

飞力达

300240

审慎增持 (维持)

关注制造业国产替代趋势给公司带来的新机遇

2020年08月21日

市场数据

市场数据日期	2020-08-20
收盘价(元)	5.92
总股本(百万股)	365.56
流通股本(百万股)	361.60
总市值(百万元)	2164.11
流通市值(百万元)	2140.67
净资产(百万元)	1175.86
总资产(百万元)	2584.68
每股净资产	3.22

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3237	3764	4359	5242
同比增长	1.2%	16.3%	15.8%	20.3%
净利润(百万元)	31	42	60	78
同比增长	111.5%	35.1%	42.3%	30.4%
毛利率	10.9%	9.5%	9.8%	9.5%
净利润率	1.0%	1.1%	1.4%	1.5%
净资产收益率(%)	2.7%	3.5%	4.8%	6.0%
每股收益(元)	0.09	0.12	0.16	0.21
每股经营现金流(元)	0.16	0.20	0.14	0.10

投资要点

- **制造业第三方物流的先行者。**江苏飞力达国际物流股份有限公司成立于1993年4月，是一家专注于为智能制造业企业提供一体化供应链管理的现代物流服务商。公司从货代起家，逐步发展成为制造业第三方物流服务商，2019年提出立志成为“数据科技驱动的智造供应链管理专家”。
- **制造业国产替代趋势下的万亿物流市场。**制造业国产替代呈现加速趋势，而先进制造业发展需要物流等现代服务业支撑，物流市场发展空间广阔。根据Wind数据，2018年全球第三方物流收入8700亿美元，其中中国第三方物流收入规模2032亿美元。
- **公司具备一定的竞争优势。**公司具有较强的科技基因，通过研发投入带来智能化，数字化，可视化等系统解决方案，节约成本，具备复制能力；能解决制造业企业完整的物流需求，保障全链条的时效和服务品质稳定，一定程度上解决制造业物流的痛点。
- **盈利预测及投资建议。**预计公司2020-2022年EPS为0.12、0.16、0.21元，对应公司2020年8月20日收盘价(5.92元)的PE为51、36、28倍。制造业国产替代的公司发展势头良好，以立讯精密为例，来自消费电子的大量新增订单驱动公司营业收入及利润大幅增长，2019年营业收入625亿元，同比增长74%，归母净利润47亿元，同比增长73%。制造业国产替代趋势有望给飞力达带来新的发展机遇，公司也在发展战略中提到“深入服务品牌大客户，特别是国产替代的龙头企业”。如果公司能够把握住这一机遇，从国产替代的龙头企业中获得持续增长的物流订单，则经营业绩有望持续改善，有待继续跟踪，维持公司“审慎增持”评级。

相关报告

《关注公司跨业扩张及外延式拓展》2014-10-27
《最低谷将逐渐过去》2014-08-12

分析师:

吉理

jili@xyzq.com.cn

S0190516070003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

风险提示: 宏观经济下行, 制造业景气度下行, 土地、人工等成本上行, 业务发展低于预期, 资产减值及坏账损失风险

目 录

1、制造业第三方物流的先行者	- 3 -
1.1、飞力达是制造业第三方物流服务商	- 3 -
1.2、台湾笔记本代工企业推动飞力达从货代发展至第三方服务商	- 5 -
1.3、2019 年提出立志成为“数据科技驱动的智造供应链管理专家”	- 6 -
2、制造业国产替代趋势下的万亿物流市场	- 7 -
2.1、制造业国产替代呈现加速趋势	- 7 -
2.2、先进制造业发展需要物流等现代服务业支持，方能实现成本控制、品质提升	- 8 -
2.3、国内物流巨头重视制造业物流市场，通过资产整合提升服务能力	- 9 -
2.4、全球第三方物流（合同物流）龙头公司营收情况	- 10 -
3、飞力达的竞争优势	- 11 -
3.1、制造业物流的痛点	- 11 -
3.2、飞力达具有较强的科技基因，通过研发投入带来智能化，数字化，可视化等系统解决方案，节约成本，具备复制能力	- 12 -
3.3、飞力达能解决制造业企业完整的物流需求，保障全链条的时效和服务品质稳定	- 13 -
3.4、飞力达的团队及实控人长期服务制造业物流，总裁来自嘉里物流，具有丰富的经验	- 14 -
4、飞力达业绩回顾	- 15 -
5、盈利预测及投资建议	- 18 -
6、风险提示	- 19 -
图表 1、飞力达的国际服务网络	- 3 -
图表 2、飞力达的国内服务网络	- 4 -
图表 3、飞力达股权结构	- 4 -
图表 4、内资电子制造代工厂营业收入情况（亿元）	- 7 -
图表 5、台资电子制造代工厂营业收入情况（折算成亿元）	- 7 -
图表 6、2019 年全球第三方物流前 10 强（亿美元）	- 10 -
图表 7、2019 年中国合同物流前 15 强排名（亿元）	- 10 -
图表 8、制造业物流过程示意图	- 11 -
图表 9、公司 2011 年上市以来营业收入情况（亿元）	- 15 -
图表 10、公司 2011 年上市以来利润情况（亿元）	- 15 -
图表 11、中国笔记本电脑产量（万台）	- 16 -
图表 12、公司历年政府补助金额（万元）	- 16 -
图表 13、公司 2011 年上市以来分业务营业收入情况（亿元）	- 17 -
图表 14、公司 2011 年上市以来分业务毛利情况（亿元）	- 18 -
图表 15、2020-2022 年公司营收预测（亿元）	- 18 -

