

业绩超预期, 持续关注网络货运平台协同发展

投资要点

- 业绩总结:** 传化智联 2021 年全年实现营业收入 353.9 亿元 (+64.6%), 实现归母净利润 22.5 亿元 (+47.9%), 实现扣非归母净利润 20.4 亿元 (60.5%), 业绩超预期 (此前我们对公司 2021 年的盈利预测为 16.5 亿元)。单看 21Q4, 公司实现营收 101.1 亿元 (+43.6%), 归母净利润 13.1 亿元 (+53.4%), 单季度实现扣非归母净利润 11.4 亿元 (+64.7%)。分季度看, 公司 Q1-Q4 收入增速分别为 99.1%、72.0%、62.5%、43.6%。分业务看, 2021 年物流相关业务营收 274.2 亿元 (+77.3%), 化学相关业务营业收入 79.7 亿元 (+32.2%)。
- 智能物流服务为核心, 平台模式深入制造业。** 公司围绕传化货运网建设, 形成整车、零担、以及云仓三大业务体系, 协同智能公路港业务以及金融业务, 完善智能物流服务, 2021 年公司智能物流服务全平台实现 GTV987.5 亿元, 经营性利润 5.0 亿元, 同比增长 145%。
- 完善布局网络货运平台服务, 业务经营成效显著。** 公司聚焦网络货运平台业务, 整合升级原网络货运服务及物流服务业务中的运输和仓储产品, 形成整车、零担、云仓三大业务体系。2021 年网络货运平台业务实现营业收入 172.1 亿元, 同比增长 154%, 毛利润 4.5 亿元, 毛利率 2.6%, 较 2020 年上升 0.1pp。分产品看, 整车服务交易额达 202.5 亿元, 实现主营收入 172.1 亿元, 同比增长 154.2%, 实现营业利润 4.7 亿元, 同比增长 163.7%; 零担服务于 2021 年 9 月上线, 上线以来累计实现交易额 2414.8 万元; 云仓服务方面提质增效显著, 全年营收 6.6 亿元, 同比增长 23%, 毛利率 5.4%。
- 公路港业务精耕细作, 经营业绩再创新高。** 2021 年公司持续深化公路港资产和资源运营, 全国公路港城市物流中心已布局公路港 70 个, 其中投入运营 58 个, 在建 12 个, 已获取土地权证面积 1598.4 万平方米, 经营面积 527 万平方米, 港内平台营业额实现 720.2 亿元, 同比增长 14.1%。全年智能公路港业务实现营业收入 13.5 亿元, 同比+27.5%, 毛利润 8.8 亿元, 毛利率 65.7%, 同比增长 3.2pp。在资产经营方面, 公司持续调优客户结构, 提升物业坪效, 盘活存量资源, 整体物业产品租赁价格、出租率较同期均实现增长, 整体出租率 90%, 同比增长 2pp; 公路港入驻企业达 10791 家; 全年车流量达到 4818 万辆, 同比增长 16.8%。
- 盈利预测与投资建议。** 我们认为公司未来继续发挥公路港及网络货运平台线上线下联动, 持续提升公路港物业坪效, 提升整车、零担及云仓业务的服务效率。预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 406.8、446.1、472.8 亿元, EPS 分别为 0.74、0.75 和 0.76 元, 对应 PE 为 8X, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 公路港建设及投产不及预期, 政策补贴不及预期, 宏观经济不及预期。

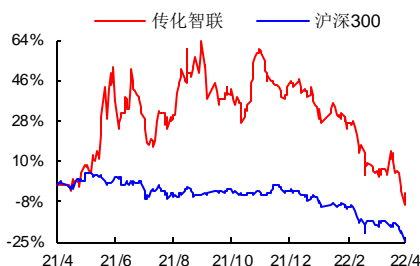
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	35511.76	40676.89	44608.71	47282.15
增长率	64.10%	14.54%	9.67%	5.99%
归属母公司净利润(百万元)	2249.44	2268.47	2306.02	2344.72
增长率	47.87%	0.85%	1.66%	1.68%
每股收益 EPS(元)	0.73	0.74	0.75	0.76
净资产收益率 ROE	12.70%	11.69%	0.85%	10.14%
PE	8	8	8	8
PB	1.06	0.97	0.88	0.81

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林
执业证号: S1250518110001
电话: 13916801840
邮箱: chzhl@swsc.com.cn
联系人: 乐臻
电话: 18280227875
邮箱: lec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	30.71
流通 A 股(亿股)	29.57
52 周内股价区间(元)	5.47-9.9
总市值(亿元)	178.14
总资产(亿元)	382.73
每股净资产(元)	5.03

相关研究

1. 传化智联(002010): 战略聚焦, 深耕公路物流 (2021-12-01)

关键假设:

假设 1: 智能公路港业务坪效提升, 资源管理及资产运营效率提升下, 单位坪效提升带来 2022-2024 年收入增速分别为 25%、10%、7%, 预计毛利率均为 66%。

假设 2: 关于网络货运平台业务, 在公路港以及业务拓展带来的流量提升下, 由于 2021 年存在高基数, 预计 2022-2024 年该业务营收增速分别为 10%、8%、5%, 毛利率 3%、2%、2%。

假设 3: 物流供应链业务由于结构性调优, 营收呈现逐年下降趋势, 整体看毛利率较稳定, 2022-2024 年收入增速分别为 -15%、-10%、-10%, 预计毛利率分别为 3.1%、3%、3%。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

	百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
物流供应链业务	收入	1572	1337	1203	1083
	增速	-30.3%	-15.0%	-10.0%	-10.0%
	成本	1524	1295	1167	1050
	毛利率	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%
智能公路港业务	收入	1345	1681	1849	1979
	增速	27.5%	25.0%	10.0%	7.0%
	成本	462	572	629	673
	毛利率	65.7%	66.0%	66.0%	66.0%
网络货运平台业务	收入	17205	18925	20439	21461
	增速	154.2%	10.0%	8.0%	5.0%
	成本	16759	18358	20031	21032
	毛利率	2.6%	3.0%	2.0%	2.0%
其他物流业务	收入	7421	8535	9388	9858
	增速	34.1%	15.0%	10.0%	5.0%
	成本	6882	7914	8706	9168
	毛利率	7.3%	7.3%	7.3%	7.0%
化学业务	收入	7968	10199	11729	12902
	增速	32.2%	28.0%	15.0%	10.0%
	成本	6272	8027	9383	10321
	毛利率	21.3%	21.3%	20.0%	20.0%
合计	收入	35512	40677	44609	47282
	增速	63.5%	14.5%	9.7%	6.0%
	成本	31898	36165	39915	42244
	毛利率	10.2%	11.1%	10.5%	10.7%

数据来源: 公司年报, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	35511.76	40676.89	44608.71	47282.15	净利润	2282.21	2268.47	2306.02	2344.72
营业成本	31897.89	36165.44	39915.22	42244.07	折旧与摊销	402.55	189.50	189.50	189.50
营业税金及附加	341.60	350.07	396.45	421.55	财务费用	458.57	521.98	495.42	466.18
销售费用	744.62	406.77	446.09	567.39	资产减值损失	-26.15	0.00	0.00	0.00
管理费用	972.02	610.15	669.13	851.08	经营营运资本变动	-891.09	-2266.15	-716.81	-229.50
财务费用	458.57	521.98	495.42	466.18	其他	-899.44	-205.74	-223.48	-217.50
资产减值损失	-26.15	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1326.65	508.06	2050.64	2553.40
投资收益	156.55	0.00	0.00	0.00	资本支出	1612.72	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	203.43	215.79	221.73	216.70	其他	-3725.45	3325.28	-208.83	24.63
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2112.73	3325.28	-208.83	24.63
营业利润	2929.28	2838.26	2908.14	2948.59	短期借款	1909.45	-1667.07	-499.52	-1383.31
其他非经营损益	-8.64	-13.16	-10.34	-11.00	长期借款	273.61	0.00	0.00	0.00
利润总额	2920.64	2825.10	2897.80	2937.59	股权融资	217.05	0.00	0.00	0.00
所得税	638.43	556.63	591.78	592.87	支付股利	0.00	-449.89	-453.69	-461.20
净利润	2282.21	2268.47	2306.02	2344.72	其他	-1233.49	-3434.16	-495.42	-466.18
少数股东损益	32.78	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1166.62	-5551.12	-1448.63	-2310.69
归属母公司股东净利润	2249.44	2268.47	2306.02	2344.72	现金流量净额	373.30	-1717.78	393.18	267.34
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5785.47	4067.69	4460.87	4728.21	成长能力				
应收和预付款项	5074.25	6412.77	7185.21	7414.20	销售收入增长率	64.10%	14.54%	9.67%	5.99%
存货	2664.24	2975.10	3281.92	3483.96	营业利润增长率	56.08%	-3.11%	2.46%	1.39%
其他流动资产	3137.85	1368.93	1501.25	1591.22	净利润增长率	44.13%	-0.60%	1.66%	1.68%
长期股权投资	685.15	685.15	685.15	685.15	EBITDA 增长率	39.76%	-6.35%	1.22%	0.31%
投资性房地产	15910.14	13280.59	13711.14	13903.21	获利能力				
固定资产和在建工程	2527.72	2461.43	2395.14	2328.86	毛利率	10.18%	11.09%	10.52%	10.66%
无形资产和开发支出	1454.89	1348.04	1241.18	1134.32	三费率	6.13%	3.78%	3.61%	3.99%
其他非流动资产	3650.62	3634.27	3617.92	3601.56	净利率	6.43%	5.58%	5.17%	4.96%
资产总计	40890.33	36233.97	38079.78	38870.70	ROE	12.70%	11.69%	10.85%	10.14%
短期借款	6174.71	4507.64	4008.12	2624.81	ROA	5.58%	6.26%	6.06%	6.03%
应付和预收款项	3915.37	4331.96	4815.25	5099.92	ROIC	28.67%	24.40%	21.12%	20.25%
长期借款	5886.36	5886.36	5886.36	5886.36	EBITDA/销售收入	10.67%	8.73%	8.05%	7.62%
其他负债	6949.82	2109.63	2119.36	2125.39	营运能力				
负债合计	22926.27	16835.60	16829.09	15736.48	总资产周转率	0.94	1.05	1.20	1.23
股本	3071.46	3071.46	3071.46	3071.46	固定资产周转率	22.82	28.25	32.47	36.17
资本公积	6477.41	6477.41	6477.41	6477.41	应收账款周转率	28.84	23.57	21.04	21.47
留存收益	7211.42	9030.00	10882.32	12765.85	存货周转率	15.30	12.80	12.72	12.46
归属母公司股东权益	16883.46	18317.77	20170.09	22053.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.23%	—	—	—
少数股东权益	1080.60	1080.60	1080.60	1080.60	资本结构				
股东权益合计	17964.06	19398.37	21250.69	23134.22	资产负债率	56.07%	46.46%	44.19%	40.48%
负债和股东权益合计	40890.33	36233.97	38079.78	38870.70	带息债务/总负债	52.61%	61.74%	58.79%	54.09%
					流动比率	1.11	1.66	1.84	2.20
					速动比率	0.93	1.33	1.47	1.75
					股利支付率	0.00%	19.83%	19.67%	19.67%
					每股指标				
					每股收益	0.73	0.74	0.75	0.76
					每股净资产	5.50	5.96	6.57	7.18
					每股经营现金	0.43	0.17	0.67	0.83
					每股股利	0.00	0.15	0.15	0.15
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	3790.40	3549.74	3593.05	3604.27					
PE	7.92	7.85	7.73	7.60					
PB	1.06	0.97	0.88	0.81					
PS	0.50	0.44	0.40	0.38					
EV/EBITDA	-6.49	-5.41	-5.95	-6.55					
股息率	0.00%	2.53%	2.55%	2.59%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn