

研究所
 证券分析师: 许可 S0350521080001
 xuk02@ghzq.com.cn
 证券分析师: 周延宇 S0350521090001
 zhouyy01@ghzq.com.cn
 联系人: 钟文海 S0350121090029
 zhongwh@ghzq.com.cn

周期跨越能力初显, 关注后周期的成长机会 ——华贸物流(603128) 2022 年报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
华贸物流	-10.3%	-10.5%	-18.2%
沪深 300	1.8%	3.6%	-2.0%

市场数据

当前价格(元)	9.34
52 周价格区间(元)	8.20-13.20
总市值(百万)	12,230.38
流通市值(百万)	12,230.38
总股本(万股)	130,946.30
流通股本(万股)	130,946.30
日均成交额(百万)	66.54
近一月换手(%)	0.73

相关报告

《——华贸物流(603128) 点评报告: Q3 业绩同比高增, 华贸进入成长逻辑验证期 (买入)*物流*许可, 周延宇》——2022-10-28
 《——华贸物流(603128) 点评报告: 期待旺季需求回暖, 重点关注逻辑兑现 (买入)*物流*许可, 周延宇》——2022-08-25
 《——华贸物流(603128) 事件点评: 22Q1 业绩略超预期, 静待疫情后运量释放 (买入)*物流*许可, 周延宇》——2022-04-17
 《——华贸物流(603128) 事件点评: 国际货航资源稀缺, 维持“买入”评级 (买入)*物流*许可,

事件:

华贸物流发布 2022 年全年业绩公告:

2022 全年, 华贸物流完成营收 220.70 亿元, 同比下降 10.53%; 实现毛利 23.50 亿元, 同比下降 5.12%, 毛利率从 10.04% 提升至 10.65%; 实现归母净利润 8.88 亿元, 同比增长 5.16%, 归母净利率从 3.42% 提升至 4.03%; 实现扣非归母净利润 8.67 亿元, 同比增长 4.26%。

投资要点:

■ 外部因素影响经营, Q4 归母净利出现下滑

2022Q4, 公司归母净利润达到 1.54 亿, yoy-7.90%, 由于海外通胀压力加剧, 空海运贸易需求均出现快速下滑, 叠加有效运力的持续恢复, 空海运运价大幅下行。外部环境影响下, 华贸物流四季度营收同比下降 48.72% 至 41.36 亿元, 但得益于经营战略的调整, 公司归母净利下滑幅度明显小于营收下降幅度。

■ 单位收入逆势上行, 空海运业务实现周期跨越

2022 年, 公司国际海运毛利达到 8.50 亿, yoy+15.49%, 公司逐步舍弃代订舱等低附加值业务, 箱量 yoy-25.39%, 但在全年 FBX 运价指数 yoy-75.83% 的背景下, 公司单箱收入实现 yoy+12.48%, 单箱毛利同比增长 54.79% 至 1100.32 元/箱, 业务结构与客户结构改善明显。2022 年全年, 海运直客比例为 56.62%, 直客单箱毛利为 1632 元/箱。

空运方面, 公司国际空运毛利达到 7.99 亿, yoy-8.58%, 货量 yoy-14.53%, 单公斤收入 +11.36% (全年上海线空运指数 yoy-44.35%), 单吨毛利同比增长 6.96% 至 2637.83 元, 空运业务盈利能力稳中有升。2022 年全年空运直客比例为 77.83%, 直客单吨毛利达到 3086 元/吨。

■ 直客战略叠加业务结构优化, 关注后周期的成长机会

出口贸易需求走弱、运价快速下行的环境下, 华贸物流持续推进直

周延宇》——2022-03-17

《——华贸物流(603128)事件点评：业绩符合预期，期待跨境电商物流整合发力（买入）*物流*许可，周延宇》——2021-10-23

客战略与业务结构转型优化，直客方面，公司不断拓新，当前已布局科技、医疗、汽车、快消、化工、电商、能源七大行业，空海运直客比例已快速突破至 78%与 57%；业务结构优化方面，公司主动减少代订舱等单环节服务，虽然货量出现短期承压，但展望全年，随着公司全链条服务能力的不断提升，华贸物流有望获取更多优质、稳定的大客户，在各直接客户中的市占率也有望进一步提升，跟踪检验公司单位盈利能力与货量的超预期变化，关注后周期的成长机会。

- **盈利预测和投资评级** 由于海外需求走弱，出口贸易景气度下行，根据公司年报，我们调整了盈利预测，预计华贸物流 2023-2025 年营业收入分别为 238.88 亿元、269.18 亿元与 295.93 亿元，归母净利润分别为 9.86 亿元、11.36 亿元与 12.55 亿元，对应 PE 为 12.39、10.75 与 9.73 倍，当前运价已行至底部区间，并且公司已初步展现穿越周期的能力，2023 PE 为 12.39 倍，公司性价比逐步提升，维持“买入”评级。
- **风险提示** 国际贸易形势不稳定带来的风险、直客战略发展不及预期、跨境电商物流发展不及预期、并购企业协同效应不及预期、行业竞争加剧、空海难等黑天鹅事件。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	22070	23888	26918	29593
增长率（%）	-11	8	13	10
归母净利润（百万元）	888	986	1136	1255
增长率（%）	5	11	15	11
摊薄每股收益（元）	0.69	0.75	0.87	0.96
ROE（%）	15	15	15	15
P/E	15.57	12.39	10.75	9.73
P/B	2.42	1.85	1.63	1.45
P/S	0.64	0.51	0.45	0.41
EV/EBITDA	10.44	7.34	6.01	4.94

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：华贸物流盈利预测表

证券代码:	603128		股价:	9.34	投资评级:	买入	日期:	2023/04/07	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					每股指标				
ROE	15%	15%	15%	15%	EPS	0.69	0.75	0.87	0.96
毛利率	11%	11%	11%	11%	BVPS	4.44	5.04	5.71	6.44
期间费率	5%	6%	6%	6%	估值				
销售净利率	4%	4%	4%	4%	P/E	15.57	12.39	10.75	9.73
成长能力					P/B	2.42	1.85	1.63	1.45
收入增长率	-11%	8%	13%	10%	P/S	0.64	0.51	0.45	0.41
利润增长率	5%	11%	15%	11%					
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产周转率	2.26	2.04	2.12	2.09	营业收入	22070	23888	26918	29593
应收账款周转率	7.70	5.91	6.27	6.09	营业成本	19721	21191	23896	26254
存货周转率	2090.65	1160.95	1210.46	1185.54	营业税金及附加	11	12	14	15
偿债能力					销售费用	758	764	856	935
资产负债率	38%	41%	39%	38%	管理费用	516	558	592	645
流动比	2.00	1.95	2.15	2.26	财务费用	-75	54	61	67
速动比	1.88	1.84	2.03	2.13	其他费用 / (-收入)	23	25	28	31
					营业利润	1177	1323	1500	1678
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业外净收支	-1	-2	-1	-1
现金及现金等价物	2575	3254	3909	4742	利润总额	1176	1321	1499	1677
应收款项	2911	4099	4363	4937	所得税费用	251	276	320	355
存货净额	11	21	22	25	净利润	925	1046	1179	1322
其他流动资产	1028	1073	1194	1315	少数股东损益	36	59	43	66
流动资产合计	6524	8447	9489	11018	归属于母公司净利润	888	986	1136	1255
固定资产	602	580	543	503					
在建工程	0	13	14	14	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
无形资产及其他	2306	2310	2312	2311	经营活动现金流	1454	830	990	1161
长期股权投资	340	340	340	340	净利润	888	986	1136	1255
资产总计	9772	11690	12697	14187	少数股东权益	36	59	43	66
短期借款	250	350	300	300	折旧摊销	167	85	87	90
应付款项	1438	2195	2278	2611	公允价值变动	-2	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	413	-272	-259	-230
其他流动负债	1571	1786	1831	1966	投资活动现金流	-218	-51	-35	-28
流动负债合计	3259	4331	4409	4877	资本支出	-27	-76	-50	-43
长期借款及应付债券	151	151	151	151	长期投资	-94	0	0	0
其他长期负债	347	347	347	347	其他	-97	25	15	15
长期负债合计	498	498	498	498	筹资活动现金流	-434	-100	-300	-300
负债合计	3757	4829	4907	5375	债务融资	-64	100	-50	0
股本	1309	1309	1309	1309	权益融资	45	0	0	0
股东权益	6015	6861	7790	8812	其它	-415	-200	-250	-300
负债和股东权益总计	9772	11690	12697	14187	现金净增加额	920	679	655	832

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【交运小组介绍】

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，4年交运行业研究经验，坚持深度价值，主攻机场航空等出行板块。

周延宇：交通运输行业资深分析师，兰州大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会，主攻快递、快运、跨境物流、化工物流、大宗物流等板块。

李然：交通运输行业资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，3年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。

祝玉波：交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

钟文海：交通运输行业研究员，美国罗切斯特大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

王航：交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）硕士，深度价值导向，主攻机场航空板块。

【分析师承诺】

许可，周延宇，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。