报告正文

1、制造业第三方物流的先行者

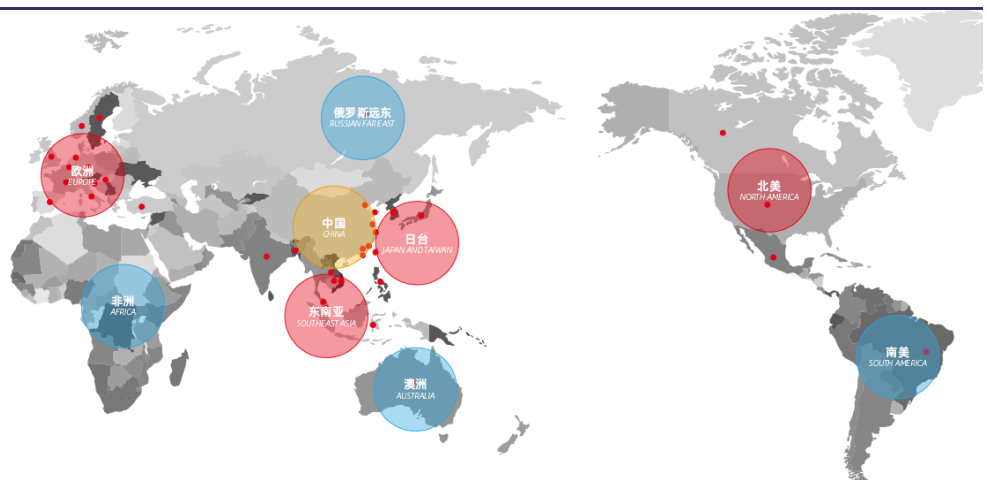
1.1、飞力达是制造业第三方物流服务商

江苏飞力达国际物流股份有限公司成立于1993年4月，是一家专注于为智能制造业企业提供一体化供应链管理的现代物流服务商。公司于2011年7月，在深交所创业板成功A股上市（股票代码：300240）。经过二十年的发展，目前公司旗下在国内拥有84家分支网点，员工3000多人，管理车辆超1000辆，仓储面积达60万平方米，构建覆盖中国29个省份及海外30个国家和地区的服务网络。业务领域覆盖IT、通讯、汽车、精密仪器等产业，为100多家世界500强企业提供货运代理、仓储运输、供应链金融、供应链解决方案及执行的综合物流服务。

公司以货运代理和进出口通关等基础物流服务起步，逐步开发拓展精品航线、快进快出、关务外包等延伸增值类服务。凭借基础物流服务平台，公司积极向综合物流服务领域发展，形成以电子信息制造行业品牌商客户为核心的品牌商VMI、分销以及备品备件分拨中心管理模式，并逐步横向拓展形成了制造商VMI模式、供应商DC模式等综合物流服务产品。

根据中国国际货运代理协会组织的排名，公司位列2018年中国国际货代物流仓储排名第3名，2018年中国民营国际货代物流排名第12名，2018年中国国际货代物流陆运排名第17名，2018年中国国际货代物流百强排名第28名，2018年中国国际货代物流空运排名第34名，以及2018年中国国际货代物流海运前50强；此外根据物流行业研究机构罗戈研究发布的《2019中国合同物流发展报告》，公司位列2019年中国合同物流排名第14名。

图表1、飞力达的国际服务网络



资料来源：公司官网，兴业证券经济及金融研究院整理

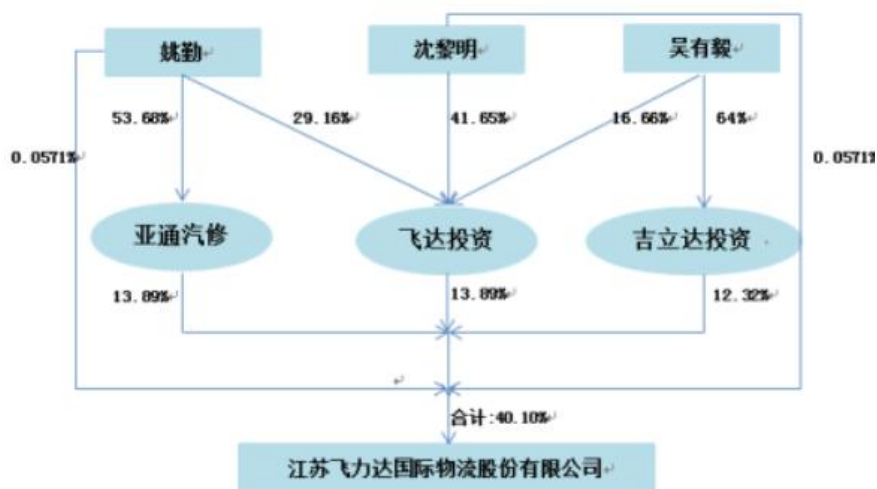
图表 2、飞力达的国内服务网络



资料来源：公司官网，兴业证券经济及金融研究院整理

公司是一家民营企业，总部位于江苏省昆山市，实际控制人沈黎明先生、姚勤先生、吴有毅先生三人通过信托或其他资产管理方式控制公司，合计控制公司 40.10% 的股份。沈黎明先生 2008-2019 年担任公司董事长，2020 年离任，继续担任公司董事；姚勤先生 2008-2019 年担任公司总裁，2020 年担任公司董事长及联席总裁；吴有毅先生 2008 年至今担任公司副董事长。

图表 3、飞力达股权结构



资料来源：公司财报，兴业证券经济及金融研究院整理

1.2、台湾笔记本代工企业推动飞力达从货代发展至第三方服务商

第三方物流源于欧美，20 世纪 80 年代以来，欧美等西方发达国家进行了对各种物流功能、要素进行整合的“物流革命”。首先是企业内部物流资源整合和一体化，形成以企业为核心的物流系统，物流管理部门随之成为企业内部独立的职能部门；随后，物流资源整合和一体化扩展到企业之间相互联系、分工协作的整个产业链条，形成了以供应链管理为核心的物流系统，并在此基础上出现了为工商企业和消费者提供专业化服务的“第三方物流企业”。现代物流以其加速周转、降低成本、提高质量的系统集成功能，逐步从各经济部门中分离出来，成为独立产业得以加速发展。

20 世纪 90 年代中期，第三方物流的概念开始传到我国，它是运输、仓储等基础服务行业的一个重要发展，以合同制提供系统全套物流的方式，可以使商品减少库存及运输的费用，成为商品“第三利润”的来源。企业把所有的综合物流业务外包给新型的物流企业，以便获得更低成本的仓储、运输、配送、包装加工、代理、营销策略、信息服务等全面物流服务。

2001 年加入 WTO 后，中国大陆逐步成为全球 IT 制造业中心。2000 年 8 月 16 日，飞力达的控股子公司加工区物流中心在昆山出口加工区成立，成为全国第一家出口加工区专业物流公司。2000 年 10 月，昆山出口加工区成为全国第一个封关运作的出口加工区，并引进了仁宝和纬创等全球知名笔记本电脑代工企业，带动了昆山地区 IT 产业快速发展，公司保税物流业务随之迅速拓展。2001 年 12 月 10 日，公司间接控股子公司昆山飞力仓储服务有限公司的设立标志着公司以 VMI 仓储管理为核心，逐步寻求客户供应链管理的一体化解决方案的开始，将基础物流服务延伸至综合物流服务。2004 年公司开始介入全球第一大笔记本电脑品牌商宏碁的综合物流服务外包领域，标志着公司品牌商发展战略的开始。

1.3、2019年提出立志成为“数据科技驱动的智慧供应链管理专家”

公司的发展经历了以下阶段：

- ✓ 1993-2002年，企业成立，获取货代物流行业资质；
- ✓ 2003-2007年，巩固货代物流服务竞争优势，积极拓展供应链物流服务；
- ✓ 2008-2017年，打造一体化供应链管理解决方案，实现差异化发展。
- ✓ 2018-2019年，公司管理层为公司今后五年的发展做了规划，提出“助力制造企业提升供应链管理效率，实现客户价值主张”，立志成为“数据科技驱动的智慧供应链管理专家”。调整之后的战略更加强调公司服务对象的智能制造属性及战略发展的数据科技驱动要素。

在2019年报中，公司提出将在未来的发展过程中依据最新确定的战略定位，拓展服务的目标行业、深入服务品牌大客户，特别是国产替代的龙头企业、跟随品牌商大客户进行海外业务拓展、继续加大对信息技术的研发投入：

- ✓ 在行业开掘方面，继续深耕IT制造业物流服务的基础上，继续探索和尝试电子信息制造行业新的业务领域及运作模式，同时，加强对其他相关智能制造行业的探索、研究和实践，以内生式拓展与外延式并购相结合的方式，继续尝试将在IT制造业积累的供应链管理经验向其他相关智能制造行业进行复制。目前公司已在汽车及零部件行业、智能制造装备行业、精密仪器行业、医疗器械行业及快递消费品行业积累了相关成功案例，初步形成了公司六大目标行业解决方案，为公司持续的业务转型升级及未来发展奠定了坚实的基础。
- ✓ 在客户拓展方面，由于全球知名品牌商在其制造产业链中占据主导地位，公司将继续坚持品牌商大客户策略，通过深入服务品牌商大客户，特别是国产替代的龙头企业及其全球产业链，促使公司不断调整和优化业务结构，带动公司物流供应链管理向产品标准化、服务精细化、方案一体化方向发展。
- ✓ 在区域全球化拓展方面，从整体层面来说，公司将不断适应全球供应链在地区间、国际间调整、转移及整合的大趋势，继续加大对海外服务网络的投入，优化公司海外服务网络的布局，以提升公司海外服务能力；从单个客户层面来说，公司坚持将品牌商大客户策略在区域维度上进行延伸，紧密跟随并密切配合品牌商大客户海外业务拓展，以协助品牌商大客户的海外业务布局，同时也带动公司物流供应链管理服务向全球化方向发展。
- ✓ 在物流信息技术方面，公司将继续抓牢在物流信息技术方面的优势，继续加大对信息技术的研发、应用及投资力度，以顺应智能制造客户及制造供应链物流产业的数据化、信息化及智能化趋势，旨在使公司成为物流供应链管理服务行业B2B领域领先的物流科技公司。

2、制造业国产替代趋势下的万亿物流市场

2.1、制造业国产替代呈现加速趋势

近年来，制造业国产替代呈现加速趋势。以电子制造代工厂的情况来看，内资代工厂正在迅速崛起。从几家上市公司数据来看，立讯精密消费电子业务持续爆发式增长；比亚迪手机部件及组装业务持续增长，2019年增速明显提升；闻泰科技手机及配件业务2019年出现爆发式增长。2019年这几家内资代工厂相关收入增速明显高于老牌的台资代工厂。

图表4、内资电子制造代工厂营业收入情况（亿元）

代码	公司名称	数据类型	2015	2016	2017	2018	2019
002475.SZ	立讯精密	消费电子业务收入	44	69	152	268	520
		YOY		56%	120%	77%	94%
002594.SZ	比亚迪	手机部件及组装业务收入	333	391	405	422	534
		YOY		18%	4%	4%	26%
600745.SH	闻泰科技	手机及配件业务收入		126	160	166	398
		YOY			27%	4%	139%

资料来源：公司财报、兴业证券经济与金融研究院

图表5、台资电子制造代工厂营业收入情况（折算成亿元）

代码	公司名称	数据类型	2015	2016	2017	2018	2019
2317.TW	鸿海精密	营业收入	8852	9328	10341	10704	12438
		YOY		5%	11%	4%	16%
4938.TW	和硕联合	营业收入	2397	2477	2623	2709	3181
		YOY		3%	6%	3%	17%
2382.TW	广达电脑	营业收入	1989	1913	2244	2079	2397
		YOY		-4%	17%	-7%	15%
2324.TW	仁宝电脑	营业收入	1673	1641	1950	1957	2282
		YOY		-2%	19%	0%	17%
3231.TW	纬创	营业收入	1231	1412	1837	1799	2045
		YOY		15%	30%	-2%	14%

资料来源：公司财报、兴业证券经济与金融研究院

2.2、先进制造业发展需要物流等现代服务业支持，方能实现成本控制、品质提升

根据一些国内外学者的研究，现代物流服务业的发展有助于提升制造业效率，参考魏艳秋在《现代管理科学》2020年第2期发表的《“互联网+”制造业与现代物流服务业互动发展研究——基于浙江省的实证分析》钟的文献综述：

- ✓ Lieb, Bentz (2004) 提出美国制造业企业在积极参与国际分工时积极选择物流外包，降低了企业运输成本、提高核心竞争力；
- ✓ Egger 等 (2001;2006) 认为资本密集型高技术产业的外包服务对提升制造业劳动生产率作用更大，即高技术下的专业化分工对于提升制造业生产效率更明显；
- ✓ 杨依杭、鞠颂东 (2015) 基于产业关联视角分析德国物流业与制造业联动发展对中国的启示认为德国快速发展的物流业有效推动了制造业进行业务流程改造，很好地服务了德国制造业，对其制造业的国际化起到了很好的支持作用。
- ✓ 赵胤斐，冯晖 (2018) 等分析了物流业与制造业的物流供需协同机制，认为物流业和制造业的协同发展，能够促进两业已有资源的合理配置，使得区域内整个产业结构不断转型升级。也有学者通过实证分析研究两者的关系。
- ✓ 王健，梁红艳 (2012) 运用中国省际层面以及制造业行业细分面板数据进行实证分析的结果表明：样本期间内，我国物流业的发展水平是制造业生产效率提高的一个重要因素。
- ✓ 李光明等 (2017) 利用 2006 年~2015 年我国 30 个省份（西藏除外）的面板数据，基于空间杜宾模型分析物流产业集聚对我国制造业劳动生产率的作用及空间溢出效应。结果表明物流产业集聚与地方财政支出均显著为正，是制造业劳动生产率提升的重要源泉。
- ✓ 蔡志强、蔺继娟 (2019) 利用柯布—道格拉斯生产函数考察物流业与制造业关系，得出结论为物流业的发展会显著地促进东部省份制造业效率的提升。

