

前三季度业绩同比大增，主营业务持续修复

投资要点

- **事件：**长久物流公布 2023 年第三季度报告。2023 年前三季度公司营收 28.58 亿元，同比增加 1%；归母净利润 8981.91 万元，同比增加 2866.78%。
- **国内汽车综合物流龙头，深耕“公铁水”一体化物流体系多年。**公司公路运输经验丰富，公司自有及控制的其他承运商合规车辆，不但确保公司的运营服务持续性，还能促进公司的业务发展。同时，公司拥有十余年水运和铁路运输业务的操作管理经验，具备“公铁水”多式联运的运输执行能力，使运输成本得到更好的控制，使运力得到更好的保障。受益于主营业务持续修复，2023 年第三季度公司归属于母公司所有者的净利润 4478.95 万元，同比增长 1751.38%。
- **拓展业务服务领域，深化整车配套及国际运输业务。**整车配套方面主要为整车仓储和零部件业务，汽车物流行业作为汽车产业链的中间环节，能够更加便利地链接产业上下游。公司在保持原有业务的基础上，积极开拓零部件物流和仓储业务机会，聚焦汽车上下游产业链物流业务的延伸发展。公司的国际业务通过中欧班列及国际海运等方式已覆盖大量“一带一路”国家，形成成熟的业务网络，能够为新能源销售网络建设进一步拓展赋能，进一步深化广东迪度在南非地区的销售渠道，并加速在其他弱电网地区的市场布局。
- **利用公司多年积累的产业链优势，布局退役动力电池回收综合利用全链条等新能源业务。**今年上半年，公司通过股权转让及增资获取广东迪度新能源有限公司的 51.00% 股权，收购后结合公司退役动力电池回收渠道的建设，可以更好完成正逆向物流、梯次利用、梯次产品销售的布局，打造退役动力电池回收综合利用生态闭环。同时，公司还计划总投资 5 亿元人民币，用以在中新苏滁高新技术产业开发区投资建设“新能源基地”项目，计划分三期进行投资。该项目将推动公司退役动力电池回收综合利用及储能产品产能提升，有助于公司新能源业务发展，提升公司综合竞争力，符合公司的发展战略和长远目标。
- **盈利预测与投资建议：**未来三年公司将以新能源汽车流通链为出发点，统筹上下游资源，建立全国性动力电池回收网络；采用收并购+自建并举的方式，聚焦于新能源梯次储能领域，尤其是家用储能市场。考虑到疫情结束后，公司整车运输传统业务稳中向好，新能源业务未来可期，我们分别对传统和新能源业务进行分部估值，对应目标价 16.86 元，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**汽车市场波动风险、国际经营风险、新业务开拓风险等。

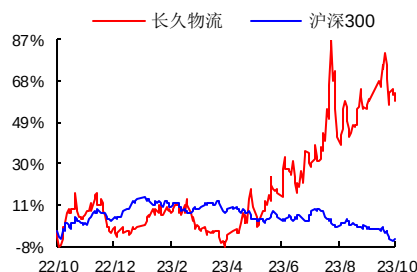
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3957.61	4362.15	5561.01	6542.38
增长率	-11.79%	10.22%	27.48%	17.65%
归属母公司净利润（百万元）	17.97	132.02	364.40	478.26
增长率	-78.92%	634.79%	176.02%	31.25%
每股收益 EPS（元）	0.03	0.22	0.61	0.81
净资产收益率 ROE	1.31%	5.85%	13.20%	14.97%
PE	463	63	23	17
PB	3.48	3.59	3.14	2.72

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58351859
邮箱：hgyyf@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)	5.93
流通 A 股(亿股)	5.93
52 周内股价区间(元)	8.23-16.67
总市值(亿元)	84.21
总资产(亿元)	53.60
每股净资产(元)	4.42

相关研究

1. 长久物流（603569）：汽车复苏推主业增长，联运能力筑竞争壁垒（2023-05-16）

盈利预测与估值

主营业务关键假设：

假设 1：公司主营业务与我国汽车产业息息相关。短期来看，经济恢复不及预期，终端需求完全触底反弹尚需时日；中长期来看，消费需求边际改善将会对产业复苏形成支持。因此，预计 2023-2025 年公司整车运输业务量同比-12%、-8%、+5%。随着疫情影响逐步消退以及公司通过自建维修体系、搭建油品平台等一系列降本措施，有效加强成本管控，预计整车运输业务毛利率也将有所恢复，假设 2023-2025 年的毛利率分别为 6%/12%/13%。

假设 2：公司整车配套业务包括整车仓储和零部件物流业务。伴随着多式联运的发展，汽车物流企业分拨库、前置仓的储备及布局也愈发重要。预计未来公司将继续优化全国仓储资源布局，充分发挥物流运力与仓储资源的协同效应。同时，预计公司将继续开拓零部件物流业务机会，聚焦汽车上下游产业链物流业务的延伸发展。基于以上因素，预计 2023-2025 年公司整车配套业务量同比+5%、+6%、+7%。毛利率方面，取历史 3 年均值水平。

