



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

整车物流主业凸显韧性，布局新能源开花结果

——长久物流深度报告

增持（首次）

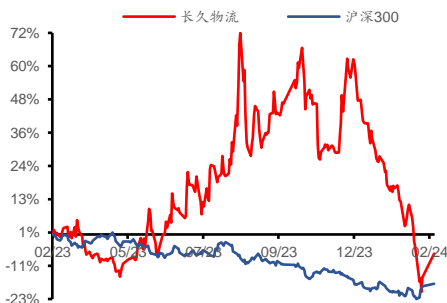
行业： 交通运输
日期： 2024年02月20日

分析师： 王亚琪
Tel: 021- 53686472
E-mail: wangyaqi@shzq.com
SAC 编号: S0870523060007

基本数据

最新收盘价（元）	9.02
12mth A 股价格区间（元）	7.70-16.67
总股本（百万股）	603.47
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	54.43

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

成立接近 20 年，以整车运输业务为基石拓展新能源业务

公司成立于 2003 年 9 月 10 日，是第一家在上交所主板上市的第三方汽车物流企业。2022 年，公司业务划分发生口径调整，目前的业务布局主要分为整车业务、国际业务和新能源业务，经过调整后公司业务分类较为聚焦；同时，公司新设“新能源事业部”并完成了业务团队与研发团队的搭建，且开始承接动力电池及相关化学品的运输工作，并着手搭建动力电池回收渠道。

依托于汽车行业，汽车物流需求逐渐回暖，传统主业有望持续修复

2023 年我国汽车行业运行持续保持着向上恢复的态势，我们认为，新能源汽车和汽车出口的良好表现将有效的拉动汽车市场的增长，而汽车物流运输需求也将同比提升。同时，鉴于汽车行业的不断发展以及日益成熟的汽车生产厂商物流管理规模，将物流外包给第三方汽车已经成为了汽车物流行业发展的必然趋势。

传统主业方面：①整车业务作为公司核心业务，2022 年整车运输及配套业务分别占总收入的 77.0% 及 4.4%。公司采用经营合伙人和社会运力相结合的模式，形成了“大网络+小车队”的运营特点，既有利于公司进行运力资源调配以此来提高运输效率、降低运输成本，更有利于进一步推动行业整合。我们认为，公司多年深耕汽车物流行业，积累了丰富的公路运输经验，且拥有十余年的水运和铁路运输业务的操作管理经验，具备较强的公铁水多式联运的运输能力和成本管控能力。

②国际业务主要依托于中欧班列及国际海运运力（滚装船），2022 年毛利率实现由负转正，从 2021 年的 -12.9% 大幅提升至 13.9%，主要由于毛利较高的国际整车运输业务量有所提升。公司于 2020 年购入国际海运滚装船“久洋吉”号，并于 2023 年 10 月购入 7000 车大型滚装船“久洋兴”轮。我们认为，“久洋兴”轮的投运将大幅提升公司海运运力，为公司国际业务打开增长空间。

“上游行业快速发展+利好政策”双轮驱动，退役动力电池回收利用市场前景广；公司把握风口全力布局上下游产业链，打开第二条成长曲线

我国大量的新能源动力电池面临着大规模退役回收的问题，且近年来国家多个部门陆续出台了对动力电池、储能电池、新能源汽车产业链的支持政策，促进和引导了动力电池材料技术及其回收行业的发展升级。我们判断，随着行业竞争逐步激烈，率先抢占赛道的重点企业以及具备渠道优势的企业有望在后续的竞争中不断扩大及巩固其市场竞争力。

2023 年公司全面发力新能源业务，通过收购广东迪度并与多家企业达成战略合作关系。我们认为，随着公司逐步完善上下游布局，新能源业务有望为公司打开第二条成长期曲线，实现“传统整车运输+新能源”两条腿走路。

①我们认为，通过收购广东迪度，公司顺利的切入了动力电池回收行业；此外，迪度在梯次利用及电力储能领域拥有深厚的资源、技术、

渠道优势，而长久则积累了丰厚的物流经验，且回收和销售端均具备一定的渠道优势，因此两者的合作有望形成较强的联动优势。

②公司与链宇科技的战略合作方面，长久物流预计将发挥其在4S店资源与自身产能方面的优势，而链宇科技则发挥其技术优势，形成光储充放一体化解决方案，进一步加速长久物流“光储充检放”一体化项目落地。