2019 年 11 月国家发改委等 15 部门印发《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》指出，“先进制造业和现代服务业融合是顺应新一轮科技革命和产业变革，增强制造业核心竞争力、培育现代产业体系、实现高质量发展的重要途径。”其中提到：“促进现代物流和制造业高效融合。鼓励物流、快递企业融入制造业采购、生产、仓储、分销、配送等环节，持续推进降本增效。优化节点布局，完善配套设施，加强物流资源配置共享。鼓励物流外包，发展零库存管理、生产线边物流等新型业务。推进智能化改造和上下游标准衔接，推广标准化装载单元，发展单元化物流。鼓励物流企业和制造企业协同“走出去”，提供安全可靠服务。”

2.3、国内物流巨头重视制造业物流市场，通过资产整合提升服务能力

国内物流巨头重视制造业物流市场，通过资产整合，提升制造业物流的服务能力。近年来中国外运整合、顺丰控股收购 DPDHL 的中国供应链业务，一定程度上体现了这一趋势。

✓ 中国外运整合：

中国外运股份有限公司是招商局集团物流业务统一运营平台和统一品牌，是中国具有领先地位的综合物流服务商。中国外运原是 H 股上市公司（0598.HK），2017 年 11 月完成收购招商局物流集团，2019 年 1 月完成吸收合并外运发展，实现（A+H）两地上市。至此中国外运完成了原中国外运长航集团（2015 年 12 月并入招商局集团，成为其全资子公司）及原招商局集团旗下的主要物流资产的整合。

✓ 顺丰控股收购 DPDHL 中国供应链业务：

2018 年 10 月 26 日，顺丰控股发布公告称，收购敦豪供应链（香港）有限公司和敦豪物流（北京）有限公司 100% 股权，将整合 DPDHL（德国邮政敦豪集团）在中国大陆、香港和澳门地区的供应链业务，本次交易总对价为 55 亿元。此交易并不牵涉 DPDHL 集团在中华区的其它业务，诸如国际快递、货运及电子商务物流解决方案等。

DPDHL 是全球三大物流巨头之一，其国际化布局始于 1970 年，1986 年与中国对外贸易运输集团总公司合资成立中外运敦豪，成为最早进入中国大陆市场的国际物流企业。其业务分为快递、邮政电商包裹、全球货运代理和供应链四大部分，此次顺丰收购的业务是 DPDHL 在中国大陆、香港和澳门地区的供应链业务。

2.4、全球第三方物流（合同物流）龙头公司营收情况

根据美国第三方物流咨询公司 Armstrong & Associates 发布的 2019 年全球第三方物流 50 强榜单（主要统计合同物流业务，剔除了快递、包裹等公共物流业务），排名前十的公司主要集中在欧洲及美国，中国大陆仅中国外运进入榜单，排名第 8，2018 年第三方物流收入 101.7 亿美元，收入约为第一名 DHL 的三分之一。此外中国香港的嘉里物流也进入榜单，排名第 22，2018 年第三方物流收入 48.8 亿美元。

图表 6、2019 年全球第三方物流前 10 强（亿美元）

排名	公司名称	地区	2018 年收入
1	DHL Supplying chain & global forwarding	欧洲	281.2
2	Kuehne+Nagel	欧洲	253.2
3	DB Schenker	欧洲	199.7
4	Nippon Express	亚洲	187.8
5	C.H. Robinson	美国	166.3
6	DSV	欧洲	124.1
7	XPO Logistics	美国	108.5
8	Sinotrans	亚洲	101.7
9	UPS Supply Chain Solution	美国	98.1
10	J.B. Hunt (JBI,DCS & ICS)	美国	82.1

资料来源：Armstrong & Associates、兴业证券经济与金融研究院

根据中国物流咨询机构罗戈网发布的 2019 年中国合同物流前 15 强排名，飞力达 2018 年合同物流收入 32 亿元，排名第 13。

根据 Wind 数据，2018 年全球第三方物流收入 8700 亿美元，其中中国第三方物流收入规模 2032 亿美元。而对比中国合同物流前 15 强榜单与全球合同物流前 50 强榜单，收入规模有较大差距，一定程度上也体现了潜在的发展空间巨大。

图表 7、2019 年中国合同物流前 15 强排名（亿元）

排名	公司名称	2018 年收入	主要服务行业
1	上汽安吉物流	250.8	汽车
2	外运股份（专业物流板块）	204.9	消费品、汽车、冷链
3	京东物流	123.8	家电、快消
4	一汽物流	122	汽车
5	中储智运	114	大宗、消费品
6	中通服供应链	101.5	通信
7	日日顺	101.4	家居家电
8	安得智联	77	电商、家居家电
9	准时达	76	高科技、能源
10	希杰物流（中国）	64.5	消费品、冷链、化工
11	中都物流	60	汽车
12	长久物流	54.8	汽车
13	长安民生	51.1	汽车

14	飞力达	32	高科技
15	百世（供应链板块）	20.7	消费品

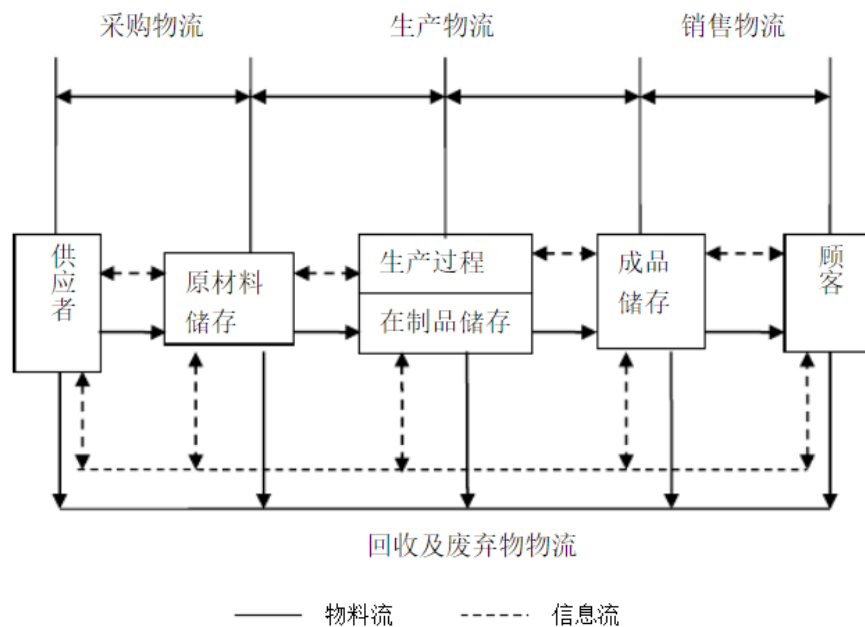
资料来源：罗戈网、兴业证券经济与金融研究院

3、飞力达的竞争优势

3.1、制造业物流的痛点

制造企业的物流过程一般包括采购供应物流、生产物流、产品销售物流、以及回收和废弃物物流等。

图表 8、制造业物流过程示意图



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为制造业物流主要有以下痛点：

- 1) 品类复杂，为客户深度定制，导致很难标准化产品化，边际成本难以下降；
- 2) 货代、仓储、运输、逆向物流各个环节割裂，时效和服务品质难以满足

3.2、飞力达具有较强的科技基因，通过研发投入带来智能化，数字化，可视化等系统解决方案，节约成本，具备复制能力

根据公司 2019 年报披露，公司致力于智能制造业一体化供应链管理解决方案的研发与推广，不断将物流资讯领域新的技术成果和先进的物流服务模式引入智能制造业服务领域，在物流资讯系统建设和智能制造业高端物流服务方面具备高技术服务优势：