假设 3：随着国家“双循环”战略的不断推进以及中国车企在全球范围内新能源汽车领域优势的显现，国产汽车品牌“走出去”的进程将进一步加快。公司的国际业务通过中欧班列及国际海运等方式已覆盖大量“一带一路”国家，能够进一步深化广东迪度在南非地区的销售渠道，并加速在其他弱电网地区的市场布局。基于以上因素，预计 2023-2025 年公司国际营收同比+80%、+20%、+10%。受国际海运价格的周期性影响，预计公司 2023-2025 年的毛利率分别为 23%/15%/8%。

假设 4：公司利用自身深耕多年汽车行业的经验和资源，以及现有的物流网络体系和网络货运平台资质、危化品运输资质等优势，报告期内公司完成了业务团队与研发团队的搭建，并开启了初步的业务探索，已经开始承接动力电池及相关化学品的运输工作，预计今明两年公司新能源业务会因为收购广东迪度并表而迅速放量，2023-2025 年公司新能源业务量同比+2000%、+500%、+50%。而公司新能源业务逐渐放量后毛利率也会大幅改善，假设 2023-2025 年的毛利率分别为 14%/23%/28%。

表 1：收入和成本预测

		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入（百万元）	3957.6	4362.2	5500.8	6476.1
	YOY	-11.8%	10.2%	26.1%	17.7%
	营业成本（百万元）	3596.1	3731.8	4616.7	5342.1
	毛利率	9.1%	14.5%	16.1%	17.5%
整车运输	营业收入（百万元）	3045.6	2680.09	2465.69	2588.97
	YOY	-16.0%	-12.0%	-8.0%	5.0%
	营业成本（百万元）	2825.6	2519.29	2169.8	2252.4
	毛利率	7.2%	6.0%	12.0%	13.0%
整车配套	营业收入（百万元）	175.1	183.9	194.9	208.6
	YOY	-38.2%	5.0%	6.0%	7.0%
	营业成本（百万元）	147.6	147.1	152.2	168.5
	毛利率	15.7%	20.0%	21.9%	19.2%
国际业务	营业收入（百万元）	669.5	1205.14	1385.91	1524.5

		2022A	2023E	2024E	2025E
	YOY	29.7%	80.0%	20.0%	10.0%
	营业成本（百万元）	576.8	927.955	1229.24	1463.52
	毛利率	13.8%	23.0%	15.0%	8.0%
新能源	营业收入（百万元）	11.0	231.0	1386.0	2079.0
	YOY		2000.0%	500.0%	50.0%
	营业成本（百万元）	10.3	198.7	1067.2	1496.9
	毛利率	6.0%	14.0%	23.0%	28.0%
其他	营业收入（百万元）	56.4	62.0	68.2	75.1
	YOY	-11.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	营业成本（百万元）	35.8	45.4	49.5	52.3
	毛利率	36.6%	26.9%	27.5%	30.3%

数据来源：西南证券

我们选取综合物流行业的两家 A 股上市企业，2024 年平均 PE 为 25 倍。如果公司创开新能源业务，预计 2023-2025 年公司净利润分别为 1.2 亿元，1.9 亿元，1.4 亿元，考虑到未来公司传统业务整体稳健，给予这部分业务 2024 年 26 倍 PE，对应市值 49 亿元。

未来三年公司将以新能源汽车流通链为出发点，统筹上下游资源，建立全国性动力电池回收网络；采用收并购+自建并举的方式，聚焦于新能源梯次储能领域，预计 2023-2025 年公司该业务净利润分别为 0.1 亿元，1.7 亿元，3.4 亿元。新能源梯次储能领域上市可比公司较少，未来公司该业务有望持续放量，参考国内储能电池龙头国轩高科 2024 年 PE 为 23 倍，我们给予一定 PE 估值溢价，参考该业务 2024 年业绩增速给予这部分业务 2024 年 30 倍 PE，对应市值 51 亿元，公司整体市值为 100 亿元，对应目标价 16.86 元，上调至“买入”评级。

表 2：综合物流行业可比公司估值

证券代码	证券简称	股价 (元)	每股收益（元）			PE（倍）			PB（倍）
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	MRQ
603535.SH	嘉诚国际	16.67	0.7	0.9	1.0	23	18	18	1.9
300240.SZ	飞力达	21.93	0.3	0.2	0.2	15	42	31	1.9
平均						19	30	25	1.9

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3957.61	4362.15	5561.01	6542.38	净利润	33.74	147.80	380.17	494.03
营业成本	3596.14	3838.34	4667.90	5433.58	折旧与摊销	104.39	128.92	137.18	143.07
营业税金及附加	23.49	26.87	34.24	45.14	财务费用	68.02	93.85	95.29	98.93
销售费用	80.10	32.72	47.27	54.30	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	203.82	203.28	239.12	281.32	经营营运资本变动	-183.09	18.02	-377.79	-279.20
财务费用	68.02	93.85	95.29	98.93	其他	10.94	-38.93	-8.50	-14.86
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	34.00	349.66	226.35	441.96
投资收益	21.35	30.00	30.00	30.00	资本支出	-184.96	-129.00	-190.00	-287.00
公允价值变动损益	-0.41	-0.19	-0.23	-0.25	其他	42.51	29.81	29.77	29.75
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-142.45	-99.19	-160.23	-257.25
营业利润	-11.81	196.91	506.97	658.86	短期借款	86.14	-44.10	175.46	85.22
其他非经营损益	29.77	0.16	-0.07	-0.15	长期借款	11.95	0.00	0.00	0.00
利润总额	17.96	197.06	506.90	658.71	股权融资	-4.46	0.00	0.00	0.00
所得税	-15.78	49.27	126.72	164.68	支付股利	0.00	-3.59	-26.40	-72.88
净利润	33.74	147.80	380.17	494.03	其他	-265.74	-378.60	-95.29	-98.93
少数股东损益	15.78	15.78	15.78	15.78	筹资活动现金流净额	-172.11	-426.29	53.76	-86.58
归属母公司股东净利润	17.97	132.02	364.40	478.26	现金流量净额	-273.01	-175.82	119.89	98.14
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	612.04	436.22	556.10	654.24	成长能力				
应收和预付款项	1859.12	1951.17	2500.46	2951.67	销售收入增长率	-11.79%	10.22%	27.48%	17.65%
存货	57.04	60.88	72.04	85.19	营业利润增长率	-113.16%	1767.82%	157.46%	29.96%
其他流动资产	115.78	89.93	114.41	134.45	净利润增长率	-65.92%	338.00%	157.23%	29.95%
长期股权投资	418.43	418.43	418.43	418.43	EBITDA 增长率	-36.04%	161.32%	76.19%	21.83%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1088.35	1148.11	1260.62	1464.23	毛利率	9.13%	12.01%	16.06%	16.95%
无形资产和开发支出	549.92	490.81	431.69	372.58	三费率	8.89%	7.56%	6.86%	6.64%
其他非流动资产	724.08	723.51	722.94	722.37	净利率	0.85%	3.39%	6.84%	7.55%
资产总计	5424.75	5319.06	6076.69	6803.16	ROE	1.31%	5.85%	13.20%	14.97%
短期借款	1030.78	986.68	1162.14	1247.36	ROA	0.62%	2.78%	6.26%	7.26%
应付和预收款项	686.06	765.31	919.41	1070.92	ROIC	3.73%	7.22%	13.69%	14.88%
长期借款	42.22	42.22	42.22	42.22	EBITDA/销售收入	4.06%	9.62%	13.30%	13.77%
其他负债	1082.59	998.95	1073.25	1141.83	营运能力				
负债合计	2841.64	2793.15	3197.02	3502.33	总资产周转率	0.72	0.81	0.98	1.02
股本	560.35	593.44	593.44	593.44	固定资产周转率	4.20	3.99	4.62	5.21
资本公积	371.00	337.90	337.90	337.90	应收账款周转率	2.54	2.71	2.98	2.85
留存收益	1255.37	1383.80	1721.79	2127.17	存货周转率	105.82	65.10	69.19	67.82
归属母公司股东权益	2388.12	2315.14	2653.14	3058.51	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.82%	—	—	—
少数股东权益	194.99	210.76	226.54	242.32	资本结构				
股东权益合计	2583.10	2525.91	2879.68	3300.83	资产负债率	52.38%	52.51%	52.61%	51.48%
负债和股东权益合计	5424.75	5319.06	6076.69	6803.16	带息债务/总负债	59.51%	58.96%	57.00%	54.47%
					流动比率	1.23	1.21	1.30	1.36
					速动比率	1.21	1.18	1.27	1.33
					股利支付率	0.00%	2.72%	7.25%	15.24%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	160.60	419.68	739.43	900.86	每股收益	0.03	0.22	0.61	0.81
PE	463.07	63.02	22.83	17.40	每股净资产	4.02	3.90	4.47	5.15
PB	3.48	3.59	3.14	2.72	每股经营现金	0.06	0.59	0.38	0.74
PS	2.10	1.91	1.50	1.27	每股股利	0.00	0.01	0.04	0.12
EV/EBITDA	51.68	21.00	11.99	9.83					
股息率	0.00%	0.04%	0.32%	0.88%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn