

跨境电商

核心区位仓储产能释放，联手菜鸟加码跨境电商

2021年01月19日

——嘉诚国际（603535）深度研究报告

公司评级：增持（首次）

分析师：陈建生

执业证书：S1030519080002

电话：0755-83199599

邮箱：chenjs2@cscs.com.cn

研究助理：李时樟

电话：0755-83199599

邮箱：lisz@cscs.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1、跨境电商行业系列报告一：短期爆发源自疫情，长期发展取决于人口 2020.12.15

核心观点：

- 综合物流服务与供应链商品采购分销双主业并进。**综合物流服务是通过自有及外协车辆、仓储等物流设施为客户提供货运、仓储、货代服务。另外，公司作为松下电器在广州地区经销商从事商品贸易服务以及为松下全系列产品的采购分销业务提供配套物流服务。
- 加码跨境电商业务布局，打造“南沙-中国香港超级干线”。**我国跨境电商市场规模已突破10万亿，跨境电商平台搭建逐步完善，受疫情催化，跨境电商行业有望迎来新拐点。淘系占据了我国跨境电商进口市场52.10%份额，公司已与菜鸟达成合作，充分发挥核心区位仓储资源优势以及多年累积的外贸物流经验，加码跨境电商物流行业，打造“南沙-中国香港超级干线”。
- 核心区位释放稀缺仓储资源，构筑自身盈利护城河。**南沙自贸区内仓储建设用地供给紧张，高标准仓储资源稀缺，公司在建嘉城港二期项目有望今年年底投产，将释放33万平米稀缺仓储资源。
- 未来发展路线清晰，仓储物流业务做深做广。**公司长期与松下电器合作，积累了丰富经验，未来有望引入战略投资者广汽集团向高端汽车制造物流领域进军。另外，公司新布局海南保税区物流仓储中心，未来有望受益于海南免税商品离岛配送服务开放实现业务爆发增长。
- 盈利预测与投资评级。**预计公司2020-2022年EPS分别为1.16元、2.15元、2.54元，对应市盈率分别为30.79X、16.54X、14.03X。按照业务进行拆分：其中综合物流业务板块行业可比公司2020年PE均值为33.37X、跨境电商物流业务板块2020年PE均值为39.56X，考虑到公司仓储的核心区位优势、加入菜鸟网络后所带来的新业务增量以及公司所处跨境电商行业未来的增长空间，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**工程进度不及预期、与菜鸟合作不及预期。

嘉诚国际（603535）与沪深300对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值（百万）	5,891.17
流通市值（百万）	5,891.17
总股本（百万股）	150.40
流通股本（百万股）	150.40
日成交额（百万）	105.05
当日换手率（%）	1.85
第一大股东	段容文
请务必阅读文后重要声明及免责声明	

预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1194.21	1281.39	1885.56	2190.83
收入同比	7.05%	7.30%	47.15%	16.19%
净利润（百万元）	127.87	173.94	323.89	381.70
净利润同比	-7.0%	36.0%	86.2%	17.8%
毛利率	24.27%	26.55%	27.56%	27.95%
净利率	10.71%	13.57%	17.18%	17.42%
EPS（元）	0.85	1.16	2.15	2.54
PE（倍）	41.88	30.79	16.54	14.03

正文目录

一、	综合物流服务及供应链商品分销双主业并进	4
1.1	公司主营业务为综合物流服务及供应链商品分销	4
1.2	多因素利好，短中长期业务皆有望实现稳步扩张	6
二、	加码跨境电商业务布局，打造“南沙-中国香港超级干线”	8
2.1	公司致力打造“南沙-中国香港”超级干线	8
2.2	我国跨境电商产业链搭建完善	10
2.3	淘系跨境电商C端业务占比超70%	14
	(1) B2C跨境出口：积极布局新兴经济体-东南亚地区	14
	(2) B2C跨境进口：网购用户规模增长为主要驱动力	16
三、	把握核心区位仓储资源，构筑盈利护城河	18
3.1	仓储用地供给、高标仓储资源稀缺限制电商行业发展	18
3.2	南沙区高标准仓储供需关系紧张	19
3.3	核心区位释放仓储资源	22
四、	未来发展路径清晰，仓储物流业务做深做广	24
4.1	公司有望以家电制造业为起点上探高端制造业	24
4.2	保税区仓储经验复制，进军海南打造免税物流仓储分拨中心	25
4.3	布局大湾区（华南）国际电商港项目	26
五、	盈利预测与投资评级	27
5.1	关键假设	27
	(1) 收入增长假设	27
	(2) 毛利率假设	27
	(3) 期间费用率假设	28
5.2	盈利预测	28
5.3	投资评级	28
六、	风险提示	29
6.1	嘉诚国际港二期建设进度不及预期	29
6.2	公司与菜鸟合作到期后未能如期续约	29

图表目录

Figure 1 公司股权穿透图 (%)	4
Figure 2 公司主营业务介绍	5
Figure 3 公司营业收入及同比增长率 (百万元, %)	5
Figure 4 公司各板块业务营业收入 (百万元)	5
Figure 5 公司综合毛利及各板块毛利 (百万元)	6
Figure 6 公司综合毛利率及各板块毛利率 (%)	6
Figure 7 公司净利润及净利率 (百万元, %)	6
Figure 8 公司期间费用率 (%)	6
Figure 9 嘉诚国际跨境电商进口 (保税仓) 模式	8
Figure 10 嘉诚国际 9610 出口业务模式	9
Figure 11 2019 年我国跨境进口包裹来源地分布 (%)	9
Figure 12 我国跨境电商企业集中区域分布 (%)	9
Figure 13 南沙“超级干线”业务模式图	10
Figure 14 中国跨境电商交易规模及增长率 (亿元, %)	11
Figure 15 中国跨境电商渗透率 (%)	11
Figure 16 上市公司物流费用占比 (%)	11
Figure 17 跨境电商进出口占比 (%)	12
Figure 18 国内跨境电商进口平台市场份额 (%)	12
Figure 19 跨境电商 B2B、B2C 交易规模占比 (%)	12
Figure 20 我国海淘用户规模及增长率 (亿人, %)	12
Figure 21 中国跨境电商产业链图谱	13
Figure 22 2018 年 GDP 前 20 国家线上消费渗透率 (横) 及 3 年 CAGR (纵) (%)	13
Figure 23 淘系跨境电商版图	14
Figure 24 阿里跨境电商分业务板块收入 (百万元, %)	14
Figure 25 2019 东南亚国家 GDP 及增速 (万亿美元, %)	15
Figure 26 东南亚 5 国居民消费支出占 GDP 比重 (%)	15
Figure 27 2019 年东南亚 6 国数字经济发展情况	16
Figure 28 东南亚 6 国互联网用户及数字经济规模	16
Figure 29 东南亚 6 国及中美日人口结构分布 (%)	16
Figure 30 全国网上零售额及增速 (万亿, %)	16
Figure 31 中国电子商务交易额及增速 (万亿元, %)	16
Figure 32 中国手机网民规模及渗透率 (万人, %)	17
Figure 33 中国网购用户规模及使用率 (万人, %)	17
Figure 34 我国跨境电商市场概况	17

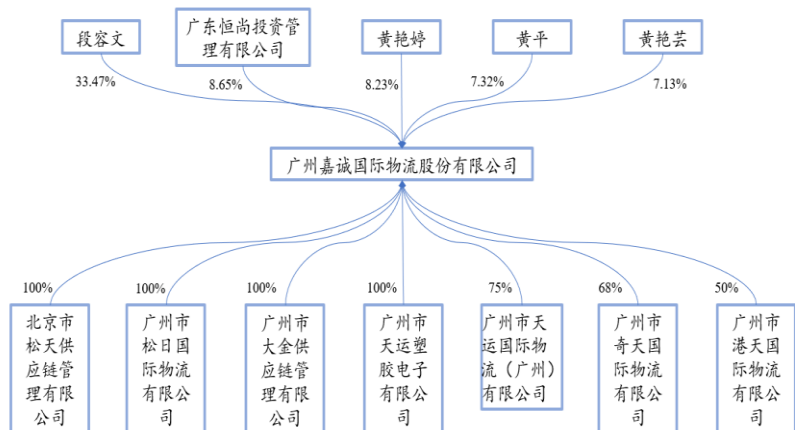
Figure 35 2017-2020年广东地区工矿仓储用地供应(万m ²)	18
Figure 36 2019-2020华南地区一般仓储结构分布(%)	18
Figure 37 2020年广州仓源结构分布(%)	18
Figure 38 普洛斯租户类型按租赁面积占比(%)	19
Figure 39 电商仓库配置及运营问卷调查结果(%)	19
Figure 41 南沙自贸区仓储用地供给不足	20
Figure 42 南沙自贸区新片区总体规划概况	20
Figure 43 2019年广州市重点分区通用仓储情况	21
Figure 44 广州及南沙进出口总值变化(万亿美元)	21
Figure 45 南沙区及黄埔区进出口额占全市比重(%)	21
Figure 46 南沙港集装箱吞吐量(万TEU)	22
Figure 47 南沙保税区进出口金额(%)	22
Figure 49 国内电商平台仓储布局	23
Figure 50 广东及全国汽车产量(万辆,%)	24
Figure 51 汽车制造行业营业收入累计值(亿元)	24
Figure 52 海南省离岛免税销售额(亿元)	25
Figure 53 海南省离岛免税购物人次(万人)	25
Figure 54 收入预测表(百万元)	27
Figure 55 分板块业务毛利率预测表(百万元)	28
Figure 56 公司期间费用率假设(%)	28
Figure 57 P/E (TTM) Band	29

一、综合物流服务及供应链商品分销双主业并进

1.1 公司主营业务为综合物流服务及供应链商品分销

公司股权结构清晰，实际控制人为段容文女士。段容文女士作为黄艳婷、黄平及黄艳芸三兄妹的母亲，是嘉诚国际物流股份有限公司的实际控制人与最终受益人。广州嘉诚国际股份有限公司通过子公司广州市天运塑胶电子有限公司下设全资子公司广州市三景电器设备有限公司作为供应链分销执行的主要主体，从事商品贸易服务。广州天运国际物流有限公司在南沙保税区内建立天运物流中心，配有12万平方米仓储，可为跨境电商提供全程供应链一体化服务。

Figure 1 公司股权穿透图（%）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

双主业齐头并进。1.综合物流服务：通过自有及外协车辆、仓储等物流设施为客户提供货物运输、仓储及出入库作业、货运代理服务。通过牛奶取货（MilkRun）、库存管理系统(VMI)、准时制生产（JIT）等方式与制造企业开展深度合作，提高企业生产效率，降低企业物流仓储成本。2. 供应链分销执行：公司作为松下电器在广州地区经销代理商从事商品贸易服务，主要为松下全系列产品的采购分销业务以及配套物流服务。

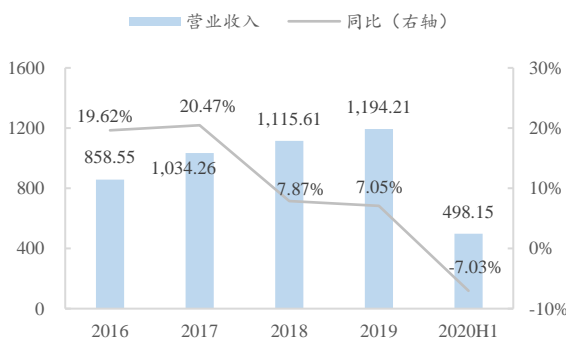
Figure 2 公司主营业务介绍

综合物流服务		业务模式
运输服务	通过牛奶取货 (MilkRun)、保税物流运输、甩挂运输三种模式为珠三角客户提供：生产下线转库运输、干线运输、区域调拨配送及循环对流运输、城市配送、跨境运输、海关监管运输、集装箱运输等整车或零担运输的“门到门” (Door to Door) 一条龙服务	
仓储及出入库作业服务	通过天运物流中心提供普通仓储服务及保税仓储服务，其中包括货物的出入库作业管理以及库内分拣、分包、包装、贴签、简易加工、点检等服务	
货运代理	凭借港口、航空等国际物流资源及海关监管与非监管自有拖车，为进出口的原材料及成品提供国际货运代理服务	
供应链分销执行		业务模式
商品贸易服务	公司是松下电器广州地区销售代理，参与松下产品全系列采购分销	

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

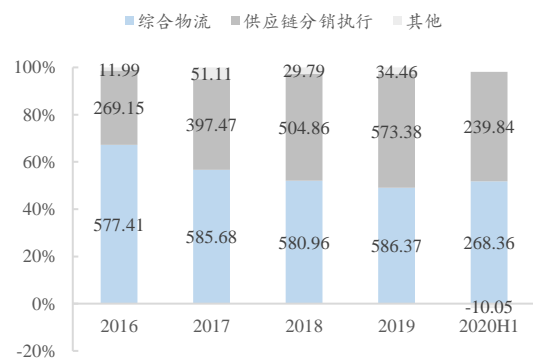
公司整体营业收入增速放缓，供应链分销板块业务增长稳健。近3年公司营收增速放缓，2020年上半年受疫情影响，实现营业收入4.98亿元，同比减少7.03%。分板块看，综合物流业务营业收入维持稳定，供应链分销执行业务营业收入有较大幅度增长，年复合增长率达20.81%。供应链分销业务主要代理松下全系列产品，从线下渠道拓展到线上渠道，加大与天猫、京东、苏宁等电商平台合作，以及拓展地产商与政府采购模式，线上线下销量实现双增长。

Figure 3 公司营业收入及同比增长率 (百万元, %)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

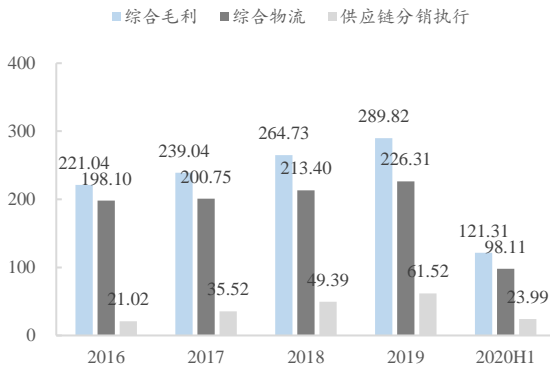
Figure 4 公司各板块业务营业收入 (百万元)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

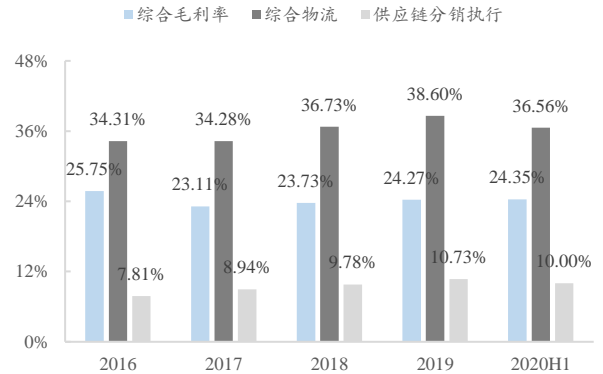
公司综合毛利率稳中有升。2020年上半年综合毛利率24.35%，较去年同期增加了2.72个百分点，主要是受疫情影响，低毛利业务（供应链分销执行）收入减少，综合毛利率有所上升。分业务板块看，近年来综合物流与供应链分销执行业务毛利率稳中有升，经营绩效不断提高。

Figure 5 公司综合毛利及各板块毛利（百万元）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

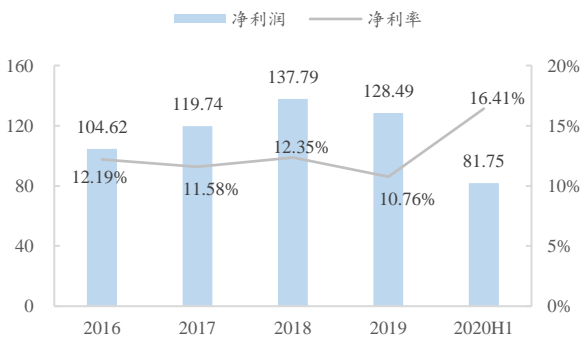
Figure 6 公司综合毛利率及各板块毛利率（%）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

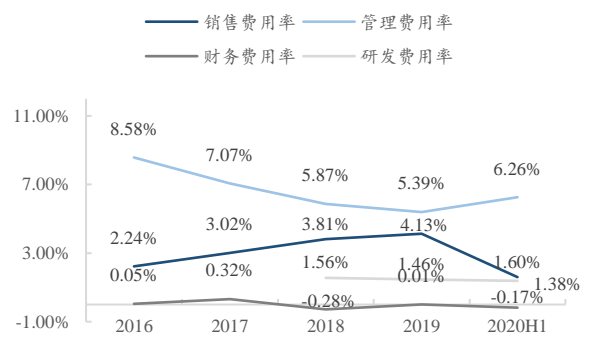
期间费用率控制得当,2020年上半年公司净利率提升。公司2019年2020H1分别实现净利润1.28亿元、0.82亿元,同比增减-6.75%、14.42%,净利率为10.76%、16.41%,较去年同期增减了-1.59、3.07个百分点。2020年上半年净利率的提升主要来自于期间费用率的降低:1.受疫情影响,家电销售渠道受阻,销售费用率有所下降;2.公司无对外借款,上半年购买银行理财获得投资收益。

Figure 7 公司净利润及净利率（百万元，%）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 8 公司期间费用率（%）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

1.2 多因素利好，短中长期业务皆有望实现稳步扩张

短期：加大与菜鸟合作力度，新增9610出口业务。公司2017年首次与菜鸟合作，通过位于南沙保税区内天运物流中心保税仓为浙江菜鸟提供保税仓服务，合同期限三年。2020年8月，公司与菜鸟加大合作力度，提供广州南沙集运仓业务、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，同时公司将在广州区域开拓9610出口关务服务。根据公司公告披露，预计此次合同签订将带来每年1.02亿收入增量。

中期：有望引入战略投资者，寻求新业务增量。根据公司定增预案显示，本次定增计划募集不超过 3.3 亿元，扣除费用后主要用于嘉城港二期及汽车零部件智慧物流中心项目建设，科技赋能仓储物流，若本次定增若顺利落地，将极大补强公司资金储备。本次定增对象出现了广汽集团旗下子公司广州盈蓬投资管理有限公司，双方未来将在高端汽车制造业上探索仓储物流合作机会。嘉诚国际与松下等家电制造业合作多年，已经积累了丰富的制造业物流经验，嘉城港二期项目投产后，物流仓储能力将进一步提升，公司有望未来向高端制造业物流上探，寻求新业务增量。

中期：海南离岛免税邮寄业务开放在即，公司物流仓储经验有望成功复制。当前海南免税商品消费模式即将迎来改变，从传统的免税店提货、机场提货逐步开放邮寄配送服务，在满足海关监管货物的同时，可让免税品直邮到家。我们认为，免税品配送模式将助力海南物流市场规模快速增长。公司拟在海口市及洋浦经济开发区等保税区注资 1 亿美元下设全资子公司嘉诚国际科技供应链（海南）有限公司，负责土地购置、项目投资、建设及运营业务。项目建成后，将布局以下七大业务类型，其中主要业务为：建立离岛免税产品的物流仓储分拨、岛内居民进口免税日用消费品的物流仓储分拨。

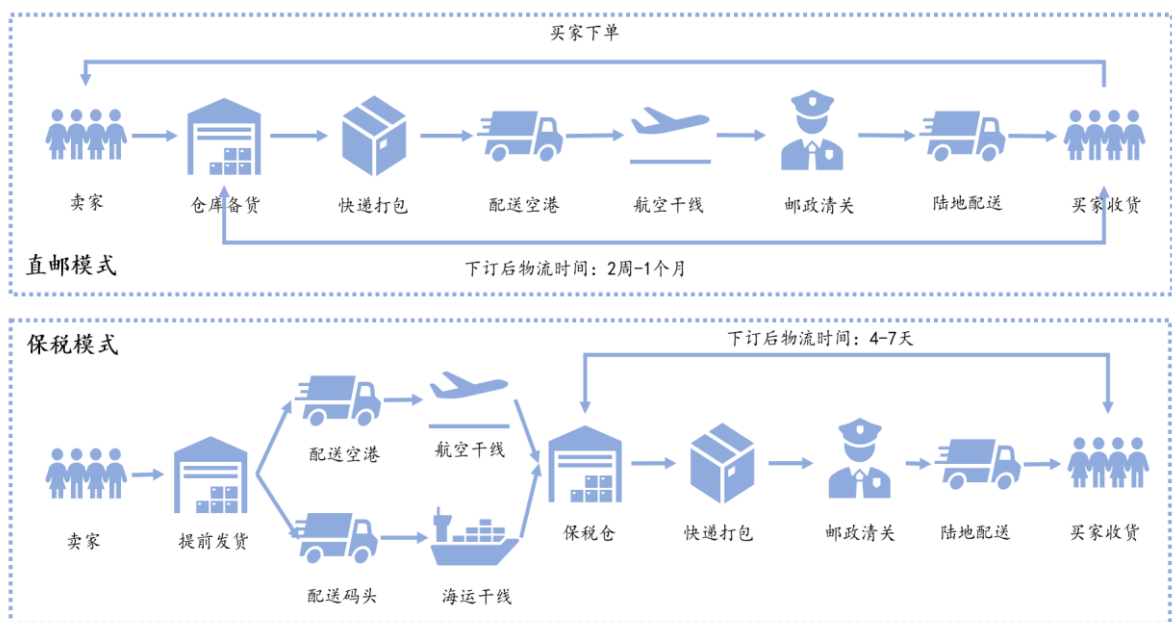
长期：提前锁定番禺地块，保证未来仓储面积稳定增长。2020 年 10 月公司与广州番禺区人民政府签订《合作意向书》，由公司在番禺区投资建设“大湾区（华南）电商港项目”，投资总额 23.88 亿元，项目总占地面积约 9.08 万平方米，预计总建筑面积约 35.07 万平方米。项目拟以“互联网+科技物流”为核心，打造成为线上线下相结合的新零售模式，集无人（智慧）零售体验厅+数智物流中心及流通加工中心、跨境交易展示展览中心、电子商务贸易平台等多功能为一体的国际数智电商综合体。

二、加码跨境电商业务布局，打造“南沙-中国香港超级干线”

2.1 公司致力打造“南沙-中国香港”超级干线

公司已与阿里开展跨境电商进口（保税仓）合作。嘉诚国际已于2017年与浙江菜鸟签订合作，为其提供保税仓储服务（跨境电商进口业务）。保税仓模式是提前将货物存储在销售地仓库，待客户下单后，生成物流单据由当地物流商完成配送，从用户下单到商品配送不超过7个工作日，相较于国际直邮模式下半个月到一个月的配送周期，有效缩短物流时长，提升用户体验。

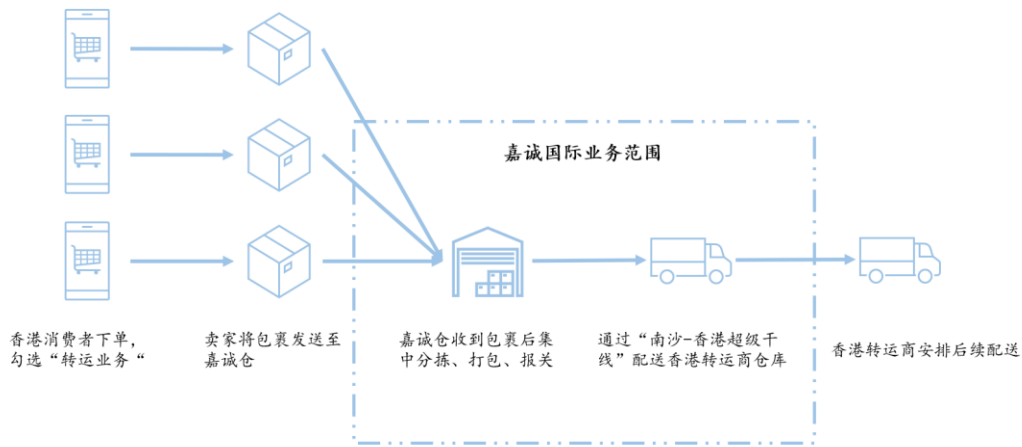
Figure 9 嘉诚国际跨境电商进口（保税仓）模式



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

公司从原有跨境电商进口业务新增 9610 出口业务。9610”全称“跨境贸易电子商务”，针对的是小体量，也就是俗称的集货模式，采用“清单核放，汇总申报”的方式，由跨境企业将数据推送给税务、外汇管理部门，实现退税。2020年与菜鸟新增 9610 跨境出口业务，主要承接“中国大陆-中国香港”段物流仓储运输服务。嘉诚国际 9610 出口业务模式主要为：中国香港消费者在大陆电商平台下单时，勾选转运业务，卖家会将顾客包裹右国内快递公司发送至嘉诚仓，由嘉诚仓进行包裹的重新分拣、打包、报关、清关，通过嘉诚物流体系配送至香港转运商仓库。菜鸟集运模式较直邮有较大的价格优势，按照 0-6KG 包裹计价收费，菜鸟集运费用仅 9.70 元起，顺丰速运费为 23.00 元起。

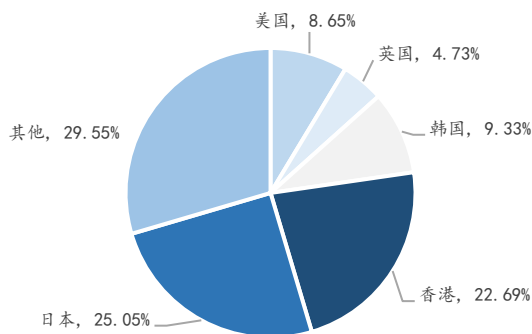
Figure 10 嘉诚国际 9610 出口业务模式



资料来源：公司资料、世纪证券研究所

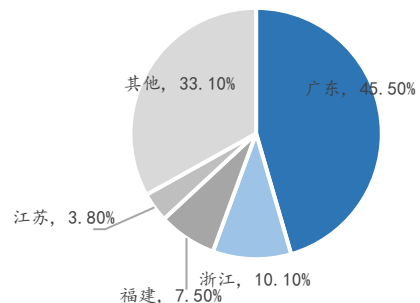
从地域上看，“广东-中国香港”干线是我国跨境电商贸易主要渠道。2019年我国跨境进口电商包裹主要来自于亚洲地区，其中日本（25.05%），中国香港（22.69%），韩国（9.33%）共计占比达 57.07%。从企业集中区域上看，跨境电商企业主要集中在我国东南沿海地带，以广东（45.05%），浙江（10.10%），福建（7.50%）为主。根据海关总署广东分署公布的数据显示，2019年“广东-中国香港”外贸进出口合计总值约 1.1 万亿元，占全省外贸进出口总额 21.16%。

Figure 11 2019 年我国跨境进口包裹来源地分布（%）



资料来源：海关总署、世纪证券研究所

Figure 12 我国跨境电商企业集中区域分布（%）



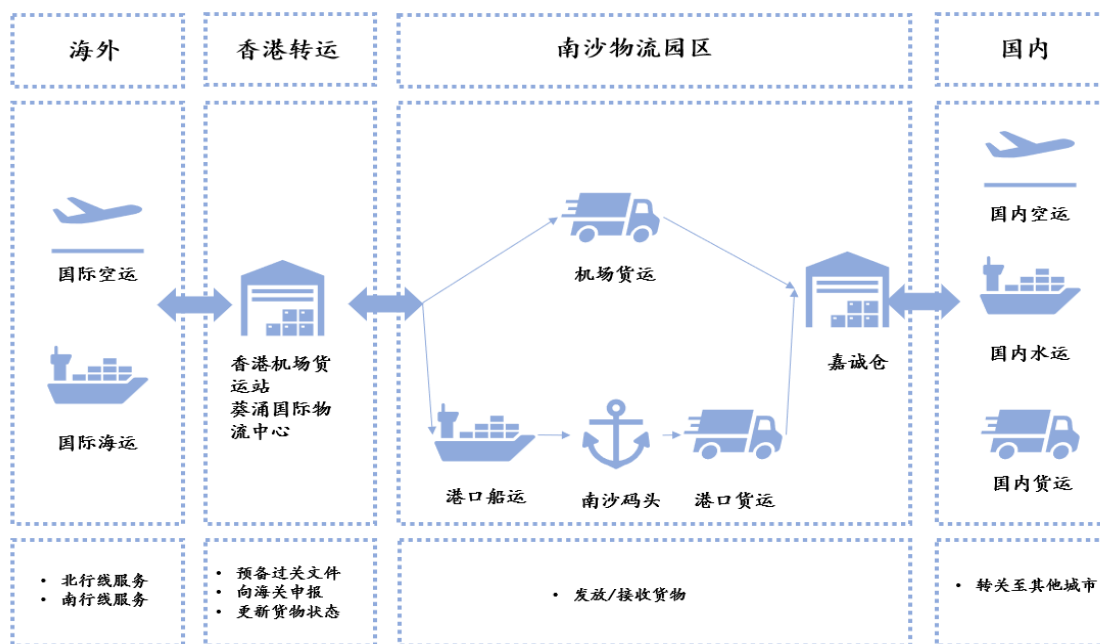
资料来源：海关总署、世纪证券研究所

三大优势构建香港成为我国核心中转港地位。
1.费用低：香港作为国际自由贸易港，对进港货物不征进出口关税（烟酒、碳氢油类、甲醇等特殊品除外），另外到港货物可享受一定时间的免租期，有利于货物中转；
2.通关便捷：香

港进出口手续简单，以快件形式报关相较于贸易报关，不需要货主提供报关单、通关单、许可证及批文等一系列文件；**3.安全性高**：香港对进口货物限制条件少，相较于直接进口到大陆，被海关扣押的几率较小。

借助区位优势，打造“中国香港-南沙超级干线”。按照传统的进口供应链物流模式，在货物到香港机场或葵涌码头卸货后，需要通过货代公司处理货物入库、收货人预申报、货代公司安排中港包车、通关等一系列流程，通常需要7-9天，而嘉城物流通过“中国香港-南沙”超级干线，实现香港机场、码头与天运南沙多功能物流中心一站式空、陆联运的新型物流经营模式，将香港货物的收发点延伸至天运南沙多功能物流中心，将天运南沙多功能物流中心作为香港机场异地航空货栈楼，利用自贸区境内关外的优势实现了海外仓的功能。

Figure 13 南沙“超级干线”业务模式图



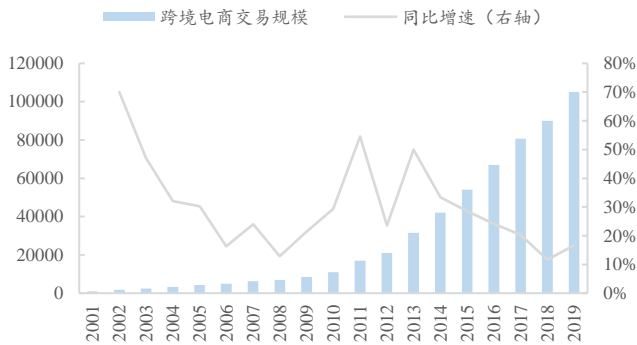
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2.2 我国跨境电商产业链搭建完善

2019年我国跨境电商市场规模已突破10万亿，占全国进出口规模33.29%。

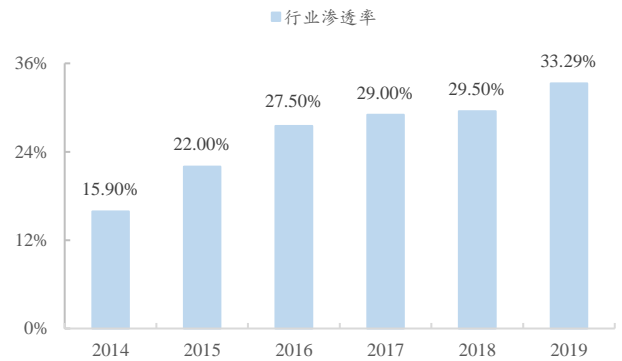
根据网经社公布的数据显示，2019年我国跨境电商交易规模达10.50万亿元，同比增长16.66%，2014年至2019年CAGR为20.11%。2019年我国跨境电商规模占进出口比重为33.29%，同比增长12.84%，跨境电商已经成为我国外贸的重要支柱。根据艾媒咨询发布的《2019上半年中国跨境电商市场研究报告》预计，2020年我国跨境电商市场规模将达到12.7万亿元。

Figure 14 中国跨境电商交易规模及增长率（亿元，%）



资料来源：网经社、世纪证券研究所

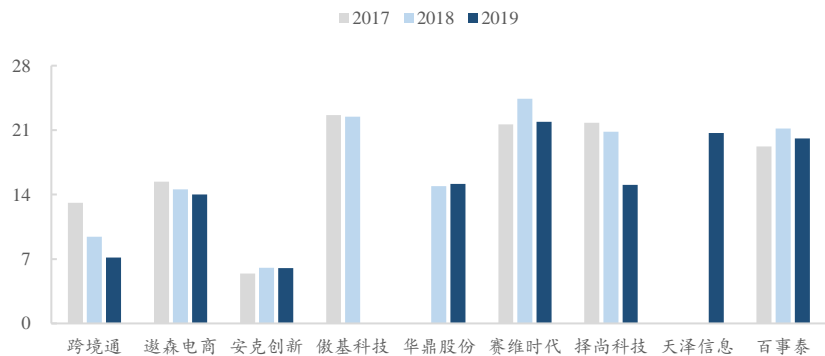
Figure 15 中国跨境电商渗透率（%）



资料来源：网经社、海关总署、世纪证券研究所

跨境电商物流仓储市场规模已达千亿级。我们选取了两家跨境电商上市公司安克创新与跨境通具有代表性的跨境电商企业，通过公司公布数据显示，两家公司物流费仓储费用合计占营业收入分别为 6.05%、7.24%，考虑到规模体量导致公司对物流商及仓储商有较强的议价能力，不能代表跨境电商全行业物流仓储费用率，另外考虑到行业中小参与者众多，不能形成规模优势，因此我们按照全行业 15%-25%物流仓储费用率进行匡算，2019 年跨境电商物流仓储规模约在 1500 亿-2000 亿元左右。

Figure 16 上市公司物流费用占比（%）



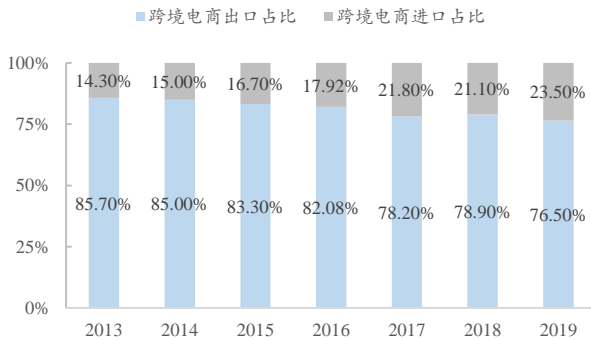
资料来源：各公司公告、世纪证券研究所

注：安克创新 FBA 费用计入平台费用，导致物流费用占比显著低于同行

国内跨境电商平台搭建完善，跨境电商进口规模实现高增长。2019 年我国跨境电商出口占比 76.50%，虽然相较于 2013 年占比下降了 9.2 个百分点，依旧在结构上占据主导地位，跨境出口交易主要集中在亚马逊、eBay、Wish、兰亭集势 (Light in the box)、AliExpress、敦煌网等主流电商平台。跨境进口规模占比逐渐提升，近 5 年 CAGR 为 31.39%，得益于近年来我国涌现出如天猫国际、京东国际、网易考拉、苏宁国际等跨境电商平台的出现，满足了国内消费人群对海外商品购买需求以及为购买海外商品提供了便利。

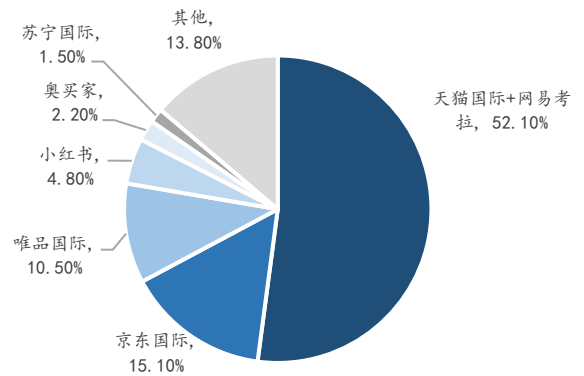
淘系是我国跨境电商进口的绝对龙头。根据艾媒咨询调查数据显示，淘系（天猫国际+网易考拉）占据我国跨境电商进口 52.10% 市场份额，京东国际（15.10%），唯品国际（10.50%）分列二三位，从市场占比来看，2019 年淘宝收购网易考拉之后，淘系在跨境电商进口市场中已成为绝对龙头。

Figure 17 跨境电商进出口占比 (%)



资料来源：网经社、海关总署、世纪证券研究所

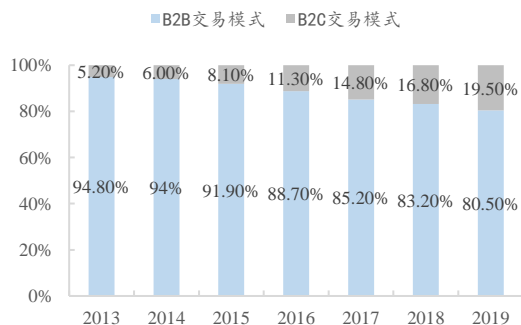
Figure 18 国内跨境电商进口平台市场份额 (%)



资料来源：艾媒咨询、世纪证券研究所

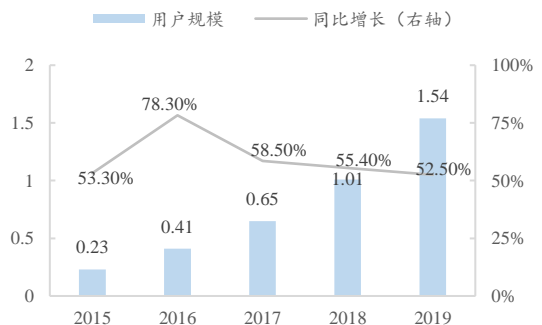
B2C 模式成为跨境电商新势力。从交易结构上来看，B2B 模式长期以来占据主导地位，近年来 B2C 模式下的跨境电商正在崛起。2014 年 B2C 模式下的跨境电商交易规模仅 0.25 万亿，2019 年已实现 2.05 万亿规模，年复合增速高达 42%。B2C 规模高增长的主要原因来自于物流时效提升、商品质量保障、SKU 品类的丰富优化了海淘的用户体验，刺激 C 端消费需求。如：亚马逊海外仓（FBA）、国内保税仓的出现，有效缩短了物流配送时长；自营跨境电商通过自身累计的信用作为担保，从源头采购货物，保真溯源；国际大牌不断的加入，极大的丰富了 SKU，增加了消费者的可选择性。

Figure 19 跨境电商 B2B、B2C 交易规模占比 (%)



资料来源：网经社、海关总署、世纪证券研究所

Figure 20 我国海淘用户规模及增长率 (亿人, %)



资料来源：艾媒咨询、世纪证券研究所

国内海淘用户规模高增长，拉动 C 端进口消费需求。从我国海淘用户规模及增长率来看，2019 年我国海淘用户已达到 1.54 亿人，结合中国电子商务部

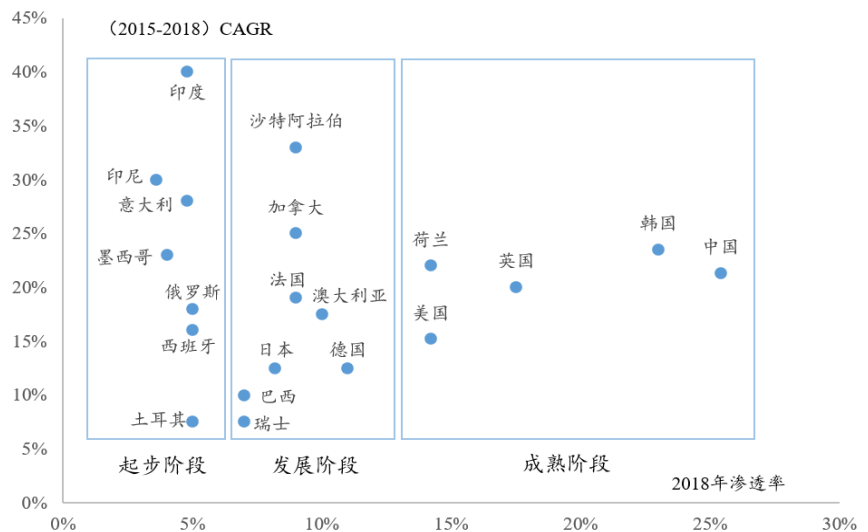
发布的《2019 电子商务发展报告》，我国网购用户规模已达 7.10 亿人，较 2018 年增长 1 亿人，海淘用户规模增长空间充足。在消费升级的大背景下，叠加当下以小红书为代表的“种草类”APP、电商直播风潮、以及海淘用户体验的不断提升，我们认为未来 2-3 年内海淘用户规模还将保持 40% 以上增速，B2C 模式下的跨境电商交易规模占比将进一步提升。

Figure 21 中国跨境电商产业链图谱



资料来源：网经社、世纪证券研究所

Figure 22 2018 年 GDP 前 20 国家线上消费渗透率（横）及 3 年 CAGR（纵）（%）



资料来源：Google&德勤、世纪证券研究所

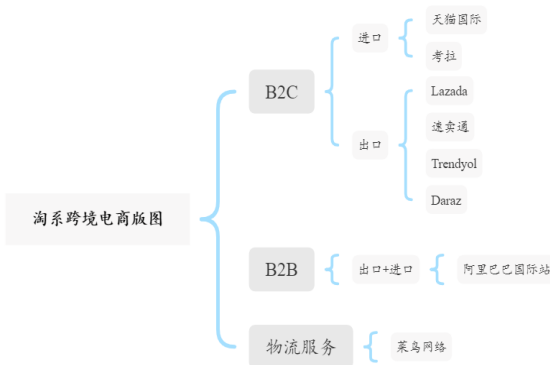
受疫情影响，有望提升全球线上消费渗透率。根据谷歌与德勤联合发布的《中国时尚跨境电商发展报告》显示，我国线上购物渗透率已居世界前列，欧美国家及东南亚市场渗透率相比于中国有较大提升空间。受今年疫情的催化，线下消费向线上转移的趋势加剧，线上消费渗透率有望进一步提升。值得注

意的是，线下消费向线上转移的趋势在本次疫情结束后，是否存在可持续性，还需要更长时间维度的数据验证。

2.3 淘系跨境电商 C 端业务占比超 70%

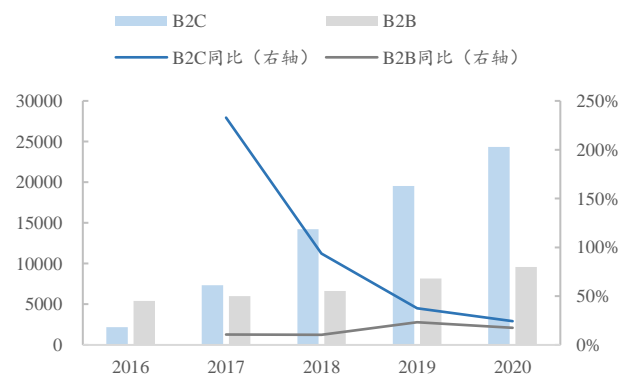
淘系跨境电商产业链布局完善，B2C 规模占主导地位。2020 财年，阿里巴巴跨境零售（B2C）实现收入 243.20 亿元，近 5 年 CAGR 为 61.64%，主要得益于 Lazada 及天猫国际 GMV 增长、收购网易考拉带来的新业务收入增长。跨境批发业务（B2B）2020 财年实现收入 95.94 亿元，5 年 CAGR 为 12.08%，主要由阿里巴巴国际站提供平台服务。从营收结构上看，跨境零售业务占比不断提升，2020 财年 B2C 业务收入占比已超 70%，主要原因在于：1.线上用户的年轻化，对新事物接受程度高，从境内网购转变到跨境网购的转化难度较低；2.对海外优质商品的需求不断提升；3.商品时效、质量以及用户体验的不断优化；

Figure 23 淘系跨境电商版图



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 24 阿里跨境电商分业务板块收入（百万元，%）



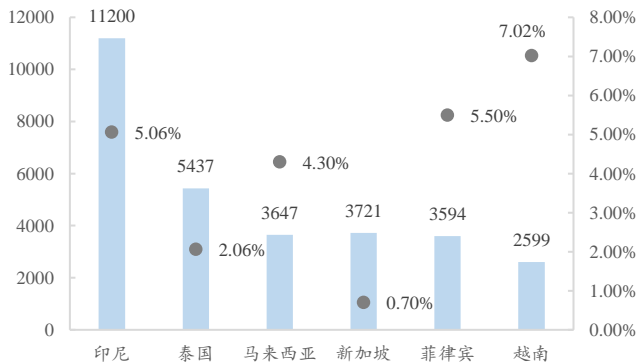
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

(1) B2C 跨境出口：积极布局新兴经济体-东南亚地区

东南亚未来有望成为全球第四大新兴经济体。东南亚国家从经济体量上来看规模相对较小，处在世界中游水平，但是从 GDP 增速上看，东南亚 6 国合计 GDP 增速近十年维持在 5% 以上，远超发达国家（不足 2%）。根据 Google&淡马锡发布联合发布的报告称，到 2030 年，东南亚 6 国有望成为全球第四大经济体。从 GDP 支出结构占比来看，印尼、马来西亚、菲律宾、越南 4 国居民消费占 GDP 比重超 50%，预计未来 3-5 年东南亚 6 国居民消费支出占 GDP 比重将维持当前水平。