③公司和昊能光电的合作方面，我们认为，昊能光电现有成熟的分布式光伏研究成果可以与长久物流成熟的新能源储能研发及生产有效结合，推动光储充一体化项目运营落地。同时，长久物流可以利用自身资源优势，推动双方在国内外物流运输和仓储等多方面的业务合作。

■ 投资建议

我们预测，2023-2025年，公司营业收入分别为48.65亿元、61.10亿元和76.33亿元，分别同比增长22.93%、25.59%和24.92%；分业务来看，整车业务（运输+配套）预计分别为33.36亿元、36.37亿元和39.52亿元，国际业务预计分别为9.44亿元、14.04亿元和17.62亿元，而新能源业务预计为5.06亿元、9.62亿元和17.84亿元。公司23-25年归母净利润分别为1.73亿元、3.91亿元和5.11亿元，分别同比增长862.38%、125.93%和30.68%，对应EPS为0.29元、0.65元和0.85元，2024年2月19日收盘价对应的市盈率为31x、14x和11x，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示

宏观经济低于预期，地缘政治冲突，新能源业务开拓不及预期，监管政策变动，油价大幅上涨。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3958	4865	6110	7633
年增长率	-12.1%	22.9%	25.6%	24.9%
归母净利润	18	173	391	511
年增长率	-79.1%	862.4%	125.9%	30.7%
每股收益（元）	0.03	0.29	0.65	0.85
市盈率（X）	302.96	31.48	13.93	10.66
市净率（X）	2.28	2.13	1.84	1.57

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年02月19日收盘价）

目 录

1 第三方汽车物流龙头企业，开拓新能源业务	5
1.1 公司成立接近 20 年，为首家在上交所主板上市的第三方汽车物流企业	5
1.2 股权结构较为集中，实控人合计持有公司 68.98%的股权	6
1.3 三大事业部分工明确布局清晰，以整车运输为业务基石并开拓新能源业务	7
2 公司整车业务稳扎稳打，运力扩张打开国际业务增长空间	9
2.1 依托于汽车行业，汽车物流运输需求有望同步提升	9
2.2 第三方汽车运输成为趋势，公司核心业务稳扎稳打	11
3 “上游行业快速发展+利好政策”双轮驱动，退役动力电池回收利用市场前景广阔	13
3.1 受新能源汽车行业驱动，退役动力电池回收利用迎来机遇	13
3.2 政策支持为行业带来了良好的发展前景	16
4 公司把握行业风口，布局新能源业务	17
4.1 2022 年成立新能源事业部，搭建动力电池回收渠道	17
4.2 2023 年全面发力，收购广东迪度并与多家企业签订战略合作协议	18
5 盈利预测及估值	21
6 风险提示	22

图

图 1：长久物流为汽车行业提供综合物流解决方案	5
图 2：长久物流业务网络	6
图 3：长久物流股权结构（截至 2023 年 9 月）	6
图 4：公司核心业务布局	7
图 5：2013-2023 年公司营业收入及增速（单位：亿元、%）	8
图 6：2013-2023 年公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）	8
图 7：2013-2023 年公司扣非归母净利润及增速（单位：亿元、%）	8
图 8：2013-2023 年公司毛利及毛利率（单位：亿元、%）	8
图 9：2013-2023 年公司销售、管理及财务费用占总收入的比例（单位：%）	9
图 10：2005-2024 年我国汽车产量及增速（单位：万辆、%）	9
图 11：2005-2024 年我国汽车销量及增速（单位：万辆、%）	9
图 12：2011-2024 年我国二手车交易量及增速（单位：万辆、%）	10

