



华光源海（872351）——

北交所个股研究系列报告： 货运代理企业研究



一、国际货运代理业务为核心业务，协同发展航运业务，布局公路运输业务

华光源海成立于2005年1月，2017年11月挂牌新三板，2022年12月于北交所上市。

公司主营国际货运代理，江海联运长江内置先集装箱班轮运输，公路运输，国际货运代理业务为其最主要的收入来源。2022年，国际货运代理业务营收占比86.61%。

公司客户包括制造业企业、进出口贸易商等直客及代理业务同行，2022年，公司前五大客户集中度为20.11%，公司客户较分散

三、公司成长性较好，盈利能力较差

公司业绩增长较为迅速，成长性较好。2019-2022年，公司营业收入从55,067.37万元增长至210,599.98万元，CAGR=40.50%；归母净利润从2,162.50万元上升至4,935.20万元，CAGR=28.86%。

公司盈利能力持续下滑，盈利水平较差，2021年起毛利率降至10%以下，净利率保持在2%-4%。公司营运能力逐渐增强，应收账款周转情况较好，公司经营性现金流在2020、2021年现金流持续为负，2022年得到修复。

二、中国贸易的发展带来货代行业增量，航运市场稳定发展

全球贸易市场增长趋于平缓，中国对外贸易市场增速相对较快，2021年进出口贸易总额达到6.05万亿元，2017-2021年复合增长率达到10.43%。中国贸易与宏观经济的发展为货代行业营造良好的发展环境，据中国国际货运代理行业协会统计，2021年，中国国际货运代理行业前100强企业营收规模达到7,419.04亿元。

随着中国经济的增长与国家对航运业的支持，中国航运业稳定发展。2022年中国港口货物吞吐量达到156.85亿吨，集装箱吞吐量达到2.96亿TEU。长江干线为重要内河，港口货物吞吐量持续增长，2022年达35.90亿吨，集装箱吞吐量达到0.25亿TEU。

四、公司多次受行政处罚，内控方面仍待加强

2020-2022年，公司共计受到19项行政处罚。违规事由多为未按照规定的航路或按航行规则航行、防污问题，公司在航行规范管理、船员管理、防污管理等方面仍有提升空间。

01

公司基本情况

- 1. 1 主营业务
- 1. 2 业务介绍
- 1. 3 财务情况

1.1 主营业务



国际货运代理为公司最主要的业务，客户较分散

- 华光源海成立于2005年1月，2017年11月挂牌新三板，2022年12月于北交所上市。公司主要从事国际货运代理、江海联运长江内置先集装箱班轮运输、公路运输业务。
- 国际货运代理业务为公司主要收入来源，营收占比从2019年的68.40%提升至2022年的86.61%。该项业务2022年毛利率为5.72%。
- 公司客户包括制造业企业、进出口贸易商等直客及代理业务同行。2022年，公司前五大客户占比为20.11%，公司客户较分散。

图表1：2019–2022年公司营收构成

| | 2019年 | | 2020年 | | 2021年 | | 2022年 | |
|------|-----------|--------|-----------|--------|------------|--------|------------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 代理业务 | 37,665.49 | 68.40% | 52,224.48 | 69.20% | 155,768.21 | 86.46% | 183,190.20 | 86.61% |
| 航运业务 | 16,882.41 | 30.66% | 16,827.66 | 22.30% | 15,391.62 | 8.54% | 18,163.94 | 8.59% |
| 公路运输 | 104.62 | 0.19% | 3,650.89 | 4.84% | 8,683.44 | 4.82% | 10,135.03 | 4.79% |
| 其他 | 414.85 | 0.75% | 2,761.75 | 3.66% | 322.54 | 0.18% | 20.33 | 0.01% |
| 合计 | 55,067.37 | 100% | 75,464.77 | 100% | 180,165.81 | 100% | 211,509.49 | 100% |

数据来源：公司公告，亿渡数据整理

图表2：2019–2022年公司毛利率情况

| | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 代理业务 | 6.47% | 5.30% | 5.37% | 5.72% |
| 航运业务 | 21.30% | 20.42% | 13.41% | 16.22% |
| 公路运输 | 0.19% | 10.43% | 8.75% | 8.03% |
| 其他 | - | 9.29% | 66.40% | 28.62% |

