

## 空代毛利率达 16%超预期， 跨境电商物流赛道高成长性依旧

### 核心观点：

- **事件：**2021 上半年，公司实现营业收入 98.14 亿元，同比+51.28%，实现归母净利润 4.75 亿元，同比+75.07%。
- **2021H1 公司营收同比+51%，归母净利润同比+75%，业绩表现超预期。**我们认为，公司上半年的超预期表现主要得益于以下因素：1) 航空货运高运价持续，跨境电商高成长逻辑不变，行业红利继续为公司带来收益增厚的保障。2021 年 1-6 月，上海至北美航空货运价格平均为 6.2 美元/公斤，比 2020 年全年均价+16%，下半年运价有望持续高位运行。根据海关总署数据，2021 年 H1，我国跨境电商进出口额为 8867 亿元，同比+28.6%，其中出口额为 6036 亿元，同比+44.1%，跨境电商需求仍呈现强劲。2) 公司坚持跨境物流业务链条的纵深发展，收购大安及深创建的协同效应加速兑现。随着 2021 下半年佳成国际收购完成，国际专线业务及海外网络节点加速扩张布局，公司的业绩有望迎来进一步增长。3) 公司坚持市场化激励机制，“以人为本”理念推动业绩增长。
- **受益海运价格上涨海货代营收增速近 150%，空代毛利贡献最多为 4.46 亿元。**2021 上半年，公司海运、空运、跨境电商物流、特种物流、第三方仓储板块分别实现营收 46.43 亿元、27.43 亿元、12.9 亿元、4.97 亿元、2.56 亿元，同比分别+147.95%、-6.41%、+38.31%、+45.92%、+10.54%，营收占比分别为 47.31%、27.95%、13.14%、5.06%、2.61%。空运毛利贡献最高为 4.46 亿元，海代、跨境电商物流毛利分别为 2.88 亿元和 1.73 亿元。
- **空代毛利率达 16%超预期，跨境电商毛利率有望进一步提升。**2021 上半年，公司毛利率为 11.7%，ROE 为 9.84%。其中，海运、空运、跨境电商物流、特种物流、第三方仓储板块的毛利率分别为 6.2%、16.26%、13.37%、25.01%、27.73%。其中，空运毛利率超 16%，主要系公司延伸服务链条，拓宽大型直客范围，带来了有效的成本控制效应。跨境电商物流板块因降低了部分线路的运价水平，以加快提升市场份额，毛利率提升在一定程度上受到压制。
- **投资建议：**预测公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.73、0.91、1.04 元，PE 分别为 19x、15x、13x。维持给予“推荐”评级。
- **风险提示：**空运海运价格大幅下跌、跨境物流需求不及预期的风险等。
- **公司主要财务指标**

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14094.54	21759.91	25058.24	27767.44
增长率	37.47%	54.39%	15.16%	10.81%
毛利率(%)	11.70%	12.28%	12.37%	12.53%
归母净利润(百万元)	510.64	954.71	1187.41	1365.49
增长率	48.56%	86.96%	24.37%	15.00%
EPS(元)	0.390	0.729	0.907	1.043
P/E	35.57	19.02	15.30	13.30

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

华贸物流 (603128.SH)

推荐 维持评级

### 分析师

王靖添

☎：8610-80927665

✉：wangjingtian\_yj@chinastock.com.cn

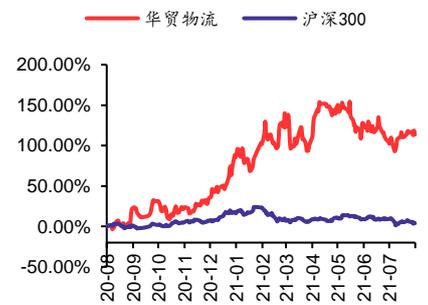
分析师登记编码：S0130520090001

特此鸣谢：宁修齐

年度业绩	元/股
2021H1	0.37
2020	0.41
2019	0.35
2018	0.32
市盈率	24.75
总市值(亿元)	181.62

### 相对表现图

2021-08-20



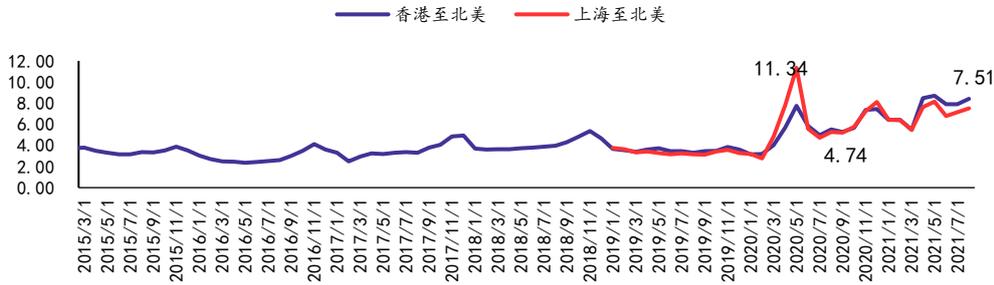
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

### 相关研究

【银河交通王靖添团队】《抢占跨境电商物流高成长赛道，估值由“货代”切换对标“综合物流”》，2021年2月4日。

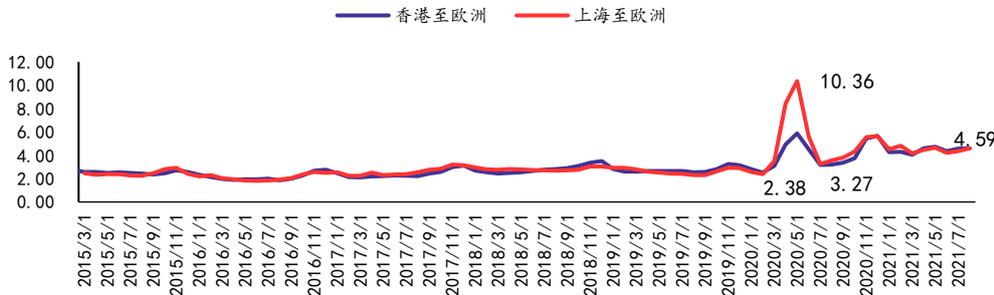
【银河交通王靖添团队】《拟收购佳成国际增强跨境电商物流服务能力，春节后航空货运价格环比提升》，2021年2月22日。

图 1：2015 年初以来亚太至北美航空货运月度价格指数（美元/公斤）



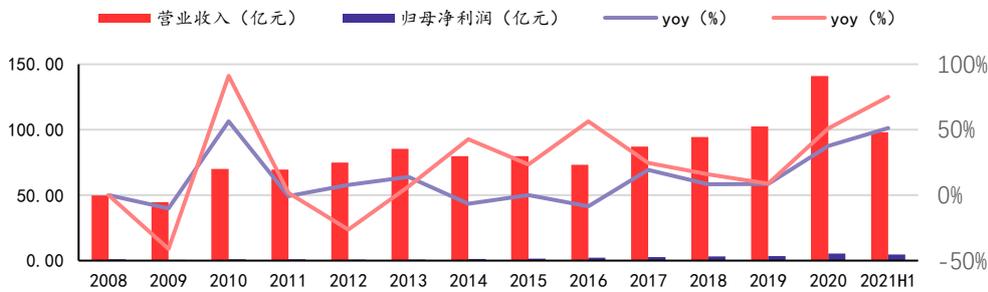
资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院整理

图 2：2015 年初以来亚太至欧洲航空货运月度价格指数（美元/公斤）



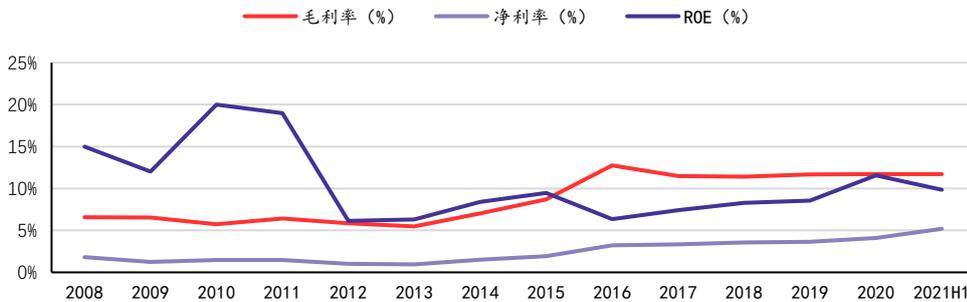
资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院整理

图 3：2008-2021H1 公司营业收入、归母净利润及同比变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：2008-2021H1 公司毛利率、净利率及 ROE



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

王靖添，交通运输行业分析师，北京大学理学博士。职于中国交通运输部规划研究院，担任高级工程师、主任工程师。2018年加入中国银河证券研究院，从事交通运输行业投资研究工作。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)