生产。主要产品包括纺织印染助剂、纤维化学品的 DTY 油剂、涂料、聚酯树脂等。

2) 收入结构看：物流业务营收占比逐年提升至 7 成。

2020 年公司收入 214.97 亿元，其中物流与化学业务分别收入 154.68 亿及 60.29 亿，占比 71%和 29%，2021Q1-3 物流业务收入占比进一步提升至 85%。

物流业务从 2015 年的 11.77 亿元增长至 2020 年 154.66 亿元，年复合增长率 67%。

细分来看：21H1 公司网络货运、车后、供应链、智能公路港以及化学业务收入占比分别为 45%、22%、5%、4%及 23%。

3) 毛利构成看：化学业务毛利占比 57%。

2020 年公司毛利 26.5 亿，毛利率 12.4%，其中物流业务毛利 11.6 亿，毛利率 7.5%，化学业务毛利 15 亿，毛利率 25%，占比分别为 43%与 57%。

物流业务毛利从 2015 年的 1.99 亿元增长至 2020 年 11.55 亿元，年复合增长率 42%。

按照细分板块看，当前化学业务毛利贡献最大。化学业务、智能公路港业务、网络货运业务、车后业务、供应链业务、金融业务、房产销售 2020 年毛利分别为 15、6.6、1.7、1.1、0.4、1.3、0.5 亿元，占比分别为 56%、25%、6%、4%、1%、5%、2%。

4) 归母净利润看：18 年起业绩进入逐步释放期。

公司在收购传化物流业务前，利润介于 1.5-2 亿元，2015-17 年维持在 5 亿左右，2018 年上升至 8.2 亿，此后随着部分公路港业务步入成熟期以及网络货运业务的发展，19 年升至 16 亿，20 年由于公司采取了诸多关于疫情下复工复产的优惠政策，增加了各类经营成本，2020 年归母净利润小幅下降 5%至 15 亿；2021 年 Q1-3 归母净利润 9.36 亿元，同比提升 41%。

5) 经营活动产生的现金流看，2018 年起开始转正。

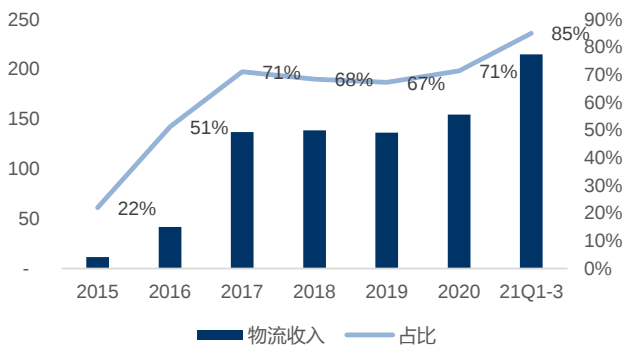
公司自收购传化物流后在 2016、2017 年经营现金流分别为-4.01、-10.52 亿元，主要由于：

a) 2016-2017 年是公司大力布局公路港的两年，公路港个数从 2015 年的 8 个迅速提升至 2017 年的 65 个；

b) 2016-2017 年公路港内的信息交易业务（车货匹配）规模较大，运营开支较大。

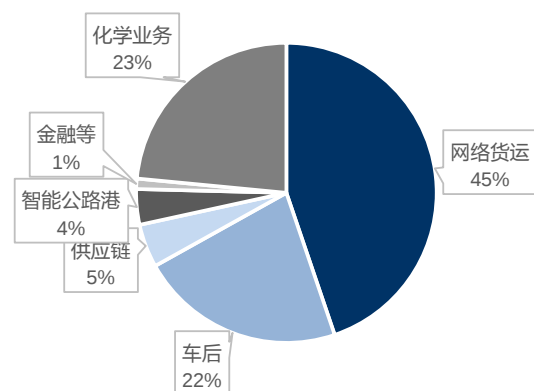
2018 年起，公司经营现金流转正，并逐步提升。

图表 4 物流业务营收及占比（亿元）



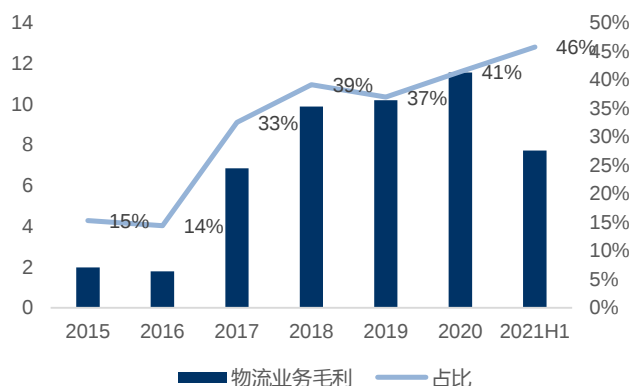
资料来源：公司公告，华创证券

图表 5 2021H1 各项业务营收占比



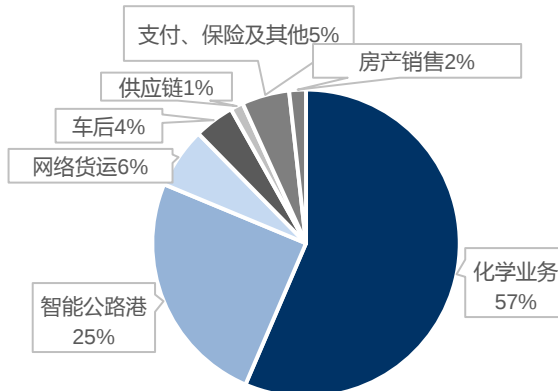
资料来源：公司公告，华创证券

图表 6 物流业务毛利及占比（亿元）



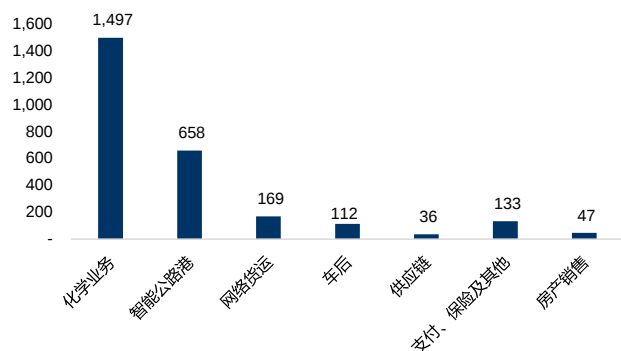
资料来源：公司公告，华创证券

图表 7 2020 年各项业务毛利占比



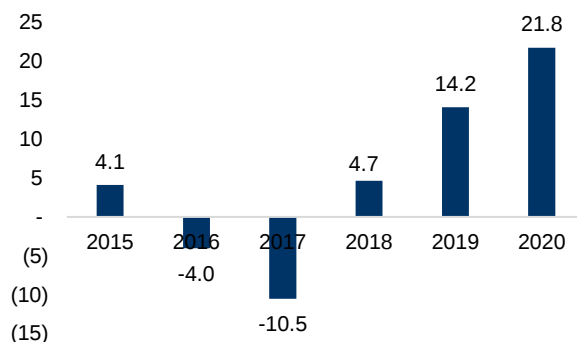
资料来源：公司公告，华创证券

图表 8 2020 传化智联业务毛利（百万元）



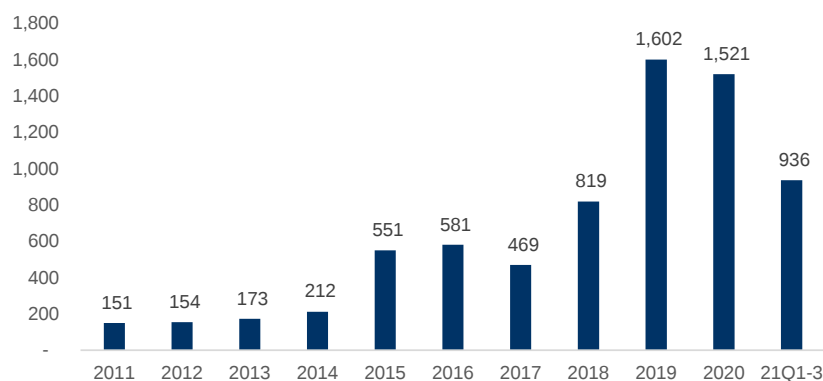
资料来源：公司公告，华创证券

图表 9 公司经营现金流（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 10 传化归母净利（百万元）



资料来源：公司公告，华创证券

（二）传化物流经营性利润 2021 年由负转正，运营能力明显提升

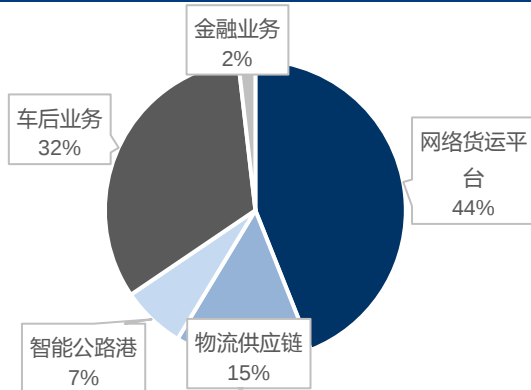
1、智能公路港业务贡献主要毛利

收入：2020 年物流业务收入 154.7 亿，其中网络货运平台业务收入 67.7 亿（占比 44%）、车后业务收入 50.3 亿（占比 32%）、物流供应链业务收入 22.6 亿（占比 15%）、智能公路港业务收入 10.6 亿（占比 7%）、金融业务收入 2.8 亿（占比 2%）。

毛利：2020 年物流业务毛利 11.6 亿，其中网络货运平台业务 1.7 亿（毛利率 2.5%、占比 15%）、车后业务 1.1 亿（毛利率 2.2%、占比 10%）、物流供应链业务 0.4 亿（毛利率 1.6%、占比 3%）、智能公路港业务 6.6 亿（毛利率 62%、占比 60%）、金融业务 1.3 亿（毛利率 47.5%、占比 12%）。

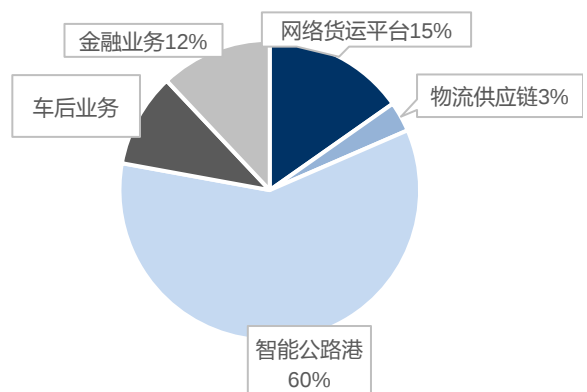
可见智能公路港业务毛利率最高，是毛利的重要贡献，占物流业务的 60%，占公司整体毛利的 25%，仅次于化学板块。

图表 11 2020 年智能物流板块收入结构



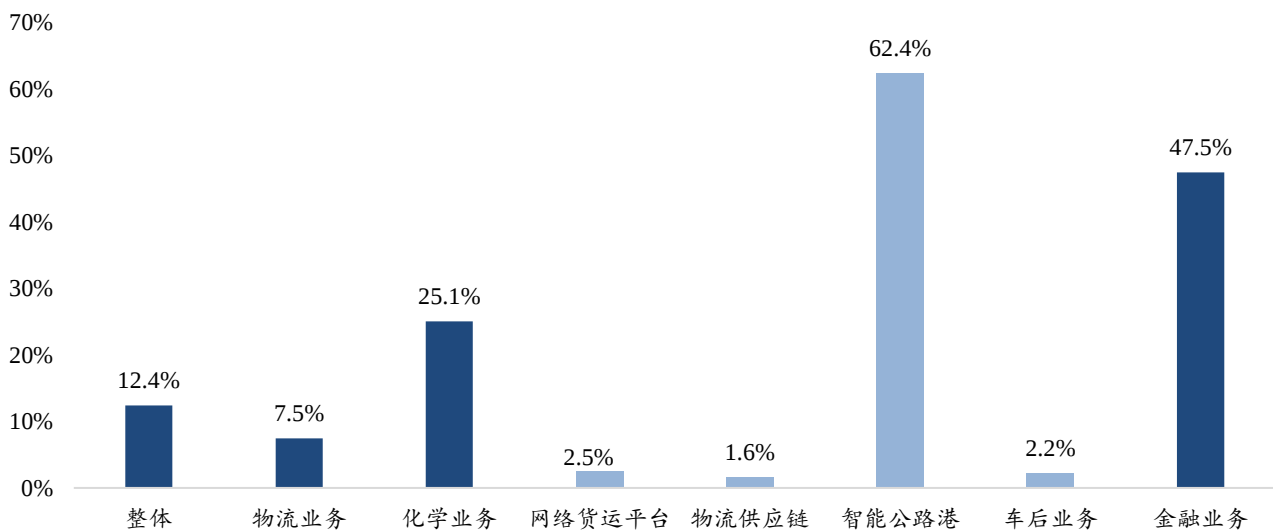
资料来源：公司公告，华创证券

图表 12 2020 年智能物流板块毛利结构



资料来源：公司公告，华创证券

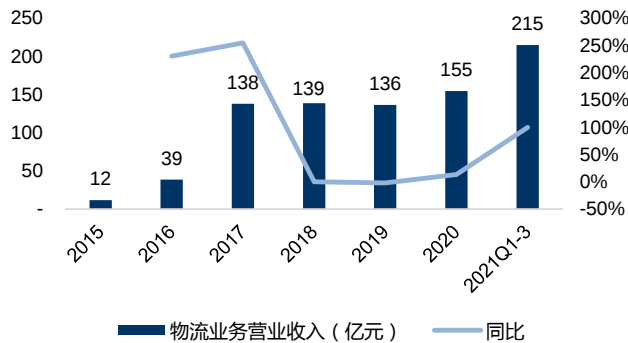
图表 13 传化 2020 年各业务毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

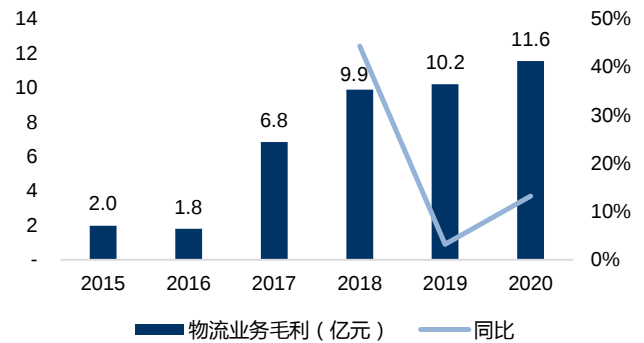
物流业务增速看：2020 年营业收入 154.7 亿元，经历 17-19 年三年平稳期后，2020 年增长 13%，2021Q1-3 同比增长 100%。2020 年毛利为 11.6 亿元，2015 年-2020 年复合增长率 42%。

图表 14 2015-2020 年传化物流业务营业收入及同比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 15 2015-2020 年传化物流业务毛利及同比



资料来源：公司公告，华创证券

2、疫情影响下物流业务收入仍保持稳定增长，并开始创造经营性利润

2020 年公司营业收入 216 亿元，同比增长 7%。其中，物流业务收入 155 亿元，同比增长 13%。尽管公路港运营因疫情管控在 1-4 月份一度处于停滞状态，但公司依靠线下线上的全面布局和深厚的产业运营基础，积极采取措施应对，使得复工以后经营状况快速恢复，实现全年业绩增长。**进一步的，21 年前三季度物流业务营业收入 215 亿元，同比增长 100%；2021Q3 营业收入 79 亿元，同比增长 83%。**

GTV：前三季度公路港内 GTV 实现 696 亿元，超过 2020 年全年 GTV631 亿元，其中 21Q3GTV251 亿元。

经营性利润：前三季度物流业务经营性利润 2.56 亿元，同比增长 32 倍；2021Q3 经营性利润 1.02 亿元，同比增长 374%。（经营性利润=营业总收入-营业总成本，即剔除了政府补助等项目）

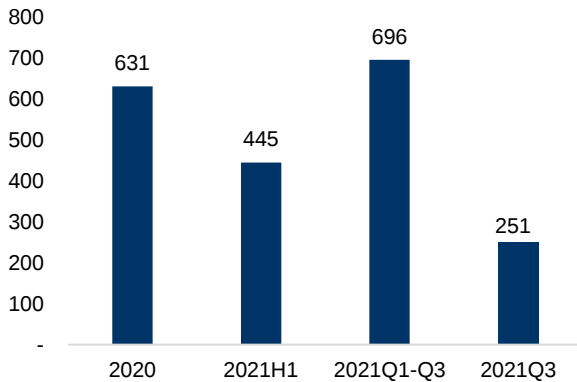
归母净利润：前三季度物流业务归母净利润 7.84 亿元，同比增长 44%；2021Q3 归母净利润 3.75 亿元，同比增长 284%。

图表 16 2021 年 Q1-Q3 传化物流业务经营情况

亿元	2020	2021H1	2021Q1-Q3	2021Q3
GTV	631	445	696	251
营业收入	155	122	215	79
同比	13%	105%	100%	83%
经营性利润		1.54	2.56	1.02
同比		同比增加2.02亿元	3200%	374%
归母净利润			7.84	3.75
同比			44%	284%

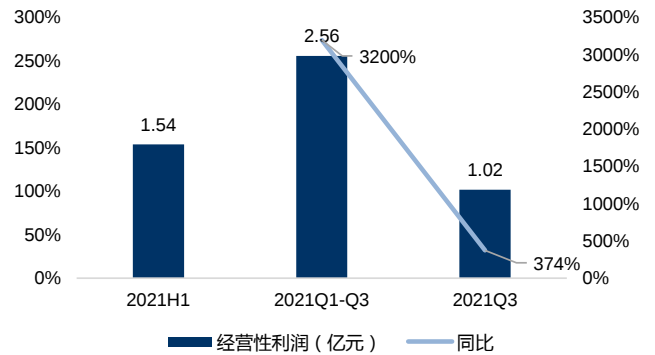
资料来源：公司公告，华创证券

图表 17 传化物流公路港内 GTV



资料来源：公司公告，华创证券

图表 18 传化物流业务经营性利润



资料来源：公司公告，华创证券

(三) 公司化学业务贡献稳定毛利

公司是行业领先的功能化学品生产企业。根据公司 2020 年报，公司纺织印染助剂产能全国最大、全球第二，市场占有率全国第一，是纺织印染助剂国家标准领衔制订者、国家先进印染技术创新中心建设单位；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；涂料业务是浙江省“隐形冠军”培育企业；聚酯树脂市场占有率全国前三。

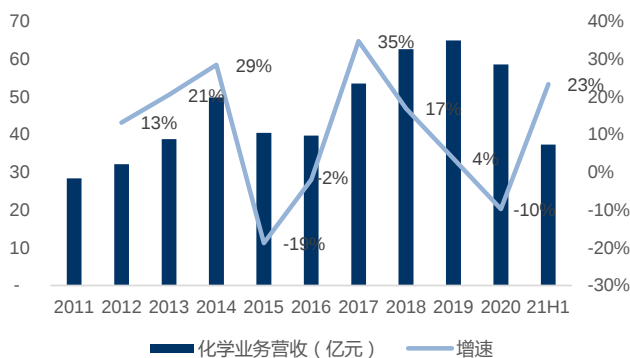
公司生产的主要产品为功能化学品，处于石油大化工生产链的末端，相关产品所在行业属于成熟行业。功能化学品对于客户来说，具有对产品影响大、服务要求高、转换成本高、采购金额占比低的特点，因而价格和毛利率相对稳定。

营业收入：化学业务保持稳定增长，自公司 2001 年上市以来，公司化学业务收入从 2001 年 3.03 亿元提升至 2020 年的 58.68 亿元，年化复合增长率为 17%；

毛利：从 2001 年 0.87 亿元增长至 2020 年 14.97 亿元，年化复合增长率为 16%；

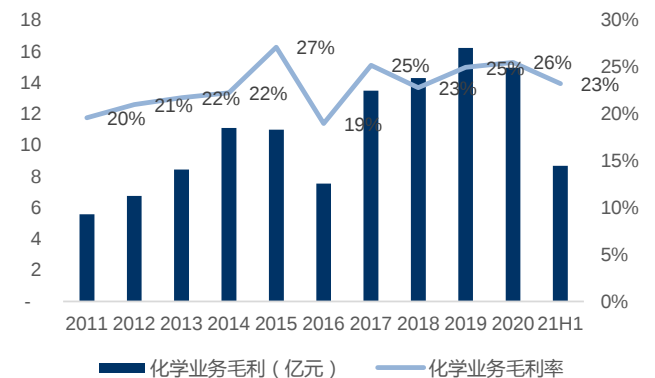
毛利率相对稳定，近十年毛利率均值为 23%。

图表 19 化学业务营业收入及增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 20 化学业务毛利及毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

（四）金融业务提升客户黏性

基于物流服务业务场景与数据积累，公司从信用、合规、数据三个维度不断夯实金融风控体系建设，为中小微企业提供便利的金融服务。

2021 年上半年，公司累计为 285 家大客户提供安全、稳定、优质的支付服务。积极探索金融与物流业务场景协同，开发仓配供应链、“信用付”、“合同付”、“网点贷”等场景金融产品，为客户定制“支付+金融”解决方案。

截至 2021 年上半年末，传化支付交易规模实现 906 亿元；商业保理与融资租赁业务合计资产总额 13.95 亿元，放款总额 12.54 亿元；保险经纪业务保费规模 1.47 亿元，成交笔数 3.84 万笔。

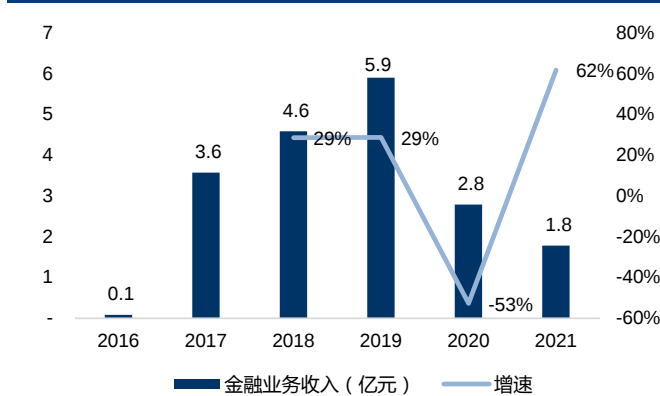
图表 21 截至 2021 年年中金融业务运营数据

906 亿元	13.95 亿元	1.47 亿元	3.84 万笔	285 家
支付业务流量	商业保理与融资租赁业务放款总额	保险经纪业务保费	成交笔数	服务大客户

资料来源：公司官网，华创证券

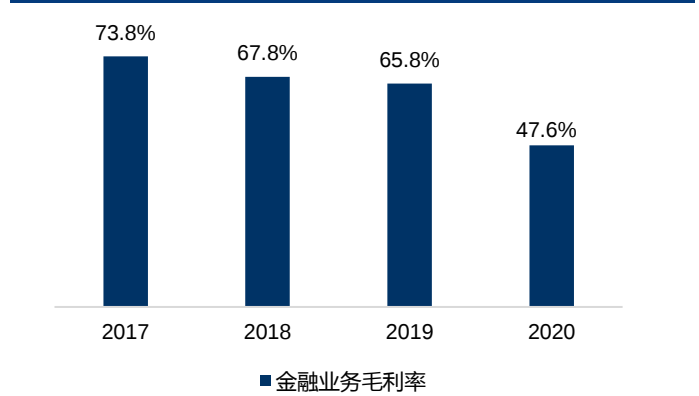
自 2016 年金融业务开展以来增长快速，2020 年金融业务营业收入为 2.79 亿元，2021H1 为 1.78 亿元，同比增长 61.7%。金融业务毛利率一致保持 40%以上的高水平。

图表 22 金融业务营业收入及增速



资料来源：公司公告，华创证券

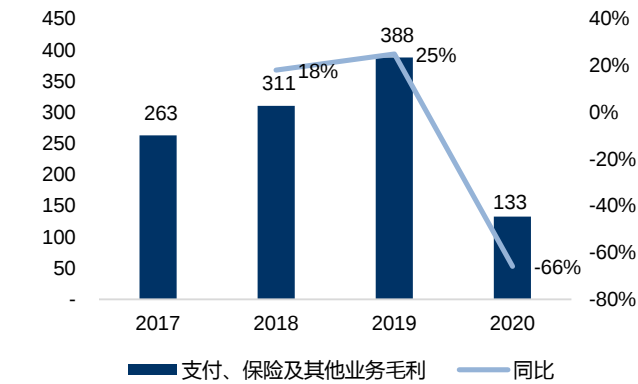
图表 23 金融业务毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

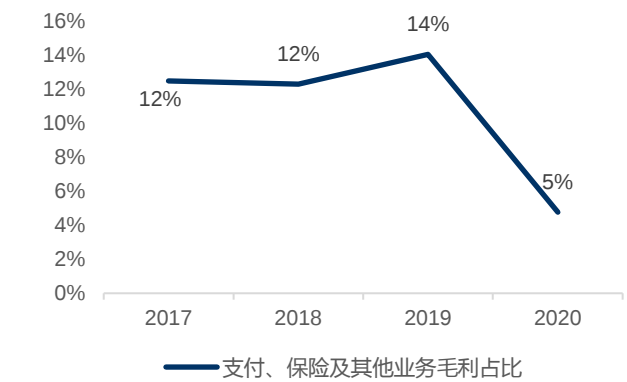
从毛利及占比来看：2017-2019 年金融业务毛利稳定增长，占比分别为 12%、12%、14%，2020 年受疫情因素影响，制定灵活信贷延期还款服务等措施促进复工复产，导致金融业务毛利下降 66%，占比降至 5%。

图表 24 金融业务毛利及增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 25 金融业务毛利占比



资料来源：公司公告，华创证券

二、智能公路港：线下物理底座，由物业经营转型物流运营

（一）公路港模式：破题公路货运长期痛点

1、公路货运是我国物流业运输主要方式，但存在诸多痛点

货运量看：近二十年来，公路货运量占总运量比重的 75% 左右，是我国最主要的货运运输方式，铁路与水路占比 9% 与 16%，此外为航空及其他。2020 年公路货运占比 73.8%。

图表 26 我国公路货运量占比



资料来源：公司公告，华创证券

1) 整车物流运输是公路货运中体量最大、痛点最明显的细分行业

根据货物重量划分，公路货运可分为整车、零担、快递三类。

a) 整车，或 FTL：约 3.8 万亿市场

一般托运的货物重量超过三吨，托运人通过整车装运方式，通过干线运输，直接将货物从出发地运输到目的地。

根据满帮集团招股书披露，2020 年整车货运市场规模约 3.76 万亿人民币，占整个公路货

运市场的 61%。

b) 零担，或 LTL：约 1.6 万亿市场

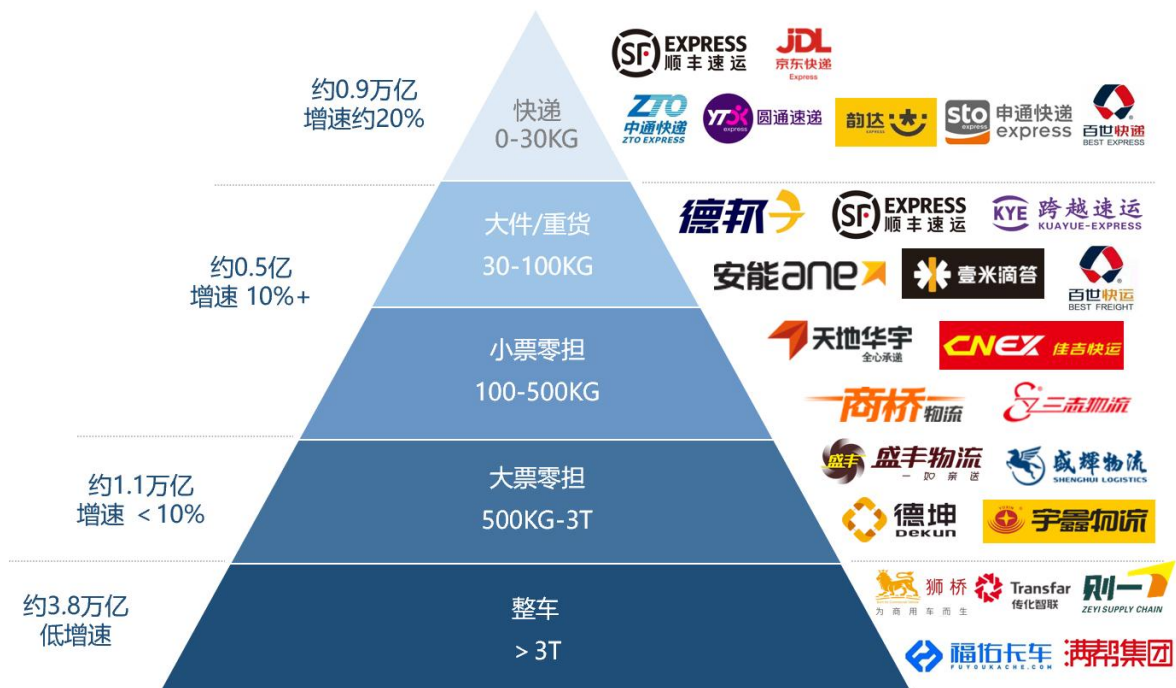
一般托运的货物重量在 30 公斤至 3 吨之间，托运人所托运的货物不足以装满一整车，通过多个托运人拼车的方式将货物凑满一整车进行运输。

根据满帮集团招股书披露，零担货运的市场规模约 1.57 万亿人民币，占整个公路货运市场的 25%。其中：小票零担货物重量在 30 公斤至 500 公斤之间，市场规模约 0.46 万亿人民币；大票零担货物重量在 500 公斤至 3 吨之间，市场规模约 1.11 万亿人民币。

c) 快递：约 0.9 万亿市场

货物重量一般在 30 公斤以内。2020 年快递行业收入约 8800 亿人民币。

图表 27 货运市场划分



资料来源：邮政局，满帮集团招股说明书，华创证券整理

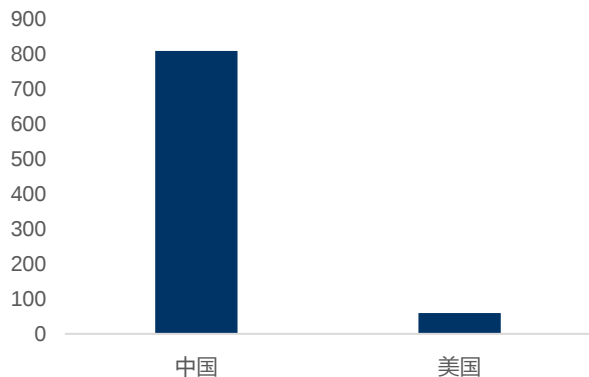
2) 中国整车物流市场存在诸多痛点

a) 供需两端分散度高

运力供给方（承运人）：根据满帮集团招股书中引用 CIC 报告数据，2020 年中国约有 810 万家货运公司，每家平均拥有 4 辆卡车；而美国约有 60 万家货运公司，每家平均拥有 26 辆卡车。此外，中国约 80% 的承运人是只有一辆卡车的个体司机。

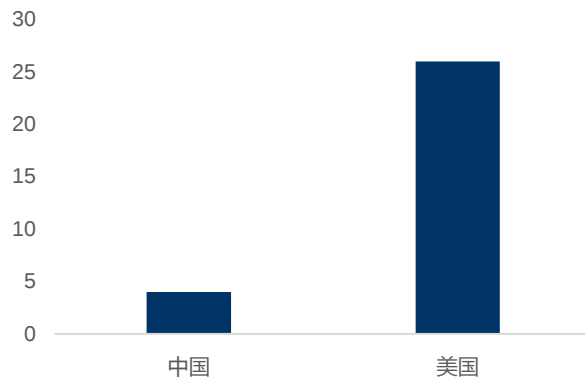
运力需求方（托运人端）：由大量的中小企业构成，诸多行业形成高度分散的局面。

图表 28 2020 年货运公司数量（万个）



资料来源：满帮集团招股说明书，华创证券

图表 29 2020 年平均每家货运公司货车数量（个）



资料来源：满帮集团招股说明书，华创证券

b) 托运人角度：面临难以匹配到合适的司机、高成本和不透明定价、服务质量低等痛点。

c) 承运人角度：面临价格压低、效率难提升等痛点。

d) 行业整体信任度水平偏低。

图表 30 中国整车货物运输市场痛点

参与者	主要痛点	具体表现
托运人	难以匹配到合适的司机、高成本和不透明定价、服务质量低	目前许多托运人需要通过委托经纪人或者第三方公司间接寻找司机开展货物运输，经过多层中间商增加物流费用。
承运人	价格压低、效率难以得到有效提升	1) 价格压低：同质化高，承运方为占领市场份额长期开展价格竞争。 2) 低效率：司机空车返程情况常见，且司机为寻找下一个订单需要耗费大量时间、行驶较远路程。
运输双方	行业整体信任度水平偏低	交易若没有第三方服务与保证，容易出现托运人与司机之间的纠纷，

资料来源：华创证券综合整理

2、传统公路港模式：整车物流痛点解决方案初代探索，传化是佼佼者

1) 传统公路港：围绕货主和卡车司机的第三方配套服务中心

传统公路港模式即：由政府批准，委托第三方建设物流园区，园区内设置信息交易所，主要在电子信息屏进行统一发布货物运输信息；园区配备抽检中心、仓储中心、零担快运中心、汽修汽配中心和加油站等，成为一个围绕货主和卡车司机的第三方配套管理服务中心。

2) 传化公路港模式是初代解决方案中的佼佼者

传化在 2000 年，针对国内公路物流现状和症结，首创“公路港”物流模式，2003 年建成杭州公路港平台，2008 年公司第二个公路港在成都正式开业，2013 年起开启全国化拓展的步伐。

a) 传化公路港模式解决行业痛点，即：单一物业形态的公路物流园区，存在中小型物流企业小、散、乱、差的问题以及围绕车与货难以高效流转的问题。

传化模式在于将“信息交易中心、车源中心、仓储中心、配送中心、零担快运中心、管理服务中心”等核心功能和以公共服务为代表的“财税、公安、交警”等服务体系，及“住宿、餐馆、维修、法律咨询”等中介和自营服务统一融合到物流园区，形成服务“物流企业、货车司机、商贸企业”的城市新型物流生态圈，汇聚地区“车流、人流、物流、商流”，以集约化、专业化的管理和服 务，逐渐重构地区物流生态。

核心是围绕个体货运司机、物流企业、货主企业三大公路物流主体服务对象，围绕“物流价值链”与“增值服务价值链”构建产品线，形成“物流+互联网+金融”的商业模式。

图表 31 传化公路港初创期功能

中心名称	具体功能
信息交易中心	利用现代信息技术和先进的物流管理理念，对来自货主企业、物流企业、个体货运车辆以及其他物流节点的信息资源进行整合、处理，为物流供需双方提供便捷、安全、高效的交易通道。
智能车源中心	采用信息化车辆管理系统为个体货运车辆提供停车服务口
货运班车总站	通过信息化、组织化以及标准化的管理打造 货运班车总站，满足省际小批量、多频次、快速度的零担物流需求。
仓储配送中心	主要为大中型物流企业、工商制造企业提供个性化的专业仓储服务，同时也可以满足大型物流企业、商贸流通企业建立地区分拨中心的需要；同时，主要利用平台自身物流运输及仓储的优势，为连锁企业、大型超市、大型家电卖场等客户提供及时、周到、便捷的城市配送服务。
管理服务中心	融合政府、中介和企业三者的服务功能
配套服务中心	为入驻物流企业及个体货运司机、车辆提供完备的餐饮、住宿、购物、休闲、娱乐等生活配套服务，并为个体货运车辆提供维修、检测、养护等服务。

资料来源：公司公告，华创证券

b) 该模式可以实现多方共赢：

对于政府：其一，带动当地 GDP 发展，为地方政府贡献大量财政收入；其二，公路港解决了传统物流园区杂乱的局面，改善市容市貌；其三，传化作为公路港的运营第三方对港内客户监督管理，保证业务合规性与安全性，促进企业良性发展。

对于货主：通过电子交易大厅，货运信息能够得到更广泛的发布，且无需派人全天候在摊位一对一与司机谈判，能够更高效、更低成本的寻找到合适的司机；传化也可提供供应链解决方案、运力采购等服务，降低其整体物流成本；并为货主企业提供基于货权监管的供应链金融服务。

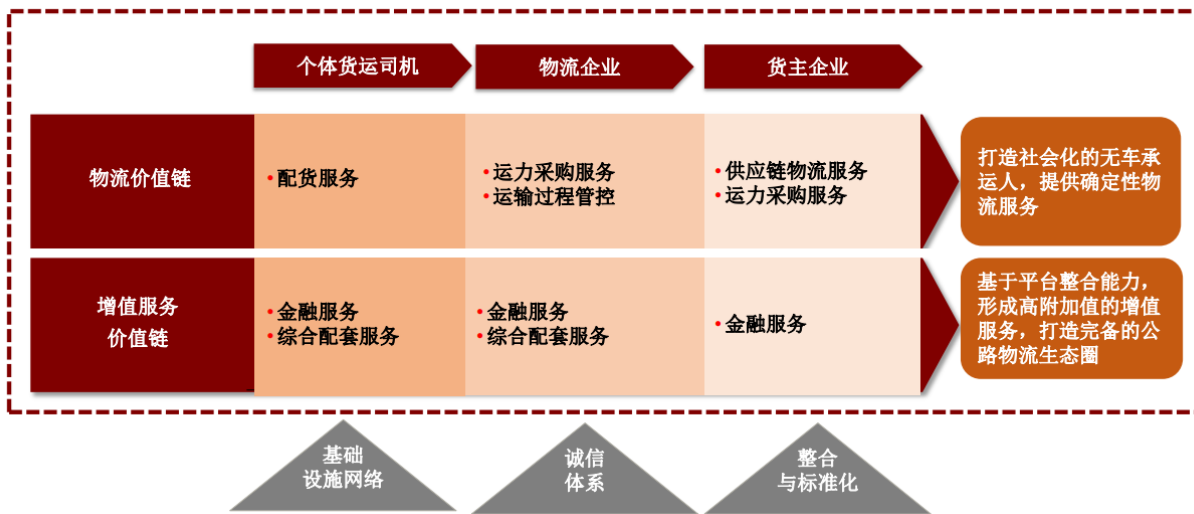
对于货运司机：公路港提供长途及短途配货服务，降低车辆空驶率；为个体货运司机及其车辆提供住宿、购物、汽修汽配等生活、运输配套服务，以及支付、信用等金融服务。

c) 传化公路港模式获得了相关政府部门的认可：

2013 年 6 月，国家发改委、工信部、国土资源部、住建部、交通运输部五部委联合发文推广传化“公路港”物流经验。

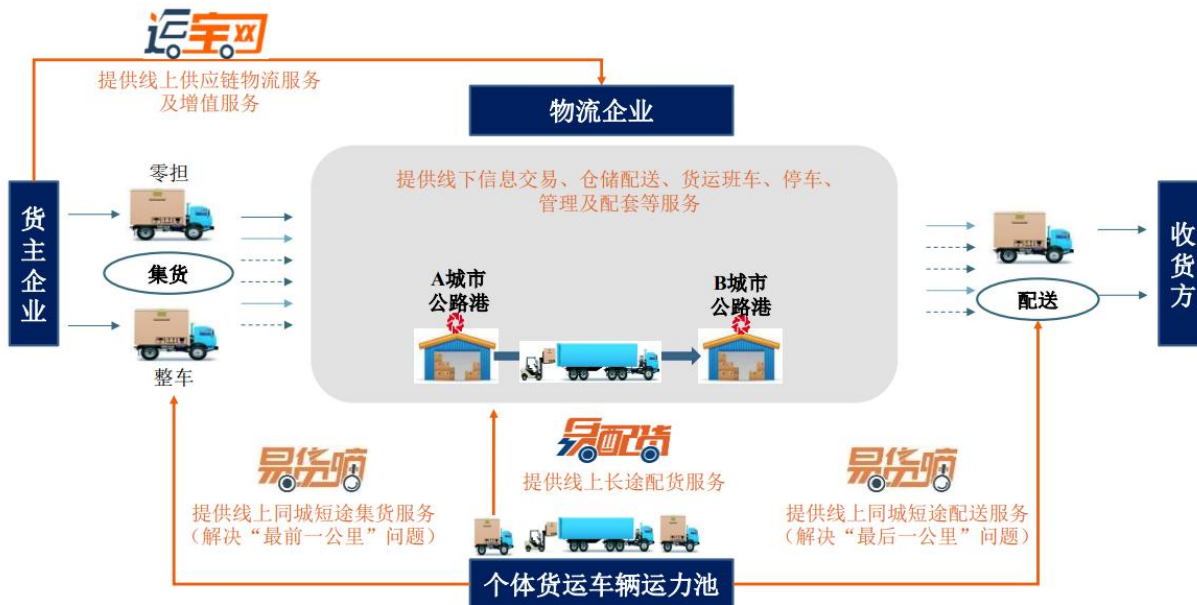
2016 年 6 月，公路港模式列入“国务院”（国办 43 号）文件，成为国家级项目。

图表 32 传化公路港初创期商业模式



资料来源：公司公告，华创证券

图表 33 传化公路港初创期业务平台



资料来源：公司公告，华创证券

（二）智能公路港的不断升级：线下平台物理底座，物业经营向物流运营转型

1、从孵化到成熟，业绩弹性逐步显现

公路港的功能正在逐步演变为城市物流中心，是区域物流发展的重要载体。把公路港打

造为区域优质物流资源的集聚区，接入网络货运、车后、油品与油卡销售等增值服务，形成生态集群，并推动建设公路港数字平台，推动港内物流资源上线。由此为制造企业、商贸企业、物流企业、卡车司机等提供一站式综合性园区服务。

公司拥有全国规模最大的公路港城市物流中心基础设施网络，已基本完成国内主要核心节点的布局。截至 2020 年末，传化已开展业务公路港共 63 个，经营面积 398.9 万平方米。而截至 21 年上半年，已开展业务公路港 65 个，其中在建项目 8 个，已获取土地使用权面积 1195.3 万平方米，经营面积 457.5 万平方米。

图表 34 截至 2020 年末公路港布局



资料来源：公司公告，华创证券

1) 经营数据看：不断优化

公路港个数：2016 年 26 个，2017 年投入使用 65 个，2020 年为 63 个，2021H1 为 65 个。

入驻客户数量：2016 年 3376 家客户，2020 年入驻客户数量已经达到为 9871 家，16-20 年复合增速 31%，2021H1 为 9969 家客户。

整体出租率：2016 年为 77%，逐年提升至 2020 年的 88%；2021H1 出租率提升至 90%。公司逐步调整客户结构，淘汰效益较差的客户，提升了单客户出租面积，整体出租率提升。

经营面积：2019-2020 年公路港经营面积分别为 368、399 万平方米，2020 年同比提升 8.4%；2021H1 经营面积为 458 万平方米，同比提升 25%。

公路港坪效：经计算，2019-2020 年公路港月均坪效分别为 18.17、22.03 元/平方米，2020 年同比提升 21.2%；2021H1 月均坪效为 22.23 元/平方米。

公路港年车流量：2018 年 2343 万辆，2020 年达到 4125 万辆，近三年复合增速 33%。

2) 财务数据看：从孵化到成熟，业绩弹性逐步显现

平台营业额：2017 年为 328 亿元，到 2020 年港内平台营业额 631 亿元，17-20 年复合增

速 24%。2021 年前三季度 GTV 实现 696 亿元，超过 2020 年全年。

公路港业务收入：2016-2020 年，公司公路港业务收入从 3.6 亿提升至 10.5 亿。

公路港毛利：从 2016 年 0.5 亿元提升至 2020 年 6.6 亿元，毛利率从 2016 年 12.7% 提升至 2020 年 62.4%，盈利能力显著提升，也反映了公路港业务从孵化到逐步成熟后的业绩弹性。

图表 35 2016-2021H1 传化公路港财务数据

	收入（亿元）	同比	毛利（亿元）	毛利率	同比
2016	3.6		0.5	12.7%	
2017	7.2	102%	1.4	19.2%	
2018	7.8	9%	3.3	41.5%	136%
2019	8.0	2%	3.4	42.7%	5%
2020	10.5	31%	6.6	62.4%	92%
2021H1	6.1	26%	4.0	65.7%	44%

资料来源：公司公告，华创证券

图表 36 2016-2021H1 传化公路港经营数据

	公路港数 个数	物业出租率	入驻客户 家	同比	年车流量 万辆	港内平台营业额 亿元
2016	26	77%	3376			
2017	65		7276	116%		328
2018	68	81%	9794	35%	2343	419
2019	65	87%	12048	23%	3072	491
2020	63	88%	9871	-18%	4125	631
2021H1	65	90%	9969	-11%	2242	328

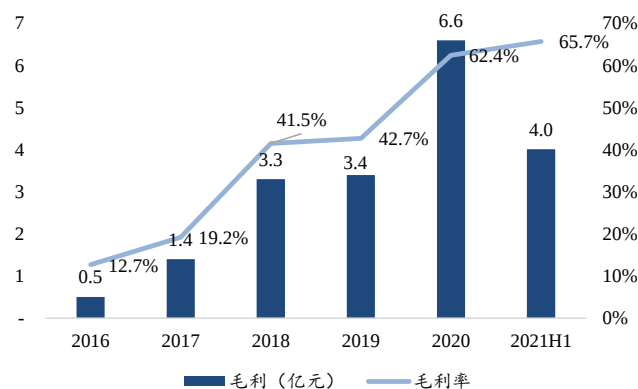
资料来源：公司公告，华创证券

图表 37 2016-2021H1 传化公路港收入



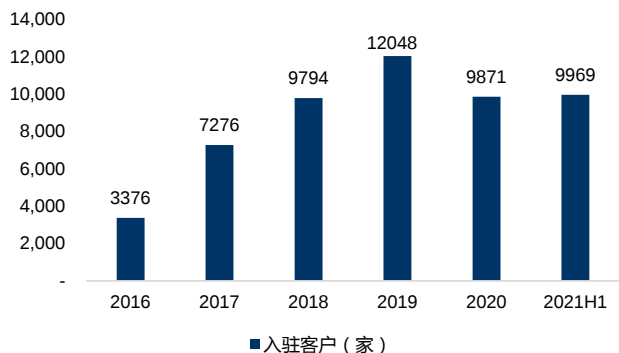
资料来源：公司公告，华创证券

图表 38 2016-2021H1 传化智能公路港毛利与毛利率



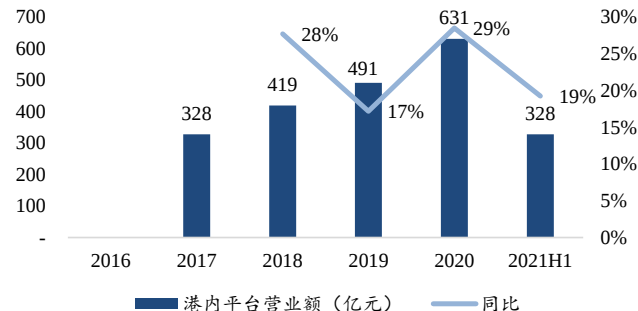
资料来源：公司公告，华创证券

图表 39 2016-2021H1 传化公路港入驻客户数量



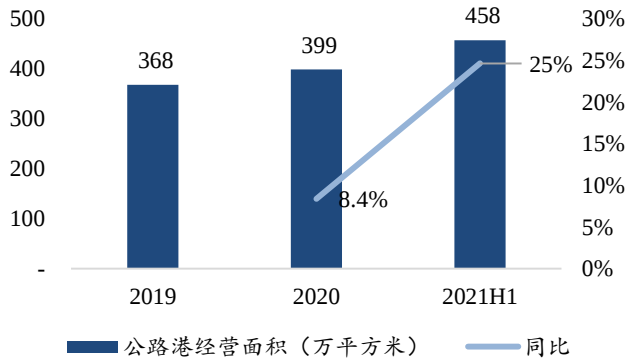
资料来源：公司公告，华创证券

图表 40 2017-2021H1 传化智能公路港平台营业额



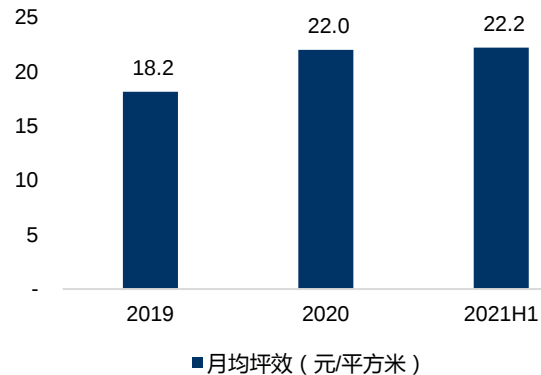
资料来源：公司公告，华创证券

图表 41 2019-2021H1 传化公路港经营面积



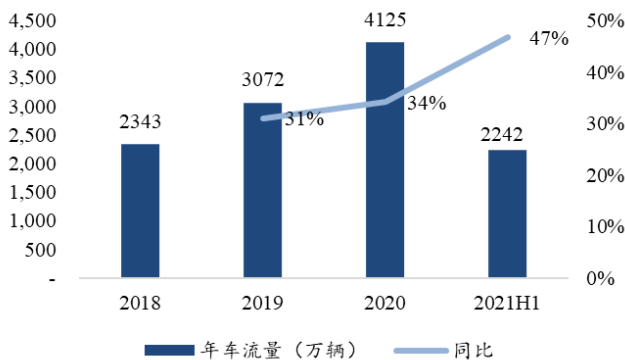
资料来源：公司公告，华创证券

图表 42 2019-2021H1 传化公路港月均坪效



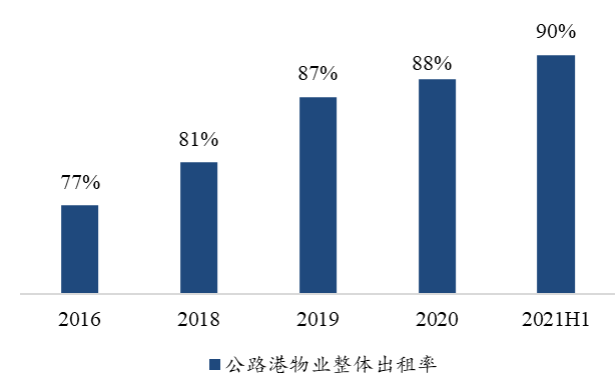
资料来源：公司公告，华创证券

图表 43 2018-2021H 传化公路港年车流量



资料来源：公司公告，华创证券

图表 44 2016-2021H1 传化公路港物业整体出租率



资料来源：公司公告，华创证券

2、持续探索升级，从物业经营转向物流运营

我们不妨将传化公路港的发展划分为三个阶段：

第一阶段：传统公路港模式。从 2000 年开始，传化物流处于探索公路港模式阶段，最早还是以车货匹配的交易中心为标志性的时代，主要的服务对象为车和人。

第二阶段：2016-2018 年，转变战略思维，打破物业局限，通过网络货运平台与线下公路港的互补协同，进一步提升服务平台内的第三方物流公司的能力。

第三阶段：进一步向智慧园区的方向发展，向制造业供应链服务延伸，通过布局结构优化，提高港内企业的运营效率与公司的盈利能力。

在第三阶段中：

1) 深化园区精细化运营，推进公路港由物业经营向物流运营的转型，公路港业务由“被动收取租金”转向“主动管理园区提升效益”。对于公路港整体资产利用效率来看，公司针对难以盈利的资产采取处置策略；对于港内客户，持续推进客户结构优化，升级补强园区专线，引进区配城配型客户，提升港内坪效。并依托港内集聚资源，深挖增值类业务价值。

2) 在资源经营方面，围绕车后、光伏、保险等“园区+”产品进行全国统筹推进。其中，光伏发电项目已覆盖杭州、金华、苏州、长沙等 20 个公路港城市物流中心，建设总面积约 80 万平方米，分布式光伏装机量 80MW；设立充电桩 200 根，服务电动货车 6000 台。

图表 45 截至 2021 年年中公路港运营情况



资料来源：公司公告，华创证券

3) 将公路港打造为城市的物流中心，围绕“人、车、货、企”提供全面的物流服务。

对“人”的服务主要体现在：为货车司机提供一体化的生活服务，港内配备“司机之家”旅店、餐厅、洗衣房、便利店、银行等全套生活服务设施，为长期在外工作的司机提供便捷舒适的休息站；由于公路港物流公司众多，司机可以在公路港找到生意，这也是公路港早期车货匹配的业务模式。

对“车”的服务主要体现在：公路港内设有多家汽车维修保养店，并且部分公路港设有加油站，能够满足港内车辆的车后服务需求。

对“货”的服务主要体现在：公路港内的仓库具备存储和转运两类功能，存储仓库可满足“仓配”一体化的服务；转运仓库能够满足货物的集散需求。

对“企”的服务主要体现在：公路港内有较为优惠的返税政策，能够在一定程度上降低港内企业的成本；由于公路港的地理位置便利，且靠近当地产业聚集区，能够方便企业运输，为港内物流企业带来增量业务；此外，公路港逐步上线智慧管理系统，能够为企业提供安全监控、精准识别、仓储作业管理等功能。**包括：**园区智能指挥/智能监控/无感停车三大智慧园区管理功能全部上线；与海康威视合作的慧眼一期智能监控管理系统已在苏州、长兴、青岛、沧州四地公路港完成部署；与华为、中国电信合作的 5G 智慧园区已在多港试运营，实现人、车、货、场、企等各种资源的数字化管理。

图表 46 公路港实景图



资料来源：公司官网，华创证券

智能公路港全国云数据中心

苏州公路港

入口 11763

出口 5123

长兴公路港

入口 130

出口 2079

19日数字日报

成都公路局

- 昨日林茂生态园事件41起
- 昨日进港人数11300余人
- 昨日进港车辆7113辆
- 昨日车辆利用率47.0%
- 昨日车辆滞留量2804量
- 昨日园区业务率0%

全国

27 数据节点
64 公路数量
100 公路数量
0 公里
54361 + 978498 公里
367 万平方
227 万平方
491 亿

全国公路港运营指标 6-24

来源

当月流量

当月效率

违规监控

车辆入场
2020-10-20 17:23:00

南京公路港 预计18013人入场11812口

车辆出场
2020-10-20 17:23:00

富阳公路港 预计6550辆出场12021口

车辆出场
2020-10-20 17:20:05

长兴公路港 预计1230辆出场4号出口

车辆出场
2020-10-20 17:24:13

天津基地 预计90200辆出口 <#address>

4) 公路港主动管理实例：有效提升资产运营效率

改造前：由于公路港在过去的主要职能之一是信息交易中心，因此许多货车司机需要停留公路港找货，区域一和区域二为停车场，满足众多司机聚集的停车需求。

随着信息线上化，公路港现场交易中心职能淡化，公司开始主动优化公路港功能，提升港内坪效。

改造后：区域一为零担中转仓，主要客户为专线公司，基本处于满仓状态；区域二为传化物流供应链业务操作区，引入奥的斯电梯客户，为其进行短拨及运输服务。

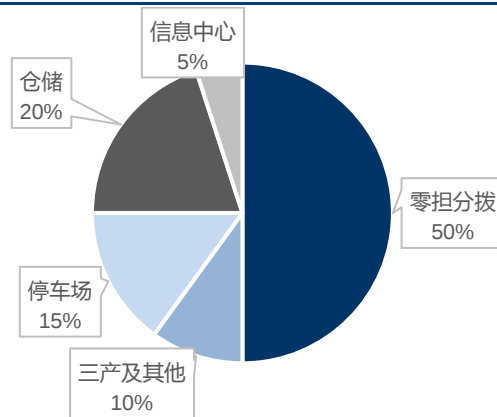
证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210号

附：公路港单港收入模拟说明

为进一步帮助理解公路港收入模式，我们以相对成熟公路港为例，分拆测算公路港单港模型（仅为模拟测算）。

我们假设 15 万平方米面积的公路港为核心枢纽级公路港，同时假设零担分拨、仓储、停车场、三产、信息中心面积占比分别为 50%、20%、15%、10%及 5%，则对应分别为 7.5、3、2.25、1.5 及 0.75 万平。

图表 49 智能公路港各项面积分布模拟



资料来源：华创证券测算

1、收入来看：园区物业出租收入为基础，推动交易服务费和其他服务收入提升

1) 园区物业出租收入：指园区出租获取的物业租金收入，包括停车场收入、仓储收入、零担分拨收入、信息交易中心收入和三产服务及其他收入。

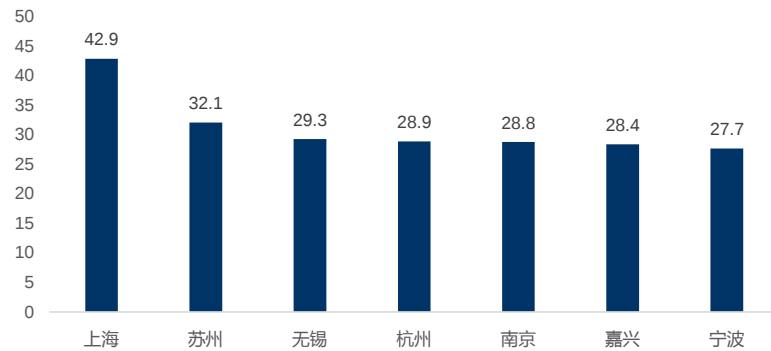
a) 零担分拨/仓储收入：面积*出租率*租金

面积：前述假设零担分拨 7.5 万平，仓储面积 3 万平

出租率：假设零担分拨 95%，仓储 85%。（公司 2020 年整体出租率 88%）

租金：参考长三角重点城市普通仓储租金（剔除上海，约 0.92-1.07 元/平米/天），我们认为零担分拨租金预计高于整体，取 1.07 元，而仓储可以取其下限 0.92 元。

由此测算零担分拨收入 2783 万元、仓储收入 856 万元。

图表 50 长三角重点城市普通仓租（元/平方米/月）


资料来源：物联云仓、华创证券

b) 三产服务：主要指出租给餐饮、零售、酒店等获得的租金收入。

面积：前述测算 1.5 万平

租金：预计其租金水平高于物流业，我们查阅大众搜铺得到信息测算，临街门面约 1.6 元/平米/天（注：实际运营中公路港运营前 2-3 年会处于招商考虑，给予园区内客户优惠租金。）

出租率：我们预计出租率水平低于物流业，假设 80%，

则三产服务收入=1.5 万平*1.6 元*365*80%，合 701 万元。

c) 停车场：

面积：前述测算 2.25 万平

出租率：因停车场流动性高，保守给予全年 10%出租率

租金水平：我们查阅萧山机场停车场收费标准：15 分钟（含）以下不收费，10 块/小时，24 小时以内最高不超过 120 块；24 小时后：120 块/天。

我们以假设 1200 元/年来测算，则停车场租金一年 270 万。

d) 信息交易中心收入我们按照面积 0.75 万平，参考三产业务单位租金 1.6 元/天，出租率 50%，测算 219 万元。

由此从物业出租角度，15 万平的公路港，物业出租收入 4829 万元，月度坪效 27 元。

2、未来经营效益提升：

1) 从园区物业出租收入增长动因主要来源于三个方面：

租金上涨带来的物业出租收入增加。一般而言，公路港运营前 2-3 年会处于招商考虑，给予园区内客户优惠租金，优惠期结束后租金将会呈现大幅增长（甚至翻倍增长），之后每年按自然增长率小幅上涨。

港内业务调整，将坪效较低的利用面积加以改造提升租金收入。例如，公路港信息交易中心职能近年来不断弱化，交易中心场所改为客户办公室、业务办理处等；停车场随着交易中心职能降低需求减少，会出现较多限制面积，因此将停车场改造成转运仓或储存仓，提升场地利用效率。

客户结构优化。传化通过数据支撑主动管理客户结构，赋能以园区自动化、智能化，逐步清退盈利贡献较差的客户，吸引优质客户从而提升租金水平。此外，吸引优质客户还会带来交易服务费的提升。

2) 推动交易服务费及其他服务收入的提升。

交易服务费收入：指公路港向园区客户按照一定的佣金率乘以客户营业额收取的交易费用。

其他服务收入：主要包括向港内客户收取的信息系统使用费、园区广告费等。此外，若公路港内设有加油站，还会实现油品收入。

三、网络货运平台：线上平台，“互联网+物流”的新探索

（一）网络货运平台：“互联网+物流”的新探索

1、网络货运平台的定义及发展

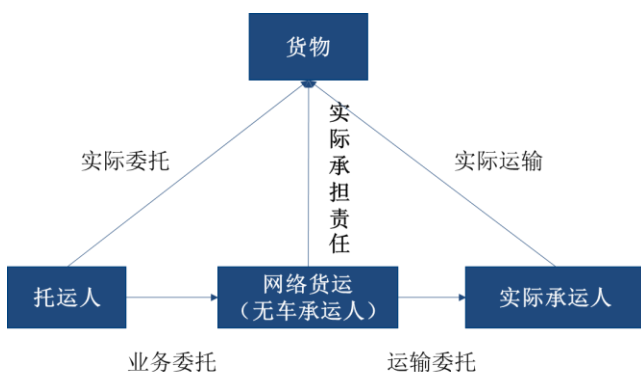
前身是**无车承运**模式，2016年开始试点，无车承运企业要取得《道路运输经营许可证》，经营范围为道路普通货运（无车承运），并与实际承运人签订运输服务合同，建立相应的赔付机制，承担全程运输责任。相较于传统公路港模式，无车承运人模式更不受物理位置的限制。试点于**2019年12月31日结束**，取而代之的是交通部**2019年9月6日公布**的《网络平台道路货物运输经营管理暂行办法》，要求通过网络平台经营道路货物运输的需取得《道路运输经营许可证》，正式将**无车承运人更名为网络平台道路货物运输业务**，即网络货运平台。

自2020年1月1日起正式开展网络货运道路运输经营许可，至2021年第一季度，全国共有983家网络货运平台企业获得许可，基本上各省都完成了省级监管平台的搭建。

根据《网络平台道路货物运输经营管理暂行办法》中定义的网络货运经营，是指经营者依托互联网平台整合配置运输资源，以承运人身份与托运人签订运输合同，委托实际承运人完成道路货物运输，承担承运人责任的道路货物运输经营活动。

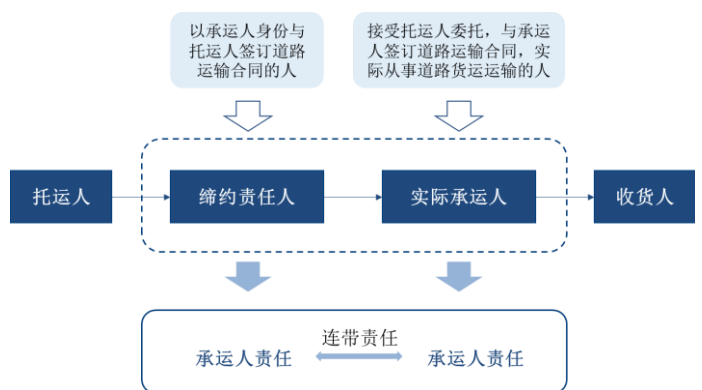
网络货运经营**不包括**仅为托运人和实际承运人提供信息中介和交易撮合等服务的行为。而实际承运人，是指接受网络货运经营者委托，使用符合条件的载货汽车和驾驶员，实际从事道路货物运输的经营者。

图表 51 网络货运业务模式



资料来源：交通运输部，罗戈研究，华创证券

图表 52 承运人定义



资料来源：交通运输部，罗戈研究，华创证券

2、网络货运平台的优势

网络货运平台企业承接托运方与承运方两端，为双方提供最优解决方案。

对于托运方，可以帮助他们整合分散的运力资源，使他们能专注于生产或服务自己的专业，促进社会分工专业化。

对于承运方，连接众多客户，为其规划最优路线尽可能降低空车行驶路程。

3、不断完善税收政策，实现税链完整

无车承运业务可开具增值税发票：2016年3月23日，财税〔2016〕36号，财政部国家税务总局《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》明确规定无车承运业务按照“交通运输服务”缴纳增值税。意味着国家允许无车企业从事货物运输服务，并有资格开具增值税发票。**当前适用的增值税率为9%。**

扩大无车承运人可抵扣项目：2017年8月14日，国家税务总局公告2017年第30号，《关于跨境应税行为免税备案等增值税问题的公告》规定纳税人以承运人身份与托运人签订运输服务合同，收取运费并承担承运人责任，然后委托实际承运人完成全部或部分运输服务时，自行采购并交给实际承运人使用的成品油和支付的道路、桥、闸通行费，符合条件的，其进项税额准予从销项税额中抵扣。

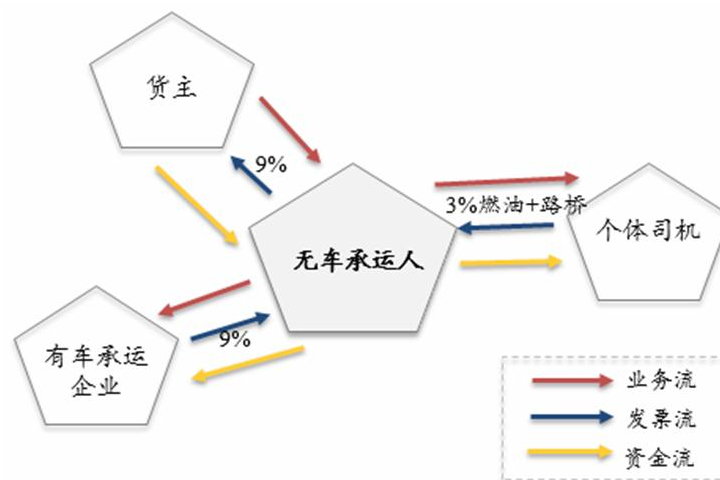
为进一步解决运输企业进项税难以获取的问题，确定平台可代开增值税专用发票：2019年12月31日，《关于开展网络平台道路货物运输企业代开增值税专用发票试点工作的通知》（税总函[2019]405号）明确，纳入试点的网络平台道路货物运输企业使用自有增值税发票税控开票软件，按照3%的征收率代开增值税专用发票，并在发票备注栏注明会员的纳税人名称、纳税人识别号、起运地、到达地、车种车号以及运输货物信息。

由此，网络货运平台企业取得司机发票的方式有两种：

对于网络货运平台上的撮合业务，在平台获得税务代开试点资质后，平台可以代司机开3%增值税专用发票给托运人；

对于自营业务，可以请主管税务机关代司机开3%发票给网络货运企业。

图表 53 网络货运交易模式与发票流



资料来源：罗戈研究，华创证券

4、整体看：网络货运平台的健康发展对推动物流效率提升具备较强的社会价值

其一是帮助供需双方更好地适应当前生产-销售模式。

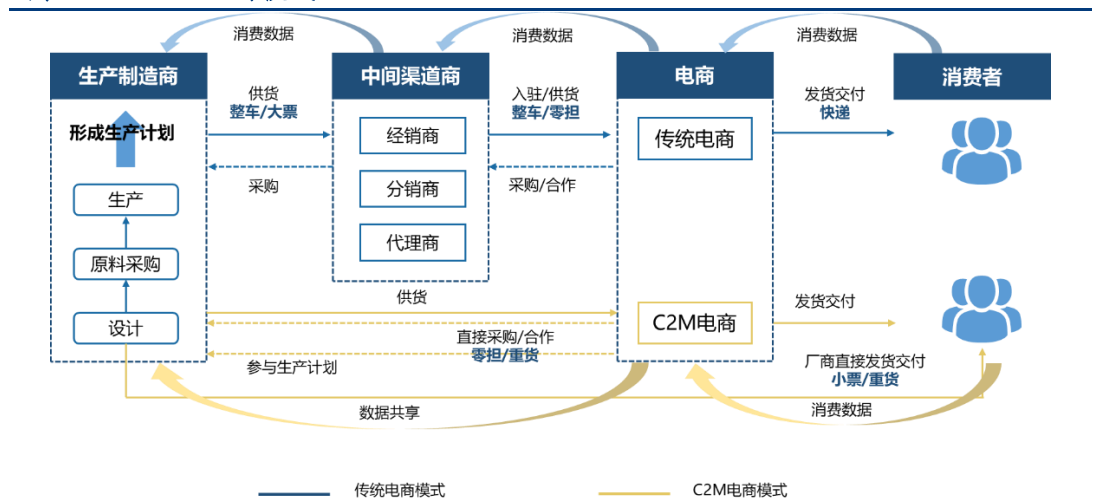
第一阶段的网络货运平台致力于解决我国整车物流市场存在运力供需双方过度分散、信息交互方式落后、信息不对称，空车返程率高等问题；

第二阶段，生产-销售模式正在发生重要变化，如我们此前报告分析零担快运市场需求发生变革时，**商品供应链升级驱动整车运输市场零担化**。

随着部分产品供应链模式逐步由大规模批量生产发展为柔性化生产，尤其是 C2M（Customer to Manufacturer）等新型商业模式的出现，生产厂商需要应对终端平台/用户相对较小规模、多品种、多批次的生产需求。物流环节也需要更加灵活，以往的大批量整车运输在逐步转化成小批量、多批次的零担货运模式。

以 C2M 模式为例，与传统“先销后产”模式相比，去掉了中间经销、代理等渠道环节，以往在工厂、一二级批发商之间需要进行大规模整车运输的需求，转化为工厂直链平台/消费者的大件物流/零担运输需求。传统整车物流需要适应性变化。

图表 54 C2M 电商模式



资料来源：艾瑞咨询，华创证券

其二是帮助提升卡车司机的职业获得感。

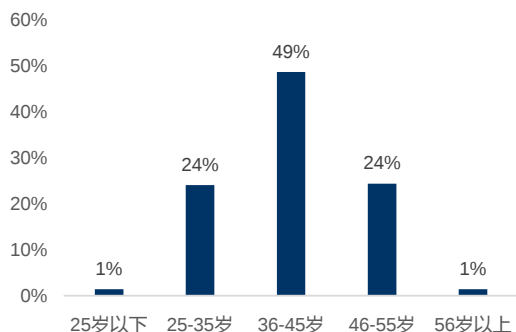
根据中国物流与采购联合会发布《2021 年货车司机从业状况调查报告》，货车司机年龄总体偏大。目前货车司机的年龄集中在 36-45 岁之间，占被调查货车司机的 48.7%；46 岁以上货车司机占比为 25.8%。35 岁以下司机占比为 25.5%，其中 25 岁以下司机仅为 1.4%。意味着“90 后”人群并不愿意从事卡车司机职业。

网络货运平台正在成为零散运输司机寻找货源的主渠道。在被调查货车司机中，仅有 27.3% 表示运输过程中有固定的运输线路，而 72.7% 的司机没有固定的运输线路。52.4% 的货车司机在货运互联网平台上寻找货源（2016 年占比为 47.97%）。

网络货运平台会成为司机的“精神家园”。除了通过货运互联网平台寻找货源外，29.2% 的货车司机从平台上获取帮扶服务，27.4% 的货车司机从平台上开展交友交流，16.6% 的货车司机通过平台获取安全培训知识；25.9% 的货车司机在平台上获取加油、维修、汽车

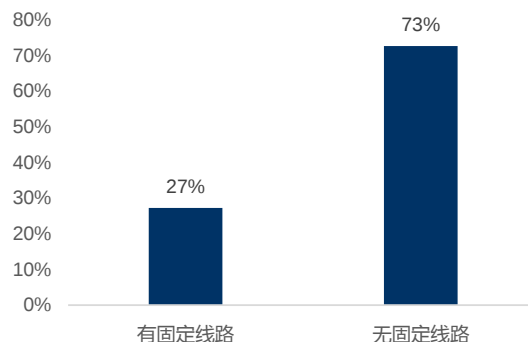
配件售卖等优惠信息服务，5.2%的司机通过平台获取商业保险服务。货运互联网平台通过集采模式“积少成多”，降低司机运营采购成本。

图表 55 2020 年卡车司机年龄分布



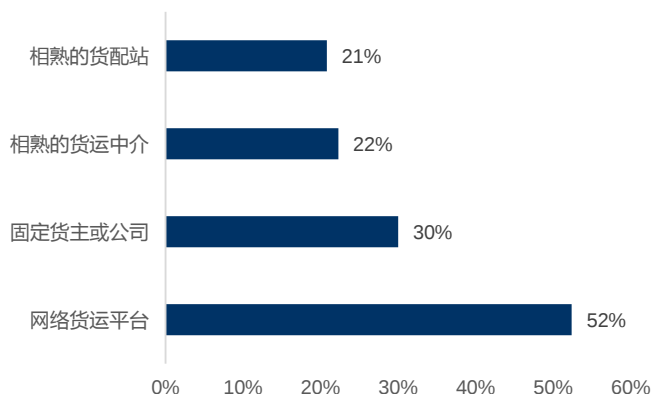
资料来源：中国物流与采购联合会，华创证券

图表 56 2020 年卡车司机有无固定线路



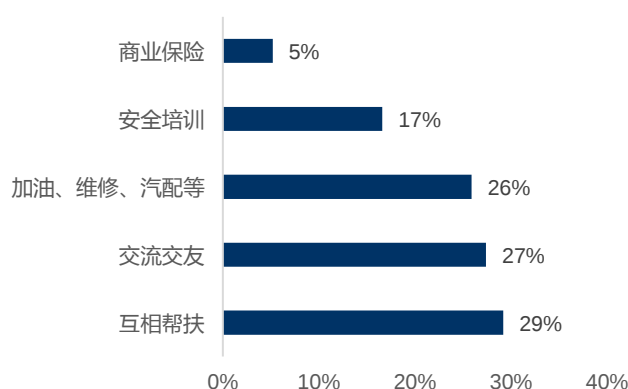
资料来源：中国物流与采购联合会，华创证券

图表 57 卡车司机找货渠道



资料来源：中国物流与采购联合会，华创证券

图表 58 货车司机通过货运互联网平台获取其他服务分布情况



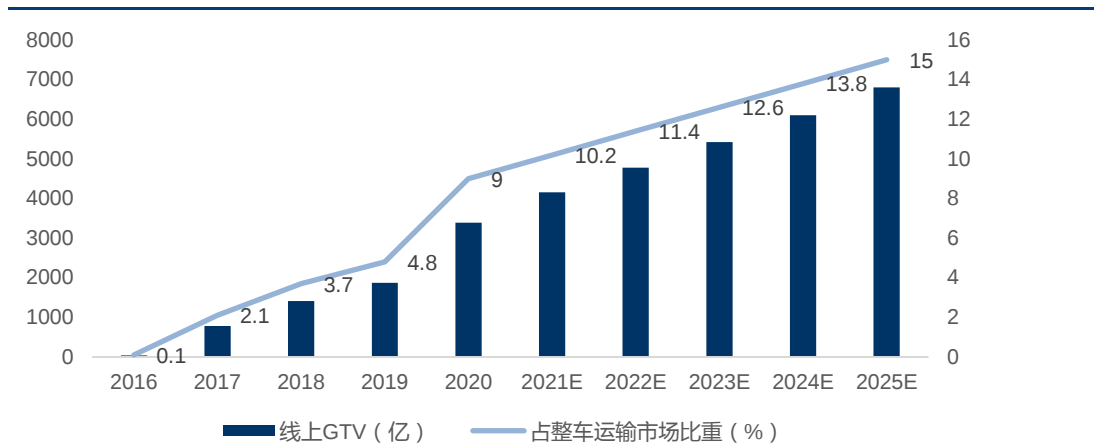
资料来源：中国物流与采购联合会，华创证券

5、网络货运平台发展前景广阔。

根据维天运通（路歌）在香港联交所递交的招股书中，引用了灼识咨询的数据资料，显示：2020 年以在线 GTV 计，数字货运市场规模为人民币 3389 亿元，在整车运输行业中的渗透率为 9%，预计数字货运市场规模在 2025 年继续扩大至人民币 6804 亿元，自 2020 年起的复合年增长率为 15.0%，在整车运输行业的渗透率为 15%。

（注：此处在线 GTV 指根据中国法律作为法定承运方完成的交易于平台上结算的运费总额（包括增值税））

图表 59 线上 GTV 测算



资料来源：维天运通招股书、灼识咨询、华创证券

6、网络货运平台未来仍面临较多挑战。短期来看，同质化竞争、数据沉淀、整车运输非标准化、合规化是当前网络货运平台亟待解决的问题，其中数据沉淀是核心，当真实数据得到良好的积累，通过大数据计算能够生成数据库，形成精确的司机标签、客户标签，再通过数据算法计算实现精准匹配与交易，从而能够解决整车运输的非标准化问题，同时拥有数据支撑后行业也将会更加合规化。

我们认为网络货运平台在未来会不断进阶，持续改善我国整车物流市场，通过效率提升、合规完备，帮助全社会降低物流成本，具备社会价值。

（二）传化网络货运业务：物流线上智能化的践行者

公司 2019 年 5 月正式启动网络货运平台业务，依托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。

到 2020 年，网络货运业务进一步升级，通过整合上游货源和下游运力，以数字化技术建立一体化平台。公司可为客户提供运力派单、可视化运输管理、支付结算等全链路物流服务，并提供车后服务、金融保险等增值服务，实现物流业务的线上智能化。

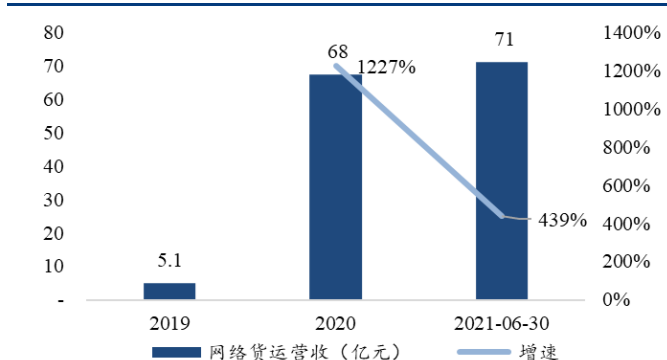
截至 2020 年末，公司网络货运业务服务客户已涵盖生产制造、普货运输、快递快运、大宗物流等领域。

1、经营数据看：网络货运业务开展以来规模实现快速增长

2020 年，网络货运服务实现收入 67.7 亿元，占总收入比重 31%，日交易量超过 2 万单，平台运营客户超 4000 家，触达车辆 50 万辆，累计运单超 170 万单。

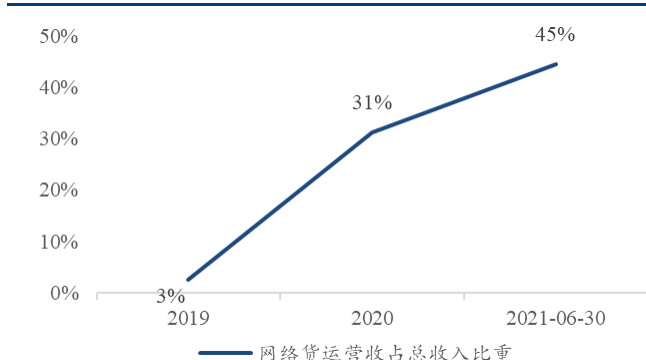
2021 年上半年，网络货运服务实现收入 71.34 亿元，同比增长 439%，占总收入比重 45%；交易规模 87 亿元，同比增长 342%，其中港外拓展规模超 60%，运单共计 175 万单，智能审单率 79.2%，平台累计运营客户 7000 多家，承运车辆 48 万辆。

图表 60 网络货运业务营收与增速



资料来源：公司公告，华创证券

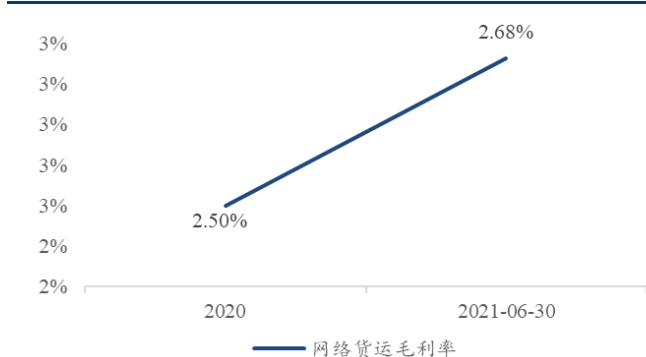
图表 61 网络货运营收占总收入比重



资料来源：公司公告，华创证券

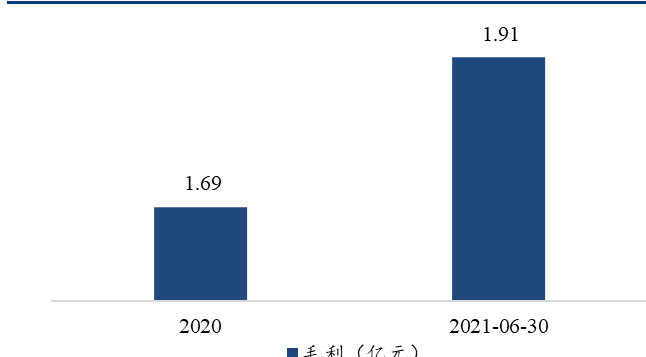
盈利能力：2020 年网络货运平台业务毛利率为 2.5%，2021H1 毛利率为 2.68%，实现小幅提升。

图表 62 网络货运业务毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 63 网络货运业务毛利



资料来源：公司公告，华创证券

2、网络货运业务线上产品：陆运通+融易运

1) 陆运通

提供运力派单、可视化运输管理、支付结算等全链路物流服务，链接供应链业务、车后增值、金融保险等产品，服务于货主企业，实现企业物流业务在线化、数字化、标准化、智能化。

陆运通产品在前端聚焦市场营销，力拼大客户，拓展新客户市场；在后端基于功能需求，采取小步快跑的产品开发策略，及时响应客户需求，不断优化产品体验。

图表 64 陆运通网络货运服务业务流程



资料来源：公司公告，华创证券

2) 融易运

在陆运通实现的业务基础上，网络货运业务不断向供应链上游延伸，于 2021 年 4 月份推出承运产品——融易运，上游整合货源，下游连接物流公司，物流公司再连接陆运通，为制造业企业、物流企业提供货源信息和运力在线招标采购和服务，实现货物从源头（货主）到末端实际承运人之间的全流程运输管理和增值服务，为物流企业扩充增量货源。

图表 65 融易运与陆运通业务链



资料来源：公司公告，华创证券

目前融易运主要能够实现三方面作用：

一是为货主搭建线上竞价平台，对于年发货量相对较大的客户，对于运输成本的敏感度较高，从而产生竞价需求。融易运平台连接大量的物流公司，能够灵活地满足大客户的诉求；

二是为物流企业带来货源，提供增量业务；

三是将传化自营的物流供应链业务导入融易运中，增加自营物流业务的运力池，提升物流服务能力。

3) 大票零担数字化服务平台

2021 年 9 月传化智联正式对外发布传化大票零担数字化服务平台。公司用平台的方式，提升中小专线物流企业的网络化、标准化和数字化水平，形成全国化的零担服务网络，为专线物流企业提供前端揽货、末端分流、诚信交易和履约保障，充分发挥专线点对点直达的优势。

自传化货运网大票零担数字化服务平台正式发布以来，已覆盖 1000 余个城市，线上专线车辆 50 万，已形成直城数 5000+、直线数 12000+一站发全国的大票零担运力池。

2021 年 11 月 5 日，传化大票零担数字货运网与百世快运达成战略合作。双方将通过传

化大票零担数字化服务平台及百世网点和分拨的资源优势，在大票零担领域展开深度合作。

未来传化公路货运服务平台，将从无车时代的税务核算、财税解决的起步发展模式，升级至网络货运、实现线上业务交易、运输生态化。

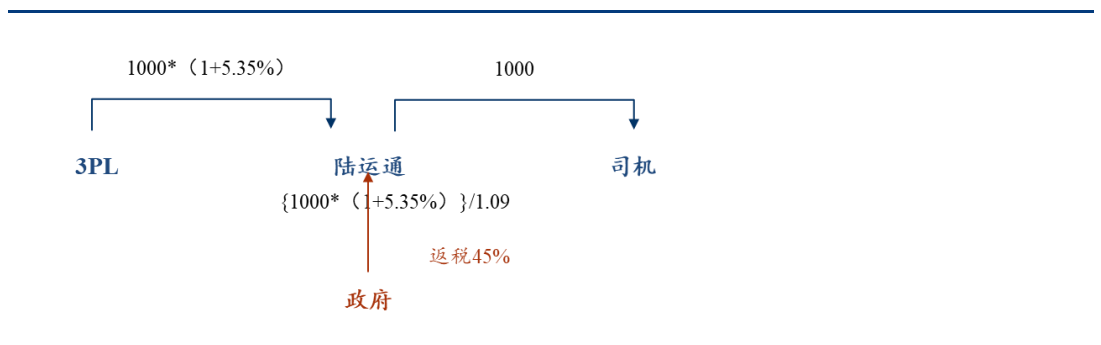
附：陆运通运费支付现金流模拟说明

以司机收到 1000 元/单运费为例：

物流公司（3PL）向传化网络货运平台陆运通实际支付【 $1000 \times (1 + 5.35\%) = 1053.5$ 元】，对于传化来说这笔收入是含税收入，实际不含税营收为【 $1000 \times (1 + 5.35\%) / 1.09 = 966.5$ 元】。陆运通将 1000 元运费支付给司机的同时会收到政府返税，返税比例约 45%，返税金额为【 $1000 \times 9\% \times 45\% = 45$ 元】。

综上计算，陆运通这笔订单收入 966.5 元，支付运费返税后【 $1000 - 45 = 955$ 元】，单笔业务净收入为 11.5 元。

图表 66 运费支付现金流（模拟）



资料来源：华创证券测算

四、服务中国“智”造：联动平台发挥更大价值

（一）我们继续强调观点：预计未来 3-5 年是 ToB 供应链服务市场重要发展机遇期

我们认为，ToB 供应链服务预期会是未来 3-5 年交运行业最重要的投资机遇，建议围绕两条线索开展研究与投资：

其一是帮助中国制造、中国品牌降本增效与产业升级；

其二是帮助中国制造、中国品牌出海，助力全球化进程。

供应链从组织形式看属于“集成”模式，即通过优势资源的整合、信息技术的运用，将合适而完备的产品矩阵-解决方案提供给客户。

我们以普通的制造业成品为例：从生产到交付消费者终端，需要经历原料采购物流、生产加工物流、成品分销物流三大环节。每个环节根据所运输和存储的物品特性、体量不同，所使用的物流模式均有所区别。

1、上游原材料环节：以大宗商品为主，通常以铁路、水路、公路整车运输方式为主，部分特殊原料及半成品、零部件需要依赖海外进口，涉及跨境运输。

2、中游生产环节：生产工艺和流程较为复杂的行业如电子、汽车等，需要专业的供应商协助配送和管理零部件库存，包括直送、循环取货、VMI等方式，并完成从库存到生产线环节的组织和配送（厂内物流）。

3、下游分销环节：包含国内和出口两条链路。

1) 国内链路中：传统线下经销商及直营渠道，通常涉及总仓、区域仓、前置仓、门店等多级分销环节，需要根据货量选择整车、专线、零担、快递等方式运输，线上电商渠道下，通常采用整车、专线等方式将成品运输至电商仓/平台电商仓，并通过快递或仓配方式实现产品交付。在全渠道一盘货的趋势下，多级仓储及多渠道库存分割下的复杂物流需求将进一步整合。

2) 出口链路中：传统大宗贸易以海运方式为主，高货值产品选择空运，跨境电商趋势下，衍生海外仓模式，通过提前将商品备货，缩短产品交付时间。

因此看似简单的商品从生产到交付给消费者，其间经历了多项环节，而如何使得流程高效运作，就是对供应链体系组织的考验以及供应链服务的价值所在。

我们认为 ToB 供应链市场迎重要机遇期，基于我们认为：

供给端，物流要素标准化程度的大幅提升构建了供应链模式大发展的基础；

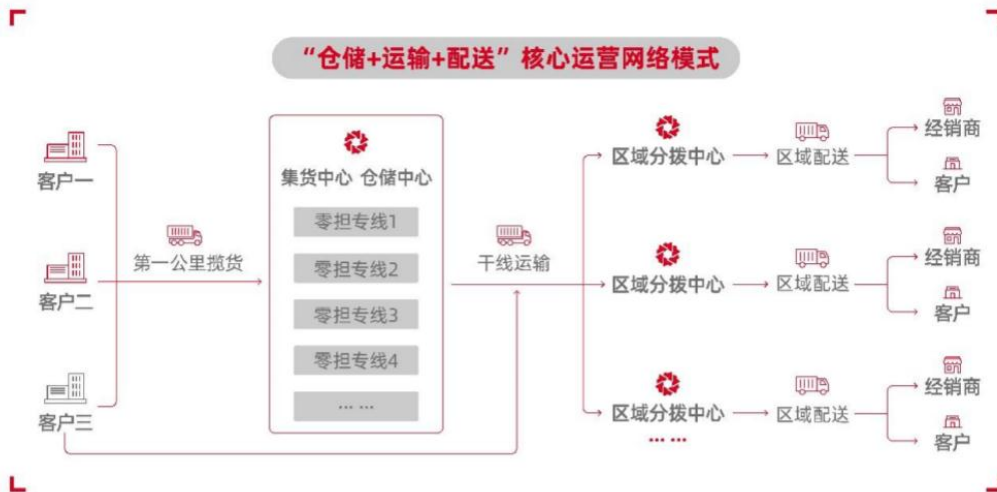
需求端，客户在面对渠道、产品、品牌变化下产生多元化的需求对供应链体系从生产到分销端均提出了更高要求。

（二）传化供应链业务：服务于中国智造，联动平台发挥更大价值

传化依托全国公路港城市物流中心网，公司整合公路港及外部仓储资源、干线及城配运力资源，构建起全国化的“仓储网络、运输和配送网络”及“干线+配送”运输能力，为生产制造与商贸流通企业提供涵盖仓储服务、运输服务、金融服务的端到端供应链物流解决方案。

公司以“**聚焦一个行业，做透一个企业，延伸一个产业**”为运营战略，持续聚焦深耕快消、化工、车后、科技四大行业，形成标准化的仓运配、干线运输、城市配送、多式联运等产品服务。

图表 67 仓运配业务模式

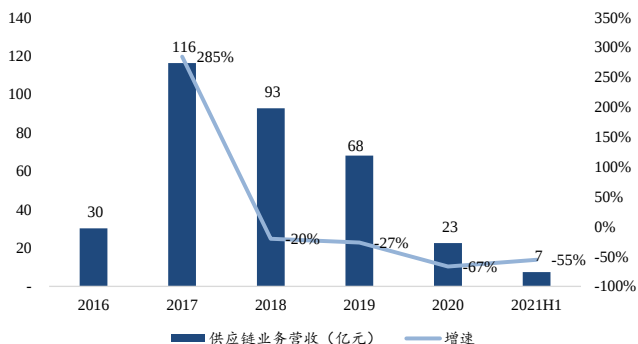


资料来源：公司公告，华创证券

1、经营数据看：结构性调整，业务更为优质

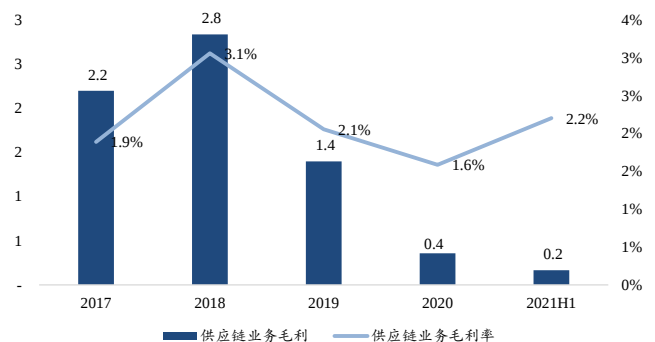
物流供应链业务主要包括采购业务和仓运配业务，公司逐步调整结构，减少采购业务，2020 年整体物流供应链业务收入 23 亿，同比下降 67%；2021H1 收入 7.5 亿，同比下降 55%：

图表 68 供应链业务营收与增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 69 供应链业务毛利与毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

1) 采购业务：物流供应链业务的下降主要由于公司采购业务的调整。由于采购业务主要为大宗商品的垫资，盈利能力差且风险高，公司在 2020 年大量砍掉采购业务。目前公司采购业务中仅保留了与公司化学业务相关的部分。

2) 仓运配业务：是公司目前重点发力的方向之一

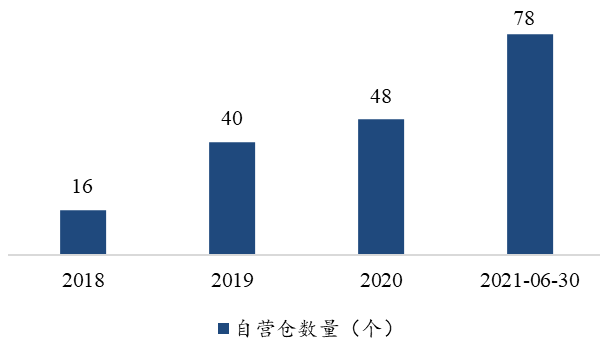
2020 年，公司仓运配业务服务客户 540 家，全年累计新增 142 家；全国自营仓数量 48 个，同比增长 20%；自营仓面积 30 万平方米，同比增长 100%；自营仓年发货件数 6.77 亿件，同比增长 74.5%。

2021H1 仓运配业务服务客户 613 家，累计新增 73 家；全国运营仓数量 78 个，运营仓面积 47.8 万平方米，同比增长 59.3%。

3) 盈利能力看：公司在 2020 年战略调整供应链业务，使得供应链业务毛利率提升，2020

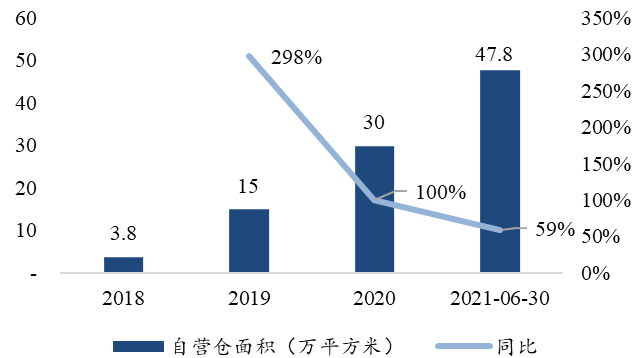
年毛利率为 1.59%，2021H1 为 2.2%。

图表 70 自营仓数量



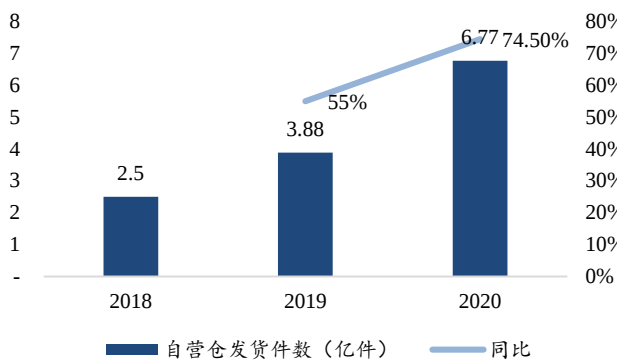
资料来源：公司公告，华创证券

图表 71 自营仓面积与同比



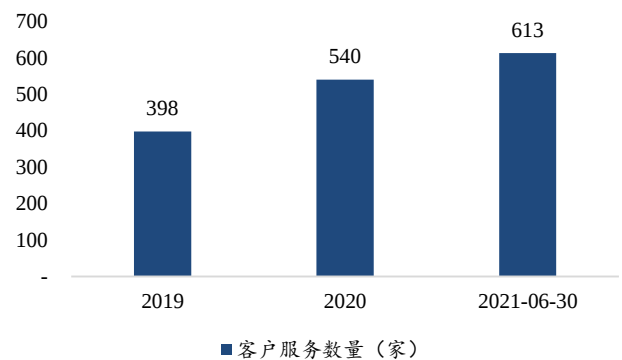
资料来源：公司公告，华创证券

图表 72 自营仓发货件数



资料来源：公司公告，华创证券

图表 73 客户服务数量



资料来源：公司公告，华创证券

图表 74 截至 2021 年年中仓运配运营情况

47.8 万㎡	6.77 亿件	30 %	30 %	20 %	613 家
运营仓面积	收发货件数	化工行业，供应链整体协同效率提升	车后行业，降低物流成本约	快消和3C家电行业供应链效率提升	仓运配业务客户

资料来源：公司官网，华创证券

2、物流供应链业务主要聚焦化工、车后、快消和科技制造四大类

在前端市场开拓方面，以项目管理为牵引，实现了大客户级项目的标准化运作，从商机到合同、交付的全流程实现可视化管理。通过落实销售标准化管理，提升销售转化水平，落地交付包括华为、吉利、雀巢、海尔、大华、水星家纺等大客户级项目 28 个，实现行业客户复制 15 家，并在高端酒水与高科技产品业务拓展实现突破，客户质量进一步提升。

在中后台管理方面，推进整车运输、仓储的线上化、集中化的运作管理，提升网络化管理水平。

1) 化工：与公司化学业务结合，在化工领域，启动了“化学数字供应链项目”，发挥产业组合优势，打造化工行业标杆。

2) 车后：聚焦轮胎细分市场，重点在西南地区打造车后产业共享仓，为客户提供“统仓共配+供应链系统协同”服务，并在全国其他区域推广复制。

3) 快消：业务类型相对标准化程度高。公司通过公路港有利的地理位置优势与仓储资源开展业务。在快消领域，公司为品牌商建立区域仓，整合分散渠道库存，发挥公路港区域分拨能力，形成标准化的物流服务产品，为酒水饮料、母婴、食品、日化、家电等商贸企业提供统仓共配服务。酒类行业客户主要包括泸州老窖、古井贡酒、张裕葡萄酒等。其中**泸州老窖**业务主要在成都运作，辐射西南地区的需求。

4) 科技制造：主要服务于高端制造、通信行业，也是公司未来重点拓展方向。

以代表客户**奥的斯**电梯为例：

运营模式：电梯配件来自全国 70 多供应商，到传化公路港进行短拨、集套、质检、发货。其服务内容主要包括以下五个方面：

一是短拨物流服务：从供应商生产基地到公路港的运输服务；

二是仓内分拨作业：供应商的配件到传化公路港后进行重新打包作业，完成一整套电梯的集套服务及发货；

三是配送服务：将成套电梯从杭州发往全国工地；

四是非生产型加工服务：例如贴标服务；

五是数字化加成：为客户实现全程的在线管控、运输轨迹的可控、现场作业的实时监控，以及车辆的入库以及出库的管理，能够输出及时率、合格率等信息。

物流服务商可来自于网络货运平台及公路港内物流商，将线上与线下打通，由此**从企业下单到运抵安装**，依托全国网络与数智化能力，传化智联高效链接供应厂商与物流承运商开展合同履约协作，实现供应链端到端的最优解。

此外，在 2021 年上半年，传化与吉利旗下企业成立合资公司，对于传化而言，能够实现全面切入汽车供应链领域，并打造新能源干线运力平台；对于吉利而言，能够在公路港建设“储能+充电桩”以及新能源汽车的推广。

五、盈利预测及投资建议

（一）盈利预测

1、收入预测：公司未来收入增长主要由物流业务带动

我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 366、503、619 亿元，同比分别增长 69%、38%、23%，收入的增长贡献主要来自于物流业务中网络货运业务，我们预计 2021-2023 年网络货运业务营业收入分别为 188、300、390 亿元（2021H1 为 71 亿元），占收入比分别为 51%、60%、63%。

2、盈利预测：我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 18.6、20.9、24.8 亿元，同比分别增长 22%、13%、19%，对应 EPS 分别为 0.61、0.68、0.81 元，对应 PE 分别为 13、12、10 倍。

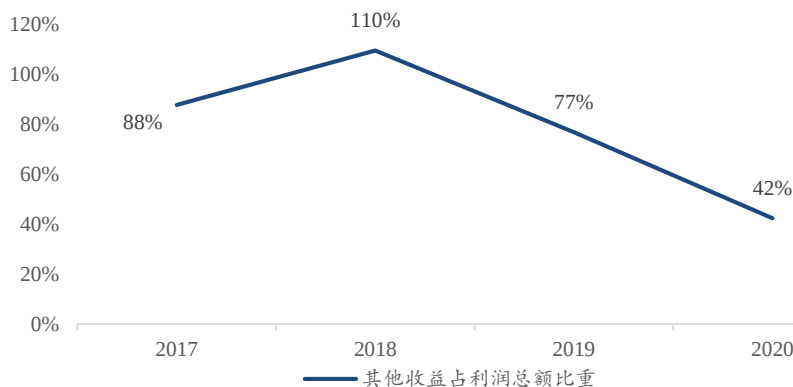
注：其他收益在公司财务报表中金额较高，主要指政府补助，包括税收返还和经营性补助两部分。稳定性较高，短期不会剧烈波动，主要由于：

a) 税收返还主要指当地政府给予公路港内客户优惠的税收政策，由于公路港为当地政府带来税收、增加 GDP、解决就业、改善市容市貌等，政府会对公路港内客户给予税收返还。税收返还的优惠政策期限一般是三年免收+三年减半收，有些公路港还会拿到更长的税收优惠期限。

b) 经营性补助：公路港建成后，政府会在前几年（一般是三年）按照公路港指标达成情况（例如投资额等）给予公路港一定的经营性补贴，截至 2021 年年中公司合计共有 16 个公路港在建工程，此外未来公司也将继续拿地开发建设，因此短期公司经营性补助的稳定性较高。

c) 其他收益占利润比重正在下降，公司 2017-2020 年其他收益占利润总额比重分别为 88%、110%、77%、42%，呈现下降态势，说明公司的自身业务造血能力增强。

图表 75 其他收益占利润总额比重



资料来源：公司公告，华创证券

（二）估值及投资建议

我们对公司进行分部估值：

物流业务（网络货运平台业务除外）：2022 年净利润约 15.2 亿元，给予 15 倍 PE，对应一年期目标市值 228 亿元。

网络货运平台业务：预计 2022 年达到 300 亿收入规模，利润预计 3 亿元，考虑其平台属性，给予 20 倍 PE，则市值 60 亿人民币。

注：网络货运平台业务的合理性参照。对标满帮 1144 亿市值（截止 11 月 12 日），其线上 GTV（包括了网络货运以及撮合交易）与传化网络货运平台交易额做比较，并给予 5 折考虑，对应 66 亿人民币。a) 满帮的撮合交易收入来自于收取会员费和抽佣，网络货运业务为通过其资质开具增值税发票业务；b) 满帮 2021H1 网络货运业务营收占比 53%，因此对标满帮网络货运业务时给予 5 折。

化学业务：预计 2022 年公司化学业务净利润约 2.75 亿元，给予 15 倍 PE，对应一年期目标市值 41 亿元。

综上所述，给予传化智联一年期目标市值合计在 329 亿元，对应目标股价为 10.71 元，预期较现价有 31% 增长空间，首次覆盖，“推荐”评级。

（三）风险提示

经济大幅下滑、针对平台企业监管政策的不确定性、行业竞争加剧。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,228	4,173	5,408	6,843
应收票据	70	118	162	199
应收账款	1,093	1,751	2,295	2,820
预付账款	684	1,194	1,664	2,054
存货	1,485	2,275	3,180	3,925
合同资产	3	5	7	9
其他流动资产	4,921	6,860	7,830	8,339
流动资产合计	13,481	16,371	20,539	24,180
其他长期投资	12,792	14,229	15,776	17,434
长期股权投资	911	911	911	911
固定资产	1,640	1,782	1,900	2,004
在建工程	1,775	2,496	3,016	3,537
无形资产	1,282	1,267	1,016	1,000
其他非流动资产	2,781	2,872	2,957	3,001
非流动资产合计	21,181	23,557	25,576	27,887
资产合计	34,662	39,928	46,115	52,067
短期借款	4,265	5,123	5,980	6,838
应付票据	339	592	1,009	1,246
应付账款	1,167	2,250	3,135	3,870
预收款项	229	402	554	680
合同负债	804	1,358	1,870	2,298
其他应付款	1,202	1,202	1,202	1,202
一年内到期的非流动负债	1,096	1,096	1,096	1,096
其他流动负债	907	1,098	1,390	1,538
流动负债合计	10,009	13,121	16,236	18,768
长期借款	5,613	6,895	8,178	9,460
应付债券	1,056	1,056	1,056	1,056
其他非流动负债	1,839	1,839	1,839	1,839
非流动负债合计	8,508	9,790	11,073	12,355
负债合计	18,517	22,911	27,309	31,123
归属母公司所有者权益	15,019	15,815	17,518	19,554
少数股东权益	1,126	1,202	1,288	1,390
所有者权益合计	16,145	17,017	18,806	20,944
负债和股东权益	34,662	39,928	46,115	52,067

现金流量表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,180	330	751	2,024
现金收益	2,419	2,694	2,960	3,377
存货影响	-21	-790	-905	-745
经营性应收影响	26	-1,206	-1,049	-942
经营性应付影响	-420	1,510	1,454	1,098
其他影响	176	-1,878	-1,709	-764
投资活动现金流	-1,876	-2,555	-2,245	-2,571
资本支出	-358	-1,211	-784	-1,011
股权投资	-183	0	0	0
其他长期资产变化	-1,335	-1,344	-1,461	-1,560
融资活动现金流	1,477	1,170	2,729	1,982
借款增加	4,540	2,140	2,140	2,140
股利及利息支付	-953	-842	-896	-980
股东融资	116	116	116	116
其他影响	-2,226	-244	1,369	706

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	21,641	36,564	50,337	61,854
营业成本	18,852	32,922	45,882	56,636
税金及附加	179	302	416	511
销售费用	647	731	1,007	1,113
管理费用	782	841	1,107	1,113
研发费用	334	439	554	619
财务费用	388	396	385	390
信用减值损失	-369	-200	-200	-200
资产减值损失	-15	-10	-10	-10
公允价值变动收益	276	166	147	136
投资收益	757	429	593	511
其他收益	793	1,000	1,090	1,177
营业利润	1,877	2,292	2,581	3,061
营业外收入	10	11	11	11
营业外支出	16	16	16	16
利润总额	1,871	2,287	2,576	3,056
所得税	288	352	397	471
净利润	1,583	1,935	2,179	2,585
少数股东损益	62	76	86	102
归属母公司净利润	1,521	1,859	2,093	2,483
NOPLAT	1,912	2,270	2,505	2,915
EPS(摊薄) (元)	0.46	0.61	0.68	0.81

主要财务比率

	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	6.7%	69.0%	37.7%	22.9%
EBIT 增长率	-4.5%	18.7%	10.3%	16.4%
归母净利润增长率	-5.1%	22.2%	12.6%	18.6%
获利能力				
毛利率	12.9%	10.0%	8.8%	8.4%
净利率	7.3%	5.3%	4.3%	4.2%
ROE	9.4%	10.9%	11.1%	11.9%
ROIC	14.4%	15.5%	14.4%	14.8%
偿债能力				
资产负债率	53.4%	57.4%	59.2%	59.8%
债务权益比	85.9%	94.1%	96.5%	96.9%
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.3
速动比率	1.2	1.1	1.1	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.9	1.1	1.2
应收账款周转天数	19	14	14	15
应付账款周转天数	24	19	21	22
存货周转天数	28	21	21	23
每股指标(元)				
每股收益	0.46	0.61	0.68	0.81
每股经营现金流	0.71	0.11	0.24	0.66
每股净资产	4.89	5.15	5.70	6.37
估值比率				
P/E	18	13	12	10
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	20	18	16	14

交通运输组团队介绍

副所长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第二名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第一名，21 世纪金牌分析师评选交通物流行业第四名；2019 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第五名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第二名；2018 年水晶球最佳分析师交通运输行业第四名；2017 年金牛奖交通运输第五名；新财富最具潜力分析师第二名，财富最佳分析师交通运输仓储行业入围。

高级分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第二名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第一名，21 世纪金牌分析师评选交通物流行业第四名等团队成员；2019 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第五名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第二名等团队成员；2018 年水晶球最佳分析师交通运输行业第四名团队成员；2017 年金牛奖交通运输行业第五名；新财富最具潜力分析师第二名，财富最佳分析师交通运输仓储行业入围等团队成员。

助理研究员：吴莹莹

清华大学金融硕士。曾任职于苏宁集团战略投资部。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第二名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第一名，21 世纪金牌分析师评选交通物流行业第四名等团队成员。

助理研究员：周儒飞

上海外国语大学金融硕士。曾任职于国金证券研究所。2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：吴晨玥

厦门大学会计学硕士。曾任职于安永咨询战略与交易咨询部。2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄文鹤

中央财经大学金融硕士。曾任职于远洋资本股权投资业务中心，2021 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522