天风证券 TF SECURITIES

海晨股份（300873）

证券研究报告
2022 年 12 月 30 日

青黄相交，期待第二成长曲线

电子信息业务在周期低谷

海晨股份为制造业企业提供 ToB 的一体化供应链物流综合解决方案及运营服务。公司业务增长，主要来自客户自身发展、在客户的业务份额提升和新客户开拓。解决方案的定制化特征，决定了后两者较为缓慢，前者成为影响公司短期业绩的主要因素。2022 年上半年，海晨股份 80%以上的收入来自电子信息行业。而 2021 年以来，电脑、手机等产量增速大幅下降，导致海晨股份的相关业务增速也随之下降，2022 年进入低谷期。未来随着经济复苏，3C 电子产品销量有望回升，带动海晨股份电子信息行业的业务增速回升。

新能源汽车业务快速增长

海晨股份的新能源汽车供应链物流业务主要服务理想汽车。2020 年以来，理想汽车销量大幅增长，海晨股份的新能源汽车业务收入随之高增长。而且“海晨股份新能源汽车行业收入/理想汽车营业成本”上升，意味着海晨股份为理想汽车提供更多的服务，在理想汽车的业务份额上升。2019 年以来，新能源汽车业务收入，在海晨股份总收入中的占比大幅上升，2022 年上半年已经达到 12%。随着新能源汽车销量的持续增长，新能源汽车业务有望带动海晨股份迎来第二成长曲线。

新产能爬坡，利润率有望回升

2022 年上半年，海晨股份的吴江新建自动化仓库、合肥 SMT 自动仓扩建项目、合肥 N2 自动仓改建项目均正式投入使用。2022 年 8 月，联想南方制造基地开始试生产，处于产能逐渐提升的过程中，海晨股份新租赁了大量仓库、投入大量人力为之服务。海晨股份对深圳光明、东莞南城的仓库进行自动化、数字化的改造，已经有部分设备开始进场安排。新项目产能释放往往需要一定的周期，影响短期毛利率。未来随着新项目产能进一步释放，相关设备、仓库、人力的利用率提升，毛利率有望回升。

上调盈利预测

考虑到新能源汽车业务快速增长，2022 年上半年汇兑收益 2846 万元，上调 2022-24 年预测归母净利润至 4.04、4.87、6.27 亿元（原预测 3.17、4.35、5.43 亿元）。当前股价对应 2023 年天风交运预期 PE 为 13 倍，处于历史低位，维持“买入”评级。

风险提示：3C 电子产品销量继续下滑，新能源汽车销量增速下滑，疫情影响运营效率，新增产量利用率不及预期

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,073.90	1,467.62	1,904.35	2,486.04	3,224.11
增长率(%)	16.68	36.66	29.76	30.55	29.69
EBITDA(百万元)	272.19	350.98	446.90	566.05	747.79
归属母公司净利润(百万元)	194.76	309.30	403.72	487.43	627.41
增长率(%)	51.65	58.81	30.53	20.74	28.72
EPS(元/股)	0.84	1.34	1.75	2.11	2.72
市盈率(P/E)	32.05	20.18	15.46	12.81	9.95
市净率(P/B)	3.54	3.05	2.61	2.24	1.90
市销率(P/S)	5.81	4.25	3.28	2.51	1.94
EV/EBITDA	16.15	14.44	10.10	7.36	5.02

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/物流
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	27.07 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	230.60
流通 A 股股本(百万股)	107.49
A 股总市值(百万元)	6,242.39
流通 A 股市值(百万元)	2,909.85
每股净资产(元)	10.73
资产负债率(%)	26.58
一年内最高/最低(元)	56.25/20.24

