

景气延续，稳健成长

投资要点

- **推荐逻辑:** ①疫情时代中国凭借良好的疫情管控及海外主要经济体实物商品消费高增长、中国出口产业链实现了超预期的繁荣，2020年出口额度占世界总出口金额14.7%，占比提升1.6pp。看未来，制造业崛起叠加产业链完善，2021年3月以来，我国出口贸易持续维持15%以上增速，我们看好出口贸易在后疫情时代维持较好的景气度。出口产业链的繁荣与航空货运/集运运力供给错配，公司货代主业有望在2023年前维持高景气度。②跨境电商物流辅助中国制造出海，贡献新的高速需求增长极。跨境电商出口规模近5年复合增速23%。中国轻工业/消费品制造商将在“微笑曲线”价值链上延伸，这一过程亦将孕育优秀的本土跨境物流供应商。③内生+外延，华贸物流传统货代业务底盘稳固，网络规模及客户资质壁垒深厚，新兴跨境电商物流业务增速高，外延并购不断扩大产品线。
- **华贸物流是国内领先的3PL服务商，诚通集团央企背景+灵活的市场化运营管理。**华贸主营货代及跨境物流业务，受益于疫情影响下不断攀升的集运运价及维持高位的航空货运运价，公司2021H1录得盈利4.8亿(同比+75.1%)，取得了上市以来最优异的半年度盈利。业务结构上看，新老业务齐头并进，货代业务贡献了2021上半年63.8%的毛利，跨境电商物流贡献约15%毛利。
- **国际货代业务底盘稳固，直客粘性高。**华贸物流深耕货代领域，具备优质的物流网络和大客户粘性，这是公司穿越行业运价波动、业绩稳定的基石。网络端，华贸物流拥有覆盖六大洲、160多个国家地区的物流服务网络；运力端，公司与京东物流、菜鸟、上港集团及南航等强势企业签订合同，稳固运力。2020H1，公司共完成航空货代业务34.5万吨，海运业务53.5万标箱，业务规模在轻资产货代公司里绝对领先。
- **跨境电商物流：内生+外延，整合跨境电商物流资源，为公司发展注入长期动能。**面对高速增长跨境物流需求，公司布局起自2015年，先后收购德祥、华安润通及佳成物流等资产。2021年上半年华贸实现跨境电商物流业务收入12.9亿元(+38.2%)，同时收购佳成物流落地、预计下半年并表。佳成物流2021-2023年业绩承诺扣非归母净利润分别不低于0.48、0.65及0.82亿元，显著增厚上市公司盈利。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2021-2023归母净利润3年复合利润增速24%，且2023年公司跨境电商物流业务占比提升至27%。采用分部估值法，得到公司2023年目标市值为245.7亿元，我们以6%为折现率折现得到公司2021年年末目标市值231亿元，对应目标价17.66元，首次覆盖给予“买入”评级。

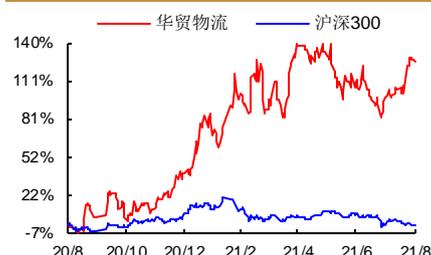
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14094.54	18916.14	21218.37	23523.42
增长率	37.47%	34.21%	12.17%	10.86%
归属母公司净利润(百万元)	530.47	885.93	985.27	1010.21
增长率	51.01%	67.01%	11.21%	2.53%
每股收益EPS(元)	0.41	0.68	0.75	0.77
净资产收益率ROE	12.28%	16.11%	15.62%	14.19%
PE	36	22	20	19
PB	4.20	3.57	3.11	2.75

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林
执业证号: S1250518110001
电话: 13916801840
邮箱: chzhl@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)	13.09
流通A股(亿股)	13.09
52周内股价区间(元)	6.21-16.0
总市值(亿元)	192.75
总资产(亿元)	86.80
每股净资产(元)	3.86

相关研究

投资要件

关键假设

假设 1: 货代业务主要包括航空及海运。空运方面, 2021 年空运业务量保持 6% 左右的增速, 运价基本与 2020 年持平, 我们预计在业务量和运价的共同影响下, 2021-2023 年收入增速为: 6.5%、7.0% 及 10.0%。海运方面, 21 年海运业务量增速在 20% 左右, 航运运价高位, 我们预计未来伴随航运运力补齐, 运价将回归正常水平, 2021-2023 年收入增速为: 75%、10% 及 4%。

假设 2: 2021-2023 年来自空运货代业务的毛利率分别为: 13%、13%、11%; 来自海运货代业务的毛利率为: 6.5%、6.0%、6.0%; 来自跨境电商物流业务的毛利率为: 17%、16%、15%; 合计毛利率分别为: 11.3%、11.2%、10.6%。

假设 3: 2021-2023 销售费用率分别为: 3.3%、3.1%、3.1%; 管理费用率分别为: 2.0%、1.8%、1.8%; 所得税率均为 19.9%。

我们区别于市场的观点

市场认可在出口贸易高景气下货代业务收入超预期, 但更多归因于海外需求高涨与国际贸易疫情后供给紧缺错配带来的周期性繁荣行情。我们认为华贸物流传统货代业务底盘稳固, 跨境电商物流业务属于新增长极, 在传统货代业务所建立的物流基本盘上, 公司借助跨境电商出海, 对外提供物流全链条服务。目前公司跨境电商物流业务价值被市场低估, 我们看好公司在后疫情时代, 伴随中国制造业出海, 实现公司跨境物流业务蓬勃发展。

股价上涨的催化因素

跨境电商行业增速、海运运价、空运运价持续超预期。

估值和目标价格

1) 绝对估值 14.95 元; 分部估值测算华贸物流 2021 年合理市值 207 亿元。我们选用分部估值, 原因系业务发展潜力存在差异, 给予不同的目标 PE。

2) 6 个月目标市值 231 亿元、对应目标价 17.66 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

1) 运价波动风险: 未来或将存在运价波动的风险。

2) 中美贸易摩擦风险: 国际疫情形势严峻, 美国复工复产节奏缓, 中国制造出海形势良好, 未来疫情缓和, 或将存在新的贸易摩擦。

3) 跨境电商增长或不及预期。

4) 并购企业业绩实现或不及承诺。

目录

1 优质 3PL 服务商，新老业务逆势增长	1
1.1 国内领先的 3PL 服务商.....	1
1.2 货运代理业务为底盘，开拓跨境电商物流.....	2
1.3 国际货代逆势增长，中国制造出海带动跨境飙升.....	5
2 后疫情时代，中国制造出海致行业高景气	8
2.1 出口贸易进入持续高景气周期.....	8
2.2 中国制造+电商出海，成就跨境电商蓬勃发展.....	10
2.3 跨境电商需求端增速高，供给向 2C 发展.....	11
2.4 跨境电商物流助力中国制造出海，市场未来可期.....	14
2.5 复盘跨境电商，探寻跨境电商物流新利润增长点.....	16
3 传统货代稳底盘，跨境业务高增长	19
3.1 国际货运代理业务稳健发展.....	19
3.2 跨境电商物流业务成公司新增长极.....	23
3.3 外延并购佳成国际物流，完善跨境物流业务线.....	24
4 盈利预测与估值	28
4.1 盈利预测.....	28
4.2 绝对估值.....	29
4.3 分部估值.....	30
5 风险提示	31

图 目 录

图 1: 公司上市后主要发展历程.....	2
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 货运代理业务内容及流程.....	4
图 4: 国际货运代理商业模式及所涉关联方.....	4
图 5: 2016-2021H1 华贸物流营业收入情况 (亿元).....	5
图 6: 2020 年华贸物流营业收入组成.....	5
图 7: 2016-2021H1 华贸物流营业收入构成.....	5
图 8: 2016-2021H1 华贸物流营业成本情况 (亿元).....	6
图 9: 2020 年华贸物流营业成本构成.....	6
图 10: 2016-2020 华贸物流营业成本构成.....	6
图 11: 公司 2016 年来毛利润、毛利润增速及毛利率 (亿元).....	7
图 12: 公司 2016 年来净利润、净利润增速及净利率 (亿元).....	7
图 13: 公司 ROE 及杜邦分析.....	7
图 14: 我国出口贸易额占世界总出口额比重.....	8
图 15: 2020 年世界主要国家出口额占比.....	8
图 16: 2016-2020 年我国进出口金额 (亿元).....	9
图 17: 2016-2020 年我国进口及出口情况 (亿元).....	9
图 18: 2019 年 1 月至今我国月度进出口情况 (亿元).....	9
图 19: 2020 年 1 月-2021 年 5 月全国主要港口集装箱吞吐量 (万 TEU).....	10
图 20: 跨境出口电商发展历程.....	10
图 21: 中国制造业企业微笑曲线.....	11
图 22: 跨境电商 B2B、B2C 及 C2C 形式占比.....	11
图 23: 2021/01/01-2021/08/28 美国累计确诊量.....	11
图 24: 美国电商渗透率.....	11
图 25: 中国跨境出口电商规模 (亿元).....	12
图 26: 中国实物商品网上零售额 (亿元).....	12
图 27: 跨境电商对传统出口贸易的改造.....	12
图 28: 跨境电商产业链.....	13
图 29: 跨境电商 B2B、B2C 及 C2C 形式占比.....	13
图 30: 主要跨境出口 B2C 电商平台 GMV 占比.....	14
图 31: 平台类跨境电商及独立站类跨境电商占比.....	14
图 32: 跨境电商及跨境电商物流发展历程.....	14
图 33: 跨境电商物流两种主要形式.....	15
图 34: 2019 年中国跨境直邮模式占比.....	16
图 35: 2016-2020 年中国跨境出口电商物流市场规模.....	16
图 36: 2016-2020 年 B2B&B2C 跨境物流行业占比.....	16
图 37: 安克创新经营模式.....	17
图 38: 安克创新研发费用率.....	17
图 39: 安克创新毛利率, 归母净利润率.....	17

图 40: SheIn 经营模式.....	18
图 41: 货代公司服务链条延伸.....	18
图 42: 货运代理业务内容及流程.....	19
图 43: 华贸物流空运货代业务量 (单位: 万吨).....	20
图 44: 华贸物流空运货代业务收入 (单位: 亿元).....	20
图 45: 华贸物流空运货代业务成本 (单位: 亿元).....	20
图 46: 华贸物流空运货代业务毛利及毛利率 (单位: 亿元).....	20
图 47: 华贸物流海运业务量 (单位: 万标箱).....	21
图 48: 华贸物流海运货代业务收入 (单位: 亿元).....	21
图 49: 华贸物流海运货代业务成本 (单位: 亿元).....	21
图 50: 华贸物流海运货代业务毛利及毛利率 (单位: 亿元).....	21
图 51: 华贸物流全球业务网络.....	22
图 52: 华贸物流主要直客.....	23
图 53: 华贸物流跨境电商物流业务收入 (单位: 亿元).....	24
图 54: 华贸物流跨境电商物流业务成本 (单位: 亿元).....	24
图 55: 跨境电商物流业务毛利及毛利率 (单位: 亿元).....	24
图 56: 2019-2020 年佳成物流营业收入 (单位: 亿元).....	26
图 57: 2019-2020 年加成物流净利润及净利率 (单位: 亿元).....	26

表 目 录

表 1: 华贸物流的主要发展历程.....	1
表 2: 华贸物流主要业务产品介绍.....	3
表 3: 跨境电商物流直邮模式类型及特征.....	15
表 4: 2018-2021 年华贸物流与其他公司合作.....	22
表 5: 华贸物流的主要直客及其主营业务.....	23
表 6: 世界主要物流服务商外延并购/收购情况.....	25
表 7: 华贸物流主要外延并购事件.....	26
表 8: 佳成物流优势.....	27
表 9: 分业务收入及毛利率.....	28
表 10: 绝对估值假设条件.....	29
表 11: FCFE 估值结果.....	29
表 12: FCFE 估值敏感性分析.....	29
表 13: A 股可比公司估值.....	30
表 14: 国外可比公司估值.....	30
表 15: 分部估值汇总.....	30
附表: 财务预测与估值.....	32

1 优质 3PL 服务商，新老业务逆势增长

1.1 国内领先的 3PL 服务商

以国际货代为底，开拓跨境电商物流。港中旅华贸国际物流（后称“华贸物流”）成立于 1984 年，公司主营跨境现代综合第三方物流，当下公司以国际货代业务为底盘，不断拓展跨境物流业务。1984 年至今，公司经历了“初具雏形”、“合作探索，版图扩张”、“外延并购、深入国际”三个重要阶段。

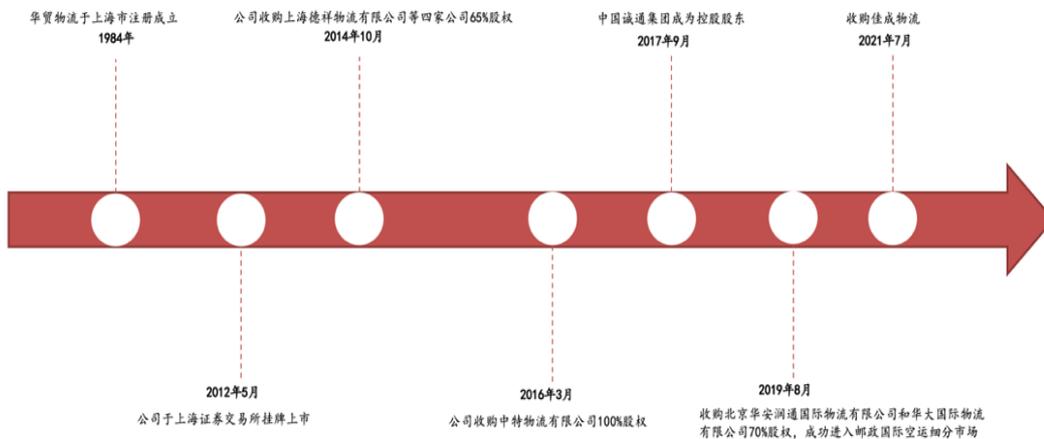
表 1：华贸物流的主要发展历程

阶段	时间	事件
第一阶段： 初具雏形	1984	华贸物流前身——华贸服务公司在上海成立并完成注册
	1993	华贸服务公司变更为“华贸有限公司”
	2002	“华贸有限公司”变更为“华贸国际货运有限公司”
	2010	华贸国际货运公司改制为港中旅华贸国际物流股份有限公司
	2012	上交所成功挂牌上市
第二阶段： 合作探索，版图扩张	2014	收购德祥物流等四家公司 65.0% 股权
		公司快递业务正式获批
	2016	收购中特物流 100% 股权
	2017	与日本全日空航空签约运力协议。
		与“扬子江航空货运控股有限责任公司签署战略合作协议”
	2018	与全球国际货运代理（中国）有限公司（SCHENKER）建立战略合作关系
		与京东旗下“北京京邦达贸易有限公司”签署战略合作协议
2019	华贸海运管理中心与中远海运集装箱运输有限公司签署运力全面合作协议	
2019	与河南民航发展投资有限公司合作成立河南航投物流（卢森堡）有限责任公司	
第三阶段： 外延并购，深入国际	2019	筹建德国、法国、意大利、比利时、英国、西班牙、匈牙利、荷兰等欧洲八国全资子公司。
		分别收购北京华安润通国际物流有限公司和华大国际物流有限公司 70% 股权，成功进入邮政国际空运细分市场。
	2020	完成华贸医疗科技（广州）有限公司筹建，正式进入医疗物流领域
		公司收购洛阳中重运输有限责任公司 60% 股权，深耕工程物流市场
		公司与上海国际港务（集团）股份有限公司达成战略合作
2020	公司正式筹建墨西哥全资子公司	

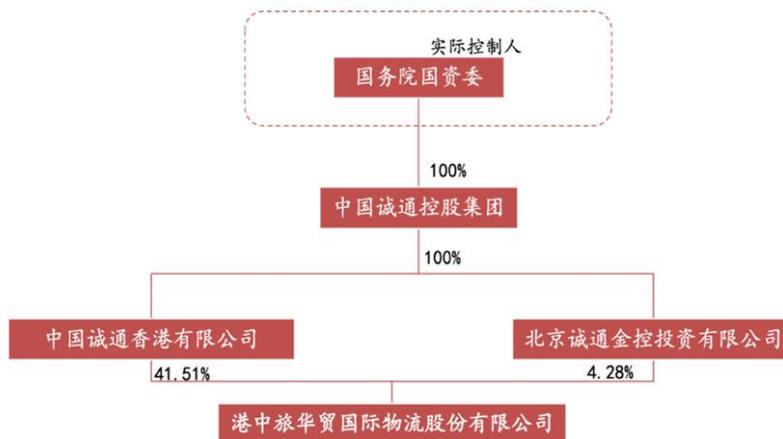
数据来源：公司官网，西南证券整理

2012 年 5 月，公司于上海证券交易所上市，截至 2021 年 8 月 27 日，公司市值 194.7 亿元。公司深耕国际货代业务，旗下控股参股子公司达 50+ 家，大部分与仓储、运输等业务相关，公司于 2021 年 7 月收购佳成物流落地，进一步拓展跨境物电商流业务。

公司由诚通香港持股 41.5%，北京诚通金控持股 4.3%，两家公司由国务院国资委 100% 控股的中国诚通控股集团完全控股；国务院国资委对华贸物流间接持股比例达 44.8%，是公司的实际控制人。

图 1：公司上市后主要发展历程


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 2：公司股权结构


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 货运代理业务为底盘，开拓跨境电商物流

聚焦国际货代，产品服务多样，跨境电商物流引入新增长极。公司采用轻资产运营，物流网络遍布全球，服务集约化程度高。公司价值从公司整合现代物流资源，为客户公司提供物流资源、物流咨询以及控制物流成本三方面体现。公司主营业务包括综合物流服务和供应链贸易两个部分，综合物流服务业务包括货运代理、仓储、特种物流、工程物流、跨境电商物流及其他国际综合物流；货运代理业务是公司营收占比最高的业务，跨境电商物流服务为公司的新的收入增长点。

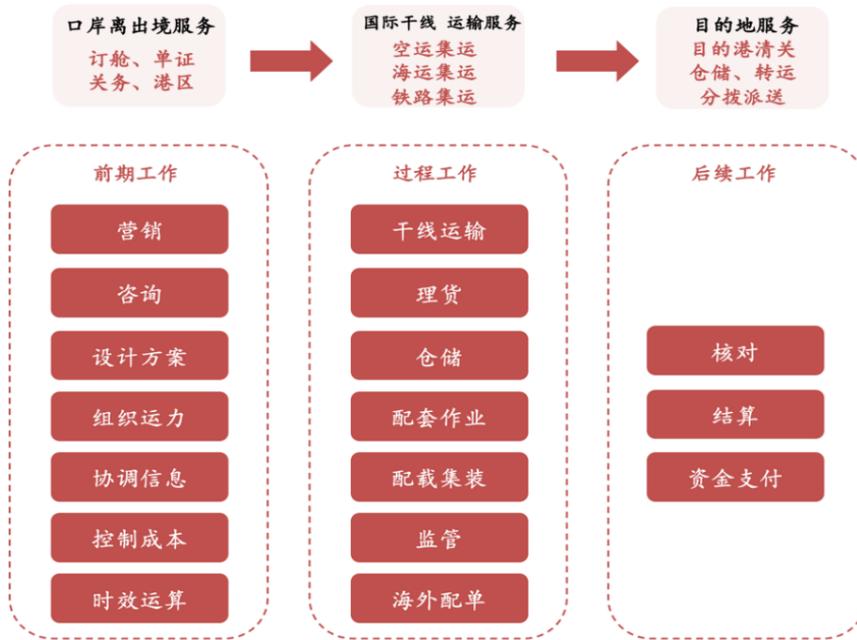
表 2：华贸物流主要业务产品介绍

主要产品	模式	主营产品
货运代理业务	国际空运业务	主营工厂提货、仓储、理货、贴标唛唛、包装、配载、集运、报关、监管、进港管理以及货物抵达境外卸货港后的提货、清关、仓储、中转、分拨、派送收货点等全过程服务。
	国际海运业务	主营订舱、配载、报关报检、仓储、陆路运输、进出港离境动态、国际中转、境内外多式联运，以及海空联运、拼装集运、危险品和特种箱的运输，以及全过程的动态信息服务跟踪反馈；同时提供经韩国、日本，台湾等地中转至世界各地及经迪拜中转至欧洲、非洲大陆主要空港以及经洛杉矶中转至南美地区的空海联运业务；还提供拼箱和国内多式联运业务。
跨境电商物流业务	FBA 头程服务	通过空运、海运、铁路等运输方式将货物从中国运输到亚马逊指定仓库。
	国际快递专线	商业航班运输，清关后邮政派送。
	个人直邮专线	网上直接申报，即订单信息、物流单信息推送海关后完成电子申报，个人包裹通过转关到口岸直接出运。
	海外仓进出口服务	提供一站式的全程海外仓仓储服务：目前在欧美、日韩、澳洲等国家配备海外仓库，并为客户提供目的港清关、派送及买家货物退回的二次包装、贴标等服务。
	代理邮政包裹	联合各国邮政为卖家提供国际邮政小包服务，针对不同客户需求，满足时效较快而费用较低。
	代理国际快递	与 DHL、UPS、FEDEX 等国际快递公司达成紧密合作关系，代理其国际快件业务。
特种物流	公司属下中特物流提供超限超重非标准化的物流运输服务	目前以特高压电力设备运输为主要服务对象，稳步推进核铀料、核乏料、放射性等物资的特种物流运输服务。
国际工程物流	以国际空海铁货运代理为基础，通过进一步拓展和延伸，为客户量身打造工程物资一体化物流解决方案	公司国际工程物流服务的客户主要是参与“一带一路”沿线国家及地区的石化、电力、冶金、矿业、核电建设、基础设施、轨道交通等行业的中国对外走出去的企业。
仓储第三方物流	公司属下的德祥集团提供特许经营资质进口集装箱分拨服务	进口分拨、进出境货物报关、报检、仓储、保税、集装箱内陆运输、海关监管货物转运运输等业务为一体的综合性专业物流服务能力。
供应链贸易	代理贸易采购、销售服务等	代理采购、销售，国内外运输及仓储，进出口通关及出口退税，国内配送，贸易代理各个环节的操作、配套结算、资金及信息处理

数据来源：公司官网，西南证券整理

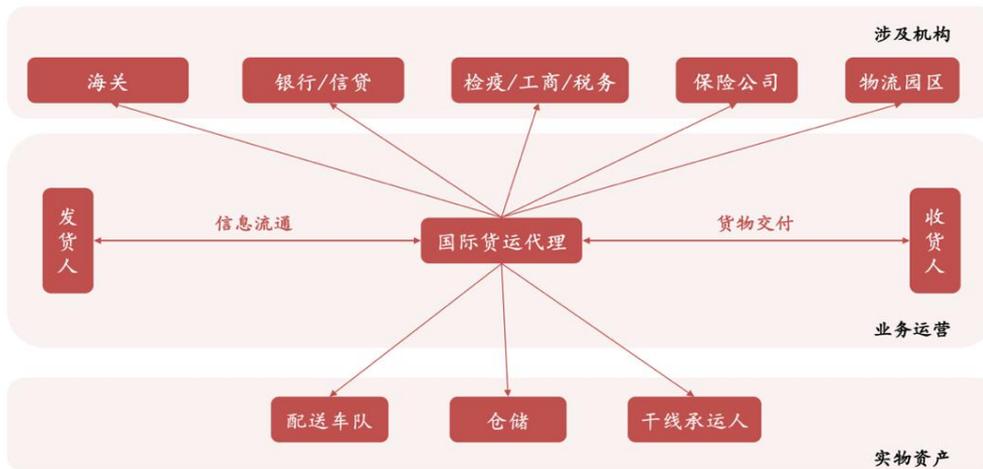
在国际贸易中，国际货运代理起承上启下的作用。华贸物流的国际货代业务包括了海运、空运及中欧班列的进出口，基础业务流程是揽货、订舱、仓储、包装、中转、集装箱拼装拆箱、结算运杂费、报关、报验、相关的短途运输服务、国内航空货运销售代理业务、无船承运业务以及现代物流方案的咨询、分析、诊断、设计、优化、控制、信息服务等其他综合服务。**货运代理业务的营业收入主要来自为国际贸易企业及制造业公司提供相关业务服务，成本来自向航司及承运人订舱等。货代业务的利润来自运输价差、服务费及操作收入三个方面。**

图 3：货运代理业务内容及流程



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：国际货运代理商业模式及所涉关联方



数据来源：罗戈网，西南证券整理

跨境电商物流业务本质与传统货代无异，亮点在于伴随制造业全链条把控增强带来的物流需求频次及全链路需求增强。跨境电商物流业务本质与货运代理业务无异，但伴随中国制造业对制造过程的全链条把控增强，物流服务商在其中参与的流程增多，更加能够发挥华贸物流作为综合物流提供商的业务运营能力。

1.3 国际货代逆势增长，中国制造出海带动跨境飙升

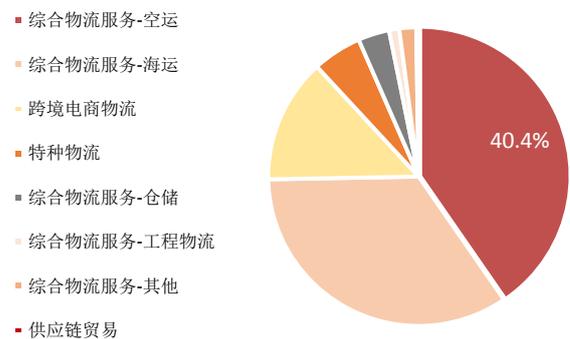
基本业务逆势增长，新业务助力营收持续提升。华贸物流 2020 年全年实现营业收入 140.9 亿元，同比上升 37.5%，其中空运和海运业务占比最高，分别为 40.4% 及 34.3%；2021 年上半年度实现营业收入 98.1 亿元，同比上升 51.3%。跨境电商物流作为公司的新业务增长点，增速较快，2020 年该业务全年贡献营业收入 19 亿元，占比达 13.5%，同比上升 722.5%；综合海运业务在海运行情高景气下，叠加公司优质的海运产品，收入占比不断提升，2021 年上半年，海运业务收入占比达 47.3%。

图 5：2016-2021H1 华贸物流营业收入情况（亿元）



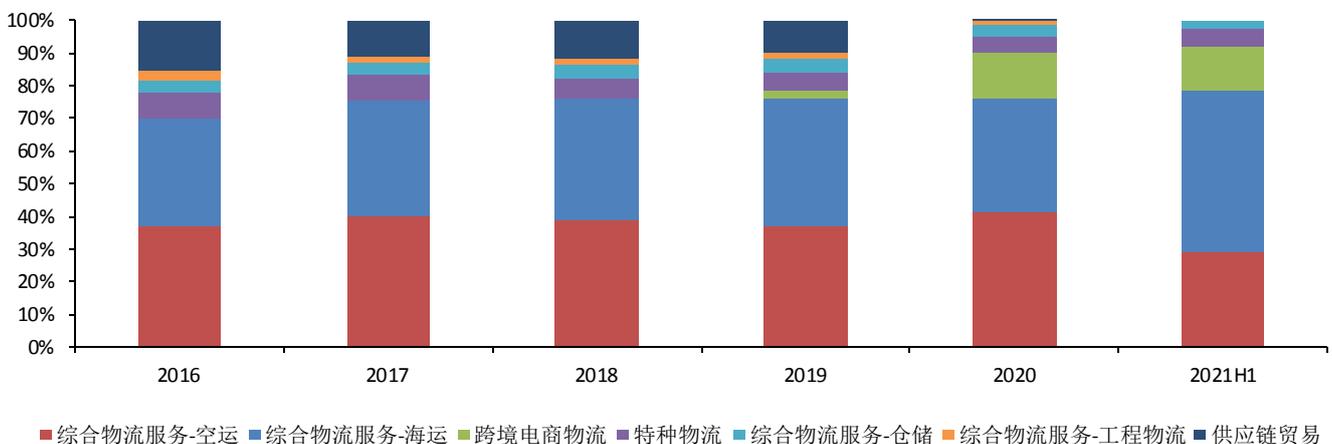
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2020 年华贸物流营业收入组成



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2016-2021H1 华贸物流营业收入构成

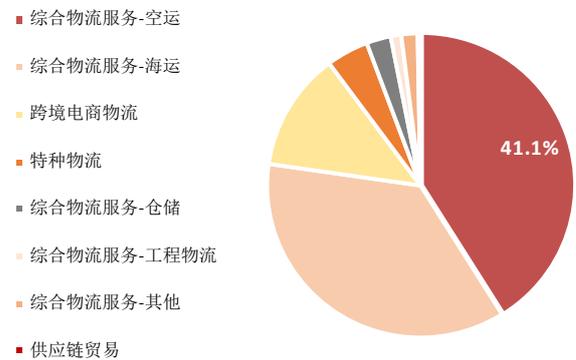


数据来源：Wind，西南证券整理

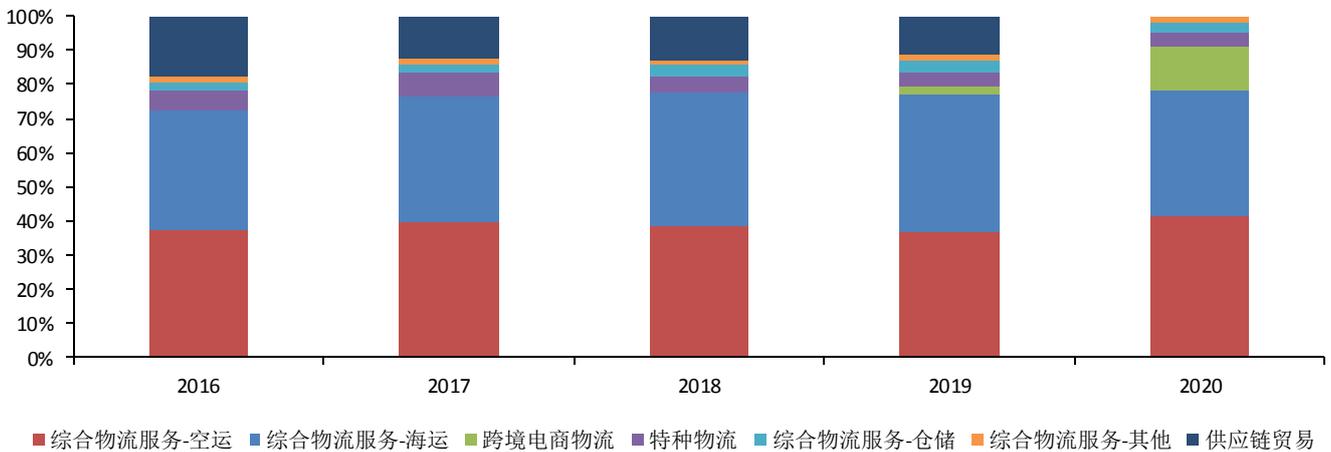
公司 2020 年全年营业成本为 124.5 亿元，同比上升 37.4%，其中空运和海运业务产生的成本占比最高，分别为 41.1% 及 36.2%；2021 年上半年度营业成本 86.7 亿元，同比上升 52.1%。

图 8：2016-2021H1 华贸物流营业成本情况 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 9：2020 年华贸物流营业成本构成


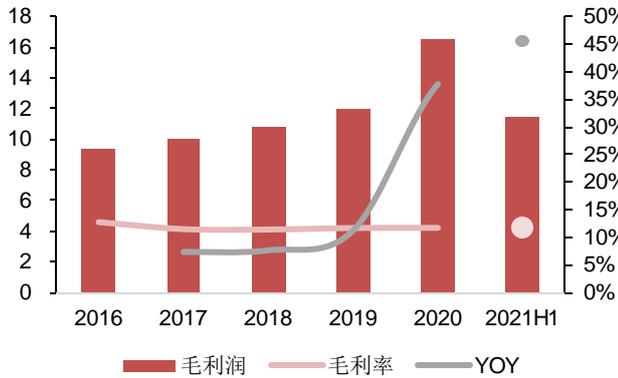
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 10：2016-2020 华贸物流营业成本构成


数据来源: Wind, 西南证券整理

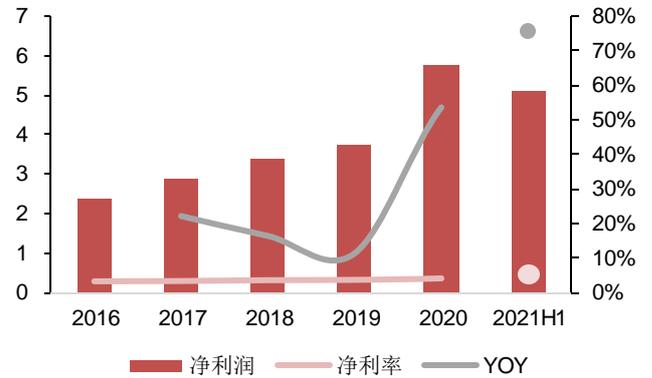
疫情叠加中国制造出海，盈利能力稳中向好。从整体盈利情况看，自 2019 年公司发展跨境电商物流上量以来，毛利稳中向好，归母净利逐年增加。公司 2020 年全年实现毛利润 16.5 亿元 (+37.7%)，毛利率 11.4%，实现归母净利 5.3 亿元 (+51.0%)，归母净利率 3.8%；2021 年 H1 实现毛利润 11.5 亿元 (+45.6%)，毛利率 11.7%，实现归母净利 4.7 亿元 (+75.1%)，归母净利率 4.8%。受跨境电商爆发影响，跨境电商物流业务带动公司 ROE 逐年提升，2020 年 ROE 达 12.2%；2021H1 受资产周转率降低影响，对比 2020 年全年，上半年 ROE 略有下降，为 9.8%。

图 11: 公司 2016 年来毛利润、毛利润增速及毛利率 (亿元)



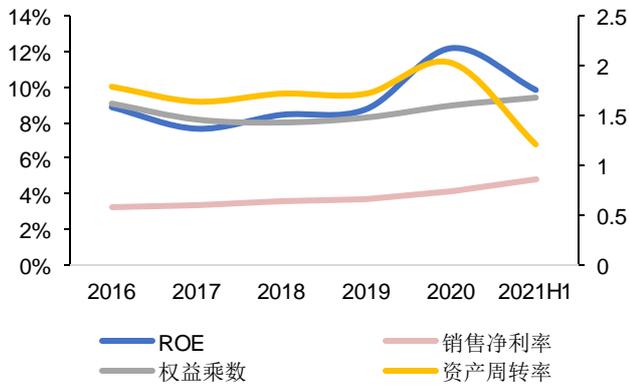
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 12: 公司 2016 年来净利润、净利润增速及净利率 (亿元)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 13: 公司 ROE 及杜邦分析



数据来源: Wind, 西南证券整理

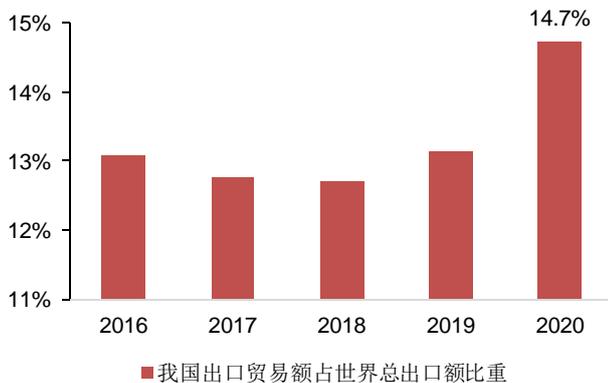
2 后疫情时代，中国制造出海致行业高景气

华贸物流的主营业务面对的供应商主要是航空公司，承运人等，需求端客户则主要由制造业企业及跨境电商组成。从宏观环境看，公司的经营业绩受行业景气度影响，全球经济向好，出口贸易繁荣时期，公司的将能获得更高的收益，这也直接导致公司的传统货代业务具有一定的周期性。跨境电商物流业务因为跨境电商具有需求频次更高，服务时效要求更强的特征，受周期影响较弱，但受商流（制造业企业及电商平台）影响更强。

2.1 出口贸易进入持续高景气周期

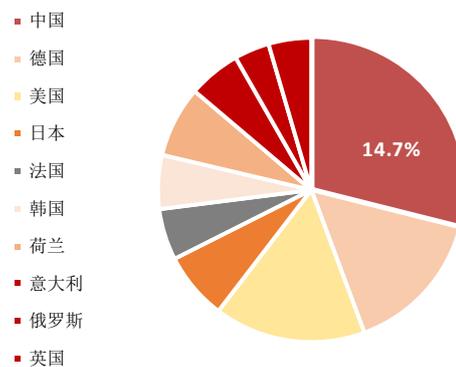
中国制造出海+疫情控制得力，出口贸易比重持续提升。我国是主要出口国家之一，随着制造业崛起，产业链不断完善，中国的贸易出口额占比逐年提升，得益于我国疫情控制及时，2020年出口额度占世界总出口金额 14.7%，2019年占比为 13.1%；2020年出口额度远远领先于德国等传统制造业国家。

图 14：我国出口贸易额占世界总出口额比重



数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：2020 年世界主要国家出口额占比

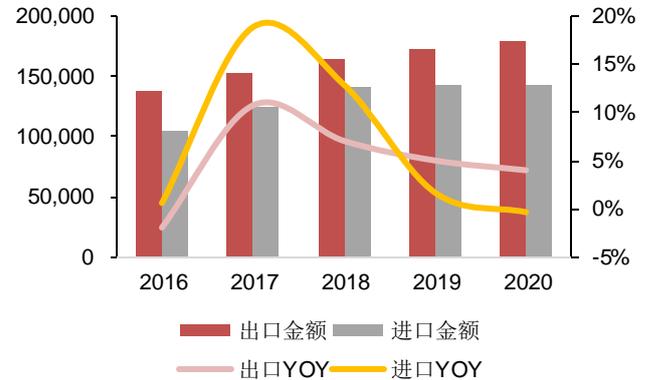


数据来源：Wind，西南证券整理

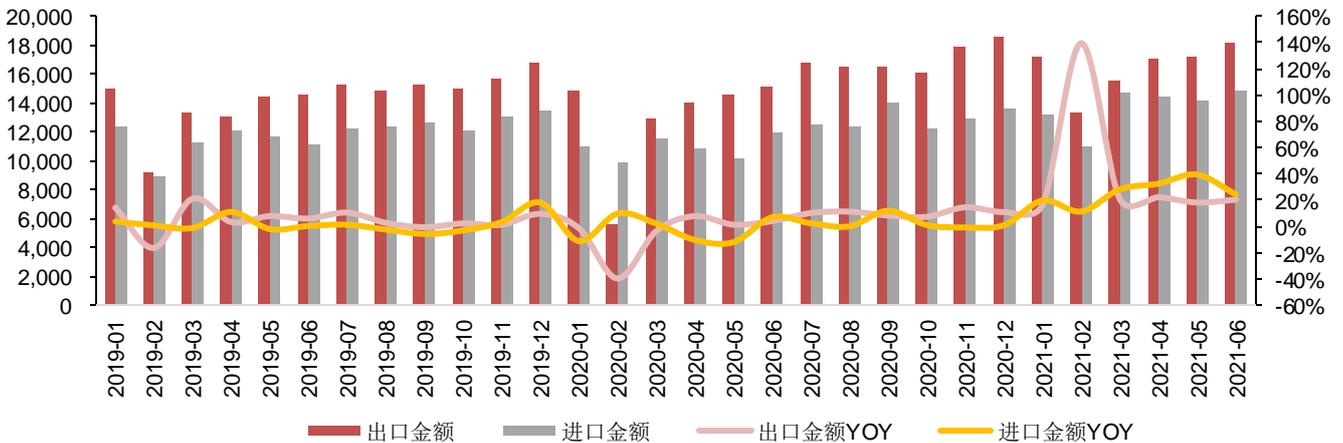
后疫情时代出口贸易高景气，自 2021 年 3 月以来，持续维持 15% 以上增速。受贸易战影响，我国进出口总额自 2019 年起同比增速下行，2019 年全年进出口总额为 31.6 万亿元，同比上升 3.5%，其中出口额度为 17.2 万亿元，同比+5%，进口额度为 14.3 万亿元，同比+1.7%；2020 年进出口贸易总额 32.2 万亿元，同比上升 2%，其中出口额度为 17.9 万亿元，同比上升 4%，进口额度 14.3 万亿元，同比下降 0.4%。从月度数据可以看到，得益于国内疫情及时控制，我国率先复工复产，产业链流通顺畅带动出口贸易上行，2020 年 4 月出口额达 1.4 万亿元，同比上升 7.7%，基本恢复到疫情前水平，2021 年 3 月起，出口额度同比增速维持在 15% 以上，6 月出口额为 1.8 万亿元，同比上升 20.2%。

图 16: 2016-2020 年我国进出口金额 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 17: 2016-2020 年我国进口及出口情况 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 18: 2019 年 1 月至今我国月度进出口情况 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

整体需求加速向中国集中，运力紧缺导致运价高涨，出口贸易高景气将持续。中国制造业出海加速，国外疫情导致复工复产困难，同时国外需求不减反增，此外在美国放水及消费券发放的影响下，全球贸易需求加速向中国集中，订单暴增导致港口拥堵，自 2020 年 8 月以来，全国主要港口集装箱吞吐量增速维持 5% 以上，2021 年 7 月集装箱吞吐量达 2426 万标准箱，同比上升 7%，我们预期国内出口贸易高景气状态将持续 2 年。

图 19: 2020 年 1 月-2021 年 5 月全国主要港口集装箱吞吐量 (万 TEU)



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

2.2 中国制造+电商出海, 成就跨境电商蓬勃发展

跨境电商发展从进口到出口, 从聚焦平台到制造业出海。跨境电商经历了探索、发展、壮大及融合四个阶段, 在前三个阶段, 跨境电商主要聚焦在跨境电商进口及平台的搭建上, 出口电商发展并不繁荣。在壮大阶段末期, 中国制造业逐渐崛起, 出口需求增多, 跨境电商从平台搭建转变到帮助优质制造业企业走出去, 品牌出海不断加速。

图 20: 跨境出口电商发展历程

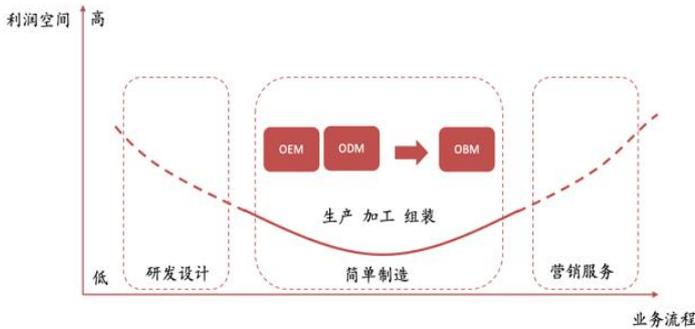


数据来源: 西南证券整理

中国制造出海本质上意味着企业微笑曲线的延伸以及角色转变。在过去, 中国制造出口多为简单制造代加工, 以 OEM 和 ODM 两种形式为主。OEM 即为原始品牌商做简单的加工生产, 使用原品牌的商标、设计等, 也即贴牌生产; ODM 是指按照原品牌厂商的要求进行设计, 但仍然使用原品牌的商标, 由原品牌商进行销售经营。OEM 及 ODM 的生产制造方式都存在利润率低的特点, 两者提升利润率则需要向 OBM 发展。OBM 是原始品牌制造商, OEM 发展到 OBM 需要建立自己的研发团队同时开拓营销服务, 才能实现品牌设立, ODM 则需要已经在具备的生产、设计的技术上, 建立品牌拓展营销服务。近年来, 中国制造业不断完善产业链, 实现 OEM、ODM 到 OBM 的拓展, 延伸微笑曲线, 提升产业链的利润率。同时, 中国品牌叠加跨境电商出海的模式也是角色的转变, 在 OEM 和 ODM 的角色下, 中国制造的最终货主是原始品牌商、外国零售商 (如: 梅西百货、沃尔玛、Costco 及

亚马逊等), 而在 OBM+跨境电商的模式下, 最终货主转变成了中国制造业企业自身, 身份的转换带来了制造业企业对研发、生产、营销整体流程的把控和利润的提升。

图 21: 中国制造业企业微笑曲线



数据来源: 西南证券整理

图 22: 跨境电商 B2B、B2C 及 C2C 形式占比

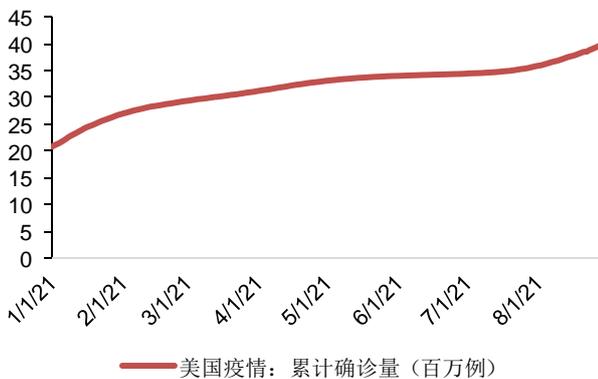


数据来源: 西南证券整理

2.3 跨境电商需求端增速高, 供给向 2C 发展

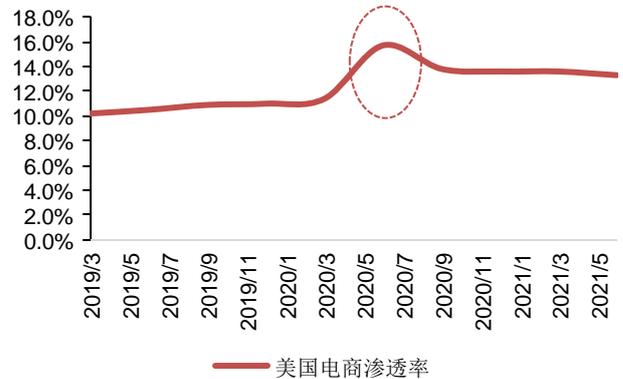
疫情培养海外用户线上消费习惯, 消费线上化趋势增强。截至最新统计日, 美国确诊量仍在攀升, 海外疫情未减退, 线下消费低迷, 线上消费旺盛, 2020 年 3 月起美国电商渗透率出现跃升, 后基本维持在 14% 的水平, 对比疫情前 10%, 疫情提高了美国消费线上化率。

图 23: 2021/01/01-2021/08/28 美国累计确诊量



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 24: 美国电商渗透率

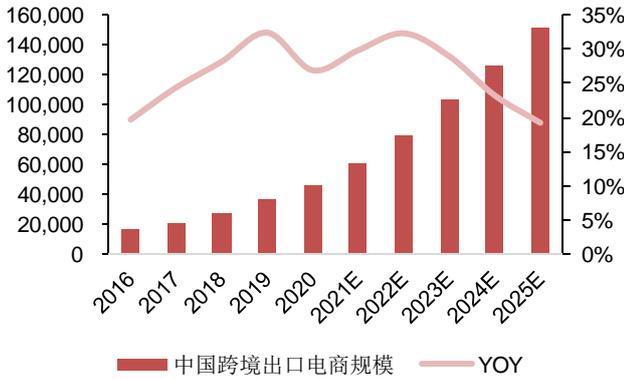


数据来源: Wind, 西南证券整理

疫情爆发后, 全球制造业不断向中国聚焦, 跨境电商出口规模高。得益于我国疫情控制得力, 国内生产制造复工复产及时, 产业链完整, 全球制造业不断向中国聚焦。2020 年中国跨境出口电商规模达 4.7 万亿元, 同比增长 26.9%, 对比我国境内实物商品网上零售额, 2020 实现 975.9 亿元, 同比增速为 14.5%, 跨境电商出口规模增速接近境内实物商品网上零售额的 1.8 倍。

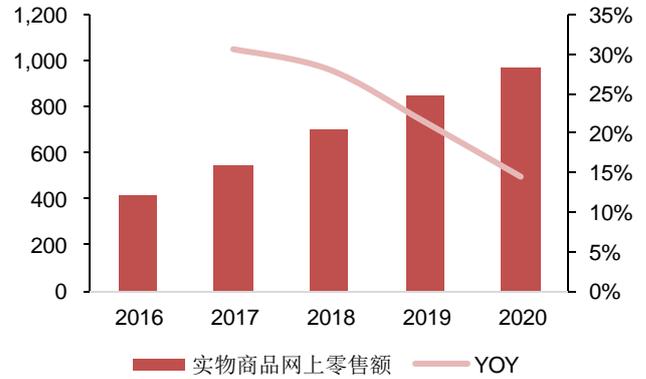
粘性+空间，预期未来中国跨境出口电商增速仍然较高。由于线上消费具有粘性，疫情培养的线上购物习惯将有助于行业维持多年高增速。同时，在美国以外的海外地区，网购渗透率仍然存在提升空间，中国跨境电商或将在未来持续高增速，根据艾瑞咨询的数据，预计中国跨境出口电商规模 2020-2025 年 5 年期复合增长率达 26.6%。

图 25：中国跨境出口电商规模（亿元）



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

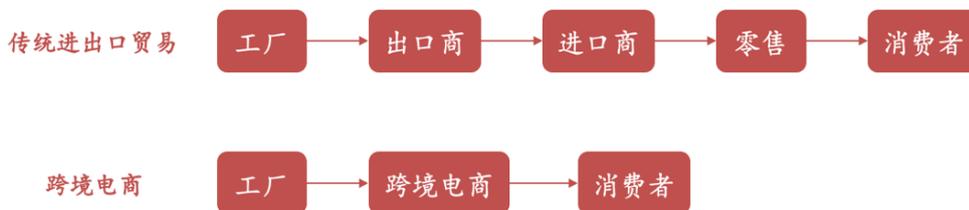
图 26：中国实物商品网上零售额（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

跨境电商以互联网模式改造传统贸易，2C 业务空间大。跨境电商本质是一种互联网模式改造下的进出口贸易。如上图，跨境电商经历了探索、发展、壮大及融合四个阶段，伴随四个阶段的演变，跨境电商产业链逐渐融合发展。聚焦跨境电商产业链，商流端包括 B2B、B2C 及 C2C 三种业务模式；B2B 跨境电商包括阿里巴巴国际站及敦煌网等，主营在线批发等业务；B2C 电商近年来发展势头强劲，主要包括平台型和自营型两种交易模式；平台型包括电商平台模式（如：速卖通、ebay、亚马逊、Lazada 等），及品牌模式（如：安克创新、Patozon 及有棵树等）；自营型交易模式主要包括 Shein 及兰亭集势等；**由于外贸商家使用电商平台时存在成本高，数据获取困难等问题，自建独立站的新模式逐步推广。**通常情况下，大多数跨境电商商家会采取“三部曲”的发展节奏：首先，在亚马逊平台运营，通常情况下，客单价会比其他平台高 1-2 倍，但得益于亚马逊平台规则清晰，商家在经营初期更容易建立起规模；其次，商家将店铺发展到 ebay、aliexpress 等平台；最后，收入达到一定规模时，商家会选择自建独立站的模式，并且将平台客户引流至独立站。据艾媒咨询数据，2019-2020 我国跨境电商仍以 B2B 电商为主要业务模式，占比达 90%，但伴随疫情加速培养境外消费者线上购物习惯，B2C 电商占比未来将得以提升。从物流公司的角度，独立站商家（直客）会是其未来主要客户群体。

图 27：跨境电商对传统出口贸易的改造



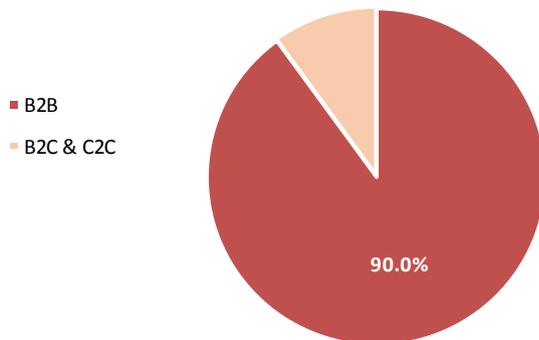
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 28：跨境电商产业链



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 29：跨境电商 B2B、B2C 及 C2C 形式占比



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

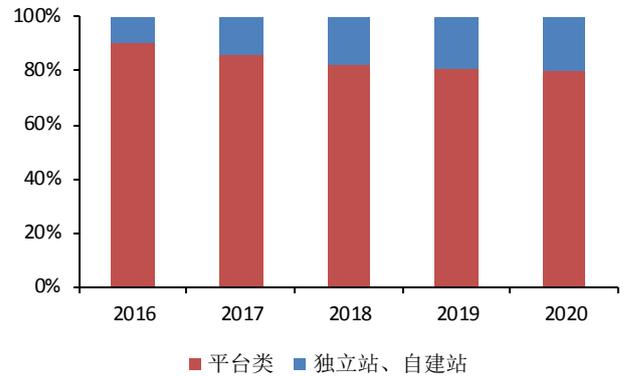
2C 占比逐年提高，独立站+自建站模式或将更受青睐。根据艾瑞咨询，2020 年主要跨境出口 B2C 电商平台 GMV 占比 53.4%，跨境电商独立站及自建站的规模比重逐年提升，2020 年达 20.3%。由于自建站能够有效降低外贸商的运营成本，提高运营效率，同时能将原有依附于跨境电商平台自建物流的需求剥离，未来随着自建站的兴起，跨境物流需求，尤其是 3PL 需求会进一步提升。

图 30：主要跨境出口 B2C 电商平台 GMV 占比



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理；注：主要跨境出口 B2C 电商平台包括速卖通、亚马逊、Ebay 及 Wish

图 31：平台类跨境电商及独立站类跨境电商占比

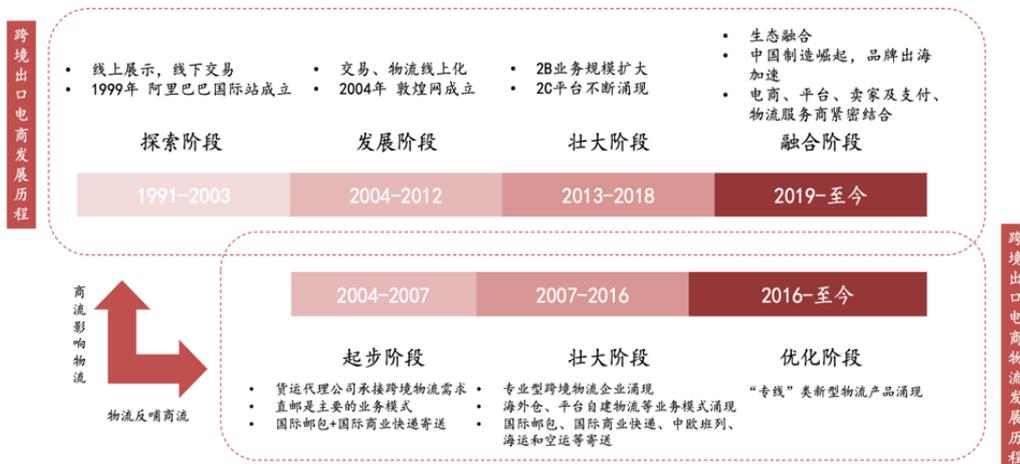


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2.4 跨境电商物流助力中国制造出海，市场未来可期

跨境电商物流发展依托于跨境电商的逐渐繁荣。物流总是伴随商流发展，由于跨境电商探索时期采用线下交易模式，物流端并未体现，从 2004 年起，伴随交易及物流线上化，跨境电商物流步入起步阶段；随着跨境电商的爆发，物流也不断壮大，时至今日，中国制造出海依托跨境电商，对于物流端的需求也变得多样化。

图 32：跨境电商及跨境电商物流发展历程

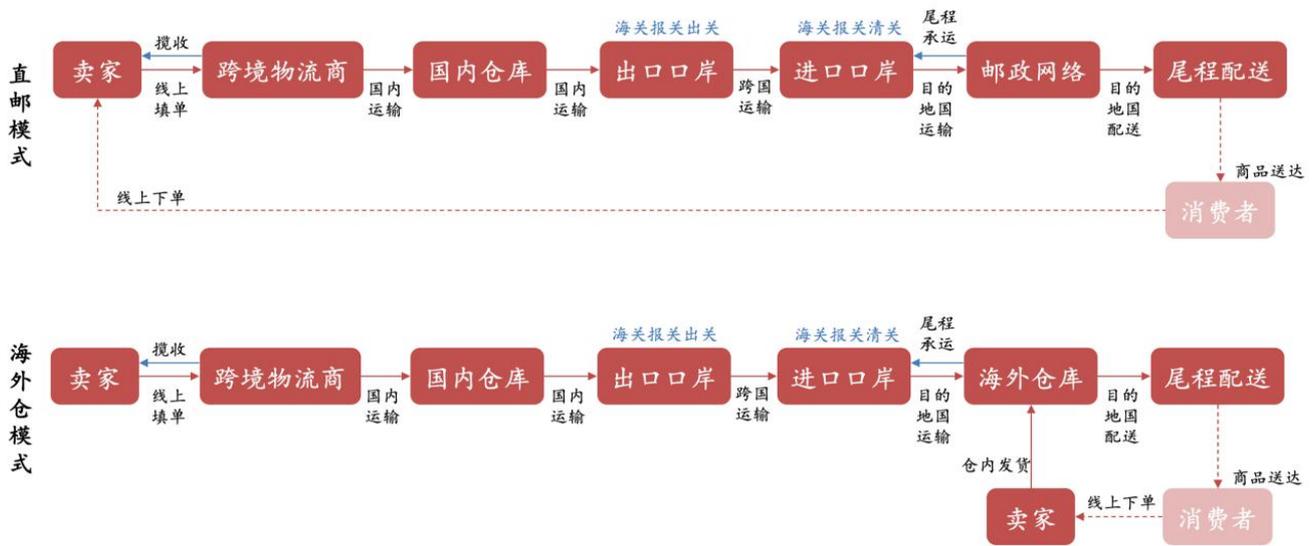


数据来源：西南证券整理

跨境电商下，物流需求展现出全新的特征。跨境电商对物流的需求表现出：时效要求高、需求频次高，以及增值服务多的特征。中国制造出海，不论是品牌模式还是平台模式，在向海外消费者展现产品高性价比的同时，也需要更强的物流履约时效；此外，不同于曾经 OEM 及 ODM 模式，跨境电商的需求频次更类似于国内电商，展现出需求频次高的特征；最后，由于制造业对全链路把控增强，这也直接导致它们将对物流增值服务提出新要求，如：仓储、存货管理等。

跨境电商物流模式多样，总体包括直邮及海外仓模式。跨境电商物流服务是指公司为跨境电商企业提供商品的仓储、运输、配送综合式物流及进出口清关、本地化售后等服务，通常情况下跨境电商物流服务的链条比国内电商物流服务更长，涉及关联方更多样。通常情况下，跨境电商物流包括直邮和海外仓储两种形式，直邮模式类似于国内网络化快递，海外仓储模式则更偏向仓配一体化模式，也更加依赖商流进行提前备货；据艾瑞咨询数据，跨境电商物流中，采用直邮模式的占比达到 60%，海外仓模式占比为 40%。

图 33：跨境电商物流两种主要形式



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

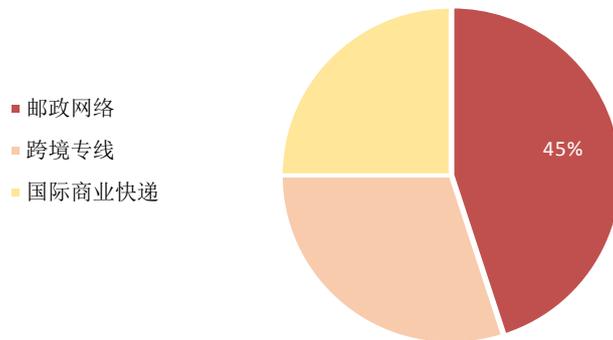
直邮模式下，通常包括了依赖 UPU 万国联盟的邮政网络模式以及专线模式，同时还包 括 UPS 和 FedEx 等国际商业快递的形式，这四类模式的时效、特征均有差异。从 2019 年 的数据可以看到，邮政网络模式占比达 45%，其次是跨境专线，占比为 30%。

表 3：跨境电商物流直邮模式类型及特征

跨境产品	时效	追踪能力	价格	通达范围	货单价	国际运输环节
邮政-平邮类	20-30 天	不具备	低	大	货值较低	空运+海运
邮政-挂号类	15-20 天	具备	较高	大	货值较高	空运
专线类	10-15 天	具备	较低	小	货值较高	空运
国际商业快递类	<7 天	具备	高	较大	货值高	空运

数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

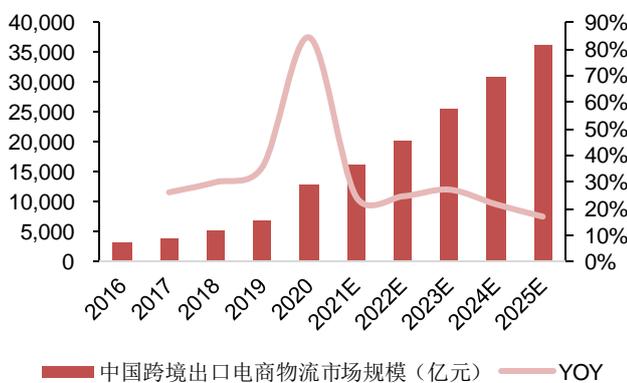
图 34：2019 年中国跨境直邮模式占比



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

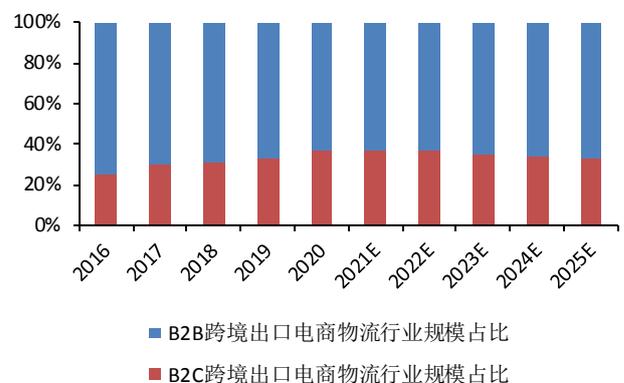
跨境电商出口物流规模提升，5 年复合增速预期达 23%。在跨境电商重新爆发的 2020 年，全年跨境出口物流市场规模为 1.3 万亿元，同比上升 84.3%，预计到 2025 年整体市场规模将达到 3.6 万亿，五年期复合增速达 23%。尽管在跨境出口物流中，B2B 的占比更高，2020 年占比达 63.2%，但我们预期 B2C 电商物流规模占比将持续提升。由于 C 端需求频次高，并且物流公司更易掌握定价权，这将有利于跨境物流公司获取更高的毛利，建立壁垒。

图 35：2016-2020 年中国跨境出口电商物流市场规模



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 36：2016-2020 年 B2B&B2C 跨境物流行业占比



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2.5 复盘跨境电商，探寻跨境电商物流新利润增长点

复盘安克创新，自主研发+跨境电商 B2C 模式实现高利润。

安克创新主要从事自有品牌的移动设备周边产品、智能硬件产品等消费电子产品的自主研发、设计和销售，是全球消费电子行业知名品牌商，产品主要包括充电类、无线音频类、智能创新类三大系列，主要采用 B2C 模式，在亚马逊、ebay 等主流电商平台销售。安克创新把握经营流程的每一个方面，与传统贴牌制造业不同，从产品的研发到最后的销售及售后，公司都有一定的把控力，尤其是安克创新的产品以自主研发为主，以市场导向进行产品开发并对消费电子产品设计、工艺及质量要求持续改进。

图 37: 安克创新经营模式



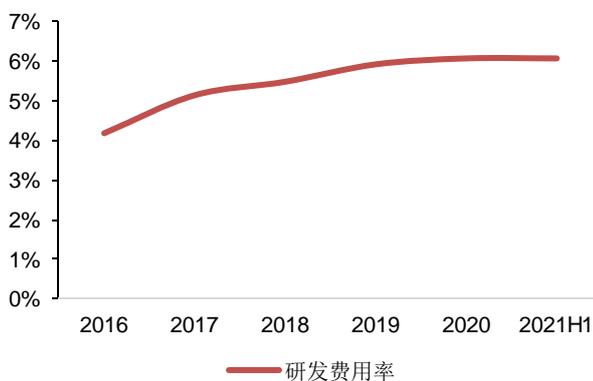
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在研发生产端, 公司从研发入手, 以市场为导向进行产品的自主开发; 从报表看研发费用率持续较高, 2020 年安克创新研发费用率为 6.1%。

在物流端, 公司将产成品运输到海外, 将历经出口物流和 FBA 两个过程。出口物流在境内采用自行/代理报关, 交付承运人运输, 当货物到达北美、日本或者欧洲之后, 采用 FBA 模式完成尾程运输。

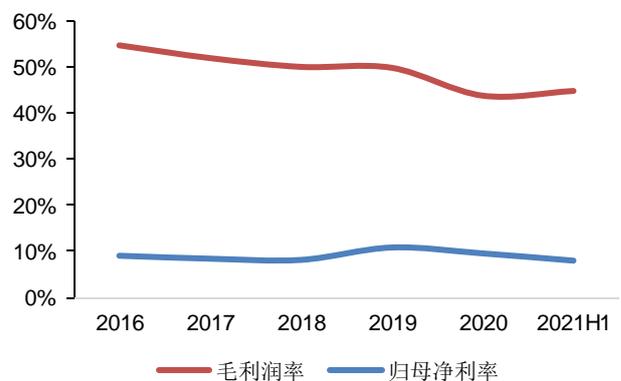
在研发设计高投入、品牌出海及跨境电商营销的带动下, 公司的盈利情况较普通贴牌企业高, 公司毛利率基本维持在 40% 以上, 2020 年毛利率 44%, 归母净利率 9.6%。

