

中国外运 (601598)

证券研究报告

2024年03月04日

跨境电商正当时，综合物流龙头迎新机

中国外运：全球领先的综合物流服务商

中国外运是招商局集团物流业务的统一运营平台，主营专业物流、代理及相关业务和电商业务三大板块。公司是我国货代领域的龙头，22年全球海运货代排名第二、空运货代排名第八。同时公司作为上市央企物流企业，员工激励机制完善。

行业：关注边际改善与结构性机会，跨境电商物流迎来发展契机

22年以来全球经贸下滑，航空货运发展承压，运价回落明显。但另一方面值得关注的是，目前以亚太为代表的航空货运市场同比降幅收窄转正，我国外贸集装箱量同比增速上行，边际改善趋势明显。从结构上来看，海外零售端电商化发展势头强劲有望为中国跨境出口电商创造新一轮的发展机遇，而跨境电商物流以航空货运模式为主，有望带动空运专线与海外仓模式份额提升。

海运代理盈利改善，跨境电商物流有望高速增长

公司拥有广泛的国内外服务网络，可提供通达全球的物流服务；2017年以来，陆续完成了对招商物流、KLG等收购，进一步拓宽运营边界。1) 海运代理业务上，公司货代业务量虽然承压，但通过业务结构优化与延长服务链条，盈利能力改善趋势明显；2) 空运代理与跨境电商物流上，公司持续加强空运通道建设，搭建全球航线网络；并加大全球基础设施布局、完善产品体系，空运通道业务高速增长，22年以来受到需求低迷与运价下行影响，板块经营承压。随着TEMU、Shein等新兴跨境电商平台的高速增长，有望推动公司跨境电商业务重回上升通道。

专业物流构筑业务壁垒，中外运敦豪稳健经营增厚投资收益

1) 专业物流：合同物流贡献板块主要的收入与利润。23年公司抓住内需市场结构性机会，合同物流实现逆势增长。我们认为，公司深耕货代行业七十余年，通过其完善的国内网络及物流基础设施为客户提供定制化、专业化的综合物流服务有望构筑公司业务壁垒。2) 中外运敦豪是中国成立最早、经验最为丰富的国际航空快递领导者，DHL与中外运各持股50%，依托DHL全球网络资源与中国国际快递服务网络建设，公司长期以来实现稳健发展，有望持续为公司贡献投资收益增厚利润。

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司23-25年营业收入为980、1056、1139亿元，同比增速为-10%、+8%、+8%；公司归母净利润为40.43、43.69、47.28亿元，同比增速为-1%、+8%、+8%；对应EPS为0.55、0.60、0.65元，对应PE为11x、10x、9x。参考可比公司估值，给予公司24年12倍的PE估值，对应目标价为7.19元/股，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，空海运价持续下跌，跨境电商行业增长不及预期，海外经营风险，信用应收风险。

投资评级

行业	交通运输/物流
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	5.97元
目标价格	7.19元

基本数据

A股总股本(百万股)	5,255.92
流通A股股本(百万股)	5,255.92
A股总市值(百万元)	31,377.82
流通A股市值(百万元)	31,377.82
每股净资产(元)	5.03
资产负债率(%)	51.12
一年内最高/最低(元)	6.23/4.01

作者

徐君	分析师
SAC执业证书编号：S1110522110001	
xujuna@tfzq.com	
邹媛	联系人
zouman@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	124,345.53	108,816.72	97,991.42	105,559.64	113,908.78
增长率(%)	47.09	(12.49)	(9.95)	7.72	7.91
EBITDA(百万元)	5,364.39	5,466.77	5,331.72	5,981.15	6,420.82
归属母公司净利润(百万元)	3,713.40	4,068.26	4,043.01	4,369.20	4,727.74
增长率(%)	34.82	9.56	(0.62)	8.07	8.21
EPS(元/股)	0.51	0.56	0.55	0.60	0.65
市盈率(P/E)	11.73	10.70	10.77	9.97	9.21
市净率(P/B)	1.32	1.25	1.16	1.08	1.01
市销率(P/S)	0.35	0.40	0.44	0.41	0.38
EV/EBITDA	5.20	3.70	6.40	5.07	4.30

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 中国外运：全球领先的综合物流服务商	5
1.1. 公司简介：招商局旗下综合物流服务商	5
1.2. 股权架构：招商局控股，员工激励机制完善	6
1.3. 财务数据：盈利优化，现金流持续改善	7
2. 跨境物流：跨境电商正当时，出海物流引新机	9
2.1. 国际货代商业模式	9
2.2. 跨境物流：关注边际改善与跨境电商结构性机会	9
2.3. 跨境电商有望带动专线与海外仓模式份额提升	12
3. 海运代理盈利改善，跨境电商物流有望高速增长	14
3.1. 海运代理：延长服务链条，海运代理盈利改善	14
3.2. 空运代理：发力跨境电商物流，构筑第二增长极	15
3.3. 铁路代理：丰富产品矩阵，量利齐升	18
4. 专业物流：纵深专业领域，构筑业务壁垒	18
5. 中外运敦豪：背靠国际快递巨头，实现长期稳健增长	20
6. 盈利预测与估值	21
7. 风险提示	23

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：2022 年公司营业收入结构	5
图 3：2022 年公司毛利结构	5
图 4：公司股权架构	6
图 5：公司营业收入与同比增速	7
图 6：公司归母净利润与同比增速	7
图 7：公司费用率情况	8
图 8：公司毛利率与净利率情况	8
图 9：公司分业务毛利率	8
图 10：中外运投资收益及占比	8
图 11：公司经营活动现金净流量与资本开支（亿元）	8
图 12：公司现金分红总额与股利支付率	8
图 13：国际货代产业链	9
图 14：制造业 PMI	10
图 15：出口金额同比增速	10
图 16：我国主要港口外贸集装箱吞吐量同比	10
图 17：货邮吨公里（CTK）同比增速	10
图 18：我国进出口金额增速与国际货邮、外贸集装箱吞吐量增速	10

图 19: 我国进出口市场规模拆分 (万亿元)	10
图 20: 2017-2022 年全球电商零售销售额及电商渗透率	11
图 21: 2022 年各地区电商零售销售额预计增速及移动电商渗透率	11
图 22: 我国出口跨境电商市场规模及同比增速	11
图 23: 我国 B2C 出口跨境电商市场规模及占比	11
图 24: 传统跨境物流与跨境电商物流流程与主体对比图	12
图 25: 跨境电商物流主要运营模式对比	12
图 26: 2022 年出口跨境电商物流市场规模 (亿元)	13
图 27: 2022 年出口跨境电商物流市场规模 (亿元)	13
图 28: 2022 年公司货代及相关业务对外收入结构	14
图 29: 2022 年公司货代及相关业务分部利润结构	14
图 30: 海运代理业务量及同比增速	15
图 31: 海运代理单箱利润	15
图 32: 空运通道可控运力	16
图 33: 空运通道业务量 (万吨)	16
图 34: 空运通道业务单吨利润	16
图 35: TAC 指数跟踪	16
图 36: 跨境电商物流业务量	17
图 37: 跨境电商物流收入及同比增速	17
图 38: 铁路代理业务量及同比增速	18
图 39: 铁路代理单箱利润及同比增速	18
图 40: 2022 年公司专业物流业务对外收入结构	19
图 41: 2022 年公司专业物流业务分部利润结构	19
图 42: 合同物流业务量及同比增速	19
图 43: 合同物流对外收入及同比增速	20
图 44: 合同物流分部利润率	20
图 45: 2021 年全球限时国际快递市场格局	20
图 46: 中外运敦豪营业收入及同比增速	21
图 47: 中外运敦豪净利润及同比增速	21
图 48: 中外运敦豪的投资收益及占比	21
表 1: 公司业务板块	5
表 2: 2022 年全球货代 TOP10	6
表 3: 股权激励行权条件 (同时满足)	7
表 4: 专线&海外仓物流市场规模测算 (亿元)	13
表 5: 公司代理及相关业务介绍	14
表 6: 公司近年来主要的收购事件	15
表 7: 公司跨境电商服务体系建设	17
表 8: 公司专业物流业务介绍	18

表 9：公司营业收入预测（亿元）	22
表 10：公司毛利率预测（亿元）	22
表 11：可比公司估值	23

1. 中国外运：全球领先的综合物流服务商

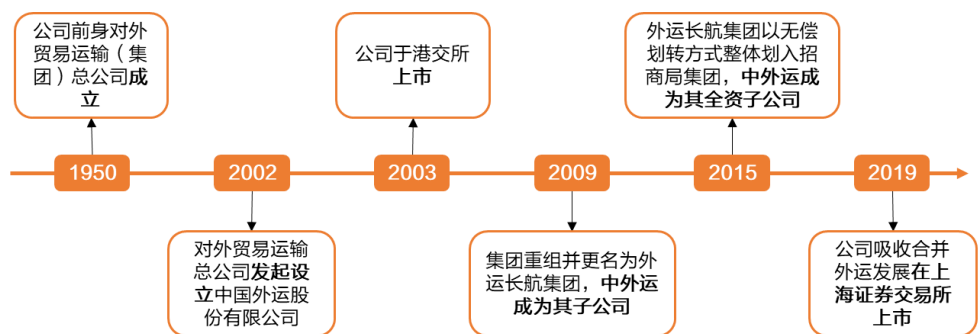
中国外运是招商局集团物流业务的统一运营平台，A+H 股两地上市，主营专业物流、代理及相关业务和电商业务三大板块。公司是我国货代领域的龙头，22 年全球海运货代排名第二，空运货代排名第八（货量口径）。同时，公司不断坚持并完善以利润共享机制为核心的绩效考核及分配机制，于 2022 年施行股权激励，员工激励机制完善。

回顾公司财务情况，公司长期以来利润增长稳健，2011-2022 年始终保持正增长，归母净利润复合增速为 18%。21 年空海运价上行，公司收入利润实现大幅增长，22 年以来运价下行，经营承压，但公司主动优化业务结构、拓展业务环节，公司盈利实现明显改善，凸显经营韧性。现金流情况持续改善，在稳健的资本开支下，公司有望进一步提升分红比例。

1.1. 公司简介：招商局旗下综合物流服务商

公司是招商局集团物流业务的统一运营平台。公司前身对外贸易运输（集团）总公司成立于 1950 年，并于 2002 年独家发起设立中国外运股份有限公司，以其与货代、船代有关业务的核心战略地区资产注入中国外运。2003 年，公司于港交所上市。2009 年，对外贸易运输总公司与中国长江航运（集团）总公司重组合并，更名为外运长航集团。2015 年，外运长航集团以无偿划转方式整体划入招商局集团，成为其全资子公司，中国外运的实际控制人由外运长航集团变更为招商局集团。至此，公司成为招商局集团物流业务统一运营平台和统一品牌，2019 年，公司吸收合并外运发展在上海证券交易所上市。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中国航务周刊公众号，天风证券研究所

