

永安行(603776)

其他交运设备/交通运输

发布时间: 2021-03-28

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

首次覆盖

共享单车高潮落幕，有桩出行一枝独秀

报告摘要:

To G 业务覆盖全国，发展速度进入瓶颈期。永安行作为公共自行车领域第一股，主营业务是 to G 端有桩公共自行车系统销售和运营服务，目前已经覆盖全国近 300 个城市。公司自 2010 年成立以来一直深耕三四线等下沉市场的有桩公共自行车业务，与摩拜等无桩共享单车品牌形成差异化竞争，多年来收入保持稳定增长。2019 年公司营业收入为 9.36 亿元，自行车系统销售和运营业务收入占比为 84%，毛利贡献为 87%。然而随着覆盖城市数增长趋缓，to G 端业务逐渐进入瓶颈期，预计未来两年 to G 业务基本持平。

To C 端发力成效显著，助力自行车规模快速增长。公司近年开始发力 to C 端的共享出行业务，主要包括传统的有桩公共自行车和共享助力自行车。2019 年 to C 端共享出行业务收入为 1.08 亿元，同比增长 942%，收入占比达 12%，毛利贡献为 8%。目前 to C 公共自行车规模在 3 万辆左右，共享助力自行车 17 万辆左右，后续投放将主要在共享助力自行车方面。公司当前 to C 端业务仅投放 30 多个城市，后续进一步拓展空间巨大，预计未来两年共享助力自行车规模将达到 50 万辆，年化收入增速预计在 50% 以上。

氢燃料助力自行车进入投产期，从共享到销售未来前景可期。2019 年永安行氢燃料共享型助力自行车研发成功，目前产线已建设完成，预计 2021 年下半年启动生产。与此同时，公司也在着手氢燃料助力自行车在一二线城市及欧洲市场的销售工作。我国和欧洲市场电动自行车市场巨大，规模分别达 3000 万辆/年和 300 万辆/年，碳中和、氢能源政策等利好因素使得氢燃料自行车对传统电动自行车替代前景可期。

投资建议: 公司有桩共享自行车模式已形成下沉市场先发优势，to G 端基本盘较为稳定，未来氢燃料助力车的投放和销售将进一步提升公司整体盈利能力。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.96 元、1.16 元、1.62 元，对应 PE 分别 20.62x、17.20x、12.30x，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示: 业务规模拓展不及预期，海外贸易摩擦

股票数据 2021/03/26

6 个月目标价 (元)	23.92
收盘价 (元)	19.89
12 个月股价区间 (元)	13.99~24.08
总市值 (百万元)	3,730.97
总股本 (百万股)	188
A 股 (百万股)	188
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	3

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	21%	9%	12%
相对收益	32%	6%	-29%

相关报告

《国内出行需求快速回暖，航空公司业绩迎来修复》

--20210307

《从小康到现代化，交通运输发展志在高远》

--20210228

《国家交通大规划出台，物流迎长期发展空间》

--20210228

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	878	936	965	1,176	1,486
(+/-)%	-16.74%	6.56%	3.17%	21.88%	26.28%
归属母公司净利润	123	501	181	217	303
(+/-)%	-76.13%	306.13%	-63.86%	19.92%	39.86%
每股收益 (元)	0.66	2.67	0.96	1.16	1.62
市盈率	30.04	6.41	20.62	17.20	12.30
市净率	2.22	1.19	1.29	1.20	1.10
净资产收益率 (%)	7.40%	18.52%	6.27%	6.99%	8.91%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	134	188	188	188	188

证券分析师: 瞿永忠

执业证书编号: S0550515110002

(021)20363212 quyz@nesc.cn

目 录

1.	聚焦有桩共享骑行业务，to G 端构建坚固护城河	4
1.1.	公共自行车领域第一股，全国覆盖形成规模优势	4
1.2.	孙继胜为实际控制人，股权结构稳定	5
1.3.	To G 端构建基本盘，步步为营开拓增长点	5
2.	共享单车竞争高潮落幕，下沉市场电动车方兴未艾	11
2.1.	共享骑行市场发展迅速，群众消费习惯已形成	11
2.2.	无桩市场竞争激烈，有桩出行一枝独秀	13
2.3.	回归理性，市场下沉，共享电单车受追捧	15
2.3.1.	有序管理成共识，有桩公共自行车热度回暖	15
2.3.2.	一二线市场饱和，下沉市场共享电单车成趋势	17
3.	多视角分析对比，有桩出行盈利逻辑制胜	18
3.1.	从行业竞争角度	19
3.2.	从产品特点角度	19
3.3.	从城市管理角度	20
3.4.	从经济学角度	20
4.	技术创新为核，多点发力盈利增长可期	22
4.1.	公共助力自行车初见成效，未来规模持续扩大	22
4.2.	氢燃料助力车进入投产，共享模式加快推广速度	22
4.3.	氢燃料助力自行车销售，国内外市场前景广阔	25
4.4.	销售模式优化，智慧生活业务有望快增长	27
4.5.	物联网存储芯片研发成功，积极探索第三成长曲线	27
5.	风险提示	28

图表目录

图 1:	永安行公共自行车	4
图 2:	永安行全国覆盖城市示意图	4
图 3:	永安行公司股权结构（截止 2020 年三季度）	5
图 4:	永安行全国覆盖城市数量增长速度趋缓	6
图 5:	公司历年收入变化	6
图 6:	公司历年归母净利润变化	6
图 7:	公司当前主要业务板块及盈利方式	7
图 8:	公司历年主要业务收入构成	7
图 9:	公司 2019 年收入构成	8
图 10:	公司 2019 年毛利构成	8
图 11:	各业务毛利率比较	8
图 12:	系统销售收入变化	9

图 13: 系统运营收入变化	9
图 14: 共享出行收入变化	10
图 15: 永安行共享出行业务示意图	10
图 16: 永安行智慧生活业务示意图	10
图 17: 我国近年共享出行市场交易规模	11
图 18: 我国近年共享出行市场融资额	11
图 19: 2020 年我国共享经济市场结构	12
图 20: 我国共享骑行用户规模增长情况	13
图 21: 共享自行车市场发展历程	13
图 22: 共享单车骑行距离调查统计	17
图 23: 中国电动自行车保有量 (亿辆)	18
图 24: 中国电动自行车产量	18
图 25: 我国共享电单车市场规模	18
图 26: 永安行收入长期以来保持稳步式增长	19
图 27: 2017Q1 中国共享单车用户对共享单车破坏现象经历情况分布	20
图 28: 平均成本与投放规模的关系	21
图 29: 单车使用率与投放规模的关系	21
图 30: 公司共享出行业务收入增长迅速 (百万元)	22
图 31: 永安行近年研发投入	23
图 32: 永安行近年研发投入占收入比	23
图 33: 永安行氢燃料助力自行车	24
图 34: 中国电动自行车产量	26
图 35: 中国电动自行车表观消费量	26
图 36: 欧洲电动自行车销量	27
图 37: 欧洲电动车占全球份额逐年递增	27
表 1: 永安行公司重要发展节点	4
表 2: 永安行主要股东持股情况	5
表 3: 不同共享单车模式对比	12
表 4: 不同互联网共享单车品牌发展情况 (部分)	14
表 5: 我国近年关于共享单车发展政策	16
表 6: 氢燃料助力自行车和锂电池助力自行车对比	24
表 7: 近年我国关于氢能发展政策	26
表 8: 德国主要电动自行车品牌及售价	27

1. 聚焦有桩共享骑行业务，to G 端构建坚固护城河

1.1. 公共自行车领域第一股，全国覆盖形成规模优势

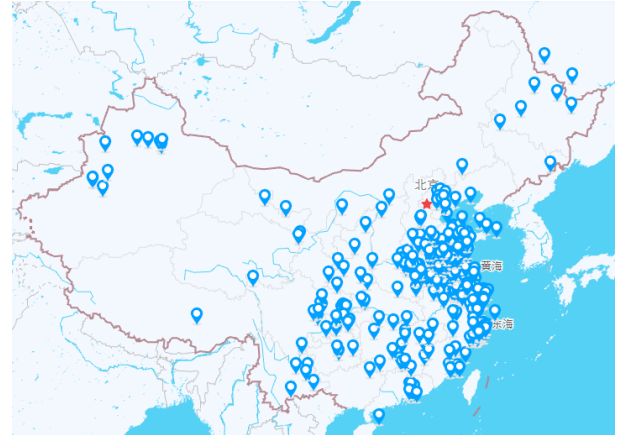
永安行创立于 2010 年，主要业务是公共自行车的研发、生产、销售和运营，是目前国内最大的公共自行车运营商。2017 年，永安行在 A 股上市，成为公共自行车领域第一股，并加快扩张的速度。截止 2020 年 6 月，永安行的公共自行车系统已经覆盖全国近 300 个城市，累计注册会员 5100 多万。基于 to G 端的有桩共享出行业务，在稳步拓展原有市场的背景下，公司积极开拓全新领域，结合物联网、大数据等技术，构建包含公共自行车、共享助力自行车、共享汽车、网约车的“四位一体”to C 端的共享出行平台和智慧生活业务。

图 1：永安行公共自行车



数据来源：公司官网，东北证券

图 2：永安行全国覆盖城市示意图



数据来源：公司官网，东北证券

表 1：永安行公司重要发展节点

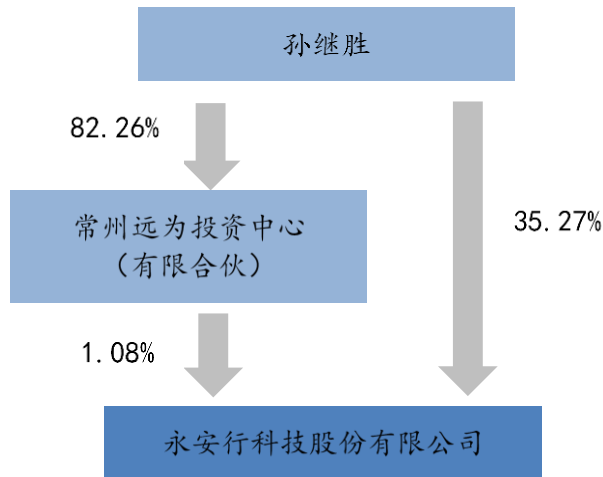
时间	事件
2010 年	公司成立并承接浙江台州、苏州、上海松江公共自行车系统项目并成功运营。
2016 年	永安行在多个城市试行无桩共享自行车业务。
2016 年	永安行在江西吉安、云南玉溪等地试点共享助力自行车项目。
2017 年 8 月	永安行（603776.SH）在上交所上市，发行股票 2400 万股
2017 年 10 月	永安行加大在共享单车领域的布局，参股公司江苏永安行低碳科技有限公司与上海钧正网络科技有限公司合并，发展哈罗单车品牌。
2017 年 11 月	永安行与北汽新能源签署战略合作协议，积极布局共享电动汽车业务。
2019 年 1 月	永安行公司成立了常州永安行智慧科技有限公司，开始试点智慧生活的新业务。
2019 年 5 月	永安行开始正式进军网约车业务。
2019 年 12 月	永安行推出全球首款共享型氢燃料助力自行车，并开始试点投放。