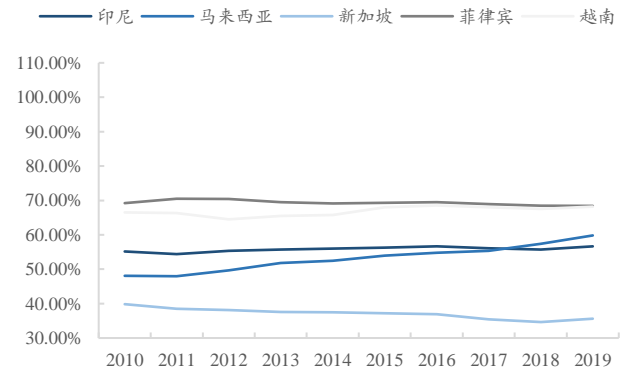
收购 Lazada, 布局东南亚, 主打下沉市场。Lazada 是淘系布局东南亚地区的跨境电商平台, 业务网点涵盖印尼、越南、马来西亚、泰国、新加坡、菲律宾六个国家, 考虑到当地消费者购买力以及电子商务发展现况, Lazada 主要针对下沉市场用户, 通过低价格商品吸引用户。

Figure 25 2019 东南亚国家 GDP 及增速 (万亿美元, %)



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 26 东南亚 5 国居民消费支出占 GDP 比重 (%)



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

东南亚市场呈现四大特征: **1.互联网&智能手机渗透率高; 2.电子商务渗透率低; 3.数字经济规模呈现高增长; 4.未来人口将进一步呈现年轻化;**

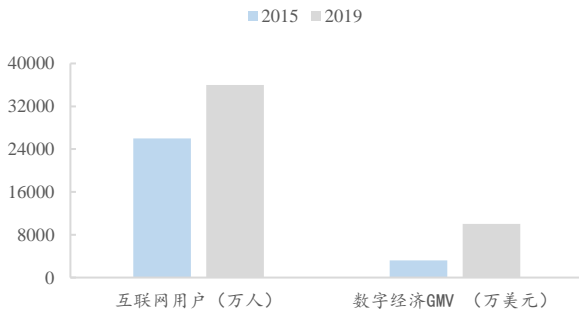
- **互联网&智能手机渗透率高:**2019 年东南亚 6 国互联网渗透率均超 85%, 其中马来西亚、菲律宾、越南互联网渗透率超 90%; 东南亚 6 国智能手机普及率较高, 印尼智能手机渗透率虽然低于 50%, 但是智能手机用户数远超于其余国家。结合互联网普及率与智能手机渗透率来看, 智能手机已经成为东南亚国家居民上网最主要的方式。
- **电子商务渗透率低:**从电子商务渗透率来看, 东南亚 6 国当前仍处在电子商务起步阶段, 渗透率低, 互联网用户群体庞大, 用户消费需求强烈, 对价格波动敏感, 偏好低价商品, 是孕育电商行业发展的优质土壤。
- **数字经济规模呈现高增长:**根据 Google&淡马锡公布的数据显示, 2019 年东南亚 6 国数字经济规模已实现 1 亿美元, 2015-2019 年复合增长率达 32.96%。
- **未来人口将进一步呈现年轻化:**从人口结构上看, 东南亚国家老龄化人口比重低, 新生代人口比重高, 人口红利存在比较优势, 未来 10-15 年内, 随着新生代的成长, 以及智能手机渗透率的提升, 东南亚国家人口红利优势将进一步凸显。

Figure 27 2019年东南亚6国数字经济发展情况

	泰国	印度尼西亚	马来西亚	菲律宾	越南	新加坡
人口总数(万人)	6929	26800	3225	10700	9696	583
互联网用户数(万人)	5700	15000	2528	7600	6400	492
社交平台用户(万人)	5100	15000	2500	7600	6200	460
移动社交用户(万人)	4900	13000	2400	7200	5800	420
互联网渗透率	85.96%	86.67%	94.94%	94.74%	90.63%	85.37%
智能手机渗透率	70.72%	48.51%	74.42%	67.29%	59.82%	72.04%
平均每天上网时长	9h11m	8h36m	8h05m	10h02m	6h42m	7h02m
电商占总零售比例	0.80%	2.40%	0.70%	1.50%	0.60%	2.10%

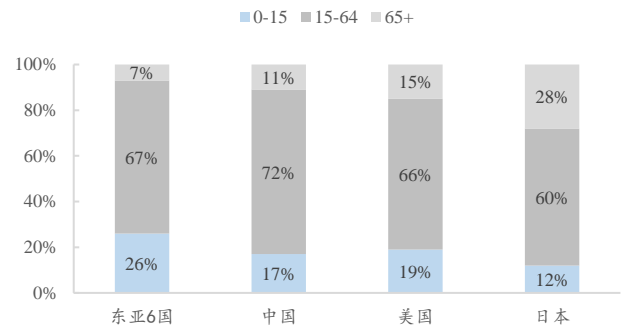
资料来源: We Are Social & Hootsuite、世纪证券研究所、世纪证券研究所

Figure 28 东南亚6国互联网用户及数字经济规模



资料来源: Google&淡马锡、世纪证券研究所

Figure 29 东南亚6国及中美日人口结构分布(%)

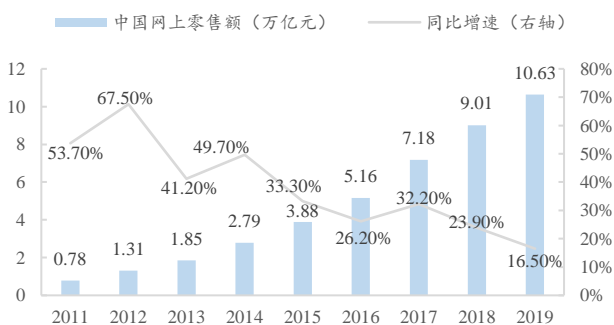


资料来源: Google&淡马锡、世纪证券研究所

(2) B2C 跨境进口: 网购用户规模增长为主要驱动力

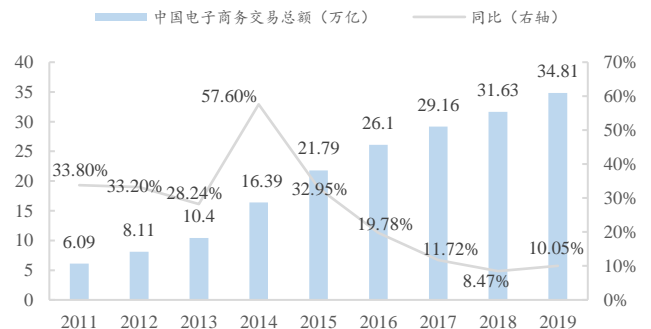
国内电子商务市场发展成熟。根据中国商务部公布的《2019年中国电子商务报告》显示,我国电子商务交易额已实现 34.81 万亿元,同比增长 10.05%,国内网上零售额已实现 10.63 万亿元,同比增长 16.50%,无论是从网上商品零售占社零比重(25.82%)来看,还是从线上商品交易规模来看,中国电子商务市场发展已经走在世界前列。

Figure 30 全国网上零售额及增速(万亿, %)



资料来源: 中国商务部、世纪证券研究所

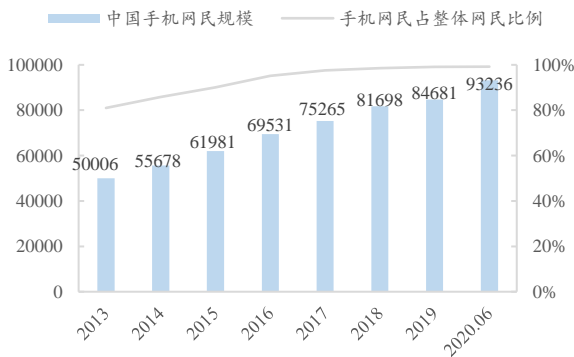
Figure 31 中国电子商务交易额及增速(万亿元, %)



资料来源: 中国商务部、世纪证券研究所

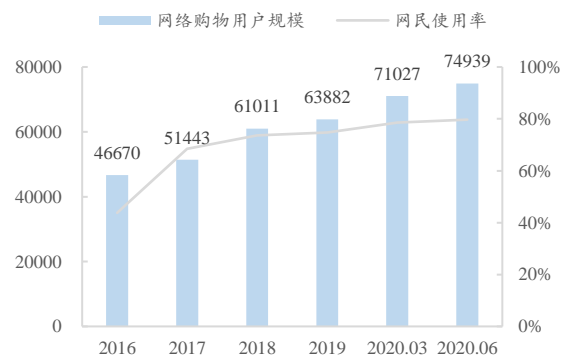
疫情催化，加速国内网购渗透率提升。根据中国互联网络信息中心公布的第46次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截止2020年6月，中国手机网民规模已达9.32亿人，整体网民规模已达9.40亿人，手机网民占整体网民渗透率达99.20%。从国内网购用户规模及使用率来看，疫情对我国网购用户渗透率起到了极大的催化作用，截止2020年6月，国内网民用户规模已达7.49亿人次，较2019年底增加1.11亿人，网民使用率较2019年底提升4.9个百分点。疫情助推“宅经济”发展，尤其是疫情期间生鲜电商和线上买菜等民生类消费迎来爆发式增长，加速国内线下消费转移向线上转移。

Figure 32 中国手机网民规模及渗透率 (万人, %)



资料来源：CNNIC、世纪证券研究所

Figure 33 中国网购用户规模及使用率 (万人, %)



资料来源：CNNIC、世纪证券研究所

Figure 34 我国跨境电商市场概况

	2016	2017	2018	2019
海淘用户 (亿人)	0.41	0.65	1.01	1.54
网购用户 (亿人)	4.67	5.14	6.10	6.39
海淘用户渗透率 (%)	8.78%	12.65%	16.56%	24.10%
网上零售额 (亿元)	51600	71800	90100	106300
跨境电商进口 B2C (亿元)	744	1113	1613	1996
跨境电商进口渗透率 (%)	1.44%	1.55%	1.79%	1.88%
海淘用户客单价 (元/人/年)	1815	1712	1597	1296
网购用户客单价 (元/人/年)	11049	13969	14770	16635

资料来源：CNNIC、网经社、国家统计局、世纪证券研究所

三、把握核心区位仓储资源，构筑盈利护城河

3.1 仓储用地供给、高标仓储资源稀缺限制电商行业发展

物流仓储用地、高标准仓库供给偏紧是制约电商行业发展的两个重要原因。从土地供给看，以广东为例，早年间受产业转移政策影响，佛山、东莞成为工矿仓储用地供应主力军，但是近三年收地集约化政策影响，佛山、东莞工矿用地供应收紧趋势明显。广深方面：深圳土地资源紧缺，2017-2019年未向市场投放工矿仓储用地；广州工矿仓储用地整体供给偏紧，2020年预计投行50万平方米物流仓储用地，占广州总土地供应量2.46%。从仓储资源结构上看，2020年华南地区高标仓与普通仓占比约为3:7，其中佛山、东莞等地新竣工仓库均为新建高标仓，未来新仓竣工以及旧仓改造将会进一步优化华南地区仓源结构。2020年广州高标仓与普通仓占比仅为1:9，广州仓库投入使用年限较长，多为老旧仓库（普通仓），物流用地供给紧张，新仓（高标仓）供给不足。

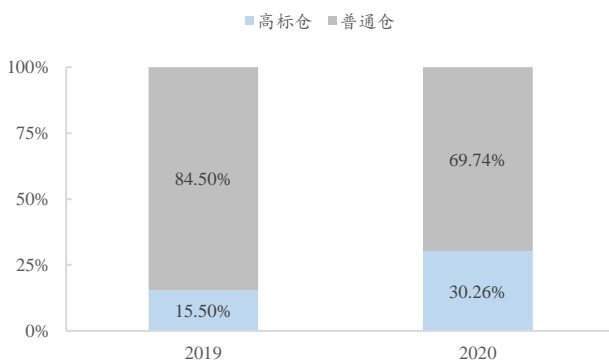
Figure 35 2017-2020年广东地区工矿仓储用地供应（万m²）

城市	2017	2018	2019	2020
佛山	351.00	463.00	303.00	*
东莞	221.37	222.05	71.07	80.12
广州	24.50	96.56	29.92	50.00
深圳	0.00	0.00	0.00	*

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

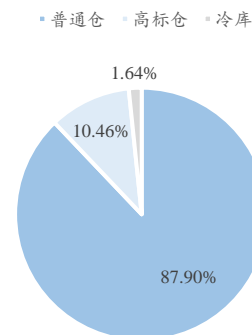
注：*表示2020年佛山、深圳工矿仓储用地供应数据暂无资料

Figure 36 2019-2020 华南地区一般仓储结构分布（%）



资料来源：物联云仓、世纪证券研究所

Figure 37 2020年广州仓源结构分布（%）

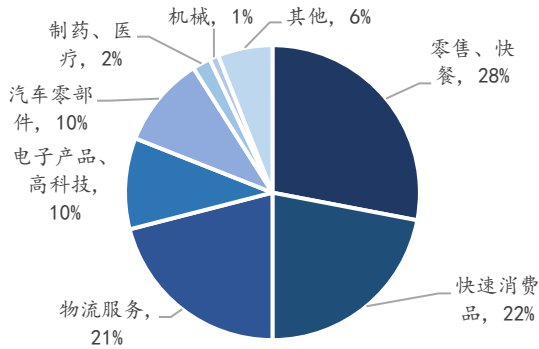


资料来源：物联云仓、世纪证券研究所

第三产业仓储需求占比超6成，仓储质量水平是用户首要考虑因素。根据普洛斯中国公布的各行业仓储租赁需求来看，零售及快餐、快消品、物流服务、电子产品及高科技、汽车零部件等行业是仓储需求的主要来源。另外根据JLL发布的《中国物流仓储市场需求趋势》报告中涉及的问卷调查，受访者首要

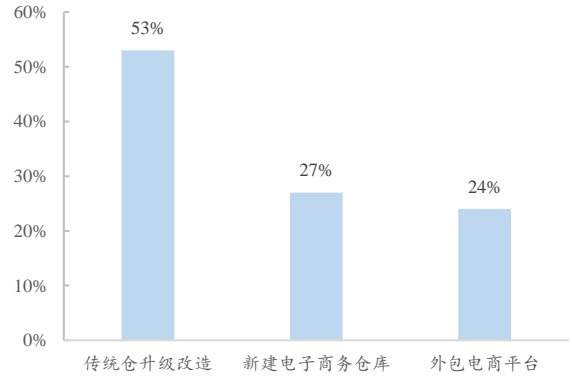
关注仓库的质量与设计，而价格、服务水平、租约形式为第二档考虑对象。针对“中国电商发展如何影响仓库和配送中心的运营”这个问题，超过一半的受访者选择了传统仓库升级改造这一选项，另外有27%的受访者寻求自建电子商务仓库，24%的受访者希望通过外包形式满足高标准仓库需求。

Figure 38 普洛斯租户类型按租赁面积占比 (%)



资料来源：普洛斯、JLL、世纪证券研究所

Figure 39 电商仓库配置及运营问卷调查结果 (%)



资料来源：JLL、世纪证券研究所

Figure 40 高标仓与普通仓区别

	高标仓	普通仓
建筑构造	多楼层库 (容积率 2.5-3)	单层平库 (容积率 1)
基本参数	标准装卸月台 (高度 1.3 米)、装备雨棚、层高 9 米 (单边门多, 双边多边, 坡道进出)、消防丙二类、地面为金刚砂、库间距单边 26.5 米以上、双边距离 45 米以上、地面承重单平米不低于 5 吨;	单边进出与双边进出
仓库选址	靠近公路、机场、港口等交通枢纽地段, 交通便捷, 其辐射区域更为广泛, 能够降低运输成本	选址靠近厂房
自动化水平	可实现作业高机械化和自动化	自动化程度低
合规属性	规划许可证、施工许可证、竣工验收许可证、消防备案证、土地证、房产证	部分仓库土地性质不明确

资料来源：熊猫小仓、世纪证券研究所

3.2 南沙区高标准仓储供需关系紧张

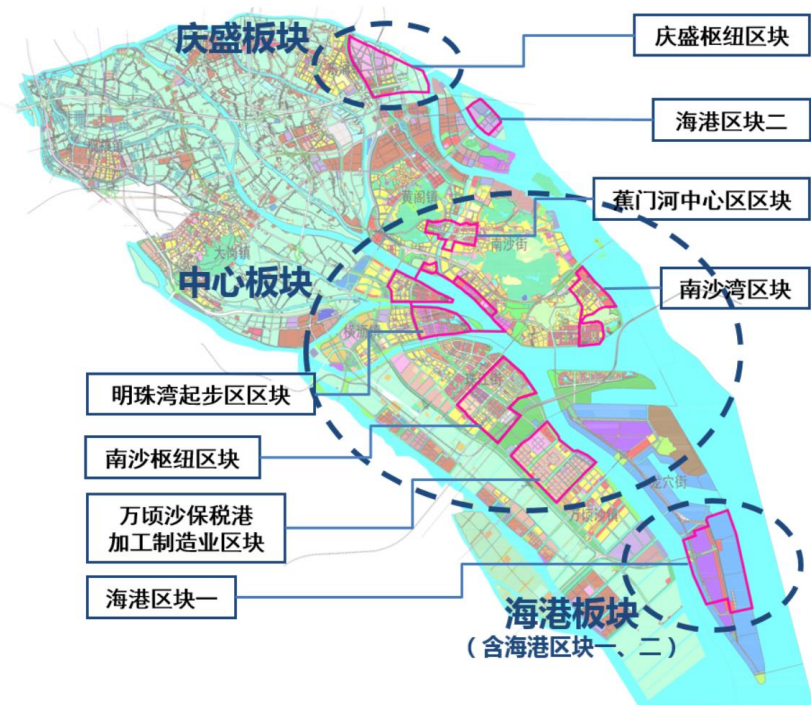
南沙自贸区内物流仓储用地供给紧张。根据广州市规划和自然资源局公布的南沙自贸区内建设规划显示，南沙区 7 个区块共计占地 60 万平方公里，其中建设功能用地面积达 3768 公顷，规划物流仓储用地合计 462 公顷，占比仅为 12.26%，物流仓储用地供给紧张。依照《广州市 2020 年建设用地供应计划》显示，仓储用地总供应量为 50 万平米，分别来自花都区 (45 万平米)、增城区 (4 万平米)、荔湾区 (0.7 万平米)，南沙区未规划新仓储用地，仓储用地稀缺性进一步显现。

Figure 41 南沙自贸区仓储用地供给不足

区块	地块名称	用途	占地面积 (万平方米)	规划建设功能用地 (公顷)	规划物流仓储用地 (公顷)
1	海港区块—龙穴岛作业区	国际航运发展合作区	15	1324	362
2	明珠湾起步区区块	金融商务发展试验区	9	513	0
3	南沙枢纽区块	粤港澳融合发展试验区	10	492	0
4	庆盛枢纽区块	泛珠现代服务业国际合作社区	8	247	0
5	南沙湾区块	国际科技创新合作区	5	321	0
6	蕉门河中心区块	境外投资综合服务区	3	139	0
7	万顷沙保税港加工制造业区块	国际加工贸易转型升级服务区	10	732	100

资料来源：广州市规划和自然资源局、世纪证券研究所

Figure 42 南沙自贸区新片区总体规划概况



资料来源：广州南沙自贸区官网、世纪证券研究所

供需缺口导致南沙区内仓库供不应求。2019年南沙区共计通用仓储面积为39.21万平方米，占全广州仓储面积3.27%，从供需层面来看，由于仓储资源稀缺、南沙区仓储呈现高租金、低空置率趋势，从仓储资源结构来看，当前南沙主要以普通仓为主，高标准仓储资源稀缺。从需求端来看，南沙区已经成为广州市外贸重要区域，根据海关数据按地区划分，2019年南沙区进出口贸易实现313亿美元，占广州市进出口贸易比重为21.08%，仅次于黄埔区(28.05%)。

南沙区仓储呈现低空置率、高租金价格状态。我们将黄埔区与南沙区仓储情况进行对比，可以发现：1.核心客户相似，物流商、电商客户占据主导地位；

2.均呈现低空置率状态，仓储供需偏紧；3.租金价格水平相近。2019年黄埔区实现对外贸易规模416亿美元，仓储面积为552万平米，且呈现紧供给状态，对照南沙区2019年对外贸易规模规模313亿美元，占广州市进出口总值比重21.08%，而南沙区内仓储面积仅39万平米，仓储供给严重不足。我们预计嘉诚港2期33万平米仓储项目落地后将有效缓解当前南沙区内仓储供给不足问题，并且新仓投放对租金价格水平并不会产生较大的冲击。

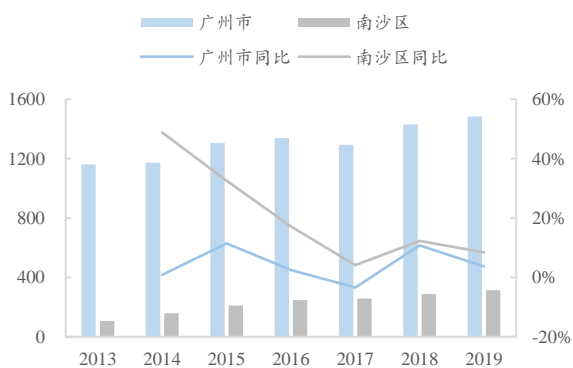
Figure 43 2019年广州市重点分区通用仓储情况

片区	仓储面积 (万 m ²)	占比	租金 (元/月/平米)	空置率	主要仓库类型	核心客户
从化区	19.00	1.59%	33.63	4.51%	厂房、普通仓	汽车配件、第三方物流
花都区	111.23	9.28%	28.08	30.72%	厂房、普通仓、高标仓	生产加工、第三方物流
增城区	262.05	21.87%	25.13	24.85%	厂房、普通仓	物流、生产加工、汽车配件
白云区	155.61	12.99%	25.94	20.48%	普通仓、厂房	第三方物流
黄埔区	552.37	46.09%	33.16	4.29%	普通仓、厂房、高标仓	物流中转、电商、生产加工
番禺区	51.93	4.33%	28.82	27.37%	普通仓、厂房、高标仓	生产加工、第三方物流
南沙区	39.21	3.27%	30.08	3.68%	普通仓	第三方物流、外贸、电商

资料来源：物联云仓、世纪证券研究所

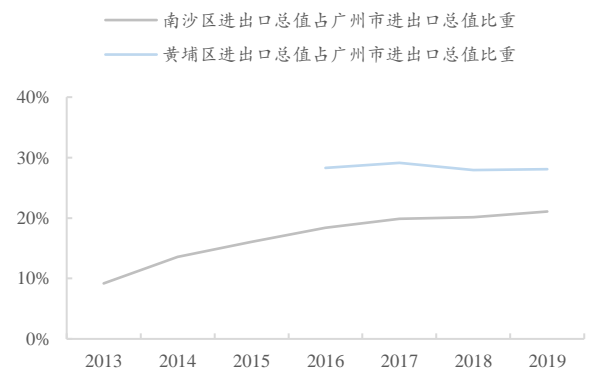
南沙区进出口数据在不同统计口径下存在较大差异。我们将进出口数据按照海关数据及区域数据两个口径比较，其中海关数据表示的是每个海关区域接受的进出口货物的贸易统计数据，而区域数据表示的是根据进出口商品企业所在地的国家各个地区的外贸数据，若企业所在地为广州市黄埔区，而报关港口为南沙港，则此数据计入南沙港海关口径外贸数据，不计入南沙地区口径外贸数据。通过不同口径数据对比可以发现，南沙区海关口径数据远高于区域口径数据，我们认为，南沙坐拥自贸区优势，通关便捷，但是由于仓储资源紧缺，物流商及外贸商倾向将货物存放在黄埔区。若未来南沙区仓储供给紧张情况有所缓解，企业会首要考虑将货物存储在南沙仓库。

Figure 44 广州及南沙进出口总值变化（万亿美元）



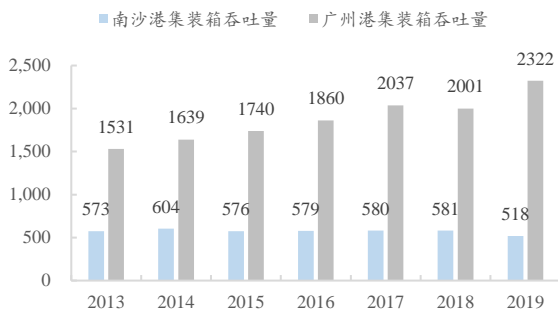
资料来源：广州市统计局、世纪证券研究所

Figure 45 南沙区及黄埔区进出口额占全市比重 (%)



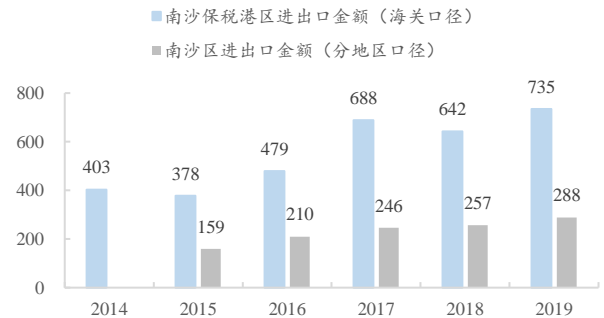
资料来源：广州市统计局、世纪证券研究所

Figure 46 南沙港集装箱吞吐量 (万 TEU)



资料来源: Wind 资讯、广州市统计局、世纪证券研究所

Figure 47 南沙保税区进出口金额 (%)



资料来源: Wind 资讯、广州市统计局、世纪证券研究所

3.3 核心区位释放仓储资源

核心区位 50 万平高标仓储资源释放，弥补南沙区内高标仓需求缺口。嘉诚国际港建筑面积约 50 万平米，因年初受疫情影响，投产时间较计划有所延后，根据公司最新公告显示，#1、#2、#3、#5 号仓库预计 2020 年 11 月达到预定可使用状态，#4 号仓库作为工程物料存放点，预计 2020 年 3 月可达预定可使用状态。嘉诚国际港完全投入使用后，预计年间作业能力将达到 60 万箱量，可承载 550 台货柜车同时作业。新仓坐落位于南沙区东涌镇鱼窝头中心工业区内，紧靠南沙自贸片区，与天运物流中心距离 35KM，运输时间仅 46 分钟，依托南沙保税区内天运南沙多功能国际物流中心，将跨境电子商务延伸至嘉诚国际港，有效实现区港联动。

Figure 48 嘉诚国际自有仓储明细

项目名称	仓储性质	位置	仓库面积 (平方米)	项目状态	计划投入金额 (万元)	项目用途
天运国际物流中心	普通仓	南沙保税区内保税物流中心内	120000.00	已使用	50000.00	多功能国际保税物流中心
嘉诚国际港二期	高标仓	广州南沙区东涌镇鱼窝头中心工业区内，紧靠南沙自贸片区	500000.00	#1、#2、#3、#5 仓库预计 2020 年 11 月达到预定可使用状态，#4 仓库预计 2021 年 3 月左右达到预定可使用状态	91778.00	汽车零部件物流中心；跨境电商物流中心；松下电器供应链分销中心；
嘉诚国际港三期	高标仓	广州南沙区东涌镇鱼窝头中心工业区内，紧靠南沙自贸片区	100000.00	规划中	60000.00	写字楼+仓库

资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

迈向高端智能仓储平台，科技赋能供应链。公司将嘉诚国际港打造成高端智能仓储，投入 8000 万打造仓库管理系统 (WMS)、运输管理系统 (TMS)、射频识别系统 (RFID)，全面提升货物的智能化包装、配送、装卸及仓储能

力，实现对物流过程中的货品状态全程监控，提高物流效率，进一步提高公司的核心竞争力。

“核心区位+优质仓储资源”是公司**与菜鸟网络牵手合作的主要原因**。从国内电商平台对仓储布局的重视程度不断提高可以看出，优质仓储资源布局是未来电商的核心优势。由于阿里布局仓储物流时间晚于京东、苏宁，但是通过“自建+外协+投资”形式，在物流仓储用地供给偏紧的大趋势下，外协优质仓储资源成为了菜鸟体系的主要如与万科合作投资仓储巨头普洛斯（市占率33%），与苏宁在物流仓储合作金额超已超5亿元，极大程度缓解了优质仓储资源的困境。我们认为，“核心区位+优质仓储资源”是嘉诚国际的核心竞争力，这也是菜鸟网络选择嘉诚国际作为战略合作伙伴的最主要原因，以及公司未来公司切入汽车供应链的重要基础支撑力。

Figure 49 国内电商平台仓储布局

	合计仓储面积 (万 m ²)	仓储布局
菜鸟	315	22 个物流园区，深度覆盖华南、华中、华东、华北、华西
京东	1690	遍布 89 个城市，共计 700 个仓库
苏宁	1210	44 个城市投入 57 个物流基地，摘牌合肥、重庆、南宁、济南、贵阳、沈阳等 20 个城市物流仓储用地

资料来源：公司公告、公司官网、世纪证券研究所

四、未来发展路径清晰，仓储物流业务做深做广

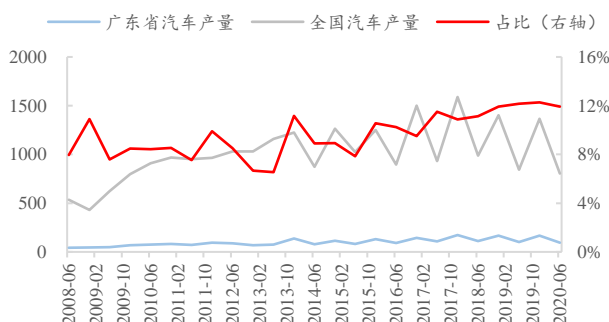
4.1 公司有望以家电制造业为起点上探高端制造业

公司与松下多年合作经验复制推广，客户资源逐步拓展。2007年公司以松下电器的全程供应链管理起步，经过多年的业务发展与经验积累，将成功经验复制拓展，目前已形成以家电、汽车配件（轮胎）、日化产品为主的下游行业格局。根据公司公告披露，除松下电器外，已与广州浪奇、日立冷机、住友电工等大型制造企业形成长期合作，另与欧派家居、通用股份、新宝股份、广州鸿图、伊之密等上市企业建立了良好合作关系，客户资源丰富。

联手广汽，资源禀赋，公司有望切入高端制造业产业链。根据公司2020年度非公开发行A股股票预案披露，公司将与广汽集团全资子公司广汽资本签订战略合作协议，未来有望围绕整车及汽车配件物流行业展开深度合作，从家电制造业进军高端汽车制造业。具体合作方式为：1.与广汽资本旗下被投资公司及相关企业开展业务交流，探讨合作可能性；2.广汽资本引荐嘉诚国际与广汽集团旗下汽车销售、物流配送、进出口配套服务等业务探讨业务合作机会；3.双方在自动驾驶等前瞻性领域方面开展合作，用科技赋能物流行业。

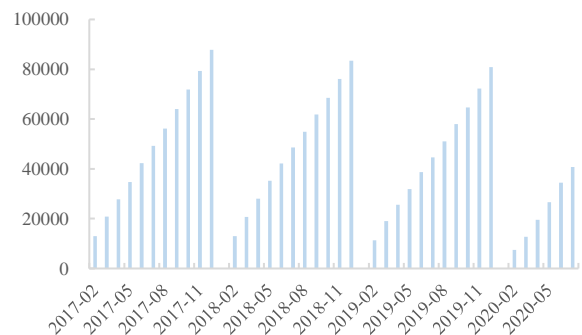
广东省汽车制造业市场规模约接近万亿。从我国汽车产量地区分布来看，广东省汽车产量占全国汽车产量比重接近12%左右，汽车产业链布局完善，除广汽外，比亚迪、东风、中集集团、新威马等头部汽车厂商均有在广东设立工厂。根据国家统计局公布数据显示，2019年全年我国规模以上汽车制造业营收超8万亿，我们预计2020年全国规模以上汽车制造行业营收还将维持在8万亿规模水平，依此推测广东省汽车制造行业营收约在9600亿左右规模，市场空间广阔。

Figure 50 广东及全国汽车产量（万辆，%）



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 51 汽车制造业营业收入累计值（亿元）



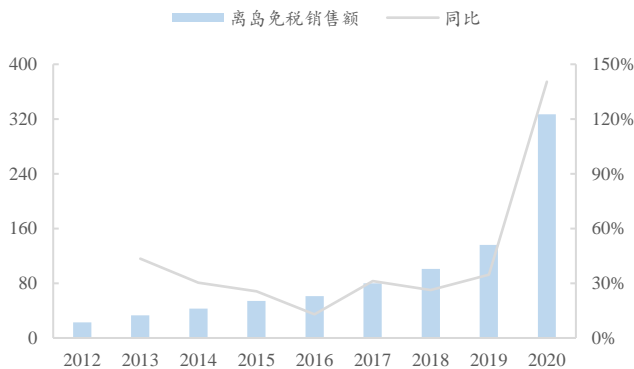
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

4.2 保税区仓储经验复制，进军海南打造免税物流仓储分拨中心

成立海南子公司，打造多功能数智物流中心。根据公司最新公告显示，公司拟在海口市及洋浦经济开发区等保税区注资 1 亿美元下设全资子公司嘉诚国际科技供应链（海南）有限公司，负责土地购置、项目投资、建设及运营业务。项目建成后，将布局以下七大业务类型：**一、离岛免税产品的物流仓储分拨中心业务；二、岛内居民进口免税日用消费品的物流仓储分拨中心业务；三、电子商务国际物流中心；四、制造业全球国际分拨中心业务；五、前置海外仓业务；六、全球中心仓业务，实现一仓发全球的中心仓功能；七、国际采购及加工分拨中心。**

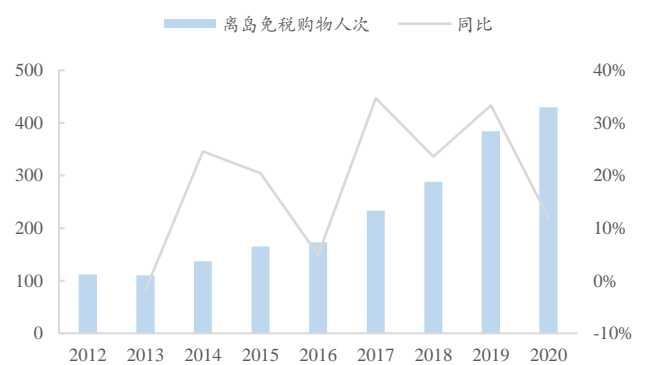
海南物流规模有望受益于免税商品销售规模增长实现快速扩张。自 2020 年 6 月海南省自贸港政策下发实施以来，2020 全年海南离岛免税销售额超 327 亿元，同比增长 127%，根据海南省省委书记接受媒体采访时表示，海南目标在 2022 年实现免税销售额 1000 亿元。按照 15%-20% 仓储物流费用占比测算，预计 2022 年海南省免税物流仓储规模约在 150-200 亿左右。

Figure 52 海南省离岛免税销售额（亿元）



资料来源：海口海关、海南省统计局、世纪证券研究所

Figure 53 海南省离岛免税购物人次（万人）



资料来源：海口海关、海南省统计局、世纪证券研究所

海南离岛免税邮寄业务开放在即，公司物流仓储经验有望成功复制。当前海南免税商品消费模式即将迎来改变，从传统的免税店提货、机场提货逐步开放邮寄配送服务，在满足海关监管货物的同时，可让免税品直邮到家。我们认为，免税品配送模式将助力海南物流市场规模快速增长。从供给方面来看，当前海南缺乏规模以上保税物流中心，2020 年 8 月，三亚凤凰国际机场获批建设海南首个保税物流中心，规划建筑面积约 5 万平方米。我们认为，公司在保税物流运营管理经验丰富，能将南沙保税区经验成功复制到海南保税区。

4.3 布局大湾区（华南）国际电商港项目

提前锁定番禺地块，保证未来仓储面积稳定增长。2020 年 10 月公司与广州番禺区人民政府签订《合作意向书》，由公司在番禺区投资建设“大湾区（华南）电商港项目”，投资总额 23.88 亿元，项目总占地面积约 9.08 万平米，预计总建筑面积约 35.07 万平米。项目拟以“互联网+科技物流”为核心，打造成为线上线下相结合的新零售模式，集无人（智慧）零售体验厅+数智物流中心及流通加工中心、跨境交易展示展览中心、电子商务贸易平台等多功能为一体的国际数智电商综合体。

五、盈利预测与投资评级

5.1 关键假设

(1) 收入增长假设

预计公司 2020-2022 年，整体营收增速分别为：7.30%、47.15%、16.19%，分项业务如下：

综合物流：根据公司最新公告披露，嘉诚国际港二期工程 1#、2#、3#、5#、仓库预计于 2020 年 11 月达到预定可使用状态，4#仓库于 2021 年 3 月左右达到预定可使用状态，另外考虑到仓库完全投产后仓储转移尚需一定时间，因此将 2021 年作为完全投产年度。我们预计嘉城港二期完全投产后将带来 5.16 亿增量收入，预计 2020-2022 年公司综合物流板块营收增速分别为：0.62%、87.54%、20.00%。

商品销售：公司为松下电器提供商品经销业务，是松下电器在华南大区的总代理，近 3 年商品销售收入复合增长率为 20.11%，考虑到受家电行业周期影响，我们预计未来三年公司商品销售收入增速分别为：15.00%、13.00%、11.00%。

Figure 54 收入预测表（百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
综合物流	580.96	586.37	590.00	1106.47	1327.76
YOY	-0.81%	0.93%	0.62%	87.54%	20.00%
商品销售	504.86	573.38	659.39	745.11	827.07
YOY	27.02%	13.57%	15.00%	13.00%	11.00%
其他	29.79	34.46	32.00	34.00	36.00
YOY	-41.71%	15.68%	-7.14%	6.25%	5.88%
合计	1115.61	1194.21	1281.39	1885.58	2190.83
YOY	7.87%	7.05%	7.30%	47.15%	16.19%

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

(2) 毛利率假设

预计公司未来三年毛利率分别为：26.55%、27.56%、27.95%，分业务明细如下：

综合物流：嘉城港 2 期完全投产使用后，智慧仓储物流改造升级将加速配送效率及降低物流成本。我们预计未来三年综合物流业务板块业务毛利率分别为：39.00%、39.50%、39.25%。

商品销售：我们预计未来三年商品销售板块毛利率分别为：11.00%、10.95%、10.90%。

Figure 55 分版块业务毛利率预测表（百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
综合物流	36.73%	38.60%	39.00%	39.50%	39.25%
商品销售	9.78%	10.73%	11.00%	10.95%	10.90%
其他	2.67%	2.89%	2.78%	2.78%	2.78%
综合毛利率	23.62%	24.19%	26.55%	27.56%	27.95%

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

（3）期间费用率假设

我们预计未来三年公司期间费用率分比为：11.40%、8.10%、8.20%。

Figure 56 公司期间费用率假设（%）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售费用率	3.81%	4.13%	4.35%	3.25%	3.35%
管理费用率	5.87%	5.39%	5.50%	3.80%	3.75%
研发费用率	2.99%	2.98%	1.50%	1.10%	1.10%
财务费用率	-0.20%	-0.04%	0%	0.00%	0.00%
期间费用率	12.46%	12.46%	11.40%	8.10%	8.20%

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

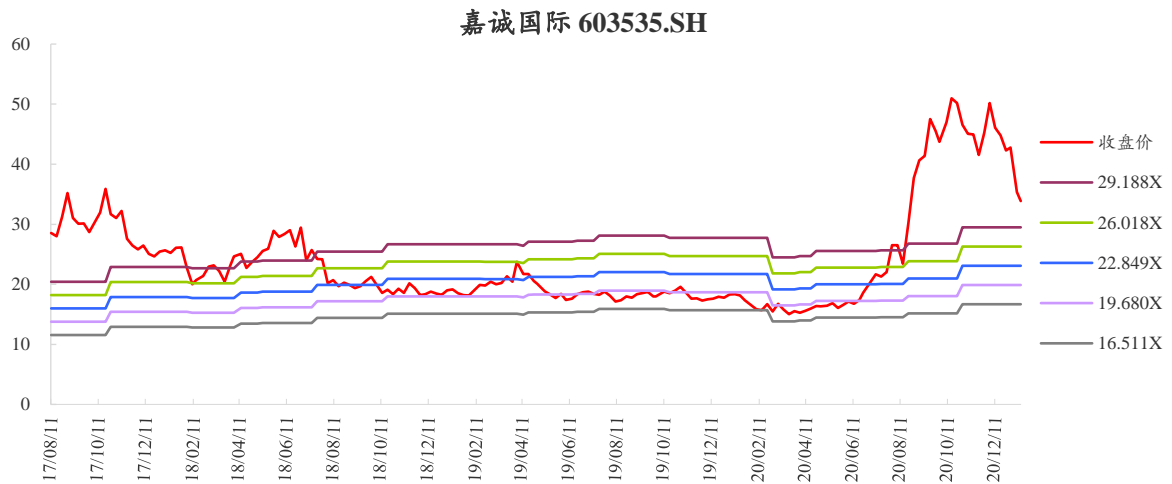
5.2 盈利预测

根据假设条件，我们预测 2020-2022 年公司实现的营业收入分别为：12.81 亿元、18.86 亿元、21.91 亿元；实现净利润分别为：1.74 亿元，3.24 亿元，3.81 亿元；对应 EPS 分别为：1.16 元、2.15 元、2.54 元。

5.3 投资评级

根据我们对公司的盈利预测，2020-2022 年公司市盈率分别为 30.79X、16.54X、14.03X。按照业务进行拆分：其中综合物流业务板块行业可比公司 2020 年 PE 均值为 33.37X、跨境电商物流业务板块 2020 年 PE 均值为 39.56X，考虑到公司仓储的核心区位优势，加入菜鸟网络后所带来的新业务增量以及公司所处跨境电商行业未来的增长空间，首次覆盖给予“增持”评级。

Figure 57 P/E (TTM) Band



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

六、风险提示

6.1 嘉诚国际港二期建设进度不及预期

受疫情影响嘉诚国际港建设进度有所放缓,根据公司最近公告披露, #1、#2、#3、#5号仓库预计与2020年11月达到预定可使用状态,4#仓库与2021年3月左右达到预定可使用状态,若工程进度不及预期,2021年预期收入将出现较大程度偏差。

6.2 公司与菜鸟合作到期后未能如期续约

公司与菜鸟合作到期后如若不能按期续约,综合物流预期收入与实际收入可能存在较大的出入。

附：财务预测摘要

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	1194	1281	1886	2191
每股收益	0.85	1.16	2.15	2.54	营业成本	904	941	1366	1578
每股净资产	10.61	11.77	13.92	16.46	毛利率%	24.3%	26.5%	27.6%	28.0%
每股经营现金流	1.30	0.45	1.98	2.56	营业税金及附加	5	6	8	10
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	49	56	61	73
P/E	41.88	30.79	16.54	14.03	营业费用率%	4.1%	4.4%	3.3%	3.4%
P/B	332.57	262.34	207.31	204.39	管理费用	64	70	72	82
P/S	4.48	4.18	2.84	2.44	管理费用率%	5.4%	5.5%	3.8%	3.8%
EV/EBITDA	13.47	27.77	14.49	11.40	研发费用	17	19	20	24
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	研发费用率%	1.5%	1.5%	1.1%	1.1%
盈利能力指标 (%)					财务费用	0	0	0	0
毛利率	24.3%	26.5%	27.6%	28.0%	财务费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润率	10.7%	13.6%	17.2%	17.4%	资产减值损失	-1	0	0	0
净资产收益率	8.0%	9.8%	15.5%	15.4%	投资收益	19	13	19	22
资产回报率	6.2%	7.9%	12.5%	12.6%	营业利润	141	206	383	451
投资回报率	8.7%	9.0%	14.5%	14.5%	营业外收支	1	0	0	0
盈利增长 (%)					利润总额	141	206	383	451
营业收入增长率	7.0%	7.3%	47.2%	16.2%	所得税	13	31	57	68
EBIT 增长率	13.8%	23.3%	89.6%	18.0%	有效所得税率%	9.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-7.0%	36.0%	86.2%	17.8%	少数股东损益	1	1	2	2
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	128	174	324	382
资产负债率	22.9%	19.5%	19.0%	17.7%					
流动比率	2.47	3.12	3.60	4.19	资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
速动比率	2.06	2.64	3.03	3.57	货币资金	407	487	804	1212
现金比率	0.90	1.19	1.71	2.36	应收款项	228	286	310	317
经营效率指标 (%)					存货	178	188	262	311
应收帐款周转天数	66.80	60.60	49.00	44.10	其它流动资产	309	314	317	316
存货周转天数	71.92	73.00	70.00	72.00	流动资产合计	1123	1276	1693	2156
总资产周转率	0.57	0.58	0.73	0.72	长期股权投资	5	5	5	5
固定资产周转率	3.64	2.43	2.62	3.20	固定资产	328	526	720	685
					在建工程	446	223	0	0
					无形资产	160	160	160	160
					非流动资产合计	956	931	901	866
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	资产总计	2079	2208	2595	3022
净利润	128	174	324	382	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	1	1	2	2	应付账款	416	357	412	450
非现金支出	15	25	30	35	预收账款	3	4	6	7
非经营收益	9	-13	-19	-22	其它流动负债	35	48	53	58
营运资金变动	43	-120	-39	-11	流动负债合计	455	409	470	514
经营活动现金流	195	67	298	386	长期借款	0	0	0	0
资产	-289	0	0	0	其它长期负债	22	22	22	22
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	22	22	22	22
其他	319	13	19	22	负债总计	477	431	492	536
投资活动现金流	31	13	19	22	实收资本	150	150	150	150
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1596	1770	2094	2476
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	6	7	9	10
其他	-72	0	0	0	负债和所有者权益合计	2079	2208	2595	3022
融资活动现金流	-72	0	0	0					
现金净流量	154	80	317	407					

数据来源: wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明:	行业投资评级说明:
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，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，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。