

寻找跨境领域的“三通一达”

华泰研究

2021年3月17日 | 中国内地

深度研究

交通运输

增持 (维持)

仓储物流

增持 (维持)

研究员 **沈晓峰**
SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366 +86-21-28972088

研究员 **林珊**
SAC No. S0570520080001 linshan@htsc.com
SFC No. BIR018 +86-21-28972099

研究员 **袁钉**
SAC No. S0570519040005 yuanding@htsc.com
SFC No. BPL233 +86-21-28972077

商流驱动物流，干配仓全链路机会

跨境电商实现了国际贸易的短链化，国内消费升级与供应链优势为核心驱动力。由于政策差异和服务非标，跨境电商物流高度分散；但我们认为全链数字化、服务标准化、规模效应及并购整合将驱动行业集中度提升，很可能诞生下一个“三通一达”。我们看好跨境电商物流“干”、“配”、“仓”全链路投资机会，标的推荐中国外运和嘉诚国际。

跨境电商重塑国际供应链

跨境电商实现了国际贸易的短链化，国内消费升级/供应链优势分别拉动跨境电商进口/出口高速增长（海关口径 20 年总体/出口/进口跨境电商同比增长 31%/40%/17%）。消费升级催生“全球买”，B2C 进口电商兼具价格（较一般贸易）和交易（较免税渠道）优势；政策驱动海淘阳光化，跨境电商综合试验区先行先试。疫情催化全球线上零售渗透率提升，中国制造从“卖全国”到“卖全球”；B2C 出口电商弯道超车，本地化运营构建独立生态。

商流决定物流，直邮仓配各展所长

跨境电商物流路由类似国内快递，但政策差异（核心是关税）带来了更大的复杂度。我们估算 2020 年中国 B2C 跨境电商物流市场规模在万亿左右，高于国内快递业。根据路由网络，跨境电商物流包括跨境直邮和保税仓/海外仓模式，分别对应国内网络型/仓配型快递。跨境直邮又可细分为邮政小包、专线物流、国际快递等（时效和价格依次提升），高性价比的专线物流为发展方向。海外仓/保税仓通过商品前置提升物流效率，难点在于需求预测与库存管理，适宜于高频及热销商品。

市场高度离散，期待巨头出现

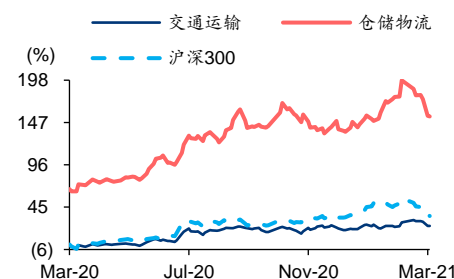
由于政策差异和服务非标，跨境电商物流市场高度分散。我们认为全链数字化、服务标准化、规模效应降低成本及跨区域/跨产品并购整合将驱动行业集中度提升。1) 干线运输：国际贸易链主前移，大型货代有机会延伸产业链，成为“产品集成商”，中小货代则需主动融入巨头生态圈。2) 尾程配送：网络深度构建护城河，东南亚为中国物流企业出海的最佳跳板，从“外包”过渡到“加盟”是可行路径。3) 仓储服务：资产布局先行，区域仓群一体联动，本土化运营与特色服务增强粘性。

干配仓全链路机会，寻找下一个“三通一达”

高速增长跨境电商拉动跨境电商物流繁荣，带来“干”、“配”、“仓”全链路投资机会。尽管商业模式的升级意味着显著的挑战（操作层=>产品层=>产品集成），但全链数字化、服务标准化、规模效应及并购整合驱动行业集中度提升，很可能诞生下一个“三通一达”。1) 干线运输：传统货代转型升级，推荐中国外运（央企资源优势+估值颇具吸引力+公司治理改善）；2) 仓储服务：资源区位及产能扩张，推荐嘉诚国际（阿里跨境服务商+产能逐步投产）；3) 尾程配送：国内快递企业国际化及本土化。

风险提示：中美贸易摩擦加剧，政策落地不及预期，海外经济下行超预期。

行业走势图



资料来源：华泰研究，Wind

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
中国外运	601598 CH	5.49	买入
嘉诚国际	603535 CH	44.90	买入

资料来源：华泰研究预测

正文目录

跨境电商重塑国际供应链.....	3
跨境电商：电子商务与国际贸易的结合	3
跨境 B2C 进口：政策推动海淘阳光化	4
跨境 B2C 出口：中国供应链的全球比较优势.....	5
商流决定物流，直邮仓配各展所长	7
跨境电商拉动物流需求	7
跨境直邮：邮政小包为主体，专线物流为趋势.....	9
保税仓/海外仓：库存前置提升效率.....	10
市场高度离散，期待巨头出现	12
竞争格局分散，整合趋势初显	12
干：国际贸易链主前移，产业链延伸大势所趋.....	13
配：中国物流加速国际化，东南亚为理想跳板.....	14
仓：资产布局先行，叠加增值服务.....	16
寻找下一个“三通一达”	17
中国外运（601598 CH，买入，目标价：5.49 元）	17
嘉诚国际（603535 CH，买入，目标价：44.90 元）	18
风险提示.....	19

