

把握跨境红利系列（二）： 中国电商强势出海，跨境物流迎来投资机遇

评级：推荐(维持)

祝玉波(证券分析师)

S0350523120005

zhouyb01@ghzq.com.cn

李跃森(证券分析师)

S0350521080010

liys05@ghzq.com.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
物流	6.3%	-4.5%	-21.4%
沪深300	6.9%	5.0%	-9.3%

相关报告

《2024年快递行业投资策略：加盟快递优选龙头，直营快递静待拐点（推荐）*物流*李跃森，祝玉波》——2024-02-17

《物流行业动态研究：“合同+社保”规范快递行业用工制度，重视政策催化下行业潜在变化（推荐）*物流*祝玉波，李跃森》——2024-01-24

《2024年电商快递行业投资策略：量、价、本、利平衡难度加大，优选高胜率标的（推荐）*物流*许可，祝玉波》——2023-12-18

重点公司代码	股票名称	3月12日股价	EPS			PE			投资评级
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
601156.SH	东航物流	15.64	2.29	1.47	1.92	6.66	10.63	8.15	买入
601598.SH	中国外运	5.70	0.55	0.54	0.58	6.98	10.64	9.89	买入
603128.SH	华贸物流	7.40	0.69	0.61	0.72	15.57	12.07	10.34	买入
603535.SH	嘉诚国际	15.32	0.73	0.88	1.19	24.48	17.60	12.85	增持

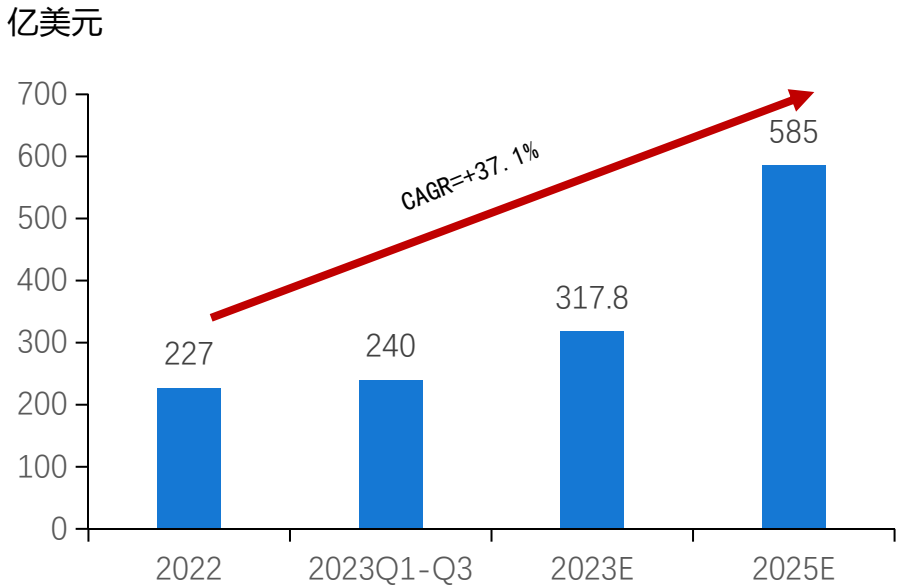
- ◆ **跨境电商物流全链条受益，尽享三重红利。**在品牌出海的背景下，我国跨境电商平台迎来快速发展，为跨境电商物流带来增长、价格、模式升级三重红利。其中，仓储及快递快运业务或享受较多增长红利，供给约束性较强的赛道是运力（价格红利），货代企业模式升级亦带来投资价值（模式升级）。
- ◆ **跨境电商物流“点”、“线”、“面”三环节迎来投资机会。**从企业的组织形式和业务模式来看，跨境电商物流企业可划分为“点”、“线”、“面”三类企业。① **“点”环节——仓储：**仓储是资源属性较强的环节，不管国内仓还是海外仓，都能诞生小而美的资源型企业。仓储企业只需在核心监管区、港口或机场掌握仓库资源，就可享受行业需求不断释放所带来的增长红利。② **“线”环节——运力、货代：**运力的红利主要来自于结构性红利，我国跨境电商平台在欧美发展迅猛，进而导致欧美航线运力需求增大，推动运价上涨，为运力企业带来较大业绩弹性。货代的红利来源于商业模式升级，跨境电商物流独特的业务模式使得公司能够负责全流程的服务，包括头程的揽件、仓储以及尾程的中转、配送，更加复杂的环节以及多元化的需求为跨境电商物流带来更大的附加值，货代企业有望借助跨境电商来延伸价值链条，并提高直客占比。③ **“面”环节——快递：**通过整合或自建全流程资源，带来长期发展空间。
- ◆ **重点关注标的：**①**东航物流：**依托自有+东航腹仓运力，打造综合性航空物流服务体系。在欧美国际航班恢复率不足的情况下，2024年需求走强有望拉动周期重回上行通道，业绩弹性较大。②**中国外运：**国际领先的货代龙头，公司的电商业务及空运板块有望成为业绩的重要增长点，参股公司中外运敦豪也有望为公司贡献丰厚投资收益。③**华贸物流：**空运与跨境电商物流预计成为华贸物流的主要增长极，直客逻辑持续推进的背景下，空运与跨境电商物流有望为公司带来超预期的业绩弹性。④**嘉诚国际：**卡位跨境仓储资源，受益于跨境电商红利，新产能快速去化贡献增量，2024年业绩预计迎来较大增长。

- ◆ **投资建议：**鉴于跨境电商物流各个环节均存在布局机会，维持行业“推荐”评级。
- ◆ **①东航物流：**我们预计东航物流2023-2025年营业收入分别为199.55亿元、240.53亿元与267.02亿元，归母净利润分别为23.36亿元、30.47亿元与35.76亿元，2023-2025年对应PE分别为10.63倍、8.15倍与6.94倍。在跨境电商红利下，航空货运需求有明显边际变化，运价上涨提高公司业绩弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **②中国外运：**我们预计中国外运2023-2025年营业收入分别为991.67亿元、1083.57亿元与1144.11亿元，归母净利润分别为39.06亿元、42.04亿元与43.69亿元，2023-2025年对应PE分别为10.64倍、9.89倍与9.52倍。跨境电商物流景气上行，货代企业有望借助跨境电商来延伸价值链条，同时，参股公司中外运敦豪也有望为公司贡献丰厚投资收益，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **③华贸物流：**我们预计华贸物流2023-2025年营业收入分别为137.62亿元、160.43亿元与179.17亿元，归母净利润分别为8.09亿元、9.44亿元与10.37亿元，2023-2025年对应PE分别为12.07倍、10.34倍与9.41倍。跨境电商物流景气上行，货代企业有望借助跨境电商来延伸价值链条，维持“买入”评级。
- ◆ **④嘉诚国际：**我们预计嘉诚国际2023-2025年营业收入分别为13.11亿元、15.92亿元与18.01亿元，归母净利润分别为2.03亿元、2.78亿元与3.18亿元，2023-2025年对应PE分别为17.60倍、12.85倍与11.23倍。跨境电商物流景气上行，新产能快速去化贡献增量，2024年业绩预计迎来较大增长。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**跨境电商出海不及预期；跨境电商海外政策风险；欧美航线客机航班恢复超预期；跨境电商平台议价能力变强从而削弱物流企业盈利能力；跨境电商发展海外仓可能导致航空货运需求低于预期；国内国际市场不可完全对比；重点关注公司业绩不达预期的风险。

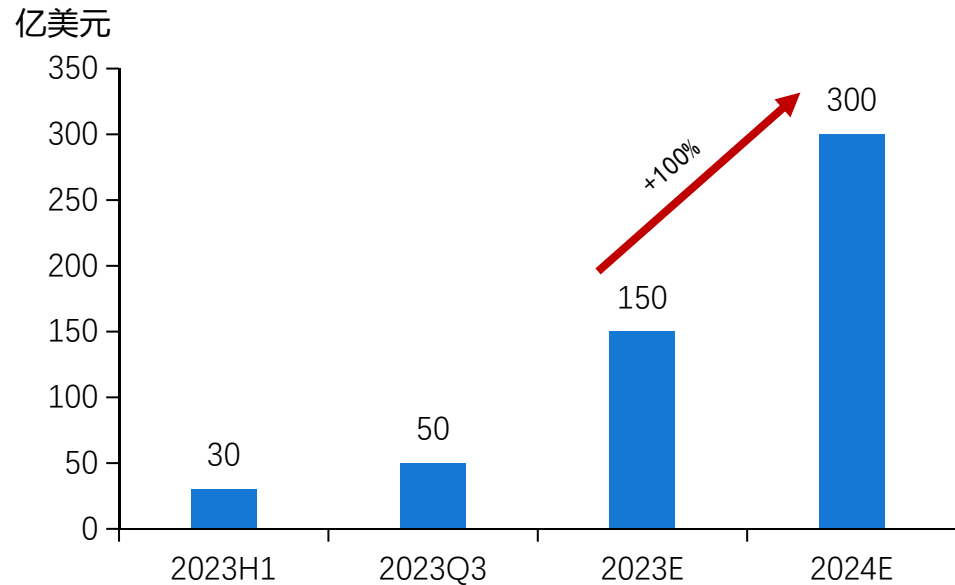
一、跨境电商红利，跨境物流各环节受益

- ◆ 跨境电商物流的第一个增长红利——品牌出海。
- ◆ 电商品牌出海的代表——SHEIN、TEMU：SHEIN在2022年已经实现227亿美元的营收，据SHEIN在2023年年初向投资者披露的官方文件，2025年目标营收相比2022年翻一番，达到585亿美元。据36氪，2023年H1，TEMU的GMV逼近30亿美元，第三季度已突破50亿美元，叠加“黑五”和圣诞节效应，大概率超额完成2023年150亿美元的GMV目标，同时TEMU制定的2024年GMV目标为300亿美元，增长目标较高。
- ◆ 品牌出海的背景下，我国跨境电商平台迎来快速发展，这也将为跨境电商物流带来发展红利。

图表：SHEIN2025年目标营收为585亿美元，对应+37.1%的CAGR(2022-2025)



图表：2024年，TEMU的GMV预计突破300亿美元



1.2 跨境电商物流全链条受益，尽享三重红利（增长、价格、模式红利）

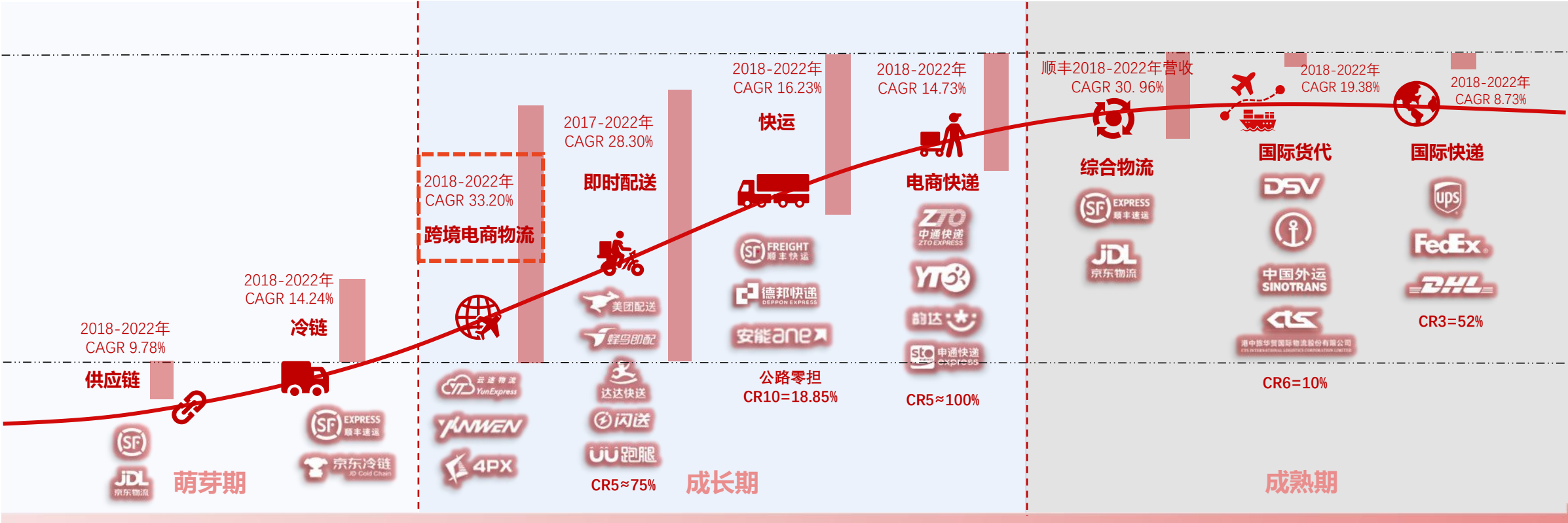
图表：以广州至洛杉矶为例——跨境电商物流全流程示意图



1.3 增长红利：跨境电商物流是大物流赛道中稀缺的红利赛道

跨境电商物流在整个大物流增速中，具有明显的增长红利，2018-2022年CAGR达到33.20%，远高于电商快递14.73%、快运16.23%的CAGR增速。

图表：生命周期——我国跨境电商物流正处于成长期早期

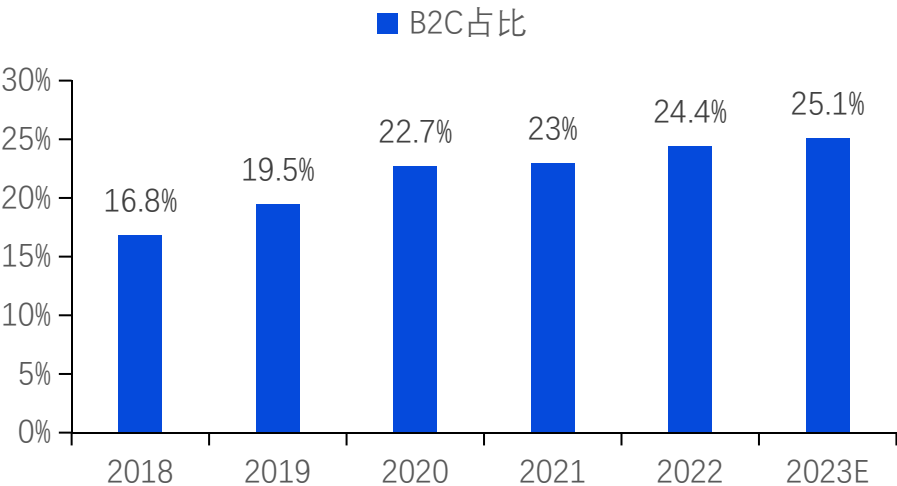


行业生命周期所处阶段

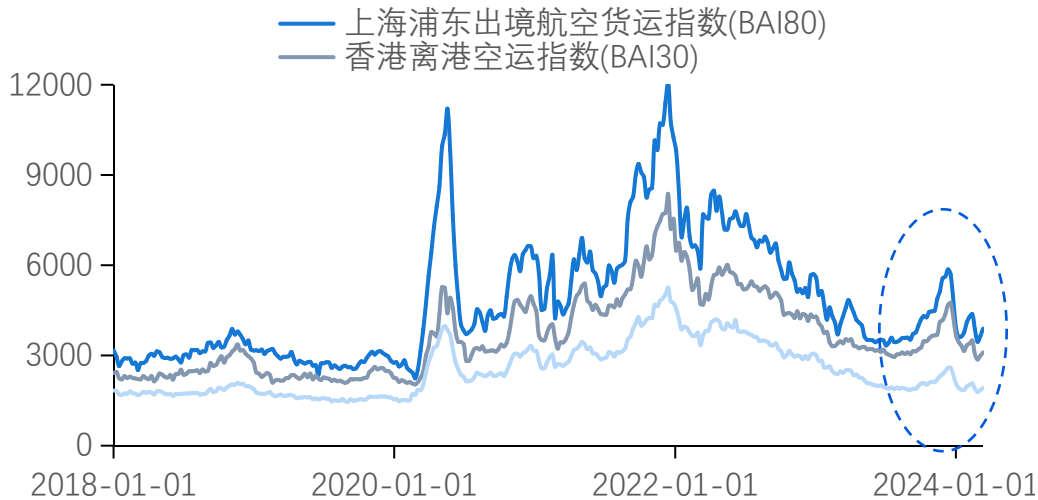
注1：2018-2022年供应链CAGR通过测算中国一体化供应链物流支出得出，2018-2022年国际货代与国际快递CAGR通过测算行业内主要公司营收得出，其余板块均按以收入计的市场规模测算得出。
注2：顺丰因并购嘉里物流导致营收增速较快；2021-2022年集装箱运价处于历史高位，导致国际货代收入涨幅明显。
注3：测算详见《极兔速递（1519.HK）：从本土到跨境，开启第二增长曲线》（2024/1/26）

1.4 价格红利：B2C结构提升，航空货运需求景气上行

图表：中国跨境电商B2C模式占比稳步提升



图表：航空货运需求增加带动运价上行



图表：低成本、中时效、高服务是B2C供应链的典型特点

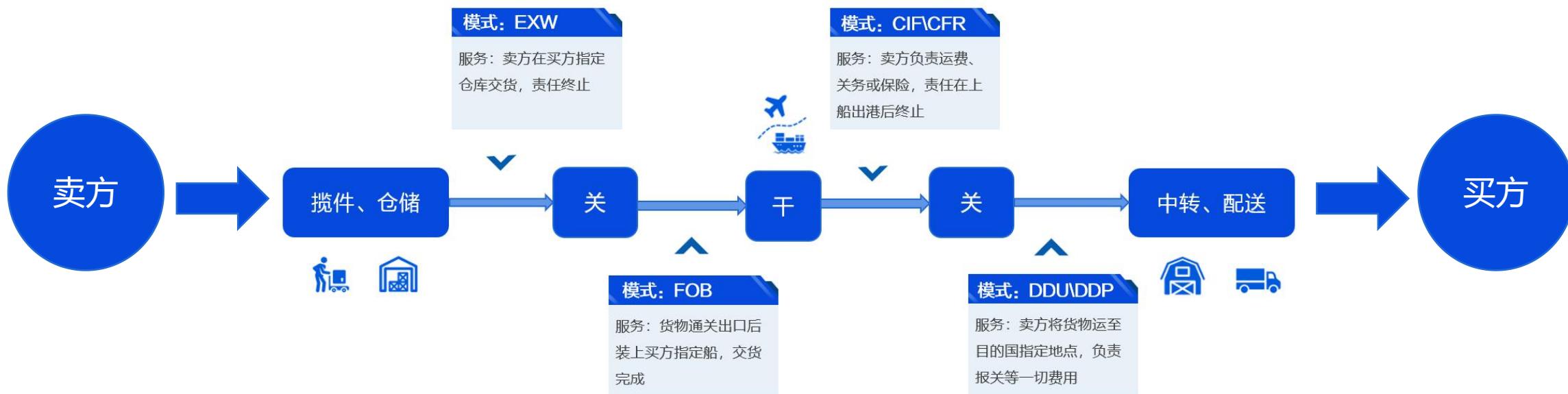
跨境电商平台	商品 价格	标准配送					快速配送				
		配送价格	配送时 长	准时率	配送公司	配送方式	配送价格	配送 时长	准 时 率	配 送 公 司	配 送 方 式
TEMU	\$11.98	免费	7-12天	78.8%的 概率小于等 于11天	USPS、UPS、 OnTrac、 LaserShip、 DHL eComme rce 等	上门配送	1、订单小于\$129时运费为 \$12.9 2、订单金额大于等于\$129时 免费	4-9天	75%的 概率小 于等于 8天	UPS、 DHL、 FedEx	上门 配送
SHEIN	\$19.00	免运费	8-9天	/	/	上门配送	1、订单金额小于等于\$80.00 时运费为\$3.00 2、订单金额超过\$80.00时免 运费	6-8天	/	/	上门 配送

注：在TEMU和SHEIN官网搜索的商品均为女士裙装，搜索日期为2024.01.28

1.5 模式红利：商业模式升级红利

- ◆ 跨境电商物流的第三个增长红利——商业模式升级。
- ◆ 传统EXW、FOB、CIF、DDU等模式：传统国际贸易业务模式分为四组——“E”组（卖方仅在指定地点备货）、“F”组（卖方需将货物交至买方指定承运人）、“C”组（卖方签订运输合同但责任在装船启运后终止）与“D”组（卖方承担货物运至目的国的所有费用与风险）。传统的跨境运输模式下，货代公司所负责环节都很少（比如FOB只负责国内的“仓”到“关”的流程；CIF在FOB的基础上多了“干”以及货物的保险），较少的环节意味着较低的附加值，只能赚一部分的钱。
- ◆ 跨境电商物流模式：跨境电商物流独特的业务模式使得公司能够负责全流程的服务，包括头程的揽件、仓储以及尾程的中转、配送，更加复杂的环节以及多元化的需求为跨境电商物流带来更大的附加值。

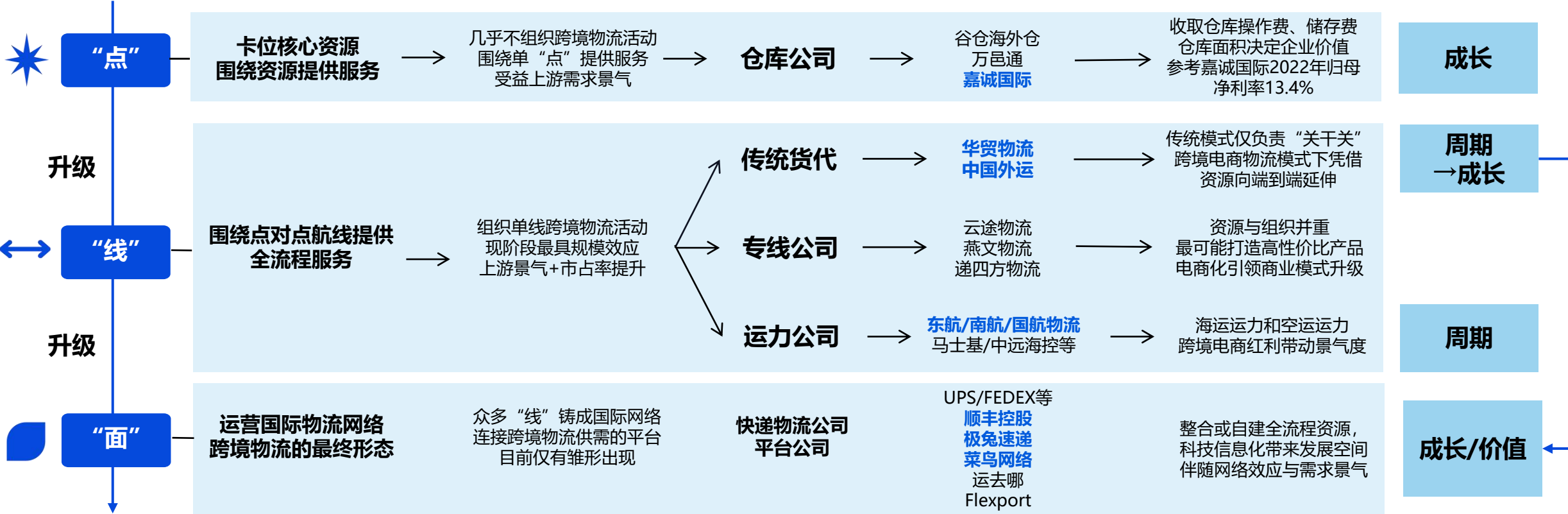
图表：跨境电商物流涉及环节多于传统国际贸易业务模式



1.6 跨境物流三类企业：“点”、“线”、“面”企业

◆ 从企业的组织形式和业务模式来看，跨境电商物流企业可划分为“点”、“线”、“面”三类企业。当下，跨境电商物流面对三重红利，仓储及快递业务或享受较多增长红利，供给约束性较强的赛道是运力（价格红利），货代企业模式升级亦带来投资价值（模式升级红利）。

图表：“点、线、面”——中国跨境电商物流企业图谱



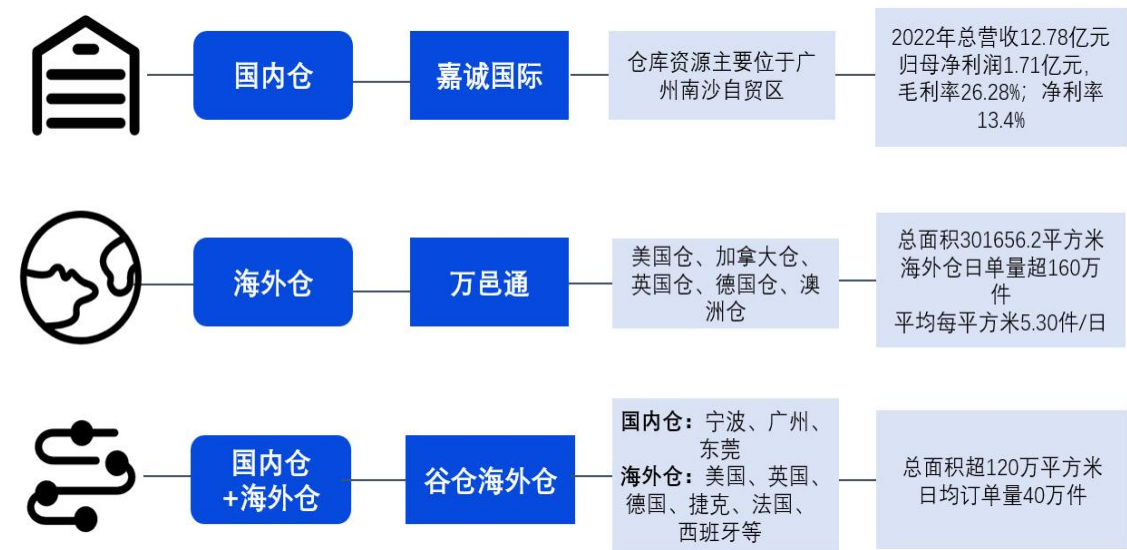
资料来源：，谷仓官网，万邑通官网，嘉诚国际官网，并
澎湃新闻，中国物流与采购联合会，国海证券研究所

二、各环节投资机会解析

2.1 仓储环节（点）—国内仓储：产业集中，聚焦华南

- 跨境电商物流七大环节中，仓、关是资源属性最强的两大环节，不管国内仓还是海外仓，都能诞生小而美的资源型企业。
- 2022年国内跨境电商物流需求主要集中在广东省（据广东省商务厅数据，2022年全省跨境电商进出口总值占全国31%）、山东省、浙江省、福建省、江西省。需求端的区域集中性为资源型企业创造了优渥的成长土壤，“点”型企业只需在核心监管区、港口或机场掌握仓库资源，就可享受行业需求不断释放所带来的增长红利。

图表：“点”型企业把握仓库资源



注：资料截至2022年

图表：2022年国内跨境电商物流需求主要集中于东南沿海核心区域

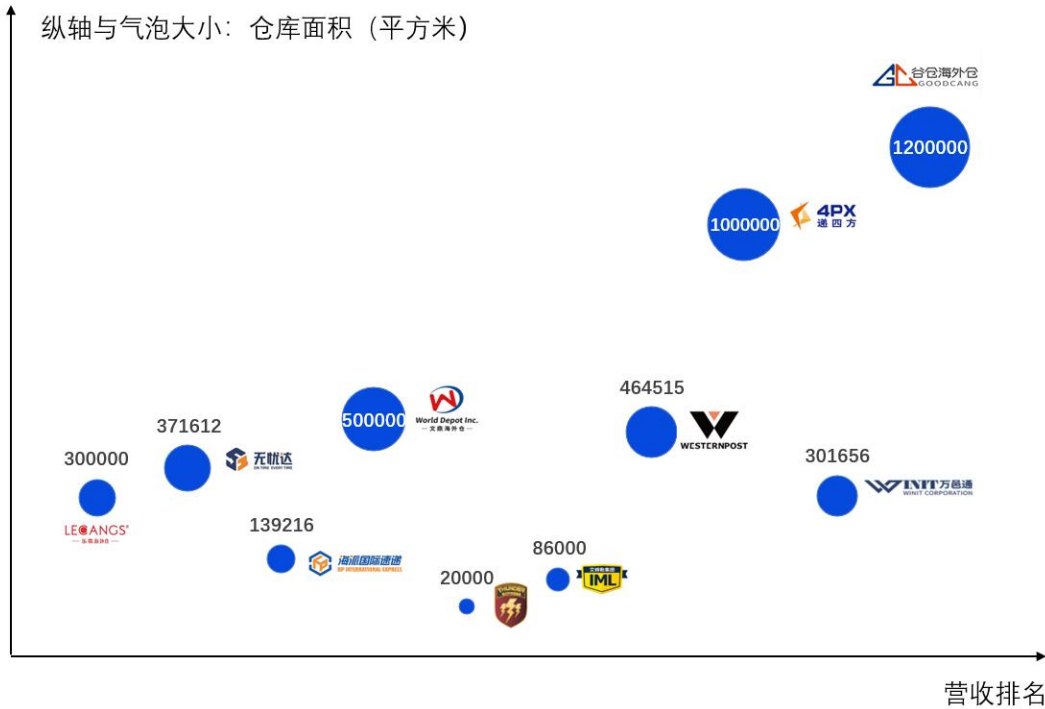


注：数值为2022年跨境电商进出口总额

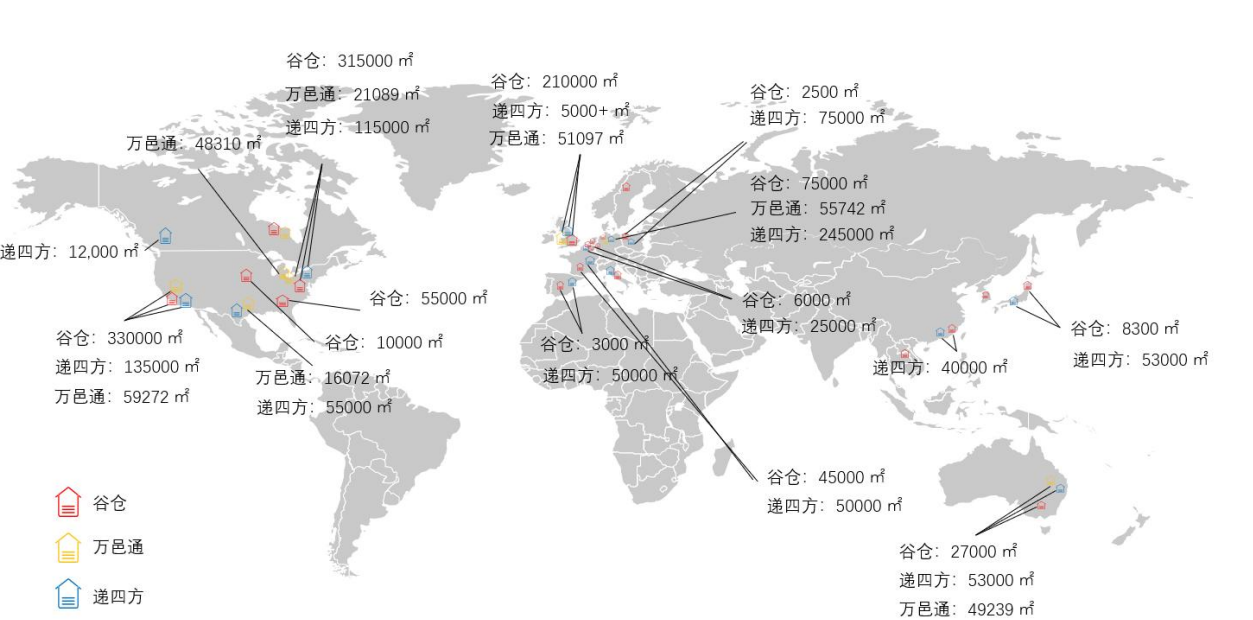
2.1 仓储环节（点）—海外仓：美欧发力，格局分散

- ◆ 根据跨境电商物流百晓生公众号，2022年海外仓企业营收前十为谷仓海外仓（纵腾集团海外仓）、万邑通（海外仓）、递四方速递（国内仓+海外仓）、西邮智仓以及艾姆勒（海外仓）等企业，可见，营收规模与仓库面积呈正相关；2022年海外仓TOP10营收合计约184亿元，整体规模较小。

图表：2022年海外仓企业仓库面积与营收排名相关性较强



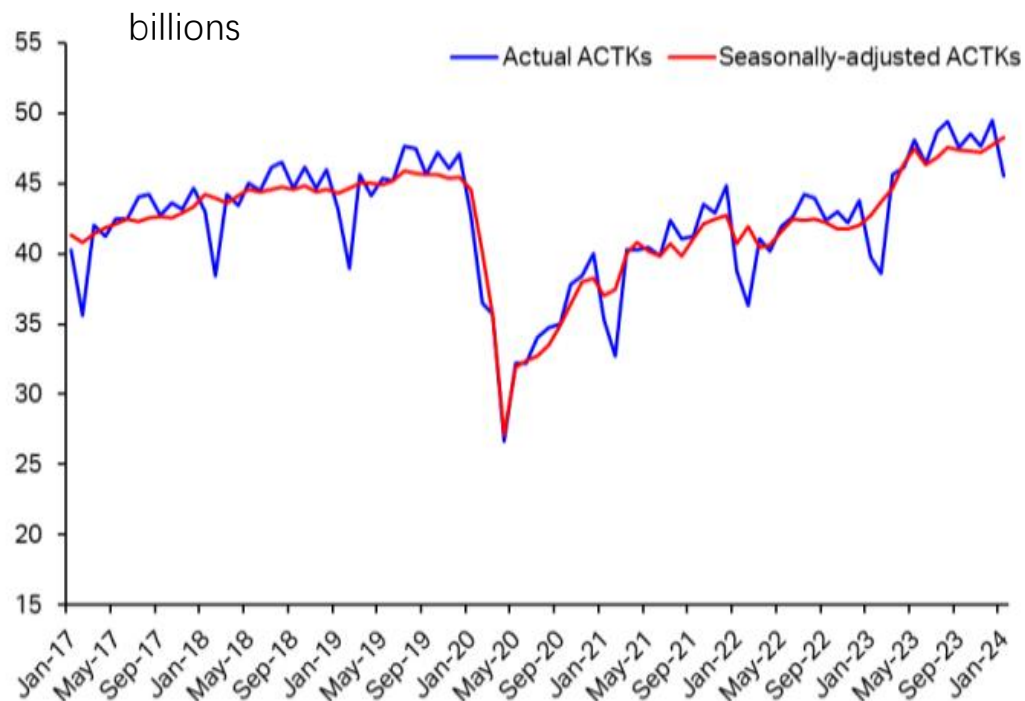
图表：截至2022年，谷仓、万邑通、递四方海外仓布局情况



2.2 运力（线）：全球航空供给在疫情后已基本恢复

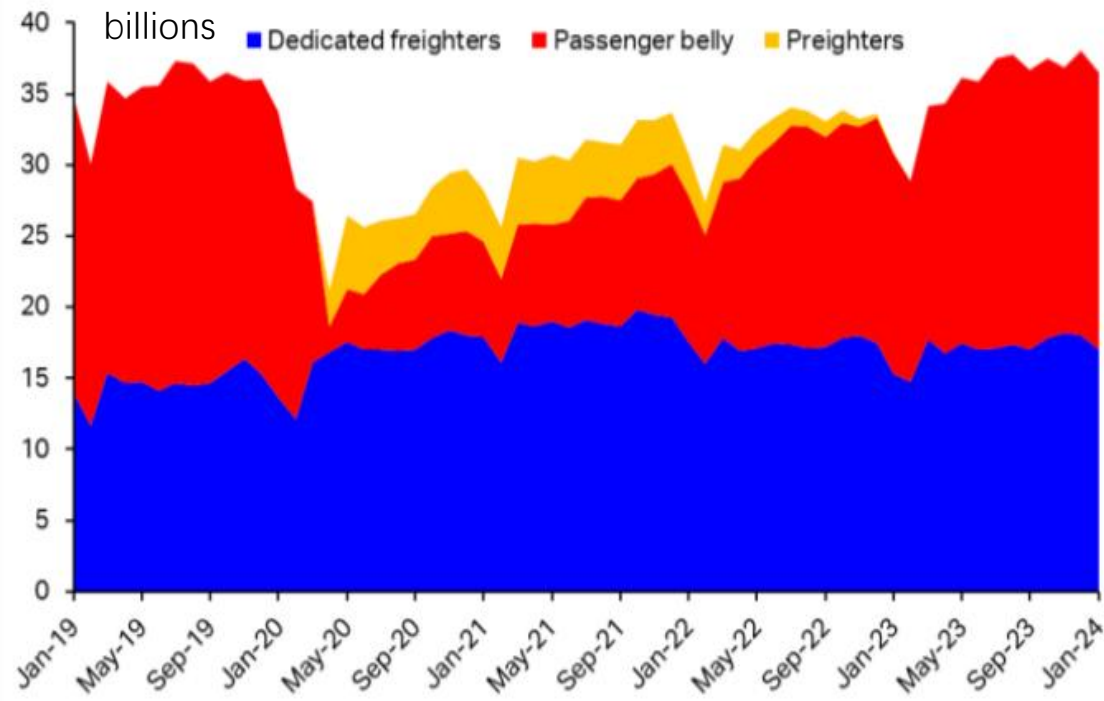
- ◆ 据IATA，2024年1月，全球航空可用货物吨公里达456亿，分别较2019年、2022年增长5.5%、14.6%。
- ◆ 供给侧运力的大幅增长得益于客机腹舱运力的快速修复。据IATA，2024年1月客机腹舱ACTK较2023年1月增长25.8%，2024年1月全货机ACTK较2023年1月增长11.2%。

图表：2024年1月全球ACTKs较2019年、2022年分别增长5.5%、14.6%



注：时间段为2017.1-2024.1

图表：2024年1月，客机腹舱ACTK较2023年1月增长25.8%

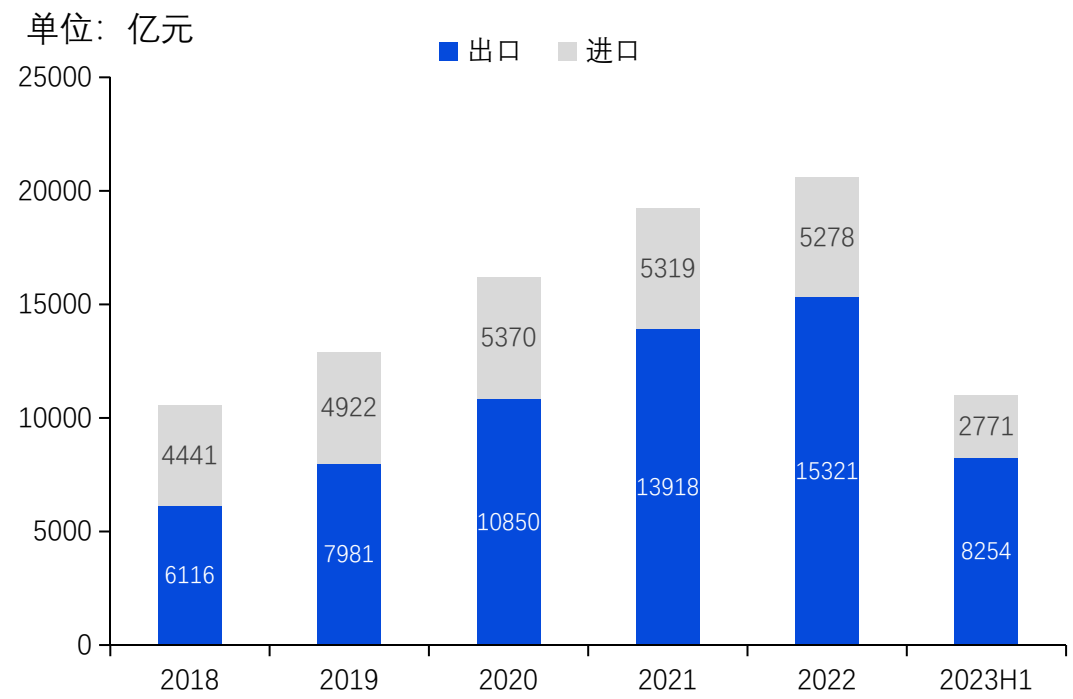


注：时间段为2019.1-2024.1

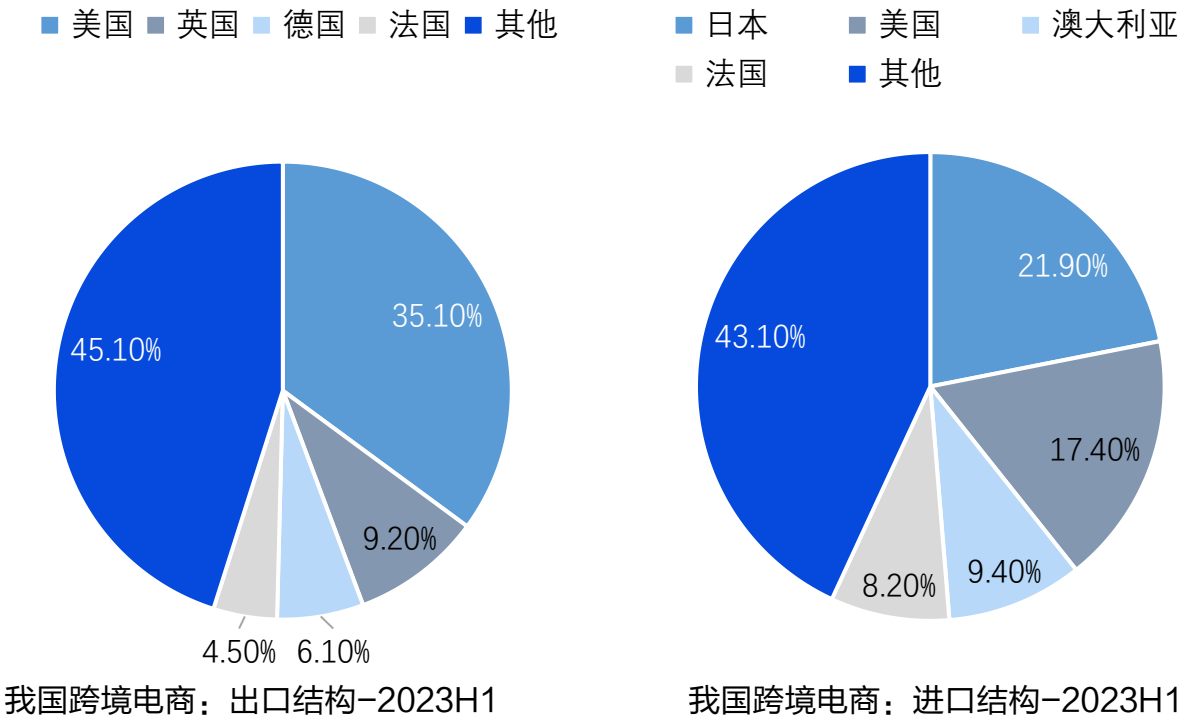
2.2 运力（线）：红利源于结构性，我国跨境电商出口端美国市场独占鳌头

- 据中国海关统计，2023年上半年，我国跨境电商进出口规模约1.1万亿元，较上年同期（下同）增长16.6%，增速加快13.7个百分点，占同期我国货物贸易进出口总值的5.5%，比重提升0.7个百分点。其中，出口约8254亿元，增长20.6%，占同期我国出口总值的7.2%；进口约2771亿元，增长6.2%，占我国进口总值的3.2%。
- 从地域分布来看，2023H1，出口端美国市场占我国跨境电商出口总额的35.1%，英国市场、德国市场、法国市场分别占9.2%、6.1%、4.5%；进口端日本市场占我国跨境电商进口总额的21.9%，美国市场、澳大利亚市场、法国市场分别占17.4%、9.4%、8.2%。

图表：2023H1我国跨境电商出口约8254亿元，同比增长20.6%



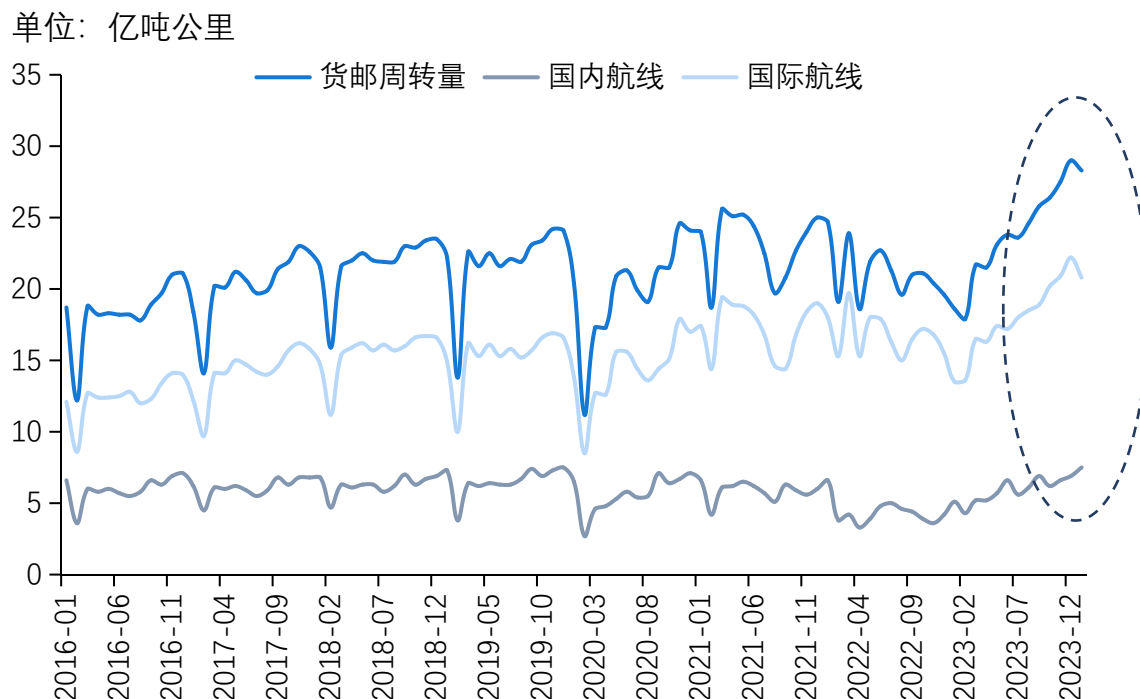
图表：2023H1出口端美国市场占我国跨境电商出口总额的35.1%



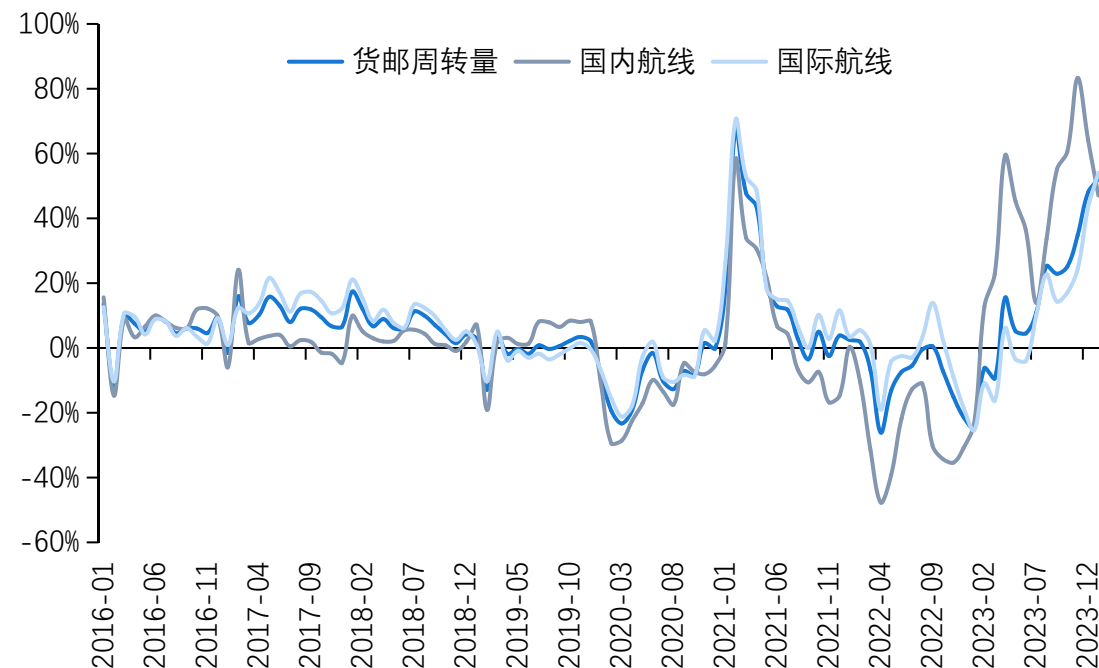
2.2 运力（线）：货运需求新高，2023年年底出现翘尾

- ◆ 据我国民航局数据，我国航空货邮周转量整体已恢复至超2019年同期水平，2024年1月单月货邮周转量达28.3亿吨公里，领先2019年同期9.7亿吨公里。其中国际航线达20.8亿吨公里，占比73.5%。
- ◆ 从同比增速来看，自2023年1月起我国国际航线货邮周转量同比降幅收窄，2023年7月同比增速转正，截至2024年1月已实现连续7月同比正增长。

图表：2024年1月我国航空货邮周转量整体恢复超2019年同期水平



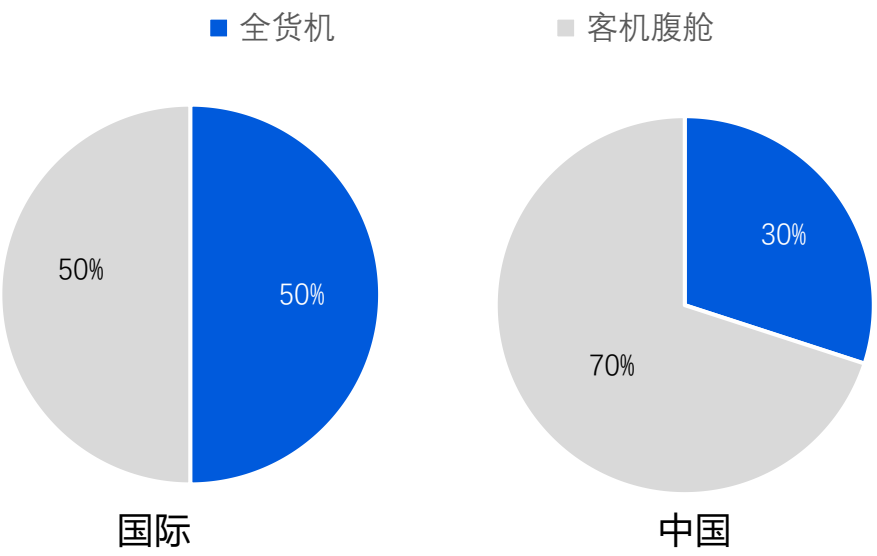
图表：2023/7-2024/1，我国国际航线航空货邮周转量7月同比正增长



2.2 运力（线）：国际市场上全货机与客机腹舱货量各占五成（2023/1）

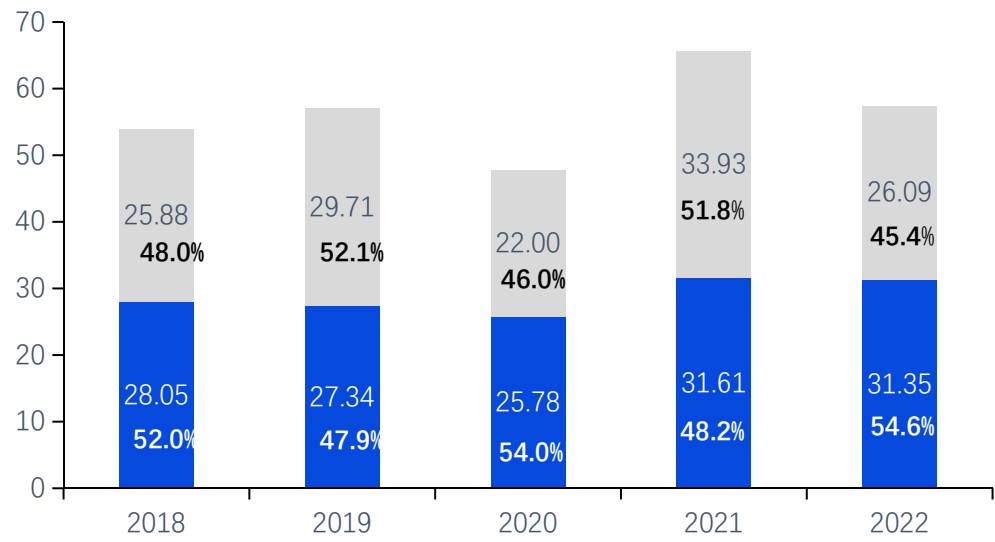
◆ **国际市场上客机腹舱货量约占5成**：据中国民航网，截至2023年1月，剔除疫情因素影响，国际航空货运市场上全货机和客机腹舱运输的货量各占50%；而在中国航空货运市场上全货机运输的货量约占30%，客机腹舱运输的货量约占70%，客机腹舱在航空货运中具有重要地位。

图表：截至2023年1月，剔除疫情因素影响，国际航空货运市场上全货机和客机腹舱运输的货量各占50%



图表：2018-2022年东航物流全货机运输总周转量与客机腹舱总周转量

单位：亿吨公里 ■ 全货机运输总周转量 ■ 客机腹舱总周转量



2.2 运力（线）：较2019年同期，2024年1月中美线客机腹仓整体仅恢复19.2%

- ◆ 据航班管家数据，截至2024年1月，国际航线整体航班量恢复至2019年同期65.7%。
- ◆ 其中中国赴美国航班量为285班，相当于2019年同期19.2%；中国赴欧洲航班量为2259班，相当于2019年同期86.4%。目前中美线恢复率较低。

图表：2024年1月中国飞往主要国家/地区/区域航班量及恢复率

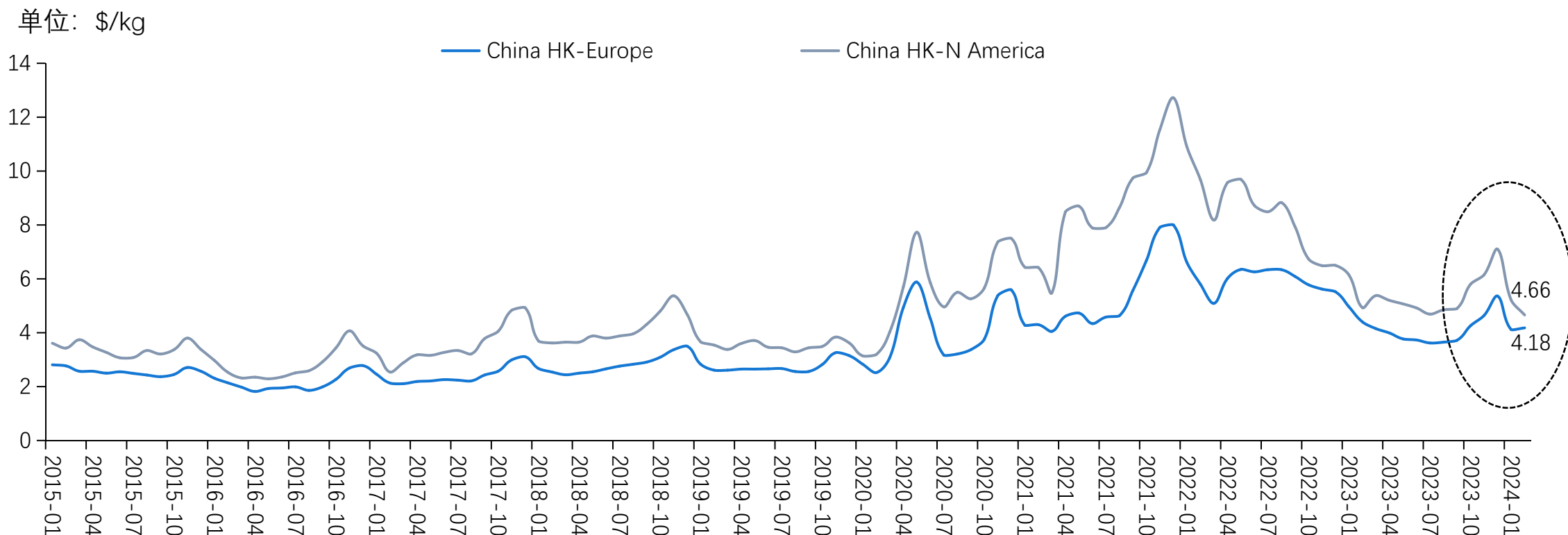


数据口径: 国际出港航班(单程), 恢复率=当期航班量/2019年同期航班量

2.2 运力（线）：干线环节，周期仍有上行空间

- ◆ 2023年9月起，在跨境电商红利下，航空货运需求有明显边际变化，但供给（尤其中国赴美国航班量）仍未完全恢复的背景下，供需差有望带来价格上涨。

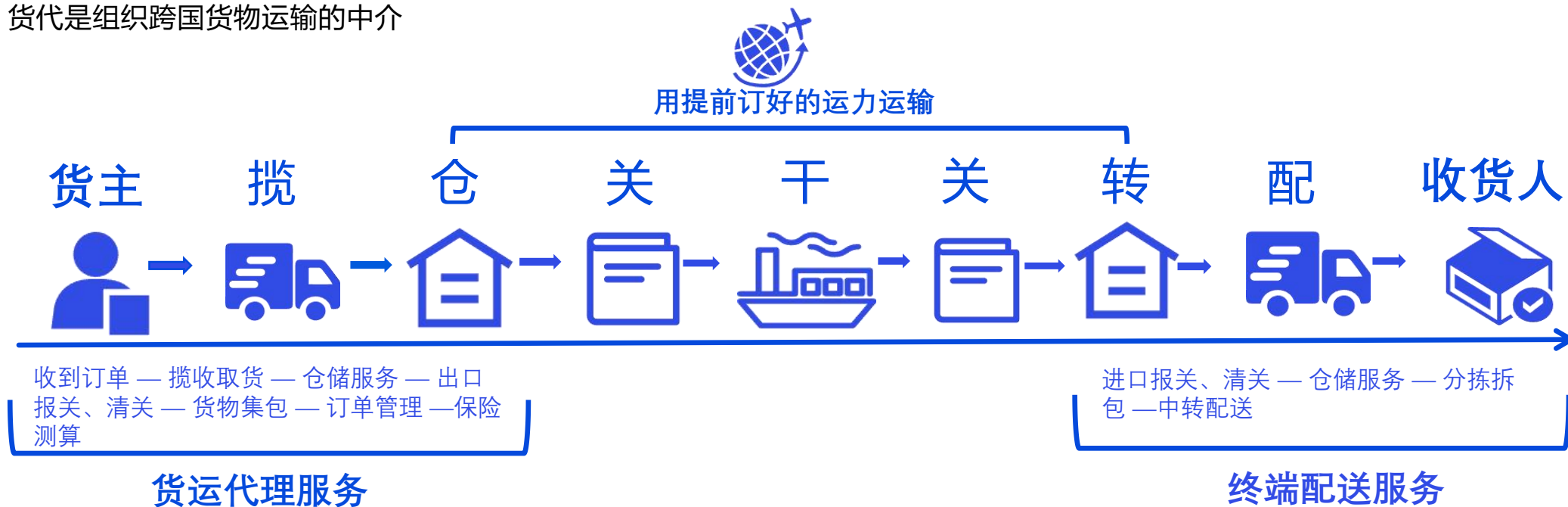
图表：2024年2月为传统淡季，运价小幅回落，中国香港-欧洲、中国香港-北美航线货运运价分别为\$4.18/kg、\$4.66/kg



2.3 货代（线）：绑定客户，组织跨国货物运输的中介

- ◆ 货代，即国际货运代理，因为跨国货运链条复杂而诞生的行业。其定位是组织跨国货物运输的中介，“跨国”、“组织”、“中介”是货代行业的三个关键词。
- ◆ “跨国”：货代行业从事的是跨越国境的运输活动，需求与全球宏观景气度息息相关，同样也面对来自全球竞争对手的冲击。
- ◆ “中介”：轻资产、人力密集是行业的重要特征，作为对接上游运力以及下游货主的中间商，货代行业本质上更像一个服务行业，通过专业的团队服务上下游各行业的客户。
- ◆ “组织”：现代“货代”企业提供的早已不是简单的代订舱赚差价的服务，而是以代订舱服务为流量入口，以货物为中心，提供数据科技、供应链金融、报关、清关、仓储、运输、送货上门等一揽子服务，从而赚取服务费。

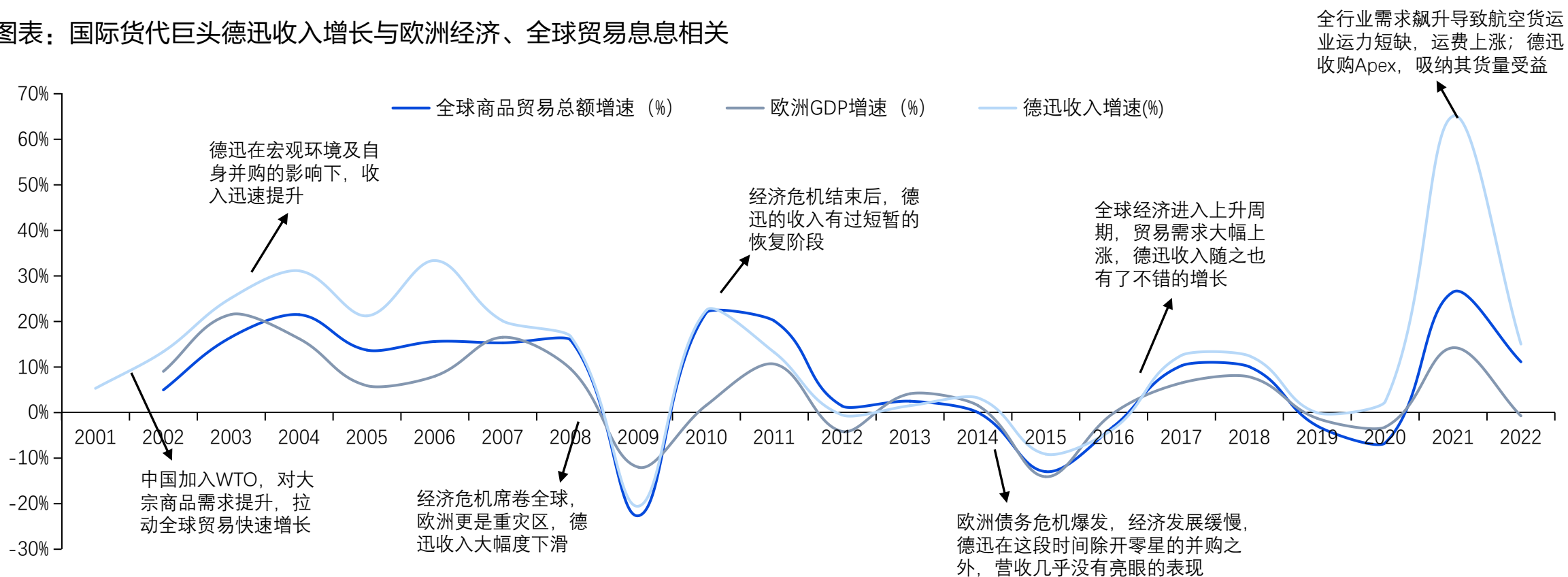
图表：货代是组织跨国货物运输的中介



2.3 货代（线）—需求：成熟市场，周期波动

- ◆ 货代是跨国贸易的派生产物，历史悠久，最早可追溯至明朝郑和下西洋运动。
- ◆ 贸易全球化以及各国经济的发展使货代行业拥有相应的成长空间，但服务于跨国贸易，也导致行业需求存在明显的宏观周期属性。
- ◆ 复盘全球货代龙头德迅的发展历程，其收入增速与GDP增速、全球商品贸易额增速成明显的正相关关系。2002-2008年的全球大宗商品周期是德迅成长的黄金时代。

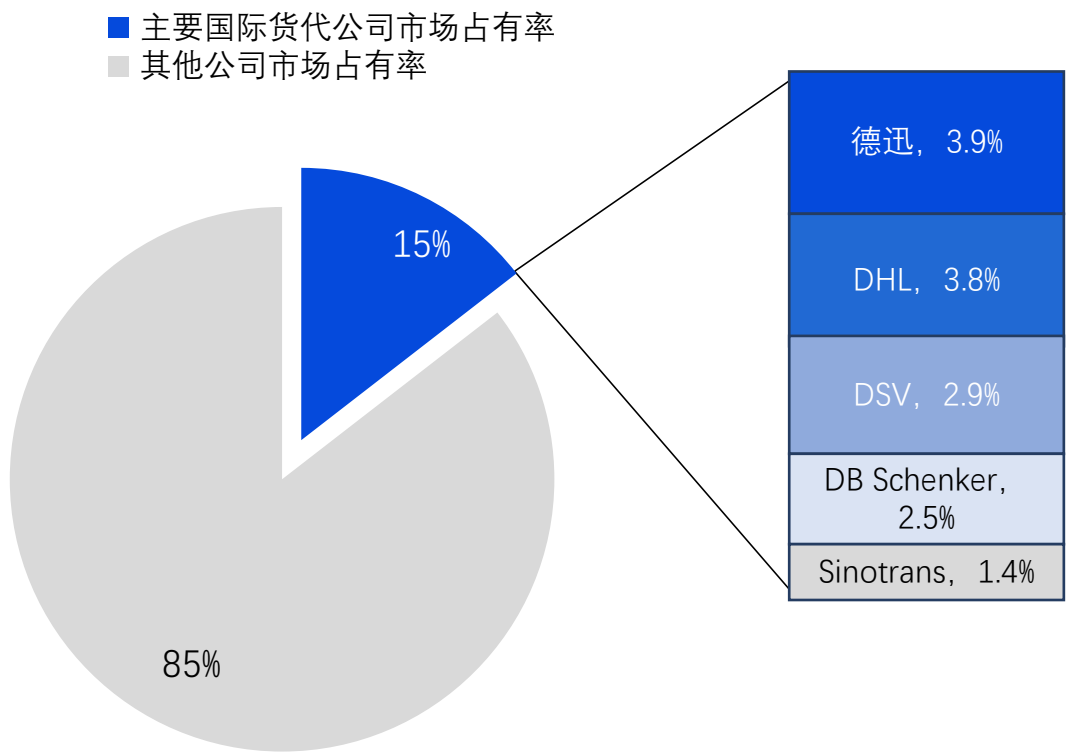
图表：国际货代巨头德迅收入增长与欧洲经济、全球贸易息息相关



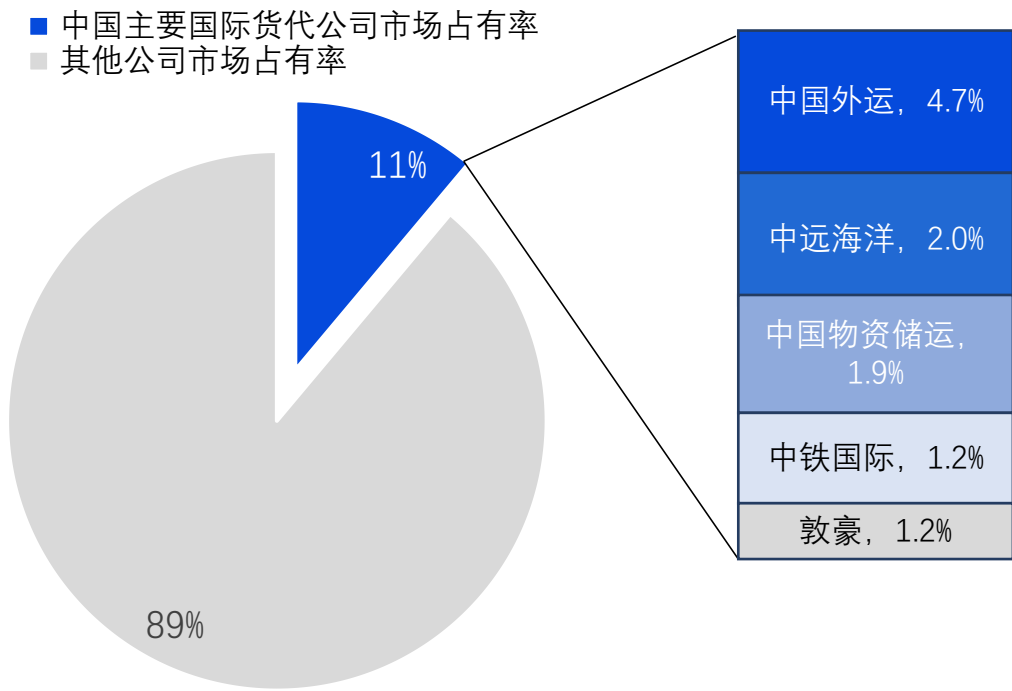
2.3 货代（线）—需求：格局高度分散，集中度提升困难

◆ 货代轻资产的商业模式规模、网络效应有限，超长的行业历史并未打造出寡头垄断的行业格局，货代行业呈现大空间、大公司、低集中度的业态。据尚普咨询公司与ARMSTRONG&ASSOCIATES，2022 年全球货代按收入计 CR5 为 15%，空、海运货代龙头DHL和德迅的市占率也分别只有3.8%、3.9%，剩余巨头企业市占率普遍在1%-3%，行业集中度低。据智研咨询，从2021年中国货代按收入计的市场规模统计数据来看，货代CR5为11%，前三名中国外运、中远海洋、中国物资储运市占率分别为4.7%、2.0%、1.9%，剩余巨头企业市占率普遍在1%左右。

图表：2022年，全球国际货运代理行业CR5为15%，市场分散



图表：2021年，中国国际货运代理行业CR5为11%，集中度低



2.3 货代（线）：商业模式升级红利

- ◆ 跨境电商物流的第三个增长红利——商业模式升级。
- ◆ 传统EXW、FOB、CIF、DDU等模式：传统国际贸易业务模式分为四组——“E”组（卖方仅在指定地点备货）、“F”组（卖方需将货物交至买方指定承运人）、“C”组（卖方签订运输合同但责任在装船启运后终止）与“D”组（卖方承担货物运至目的国的所有费用与风险）。传统的跨境运输模式下，货代公司所负责环节都很少（比如FOB只负责国内的“仓”到“关”的流程；CIF在FOB的基础上多了“干”以及货物的保险），较少的环节意味着较低的附加值，只能赚一部分的钱。
- ◆ 跨境电商物流模式：跨境电商物流独特的业务模式使得公司能够负责全流程的服务，包括头程的揽件、仓储以及尾程的中转、配送，更加复杂的环节以及多元化的需求为跨境电商物流带来更大的附加值。

图表：跨境电商物流涉及环节多于传统国际贸易业务模式



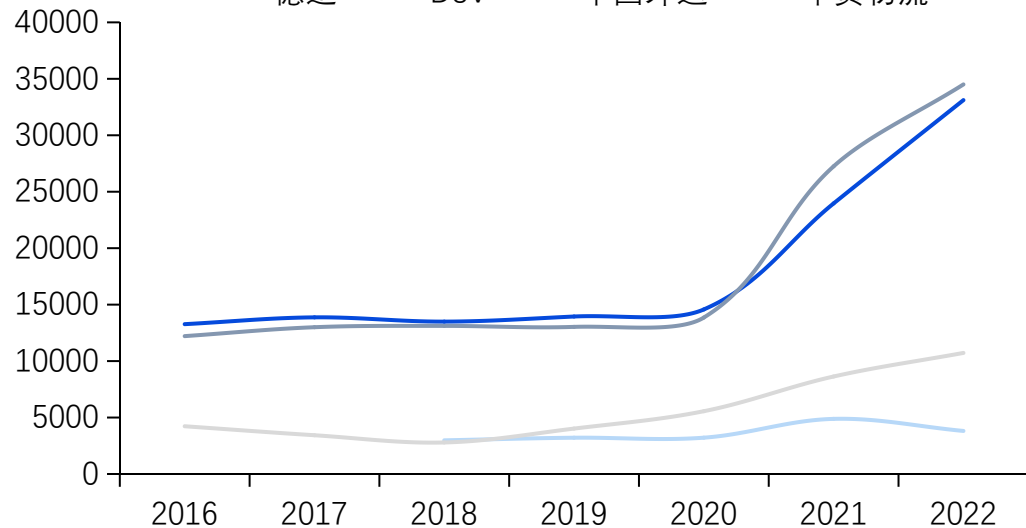
2.3 货代（线）—模式红利：向产业链要空间

- ◆ 仅仅是传统贸易模式的不同，货代企业的盈利空间就大不相同。由于中国早先在世界贸易产业链条中扮演的是代工、加工的角色，中国货代企业通常采用FOB提供运输服务，而国际货代则更多采用“C”组或“D”组提供服务；这导致国际货代巨头在空、海运业务上的单位营收要大幅高于国内货代（以DSV与中外运为例，2022年DSV空、海运货代单价分别是中外运的9倍和5倍）。
- ◆ 传统贸易业务模式下，国际货代凭借运输、保险、关务等环节的增加就可实现数倍的加价，而跨境电商物流模式提供端到端的全流程服务，其盈利空间可以期待。

图表：2016-2022年国际巨头海运货代单位营收约为国内货代的2-9倍

海运单位营收

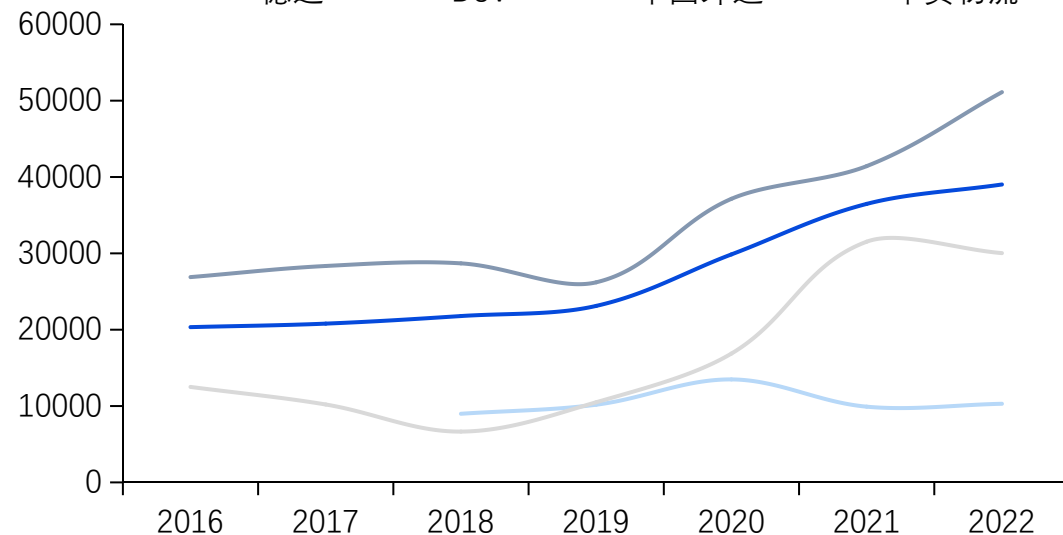
单位：元/TEU 德迅 DSV 中国外运 华贸物流



图表：2016-2022年国际巨头空运货代单位营收是国内货代的1-5倍

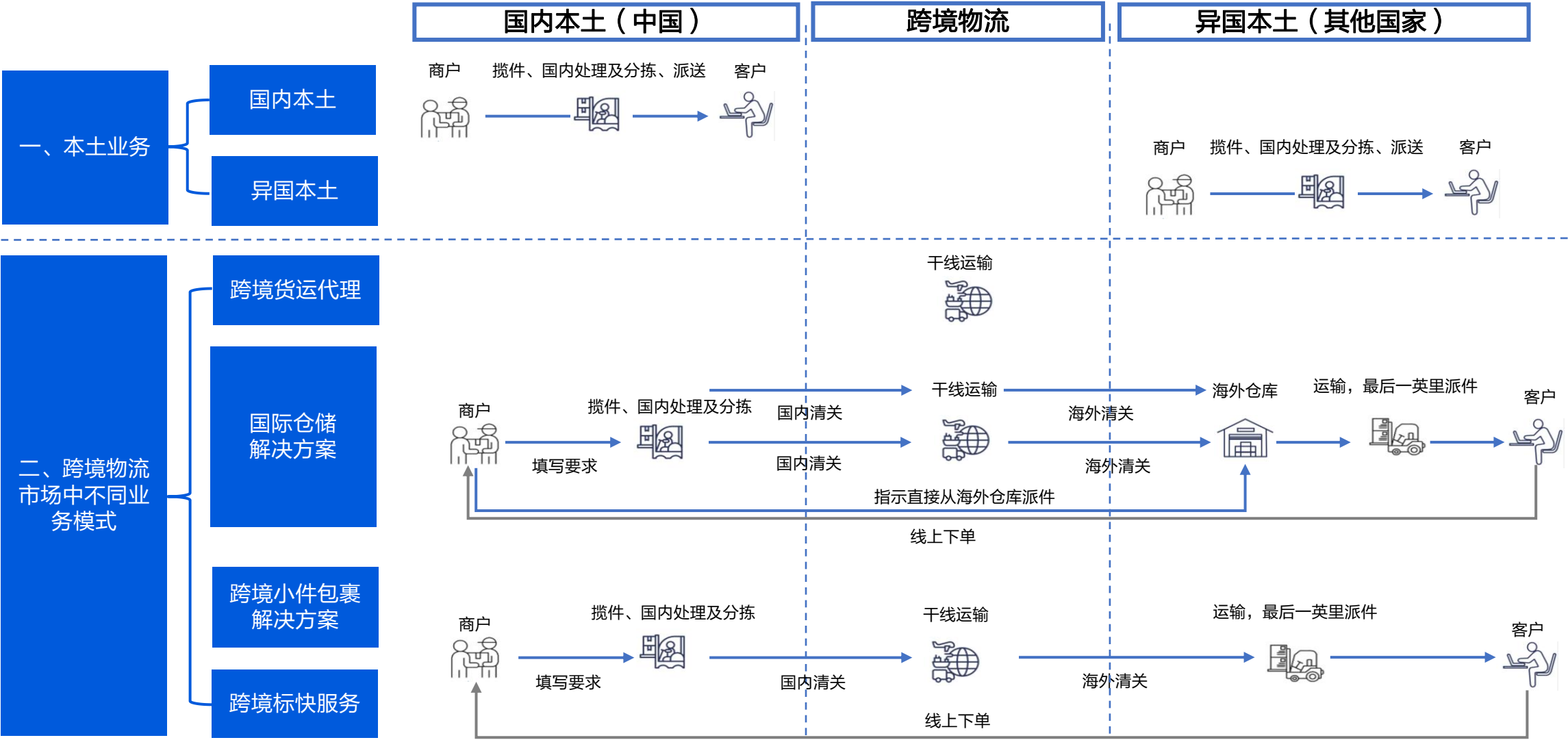
空运单位营收

单位：元/吨 德迅 DSV 中国外运 华贸物流



2.4 快递（面）：从本土到跨境，先末端再干线

◆ 快递公司业务主要分为本土快递（包括国内本土、异国本土）和跨境物流业务（货代、仓储、小包、跨境标快）。



三、重点关注标的

3.1 东航物流：依托自有+东航腹仓运力，打造综合性航空物流服务体系

- ◆ 东航物流拥有国内稀缺的航空货运运力资源：据东航物流公司公告，东航物流一方面拥有14架B777宽体全货机（截至2023Q3），另一方面独家垄断东航股份近800架客机腹仓运力，并借助天合联盟成员航司构筑辐射全球的物流运输网络。
- ◆ 不止于运输，综合型航空物流服务能力雏形已经具备：公司依托航空货运的流量基础，在物流服务链上持续深耕。当前公司集航空速运、货站操作、综合物流解决方案等三大业务为一体，打造综合性航空物流服务体系。

图表：东航物流主营业务一览（截至2023H1）



注：截至2023Q3，东航物流运营16架宽体货机（2023H1为17架）

3.1 东航物流：立足上海两场，打造通达全球184国的高价值货运网络

- ◆ 立足上海链接全球，航网基础完备，通达欧美核心枢纽：公司立足于上海两场（即上海虹桥国际机场与上海浦东国际机场）开展航空货运等相关业务，据东航物流公司公告，2022年公司全球物流航线网络共覆盖184个国家的1088个目的地。
- ◆ 据东航物流公司公告，截至2023Q3，东航物流拥有全货机共16架，均为宽体机，且客机资源充裕，接近800架腹机仓位资源，涵盖宽体、窄体、支线客机各种机型。

图表：东航物流国际航线分布图



图表：东航物流运力梳理

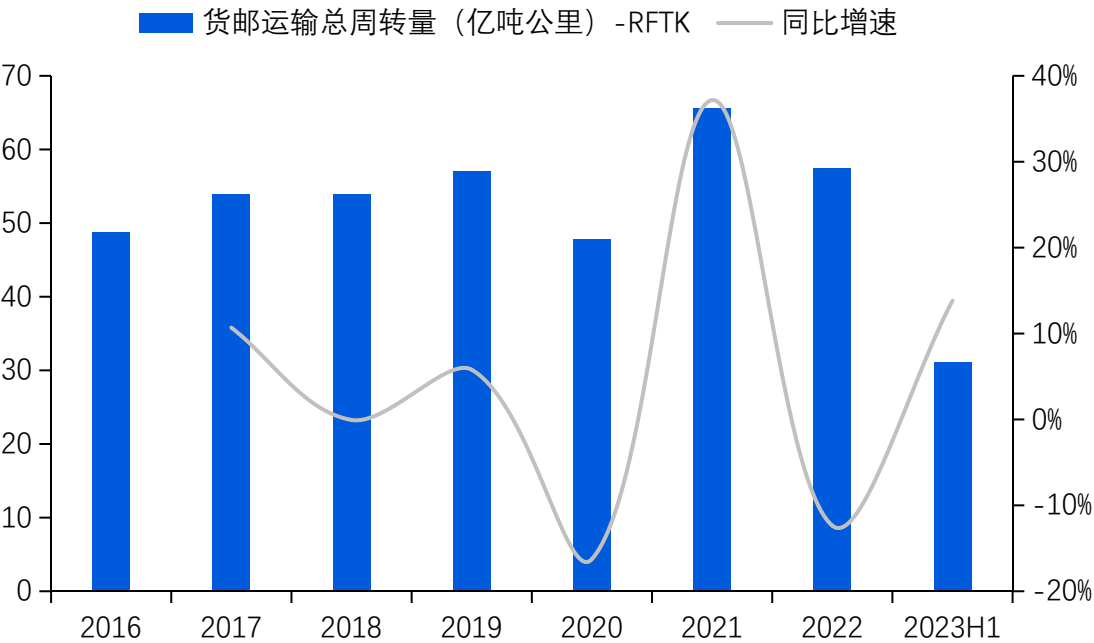
类型		机型	数量（架）	合计
客机（东方航空）	宽体客机	B777系列	20	782
		B787系列	10	
		A350系列	20	
		A330系列	56	
		A320系列	379	
	窄体客机	B737系列	276	
		C919	4	
全货机	支线客机	ARJ系列	17	16
	宽体机	B777	14	
	宽体机	B747	2	

注：客机数据截至2023.12；全货机数据截至2023Q3

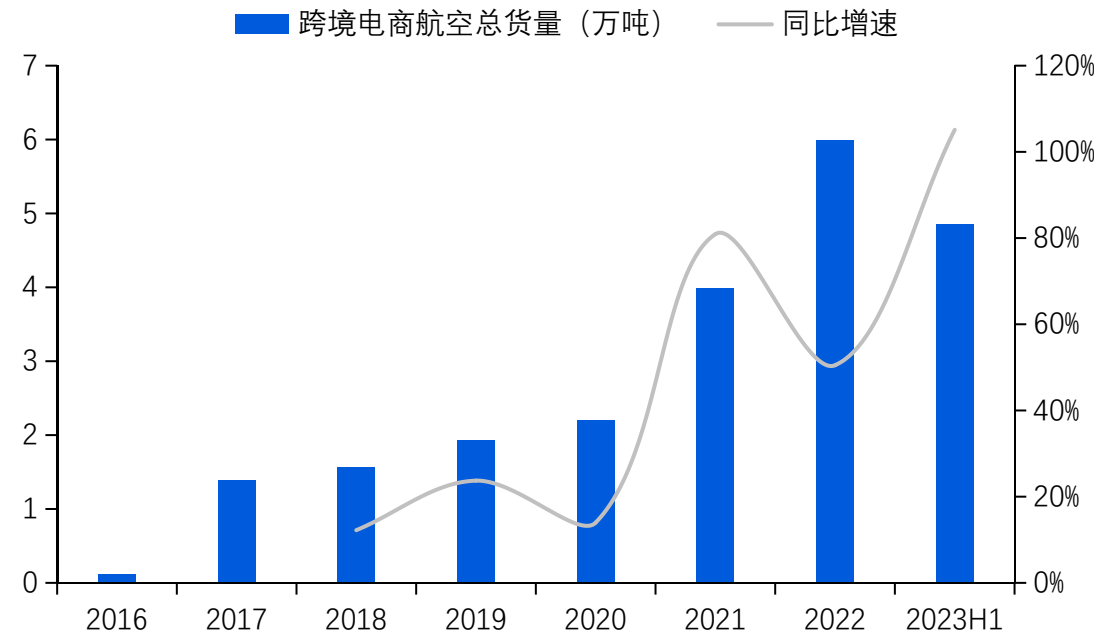
3.1 东航物流：业务稳步增长，有望充分受益于跨境物流高景气

◆ **尽享跨境红利，运输货量快速增长：**2023H1，公司航空速运板块货邮运输量为66.24万吨，同比增长21.30%，同期公司综合物流解决方案中跨境电商货物为4.85万吨，同比增长105.11%，占该板块总货量的73.17%。目前SHINE、TEMU等跨境电商均为公司客户，在跨境电商快速发展的背景下，公司2024年整体业务量有望持续增长。

图表：东航物流2023H1货邮运输总周转量同比增长 13.82%，2023 年全年有望达到甚至超过2016年以来历史高点



图表：公司综合物流业务自2020年以来景气度持续攀升，TEMU等跨境电商出口需求助推下，2023业务量高增长可期

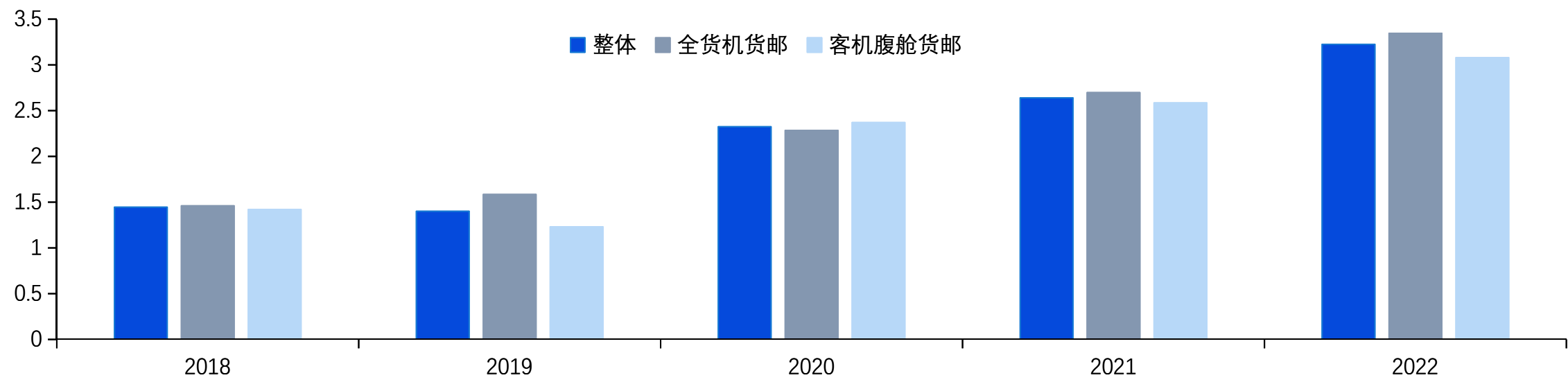


3.1 东航物流：航空货运运价仍处高位，阶段性供需失衡有望对运价形成支撑

◆ 2023Q4为航空货运需求旺季，表现强劲，将为2024长约谈判提供有利筹码，在欧美国际航班恢复率不足的情况下，IATA预计2024年航空货运需求将恢复，从而有望拉动周期重回上行通道，运价上涨预计将提高公司业绩弹性。

图表：2018-2022年东航物流吨公里收入

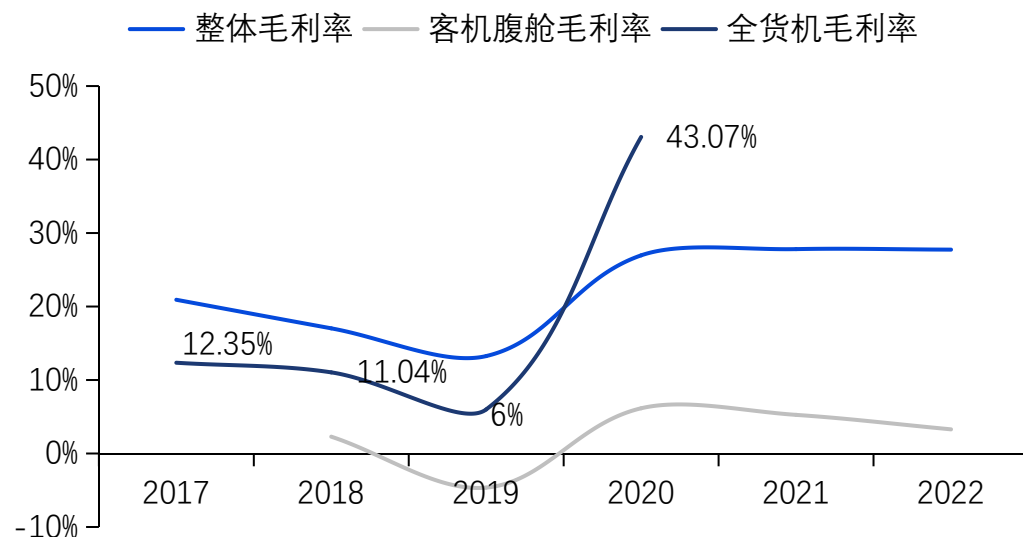
单位：元/公里



3.1 东航物流：全货机投产，有望释放业绩弹性

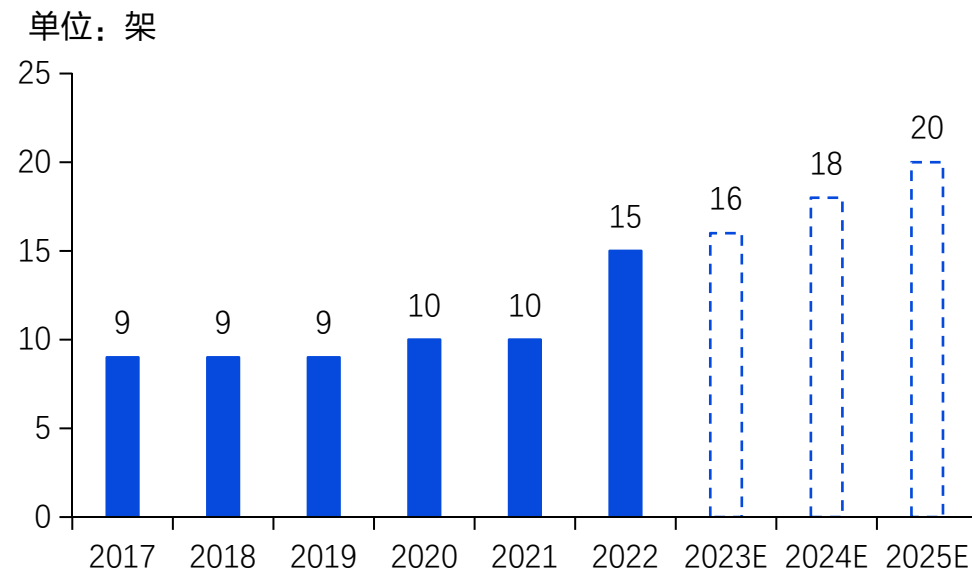
- ◆ 全货机是公司的高毛利业务，2022年全货机为公司贡献毛利43.84亿元，占公司总毛利的67%，随着公司全货机的持续投放，有望带来业绩持续快速增长。
- ◆ 根据东航物流《2022年年报》中披露的“十四五”全货机机队发展规划，预计到“十四五”末公司运营的全货机机队规模将达到 15-20 架。在需求旺盛的基础上，若2025年末全货机数量达到20架，公司业绩有较大增长空间。

图表：2018-2020年，东航物流全货机毛利率明显高于公司客机腹舱毛利率



注：2020年起，东航物流的客机腹舱经营模式由承包经营方案改为客机货运业务独家经营方案

图表：东航物流在册全货机数量



注：根据东航物流“十四五”全货机发展规划，我们预计公司在册全货机数量在2023、2024及2025年末分别达到16、18及20架

3.1 东航物流（601156.SH）盈利预测

◆ 核心假设：

- 1.参考东航物流“十四五规划”，假设2023-2025年末，公司拥有全货机数量分别为16、18、20架。
- 2.由于2023年航空货运价格出现较大幅度下跌，导致东航物流2023年收入及利润出现下跌。考虑到2024年航空货运需求旺盛，预计2024年运价同比2023年有10%以上的提升。

收入拆分		单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
		营业总收入	22,226.9	23,470.4	19,955.4	24,053.4	26,701.9
		YoY		5.59%	-14.98%	20.54%	11.01%
1、中货航收入		营业收入	17,294.3	18,521.2	14,134.1	17,338.5	18,941.8
		YoY		7.09%	-23.69%	22.67%	9.25%
		收入占比	77.81%	78.91%	70.83%	72.08%	70.94%
2、地面综合服务收入		营业收入	2870.3	2354.1	2707.2	2977.9	3275.7
		YoY		-17.98%	15.00%	10.00%	10.00%
		收入占比	12.91%	10.03%	13.57%	12.38%	12.27%
3、综合物流解决方案中其他收入		营业收入	2062.3	2595.1	3114.1	3736.9	4484.3
		YoY		25.83%	20.00%	20.00%	20.00%
		收入占比	9.28%	11.06%	15.61%	15.54%	16.79%
归母净利润			2021	2022	2023E	2024E	2025E
		归母净利润	3626.9	3636.8	2335.7	3047.2	3575.7
		YoY		0.27%	-35.78%	30.46%	17.34%
		净利润率	16.32%	15.50%	11.70%	12.67%	13.39%
PE（2024/3/12）			9.12	6.66	10.63	8.15	6.94

3.1 东航物流（601156.SH）盈利预测&风险提示

◆ 盈利预测&投资评级：

我们预计东航物流2023-2025年营业收入分别为199.55亿元、240.53亿元与267.02亿元，归母净利润分别为23.36亿元、30.47亿元与35.76亿元，2023-2025年对应PE分别为10.63倍、8.15倍与6.94倍。在跨境电商红利下，航空货运需求有明显边际变化，运价上涨提高公司业绩弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示：

宏观经济波动风险；跨境电商出海不及预期；国际贸易摩擦风险；欧美航线客机航班恢复超预期；航油价格波动风险；汇率波动风险；境外业务经营合规风险；航空安全风险；“新玩家”争相跨界入局航空货运市场；信息化、智能化建设与创新能力的不足的风险；其他不可抗力及不可预见风险。

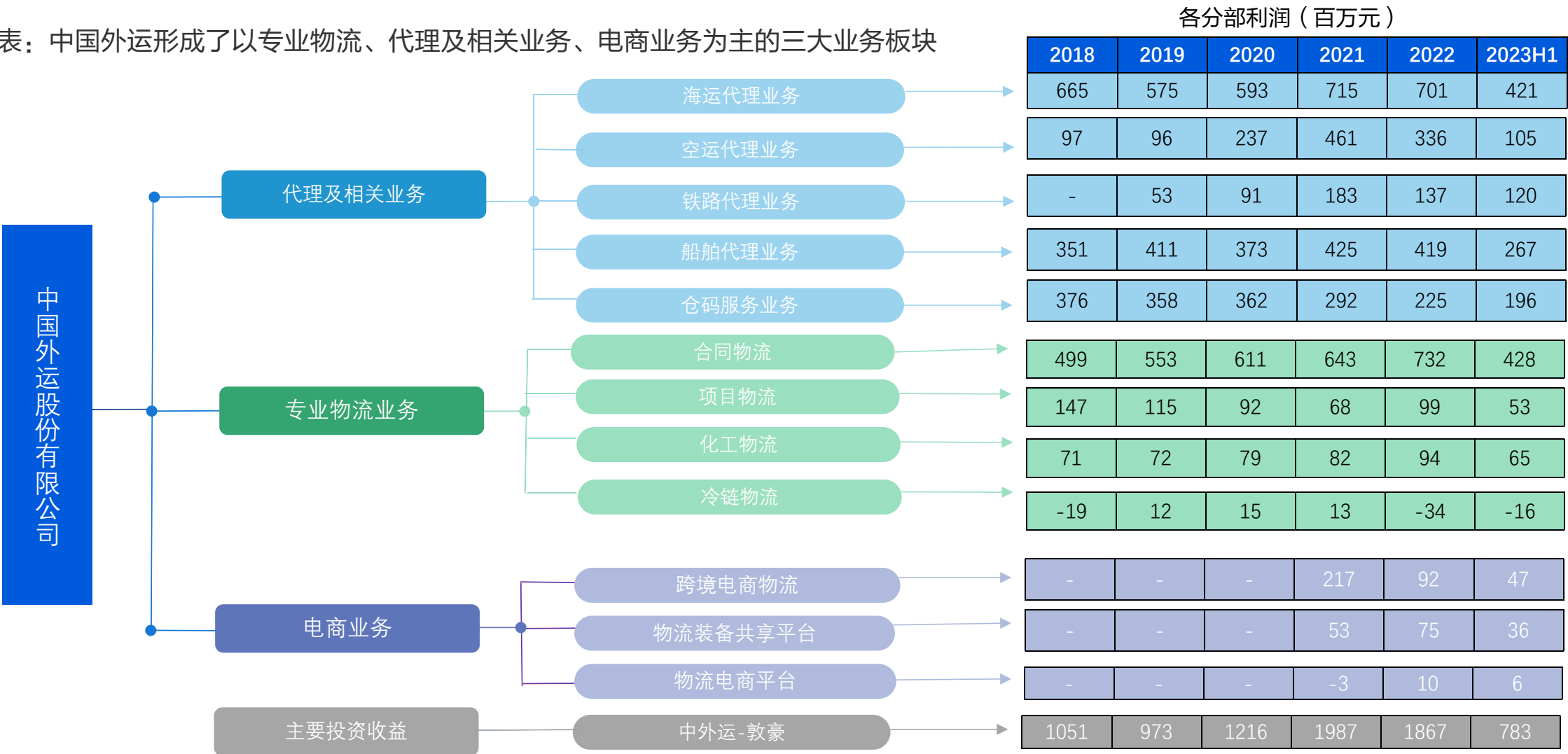
预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	23470	19955	24053	26702
增长率(%)	6	-15	21	11
归母净利润（百万元）	3637	2336	3047	3576
增长率(%)	0	-36	30	17
摊薄每股收益（元）	2.29	1.47	1.92	2.25
ROE(%)	27	15	17	17
P/E	6.66	10.63	8.15	6.94
P/B	1.79	1.62	1.41	1.22
P/S	1.03	1.24	1.03	0.93
EV/EBITDA	3.24	4.32	3.07	2.17

资料来源：资讯、国海证券研究所

3.2 中国外运：全球领先的货代企业，业务全面且均衡

◆ 中国外运是全球领先的货代企业，在《Transport Topics》公布的全球货代50强榜单中，中国外运在全球海运、全球空运排名中分别位列第二与第八。在国际货代以及综合物流领域不断的深耕与积淀下，中国外运形成了以专业物流、代理及相关业务和电商业务为主的三大业务板块，为客户提供端到端的全程供应链方案和服务。

图表：中国外运形成了以专业物流、代理及相关业务、电商业务为主的三大业务板块



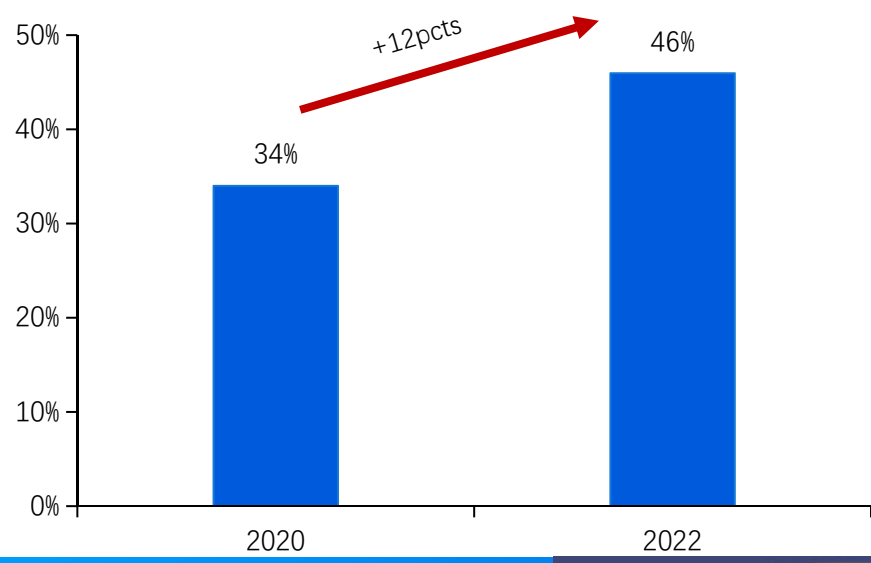
3.2 中国外运各板块业务量梳理

量拆分	2018	2019	2020	2021	2022	2022H1	2023H1
1、代理及相关业务							
①海运代理业务量（万标箱）	1304.2	1313.4	1308.8	1388.6	1302.3	666.6	625.4
YoY		0.71%	-0.35%	6.10%	-6.21%		-6.18%
②空运代理业务量（百万公斤）	530.1	502.0	532.3	634.0	647.0	394.0	427.0
YoY		-5.30%	6.04%	19.11%	2.05%		8.38%
③铁路代理业务量（万标箱）	7.1	11.2	19.1	32.8	39.8	19.0	21.9
YoY		57.75%	70.54%	71.73%	21.34%		15.26%
④船舶代理业务量（万标箱）	2654.9	2674.9	2317.7	2648.0	2764.5	1361.0	1346.8
YoY		0.75%	-13.35%	14.25%	4.40%		-1.04%
⑤库场站服务（百万吨）	15.8	16.0	19.1	23.8	25.3	10.8	10.8
YoY		1.27%	19.38%	24.35%	6.44%		-0.19%
2、电商业务							
①跨境电商物流业务量（万件）	11495.8	17979.5	26985.5	39838.0	31071.0	15551.7	15365.7
YoY		56.40%	50.09%	47.63%	-22.01%		-1.20%
②物流装备共享平台（万标箱/天）	8.4	8.2	8.0	7.8	7.6	7.6	8.6
YoY		-2.38%	-2.44%	-2.50%	-2.56%		13.16%
③物流电商平台（万标箱）		4.7	46.1	136.6	104.3	69.1	110.0
YoY			880.85%	196.31%	-23.65%		59.19%
3、专业物流							
①合同物流（百万吨）	41.2	38.0	33.1	38.3	41.3	19.1	21.3
YoY		-7.77%	-12.89%	15.71%	7.94%		11.65%
②项目物流（百万吨）	10.3	6.2	5.2	5.7	5.7	3.6	2.9
YoY		-39.81%	-16.13%	10.38%	-0.87%		-18.33%
③化工物流（百万吨）	3.3	3.3	3.2	3.4	3.7	1.6	1.7
YoY		0.00%	-3.03%	5.62%	8.88%		3.05%
④冷链物流（百万吨）	1.1	1.3	1.0	1.0	1.0	0.4	0.4
yoy		18.18%	-23.08%	3.00%	-4.85%		4.76%

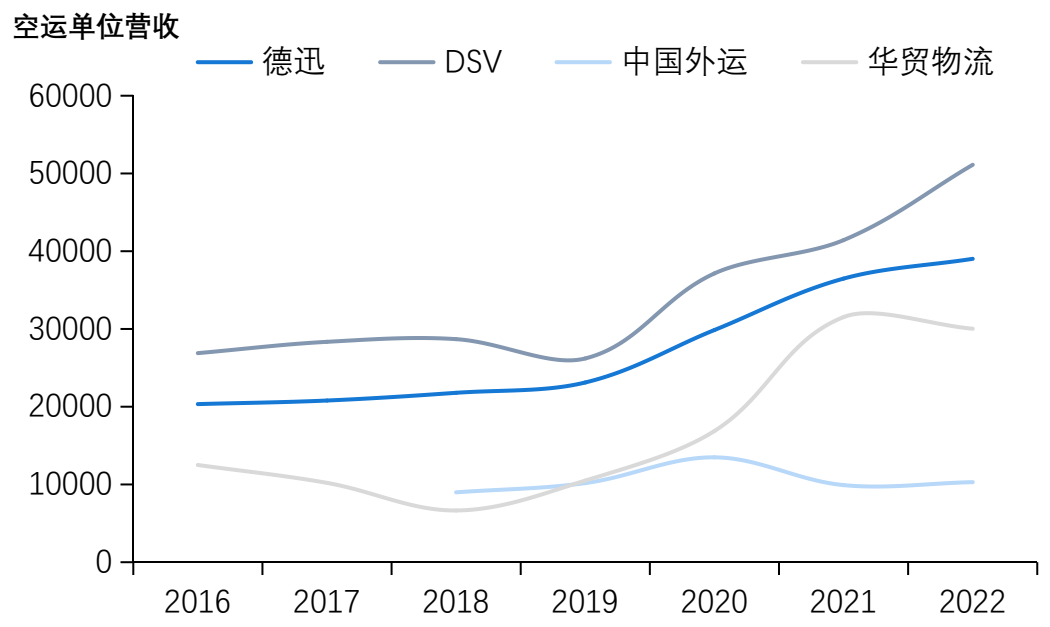
3.2 中国外运：普货到跨境电商，直客战略打开业务链价值空间

- ◆ 随着中国电商出海成为热潮，跨境电商物流需求应运而生。跨境电商物流模式提供端到端的全流程服务，服务环节众多，中国外运有望借助跨境电商来延伸价值链条。
- ◆ 同时，中国外运不断强化与战略客户的合作，核心直客收入占比不断提升，已由2020年的34%提高到了2022年的46%。一般而言，直客对于服务环节的需求也更多，中国外运有望借此打开业务链条空间。

图表：2020-2022年，中国外运核心直客收入占比提高12pcts



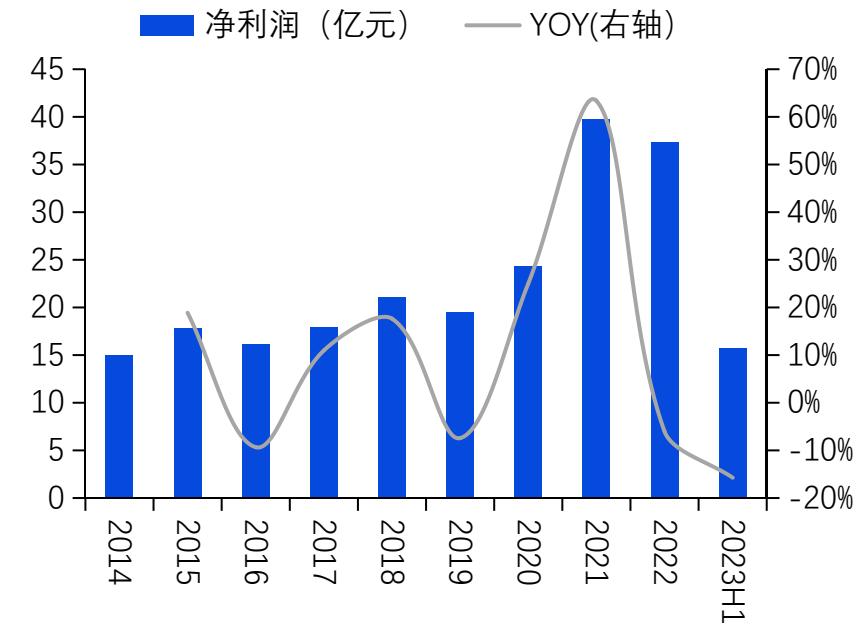
图表：2016-2022年国际巨头空运货代单位营收是国内货代的1-5倍



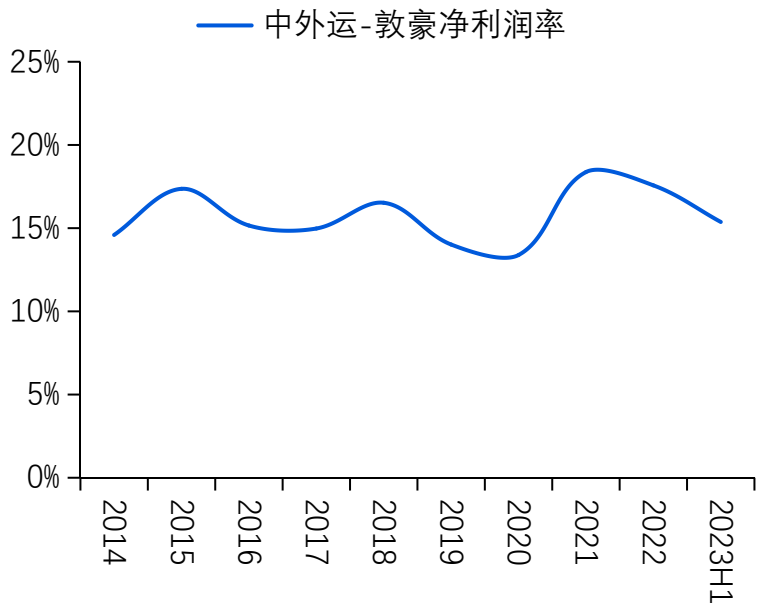
3.2 中国外运：优质资产中外运敦豪，2018-2022年贡献投资收益超70亿元

- ◆ 中外运敦豪创建于1986年，是中国成立最早、经验最为丰富的国际航空快递领导者，专注发展国际限时快递服务、全球范围的文件和包裹快递。中外运敦豪已在中国建立起广阔的国际快递服务网络，据中外运敦豪，截至2021年12月，公司的服务覆盖全国390个城市，并在全中国各主要城市已建立超过100家分公司和200余处办公设施；国际快递服务可直达其中159个主要城市，每周使用超过500架次商业航班和专机。截至2023Q3，中国外运与DHL各持股50%。
- ◆ 中外运敦豪是中国外运旗下优质资产，每年为公司贡献丰厚投资收益，2018-2022年已累计为中国外运贡献投资收益超70亿元，占该期间中国外运归母净利润的44.21%。

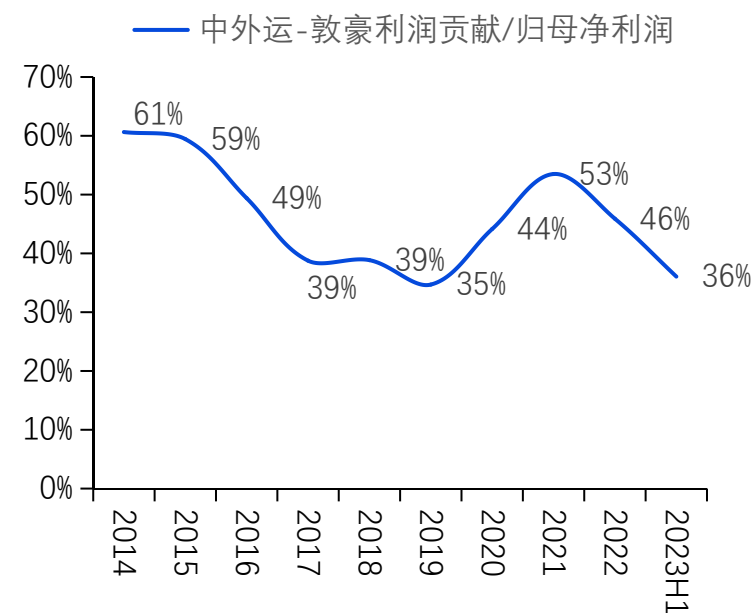
图表：2014-2022年，中外运-敦豪净利润总体来看稳步提升



图表：中外运-敦豪的净利润率中枢约为16%



图表：2014-2023H1，对中外运-敦豪的投资收益不低于中国外运归母净利润的34%



3.2 中国外运：穿越周期，个股强α得到验证

图表：中国外运股价复盘



	2019	2020	2021	2022	2023H1
收入增速	0.44%	8.87%	47.09%	-12.49%	-13.33%
归母净利率	3.61%	3.26%	2.99%	3.74%	4.54%
归母净利同比增速	3.67%	-1.75%	34.82%	9.56%	-6.66%
分红金额(百万元)	888.1	888.1	1324.0	1455.5	/
分红比例	32%	32%	36%	36%	/
股息率	2.82%	2.73%	4.02%	5.21%	/

3.2 中国外运（601598.SH）盈利预测

◆ 核心假设：

1.受红海事件影响，2024年国际海运集装箱运价较2023年有所上涨，公司海运代理业务单位收入跟随上涨。由于集装箱船行业运力供给有较大幅度的增加，预计2025年运价相较2024年回调。

2. 受益于跨境电商货量增长，预计2024及2025年航空货运运价上涨带动空运代理板块单位收入的提升。

收入拆分		单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
	营业总收入		124345.00	108817.00	99166.78	108356.98	114410.75
	YoY			-12.49%	-8.87%	9.27%	5.59%
1、代理及相关业务	营业收入		85909.00	69486.00	58081.34	63381.12	65393.24
	YoY			-19.12%	-16.41%	9.12%	3.17%
	占总收入比重		69.09%	63.86%	58.57%	58.49%	57.16%
①海运代理业务	营业收入		67790.00	49663.00	36303.65	38500.02	36940.77
	YoY			-26.74%	-26.90%	6.05%	-4.05%
	占总收入比重		54.52%	45.64%	36.61%	35.53%	32.29%
②空运代理业务	营业收入		7974.00	8043.00	8509.49	11168.71	14072.58
	YoY			0.87%	5.80%	31.25%	26.00%
	占总收入比重		6.41%	7.39%	8.58%	10.31%	12.30%
③铁路代理业务	营业收入		6587.00	9402.00	10168.26	10892.24	11555.58
	YoY			42.74%	8.15%	7.12%	6.09%
	占总收入比重		5.30%	8.64%	10.25%	10.05%	10.10%
④船舶代理业务	营业收入		3829.00	4351.00	4482.40	4617.77	4757.23
	YoY			13.63%	3.02%	3.02%	3.02%
	占总收入比重		3.08%	4.00%	4.52%	4.26%	4.16%
⑤仓码服务业务	营业收入		3395.00	3467.00	3531.14	3564.33	3599.26
	YoY			2.12%	1.85%	0.94%	0.98%
	占总收入比重		2.73%	3.19%	3.56%	3.29%	3.15%
2、专业物流业务	营业收入		24183.00	27454.00	28127.95	29094.10	29808.76
	YoY			13.53%	2.45%	3.43%	2.46%
	占总收入比重		19.45%	25.23%	28.36%	26.85%	26.05%
①合同物流	营业收入		18078.00	20180.00	20785.40	21516.01	22056.06
	YoY			11.63%	3.00%	3.51%	2.51%
	占总收入比重		14.54%	18.54%	20.96%	19.86%	19.28%
②其他物流（项目物流、化工物流、冷链物流）	营业收入		6162.00	6879.00	7064.06	7290.03	7457.57
	YoY			11.64%	2.69%	3.20%	2.30%
	占总收入比重		4.96%	6.32%	7.12%	6.73%	6.52%
3、电商业务	营业收入		14252.85	11876.80	13064.48	17323.50	22087.46
	YoY			-16.67%	10.00%	32.60%	27.50%
	占总收入比重		11.46%	10.91%	13.17%	15.99%	19.31%
①跨境电商物流	营业收入		14969.00	11270.00	13118.28	16712.69	20681.95
	YoY			-24.71%	16.40%	27.40%	23.75%
	占总收入比重		12.04%	10.36%	13.23%	15.42%	18.08%
②物流装备共享平台	营业收入		141.00	169.00	181.25	195.39	210.63
	YoY			19.86%	7.25%	7.80%	7.80%
	占总收入比重		0.11%	0.16%	0.18%	0.18%	0.18%
③物流电商平台	营业收入		1312.00	3046.00	3102.35	3195.42	3422.30
	YoY			132.16%	1.85%	3.00%	7.10%
	占总收入比重		1.06%	2.80%	3.13%	2.95%	2.99%

3.2 中国外运（601598.SH）盈利预测



利润拆分		单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
		分部利润	2187	1987	1714.21	1883.03	2014.97
1、代理及相关业务	YoY			-9.14%	-13.73%	9.85%	7.01%
	分部利润率		2.55%	2.86%	2.99%	3.01%	2.98%
		分部利润（分部占比/总占比）	715.00 (32.7%/21.9%)	701.00 (35.3%/22.7%)	500.99 (29.5%/17.6%)	523.6 (27.8%/16.8%)	498.7 (24.7%/15.0%)
①海运代理业务	YoY			-1.96%	-40.69%	22.31%	4.00%
	分部利润率		1.05%	1.41%	1.38%	1.36%	1.35%
		分部利润（分部占比/总占比）	461.00 (21.1%/14.1%)	336.00 (16.9%/10.9%)	382.93 (22.3%/13.4%)	502.59 (26.7%/16.1%)	633.27 (31.4%/19.1%)
②空运代理业务	YoY			-27.11%	13.97%	31.25%	26.00%
	分部利润率		5.78%	4.18%	4.50%	4.50%	4.50%
		分部利润（分部占比/总占比）	183.00 (8.4%/5.6%)	137.00 (6.9%/4.4%)	152.52 (8.9%/5.4%)	163.38 (8.7%/5.2%)	173.33 (8.6%/5.2%)
③铁路代理业务	YoY			-25.14%	11.33%	7.12%	6.09%
	分部利润率		2.78%	1.46%	1.50%	1.50%	1.50%
		分部利润（分部占比/总占比）	425.00 (19.4%/13.0%)	419.00 (21.1%/13.6%)	448.24 (26.1%/15.7%)	461.78 (24.5%/14.8%)	475.72 (23.6%/14.3%)
④船舶代理业务	YoY			-1.41%	6.98%	3.02%	3.02%
	分部利润率		11.10%	9.63%	10.00%	10.00%	10.00%
		分部利润（分部占比/总占比）	292.00 (13.4%/9.0%)	225.00 (11.3%/7.3%)	229.52 (13.4%/8.1%)	231.68 (12.3%/7.4%)	233.95 (11.6%/7.0%)
⑤仓码服务业务	YoY			-22.95%	2.01%	0.94%	0.98%
	分部利润率		8.60%	6.49%	6.50%	6.50%	6.50%
		分部利润	825	921	908.07	964.01	988.26
2、专业物流业务	YoY			11.64%	-1.40%	6.16%	2.52%
	分部利润率		3.41%	3.35%	3.21%	3.25%	3.18%
		分部利润（分部占比/总占比）	643.00 (77.9%/19.7%)	732.00 (79.5%/23.7%)	727.49 (80.1%/25.5%)	753.06 (78.1%/24.2%)	771.96 (78.1%/23.2%)
①合同物流	YoY			13.84%	-0.62%	3.51%	2.51%
	分部利润率		3.56%	3.63%	3.50%	3.50%	3.50%
		分部利润（分部占比/总占比）	163.00 (19.8%/5.0%)	159.00 (17.3%/5.2%)	180.58 (19.9%/6.3%)	210.95 (21.9%/6.8%)	216.30 (21.9%/6.5%)
②其他物流 (项目物流、化工物流、冷链物流)	YoY			-2.45%	13.57%	16.82%	2.53%
	分部利润率		2.65%	2.31%	2.56%	2.89%	2.90%
		分部利润	249	177	228.26	271.03	318.71
3、电商业务	YoY			-28.92%	28.96%	18.74%	17.59%
	分部利润率		1.75%	1.49%	1.75%	1.56%	1.44%
		分部利润（分部占比/总占比）	217.00 (87.1%/6.7%)	92.00 (52.0%/3.0%)	131.18 (57.5%/4.6%)	167.13 (61.7%/5.4%)	206.82 (64.9%/6.2%)
①跨境电商物流	YoY			-57.60%	42.59%	27.40%	23.75%
	分部利润率		1.45%	0.82%	1.00%	1.00%	1.00%
		分部利润（分部占比/总占比）	53.00 (21.3%/1.6%)	75.00 (42.4%/2.4%)	81.56 (35.7%/2.9%)	87.93 (32.4%/2.8%)	94.78 (29.7%/2.9%)
②物流装备共享平台	YoY			41.51%	8.75%	7.80%	7.80%
	分部利润率		37.59%	44.38%	45.00%	45.00%	45.00%
		分部利润（分部占比/总占比）	-3.00 (-1.4%/-0.1%)	10.00 (10.9%/0.3%)	15.51 (11.8%/0.5%)	15.98 (9.6%/0.5%)	17.11 (8.3%/0.5%)
③物流电商平台	YoY			-433.33%	55.12%	3.00%	7.10%
	分部利润率		-0.23%	0.33%	0.50%	0.50%	0.50%
归母净利润		单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
		归母净利润	3713.52	4068.26	3906.49	4203.65	4369.40
		YoY		9.55%	-3.98%	7.61%	3.94%
		净利润率	2.99%	3.74%	3.94%	3.88%	3.82%
PE (2024/3/12)			8.96	6.98	10.64	9.89	9.52

3.2 中国外运（601598.SH）盈利预测&风险提示

◆ 盈利预测&投资评级：

我们预计中国外运2023-2025年营业收入分别为991.67亿元、1083.57亿元与1144.11亿元，归母净利润分别为39.06亿元、42.04亿元与43.69亿元，2023-2025年对应PE分别为10.64倍、9.89倍与9.52倍。跨境电商物流景气上行，货代企业有望借助跨境电商来延伸价值链条，同时，参股公司中外运敦豪也有望为公司贡献丰厚投资收益，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示：

外部政治经济环境风险；国际海运集装箱运价大幅波动风险；航空货运价格不及预期；跨境电商出海不及预期；海外经营风险；市场变化和市场竞争风险。

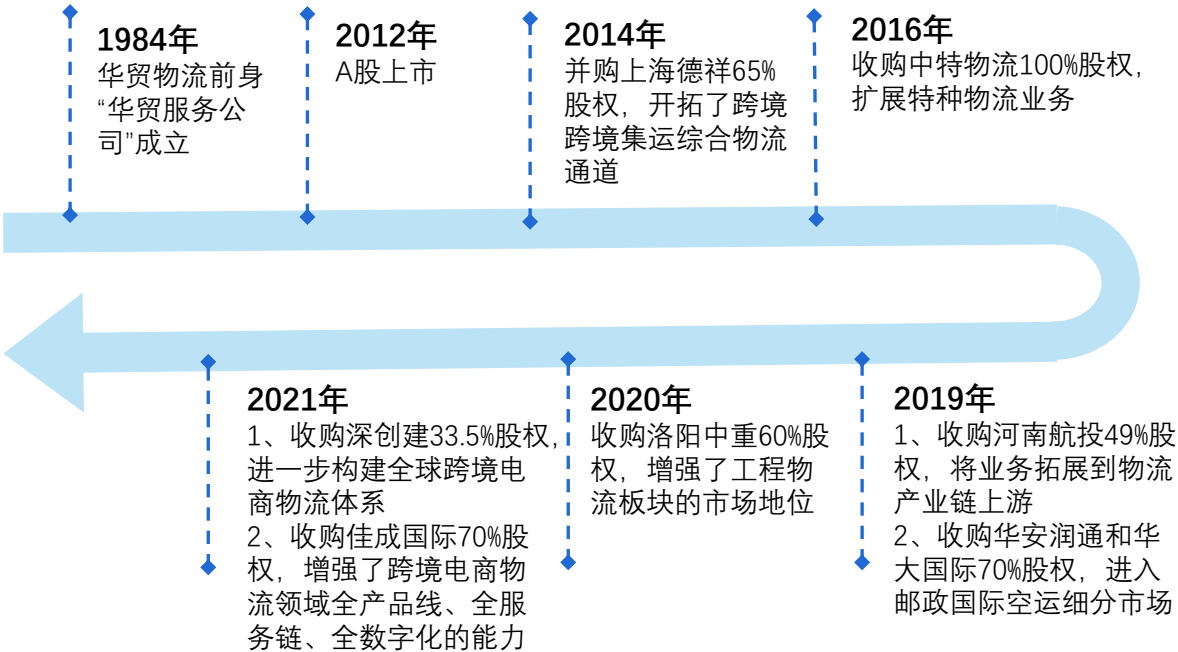
预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	108817	99167	108357	114411
增长率(%)	-12	-9	9	6
归母净利润（百万元）	4068	3906	4204	4369
增长率(%)	10	-4	8	4
摊薄每股收益（元）	0.56	0.54	0.58	0.60
ROE(%)	12	10	10	10
P/E	6.98	10.64	9.89	9.52
P/B	0.81	1.12	1.04	0.96
P/S	0.26	0.42	0.38	0.36
EV/EBITDA	5.50	5.37	4.59	3.99

资料来源：资讯、国海证券研究所

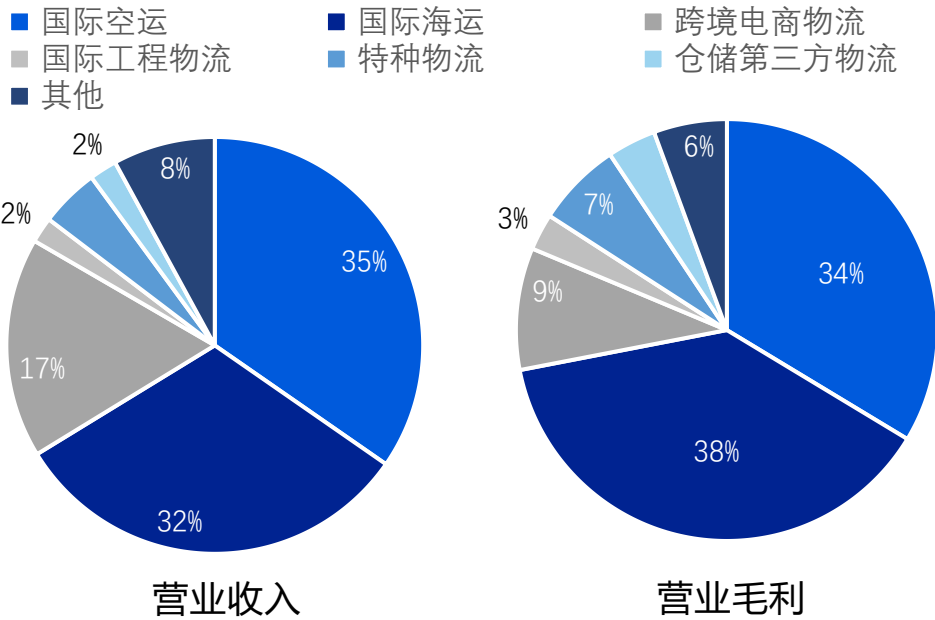
3.3 华贸物流：内生外延打造中国领先的综合物流服务商

- ◆ 华贸物流成立于1984年，是中国改革开放后最早的一级国际货运代理企业之一。公司上市之初就定下来了“通过收购兼并，实现跨越式发展”的举措，通过多年内生外延的发展，公司已成为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，同时也是世界前列的货代企业。
- ◆ 目前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、国际大宗商品合同物流、特大件特种专业物流等六大板块。

图表：华贸物流发展历程



图表：2023H1，华贸物流各业务收入占比与毛利占比



3.3 华贸物流：践行直客战略，业务链条延伸带来变现收入弹性

◆ 华贸物流持续推进直客战略，随着直客占比的提升，客户所需服务环节有望增多，业务链条延伸预计将带来变现收入弹性。

图表：2023H1，华贸物流国际海运中服务环节较多的综合物流具有较高的单箱毛利率

服务类型	营业额（万元）	单箱收入（元）	单箱毛利（元）	单箱毛利率
订舱服务	63,185	9,464	215	2.27%
方案服务	8,701	1,016	359	35.34%
综合物流	135,278	5,794	1,550	26.75%
总计	207,164	5,368	1,055	19.65%

图表：2023H1，华贸物流国际海运中服务环节较多的综合物流收入及毛利占比较2021H1分别提升13.2/8.0pcts

服务类型		2021H1	2022H1	2023H1
订舱服务	收入占比	44%	40%	30%
	毛利占比	12%	12%	4%
方案服务	收入占比	3%	2%	4%
	毛利占比	7%	8%	8%
综合物流	收入占比	52%	58%	65%
	毛利占比	81%	80%	89%

图表：2023H1，华贸物流国际空运中服务环节较多的综合物流具有较高的单公斤毛利率

服务类型	营业额（万元）	单公斤营业额(元)	单公斤毛利（元）	单公斤毛利率
地面操作服务	32,307	13.43	1.34	10.00%
综合物流服务	195,117	23.09	3.88	16.80%
合计	227424	20.95	3.32	15.83%

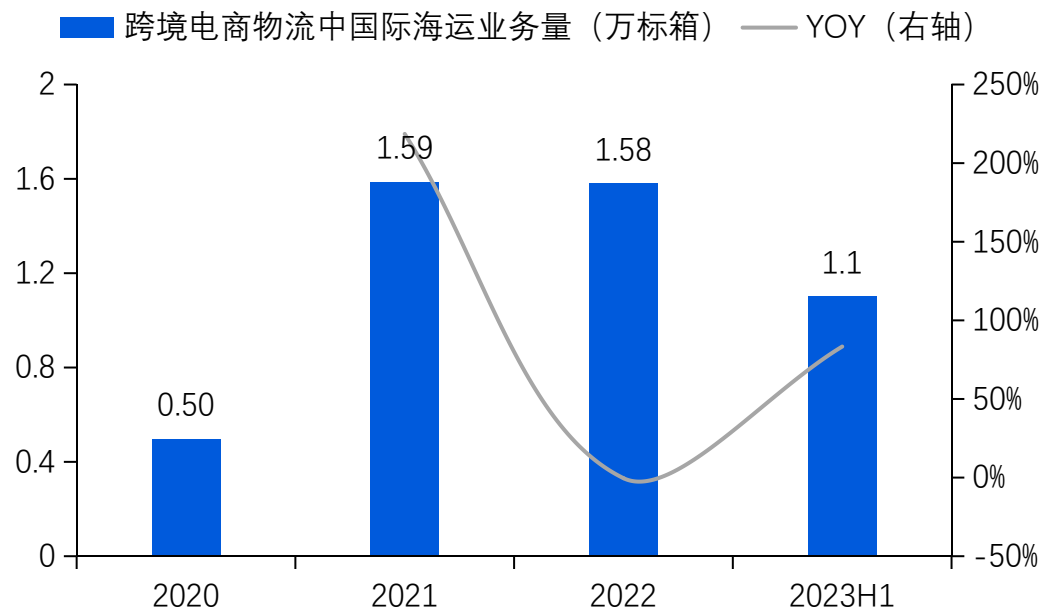
图表：华贸物流国际空运中服务环节较多的综合物流毛利占比稳步提高

服务类型		2021H1	2022H1	2023H1
地面操作服务	收入占比	8%	14%	14%
	毛利占比	13%	9%	9%
综合物流服务	收入占比	92%	86%	86%
	毛利占比	87%	91%	91%

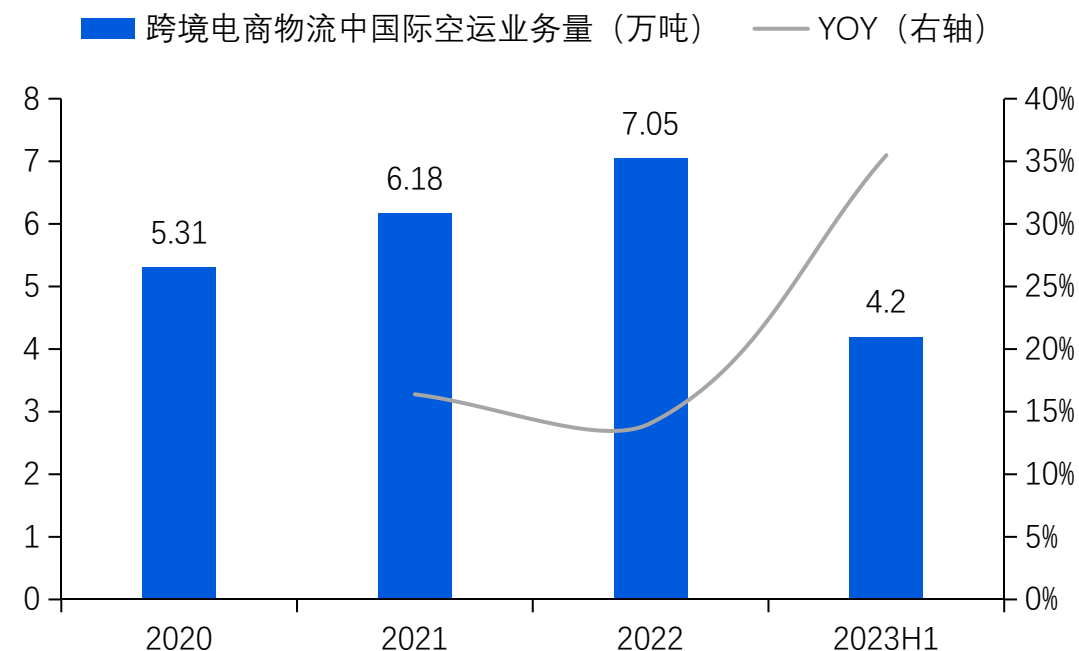
3.3 华贸物流：把握电商出海机遇，打造新的业绩增长极

- ◆ 华贸物流近年来积极发展跨境电商物流业务，该板块已得到长足发展。2020-2022年，华贸物流跨境电商物流业务中国际海运业务量CAGR达78.16%，跨境电商物流中国际空运业务量CAGR达15.23%。伴随着业务量的不断提升，跨境电商物流的毛利贡献也稳步提升，该板块在公司总毛利中的占比从2019年的3.72%提高到2022年的12.89%。

图表：2023H1，华贸物流跨境电商物流业务中海运业务量实现高增

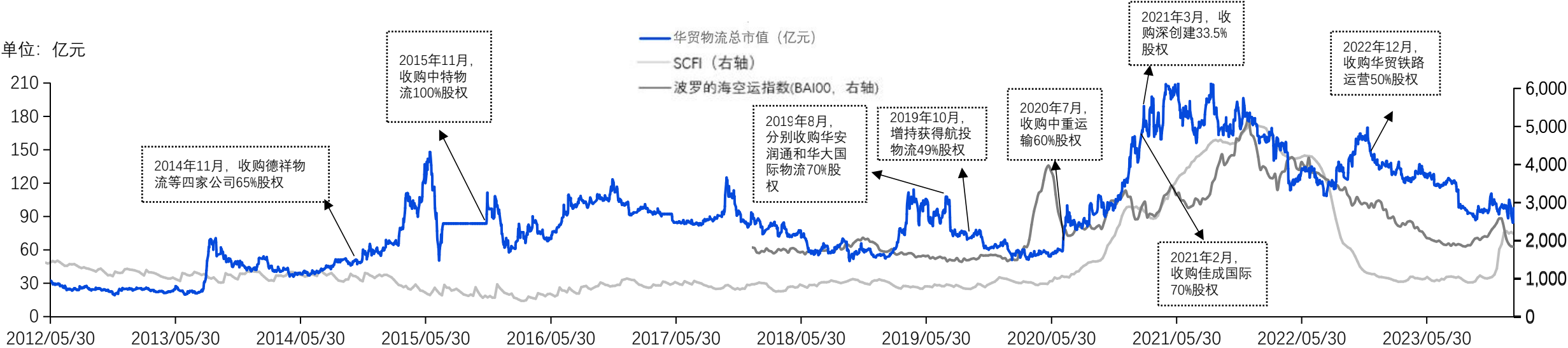


图表：华贸物流跨境电商物流业务中空运业务量快速增长



3.3 华贸物流：价格周期性为主，收并购带来额外波动

图表：华贸物流股价复盘



	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
收入增速	13.99%	-6.64%	0.14%	-8.40%	19.25%	8.38%	8.54%	37.47%	75.02%	-10.53%	-47.14%
归母净利率	0.95%	1.46%	1.79%	3.09%	3.20%	3.42%	3.43%	3.76%	3.44%	4.03%	5.35%
归母净利同比增速	6.73%	42.60%	23.44%	57.65%	23.44%	15.95%	8.76%	51.01%	59.90%	4.73%	-26.90%
分红金额(百万元)	34.0	46.4	57.7	89.9	85.5	97.2	49.6	318.3	296.3	444.4	/
分红比例	42%	40%	40%	40%	31%	30%	14%	60%	35%	50%	/
股息率	0.78%	0.80%	0.57%	0.90%	1.04%	1.84%	0.79%	2.66%	1.67%	3.18%	/

资料来源：，TAC指数，大众证券报，电子商务研究中心，海证券研究所

3.3 华贸物流（603128.SH）盈利预测



收入拆分		单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
		营业总收入	24,667.66	22,070.19	13761.72	16043.17	17916.68
		YoY	75.02%	-10.53%	-37.65%	16.58%	11.68%
1、国际空运	营业收入		6,847.29	6,516.64	4431.31	5605.61	6351.16
	YoY		20.20%	-4.83%	-32.00%	26.50%	13.30%
	收入占比		27.76%	29.53%	32.20%	34.94%	35.45%
2、国际海运	营业收入		11730.42	9844.33	3543.96	3650.28	3872.58
	YoY		142.70%	-16.08%	-64.00%	3.00%	6.09%
	收入占比		47.55%	44.60%	25.75%	22.75%	21.61%
3、跨境电商物流	营业收入		3775.07	3437.15	3437.15	4124.58	4743.26
	YoY		98.92%	-8.95%	0.00%	20.00%	15.00%
	收入占比		15.30%	15.57%	24.98%	25.71%	26.47%
4、其他物流 (特种物流、仓储第三方物流、国际工程物流及其他物流)	营业收入		2309.97	2269.7	1050.70	1260.84	1449.97
	YoY			-1.74%	0.00%	20.00%	15.00%
	收入占比		9.36%	10.28%	7.63%	7.86%	8.09%
毛利拆分			2021	2022	2023E	2024E	2025E
		总毛利	2486.17	2347.53	1883.52	2134.60	2359.61
		YoY		-5.58%	-19.77%	13.33%	10.54%
		总毛利率	10.08%	10.64%	13.69%	13.31%	13.17%
1. 国际空运	毛利		874.49	799.27	664.70	756.76	825.65
	YoY		49.45%	-8.60%	-16.84%	13.85%	9.10%
	毛利占比		35.17%	34.05%	35.29%	35.45%	34.99%
	毛利率		12.77%	12.27%	15.00%	13.50%	13.00%
2、国际海运	毛利		735.58	849.99	531.59	565.79	600.25
	YoY		124.04%	15.55%	-37.46%	6.43%	6.09%
	毛利占比		29.59%	36.21%	28.22%	26.51%	25.44%
	毛利率		6.27%	8.63%	15.00%	15.50%	15.50%
3、跨境电商物流	毛利		492.6	302.86	309.34	391.83	474.33
	YoY		48.10%	-38.52%	2.14%	26.67%	21.05%
	毛利占比		19.81%	12.90%	16.42%	18.36%	20.10%
	毛利率		13.05%	8.81%	9.00%	9.50%	10.00%
4、其他物流 (特种物流、仓储第三方物流、国际工程物流及其他物流)	毛利		89.84	92.79	105.07	126.08	145.00
	YoY			6.97%	13.23%	20.00%	15.00%
	毛利占比		3.61%	3.95%	5.58%	5.91%	6.14%
	毛利率		14.84%	11.48%	10.00%	10.00%	10.00%
归母净利润			2021	2022	2023E	2024E	2025E
		归母净利润	848.2	888.34	808.87	944.24	1036.81
		YoY		59.90%	4.73%	-8.95%	16.74%
		净利率率	3.44%	4.03%	5.88%	5.89%	5.79%
PE (2024/3/12)			20.73	15.57	12.07	10.34	9.41

◆ 盈利预测&投资评级：

我们预计华贸物流2023-2025年营业收入分别为137.62亿元、160.43亿元与179.17亿元，归母净利润分别为8.09亿元、9.44亿元与10.37亿元，2023-2025年对应PE分别为12.07倍、10.34倍与9.41倍。跨境电商物流景气上行，货代企业有望借助跨境电商来延伸价值链条，维持“买入”评级。

◆ 风险提示：

国际经济形势错综复杂；国际贸易需求持续疲软；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；国际货运代理企业内卷加剧，洗牌加速推进；海外终端派送成本持续上涨。

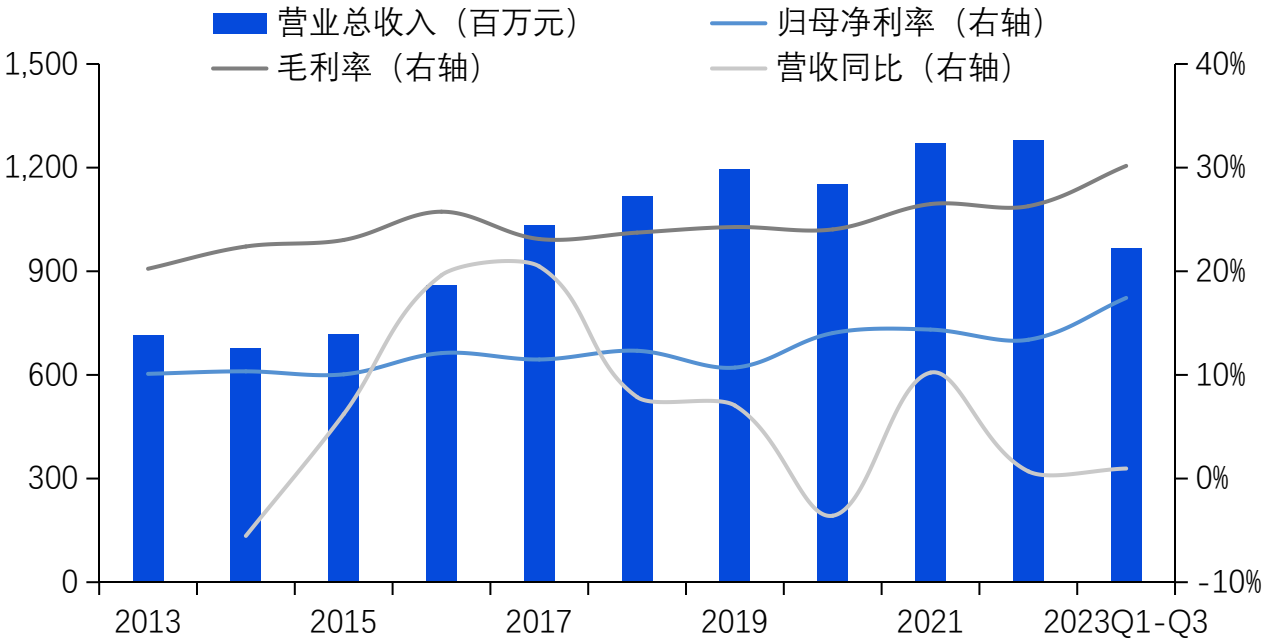
预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	22070	13762	16043	17917
增长率(%)	-11	-38	17	12
归母净利润（百万元）	888	809	944	1037
增长率(%)	5	-9	17	10
摊薄每股收益（元）	0.67	0.61	0.72	0.79
ROE(%)	15	13	14	14
P/E	15.57	12.07	10.34	9.41
P/B	2.42	1.58	1.43	1.29
P/S	0.64	0.71	0.61	0.54
EV/EBITDA	10.44	6.68	5.27	4.41

资料来源：资讯、国海证券研究所

3.4 嘉诚国际：区位决定价值中枢，国内仓储看华南

- ◆ 嘉诚国际通过运营广州南沙自贸区的国内仓，为客户提供保税仓储、出入库作业管理、运输及协同配送、海关关务等服务，业务模式稳定。
- ◆ 财务方面，嘉诚国际2023年前三季度年营收达到9.67亿元，归母净利润1.69亿元，毛利率30.17%，归母净利率17.48%，利润率保持稳中有升。目前公司嘉诚国际港二期仓库逐渐投入运营，我们预计2025年底公司运营的自有仓库或将达到112.79万平方米，仓库的陆续投产将会为公司带来一定的业绩弹性。未来嘉诚国际计划在海南保税区、广州番禺区持续建设物流中心，增强核心区位的资源实力。

图表：嘉诚国际归母净利润率稳步提升



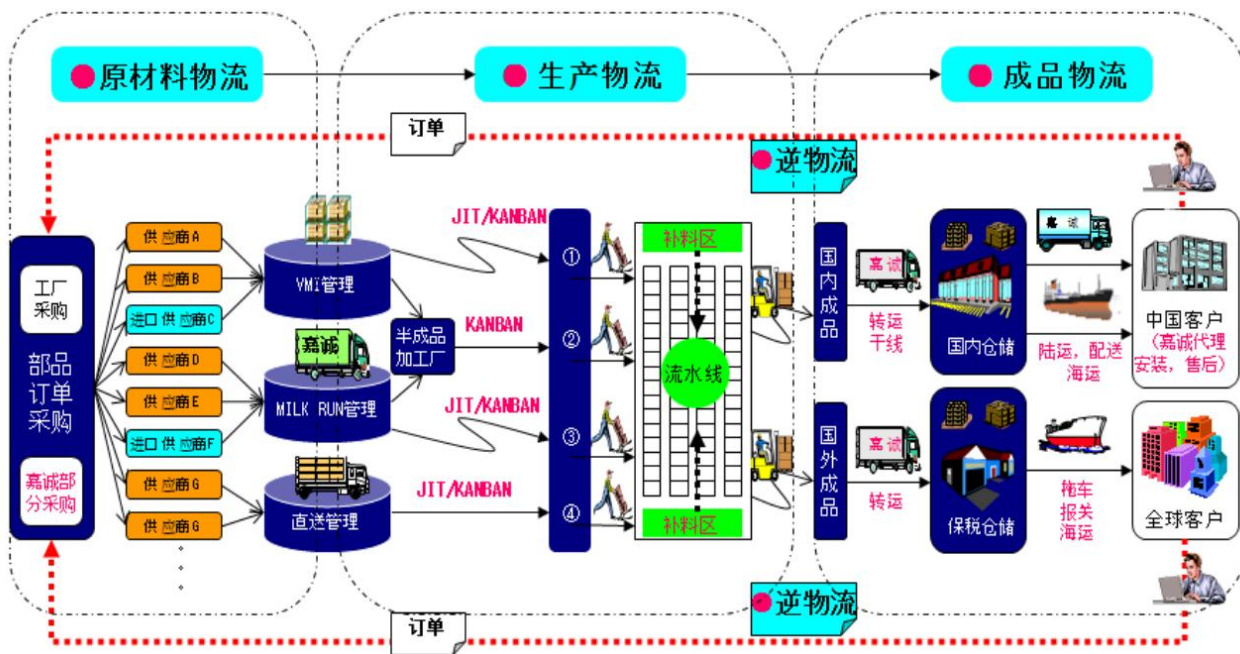
图表：嘉诚国际自有仓库区位优势明显



3.4 嘉诚国际：配套仓储加速落地，助力跨境电商物流快速发展

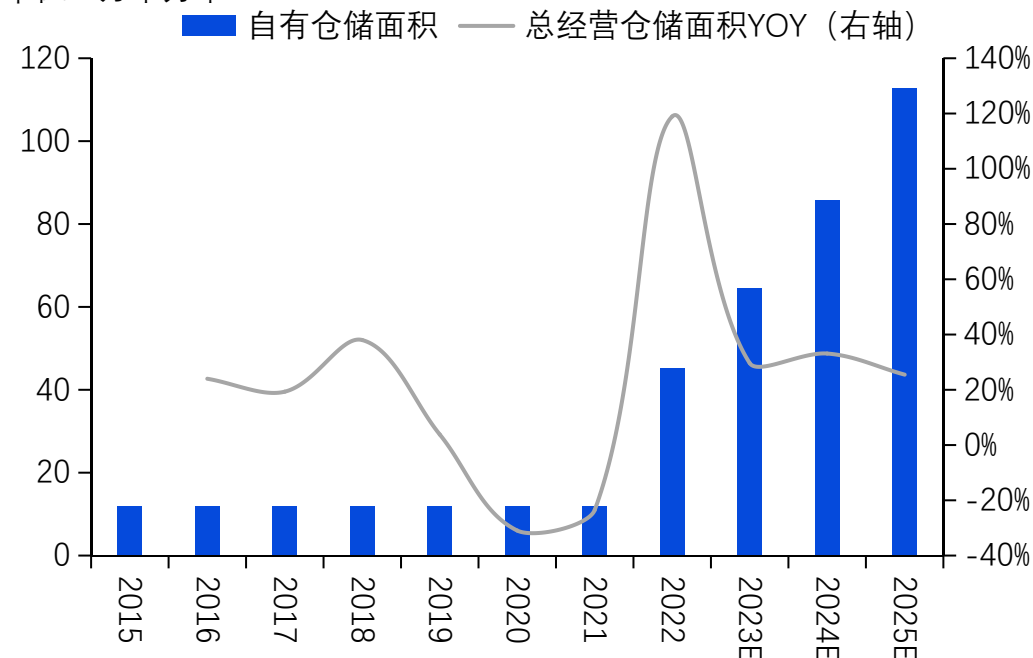
- ◆ **跨境电商物流业务势头强劲：**嘉诚国际综合物流业务包括原材料物流、生产物流、成品物流、逆物流和跨境电商物流。其中，跨境电商物流业务已经成为公司业绩的强劲增长点。
- ◆ **配套仓储加速落地：**目前嘉诚国际港二期、三期及海南省相关物流中心正加速投产，随着跨境电商物流景气上行，新产能快速去化贡献增量。

图表：嘉诚国际综合物流业务流程图



图表：2023-2025年，嘉诚国际自有仓储面积将会保持增长态势

单位：万平方米



3.4 嘉诚国际：卡位保税区核心资产

图表：嘉诚国际自有物流中心梳理

项目状态	仓储名称	投产时间	仓库类型	面积	面相客户	用途	位置
已投产	天运南沙多功能物流中心	2014	高标仓	约12万平方米	松下、日立等制造类企业	多功能物流中心	广州市南沙区龙穴岛保税物流园区内
	嘉诚国际港二期	2022.08	高标仓	33.30万平方米	制造业企业、跨境电商物流企业	本项目运用现代物流技术和供应链管理理念与制造业紧密结合，建设集制造业、商贸业与物流业联动的集运分泊配送中心，同时加强与菜鸟在跨境电商物流市场的合作	位于广州南沙区东涌镇鱼窝头中心工业区内，紧靠南沙自贸片区
	跨境电商智慧物流中心（原嘉诚国际港三期）	2023.11	高标仓	19.19万平方米	跨境电商平台企业及其商家	本项目用于开展跨境电商出口物流服务，是对公司原有业务的扩展，打造跨境电商平台包裹包装流通加工中心；同时加大对自动化及智能化设备的投入，能提高综合物流服务效率，有助于进一步强化公司开展跨境电商综合物流服务的竞争力。	位于广州南沙区东涌镇鱼窝头中心工业区内，紧靠南沙自贸片区
规划	嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心项目	预计2024年年中	高标仓	21.33万平方米	主要服务于天猫国际、菜鸟网络、拉拉米、旺佳旺、盒子怪、海垦、中免、深免、海发控等离岛免税及本岛免税经营方、跨境电商平台企业及其商家	为跨境电商平台企业及其商家的商品提供全球供应链一体化的物流服务；以及为松下等知名大型制造业企业提供国际采购、国际分拨中心等物流服务。	海南省海口市综合保税区
	嘉诚国际（三亚）超级云智世界港（worldport）项目	预计2025年年底	高标仓	26.97万平方米	世界知名免税集团，世界知名电子商务企业（特别是跨境电商企业）、世界知名奢侈品品牌、国际货代等	主要服务于嘉诚国际及子公司的长期合作伙伴——世界顶级家电及美妆企业进口产品对华销售的商流物流	三亚市梅村产业园
	天运国际（海南）数智加工流通中心	2026年及以后	高标仓	约35万平方米	知名世界五百强企业（公司现有客户）	生产加工增值中心、制造业或商贸物流企业的全球分拨中心、跨境电商中心、离岛、本岛免税产品的仓储配送中心	洋浦经济开发区保税港区东南角
	大湾区（华南）国际电商港项目	2026年及以后	高标仓	约40.56万平方米	世界著名的跨境电商平台及其上下游供应商与客户	项目将建设成智慧物流中心、电商企业集聚平台等一体化的现代化国际供应链电商城，并成为整合电子商务上下游产业链的集聚地。	广州市番禺区大龙街

3.4 嘉诚国际（603535.SH）盈利预测

◆ 核心假设：

- 1.嘉诚国际港二期于2023年年末投产，2024及2025可全年贡献业绩。
- 2.嘉诚国际港三期于2024年年中投产。
- 3.海南多功能数智物流中心项目于2024年年末投产。

收入拆分		单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
		营业总收入	1,269.05	1,277.89	1310.89	1591.51	1801.18
		YoY	10.22%	0.70%	2.58%	21.41%	13.17%
1、综合物流	营业收入	701.47	653.26	667.63	929.05	1118.95	
	YoY	22.22%	-6.87%	2.20%	39.16%	20.44%	
	收入占比	55.28%	51.12%	50.93%	58.38%	62.12%	
①运输	营业收入	214.48	207.26	186.53	177.21	171.89	
	YoY	38.13%	-3.37%	-10.00%	-5.00%	-3.00%	
	收入占比	16.90%	16.22%	14.23%	11.13%	9.54%	
②仓储及出入库作业	营业收入	409.86	368.87	403.97	674.72	869.94	
	YoY	20.00%	-10.00%	9.51%	67.02%	28.93%	
	收入占比	32.30%	28.87%	30.82%	42.39%	48.30%	
嘉诚国际港二期				16.65	199.80	199.80	
嘉诚国际港三期					57.57	115.14	
海南多功能数智物流中心项目					10.67	127.98	
③货运代理	营业收入	77.13	77.13	77.13	77.13	77.13	
	YoY	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	收入占比	6.08%	6.04%	5.88%	4.85%	4.28%	
2、供应链分销执行	营业收入	561.07	621.13	639.76	658.96	678.73	
	YoY	0.25%	10.70%	3.00%	3.00%	3.00%	
	收入占比	44.21%	48.61%	48.80%	41.40%	37.68%	
3、其他	营业收入	6.5	3.5	3.5	3.5	3.5	
	YoY	-63.36%	-46.15%	0.00%	0.00%	0.00%	
	收入占比	0.51%	0.27%	0.27%	0.22%	0.19%	
毛利拆分			2021	2022	2023E	2024E	2025E
		总毛利	336.08	335.82	351.08	463.25	541.59
		YoY		-0.08%	4.55%	31.95%	16.91%
1. 综合物流	毛利	277.24	269.4	283.25	394.55	473.81	
	YoY	24.67%	-2.83%	5.14%	39.29%	20.09%	
	毛利率	39.52%	41.24%	42.43%	42.47%	42.34%	
2、供应链分销执行	毛利	57.98	65.59	67.00	67.87	66.95	
	YoY	9.23%	13.13%	2.15%	1.29%	-1.35%	
	毛利率	10.33%	10.56%	10.47%	10.30%	9.86%	
3.其他	毛利	0.86	0.83	0.83	0.83	0.83	
	YoY	-33.33%	-3.49%	0.00%	0.00%	0.00%	
	毛利率	13.23%	23.71%	23.71%	23.71%	23.71%	
归母净利润			2021	2022	2023E	2024E	2025E
		归母净利润	182.4	171.14	203.07	278.07	318.29
		YoY	12.87%	-6.17%	18.65%	36.94%	14.47%
		净利润率	14.37%	13.39%	15.49%	17.47%	17.67%
PE（2024/3/12）			37.40	24.48	17.60	12.85	11.23

◆ 盈利预测&投资评级：

我们预计嘉诚国际2023-2025年营业收入分别为13.11亿元、15.92亿元与18.01亿元，归母净利润分别为2.03亿元、2.78亿元与3.18亿元，2023-2025年对应PE分别为17.60倍、12.85倍与11.23倍。跨境电商物流景气上行，新产能快速去化贡献增量，2024年业绩预计迎来较大增长。首次覆盖，给予“增持”评级。

◆ 风险提示：

国际贸易形势不稳定带来的风险；跨境电商出海不及预期；跨境电商海外政策风险；仓库投产不及预期风险；仓库产能利用率不及预期风险；客户集中度较高、销售品牌较为单一的风险；家电等行业景气度波动风险；信息系统风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1278	1311	1592	1801
增长率(%)	1	3	21	13
归母净利润（百万元）	171	203	278	318
增长率(%)	-6	19	37	14
摊薄每股收益（元）	0.73	0.87	1.19	1.36
ROE(%)	7	8	10	11
P/E	24.48	17.60	12.85	11.23
P/B	1.81	1.44	1.31	1.18
P/S	3.26	2.73	2.25	1.98
EV/EBITDA	17.36	12.18	9.27	7.96

资料来源：资讯、国海证券研究所

◆ 投资建议

在品牌出海的背景下，我国跨境电商平台迎来快速发展，为跨境电商物流带来增长、价格、模式升级三重红利。其中，仓储及快递快运业务或享受较多增长红利，供给约束性较强的赛道是运力（价格红利），货代企业模式升级亦带来投资价值（模式升级）。鉴于跨境电商物流各个环节均存在布局机会，维持行业“推荐”评级。

◆ 风险提示

- 1、跨境电商出海不及预期：电商平台出海进程对跨境电商物流企业的货量有较大影响；
- 2、跨境电商海外政策风险：海外政策对电商平台出海有较大影响，进而影响跨境电商物流企业；
- 3、欧美航线客机航班恢复超预期：客机腹舱是航空货运运力的重要组成部分，若欧美航线客机航班恢复较快或导致航空货运运价低于预期。
- 4、跨境电商平台议价能力变强从而削弱物流企业盈利能力：随着跨境电商平台业务量的增长，其议价能力也在逐步增强，进而可能会削弱相关物流企业的议价能力。
- 5、跨境电商发展海外仓可能导致航空货运需求低于预期：若跨境电商大力发展海外仓，可能导致航空货运量的需求低于预期。
- 6、国内国际市场不可完全对比
- 7、重点关注公司业绩不达预期的风险

东航物流盈利预测表



证券代码：601156

股价：15.64

投资评级：买入(首次覆盖)

日期：20240312

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）					每股指标与估值				
2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E	
现金及现金等价物	9533	12901	16996	22093	营业收入	23470	19955	24053	26702	每股指标				
应收款项	1982	2051	2339	2522	营业成本	16964	15747	18613	20364	EPS	2.29	1.47	1.92	2.25
存货净额	37	39	47	51	营业税金及附加	80	50	60	67	BVPS	8.52	9.63	11.07	12.87
其他流动资产	372	400	508	557	销售费用	244	220	265	294	估值				
流动资产合计	11924	15391	19890	25222	管理费用	411	399	481	534	P/E	6.7	10.6	8.1	6.9
固定资产	3605	3654	3684	3693	财务费用	252	178	193	196	P/B	1.8	1.6	1.4	1.2
在建工程	233	253	273	293	其他费用/（-收入）	23	20	24	27	P/S	1.0	1.2	1.0	0.9
无形资产及其他	10306	10475	10675	10375	营业利润	5721	3622	4745	5579	财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	0	0	0	0	营业外净收支	1	2	2	2	盈利能力				
资产总计	26068	29773	34521	39583	利润总额	5722	3624	4747	5581	ROE	27%	15%	17%	17%
短期借款	558	758	908	1058	所得税费用	1431	906	1187	1395	毛利率	28%	21%	23%	24%
应付款项	1078	1137	1396	1527	净利润	4291	2718	3560	4185	期间费率	4%	4%	4%	4%
预收帐款	6	8	10	11	少数股东损益	654	382	513	610	销售净利率	15%	12%	13%	13%
其他流动负债	4140	4246	4586	4695	归属于母公司净利润	3637	2336	3047	3576	成长能力				
流动负债合计	5783	6149	6899	7291	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	6%	-15%	21%	11%
长期借款及应付债券	0	0	0	0	经营活动现金流	5422	4170	5300	5815	利润增长率	0%	-36%	30%	17%
其他长期负债	5600	6792	7992	9192	归母净利润	3637	2336	3047	3576	营运能力				
长期负债合计	5600	6792	7992	9192	少数股东损益	654	382	513	610	总资产周转率	1.06	0.71	0.75	0.72
负债合计	11383	12941	14891	16483	折旧摊销	1202	1226	1246	1266	应收账款周转率	11.17	9.90	10.96	10.99
股本	1588	1588	1588	1588	公允价值变动	-1	0	0	0	存货周转率	444.46	411.94	433.36	417.97
股东权益	14685	16831	19630	23100	营运资金变动	-200	58	197	6	偿债能力				
负债和股东权益总计	26068	29773	34521	39583	投资活动现金流	-1251	-1312	-1407	-902	资产负债率	44%	43%	43%	42%
					资本支出	-1286	-1437	-1438	-937	流动比	2.06	2.50	2.88	3.46
					长期投资	0	0	0	0	速动比	2.02	2.46	2.83	3.41
					其他	35	125	31	35					
					筹资活动现金流	-4144	491	202	184					
					债务融资	472	1402	1350	1350					
					权益融资	0	0	0	0					
					其它	-4616	-910	-1148	-1166					
					现金净增加额	72	3368	4096	5096					

中国外运盈利预测表



证券代码：601598

股价：5.70

投资评级：买入(首次覆盖)

日期：20240312

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）					每股指标与估值				
2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E	
现金及现金等价物	16310	22975	29178	35206	营业收入	108817	99167	108357	114411	每股指标				
应收款项	13436	13861	13936	14714	营业成本	102783	93852	102683	108550	EPS	0.55	0.54	0.58	0.60
存货净额	65	68	71	75	营业税金及附加	256	238	236	264	BVPS	4.74	5.10	5.51	5.93
其他流动资产	8524	8507	8618	9100	销售费用	1035	992	1084	1144	估值				
流动资产合计	38336	45411	51803	59096	管理费用	3359	3273	3576	3776	P/E	7.0	10.6	9.9	9.5
固定资产	14749	15123	15302	15322	财务费用	-44	186	128	122	P/B	0.8	1.1	1.0	1.0
在建工程	796	648	574	537	其他费用/（-收入）	196	198	217	229	P/S	0.3	0.4	0.4	0.4
无形资产及其他	15418	15447	15567	15687	营业利润	5204	4989	5427	5603	财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	8527	8527	8527	8527	营业外净收支	-6	5	-45	-16	盈利能力				
资产总计	77826	85157	91774	99170	利润总额	5198	4994	5382	5587	ROE	12%	10%	10%	10%
短期借款	583	683	783	883	所得税费用	957	900	969	1014	毛利率	6%	5%	5%	5%
应付款项	13944	13895	14347	15167	净利润	4241	4094	4413	4574	期间费率	4%	4%	4%	4%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	172	188	209	204	销售净利率	4%	4%	4%	4%
其他流动负债	13518	17757	18170	18884	归属于母公司净利润	4068	3906	4204	4369	成长能力				
流动负债合计	28045	32335	33300	34933	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	-12%	-9%	9%	6%
长期借款及应付债券	9345	9845	11845	13845	经营活动现金流	5118	3229	4550	4318	利润增长率	10%	-4%	8%	4%
其他长期负债	3567	3559	4059	4559	归母净利润	4068	3906	4204	4369	营运能力				
长期负债合计	12913	13404	15904	18404	少数股东损益	172	188	209	204	总资产周转率	1.43	1.22	1.22	1.20
负债合计	40957	45739	49204	53338	折旧摊销	2395	2074	2195	2316	应收账款周转率	7.90	7.31	7.85	8.04
股本	7355	7294	7294	7294	公允价值变动	105	0	0	0	存货周转率	1528.84	1408.73	1476.50	1480.00
股东权益	36868	39418	42570	45832	营运资金变动	941	-324	676	269	偿债能力				
负债和股东权益总计	77826	85157	91774	99170	投资活动现金流	1017	873	882	1106	资产负债率	53%	54%	54%	54%
					资本支出	-1283	-2365	-2329	-2287	流动比	1.37	1.40	1.56	1.69
					长期投资	-65	-15	-20	-20	速动比	1.14	1.21	1.37	1.50
					其他	2364	3253	3231	3412					
					筹资活动现金流	-4600	2480	752	584					
					债务融资	-866	4862	2600	2600					
					权益融资	78	-134	0	0					
					其它	-3813	-2247	-1848	-2016					
					现金净增加额	1964	6645	6184	6008					

华贸物流盈利预测表

证券代码： 603128

股价： 7.40

投资评级： 买入(维持)

日期： 20240312

资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2575	2881	3731	4365
应收款项	2911	2915	2976	3305
存货净额	11	13	13	17
其他流动资产	1028	1141	1190	1243
流动资产合计	6524	6950	7911	8929
固定资产	602	618	627	628
在建工程	0	13	14	14
无形资产及其他	2306	2246	2184	2119
长期股权投资	340	340	340	340
资产总计	9772	10167	11076	12031
短期借款	250	300	330	350
应付款项	1438	1475	1558	1574
预收帐款	0	0	0	0
其他流动负债	1571	1384	1430	1520
流动负债合计	3259	3160	3318	3445
长期借款及应付债券	151	201	231	251
其他长期负债	347	367	387	407
长期负债合计	498	568	618	658
负债合计	3757	3727	3936	4102
股本	1309	1319	1319	1319
股东权益	6015	6439	7140	7928
负债和股东权益总计	9772	10167	11076	12031

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22070	13762	16043	17917
营业成本	19721	11878	13909	15557
营业税金及附加	11	7	8	9
销售费用	758	468	497	538
管理费用	516	322	353	391
财务费用	-75	31	36	41
其他费用/（-收入）	23	14	17	19
营业利润	1177	1087	1252	1395
营业外净收支	-1	-2	-1	-1
利润总额	1176	1085	1251	1394
所得税费用	251	227	267	295
净利润	925	859	984	1099
少数股东损益	36	50	40	62
归属于母公司净利润	888	809	944	1037
现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1454	746	1180	1008
归母净利润	888	809	944	1037
少数股东损益	36	50	40	62
折旧摊销	167	167	175	183
公允价值变动	-2	0	0	0
营运资金变动	413	-270	17	-277
投资活动现金流	-218	-106	-105	-98
资本支出	-27	-131	-120	-113
长期投资	-94	0	0	0
其他	-97	25	15	15
筹资活动现金流	-434	-334	-226	-276
债务融资	-64	120	80	60
权益融资	45	10	0	0
其它	-415	-463	-306	-336
现金净增加额	920	306	850	633

每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标				
EPS	0.69	0.61	0.72	0.79
BVPS	4.44	4.69	5.19	5.74
估值				
P/E	15.6	12.1	10.3	9.4
P/B	2.4	1.6	1.4	1.3
P/S	0.6	0.7	0.6	0.5
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力				
ROE	15%	13%	14%	14%
毛利率	11%	14%	13%	13%
期间费率	5%	6%	6%	5%
销售净利率	4%	6%	6%	6%
成长能力				
收入增长率	-11%	-38%	17%	12%
利润增长率	5%	-9%	17%	10%
营运能力				
总资产周转率	2.26	1.35	1.45	1.49
应收账款周转率	7.70	4.80	5.48	5.52
存货周转率	2090.65	1072.60	1195.81	1080.78
偿债能力				
资产负债率	38%	37%	36%	34%
流动比	2.00	2.20	2.38	2.59
速动比	1.87	2.04	2.23	2.43

嘉诚国际盈利预测表



证券代码：603535

股价：15.32

投资评级：增持(首次覆盖)

日期：20240312

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）					每股指标与估值				
2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E	
现金及现金等价物	1157	1124	1177	1383	营业收入	1278	1311	1592	1801	每股指标				
应收款项	473	473	531	550	营业成本	942	960	1128	1260	EPS	0.73	0.87	1.19	1.36
存货净额	128	133	157	175	营业税金及附加	5	5	6	7	BVPS	9.86	10.66	11.74	12.97
其他流动资产	127	142	160	174	销售费用	33	46	48	54	估值				
流动资产合计	1885	1873	2024	2282	管理费用	73	66	88	108	P/E	24.5	17.6	12.9	11.2
固定资产	1045	1190	1329	1371	财务费用	-1	-10	-6	-3	P/B	1.8	1.4	1.3	1.2
在建工程	620	720	820	920	其他费用/（-收入）	22	21	22	22	P/S	3.3	2.7	2.2	2.0
无形资产及其他	262	286	304	321	营业利润	198	234	318	368	财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	6	6	6	6	营业外净收支	0	6	7	4	盈利能力				
资产总计	3818	4075	4483	4901	利润总额	198	239	326	372	ROE	7%	8%	10%	11%
短期借款	175	225	275	325	所得税费用	27	36	47	53	毛利率	26%	27%	29%	30%
应付款项	524	539	633	707	净利润	171	203	278	319	期间费率	8%	8%	8%	9%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	销售净利率	13%	15%	17%	18%
其他流动负债	82	88	101	108	归属于母公司净利润	171	203	278	318	成长能力				
流动负债合计	782	852	1010	1140	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	1%	3%	21%	13%
长期借款及应付债券	675	675	675	675	经营活动现金流	172	274	361	423	利润增长率	-6%	19%	37%	14%
其他长期负债	53	53	53	53	归母净利润	171	203	278	318	营运能力				
长期负债合计	729	728	728	728	少数股东损益	0	0	0	0	总资产周转率	0.38	0.33	0.37	0.38
负债合计	1510	1580	1738	1868	折旧摊销	47	70	76	73	应收账款周转率	3.06	3.00	3.45	3.65
股本	233	233	233	233	公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	5.54	7.35	7.78	7.60
股东权益	2308	2495	2746	3032	营运资金变动	-58	5	9	28	偿债能力				
负债和股东权益总计	3818	4075	4483	4901	投资活动现金流	-232	-356	-339	-230	资产负债率	40%	39%	39%	38%
					资本支出	-306	-329	-326	-228	流动比	2.41	2.20	2.01	2.00
					长期投资	0	-30	-20	-10	速动比	2.14	1.94	1.76	1.76
					其他	74	4	6	7					
					筹资活动现金流	750	17	12	3					
					债务融资	-5	44	50	50					
					权益融资	800	0	0	0					
					其它	-45	-28	-38	-47					
					现金净增加额	692	-63	33	196					

交运小组介绍

祝玉波：交通运输行业首席分析师，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、跨境电商物流，以及化工物流、汽车物流等细分产业链板块。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，5年交运行业研究经验，坚持以实业思维做研究，寻找优质公司，挖掘行业本质，主攻机场、航空等出行板块。

分析师承诺

祝玉波, 李跃森, 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，也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。

国海证券 · 研究所 · 交运研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597