

国际货代行业整合频现，看好国内物流企业崛起

国际货代行业深度报告

本篇报告深入分析了国际货代行业的特性，基于当前时点，国际货代领域面临较为激烈的存量竞争，头部企业纷纷依靠外延式发展提升端到端一体化物流服务能力。纵观全球贸易发展趋势，跨境电商未来需求增长点向亚太转移，我们看好国内国际物流企业未来较大成长空间。

□ **国际货代行业格局分散，龙头强者恒强。**国际货代企业是连接国际贸易和运输的纽带，具有中介性、资源整合、国际化的特性，由于国际货代行业进入门槛较低，业内企业多为轻资产运营模式，行业参与者众多，先发优势难以体现，全球前五大国际货代公司合计市占率仅为 20%，行业格局相对分散。随全球贸易需求下行叠加运价持续波动下滑，2022 年货代行业面临更为复杂的发展环境，货代企业需通过内生增长+外延并购提升未来核心竞争力，通过观察海外龙头的扩张模式，一方面通过提升业务信息化程度、提高物流服务能力、深耕存量客户、开拓增量客户以保持业务量的内生增长性，另一方面通过收购优质标的，补强业务短板并拓展多元化业务。海外货代巨头如德迅、DSV 等企业在 2021 年均有针对性的收购，推动行业整合，我们认为货代行业或将进入加速分化期，头部企业优势持续扩大。

□ **跨境电商带来新机遇，全球贸易进入“亚洲世纪”。**亚洲地区逐步成为全球贸易的增长引擎。2010-2020 年亚洲、欧洲、北美洲对外贸易额 CAGR 分别为 2.8%、1.3%、1.3%，亚洲增长明显高于其他地区。同时东南亚地区电商需求快速增长，未来五年有望实现 3 倍增长，年均复合增速为 22.0%。而中国贡献增量居于亚洲前列，随着亚洲其他初级代工国家制造业进入快速发展阶段，对我国高端制造产品出口需求增长，2021 年我国对东盟进出口额为 5.67 万亿元，超过欧盟和美国。此外随着我国制造业产业升级，国内跨境出口物流需求将进一步提升，2021 年我国跨境电商行业交易规模达 14.2 万亿元，同比增长 13.6%，跨境电商的驱动将使国内货代企业进入发展新阶段。

□ **投资建议：**随着全球贸易增速进入平稳期，国际货代行业进入存量竞争阶段，业内企业将更多通过服务竞争和资源整合提升核心竞争能力。目前 TOP5 国际货代企业合计市占率仅达 20%，行业空间仍有较大开拓潜力。跨境电商物流为传统货代企业开辟新曲线，我们看好未来亚洲区域较大的市场空间。标的方面，首推深耕货代业务、着力构建跨境全产业链服务平台的华贸物流；重点推荐以集运业务为核心，向端到端一体化物流服务商迈进的中远海控；通过并购嘉里迅速切入国际综合物流业务的顺丰控股；跨境化工物流供应商永泰运以及一站式化工品综合物流服务商密尔克卫。

□ **风险提示：**宏观经济衰退风险、疫情影响超预期风险、海外业务扩张风险、汇率波动风险、跨境电商发展不及预期风险。

重点公司主要财务指标

	股价	21EPS	22EPS	23EPS	22PE	23PE	PB	评级
永泰运	57.91	1.61	3.06	4.22	18.9	13.7	3.8	强烈推荐
密尔克卫	122.68	2.63	3.80	5.02	32.3	24.5	5.6	强烈推荐
顺丰控股	50.02	0.87	1.30	1.82	38.4	27.5	2.9	强烈推荐
华贸物流	12.01	0.64	0.72	0.87	17.0	14.0	9.4	强烈推荐
中远海控	11.62	5.55	7.38	4.22	1.6	2.8	0.8	强烈推荐

资料来源：公司数据、招商证券

推荐（维持）

周期/交通运输

行业规模

		占比%
股票家数（只）	125	2.6
总市值（亿元）	28266	3.6
流通市值（亿）	24102	3.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	2.3	14.3	16.4
相对表现	3.1	17.7	38.4



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《招商交运物流行业周报—三季度子板块业绩出现分化，持续关注油运向上行情》2022-11-06
- 2、《快递行业 9 月数据点评—9 月业务量实现小幅增长，行业单价企稳向好》2022-10-28
- 3、《招商交运物流行业周报—国庆节期间旅客出行量同比下滑，快递投递量实现稳健增长》2022-10-08

苏宝亮 S1090519010004
 subaliang@cmschina.com.cn
 肖欣晨 S1090522010001
 xiaoxinchen@cmschina.com.cn
 魏芸 S1090522010002
 weiyun@cmschina.com.cn

正文目录

一、国际货代：行业格局分散，龙头强者恒强	5
1、国际货代具有中介、整合、国际化的特征	5
2、行业头部集聚性差，格局较为分散	6
3、行业进入存量竞争期，龙头公司强者恒强	8
(1) 回顾历史：海外龙头企业在行业下行期加速扩张	8
(2) 聚焦当下：内生+外延铸就核心竞争力	10
二、跨境电商带来新机遇，全球贸易进入“亚洲世纪”	13
1、亚洲贸易高增长，东南亚电商崛起	13
2、中国跨境电商增量空间居前列	14
三、重点标的：聚焦网络能力，服务引领竞争	16
1、华贸物流：具有央企基因的第三方综合物流服务商	16
2、中远海控：集运龙头，船队规模全球第三	17
3、顺丰控股：行业领先的综合物流服务商	18
4、永泰运：中小化工企业跨境出口的一体化服务平台	20
5、密尔克卫：一站式化工品综合物流服务商	22
四、投资建议	24
五、风险提示	24

图表目录

图 1：国际货代业务模式	5
图 2：华贸物流向外采购成本及占比变化情况	6
图 3：华贸物流分产品向外采购成本及占比变化情况	6
图 4：全球 GDP 及美国进口金额同比变化情况	6
图 5：头部国际货代公司固定资产投入占经营性现金流比重	7
图 6：全球货代行业市场份额分布（根据 2020 年营收测算）	7
图 7：全球海运货代市场前十货量情况（单位：万 TEU）	7
图 8：全球空运货代市场前十货量情况（单位：万吨）	7
图 9：龙头公司在下行周期中持续扩张	8
图 10：德迅空运货代及海运货代毛利率情况	9

图 11: 德迅海运各航线利润贡献情况 (单位: 百万瑞士法郎)	9
图 12: 德迅空运及海运季度货量变化情况	9
图 13: DB Schenker 息税前净利润结构	10
图 14: DB Schenker 营收及毛利变化情况	10
图 15: DB Schenker 空运及海运货量变化情况	10
图 16: 全球贸易进出口总额情况	11
图 17: 全球航空货物运输量变化情况	11
图 18: 全球海运货物运输量变化情况	11
图 19: 全球贸易总额季度同比增速变化	12
图 20: 德鲁里世界集装箱综合运价指数 (WCI)	12
图 21: 波罗的海交易所空运指数 (BAI)	12
图 22: 2017-2021 全球物流领域收并购数量变化	13
图 23: 头部物流企业积极收购优质标的	13
图 24: 各地区对外贸易额情况 (单位: 十亿美元)	13
图 25: 各地区进出口金额情况 (单位: 十亿美元)	13
图 26: 2021 年东南亚各国互联网用户规模	14
图 27: 东南亚各国网购用户规模情况 (单位: 百万人)	14
图 28: 2021-2026 年东南亚电商 GMV 增长预测 (单位: 亿美元)	14
图 29: 2020 年全球十大贸易通道线路图	15
图 30: 2020 年全球十大贸易通道贸易值情况	15
图 31: 2021 年中国与前五大贸易伙伴进出口总值	15
图 32: 2021 年中国与东南亚国际双边贸易进出口额及变化情况	15
图 33: 中国跨境电商行业交易规模及增长情况	15
图 34: 华贸物流通过并购不断扩张业务版图	16
图 41: 中远海控营收及同比情况	18
图 42: 中远海控净利润情况	18
图 45: 顺丰控股毛利及毛利率情况	20
图 46: 顺丰控股净利润及同比情况	20
图 47: 永泰运收入及同比情况	21
图 48: 永泰运收入结构	21
图 49: 永泰运毛利及毛利率情况	21
图 50: 永泰运净利润及同比情况	21

图 51: 密尔克卫营业收入及同比情况	22
图 52: 密尔克卫各主营业务占比	22
图 53: 密尔克卫毛利及毛利率情况	22
图 54: 密尔克卫净利润及同比情况	22
图 55: 交通运输行业历史 PEBand	24
图 56: 交通运输行业历史 PBBand	24
表 1: 德迅主要收并购事件	9
表 2: DB Schenker 主要收并购事件	10
表 3: 未来全球经济增长展望 (单位: %)	11
表 4: 顺丰国际及供应链业务营收及盈利情况 (新口径)	19
表 5: 顺丰控股国际业务营收、盈利水平预测	20
表 6: 永泰运主要收并购事件	21
表 7: 密尔克卫主要收并购事件	23
附: 财务预测表	26

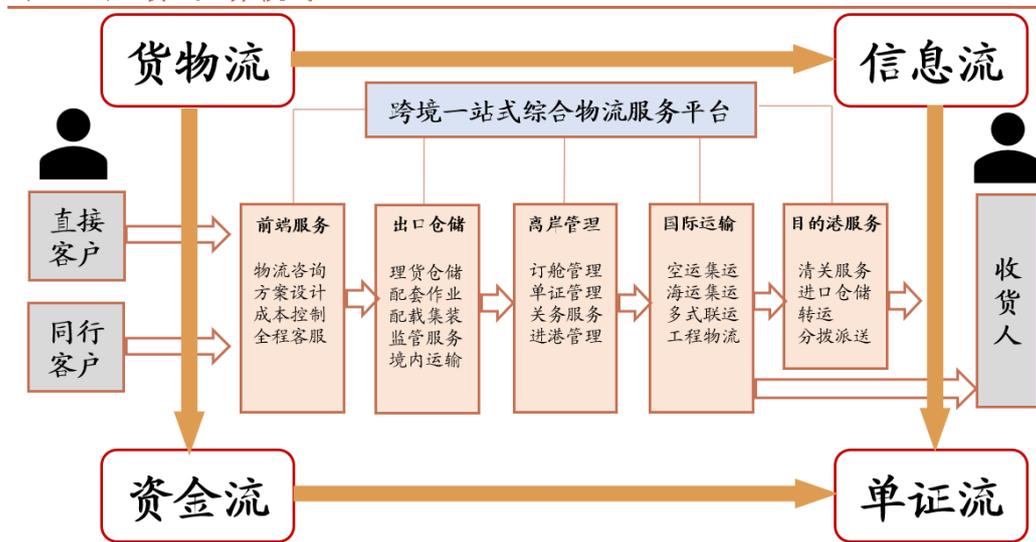
一、国际货代：行业格局分散，龙头强者恒强

1、国际货代具有中介、整合、国际化的特征

中介性：国际货代是跨境贸易的粘合剂，负责整合各方资源实现履约。国际货代即国际货运代理，是连接国际贸易和国际运输的纽带，在国际货物供应链日趋复杂的大环境下重要性逐渐凸显。国际货运代理企业是在接受货主委托后，以委托人名义或自己名义，为委托人办理一系列国际货物运输及相关业务的企业，扮演货主和跨境贸易运输之间的中介角色。国际货代的主要业务流程为将货物从境内客户处提取，并通过一系列包括前端服务、出口仓储、离岸管理、国际运输和目的港服务在内的国际运输活动将货物运送至境外收货人处，对物流链条上的货物流、单证流、信息流和资金流进行具有快速响应能力和低成本的控制，在跨境物流流程中充分整合各方资源，协调货主、收货人、海关、运力方等多个主体完成履约。

货代的各个履约环节均面临不同挑战：（1）**前端服务：**货代公司需要了解货主需求，包括路线规划、流程设计、服务价格等，在这一阶段，公司需具备与客户建立长期合作关系的能力，提前锁定运价，实现规模化优势，降低成本波动对公司经营的影响；（2）**出口仓储：**除基本仓储功能外，主要作用是对货物进行符合国际运输标准的再处理作业，公司需要根据空运或海运的不同仓储需求以及入库货物的体积重量等制定方案，以充分利用装载空间、降低运输破损风险，同时公司需要提供转关监管运输业务等，满足客户不同时间和不同需求的监管运输服务；（3）**离岸管理：**订舱是将代运货物配载到运载工具，获得承运人签发的提单和结算依据的过程，这一环节是国际运输中的核心之一，影响运输时效和货代公司运力采购成本；（4）**国际运输：**主要包括空运和海运两种模式，未来随着国际贸易运量的增长，运输方式朝多元化方向发展，在这一环节，货代公司需承担运输不畅的风险；（5）**目的港服务：**货物运抵目的港后的地面服务是影响跨境综合物流全流程的另一重要环节，货代公司需负责货物到达目的港后的清关服务，需要公司对当地的关务政策、税制等具备充分理解，而后续的转运和分拨派送环节更加考验公司的境外派送网络是否完备。

图 1：国际货代业务模式



资料来源：华贸物流招股说明书、招商证券

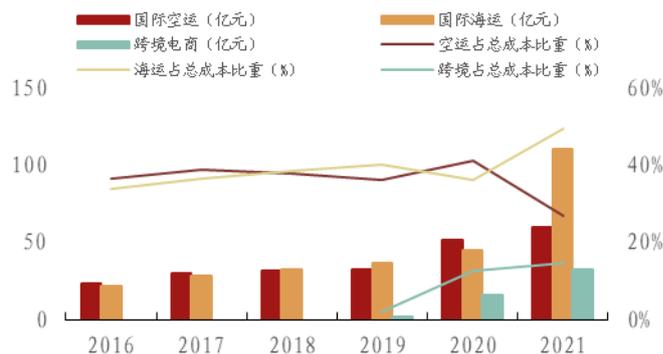
整合性：国际货代需要整合各方运力，因此面临运价浮动风险。国际货代作为货主和需求方的中介，需要做好协调和分配运力资源的工作，因此面临运力资源过剩或紧缺、运价浮动的风险。近年来，国际空运及海运价格受到运力供需错配和国际局势的影响波动明显，头部货代企业运力采购成本增长明显，其中华贸物流综合物流向外采购成本由 2016 年的 51.8 亿元增长至 2021 年的 220.2 亿元，占总成本比重也在 2021 年达到 99.24%。细分业务类别来看，国际空运、海运运力采购成本占比波动明显，2021 年二者占比分别为 26.9%、49.6%，海运运力采购成本占比明显上升，主要由于海运市场运力供给持续紧缺所致，带动成本由 2020 年的 45.1 亿元增长至 2021 年的 109.9 亿元，同比大幅增长 144.1%。

图 2: 华贸物流向外采购成本及占比变化情况



资料来源: 公司公告、招商证券

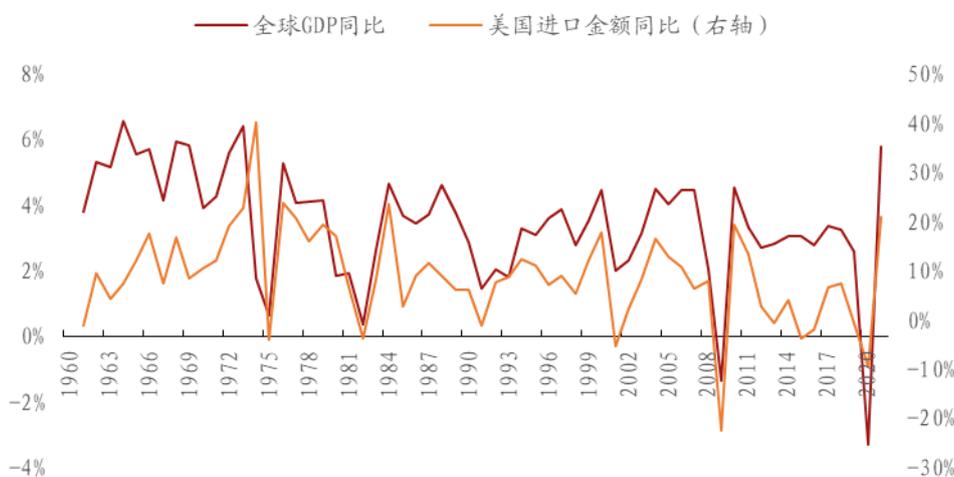
图 3: 华贸物流分产品向外采购成本及占比变化情况



资料来源: 公司公告、招商证券

国际化: 国际货代需要承受国际市场波动, 汇率波动等风险因素, 具有周期性特征。中国国际货代物流服务于对外贸易, 是生产性服务业和国际物流的重要组成部分, 也是支撑国际供应链正常运行的重要环节, 在疫情反复、国际局势复杂的当下重要性日益凸显。而由于国际货代本身的国际化特征, 任何可能导致国际市场波动、政策调整或贸易格局变化的因素都会对其产生重大影响。复盘全球 GDP 同比变动及美国进口金额同比变动情况, 可看出二者走势基本一致, 表明宏观经济是影响国际贸易的重要因素, 进而影响国际货代企业收入。除国际市场需求变动带来的影响之外, 突发性国际局势变动、汇率大幅波动等因素也会对国际货代企业经营产生较大影响, 因此行业具有一定周期性特征。

图 4: 全球 GDP 及美国进口金额同比变化情况

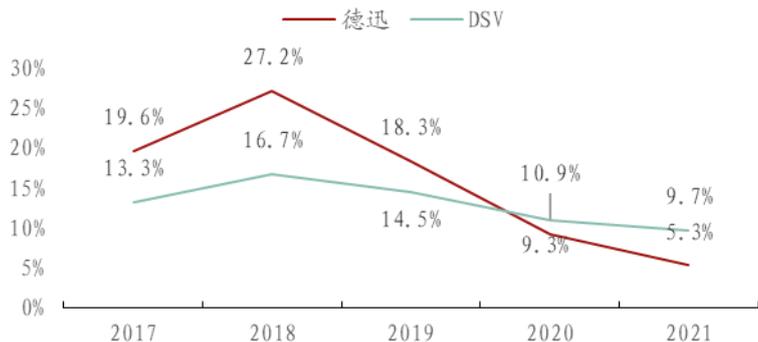


资料来源: Wind、招商证券

2、行业头部集聚性差, 格局较为分散

国际货代行业进入门槛较低, 业内企业以轻资产运营模式为主。由于国际货代行业进入门槛低, 行业内企业多为轻资产运营模式, 前期投入少, 在行业发展前期通过赚取运力差价便可以实现高额收益, 导致行业随着进入者增多竞争日趋激烈。而随着行业参与者增多, 各家企业难以构建核心竞争力, 先发优势难以体现, 导致即使经过几十年发展, 行业仍然较为分散, 头部企业市占率保持较低水平。观察头部国际货代企业固定资产投入占经营性现金流比重情况, 德迅及 DSV 基本维持在 10%-20% 左右, 均保持轻资产运营模式。

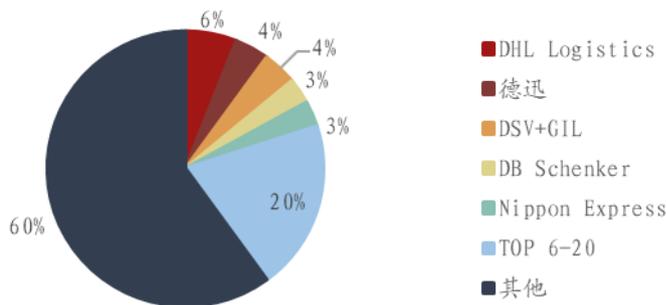
图 5: 头部国际货代公司固定资产投入占经营性现金流比重



资料来源: 公司公告、招商证券

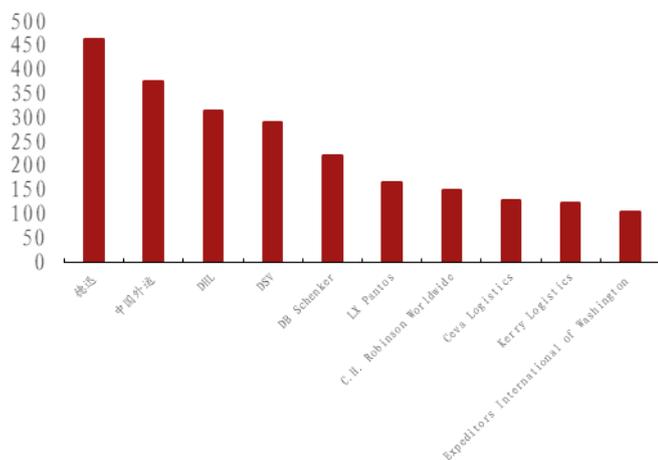
行业格局相对分散, 提升服务能力成为竞争关键。由于行业前期投入较少, 进入壁垒低, 并且业务模式相近, 差异化竞争较难实现, 使得头部企业集中度较低。按 2020 年各家公司营收测算, 全球前五大国际货代公司合计市占率为 20%, 德迅、DSV、DB Schenker 几家头部企业市占率均未超过 5%, 行业格局相对分散。从头部企业货量情况来看, 根据 Transport Topic 数据显示, 全球海运货代货量和全球空运货代货量第一位均为德迅, 货量分别达到 261 万 TEU 和 222 万吨。随着行业不断发展, 各航线运费变得更加透明, 通过运力管理赚取服务费的模式已经逐渐取代靠囤积运力赚取差价的模式, 目前的国际货代企业已经逐渐向第三方国际综合物流服务商方向转变, 不断延伸服务链条, 增强高附加值客户粘性, 在下行周期中也能够保持较为稳定的盈利能力, 因此未来提升服务能力和专业能力将成为竞争的关键。

图 6: 全球货代行业市场份额分布 (根据 2020 年营收测算)



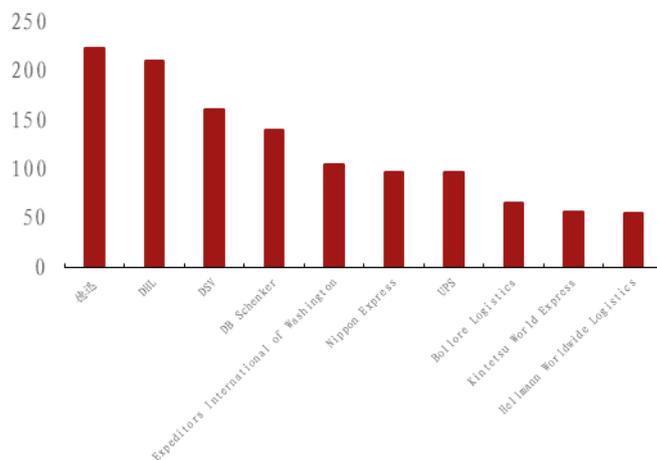
资料来源: DSV 公司公告、招商证券

图 7: 全球海运货代市场前十货量情况 (单位: 万 TEU)



资料来源: Transport Topic、招商证券

图 8: 全球空运货代市场前十货量情况 (单位: 万吨)



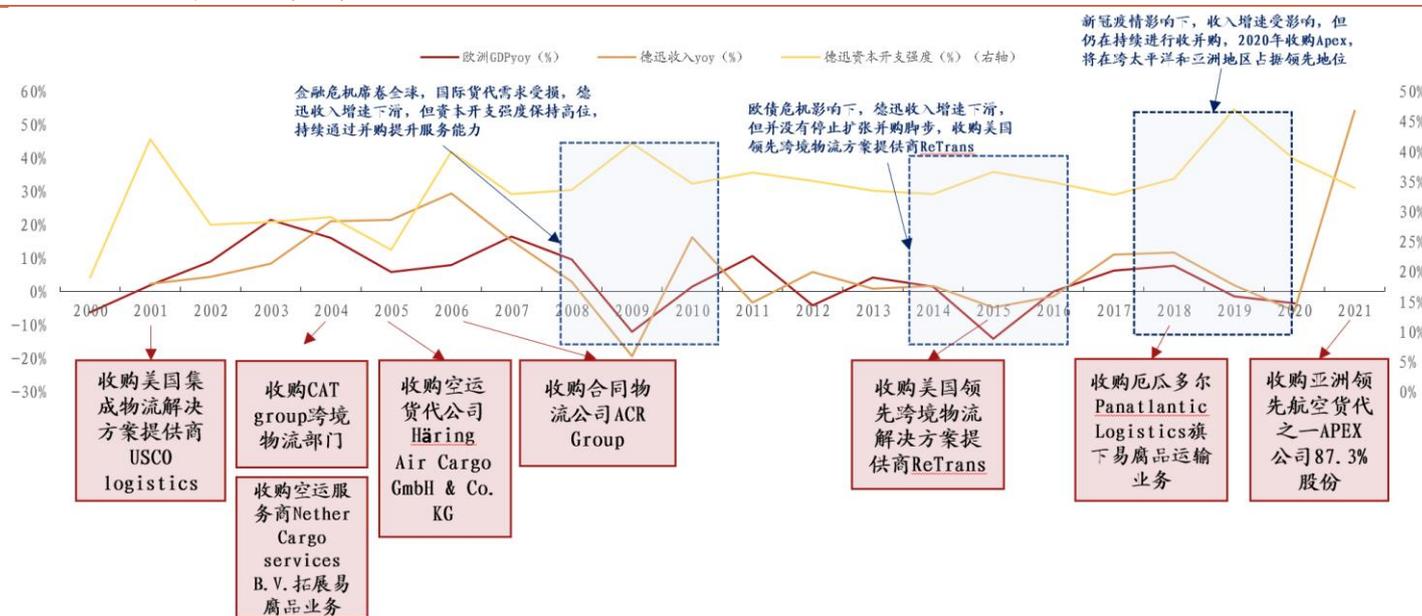
资料来源: Transport Topic、招商证券

3、行业进入存量竞争期，龙头公司强者恒强

(1) 回顾历史：海外龙头企业在行业下行期加速扩张

龙头企业在行业需求下滑期加速扩张。回顾 2000-2021 年欧洲 GDP 增速、德迅收入增速以及德迅资本开支强度变化情况，我们发现国际货代需求端与全球宏观经济的兴衰联系紧密，2008-2010 年期间，金融危机席卷全球，国际货代需求受损，德迅收入增速下滑，但资本开支强度则与欧洲 GDP 及德迅收入增速呈反向变化趋势，表明德迅仍在通过加速扩张提升服务能力，抓住行业下行时期的扩张机遇。2014-2016 年期间，在欧债危机影响下，欧洲 GDP 增速及德迅收入增速下滑，同期德迅通过收购美国领先跨境物流解决方案提供商 ReTrans 进行业务扩展，期间资本开支强度维持在 35% 左右。2019-2020 年，新冠疫情影响全球宏观经济及供应链，导致欧洲经济增速下滑，影响德迅营业收入，而期间德迅资本开支强度在 2019 年达到 47%，处于历史高位，并在 2020 年收购亚洲领先航空货代公司 Apex International 87.3% 的股份，开拓跨太平洋和亚洲地区市场。我们认为国际龙头货代企业视行业增长下行扩张机会，通过抓住行业下行期的整合机会补强自身竞争力，提升行业地位和定价能力，降低行业周期波动对公司经营的影响。

图 9：龙头公司在下行周期中持续扩张



资料来源：Wind、公司公告、招商证券（注：资本开支强度=固定资产/总资产）

1、德迅（KNIN）：行业整合的积极参与者

德迅作为全球最大的国际货代公司之一，紧跟跨国公司全球化扩张的脚步，利用全球化和电子商务发展机遇实现快速发展，其业务范围主要以欧美地区为主，同时积极向亚太地区尤其中国进行业务拓展。公司长期通过内生发展和外延并购补齐业务短板，实现资源整合，并形成强大的综合物流服务能力。其货代业务在全球市占率达到 4%，仅次于 DHL，2021 年共实现净营业额 357.89 亿美元，同比增长 61%，实现毛利润 107.98 亿美元，同比增长 32%。分版块来看，公司历年空运业务毛利率均高于海运业务毛利率，2021 年空运、海运业务毛利率分别为 22.3% 和 17.6%。海运业务板块中，EMEA 地区（欧、中东、非）航线利润贡献占比最高，亚太航线利润贡献明显提升，2021 年贡献利润 19.51 亿瑞士法郎，同比增长 119.2%，亚太地区业务扩张潜力仍然较大。观察其季度货量变化情况，2022Q3 空运及海运货量同比分别下滑 7% 和 5%，空运货量变化较海运货量变化波动更为明显。

图 10: 德迅空运货代及海运货代毛利率情况



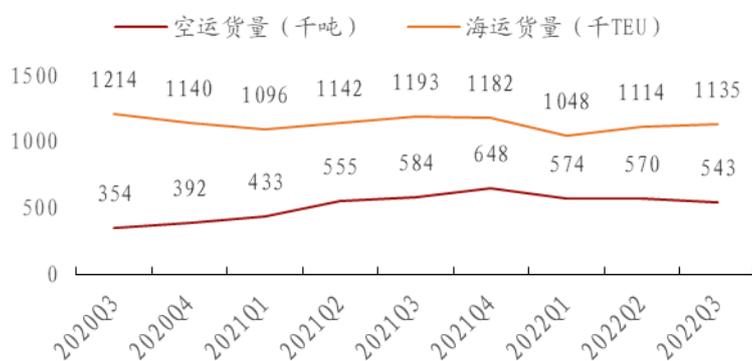
资料来源: 公司公告、招商证券

图 11: 德迅海运各航线利润贡献情况 (单位: 百万瑞士法郎)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 12: 德迅空运及海运季度货量变化情况



资料来源: 公司公告、招商证券

德迅一直以来均为行业整合的积极参与者, 多次抓住行业变化的重大机遇。回顾德迅主要收并购事件, 其收购企业包括空运货代企业、跨境物流企业、易腐品运输等多领域, 通过收并购横向拓展业务多元化, 提高服务能力, 补齐业务短板, 同时抓住电商发展机遇、亚洲新兴市场机遇等多个增长点, 逐渐成长为国际一流货代企业。

表 1: 德迅主要收并购事件

时间	并购公司	业务能力
2001	USCO Logistics	开始拓展合同物流业务
2004	Nether Cargo services B.V.	拓展易腐品空运业务
2005	Häring Air Cargo GmbH & Co. KG	拓展德国拼箱运输业务
2006	ACR Group	拓展欧洲市场合同物流业务
2007	G.L. Kayser; Cordes & Simons	拓展德国拼箱运输业务
2015	ReTrans	拓展跨境物流业务
2018	Panatlantic Logistics	收购其易腐品运输业务
2021	APEX	收购其 87.3% 股份, 扩展在亚洲和美洲线路

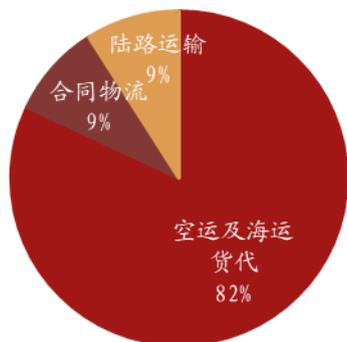
资料来源: 公司公告、招商证券

2、德铁信可 (DB Schenker): 一流的多元化物流业务服务商

德铁信可是全球领先的陆路运输和多式联运服务提供商之一, 其凭借着全球网络和先进的物流解决方案, 提供包括空运货代、海运货代、合同物流、陆路运输等多个领域, 其在国际货代行业中市占率达到 3%, 是一流的多元化物流业务服务商。德铁信可作为德国铁路公司 (DB Group) 的子公司之一, 2021 年实现营业收入 234.43 亿欧元, 同比增长 32.7%, 实现毛利率 31.2%。分板块来看, 2021 年空运及海运 EBIT 占比达到 82%, 是公司主要利润来源, 2021 年空运和海运货代业务营收 (仅外部) 达到 129.57 亿欧元, 同比增长 57.6%, 空运出口货量达到 143.8 万吨,

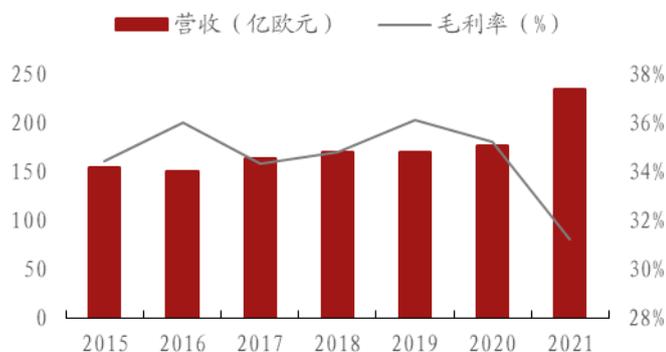
海运出口货量达到 200.3 万 TEU。空运业务增长主要来源于疫情后电子仪器及医药物品运输空运需求的增长，而海运业务运量则由于运力的紧缺和疫情影响较以往有所下滑，部分消极影响被亚太地区的业务恢复抵消。

图 13: DB Schenker 息税前净利润结构



资料来源: DB Group 公司公告、招商证券

图 14: DB Schenker 营收及毛利变化情况



资料来源: DB Group 公司公告、招商证券

图 15: DB Schenker 空运及海运货量变化情况



资料来源: DB Group 公司公告、招商证券

德铁信可业务聚焦于欧洲，EMEA 地区业务占比达到 81%，相比而言，德迅在 EMEA 地区的业务占比为 54%，业务分布相对均衡，观察德铁信可的主要收并购事件也可看出，其更聚焦于欧洲地区的业务拓展。近期，2021 年德铁信可与 Aramex 签署战略合作协议，以加快其在阿布扎比、中东及亚非地区的扩张，未来公司或加速向新兴市场拓展货代业务。

表 2: DB Schenker 主要收并购事件

时间	并购公司	业务能力
2004	整合信可和 Spedpol	使信可物流成为波兰领先的综合物流供应商之一
2006	收购 BAX Global	在韩国设立北亚新物流枢纽
2007	收购 Spain-TIR	延伸欧洲陆路运输网络
2009	收购 S.C. Romtrans S.A.	德铁信可在罗马尼亚拥有密集网络
2021	收购西班牙两家陆路运输公司	增强在西班牙陆路运输市场影响力
2021	与 Aramex 签署商业合作协议	增强在亚太地区的海运能力
2022	收购 USA Truck	加速在北美网络扩张的进度

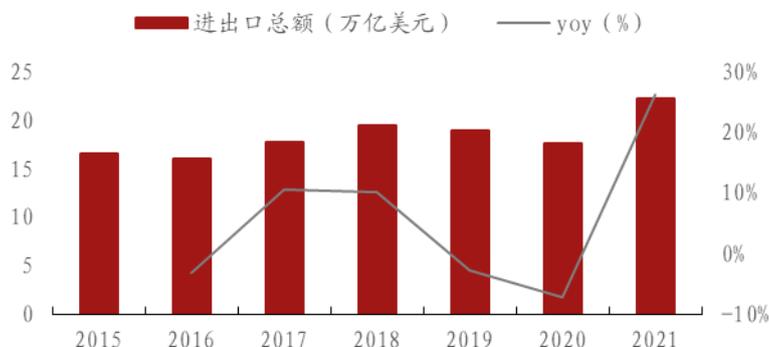
资料来源: DB Schenker 官网、招商证券

(2) 聚焦当下: 内生+外延铸就核心竞争力

近年来全球贸易增长逐渐停滞，国际货代行业步入存量竞争期。据 WTO 数据显示，全球贸易进出口总额近五年 CAGR 仅为 5.6%，整体进入相对稳定的发展阶段，高增长不再，增速在 2019-2020 年期间有明显下滑趋势，主要受到新冠疫情影响，2021 年贸易总额有所恢复，主要由于疫情复苏带来的全球经济恢复，截至 2021 年，全球贸易

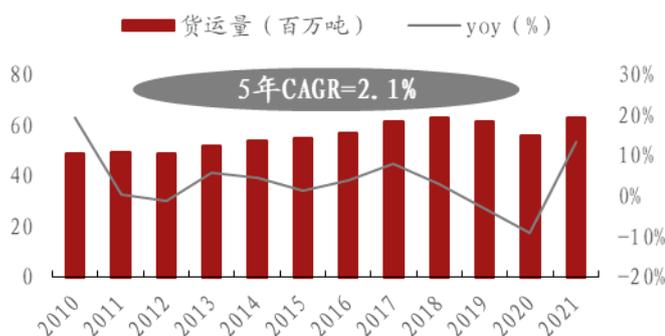
进出口总额已经达到 22.28 万亿美元，同比增速达到 26.3%。随着全球贸易进入相对稳定的存量发展期，国际货代也进入存量竞争期，根据 IATA 数据，2021 年全球航空货物运输量达到 6310 万吨，近五年 CAGR 为 2.1%，根据克拉克森数据，2021 年全球海运货物运输量达到 120.2 亿吨，近五年 CAGR 为 1.4%，空运和海运货运量增速均相对较低，进入平稳增长期。

图 16: 全球贸易进出口总额情况



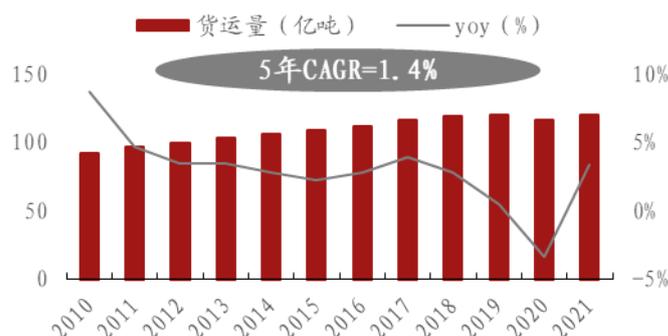
资料来源: WTO、招商证券

图 17: 全球航空货物运输量变化情况



资料来源: IATA、招商证券

图 18: 全球海运货物运输量变化情况



资料来源: Clarksons、招商证券

全球贸易需求下行叠加运力紧缺持续，2022 年货代行业面临更为复杂的发展环境。 行业需求方面，在 2022 年俄乌冲突、新冠疫情及海外多家央行为遏制通胀收紧金融条件的基础下，全球经济及贸易需求趋于下行。全球经济增速方面，2022 年以来，联合国、IMF 等国际机构进一步下调全球经济增长预期，7 月 IMF 在《世界经济展望》中更新 2022 年世界经济增速预期，从 4 月份 4.1% 的增速预期下调至 3.2%，并将 2023 年的经济增速预期从 3.6% 下调至 2.9%。在全球经济下行，货币大概率持续紧缩的基础下，商品消费持续低迷，根据 WTO 数据显示，2022 年一季度全球贸易总额同比增长 3.2%，较上季度增速 5.7% 呈持续下行趋势。WTO 最新 10 月预测 2022 年全球贸易总额增速为 3.5%，自 4 月预测上调 0.5%，但预测 2023 年全球贸易总额增速为 1%，较 4 月预测 3.4% 大幅下调 3.3%，国际货代行业或受到全球贸易需求下行影响。

行业供给方面，前期由于境外疫情导致港口拥堵和集疏运体系不畅通，多数航线现货市场运价增长迅速，市场缺箱、缺仓、涨价和拥堵问题突出，影响货代行业收入。而目前随着港口拥堵问题环节，运力供给有所恢复，根据 Alphaliner 数据，截至 2022 年 10 月 9 日，全球总集装箱运力为 2619.4 万 TEU，同比去年增加 4%，同比 2019 年增加 21.4%，运力供给逐步恢复，而 10 月总货量同比 2019 年仅增长 8%，运力供需缺口正逐步缩窄。

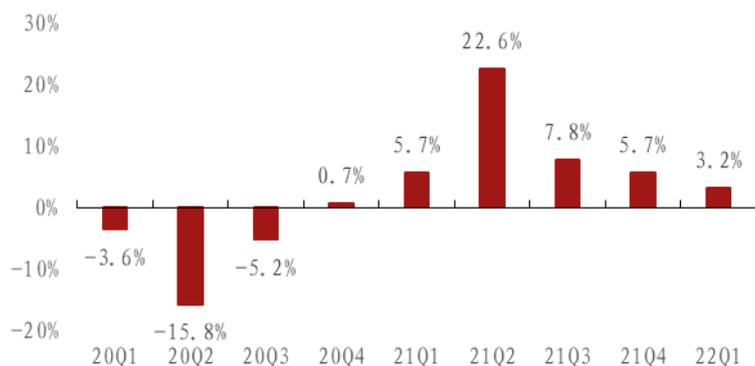
表 3: 未来全球经济增速展望 (单位: %)

	2021	2022E	2023E
全球经济	6.1	3.2	2.9
发达经济体	5.2	2.5	1.4

	2021	2022E	2023E
美国	5.7	2.3	1.0
欧元区	5.4	2.6	1.2
英国	7.4	3.2	0.5
日本	1.7	1.7	1.7
加拿大	4.5	3.4	1.8
新兴市场和发展中经济体	6.8	3.6	3.9
亚洲（发展中国家）	7.3	4.6	5.0
中国	8.1	3.3	4.6
印度	8.7	7.4	6.1

资料来源：国际货币基金组织官网、招商证券

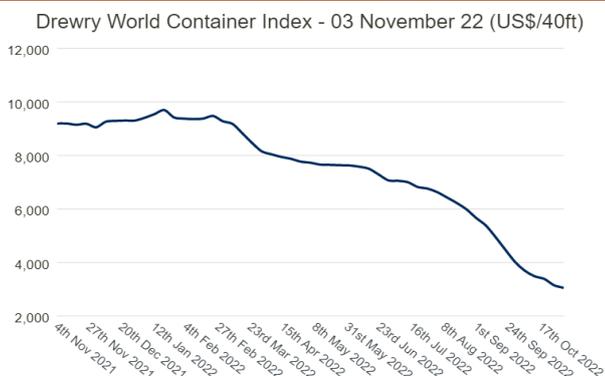
图 19: 全球贸易总额季度同比增速变化



资料来源：WTO、招商证券

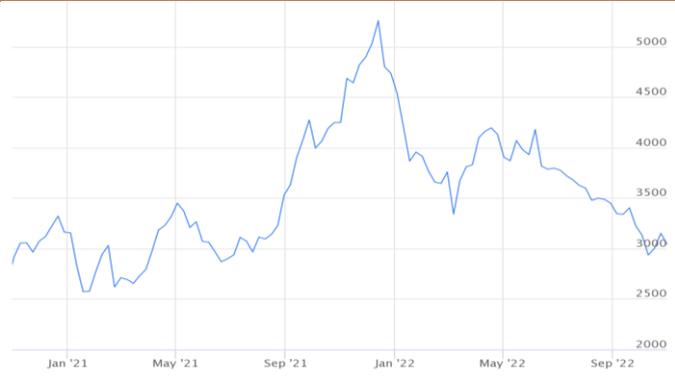
运价方面，海运方面，随着港口拥堵情况纾解，运力供给上行，集装箱运价进入下跌周期，以亚美、亚欧和欧美 8 条主要航线为参考的德鲁里世界集装箱综合运价指数（WCI）出现全线下跌的情况，截至 2022 年 11 月 3 日，WCI 指数跌至 3049.73 美元/40ft 集装箱，已经连续 36 周下跌，相相比去年同期下跌 67%，较 2021 年 9 月峰值 10377 美元/40ft 同比下滑了 71%。空运方面，纵观疫情至今，国际航空货运需求波动下降，据 IATA 数据显示，全球航空货运需求（按货运吨公里计算）同比 2021 年 3 月份下降 5.2%，其中国际需求下降 5.4%，需求低迷导致运价延续下行趋势，波罗的海交易所空运指数自 2022 年 1 月起波动下降。整体来说，行业需求方面随着全球经济下行和贸易低迷有所减弱，而供给方面随着港口拥堵纾解和疫情后期国际供应链条恢复，海运运力紧缺情况缓解，集装箱运价下滑明显，国际货代公司将面临更为复杂的发展环境。

图 20: 德鲁里世界集装箱综合运价指数 (WCI)



资料来源：德鲁里官网、招商证券

图 21: 波罗的海交易所空运指数 (BAI)



资料来源：TAC Freight、招商证券

内生增长+外延并购铸就未来核心竞争力。复杂的外部环境更加考验货代企业的成本管控能力，加速行业走向分化。根据此前对德迅和 DB Schenker 公司拓展模式分析，我们发现行业下行周期反而成为头部货代企业扩张的机遇，加

速资源整合和并购布局。近年来全球物流领域的收并购案例数量有明显增长，尤其 2021 年发生在亚太区域的收并购案例数量增长至 231 件，行业整合不断加速。观察海外龙头的扩张模式，头部货代企业一方面通过提升业务信息化程度、提高物流服务能力、深耕存量客户、开拓增量客户以保持业务量的内生增长性，另一方面通过收购优质标的，补强业务短板的同时拓展多元化业务。海外货代巨头德迅、DHL、DSV 等企业在 2021 年均有针对性的收购，推动行业整合加速和市场集中度提升，我们认为货代行业或将进入加速分化期，头部企业优势持续扩大。

图 22: 2017-2021 全球物流领域收并购数量变化



资料来源: 麦肯锡、招商证券

图 23: 头部物流企业积极收购优质标的

	2020年	2021年	2022年
总并购案数 ¹	746	864	~200+ (1-3月)
近期案例	 5.45亿美元 把握北美跨境电商强劲增长，为马士基海运客户提供仓储及配送的一站式供应链服务	 42亿美元 在亚太、中东等新兴市场扩大战略纵深，强化空运、海运和物流解决方案的协同能力，带来更强的客户资源以及交叉销售的协同效应	 36亿美元 整合及深化东亚及东南亚的运力，打通海运及合同物流业务，为双方客户提供端到端服务，同时获取可与其他区域复制的卓越电商物流能力
	 ~8000万美元 通过并购轻资产、科技驱动的领先澳洲 4PL 控制塔服务商，致力于将澳洲打造为第二增长极，以端到端的 B2B2C 解决方案赋能澳洲电商赛道	 10.8亿美元 通过收购马士基工业，实现对冷链装备核心技术掌控，未来可通过冷链和冷链网络销售提供一站式服务，亦可得利冷链技术拓展到广泛的冷链行业	 5900万美元 帮助 Geodis 深度布局亚太地区，获取当地端到端运力，赋能客户开拓亚洲电商业务新机会点

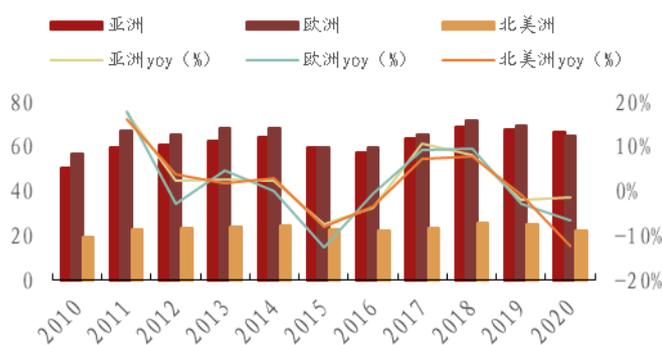
资料来源: 麦肯锡、招商证券

二、跨境电商带来新机遇，全球贸易进入“亚洲世纪”

1、亚洲贸易高增长，东南亚电商崛起

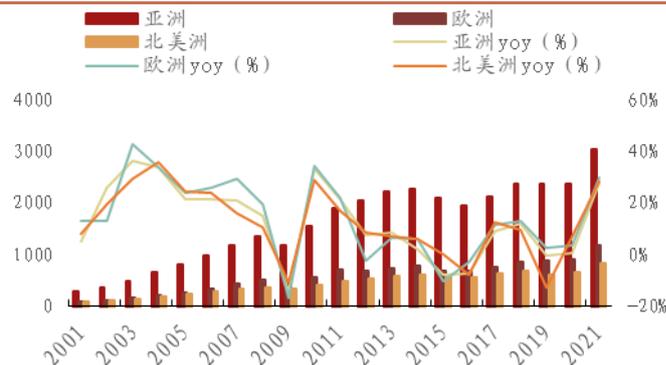
亚洲地区贸易增量空间广阔。亚洲地区逐步成为全球贸易的新增量贡献核心，对外贸易额增长及进出口金额居于世界前列。2010-2020 年亚洲、欧洲、北美洲对外贸易额 CAGR 分别为 2.8%、1.3%、1.3%，亚洲增长明显高于其他地区，截至 2020 年，亚洲对外贸易额达到 668 亿美元，首次超过欧洲及北美洲。随着贸易地位的提升，亚洲在全球贸易网络中居于重要战略地位，贡献全球 50.0% 以上的集装箱贸易增量，未来发展空间广阔。

图 24: 各地区对外贸易额情况 (单位: 十亿美元)



资料来源: WTO、招商证券

图 25: 各地区进出口金额情况 (单位: 十亿美元)

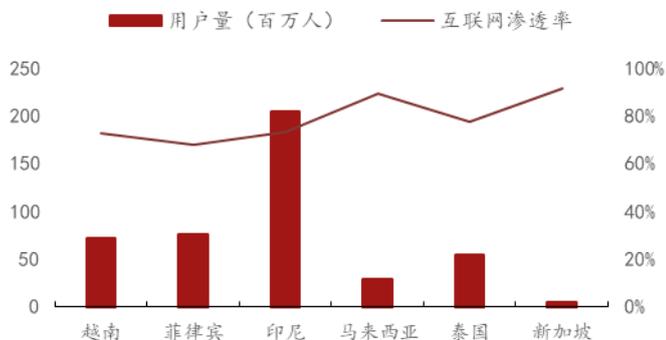


资料来源: 国家统计局、招商证券

东南亚地区电商需求快速增长，未来五年有望实现 3 倍增长，年均复合增速为 22.0%。2021 年东南亚新增 4000 万互联网用户，网民规模达 4.4 亿人，互联网渗透率达到 80.0% 左右，其中新加坡及马来西亚互联网渗透率最高，分别达到 92.0% 和 89.6%，随着疫情后线上消费崛起，东南亚电商的快速发展逐渐成为推动亚洲贸易增长的重要驱动力。根据麦肯锡预测，2021-2026 年东南亚电商 GMV 将从 851 亿美元增长至 2297 亿美元，5 年 CAGR 达到 22.0%，增长迅速。截至 2021 年东南亚电商 GMV 达到 851 亿美元，其中印尼电商 GMV 为 350 亿美元，占东南亚电商 GMV 的 41.1%，占该国商品总值的 50.0%，该国庞大的经济和人口基数使其贡献了绝大部分 GMV 增量，电子商务已成为印尼数字经济的主要推动力。除印尼外，菲律宾和越南的 GDP 增长潜力较其他东南亚国家更大，预计长

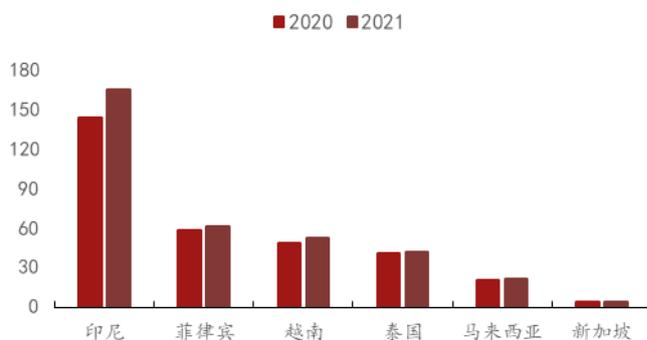
期具有较大潜力，未来 5 年 CAGR 分别达到 25%及 30%。而新加坡和马来西亚作为东南亚较为发达的经济体，GMV 增速较慢，预计未来 5 年 CAGR 或小于 20%。

图 26: 2021 年东南亚各国互联网用户规模



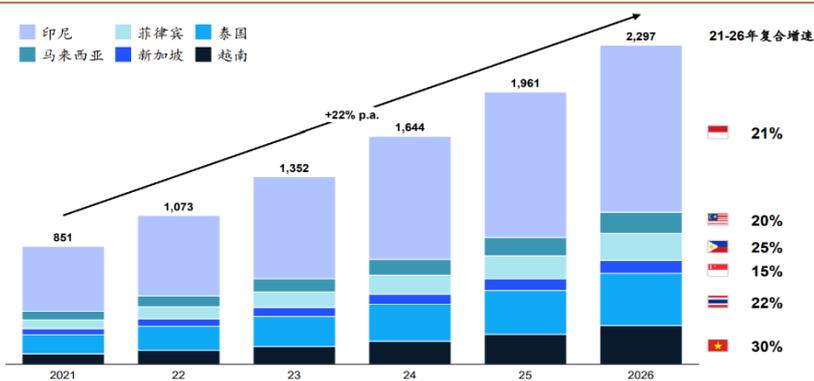
资料来源: we are social、亿邦智库、招商证券

图 27: 东南亚各国网购用户规模情况 (单位: 百万人)



资料来源: eMarketer、亿邦智库、招商证券

图 28: 2021-2026 年东南亚电商 GMV 增长预测 (单位: 亿美元)

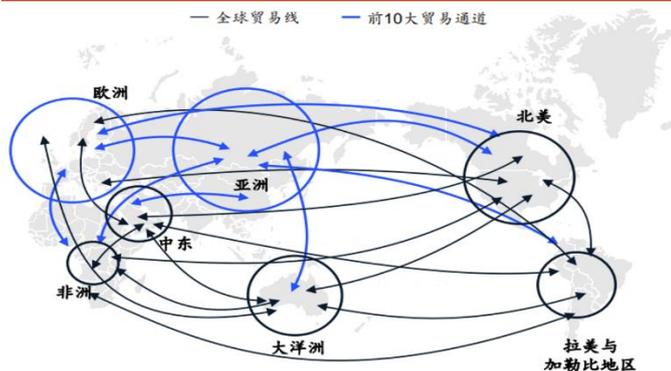


资料来源: 麦肯锡、招商证券

2、中国跨境电商增量空间居前列

全球贸易进入“亚洲世纪”，中国贡献增量居于亚洲前列。根据麦肯锡数据，2020-2030 年，全球贸易量前三的线路，亚洲-亚洲、亚洲-欧洲及亚洲-北美航线的复合增长率分别为 4.5%、4.0%及 4.3%，贸易增幅分别为 14047 亿美元、9192 亿美元及 8532 亿美元，全球近 70%的贸易来自亚洲相关贸易路线。而中国贡献贸易增量则居于亚洲前列，根据麦肯锡测算，2020-2025 年，亚太地区电商物流 (含跨境电商) 规模增量将达 1080 亿欧元，占全球增量的 57.0%，而中国将贡献其中 80%的增量，此外亚太地区的合同物流和货运代理市场规模将增长 500 亿美元以上，其中中国将贡献超过 55%。

图 29: 2020 年全球十大贸易通道线路图



资料来源: 麦肯锡、招商证券

图 30: 2020 年全球十大贸易通道贸易值情况

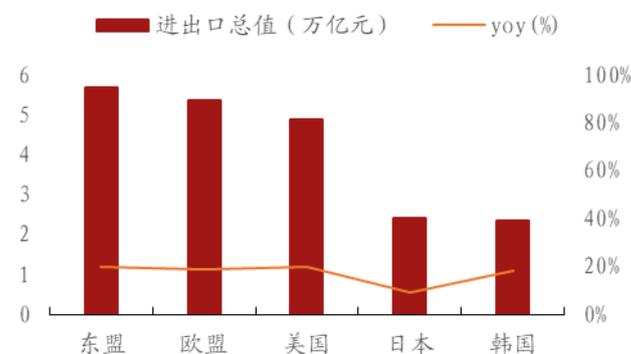
2020年排名(总计)	总贸易 ¹ 价值(2020年), 亿美元	2020-30年复合增长率, %	贸易增幅(2020-30年), 亿美元
1. 亚洲-亚洲	25,624	4.5%	14,047
2. 亚洲-欧洲	19,050	4.0%	9,192
3. 亚洲-北美	16,415	4.3%	8,532
4. 欧洲-北美	10,668	4.4%	5,683
5. 欧洲-欧洲 ²	8,864	3.8%	4,007
6. 亚洲-中东	6,017	5.5%	4,212
7. 亚洲-大洋洲	4,035	4.8%	2,435
8. 亚洲-拉美和加勒比地区	3,665	4.7%	2,129
9. 非洲-欧洲	3,178	4.3%	1,641
10. 亚洲-非洲	3,101	5.0%	1,943

资料来源: 麦肯锡、招商证券

海外消费者线上消费习惯的养成, 叠加东南亚等新兴市场对中国产品需求增加, 中国跨境电商出口市场规模快速增长。近几年中国电动车、电子设备等高精尖产业发展迅速, 随着亚洲其他发展中国家如越南、印度等初级代工国家制造业进入快速发展阶段, 对我国高端制造产品出口需求增长, 同时我国具有供应链体系稳定等优势, 多重因素驱动下中国跨境电商物流需求上涨, 跨境电商出口物流行业因此具备广阔的发展空间。2021 年我国对东盟进出口额为 5.67 万亿元, 超过欧盟和美国, 其中对印尼进出口额同比增长达到 70%, 居于东南亚各国前列。

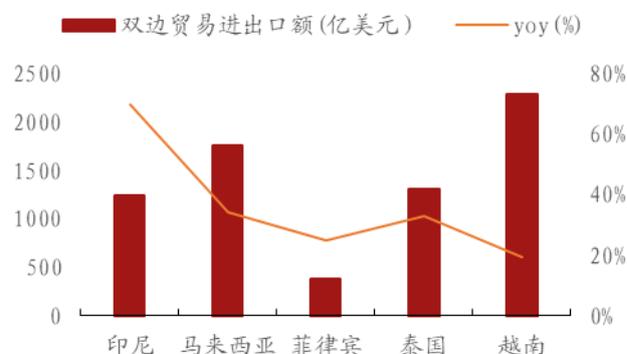
受益于我国制造业升级和品牌出海等红利, 货代行业有望明显受益。随着我国制造业产业升级, 产品在海外的认可度与影响力快速提升, 国内跨境出口物流需求将进一步提升, 2021 年我国跨境电商行业交易规模达到 14.2 万亿元, 同比增长 13.6%, 未来将为我国海运和空运货代企业提供巨大的成长机会。

图 31: 2021 年中国与前五大贸易伙伴进出口总值



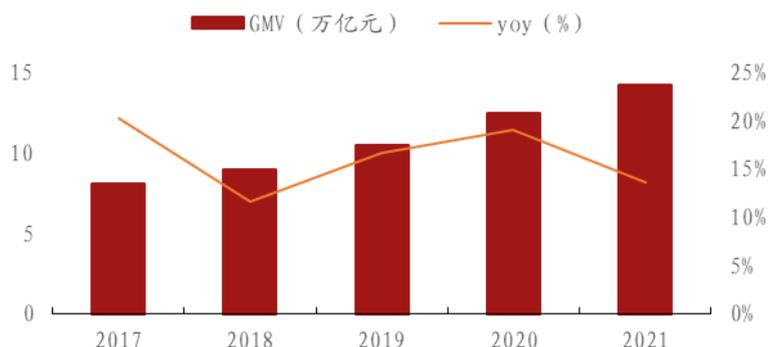
资料来源: 海关总署、招商证券

图 32: 2021 年中国与东南亚国际双边贸易进出口额及变化情况



资料来源: 海关总署、招商证券

图 33: 中国跨境电商行业交易规模及增长情况



资料来源: 网经社、招商证券

三、重点标的：聚焦网络能力，服务引领竞争

1、华贸物流：具有央企基因的第三方综合物流服务商

华贸物流是中国最早一批获得国际货运代理资质的企业之一。1984 年对外贸易经济合作部批准香港中国旅行社、上海丝绸及华建公司共同出资设立华贸服务公司，1993 年公司将名称“华贸服务公司”第一次变更为“华贸有限公司”，随后于 2002 年进行第二次变更，名称变更为“华贸国际货运有限公司”，并在 2010 年改制为港中旅华贸国际物流股份有限公司。2012 年公司在上海证交所成功挂牌上市后，通过内生+外延的发展模式，进行多次重要的战略收购，不断向第三方综合物流企业转型，其中公司先后收购德祥集团、中特物流、华安润通、华达国际、洛阳中重、佳成国际等企业，横向拓展仓储物流业务、国际工程物流业务、跨境电商物流、特种物流等业务，实现了跨境物流产品的多元化发展，服务客户能力不断提高。2017 年在中国货代物流百强榜中，公司国际空运及海运业务排名均进入前十，2019 年公司筹建德国、法国、意大利、比利时等欧洲八国全资子公司，进一步拓展国际网络能力。公司在受益于中国对外开放及产业出海浪潮的同时，不断增强自身网络服务能力，逐步成长为海内外网络齐全、高度信息化、智能化、服务覆盖面广、平台优势显著的领先跨境综合第三方物流企业。

图 34：华贸物流通过并购不断扩张业务版图

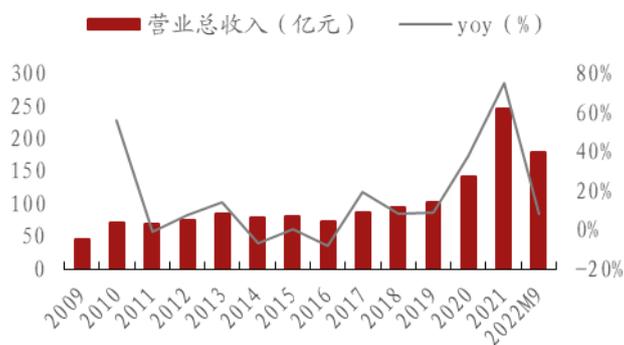


资料来源：公司公告、招商证券

后疫情时期跨境物流需求增加，公司业绩实现快速增长。在全球疫情持续影响国际物流经营环境的基础下，公司坚持主业发展并充分发挥资源整合能力，与航空公司、船务公司、中欧班列合作，将运力资源转为综合物流服务能力，极大程度缓解运力稀缺的掣肘，服务客户能力优势较为明显。收入方面，公司营收自 2012 年上市起呈波动上升趋势，截至 2021 年，公司营业收入达到 246.7 亿元，同比增速达到 75%，2017-2021 年 4 年复合增速达到 40%，2022 年前三季度营收 179.34 亿元，同比增长 8.02%。毛利及毛利率方面，公司在 2015-2016 年毛利增长快速，主要由于拓展仓储第三方物流和特种物流业务带来的盈利能力提升。2021 年公司毛利达到 24.7 亿元，同比增速为 50%，公司抓住跨境电商物流增长机会，通过外延并购持续扩大业务版图，2022 年前三季度公司实现毛利 16.79 亿元，实现毛利率 9.4%。净利润方面，2013-2018 年期间，公司归母净利润 5 年复合增速达到 31.8%，主要由于公司持续扩张业务服务能力，通过资源整合及横向并购增加多元化业务收入。2021 年公司归母净利润 8.4 亿元，同比增长 57.7%，2022 年前三季度公司归母净利润为 7.35 亿元，同比增长 9.67%。

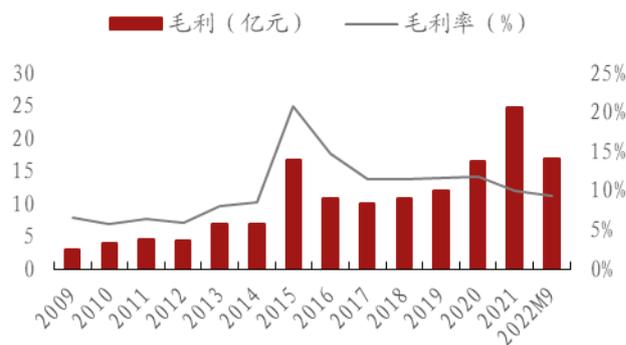
分业务板块，公司空运业务毛利率高于海运业务毛利率。公司空运业务毛利率维持在 10%-13% 之间，海运业务毛利率维持在 4%-8% 之间，2021 年空运、海运业务毛利率分别达到 12.8%、6.3%，与国际货代龙头德迅 2021 年空运、海运毛利率 22.3%、17.6% 的水平相比仍有较大提升空间。

图 35: 华贸物流营业收入及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 36: 华贸物流毛利及毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

图 37: 华贸物流归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 38: 华贸物流分业务毛利率情况



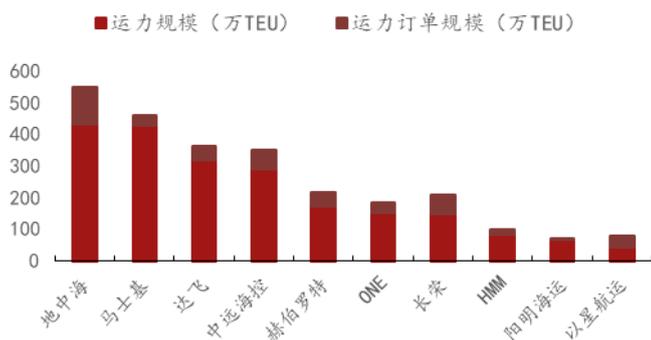
资料来源: 公司公告、招商证券

中国物流集团赋能、国际货代行业加速整合、以及跨境电商发展带来的历史机遇形成较好合力。随着国际货代行业进入存量竞争期，跨境电商带来新增长空间，龙头企业进一步分化，未来将聚焦于服务竞争。我们认为公司在运力资源整合和客户结构优化两方面领先行业。1) 通过外延并购及战略合作积极整合资源，公司先后收购德祥集团、中特物流、华安润通、华达国际、洛阳中重、佳成国际等企业，横向拓展仓储物流业务、国际工程物流业务、跨境电商物流、特种物流等业务，打通了国际物流领域的多个环节；另外，通过参股国内三大航司以保障运力资源稳定。2) 深入细分行业供应链体系，2022 年以来陆续与比亚迪、建发股份签订战略合作，以服务优势提升直客比例，加强抗周期能力，同时公司不断优化产品结构，降低海运代订舱业务占比，提高盈利能力。

2、中远海控：集运龙头，船队规模全球第三

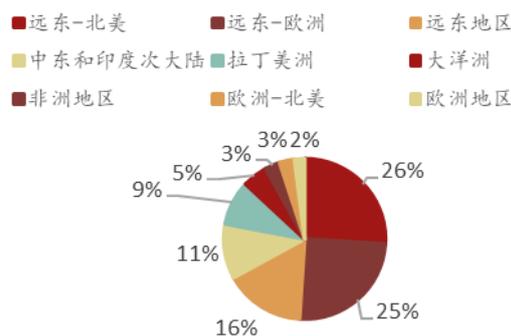
公司主营业务为集装箱航运，运力资源充足。中远海运控股股份有限公司主营业务为集装箱航运业务和码头业务，其中集装箱航运业务占总营收比例为 98.3%。公司港口的码头组合遍布中国沿海的五大港口群、欧洲、南美洲、中东、东南亚及地中海等主要海外枢纽港。据 Alphalinear 统计，中远海控集装箱船队规模稳居世界第三。集装箱运输方面，公司通过全资子公司中远海运集运和间接控股子公司东方海外国际，经营国内外的海运及相关业务。截至 2021 年末，中远海控旗下自营集装箱船队包括 511 艘集装箱船舶，运力超过 294 万标准箱。共经营 294 条国际航线、54 条中国沿海航线及 84 条珠江三角洲和长江支线。公司运力主要投放于远东-北美、远东-欧洲、中东、拉丁美洲等地区，其中远东相关航线的运力占比近 70%。

图 39: 公司运力规模稳居世界第三 (2022.02)



资料来源: Alphaliner、招商证券

图 40: 中远海控运力投放分布情况 (2022.02)



资料来源: Alphaliner、招商证券

公司盈利能力大幅提升, 21 年归母净利润较上年增长 793.69 亿元。21 年集装箱航运业务 EBIT 为 197.90 亿元, 超越马士基与达飞, EBIT margin 提升至 39.0%, 公司归母净利润提升至 892.96 亿元, 同比增长 793.69 亿元, 扣非归母净利润为 891.79 亿元, 同比增长 795.86 亿元。2022 年前三季度公司共实现营收 3165.41 亿元, 同比增长 36.75%, 实现归母净利润 972.15 亿元, 同比增长 43.74%。

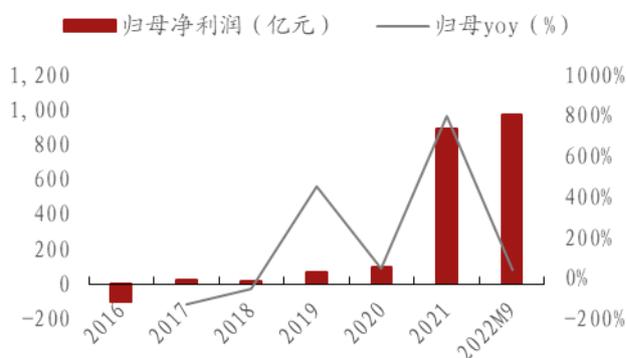
开启纵向收购布局, 同时加强全程物流服务能力, 向端到端一体化物流服务迈进。公司近期加快纵向并购布局, 向实现端到端一体化物流服务迈进, 中远海运集团先后与上汽总公司加强股权合作, 并入德国汉堡港码头。10 月 9 日, 中远海运集团与上汽总公司签署协议, 拟通过无偿划转方式将旗下中远海控 5% 的股份划转至上汽总公司, 上汽总公司拟向中远海运无偿划转 5.82% 的股份, 本次股权合作将进一步促进双方在汽车供应链、零部件出口物流等领域的深度协同。10 月 26 日, 中远海运集团收购 CTT 码头运营公司不到 25% 的股权获批, 二者合作将加强汉堡作为北海和波罗的海地区的物流枢纽地位, 同时深化中德贸易合作关系。公司近期布局意在深化与上下游的紧密程度, 为成为国际综合物流公司奠定基础。另外, 中远海控于 10 月 21 日, 发布《关于公司供应链物流事业部正式运营的公告》, 加大对全球全程供应链的服务能力, 公司最终定位于以集装箱航运为核心的全球数字化供应链运营和投资平台。10 月 25 日, 公司上线 Syncon hub 数字化供应链产品, 电商平台 Syncon Hub 四大服务频道全面优化升级为海运、陆运、报关、仓配四大产品板块。供应链物流事业部的成立以及数字化供应链平台的上线大大提升了中远海控国际全程物流服务能力。

图 41: 中远海控营收及同比情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 42: 中远海控净利润情况



资料来源: 公司公告、招商证券

3、顺丰控股: 行业领先的综合物流服务商

并购嘉里物流, 顺丰国际业务版图得到重构。2021 年顺丰成功并购嘉里物流, 国际业务版图得到重构, 国际业务发展进入新篇章。2021 年底顺丰并购嘉里物流, 目前将以嘉里物流为核心展开国际业务。主要产品结构调整调整为国际快

递、国际货运及代理和国际供应链业务。其中：

1) 顺丰国际快递业务主要提供国际快递、海外本土快递、跨境电商包裹及海外仓服务：国际快递方面，顺丰持续加密全货机国际航线，全年累计运营 37 条全货机国际航线，运输量达 15 万吨；海外本土快递方面，嘉里物流在泰国、越南、马来西亚、柬埔寨、印尼等东南亚国家拥有本土快递网络，Kerry Express 在区域内业务量达到日均 100 万单以上。

2) 国际货运及代理主要为客户提供空运、海运、铁运、陆运及多式联运的货运解决方案：与嘉里物流的整合大幅增强了公司的国际货运及代理服务实力。①空运方面，作为航空公司的 IATA 专署代理，嘉里物流为客户提供包括空运包机、空海多式联运、集运、货运总代理及航空时效产品等服务。②海运方面，凭借与海运承运商建立的强大网络，嘉里物流为客户提供无船承运、整箱及拼箱、集运、分拨、订舱代理、海运管理等服务。③陆运方面，凭借贯通欧亚的完善陆路、铁路网络，嘉里物流为国际客户提供具成本效益的长途陆运、海陆及空陆货运、以及门到门递送服务，嘉里物流的货量优势加上顺丰的航空运输能力，及即将建成的鄂州机场作为国际货运枢纽，将有望壮大公司国际航空网络，以及全球海陆空多式联运能力，全面提升顺丰于国际物流市场竞争力。

3) 国际供应链业务主要是向各类行业客户提供国际端到端的解决方案：顺丰丰豪、新夏晖提供中国本土供应链服务；嘉里物流提供环球综合物流服务。在环球综合物流服务方面，嘉里物流致力于为工业及物料科技、医药、食品及饮料、时尚服饰及精品、电子科技、快消品、汽车等行业客户量身定制综合物流解决方案，同时在工业项目物流、跨境电子商务、环球供应链规划与实施等多个领域提供专业服务。

营业收入方面，2021 年公司营业收入达到 2071.87 亿元，同比增长 34.5%，营收增长主要受益于多项新业务迅速扩张，2021Q4 公司并购嘉里物流，国际业务板块打开成长空间。通过投资嘉里物流，顺丰携手嘉里加速建立以亚洲为基地的全球物流平台，同时加速布局东南亚市场，发展国际业务，补充顺丰在国际货代网络的空缺，嘉里物流在全球拥有较强的货代网络，货代业务覆盖发达国家和“一带一路”相关国家等多国，二者合并后，顺丰可拥有大量世界 500 强客户，快速补强国际货代业务，同时开展 2B 和 2C 整体供应链服务。**截至 2021 年，顺丰国际及供应链业务收入占比达到 19%。2022 年上半年，顺丰国际及供应链业务营收占比达 35.7%。**

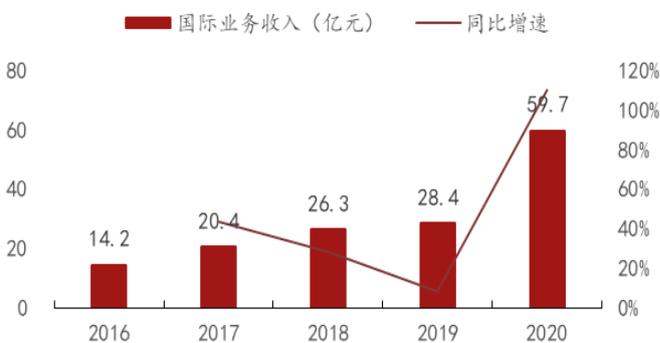
毛利及毛利率方面，2021 年公司毛利为 256.38 亿元，毛利率为 12.4%，较去年下降 4.0%，主要由于公司在 2021Q1 期间，前置性投入过大及发放员工补贴等因素。自二季度开始，公司加大重视各业务线的资源投放，加强线路资源的整合优化，同时持续加强成本精细化管理。**净利润方面，**2021 年公司归母净利润为 42.69 亿元，同比下降 41.7%，扣非归母净利润为 18.34 亿元，同比下降 70.1%。国际业务方面，进入 2022 年，新冠疫情仍持续蔓延，全球供应链危机并未解除，国际快递及货运业务营收仍保持高位，2022 年 H1 公司国际及供应链业务营收达到 465.3 亿元，同比增长 442.7%。

图 43: 顺丰控股营业收入及同比情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 44: 顺丰国际业务收入持续提升（原口径）



资料来源：公司公告、招商证券

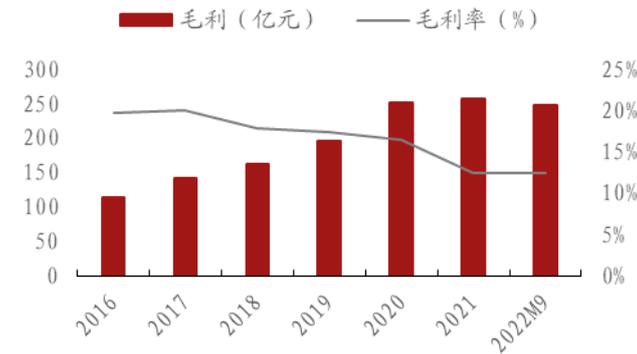
表 4: 顺丰国际及供应链业务营收及盈利情况（新口径）

	2020	2021	2022H1
国际及供应链业务营收：亿元	134.2	399.8	465.3

	2020	2021	2022H1
同比增速		198%	442.7%
占主营业务比重	8.7%	19%	35.8%
毛利: 亿元	11.6	38.2	48.4
毛利率	8.6%	9.5%	10.4%
净利: 亿元	1.03	6.15	16.9
净利率	0.8%	1.5%	3.6%

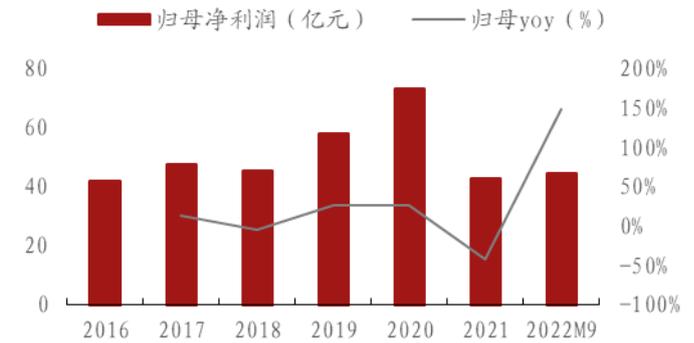
资料来源: 公司公告、招商证券

图 45: 顺丰控股毛利及毛利率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 46: 顺丰控股净利润及同比情况



资料来源: 公司公告、招商证券

嘉里物流的货源优势、东南亚的本土快递业务布局，与顺丰强大的航空枢纽及干线运力资源形成良好的协同效应。在跨境电商与国际供应链领域，货源与运力的结合将助力顺丰打通跨境物流全链条，实现业务的较快扩张；在东南亚本土快递领域，顺丰有望把嘉里快递在泰国的运营模式向其他国家（如印尼、越南、马来西亚、新加坡、菲律宾等）输出，本土快递业务量也有较大增长潜力。

我们判断顺丰国际物流业务成长空间较大，盈利水平有望逐年提升。参考《顺丰深度专题之三：国际物流市场大有可为》，我们预测顺丰国际及供应链业务至 2025 年营收接近 1700 亿元，净利润接近 90 亿元（净利率达到 5.3%）。

表 5: 顺丰控股国际业务营收、盈利水平预测

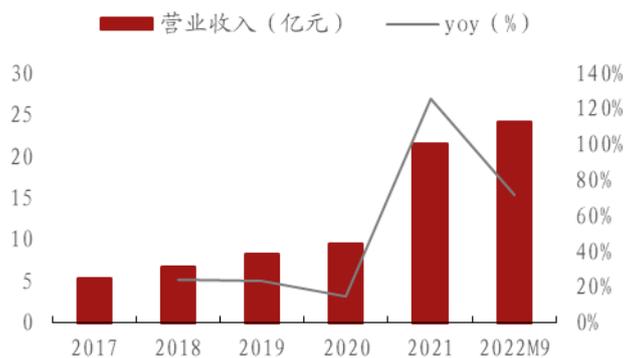
	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
国际及供应链业务收入: 百万元	39204	82328	109331	136664	169464
yoy		110%	33%	25%	24%
净利率	1.50%	3.5%	3.80%	4.3%	5.3%
净利润: 百万元	588	2881	4155	5877	8982

资料来源: 招商证券

4、永泰运：中小化工企业跨境出口的一体化服务平台

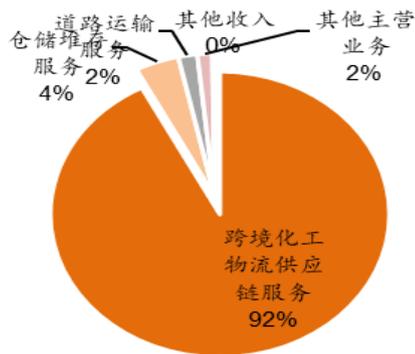
永泰运成立于 2002 年，主营跨境化工物流供应链服务。其主要从事跨境化工物流供应链服务、仓储堆存、道路运输等服务，旨在通过整合线下自有的国际化物流团队、危化品仓库等内部资源以及国际海运、关务服务等外部资源，通过“运化工”平台，为客户提供全链条的跨境化工物流服务。2021 年，公司总营业收入为 21.4 亿元，同比增长 125.2%，其中跨境化工物流供应链服务收入为 19.8 亿元，占营业收入的 92%；公司毛利为 3.51 亿元，同比增长 106.5%，毛利率为 16.4%；公司归母净利润为 1.68 亿元，同比增长 127.0%，扣非归母净利润为 1.59 亿元，同比增长 127.1%。2022 前三季度共实现营业收入 24.11 亿元，同比增长 71.45%，实现毛利润 4.07 亿元，毛利率 16.9%，实现归母净利润 2.45 亿元，同比增长 121.16%，延续快速增长趋势。

图 47: 永泰运收入及同比情况



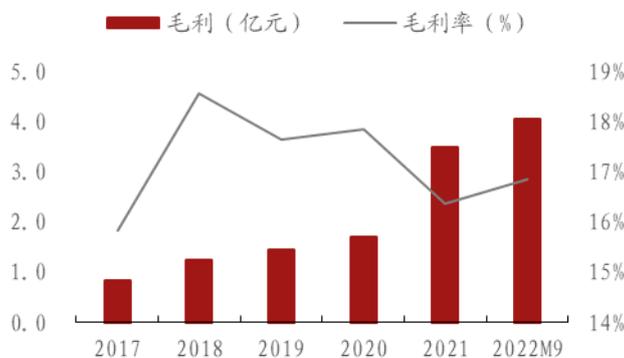
资料来源: 公司公告、招商证券

图 48: 永泰运收入结构



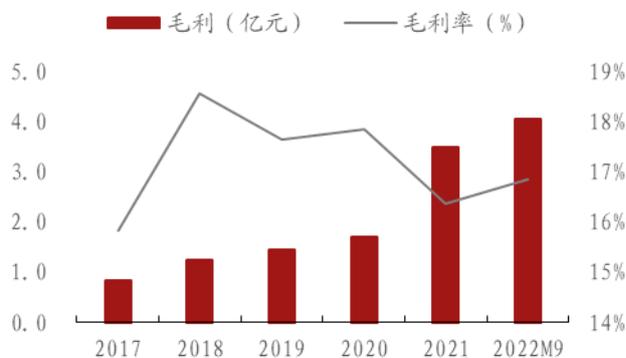
资料来源: 公司公告、招商证券

图 49: 永泰运毛利及毛利率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 50: 永泰运净利润及同比情况



资料来源: 公司公告、招商证券

公司多次通过并购补齐业务能力，同时大力发展“运化工”平台，有效整合国内中小客户需求。公司先后收购永港物流、喜达储运、百世万邦和凯密克，提升主营业务能力。永泰运持续拓展差异化竞争能力，同业龙头密尔克卫的主要客户包括巴斯夫集团、陶氏集团、阿克苏集团、万华化学等全球著名的跨国化工企业，货代业务中以进口居多，而公司主要服务于国内众多中小型化工厂或贸易公司，进行差异化竞争，通过“运化工”平台，基于自身的供应链优势，充分挖掘中小客户的需求。

表 6: 永泰运主要收并购事件

收购事件	影响
2018 年 1 月，收购永港物流成为永泰有限的全资子公司	永港物流成立于 2003 年，靠近宁波港，主要从事码头和其他港口设施经营，2015 年公司仓库和堆场通过环评验收。
2018 年 11 月，收购喜达储运成为永泰有限的全资子公司	喜达储运成立于 2006 年，是一家以从事装卸搬运和仓储为主的企业。
2018 年 12 月，收购百世万邦成为永泰有限的控股子公司	百世万邦成立于 2017 年，主要以开展普通货运业务、代理报关、报检、货物及技术进出口业务和国内国际货运代理为主。收购有利于提升永泰运货运能力。
2019 年 4 月，收购凯密克成为永泰有限的全资子公司	凯密克成立于 2010 年，是一家企业综合服务商，主要业务包括信息服务、投融资服务、创业服务、和管理咨询服务。

资料来源: 公司公告、招商证券

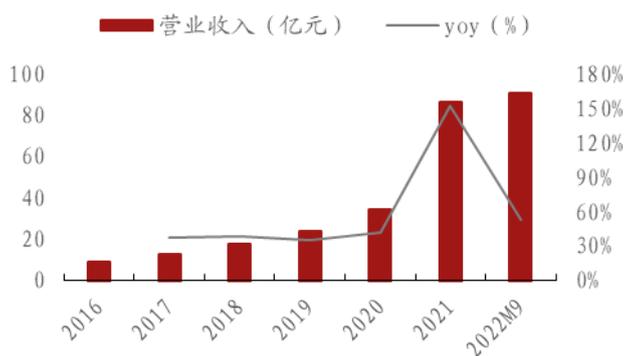
公司立足于中小化工企业跨境出口一体化服务模式，未来将持续受益于：1) 化工物流行业安全监管趋严，有利于已经受到市场认可的、具有稳定的安全运营历史的、专业的头部企业；2) 公司立足于经济活跃、需求旺盛的华东地区，在宁波港已形成规模优势，公司扩张步伐稳扎稳打，未来有望拓展全国其他地区；3) “运化工”平台优势整合下游中小客户，且具有自有仓储资源，未来仓储面积有望持续增长。

5、密尔克卫：一站式化工品综合物流服务商

全国化工物流龙头，业绩持续高速增长。公司前身上海密尔克卫国际集装箱货运有限公司于1997年3月28日在上海虹口区成立，2015年10月23日公司完成股份制改造，同年12月更名为上海密尔克卫化工供应链服务有限公司。2018年7月13日，公司在上海证券交易所上市。公司主营业务包括一站式化工品综合物流服务及化工品交易服务。其中一站式化工品综合物流服务是指接受客户委托，提供全球点到点的物流服务，通过个性化的物流解决方案及供应链管理方案，在各环节为客户提供安全、高效、环保的专业化工物流服务；化工品交易业务是以公司物流服务为基础拓展的业务，以完善供应链下游环节实现物贸一体化。

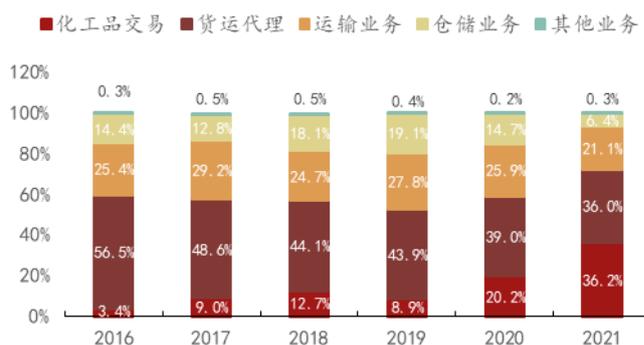
营业收入方面，2021年，公司营业收入为86.45亿元，同比增长152.3%，5年CAGR为55.9%，2022年前三季度实现营业收入90.93亿元，同比增长52.84%。公司主营业务分为化工品交易、货运代理、运输服务、仓储服务等，其中化工品交易业务增长迅速，成为公司新的增长极，营收占比从2016年的3.4%提升至2021年的36.2%，一举成为公司第一大核心业务，化工品交易业务与物流业务协同发展，化工品交易平台为物流服务业务引流。毛利及毛利率方面，2021年公司毛利为8.87亿元，毛利率为10.3%，毛利率较去年下降6.4%，主要是由于化工品交易业务占比大幅增长，摊薄毛利率，叠加物流成本提高，2022年前三季度实现毛利润9.71亿元，毛利率10.7%。净利润方面，2021年公司归母净利润为4.32亿元，同比增长50.0%，扣非归母净利润为4.11亿元，同比增长50.5%。2022年前三季度实现归母净利润4.76亿元，同比增长58.06%。

图 51：密尔克卫营业收入及同比情况



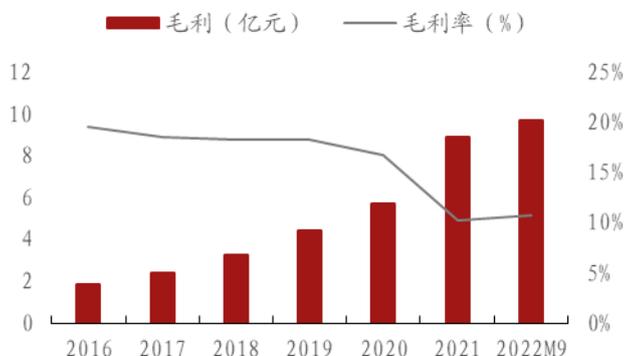
资料来源：公司公告、招商证券

图 52：密尔克卫各主营业务占比



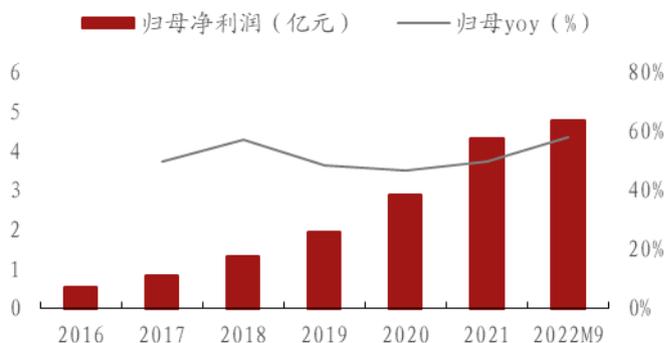
资料来源：公司公告、招商证券

图 53：密尔克卫毛利及毛利率情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 54：密尔克卫净利润及同比情况



资料来源：公司公告、招商证券

公司以上海为基地，快速拓展战略版图，物流网络逐渐成型。截至2021年底，公司通过收购及自建投产共拥有48家子公司，覆盖环渤海经济区、长三角经济区、珠三角经济区及中西部地区，主要分为7大集群：北方（天津、大连、营口）、山东（青岛、烟台）、长江（南京、镇江、张家港、太仓、连云港）、上海、浙闽（宁波、厦门、福州）、西部（新疆、西安、川渝、昆明）和两广地区（广州、清远、中山、东莞、惠州、湛江、防城港），每一集群都具备

多个核心枢纽点，向外辐射提供仓配一体化服务。由于行业集中度较低，中小企业受限于核心资产规模，自身业务局限于特定地区或特定客户，公司抓住机会，收购中小企业标的，吸收客户资源，发挥区域间协同效应，通过全国化布局，公司在上海以外的收入占比不断提升，从 2018 年的 28% 提升至 2021 年的 43%。

表 7: 密尔克卫主要收并购事件

收购标的	时间	业务性质
密尔克卫迈达	2015 年 9 月	运输、仓储
张家港巴士物流	2016 年 1 月	仓储
张家港密尔克卫	2016 年 3 月	货运代理、仓储
南京密尔克卫	2018 年 9 月	仓储、运输
镇江宝华	2018 年 12 月	运输
上海振义	2019 年 4 月	仓储
天津东旭	2019 年 4 月	仓储
湖南湘隆	2019 年 10 月	仓储
密尔克卫（烟台）	2020 年 1 月	技术研发
大正信（张家港）	2020 年 7 月	多式联运和运输代理
江苏中腾	2020 年 9 月	租赁和商务服务业
宁波道承	2020 年 11 月	运输
密尔克卫雄峰	2020 年 11 月	多式联运和运输代理

资料来源：公司公告、招商证券

公司以传统化工货代模式为起点，逐步走向化工品供应链服务整合的商业模式，同时化工品交易业务的拓展将产生良好协同，未来将持续受益于：1) 政策监管趋严推动化工物流行业第三方渗透率提升，行业整合有望加速，公司作为优质行业龙头，有望充分受益；2) 化工物流板块，公司内生+外延构建全国仓储物流网络，上海以外地区的收入占比从 2018 年的 28% 提升至 2021 年的 43%；且公司仓储面积近三年有望持续释放，为供应链物流和贸易业务提供坚实基础设施基础；3) 公司物贸一体化快速发展，线上线下相辅相成，引流物流板块，协同效应显现。

四、投资建议

随着全球贸易增速进入平稳期，国际货代行业进入存量竞争阶段，业内企业将更多通过服务竞争和资源整合提升核心竞争能力。目前 TOP5 国际货代企业合计市占率仅达 20%，行业空间仍有较大开拓潜力。跨境电商物流为传统货代企业开辟新曲线，我们看好未来亚洲区域较大的市场空间。标的方面，首推深耕货代业务、着力构建跨境全产业链服务平台的华贸物流；重点推荐以集运业务为核心，向端到端一体化物流服务商迈进的中远海控；通过并购嘉里迅速切入国际综合物流业务的顺丰控股；跨境化工物流供应商永泰运以及一站式化工品综合物流服务商密尔克卫。

五、风险提示

宏观经济衰退风险：国际贸易量变动和跨境综合物流行业景气度与宏观经济波动具有较强正相关性，若宏观经济发展周期在较长时间内处于衰退阶段，将影响国际和国内贸易量及跨境物流需求，公司将面临经营业绩下降风险。

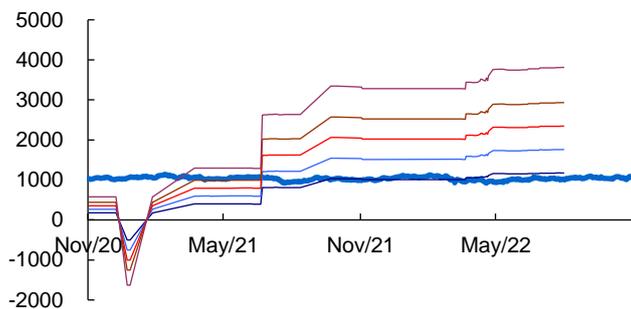
疫情影响超预期风险：海外经济及消费受疫情影响较大，若疫情影响超预期，或导致货代需求及国际物流受阻。

海外业务扩张风险：海外网络扩张面临一定不确定性，比如境内监管部门批准、国际局势变动、贸易政策变化、所在国政治、经济和劳工政策等，或导致公司海外网络扩张受阻。

汇率波动风险：公司跨境综合物流业务及供应链贸易业务涉及外币结算，面临一定汇率波动风险。

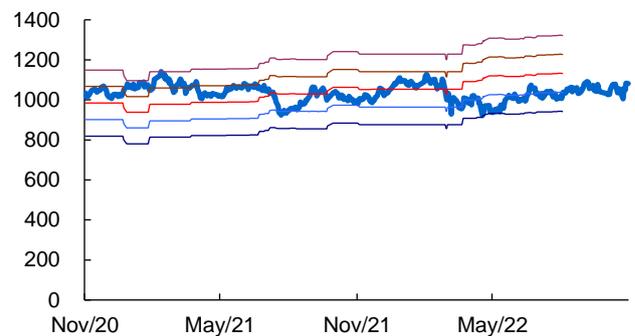
跨境电商发展不及预期风险：由于跨境电商发展受国际市场影响较大，存在政策、需求等方面的不确定性。

图 55: 交通运输行业历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 56: 交通运输行业历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

华贸物流 (603128.SH)

强烈推荐 (首次)

深耕货代积累资源优势，向国际物流综合龙头迈进

华贸物流作为领先的第三方国际综合物流龙头企业，在传统货代领域深耕多年，逐步构建起以规模优势、运力资源、全流程服务能力为核心的竞争优势，未来将持续受益于我国制造业升级和跨境电商增长双重红利。

- 华贸物流具有纯正的央企基因，公司深耕传统货代，上下游资源优势明显。**
 华贸物流是中国最早一批获得国际货代资质的企业之一，2012 年公司在上海证交所成功挂牌上市后，公司先后收购德祥集团、中特物流、华安润通、华达国际、洛阳中重、佳成国际等企业，横向拓展仓储物流业务、国际工程物流业务、跨境电商物流、特种物流等业务，实现跨境物流产品多元化发展。2017 年在中国货代物流百强榜中国际空运及海运业务排名均进入前十，2019 年公司筹建德国、法国等欧洲八国全资子公司，进一步拓展国际网络能力。公司通过内生+外延发展模式逐步成长为海内外网络齐全、高度信息化、服务覆盖面广、平台优势显著的一流跨境综合第三方物流企业。
- 公司发挥资源整合能力，业绩实现快速增长。**公司积极与航空公司、船务公司、中欧班列合作，将运力资源转为综合物流服务能力，极大程度缓解运力稀缺的掣肘。**收入及盈利方面**，2019 年后在全球疫情催化下，航空海运运力紧张使得运价居于高位，带动业绩快速增长。2021 年公司营业收入达到 246.7 亿元，同增 75%，近 4 年复合增速达到 40%，归母净利润达到 8.4 亿元，同增 57.7%，2022 年 1-9 月营收达 179.34 亿元，同增 8.02%，归母净利润达 7.35 亿元，同增 9.67%。在国际航空海运运力紧缺双重因素影响下，公司业绩向上趋势明显。**毛利方面**，公司空运业务毛利率明显高于海运业务，2021 年空运、海运业务毛利率分别达到 12.8%、6.3%。
- 投资建议。**国际货代行业进入存量竞争期，跨境电商带来新增长空间，龙头企业进一步分化，未来将聚焦于服务竞争。我们认为公司在运力资源整合和客户结构优化两方面领先行业。1) 通过外延并购及战略合作积极整合资源，打通国际物核核心环节，同时参股国内三大航司以保障运力资源稳定；2) 深入细分行业供应链体系，2022 年以来陆续与比亚迪、建发股份等大客户签订战略合作，以服务优势提升直客比例，加强抗周期能力；3) 公司不断优化产品结构，降低海运代订舱业务占比，提高盈利能力。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 9.4/11.4/17 亿元，对应 23 年利润 PE 为 14x，PB 为 2.2x。首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：宏观经济衰退风险、海外网络扩张导致的风险、汇率波动风险、贸易政策变更的风险。**

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	14095	24668	22889	23502	23472
同比增长	37%	75%	-7%	3%	0%
营业利润(百万元)	725	1189	1237	1500	2232
同比增长	55%	64%	4%	21%	49%
归母净利润(百万元)	531	837	940	1140	1697
同比增长	51%	58%	12%	21%	49%
每股收益(元)	0.41	0.64	0.72	0.87	1.30
PE	30.1	19.1	17.0	14.0	9.4
PB	3.5	3.1	2.6	2.2	1.8

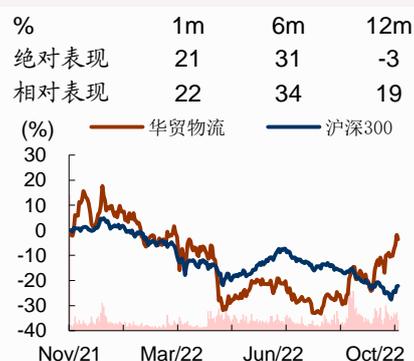
资料来源：公司数据、招商证券

周期/交通运输
 目标估值：NA
 当前股价：12.01 元

基础数据

总股本(万股)	130946
已上市流通股(万)	130946
总市值(亿元)	157
流通市值(亿元)	157
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	16.0
资产负债率	41.6%
主要股东	中国物流集团有限公司
主要股东持股比例	45.79%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

苏宝亮 S1090519010004
 subaoliang@cmschina.com.cn
 肖欣晨 S1090522010001
 xiaoxinchen@cmschina.com.cn
 魏芸 S1090522010002
 weiyun@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4994	7253	6996	7498	7145
现金	1508	1666	1838	2206	1862
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	29	86	80	82	82
应收款项	2792	4423	4085	4195	4189
其它应收款	222	351	326	335	334
存货	14	29	21	21	21
其他	429	699	647	660	658
非流动资产	2509	3271	4978	6499	7854
长期股权投资	199	288	288	288	288
固定资产	619	642	1541	2337	3039
无形资产商誉	1554	2017	2816	3534	4181
其他	137	323	333	340	346
资产总计	7503	10523	11974	13997	15000
流动负债	2412	3755	4216	5039	4370
短期借款	100	217	1024	1813	1159
应付账款	1596	2430	2241	2274	2259
预收账款	22	125	116	117	116
其他	694	983	836	835	835
长期负债	400	1359	1359	1359	1359
长期借款	176	969	969	969	969
其他	224	390	390	390	390
负债合计	2812	5114	5575	6397	5728
股本	1309	1309	1309	1309	1309
资本公积金	1526	1562	1562	1562	1562
留存收益	1750	2258	3198	4339	5921
少数股东权益	105	279	329	389	478
归属于母公司所有者	4586	5130	6070	7211	8793
负债及权益合计	7503	10523	11974	13997	15000

现金流量表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	755	256	1526	1601	2457
净利润	531	837	940	1140	1697
折旧摊销	64	94	282	471	640
财务费用	50	51	53	64	75
投资收益	(16)	(34)	(61)	(55)	(55)
营运资金变动	91	(788)	242	(101)	(7)
其它	35	96	69	81	107
投资活动现金流	(58)	(677)	(1952)	(1958)	(1958)
资本支出	(20)	(87)	(2000)	(2000)	(2000)
其他投资	(37)	(590)	48	42	42
筹资活动现金流	(328)	660	598	725	(843)
借款变动	(300)	537	651	789	(654)
普通股增加	297	0	0	0	0
资本公积增加	(285)	36	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	(114)
其他	(41)	86	(53)	(64)	(75)
现金净增加额	369	239	172	368	(344)

利润表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14095	24668	22889	23502	23472
营业成本	12445	22191	20467	20767	20629
营业税金及附加	10	11	10	10	10
营业费用	558	739	686	704	70
管理费用	347	498	462	475	474
研发费用	18	38	35	36	36
财务费用	39	56	53	64	75
资产减值损失	(2)	(6)	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0	0
其他收益	28	15	15	15	15
投资收益	21	46	46	40	40
营业利润	725	1189	1237	1500	2232
营业外收入	0	4	4	4	4
营业外支出	6	3	3	3	3
利润总额	720	1190	1237	1500	2232
所得税	143	257	247	300	446
少数股东损益	46	96	49	60	89
归属于母公司净利	531	837	940	1140	1697

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	37%	75%	-7%	3%	0%
营业利润	55%	64%	4%	21%	49%
归母净利润	51%	58%	12%	21%	49%
获利能力					
毛利率	11.7%	10.0%	10.6%	11.6%	12.1%
净利率	3.8%	3.4%	4.1%	4.9%	7.2%
ROE	11.6%	16.3%	15.5%	15.8%	19.3%
ROIC	12.2%	14.5%	12.3%	12.1%	16.2%
偿债能力					
资产负债率	37.5%	48.6%	46.6%	45.7%	38.2%
净负债比率	4.5%	12.7%	16.6%	19.9%	14.2%
流动比率	2.1	1.9	1.7	1.5	1.6
速动比率	2.1	1.9	1.7	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.9	2.3	1.9	1.7	1.6
存货周转率	334.2	1053.8	834.9	1005.6	995.0
应收账款周转率	5.3	6.7	5.3	5.6	5.5
应付账款周转率	9.7	11.0	8.8	9.2	9.1
每股资料(元)					
EPS	0.41	0.64	0.72	0.87	1.30
每股经营净现	0.58	0.20	1.17	1.22	1.88
每股净资产	3.50	3.92	4.64	5.51	6.72
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.09	0.13
估值比率					
PE	29.5	18.7	16.7	13.7	9.2
PB	3.4	3.1	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	30.3	18.7	15.7	12.1	8.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

肖欣晨：澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

魏芸：伦敦政治经济学院硕士。2015 年加入招商证券港股研究团队，覆盖周期行业；2022 年加入招商证券研发中心交运行业组。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。