跨境电商重塑国际供应链

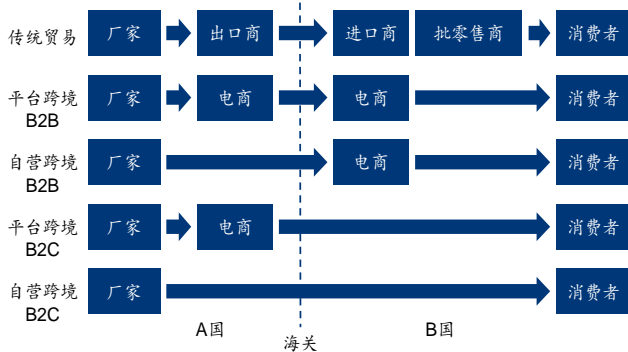
跨境电商实现了国际贸易的短链化，国内消费升级/供应链优势分别拉动跨境电商进口/出口高速增长（海关口径 20 年总体/出口/进口跨境电商同比增长 31%/40%/17%）。消费升级催生“全球买”，B2C 进口电商兼具价格（较一般贸易）和交易（较免税渠道）优势；政策驱动海淘阳光化，跨境电商综合试验区先行先试。疫情催化全球线上零售渗透率提升，中国制造从“卖全国”到“卖全球”；B2C 出口电商弯道超车，本地化运营构建独立生态。

跨境电商：电子商务与国际贸易的结合

跨境电商指分属不同关境的主体，借助互联网完成交易、支付和结算，并通过跨境物流完成商品交付的全过程。相较于线下一般贸易，跨境电商优势显著：1) 实现国际贸易的“短链化”，改善制造商及贸易商盈利能力；2) 伴随相关基础设施的完善（交易平台、物流、关务、税务、支付等），降低跨境贸易门槛，实现深度的产业分工；3) 提升供应链信息传导效率，有利于精准营销及个性化服务。

经过近二十年发展，跨境电商业态趋于多元化，可根据商品流向（出口/进口）及交易主体（B2B/B2C）两个维度划分为四大业态。以 B2C 业务为例（除非特别说明，后文跨境电商及跨境电商物流均聚焦 B2C 业务），进口电商包括导购型、平台型和自营型，而出口电商又包括平台精品型、平台铺货型和自建独立站。除“商流”外，“物流”与“支付”（资金流）构成跨境电商的底层基础设施。

图表1：跨境电商实现国际贸易“短链化”



资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

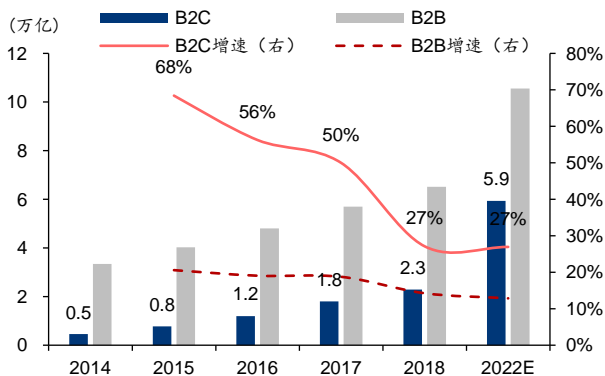
图表2：跨境电商产业链



资料来源：艾媒咨询、华泰研究

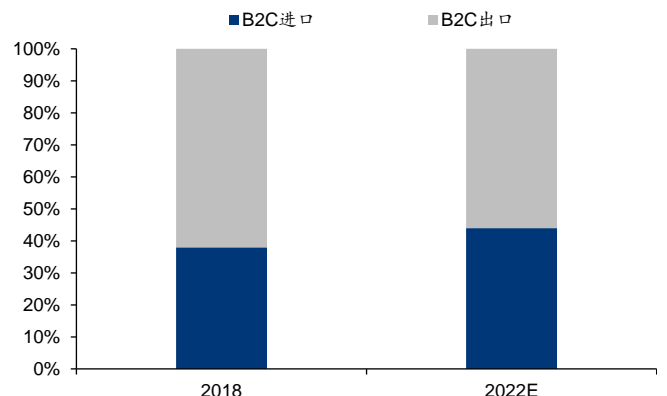
根据罗兰贝格的研究，伴随供给侧 B2C 跨境电商平台的大力开拓，以及需求侧全球消费者跨境网购习惯的养成，B2C 将成为未来跨境电商增长的重要力量，预计 22 年 B2C/B2B 跨境电商交易额分别为 5.9/10.6 万亿（18-22 年 CAGR=27%/13%），进出口结构也将更为平衡（B2C 进口/出口交易额占比将从 18 年的 38%/62%变为 22 年的 44%/56%）。

图表3：中国跨境电商交易额及增速



资料来源：罗兰贝格、华泰研究

图表4：中国 B2C 跨境电商进出口交易额趋于平衡



资料来源：罗兰贝格、华泰研究

跨境 B2C 进口：政策推动海淘阳光化

国内“海淘”先后经历了：1) 个人代购（2007 以前）；2) 海淘平台（2007-2014）；3) 进口跨境电商（2014-2019）；4) 新电商法规规范发展（2019 至今）四个阶段。截止 2020 年底，跨境电商零售进口商品清单合计 1413 类，限额内（单次 5000 元，全年 2.6 万）免征关税且增值税和消费税减按 70%征收。因此，跨境 B2C 进口电商渠道价格低于一般贸易但交易较免税店灵活（价格通常高于免税店）。

图表5：进口商品各渠道对比

交易渠道	免税店	跨境电商零售	私人代购（灰色海淘）	平台海淘	一般贸易（有税零售）
运营模式	原产地直采（买断为主） 后销售	B2C：平台直采/代理销售商品； M2C/C2C：品牌/买手入驻平台	个人在海外购买商品后带入国内 加价销售	消费者在海淘平台上直接购买 海外产品	进口商报关通关后将货物提 回仓库
商品	国外原产地商品 免税店特供品等	跨境电商进口商品清单(1413 类)	国外原产地商品	国外原产地商品	符合中国标准，允许报关的 国外商品
质量	平台供货，保证正品	大平台自营/品牌商质量有保证， 其他代理及个人质量参差不齐	主要依赖代购个人信用	亚马逊等大平台/官网自营保证 正品，小平台/非自营存风险	平台直营门店保证正品，代 理质量参差不齐
代表公司	中免（日上）	天猫国际	个人借助微信/小红书等推广	亚马逊/Wish 等	国内专柜、官网旗舰店
通关模式	不报关	专属监管代码，效率较高	不报关，海关抽检	主动报关，或被动报关抽检	报关/清关速度慢、成本高
物流模式	线下自提为主	直邮/保税仓/海外仓发货	海外直邮/人肉带回	海外直邮/专线转运	海运/空运批量运输
物流时效		视物流模式时长不等	时间较长	时间较长	
税率	限额内免三税（关税、 消费税和增值税）	限额内免关税，进口环节增值税、 消费税减按 70%征收。	不缴税，被海关抽查到超额部 分缴纳行邮税	主动报关或被动报关被抽检 到，超额部分缴纳行邮税	正常缴纳三税（关税、增值 税、消费税）
额度	出入境累计 8000 元/次， 但纯出境原则上不受限； 离岛免税每人每年 10 万	5000 元/次，每人每年不超过 2.6 万元	新电商法规规定代购需持营业执 照并缴税（存在法律风险）	可通过分箱、混搭、小包裹、 报低商品金额等方式降低税 率；单个包裹 50 元以下免税	无额度限制

资料来源：海关总署、免税视野、艾瑞咨询、华泰研究

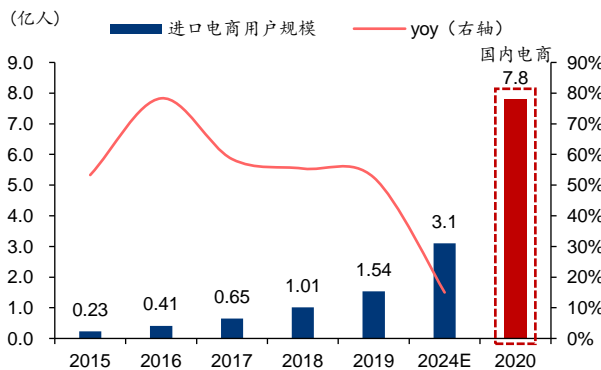
图表6：进口商品渠道比价

产品	2019 年双十一	天猫旗舰店	日上北京免税店	跨境电商
雅诗兰黛 红石榴高光水/200ml	420 元（买 200ml 赠 200ml）	420 元（买 200ml 享 400ml）	375 元（400ml）	218 元（200ml）
小棕瓶/30ml	590 元（买 30ml 赠 30ml，另享 3 件赠品）	590 元（不享礼赠）	864 元（100ml）	510 元
小棕瓶抗蓝光眼霜/15ml	510 元（买 15ml 赠 15ml，另享 4 件赠品）	510 元（享 11 件赠品）	702 元（15ml*2）	409 元（15 元优惠券）

资料来源：免税视野、华泰研究

中国快速崛起的中产阶级拉动 B2C 进口电商需求，艾瑞咨询预计 2024 年中国进口电商用户数达到 3.1 亿（CNNIC：2020 年国内电商用户数 7.82 亿）。根据艾媒咨询的研究，进口电商的主要优势在于潮流、体验、品质等，而痛点集中于供应链（退换货、物流等）。阿里系（含考拉海淘）市占率接近 60%（艾媒咨询：1H20），京东国际和唯品国际紧随其后；个人护理、母婴、保健品和美妆是跨境电商的核心品类（凯度咨询：18 年合计占比约 75%）；用户订单价格的中位数在 200-500 元之间，高于国内电商。

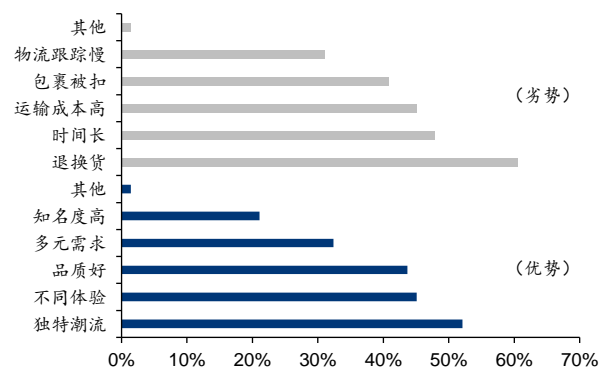
图表7：中国 B2C 进口电商用户数及增速



注：2024E 增速为 2019-2024CAGR

资料来源：CNNIC、艾媒咨询、艾瑞咨询、华泰研究

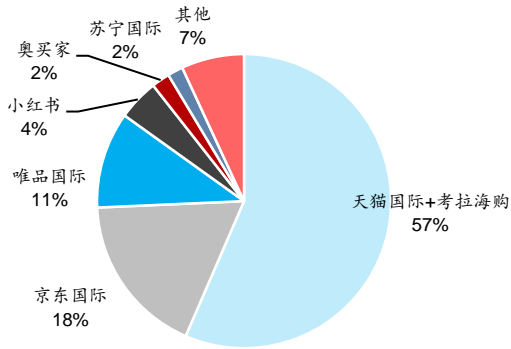
图表8：中国 B2C 进口电商的优势和劣势（2020/07）



注：数据为问卷调查用户占比

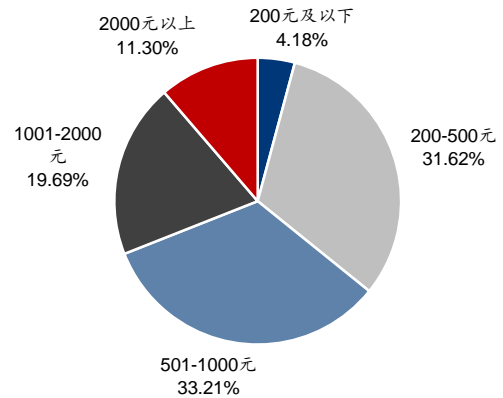
资料来源：艾媒咨询、华泰研究

图表9：中国 B2C 进口电商市场结构（1H20）



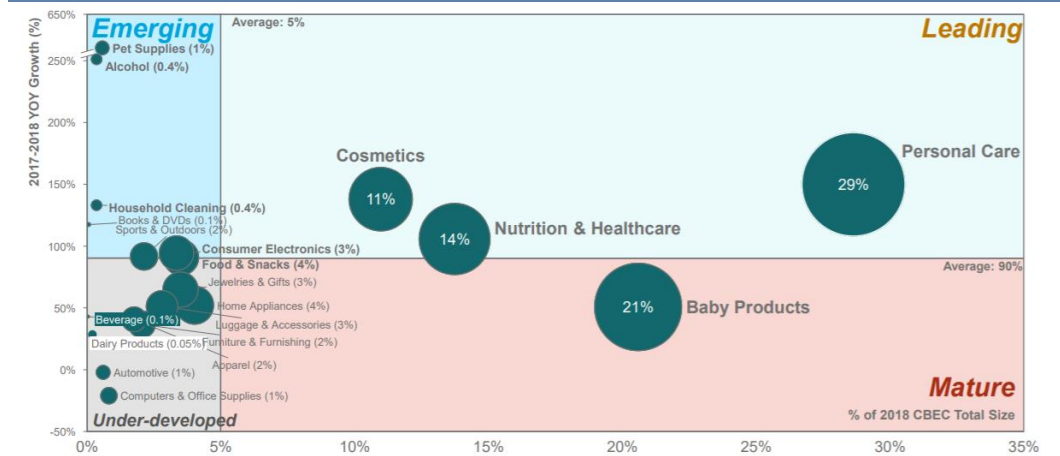
资料来源：艾媒咨询、华泰研究

图表10：中国 B2C 进口电商用户订单分布（2020/09）



资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

图表11：个人护理、母婴、保健品和美妆是跨境电商零售进口的核心品类



资料来源：凯度咨询、华泰研究

跨境 B2C 出口：中国供应链的全球比较优势

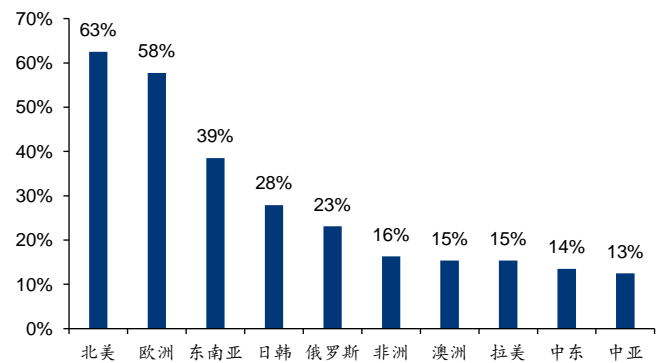
根据 Statista 数据，电商平台已在全球 200 多个国家/地区落地，并涌现出亚马逊、eBay、速卖通等全球性平台。过去二十年，中国跨境出口电商从依附于传统外贸，现已逐步形成独立的生态系统。从地域维度，跨境出口电商可分为北美、欧洲、亚太、中东等若干细分市场：1) 北美市场最为成熟（互联网渗透率高，消费者购买力强，支付和物流设施完善），是目前中国跨境出口电商的最大目的地；2) 欧洲市场紧随其后，为第二大跨境出口市场；3) 亚太和中东则属于新兴市场，具备较大潜力。根据亿邦智库的研究（2020/11），北美、欧洲、东南亚、日韩和俄罗斯是中国跨境出口企业进入最多的国家。

图表12：中国出口跨境电商的发展历程



资料来源：亿邦智库、华泰研究

图表13：中国跨境电商企业进入市场占比（2020/11）



注：数据为问卷调查企业进入某市场的比例

资料来源：亿邦智库、华泰研究

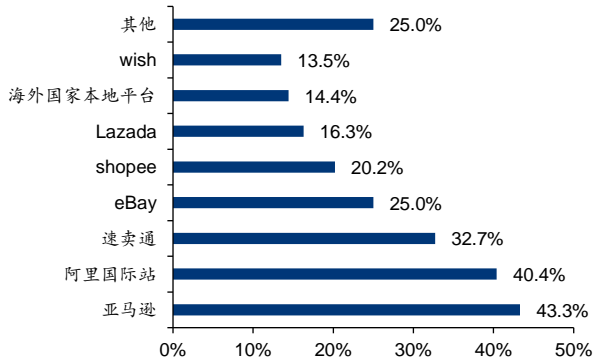
图表14：全球不同地域电商市场特征（2020）

市场	北美	欧洲	亚太	中东
跨境消费者占比	48%	57%（西欧）	48%	72%
地域特征	语言统一，经济发达，网购渗透率高语种多元化；国家众多，人口较少	人力成本较高	各地差异性较大，人口红利，智能型智能手机较普及，年轻人比例较高，手机普及率高，地理位置优越	家族宗教影响大，女性无法外出购物
电商竞争结构	<p>美国电子商务 Cr5=52.1%</p>	<p>英国电子商务 Cr5=49.3%</p>	<p>中国电子商务 Cr5=84.4%</p>	
消费能力	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆☆	☆☆☆	☆☆☆☆☆
支付便捷度	☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆
物流服务	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆	☆☆
法规宽容度	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆☆	☆☆☆	☆☆☆
市场容量	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆☆	☆☆☆
市场成长性	☆☆	☆☆☆	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆☆
市场特征	购买力强，市场体量最大；物流与支第二大跨境市场，但欧盟 VAT 监管日韩客单价高，增长慢；东南亚与印线上渗透率高，客单价高；支付系统 付体系最成熟；竞争较激烈，流量成趋势；国家分散，运营难，利润高；度高速增长，但客单价低，利润低 本高；适合新手与走量的卖家 俄罗斯支付与物流系统薄弱			不完善，COD 比例高；妥投率低，退货率高

资料来源：艾瑞咨询、亿邦智库、华泰研究

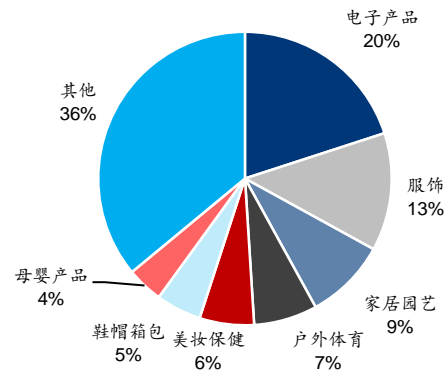
有别于进口电商但类似国内电商，中国跨境出口电商品类聚焦电子产品、服装及日用品。中国线上零售额及渗透率位居全球首位（欧睿：2019）；阿里研究院认为中国跨境电商出口同样领先全球：1) 完善的制造业门类，2) 完备的电商服务生态，3) 丰富的电商运营经验，4) 跨境电商顶层设计领先全球。类似 2003 年“非典”培养国内消费者网购习惯，新冠疫情催化全球线上零售渗透率提升；得益于强大的制造业和良好的疫情控制，国内供应链迅速恢复稳定，出口跨境电商迎来高速增长。

图表15：中国跨境电商企业进入平台占比（2020/11）



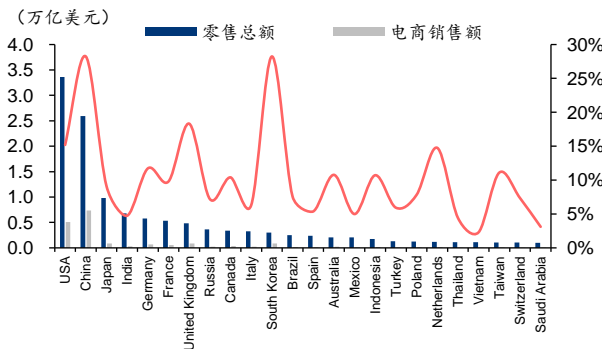
注：数据为问卷调查企业进入某平台的比例
资料来源：亿邦智库、华泰研究

图表16：中国跨境电商出口品类（2018）



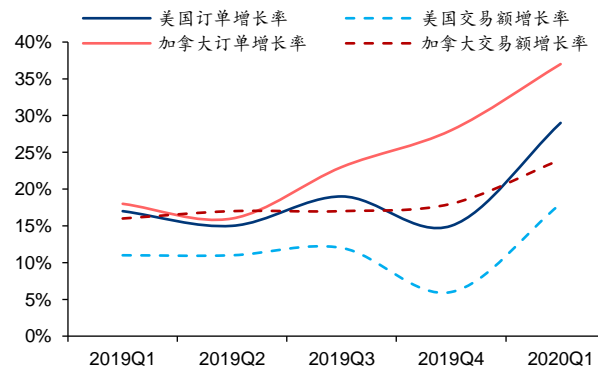
资料来源：凯度咨询、华泰研究

图表17：全球主要国家电商销售额及渗透率（2019）



资料来源：欧睿国际、华泰研究

图表18：疫情驱动海外电商高速增长



注：数据基于全球超过 10 亿购物者的行为分析
资料来源：Salesforce、艾瑞咨询、华泰研究

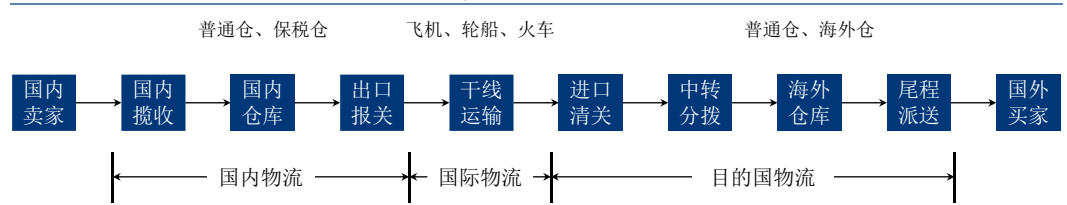
商流决定物流，直邮仓配各展所长

跨境电商物流路由类似国内快递，但政策差异（核心是关税）带来了更大的复杂度。我们估算 2020 年中国 B2C 跨境电商物流市场规模在万亿左右，高于国内快递业。根据路由网络，跨境电商物流包括跨境直邮和保税仓/海外仓模式，分别对应国内网络型/仓配型快递。跨境直邮又可细分为邮政小包、专线物流、国际快递等（时效和价格依次提升），高性价比的专线物流为发展方向。海外仓/保税仓通过商品前置提升物流效率，难点在于需求预测与库存管理，适宜于高频及热销商品。

跨境电商拉动物流需求

传统跨境贸易往往将商品大规模、集装箱化地从出口国运送至进口国，发货间隔长、批次少；而跨境电商则将商品小规模、包裹化地从出口国运送至进口国，发货间隔短、批次多。类似于国内电商快递流程（揽收/支线/分拨/干线/分拨/支线/派送），跨境电商物流主要包括前端揽收、库内操作、出口通关、国际干线、境外清关、中转分拨、海外仓储、尾程派送八个核心环节，链路更复杂、成本更高、时间也 longer。

图表19：跨境电商物流环节（以 B2C 出口为例，B2C 进口类似）



资料来源：雨果网、华泰研究

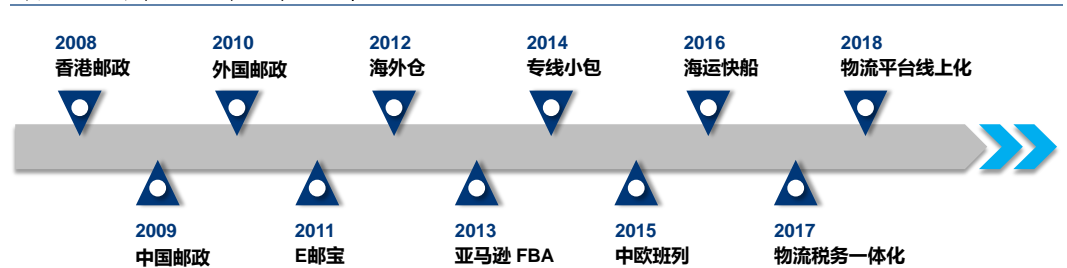
图表20：传统跨境物流、跨境电商物流、国内电商物流比较

	传统跨境物流	跨境电商物流	国内电商物流（电商快递）
贸易范围	国家间	国家间	国内
贸易模式	B2B 为主	B2C 为主	C2C/B2C
发货时间	间隔长	间隔短	间隔短
发货规模	规模大，集装箱式	规模小，包裹式	规模小，包裹式
发货次数	批次少	批次多	批次多
通关方式	货物方式通关	B2B 以货物和快件方式通关 B2C 以邮件方式通关	无需通关

资料来源：华泰研究

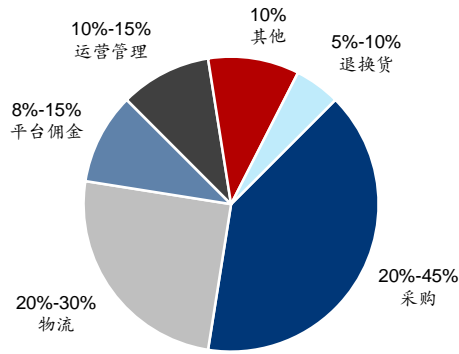
对比跨境电商供应链四流（商流/信息流/资金流/物流），物流仍然是短板。根据晓生研究院的数据，跨境电商物流成本占比 20%-30%（2019 年估算值），显著高于国内电商 5%-10% 的水平。参考罗兰贝格的测算，按照 2020 年跨境 B2C 电商 3.5-4.0 万亿交易额估算，物流费用在万亿左右，甚至可能高于中国快递行业规模（2020 年：8795 亿）。

