

# 公司深度报告

2022 年 12 月 01 日



東亞前海證券有限責任公司  
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

## 估值底部的货代龙头，迎接疫后复苏 ——华贸物流（603128.SH）首次覆盖报告

### 核心观点

国际货代物流行业龙头，进军跨境电商物流赛道。公司为中国物流集团控股的货代物流行业龙头公司，在 2021 年中国货代物流企业百强排行榜中综合实力排名第 7，公司的国际海运、国际空运营收占比较大，公司于 2019 年以外延并购方式切入跨境电商物流领域。2021 年公司实现营收 246.68 亿元，同比+75.02%，实现归母净利润 8.37 亿元，同比+57.74%；其中跨境电商物流业务营业收入 2020、2021 年分别同比+722.54%/+98.92%，实现高速增长。

行业进入复苏与整合阶段，跨境电商物流前景广阔。1) 国际货代综合物流：疫后复苏预期强化，行业整合时代来临。货代物流行业各国际龙头加快并购整合步伐，行业集中度有望提高，头部企业的市场份额有望迎来提升。全球货物贸易加速回暖，货运价格逐步回归理性区间，行业核心竞争力将更加聚焦于客户拓展、运力整合以及物流服务能力。2) 跨境电商物流：海外市场疫后电商渗透率提升，跨境电商物流市场规模有望保持高增。根据海关统计数据，2021 年我国跨境电商进出口规模约 19237 亿元，同比增长 18.6%。跨境电商物流行业受益于疫后跨境出口贸易复苏、中国供应链稳定性优势凸显、中国品牌出海加速，以及疫后海外线上消费需求增长带动的电商渗透率提升，有望在未来保持较高增速。

内生外延双轮驱动，跨境电商物流业务成长可期。1) 国际空海铁综合物流服务：疫后复苏带动世界经济加速回暖，国际贸易增长预期持续强化，公司是全球领先货代物流企业，有望在行业复苏与整合的双重机遇下迎来份额提升。空运方面，公司在 2022 年全球空运货代 50 强中排名第 15，中国企业中排名第 4，近年来公司优质直接客户持续增多，叠加较强的拿舱能力支撑疫后稳定运力供给，有望迎来市占率提升。海运方面，公司在 2022 年全球海运货代 50 强中排名第 11，中国企业中排名第 3，公司提升综合物流服务占比，放大获利空间，有望在业务结构调整等内生因素驱动下实现盈利能力提升。2) 跨境电商物流：公司通过资本外延实现业务快速布局，立足传统国际物流业务优势，实现空海铁卡运力资源与跨境电商物流业务融合发展与双向赋能，2021 年下半年收购佳成国际物流后，公司的跨境电商业务发展速度进一步加快，2022H1 公司跨境电商业务收入达到 21.90 亿元，同比增长 70%，2021 年公司成功开发科沃斯、泽宝、兰亭、字节跳动等优质客户，2021 年 12 月，公司通过华为国际物流服务的认证体系审核。随着公司国际物流服务综合能力的持续提升，公司有望充分受益于 B2C 跨境电商进出口外贸市场渗透率提升释放的物流需求，跨境电商板块优质客户持续增多，市场份额有望迎来提升。

### 投资建议

公司是国际货代行业内资龙头企业，资本外延实现对跨境电商物流快速布局，有望在行业复苏与整合双重窗口期下实现市场份额进一步提升，看好公司在内生增长与资本外延共同驱动下迎来的疫后强势复苏。我们预计公司 2022/2023/2024 年分别实现营业收入 278.45/318.02/344.43 亿元，归母净利润 11.01/12.37/15.33 亿元。基于 11 月 30 日收盘价 12.13 元，对应 2022/2023/2024 年 PE 分别为 14.42X/12.84X/10.36X，首次覆盖给予“推荐”评级。

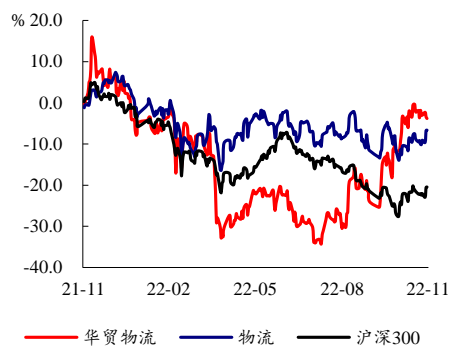
### 风险提示

评级 推荐（首次覆盖）

### 报告作者

作者姓名 郑倩怡  
资格证书 S1710521010002  
电子邮箱 zhengqy@easec.com.cn  
联系人 贺晓涵  
电子邮箱 hexh679@easec.com.cn

### 股价走势



### 基础数据

总股本(百万股)	1309.46
流通 A 股/B 股(百万股)	1309.46/0.00
资产负债率(%)	41.60
每股净资产(元)	4.30
市净率(倍)	2.82
净资产收益率(加权)	13.53
12 个月内最高/最低价	14.99/8.29

### 相关研究

跨境电商业务拓展不及预期；国际货运价格波动风险；国际贸易复苏不及预期。

### 盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	24667.66	27844.96	31801.94	34442.54
增长率 (%)	75.02	12.88	14.21	8.30
归母净利润	836.74	1101.29	1237.39	1533.27
增长率 (%)	57.74	31.62	12.36	23.91
EPS (元/股)	0.65	0.84	0.94	1.17
市盈率 (P/E)	21.05	14.42	12.84	10.36
市净率 (P/B)	3.49	2.68	2.21	1.82

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所, 基于 11 月 30 日收盘价 12.13 元

## 正文目录

1. 国际货代物流行业龙头，进军跨境电商物流赛道.....	5
1.1. 公司货代业务产品齐全，资本外延扩张业务版图.....	5
1.2. 行业供需偏紧价格走高，公司疫后业绩稳步增长.....	7
2. 行业进入复苏与整合阶段，跨境电商物流前景广阔.....	9
2.1. 国际货代：疫后复苏预期强化，行业整合时代来临.....	9
2.1.1. 行业集中度有望提高，盈利能力提升空间大.....	9
2.1.2. 全球货物贸易加速回暖，价格逐步回归理性区间.....	12
2.2. 跨境电商：疫后渗透率走高，多地存在潜在市场.....	14
2.2.1. 跨境电商 2C 属性对物流服务提出新要求.....	14
2.2.2. 海外市场渗透率提升给行业带来新空间.....	15
3. 国际货代业务稳步前行，跨境电商物流未来可期.....	17
3.1. 国际空海货代再夯实，结构优化稳住基本盘.....	17
3.1.1. 空运领域行业领先，直客增加带动盈利向上.....	17
3.1.2. 海运业务加速转型，业绩弹性有望逐步释放.....	22
3.2. 跨境电商业务再发力，打造第二增长曲线.....	27
3.2.1. 跨境电商业务快速增长，成第三大支柱业务.....	27
3.2.2. 资本外延实现跨境电商业务快速布局.....	30
3.3. 其他业务板块再突破，内生增长+资本外延驱动发展.....	33
3.3.1. 物流服务能力稳步提升，业务线全面推进.....	33
3.3.2. 并购实现版图扩张，股东变更再开新篇.....	33
4. 盈利预测与投资建议.....	34
5. 风险提示.....	35

## 图表目录

图表 1. 公司发展历程.....	6
图表 2. 公司股权结构（截至 2022Q3）.....	6
图表 3. 公司两次股权激励计划.....	7
图表 4. 公司 2014 年-2022H1 营业收入（亿元）.....	8
图表 5. 公司 2014 年-2022H1 归母净利润.....	8
图表 6. 公司 2014 年-2022Q1-Q3 毛利率.....	8
图表 7. 公司 2014 -2021 年分业务毛利率情况.....	8
图表 8. 公司国际空运业务量.....	9
图表 9. 公司国际海运业务量.....	9
图表 10. 公司国际空运业务单价.....	9
图表 11. 公司国际海运业务单价.....	9
图表 12. 国际货运代理的主要业务流程.....	10
图表 13. 货代行业上下游情况.....	10
图表 14. 全球海运货代企业 2021 年货运量排名.....	11
图表 15. 国外货代龙头的收购战略.....	11
图表 16. 2011-2022 年全球商品和服务贸易额.....	12
图表 17. 2018-2022 年我国商品贸易进出口总值（亿美元）.....	12
图表 18. 全球货运需求（CTKs）变化情况.....	13
图表 19. 2016-2022 年航空货邮运输量同比变化情况.....	13
图表 20. 亚太地区至欧洲、中东地区的航空运价变化情况.....	13
图表 21. 我国沿海集装箱运价指数（TDI）.....	14

图表 22.	宁波出口集装箱运价指数 (NCFI) .....	14
图表 23.	我国各类跨境直发模式市场规模占比.....	14
图表 24.	跨境电商物流出口流程.....	15
图表 25.	2016-2020 年我国主要平台型 B2C 跨境出口电商 GMV 占 B2C 跨境出口电商 GMV 比重 .....	15
图表 26.	2016-2020 年我国 B2C 跨境出口电商市场规模结构 .....	15
图表 27.	2006-2022 年欧盟、美国亚洲各国商品出口额指数 .....	16
图表 28.	2019-2021 年我国跨境电商进出口规模 .....	16
图表 29.	疫情期间东南亚国家电商消费新用户占比.....	17
图表 30.	2021 年有网购经历的东南亚国家用户占比.....	17
图表 31.	公司空运货代业务简介.....	18
图表 32.	2022 全球空运货代排行榜.....	19
图表 33.	2021 年度中国货代物流企业空运业务排行榜.....	19
图表 34.	2017-2022H1 公司空运业务营收 .....	20
图表 35.	2017-2022H1 公司空运业务营收占比 (%) .....	20
图表 36.	2017-2022H1 公司空运业务量 .....	20
图表 37.	2017-2022H1 公司空运单吨营收 .....	20
图表 38.	2017-2022H1 公司空运业务毛利及毛利率 .....	21
图表 39.	2017-2022H1 公司空运单吨毛利 .....	21
图表 40.	2019-2022H1 空运运力维护和拓展情况 .....	22
图表 41.	公司海运货代业务.....	23
图表 42.	2022 年全球海运货代排行.....	24
图表 43.	2021 年度中国货代物流企业海运业务排行榜.....	24
图表 44.	2017-2022H1 公司海运营收 .....	25
图表 45.	2017-2021 公司海运占营收比例 (%) .....	25
图表 46.	2017-2022H1 公司海运业务量 .....	25
图表 47.	2017-2022H1 单箱营收.....	25
图表 48.	2017-2022H1 公司海运业务毛利 (亿元) .....	26
图表 49.	2017-2022H1 公司海运业务单箱毛利 (元) .....	26
图表 50.	2021H1、2022H1 箱量结构对比 .....	26
图表 51.	2021H1、2022H1 公司海运业务收入结构对比.....	26
图表 52.	2021H1、2022H1 公司不同海运产品单箱收入对比 (元) .....	26
图表 53.	2021H1、2022H1 公司不同海运产品单箱毛利率对比.....	26
图表 54.	2019-2022H1 运力拓展情况 .....	27
图表 55.	公司跨境电商业务.....	28
图表 56.	2019-2022H1 公司跨境电商物流业务营收 .....	28
图表 57.	2020-2022H1 跨境电商业务货运量 (万吨) .....	29
图表 58.	2020-2022H1 跨境电商业务货运量 (标箱) .....	29
图表 59.	2019-2022H1 跨境电商业务拓展情况 .....	30
图表 60.	佳成国际物流营运系统简介.....	31
图表 61.	佳成国际物流国际通关业务范围.....	32
图表 62.	佳成国际物流运力资源.....	32
图表 63.	公司主要并购历程.....	34

## 1. 国际货代物流行业龙头，进军跨境电商物流赛道

### 1.1. 公司货代业务产品齐全，资本外延扩张业务版图

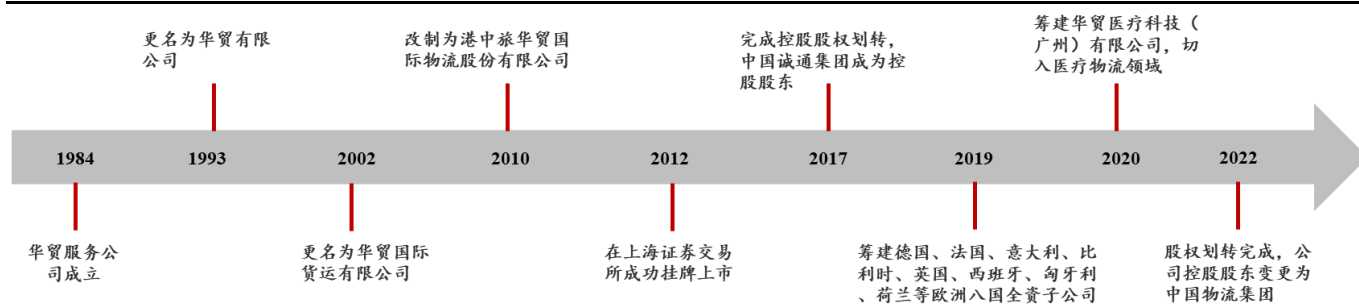
公司为央企控股的货代物流行业龙头公司。公司为客户提供第三方跨境综合物流服务，全过程协同整合跨境物流境内集货、分拣装箱、出境通关办理、国际间干线运输等环节，提供的服务涵盖运输、仓储、包装、搬运装卸、流通、配送等。公司致力于成为全球物流解决方案的提供者，近年来积极通过并购做大业务，扩大经营规模，巩固其口岸优势，提升其综合服务能力。目前公司已发展 90 余家分支机构，实现跨境物流产品的全覆盖，在 2021 年中国货代物流企业百强排行榜中综合实力排名第 7。

公司综合物流服务主要包括国际空运、国际海运、跨境电商三大货运模式。国际海运、国际空运、跨境电商物流业务营收占比较大。国际海运方面，公司业务包括海运出口与海运进口，公司海运业务向全流程综合物流服务转型，近年来已实现业绩高增。国际空运方面，公司业务包括空运出口、空运进口、监管仓库与清关服务，公司不断拓展海外市场，与各地机场深化合作，推出海外自营运力产品。跨境电商方面，公司业务包括电商出口与进口物流服务，公司于 2019 年以外延收购方式切入跨境电商物流领域，在公司原有航线建设优势之上，积极布局整合优质海外仓，与 SHOPIFY、SHOPLINE、天猫国际等电商平台签订物流合作协议，公司有望通过跨境电商业务打开未来盈利空间。其余业务包括特种专业物流、仓储第三方物流、国际工程综合物流、国际仓储物流等。

公司在上市以后通过并购形式不断扩大业务版图。华贸物流前身为华贸服务公司，其成立于 1984 年。2010 年，公司重组改制为港中旅华贸国际物流股份有限公司，并计划上市。2012 年，公司在上海证券交易所挂牌上市。2019 年，公司筹建德国、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。同年，公司收购北京华安润通国际物流。2021 年，公司收购佳成国际、瑞锋投资、睿亦科技部分股权，深化跨境电商业务竞争优势。



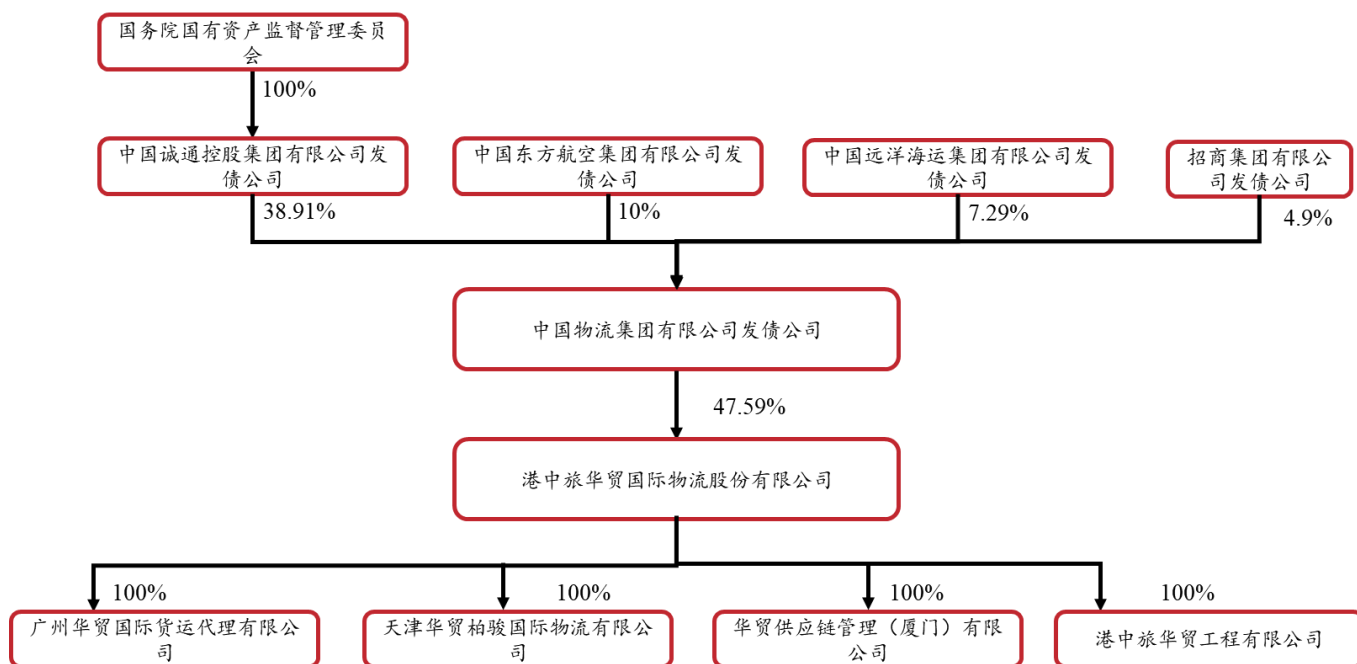
图表1. 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 东亚前海证券研究所

公司控股股东目前变更为中国物流集团。2017年, 公司完成控股股权划转, 中国诚通集团成为公司控股股东。2021年, 中国诚通集团获批将公司股权无偿划转中国物流集团。公司股权于2022年4月完成划转, 公司控股股东正式变更为中国物流集团。

图表2. 公司股权结构(截至2022Q3)



资料来源: 公司公告, iFind, 东亚前海证券研究所

公司于2013年、2019年两次实施股权激励计划。公司两次实施股权激励计划, 彰显公司发展信心。相较2013年, 公司2019年股权激励计划扩大激励对象范围, 业绩考核目标中净利润由同比增速调整为复合增速, 截至2022年4月, 公司第二个行权期行权条件已达成。

图表3. 公司两次股权激励计划

		2013 年	2019 年
激励对象		上市公司董事、高级管理人员、中层管理人员等，共 53 人	公司董事、公司高级管理人员、公司中层管理人员、核心骨干等，共 246 人；截至 2022 年 4 月已调整至 205 名
股票来源		向激励对象定向发行	向激励对象定向发行、从二级市场回购
行权价格		6.25 元	5.82 元
考核目标	第一个行权期	行权前一年度：ROE $\geq$ 8%；净利润 YoY $\geq$ 15%；主营业务收入占比 $\geq$ 95%	2019 年 ROE $\geq$ 7.5%；2017-2019 年净利润 CAGR $\geq$ 15%；2019 年 EVA $>$ 0
	第二个行权期	行权前一年度：ROE $\geq$ 9%；净利润 YoY $\geq$ 15%；主营业务收入占比 $\geq$ 95%	2020 年 ROE $\geq$ 8.0%；2017-2020 年净利润 CAGR $\geq$ 15%；2020 年 EVA $>$ 0
	第三个行权期	行权前一年度：ROE $\geq$ 10.75%；净利润 YoY $\geq$ 15%；主营业务收入占比 $\geq$ 95%	2021 年 ROE $\geq$ 8.5%；2017-2021 年净利润 CAGR $\geq$ 15%；2021 年 EVA $>$ 0

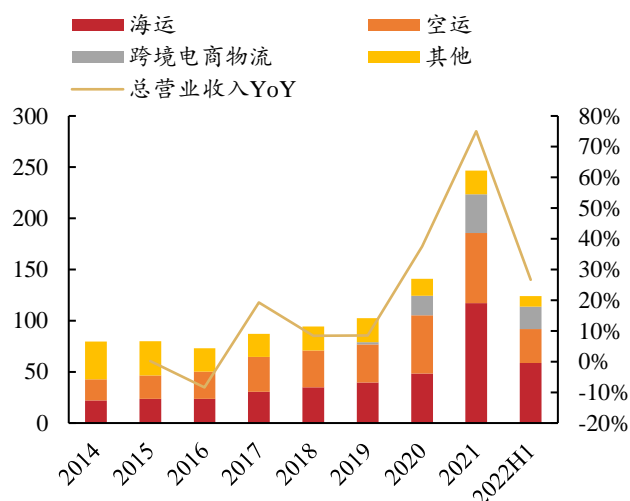
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

## 1.2. 行业供需偏紧价格走高，公司疫后业绩稳步增长

公司近年来营收与归母净利润均实现稳步增长。公司 2014-2021 年营业收入、归母净利润平稳增长，7 年 CAGR 分别达 17.52%/32.62%，其中 2020、2021 年两年间营收、净利增长最为明显。2020 年，公司实现营收 140.95 亿元，同增 37.49%，实现归母净利润 5.30 亿元，同比+51.01%；2021 年公司实现营收 246.68 亿元，同比+75.02%，实现归母净利润 8.37 亿元，同比+57.92%。今年内受疫情影响货运业务量减少，公司业绩增幅有所放缓。2022Q1-Q3，公司实现营收 179.34 亿元，同比+8.02%，实现归母净利润 7.35 亿元，同比+9.67%。

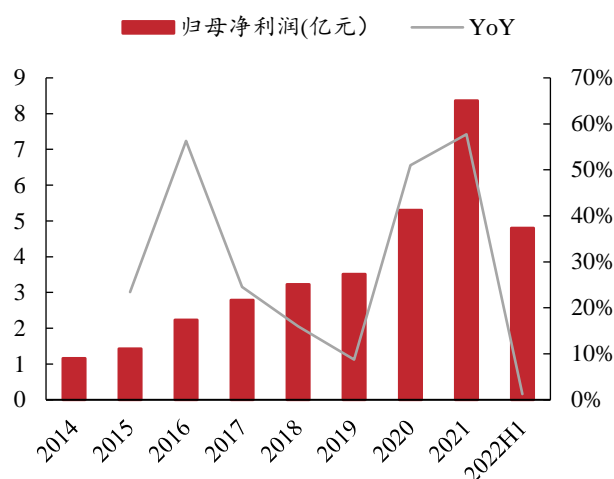
分业务看，国际空运方面，2019 年-2021 年分别实现营收 37.13/56.96/68.47 亿元，YoY+3.24%/+53.41%/+20.20%。公司通过降费提质方式拓展客户，目前已经拓展一系列优质直客。国际海运方面，2019 年-2021 年分别实现营收 39.56/48.33/117.30 亿元，YoY+13.32%/+22.19%/+142.70%。公司海运产品近年来不断完善，2021 年公司海运业务依靠综合物流服务模式实现大幅增长。跨境电商物流方面，公司于 2019 年切入该业务，2019 年-2021 年分别实现营收 2.31/18.98/37.75 亿元，2020、2021 年分别同增 722.54%/98.92%，公司跨境电商业务实现高速增长。

图表4. 公司 2014 年-2022H1 营业收入 (亿元)



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

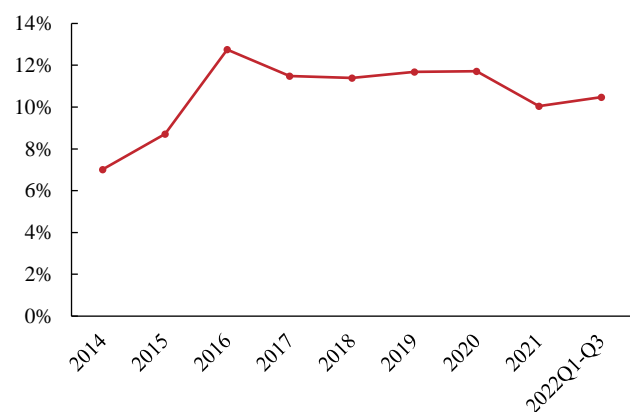
图表5. 公司 2014 年-2022H1 归母净利润



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

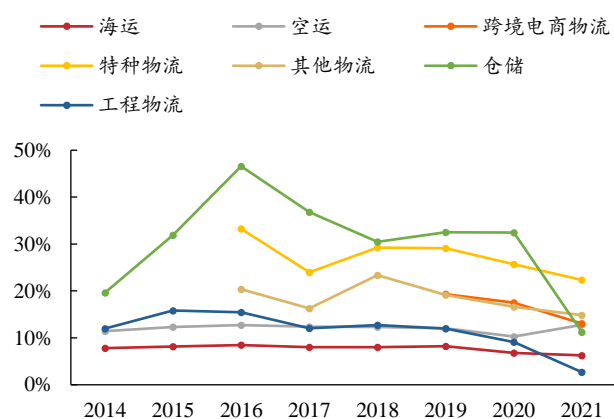
公司整体毛利率水平较为稳定。2014-2016 年，公司毛利率由 7.02% 上升至 12.74%。2017 年以来，公司毛利率稳定在 10% 左右。分业务看，国际空运业务毛利率保持平稳。疫情影响导致空运市场运力紧张，国际空运单价 2020/2021 年分别同增 61.76%/16.97%，但公司主动减少短期收益以拓展直客，因此近三年公司国际空运业务毛利率保持平稳，2019-2021 年分别为 12.03%/10.27%/12.77%。国际海运业务毛利率小幅下降。国际海运业务方面，公司减少代订舱单业务占比，向全流程综合物流服务转型，国际海运单箱价格 2021 年同增 135.42%，提升幅度相较空运市场更大，但公司国际海运业务毛利率小幅下降至 6.27%。

图表6. 公司 2014 年-2022Q1-Q3 毛利率



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表7. 公司 2014 -2021 年分业务毛利率情况



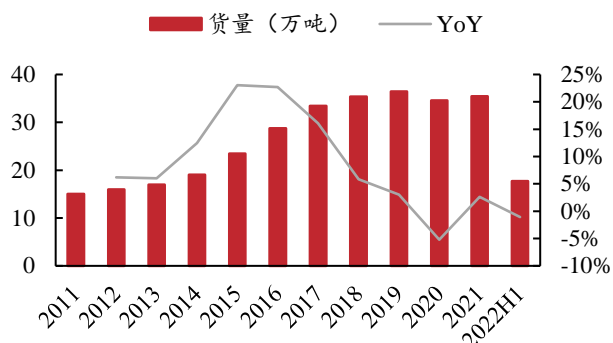
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

公司国际货代业务增长受到价格驱动。2022H1，公司国际海运业务实现营业收入 58.66 亿元，YoY+26.32%，其中国际海运货量 42.5 万标箱，同比减少 20.56%，单价 1.38 万元/箱，同比增加 59.03%。其中订舱服务的量价波动幅度最大，其在国际海运业务营收中占比 39.72%，货量 8.71 万标箱，同比减少 40.86%，单价 2.68 万元/箱，同比增加 90.89%。公司空运业务单



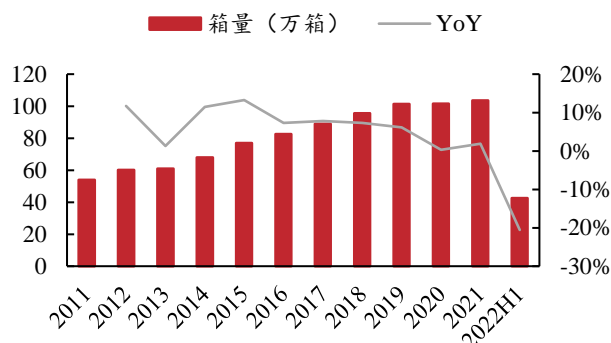
价同比增加 22.44%，业务量同去年持平。2022H1，公司国际空运业务实现营业收入 33.20 亿元，同比增加 21.05%，其中国际空运货量 17.69 万吨，同比减少 1.10%，单价 18.77 元/公斤，同比增加 22.44%。

图表8. 公司国际空运业务量



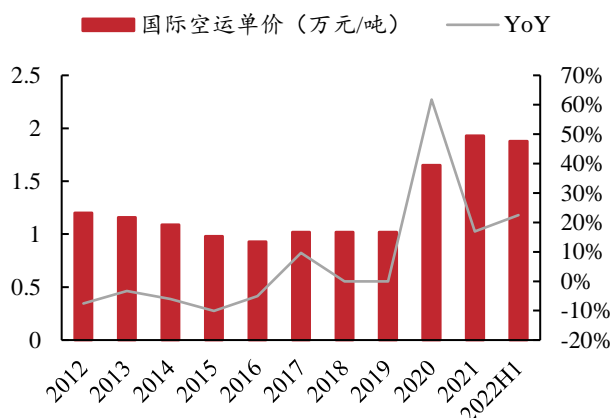
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表9. 公司国际海运业务量



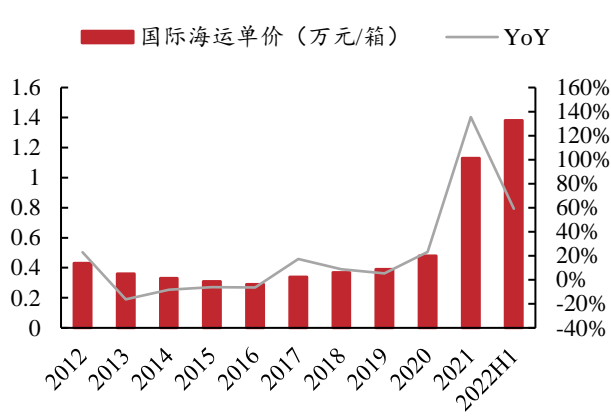
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表10. 公司国际空运业务单价



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表11. 公司国际海运业务单价



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

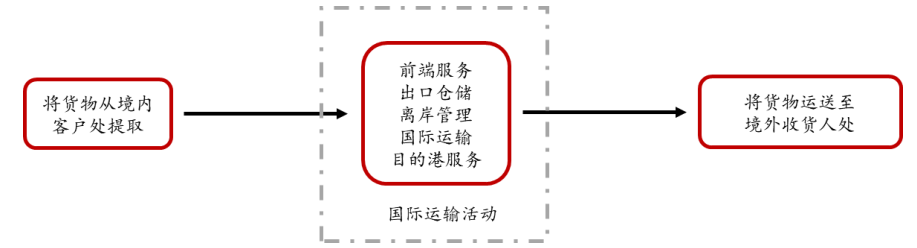
## 2. 行业进入复苏与整合阶段，跨境电商物流前景广阔

### 2.1. 国际货代：疫后复苏预期强化，行业整合时代来临

#### 2.1.1. 行业集中度有望提高，盈利能力提升空间大

货代充当运输中间人角色，在承运人和托运人之间起承接作用。国际货运代理是指在货物运输需求方和运力供给方之间提供运输代理服务，货代接受进出口货物收货人、发货人和其他委托方或其代理人的委托，组织、办理国际货物运输及相关业务，是货主与承运人之间的中间人。

图表12. 国际货运代理的主要业务流程



资料来源：恒邦国际物流，东亚前海证券研究所

货代行业上游为船东、航司等承运企业。中国本土船东包括中远海运、安通控股、中谷物流、海丰国际等，外资船东包括马士基、达飞等。中国本土知名航空公司包括东方航空、中国国航、南方航空等，大型航司的资源属性较强，因此对货代的议价能力较强。货代行业下游为货主方，包括各类外贸企业。2021 年我国货物贸易进出口总值 39.1 万亿元人民币，比 2020 年增长 21.4%，有进出口实绩的外贸企业数量 56.7 万家，其中大型企业拥有较强议价权，货代企业采取垫付运费方式服务大型客户，收款账期较长。

图表13. 货代行业上下游情况



资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

货代行业竞争格局分散，行业集中度较低。以 2021 年全球海运货代企业 50 强为例，上榜 50 强企业共计运输 3897.86 万 TEU，均值 77.96 万 TEU，排名前九家企业运输超 100 万 TEU，排名第一的德迅货运量 455 万箱，行业内各公司经营规模较为接近，货代行业的集中度较低。

图表14. 全球海运货代企业 2021 年货运量排名

	公司	总部	箱量 (万 TEU)
1	德迅	瑞士	455
2	中外运	中国	377
3	DHL	德国	283
4	DSVpanalpina	丹麦	220
5	德铁信可	德国	204
6	罗宾升国际货运	美国	120
7	基华物流	瑞士	105
8	嘉里物流	中国香港	102
9	Expeditors	美国	101
10	汉宏物流	德国	96

资料来源:《Transport Topics》, 东亚前海证券研究所

货代企业轻资产模式展业, 可实现快速规模扩张。货代公司平台化运营, 投入资产较少, 以向客户提供服务为主, 轻资产模式决定了货代企业普遍通过外延并购方式扩大公司体量, 而公司规模扩张有利于增强服务能力与服务范围, 提升自身议价能力, 降低成本、提升效率。

全球头部货代企业积极以并购形式扩大规模, 行业进入加速整合阶段。德迅公司于 2019 年收购加拿大货代公司 Worldwide Perishable Canada、奥地利物流企业 Jöbstl Group、老牌物流企业 Rotra, 于 2021 年收购挪威公司 Salmosped、爱派克斯国际物流 (Apex), 德迅通过并购方式已经成长为覆盖全领域的综合跨境物流服务公司。随着货代物流行业各国际龙头加快并购整合步伐, 行业集中度有望提升, 头部企业的市场份额有望迎来提升。

图表15. 国外货代龙头的收购战略

公司	事件
罗宾逊 (C.H.Robinson)	2012 年收购 Phoenix 公司
	2014 年收购 Freightquote 公司, 奠定在亚洲区域快速发展的基础
	2016 年收购澳大利亚和新西兰货运代理和海关经纪服务的领先提供商 APCLogistics
	2019 年出资约 4800 万美元的现金收购西班牙货代企业 The Space Cargo
DSV	2000 年收购 DFDS Dan Transport Group
	2005 年收购 JH Bachmann, 进一步巩固在空运和海运行业的地位
	2006 年收购 Frans Maas, 成为泛欧公路运输和物流公司
	2008 年收购 ABXLOGISTICS, 开始在南美开展业务
	2016 年收购 UTi Worldwide Inc., 巩固在美国、非洲的竞争地位
康捷 (Expeditors)	2021 年收购了 Agility 的全球综合物流业务(GIL), 跻身行业前三
	1985 年收购主要的非船舶海运公共承运商 (NVOCC) Pac Bridge 扩展海运业务
德迅 (Kuehne & Nagel)	2019 年收购奥地利物流企业 Jöbstl Group
	2019 年收购加拿大最大货代之一的 Worldwide Perishable Canada
	2019 年收购老牌物流企业 Rotra
	2021 年收购挪威易腐品空运货代企业 Salmosped
	2021 年收购亚洲领先的货运代理企业爱派克斯国际物流 (Apex)

资料来源: 各公司官网, 东亚前海证券研究所

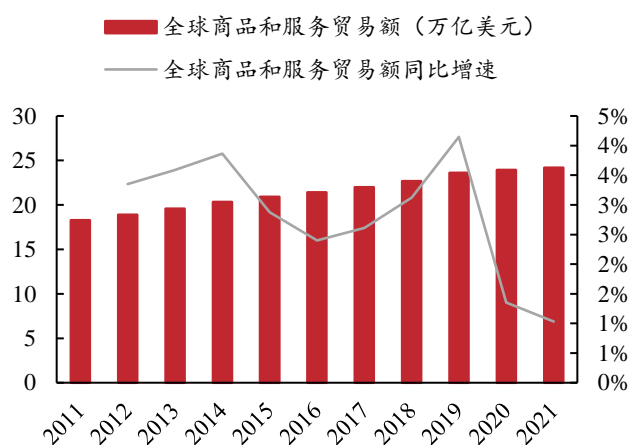
中国外贸行业的升级转型有利于我国货代行业发展。中国外贸企业沿

着 OEM-ODM-OBM 路径转型升级。OEM 为委托代加工、贴牌生产模式，ODM 为原始设计制造商，企业由制造向设计转型，OBM 为自主品牌模式。我国货代行业为推动外贸企业提高国际竞争力、建立国际化品牌、走向海外的重要一环。

## 2.1.2. 全球货物贸易加速回暖，价格逐步回归理性区间

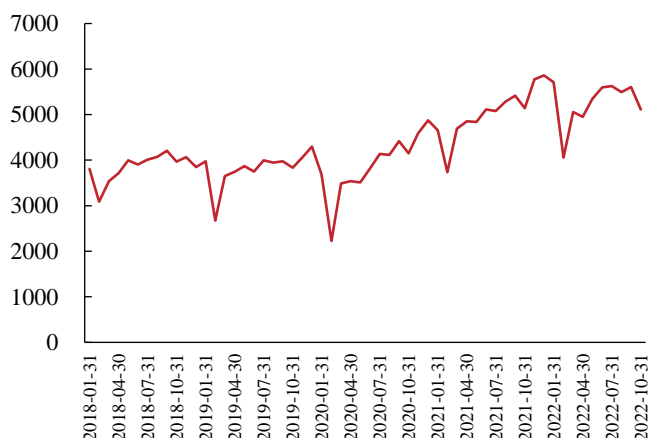
**疫后全球货物贸易规模回升。**全球方面，虽然全球经济增长放缓、欧洲能源危机、通胀水平较高对全球货物贸易产生一定影响，但近十年来全球商品和服务贸易额处于平稳上升态势，2021 年全球贸易额 24.17 万亿美元，同比增长 1.03%，疫情发生以来全球货物贸易规模增速有所放缓，但总体呈现增长趋势。**中国方面**，2020 年疫情爆发初期，我国进出口总值受到一定影响，但之后实现了快速修复。2022 年 1 至 10 月，中国商品贸易进出口总值为 5.26 万亿美元，同比增加 7.7%。出口总值 2.99 万亿美元，同比增加 11.1%；进口总值 2.26 万亿美元，同比增加 3.5%。

图表 16. 2011-2022 年全球商品和服务贸易额



资料来源：经济合作与发展组织，东亚前海证券研究所

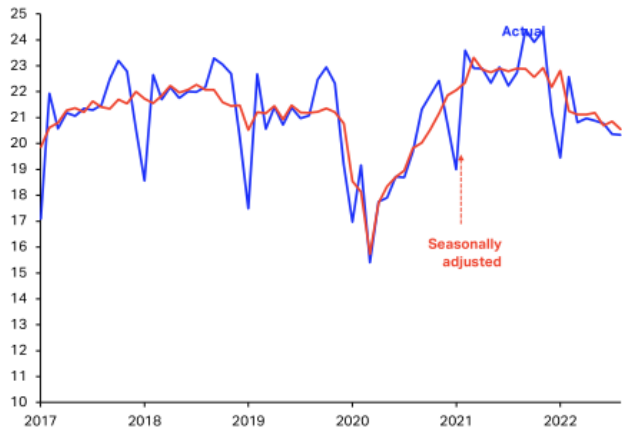
图表 17. 2018-2022 年我国商品贸易进出口总值 (亿美元)



资料来源：中国海关总署，东亚前海证券研究所

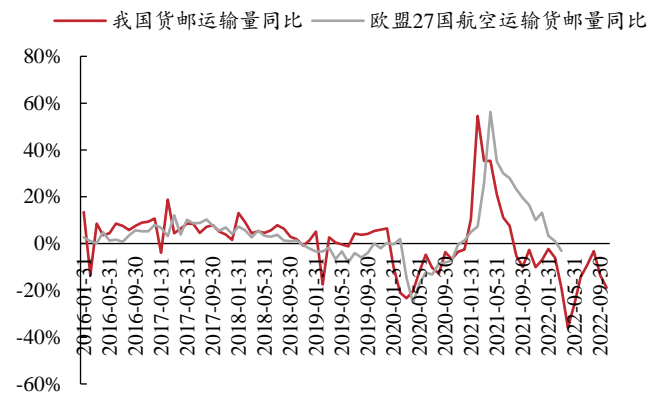
**航运方面，全球航空货运需求走强，年内运价水平回落。**需求方面，国际航空运输协会数据显示，2021 年全球航空货运需求按照货运吨公里（CTKs）计算，同比增长 18.7%，恢复至 2019 年的 106.9%。2022 年 9 月全球航空货运需求同比降低 10.6%，恢复至 2019 年同期的 96.4%。**运力方面**，2021 年全球航空货运运力同比增加 12.4%，恢复至 2019 年的 89.1%，2022 年 9 月全球航空货运运力同比增长 2.4%，恢复至 2019 年同期的 92.6%。运力增长幅度疫情以后始终低于航空货运需求，空运运力供不应求导致运价持续走高。**反映至运价层面**，亚太地区至欧洲、中东地区的航空运价已由 2021 年年底开始回落，目前已经降至 6 美元/公斤以下水平。

图表18. 全球货运需求（CTKs）变化情况



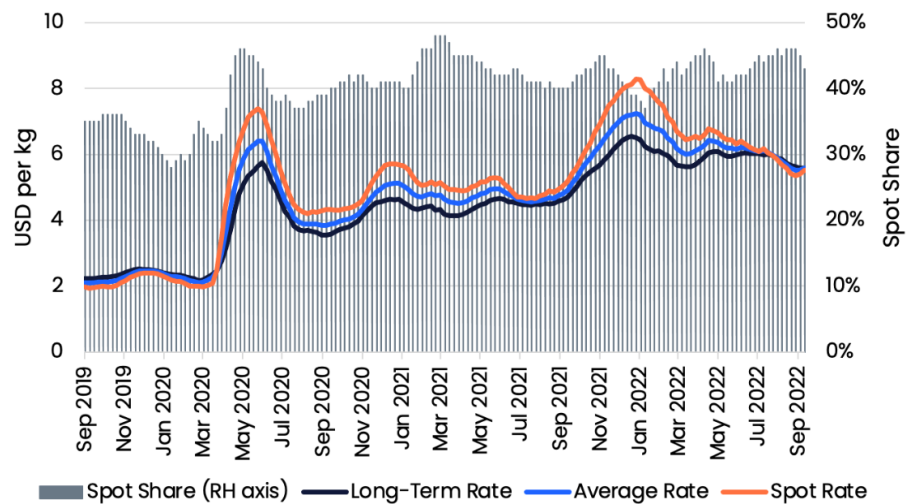
资料来源：IATA Economics, IATA Monthly Statistics, 东亚前海证券研究所

