



# 中国外运 (601598.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 出海东风助力成长 货代业务量利齐增

### 投资逻辑

货代业务为传统主业，股息率行业领先。公司主营业务包括货代、专业物流、电商业务三个部分，货代业务占营收及毛利比重约 60%。中外运敦豪贡献主要投资收益，1H2023 占营业利润比重为 21%。公司 A 股股息率为 4.1%，港股股息率为 7.5%，港股股息率排名跨境物流行业第一。2023Q1-Q3，公司实现营业收入 728 亿元，同比下降 10%；实现归母净利润 32 亿元，同比下降 12%。

受益于国内企业出海，货代业务有望实现量利齐增。业务量方面，货代龙头企业市占率提升，国内制造业企业出海进程加速，可以为公司带来大量的货运需求。单箱利润方面，受益于公司不断拓展业务链环节、延长服务链条，以及国内自主品牌出海，公司直客比例增加，推动单箱利润上升。预计 2023-2025 年货代业务营收增速分别为-14%、7%、7%，毛利率为 8.7%、8.8%、8.9%。

合同物流深耕细分领域，延伸服务链条提升单吨价格。合同物流是专业物流的主要利润来源。业务量方面，公司加强客户拓展，我们认为汽车制造和电子科技的景气可支撑 2024 年货量增长。单吨收入方面，公司与客户通常为长期合作，公司可以通过为客户提供附加服务、参与更多环节，提高单吨收入。此外，一带一路有望推动项目物流发展，危化品市场规模扩大是化工物流的业绩增量来源。预计 2023-2025 年专业物流收入增速分别为 6%、13%、13%。

跨境电商业务高速增长，中外运敦豪有望受益。中外运敦豪是公司与 DHL 合营企业，主要经营国际时效件业务，ToB 的跨境电商平台业务是其重要增长引擎。2024 年，Temu 的 GMV 目标较 2023 预计 GMV 增长一倍以上；TikTok Shop 的 GMV 目标较 2023 年目标增长 150%，预计跨境电商进出口物流市场规模同比增长 21%。跨境电商平台的崛起可以支撑中外运敦豪业务量增长，公司跨境电商物流业务亦有望受益。预计 2023-2025 年公司投资收益增速分别为-16%、7%、7%，电商业务收入增速分别为-26%、11%、11%。

### 盈利预测、估值和评级

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 39.0 亿元、42.1 亿元、44.4 亿元，对应 PE 分别为 10.9x、10.1x、9.6x。参考可比公司 2024 年平均 PE 倍数 10.5x，公司股息率行业领先，货代网络遍布世界，有望受益于国内企业出海带来的业绩成长，给予公司 2024 年 12 倍估值，目标价格为 6.93 元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

空海运运价大幅波动风险、国内企业出海进度不及预期、国际货代行业竞争进一步恶化风险、全球经济景气度不及预期。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

联系人：霍泽嘉

huozejia@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：5.83 元

目标价 (人民币)：6.93 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	124,346	108,817	97,668	106,912	117,190
营业收入增长率	47.09%	-12.49%	-10.25%	9.47%	9.61%
归母净利润(百万元)	3,713	4,068	3,901	4,212	4,445
归母净利润增长率	34.8%	9.6%	-4.1%	8.0%	5.5%
摊薄每股收益(元)	0.502	0.553	0.535	0.578	0.609
每股经营性现金流净额	0.56	0.70	0.41	0.49	0.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.22%	11.67%	10.48%	10.60%	10.48%
P/E	8.93	6.94	10.90	10.10	9.57
P/B	1.00	0.81	1.14	1.07	1.00

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、中国外运：国际货代龙头企业，股息率行业领先.....	5
1.1 中国外运：招商局旗下专业物流平台，物流资源注入助力快速发展.....	5
1.2 货代业务为传统主业，中外运敦豪贡献主要投资受益.....	5
1.3 市场需求不振导致业绩下滑，公司业绩更有韧性.....	7
1.4 股息率行业领先，利率下行背景下具备配置价值.....	9
二、货代业务：受益于国内企业出海，有望实现量利齐增.....	9
2.1 全球货代龙头，服务网络辐射全国.....	9
2.2 龙头市占率提升，中国企业出海有望驱动业务量增长.....	11
2.3 红海时间短期支撑海运运价，中长期看或继续下降.....	14
2.4 受益于拓展业务链环节，单箱利润有望增长.....	15
三、专业物流：合同物流深耕细分领域，延伸服务链条提升单吨价格.....	17
3.1 合同物流贡献主要利润，物流用地及仓储资源丰富.....	17
3.2 合同物流深耕细分领域，延伸服务链条提升单吨价格.....	18
四、跨境电商高速增长，中外运敦豪及电商物流受益.....	21
4.1 中外运敦豪：国内航空快递领导者，具备高成长高盈利属性.....	21
4.2 业绩增长点：跨境电商快速增长有望驱动业绩增长.....	23
4.3 公司跨境电商物流业务亦有望受益.....	24
五、盈利预测.....	25
5.1 盈利预测.....	25
5.2 投资建议及估值.....	27
六、风险提示.....	27

## 图表目录

图表 1： 公司历经多年发展，物流网络不断扩大.....	5
图表 2： 实控人招商局集团共持有公司 55.83%的股权（截至 3Q2023）.....	5
图表 3： 1H2023 代理业务营收贡献占比为 59.3%.....	6
图表 4： 1H2023 代理业务毛利贡献占比为 58.8%.....	6
图表 5： 投资收益是公司利润的重要来源.....	6
图表 6： 中外运敦豪贡献主要投资收益.....	6
图表 7： 跨境物流配送全流程.....	6
图表 8： 2023Q1-Q3 公司营业收入同比-10%.....	7
图表 9： 2023Q1-Q3 公司归母净利润同比-12%.....	7



图表 10:	公司营业收入超可比公司	7
图表 11:	公司毛利率低于可比公司	7
图表 12:	公司归母净利润超可比公司	8
图表 13:	2023Q1-Q3 公司归母净利润更有韧性	8
图表 14:	运输及相关费用占营业成本 90%以上	8
图表 15:	期间费用率较为稳定	8
图表 16:	公司资本开支稳定在 20 亿元左右	8
图表 17:	公司经营性现金流高于归母净利润	8
图表 18:	公司港股股息率为同行业第一	9
图表 19:	1H2023 公司分红比例高达 48%	9
图表 20:	无风险利率仍在下行区间	9
图表 21:	公司股息率高于市场众多资产收益率	9
图表 22:	公司货代具体业务及自身优势	10
图表 23:	海运代理是公司货代业务主要收入来源	11
图表 24:	海运代理是公司货代业务第一大利润来源	11
图表 25:	公司海运货代排名国内第一，全球第二	11
图表 26:	2023Q1-Q3 公司海运代理业务量同比增长 2%	12
图表 27:	2023Q1-Q3 公司空运代理业务量同比增长 9%	12
图表 28:	货代市场较为分散	12
图表 29:	全球海运货代 TOP10 龙头市占率提升	12
图表 30:	2023 年国际货代龙头收并购事件	12
图表 31:	2023 年我国出口总额同比下降 5%	13
图表 32:	2023 年国内非金融类对外投资同比+11%	13
图表 33:	德国 2000 年左右出口增速下滑	13
图表 34:	德国 1999 年对外投资额达到阶段性高峰	13
图表 35:	国际货代巨头 DHL 在德国制造业出海时期快速发展	14
图表 36:	外贸集运运价历史复盘	14
图表 37:	红海事件后集装箱船通过苏伊士运河数量下降	15
图表 38:	预计 2024 年集运运力交付占船队比例 12%	15
图表 39:	预计 2024 年集装箱海运需求增长 4%	15
图表 40:	1H2023 公司单箱利润仅下降 2%	16
图表 41:	公司单箱收入及利润不及可比公司	16
图表 42:	公司货代业务利润率整体高于海运代理	16
图表 43:	FOB 和 CIF 模式的主要区别在于运输负责人不同	16
图表 44:	我国出口贸易结构中加工贸易减少	17



图表 45:	汽车等高端产品出口占比提升	17
图表 46:	公司专业物流业务具体介绍	17
图表 47:	合同物流是专业物流业务主要收入来源	18
图表 48:	合同物流是专业物流业务主要分部利润来源	18
图表 49:	雄厚的物流用地及仓储资源是公司的核心竞争力	18
图表 50:	合同物流业务深耕消费零售、汽车制造、科技电子、医疗健康四大行业	19
图表 51:	1H2023 合同物流对外收入同比增长 8%	19
图表 52:	1H2023 合同物流分部利润同比增长 17%	19
图表 53:	1H2023 合同物流货运量同比增长 12%	20
图表 54:	2023 年国内汽车销量同比增长 12%	20
图表 55:	预计 2024 年将迎来手机换代潮	20
图表 56:	2019-2022 年合同物流单吨收入 CAGR 为 9.5%	20
图表 57:	仓储物流市场租金持续上涨	20
图表 58:	1H2023 项目物流分部利润同比增长 29%	21
图表 59:	一带一路贸易额指数呈现向上趋势	21
图表 60:	1H2023 化工物流分部利润同比增长 71%	21
图表 61:	预计 2025 年我国危化品物流市场规模将达到 2.85 万亿元	21
图表 62:	2018-2022 年中外运敦豪营收 CAGR 为 13.7%	22
图表 63:	2018-2022 年中外运敦豪净利润 CAGR 为 15.4%	22
图表 64:	2018-2022 年中外运敦豪平均 ROE 为 83%	22
图表 65:	中外运敦豪由中外运和 DHL 合资	22
图表 66:	DHL 全球国际快递市场市占率	22
图表 67:	DHL 国际时效件业务量持续增长	23
图表 68:	B2C 业务量的增长是业务量增长的主要驱动	23
图表 69:	2013-2022 年跨境电商市场规模 CAGR 达 20%	23
图表 70:	Shein GMV 高速增长	23
图表 71:	2022 年跨境电商进出口物流市场规模同比增长 23%	24
图表 72:	DHL 国际时效件价格稳步上升	24
图表 73:	1H2023 跨境电商物流收入同比下降 33%	25
图表 74:	2023Q1-Q3 跨境电商物流业务量同比增长 44%	25
图表 75:	波罗的海空运指数	25
图表 76:	预测营业收入、营业成本、毛利率拆分 (百万元)	26
图表 77:	核心业绩指标预测	26
图表 78:	可比公司估值比较 (市盈率法)	27



## 一、中国外运：国际货代龙头企业，股息率行业领先

### 1.1 中国外运：招商局旗下专业物流平台，物流资源注入助力快速发展

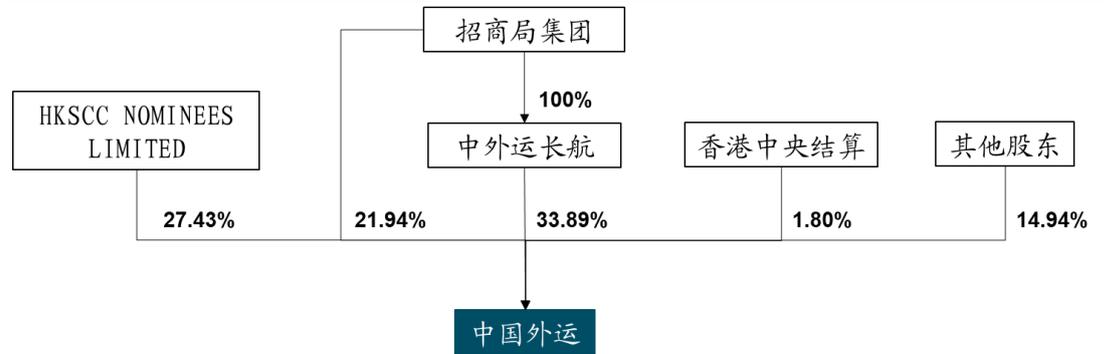
实控人为招商局集团，资源注入助力公司发展。公司是跨境物流及货代龙头企业，2023 年海运货代排名全球第二，国内第一。公司于 1950 年成立，2015 年并入招商局集团，定位为招商局集团旗下的专业物流平台。2017 年，通过并购招商物流，招商局集团将物流资源注入到中国外运体内，实现了物流资源的进一步整合。2018 年，公司吸收合并 A 股上市子公司外运发展，成为 A+H 上市公司，并持有中外运敦豪 50% 股权。2020 年，公司完成对欧洲 KLG 集团的收购，完善欧洲物流网络。历经多年的数次整合，公司物流网络不断扩大，截至 1H2023，公司业务覆盖 42 个国家和地区，在全球拥有 66 个自营网点。

图表1：公司历经多年发展，物流网络不断扩大



来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：实控人招商局集团共持有公司 55.83% 的股权（截至 3Q2023）



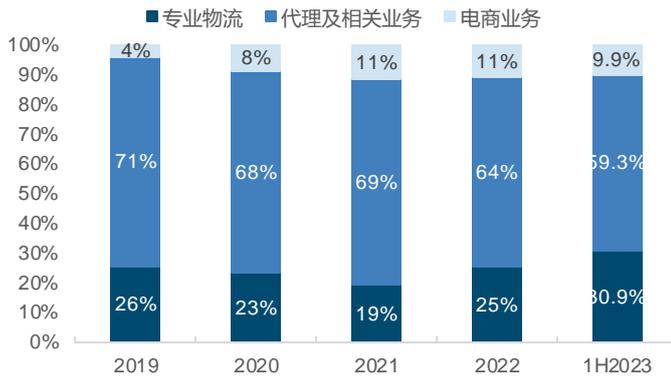
来源：ifind，国金证券研究所

### 1.2 货代业务为传统主业，中外运敦豪贡献主要投资受益

代理业务为传统主业，中外运敦豪贡献主要投资收益。公司目前三大主营业务分别代理业务、专业物流、电商业务，其中代理业务为传统主业。代理业务历年贡献营收多在 60% 以上，但呈现逐渐减少趋势，1H2023 代理业务、专业物流、电商业务营收占比分别为 59%/31%/10%，毛利占比分别为 59%/43%/-2%。投资收益是公司利润的重要来源，1H2023，公司实现投资收益 10.9 亿元；中外运敦豪贡献投资收益占比 72%。

