

传统国际货代基本盘稳固，跨境电商物流多维优势打造新增长极

——华贸物流深度覆盖报告

✍️：匡培钦 执业证书编号：S1230520070003
☎️：021-80108518
✉️：kuangpeiqin@stocke.com.cn

报告导读

华贸物流是国际货代央企巨头，基于货量规模、资源整合、客户结构三维度优势夯实传统空海货代业务底盘网络，同时通过积极外延并购切分跨境电商物流市场成长红利，未来有望受益于央企现代物流资源的战略整合，首次覆盖给予“增持”评级。

投资要点

□ 央企基因传承叠加市场化激励，打造国际货代巨头

华贸物流主营国际货代物流业务，此外切入跨境电商物流赛道分享高景气红利。公司一方面具备深厚央企基因，另一方面实行市场化激励，在运营管理上活力充沛。对标国际跨境货代巨头德迅及德迅的发展之路，公司深度践行外延并购战略，实现 2009-2020 年营业收入复合增速 11.0%，归母净利润复合增速 23.3%；3Q21 营收进一步同比高增 69.2%至 166.02 亿元，归母净利润进一步同比高增 75.1%至 6.70 亿元。

□ 三维度优势叠加，夯实国际空海货代基本盘

传统货代业务具有轻资产运营、服务环节有限、承接线下 B2B 生意为主、成本加成定价四大特点。关键节点资源在区域、环节等维度的较高分散度，决定了国际货代行业长期处于格局分散的状态。华贸物流在货量规模、资源整合、客户结构三维度优势突出，疫情以来跨境空海运力的稀缺再次验证公司三维度优势，相应公司空运货代业务单吨毛利润由 2009 年 1164 元/吨上升至 2021 年上半年 2494 元/吨；海运货代业务单箱毛利润由 2009 年 260 元/标箱上升至 2021 年上半年 539 元/标箱，国际货代基本盘持续夯实。

□ 跨境电商物流业务开辟重要第二增长极，规模增长有望超预期

从盈利能力看，跨境电商物流较传统国际货代更多品类、更高频次、更长链路，服务高要求以及履约长链条推升盈利天花板。从需求空间看，我国跨境电商产业“盘子”的扩大带动着跨境电商物流市场规模的提升，艾瑞咨询预计我国跨境电商出口物流行业规模 21E-25E 复合增速 22.5%。公司自 2019 年起依次收购大安项目、深创建供应链及佳成国际等优质项目，积极切入跨境电商物流市场，未来在份额增长及盈利提升等方面空间可期。

□ 两大央企整合旗下物流业务，公司跨境物流核心资产地位有望更加突出

3 月份诚通集团与铁物集团旗下上市物流公司发布公告，两大集团正联合筹划物流业务整合事宜。11 月末，国务院批准同意诚通集团和铁物集团物流板块实施专业化整合，12 月中国物流集团正式成立，由原铁物集团与诚通集团旗下的华贸物流等三个物流公司整合而成，国务院国资委和诚通集团分别持股 38.9%，东航集团、中远海运集团及招商局集团三家战略投资者持股比例分别 10%、7.3%、4.9%，将持有华贸物流 45.8% 股权。华贸物流作为两大集团旗下上市平台中唯一经营跨境综合物流的主体，是护送中国高端制造业升级出海的核心资产，有望在本次整合落地后，叠加三家战略投资者的赋能，更加突出跨境物流核心资产的地位。

评级

增持

上次评级 首次评级
当前价格 ¥13.64

单季度业绩

元/股

| | |
|---------|------|
| 3Q/2021 | 0.15 |
| 2Q/2021 | 0.22 |
| 1Q/2021 | 0.14 |
| 4Q/2020 | 0.10 |



公司简介

公司是中国领先的第三方国际综合物流服务商和国际物流优选方案提供者，具有较高的综合统筹服务能力，物流网络资源遍布海内外。

相关报告

报告撰写人：匡培钦

□ 盈利预测及估值

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别 8.69 亿元、10.66 亿元、12.21 亿元，同比分别增长 63.8%、22.7%、14.6%。考虑公司作为我国跨境综合物流赛道央企巨头，货代基本盘夯实且跨境电商物流新业务空间广阔，未来有望受益于国家对于现代物流业央企平台的战略整合，首次覆盖给予“增持”评级。

□ **风险提示：国际货物运输价格大幅波动；跨境电商消费需求回落；并购商誉发生减值。**

财务摘要

| (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 14095 | 21833 | 21947 | 23271 |
| (+/-) | 37.47% | 54.91% | 0.52% | 6.04% |
| 归母净利润 | 530 | 869 | 1066 | 1221 |
| (+/-) | 72.15% | 63.77% | 22.65% | 14.61% |
| 每股收益(元) | 0.41 | 0.66 | 0.81 | 0.93 |
| P/E | 33.67 | 20.56 | 16.76 | 14.63 |

正文目录

| | |
|------------------------------------|-----------|
| 1. 承央企基因的国际物流巨头，深耕货代稳增长 | 5 |
| 1.1. 承央企基因叠加市场化激励，国际货代物流龙头运营高效 | 5 |
| 1.2. 深耕国际综合物流，并购扩张业绩高增长 | 7 |
| 2. 国际空运及海运货代根基，夯实业务基本盘 | 13 |
| 2.1. 国际货代行业：对接商流与物流，承担中介角色 | 13 |
| 2.2. 公司优势突出：货量规模、资源整合、客户结构三维夯实底盘网络 | 14 |
| 3. 切入跨境电商物流业务，开辟重要第二增长极 | 19 |
| 3.1. 跨境电商物流模式升级，大幅提升盈利空间 | 19 |
| 3.2. 跨境电商物流需求高增，深度分享上游我国跨境电商成长红利 | 21 |
| 3.3. 公司适时切入跨境电商物流市场，基于货代物流基本盘空间可期 | 23 |
| 4. 跨境物流核心资产，首次覆盖“增持”评级 | 26 |
| 4.1. 预计 2021 年归母净利润 8.69 亿元 | 26 |
| 4.2. 首次覆盖给予“增持”评级 | 28 |
| 4.3. 风险提示 | 28 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 2017 年股权划转前后华贸物流股权结构变化 | 6 |
| 图 2: 华贸物流在本次央企物流板块整合后预计股东结构情况 | 7 |
| 图 3: 华贸物流营收结构 (2020) | 8 |
| 图 4: 华贸物流毛利结构 (2020) | 8 |
| 图 5: 华贸物流 3Q21 营业收入已完成 2020 全年的 117.8% | 12 |
| 图 6: 华贸物流 3Q21 归母净利润已完成 2020 全年的 126.3% | 12 |
| 图 7: 华贸物流固定资产占比较低 (截止 2021/9/30) | 12 |
| 图 8: 华贸物流非流动资产占比较低 (截止 2021/9/30) | 12 |
| 图 9: 传统国际货代业务上下游结构 | 13 |
| 图 10: 预计国际货代市场规模与世界进出口总额具有较高相关性 | 14 |
| 图 11: 向制造业微笑曲线两端延伸有助提升业务附加值 | 14 |
| 图 12: 中国全球化强品牌的品牌力指数逐年提升 | 14 |
| 图 13: 前端揽收及仓拣单票成本随货量变化 | 15 |
| 图 14: 目的国末端派送大多采用阶梯式报价 | 15 |
| 图 15: 公司国际空运业务量 09-20 年复增 10.7% | 15 |
| 图 16: 公司国际海运业务量 09-20 年复增 11.4% | 15 |
| 图 17: 公司传统货代业务毛利率稳中有升 | 18 |
| 图 18: 公司传统货代业务单位毛利润稳中有升 | 18 |
| 图 19: 航空货运 TAC INDEX 疫情以来高位震荡(USD/KG) | 18 |
| 图 20: CCFI 疫情以来指数中枢不断抬升 | 18 |
| 图 21: 公司全球网络布局情况 | 18 |

| | |
|--|----|
| 图 22: 公司国内网络布局情况 | 18 |
| 图 23: 跨境电商物流与传统国际货代在货源、环节复杂度及终端触达方面有所区别 | 19 |
| 图 24: 跨境电商物流与传统国际货代的服务链条对比 | 20 |
| 图 25: 直邮模式产品规模占比 | 20 |
| 图 26: 直邮模式与海外仓模式规模占比 (2019 年) | 20 |
| 图 27: 亚马逊 Top Sellers 里中国卖家占比逐年提升 | 21 |
| 图 28: 亚马逊新增卖家里中国卖家占比逐年提升 | 21 |
| 图 29: 中国跨境电商市场规模 15-21E 复增 18.0% | 21 |
| 图 30: 中国跨境电商渗透率不断提升 | 21 |
| 图 31: 艾瑞咨询预计我国跨境出口电商物流市场规模 2020-2025E 复合增速 22.9% | 22 |
| 图 32: 新冠疫情以来美国网购渗透率维持高位 | 22 |
| 图 33: eMarketer 预测美国电商零售额 22 年破万亿美元 | 22 |
| 图 34: 三大电商平台货币化率 (FY2020) | 23 |
| 图 35: 我国跨境出口 B2C 平台及独立站、自建站相对占比 | 23 |
| 图 36: 独立站与第三方平台优劣势比较 | 23 |
| 图 37: 航空货运 TAC INDEX 疫情以来高位震荡(USD/KG) | 23 |
| 图 38: CCFI 疫情以来指数中枢不断抬升 | 23 |
| 图 39: 佳成国际境内布局 13 个城市口岸 | 24 |
| 图 40: 佳成国际境外通关口岸布局完善 | 24 |
| 图 41: 佳成国际 19-20 年营收及净利润 | 24 |
| 图 42: 佳成国际与深创建供应链 21H1 经营情况 | 24 |
| 图 43: 华贸物流跨境电商物流业务运量 | 25 |
| 图 44: 华贸物流跨境电商物流业务收入及毛利 | 25 |
| | |
| 表 1: 华贸物流发展历程梳理 | 5 |
| 表 2: 华贸物流前十大股东持股情况 (2021 年三季报) | 6 |
| 表 3: 华贸物流两次股票期权激励具体情况 | 7 |
| 表 4: 德迅重要收购情况 | 9 |
| 表 5: DSV 重要收购情况 | 10 |
| 表 6: 华贸物流历次收购情况 | 11 |
| 表 7: 华贸物流传统国际货代领域关键资源节点战略合作情况 | 16 |
| 表 8: 华贸物流上市之前 3 年跨境综合物流板块头部客户以货代企业为主 | 16 |
| 表 9: 公司空运货代业务经营范围 | 17 |
| 表 10: 公司海运货代业务经营范围 | 17 |
| 表 11: 跨境电商直邮产品分类 | 20 |
| 表 12: 华贸物流电商出口物流服务产品矩阵 | 25 |
| 表 13: 华贸物流电商进口物流服务产品矩阵 | 25 |
| 表 14: 华贸物流分业务预测拆分 (金额单位: 亿元) | 27 |
| 表 15: 华贸物流简易利润表 (金额单位: 亿元) | 27 |
| 表 16: 华贸物流与可比公司盈利预测及估值情况 | 28 |
| 表附录: 三大报表预测值 | 29 |

1. 承央企基因的国际物流巨头，深耕货代稳增长

1.1. 承央企基因叠加市场化激励，国际货代物流龙头运营高效

应我国对外开放大潮而起，成就国内领先第三方国际综合物流服务商。华贸物流前身系华贸服务公司，于1984年12月经对外经济贸易部批准，由港中旅、上海丝绸及华建公司出资设立，并在2002年更名为“华贸国际货运有限公司”，从此锚定国际货运物流业务。2012年5月，华贸物流在上海证券交易所挂牌上市，后续通过业务转型及并购扩张逐步成为国内领先的第三方国际综合物流服务商。受益中国40年对外开放“主升浪”与公司自身能力及网络沉淀积累，华贸物流国际货代业务在全球同行中同样位居前列，根据A&A《2020年全球货代和全球空运货代TOP25排行榜》，公司位居全球货代、空运货代的第15位和第14位。

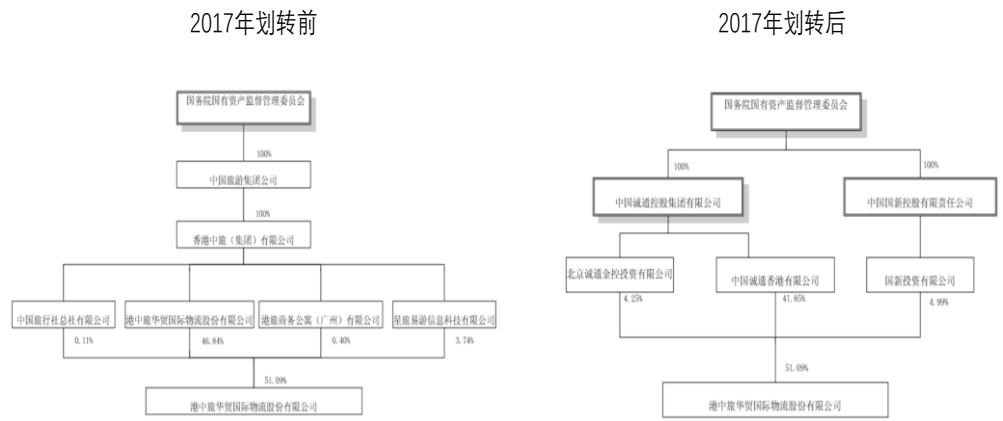
表 1：华贸物流发展历程梳理

| 年份 | 月份 | 事件 |
|-------|-----|--|
| 1984年 | 12月 | 由对外经济贸易部批准，香港中国旅行社、上海丝绸及华建公司共同出资设立华贸物流前身华贸服务公司 |
| 1993年 | 7月 | 华贸服务公司更名华贸有限公司 |
| 2002年 | 7月 | 华贸有限公司更名华贸国际货运有限公司 |
| | 6月 | 港中旅拟以华贸有限作为境内上市主体，整合集团旗下的物流贸易资产及业务，并通过三次股权转让完成重组 |
| 2010年 | 7月 | 国务院国资委原则同意港中旅集团以华贸作为物流贸易业务重组整合平台，重组改制并境内上市方案 |
| | 9月 | 华贸国际货运有限公司改制为港中旅华贸国际物流股份有限公司 |
| 2011年 | 5月 | 上海市人民政府致函中国证监会，同意公司向社会公开发行股票并上市 |
| | 1月 | 证监会公开预披露公司招股说明书 |
| 2012年 | 5月 | 在上海证券交易所成功挂牌上市 |
| 2017年 | 9月 | 完成控股股权划转，中国诚通集团成为控股股东 |
| 2018年 | 7月 | 2017年度中国货代物流企业百强榜空运海运业务排名都进入前十 |
| 2019年 | 8月 | 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 |
| 2020年 | 11月 | 正式筹建墨西哥全资子公司 |

资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

2017年股权划转后，诚通集团成为公司控股股东。2012年公司A股上市后港中旅集团持股比例60%。2017年公司公告港中旅集团将持有的4.61亿股股份无偿划转至诚通集团，划转完成后诚通集团旗下诚通香港持有公司4.18亿股，持股比例41.6%，为公司第一大股东；诚通金控持有公司0.42亿股，持股比例4.2%。截止2021年9月末，诚通香港持股比例41.5%，诚通金控持股比例4.3%，国务院国资委仍为公司实际控制人。

图 1：2017 年股权划转前后华贸物流股权结构变化



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

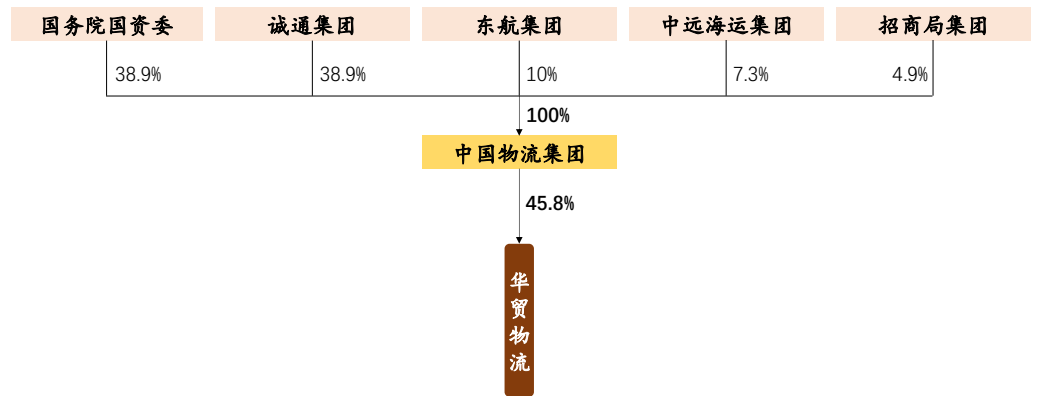
表 2：华贸物流前十大股东持股情况（2021 年三季度）

| 股东名称 | 持股数量(亿股) | 持股比例 |
|---|----------|-------|
| 中国诚通香港有限公司 | 5.44 | 41.5% |
| 北京诚通金控投资有限公司 | 0.56 | 4.3% |
| 上海浦东发展银行股份有限公司-易方达创新未来 18 个月封闭运作混合型证券投资基金 | 0.42 | 3.2% |
| 基本养老保险基金一二零五组合 | 0.37 | 2.8% |
| 易方达基金-建设银行-易方达研究精选 1 号股票型资产管理计划 | 0.33 | 2.5% |
| 高毅邻山一号远望基金 | 0.32 | 2.4% |
| 中国工商银行股份有限公司-易方达科翔股票型证券投资基金 | 0.29 | 2.2% |
| 香港中央结算有限公司 | 0.25 | 1.9% |
| 易方达基金管理有限公司-社保基金 17041 组合 | 0.24 | 1.9% |
| 港中旅华贸国际物流股份有限公司回购专用证券账户 | 0.21 | 1.6% |
| 合计 | 8.42 | 64.3% |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

两大央企拟整合旗下物流业务，落地后华贸物流作为跨境物流核心资产地位或更突出。3 月份，诚通集团与铁物集团旗下上市物流公司发布公告，两大集团正联合筹划物流业务整合事宜。国务院已于 12 月批准成立中国物流集团，中国物流集团由原铁物集团与诚通集团旗下的华贸物流等三个物流公司整合而成，国务院国资委和诚通集团分别持股 38.9%，东航集团、中远海运集团及招商局集团三家战略投资者持股比例分别 10%、7.3%、4.9%。整合落地后诚通香港及诚通金控合计持有华贸物流的 45.8% 股权将无偿划转至中国物流集团。

图 2：华贸物流在本次央企物流板块整合后预计股东结构情况



资料来源：新浪财经，公司公告，浙商证券研究所

央企基因叠加市场化激励“如虎添翼”。公司作为传统央企，2013 及 2019 年实施两次股权激励计划，市场化激励的注入赋予公司在运营管理上较大的活力。从两次股权激励的具体实施情况来看，激励对象的范围有所扩大，同时对净利润的考核指标由单一年度同比增速变为多年度复合增速，更加考量盈利能力的稳定性。公司央企基因叠加市场化激励已成常态，运营更具效率与活力。

表 3：华贸物流两次股票期权激励具体情况

| | 2013 年 | 2019 年 |
|-----------|---|--|
| 股票来源 | 向激励对象定向发行股票 | ✓ 从二级市场上回购本公司 A 股普通股 ✓ 向激励对象定向发行 A 股普通股 |
| 拟授予数量 | 1320 万份，总股本的 3.3% | 3000 万份，总股本的 2.96% |
| 激励对象 | 董事、高级管理人员、中层管理人员及其他骨干共 53 人 | 董事、高级管理人员、中层管理人员及其他骨干共 246 人 |
| 行权价格 | 6.25 元 | 5.82 元 |
| 行权期核心考核指标 | ✓ 前一年度加权平均净资产收益率不低于 8% ✓ 前一年度净利润年度增长率不低于 15% | ✓ 2019 年加权平均净资产收益率不低于 7.5% ✓ 以 2017 年净利润为基数，2019 年净利润复合增长率不低于 15% |
| | ✓ 前一年度加权平均净资产收益率不低于 9% ✓ 前一年度净利润年度增长率不低于 15% | ✓ 2020 年加权平均净资产收益率不低于 8.0% ✓ 以 2017 年净利润为基数，2020 年净利润复合增长率不低于 15% |
| | ✓ 前一年度加权平均净资产收益率不低于 10.75% ✓ 前一年度净利润年度增长率不低于 15% | ✓ 2021 年加权平均净资产收益率不低于 8.5% ✓ 以 2017 年净利润为基数，2021 年净利润复合增长率不低于 15% |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2. 深耕国际综合物流，并购扩张业绩高增长

业务上，公司主要提供跨境综合物流服务及少部分特种物流服务。公司经营模式是为客户提供点对点、港到港、门到门跨境综合第三方物流服务，业务主要划分为跨境综合物流及特种物流两大板块。其中，跨境综合物流服务主要包括国际空海铁货运代理、跨境电商物流、国际工程物流、国际仓储第三方物流及其他国际综合物流服务。

- 1) 国际空海铁货运代理:** 主要包括国际空运出口代理、国际空运进口代理、国际海运出口代理、国际海运进口代理、国际铁路运输（主要是中欧班列）代理五大类业务。营收方面，2020年国际空运业务56.96亿元，占比40.4%；国际海运业务48.33亿元，占比34.29%。毛利方面，2020年国际空运业务5.85亿元，占比35.5%；国际海运业务3.28亿元，占比19.9%。
- 2) 跨境电商物流:** 包括邮政小包、集发专线、跨境电商空海铁干线运输以及对应的地面收集、安全检测、分拨、包装、清关、海外仓、终端派送相关配套服务，同时运营跨境电商进出口海关监管区，可以提供清关、商品分拨、卡车通关检验等服务。营收方面，2020年跨境电商物流业务18.98亿元，占比13.5%。毛利方面，2020年跨境电商物流业务3.33亿元，占比20.2%。
- 3) 国际工程物流:** 为客户量身打造工程物资一体化物流解决方案，主要服务于参与“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、轨道车辆等行业的中国企业。营收方面，2020年国际工程物流业务1.53亿元，占比1.1%。毛利方面，2020年国际工程物流业务0.14亿元，占比0.8%。
- 4) 仓储第三方物流:** 属下德祥集团提供特许资质进口集装箱分拨服务，占地面积3.88万平方米，此外公司还在国内、中国香港、东南亚、非洲、美洲等主要港口城市经营国际仓储物流。营收方面，2020年国际仓储物流业务4.75亿元，占比3.4%。毛利方面，2020年国际仓储物流业务1.54亿元，占比9.3%。
- 5) 其他国际综合物流:** 主要包括国际跨境合同物流、国际航材物流、国际项目物流、国际卡板物流等的总包或者分包。营收方面，2020年其他国际综合物流业务2.56亿元，占比1.8%。毛利方面，2020年其他国际综合物流0.43亿元，占比2.6%。
- 6) 特大件特种专业物流:** 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。此外公司还通过合营企业中广核铀业（北京）物流有限公司稳步推进核铀料、核乏料、放射性等物资的特种物流运输服务。营收方面，2020年特大件特种专业物流业务7.47亿元，占比5.3%。毛利方面，2020年特大件特种专业物流业务1.92亿元，占比11.6%。

图 3：华贸物流营收结构（2020）

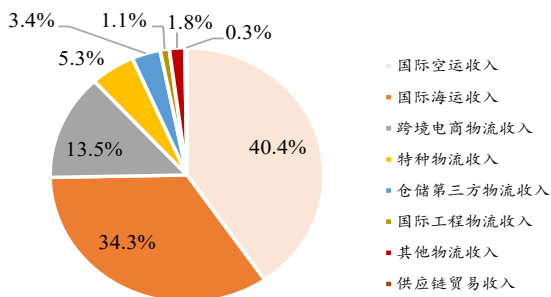
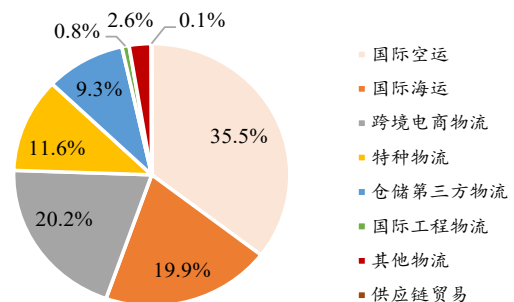


图 4：华贸物流毛利结构（2020）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

战略上, 复盘国际货代巨头成长经历, 外延并购为规模扩张的重要途径。德迅 (1890 年成立于德国) 和 DSV (1976 年成立于丹麦) 为历史悠久的全球性国际货代巨头, 两者的共同特点之一在于, 通过全球货代网络的收购实现服务能力的国际化扩张, 并且扎实做好并购后项目管理。在 Armstrong & Associates 发布的 2020 年全球第三方物流供应商 (3PL) 50 强榜单中, 德迅和 DSV 分别位列第二和第五。

表 4: 德迅重要收购情况

| 收购时间 | 收购标的 | 标的情况 |
|------|--|--|
| 2021 | Salmosped AS | 从事易腐品空运货代业务, 专注海产运输 |
| | Apex International Corporation | 亚洲领先的货运代理公司之一, 主营亚太线路 |
| 2019 | Rotra | 为荷兰、比利时和国际客户提供欧洲范围的陆路运输以及合同物流服务 |
| | Jöbstl | 从事陆路运输 |
| 2017 | Zet Farma and Ferlito Pharma Logistics | 两家都为医药物流 |
| 2015 | ReTrans Inc | 美国的领先多式联运管理解决方案提供商 |
| 2011 | Drude Logistik | 专门从事国际集团网络的枢纽运营 |
| | Cooltainer | 为南太平洋地区的温度敏感货物(如水果、肉类、冷冻蔬菜和膳食)提供全面的门到门服务 |
| | RH Freight | 欧洲大陆和英国之间的团购货运市场领导者, 还积极参与海运、空运以及合同物流 |
| 2008 | Elite Airfreight Inc | 石油和天然气物流领域的市场领导者 |
| 2007 | Romero and McNally Brokers | 从事清关业务 |
| | Speditøren A/S | 从事清关业务 |
| 2006 | F.W. DEUS GmbH & Co. KG | 从事公路运输业务 |
| | ACR Logistics | 欧洲领先的物流公司 |
| 2005 | Aces Ltd. | 国际木材和原木物流供应商 |
| | Ziegler & Co | 葡萄酒物流服务, 并处理来自澳大利亚、南非、南美、美国和欧洲主要市场的海运货物 |
| | Wm. Martin & Co (Marine) Ltd. | 苏格兰最大的独立货运代理公司, 提供多式联运服务 |
| 2004 | Häring Service Company | 德国最大的合同物流公司之一 |
| | Grifcold Inc. | 冷藏/易腐食品运输 |
| | Nether Cargo Services B.V., Amsterdam | 专门从事易腐物品的运输, 尤其是鲜花和蔬菜 |
| | Overseas Logistics Division of the CAT Group | 核心业务为汽车、车辆和零部件物流 |

资料来源: 公司官网, 公司公告, 浙商证券研究所

表 5: DSV 重要收购情况

| 收购时间 | 收购标的 | 标的情况 |
|------|--|--|
| 2021 | Agility's Global Integrated Logistics (GIL) | 领先的全球运输和物流综合服务提供商 |
| 2020 | Globeflight | 从事小件快递业务 |
| 2019 | Panalpina Welttransport | 全球性综合物流服务公司, 在 80 多个国家拥有约 500 家分公司, 专注于跨大陆空海运输和供应链管理方案 |
| 2016 | UTi Worldwide Inc | 特别补强了 DSV 在汽车、零售、保健等领域的竞争力 |
| 2013 | Seatainers Group A/S, SBS Worldwide Holdings Ltd, Airmar Cargo and Ontime Logistics AS | 加强公司在丹麦、英国、哥伦比亚、斯堪的纳维亚等地的业务布局 |
| 2008 | Roadferry Ltd, UK and ABX LOGISTICS | 加强全球网络, 在南美市场获得一席之地, 业务覆盖六大洲 |
| 2006 | Koninklijke Frans Maas Groep N.V | 从事公路运输 |
| 2005 | J.H. Bachmann GmbH | 从事空运及海运 |
| 2000 | DFDS Dan Transport Group | 公司的陆地运输覆盖了整个北欧地区, 从而成为北欧最大运输公司 |
| 1997 | Samson Transport Co. A/S | 在丹麦、挪威、波罗地海、美国、英国、芬兰的业务得以加强 |
| | Borup Autotransport A/S | 运车出口公司 |
| 1989 | Hammerbro A/S-Bech Trans | 运车出口公司 |

资料来源: 公司官网, 公司公告, 浙商证券研究所

对标国际巨头发展之路, 华贸物流依托央企背景优势, 深度践行外延并购战略。我们梳理 2014 年以来公司共发生过 6 起主要收购事件, 共性在于重视稀缺能力环节的补强、以及收购估值相对合理, 此外收购标的的质量较佳, 都完成业绩承诺, 截止目前未发生过商誉减值, 展现出高效的并购整合能力。展望未来, 公司有望依托自身央企平台资源优势以及深耕国际货代行业多年的产业经验, 有条不紊持续拓展优质项目的外延并购。

- 1) **2014 年现金收购德祥国际货代、德祥物流、德祥船务、德祥集运 65% 股权**, 获取进口分拨仓储业务开展资质, 支付对价 2.05 亿元, 对应被收购标的 2013 年度净利润市盈率 13.05 倍, 进表当日华贸物流市值对应 2013 年度归母净利润市盈率 60.36 倍。
- 2) **2016 年收购中特物流 100% 股权**, 补强电力领域工程及特种物流业务, 支付对价 12 亿元, 发行股份及现金各半, 对应被收购标的 2015 年度净利润市盈率 12.28 倍, 进表当日华贸物流市值对应 2015 年度归母净利润市盈率 57.72 倍。
- 3) **2019 年现金收购大安国际及迅诚国际货代业务组合 70% 股权**, 从而较为深度地绑定邮政包裹国际干线运输资源, 支付对价 6.19 亿元, 对应被收购标的 2018 年度净利润市盈率 8.11 倍, 进表当日华贸物流市值对应 2018 年度归母净利润市盈率 19.52 倍。

- 4) **2020年现金收购中重运输60%股权**，补强重型机械制造物流，支付对价0.69亿元，对应被收购标的2019年度净利润市盈率5.41倍，进表当日华贸物流市值对应2019年度归母净利润市盈率23.25倍。
- 5) **2021年现金收购深创建供应链33.5%股权**，获取跨境电商监管功能区资源，支付对价0.50亿元，对应被收购标的2020年净利润市盈率4.12倍，进表当日华贸物流市值对应2020年度归母净利润市盈率32.09倍。
- 6) **2021年现金收购佳成物流70%股权**，补强国内头程揽收、清报关、国外尾程派送资源，对应被收购标的2020年净利润市盈率18.47倍，进表当日华贸物流市值对应2020年度归母净利润市盈率30.34倍。

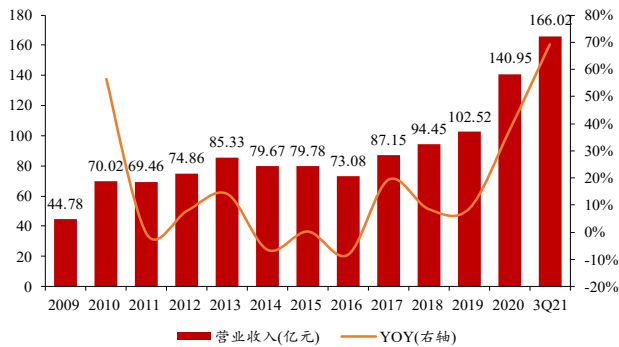
表 6：华贸物流历次收购情况

| 时间 | 标的 | 比例 | 优势 | 是否有业绩承诺 |
|---------|-----------------------|-------|--|--|
| 2014.11 | 德祥国际货代、德祥物流、德祥船务、德祥集运 | 65% | 是上海经海关批准具有进口分拨仓储资质的专业公司 | 是，2014年承诺净利润2200万元，2015年承诺净利润不低于2420万元，2016年承诺净利润不低于2662万元，2017年承诺净利润不低于2848万元 |
| 2016.3 | 中特物流 | 100% | 工程物流和特种物流业务实力较强，侧重电力领域特高压电网设备 | 是，2015年承诺净利润不低于9000万元，2016年承诺净利润不低于10000万元，2015-2017年承诺累计净利润不低于30000万元 |
| 2019.11 | 大安国际、迅诚国际货代业务组合 | 70% | 为中国邮政提供国际邮件航空运输采购及地面操作服务，合作历史久、合作业务量大 | 是，2019年年化净利润不低于9000万元，2020年年化净利润不低于10000万元，承诺期内承诺累计净利润不低于30000万元 |
| 2020.7 | 中重运输 | 60% | 位于传统重工业城市群，侧重重型机械制造物流 | 无 |
| 2021.3 | 深创建供应链 | 33.5% | 经营深圳蛇口海关实施监管的作业场所，拥有全国首个落地于保税港区的跨境电商全业态监管功能区，有助于提升口岸通关效率 | 无 |
| 2021.7 | 佳成物流 | 70% | 中国跨境电商物流行业FBA物流龙头，在跨境电商物流已有良好布局，在揽收、关务及尾程服务能力较强，可以形成互补效应 | 有，承诺2021-2023年扣非净利润分别4800万元、6500万元、8200万元，海外站点或海外仓数量分别不低于10个、15个、20个，第三方平台合作或认可推荐服务商保持在5家及以上 |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

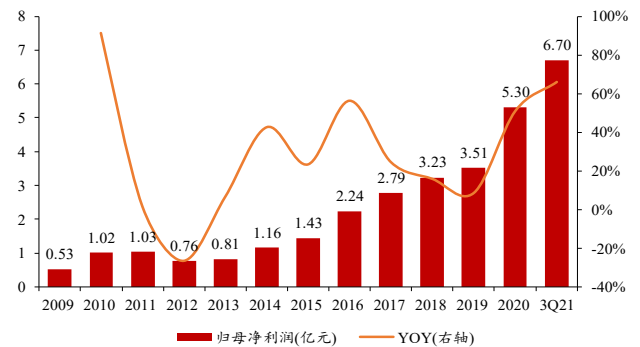
得益于积极的外延并购扩张战略，公司营业收入由2009年44.78亿元增长至2020年140.95亿元，复合增速11.0%，3Q21营收进一步同比高增69.2%至166.02亿元，已完成2020全年的117.8%；归母净利润由2009年0.53亿元增长至2020年5.30亿元，复合增速23.3%，3Q21归母净利润进一步同比高增75.1%至6.70亿元，已完成2020全年的126.3%。

图 5：华贸物流 3Q21 营业收入已完成 2020 全年的 117.8%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

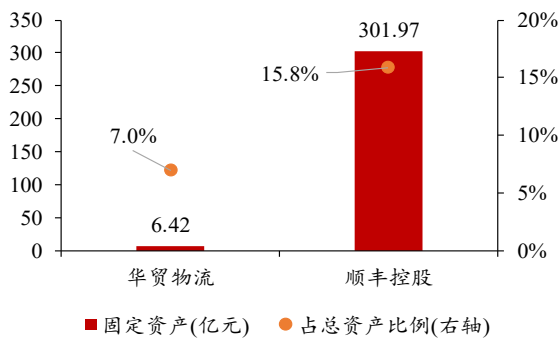
图 6：华贸物流 3Q21 归母净利润已完成 2020 全年的 126.3%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

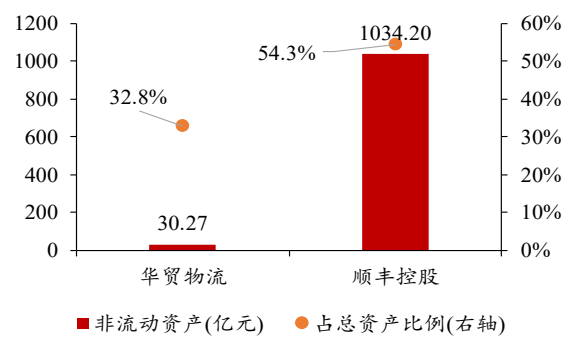
公司商业模式映射到资产结构上体现为轻重结合、具备较高灵活度。华贸物流主要通过整合物流资源、提供营销、运输方案咨询和设计、成本控制、集运、关务、仓储及派送等服务，固定资产占比较低，经营具备较大灵活性，较有利于国内外网络布局的铺开。

图 7：华贸物流固定资产占比较低（截止 2021/9/30）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：华贸物流非流动资产占比较低（截止 2021/9/30）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 国际空运及海运货代为根基，夯实业务基本盘

公司以国际贸易物流起家，当前主营国际货代物流业务，公司 2020 年国际空运及海运业收入 105.29 亿元，贡献收入的 74.7%，毛利 9.13 亿元，贡献总毛利的 55.4%。根基深厚主营基本盘扎实。

2.1. 国际货代行业：对接商流与物流，承担中介角色

传统国际货代承上启下，涉及环节主要集中在国内及国际干线运输阶段。根据 FIATA（国际货运代理协会联合会）定义，货运代理是根据客户的指示，为客户的利益而揽取货物运输的人，但其本人并不是承运人，工作内容主要涉及揽货、订舱、装箱进场、报检报关、提单签发和提单交接等环节。从商业实质上看，货代就是替货主办理货物进出口相关业务手续从而使得货物顺利交接的中间人角色，并收取相应的中介服务费用作为收入。从运输方式结构看，海运占据绝对主导，2019 年疫情前到 2021 年 7 月，全球贸易中超过 80% 的货物通过海运完成，而中国对外贸易进出口货物中海运完成比例高达 94.8%。

图 9：传统国际货代业务上下游结构

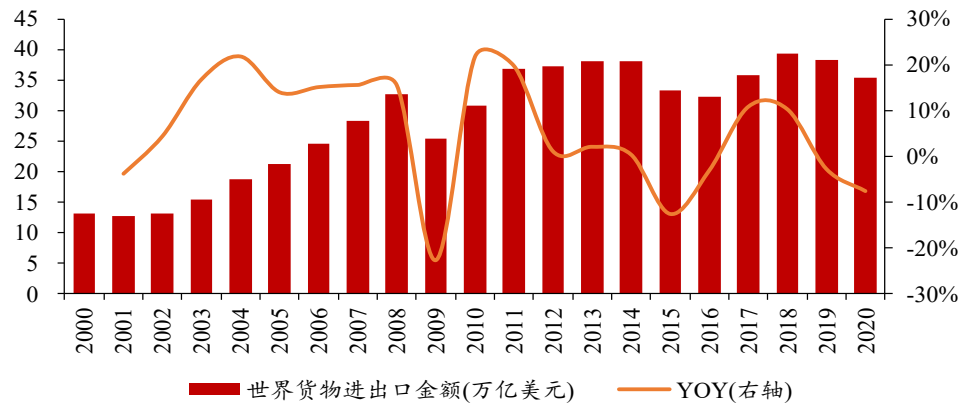


资料来源：浙商证券研究所

我们总结国际货代主要有四大特点：

- 1) **轻资产运营。**货代不是承运人、没有自己的运输工具，而是通过自身的资源整合能力对接货源与运力资源，运营相对轻资产化。
- 2) **大多集中有限环节提供服务。**负责流程环节较少，主要负责前半段的揽件、代订运力、仓储、报关环节，待货物到达目的地机场或港口后，货代企业履约义务即完成，后续目的地清关及尾程运输由买主负责。
- 3) **主要做的是 B2B 生意，线下渠道为主。**传统货代的客户包括外贸工厂、贸易商及上一级货代等，货种包括各类生产原材料与产成品，在物流交互全程中以线下为主导。
- 4) **成本加成定价。**传统国际货代定价逻辑锚定单位货重成本，在此基础上根据市场供需情况加成定价。因此，运价的波动会同时在货代企业的单位货重收入和单位货重成本中得到反映，但单位货重毛利润在不考虑其他因素的影响下相对维稳。

图 10：预计国际货代市场规模与世界进出口总额具有较高相关性



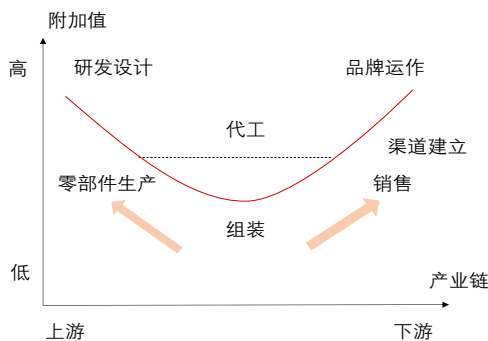
资料来源：Wind，浙商证券研究所

伴随中国外贸“OEM-ODM-OBM”升级路径，本土货代将提升在产业链中的层级。

OEM 指原始设备制造商，制造商承接加工业务，而核心技术仍为品牌商所把控；ODM 指原始设计制造商，代表“贴牌”的环节，也即制造商根据品牌商要求设计及制造出产品后，若品牌商没有买断版权，则制造商有权自己组织生产；OBM 指原始品牌生产商，指生产商自行创立品牌，并生产及销售拥有自主品牌的产品。商家由代工向贴牌再向自主品牌升级，既代表更高的盈利水平，也代表更强的产业链把控能力。我国在上世纪 90 年代被称为“世界工厂”，但随着核心技术及原材料的掌握、内需消费升级对供给质量的拉动以及线上化营销渠道的打通，中国品牌逐步在世界赢得话语权。

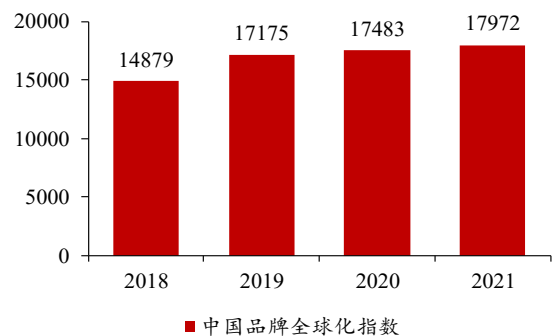
在我国的“世界工厂”时代，制造任务由外资品牌商分包国内制造商，产品出口物流服务商也由外资品牌商指定，彼时本土货代大多仅能等待品牌商指定外资一级货代对部分物流环节的分包，赚取利润基数极薄、议价力极低；中国品牌崛起出海后，在产品出口物流服务商的选择上，也会更加倾向于本土货代，由此我们认为更多本土货代由原来二、三级货代跃升为一级货代，能够承担更加多元的物流服务环节、从而赚取更高的利润。

图 11：向制造业微笑曲线两端延伸有助提升业务附加值



资料来源：浙商证券研究所

图 12：中国全球化强品牌的品牌力指数逐年提升

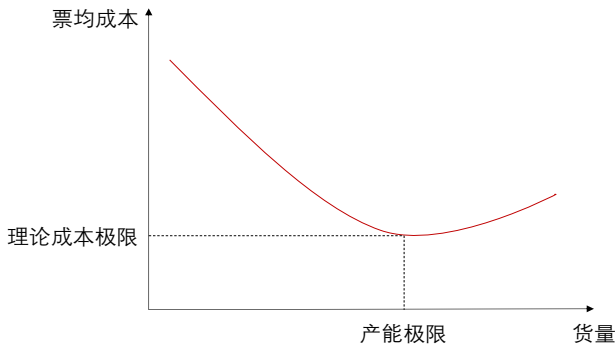


资料来源：Google & Kantar，浙商证券研究所

2.2. 公司优势突出：货量规模、资源整合、客户结构三维夯实底盘网络

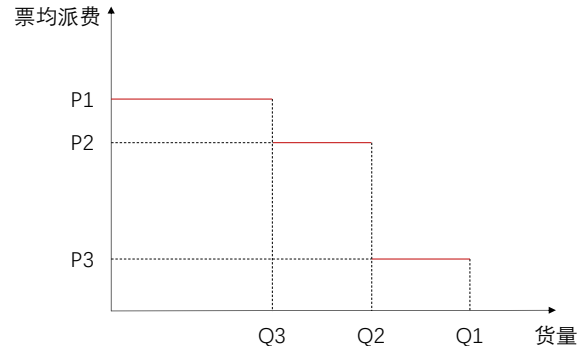
跨境货代企业能否突围，要看货量规模、资源整合、客户结构三要素。对跨境物流的环节进行拆分，对于前端的揽收、仓拣，货量规模的上升可以摊薄单位支线运输成本与仓储折摊成本；对于中端的干线运输，代理货量规模的上升将提升货代公司相对运力企业的议价力，同时对关键运力资源的战略入股将大幅提升干线运力供给的稳定性；对于清关环节，对关键节点资源的把控将大幅提升通关效率。另外，如果将跨境物流服务链条进一步向尾程延伸的话，目的国末端配送服务商通常采取阶梯式报价，货量越大则折扣力度越大。

图 13：前端揽收及仓拣单票成本随货量变化



资料来源：浙商证券研究所

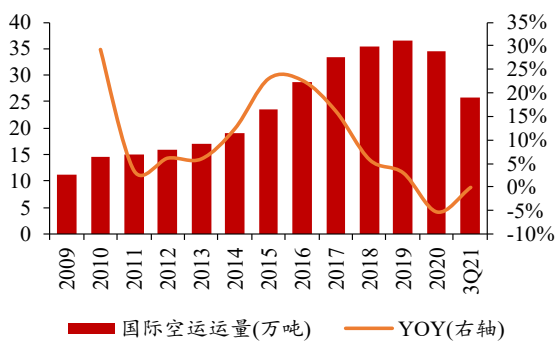
图 14：目的国末端派送大多采用阶梯式报价



资料来源：浙商证券研究所

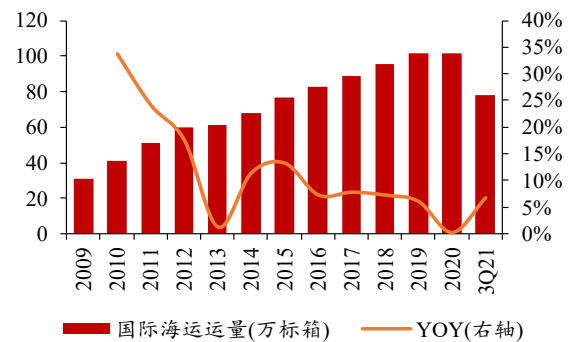
空海货代运量规模稳健增长。公司的货代业务主要包括空运进出口货代业务及海运货代进出口业务。通过产品多元化及服务差异化，公司空海货代运量实现稳健增长。空运货代方面，公司业务量由 2009 年 11.25 万吨增长至 2020 年 34.53 万吨，复合增速 10.7%，3Q21 运量 25.70 万吨，同比持平；海运货代方面，公司业务量由 2009 年 30.86 万标箱增长至 2020 年 101.60 万标箱，复合增速 11.4%，3Q21 运量 78.20 万标箱，同比增长 6.8%。

图 15：公司国际空运业务量 09-20 年复增 10.7%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 16：公司国际海运业务量 09-20 年复增 11.4%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

陆续布局跨境物流重要资源节点，使得公司有能力进一步延伸物流环节。在物流整合环节，2020 年以来公司与上港集团物流、南航物流等头部货运物流企业构建稳定战略合作关系。在通关环节，2014 年公司收购德祥国际货代、德祥物流、德祥船务、德祥集运 65% 股权，获取进口仓储分拨资质牌照；2021 年公司收购深创建供应链 33.5% 股权，运营蛇口海关跨境电商全业态监管功能区，得以进一步提高报关效率。在干线运力环节，

公司多年来与主流航司均签订全国优势运力协议、持续深化与各地机场集团合作，同时集团参股了国内三大航司（国航、东航、南航），具备稳定的干线运力优势。

表 7：华贸物流传统国际货代领域关键资源节点战略合作情况

| 时间 | 事件 | 内容 |
|---------|-----------------------|---|
| 2019-02 | 与河南航投设立卢森堡合资公司 | 以航投物流混改项目为突破口，加快推进航空产业链中关键合作项目逐项落实 |
| 2020-07 | 与上港集团物流有限公司达成战略合作 | 加快推进长江沿线、国际海运拼箱、江海联运、海铁联运等领域业务合作 |
| 2021-08 | 与南航贸易公司开启供应链业务领域全方位合作 | 南航贸易公司客户渠道除了其母公司南航之外，还在航材业务领域与东航、海航、川航、新航、罗罗、通用等公司都建立了战略合作关系，有助华贸物流提升航材物流业务能力 |

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

直接大客户占比明显提升，带来客户结构优化。公司近年来扩张服务环节、延伸服务链条，采取减少部分短期收益提高服务质量的方式得到越来越多直接战略大客户的信任，其中包括阿里巴巴、京东、华为、小米科技、海康威视、中兴通讯、大华技术、大疆创新、上汽集团、中国中车、中国医药、中免集团、厦门太古等一系列优质直接客户。公司与直客对接，一方面减少了上级货代企业的利润侵蚀、增强盈利能力，另一方面提升了货源体量以及业务合作的稳定性。截至 2021 上半年，公司直客占比已超过 40%。

表 8：华贸物流上市之前 3 年跨境综合物流板块头部客户以货代企业为主

| 年份 | 客户 | 收入（亿元） | 占比 |
|--------|-------------------|-------------|--------------|
| 2011 年 | 上海亚致力物流有限公司 | 1.11 | 1.60% |
| | 汎韩物流（青岛）有限公司 | 1.07 | 1.54% |
| | 近铁国际物流（中国）有限公司 | 0.83 | 1.19% |
| | 全球国际货运代理(中国)有限公司 | 0.67 | 0.97% |
| | 上海泰德国际货物运输代理有限公司 | 0.43 | 0.63% |
| | 合计 | 4.11 | 5.93% |
| 2010 年 | 连云港大元国际物流有限公司 | 0.93 | 1.33% |
| | 上海智傲国际运输服务有限公司 | 0.78 | 1.11% |
| | 全球国际货运代理（中国）有限公司 | 0.72 | 1.03% |
| | 汎韩物流（青岛）有限公司 | 0.71 | 1.02% |
| | 华克国际物流（青岛）有限公司 | 0.61 | 0.87% |
| | 合计 | 3.75 | 5.36% |
| 2009 年 | 汎韩物流（青岛）有限公司 | 0.86 | 1.93% |
| | 全球国际货运代理（中国）有限公司 | 0.59 | 1.32% |
| | 连云港大元国际物流有限公司 | 0.55 | 1.23% |
| | 金华盛纸业（苏州工业园区）有限公司 | 0.38 | 0.86% |
| | 乐金显示（南京）有限公司 | 0.38 | 0.86% |
| | 合计 | 2.77 | 6.20% |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司传统货代板块主要经营国际空海进出口货代业务。华贸物流拥有自营境内外仓储、卡车及专业报关团队，可提供境内提货、分拣、包装、拼装、境外储存、分拨、派送等，统筹货物流、单证流、信息流和资金流，实现“门到门”一站式跨境综合货代服务。

表 9：公司空运货代业务经营范围

| 业务 | 内容 |
|------|---|
| 空运出口 | 提供跨境物流全过程解决方案，满足客户门到门一站式跨境综合物流的全部需求 |
| 空运进口 | 布局全球网络，以信息化手段为客户提供安全、准确高效的国际航空运输服务 |
| 监管仓库 | 完善的海关监管仓库全覆盖，为客户提供适应各类特种货物如精密仪器、重大件、危险品、冷链货物等专业化监管仓库，同时配备了专业的技术管理团队和车辆运输团队，为客户的物品保驾护航 |
| 清关服务 | 成立专门的口岸清关部门，并与各地海关等职能部门保持密切沟通，以专业、高效和准确的服务为客户提供多种清关需求 |

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

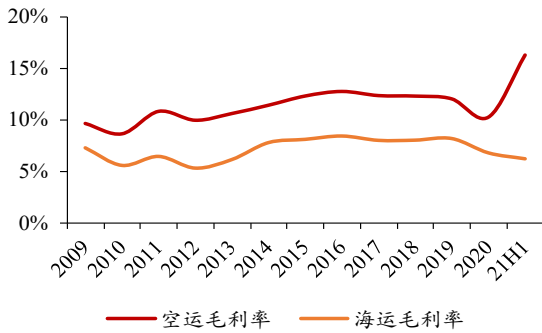
表 10：公司海运货代业务经营范围

| 类型 | 业务 | 内容 |
|----|----------------|--|
| 出口 | 传统业务 | 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 |
| | 海空联运 | 经韩国、日本、台湾等地中转至世界各地；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 |
| | 拼箱产品 国内多式联运 | 线路主要有温哥华、蒙特丽尔、多伦多、纽约、芝加哥、洛杉矶、汉堡、南安普顿和勒阿弗尔港由武汉、郑州、重庆等地始发，以亚欧铁路为主线，辅以长江内支线运输 |
| 进口 | 传统业务 | 境外工厂或仓库提货、清单单证制作及管理、箱型调配与配载集运，货物抵达中国港口后的整箱直提、保税仓储、拼箱拆箱、一关三检、仓储增值服务、转关派送等，信息化的“门到门”一站式跨境全过程综合物流服务 |
| | 进口分拨 | 具有进口拼箱、仓储、分拨资质，拥有配套监管车辆、专业人员、信息系统，在食品、汽车整车及其零配件、高价值工业原材料等细分市场具有丰富经验与行业知名度 |

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

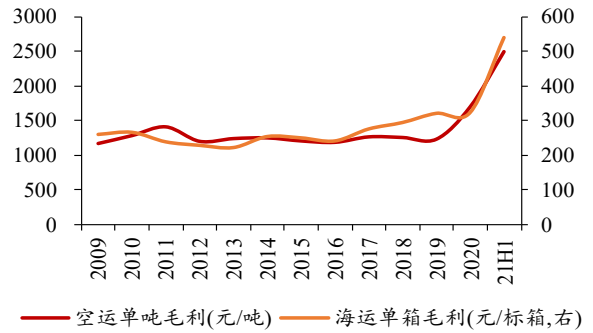
三维度优势共振，保障公司传统货代板块稳健盈利能力。受益于货量增长、业务环节拓展及直客比例提升，疫情前公司空运货代业务单吨毛利润由 2015 年 1202 元/吨上升至 2019 年 1226 元/吨；海运货代业务单箱毛利润由 2015 年 250 元/标箱上升至 2019 年 321 元/标箱。叠加疫情以来跨境空海运力资源稀缺导致运价端因素影响，2021 上半年公司空运货代业务单吨毛利润进一步大幅上升至 2494 元/吨，海运货代业务单箱毛利润进一步大幅上升至 539 元/吨。

图 17: 公司传统货代业务毛利率稳中有升



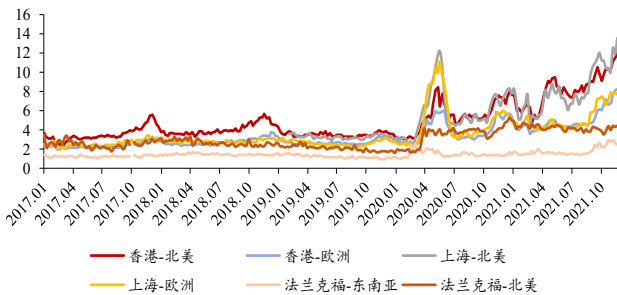
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 18: 公司传统货代业务单位毛利润稳中有升



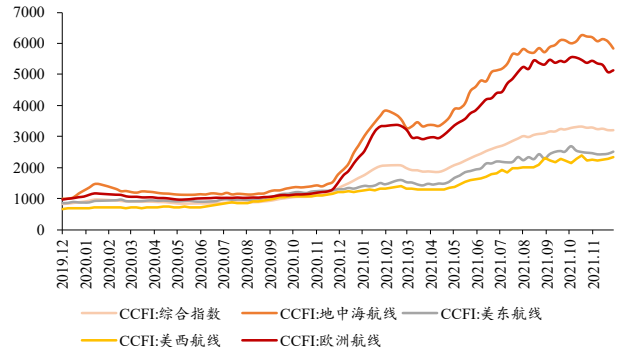
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 19: 航空货运 TAC INDEX 疫情以来高位震荡(USD/KG)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图 20: CCFI 疫情以来指数中枢不断抬升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

传统货代压舱, 夯实网络及业务拓展底盘。公司自 1984 年成立以来历经近 30 余年国际货运代理业务能力圈建设, 服务网络壁垒不断夯实:

- 1) 全球网络方面,** 公司物流服务网络遍布世界 160 多个国家和地区, 在中国香港、新加坡、越南、德国、美国、南美、非洲均拥有自营网点, 公司进一步加强了在欧洲八个国家的多个主要物流枢纽城市设立全资子公司, 同时推动越南、柬埔寨、印度尼西亚、墨西哥以及俄罗斯自有网点建设工作。
- 2) 国内网络方面,** 公司围绕华北、华东及华南香港 3 大区域建立 70 个以上分支机构, 仓库面积超过 20 万平方米。

图 21: 公司全球网络布局情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 22: 公司国内网络布局情况



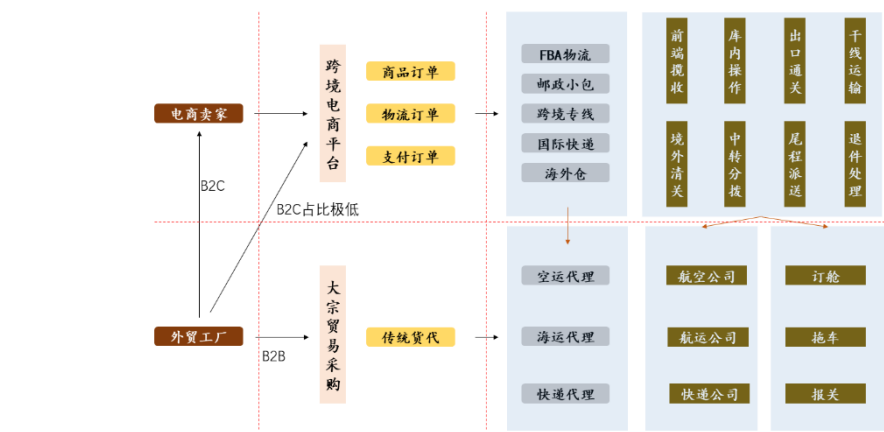
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3. 切入跨境电商物流业务，开辟重要第二增长极

3.1. 跨境电商物流模式升级，大幅提升盈利空间

跨境电商物流与传统国际货代业务在货源及终端触达用户上存在区别。跨境电商物流是指分属不同关境的交易主体通过电子商务平台达成交易，进行支付结算，并通过跨境物流送达商品、完成交易的一种国际商业活动，是由电商平台到海外消费者的 B2C 或者 B2B2C 生意；而传统国际货代的货源主要来自于国内的外贸工厂，主要从事的是 B2B 的生意。因此，跨境电商物流之所以逐步独立于传统国际货代业务，本质原因一是跨境电商物流的货源产生于电商平台的线上跨境消费行为，二是跨境电商物流面对的终端客户是境外 C 端消费者。

图 23：跨境电商物流与传统国际货代在货源、环节复杂度及终端触达方面有所区别



资料来源：运联智库，浙商证券研究所

跨境电商物流较传统国际货代更多品类、更高频次、更长链路，服务高要求以及履约长链条带来更大的盈利空间：

- 1) **品类频次：**传统国际货代的货物特点是品种少、批量大、批次少、周期长，主要是由于传统外贸客户的备货周期一般比较长，一次性备货量比较大，因此对物流服务商要求较低，相应意愿支付的价格也较低；跨境电商物流的货物特点是品种多、批量少、批次多、周期短，主要是由于 C 端消费者需求较为多元、迭代较为频繁，同时电商平台的促销及节假日活动较为频繁，因此对物流服务商要求较高，相应需要支付的价格也较高。
- 2) **服务链路：**传统国际货代的业务类型大部分属于 FOB 指定货（货物越过出发港船只的船舷后货代履约义务即完成）或者到港模式（货物到达目的港后由收货人委托当地清关行统一进行一般贸易进口清关并自行组织提货），因此履约流程较短，议价力有限；跨境电商物流环节多、链条长，围绕“揽-仓-关-干-关-仓-配”七大业务节点展开服务，业务链条的延伸带来更高的风险承担责任，理应收取更高的服务费用。

图 24：跨境电商物流与传统国际货代的服务链条对比



资料来源：运联智库，浙商证券研究所

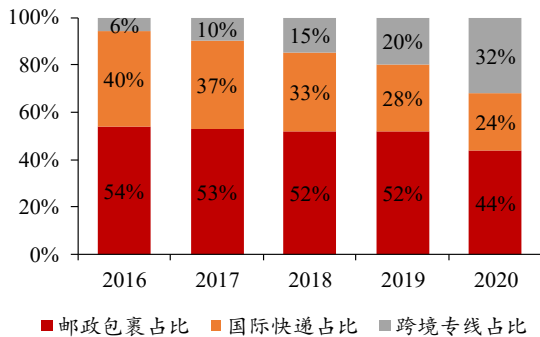
跨境电商物流履约主要通过直邮和海外仓两种途径。直邮业务是跨境电商物流服务商完成门到门/门到仓全流程跨境物流环节，主要包括邮政小包（20 年占比 44%）、跨境专线（20 年占比 32%）和国际快递（20 年占比 24%）三大类模式；海外仓模式以备货为主，跨境电商物流服务商先于订单产生前将批量货物运至目的国仓库，待订单产生后再通过目国物流服务商由海外仓直发消费者。当前直邮和海外仓两种途径的市场规模占比约在 6:4 左右，预计将会长期并存。

表 11：跨境电商直邮产品分类

| 产品 | 时效(中美线为例) | 追踪能力 | 价格 | 通达度 | 货值 | 干线运输 |
|---------|-----------|------|----|---------|----|---------|
| 邮政小包-平邮 | 20-30 天 | 半程 | 较低 | 最广 | 较低 | 航空转机或海运 |
| 邮政小包-挂号 | 15-20 天 | 全程 | 中等 | 最广 | 较高 | 航空为主 |
| 跨境专线 | 10-15 天 | 全程 | 中等 | 特定国家/地区 | 高 | 直飞占较高比重 |
| 国际快递 | 7 天内 | 全程 | 较高 | 特定国家/地区 | 高 | 直飞为主 |

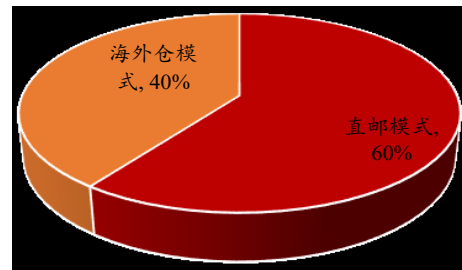
资料来源：艾瑞咨询，燕文物流招股说明书，浙商证券研究所

图 25：直邮模式产品规模占比



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

图 26：直邮模式与海外仓模式规模占比（2019 年）

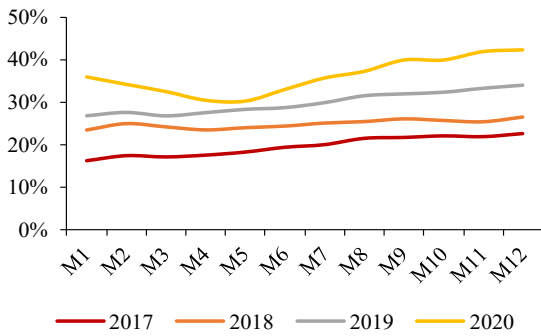


资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

3.2. 跨境电商物流需求高增，深度分享上游我国跨境电商成长红利

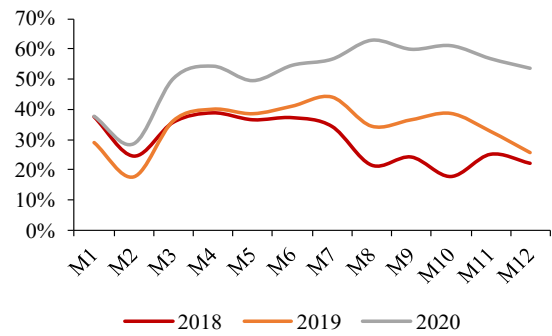
2005年以来我国跨境电商产业迅速发展。2005年谷歌打入中国市场，互联网搜索引擎对信息差的减弱带来了电子商务的发展，因而传统外贸也迭代升级，衍生出了跨境电商产业。此后，2008年eBay兴起及2010年阿里速卖通成立为跨境电商蓬勃发展奠定了基础设施条件，至2015年起Amazon、Wish、Lazada等跨境电商平台加大对中国卖家的招商力度，推动我国跨境电商产业高速发展。

图 27：亚马逊 Top Sellers 里中国卖家占比逐年提升



资料来源：Marketplacepulse，浙商证券研究所

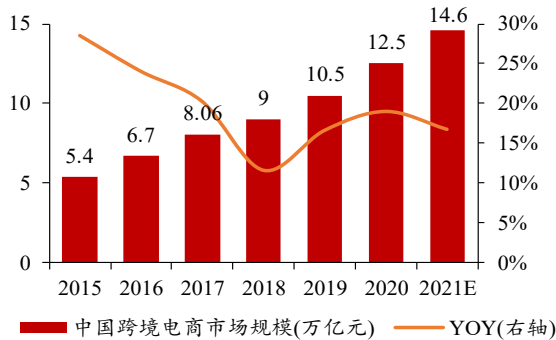
图 28：亚马逊新增卖家里中国卖家占比逐年提升



资料来源：Marketplacepulse，浙商证券研究所

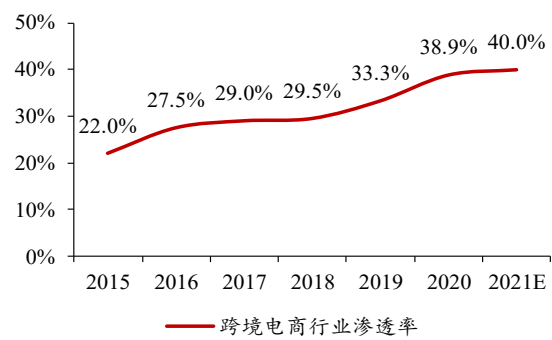
跨境电商产业高成长红利依然有望延续。根据网经社电子商务研究中心数据，2020年中国跨境电商市场规模达12.5万亿元，同比增长19.04%，跨境电商渗透率38.9%；预计2021年市场规模将进一步增长至14.6万亿元，渗透率达到40%。我国跨境电商产业“盘子”的扩大，亦带动着跨境电商物流市场规模的提升，根据艾瑞咨询测算，预计2021年我国跨境电商出口物流行业规模将达1.61万亿元，2021E-2025E复合增速22.5%。

图 29：中国跨境电商市场规模 15-21E 复增 18.0%



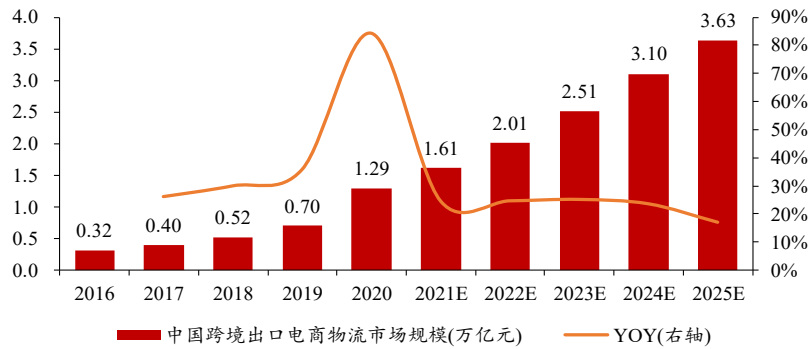
资料来源：网经社电子商务研究中心，浙商证券研究所

图 30：中国跨境电商渗透率不断提升



资料来源：网经社电子商务研究中心，浙商证券研究所

图 31：艾瑞咨询预计我国跨境出口电商物流市场规模 2020-2025E 复合增速 22.9%

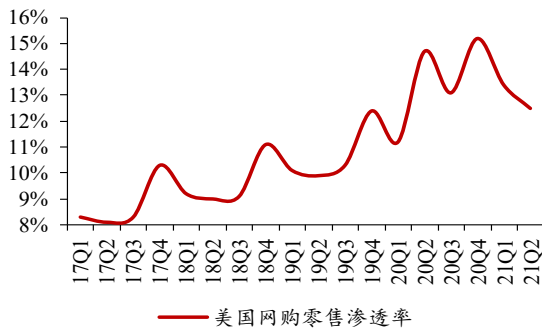


资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

我们认为，我国跨境电商物流增势的延续具备三层逻辑支撑：

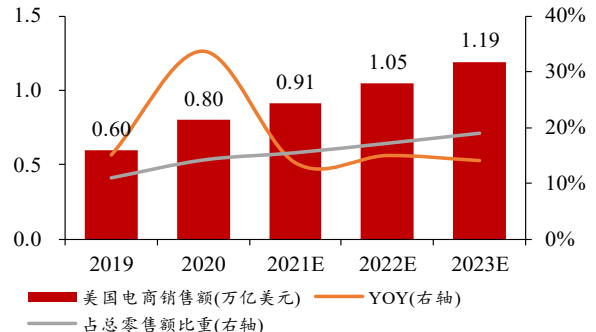
疫情加速驱动消费线上化，美国电商零售总盘子仍在扩大。欧美地区此前长期消费习惯以线下传统渠道消费为主，疫情期间民众出行受限，被迫部分转向通过网络购物解决消费需求，相应地到 2020 年四季度美国网购渗透率高增至 15.4%。我们认为，疫情终将过去，防疫相关物资的临时品网购需求终将回落，但已经实现心智占领的日常品网购需求将会延续。根据 eMarketer 预计，至 2022 年美国电子商务销售额将突破万亿美元，而在疫情前 eMarketer 预计这一里程碑要到 2024 年才能实现。

图 32：新冠疫情以来美国网购渗透率维持高位



资料来源：Wind，浙商证券研究所

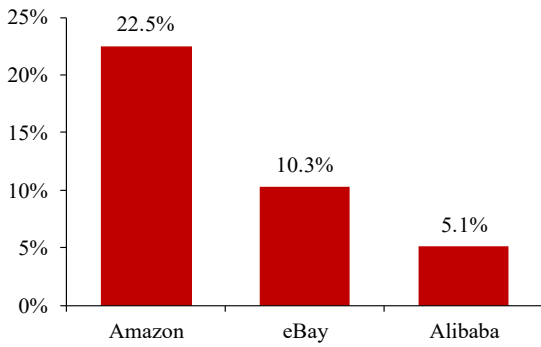
图 33：eMarketer 预测美国电商零售额 22 年破万亿美元



资料来源：eMarketer，浙商证券研究所

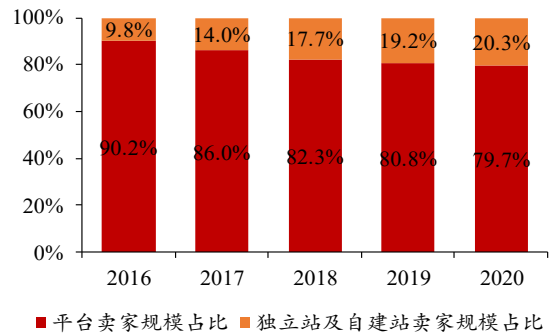
平台向独立站切换，代表产品向品牌切换，利好本土电商货代业务上量。电商平台天然具备中介属性，其盈利本质决定了对于平台而言，卖家的产品比卖家的品牌更为重要，强调产品、淡化品牌是各主要电商平台奉行的主要策略之一。跨境电商卖家在发展初期需要借助平台引流，但后续在平台的运营交易综合成本往往水涨船高，因此部分积累了一定消费者忠诚度的平台卖家会倾向于转向独立站运营，SHEIN 便是一个典型优秀范例。独立站在中国卖家中的进一步推广，中长期将带动中国产品出海升级为中国品牌出海，一方面将为跨境电商物流行业带来新的业务增量，另一方面也有助于物流服务商在跨境电商产业链中地位的边际提升。

图 34：三大电商平台货币化率（FY2020）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 35：我国跨境出口 B2C 平台及独立站、自建站相对占比



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

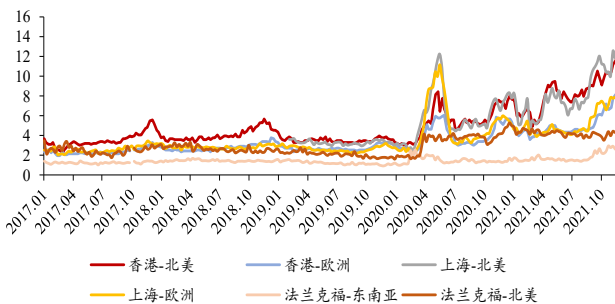
图 36：独立站与第三方平台优劣势比较



资料来源：头豹研究院，浙商证券研究所

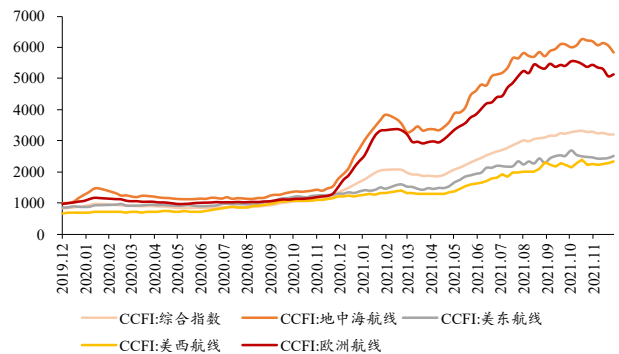
疫情催化跨境电商货代去中间化，头部企业将会加速突围。疫情导致跨境供应链遭受显著冲击，干线及枢纽端运力供需差迅速走扩，直观上体现为国际空海货运运价的大幅提升。因此，卖家倾向于直接与供应链稳定性较好，并且有舱位资源的优质跨境电商货代订舱，加速了货代行业去中间化的进程。这对于卖家及跨境电商货代而言是双赢局面，分包层级的减少既大幅增加了头部跨境电商货代的收入，又有助于为卖家节约物流成本。

图 37：航空货运 TAC INDEX 疫情以来高位震荡(USD/KG)



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图 38：CCFI 疫情以来指数中枢不断抬升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3. 公司适时切入跨境电商物流市场，基于货代物流基本盘空间可期

公司 2019 年起通过数次收购切入跨境电商物流市场。2019 年，华贸物流作价 6.19 亿元外延并购大安国际与迅诚国际，切入跨境电商邮政包裹市场。大安国际与迅诚国际是中国邮政的主要货运代理商之一，自 2006 年起已持续为中国邮政提供服务，承做货代业务量占中国邮政邮件货代总运量比例长期稳定。2021 年，华贸物流 3 月份收购深创建供应链 33.5% 股权，获取跨境电商监管功能区资源；7 月份收购佳成国际 70% 股权，实现公司既有关务和干线能力与佳成国际前端国内揽收与末端海外派送的供应链体系协同。

图 39：佳成国际境内布局 13 个城市口岸



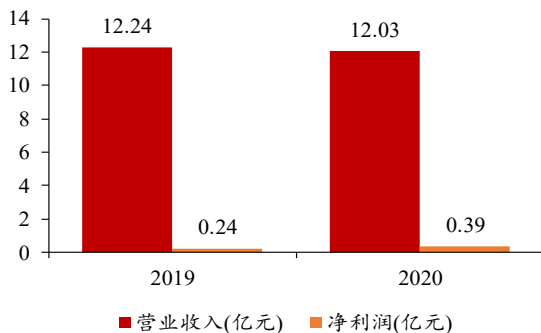
资料来源：佳成国际介绍材料，浙商证券研究所

图 40：佳成国际境外通关口岸布局完善



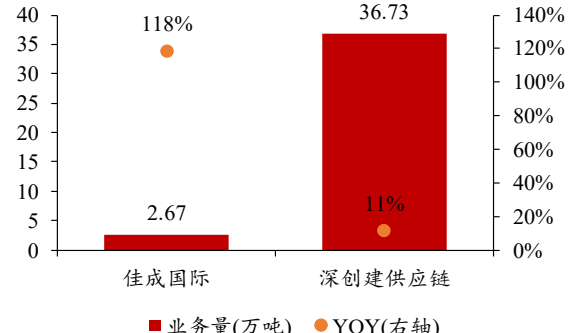
资料来源：佳成国际介绍材料，浙商证券研究所

图 41：佳成国际 19-20 年营收及净利润



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 42：佳成国际与深创建供应链 21H1 经营情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

备注：佳成国际业务量指跨境电商物流小包量，深创建业务量指跨境电商商品通关服务量

跨境电商物流产品矩阵已颇具规模。目前，公司跨境电商物流业务包括邮政包裹、FBA 专线、国际快递、个人快件产品以及对应的前端揽货、转运分拨、出口报关、干线运输、进口清关、海外仓配等配套服务，并具备整合尾程派送的能力。同时，公司运营跨境电商进出口海关监管区，可以提供清关、商品分拨、卡车通关检验等服务。至此，华贸物流在跨境电商物流领域的战略布局已经初具雏形。下一步将整合跨境电商物流板块的成员企业资源，结合传统贸易的普货、邮政小包以及佳成物流的 FBA 专线电商货，进一步构建和充实华贸物流的干线产品，增加华贸物流现有海外网点的服务功能，构建服务跨境电商行业的全球供应链服务体系。

表 12：华贸物流电商出口物流服务产品矩阵

| 产品 | 服务内容 |
|----------|--|
| FBA 头程服务 | 通过空运、海运、铁路等运输方式将卖家的货物从中国运输到亚马逊指定仓库 |
| 国际快递专线 | 通过信息化技术与海关系统直接对接，配备专业高效的操作团队，整合欧、美、澳、日、韩、俄等国当地清关派送渠道实现个人包裹快速送达服务 |
| 个人直邮专线 | 智能申报系统实现网上直接申报，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，享受免征不退政策，阳光申报，放心交易 |
| 海外仓出口服务 | 提供一站式的全程海外仓仓储服务：目前在欧美、日韩、澳洲等国家都配备海外仓库，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 |

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

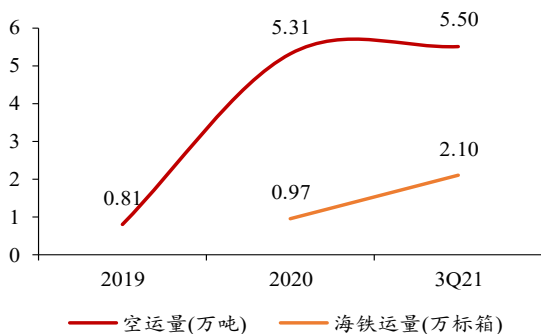
表 13：华贸物流电商进口物流服务产品矩阵

| 产品 | 服务内容 |
|---------|--|
| 国际快递专线 | 为客户提供量身定做的多口岸不同清关的解决方案，通过海外丰富的网络资源，实现一站式清关派送服务 |
| 个人直邮专线 | 打造全球海外仓资源与国内多口岸海关系统对接的跨境电商申报系统，实现多品类产品预备案，通过三单实时推送，完成货物预清关，提供全程一体化的高效、阳光清关及多元化末端派送服务 |
| 海外仓进口服务 | 提供一站式的全程海外仓仓储服务：目前在欧美、日韩、澳洲等国家都配备海外仓库，同时为客户提供上门提货、集货、仓储、分拣、包装、贴标、订舱等相关服务 |
| 中港车转口贸易 | 为客户提供在香港海外仓集货，直接通过深圳口岸陆路转关至内地各保税区，实现保税备货模式的个人物品清关 |

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

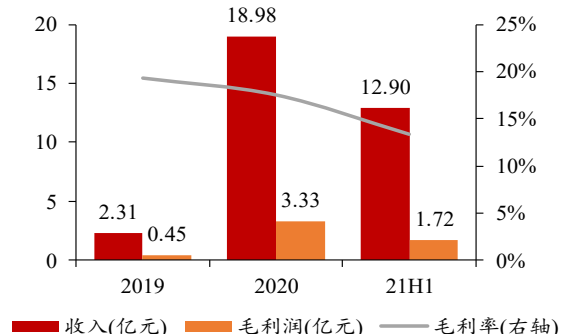
跨境电商物流业务仍以扩张份额为重点，期待规模效应带来盈利提升。公司跨境电商物流业务取得快速发展，2021 年上半年国际空运业务量 3.70 万吨，同比增长 32.9%；国际海铁业务量 0.68 万标箱；营业收入 12.90 亿元，同比增长 38.3%；毛利 1.73 亿元，同比增长 33.9%。为了进一步快速提高跨境电商市场占有率，公司上半年在小部分线路采取了较为主动的价格策略，拓展了毛利率相对较低的国际海运电商物流业务。进入 21 年三季度，跨境电商物流货量进一步增长，前三季度国际空运与海铁业务量分别 5.50 万吨及 2.10 万吨，超越 2020 全年，实现新途径本质跨越，未来预计随着跨境电商业务量进一步增加，单位固定成本会有所摊薄，毛利率提升可期。

图 43：华贸物流跨境电商物流业务运量



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 44：华贸物流跨境电商物流业务收入及毛利



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4. 跨境物流核心资产，首次覆盖“增持”评级

4.1. 预计 2021 年归母净利润 8.69 亿元

国际空运业务方面，考虑航空货运需求的稳健性以及供给的相对刚性，我们假设公司国际空运货量 2021-2023 年同比分别+3%、+2%、+1%。运价方面，预计后续运价总体仍维持历史高位，我们假设公司国际空运运价 2021-2023 年同比分别+7%、-10%、-3%。此外，基于货代业务特性假设公司国际空运业务毛利率 2021-2023 年维稳于 14%。

国际海运业务方面，判断至明年海外港口拥堵问题短期依然无法充分缓解，同时干线集装箱空箱资源相对紧张，我们假设公司国际海运货量 2021-2023 年同比分别+6%、+1%、+2%，运价 2021-2023 年同比分别+100%、-7%、-2%。此外，基于货代业务特性假设公司国际海运业务毛利率 2021-2023 年维稳于 6.5%。

跨境电商物流业务方面，公司自 2019 年起通过积极外延并购实现高速增长，今年 7 月收购佳成国际落地后，预计未来仍将贡献可观增量。假设公司跨境电商物流业务营业收入 2021-2023 年同比分别+70%、+30%、+28%；毛利率 2021-2023 年分别 14%、18%、18%。

特种物流业务方面，目前以特高压电力设备运输服务为主，考虑公司旗下中重运输的海上风电业务拓展取得较明显进展，同时中特物流逐步开拓电力市场以外客户群体，我们假设公司特种物流业务营业收入 2021-2023 年同比分别+45%、+20%、+15%，毛利率 2021-2023 年维稳于 25%。

仓储第三方物流业务方面，主要是下属德祥集团提供特许资质进口集装箱分拨服务，以及公司在东南亚、非洲、美洲等主要港口城市经营仓储基础设施服务。考虑公司延伸服务链条，通过国际空海运及电商物流业务加大客户的仓库使用需求，我们假设此项业务营业收入 2021-2023 年同比分别+12%、+8%、+9%，毛利率 2021-2023 年保持在接近 30%。

表 14：华贸物流分业务预测拆分（金额单位：亿元）

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| 1、国际空运收入 | 56.96 | 62.78 | 57.63 | 56.46 |
| YOY | | 10.2% | -8.2% | -2.0% |
| 运量(万吨) | 34.53 | 35.57 | 36.28 | 36.64 |
| 运价(元/吨) | 16497.20 | 17652.00 | 15886.80 | 15410.19 |
| 毛利率 | 10.3% | 14.0% | 14.0% | 14.0% |
| 2、国际海运收入 | 48.33 | 102.47 | 96.25 | 96.21 |
| YOY | | 112.0% | -6.1% | 0.0% |
| 运量(万标箱) | 101.60 | 107.70 | 108.77 | 110.95 |
| 运价(元/标箱) | 4757.28 | 9514.55 | 8848.53 | 8671.56 |
| 毛利率 | 6.8% | 6.5% | 6.5% | 6.5% |
| 3、跨境电商物流收入 | 18.98 | 32.26 | 41.94 | 53.68 |
| YOY | | 70.0% | 30.0% | 28.0% |
| 毛利率 | 17.5% | 14.0% | 18.0% | 18.0% |
| 4、特种物流收入 | 7.47 | 10.83 | 12.99 | 14.94 |
| YOY | | 45.0% | 20.0% | 15.0% |
| 毛利率 | 25.7% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 5、仓储第三方物流收入 | 4.75 | 5.32 | 5.74 | 6.26 |
| YOY | | 12.0% | 8.0% | 9.0% |
| 毛利率 | 32.4% | 28.0% | 30.0% | 29.0% |
| 6、其他业务收入 | 4.45 | 4.68 | 4.91 | 5.16 |
| YOY | | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 毛利率 | 12.9% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

最终，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别 218.33 亿元、219.47 亿元、232.71 亿元，同比分别增长 54.9%、0.5%、6.0%；归母净利润分别 8.69 亿元、10.66 亿元、12.21 亿元，同比分别增长 63.8%、22.7%、14.6%。

表 15：华贸物流简易利润表（金额单位：亿元）

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 140.95 | 218.33 | 219.47 | 232.71 |
| YOY | | 54.9% | 0.5% | 6.0% |
| 营业毛利润 | 16.49 | 24.63 | 27.34 | 29.89 |
| YOY | | 49.3% | 11.0% | 9.3% |
| 毛利率 | 11.7% | 11.3% | 12.5% | 12.8% |
| 销售费用率 | 4.0% | 3.3% | 3.3% | 3.3% |
| 管理费用率 | 2.5% | 2.3% | 2.3% | 2.3% |
| 归母净利润 | 5.30 | 8.69 | 10.66 | 12.21 |
| YOY | | 63.8% | 22.6% | 14.6% |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.2. 首次覆盖给予“增持”评级

华贸物流作为我国跨境综合物流细分领域领跑者之一，央企基因筑基、市场化激励活力赋能，货代基本盘夯实且跨境电商物流新业务空间广阔，未来有望受益于国家对于现代物流业央企平台的战略整合，作为跨境物流核心资产的重要性有望日益凸显。根据我们的盈利预测，华贸物流 2021-2023 年市盈率分别 20.56 倍、16.76 倍、14.63 倍，对标国际上跨境货代巨头 DSV 及 Kuehne Nagel（德迅）估值相对偏低，考虑公司在中国品牌跨境出海产业链中的独特地位以及自身作为央企物流平台的竞争优势，首次覆盖给予“**增持**”评级。

表 16：华贸物流与可比公司盈利预测及估值情况

| 证券代码 | 公司简称 | 归母净利润 | | | | | PE | | |
|--------------------|--------------|-------|--------|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|
| | | 20A | 21E | 22E | 23E | TTM | 21E | 22E | 23E |
| 603128 | 华贸物流 | 5.30 | 8.69 | 10.66 | 12.21 | 22.42 | 20.56 | 16.76 | 14.63 |
| 可比公司： | | | | | | | | | |
| 603535 | 嘉诚国际 | 1.62 | 2.20 | 3.56 | 4.69 | 25.56 | 22.07 | 13.61 | 10.32 |
| 601598 | 中国外运 | 27.54 | 39.05 | 42.05 | 47.81 | 8.88 | 7.20 | 6.68 | 5.88 |
| DSV.CO | DSV | 42.50 | 110.87 | 111.81 | 123.40 | 34.80 | 30.67 | 30.42 | 27.56 |
| KNIN.SIX | Kuehne Nagel | 7.88 | 16.85 | 14.67 | 13.26 | 21.50 | 19.62 | 22.53 | 24.93 |
| 可比公司市盈率简单均值 | | | | | 22.68 | 19.89 | 18.31 | 17.17 | |

资料来源：Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

备注：数据截止 2021 年 12 月 8 日；DSV 归母净利润单位为亿丹麦克朗；Kuehne Nagel 归母净利润单位为亿瑞士法郎；其余 A 股上市公司归母净利润单位为亿元人民币；除华贸物流采用浙商交运预测值外，其余 A 股可比公司采用万得一致预期，境外可比公司采用彭博一致预期

4.3. 风险提示

国际货物运输价格大幅波动。国际空海货物运输代理行业公司与客户签订服务协议时，对价格的确定主要分为长协及随行就市两大类，若国际货物运输价格大幅波动，则可能出现长协类业务的违约或亏损风险。

跨境电商消费需求回落。跨境电商物流业务增长的上游驱动主要来自于跨境电商的消费需求，疫情催化海外主要国家线上消费需求，但若疫情过后线上电商消费需求大幅回落，则业务规模难以持续增长。

并购商誉发生减值。公司主要通过积极外延并购战略获取优质资源、拓展业务布局，因而积累较为大量的并购商誉。如果并购标的后续发生无法实现业绩承诺等事项，则可能触发商誉减值测试，如果导致商誉减值，则会对业绩造成负面影响。

表附录：三大报表预测值

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 4994 | 7275 | 8460 | 9991 | 营业收入 | 14095 | 21833 | 21947 | 23271 |
| 现金 | 1508 | 1646 | 2857 | 4208 | 营业成本 | 12445 | 19370 | 19213 | 20283 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 10 | 20 | 20 | 19 |
| 应收账款 | 2821 | 4884 | 4858 | 4965 | 营业费用 | 558 | 720 | 724 | 768 |
| 其它应收款 | 222 | 390 | 376 | 394 | 管理费用 | 347 | 502 | 505 | 535 |
| 预付账款 | 118 | 124 | 132 | 154 | 研发费用 | 18 | 28 | 28 | 30 |
| 存货 | 14 | 114 | 88 | 78 | 财务费用 | 39 | 11 | 10 | (7) |
| 其他 | 312 | 117 | 149 | 193 | 资产减值损失 | 2 | 23 | 24 | 18 |
| 非流动资产 | 2509 | 2210 | 2332 | 2282 | 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 金额资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 16 | 18 | 20 | 22 |
| 长期投资 | 199 | 150 | 179 | 176 | 其他经营收益 | 33 | 20 | 23 | 25 |
| 固定资产 | 619 | 608 | 574 | 553 | 营业利润 | 725 | 1196 | 1465 | 1673 |
| 无形资产 | 180 | 169 | 161 | 153 | 营业外收支 | (5) | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 10 | 16 | 17 | 15 | 利润总额 | 719 | 1196 | 1465 | 1673 |
| 其他 | 1502 | 1267 | 1402 | 1385 | 所得税 | 143 | 252 | 307 | 345 |
| 资产总计 | 7503 | 9485 | 10792 | 12274 | 净利润 | 576 | 944 | 1158 | 1327 |
| 流动负债 | 2412 | 3387 | 3494 | 3655 | 少数股东损益 | 46 | 76 | 93 | 106 |
| 短期借款 | 100 | 275 | 299 | 225 | 归属母公司净利润 | 530 | 869 | 1066 | 1221 |
| 应付款项 | 1596 | 2195 | 2233 | 2419 | EBITDA | 776 | 1248 | 1513 | 1701 |
| 预收账款 | 0 | 66 | 40 | 37 | EPS (最新摊薄) | 0.41 | 0.66 | 0.81 | 0.93 |
| 其他 | 716 | 851 | 923 | 974 | 主要财务比率 | | | | |
| 非流动负债 | 400 | 336 | 378 | 372 | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 长期借款 | 176 | 176 | 176 | 176 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 224 | 160 | 202 | 195 | 营业收入 | 37.47% | 54.91% | 0.52% | 6.04% |
| 负债合计 | 2812 | 3723 | 3873 | 4026 | 营业利润 | 70.58% | 65.10% | 22.44% | 14.17% |
| 少数股东权益 | 105 | 181 | 273 | 379 | 归属母公司净利润 | 72.15% | 63.77% | 22.65% | 14.61% |
| 归属母公司股东权益 | 4586 | 5581 | 6647 | 7868 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 7503 | 9485 | 10792 | 12274 | 毛利率 | 11.70% | 11.28% | 12.46% | 12.84% |
| | | | | | 净利率 | 4.09% | 4.33% | 5.28% | 5.70% |
| | | | | | ROE | 11.96% | 16.62% | 16.80% | 16.10% |
| | | | | | ROIC | 11.17% | 15.29% | 15.78% | 15.44% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 37.48% | 39.25% | 35.88% | 32.81% |
| | | | | | 净负债比率 | 11.97% | 12.66% | 12.97% | 10.85% |
| | | | | | 流动比率 | 2.07 | 2.15 | 2.42 | 2.73 |
| | | | | | 速动比率 | 2.06 | 2.11 | 2.40 | 2.71 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 2.03 | 2.57 | 2.16 | 2.02 |
| | | | | | 应收帐款周转率 | 5.53 | 5.92 | 4.76 | 4.93 |
| | | | | | 应付帐款周转率 | 9.89 | 10.43 | 8.87 | 8.90 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.41 | 0.66 | 0.81 | 0.93 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.58 | -0.30 | 1.04 | 1.06 |
| | | | | | 每股净资产 | 3.50 | 4.26 | 5.08 | 6.01 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 33.67 | 20.56 | 16.76 | 14.63 |
| | | | | | P/B | 3.90 | 3.20 | 2.69 | 2.27 |
| | | | | | EV/EBITDA | 14.54 | 13.62 | 10.54 | 8.60 |
| | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>