图 38: 安克创新研发费用率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 39: 安克创新毛利率, 归母净利率



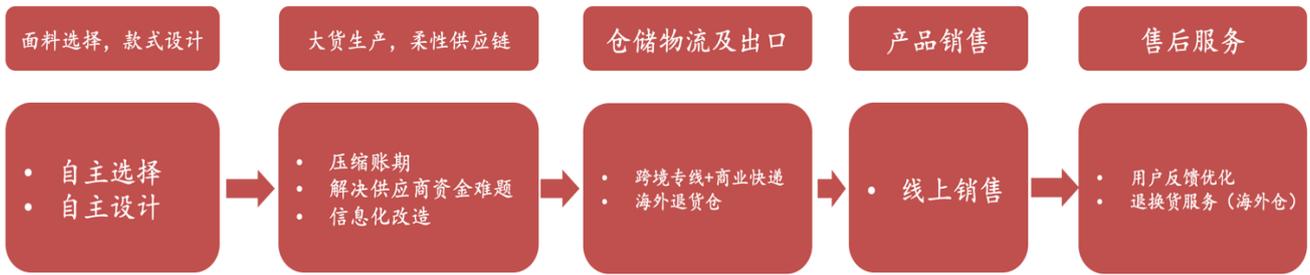
数据来源: 西南证券整理

复盘 SheIn, 把控设计端与运营端+独立站, 实现快消女装品牌走出去。

SheIn 主打快时尚的女装, 以独立站+B2C 模式实现跨境电商运营。在研发生产端, 不同于安克创新, SheIn 研发采用的是对面料选择及款式设计的把控; 公司在大货生产阶段, 主动压缩供应商账期, 为供应商提供贷款, 同时建立信息化管理系统, 解决快时尚供应链的痛点。SheIn 的品牌建立不仅在于服装款式设计, 还在于对供应链的把控上。

物流端, 使用跨境专线及商业快递, 同时辅以海外退货仓, 解决跨境快时尚品牌对物流的高时效性、高频次以及增值服务的需求。

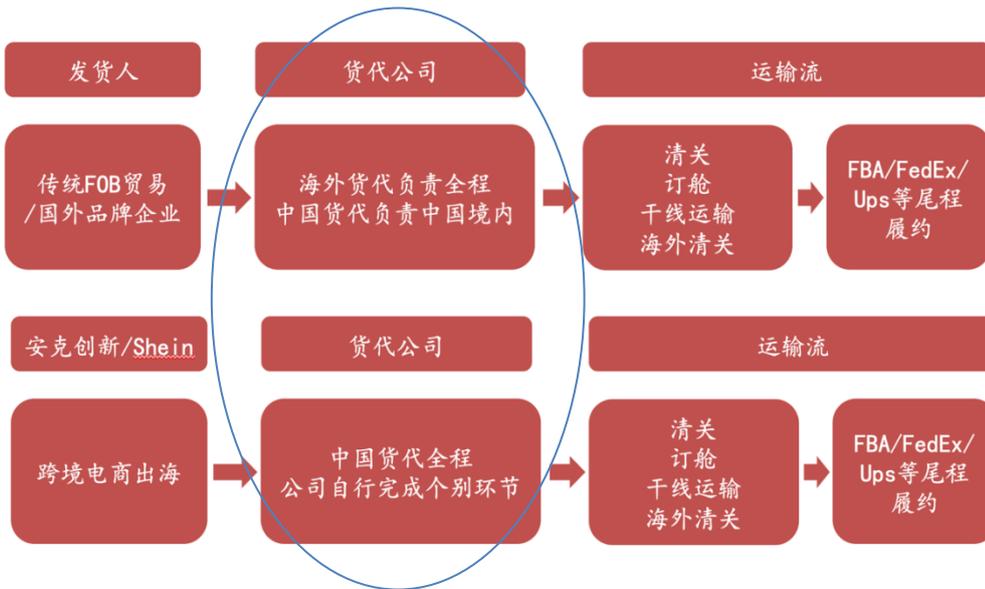
图 40: SheIn 经营模式



数据来源: 虎嗅网, 西南证券整理

当发货人转变为跨境电商企业, 伴随跨境电商企业“微笑曲线”延伸, 跨境物流及货代公司在其中完成的物流履约节点更多, 服务链条也得到了延伸; 这种改变直接带来了物流需求从单一节点、低频升级到多节点、高频, 同时也为传统货代公司带来了新利润增长极以及穿越周期的机会。

图 41: 货代公司服务链条延伸



数据来源: 西南证券整理

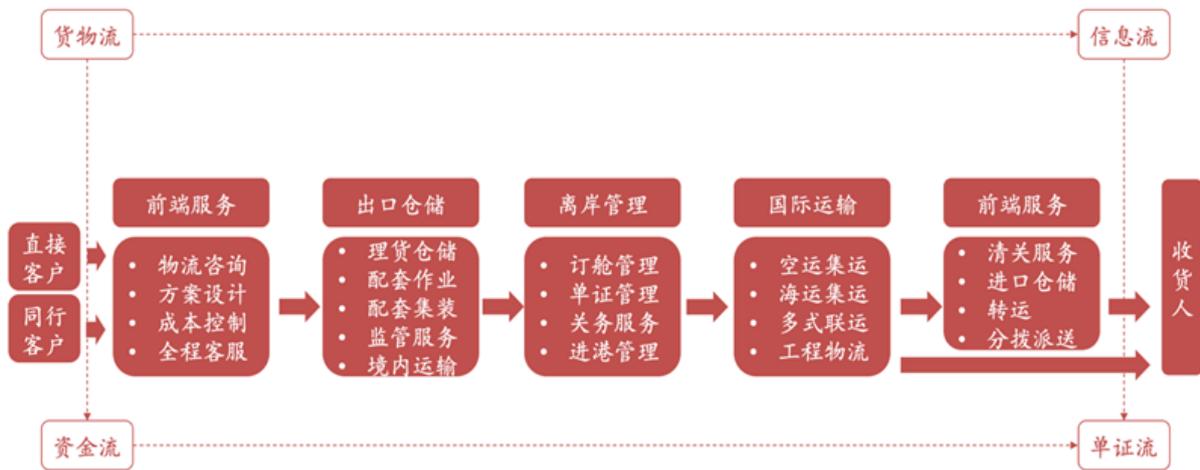
3 传统货代稳底盘，跨境业务高增长

物流企业发展的共性可以归纳为**重业务质量、客户网络及外延并购**，同时业务核心是辅佐本国或者本地区制造业出海。华贸物流未来业务发展的重点将是重视直客、发展网络和信息技术，以及扩展外延并购，从注重效益转变为注重发展的质量。

3.1 国际货运代理业务稳健发展

国际货代业务包括**货物、资金、单证和信息的流动**。华贸物流的国际货代主要包括前端服务、出口仓储、离岸管理、国际运输及（尾程）前端服务五个步骤。流程中包括了咨询、订舱、境内短程运输、清关等服务，除了提供货物的运输以外，公司也会辅以客户公司信息和资金。

图 42：货运代理业务内容及流程



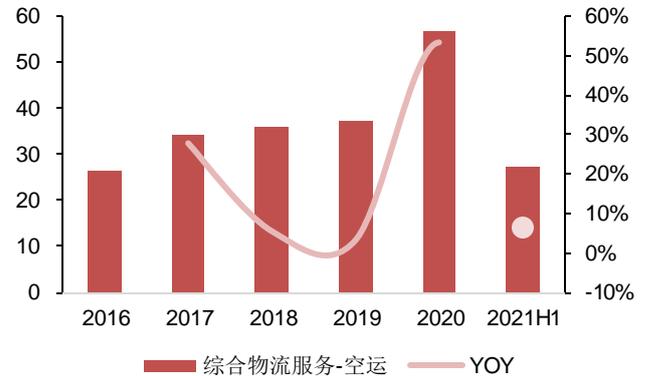
数据来源：公司公告，西南证券整理

直客底盘稳，空运货代业务稳健增长。2020 年受疫情影响，业务量下降明显，但由于整体空运运力受客机腹舱紧缺影响，运价较高，同时公司开发了阿里巴巴、京东、华为、小米科技、海康威视、中兴通讯等优质直接客户，这帮助公司维持了超过市场平均水平的业务增长。2021 年上半年，客机腹舱依然紧缺，但航班运价企稳，公司继续紧抓同大客户的合作，整体空运货代业绩依然抢眼；2021H1 接入的客户达到 200 家，重要战略客户遍布汽车配件、电子科技、能源、航材、化工、机械制造、零售、时尚、医疗和电子商务等行业。

2020 年华贸物流空运货代业务实现业务量 34.5 万吨，同比下降 5.2%，空运货代收入为 57 亿元，同比上升 53.4%，成本 51.1 亿元，同比上升 56.5%，实现毛利润 5.9 亿元，毛利率达 10.3%；2021 年上半年实现扣除跨境电商国际空运业务量 17.9 万吨，同比增长 6.9%，收入 27.4 亿元，同比增长 6.4%，毛利 4.5 亿元，毛利率 16.3%，同比上升 4.7pp。公司预计 2021 年实现空运业务 42 万吨，整体业务发展稳健。

图 43: 华贸物流空运货代业务量 (单位: 万吨)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 44: 华贸物流空运货代业务收入 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 45: 华贸物流空运货代业务成本 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 46: 华贸物流空运货代业务毛利及毛利率 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

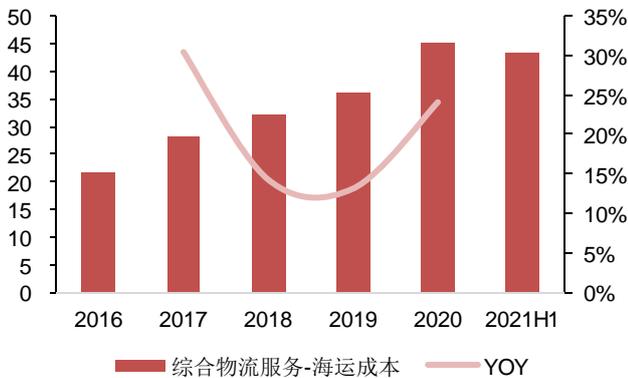
海运运力建设应对多元化需求市场, 不惧市场运力紧缺。在海运方面, 公司 2020 年实现海运货代 101.6 万标箱, 同比上升 0.3%, 基本与 2019 年持平; 业务量增长不多, 运价波动较大, 但公司通过提高针对综合国际海运业务的占比, 维持了国际海运业务收入, 但较往期毛利率水平有所降低, 2020 年实现海运货代业务收入 48.3 亿元, 同比+22.2%, 成本 45.1 亿元, 同比+24.1%, 实现海运业务毛利润 3.3 亿元, 同比增长 6.8%。2021 年上半年, 公司海运货代业务量达 53.5 万标箱, 收入达 46.4 亿元, 同比上升 148.0%, 实现毛利 2.9 亿元, 毛利率 6.2%。

图 47: 华贸物流海运业务量 (单位: 万标箱)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 48: 华贸物流海运货代业务收入 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 49: 华贸物流海运货代业务成本 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 50: 华贸物流海运货代业务毛利及毛利率 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

传统的货运代理业务核心能力主要聚焦于：**网络和运力建设以及客户壁垒**。在物流服务网络建设方面，华贸网点建设覆盖广，但自有运力网络建设不足。在网点覆盖方面，华贸物流拥有覆盖六大洲，160多个国家和地区的物流服务网络，遍布全球的物流服务网络保证了公司的货运代理服务能力和，保证公司能够顺利完成干线运输、理货、仓储、配套作业、配载集装、监管、海外配单等在内的过程工作，以及核对、结算、资金支付等后续工作。同时，公司在2021H1，在连云港开通国际集装箱，杭州至伦敦的包仓产品也全面化运行。此外，公司在柬埔寨、印尼、墨西哥及俄罗斯的自由网点建设工作正有条不紊的进行。

图 51：华贸物流全球业务网络


数据来源：公司官网，西南证券整理

增强合作把握运力。货代公司依赖轻资产运营，公司可以将运价波动转嫁给提供运力的企业，但这也让公司对运力把控能力减弱。**在空运运力方面**，公司同主要航司签订合作，并且采用高低运价采购的方式平衡成本化解运力高价风险，客机腹舱在运力市场上占比达40%，同时公司也开通了包机产品以化解运能风险；目前，公司在盐城-仁川、盐城-大阪、宁波-雅加达、南京-台北都有自营航班，并且在东北中标了佳木斯东郊国际机场、牡丹江海浪国际机场包括鸡西、海湖机场整体货运市场的外包服务，除此之外公司还自建基地。**在其他合作方面**，华贸物流先后同京东物流、菜鸟等具备综合运力实力的企业达成长期稳固的合作，保障运力，增强公司的服务品质。

表 4：2018-2021 年华贸物流与其他公司合作

时间	事件
2018-06	华贸物流与京东物流签署战略合作框架协议
2019-11	华贸物流与菜鸟供应链签约
2020-07	华贸物流与上港集团物流有限公司达成战略合作
2021-08	华贸物流与南航贸易公司开启供应链业务领域全方位合作

数据来源：公司官网，西南证券整理

直客将是未来公司发展的重点。重视直客是货代公司主营业务中，同直接客户产生的业务收入占主要部分。同直客合作时，主要商业模式是与直接客户签订合约，进而为客户提供口岸离出境服务、国际干线运输服务及目的地清关、仓储、转运和派送等。华贸物流以相关公司资质为基础，提供优质的物流服务，增强大客户粘性，这是公司穿越行业运价波动，稳定公司业绩的基础。