图 13: 2021-2022 年公司整车运输以及整车配套业务营业收入 (单位: 亿元)	11
图 14: 调整口径前公司 2016-2021 年乘用车、商用车运输及零部件物流业务营业收入 (单位: 亿元)	11
图 15: 2021-2022 年公司整车运输以及整车配套业务毛利率 (单位: %)	12
图 16: 调整口径前公司 2016-2021 年乘用车、商用车运输及零部件物流业务毛利率 (单位: %)	12
图 17: 公司经营模式	12
图 18: 2011-2024 年我国新能源汽车产量及增速 (单位: 万辆、%)	13
图 19: 2011-2024 年我国新能源汽车销量及增速 (单位: 万辆、%)	13
图 20: 2018-2024 年我国动力电池产量及增速 (单位: MWh、%)	14
图 21: 2019-2024 年我国动力电池销量及增速 (单位: MWh、%)	14
图 22: 动力电池回收行业发展阶段	14
图 23: 中国动力电池回收行业产业链	15
图 24: 磷酸铁锂电池应用区段	15
图 25: 长久物流“光储充检放”一体化项目	18
图 26: 2022 年及 23Q1 迪度营业收入及净利润 (单位: 万元)	20
图 27: 近期迪度 1MW/2MWH 的工商业储能设备顺利下线	20
图 28: V2G 技术下的充放电流程	21

表

表 1: 公司发展历程	5
表 2: 动力电池回收行业相关政策	16
表 3: 广东迪度发展历程	19
表 4: 长久物流主要业务营收预测 (单位: 亿元、%)	22
表 5: 可比上市公司收盘价及估值概览 (单位: 元、亿元、倍)	22

1 第三方汽车物流龙头企业，开拓新能源业务

1.1 公司成立接近 20 年，为首家在上交所主板上市的第三方汽车物流企业

长久物流成立于 2003 年 9 月 10 日，并于 2016 年 8 月在上交所挂牌上市，是第一家在上交所主板上市的第三方汽车物流企业。作为一家为汽车行业提供综合物流解决方案的现代服务企业，公司致力于通过服务体系标准化、信息化的提升，服务网络完善度、覆盖度的拓展以及智慧物流解决方案的创新，不断提升综合物流服务质量。根据中国物流与采购联合会发布的 2022 年中国物流企业 50 强排名，公司维持国内独立于汽车制造业企业的第三方汽车物流企业龙头地位。

表 1：公司发展历程

时间	事件
1992 年	于长春启航，开启轿车发运业务
1996 年	率先实现轿车零公里运输
2003 年	设立北京长久物流有限公司，获得 ISO9001-2000 质量管理体系认证
2006 年	获得首批“5A 级综合型物流企业”资质
2011 年	中世国际成立，形成公路、铁路、水路三大联运网络
2014 年	德国长久成立，正式布局国际业务
2016 年	长久物流成功上市
2021 年	国际海运滚装船首航
2022 年	进行事业部整合并开拓新能源业务，聚焦整车、国际、新能源三大事业部
2023 年	通过股权转让及增资取得广东比亚迪 51% 的股权

资料来源：公司官网，公司公告，上海证券研究所

图 1：长久物流为汽车行业提供综合物流解决方案

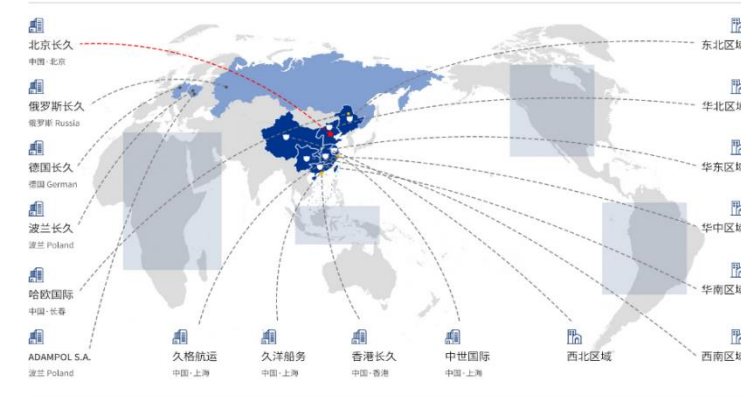


资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司总部设立在中国北京，并在黑龙江、吉林、辽宁、北京等重点省市设立了 18 家省公司，经过多年的发展已经基本实现了

覆盖全国的物流网络体系。在国际业务方面，公司已完成长久国际、德国长久、波兰长久、香港长久、俄罗斯长久五大国际业务主体，以及设立了中世国际、哈欧国际、久格航运、久洋船务、ADAMPOL S.A.等重要联营及合营企业。公司的业务范围覆盖了中国、欧洲、俄罗斯（含远东）、中东、东南亚、中亚、美洲、非洲。

图 2：长久物流业务网络

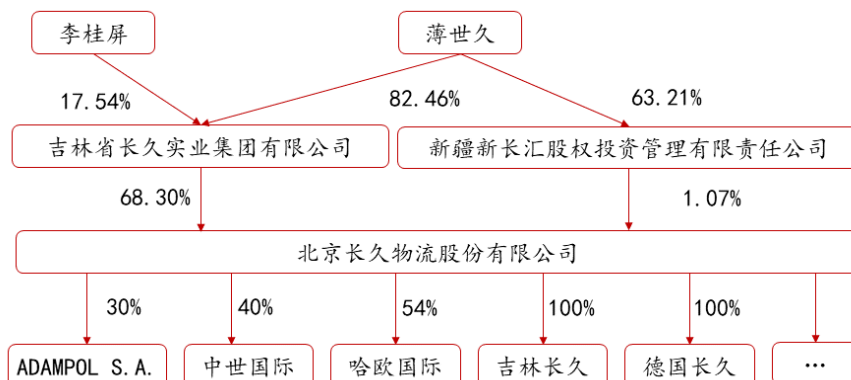


资料来源：公司官网，上海证券研究所

1.2 股权结构较为集中，实控人合计持有公司 68.98% 的股权

公司控股股东为吉林省长久实业集团有限公司（长久集团），截至 2023 年三季度，持有公司 68.30% 的股权。实际控制人为薄世久、李桂屏夫妇，两人合计持有长久集团 100% 的股权，且薄世久先生持有新长汇 63.21% 的股权，而新长汇持有公司 1.07% 的股权。此外，薄世久之子薄薪澎为上海牧鑫私募基金管理有限公司一牧鑫鼎泰 1 号私募证券投资基金的唯一份额持有人。因此薄世久、李桂屏、薄薪澎合计间接持有公司 72.96% 的股权，股权结构较为集中。

图 3：长久物流股权结构（截至 2023 年 9 月）



资料来源：公司公告，iFinD，上海证券研究所

1.3 三大事业部分工明确布局清晰，以整车运输为业务基石并开拓新能源业务

2022 年公司业务划分发生口径调整，调整前公司产品主要分为乘用车运输、商用车运输、零部件运输、整车仓储等，而经过调整后公司业务分类较为聚焦，主要分为三大业务：整车业务、国际业务和新能源业务；同时，公司新设“新能源事业部”，将原来的“国际业务事业部”更名为“国际事业部”，将以上两个之外的其他事业部整合进入“整车事业部”。

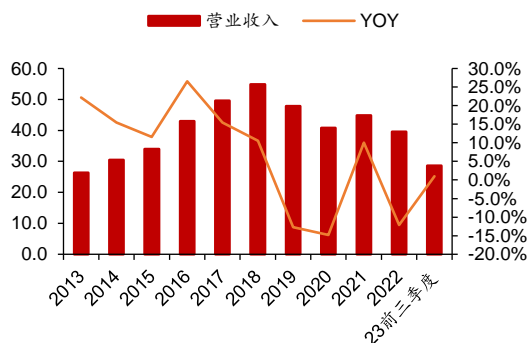
图 4：公司核心业务布局

整车业务	国际业务	新能源业务
<ul style="list-style-type: none"> • 干线运输 • 多式联运 • 仓储 • 社会车辆 	<ul style="list-style-type: none"> • 国际铁路 • 国际海运 • 国际空运 • 增值及其他业务 	<ul style="list-style-type: none"> • 新能源物流 • 动力电池回收利用

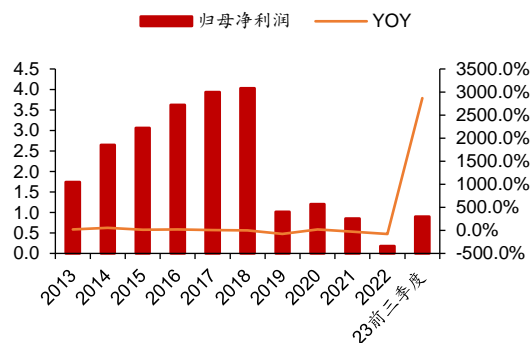
资料来源：公司官网，上海证券研究所

细分来看：①整车业务包括整车运输及配套服务，其中整车运输服务是公司收入的最主要来源；整车配套服务则是指整车仓储、零部件物流等业务。②国际业务则是主要依托于中欧班列及国际海运运力，为客户提供国际货物的整箱运输和拼箱运输、集货、分拨等业务，所承运货物主要包括整车、零部件、化学品等。③新能源业务主要利用公司多年积累的产业链优势并依托于控股股东长久集团丰富的汽车产业布局资源，为主机厂、动力电池厂商等产业链客户提供物流、仓储等传统服务，并围绕汽车后市场提供体验、交付、充换电、动力电池回收利用及逆向物流等服务；同时，布局电力储能产品的研发、设计、制造、销售和服务，提供锂电池储能核心 BMS 设备、电池系统及充放电设备等，业务范围覆盖国内及“一带一路”沿线的国家和地区。

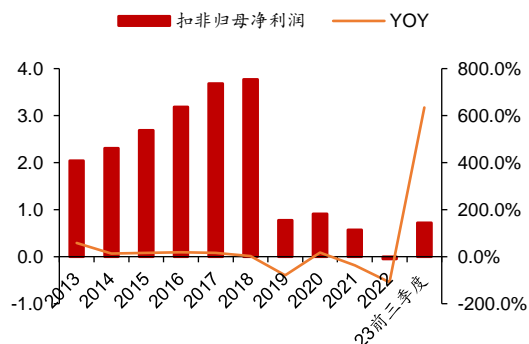
经营业绩方面，2023 年前三季度公司累计录得营收 28.58 亿元，同比增长 1.00%；归母净利润表现亮眼，累计录得 0.90 亿元，同比增幅高达 2866.78%；扣非归母净利润累计录得 0.72 亿元，同比增长 634.43%。

图 5：2013-2023 年公司营业收入及增速（单位：亿元、%）


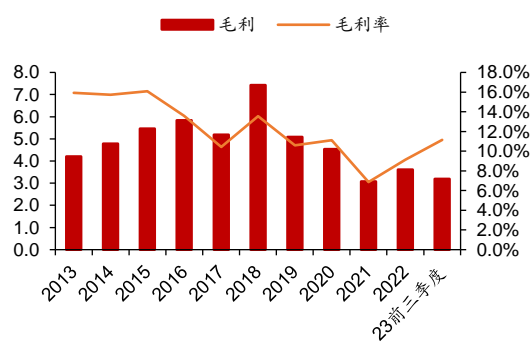
资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 6：2013-2023 年公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）


资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 7：2013-2023 年公司扣非归母净利润及增速（单位：亿元、%）


资料来源：iFinD，上海证券研究所

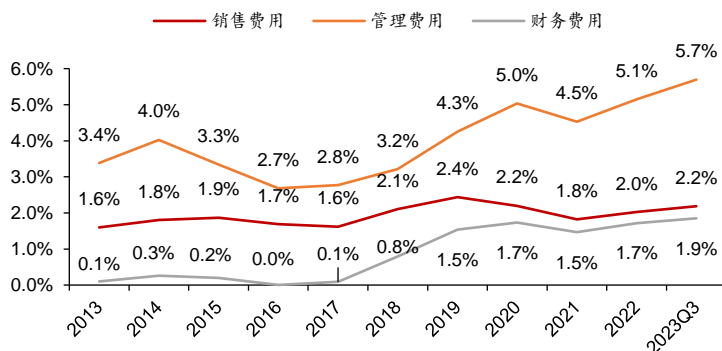
图 8：2013-2023 年公司毛利及毛利率（单位：亿元、%）


资料来源：iFinD，上海证券研究所

公司 2023 年前三季度累计录得毛利 3.19 亿元，毛利率为 11.2%，较 2022 年底相比提升了 2.0pct。公司的毛利率在 2015 年达到了 16.1% 的高点后呈现了下滑趋势至 2021 年的 6.9%。我们认为，毛利率下滑主要由于两个方面，一是 2017-2019 年期间公司国际业务毛利率持续下滑，二是受到了 2019 年公路治超政策的影响，而后 2020-2021 年受疫情影响运输效率有所下滑。从整体趋势来看，公司毛利率在 2021 年触底后呈现逐年上升趋势。

费用端，2023 年前三季度公司的三费合计录得 2.78 亿元，占总收入的 9.7%，其占比较 2022 年底增长 0.8pct。其中，管理费用为主要支出，2023 年前三季度录得 1.63 亿元，占总收入的 5.7%，占比较 2022 年底增长 0.5pct；2023 年前三季度销售费用和财务费用占总收入的比例较 2022 年底相比分别增长 0.2pct 和 0.1pct。

图 9：2013-2023 年公司销售、管理及财务费用占总收入的比例（单位：%）



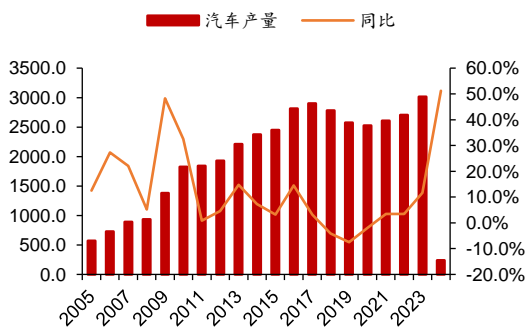
资料来源：iFinD，上海证券研究所

2 公司整车业务稳扎稳打，运力扩张打开国际业务增长空间

2.1 依托于汽车行业，汽车物流运输需求有望同步提升

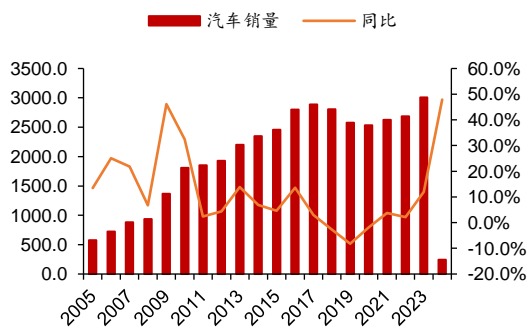
汽车物流行业伴随着汽车行业的发展而发展。根据中汽协数据，2005-2023 年期间，我国汽车产量从 570.8 万辆上升至 3016.1 万辆，CAGR 达 9.7%，除 2018-2021 年外，期间产量均保持了向上增长趋势。此外，根据国际汽车制造商协会 OICA 数据，截至 2022 年底，我国汽车产量占世界产量的比例从 2000 年的 3.5% 提升至 31.8%，连续 14 年蝉联世界第一。同时，根据中汽协数据，2005-2023 年期间，我国汽车销量从 575.8 万辆上升至 3009.4 万辆，CAGR 达 9.6%。和汽车产量一致，除 2018-2021 年外，2005-2023 年期间我国汽车销量均保持了同比增长趋势。

图 10：2005-2024 年我国汽车产量及增速（单位：万辆、%）



资料来源：iFinD、中汽协，上海证券研究所
*2024 年数据截至 2024 年 1 月

图 11：2005-2024 年我国汽车销量及增速（单位：万辆、%）

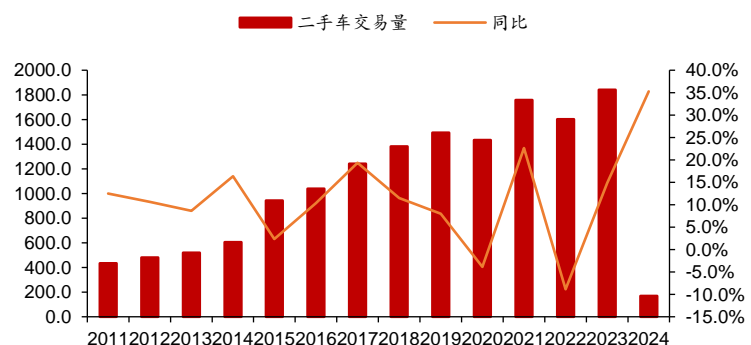


资料来源：iFinD、中汽协，上海证券研究所
*2024 年数据截至 2024 年 1 月

2023 年我国汽车行业运行持续保持着向上恢复的态势，截至 2023 年底，我国汽车产量和销量分别完成 3016.1 万辆和 3009.4 万辆，分别同比增长 11.6% 和 12.0%。我们认为，随着宏观经济的持续回暖逐步向汽车市场传导，新能源汽车和汽车出口的良好表现将有效的拉动了汽车市场的增长，汽车行业有望实现稳定增长，而汽车物流运输需求也将同比提升。

此外，截至 2023 年年底，国内汽车保有达 3.36 亿辆，且千人汽车保有量达到了全球平均水平，而目前发达国家千人汽车保有量总体在 600-800 辆的水平。我们认为，随着我国未来居民收入的不断提高及城市化逐步推进，长期来看，我国千人汽车保有量仍然存在较大的增长空间，未来汽车销售市场的上升空间也将为汽车物流业务的长期增长提供有力的支撑；同时，新车销售市场长期增速趋缓是必然的趋势，然而不断上升的汽车保有量则将推动二手车交易市场，二手车交易也是汽车消费的重要组成部分并带来大量的二手车物流需求。

图 12：2011-2024 年我国二手车交易量及增速（单位：万辆、%）



资料来源：iFinD、乘联会，上海证券研究所

*2024 年数据截至 2024 年 1 月

从经营模式上来看，我国的汽车物流行业主要以大型汽车生产厂商控股或参股的物流企业为主，其承担着保障所属汽车生产厂商物流任务的责任，物流订单较为稳定。随着物流行业的创新发展及国家公路治超政策的全面实施，我国汽车物流行业逐渐转向“规模化、集约化、信息化、现代化”。因此，鉴于汽车行业的不断发展以及日益成熟的汽车生产厂商物流管理模式，将物流外包给第三方物流企业已经成为了汽车物流行业发展的必然趋势。

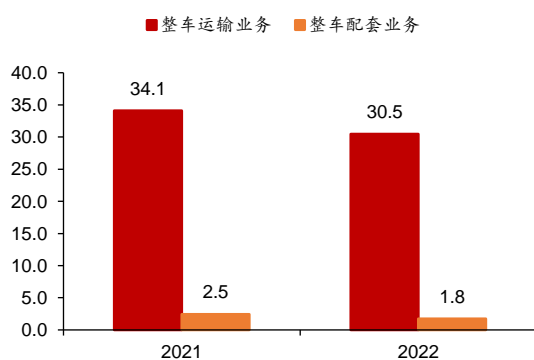
在欧美发达国家和地区，第三方物流服务已经成为汽车供应

链服务的主流，80%以上的汽车制造商均将汽车物流外包。和汽车厂旗下的物流企业相比，第三方物流的优势在高效的物流资源整合能力：①在客户资源整合方面，由于非汽车生产厂商控股，可以与众多的汽车生产厂商展开合作，打破了汽车生产厂商之间直接互换物流资源的壁垒；②在运力资源整合方面，通过信息系统结合自身业务流程进行信息化管理，实现资源的高效整合，提高运输效率，降低运输成本；③从汽车生产厂商的物流管理方面来看，将物流外包给第三方物流企业，汽车生产厂商集中自身资源专注于汽车研发、制造和销售等核心环节，从而降低管理成本，提高竞争能力。

2.2 第三方汽车运输成为趋势，公司核心业务稳扎稳打

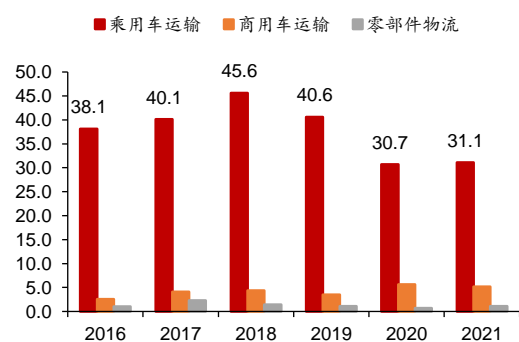
整车业务作为公司核心业务，2022 年整车运输业务录得营收 30.46 亿元，同比下滑 10.7%，占总收入的 77.0%；而整车配套业务录得营收 1.75 亿元，同比下滑 28.5%，占总收入的 4.4%。毛利率方面，2022 年整车运输及整车配套业务分别录得 7.2%及 15.7%，分别同比下滑 3.2pct 及 3.5pct，主要由于 2022 年燃油价格上涨导致整车运输业务成本上升，而配套业务受到主机厂停产、资源减少影响导致固定成本增加。从 2023 年我国成品油调价趋势来看，2023 年油价呈现“十涨十一跌三搁浅”的格局，我们认为，短期内由于全球经济仍较为疲软，油价偏弱运行的概率较大，有利于公司后续运输成本的管理。

图 13：2021-2022 年公司整车运输以及整车配套业务营业收入（单位：亿元）



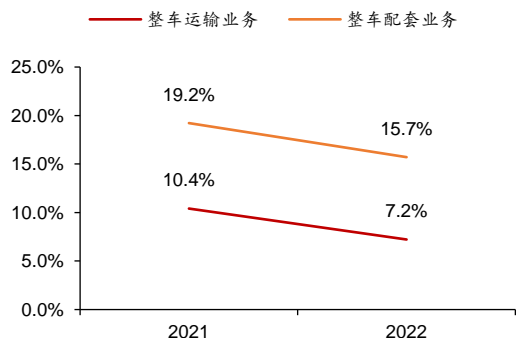
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 14：调整口径前公司 2016-2021 年乘用车、商用车运输及零部件物流业务营业收入（单位：亿元）



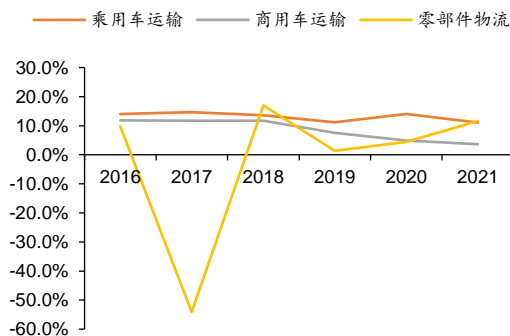
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 15: 2021-2022 年公司整车运输以及整车配套业务毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

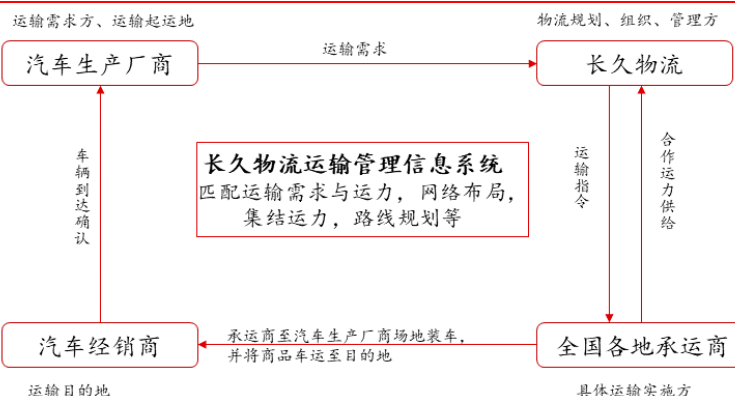
图 16: 调整口径前公司 2016-2021 年乘用车、商用车运输及零部件物流业务毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

同时, 公司采用经营合伙人和社会运力相结合的模式, 使得公司可以将主要精力集中于物流网络的建设、物流方案优化及提升车辆调度管理能力上, 因此形成了“大网络+小车队”的运营特点。我们认为, 该模式既有利于公司进行运力资源调配以此来提高运输效率、降低运输成本, 更有利于进一步推动行业整合。运力方面, 截至 2022 年 12 月 31 日, 公司已购置 2450 余台中置轴轿运车, 加上承运商体系内可控合规运力近万台, 公路运输运力资源较为充足; 水路运输上, 公司可调配运力包含 7 艘海船、3 艘江船。我们认为, 公司多年深耕汽车物流行业, 积累了丰富的公路运输经验, 且拥有十余年的水运和铁路运输业务的操作管理经验, 具备较强的公铁水多式联运的运输能力和成本管控能力。

图 17: 公司经营模式



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

此外, 公司国际业务主要依托于中欧班列及国际海运运力 (滚装船)。2021-2022 年该业务分别录得营业收入 7.74 亿元及 6.70 亿元, 分别占总营收的 17.2%及 16.9%。毛利率则实现由负转正, 从 2021 年的-12.9%大幅提升至 2022 年的 13.9%, 增幅达

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/047036135003006043>