- ✓ **研发团队稳定。**公司拥有一支人数及人员均较稳定的物流资讯系统研发团队。近三年来，研发人员年平均人数超过 200 人，团队成员稳定且均拥有多年的信息系统研发工作经历，对制造业物流行业的信息流服务均有深刻理解，在仓储物流管理、货运代理及信息物流管理方面积累了丰富的开发经验和技術储备。
- ✓ **持续研发投入。**长期以来，公司一直将物流资讯建设作为公司重点投资方向。2017-2019 年，公司累计研发投入资金近 1.4 亿元，而同期累计归母净利润 1.2 亿元，研发投入资金超过公司的利润额。
- ✓ **打造先进的运营信息管理系统。**公司联合 IBM、SAP 打造强大的运营信息管理系统：
 - 1) 构建客户关系管理系统和集团营销管理系统，将集团范围内的客户资料、合同资料规格化、模块化，使其能够为其他信息系统所利用；
 - 2) 构建集团营运操作系统、国际货运代理管理系统、报关报检管理系统、车队管理系统、仓储管理系统、场站管理系统，整合了集团所有业务作业资源，实现了从客户关系管理到物流实务营运各环节的信息共享和实时并行操作；
 - 3) 构建集团商务结算系统、集团财务管理系统，快速准确地实现公司业务数据的汇集、审核、对账到转入财务系统处理；
 - 4) 构建集团客户服务系统和客户自主服务系统，实现客户对货况跟踪、物流运作绩效、电子商务方面的支持
- ✓ **通过信息技术促进物流产业变革。**公司借助 RF 和 GPS 等技术的成熟应用，形成了内部的“物联网”体系，实现了对货物流转的智能化识别、定位、跟踪、监控和管理。通过影像识别技术、自动化流水线技术、拣货机器人、无人叉车、AGV、视觉盘点及智能终端等，对现有平库作业模式进行升级改造，成功引入自动化智能立体库。通过信息技术应用，公司可以做到：
 - 1) 智能生产：公司可帮助客户实现智能生产，提升其操作效率及准确度。通过影像识别技术，系统自动制标、贴标；通过视觉识别技术，系统自动复检。通过自动化流水线可实现货自动到人，减少搬运和暂存时间，物流动线顺畅。
 - 2) 自动化智能立体库：货到人拣选，最大程度优化拣货模式，现场作业一个流，作业有序。操作效率及仓库利用率提升，高速、精准入库及出库。

3.3、飞力达能解决制造业企业完整的物流需求，保障全链条的时效和服务品质稳定

公司现已形成供应链解决方案及仓库服务、海运、空运、陆运及供应链金融等五大物流产品及服务，能解决制造业企业完整的物流需求，保障全链条的时效和服务品质稳定。

● 供应链解决方案及仓库服务

公司通过构建以品牌商为核心的供应链生态圈，为制造业客户提供从供应链上游的供应商到下游的品牌商，一体化的、柔性供应链的物流解决方案。通过物流协同平台和供应链协同平台实现计划、资源、需求协同，数据共享，为解决方案提供决策支持。该方案及服务是围绕仓储开发形成，贯穿入厂物流、生产物流、成品物流、售后物流，实现供应商、采购、生产、分销、售后服务到终端消费者的全链条服务，是基于精准运营和智慧物流技术的一体化供应链解决方案，旨在可为客户实现效率提升，成本降低，风险可控及货况可现，其操作模式主要为制造商 VMI 模式、品牌商 VMI 模式、DC 模式、产品配送 FTL、组装出货 CKD、流通加工、仓库外包与备品备件分拨中心。

● 海运物流

公司致力于提供一站式门到门国际网络服务，包括往返日台、东南亚、北美、欧洲等区域的国际精品航线服务；沿海和内河的国内航线服务；水水联运、海铁联运等多式联运服务；区域网络化的海运拖车关检配送等配套服务；境外需求的特色增值服务。

● 空运物流

公司与全球多家航空公司保持长期合作，拥有健全的空运服务网络，在国内主要机场均设有合作代理，同时，公司打造了美国、中国香港、中国台湾、东南亚等多条国际精品航线，为客户设计并优化跨境物流全过程方案，提供从国外门点、国际空运到进出口转关、仓储、配送等全程一站式的、高度灵活的定制化空运服务，满足客户全方位、多角度的需求。公司办理各类货物的航空运输，包括集中托运、门到门运输等；提供空、陆空联运等多式联运；代客户办理取货、送货、报关、清关和储存业务；承办各类物品的一条龙运输服务。公司的海运及空运物流服务覆盖全球超过 50 个国家和地区，合作超过 5 年以上的代理机构超过 30 家。

● 陆运物流

公司根据客户需求提供定制化的运输解决方案，实现门到门的公路运输服务，包括国内长途干线调拨、区域配送、市内配送、快递管家及跨境公铁联运，可配合整车和零担方式运营；通过 TMS 系统将提货、集运、转运等核心环节有效控制起来，旨在实现动态信息跟踪服务。

● 多式联运

公司凭借健全的服务网络和丰富的服务经验，设计最佳联运路线，将多种运输形式进行有效结合，形成灵活性高的多式联运解决方案，包括“门到门”、“门到港”、“场、站到门”等国际国内多种多式联运服务，为客户提供专业的国际多式联运服务，签发提单或多式联运提单后，客户只要一次委托，货物便可一票直达全程，方便快捷，节省物流成本。

● 供应链金融服务

公司通过为客户提供采购计划、订单管理、库存管理、运输配送、仓储管理、融资结算等一系列采购环节所需的各种服务，以及为客户提供分销计划、订单管理、库存管理、运输配送、仓储管理、资金垫付及结算、资讯管理等一系列分销环节所需的各种服务，提供覆盖企业整个交易过程，为供应链环节中的关联企业提供全方位的供应链金融服务。具体服务产品主要包括：采购执行、分销执行、预付款融资、库存融资、应收融资、垫税融资、代开信用证等。