图 52：华贸物流主要直客



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 5：华贸物流的主要直客及其主营业务

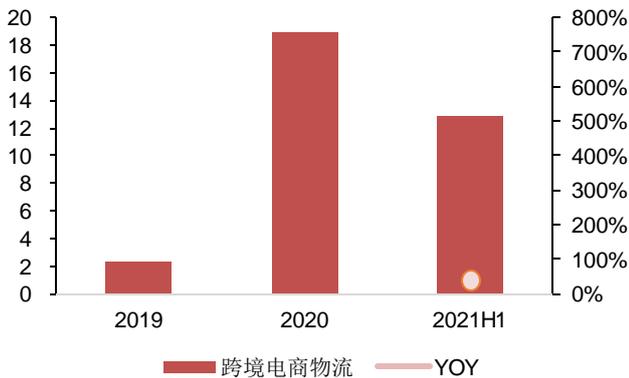
公司	主营业务
阿里巴巴	电商、跨境电商、云计算、数字媒体及娱乐以及创新业务
京东	电商、跨境电商、云计算等
华为	信息与通信、基础设施和智能终端提供商
小米科技	消费电子及智能制造
海康威视	以视频为核心的智能物联网解决方案和大数据服务提供商
中兴通讯	综合通信信息解决方案提供商
大华技术	以视频为核心的智慧物联解决方案提供商和运营服务商
大疆创新	无人机系统、手持影像系统、机器人教育等
上汽集团	整车（含乘用车、商用车）的研发、生产和销售等
中国中车	主营铁路机车车辆、动车组、城市轨道交通车辆、工程机械、各类机电设备、电子设备及零部件、电子电器及环保设备产品的研发、设计、制造、修理、销售、租赁与技术服务
中国医药	预防治疗和诊断护理等健康相关产品的分销、零售、研发及生产为主
中免集团	免税运营为主业

数据来源：公司官网，西南证券整理

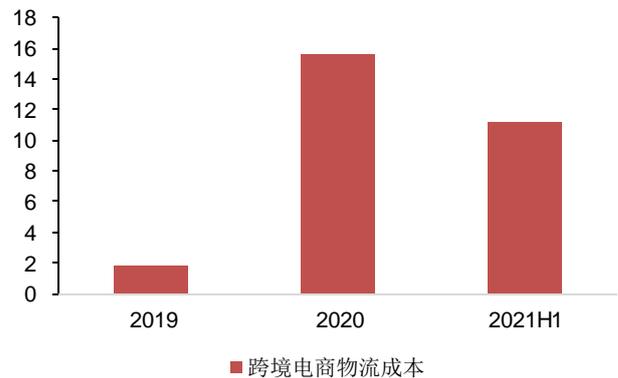
3.2 跨境电商物流业务成公司新增长极

货代坚实且完备的基本网络助力华贸发展物流全链条服务。从跨境网络，到出口各个环节代理，华贸物流在市场上占据领先地位。跨境电商发展势头强劲带动跨境电商物流的发展，华贸先天拥有物流基本盘优势，在跨境电商将中国制造业微笑曲线延伸的过程中，华贸物流也能实现自身业务线的全利用和延伸，从曾经货代业务模块化服务向物流全链条服务延伸。

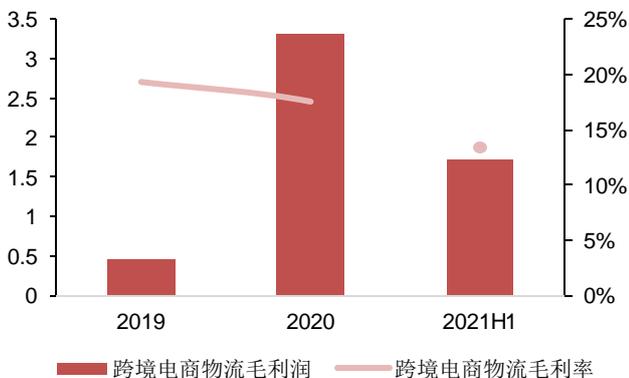
新增长极放价抢量，盈利边际改善可期。华贸物流的跨境电商物流业务包括跨境物流全类型，公司不仅深耕直邮业务，还提供海外仓服务，其直邮业务覆盖邮政小包及跨境专线两种；此外，公司还提供跨境物流所需的空海贴干线运输等配套服务和清关、通关等业务。跨境电商业务作为公司新的业务增长极，2020 年实现该业务收入 19 亿元，同比增长 722.5%，成本 15.7 亿元，同比增长 740.7%；该业务毛利润为 3.3 亿元，毛利率 17.5%。2021 年上半年，跨境电商物流业务收入 12.9 亿元，同比上升 38.2%，毛利 1.73 亿元，毛利率 13.4%，同比下降 0.4pp，公司采用以价换量战略，未来跨境业务量提升将分摊单位固定成本，从而毛利率提升。

图 53：华贸物流跨境电商物流业务收入（单位：亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 54：华贸物流跨境电商物流业务成本（单位：亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 55：跨境电商物流业务毛利及毛利率（单位：亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

3.3 外延并购佳成国际物流，完善跨境物流业务线

参考境内外优秀的综合物流企业，外延并购是快速发展的最佳策略。DSV 是世界排名第一的跨境物流综合服务商，从 1997 年年至 2020 年间，先后多次外延并购多家优秀的货代企业，不断壮大其跨境网络，将运营网络遍布全球。

表 6：世界主要物流服务商外延并购/收购情况

公司	时间	事件
顺丰	2021	2021 年 2 月，顺丰 175.6 亿港元要约收购嘉里物流 51.8% 的股权
中通	2017	2017 年 10 月，以人民币 1.5 亿元收购中国东方快递有限公司及其子公司的核心业务 (COE 业务)，
DSV	2020	收购 Prime Cargo 和 Globeflight
	2019	收购泛亚班拿
	2016	收购 UTi Worldwide Inc
	2012	收购 Swift Freight Group of Companies
		收购 DSV-GL 拉丁美洲剩余 60% 股份
	2008	收购 Roadferry Ltd., UK
		收购 ABX 物流
	2006	收购 Koninklijke Frans Maas Groep N.V.
	2005	收购 J.H. Bachmann GmbH
	2000	收购 DFDS
1997	收购 Samson	
DB Schenker	2009	收购 Romtrans (罗马尼亚货运代理公司)
	2007	收购 Spain-TIR (西班牙物流跟踪系统)
	2006	收购 BAX Global(美国国际货运公司)
	2002	Schenker 和 Seino 将他们在日本的国际物流业务合并为 Schenker-Seino Ltd
FedEx	2016	收购 TNT 物流--全球最大的快递公司之一，在欧洲、中东、非洲、亚太地区和美洲提供公路和空运服务
	2015	收购北美公司 GENCO -- 北美最大的第三方物流平台之一
	2014	收购 Supaswift 在南非及其他 6 国的公司
	2014	收购北美公司 Bongo International -- 跨境赋能技术和解决方案的提供者
	2012	收购波兰快递公司 Opek
	2012	收购法国快递运输公司 TATEX
	2012	收购巴西运输和物流供应商 Rapidão Cometa
	2011	收购印度公司 PAFEX 和 AFL Pvt. Ltd
	2011	收购墨西哥公司 MultiPack
	2007	收购中国天津大田在 FedEx 和 DTW 的合资企业中的 50% 股份
	2007	收购匈牙利航空货运公司
	2006	收购英国本土快递运输公司 ANC Holding Ltd
	2004	9 月，收购“包裹直达”(Parcel Direct) -- 领先的包裹集运商
	2001	2 月，FedEx 收购美国货运 (一家服务于美国东部 40 个州的零担货运承运商)
2000	2 月，收购铁塔国际集团 (TowerGroup, International) -- 国际物流和贸易信息技术领先者	

数据来源：公司官网，西南证券整理

收购整合跨境电商物流资源，跨境物流不断做大做强。华贸也参考了大型物流综合服务企业业务外延并购的发展路径。公司在货代业务的基础上，拓展跨境业务。公司货运代理业务的基本盘扎实，利于拓展大 B 端客户，尤其是 B2B 和自营型 B2C 的跨境电商客户，但利用亚马逊等电商平台开展业务的客户不便于触达，华贸通过并购及收购的方式，不断拓展跨境电商物流方面的业务。2021 年，公司收购了佳成物流，完善了在 B2C 平台型跨境电商物流上的布局，将业务拓展至小 B 商家。

表 7：华贸物流主要外延并购事件

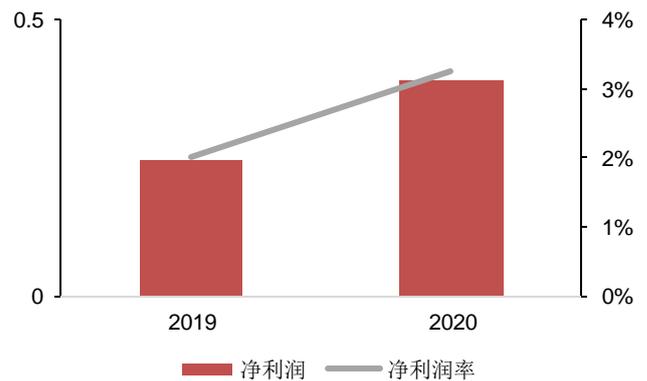
时间	事件	影响
2014 年	收购海德祥国际货运代理有限公司、上海德祥物流有限公司、上海德祥船务有限公司和上海德祥集装箱运输有限公司，及两家全资附属公司：上海德祥物流营销有限公司和上海德祥国际航空货运代理有限公司	加强了公司海运进口分拨业务能力
2015 年	收购中特物流	
2019 年	收购华安润通	承接大安国际物流(北京)有限公司持有的货运代理相关业务组合
2021 年	收购深圳市深创建供应链有限公司	
2021 年	收购佳成物流	完善跨境电商物流，尤其是 B2C 平台型电商方面的物流布局

数据来源：公司官网，西南证券整理

外延并购落地，业务线逐步完善。2021 年 7 月，华贸物流以对价接近 5.1 亿元取得佳成物流 70% 股份，以此完善公司跨境物流业务线。佳成物流主营业务国际快递及海陆空国际货代，公司在跨境电商物流已经有良好布局，前端揽收、关务、海外尾程服务尤甚。2020 年佳成物流共实现营业收入 12 亿元，实现净利润 3900 万元，净利率达 3.2%，净利率不断提升。佳成物流收购完成后，华贸物流将能够在跨境电商物流及端到端物流领域运营两项业务上得到补充。

图 56：2019-2020 年佳成物流营业收入（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 57：2019-2020 年佳成物流净利润及净利率（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

佳成国际物流主要能力包括国内揽收、分拣，境内通关、运力、海外清关和海外仓，其网点覆盖国内近 50 个省市和地区，公司预计未来 2 年内覆盖全国的直辖市、省会城市及沿海地区地级城市；在海外能力建设方面，佳成将根据华贸的要求，将现有的海外站点和华贸现有的海外运营团队进行充分整合，预计 3 年内在海外运营占比达到 30%。

业务板块层面，佳成已经覆盖了国际小包、国际快递、快运、国际集运、海外仓，相当于涵盖了整个跨境物流电商领域的业务板块内容。未来通过与华贸的合作，或将在每个板块领域都能够取得领先地位。

在技术层面，公司在 10 年开始研发 TMS 系统，目前有技术团队 40 多人，自主开发的软件覆盖客户端，TMS 软件分割成小包 TMS 和大包 TMS 软件，另外还建立散货订舱物流系统、国际物流销售平台系统等，通过线上线下两种途径，提高业绩水平。

佳成目前正与抖音和沃尔玛的物流板块和招商板块进行协同合作，合作不局限于物流领域，同时也配合其进行电商卖家的招商和其他拓展活动，进行深入的业务捆绑。**深入绑定的模式将更加有利于公司稳固直客。**

表 8：佳成物流优势

项目	说明
客户基础	佳成物流成立以来，打造了稳定的客户基础，与主流电商平台有良好业务合作关系。比如亚马逊、阿里国际站、敦煌网、京东、ebay 等。
基础建设	基础能力建设稳固，目前主要能力包括国内揽收、分拣，境内通关、运力、海外清关和海外仓，业务网络覆盖国内近 50 个省市和地区。
仓储设施	同京东海外仓达成共享合作。
业务板块	佳成跨境物流电商业务涵盖整个业务板块：已经覆盖了国际小包、国际快递、快运、国际集运、海外仓等。
物流技术	佳成在 2010 年开始做 TMS 系统，目前有技术团队 40 多人，自主开发的软件覆盖客户端，散货订舱物流系统、国际物流销售平台系统等。

数据来源：西南证券整理

收购佳成物流，将辅助华贸物流将跨境电商物流业务线从普邮及邮政小包拓展到 FBA 专线，进一步构建和充实华贸物流的干线产品。收购完成后，佳成物流承诺 2021-2023 年实现扣非归母净利润分别不低于 4800 万元、6500 万元及 8200 万元；同时保证同佳成合作的服务商保持在 5 家以上；2021-2023 年，佳成在海外的站点或者海外仓数量不低于 10 个、15 个以及 20 个。华贸物流在 2021 年 8 月完成佳成物流的收购，这将有利于华贸在跨境电商物流领域构建全产品线、全服务链及全数字化能力，提升对小 B 商家的服务能力。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：货代业务主要包括航空及海运。空运方面，2021 年空运业务量保持 6% 左右的增速，运价基本与 2020 年持平，我们预计在业务量和运价的共同影响下，2021-2023 年收入增速为：6.5%、7.0% 及 10.0%。海运方面，21 年海运业务量增速在 20% 左右，航运运价高位，我们预计未来伴随航运运力补齐，运价将回归正常水平，2021-2023 年收入增速为：75%、10% 及 4%。

假设 2：2021-2023 年来自空运货代业务的毛利率分别为：13%、13%、11%；来自海运货代业务的毛利率为：6.5%、6.0%、6.0%；来自跨境电商物流业务的毛利率为：17%、16%、15%；合计毛利率分别为：11.3%、11.2%、10.6%。

假设 3：2021-2023 销售费用率分别为：3.3%、3.1%、3.1%；管理费用率分别为：2.0%、1.8%、1.8%；所得税率均为 19.9%。

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
空运货代业务	收入	5,696.5	6066.8	6491.4	7140.6
	增速	53.4%	6.5%	7.0%	10.0%
	成本	5,111.3	5278.1	5647.5	6355.1
	毛利率	10.3%	13.0%	13.0%	11.0%
海运货代业务	收入	4,833.39	8458.4	9304.3	9676.5
	增速	22.2%	75.0%	10.0%	4.0%
	成本	4,505.1	7908.6	8746.0	9095.9
	毛利率	6.8%	6.5%	6.0%	6.0%
跨境电商物流业务	收入	1,897.7	2524.0	3331.7	4364.5
	增速	722.5%	33.0%	32.0%	31.0%
	成本	1,565.1	2094.9	2798.6	3709.8
	毛利率	17.5%	17.0%	16.0%	15.0%
其他业务	收入	1,666.9	1867.0	2091.0	2341.9
	增速	-29.2%	12.0%	12.0%	12.0%
	成本	1,263.6	1493.6	1672.8	1873.5
	毛利率	24.2%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	14,094.5	18,916.1	21,218.4	23,523.4
	增速	37.5%	34.2%	12.2%	10.9%
	成本	12,445.1	16,775.2	18,865.0	21,034.3
	毛利率	11.7%	11.3%	11.1%	10.6%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 189.2、212.2 和 235.2 亿元，归母净利润分别为 8.9、9.9 和 10.1 亿元，EPS 分别为 0.68、0.75 和 0.77 元，对应 PE 分别为 22、20 和 19 倍。

4.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 2%；
- 2) 无杠杆 β 系数为 0.93；
- 3) 税率：保持 19.9% 稳定税率。

表 10：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	2%
无风险利率 Rf	2.7%
市场组合报酬率 Rm	12%
有效税率 Tx	19.9%
过渡期增长率	8%
β 系数	0.93
债务资本成本 Kd	3%
债务资本比重 Wd	40%
股权资本成本 Ke	11.81%
WACC	8.05%

数据来源：西南证券

表 11：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	19119.72
净债务价值	-461.16
股票价值	19580.87
每股价值 (元)	14.95

数据来源：西南证券

表 12：FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	6.55%	7.05%	7.55%	8.05%	8.55%	9.05%	9.55%
0.5%	16.29	14.96	13.82	12.84	11.98	11.22	10.55
1.0%	17.35	15.83	14.54	13.44	12.49	11.66	10.92
1.5%	18.62	16.85	15.38	14.14	13.08	12.15	11.35
2.0%	20.16	18.08	16.37	14.95	13.75	12.72	11.83
2.5%	22.09	19.58	17.56	15.91	14.54	13.38	12.38
3.0%	24.57	21.44	19.01	17.06	15.47	14.14	13.01
3.5%	27.85	23.84	20.82	18.47	16.58	15.04	13.75

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 14.95 元。

4.3 分部估值

华贸物流的业务可以划分为传统货运代理业务以及跨境电商物流业务，传统货运代理业务包含空运代理以及海运代理，而跨境电商物流服务主要为跨境电商提供物流解决方案。华贸物流的跨境电商物流业务，在 A 股以及全球范围内并无合适的对标，所以根据其不同业务的特点采用分部估值较为合理。鉴于两方面业务的特征，均采用 PE 估值更为合理。

1) **传统货运代理业务：空运代理及海运代理。**公司这部分估值参考 A 股市场中的顺丰及中国外运两家公司；海外货代龙头 DSV 也是具有参考的估值标的，同时海外物流巨头 UPS 及 FedEx 亦应当纳入参考。由于海外疫情反复对货运代理业务影响大，我们参考海外公司估值时选取 2017-2019 年，即疫情发生前的 PE，我们给公司货代业务整体 20 倍 PE。

表 13：A 股可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
603128.SZ	华贸物流	14.72	0.4	0.7	0.8	1.1	22.9	22.8	17.9	13.7
002352.SZ	顺丰控股	57.62	1.6	1.1	1.6	2.2	54.9	52.8	35.6	25.9
601598.SH	中国外运	4.97	0.4	0.5	0.5	0.6	11.8	10.2	9.3	8.4
平均值							29.9	28.6	20.9	16.0

数据来源：Wind，西南证券整理；股价为 2021 年 8 月 31 日收盘价

表 14：国外可比公司估值

证券代码	可比公司	股价	EPS				PE（倍）			
			17A	18A	19A	20A	17A	18A	19A	20A
DSV.CO	DSV PANALPINA	1,473.5	15.8	21.6	18.4	18.4	30.9	19.9	41.7	55.4
UPS.N	联合包裹服务	194.0	36.3	35.7	33.1	10.0	20.9	17.5	22.6	108.4
FDX.N	联邦快递 (FEDEX)	265.5	108.7	13.2	31.7	126.0	14.6	74.6	26.6	16.0
平均值							22.1	37.3	30.3	59.9

数据来源：Wind，西南证券整理；DSV 相关数据单位为丹麦克朗，UPS 及 FedEx 相关数据单位为美元；股价为当地时间 2021 年 8 月 31 日收盘价

2) **跨境电商物流业务：**为跨境电商提供综合物流解决方案。自公司 2019 年切入跨境物流市场以来，该项业务为公司贡献了极高的收入增速。跨境物流市场空间大，跨境电商出口物流规模提升，5 年复合增速预期达 23%，传统货代业务坚实的基础为公司提供了获取跨境电商物流市场的有力保障，我们给予 2023 年 35 倍 PE。

3) **其他业务：**其他业务包括仓储、工程物流、供应链贸易等业务。在仓储、工程物流及供应链贸易方面，三业务市场空间增速稳定，业务也呈现稳健增长，我们给予三者整体 2023 年 22 倍 PE。

表 15：分部估值汇总

业务	项目	2020A	2021E	2022E	2023E
货运代理业务	营收（亿元）	105.3	145.3	158.0	168.2
	YoY	37.3%	37.9%	8.7%	6.5%
	净利润（亿元）	-	5.5	5.9	5.5
	PE	-	20	20	20

业务	项目	2020A	2021E	2022E	2023E
	市值 (亿元)	-	110.8	117.4	110.9
跨境电商物流业务	营收 (亿元)	19.0	25.2	33.3	43.6
	YoY	723%	33%	32%	31%
	净利润 (亿元)	-	1.8	2.2	2.7
	PE	-	35	35	35
	市值 (亿元)	-	62.1	78.1	93.0
其他业务	营收 (亿元)	16.7	18.7	20.9	23.4
	YoY	-29.2%	12.0%	12.0%	12.0%
	净利润 (亿元)	-	1.5	1.8	1.9
	PE	-	22	22	22
	市值 (亿元)	-	34.0	38.5	41.8
合计	总市值 (亿元)	-	206.9	234.0	245.7

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2021-2023 归母净利润分别为 8.9、9.9 和 10.1 亿元，对应 PE 分别为 22、20、19 倍。采用分部估值法，我们依据行业景气度情况，以及公司的未来发展方向，对公司的货代业务、跨境电商物流业务以及其他业务分别做出了估值判断，加总得到公司 2023 年合理市值为 245.7 亿元，我们以 6% 为折现率得到公司 2021 年目标市值 231 亿元，对应目标价 17.66 元，首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

1) 运价波动风险：当下海运航运需求过剩，运价较高，中国出口贸易景气，未来或将存在运价波动的风险。

2) 中美贸易摩擦风险：国际疫情形势严峻，美国复工复产节奏缓，中国制造出海形势良好，未来疫情缓和，或将存在新的贸易摩擦。

3) 跨境电商增长或不及预期。

4) 并购企业业绩实现或不及承诺。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14094.54	18916.14	21218.37	23523.42	净利润	576.19	885.93	985.27	1010.21
营业成本	12445.11	16775.20	18864.96	21034.32	折旧与摊销	63.91	74.75	74.75	74.75
营业税金及附加	9.56	8.43	8.94	10.05	财务费用	39.39	22.14	59.41	65.87
销售费用	557.89	628.38	666.50	735.34	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	346.97	373.82	385.69	413.70	经营营运资本变动	138.61	-511.66	-154.21	-152.47
财务费用	39.39	22.14	59.41	65.87	其他	-63.44	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	754.65	471.15	965.23	998.36
投资收益	16.47	0.00	0.00	0.00	资本支出	-41.82	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-15.85	-2.19	0.44	0.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-57.66	-2.19	0.44	0.18
营业利润	724.67	1108.18	1232.87	1264.15	短期借款	-422.00	74.57	-174.66	0.00
其他非经营损益	-5.35	-2.49	-3.08	-3.26	长期借款	136.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	719.31	1105.69	1229.79	1260.89	股权融资	12.46	0.00	0.00	0.00
所得税	143.13	219.77	244.52	250.68	支付股利	-49.57	-106.09	-177.19	-197.05
净利润	576.19	885.93	985.27	1010.21	其他	-5.15	-53.71	-59.41	-65.87
少数股东损益	45.72	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-327.99	-85.23	-411.25	-262.92
归属母公司股东净利润	530.47	885.93	985.27	1010.21	现金流量净额	318.22	383.73	554.41	735.62
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1507.89	1891.61	2446.03	3181.64	成长能力				
应收和预付款项	3161.02	4599.80	5128.32	5661.69	销售收入增长率	37.47%	34.21%	12.17%	10.86%
存货	13.59	74.42	69.85	73.87	营业利润增长率	54.86%	52.92%	11.25%	2.54%
其他流动资产	311.61	32.80	36.79	40.78	净利润增长率	53.68%	53.76%	11.21%	2.53%
长期股权投资	198.57	198.57	198.57	198.57	EBITDA 增长率	55.21%	45.55%	13.44%	2.76%
投资性房地产	43.37	45.56	45.12	44.95	获利能力				
固定资产和在建工程	628.35	577.23	526.11	474.99	毛利率	11.70%	11.32%	11.09%	10.58%
无形资产和开发支出	1554.05	1531.88	1509.70	1487.53	三费率	6.70%	5.42%	5.24%	5.16%
其他非流动资产	84.29	82.84	81.38	79.92	净利率	4.09%	4.68%	4.64%	4.29%
资产总计	7502.73	9034.71	10041.87	11243.95	ROE	12.28%	16.11%	15.62%	14.19%
短期借款	100.08	174.66	174.66	174.66	ROA	7.68%	9.81%	9.81%	8.98%
应付和预收款项	1917.45	2539.89	2861.17	3195.64	ROIC	13.69%	17.84%	18.19%	17.75%
长期借款	176.44	176.44	176.44	176.44	EBITDA/销售收入	5.87%	6.37%	6.44%	5.97%
其他负债	618.14	644.81	697.26	751.71	营运能力				
负债合计	2812.12	3535.79	3734.87	4123.80	总资产周转率	2.03	2.29	2.22	2.21
股本	1309.46	1309.46	1309.46	1309.46	固定资产周转率	23.20	31.89	39.14	47.91
资本公积	1652.71	1652.71	1652.71	1652.71	应收账款周转率	5.53	5.62	5.08	5.05
留存收益	1778.60	2558.43	3366.52	4179.68	存货周转率	334.22	381.22	261.52	292.70
归属母公司股东权益	4585.63	5393.94	6202.02	7015.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.15%	—	—	—
少数股东权益	104.98	104.98	104.98	104.98	资本结构				
股东权益合计	4690.61	5498.91	6307.00	7120.16	资产负债率	37.48%	39.14%	37.19%	36.68%
负债和股东权益合计	7502.73	9034.71	10041.87	11243.95	带息债务/总负债	9.83%	9.93%	4.72%	4.28%
					流动比率	2.07	2.10	2.30	2.41
					速动比率	2.06	2.08	2.28	2.39
					股利支付率	9.34%	11.98%	17.98%	19.51%
					每股指标				
					每股收益	0.41	0.68	0.75	0.77
					每股净资产	3.50	4.12	4.74	5.36
					每股经营现金	0.58	0.36	0.74	0.76
					每股股利	0.04	0.08	0.14	0.15
业绩和估值指标									
EBITDA	827.96	1205.07	1367.03	1404.77					
PE	36.34	21.76	19.56	19.08					
PB	4.20	3.57	3.11	2.75					
PS	1.37	1.02	0.91	0.82					
EV/EBITDA	21.62	14.55	12.29	11.44					
股息率	0.26%	0.55%	0.92%	1.02%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn