

交运中小盘行业周报

京东物流收购德邦，居家办公利好快递

超配

核心观点

航运:本周 CCFI 综合指数报 3366.0 点, 环比跌 0.7%, 其中美西航线报 2568.9 点, 环比跌 0.4%, 欧线报 5474.9 点, 环比跌 1.0%。中国新年带来的货量下降给予了美国港口喘息机会, 近期进入了供应链效率能否改善的关键窗口期, 但是我们认为近 1 个月的运价回落并不能代表集运的景气度已经下降, 而应关注 3 月下旬及 4 月初的运价表现。我们认为, 4 月的美线长协签订将会进一步加强行业盈利进一步改善的确定性。

航空机场:两会明确做好常态化疫情防控, 优化防控措施, 加快疫苗和特效药物研发, 继续对受疫情影响严重的行业企业给予融资支持。疫情终将过去, 如有朝一日选择开放, 在供需反转、票价改革、历史高客座率的三重刺激下, 民航向上弹性大。推荐三大航、春秋, 吉祥。枢纽机场汇聚高净值旅客的流量垄断地位及优质的消费场景并未因疫情而有本质的改变, 当前因国际客减量业绩承压, 一旦国门开放, 机场业绩将大幅改善。推荐上海机场、白云机场。

快递:近期, 深圳、上海、青岛等多地疫情反弹、开始实行居家办公, 我们认为多地居家办公将给快递行业业务量增长带来有限的正向弹性。本周, 德邦股份公告显示京东物流将收购公司 66.5% 的股份, 触发要约机制, 要约价格为 13.15 元/股 (接近现在股价); 圆通公布了 2022 年 1-2 月经营数据公告, 由于价格水平坚挺、经营成本可控, 业绩表现超预期。快递龙头公司利润修复逻辑持续兑现, 继续推荐顺丰控股、圆通速递、韵达股份和中通快递。

物流&中小盘:精选物流行业优质个股, 推荐密尔克卫、华贸物流。双星新材业绩连续环增, 继续推荐; 新增覆盖安利股份, 推荐浙江自然、久祺股份、安利股份, 推荐数码印花革命者宏华数科, 关注凯立新材、牧高笛。

投资建议:交运板块, 我们倾向于疫情的散去和人、物、货的自由流动是个循序渐进的过程, 集运的高位运行 (尤其是上半年)、快递竞争缓和以及整合将是大概率事件, 航空机场受干扰因素相对较高, 适合长期布局; 化工危化物流受益于中国及亚洲地区的生产消费占比逐年提升、政府强监管背景下逐步放开对头部企业的资质审批, 集中度提升有望加速; 推荐: 密尔克卫、顺丰控股、圆通速递、韵达股份、中国国航、春秋航空、上海机场, 关注嘉诚国际。中小市值个股依然沿着估值合理+边际变化+成长可持续的主线, 试图寻找出拥有持续成长、复利效应的个股。综合考虑个股的成长性与估值水平, 继续推荐双星新材、宏华数科、浙江自然、牧高笛、久祺股份与安利股份, 建议关注先惠技术、中际联合、凯立新材。

风险提示:宏观经济复苏不及预期, 疫情反复, 油价汇率剧烈波动

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
603713.SH	密尔克卫	买入	125.98	20722	2.62	3.89	48.1	32.4
688789.SH	宏华数科	买入	19.87	22975	1.19	1.71	16.7	11.6
002585.SZ	双星新材	买入	189.80	14425	3.01	4.56	63.1	41.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业周报

交通运输

超配 · 维持评级

证券分析师: 姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师: 黄盈

021-60893313

cnhuangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

证券分析师: 罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

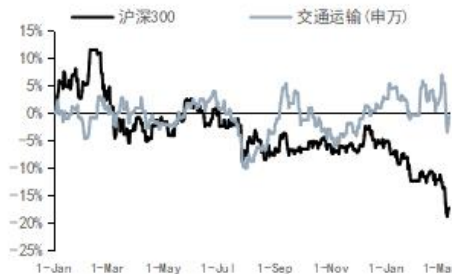
证券分析师: 曾凡喆

010-88005378

zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《交运中小盘行业周报-快递用工面临监管强化, 疫情防控措施有望持续改进》——2022-03-06

《交运&中小盘 3 月投资策略-重点推荐密尔克卫, 关注航空复苏预期》——2022-03-01

《交运&中小盘行业周报: 快递龙头经营稳健, 序贯加强接种有望进一步强化免疫屏障》——2022-02-21

《航空 1 月数据点评: 1 月客流低位徘徊, 疫情消退后弹性可期》——2022-02-16

《交运&中小盘行业周报: 药监局批复辉瑞新冠特效药, 再度提升航空复苏预期》——2022-02-14

内容目录

本周回顾.....	4
投资观点综述.....	5
交运板块.....	5
中小盘.....	9
行业数据概览.....	15
近期重点报告回顾.....	17
密尔克卫深度报告：物流先行数字分销，本土势力快速崛起.....	17
安利股份：产品升级正当时，高端材料迎来收获期.....	19
牧高笛深度报告：露营渗透加速，关注品牌拐点.....	20
久祺股份深度报告：自行车 ODM 制造龙头，发力“电动自行车+跨境电商+自有品牌”.....	20
圆通速递点评：1-2 月业务量增速回升，业绩表现亮眼.....	21
顺丰控股年报预告点评：四季度盈利能力快速修复，公司发展势头正好.....	23
投资建议.....	24
风险提示.....	24
免责声明.....	25

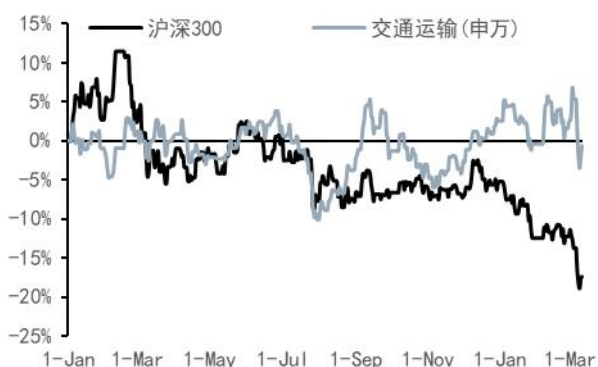
图表目录

图1：2021年初至今交运及沪深300走势.....	4
图2：2022年初至今交运及沪深300走势.....	4
图3：本周各子板块表现（2022.3.7-2022.3.11）.....	4
图4：本月各子板块表现（2022.3.1-2022.3.11）.....	4
图5：BDI 走势.....	15
图6：BPI 走势.....	15
图7：BCI 走势.....	15
图8：BSI 走势.....	15
图9：CDFI 煤炭运价指数.....	15
图10：螺纹钢期货价格.....	15
图11：新加坡燃料油价格.....	16
图12：海运煤炭运价指数 OCFI：综合.....	16
图13：原油运输指数(BDTI).....	16
图14：成品油运输指数(BCTI).....	16
图15：国际油价——布伦特原油.....	16
图16：国际油价——WTI 原油.....	16
图17：CCFI 综合指数.....	17
图18：SCFI 综合指数.....	17
图19：SCFI（地中海航线）.....	17
图20：SCFI（欧洲航线）.....	17
表1：本周个股涨幅榜.....	5
表2：本周个股跌幅榜.....	5