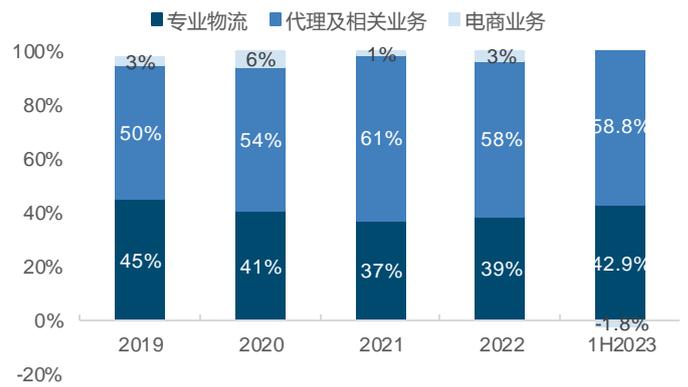


图表3: 1H2023 代理业务营收贡献占比为 59.3%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 1H2023 代理业务毛利贡献占比为 58.8%



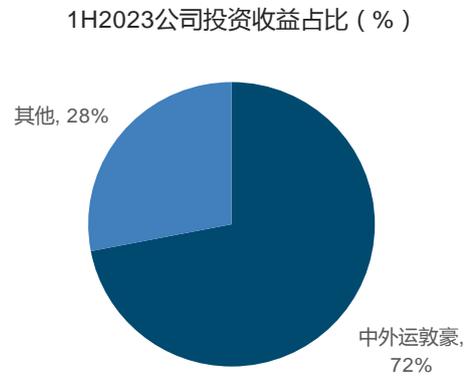
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 投资收益是公司利润的重要来源



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 中外运敦豪贡献主要投资收益



来源: 公司公告, 国金证券研究所

货运代理的业务模式可以理解为货主与船主之间的中间商, 货代企业帮助货主寻找物流承运商完成货物运输, 从而赚取业务收入。完整的货物运输链条包括前端服务以及“仓干配”等多个环节, 大部分货代企业所提供的仅仅是前端服务。货主会将都服务费和运费给货代公司, 货代公司将其全部计入营收, 并将运费计入成本。因此, 货代公司往往只能赚到前端服务一个环节的利润, 这也是货代业务毛利率较低的原因。

从货代的商业模式我们可以看出: 1) 单一模式的货代可以将承运商运价的波动转嫁给货主, 运价对利润的影响较小。2) 对于货代而言, 服务链条越长, 利润越高。

图表7: 跨境物流配送全流程



来源: 国金证券研究所绘制

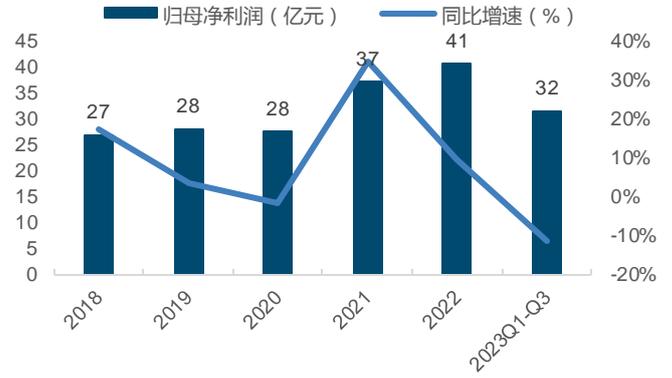


### 1.3 市场需求不振导致业绩下滑，公司业绩更有韧性

市场需求不振，业绩同比下滑。2023Q1-Q3，公司实现营业收入 728 亿元，同比下降 10%；实现归母净利润 32 亿元，同比下降 12%。主要原因在于整体市场需求不振，运力供给持续恢复，海运和空运运价同比大幅下降，收入和利润水平承压。同时，受市场影响公司空运通道业务分部利润以及来自中外运敦豪的投资收益同比下降，公司归母净利润同比下降。2021 年公司营业收入大幅增长主要由于集运价格大幅增长所致。

图表8：2023Q1-Q3 公司营业收入同比-10%

图表9：2023Q1-Q3 公司归母净利润同比-12%



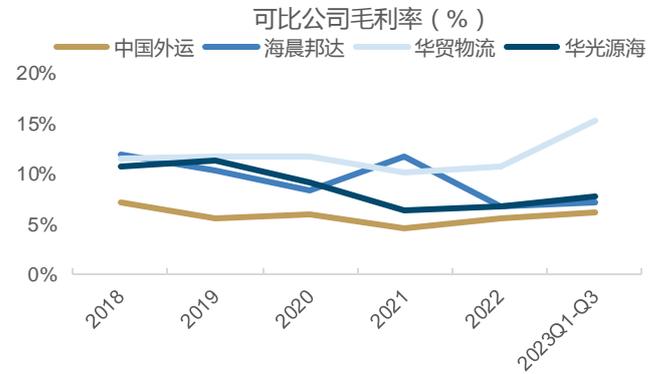
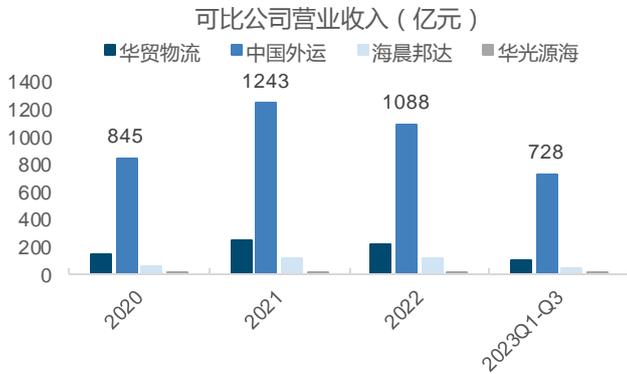
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

营收远超国内可比公司，毛利率低于可比公司。可比公司对比来看，公司营收远超市可比公司，主要因为公司货代业务量全球领先。但由于公司货代业务并没有像普通货代企业一样承包运力，参与全链条利润环节较少，公司单箱收入及利润较低，公司毛利率低于可比公司。

图表10：公司营业收入超可比公司

图表11：公司毛利率低于可比公司



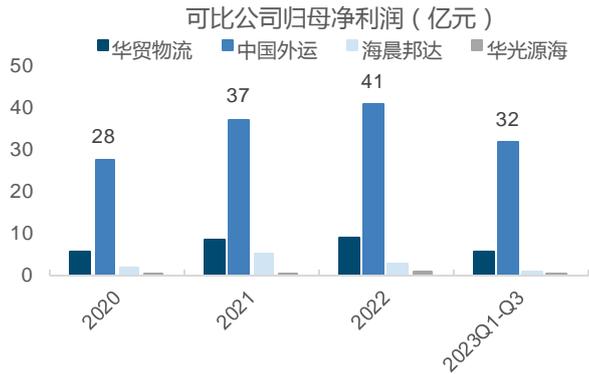
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

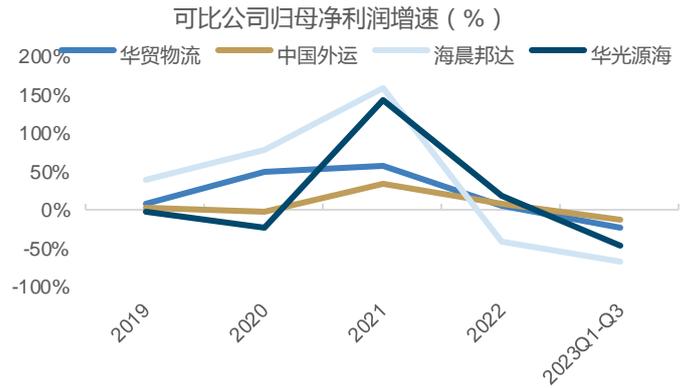
公司业绩更有韧性。可比公司对比来看，公司归母净利润高于可比公司。2023Q1-Q3 公司业绩同比下降 12%，而可比公司华贸物流同比下降 23%，海晨邦达同比下降 66%，华光源海同比下降 45%，相比之下公司利润更有韧性。主要原因是可比公司多采用承包运力模式，成为“货代+承运人”，而公司海运无承包运力，2023 年海运运价大幅下挫，可比公司利润受影响较大。



图表12: 公司归母净利润超可比公司



图表13: 2023Q1-Q3 公司归母净利润更有韧性

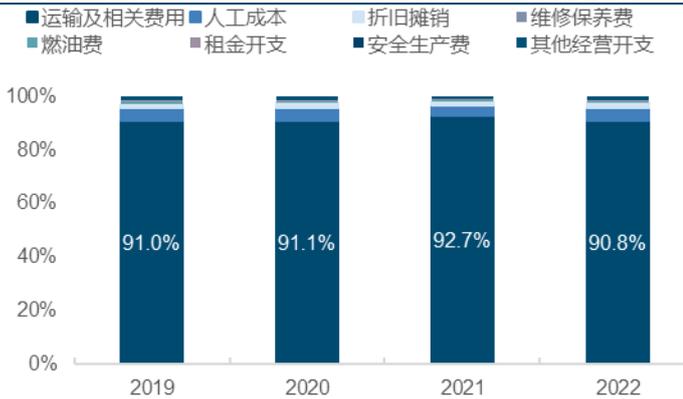


来源: wind, 彭博, 国金证券研究所

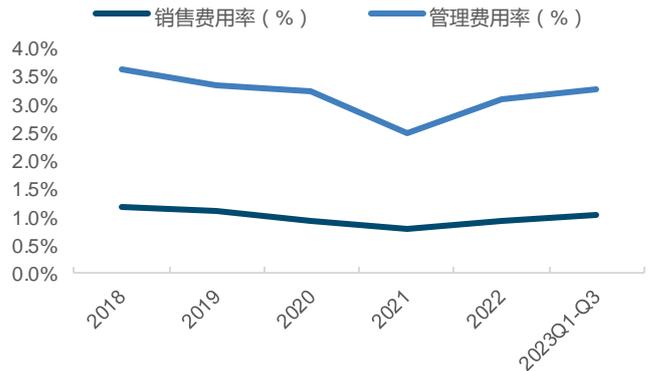
来源: wind, 彭博, 国金证券研究所

成本端来看, 由于货代独特的商业模式, 运费及服务费用均计入公司营收, 公司运输及相关费用占营业成本 90%以上。2022 年, 排名第二的人工成本占营业成本比重为 4.6%。公司期间费用率较为稳定, 2023Q1-Q3 期间费用率合计为 4.6%, 2021 年期间费用率出现较大幅度下降, 主要由于公司营业收入大幅增长。

图表14: 运输及相关费用占营业成本 90%以上



图表15: 期间费用率较为稳定

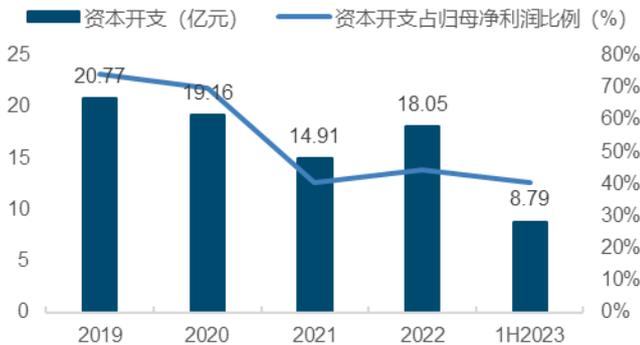


来源: 公司公告, 国金证券研究所

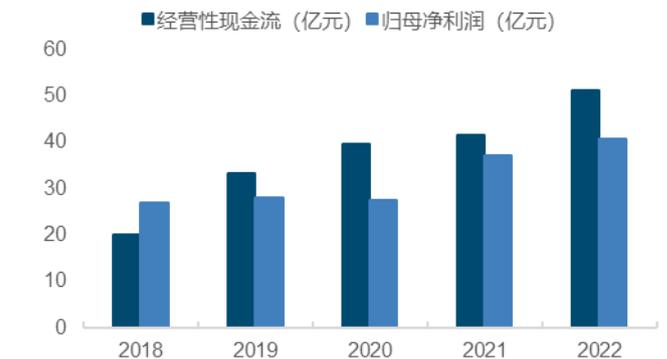
来源: 公司公告, 国金证券研究所

资本开支稳定, 经营性现金流高于归母净利润。公司资本开支主要用于物流基础设施建设和改造升级、物流设备采购等。近年来资本开支保持稳定, 维持在 20 亿元左右, 2021 年起资本开支归母净利润比重稳定在 40%左右。公司实际盈利能力强, 收款能力较好, 经营性现金流多高于归母净利润。2022 年公司经营性现金流为 51.2 亿元, 较归母净利润高 10.5 亿元。公司稳定的盈利及资本开支是公司高分红的基础。

图表16: 公司资本开支稳定在 20 亿元左右



图表17: 公司经营性现金流高于归母净利润



来源: wind, 国金证券研究所

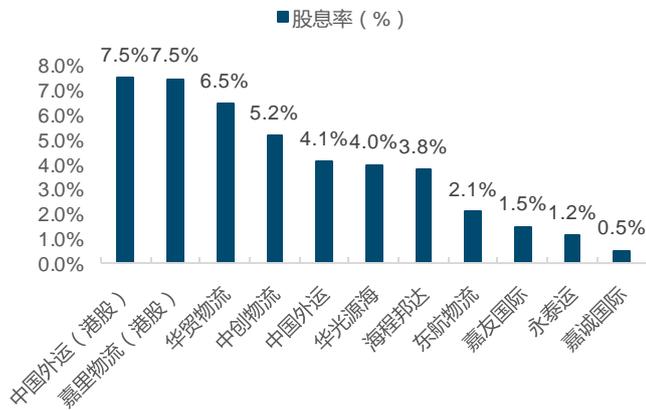
来源: wind, 国金证券研究所



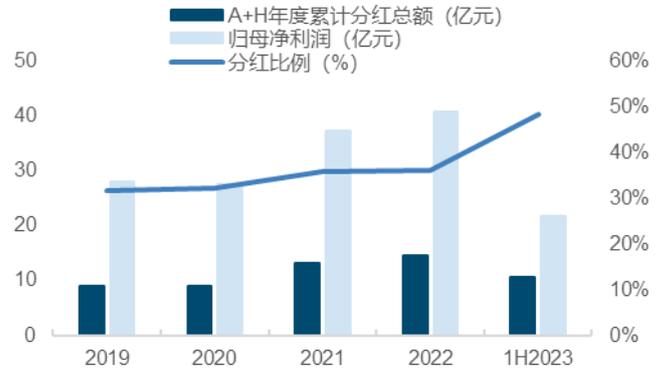
### 1.4 股息率行业领先，利率下行背景下具备配置价值

分红率稳定，公司股息率行业领先。公司 A 股上市以来保持稳定的分红政策，2018-2022 年分红比例均在 30% 以上。1H2023 公司派发中期分红 10.5 亿元，分红率高达 48%。按照 1H2023 计算公司 A 股股息率为 4.1%，港股股息率为 7.5%，港股股息率排名跨境物流行业第一。

图表18：公司港股股息率为同行业第一



图表19：1H2023 公司分红比例高达 48%



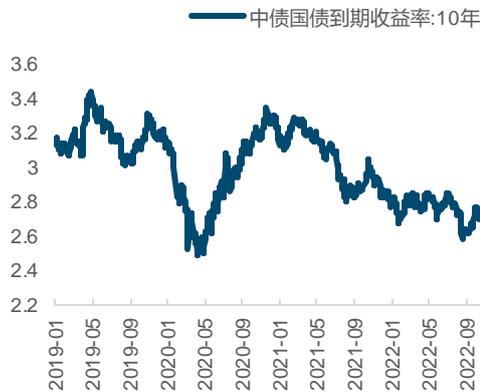
来源：wind，国金证券研究所

注：股价日期为 3 月 18 日

来源：wind，国金证券研究所

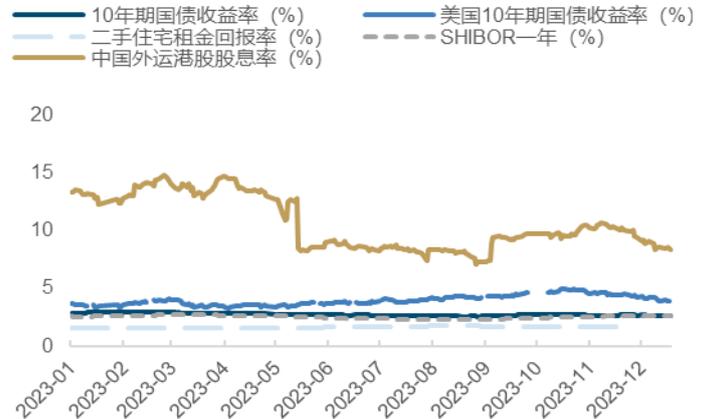
我们认为当前公司的高股息特征具有较好配置价值：1) 以 10 年期国债收益率为代表的无风险利率处于下行阶段，投资者要求的股息率下降，有望推高估值中枢。2) 从大类资产比价视角来看，公司股息率超过市场上众多资产的收益率，较当前 10 年期国债收益率高 5.5pct，具备配置性价比。

图表20：无风险利率仍在下行区间



来源：wind，国金证券研究所

图表21：公司股息率高于市场众多资产收益率



来源：wind，国金证券研究所

## 二、货代业务：受益于国内企业出海，有望实现量利齐增

### 2.1 全球货代龙头，服务网络辐射全国

海运代理贡献主要收入和利润。货代业务是公司的传统优势业务，业务量规模在国内排名第一。公司货代业务主要包括海运代理、空运代理、铁路代理、船舶代理和库场站服务等。其中海运代理贡献主要收入和利润，1H2023 海运代理占货代业务收入比重为 59%，占货代业务利润占比为 33%。空运、铁路、船舶及库场站服务占货代利润比重分别为 8%、10%、21%、15%。



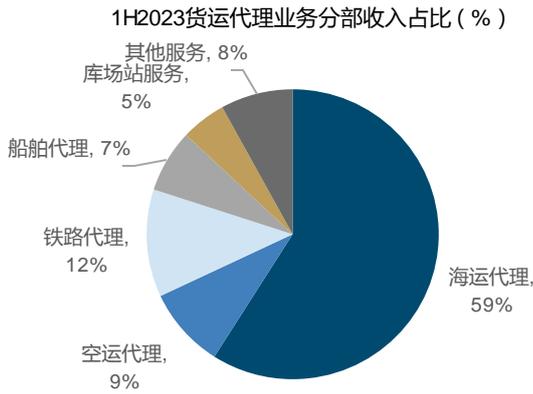
图表22: 公司货代具体业务及自身优势

业务	业务描述	公司优势	图例
海运代理	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。	公司是世界领先的海运代理服务商之一，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各国家和地区之间的全程供应链物流服务。	
空运代理	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。	公司与国内外重点航空公司建立了稳定的战略合作关系。2022年，公司运营了18条定班包机线路，可为客户提供全程化、可视化、标准化的空运全供应链物流服务。	
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，包括国内铁路代理服务、国际铁路代理服务以及海铁联运在内的全程供应链服务。	公司国际班列自营平台在多地累计开通线路50余条（其中周班常态化运行14条）；公司国际班列累计发运8,600余列，近100万标准箱，其中中欧班列超过7,300列。	
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。	公司是中国领先的船舶代理服务公司，在中国沿海、沿江70多个口岸设有分支机构，并在香港特别行政区、日本、韩国、德国、泰国等地设立代表处。	
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，并在广东、江苏、安徽及广西省拥有11个自营内河码头，是公司提供优质、高效的货运代理和综合物流服务的重要依托。	

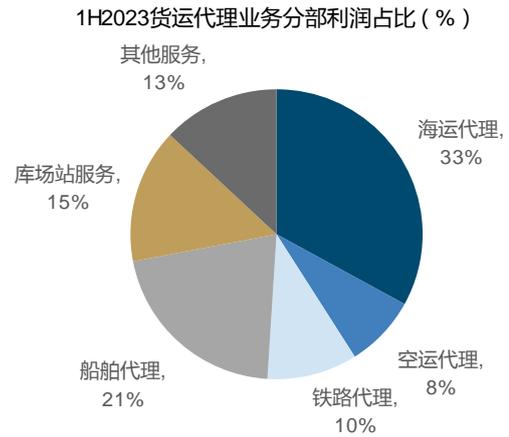
来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所



图表23: 海运代理是公司货代业务主要收入来源



图表24: 海运代理是公司货代业务第一大利润来源



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

中国外运是货代领域的国际龙头。公司是中国最大的货运代理商, 拥有覆盖中国、辐射全球的庞大服务体系。根据 Armstrong & Associates, Inc. 最新发布的榜单, 公司货运代理服务位居全球第 5, 全球第三方物流位居全球第 6。根据物流权威刊物《Transport Topics》公布的 2023 年度全球货代 50 强榜单, 公司海运货代位居国内第 1 名、全球第 2 名; 空运货代位居国内第 1 名、全球第 8 名。

图表25: 公司海运货代排名国内第一, 全球第二

2023 年排名	公司	总部	箱量 (万 TEU)
1	德迅	瑞士	438.6
2	中外运	中国	389
3	DHL	德国	329.4
4	DSV	丹麦	266.51
5	德铁信可	德国	193.5
6	LX Pantos	韩国	152.7
7	罗宾升国际货运	美国	142.5
8	基华物流	法国	130
9	嘉里物流	中国香港	117.6
10	乔达国际	法国	114.6

来源: 《Transport Topics》, 国金证券研究所 注: 2023 年排名由 2022 年货运量得出, 榜单货代统计口径与公司货运量不同

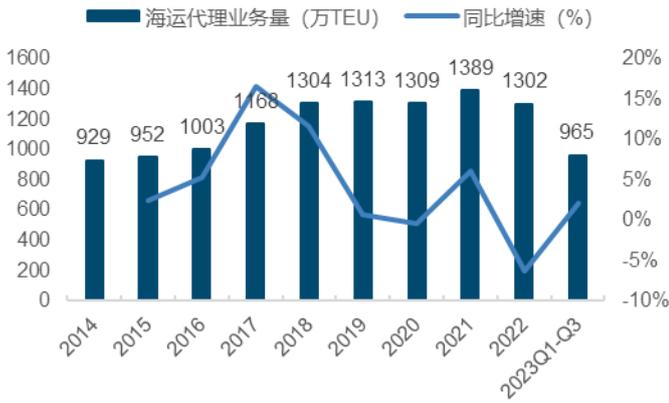
**公司货代业务核心竞争力在于完善的服务网络。**从货代的商业模式我们可以看出, 决定利润总额最重要的因素是货运量, 而货运量则取决于公司积累的客户和网络。中国外运通过其二十多年的运营已经在货代行业积累下了丰富的国际物流和客户资源, 与本土品牌、海关、物流供应商陆续建立长期合作, 作为国内排名靠前的货代有较强的壁垒。公司的服务网络覆盖全国 32 个省、自治区、直辖市及特别行政区, 海外物流网络覆盖 42 个国家和地区, 在全球拥有 66 个自营网点。完善的服务网络是公司海运货运量稳居国内第一的主要支撑。

## 2.2 龙头市占率提升, 中国企业出海有望驱动业务量增长

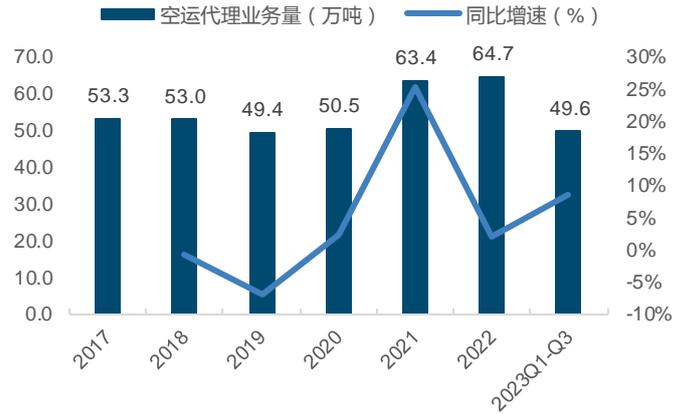
需求疲软拖累业务量, 看好后续业务量增长。2023Q1-Q3, 公司实现海运代理业务量 965 万 TEU, 同比增长 2%, 主要由于需求疲软拖累业务量; 实现空运代理业务量 49.6 万吨, 同比增长 9%。2021 年, 公司空运代理业务同比大幅增长, 主要由于公司转由传统货代模式转变为“货代+承运人”模式, 可控运力同比增加 77%所致。展望未来, 我们看好公司货代业务量增长, 主要因为看好货代龙头市占率提升趋势以及中国企业出海有望驱动业务量增长。



图表26: 2023Q1-Q3 公司海运代理业务量同比增长2%



图表27: 2023Q1-Q3 公司空运代理业务量同比增长9%

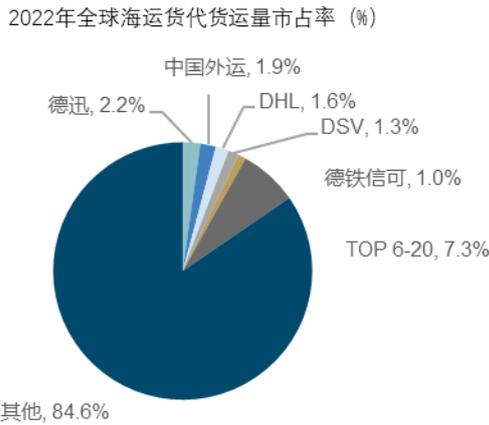


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

货代市场分散, 看好龙头市占率提升。货代由于是轻资产业务, 进入门槛较低, 市场较为分散。以货运量来看, 2022 年公司在全球海运货代市场市占率为 1.9%, 位居全球第二位; 全球海运货代 TOP10 市占率位 11.4%。我们看好货代龙头市占率提升。近年来龙头企业加速整合, 通过收购优质资产扩大自身网络, TOP10 龙头市占率提升, 从 2019 年的 10.4% 提升至 2022 年的 11.4%。2023 年 9 月, 公司收购了外运长江 11% 股权以及长航货运 13% 的股权, 进一步巩固国内货代及货运业务。

图表28: 货代市场较为分散



图表29: 全球海运货代 TOP10 龙头市占率提升



来源: Transport Topics, 克拉克森, 国金证券研究所

来源: Transport Topics, 克拉克森, 国金证券研究所

图表30: 2023 年国际货代龙头收并购事件

公司	世界排名	时间	收购事件
德迅	1	2023/6/6	收购南非货运公司 Morgan Cargo, 此次收购将加强德迅在易腐品物流方面的服务, 进一步扩大全球业务范围。
中国外运	2	2023/9/22	收购外运长江 11% 股权, 收购长航货运 13% 股权, 巩固国内货代货运业务
乔达国际	10	2023/6/2	收购瑞士货代公司 ITS, 加强在瑞士的货运代理服务
		2023/5/23	收购美国 Southern Companies, 增强在美国的端到端供应链能力
		2023/3/13	收购法国货运企业 Transports DEVOLUY, 巩固在法国部分地区的运营网络
汉宏物流	11	2023/6/1	收购总部位于斯洛伐克的物流企业 PKZ

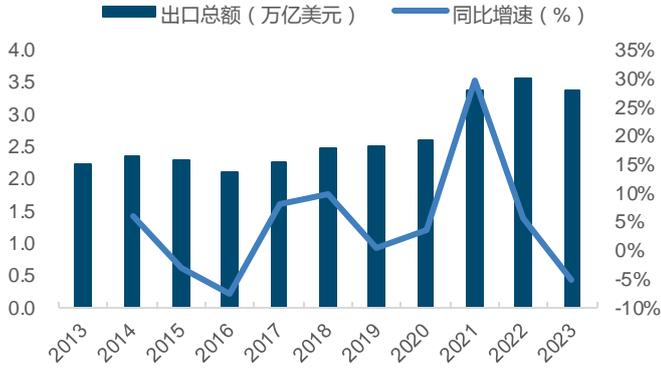
来源: 各公司公告, 国金证券研究所



出口增速下滑，国内制造业企业出海进程加速。从需求端来看，一方面我国出口总额增速下滑对跨境物流需求造成拖累，2023年我国出口总额为3.4万亿美元，同比下降5%。另一方面，制造业企业的出海又带来大量的货运需求。由于海外的劳动成本更低、贸易环境更加友好，同时海外业务在制造业企业的占比提升，较多国内制造业企业选择在海外开设工厂，可以带来供应链运输需求。2023年，国内非金融对外投资同比增长11%，制造业企业出海进程加速。对于出口增速下滑和制造业企业出海，我们认为制造业出海对国内跨境物流公司货量的影响更大。

图表31：2023年我国出口总额同比下降5%

图表32：2023年国内非金融类对外投资同比+11%



来源：ifind，国金证券研究所

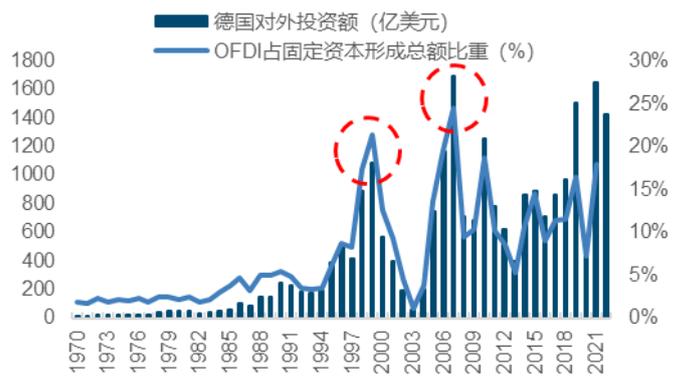
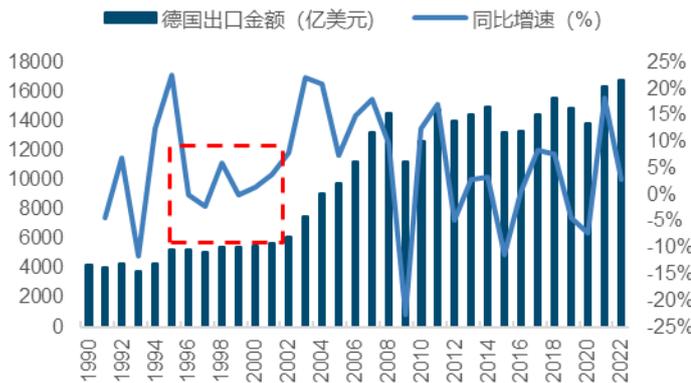
来源：ifind，国金证券研究所

公司有望复刻欧洲巨头成长逻辑。DHL（德国邮政）、DB Schenker（德铁信可）等国际货代龙头均来自德国，在2000年左右快速发展，主要驱动是伴随德国制造业企业出海共同发展。2000年左右德国制造业企业出海进程加速，在1999年，德国对外投资额达到了阶段性高峰。尽管当时德国出口也面临着增速下滑，但制造业企业出海带来的大量供应链物流需求仍可支撑货代企业的高速发展。

值得一提的是，DHL与德铁信可均有德国国资背景，我们认为在当前贸易保护主义抬头和国际环境的不确定性增强背景下，全球供应链不稳定性增加，央企控股的大型国有货代企业中国外运拥有竞争优势。

图表33：德国2000年左右出口增速下滑

图表34：德国1999年对外投资额达到阶段性高峰

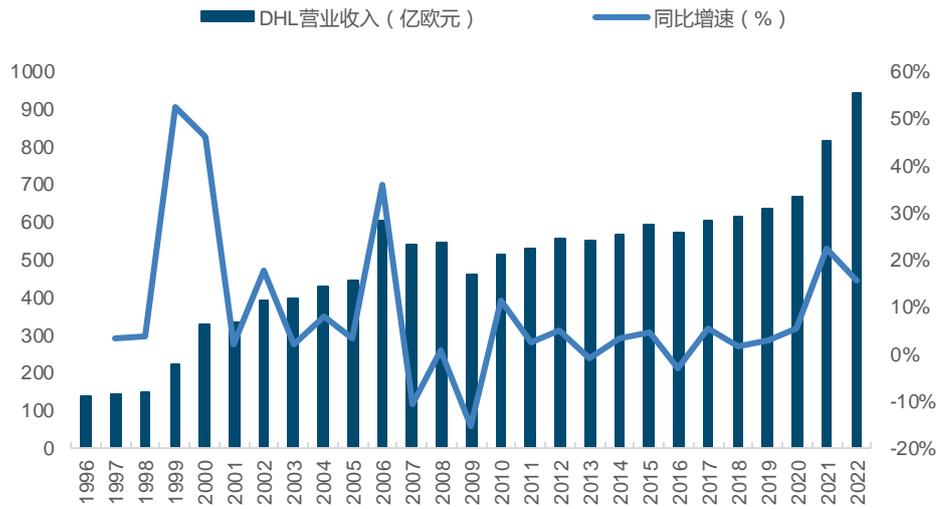


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所



图表35: 国际货代巨头 DHL 在德国制造业出海时期快速发展

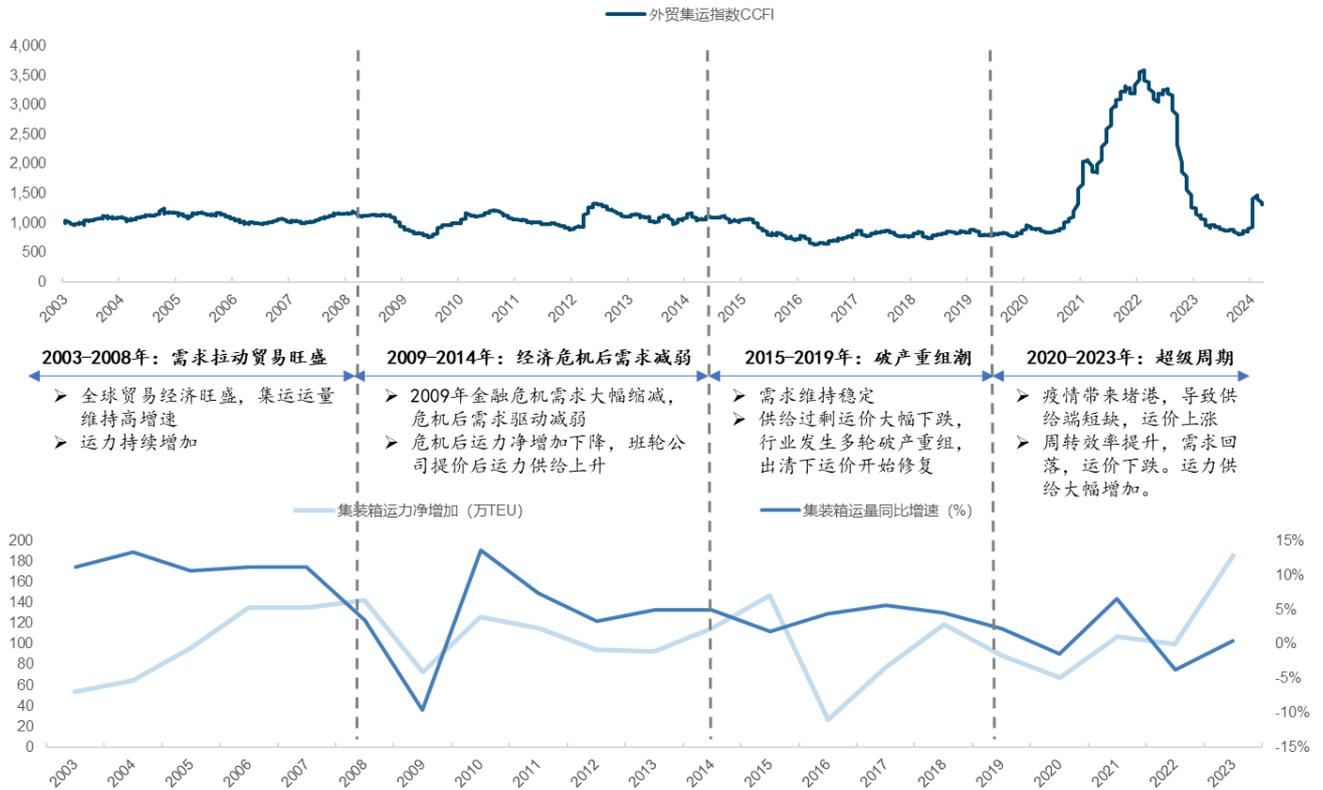


来源: 彭博, 国金证券研究所

### 2.3 红海时间短期支撑海运运价, 中长期看或继续下降

公司海运代理收入受外贸集装箱运价影响。公司的海运代理主要通过外贸集运方式运输, 营收主要包含“运费+服务费”, 因此外贸集运价格对公司货代业务营收有较大影响。2020-2023 年是海运运价最近的一个周期, 由于公共卫生事件导致港口人工短缺, 世界各大港口堵港现象严重, 行业有效供给极大缩小, 运价短时间内快速上涨。随着港口作业恢复, 有效运力释放, 运价回到正常水平。

图表36: 外贸集运运价历史复盘



来源: 克拉克森, ifind, 国金证券研究所

红海事件推动集运运价上涨。由于胡塞武装袭击红海船只事件持续发酵, 通过苏伊士运河的集装箱船数量急剧下降, 3月上旬集装箱船通过数量较12月上旬下降87%, 被迫绕行好望角。绕行好望角将大拉长集装箱船航行距离, 拖累有效运力供给, 以远东-北欧航线为



例，绕行好望角将导致运距增加 30%。目前集装箱运价短期出现快速上涨，外贸集运指数最新一期 (3.8) 较 12 月初上涨 53%。我们认为，随着美英介入红海事件，局势尚不明朗，短期内或难以结束冲突，运价将维持高位。

图表37: 红海事件后集装箱船通过苏伊士运河数量下降

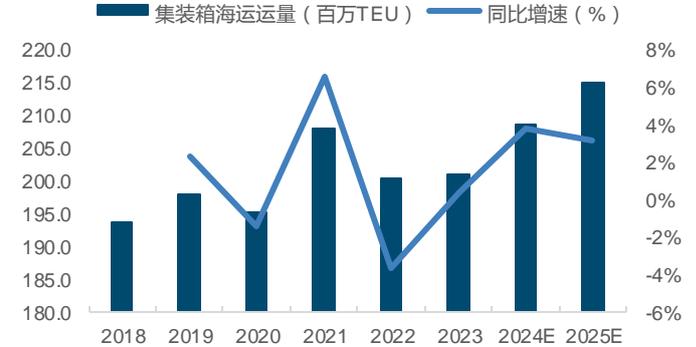


来源: 克拉克森, 国金证券研究所

中长期来看, 行业供给高增或拖累中长期运价。但由于 2021 年的运价高涨, 行业内众多船东造船新增运力。根据克拉克森预测, 2024 年预计行业新增运力 305 万 TEU, 分别占当前船队规模的 12%, 2024 年全球集运海运运输需求仅同比增长 4%, 我们认为在红海冲突得到妥善处理, 船舶继续通航苏伊士运河, 供需失衡下运价或面临下行压力。

图表38: 预计 2024 年集运运力交付占船队比例 12%

图表39: 预计 2024 年集装箱海运需求增长 4%



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

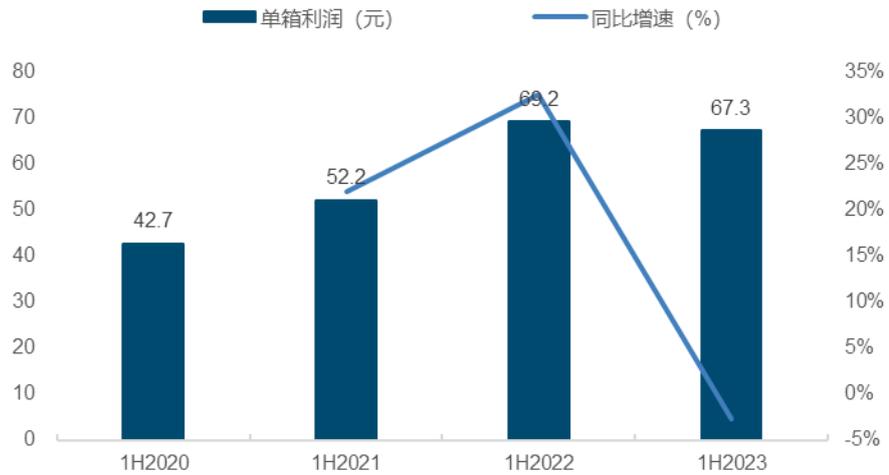
来源: 克拉克森, 国金证券研究所

## 2.4 受益于拓展业务链环节, 单箱利润有望增长

我们认为 2023 年运价下滑对公司单箱利润扰动不大。一方面, 由于公司海运货代并无承包运力, 仅进行前端服务等环节, 运价的涨跌由船东承担。运价的涨跌对前端服务环节影响较小。另一方面, 公司通过积极拓展业务链环节, 可以实现单箱利润的上涨。1H2023, 在海运运价大幅下滑情况下, 公司单箱利润仅下滑 2%, 表现出充足韧性。我们认为红海事件短期内可支撑运价, 2024 年运价整体下滑幅度有限, 在拓展业务链环节公司单箱利润有望上涨。



图表40: 1H2023 公司单箱利润仅下降 2%



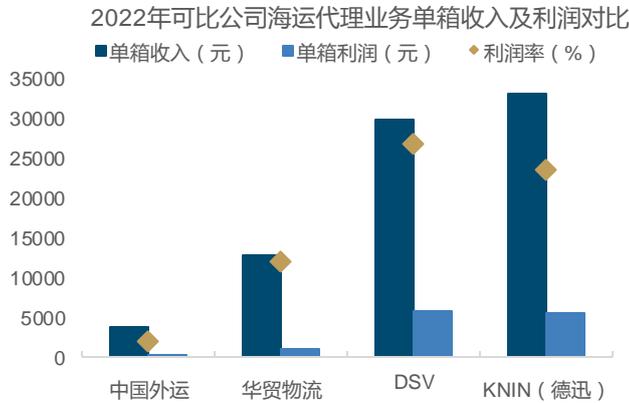
来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 分部利润为分部营业利润剔除对合营企业的投资收益的影响

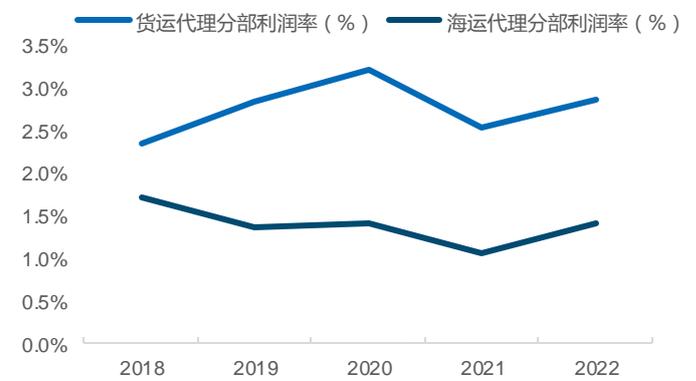
公司单箱利润不及可比公司, 看好公司单箱利润提升。和可比公司对比来看, 根据我们测算, 2022 年公司海运代理业务单箱利润为 54 元, 而国际货代巨头 DSV、KNIN 单箱利润分别为 5717 元、5590 元。造成这一差距的主要原因是国际巨头的货代业务可以在海运收取全链条利润, 包括前端服务以及后续的“仓干配”等重要节点, 而公司利润主要来自于前端服务。我们认为, 国内制造业企业出海以及品牌出海可以让公司获得更多更高附加值的环节, 从而提高公司单箱利润。

图表41: 公司单箱收入及利润不及可比公司

图表42: 公司货代业务利润率整体高于海运代理



来源: 各公司公告, 国金证券研究所



来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司和国际货代龙头服务链条的差距主要来自于品牌话语权差异。由于过往国内商业模式更多是海外代工厂模式, 即按海外商家/品牌要求的订单生产。由于品牌在海外, 传统海运使用 FOB 模式, 即运输由买方负责, 物流的话语权在海外货代的手中。FOB 模式下全链路由海外货代总包, 然后将国内段分包给国内货代, 国内段已经被抽走一部分利润。国外货代龙头由于服务的是海外品牌直接客户, 利润会比国内龙头更高。

图表43: FOB 和 CIF 模式的主要区别在于运输负责人不同

	外贸报价方式	运输	保险	出口手续	进口手续
FOB	离岸价	买方负责	买方负责	卖方负责	买方负责
CIF	到岸价	卖方负责	卖方负责	卖方负责	买方负责

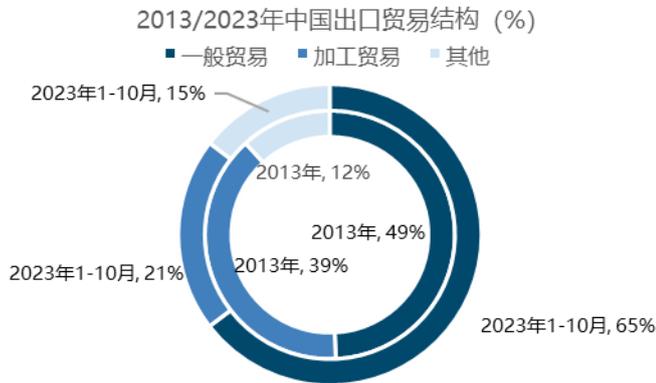
来源: 国际贸易术语解释通则, 国金证券研究所

国内自主品牌出海, 国内货代利润率或大幅上移。近年来, 我国外贸代工厂模式逐步减少, 加工贸易在中国出口贸易中占比由 2013 年的 39% 下降到 2023 年 1-10 月的 21%, 服装及衣着类劳动力密集型出口品占比也在减少。同时, 汽车、电子产品等高端产品出口占比提

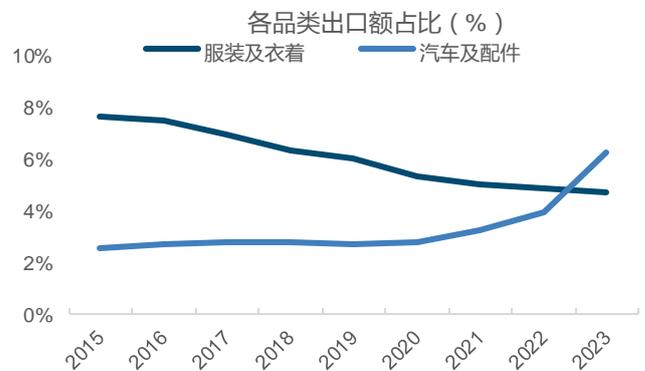


升，同时国内自主品牌在海外影响力扩大。伴随着国内品牌在海外开店、建厂，或采用跨境电商模式，物流付费方转变为中国自主品牌。本土物流公司获得成为物流总包商的机会，服务环节大幅增加，利润率或大幅上移。2022年，公司在代理业务收入同比下降19%的情况下，直客收入同比增长10%，我们看好公司后续直客比例上升，推动公司单箱利润的上升。

图表44：我国出口贸易结构中加工贸易减少



图表45：汽车等高端产品出口占比提升



来源：商务部，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

### 三、专业物流：合同物流深耕细分领域，延伸服务链条提升单吨价格

#### 3.1 合同物流贡献主要利润，物流用地及仓储资源丰富

合同物流贡献主要收入和利润。公司专业物流业务是公司的核心发展业务，主要包括合同物流、项目物流、化工物流、冷链物流及其他项目等，其中合同物流贡献主要收入和利润。1H2023 合同物流贡献收入占专业物流业务收入 75%，贡献分部利润占比 76%。项目物流、化工物流占专业物流利润比重分别为 9%、12%。

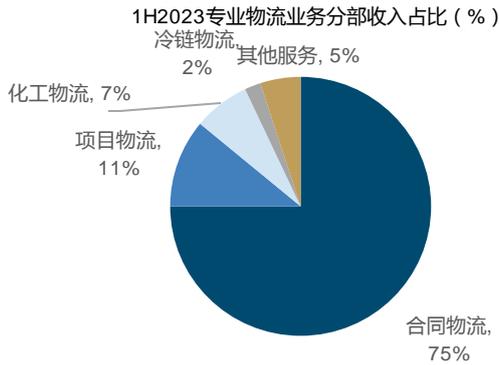
图表46：公司专业物流业务具体介绍

业务	业务描述
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。
项目物流	主要服务于出口项目，面向中国对外工程承包企业，提供工程设备及物资的一站式物流解决方案。
化工物流	主要为精细化工行业客户提供供应链解决方案及物流服务，主要包括化工品的仓储、运输配送、国际货代和多式联运等。
冷链物流	主要服务于品牌餐饮、零售商超、食品加工制造企业等客户，为其提供冷链仓干配一体化业务、进出口国际供应链业务。

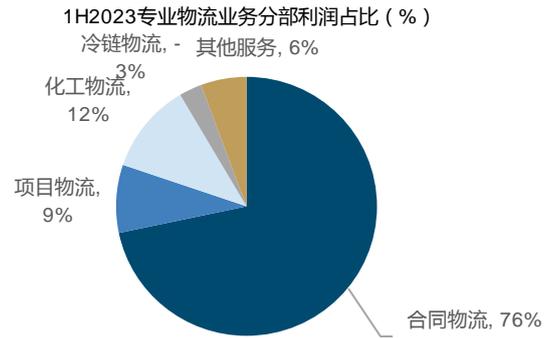
来源：公司公告，国金证券研究所



图表47：合同物流是专业物流业务主要收入来源



图表48：合同物流是专业物流业务主要分部利润来源



来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

公司专业物流业务的核心竞争力在于丰厚的物流及仓储资源。公司在国内拥有约1300万平方米的土地资源、400余万平方米仓库、200余万平方米的场站、11个内河码头及4400余米岸线资源，公司自身拥有的物流用地及仓储资源远超同行业竞争者，相比与仓储物流龙头也不遑多让。一方面，公司拥有仓储资源是业务展开的必要条件，且自有仓库更为稳定，可以在仓库内进行自动化改造，提高生产效率。另一方面，在租金逐渐上涨的背景下，自有仓储资源可以带来成本优势。

图表49：雄厚的物流用地及仓储资源是公司的核心竞争力

公司	物流及仓储资源
中国外运	公司在国内拥有约1300万平方米的土地资源、400余万平方米仓库、200余万平方米的场站、11个内河码头及4400余米岸线资源，并租赁运营超过400万平方米仓库及约70万平方米的场站。
嘉里物流	全球拥有6400万平方米物流设施(面积约711.1万平方米)、其中中国大陆物流设施面积746.6万平方米(面积约69.4万平方米)。
华贸物流	全球17+万平米仓储面积。
顺丰控股	拥有物流场地土地面积约152,831亩(建筑面积约1,016万平方米，截止2023H1已建成运营756万平方米)、运营管理仓库1951座，占地面积超1,000万平方米；加盟合作仓库93座，占地面积约161万平方米。
京东物流	国内运营超1600个仓库以及第三方主营的2000多个云仓，仓储网络总管理面积超过1200万平方米。跨境网络方面，拥有接近90个保税仓库、直邮仓库和海外仓库，总管理面积接近90万平方米。

来源：各公司公告，国金证券研究所

### 3.2 合同物流深耕细分领域，延伸服务链条提升单吨价格

合同物流深耕细分领域，为客户提供定制化服务。公司合同物流是基于和客户的长期合作关系，为客户提供采购物流、生产物流、销售物流、逆向物流等供应链物流管理服务。目前公司主要服务消费零售、汽车制造、科技电子、医疗健康四大细分行业。公司在行业内深耕十余年，积累大量经验和长期客户，例如汽车行业的宝马、电子行业的华为、医疗健康领域的西门子等。1H2023，合同物流对外收入为113.9亿元，同比增长8%；合同物流分部利润为4.3亿元，同比增长17%。

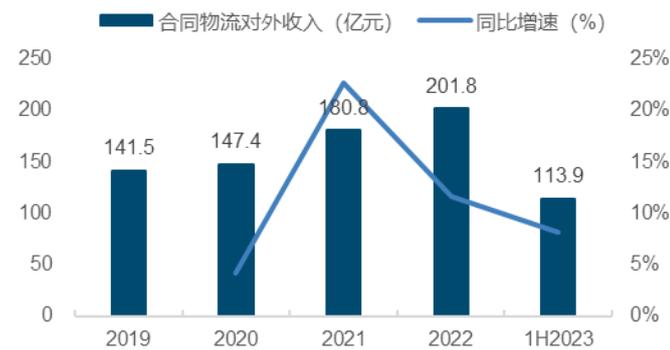


图表50: 合同物流业务深耕消费零售、汽车制造、科技电子、医疗健康四大行业

行业	具体业务	1H2023 业绩突破
快消及零售行业	快消及零售行业针对客户日益增长的电商渠道销售需求，为客户制定基于“科技+BC 同仓”的全渠道解决方案。	打造全渠道一体化物流解决方案，积极构建一体化营销体系，新增 10 余个收入千万级客户
汽车及工业制造行业	汽车行业瞄准入厂物流难点痛点，打造“循环取货+产前仓”服务模式，提升路径规划、货物追踪、仓库选址等专业能力，助力客户实现供应链成本降低。	新能源汽车行业以存量拓展新业务增长显著传统汽车业务覆盖链条由产前拓展至售后
科技电子行业	电子及高科技行业针对电子行业客户自化的趋势，为客户提供自动化建设和运营过程中的专项提升方案，实现从规划到落地的闭环管理，助力客户实现自动化效能提升。	拓展消费电子行业客户，并将服务向上下游延伸
医疗健康行业	医疗健康行业针对高精密度医疗设备跨境运输的物流需求，结合公司跨境通道、海外资源、运作能力等优势，打造“专有能力+全程可控”解决方案，助力客户节约运输成本，实现医疗设备跨境业务突破。	进口端到端解决方案实现落地突破

