

## 交通运输

2025 年 05 月 16 日

# 华贸物流 (603128)

——业绩符合预期，集运供需错配货代盈利空间有望大幅提升

报告原因：有业绩公布需要点评

## 买入 (维持)

市场数据：2025 年 05 月 15 日

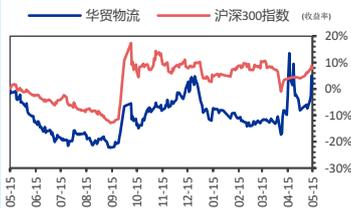
收盘价 (元)	6.96
一年内最高/最低 (元)	7.96/4.99
市净率	1.5
股息率% (分红/股价)	4.54
流通 A 股市值 (百万元)	9,111
上证指数/深证成指	3,380.82/10,186.45

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	4.66
资产负债率%	41.67
总股本/流通 A 股 (百万)	1,309/1,309
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

#### 证券分析师

王晨鉴 A0230525030001  
wangcj@swsresearch.com  
闫海 A0230519010004  
yanhai@swsresearch.com

#### 联系人

王晨鉴  
(8621)23297818x  
wangcj@swsresearch.com

### 投资要点：

- **事件：**华贸物流发布 2024 年报及 2025 年一季报。2024 归母 5.39 亿元，同比下滑 13%，其中 2024Q4 归母 0.66 亿元，同比增长 28%。2024 归母下滑主因空海运运价上涨带来的成本端压力挤压利润空间，同时海外网络建设投入增长。2025Q1 归母 1.18 亿元，同比下滑 29%。2025Q1 归母下滑主因公司为开拓海外市场增加空运仓位提前锁定偏高成本，同时海外仓运营投入费用增长，2024 年公司海外网络建设费用增加 1.15 亿元，加回后归母约 6.5 亿元，符合预期。
- **海运：**运价下行成本端压力缓解，直客资源优势有望带动单箱利润增长。公司 2024 年国际海运业务收入 49 亿元，同比增长 12%，货运量 84 万标箱，同比增长 3%，单箱收入 0.58 万元，同比增长 9%，单箱毛利 0.07 万元，同比增长 10%，毛利率 11.9%，较 2023 增长 0.13pct。2024 上半年集运运价上行从成本端挤压利润，下半年开始市场运价逐步回落，成本端压力减弱。
- **空运：**持续建设海外航线网络。2024 年国际空运业务收入 70 亿元，同比增长 24%，货运量 33 万吨，同比增长 26%，单吨收入 2.11 万元，同比下滑 1%，单吨毛利 0.21 万元，毛利率 9.9%，较 2023 减少 4pct。公司空运仓位提前锁定数量提升，成本上行拖累利润。
- **高派息率重视股东回报。**据年报，公司计划 2024 年末每股派发现金红利 0.174 元 (含税)，结合年中分红，全年派息率约 70%，如 2025 年保持相同派息率，对应 2025 股息率约 4.6%。
- **关税豁免造成集运供需错配，货代作为运力中介角色利润空间有望大幅提升。**此前中美高关税背景下，货主观望情绪浓厚，对美出口需求积压，随着 90 天关税豁免推行，此前积压需求密集释放，美线供需错配大幅推升运价，5 月下半月美线运价跳涨 40%，实际订舱溢价或更高。美线运力供给短缺向其他航线传递，带动全球集运市场供需结构优化。货代作为物流中间服务商，承担运力中介角色，运力供给短缺背景下，货代手中舱位价值提升，拥有较强揽货、订舱、服务能力的大货代有望额外收获超额收益，单箱利润有望上行。
- **业绩符合预期，维持“买入”评级。**考虑到公司对海外仓的持续投入带来费用提升，全球贸易格局高波动背景下货代业务不确定性增强，2024 年受红海绕行影响集运运价中枢抬升，随着集装箱大船持续交付，行业中期供需趋于平衡，预计 2025 年集运运价中枢下移，预计公司 2025-2026 年单箱收入从 2024 年 5785 元/TEU 下调至 5600 元/TEU，同时上调公司空运单位毛利至 18750 元/吨，下调 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测。预计 2025-2027 年盈利预测 5.6、6.2、6.9 亿元 (原 2025-2026 预测为 8.1、9.0 亿)，对应 PE16、15、13 倍，考虑到当前股价已充分反应此前悲观预期，同时中美关税缓和背景下将带来海运阶段性供需错配，货代盈利能力有望大幅提升，同时公司约 4.6%股息率可作为安全边际，维持“买入”评级。
- **风险提示：**中国品牌出海不及预期；美国关税政策影响国际贸易量；海外大幅度衰退。

### 财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	17,525	3,992	18,220	19,228	20,300
同比增长率 (%)	20.0	2.8	4.0	5.5	5.6
归母净利润 (百万元)	539	118	561	618	685
同比增长率 (%)	-12.6	-29.4	4.2	10.1	10.8
每股收益 (元/股)	0.41	0.09	0.43	0.47	0.52
毛利率 (%)	10.6	11.4	10.6	10.8	11.1
ROE (%)	9.0	1.9	9.1	9.7	10.3
市盈率	17		16	15	13

注：“净利润收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

## 财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,608	17,525	18,220	19,228	20,300
其中: 营业收入	14,608	17,525	18,220	19,228	20,300
减: 营业成本	12,652	15,658	16,292	17,145	18,043
减: 税金及附加	11	13	13	14	15
主营业务利润	1,945	1,854	1,915	2,069	2,242
减: 销售费用	731	729	758	800	844
减: 管理费用	523	516	537	567	598
减: 研发费用	27	20	20	22	23
减: 财务费用	5	32	4	6	7
经营性利润	659	557	596	674	770
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	3	8	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	151	150	150	150	150
营业利润	840	715	746	827	921
加: 营业外净收入	-14	-7	0	0	0
利润总额	826	708	746	827	921
减: 所得税	169	146	155	176	200
净利润	656	563	591	651	721
少数股东损益	40	24	30	33	36
归属于母公司所有者的净利润	617	539	561	618	685

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。