本周回顾

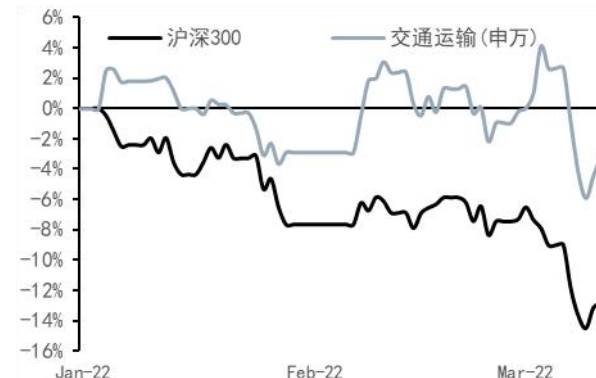
本周 A 股整体上涨，上证综指报收 3309.75 点，环比下跌 4.00%；深证成指报收 12447.37 点，环比下跌 4.40%；创业板指报收 2665.46 点，环比下跌 3.03%；沪深 300 指数报收 4306.52 点，环比下跌 4.22%。本周交运指数下跌 5.64%，相比沪深 300 指数跑输 1.42pct。

图1：2021 年初至今交运及沪深 300 走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

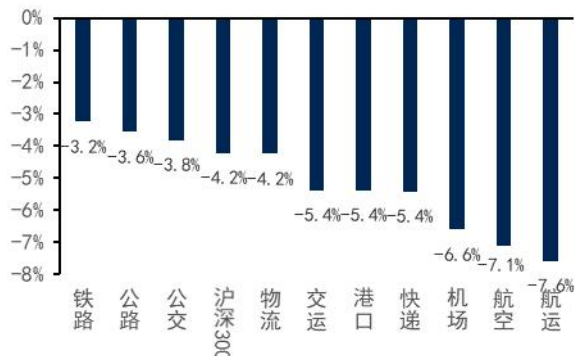
图2：2022 年初至今交运及沪深 300 走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

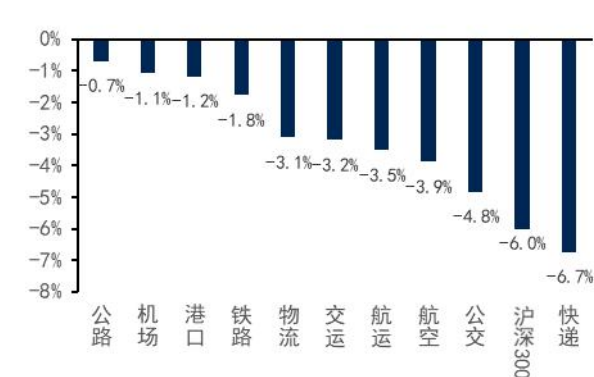
本周交运子板块跌幅最小的为铁路板块，跌幅为 3.2%，其次为公路、公交，跌幅分别为 3.6%、3.8%。个股方面，涨幅前五名为普路通（+9.0%）、锦州港（+7.7%）、蔚蓝锂芯（+3.4%）、圆通速递（+3.2%）、建发股份（+2.5%）；跌幅榜前五名为宁波海运（-20.2%）、嘉友国际（-18.4%）、中国外运（-15.8%）、中谷物流（-14.2%）、盛航股份（-14.1%）

图3：本周各子板块表现（2022.3.7-2022.3.11）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4：本月各子板块表现（2022.3.1-2022.3.11）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表1: 本周个股涨幅榜

周涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	002769.SZ	普路通	8.00	9.0%	14.0%	19.2%
2	600190.SH	锦州港	5.48	7.7%	57.5%	92.3%
3	002245.SZ	蔚蓝锂芯	19.86	3.4%	-8.5%	-27.8%
4	600233.SH	圆通速递	18.30	3.2%	5.2%	9.7%
5	600153.SH	建发股份	10.77	2.5%	7.9%	18.7%
月涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	600190.SH	锦州港	5.48	7.7%	57.5%	92.3%
2	002800.SZ	天顺股份	25.26	-0.3%	45.9%	69.8%
3	603569.SH	长久物流	9.80	-4.5%	23.6%	35.5%
4	002769.SZ	普路通	8.00	9.0%	14.0%	19.2%
5	600057.SH	厦门象屿	8.84	-2.2%	9.4%	4.1%
年涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	600190.SH	锦州港	5.48	7.7%	57.5%	92.3%
2	002800.SZ	天顺股份	25.26	-0.3%	45.9%	69.8%
3	603569.SH	长久物流	9.80	-4.5%	23.6%	35.5%
4	603056.SH	德邦股份	12.66	0.0%	0.0%	23.8%
5	000557.SZ	西部创业	5.11	-2.1%	0.8%	21.4%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表2: 本周个股跌幅榜

周跌幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	600798.SH	宁波海运	4.90	-20.2%	5.8%	16.9%
2	603871.SH	嘉友国际	17.94	-18.4%	-14.3%	-13.8%
3	601598.SH	中国外运	4.06	-15.8%	-5.4%	-9.4%
4	603565.SH	中谷物流	25.83	-14.2%	-19.1%	-9.0%
5	001205.SZ	盛航股份	24.64	-14.1%	-7.2%	1.6%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

投资观点综述

交运板块

航运

本周 CCFI 综合指数报 3366.0 点, 环比跌 0.7%, 其中美西航线报 2568.9 点, 环比跌 0.4%, 欧线报 5474.9 点, 环比跌 1.0%。中国新年带来的货量下降给予了美国港口喘息机会, 近期进入了供应链效率能否改善的关键窗口期。但是我们认为近 1 个月的运价回落并不能代表集运的景气度已经回落, 而应关注 3 月下旬及 4 月初的运价表现。一方面来说, 4 月是传统美国航线长协签订的时间点, 对于全年集运行业全年盈利能力的指导具备重大意义; 另一方面来说, 中国新年后的复工复产需要一定时间, 而海运的货量的滞后效应更为明显。

中长期来看, 由于欧美的消费需求具备韧性, 而 21 年由于船东预期疫情影响将会

逐步消散，对于运力扩张较为谨慎，造船亦需要一定周期，供需仍将延续此前的错配状态。且掌握欧美核心运力的船东已在欧线长协谈判中处于强势地位，联盟的格局亦因疫情而体现出较为明显的改善，我们有理由相信通过停航控班等运力调控措施，即期运价不会大幅跌破长协运价，4月美线长协的签订有望带来市场对行业盈利预期的再次改善。

如果新冠病毒对供应链的影响延续，那么情况将更为复杂：

从供应链的角度看：集运的供应链比较复杂，除了航线、码头之外，还涉及到内陆汽车、火车、驳船的集疏运以及仓库、堆场的操作，同时集装箱还必须匹配于各地的进出货物，在疫情的影响下，全球特别是欧美各环节的操作效率都在下降，要恢复到疫情之前的状况是个漫长的过程，而如果疫情影响力经久不散，供应链全面恢复的进程按年计或许都是乐观的。

从制造业的角度看：中国是全球抗疫楷模，疫情之后制造业订单大面积回流中国。在2020年或许有对疫情走向乐观的客户考虑在疫情消退后将订单送回东南亚，但历经2021年疫情的动荡，中国强势的疫情管控下，工业生产保持正常，足以保质保量将产品输送至全球，再度证明了供应链的完备性和韧性。品牌企业对于制造商的选择存在惯性，厂商选择不会迅速转换，中国出口制造景气度大概率延续。

航空

两会明确做好常态化疫情防控，优化防控措施，加快疫苗和特效药物研发，继续对受疫情影响严重的行业企业给予融资支持。我们认为民航业阶段性压力犹存，但随着疫苗序贯接种推进及特效药物研发推进，我们有朝一日终将战胜疫情。就国内而言，目前我国防疫政策依然严格，距离真正意义上的全面放开仍有相当长的路要走，但人民苦于疫情久矣，预期的改变及信心的重塑至关重要，航空复苏的预期有望持续升温。

民航上一轮周期高点在2010年达到顶峰，此后伴随着宏观经济增速逐年小幅降低，民航理论需求同样小幅降速，而行业供给每年保持10%左右的增速，虽然表面来看，民航供需量基本平衡，客座率小幅提高，但近十年的票价单边下跌足以说明民航真实的供需关系并不理想，业绩尚可维持的因素主要为2014年起的油价大幅下挫及2017年底起的时刻收紧及票价改革。周期性行业很难自发形成行业性的供给收缩，而本轮疫情虽然带来连续两年的行业性巨额亏损，但在另一层面上确实强制打压了行业参与者的扩张冲动，或许可以这样讲，没有本轮疫情，便不会在短时间内出现航空股的大周期。

