

行业研究 | 专题报告 | 航空货运与物流 III

物流大航海时代系列三：解析担忧，景气无碍——再问跨境电商物流新机遇

报告要点

本篇专题是继《乘风行万里，朝发夕可至——再读顺丰：从鄂州飞向国际》、《四问四答解析跨境电商物流新机遇》后物流大航海系列的第三篇报告。当前市场对关注度较高的跨境电商平台TEMU逐步采取海外仓、海运的物流模式存在担忧。在景气提升较为显著的空运环节，市场关心欧线/美线航空货运供给的变化，在此我们补充解答。

分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001



鲁斯嘉

SAC: S0490519060002



胡俊文

航空货运与物流 III

物流大航海时代系列三：解析担忧，景气无碍——再问跨境电商物流新机遇

行业研究 | 专题报告

投资评级 看好 | 维持

本篇专题是继《乘风行万里，朝发夕可至——再读顺丰：从鄂州飞向国际》、《四问四答解析跨境电商物流新机遇》后物流大航海系列的第三篇报告，补充解答市场对跨境电商物流的疑虑。

如何看待 TEMU 开展海运及海外仓模式？

近期，对于市场目前关注度较高的跨境电商平台 TEMU 与美森、以星、达飞、马士基、中远海运等船公司展开合作，将通过海运快船形式运送货物，降低平台的物流费用，引发市场对 TEMU 跨境干线方式选择的担忧，即未来公司是否会采取海外仓/海运的模式替代空运，影响欧美空运航线货运量的增长。从产品品类和运营模式出发，我们认为短期无需太过担心运输方式的替换：1) 从经营品类来看，2022M11-2023M1，TEMU 平台的主要销售品类为服装鞋履珠宝、家庭&厨房、美容个护、玩具&游戏，分别占比 40%/15%/7%/7%。这类产品存在着更新周期短、SKU 多等特点，非标准化的程度较高，并不适用于海外仓、海运的运输模式，较长的物流时长将放大商家存货滞销的风险，时效更快的空运更适用于高周转的供应链要求。2) 从运营模式来看，TEMU 采取的是全托管模式，商家只承担国内的物流费用，资金门槛较低，中小卖家的占比较高，低库存的空运物流模式更适用于小卖家参与。而亚马逊平台的商家需要承担仓储费用和存货滞销风险，此外还需支付佣金、物流成本、广告推广费用等一系列费用，海外仓更适用于资金实力较强的平台大卖家。

如何看待欧美市场航空货运的供给变化？

在目前景气度提升较为显著的空运环节，市场较关心欧线/美线航空货运供给的变化。2020-2022 年受疫情影响，欧线/美线货运航班量维持高位，叠加客改货额外运力的影响，疫情期间供给情况的参考意义并不大。因此，我们复盘 2018-2019 年的航空运力供给情况作为对比，经测算 2023 年欧美航线货运总运力较 2019 年增长 36%，其中，全货机是主要的供给增量，国际客运航线修复偏缓下腹舱供给有所下降，香港机场运力供给预计与 2019 年持平。

根据中国民航局披露的时刻数据，2023 年欧美线货运航班较 2019 年同比多增 339 班/周（同比增长 104%）。其中，美线货运航班较 2019 年同比多增 223 班/周（同比增长 116%），美国货运航班量增长显著。欧线货运航班同比 2019 年增加 116 班/周（同比增长 88%），主要为德国、法国、英国、比利时货运航班量有所加密。2023 年欧线、美线货运航班量均呈现前高后低的状态。2023 年美线/欧线夏秋航季货运航班量几乎处于历史高位，较 2019 年夏秋航季同比多增 139%/92%，2023 年美线/欧线冬春航季航班较 2019 年增速回落至 37%/41%。

在 2023 年航空货运供给显著高于 2019 年的背景下，欧线/美线航空货运价格仍高于 2019 年，并在 2023Q4 迎来超季节性的上涨，主要来自于跨境电商景气对货运需求的拉动。展望明年，我们认为跨境电商的高景气有望延续，客运腹舱的运力回归影响有限，供需结构保持紧张，欧线/美线航空货运运价中枢有望波动上行。在诸多跨境物流环节中，我们认为拥有核心运力资源的企业有望直接受益于跨境景气提升，中国外运包机业务及子公司敦豪有望直接受益。若跨境电商高景气支撑空运价格中枢提升，有望推动头部货代企业华贸物流盈利改善。

风险提示

- 1、TEMU 以及 SHEIN GMV 增长不及预期；
- 2、欧美航线客运航班修复超预期；
- 3、TEMU 海外仓占比提升超预期；
- 4、地缘政治风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《四问四答解析跨境电商物流新机遇》2023-12-03
- 《件量增速持续上行，价格竞争边际改善——10月快递数据点评》2023-11-22
- 《件量保持快增，单价季节性改善——9月快递数据点评》2023-10-23



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

如何看待 TEMU 开展海运及海外仓模式？	4
如何看待欧美市场航空货运的供给变化？	6
风险提示.....	10

图表目录

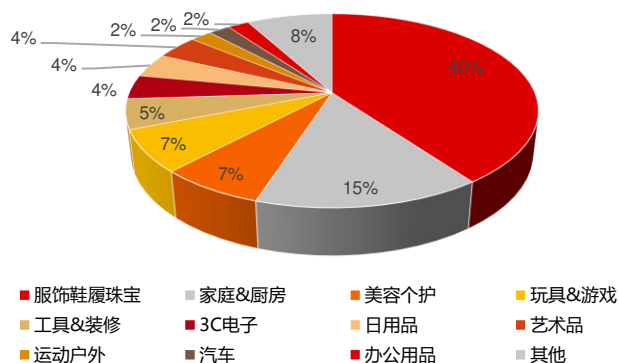
图 1：2022M11-2023M1 TEMU 平台产品品类结构.....	4
图 2：2022M11-2023M1 亚马逊平台产品品类结构	4
图 3：TEMU 主要销售产品为亚马逊渗透率偏低的品类.....	4
图 4：亚马逊商家 FBA 模式及卖家收费项目	6
图 5：2023 年美线货运航班量较 2019 年大幅增长	8
图 6：2023 年欧线货运航班量较 2019 年大幅增长	8
图 7：2023 年美线/欧线的航空货运运价仍高于 2019 年	9
表 1：跨境电商不同品类物流模式的选择.....	5
表 2：欧美航运货运供给的变化	7
表 3：欧美航线货运航班量变化	7

如何看待 TEMU 开展海运及海外仓模式？

近期，TEMU 与美森、以星、达飞、马士基、中远海运等船公司展开合作，将通过海运快船形式运送货物，降低平台的物流费用，引发市场对 TEMU 跨境干线方式选择的担忧，未来公司是否会采取海外仓或海运的模式替代空运，影响欧美空运航线货运量的增长。从 TEMU 的产品品类和运营模式出发，我们认为短期无需太过担心运输方式的替换。

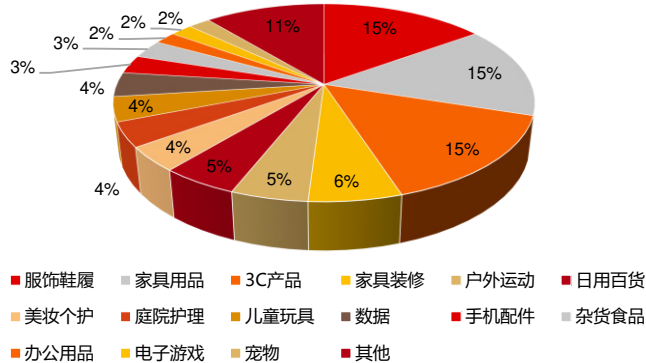
从品类角度来看，2022M11-2023M1，TEMU 平台的主要销售品类为服装鞋履珠宝、家庭&厨房、美容个护、玩具&游戏，销售额占比分别为 40%/15%/7%/7%。亚马逊的销售品类更为全面，销售额占比较高的分别为服装鞋履、家具用品、3C 产品，分别为 15%/15%/15%。在具体的品类布局上，TEMU 目前主要的销售产品为亚马逊渗透率偏低的品类，争夺亚马逊话语权较弱的细分市场，与亚马逊间呈现错位竞争的关系。

图 1：2022M11-2023M1 TEMU 平台产品品类结构



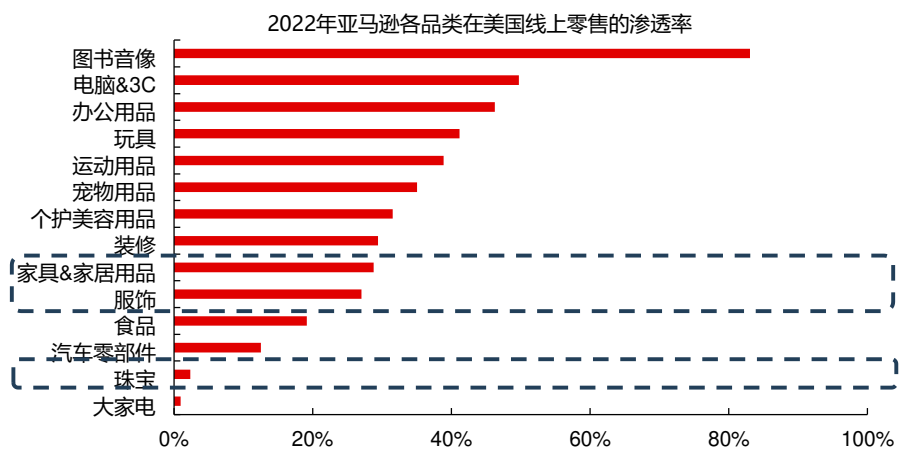
资料来源：燃数科技，长江证券研究所

图 2：2022M11-2023M1 亚马逊平台产品品类结构



资料来源：燃数科技，长江证券研究所

图 3：TEMU 主要销售产品为亚马逊渗透率偏低的品类



资料来源：eMarketer，长江证券研究所（注：黑框标注为 TEMU 平台主要销售品类）

经营品类的不同，导致 TEMU 和亚马逊跨境物流模式有所差别。因为 TEMU 主要的经营品类为服饰鞋履珠宝、家庭&厨房等，这类产品存在着更新周期短、SKU 多等特点，非标准化的程度较高，并不适用于海外仓、海运的运输模式，较长的物流时长反而放大了商家存货滞销的风险。亚马逊经营品类齐全，标品占比较高，更适用于海外仓的物流模式。

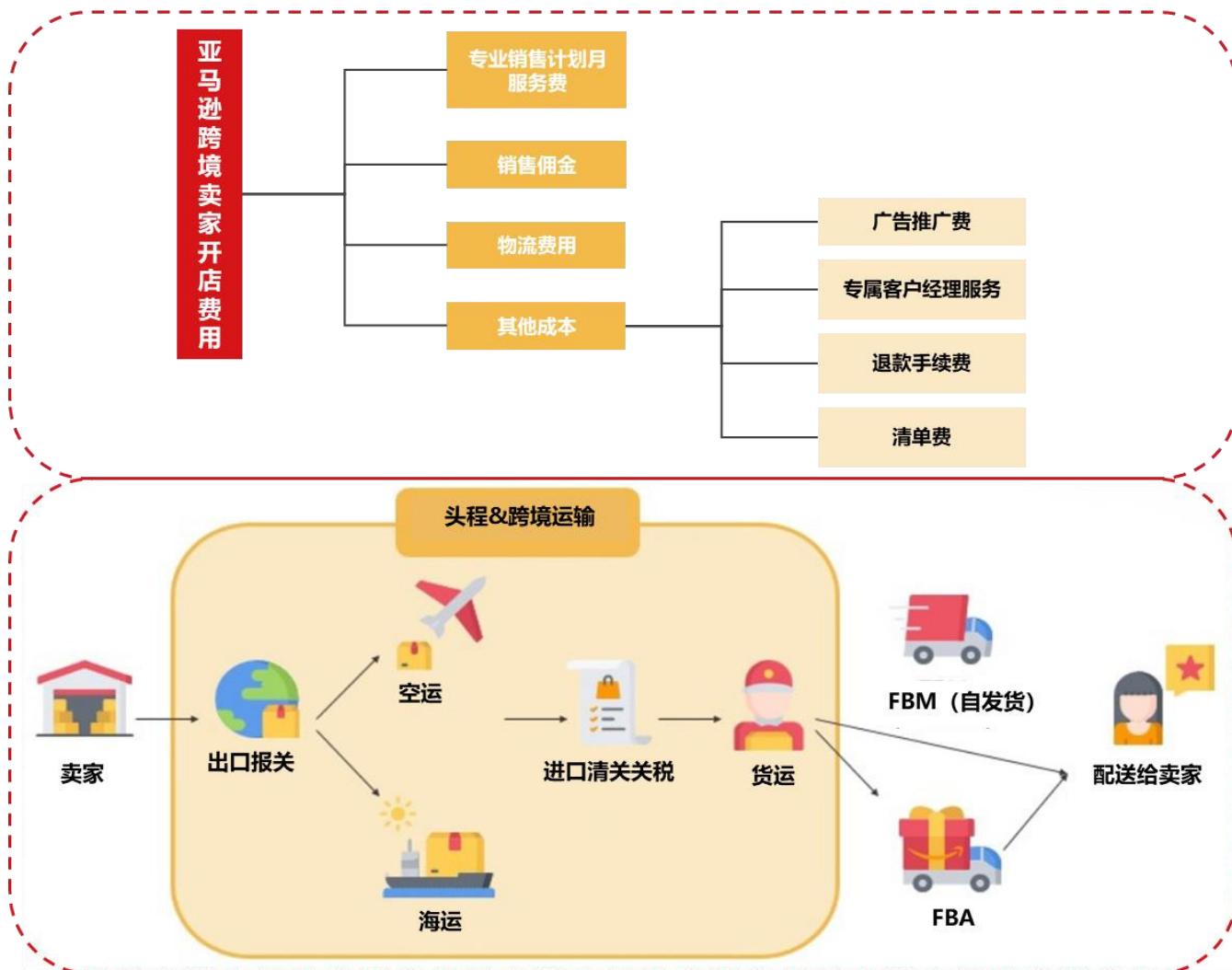
表 1：跨境电商不同品类物流模式的选择

跨境物流模式选择 (toC)		
品类	跨境运输模式	品类特点
美妆	空运为主	1) SKU 多，更新频率快 2) 体积小重量轻 3) 产品的标准化程度低
服装	空运为主	1) SKU 多，产品更新快 2) 体积小重量轻 3) 产品季节性强，需求长尾化
家具	海外仓为主	1) 货品较重，海运性价比高 2) 对时效要求低，可以直发海运 3) 需要售后处理，海外仓方便售后
电器	海外仓为主	1) 货品较重，海运性价比高 2) 产品货值高，周转较快 3) 需要售后处理，海外仓方便售后

资料来源：《亚马逊跨境电商商家白皮书》，长江证券研究所

同时，平台运营模式差异也决定了入驻商家的不同，所适用的物流方式也并不一致。TEMU 采取的是全托管模式，商家只承担国内的物流费用，并不承担佣金、租金、广告费、海外物流费，资金门槛较低，吸引了较多的中小卖家，空运物流模式可满足小卖家高周转、低库存的要求。亚马逊平台的跨境卖家主要采用海外仓的运输方式，商家需要承担仓储费用和存货滞销风险，此外还需支付佣金、物流成本、广告推广费用等一系列费用，对卖家的运营资质要求更高，海外仓更适用于资金、运营实力较强的平台大卖家。

图 4：亚马逊商家 FBA 模式及卖家收费项目



资料来源：《The State of the Amazon Seller》，Jungle Scout，长江证券研究所

如何看待欧美市场航空货运的供给变化？

2020-2022 年受疫情影响，欧美航线货运航班量维持高位，叠加客改货额外运力的参与，表现供给较疫情前大幅增长，但考虑到疫情扰动影响了航班计划的实际的执行度，故疫情期间供给的参考意义并不大。因此，我们复盘了 2018-2019 年的航空运力供给情况作对比，经测算 2023 年欧美航线货运总运力较 2019 年增长 36%，其中，全货机是主要的供给增量，欧美国际客运航线修复偏缓下腹舱供给下降，香港机场运力供给预计与 2019 年持平。

表 2：欧美航货运供给的变化

欧美航线供给测算（万吨）	2018	2019	2022	2023E	2024E	2025E
总运力（万吨）	359	355	646	483	541	588
yoy				-25%	12%	9%
国内机场	231	233	541	361	413	454
香港机场	128	122	105	122	128	134
日均运力（万吨/天）	0.98	0.97	1.77	1.32	1.48	1.61
国内机场运力			1.48	0.99	1.13	1.24
全货机	0.47	0.46	0.98	0.95	1.00	1.06
客机	0.17	0.17	0.01	0.04	0.13	0.18
客改货			0.49			
香港机场运力	0.35	0.33	0.29	0.33	0.35	0.37

资料来源：香港国际机场官网，中国民航局，长江证券研究所

根据中国民航局披露的时刻数据，2023 年欧美线货运航班较 2019 年同比多增 339 班/周（同比增长 104%）。其中，美线货运航班较 2019 年同比多增 223 班/周（同比增长 116%）；美国、加拿大较 2019 年分别增加了 194、29 班/周。欧线货运航班同比 2019 年增加了 116 班/周（同比增长 88%），其中，德国/法国/荷兰/英国/意大利/比利时航班较变化+15/+36/-1/+41/+4/+21 班/周，德国、法国、英国、比利时货运航线较疫情前有所加密。

表 3：欧美航线货运航班量变化

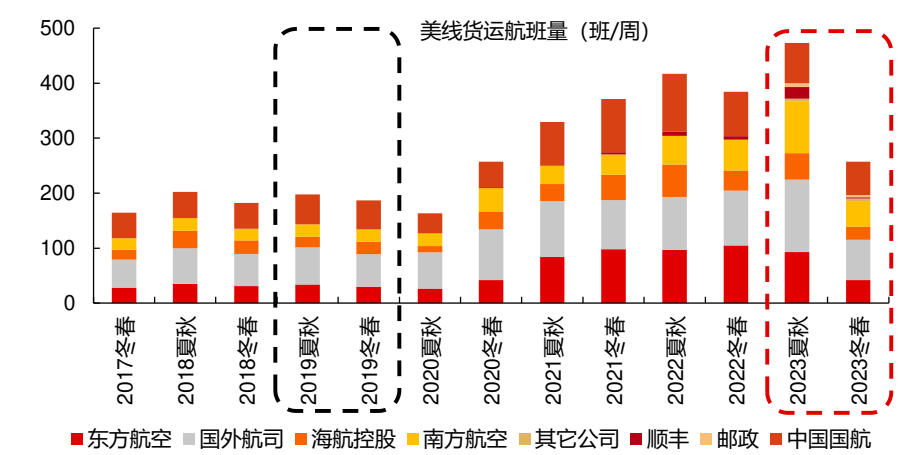
欧美航线航班量测算（班/周）	2018	2019	2022	2023E	2024E	2025E
货运（班/周）	327	324	689	663	703	745
美线货运航班（班/周）	191	192	401	415	440	466
美国	190	192	373	386	409	434
加拿大	1	0	27	29	30	32
欧线货运航班（班/周）	135	132	288	248	263	279
德国	69	64	87	79	84	89
法国	2	2	31	38	40	43
荷兰	41	39	38	38	40	43
英国	2	3	52	44	47	50
意大利	6	2	24	6	7	7
比利时	16	22	56	43	45	48

资料来源：中国民航局，CADAS，长江证券研究所

2023 年欧线、美线货运航班量均呈现前高后低的状态。2023 年美线/欧线夏秋航季货运航班量几乎处于历史高位，较 2019 年夏秋航季航班量同比多增 139%/92%，2023 年美

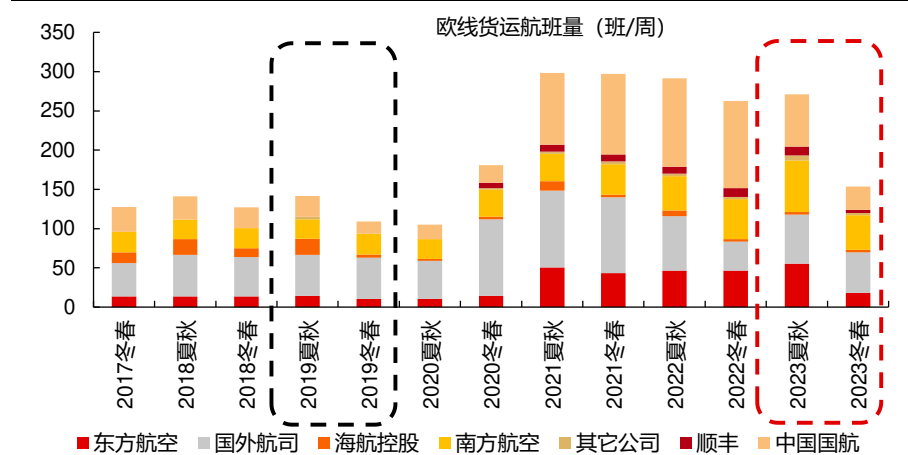
线/欧线冬春季航班较 2019 年增速回落至 37%/41%。从美线看，三大航以及国外航空公司货运航班量较 2019 年显著加密。从欧线看，三大航提供了主要的供给增量，国外航空公司的航班量并无显著变化。

图 5：2023 年美线货运航班量较 2019 年大幅增长



资料来源：中国民航局，长江证券研究所

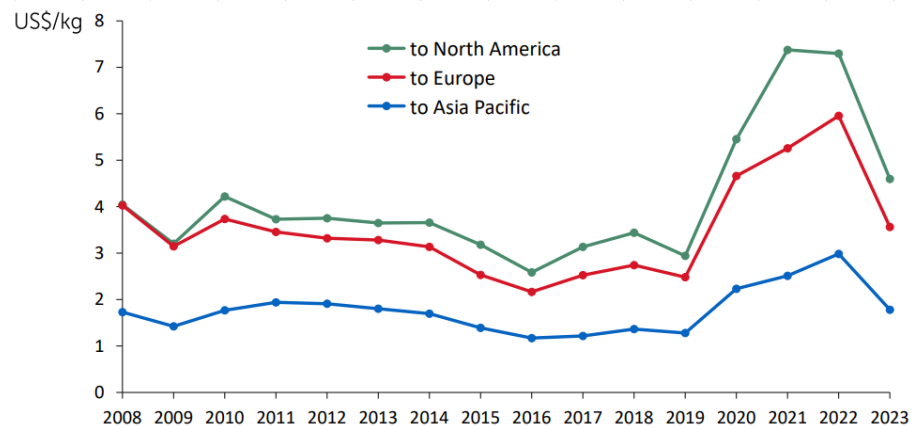
图 6：2023 年欧线货运航班量较 2019 年大幅增长



资料来源：中国民航局，长江证券研究所

2023 年，在航空货运供给显著高于 2019 年的背景下，欧线/美线航空货运价格仍高于 2019 年，并在 2023Q4 迎来超季节性的上涨，主要来自于跨境电商景气对货运需求的拉动。展望明年，我们认为跨境电商的高景气有望延续，客运腹舱的运力回归影响有限，供需结构保持紧张，欧线/美线航空货运运价中枢有望波动上行。

图 7：2023 年美线/欧线的航空货运运价仍高于 2019 年



资料来源：WorldACD，长江证券研究所

风险提示

- 1、TEMU 以及 SHEIN GMV 增长不及预期。若 TEMU 以及 SHEIN GMV 增长不及预期，将导致整体跨境运输物流货量增长偏弱，航空货运运价增长承压。
- 2、欧美航线客运航班修复超预期。若欧美航线客运航班修复超预期，或将导致阶段性运力供给过剩，导致航空货运运价承压。
- 3、TEMU 海外仓占比提升超预期。TEMU 逐步开启海外仓以降低物流成本，若未来 TEMU 海外仓占比提升超预期，将导致空运运量流出。
- 4、地缘政治风险。SHEIN 以及 TEMU 在全球各地开展跨境电商业务，若受地缘政治影响公司展业，将较大将影响跨境运输物流市场。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。