

跨境电商渗透率进入新阶段，物流成长优质公司逻辑梳理

跨境物流行业分析框架

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com
2024.01.09

■ 跨境电商新势力发力，跨境物流板块崛起：

- 贸易模式的改变带来跨境物流历史性发展机遇，从品牌崛起到平台崛起，电商平台承接过去几年B2C大卖快速发展之势，辅以更精细化的运营，加速出海
- **2023年重要变化：**1) 出口领域电商货占比提升——整体货量攀升且季节性加剧；2) 国产电商平台集中发力欧美市场，服务链条拉长，跨境物流附加值提升；3) 跨境电商渗透率在高价值货物、家具等非标品提升带来跨境物流新机会；4) 全托管模式下，出海品类从单品更多发展为泛品，服装、日用等品类占比增加，带动空运需求增长；5) FBA调整收费结构，大件配送费上涨，利好深耕北美的海外仓公司；6) 国内物流企业加强行业know-how，提高服务能力，货代、快递公司、班轮公司、航空货运公司均在向综合物流转型
- **底层逻辑：**1) 欧美高通胀，消费追求性价比；2) 国内厂家—电商—快递供应链已非常成熟，成本低、运营效率高，全托管模式下厂家边际成本较低，在电商平台、物流基础设施升级的帮助下，从代工厂到自主品牌转型，加速出海；3) 疫情对消费习惯、供应链稳定性等多因素的改变

■ 产业链一荣俱荣，跨境物流企业有望延续大发展趋势：

- 展望未来，国内电商平台有望延续高增长趋势，商流竞争加剧预期下，占据卡位优势的跨境物流企业更加受益
- 货代：货量增长带来服务能力提升，大B客户提供稳定打底货量，直客量提升带动盈利增长

- 航空货运：全货机供给相对刚性，量增带动价增，电商货占比提升强化季节性趋势，淡旺季波动或加剧
- 海外仓：周转次数加速提升，尾程运输规模优势释放盈利
- 此外，国内头程、国内仓库、物流科技、国际快递等相关公司均受益

■ 投资分析意见：

- **推荐中国外运、华贸物流**，我们认为公司下有股息安全边际，上有业绩拐点确认估值修复弹性。华贸物流23Q3业绩环比改善明显，业绩拐点已现，直客战略单价提升及盈利能力验证，三年股东分红汇报规划超预期下游安全边际上有期权，重视股东长期利益；中国外运三季报剔除汇兑影响业绩环比持平，中外运敦豪作为跨境电商时效件稀缺标的，受益于电商向高价值货物渗透率提升。**推荐海外仓规模效应强化的乐歌股份（申万轻工联合覆盖）；建议关注占据核心枢纽资源、受益空运价格上涨且弹性较大的东航物流**，关注大健云仓、嘉里物流、嘉诚国际、顺丰控股、圆通速递、极兔速递、菜鸟等
- **核心预期差：1) 跨境电商平台GMV进一步超预期；2) 并非直接从跨境电商客户赚取超额收益，大B直客可以提高货代装载率，提高货代全链路议价能力；3) 跨境物流乱世镖局逻辑继续，红海事件继续演绎或受益欧线空海运复杂程度增加**
- **风险提示：跨境电商平台GMV不及预期；相关政策及地缘政治风险；行业供给过剩；油价及汇率波动；亚马逊等海外平台价格战程度超预期**

- 2023年11月15日，发布交通运输行业年度策略《航运产业链利润传导，油运、船舶、跨境物流、油服、集装箱制造趋势改善》，重点提及跨境电商新势力发力，跨境物流板块崛起
- 2023年10月下旬以来数次周报提及跨境物流拐点已现，强调黑五有望超预期，重申华贸物流、中国外运的推荐
- 2023年10月10日，发布菜鸟智慧物流深度报告《不只是快递，中国特色4PL的探索》
- 2023年8月26日，发布中国外运深度报告《业绩拐点叠加数字化推进，整合完毕迎来新时代》
- 2023年5月8日，发布华贸物流深度报告《空海运价格回落冲击结束，一带一路潜力被低估》
- 2021年3月11日，发布华贸物流深度报告《跨境电商战略加速落地，与中国品牌出海一同成长》
- 2020年9月16日，发布华贸物流深度报告《跨境电商加速直客比例上升，跨境物流主业迎来历史机遇》

序：跨境物流产业链主要板块盈利模式与核心变量

主要板块

代表公司

收入核心变量

成本核心变量

一句话分析

货代

华贸物流
外运货代

直客量

批发采购价

轻资产批发零售模式，直客量最
关键，运价弱假设

干线空运

东航物流
顺丰航空

空运运价

油价

重资产机队，单机收入-成本模
型，运价与油价为关键假设

高端快递

中外运敦豪
顺丰国际件

高端件业务量

包机结算价

量价模型，格局稳定下收入与
业务量挂钩，成本与集团结算

国内仓储

嘉诚国际

租金

运营效率

重资产仓储，看租金、周转速
度+轻资产转型进度

海外仓+欧美
最后一公里

菜鸟
乐歌股份

周转次数

规模效应+尾
程派送折扣

周转次数是核心，规模效应带
来尾程配送账号优势

东南亚最
后一公里

嘉里物流
极兔

量*价

规模效应

量价模型，与当地竞争格局关
系较大

跨境物流行业研究框架

1. 对标DHL综合物流是班轮公司、航空货运公司、传统货代、快递公司共同的梦想
2. 同一批商家，正复刻中国快递的发展故事，加速出海
3. 中国外运：跨境电商渗透率进入新阶段，国际时效件收益-中外运敦豪价值再挖掘
4. 华贸物流：高激励+直客转型+中国物流集团赋能
5. 顺丰控股：国际快递+综合物流服务商
6. 重资产航空货运重点关注航空运价+轻资产综合物流转型：东航物流、南航物流、国货航物流、国泰航空
7. 嘉诚国际：重资产关注仓储利用率+轻资产综合物流转型
8. 电商+海外仓+最后一公里：乐歌股份、大健云仓
9. 菜鸟：中国特色跨境物流4PL的探索
10. 极兔：专注最后一公里
11. 风险提示

欧美品牌出海带动诞生2000亿市值头部跨境物流巨头

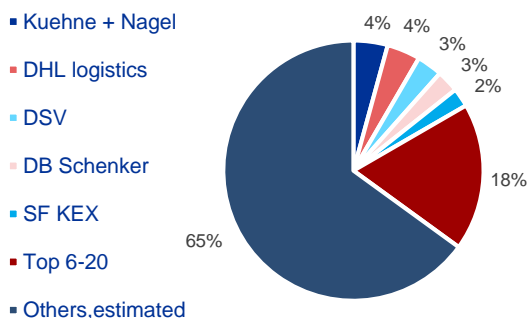
物流跟随商流，服务欧美链主的物流公司已经成长至2000-4000亿人民币市值

- 但集中度仍然相对较低，主要原因为服务并非标准化
 - ✓ 货主角度：一般大型跨国企业拥有多个物流供应商，因地域网点优势或因风险分散考虑；
 - ✓ 行业角度：一般同行业中直接竞争的公司不会选择同一家物流企业提供服务。行业整体将形成多家龙头企业并行的局面。
- 区域优势明显：仍有本土化优势，欧洲公司服务欧洲货主，由于欧盟各国复杂具有天然“跨境基因”，美国本土市场较大本土公司国际服务能力弱于欧洲

发展转型中，货代（KNIN，DSV）转型居多，也有快递（DHL）转型，船公司（Maersk）也通过收购布局

公司属性角度，DB Schenker（德铁信可），DHL（德邮DHL）均有“国资属性”

图：跨境物流行业集中度较低



表：对标海外巨头市值（亿人民币）空间广阔

证券代码	证券简称	2023/01/05股价（当地货币）	总市值（亿元）
KNIN.SIX	德迅物流	301.3	2989.7
DSV.CO	DSV	1229.0	2464.4
XPO.N	XPO Logistics	82.1	677.6
CHRW.O	罗宾逊全球物流	88.2	733.7
EXPD.O	康捷国际物流	127.3	1327.5
603128.SH	华贸物流	7.7	97.7
DPW.DF	德国邮政（DHL）	44.4	4086.2

资料来源：Journal of Commerce（商业日报），公司公告，
申万宏源研究

资料来源：Wind，Bloomberg（彭博），申万宏源研究

■ 贸易模式改变，货代角色转换，单箱毛利提高

- 对于中国物流企业而言，FOB主导的贸易模式下，海外收货人为物流付费方，这导致中国本土物流公司为海外物流公司的分包商，主要利润环节为国内的简单代操作环节，利润率较低。
- CIF货跨境电商贸易模式下，物流付费方为中国自主品牌，本土物流公司获得成为物流总包商的机会，服务环节大幅增加，单箱毛利相比FOB模式也有显著提升。

表：传统贸易模式与跨境电商贸易模式对比

物流方式	典型企业	占比估算	物流总包商	代表企业	
传统贸易模式 (市场规模约26 万亿元)	FOB	宜家、沃尔玛	80%	海外物流服务商	德迅，DSV，康捷，罗宾逊全球物流
	CIF	华为	20%	本土物流服务商	华贸物流，中国外运
跨境电商B2C (市场规模约3 万亿元)	FBA、海外仓 模式	Amazon、Wish、 eBay、速卖通、Temu 、Shein、大卖家	50%	本土物流服务商 跨境电商物流公司	华贸物流，中国外运(干线运输清关)，云途（纵腾），递四方，燕文，佳成国际(揽货、清关)
	直邮模式		50%	邮政跨境电商物流 公司	邮政，云途（纵腾），递四方，燕文，佳成国际
跨境电商 B2B(市场规模 约12万亿元)	海运、空运	慧聪网、大健云仓	--	本土物流服务商	华贸物流，中国外运

资料来源：海关总署，交通运输部，公司公告，申万宏源研究

品牌、平台出海，本土跨境物流公司或迎来成长至千亿市值机会

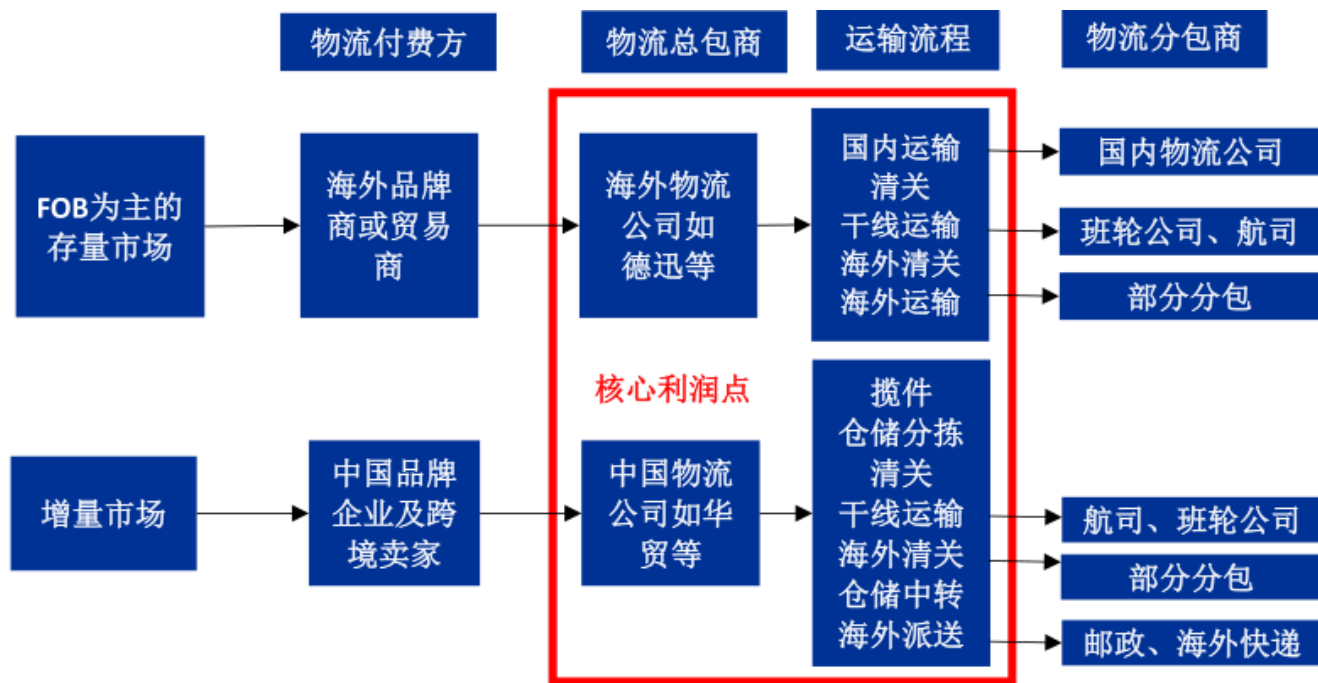
过去大而不强原因，代工厂FOB模式中国链主不掌控物流话语权：

- FOB主导的贸易模式下，海外收货人为物流付费方，这导致中国本土物流公司为海外物流公司的分包商，主要利润环节为国内的简单代操作环节，利润率较低。

从分包到总包品牌出海带来增长机会，服务环节增加，单位毛利有望持续提升：

- 当前自主品牌出海趋势正盛，跨境电商贸易模式兴起，产品出口物流上会更加倾向于选择本土第三方综合物流服务商，产业升级与跨境电商出口成为货代行业重要突破口。

图：发货人角色变化，本土货代迎来跨越式增长

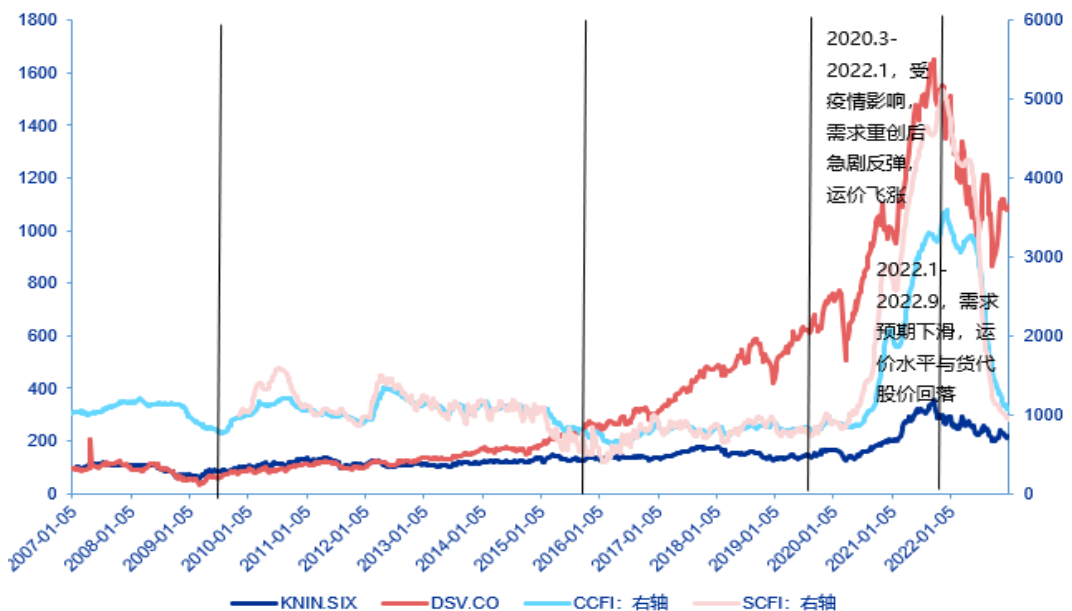


本土货代由价到量估值修复：2020-2022空海运价格上涨为主要驱动，2023年起直客货量主导

■ **海外货代股价与集运运价并不总是强关联：** 2010-2016，集装箱运力交付，议价能力向货代转移，运价回落，海外跨境物流股价上行

- 需求冲击导致的PMI、运价回落阶段，货代股价与运价同步回落。
- 需求冲击结束，运价受运力交付影响导致低迷，货代股价逐步与运价脱钩。
- 2010-2016年，金融危机后需求冲击结束，集运价格整体回落，欧洲头部货股价代走强。供给端因素导致运价下行时，船公司装载率下降，货代议价能力提升并取得超额“折扣”，货代股价与运价脱钩。
- 集装箱运力交付，货代对船公司议价能力提升，运费折扣有望增加。当前时点类似2011-2016年，集装箱船交付装载率下降，直客资源较高的货代从船公司手中拿到的运费折扣率提升，出现运费回落，海外货代股价上涨的情形。

图：2007-2022年货代股价与运价指数趋势对比

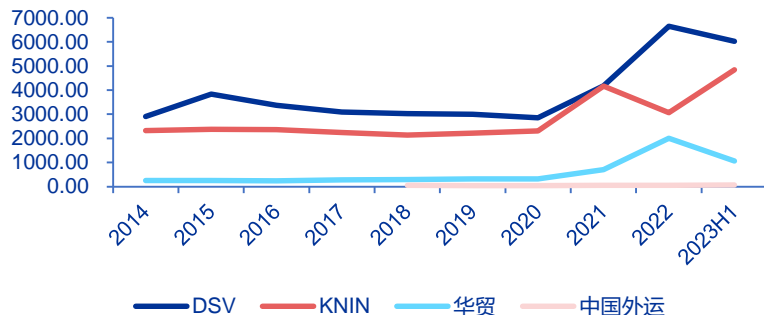


对标海外巨头，本土巨头利润成长空间广阔

■ 对标海外，本土跨境物流华贸、中外运单箱/吨毛利已进入上行，仍有较大提升空间

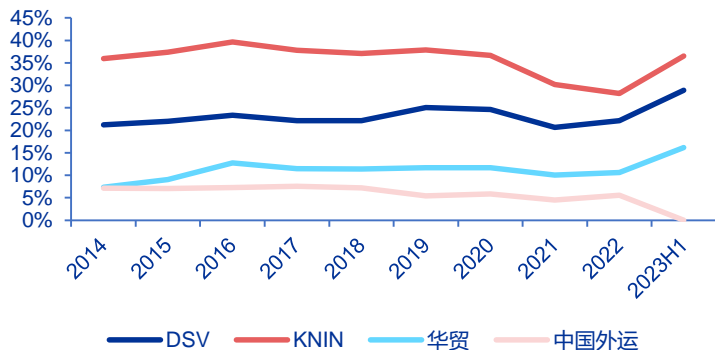
- 毛利：海外货代利润表现高于国内货代公司。2023H1，华贸单箱/吨毛利为1062/3303元，相比同期海外货代企业DSV、德迅集团单箱/吨毛利为6024/11504元、4842/7521元。
- 利润率：2023H1,华贸毛/净利率为16.1%/6%，为DSV为28.9%/8%的一半。

图：华贸单吨毛利对标海外提升空间大（元）

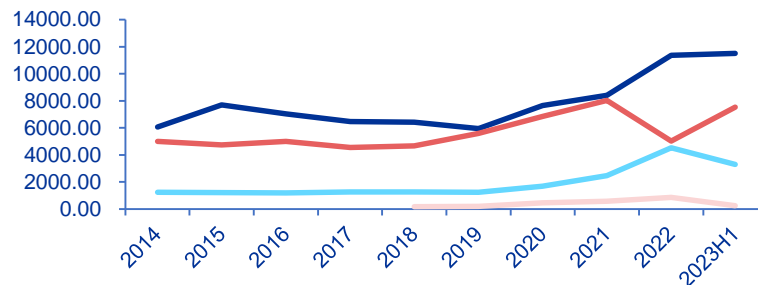


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图：华贸毛利率上升空间大

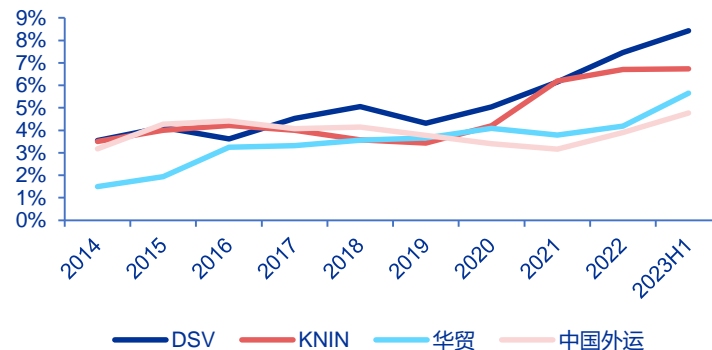


图：华贸单箱毛利对标海外提升空间大（元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图：华贸净利率上升空间大

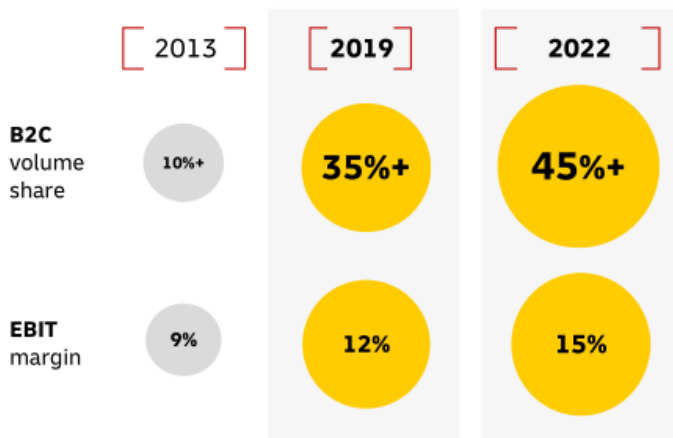


主要预期差：跨境物流公司并非一定要直接从跨境电商客户赚钱

- 市场认为，除了中外运敦豪外，其他货主难以从跨境电商公司赚钱
- 我们认为：跨境电商直接客户可以提高货代装载率，提高货代全链路议价能力
 - 海外跨境物流巨头难以从沃尔玛、宜家等大零售商赚钱，但是有了直客稳定的货量，才有机会提供更稳定的服务产品
 - 跨境物流服务链条多，直客货量增加后，对上下游议价能力提升，可以获取更大的折扣

图：DHL电商业务发展迅速

E-commerce is a profitable growth driver for Express



INVESTOR PRESENTATION | DHL GROUP | NOVEMBER 2023

Network Characteristics	B2C Characteristics	Profitability Impact
Shipments per Day	Volume growth drives better utilization of existing network	↑
Weight per Shipment	Lower weight per shipment	→
Revenue per Kilo	Higher RpK related to lower WpS	↑
First mile	More pieces per stop at pickup	↑
Hub sort	Better utilization of existing infrastructure, with high degree	↑
Airlift	Better utilization of existing capacity, with lower WpS being advantageous	↑
Last Mile	Optimize residential delivery via On Demand Delivery & Drop Off Locations and increased delivery density due to B2C Growth	→

34

■ 第三方物流效率高于第一方物流

- 传统贸易普货与跨境电商轻泡货轻重货搭配优化重载率
- 跨境电商季节性较强，仓库、干线等利用率不稳定，与传统贸易搭配提高仓库利用率
- 货代量大，与跨境电商货源一起，可以拿到各环节更低的折扣价
- 货代在空、海运、中欧班列、跨境卡航均有资源，可以为货主提供综合服务。

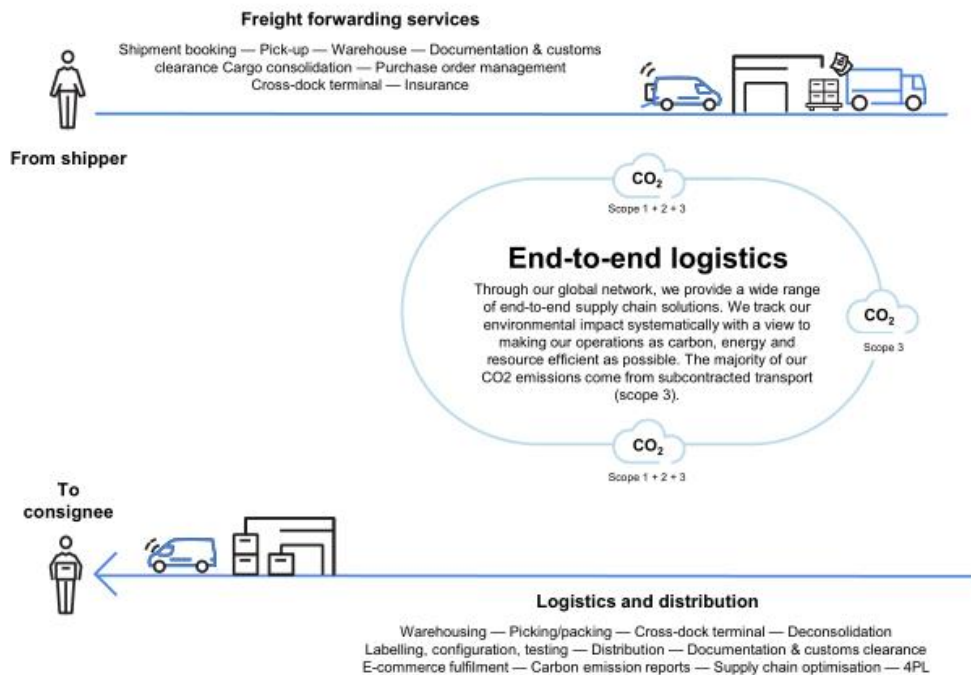
一体化供应链服务是跨境物流行业的终极目标

■ 跨境物流商业模式类似旅行社，旅行社盈利模式为依靠量带来的酒店机票的价差。跨境物流行业空海运、清关、分拣等环节的批发商，本质是赚的批发和零售的价差。

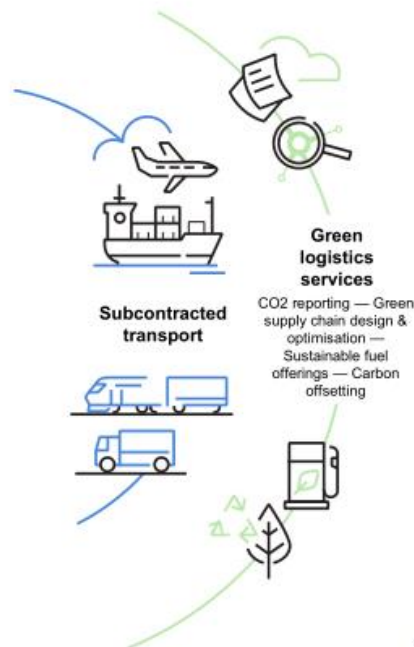
- 空海运干线运输、仓储为重资产，货运代理环节为轻资产，全球贸易具有周期性及地缘风险，轻重资产结合为核心模式
- 周期性影响导致只经营单一环节难以长期稳定盈利，因此各环节均有转型至综合物流服务总包商的梦想

Creating value in the supply chain

From A to B and much more



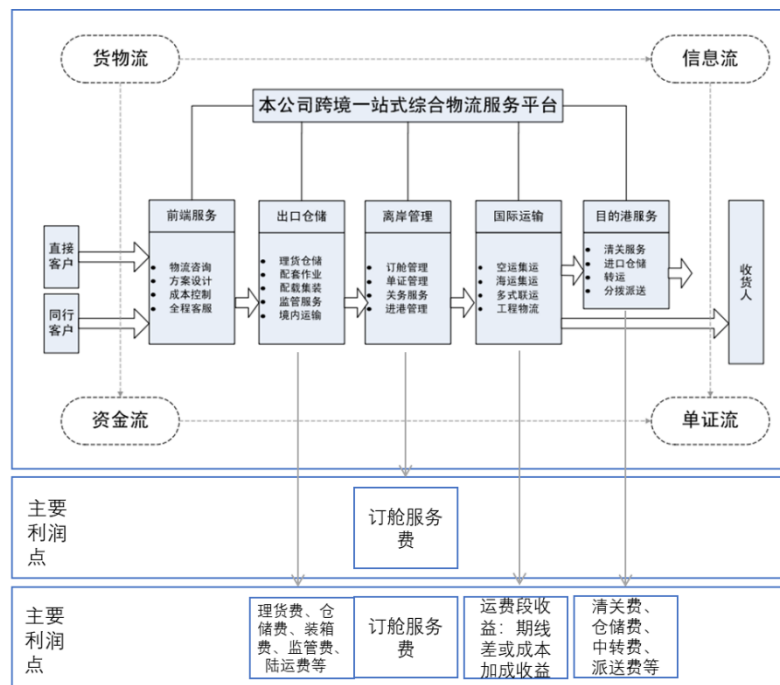
图：一体化供应链服务流程图



■ 内生：由代订舱向综合物流转型，单箱毛利持续提升

- 推进公司产品建设：把传统优势的国际空海运资源转换为面向市场营销、满足客户需求的标准化产品；
- 优化客户结构：直接客户占比提高，参考世界一流国际物流企业发展路径，未来综合收益前景可期。
- 初见成效：空运业务中，综合物流服务单吨毛利是地面操作服务的3倍，业务量占空运比例78%；海运业务，综合物流箱量占整体箱量60%，单箱毛利是代订舱业务的7倍。

图：公司业务从代订舱向综合物流转型示意图



行业生态

订舱类业务：

- 业务壁垒不高；
- 业务网络要求不高；
- 附加值低；
- 低利润率。

综合物流类业务：

- 业务网络要求高
- 业务壁垒较高
- 附加值较高
- 利润率较订舱类业务高。
- 团队专业性要求更高

延长价值链
增多利润点
加强客户粘性

表：公司空运综合物流毛利率远高于地面操作服务

服务类型	营业额 (万元)	货量 (吨)	单吨营业额 (元)	单吨毛利 (元)	单公斤 毛利率
地面操作服务	32307	24063	13426.0	1340	10.0%
综合物流服务	195117	84494	23092.4	3880	16.8%
合计	227424	108557	20949.7	3320	15.8%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

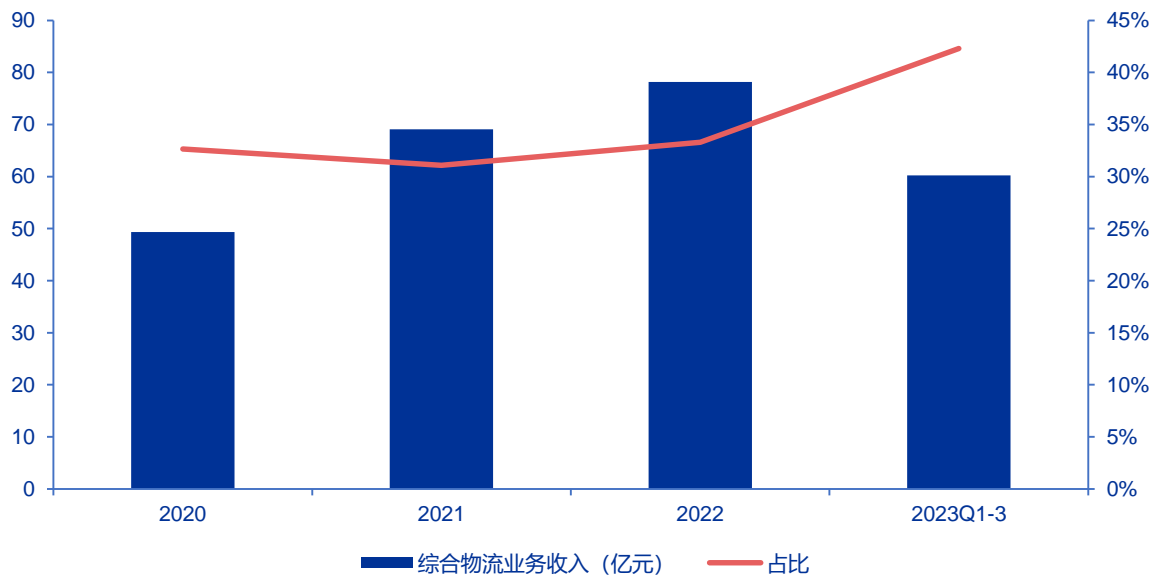
表：公司航运综合物流毛利率远高于传统订舱服务

服务类型	营业额 (万元)	箱量 (个)	单箱营业额 (元)	单箱毛利 (元)	单箱毛 利率
订舱服务	63185	66765	9463.8	215	2.3%
方案服务	8701	85675	1015.6	359	35.3%
综合物流	135278	233483	5793.9	1550	26.8%
总和	207164	385923	5368.0	1055	19.7%

三大航物流为例，从港到港走向端到端

- 东航物流综合物流业务收入体量及占比持续提升，其中细分收入包括同业供应链、航空特运、产地直达、跨境电商等
- 2023年12月20日，南航物流运输一批英国跨境专线货物由武汉天河机场飞往伦敦希思罗，这批货物将由尾程配送至212名消费者手中，覆盖英国全境，标志着南航物流在华中地区首票全自主跨境专线业务顺利落地。

图：东航物流综合物流收入（亿元）及占比呈上升趋势



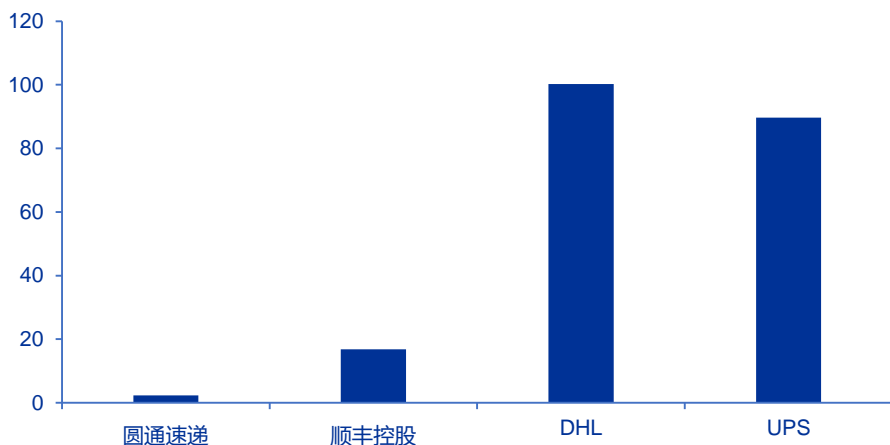
跨境物流行业研究框架

1. 对标DHL综合物流是班轮公司、航空货运公司、传统货代、快递公司共同的梦想
2. **同一批商家，正复刻中国快递的发展故事，加速出海**
3. 中国外运：跨境电商渗透率进入新阶段，国际时效件收益-中外运敦豪价值再挖掘
4. 华贸物流：高激励+直客转型+中国物流集团赋能
5. 顺丰控股：国际快递+综合物流服务商
6. 重资产航空货运重点关注航空运价+轻资产综合物流转型：东航物流、南航物流、国货航物流、国泰航空
7. 嘉诚国际：重资产关注仓储利用率+轻资产综合物流转型
8. 电商+海外仓+最后一公里：乐歌股份、大健云仓
9. 菜鸟：中国特色跨境物流4PL的探索
10. 极兔：专注最后一公里
11. 风险提示

同一批商家，不同的物流，将中国供应链优势推向世界

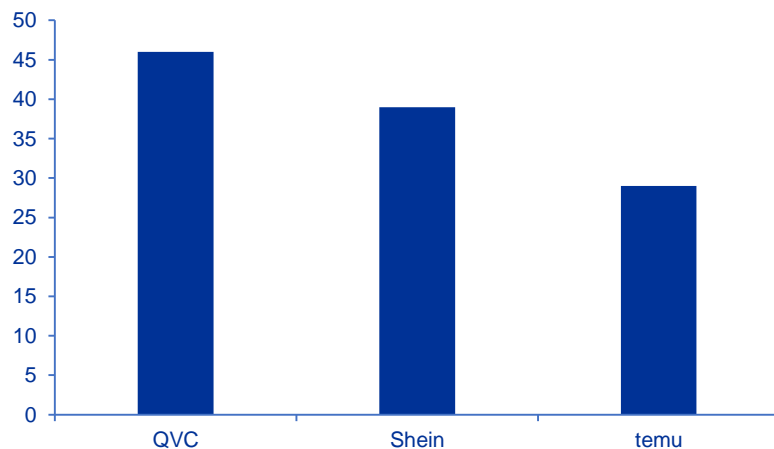
- 无论近几年平台、渠道从淘宝变为拼多多、抖音电商还是Temu，实际商家与工厂基本不变，以义乌、广深、潮汕等地为代表
- 国内端，加盟快递作为中国特色物流的创新，将电商的成本打至最低，用最高效、最具性价比的方式推动电商发展
- 在电商平台、物流基础设施升级的帮助下，商家从代工厂到自主品牌转型，将中国供应链优势推向世界

图：国内外不同快递公司单价（人民币/票）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图：不同电商平台单包裹价值量估算（美元/票）



资料来源：ShipMatrix估算，义乌市跨境电商协会，申万宏源研究

全托管模式有望在海外复制义乌效率

- 从品牌崛起到平台崛起，电商平台承接过去几年B2C大卖快速发展之势，辅以更精细化的运营
- 不同于安克等大单品模式，全托管模式以泛品为主，直营日用品、服饰鞋履等小商品，直接溯源制造业源头工厂，更大范围地满足消费者需求，经营策略灵活
- Temu销量大、门槛低、规则严苛，全托管模式下平台自身承担多层分销功能，将渠道利润让利C端

图：temu招商模式较为容易



TEMU在全球市场势如破竹的增长，给中国供应链走向全球提供了崭新途径，任何一个小的垂直类目，放到全球市场都是大类目！0佣金，0广告，0仓储费，0跨境物流费，欢迎广大商家加入TEMU大家庭，为您提供最新咨询和玩法分享，扫码报名不丢失。

图：temu持续辅助商家开拓各品类招商



携百城千企，掘万亿市场

TEMU收纳用品招商会--义乌站

● 活动时间：2023年12月27日（星期三）14:00

● 活动地点：浙江省金华市义乌市

活动扶持

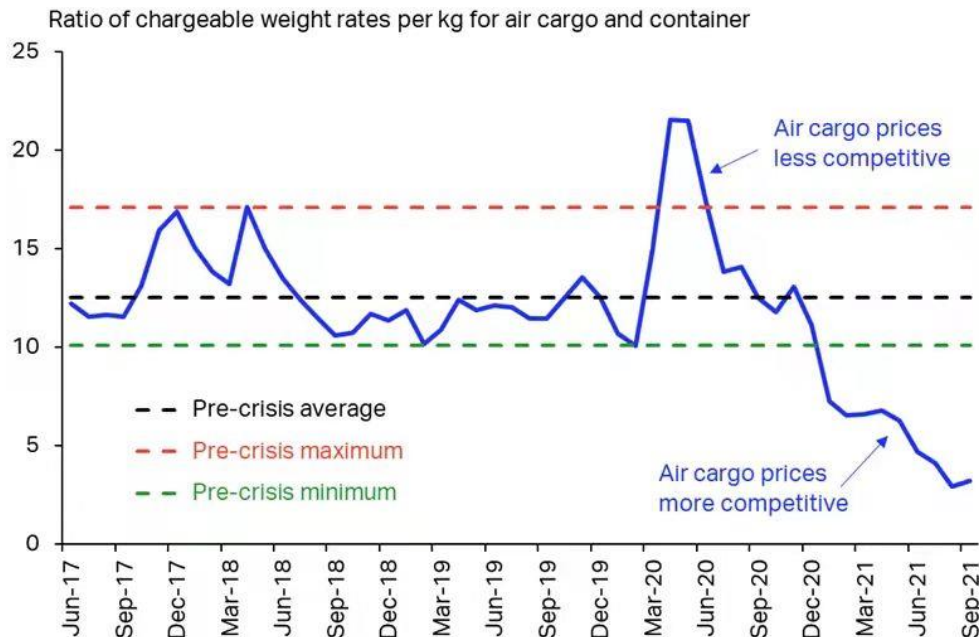
- 0年费、0抽佣、0广告费、一店卖全球
- 0仓储费、0海外物流费、国内物流补贴
- 高级招商经理1V1一键对接入驻开店
- 享受金牌买手+供应链运营+商家运营团队1V1服务
- TEMU新手入门系列全套学习资料
- 线上/线下小班课程辅导及跟进培训

- **物流与商流相辅相成，供需两端推动产业发展：**一方面，高时效、高性价比的物流供应链助力商流出海，保证低价销售；另一方面，快速增长的电商订单为物流商提供了稳定的打底货量，支持物流服务商增长
- **四大跨境平台的出海，加速推动本土跨境物流企业的发展：**回顾2023年，Shein稳健增长，Temu飞速发展，Tiktok、速卖通等平台也在各自领域开疆扩土，我们看好各大平台未来进一步开拓海外市场
- 跨境物流产业链将充分受益跨境电商发展：
 - 货代：直接受益货量增长
 - 航空货运：从量增传导至价增
 - 海外仓：周转次数加速提升，尾程运输规模优势释放盈利

疫情高运费提高商家与平台容忍阈值，未来物流费用有望处于合理区间

- 疫情期间跨境供应链的混乱带来物流端前所未有的高盈利并没有持续，但一定程度上提高了商家与平台的容忍阈值
- Temu对于供应链有更严苛的要求，而23年对于Shein而言是物流成本大幅优化的一年。短期来看，物流与商流以合作为主；长期来看，即使物流成本的增加不利于商流的履约，考虑到经历疫情与诸多突发事件后商流对于物流稳定性的认知，我们认为未来物流费用中枢仍有望上行

图：疫情前后航空货运与海运价格倍数估值（%）



- **中国外运：跨境电商渗透率进入新阶段，国际时效件收益-中外运敦豪价值在挖掘**
- **华贸物流：高激励+直客转型+中国物流集团赋能**
- **顺丰控股：国际快递+综合物流服务商**
- **重资产航空货运重点关注航空运价+轻资产综合物流转型：东航物流、南航物流、国货航物流、国泰航空**
- **嘉诚国际：重资产关注仓储利用率+轻资产综合物流转型**
- **电商+海外仓+最后一公里：乐歌股份、大健云仓**
- **菜鸟：中国特色跨境物流4PL的探索**
- **极兔：东南亚利润基本盘+渠道优势**

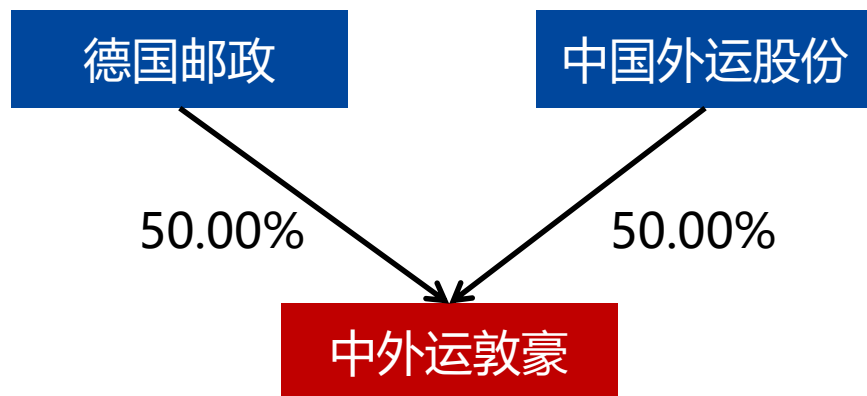
跨境物流行业研究框架

1. 对标DHL综合物流是班轮公司、航空货运公司、传统货代、快递公司共同的梦想
2. 同一批商家，正复刻中国快递的发展故事，加速出海
3. **中国外运：跨境电商渗透率进入新阶段，国际时效件收益-中外运敦豪价值再挖掘**
4. 华贸物流：高激励+直客转型+中国物流集团赋能
5. 顺丰控股：国际快递+综合物流服务商
6. 重资产航空货运重点关注航空运价+轻资产综合物流转型：东航物流、南航物流、国货航物流、国泰航空
7. 嘉诚国际：重资产关注仓储利用率+轻资产综合物流转型
8. 电商+海外仓+最后一公里：乐歌股份、大健云仓
9. 菜鸟：中国特色跨境物流4PL的探索
10. 极兔：专注最后一公里
11. 风险提示

■ 开创中外合资快递公司先河

中外运敦豪是由中国外运以及DHL group（现被德国邮政收购）各持股50%于1986年成立的合资公司。

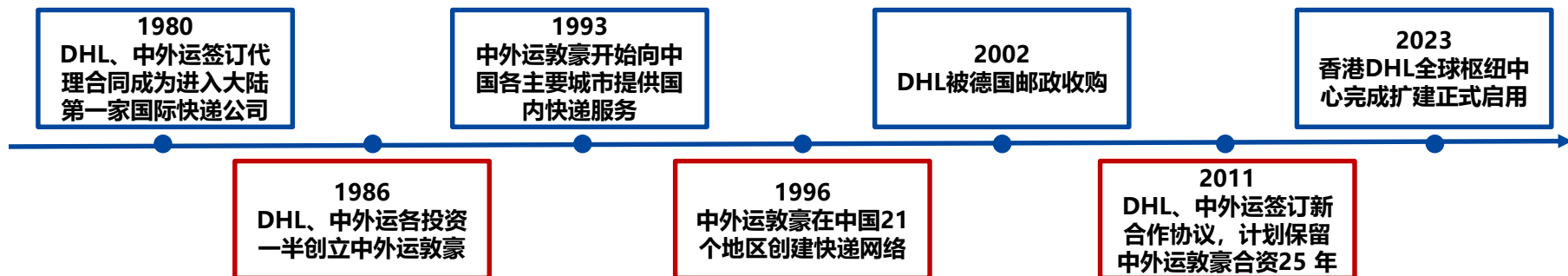
图：中外运敦豪股权结构（截至2023年11月底）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

■ 2011年续签25年，该合作模式将持续至2036年

图：中外运敦豪发展历程

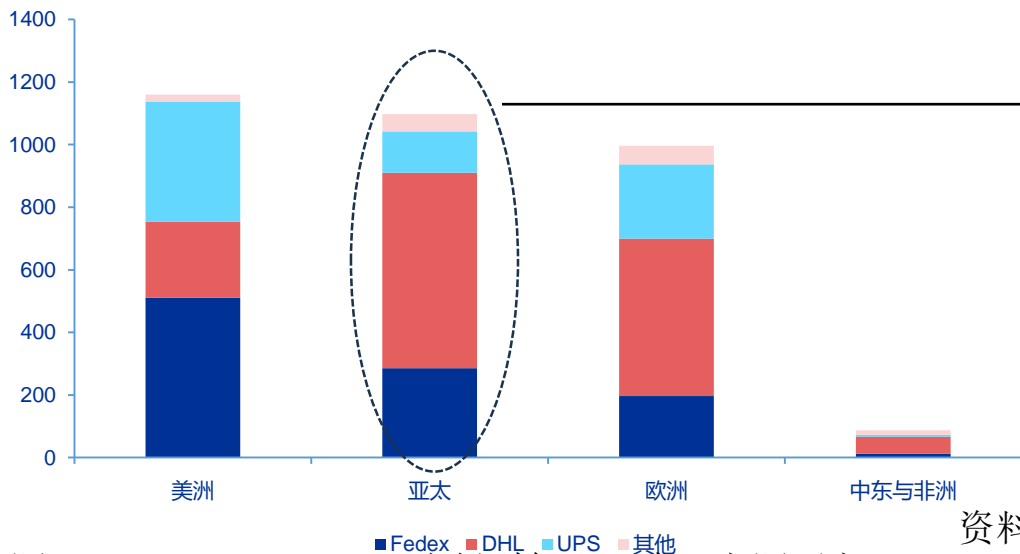


业务简介：主营空运快递，竞争格局稳定

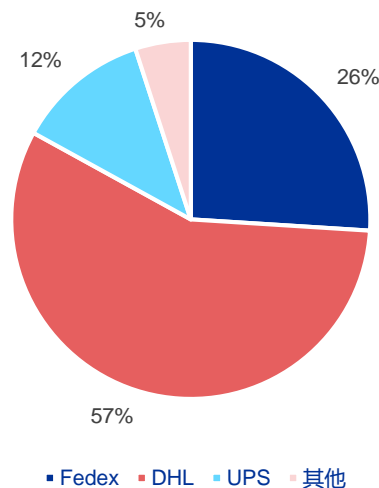
■ **中外运敦豪主要业务为国际快递（高端时效件），包含文件、时效要求极高的小包裹、以及高端电商件。公司基于 DHL 集团全球物流资源开展高端快递业务，市场竞争格局非常稳定**

- 直接竞争对手主要为 FedEx、UPS，根据Market Intelligence，2021年国际限时快递市场规模约为3330亿元人民币，目前CR3（FedEx, DHL, UPS）达到95%，形成垄断格局
- 亚太地区是全球第二大国际限时快递市场，市场规模约1097亿元，DHL在亚太市场市占率达到 57%，中外运敦豪作出重大贡献

图：2021年国际限时快递市场规模（亿元）



图：亚太国际限时快递市场



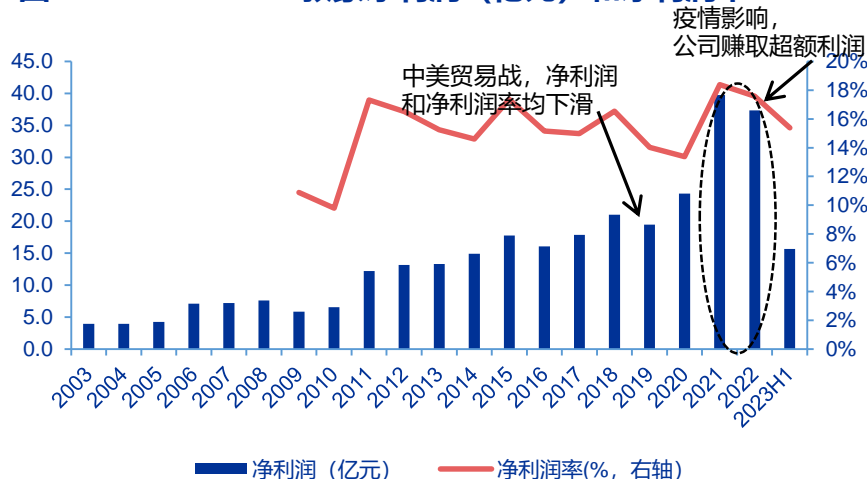
资料来源：Market Intelligence（市场财智），申万宏源研究

资料来源：Market Intelligence（市场财智），申万宏源研究

分阶段回顾中外运敦豪业绩表现，复合增长强劲

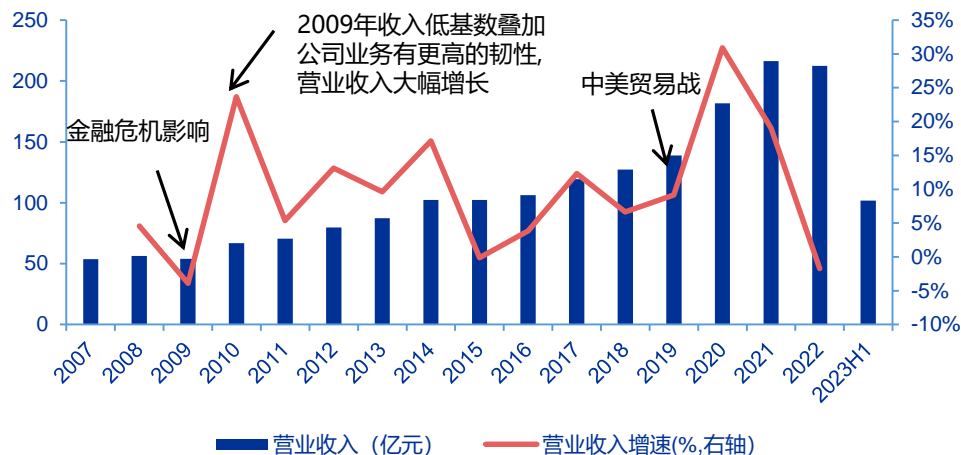
- **2008年-2010年：**净利率，ROA在09-10年处于历史最低位置，主要受金融危机影响，营业收入2010年同比较高，原因：2009年收入低基数以及公司业务有更高的韧性相关。
- **2011-2018年：**公司营业收入，净利润稳步增长，cagr分别为9%，8%，净利率以及ROE稳中有升。
- **2019年：**因贸易战的影响，公司营收，利润，利润率，ROA均有下滑
- **2020-2022年：**因疫情影响，公司赚取超额利润，收入增速达20%-30%，利润率较18年提升2-3pct。
- **总体上看，在特殊年份外公司营收以及利润稳重有升，净利率及ROA都较为稳定。**

图：2003-2023H1敦豪净利润（亿元）和净利率



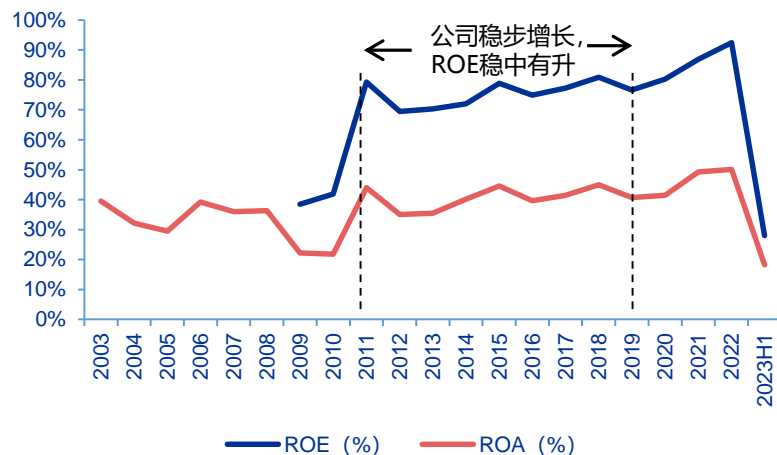
资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究

图：2007-2023H1中外运敦豪营业收入（亿元）及同比



资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究

图：2003-2023H1中外运敦豪ROA与ROE



资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究 26

■ 中外运敦豪过去5年营收/净利CAGR分别为13.7%/15.5%，保持稳健增长

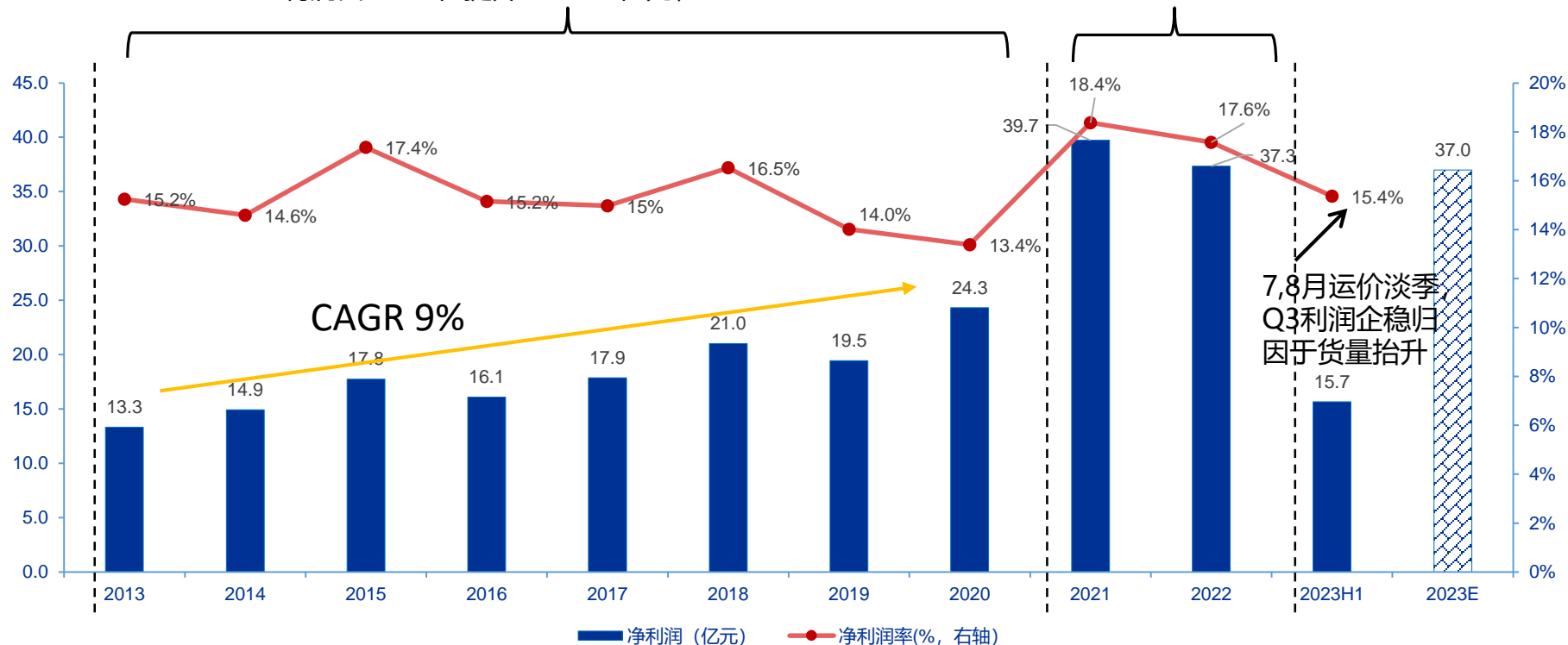
■ 23Q4利润展望

- 目前空运运价已抬头，叠加Q4黑五/圣诞节等消费旺季，预计Q4的利润同比和环比都会增加

图：中外运敦豪13-23Q3净利润（亿元）和净利润率

2013-2020年：中外运敦豪利润稳步增长，
利润由13.32亿提升至24.32亿元，CAGR 9%

疫情期间：客机腹仓供给缺失导致运
价暴涨使得中外运敦豪赚取超额利润



两大预期差，中外运敦豪价值再挖掘

- 我们认为中外运敦豪存在两大预期差：
- 1、市场对于敦豪实际资产质量的低估
- 2、市场对于敦豪是否受益跨境电商增长的认知不清晰

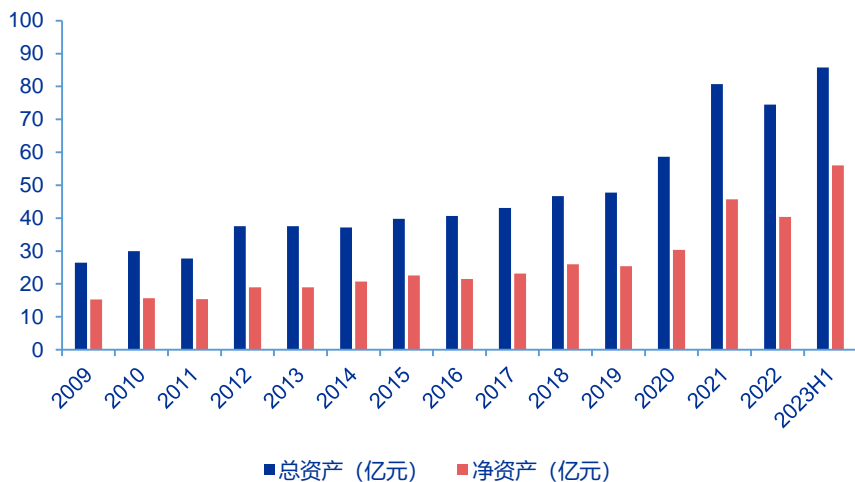
图：敦豪产品主营跨境高端快递

	朝九特派	十点半特派	正午特派	环球快递	易速箱
标准转运时间的工作日完成派送	上午九点前	上午十点半前	中午十二点前	工作日结束前	工作日结束前
门到门快递派送	✓	✓	✓	✓	✓
全程监控	✓	✓	✓	✓	✓
主动送达通知	✓	✓	根据要求	根据要求	✗
海关通关便利	✓	✓	✓	✓	✓
递送管理	✓	✓	✓	✓	✓
退款保证	✓	✓	✓	✗	✗

预期差1：折旧导致敦豪实际资产价值被低估

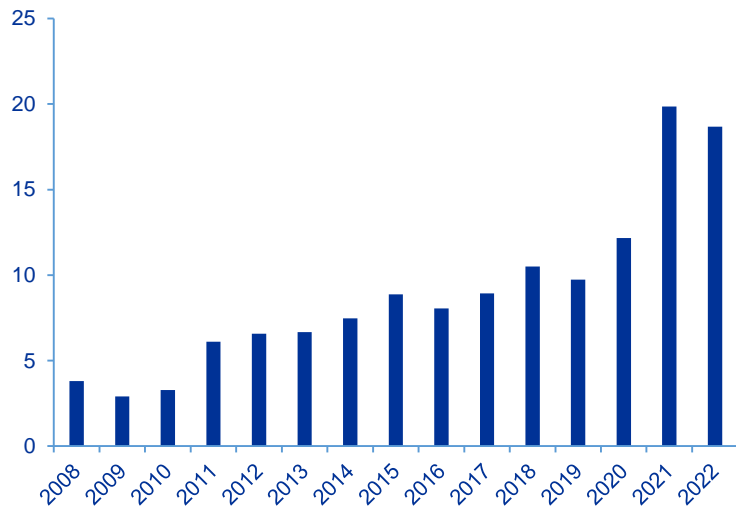
- 从2009到2023H1，20年间敦豪总资产从26亿元增长至86亿元，净资产从15亿元增长至56亿元，考虑CPI、物流用地价格涨幅，20年间敦豪实际资产账面价值增长与规模增长不匹配，我们认为主要系敦豪上世纪八十年代开始便进入中国市场，许多前期投入的固定资产已经折旧殆尽，实际资产价值远超账面价值
- 较高的壁垒与前期投入造就了优质的商业模式，敦豪ROE与ROA处于较高水平，为中国外运贡献稳健增长的投资收益

图：敦豪总资产与净资产（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

图：敦豪贡献中外运的投资收益（亿元）

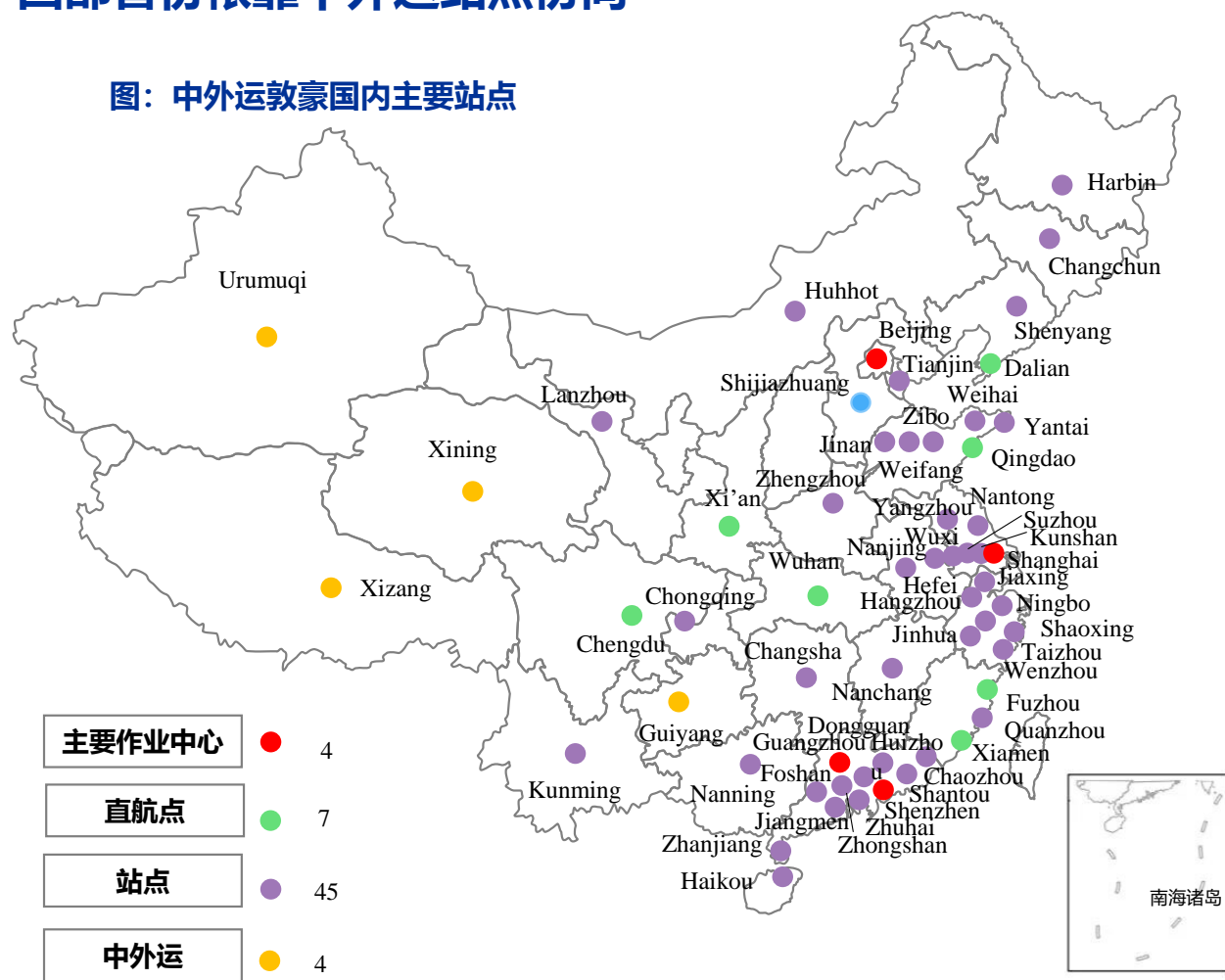


资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究

敦豪实际站点资源丰富，提前卡位核心城市

- 敦豪在核心城市均有站点布局，东部沿海网络布局全面，中部省份拥有直航点，西部省份依靠中外运站点协同

图：中外运敦豪国内主要站点

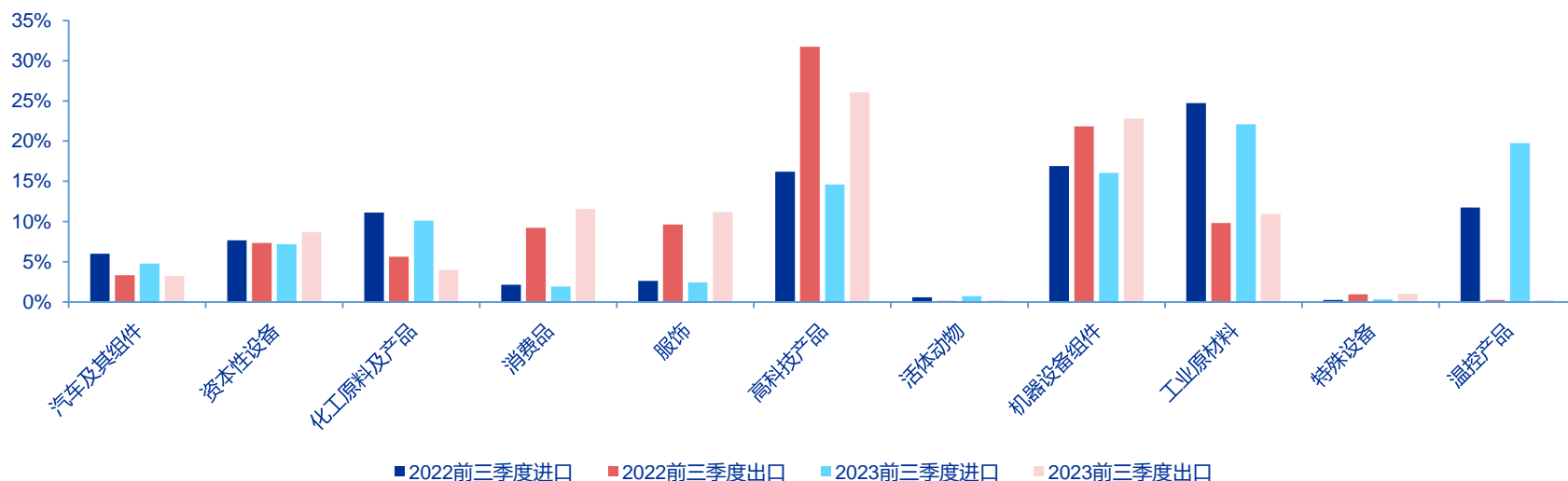


预期差2：平台出海改变了海外消费习惯——长期需求

平台出海孕育跨境产业链新机遇：Temu、Shein、Tiktok等中国跨境电商平台增长强势，根据《晚点Late Post》及36氪报道，今年九月，Temu吸引了1.2亿用户浏览，平均每天发出160万个包裹，其中大部分商品通过海运送往美国。更值得一提的是，过去一年，大约有9%的美国人在Temu上购物。预期Temu23Q4及24年仍有望实现较高增长。

消费品与服饰出口占比提升：2023Q1-3出口空运货物品类分布中，消费品与服饰占比分别同比增长2.34pct、1.56pct，海外消费者对于国产平台与品牌的接受度不断提升。不同于B端工业品的集包运输，C端占比的增长也意味着空运快递需求的增长。

图：我国进出口空运货物品类分布（2022及2023前三季度）



空运对于平台、国内商家、海外消费者均是最优选择

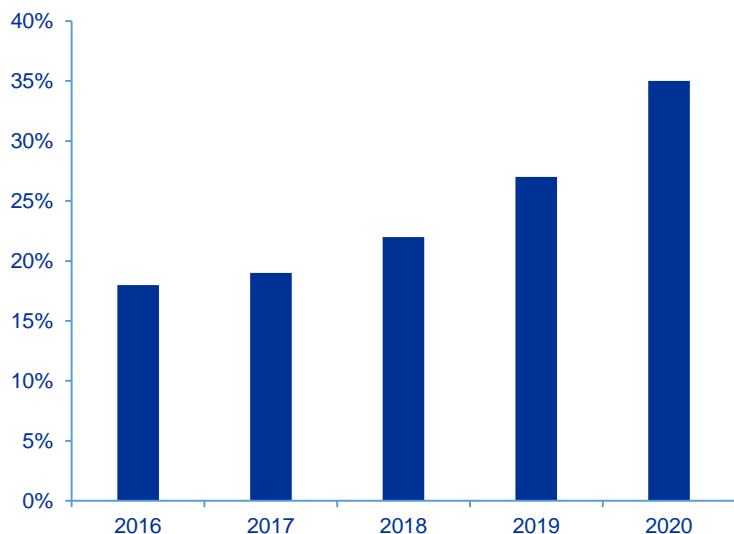
- **对平台：**时效（约5-7天）除慢于亚马逊（约2天）外，与普通海外当地电商平台（约5天左右）基本一致
- **对国内商家：**成本略高，但大幅提高资金周转率，且空运易于清关
- **对海外消费者：**物美价廉时效优
- “物流体验”对于消费者的消费选择将产生重要影响，而跨境航空快递将承担愈发重要的角色

表：中美跨境B2C物流渠道对比

渠道（1kg为例）	运费（元）	清关	时效（天）	渠道特征
快递	300-500	快件	2-5	到门/仓，限于贵重物品或急件
专线	80-100	快件/贸易	7-15	到门/仓，代理小包、重货及热门航线
海外仓	35（头程）+45（尾程）	贸易	2-5	到仓，重大特异，备货库存，高效配送
虚拟海外仓	80-100	快件/贸易	5-7	到门，集包快递运输清关，拆包邮政配送
邮包	60-90	物品	10-20	到门，低价、轻泡，低俗、限≤2kg

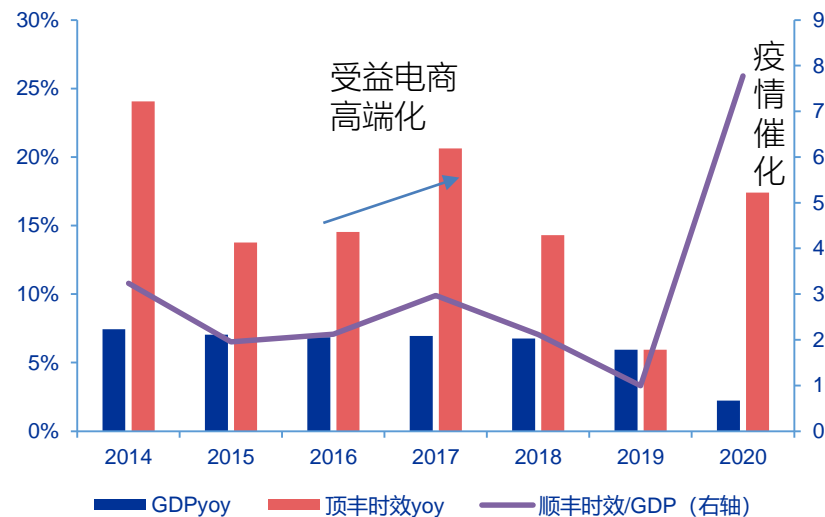
- 复盘国内淘宝天猫等电商平台的发展，消费者对电商购物的认知不断改变，从最初的“冒牌货”到建立认知，不断提升高客单价商品网购比例。
- 顺丰充分受益电商高端化：复盘顺丰时效件结构，时效快递随着商务活动和电子化趋势，文件类产品的增速逐步趋于顶峰，消费和工业贡献新增量。消费赛道中，高端消费品线上化，以及客户高时效需求的提升，成为增长的核心动能。疫情期间高端时效电商件需求增加加速助推件量大幅增长。

图：我国智能手机销售线上占比变化（%）



资料来源：艾瑞咨询，中国信通院，申万宏源研究

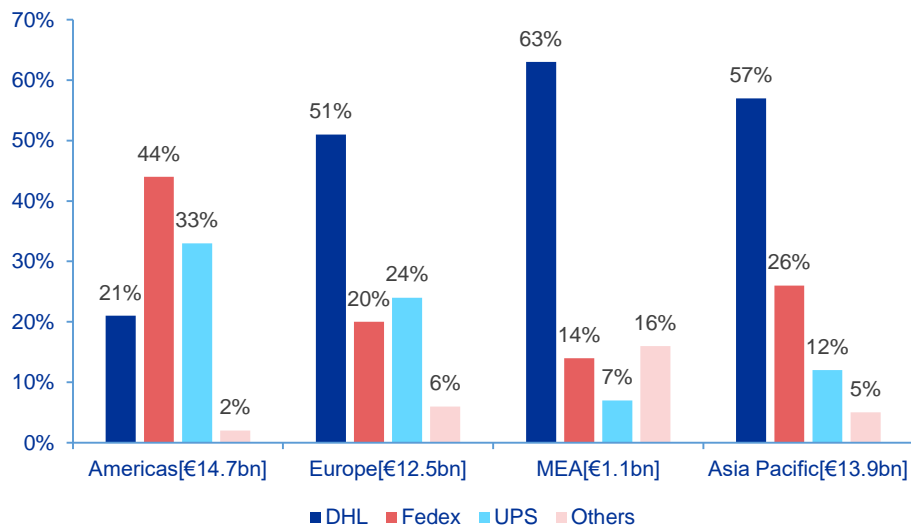
图：2014-2020年顺丰时效营收增速与GDP增速波动情况



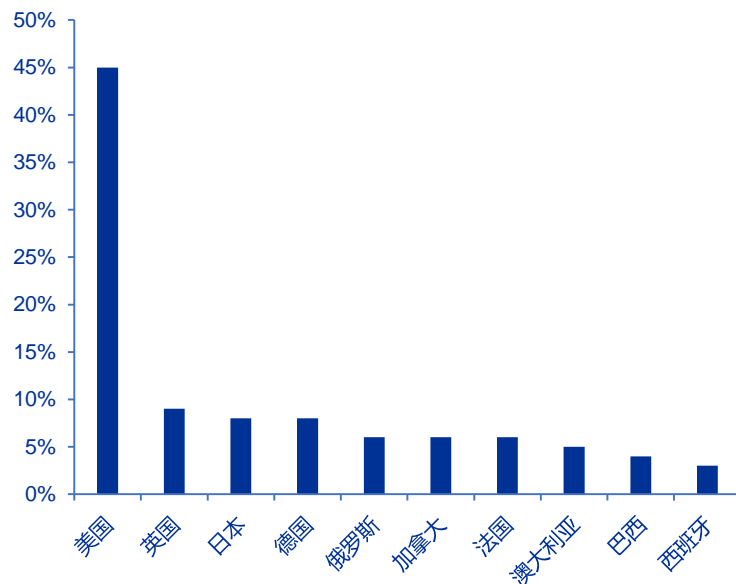
注：图中GDP同比为不变价GDP

- 平台出海深入发展，进一步占领海外消费者心智，高端购物频次有望提升，带动敦豪等高端快递需求增长。
- 消费升降级影响有限，改变的是消费渠道：高端跨境空运快递需求量=高端产品需求量*网购比例*跨境电商比例，消费升降级影响需求总量，疫情大幅提升线上化率，平台出海提高跨境电商比例，其间的结构性变化更为关键。
- DHL把握各环节核心资源，我们认为未来敦豪对应的高端跨境快递需求有望加速增长。

图：2021年不同市场国际三大快递份额（%）



图：2022Q3中国发出包裹量TOP10国家地区份额排名（%）



坐拥优质资产下，中国外运持续增厚股东回报

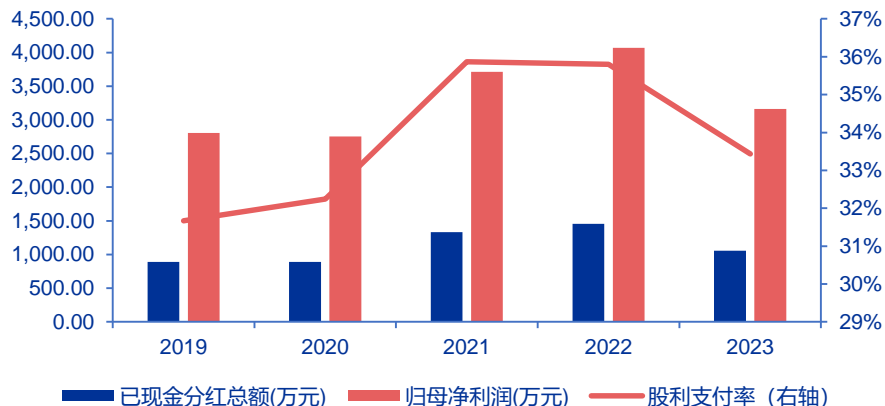
- 股权激励即将落地，行权要求为利润释放提供支撑
- 中外运敦豪持续贡献投资收益，中国外运分红稳定，回购持续进行

表：中国外运历史回购情况

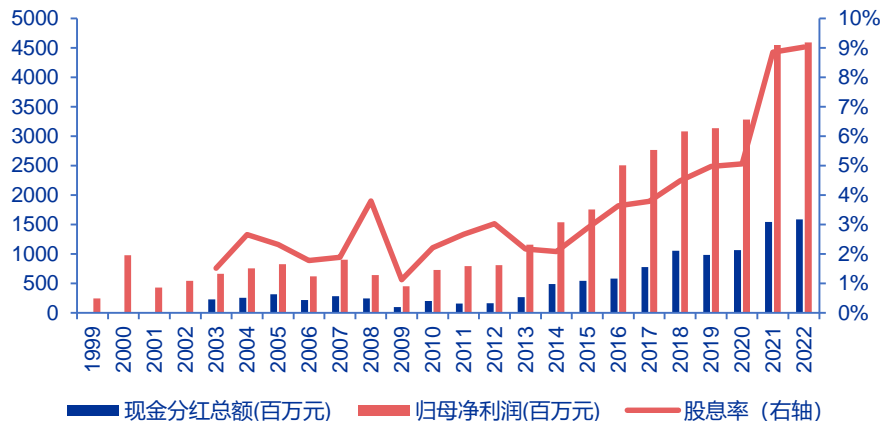
	回购开始日	回购结束日	回购均价 (元)	累计回购数量(万股)	占总股本比例(%)
A股上市以来回购	2022/5/11	2023/1/27	3.94	4,928.00	0.67
近三年H股回购	2022/6/7	2023/1/20	2.08	10658.7	1.45

资料来源: 公司公告, wind, 申万宏源研究

图：中国外运A股历年分红情况



图：中国外运H股历年分红情况



资料来源: 公司公告, wind, 申万宏源研究

资料来源: 公司公告, wind, 申万宏源研究

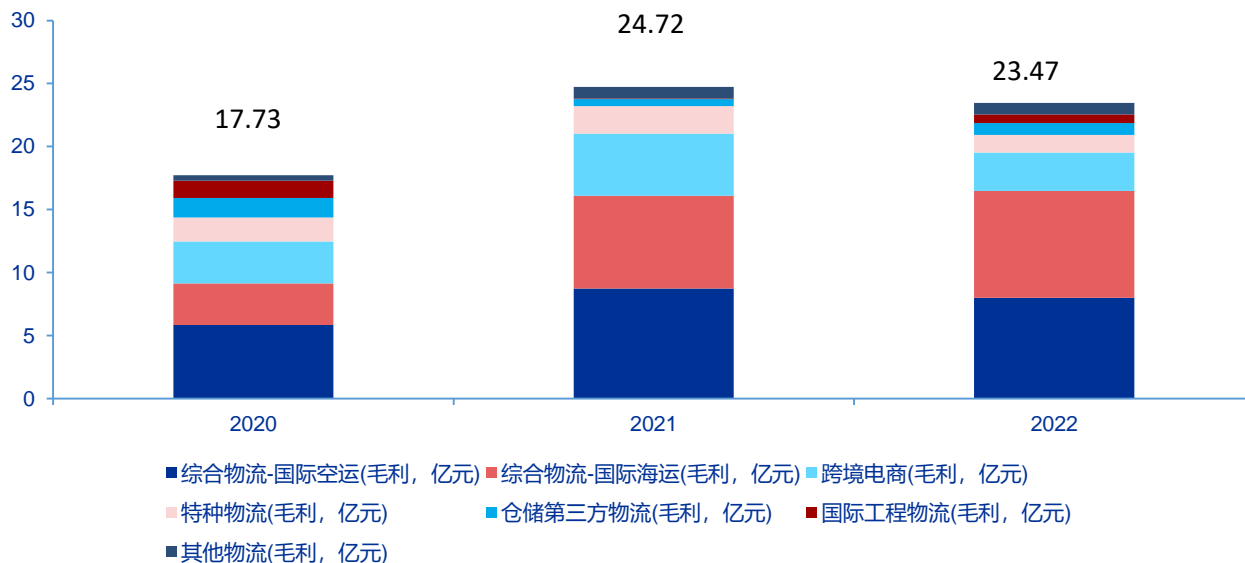
跨境物流行业研究框架

1. 对标DHL综合物流是班轮公司、航空货运公司、传统货代、快递公司共同的梦想
2. 同一批商家，正复刻中国快递的发展故事，加速出海
3. 中国外运：跨境电商渗透率进入新阶段，国际时效件收益-中外运敦豪价值再挖掘
4. **华贸物流：高激励+直客转型+中国物流集团赋能**
5. 顺丰控股：国际快递+综合物流服务商
6. 重资产航空货运重点关注航空运价+轻资产综合物流转型：东航物流、南航物流、国货航物流、国泰航空
7. 嘉诚国际：重资产关注仓储利用率+轻资产综合物流转型
8. 电商+海外仓+最后一公里：乐歌股份、大健云仓
9. 菜鸟：中国特色跨境物流4PL的探索
10. 极兔：专注最后一公里
11. 风险提示

直客战略持续推进客单价提升，装载率优化带来单位毛利中枢上行

- 注重直客营销，直接客户数量提升，客户结构向中高端变迁
- 内生+外延发力从单一环节代订舱向综合物流业务转型
- 轻重货搭配优化装载率，仓位批发成本下降，提升单位利润：跨境电商业务量增长不仅带来直接利润，更带来优化装载率后再空运货代领域的利润

图：华贸物流毛利拆分（亿元）



■ 参考公司2022年年报，公司首次提出在强化多年来形成的核心竞争优势和竞争能力的同时，积极布局跨境电商物流、大宗商品物流、新能源汽车、高端制造、一带一路等五个大市场

图：华贸五大战略市场布局

类别	日期	事件	内容
跨境电商	2020年12月	华贸物流下属大连分公司与AironeAviationLimited及Aerotranscargo (FZE) 签署了长期包机合同	拟通过运力建设，构建市场的物流需求与运力资源的合理匹配，满足市场长短期物流需要，构建华贸物流多元化的运力体系
	2022年3月	华贸物流与东航物流签订战略合作框架协议	利用华贸物流面向制造业客户的物流资源整合能力，结合东航物流全货机和客机腹舱运输能力，形成专业化、全链条物流解决方案产品，为中国制造业走向全球提供完整可靠的全程物流解决方案。
	2022年6月	华贸物流与马来西亚世界货运航空公司在华的代理云辉环航签署了《货物运输服务合同附加协议》	Lazada专项跨境电商类货物运输服务，金额约1.6亿元人民币，从2022年6月11日起，此航班飞行班次从原来的一周三班增加到天天班。班期执飞日期计划表调整后，班次总计294班。
	2022年12月	港中旅华贸国际物流股份有限公司关于签订战略合作协议	双方互将对方视为自己的重要合作伙伴，根据双方的发展需要，在国际空运海陆运输，跨境物流，仓储陆运等领域开展合作，加强交流协作，共创发展契机。
	2023年2月	港中旅华贸国际物流股份有限公司在加拿大设立全资子公司	中国与加拿大之间的物流需求节节攀升，在服务国内网络的相关支持需求的同时进一步开发加拿大当地市场，提高公司在加拿大及北美地区的业务能力，提升整体的运营管理效率与市场竞争力
新能源汽车	2023年3月	大连市促进数字贸易创新发展行动计划（2023—2025年）中强调推动华贸物流、中国邮政集团大连电子商务示范园全面建成	2023年：推动华贸物流东北总部项目落地大连高新区，共建国家级跨境电商及物流贸易平台。2024年：鼓励华贸物流以区域特色商品贸易为起点，打通货运包机、中欧班列、铁海联运等国际物流通道。
	2022年10月	华贸物流与比亚迪签订运营合同	华贸为比亚迪提供集装箱海运、国际空运、国际汽运及码头操作等服务，华贸承办从接收货物到送交收件人期间的全流程物流服务。
高端制造	2021年3月	华贸物流开始在“渝新欧”平台启动9710电商B2B出口	本次专列是公司首次“包列”尝试总价近3000万元，抵达当地即可分拨，意味着最快15天，就可以把商品从重庆送到欧洲的消费者手中。
	2023年3月	华贸物流与三一物流签署《国内整车零担运输框架协议》	承运货物主要为三一集团及其各事业部/子公司/代理商/外部客户的主机设备、零部件产品、配件以及外协/外购供应商配套产品等
一带一路	2021年7月	华贸物流加入重庆陆港建设，打造运贸一体化新标杆	全力推进跨境电商专列的稳定开行，充分发挥中欧班列集散功能，推动西部外贸高质量发展，有效带动区域经济增长。
	2018年以来	华贸物流以中央企业供给侧改革工作实施方案为指引，积极融入“一带一路”国家建设项目	在“三个聚焦”发展战略中，突出聚焦国际铁路运输、多式联运、跨境电商物流、航材物流等新业态，聚焦细分市场，积极参与上海自贸区、郑州新郑综合保税区等建设。
大宗商品物流	2021年7月	与恒展远东（北京）国际供应链管理股份有限公司以及恒展远东股东梁志伟、北京恒泰远东投资合伙企业共同设立合资公司	经营范围包含销售煤炭（不在北京地区开展实物煤的交易、储运活动）
	2022年12月	收购华盛重庆物流有限公司、重庆捷迈诺供应链管理有限公司股权	被收购的公司主营业务中涉及大宗商品物流。整合各方资源，对华贸铁运进行资源注入，有利于全力支持华贸铁运开展中欧班列、南向陆海新通道、集装箱多式联运、铁路专用线运维等业务。

■ 三年股东分红回报规划超预期，重视股东长期利益。

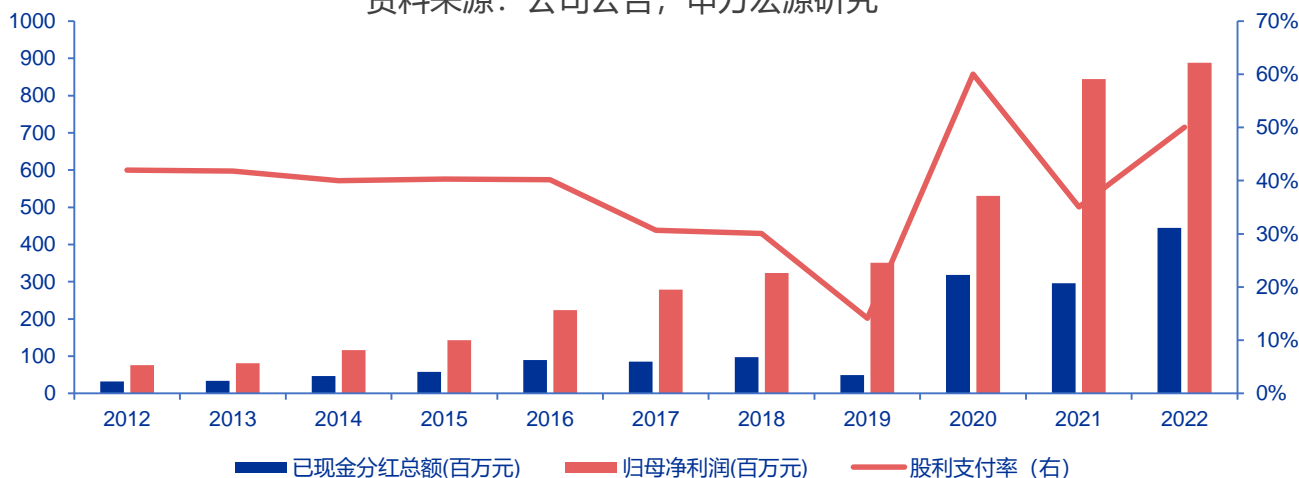
- 据公司公告，公司未来三年（2023-2025）每年向股东分配股利不低于当年度可分配利润的60%：（1）当年度无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%；（2）当年度有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到60%

表：华贸物流历史股权激励情况

	激励授权日	激励实施日	激励数量(万份)	每股转让价格(初始行权价, 元)
2019年公告	2019/4/22	2023/9/15	3,000	5.82
2013年公告	2013/6/27	2018/6/16	1,320	6.25

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图：华贸物流历年分红情况



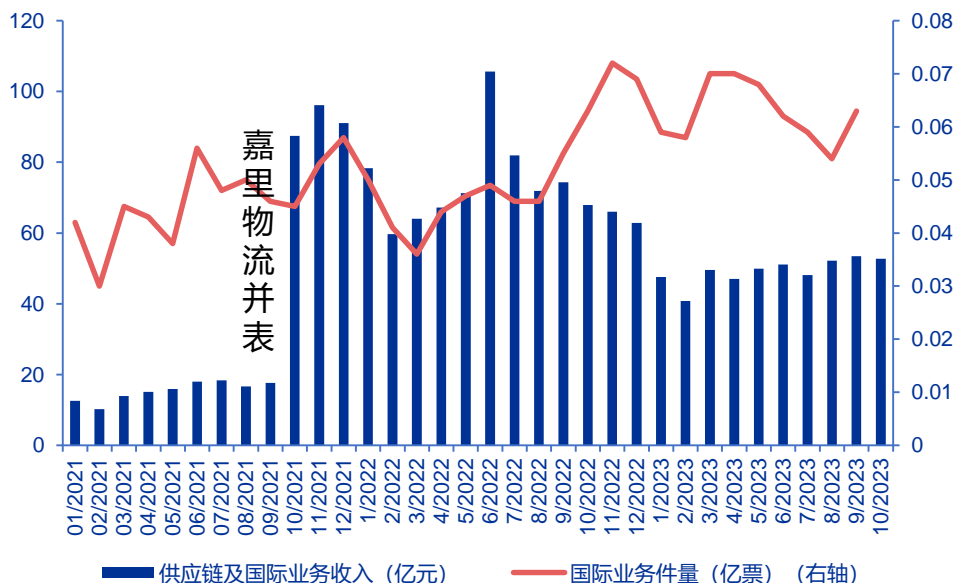
跨境物流行业研究框架

1. 对标DHL综合物流是班轮公司、航空货运公司、传统货代、快递公司共同的梦想
2. 同一批商家，正复刻中国快递的发展故事，加速出海
3. 中国外运：跨境电商渗透率进入新阶段，国际时效件收益-中外运敦豪价值再挖掘
4. 华贸物流：高激励+直客转型+中国物流集团赋能
5. **顺丰控股：国际快递+综合物流服务商**
6. 重资产航空货运重点关注航空运价+轻资产综合物流转型：东航物流、南航物流、国货航物流、国泰航空
7. 嘉诚国际：重资产关注仓储利用率+轻资产综合物流转型
8. 电商+海外仓+最后一公里：乐歌股份、大健云仓
9. 菜鸟：中国特色跨境物流4PL的探索
10. 极兔：专注最后一公里
11. 风险提示

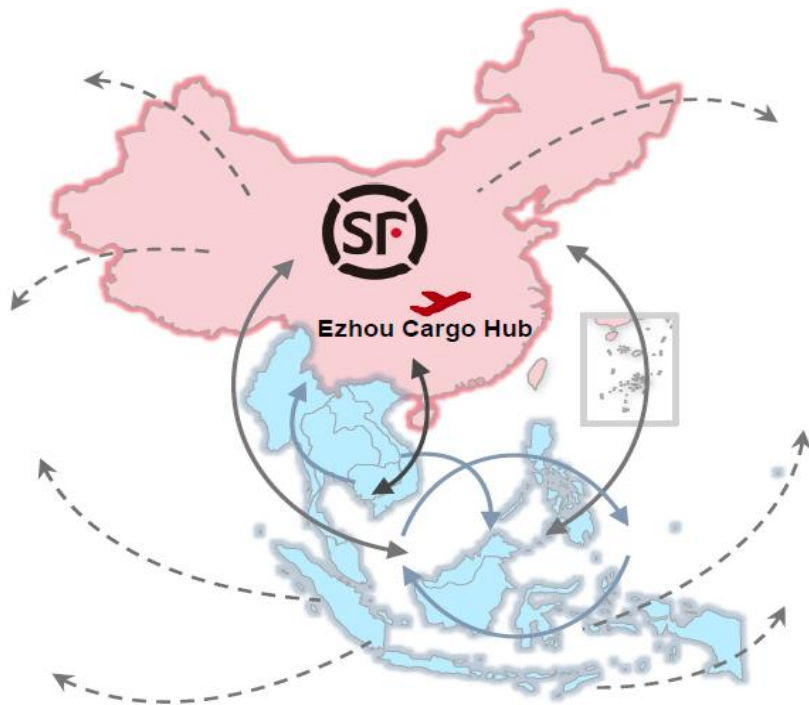
顺丰+嘉里：立足亚洲，走向全球

- 顺丰+嘉里资源禀赋：高效优质的网络资源、强大的品牌形象、兼具B2B与B2C的服务能力、航空货运、货运机队、货代能力、亚洲最大的货运机场等
- 鄂州机场投建后，国际业务能力进一步加强
- 公司拟筹划港股发行，未来有望加强海外资源整合

图：顺丰供应链及国际业务收入（亿元）及国际业务件量（亿票）



图：顺丰鄂州枢纽机场运行模式简图



顺丰相比竞争对手的优势，7要素全部掌控

- 顺丰完成嘉里物流的整合后在某些区域（如东南亚）达到7要素全部掌控，在某些区域国际快递与供应链运营能力比肩国际三大

图：顺丰嘉里整合，7要素全部掌控



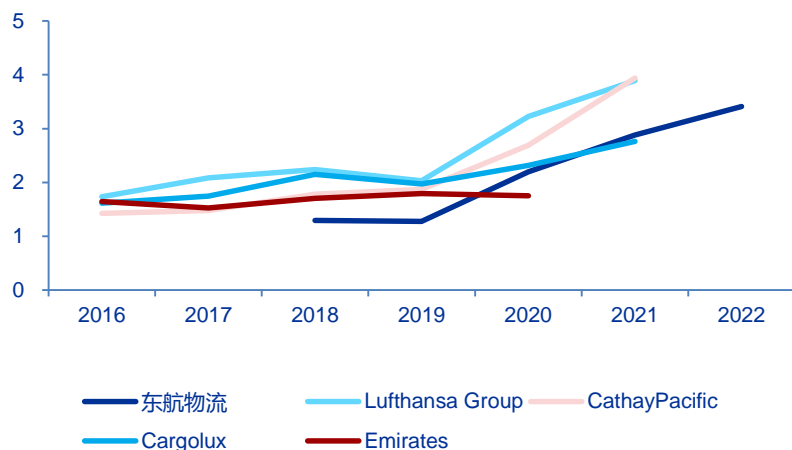
跨境物流行业研究框架

1. 对标DHL综合物流是班轮公司、航空货运公司、传统货代、快递公司共同的梦想
2. 同一批商家，正复刻中国快递的发展故事，加速出海
3. 中国外运：跨境电商渗透率进入新阶段，国际时效件收益-中外运敦豪价值再挖掘
4. 华贸物流：高激励+直客转型+中国物流集团赋能
5. 顺丰控股：国际快递+综合物流服务商
6. **重资产航空货运重点关注航空运价+轻资产综合物流转型：东航物流、南航物流、国货航物流、国泰航空**
7. 嘉诚国际：重资产关注仓储利用率+轻资产综合物流转型
8. 电商+海外仓+最后一公里：乐歌股份、大健云仓
9. 菜鸟：中国特色跨境物流4PL的探索
10. 极兔：专注最后一公里
11. 风险提示

航空货运从客运的配角走向全球贸易主舞台

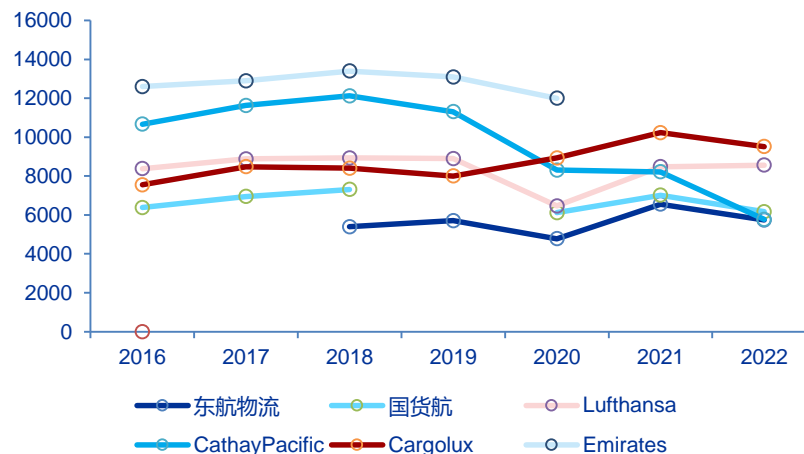
- 消费习惯改变，跨境电商兴起，航空货运从客运的配角走向全球贸易主舞台
- 历史盈利较低核心原因：行业同质化竞争，集中度低，导致运力提供方在疫情前缺少定价权
- 和航运的相同点：都是重资产、运力提供方
- 和航运不同点：集中度远低于航运；飞机制造集中度远高于造船，对于运力的投放，相对会更加节制。

图：货运航司吨公里收入（元/吨公里）



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

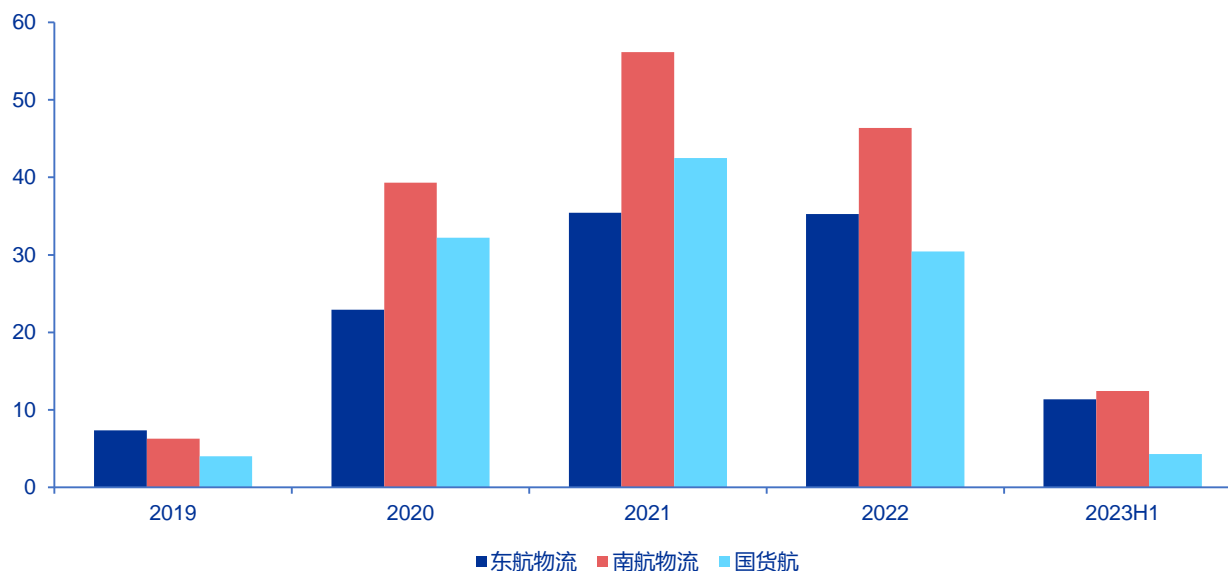
图：货运航司运输量（百万吨公里）



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

- 航空货运成为跨境物流不可或缺的重要组成部分，时效+稳定性+清关便利性+资金周转速度，空运成为跨境电商平台首选，全托管模式下空运优势进一步放大
- 枢纽+时刻资源相比外航优势显著，国内跨境电商平台首选本土物流服务商，三大航物流充分受益

图：三大航物流归母净利润变化（亿元）



资料来源: 东航物流公告, 南航物流、国货航物流招股说明书, 申万宏源研究

威胁来自跨界玩家，淡季运价成为关键

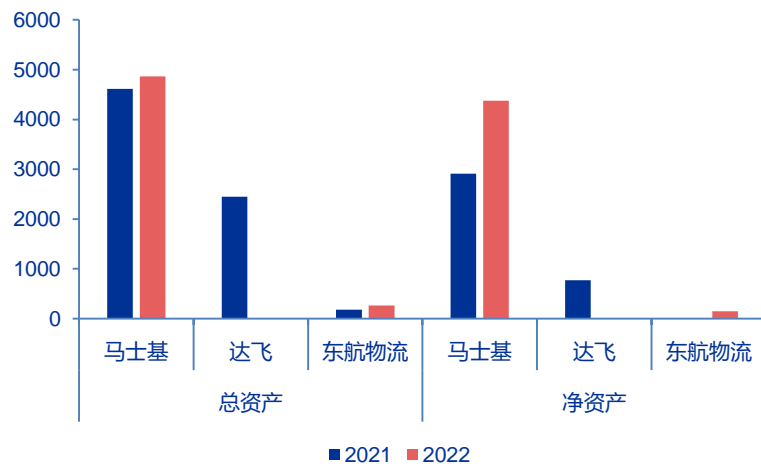
- 国货航、东航物流、南航物流真正的对手不是彼此，而是经验老道的跨界玩家
- 近年来，以马士基、达飞为代表的航运巨头公司，陆续开始发展航空货运服务，跨界玩家家底雄厚，航空货运竞争加剧
- 货主公司进军航空货运，掌握干线资源；亚马逊持续扩张货运机队
- 重资产航空货运重点关注航空运价，电商件占比提升加剧季节性波动，淡季运价成为验证行业供需的关键

图：跨界巨头纷纷购买/租赁货机



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图：马士基、达飞与东航物流资产规模对比（亿元）

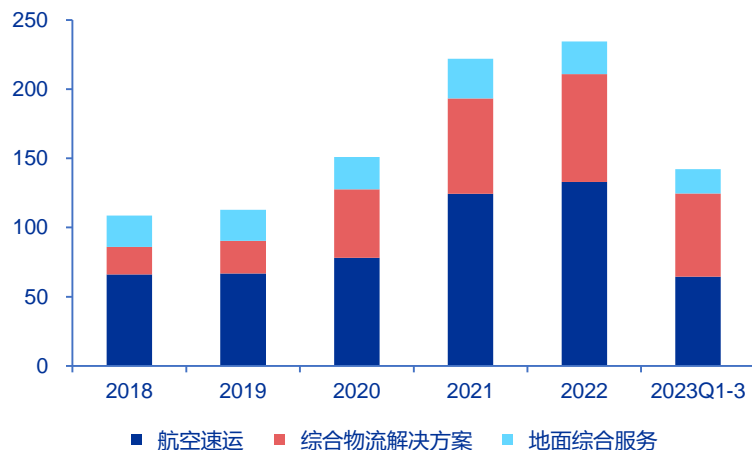


资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

三大航物流占据核心枢纽，竞争力充足

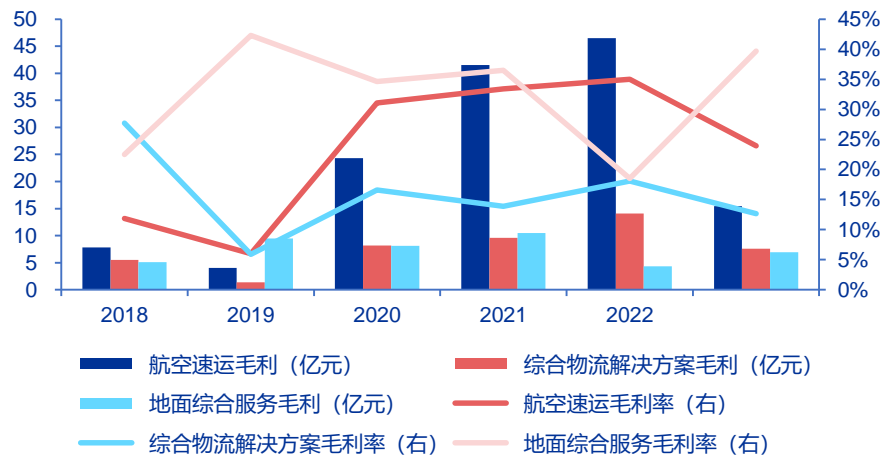
- 东航物流以上海为大本营，把上海的货运流量优势化为公司的护城河
- 掌握优质洲际航线时刻，机队运营有较强的规模效应
- 公司混改完成，员工持股计划及市场化机制优于国内同行
- 南航物流、国货航物流也申报IPO，未来有望上市

图：东航物流收入构成：航空速运、地面综合服务和综合物流解决方案（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图：东航物流毛利（亿元）及毛利率结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

- **差异化竞争**：打造更丰富的产品条线（可分不同时效定位等）提供增值服务（免费转运等）
- 利用好固有资源，利用好庞大客机腹仓资源，根据直接客户需求打造不同的运力产品。
- 有序扩张机队及能力，进一步提升宽体货机机队
- 加大对核心节点资源的布局（机场货站），航空货运高度集中，根据民航局数据，中国前五大机场货邮吞吐量占全国超50%份额。枢纽机场的货邮操作能力是差异化竞争的关键，将成为影响服务时效及稳定性的关键要素

图：航空物流跨境全环节流程

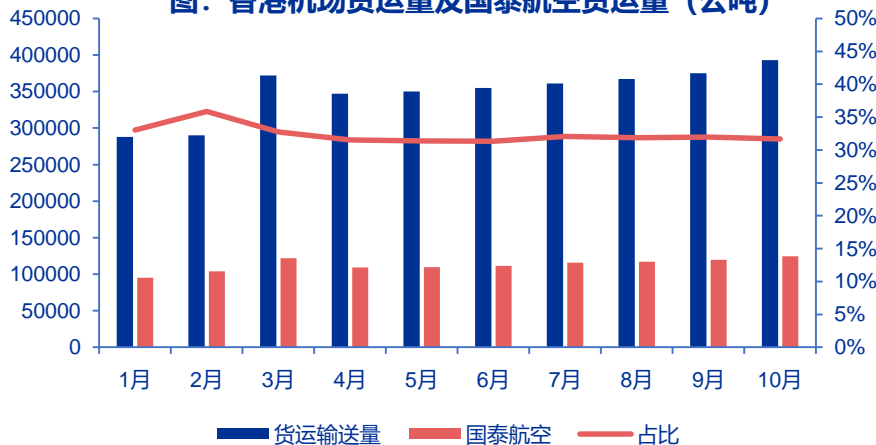


国泰航空：立足于全球最大货运枢纽，积极布局航空货运

■ 货运业务高占比、高弹性的综合性航司

- 香港作为全球性航空枢纽，为国泰航空发展航空货运业务提供了地理位置优势，**国泰航空（非集团口径）货运量在香港航空市场占比稳定在30%以上。**
- 作为以全球货物中转枢纽为主基地的航空公司，国泰航空坚持布局货邮业务，疫情以来通过旗下子公司华民航空继续深耕航空货运，持续引进全货机，**截止2023年H1国泰航空集团已有全货机35架；截止2023H1国泰航空货运收入占比达到31%。**
- 香港机场承接广深外溢电商货**
- 根据测算，以2023年为基础，国泰航空每货运吨公里收益增长10%，利润将增长26%。

图：香港机场货运量及国泰航空货运量（公吨）



表：国泰航空机队数（架）

航司	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
国泰航空							
A320-200	15	15	15	11	7	4	4
A321-200	8	8	8	7	5	3	2
A321-200neo				2	5	7	12
A330-300	61	58	54	51	51	43	43
A350-900	22	22	24	27	28	28	28
A350-1000		8	12	13	15	18	18
747-400BCF货机		1	1				0
747-400ERF货机	6	6	6	6	6	6	6
747-8F货机	14	14	14	14	14	14	14
777-200	5	4	1				0
777-300	12	14	17	17	17	17	17
777-300ER	53	52	51	51	45	41	39
香港快运							
A320-200			8	8	6	5	5
A320-200neo			5	9	10	10	10
A321-200			11	11	11	11	11
A321-200neo							1
华民航空							
A300-600F货机	10	10	9	9	9	9	8
A330-243F货机				1	2	2	2
A330-300P2F货机				2	3	4	5
747-400BCF货机	2						
集团总计	208	212	236	239	234	222	225
集团货机总计	32	31	30	32	34	35	35

资料来源：公司公告，申万宏源研究

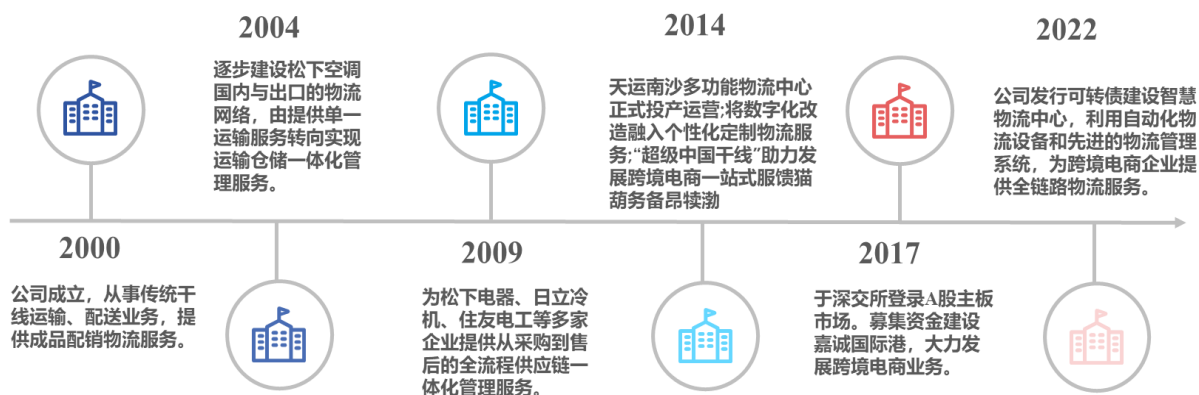
跨境物流行业研究框架

1. 对标DHL综合物流是班轮公司、航空货运公司、传统货代、快递公司共同的梦想
2. 同一批商家，正复刻中国快递的发展故事，加速出海
3. 中国外运：跨境电商渗透率进入新阶段，国际时效件收益-中外运敦豪价值再挖掘
4. 华贸物流：高激励+直客转型+中国物流集团赋能
5. 顺丰控股：国际快递+综合物流服务商
6. 重资产航空货运重点关注航空运价+轻资产综合物流转型：东航物流、南航物流、国货航物流、国泰航空
7. **嘉诚国际：重资产关注仓储利用率+轻资产综合物流转型**
8. 电商+海外仓+最后一公里：乐歌股份、大健云仓
9. 菜鸟：中国特色跨境物流4PL的探索
10. 极兔：专注最后一公里
11. 风险提示

■ **从基础货运服务到全流程供应链一体化管理，业务链持续延伸驱动更多利润增长点。** 公司成立于2000年10月，在发展初期从事传统货物运输及配送业务，提供成品配销物流服务。自2009年之后，公司将物流服务嵌入到制造业企业生产经营流程中，涵盖了制造业企业的采购、生产、仓储、配送、销售、售后全环节，协助制造业企业进行供应链改造及业务流程再造，缩短制造周期，削减物流成本，为多家企业实现“两业联动”的现代物流管理模式。

■ **抢抓跨境电商产业链红利，加大跨境电子商务一站式服务领域布局。** 2014年以来，公司借助南沙自贸区区位和政策双重优势，依托天运南沙多功能物流中心，打造全流程的跨境电商服务模式，协调整合揽收、仓储、包装集运、国际运输、尾程配送、关务处理等各环节，为跨境电子商务企业提供进出口代理、仓储分拨、物流运输等一站式跨境物流服务。2015年至今，公司投入建设嘉诚国际港、跨境电商智慧物流中心等项目，加大布局仓储物流底层资产的同时，进一步利用自动化物流设备和先进的物流管理系统，为跨境电商企业提供全链路全程物流服务。

图：嘉诚国际发展历程



- **公司持续完善重资产布局，核心仓储资源优势显著。** 仓储设施一般可以分为高标仓和传统仓，我国整体仓储设施供给格局以传统仓储设施为主。分区域看，经济发达地区高标仓资源更为稀缺。现阶段，公司已建成的自有仓储基地包括位于南沙自贸区的天运物流中心和南沙嘉诚国际港（二期）。此外，公司还有部分外协租赁仓储设施，根据客户需求提供定制化VMI服务。

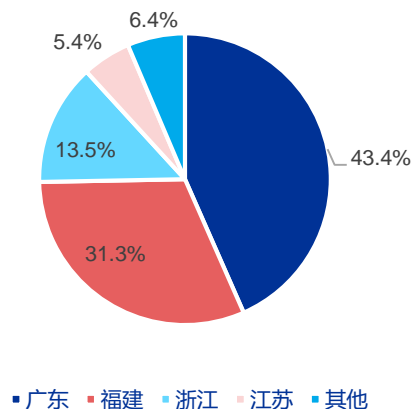
表：嘉诚国际核心仓储布局

仓储及出入库作业服务	项目名称	地区	仓储面积	用途
仓储营运网络	天运物流中心	南沙自贸片区保税港区	12万平方米	享受制度创新红利，为驻园区的企业提供特色保税物流服务；满足开展跨境保税进出口业务条件，为跨境电商提供全程供应链一体化服务
	嘉诚国际港	南沙区	52.49万平方米	缩短跨境出口物流通关查验时间，提高整体跨境电商物流效率，并降低物流成本
	VMI 分拨中心	全程供应链服务客户区域		通过 VMI 调达物流模式，多方共同管理库存，信息互通，按时、按量、按需实现客户生产线所需料件的 JIT

资料来源：嘉诚国际可转债募集说明书，申万宏源研究

- **公司在重资产布局及业务拓展方面主要聚焦粤港澳大湾区及海南自由贸易港，充分利用区域产业集群优势和政策红利优势。**公司拥有位于南沙自贸片区保税港区的天运物流中心，为跨境电商企业提供个性化的全球物流解决方案及包括干、仓、关、配在内的全链路物流服务。天运物流中心凭借位于特殊监管区的地理优势，利用粤港澳大湾区快速通关优势，引流香港机场货量，将香港空运货栈货物的收发点延伸至天运物流中心，实现香港机场与南沙自贸片区“一站式”空、陆联运的新型物流经营模式。另一方面，天运物流中心依法享受贸易、海关监管服务、检验检疫、金融等方面的制度创新红利，可为进驻园区的企业提供保税物流服务。此外，公司正在布局的海南自由贸易港仓储基地项目，未来有望充分享受海南自由贸易港封关后带来的政策红利。

图：2022年我国跨境电商进出口总值区域分布



- **公司客户资源优势显著，一方面维系与大型制造业企业合作关系，一方面重点拓展知名电商平台类客户。**在报告期内，公司一方面做好大型制造业企业客群的运营维护，如松下电器等；同时，公司还持续拓展知名电商平台客户，如阿里系、希音公司等。在公司与菜鸟的合作中，公司一方面通过位于南沙保税区内为天运物流中心保税仓为菜鸟提供保税仓服务；另一方面在广州南沙为菜鸟提供集运仓业务、南沙集运仓至中国香港分拨干线运输及南沙集运仓包裹的关务服务。

表：公司主要客户

企业类别	
大型制造业企业	松下电器、万力轮胎、日立冷机、住友电工等
知名电商平台	阿里系、希音公司等
其他大型企业	聚赛龙、通用股份、新宝股份、广东鸿图、宁波四维尔及日本 AGC 集团等

资料来源：公司年报，申万宏源研究

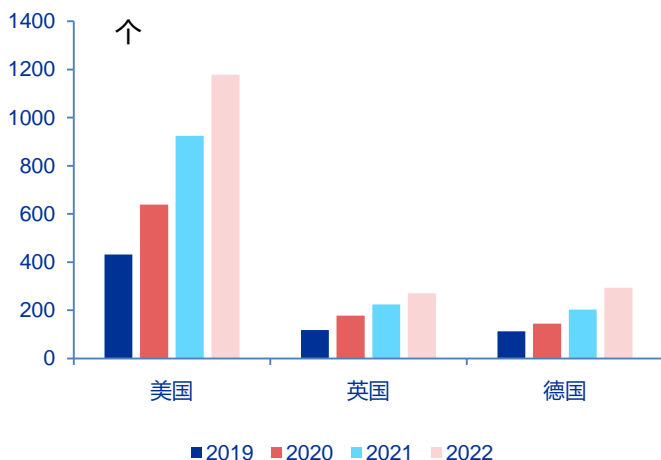
跨境物流行业研究框架

1. 对标DHL综合物流是班轮公司、航空货运公司、传统货代、快递公司共同的梦想
2. 同一批商家，正复刻中国快递的发展故事，加速出海
3. 中国外运：跨境电商渗透率进入新阶段，国际时效件收益-中外运敦豪价值再挖掘
4. 华贸物流：高激励+直客转型+中国物流集团赋能
5. 顺丰控股：国际快递+综合物流服务商
6. 重资产航空货运重点关注航空运价+轻资产综合物流转型：东航物流、南航物流、国货航物流、国泰航空
7. 嘉诚国际：重资产关注仓储利用率+轻资产综合物流转型
8. **电商+海外仓+最后一公里：乐歌股份、大健云仓**
9. 菜鸟：中国特色跨境物流4PL的探索
10. 极兔：专注最后一公里
11. 风险提示

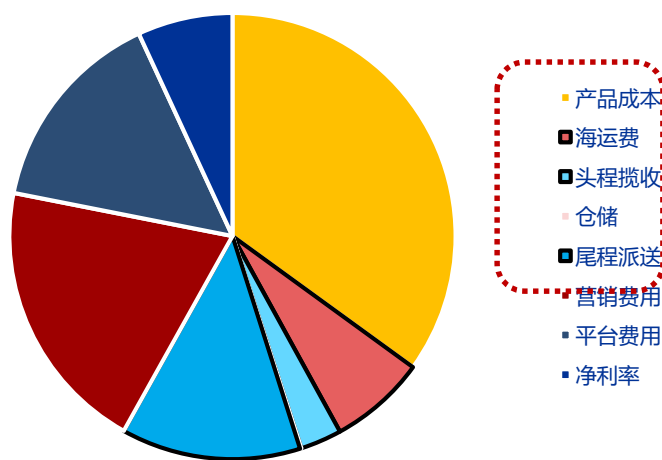
海外仓成为跨境物流的重要布局

- B2C跨境电商的物流环节较长，物流成本占比较高，占到跨境电商产品总成本的20%-25%，其中头程揽收、国际运输、尾程配送分别占物流费用10%-15%、30%-40%、50%-60%，尾程配送成本占比最高，提高海外仓可以发挥尾程配送规模效应
- 谷仓（纵腾）、菜鸟等企业近年来持续加码小件海外仓布局，乐歌股份、大健云仓深耕大件海外仓领域

图：美国海外仓数量快速增长（个）



图：物流费用占跨境电商产品的20%-25%



资料来源: 跨境眼, 《2022海外仓蓝皮书》, 申万宏源研究

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

海外仓：卖水人逻辑，先发优势可累积

■ 海外仓作为“前置仓”，将发货、退换货等跨境电商物流服务本地化，提升运输时效，保证用户体验稳定性

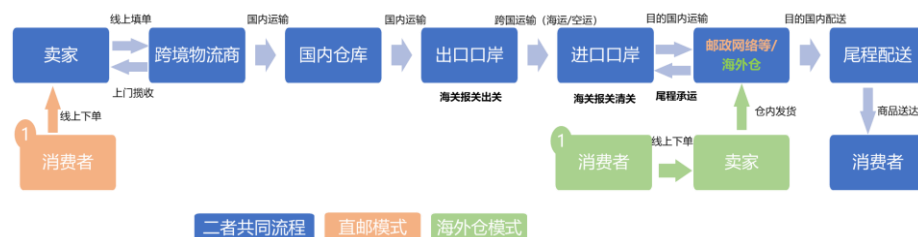
- 跨境物流模式分为直邮模式和海外仓模式。直邮模式邮政小包速度慢、国际快递价格昂贵，专线物流和国内快递企业覆盖地区有限。而海外仓以备货模式为主，一旦客户下单，可以直接在销售当地发货，省略了海运/空运、报关、清关等各方面复杂的操作流程所需耗费的时间成本，特别是在海运运力紧张期间，能够保证发货稳定性
- 亚马逊仓储物流多次提高费用，2020年来第三方海外仓快速发展。海外仓主要包括三类：第三方海外仓、平台海外仓（如亚马逊FBA仓）和自营海外仓。亚马逊仓储费用提高的政策的改变催生了大量第三方海外仓需求，大量直发卖家转第三方海外仓发货，同时也有大量FBA卖家使用第三方海外仓中转补货；2019-2022年期间，美国、英国、德国海外仓数量增长了173%、130%、162%，其中主要以第三方海外仓为主。
- 海外仓重资产模式，对库存管理等运营能力要求较高，盈利存在爬坡期。海外仓前期投资高较大，但随着发货量增加，一方面折旧等固定成本摊薄，另一方面，对尾程配送的快递服务商的议价能力提升，规模效应会充分发挥
- 从服务品类上看，海外仓需要卖家提前备库，比较适用于主打大单品逻辑的中大件商品

表：海外仓直接在当地发货，速度快且成本低、退换货灵

直邮模式				海外仓
邮政小包	国际快递	专线物流	国内快递企业	
通过中国邮政、香港邮政等传式统邮政快通系统寄送	通过UPS、FedEx、DHL、TNT四大快递公司寄送	通过航空包仓等形式将货物集中运输到目的地附近的集散中心，再转运	通过顺丰、“四通达”等国内快递企业的跨境物流业务寄送	由跨境电商平台、物流服务商独立或共同为卖家在销售目标地提供的货品的仓储、分拣、包装、派送的一站式控制与管理服务
优势 价格便宜，覆盖地区广，清关方便	速度快，服务优，丢包率低	成本低，速度中等	速度快	直接在当地发货，速度快、成本低；客户沟通及时，退换货灵活，用户体验好
劣势 速度慢，丢包率高	价格昂贵	国内揽收范围小，覆盖地区有限	目前覆盖地区有限	容易压货、卖家管理难

资料来源：乐仓官网，申万宏源研究

图：海外仓和直邮模式流程对比



线上家居赛道渗透率提升空间更大，运营壁垒更高

■ 欧美高通胀背景，高性价比耐用消费品偏好提升，加速线上渗透率提升

- 2022年欧美CPI一直处于高位状态，2023年以来呈现回落态势，但仍处于历史中枢水平以上，也导致欧美消费者提升对耐用消费品性价比的追求
- 跨境电商B2C模式对比传统B2B外贸模式，减少其中批发和分销环节，提升终端产品价格竞争力，高通胀背景下线上有望承接更多需求：**根据邦阅网，跨境电商B2C模式终端加价倍率3.2-5.0x，传统B2B外贸模式达到7.8x

表：跨境电商B2C模式缩短供应链中间环节

传统B2B模式		跨境电商B2C	
环节	加价率	环节	加价率
生产加工	1.0x	生产加工	1.0x
国外出口商	1.2x	国内出口商	1.2x
到岸关税	1.5x	到岸关税	1.5x
国内进口商	1.9x	消费者	3.2-5.0x
经销商	3.3x		
零售商	5.0x		
消费者	7.8x		

资料来源：公司公告，申万宏源研究测算

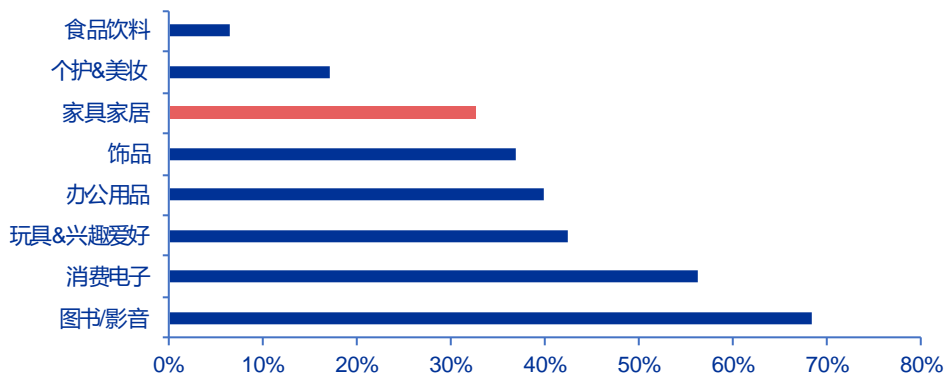
■ 家具家居品类具备大件、非标及低频耐用属性，渗透率提升空间大，企业进入壁垒相对较高

- 以美国为例，根据eMarketer预测数据，图书/影音、消费电子、玩具等品类电商渗透率较高，2022年分别达到68%、56%、42%；家具品类渗透率较低，对比上述品类提升空间仍较大
- 家具家居品类的属性，也提高企业运营的难度，企业需建立营销、选品、供应链管理等全方位能力，提高行业进入壁垒，已建立产业链一体化优势企业，先发优势和壁垒明显

图：欧美CPI仍在历史偏高位置

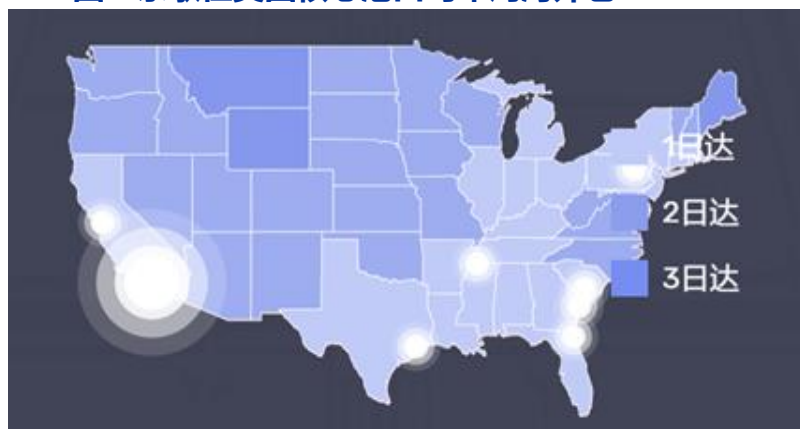


图：以美国市场为例，家具家居品类电商渗透率对比小件标品提升空间较大



- **海外仓：盈利模式具有规模效应，业绩扩张。** 前瞻布局锁定仓租成本，目前自有土地800英亩，随租约到期，通过自建仓能维持成本优势。海外仓议价能力增强，尾程快递费率价差的规模效应强化。海外仓面积27.58万平，未来3年扩增至100万平
 - **海外仓解决跨境电商最后1km物流难题：**跨境电商的物流成本占比高达20%~25%（其中尾程配送占比为50%-60%）
 - **海外仓目前盈利主要来自尾程配送快递费率价差，具有规模效应**（三部分收入：订单操作+仓租+落地配送快递收入）
 - **公司在租金初步上涨期前瞻布局锁定仓租成本：**2020年正式商用，承接大量FBA外溢需求
 - **当竞对租赁和购买仓库时，公司通过自建仓库进一步维持成本优势。**自建海外仓的成本约为900美元/平米（约85美元/平方尺），直接购买成本在300美元/平方尺以上（公司自有800+英亩土地，可建约150万平海外仓）
 - **“小仓换大仓”降低固定运营成本，获得资产处置收益。**2021/2022/23Q1资产处置损益为3357/6604/50627万元
 - **与快递服务商的议价能力增强，尾程快递费率价差的规模效应持续强化。**公司年包裹量超500万个，与快递服务商的合同级别高，最后一公里快递成本优于对手，更容易招商，形成正向循环
 - **此前聚焦中大件赛道，形成差异化竞争；当前围绕优化库容率，公司开始拓展小件商品，积极向平台化转型；**根据乐仓官网，2023-2025年计划仓储面积扩增至100万平米，服务超过1500家中国品牌出海，带动出口额200亿元

图：乐歌在美国核心港口均布局海外仓



图：海外仓尾程快递配送具备规模效应（示例）

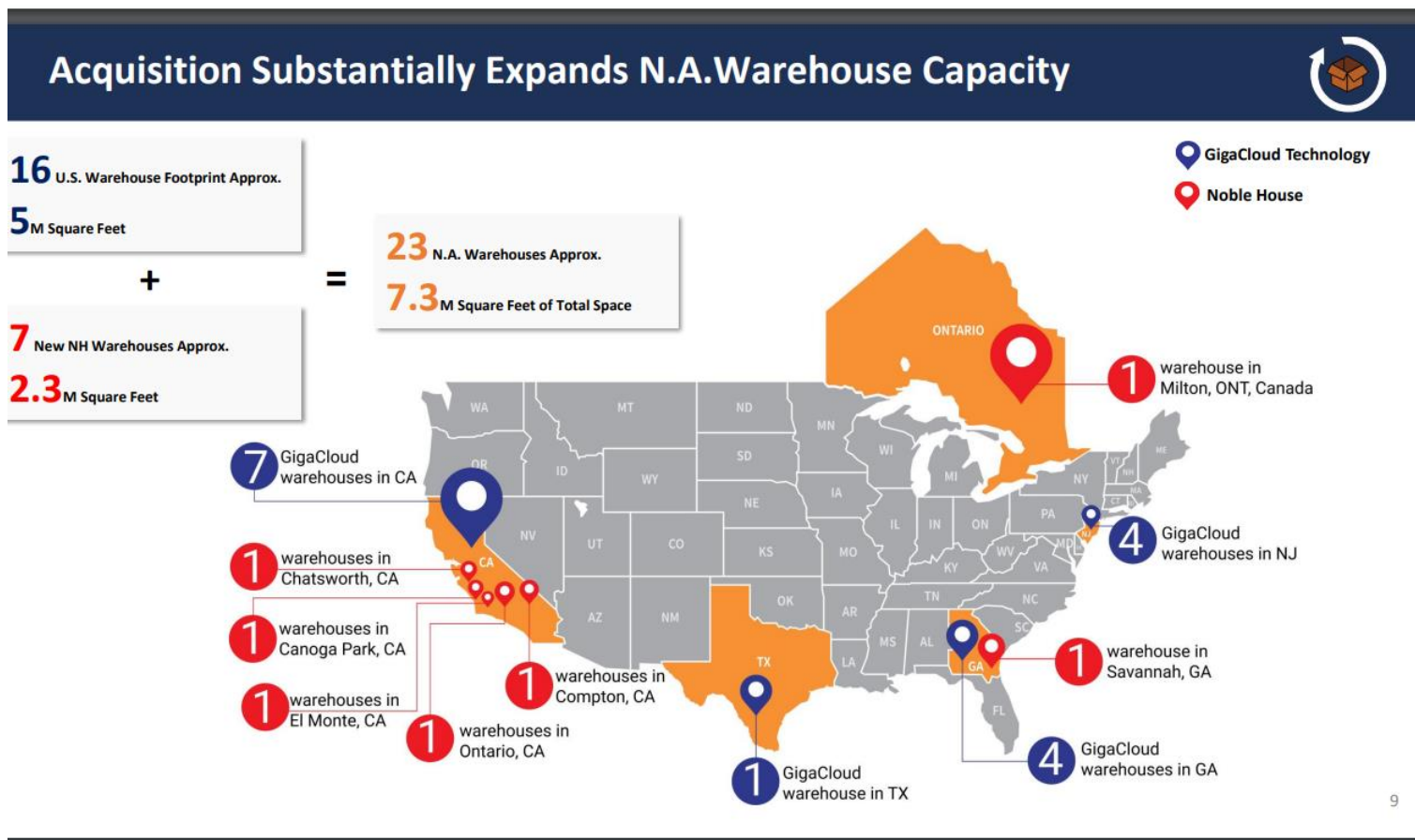
包裹量		折扣		示例	
				原价	折扣价
需要3-10年	1万个包裹	城市经理折扣	8折	\$100	\$80
	10万个包裹	省级(州级)经理折扣	5.5折		\$55
	100万个包裹	大区经理折扣	3.5折		\$35
	500万个包裹	超级VIP折扣	3折		\$30

大健云仓：仓网资源丰富，1P与3P业务协同发展

- 大健云仓深耕美国海外仓，在美日德英等国运营超800万平方英尺仓库
- 专注B2B交易平台，1P业务支撑3P业务运营，近年来卖家数量快速增长

*Product Mix and Customer Base data are based on the last twelve months from December'22 to December'23

5



图：大健云仓在美国核心港口均布局海外仓

跨境物流行业研究框架

1. 对标DHL综合物流是班轮公司、航空货运公司、传统货代、快递公司共同的梦想
2. 同一批商家，正复刻中国快递的发展故事，加速出海
3. 中国外运：跨境电商渗透率进入新阶段，国际时效件收益-中外运敦豪价值再挖掘
4. 华贸物流：高激励+直客转型+中国物流集团赋能
5. 顺丰控股：国际快递+综合物流服务商
6. 重资产航空货运重点关注航空运价+轻资产综合物流转型：东航物流、南航物流、国货航物流、国泰航空
7. 嘉诚国际：重资产关注仓储利用率+轻资产综合物流转型
8. 电商+海外仓+最后一公里：乐歌股份、大健云仓
9. **菜鸟：中国特色跨境物流4PL的探索**
10. 极兔：专注最后一公里
11. 风险提示

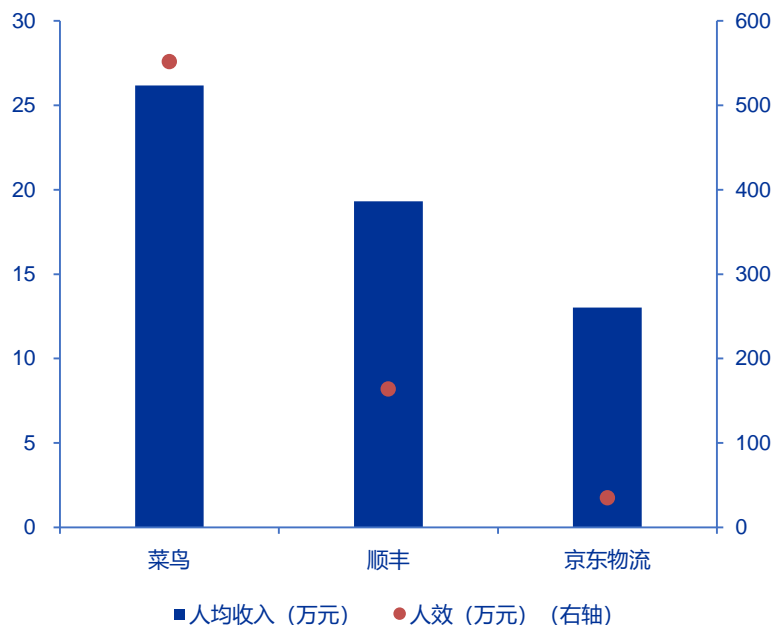
菜鸟：代表本土企业对于跨境物流商业模式的探索

- 菜鸟人均创收、人均收入均处于物流行业领先地位，作为阿里“1+6+N”体系下重要物流企业，汇集IT、物流人才，其发展路径基本代表着国内快递物流行业的重大思考，持续践行跨境物流商业模式的探索
- 10年来借助集团赋能与自身发展，菜鸟形成了从中国到全球、从科技平台到智慧物流网络的转变，积淀了丰厚的仓网资源

图：菜鸟物流仓网资产情况（截至2023年6月30日）

	菜鸟
仓储面积（万平方米）	1650
跨境电商仓库（万平方米）	300
仓库数量	1100+
全球物流分拨中心	380
e-Hub	列日、吉隆坡
平均每周包机、包板（班）	170
驿站数量（万个）	17+
驿站日均处理包裹（万件）	8000+
APP平均月活用户	6000万+

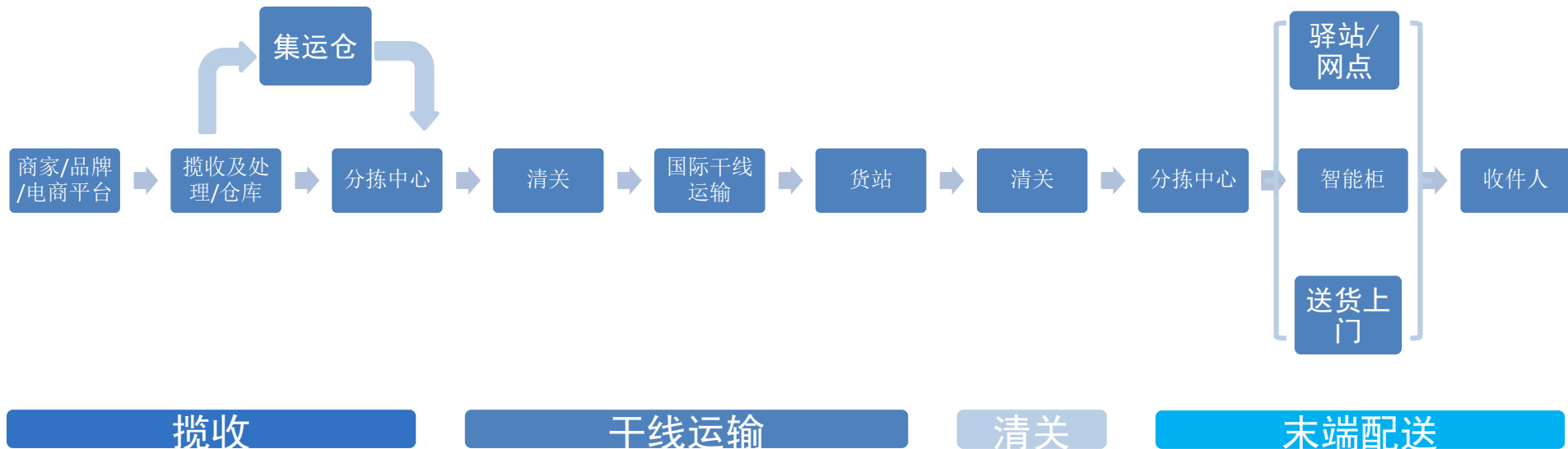
图：菜鸟、顺丰及京东物流员工人均收入及人效比较（万元）



从1PL到4PL，加速跨境物流行业的变革

- 菜鸟是电商物流行业的全球领导者，其愿景是加速推动物流行业的变革，在世界各地提供顺畅的电商体验，实现全国24小时，全球72小时必达
- 作为中国特色的4PL企业，菜鸟实现了对物流资源的整合，在不同场合分别发挥一、二、三方物流的特点，提升行业效率，创造出多元化解决方案
- 为中国制造商、品牌及消费者提供“端到端”的出口及进口供应链服务

图：菜鸟国际供应链流程

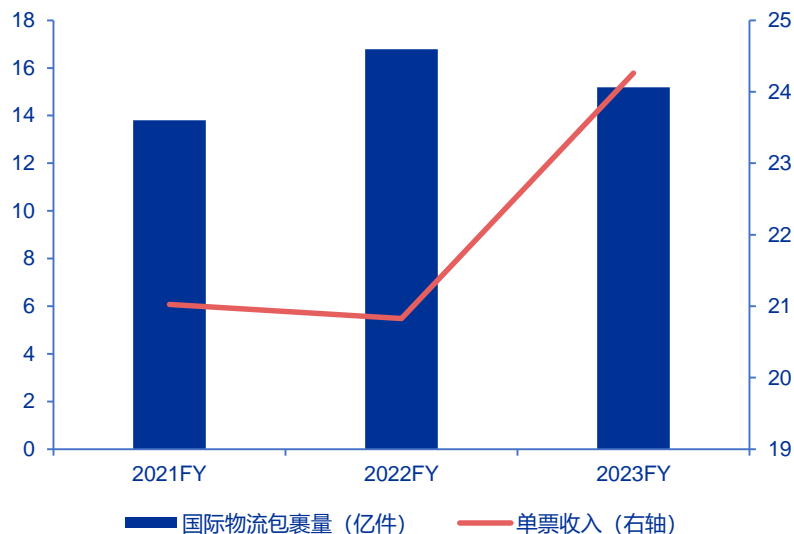


与品牌、平台共出海，跨境市占率保持较高水平

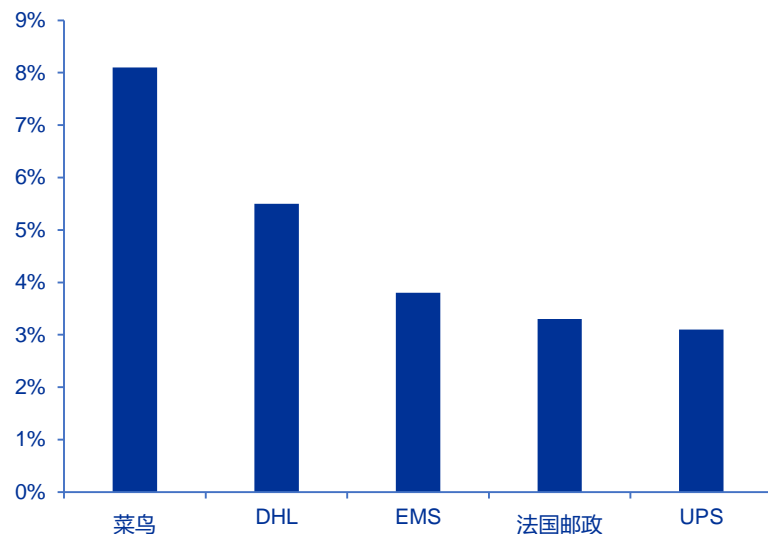
- 据灼识咨询数据，2022年菜鸟是按包裹量计全球最大的跨境电商物流公司，市占率达到8.1%，领先DHL、UPS等国际知名物流企业
- FY2023菜鸟国际物流业务量15.19亿件，单票收入24.26元/票
- 公司持续完善全球多领域布局，提高端到端能力，随着品牌出海与跨境电商发展，有望进一步提高市占率与运营能力

图：菜鸟国际物流包裹量（亿件）与单票收入（元/票）

图：2022年跨境电商包裹市占率（灼识咨询口径）



资料来源：菜鸟招股说明书，申万宏源研究



资料来源：菜鸟招股说明书，申万宏源研究

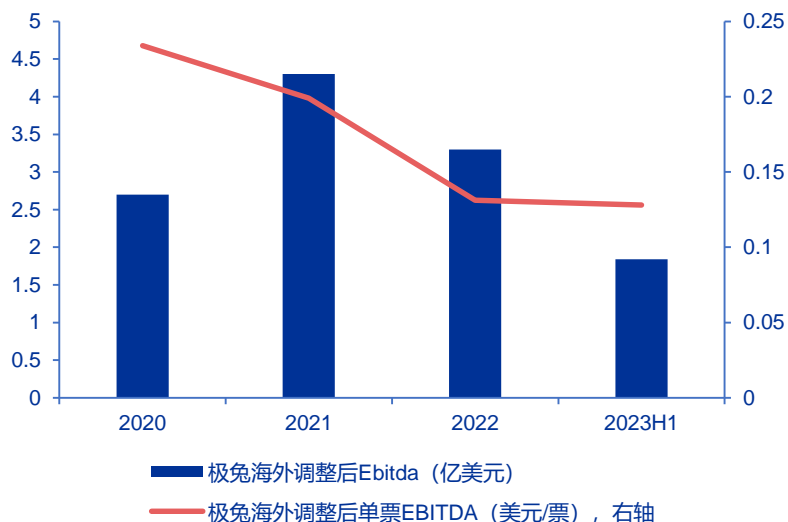
跨境物流行业研究框架

1. 对标DHL综合物流是班轮公司、航空货运公司、传统货代、快递公司共同的梦想
2. 同一批商家，正复刻中国快递的发展故事，加速出海
3. 中国外运：跨境电商渗透率进入新阶段，国际时效件收益-中外运敦豪价值再挖掘
4. 华贸物流：高激励+直客转型+中国物流集团赋能
5. 顺丰控股：国际快递+综合物流服务商
6. 重资产航空货运重点关注航空运价+轻资产综合物流转型：东航物流、南航物流、国货航物流、国泰航空
7. 嘉诚国际：重资产关注仓储利用率+轻资产综合物流转型
8. 电商+海外仓+最后一公里：乐歌股份、大健云仓
9. 菜鸟：中国特色跨境物流4PL的探索
10. **极兔：专注最后一公里**
11. 风险提示

极兔从东南亚起家，利润基本盘稳固

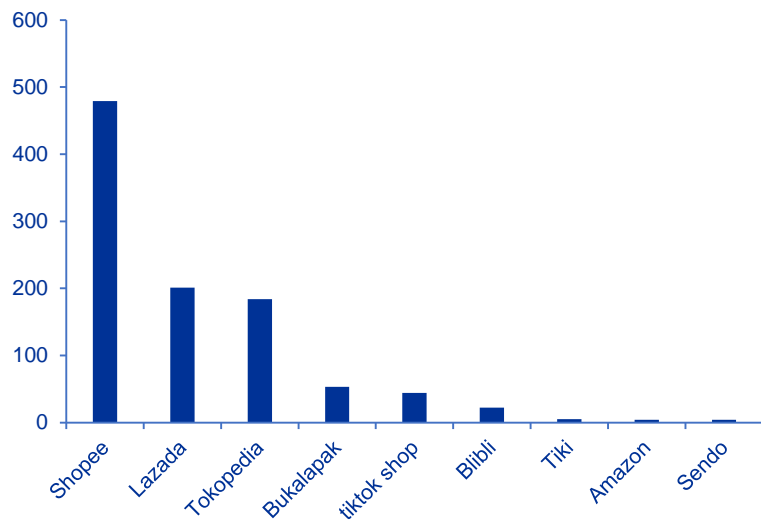
- 极兔从东南亚起家，海外利润受疫情期间基数、东南亚快递竞争格局、东南亚电商格局等多因素影响有所波动，整体来看印尼等核心区域利润稳固
- 2023年12月11日Tiktok通过收购Tokopedia重返印尼，东南亚本土电商蓬勃发展，极兔在多区域发展迅速

图：极兔海外单票调整后EBITDA（亿美元）及单票EBITDA（美元/票）



资料来源：极兔招股说明书，申万宏源研究

图：2022年东南亚各大电商平台GMV（亿美元）

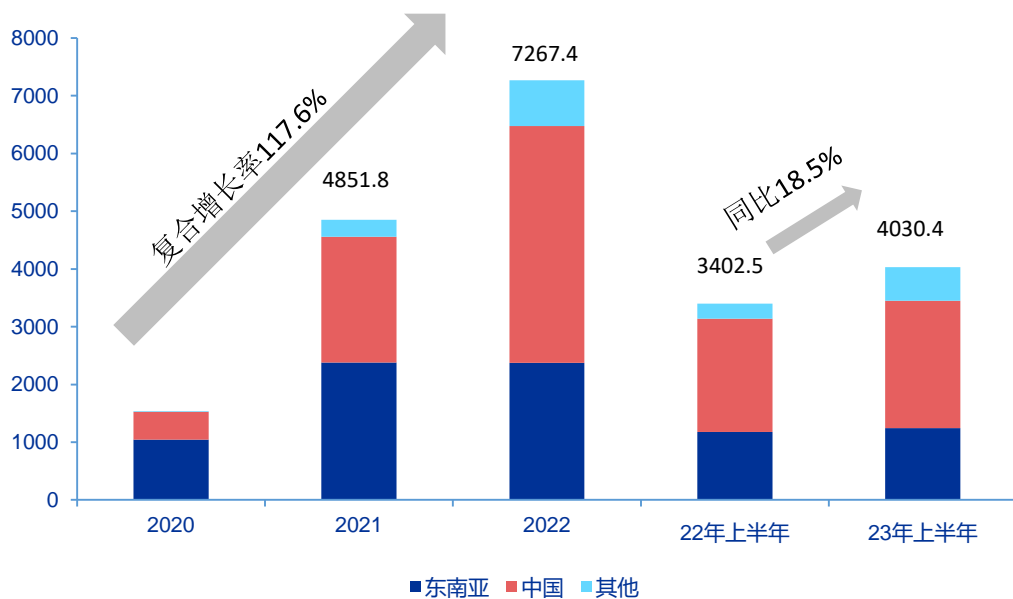


资料来源：Momentum Works，晓生研究院，申万宏源研究

深度绑定商流出海，渠道优势显著，历经转变专注最后一公里

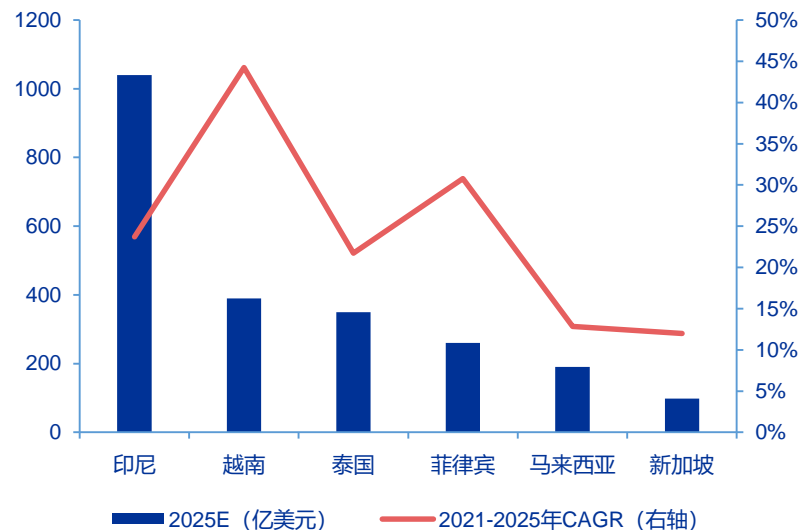
- 国内业务与拼多多合作较深，渠道优势显著，与shein等中国商流出海也有合作基础
- 曾发展跨境电商货代、国际供应链业务，23年经过转变专注最后一公里
- 东南亚电商仍处于上升期，巴西、沙特等新兴市场也展现较大的快递发展潜力

图：极兔收入拆分（亿元）



资料来源：极兔招股说明书，申万宏源研究

图：东南亚6国未来电商规模（亿美元）及增速



资料来源：datareportal,statista（数据分析），申万宏源研究

跨境物流行业研究框架

1. 对标DHL综合物流是班轮公司、航空货运公司、传统货代、快递公司共同的梦想
2. 同一批商家，正复刻中国快递的发展故事，加速出海
3. 中国外运：跨境电商渗透率进入新阶段，国际时效件收益-中外运敦豪价值再挖掘
4. 华贸物流：高激励+直客转型+中国物流集团赋能
5. 顺丰控股：国际快递+综合物流服务商
6. 重资产航空货运重点关注航空运价+轻资产综合物流转型：东航物流、南航物流、国货航物流、国泰航空
7. 嘉诚国际：重资产关注仓储利用率+轻资产综合物流转型
8. 电商+海外仓+最后一公里：乐歌股份、大健云仓
9. 菜鸟：中国特色跨境物流4PL的探索
10. 极兔：专注最后一公里
11. 风险提示

- **跨境电商平台GMV不及预期：**跨境物流需求与跨境电商需求关联度较大，若跨境电商平台GMV不及预期，会导致货量下滑，影响跨境物流公司收入与利润
- **相关政策及地缘政治风险：**跨境电商受海外政策、地缘政治等多重因素影响，若当地政策对跨境电商平台造成限制，会影响跨境物流需求
- **行业供给过剩：**物流行业供给过剩会导致议价权下滑，或造成价格战，若行业供给过剩，会影响价格，进而影响收入与利润
- **油价及汇率波动：**航空货运等公司成本与油价高度相关，跨境物流收入、融资成本等与汇率高度相关，若波动幅度较大会影响相关企业业绩
- **亚马逊等海外平台价格战程度超预期：**亚马逊平台很多品牌采用降价抢份额策略，如果价格战持续，卖家可能面临被迫降价的风险，也可能会挤压跨境物流企业利润空间

证券代码	证券简称	投资评级	收盘价(当地货币)	2024/1/8	预测EPS					PE		
				总市值 (亿元)	汇率	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601598.SH	中国外运	买入	5.21	336	1.00	0.55	0.54	0.57	0.59	10	9	9
603128.SH	华贸物流	买入	7.39	97	1.00	0.68	0.63	0.75	0.96	12	10	8
300729.SZ	乐歌股份	买入	18.63	58	1.00	1.94	1.04	1.46	1.46	18	13	13
002352.SZ	顺丰控股	增持	38.30	1875	1.00	1.8	2.36	2.82	2.82	16	14	14
600233.SH	圆通速递	买入	11.62	400	1.00	1.12	1.37	1.57	1.57	8	7	7
601156.SH	东航物流	--	14.30	227	1.00	2.29	1.44	1.86	2.12	10	8	7
603535.SH	嘉诚国际	--	17.66	42	1.00	0.73	0.87	1.08	1.21	20	16	15
0636.HK	嘉里物流	--	9.09	149	0.92	1.76	0.71	0.93	1.03	12	9	8
1519.HK	极兔速递	--	15.28	1232	0.92	-8.13	-0.62	-0.08	0.36	-23	-175	39

注：估值表内收盘价单位均为公司上市所在地货币，总市值及预测EPS单位为元，港元/人民币汇率取0.9155。

资料来源：iFind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东A组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
华东B组	李庆	18017963206	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhyse.com
华南组	李昇	15914129169	lisheng5@swhyse.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)	：股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	：股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	：股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

闫海
yanhai@swsresearch.com