图表19. 2016-2022 年航空货邮运输量同比变化情况



资料来源：中国民用航空局, 欧盟统计局, 东亚前海证券研究所

图表20. 亚太地区至欧洲、中东地区的航空运价变化情况

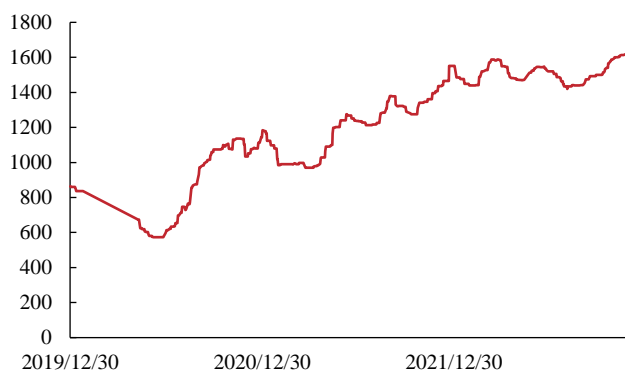


资料来源：Xeneta, 东亚前海证券研究所

海运方面，年内运价同样呈现趋稳态势。我国沿海集装箱运价指数在2021年年末以后上升幅度趋稳，宁波出口集装箱运价指数步入2022年以后由4264.93点快速回落，2022年11月25日已降低至899.20点。随着疫情形势逐渐转好，国际海运市场供需有望逐步趋向平衡，运价逐步回归理性。

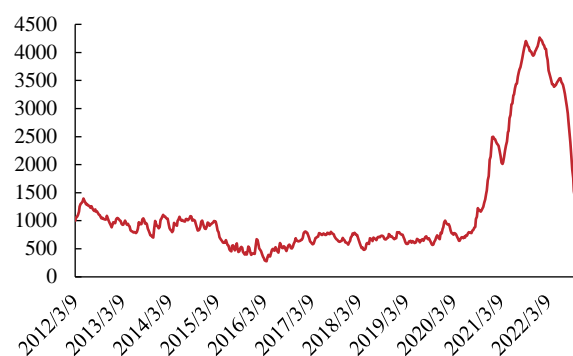


图表21. 我国沿海集装箱运价指数 (TDI)



资料来源：天津国际贸易与航运服务中心，东亚前海证券研究所

图表22. 宁波出口集装箱运价指数 (NCFI)



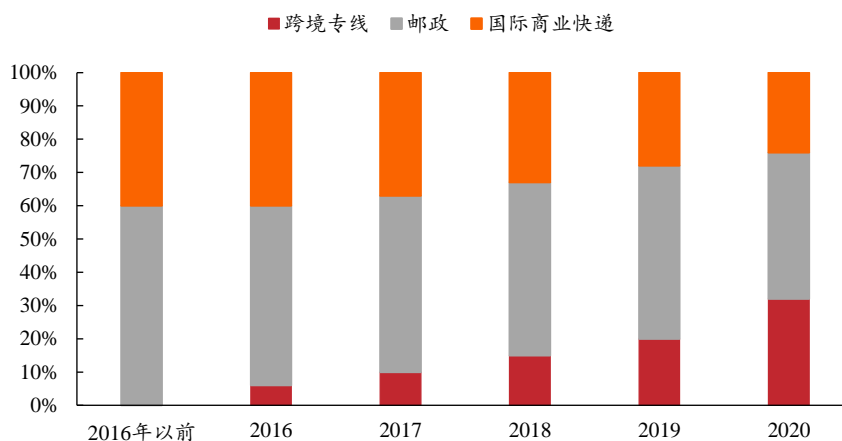
资料来源：宁波航运交易所，东亚前海证券研究所

## 2.2. 跨境电商：疫后渗透率走高，多地存在潜在市场

### 2.2.1. 跨境电商 2C 属性对物流服务提出新要求

跨境电商物流主要分为跨境直发、海外仓两种形式。跨境直发模式是指物流服务商完成出口货物门到门的全流程物流环节。跨境直发包括三种模式：邮政小包通过各国的邮政网络完成跨境电商货物出口，价格较低，全球通达范围广，时效相对较慢。国际商业快递时效快，但价格相对较高。跨境专线是全流程的跨境运输模式，跨境服务商利用自营揽货、自排航半运力以及跨境尾程配送等组织跨境专线服务，时效高、价格低。近年来，跨境专线物流在跨境直发模式中占比不断提高，2020 年我国跨境专线物流占比已升至 32%。海外仓是由跨境物流服务商提供门到海外仓的服务。物流服务商先将出口货物运输至目的地国仓库，订单下达后再进行仓内打包、通过当地物流服务商由海外仓派给海外消费者。

图表23. 我国各类跨境直发模式市场规模占比



资料来源：艾瑞咨询，东亚前海证券研究所

跨境电商相较传统货代的主要区别在于其 2C 属性。传统货代行业面向国际贸易商，其发货品类集中、单次发货量大，因此传统货代的服务项目较为集中、确定。跨境电商物流在充当代理承运人的同时，需提供后端服务，

服务链条更长。另外，电商货品更新迭代快，品类杂、体量小，面对各国不同的监管体系存在合规性风险。

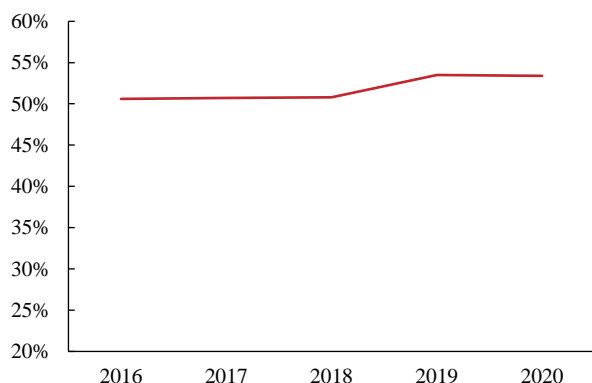
图表24. 跨境电商物流出口流程



资料来源：东亚前海证券研究所整理

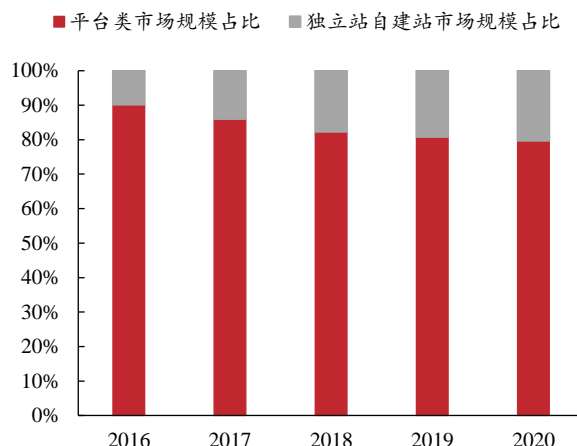
**第三方平台为 B2C 跨境电商主要渠道，独立站或成潜在增量空间。**B2C 跨境电商交易模式分为平台型、自营型和分销型。自营型包括环球易购、兰亭集势等；平台型又分为电商平台和品牌型卖家，前者包括亚马逊、EBAY 等，后者包括有棵树等。根据艾瑞咨询数据，以 GMV 口径衡量，2020 年我国主要 B2C 跨境出口电商平台 GMV 占 B2C 跨境电商总 GMV 的比重达到 53.4%，且近五年比重始终在 50%左右，平台商凭借对流量的掌控能力，具备较强的货源整合能力，是跨境电商交易的主要渠道。但独立站、自建站近年来凭借在交易成本、品牌打造等方面的优势，受到更多卖家的欢迎，从 B2C 跨境出口电商市场规模来看，独立站和自建站占比逐年上升。对于跨境电商物流服务商来说，未来电商平台仍是主力市场，而独立站则是拓展客户资源的潜在方向。

图表25. 2016-2020 年我国主要平台型 B2C 跨境出口电商 GMV 占 B2C 跨境出口电商 GMV 比重



资料来源：Statista，艾瑞咨询，东亚前海证券研究所

图表26. 2016-2020 年我国 B2C 跨境出口电商市场规模结构



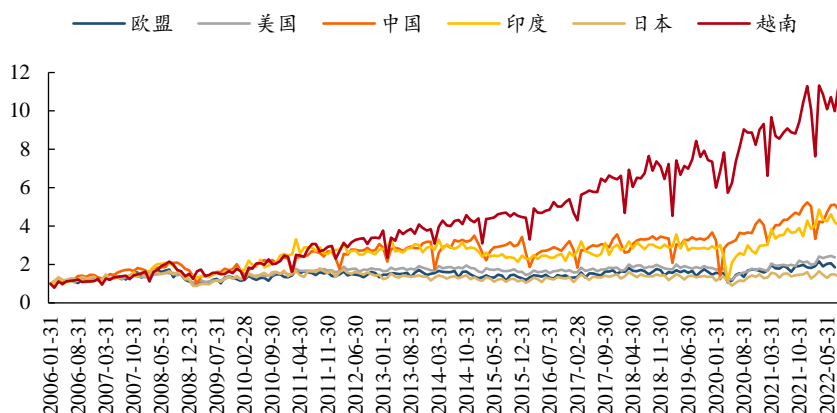
资料来源：艾瑞咨询，Statista，emarketpulse，东亚前海证券研究所

## 2.2.2. 海外市场渗透率提升给行业带来新空间

商流决定物流，全球贸易商流向亚洲转型，亚太地区电商增速较快。经济全球化背景下企业专业化分工重要性凸显，亚洲供应链由于一体化程度更高，且具有更强的协作性、经济性，因此供应链网络向亚洲供应链迁移。商品出口方面，2006-2022 年欧盟、美国商品出口额增长速度放缓，而亚洲

国家中国、印度、越南商品出口额 16 年 CAGR 分别为 10.37%/9.10%/16.42%，亚太地区跨境电商市场近年来快速发展。

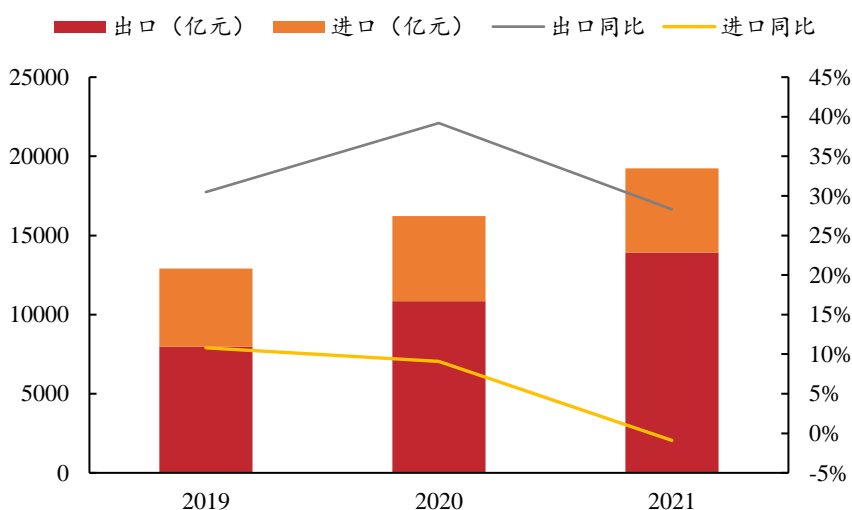
图表27. 2006-2022 年欧盟、美国亚洲各国商品出口额指数



资料来源：世贸组织，东亚前海证券研究所

**海外市场疫后电商渗透率提升，跨境电商物流市场规模有望保持高增。**根据海关统计数据，2021 年我国跨境电商进出口规模约 19237 亿元，同比增长 18.6%，跨境电商出口货物主要去往美国、英国、马来西亚、法国、德国、日本、西班牙及俄罗斯等。根据头豹研究院数据，2021 年，北美、欧洲是我国跨境电商行业最大的出口市场，约 60% 的中国跨境电商企业覆盖北美、欧洲市场，覆盖非洲、中东、大洋洲的中国跨境电商企业占比低于 20%，未来市场扩张潜力较大。跨境电商物流行业受益于疫后跨境出口贸易复苏、中国供应链稳定性优势凸显、中国品牌出海加速，以及疫后海外线上消费需求增长带动的电商渗透率提升，有望在未来保持较高的增长速度。

图表28. 2019-2021 年我国跨境电商进出口规模

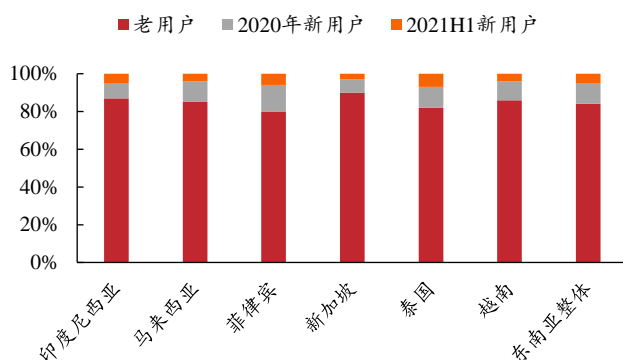


资料来源：海关总署，东亚前海证券研究所

受益于东南亚互联网渗透率提升，我国电商出口东南亚增速较快。2022

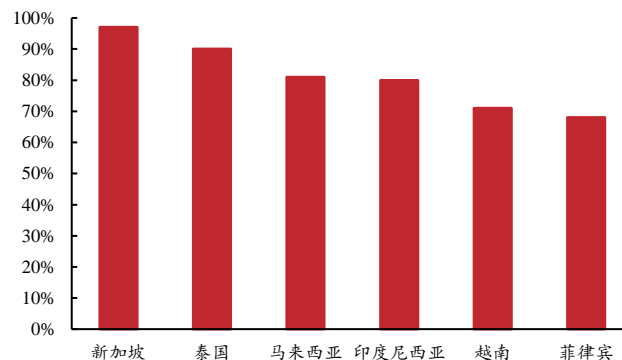
年,越南、菲律宾互联网用户同比增速分别为 4.9%、28.0%。电商消费方面,疫情期间东南亚国家电商消费不断涌入新用户,其中 2020-2021H1 菲律宾、泰国的新用户占比最高,分别为 20%、18%。因此我国电商企业出口东南亚规模快速提升,2022H1,中国对东盟的跨境电商出口同增 98.5%。且截至 2021 年,越南、菲律宾有网购经历的用户占比仅为 71%、68%,东南亚电商市场未来拓展空间仍较大。受益于东南亚互联网渗透率提升,我国电商出口东南亚增速较快。

图表29. 疫情期间东南亚国家电商消费新用户占比



资料来源:《e-Conomy SEA 2021》, 东亚前海证券研究所

图表30. 2021 年有网购经历的东南亚国家用户占比



资料来源:《e-Conomy SEA 2021》, 东亚前海证券研究所

### 3. 国际货代业务稳步前行, 跨境电商物流未来可期

#### 3.1. 国际空海货代再夯实, 结构优化稳住基本盘

##### 3.1.1. 空运领域行业领先, 直客增加带动盈利向上

**公司国际空运货代业务可提供一站式物流服务。**公司的空运货代业务主要包括空运出口、空运进口、监管仓库、清关服务等,服务包含工业普货、跨境电商商品、国际快递物品以及万国邮政渠道物品,实现国际空运的“四流合一”,可提供端到端的全球供应链服务,并提供定制化的空运解决方案。**客户方面**,公司客户类型涵盖纺织、电子、机械设备、食品、化工、电商等行业企业,可提供从工厂提货至境外卸货后派送收货等全过程服务。**产品方面**,公司与大部分国际知名货运航空公司签订有包机、包舱协议,在干线物流运输网络覆盖、价格方面均具有竞争优势。

图表31. 公司空运货代业务简介

业务名称	内容	业务特色
空运出口	解决跨境物流全过程方案，满足客户门到门一站式跨境综合物流的全部需求	<p><b>(1) 客户类型多样化：</b>公司为纺织、电子、机械设备、食品、化工、电商等各类客户提供工厂提货、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。</p> <p><b>(2) 产品服务差异化：</b>公司和大部分国际知名货运航空公司签订有包机、包舱协议，拥有覆盖全球的精品航线和海外地面服务网络，丰富的航线产品、海关监管仓库全覆盖，为客户提供适应各类特种货物极具竞争力的市场价格、多口岸的物流解决方案，如精密仪器、重大件、危险品、冷链货物等专业化的是公司空运出口具有的差异化服务优势。</p> <p><b>(3) 进口操作专业化：</b>公司拥有符合海关要求的监管仓库和运输车辆等设备设施，具备空运进口分拨资质，向客户提供进口货物的工厂提货、国际运输、单证、关务、仓储、分拣、监管、派送收货点等门到门一站式综合物流服务，同时将作业过程通过信息系统向客户开放。</p>
空运进口	业务布局全球，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	海关监管仓库全覆盖，为客户提供适应各类特种货物极具竞争力的市场价格、多口岸的物流解决方案，如精密仪器、重大件、危险品、冷链货物等专业化的是公司空运出口具有的差异化服务优势。 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	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、高效准确的服务为客户提供多种清关需求	

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

**公司空运货代业务在国内和全球均排名领先。**根据物流杂志《Transport Topics》公布的 2022 年全球空运货代 50 强榜单，按照年货量排名，中国在 50 强中占据 7 席，公司以 39.8 万吨的年货量在全球排名第 15，在中国排名第 4，位于行业前列。根据中国国际货运代理协会公布的 2021 年中国空运货代物流企业排行榜中，按照年营业额排名，公司位居第 4 位。坚持全链条服务以及服务网点布局全球化的战略布局促使公司跻身全球货代公司前列，与国内其他企业相比，差异化竞争优势突出，具备与国际物流巨头在细分市场同台竞争的能力和水平。



图表32. 2022 全球空运货代排行榜

排名	公司名称	总部所在地	年货量 (万吨)
1	Kuehne+Nagel	瑞士	222.0
2	DHL Supply Chain&Global Forwarding	德国	209.6
3	DSV A/S	丹麦	160.0
4	DSV Schenker	德国	140.0
5	Expeditors International of Washington	美国	104.7
6	Nippon Express	日本	97.1
7	UPS Supply Chain Solutions	美国	96.5
8	Bolloré Logistics	法国	65.6
9	Kintetsu World Express	日本	55.6
10	Hellmann Worldwide Logistics	德国	55.2
11	Sinotrans Ltd. (中国外运)	中国	53.2
12	Kerry Logistics (嘉里物流)	中国香港	52.0
13	AWOT Global Logistics Group (欧华国际物流)	中国	48.6
14	Ceva Logistics	法国	47.4
15	CTS International Logistics (华贸物流)	中国	39.8

资料来源:《Transport Topics》, 东亚前海证券研究所

图表33. 2021 年度中国货代物流企业空运业务排行榜

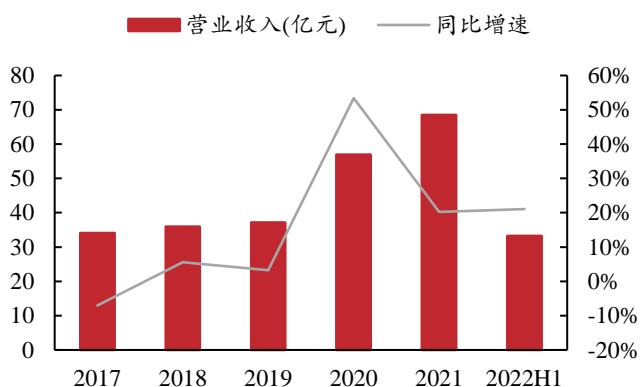
排位	公司名称	营业额 (万元)
1	敦豪全球货运 (中国) 有限公司	1819872.00
2	爱派克斯国际物流 (中国) 有限公司	1812733.00
3	中国外运股份有限公司	1516049.19
4	港中旅华贸物流股份有限公司	959668.00
5	嘉里物流 (中国) 投资有限公司	864069.00
6	唯凯国际物流股份有限公司	685946.40
7	广州欧华国际货运代理有限公司	677420.36
8	深圳市柏威国际科技物流有限公司	593753.33
9	日通国际物流 (中国) 有限公司	444326.29
10	新时代国际运输服务有限公司	405622.00

资料来源: CIFA, 东亚前海证券研究所

价格驱动公司空运货代业务收入规模增长。2017-2021 年公司空运业务营收逐年增加, 从 34.09 亿元增至 68.47 亿元, CAGR 为 19.06%, 公司空运业务占总营收比重保持在 25%-40%之间。2020 年受疫情影响, 国际空运市

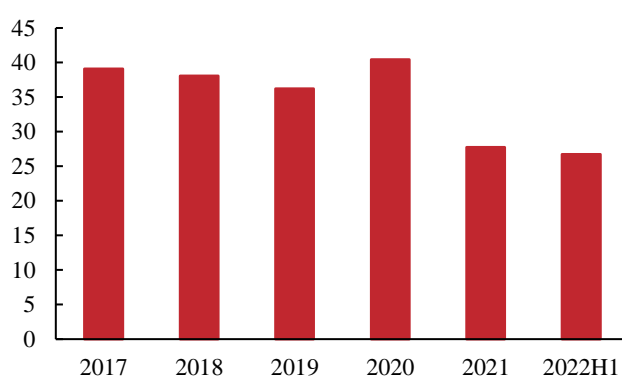
场运力紧张，运价升至高位，公司空运业务单吨营收同比增长 62%，业务量则在疫情影响下出现下降，因此受价格因素驱动，公司空运业务收入同比增长 57%。2021 年国际空运市场仍然供需偏紧，但运费增长趋于稳定，公司单吨营收上调 17%。2022H1 公司空运业务量基本与去年同期持平，但单吨营收同比上升 22%，除了运价因素，公司优质直接客户的增加也带动了单位收入提升。近两年疫情影响下，运力紧张带来的运价上涨是公司空运业务营收增加的主要驱动因素，公司把握市场机遇，并凭借较强的拿舱能力在疫后保持相对稳定的业务量，实现了业绩的稳步增长，未来随着疫情好转，运价回归理性，我们将更加关注公司直客增加等内生因素驱动的业绩增长。

图表34. 2017-2022H1 公司空运业务营收



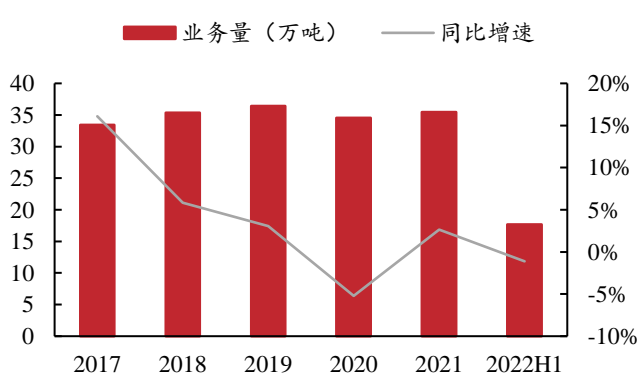
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表35. 2017-2022H1 公司空运业务营收占比 (%)



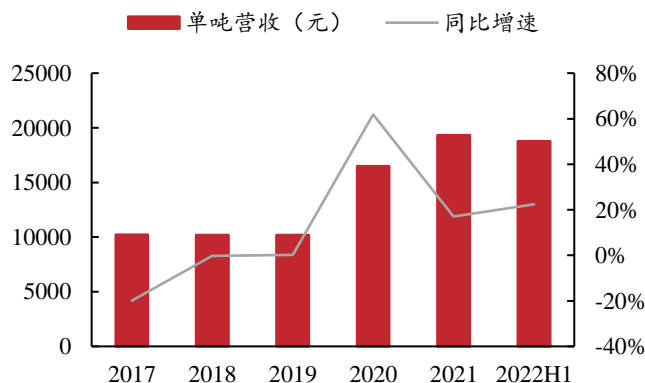
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表36. 2017-2022H1 公司空运业务量



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表37. 2017-2022H1 公司空运单吨营收

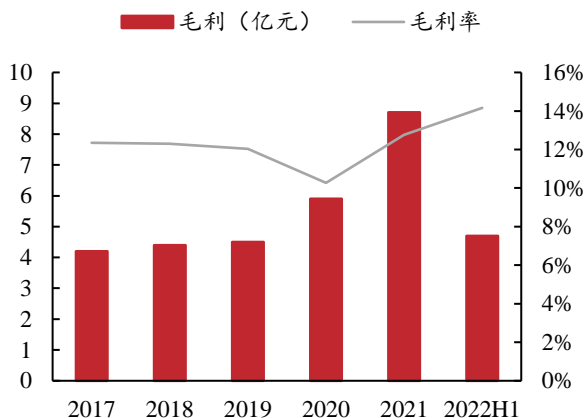


资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

直客增多带动公司盈利能力向上。公司空运业务 2017-2021 年毛利和单吨毛利均稳步上升，毛利从 4.2 亿元增至 8.7 亿元，CAGR 达 19.97%，单吨毛利从 1260 元上升到 2466 元，毛利率从 12.35%到 12.77%，实现稳中有升。2021 年与 2022H1 毛利增加主要原因为直客增多，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，使得公司的服务链条延伸，单位毛利也得到提升。随着疫后复苏，空运市场

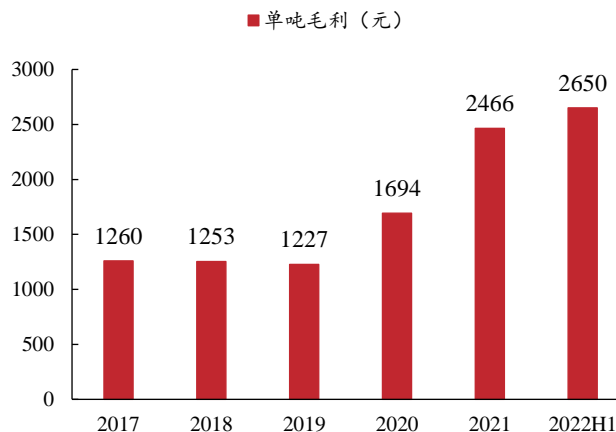
供需趋于平衡，价格回归理性区间后，货代行业的核心竞争力将更加聚焦于客户资源、服务质量，公司通过加大服务环节、延伸服务链条、提高服务质量等方式，有望获取更多优质、稳定的直接大客户，扩充市场份额，公司的盈利能力有望进一步提升。

图表38. 2017-2022H1 公司空运业务毛利及毛利率



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表39. 2017-2022H1 公司空运单吨毛利



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

**公司持续整合拓展运力，加密国际空运物流产品布局。**干线资源和自控运力产品的掌控和拓展能力是货代公司的一大核心竞争力。2022H1，公司与中国邮政、东航物流等公司积极展开战略合作，并开拓多条新的航线。近年来公司通过加强与航司合作、向产业链上游延伸等方式，持续维护和拓展空运运力资源，强化自身拿舱能力，保证航空物流供应链的稳定性，同时不断拓展运力产品，从而凭借丰富且优质的运力资源获取更多直客，不断增加公司的市场份额。

图表40. 2019-2022H1 空运运力维护和拓展情况

年份	航线拓展情况及新进展
2019	<p>(1) 公司增资河南航投物流有限公司并取得其 49%股权，得以借助河南航投已经构建的运力资源更好协同“空中丝绸之路”运力资源，实现物流链向上游延伸；</p> <p>(2) 盐城韩日包机航线、郑州卢森堡货航包板项目、俄罗斯空桥货运航空项目与汉莎航空卡车航班项目。</p>
2021	<p>(1) 欧洲团队推出了“伦敦-杭州”航线客改货进口全链条服务；</p> <p>(2) 盐城至日韩线、南京至台北、西安至莫斯科、AMS 往返 YVR 等固航产品运营常态化，有力推动了北京至阿拉木图疫苗、特定企业的种猪、羊驼等活体动物的运输；</p> <p>(3) 在新加坡、曼谷、大阪开展全方位物流服务；</p> <p>(4) 中标佳木斯东郊国际机场、牡丹江海浪国际机场、鸡西凯湖机场货运整体外包服务业务</p>
2022H1	<p>(1) 先后开通了海航/成都-列日、马来西亚世界货运航空/昆明-吉隆坡，俄罗斯叶罗费航空/哈尔滨-莫斯科等货运航线；</p> <p>(2) 与东航物流战略合作，共同打造全货机与客机腹舱运输能力结合产品；</p> <p>(3) 与广州嘉诚国际联合设立国际航空货运公司，增强未来国际空运业务的干线资源掌控能力，实现物流产业链上游延伸</p>

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

### 3.1.2. 海运业务加速转型，业绩弹性有望逐步释放

**公司国际海运货代业务产品线齐全。**公司在国际海运货代领域拥有几十年的管理和运营经验，可为客户提供高效的物流进出口运输及配套服务。**海运出口方面**，公司除了提供传统货代业务外，还可提供海空联运、拼箱产品、国内多式联运等服务，具有公共订舱平台、无船承运人多重身份，实现班轮覆盖率 100%，具有航线产品丰富，服务综合、响应快、速度快、成本低、风险低的特点。**海运进口方面**，公司除了传统货代业务，还具有进口拼箱、仓储、分拨资质，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较高的行业知名度。

图表41. 公司海运货代业务

业务名称	业务	明细
海运出口	主营范围	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、中国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：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
	综合配套	国内多式联运：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 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、拼箱，境外储存、分拨、派送等，统筹货物流、单证流、信息流和资金流
海运进口	传统业务	境外工厂或仓库提货、清关单证制作及管理、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、仓储增值服务等
	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

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

**公司在 2021 年中国海运货代企业中排名第五。**根据物流杂志《Transport Topics》公布的 2022 年全球海运货代 50 强榜单，按照年货量排名，中国在 50 强中占据 10 席，公司在全球排名第 11，在中国排名第 3，从货量角度来说，公司在国内海运货代行业中运力处于领先地位。根据 CIFA 公布的 2021 年中国货代物流企业海运业务排行榜中，按照年营业额排名，公司排名第 5 位。从海运市场格局来看，无论是营业额还是货运量，中国外运在国内货代企业中均排名首位，公司的货运量相对领先。未来随着公司逐步减少资源占用大的代订舱单环节物流产品服务，向全流程综合物流服务转型，获利空间将进一步放大，公司海运货代业绩的弹性有望得到加速释放。



图表42. 2022 年全球海运货代排行

排名	公司名称	总部所在地	年货量（万 TEU）
1	Kuehne+Nagel	瑞士	461.3
2	Sinotrans Ltd.（中国外运）	中国	375.0
3	DHL Supply Chain&Global Forwarding	德国	314.2
4	DSV A/S	丹麦	290.0
5	DB Schenker	德国	221.5
6	LX Pantos	韩国	165.8
7	C.H.Robinson Worldwide	美国	150.0
8	Ceva Logistics	法国	126.9
9	Kerry Logistics（嘉里物流）	中国香港	122.9
10	Expeditors International of Washington	美国	104.7
11	CTS International Logistics（华贸物流）	中国	102.1
12	Hellmann Worldwide Logistics	德国	90.5
13	Geodis	法国	90.0
14	Fr.Mwyer's Sohn	德国	85.0
15	Worldwide Logistics Group（上海环世物流）	中国	84.0

资料来源：《Transport Topics》，东亚前海证券研究所

图表43. 2021 年度中国货代物流企业海运业务排行榜

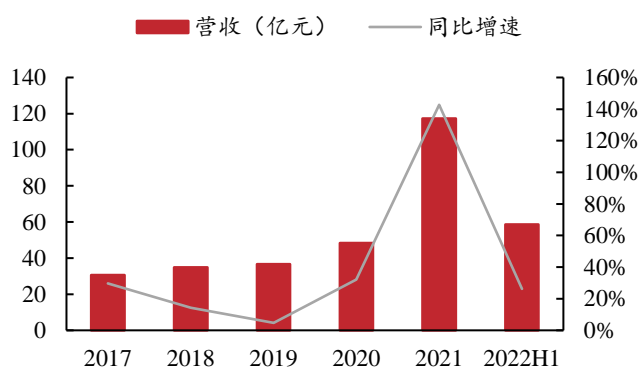
排位	企业名称	海运营业额（万元）
1	中国外运股份有限公司	6931475.98
2	中远海运国际货运有限公司	5119179.00
3	中集世联达物流科技（集团）股份有限公司	2112631.42
4	宁波港东南物流集团有限公司	1237525.02
5	港中旅华贸国际物流股份有限公司	1232009.00
6	上海环世物流（集团）有限公司	1177698.00
7	振华物流集团有限公司	1059672.40
8	全球捷运物流有限公司	991311.00
9	海程邦达供应链管理股份有限公司	853790.00
10	敦豪全球货运（中国）有限公司	769760.00

资料来源：CIFA，东亚前海证券研究所

运价提升叠加业务转型，公司海运货代业务收入规模加速增长。2017-

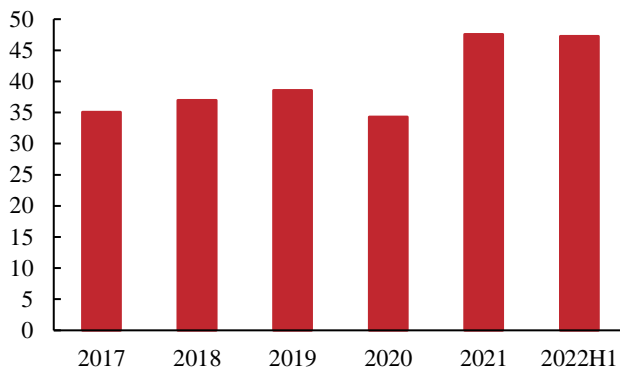
2021 年公司海运业务营收逐年上升,从 30.54 亿元上升至 117.3 亿元,CAGR 达到 40%。2021 年公司营收同比增长 143%,主要系单箱收入大幅增长所致,由于全球贸易需求大幅增长,海运市场由于过量的货物、塞港等情形导致抬高航运费用,促使公司的单箱营收大幅上涨。2022H1 国际海运业务量 42.5 万标箱,同比下降 20.6%,但营业收入 58.7 亿元,同比上升 26.3%,依然系公司单箱收入增长所致,2022 上半年,全球海运业务市场运力仍处于供不应求状态,公司把握住运价走高的趋势,加速提高综合物流服务业务占比,使公司单箱业务收入持续上升,在运力紧张的背景下实现了营收的稳步增长。

图表44. 2017-2022H1 公司海运营收



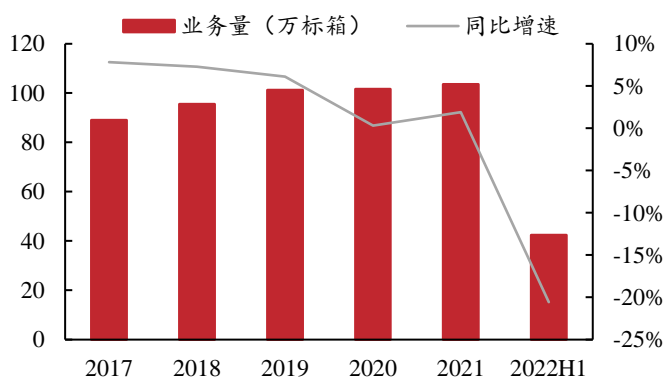
资料来源: 公司年报, 东亚前海证券研究所

图表45. 2017-2021 公司海运占营收比例 (%)



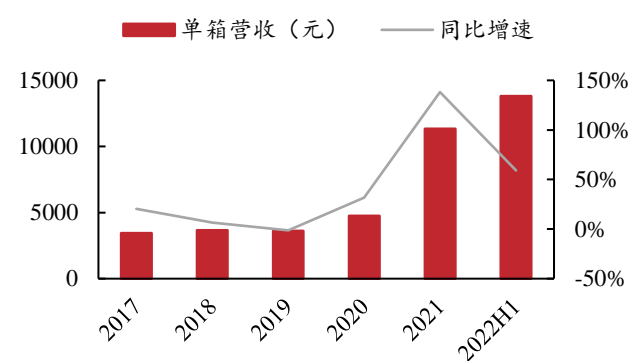
资料来源: 公司年报, 东亚前海证券研究所

图表46. 2017-2022H1 公司海运运业务量



资料来源: 公司年报, 东亚前海证券研究所

图表47. 2017-2022H1 单箱营收

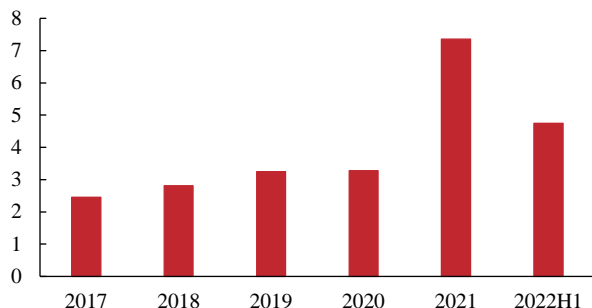


资料来源: 公司年报, 东亚前海证券研究所

**业务转型带动公司毛利率提升。**2017-2021 年, 公司海运业务毛利呈上涨趋势, 从 2.45 亿元升至 7.36 亿元, 单箱毛利从 275 元上涨至 710 元, 其中 2021 年大幅上涨, 主要原因是公司把握运价提升机遇, 加速业务转型, 通过加强资源整合、网络协同, 逐步降低代毛利率较低的订舱业务占比, 向全流程综合物流服务转型, 带动单箱毛利提升。2021H1、2022H1 公司订舱服务货量占海运业务总货量比重分别为 28%/21%, 综合物流服务比重分别为 44%/54%, 综合物流服务比重明显增加, 营业额占比也实现增长。从两类业务的毛利率对比来看, 2022H1, 综合物流服务较订舱服务毛利率高出

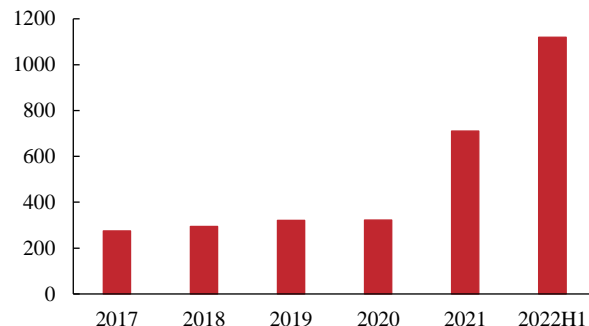
8.82pct。不同于订舱服务获利空间更多依赖运费差价，综合物流服务的环节和链条更长，获利空间更大，公司高毛利业务占比的持续增加，有望为公司海运业绩的快速提升提供有力支撑。

图表48. 2017-2022H1 公司海运业务毛利（亿元）



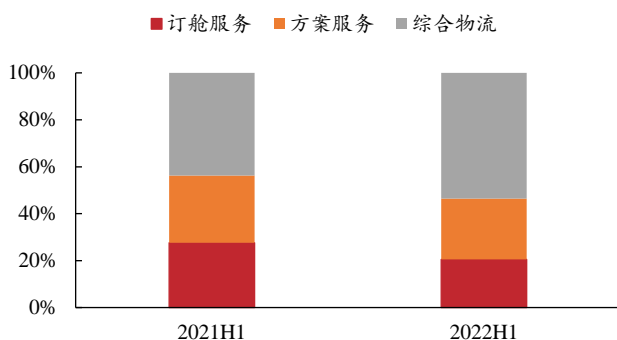
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表49. 2017-2022H1 公司海运业务单箱毛利（元）



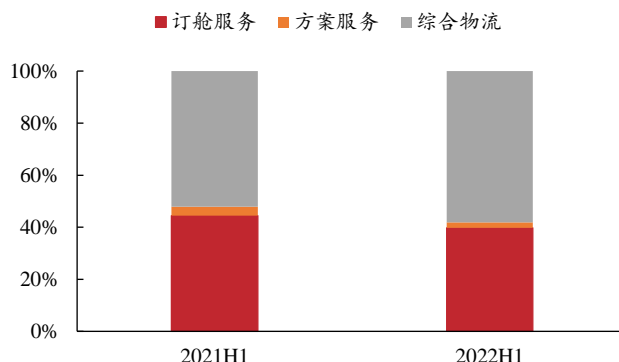
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表50. 2021H1、2022H1 箱量结构对比



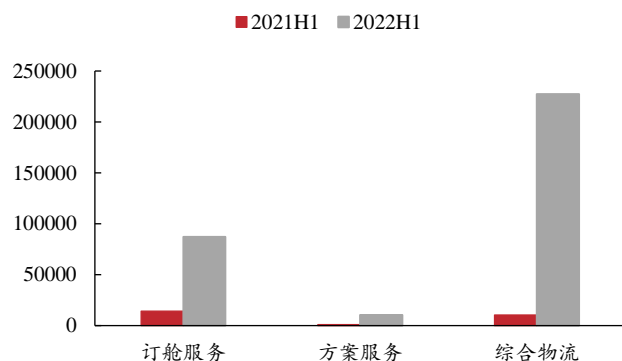
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表51. 2021H1、2022H1 公司海运业务收入结构对比



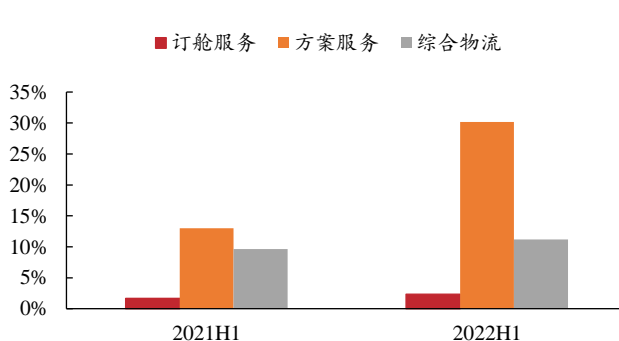
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表52. 2021H1、2022H1 公司不同海运产品单箱收入对比（元）



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表53. 2021H1、2022H1 公司不同海运产品单箱毛利率对比



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

公司持续拓展国际海运运力布局，长期看公司综合物流服务能力提升。

公司近年来不断夯实海运运力建设，加强与全球性和区域性公司的战略合作，拓展国际产品线，完善国际线路，通过运力资源的整合与拓展巩固提升市场份额。2020 年疫情以来，国际海运市场价格波动较频繁，公司把握住了运价上升机遇提升了综合物流服务业务占比，实现了业绩大幅提升，但从长期看，随着疫情形势逐步缓解，海运市场终将回归理性，综合物流服务的环节和质量，更能决定货代公司的竞争力，随着互联网订舱平台的兴起，货代公司的不可替代性更加体现在报关、仓储、配载、集运等环节，客户及市场需求也要求海运产品实现多样化，公司近年来在运力资源不断拓展的基础上丰富海运产品，加速推动了产品多元化，综合物流服务能力的提升将构成公司未来长期业绩增长空间所在。

图表54. 2019-2022H1 运力拓展情况

年份	航线拓展情况及新进展
2019	欧洲/地中海航线与 COSCO、ONE 签署合约 太平洋航线与 MSC/ONE/HMM/ ZIM/HBS 签署合约 其他区域与 MC/MSK/PIL/OOCL 签署合约 澳洲航线与长荣 EMC、汉堡南美 Hamburg Sud、现代 HMM 和德祥 TSL 签署合约 东南亚航线与区域航运船务公司签署合约
2021	完成全国至澳洲线产品，成为公司特色海运运力产品 进一步拓展以星快线（ZIM）至深圳、上海、宁波、南京、常州
2022H1	完善美线 2022-2023 年度 NVO 合约签订，覆盖中国一、二线口岸及亚太口岸，与 EMC、ONE、OOCL 等续签全网型进口运力合约，航线包括欧洲、美国、澳洲航线

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

## 3.2. 跨境电商业务再发力，打造第二增长曲线

### 3.2.1. 跨境电商业务快速增长，成第三大支柱业务

公司跨境电商业务加速布局，产品线逐步完备。公司自 2019 年起开始涉足跨境电商业务，形成以进出口物流服务和海外仓服务为支撑的全面产品服务。公司目前跨境电商物流服务产品涵盖邮政小包、国际快递、FBA 专线、海外仓（仓储、分拨、退换标、一件代发等）等，同时可根据客户需求提供定制化的一站式集成物流解决方案。截至 2021 年底，公司在跨境电商物流领域的布局已初具规模，服务对象覆盖邮政、跨境电商平台和卖家，服务能力涵盖前端揽货、转运分拨、出口报关、干线运输、进口清关、海外仓配，并具备整合尾程派送的能力。

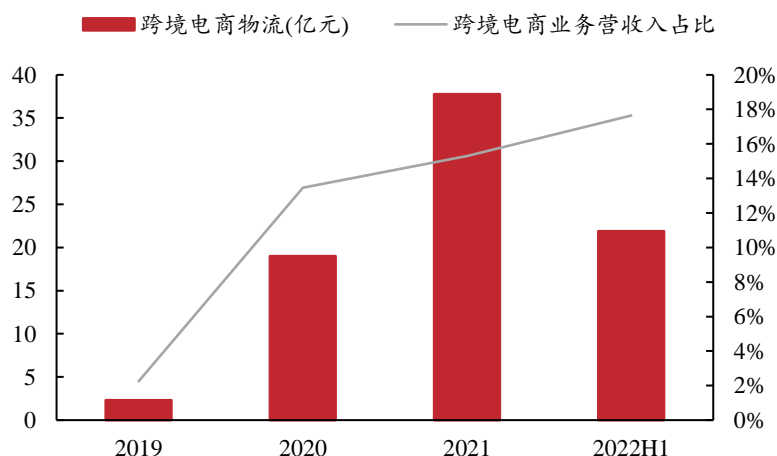
图表55. 公司跨境电商业务

业务名称	业务	明细
电商出口 物流服务	FBA 头程服务	空运、海运、铁路等运输方式将卖家的货物到亚马逊指定仓库
	国际快递专线	信息化技术与海关系统直接对接，整合欧、美、澳、日等国当地清关派送渠道
	个人直邮专线	智能申报系统实现网上直接申报，个人包裹通过转关到口岸直接出运，享受免征不退政策
	海外仓出口服务	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二次包装等服务
	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，满足时效较快而费用较低
电商出口 物流服务	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
	国际快递专线	为客户提供量身定做的不同清关的解决方案，实现一站式清关派送服务
	个人直邮专线	运用互联网信息技术，全球海外仓资源与国内多口岸海关系统对接的跨境电商，提供一体化的高效、阳光清关及多元化末端派送服务
	海外仓进口服务、 中港车转口贸易	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、包装等相关服务 为客户提供在中国香港海外仓集货，直接通过深圳口岸陆路转关至内地各保税区

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

**公司跨境电商业务比重持续提升。**2019 年公司发力跨境电商业务以来，跨境电商物流营收及占比逐年增加，2020/2021 年营业收入分别达到 18.98/37.75 亿元，同比增长 722.54%/98.92%，占比分别为 13.46%/15.30%。公司受益于跨境电商物流行业的高增，同时于近两年积极开展跨境电商业务，分别在 2019、2021 年完成重要的收购，实现了跨境电商物流业务的快速布局。2021 年下半年收购佳成国际物流后，公司的跨境电商业务发展速度进一步加快，2022H1 公司跨境电商业务收入达到 21.90 亿元，同比增长 70%，2022H1 公司与多个电商平台签约，同时华安润通加强与总部及各分子公司联动合作将邮件包裹转运操作，并协同郑州公司、厦门、中国香港公司共同合作大韩航空业务，实现了邮政包裹业务稳定运输。

图表56. 2019-2022H1 公司跨境电商物流业务营收

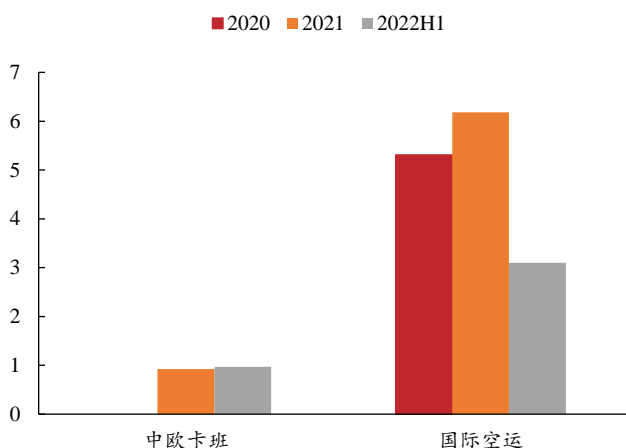


资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所



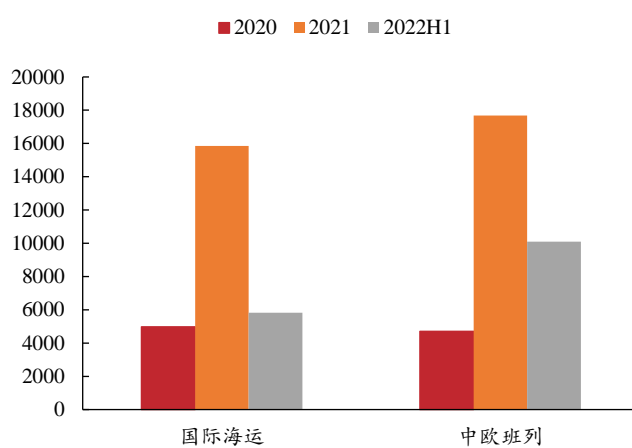
**传统运力资源与跨境电商服务逐步整合，驱动跨境电商物流业务加速增长。**公司利用自身在空海铁运力资源方面的优势，推进跨境电商与传统贸易物流融合，将普货、邮政小包、FBA 头程货实现货源共享、运力共享、服务共享。2021 年，公司跨境电商物流业务中，空运、海运、铁路（中欧班列为主）业务量均实现了增长，并开拓了中欧卡班的运力资源。未来公司不仅将受益于一直以来跨境电商交易规模的增长，还有望在疫后海外市场线上消费兴起带动中国产品出海的背景下分享跨境电商出口业务带来的物流服务需求。

图表57. 2020-2022H1 跨境电商业务货运量（万吨）



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表58. 2020-2022H1 跨境电商业务货运量（标箱）



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

公司 2019 年开拓跨境电商业务以来，每年均在并购、客户、运力、海外仓建设等方面不断加码布局。

**并购方面**，2019 年，公司收购北京华安润通物流有限公司和华大国际物流有限公司 70%的股权，实现了邮政国际空运业务细分领域的进入，实现与大安国际在国际运力采购、机场地面操作、国际跨境业务及新市场拓展等方面的互补。2021 年收购深创建供应链公司 33.5%股权以及杭州佳成国际物流 70%的股权，使得战略布局更加全面。

**客户方面**，2020 年与部分中国 B2C 跨境出口电商企业包括执御、跨境通、有棵树、义达国际等进行业务合作。2021 年公司成功开发科沃斯、泽宝、兰亭、字节跳动等优质客户，迈瑞医疗、天马微电子、九安医疗、海信电子、酷派、荣耀、菜鸟物流、比亚迪、美的电器、欧普照明灯等优质客户的营销也实现了突破，并与敦煌网、TikTok、SHOPIFY、SHOPLINE、天猫国际、京东出海等电商平台及独立站签订物流合作协议。2021 年 12 月，公司通过华为国际物流服务的认证体系审核，公司的综合国际物流服务能力得到华为的全面认可。2022H1 公司与 LAZADA、SHOPEE 等电商平台签订物流合作协议。随着公司国际物流服务综合能力的持续提升，公司有望充分受益于 B2C 跨境电商进出口外贸市场渗透率提升释放的物流需求，跨境电商业务领域的优质客户持续增多，市场份额有望迎来提升。

**运力方面**，2021 年开通至台北定班自营航班，开通至比利时列日卡车航班服务，美国海外仓开通 T86 清关模式，与菜鸟网络签署机场地面服务及代理协议，与中国邮政包裹往俄罗斯方向开展全面合作。2022H1 华安润通加强与总部及各子公司联动与合作，协同郑州公司、厦门、中国香港公司为邮政包裹业务提供运输服务。**海外仓方面**，2021 年，公司头程运输方面布局整合优质海外仓，FBA 海运入仓业务实现了超过 100% 的增长。

**报关、仓储等全流程物流服务方面**，2021 年，盐城开通 9710 电商通关、南京开通国际快件通关，大连、重庆、南京公司开通 9610 通关服务、9710、9810 申报服务、1210 进口服务，公司开通 9610 和快件申报出口服务。2021 年，公司深圳南油集团达成合作，获取深圳跨境电商进出口基地 7.5 万平方米保税仓资源。

**图表59. 2019-2022H1 跨境电商业务拓展情况**

年份	航线拓展情况及新进展
2019	收购华安润通及华大国际 70% 股权
2020	在海外建立多个新公司；与跨境通、有棵树等达成合作
2021	开通至台北定班自营、至比利时列日卡车航班服务；开通多个通关服务；与深圳南油集团等多个公司达成合作
2022H1	与 LAZADA、SHOPEE 等电商平台签订物流合作协议

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

### 3.2.2. 资本外延实现跨境电商业务快速布局

**寻找优质并购标的是公司快速拓展跨境电商业务的重要路径。**

2019 年公司收购北京华安润通国际物流和华大国际物流 70% 股权，成功切入邮政国际空运服务市场，当年通过并购华安物流，公司跨境电商业务量达到 8050 吨，营业收入 2.31 亿元；2020H1 公司实现包机 60 余架次，在运力采购、机场地面操作、新市场拓展等方面实现互补，并购后的协同效应进一步显现。

2021 年公司完成对佳成国际物流 70% 股份的收购，佳成物流在跨境电商物流领域的优势主要在于前端揽收、报关服务以及海外段尾程服务能力，但干线能力受运力和资金不足制约相对较弱。此次并购后公司可基于在邮政细分市场的传统优势，形成涵盖传统贸易普货、邮政小包以及佳成物流的 FBA 专线电商货等更为丰富的干线产品种类，打通中国邮政的非邮业务全球供应链体系，同时在揽收、报关等方面形成资源互补。

**佳成国际物流的收购赋能公司跨境电商的业务量提升。**2021 年佳成国际物流全年实现跨境电商物流小包 10.53 万吨，同比增长 118%，其中国际空运/海运/铁路/中欧卡班分别有 2.52/2.9/1.6/0.2 万吨，分别占佳成国际物流

小包总货量比重为 24%/28%/15%/2%，其余另有海外仓和报关服务 3.31 万吨，基于公司在空海货代领域的传统优势，佳成跨境电商物流的运力资源主力部分仍在空海铁。2022 年公司经营目标中，佳成物流目标全年实现跨境电商物流小包 17 万吨，如经营目标全面完成，则佳成跨境电商物流小包总货量有望同比增长 61.44%，其中佳成国际物流空运与中欧卡班的货量分别占公司跨境电商物流空运和中欧卡班目标货量的 40%和 27%，佳成国际物流的并入有望驱动公司跨境电商物流业务新一轮增长，随着协同效应的持续发挥，佳成对公司业绩贡献度有望进一步提升。

**揽收能力方面**，佳成配备完善的营运系统，包括客户资料库、物流操作平台、客户服务系统、车辆调度系统等，通过专业高效的物流操作管理系统，实现内部业务平台之间的数据和信息转换，保证揽收时效。揽收时效一方面影响着卖家的获客能力，同时也影响买家的消费体验，是物流公司的核心竞争力之一，佳成国际物流在揽收能力方面的优势能有效提升公司在跨境电商头程物流环节的竞争地位。**报关服务能力方面**，佳成国际在境内 14 个口岸，境外 22 个口岸均有布局，可保障跨境物流的快速通关。2021 年，公司在盐城开通 9710 电商通关、南京开通国际快件通关，大连、重庆、南京公司开通 9610 通关服务、9710、9810 申报服务、1210 进口服务，并开通了 9610 和快件申报出口服务。

图表60. 佳成国际物流营运系统简介

运营系统平台	平台功能
客户资料库	客户资料库存储了客户的基本资料、分类报价、其他的业务需求等重要信息，是业务维护和系统操作的基础。
物流操作平台	根据资料显示的客户业务需求，快速、准确的操作每一单货，并根据托运资料自动生成运单、发票、分类出运清单等。
客户服务系统	全方位问题预警系统，及时发现处理货件问题，确保货件及时安全地送达。依据客户需求，通过邮件或短信形式自动为客户提供即时的签收记录及货件状态。
财务管理系统	统计系统：自动累加总计，自动生成结算清单以便客户核对。
车辆调度系统	客户只需拨打服务热线提出揽件要求，通过车辆调度系统，揽件员将以最快的速度上门提取货件。
出运核查制度	所有出运的货件必须按系统扫描、出运清单、人工核查三重标准核对无误后，方准出运，保证客户所托货件万无一失。
便利的查询平台	登陆网站通过运单跟踪窗口输入单号查询或通过 QQ、MSN 在线查询或拨打人工查询热线，货件状态轻松掌握。
网上客户专区	通过客户专属的帐号和密码进入专区，便可轻松实现网上下单、在线帐单管理、在线支付等功能

资料来源：佳成国际物流官网，东亚前海证券研究所

图表61. 佳成国际物流国际通关业务范围

类别	覆盖范围
境内通关口岸	北京、大连、天津、青岛、成都、郑州、南京、浦东、萧山、宁波、福州、平潭、广州、深圳
境外通关口岸	美国、加拿大、巴西、英国、荷兰、德国、俄罗斯、比利时、法国、匈牙利、沙特、阿联酋、南非、澳大利亚、马来西亚、新加坡、印度、孟加拉、日本、韩国、中国台湾、中国香港

资料来源：佳成国际物流官网，东亚前海证券研究所

**运力资源整合能力方面**，公司立足传统国际货代业务，将国际干线服务能力与佳成国际的跨境电商物流服务能力进行整合，实现在跨境电商运输环节竞争能力的提升。**空运方面**，佳成国际官网披露了3架全年定班包机；**海运方面**，佳成国际拥有无船承运人资质，是美森、以星、COSCO、APL、长荣的一级代理商；**铁运方面**，佳成国际拥有中欧电商国际班列，义乌、苏州、成都、西安、郑州、东莞等每周定班；**陆运方面**，佳成国际的卡航覆盖中欧、中英、中亚等地区。**尾程服务方面**，以佳成国际的国际小包业务为例，覆盖欧、美、日等主要国家，妥投率96%-98.9%。**国际仓配方面**，佳成国际的仓储总面积达到10万平方，根据佳成国际官网披露信息，有美国、加拿大、巴西等28个国家有境外口岸海外仓。

图表62. 佳成国际物流运力资源

类别	运力资源
海运	(1) 佳成国际拥有无船承运人资质； (2) 美森、以星、COSCO、APL、长荣的一级代理商； (3) 自有约号； (4) 提供订舱、报关、全段服务。
空运	全年定班包机： (1) 海南航空：成都-比利时列日 (2) SAUDIA：中国香港-比利时列日；中国香港-荷兰马城 (3) ATC：中国香港-比利时列日
铁运	(1) 义乌、苏州、成都、西安、郑州、东莞等每周定班； (2) 直发杜伊斯堡、列日、布达佩斯、伦敦等。
陆运	(1) 覆盖中欧、中英、中亚等地区； (2) 运输成本低，波动频率少； (3) 舱位不受限，时效有保证； (4) 货物类型多样，放宽收货限制； (5) GPS跟踪，轨迹全程可寻。

资料来源：佳成国际物流官网，东亚前海证券研究所

### 3.3. 其他业务板块再突破，内生增长+资本外延驱动发展

#### 3.3.1. 物流服务能力稳步提升，业务线全面推进

**特种物流方面**，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，截至2021年底以特高压电力设备运输为主要服务对象。铁路专用车自行设计方面公司拥有完全知识产权，单车运输能力最大可达1800吨，国内市场占有率持续领先。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，市场发展前景广阔。2021年营业收入9.77亿元，同比增长30.85%，毛利2.18亿元，同比增长13.65%，一方面由于中特物流加大开拓电力市场以外客户的力度，另一方面由于洛阳中重海上风电运输业务取得重大进展。2022H1特种物流营业收入5.1亿元，同比增长2.9%，中特物流与洛阳中重的客户较稳定且加大了中车、石化等领域的市场开拓力度。

**仓储第三方物流方面**，公司旗下的德祥集团提供特许资质进口集装箱分拨服务，拥有经国家相关部门批准设立的海关监管仓库资质，公司国际仓储物流服务覆盖中国大陆、中国香港、东南亚、非洲、美洲等主要港口城市，为国际空海铁货运代理业务、跨境电商物流业务提供基础服务保障。2022H1仓储第三方物流营业收入2.9亿元，同比增长11.7%，公司延伸服务链条，通过结合国际空海运及跨境电商物流业务更好地满足加大客户的仓库使用需求。

**国际工程物流方面**，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、轨道车辆等行业的中国对外走出去的企业。2021年国际工程物流实现收入2.37亿元，同比增长54.78%。公司2019年收购洛阳中重运输，2021年设立合资公司实现恒展远东在东部非洲和南亚地区的尾程服务能力的整合，并设立工程物流业务中心，实现北京、上海、洛阳以及海外业务资源的整合以及物流业务的统筹拓展。2021年，在公司服务支持下，136个风冷自备集装箱被装在散杂货船上发往美国巴尔的摩港，“华为数据中心”设备第一批非标集装箱被装载在散杂货船上发往孟加拉吉大港。

#### 3.3.2. 并购实现版图扩张，股东变更再开新篇

**积极进行资本外延，实现资源快速整合**。跨境物流服务领域，规模优势有利于形成成本优势，很多跨境物流服务商国际龙头企业都通过资本外延的形式扩大自身规模，提高市场份额，跻身国际龙头地位，如德迅、DSV等公司，通过横向和纵向并购，逐步扩大业务领域，成为覆盖全领域的综合跨境物流服务公司。公司近年来持续通过并购提升全球各区域的竞争力，并高度重视并购企业管理，业务上推进跨境电商与传统贸易物流融合，为完善全球服务能力奠定坚实基础。



图表63. 公司主要并购历程

时间	并购公司	并购简介
2019年8月	华安润通	收购北京华安润通国际物流有限公司 70% 股权, 公司为第三方国际综合物流服务商和国际物流优选方案提供者, 主营业务包括国际空海铁货运代理、跨境电商物流、国际工程物流、国际仓储物流、其他国际综合物流服务, 以及特大件特种专业物流等
2019年10月	航投物流	收购河南航投物流有限公司 49% 股权, 公司经营范围包括仓储服务、货运中转、货运代理、货运信息配载等
2020年7月	中重运输	收购洛阳中重运输有限责任公司 60% 股权, 公司主要经营范围为道路普通货物运输, 大型物件运装卸服务, 汽车出租, 机械设备的维修加工等
2021年2月	佳成国际物流	收购杭州佳成国际物流股份有限公司 70% 股权, 成立于 2000 年, 从事门到门的国际物流业务

资料来源: 佳成国际物流官网, 东亚前海证券研究所

公司股东目前已变更为中国物流集团。2021年12月, 中国物流集团收购华贸物流 45.79% 股权, 成为公司新的控股股东, 中国物流集团更名前为中国铁物集团, 其前身为原铁道部物资管理局, 2004 年从铁道部脱钩后划入国资委管理。中国物流集团主营轨道交通产业综合服务和现代物流综合服务, 涵盖一体化供应链服务、物流设施综合服务、物流科技创新服务、国际速递物流服务、特种物流服务等多个业务领域, 为产业链条完整、综合实力强的现代物流企业。本次股东变更将为打造具有全球竞争力的世界一流综合性物流企业集团, 更好发挥中央企业的战略支撑作用, 在加快建设现代流通体系、构建新发展格局中打下坚实基础。

## 4. 盈利预测与投资建议

**基本假设:** 国际空海综合物流方面, 未来随疫情的影响逐步减弱, 货运市场供需趋于平衡, 运价逐步回归理性, 公司有望凭借较强的拿舱能力在疫后保持相对稳定的业务量, 并通过提升服务质量拓展优质直接客户占比, 提升综合物流服务占比放大获利空间, 有望在直客增加、业务结构调整等内生因素驱动下实现盈利能力提升, 市场份额有望进一步扩大。**跨境电商物流方面,** 公司通过资本外延实现业务快速布局, 立足传统国际物流业务优势, 实现空海铁卡运力资源与跨境电商物流业务融合发展与双向赋能, 并购佳成国际物流后公司跨境业务有望迎新一轮增长。

**投资建议:** 公司是国际货代行业内资龙头企业, 资本外延实现对跨境电商物流快速布局, 有望在行业复苏与整合双重窗口期下实现市场份额进一



步提升，看好公司在内生增长与资本外延共同驱动下迎来的疫后强势复苏。我们预计公司 2022/2023/2024 年分别实现营业收入 278.45/318.02/344.43 亿元，归母净利润 11.01/12.37/15.33 亿元。基于 11 月 30 日收盘价 12.13 元，对应 2022/2023/2024 年 PE 分别为 14.42X/12.84X/10.36X，首次覆盖给予“推荐”评级。

## 5. 风险提示

**跨境电商业务拓展不及预期：**公司以资本外延形式切入跨境电商物流领域，面临并购整合风险，业务融合与海外市场渗透不及预期或影响公司业务拓展。

**国际货运价格波动风险：**运价受疫情与国际货运市场供需等多重因素影响，公司代订舱业务占比降低不及预期或加大公司在运价大幅波动时面临的经营风险。

**国际贸易复苏不及预期：**国际贸易受疫情、贸易摩擦等因素影响，国际贸易复苏不及预期影响货代物流行业需求端修复，或对公司疫后复苏形成影响。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	24667.66	27844.96	31801.94	34442.54
%同比增速	75.02%	12.88%	14.21%	8.30%
营业成本	22191.25	24556.55	28186.85	30316.41
毛利	2476.41	3288.40	3615.09	4126.13
%营业收入	10.04%	11.81%	11.37%	11.98%
税金及附加	11.01	21.29	20.03	21.13
%营业收入	0.04%	0.08%	0.06%	0.06%
销售费用	739.42	1073.06	1145.87	1200.25
%营业收入	3.00%	3.85%	3.60%	3.48%
管理费用	498.14	653.84	723.95	762.79
%营业收入	2.02%	2.35%	2.28%	2.21%
研发费用	37.81	42.35	46.12	51.71
%营业收入	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
财务费用	55.96	60.72	58.64	48.06
%营业收入	0.23%	0.22%	0.18%	0.14%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-5.88	0.00	0.00	0.00
其他收益	14.91	35.52	41.32	36.50
投资收益	34.44	29.13	38.28	41.86
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	11.66	7.49	11.24	12.57
营业利润	1189.19	1509.29	1711.33	2133.13
%营业收入	4.82%	5.42%	5.38%	6.19%
营业外收支	0.50	-1.73	-1.51	-1.02
利润总额	1189.69	1507.57	1709.83	2132.11
%营业收入	4.82%	5.41%	5.38%	6.19%
所得税费用	256.57	308.03	352.77	445.12
净利润	933.12	1199.54	1357.06	1686.99
%营业收入	3.78%	4.31%	4.27%	4.90%
归属于母公司的净利润	836.74	1101.29	1237.39	1533.27
%同比增速	57.74%	31.62%	12.36%	23.91%
少数股东损益	96.38	98.25	119.66	153.72
EPS (元/股)	0.65	0.84	0.94	1.17

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.65	0.84	0.94	1.17
BVPS	3.92	4.53	5.48	6.65
PE	21.05	14.42	12.84	10.36
PEG	0.36	0.46	1.04	0.43
PB	3.49	2.68	2.21	1.82
EV/EBITDA	13.13	9.22	7.65	5.77
ROE	16.31%	18.56%	17.25%	17.61%
ROIC	13.77%	15.67%	14.85%	15.40%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1665.89	2254.06	3303.83	4510.80
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款及应收票据	4508.36	4902.97	5139.08	5354.09
存货	28.53	68.25	14.04	89.95
预付账款	333.76	239.36	321.89	365.89
其他流动资产	716.24	860.22	946.56	1030.84
流动资产合计	7252.79	8324.86	9725.39	11351.57
长期股权投资	288.35	298.57	308.79	319.02
投资性房地产	41.16	38.96	36.77	34.57
固定资产合计	641.52	632.28	630.10	624.69
无形资产	274.61	267.15	259.22	251.30
商誉	1728.62	2066.80	2496.80	2996.80
递延所得税资产	103.67	103.67	103.67	103.67
其他非流动资产	192.75	171.54	148.26	132.34
资产总计	10523.48	11903.82	13708.99	15813.96
短期借款	217.35	267.35	317.35	367.35
应付票据及应付账款	2429.79	2568.18	2795.15	3133.39
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	354.97	389.23	465.59	488.75
应交税费	118.28	155.25	185.96	186.20
其他流动负债	635.07	852.54	916.61	922.95
流动负债合计	3755.46	4232.55	4680.66	5098.64
长期借款	968.55	968.55	968.55	968.55
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	60.41	60.41	60.41	60.41
其他非流动负债	329.89	329.89	329.89	329.89
负债合计	5114.31	5591.40	6039.52	6457.49
归属于母公司的所有者权益	5129.88	5934.89	7172.29	8705.56
少数股东权益	279.28	377.53	497.19	650.91
股东权益	5409.17	6312.42	7669.48	9356.47
负债及股东权益	10523.48	11903.82	13708.99	15813.96

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	256.07	1263.94	1533.45	1757.12
投资	-474.32	-26.29	-27.02	-27.27
资本性支出	-66.05	-376.80	-487.41	-555.22
其他	-136.45	25.91	35.07	38.65
投资活动现金流净额	-676.82	-377.18	-479.37	-543.84
债权融资	-573.37	0.00	0.00	0.00
股权融资	40.18	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	1475.30	50.00	50.00	50.00
筹资成本	-245.30	-348.59	-54.31	-56.31
其他	-36.88	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	659.93	-298.59	-4.31	-6.31
现金净流量	201.51	588.16	1049.77	1206.97

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

郑倩怡，东亚前海证券研究所轻工组组长。华威大学金融数学硕士。2019年加入东亚前海证券。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海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。东亚前海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，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>