

603128.SH

增持

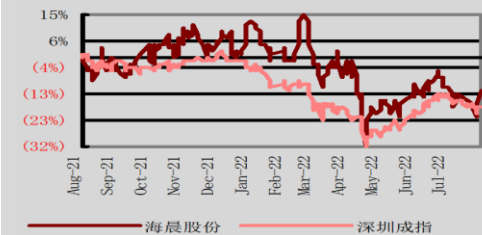
原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 11.88

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 30年品牌物流企业，以提供国际货代业务为核心，切入跨境电商物流服务赛道。致力于建设海内外网络齐全、服务产品综合、行业地位领先的世界一流跨境综合第三方物流企业。预测2025年公司净利润超16亿元，年均增长率超20%。首次覆盖，给予增持评级。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11.1)	(3.9)	14.8	(15.9)
相对上证指数	1.5	(6.8)	17.5	(2.2)

发行股数(百万)	1,309
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	15,556
3个月日均交易额(人民币 百万)	195
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
中国物流集团有限公司	46

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2022年12月13日收市价为标准

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

联系人: 刘国强

guoqiang.liu_01@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122070018

华贸物流

分享制造业优势红利，致力打造跨境物流龙头

30年品牌物流企业，以提供国际货代业务为核心，切入跨境电商物流服务赛道。致力于建设海内外网络齐全、服务产品综合、行业地位领先的世界一流跨境综合第三方物流企业。预测2024年公司净利润为15.04亿元，2022-2024年CAGR为24.46%。首次覆盖，给予增持评级。

支撑评级的要点

- **核心逻辑:** ①中国制造业比较优势持续，跨境物流需求强劲增长。据艾瑞咨询预测，2025年跨境电商出口物流（广义口径）行业规模有望超过3.6万亿元，2021-2025年的年复合增长率将高达22.5%。②疫情下全球供应链安全要求，公司对标国际货代物流头部企业加速并购，延伸服务环节，全面推行直客模式，增强盈利节点，提升盈利能力水平。
- **关键因素:** ①国际海运运价: 国际空运价格高位运行支撑业绩，海运价格降至疫情前水平。2022年空运价格平缓回落。根据Drewry航空货运价格数据显示，2022年9月，亚洲出境航空货运价格指数为228.1，月环比-5.94%。2022年集运价格大幅下挫，截止12月初CCFI指数回落至疫情前水平（2019年），运价波动进一步催化公司加快直客战略，增加服务和盈利环节。②跨境电商物流市场: 长期具备成长性，2021年/2022H1公司跨境电商物流业务收入37.75/21.9亿元，同比增加98.9%/69.7%。
- **核心业务预测:** 2022-2024年: ①国际海运业务营收分别为107.73/85.16/92.42亿元，同比增速分别为-8.16%/-20.95%/+8.53%; ②国际空运业务营收分别为77.28/90.05/103.28亿元，同比增速分别为+12.86%/+16.53%/+14.70%; ③跨境电商物流业务营收分别为51.09/63.98/75.51亿元，同比增速分别为+35.33%/+25.23%/+18.02%。

估值

- 2022-2024年，预计EPS分别为0.74元/股、0.90元/股、1.15元/股，对应16倍、13倍、10倍PE，首次覆盖，给予增持评级。

评级面临的主要风险

- 国际空运海运价格波动的风险；跨境物流需求不及预期的风险；国际贸易形势变化产生的风险；并购商誉发生减值的风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	14,095	24,668	26,531	27,489	31,333
变动(%)	37	75	8	4	14
净利润(人民币 百万)	530	837	971	1,183	1,504
全面摊薄每股收益(人民币)	0.405	0.639	0.741	0.903	1.149
变动(%)	16.7	57.7	16.0	21.8	27.2
全面摊薄市盈率(倍)	29.3	18.6	16.0	13.2	10.3
价格/每股现金流量(倍)	20.6	60.8	31.3	7.7	25.4
每股现金流量(人民币)	0.58	0.20	0.38	1.54	0.47
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.3	11.8	10.6	8.1	6.5
每股股息(人民币)	0.243	0.226	0.283	0.345	0.438
股息率(%)	2.0	1.9	2.4	2.9	3.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1 华贸物流：30 年中国领先货代品牌，致力打造跨境物流龙头	5
1.1 基本概况：30 年中国领先货代品牌，致力打造跨境物流服务商	5
1.2 股权结构：中国物流集团控股比例超 45%，中国诚通和国资委为实际控制人	5
1.3 主营业务：海运国际空运占比达 75%，跨境电商占比提升至 15%	6
1.4 财务概况：2021 年公司营收超 240 亿元，增速达到 75%	7
2 成长赛道：分享制造业优势红利，跨境物流市场广阔	10
2.1 驱动因素：中国制造业比较优势惯性持续，跨境电商物流行业具备成长性	10
2.2 运价水平：国际空运价格进入新阶段均衡，集运价格呈现大幅回落态势	13
2.3 政策红利：国家强化自主可控全球供应链，培育国际物流龙头企业势在必行	15
2.4 赛道格局：全球头部货代企业加快并购整合，延伸服务链路增加盈利环节	16
3 核心业务：国际货代为基础业务，跨境电商物流高成长	19
3.1 国际海运：疫情下高运价支撑营收占比提升，全球市占率具有提升空间	19
3.2 国际空运：航空货运网络遍布全球，成立货航持续增强核心能力	22
3.3 跨境电商物流：产品体系日益完善，具有长期成长性趋势	25
3.4 特种物流&工程物流：特殊属性赋予溢价效应，未来具有潜力空间	27
3.5 第三方仓储：协同支撑跨境物流业务，毛利率水平相对可观	31
4 盈利预测及估值	33
4.1 盈利预测	33
5 风险提示	37

图表目录

股价表现..... 1

投资摘要..... 1

图表 1.华贸物流部分股权穿透图（截止 2022 年 12 月） 5

图表 2.中国诚通集团持股公司示意图 6

图表 3.2016-2021 年公司主营业务构成..... 6

图表 4.2008-2022 前三季度公司营收及归母净利润..... 7

图表 5.2008-2022 前三季度公司现金对营收覆盖情况..... 8

图表 6.2008-2022 前三季度公司现金对净利覆盖情况..... 8

图表 7.2008-2022 前三季度公司主要利润率指标 8

图表 8.2012-2022 前三季度公司各费用率变化..... 9

图表 9.2012-2021 年中国进出口贸易金额 10

图表 10.2015.01-2022.11 中国进出口月度变化及增速..... 10

图表 11.2019-2021 年中国跨境电商进出口总额..... 10

图表 12.2019-2021 年中国跨境电商进口、出口情况..... 10

图表 13.2013-2021 年中国跨境电商行业交易规模及增速 11

图表 14.中国跨境进口电商发展时间轴 11

图表 15.跨境电商与物流图谱..... 11

图表 16.国际及港澳台快递业务收入及增速 12

图表 17.国际及港澳台快递业务量及增速..... 12

图表 18. 亚洲出入境航空货运指数（月） 13

图表 19. 亚洲出入境航空货运价格指数（月） 13

图表 20. 亚太至欧美航空货运平均价格指数（月） 13

图表 21. 上海至欧美国家主要城市航空货运价格（月） 13

图表 22. 货运航班执行量（日） 14

图表 23. 货运航班理论业载量（月） 14

图表 24. CCFI、SCFI 综合指数（周） 14

图表 25. CCFI 美东航线和欧洲航线指数（周） 14

图表 26. 八大枢纽港集装箱吞吐量（旬） 15

图表 27. 全国主要港口集装箱吞吐量（月） 15

图表 28.航空货运利好政策..... 15

图表 29.跨境电商利好政策..... 16

图表 30.DSV 重要收购情况 16

图表 31. 2018 年-2021 年中国物流行业部分重要交易	16
图表 32. 中国物流集团股权穿透图	17
图表 33. 华贸物流重要子公司及联营企业（截止 2022 年 12 月）	18
图表 34. 华贸物流历次收购情况	18
图表 35. 海运业务流程图	19
图表 36. 公司国际海运业务网络及主要合作方	20
图表 37. 2022 全球海运货代 50 强榜单上榜中国企业	20
图表 38. 2008-2022H1 年公司国际海运业务收入	20
图表 39. 2008-2022H1 年公司国际海运业务量	21
图表 40. 2008-2022H1 年公司国际海运业务单箱收入及增速	21
图表 41. 2008-2021 年公司国际海运业务毛利率	22
图表 42. 2022 全球空运货代 50 强榜单上榜中国企业	22
图表 43. 2008-2022H1 年公司国际空运业务收入	23
图表 44. 2008-2022H1 年公司国际空运业务量	23
图表 45. 2008-2022H1 年公司国际空运单吨收入及增速	24
图表 46. 2015-2022 年民航货邮月运输量（单位：万吨）	24
图表 47. 2008-2021 年公司国际国际空运毛利率	25
图表 48. 公司跨境电商主要产品	25
图表 49. 跨境电商业务流程（以跨境出口为例）	25
图表 50. 保税模式及直邮模式（以跨境进口为例）	26
图表 51. 2019-2022H1 年公司跨境电商收入及增速	26
图表 52. 2019-2021 年公司跨境电商毛利润及增速	26
图表 53. 2029-2022H1 年公司跨境电商各业务量	26
图表 54. 2019-2021 年华安润通归母净利润及增速	26
图表 55. 2019-2021 年公司跨境电商毛利率	27
图表 56. 2016-2022H1 年公司特种物流收入及增速	27
图表 57. 2008-2021 年公司工程物流收入及增速	28
图表 58. 2008-2021 年公司特种物流、工程物流毛利率	28
图表 59. 2016-2021 年中特物流归母净利润	29
图表 60. 中特物流主要子公司及参股公司（截止于 2022 年 12 月）	29
图表 61. 公司电力工程物流业务主要客户（截止 2022 年 12 月）	30
图表 62. 危化品物流细分行业	30
图表 63. 公司核物流业务主要客户	31
图表 64. 2008-2022H1 年第三方仓储业务营业收入及增速	31
图表 65. 2008-2021 年第三方仓储业务毛利率	32

图表 66. 海运业务盈利预测假设	33
图表 67. 空运业务盈利预测假设	34
图表 68. 分拆业务盈利预测 (人民币: 亿元)	35
图表 69. 盈利预测与估值数据 (人民币: 亿元)	36
图表 70. 可比公司相对估值	36
损益表(人民币 百万)	38
资产负债表(人民币 百万)	38
现金流量表(人民币 百万)	38
主要比率 (%)	38

1 华贸物流：30 年中国领先货代品牌，致力打造跨境物流龙头

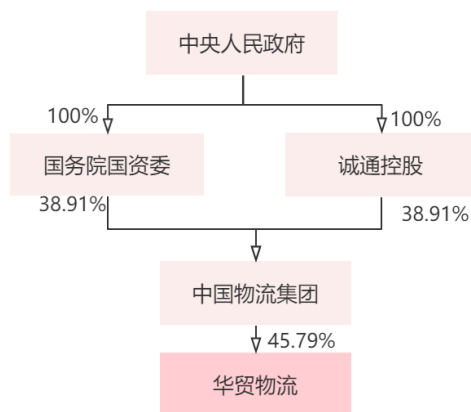
1.1 基本概况：30 年中国领先货代品牌，致力打造跨境物流服务商

30 年品牌物流企业，以提供国际货代业务为核心。港中旅华贸国际物流股份有限公司（简称“华贸物流”、“公司”）于 1984 年 12 月 14 日在上海成立，注册资本 10 万元，是我国最具规模的跨境综合物流服务企业之一，主要提供以国际货代业务为核心业务的跨境综合第三方物流服务。2012 年 5 月 29 日，华贸物流在上海证券交易所挂牌上市，股票代码为 603128.SH。自成立及上市至今，30 余年间，公司在行业内具备了悠久的经营历史，并享有了较高的品牌知名度。截至 2022 年 11 月，公司的总市值超过 158 亿元，总资产达 105 亿元，海外网络遍布 160+ 个国家及地区，分支机构多达 90+ 家。华贸物流有志于成为全球物流解决方案的提供者，建设海内外网络齐全、服务产品综合、平台优势显著、行业地位领先、品牌感召力强的世界一流跨境综合第三方物流企业。

1.2 股权结构：中国物流集团控股比例超 45%，中国诚通和国资委为实际控制人

央企中国诚通和国资委持股，中央人民政府为实际控制人。2021 年 12 月 6 日，经国务院批准，中国物流集团正式成立。中国物流集团持有华贸物流 45.79% 的股份，而中国诚通控股集团有限公司通过持有中国物流集团 38.91% 的股份间接控制华贸物流，另外国务院国资委也持有中国物流集团 38.91% 的股份。中央人民政府通过控制国务院国资委和中国诚通控股集团有限公司，对华贸物流形成间接控制，间接持股比例达到 45.79%，是华贸物流的实际控制人。央企大股东实力雄厚，为公司发展提供了有力支撑。

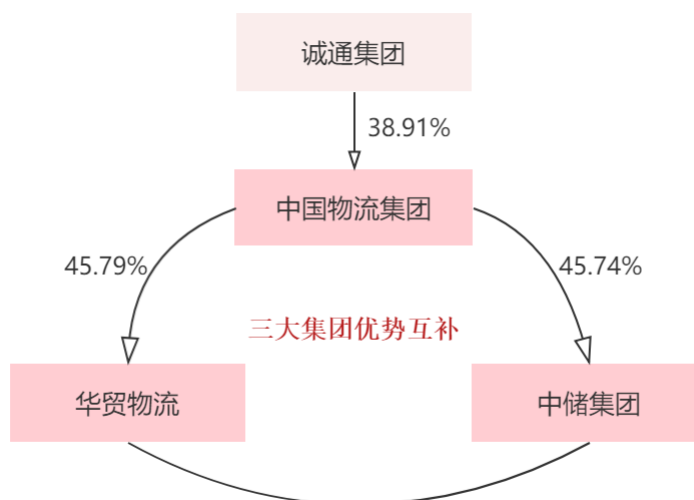
图表 1. 华贸物流部分股权穿透图（截止 2022 年 12 月）



资料来源：万得，中银证券

同隶属中国诚通集团，兄弟企业赋予协同互补效应。中国诚通于 1992 年由原物资部直属的物资流通企业合并组建成立，自成立伊始，即担负起国家重要生产资料的收购、调拨、仓储、配送等任务。此后几年间，经过整改重组及公司制改造，成为了国务院国资委全资控股的企业集团。截至目前，中国诚通集团通过中国物流股份有限公司（简称“中国物流”）间接持有中国物资储运集团有限公司（简称“中储集团”）和华贸物流股份，中国物流分别持有华贸物流 45.79% 的股份和中储集团 45.74% 的股份。中储集团、中国物流与华贸物流形成了集团内部的资源协同互补效应。

图表 2.中国诚通集团持股公司示意图



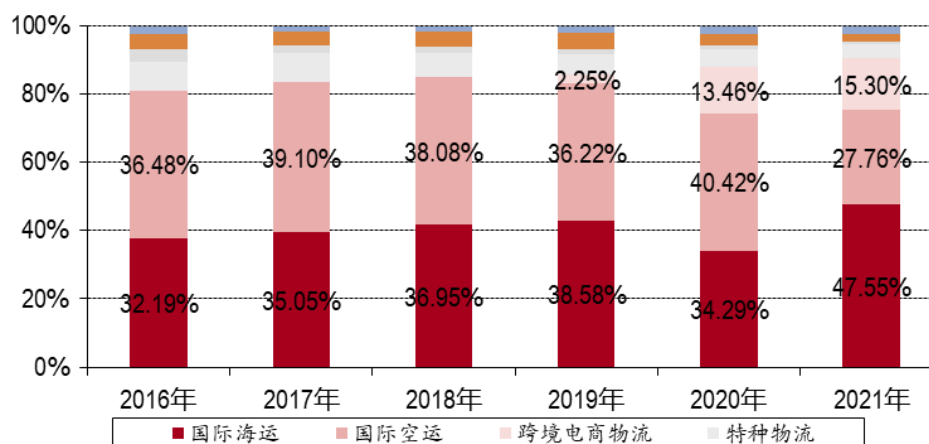
资料来源：万得，中银证券

1.3 主营业务：海运国际空运占比达 75%，跨境电商占比提升至 15%

公司是中国领先的第三方国际综合物流服务商和国际物流优选方案提供者，具有较高的综合统筹服务能力，服务产品稳定、标准、集约，物流网络资源遍布海内外，在行业内具有较大影响力和竞争优势。公司主营业务包括国际空海铁综合物流服务、跨境电商物流、国际工程综合物流、国际仓储物流、其他国际综合物流服务，以及特大件特种专业物流。

2021 年公司国际海运、国际空运营收占比达 75%；跨境电商业务发展迅速，占比提升至 15%。总体来看，2021 年，公司的主营业务中，海运业务营收占比分别为 47.55%，国际空运业务营收占比分别为 27.76%，跨境电商物流占比 15.30%，特种物流占比 3.96%，仓储业务占比 1.99%，工程物流占比 0.96%。由此可见，国际海运、国际空运业务营收占比超过 75%，为公司最主要收入来源。同时，值得注意的是，2019-2021 年公司的跨境电商业务 2 年复合增长率为 304.25%，呈现出了迅速的发展态势。

图表 3.2016-2021 年公司主营业务构成



资料来源：万得，中银证券

分业务来看：国际空运方面，2021 年国际空运的营业收入 68.47 亿元，同比增长 20.20%。在全球疫情反复的情况下，空运市场运力仍然紧张，但对比 2020 年疫情严重期间非正常的空运价格，2021 年国际空运价格已经逐渐恢复新阶段稳态水平。公司通过加大服务环节，延伸服务链条，减少部分短期收益以提高服务质量，国际空运业务毛利增长超出平均市场水平。

国际海运方面，2021年国际海运营业收入为117.30亿元，同比上升142.70%。通过公司前几年的海运产品的不断建设，产品多元化更能应对客户及市场需求，海运业务在市场运力紧张的情况下，通过综合物流服务取得较大的突破。

跨境电商物流方面，2021年跨境电商物流营业收入为37.75亿元，同比增长98.92%。公司近两年积极开发跨境电商物流业务，于2021年下半年收购佳成物流后，进一步加快了该业务发展速度。

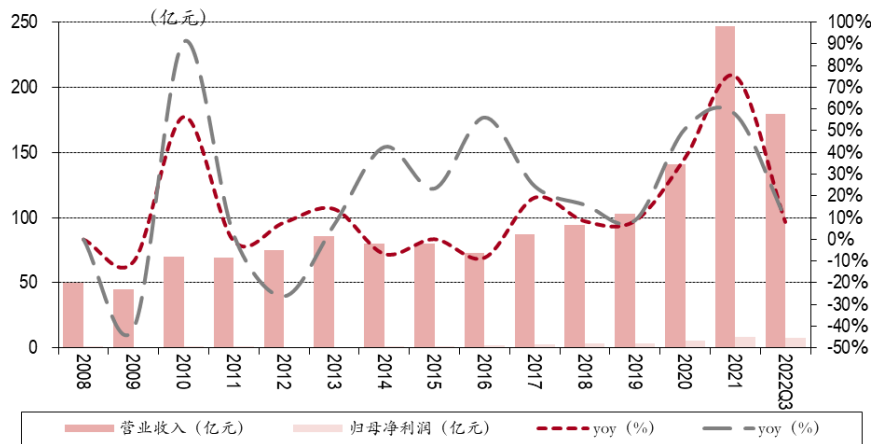
特种物流方面，2021年特种物流营业收入9.77亿元，同比增长30.79%。该业务规模增速较快，一是中特物流加大开拓电力市场以外的客户，二是洛阳中重海上风电运输业务取得突破性进展。

仓储第三方物流方面，2021年仓储第三方物流业务的营业收入4.91亿元，同比增长3.37%。公司延伸服务链条，通过国际空海运及电商物流业务加大客户的仓库使用需求。

1.4 财务概况：2021年公司营收超240亿元，增速达到75%

2021年全年营收、净利润增速均达50%以上，成长势头良好。2021年/2022前三季度，公司营收246.68亿元/179.34亿元，同比+75.02%/+8.02%；归母净利润8.37亿元/7.35亿元，同比+57.74%/+9.67%。由此可见，2021年全年营收、净利润增速均达50%以上，呈现出较好的成长势头。历史趋势来看，2008-2021年，公司营收的13年复合增长率CAGR为+13.10%，归母净利润的13年复合增长率CAGR为+18.71%，业绩呈现平稳增长的态势。可见，2021年公司业绩表现显著优于历史均值水平。

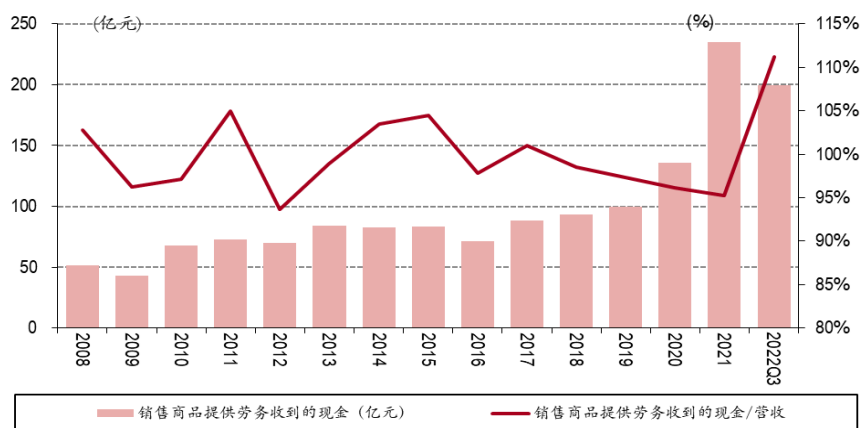
图表 4.2008-2022 前三季度公司营收及归母净利润



资料来源：万得，中银证券

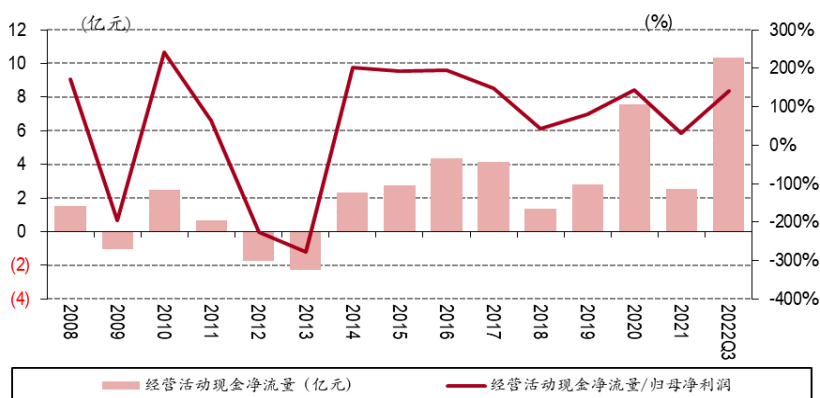
现金流基本覆盖营收、净利润，财务面总体稳健。2022前三季度，公司实现销售商品提供劳务收到的现金199.39亿元，现金与营收的比率为111.18%；实现经营活动现金净流入10.36亿元，现金与归母净利润的比率为140.95%。公司的现金流基本实现了对营收、净利润的覆盖，财务面总体呈现稳健。

图表 5.2008-2022 前三季度公司现金对营收覆盖情况



资料来源：万得，中银证券

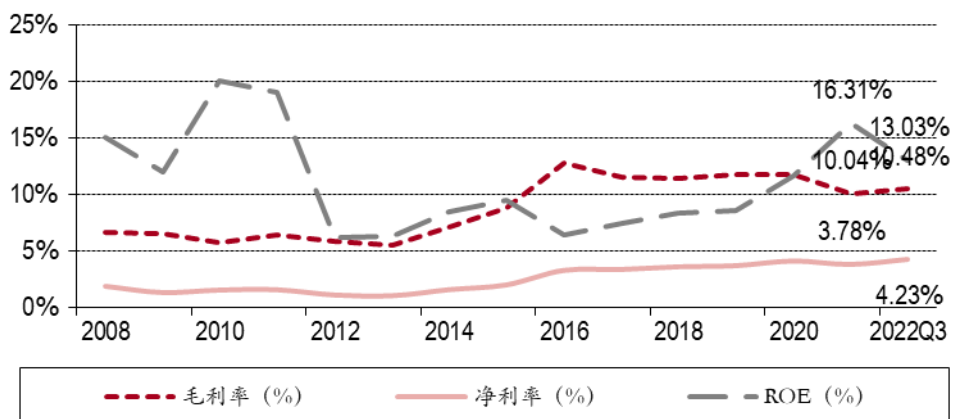
图表 6.2008-2022 前三季度公司现金对净利覆盖情况



资料来源：万得，中银证券

毛利率趋于稳定，盈利能力稳中有升。2021年，公司的毛利率为10.04%，公司净利率为3.78%，ROE为16.31%。2022年前三季度公司毛利率为10.48%，高于历史均值水平。历史趋势来看，2008-2021年，公司13年的毛利率均值为8.67%，净利率的均值水平为2.36%，ROE的均值水平为11.05%。由此可见，2021年，公司的毛利率、净利率、ROE高于历史均值水平。

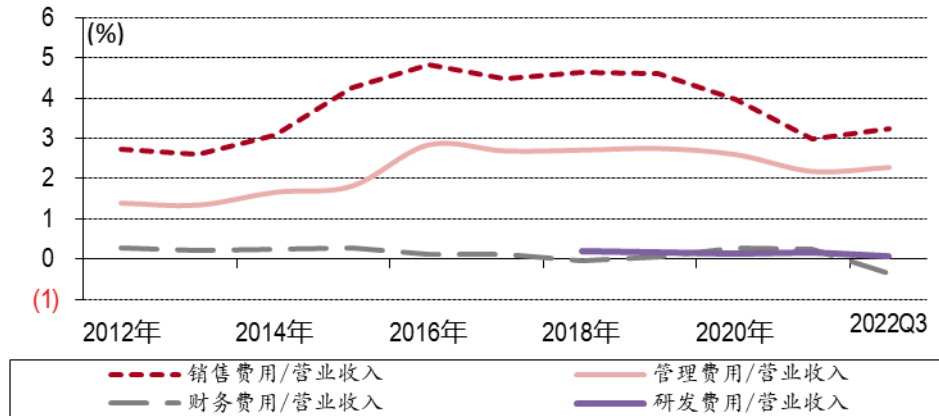
图表 7.2008-2022 前三季度公司主要利润率指标



资料来源：万得，中银证券

公司四费稳中有降，彰显公司管理优势。2022 前三季度，销售费用率为 3.25%，主要是持续加大了人才引进的力度，为后续发展奠定好基础；管理费用率为 2.27%，主要系公司发展增加专业管理人员、海外网点的扩充等；财务费用率为-0.35%，研发费用率为 0.08%，主要是公司加大业务系统数字化及信息化建设的投入。

图表 8.2012-2022 前三季度公司各费用率变化



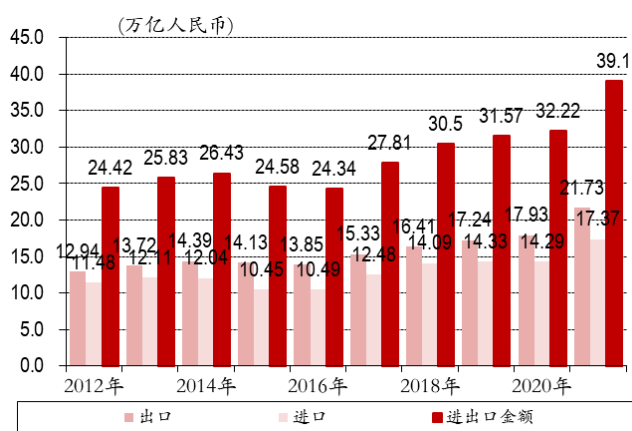
资料来源：万得，中银证券

2 成长赛道：分享制造业优势红利，跨境物流市场广阔

2.1 驱动因素：中国制造业比较优势惯性持续，跨境电商物流行业具备成长性

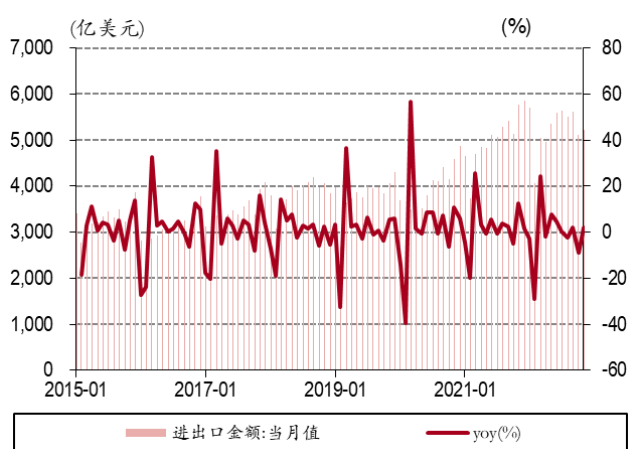
新冠疫情下我国制造业韧性突出，进出口贸易额波动中呈现增长趋势。由于国际市场需求持续低迷，贸易保护主义抬头等因素影响，2014-2016年我国进出口总量略有下降。我国落实了一系列促进外贸稳定增长的政策措施，2017年开始，进出口总量逐步回升。2020年新冠疫情下，国内率先复工复产，完整的制造业产业链优势支撑出口额大幅提升。2021年以来，世界经济复苏进程有所加快，国际贸易和投资逐步恢复。海关总署发布数据显示，2021年我国货物贸易进出口总值39.1万亿元人民币，比2020年增长21.4%。其中，出口21.73万亿元，增长21.2%；进口17.37万亿元，增长21.6%。2022年1月至10月，货物进出口总值34.6万亿元人民币，同比增长9.5%。

图表 9.2012-2021 年中国进出口贸易金额



资料来源：海关总署，中银证券

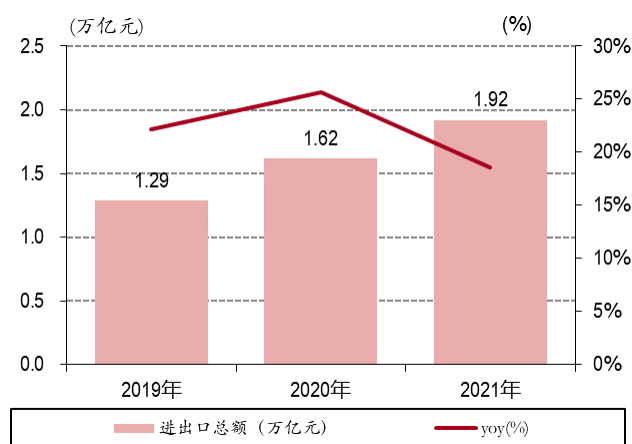
图表 10.2015.01-2022.11 中国进出口月度变化及增速



资料来源：海关总署，中银证券

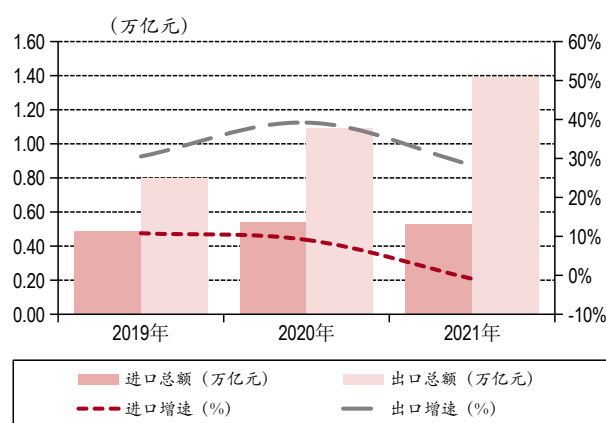
新冠疫情催生线上消费导致跨境电商渗透率持续走高，跨境电商交易规模高速增长。随着我国产业优化升级，提升了中国制造产品的竞争力，增强了中国品牌的全球影响力，与此同时，跨境电商打通了品牌与消费者之间的渠道，而卖家选择物流商的发货模式也使中国物流商获得更多的发展机会。2020年新冠疫情爆发后，中国恢复进程全球领先，供应链稳定性和产品竞争力获得再次彰显。海关统计数据显示，2021年我国跨境电商（B2C）进出口总额1.92万亿元，增长18.6%；其中出口1.39万亿元，增长28.3%。跨境出口电商行业快速发展直接带动跨境物流需求增加。

图表 11.2019-2021 年中国跨境电商进出口总额



资料来源：海关总署，中银证券

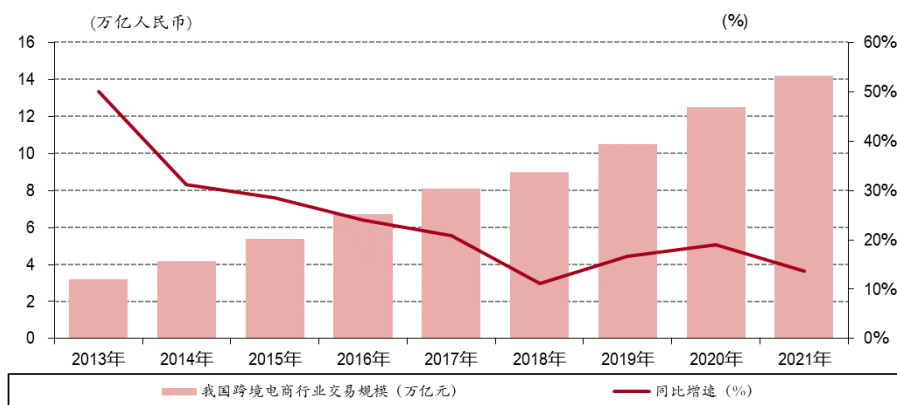
图表 12.2019-2021 年中国跨境电商进口、出口情况



资料来源：海关总署，中银证券

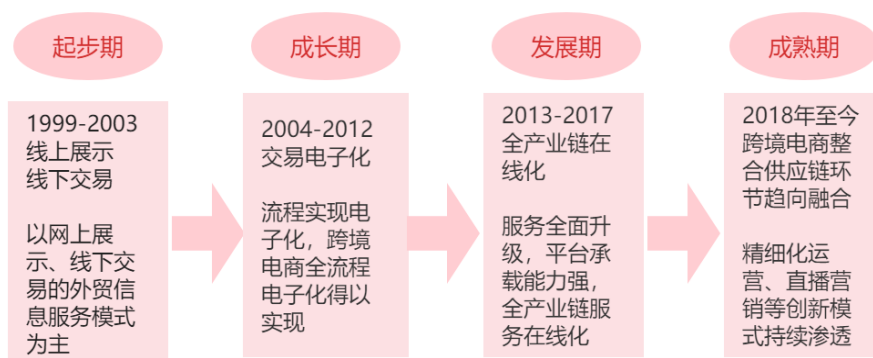
我国跨境电商行业规模增速超 15%，渗透水平提至 36%。据网经社数据，2021 年我国跨境电商行业(B2C 和 B2B)交易规模达 14.2 万亿元，2017-2021 年 CAGR 为 15.2%，行业渗透率(跨境电商交易额占我国货物贸易进出口总额之比)占由 2017 年的 29%提升至 36.3%，国际出口快递业务量整体也呈现上升趋势。与进出口贸易结构类似，我国跨境电商市场以出口为主导。2021 年国内出口跨境电商和进口跨境电商分别为 11 万亿和 3.2 万亿元，占比分别为 77.5%和 22.5%。

图表 13.2013-2021 年中国跨境电商行业交易规模及增速



资料来源：网经社，中银证券

图表 14.中国跨境进口电商发展时间轴



资料来源：中国电子商务研究中心，中银证券

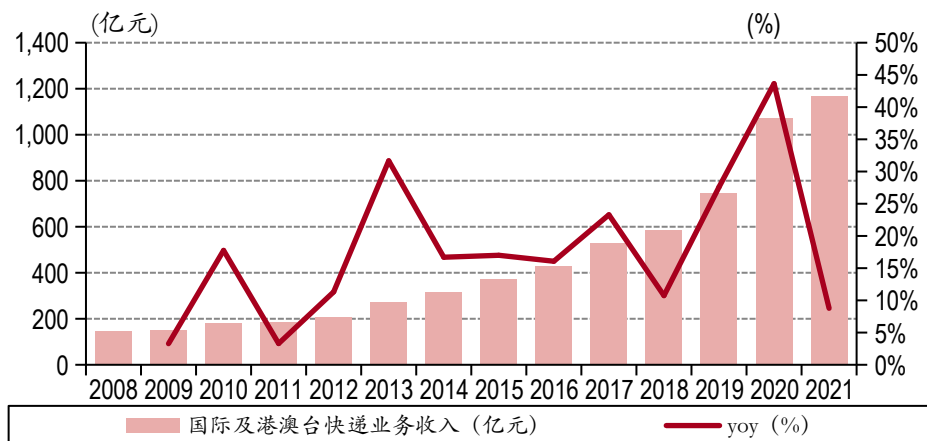
图表 15.跨境电商与物流图谱



资料来源：相关公司官网，中银证券

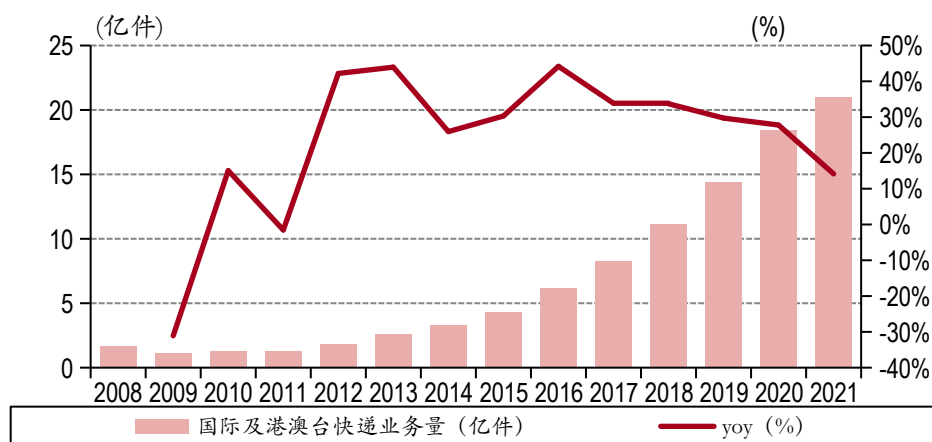
叠加配套政策支持，进出口跨境电商深化发展。目前国家出台了跨境电商的关、检、税、汇等监管政策，针对仓储、物流及支付等配套服务都给予了许多便利，并选取了部分城市作为跨境电商试验区，为跨境电商的发展和突破奠定了基础。天猫国际、京东全球购、考拉海购、亚马逊等进出口跨境电商平台已成为全球各国消费者的重要购物渠道。

图表 16. 国际及港澳台快递业务收入及增速



资料来源：国家邮政局，中银证券

图表 17. 国际及港澳台快递业务量及增速



资料来源：国家邮政局，中银证券

跨境电商的蓬勃发展，催生物流增量新市场。为满足全球物流的通达性和时效性，菜鸟网络与俄罗斯、英国、新加坡等国合作，形成全球智能物流网络。顺丰、圆通等国内快递物流企业增加了国际配送航线，华贸物流、中国外运等公司进一步完善国际物流网络。据跨境物流服务商纵腾集团披露，公司已建成云途东莞智慧物流园建筑面积近 4 万平方米，日均综合处理量为 100 万票。谷仓在美国佐治亚州建设的美南仓 5 万平方米，可见跨境物流需求日益增加。

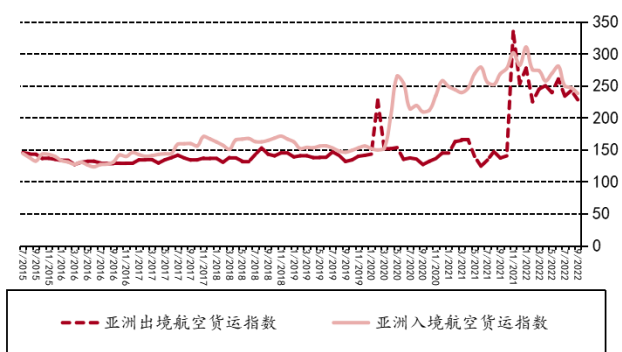
跨境电商物流需求稳步增长，2025 年将超过 3 万亿元规模。跨境电商物流主要分为国际快递、邮政、专线等三个渠道。从国际快递业数据来看也反映出良好的成长性，2021 年我国国际及港澳台快递市场业务收入 1167.5 亿元，同比增长 8.77%；快递业务量为 21 亿件，同比增长 14.13%。累计来看，2019-2021 年，国际及港澳台地区快递业务收入的 3 年累计增幅 CAGR 为+25.85%。根据艾瑞咨询预计，2025 年跨境电商出口物流（广义口径）行业规模有望超过 3.6 万亿元，2021-2025 年的年复合增长率将高达 22.5%。

2.2 运价水平：国际空运价格进入新阶段均衡，集运价格呈现大幅回落态势

国际空运价格：疫情影响下航空货运价格大幅提升，2022 年有所下降后将保持平稳。新冠疫情影响下客机减班停飞致腹舱运力下降，2020 年至 2021 年航空货运价格大幅提升。根据中国民用航空局统计数据，疫情前（2019 年）全货机货邮运输量占比为 32%，全货机货邮周转量占比为 45%。其中，国际航线全货机占比 51%，客机腹舱占比 49%；国内航线全货机占比 18%，客机腹舱占比 82%。可见，当前客机腹舱货运是我国航空货运首要方式，全货机运输量占比较低。受新冠疫情影响，全球各国纷纷采取了客机减班、停飞措施，航空货运运力供给受到明显影响，受国外疫情反复影响，国际客机腹舱运力恢复预期持续延后，叠加疫苗等医疗物资运输挤占运力，腹舱缺位、空港疫情等因素连环影响，航空运力紧张的局面持续，2021 年航空货运价格仍居高位水平。

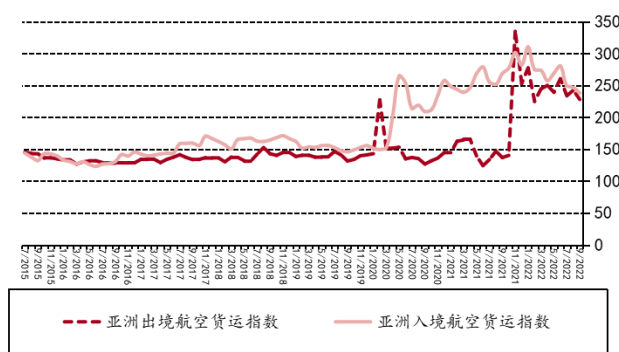
2022 年以来跨境航空货运需求有所减弱，同时国内疫情反弹，制造业、物流、机场等领域运行受到一定程度影响，同时海外需求总体疲软，2022 年航空运价保持平稳。据 TAC 航空货运价格数据显示，2022 年 8 月，上海-北美、上海-欧洲航空货运价格分别为 7.62 美元/公斤、6.8 元/公斤，月环比+11%、+18%，同比-5.93%、-12.37%。根据 Drewry 航空货运价格数据显示，2022 年 9 月，亚洲出境航空货运价格指数为 228.1，月环比-5.94%；亚洲入境航空货运价格指数为 238，月环比-3.53%。当前受全球经济下行压力增加影响，全球贸易需求有所下降，亚太-美国供需比例回到了 2019 年水平，随着市场供需逐步平衡，预计未来一段时间后航空货运运价将保持相对稳定。

图表 18. 亚洲出入境航空货运指数（月）



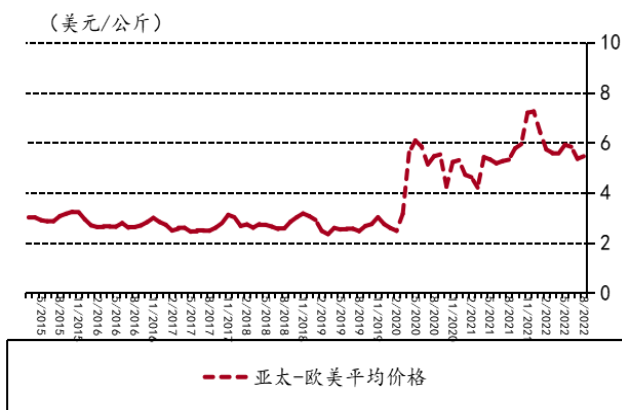
资料来源：Bloomberg, TAC, 中银证券

图表 19. 亚洲出入境航空货运价格指数（月）



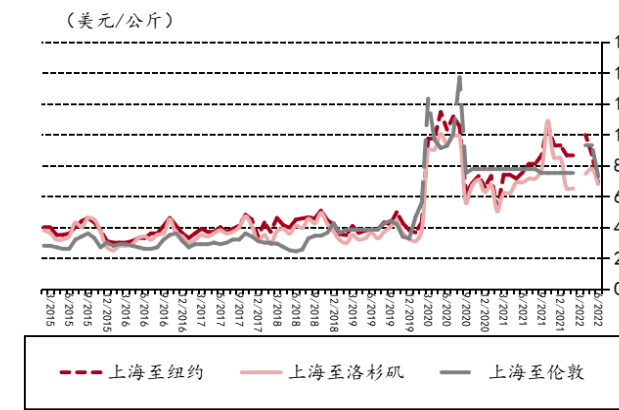
资料来源：Bloomberg, TAC, 中银证券

图表 20. 亚太至欧美航空货运平均价格指数（月）



资料来源：Bloomberg, Drewry, 中银证券

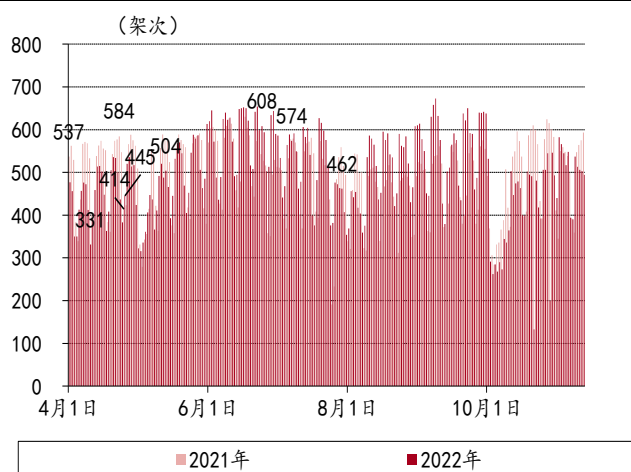
图表 21. 上海至欧美国家主要城市航空货运价格（月）



资料来源：Bloomberg, Drewry, 中银证券

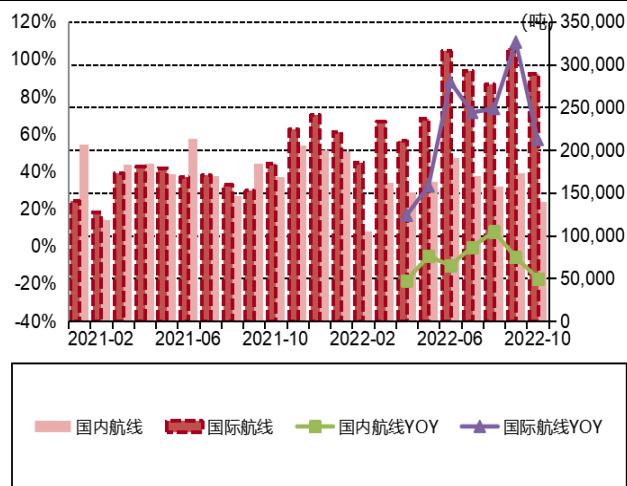
国际航空运量：航空执飞量保持平稳增长，2022 年已超越 19 年疫情前水平。2022 年，由于俄乌冲突爆发、新冠肺炎疫情反复、能源价格飙升和经济通胀等多种不利因素叠加，全球航空货运市场发展的不确定性增强。截至 2022 年第三季度，全球航空货运市场发展已超过疫情前水平。国际航空运输协会（IATA）指出，与 2019 年新冠肺炎疫情前同期水平相比，全球航空货运需求增加了 6.9%。

图表 22. 货运航班执行量 (日)



资料来源: 航班管家, 中银证券

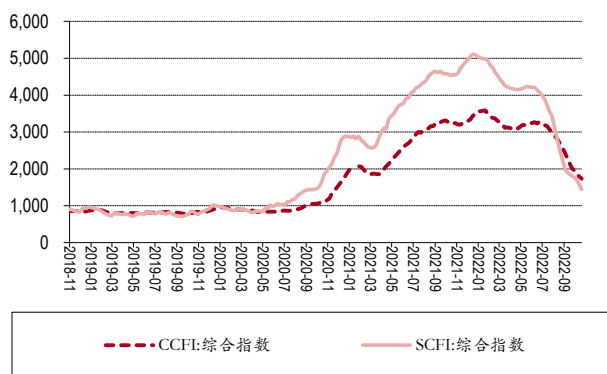
图表 23. 货运航班理论业载量 (月)



资料来源: 航班管家, 中银证券

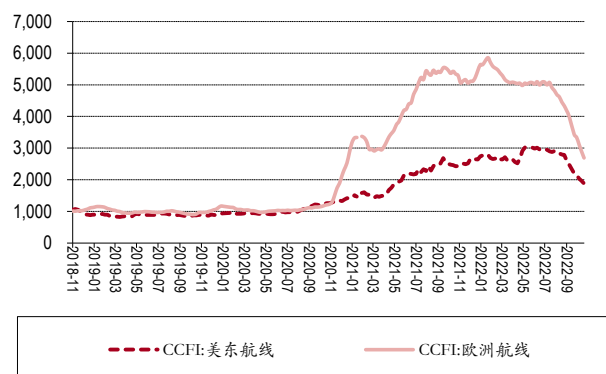
国际海运价格: 集运运价大幅下跌, 海运市场进入新常态。2021年, 受供应链影响, 全球各大港口堵塞, 货物积压, 集装箱船遭到哄抢, 海运航线的运费飙涨了近10倍。而从2022年年初开始, 海运价格开始大幅下跌, 截止目前已接近2019年疫情前水平。当前集运运价指数已较过去5000点的高点大幅下跌, 且距离疫情前1000点左右的平均水平不远, 我们认为, 当前集运市场需求一端减弱的影响短期被放大, 过去的“抢船”演变成现在的“抢货”。未来随着海运市场的供需平衡恢复, 海运市场将逐步复苏。

图表 24. CCFI、SCFI 综合指数 (周)



资料来源: 万得, 中银证券

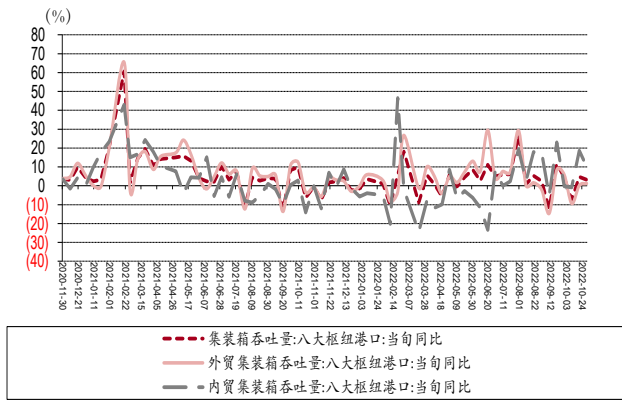
图表 25. CCFI 美东航线和欧洲航线指数 (周)



资料来源: 万得, 中银证券

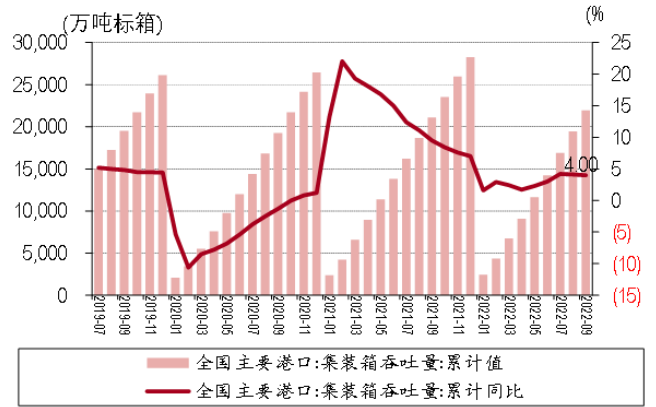
国际海运运量: 海运货运量总体平稳。2019年新冠疫情爆发, 由于疫情长期持续, 以及需求大幅增加与供方运力严重短缺导致前所未有的全球物流拥堵, 致使贸易持续受阻。由于中国的主要港口在疫情期间仍然开放, 船舶继续停靠, 国内海运贸易量逐年上涨。根据中港协数据, 2022年1-10月, 我国港口货物吞吐量、集装箱吞吐量同比分别增长0.5%和4%。从最近来看, 11月中旬, 沿海八大枢纽港口集装箱吞吐量同比增加4.7%, 其中外贸同比增加5.2%, 内贸增加3.2%。总体来看, 海运货运量保持相对平稳。

图表 26. 八大枢纽港集装箱吞吐量 (旬)



资料来源：中港协，中银证券

图表 27. 全国主要港口集装箱吞吐量 (月)



资料来源：中港协，中银证券

2.3 政策红利：国家强化自主可控全球供应链，培育国际物流龙头企业势在必行

疫情下凸显增强全球供应链（跨境物流）的重要性。在构建新型全球供应链过程中，补齐航空货运短板至关重要。航空货运是国家重要的战略性资源，具有承运货物附加值高、快捷高效等特点。随着我国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段，电子商务和快递物流业持续快速增长，航空快件比例上升，航空物流的需求日益增加。国家相关部委陆续发布政策支持跨境物流（航空物流）发展。

图表 28. 航空货运利好政策

主要政策	要点
中央财经委员会第八次会议：研究畅通国民经济循环和现代流通体系建设问题	建设现代综合运输体系，形成统一开放的交通运输市场，优化完善综合运输通道布局，加强高铁货运和国际航空货运能力建设，加快形成内外联通、安全高效的物流网络。
国家发展改革委、中国民用航空局联合印发《关于促进航空货运设施发展的意见》	2025年，建成湖北鄂州专业性货运枢纽机场，优化完善北京、上海、广州、深圳等综合性枢纽机场货运设施，提出由综合性枢纽机场和专业性货运枢纽机场共同组成的航空货运枢纽规划布局。 2035年，在全国范围内建成1-2个专业货运枢纽机场，并结合《全国民用运输机场布局规划》修订，进一步完善国际航空货运枢纽布局，培育若干具备国际竞争力的大型航空物流企业。
发改委印发《“十四五”现代流通体系建设规划》等	2025年，现代流通体系加快建设，商品和资源要素流动更加顺畅，商贸、物流设施更加完善，国内外流通网络和服务体系更加健全，流通业态模式更加丰富多元，流通市场主体更具活力，交通承载能力和金融信用支撑能力明显增强，应急保障能力和绿色发展水平显著提升。 2035年，现代流通体系全面建成，形成覆盖全球、安全可靠、高效畅通的流通网络。2035年，基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网：
中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》	1. 实现国际国内互联互通、全国主要城市立体畅达、县级节点有效覆盖，有力支撑“全国123出行交通圈”（都市区1小时通勤、城市群2小时通达、全国主要城市3小时覆盖） 2. “全球123快货物流圈”（国内1天送达、周边国家2天送达、全球主要城市3天送达） 3. 交通基础设施质量、智能化与绿色化水平居世界前列。

资料来源：国务院网站，中银证券

在跨境电商物流方面，政策鼓励推动跨境电商服务体系优化完善、海外仓加速建设。国务院办公厅2021年7月9日印发《关于加快发展外贸新业态新模式的意见》，明确支持跨境电商及配套物流发展的一系列措施，包括：完善跨境电商发展支持政策、扎实推进跨境电子商务综合试验区建设、培育一批优秀海外仓企业、完善覆盖全球的海外仓网络。

图表 29. 跨境电商利好政策

日期	政策名称	内容
2021.11	《“十四五”对外贸易高质量发展规划》	支持加快发展贸易新业态，包括促进跨境电商持续健康发展、推进市场采购贸易方式发展、发挥外贸综合服务企业带动作用、加快海外仓发展、推动保税维修发展、支持离岸贸易发展等。
2021.7	《“十四五”商务发展规划》	到 2025 年，使跨境电商等新业态的外贸占比提升至 10%。
2021.7	《国务院办公厅关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	在全国适用跨墙电商 B2B 直接出口、跨墙中商出口海外仓监管模式，便利跨培电商进出口退换货管理，优化跨境电商零售进口商品清单，扩大跨境电商综试区试点范围。到 2025 年万力净培部家左右的优秀海外仓企业，并依托海外仓建立覆盖全球，协同发展的新型外贸物流网络。
2020.5	《关于支持贸易新业态发展的通知》	从事跨境电子商务的企业可将出口货物在境外发生的仓储、物流、税收等费用与出口货款轧差结算； 跨境电子商务企业出口至海外仓销售的货物，汇回的实际销售收入可与相应货物的出口报关金额不一致；

资料来源：国务院网站，中银证券

2.4 赛道格局：全球头部货代企业加快并购整合，延伸服务链路增加盈利环节

全球头部货代企业加快并购整合进程，货代市场行业集中度有所提升。新冠疫情加剧了跨境物流行业的波动，也推动了行业并购整合进程。位居全球前列的货代巨头德迅、DHL、德铁信可、DSV 在 2021 年都采取了收购行动，全球货代市场集中度有所提升。2021 年，德迅先后收购了挪威空运货代企业 Salmosped AS 和中国物流服务提供商爱派克斯国际物流 Apex International；德国邮政敦豪集团收购了海运货代公司 J.F.Hillebrand Group；DSV 收购了亚致力的全球综合物流业务。

图表 30. DSV 重要收购情况

收购时间	收购标的	标的情况
2021	Agility's Global Integrated Logistics(GIL)	领先的全球运输和物流综合服务提供商
2020	Globeflight	从事小件快递业务
2019	Panalpina Weltransport	全球性综合物流服务公司，在 80 多个国家拥有约 500 家分公司，专注于跨大陆空运运输和供应链管理方案
2016	UTi Worldwide Inc	特别补强了 DSV 在汽车、零售、保健等领域的竞争力
2013	Seatainers Group A/S, SBS Worldwide Holdings Ltd, Airmar Cargoand Ontime Logistics AS	加强公司在丹麦、英国、哥伦比亚、斯堪的纳维亚等地的业务布局

资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

国内物流企业加速进军国际市场，积极争取跨境物流市场份额。2021 年 2 月 9 日，顺丰控股发布公告称将以现金 175.55 亿港元要约收购联交所公司嘉里物流 51.5% 的股份，顺丰正式与嘉里物流强强联手，正式开启顺丰国际物流市场的拓展。2021 年 12 月 18 日，百世集团发布公告称，已完成将国内快递业务转让给极兔速递的事宜。据双方于 10 月 29 日签订的最终协议，该业务以约 68 亿元人民币的价格转让。阿里旗下的菜鸟网络通过战略入股递四方，依托阿里系强大的流量资源，围绕着菜鸟全球化战略，在全球多地重点布局海外仓和核心物流枢纽。

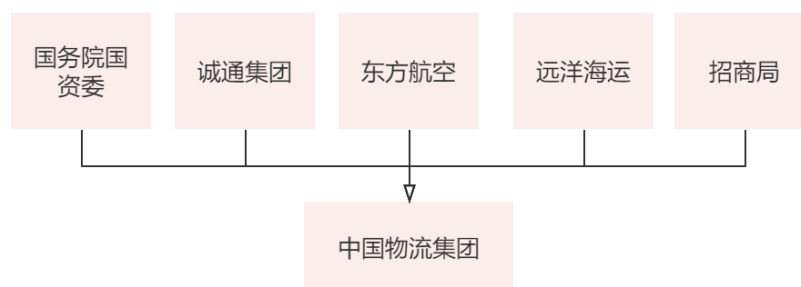
图表 31. 2018 年-2021 年中国物流行业部分重要交易

融资时间	标的企业	收购企业	交易金额	交易类型
2021 年 12 月	利丰物流	马士基集团	36 亿美元	股权收购
2021 年 2 月	嘉里物流	顺丰控股	176 亿港元	股权收购
2021 年 2 月	爱派克斯 Apex 瑞士	德迅集团	约 11-12 亿瑞士法郎	股权收购
2019 年 6 月	百世快递	极兔速递	68 亿元	股权收购
2018 年 7 月	东方海外国际	Crest Apex、融实国际、PSDInvestco	9.47 亿美元	股权收购

资料来源：万得，中银证券

新冠疫情催化中国物流集团加速成立，致力保障供应链体系自主可控。2021年中国物流行业各领域投融资热度持续攀升，为综合物流领域带来并购整合的契机。2021年12月6日，经国务院批准，中国物流集团正式成立。中国物流集团致力于打造中国的具有全球服务能力的物流集团，实现物流供应链的自主可控，摆脱对海外物流的依赖。中国物流集团引入中国东方航空集团有限公司、中远海运集团、招商局集团三大战略投资者。

图表 32. 中国物流集团股权穿透图



资料来源：万得，中银证券

华贸物流依托央企背景优势，深度践行外延并购战略。近年来，华贸物流通过资本并购与产业协同发展，基本形成覆盖全产业链的竞争实力，相较传统国际物流企业，更加具备国际物流综合服务优势。梳理2014年以来公司多次采取并购行动，共性在于重视稀缺能力环节的补强、以及收购估值相对合理，体现出了高效的并购整合能力。

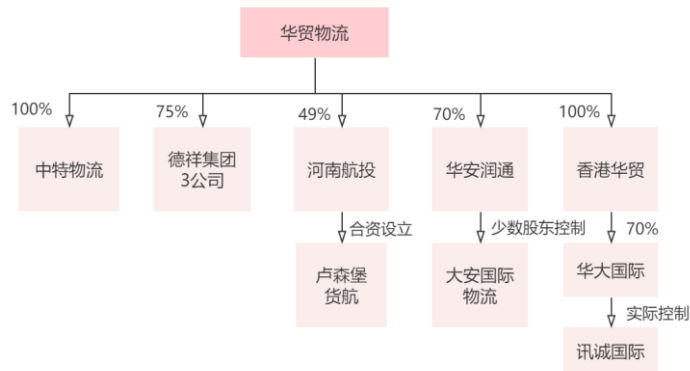
国际海运方面：并入德祥集团，支撑跨境物流板块。德祥集团，包括上海德祥国际货代有限公司（简称“德祥货代”）、上海德祥船务有限公司（简称“德祥船务”）、上海德祥集装箱运输有限公司（简称“德祥集装箱”），为华贸物流的重要子公司，目前公司持股比例分别为75%、75%、75%。

国际空运方面：与河南航投联手，夯实国际空运运力建设。河南航投物流有限公司（简称“河南航投”），为华贸物流的重要联营企业，当前持股比例为49%。2019年10月21日，公司作价1.185亿元，收购了河南航投49%的股权。通过资本投入为纽带，借助河南航投已经构建的运力资源更好协同“空中丝绸之路”运力资源，实现物流链向上游延伸，努力构建细分市场全链条的物流服务能力。

跨境电商物流方面：控制华安润通、华大国际，收购佳成国际。公司通过收购北京华安润通国际物流有限公司和华大国际物流有限公司70%股权，快速进入邮政国际国际空运业务细分市场。2021年公司完成对深圳市深创建供应链有限公司33.5%股权以及杭州佳成国际物流股份有限公司70%股份的收购。公司在跨境电商物流领域的战略布局已经初具规模，服务对象覆盖邮政、跨境电商平台和卖家，服务能力涵盖前端揽货、转运分拨、出口报关、干线运输、进口清关、海外仓配，并具备整合尾程派送的能力、服务产品囊括邮政包裹、FBA专线、国际快递、个人快件。

特种物流及工程物流方面：收购中特物流、洛阳中重运输。2015年，华贸物流作价12亿元收购了中特物流100%的股权，中特物流作为国内颇具规模的大型工程及特种物流企业集团，业务范围覆盖了国内工程物流（电力设备等）、国际工程物流（电力设备、基建材料、房建材料、铁路装备等出口）、国内大宗商品物流（沥青油品等）、危险品物流（核燃料、核乏料等）等工程物流及特种物流行业的细分领域。2019年收购洛阳中重运输后，2021年又通过设立合资公司的方式整合了恒展远东在东部非洲和南亚地区的尾程服务能力，为公司在此领域取得更大的市场份额奠定了基础。

图表 33. 华贸物流重要子公司及联营企业（截止 2022 年 12 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 34. 华贸物流历次收购情况

时间	标的	比例(%)	优势
2014.11	德祥国际货代、德祥物流、德祥船务、德祥集运	65	是上海经海关批准具有进口分拨仓储资质的专业公司
2016.3	中特物流	100	工程物流和特种物流业务实力较强，侧重电力领域特高压电网设备
2019.11	大安国际、讯诚国际货代业务组合	70	为中国邮政提供国际邮件航空运输采购及地面操作服务，合作历史久、合作业务量大
2020.7	中重运输	60	位于传统重工业城市群，侧重重型机械制造物流
2021.3	深创建供应链	33.5	经营深圳蛇口海关实施监管的作业场所，拥有全国首个落地于保税港区的跨境电商全业态监管功能区，有助于提升口岸通关效率
2021.7	佳成物流	70	中国跨境电商物流行业 FBA 物流龙头，在跨境电商物流已有良好布局，在揽收、关务及尾程服务能力较强，可以形成互补效应

资料来源：公司公告，中银证券

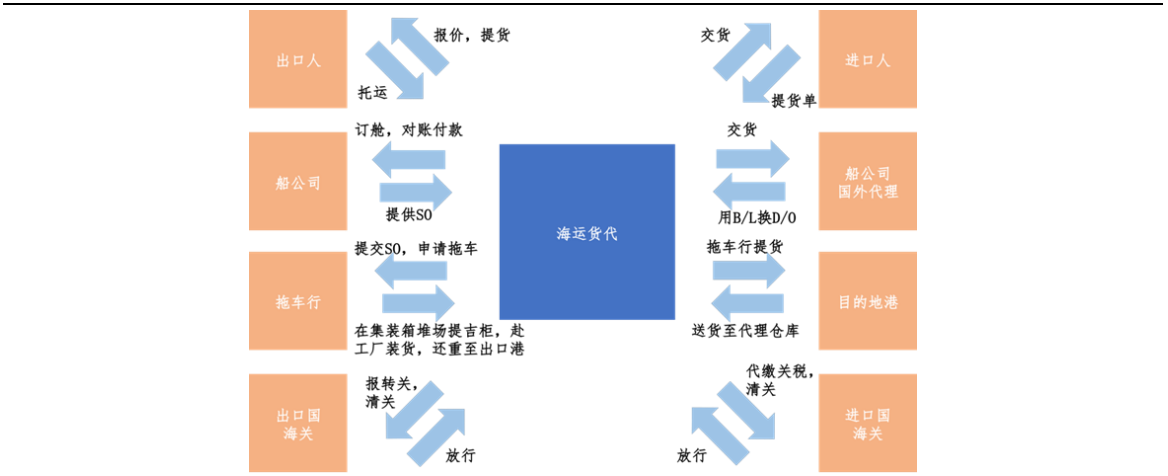
华贸物流持续贯彻直客战略，全面延伸服务链路增加盈利环节。公司近年来扩张服务环节、延伸服务链条，采取减少部分短期收益提高服务质量的方式得到更多直接战略大客户的信任，其中包括阿里巴巴、京东、华为、小米科技、海康威视、中兴通讯、大华技术、大疆创新、上汽集团、中国中车、中国医药、中免集团、厦门太古等一系列优质直接客户。公司与直客对接，一方面减少了上级货代企业的利润侵蚀、增强盈利能力，另一方面提升了货源体量以及业务合作的稳定性。截至 2021 上半年，公司直客占比已超过 40%。公司直客模式持续发力，有望成为公司营收及利润的增长引擎。

3 核心业务：国际货代为基石业务，跨境电商物流高成长

3.1 国际海运：疫情下高运价支撑营收占比提升，全球市占率具有提升空间

海运货代运营经验丰富，覆盖进出口物流重要环节。公司海运业务板块主要为集装箱海运货代服务性质，覆盖了订舱、配载、报关报验、干线运输、仓储、进出港离境动态、清关等进出口贸易流程当中的重要环节，在服务流程中，公司兼具了“公共订舱平台”及“无船承运人”的双重身份。同时，公司还提供海空联运等多式联运产品，及拼箱集运产品。在传统海运货代业务的基础上，公司还提供“门到门”的一站式跨境综合物流服务；凭借公司拥有自营的仓储设施、卡车运力及专业报关团队，可实现统筹化一站式提供出口国境内的物流服务。

图表 35. 海运业务流程图



资料来源：公司官网，中银证券

海运业务网络覆盖面广，合作运力遍布全球。公司的海运业务网络覆盖了主要的世界集装箱海运干线，其中包括美西航线、美东航线、欧洲及地中海航线、新澳航线等主要线路。为了统筹优化运力建设，公司在各条海运线路上均有和其他航运船务公司进行战略合作：在美西航线、美东航线等太平洋航线中，公司与海洋网联船务（ONE）、地中海航运公司（MSC）、现代商船（HMM）、以星综合航运（ZIM）、汉堡南美船务（HBS）、长荣海运（EMC）等公司签署了合约；在欧洲及地中海航线中，公司与中国远洋运输（COSCO）、ONE等公司签署了合约；在澳洲航线中，公司与EMC、HBS、HMM、德翔海运（TSL）等公司签署了合约；在其他航线中，公司与马士基航运（MSK）、太平船务（PIL）、东方海外（OOCL）等公司签署了合约。2022年上半年公司继续完善美线2022-2023年度NVO合约签订，覆盖中国一、二线口岸及亚太口岸，与EMC、ONE、OOCL等续签全网型进口运力合约，航线包括欧洲、美国、澳洲航线。

图表 36. 公司国际海运业务网络及主要合作方



资料来源：公司官网，中银证券

国际海运代理业务全球排名第 11 位，市场占有率具备提升空间。公司市场占有率领先，在中国货代物流企业百强排行榜中，最近 10 年年度排名均在行业前列。物流业权威杂志《Transport Topics》公布了 2022 全球海运货代 50 强榜单，华贸物流 2021 年国际海运业务全球排名第 11 位。

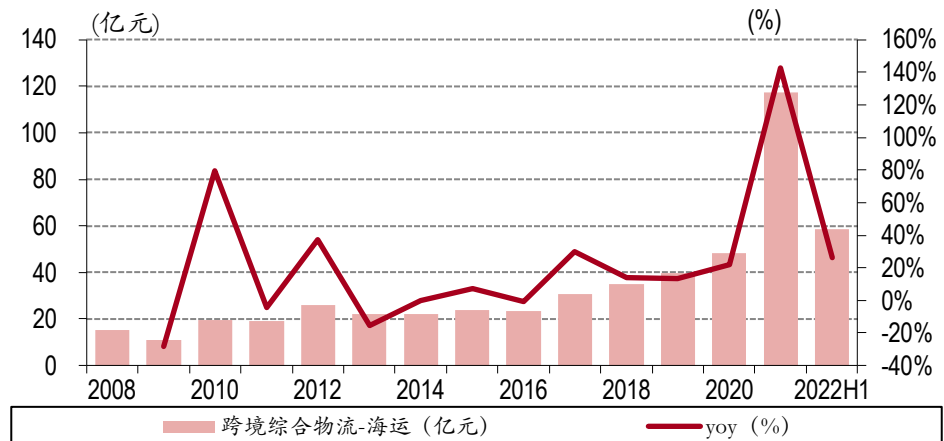
图表 37. 2022 全球海运货代 50 强榜单上榜中国企业

排名	企业名称	海运年货量 (单位: TEU)
2	中国外运	375 万
9	嘉里物流	123 万
11	华贸物流	102 万
15	环世物流	84 万
17	东方海外物流	75 万
25	嘉宏货运	60 万
28	鸿安船务	51 万
39	中菲行	24 万

资料来源：Transport Topics，中银证券

国际海运板块营收占比大幅上升，由 2020 年 34.29% 上升至 2021 年 47.55%。2021 年，公司国际海运业务板块实现营业收入 117.30 亿元，同比+142.70%，对 2021 年公司营业总收入（246.68 亿元）的贡献比例为 47.55%，较 2020 年的贡献比例 34.29% 大幅上升。2022 上半年公司国际海运营业收入 58.7 亿元，同比上升 26.3%。累计来看，2008-2021 年，公司海运业务营收的 13 年复合增长率 CAGR 为+16.95%。

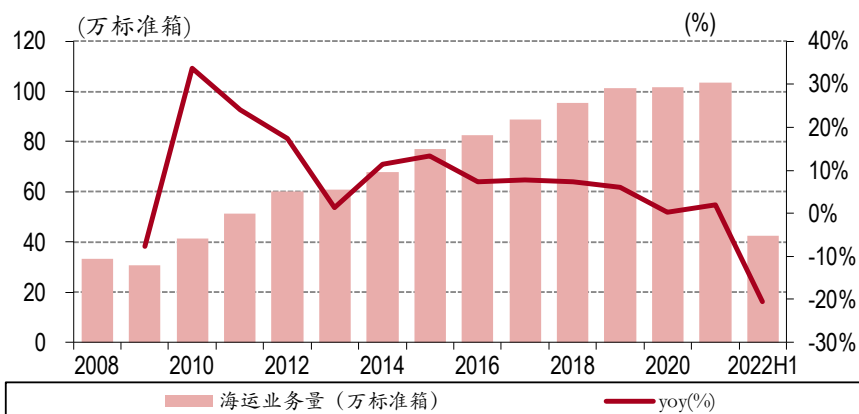
图表 38. 2008-2022H1 年公司国际海运业务收入



资料来源：万得，中银证券

公司国际海运业务量总体稳定，积极向全流程综合物流服务转型。2021 年国际海运业务量为 103.54 万标准箱，同比+1.91%。2022 年上半年国际海运业务量 42.5 万标箱，去年同期 53.4 万标箱，同比下降 20.6%。通过公司前几年的海运产品的不断建设，产品多元化更能应对客户及市场需求，海运业务在市场运力紧张的情况下，通过综合物流服务取得较大的突破。近年来公司国际海运业务量增速逐渐放缓，业务量趋于稳定；累计来看，2008-2021 年，公司海运集装箱量的 13 年复合增长率 CAGR 为 +9.09%，呈现出平稳增长的态势。

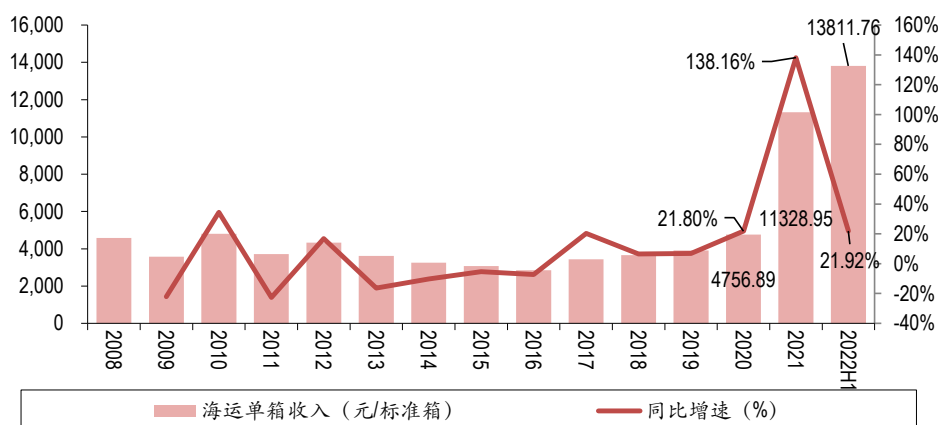
图表 39. 2008-2022H1 年公司国际海运业务量



资料来源：万得，中银证券

2021 年疫情下集装箱运价维持高位，抵消疫情对海运业务量的冲击的影响。从公司海运业务量对营收业绩的贡献来看，2021 年公司国际海运板块收入同比增速 (+142.70%) 远远高于海运业务量增速 (+1.91%)，受到疫情带来的运力紧张影响，集装箱运价全年维持高位，故一定程度上抵消了疫情对公司海运业务量的负面冲击。

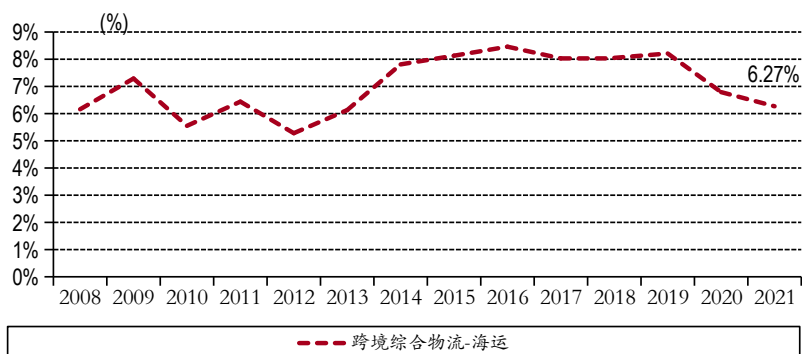
图表 40. 2008-2022H1 年公司国际海运业务单箱收入及增速



资料来源：万得，中银证券

2021 年，海运板块毛利率为 6.27%，低于综合物流服务总毛利率。2021 年，公司海运板块毛利率为 6.27%，同比下降 0.52 个百分点，低于同期公司综合物流服务总毛利率水平 (10.04%) -3.77pct。由此可见，2021 年公司国际海运业务的业绩表现相对公司综合物流服务业绩总水平略低。

图表 41. 2008-2021 年公司国际海运业务毛利率



资料来源：万得，中银证券

3.2 国际空运：航空货运网络遍布全球，成立货航持续增强核心能力

一站式国际空运服务，覆盖全球主要国家及地区。国际空运业务板块是公司另一项核心业务。国际空运业务包括了货物出口、货物进口、监管仓库、清关服务等贸易流程中的主要环节，为客户提供量身定制的一站式物流服务。公司的国际空运业务航线包括欧洲线、美洲线、中东非线、日韩线、东南亚线、澳新线等，对世界范围内的主要地区基本实现了覆盖。

与世界各国知名航司合作，运力网络遍布全球。公司与大部分国内、国际知名航空公司建立了合作关系。其中包括国内的“四大航”及全货航司中货航、扬子江货航，和国外的德国汉莎航空、美联航空、全日航空、国泰航空、阿联酋航空、土耳其航空、新加坡航空、马来西亚航空、荷兰皇家航空等，及国外全货航司美国极地货航、俄罗斯空桥货航、俄罗斯伏尔加第聂伯货航、卢森堡货航等。在此基础上，公司与国内外知名快递物流公司也在货运业务上建立了合作关系，其中包括顺丰速运、菜鸟供应链、UPS 等。

特别是 2019 年 10 月，公司收购河南航投后，对其旗下子公司中原龙浩形成控制，并与河南航投合资设立了卢森堡货航，打造了郑州-卢森堡货运包板项目。公司还与全日航空、空桥货航、汉莎航空分别合作打造了盐城-大阪货运包机航线项目、俄罗斯空桥货运项目、汉莎“卡航”项目等。此外，2019 年 11 月，公司与菜鸟供应链签约，并通过了 25 个国家和地区、713 条国际空运线路的海外能力测试，正式成为了菜鸟的跨境物流供应商。

“全球空运 50 强”排名第 15 位，空代市占率具备提升潜力。物流业权威杂志《Transport Topics》公布了 2022 全球空运货代 50 强榜单，华贸物流 2021 年国际空运业务全球排名第 15 位。

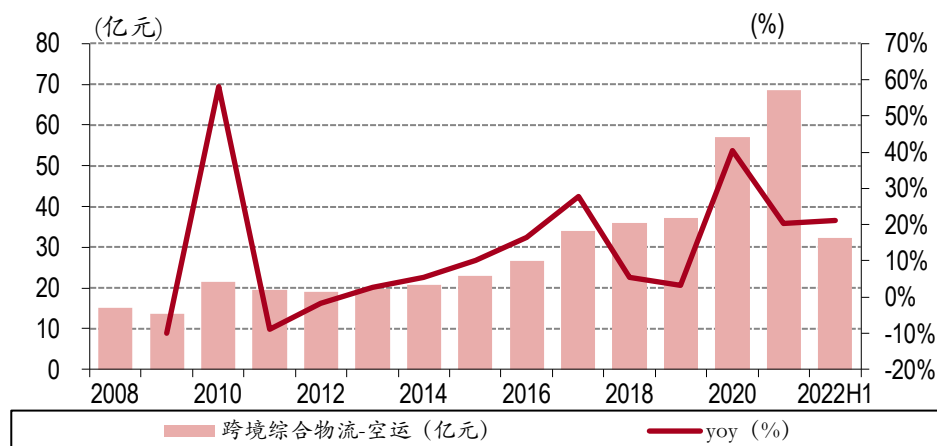
图表 42. 2022 全球空运货代 50 强榜单上榜中国企业

排名	企业名称	空运年货量 (单位: 吨)
11	中国外运	53 万
12	嘉里物流	52 万
13	欧华国际	48 万
15	华贸物流	40 万
24	中菲行	25 万
25	环世物流	60 万
34	鸿安船务	13 万
38	泽坤国际货运	10 万

资料来源：Transport Topics，中银证券

2021年国际空运板块营收同比+20.20%，营收占比由2020年的40.42%降至27.76%。2021年，公司国际空运业务板块实现营业收入68.47亿元，同比+20.20%。2021年，公司国际空运板块对营业总收入(246.68亿元)的贡献比例为27.76%，贡献较2020年的40.42%有所下降。公司通过加大服务环节，延伸服务链条，采取减少部分短期收益提高服务质量的方式得到越来越多直接大客户的信任，包括阿里巴巴、京东、华为、中国医药等一系列优质直接客户，单位收入有所增加，2022上半年公司国际空运营业收入33.2亿元，同比上升21.1%。累计来看，2008-2021年，公司国际空运业务营收的13年复合增长率CAGR为+12.35%。

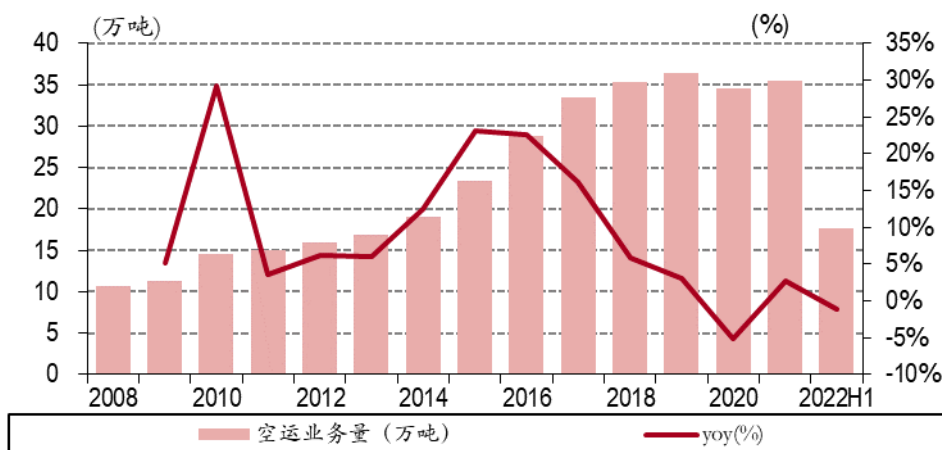
图表 43. 2008-2022H1 年公司国际空运业务收入



资料来源：万得，中银证券

2021年，国际空运业务量为35.44万吨，同比+2.64%。受到全球疫情影响，2020年国际空运业务量略有下降，但2021年来国际空运业务量逐渐平稳。2022上半年公司国际空运的业务量17.7万吨，同比下降1.1%。2022年第二季度上海疫情，空运市场运力极其紧张，但公司发挥网络优势，在上海地区同比下降33%的情况下，整体空运量同比基本持平。累计来看，2008-2021年，公司国际空运业务量的13年复合增长率CAGR为+9.64%，呈现平稳增长态势。

图表 44. 2008-2022H1 年公司国际空运业务量

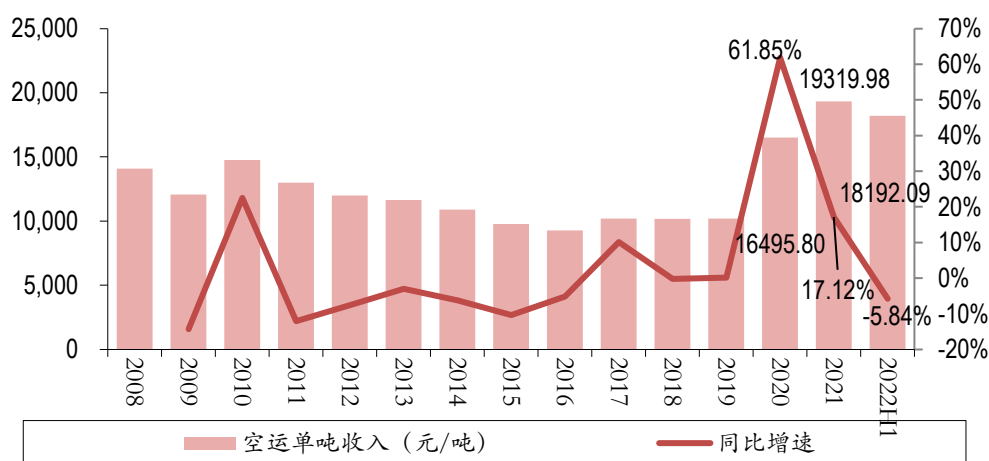


资料来源：万得，中银证券

疫情爆发以来2020年至2021年期间运价上涨支撑，国际空运板块业绩表现突出。从公司国际空运业务量对营收业绩的贡献来看，2021年，公司国际空运板块收入同比增速(+20.20%)显著高于国际空运业务量增速(+2.64%)，主要系受益于国际空运价格上涨带来的利好因素，抵消了国际空运业务量下降的影响。

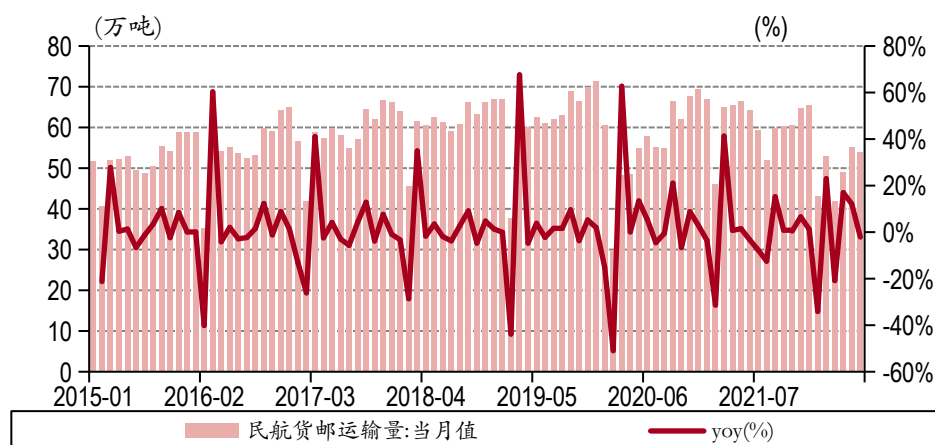
2022 年公司继续增强国际空运能力建设。一是继续整合运力资源，拓展自控运力产品。在国内先后开通了海航/成都-列日、马来西亚世界货运航空/昆明-吉隆坡，俄罗斯叶罗费航空/哈尔滨-莫斯科等货运航线。二是与中国邮政战略合作。共同发挥邮政资源优势，推进全球枢纽、骨干网和口岸建设，打造落地配送能力和双向组货能力。推动欧、美及东南亚方向邮货业务，发挥市场营销优势，组织重货货源与邮政速递的邮件、快件进行合理搭配，提高装载率，降低运营成本。三是与东航物流战略合作。共同打造全货机与客机腹舱运输能力结合产品，形成专业化、全链条物流运力产品，为中国制造业走向全球提供完整可靠的全程物流解决方案。四是与广州嘉诚国际联合设立国际航空货运公司。增强未来国际空运业务的干线资源掌控能力，夯实航空物流供应链稳定性，实现物流产业链上游延伸。

图表 45. 2008-2022H1 年公司国际空运单吨收入及增速



资料来源：万得，中银证券

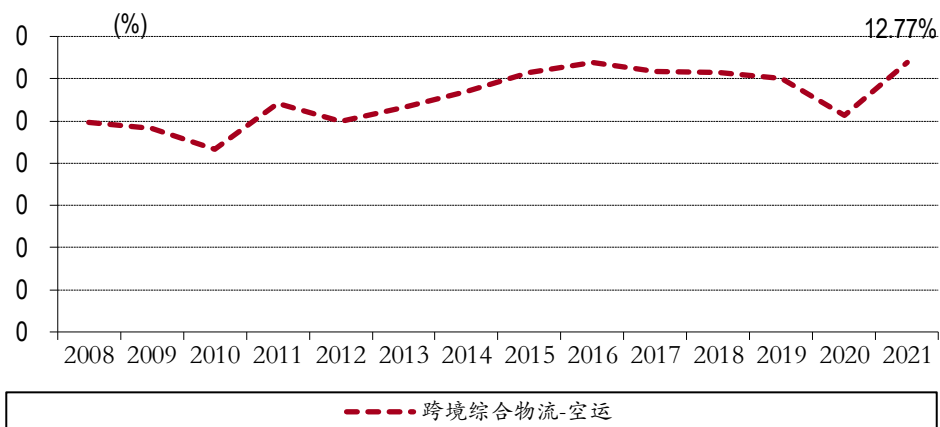
图表 46. 2015-2022 年民航货邮月运输量 (单位：万吨)



资料来源：万得，中银证券

2021 年，国际空运板块毛利率为 10.27%，高于公司综合物流服务总毛利率水平。2021 年，公司国际空运板块毛利率为 12.77%，高于同期公司综合物流服务总毛利率水平 (10.04%) 2.73pct。由此可见，2021 年，公司国际空运业务的业绩对公司综合物流服务总毛利润水平有正向的贡献。

图表 47. 2008-2021 年公司国际国际空运毛利率



资料来源：万得，中银证券

3.3 跨境电商物流：产品体系日益完善，具有长期成长性趋势

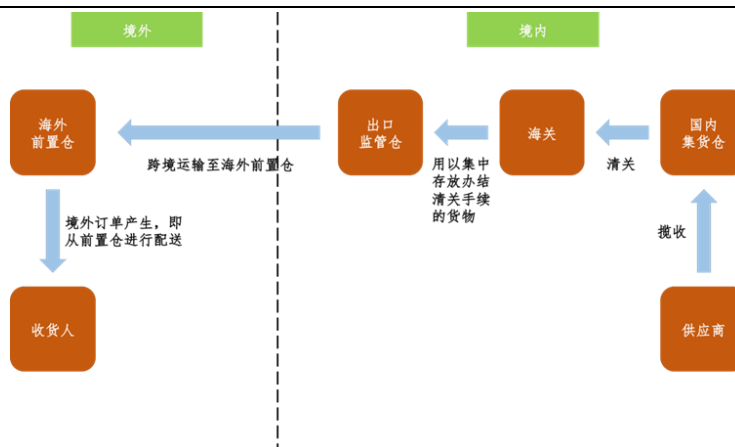
跨境电商物流服务产品体系日益完善，具备多元化特征。公司在跨境电商物流领域的战略布局日益完善，服务对象覆盖邮政、跨境电商平台和卖家，服务能力涵盖前端揽货、转运分拨、出口报关、干线运输、进口清关、海外仓配，并具备整合尾程派送的能力、服务产品囊括邮政包裹、FBA 专线、国际快递、个人快件。针对不同客户的服务需求，各服务产品在货物重量、费用标准、运输时效等方面亦有各自的不同，产品结构具备差异化、多样化的特点。

图表 48. 公司跨境电商主要产品

主要产品	产品特点	价格	时效性	派送范围
国际小包	包裹重量小，体积有限制。	低	慢	最广
国际快递	时效性强，清关环节采用快件报关方式。	高	快	较广
国际专线	到特定国家和地区的专线，清关环节采用一般贸易报关方式。	较高	较快	有限
海外仓	FBA 头程服务、一站式全程海外仓仓储服务。	较低	快	较广

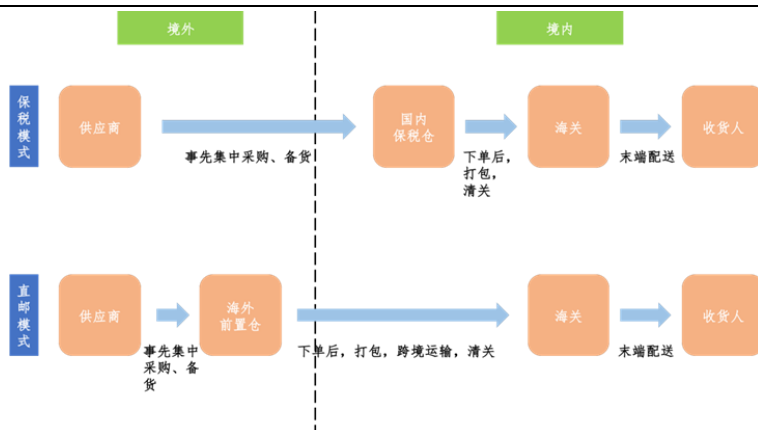
资料来源：公司官网，中银证券整理

图表 49. 跨境电商业务流程（以跨境出口为例）



资料来源：公司官网，中银证券

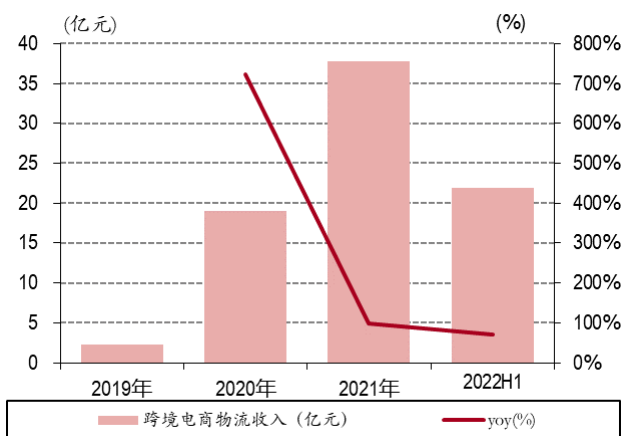
图表 50. 保税模式及直邮模式（以跨境进口为例）



资料来源: 公司官网, 中银证券

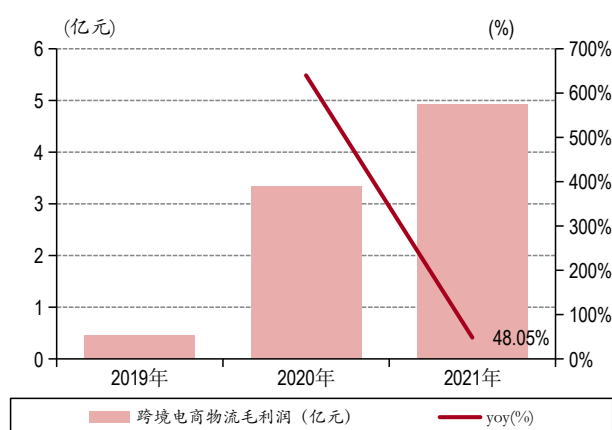
2021年, 公司跨境电商物流业务收入 37.75 亿元, 板块呈现量价齐升局面。2021年, 公司跨境电商业务板块营业收入分别为 37.75 亿元, 2021年跨境电商物流业务量国际空运 6.18 万吨, 2020年 5.31 万吨; 2021年国际海运 15858 标箱, 2020年 4978 标箱; 2021年中欧班列 17688 标箱, 2020年 4704 标箱; 2021年中欧卡班 9255 吨。跨境电商业务呈现出量价齐升的特点, 成长速度较快。2021年, 子公司华安润通归母净利润为 1.126 亿元。

图表 51. 2019-2022H1 年公司跨境电商收入及增速



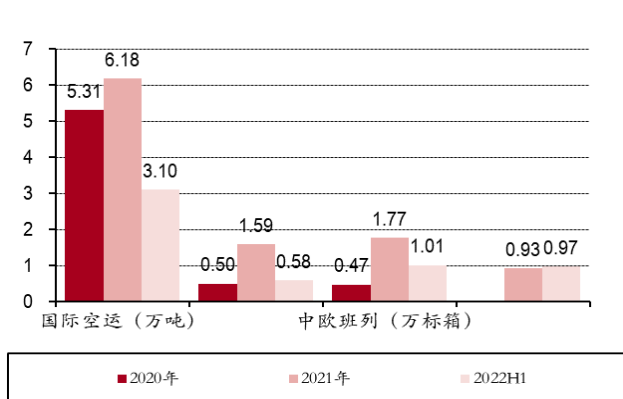
资料来源: 万得, 中银证券

图表 52. 2019-2021 年公司跨境电商毛利润及增速



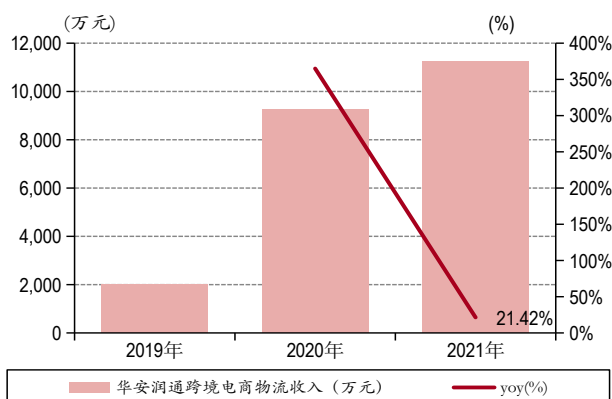
资料来源: 万得, 中银证券

图表 53. 2019-2022H1 年公司跨境电商各业务量



资料来源: 万得, 中银证券

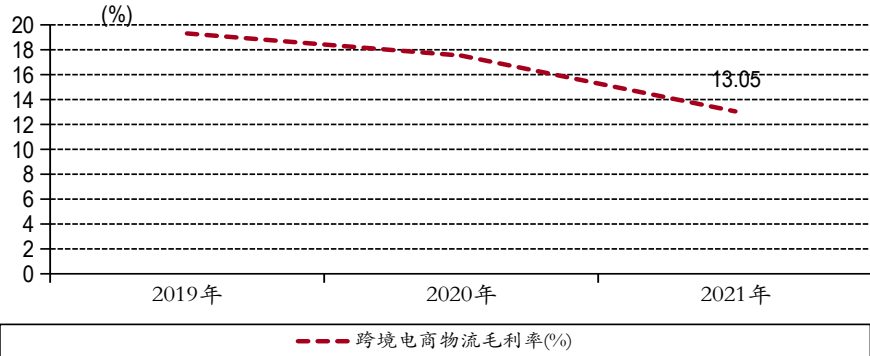
图表 54. 2019-2021 年华安润通归母净利润及增速



资料来源: 万得, 中银证券

2021年，跨境电商物流毛利率为13.05%，在各业务板块中相对较高。从毛利率来看，2021年，公司跨境电商业务毛利率为13.05%，高于同期公司综合物流服务总毛利率水平（10.04%）3.01pct，也高于国际海运（6.27%）、国际空运（10.27%），跨境电商业务板块毛利率水平相对是较高的。

图表 55. 2019-2021 年公司跨境电商毛利率



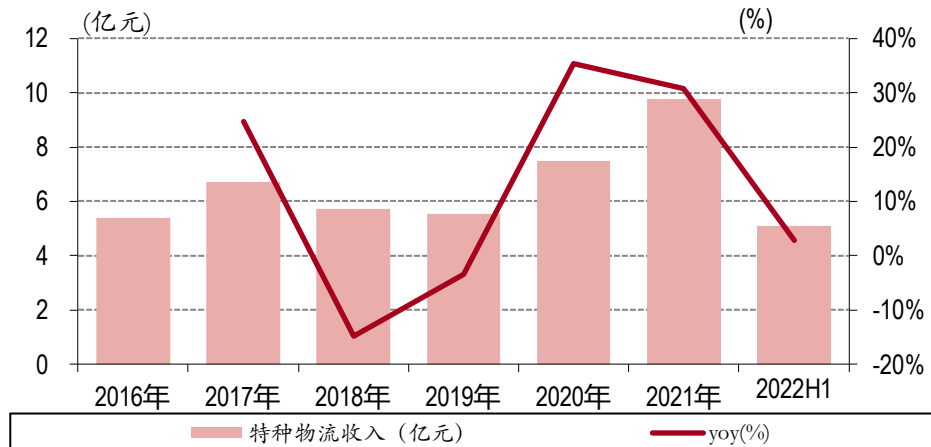
资料来源：万得，中银证券

3.4 特种物流&工程物流：特殊属性赋予溢价效应，未来具有潜力空间

扩展物流服务类型，提供特大件特种专业物流。特种物流主要是为客户提供电力工程物流、项目大件运输、危险品运输、以及仓储配送的综合物流服务，包括铁路大件专列运输、电厂燃料铁路运输、各类大型设备公路运输、水路运输、风电设备运输、电厂仓储服务项目、铁路沥青、油品运输、铁路及公路铀矿及核乏料运输等。华贸物流属下中特物流提供超限超重非标准化的物流运输服务，目前以特高压电力设备运输为主要服务对象。铁路专用车自行设计，拥有完全知识产权，单车运输能力最大可达1,800吨，核心竞争优势明显，国内市场占有率持续领先。公司还通过合营企业中广核铀业（北京）物流有限公司稳步推进核铀料、核乏料、放射性等物资的特种物流运输服务，市场发展前景广阔。

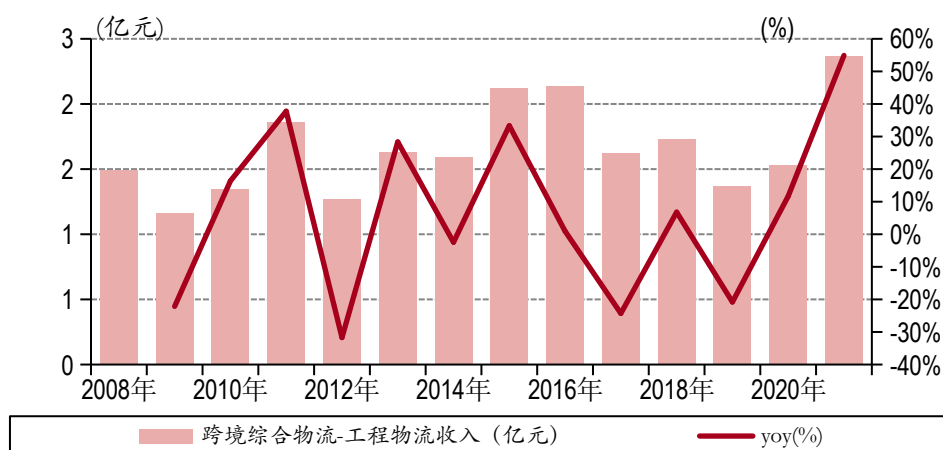
特种物流业务收入同比增速高于历史均值水平。2021年，公司特种物流业务板块实现营业收入9.77亿元，同比+30.79%；2021年，工程物流业务板块实现营收2.37亿元，同比+54.90%。2022上半年公司特种物流营业收入5.1亿元，同比增长2.9%。累计来看，2016-2021年公司特种物流营业收入的5年复合增长率CAGR分别为+12.67%，2008-2021年公司工程物流营业收入的13年复合增长率CAGR分别为+3.63%。2021年，特种物流、工程物流同比增速均高于历史均值水平。

图表 56. 2016-2022H1 年公司特种物流收入及增速



资料来源：万得，中银证券

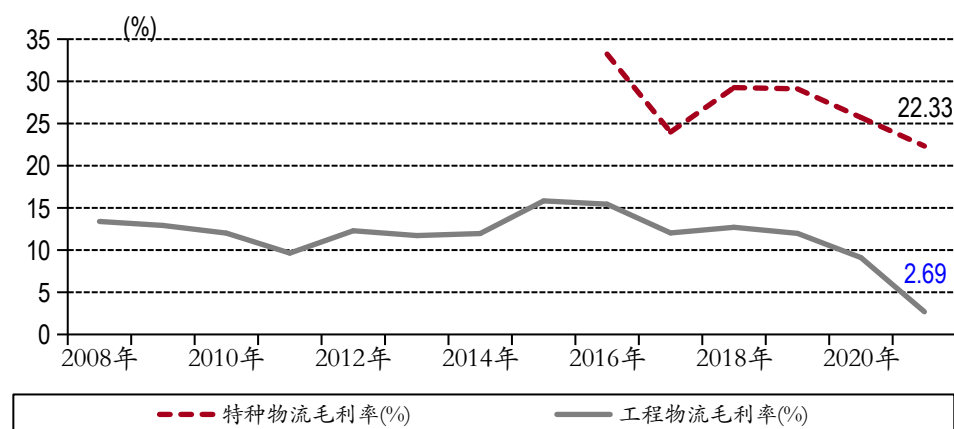
图表 57. 2008-2021 年公司工程物流收入及增速



资料来源：万得，中银证券

毛利率方面，特种物流板块毛利率均处于较高水平。2021 年公司特种物流、工程物流板块的毛利率分别为 22.33%、2.69%。特种物流的毛利率在过去几年中维持在 20%-30%左右的较高水平区间，为公司毛利率水平最高的业务板块，这主要与特种物流业务风险性较高带来溢价较高的特殊属性有关。工程物流近几年毛利率呈下降趋势。

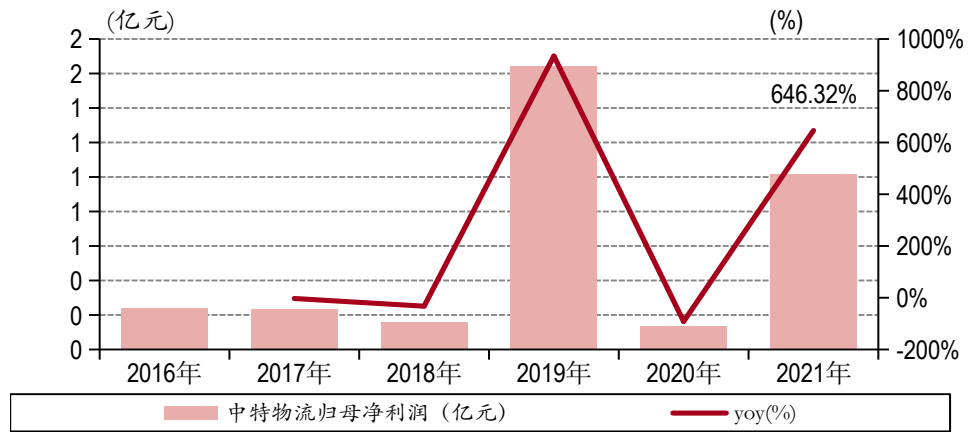
图表 58. 2008-2021 年公司特种物流、工程物流毛利率



资料来源：万得，中银证券

特种物流业务板块的重要运营主体中特物流业绩增速较快。2015 年，公司作价 12 亿收购了中特物流 100% 股权，自此之后，中特物流成为公司全资子公司，亦对公司工程物流、特种物流业务板块形成了有力的支撑和强化。中特物流通过其控股公司、参股公司，覆盖了电力工程物流、核物流、船舶运输、清洁能源等细分领域。根据公司公告披露数据，2021 年，中特物流作为全资子公司，实现归母净利润 1.015 亿元，同比+646.32%。2022 年中特物流成功运输新疆 750kV 乌苏变电站工程、白鹤滩特高压工程布拖换流站进口变压器、衡变重庆电厂项目变压器、东莞宁洲厂址替代电源等项目；完成越南沿海二期 2×660MW 燃煤电厂项目双机承运，中车国际出口智利 207 辆铁路罐车和平车运输，中车墨西哥地铁机车整车运输等项目。

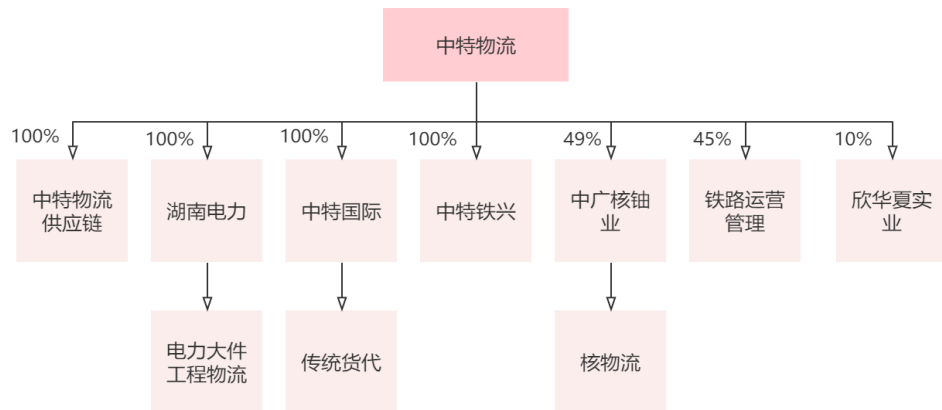
图表 59. 2016-2021 年中特物流归母净利润



资料来源：万得，公司年报，中银证券

工程物流方面，继 2016 年收购中特物流，2019 年收购洛阳中重运输后，2021 年又通过设立合资公司的方式整合了恒展远东在东部非洲和南亚地区的尾程服务能力。在此基础上，公司设立组建工程物流业务中心，整合北京、上海、洛阳以及海外的业务资源，统筹海内外工程物流业务拓展。中特物流在深耕电网电力行业、巩固龙头地位的同时，积极向机车、石化、核电领域拓展；中重运输加大了固定资产投入，成功进入海上风电装备运输领域；恒展远东得到流动资金的补充，积极对接业务板块的海外段需求。

图表 60. 中特物流主要子公司及参股公司（截止于 2022 年 12 月）

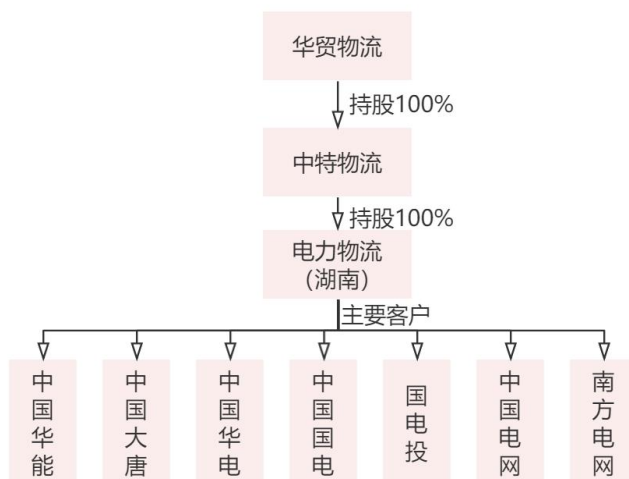


资料来源：公司年报，中银证券

电力工程物流主要为特高压电力工程服务，涉及 800kv 以上直流电及 1000kv 以上交流电的电压等级所相关的电力工程项目物流。电力工程物流主要面向国内、国际的特高压电力工程项目中的设备运输（变压器等）及其装配开展服务，其中包括特高压直流输电工程、特高压交流输电工程、电厂技改相关工程等。电力工程物流的运输方式包括公路、铁路、水路及其多式联运的组合运输方式。

湖南电力物流投入运营，服务对象覆盖我国主要电力集团、电网公司。公司的电力工程物流是工程物流板块的最主要构成部分。该业务主要由中特物流的全资子公司，湖南电力物流服务有限责任公司（简称“湖南电力物流”）投入运营，湖南电力物流的服务对象覆盖了我国五大电力集团（中国华能、中国大唐、中国华电、中国国电、国电投）及国家电网、南方电网等大型电网公司。由此可见，中特物流在我国电力工程物流市场中具备较为稳固的大型客户群体。我们认为，随着特高压等新基建工程持续推进，电力工程物流业务的政策面红利仍有待释放，业务板块有进一步的发展空间。

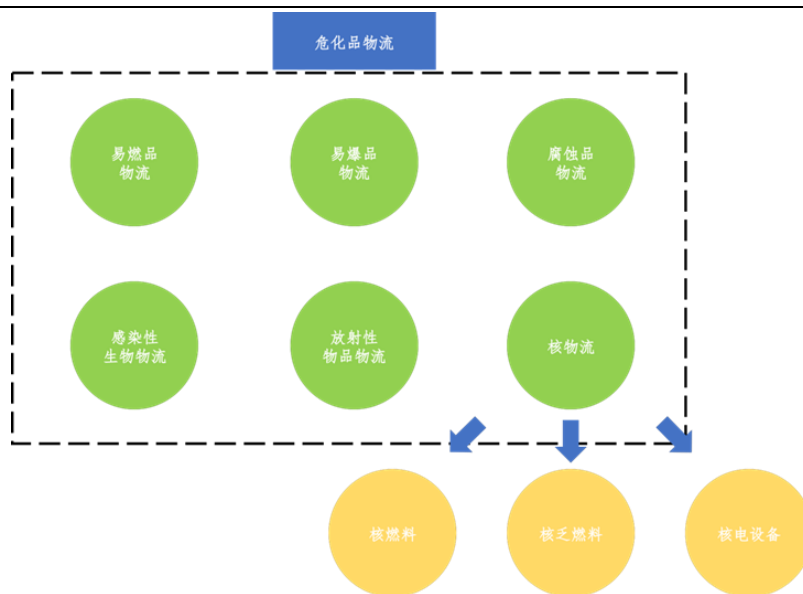
图表 61. 公司电力工程物流业务主要客户（截止 2022 年 12 月）



资料来源：公司年报，中银证券

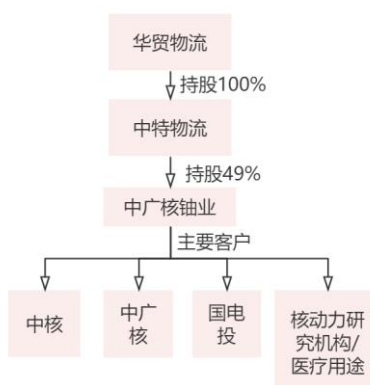
核物流：中广核铀业投入运营，服务对象覆盖主要核工业集团及核动力研究机构。公司的核物流业务是特种物流板块最主要的构成部分。该业务主要由中特物流的参股公司中广核铀业物流（北京）有限公司（简称“中广核铀业”）投入运营。公司核物流业务的服务对象覆盖了中核、中广核、国电投及其他核动力研究机构，为其提供包括核燃料、核乏燃料、核电设备等在内的运输服务。

图表 62. 危化品物流细分行业



资料来源：公司年报，中银证券

图表 63. 公司核物流业务主要客户



资料来源：公司年报，中银证券

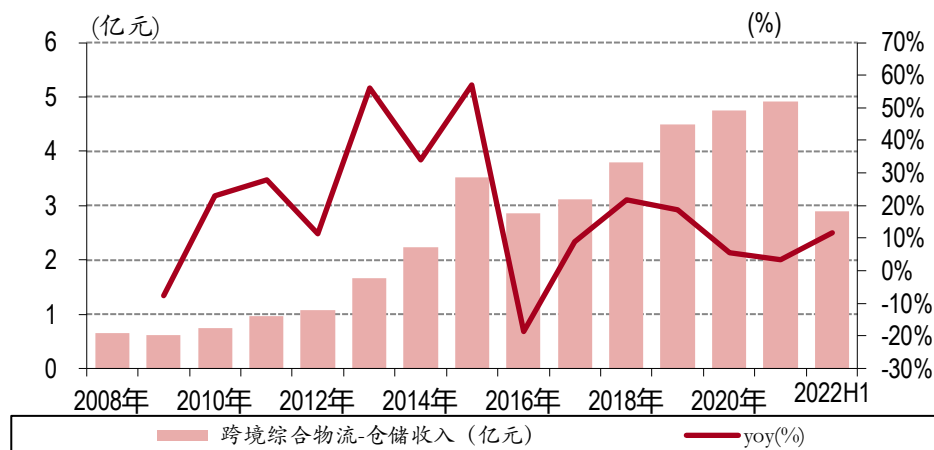
3.5 第三方仓储：协同支撑跨境物流业务，毛利率水平相对可观

第三方仓储业务发展稳定，毛利率可观。截至 2021 年底，公司自有及租用的仓储面积约为 17 万平方米。公司的第三方仓储业务主要提供包括普通仓、海关监管仓、保税仓库在内的相关服务。2021 年，第三方仓储业务收入 4.91 亿元，同比+3.37%，毛利率为 11.25%。2022 上半年公司仓储第三方物流业务的营业收入 2.9 亿元，同比增长 11.7%。公司延伸服务链条，通过国际空海运及电商物流业务加大客户的仓库使用需求。累计来看，2008-2021 年，公司第三方仓储业务板块的 13 年复合增长率 CAGR 为+16.69%。

2021 年公司第三方仓储的毛利率分别为 11.25%。近几年公司第三方仓储业务的毛利率不断降低。累计来看，2008-2021 年，公司第三方仓储业务板块的 13 年毛利率平均值为 32.38%，远远高于 2021 年毛利率水平。

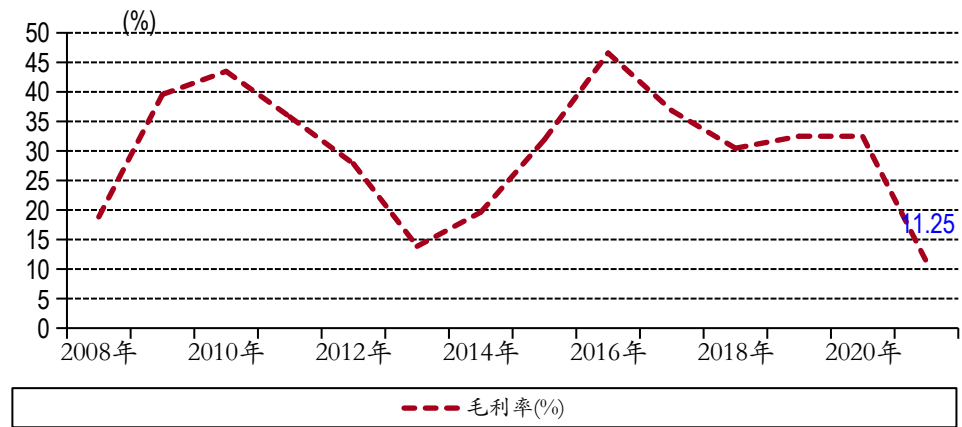
旗下德祥集团提供特许资质进口集装箱分拨服务。公司拥有经相关部门批准设立的中华人民共和国上海海关第五监管区（海关监管仓库），占地面积 38,791 平方米，具有进口分拨、进出境货物报关、报检、仓储、保税、集装箱内陆运输、海关监管货物转关运输等业务为一体的综合性专业物流服务能力。公司在国内、中国香港、东南亚、非洲、美洲等主要港口城市经营国际仓储物流，为国际空海铁货运代理业务、跨境电商物流业务提供基础服务保障。

图表 64. 2008-2022H1 年第三方仓储业务营业收入及增速



资料来源：万得，中银证券

图表 65.2008-2021 年第三方仓储业务毛利率



资料来源：万得，中银证券

4 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

(1) 国际海运业务关键参数假设：

量：从行业层面来看，参考全国主要港口外贸货物吞吐量和集装箱吞吐量：2021 年两者增速分别为 4.49%、6.99%，2022 年 1-9 月同比 2021 年增速分别为-3.34%、3.97%。从公司层面，2022 年上半年国际海运业务量 42.5 万标箱，去年同期 53.4 万标箱，同比下降 20.6%；累计来看，2008-2021 年，公司海运集装箱量的 13 年复合增长率 CAGR 为+9.09%。

价：从行业层面，参考 CCFI、SCFI 综合指数变化，2021 年两者增速分别为 166.80%、205.68%，2022 年 1-11 月同比 2021 年增速分别为 20.47%、3.12%。考虑到近期海运价格暴跌，预计 12 月海运价格将与 11 月持平，则预测 2022 年全年 CCFI、SCFI 综合指数同比增速分别为-0.80%、-15.76%。从公司层面，近三年公司海运业务单箱收入增速分别为 6.81%、21.80%、138.16%，与行业集装箱运价基本持平。

基于以上因素，对国际海运业务 2022-2024 年货运量增速进行假设，分别为+0.13%/+1.16%/+1.74%；平均单箱收入增速分别假设为-8.28%/-21.85%/+6.67%。毛利率方面，取历史 2 年均值以及考虑规模效益，假设 2022-2024 年的毛利率 6.53%/6.63%/6.73%。

基于上述假设和测算：**2022E/2023E/2024E：国际海运业务营收分别为 107.73/85.16/92.42 亿元，同比增速分别为-8.16%/-20.95%/+8.53%；毛利率分别为 6.53%/6.63%/6.73%。**

图表 66. 海运业务盈利预测假设

		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
国际海运	运营收 (亿元)	39.56	48.33	117.30	107.73	85.16	92.42
	yoy(%)	13.32	22.17	142.70	(8.16)	(20.95)	8.53
	毛利率 (%)	8.21	6.79	6.27	6.53	6.63	6.73
公司层面	量						
	货运量 (万标箱)	101.29	101.60	103.54	103.67	104.87	106.70
	yoy(%)	6.10	0.31	1.91	0.13	1.16	1.74
	价						
单箱收入	3,905.62	4,756.89	11,328.95	10,391.22	8,120.33	8,662.25	
yoy(%)	6.81	21.80	138.16	(8.28)	(21.85)	6.67	
行业层面	量						
	全国主要港口: 集装箱吞吐量: 当月值	26,105	26,424	28,270			
	yoy(%)		1.22	6.99			
	价						
CCFI:综合指数	40,375.2	50,205.25	133,946.66				
yoy(%)		24.35	166.80				

资料来源：万得，中银证券

(2) 国际空运业务关键参数假设：

量：从行业来看，参考航空货运货载量：2022 年 1-10 月同比 2021 年增速为 22.51%。从公司层面来看，2021 年/2022 上半年，国际空运业务量为 35.44 万吨/17.7 万吨，同比+2.64%/-1.1%；累计来看，2008-2021 年，公司国际空运业务营收的 13 年复合增长率 CAGR 为+12.35%。

价：从行业来看，参考亚洲出入境航空货运价格指数，2021 年两者增速分别为 20.00%、25.24%，2022 年 1-9 月同比 2021 年增速分别为 47.17%、4.72%。从公司层面来看，近三年公司空运业务单箱收入增速分别为 0.16%、61.85%、17.12%。对比 2020 年疫情严重期间不正常的运费，国际空运运费已经逐渐恢复相对稳定。

基于以上因素，对国际空运业务 2022-2024 年货运量增速进行假设，分别为+2.25%/+2.44%/+2.35%；平均单箱收入增速分别假设为+10.38%/+13.75%/+12.06%。毛利率方面，取历史 3 年均值，假设 2022-2024 年的毛利率分别为 11.69%/11.58%/12.01%。

基于上述假设和测算：2022E/2023E/2024E：国际空运业务营收分别为 77.28/90.05/103.28 亿元，同比增速分别为+12.86%/+16.53%/+14.70%；毛利率分别为 11.69%/11.58%/12.01%。

图表 67. 空运业务盈利预测假设

		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
公司层面	国际空运营收	37.13	56.96	68.47	77.28	90.05	103.28	
	yoy(%)	3.24	53.41	20.20	12.86	16.53	14.70	
	毛利率 (%)	12.03	10.27	12.77	11.69	11.58	12.01	
	量	货运量 (万标箱)	36.43	34.53	35.44	36.24	37.12	37.99
	yoy(%)	3.06	(5.22)	2.64	2.25	2.44	2.35	
行业层面	价	单箱收入	10,192.15	16,495.80	19,319.98	21,325.26	24,257.47	27,184.05
	yoy(%)	0.16	61.85	17.12	10.38	13.75	12.06	
	量	2022 年 1-10 月航 空货运货载量 (吨)	1,613,706.35	2,583,709.22	141,637.35			
	同比 yoy(%)	(7.81)	57.71	(7.44)				
	价	出境价格 指数	2,128.7	3,169.1	20.00	25.24		
	入境价格 指数	2,201.1	2,413.7	47.17	4.72			
	出境同比 增速 (%)							
	入境同比 增速 (%)							

资料来源：万得，中银证券

(3) 跨境电商物流业务关键参数假设：

行业层面：据网经社数据，2021 年我国跨境电商行业(包含进出口)交易规模达 14.2 万亿元，2017-2021 年 CAGR 为 15.2%，行业渗透率(跨境电商交易额占我国货物贸易进出口总额之比)占由 2017 年的 29% 提升至 36.2%。

营收：2021 年，公司跨境电商物流业务收入 37.75 亿元，跨境电商物流业务量为国际空运 6.18 万吨，国际海运 15,858 标箱，中欧班列 17,688 标箱，中欧卡班 9,255 吨。

业务进展：公司 2019 年收购北京华安润通国际物流有限公司和华大国际物流有限公司 70% 股权，进入邮政国际空运代理市场；2021 年收购深圳市深创建供应链有限公司 33.5% 股权，同年收购佳成物流。

基于以上因素，对跨境电商物流业务 2022-2024 年收入增速进行假设，分别为+35.33%/+25.23%/+18.02%。毛利率方面，取历史 3 年均值，假设 2022-2024 年的毛利率 16.63%/15.74%/15.14%。

基于上述假设和测算：2022E/2023E/2024E：跨境电商物流业务营收分别为 51.09/63.98/75.51 亿元，同比增速分别为+35.33%/+25.23%/+18.02%；毛利率分别为 16.63%/15.74%/15.14%。

(4) 特种物流及工程物流业务关键参数假设：

营收：2021 年，公司特种物流业务板块实现营业收入 9.77 亿元，同比+30.79%；2021 年，工程物流业务板块实现营收 2.37 亿元，同比+54.90%。2022 上半年公司特种物流营业收入 5.1 亿元，同比增长 2.9%。累计来看，2016-2021 年公司特种物流营业收入的 5 年复合增长率 CAGR 分别为+12.67%，2008-2021 年公司工程物流营业收入的 13 年复合增长率 CAGR 分别为+3.63%。

业务方面：2015 年公司作价 12 亿收购了中特物流 100% 股权，2019 年收购洛阳中重运输。2022 年中特物流成功运输新疆 750kV 乌苏变电站工程、白鹤滩特高压工程布拖换流站进口变压器、衡变重庆电厂项目变压器、东莞宁洲厂址替代电源等项目；完成越南沿海二期 2×660MW 燃煤电厂项目双机承运，中车国际出口智利 207 辆铁路罐车和平车运输，中车墨西哥地铁机车整车运输等项目。

基于以上因素，对特种物流及工程物流业务 2022-2024 年收入增速进行假设，分别为+30%/+25%/+20%。毛利率方面，分别取历史均值，假设 2022-2024 年的特种物流业务毛利率为 25.72%/24.59%/24.21%；工程物流业务毛利率为 5.90%/4.30%/5.10%。

基于上述假设和测算：2022E/2023E/2024E：特种物流业务营收分别为 12.70/15.88/19.05 亿元，工程物流业务营收分别为 3.08/3.85/4.62 亿元，同比增速均为+30%/+25%/+20%；毛利率分别为 25.72%/24.59%/24.21% 和 5.90%/4.30%/5.10%。

(5) 第三方仓储业务关键参数假设

营收：2021 年，第三方仓储业务收入 4.91 亿元，同比+3.37%，毛利率为 11.25%。2022 上半年公司仓储第三方物流业务的营业收入 2.9 亿元，同比增长 11.7%。累计来看，2008-2021 年，公司第三方仓储业务板块的 13 年复合增长率 CAGR 为+16.69%。

对第三方仓储业务 2022-2024 年收入增速进行假设，分别为+12%/+10%/+8%。毛利率方面，考虑规模效益及 2022 上半年第三方仓储毛利率为 11.70%，假设 2022-2024 年的毛利率 11.25%/13.00%/15.00%。

基于上述假设和测算分别为：2022E/2023E/2024E：第三方仓储营收分别 5.50/6.05/6.53 亿元，同比增速分别为+12%/+10%/+8%；毛利率分别为 11.25%/13.00%/15.00%。

图表 68. 分拆业务盈利预测（人民币：亿元）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(亿元)	102.52	140.95	246.68	265.31	274.89	313.33
YOY(%)	8.54	37.49	75.02	7.55	3.61	13.98
总毛利(亿元)	11.97	16.49	24.76	29.98	32.62	37.82
毛利率(%)	11.68	11.70	10.04	11.30	11.87	12.07
国际海运营收(亿元)	39.56	48.33	117.30	107.73	85.16	92.42
YOY(%)	13.32	22.17	142.70	(8.16)	(20.95)	8.53
毛利率(%)	8.21	6.79	6.27	6.53	6.63	6.73
毛利(亿元)	3.25	3.28	7.35	7.03	5.65	6.22
国际空运营收(亿元)	37.13	56.96	68.47	77.28	90.05	103.28
YOY(%)	3.24	53.41	20.20	12.86	16.53	14.70
毛利率(%)	12.03	10.27	12.77	11.69	11.58	12.01
毛利(亿元)	4.47	5.85	8.74	9.03	10.43	12.40
跨境电商物流营收(亿元)	2.31	18.98	37.75	51.09	63.98	75.51
YOY(%)		721.65	98.92	35.33	25.23	18.02
毛利率(%)	19.31	17.53	13.05	16.63	15.74	15.14
毛利(亿元)	0.45	3.33	4.93	8.50	10.07	11.43
特种物流营收(亿元)	5.52	7.47	9.77	12.70	15.88	19.05
YOY(%)	(3.45)	35.33	30.85	30.00	25.00	20.00
毛利率(%)	29.11	25.72	22.33	25.72	24.59	24.21
毛利(亿元)	1.61	1.92	2.18	3.27	3.90	4.61
工程物流营收(亿元)	1.37	1.53	2.37	3.08	3.85	4.62
YOY(%)	(20.94)	11.68	54.78	30.00	25.00	20.00
毛利率(%)	11.98	9.11	2.69	5.90	4.30	5.10
毛利(亿元)	0.16	0.14	0.06	0.18	0.17	0.24
第三方仓储营收(亿元)	4.50	4.75	4.91	5.50	6.05	6.53
YOY(%)	18.63	5.56	3.42	12.00	10.00	8.00
毛利率(%)	32.49	32.43	11.25	11.25	13.00	15.00
毛利(亿元)	1.46	1.54	0.55	0.62	0.79	0.98
其他(亿元)	1.88	2.57	6.11	7.94	9.93	11.91
YOY(%)	54.10	36.70	137.74	30.00	25.00	20.00
毛利率(%)	19.22	16.43	15.45	17.03	16.31	16.26
毛利(亿元)	0.36	0.42	0.94	1.35	1.62	1.94

资料来源：万得，中银证券

根据以上盈利预测结果，计算可得 2022-2024 年，预计公司分别实现营业收入 265.31 亿元、274.89 亿元、313.33 亿元，同比分别 7.55%、+3.61%、+13.98%。2022-2024 年，预计公司分别实现归母净利润 9.71 亿元、11.83 亿元、15.04 亿元，同比分别+16.04%、+21.83%、+27.17%。2022-2024 年，预计 EPS 分别为 0.74 元/股、0.90 元/股、1.15 元/股，对应 16 倍、13 倍、10 倍 PE。

图表 69. 盈利预测与估值数据 (人民币: 亿元)

单位: 亿元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	102.52	140.95	246.68	265.31	274.89	313.33
yoy(%)	8.54	37.47	75.02	7.55	3.61	13.98
归母净利润	3.51	5.30	8.37	9.71	11.83	15.04
yoy(%)	8.76	51.01	57.74	16.04	21.83	27.17
每股收益(EPS)	0.35	0.41	0.64	0.74	0.90	1.15
销售毛利率 (%)	11.68	11.70	10.04	11.30	11.87	12.07
销售净利率 (%)	3.43	3.76	3.39	3.66	4.30	4.80
净资产收益率(ROE, %)	8.98	12.28	17.25	16.14	17.50	19.52
市盈率(P/E)	34.23	29.33	18.59	16.02	13.15	10.34
市净率(P/B)	3.78	3.39	3.03	2.64	2.35	2.06

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止日为 2022 年 12 月 13 日

可比公司估值对比方面, 我们选取从事跨境物流服务业务的公司, 包括嘉诚国际、中国外运、顺丰控股、圆通速递等公司进行对比分析, 得到其 2022-2024 年平均 P/E 为 22 倍、17 倍、14 倍。对比华贸物流 2022-2024 年 P/E 分别为 16 倍、13 倍、10 倍, 公司估值处于相对合理区间。

图表 70. 可比公司相对估值

代码	简称	总市值(亿)	PE				ROE(%)			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
603535.SH	嘉诚国际	43.83	26.71	19.10	12.94	10.31	8.96	10.31	13.33	14.41
601598.SH	中国外运	270.70	8.93	7.11	8.59	8.18	11.22	12.89	9.25	9.09
002352.SZ	顺丰控股	2,814.74	79.21	42.49	30.77	23.80	5.15	7.49	9.41	11.03
600233.SH	圆通速递	718.41	27.24	19.14	16.00	13.65	9.31	14.43	15.01	15.31
	平均数		35.52	21.96	17.07	13.99	-	-	-	-
603128.SH	华贸物流	155.56	18.61	15.65	12.85	10.28	17.25	16.50	17.84	19.54

资料来源: 万得, 中银证券

注: 可比公司数据来自万得一致预测, 截止时间 2022 年 12 月 13 日

5 风险提示

- 1. 国际空运海运价格波动的风险：**后疫情时代集运供给和需求的大幅变化对运价波动影响产生的风险，中国出口贸易低于预期产生的风险，国际客机腹舱恢复带来运力急剧回升产生的风险。
- 2. 跨境物流需求不及预期的风险：**跨境电商物流业务增长的上游驱动主要来自于跨境电商的消费需求，疫情催化海外主要国家线上消费需求，但若疫情过后线上电商消费需求大幅回落，将产生需求低于预期的风险。
- 3. 国际贸易形势变化产生的风险。**经济全球化推动跨国商品与服务贸易及资本流动规模和形式的增加，但是当前部分国家出现逆全球化以及贸易保护等不利于跨国商品及服务贸易流动的情况，可能对公司跨境电商业务形成不利影响。
- 4. 并购商誉发生减值：**公司主要通过积极外延并购战略获取优质资源、拓展业务布局，因而积累较为大量的并购商誉。如果并购标的后续发生无法实现业绩承诺等事项，则可能触发商誉减值测试，如果导致商誉减值，则会对业绩造成负面影响。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	14,095	24,668	26,531	27,489	31,333
销售成本	(12,455)	(22,202)	(23,548)	(24,241)	(27,568)
经营费用	(857)	(1,189)	(1,570)	(1,590)	(1,721)
息税折旧前利润	783	1,276	1,413	1,658	2,044
折旧及摊销	(64)	(94)	(99)	(95)	(89)
经营利润(息税前利润)	719	1,182	1,315	1,563	1,955
净利息收入/(费用)	(39)	(56)	(81)	(50)	(20)
其他收益/(损失)	44	62	51	51	51
税前利润	719	1,190	1,278	1,556	1,979
所得税	(143)	(257)	(276)	(336)	(427)
少数股东权益	46	96	31	38	48
净利润	530	837	971	1,183	1,504
核心净利润	529	837	971	1,183	1,504
每股收益(人民币)	0.405	0.639	0.741	0.903	1.149
核心每股收益(人民币)	0.404	0.639	0.742	0.903	1.149
每股股息(人民币)	0.243	0.226	0.283	0.345	0.438
收入增长(%)	37	75	8	4	14
息税前利润增长(%)	75	64	11	19	25
息税折旧前利润增长(%)	66	63	11	17	23
每股收益增长(%)	17	58	16	22	27
核心每股收益增长(%)	16	58	16	22	27

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,508	1,666	1,791	2,164	2,209
应收帐款	2,821	4,508	5,503	4,870	6,953
库存	14	29	158	34	184
其他流动资产	118	334	0	344	47
流动资产总计	4,994	7,253	8,219	27,019	32,048
固定资产	628	660	609	531	453
无形资产	180	289	278	268	258
其他长期资产	312	575	392	44,525	51,155
长期资产总计	1,120	1,523	1,279	45,325	51,865
总资产	7,503	10,523	11,233	74,071	85,638
应付帐款	1,596	2,430	2,209	2,567	2,865
短期债务	100	217	566	0	0
其他流动负债	716	1,108	1,376	39,132	45,614
流动负债总计	2,412	3,755	4,151	41,699	48,479
长期借款	176	969	597	0	0
其他长期负债	224	390	279	25,395	29,205
股本	1,310	1,310	1,310	1,310	1,310
储备	3,431	3,986	4,587	5,318	6,249
股东权益	4,741	5,296	5,896	6,628	7,559
少数股东权益	105	279	310	348	396
总负债及权益	7,503	10,523	11,233	74,071	85,638
每股帐面价值(人民币)	3.62	4.04	4.50	5.06	5.77
每股有形资产(人民币)	3.48	3.82	4.29	4.86	5.58
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.94)	(0.37)	(0.48)	(1.65)	(1.69)

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	719	1,190	1,278	1,556	1,979
折旧与摊销	64	94	99	95	89
净利息费用	39	56	81	50	20
运营资本变动	167	(847)	(387)	154	(972)
税金	(97)	(160)	(276)	(336)	(427)
其他经营现金流	(137)	(77)	(297)	491	(78)
经营活动产生的现金流	755	256	497	2,011	612
购买固定资产净值	5	109	27	0	0
投资减少/增加	(42)	(410)	27	27	27
其他投资现金流	(21)	(376)	(54)	0	0
投资活动产生的现金流	(58)	(677)	(0)	27	27
净增权益	(318)	(296)	(370)	(451)	(574)
净增债务	(226)	1,005	(93)	(1,162)	0
支付股息	318	296	370	451	574
其他融资现金流	(102)	(345)	(278)	(501)	(594)
融资活动产生的现金流	(328)	660	(372)	(1,664)	(594)
现金变动	369	239	125	373	45
期初现金	1,149	1,508	1,666	1,791	2,164
公司自由现金流	697	(421)	497	2,037	638
权益自由现金流	511	640	484	925	658

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.6	5.2	5.3	6.0	6.5
息税前利润率(%)	5.1	4.8	5.0	5.7	6.2
税前利润率(%)	5.1	4.8	4.8	5.7	6.3
净利率(%)	3.8	3.4	3.7	4.3	4.8
流动性					
流动比率(倍)	2.1	1.9	2.0	0.6	0.7
利息覆盖率(倍)	18.3	21.1	16.2	31.2	97.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.1	1.9	1.9	0.6	0.7
估值					
市盈率(倍)	29.3	18.6	16.0	13.2	10.3
核心业务市盈率(倍)	29.4	18.6	16.0	13.1	10.3
市净率(倍)	3.3	2.9	2.6	2.3	2.1
价格/现金流(倍)	20.6	60.8	31.3	7.7	25.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.3	11.8	10.6	8.1	6.5
周转率					
存货周转天数	1.1	0.3	1.4	1.4	1.4
应收帐款周转天数	69.1	54.2	68.9	68.9	68.9
应付帐款周转天数	33.2	29.8	31.9	31.7	31.6
回报率					
股息支付率(%)	60.0	35.4	38.1	38.1	38.1
净资产收益率(%)	11.8	16.7	17.4	18.9	21.2
资产收益率(%)	8.3	10.3	9.5	2.9	1.9
已运用资本收益率(%)	2.7	3.5	3.4	4.1	5.0

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