

华贸物流（603128）

证券研究报告
2024年05月27日

集运业务边际改善，全链条能力持续提升

不同货代公司对运价敏感性不同，华贸物流有望明显受益于运价上行

集运市场：1) 供给侧：受红海事件干扰，2023年12月中旬以来，多数集运公司暂停通行红海和苏伊士运河，绕行好望角，有效运力被动缩减；近期由于绕行、港口拥堵等，市场还出现不同程度的缺箱状况。**2) 需求侧：**2023年下半年以来，东亚部分地区出口增速回升，2024年初加速增长。外贸复苏的背后是欧美进口、零售增速回升，未来或进一步带动补库存。供需共振有效支撑集运运价上行，5月24日发布的最新一期SCFI出口集装箱综合指数环比涨幅7.2%。我们认为地缘政治干扰及传统航运旺季来临下的需求改善或支撑短期集运运价坚挺。

空运市场：1) 供给侧：今年欧美客机航线恢复率并未出现明显提升，前四个月国际货机（含地区）执飞量同比提升6%，航空货运市场供给侧增速较为平稳；**2) 需求侧：**一季度我国跨境电商进出口5776亿元，同比增长9.6%，新兴B2C电商平台的实际增速或更高，受跨境电商货物高速增长影响，今年空运市场整体呈现淡季不淡态势；近期海运费上涨，部分货物转向空运也一定程度支撑空运运价。我们认为供给恢复节奏较慢之下，今年空运运价下行风险较小，旺季运价有望进一步上探。

通过对比运价指数、货代公司归母净利润的同比增速发现，在运价上行以及下行期间，华贸物流与海程邦达两家物流公司的净利润弹性更大，而中国外运与中创物流的增速相较而言更为稳健。从不同公司的运力采购模式来讲，中国外运海运代理业务干线段不是提前锁舱的模式，利润方面主要与业务量、服务链条长短等有关，因此市场运价波动对海运单箱利润影响相对较小；而华贸物流强调构建自主可控的运力体系，我们认为后者的运力管控模式或能够更大程度享受运价上行带来的弹性，空海货代业务作为公司的基本盘有望边际改善。

持续加强全链条能力建设，盈利有望提升

1) 仓储：公司协同仓储陆运，整合美国、墨西哥、上海、佛山等仓储陆运存量和墨西哥、美国约30000平米新增仓库资产；2) 末端：公司加速推进海外网点布局，2023年完成加拿大、南非、法国、坦桑尼亚、尼日利亚、巴西、智利、哈萨克斯坦13个新网点的建设，提升端到端综合服务能力。截至23年公司海外自营网络超过70个城市和地区、有效增强网络覆盖度与稳定性，提升属地资源整合能力与运营能力，构建了海外物流差异化竞争优势。直客方面，23年公司新增公司级直接客户数量同比增加109%，新增直接客户超过1万家。我们认为，全链条能力建设是推行直客战略的基础，23年公司实现海运单箱毛利为623元/TEU，同比下降43%，主要受集运运价下行影响，但对比19年，单箱毛利上涨近1倍；公司空运单吨毛利为2972元/吨，同比提升13%，直客战略有效对冲运价下行风险。未来，随着公司全链条服务能力特别是境外端服务能力的加强，公司业务结构有望持续优化，盈利水平有望进一步提升。

分红提升，当前预期股息率4.9%，价值有支撑

根据公司（2023-2025年）股东分红回报规划，公司每年分红率不低于60%，23年公司现金分红总额4.32亿元，分红比例高达70%。若按照23年分红比例以及24年wind一致预期，公司当前股息率4.9%，价值有一定支撑。

投资建议：维持“买入”评级。基于23年集运需求不振运价下行，23年盈利不及预期，我们下调24-25年盈利预测，引入26年预测，预计24-26年公司归母净利润为7.4、8.4、9.3亿元（24-25年前值10、13亿元），对应PE分别为12x、11x、10x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济恢复不及预期，集运运价大幅下跌，人工成本上升

投资评级

行业	交通运输/物流
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.94元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,309.05
流通A股股本(百万股)	1,309.05
A股总市值(百万元)	9,084.78
流通A股市值(百万元)	9,084.78
每股净资产(元)	4.60
资产负债率(%)	34.53
一年内最高/最低(元)	10.14/6.13

作者

陈金海	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521060001	
chenjinhai@tfzq.com	
邹嫒	联系人
zouman@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

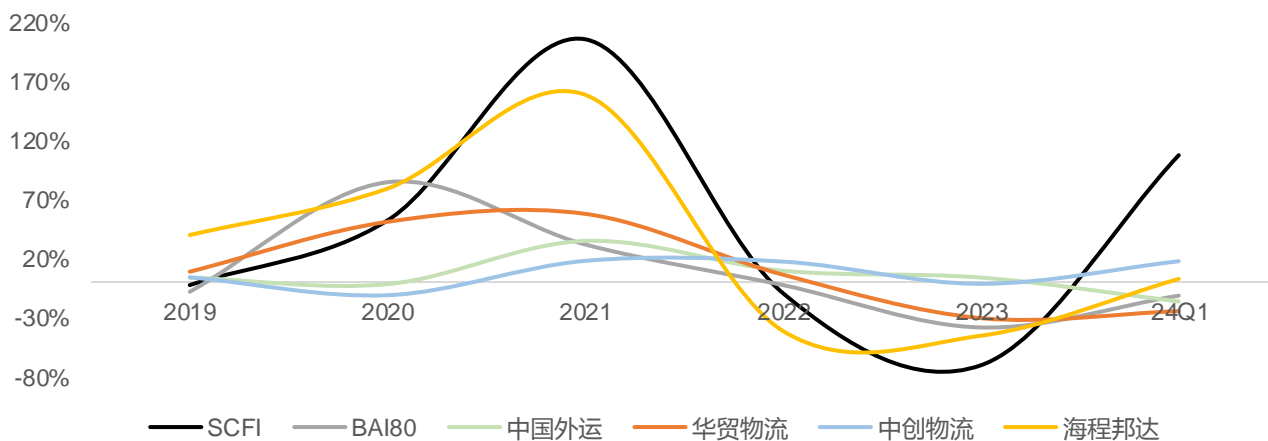
相关报告

- 《华贸物流-首次覆盖报告:传统货代业务转型，跨境电商物流成长可期》2024-03-06
- 《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

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22,070.19	14,608.09	16,077.16	17,447.91	19,087.78
增长率(%)	(10.53)	(33.81)	10.06	8.53	9.40
EBITDA(百万元)	1,192.26	906.18	1,103.48	1,213.57	1,333.72
归属母公司净利润(百万元)	888.34	616.52	741.28	837.84	925.71
增长率(%)	6.17	(30.60)	20.24	13.03	10.49
EPS(元/股)	0.68	0.47	0.57	0.64	0.71
市盈率(P/E)	10.23	14.74	12.26	10.84	9.81
市净率(P/B)	1.56	1.55	1.51	1.44	1.38
市销率(P/S)	0.41	0.62	0.57	0.52	0.48
EV/EBITDA	10.61	8.93	6.67	5.61	5.41

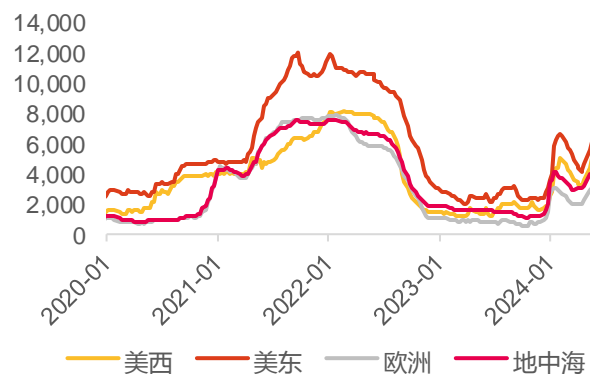
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 1: 华贸物流与海程邦达的利润增速受即期运价影响更大(下图为 运价指数与归母净利润同比增速)



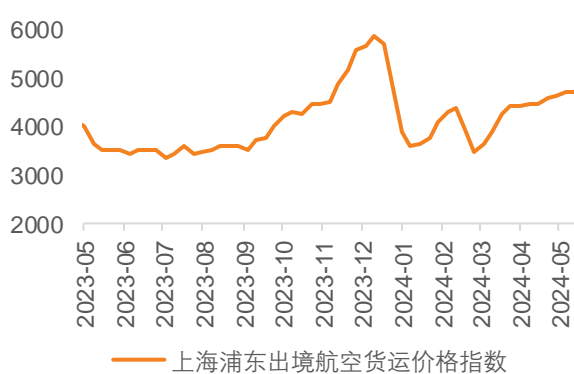
资料来源: 上海航运交易所, TAC Index, Wind, 天风证券研究所

图 2: 上海出口集装箱运价指数



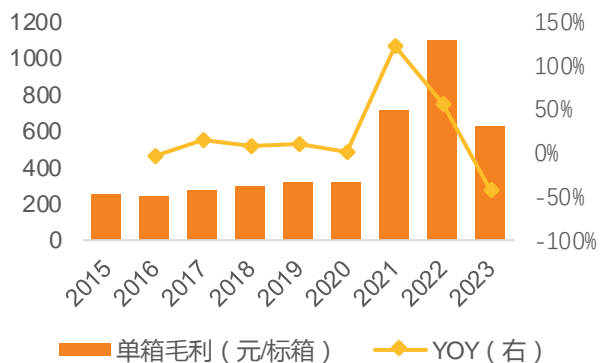
资料来源: 上海航运交易所, 天风证券研究所

图 3: 上海浦东出境航空货运价格指数



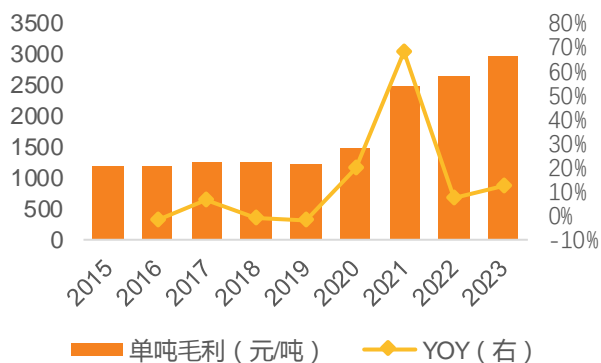
资料来源: TAC Index, 天风证券研究所

图 4：公司海运业务单箱毛利



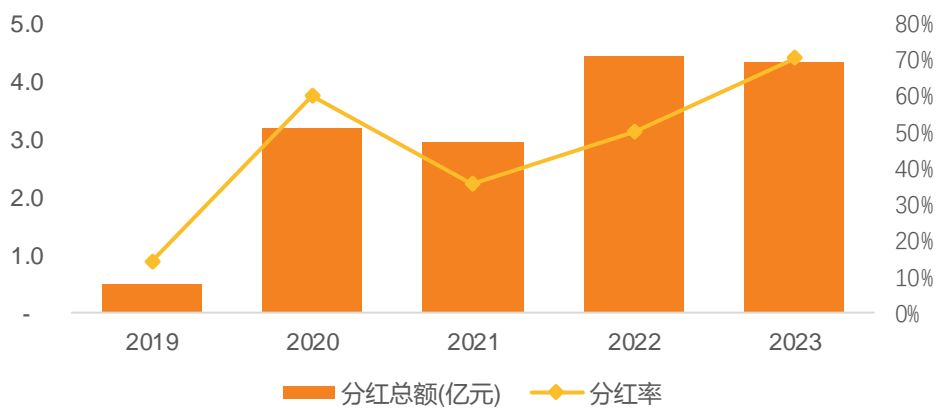
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司空运业务单吨毛利



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司分红总额及分红率



资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,575.02	1,947.70	2,451.21	2,995.95	2,469.42
应收票据及应收账款	2,910.67	3,075.66	2,514.30	3,846.32	3,292.76
预付账款	330.27	143.62	277.00	229.49	324.11
存货	10.56	20.41	8.68	23.91	12.72
其他	641.51	1,112.31	612.95	1,035.65	904.40
流动资产合计	6,468.03	6,299.70	5,864.14	8,131.32	7,003.41
长期股权投资	340.08	726.88	726.88	726.88	726.88
固定资产	601.93	563.01	502.35	440.97	379.01
在建工程	0.00	0.00	4.00	3.20	2.56
无形资产	271.12	166.80	154.74	142.46	130.18
其他	2,035.16	1,695.14	1,686.76	1,675.36	1,676.46
非流动资产合计	3,248.29	3,151.83	3,074.73	2,988.87	2,915.08
资产总计	9,772.33	9,653.48	8,938.87	11,120.19	9,918.50
短期借款	250.42	400.32	500.00	400.00	400.00
应付票据及应付账款	1,438.46	1,936.23	1,026.23	2,351.29	1,494.71
其他	1,493.07	982.64	853.89	1,536.34	902.87
流动负债合计	3,181.95	3,319.18	2,380.12	4,287.63	2,797.58
长期借款	150.72	33.55	50.00	50.00	50.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	346.97	302.50	346.59	332.02	327.03
非流动负债合计	497.69	336.05	396.59	382.02	377.03
负债合计	3,757.07	3,683.24	2,776.71	4,669.65	3,174.61
少数股东权益	204.72	117.09	133.25	148.14	166.32
股本	1,309.46	1,319.04	1,309.05	1,309.05	1,309.05
资本公积	1,673.37	1,697.65	1,697.65	1,697.65	1,697.65
留存收益	2,897.08	2,899.00	3,121.38	3,372.73	3,650.45
其他	(69.37)	(62.54)	(99.17)	(77.03)	(79.58)
股东权益合计	6,015.26	5,970.24	6,162.16	6,450.54	6,743.89
负债和股东权益总计	9,772.33	9,653.48	8,938.87	11,120.19	9,918.50

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	924.66	656.36	741.28	837.84	925.71
折旧摊销	103.08	86.10	71.40	71.74	71.84
财务费用	(38.55)	10.62	17.13	11.43	6.83
投资损失	(32.45)	(128.69)	(65.19)	(75.45)	(89.78)
营运资金变动	139.51	(256.94)	(173.28)	213.79	(749.34)
其它	357.41	(58.50)	53.88	49.62	60.61
经营活动现金流	1,453.67	308.95	645.22	1,108.97	225.87
资本支出	112.76	9.86	(41.42)	11.85	1.94
长期投资	51.74	386.80	0.00	0.00	0.00
其他	(382.32)	(299.21)	103.93	66.32	90.88
投资活动现金流	(217.82)	97.44	62.52	78.17	92.82
债权融资	(1.14)	(776.99)	399.01	(43.32)	(152.24)
股权融资	(363.84)	(129.49)	(603.23)	(599.08)	(692.98)
其他	(69.10)	(172.22)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(434.08)	(1,078.70)	(204.23)	(642.39)	(845.22)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	801.77	(672.30)	503.51	544.74	(526.53)

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	22,070.19	14,608.09	16,077.16	17,447.91	19,087.78
营业成本	19,720.66	12,652.48	13,794.13	14,952.80	16,311.29
营业税金及附加	11.29	10.83	9.11	10.58	12.18
销售费用	758.24	730.91	756.19	820.66	916.88
管理费用	515.65	522.77	527.11	572.05	644.90
研发费用	23.20	26.97	23.74	25.44	30.42
财务费用	(74.95)	5.38	17.13	11.43	6.83
资产/信用减值损失	(1.56)	2.67	(1.59)	(0.16)	0.30
公允价值变动收益	2.47	10.23	0.00	0.00	0.00
投资净收益	32.45	128.69	65.19	75.45	89.78
其他	(94.38)	(322.68)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,177.14	839.83	1,013.36	1,130.24	1,255.36
营业外收入	1.16	1.50	2.07	1.57	1.71
营业外支出	2.37	15.63	7.02	8.34	10.33
利润总额	1,175.93	825.69	1,008.41	1,123.47	1,246.74
所得税	251.27	169.34	213.25	236.02	260.42
净利润	924.66	656.36	795.16	887.46	986.32
少数股东损益	36.32	39.84	53.88	49.62	60.61
归属于母公司净利润	888.34	616.52	741.28	837.84	925.71
每股收益(元)	0.68	0.47	0.57	0.64	0.71

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-10.53%	-33.81%	10.06%	8.53%	9.40%
营业利润	-1.01%	-28.65%	20.66%	11.53%	11.07%
归属于母公司净利润	6.17%	-30.60%	20.24%	13.03%	10.49%
获利能力					
毛利率	10.65%	13.39%	14.20%	14.30%	14.55%
净利率	4.03%	4.22%	4.61%	4.80%	4.85%
ROE	15.29%	10.53%	12.30%	13.29%	14.07%
ROIC	18.14%	15.27%	19.37%	20.93%	24.77%
偿债能力					
资产负债率	38.45%	38.15%	31.06%	41.99%	32.01%
净负债率	-21.78%	-24.36%	-25.02%	-32.84%	-25.76%
流动比率	2.00	1.94	2.46	1.90	2.50
速动比率	2.00	1.94	2.46	1.89	2.50
营运能力					
应收账款周转率	5.95	4.88	5.75	5.49	5.35
存货周转率	1,129.35	943.50	1,105.22	1,070.78	1,042.36
总资产周转率	2.17	1.50	1.73	1.74	1.81
每股指标(元)					
每股收益	0.68	0.47	0.57	0.64	0.71
每股经营现金流	1.11	0.24	0.49	0.85	0.17
每股净资产	4.44	4.47	4.61	4.81	5.02
估值比率					
市盈率	10.23	14.74	12.26	10.84	9.81
市净率	1.56	1.55	1.51	1.44	1.38
EV/EBITDA	10.61	8.93	6.67	5.61	5.41
EV/EBIT	11.51	9.75	7.13	5.97	5.72

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com