3.4、飞力达的团队及实控人长期服务制造业物流，总裁来自嘉里物流，具有丰富的经验

根据公司 2019 年报披露，公司拥有一支稳定、专业而高效的管理团队和专业技术团队，公司管理层一直致力于现代物流行业的经营管理工作，具有丰富的行业实践经验，目前，公司核心经营管理人员中，从事物流经营管理 10 年以上的超过 95%，从事物流经营管理 15 年以上的占 75%。

公司成立于 1993 年，三个实际控制人中沈黎明先生及姚勤先生 1993 年起就在公司前身飞力国际中任职，吴有毅先生 2001 年起在飞力国际中任职，长期服务制造业物流。

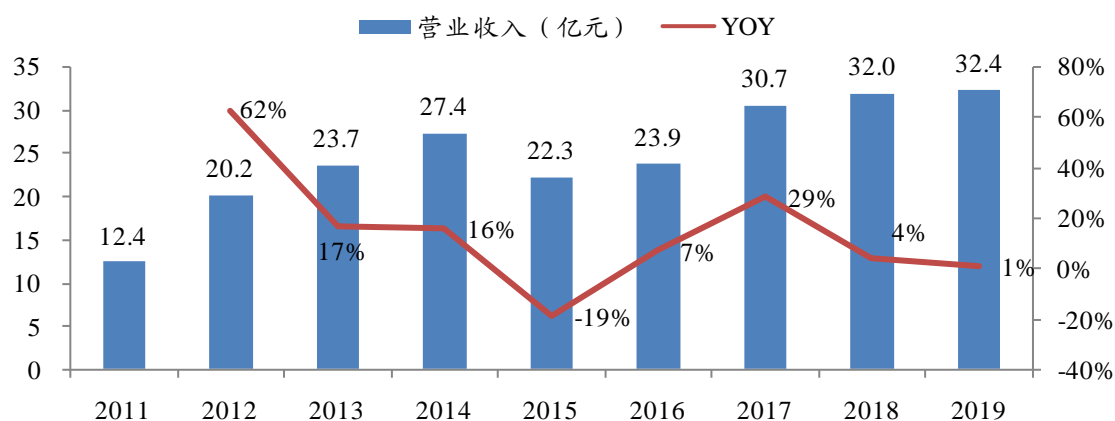
2018 年 10 月公司聘用新任总裁耿昊先生。耿昊先生自 2002 年 7 月-2018 年 2 月期间，在嘉里物流任职，其中 2012 年至 2018 年曾任嘉里物流（中国）投资有限公司执行董事。嘉里物流（0636.HK）是香港上市公司，2019 全球物流公司 TOP 50 榜单的上榜企业，美国第三方物流咨询公司 Armstrong & Associates 发布的 2019 年全球第三方物流 50 强榜单中，中国大陆仅中国外运进入榜单，中国香港仅嘉里物流进入榜单，排名第 22。耿昊先生于 2019 年 11 月 11 日至 2019 年 12 月 16 日期间，通过集中竞价及大宗交易方式增持公司股份，目前合计持有公司总股本 1.25%。

4、飞力达业绩回顾

2019年公司营业收入32.4亿元，同比增长1.2%，归母净利润3127万元，较去年同期增加1649万元，扣非后净利润388万元，较去年同期增加970万元。2018年公司净利润大幅下滑，2019年开始见底回升。

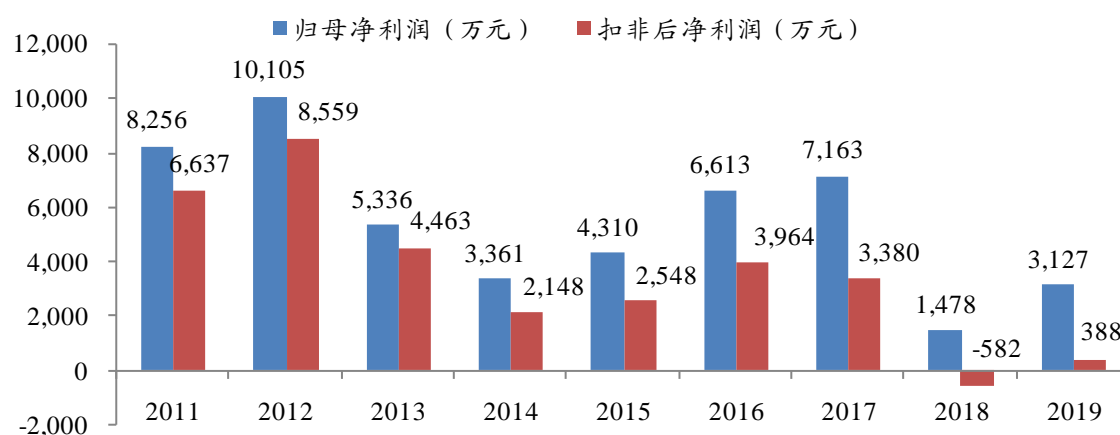
2020年上半年，公司营业收入16.8亿元，同比增长7.4%，归母净利润1725万元，同比下降27.2%，扣非后净利润亏损299万元。其中公司第一季度主要受疫情影响，营业收入7.3亿元，同比下降5.7%，归母净利润亏损496万元；第二季度随着生产经营恢复，业务迅速提升，营业收入9.5亿元，同比增长20.3%，归母净利润2220万元，同比增长20.6%，扣非后净利润933万元，同比增长35.3%。

图表9、公司2011年上市以来营业收入情况（亿元）



资料来源：公司财报，兴业证券经济及金融研究院整理

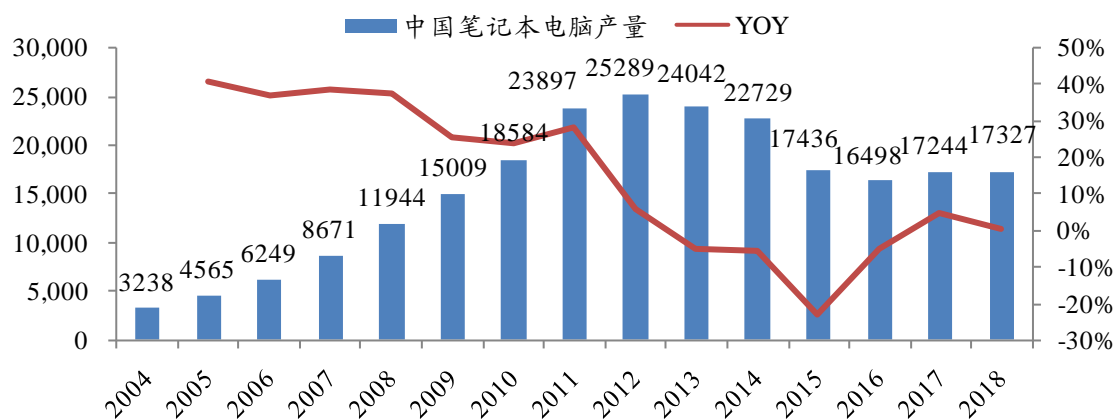
图表10、公司2011年上市以来利润情况（亿元）



资料来源：公司财报，兴业证券经济及金融研究院整理

过去公司专注于为 IT 制造业提供一体化供应链管理，主要服务于笔记本电脑的生产。不过 2013 年开始，中国的笔记本电脑产量逐年下降，同时昆山及周边地区的相关产业西迁，受此影响公司经营业绩明显下降。随着这一负面影响逐步消化，2019 年公司业绩开始见底回升。

