

传化智联(002010)跟踪分析报告

华创交运“2022变局之年系列”重点标的之传化智联：线下提供安全边际，线上具备超预期潜力

- **股价回顾：**传化智联2021年全年涨幅87%，跑赢沪深300指数92个百分点，2020-21年累计涨幅28%，跑赢沪深300指数7个百分点。
- **展望2022：**看好公司公路港转型夯实线下业务底盘，网络货运平台带来线上业务超预期增长可能性。
- **核心看点1：**线下公路港布局具备先发优势，从孵化到逐步成熟，进入业绩释放期。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)公司公路港业务从孵化到成熟，由物业经营转向物流运营，开始释放业绩弹性：公司通过公路港改建、港内客户结构优化等方式不断提升运营能力，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。
- **核心看点2：**线上平台，“互联网+物流”的新探索，有望带来超预期增长。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，收入比重由2019年的3%快速提升至21H1的45%。21年上半年，网络货运收入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。3)我们预计2021年网络货运平台业务GMV或接近200亿，而若业务开展顺利，2022年有望达到接近300亿的体量。
- **核心看点3：**线上线下联动，发挥协同，更好服务中国智造。1)公司优化产品结构，以期物流、制造企业更好降本增效。公司已经推出陆运通、融易运、大票零担数字平台三个数字化产品，以期通过线上平台覆盖整车和零担万亿级别市场。2)线上与线下联动，发挥协同效应。线上平台赋能线下公路港，通过赋能港内外客户实现线上化、可视化与数字化交易，逐步形成全国化网络，通过各地城配企业合作强化落地配能力，打通运输链条，提升运营效率。线下资源反哺线上平台，随着各个重要节点公路港业务的成熟，货源的不断充沛可以反哺线上平台，扩大其应用市场和影响力。3)公司持续聚焦深耕快消、化工、车后、科技四大行业，通过整合线下仓储资源与线上运力资源，实现端到端的供应链物流方案解决能力。
- **投资建议：**1) **盈利预测：**我们维持盈利预测，即预计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14、13、11倍。2) **投资建议：**维持此前报告分部估值方式，即将网络货运平台、传统物流业务以及化学业务根据各自属性给予不同PE估值，合计对应一年期目标市值329亿元，目标价10.71元，预期较现价有23%增长空间，维持“推荐”评级。**注：**根据公司此前业绩承诺的相关公告，依据我们最新盈利预测，我们预计在2021年年报披露后，传化集团在2022年仍有可能需要回购注销对应的股份数量，以作为业绩承诺补偿。如此，则公司对应2022年PE将低于13倍，在物流行业中处于偏低的水平，具备安全边际。
- **风险提示：**疫情冲击超预期，经济大幅下滑，人民币大幅贬值。

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	1,863	2,092	2,484
同比增速(%)	-5.1%	22.5%	12.3%	18.8%
每股盈利(元)	0.46	0.61	0.68	0.81
市盈率(倍)	19	14	13	11
市净率(倍)	2	2	2	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2021年12月31日收盘价

推荐(维持)

目标价：10.71元

当前价：8.7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

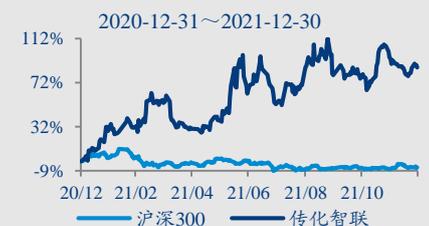
联系人：周儒飞

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)	295,747
总市值(亿元)	266.3
流通市值(亿元)	256.41
资产负债率(%)	56.7
每股净资产(元)	5.0
12个月内最高/最低价	10.16/4.62

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

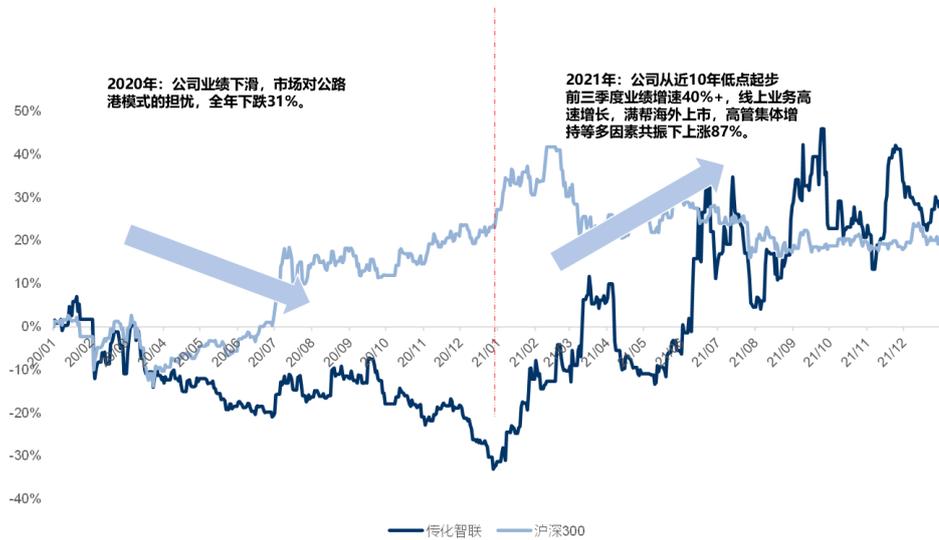
《传化智联(002010)深度研究报告：公路港-网络货运-制造业供应链，联动线上线下，服务中国智造——大物流时代系列研究(八)》

2021-11-15

股价回顾: 传化智联 2021 年全年涨幅 87%，跑赢沪深 300 指数 92 个百分点，2020-21 年累计涨幅 28%，跑赢沪深 300 指数 7 个百分点。

2021 年: 公司从近 10 年低点起步，前三季度业绩增速 40%+，线上业务高速增长，满帮海外上市，高管集体增持等多因素共振下全年上涨 87%。

图表 1 传化智联 2021 年走势



资料来源: Wind、华创证券

图表 2 公司主要财务数据

亿元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q1-Q3
营业收入	35.54	51.57	57.46	70.40	70.77	88.71	93.38	252.86
同比	-25%	10%	1%	41%	99%	72%	63%	75%
营业成本	30.71	45.35	49.86	62.37	63.45	79.61	84.84	227.90
同比	-27%	18%	-1%	41%	107%	76%	70%	81%
毛利	4.83	6.22	7.60	8.03	7.32	9.10	8.54	24.96
毛利率	13.6%	12.1%	13.2%	11.4%	10.3%	10.3%	9.1%	9.9%
期间费用率	13.3%	10.1%	10.4%	7.9%	8.0%	6.9%	7.0%	7.2%
其他收益	0.51	2.71	1.66	3.05	1.32	2.56	3.72	7.60
同比	-81%	-25%	186%	-64%	159%	-6%	124%	56%
归母净利润	0.15	4.69	1.81	8.56	1.40	4.07	3.90	9.36
同比	-91%	2%	-13%	10%	833%	-13%	115%	41%
扣非净利	0.03	4.40	1.32	6.94	1.31	3.89	3.73	8.93
同比	-98%	86%	358%	14%	4460%	-12%	183%	55%

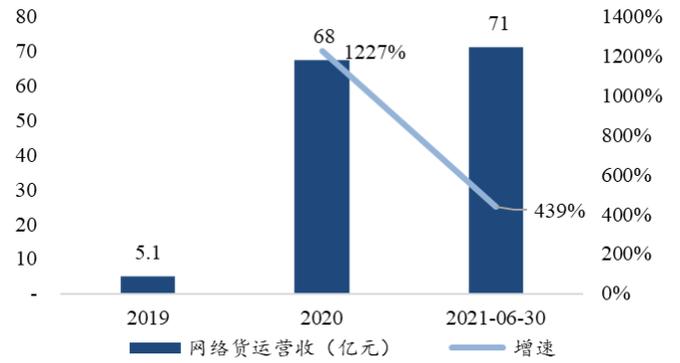
资料来源: 华创证券

图表 3 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 4 公司网络货运业务营收与增速



资料来源：公司公告，华创证券

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	4,909	5,410	6,847
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	6,128	7,830	8,338
流动资产合计	13,481	16,375	20,541	24,183
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	39,932	46,117	52,070
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	1,097	1,390	1,538
流动负债合计	10,009	13,120	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	22,910	27,309	31,123
归属母公司所有者权益	15,019	15,819	17,520	19,557
少数股东权益	1,126	1,203	1,288	1,390
所有者权益合计	16,145	17,022	18,808	20,947
负债和股东权益	34,662	39,932	46,117	52,070

现金流量表

单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,180	1,083	41	2,046
现金收益	2,419	2,698	2,959	3,378
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	-1,130	-2,418	-743
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	1,153	2,705	1,962
借款增加	4,540	2,140	2,140	2,140
股利及利息支付	-953	-843	-896	-980
股东融资	116	0	0	0
其他影响	-2,226	-144	1,461	802

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	160	147	132
投资收益	757	419	570	495
其他收益	793	1,000	1,090	1,177
营业利润	1,877	2,291	2,573	3,055
营业外收入	10	10	10	11
营业外支出	16	9	9	9
利润总额	1,871	2,292	2,574	3,057
所得税	288	353	396	471
净利润	1,583	1,939	2,178	2,586
少数股东损益	62	76	86	102
归属母公司净利润	1,521	1,863	2,092	2,484
NOPLAT	1,912	2,275	2,503	2,916
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%	19.0%	10.0%	16.5%
归母净利润增长率	-5.1%	22.5%	12.3%	18.8%
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%	15.4%	14.4%	14.7%
偿债能力				
资产负债率	53.4%	57.4%	59.2%	59.8%
债务权益比	85.9%	94.0%	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	0.35	0.01	0.67
每股净资产	4.89	5.15	5.70	6.37
估值比率				
P/E	19	14	13	11
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	21	18	17	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	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@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	高级销售经理	0755-82756805	baoqingqing@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	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
邓洁	销售经理	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
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	李凯	资深销售经理	021-20572554	likai@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	柯任	高级销售经理	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
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	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