数据来源：东北证券

1.2. 孙继胜为实际控制人，股权结构稳定

2010年孙继胜、陶安平、黄得云、索军为自然人发起创办永安行有限公司。2017年公司整体上市，发行股本占总股本比例为25%，融资6.4亿元主要用于补充公共自行车系统建设及运营资金。

图 3：永安行公司股权结构（截止 2020 年三季报）



数据来源：公司年报，东北证券

截止到2020年三季报数据，控制人孙继胜直接持有永安行35.27%股权，为公司实际控制人。此外，孙继胜持有82.26%股权的常州远为持有永安行1.08%股权。

表 2：永安行主要股东持股情况

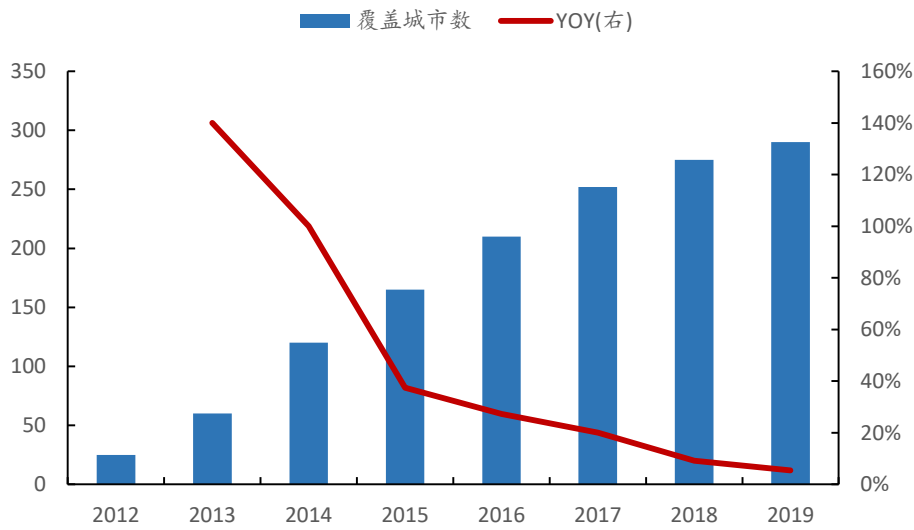
排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	孙继胜	35.27
2	上海云鑫创业投资有限公司	8.36
3	陶安平	4.56
4	黄得云	4.36
5	索军	3.64
6	常州远为投资中心(有限合伙)	1.08
7	福弘(常州)股权投资基金合伙企业(有限合伙)	0.88
8	杜运志	0.54
9	陆峰	0.48
10	永安行科技股份有限公司回购专用证券账户	0.46

数据来源：Wind，东北证券

1.3. To G 端构建基本盘，步步为营开拓增长点

定位下沉市场，to G 业务收入趋于稳定。永安行公共自行车业务主要定位为下沉市场，经过10年的发展，永安行有桩公共自行车系统目前已经覆盖全国近300个三线及以下城市。随着市场的不断开拓，覆盖城市增长速度逐渐趋缓。

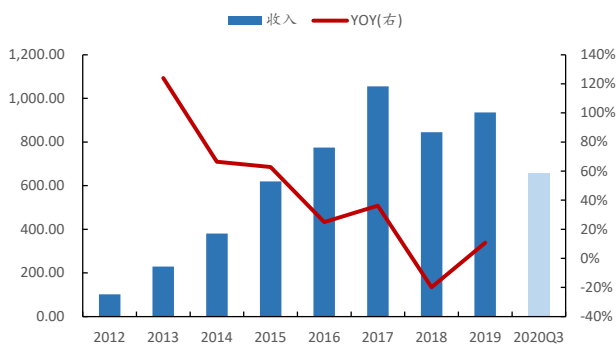
图 4：永安行全国覆盖城市数量增长速度趋缓



数据来源：公司年报，东北证券

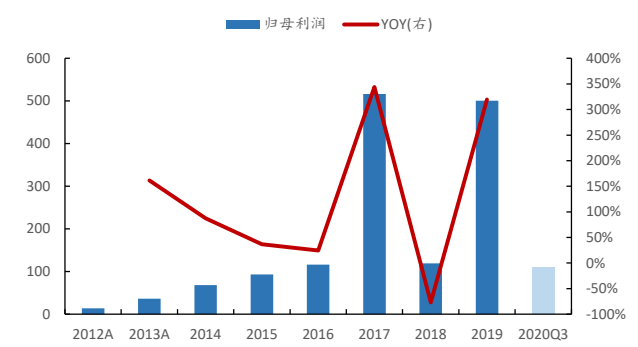
从收入和利润来看，从2018年以来公司主营业务收入和利润趋于稳定。2017年和2019年公司归母净利润有较大的波动是投资活动产生的非经常性损益所致。

图 5：公司历年收入变化



数据来源：公司年报，东北证券

图 6：公司历年归母净利润变化



数据来源：公司年报，东北证券

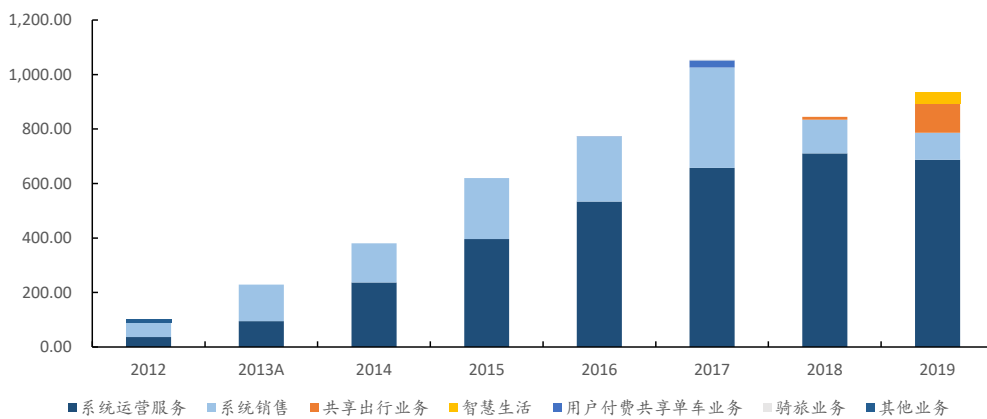
以 to G 业务为基本盘，公司近年开始布局 to C 业务。从公司历年的收入构成看，公共自行车的系统运营和系统销售为主要业务收入。2016 年公司开始尝试 to C 端的用户付费共享单车业务和骑旅业务，其中用户付费为共享单车业务是永安行对无桩共享单车领域的尝试，但随着 2017 年无桩共享单车市场的激烈竞争和高潮落幕，该部分业务从 2018 年取消。与此同时，由于业务量较小，我们发现骑旅业务也不再出现在年报当中。而从 2018 年开始，公司开始 to C 端的共享出行平台业务，2019 年同样 to C 端的智慧生活业务也开始带来收入。目前，永安行已经形成以 to G 端的公共自行车系统的运营和销售为主要收入，以 to C 端的共享出行业务和智慧生活业务为增长点的收入构成。

图 7：公司当前主要业务板块及盈利方式

客户类型	To G		To C			
业务板块	公共自行车系统销售	公共自行车系统运营	共享汽车	专车	公共助力自行车	智慧生活
盈利方式	产品销售	每年收取固定运营费	通过APP按单次使用收费		公共自行车	产品销售

数据来源：公司官网，公司年报，东北证券

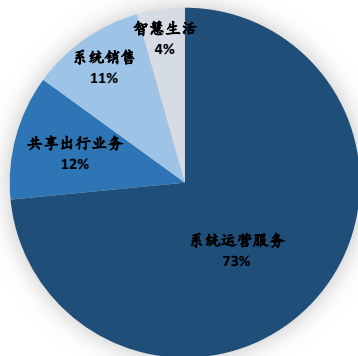
图 8：公司历年主要业务收入构成



数据来源：公司年报，东北证券

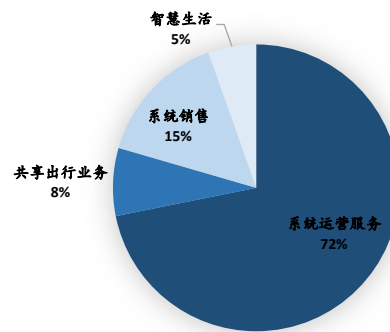
各业务线毛利占比同收入占比基本持平。从公司当前的收入构成来看，2019 年公司主要业务收入为 toG 端的系统运营服务和系统销售服务，合计占比为 84%。toC 端的共享出行平台业务和智慧生活业务收入占比为 16%。从各个业务的毛利结构看，其毛利构成比例与收入构成的毛利比基本一致。

图 9：公司 2019 年收入构成



数据来源：公司年报，东北证券

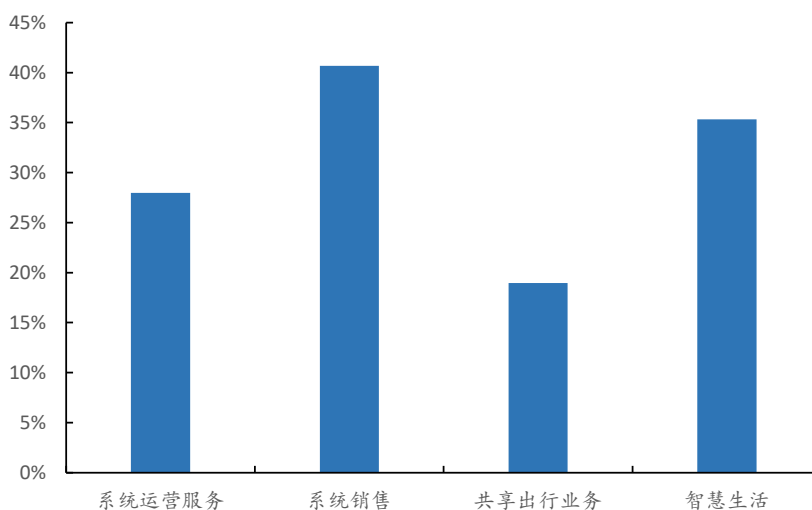
图 10：公司 2019 年毛利构成



数据来源：公司年报，东北证券

系统销售和智慧生活毛利高，系统运营及共享出行毛利相对稍低。从当前四个板块的毛利率看，系统销售业务的毛利率最高，达到 41%，智慧生活业务的毛利也高达 35%，而相比较之下，系统运营服务和共享出行业务的毛利率稍低。这是由于 to G 的系统运营和 to C 的共享出行业务都涉及到后续的日常运维工作，需要投入较高的维修保养和人工成本。

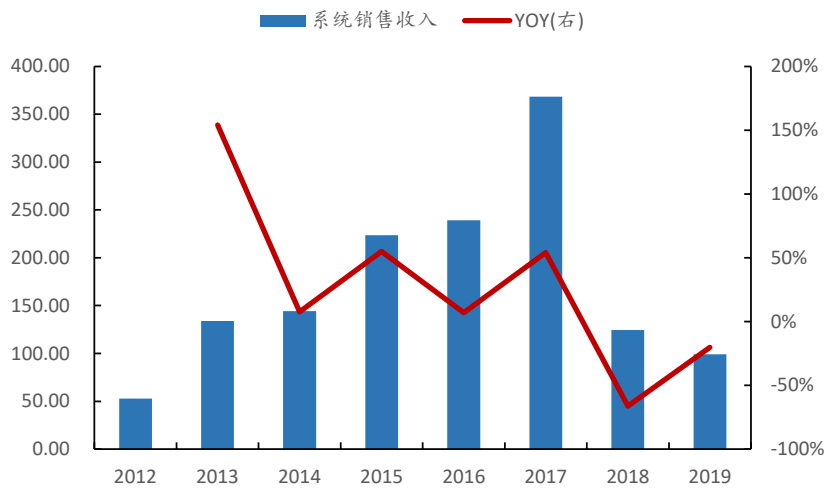
图 11：各业务毛利率比较



数据来源：公司年报，东北证券

- 系统销售业务：**政府建设公共自行车项目其中一种模式是永安行根据政府客户的需求负责有桩公共自行车系统的设备投入、系统建设与安装调试，完成后直接出售给客户（一般为各地政府部门或政府相关企事业单位），不涉及系统的后续运营和管理，建设完成后的系统移交客户，由客户组织专门的运营公司来负责后期的运营服务。由于销售业务属于一次性的交易，随着永安行覆盖城市的不断增加，覆盖城市的增长速度逐渐降低，系统销售业务上收入于 2017 年达到峰值，此后不断降低，目前永安行的系统销售收入占比仅为 11%。

图 12：系统销售收入变化



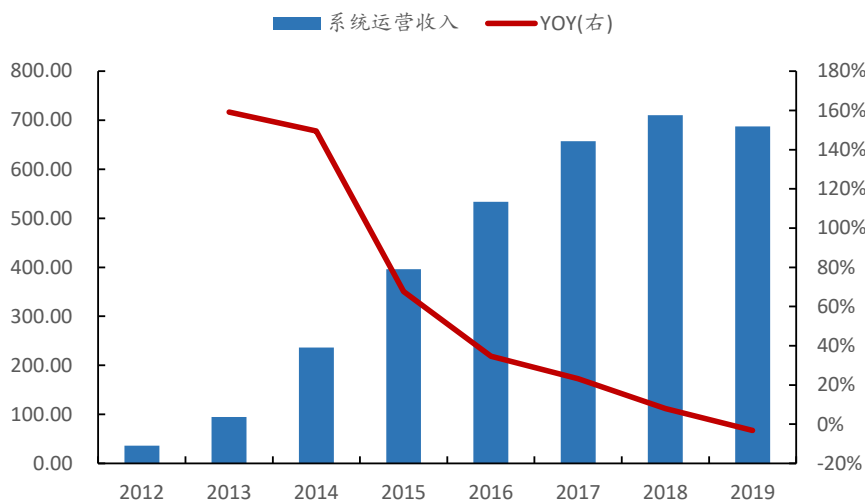
数据来源：公司年报，东北证券

➤ **系统运营业务：**系统运营目前是永安行最大的一块业务，也是收入和利润主要来源部分。系统运营业务指的是除了和系统销售模式一样，负责公共自行车系统的设计、开发，相关设备和组件的采购、生产，系统的建设、安装、调试外，还在建设完成后持续（周期一般为五年）提供系统的运营与管理服务。与此对应，客户在服务期内（一般为五年）向公司连续购买服务，并在服务期内按照合同约定支付款项。

该模式的主要优势为：①合同总金额较高，锁定长期（一般五年及以上）收入，为公司后续一段时期的业绩提供良好支撑保障；②公司与客户交流密切，客户粘性强，后续业务拓展机会多。

随着覆盖城市达到瓶颈，该部分业务收入趋于稳定，但可以为公司带来较为稳定的现金流，从而支撑公司不断开拓新的盈利增长点。

图 13：系统运营收入变化

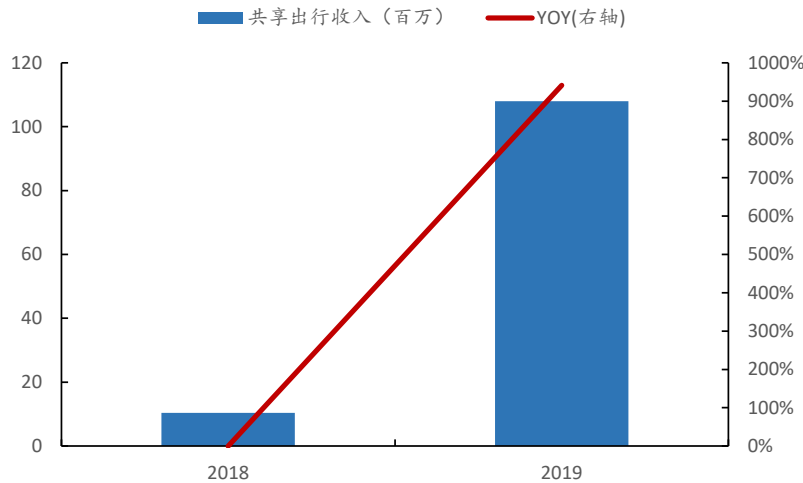


数据来源：公司年报，东北证券

➤ **共享出行业务：**目前共享出行业务是永安行重点打造的 to C 端业务，也是未来

几年内的公司盈利的重要增长点。共享出行业务指的是公司在城市固定点提供新一代公共自行车、助力自行车、电动汽车、网约车等共享出行工具，通过永安行手机 APP 向用户提供共享出行服务的业务。共享出行业务以公共自行车、公共助力自行车（电动自行车）为主，电动汽车和网约车等为辅。这部分业务为永安行自主投放、自主运营和自主收费，自 2018 年运行以来收入增长迅速。

图 14：共享出行收入变化



数据来源：公司年报，东北证券

图 15：永安行共享出行业务示意图



数据来源：公司官网，东北证券

图 16：永安行智慧生活业务示意图



数据来源：公司官网，东北证券

➤ **智慧生活：**智慧生活业务是 2019 年永安行开始尝试的 toC 业务。该业务是基于永安行共享出行平台的用户流量基础和相同系统运作原理的业务延伸。其主要内容是通过将永安行自主研发的小安机器人（可对室内温度、家电运行状态、视频监控等信息进行信息采集）、智能锁等产品进行联网，通过平台可进行远程信息实时监控，从而可用于养老等居家服务。目前该项业务刚刚起步，收入占比较小，2019 年收入为 4100 万元，占比仅为 4%。

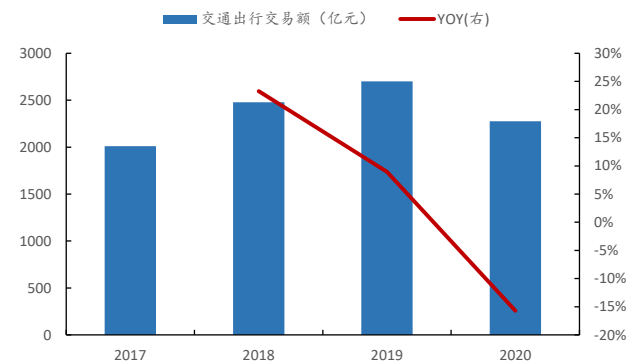
2. 共享单车竞争高潮落幕，下沉市场电动车方兴未艾

2.1. 共享骑行市场发展迅速，群众消费习惯已形成

共享单车市场起源于政府公共项目，市场空间巨大，吸引众多企业参与。受西方城市公共自行车发展的影响以及我国政府对环保出行等理念的倡导，我国的公共自行车项目从2008年5月在杭州市启动，并在几年内不断扩大发展，取得了较大的成功，树立了典范效应。随后公共自行车项目如雨后春笋般在苏州、太原等全国各城市迅速扩展开来，特别在二三线及以下城市。2010年6月，住建部在全国范围内开展第一批“城市步行和自行车交通系统示范项目”，其中包括重庆、济南、杭州、昆明、昆山、常熟6个城市；2011年12月，住建部对第一批“示范项目”进行了阶段性验收，同时在厦门、深圳、株洲、常德、三亚、寿光等6个城市启动了第二批“示范项目”；2014年6月，住建部启动了第三批94个“示范项目”，并确定安徽省为城市步行和自行车交通系统建设示范省，积极探索在政策、资金等方面给予示范项目多种形式的支持。

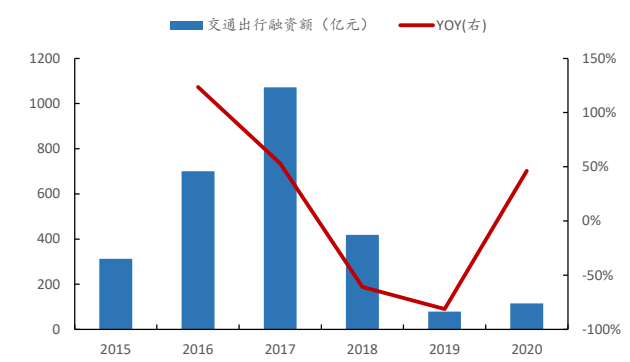
然而，各地政府在启动公共自行车项目后发现运营困难重重，自行车的折旧使得每年政府要支付大笔运营成本。由于“最后一公里”的问题切实需要解决，市民的需求确实存在，而共享单车领域存在巨大的市场空间，这吸引了一大批民营企业开始进入，从此开启了共享自行车由政府主导建设的公共属性向资本运作下的市场属性演变。

图 17：我国近年共享出行市场交易规模



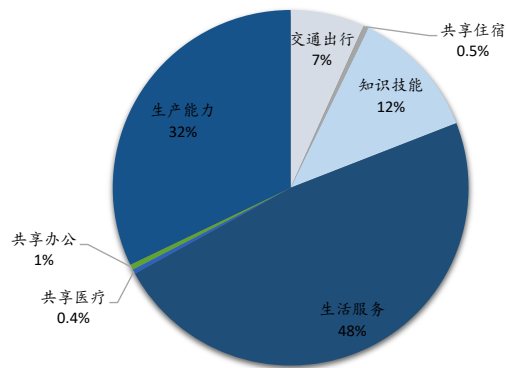
数据来源：国家信息中心，东北证券

图 18：我国近年共享出行市场融资额



数据来源：国家信息中心，东北证券

图 19：2020 年我国共享经济市场结构



数据来源：国家信息中心，东北证券

共享单车主要有三种经营模式：

- 政府运营模式，特点是有桩，政府采购后自主运营，最早的杭州公共自行车项目便是该种模式，发展时期较早，公共属性较大，在各级城市均有出现；
- 企业承包运营模式，特点是有桩为主，一般为政府购买后以合同形式委托民营企业运营，该模式是顺应第一种模式下产生的，通过专业化的方式为政府提供公共自行车运营服务，这也是当前永安行的主要业务模式；
- 互联网共享模式，特点是无桩，用户通过手机 APP 完成使用、停放和支付，该种模式市场竞争激烈，一般为民营企业，主要见于互联网用户基础较大的一二线城市，以 ofo、摩拜、哈啰为代表的共享单车即是该种模式；

表 3：不同共享单车模式对比

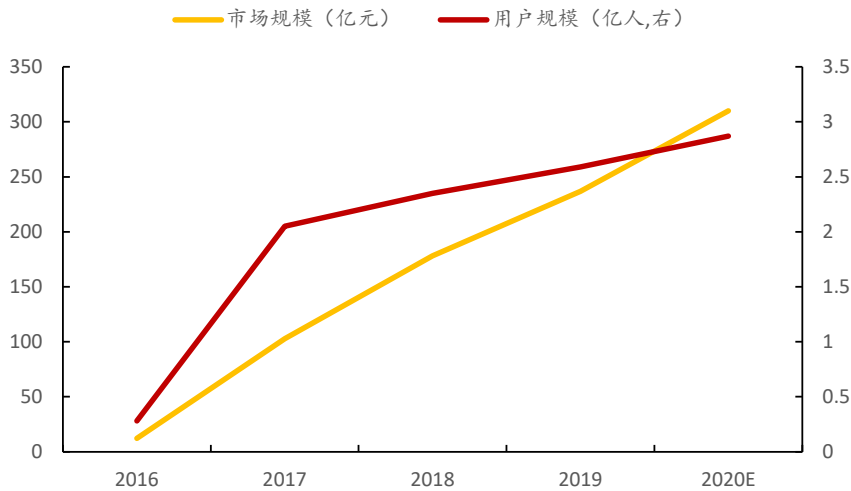
模式	出现时间	代表	特点	优点	缺点
政府运营模式	2008 年左右	杭州公共自行车项目	有桩	有序投放，便于管理	用户使用不够便捷，缺乏专业运营
企业承包模式	2010 年	永安行	有桩	有序投放，便于管理，专业运营	用户使用不够便捷
互联网共享模式	2014 年	ofo、摩拜	无桩	用户使用方便	城市管理困难，运维成本高

数据来源：东北证券

我国共享骑行市场用户规模增长迅速，“最后一公里”出行习惯已培育。随着互联网的普及共享单车市场的不断全国渗透，共享单车用户规模增长迅速。根据国家信息中心数据，2020 年两轮共享出行用户规模估算达到 2.87 亿。与此同时，两轮共享出行市场规模估算达到 310 亿元。如今，不管是在公交系统发达的一线城市还是公交系统欠缺的三四线城市，公共两轮骑行已经成为大众解决“最后一公里”出行的最佳

选择。

图 20：我国共享骑行用户规模增长情况

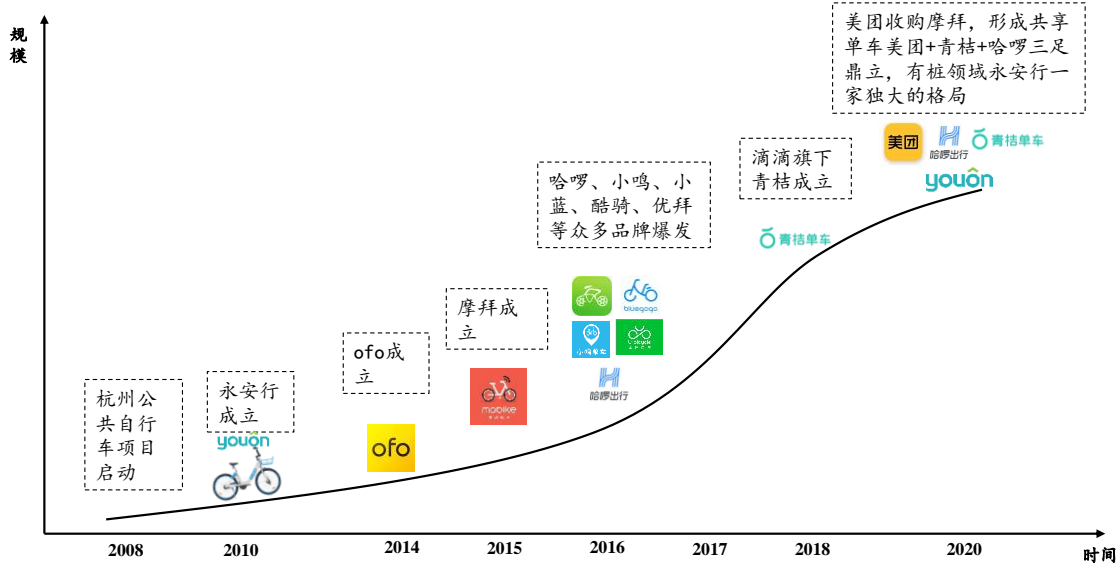


数据来源：国家信息中心，亿欧智库，东北证券

2.2. 无桩市场竞争激烈，有桩出行一枝独秀

无桩共享单车一二线城市激烈竞争，市场规模爆发式增长。与永安行的有桩公共自行车稳步发展相比，无桩共享单车市场可谓风起云涌，掀起一波资本市场的高潮和互联网巨头的力量角逐。从 2014 年的 ofo 共享单车发起于北大校园，到摩拜、哈啰、滴滴、小蓝等共享单车品牌群雄争霸，2016 年至 2017 年期间为共享单车市场的集中爆发期。根据公开资料显示，2017 年期间市场上涌现的共享单车品牌超过 20 家。不同品牌的竞争，背后则是各方资本力量的角逐，商业竞争演变为烧钱大赛。根据交通运输部公布数据，截止到 2020 年，全国 360 多个城市已投放共享单车 1945 万辆。为了抢占市场，除了大量的投放，各大共享单车品牌纷纷推出免费骑月卡等诸多补贴措施。

图 21：共享自行车市场发展历程



数据来源：东北证券

市场经历大整合，无桩共享单车领域三足鼎立。从2018年底ofo被爆出无法退还押金，到后来破产并逐渐退出市场，再到2020年摩拜被美团收购，无桩共享单车市场经历了大整合，小鸣、骑呗等其他市占率较小的共享单车品牌也纷纷倒闭，剩下美团、滴滴、哈啰继续在共享单车领域形成三足鼎立之势，市场进一步向头部集中。

表 4：不同互联网共享单车品牌发展情况（部分）

品牌	产品	成立时间	市场定位	现状
ofo	自行车	2014.03	首先占领一二线城市，之后向二三线城市扩张	倒闭
摩拜（美团）	自行车、助力车	2015.01	首先占领一二线城市，之后向二三线城市扩张	摩拜被美团收购，退出国外市场，经营重心由占领市场转为提升盈利
骑呗单车	自行车	2015.07	从杭州市出发	倒闭
小鸣单车	自行车	2016.07	提前布局的电子围栏，改善一线城市运营管理模式，并在三线城市做有序的投放和管理	倒闭
哈啰	自行车、助力车、电动车	2016.09	“农村包围城市”，重点布局二线及以下线城市	全国覆盖460个城市，“2轮+4轮”并行发展
悟空单车	自行车	2016.09	从重庆出发，覆盖全国大多数的中小城市	倒闭
优拜单车	自行车	2016.07	努力做到“行业第三”、主攻二三线南方城市	撤出国内市场，向海外市场发展
酷骑单车	自行车	2016.11	二三线城市	倒闭
叮叮单车	自行车	2016.11	由南京开始向外拓展	倒闭
由你单车	自行车	2016.06	从北京开始，从校园共享单车作为切入点	市场占有率较低
小蓝单车	自行车	2016.11	以半个月入驻一个城市的节奏先从南方城市开始布局，然后进军海外市场	滴滴托管
滴滴（青桔）	自行车、助力车	2018.01	主要投放在三四线城市	巩固现有市场、加强运营能力、向一二线城市发展

数据来源：东北证券

永安行坚持下沉市场的有桩有序运作，稳步发展巩固市场基础。面对一二线城市互联网共享单车的激烈竞争，永安行一直在三四线城市为主的有桩自行车领域深耕（期间有试点过无桩共享单车），目前仍处于有桩共享自行车领域龙头地位。另一方面，永安行十年来以三四线等下沉市场为基本盘，以政府端为主要客户深耕细作，培养了良好的政企合作关系，这也是可以使得永安行后续能够行稳致远的特有基因。

2.3. 回归理性，市场下沉，共享电单车受追捧

2.3.1. 有序管理成共识，有桩公共自行车热度回暖

随着共享单车市场激烈竞争的高潮落幕，城市管理者和企业都逐渐回归理性。市场化竞争带来的是自行车过度投放，不仅给共享单车企业带来更大的运营成本，同时也给城市管理带来了巨大的困扰。

根据上海市交通委数据，2017年全市共享单车数量投放超过150万辆，而上海能够满足老百姓出行的共享单车数量应该在50-60万辆，投放已经远远超出实际需求，因此政府也开始叫停新增投放，并责令共享单车企业对不合理的扎堆停放进行清理。有些城市如厦门，则实行配额制——基于总体需求量和各个共享单车品牌的考核分配投放份额，对于超额投放的政府责令移出厦门市场，并要求各共享单车进行数字城管平台对接，从而实现对共享单车投放和运营的政府有序管理。

共享单车这一交通出行新业态由于可以对公交系统进行补充，从出现开始便受到各级政府部门及城市管理者的欢迎。如今，经过市场的过热的后，政府对共享单车的发展开始趋于理性。

我们对比2017年前后关于共享单车的发展政策可以明显看到，各级政府对共享单车越来越强调有序管理和合理投放，共享单车的政府主导和公共属性逐渐回归。

表 5：我国近年关于共享单车发展政策

发布部门/城市	发布时间	政策名称	具体内容
国务院	2021.2	印发《国家综合立体交通网规划纲要》	推动城市道路网结构优化，形成级配合理、接入顺畅的路网系统。 有序发展共享交通，加强城市步行和自行车等慢行交通系统建设，合理配置停车设施，开展人行道净化行动，因地制宜建设自行车专用道，鼓励公众绿色出行。
交通运输部 国家发展改革委	2020.7	关于印发《绿色出行创建行动方案》的通知	通过开展绿色出行创建行动，倡导简约适度、绿色低碳的生活方式，引导公众出行优先选择公共交通、步行和自行车等绿色出行方式，降低小汽车通行总量，整体提升我国各城市的绿色出行水平。
交通运输部、中国人民银行、国家发展改革委、公安部、市场监管总局、银保监会	2019.5	《交通运输新业态用户资金管理办法（试行）》	新规明确运营企业原则上不收取用户押金。对于备受关注的共享单车押金退还问题，新规明确“押金应当日退还给用户”。
北京	2017.9	《共享自行车系统技术与服务规范》、《自行车停放区设置技术导则》	为避免因车辆损坏而给骑行者带来危险，在车辆安全标准上有了更加明确的要求，投放车辆一般三年应更新或报废，同时完好率不得低于 95%； 企业需加强停放秩序管理 ，在电子地图内明示停放区、禁停区和禁骑区，同时还应搭建承租人信用平台，信用不足者将限制其租用车辆。
	2017.7	电子围栏	北京东城启动 共享单车电子围栏 ，只奖不罚，正处于试点阶段，停放入位可获信用积分。
郑州	2017.4	“单车之家”	郑州市公共交通总公司联合研发的共享单车管理平台“单车之家”正式推出， 为破解共享单车乱停乱放问题提供了一个新方案 。利用可伸缩信号覆盖技术等科技手段，为共享单车开辟专用的停车场所。
杭州	2017.4	《杭州市促进互联网租赁自行车规范发展的指导意见（试行）》	提出了政府监管平台、平台规范用户行为的管理逻辑；杭州的职能部门将引导平台 控制投放总量 ；平台必须按“每 80 辆车配一名运维人员”的标准投入维护力量等规定。
沈阳	2020.5	《沈阳市关于规范共享单车发展的若干意见（试行）》	规范引导共享单车有序发展 ，解决乱停乱放、无序投放、破坏严重等问题。

数据来源：东北证券

有桩公共自行车使用率提升。据公开数据显示，2019 年上半年，北京市共享单车日周转率仅为 1.1，而有桩公共自行车日周转率为 1.6，甚至在最高的区域已达到 5.9，是共享单车日周转率的近六倍。与 2018 年同期相比，公共自行车周转率呈同比增长

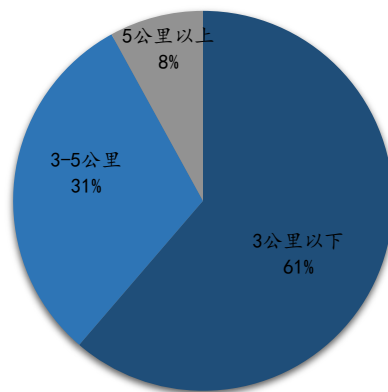
趋势，有桩公共自行车有逐渐回暖迹象。我们分析造成这一现象的原因有以下几个方面：

- 1) ofo 等共享单车平台的倒闭使得较多消费者押金无法取回，消费者对共享单车的信任度有所削减，造成较大的负面社会影响，部分消费者转向更加可靠的公共自行车；
- 2) 共享单车市场扩张过后，补贴优惠减少，收费普遍上涨，从而市民更愿意选择更加便宜的有桩公共自行车；
- 3) 从停放的角度，看似共享单车较为便利，但由于共享单车投放量较大，很多时候消费者发现共享单车“无处可停”，导致消费者只能选择乱停乱放。而对于有桩公共自行车的设置如果符合消费者的日常通勤路径，消费者是会更倾向于选择取用和停放规范有序的公共自行车。

2.3.2. 一二线城市市场饱和，下沉市场共享电单车成趋势

目前国内一二线城市的共享单车已经饱和，下沉市场成为新战场。如北京、上海等城市的投放量已经超出市民的使用需求。共享单车领域最后的大玩家美团、滴滴和哈啰如今也开始在三四线城市进行角逐。然而，三四线城市与一二线城市的使用场景均在巨大不同。一二线城市公交系统相对发达，公共自行车对已有系统的补充一般是较短距离接驳，一般是 3 以内公里；而三四线城市公交系统相对欠缺，短途出行距离相较更长，因此，在三四线城市用户更倾向于选择行驶距离更长的电动自行车。

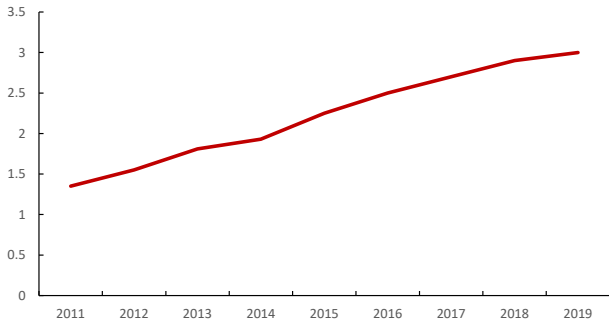
图 22：共享单车骑行距离调查统计



数据来源：企鹅智库调查，东北证券

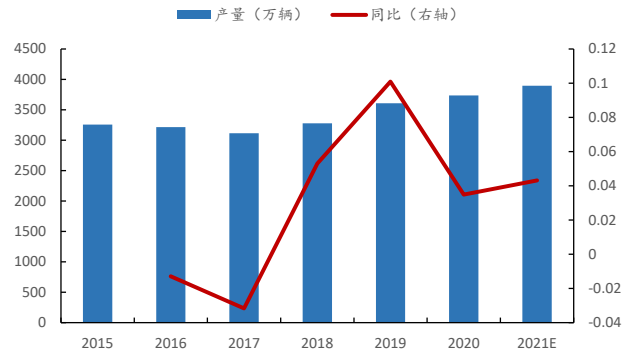
我国共享电动自行车市场空间巨大。我国是电动自行车消费大国，截止到 2019 年，我国的电动自行车保有量约为 3 亿辆。我国电动自行车产量大于需求量，很大一部分产品用于出口，2019 年我国电动自行车表观消费量为 2656.8 万辆，较 2018 年增加了 128.82 万辆，2020 年 1-10 月中国电动自行车表观消费量为 2489.5 万辆。根据行业数据测算，我国共享电动车在未来 5 年将会迎来爆发式增长。预计 2025 年共享电动自行车市场规模将达到 800 万辆，年均复合增长率为 41%。

图 23：中国电动自行车保有量（亿辆）



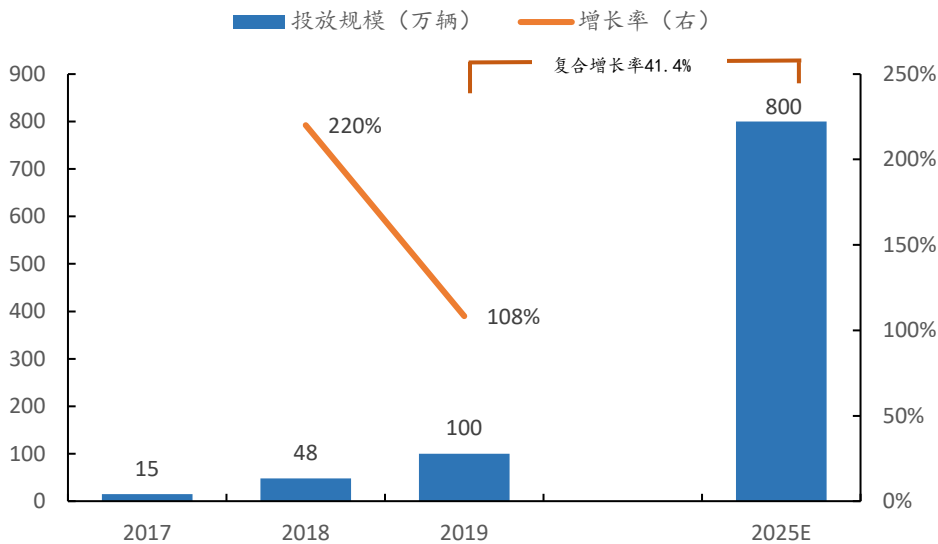
数据来源：自行车行业协会，东北证券

图 24：中国电动自行车产量



数据来源：自行车行业协会，东北证券

图 25：我国共享电单车市场规模

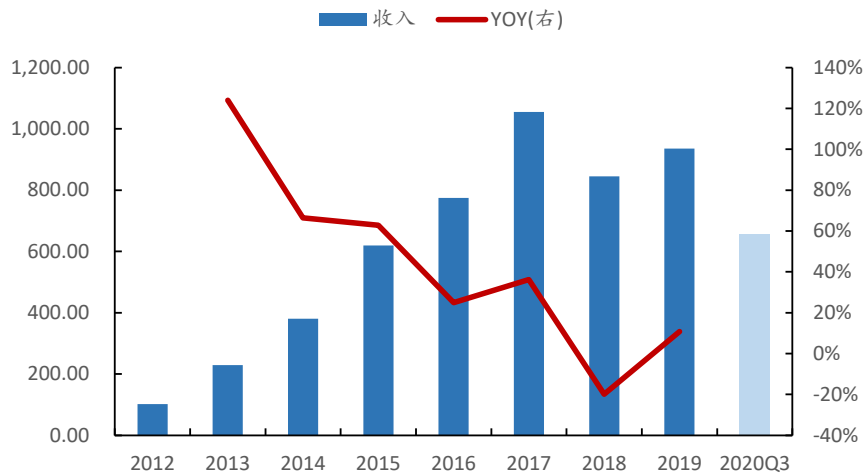


数据来源：艾媒数据中心，东北证券

3. 多视角分析对比，有桩出行盈利逻辑制胜

从 2014 年 ofo 成立开始，到 2017 年共享单车市场如火如荼，可以说是对公共出行市场带来较大冲击。然而我们看永安行从 2010 年成立，到 2017 年期间，收入一直保持稳步式增长（2017 年后随着覆盖城市接近上限，公司收入进入稳定期）。说明共享单车对市场的冲击并没有对永安行带来较大影响，永安行的盈利模式有着较大的竞争优势。我们尝试从行业竞争、产品定位、城市管理和微观经济学几个视角对永安行竞争优势进行分析。

图 26：永安行收入长期以来保持稳步式增长



数据来源：公司年报，东北证券

3.1. 从行业竞争角度

与共享单车市场相比，有桩公共自行车市场竞争激烈程度更小。由于有桩的公共自行车项目一般是政府主导，因此进入门槛较高。政府在选择合作商后，一般很少会再更换，因此具有较强的排他性。永安行在之所以可以在有桩公共自行车领域做到领域龙头，其有以下竞争优势：

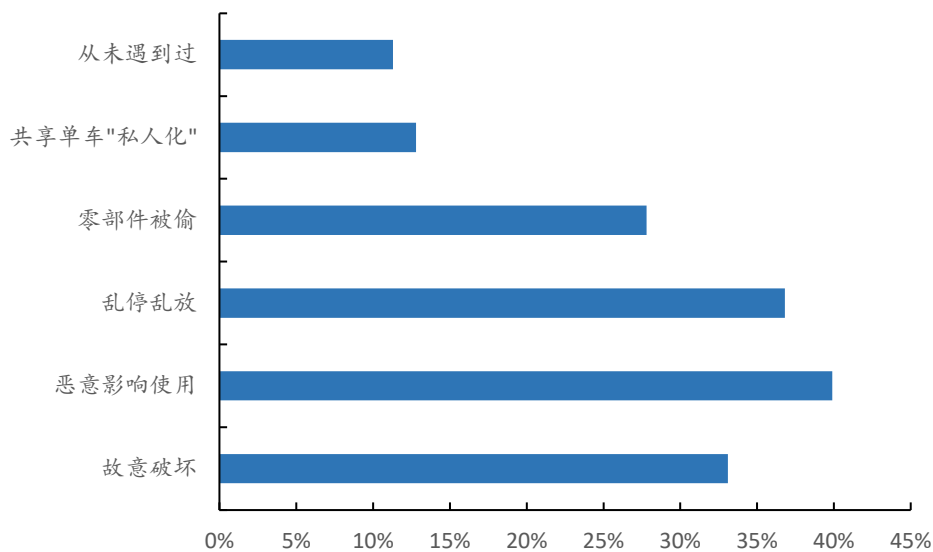
- **先发优势**：永安行进入公共自行车领域较早，从开始便以三四线城市作为主要市场，在互联网共享单车等尚未进入下沉市场时，永安行便已经开始进行全国性拓展。由于地方政府在已有公共自行车系统后便减少对其他形式共享单车的需求，因此后来者很难再进入；
- **经验优势**：永安行从 2010 年开始研发、销售和运营公共自行车系统，积累了较为丰富的产品研发经验、销售和系统运营经验；
- **客户优势**：永安行当前的主要客户是各地方政府，经过多年的合作，公司与全国 2 个城市建立良好的客户关系。

3.2. 从产品特点角度

永安行的产品以针对政府业务的有桩共自行车为主，并逐渐开拓 to C 的共享助力车（电动自行车）等业务。相比于互联网模式运营的共享单车，永安行的产品特点具有以下优势：

- **有桩有序，运营成本更低**：采用有桩模式维护人员只需要在固定站点进行维护工作操作即可，这大大降低运维人员的维护难度，相比于无桩共享单车维护成本更低；
- **定点停放，损失丢失率更低**：无桩共享单车面临的很大的问题是车辆的私藏、损坏丢失严重。

图 27：2017Q1 中国共享单车用户对共享单车破坏现象经历情况分布



数据来源：公开资料，中国产业信息，东北证券

3.3. 从城市管理角度

有桩有序投放方式符合城市管理理念。2017 年以来，政府加大对共享单车市场的管控力度。2017 年 5 月，交通运输部发布了《鼓励和规范互联网租赁自行车发展的指导意见（征求意见稿）》，下半年，超 20 家共享单车企业倒闭，行业进入加速洗牌期。2018-2019 年以来，政府继续加强管控的力度，停止大规模补贴，并且有 21 个城市暂停新车投放。政府政策趋紧的主要原因就是尤其是无桩共享单车出现了较为严重的违规停放、押金管理、质量下降等等问题。例如，常德市提出共享出行从粗放向精细管理。2019 年，常德市区范围内已投放了约 40000 辆，超出市城区容载量，导致共享单车乱停乱放现象突出，共享单车大量堆积严重挤占人行通道，违规占用盲道和机动车道，人为乱扔破坏城区绿化，盲目停放堵塞消防通道的问题屡禁不止，成为城市管理工作中的“牛皮癣”。

不管是政府主导的公共自行车还是市场簇拥的共享单车，本质的需求是解决大众的短距离出行问题，弥补已有公交系统的不足。而自行车的投放如果脱离了城市的需求客观事实，则会给城市管理带来较大的管理麻烦。由此可见市场和资本的商业逻辑与政府的理念有时是存在冲突的。市场商机无论多么巨大，符合城市治理理念并协同政府管理才能够可持续发展。而相比疯狂的互联网共享单车市场，永安行无疑是迎合城市管理者的发展理念的。

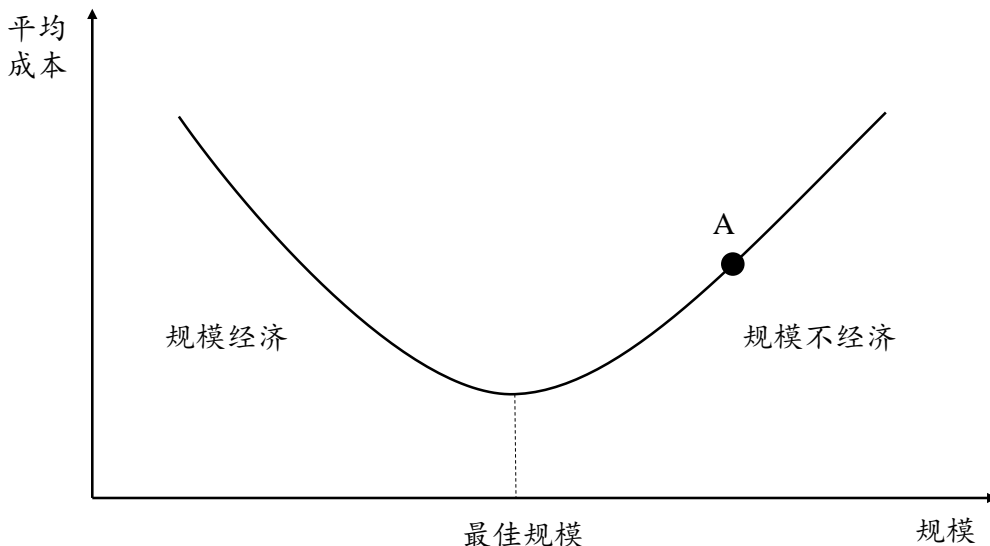
3.4. 从经济学角度

过度投放不仅给城市管理者带来管理困难，对投放企业来说也具有规模不经济性。无桩共享单车出现了在多个城市过度投放的问题，这背后反映的共享单车这一新型经济形态背后的寡头企业博弈。共享单车如同其他互联网平台，具有典型的头部效应。类似很多互联网企业的推广模式，前期为了抢占市场和流量不惜亏损，共享单车企业的发展也遵从了这种路径。对于共享单车企业来说，即使知道过度的投放是不经济的，也会继续投放。因为如果不继续投放，结果会是被其他企业挤出市场，面临的结果是前期投入无法收回。因此，在博弈之下，各家企业纷纷持续扩大规模，

以求占领绝对市场地位。企业的投放量将不得不从合理的投放区间推到不经济规模（如下图中 A 点）。

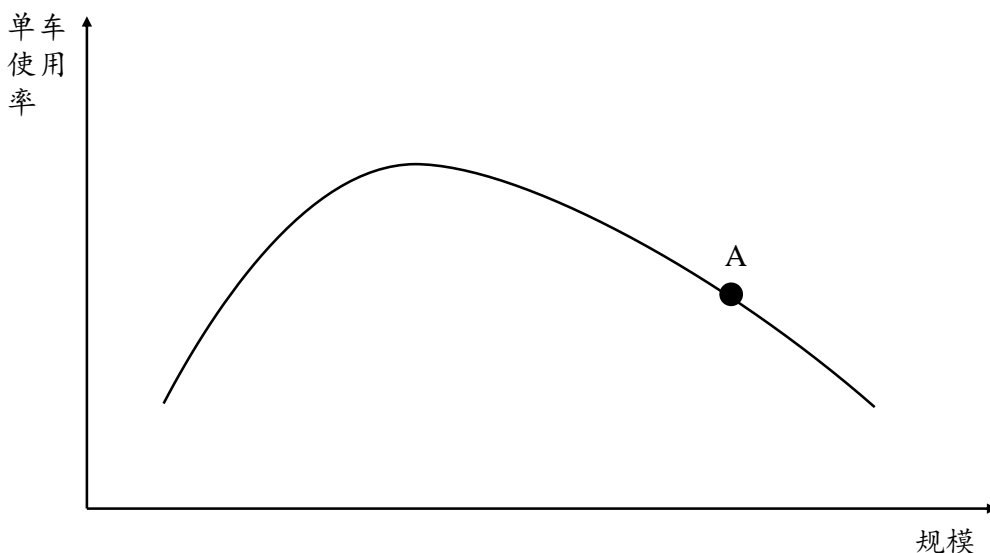
然而，当投放规模足够大之后，企业则面临新的窘境——运营成本更高，造成平均单辆车的总成本更高。另一方面，投放数量增加到一定程度后而总体需求固定，每家企业市场份额被稀释，造成平均单辆车的使用率降低，企业面临入不敷支的困境。

图 28：平均成本与投放规模的关系



数据来源：东北证券

图 29：单车使用率与投放规模的关系



数据来源：东北证券

在 2017 年以前，互联网共享单车企业可以收取押金，通过金融方式盈利。然而随着政府对共享单车乱象的整治，出台相关政策禁止共享单车企业收取押金，共享单车企业的盈利逻辑进一步断裂。相比之下，永安行一旦获得准入某个市场，便根据合理的投放规模进行投放，因此，其盈利逻辑得以成立。

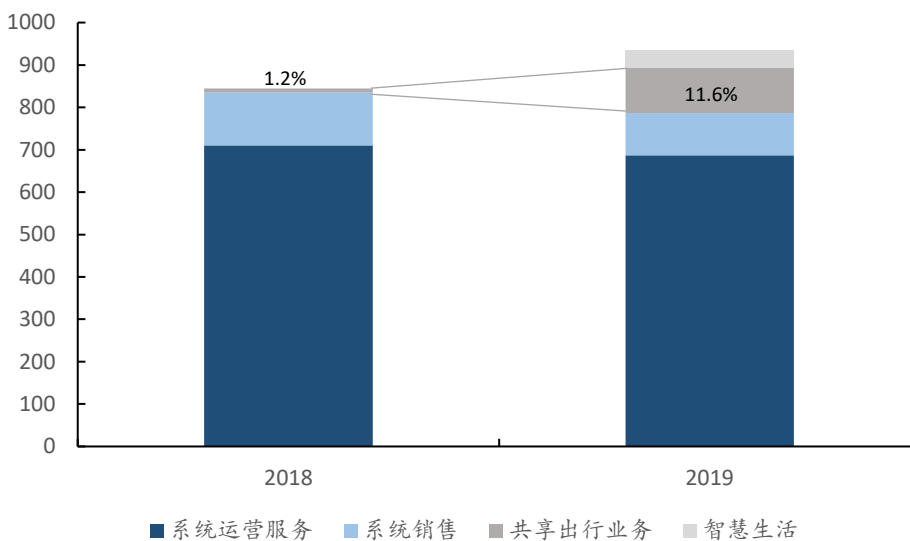
4. 技术创新为核，多点发力盈利增长可期

从后续来看，公司有三个方面的业务值得重点关注。第一是已经实现盈利的 to C 端共享出行业务，尤其是公共助力自行车业务，公司在全国运营的 120 多个城市基础和下沉市场对助力车的使用需求使得这部分盈利增长具有较大的确定性；第二是公司研发成功的氢燃料助力自行车，一方面可以首先投放到自运营的共享出行业务，在扩大共享助力车业务的同时，探索和培养氢燃料的使用生态，另一方面可以进军一二线城市及海外市场进行销售，氢能源政策的进一步利好使得这部分业务开拓空间巨大；第三个是公司的物联网存储芯片已经研发成功，物联网巨大的市场空间为公司盈利增长提供更大的可能，该部分业务尚处于起步阶段，产品竞争力等方面还有待进一步观察。

4.1. 公共助力自行车初见成效，未来规模持续扩大

经过两年市场验证，to C 端共享助力自行车能够带来较好盈利。随着全国覆盖城市达到瓶颈，to G 端业务收入趋于稳定，公司也从 2016 年就开始布局 to C 端业务。永安行 to C 端共享出行平台业务从 2018 年开启，收入增长迅速，业务规模从 2018 年的 0.1 亿元增加到 2019 年的 1.08 亿元，收入占比已经超过 to G 端系统销售业务。To C 端共享出行平台以公共自行车、公共助力自行车为主，以共享汽车和专车为辅。随着下沉市场对公共助力自行车需求的增长，公共助力自行车成为 to C 端出行业务的一大盈利增长点。

图 30：公司共享出行业务收入增长迅速（百万元）



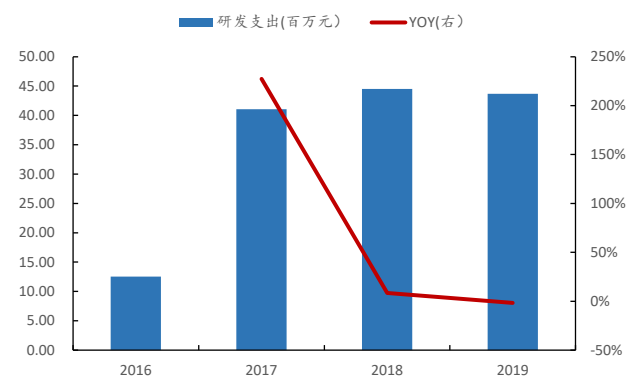
数据来源：公司年报，东北证券

依托于全国性覆盖城市，共享助力自行车投放将进一步加大。永安行的公共自行车系统覆盖全国近 300 个城市，其中有 120 多个城市公司独立运营公共自行车业务，这些平台业务的流量和线下站点及网格化管理的能力资源给公司 to C 端的新业务的开展带来了独特的优势。目前永安行已经在全国近 300 个城市中的 30 个开展 to C 的共享出行业务，自运营共享公共助力自行车已经初具规模，后续仍有较大的投放空间，共享助力自行车业务有望进一步扩大盈利。

4.2. 氢燃料助力车进入投产，共享模式加快推广速度

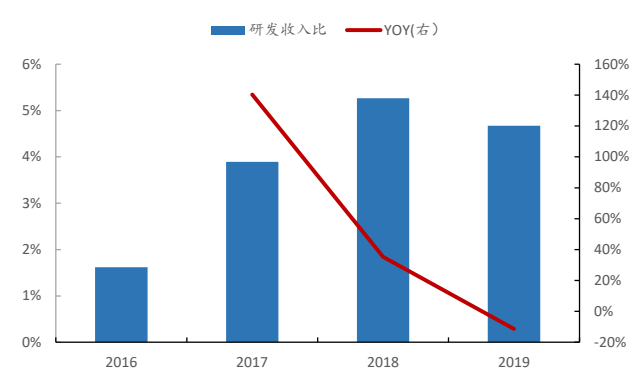
公司业务向宽度拓展的同时加强技术深度发展，已获高新技术企业认定。近年来，永安行对技术研发的投入一直维持较高水平，2017-2019 年三年期间年均研发投入金额为 4300 万元，研发支出占收入比为 5%。公司在技术研发投入上，主要包括两大块技术，一个是氢燃料助力自行车，第二个技术是物联网所依赖的存储芯片，目前两项技术均已研发成功。2020 上半年全球氢能产业发明专利排行榜，永安行科技股份有限公司成功入围 Top100 榜单。2021 年 3 月，公司收到了由江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、国家税务总局江苏省税务局联合颁发的高新技术企业证书。永安行自获得高新技术企业认定起三年内将享受国家关于高新技术企业的相关税收优惠政策，即按 15% 的税率缴纳企业所得税，这将进一步提升公司的盈利能力。

图 31：永安行近年研发投入



数据来源：公司年报，东北证券

图 32：永安行近年研发投入占收入比



数据来源：公司年报，东北证券

氢燃料助力车小批量投产，基于共享模式切入市场。2019 年，永安行推出全球首款共享型氢燃料助力自行车，申请获得包括氢燃料电池管理系统及其控制方法、氢能源助力车控制系统及其控制方法等四项燃料电池相关发明专利。

永安行氢燃料电动车续航总里程约 70 公里，最高时速 23 公里。氢燃料助力采用换氢技术，只需 1 分钟完成，在加氢中心也只需要 3 分钟加满氢气。相比于传统的电池电动自行车，氢燃料具有以下优点：

- 能源来源广泛：氢燃料电池的燃料氢气的主要获得方式是通过点解水产生，而水的来源广泛；
- 能量密度高：氢气燃烧的能量转换率较高，超过 80%，而普通燃烧能量转换率仅 30% 多，因此，氢燃料自行车续航总里程相比传统电动车更高，后续通过进一步的技术优化，航程有望达到 100 公里；
- 清洁环保：氢燃料燃烧后的生成物为水，对环境产生零污染；
- 换氢加氢速度快：换氢只需要 1 分钟即可完成，加氢也仅需要 3 分钟即可加满。

图 33：永安行氢燃料助力自行车



数据来源：东北证券

表 6：氢燃料助力自行车和锂电池助力自行车对比

	自行车重量	充电/换气时间	续航里程
氢燃料助力自行车	约 30 公斤	1 分钟	60-100 公里
锂电池助力自行车	约 30 公斤	2-3 小时	30-40 公里

数据来源：公开信息，东北证券

氢燃料助力自行车市场推广具有特殊性。虽然永安行推行的是全球首款共享性氢燃料自行车，但氢燃料自行车却诞生已久。例如，2007 年上海明珠氢动力源技术有限公司便生产出“氢燃料电池动力自行车 PHB”。法国 Pragma Industries 也推出过一款阿尔法氢燃料自行车，但由于成本及使用场景等方面问题，均未大批量生产和推广。我们认为，氢燃料助力自行车市场成熟并得以大面积推广需要具备以下条件：

- **储氢技术足够安全可靠：**无论是传统的锂电池还是氢燃料电池，在大面积推向市场时首先要保证产品的安全可靠。氢燃料的存储采用的是气体压缩成液体或固体的方式，对存储罐要求需要具备一定的承压能力，且保证在冲撞、高温等条件下安全性不会被降低；
- **制氢和储氢成本控制在合理水平：**目前市场上的氢燃料助力自行车没有大面积推广，很大的原因是售价较高，一方面是本身的制氢和储氢成本较高，另一方面是原因没有大规模生产下成本无法通过规模化降低；
- **形成城区范围内换氢/充氢站网络：**不同于电动自行车充电较为方便，氢燃料的换氢和充氢尚未形成基础设施网络，氢燃料助力车若要大面积推广使用需要首先解决换氢/充氢的便捷性问题；
- **消费者心理接纳：**对于新技术应用消费者从认识，到质疑，到接纳，再到形成使用习惯需要逐渐形成心理认同，也就是要从经济性、安全性、便捷性等方面让用户放心，这个也是产品从设计、小批量生产到投放市场并不断接受用户反馈后不断改进产品以满足消费者心理的过程。

永安行有桩共享模式优势大，有望促进氢燃料自行车大面积推向市场。我们认为永安行氢燃料助力自行车通过共享模式推向市场具有独创性和优势，同时对后续氢燃料自行车大范围推广市场也具有较大的铺垫作用：

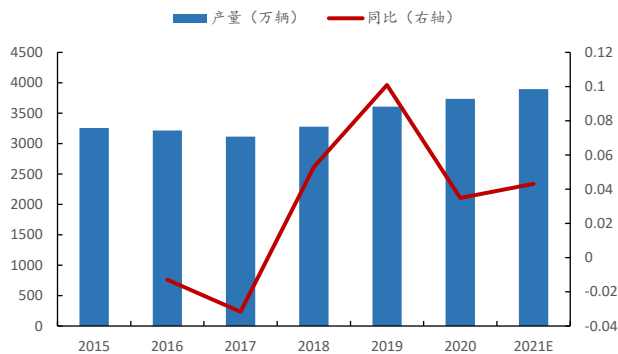
- 统一运营维护，更加保障安全可靠：除了对产品本身做好必要的安全性能测试之外，在氢燃料助力车投放市场初期，永安行共享助力车模式对车辆统一运营维护，以保障车辆使用的安全可靠；
- 存在市场基础，投放难度小：永安行在全国运营的城市已经形成了较为坚实的市场基础，无论是城市管理者还是消费者，对永安行公共自行车和公共助力自行车已经接纳，这极大得便于后续氢燃料自行车的投放；
- 基于已有的有桩网络建设换氢网络难度较小：相比于从无到有向政府申请用地建设换氢站，永安行在已建成的公共自行车停车桩位置建设换氢站相对更加容易可操作；
- 公共助力自行车的公共属性，有利于消费者接纳：有桩的公共自行车和公共助力自行车具有较大的政府主导属性，消费者在使用时容易产生价值认同；
- 具备规模化生产条件，可有效降低成本：永安行的公共出行业务的公共助力自行车具有较好的盈利能力，后续将氢燃料投放到公共出行业务中可以使盈利进一步扩大，从而可以支撑氢燃料自行车进行规模化生产和氢燃料换氢站的规模化建设。

综上分析，我们认为永安行氢燃料助力自行车通过共享的模式推向市场，一方面可以通过共享出行业务进行盈利来支撑规模化生产，另一方面可以在此过程中完善升级产品、建设氢燃料换氢网络、培育氢燃料助力自行车的使用生态，这将加快氢燃料自行车进一步向市场的大面积推广。

4.3. 氢燃料助力自行车销售，国内外市场前景广阔

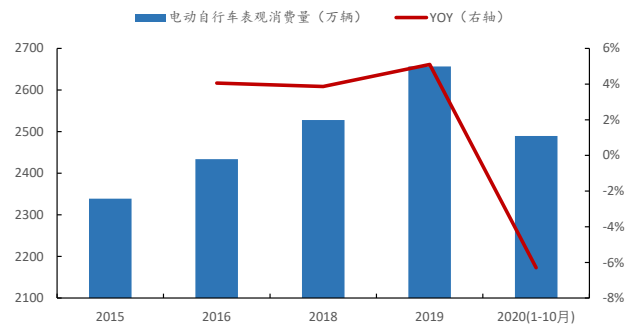
国内碳中和政策实施，氢燃料有望成能源消费新趋势。我国于2020年9月22日在联合国大会上提出，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现“碳中和”。碳中和政策的实施将进一步促进国内关于氢能源的消费，未来永安行氢燃料助力自行车有望在政策的东风下占领电动自行车市场份额。

图 34：中国电动自行车产量



数据来源：自行车行业协会，东北证券

图 35：中国电动自行车表现消费量



数据来源：自行车行业协会，东北证券

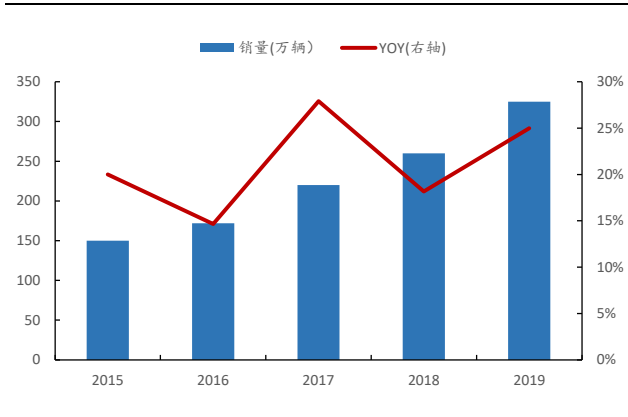
表 7：近年我国关于氢能发展政策

发布部门	发布时间	政策名称	具体内容
国务院新闻办公室	2021年1月4日	《新时代的中国能源发展》白皮书	加速发展绿氢制取、储运和应用等氢能产业链技术装备，促进氢能燃料电池技术链、氢燃料电池汽车产业链发展。支持能源各环节各场景储能应用，着力推进储能与可再生能源互补发展。
国家能源局	2019年5月	《2019年新能源汽车标准化工作要点》	氢燃料电池成为重点工作，对燃料电池汽车及加氢站技术领域标准提出了要求，完成燃料电池电动汽车定型实验规程标准的技术审查，加快车载氢系统、加氢口、加氢枪、加氢通信协议等标准的制修订
发改委	2020年3月11日	《关于加快建立绿色生产和消费法规政策体系的建议》	在9大方面提出了27项重点任务，其中包括“研究制定氢能、海洋等新能源发展的标准规范和支持政策”
财政部、工业和信息化部、科技部、发展改革委、国家能源局	2020年9月16日	《关于开展燃料电池汽车示范应用的通知》	探索有效的商业运营模式，不断提高经济性。要集中聚焦优势企业产品推广，逐步形成规模效应，降低燃料电池汽车成本。要为燃料电池汽车示范应用提供经济、安全稳定的氢源保障，探索发展绿氢，有效降低车用氢能成本。完善政策制度环境。要建立氢能及燃料电池核心技术研发、加氢站建设运营、燃料电池汽车示范应用等方面较完善的支持政策体系。要明确氢的能源定位，建立健全安全标准及监管模式，确保生产、运输、加注、使用安全，明确牵头部门，出台加氢站建设审批管理办法。

数据来源：东北证券

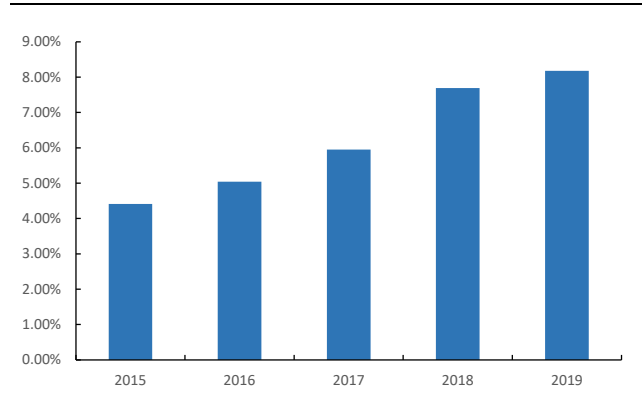
欧洲电动车市场需求逐年增加，永安行氢燃料助力自行车具有产品竞争优势。近年，为鼓励消费者绿色低碳出行，政府给予助力自行车购买消费补贴，欧洲市场对电动自行车的消费逐年增加。而欧洲市场的电动自行车售价普遍在 2000 欧元以上，根据公司指引，永安行氢燃料在欧洲区售价预计在 1500 欧左右，具有较强的市场竞争力。

图 36：欧洲电动自行车销量



数据来源：公开信息，东北证券

图 37：欧洲电动车占全球份额逐年递增



数据来源：公开信息，东北证券

表 8：德国主要电动自行车品牌及售价

制造商	品牌	售价 (欧元)
Derby	Kalkhoff	2100-5499
	Raleigh	1700-2700
	Haibike	2300-10000
Accell Group	Winora	2300-4800
	Ghost	2400-6300
Cycle Union	e-Bike Manufaktur	2450-5250
	Alu-Rex	600 左右
Trek	Diamant	2100-4500
Pending	Cube	1900-5900

数据来源：公开信息，东北证券

4.4. 销售模式优化，智慧生活业务有望快增长

智慧生活业务由 to C 销售模式转向市政服务合作模式，有望扩大收入规模。公司当前的智慧生活服务以向消费者销售的模式推广，2019 年智慧生活业务销售收入比例仅为总收入的 4%。随着我国老龄化比例逐渐提高，政府对居家养老服务的重视程度将逐渐提升。后续公司转变智慧生活服务产品的销售方式，将在公共自行车项目的基础上，与政府民政部门等开展合作，有望进一步提升该部分业务的收入规模。

4.5. 物联网存储芯片研发成功，积极探索第三成长曲线

物联网存储芯片业务布局未来，第三成长曲线已启动。为了提高产品技术核心竞争力，公司多年前已经在布局物联网芯片业务。公司全资子公司 Cayman 投资 220 万英镑收购英国 LoMaRe 公司 25% 股权，以发展存储芯片研究开发业务，新一代的物联网存储芯片于 2020 年底推出，新一代存储芯片具有速度快、耐高温、寿命长、

极低功耗、存储量大等特点。随着万物互联时代的到来，存储芯片应用前景广阔，芯片业务开启公司第三盈利曲线未来可期。

5. 风险提示

业务规模拓展不及预期，海外贸易摩擦

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	507	384	358	476
交易性金融资产	1,833	1,833	1,833	1,833
应收款项	653	634	792	998
存货	55	66	78	95
其他流动资产	108	131	143	168
流动资产合计	3,156	3,049	3,205	3,570
可供出售金融资产				
长期投资净额	9	9	9	9
固定资产	399	596	804	922
无形资产	55	55	55	55
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	808	998	1,190	1,295
资产总计	3,964	4,047	4,395	4,866
短期借款	110	0	0	0
应付款项	243	242	296	363
预收款项	59	60	73	92
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	696	599	730	897
长期借款	98	98	98	98
其他长期负债	463	463	463	463
长期负债合计	561	561	561	561
负债合计	1,256	1,160	1,291	1,458
归属于母公司股东权益合计	2,704	2,884	3,101	3,405
少数股东权益	4	3	3	3
负债和股东权益总计	3,964	4,047	4,395	4,866

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	936	965	1,176	1,486
营业成本	668	702	851	1,040
营业税金及附加	4	4	5	6
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	16	17	21	26
管理费用	31	32	39	50
财务费用	11	0	0	0
公允价值变动净收益	509	0	0	0
投资净收益	4	5	6	7
营业利润	658	225	255	357
营业外收支净额	-1	0	0	0
利润总额	657	225	255	357
所得税	157	45	38	54
净利润	500	180	217	303
归属于母公司净利润	501	181	217	303
少数股东损益	-1	-1	0	0

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	500	180	217	303
资产减值准备	28	0	0	0
折旧及摊销	201	103	193	281
公允价值变动损失	-509	0	0	0
财务费用	12	0	0	0
投资损失	-4	-5	-6	-7
运营资本变动	46	-2	-51	-81
其他	119	0	0	0
经营活动净现金流量	392	276	353	496
投资活动净现金流量	-495	-289	-379	-379
融资活动净现金流量	-75	-110	0	0
企业自由现金流	-136	-36	61	261

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益 (元)	2.67	0.96	1.16	1.62
每股净资产 (元)	14.41	15.38	16.53	18.15
每股经营性现金流量	2.09	1.47	1.88	2.64
成长性指标				
营业收入增长率	6.6%	3.2%	21.9%	26.3%
净利润增长率	306.1%	-63.9%	19.9%	39.9%
盈利能力指标				
毛利率	28.6%	27.3%	27.7%	30.0%
净利润率	53.5%	18.7%	18.4%	20.4%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	254.59	239.85	245.74	245.25
存货周转率 (次)	30.24	34.56	33.53	33.33
偿债能力指标				
资产负债率	31.7%	28.7%	29.4%	30.0%
流动比率	4.54	5.09	4.39	3.98
速动比率	4.44	4.94	4.25	3.84
费用率指标				
销售费用率	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用率	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
财务费用率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
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)	6.41	20.62	17.20	12.30
P/B (倍)	1.19	1.29	1.20	1.10
P/S (倍)	3.99	3.87	3.17	2.51
净资产收益率	18.5%	6.3%	7.0%	8.9%

资料来源：东北证券

分析师简介:

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。

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 729 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)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@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
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn