



卢世民
首席交运分析师
S1010519040004



联系人：汤学章

宽赛道、高成长、待巨头

交通运输行业跨境电商物流行业专题 | 2020.9.28

核心观点

我们认为当前 B2C 跨境电商物流市场的景气度和行业竞争格局类似于 10 年前的国内快递行业，目前市场规模约 2000 亿元，近 3 年 CAGR 40%且格局分散，行业内的公司营收体量均低于 100 亿元。参照国内电商市场催生了顺丰及通达系快递强手，我们认为跨境电商市场也将推动中国诞生一批跨境电商物流龙头，重点推荐华贸物流、顺丰控股。

■ **B2C 跨境电商市场保持高增，对应国内企业可获取的跨境物流市场规模约 2000 亿元。**根据艾瑞咨询数据，2019 年跨境电商市场总规模高达 10.5 万亿元，3 年 CAGR 16%，其中 B2C 跨境电商发展迅猛，去年市场规模约 2 万亿，近 3 年 CAGR 40%，在总进出口的渗透率去年提升至 6.5%。B2B 跨境电商物流与传统外贸物流区别不大，因此跨境电商物流增量市场主要在于 B2C 跨境电商物流，按照 20% 的 B2C 跨境电商物流费率，同时考虑到进口物流环节和目的国物流环节以外企为主，我们测算国内物流企业真正可获取的 B2C 跨境电商物流市场规模约 2000 亿元。

■ **B2C 跨境电商物流行业复杂性大于国内快递、规模效应强于传统外贸物流。**与国内快递单次服务可由一家快递公司完成不同，B2C 跨境电商物流由于跨国界、链路长、环节多、客户需求多样，因此复杂性远高于国内快递。一般运营模式是一家跨境电商物流企业采取轻、重资产结合模式（部分关键环节自建基础设施），根据客户需求采购各环节资源，打包成完整的跨境物流产品销售给客户。跨境电商物流模式目前可划分为邮政小包、专线小包、海外仓等，三者占比为 4:2:4。与传统外贸相比，由于 B2C 跨境包裹形状、重量较为标准，因此 B2C 跨境物流行业规模效应要明显高于传统外贸物流，有望推动跨境物流行业加速整合。

■ **目前 B2C 跨境电商物流行业可类比 10 年前国内快递市场，短中期享受成长红利，长期走向寡头。**考虑到当前 B2C 跨境电商渗透率较低、跨境物流玩家数量众多，我们判断目前 B2C 跨境电商物流市场景气度和行业格局可类比为 10 年前的快递行业——短中期行业成长红利下，预计各家企业将享受到 40%+ 的业务年增速，同时逐步诞生几家营收体量超百亿的企业；中长期，正如目前通达系一样，规模效应较强的 B2C 跨境电商物流行业也将通过整合涌现几家跨境物流巨头。

■ **初具规模体量的跨境电商物流总包公司已经形成，分包企业专注产业链不同环节。**跨境电商物流企业可分为总包商和分包商，总包商整合各环节物流资源直接对接客户，而分包商对接总包商，专注不同细分环节。目前行业已经涌现了几家营收体量 50 亿元+的物流总包企业，例如递四方、纵腾集团、燕文物流等，而专注跨境物流多个或者单个环节的物流分包商保持较快增长，例如华贸物流、顺丰控股、嘉诚国际等。

■ **风险因素：**跨境电商发展放缓；国外跨境电商税务风险；跨境电商物流价格战。

■ **投资策略。**目前跨境电商物流行业可类比 10 年前的快递行业，行业正处于高速增长红利期，预计跨境物流企业将迎来较高的投资回报率阶段。首推通过收购大安国际深度绑定跨境邮政小包、加速布局跨境电商物流、国内空运货代前二、业绩 8 年稳健增长的华贸物流（同时调高华贸物流盈利预测），以及上半年国际物流业务翻倍、加快国际航线布局的顺丰控股，同时建议关注估值较低、跨境电商物流业务初具规模的中国外运。

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (x)			评级
		19A	20E	21E	19A	20E	21E	
华贸物流	7.30	0.27	0.40	0.48	27	18	15	买入
顺丰控股	77.30	1.27	1.63	1.84	61	47	42	买入
中国外运	3.70	0.38	0.28	0.34	10	13	11	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 25 日收盘价

每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



目录

疫情加速跨境电商渗透，跨境电商物流有望上演国内快递 10 年前的成长红利	1
政策持续保驾护航跨境电商，疫情驱动行业加速渗透	1
商流物流相辅相成，万亿跨境电商催生千亿跨境物流市场	4
跨境电商物流需求的多样性、流程的复杂性之下，多种跨境电商物流模式同时存在	8
B2C 跨境电商物流或重塑外贸物流行业生态	12
B2C 跨境电商物流订单具有碎片化、高频次的特点，对物流商提出更高要求	12
B2C 跨境电商物流以邮政小包为主，专线和海外仓同样发展很快	13
跨境电商物流企业核心竞争力在于资源整合能力，轻资产和重资产模式各有利弊	15
行业正处成长红利期，表现为大赛道、小公司，但已有部分公司脱颖而出	17
B2C 跨境电商物流行业可类比 10 年前国内快递行业，看好该赛道跑出比肩通达的龙头公司	17
菜鸟网路：布局仓储、整合资源，打造全球跨境物流智能骨干网	20
华贸物流：收购大安国际切入跨境邮政小包产业链，引入鼎晖加速跨境电商物流转型 ..	22
中国外运：跨境电商物流成第三支柱，疫情推动业务量价齐升	23
顺丰控股：疫情加速公司国际空网布局，跨境电商物流业务扬帆起航	24
纵腾集团：海外仓+专线双管齐下，目前体量位列第三方跨境电商物流企业第一梯队 ...	25
递四方：综合跨境物流，菜鸟控股护航	26
燕文物流：专注专线小包，领跑细分市场	27
其他玩家：通达初步布局，部分公司专注不同细分环节	28
风险因素	31
投资建议：重视跨境电商物流发展红利，首推华贸物流、顺丰控股	31

插图目录

图 1：2013~2019 年国内跨境电商市场规模增长情况	1
图 2：2013~2019 年国内跨境电商外贸渗透率持续提升	1
图 3：2013~2019 年国内出口跨境电商市场规模增长情况	1
图 4：2013~2019 年国内进口跨境电商市场规模增长情况	1
图 5：美国电商零售渗透率提升情况	3
图 6：2018~2020 年各月份中国电商零售累计渗透率情况	3
图 7：2019 年全球部分国家电商零售渗透率情况	3
图 8：2016~2019 年购买过中国商品的跨境电商用户占比提升	3
图 9：中国出口跨境电商产业链图谱	4
图 10：出口跨境电商物流操作流程	4
图 11：跨境电商物流时效用户调查情况	5
图 12：跨境电商用户退货率调查	5
图 13：2008~2020M8 中国国际及港台快递件量增长情况	5
图 14：2019.8~2020.7 各国发出包裹占比情况	6
图 15：2019.8~2020.7 中国出口包裹目的国占比情况	6
图 16：跨境电商总成本占比结构情况	7
图 17：2013~2019 年中国跨境电商 B2C 出口市场规模增长情况	7
图 18：2018 年 B2C 跨境电商中出口和进口占比情况	7
图 19：2014~2020M8 民营及外资企业出口增速差逐步拉大	8
图 20：近 2 年民营企业出口占比加速提升	8
图 21：跨境电商物流细分市场及部分玩家	9
图 22：FBA 流程示意图	10
图 23：2018 年 FBA 直发主要国家订单量占比	11
图 24：2018 年 FBA 头程不同渠道发货重量占比	11
图 25：2011~2020H1 中欧班列开行数量增长情况	12
图 26：跨境电商中 B2C 占比持续提升	12
图 27：2015~2017 年邮政国际经济小包件量增长情况	12
图 28：B2C 跨境电商流通环节少	13
图 29：2008 年以来国内跨境电商物流产品体系不断完善	14
图 30：跨境 B2C 出口物流渠道占比情况	14
图 31：2019.8~2020.7 中国出口包裹各渠道件量份额占比情况	14
图 32：未来 5 年万国邮联终端费将逐年提升	15
图 33：部分国家海外仓数量增长情况	15
图 34：中国海外仓平均面积情况	15
图 35：2007~2019 年国内电商零售渗透率提升情况	18
图 36：2013~2019 年 B2C 跨境电商/进出口总额的比值提升情况	18
图 37：2019 年国内跨境电商物流营收体量规模较大的企业情况	18
图 38：跨境物流行业企业数量占比情况	19
图 39：菜鸟网络全球物流网络的短期建设目标	20
图 40：2017~2020Q1 菜鸟网络收入增长情况	22
图 41：2019 年全球消费者跨境购物的首选跨境电商平台	22
图 42：华贸跨境电商货运量增长情况	23

图 43: 2020H1 华贸物流营收结构情况	23
图 44: 2018~2020H1 中国外运电商物流营收情况	24
图 45: 2018~2020H1 中国外运跨境电商物流业务量情况	24
图 46: 中国外运电商物流及传统货代业务毛利率情况	24
图 47: 2020H1 中国外运营收结构情况	24
图 48: 顺丰国际业务营收增长情况	25
图 49: 顺丰国际业务主要产品	25
图 50: 纵腾集团全球仓储分布情况	26
图 51: 菜鸟网络为递四方的控股股东	27
图 52: 2020 年 8 月中国跨境出口快递包裹业务量占比情况	28
图 53: 中通国际海外版图布局	错误!未定义书签。
图 54: 圆通速递国际的国际快递及包裹营收情况	29
图 55: 圆通速递国际扣非净利情况	29
图 56: 百世国际业务季度营收情况	30
图 57: 百世国际东南亚季度包裹量情况	30
图 58: 百世云仓国际布局	30
图 59: 中国 B2C 跨境电商 GMV 增长情况	31
图 60: Shein GMV 增长情况	32
图 61: 阿里速卖通海外买家数量增长情况	32

表格目录

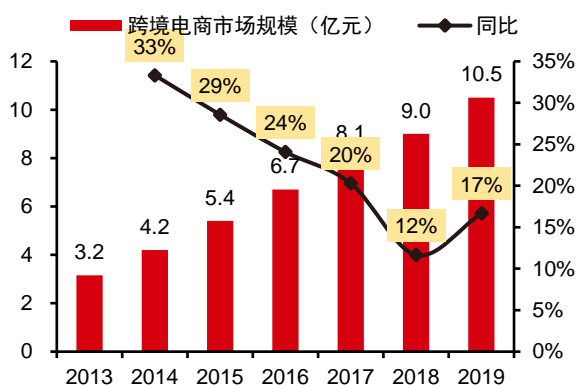
表 1: 2012 年以来中国跨境电商试点城市批准情况	2
表 2: 跨境电商监管方式代码增列情况	2
表 3: 邮政小包、专线小包与国际快递跨境物流模式的对比	9
表 4: 武汉三大支柱产业情况	11
表 5: 燕文专线小包产品介绍	16
表 6: 中国寄往美国各家快递物流企业时效情况	19
表 7: 中国寄往法国各家快递物流企业时效情况	19
表 8: 菜鸟出口跨境包裹服务产品情况	20
表 9: 菜鸟出口跨境包裹服务产品情况	21
表 10: 2016 年以来纵腾集团融资情况	26
表 11: 2016 年以来递四方融资情况	27
表 12: 2016 年以来燕文物流融资情况	27
表 13: 部分上市公司跨境电商物流业务布局情况	31

■ 疫情加速跨境电商渗透，跨境电商物流有望上演国内快递 10 年前的成长红利

政策持续保驾护航跨境电商，疫情驱动行业加速渗透

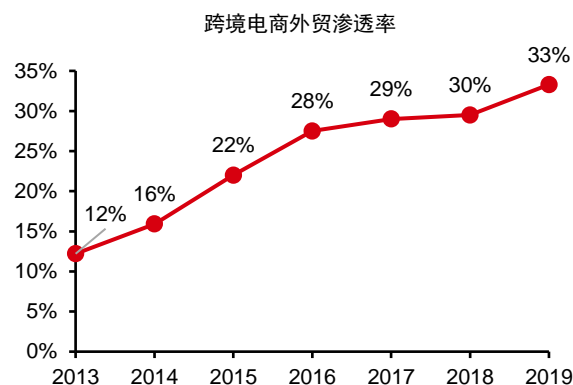
消费升级拉动进口跨境电商，中国产品走向海外推动出口跨境电商，中国跨境电商在外贸中的渗透率持续提升。电商渠道正在持续替代传统的多层级分销渠道，进出口贸易也在经历电商持续渗透的过程。由于跨境电商相对传统外贸具备信息、价格等优势，同时消费升级推动国内消费者持续通过跨境电商对海外高端知名品牌商品的购买以及高性价比的中国产品借助跨境电商逐步走向全球，国内跨境电商在外贸中的渗透率提升至 2019 年的 33%，其中 B2C 跨境电商渗透率提升速度更快。

图 1：2013~2019 年国内跨境电商市场规模增长情况



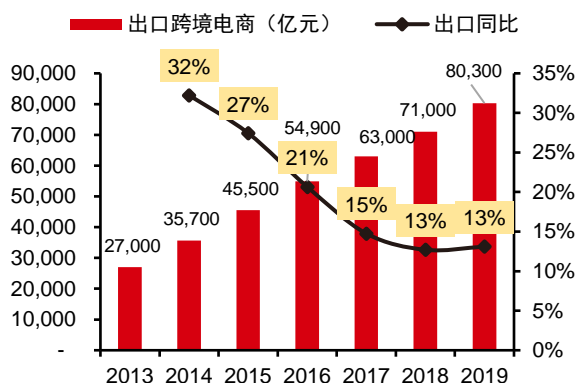
资料来源：网经社电子商务研究中心，中信证券研究部

图 2：2013~2019 年国内跨境电商外贸渗透率持续提升



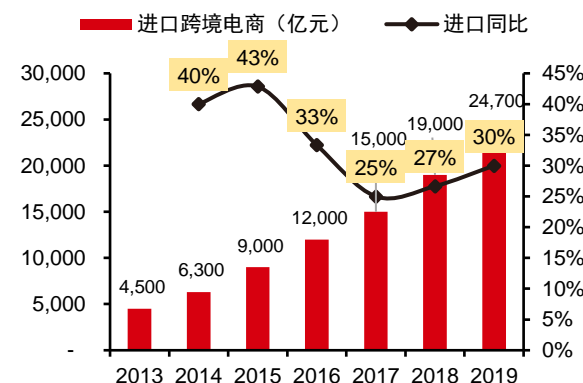
资料来源：网经社电子商务研究中心，中信证券研究部

图 3：2013~2019 年国内出口跨境电商市场规模增长情况



资料来源：网经社电子商务研究中心，中信证券研究部

图 4：2013~2019 年国内进口跨境电商市场规模增长情况



资料来源：网经社电子商务研究中心，中信证券研究部

国家陆续出台多条政策，为跨境电商健康发展保驾护航。面对日益增长的跨境电商市场，近几年国家频繁出台多项政策、规定，支持进出口跨境电商发展。例如 2012 年 8 月政府首次批准郑州、杭州、重庆、上海、宁波 5 个跨境电商试点城市，到 2015 年 6 月政

府首次批准杭州作为首个跨境电子商务综合试验区,再到 2020 年 6 月政府首次批准北京、天津等 10 个城市纳入跨境电子商务企业对企业出口监管试点范围。到目前为止,中国已经形成了 15 个跨境电商试点城市、59 个跨境电商综合试验区、87 个跨境电商零售进口试点城市和 22 个跨境电商企业对企业出口监管试点城市。

表 1: 2012 年以来中国跨境电商试点城市批准情况

时间	试点项目	具体城市
2012 年 8 月	跨境电商试点城市	首批 5 个城市: 郑州、杭州、重庆、上海、宁波
2013 年 9 月	跨境电商试点城市	新增广州
2014 年 7 月	跨境电商试点城市	新增深圳
2014 年 7 月	跨境电商试点城市	新增天津
2015 年 12 月	跨境电商试点城市	新增福州、平潭
2018 年 1 月	跨境电商试点城市	新增合肥、成都、大连、青岛、苏州
2015 年 6 月	跨境电子商务综合试验区	首批杭州
2016 年 1 月	跨境电子商务综合试验区	新增天津、上海、重庆、合肥、郑州、广州、成都、大连、宁波、青岛、深圳、苏州等 12 个城市
2018 年 7 月	跨境电子商务综合试验区	新增北京、呼和浩特、沈阳、长春、哈尔滨、南京、南昌、武汉、长沙、南宁、海口、贵阳、昆明、西安、兰州、厦门、唐山、无锡、威海、珠海、东莞、义乌等 22 个城市
2019 年 12 月	跨境电子商务综合试验区	新增石家庄、太原、赤峰、抚顺、珲春、绥芬河、徐州、南通、温州、绍兴、芜湖、福州、泉州、赣州、济南、烟台、洛阳、黄石、岳阳、汕头、佛山、泸州、海东、银川等 24 个城市
2018 年 11 月	跨境电商零售进口试点城市	北京、天津、上海、唐山、呼和浩特、沈阳、大连、长春、哈尔滨、南京、苏州、无锡、杭州、宁波、义乌、合肥、福州、厦门、南昌、青岛、威海、郑州、武汉、长沙、广州、深圳、珠海、东莞、南宁、海口、重庆、成都、贵阳、昆明、西安、兰州、平潭等 37 个城市(地区)的跨境电商零售进口业务
2020 年 1 月	跨境电商零售进口试点城市	新增石家庄、秦皇岛、廊坊、太原、赤峰、抚顺、营口、珲春、牡丹江、黑河、徐州、南通、连云港、温州、绍兴、舟山、芜湖、安庆、泉州、九江、吉安、赣州、济南、烟台、潍坊、日照、临沂、洛阳、商丘、南阳、宜昌、襄阳、黄石、衡阳、岳阳、汕头、佛山、北海、钦州、崇左、泸州、遵义、安顺、德宏、红河、拉萨、西宁、海东、银川、乌鲁木齐等 50 个城市(地区)和海南全岛
2020 年 6 月	跨境电子商务企业对企业出口监管试点范围	首批北京、天津、南京、杭州、宁波、厦门、郑州、广州、深圳、上海
2020 年 8 月	跨境电子商务企业对企业出口监管试点范围	新增上海、福州、青岛、济南、武汉、长沙、拱北、湛江、南宁、重庆、成都、西安等 12 个城市

资料来源: 国务院、海关总署、财政部等政府官网, 中信证券研究部

除了跨境电商政策试点地域的持续扩大,同时政府也在推进跨境电商监管内容的扩大。截止目前,海关总署已经增列了 1210(跨境电商保税仓进口零售)、9610(跨境电商 B2C 出口)、9710(跨境电商 B2B 出口)、9810(跨境电商 B2B 出口海外仓)等适用于跨境电商进出口监控代码,规范跨境电商进出口行为、同时给予清关的便利性,助力行业健康发展。

表 2: 跨境电商监管方式代码增列情况

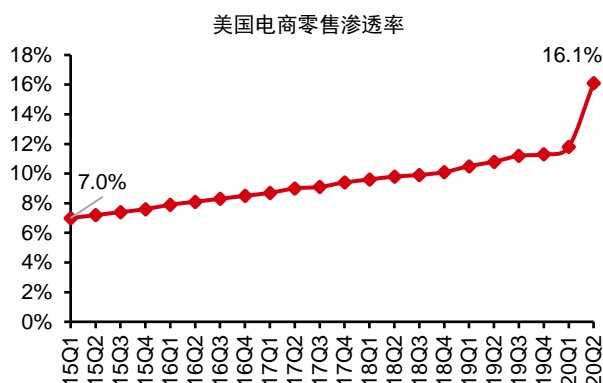
时间	政策	主要内容
2014 年 1 月	《总署公告 2014 年第 12 号》	增列监管方式代码“9610”, 全称“跨境贸易电子商务”, 简称“电子商务”, 适用于境内个人或电子商务企业通过电子商务交易平台实现交易, 并采用“清单核放、汇总申报”模式办理通关手续的电子商务零售进出口商品(通过特殊监管区域或保税监管场所一线区的电子商务零售进出口商品除外)。
2014 年 7 月	《总署公告 2014 年第 57 号》	增列监管方式代码“1210”, 全称“保税跨境贸易电子商务”, 简称“保税电商”。适

时间	政策	主要内容
2020 年 6 月	《关于开展跨境电子商务企业对企业出口监管试点的公告》总署公告 2020 年第 75 号	用于境内个人或电子商务企业在经认可的电子商务平台实现跨境交易,并通过特殊监管区域或保税监管场所进出的电子商务零售进出境商品(特殊监管区域、保税监管场所与境内区外(场所外)之间通过电子商务平台交易的零售进出口商品不适用该监管方式。“1210”监管方式用于进口时仅限经批准开展跨境贸易电子商务进口试点的特殊监管区域和保税物流中心(B型)。 列监管方式代码“9710”,全称“跨境电子商务企业对企业资料来源:中信证券研究部直接出口”,简称“跨境电商 B2B 直接出口”,适用于跨境电商 B2B 直接出口的货物;增列监管方式代码“9810”,全称“跨境电子商务出口海外仓”,简称“跨境电商出口海外仓”,适用于跨境电商出口海外仓的货物。

资料来源:海关总署,中信证券研究部

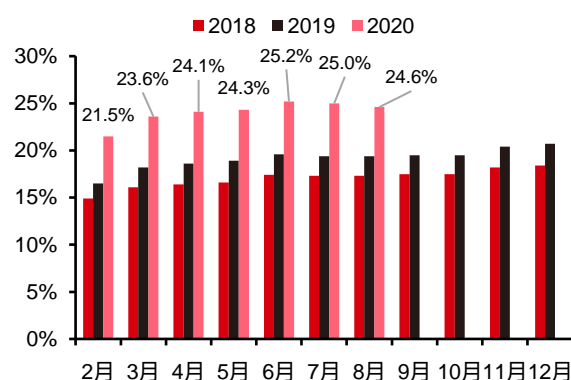
新冠疫情加速全球电商渗透率提升,中国产品性价比高且供应链稳定,未来出口跨境电商有望持续受益增长。新冠疫情不仅加速了全球各国电商消费渗透,同时也对全球供应链产生了明显冲击,由于中国防控疫情成效显著,生产活动提早恢复从而保证供应链稳定。因此这一波疫情加速全球电商渗透率提升下,拥有稳定供应链的中国受益明显。考虑到中国产品廉价优势以及海外电商消费习惯的形成具有一定粘性,同时其他国家电商渗透率存在较大提升空间(明显落后中国),预计未来中国跨境出口电商景气度将持续维持高位。

图 5: 美国电商零售渗透率提升情况



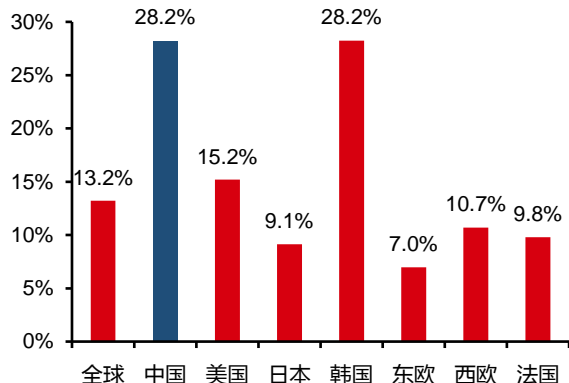
资料来源: FRED, 中信证券研究部

图 6: 2018~2020 年各月份中国电商零售累计渗透率情况



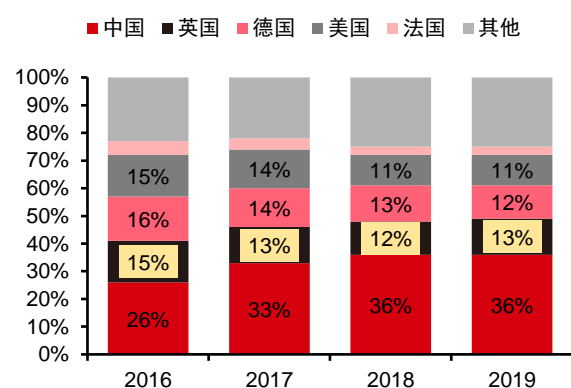
资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 7: 2019 年全球部分国家电商零售渗透率情况



资料来源: Euromonitor, 中信证券研究部

图 8: 2016~2019 年购买过中国商品的跨境电商用户占比提升



资料来源: IPC《CROSS-BORDER E-COMMERCE SHOPPER SURVEY 2019》, 中信证券研究部

商流物流相辅相成，万亿跨境电商催生千亿跨境物流市场

跨境电商兴起将带动相关产业链上行。跨境电商的快速发展将带来相关产业链的发展机遇：1) 跨境电商平台，例如阿里速卖通、京东国际、天猫国际等；2) 跨境电商品牌，例如 SHEIN、执御、有棵树等；3) 跨境电商物流、商流物流相辅相成，跨境电商的正常运营离不开配套的物流设施及服务；4) 跨境支付；5) 其他服务，例如 IT、营销等。

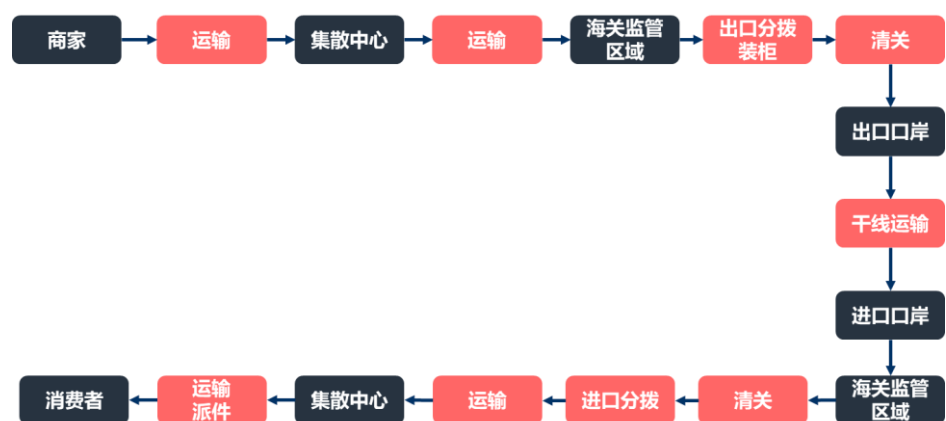
图 9：中国出口跨境电商产业链图谱



资料来源：电子商务研究中心，中信证券研究部

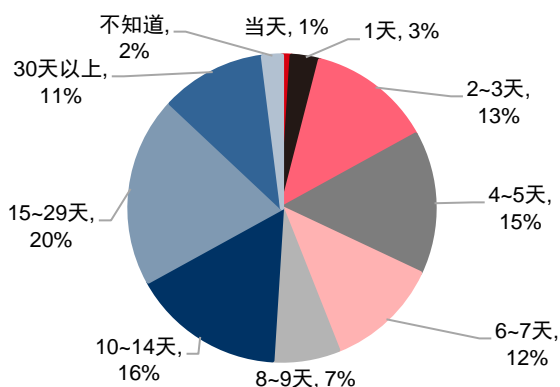
相比国内快递物流，跨境电商物流流程复杂大大提升，跨境物流也是跨境电商发展的痛点之一。相比国内快递物流，跨境电商物流的复杂性在于：1) 操作及分拨环节多，包裹遗失和破损概率高；2) 涉及清关环节，清关繁琐，对税务业务、外语沟通能力要求高；3) 整个操作链条涉及多个环节外包给物流商，无法做到完全自主可控；4) 流程环节数量较多，信息化难度；5) 距离长、中转环节多，时效慢（跨境电商物流平均时效在 13 天左右）；6) 跨境电商正向物流复杂度高，逆向物流难度更高，跨境电商退货处理繁琐、困难，较差的退货体验导致目前跨境电商退货率较低。因此物流是目前跨境电商发展的重要痛点第一。

图 10：出口跨境电商物流操作流程



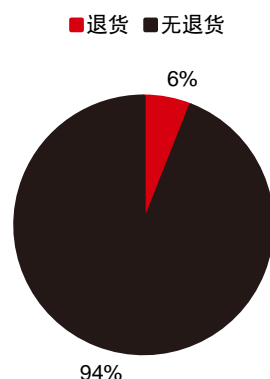
资料来源：中信证券研究部绘制

图 11：跨境电商物流时效用户调查情况



资料来源：IPC《CROSS-BORDER E-COMMERCE SHOPPER SURVEY 2019》，中信证券研究部

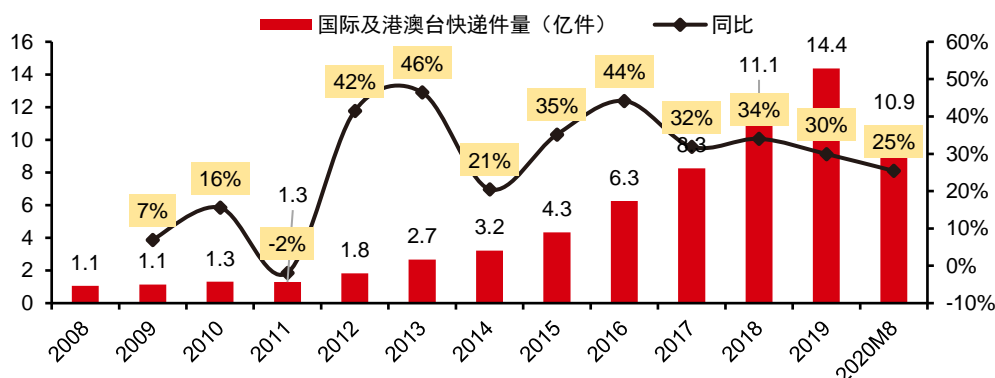
图 12：跨境电商用户退货率调查



资料来源：IPC《CROSS-BORDER E-COMMERCE SHOPPER SURVEY 2019》，中信证券研究部

跨境电商的快速发展也驱动跨境电商物流市场持续增长。以国家邮政局披露的国际及港澳台快递件量为例（国际快递仅是跨境电商物流模式中的一种），2011~2019 年国际及地区件量从 1.1 亿件增至 14.4 亿件，期间 CAGR 为 35%。

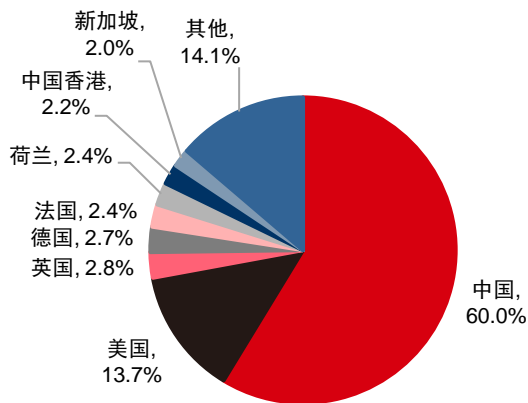
图 13：2008~2020M8 中国国际及港台快递件量增长情况



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

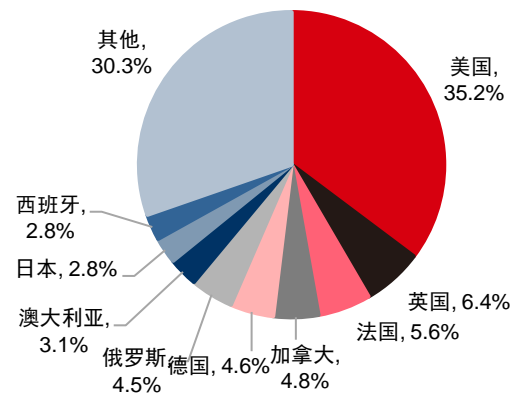
中国跨境出口电商发展领先全球，使得中国跨境电商物流行业市场规模也要明显高于其他国家。由于中国制造的产品性价比在全球极具竞争力，并且中国产品的生产制造供应链稳定性要好于其他国家（疫情期间稳定性的优势更加明显），因此中国出口跨境电商的发展要领先其他国家，也使得中国跨境电商出口物流需求也在全球占主导位置。2019.8~2020.7 全球总的跨境电商包裹中（跨境电商物流中的一种模式），中国发出的包裹占比 60%，遥遥领先其他所有国家。同时在中国发出的包裹中，中国发往美国的包裹最多，占比超 1/3，发往英国和法国的包裹占比分别排名第二和第三。

图 14：2019.8~2020.7 各国发出包裹占比情况



资料来源：17Track，中信证券研究部

图 15：2019.8~2020.7 中国出口包裹目的国占比情况



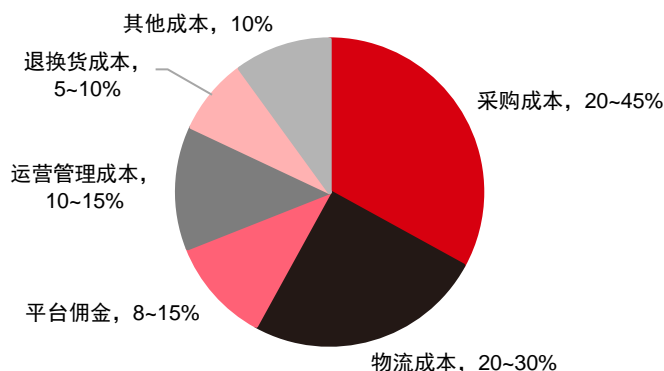
资料来源：17Track，中信证券研究部

正确测算出国内企业可获取的跨境电商物流市场规模为 2000 亿元。相较国内快递，由于跨境电商物流地理距离远，因此物流费率高，而相比传统外贸物流，由于跨境电商物流存在需求碎片化、运输高频次，同时全链路物流环节更多，因此物流费率也要高。目前跨境电商物流费用在整个跨境电商成本中占到了 20~30%，比重较高，跨境电商快速发展之下，跨境电商物流行业也将欣欣向荣。根据艾瑞咨询数据，2019 年中国跨境电商市场规模同增 17%至 10.5 万亿元，按照 20%的跨境电商物流费率计算，则中国跨境电商物流市场高达 2 万亿元，但是这其中相当部分并不是国内物流企业的目标市场：

- 1) 相当一部分进口物流市场由国外物流企业占据。进口物流的客户在国外，国内物流企业难以直接对接国外跨境电商客户，因此大部分进口跨境电商物流都是由国外物流服务商提供，我们假设最终 50%进口跨境电商物流市场由国内企业分享。
- 2) 并非所有的出口物流环节都由国内物流企业提供。由于跨境电商进口物流链接不同国家，对于目的国的尾程派送一般由目的国物流商负责配送，这个环节是国内物流企业无法获取的，因此我们假设 3/4 的跨境电商出口物流市场可由国内物流企业经营（也适用进口跨境电商物流市场空间测算）。
- 3) B2B 跨境电商物流（下文会介绍）其实与传统外贸物流差异性并不是很明显，而 B2C 跨境电商物流与传统外贸物流则有着本质上的不同。因此 B2B 跨境电商物流市场并非增量市场，而仅仅是存量市场中的结构变动，而 B2C 跨境电商物流市场对于外贸物流企业则是增量市场。

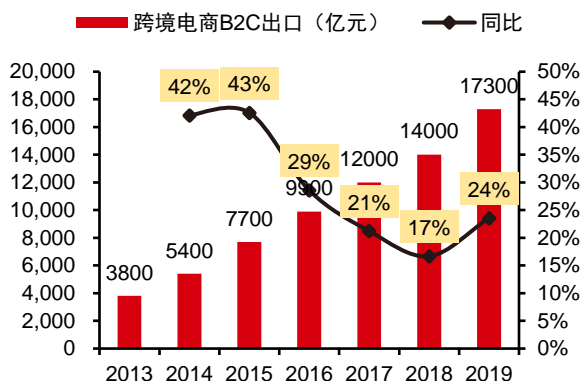
综上，我们计算的 B2C 跨境电商物流市场规模为 $17300 \times 20\% = 3460$ 亿元，进一步测算国内物流企业的目标市场为 B2C 进口跨境物流市场 $17300 \times 62\% \times \frac{3}{4} \times 20\% + \text{C2C 出口跨境物流市场}$ $17300 \times 38\% \times 20\% \times \frac{3}{4} \times 50\% = 2100$ 亿元。我们粗略估算国内跨境电商物流市场规模约为 2000 亿元（B2C）。

图 16：跨境电商总成本占比结构情况



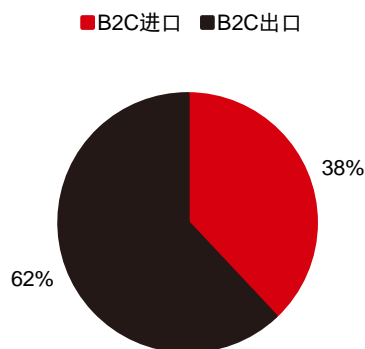
资料来源：晓生研究院，中信证券研究部

图 17：2013~2019 年中国跨境电商 B2C 出口市场规模增长情况



资料来源：网经社电子商务研究中心，中信证券研究部

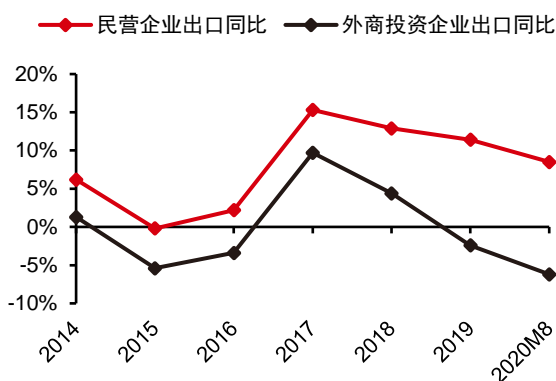
图 18：2018 年 B2C 跨境电商中出口和进口占比情况



资料来源：罗兰贝格，中信证券研究部

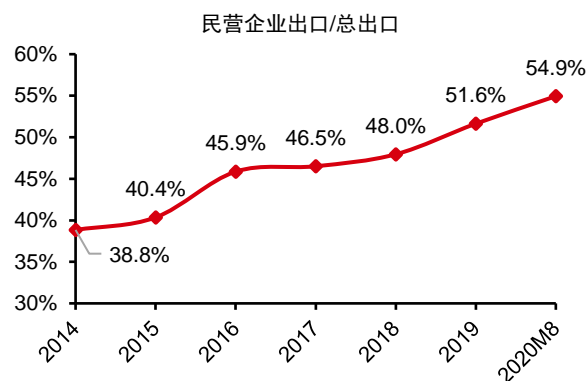
中国制造走向海外、疫情加速海外电商渗透，国内跨境电商物流市场迎来发展拐点。
我们判断国内跨境电商物流市场未来将迎来加速发展拐点的理由主要有 2 点：1）中国制造加速走向全球下，国内物流企业有望迎来国产替代（外资企业倾向使用国外物流企业）；2）疫情加速海外消费线上化，考虑到线上消费习惯的养成粘性以及中国制造的极致性价比，国内出口跨境电商物流企业将持续享受行业成长红利。

图 19：2014~2020M8 民营及外资企业出口增速差逐步拉大



资料来源：海关总署，中信证券研究部

图 20：近 2 年民营企业出口占比加速提升



资料来源：海关总署，中信证券研究部

跨境电商物流需求的多样性、流程的复杂性之下，多种跨境电商物流模式同时存在

由于跨境电商物流链条较长、环节繁多、成本占比高、时效存在不确定性，因此电商卖家对于跨境电商物流产生了多样化的需求，同时也派生了多种跨境电商物流模式：

1) 邮政小包

邮政小包又称为航空小包，是各国邮局依托全球邮政现有网络开展的一项业务（区别于商业快递），此前主要用于寄递私人物品，近几年跨境电商兴起后，价格优势明显的邮政小包迅速成为跨境电商卖家的首选物流配送模式。据国家邮政局统计（2016 年），中国邮政小包在 2 公斤以下跨境轻小件寄递的市场占有率高达 61%。邮政小包具有如下特征：

- a) **廉价**：物流性价比高，适用低价值量跨境电商商品配送；
- b) **派送范围广**：邮政小包是依赖各国的邮政网络完成最终配送，由于各国的邮政网络在本国内都是覆盖范围最全的物流网络，因此邮政小包基本是派送范围无死角；
- c) **独特的邮政清关，被税风险低**：与其他跨境物流不同，邮政小包走的是邮政清关渠道，邮政清关是采取大量包裹批量审单的形式识别需要查验或缴纳关税的包裹（抽检），而其他物流则是每单必查，同时邮政清关报关资料明显少于商业清关，因此邮政小包清关便利、查验率低、被税风险低。
- d) **适用较轻、体积较小的商品配送**：邮政小包一般要求寄递商品重量限制在 2KG 以内，由于跨境电商商品轻抛货多，因此对商品体积也要要求（例如外包装长宽高之和小于 90 厘米，且长边小于 60 厘米等）。
- e) **时效慢**：由于邮政小包价格便宜，因此处理优先级低，同时出于成本考虑，邮政小包很多跨境干线运输并非直飞，而是可能会中途转运再飞往目的国，时效慢也是合乎常理的。

邮政小包可以按照运输商品是否带电，划分为带电小包和可不带电小包，同时又可以根据是否能跟踪包裹配送轨迹信息，划分为挂号小包（可追踪）与平邮小包（不可追踪）。邮政小包渠道目前市场上常见有中国邮政小包、香港邮政小包、新加坡邮政小包、瑞典邮政小包、马来西亚邮政、德国邮政小包等。

2) 商业快递

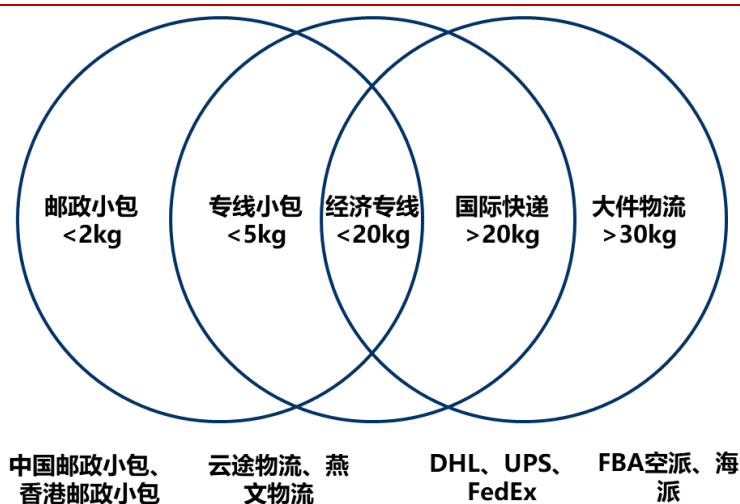
商业快递一般指的就是 DHL、UPS、FedEx（包含 TNT）三家国际快递公司提供的国际快递服务。三家国际快递巨头利用自身建设的全球网络，强大的 IT 信息系统，自主可控强度、直飞比率、优先处理级别高的物流模式为客户提供时效快、包裹妥投率高、包裹网完整性好的极致物流服务。因此商业快递收费昂贵，一般适用对时效要求苛刻、货值高、重量段 20kg 左右的商品配送。

3) 国际专线

物流服务商有些时候可以集中大批量到某一特定国家或地区的货物，这些货量带来的规模效应可以支撑其在两国之间开设专门的物流航班。专线小包其实就是介于国际快递和邮政小包之间的细分市场，其价格要比邮政小包贵但比国际快递便宜，但是时效却要明显快于邮政小包但稍慢于国际快递。专线小包其实就是将优质的航空干线资源与商业清关或者邮政清关进行整合，为客户提供个性化的服务。专线服务最大的劣势在于服务范围比较有限，也只有来往某地区或某国的货量足够多，这种物流模式才经济可行。

目前行业较多的国际专线主要包括美国专线、欧洲专线、澳洲专线、俄罗斯专线等，也有不少物流公司推出了中东专线、南美专线、南非专线等。

图 21：跨境电商物流细分市场及部分玩家



资料来源：晓生研究院，中信证券研究部绘制

表 3：邮政小包、专线小包与国际快递跨境物流模式的对比

项目	邮政小包	专线小包	国际快递
价格	低	较高	高
时效	慢	较快	快

项目	邮政小包	专线小包	国际快递
清关税务风险	低	一般	高
派送范围	最广	有限	较广
丢包率	一般	较低	低

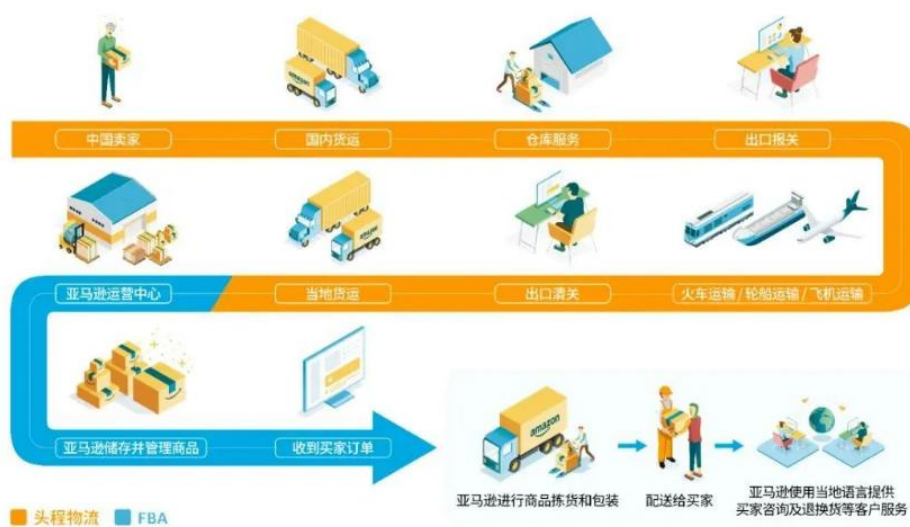
资料来源：中信证券研究部

4) 海外仓（FBA）

以上三种跨境电商物流均属于直邮模式，第四种模式是海外仓模式，电商商家提前将商品运输至目的国内的仓库中，待目的国消费者线上下单，货物则直接从仓库中出货分送至消费者手中。海外仓最典型的例子就是 FBA（Fulfillment by Amazon），主要包括头程运输、仓储管理和本地配送三个部分。

FBA 头程是指将商品从商家运到亚马逊指定仓库这段物流环节，主要包括了空派（空运到机场，目的港货代代理帮忙清关和派送）、海派（除了干线运输是海运外，其他和空派相同）、国际快递（UPS、DHL 等公司提供航空运输和到港入仓服务）以及第三方仓调拨（电商卖家提前备货至非亚马逊的第三方海外仓，然后通过第三方仓的货物调拨进入亚马逊仓完成头程入仓）。FBA 本地配送则一般由亚马逊自己的快递团队或者 UPS、USPS 以及 FedEx 完成配送。

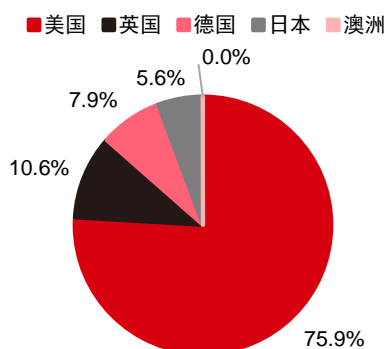
图 22：FBA 流程



（上图橙色区域内容为头程运输涵盖的服务范围）

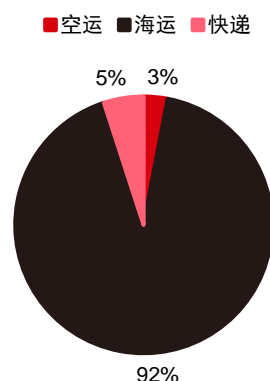
资料来源：运当家

图 23：2018 年 FBA 直发主要国家订单量占比



资料来源：易仓科技、跨境眼等，中信证券研究部

图 24：2018 年 FAB 头程不同渠道发货重量占比



资料来源：易仓科技、跨境眼等，中信证券研究部

表 4：武汉三大支柱产业情况

物流方式	快递 FBA 头程	空运 FBA 头程	海运 FBA 头程
使用情形	紧急少量补货，时效要求高	紧急大量补货，时效要求高	大量补货且重货，货物销量稳定，时效要求不高
时效	3~7 天	4~10 天	35~50 天
费用对比	偏贵	经济	最低
派费范围	全球	欧盟/美国/日本/加拿大	英国/美国/加拿大
备注	亚马逊不作为进口商，不代缴关税，由发货支付，预收关税	报税清关免预约入库	拖车需要预约送至亚马逊

资料来源：晓生研究院，中信证券研究部

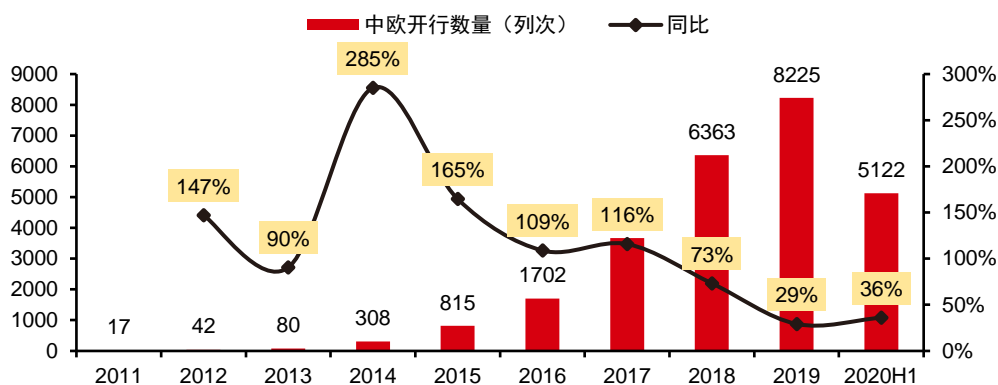
海外仓模式的优势主要有 a) 用户购物物流时效快，因为用户感知的只有尾程配送时效；b) 相比直邮模式，退换货方便；c) 相比直邮模式的干线航空运输，海外仓头程物流成本低（一般通过海运运输，海运物流成本低）。

而海外仓的劣势在于 a) 仅适用销量好的标准 SKU；b) 库存风险及资金周转压力大，由于 FBA 是需要提前备货，而 FBA 头程绝大部分采取海运，海运头程时效长达 15~30 天，因此相比直邮模式，采取海外仓模式的跨境电商卖家资金周转期要长 0.5~1 个月，时间线拉长也加大了库存滞销风险；c) 相比直邮小包，海外仓税务风险相对会高一些（海外仓发货模式的企业基本上都是在境外实名登记注册的公司主体）；d) 增加了仓储管理费用及操作成本。

5) 中欧班列

中欧班列早期开通的是渝新欧线路，后续不断发展，截止 2020 年 2 月底，已经开通了近 30 条班线。中欧班列也从最开始主要承接大宗货物运输到现在跨境电商运输货物占比快速提升。中欧班列的价格和时效是介于空运和海运之间，其在外贸旺季的时候，可作为对市场运力的有效补充。随着中国对一带一路的大力推广，同时一带一路沿线基础设施的不断完善以及中欧跨境电商市场的快速发展，中欧班列将持续保证良好增长趋势。

图 25：2011~2020H1 中欧班列开行数量增长情况



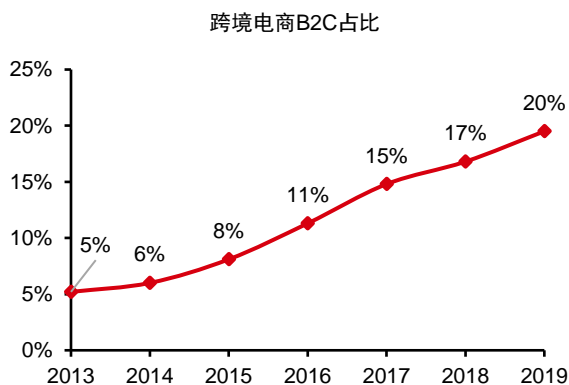
资料来源：国铁集团，中信证券研究部

B2C 跨境电商物流或重塑外贸物流行业生态

B2C 跨境电商物流订单具有碎片化、高频次的特点，对物流商提出更高要求

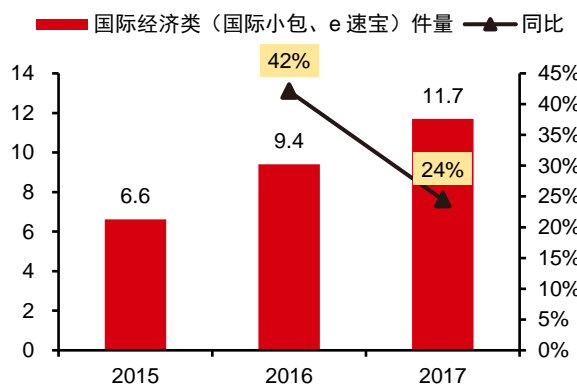
跨境电商中 B2C 占比稳步提升，B2C 跨境电商物流市场迎来快速发展期。跨境电商从最初的商品网上信息展示，到跨境电商 B2B 大宗交易，到之后的跨境电商小额 B2B 交易，再到现在跨境电商 B2C 市场占比稳步提升。B2C 跨境电商的快速发展也将推动 B2C 跨境电商物流市场的不断壮大，以 B2C 跨境电商物流中的邮政小包为例，2016/2017 年中国邮政国际经济类小包件量分别同增 42% 和 24%，增长趋势良好。

图 26：跨境电商中 B2C 占比持续提升



资料来源：网经社电子商务研究中心，中信证券研究部

图 27：2015~2017 年邮政国际经济小包件量增长情况（亿件）



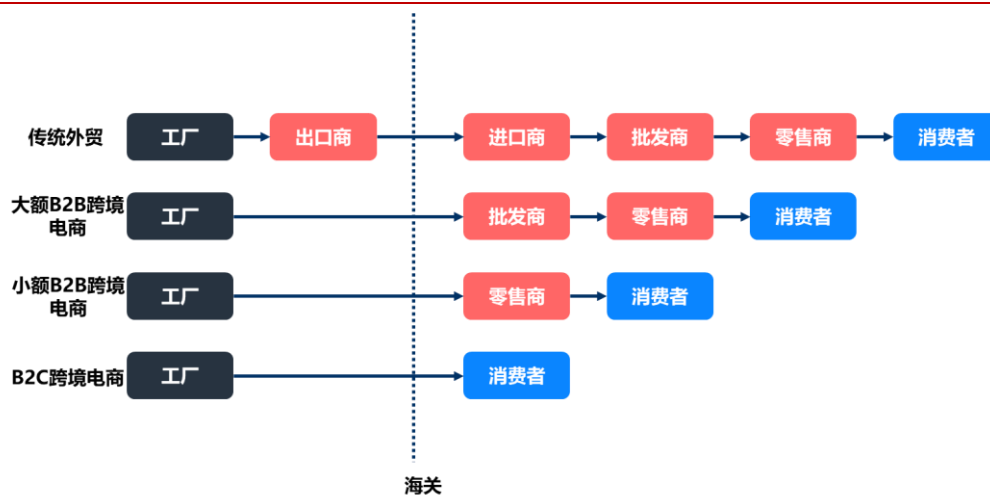
资料来源：中国邮政年报，中信证券研究部

与传统外贸物流以及 B2B 跨境电商物流不同，B2C 跨境电商物流呈现明显的订单碎片化、小批量、高批次的特点。传统外贸物流主要以定期大额 B2B 海运为主，频次可能就 1 个月 1 次，每次运输数量不等的海运集装箱，物流操作流程简单。而到了 B2B 跨境电商物流，虽然采购频次有所增加，同时单次采购额有所减少，而且物流链条覆盖范围有所延

长，但是总体上讲，B2B 跨境电商物流的模式与传统外贸大同小异，大都采取传统的海运模式。

而对于 B2C 跨境电商物流，1) 其物流过程覆盖国内-揽收、跨国端-干线、进出口-关务、海外段-海外仓配等环节，流程环节更多；2) 其物流配送需求直链 C 端消费者，因此相比传统外贸以及 B2B 跨境电商，B2C 跨境电商物流碎片化、小批量、高批次，物流服务难度大大提升；3) 由于电商卖家数量众多且分布各地，这对物流企业的销售网络团队及前端揽货响应能力都提出了较高要求。

图 28：B2C 跨境电商流通环节少



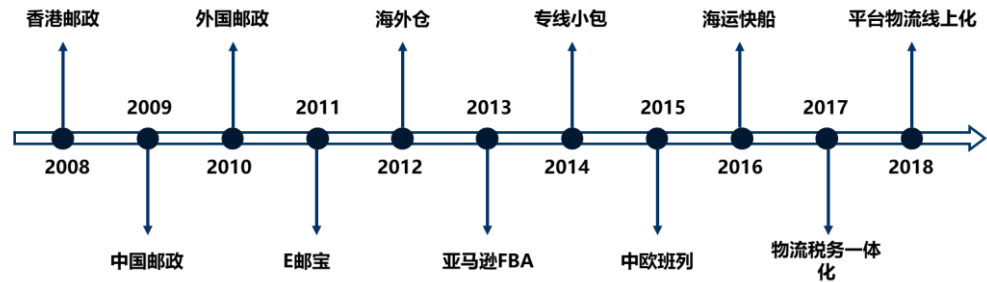
资料来源：中信证券研究部绘制

虽然前几年国内跨境电商市场一直保持较好增长，但是跨境电商物流市场整体波澜不惊，主要是过去很长时间跨境电商是以 B2B 为主，其与传统外贸物流并无实质差异，不过是传统贸易物流商业结构发生变化，即传统外贸占比下降而 B2B 跨境电商物流占比提升。但是随着 B2C 跨境电商物流市场的快速发展，传统贸易物流的操作模式无法适应订单碎片化、服务链条长、时效要求提升、服务定制化、抛货为主的 B2C 跨境电商物流，外贸物流行业格局有望迎来洗牌。

B2C 跨境电商物流以邮政小包为主，专线和海外仓同样发展很快

与传统外贸物流模式有显著区别的 B2C 跨境电商出口物流的发展，也持续催生了不同的物流解决方案。2008 年以来为满足多样化的跨境电商物流需求，跨境电商物流产品持续不断完善及丰富。

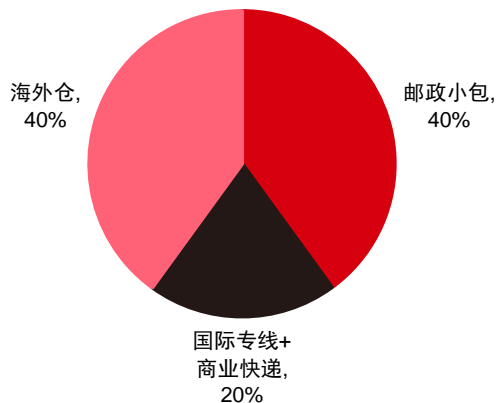
图 29：2008 年以来国内跨境电商物流产品体系不断完善



资料来源：晓生研究院，中信证券研究部

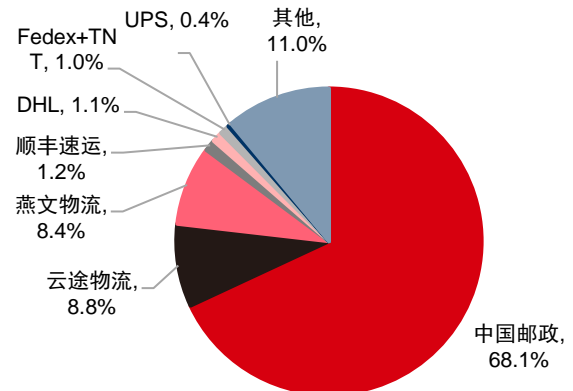
B2C 跨境电商物流目前以邮政小包、专线小包以及 FBA 海外仓三种模式为主，其中邮政小包占比最高。B2C 跨境电商物流整体可以划分为直邮和 FBA 海外仓，其中邮政小包凭借性价比高、清关税务风险极低、派送范围广等优点在直邮渠道中占比约 60~70%。此外，在本国执行仓配模式的亚马逊大力推广 FBA 跨境物流模式，使得海外仓也构成了 B2C 跨境电商物流的重要渠道之一。

图 30：跨境 B2C 出口物流渠道占比情况



资料来源：运联传媒，中信证券研究部

图 31：2019.8~2020.7 中国出口包裹各渠道件量份额占比情况



资料来源：17Track，中信证券研究部

万国邮联未来 5 年提费，一定程度上利好专线小包发展。万国邮联原有的终端费结算模式下，发展中国家可以享受寄往发达国家较低的目的地终端收费（反过来，发展中国家可以向发达国家收取较高的终端费），而随着发达国家人力成本持续攀升，发达国家的万国邮联终端收费业务盈利能力越来越弱，甚至出现亏损。因此万国邮联经过协商，计划未来五年逐步提高邮政国际小包价格：2021~2025 年，各国执行带有过渡安排的受限的自定义终端费体系，每件 158 克国际小包上限费率年度涨幅分别为 15%、15%、16%、16%、17%，下限费率年度涨幅为 5%。2020~2025 年万国邮联收费预计将累计提升约 170%，这将削弱邮政小包的性价比，有望驱动部分邮政小包转向专线小包渠道。

图 32：未来 5 年万国邮联终端费将逐年提升

- 2020年，我国所属的UPU第3组国家终端费上涨**27%**；
- 2020至2025年间，出口小包终端费较2019年累计增长**164%**；
- 全球跨境包裹寄递来自中国市场的包裹占比已达**38%**；
- 中国邮政全行业全年支撑跨境电商交易额超过**3500亿**；
- 2018年全球跨境包裹中，邮政包揽了约**70%**的交付。



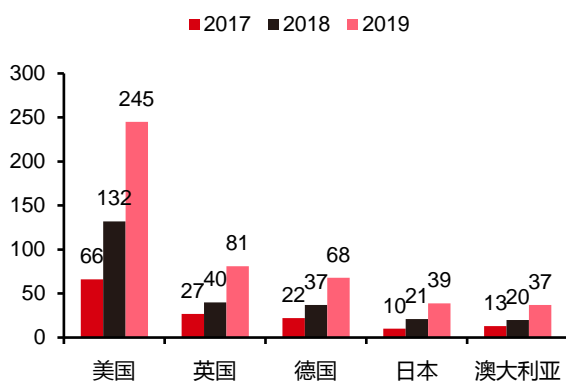
万国邮联终端费改革，邮政商业化进程加速

资料来源：晓生研究院

直邮及海外仓未来模式之争目前存在不确定性，我们判断大概率将同时存在，并无谁占主导之说。在亚马逊 FBA 大力推广下，海外仓这几年发展较快。海外仓的优势上文也说过，极致的物流购物体验，但是海外仓模式资产较重，前期布局肯定是持续亏损（相比之下专线小包一开始就是盈利的），并且一般适用比较畅销的 SKU。此外海外仓发货模式的企业基本上都是在境外实名登记注册的公司主体，较容易出现税务风险，而直邮一般可以做到合理避税。

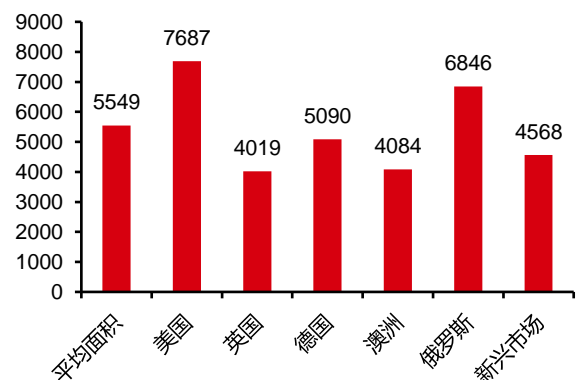
所以跨境电商物流的直邮和仓配（海外仓）并无绝对优劣之分，电商平台政策以及关税务政策会影响着商家在直邮和仓配模式中的选择。正如国内点对点快递和仓配模式的发展现状，我们认为跨境电商物流未来市场将同时存在直邮和海外仓配模式，两者在不同行业发展阶段进行协同互补。

图 33：部分国家海外仓数量增长情况



资料来源：易仓科技，跨境眼，中信证券研究部

图 34：中国海外仓平均面积情况（平方米）



资料来源：易仓科技，跨境眼，中信证券研究部

跨境电商物流企业核心竞争力在于资源整合能力，轻资产和重资产模式各有利弊

B2C 跨境电商物流环节多、链条长、需求多样，物流企业大都提供的是集成各环节物流服务的综合跨境物流方案。国内快递完全可以由一家物流服务商提供，但是 B2C 跨境电商物流链条长且环节繁多的特点，导致一家物流商很难完全凭借自己提供完整的门到门物流服务。因此跨境电商物流就需要物流企业去根据自身情况以及客户需求去协调各个环节的资源（例如采购干线航空腹仓、购买清关公司服务、与目的国本土的快递及邮政公司展开合作等），然后将所有资源进行集成，为客户提供综合跨境物流服务。

B2C 跨境物流行业的关键在于物流资源整合能力。由于跨境物流行业环节多，而且每个环节又有多种选择（例如干线运输可以选择海运、空运、甚至铁路运输），同时客户运输的商品不同（带电产品、化妆品、抛货等）、运输目的国不同，对于时效、价格要求也不同。因此好的跨境电商物流企业应该能够从各个环节中选取对应的物流资源，然后系统组合在一起，在满足客户定制化需求下，同时保持较低的物流成本。以燕文物流专线小包为例，燕文物流根据寄达目的国、商品重量、商品品类、物流时效及计费模式等为客户设置了多类专线小包产品，充分满足客户多种场景需求。

表 5：燕文专线小包产品介绍

产品名称	产品介绍	计费方式	限重	限制物品
燕文专线追踪小包	覆盖欧美主要国家，妥投率 96%-99%。	起重 50g；包裹实际重量和体积重量相比，取较大者计算（体积重量计算公式为：长*宽*高 cm/8000=KG)	部分国家 2kg、5kg 以内，其他国家 30kg	普货：不可走任何含磁、含电产品；特货：可发内置含电物品。
燕文航空经济小包	通达全球，价格优惠，时效稳定。	按克收费；经济小包最低收费 10 克。	单件重量不超过 2KG。	特货服务可走固体类化妆品；可走内电物品，不能走任何配电、电池物品。
燕文航空挂号小包	通达 40 国，揽收处理即上网，时效稳定，可全程追踪投递，时效 6-25 个工作日，使用速卖通，表现稳定并被高度认可，性价比突出。	按克收费；经济小包最低收费 10 克。	单件重量不超过 2KG	普货根据国际航空条款规定的不能邮寄或限制邮寄的所有货物，比如：任何仿牌，烟酒，刀具，电子烟，打火机，液体，粉末，膏状体，毒品，军火等。特货服务可走固体类化妆品；可走内电物品，不能走任何配电、电池物品。
燕文航空易派小包	通达 53 国(上海 42 国；香港 53 国)，整合优势 epacket 资源产品，揽收处理即上网，时效稳定；5-17 天全程跟踪投递	按克收费，不足 50 克按 50 克计费。	单件重量不超过 2KG	上海服务不可走带电，及根据国际航空条款规定的不能邮寄或限制邮寄的所有货物，比如：任何仿牌，烟酒，刀具，电子烟，打火机，液体，粉末，膏状体，毒品，军火等。香港服务发货可以收寄内置电池产品。
燕文全球特快专递	通达 24 个国家；按 100 克计费，速度快，限重高，优选特快专递清关及派送通道，可接收内置电池产品；可接收口红、唇彩、睫毛膏、眼影、腮红这 5 种化妆品，欧洲国家 5-9 工作日时效	按 100 克收费，首重 100 克+续重 100 克	单件重量不超过 20KG，部分国家 10kg 以及 30kg 限重	本服务除普货外，还可接收内置电池产品（PI967），仅可接收口红、唇彩、睫毛膏、眼影、腮红这 5 种化妆品。本服务不接受国际航空条款规定的不能运输或限制运输的所有货物。
燕文航空专线快递	通达中东 18 个国家，具有时效更快，追踪更全的特点。通关能力强，全程时效 4~5 工作日。	15 公斤以下（含）快件的计价单位为 0.5 公斤，不足 0.5 公斤的部分按 0.5 公斤计价；15 公斤以上，单票总重量向上取整至整公斤。	限重 30KG。单边最长不超过 150CM；长+宽+高不超过 310CM；体积重量=长*宽*高/5000。	根据国际航空条款规定的不能邮寄或限制邮寄的所有货物

产品名称	产品介绍	计费方式	限重	限制物品
燕文国际重货快递	满足客户寄递大重量段货物至海外而推出的国际重货服务,具有时效稳定、较高性价比的服务优势,同时可帮助使用 FBA 服务的卖家,将货物运到美国、加拿大,欧洲、日本各亚马逊仓库的服务,包括空派,海派的各项综合物流服务。空运 FBA 专线时效欧洲 4-5 个工作日,美国 10-15 个工作日左右,海运 FBA 专线时效 24-26 个工作日左右			

资料来源:燕文物流官网,中信证券研究部

跨境物流企业可以按照资产轻重划分为轻资产和重资产模式。轻资产模式就是跨境电商物流企业几乎所有的物流环节都非自己提供服务,而是采购第三方物流服务,轻资产模式的跨境电商物流企业起到的就是资源协调及整合作用。轻资产的模式好处在于业务拓展速度快,模式可持续复制,网络可以快速铺开,而劣势在于议价权弱,尤其是资源较为稀缺的物流环节,弱议价权导致较低的盈利能力,而且对整个环节的控制力度较弱,可能会造成服务不稳定。

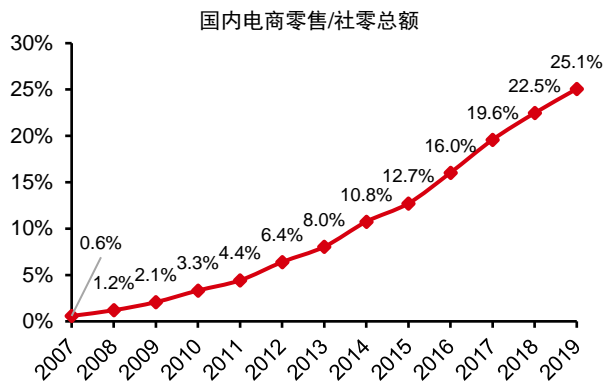
重资产模式就是部分物流环节由自己提供物流服务,其他环节则与轻资产模式一样采购第三方物流服务。一般来说,重资产模式的跨境物流企业会选择资源较为稀缺的环节自己去经营,例如干线运输环节自己购置飞机进行运输,海外仓储环节自己建设仓库完成仓储服务等。重资产模式的好处在于跨境物流核心关键环节及资源被自己掌控,对电商卖家有较强的话语权,同时保证关键物流环节运营的稳定性,提高时效及用户体验。而重资产模式的劣势在于资产过重,前期需要持续较大规模资金投入,短期亏损不可避免,同时重资产模式涉及产能建设,导致业务拓展及网络铺设明显慢于轻资产模式。

■ 行业正处成长红利期,表现为大赛道、小公司,但已有部分公司脱颖而出

B2C 跨境电商物流行业可类比 10 年前国内快递行业,看好该赛道跑出比肩通达的龙头公司

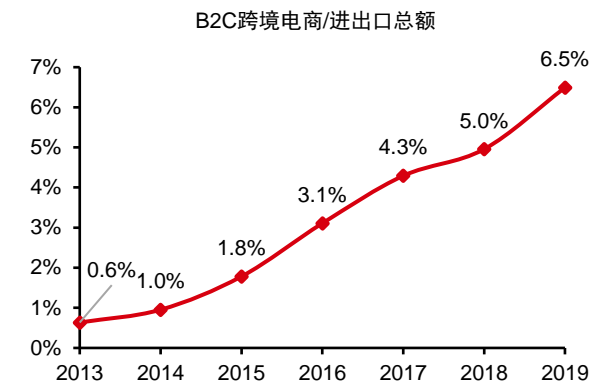
B2C 跨境物流行业景气度及竞争格局类似 10 年的国内快递行业。考虑到跨境电商在进出口外贸中将保持持续渗透(目前渗透率近 1/3),而 B2C 在跨境电商中的占比目前 20%,对应其在整体进出口占比仅为 6.5%,目前渗透率近似于 2012 年前后的国内电商渗透率,未来提升空间较大。跨境电商物流行业目前竞争格局分散,B2B 跨境电商物流市场仍以传统货代分散市场为主,而对于 B2C 跨境电商物流市场,除了中国邮政一家独大外,已经逐步涌现出部分营收体量 10 亿元规模的跨境电商企业,竞争格局虽散,但是具备潜质的跨境电商物流公司能够保持收入增速快于行业增速。

图 35：2007~2019 年国内电商零售渗透率提升情况



资料来源：艾瑞咨询，国家统计局，中信证券研究部

图 36：2013~2019 年 B2C 跨境电商/进出口总额的比值提升情况



资料来源：网经社电子商务研究中心，海关总署，中信证券研究部

图 37：2019 年国内跨境电商物流营收体量规模较大的企业情况



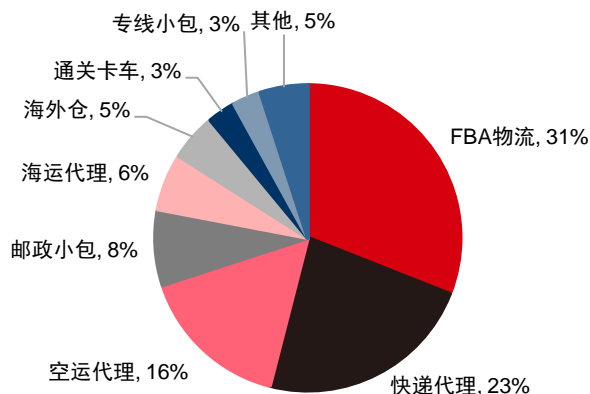
资料来源：晓生研究院

传统外贸物流市场集中度低，但是我们认为 B2C 跨境电商加速发展有望加快跨境物流行业份额集中。传统外贸物流市场（以货代为主）主要涉及大宗、工业端物流，规模效应弱，大企业各自专注不同的企业客户群体，行业信息化水平低、透明度低，物流服务简单且趋同，行业格局分散。我们认为正如国内电商发展推动快递物流行业壮大且集中度快速提升，B2C 跨境电商的快速发展也将驱动国内跨境物流行业份额的加速提升。

相比传统外贸物流，B2C 跨境物流市场具有如下特征：1）明显的规模效应，体积规范、大小相近的快递包裹、标准化及自动化的分拣操作流程使得 B2C 跨境电商物流（尤其是直邮模式）具备明显的规模效应（虽然规模效应弱于国内快递行业）；2）B2C 跨境电商物流很多时候客户是要求全链路打包服务、服务需求多样化且要求企业快速响应，行业门槛明显提升，传统只提供单一物流环节的企业将加速被淘汰出局；3）传统外贸物流的客户，一般主要以大中型客户为主，数量少且分布集中，绑定几个大客户就行，而跨境电商

卖家体量小、数量多、分布广泛，前端揽货、铺设全国销售网络难度大幅提升。因此结合上面三点特征，我们认为传统外贸物流行业在 B2C 跨境电商物流渗透下，行业整合速度将明显快于以前，在短期内更容易跑出龙头企业。

图 38：跨境物流行业企业数量占比情况



资料来源：晓生研究院，中信证券研究部

大部分跨境物流企业都处于同一起跑线，均有可能跻身中国国际物流企业第一梯队。我们认为跨境电商物流行业目前并无绝对实力强劲的公司，大家几乎都处于同一起跑线，部分企业顶多领先 1 个身位。即使对于服务领跑行业、国内综合物流巨头的顺丰，其在国际业务上的布局也处于起步介绍，而且国际业务的服务时效并不占优。我们相信未来 B2C 跨境电商物流市场大概率会诞生一批在国际物流市场有竞争力的企业。

表 6：中国寄往美国各家快递物流企业时效情况（天）

	最快	最慢	平均
中国邮政	3	45	18
云途物流	3	45	13
燕文物流	3	44	14
FedEx	3	40	5
DHL	3	41	4
顺丰速运	3	45	16
UPS	3	37	6

资料来源：17Track，中信证券研究部

表 7：中国寄往法国各家快递物流企业时效情况（天）

	最快	最慢	平均
中国邮政	3	44	15
云途物流	3	42	10
燕文物流	5	43	12
FedEx	3	36	6
DHL	3	33	4
顺丰速运	6	38	16
UPS	3	36	7

资料来源：17Track，中信证券研究部

下面我们将介绍目前跨境电商物流中几个重要参与者。

菜鸟网络：布局仓储、整合资源，打造全球跨境物流智能骨干网

菜鸟网络以仓为点、以物流服务商为线，整合资源并提供科技赋能，实现点线成面，构筑全球跨境物流智能骨干网。菜鸟网络在跨境电商物流领域采取轻重资产并举的模式，其中重资产主要体现在仓库的布局，菜鸟网络目前拥有 150 万平米的保税仓，231 个跨境仓库，而轻资产模式主要体现在除了仓储环节，菜鸟在前端揽货、干线运输、清关、尾程派送等环节均采取与其他物流服务商合作完成的模式。

截至目前，菜鸟网络的跨境物流合作伙伴数量已经有 89 家，包括燕文、递四方、新加坡邮政、英国邮政、中通、圆通、EMS、IC、斑马等，其物流覆盖能力可至全球 224 个国家/地区，海陆空航线 1500+条，跨境仓库数量达到 231 个，搭建起一张真正具有全球配送能力的跨境物流骨干网。

图 39：菜鸟网络全球物流网络的短期建设目标



资料来源：菜鸟网络官网

菜鸟网络的国际业务目前主要可以分为全球包裹和全球货运业务。目前菜鸟全球包裹服务覆盖全球 220+个国家/地区，日均订单处理能力（常态支撑）200+万单。菜鸟连接 60+物流合作伙伴，在运力组织上，实现了常态化的洲际电商航线和中欧班列，有效地支持了中国卖家全球卖。以出口跨境包裹为例，菜鸟提供了四大类产品：经济类物流、简易类物流、标准类物流以及快速类物流。经济类、标准类、快速类产品的时效及服务依次递增，但是价格也是逐步增加。

表 8：菜鸟出口跨境包裹服务产品情况

菜鸟出口包裹服务分类	具体产品
经济类物流	菜鸟超级经济、菜鸟超级经济 Global、菜鸟专线经济、菜鸟特货专线-超级经济、中国邮政平常小包+、4PX 新邮经济小包、顺丰国际经济小包、菜鸟超级经济-顺友、菜鸟超级经济-燕文
简易类物流	AliExpress 无忧物流-简易、菜鸟特货专线-简易
标准类物流	AliExpress 无忧物流-标准、菜鸟大包专线、菜鸟特货专线-标准、菜鸟专线-标准、

菜鸟出口包裹服务分类	具体产品
	无忧集运、Aramex 中东专线、DHL e-commerce 小包、中国邮政挂号小包、e 邮宝、中邮 e 邮宝、4PX 新邮挂号小包、燕文航空挂号小包
快速类物流	AliExpress 无忧物流-优先、DHL、DPEX、EMS、e-EMS、GATI、顺丰国际标快、TNT、UPS Expedited、UPS Express Saver、FedEx IE、FedEx IP

资料来源：阿里速卖通官网，中信证券研究部

表 9：菜鸟出口跨境包裹服务产品情况

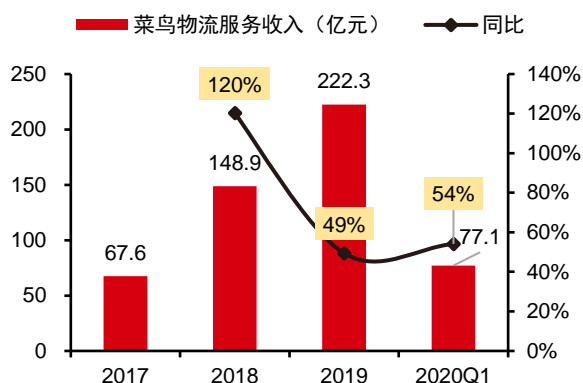
阿里无忧物流产品	时效	物流信息	赔付上限	品类限制
AliExpress 无忧物流-简易	15~20 天（配送国家仅包括俄罗斯、乌克兰、西班牙、智利等少数国家）	可查询包含买家签收在内的关键环节物流追踪信息	物流原因导致的纠纷退款，由平台承担，赔付上限 35 元人民币。	只支持寄送普通货物，不支持带电、纯电及化妆品
AliExpress 无忧物流-标准	核心国家 15~35 天	全程可跟踪（部分特殊国家除外）	物流原因导致的纠纷退款，由平台承担，赔付上限 800 元人民币。	只支持寄送普通货物、带电、非液体化妆品，不支持纯电、液体粉末
AliExpress 无忧物流-优先	核心国家 4~10 天	全程可跟踪	物流原因导致的纠纷退款，由平台承担，赔付上限 1200 元人民币。	只支持寄送普通货物，不支持带电、纯电及化妆品

资料来源：阿里速卖通官网，中信证券研究部

菜鸟全球货运服务可达全球 250 多个国家/地区到港，64 个国家到门服务，海运航线覆盖能力全国屈指可数，为中小企业跨境 B2B 业务提供海运、空运、陆运以及多式联运的物流解决方案，以丰富的全球航线、优势船东底价、全天候服务响应，SaaS 软件支持，全程数字可视化等优势，为全球客户提供端到端的国际综合物流服务。以进口货运为例，菜鸟提供头程/国际干线（进出口双向覆盖全球 150+ 国家，900+ 进出口空运线路，500+ 进出口海运线路，并结合跨境中港车与铁路的综合物流解决方案）、菜鸟港到仓服务（集港到仓和仓到港的进出口报关、报检等综合服务业务，覆盖海关多种特殊监管区域）、菜鸟中心仓（目前菜鸟已在全国 15 个保税口岸及香港地区开通近 40 个中心仓）等服务。

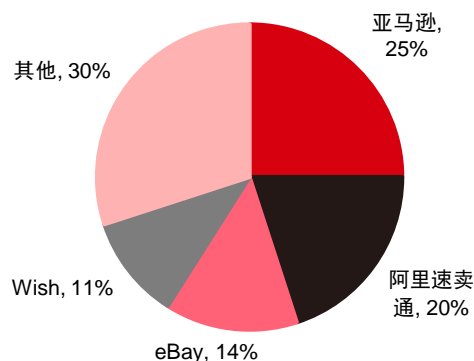
与国内快递单一公司就能提供完整的快递服务不同，跨境物流由于其复杂性，非常需要一家企业站出来去整合资源、推动信息化建设，而这就是菜鸟网络诞生肩负的使命。菜鸟网络依托阿里速卖通源源不断的商流，未来跨境电商物流业务发展前景广阔，有望持续领跑行业。

图 40：2017~2020Q1 菜鸟网络收入增长情况



资料来源：阿里巴巴财报，中信证券研究部 注：时间为财年

图 41：2019 年全球消费者跨境购物的首选跨境电商平台



资料来源：IPC《CROSS-BORDER E-COMMERCE SHOPPER SURVEY 2019》，中信证券研究部

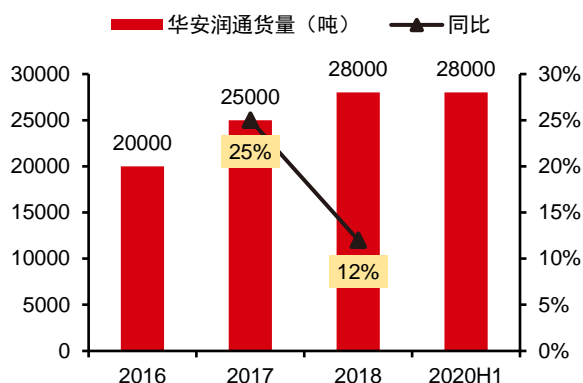
华贸物流：收购大安国际切入跨境邮政小包产业链，拟引入鼎晖加速跨境电商物流转型

2019 年华贸物流通过收购大安国际切入邮政小包产业链，也宣告公司进入跨境电商物流市场。大安国际（北京华安润通国际物流和华大国际物流，下同）主要为中国邮政提供国际邮件航空运输采购及地面操作服务，并且是邮政主要服务商之一。2019 年公司通过收购大安国际 70% 股权快速进入邮政国际空运业务细分市场，主要负责干线运输代理以及出口口岸的地面操作两个环节。邮政国际空运业务中包括了 EMS、国际 e 邮宝、航空函件、航空包裹等，其中以国际 e 邮宝为代表的国际邮政小包主要用于承接跨境电商商品配送，在国内 B2C 出口跨境电商直发渠道中占据龙头地位，因此华贸物流控股的大安国际将持续受益 B2C 出口跨境电商红利而保持业绩增长。

除了控股的大安国际负责邮政国际小包的干线运输及地面服务代理外，华贸物流参股的深圳翼邦物流，承接直接客户或同行客户的业务总包或者分包，设计并优化跨境物流全过程方案，致力于满足客户门到门一站式跨境综合物流的全部需求。同时华贸物流属下的深圳华贸跨境电商物流公司为更加有效拓展跨境电商物流业务，在公司取得国际快递业务经营许可资质的基础上，正在积极申请海关国际快件中心、跨境电商个人直邮物流信息推送、跨境电商进口保税备货仓库等相关资质。

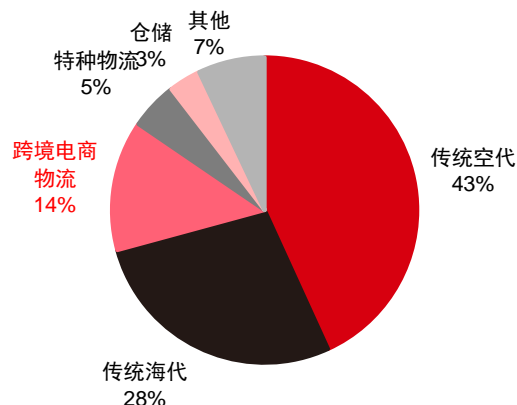
公司签订定增协议拟引入鼎晖作为战略投资者，并与 B2C 直营跨境电商品牌加速业务合作，做大跨境电商物流业务。华贸物流此前披露，拟通过非公开发行募集资金约 6 亿元，引入投资者蒸泰投资和山东国投，其中蒸泰投资为鼎晖投资的关联方。通过“鼎晖”在跨境电商领域既有投资，有望加深与部分中国 B2C 跨境出口电商企业如执御、跨境通、有棵树等进行业务合作，支撑公司后续跨境电商业务量持续较好增长。而引入山东国投则可以帮助加快在山东青岛、济南、烟台三地机场的国际空运包机对接，近距离优势服务更多的日韩跨境电商客户。

图 42：华贸跨境电商货运量增长情况



资料来源：华贸物流财报，中信证券研究部

图 43：2020H1 华贸物流营收结构情况



资料来源：华贸物流财报，中信证券研究部

中国外运：跨境电商物流成第三支柱，疫情推动业务量价齐升

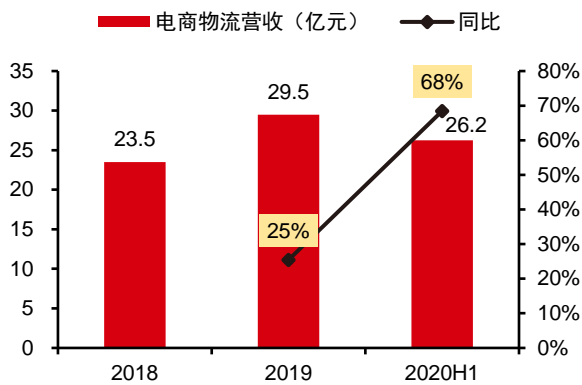
2019 年中国外运进行业务调整，将电商物流业务作为第三块独立业务进行核算。2019 年中国外运重新梳理了业务线条，将原有业务调整为代理及相关业务、专业物流和电商业务三大板块，其中电商业务是新建的。公司跨境电商物流产品和服务涉及欧美、中东、日韩、东南亚等地区，服务范围涵盖上门揽收、国内（保税）仓库管理、进出口清关、国际段运输、海外仓管理、末端配送等。

2019 年公司跨境电商物流全链路建设方面取得相关进展，通过杭州—列日电商包机初步形成以比利时列日为中心向欧洲地区分流和集散货物的全链路能力；通过与邮政系统合作打造中国至南美的全链路能力；开通威海—日韩的全链路服务。

疫情加速中国外运跨境电商物流业务发展。2020 年上半年中国外运结合杭州—列日包机建立欧洲全境的清关、卡班以及末端派送服务体系，共执飞 80 架次，开发了从宁波/上海出发至美国洛杉矶长滩港、衔接美国末端海运小包和 FBA (Fulfillment by Amazon) 等产品的清关、并进行美国本土派送的美线小包产品，并在郑州、长沙、西安设立站点，开发了中欧班列电商出口服务产品。公司产品的持续完善同时叠加新冠疫情的影响，上半年中国外运跨境电商物流业务量价齐升，驱动电商物流营收占比提升至 7%。

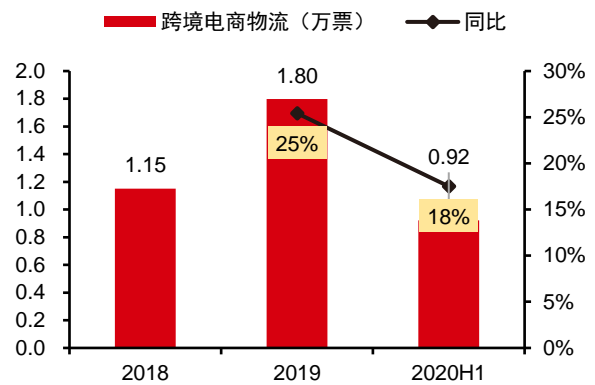
中国外运具备端到端的综合跨境物流服务，我们认为目前公司相当一部分跨境电商物流服务仅仅是 FBA 头程运输，盈利弱、差异小，后续公司跨境电商物流服务发展是否顺利取决于公司能够深度直接绑定电商卖家，提供门到港甚至门到门的跨境电商物流服务。

图 44：2018~2020H1 中国外运电商物流营收情况



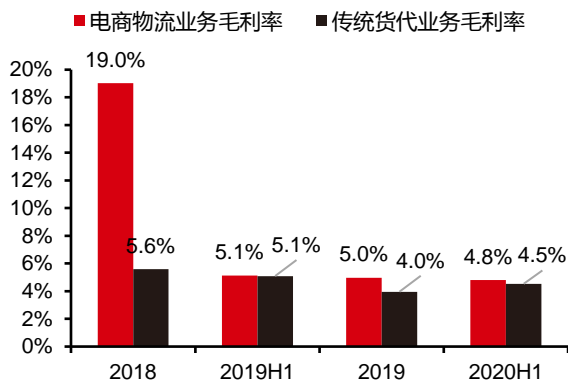
资料来源：中国外运财报，中信证券研究部

图 45：2018~2020H1 中国外运跨境电商物流业务量情况



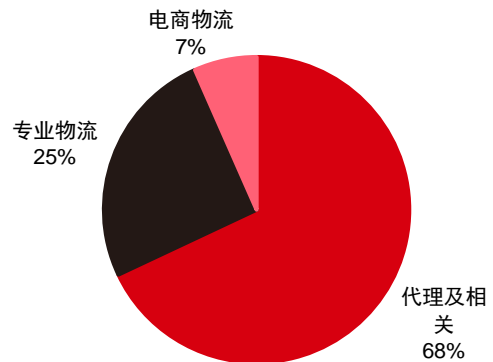
资料来源：中国外运财报，中信证券研究部

图 46：中国外运电商物流及传统货代业务毛利率情况



资料来源：中国外运财报，中信证券研究部

图 47：2020H1 中国外运营收结构情况



资料来源：中国外运财报，中信证券研究部

顺丰控股：疫情加速公司国际空网布局，跨境电商物流业务扬帆起航

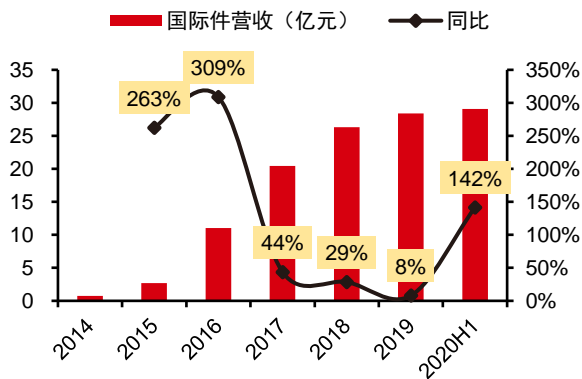
货源少且航线资源不占优，顺丰此前国际业务发展一般。虽然顺丰在国内快递市场、尤其是时效件市场，经营卓越、品牌美誉度高，客户及货源充足，但是在国际物流市场，顺丰品牌辨识度低、公司外贸企业客户少、国外网络布局较晚、国际航线资源少，国际业务发展一般，尤其是 2019 年国际业务营收放缓至 8%。

疫情推动顺丰国际业务发展拐点到来，公司加速布局国际空网，同时大力拓展跨境电商物流业务。疫情之下，顺丰全货机的优势开始凸显，公司借机承接大量货源并获取客户，同时加速国际航线开通。截止 2020 年 6 月底，公司已开通包括中国至美洲、欧洲、以及南亚东南亚等地区在内的国际全货机航线 18 条（去年同期 3~4 条）。公司上半年国际航线共执行 1,454 班，同比增长 1,073%，国际航线网络得到完善，国际运营能力也得到大幅提升，上半年全货机国际航线总计运量超 4 万吨。

顺丰国际业务积极拓展与各大跨境电商平台的合作，继续深化与俄罗斯电商平台 J 的合作，除俄罗斯流向外，上半年陆续开拓意大利等 7 个国家的业务合作。此外，顺丰

还成为全球电商平台 A 官方认可跨境直发物流服务商并中标该平台物流子公司的直发分段项目（头程和二程），计划下半年正式上线。（公开信息？）

图 48：顺丰国际业务营收增长情况



资料来源：顺丰控股财报，中信证券研究部

图 49：顺丰国际业务主要产品



资料来源：顺丰控股财报

纵腾集团：海外仓+专线双管齐下，目前体量位列第三方跨境电商物流企业第一梯队

纵腾集团成立于 2007 年，总部位于中国深圳，以“全球跨境电商基础设施服务商”为企业定位，为跨境电商商户提供海外仓储、专线物流服务及商品分销、供应链服务等一体化物流解决方案，旗下拥有“谷仓海外仓”、“云途物流”、“纵腾冠通”、“沃德太客”等知名的服务品牌。

公司持续推动海外仓布局，同时并入云途物流，完成对专线小包布局。自成立以来，纵腾集团不断加强自身基础能力建设，目前已建成重点覆盖欧美地区，遍及六大洲的跨境电商物流网络，在全球拥有员工近 3000 人，超过 40 家分支机构，近 20 座境外仓储和中转枢纽，仓储总面积超过 70 万平方米，年处理订单量超过 3 亿单，服务全球超过 1.5 万家跨境电商商户。

2018 年集团并入云途物流，实现海外仓+专线小包物流模式的布局。云途物流是中国领先的跨境 B2C 商业专线物流服务商，目前在全球拥有 1500 余名专业的物流服务员工，设有 15+个集货转运中心，在中国大陆地区设有 20+家分公司，日均包裹订单量达 70 余万件，服务范围覆盖全球 220+国家和地区，是 Amazon、Wish、JOOM、VOVA、Shopify 等国际主流电商平台重点推荐的物流服务商。

图 50：纵腾集团全球仓储分布情况



资料来源：纵腾集团官网

出色的海外仓基础设施布局，同时搭配行业前三的专线小包品牌，公司目前营收体量已经增至 50 亿元+，并且完成了多轮融资，累计融资总额超 12 亿元。

表 10：2016 年以来纵腾集团融资情况

时间	投资轮数	投资方	投资金额
2016 年 7 月	战略融资	纵联资本、前海梧桐	未透露
2018 年 3 月	战略融资	复星创富投资、普洛斯、钟鼎创投、繆子财富	未透露
2018 年 5 月	战略融资	繆子财富、钟鼎资本、普洛斯、复星创富	未透露
2019 年 3 月	B 轮	钟鼎资本、普洛斯、凯辉基金	7 亿元
2019 年 6 月	B+轮	闽服基金、商城金控	未透露
2020 年 7 月	C 轮	安诚资本、泰康人寿、建发股份、福州金控、浙商创新资本	5 亿元

资料来源：Wind，中信证券研究部

递四方：综合跨境物流，菜鸟控股护航

深圳市递四方速递有限公司成立于 2004 年，定位全球跨境电商供应链综合服务提供商。公司成立 16 年以来，专注跨境电商物流一个领域深耕发展，以 IT 技术和大数据为核心驱动力，通过全球仓配网络和末端交付网络，用创新可靠的物流供应链服务赢得广大跨境电商电子商务卖家的信赖，目前已经发展成为跨境电商物流领域的龙头企业。公司目前在全球共拥有约 5000 名员工，超过 70 家分支机构，服务全球约 30 万家跨境电商商户与超过 100 万跨境电商终端用户。

递四方比纵腾集团更早定位综合跨境物流服务商，持续布局海外仓以及运力资源。公司专线和仓储都做，目前在全球拥有数量超 30 个、面积超 35 万平方米仓库。2010 年，公司获得新加坡邮政的投资，成为新加坡邮政全球物流战略合作伙伴，新加坡邮政也得以通过递四方渠道向国内企业提供跨境物流服务。2016 年，公司获得阿里巴巴集团旗下菜鸟网络的亿级战略投资，成为阿里巴巴买全球卖全球战略的重要合作伙伴与物流服务提供商。2018 年，公司获得阿里巴巴集团的新一轮投资，菜鸟网络实现对递四方的控股，公

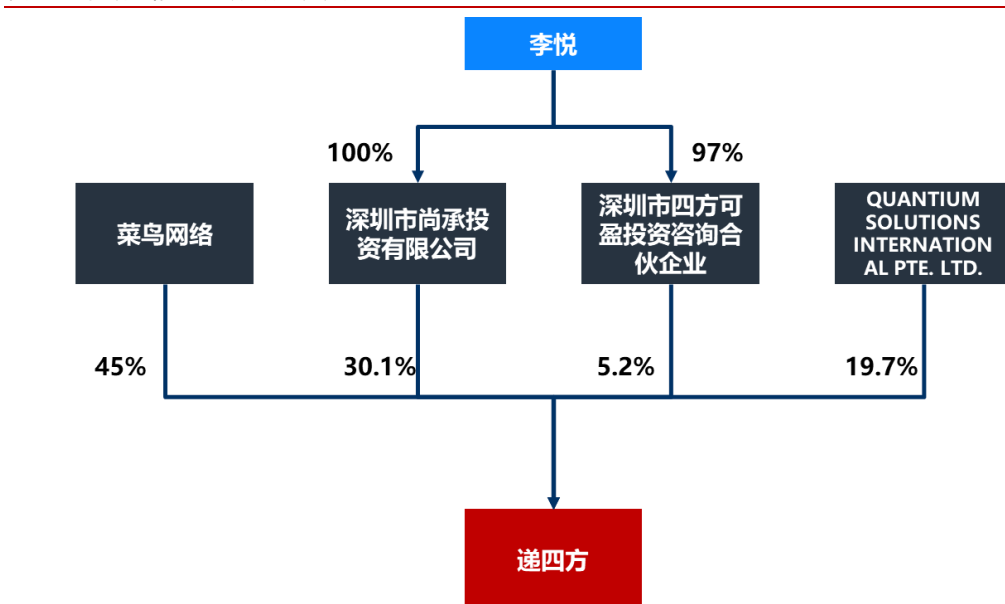
司也是至今为止阿里巴巴集团唯一投资的一家跨境电商物流企业，承载了阿里速卖通物流配送以及菜鸟全球跨境物流骨干网建设重任。

表 11：2016 年以来递四方融资情况

时间	投资轮数	投资方	投资金额
2008 年 9 月	A 轮	深创投	5000 万人民币
2011 年 5 月	B 轮	新加坡邮政	5000 万人民币
2011 年 12 月	C 轮	深创投	5000 万人民币
2014 年 1 月	D 轮	IDG	5000 万美元
2016 年 7 月	战略融资	菜鸟网络	亿级战略投资（投资完成后，菜鸟网络将拥有递四方 15% 的股份）
2018 年	战略投资	菜鸟网络	-

资料来源：Wind，中信证券研究部

图 51：菜鸟网络为递四方的控股股东



资料来源：Wind，中信证券研究部

递四方描绘出了企业新愿景——“年销售额百亿美金、日均千万单量”。

燕文物流：专注专线小包，领跑细分市场

国内最大的跨境小包服务商之一。燕文物流是国内领先的跨境电商物流小包服务商，在全国近 50 个城市提供直营服务，运营上百条跨境物流线路通达全球 200+ 个国家和地区。燕文物流目前是国内前三的跨境小包，另外两家是递四方和云途物流（纵腾集团）。相比之下，燕文物流在北京地区的跨境小包市场占据主导位置，曾经北京邮政小包 9 成以上的货量都是燕文的，而递四方和云途物流在广深地区占优。

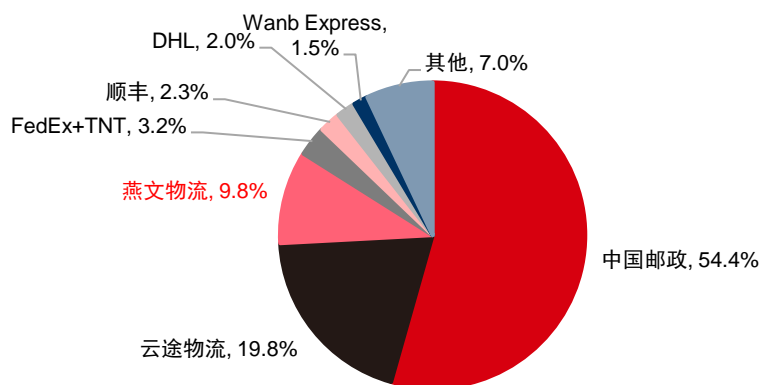
燕文物流目前专注做专线小包业务，仓储业务没有涉及。小包物流公司一大特点就是利润率比较低（目前跨境专线行业的毛利率在 15% 左右），但行业还是可以赚钱的。由于跨境小包具有较强的规模效应，因此随着未来公司体量做大，预计盈利有望持续上行。

表 12：2016 年以来燕文物流融资情况

时间	投资轮数	投资方	投资金额
2016 年 6 月	A 轮	广发信德、繆子财富	7000 万元
2017 年 3 月	A+轮	天力投资、东证资本、启浦投资	未透露
2017 年 11 月	B 轮	毅达资本、君联资本	5 亿元

资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 52: 2020 年 8 月中国跨境出口快递包裹业务量占比情况



资料来源: 17Track, 中信证券研究部

其他玩家: 通达初步布局, 部分公司专注不同细分环节

快速增长的跨境电商物流同时吸引着通达快递公司争先布局相关业务:

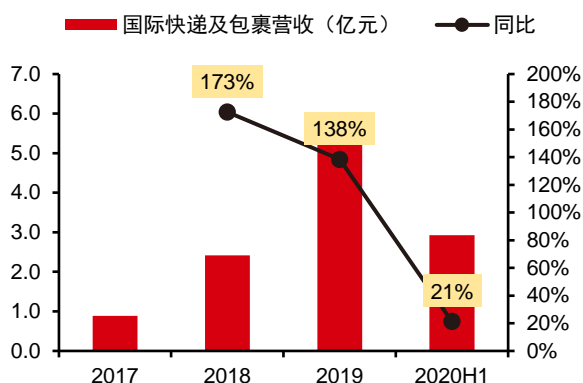
韵达股份: 韵达国际事业部成立于 2013 年 2 月, 专注于向全球电子商务平台、买/卖家、贸易商及国内外消费者提供安全高效的一站式物流解决方案。

服务能力方面: 网络建设方面, 截至 2020 年 6 月底, 韵达国际已开拓了 31 个国家和地区, 覆盖 222 个国际城市, 网点数同比提升 19%; 清关服务方面, 韵达跨境清关服务可覆盖全国各省市近 30 多个主要口岸, 与口岸海关密切合作、系统对接, 全程可视化规范操作, 为客户提供高效的通关服务; 外部合作方面: 韵达国际已与美国、欧洲、日本等当地实力业务公司达成战略合作, 有效保障“最后一公里”派送交付。

圆通速递: 2017 年圆通完成对先达国际(后称圆通速度国际)的收购, 圆通速递国际经过 20 多年的发展, 已形成完善的国际网络布局, 其在全球 17 个国家和地区拥有公司实体, 在全球拥有 46 个自建站点, 业务范围覆盖超过 150 个国家、超过 2,000 条国际航线。2020 年上半年圆通速递国际实现空运业务量 5.0 万吨, 海运业务量 3.5 万标准箱, 实现主要业务收入 220,130 万港元, 归母净利润 9,546 万港元, 同比增长超 1,700%。

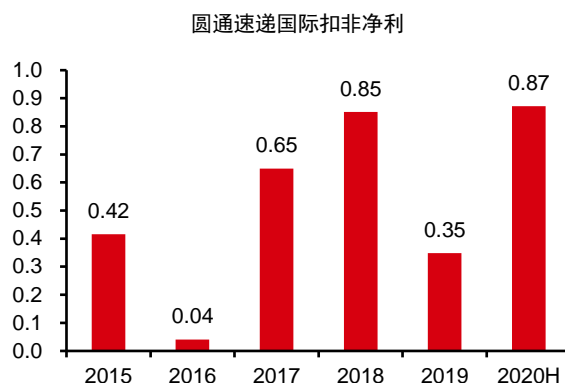
2020 年上半年, 公司自有航空(12 架自有货机)深入开拓国内、国际航线, 积极开展商业化运营。截至 2020 年 6 月底, 公司开通、运行了烟台—大阪、西安—达卡、杭州—吉隆坡雪邦、昆明—拉合尔、石家庄—澳门—马尼拉、杭州—马尼拉、西安—曼谷等多条国际航线, 航线范围已基本覆盖东南亚、东北亚等区域, 为公司参与国内外快递物流市场竞争奠定了坚实基础。

图 53：圆通速递国际的国际快递及包裹营收情况



资料来源：圆通速递国际财报，中信证券研究部

图 54：圆通速递国际扣非净利情况（亿元）



资料来源：圆通速递国际财报，中信证券研究部

申通快递：申通国际成立于 2013 年，始终坚持以“申令天下、通达全球”为发展目标，致力于为全球跨境电商提供专业的跨境物流供应链服务。2016 年申通国际开通了从中国至欧洲的包机，成为了国内第一家拥有跨大洲全货机包机的快递公司；2017 年，申通国际开启全球仓配业务；2018 年，申通国际积极发展与世界级的电商平台，并相继与海外区域优势派送服务商达成战略合作。2019 年，申通国际与多家国际邮政合作，协同整合优势资源，全面打通海外业务通道。

目前公司主要有国际小包、国际邮政包裹、海外仓等业务，累计开拓了超过 82 个海外网点，国际业务服务地区已经覆盖美国、澳大利亚、俄罗斯、英国、日本、韩国等 35 个国家和地区。目前，申通国际已经在美国、澳大利亚、意大利、英国、日本、韩国拥有海外仓配服务能力，拥有大型的仓配转运中心。2020 年着重打造中欧 30 国专线，专线整合首公里揽收、国际空运、海外清关及欧洲 30 国本土派送资源，将货物在国内集中分拣，空运海外清关，由申通欧洲分拨中心中转完成欧洲 30 国的本地派送。

2020 年 5 月 1 日申通国际中欧国际货运包机正式从上海浦东机场起飞，5 月 2 日开通昆明至印度定期航线，5 月 10 日申通国际中尼货运包机首航，包机开通更好的提升了国际航空运输能力，维护国际寄递包裹供应链的稳定。2020 年前 8 个月，申通国际共完成订单量破 5000 万单票，同比增长 150%。

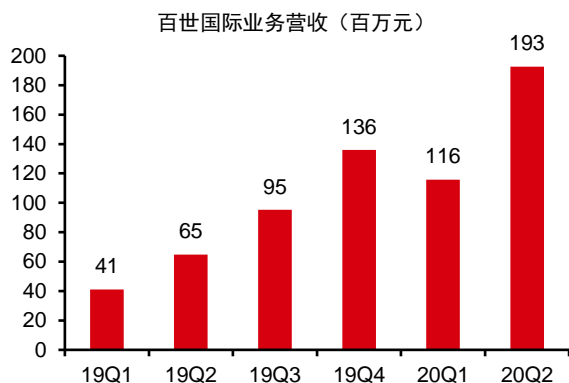
百世集团：2015 年百世国际业务事业部正式组建，百世美国分公司成立。同时，百世借助收购一站式跨境平台 360 Hitao，拓展跨境物流业务。百世目前已在中国、美国、德国、英国等 20 个国家和地区开展业务。

近几年东南亚逐渐成为百世国际业务的重心，2019 年 1 月百世正式启动覆盖在泰国全境的快递业务；2019 年 10 月正式启动在越南的本土快递业务，并且打通中泰、中越的双向物流，实现跨境直邮和一单到底。截至 2020 年 3 月底，百世已实现快递网络覆盖泰国 100% 区域和越南 98.6% 区域，百世在泰国拥有 2000 多名快递员，快件日处理能力可达 30 万单；在越南拥有 7 个分拨中心和 367 个末端站点、2500 余名派件员，快件日处理能力可达 20 万单。根据其公布的计划，百世未来三年将在马来西亚建设 7 个转运中心和 270 个快递站点。目前百世提供中国与东南亚之间的双向 B2B、B2C、C2C “门到门”

跨境物流服务，满足海运、空运、国际快递等需求。其中，发往新加坡、马来西亚的空运小包裹从国内转运中心送到客户手上最快只需 4 天。

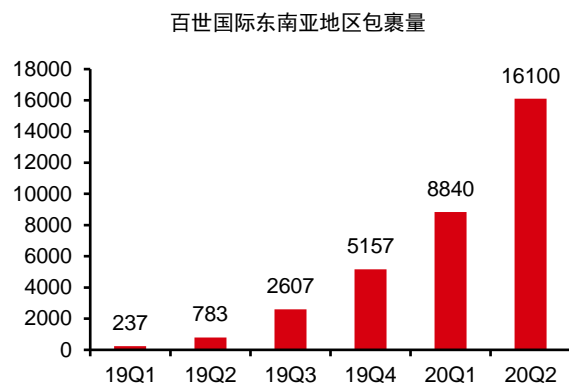
2020 年 7 月，百世集团正式上线美国陆运专线运力平台——百世优运，旨在为中国跨境出口卖家提供在美国境内 FBA 仓配一体化运输解决方案，进一步布局美国跨境物流业务。

图 55：百世国际业务季度营收情况



资料来源：百世集团财报，中信证券研究部

图 56：百世国际东南亚季度包裹量情况（千件）



资料来源：圆通速递国际财报，中信证券研究部

图 57：百世云仓国际布局



资料来源：百世集团官网

总体来说，跨境电商物流行业的高景气驱动通达系近几年逐步加大跨境物流业务布局，其中圆通、申通等国际物流业务的布局进度要稍微领先其他通达公司。

除了通达系，也有其他一些上市公司也逐步开展对跨境电商物流业务的经营：

表 13：部分上市公司跨境电商物流业务布局情况

公司	产业环节	跨境电商物流业务介绍
东方嘉盛	信息系统	公司跨境电商产业数字供应链生态圈为客户提供全方位的供应链管理方案，包括咨询服务、信息系统支持、订单管理、物流服务等，运用人工智能、区块链技术优化配置资源，提升整个生态圈的执行力、降低管理成本。
嘉诚国际	进口仓储分拨	公司自 2014 年起，在广州南沙自贸片区保税港区通过天运物流中心为阿里巴巴集团（含菜鸟、天猫）提供跨境电商进口物流服务。近年业务合作项目不断增加，规模进一步扩大，跨境电商进口物流业务已占天运物流中心仓库总面积的 3/4。拥有自建的符合运营跨境电商物流所要求的保税及非保税的智慧物流中心，并利用自动化物流设备和先进的物流管理系统，可以为跨境电商企业提供智能仓储保管、包裹处理、报关报检、国际海运、空运、末端配送等全链路全程物流服务。

资料来源：Wind，中信证券研究部

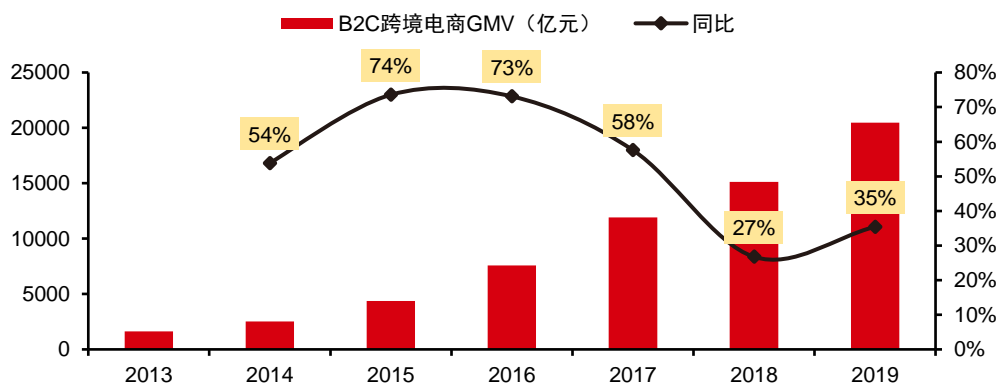
■ 风险因素

- 1) 跨境电商行业发展放缓；
- 2) 国外跨境电商税务风险；
- 3) 跨境电商物流行业陷入价格战。

■ 投资建议：重视跨境电商物流发展红利，首推华贸物流、顺丰控股

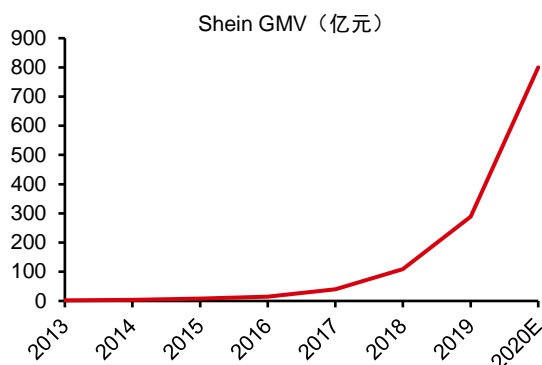
B2C 跨境电商行业持续高景气，B2C 跨境电商物流行业可类比 10 年前的国内快递行业。随着物流、支付、信息系统等跨境基础设施的不断完善，跨境电商的便利性及高性价比凸显、购物体验不断提升，B2C 跨境电商行业近几年保持了每年 40+ 增速，而这次疫情更是加速了海外买家线上消费的快速渗透。物流目前是跨境电商行业重要掣肘之一，物流成本占跨境电商 20~30%，跨境电商的快速发展驱动跨境电商物流市场规模不断扩大。我们认为目前跨境电商物流市场景气度可类比 10+ 年前的国内快递行业，短中期行业将持续享受高速成长红利。

图 58：中国 B2C 跨境电商 GMV 增长情况



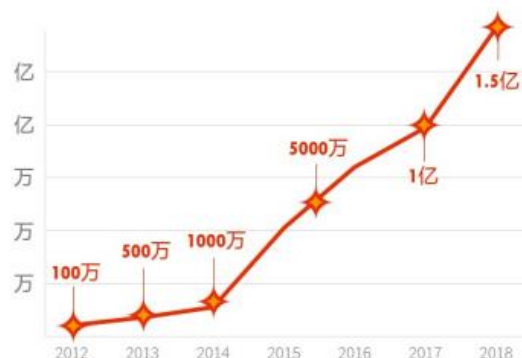
资料来源：网经社电子商务研究中心，中信证券研究部

图 59: Shein GMV 增长情况



资料来源: 晚点 LatePost, 中信证券研究部预测

图 60: 阿里速卖通海外买家数量增长情况



资料来源: 雨果网

跨境电商物流行业分散，短中期行业成长红利+国产替代推动企业高速增长，中长期行业走向集中，国内大概率将诞生几家具备全球竞争实力的跨境电商物流企业。目前跨境电商物流行业竞争格局分散，短中期看，行业高速发展叠加国产替代（出口物流从国外物流企业转向国内物流企业），行业内的玩家将享受到较快的业绩增长。中长期维度看，B2C 跨境电商物流行业规模效应明显强于传统外贸物流，行业将走向前者恒强的逻辑，国内有望诞生一批具备国际竞争力的跨境电商物流企业。

投资建议：目前跨境电商物流行业可类比 10 年+前的快递行业，行业正处高速增长红利期，预计跨境物流企业将迎来较高的投资回报率阶段。首推收购大安国际深度绑定邮政小包、加速布局跨境电商物流、国内空运货代前二、业绩 8 年稳健增长的华贸物流，上半年国际物流业务翻倍、加快国际航线布局的顺丰控股，同时建议关注估值较低、跨境电商物流业务初具规模的中国外运。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告