疫情之下，民航运输飞机增速连续两年保持低位，且在疫情防控政策延续的当下，短期内民航运营表现仍存在不确定性，行业供给增长仍将维持低位，理论需求的不断上行为周期反转带来了先决条件，如有朝一日选择开放，国门重启解决结构性问题时，供需将全面反转，高客座率、连续票价改革、积压需求释放三重共振

有望刺激票价大幅上行，民航将迎来高景气区间。

我们认为本次供需反转带来的景气是行业性的，大小航司将全面受益，推荐中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空。

机场

全球疫情有朝一日终将结束，国门终将开启。我国经济仍将持续对外开放，且伴随着居民收入增长，民航潜在需求也将持续提升，一旦国门重启，枢纽机场客流量将恢复并超过疫情前水平。

机场业绩核心驱动力仍来自于免税租金。枢纽机场汇聚高净值旅客的流量垄断地位及优质的消费场景并未因疫情而有本质的改变，且海南离岛免税有望壮大一批免税运营商，未来在下一次机场免税渠道经营权的争夺中机场或具备更强的议价权。我们认为未来免税招标时量的逻辑或强于扣点，但不改变机场方仍可获取高额租金的结论。

当前枢纽机场因国际客减量业绩承压，而一旦国门开放，机场业绩将大幅改善。机场的估值体系已经逐步过渡至消费股，在免税消费的驱动逻辑下很难再回到2017年以前的公用事业股估值体系，继续看好枢纽机场长期投资价值，推荐上海机场、白云机场。

快递

由于春节错期影响，1月行业业务量同比实现了3.3%的增长。快递监管部门去年二季度开始管控义乌地区的无序竞争，直至现在政策管控仍然持续、尚没有放松的信号，2月24日在京召开的寄递渠道安全管理领导小组第一次会议明确表示：加强快递市场秩序政治，集中治理恶性低价竞争和空包刷单，旗帜鲜明反对“内卷”；3月1日《浙江省快递业促进条例》正式施行，明确规定快递经营企业无正当理由不得低于成本价格提供快递服务。在政策指管控和快递旺季的大背景下，近期快递行业价格战一直维持缓和态势，由于今年1月比去年早（春节期间成本上行），1月行业单价同比仅下滑4.5%。由于2021年基数偏高，2022年快递行业增长预计将明显放缓。

近期，深圳、上海、青岛、吉林等多地疫情反弹，各地根据当地具体情况实行了不同范围的居家办公政策，多地居家办公政策的实行将会带动更多的网购需求，从而产生更多的快递增量，即使考虑了疫情防控对快递的经营效率和产能供给会造成一定负面影响，但是综合来看，我们认为疫情反弹导致的居家办公增多将对快递行业业务量增长的影响是正向的；但是考虑到居家办公在全国范围内覆盖的人口有限且现在疫情防控经验已经非常充足，我们认为快递行业需求增长的弹性还是有限的。本周，德邦股份公告显示京东物流将收购德邦66.5%的股份，双方将在快递快运、跨境、仓储与供应链等领域展开深度合作，从业务经营层面来看，京东物流的入主，将在客户、业务经营、资金、技术等多方面对德邦形成支持，

有利于德邦的长期健康发展；本次收购触发了要约收购机制，要约价格为 13.15 元/股（接近现在股价）最终德邦是否终止上市还存在不确定性。2022 年行业价格战将维持缓和态势，在价格竞争缓和的背景下，快递企业均开始注重服务质量竞争。受益于快递价格竞争缓和，快递公司季度盈利能力和盈利水平将明显提升，圆通公布了 2022 年 1-2 月经营数据公告，公司延续去年旺季的价格策略，今年 1-2 月快递价格水平坚挺、经营成本可控，快递业务的单票盈利能力环比继续提升（根据我们估算，1-2 月约 0.2 元左右，去年 Q4 约 0.15 元左右），从而致使业绩表现超预期。目前来看旺季结束后快递公司并没有立即将价格调整下来，我们认为快递小哥、加盟商以及快递公司总部在未来一段时间内均将享受快递价格维持在相对高位带来的利润红利。我们预计，2022 年价格战缓和的背景下，单票价格同比减少额有望低于单票成本同比减少额，单票利润有望实现明显回升，通达系公司利润有望实现较高增长。

投资建议上，（1）由于 2021 年基数高以及电商线上渗透速度逐步放缓，2022 年快递行业需求增长将明显放缓。（2）在共同富裕的大背景下，快递龙头企业开始兼顾价格和服务质量，且极兔收购百世中国地区快递业务后竞争格局实现了实质性的优化，我们认为 2022 年行业价格战大概率将维持缓和态势。（3）在 2022 年价格战缓和的背景下，单票利润有望实现明显回升，通达系公司利润有望实现高速增长。对于顺丰来说，其 21 年四季度盈利水平实现了快速恢复，在 2022 年时效快递有望维持较快增长、产品结构有望继续优化、资产利用率有望继续提升的大背景下，22 年业绩表现同比将大幅改善。继续推荐顺丰控股、圆通速递、韵达股份和中通快递。

物流

密尔克卫：2022-2024 年业绩弹性高于过往

1、盈利加速原因：1）物流：仓库产能释放（危化库未来 3 年从 20 到 50 万平）、新团队和客户的引入或导致大件物流超预期增长（22 年增量 9 亿）、仓库业务回暖（疫情常态化，将部分 DC 分拨仓调整至出口仓）；2、分销：过去五年亚太分销市场远超欧美成熟市场，海外巨头在中国的布局尚不完善，这给密尔克卫这种具备本土交付网络、服务优势的公司带来契机，公司有望成为国内最大的化工分销参与者，尤其是精细化工领域，预计 21-24 年公司分销收入为 33、72、115、180 亿，考虑到中国精细化工分销市场占全球近半壁江山，远期有望成为比肩欧美的头部公司。

2、估值和投资建议：长期来看，中国化工行业将体现为强监管、产业升级和附加值提升，这会导致产业链占全球市场综合比重逐年提升，万华、密尔克卫等公司头部化、深度合作的趋势愈发明显，预计“物流+分销”模式的高速复制会支持密尔克卫未来三年 50% 的增长中枢，我们判断公司 22-24 年盈利分别为 6.4、9.9 和 14.7 亿元，通过观察公司历史估值中枢，并参考海外成熟分销巨头 BRENNTAG、IMCD（估值远高于国内）和 A 股国联的估值体系，我们按 PEG=1 给予公司 50-52 倍估值，对应市值 320-333 亿，再次重申“买入”评级。

中小盘

双星新材：产品产能共振，季度盈利将新高！

双星新材披露 2021 年三季度报告：

1-3Q 收入 42.4 亿（YOY+22.3%），实现毛利 14.1 亿（+87.3%），毛利率 33.3%（同比+11.6 个百分点），净利 9.73 亿（+116.1%），高于之前 9.46-9.68 亿的预增上限，净利润率达 23%（同比+10 个百分点）；其中，3Q 单季度收入 16 亿（+20.9%），毛利额为 5.22 亿（+53.1%），毛利率 32.6%（同比+6.9 个百分点），净利润 3.7 亿（+69.2%），净利润率 23.1%（同比+6.6 个百分点）。整体看，第三季度公司实现连续第七个季度环比正增长，净利润再创历史新高，前三季度业绩高于预增上限，超市场预期。

3Q 新产能爬坡符合预期，收入端弹性在 4Q 及来年

公司 2020 年底产能 56 万吨，2021 年 6 条 5 万吨光学产线分别于 4、6、7、9、10、12 月交付，3Q 公司实现收入 16 亿，环比 2Q 增长 2.4 亿，参考上半年平均吨单价，约为 2 万吨的销量环比增长，结合 6（部分贡献 2 季度）、7、9（部分贡献 3 季度）的交付时间，3 季度环比实际有效新增的产线就是 2 条，即每条产线单季度贡献了 1 万吨产品（年化 4 万吨），仍低于 5 万吨的理论产能，侧面反映当前需求旺盛，公司正全力调试新产能以满足市场；考虑到 9 月产线将会在 4 季度完整体现，10、12 月公司仍将交付剩余 2 条产线，预计 4Q 收入会继续改善；展望 2022 年，上半年公司还将交付 4 条合计 20 万吨光学产能，中远期收入弹性巨大。

利润率或因原材料小幅波动，规模优势已逐步体现：

3Q21 公司毛利、净利率分别为 32.6%、23.1%，较上半年 33.7%、22.9% 基本持平，较 2 季度 34.7%、24.1% 略有下滑，我们判断主要原因还是新产能爬产及 PTA 等原材料单价上升所致；我们认为公司毛利、净利率的稳健表现主要源于两点：

1) 新材料占比提升显著：1H21 公司光学、光伏、信息、热缩新材料毛利占比 74%，预计前三季度占比超过 75%，成长且高毛利的新材料市场有效保障了公司的盈利稳定性；

2) 规模优势：公司当前产能已接近 76 万吨，作为全球最大的 BOPET 功能膜厂商，客户结构伴随产能的增长也在快速优化，这意味着公司能有效调节工艺类似、厚度接近的产品在同一产线，提升整体产能利用率，继而导致资产综合回报率稳步提升。

产品及产能共振改善，单季盈利会不断刷新：

2019 年以来，BOPET 功能膜市场最大的变化来自于面板、光伏、电子等产业链从日韩台逐步内迁，继而拉动了新材料用膜需求，双星正是在 2018-2019 年完成光学功能膜的技术突破，并利用 2017 年再融资和在手资金进行了设备购置（主要为布鲁克纳和多尼尔），产品结构优化叠加先进产能的规模优势是导致公司盈利连

续 7 个季度改善并创历史新高的核心原因；如上所述，伴随已交产能的逐步爬坡以及 4Q21-2Q22 的光学产线交付，公司季度收入和盈利再创新高将会是大概率事件。

投资建议：考虑到公司三季度超出市场预期，我们小幅上调 2021 年盈利预测 2%，自 13.5 亿上调至 13.8 亿。暂不改变 2022-2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 13.8 亿、19.8 亿、27.6 亿，同比分别增长 91.6%、43.2%、39.5%，EPS 分别为 1.19、1.71、2.38 元。维持“买入”评级及目标价 42.8 元，目标价对应 2021-2023 年 EPS 的 PE 估值分别为 35.8X、25.0X、17.9X。

久祺股份：自行车 ODM 制造龙头，发力“电动自行车+跨境电商+自有品牌”

中国是自行车制造第一大国，自行车电动化需求大势所趋

自行车品牌主要在欧美等发达国家及地区，而自行车制造主要在中国等发展中国家。中国已经成为了全球自行车制造和出口的第一大国，每年中国自行车的产量占到全球的近 7 成，出口额占到全球出口的近 5 成。每年全世界自行车需求规模保持在 1 亿辆左右的水平，欧洲、美国、中国是自行车的主要消费市场。随着现代人收入水平的提高和对健康生活的追求，且受益于疫情催化，近两年助力电动自行车在欧美销售增长尤为亮眼，现阶段，欧洲已经成为全球最大的助力电动车市场，2020 年销量超过 500 万辆，根据官方预测，2020 年至 2025 年欧洲助力电动车销量年复合增速有望维持在 20%以上。

公司是国内 ODM 模式出口的自行车制造龙头

公司深耕自行车制造二十余年，是国内主要的自行车制造出口商之一。我国自行车企业可分为三个梯队：一是拥有规模优势的大型自行车企业，具有较高的市场认知度和品牌知名度；二是研发设计能力强、销售渠道广泛、产业链整合能力强，以 ODM/OEM 等形式的出口型企业；三是行业内的众多中小企业，设备水平较低、缺乏自主创新能力。久祺股份属于第二梯队，凭借充足的经验、稳定的客户关系及供应链体系，规模越来越大，未来将有望向第一梯队进军。

公司发力“电动自行车+跨境电商+自有品牌”，高成长属性强

(1) 随着公司大力提高中高端自行车品类的生产能力，公司开始大力布局需求增长较快、产品附加值较高的助力电动自行车领域，未来公司的助力电动自行车业务将会保持较快的发展，该产品销量已经从 2018 年的 3.6 万辆增长至 2020 年的 11 万辆。

(2) 公司 2018 年开始正式开拓跨境电商渠道，通过跨境电商渠道直接将自有品牌自行车卖给终端消费者，一方面销售高速增长，另一方面加速自有品牌的建立。2020 年公司跨境电商和自有品牌的收入占比分别达到了 7.7%和 15.6%，未来还有较大提升空间。此外，随着高毛利率（2020 年 76%）的跨境电商业务收入占比提升，公司盈利能力也将明显提升。

投资建议：预计公司 21-23 年归母净利分别为 2.0 亿元、2.8 亿元、4.1 亿元，同比增 27.3%、41.3%、44.1%，给予 32-35 倍 PE 的目标估值，目标价 46.5-50.5 元，给予公司“买入”评级，现在股价对应 22-23 年 EPS 的 PE 估值分别为 26X、18X。

安利股份：产品升级正当时，高端材料迎来收获期

合成革制造老牌企业，深耕多年国内领军

安徽安利材料科技股份有限公司成立于 1994 年，主要生产经营生态功能性聚氨酯合成革和聚氨酯复合材料，是国内合成革行业领军企业。公司在合成革行业经营多年，下游需求主要包括沙发汽车、功能鞋服、电子、箱包等，客户包括大量头部品牌商如 Nike、苹果、丰田等。

突破环保型产品，下游应用空间更为宽广

公司所处市场为 PU 合成革市场，为合成革的主流产品。PU 合成革在代替真皮、PVC 合成革方面具有显著优势。传统合成革不论是湿法或是干法工艺，都需要大量有机物参与反应，导致生产过程释放、产成品中残留大量 VOC（挥发性有机物），影响工人与消费者的健康。过去数年大量头部品牌与监管均对 VOC 的残留浓度进行了严格规定，市场对环保型产品的需求扩大。安利股份于国内领先研发出无溶剂 PU 合成革产品，该产品可做到 VOC 低残留与耐磨性提升，与当前需求相符。

客户结构与利润率共同改善

随着产品优化，公司的客户结构发生显著改善，开始快速进入国际国内头部企业的供应商名单中，典型包括苹果、Nike 等，同时在新能源整车市场中与比亚迪、小鹏等展开合作。我们预计 2022 年公司客户与利润率的改善将更为明显。1H2021 面对原材料成本上行、海运成本高企等问题，公司上半年该产品毛利率从 20 年的 20.14% 提升至 25.41%，我们预计若后续原材料价格恢复正常，公司利润率上涨空间将会更大。公司当前已有 25% 产能为无溶剂产品产线。

风险提示：下游客户环保敏感度下降；客户开辟不及预期；产能扩张不及预期。

首次覆盖给予买入评级：公司当前市值对应明年的盈利预测仅 16.5 倍，成长性与估值性价比兼具。我们认为公司 2022 年在客户、产品以及盈利能力上的拐点将体现得更为清晰，并迎来连续数年的快速成长，综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票价值在 22.9-25.0 元/股，首次覆盖给予买入评级。

牧高笛：露营渗透加速，关注品牌拐点

深耕户外用品行业，以户外露营装备为主，高性能出行服饰为辅

公司主要从事户外用品的研发、设计、生产与销售，业务模式以出口 OEM/ODM 为主，同时内销自主品牌快速崛起。其中，OEM/ODM 的产品主要为帐篷等户外装备，与主要客户迪卡侬、Go outdoors、Home Retail Group、Columbia、The North Face 等海外户外用品品牌商与零售商保持稳定的合作关系。自主品牌产品主要为户外装备及鞋服，通过线上、线下结合的营销网络直接面向国内消费者。

产品覆盖场景广，自主品牌与精致露营产品有望快速发展

公司的产品种类丰富，目前已经能覆盖露营的大部分需求。自主品牌业务中，公司正逐渐将重心从鞋服类产品转为户外露营相关产品，实现从低端到高端的全场景覆盖。目前，自主品牌中的精致露营相关产品从 2000 年的“纪元”系列产品起步，经不断自主研发设计，已经涵盖帐篷、睡袋、防潮垫、折叠椅等一系列产品，销售额占露营产品总销售额的近 50%。

疫情下户外露营出圈，行业前景向好支撑公司业绩成长

2020 年全球疫情是进行户外露营的消费者教育契机，国内需求增长下户外露营成功出圈。同时，城镇化进程推进下回归自然的需求，以及双减政策落地成为户外行业的新增长点。我们认为以上因素将带动户外行业需求迎来新一轮增长。

风险提示：估值合理性风险；订单低于预期风险；行业市场规模不及预期风险；

首次覆盖给予“增持”评级：预计公司 2021-2023 年净利润分别为 0.9、1.2、1.6 亿，对应当前股价 PE 分别为 27、19、16x，我们认为公司股票价值在 28-30 亿元之间，2021 年动态市盈率分别为 32 倍和 34 倍，相对于公司目前股价有 18%-26% 溢价空间。首次覆盖给予“增持”评级。

凯立新材：贵金催化，催化合成

国内贵金属催化剂领域领先的制造商

凯立新材是国内贵金属催化剂领域领先的制造商，其生产的多相、均相催化剂广泛应用于医药、基础化工、精细化工、环保等领域，在一定程度上实现进口替代并引领行业发展。公司业务精髓在于制造加工，目前基本满产且基本不承担原材料价格波动风险。2018-2020 公司业绩年化增速达到 47.7%，2021 年上半年再度实现 42% 的业绩增长。

医药及精细化工渗透构筑基本盘，基础化工有望带来突破

我国贵金属催化剂行业处于高速发展并向高质量发展转变的阶段，公司将通过催化剂和催化技术研发，探索高效、绿色、环保的催化工艺技术，促进我国基础化

工、精细化工、环保及新能源等领域的高质量发展。公司将进一步加强研发，丰富产品线，提升性能及优化性价比，拓展下游客户。随着医药及众多精细化工领域市场空间不断扩大，公司贵金属催化剂有望持续渗透，公司产品销量及单位利润均有望不断提升。此外，如基础化工领域催化剂品种研发及销售实现重大进展，相关催化剂需求有望实现大幅放量，为公司营收及业绩带来显著突破。

风险提示：贵金属催化剂研发滞后于市场变化，贵金属催化剂销售不及预期，

首次覆盖给予“增持”评级：预计公司 21-23 年营业收入分别为 14.7 亿、19.0 亿、22.7 亿，同比分别增长 39.7%、29.0%、19.7%，归母净利润分别为 1.62 亿、2.35 亿、3.05 亿，同比分别增长 54.0%、44.7%、29.8%，EPS 分别为 1.74 元、2.51 元、3.26 元。给予“增持”评级，合理股价区间为 120-125 元，对应 2021 年 EPS 的 PE 估值区间为 71.9-74.8X。

浙江自然：户外运动新兴龙头，开启新一轮成长曲线

公司深耕户外用品行业，主要产品为基于热熔接技术的床垫等产品

公司的产品基于 TPU 几项核心技术：TPU 薄膜及面料复合技术、聚氨酯软泡发泡技术、高周波熔接技术、热压熔接技术等，公司将以上技术应用于户外运动领域，当前的主要产品体系包括充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外用品，主要从事其研发、设计、生产与销售。公司主要客户包括迪卡侬、SEATOSUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等海内外著名运动品牌及商超渠道。

基于研发与技术实力，产品类型有望快速扩充

我们认为公司在 TPU 面料核心技术上的积累有望在多个品类上复制，公司专有的研发团队对于面料、工艺的理解深刻，积累了多项专利技术，当前的研发项目并不局限于公司现有的产品。另外，公司和迪卡侬等海外头部户外用品品牌多年合作，关系稳定，ODM 行业的特点决定了以销定产的形式更为广泛，因此新品类的需求风险较小。我们认为其未来的产品线扩充将会快于市场的预期。

产能增长有望快于预期，支撑公司业绩成长

公司过去的成长掣肘为产能扩张速度有限。上市后，公司多个募投项目将支撑产能进一步加大。我们认为公司的产能扩张可能快于预期，我们通过分拆过去几年公司的固定资产与在建工程后发现，已有部分在建工程转固，2020 年公司固定资产房屋建筑物增加 316%、机器设备增加 125%，预计 TPU 面料产线已经进入预定可使用状态，我们相信新增产能有望支持公司的中期成长。

首次覆盖给予“买入”评级

预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.2、3.0、3.9 亿，对应当前股价 PE 分别为

22、16、12x，20-23 年复合增长 35%，我们认为公司股票价值在 70-81 亿元之间，2021 年动态市盈率分别为 32 倍和 37 倍，相对于公司目前股价有 46%-69%溢价空间。首次覆盖给予“买入”评级。

宏华数科：业绩增长稳健，数码印花长趋势不改

2021 年收官，全年表现优秀

宏华数科披露 2021 年业绩快报，公司实现营收 9.44 亿，同比增长 31.9%，归母净利润 2.28 亿，同比增长 33.4%，扣非净利润 2.11 亿，同比增 32.6%。

四季度单季或受限电限产影响

单独看四季度，公司实现营收 2.41 亿，同比下降 13.3%，归母净利润 6533 万元，同比增 0.4%。我们认为公司四季度单季的收入或是受到去年 Q3-4 印染纺织行业限电的影响。以全国印染产能占比最高的绍兴柯桥为例，自去年 9 月 22 日起，区内大量印染厂限电停产，开工率有所下降，该情况或持续到 10 月。下游开工率的下降对印染厂资本开支意愿等有所影响，拖累公司四季度业绩。

四季度净利率创下年内季度最高，预计墨水销量起带动作用

公司 2021 年 Q1-4 单季度净利率分别为 25.3%、22.1%、22.4%与 27.1%，其中四季度表现尤为突出。公司主营产品包括数码印花设备和对应墨水，2020 年设备毛利率 41.1%，墨水毛利率 45.8%，我们认为随着公司设备在市场上的保有量提升，将有效带动公司的墨水销量，四季度墨水销售额占比可能继续提升，带动公司的净利率大幅攀升。

对外投资设立数码印花示范项目，打通下游应用场景

公司 10 月 1 日公告，与杭州嘉澎科技、王利勇、王利春、王利贤共同出资设立浙江宏华百锦千印家纺科技有限公司，宏华数科持股比例 35%。本次投资股权方面获得了重要股东与重要客户的多方支持，是上市公司对数码喷印行业的产业链延伸，有望带动数码印花渗透率提升。

风险提示：下游需求不及预期；扩产不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。我们将 21-23 年净利润预测由 2.4、3.8、5.9 亿元下调至 2.3、3.5、5.3 亿元，我们认为限电限产对公司的影响仅为短期，从长期看数码印花依然是纺织供应链变革的大潮。公司当前市值对应 2022 年估值为 45x，维持“买入”评级。

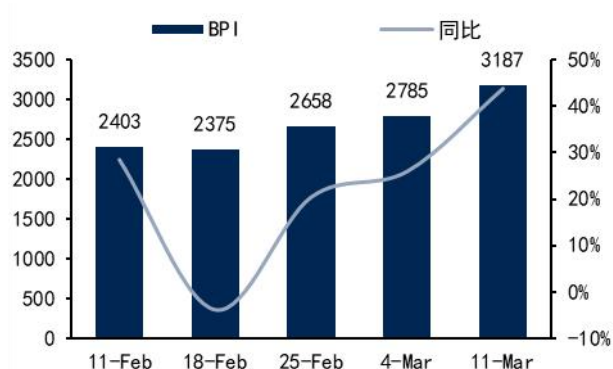
行业数据概览

图5: BDI 走势



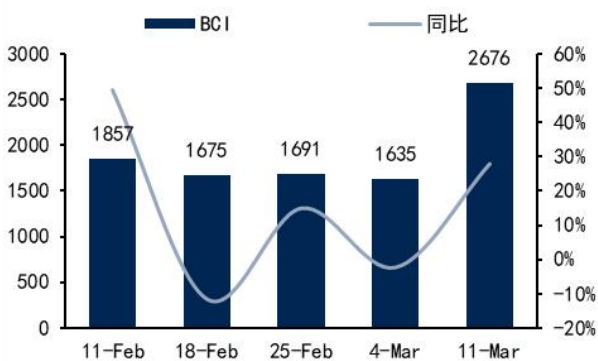
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: BPI 走势



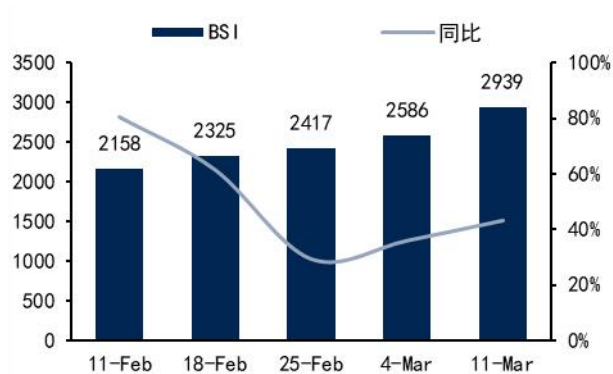
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图7: BCI 走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图8: BSI 走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图9: CDFI 煤炭运价指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图10: 螺纹钢期货价格



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 11: 新加坡燃料油价格



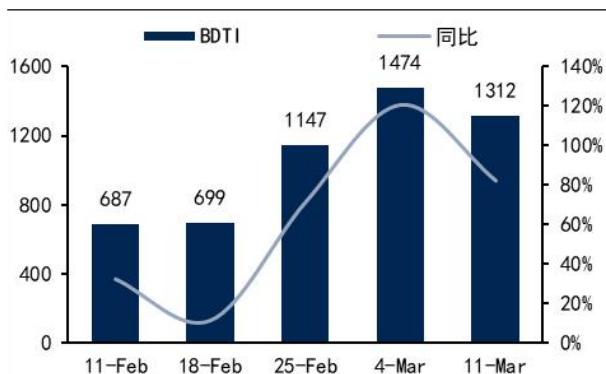
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 12: 海运煤炭运价指数 OCFI: 综合



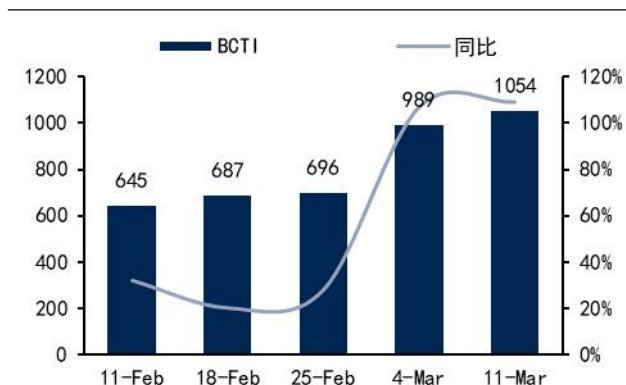
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 13: 原油运输指数 (BDTI)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 14: 成品油运输指数 (BCTI)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 15: 国际油价——布伦特原油



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 16: 国际油价——WTI 原油



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 17: CCFI 综合指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 18: SCFI 综合指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 19: SCFI (地中海航线)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 20: SCFI (欧洲航线)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

近期重点报告回顾

密尔克卫深度报告：物流先行数字分销，本土势力快速崛起

“大赛道、小公司”：强监管下的行业格局，密尔克卫上市以来证明了什么？

1、大赛道：中国第三方精细化工物流市场超 3000 亿（21 年容量因海运、空运干线成本大幅上涨略有提升），其中危化品占比近 20%；

2、小公司：集中度低，2021 年公司近 53 亿物流收入，占比不到 2%，但依旧是国内最大的化工危化物流公司，拓展空间大。

3、强监管：天津爆炸、江苏响水、浙江温岭、土耳其等国内外事件，使得化工危

化物流准入门槛和经营壁垒进一步增加，竞争格局体现出“资源主体无诉求，无资源主体有诉求”的错配，在地方政府化工园全周期监管和事后追责的现况下，作为上市公司，密尔克卫在资源获取上有显著优势，长期市占率提升；

4、历史表现：2019-2021 年经历了因爆炸导致的产能交付递延、新冠导致的运费和化工产品价格大幅波动，但公司净利润能稳定的保持在 40%+复合增长，商业模式和营运团队表现优异，具备极强的：1）容错性；2）客户粘性；3）创新性；

亚太分销市场增速远超欧美，巨头立足未稳，密尔克卫“物流+分销”模式进入加速扩张期

1、物流+分销，从试错到锁定：1）2015-2018 年利用信息不对称做贸易，随机性强，板块收入从 500 万逐年增至 2.26 亿；2）2019-1H21 尝试用互联网做代运营，抽取佣金+导入物流，模式不稳定；3）1H21 之后，定位小品类，线上+线下同时发力，锁定订单并买断后赚取差价，同时并导入物流，解决中小客户常规需求、大型客户零散需求，SKU 和分销额爆发性增长，预计 21 全年收入接近 33 亿元；；4）未来：物流交付为基础，持续扩张品类，辅以混合、贴标、分装，销售额提升的同时降低成本，谋求净利率提升；

2、新模式解决了上下游哪些痛点：1）上游化工生产商：丰富末端小客户渠道，弥补多级代理下粗放管理的弊端；2）下游客户：解决正品率，缓解小批量不定期采购模式下的渠道稳定性和高额成本；3）稳定的物流交付能力；

3、密尔克卫的物流和分销的关系：密的优势在于交付，货在仓、在途风险可控，分销业务可以算是“物流+”，即服务的延申，伴随物流交付能力的逐年强化，分销市场空间会不断拓展；其次，中小末端客户需求依然服从于国内现有化工主要生产、消费的物流路径，同公司原有客户具备互补、协同性，小品类、高周转货物占比提升利于物流板块利润率提升；

4、空间：根据行业 TOP3 公司收入总额保守推断 2020 年全球精细化工分销市场约 1.56 万亿，中国市场约 7000 亿；TOP3 玩家的业绩表现和其在亚太中国市场的市占率呈强相关，三家公司在亚太中国市场的合计收入、利润复合增速平均是成熟市场的 3-4 倍；以 BRENNTAG 为首的龙头公司不断通过收购的方式加快中国布局，但整体上立足未稳，密尔克卫正借助交付优势全力开拓“分销+物流”国内万亿市场；

2022-2024 年：业绩弹性高于过往

盈利加速原因：1）物流：仓库产能释放（危化库未来 3 年从 20 到 50 万平）、新团队和客户的引入或导致大件物流超预期增长（22 年增量 9 亿）、仓库业务回暖（疫情常态化，将部分 DC 分拨仓调整至出口仓）；2、分销：过去五年亚太分销市场远超欧美成熟市场，海外巨头在中国的布局尚不完善，这给密尔克卫这种具备本土交付网络、服务优势的公司带来契机，公司有望成为国内最大的化工分销参与者，尤其是精细化工领域，预计 21-24 年公司分销收入为 33、72、115、180 亿，考虑到中国精细化工分销市场占全球近半壁江山，远期有望成为比肩欧美的头部公司。

估值和投资建议：长期来看，中国化工业将体现为强监管、产业升级和附加值提

升，这会导致产业链占全球市场综合比重逐年提升，万华、密尔克卫等公司头部化、深度合作的趋势愈发明显，预计“物流+分销”模式的高速复制会支持密尔克卫未来三年 50% 的增长中枢，我们判断公司 22-24 年盈利分别为 6.4、9.9 和 14.7 亿元，通过观察公司历史估值中枢，并参考海外成熟分销巨头 BRENNTAG、IMCD（估值远高于国内）和 A 股国联的估值体系，我们按 PEG=1 给予公司 50-52 倍估值，对应市值 320-333 亿，再次重申“买入”评级。

风险提示：疫情、地缘政治导致宏观经济的不确定、分销板块业务拓展和利润率低于预期、政府强监管导致仓库交付低于预期

安利股份：产品升级正当时，高端材料迎来收获期

合成革制造老牌企业，深耕多年国内领军

安徽安利材料科技股份有限公司成立于 1994 年，主要经营生态功能性聚氨酯合成革和聚氨酯复合材料，是国内合成革行业领军企业。公司在合成革行业经营多年，下游需求主要包括沙发汽车、功能鞋服、电子、箱包等，客户包括大量头部品牌商如 Nike、苹果、丰田等。

突破环保型产品，下游应用空间更为宽广

公司所处市场为 PU 合成革市场，为合成革的主流产品。PU 合成革在代替真皮、PVC 合成革方面具有显著优势。传统合成革不论是湿法或是干法工艺，都需要大量有机物参与反应，导致生产过程释放、产成品中残留大量 VOC（挥发性有机物），影响工人与消费者的健康。过去数年大量头部品牌与监管均对 VOC 的残留浓度进行了严格规定，市场对环保型产品的需求扩大。安利股份于国内领先研发出无溶剂 PU 合成革产品，该产品可做到 VOC 低残留与耐磨性提升，与当前需求相符。

客户结构与利润率共同改善

随着产品优化，公司的客户结构发生显著改善，开始快速进入国际国内头部企业的供应商名单中，典型包括苹果、Nike 等，同时在新能源整车市场中与比亚迪、小鹏等展开合作。我们预计 2022 年公司客户与利润率的改善将更为明显。1H2021 面对原材料成本上行、海运成本高企等问题，公司上半年该产品毛利率从 20 年的 20.14% 提升至 25.41%，我们预计若后续原材料价格恢复正常，公司利润率上涨空间将会更大。公司当前已有 25% 产能为无溶剂产品产线。

风险提示：下游客户环保敏感度下降；客户开辟不及预期；产能扩张不及预期。

首次覆盖给予买入评级

公司当前市值对应明年的盈利预测仅 16.5 倍，成长性与估值性价比兼具。我们认

为公司 2022 年在客户、产品以及盈利能力上的拐点将体现得更为清晰，并迎来连续数年的快速成长，综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票价值在 22.9-25.0 元/股，首次覆盖给予买入评级。

牧高笛深度报告：露营渗透加速，关注品牌拐点

深耕户外用品行业，以户外露营装备为主，高性能出行服饰为辅

公司主要从事户外用品的研发、设计、生产与销售，业务模式以出口 OEM/ODM 为主，同时内销自主品牌快速崛起。其中，OEM/ODM 的产品主要为帐篷等户外装备，与主要客户迪卡侬、Go outdoors、Home Retail Group、Columbia、The North Face 等海外户外用品品牌商与零售商保持稳定的合作关系。自主品牌产品主要为户外装备及鞋服，通过线上、线下结合的营销网络直接面向国内消费者。

产品覆盖场景广，自主品牌与精致露营产品有望快速发展

公司的产品种类丰富，目前已经能覆盖露营的大部分需求。自主品牌业务中，公司正逐渐将重心从鞋服类产品转为户外露营相关产品，实现从低端到高端的全场景覆盖。目前，自主品牌中的精致露营相关产品从 2000 年的“纪元”系列产品起步，经不断自主研发设计，已经涵盖帐篷、睡袋、防潮垫、折叠椅等一系列产品，销售额占露营产品总销售额的近 50%。

疫情下户外露营出圈，行业前景向好支撑公司业绩成长

2020 年全球疫情是进行户外露营的消费者教育契机，国内需求增长下户外露营成功出圈。同时，城镇化进程推进下回归自然的需求，以及双减政策落地成为户外行业的新增长点。我们认为以上因素将带动户外行业需求迎来新一轮增长。

风险提示：估值合理性风险；订单低于预期风险；行业市场规模不及预期风险；

首次覆盖给予“增持”评级

预计公司 2021-2023 年净利润分别为 0.9、1.2、1.6 亿，对应当前股价 PE 分别为 27、19、16x，我们认为公司股票价值在 28-30 亿元之间，2021 年动态市盈率分别为 32 倍和 34 倍，相对于公司目前股价有 18%-26%溢价空间。首次覆盖给予“增持”评级。

久祺股份深度报告：自行车 ODM 制造龙头，发力“电动自行车+跨境电商+自有品牌”

中国是自行车制造第一大国，自行车电动化需求大势所趋

自行车品牌主要在欧美等发达国家及地区，而自行车制造主要在中国等发展中国家。中国已经成为了全球自行车制造和出口的第一大国，每年中国自行车的产量占到全球的近 7 成，出口额占到全球出口的近 5 成。每年全世界自行车需求规模保持在 1 亿辆左右的水平，欧洲、美国、中国是自行车的主要消费市场。随着现代人收入水平的提高和对健康生活的追求，且受益于疫情催化，近两年助力电动自行车在欧美销售增长尤为亮眼，现阶段，欧洲已经成为全球最大的助力电动车市场，2020 年销量超过 500 万辆，根据官方预测，2020 年至 2025 年欧洲助力电动车销量年复合增速有望维持在 20%以上。

公司是国内 ODM 模式出口的自行车制造龙头

公司深耕自行车制造二十余年，是国内主要的自行车制造出口商之一。我国自行车企业可分为三个梯队：一是拥有规模优势的大型自行车企业，具有较高的市场认知度和品牌知名度；二是研发设计能力强、销售渠道广泛、产业链整合能力强，以 ODM/OEM 等形式的出口型企业；三是行业内的众多中小企业，设备水平较低、缺乏自主创新能力。久祺股份属于第二梯队，凭借充足的经验、稳定的客户关系及供应链体系，规模越来越大，未来将有望向第一梯队进军。

公司发力“电动自行车+跨境电商+自有品牌”，高成长属性强

(1) 随着公司大力提高中高端自行车品类的生产能力，公司开始大力布局需求增长较快、产品附加值较高的助力电动自行车领域，未来公司的助力电动自行车业务将会保持较快的发展，该产品销量已经从 2018 年的 3.6 万辆增长至 2020 年的 11 万辆。(2) 公司 2018 年开始正式开拓跨境电商渠道，通过跨境电商渠道直接将自有品牌自行车卖给终端消费者，一方面销售高速增长，另一方面加速自有品牌的建立。2020 年公司跨境电商和自有品牌的收入占比分别达到了 7.7%和 15.6%，未来还有较大提升空间。此外，随着高毛利率（2020 年 76%）的跨境电商业务收入占比提升，公司盈利能力也将明显提升。

投资建议：预计公司 21-23 年归母净利分别为 2.0 亿元、2.8 亿元、4.1 亿元，同比增 27.3%、41.3%、44.1%，给予 32-35 倍 PE 的目标估值，目标价 46.5-50.5 元，给予公司“买入”评级，现在股价对应 22-23 年 EPS 的 PE 估值分别为 26X、18X。

圆通速递点评：1-2 月业务量增速回升，业绩表现亮眼

公司公告：2022 年 1 至 2 月，公司实现快递业务完成量 22.97 亿票，同比增长 27.81%；实现营业收入约 76.24 亿元，同比增长 39.28%；实现归属于上市公司股东的净利润约 5.45 亿元，同比增长 186.36%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润约 5.16 亿元，同比增长 207.45%。

国信交运观点：

1) 快递行业价格竞争维持缓和态势，公司延续去年旺季的价格策略，今年 1-2

月快递价格水平坚挺、经营成本可控，快递业务的单票盈利能力环比继续提升（根据我们估算，1-2 月约 0.2 元左右，去年 Q4 约 0.15 元左右），从而致使业绩表现超预期。

2) 考虑公司经营持续优化、盈利能力稳步提升，我们上调公司 21-23 年归母净利润至 21.2/29.7/33.9 元（21-23 年预测值上调幅度分别为 0.0%/11.9%/8.3%），对应 PE26/19/16x。我们认为在共同富裕大背景下，快递龙头的竞争已经从价格战升级为“兼顾价格和服务”多元化竞争，未来快递龙头规模和利润将进入稳增长阶段，而具有强劲竞争实力的圆通有望在竞争格局演变过程中最后胜出，维持“买入”评级。

评论：

1-2 月业务量增速回升、价格坚挺，盈利表现亮眼

从业务量的角度来看，圆通 1-2 月业务量实现了 27.8% 的增速，较去年四季度增速明显回升（21Q4 为 12.7%），我们认为主要得益于快递行业服务质量提升，今年公司有序且大范围实行“春节不打烊”，在春节期间获取了更多的增量业务。从价格的角度来看，快递行业价格竞争维持缓和态势，公司延续去年旺季的价格策略，今年 1-2 月快递价格水平坚挺、经营成本可控，快递业务的单票盈利能力环比继续提升，根据我们估算，1-2 月约 0.2 元左右，去年 Q4 约 0.15 元左右），从而致使业绩表现超预期。

行业价格战维持缓和态势，快递龙头业绩修复逻辑将持续兑现

（1）由于 2021 年基数高以及电商线上渗透速度逐步放缓，2022 年快递行业需求增长将明显放缓。（2）在共同富裕的大背景下，快递龙头企业开始兼顾价格和服务质量，且极免收购百世中国地区快递业务后竞争格局实现了实质性的优化，我们认为 2022 年行业价格战大概率将维持缓和态势。（3）在 2022 年价格战缓和的背景下，圆通单票利润将维持在相对高位，利润有望实现高速增长。

竞争实力持续提升，公司长期价值凸显

圆通近两年在持续地优化自己的经营模式，从而看到圆通的成本管控能力持续改善，单票快递成本持续向同行领先者看齐。此外，公司也在持续推进全面数字化转型，公司通过数字化工具加强对快件全程时长、投诉率、遗失破损等各项指标的精准管控，快件时效、服务质量、客户体验等持续改善。我们认为在共同富裕大背景下，快递龙头的竞争已经从价格战升级为“兼顾价格和服务”多元竞争，未来快递龙头规模和利润将进入稳增长阶段，而具有较强竞争实力的圆通有望在竞争格局演变过程中最后胜出。

投资建议：业绩表现超预期，维持“买入”评级

考虑公司经营持续优化、盈利能力稳步提升，我们上调公司 21-23 年归母净利润至 21.2/29.7/33.9 元（21-23 年预测值上调幅度分别为 0.0%/11.9%/8.3%），对应 PE26/19/16x。我们认为在共同富裕大背景下，快递龙头的竞争已经从价格战升级为“兼顾价格和服务”多元化竞争，未来快递龙头规模和利润将进入稳增长

阶段，而具有强劲竞争实力的圆通有望在竞争格局演变过程中最后胜出，维持“买入”评级。

风险提示：政策风险，行业需求低于预期，价格战恶化。

顺丰控股年报预告点评：四季度盈利能力快速修复，公司发展势头正好

四季度公司归母净利和扣非净利均同比高增长

公司发布 2021 年业绩预告，2021 年四季度单季实现归母净利润 24-26 亿元，同比增长 39%-50%；扣非净利润 14.5-16 亿元，同比增长 41%-56%，归母净利表现超预期，扣非净利表现符合预期。

受益于经营改善以及嘉里物流并表，四季度盈利能力快速修复

公司四季度扣非净利同比和环比均实现高增长主要得益于：（1）公司进一步提升收入质量，通过调整定价策略主动调优产品结构和客户结构，经济型快递产品单票收入同比提升，从而我们也看到公司 11 月和 12 月的单票速运物流收入同比实现了由负转正；（2）公司精益化成本控制效果得到显现，前端使用科技动态预测客户需求，后端精准匹配资源投入，并随着速运、快运、仓网、丰网四网融通的推进，中转场自动化设备升级，干支线线路整合优化，公司的营运操作效率稳步提升，从而改善整体效益；（3）公司自第四季度开始合并嘉里物流的业绩。此外，公司四季度实现的 10 亿元左右非经常性收益主要来自于公司处置子公司获取的处置收益以及政府补助等。

公司已度过最困难时期，发展势头正好

公司 2021 年业绩大幅下滑主要是因为（1）加大了对场地、设备、运力等网络资源投入，产能利用率进入了逐步修复的爬坡期；（2）春节期间人工成本上涨超预期；（3）快递产品结构出现失衡；（4）2020 年享受的疫情优惠政策于 2021 年陆续结束。我们展望 2022 年来看，造成 2021 年业绩下滑的原因在 2022 年均将有所改善甚至与消失，而且考虑到在“共同富裕和高质量发展”以及电商竞争白热化的大背景下，快递服务质量将成为竞争核心之一，顺丰的高端快递服务具有不可替代性，中长期有望维持较快增长，为公司发展提供了很好的安全垫。

投资建议：调高盈利预测，维持“买入”评级。

调高盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 43.0/77.7/107.9 亿元（21-23 年调整幅度+35%/+3%/+0%），分别同比增长-41%/86%/35%。通过分部估值方法，得出公司未来 6 个月的合理估值约为 77.5 元，公司长期成长逻辑不变，维持“买入”评级。

投资建议

交运板块：2021-2022 年疫情反复依然是主导交运细分板块投资情绪的核心因素，我们倾向于明年疫情的散去和人、物、货的自由流动是个循序渐进的过程，因此集运的高位运行（尤其是上半年）、快递竞争缓和以及整合将是大概率事件，航空机场受干扰因素相对较高，适合长期布局；细分赛道中，化工危化物流则受益于中国及亚洲地区的生产消费占比逐年提升、政府强监管背景下逐步放开对头部企业的资质审批，集中度提升有望加速；综合来看，推荐：密尔克卫、顺丰控股、圆通速递、韵达股份、中国国航、春秋航空、上海机场，关注嘉诚国际。

中小盘个股方面，剔除市场偏好、风格轮动等短期的影响因子，我们在中小市值个股的选择上，依然沿着估值合理+边际变化+成长可持续的主线，试图寻找出拥有持续成长、复利效应的个股。在我们当前覆盖的个股基础上，我们综合考虑个股的成长性与估值水平，继续推荐双星新材、宏华数科、浙江自然、牧高笛、久祺股份与安利股份，建议关注先惠技术、中际联合、凯立新材。

风险提示

宏观经济复苏不及预期，疫情反复，油价汇率剧烈波动。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032