公司主营业务包括专业物流、代理及相关业务和电商业务三大板块。其中，专业物流是核心业务，聚焦高成长、高附加值的细分行业及其上下游，推动产业高质量发展；代理及相关业务是基石业务，为专业物流业务及跨境电商业务发展提供支撑；电商业务是公司的新兴业务，主要服务于快速发展的跨境电商客户，利用公司的可控运力优势和资源整合能力为客户提供跨境端到端服务，保障客户供应链高效稳定发展。2022 年，货运代理、专业物流、电商业务的收入占比分别为 64%、25%、11%；毛利占比分别为 58%、39%、3%。

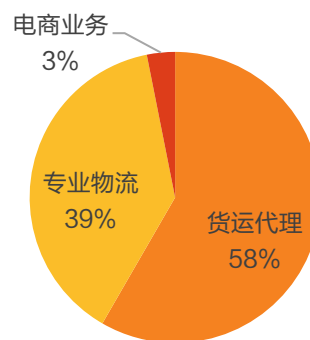
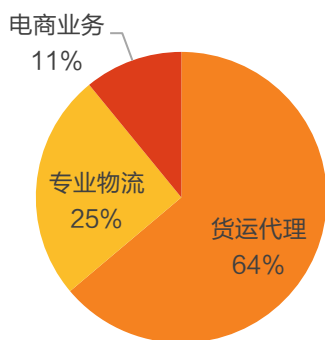
表 1：公司业务板块

业务大类	业务小类	22 年营业收入 (亿元)	22 年毛利率
代理及相关服务	海运代理、空运代理、铁路代理、船舶代理、库场站服务	694.9	5.07%
专业物流	合同物流、项目物流、化工物流、冷链物流、其他专业物流服务	274.5	8.47%
电商业务	跨境电商物流、物流电商平台、物流装备共享平台	118.8	1.59%

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 2：2022 年公司营业收入结构

图 3：2022 年公司毛利结构



资料来源: wind, 天风证券研究所

资料来源: wind, 天风证券研究所

公司是全球领先的综合物流服务提供商和整合商。公司在 2022 年全球海运货代 50 强排行榜中排名第二, 在空运货代 50 强中排名第八, 海运及空运代理均为我国第一。

表 2: 2022 年全球货代 TOP10

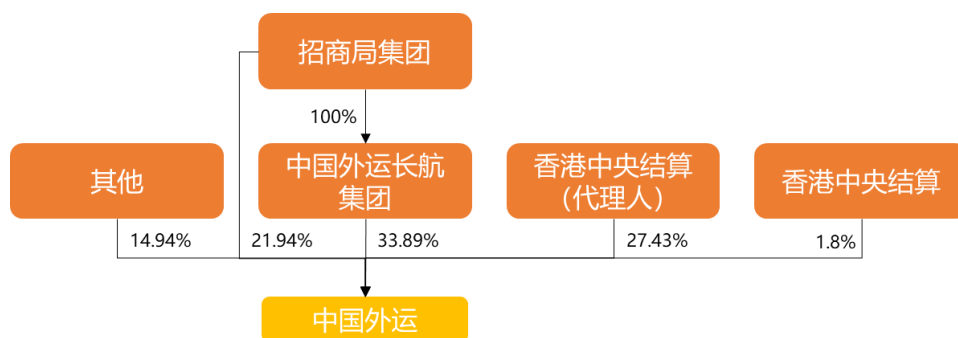
全球空运货代 TOP10				全球海运货代 TOP10			
排名	公司名称	总部	货量(万吨)	排名	公司名称	总部	箱量(万 Teu)
1	德迅	瑞士	223	1	德迅	瑞士	439
2	DHL	德国	190	2	中国外运	中国	389
3	DSV	丹麦	156	3	DHL	德国	329
4	DB Schenker	德国	136	4	DSV	丹麦	267
5	UPS	美国	99	5	DB Schenker	德国	194
6	Expeditors	美国	87	6	LX Pantos	韩国	153
7	日通	日本	87	7	C.H.Robinson	美国	143
8	中国外运	中国	78	8	基华物流	法国	130
9	波洛莱	法国	71	9	嘉里物流	中国香港	118
10	近铁	日本	69	10	Geodis	法国	115

资料来源: Transport Topics, 天风证券研究所

1.2. 股权架构: 招商局控股, 员工激励机制完善

截至 23Q3, 中国外运长航集团为公司控股股东, 持有公司 33.89%的股权。公司实际控制人为招商局集团, 通过直接持股及间接持股方式合计持有公司 58.48%的股权(截至 23H1), 最终实控人为国务院国资委。

图 4: 公司股权架构



资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 截至 2023Q3)

员工持股健全激励机制。激励机制上，公司不断坚持并完善以利润共享机制为核心点的绩效考核及分配机制，于 2022 年施行股权激励，向 186 名员工授予 7,392.58 万股，占当时总股本的 0.999%，授予对象覆盖了公司的核心管理层与骨干员工。截至 24 年 1 月，第一个行权期条件已经成就，股权激励有效激发员工动力和创造力，为公司吸引了更多的人才骨干。

表 3：股权激励行权条件（同时满足）

业绩指标	第一批生效	第二批生效	第三批生效
归母净利润收益率	≥10.25%	≥10.5%	≥10.75%
	且不低于同行业均值（或对标企业 75 分位水平）		
归母净利润复合增长率（以 2020 年为基础）	≥11%	≥11.25%	≥11.5%
	且不低于同行业均值（或对标企业 75 分位水平）		
经济增加值（EVA）	≥15 亿元	≥16 亿元	≥17 亿元

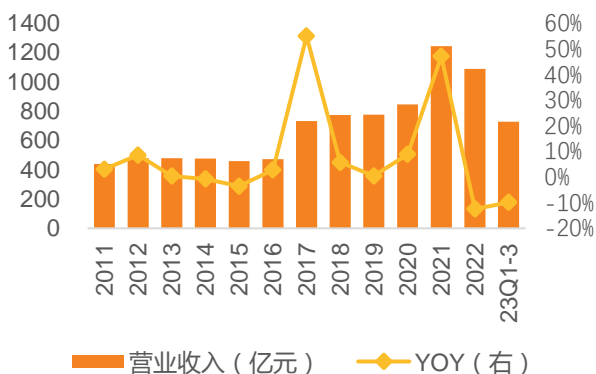
资料来源：公司公告，天风证券研究所

股份回购彰显成长信心。公司于 2022 年在 A 股实行股票回购，通过集中竞价交易方式累计回购公司 A 股股份 4928 万股，占公司 22 年末总股本的 0.67%，后续拟用于实施公司股权激励计划；同时于 2022 年 10 月至 2023 年 1 月期间实施 H 股股份回购，累计回购公司 H 股股份 6088.8 万股，约占回购获批日总股本的 0.82%及 H 股总股数的 2.84%，并注销上述已回购的 H 股股份。

1.3. 财务数据：盈利优化，现金流持续改善

空海运景气度下行，公司经营短期承压。长期以来，公司利润增长稳健，2011-2022 年归母净利润复合增速 18%。21 年国际海运和空运运力供不应求，运价持续高位运行，公司业务实现量价齐升，营业收入和归母净利润同比增长 47%、35%。22 年下半年以来，在全球海运集装箱贸易量下滑、全球航空货运需求下降和有效运力持续恢复的双向挤压下，全球海运运价急剧下滑，空运运价震荡下行，公司 22 年营业收入同比下滑 12%至 1088 亿元，但公司通过深耕合同物流细分行业，创新服务模式，归母净利润同比增长 10%至 41 亿元。23 年空海运价仍然持续下行，公司收入和利润水平承压，23Q1-Q3 分别同比下滑 10%、12%。

图 5：公司营业收入与同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

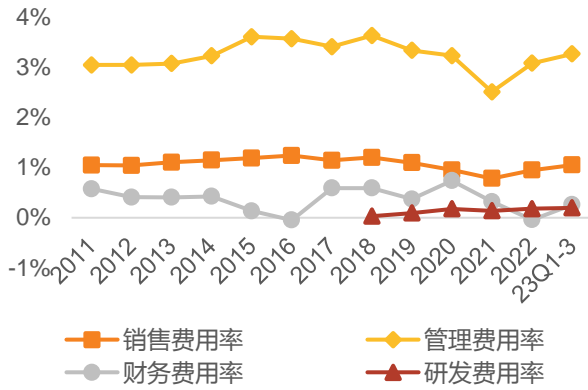
图 6：公司归母净利润与同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

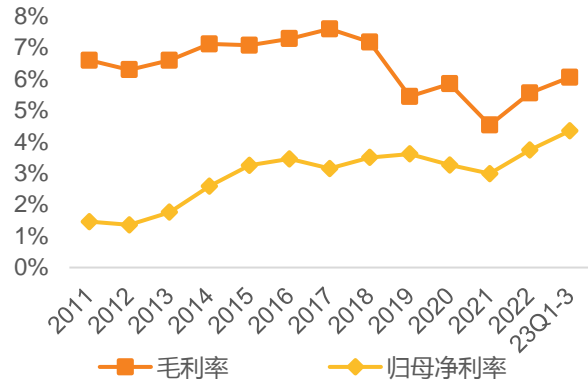
优化业务结构、拓展业务环节，公司盈利改善明显。22 年下半年以来，海运及空运景气度下滑明显，但是公司利润率提升明显，盈利端呈现出一定的韧性。公司近几年在优化业务结构，减少低利润率业务的同时积极拓展多环节业务，公司盈利能力改善明显。2023 年前三季度归母净利率为 4.35%，较 19 年同期提升 0.56pcts。

图 7：公司费用率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：公司毛利率与净利率情况

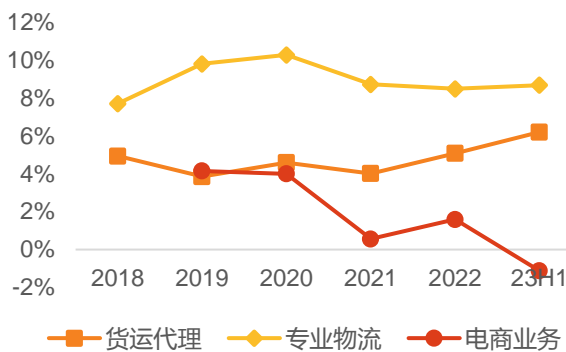


资料来源：wind，天风证券研究所

分业务来看，**专业物流方面**，公司会根据客户的不同需求，为客户提供量身定制的、覆盖整个价值链的一体化物流解决方案，因此毛利率水平较高。**代理业务方面**，公司依托通道建设强化运力管控、延长服务链条，传统代理业务盈利能力提升明显。**电商业务方面**，主要为跨境电商客户提供点到点的全链路服务，但业务目前仍处于培育阶段，业务利润率较低，且受到空运运价下行影响，利润率有所下滑。

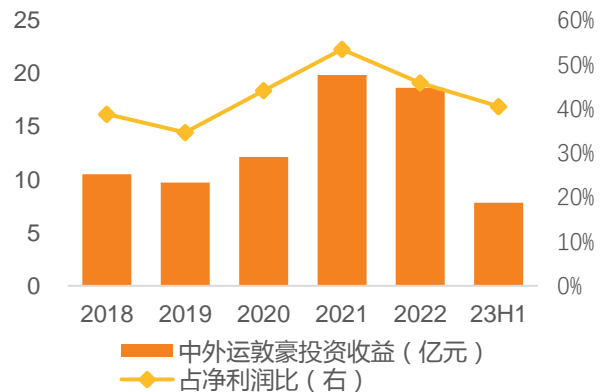
中外运敦豪贡献近半数净利润。中外运敦豪是公司与 DHL 共同成立的合资公司，公司持股 50%，主要运营国际航空快件业务。2022 年，中外运敦豪为公司实现 18.7 亿元的投资收益，占公司归母净利润 46%。

图 9：公司分业务毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：中外运投资收益及占比

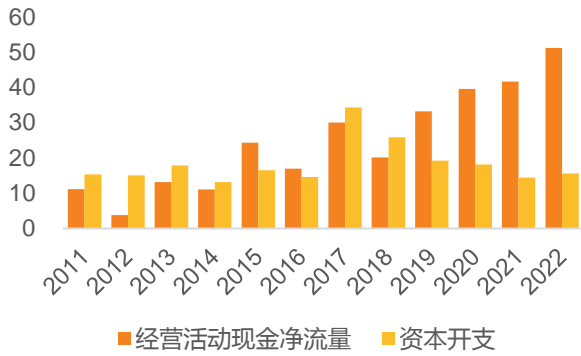


资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

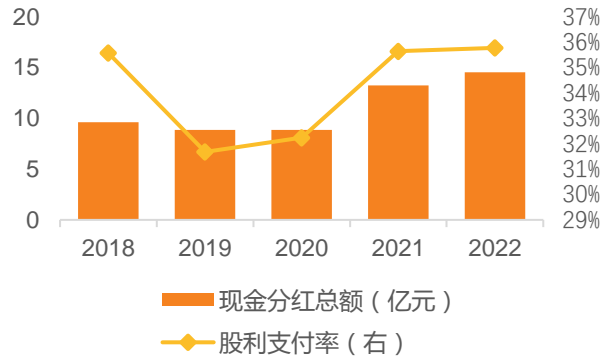
现金流情况良好，分红比例提升。得益于经营稳健与盈利改善，公司经营活动净现金流不断提升；资本开支方面整体较为稳健，19 年以来基本维持在每年 15-20 亿元的水平。因此公司积极提升分红比例，2022 年，公司现金分红 14.55 亿元，股利支付率 36%，较 19 年提升 4pcts。

图 11：公司经营活动现金净流量与资本开支 (亿元)

图 12：公司现金分红总额与股利支付率



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 跨境物流：跨境电商正当时，出海物流引新机

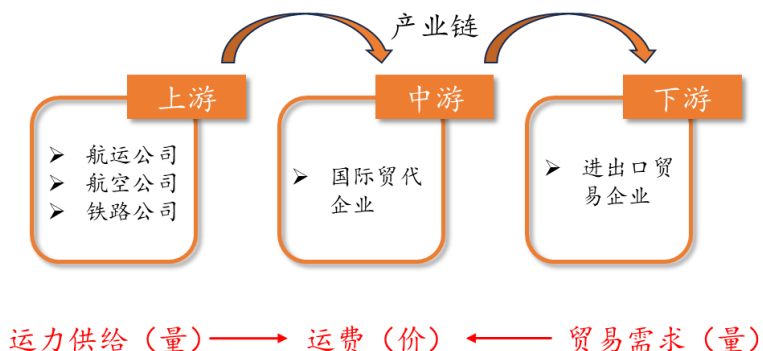
22 年以来全球经贸下滑，航空货运发展承压，运价回落明显。但另一方面值得关注的是，目前以亚太为代表的航空货运市场同比降幅收窄转正，我国外贸集装箱量同比增速上行，边际改善趋势明显。从结构上来看，海外零售端电商化发展势头强劲有望为中国跨境出口电商创造新一轮的发展机遇，而跨境电商物流以航空货运模式为主，有望带动空运专线与海外仓模式份额提升，我们预计 25 年专线、海外仓市场规模为 964、3615 亿元，复合增速分别为 24%、22%。

2.1. 国际货代商业模式

国际货运代理企业作为代理人从事国际货运代理业务，是指国际货运代理企业接受进出口货物收货人、发货人或其代理人的委托，以委托人名义或者以自己的名义办理有关业务，收取代理费或佣金的行为。

从整个产业链来看，以国际货代业务为核心的跨境综合物流作业需要提前向航空公司和船公司(承运人)订舱，承运人行业是本行业的上游行业；下游则主要是制造业企业和进出口贸易企业。因此，货代本质是通过组织船、港口等各种资源，拆分重组为客户提供一揽子代理服务。在跨境贸易中，国际货代起到了承上启下的作用，是跨境物流链条中的进行沟通、协调、资源调配的重要角色。

图 13: 国际货代产业链



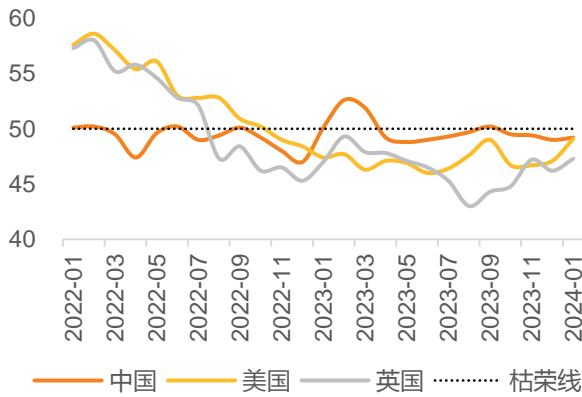
资料来源: 华贸物流招股书, 天风证券研究所

2.2. 跨境物流：关注边际改善与跨境电商结构性机会

全球经贸下滑，国际货运发展承压，边际改善趋势明显。22 年下半年以来，中美英三国制

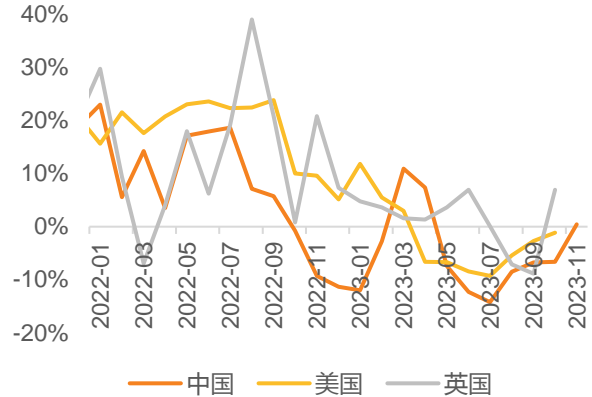
制造业 PMI 开始下行，23 年上半年基本位于枯荣线下，制造业活跃度下降，实体经济出现一定程度的萎缩态势；从出口角度来看，三国出口金额自 22 年下半年以来同比增速下行明显，并出现负增长现象。总结而言，受地缘政治冲突、经济通胀、需求疲软等多重影响，全球经济下行趋势明显，贸易增长动能减弱，使得海运、空运需求同比下滑。截至 2023 年 7 月，全球航空货运需求（CTKs）连续 17 个月同比下降，需求较为疲软。但另一方面值得关注的是，以亚太为代表的航空货运市场同比降幅正在逐步收窄转正，我国主要港口外贸集装箱吞吐量同比增速转正，边际改善趋势明显。

图 14：制造业 PMI



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：出口金额同比增速



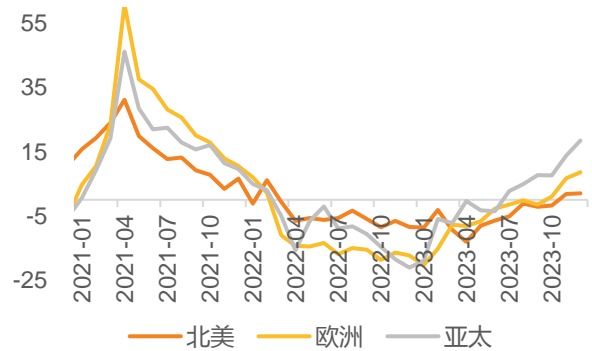
资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：我国主要港口外贸集装箱吞吐量同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：货邮吨公里（CTK）同比增速



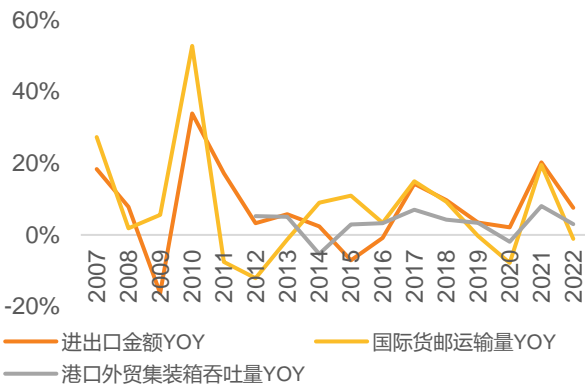
资料来源：wind，天风证券研究所

跨境物流与进出口贸易规模挂钩，关注跨境电商结构性增长。我国跨境物流市场与进出口贸易额走势基本一致：1) 2008 年以来，受外需不振、国际贸易保护主义等因素影响，我国贸易增速放缓，国际货邮运输量下滑明显；2) 13 年以来随着 B2C 跨境电商兴起，我国外贸行业呈现结构式改善，整体增速也有所提升。据 IATA2022 年数据显示，80%的跨境电商商品均通过航空运输，因此跨境电商市场的快速增长也为跨境电商物流也带来新的发展机遇。

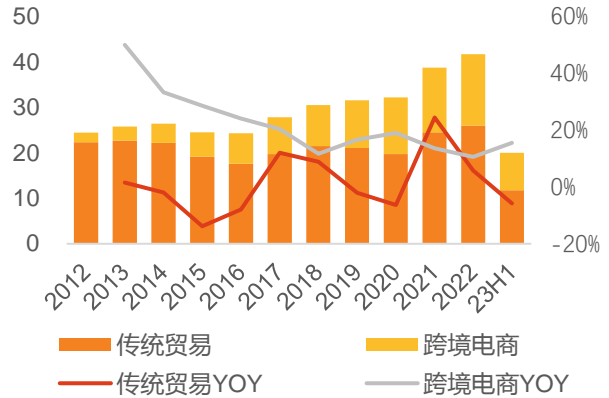
2023 年上半年，我国广义/狭义口径的跨境电商进出口额分别为 8.2 万亿元、1.1 万亿元，同比增长 15%、16%。其中狭义口径的出口金额为 8210 亿元，增长 19.9%，继续保持高速增长态势。我国 SHEIN（希音）、Temu（拼多多）、AliExpress（速卖通）、TikTokShop（抖音）四大跨境电商平台成为全球电商消费主流平台，其商品已成为重要的空运货源。

