

增持 (首次)

长久物流 (603569)

整车物流龙头企业，新能源开辟新增长极

2023年04月26日

市场数据

日期	2023/4/25
收盘价(元)	8.23
总股本(百万股)	560.35
流通股本(百万股)	560.35
净资产(百万元)	2555.20
总资产(百万元)	5289.85
每股净资产(元)	4.56

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

分析师:

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn

S0190515060003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

投资要点

- **主业整车运输发展强劲，同时不断开拓海外及新能源市场。**公司主营业务包括整车运输业务、国际货运代理业务与新能源业务，是第三方汽车物流龙头企业。2013-2018年公司营业收入CAGR为15.78%，而2013-2021年CAGR仅为6.88%，主要有汽车销售不景气与治超政策两方面原因。2021年汽车出口爆发、全国中欧班列出口价格上浮，促使国际货运代理业务营业收入从2020年的1.44亿元增长至2021年的5.16亿元，同比增长258.33%。
- **整车物流行业上游回暖，治超政策加速行业出清。**2005-2022年间，我国汽车产量从570.46万辆增长至2699.74万辆，CAGR达到9.58%。治超政策助力市场出清，我国汽车行业由“增量竞争”转向“存量竞争”。同时，新能源和智能化时代的到来，对汽车物流企业提出了新的要求。中欧班列政府补助或降坡，对企业合理安排班列运输频率与运力提出更高要求。
- **市占率行业领先，新能源业务不断发展。**作为第三方物流公司，公司天然拥有一定市场资源优势，拥有的中置轴车辆较其他合规车辆在装载位数以及运输效率等方面均具有明显的领先优势。国际合作扎实推进，合资子公司为国际业务提供支持，但受到高成本和补助退坡的影响，毛利率仍有较大不确定性。新能源业务方面，动力电池回收优势显著，有望实现快速增长。
- **投资策略：**当前汽车市场逐步回暖，治超政策加速汽车物流行业出清，未来整车物流外包给第三方是必然趋势；新能源汽车蓬勃发展，整车运输行业客户结构迭代变化；中欧班列政府补贴或降坡，势必对物流企业产生影响。我们预计公司2022年-2024年可实现归母净利润0.18、1.51、2.35亿元，EPS为0.03、0.27、0.42元，对应2023年4月25日收盘价8.23元，PE估值分别为250.1、30.5、19.6倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**汽车产销量不及预期；中欧班列补贴政策变化；地缘政治冲突；新能源业务发展不及预期等。

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4487	3956	5178	6102
同比增长	10.0%	-11.8%	30.9%	17.9%
归母净利润(百万元)	85	18	151	235
同比增长	-28.9%	-78.4%	719.3%	55.8%
毛利率	6.9%	6.7%	7.8%	9.4%
ROE	3.6%	0.8%	5.9%	8.5%
每股收益(元)	0.15	0.03	0.27	0.42
市盈率	54.1	250.1	30.5	19.6

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

目 录

1、公司基本情况：主业整车运输发展强劲，同时不断开拓海外及新能源市场	- 3 -
1.1、中国第三方汽车物流龙头企业	- 3 -
1.2、业务布局：巩固发展整车物流，布局新能源汽车后市场产业链	- 4 -
1.3、财务指标：盈利能力不断提升，发展韧性较强	- 5 -
2、整车物流行业：上游回暖，治超政策加速行业出清	- 7 -
2.1、汽车市场回暖，整车物流行业“马太效应”加剧	- 7 -
2.2、传统整车运输业务客户迭代，新能源车企占比提升	- 9 -
2.3、中欧班列政府补助或降坡，国产汽车“走出去”进程加快	- 10 -
3、公司核心看点：市占率行业领先，新能源业务不断发展	- 11 -
3.1、整车业务：第三方物流公司优势，市场占有率较高	- 11 -
3.2、国际业务：国际合作扎实推进，合资子公司为国际业务提供支持	- 13 -
3.3、新能源业务：动力电池回收优势显著，有望实现快速增长	- 14 -
4、盈利预测与投资策略	- 16 -
5、风险提示	- 17 -

图 目 录

图 1、公司股权结构	- 3 -
图 2、公司主营业务结构	- 5 -
图 3、2013-2022Q3 公司资产情况（亿元）	- 5 -
图 4、2013-2022Q1-3 公司营业收入（亿元）	- 6 -
图 5、2021 年公司各业务营收占比	- 6 -
图 6、2013-2022H1 公司毛利润（亿元）	- 7 -
图 7、2013-2021 年公司各业务毛利率	- 7 -
图 8、2005-2022 年我国汽车产量（万辆）	- 8 -
图 9、2005-2022 年我国汽车销量（万辆）	- 8 -
图 10、2012-2022 年中国二手车交易量（万辆）	- 9 -
图 11、2012-2022 年中国二手车交易额（亿元）	- 9 -
图 12、2015-2022 年我国新能源汽车产量（万辆）	- 10 -
图 13、2015-2022 年我国新能源汽车销量（万辆）	- 10 -
图 14、2013-2021 年中欧班列开行数量情况（列）	- 11 -
图 15、2014-2022 年我国汽车出口数量（万辆）	- 11 -
图 16、引入第三方物流公司降低成本	- 12 -
图 17、公司部分合作客户	- 12 -
图 18、2013-2022H1 公司整车发运量（万辆）	- 13 -
图 19、2013-2022H1 公司整车运输市占率	- 13 -
图 20、2017-2021 年公司乘用车运输量（万台）	- 13 -
图 21、2017-2021 年公司商用车运输量（万台）	- 13 -
图 22、2016-2022H1 公司国际班列相关补助（亿元）	- 14 -
图 23、公司上市以来 PE Band	- 17 -
图 24、公司上市以来 PB Band	- 17 -

表 目 录

表 1、2021 年度中国汽车物流企业排名	- 4 -
表 2、近年动力电池回收相关政策	- 15 -
表 3、分业务营业收入、毛利润、归母净利润情况（亿元）	- 17 -

报告正文

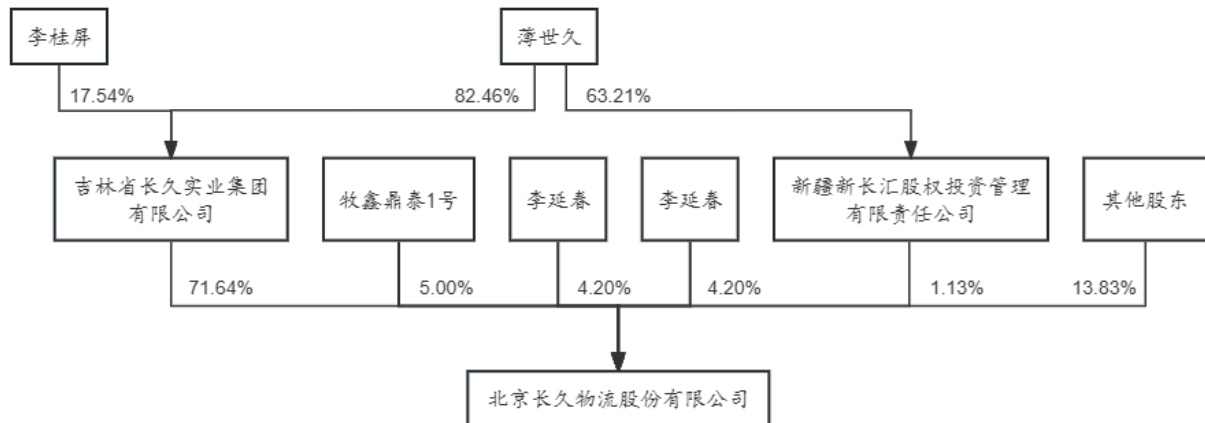
1、公司基本情况：主业整车运输发展强劲，同时不断开拓海外及新能源市场

1.1、中国第三方汽车物流龙头企业

北京长久物流股份有限公司（下称“长久物流”）是一家为汽车行业提供综合物流解决方案的现代服务企业。公司成立于2003年9月10日，2016年8月10日在上海证券交易所上市，是国内首家A股上市的汽车物流企业。

截至2022年第三季度，公司第一大股东长久集团持股比例为71.64%，前十大股东持股比例合计87.18%。公司实际控制人为薄世久、李桂屏夫妇，合计持有公司控股股东长久集团100%股权，薄世久先生还持有公司第五大股东新长汇63.21%股权，薄世久之子薄薪澎为牧鑫鼎泰1号的唯一份额持有人。薄世久、李桂屏、薄薪澎通过长久集团、新长汇及牧鑫鼎泰1号合计间接持有公司77.77%的股份，同时长久集团、新长汇及牧鑫鼎泰1号构成一致行动关系。

图 1、公司股权结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

长久物流是第三方汽车物流龙头企业，未来整车物流外包给第三方是必然趋势。目前，国内汽车物流行业主要以大型汽车生产厂商控股或参股的物流企业为主，此类物流企业天然地失去了开拓其他汽车生产厂商业务的机会。而随着汽车行业的不断发展、汽车生产厂商物流管理模式日益成熟，将物流外包给第三方物流企业是汽车物流行业发展的必然趋势。公司作为2021年中国物流企业50强中唯一一家独立第三方整车物流民营企业，发展势头强劲。

表 1、2021 年度中国汽车物流企业排名

整车物流 行业排名	物流行业 整体排名	企业名称	2020 年物流业务收入 (亿元)	隶属/关联车企
1	14	上汽安吉物流股份有限公司	229.62	上汽集团
2	21	一汽物流有限公司	120.90	一汽集团
3	34	中都物流有限公司	58.79	北汽集团
4	47	重庆长安民生物流股份有限公司	47.39	重庆长安
5	50	北京长久物流股份有限公司	40.64	独立第三方

资料来源：中国物流与采购联合会，兴业证券经济与金融研究院整理

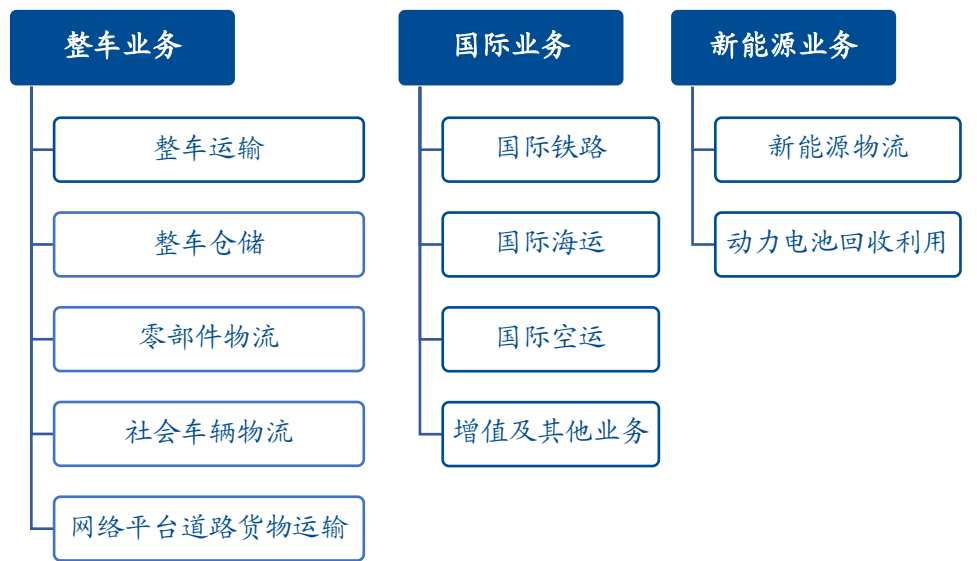
1.2、业务布局：巩固发展整车物流，布局新能源汽车后市场产业链

公司主营业务主要分为三个部分：**整车运输、国际货运代理与新能源业务**。目前，公司在全国重点省市设立 18 个省公司，在国际业务方面设立五大国际业务主体，业务范围覆盖中国、欧洲、俄罗斯（含远东）、中东、东南亚、中亚、美洲、非洲。

具体来看：

- **整车运输业务**：整车运输业务是公司的核心业务，公司为客户提供**整车运输、整车仓储、零部件物流、社会车辆物流及网络平台道路货物运输等多方面的综合物流服务**。干线运输服务于国内的主流主机厂，合作品牌逾 60 家，全国整车仓储基地可使用总面积近 300 万平方米。截至 2022 年 6 月底，公司自有中置轴轿运车 2450 余台，可调配运力包含 7 艘海船、3 艘江船。
- **国际货运代理业务**：公司积极响应国家“一带一路”倡议，开拓海外发展战略，通过合资合作、设立海外子公司等方式打通亚欧汽车运输通道，拓展高端汽车进口和民族品牌汽车走出去相结合的双向物流服务及其他货物运输服务。**国际货运代理**主要依托中欧班列及国际海运运力，为客户提供国际货物的**整箱运输和拼箱运输、集货、分拨、仓储、贸易、保税、报关报检等业务**，所承运货物主要包括整车、零部件、化学品、电子产品、轻工产品、机械设备、大宗货物等。
- **新能源业务**：随着我国新能源汽车发展驶入快车道，公司积极进行组织结构调整，于 2022 年 2 月将原有事业部整合为整车事业部、国际事业部，新设新能源事业部。借助物流企业连接上下游的优势、控股股东长久集团在汽车产业链的资源，探索为**新能源汽车上下游产业链客户提供物流、仓储、体验、交付、充换电、动力电池回收及逆向物流等综合性服务**，构建新能源汽车后市场产业链。

图 2、公司主营业务结构



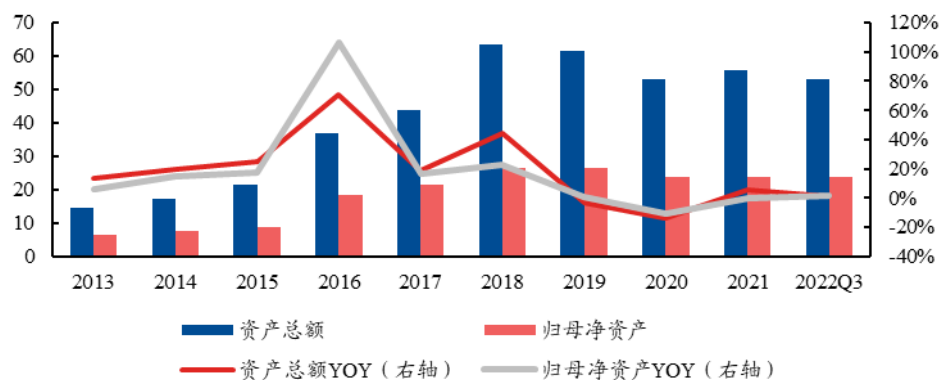
资料来源：公司官网、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、财务指标：盈利能力不断提升，发展韧性较强

● 资产端：经营情况稳定，资产稳步提升

2013-2018 年，公司资产不断攀升。2018 年，公司资产共计 63.54 亿元，其中固定资产占比 20.25%、同比增长 185.09%，主要系合并增加房屋建筑物和购置运输车辆所致。2018 年，全行业依据“9.21”政策全面完成车辆运输车治理工作，即到 7 月 1 日，行业全面淘汰不合规车辆运输车，更新置换成为符合国家标准车辆，公司分别在 2017 年和 2018 年购买了 900 台和 1556 台中置轴轿运车。截至 2022 年第三季度，公司资产共计 52.90 亿元，归母净资产共计 23.63 亿元。

图 3、2013-2022Q3 公司资产情况（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● **收入端：整车运输是主要收入来源，疫情持续演变背景下仍实现收入提升**

治超政策要求整车物流行业全面合规运营。从公司营业收入来看，2013-2018年CAGR为15.78%，而2013-2021年CAGR仅为6.88%，主要有汽车销售不景气与治超政策两方面原因：一方面，汽车主机厂利润明显下滑，其控制成本的需求加剧了第三方物流公司的价格竞争；另一方面，2018年治超政策的严格落地实施使得公司单车运输能力较此前下降。此外，受疫情对汽车生产及进出口等多方面影响，公司2019年与2020年营业收入分别同比下跌12.72%、14.80%。

疫情对公司业绩影响程度不断减弱。公司2021年实现营业收入44.87亿元，同比增长10.04%；2022年，受到疫情反复、俄乌冲突的影响，前三季度公司实现收入28.30亿元，同比下滑12.41%。2021年汽车出口爆发、全国中欧班列出口价格上浮，促使国际货运代理业务营业收入从2020年的1.44亿元增长至2021年的5.16亿元，同比增长258.33%。短期来看，随着未来新能源车客户占比提升、运量增加，国际货运代理业务持续发力，公司收入有望实现增长。

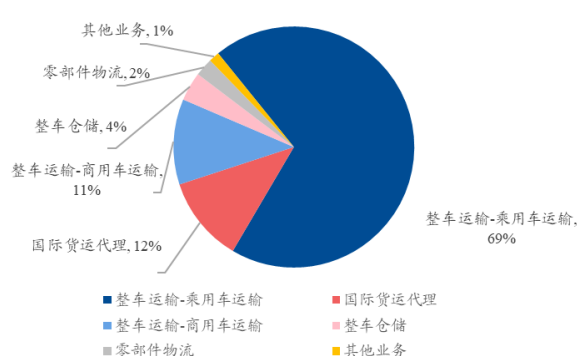
收入结构方面，2021年，整车运输收入占营业收入80%以上，可进一步细分为乘用车运输与商用车运输，前者贡献了69.30%收入，是公司最大的收入来源；国际货运代理与商用车运输收入分别占比11.50%和11.47%。

图 4、2013-2022Q1-3 公司营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2021 年公司各业务营收占比



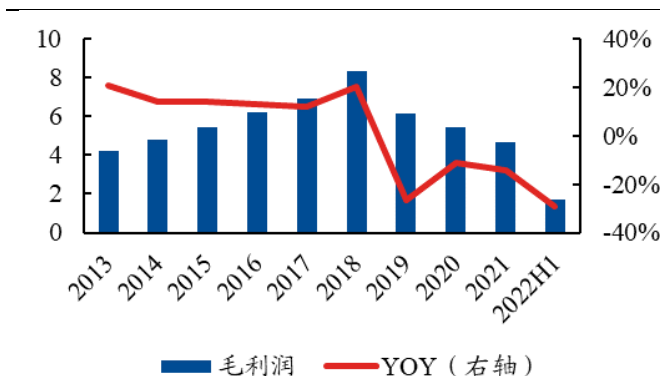
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● **利润端：整车仓储毛利上升，国际货运代理毛利率波动较大**

公司的毛利润主要来自整车运输，2021年整车运输实现毛利润3.63亿元；整车仓储业务毛利率基本稳定在20%以上，2021年为25.38%。国际货运代理业务2021年毛利润（含国际货运班列相关补助1.59亿元）与2020年持平，为0.37亿元。近年来财政部要求中欧班列逐年降补贴，同时受到疫情与俄乌战争等因素影响，公司国际货运代理业务收益波动较大，需要持续关注业务成本端情况。

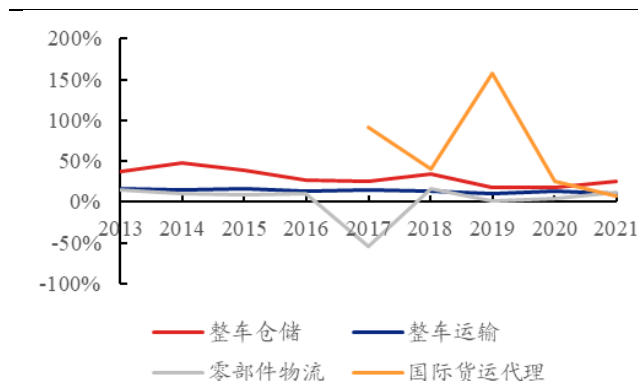
受燃油价格上涨、主机厂“缺芯”生产不均衡、国家减免路桥费优惠政策取消的影响，2021年公司实现毛利润4.67亿元（含国际货运班列相关补助），同比下滑14.06%。2022年上半年，公司毛利润为1.71亿元（含国际货运班列相关补助），较去年同期下滑29.30%，主要由于疫情反复、俄乌冲突，且主机厂产量及发运量下降。

图 6、2013-2022H1 公司毛利润（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：国际货运代理业务毛利包括国际班列相关补贴

图 7、2013-2021 年公司各业务毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、整车物流行业：上游回暖，治超政策加速行业出清

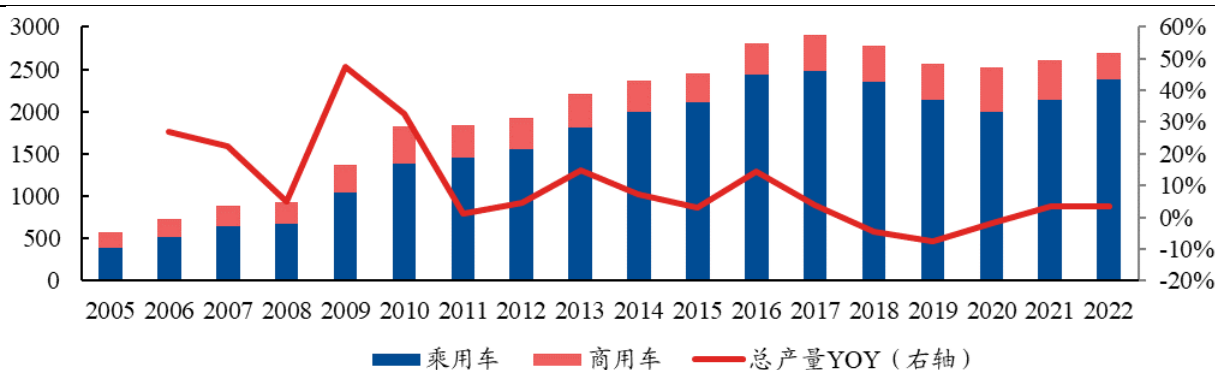
2.1、汽车市场回暖，整车物流行业“马太效应”加剧

公司作为专业服务型物流企业，主要服务于汽车制造企业，归属于汽车物流行业，而汽车物流行业依托于汽车行业，伴随着汽车行业的发展而发展。当前，国际地缘政治冲突愈演愈烈，全球经济衰退的风险不断上升，给我国经济发展带来了一定不确定性。汽车行业作为国民经济重要的支柱产业，正处于转型升级的关键阶段，在疫情反复、电池短缺的阻碍下，全年汽车产销仍实现稳中有增，展现出了强大的发展韧性和发展动力。

随着疫情好转，汽车市场重新回暖。2005-2022 年间，我国汽车产量从 570.46 万辆增长至 2699.74 万辆，CAGR 达到 9.58%。国际汽车制造商协会 OICA 数据显示，截至 2021 年，我国汽车产量占世界产量的比例已从 2000 年的 3.54% 上升至 32.54%，连续 13 年蝉联全球第一。2021 年，国内汽车行业的整体发展回暖，汽车产销量下滑的情况出现逆转，比上年同期分别增长 3.52% 和 3.88%。虽然受到芯片短缺等因素的影响，在购置税减征、地方购车补贴等利好政策的刺激下，2022 年产销量持续增长，呈现“U 型反转，涨幅明显”特点，汽车整车物流需求逐渐增长，给汽车整车物流企业带来发展机遇。

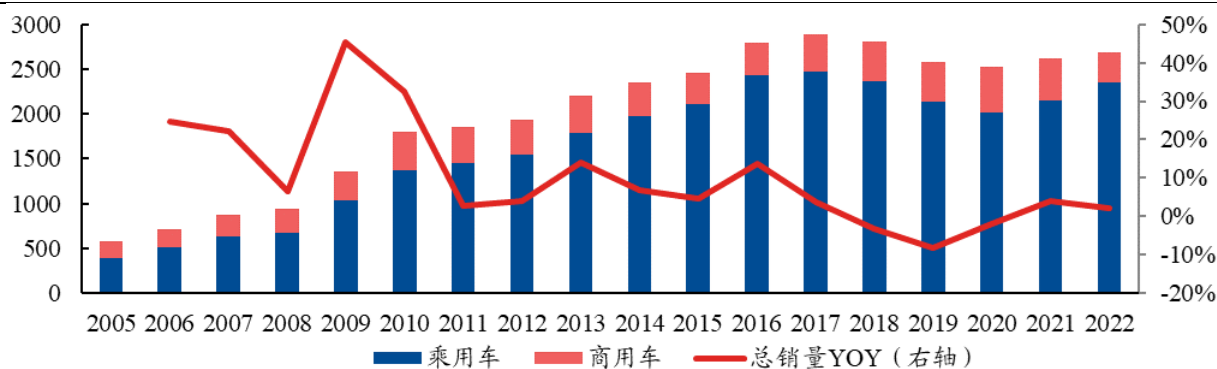
从千人汽车保有量来看，未来我国汽车市场上升空间较大。公安部数据显示，截至2022年6月底，我国汽车保有量为3.12亿辆，其中新能源汽车保有量达1001万辆。目前，发达国家千人汽车保有量在600-800辆水平，而我国千人汽车保有量从原来不到10辆快速增长到接近220辆，已达到全球平均水平。综合考虑人口规模、区域结构和资源环境的国别差异，未来随着我国居民收入不断提高、消费不断升级，我国千人汽车保有量增长空间较大，汽车销售市场仍具有较大的上升空间，从而保障汽车物流业务长期持续增长。

图 8、2005-2022 年我国汽车产量（万辆）



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2005-2022 年我国汽车销量（万辆）



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

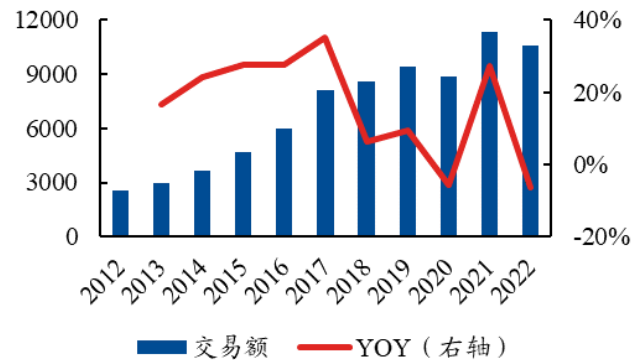
二手车市场交易活跃，社会零散运输需求得到快速释放。国家鼓励二手车出口、全面取消“限迁”，很大程度上盘活存量、拉动增量；同时，汽车个性化定制需求和二手车电商平台全国购业务等社会零散运输需求得到快速释放，社会零散化订单需求很有可能成为汽车物流增量新市场。

图 10、2012-2022 年中国二手车交易量（万辆）



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2012-2022 年中国二手车交易额（亿元）



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

治超政策助力市场出清，行业“马太效应”加剧。当前，我国汽车行业由“增量竞争”转向“存量竞争”，头部优质企业将借此机会扩大市场占有率，而弱势品牌将逐渐退出市场。同样的危机也存在于汽车物流企业。此外，治超政策的落地实施要求全面淘汰不合规车辆运输车，这对中小规模汽车物流企业提出了较大挑战，导致无法负担高额成本的企业陆续退出市场，市场份额逐渐向头部企业倾斜，进一步促进行业整合。

公路运输成本增加，多式联运体系构建成新挑战。在行业合规运营化的后时代，长途运输的平均运距将逐渐减少，而铁路、水路两端短驳、分拨配送业务需求量将进一步加大，促进整车物流市场运力结构逐步转换为以水、铁干线为主的多式联运模式。这要求汽车物流企业提升仓储及分拨能力，布局多式联运物流体系为客户提供更加便捷、优质的运输服务。

2.2、传统整车运输业务客户迭代，新能源车企占比提升

新能源汽车发展势头强劲，市占率不断提升，为整车物流企业带来增量运量。随着我国各项新能源产业支持政策的出台与落地，我国新能源汽车驶入快车道，从政策驱动转向市场拉动新发展阶段。2022 年，我国新能源汽车产销分别完成 704.1 万辆和 688.7 万辆，同比增长 99.29% 和 93.40%，其中新能源汽车销售市场占有率达到 25.6%。新能源汽车各项技术的不断成熟与逐渐普及，有望进一步降低汽车生产成本、提高汽车性能，进而加速新能源汽车渗透，进一步为汽车物流行业带来客观的运量需求。

新能源和智能化时代的到来，对汽车物流企业提出了新的要求。一方面，无论是国内的蔚来、小鹏、理想汽车，还是国际品牌特斯拉，纷纷采用“汽车新零售”的直营模式，其最明显的特点就是将传统 4S 店拆分为体验中心、交付中心、服务中心和充换电站等，这势必对汽车物流企业的运输效率、仓配协同性等服务能力提出更高的要求。另一方面，人工智能、区块链、大数据、云计算等新技术在物

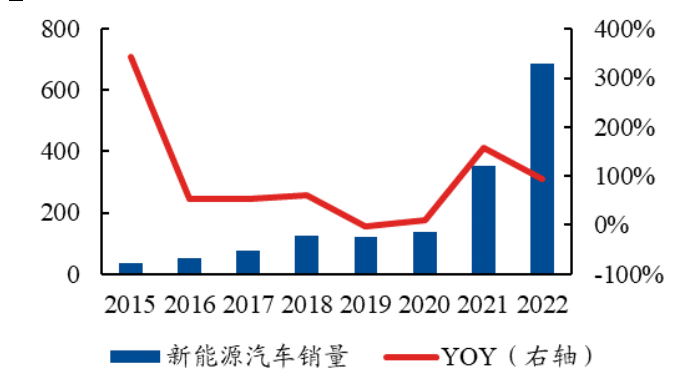
流与供应链领域应用越发广泛，在实时监控、危险预警、智能仓储分拣等汽车生产和流通环节引发新一轮变革。汽车物流企业只有充分应用领先技术、为客户提供更加高效专业的服务，才能应对其客户群体类型从传统客户向新能源客户的逐渐转变，获得新的发展机遇。

图 12、2015-2022 年我国新能源汽车产量（万辆）



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、2015-2022 年我国新能源汽车销量（万辆）



资料来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

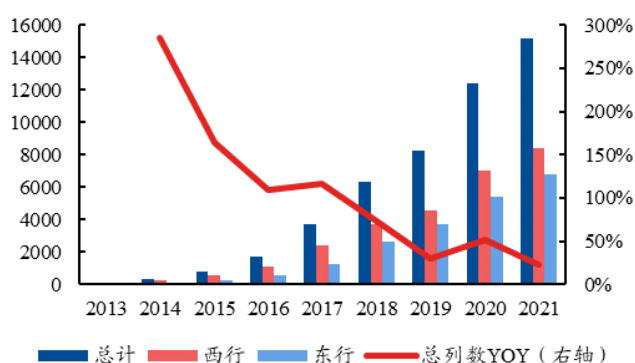
2.3、中欧班列政府补助或降坡，国产汽车“走出去”进程加快

“一带一路”倡议作为我国在新时代实行全方位对外开放的重大举措，也是应对当前世界和平赤字、发展赤字、治理赤字的战略选择。中欧班列作为共建“一带一路”、推动构建人类命运共同体的主要实践，搭建了沿线经贸合作新平台，打造了富有韧性的国际物流供应链，取得了巨大的发展成就。

截至 2021 年底，中欧班列累计开行 4.9 万列，运输货物 443.2 万标箱；中国境内已有 91 个城市开通了中欧班列，通达欧洲 23 个国家 100 个城市。疫情期间，中欧班列更是实现逆势增长，为稳定国际产业链供应链做出了突出贡献。

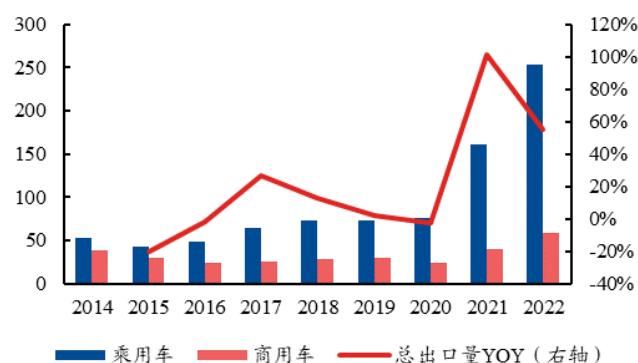
近年来，许多自主品牌在海外建厂布局，借助中欧班列打通亚欧经济大动脉、连接中欧汽车产销市场，加快“走出去”进程。2022 年，我国汽车共计出口 310.66 万辆，同比增长 55.11%。与此同时，汽车物流国际化服务需求不断增多，汽车物流国际化发展迎来了重大机遇。

图 14、2013-2021 年中欧班列开行数量情况（列）



资料来源：开放司，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、2014-2022 年我国汽车出口数量（万辆）



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

在中欧班列开行初期，各地政府积极响应国家号召，以高额补贴支持中欧班列开行，尤其是无港口优势的内陆地区，以争取国际班列运输市场、提升知名度，在一定程度上拉动了当地经济发展。而随着班列平稳化运行，高额补贴费用很大程度上对当地政府造成了一定的财政压力。

财政部从 2018 年开始，要求地方政府降低中欧班列补贴标准：以全程运费为基准，2018 年补贴不超过运费的 50%，2019 年补贴不超过 40%，2020 年将不超过 30%。中欧班列补贴退坡势必对物流企业产生较大影响，也对企业合理安排班列运输频率与运力提出较高要求。

3、公司核心看点：市占率行业领先，新能源业务不断发展

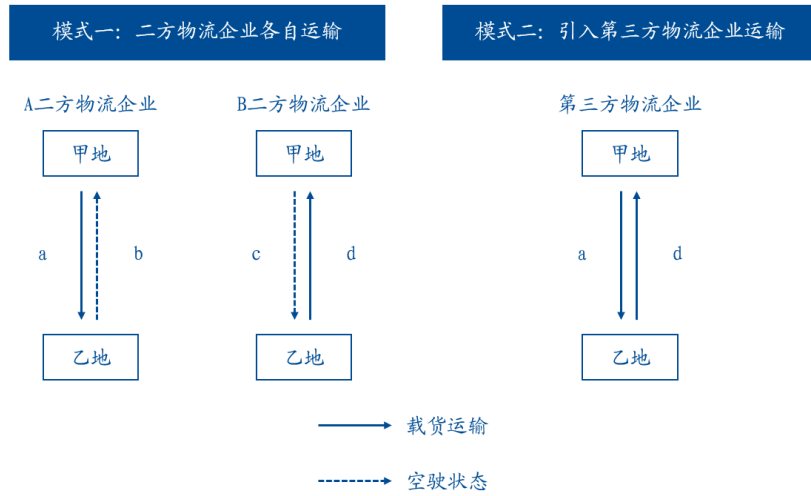
3.1、整车业务：第三方物流公司优势，市场占有率较高

● 第三方物流公司独特优势，形成网络降本增效

国内汽车物流行业中，大型汽车生产厂商控股或参股的二方物流企业占绝大多数。此类企业背靠大型生产商，物流合同稳定，但受到所属主机厂的制约，在开发外部市场方面受到限制。例如，主机厂 A 若选择自有运力，容易在返程时产生高空置率的问题；但由于主机厂 A 与主机厂 B 之间存在竞争关系，主机厂 A 也不可能选择主机厂 B 的自有二方物流公司。此时，以长久物流为代表的第三方物流企业便产生了独特优势，能够承运不同汽车生产厂商品牌的商品车，降低空驶率的同时减少双方成本。同时，公司能够通过开发不同客户形成物流网络，进一步降本增效。

而虽然其他相对单一或规模较小的物流企业能够通过司机管理等手段精细化控制成本，它们通常难以满足主机厂对供应商的招标要求，很难获取客户资源，因而通常只是作为大型物流公司的承运商。整体来看，长久物流作为第三方物流公司，天然地拥有一定市场资源优势。

图 16、引入第三方物流公司降低成本



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

● 市场占有率较高，合规车具有多方面领先优势

长久物流具有全国广泛的优质客户资源，与多个乘用车汽车生产销售企业及商用车汽车生产销售企业建立了稳固的合作关系，如一汽大众、宝马汽车、比亚迪、奔驰 Smart 等。自 2015 年以来，公司整车运输市占率稳定在 11% 左右，其中乘用车运输市占率于 2019 年突破 13%，处于行业龙头地位。

图 17、公司部分合作客户



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2022 年上半年

公司乘用车与商用车运输量主要受其总销量影响。在疫情影响、国内居民资产预期降低、购车刺激政策退坡等多方面因素影响下，乘用车销量自 2019 年大幅下降后，至今仍未恢复此前增长势头；2020 年商用车销量及公司运输量实现大幅提升，但 2022 年受到疫情影响经济增速放缓，商用车销量同比下滑 30.98%，预计对公司商用车运输量产生较大冲击。

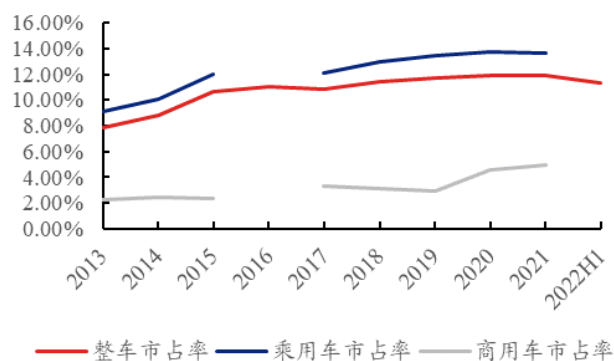
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 18、2013-2022H1 公司整车发运量（万辆）



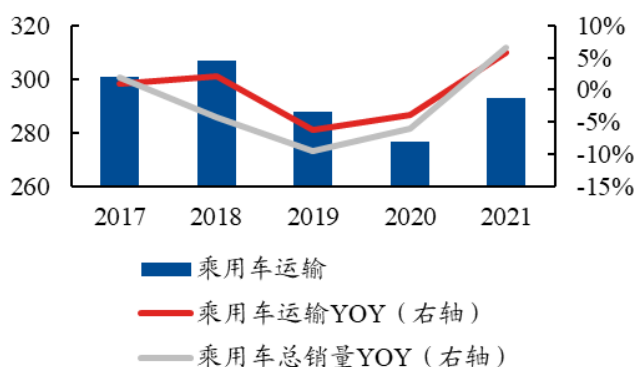
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、2013-2022H1 公司整车运输市占率



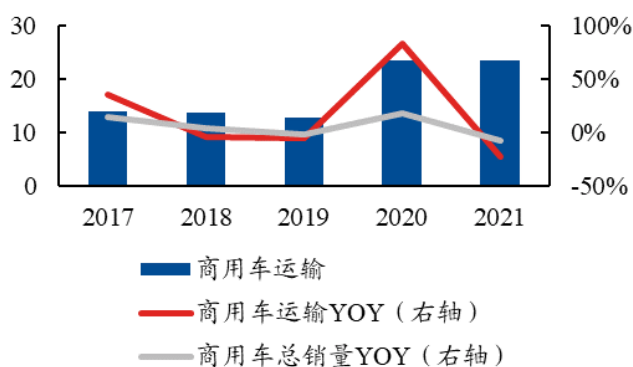
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、2017-2021 年公司乘用车运输量（万台）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、2017-2021 年公司商用车运输量（万台）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

目前，我国整车物流空驶率为 39%，而发达国家只有 25% 左右，如何降低空驶率、提高车辆利用率是传统物流企业发展面临的普遍问题。而长久物流客户资源的多元化帮助公司全国仓干配一体网络建设打下坚实的基础，有效增强物流网络效应，建立公司物流网络领先优势，将空驶率进一步压低。

同时，公司拥有中置轴车辆较其他合规车辆在装载位数以及运输效率等方面均具有明显的领先优势。截至 2022 年 6 月底，在运力方面，公司已购置 2450 余台中置轴轿运车，加上承运商体系内可控合规运力近万台；在水路运输方面，公司累计水运可调度滚装船 10 艘，包含 7 艘海船、3 艘江船。总体而言，公司自有及控制的其他承运商合规车辆满足下游主机厂商对运营车辆的合规性要求，能确保公司的运营服务持续性。

3.2、国际业务：国际合作扎实推进，合资子公司为国际业务提供支持

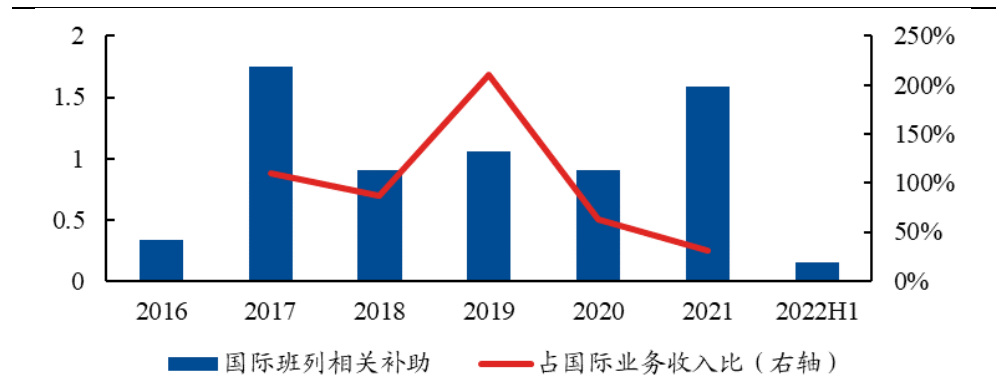
2015 年，公司正式开通东北到欧洲的国际铁路运输线路，为国内外汽车生产厂商与电子配件商等提供国际物流服务。同年 8 月，公司与中国铁路哈尔滨局集团有限公司全资子公司哈尔滨铁路资产管理有限公司合资设立哈欧国际物流股份有限

公司（以下简称“哈欧国际”）。哈欧国际自成立以来，收到哈尔滨市商务局、哈尔滨市香坊区财政局等多方补助款。

为进一步完善“一带一路”沿线核心资源的布局，公司还于2021年设立境外全资子公司波兰长久、俄罗斯长久，同年5月收购波兰物流企业ADAMPOLS.A的30.00%股权，为公司国际运营网络搭建提供有力支持，从物流方面助力外资、合资汽车品牌以中国为全球生产基地反向出口。同时，公司旗下首艘国际远洋滚装船“JIUYANGFORTUNE”于2021年3月正式投入使用，标志着公司国际海运业务进入新阶段。

而在财政部要求中欧班列逐年降补贴的背景下，公司国际班列相关补贴占国际业务收入比重从2019年的210.96%骤降至2020年的62.76%，2021年仅为30.81%。整体而言，国际业务板块需求不断增长，未来仍存在一定机遇；但受到高成本和补助退坡的影响，毛利率仍有较大不确定性。

图 22、2016-2022H1 公司国际班列相关补助（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、新能源业务：动力电池回收优势显著，有望实现快速增长

电池回收问题成为挑战，公司能够提供相关服务。随着新能源汽车与废旧动力电池数量的快速增加，电池回收政策频繁出台，旨在推动建设回收利用体系、引导行业规范化发展。相关政策要求汽车制造商承担动力电池回收的主体责任，而回收过程中不免需要物流企业运输电池边角料、电芯等危险品，长久物流能够提供危化品及大件货物的包装、运输、仓储、信息技术等服务，完美匹配市场需求。

表 2、近年动力电池回收相关政策

政策名称	发布时间	发文机关	主要内容
《新能源汽车动力蓄电池回收利用管理暂行办法》	2018-01	七部委	落实生产者责任延伸制度，明确电池回收主体责任承担者
《新能源汽车动力蓄电池回收利用溯源管理暂行规定》	2018-07	工信部	建立“溯源综合管理平台”，对动力电池生产到再生利用全过程进行信息采集
《新能源汽车动力蓄电池回收服务网点建设和运营指南》	2019-10	工信部	要求新能源汽车生产企业在其销售地区建立收集型回收服务网点
《新能源汽车动力蓄电池梯次利用管理办法》	2021-08	五部委	明确梯次产品生产、使用、回收利用全过程相关要求，完善梯次利用管理机制
《新型储能项目管理规范（暂行）》	2021-09	能源局	提出建立电池一致性管理，对梯次利用储能项目评估、监测、监督等环节做出要求
《关于加快推动工业资源综合利用实施方案的通知》	2022-01	八部委	要求推进产业链上下游合作共建回收渠道
《工业领域碳达峰实施方案》	2022-07	三部委	将制定出台新能源汽车动力蓄电池回收利用管理办法等部门规章

资料来源：各政府部门官网，德勤，兴业证券经济与金融研究院整理

利用自身即长久集团渠道优势，快速开发市场。当前，我国汽车动力电池回收处理主要存在梯次利用与材料回收利用两种方式。公司可以将其直接出售给电池回收企业，也可以先进性初步消化、根据电池废旧情况分类处理：对于剩余容量较佳的电池，将容量缩水后的电池拆包再包装，进行合适场景的梯次利用；对于不可梯次利用的电池，则进行资源回收，提炼原材料后再卖给专门的电池公司。

与业内优质企业合作，形成资源互补。目前，公司已与以电池智能化服务为核心的国家高新技术企业北京昇科能源科技有限责任公司（下称“昇科能源”）签订战略合作框架协议。双方将发挥各自优势，从技术研发、项目开发、电池回收业务、对接资源等多个维度展开合作，开展动力电池回收渠道开发、搭建回收网络、梯次利用及再生利用等业务，有利于公司新能源业务的开拓与发展。2023年4月，公司发布公告设立全资子公司天津长久碳路科技有限公司，助力公司未来围绕交通运输领域开展碳减排、碳转化、碳捕捉、碳封存技术研发。

综合来看，在新能源业务方面，长久物流能利用公司多年积累的产业链优势，为主机厂、动力电池厂商、动力电池原材料及相关化学品生产厂商等产业链客户提供物流、仓储等传统服务；同时，通过与业内优质公司合作，开拓动力电池回收新市场，有望围绕汽车后市场打造增值服务体系，进一步提升公司的市场竞争力和持续盈利能力。

4、盈利预测与投资策略

主业整车运输发展强劲，同时不断开拓海外及新能源市场。公司主营业务包括整车运输业务、国际货运代理业务与新能源业务，是第三方汽车物流龙头企业，未来整车物流外包给第三方是必然趋势。截至 2022 年第三季度，公司资产共计 52.90 亿元，归母净资产共计 23.63 亿元。2013-2018 年公司营业收入 CAGR 为 15.78%，而 2013-2021 年 CAGR 仅为 6.88%，主要有汽车销售不景气与治超政策两方面原因。近年来财政部要求中欧班列逐年降补贴，同时受到疫情与俄乌战争等因素影响，国际货运代理业务收益波动较大，需要持续关注业务成本端情况。

整车物流行业上游回暖，治超政策加速行业出清。2005-2022 年间，我国汽车产量从 570.46 万辆增长至 2699.74 万辆，CAGR 达到 9.58%。2021 年，国内汽车行业的整体发展回暖，汽车产销量下滑的情况出现逆转，比上年同期分别增长 3.52% 和 3.88%。治超政策助力市场出清，我国汽车行业由“增量竞争”转向“存量竞争”，行业“马太效应”加剧。同时，新能源汽车发展势头强劲，为整车物流企业带来增量运量。中欧班列政府补助或降坡，势必对物流企业产生较大影响，也对企业合理安排班列运输频率与运力提出较高要求。

整车物流市占率行业领先，新能源业务不断发展。作为第三方物流公司，公司天然拥有一定市场资源优势，与多个乘用车汽车销售企业及商用车汽车销售企业建立了稳固的合作关系，且拥有的中置轴车辆较其他合规车辆在装载位数以及运输效率等方面均具有明显的领先优势。国际合作扎实推进，合资子公司为国际业务提供支持，但受到高成本和补助退坡的影响，毛利率仍有较大不确定性。新能源业务方面，动力电池回收优势显著，有望实现快速增长。

预计公司 2022 年-2024 年可实现归母净利润 0.18、1.51、2.35 亿元，EPS 为 0.03、0.27、0.42 元，对应 2023 年 4 月 25 日收盘价 8.23 元，PE 估值分别为 250.1、30.5、19.6 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

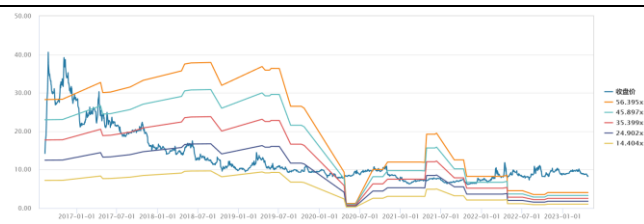
表 3、分业务营业收入、毛利润、归母净利润情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	54.83	47.85	40.78	44.86	39.56	51.78	61.02
整车物流业务	53.79	47.35	39.34	39.70	38.24	41.28	45.02
国际货运代理业务	1.04	0.50	1.44	5.16	0.82	5.50	6.00
新能源业务					0.50	5.00	10.00
毛利润合计	8.34	6.13	5.43	4.66	2.92	5.67	7.54
整车物流业务	7.93	5.34	5.06	4.29	2.82	3.87	4.21
国际货运代理业务	0.42	0.78	0.37	0.37	0.05	0.30	0.33
新能源业务					0.05	1.50	3.00
归母净利润合计	4.03	1.01	1.20	0.85	0.18	1.51	2.35
整车物流与国际货运代理业务	4.03	1.01	1.20	0.85	0.18	1.01	1.35
新能源业务						0.50	1.00

资料来源：兴业证券经济与金融研究院预测

注：国际货运代理业务毛利润已包含国际货运班列相关补助

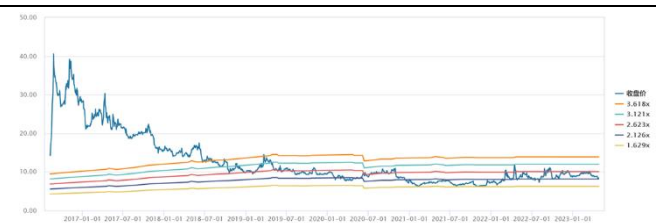
图 23、公司上市以来 PE Band



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2023 年 4 月 25 日

图 24、公司上市以来 PB Band



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2023 年 4 月 25 日

5、风险提示

- (1) 汽车产销量不及预期：2018 年后，传统汽车销售不景气与合规车辆运输车的推行导致整车运输利润下滑。
- (2) 中欧班列补贴政策变化：国际铁路运输受铁路总局限制较多，计划数不稳定，盈利严重依赖政府补贴。
- (3) 地缘政治冲突：俄乌冲突导致的地缘政治紧张会对公司国际业务造成一定影响。
- (4) 新能源业务发展不及预期：新能源电池回收利用技术尚不成熟，未来竞争力有待观察。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2836	2859	3246	3668
货币资金	838	1051	937	978
交易性金融资产	1	1	1	1
应收票据及应收账款	1557	1415	1837	2163
预付款项	95	78	105	121
存货	11	7	9	11
其他	334	308	357	393
非流动资产	2741	2685	2676	2657
长期股权投资	386	310	325	330
固定资产	843	770	697	624
在建工程	106	106	106	106
无形资产	542	608	672	728
商誉	7	7	7	7
长期待摊费用	6	1	-5	-11
其他	851	883	874	873
资产总计	5578	5544	5922	6325
流动负债	2278	2138	2347	2500
短期借款	945	909	892	903
应付票据及应付账款	787	726	937	1,079
其他	547	502	517	518
非流动负债	752	824	826	843
长期借款	30	45	63	82
其他	722	779	763	761
负债合计	3031	2962	3173	3343
股本	560	560	560	560
资本公积	376	376	376	376
未分配利润	1032	1048	1181	1356
少数股东权益	181	183	199	227
股东权益合计	2547	2582	2749	2982
负债及权益合计	5578	5544	5922	6325

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	85	18	151	235
折旧和摊销	96	88	88	88
资产减值准备	0	-6	13	9
资产处置损失	-0	1	0	0
公允价值变动损失	-0	-0	-0	-0
财务费用	75	0	0	0
投资损失	-9	-2	-3	-3
少数股东损益	14	2	16	28
营运资金的变动	-186	269	-319	-251
经营活动产生现金流量	191	330	-42	108
投资活动产生现金流量	-264	-61	-82	-70
融资活动产生现金流量	-33	-57	10	3
现金净变动	-111	213	-114	41
现金的期初余额	945	838	1051	937
现金的期末余额	834	1051	937	978

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4487	3956	5178	6102
营业成本	4178	3689	4776	5528
税金及附加	30	26	33	40
销售费用	82	81	103	121
管理费用	203	184	242	283
研发费用	2	4	5	6
财务费用	66	0	0	0
其他收益	161	25	165	180
投资收益	9	2	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-6	-5	-5	-5
资产减值损失	0	0	0	0
资产处置收益	0	-1	-0	-0
营业利润	90	-7	180	302
营业外收入	45	43	44	44
营业外支出	9	9	9	9
利润总额	126	26	215	337
所得税	27	6	47	74
净利润	99	20	168	263
少数股东损益	14	2	16	28
归属母公司净利润	85	18	151	235
EPS(元)	0.15	0.03	0.27	0.42

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	10.0%	-11.8%	30.9%	17.9%
营业利润增长率	-29.5%	-108.4%	2501.3%	67.9%
归母净利润增长率	-28.9%	-78.4%	719.3%	55.8%
盈利能力				
毛利率	6.9%	6.7%	7.8%	9.4%
归母净利率	1.9%	0.5%	2.9%	3.9%
ROE	3.6%	0.8%	5.9%	8.5%
偿债能力				
资产负债率	54.3%	53.4%	53.6%	52.9%
流动比率	1.24	1.34	1.38	1.47
速动比率	1.24	1.33	1.38	1.46
营运能力				
资产周转率	82.5%	71.1%	90.3%	99.6%
应收帐款周转率	299.8%	272.1%	325.5%	311.5%
存货周转率	53970.2%	41938.3%	59147.7%	53391.8%
每股资料(元)				
每股收益	0.15	0.03	0.27	0.42
每股经营现金	0.34	0.59	-0.08	0.19
每股净资产	4.22	4.28	4.55	4.92
估值比率(倍)				
PE	54.1	250.1	30.5	19.6
PB	1.9	1.9	1.8	1.7

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn