

603128.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 6.23

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(17.3)	5.6	13.7	(12.0)
相对上证综指	(34.4)	(2.2)	(7.6)	(26.2)

发行股数(百万)	1,309.05
流通股(百万)	1,309.05
总市值(人民币 百万)	8,155.36
3个月日均交易额(人民币 百万)	115.77
主要股东	
中国物流集团有限公司	45.81

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2024 年 11 月 11 日收市价为标准

相关研究报告

《华贸物流》20231114
《华贸物流》20230901
《华贸物流》20230818

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 物流

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

证券分析师: 刘国强

guoqiang.liu_01@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524070002

华贸物流

集运运价走高 Q3 营收大幅增长, 干线成本波动 毛利率相对下降

2024 年前三季度公司实现营收 144.17 亿元, 同比+38.64%, 归母净利润 4.72 亿元, 同比-16.31%。2024Q3 公司收入实现 58.17 亿元, 同比+51.54%, 归母净利润实现 1.69 亿元, 同比-20.55%。公司 2024 年营销驱动战略持续发力, 在北美、中亚等区域新设海外运营网点, 同时今年集运运价整体高于去年同期, 因而营收实现明显增长, 干线成本的大幅波动使得公司整体业务毛利率相对下滑。看好公司直客战略平滑周期波动, 维持公司增持评级。

支撑评级的要点

- **集运运价走高叠加海外新设运营网点, 公司 Q3 营收实现大幅增长。**受红海事件扰动, CCFI 和 SCFI 运价指数三季度均值为 1991 和 3082, 较去年同期同比上涨 127.3%和 212.7%。同时 2024 年以来, 公司已新设运营哈萨克斯坦、巴西、智利、哥伦比亚、尼日利亚等海外网点, 持续提升产品稳定性和覆盖面, 海运总部统筹型合约运力合作模式持续推进, 空运巩固欧洲线、美洲线等优势核心运力, 增强产品组合能力。公司营收和业务量趋势与大市一致, 2024Q3 营业收入 58.17 亿元, 同比增长 51.54%; 前三季度营收 144.17 亿元, 同比增长 38.64%。
- **干线成本大幅波动叠加网点前期费用投入, 公司归母净利润有所下降。**2024Q3 公司归母净利润 1.69 亿元, 同比下降 20.55%; 前三季度归母净利润合计 4.72 亿元, 同比下降 16.31%。今年前三季度, 一方面国际物流干线运力供给保持紧张的局面, 导致运价出现大幅波动。干线成本的大幅波动使得公司整体业务毛利率相对下滑, 另一方面公司推进海外网点布局, 前期投入费用增加, 导致净利润有所下降, 但公司持续推进直客战略, 未来有望持续升级商业模式, 长期来看, 公司有望通过直客战略平滑周期波动提升经营韧性, 实现业绩修复。
- **展望未来, 国际空海运价平稳后公司运营效益有望改善, 行业逐步出清有利形成强者恒强局面。**公司今年在业务量同比大幅增加的同时, 毛利总额未能增长的主要原因是部分直客年初中标的全链条物流服务属于提供“包箱(量)包价”双包业务, 受制于国际空海运价成本端压力, 成本涨幅远高于收入涨幅, 公司诚信运营承担运价上涨带来的压力完成合同履行。这种现象随着国际运价的平稳运营会逐步改善并获取更好的效益, 当前货代行业环境发生深刻变化, 全行业进入强势淘汰期, 在 24 年上半年表现尤为明显, 未来行业有望向能够提供全链条物流服务的头部企业集中, 加速形成强者恒强局面。

估值

- 由于今年公司干线成本有所上升, 故我们下调公司盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 6.78/7.92/8.96 亿元, 同比 10.0%/+16.8%/+13.2%, EPS 为 0.52/0.60/0.68 元/股, 对应 PE 分别 12.0/10.3/9.1 倍, 维持公司增持评级。

评级面临的主要风险

- 全球经济波动、海运市场波动。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	22,070	14,608	17,574	18,903	19,843
增长率(%)	(10.5)	(33.8)	20.3	7.6	5.0
EBITDA(人民币 百万)	1,207	814	991	1,176	1,282
归母净利润(人民币 百万)	888	617	678	792	896
增长率(%)	6.2	(30.6)	10.0	16.8	13.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.68	0.47	0.52	0.60	0.68
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.69	0.83	
调整幅度(%)			(24.1)	(27.4)	
市盈率(倍)	9.2	13.2	12.0	10.3	9.1
市净率(倍)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(倍)	10.0	8.1	7.5	5.1	4.9
每股股息(人民币)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
股息率(%)	3.2	2.7	3.6	4.2	4.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22,070	14,608	17,574	18,903	19,843
营业收入	22,070	14,608	17,574	18,903	19,843
营业成本	19,721	12,652	15,462	16,520	17,269
营业税金及附加	11	11	11	13	13
销售费用	758	731	738	813	863
管理费用	516	523	492	501	516
研发费用	23	27	26	28	29
财务费用	(75)	5	72	129	124
其他收益	25	22	24	24	24
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	(2)	3	(2)	1	0
资产处置收益	2	18	11	6	6
公允价值变动收益	2	10	0	0	0
投资收益	32	129	85	110	120
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,177	840	890	1,040	1,178
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	16	7	8	10
利润总额	1,176	826	884	1,033	1,169
所得税	251	169	185	216	245
净利润	925	656	699	816	924
少数股东损益	36	40	21	24	28
归母净利润	888	617	678	792	896
EBITDA	1,207	814	991	1,176	1,282
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.68	0.47	0.52	0.60	0.68

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,524	6,502	8,849	9,994	10,036
现金及等价物	2,575	1,948	4,649	5,501	5,412
应收帐款	2,866	2,908	3,055	3,359	3,374
应收票据	45	168	74	85	82
存货	11	20	12	23	14
预付账款	330	144	328	176	351
合同资产	56	202	62	220	74
其他流动资产	642	1,112	670	630	730
非流动资产	3,248	3,152	3,133	3,091	3,074
长期投资	340	727	847	947	1,047
固定资产	602	563	497	432	366
无形资产	271	166	156	155	152
其他长期资产	2,036	1,696	1,632	1,558	1,509
资产合计	9,772	9,653	11,982	13,085	13,110
流动负债	3,259	3,347	3,117	3,767	3,255
短期借款	250	400	500	500	500
应付账款	1,438	1,682	1,524	1,901	1,679
其他流动负债	1,571	1,265	1,093	1,366	1,076
非流动负债	498	336	2,506	2,491	2,498
长期借款	151	34	100	100	100
其他长期负债	347	302	2,406	2,391	2,398
负债合计	3,757	3,683	5,623	6,258	5,753
股本	1,309	1,319	1,309	1,309	1,309
少数股东权益	205	117	138	163	190
归属母公司股东权益	5,811	5,853	6,221	6,664	7,167
负债和股东权益合计	9,772	9,653	11,982	13,085	13,110

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	925	656	699	816	924
折旧摊销	167	147	147	147	129
营运资金变动	400	137	(378)	559	(745)
其它	(38)	(632)	186	(92)	50
经营活动现金流	1,454	309	655	1,431	358
资本支出	(31)	(73)	0	(10)	(10)
投资变动	(63)	(387)	(120)	(100)	(100)
其他	(123)	557	96	116	126
投资活动产生的现金流	(218)	97	(24)	6	16
银行借款	(785)	33	166	0	0
股权融资	(473)	(692)	(310)	(349)	(394)
其他	824	(419)	2,215	(236)	(71)
筹资活动现金流	(434)	(1,079)	2,071	(585)	(464)
净现金流	802	(672)	2,701	852	(90)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(10.5)	(33.8)	20.3	7.6	5.0
营业利润增长率(%)	(1.0)	(28.7)	6.0	16.9	13.3
归属于母公司净利润增长率(%)	6.2	(30.6)	10.0	16.8	13.2
息税前利润增长(%)	(12.2)	(35.9)	26.5	22.0	12.0
息税折旧前利润增长(%)	(9.3)	(32.5)	21.7	18.8	8.9
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	6.2	(30.6)	10.0	16.8	13.2
获利能力					
息税前利润率(%)	4.7	4.6	4.8	5.4	5.8
营业利润率(%)	5.3	5.7	5.1	5.5	5.9
毛利率(%)	10.6	13.4	12.0	12.6	13.0
归母净利润率(%)	4.0	4.2	3.9	4.2	4.5
ROE(%)	15.3	10.5	10.9	11.9	12.5
ROIC(%)	20.5	18.7	11.9	17.3	16.8
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
净负债权益比	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.3)
流动比率	2.0	1.9	2.8	2.7	3.1
营运能力					
总资产周转率	2.2	1.5	1.6	1.5	1.5
应收账款周转率	6.1	5.1	5.9	5.9	5.9
应付账款周转率	11.4	9.4	11.0	11.0	11.1
费用率					
销售费用率(%)	3.4	5.0	4.2	4.3	4.4
管理费用率(%)	2.3	3.6	2.8	2.7	2.6
研发费用率(%)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
财务费用率(%)	(0.3)	0.0	0.4	0.7	0.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.7	0.5	0.5	0.6	0.7
每股经营现金流(最新摊薄)	1.1	0.2	0.5	1.1	0.3
每股净资产(最新摊薄)	4.4	4.5	4.8	5.1	5.5
每股股息	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	9.2	13.2	12.0	10.3	9.1
P/B(最新摊薄)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.0	8.1	7.5	5.1	4.9
价格/现金流(倍)	5.6	26.4	12.5	5.7	22.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371