

华贸物流 (603128)

证券研究报告

2024年03月06日

传统货代业务转型，跨境电商物流成长可期

华贸物流：国内领先的第三方国际综合物流服务商

华贸物流是我国改革开放后最早的一批一级国际货运代理企业之一。公司深耕国际空、海运代理的传统赛道，并在2014年后开始逐步通过兼并收购开辟拓展出工程物流、仓储物流、特种物流与跨境电商物流的新增长点，逐步成长为一家国内领先的第三方国际综合物流服务商。在23年全球货代物流企业排行榜中，公司空运货代均排名全球第14、16，中国第4。长期以来，公司利润保持高速增长，2014-2022年复合增速为29%。

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。

传统货代业务转型，跨境电商物流成长可期

公司是我国领先的空海运货代企业，通过提前布局跨境电商物流形成先发优势，进一步形成协同效应并促进业务共同成长。1) **传统货代**：在运价下行、货代业务收入端承压的情况下，公司以全球化网络布局和运力建设为抓手持续推进直客战略与业务结构转型优化，主动剔除低附加值的代理业务，业务量与收入正在经历转型的承压期，但货运代理的营收结构得以优化，盈利能力提升明显；2) **跨境电商物流**：公司通过提前布局已经基本形成覆盖全产业链的竞争能力，虽然公司跨境电商物流业务相较传统货代的利润优势削弱，但是通过外延收购与海外仓建设，潜在利润空间有望进一步释放。22年以来受到需求低迷与运价下行影响，板块经营短期承压。随着TEMU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。3) **其他业务**：公司通过对外收购兼并与对内精细化管理有效促进各业务板块的全面推进，随着国内大宗商品进口需求的增长，合资公司的建立有望使大宗商品物流成为公司的第二成长曲线。

首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计公司23-25年营业收入为145、166、197亿元，同比增速为-34%、+14%、+19%；公司归母净利润为8、10、13亿元，同比增速为-10%、+26%、+29%；对应EPS为0.60、0.76、0.98元，对应PE为12x、10x、7x。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9.12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，测算具有主观性，海外经营风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,667.66	22,070.19	14,541.78	16,607.77	19,725.00
增长率(%)	75.02	(10.53)	(34.11)	14.21	18.77
EBITDA(百万元)	1,345.98	1,192.26	1,178.44	1,453.79	1,827.35
归属母公司净利润(百万元)	836.74	888.34	795.54	1,002.62	1,298.12
增长率(%)	57.74	6.17	(10.45)	26.03	29.47
EPS(元/股)	0.63	0.67	0.60	0.76	0.98
市盈率(P/E)	11.60	10.93	12.20	9.68	7.48
市净率(P/B)	1.89	1.67	1.57	1.44	1.31
市销率(P/S)	0.39	0.44	0.67	0.58	0.49
EV/EBITDA	13.05	10.61	6.02	5.01	3.55

资料来源：wind，天风证券研究所

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	7.36元
目标价格	9.12元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,319.04
流通A股股本(百万股)	1,319.04
A股总市值(百万元)	9,708.11
流通A股市值(百万元)	9,708.11
每股净资产(元)	4.53
资产负债率(%)	33.24
一年内最高/最低(元)	11.45/6.17

作者

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《华贸物流-年报点评报告:主业+并购带动业绩，国改提升想象空间》
2017-04-20

内容目录

1. 华贸物流：跨境综合物流一站式服务领先企业	4
1.1. 公司简介：空海运货代、跨境电商物流双重布局	4
1.2. 股权架构：央企控股背景，股权激励机制完善	5
1.3. 财务表现：营收结构逐渐优化，盈利水平提升明显	6
2. 跨境物流：跨境电商正当时，出海物流迎新机	8
2.1. 国际货代商业模式	8
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	11
3. 传统货代业务转型，跨境电商物流成长可期	13
3.1. 传统货代：直客战略持续推进，收入结构与盈利优化	13
3.2. 跨境电商物流：提前布局形成先发优势，协同效应促进业务增长	17
3.3. 其他业务板块：业务线全面推进，各板块营收情况稳中有升	19
4. 盈利预测与投资建议	20
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：2022 年公司分业务营收占比	5
图 3：2022 年公司分业务毛利占比	5
图 4：公司股权结构	5
图 5：公司营业收入及同比增速（亿元）	6
图 6：公司归母净利润及同比增速	7
图 7：公司毛利率、净利率变化情况	7
图 8：公司分业务毛利率变化情况	7
图 9：公司分红比例情况	8
图 10：国际货代产业链	8
图 11：制造业 PMI	9
图 12：出口金额同比增速	9
图 13：我国主要港口外贸集装箱吞吐量同比	9
图 14：货邮吨公里（CTK）同比增速	9
图 15：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 16：我国进出口市场规模拆分（万亿元）	10
图 17：2017-2022 年全球电商零售销售额及电商渗透率	10
图 18：2022 年各地区电商零售销售额预计增速及移动电商渗透率	10
图 19：我国出口跨境电商市场规模及同比增速	10
图 20：我国 B2C 出口跨境电商市场规模及占比	10

图 21: 传统跨境物流与跨境电商物流流程与主体对比图	11
图 22: 跨境电商物流主要运营模式对比	11
图 23: 2019-2023E 年出口跨境电商物流市场规模 (亿元)	12
图 24: 2022 年出口跨境电商物流市场规模 (亿元)	12
图 25: 跨境物流运输环节	13
图 26: 公司海运货代业务量	15
图 27: 公司与中外运海运业务量对比	15
图 28: 公司空运货代业务量	15
图 29: 公司与中外运空运业务量对比	15
图 30: 公司海运货代营收情况及同比增速	16
图 31: 公司空运货代营收情况及同比增速	16
图 32: 公司海运货代营收结构变化情况	16
图 33: 公司海运货代业务量结构变化情况	16
图 34: 公司海运货代单箱毛利	17
图 35: 公司空运货代单箱毛利	17
图 36: 公司跨境电商物流营收情况及占比	18
图 37: 公司跨境电商物流与空海运货代毛利率情况对比	18
图 38: 不同外贸交易模式下国际货代参与环节对比	18
图 39: 公司关联方海外站点或海外仓承诺建设数量逐年攀升	18
图 40: 公司特种物流营收与毛利率情况	19
图 41: 公司仓储物流营收与毛利率情况	19
图 42: 公司工程物流营收与毛利率情况	20
表 1: 公司主营业务情况	5
表 2: 公司股权激励计划梳理	6
表 3: 专线&海外仓物流市场规模测算 (亿元)	12
表 4: 2023 年全球货代 TOP16	13
表 5: 2014-2022 年空运运力维护和拓展情况	14
表 6: 华贸物流客户拓展情况	15
表 7: 2014 年起公司跨境电商物流业务整合收购等重要举措	17
表 8: 公司大宗商品物流业务相关布局	20
表 9: 公司营业收入预测 (亿元)	21
表 10: 毛利率预测	22
表 11: 可比公司估值	22

1. 华贸物流：跨境综合物流一站式服务领先企业

1.1. 公司简介：空海运货代、跨境电商物流双重布局

回顾公司的发展历程，我们发现公司的战略与业务重心历经几度调整，据此可以将公司发展划分为三个阶段。

➤ 原始积累期（1984-2012年）：

公司可追溯至1984年12月由当时的对外经济贸易部批准成立的华贸服务公司。2002年，公司更名为华贸国际货运有限公司，并于2010年经过股权重组，与港中旅集团旗下的其他物流贸易业务整合成为港中旅华贸国际物流股份有限公司（简称华贸物流）。2012年，华贸物流在上海证券交易所成功上市。

在这段时期，公司发展出了跨境综合物流服务与供应链贸易两大主营业务。跨境综合物流服务主要包括空、海运国际货代进出口业务、国际货代业务配套的仓储业务以及少量的工程物流业务；供应链贸易则主要是对于钢铁等大宗原材料的订单采购业务。

➤ 探索调整期（2013-2016年）：

2013年过后，公司认识到了钢贸市场的风险，开始主动调整其供应链贸易业务的结构以及占比，供应链贸易业务收入占总营收的比例由2013年的47%下降至2016年的15%，公司发展中心全面转向主营的空、海运货代业务。

同时，公司于2014、2016年分别收购了德祥集团旗下四家公司各65%的股份和中特物流有限公司，夯实了公司在仓储第三方物流与国际海运货代业务方面的实力，并开辟了特种物流业务，增强了公司的发展潜力。

➤ 高速成长期（2017年至今）：

2016年之后，受到跨境电商出口贸易高增速的拉动，我国外贸行业呈现结构式改善，公司空、海运国际货代业务营收增速有所提升，2014-2022年CAGR分别为15.36%、20.56%。

公司积极把握跨境电商物流领域的新机遇。2019年，公司分别收购北京华安润通国际物流有限公司和华大国际物流有限公司70%股权，成功进入邮政国际空运细分市场，并通过公开摘牌方式向河南航投物流有限公司增资1.19亿元，取得航投物流49%股权。

2021年，公司又进一步收购了深圳市深创建供应链有限公司33.5%的股权和杭州佳成国际物流股份有限公司70%股份，为公司进一步在跨境电商关务与跨境电商物流全产品线能力构筑方面打下了基础。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司年报，天风证券研究所

2020年后，供应链贸易业务全部退出。目前公司主营业务要包括国际空海铁综合物流服务、

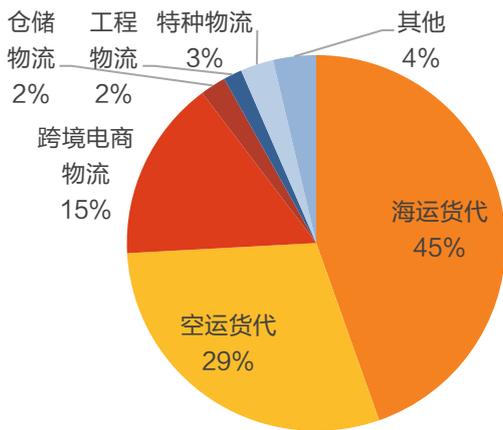
跨境电商物流、国际工程综合物流、国际仓储物流、其他国际综合物流服务，以及特大件特种专业物流。其中海运货代和空运货代贡献主要的营业收入和利润，22 年，其收入占比分别为 45%、29%，毛利占比分别为 36%、34%。

表 1：公司主营业务情况

主营业务	核心内容	业务介绍
国际空铁海综合物流服务	空运出口、空运进口、海运出口、海运进口、国际铁路	公司在国内海运货代行业中运力处于领先地位
国际工程综合物流	工程物资一体化物流解决方案	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
国际仓储物流	进口分拨、进出境货物报关、报检、仓储、保税，海关监管货物转关运输等	业务主要由公司属下的德祥集团提供，拥有海关监管仓库 38,791 平方米；同时在中国香港、东南亚、非洲、美洲等主要港口城市经营国际仓储物流
跨境电商物流	国际邮政航空函件（邮政小包）、集中发货专线物流、海外仓等	公司通过外延并购的方式提高全链条特别是境外端服务能力，满足跨境电商高端客户对时效、安全和成本的综合需求
特大件特种专业物流	超限超重非标准化的物流运输服务	业务主要由公司属下中特物流提供。目前以特高压电力设备运输 为主要服务对象，核心竞争优势明显，国内市场占有率持续领先。

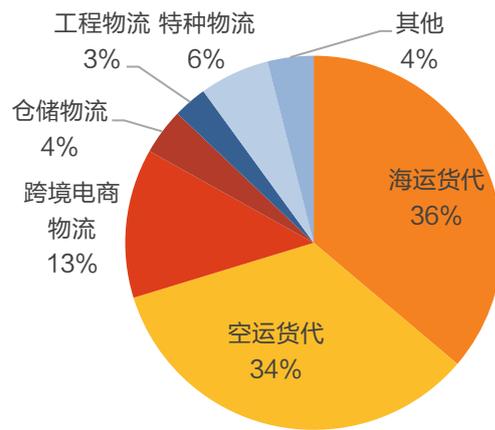
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2022 年公司分业务营收占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2022 年公司分业务毛利占比

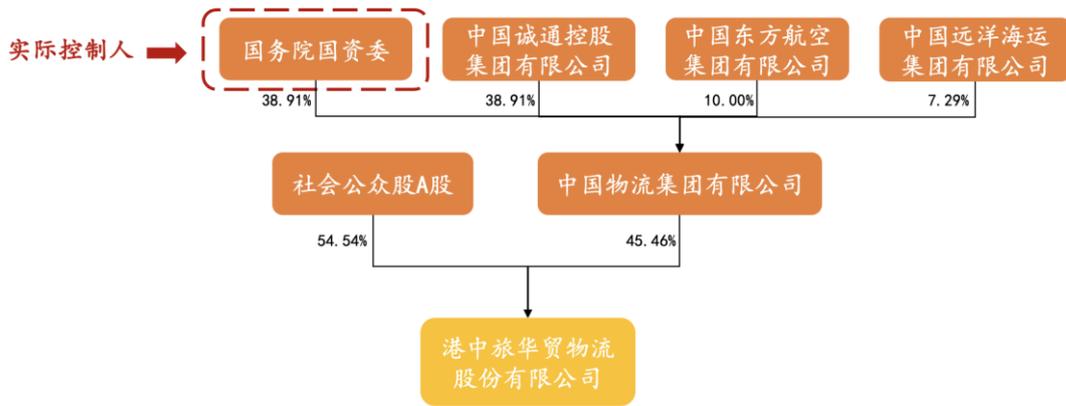


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 股权架构：央企控股背景，股权激励机制完善

股权架构稳定，实控人为国务院国资委。2021 年，中国铁路物资集团有限公司和中国诚通集团物流板块实施专业化整合，中国诚通集团将所持有的港中旅华贸国际物流股份有限公司股权无偿划入整合后的新集团。公司的直接控股股东由中国诚通香港有限公司变更为中国物流集团，持有华贸物流 45.46%的股份，实际控制人是国务院国资委。

图 4：公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所（注：截至 2023Q3）

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，先后在 2013 年和 2019 年两次施行股权激励，激励人数分别为 53 人、246 人，覆盖了公司的核心管理层与骨干员工，有效激发了其动力和创造力，为公司吸引了更多的人才骨干。

公司既保持央企控股的规范，同时具有市场化的管理机制和健全的激励制度，为企业的持续发展注入了活力和动力。

表 2：公司股权激励计划梳理

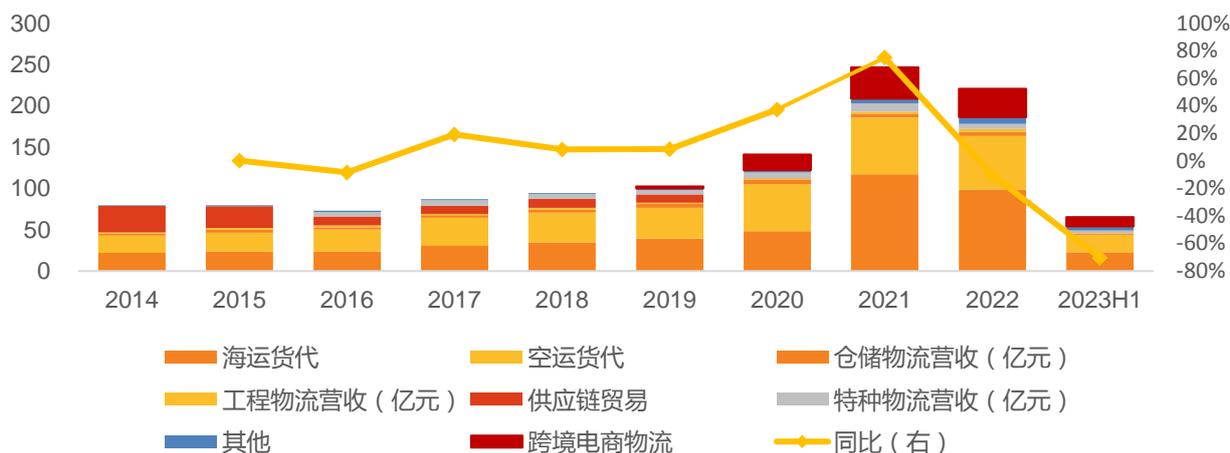
激励计划	激励时间	激励人数	股数	激励总数占总股本比例	期权初始行权价格	行权安排
华贸物流股票期权激励计划	2013.06.27	53	1320 万股	3.3%	6.25 元/股	首期股票期权有效期为自董事会授予之日起的五年时间内有效。等待期为授予日到首次可以行权日之间的间隔，本计划激励对象获授的股票期权等待期为二十四个月，在等待期内不可行权。
华贸物流第二期 A 股股票期权激励计划	2019.04.22	246	3000 万股	2.96%	5.82 元/股	在授予日后的 24 个月为等待期，激励对象获授的股票期权不得转让、用于担保或偿还债务

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 财务表现：营收结构逐渐优化，盈利水平提升明显

营业收入受运价波动影响，短期经营承压。得益于空海运价上行与对佳成物流的收购，2021 年公司营收 246.68 亿元，同比大幅增长 75.02%。2022 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多重挤压下，全球海运运价急剧下滑，空运运价震荡下行，主要航线价格水平向 2019 年水平回归；公司方面，通过舍弃海运货代业务中部分低附加值业务与减少跨境电商物流的非盈利项目投入进一步精简优化了业务结构，23 年前三季度，公司营业收入同比降低 42.01%，经营短期承压。

图 5：公司营业收入及同比增速（亿元）



资料来源: wind, 天风证券研究所

盈利优化, 利润高增。长期以来, 公司利润保持高速增长, 2014-2022 年复合增速为 29%。22 年公司在收入负增长的情况之下利润端仍然实现正增长, 主要系公司调整业务结构, 投入更多的资源予直客营销, 减少公司对于低附加值的同行业务比例, 利润率得以提升; 分业务来看, 海运代理、仓储物流、工程物流毛利率均实现同比增长。

图 6: 公司归母净利润及同比增速



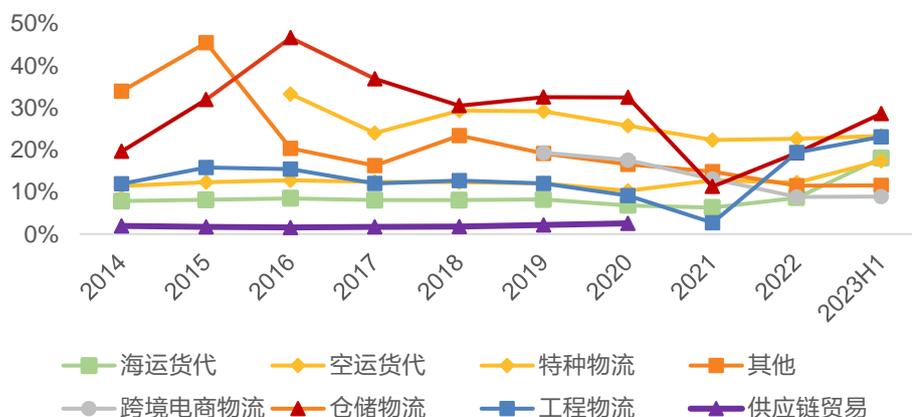
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 8: 公司分业务毛利率变化情况

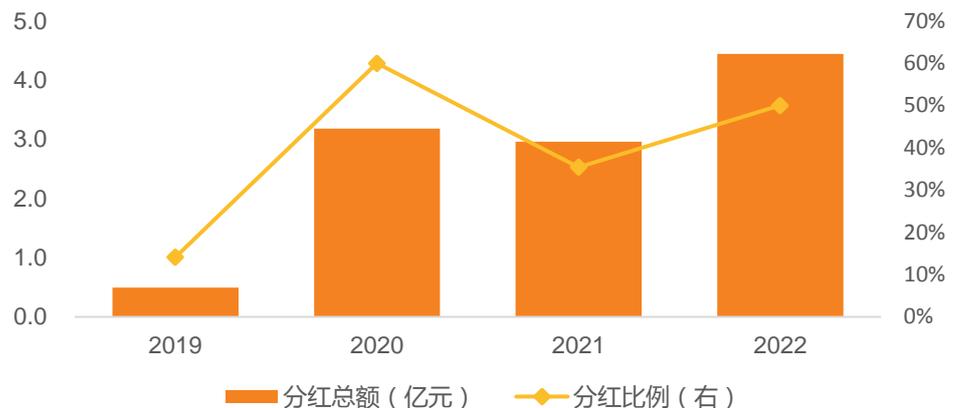


资料来源: Wind, 天风证券研究所

重视股东权益提高分红比例。2023 年 10 月, 公司推出《未来三年 (2023-2025 年) 股东分红回报规划》, 提出公司在足额预留盈余公积金以后, 每年向股东分配的股利不少于当

年度实现的可分配利润的 60%；当年度无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%。

图 9：公司分红比例情况



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 跨境物流：跨境电商正当时，出海物流迎新机

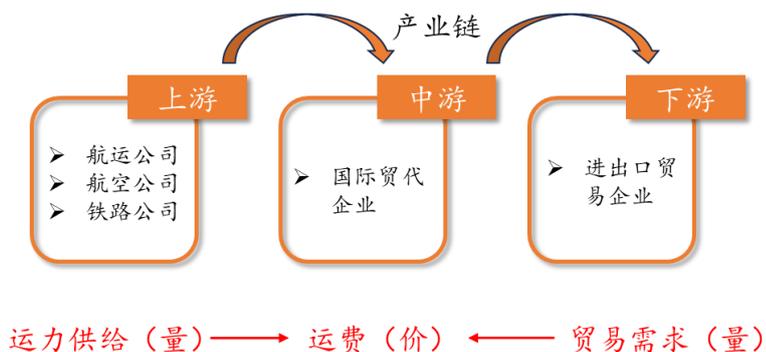
22 年以来全球经贸下滑，航空货运发展承压，运价回落明显。但另一方面值得关注的是，目前以亚太为代表的航空货运市场同比降幅收窄转正，我国外贸集装箱量同比增速上行，边际改善趋势明显。从结构上来看，海外零售端电商化发展势头强劲有望为中国跨境出口电商创造新一轮的发展机遇，而跨境电商物流以航空货运模式为主，有望带动空运专线与海外仓模式份额提升，我们预计 25 年专线、海外仓市场规模为 964 亿元、3615 亿元，22 年-25 年复合增速分别为 24%、22%。

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，我们认为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 10：国际货代产业链

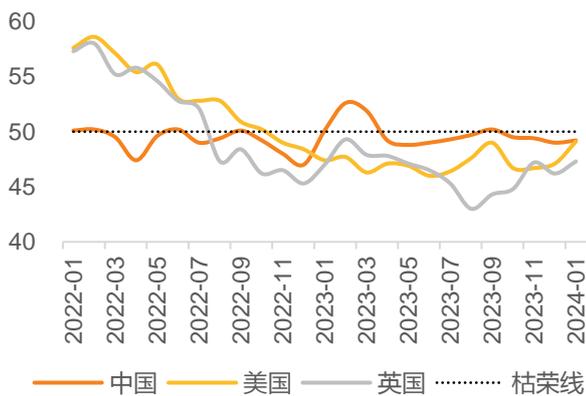


资料来源：华贸物流招股书，天风证券研究所

2.2. 跨境物流：关注边际改善与跨境电商结构性机会

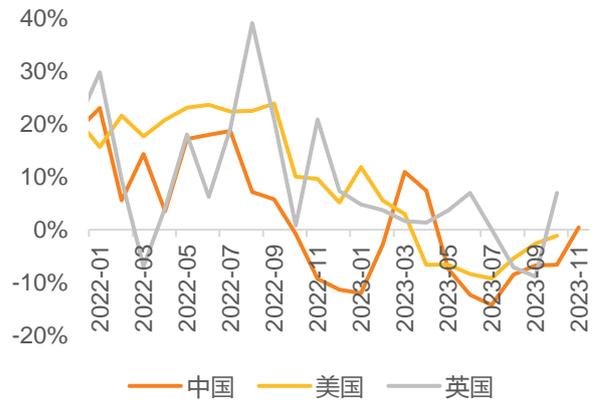
全球经贸下滑，国际货运发展承压，边际改善趋势明显。22年下半年以来，中美英三国制造业 PMI 开始下行，23年上半年基本位于枯荣线下，制造业活跃度下降，实体经济出现一定程度的萎缩态势；从出口角度来看，三国出口金额自22年下半年以来同比增速下行明显，并出现负增长现象。总结而言，受地缘政治冲突、经济通胀、需求疲软等多重影响，全球经济下行趋势明显，贸易增长动能减弱，使得海运、空运需求同比下滑。截至2023年7月，全球航空货运需求（CTKs）连续17个月同比下降，需求较为疲软。但另一方面值得关注的是，以亚太为代表的航空货运市场同比降幅正在逐步收窄，我国主要港口外贸集装箱吞吐量同比增速转正，边际改善趋势明显。

图 11：制造业 PMI



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：出口金额同比增速



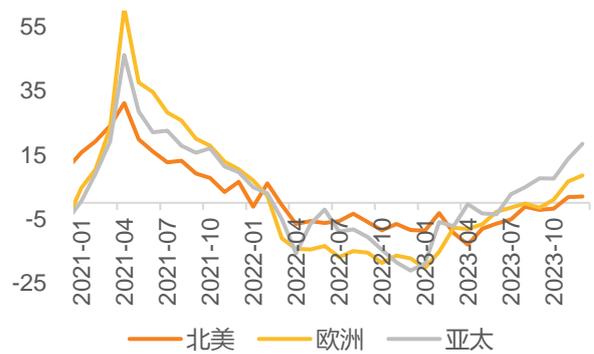
资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：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 14：货邮吨公里（CTK）同比增速

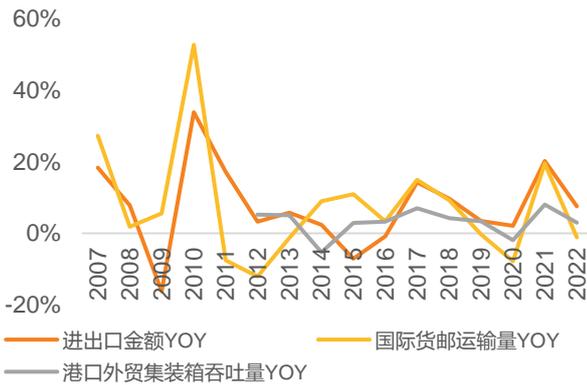


资料来源：wind，天风证券研究所

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。

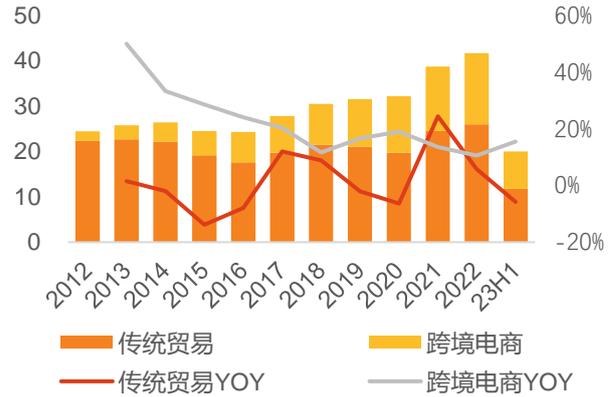
2023 年上半年，我国广义/狭义口径的跨境电商进出口额分别为 8.2 亿元、1.1 万亿元，同比增长 15%、16%。其中狭义口径的出口金额为 8210 亿元，增长 19.9%，继续保持高速增长态势。我国 SHEIN (希音)、Temu (拼多多)、AliExpress (速卖通)、TikTokShop (抖音) 四大跨境电商平台成为全球电商消费主流平台，其商品已成为重要的空运货源。

图 15：我国进出口金额增速与国际货邮、外贸集装箱吞吐量增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：我国进出口市场规模拆分（万亿元）



资料来源：wind，霞光社公众号，天风证券研究所

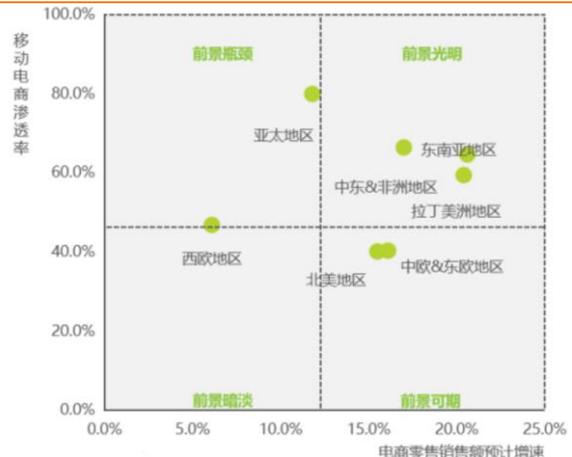
海外零售端电商化发展势头强劲将会为中国跨境出口电商创造新一轮的发展机遇。受新冠疫情和数字技术快速发展的催化，全球电商零售额从 2017 年的 2.4 万亿美元提升至 2022 年的 5.5 万亿美元，2022 年全球电商渗透率预计达到 20.3%，全球电商市场环境稳步向好；分地区观察，22 年东南亚、中东&非洲及拉美地区电商零售销售额预计增速与移动电商渗透率处于双高态势，中欧&东欧及北美地区移动电商渗透率尚低，但电商零售销售额预计增速较高。

图 17：2017-2022 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 18：2022 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 年受到疫情影响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 12% 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 19：我国出口跨境电商市场规模及同比增速

图 20：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

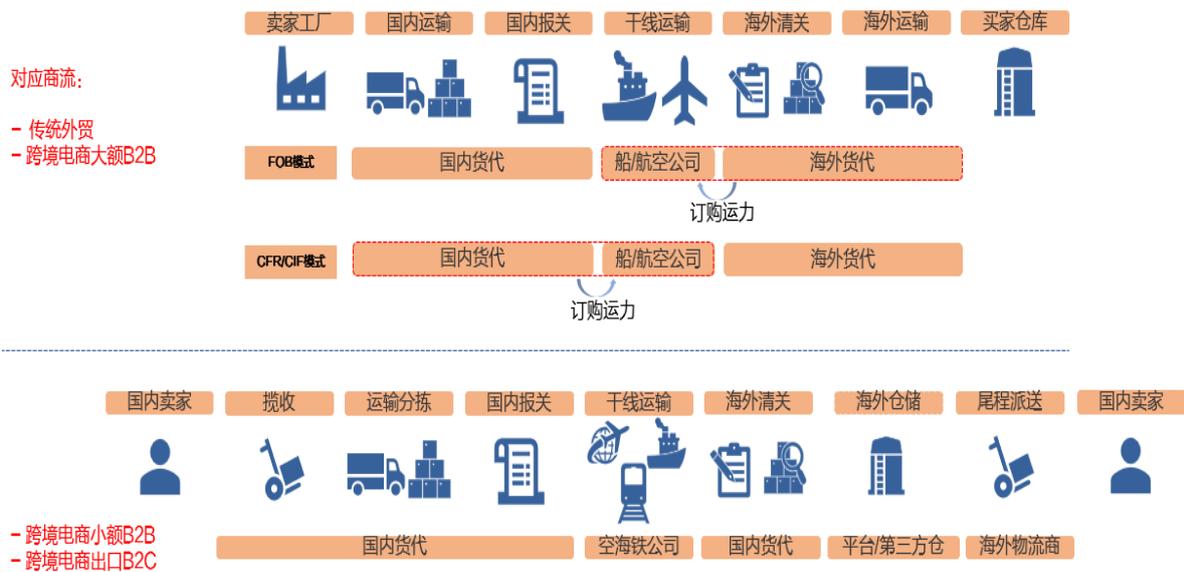


资料来源: wind, 电子商务研究中心公众号, 天风证券研究所

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 21: 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。

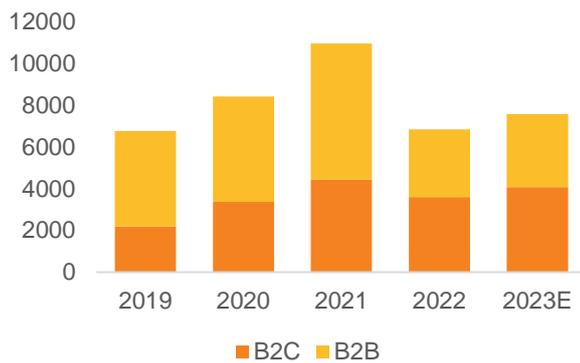
图 22: 跨境电商物流主要运营模式对比

	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

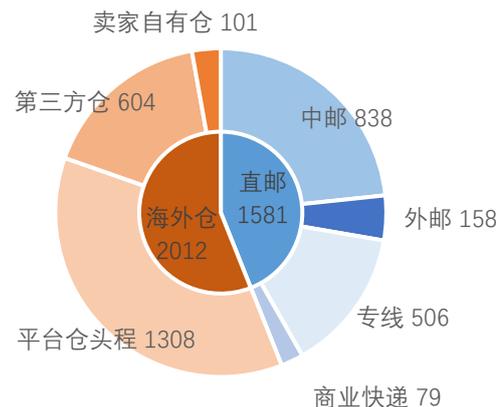
据运联研究院测算，2022 年我国跨境电商出口物流市场规模为 6831 亿元。其中，B2C 物流市场规模为 3592 亿元，占比 52.6%。在 B2C 市场，直邮模式占比 44%，其中专线市场规模达 506 亿元；海外仓（仓发）模式占比 56%，其拥有 2012 亿元的物流市场。

图 23：2019-2023E 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 24：2022 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%，专线、海外仓市场份额提升 2pcts、4pcts，在复合增速为 18.8%的中性假设下，**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 3：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. 传统货代业务转型，跨境电商物流成长可期

3.1. 传统货代：直客战略持续推进，收入结构与盈利优化

公司是我国领先的空海运货代企业。根据全球领先的第三方物流市场研究机构 Armstrong&Associates 联手 ItransportTopics 推出最新的“2023 年度全球货代 50 强榜单”，公司位居全球海运货代、全球空运公司的第 14、16 名（业务量口径），在中国企业中排名第 4。

表 4：2023 年全球货代 TOP16

全球空运货代 TOP16				全球海运货代 TOP16			
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	19
6	Expeditors	美国	87	6	LX Pantos	韩国	15
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
11	Hellmann	德国	65	11	Hellmann	德国	98
12	Ceva	法国	52	12	Expeditors	美国	94
13	嘉里物流	中国香港	52	13	环世物流	中国	86
14	欧华国际	中国	50	14	华贸物流	中国	81
15	Yusen	日本	41	15	Fr. Meyer's Sohn	德国	80
16	华贸物流	中国	37	16	Bolloré	法国	79

资料来源：Transport Topics，天风证券研究所

中国品牌出海之下，公司持续推进直客战略与业务结构转型优化。近年来，伴随中国产业结构转型和升级，中国品牌商的崛起，自主品牌出海趋势正盛以及跨境电商贸易模式的兴起，中国企业逐渐从 OEM 向 ODM 转型，出口商掌握更多话语权。与物流而言，本土跨境物流龙头企业担任的角色也将从分包商转向总包商，分享跨境物流全链条利润，而不仅仅局限于国内段的利润。公司在 23 年提出“横到边、纵到底”的业务发展战略，即通过成为全球综合物流方案提供平台，汇聚全品类物流服务种类，具备全链条物流方案解决能力，推进直接与终端客人服务，进行业务结构高质量转型，降低中间环节，提高盈利水平。

一般来说，跨境物流主要包括前端揽收、运输分拣、国外报关、干线运输、海外清关、海外仓储、尾程派送 7 个环节，而“横到边、纵到底”关键环节是全球化网络布局和运力建设，以提升全链条的服务能力。

图 25：跨境物流运输环节



资料来源：乐舱物流招股书，天风证券研究所

- **积极布局海外网点，加强海外端到端服务能力。**公司持续完善网络布局，提升属地资源整合能力与运营能力，2023 年上半年完成加拿大、南非、澳门、中亚、东南亚、墨西哥等网点优化建设，新增国际海外自营网络至超过 63 个城市和地区、有效增强网络覆盖度与稳定性；目前公司物流服务网络遍布世界 160 多个国家和地区，依托完善的网络布局，形成了可信赖的全球物流服务与保障体系。
- **合作并购强化干线资源掌控能力。**1) **海运方面**，公司签署国内八大口岸出口至欧洲主流港口合约；与各主要船司完成北美线合约签署；与阳明海运签订年度合约产品；签署加拿大线合约等运输协议。2) **空运方面**，公司先后收购华安润通和华大国际、洛阳中重、佳成物流，使空运业务进入邮政国际空运业务细分市场；与广州嘉诚国际联合设立国际航空货运公司也将增强公司对未来国际空运业务的干线资源掌控能力。随着公司空运货代业务布局的不断优化、空运能力建设的不断加强以及与子公司的协同效应的增强，公司盈利能力与业务量水平有望持续提升。

公司目前正在筹划和实施自有国际空运运力、自有国际海运运力建设方案，坚持“先有网络和客户，再建设自有运力”的发展模式，将显著完善全链条服务能力，为公司直客发展战略提供有力支撑。

表 5：2014-2022 年空运运力维护和拓展情况

年份	航线拓展情况及新进展
2014	与南航、中货航签订全面战略合作协议，发展包机业务。
2015	集中运力采购和开发差异化服务产品、发展大客户包机业务。
2017	与扬子江航空货适控股签订合作框架协议，扬子江货控为华贸物流提供特色化的航空运输服务
2019	1) 公司增资河南航投物流有限公司并取得其 49% 股权；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。
2020	实现包机 60 余架次；公司筹划购置或以融资租赁方式取得三架货运专机；2020 年 12 月，大连分公司与 Aerotranscargo 和 Airone 航空签署为期一年的长期包机合同。
2021	1) 深化与国内三大航以及大韩、F5 等外航的合作；2) 欧洲团队推出了“伦敦-杭州”航线客改货进口全链条服务；3) 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；4) 在新加坡、曼谷、大阪开展全方位物流服务；5) 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。
2022	1) 先后开通了海航/成都-列日、马航/昆明-吉隆坡，俄航/哈尔滨-莫斯科等货运航线；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；3) 与广州嘉诚国际联合设立国际航空货运公司。

资料来源：公司年报，天风证券研究所

直客战略成效凸显，客户矩阵重塑升级。公司的全链条服务能力得到越来越多优质稳定客

户的认可和选择，为包括阿里巴巴、京东、华为、荣耀等 500 家以上优质、稳定大客户提供直接服务。2023 年上半年公司持续重点开发行业头部客户，为三星数据、天马微电子、国能重庆铁路运输等优质大客户提供直接服务。

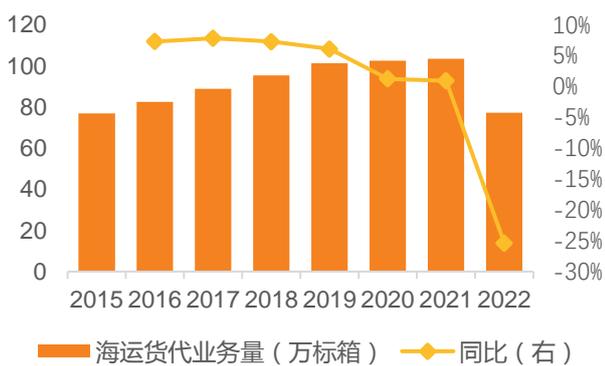
表 6：华贸物流客户拓展情况

时间	客户拓展情况
2018	“吉利控股”、“华为投资”、“京东物流”、“海尔集团”、“百威啤酒”、“中天科技”等成为公司的重要客户。
2019	全年新增加十多家公司级大客户、区域大客户、企业级大客户、信息行业大客户等，为其提供空海运物流服务。在直客客户开发和维护方面取得积极进展，如海康威视、西门子、上汽通用、APPLE、CARGOMIND、法雷奥集团、贝内克长顺汽车、德昌机电、中广核等。
2020	公司成功开发阿里巴巴、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。
2021	在跨境电商物流市场，成功开发科沃斯、泽宝、兰亭、字节跳动等优质客户，并与敦煌网等跨境电商平台、SHEIN 等独立站达成全面战略合作。
2022	为建发集团、吉利集团、比亚迪集团、奇瑞集团、迈瑞医疗等超过 200 家新获得的优质客户提供直接服务。与中国邮政、东航物流等形成战略合作，作为物流“国家队”，一起为中国制造业走向全球提供完整可靠的全程物流解决方案。

资料来源：公司年报，天风证券研究所

主动剔除低附加值业务，业务量短期有所下滑。1) 转型前，公司的空海运业务量均保持持续增长。2015-2020 年，华贸物流的国际空运业务量高速增长，从 23.45 万吨上升至 39.84 万吨，年复合增长率 11.18%。华贸物流与中外运的空运量差距持续缩小。以中外运空运量/华贸物流空运量作为衡量指标，该指标从 2015 年的 2.23 缩小至 2020 年的 1.34。2015-2020 海运业务量年复合增长率 5.93%。相较于空运业务 CAGR11.18%的增速，华贸物流的海运业务增速较低。2) 转型后，公司主动减少公司对于低附加值的同行业务比例，叠加国际贸易需求持续疲软，公司业务量在 21 年以来出现不同程度的下滑。但另一方面，公司目前绝大部分产品和服务涵盖全程七个环节中四个以上服务环节，主动舍弃业务量的背后是产品与服务的提质增效。

图 26：公司海运货代业务量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

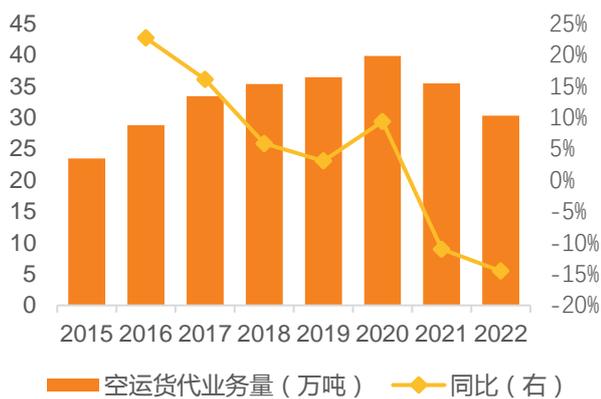
图 27：公司与中外运海运业务量对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：公司空运货代业务量

图 29：公司与中外运空运业务量对比



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: 各公司公告, 天风证券研究所

战略转型叠加运价下行, 货代业务收入端具备一定压力, 但结构优化明显。公司坚持直客战略, 主动舍弃平台型、资金型低附加值简单代理业务, 业务量与收入端短期具备一定的增长压力, 这是转型的短期阵痛期。但另一方面, 从收入结构上来看, 低附加值的订舱服务占比逐年降低, 综合物流业务占比提升明显。23 年上半年, 综合物流服务收入占比为 65.3%, 较 21 年同期相比提升 13.1pcts。

图 30: 公司海运货代营收情况及同比增速



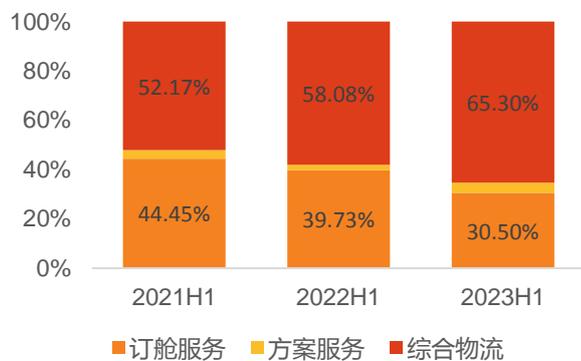
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 31: 公司空运货代营收情况及同比增速



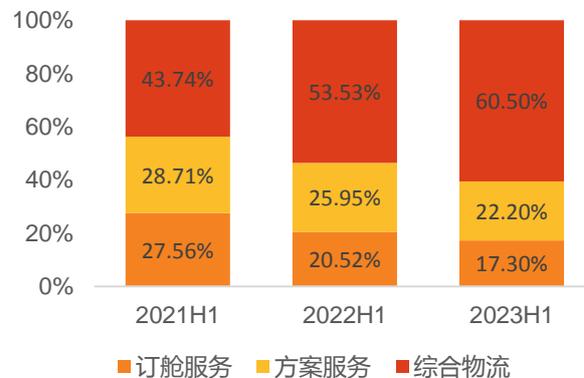
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 32: 公司海运货代营收结构变化情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 33: 公司海运货代业务量结构变化情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

直客战略有效促进了盈利能力提升。由于高毛利的综合物流服务占比不断提升, 公司海运、空运代理的单位毛利提升明显, 22 年海运代理单箱毛利为 1100 元/标准箱, 空运代理的单吨毛利为 2639 元/吨, 分别同比提升 55%、7%。我们认为随着公司全链条服务能力

的进一步提升，公司有望持续拓展直客，业务结构与盈利能力得以优化。

图 34：公司海运货代单箱毛利



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：公司空运货代单箱毛利



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 跨境电商物流：提前布局形成先发优势，协同效应促进业务增长

公司提前布局跨境电商物流并形成先发优势，产品体系日渐完善。2014 年公司收购德祥集团 65%股权后开辟了跨境电商物流通道，2018 年开始通过收购整合等方式加快跨境电商物流网络布局。公司跨境电商业务分为国际邮政航空函件(邮政小包)、集中发货专线物流、跨境电商商品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，目前已经基本形成覆盖全产业链的竞争能力。

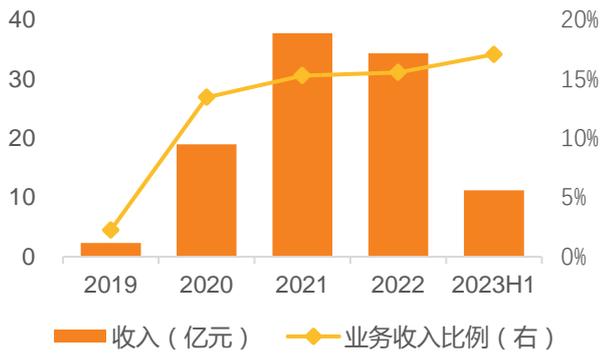
表 7：2014 年起公司跨境电商物流业务整合收购等重要举措

时间节点	举措	作用
2014	1) 收购了德祥集团 65%股权；2) 申请取得国际快递专营牌照	1) 打通了跨境电商进口备货保税模式的物流通道，为电商提供低成本的跨境集运综合物流服务；2) 打通跨境电商国际空运的物流通道
2018	联合深圳跨境翼电子商务公司和深圳际客电子商务有限公司成立深圳市翼邦物流有限公司	完善公司国内网络布局，提升华贸物流在国内物流市场拓展能力和协同能力
2019	收购北京华安润通国际物流有限公司和华大国际物流有限公司 70%股权	实现了跨境电商物流中邮政小包渠道的布局，迅速进入邮政国际空运代理市场
2021.3	收购深圳深创建供应链有限公司 33.5%股权	进一步获取跨境物流清关环节的优势资源，开展 9610、9710、9810 出口，1210 进出口，9610 退货等业务，形成电商货物“出得去、进得来、退得回”的闭环服务体系
2021.7	收购跨境电商物流公司佳成国际 70%股份	1) 结合佳成物流的 FBA 专线电商货，进一步构建和充实华贸物流的干线产品。2) 基于华贸物流与中国邮政的合作关系，嫁接佳成物流的海外尾程服务，为中国邮政的非邮业务打通全球供应链体系
2022	强化产品建设，与 LAZADA, SHOPEE 等电商平台及独立站的签订物流合作协议	提高全链条特别是境外端服务能力，满足跨境电商高端客户对时效、安全和成本的综合需求

资料来源：公司公告，天风证券研究所

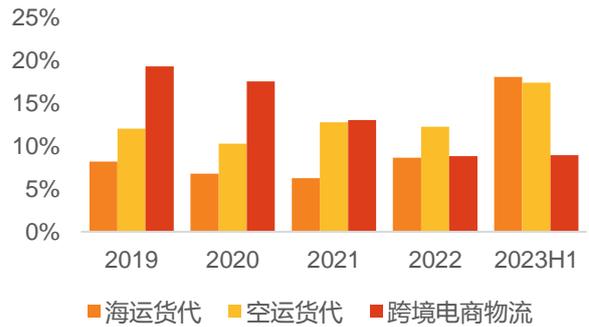
跨境电商物流成为公司第三大收入来源，相较传统货代的利润优势逐渐削弱。跨境电商物流营收比重持续提升。2022 年公司跨境电商物流营收 34.37 亿元，相比 2019 年增幅达 1390%；2019-2023H1 跨境电商物流营收占比由 2.25%增长为 17.09%，2019-2022 年营收 CAGR 高达 146.06%。跨境电商相比传统货代中间环节更多、对清关效率和安全能力的要求更高，由此带来产业链的延长和增值服务的附属价值上升，从而进一步增厚利润值。然而，2021 年起公司通过不断优化空海运货代业务结构，有效地提升了传统货代业务毛利率。2023H1 海运货代、空运货代、跨境电商物流的毛利率分别为 18.06%、17.39%、8.83%，跨境电商物流相比传统货代不再具备明显优势。

图 36：公司跨境电商物流营收情况及占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

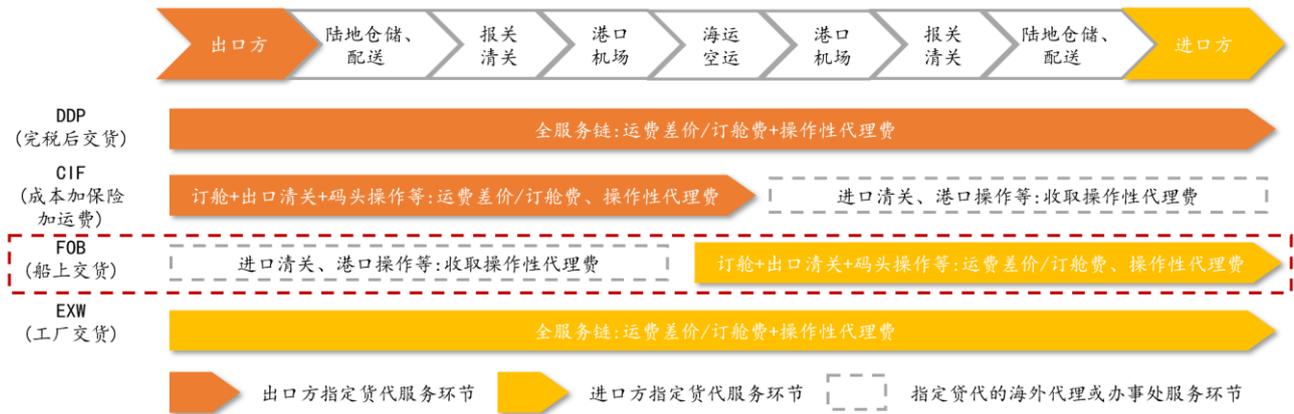
图 37：公司跨境电商物流与空海运货代毛利率情况对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

跨境电商与传统货代物流形成协同效应，促进价值链纵向延展。传统货代和跨境电商物流在交易模式（DDP、CIF、FOB、EXW）以及货代间的环节分工和收入来源存在较大差异。传统跨境物流主要采取 FOB/CFR/CIF 等模式，国内货代往往只能负责跨境物流链条中的一部分；而跨境电商物流可以提供门到门的运输等全链条服务。因此，传统货代与跨境电商物流可以通过纵向整合形成协同效应，公司持续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，潜在利润空间有望进一步释放。

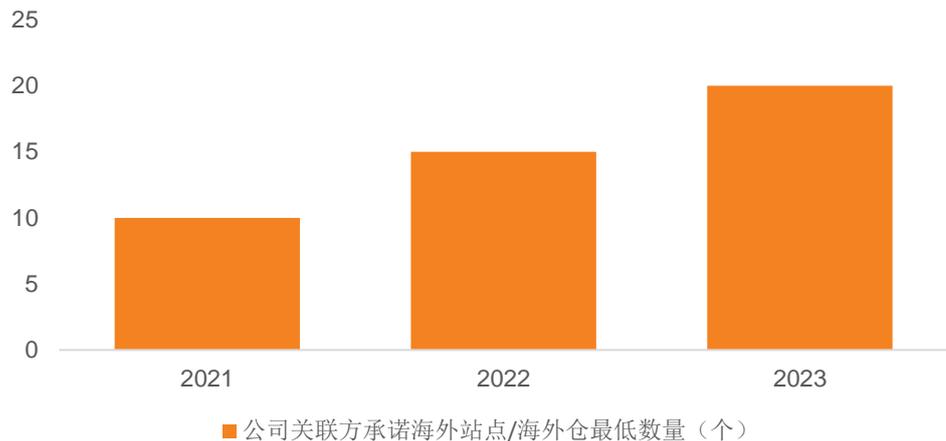
图 38：不同外贸交易模式下国际货代参与环节对比



资料来源：关税法务一点通公众号，天风证券研究所

企业收购补齐业务短板，海外仓建设赋能跨境电商物流服务提升。能力短板补齐方面，公司通过外延收购实现优势互补。2019 年公司收购华安润通与华大国际后，迅速进入了邮政国际空运市场，承接中国邮政集团公司及其下属企业国际邮政航空函件（邮政小包）的运力集采等服务。2021 年收购佳成国际后，公司 to C 业务的短板被补齐，干线能力与佳成国际的前端揽收、海外段尾程能力优势互补，从而构建全产品线能力并进一步延长服务链条。海外仓建设方面，公司通过积极布局整合优质海外仓，2021 年 FBA 海运入仓业务实现了超过 100% 的增长，业务量高速增长有望摊薄单位成本提升盈利能力。

图 39：公司关联方海外站点或海外仓承诺建设数量逐年攀升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 其他业务板块：业务线全面推进，各板块营收情况稳中有升

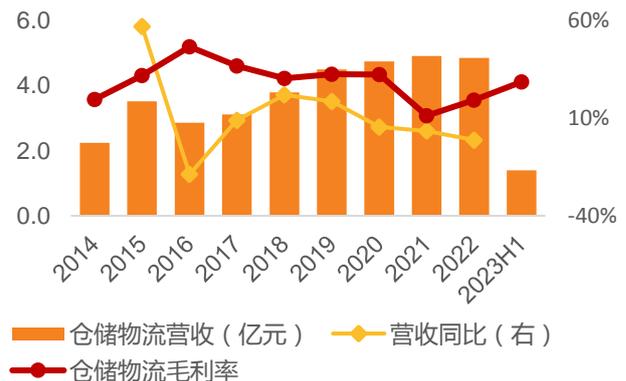
公司通过对外收购兼并与对内精细化管理促进各业务板块的全面推进。

- 1) **特种物流**：该业务主要由公司属下中特物流提供，目前以特高压电力设备运输为主要服务对象，核心竞争优势明显，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。2016-2022 年，特种物流营业收入整体稳步提升，CAGR 为 2.48%；得益于产品特殊属性溢价，特种物流毛利率保持在 20%左右。2022 年公司特种物流营收为 6.24 亿元，同比下降 36.16%，其中，中特物流与洛阳中重的客户保持稳定。
- 2) **仓储物流**：该业务主要由公司旗下的德祥集团提供特许资质进口集装箱分拨服务，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。仓储业务相对其他业务板块营收情况更加稳定，2014-2022 年，公司仓储物流营业收入 CAGR 为 10.15%，23 年上半年，公司仓储物流毛利率已修复至近疫情前水平。
- 3) **工程物流**：公司在 2016 年收购中特物流，2019 年收购洛阳中重运输后，2021 年又设立合资公司整合了恒展远东在东部非洲和南亚地区的尾程服务能力，并建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。2014-2022 年，工程物流营业收入整体大幅提升，CAGR 为 10.48%。2021 与 2022 年公司公司通过外延整合有效地提升了运营能力，工程物流营收分别同比提升 54.78%、49.04%。随着疫情复苏后“一带一路”国家基础设施建设需求逐步释放，公司工程物流业务有望迎来更大的发展机遇。

图 40：公司特种物流营收与毛利率情况



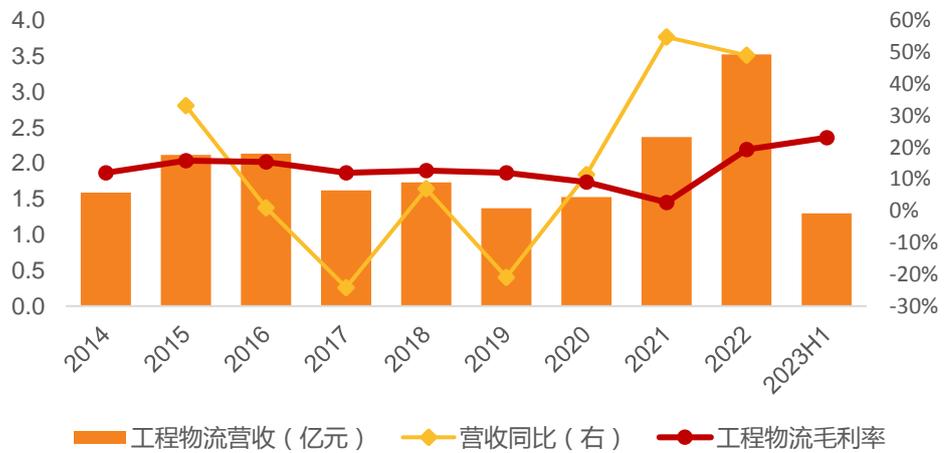
图 41：公司仓储物流营收与毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 42：公司工程物流营收与毛利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

与头部大宗供应链企业成立合资公司，大宗商品物流业务有望高速增长。国家资源安全政策理念的深入有效激发了国内大宗商品进口需求的增长。依据海关总署消息披露，2023 年我国能源、金属矿砂、粮食等大宗商品进口量增加 15.3%。2023 年以来，公司先后与建发股份下属子公司、物产中大成立合资公司，主要从事面向海外的大宗商品与消费品的供应链物流运营业务。

22 年建发股份、物产中大供应链营业收入合计 1.24 万亿，是我国大宗商品供应链四巨头之二；公司在国际空运海铁运输、仓储陆运、海外布局等方面可以提供更加完善、安全的全球物流解决方案。合资公司将通过专业化大宗商品物流体系形成差异化服务能力，发挥双方各自专业优势，整合双方核心资源，公司大宗商品物流业务有望高速增长。

表 8：公司大宗商品物流业务相关布局

合资方	合资公司注册资本	股东详情	公告日期
建发股份下属子公司 建发供应链物流	5000 万元	华贸物流：2550 万，持股 51% 建发供应链物流：2450 万，持股 49%	2024 年 1 月
物产中大	4000 万元	华贸物流：1840 万，持股 46%； 物产中大：1880 万，持股 47% 员工持股平台：280 万，持股 7%	2023 年 5 月

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

展望公司主要业务板块：

- 国际货代：公司是我国领先的货代企业，海运货代与空运货代同属核心业务，业务属性与营收情况都很相似。由于疫情影响以及公司对部分短期收益项目的舍弃，近两年公司空运货代营收与业务量均有所下降。随着直客策略的践行与业务结构的优化，公司货代业务有望实现稳健增长。
- 跨境电商物流：跨境电商物流是公司第三大盈利板块，提前布局使公司具有跨境电商物流市场的先发优势。公司通过整合合并补齐了业务短板并与子公司形成协同效应；

再者，中国企业升级品牌出海将有力带动跨境电商物流的发展。

- 其他业务板块：仓储物流营收较为稳健；一带一路的东风以及国内大宗商品进口需求增长有望持续推动工程物流等其他板块的业务成长。

收入假设：

- **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，公司单位海运运价有所回落；单位空运运价较为坚挺。24 年随着腹舱运力的逐步恢复叠加需求回暖，我们假设空运运价稳中有升。同时，随着公司持续推进直客战略，单客收入有望逐步提升。我们假设 23-25 年海运代理的单位运价同比增速为-40%、+10%、+12%；空运代理的单位运价同比增速为-5%、+3%、+5%。**2) 业务量：**23 年全球贸易面临着欧美等主要经济体通胀形势严峻、零售商商品库存高企等问题导致需求持续疲软。公司海运综合物流业务量逆势提升，空运业务量有所下滑。我们假设 23-25 年海运代理业务量同比增速为-8%、+5%、+8%；空运代理业务量同比增速为-30%、+8%、+12%。
- **跨境电商物流：**2019-2022 年公司跨境电商物流业务收入 CAGR 为+146.06%，2022 年以来跨境电商物流业务量保持持续增长，但由于运价下跌，整体收入有所下滑。我们认为随着 TEMU、Shein 等 To C 端跨境电商平台的高速增长，空运运价企稳，公司业务有望重回上升通道，假设 2023-2025 年跨境电商物流营收增速分别为-25%、+10%、+15%。
- 其他业务板块：假设 2023-2025 年仓储物流的营收增速分别为-30%/+25%/+15%，工程物流的营收增速分别为-20%/+20%/+15%，特种物流的营收增速分别为-10%/+15%/+15%。

综上，我们预计公司 23-25 年营业收入为 145、166、197 亿元，同比增速为-34%、+14%、+19%。

表 9：公司营业收入预测（亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	246.68	220.70	145.42	166.08	197.25
YOY	75.02%	-10.53%	-34.11%	14.21%	18.77%
国际海运货代	117.30	98.44	54.34	62.76	75.92
业务量（万标箱）	103.54	77.25	71.07	74.62	80.59
YOY	0.95%	-25.39%	-8.00%	5.00%	8.00%
单箱收入（万元/标箱）	1.13	1.27	0.76	0.84	0.94
YOY	140.42%	12.48%	-40.00%	10.00%	12.00%
国际空运货代	68.47	65.17	43.34	48.21	56.69
业务量（万吨）	35.44	30.29	21.20	22.90	25.65
YOY	-11.04%	-14.53%	-30.00%	8.00%	12.00%
单吨收入（万元/吨）	1.93	2.15	2.04	2.11	2.21
YOY	35.13%	11.35%	-5.00%	3.00%	5.00%
跨境电商物流	37.75	34.37	25.78	28.36	32.61
YOY	98.92%	-8.95%	-25.00%	10.00%	15.00%
特种物流	9.77	6.24	5.61	6.46	7.42
YOY	30.85%	-36.16%	-10.00%	15.00%	15.00%
仓储物流	4.91	4.85	3.40	4.25	4.88
YOY	3.42%	-1.20%	-30.00%	25.00%	15.00%
工程物流	2.37	3.53	2.82	3.38	3.89
YOY	54.78%	49.04%	-20.00%	20.00%	15.00%
其他业务	6.10	8.11	10.13	12.67	15.83
YOY	137.98%	32.83%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

毛利率假设：

- 货运代理：公司推进直客战略，有效提升货代业务利润率，部分对冲运价下行风险，假设 2023-2025 年海运代理毛利率分别为 18%/18.5%/19%，空运代理毛利率分别为 16%/16.5%/17%；
- 跨境电商物流：随着公司跨境电商物流业务布局的逐渐成型，公司 23 年上半年跨境电商物流毛利率逆势实现同比正增长，假设 2023-2025 年毛利率分别为 +9%/+9.2%/+9.4%。

综上，我们预计公司 23-25 年销售毛利率为 15.96%、16.48%、16.90%。

表 10：毛利率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	10.04%	10.65%	15.96%	16.48%	16.90%
国际海运货代	6.27%	8.63%	18.00%	18.50%	19.00%
国际空运货代	12.77%	12.27%	16.00%	16.50%	17.00%
跨境电商物流	13.05%	8.81%	9.00%	9.20%	9.40%
特种物流	22.33%	22.60%	23.00%	24.00%	24.50%
仓储物流	11.25%	19.27%	30.00%	31.00%	31.50%
工程物流	2.69%	19.33%	23.00%	24.00%	24.50%
其他业务	14.84%	11.48%	12.00%	12.00%	12.00%

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 145、166、197 亿元，同比增速为 -34%、+14%、+19%；公司归母净利润为 8、10、13 亿元，同比增速为 -10%、+26%、+29%；对应 EPS 为 0.60、0.76、0.98 元，对应 PE 为 12x、10x、7x。

首次覆盖，给予“买入”评级。我们选取中国外运、嘉诚国际、东航物流作为可比公司，中国外运是我国货代的龙头企业，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。而华贸物流作为我国领先的综合物流服务商，传统货代业务转型成效初见，盈利有望持续优化；积极布局跨境电商物流，有望充分享受跨境电商行业红利；以及一带一路相关工程物流业务和大宗物流业务有望保持高速增长。我们给予公司 24 年 12 倍的 PE 估值，对应目标价为 9.12 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
中国外运	601598	6.27	0.55	0.54	0.58	0.61	11.24	11.69	10.88	10.29
嘉诚国际	603535	15.09	0.73	0.82	1.20	1.37	20.57	18.33	12.57	11.03
东航物流	601156	15.81	2.29	1.44	1.87	2.22	6.90	10.94	8.46	7.12
平均							12.90	13.65	10.64	9.48
华贸物流	603128	7.36	0.69	0.60	0.76	0.98	10.67	12.20	9.68	7.48

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：可比公司盈利预测为 wind 一致预期，数据日期截至 2024 年 3 月 5 日

5. 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。

测算具有主观性。公司涉及到行业市场规模的测算具有一定的主观性，仅供参考。

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。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,665.89	2,575.02	3,512.08	3,342.46	4,283.03
应收票据及应收账款	4,508.36	2,910.67	1,995.14	3,378.30	3,177.41
预付账款	333.76	330.27	136.34	216.60	228.30
存货	28.53	10.56	29.63	3.52	38.33
其他	495.80	641.51	326.57	743.35	504.85
流动资产合计	7,032.35	6,468.03	5,999.75	7,684.24	8,231.93
长期股权投资	288.35	340.08	340.08	340.08	340.08
固定资产	641.52	601.93	531.43	460.22	388.43
在建工程	18.11	0.00	4.00	3.20	2.56
无形资产	288.70	271.12	297.81	292.17	300.86
其他	2,034.00	2,035.16	1,975.10	2,003.86	1,995.43
非流动资产合计	3,270.69	3,248.29	3,148.43	3,099.53	3,027.36
资产总计	10,523.48	9,772.33	9,148.18	10,783.77	11,259.29
短期借款	217.35	250.42	500.00	400.00	400.00
应付票据及应付账款	2,429.79	1,438.46	939.33	1,705.95	1,470.85
其他	983.01	1,493.07	931.76	1,261.94	1,247.09
流动负债合计	3,630.14	3,181.95	2,371.09	3,367.89	3,117.94
长期借款	968.55	150.72	50.00	50.00	50.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	390.30	346.97	320.35	352.54	339.95
非流动负债合计	1,358.85	497.69	370.35	402.54	389.95
负债合计	5,114.31	3,757.07	2,741.44	3,770.43	3,507.89
少数股东权益	279.28	204.72	237.45	280.63	325.35
股本	1,309.46	1,309.46	1,319.04	1,319.04	1,319.04
资本公积	1,689.02	1,673.37	1,673.37	1,673.37	1,673.37
留存收益	2,297.00	2,897.08	3,306.91	3,861.97	4,540.66
其他	(165.60)	(69.37)	(130.04)	(121.67)	(107.03)
股东权益合计	5,409.17	6,015.26	6,406.74	7,013.34	7,751.39
负债和股东权益总计	10,523.48	9,772.33	9,148.18	10,783.77	11,259.29

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	933.12	924.66	795.54	1,002.62	1,298.12
折旧摊销	94.33	103.08	92.47	93.30	94.89
财务费用	51.38	(38.55)	9.15	8.09	2.38
投资损失	(34.44)	(32.45)	(27.79)	(31.56)	(30.60)
营运资金变动	(681.01)	139.51	861.06	(853.76)	37.31
其它	(107.31)	357.41	63.55	78.00	85.52
经营活动现金流	256.07	1,453.67	1,793.98	296.69	1,487.62
资本支出	501.51	112.76	79.30	(16.55)	43.73
长期投资	89.78	51.74	0.00	0.00	0.00
其他	(1,268.11)	(382.32)	(104.19)	32.47	(44.27)
投资活动现金流	(676.82)	(217.82)	(24.89)	15.92	(0.54)
债权融资	948.56	(1.14)	(364.45)	(8.20)	99.08
股权融资	(270.43)	(363.84)	(467.60)	(474.02)	(645.59)
其他	(18.20)	(69.10)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	659.93	(434.08)	(832.04)	(482.22)	(546.51)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	239.17	801.77	937.05	(169.62)	940.57

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	24,667.66	22,070.19	14,541.78	16,607.77	19,725.00
营业成本	22,191.25	19,720.66	12,220.81	13,870.60	16,391.25
营业税金及附加	11.01	11.29	7.93	8.32	10.24
销售费用	739.42	758.24	727.09	797.17	907.35
管理费用	498.14	515.65	508.96	581.27	690.38
研发费用	37.81	23.20	18.81	21.47	23.91
财务费用	55.96	(74.95)	9.15	8.09	2.38
资产/信用减值损失	(5.88)	(1.56)	(3.18)	(3.54)	(2.76)
公允价值变动收益	0.00	2.47	0.00	0.00	0.00
投资净收益	34.44	32.45	27.79	31.56	30.60
其他	(83.69)	(94.38)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,189.19	1,177.14	1,073.64	1,348.86	1,727.32
营业外收入	3.55	1.16	1.68	2.13	1.66
营业外支出	3.05	2.37	3.70	3.04	3.04
利润总额	1,189.69	1,175.93	1,071.62	1,347.95	1,725.94
所得税	256.57	251.27	212.53	267.34	342.30
净利润	933.12	924.66	859.09	1,080.62	1,383.64
少数股东损益	96.38	36.32	63.55	78.00	85.52
归属于母公司净利润	836.74	888.34	795.54	1,002.62	1,298.12
每股收益(元)	0.63	0.67	0.60	0.76	0.98

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	75.02%	-10.53%	-34.11%	14.21%	18.77%
营业利润	64.10%	-1.01%	-8.79%	25.64%	28.06%
归属于母公司净利润	57.74%	6.17%	-10.45%	26.03%	29.47%
获利能力					
毛利率	10.04%	10.65%	15.96%	16.48%	16.90%
净利率	3.39%	4.03%	5.47%	6.04%	6.58%
ROE	16.31%	15.29%	12.90%	14.89%	17.48%
ROIC	28.79%	18.14%	19.73%	30.58%	32.21%
偿债能力					
资产负债率	48.60%	38.45%	29.97%	34.96%	31.16%
净负债率	-6.00%	-21.78%	-40.62%	-34.69%	-42.21%
流动比率	1.93	2.00	2.53	2.28	2.64
速动比率	1.92	2.00	2.52	2.28	2.63
营运能力					
应收账款周转率	6.73	5.95	5.93	6.18	6.02
存货周转率	1,171.35	1,129.35	723.80	1,002.25	942.70
总资产周转率	2.74	2.17	1.54	1.67	1.79
每股指标(元)					
每股收益	0.63	0.67	0.60	0.76	0.98
每股经营现金流	0.19	1.10	1.36	0.22	1.13
每股净资产	3.89	4.41	4.68	5.10	5.63
估值比率					
市盈率	11.60	10.93	12.20	9.68	7.48
市净率	1.89	1.67	1.57	1.44	1.31
EV/EBITDA	13.05	10.61	6.02	5.01	3.55
EV/EBIT	13.91	11.51	6.53	5.35	3.75

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