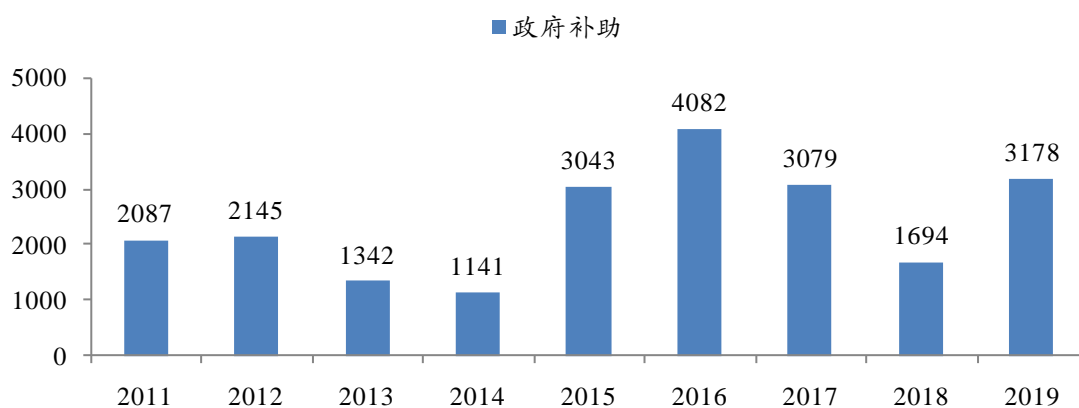
图表 11、中国笔记本电脑产量（万台）



资料来源：Wind，兴业证券经济及金融研究院整理

公司从事物流行业，每年政府有一定补助，政府补助对公司净利润也有一定影响，具备一定的持续性。

图表 12、公司历年政府补助金额（万元）



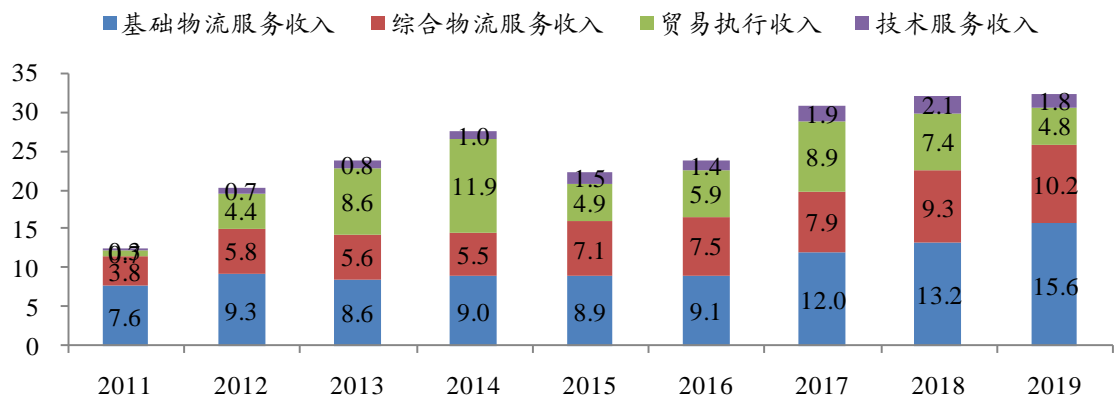
资料来源：公司财报，兴业证券经济及金融研究院整理

公司主营业务为设计并提供一体化供应链管理解决方案，主要由综合物流服务和基础物流服务构成：

- ✓ 公司基础物流业务主要指货代、国内运输及报检报关业务。公司接受客户的委托，代办国际海运、国际空运、国内空运或国内陆运的订仓手续，由此产生货代收入；将货物通过国际海陆联运、国际空陆联运、国内空陆联运或国内陆路运输的方式从一地运往目的地，由此产生运输收入；若货物的转移涉及进出境，公司代理客户向海关申报货物进出口通关，由此产生报检、报关收入。
- ✓ 公司综合物流业务主要指一体化的供应链物流业务，包括仓储、配送及增值服务。当货物运送至公司仓库时，公司为客户提供卸货、搬运与上架等服务，由此产生进仓收入；公司为客户提供货物存储服务，由此产生仓租收入；在货物存储过程中，公司根据客户需求提供不良品管理、重工、制贴标签、个性化分拣、集中盘点、单证制作、DC 管控与 L/N 管控等增值服务，由此产生增值服务收入；当货物转移出仓库时，公司提供拣货、下架、搬运、装车等服务，由此产生出仓收入；公司按照客户要求将货物从仓库运送至收货人，由此产生配送收入。

此外公司还有贸易执行及技术服务业务。公司 2011 年上市以来，始终坚守物流主业。2019 年公司营业收入 32.4 亿元，同比增长 1.2%，其中基础物流服务、综合物流服务、贸易执行、技术服务收入分别为 15.6、10.2、4.8、1.8 亿元，分别同比变化+18.8%、+9.6%、-35.8%、-15.6%。公司对业务结构进行调整优化，降低了贸易业务的规模。

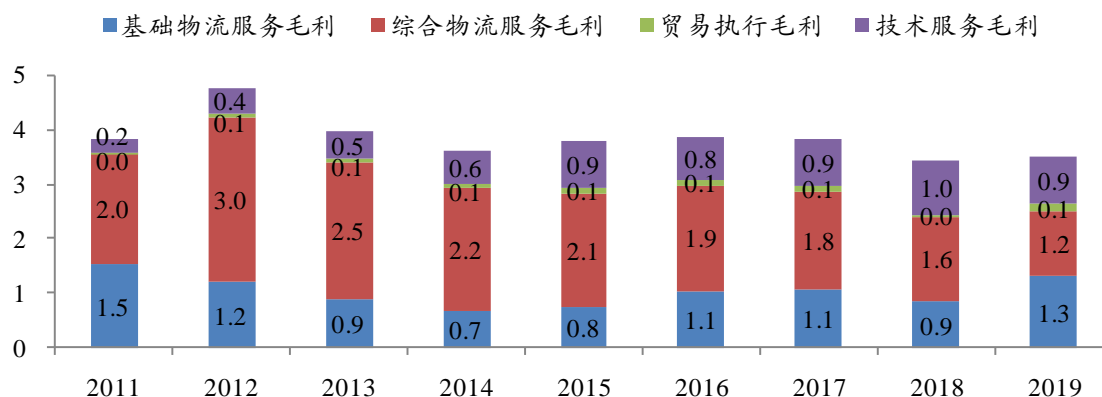
图表 13、公司 2011 年上市以来分业务营业收入情况（亿元）



资料来源：公司财报，兴业证券经济及金融研究院整理

2019 年公司毛利 3.5 亿元，其中基础物流服务、综合物流服务、贸易执行、技术服务分别为 1.3、1.2、0.1、0.9 亿元。

图表 14、公司 2011 年上市以来分业务毛利情况（亿元）



资料来源：公司财报，兴业证券经济及金融研究院整理

5、盈利预测及投资建议

预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.12、0.16、0.21 元，对应公司 2020 年 8 月 20 日收盘价（5.92 元）的 PE 为 51、36、28 倍。

图表 15、2020-2022 年公司营收预测（亿元）

单位：亿元		2019	2020E	2021E	2022E
基础物流服务	营业收入	15.6	21.1	27.4	35.7
	YOY	19%	35%	30%	30%
	营业成本	14.3	19.6	25.3	32.9
	YOY	16%	37%	29%	30%
	毛利率	8.4%	7.1%	7.8%	7.8%
综合物流服务	营业收入	10.2	10.5	11.0	11.5
	YOY	10%	3%	5%	5%
	营业成本	9.0	9.3	9.7	10.2
	YOY	17%	3%	5%	5%
	毛利率	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
贸易执行	营业收入	4.8	4.5	3.6	3.6
	YOY	-36%	-5%	-20%	0%
	营业成本	4.6	4.4	3.5	3.5
	YOY	-37%	0%	0%	0%
	毛利率	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
技术服务	营业收入	1.8	1.5	1.5	1.6
	YOY	-16%	-15%	0%	3%
	营业成本	0.9	0.8	0.8	0.8

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	YOY	-19%	-15%	0%	3%
	毛利率	49.2%	49.2%	49.2%	49.2%
	营业收入	32.4	37.6	43.6	52.4
	YOY	1%	16%	16%	20%
合计	营业成本	28.9	34.1	39.3	47.4
	YOY	1%	18%	15%	21%
	毛利率	10.8%	9.5%	9.8%	9.5%

资料来源：公司财报，兴业证券经济及金融研究院整理

注：标黄的为主要假设

制造业国产替代的公司发展势头良好，以立讯精密为例，来自消费电子的大量新增订单驱动公司营业收入及利润大幅增长，2019年营业收入625亿元，同比增长74%，归母净利润47亿元，同比增长73%。

制造业国产替代趋势有望给飞力达带来新的发展机遇，公司也在发展战略中提到“深入服务品牌大客户，特别是国产替代的龙头企业”。如果公司能够把握住这一机遇，从国产替代的龙头企业中获得持续增长的物流订单，则经营业绩有望持续改善，有待继续跟踪，维持公司“审慎增持”评级。

6、风险提示

宏观经济下行，制造业景气度下行，土地、人工等成本上行，业务发展低于预期，资产减值及坏账损失风险

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1461	1611	1780	2031
货币资金	425	447	436	442
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	596	659	771	930
其他应收款	66	74	90	105
存货	121	124	152	183
非流动资产	1105	1100	1096	1080
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	114	113	114	113
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	326	336	341	340
在建工程	135	135	135	135
油气资产	0	0	0	0
无形资产	219	204	195	180
资产总计	2565	2711	2876	3111
流动负债	1178	1280	1378	1535
短期借款	739	765	800	866
应付票据	12	24	29	32
应付账款	256	299	347	418
其他	172	191	202	219
非流动负债	35	28	30	30
长期借款	0	0	0	0
其他	35	28	30	30
负债合计	1214	1308	1409	1565
股本	366	366	366	366
资本公积	199	199	199	199
未分配利润	498	533	580	641
少数股东权益	185	201	219	236
股东权益合计	1352	1403	1467	1545
负债及权益合计	2565	2711	2876	3111

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	31	42	60	78
折旧和摊销	51	49	55	60
资产减值准备	31	12	8	16
无形资产摊销	12	9	9	9
公允价值变动损益	0	0	0	0
财务费用	31	33	35	37
投资损失	-3	-3	-3	-3
少数股东损益	19	16	17	17
营运资金的变动	-97	-71	-124	-169
经营活动产生现金	58	72	50	36
投资活动产生现金	-114	-41	-47	-41
融资活动产生现金	11	-9	-14	10
现金净变动	-40	22	-11	6
现金的期初余额	451	425	447	436
现金的期末余额	411	447	436	442

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3237	3764	4359	5242
营业成本	2885	3406	3933	4744
营业税金及附加	11	13	15	18
销售费用	56	56	71	82
管理费用	164	179	205	246
财务费用	30	33	35	37
资产减值损失	-10	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	3	3	3	3
营业利润	60	78	103	127
营业外收入	4	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	61	78	103	127
所得税	10	20	26	32
净利润	50	59	77	95
少数股东损益	19	16	17	17
归属母公司净利润	31	42	60	78
EPS(元)	0.09	0.12	0.16	0.21

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	1.2%	16.3%	15.8%	20.3%
营业利润增长率	61.3%	30.0%	32.0%	23.2%
净利润增长率	111.5%	35.1%	42.3%	30.4%
盈利能力				
毛利率	10.9%	9.5%	9.8%	9.5%
净利率	1.0%	1.1%	1.4%	1.5%
ROE	2.7%	3.5%	4.8%	6.0%

偿债能力				
资产负债率	47.3%	48.2%	49.0%	50.3%
流动比率	1.24	1.26	1.29	1.32
速动比率	1.13	1.16	1.17	1.20
营运能力				
资产周转率	130.2%	142.7%	156.0%	175.1%
应收帐款周转率	533.7%	560.4%	569.4%	575.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.09	0.12	0.16	0.21
每股经营现金	0.16	0.20	0.14	0.10
每股净资产	3.19	3.29	3.42	3.58
估值比率(倍)				
PE	69.2	51.2	36.0	27.6
PB	1.9	1.8	1.7	1.7

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn