

入股蚂蚁金服，“制造+金融”结合。1)首次入股，2022年11月15日，传化智联出资9.3亿元认购蚂蚁消金5.01%股权。**传化智联成为蚂蚁消金第五大股东。同时传化智联与蚂蚁集团签署战略合作框架协议**，包括共同推动公路物流区块链合作和应用、共同推动供应链金融服务、共同推动仓储智能化升级、共同建设智能物流和智能公路港等。2)二次增资，坚定“制造+金融”结合。2023年9月，**传化智联出资2.25亿元对蚂蚁消金进行二次增资**。本轮增资完成后，蚂蚁消金的注册资本由185亿元增至230亿元，**传化智联仍为蚂蚁消金第五大股东**，持股比例保持5.01%。**1H24蚂蚁消金实现净利润9.2亿元，同比增加107.8%，为公司贡献4633万元投资收益，占投资收益比重为59%。**

➤ **钱塘征信落地有望实现业务加持。**2024年11月11日，钱塘征信获批个人征信业务许可。钱塘征信成为继百行征信、朴道征信后，**国内第三家持牌的个人征信机构。其中传化智联控股股东传化集团有限公司，持股比例为7%。**传化集团有望促成传化智联与钱塘征信在智能物流业务领域合作。

➤ **公司利润由“补贴”主导转向“主业经营”主导。**其他收益占公司营业利润比重持续下滑，公司其他收益主要为政府补助，包括项目补贴、扶持资金、其他税费返还等，近年来补贴持续退坡，其他收益占比已由2018年的106%持续下降至2024年前三季度30%。

➤ **物流业务：城市物流枢纽，打造向上空间延伸。**公司公路港业务结合国家物流枢纽布局和建设规划，截至2024H1，传化在全国布局公路港项目73个，经营面积602万平方米，是“集、分、储、运、配”的全方位物流服务网。**公司公路港业务近年来营业收入稳定，毛利率持续大幅提升，从2018年41.5%提升至2024H1的78.8%。**近年公司放缓资本投入，将重心放在现有资产的效率提升、业务开拓中，1H24资本开支同比减少22.1%。

➤ **化学业务：细分市场龙头，领先技术力构筑护城河。**公司为纺织化学品和合成橡胶领域领军企业，依托业内领先技术水平，市占率位居行业前列。截至1H24，**公司纺织化学品产能与市场占有率先居全国第一、全球第二；公司稀土顺丁橡胶产品国内市场占有率超70%，镍系顺丁橡胶市场占有率全国前3。**

➤ **投资建议：**公司入股蚂蚁金服，将“制造+金融”相结合，公司控股股东传化集团或促成传化智联与钱塘征信在智能物流业务领域合作。叠加公司作为化学品细分市场龙头企业，领先技术力构筑护城河，龙头地位稳固，看好公司中长期发展。我们预计公司24-26年实现营收276/319/357亿元，归母净利润分别为1.5/8.2/9.7亿元，EPS分别为0.05/0.30/0.35元，当前股价对应PE分别为105/19/16倍。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

➤ **风险提示：**物流仓储市场竞争加剧，海外项目推进不及预期，地缘政治风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	33,637	27,611	31,913	35,746
增长率(%)	-9.1	-17.9	15.6	12.0
归属母公司股东净利润(百万元)	591	150	823	965
增长率(%)	-20.7	-74.6	447.3	17.3
每股收益(元)	0.21	0.05	0.30	0.35
PE	27	104	19	16
PB	0.9	0.9	0.9	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2025年3月14日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

5.64元


分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@mszq.com

目录

1 物流资产枢纽底盘，入股蚂蚁锦上添花	3
1.1 物流+化学双轮驱动，控股股东为传化集团	3
1.2 入股蚂蚁金服，“制造+金融”结合	4
2 物流业务：城市物流枢纽，打造向上空间延伸	6
2.1 公司持续深耕经营公路港资产，经营效率持续提升	6
2.2 完善生态，向上空间拓展业务	7
2.3 杭州传化公路港业务案例	9
3 化学业务：细分市场龙头，领先技术力构筑护城河	11
3.1 功能化学品：细分赛道龙头，优化全球业务布局	13
3.2 新材料业务：填补国内稀土顺丁橡胶领域空白，加速合成橡胶国产替代	14
4 盈利预测与投资建议	16
4.1 盈利预测假设与业务拆分	16
4.2 估值分析	17
4.3 投资建议	18
5 风险提示	19
插图目录	21
表格目录	21

1 物流资产枢纽底盘，入股蚂蚁锦上添花

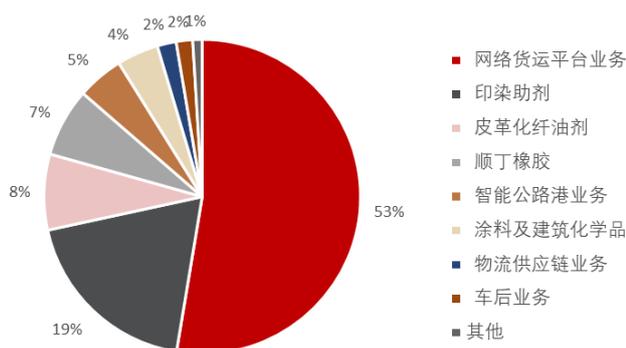
1.1 物流+化学双轮驱动，控股股东为传化集团

公司业务围绕“物流+化学”两大业务开展，物流业务以公路港为中心，形成了“智能公路港服务”、“供应链物流服务”、“生态增值服务”三大服务体系，服务制造业。

化学业务以“成为全球领先的功能化学和新材料科技公司”为战略愿景，形成了以纺织化学品为代表的功能化学品和以合成橡胶为代表的新材料两大业务体系。

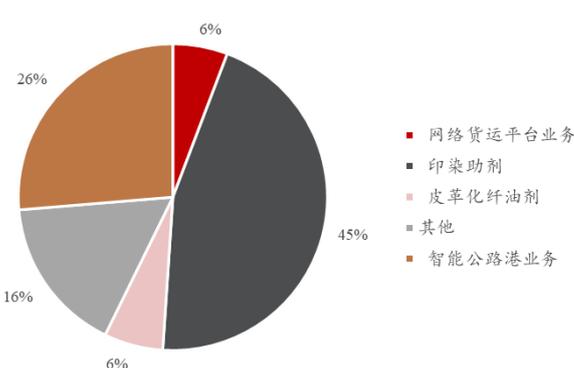
从2024H1营业收入看，网络货运平台业务营收高、毛利率低，2024H1营收68亿元，同比-30%，营收占比53%，毛利1.1亿元，占比6%。智能公路港营收低、毛利率高，2024H1营收6亿元，仅占5%，毛利4.8亿元，占26%。

图1：公司2024H1营收结构



资料来源：IFIND，民生证券研究院

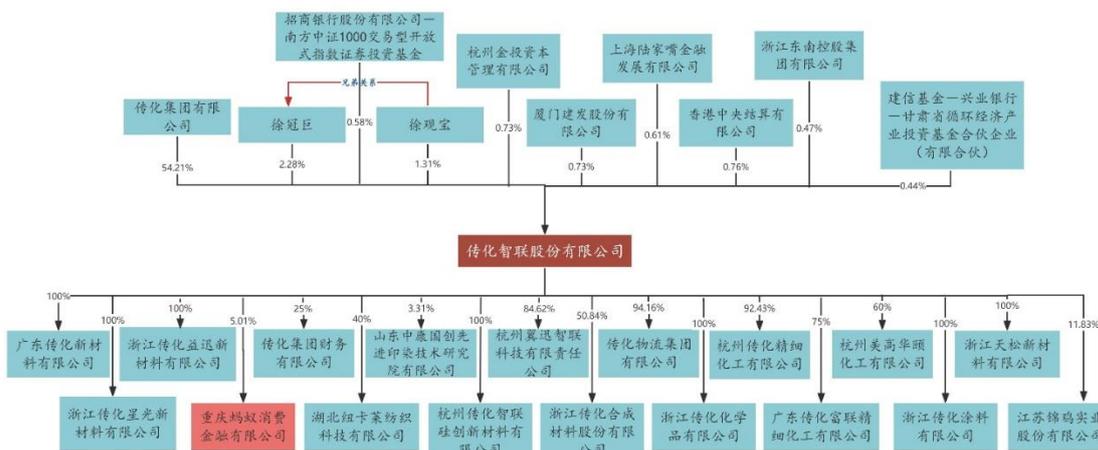
图2：公司2024H1毛利结构



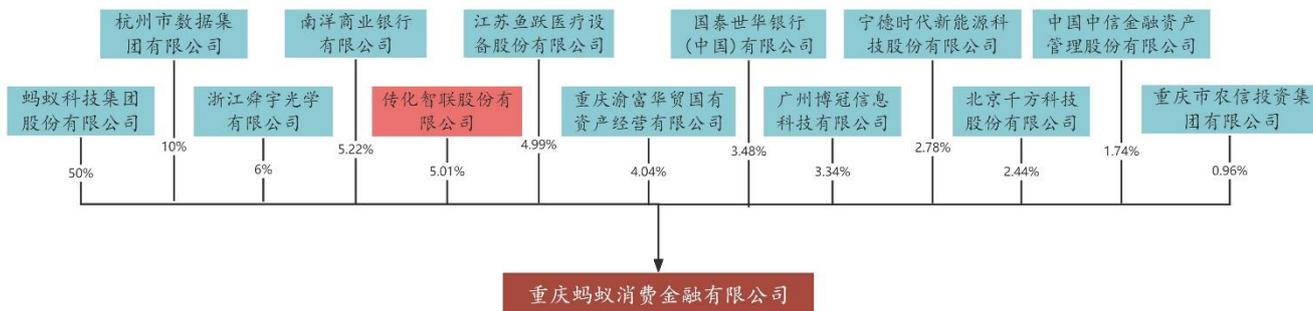
资料来源：IFIND，民生证券研究院

截至2024年三季度末，公司控股股东传化集团持股比例54.21%。

图3：公司股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：蚂蚁消金股权结构（截至 2023 年）


资料来源：蚂蚁消金 2023 年报，民生证券研究院

1.2 入股蚂蚁金服，“制造+金融”结合

1.2.1 入股蚂蚁金服，成为第五大股东

2022 年 11 月 15 日，传化智联出资 9.3 亿元认购蚂蚁消金 5.01% 股权。本轮增资完成后，蚂蚁消金的注册资本由 80 亿元增至 185 亿元，传化智联成为蚂蚁消金第五大股东。

同时传化智联与蚂蚁集团签署战略合作框架协议，包括共同推动公路物流区块链合作和应用、共同推动供应链金融服务、共同推动仓储智能化升级、共同建设智能物流和智能公路港。

2023 年 9 月 29 日，传化智联出资 2.25 亿元对蚂蚁消金进行二次增资。本轮增资完成后，蚂蚁消金的注册资本由 185 亿元增至 230 亿元，传化智联仍为蚂蚁消金第五大股东，持股比例保持 5.01%。1H24 蚂蚁消金实现营收 59.8 亿元，净利润 9.2 亿元，同比增加 107.8%，为公司贡献 4633 万元投资收益。

1.2.2 国内第三张征信牌照落地

2024 年 11 月 11 日，钱塘征信获批个人征信业务许可。钱塘征信成为继百行征信、朴道征信后，国内第三家持牌的个人征信机构。2025 年 2 月 5 日，钱塘征信完成工商登记，经营范围包括个人征信业务等。

截至 2025 年 2 月 5 日，钱塘征信主要股东包括：浙江省旅游投资集团有限公司，持股比例为 40.1%；蚂蚁科技集团股份有限公司，持股比例为 29.9%；传化集团有限公司，持股比例为 7%。传化集团为传化智联的控股股东，有望促成传化智联与钱塘征信在智能物流业务领域合作。

征信系统可以提供物流供应链上下游企业的信用信息，进一步完善传化智联

的智能物流平台,保证物流供应链稳定性。并有望拓宽公司生态增值服务业务发展空间,实现经营效率提升。

关注公司两项财务数据向好:

其他收益占公司营业利润比重呈下降趋势,公司其他收益主要为政府补助,包括项目补贴、扶持资金、其他税费返还等,近年来补贴持续退坡,其他收益占公司营业利润比重已由2018年的106%持续下降至2024年前三季度30%。**公司利润由“补贴”主导转向“主业经营”主导。**

2020年后公司投资收益占营业利润比重“先降后升”,在2020年公司投资收益主要由于处置股权等带来的,此后投资收益占营业利润比重逐步由2021年的5%提升至2024年前三季度的22%,**投资收益的增加主要来源于公司对蚂蚁金服的投资,1H24蚂蚁消金实现营收59.8亿元,净利润9.2亿元,同比增加107.9%,为公司贡献4633万元投资收益,占投资收益比重为59%。**

图5: 其他收益(亿元)和其他收益/营业利润



资料来源: IFIND, 民生证券研究院

图6: 投资收益(亿元)和投资收益/营业利润



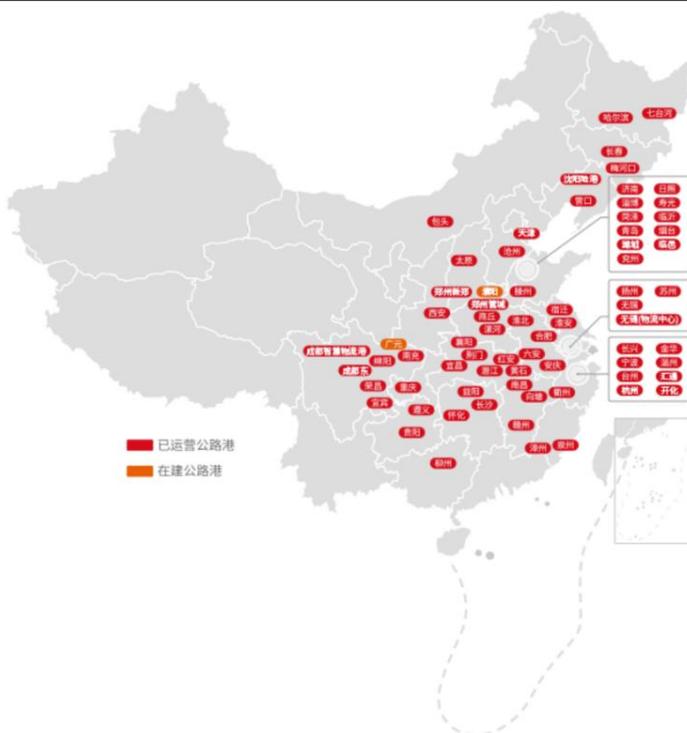
资料来源: IFIND, 民生证券研究院

2 物流业务：城市物流枢纽，打造向上空间延伸

公司公路港业务结合国家物流枢纽布局和建设规划，截至 2024H1，传化在全国“三纵四横”布局公路港项目 73 个，经营面积 602 万平方米，是“集、分、储、运、配”的全方位物流服务商。

作为标准化功能中心，公司公路港除了为城市物流交通提供基础设施服务外，逐步建设光伏、充电桩、换电站等绿色基础设施，大力升级应用数字技术，为区域产业集群发展提供一站式综合性智慧园区服务。

图7：传化智联公路港分布



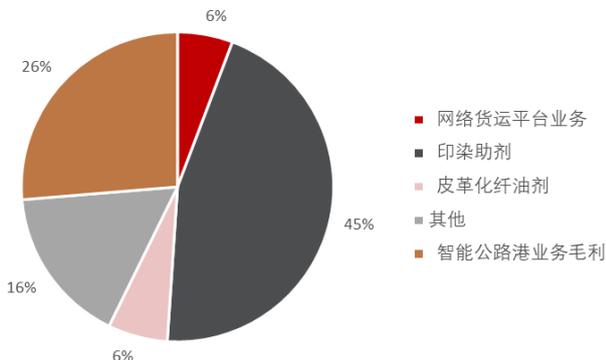
资料来源：公司官网，民生证券研究院

2.1 公司持续深耕经营公路港资产，经营效率持续提升

公司公路港业务近年来营业收入稳定，毛利率持续大幅提升。公司发展较为稳健，调降资本开支，将重心放在现有资产的效率提升、业务开拓中，2022-1H24 公司资本开支分别同比减少-44.70%、-20.03%、-22.12%。

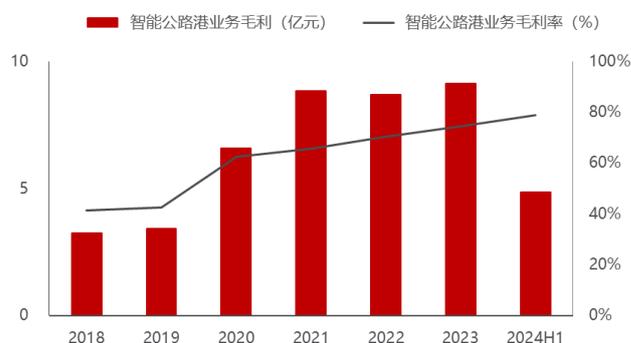
公司 2024H1 公路港营业收入为 6 亿元，与上一年基本持平，毛利实现 4.8 亿元，同比+4%，毛利率 78.8%，同比提升 3.5 个百分点，可以观察到近五年该业务毛利率持续抬升，从 2018 年 41.5%提升至 2024H1 的 78.8%，一方面反映公司资产优质，另一方面反映公司通过主动管理，使资产经营能力与质量持续提升。

图8: 传化智联 2024H1 毛利结构



资料来源: IFIND, 民生证券研究院

图9: 智能公路港毛利 (亿元) 及同比

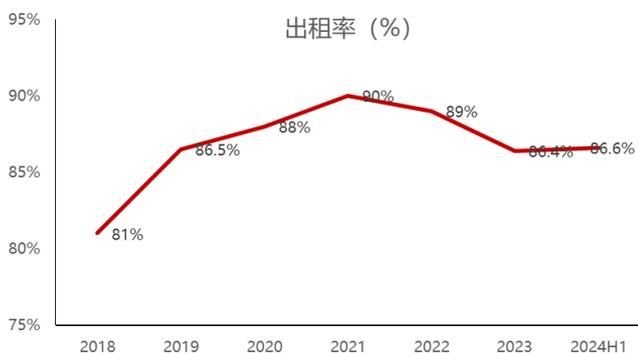


资料来源: IFIND, 民生证券研究院

经营方面, 1H24 出租率实现向上修复、车流量连续增长。公司出租率在 2021 年达到峰值, 此后几年受到经济波动等影响面临下滑, 在 2021-2023 年面临出租率下行压力时, 业务毛利稳中有升, 反映公司积极盘活现有资产、开拓公路港内其他增值业务。2024H1 出租率小幅提升至 86.6%, 达到 2019 年水平。

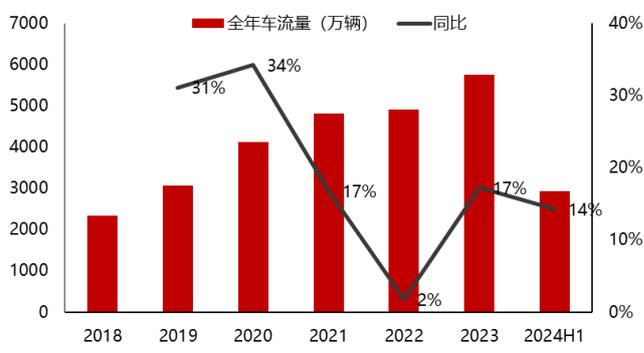
从公路港车流量看, 公司车流持续提升, 2024H1 实现 2932 万辆, 同比+14%。

图10: 智能公路港出租率



资料来源: IFIND, 民生证券研究院

图11: 智能公路港车流量 (万辆) 及同比



资料来源: IFIND, 民生证券研究院

2.2 完善生态, 向上空间拓展业务

强化园区标准化与精益管理, 通过园区数字化的持续投入与运营, 多维度降低运营成本, 园区经营质量得到持续提升。

在订单管理层面, 企业在各种场景都能实现在线发货, 管理员可以根据系统自动推荐的运力将运单线上指派给车队, 应收费用、应付费用一键统计, 业务流转 100%在线化。

在承运商管理方面, 通过系统调取承运商的货损率、时效、客户满意度、电子回单达成率、运费等数据, 实时呈现承运商物流绩效数据, 将承运商事后管理变成

过程管理。

在结算管理方面，减少手工操作，记账、查账、对账全程在线，推动业务和财务一体化，财务数据更加透明，应收应付账处理更加高效更加准确。

图12：传化智联数字化管理能力



资料来源：传化智联公众号，民生证券研究院

资源经营方面，围绕港内“人、车、货、场”生态场景推动保险及新能源产品多点突破。在无锡、杭州、长兴等 10 余港快速推广保险业务，提升业务在港内的渗透率；有序推进漳州、西安等 4 个光伏项目建设以及杭州、烟台等 3 个充电桩项目落地。

公司积极推进“光、储、充”一体化建设，首批自建光伏、充电桩项目取得较好预期，稳步推进第二批商丘、西安、漳州等 3 港光伏项目，南昌、长沙、成都北、宜宾等 4 港充电桩项目建设。

此外，公司对标公募 REITs 发行标准，积极推进园区标准化审视和建设，持续夯实公路港标准化运营基础。资源经营方面，持续推进公路港生态场景深耕。

供应链业务方面，2024H1，物流服务业务围绕以公路港为中心引货入港，做强做精产品经营。依托杭州、青岛、成都、贵阳、宜昌、长沙等 15 港仓运资源，助力行业解决方案与共享仓产品持续增长，联动港内运力企业，单月带动承运业务约 1.6 亿元。在四川、贵州、湖南区域公路港主攻酒水行业，落地酒水产销地仓；在华东、华中区域公路港，重点突破新能源汽车行业，落地备件仓；其余区域公路港，因地制宜捕捉行业产业特色，整合港内仓运资源，孵化行业解决方案。截止 2024 年中，供应链物流服务累计运营仓储面积 39.74 万平方米，累计在运营客户 297 家。

2.3 杭州传化公路港业务案例

杭州传化公路港是传化在全国首创首建的公路港城市物流中心，2003 年 4 月 18 日在萧山正式运营，2016 年搬迁至钱塘区重新启航。项目占地 540 亩，建筑面积 29 万余平方，紧邻苏台高速、萧山国际机场，业务辐射全国。已形成一套完善的客户服务体系，为客户提供园区管理和数字化供应链服务，培育出年营业额超千万企业近 300 家项目。

作为母港，杭州传化公路港落地与实现了传化智联公路港城市物流中心标准化功能模块，建有智慧物流总部中心、零担运力中心、智能仓储中心、分拨配送中心、综合服务中心，是涵盖集、分、储、运、配物流服务，中小物流企业孵化等功能的综合型城市物流中心。

专线运力中心：面积 43134 m²，共设有 202 个档口，档口层高 8 米，宽 9 米，进深 25-30 米，单个档口面积 225-270m 已引进 100 多条“杭州点发全国”优质专线，直达全国 146 个城市，干线运输服务覆盖全国 20 余个省市自治区。

智能仓储中心：面积 133711 平方米，层高 8 米，丙一/二类标准仓，月台库/坡道月台库，产证资质齐全，目前服务客户有京东、中国汾酒、雅马哈、左邻右舍、海仓科技等。拥有 15 万余方自有仓储资源，联动传化全国超 200 万方仓储资源。

分拨配送中心：设立 2100 平方货运网一站式交付中心，依托传化货运网为周边传动行业提供集提共配、区域分拨配送功能，已服务客户数 100 余家。设立 14000 多平方作为奥的斯机电量身定制的华东物流中心，为其提供华东地区整梯数字化发运服务，年发运量 27000 余台。

物流总部中心：5 层商务办公大楼，310 间可租办公室，入驻物流企业 400 余家，集公路港运营管理、客户服务、物流企业办公等功能为一体。

综合服务中心：公路港“司机之家”是全国首批“品牌服务司机之家”，现有 3 家大型公寓旅馆，提供 432 个住宿房间，5 家生活超市，20 余家全国各地风味餐饮，引进一汽解放、东风等卡贸经销商 7 家，汽修汽配 20 余家，解决园区物流

人日常吃住行配套服务需求。

能源补给中心：加油站占地 4.2 亩，日均加油量 4 万升左右。

图13：传化智联杭州公路港示意图



资料来源：传化智联公众号，民生证券研究院

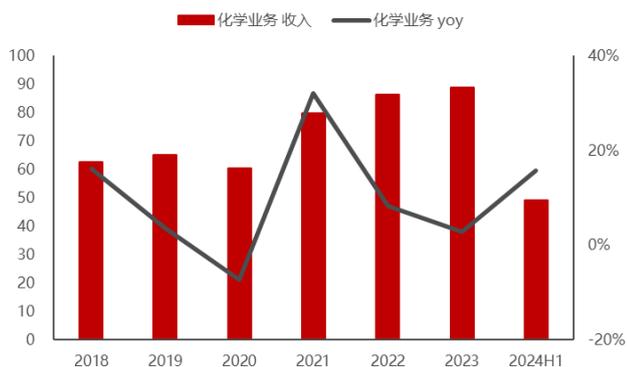
3 化学业务：细分市场龙头，领先技术力构筑护城河

公司为纺织化学品和合成橡胶领域领军企业，市占率持续提升。化学业务聚焦新质生产力发展要求，围绕经营突破、科技创新、产能投放、供应链优化、安全环保等方面能力的打造和提升。截至 24H1，公司已形成了以纺织化学品为代表的功能化学品和以合成橡胶为代表的新材料两大业务体系。

板块营收稳步增长，2020-2023 年 CAGR 为 13.7%。2021-2023 年公司化学业务营收分别为 79.68、86.21、88.68 亿元，同比增长 32.2%、8.2%、2.9%，2020-2023 年 CAGR 为 13.7%。**1H24 化学业务营收实现进一步增长，同比增长 15.7%至 49.23 亿元。**

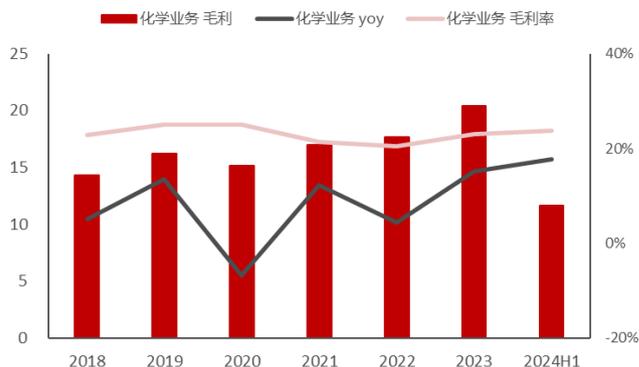
盈利能力实现向上修复，1H24 化学品业务毛利率为 23.7%。2021-2023 年公司化学业务毛利分别为 16.96、17.70、20.37 亿元，同比增长 12.2%、4.3%、15.1%；毛利率分别为 21.3%、20.5%、23.0%，盈利能力实现向上修复。1H24 化学品业务毛利率实现进一步修复，达 23.7%。

图14：化学业务营收（亿元）及同比



资料来源：IFIND，民生证券研究院

图15：化学业务毛利（亿元）、同比及毛利率



资料来源：IFIND，民生证券研究院

深耕化学品领域多年，聚焦海外核心战场，不断优化布局。公司在浙江杭州、浙江嘉兴、广东及荷兰、泰国等地建有专业化的生产基地。截至 2023 年，公司在全球拥有 12 个生产基地，在巴基斯坦、印度、越南、孟加拉、印尼等地设有境外机构，全球供应链布局网络覆盖全球 100 多个国家和地区。

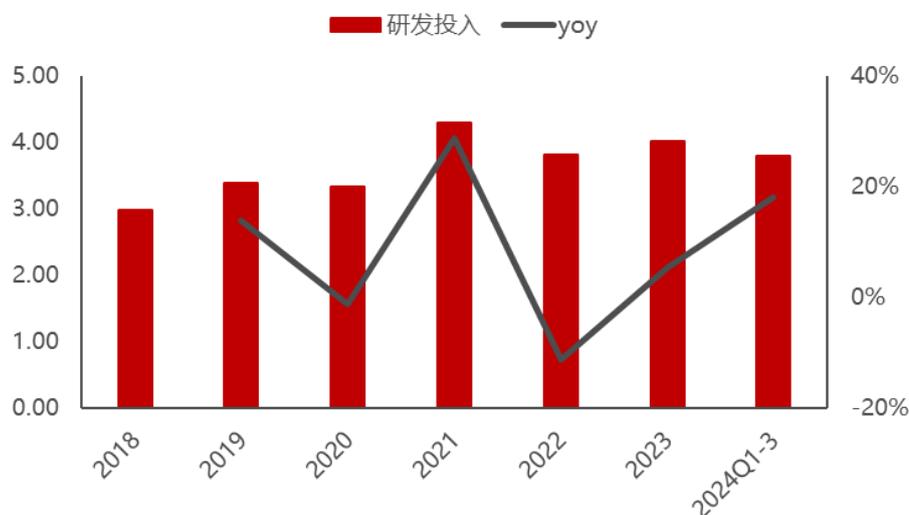
图16：传化智联化学业务全球布局



资料来源：传化智联官网，民生证券研究院

公司重视研发投入，以领先技术力构筑公司护城河。经过 30 余年行业积淀，同时得益于持续的研发投入和优秀的研发团队，公司拥有众多行业领先的核心技术，2018-2023 年公司每年研发投入维持在 3-4.3 亿元区间内。截至 1H24，公司拥有 280 余项专有技术；组织制定印染助剂、染料行业国家标准、行业标准 300 余项；拥有授权国家发明专利 500 余个。

图17: 2018-2024Q1-3 研发投入 (亿元) 及同比



资料来源: IFIND, 民生证券研究院

业内领先的自动化生产能力, 优化资源配置, 实现降本增效。公司化学品自动化生产能力业内领先, 可满足全球 6000 余家客户“小批量、多批次、间隙式”的产品制造需求。公司通过信息化与自动化, 实现生产资源配置优化与柔性生产能力大幅提升, **截至 1H24, 公司已实现生产成本降低 25%, 劳动生产率提升 25%, 作业人员减少 20%, 智能制造水平业内领先。**

3.1 功能化学品: 细分赛道龙头, 优化全球业务布局

公司为纺织化学品领域龙头企业, 拥有业内领先的产品组合和解决方案。公司功能化学品以纺织化学品为主, 例如纺织印染助剂、纤维化学品、产业用纺织品化学品、功能聚合物等产品; 下游涵盖纺织、消费电子、汽车、医疗、建筑等行业, 产品应用场景广泛。 **截至 1H24, 公司纺织化学品产能与市场占有率位居全国第一、全球第二。**

公司产品矩阵持续完善, 下游领域不断延伸。

1) 纺织印染助剂, 公司纺织印染助剂主要用于纺织印染企业, 可改善纺织印染品质, 提高纺织品附加值。公司生产的纺织印染助剂产品超 1000 种, 拥有业内领先的产品组合和解决方案, 覆盖印染加工全工艺流程。

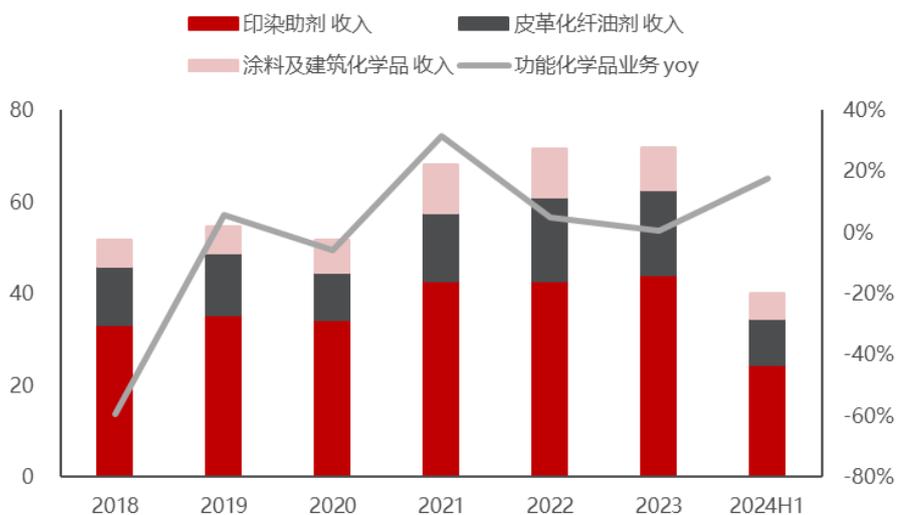
2) 纤维化学品, 公司所生产的纤维化学品用于纤维生产、加工各环节, 赋予纤维各类功能特性, 使其满足后道的加工和使用。公司目前生产的纤维化学品包括各类民用/工业前纺油剂、短纤油剂, 涤纶/锦纶 DTY 油剂, 针织油剂、高温链条油剂等。

3) 功能聚合物，公司功能聚合物通过功能聚合物涂层产品的突破，进入皮革箱包、家居、户外等领域，并不断拓宽应用到广告、植绒等场景；尤其是功能聚合物的水性聚氨酯产品在目前“油改水”的大趋势下应用领域持续拓宽，从纺织场景的应用逐步拓展到 PVC 贴合、鞋材、汽车等领域。

4) 涂料产品，公司涂料产品用于涂装物体，使物体表面形成涂膜，从而起到保护、装饰、标志及其他特殊作用（如电绝缘、防污、减阻、隔热、耐辐射等）。公司拥有建筑外墙漆、内墙乳胶漆、地坪漆、工业漆等系列产品。

1H24 功能化学品板块实现进一步增长，各产品营收均实现较快速增长。2021-2023 年公司功能化学品业务营收分别为 68.09、71.54、71.99 亿元，同比增长 31.6%、5.1%、0.6%。1H24 功能化学品业务营收实现进一步增长，同比增长 17.6%至 40.12 亿元。1H24 公司印染助剂、皮革化纤油剂、涂料及建筑化学品均实现较快速增长，营收分别为 24.54、10.08、5.51 亿元，同比分别增长 18.3%、15.6%、18.4%。

图18：2018-1H24 功能化学品营收（亿元）及同比



资料来源：IFIND，民生证券研究院

加大资源投放力度，加快海外业务整合步伐。公司纺化业务以荷兰、泰国两大生产基地为核心，构建双循环的全球化业务布局，截至 1H24，公司已构建营销网络覆盖全球 100 多个国家和地区，并持续加强华南、华北等国内外围市场和东南亚、欧洲、美洲等重点海外市场的资源投放力度。

3.2 新材料业务：填补国内稀土顺丁橡胶领域空白，加速合成橡胶国产替代

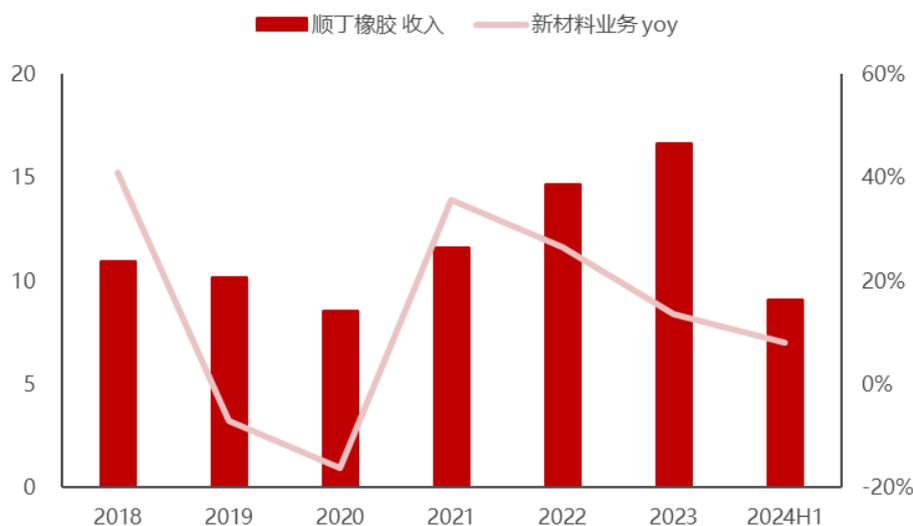
稀土顺丁橡胶领域龙头，打破国际垄断，国内市占率超 70%。公司新材料业务包括合成橡胶、聚酯树脂等。其中合成橡胶主要产品是顺丁橡胶，其中包括稀土顺丁橡胶和镍系顺丁橡胶。

1) 合成橡胶，公司稀土顺丁橡胶打破国际垄断，并在国内首创镍系顺丁橡胶和稀土顺丁橡胶柔性连续制备工艺。截至 2023 年，公司与全球轮胎行业前 20 大中绝大多数公司保持紧密合作，产品质量得到广泛认可，**稀土顺丁橡胶国内市场占有率超 70%，镍系顺丁橡胶市场占有率全国前 3。**

2) 聚酯树脂，聚酯树脂是粉末涂料的主要关键原材料，主要应用于家电、建材、户外设施、管道工业、汽车、热敏材料、金属家具、仪器仪表等领域。近年来公司抓住聚酯树脂“漆改粉”大趋势，**联合头部企业攻关，在业内首次实现 PCI 7 级低温固化高光平面涂层。**

新材料业务保持较快增速，2021-2023 年 CAGR 为 12.9%。2021-2023 年公司新材料业务营收分别为 11.59、14.67、16.69 亿元，同比增长 35.7%、26.6%、13.7%，CAGR 为 12.9%。1H24 新材料业务实现营收 9.11 亿元，同比增长 8%。

图19：2018-1H24 新材料业务营收（亿元）及同比



资料来源：IFIND，民生证券研究院

12 万吨稀土顺丁橡胶项目投产，加快推进国产替代。24 年 7 月，公司 12 万吨稀土顺丁橡胶新产能开始投料试车，主要生产稀土顺丁橡胶 9104 和 9106 等产品，以满足客户对低滚阻、高耐磨等性能的提升要求。**本次投产后，公司整体顺丁橡胶总产能达到 27 万吨/年，成为全球顺丁橡胶最大的单体工厂，也是全球稀土顺丁最大的单体工厂，市场竞争优势进一步得到巩固。**

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

2025年1月25日,公司发布业绩预告,长三角智慧物流港等项目资产处置损失造成公司业绩承压。2024全年实现归母净利润1.2-1.55亿元,同比下降73.77%-79.69%。2024全年实现扣非归母净利润1.8-2.1亿元,同比下降26.26%-38.41%。2024年度公司净利润预计同比下降,主要受嘉兴海盐传化长三角智慧物流港等项目终止,产生资产处置损失影响。

我们对公司2024-2026年各项业务收入和毛利率做如下假设:

1)物流业务,公司2022-2024H1物流业务营收增速分别为3.12%、-12.62%、-36.43%。2024年受车后业务影响,物流板块业务短期承压。25-26年考虑到公司在建和筹建中的5个公路港有望逐步竣工投产,营收增速有望实现稳步增长。我们预计24-26年业务营收增速分别为-30%、10%、10%;**毛利率方面**,由于毛利水平较低的车后业务营收占总营收比重下降,1H24毛利实现向上修复,2022-2024H1业务毛利率分别为5.4%、6.1%、8.3%,预计24-26年毛利率维持在8.5%水平。

2)化学业务,2022-2024H1公司化学业务营收增速分别为8.20%、2.87%、15.73%。25-26年公司有望受益于12万吨稀土顺丁橡胶项目逐步达产,业务营收有望实现进一步增长,我们预计24-26年业务收入增速分别为16%、25%、15%;**毛利率方面**,公司持续完善产品矩阵,业务毛利水平显著提升,2022-2024H1业务毛利率分别为20.5%、23.0%、23.7%。预计24-26年毛利率分别为24%、25%、25%。

表1:传化智联业务拆分

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	36,998	33,637	27,611	31,913	35,746
yoy	4%	-9%	-18%	16%	12%
综合毛利率	9.2%	10.7%	14.4%	15.2%	15.4%
物流业务					
销售收入(百万元)	28,280	24,710	17,297	19,027	20,929
yoy	3%	-13%	-30%	10%	10%
毛利率	5.4%	6.1%	8.5%	8.5%	8.5%
化学业务					
销售收入(百万元)	8,621	8,868	10,287	12,859	14,788
yoy	8%	3%	16%	25%	15%
毛利率	20.5%	23.0%	24.0%	25.0%	25.0%

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: 2022-2024Q1-3 销售费用率分别为 2.1%、2.3%、3.1%。随公司海外业务持续拓展增长,销售费用或进一步增加。我们预计 2024-2026 年销售费用率分别为 3.2%、3.3%、3.3%。

2) 管理费用率: 2022-2024Q1-3 管理费用率分别为 2.4%、2.6%、3.3%。随公司持续推动全球化布局,管理团队扩张,预计 25-26 年费用率小幅上行。我们预计公司 2024 -2026 年管理费用率分别为 3.4%、3.5%、3.6%。

3) 研发费用率: 2022-2024Q1-3 研发费用率分别为 1.0%、1.2%、2.0%,我们预计 24-26 年研发费用率将维持在 2.0%的水平。

4) 财务费用率: 2022-2024Q1-3 公司财务费用率分别为 1.2%、1.6%、2.0%。我们预计 24-26 年财务费用相对稳定,财务费用率随营收增长降低,分别为 2.1%、1.8%、1.6%。

表2: 传化智联各项费用率预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	2.1%	2.3%	3.2%	3.3%	3.3%
管理费用率	2.4%	2.6%	3.4%	3.5%	3.6%
研发费用率	1.0%	1.2%	2.0%	2.0%	2.0%
财务费用率	1.2%	1.6%	2.1%	1.8%	1.6%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析

物流业务方面,我们选择物流领域龙头企业的顺丰控股、选择同样以智慧仓储物流为核心主业的中储股份。以 2025 年 3 月 14 日收盘价为基准,物流业务可比公司 24-26 年平均 PE 分别为 17/15/13 倍。

化学业务方面,我们选择同样从事功能化学品生产业务的浙江龙盛和万华化学作为可比公司。以 2025 年 3 月 14 日收盘价为基准,化学业务可比公司 24-26 年平均 PE 分别为 15/13/12 倍。公司 24-26 年的 PE 分别为 105/19/16 倍,2023-2026 年 EPS 的 CAGR 为 18.1%,复合增速与物流领域龙头顺丰控股相当,领先于化学行业可比公司。

2024-2026 年,公司 PE 高于可比公司的 PE 均值。我们认为,公司有以下三点比较优势:**1) 金融赋能物流:** 公司入股蚂蚁金服,将“制造+金融”相结合,叠加公司控股股东传化集团或促成传化智联与钱塘征信在智能物流业务领域合作,有望为公司业绩创造新增量。**2) 物流行业地位:** 公司是“公路港”模式的开创者,拥有全国规模最大的公路港基础设施网络,获得国家部委和各级政府的广泛认可,在国家推进物流枢纽布局与建设规划中承担重要角色。**3) 化学行业地位:** 公司为功能化学品细分市场龙头,纺织化学品产能和市场占有率位居全国第一、全球第二,

并持续推进业务全球化。叠加 2024 年 7 月 12 万吨稀土顺丁橡胶项目投产，公司合成橡胶产品逐步完成国产替代，化学业务龙头地位稳固。考虑到“公路港”模式的开创者，具备商业模式的先发优势与规模优势。化学业务细分市场龙头地位稳固，叠加新产能落地，竞争优势显著，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表3：物流业务可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			CAGR-4
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
002352.SZ	顺丰控股	44.10	1.70	2.11	2.37	2.80	21	18	16	18.1%
600787.SH	中储股份	5.99	0.36	0.44	0.47	0.53	13	12	11	13.8%
可比公司平均 PE							17	15	13	
002010.SZ	传化智联	5.64	0.21	0.05	0.30	0.35	105	19	16	18.1%

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 3 月 14 日)

表4：化学业务可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			CAGR-4
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600352.SH	浙江龙盛	9.60	0.49	0.55	0.60	0.67	17	15	14	11.5%
600309.SH	万华化学	69.84	5.36	4.81	6.05	7.16	14	11	10	10.1%
可比公司平均 PE							15	13	12	
002010.SZ	传化智联	5.64	0.21	0.05	0.30	0.35	105	19	16	18.1%

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 3 月 14 日)

4.3 投资建议

公司入股蚂蚁金服，将“制造+金融”相结合，公司控股股东传化集团或促成传化智联与钱塘征信在智能物流业务领域合作。公司作为化学品细分市场龙头企业，领先技术力构筑护城河，看好公司中长期发展。我们预计公司 24-26 年实现营收 276/319/357 亿元，归母净利润分别为 1.5/8.2/9.7 亿元，EPS 分别为 0.05/0.30/0.35 元，当前股价对应 PE 分别为 105/19/16 倍。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

5 风险提示

1) 物流仓储市场竞争加剧。物流业务为公司核心主业之一,若经济增速放缓,物流仓储需求疲弱可能导致市场竞争加剧,或对公司业绩产生影响。

2) 海外项目推进不及预期。公司持续推动化学品业务国际化进程,加大海外地区投入,若海外项目推进不及预期,或对公司未来发展产生一定影响。

3) 地缘政治风险。公司持续拓展东南亚、非洲地区业务,这些地区地缘政策存在不确定性,若发生地区冲突或地缘政治局势紧张,或对公司开展业务产生一定影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	33,637	27,611	31,913	35,746
营业成本	30,034	23,648	27,057	30,245
营业税金及附加	407	331	447	515
销售费用	786	884	1,040	1,180
管理费用	878	939	1,117	1,287
研发费用	401	552	638	715
EBIT	1,197	1,177	1,710	1,912
财务费用	548	577	566	564
资产减值损失	-75	-283	-101	-113
投资收益	132	193	287	322
营业利润	974	400	1,345	1,574
营业外收支	-27	-159	-28	-30
利润总额	946	241	1,317	1,544
所得税	250	63	347	407
净利润	696	177	969	1,137
归属于母公司净利润	591	150	823	965
EBITDA	1,732	1,749	2,308	2,526

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,093	4,855	5,039	5,237
应收账款及票据	1,394	1,230	1,432	1,604
预付款项	404	318	364	407
存货	2,119	2,196	2,153	2,407
其他流动资产	5,014	4,335	4,866	5,340
流动资产合计	14,024	12,933	13,854	14,994
长期股权投资	2,048	2,011	2,011	2,011
固定资产	2,217	2,648	3,018	3,274
无形资产	1,126	1,126	1,126	1,126
非流动资产合计	27,893	28,073	28,373	28,579
资产合计	41,917	41,006	42,227	43,573
短期借款	5,085	6,073	6,073	6,073
应付账款及票据	1,990	1,567	1,793	2,004
其他流动负债	5,662	4,465	4,766	5,041
流动负债合计	12,737	12,104	12,632	13,117
长期借款	7,137	7,197	7,197	7,197
其他长期负债	3,070	2,977	2,977	2,977
非流动负债合计	10,207	10,174	10,174	10,174
负债合计	22,944	22,278	22,805	23,291
股本	2,788	2,788	2,788	2,788
少数股东权益	1,428	1,455	1,602	1,774
股东权益合计	18,973	18,729	19,422	20,282
负债和股东权益合计	41,917	41,006	42,227	43,573

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-9.08	-17.92	15.58	12.01
EBIT 增长率	-4.87	-1.61	45.20	11.87
净利润增长率	-20.70	-74.57	447.29	17.28
盈利能力 (%)				
毛利率	10.56	14.35	15.22	15.39
净利润率	1.76	0.54	2.58	2.70
总资产收益率 ROA	1.41	0.37	1.95	2.21
净资产收益率 ROE	3.37	0.87	4.62	5.21
偿债能力				
流动比率	1.10	1.07	1.10	1.14
速动比率	0.72	0.69	0.71	0.74
现金比率	0.40	0.40	0.40	0.40
资产负债率 (%)	54.74	54.33	54.01	53.45
经营效率				
应收账款周转天数	14.15	16.37	14.39	14.65
存货周转天数	26.13	32.84	28.93	27.14
总资产周转率	0.81	0.67	0.77	0.83
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.05	0.30	0.35
每股净资产	6.29	6.20	6.39	6.64
每股经营现金流	0.61	0.62	0.61	0.58
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10
估值分析				
PE	27	104	19	16
PB	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	15.54	15.38	11.66	10.65
股息收益率 (%)	1.78	1.78	1.78	1.78

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	696	177	969	1,137
折旧和摊销	535	572	598	614
营运资金变动	-95	-318	-534	-820
经营活动现金流	1,711	1,719	1,708	1,610
资本开支	-1,265	-973	-760	-681
投资	-798	-155	0	0
投资活动现金流	-1,901	-1,035	-473	-359
股权募资	0	0	0	0
债务募资	393	212	0	0
筹资活动现金流	-405	-921	-1,052	-1,052
现金净流量	-624	-238	184	199

插图目录

图 1: 公司 2024H1 营收结构	3
图 2: 公司 2024H1 毛利结构	3
图 3: 公司股权结构	3
图 4: 蚂蚁消金股权结构 (截至 2023 年)	4
图 5: 其他收益 (亿元) 和其他收益/营业利润	5
图 6: 投资收益 (亿元) 和投资收益/营业利润	5
图 7: 传化智联公路港分布	6
图 8: 传化智联 2024H1 毛利结构	7
图 9: 智能公路港毛利 (亿元) 及同比	7
图 10: 智能公路港出租率	7
图 11: 智能公路港车流量 (万辆) 及同比	7
图 12: 传化智联数字化管理能力	8
图 13: 传化智联杭州公路港示意图	10
图 14: 化学业务营收 (亿元) 及同比	11
图 15: 化学业务毛利 (亿元)、同比及毛利率	11
图 16: 传化智联化学业务全球布局	12
图 17: 2018-2024Q1-3 研发投入 (亿元) 及同比	13
图 18: 2018-1H24 功能化学品营收 (亿元) 及同比	14
图 19: 2018-1H24 新材料业务营收 (亿元) 及同比	15

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 传化智联业务拆分	16
表 2: 传化智联各项费用率预测	17
表 3: 物流业务可比公司估值表	18
表 4: 化学业务可比公司估值表	18
公司财务报表数据预测汇总	20

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
	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