数据来源：公司公告，亿渡数据整理

图表3：2019–2022年公司前五大客户情况

| 2020年 | | | 2021年 | | | 2022年 | | |
|--------|-----------|--------|--------|------------|--------|-------|-----------|--------|
| 客户 | 金额 | 占比 | 客户 | 金额 | 占比 | 客户 | 金额 | 占比 |
| 近铁国际物流 | 2,705.26 | 5.18% | 晶澳集团 | 16,404.40 | 10.53% | 客户一. | 14,346.16 | 6.78% |
| 德迅中国 | 1,475.76 | 2.83% | 三星国际物流 | 7,449.60 | 4.78% | 客户二 | 8,056.76 | 3.81% |
| 江西骅光 | 1,189.02. | 2.28% | 近铁国际物流 | 4,829.91 . | 3.10% | 客户三 | 7,569.83 | 3.58% |
| 武汉锦廷 | 1,154.31 | 2.21% | 飞力达 | 3,703.38 | 2.38% | 客户四. | 7,035.52 | 3.33% |
| 中仓国际物流 | 979.38 | 1.88% | 德迅中国 | 3,624.59 | 2.33% | 客户五 | 5,534.53 | 2.62% |
| 合计 | 7,503.73 | 14.37% | 合计 | 36,011.88 | 23.12% | 合计 | 42,542.81 | 20.11% |

数据来源：公司公告，亿渡数据整理

图表4：公司业务介绍

| 业务 | 商业模式 |
|--------|--|
| 代理业务 | <ul style="list-style-type: none">➤ 公司通过业务员上门拜访、网络推广、商业谈判和参与招投标等方式获客，并在长江中下游主要港口开设网点。➤ 公司接受大型制造业企业、国内进出口贸易商、其他代理企业的委托，提供货运咨询、物流方案设计、订舱、拖车运输、装卸、关报检、代理结算以及单证管理等国际货运代理服务➤ 公司向国际班轮承运人采购国际海运服务，向拖车公司采购拖车运输服务以及向装卸公司采购装卸服务等。➤ 根据客户的具体要求，综合考虑在服务过程中的服务支出，包括海运费、THC、拖车运输费、装卸费及相关增值服务费用等，在此基础上形成本次国际货运代理服务的全程报价，公司赚取全程报价与此次服务支出之间的差额。国际海运费在代理服务收入中占比较大。 |
| 航运业务 | <ul style="list-style-type: none">➤ 公司通过自有船舶、租赁船舶和外采舱位等为不具备内河运营资格的国际班轮承运人提供江海联运长江沿线港口集装箱内支线运输服务。公司通过代理业务板块与上述国际班轮承运人建立了长期、密切的合作关系，国际班轮承运人有意愿委托公司完成长江内支线段的运输服务。➤ 公司提供服务需采购项目涉及集装箱装卸服务、燃油物料、船舶租赁及船舶维修保养等。公司以年度为周期，以箱型箱量为依据收取国际班轮船公司内支线段运输的CCA驳船支线运费。 |
| 公路运输业务 | <ul style="list-style-type: none">➤ 公路运输业务包括整车运输与零担运输。整车运输是整车发运，公司揽货装车后发往指定地点卸货，属于点对点运输方式。零担运输则是公司将货物运送至中转货运站，通过中转货运站的统一调配发往目的站，到达目的站后再统一配送至指定收货地点。湖南为主要客户开发区域。➤ 公司与生产型或商贸型企业签订长期物流服务合同，接受运输委托，按照约定条款为客户组织公路运力，提供货物公路运输及配送等第三方物流服务。➤ 公司根据合同约定向托运人收取运输费用及其他运输途中产生的相关费用。公路运输业务的定价标准主要参考车型、货物品类、运输路线、货物重量和体积等因素并结合市场价格综合制定。 |

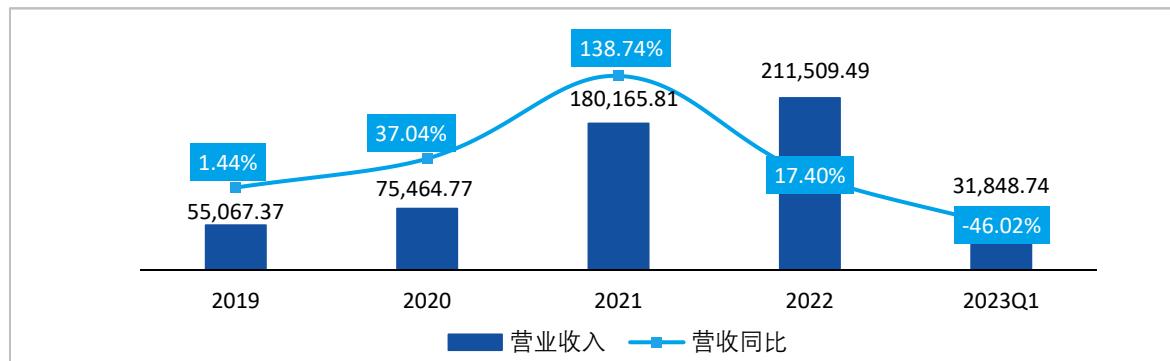
1.3 财务情况

公司成长性较好，盈利能力表现较差

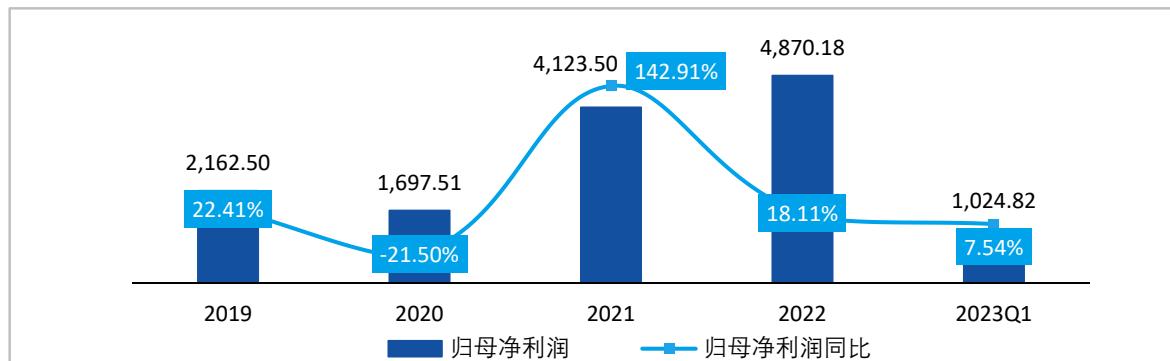


- 2019-2022年，公司营收规模持续增长，CAGR=40.50%。2021年营收增幅较大，主要是得益于疫情造成的运输需求上升以及海运价上涨。2019-2022年，公司归母净利润规模整体增长，年复合增长率为28.86%。2023年Q1，受国际海运价格大幅下降影响，公司营业收入同比下降45.02%；由于公司收到政府上市奖励与参股公司江西骅光分红，其他收益与投资收益增加，2023年Q1，公司归母净利润同比增长7.54%。
- 公司盈利能力整体下滑。2022年，公司毛利率为6.73%，较2019年下降4.47个百分点；2022年，公司净利率为2.61%，较2019年下降1.3个百分点。公司毛利率与净利率均处于低水平，盈利能力较差。

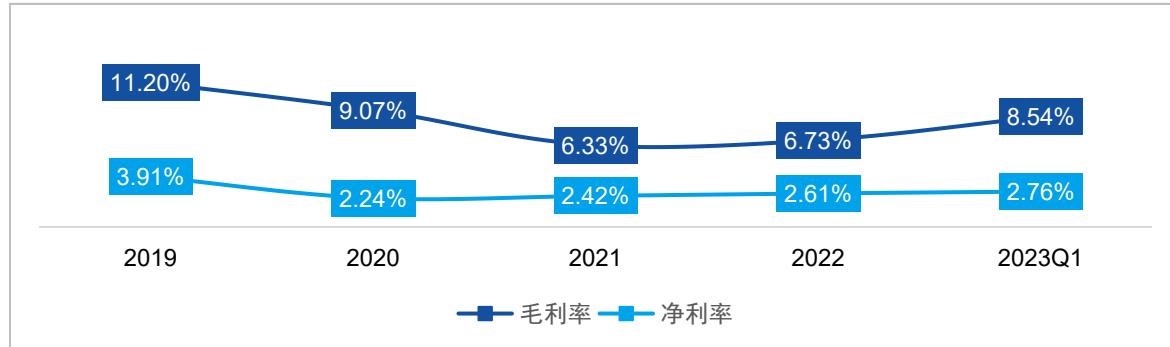
图表5：2019-2023Q1公司营业收入情况（万元）



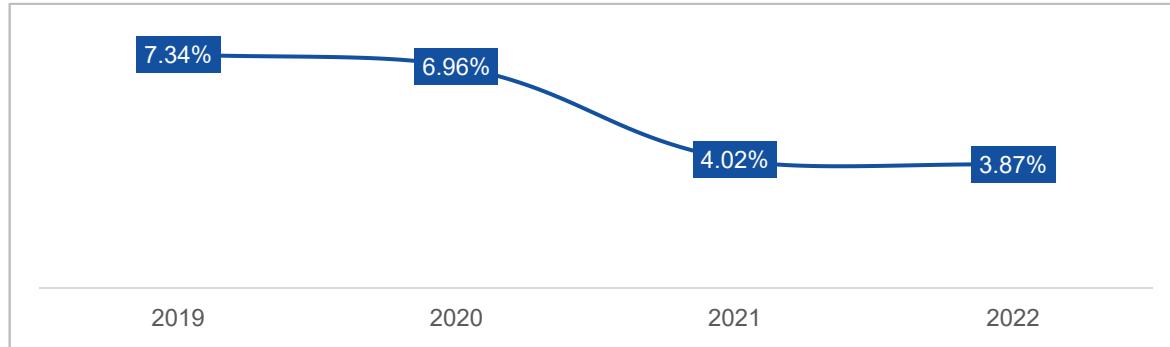
图表6：2019-2023Q1公司归母净利润情况（万元）



图表7：2019-2023Q1公司毛利率、净利率情况

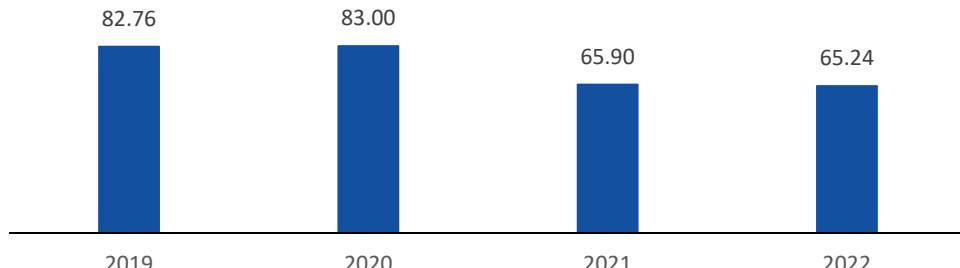


图表8：2019-2022年公司期间费用率

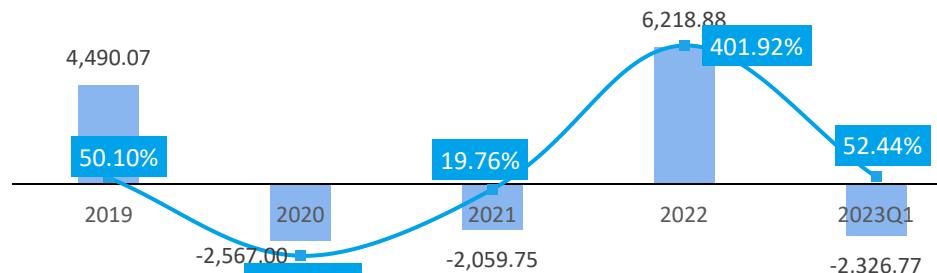


- 公司应收账款周转天数持续缩短，2022年降至65.24天。
- 2020-2021年，公司现金流持续为负。主要由于当期国际海运价迅速增长，国际班轮承运人舱位资源紧俏，更倾向于选择价格高、信用期短的货代公司，公司代理业务的费用支付压力增大；同时，公司下游大型国有企业、上市公司等直客比例上升，公司对以上企业难以压缩信用期，公司对上游供应商与下游客户的信用期存在差异，使得公司经营性现金流持续下降。2020、2021年公司当期收现比同样降至81.40%、87.75%。2022年，公司现金流同比增长401.92%。
- 公司增强客户的合作与新客户的开拓，销售费用持续增长，2022年达到4,259.87万元。公司研发费用支出较低，与货代行业自身科技含量不高的特征相符。

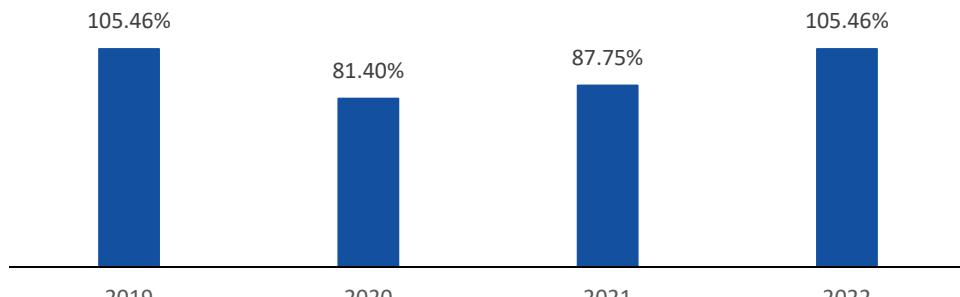
图表9：2019-2022年公司应收账款周转天数



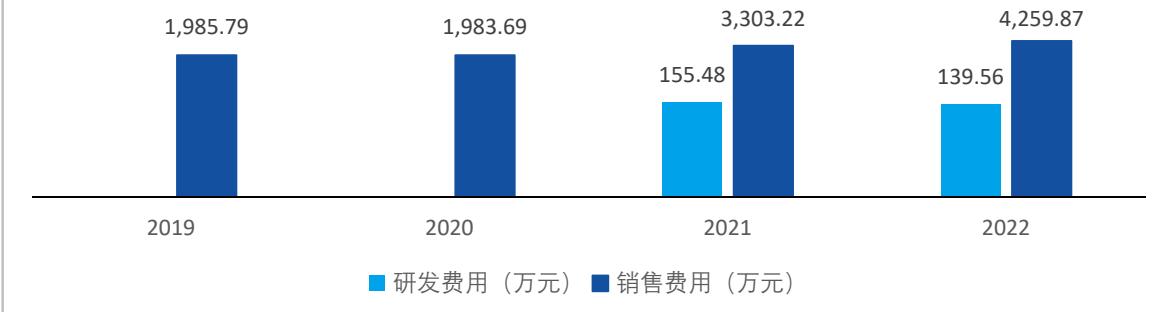
图表11：2019-2023Q1公司经营性现金流净额（万元）



图表10：2019-2022年公司现收比



图表12：2019-2022年公司销售费用与研发费用（万元）



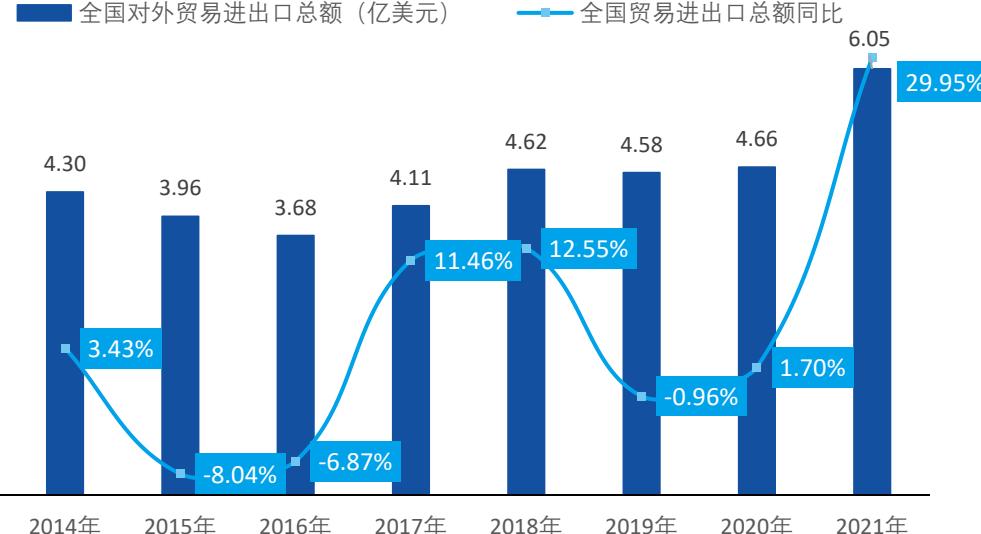
02

行业分析

- 2.1 中国贸易与货代市场情况
- 2.2 中国航运市场情况
- 2.3 国际货代竞争格局

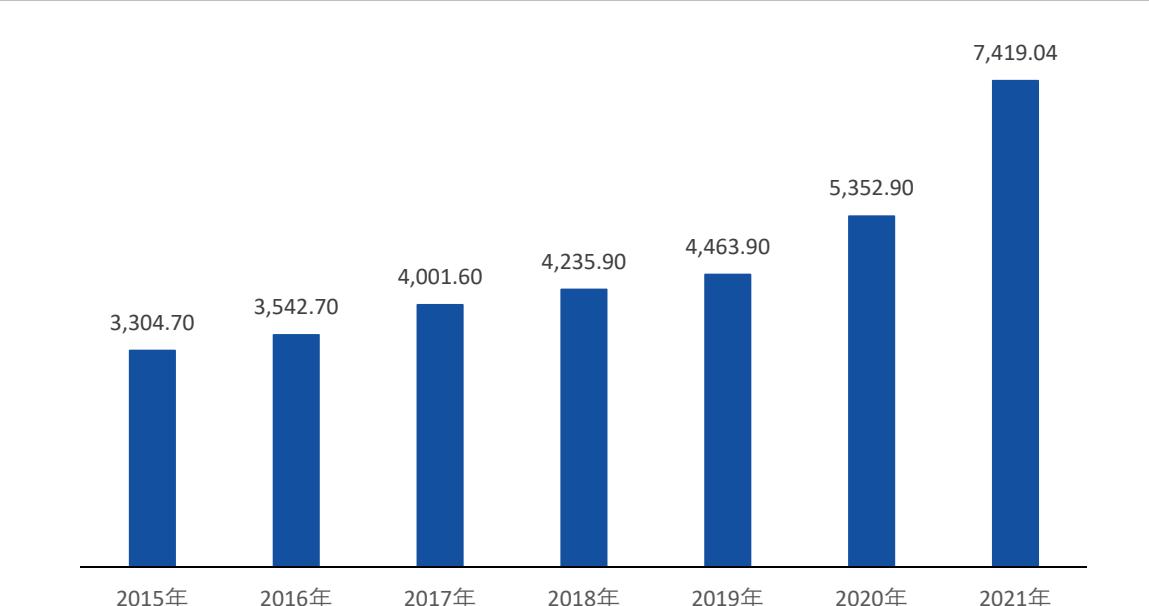
- 全球贸易增长逐渐平缓，2018-2022年，全球贸易总额从19.55万亿美元上升至24.90万亿美元，CAGR=7.02%。2020年，在供应链紧张、全球新冠疫情冲击等多重因素的影响下，全球贸易总额下降7.18%；2021年起，随着全球经济的复苏，国际贸易情况回暖，同时商品价格、燃料价格高企，推升贸易额增长。**从中国市场来看，2017-2021年，中国进出口贸易总额从4.16万亿元上升至6.05万亿元，CAGR=10.43%，相对于全球贸易增速较快。**
- 国际货代是连接跨境贸易与国际运输的纽带，与跨境贸易发展关系密切。从中国市场来看，中国自加入世贸组织后针对对外贸易的利好政策与宏观经济的发展为中国国际货代行业营造了良好的发展环境，根据中国国际货运代理协会统计，2015-2021年中国国际货代百强企业营收持续上升，于2021年达到7,419.04亿元。随着中国对外贸易举措的加强、制造业升级等带来跨境贸易的进一步发展，从而带动国际货代市场的增量，为国际货代企业带来发展机遇。

图表13：2013-2021年中国进出口贸易总额（万亿元）



数据来源：国家统计局，亿渡数据整理

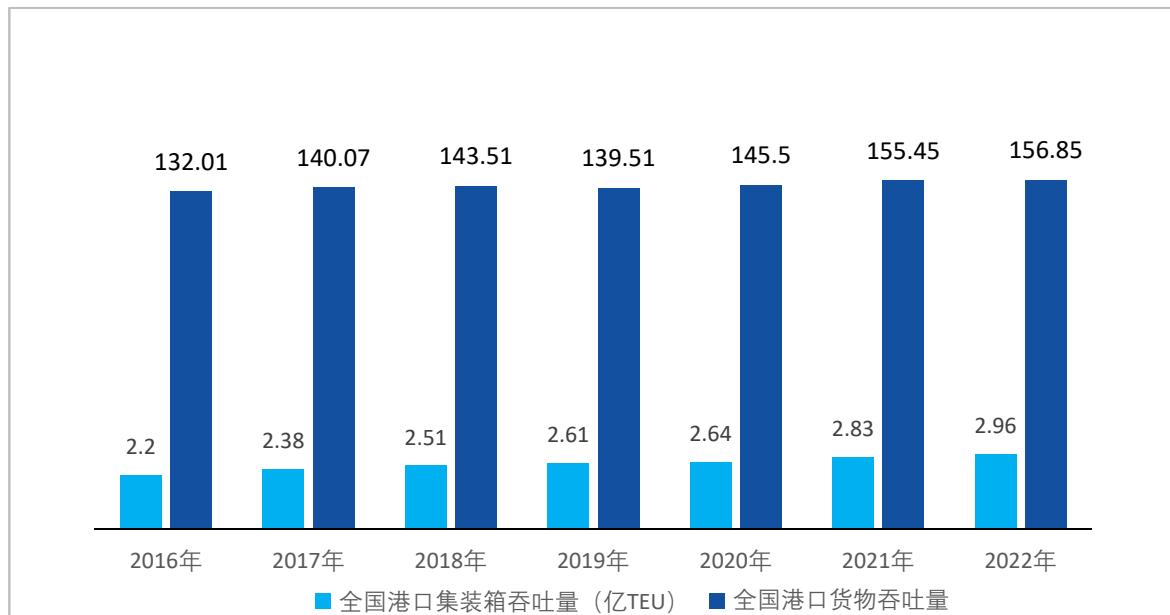
图表14：2015-2021年中国国际货代百强企业主营业务收入（亿元）



数据来源：中国国际货运代理协会（CIFA），亿渡数据整理

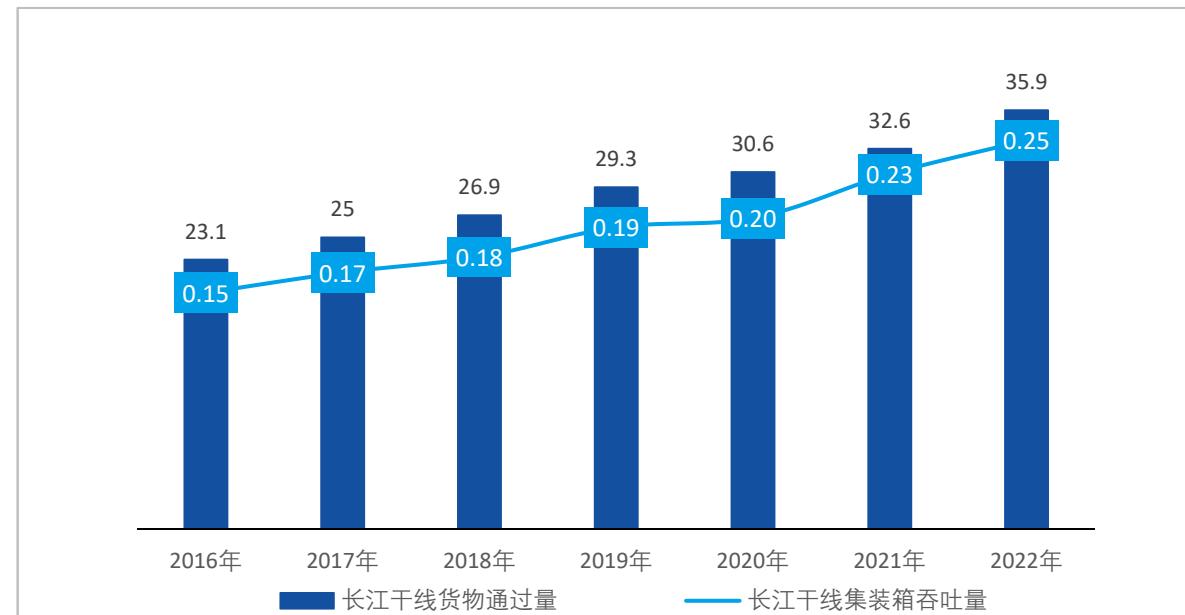
- 随着中国国民经济的发展以及国家对航运业的政策支持，2018-2022年，中国航运业规模稳步增长。据交通运输部统计，2022年，全国港口货物吞吐量达到156.85亿吨，同比增长0.9%。从集装箱运输市场来看，2016-2022年需求端保持增长态势，2022年全国港口集装箱吞吐量达到2.96亿TEU，同比增长4.7%。
- 从内河航运市场看，长江干线作为中国主要的内河，货物吞吐量持续上升，2022年达到35.90亿吨；长江干线集装箱吞吐量达到0.25亿TEU。未来，随着国内经济的提振，以及运输结构的不断优化，国内航运市场将稳定向好发展。国内集装箱市场需求有望在“散改集”、“陆转水”持续推进和多式联运的发展下保持稳定增长，长江等内河港口集装箱市场需求也有望随着经济增长带来的煤炭、矿石等大宗商品运输需求增长而提升，这将对公司的航运业务带来有利影响。

图表15：2016-2022年全国港口货物吞吐量与集装箱吞吐量
(亿吨, 亿TEU)



数据来源：交通运输部，亿渡数据整理

图表16：2016-2022年长江干线集装箱吞吐量
(亿吨, 亿TEU)



数据来源：交通运输部，亿渡数据整理

