

股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	5.93
总股本/流通股本(亿股)	72.94 / 52.56
总市值/流通市值(亿元)	433 / 312
52周内最高/最低价	6.27 / 4.18
资产负债率(%)	47.1%
市盈率	10.18
第一大股东	中国外运长航集团有限公司

研究所

分析师: 曾凡喆
SAC 登记编号: S1340523100002
Email: zengfanzhe@cnpsec.com

中国外运(601598)

多板块业务协同发力，全年业绩稳健增长

● 中国外运披露 2023 年年报

中国外运披露 2023 年年报，2023 年公司营业收入 1017.0 亿元，同比下降 6.9%，实现归母净利润 42.2 亿元，同比增长 3.5%，其中第四季度营业收入 289.3 亿元，同比增长 1.8%，实现归母净利润 10.6 亿元，同比增长 101.4%。

● 各链条服务货量稳步增长，运价下降导致营收有所降低

2023 年公司三大业务板块中，专业物流服务货量有所上升，但由于国内市场运输价格有所下降，服务收入 275.22 亿元，同比增长 0.25%；代理业务方面，2023 年公司业务量整体有所增长，但由于海运、空运运费下降，代理相关业务收入 619.2 亿元，同比下降 11.5%；电商业务业务量显著增长，业务收入 122.6 亿元，同比增 3.3%。

● 聚焦客户需求精益运营，克服运价下跌利润平稳增长

尽管 2023 年因行业竞争激烈，航运、航空运费整体下滑产生一定负面影响，拖累公司营收表现，但公司通过聚焦客户需求，精细化运营，克服运价下跌的不利因素，利润保持平稳增长。其中，专业物流、代理业务、电商业务分部利润分别为 10.6 亿元、23.1 亿元、2.0 亿元，同比分别增长 15.2%、16.2%、12.4%。

● 补贴增加，投资收益小幅下降，全年业绩超市场预期

2023 年公司费用基本保持稳定，但由于收入有所下降叠加汇兑收益减少，整体费用水平有所上升，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.06%、3.32%、0.23%、0.25%，同比分别提高 0.11pct、0.23pct、0.05pct、0.29pct。

因中外运敦豪净利润下降 6.2%至 35.0 亿元等因素影响，公司投资收益下降 9.8%至 23.3 亿元，此外，因物流业财政补贴收益显著提高至 21.3 亿元，公司其他收益增长 70%至 24.5 亿元。

其他科目方面，因公司对南航物流权益投资的公允价值上升，公司公允价值变动收益 2.67 亿元，同比转正；因公司计提 KLG 集团商誉减值，公司资产减值损失有所提高，达到 3.27 亿元。综合来看，公司全年业绩平稳，单四季度超出市场预期。

● 盈利预测及投资建议

公司业务范围广，物流服务贯穿海、陆、空、铁各个环节，从过去几年的业绩表现看，公司凭借完善的服务网络，丰富的物流资源与领先的专业物流能力，业务链条持续拓展，在空运、海运运价剧烈波动的情况下实现了业绩的平稳增长。预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 1025.9 亿元、1099.0 亿元、1178.1 亿元，同比分别增长 0.9%、7.1%、7.2%，归母净利润分别为 44.6 亿元、46.6 亿元、49.8 亿元，同比分别增长 5.6%、4.5%、6.8%。

2023 年公司中期及年报分红合计达到 21.0 亿元, 合计占 2023 财年归母净利润的 49.8%, 如含港股回购, 则达到 50.4%, 分红比例有所提升。考虑到我国经济仍将保持在合理增速区间, 社会物流运量规模仍将持续增长, 公司业务链条广, 抗压能力强, 业绩有望保持稳健增长。2023 年公司累计分红 21.0 亿元, 按照 2024 年 3 月 29 日收盘价计算, 股息率为 4.89%, 首次覆盖给予“增持”评级。

● **风险提示:**

宏观经济下滑, 业务拓展不及预期, 行业竞争加剧。

■ **盈利预测和财务指标**

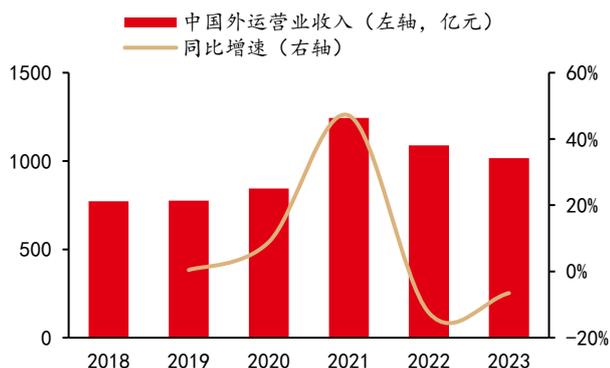
项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	101705	102587	109905	117807
增长率(%)	-6.94	0.87	7.13	7.19
EBITDA(百万元)	5828.06	7498.48	7851.16	8353.10
归属母公司净利润(百万元)	4221.84	4460.10	4661.12	4976.04
增长率(%)	3.50	5.64	4.51	6.76
EPS(元/股)	0.58	0.61	0.64	0.68
市盈率(P/E)	10.25	9.70	9.28	8.69
市净率(P/B)	1.14	1.06	0.99	0.93
EV/EBITDA	6.34	5.64	5.35	4.96

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

1 中国外运披露 2023 年年报

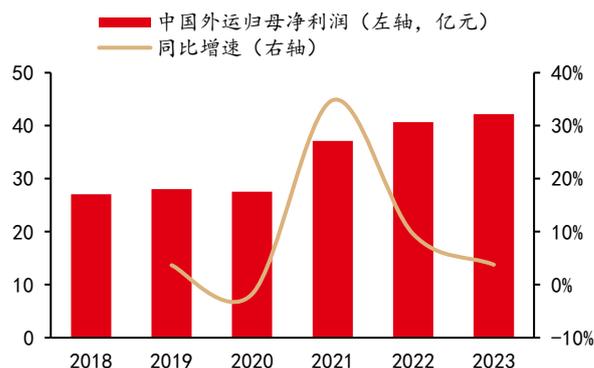
中国外运披露 2023 年年报，2023 年公司营业收入 1017.0 亿元，同比下降 6.9%，实现归母净利润 42.2 亿元，同比增长 3.5%，其中第四季度营业收入 289.3 亿元，同比增长 1.8%，实现归母净利润 10.6 亿元，同比增长 101.4%。

图表1：中国外运营业收入及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表2：中国外运归母净利润及同比增速

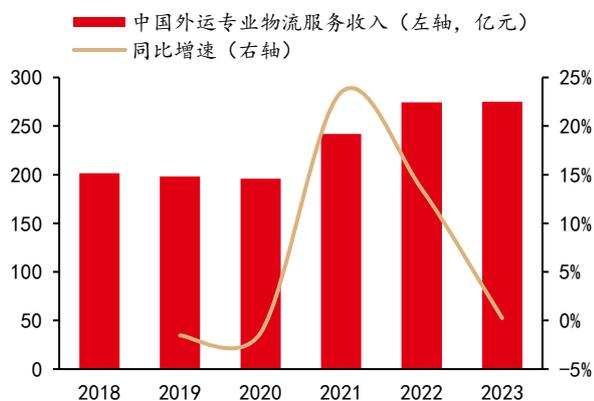


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

2 各业务链条服务货量稳步增长，运价下降导致营收有所降低

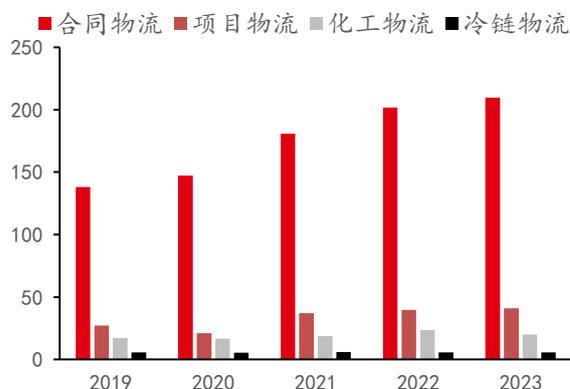
2023 年公司三大业务板块中，专业物流服务货量有所上升，其中合同物流、项目物流、化工物流、冷链物流服务货量分别达到 4682 万吨、628 万吨、383 万吨、98 万吨，同比分别增长 13.3%、10.2%、4.0%、0.3%，但由于国内市场运输价格有所下降，专业物流服务收入 275.22 亿元，同比增长 0.25%。

图表3：中国外运专业物流服务收入及增速



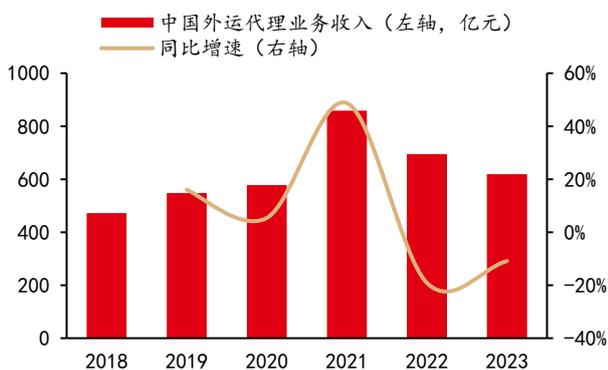
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表4：专业物流细分收入 (亿元) 走势

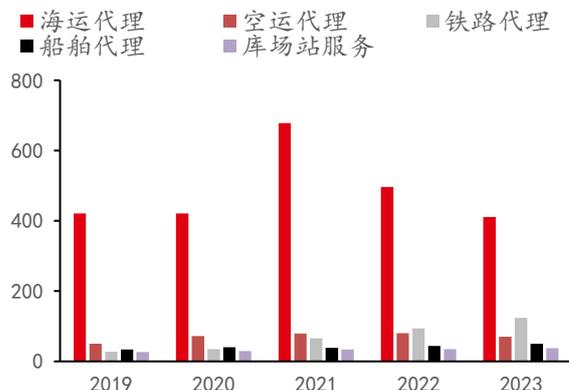


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

代理业务方面，2023 年公司海运代理 1337.3 万标准箱，空运通道业务量 90.2 万吨（含跨境电商物流 20.4 万吨），铁路代理 50.4 万标准箱，船舶代理 62300 艘次，库场站服务 2622.5 万吨，业务量整体有所增长，但由于海运、空运运费下降，代理相关业务收入 619.2 亿元，同比下降 11.5%。

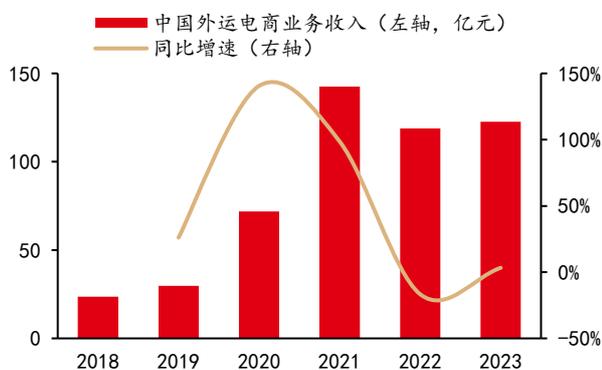
图表5：中国外运代理业务收入及增速


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

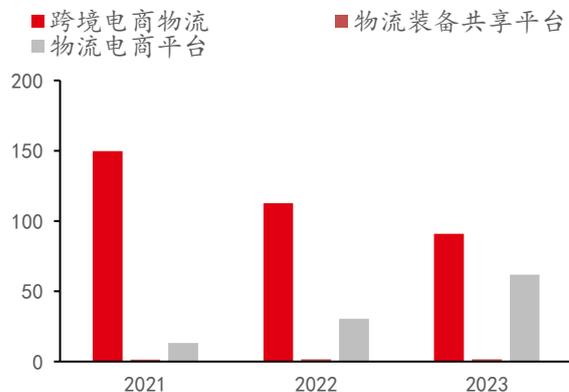
图表6：代理业务细分收入（亿元）走势


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

电商业务方面，2023 年公司跨境电商物流 3.63 亿票，同比增长 17.0%，物流电商平台 247.4 万标箱，同比增长 137.2%，电商业务收入 122.6 亿元，同比增 3.3%。

图表7：中国外运电商业务收入及增速


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表8：电商业务细分收入（亿元）走势


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

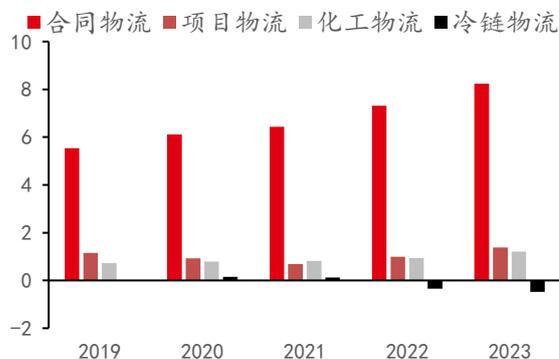
3 聚焦客户需求精益运营，克服运价下跌利润保持平稳增长

尽管 2023 年因行业竞争激烈，航运、航空运费整体下滑产生一定负面影响，拖累公司营收表现，但公司通过聚焦客户需求，精细化运营，克服运价下跌的不利因素，利润保持平稳增长。

其中，专业物流板块方面，公司积极开拓市场，深化打造行业解决方案，强化精益运营、降本增效，合同物流、项目物流和化工物流分部利润均实现增长，分别为 8.2 亿元、1.4 亿元、1.2 亿元，同比分别增长 12.6%、39.4%、28.7%，冷链物流亏损幅度略有扩大，亏损 0.5 亿元。

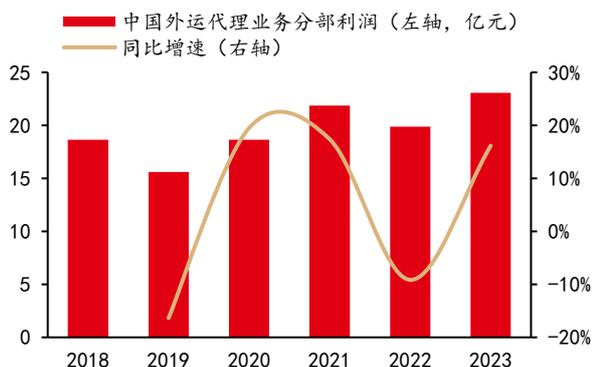
图表9：中国外运专业物流服务分部利润及增速


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

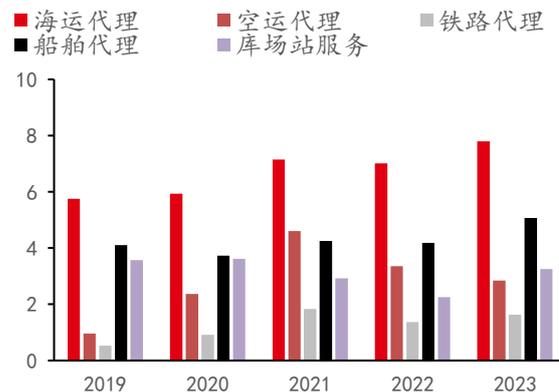
图表10：专业物流细分分部利润 (亿元) 走势


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

代理业务方面，公司在海运代理业务中深化与内贸船公司合作，共同营销头部客户，打造特色产品；空运代理业务则进一步发挥欧美航线优势；铁路代理方面持续强化集中管控和集采能力，打造中老泰铁路快线产品，相关收益能力整体保持提升，2023 年公司代理业务盈利 23.1 亿元，同比增 13.4%，其中海运代理、空运代理、铁路代理、船舶代理、库场站服务分部利润分别为 7.8 亿元、2.8 亿元、1.6 亿元、5.1 亿元、3.3 亿元，同比分别增长 11.3%、下降 15.5%、增长 19.0%、增长 21.0%、增长 44.4%。

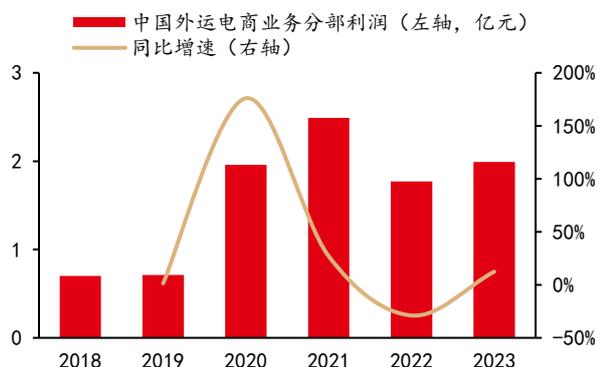
图表11：中国外运代理业务分部利润及增速


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

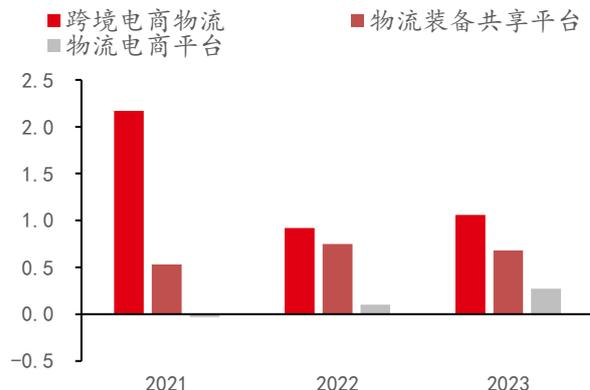
图表12：代理业务细分分部利润 (亿元) 走势


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

电商业务方面，得益于跨境电商蓬勃发展，公司物流电商规模提升，同时政府补助有所增加，2023 年电商业务分部利润为 2.0 亿元，同比增长 12.4%，其中跨境电商物流、物流装备共享平台、物流电商平台盈利均有所增加。

图表13：中国外运电商业务分部利润及增速


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表14：电商业务细分分部利润（亿元）走势


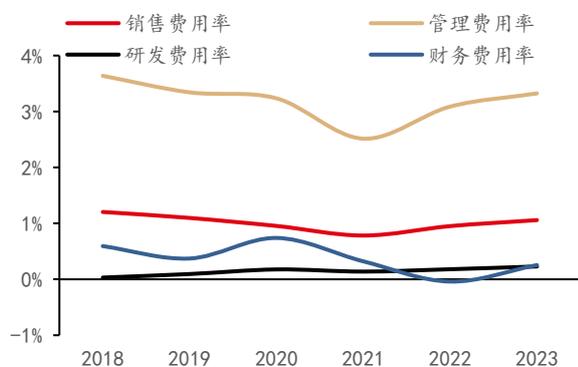
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

4 费用略有上升，投资收益略有下滑，补贴收入提升，业绩超市场预期

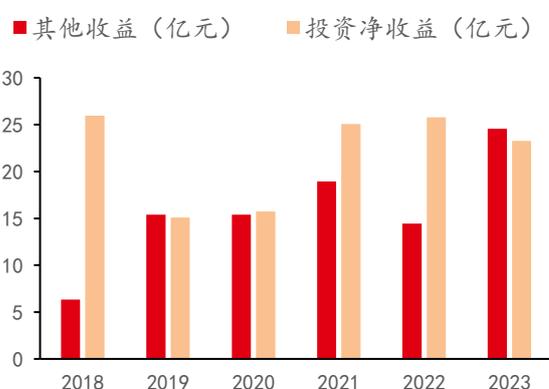
2023 年公司费用基本保持稳定，但由于收入有所下降叠加汇兑收益减少，整体费用水平有所上升，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.06%、3.32%、0.23%、0.25%，同比分别提高 0.11pct、0.23pct、0.05pct、0.29pct。

因中外运敦豪净利润下降 6.2%至 35.0 亿元等因素影响，公司投资收益下降 9.8%至 23.3 亿元，此外，因物流业财政补贴收益显著提高至 21.3 亿元，公司其他收益增长 70%至 24.5 亿元。

其他科目方面，因公司对南航物流权益投资的公允价值上升，公司公允价值变动收益 2.67 亿元，同比转正；因公司计提 KLG 集团商誉减值，公司资产减值损失有所提高，达到 3.27 亿元。综合来看，公司全年业绩平稳，单四季度超出市场预期。

图表15：中国外运费用率情况


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表16：中国外运投资收益及其他收益情况


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

5 盈利预测及投资建议

公司业务范围广，物流服务贯穿海、陆、空、铁各个环节，从过去几年的业绩表现看，公司凭借完善的服务网路，丰富的物流资源与领先的专业物流能力，业务链条持续拓展，在空运、海运运价剧烈波动的情况下实现了业绩的平稳增长。预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 1025.9 亿元、1099.0 亿元、1178.1 亿元，同比分别增长 0.9%、7.1%、7.2%，归母净利润分别为 44.6 亿元、46.6 亿元、49.8 亿元，同比分别增长 5.6%、4.5%、6.8%。

2023 年公司中期及年报分红合计达到 21.0 亿元，合计占 2023 财年归母净利润的 49.8%，如含港股回购，则达到 50.4%，分红比例有所提升。考虑到我国经济仍将保持在合理增速区间，社会物流运量规模仍将持续增长，公司业务链条广，抗压能力强，业绩有望保持稳健增长。2023 年公司累计分红 21.0 亿元，按照 2024 年 3 月 29 日收盘价计算，股息率为 4.89%，首次覆盖给予“增持”评级。

6 风险提示

宏观经济下滑，业务拓展不及预期，行业竞争加剧。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	101705	102587	109905	117807	营业收入	-6.9%	0.9%	7.1%	7.2%
营业成本	95891	96786	103642	111048	营业利润	4.3%	5.7%	4.8%	6.5%
税金及附加	274	256	275	295	归属于母公司净利润	3.5%	5.6%	4.5%	6.8%
销售费用	1076	1077	1154	1237	获利能力				
管理费用	3380	3283	3517	3770	毛利率	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
研发费用	233	205	275	295	净利率	4.2%	4.3%	4.2%	4.2%
财务费用	259	14	30	36	ROE	11.2%	11.0%	10.7%	10.6%
资产减值损失	-327	-200	-250	-250	ROIC	5.0%	8.3%	8.2%	8.2%
营业利润	5473	5783	6060	6455	偿债能力				
营业外收入	103	105	100	110	资产负债率	47.1%	45.8%	45.6%	45.3%
营业外支出	66	80	90	85	流动比率	1.23	1.25	1.27	1.29
利润总额	5510	5808	6070	6480	营运能力				
所得税	1058	1104	1153	1231	应收账款周转率	7.90	8.17	8.32	8.35
净利润	4453	4705	4917	5249	存货周转率	1529.20	1472.50	1316.03	1316.95
归母净利润	4222	4460	4661	4976	总资产周转率	1.32	1.32	1.33	1.34
每股收益(元)	0.58	0.61	0.64	0.68	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.58	0.61	0.64	0.68
货币资金	13964	14270	15298	16575	每股净资产	5.18	5.57	5.98	6.41
交易性金融资产	1	4	7	10	估值比率				
应收票据及应收账款	12447	12887	13760	14707	PE	10.25	9.70	9.28	8.69
预付款项	4771	4839	5182	5552	PB	1.14	1.06	0.99	0.93
存货	59	81	86	93	现金流量表				
流动资产合计	34621	35304	37772	40606	净利润	4453	4705	4917	5249
固定资产	14754	15425	16031	16569	折旧和摊销	2548	1676	1751	1837
在建工程	825	857	880	896	营运资本变动	-1143	-265	84	92
无形资产	6225	6235	6255	6275	其他	-2021	-2020	-2014	-2087
非流动资产合计	41265	44466	47502	50502	经营活动现金流净额	3837	4097	4738	5091
资产总计	75887	79770	85273	91108	资本开支	-1223	-2375	-2360	-2315
短期借款	610	640	670	700	其他	1433	-112	28	28
应付票据及应付账款	12451	12717	13617	14590	投资活动现金流净额	210	-2487	-2332	-2287
其他流动负债	14976	14869	15540	16263	股权融资	96	0	0	0
流动负债合计	28037	28226	29827	31554	债务融资	-3208	630	730	730
其他	7730	8330	9030	9730	其他	-3593	-2007	-2108	-2256
非流动负债合计	7730	8330	9030	9730	筹资活动现金流净额	-6705	-1377	-1378	-1526
负债合计	35767	36556	38857	41284	现金及现金等价物净增加额	-2584	306	1028	1277
股本	7294	7294	7294	7294					
资本公积金	6638	6638	6638	6638					
未分配利润	21888	24069	26316	28706					
少数股东权益	2318	2562	2818	3091					
其他	1982	2651	3350	4096					
所有者权益合计	40119	43214	46416	49824					
负债和所有者权益总计	75887	79770	85273	91108					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048