作者

陈金海 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

股价走势

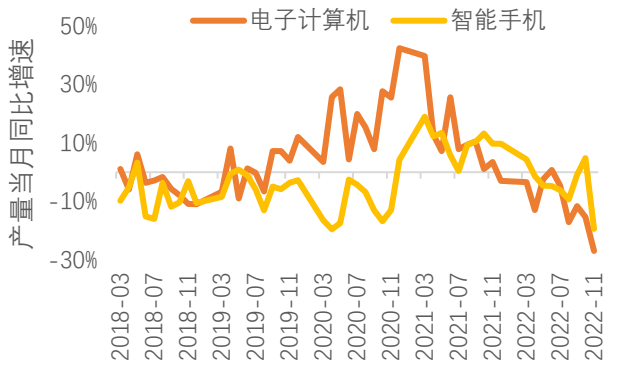
资料来源：聚源数据

相关报告

1 《海晨股份-季报点评:业绩持续增长，回购彰显信心》 2022-05-03
2 《海晨股份-季报点评:三季报表现亮眼，新能源车业务步入快速发展阶段》 2021-10-22
3 《海晨股份-半年报点评:业务多点开花，持续高增可期》 2021-07-28

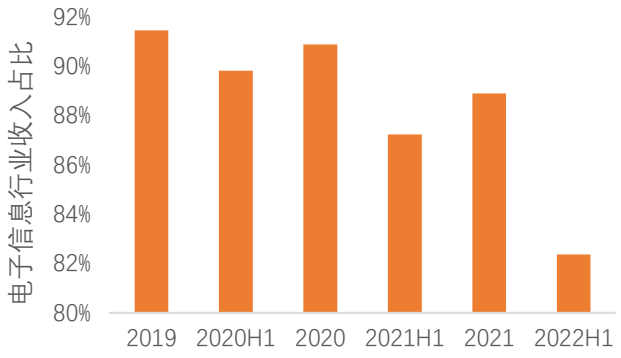
附录

图 1：2021 年以来中国电子计算机和智能手机产量增速下滑



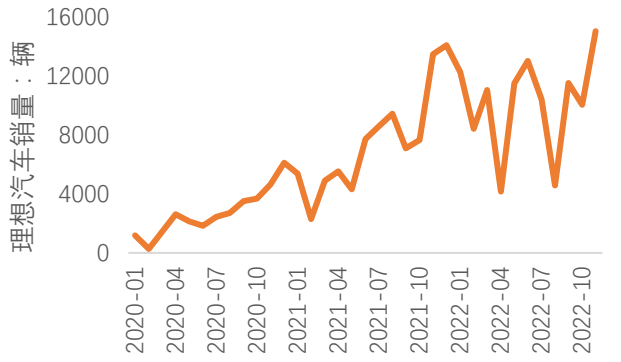
资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

图 2：海晨股份的电子信息行业收入占比在 80%以上



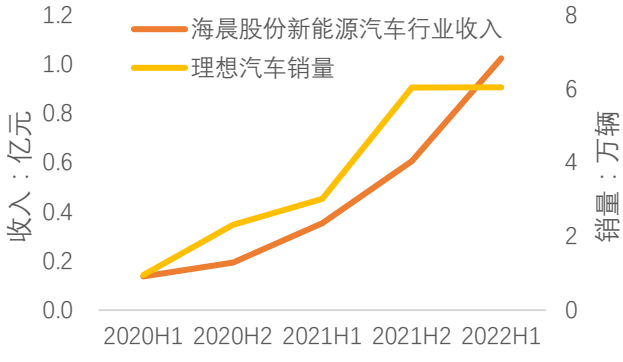
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2020 年以来，理想汽车的销量大幅增长



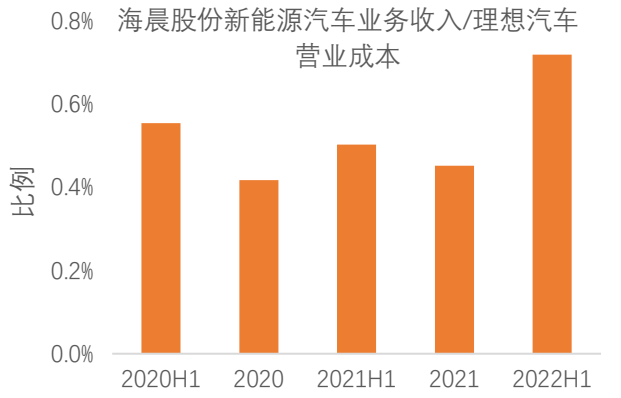
资料来源：Wind，乘联会，天风证券研究所

图 4：海晨股份的新能源汽车业务收入，随理想汽车销量增长



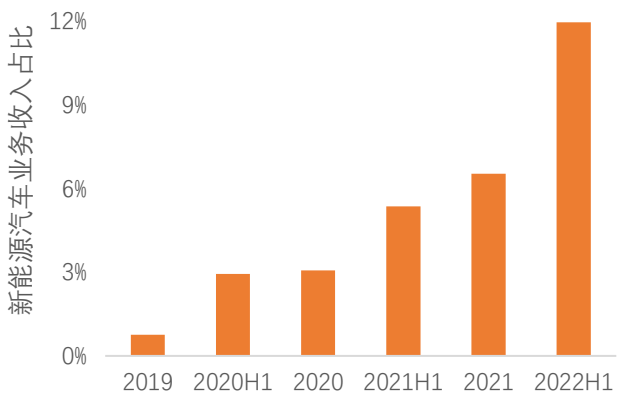
资料来源：Wind，乘联会，天风证券研究所

图 5：海晨股份在理想汽车的业务份额上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：海晨股份的新能源汽车业务收入占比快速上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	448.72	729.91	991.42	1,337.77	1,748.63
应收票据及应收账款	276.64	364.27	482.11	622.80	810.14
预付账款	1.06	1.13	1.76	1.96	2.83
存货	23.03	8.16	33.00	19.90	48.25
其他	895.66	801.15	813.14	830.59	853.79
流动资产合计	**1,645.10**	**1,904.62**	**2,321.42**	**2,813.03**	**3,463.63**
长期股权投资	3.62	5.18	5.18	5.18	5.18
固定资产	268.61	348.74	459.89	472.75	486.18
在建工程	57.90	79.23	12.92	21.46	25.73
无形资产	108.58	116.86	117.92	118.82	119.54
其他	56.97	117.71	131.36	161.36	191.36
非流动资产合计	**495.68**	**667.72**	**727.27**	**779.57**	**827.99**
资产总计	**2,140.79**	**2,572.35**	**3,048.69**	**3,592.60**	**4,291.62**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	207.12	285.91	364.65	471.45	605.60
其他	50.84	107.52	144.74	177.05	219.84
流动负债合计	**257.95**	**393.43**	**509.38**	**648.50**	**825.44**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	38.33	40.19	45.00	50.00	55.00
非流动负债合计	**38.33**	**40.19**	**45.00**	**50.00**	**55.00**
负债合计	**301.12**	**433.81**	**554.38**	**698.50**	**880.44**
少数股东权益	75.66	91.14	101.13	113.19	128.72
股本	133.33	133.33	230.60	230.60	230.60
资本公积	1,083.12	1,083.12	1,003.12	1,003.12	1,003.12
留存收益	548.76	836.57	1,159.55	1,549.49	2,051.42
其他	(1.21)	(5.63)	(0.08)	(2.31)	(2.67)
股东权益合计	**1,839.66**	**2,138.53**	**2,494.31**	**2,894.10**	**3,411.18**
负债和股东权益总计	**2,140.79**	**2,572.35**	**3,048.69**	**3,592.60**	**4,291.62**

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	**1,073.90**	**1,467.62**	**1,904.35**	**2,486.04**	**3,224.11**
营业成本	736.10	1,044.27	1,377.93	1,770.91	2,281.26
营业税金及附加	6.27	6.94	7.24	7.96	8.71
销售费用	27.69	38.17	41.90	47.23	54.81
管理费用	68.54	85.73	100.93	124.30	154.76
研发费用	13.84	19.96	28.57	37.29	48.36
财务费用	17.76	6.94	(1.89)	(4.29)	(7.31)
资产/信用减值损失	0.25	(3.10)	(3.50)	(4.00)	(4.50)
公允价值变动收益	2.62	3.50	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.86	28.85	60.00	25.00	25.00
其他	(43.78)	(143.50)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营业利润	**236.76**	**379.83**	**506.18**	**623.64**	**804.02**
营业外收入	14.44	6.77	7.00	7.00	7.00
营业外支出	6.37	5.28	2.50	2.50	2.50
利润总额	**244.83**	**381.32**	**510.68**	**628.14**	**808.52**
所得税	42.27	58.86	94.48	125.63	161.70
净利润	**202.55**	**322.45**	**416.20**	**502.51**	**646.82**
少数股东损益	7.80	13.16	12.49	15.08	19.40
归属于母公司净利润	**194.76**	**309.30**	**403.72**	**487.43**	**627.41**
每股收益（元）	0.84	1.34	1.75	2.11	2.72

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	16.68%	36.66%	29.76%	30.55%	29.69%
营业利润	46.16%	60.43%	33.27%	23.20%	28.92%
归属于母公司净利润	51.65%	58.81%	30.53%	20.74%	28.72%
获利能力					
毛利率	31.46%	28.85%	27.64%	28.77%	29.24%
净利率	18.14%	21.07%	21.20%	19.61%	19.46%
ROE	11.04%	15.11%	16.87%	17.53%	19.11%
ROIC	49.64%	69.49%	72.16%	74.39%	90.48%
偿债能力					
资产负债率	14.07%	16.86%	18.18%	19.44%	20.52%
净负债率	-24.37%	-32.53%	-37.74%	-43.98%	-48.92%
流动比率	6.26	4.84	4.56	4.34	4.20
速动比率	6.17	4.82	4.49	4.31	4.14
营运能力					
应收账款周转率	4.36	4.58	4.50	4.50	4.50
存货周转率	86.21	94.09	92.52	93.98	94.62
总资产周转率	0.69	0.62	0.68	0.75	0.82
每股指标（元）					
每股收益	0.84	1.34	1.75	2.11	2.72
每股经营现金流	0.88	1.59	1.58	2.04	2.42
每股净资产	7.65	8.88	10.38	12.06	14.23
估值比率					
市盈率	32.05	20.18	15.46	12.81	9.95
市净率	3.54	3.05	2.61	2.24	1.90
EV/EBITDA	16.15	14.44	10.10	7.36	5.02
EV/EBIT	17.88	15.60	11.07	7.96	5.36

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	202.55	322.45	403.72	487.43	627.41
折旧摊销	29.12	33.31	39.10	42.70	46.58
财务费用	20.79	10.97	(1.89)	(4.29)	(7.31)
投资损失	(7.86)	(28.85)	(25.00)	(25.00)	(25.00)
营运资金变动	(55.83)	(57.60)	(64.21)	(46.13)	(102.82)
其它	14.01	86.56	12.49	15.08	19.40
经营活动现金流	**202.78**	**366.85**	**364.21**	**469.79**	**558.27**
资本支出	17.96	135.57	80.19	60.00	60.00
长期投资	1.93	1.55	0.00	0.00	0.00
其他	(919.25)	(159.68)	(140.19)	(100.00)	(100.00)
投资活动现金流	**(899.36)**	**(22.57)**	**(60.00)**	**(40.00)**	**(40.00)**
债权融资	(17.85)	26.90	17.73	19.29	22.31
股权融资	899.96	(64.43)	(60.43)	(102.72)	(129.73)
其他	45.72	(8.15)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**927.84**	**(45.67)**	**(42.70)**	**(83.43)**	**(107.42)**
汇率变动影响	0.00	0.00	35.00	0.00	0.00
现金净增加额	**231.26**	**298.61**	**296.51**	**346.36**	**410.85**

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com