➤ 国际货代行业格局分散。行业中企业通常采取轻资产运营模式，行业进入门槛较低，当前参与者众多，行业竞争激烈。并且，企业服务模式同质化程度较高，难以形成比较优势，头部企业市占率偏低。从全球范围来看，当前头部国际货代企业成立时期早，基于区域制造业以及对外贸易的优势，经历多次整合，完善网络与服务体系，不断发展壮大。随着行业的发展，国际货代企业将逐渐以提升服务能力以及推进资源整合增强自身竞争力，业务体系较完善的企业优势将得到巩固。

图表15：全球国际货代行业部分企业情况

| 企业名称 | 国家 | 企业简介 | 海运货量（万TEU） | 空运货量（万吨） | 2022年代理服务营收（亿元） |
|---------------|----|--------------------------------------|------------|----------|-----------------|
| 德迅 | 瑞士 | 全球第一大空运、海运货代公司 | 438.6 | 223.2 | 2,272.30 |
| 敦豪 | 德国 | 提供快递、空运与海运、陆运、合同物流解决方案及国际邮递等服务 | 329.40 | 190.2 | 1,843.58 |
| 中国外运 | 中国 | 专业物流、代理及相关业务和电商业务三大板块。全球海运、空运货代前五十强。 | 1,302.3 | 78.1 | 694.86 |
| DSV Panalpina | 丹麦 | 通过空运、海运、陆运三种方式提供货物代理与物流服务 | 266.51 | 155.80 | 1,731.58 |
| DB Schenker | 德国 | 全球物流供应商，提供陆运、空运、海运、合约物流、供应链管理服务 | 190.9 | 132.6 | - |

➤ 从中国国内来看，市场份额较高的企业在国内外有较完善的网络布局。中国外运为最大的国际货代企业，除海运以外还包括空运、铁路运输板块，在营收及货量上处领先地位。

图表16：中国国际货代行业部分上市公司情况

| 企业名称 | 企业简介 | 成立时间 | 上市时间 | 证券交易所 | 总市值 | PE (TTM) | 2022年代理服务营收（亿元） | 海运货量（万TEU） | 空运货量（万吨） | 2022年代理服务毛利率 |
|------|----------------------------------|----------|----------|-------|---------|----------|-----------------|------------|----------|--------------|
| 中国外运 | 覆盖海运、空运、铁路运输代理。全球海运、空运货代前五十强。 | 2002年1月 | 2019年1月 | 上交所 | 326.05亿 | 7.94 | 694.86 | 1,302.3 | 78.1 | 5.07% |
| 嘉里物流 | 主要从事提供物流业务服务，全球海运货代前五十强。 | 1991年7月 | 2013年1月 | 港交所 | 199.18亿 | 5.56 | 141.41 | - | - | 9.64% |
| 华贸物流 | 覆盖海运、空运代理，并拓展跨境电商业务全球海运货代前五十强。 | 1984年12月 | 2012年5月 | 上交所 | 130.68亿 | 14.74 | 220.68 | 77.25 | 30.29 | 10.64% |
| 华光源海 | 同时提供代理及航运服务，以代理服务为主，区域布局主要为长江中下游 | 2005年1月 | 2022年12月 | 北交所 | 4.90亿 | 9.96 | 18.32 | 19.24 | - | 5.72% |

数据来源：各公司年报，亿渡数据整理

03

公司合规分析

3.1 多次受到行政处罚

3.1 多次受到行政处罚

在航行管理、船员管理、防污管理等方面仍需提升



- 2020-2022年，公司受到19项行政处罚。公司于招股说明书中表示所述行政处罚均不构成重大违法违规。
- 违规事由多为未按照规定的航路或按航行规则航行、防污问题，公司在航行规范管理、船员管理、防污管理等方面仍有提升空间。

图表17：公司近三年行政处罚情况

| 日期 | 违规事由 | 处罚单位 | 处罚结果 |
|-------------|----------------------------------|--------|-----------|
| 2020年5月11日 | “源海8号”未按照规定倒车、掉头、追越 | 九江海事局 | 罚款1,000元 |
| 2020年8月28日 | “岳阳洋山”未按规定记录船舶污染物处置情况 | 洋山港海事局 | 罚款4,000元 |
| 2020年9月4日 | “源海6号”未遵守航行通信和无线电通信管理规定 | 浦东海事局 | 罚款4,000元 |
| 2020年9月11日 | “源海9号”未遵守航行通信和无线电通信管理规定 | 浦东海事局 | 罚款4,000元 |
| 2020年10月23日 | “源海壹号”未配置相应的防污染设备和器材 | 岳阳海事局 | 罚款4,000元 |
| 2020年10月23日 | “万邦洋山”未配备最新版上海港海图 | 浦东海事局 | 罚款4,000元 |
| 2020年10月23日 | “万邦洋山”灯浮水域附近未留足富余水深航行 | 浦东海事局 | 罚款4,000元 |
| 2020年11月6日 | “源海8号”未按规定配备最新有效上海港海图 | 浦东海事局 | 罚款4,000元 |
| 2020年12月14日 | “源海8号”未在规定的锚地范围内锚泊 | 武汉海事局 | 罚款3,500元 |
| 2021年1月18日 | “源海洋山”未按照规定的航路航行 | 镇江海事局 | 罚款4,000元 |
| 2021年2月4日 | “万邦洋山”未按照规定的航路航行规则航行 | 黄石海事局 | 罚款5,000元 |
| 2021年7月14日 | “源海壹号”未按规定报告出港信息 | 岳阳海事局 | 罚款5,000元 |
| 2021年9月15日 | “华光洋山”未按照规定的航路或者航行规则航行 | 南京海事局 | 处罚3,000元 |
| 2021年9月16日 | “源海8号”未在规定航路行驶 | 南京海事局 | 处罚4,000元 |
| 2021年9月18日 | “源海9号”未按照规定的航路或者航行规则航行 | 武汉海事局 | 处罚4,800元 |
| 2021年12月23日 | “源海9号”船舶涉及机舱油污水的排放未按照《油类记录簿》要求记录 | 浦东海事局 | 处罚20,000元 |
| 2022年1月19日 | “源海8号”不遵守船舶、设施的配载和系固安全技术规范 | 太仓海事局 | 罚款4,000元 |
| 2022年1月12日 | “岳阳洋山”未按照规定在深水航道上行通航分道内行驶 | 扬州海事局 | 罚款3,000元 |
| 2022年7月4日 | “源海8号”未在垃圾记录簿中记录垃圾排岸操作 | 浦东海事局 | 罚款4,000元 |

本报告由亿渡数据科技有限公司制作，本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但亿渡数据科技有限公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本次报告仅供参考价值，无任何投资建议。

- 本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险，投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，亿渡数据科技有限公司及/或其关联人员均不承担任何责任。
- 本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，亿渡数据公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。
- 亿渡数据公司的销售人员、研究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，通过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，亿渡数据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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据均代表过往表现，过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。