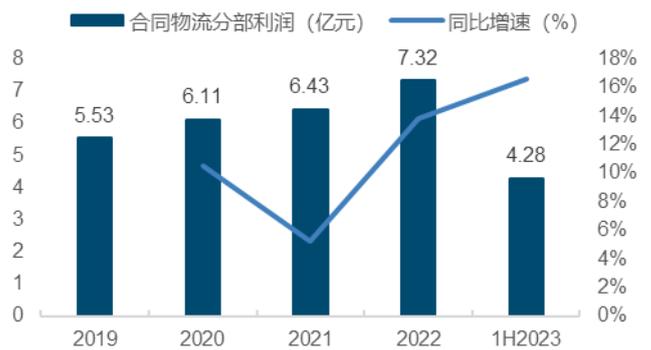
来源：公司公告，国金证券研究所

图表51: 1H2023 合同物流对外收入同比增长 8%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表52: 1H2023 合同物流分部利润同比增长 17%

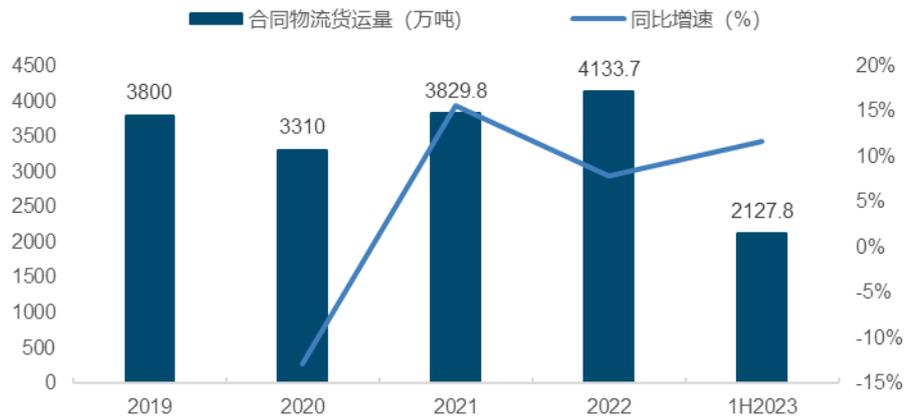


来源：公司公告，国金证券研究所

汽车制造和电子科技领域或为货量增长点。1H2023，公司合同物流货运量为 2128 万吨，同比增长 12%。展望 2024 年，汽车及电子领域或成为货量增长点。汽车方面，受益于我国新能源汽车市场的快速发展，2023 年汽车销量同比大幅增长 12%至 3009 万辆，2024 年有望继续维持高景气。消费电子方面，消费电子在经历多个季度下行周期后，2024 年将迎来拐点。目前已经看到电子基本面改善，Q4 手机拉货继续，中国 2021 年是手机换机大年，经过 3 年多时间有望迎来新换机潮，支撑货量增长。



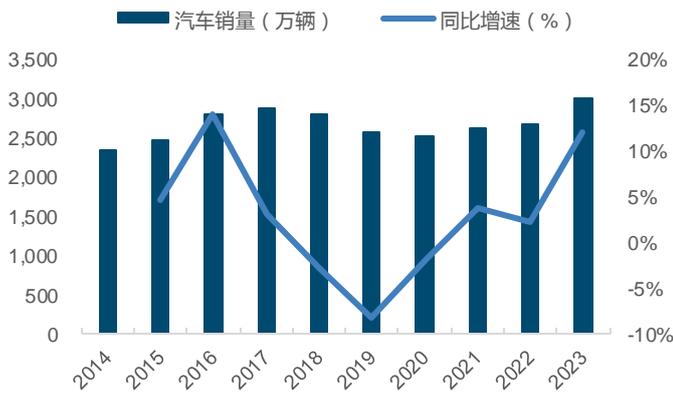
图表53: 1H2023 合同物流货运量同比增长 12%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表54: 2023 年国内汽车销量同比增长 12%

图表55: 预计 2024 年将迎来手机换代潮



来源: ifind, 国金证券研究所

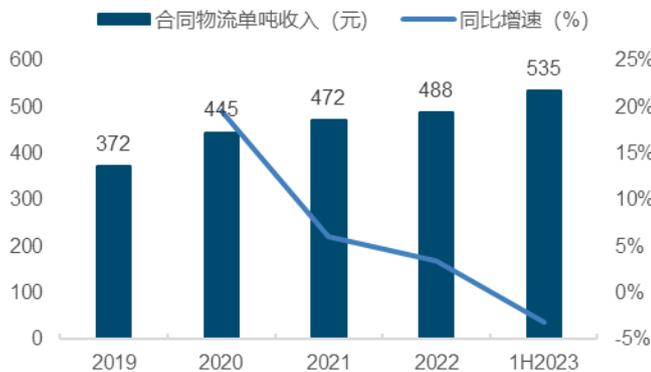


来源: ifind, 国金证券研究所

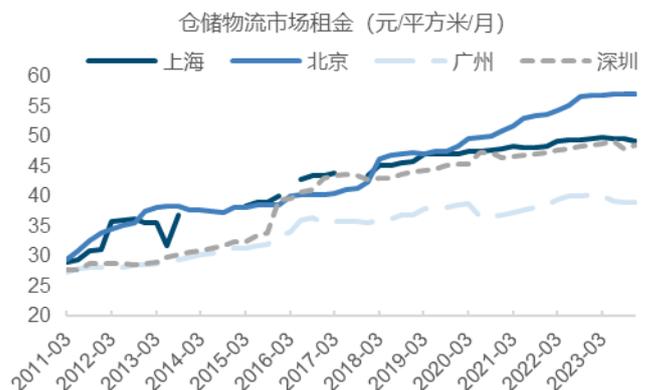
预计公司合同物流单吨收入维持温和上涨。一方面, 供应链物流拓展新客户后一般会获得少量业务, 在合作加深后进行的业务环节增多。公司与客户通常为长期合作, 公司可以通过为客户提供附加服务的方式参与更多环节, 提高单吨收入。另一方面, 伴随着仓储物流市场租金持续上涨, 成本加成下公司物流单吨收入也会维持上涨。2019-2022 年, 公司合同物流单吨收入由 372 元增长至 488 元, CAGR 为 9.5%。

图表56: 2019-2022 年合同物流单吨收入 CAGR 为 9.5%

图表57: 仓储物流市场租金持续上涨



来源: 公司公告, 国金证券研究所



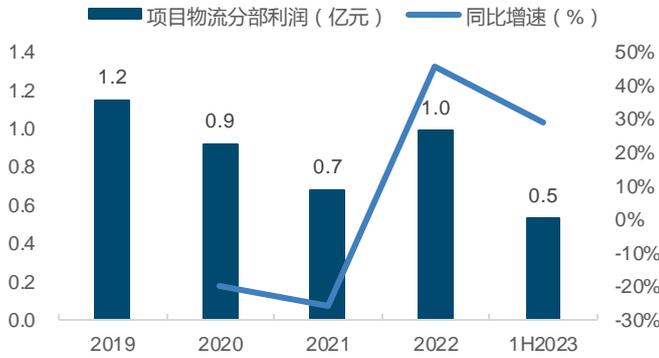
来源: ifind, 国金证券研究所



一带一路有望推动公司项目物流发展。公司项目物流主要服务于出口项目，面向能源、矿业、基建等中国对外工程承包企业，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。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。1H2023 公司项目物流分部利润为 0.5 亿元，同比增长 29%。伴随着“一带一路”贸易活动增加，贸易额指数呈现波动向上趋势，我们认为一带一路的发展有望推动公司项目物流货运量提升。

图表58: 1H2023 项目物流分部利润同比增长 29%

图表59: 一带一路贸易额指数呈现向上趋势



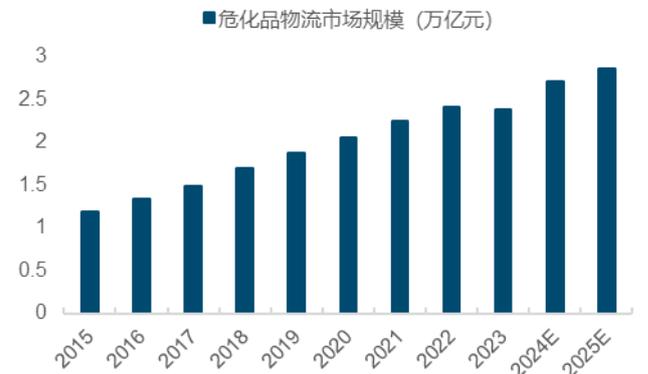
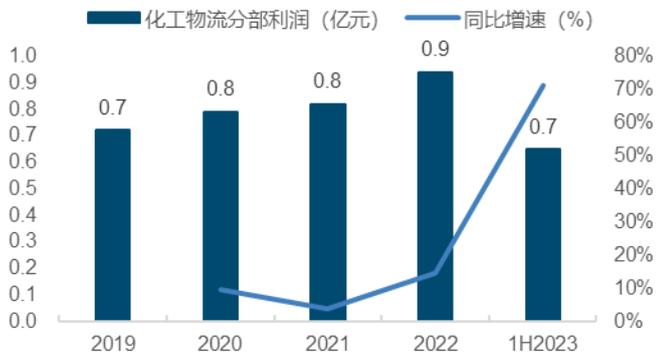
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

公司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，主要包括危险品及普通包装化工品的仓储、运输配送、国际货代和多式联运等。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。1H2023，公司加强客户拓展，实现分部利润 0.7 亿元，同比增长 71%。根据中物联危化品物流分会数据，预计到 2025 年我国危化品物流市场规模将达到 2.85 万亿元，市场规模扩大有望为公司带来业绩增量。

图表60: 1H2023 化工物流分部利润同比增长 71%

图表61: 预计 2025 年我国危化品物流市场规模将达到 2.85 万亿元



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 中物联危化品物流分会, 国金证券研究所

## 四、跨境电商高速增长，中外运敦豪及电商物流受益

### 4.1 中外运敦豪：国内航空快递领导者，具备高成长高盈利属性

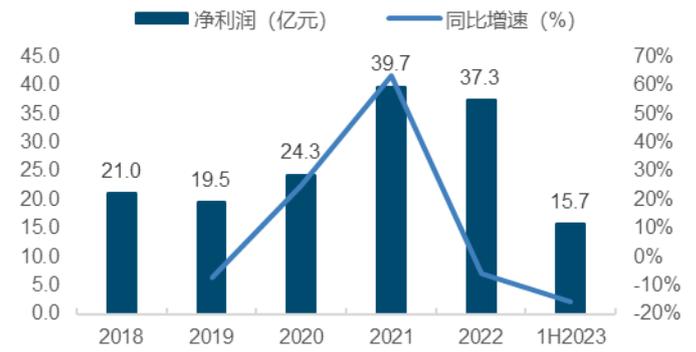
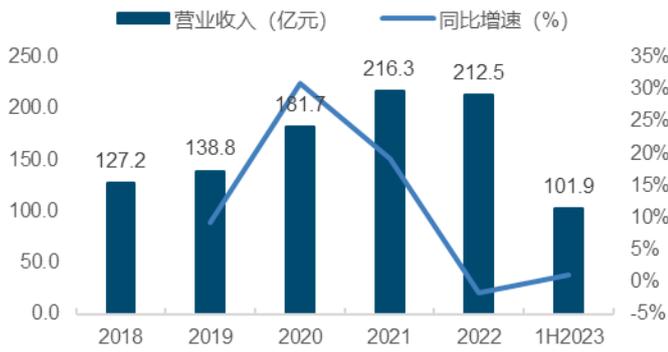
中外运敦豪是国内成立较早、经验丰富的国际航空快递领导者。中外运敦豪创立于 1986 年，DHL（德国邮政敦豪）和中国外运各持股 50%，由 DHL 并表并运营。中外运敦豪专注于国际时效件，是 DHL 亚洲网络的重要一环，目前已经在国内建立了庞大发快递服务网站，遍布中国 80% 人口聚集区和经济中心城市。

中外运敦豪具备高成长、高盈利属性。2018-2022 年，中外运敦豪营收的 CAGR 为 13.7%，净利润的 CAGR 为 15.4%，平均 ROE 水平为 83%，平均 ROA 水平为 45%，兼具高成长和高盈利的属性。根据我们测算，2022 年末中外运敦豪资产体量仅为中国外运的 9.6%，贡献的投资收益占中外运营业利润的 35.8%。



图表62: 2018-2022 年中外运敦豪营收 CAGR 为 13.7%

图表63: 2018-2022 年中外运敦豪净利润 CAGR 为 15.4%

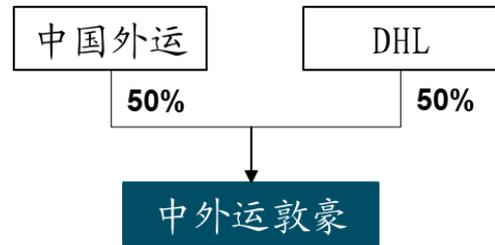
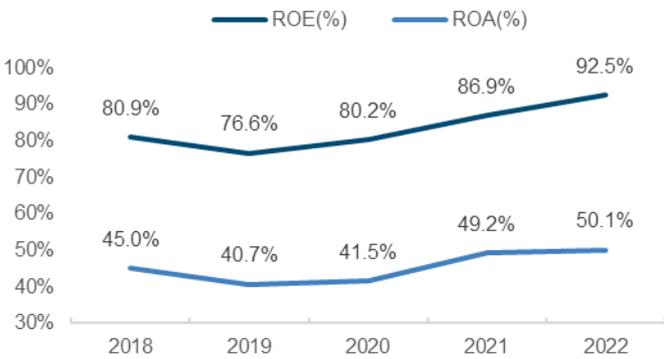


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表64: 2018-2022 年中外运敦豪平均 ROE 为 83%

图表65: 中外运敦豪由中外运和 DHL 合资

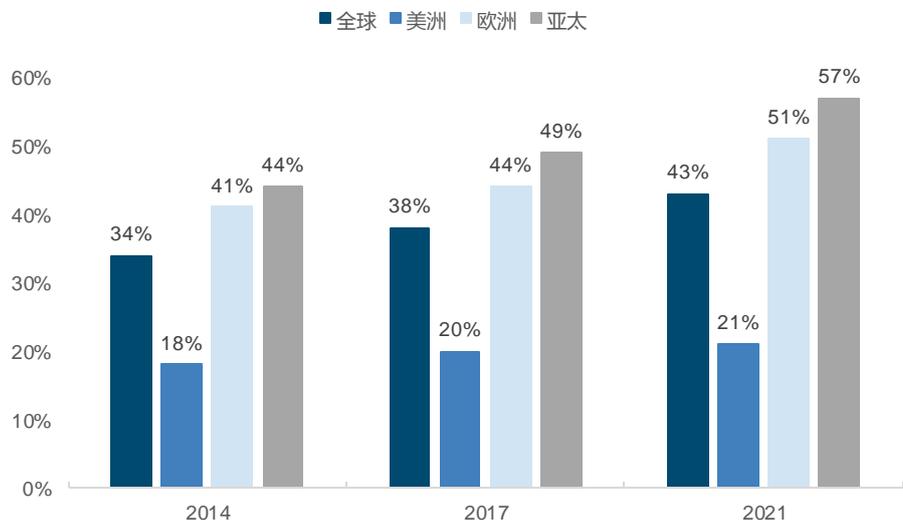


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

中外运敦豪的核心优势在于 DHL 庞大的全球快递网络。2022 年底, 中外运敦豪非流动资产占总资产比重为 17.3%。中外运敦豪重资产主要是机场口岸的转运中心, 并无航空货机运力。中外运敦豪时效件的交付主要依赖 DHL 集团来完成。DHL 集团作为全球快递三巨头之一, 在全球拥有庞大的快递网络。按收入计算, 2021 年底 DHL 在全球国际快递市占率高达 43%, 美洲、欧洲、亚太地区市占率分别为 21%、51%、57%。

图表66: DHL 全球国际快递市场市占率



来源: DHL 公司公告, 国金证券研究所

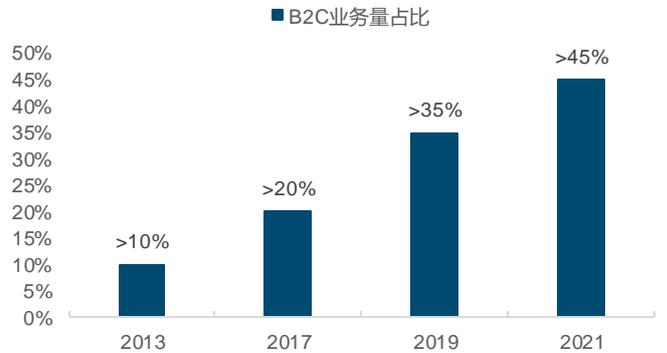


## 4.2 业绩增长点：跨境电商快速增长有望驱动业绩增长

DHL 国际时效快递业务量增长，跨境电商贡献主要驱动力。DHL2016-2022 年国际快递业务量 CAGR 为 6%，主要由 B2C 业务驱动，其中跨境电商是主要驱动力。B2C 业务量占比由 2013 年的大于 10% 增长至 2021 年的大于 45%，若按照最低比例计算（20%、45%）。则 B2C 业务量 2017-2021 年 CAGR 可达到 46.6%。

图表67: DHL 国际时效件业务量持续增长

图表68: B2C 业务量的增长是业务量增长的主要驱动



来源: DHL 公司公告, 国金证券研究所

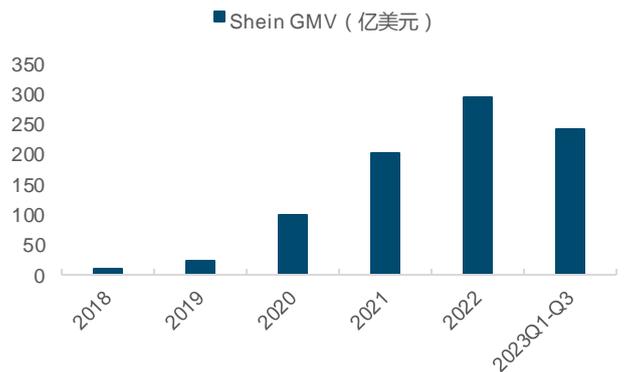
来源: DHL 公司公告, 国金证券研究所

国内跨境电商平台交易规模快速增长，新兴电商平台崛起。2013-2022 年，我国跨境电商平台交易规模由 3.15 万亿元增长至 15.70 万亿元，期间 CAGR 达 20%。此外，新兴电商平台 Shein 和 Temu 快速崛起。Shein 2018-2022 年 GMV 的 CAGR 高达 115%。2022 年 9 月，拼多多跨境电商平台 Temu 上线，截至 2023 年 7 月，Temu 成为美国独立访问量第四大的零售网站，仅次于亚马逊、沃尔玛和 eBay。

新兴平台以空运作为干线运输方式。Shein 作为全球快时尚跨境电商龙头，具备“小单快返”的特点，要求更快的上新速度和生产周期，并根据消费者反馈决定加单款式。在运输环节上，国际快递全程时效只需要 2-5 天，是最符合 Shein 高效快频的运输要求。而 Temu 为了保证物流的时效性，也采取的空运作为干线运输方式。

图表69: 2013-2022 年跨境电商市场规模 CAGR 达 20%

图表70: Shein GMV 高速增长



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: Statista, 国金证券研究所

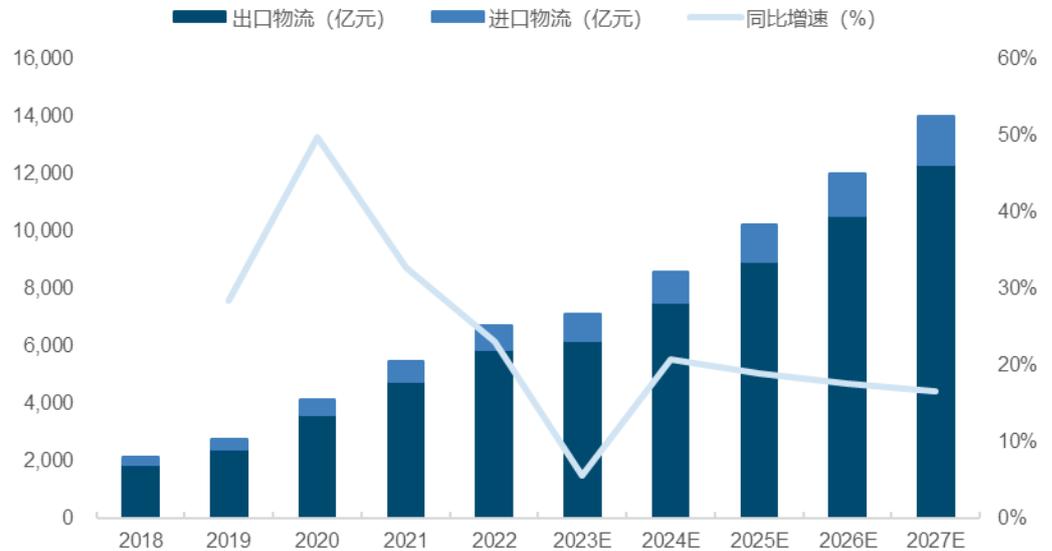
跨境电商行业竞争激烈，重视时效性利好国际快递业务。对比 2020 年和 2023 年跨境电商市场份额的变化，我们不难发现更多新兴电商平台正在崛起，且在蚕食龙头和其他更小电商的市场份额，市场竞争更加激烈。我们认为在跨境电商竞争更加激烈背景下，国际快递业务有望受益：1) 时效性是影响消费者体验的重要因素，跨境电商平台想获取更多市场份额，时效性是竞争的重要一环。时效性的竞争会让更多平台选择国际快递交付方式。2) 新兴电商平台更多蚕食的是小平台的市场份额，小平台对于时效性的重视程度远不如大平台以及新兴平台，新兴平台的快速崛起利好国际快递业务。

我们认为跨境电商平台的崛起有望支撑中外运敦豪业务量增长。中外运敦豪作为国内航空快递领导者，有望受益于跨境电商业务的发展。Temu 定下 2024 年 300 亿美元 GMV 目标，较 2023 预计 GMV 增长一倍以上；Shein 2022 年 GMV 突破 300 亿美元，定下 2025 年 806 亿美元的目标；Tik Tok Shop 定下 2024 年 500 亿美元 GMV 目标，较 2023 年 200 亿美



元的 GMV 目标增长 150%。Shein、Temu、Tik Tok 等新兴跨境电商平台的崛起会为中外运敦豪业务量带来额外增量。2022 年跨境电商进出口物流市场规模同比增长 23%，根据灼识咨询的预测，预计 2024 年进出口物流市场规模仍能实现高增长，预计同比增幅达到 21%。

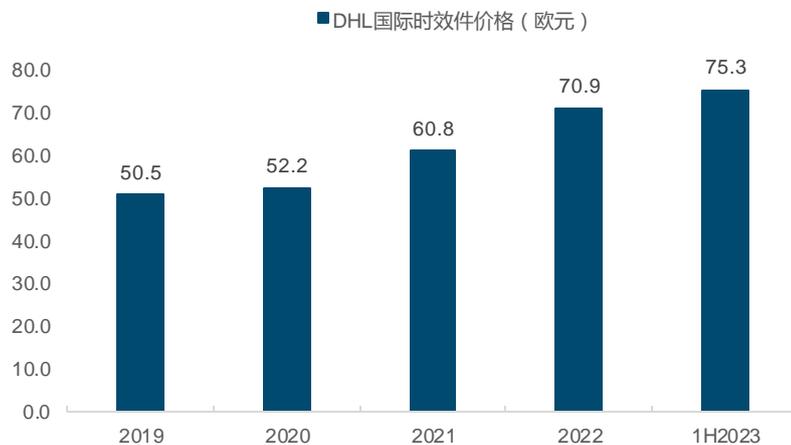
图表 71：2022 年跨境电商进出口物流市场规模同比增长 23%



来源：菜鸟招股说明书，灼识咨询，国金证券研究所

预计 2024 年中外运敦豪价格继续上涨。中外运敦豪有自己产品的价格体系，并非跟随市场即期运价波动，与 DHL 的产品定价机制相近。根据 DHL 价格国际时效件的过往价格，机制是每年进行向上调价。根据 DHL 的公布年度调价幅度预告，2024 年中国香港等地的快递价格将继续上调 5%。

图表 72：DHL 国际时效件价格稳步上升



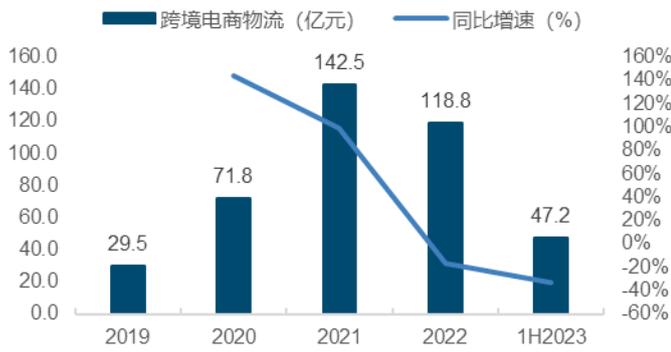
来源：DHL 公司公告，国金证券研究所

### 4.3 公司跨境电商物流业务亦有望受益

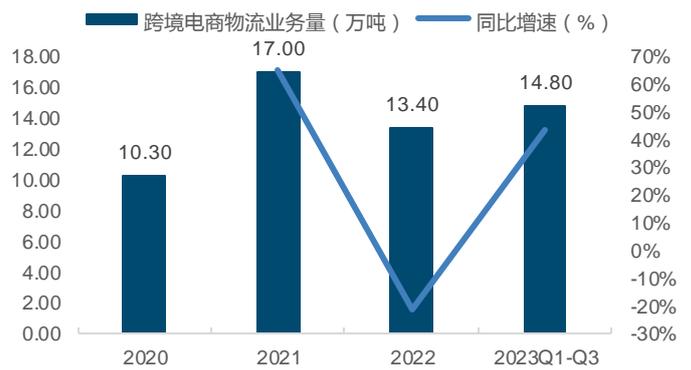
公司跨境电商物流有望受益于跨境电商平台兴起。公司的跨境电商物流同时受到运价以及业务量的影响，2023Q1-Q3 公司跨境电商物流业务量同比增长 44%。由于运价端下降，1H2023 跨境电商物流营收同比下降 33%。我们认为跨境电商平台的兴起对公司跨境电商业务影响主要为：1) 国内新兴平台 GMV 快速增长，公司跨境电商物流业务量有望受益。2) 跨境电商平台的火热对运价起到支撑。4Q2023 空运运价出现小幅回升，主要由于跨境电商平台之间抢运力，空运需求迫切下运价有望得到支撑。



图表73: 1H2023 跨境电商物流收入同比下降 33%



图表74: 2023Q1-Q3 跨境电商物流业务量同比增长 44%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表75: 波罗的海空运指数



来源: tac index, 国金证券研究所

## 五、盈利预测

### 5.1 盈利预测

预计 2023-2025 年公司营业收入为 976.7 亿元、1069.1 亿元、1171.9 亿元，增速分别为 -10.2%、9.5%、9.6%。主要假设如下：

预计代理及其他业务 2023-2025 年营业收入分别为 596 亿元、640 亿元、688 亿元，增速分别为 -14%、7%、7%。其中预计海运代理 2023-2025 年对外收入分别为 386 亿元、413 亿元、443 亿元，同比增速为 -22%、7%、7%。预计海运代理业务量分别为 1286 万 TEU、1350 万 TEU、1418 万 TEU，同比 -1%、5%、5%，主要因为公司不断扩大自身网络，物流企业出海驱动业务量增长。预计海运代理单箱利润分别为 53 元、58 元、63 元，同比增速分别为 -2%、9%、9%。受益于公司扩大利润链条，预计代理及其他业务 2023-2024 年毛利率分别为 8.7%、8.8%、8.9%。

预计专业物流业务 2023-2025 年营业收入分别为 292 亿元、331 亿元、375 亿元，增速分别为 6%、13%、13%。主要受益于公司加强客户拓展，汽车制造和电子科技的景气可支撑 2024 年货量增长。公司与客户通常为长期合作，公司可以通过为客户提供附加服务、参与更多环节，提高单吨收入。

预计电商业务 2023-2025 年营业收入分别为 88 亿元、98 亿元、109 亿元，同比增速分别为 -26%、11%、11%，主要收业务量增长驱动。预计跨境电商物流业务量分别为 3.35 亿票、3.71 亿票、4.12 亿票，同比增速分别为 8%、11%、11%，主要受益于跨境电商平台的快速发展。

预计公司 2023-2025 年实现投资收益分别为 217 亿元、231 亿元、246 亿元，同比增速分



别为-16%、7%、7%。主要由于中外运敦豪量价齐升带来投资收益的增长。我们预计中外运敦豪在 2024-2025 年能够实现 7%的利润增速。

**图表76: 预测营业收入、营业成本、毛利率拆分 (百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	84537	124346	108817	97668	106912	117190
YOY (%)	9%	47%	-12%	-10%	9%	10%
营业成本 (百万元)	79596	118718	102783	91610	100173	109680
YOY (%)	8%	49%	-13%	-11%	9%	9%
毛利率	5.8%	4.5%	5.5%	6.2%	6.3%	6.4%
<b>代理及其他业务</b>						
营业收入 (百万元)	57776	85909	69486	59610	64046	68847
YOY (%)	6%	49%	-19%	-14%	7%	7%
营业成本 (百万元)	55129	82467	65966	56216	60347	64807
YOY (%)	5%	50%	-20%	-15%	7%	7%
毛利率	4.6%	4.0%	5.1%	5.7%	5.8%	5.9%
<b>专业物流业务</b>						
营业收入 (百万元)	19585	24183	27454	29214	33080	37479
YOY (%)	0%	23%	14%	6%	13%	13%
营业成本 (百万元)	17577	22077	25128	26663	30164	34148
YOY (%)	0%	26%	14%	6%	13%	13%
毛利率	10.3%	8.7%	8.5%	8.7%	8.8%	8.9%
<b>跨境电商业务</b>						
营业收入 (百万元)	7176	14253	11877	8844	9787	10864
YOY (%)	144%	99%	-17%	-26%	11%	11%
营业成本 (百万元)	6890	14173	11688	8731	9662	10725
YOY (%)	144%	106%	-18%	-25%	11%	11%
毛利率	4.0%	0.6%	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%
<b>投资收益</b>						
投资收益 (百万元)	1573	2508	2579	2166	2307	2457
YOY (%)	4%	59%	3%	-16%	7%	7%
中外运敦豪贡献的投资收益	1216	1987	1994	1675	1784	1900
YOY (%)	25%	63%	0%	-16%	7%	7%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

综合以上假设, 公司 2023-2025 年对应的归母净利润分别为 39.0 亿元、42.1 亿元、44.4 亿元, 增幅分别为-4%、8%、6%。每股收益分别为 0.54 元/股、0.58 元/股、0.61 元/股。预计 2023-2025 年每股股利分别为 0.26 元/股、0.28 元/股、0.29 元/股。预计 2024 年 A 股对应股息率为 4.9%, 港股对应股息率为 8.9%。

**图表77: 核心业绩指标预测**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润 (百万元)	2754	3713	4068	3901	4192	4394
归母净利润增长率	-1.8%	34.8%	9.6%	-4.1%	7.5%	4.8%
归母净利率 (%)	3.3%	3.0%	3.7%	4.0%	4.0%	3.9%
摊薄每股盈利 (元)	0.372	0.502	0.553	0.535	0.575	0.602
每股股利 (元)	0.12	0.18	0.2	0.26	0.28	0.29

来源: 公司公告, 国金证券研究所



## 5.2 投资建议及估值

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 39.0 亿元、42.1 亿元、44.4 亿元，对应 PE 分别为 10.9x、10.1x、9.6x。参考可比公司 2024 年平均 PE 倍数 10.5x，公司股息率行业领先，货代网络遍布世界，有望受益于国内企业出海带来的业绩成长，给予公司 2024 年 12 倍估值，目标价格为 6.93 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 78：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
603128	华贸物流	7.19	0.68	0.77	0.60	0.73	0.85	10.53	9.39	11.99	9.90	8.46
601156	东航物流	16.70	2.11	2.42	1.46	1.87	2.22	7.91	6.91	11.45	8.94	7.52
603535	嘉诚国际	15.59	1.33	0.99	0.82	1.20	1.37	11.72	15.67	18.94	12.99	11.40
001228	永泰运	25.78		3.01	1.79	2.59	3.29		8.56	14.43	9.97	7.83
平均值									14.20	10.45	8.80	
601598	中国外运	5.83	0.50	0.55	0.53	0.58	0.61	8.93	6.94	10.90	10.10	9.57

来源：wind，国金证券研究所

注：对应股价日期为 2024 年 3 月 18 日

## 六、风险提示

**空海运运价大幅波动风险。**海运运价对公司海运代理收入具有较强影响，空运运价对公司空运相关业务的收入和利润均有影响，若运价大幅波动，将对公司整体的收入和利润产生影响。

**国内企业出海进度不及预期。**中国品牌出海，可能会面临海外国家的政策限制和本土化经营的风险，导致增速不及预期，进而影响公司跨境物流业务。

**国际货代行业竞争进一步恶化风险。**国际货代行业进入门槛较低，新进入者为了短时间获量，可能采取激进的低价竞争手段，进而影响公司货代业务的单箱利润。

**全球经济景气度不及预期。**若全球经济持续增长乏力，将影响国际贸易需求恢复，公司国际货代业务量可能会随之下降。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	84,537	124,346	108,817	97,668	106,912	117,190
增长率		47.1%	-12.5%	-10.2%	9.5%	9.6%
主营业务成本	-79,596	-118,718	-102,783	-91,610	-100,173	-109,680
%销售收入	94.2%	95.5%	94.5%	93.8%	93.7%	93.6%
毛利	4,941	5,628	6,034	6,058	6,739	7,510
%销售收入	5.8%	4.5%	5.5%	6.2%	6.3%	6.4%
营业税金及附加	-178	-223	-256	-234	-257	-281
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-806	-973	-1,035	-928	-1,016	-1,113
%销售收入	1.0%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-2,735	-3,126	-3,359	-3,028	-3,314	-3,750
%销售收入	3.2%	2.5%	3.1%	3.1%	3.1%	3.2%
研发费用	-149	-172	-196	-147	-160	-176
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	1,072	1,134	1,188	1,721	1,993	2,190
%销售收入	1.3%	0.9%	1.1%	1.8%	1.9%	1.9%
财务费用	-625	-400	44	-182	-144	-127
%销售收入	0.7%	0.3%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-184	-350	-142	-127	-146	-173
公允价值变动收益	-31	-35	-105	-77	-86	-106
投资收益	1,567	2,508	2,554	2,166	2,307	2,457
%税前利润	44.3%	53.0%	49.1%	43.5%	42.8%	43.0%
营业利润	3,379	4,867	5,204	4,972	5,394	5,711
营业利润率	4.0%	3.9%	4.8%	5.1%	5.0%	4.9%
营业外收支	156	-135	-6	8	0	0
税前利润	3,536	4,732	5,198	4,980	5,394	5,711
利润率	4.2%	3.8%	4.8%	5.1%	5.0%	4.9%
所得税	-663	-800	-957	-916	-992	-1,051
所得税率	18.8%	16.9%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%
净利润	2,873	3,933	4,241	4,064	4,401	4,660
少数股东损益	118	219	172	163	189	215
归属于母公司的净利润	2,754	3,713	4,068	3,901	4,212	4,445
净利率	3.3%	3.0%	3.7%	4.0%	3.9%	3.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,873	3,933	4,241	4,064	4,401	4,660
少数股东损益	118	219	172	163	189	215
非现金支出	2,269	2,524	2,538	1,545	1,682	1,825
非经营收益	-986	-2,097	-2,603	-1,810	-1,978	-2,100
营运资金变动	-199	-195	943	-816	-515	410
经营活动现金净流	3,956	4,165	5,118	2,984	3,591	4,796
资本开支	-1,679	-1,222	-1,283	-2,664	-2,680	-2,680
投资	-520	30	-65	-1,276	-1,036	-846
其他	858	1,666	2,364	2,166	2,307	2,457
投资活动现金净流	-1,342	473	1,017	-1,774	-1,409	-1,069
股权募资	70	81	78	106	0	0
债权募资	383	527	-866	2,515	-2,484	-1,123
其他	-2,002	-2,216	-3,813	-2,052	-2,033	-2,100
筹资活动现金净流	-1,549	-1,609	-4,600	569	-4,517	-3,223
现金净流量	903	2,917	1,964	1,779	-2,335	504

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,369	14,495	16,309	18,169	15,918	16,509
应收款项	13,242	16,398	15,775	15,522	16,698	17,982
存货	82	69	65	63	69	75
其他流动资产	3,564	5,395	6,186	5,091	5,519	5,995
流动资产	28,257	36,358	38,336	38,844	38,204	40,561
%总资产	42.9%	48.9%	49.3%	48.0%	46.5%	47.0%
长期投资	10,912	11,459	11,576	12,775	13,725	14,465
固定资产	15,121	15,139	15,545	16,629	17,583	18,397
%总资产	23.0%	20.4%	20.0%	20.6%	21.4%	21.3%
无形资产	8,753	8,578	8,801	9,090	9,343	9,585
非流动资产	37,562	37,945	39,490	42,030	43,983	45,647
%总资产	57.1%	51.1%	50.7%	52.0%	53.5%	53.0%
资产总计	65,819	74,303	77,826	80,874	82,186	86,208
短期借款	6,754	1,385	3,809	7,327	5,423	4,790
应付款项	12,399	15,776	16,882	15,038	16,025	17,548
其他流动负债	5,134	7,112	7,353	7,077	7,176	7,818
流动负债	24,287	24,273	28,045	29,441	28,624	30,156
长期贷款	6,256	7,962	5,348	4,848	4,248	3,748
其他长期负债	3,024	7,020	7,565	7,210	7,224	7,331
负债	33,568	39,255	40,957	41,499	40,095	41,235
普通股股东权益	30,448	33,099	34,866	37,209	39,737	42,404
其中：股本	7,401	7,401	7,355	7,294	7,294	7,294
未分配利润	15,921	18,448	20,140	22,480	25,008	27,675
少数股东权益	1,803	1,949	2,002	2,165	2,354	2,569
负债股东权益合计	65,819	74,303	77,826	80,874	82,186	86,208

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.372	0.502	0.553	0.535	0.578	0.609
每股净资产	4.114	4.472	4.740	5.101	5.448	5.813
每股经营现金净流	0.535	0.563	0.696	0.409	0.492	0.657
每股股利	0.120	0.180	0.200	0.214	0.231	0.244
回报率						
净资产收益率	9.05%	11.22%	11.67%	10.48%	10.60%	10.48%
总资产收益率	4.18%	5.00%	5.23%	4.82%	5.13%	5.16%
投入资本收益率	1.92%	1.94%	1.93%	2.52%	2.91%	3.10%
增长率						
主营业务收入增长率	8.87%	47.09%	-12.49%	-10.25%	9.47%	9.61%
EBIT 增长率	110.66%	5.70%	4.77%	44.94%	15.75%	9.89%
净利润增长率	-1.75%	34.82%	9.56%	-4.11%	7.99%	5.52%
总资产增长率	6.35%	12.89%	4.74%	3.92%	1.62%	4.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.6	37.0	46.2	50.0	49.0	48.0
存货周转天数	0.5	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
应付账款周转天数	45.5	37.8	49.3	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	53.7	41.3	49.5	57.0	53.5	49.7
偿债能力						
净负债/股东权益	4.15%	-3.29%	-8.56%	-5.07%	-5.35%	-8.84%
EBIT 利息保障倍数	1.7	2.8	-27.0	9.5	13.8	17.2
资产负债率	51.00%	52.83%	52.63%	51.31%	48.79%	47.83%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	6	8	14	26
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.14</b>	<b>1.11</b>	<b>1.07</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究