图 18：我国进出口金额增速与国际货邮、外贸集装箱吞吐量增速

图 19：我国进出口市场规模拆分（万亿元）



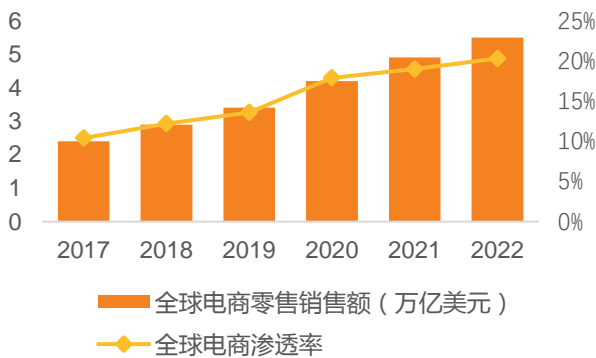
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 霞光社公众号, 天风证券研究所

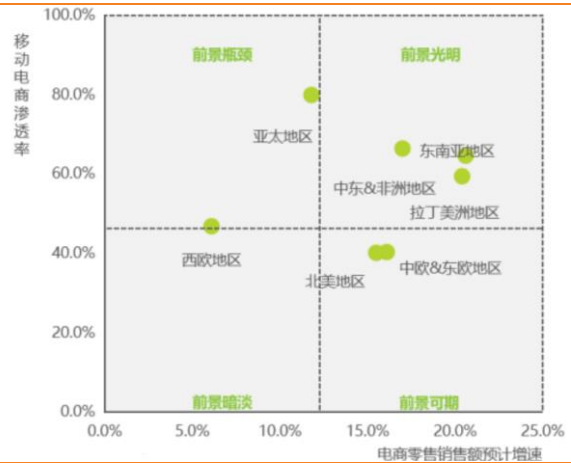
海外零售端电商化发展势头强劲将会为中国跨境出口电商创造新一轮的发展机遇。受新冠疫情和数字技术快速发展的催化, 全球电商零售额从 2017 年的 2.4 万亿美元提升至 2022 年的 5.5 万亿美元, 2022 年全球电商渗透率预计达到 20.3%, 全球电商市场环境稳步向好; 分地区观察, 22 年东南亚、中东&非洲及拉美地区电商零售销售额预计增速与移动电商渗透率处于双高态势, 中欧&东欧及北美地区移动电商渗透率尚低, 但电商零售销售额预计增速较高。

图 20: 2017-2022 年全球电商零售销售额及电商渗透率



资料来源: 艾瑞咨询公众号, 乐舱物流招股书, 天风证券研究所

图 21: 2022 年各地区电商零售销售额预计增速及移动电商渗透率

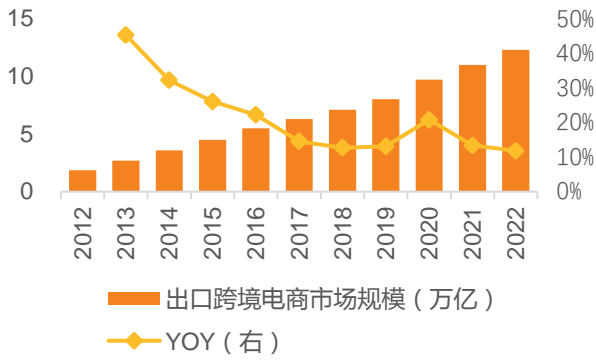


资料来源: eMarketer, 艾瑞咨询公众号, 天风证券研究所

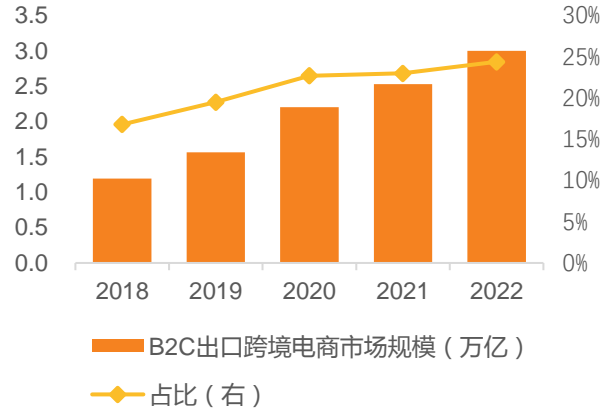
B2C 出口跨境电商高速发展。受疫情对世界各国消费端线上化的加速效应, 2020 年跨境出口电商行业规模近 10 万亿元。2022 年受到局部封控导致的供应链压力和国际形势变化等因素的综合影响, 跨境出口电商行业边际增速受挫, 但全年依旧实现了 13% 的同比正向增长。按模式结构来看, 2022 年中国跨境电商的交易模式中跨境电商 B2C 交易占比 24.4%, 18-22 年 B2C 及 B2B 出口跨境电商市场规模增速分别为 26%、12%; 近年来跨境电商零售模式发展迅猛。中期来看, 得益于中国强大的制造能力及供应链以及寻求全球销售的大量电商商家, 中国出口跨境电商行业有望持续增长。

图 22: 我国出口跨境电商市场规模及同比增速

图 23: 我国 B2C 出口跨境电商市场规模及占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

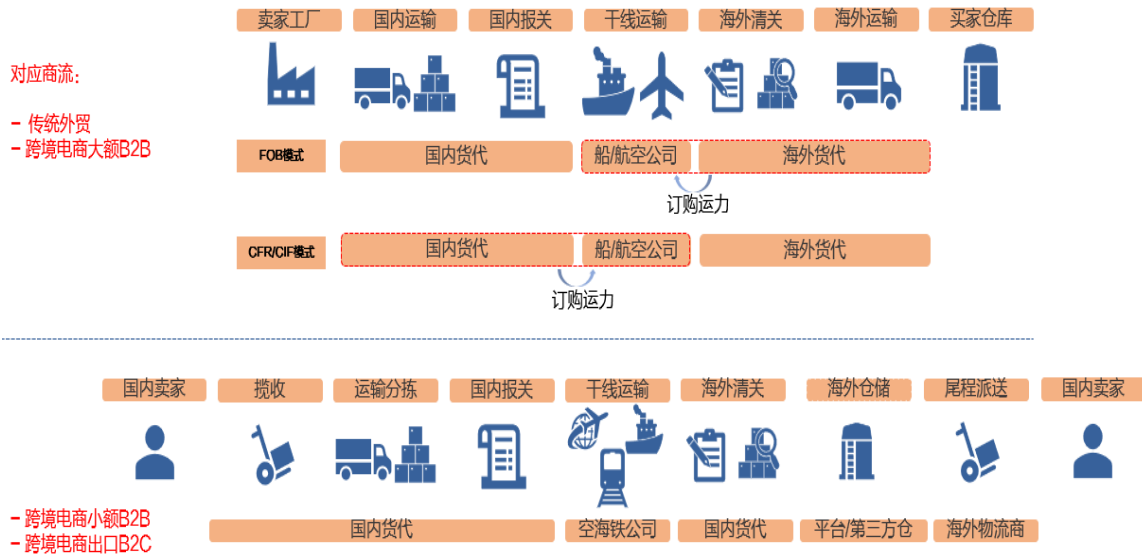


资料来源: wind, 电子商务研究中心公众号, 天风证券研究所

2.3. 跨境电商有望带动专线与海外仓模式份额提升

传统跨境物流相比，跨境电商物流的链条更长、航空货运模式为主。传统外贸的主体主要是企业，也就是 B2B 的进出口，货物多为大批量、少批次，干线以海运为主。而跨境电商的物流包含 B2C 的部分，存在小批量、多批次、高时效的需求，故而在交付模式上：（1）在国内增加了揽收、集货、分拣的步骤，在海外需要进行转运、尾程派送、海外仓储等；（2）航空运输在干线中应用较多。

图 24：传统跨境物流与跨境电商物流流程与主体对比图



资料来源: 艾瑞咨询公众号, 天风证券研究所

品牌商出海与新兴市场崛起，有望带动专线与海外仓模式份额提升。发展初期，邮政小包因其价格低廉成为主流模式。制造业升级和跨境卖家品牌化趋势下，新兴平台和独立站有望加速发展，物流服务信息化、效率亟需提升；新兴市场加速布局，获客、资源获取与整合能力成关键要素，预计性价比更高的专线与服务更好的海外仓模式份额逐步有望提升。

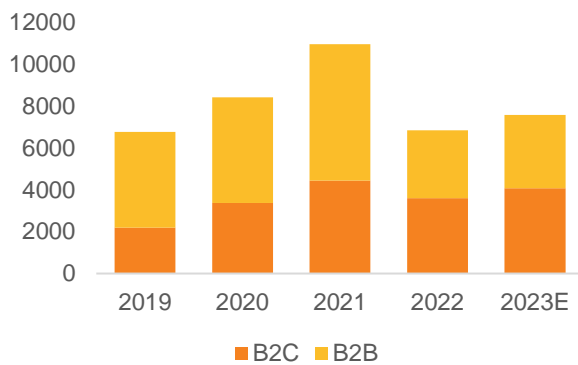
图 25：跨境电商物流主要运营模式对比

	模式	商业模式	运输时间	价格	丢包率
直邮	邮政物流		最慢	最低	一般
	国际专线		较快 (7-20日)	相对较低	较低
	国际商业快递		最快 (3-10日)	最高	最低
海外仓	海外仓配		较快	一般	较低

资料来源：三态股份招股说明书，燕文物流招股说明书，天风证券研究所

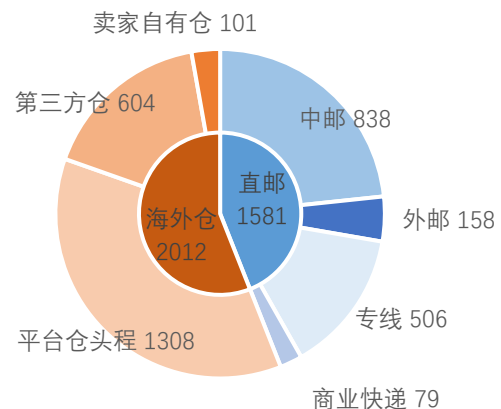
据运联研究院测算，2022 年我国跨境电商出口物流市场规模为 6831 亿元。其中，B2C 物流市场规模为 3592 亿元，占比 52.6%。在 B2C 市场，直邮模式占比 44%，其中专线市场规模达 506 亿元；海外仓（仓发）模式占比 56%，其拥有 2012 亿元的物流市场。

图 26：2022 年出口跨境电商物流市场规模（亿元）



资料来源：运联研究公众号，天风证券研究所

图 27：2022 年出口跨境电商物流市场规模（亿元）



资料来源：运联研究公众号，天风证券研究所

基于专线具备性价比，海外仓服务更优，我们预计两种跨境电商出口模式份额逐步有望提升，菜鸟招股书预计我国 23-27 年出口跨境电商物流市场规模复合增速预计为 18.8%。参照菜鸟招股书，我们假设 22-25 年 B2C 出口跨境电商物流市场规模复合增速为 14.8%-22.8%，在市场规模复合增速为 18.8% 的中性假设下，假设专线、海外仓市场份额提升 2pcts、4pcts，**预计 25 年专线、海外仓市场规模为 964、3615 亿元，22-25 年复合增速分别为 24%、22%。**

表 4：专线&海外仓物流市场规模测算（亿元）

	2022	2025E		
		CAGR=14.8%	CAGR=18.8%	CAGR=22.8%
B2C 出口跨境电商物流规模	3593	5436	6024	6654
专线份额	14%	14%	16%	18%
海外仓份额	56%	56%	60%	64%
专线规模	506	761	964	1198
海外仓规模	2012	3044	3615	4258

资料来源：运联研究公众号，菜鸟招股书，天风证券研究所

3. 海运代理盈利改善，跨境电商物流有望高速增长

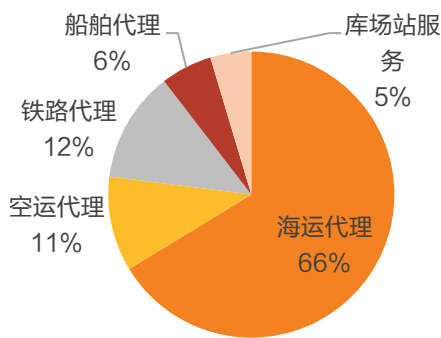
公司的代理及相关业务包括海运代理、空运代理、铁路代理、船舶代理和库场站服务等；2022 年各项业务分别占代理及相关业务收入的 66%、11%、12%、6%、5%，占分部利润的 39%、18%、8%、23%、12%。海运代理贡献主要的板块收入，空运代理、船舶代理以及库场站服务具备较高的盈利能力。

表 5：公司代理及相关业务介绍

业务类型	业务内容	经营情况	22 年分部利润率
海运代理	主要为客户提供订舱、安排货物出运、提箱、装箱、仓储、集疏港、报关报检、分拨、派送等与水路运输相关的多环节物流服务	公司年处理海运集装箱量超过一千万标准箱，能提供中国各主要港口与全球国家和地区之间的全程供应链物流服务	1.4%
空运代理	主要为客户提供提派、报关报检、仓储、包装、订舱及操作、航空干线运输代理和卡车转运等专业化空运货运代理服务	22 年，公司运营了 18 条定班包机线路，航线涉及欧美线、亚洲线等国家和地区	4.2%
铁路代理	为客户提供散杂货和集装箱等多种方式的铁路代理服务和信息服务，包括国内铁路代理服务、国际铁路代理服务(含过境铁路代理服务)以及海铁联运在内的全程供应链服务	截至 22 年，公司国际班列自营平台在长沙、沈阳等地累计开通线路 50 余条(其中周班常态化运行 14 条)；公司国际班列累计发运 8600 余列，近 100 万标准箱	1.5%
船舶代理	为船公司提供船舶进出港、单证、船舶供应及其他船舶在港口相关业务等服务	公司在中国沿海、沿江 70 多个口岸设有分支机构，并在中国香港特别行政区、日本、韩国、德国、泰国等地设立代表处	9.6%
库场站服务	为客户提供货物储存及装拆箱、货物装卸、发运、分拨配送等相关服务	公司拥有丰富的仓库和集装箱场站资源，在广东、江苏、安徽及广西拥有 11 个自营内河码头	6.5%

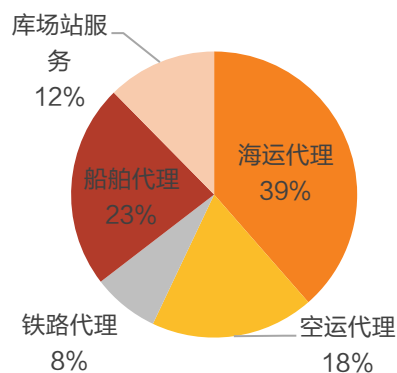
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：2022 年公司货代及相关业务对外收入结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：2022 年公司货代及相关业务分部利润结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1. 海运代理：延长服务链条，海运代理盈利改善

公司拥有广泛的国内外服务网络，可提供通达全球的物流服务。截至 2023 年上半年，公司在国内拥有约 1300 万平方米土地资源、400 余万平方米仓库、约 200 万平方米场站、11 个内河码头及 4400 余米岸线资源，并租赁运营近 400 万平方米仓库资源及约 70 万平方米的场站；自有海外网络覆盖 42 个国家和地区，全球拥有 66 个自营网点。

外延并购协同发展，拓宽运营边界。公司实施了积极的外延并购策略，2017 年以来，陆续完成了对招商物流、KLG、南航物流等标的部分或全部股权的收购。

- **收购 KLG，强化公司海外落地操作能力，延长服务链条：**KLG 拥有高密度且稳定的欧洲陆上运输网络，兼具零星混装及零担货运操作的独特模式，可作为公司海外网络的契合补充，延伸本公司在欧盟地区的落地操作能力，有助于本公司提供全程端到端国际物流服务。
- **参股南航物流，助力公司空运干线能力建设：**南航物流是我国头部的航空货运企业，拥有国内领先的大型货机运输机队。公司参股南航物流，能够进一步助力公司空运通道建设，以可控运力提供更加稳定的干线运输服务。

表 6：公司近年来主要的收购事件

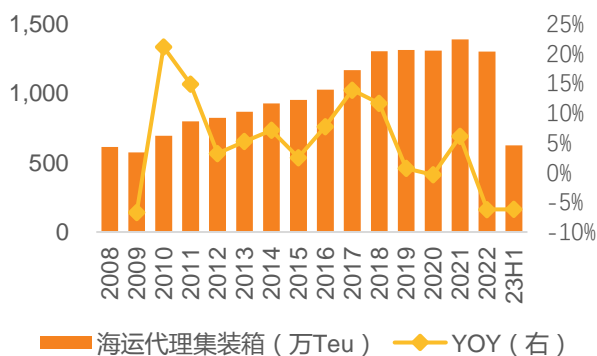
时间	收购标的	交易金额（万元）
2021 年 2 月	南航物流 3% 的股权	5454.55
2020 年	KLG Holding 下属 7 家物流公司 100% 股权	300590.41
2017 年 11 月	招商物流全部股份	545000.00

资料来源：公司公告，南航物流公告，天风证券研究所

海运货代业务量承压。长期以来，公司海运代理集装箱量保持稳健增长，2008-2022 年复合增速 6%。18 年中美贸易摩擦，叠加后疫情时代全球经济下行趋势明显，贸易增长动能减弱，公司海运代理业务量出现下滑，23 年上半年海运代理业务量同比下滑 6%。

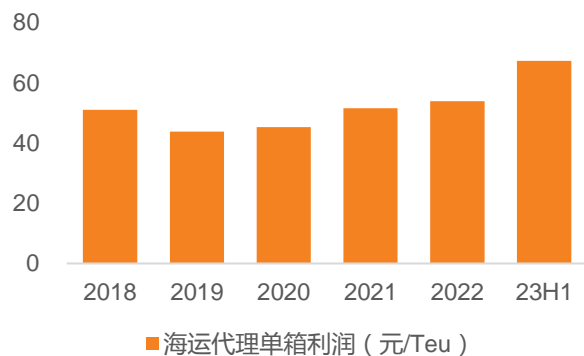
海运货代盈利改善趋势明显。公司海运代理业务不提前锁定运价，因此运价波动会对收入产生同向影响，但对板块利润影响有限。公司海运业务此前更多是提供简单环节服务，因此单箱毛利水平较低。2021 年下半年，公司对单一环节、利润率较低的业务进行了部分取舍，同时提升多环节业务箱量，海运业务单箱利润提升明显，23 年上半年单箱利润为 67.32 元，较 19 年提升 54%。未来随着公司服务链条的进一步延长，公司海运货代业务盈利能力有望持续改善。

图 30：海运代理业务量及同比增速



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 31：海运代理单箱利润



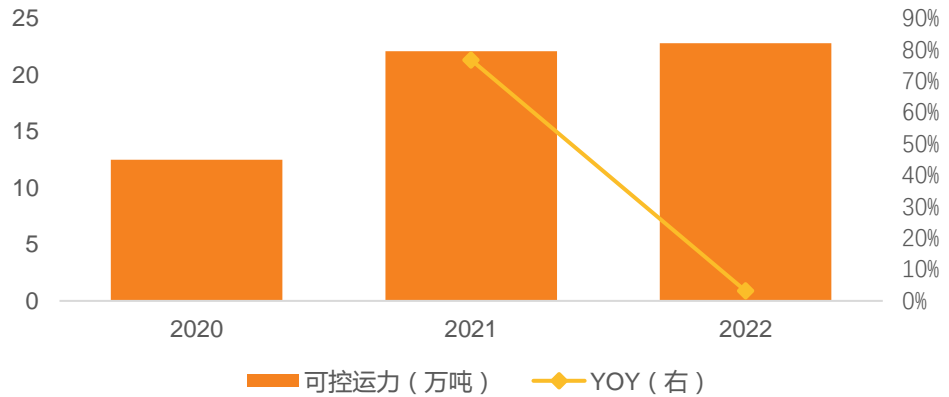
资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

3.2. 空运代理：发力跨境电商物流，构筑第二增长极

持续加强空运通道建设，搭建全球航线网络。公司近年来提前布局，着力打造航空运力通道，巩固与航空公司长期合作基础以及提升业务运营能力，通过包机、包板、包舱方式提前锁定运力和成本，通过掌握可控运力能够为客户提供稳定的空运供应链保障，业务模式逐步由传统货代模式向“货代+承运人”复合模式转变，目前空运通道业务中，约 25-30% 的业务量通过可控运力运输。2023 年，公司在巩固欧美全货机航线优势基础上，积极探索推进中东、东南亚和中东欧等国际航线的布局；上半年公司运营了 8 条定班包机线路，航

线覆盖美洲、欧洲、亚洲，实现可控运力 10.6 万吨，空运通道业务量达到 42.7 万吨，同比增长 8.38%。

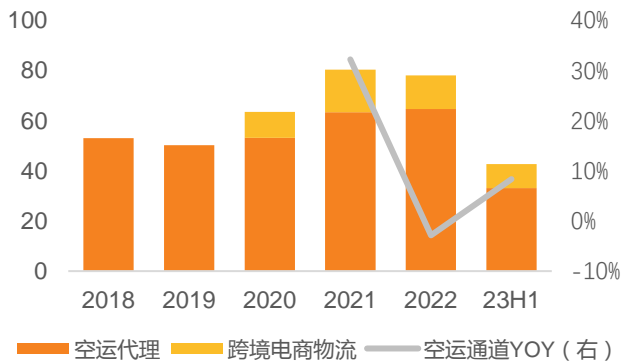
图 32：空运通道可控运力



资料来源：公司公告，天风证券研究所

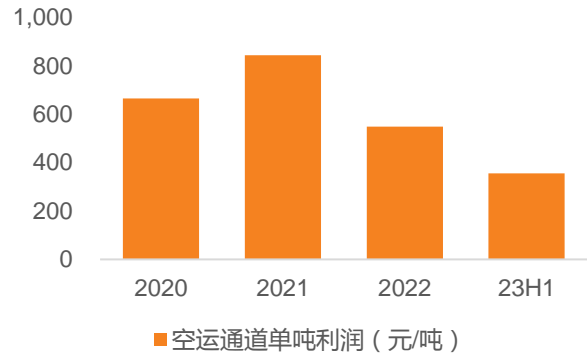
需求不振、运价下行，公司空运货代盈利有所下滑。随着公司空运通道的建设以及跨境电商产品的完善，公司空运通道货量保持着较高速增长。但 22 年以来受国外需求和空运价格大幅下降影响，公司 23 年上半年空运通道业务收入、分部利润分别为 73.1、1.5 亿元，同比分别-33%、-58%。单吨盈利下滑明显或系公司锁定部分运力，成本按长协价核算，收入受到即期运价下行影响，导致空运通道业务盈利下滑。随着 23 年四季度航空货运价格指数（TAC）企稳回升，公司空运通道业务盈利有望修复。

图 33：空运通道业务量（万吨）



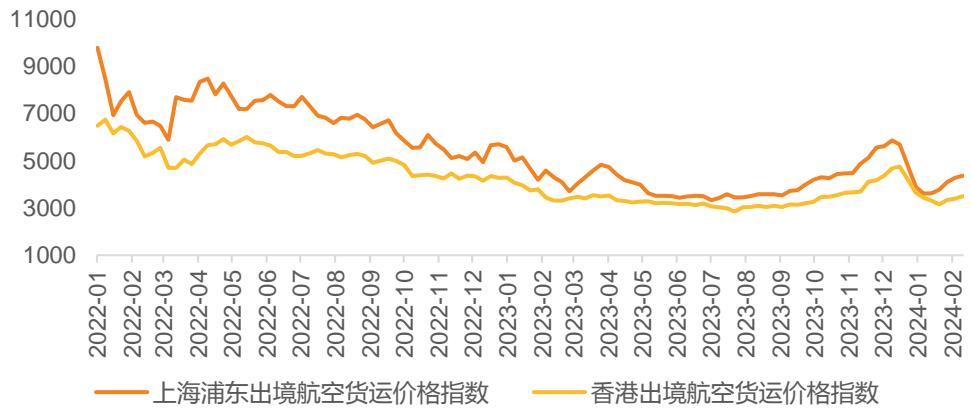
资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 34：空运通道业务单吨利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 35：TAC 指数跟踪



资料来源: Tac Index, 天风证券研究所

公司持续发力跨境电商物流业务: 1) **干线运输上**, 通过空运通道的建设实现运力可控, 与大客户的合作带来稳定可预测的货量消化运力, 同时与空运代理业务协同互补, 轻重搭配优化运力利用率。公司在欧美航线已具备一定优势, 目前正不断拓展拉美等其他重点区域航线; 2) **基础设施上**, 加强国内口岸能力建设, 同时通过外延并购方式加大海外布局; 为全链路服务打下良好的基础设施网络; 3) **产品体系上**, 公司持续开发跨境电商小包、FBA 头程、海外仓等产品体系以满足多样化平台的物流需求。

表 7: 公司跨境电商服务体系构建

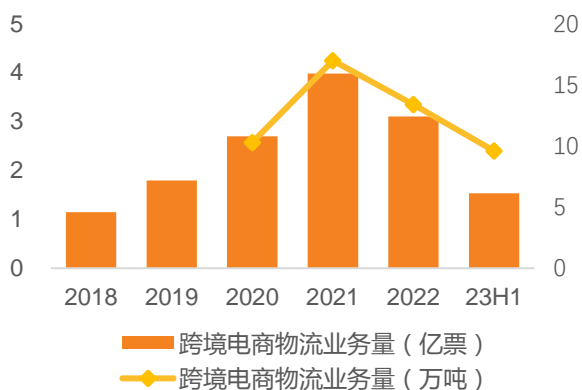
	运力/线路	基础设施	产品体系
2019 年	1) 开通杭州-比利时列日线路, 初步打通中欧跨境电商全链路通道; 2) 通过与邮政系统合作打造中国至南美的全链路能力; 3) 开通了威海-日韩的全链路服务		
2020 年	1) 布局空运通道, 提高运力掌控能力; 2) 拓展至 11 条跨境电商线路、43 个航线产品	1) 加强电商口岸能力建设, 启用嘉兴分拨中心和东莞分拨中心; 2) 收购 KLG, 完善海外布局; 完成迪拜 2 万 m ² 海外仓改造; 3) 完善跨境电商物流系统功能建设;	打造跨境小包产品、BC 仓配产品等
2021 年	参股南航物流, 加强与航司的战略合作, 可控运力同比增长 76.8% 至 22.1 万吨		持续开发跨境电商小包、FBA 头程、海外仓等标准化产品和全链路产品
2022 年	稳定欧美航线优势基础上, 拓展拉美等重点地区		
2023 年上半年	开通宁波-列日包机航线	新设匈牙利自营网点, 完善欧洲布局	打造拉美跨境电商小包产品, 丰富产品序列

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

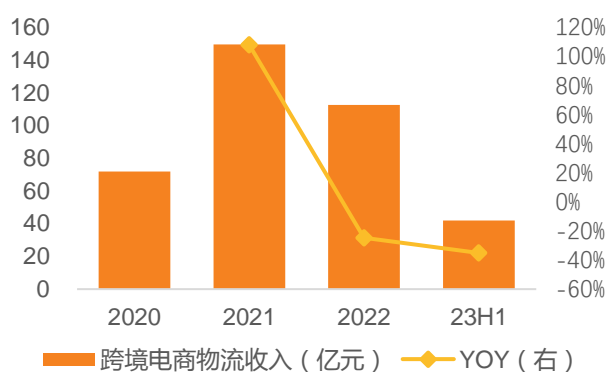
公司通过干线运力、基础设施以及产品体系等各方面的能力建设, 19-21 年公司跨境电商业务实现高速增长, 21 年跨境电商物流业务量实现 4 亿票、17 万吨。22 年以来, 受海外关税政策、欧美市场消费能力低于预期等因素影响, 行业增速下行, 公司跨境电商物流业务量、收入及利润出现下滑。我们认为, 随着 TEMU、Shein 等新兴跨境电商平台的高速增长, 有望推动公司跨境电商业务重回上升通道。

图 36: 跨境电商物流业务量

图 37: 跨境电商物流收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

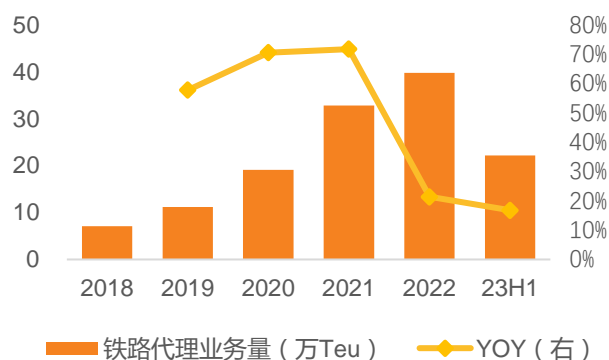


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 铁路代理：丰富产品矩阵，量利齐升

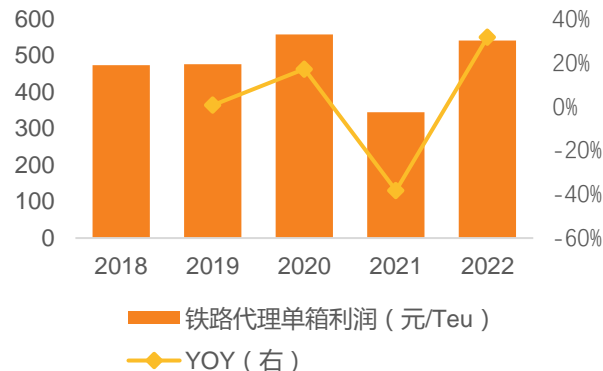
截至 2023 年 6 月底，公司国际班列累计发运 9,700 余列、超过 110 万标准箱。公司国际班列自营平台在长沙、沈阳、深圳等地累计开通线路 50 余条(其中周班常态化运行 14 条)；同时，公司积极参与中老泰通道建设，中老泰铁路快线产品实现常态化运营，23H1 铁路代理业务量、收入和分部利润分别增长 15.26%、30.04%和 54.01%，其中国际班列业务量同比上涨 43.20%。

图 38：铁路代理业务量及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 39：铁路代理单箱利润及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 专业物流：纵深专业领域，构筑业务壁垒

公司根据客户的不同需求，为客户提供量身定制的、覆盖整个价值链的一体化物流解决方案并确保方案的顺利实施，主要包括合同物流、项目物流、化工物流、冷链物流；2022 年各项业务分别占专业物流收入的 74%、15%、9%、2%，占分部利润的 82%、11%、11%、-4%，其中合同物流贡献主要的板块收入与利润。

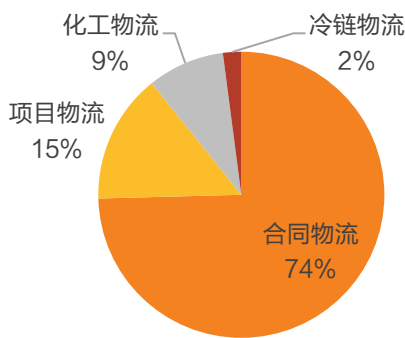
表 8：公司专业物流业务介绍

业务类型	业务内容	经营情况	22 年分部利润率
合同物流	基于长期的合作关系，为客户提供包括采购物流、生产物流、销售物流、逆向物流等供应链物流管理服务及其他增值服务	公司在消费品及零售、汽车及工业制造、电子及高科技等多个行业及领域具有领先的方案解决能力，与境内外知名企业建立长期合作关系	3.6%
项目物流	主要服务于出口项目，面向电力能源、冶金矿业、基础设施等行业的中国对外工程承包企业，	公司已在全球，特别是“一带一路”相关国家和地区操作了众多物流项目，具有丰富的项目经验	2.5%

提供工程设备及物资从中国到海外目的地的门到门、一站式物流解决方案设计及执行服务		
化工物流	主要服务于精细化工行业客户，为客户提供供应链解决方案及物流服务	公司拥有集仓储、运输（含液体罐箱）、货代、多式联运及保税为一体的综合服务体系，形成聚焦华东、华北及西南区域，协同东北、华南社会资源的全网布局
冷链物流	主要服务于品牌餐饮、零售商超、食品加工制造及流通企业、进出口贸易客户，为客户提供全程端到端一站式服务	公司已建立全国性的冷链物流网络布局，具有较强的“仓干配”综合性解决方案服务能力。
		4.0%
		-6.1%

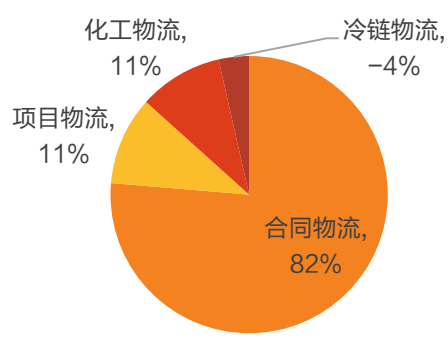
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 40：2022 年公司专业物流业务对外收入结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 41：2022 年公司专业物流业务分部利润结构

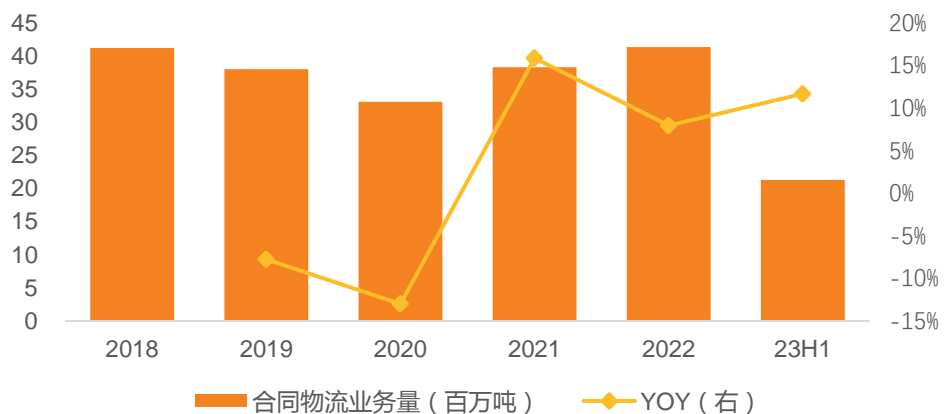


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司的合同物流业务按照目标行业进行管理，在消费品及零售、汽车及工业制造、电子及高科技、医疗健康和买方集运等多个行业及领域具有领先的方案解决能力，并已与境内外众多知名企业建立了良好的长期合作关系。

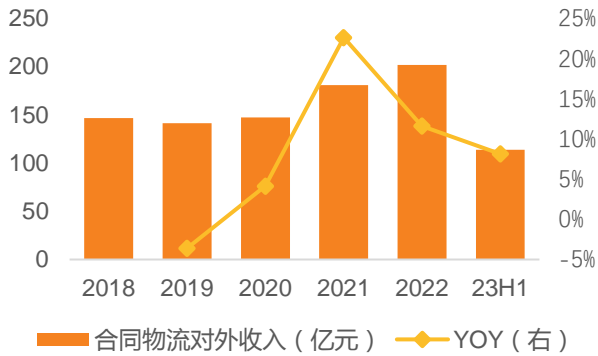
合同物流业务逆势增长。合同物流受宏观经济和国内制造业、消费市场变化等因素的影响。23 年上半年，公司抓住内需市场结构性机会，持续打造行业解决方案能力、深耕细分领域、强化精益运营，进一步巩固了国内市场的头部地位，其中新能源汽车行业以存量拓展新业务增长显著，医疗健康进口端到端解决方案实现落地突破。23H1 合同物流业务量、收入和分部利润分别同比增长 11.65%、8.15%和 16.53%。

图 42：合同物流业务量及同比增速



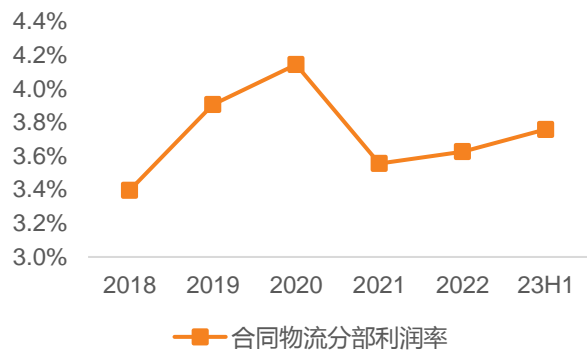
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 43: 合同物流对外收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 44: 合同物流分部利润率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

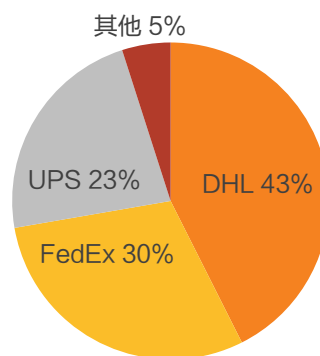
我们认为, 公司深耕货代行业七十余年, 国内网络及物流基础设施完善, 能够通过全网运营为客户提供跨区域的物流服务, 并依托自有及租赁的仓库设施为物流节点, 为客户提供仓干配一体化物流服务, 纵深专业领域开展定制化、专业化的综合物流服务有望构筑公司业务壁垒。

5. 中外运敦豪: 背靠国际快递巨头, 实现长期稳健增长

中外运敦豪 (DHL-Sinotrans) 是中国成立最早、经验最为丰富的国际航空快递领导者。公司创建于 1986 年, 由 DHL 和中国对外贸易运输集团总公司各注资一半成立, 专注发展国际限时快递以及全球范围的文件和包裹快递。

DHL 为全球快递巨头, 具备覆盖全球的快递网络资源。DHL Group 旗下拥有五大业务, 分别为德国邮政包裹、快递、电商、全球货代和供应链。截至 2022 年, 其快递业务遍布 220 个国家和地区, 在全球拥有约 12 万员工、约 14.8 万个服务点、3500 个处理中心、22 个国际分拨中心、300 多架货运飞机, 覆盖全球 500 多个机场。中外运敦豪为其并表子公司, 可依托其全球网络资源展开国际快递业务。

图 45: 2021 年全球限时国际快递市场格局



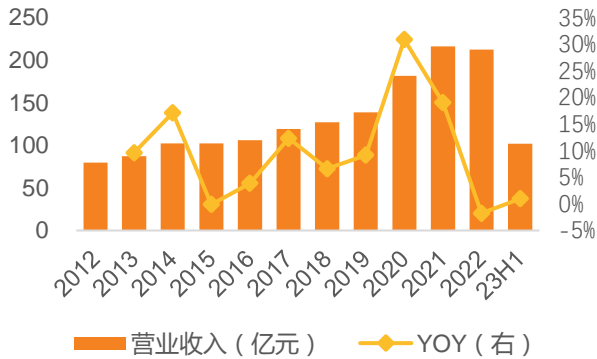
资料来源: Market Intelligence 2021, DHL 官网, 天风证券研究所

同时, 中外运敦豪利用三十余年的时间在中国市场上建立了最大的服务网络。网络覆盖全国 400 个城市, 国际快递服务可直达其中 131 个主要城市。目前, 中外运敦豪的服务在时效性、安全性、服务质量等方面都处于市场领先地位。

中外运敦豪经营稳健, 有望持续贡献投资收益增厚利润。从财务业绩上看, 长期以来中外

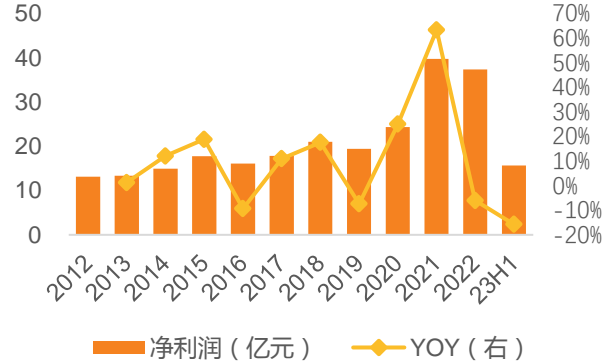
运敦豪的营业收入与利润增长较为稳健，2012-2022 年营业收入与净利润复合增速分别为 10%、11%。2021 年在运力供给紧张、运价高企的市场环境下，中外运敦豪收入、利润规模均同比大幅跳升，为公司贡献的投资收益达到 19.9 亿元。22 年随着进出口贸易和跨境电商增速放缓，中外运敦豪净利润有所下滑，相应投资收益对中外运的利润贡献有所下滑。

图 46：中外运敦豪营业收入及同比增速



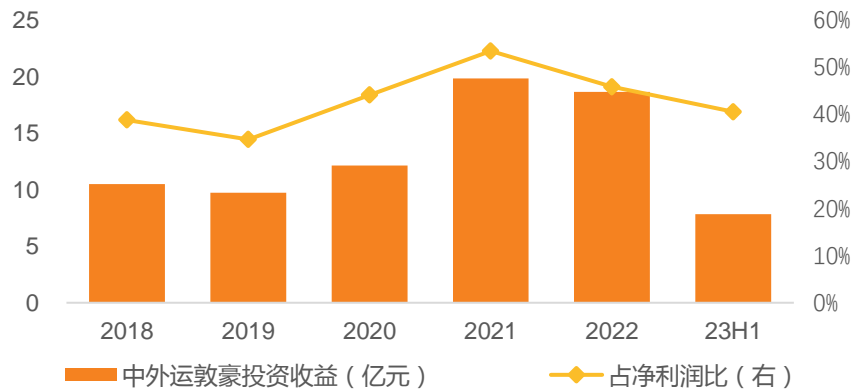
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 47：中外运敦豪净利润及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 48：中外运敦豪的投资收益及占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

6. 盈利预测与估值

我们以细分业务历年的对外收入（存在内部抵消）作为营业收入进行收入预测：

货运代理：1) 运价：23 年来航空货运以及海运价格均呈下滑趋势，24 年随着腹舱运力的逐步恢复叠加需求回暖，我们假设运价基本持平。我们假设 23-25 年海运代理的单位运价同比增速为 -10%、0%、+2%；空运代理的单位运价同比增速为 -15%、0%、+3%。**2) 业务量：**集运需求与全球宏观经济密切相关，23 年上半年公司集装箱运量有所下滑，空运代理货量较为坚挺；假设 23-25 年海运代理业务量同比增速为 -5%、+5%、+3%，空运代理的业务量同比增速为 +2%、+5%、+5%。

专业物流：23 年，公司合同物流业务抓住内需市场结构性机会实现逆势增长，假设 23-25 年专业物流收入同比增速为 0%、10%、10%。

电商业务：1) 运价：23 年空运运价持续回落，公司单位运价承压，23Q4 随着跨境电商旺季到来，航空货运价格企稳回升；TEMU 等新兴跨境电商平台发展势头迅猛，我们预计 24 年航空运价有望企稳；假设 23-25 年公司跨境物流业务单位运价同比增速为 -40%、+1%、

+3%；2) **业务量**：随着公司空运通道与基础设施布局的进一步建设，全链路服务能力有望持续提升，叠加 toC 端跨境电商平台的快速发展，我们假设 23-25 年公司跨境电商物流业务量同比增速为 20%、20%、15%。

综上，我们预计公司 23-25 年营业收入为 980、1056、1139 亿元，同比增速为 -10%、+8%、+8%。

表 9：公司营业收入预测（亿元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	845.4	1,243.5	1,088.2	979.9	1,055.6	1,139.1
YOY	9%	47%	-12%	-10%	8%	8%
货运代理	577.8	859.1	694.9	618.0	648.9	684.0
YOY	6%	49%	-19%	-11%	5%	5%
1.海运代理对外收入	421.0	677.9	496.6	424.6	445.8	468.4
YOY	0%	61%	-27%	-15%	5%	5%
业务量（万 Teu）	1308.8	1388.6	1302.3	1237.2	1299.0	1338.0
单位运价(百万/Teu)	32.2	48.8	38.1	34.3	34.3	35.0
2.空运代理对外收入	71.8	79.7	80.4	69.7	73.2	79.2
YOY	41%	11%	1%	-13%	5%	8%
业务量（万吨）	53.2	63.4	64.7	66.0	69.3	72.8
单位运价（百万/吨）	134.9	125.8	124.3	105.7	105.7	108.8
3.其他	85.0	101.5	117.8	123.7	129.9	136.4
YOY	16%	19%	16%	5%	5%	5%
专业物流	195.9	241.8	274.5	274.5	302.0	332.2
YOY	0%	23%	14%	0%	10%	10%
电商业务	71.8	142.5	118.8	87.3	104.7	122.9
YOY	144%	99%	-17%	-26%	20%	17%
1.跨境电商物流对外收入	72.0	149.7	112.7	81.1	98.3	116.5
YOY		108%	-25%	-28%	21%	18%
业务量（万吨）	10.3	17.0	13.4	16.1	19.3	22.2
单位运价（百万/吨）	698.6	880.5	841.0	504.6	509.7	525.0
2.其他	-0.2	-7.2	6.1	6.2	6.3	6.4

资料来源：wind，天风证券研究所

毛利率假设：1) 货运代理：未来随着公司服务链条的进一步延长，公司海运货代业务盈利能力有望持续改善；叠加空海运价企稳回升，公司货代业务毛利率有望持续优化，假设 23-25 年公司货代业务毛利率为 6.20%、6.25%、6.30%；**2) 专业物流**：合同物流等业务随着专业化服务能力的提升，盈利有望逐步优化；**3) 跨境电商业务**：随着空运价格的企稳回升与公司规模效应的发挥，跨境电商业务毛利率有望持续提升。

综上，我们假设公司 23-25 年毛利率分别为 6.33%、6.36%、6.43%。

表 10：公司毛利率预测（亿元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	5.84%	4.53%	5.55%	6.33%	6.36%	6.43%
货运代理	4.58%	4.01%	5.07%	6.20%	6.25%	6.30%
专业物流	10.26%	8.71%	8.47%	8.60%	8.65%	8.70%
电商业务	3.99%	0.56%	1.59%	0.10%	0.40%	1.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

综上假设，我们预计公司 23-25 年营业收入为 980、1056、1139 亿元，同比增速为 -10%、

+8%、+8%；公司归母净利润为 40.43、43.69、47.28 亿元，同比增速为 -1%、+8%、+8%；对应 EPS 为 0.55、0.60、0.65 元，对应 PE 为 11x、10x、9x。

首次覆盖，给予“买入”评级。我们选取华贸物流、嘉诚国际、东航物流作为可比公司，华贸物流是我国最具规模的提供跨境一站式综合物流服务的公司之一，嘉诚国际主营全程供应链一体化综合物流服务，东航物流是我国头部的航空货运企业。而中国外运作为我国货代的龙头企业，海运代理业务延长服务链条盈利有望持续优化，跨境电商业务规模有望逐步扩大，凭借完善服务网络、丰富物流资源打造的专业物流服务有望高速增长。我们给予公司 24 年 12 倍的 PE 估值，对应目标价为 7.19 元/股，给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值

公司名称	公司代码	股价 (元/股)	EPS(元/股)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
华贸物流	603128	7.52	0.69	0.60	0.73	0.85	11.17	12.54	10.36	8.85
嘉诚国际	603535	15.16	0.73	0.82	1.20	1.37	20.66	18.42	12.63	11.09
东航物流	601156	15.40	2.29	1.45	1.86	2.19	6.72	10.59	8.30	7.03
平均							12.85	13.85	10.43	8.99
中国外运	601598	5.97	0.55	0.55	0.60	0.65	10.85	10.77	9.97	9.21

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据日期截至 2024 年 3 月 1 日

7. 风险提示

宏观经济下行。公司货代、专业物流等业务与宏观经济运行密切相关，如经济出现下行，将对公司经营产生不利影响。

空海运价持续下跌。22 年下半年以来，空海运价格持续下行，如果 24 年运价继续下跌，公司收入和利润或将承压。

跨境电商行业增长不及预期。跨境电商是公司空运代理业务的重要需求，如若跨境电商行业增长不及预期，将对公司业务产生不利影响。

海外经营风险。全球化大背景下，受国际形势、贸易关系等诸多不可预测因素的影响，公司的海外项目可能面临地缘政治、环境和安全生产、营商环境及舆情等方面的风险，若公司无法采取有效措施应对，可能对海外业务开展产生不利影响。

信用应收风险。随着外需减弱及国际产业链供应链供需回归常态，航运、港口和物流市场价格水平或将会持续回落，可能出现价格继续下降、供给过剩的情况，公司面临业务量及运价波动时客户经营恶化带来的应收账款回款风险，信用违约风险事件可能增加，若信用风险叠加或恶化，将影响公司经营效益的实现。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	14,495.23	16,308.89	15,806.20	19,721.26	22,947.76
应收票据及应收账款	14,230.48	13,436.31	9,708.01	14,708.54	12,695.80
预付账款	4,776.03	5,749.68	1,217.26	6,735.24	2,458.19
存货	69.00	65.46	93.01	48.82	109.97
其他	2,786.76	2,775.25	2,365.59	2,919.16	2,723.30
流动资产合计	36,357.50	38,335.59	29,190.07	44,133.02	40,935.03
长期股权投资	8,412.24	8,527.44	8,527.44	8,527.44	8,527.44
固定资产	14,068.40	14,748.71	14,380.35	14,384.84	14,302.15
在建工程	1,070.74	795.87	1,076.28	1,181.02	1,106.72
无形资产	6,359.42	6,338.20	6,050.45	5,733.74	5,430.24
其他	8,034.59	9,079.96	8,553.39	8,522.92	8,552.34
非流动资产合计	37,945.39	39,490.18	38,587.90	38,349.96	37,918.89
资产总计	74,302.89	77,825.77	67,777.97	82,482.98	78,853.92
短期借款	438.45	582.76	500.00	500.00	500.00
应付票据及应付账款	13,928.48	13,944.18	8,340.81	15,434.66	11,371.39
其他	5,593.38	9,217.62	9,378.07	13,285.58	10,754.21
流动负债合计	19,960.31	23,744.56	18,218.88	29,220.24	22,625.60
长期借款	7,962.07	5,347.70	4,000.00	4,000.00	4,000.00
应付债券	3,996.47	3,997.71	2,664.72	3,552.96	3,405.13
其他	3,023.65	3,567.24	3,204.96	3,265.28	3,345.83
非流动负债合计	14,982.19	12,912.65	9,869.69	10,818.25	10,750.96
负债合计	39,254.83	40,957.33	28,088.56	40,038.49	33,376.56
少数股东权益	1,949.08	2,002.42	2,124.15	2,252.58	2,395.15
股本	7,400.80	7,355.10	7,294.22	7,294.22	7,294.22
资本公积	6,075.19	6,064.29	6,064.29	6,064.29	6,064.29
留存收益	19,856.19	21,843.80	24,431.33	27,118.38	30,025.94
其他	(233.21)	(397.17)	(224.58)	(284.98)	(302.24)
股东权益合计	35,048.06	36,868.44	39,689.41	42,444.49	45,477.36
负债和股东权益总计	74,302.89	77,825.77	67,777.97	82,482.98	78,853.92

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,932.72	4,240.66	4,043.01	4,369.20	4,727.74
折旧摊销	1,431.77	1,582.67	1,570.38	1,636.60	1,702.41
财务费用	528.47	53.08	163.27	95.19	53.45
投资损失	(2,507.65)	(2,579.15)	(2,192.28)	(2,301.89)	(2,370.95)
营运资金变动	401.49	1,203.44	(1,184.21)	990.44	(653.71)
其它	378.09	617.55	190.21	208.83	231.82
经营活动现金流	4,164.90	5,118.25	2,590.38	4,998.37	3,690.76
资本支出	1,835.14	1,678.91	1,556.96	1,368.80	1,161.38
长期投资	660.66	115.20	0.00	0.00	0.00
其他	(2,023.01)	(777.19)	(559.47)	(496.60)	(31.93)
投资活动现金流	472.79	1,016.92	997.49	872.20	1,129.45
债权融资	(66.74)	(144.83)	(2,678.31)	(132.55)	332.98
股权融资	(1,510.70)	(1,676.01)	(1,412.26)	(1,822.95)	(1,926.69)
其他	(31.17)	(2,779.47)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1,608.61)	(4,600.32)	(4,090.57)	(1,955.50)	(1,593.71)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,029.08	1,534.85	(502.70)	3,915.06	3,226.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	124,345.53	108,816.72	97,991.42	105,559.64	113,908.78
营业成本	118,717.66	102,782.67	91,789.80	98,849.64	106,586.81
营业税金及附加	222.70	256.01	203.98	219.05	247.16
销售费用	973.49	1,035.04	1,028.91	1,020.72	1,071.85
管理费用	3,126.46	3,359.18	3,204.32	3,261.65	3,462.10
研发费用	171.60	196.14	195.98	166.64	194.24
财务费用	399.58	(43.98)	163.27	95.19	53.45
资产/信用减值损失	(349.63)	(142.36)	(113.85)	(89.65)	(78.58)
公允价值变动收益	(34.78)	(104.94)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,507.65	2,579.15	2,192.28	2,301.89	2,370.95
其他	(6,256.47)	(6,304.05)	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,867.29	5,203.88	3,483.59	4,158.99	4,585.54
营业外收入	78.83	64.65	1,813.01	1,563.01	1,563.01
营业外支出	213.84	70.81	108.00	130.88	103.23
利润总额	4,732.28	5,197.72	5,188.60	5,591.11	6,045.32
所得税	799.56	957.06	955.38	1,013.08	1,085.76
净利润	3,932.72	4,240.66	4,233.22	4,578.03	4,959.56
少数股东损益	219.32	172.40	190.21	208.83	231.82
归属于母公司净利润	3,713.40	4,068.26	4,043.01	4,369.20	4,727.74
每股收益(元)	0.51	0.56	0.55	0.60	0.65

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	47.09%	-12.49%	-9.95%	7.72%	7.91%
营业利润	44.02%	6.92%	-33.06%	19.39%	10.26%
归属于母公司净利润	34.82%	9.56%	-0.62%	8.07%	8.21%
获利能力					
毛利率	4.53%	5.55%	6.33%	6.36%	6.43%
净利率	2.99%	3.74%	4.13%	4.14%	4.15%
ROE	11.22%	11.67%	10.76%	10.87%	10.97%
ROIC	15.96%	15.13%	11.09%	12.37%	14.10%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	52.83%	52.63%	41.44%	48.54%	42.33%
净负债率	-3.29%	-8.56%	-13.02%	-21.48%	-26.30%
流动比率	1.50	1.37	1.60	1.51	1.81
速动比率	1.50	1.36	1.60	1.51	1.80

营运能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
应收账款周转率	9.83	7.87	8.47	8.65	8.31
存货周转率	1,649.62	1,618.59	1,236.71	1,488.50	1,434.66
总资产周转率	1.77	1.43	1.35	1.41	1.41

每股指标(元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	0.51	0.56	0.55	0.60	0.65
每股经营现金流	0.57	0.70	0.36	0.69	0.51
每股净资产	4.54	4.78	5.15	5.51	5.91

估值比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
市盈率	11.73	10.70	10.77	9.97	9.21
市净率	1.32	1.25	1.16	1.08	1.01
EV/EBITDA	5.20	3.70	6.40	5.07	4.30
EV/EBIT	6.96	5.09	9.08	6.99	5.85

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com