图表21：国内跨境电商物流产品发展历程



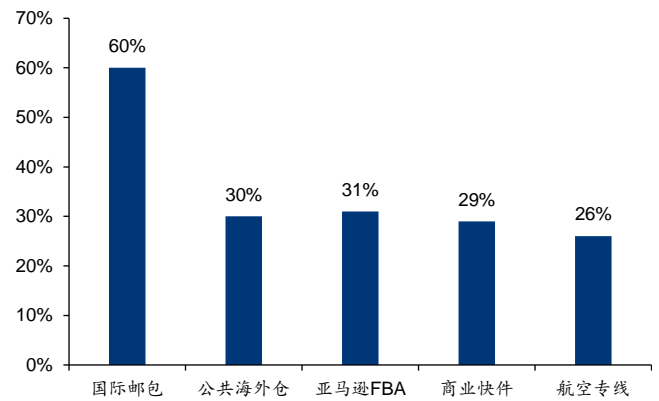
资料来源：晓生研究院、华泰研究

图表22: 跨境电商成本结构 (2019)



资料来源: 晓生研究院、华泰研究

图表23: 企业主要采取的交付方式 (疫情前)



资料来源: 亿邦智库、华泰研究

根据路由网络, 跨境电商物流主要包括直邮和保税仓/海外仓两大模式: 1) 直邮模式: 商品在国外根据订单采用小包/集货方式, 统一通过航空等国际物流运输至国内海关, 经海关清关后运送至消费者, 运输时间长, 运费高, 适用于非标和长尾商品, 具体物流产品包括邮政小包、专线物流、国际快递等。2) 保税仓/海外仓是在进口/出口业务中, 先备货至保税仓/海外仓, 然后通过本地化物流完成配送, 运输时间短, 运费低, 适用于热销商品。

图表24: 中国跨境 B2C 进口物流模式 (B2C 出口模式与之相似)



资料来源: 罗兰贝格、华泰研究

图表25: 跨境电商 B2C 进口模式对比 (B2C 出口模式与之相似)

	保税备货	跨境直邮	
		小包裹直邮 (邮政/快递)	集货直邮 (专线)
简介	商品暂存在国内保税仓, 消费者下单后从保税仓清关、发货	消费者下单后, 由国外供应商直接发货经过海关清关, 快递至消费者手中	消费者下单后, 由境外供应商集中订单, 统一采购、发货, 清关后快递至消费者手中
物流模式	保税仓=>海关清关=>快递=>消费者	国外供应商=>(海外仓库)>国际物流=>海外国外供应商=>海外仓库=>国际物流=>海外清关=>快递=>消费者	国外供应商=>海外仓库=>国际物流=>海外清关=>快递=>消费者
成本	商品屯放在保税仓, 如商品过期, 需要在海关监督下进行销毁 (成本由跨境电商平台和商家承担)	物流成本相对较高	
包裹大小	小包裹	小包裹	大包裹
清关速度	较快, 1-2 天	较慢	
消费者收货速度	最快, 保税仓发货收货时间最快	较慢, 等待收货时间长	最慢, 等待收货时间最长
适用品类-品类类型	标品/受到市场检验认可的热款/大众商品	非标品 (可满足长尾需求) / 处于测试阶段的商品	
适用品类-模式切换	存放海外仓进行新品测试的商品被市场认可后, 可以转为保税仓模式		
商品售后-退货	无法退回保税仓, 自建退货仓存放退货商品	国内有保税仓, 可将货物在保证二次销售的情况下退还国内分支或保税仓 国内无保税仓, 需回程寄送	
商品售后-退货成本	商品未缴税, 且无法缴纳行邮税, 退货商品无法二次销售, 承担较大的退货成本	回程寄送需要承担较高的国际物流配送、时效、清关等成本	

资料来源: 艾瑞咨询、华泰研究

跨境直邮：邮政小包为主体，专线物流为趋势

邮政小包：分为中国邮政航空小包（挂号小包/平邮小包）和外邮小包（香港邮政/新加坡邮政等）。邮政小包依托于万国邮联，国内外的承运人都必须是万国邮联的成员：1) 价格最低；2) 时效性最低，通常需要 10-25 天；3) 覆盖面最广；4) 清关能力强；5) 平邮小包丢包率较高；6) 对商品有重量和尺寸要求（比如 2KG 以内且包装三边之和小于 90cm，单边小于 60cm），适用对象为价值小、对时效要求低的轻小物品。

国际快递：DHL、FedEx、UPS 等国际快递企业自建全球物流网络，利用强大的 IT 系统提供物流服务：1) 时效性高，通常仅需 2-7 天；2) 价格昂贵；3) 覆盖面广；4) 清关能力强；5) 丢包率低；6) 服务质量好，适用对象为对时效性要求高的贵重物品。

图表26：四大国际快递产品特征

国际商业快递	DHL	TNT (被 FedEx 收购)	FedEx	UPS
总部	美国	荷兰	美国	美国
特点	5.5Kg 以下的物品发往美洲、英国价格有优势，21Kg 以上物品有单独大货价格	西欧国家通关的速度快，发货至欧洲一般三个工作日就能到货	整体而言价格偏贵，21Kg 以上物品发往东南亚国家速度较快，价格也有优势	到美国速度极快，6-21Kg 物品发往美洲、英国价格优势

资料来源：《跨境电子商务背景下的物流模式选择研究/2015》、华泰研究

专线物流：专线公司（空运为主+少量快船）将包裹集中发往国外，再由本地邮政/快递/物流企业完成派送：1) 价格介于邮政小包和国际快递之间；2) 时效快于邮政小包但慢于国际快递，通常需要 7-13 天；3) 覆盖面窄；4) 丢包率低。国内美国专线、欧美专线、澳洲专线、俄罗斯专线发展相对成熟，也有不少公司推出中东专线、南美专线、南非专线等。

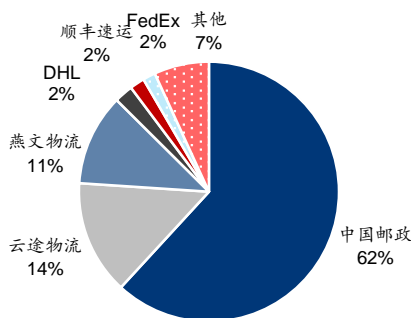
图表27：邮政、快递、专线模式对比（以中国-北美为例）

物流模式	运费	时效	丢包率	网络	供应商
邮政小包	50-70 元	最低，10-25 天	高（平邮）	最广	中国邮政
国际快递	110-120 元	最高，2-7 天	低	较广	DHL、UPS、FedEx 等
专线物流	70-90 元	较高，7-13 天	低	最窄	燕文、云途等

资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

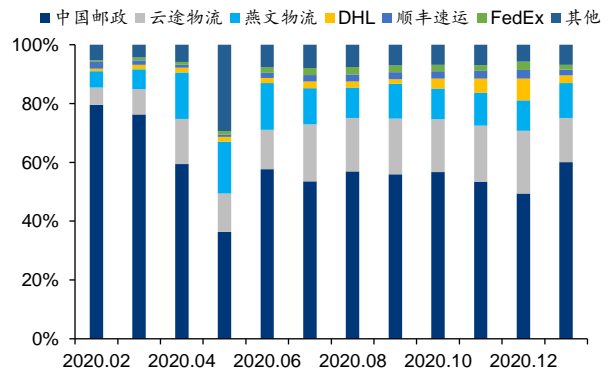
邮政小包因其价格低廉、覆盖广泛和清关优势，为国内跨境电商物流首选。根据运联传媒研究，B2C 出口中 60%为直邮渠道（2019）；而根据 17track 统计，邮政小包占直邮渠道的 62%（2020）。美国以退出万国邮联倒逼终端费率改革（终端费不能覆盖其国内处理成本）：2020-2025，中国出口国际小包终端费将较 2019 年累计增长 164%（其中 2020 年增长 27%）。受疫情影响（邮政小包时效不稳定）及终端费上调因素，邮政小包市占率呈下降态势，而专线市占率提升。根据 17track 统计，邮政小包份额从 2020 年初的约 80%下降至年末约 50%，而专线物流份额从约 10%提升至约 30%。

图表28：中国各渠道包裹结构（2020）



资料来源：17track、华泰研究

图表29：邮政小包占比下滑，专线物流占比上升

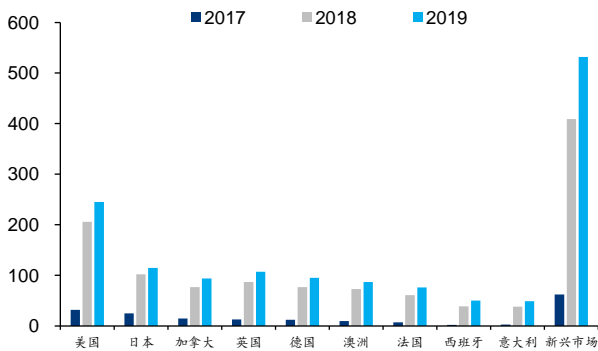


资料来源：17track、华泰研究

我们认为专线集运为跨境直邮发展方向：1) 根据跨境眼的统计，全球主要国家跨境专线数量持续增长，网络日趋完善；2) 规模效应持续降低成本，从“包舱”逐步升级为“包机”（甚至自建运力），快船则进一步降低了干线成本；3) 龙头企业（主要是大型货代）自建/整合资源，逐步提供全球性服务；4) 技术进步推动“全程可视”到“全链数字化”；5) 晚上多样化的前端集货和尾程派送服务。

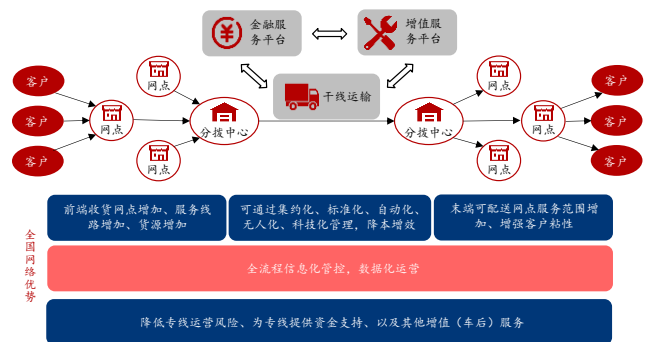
国内大票零担专线联盟模式也可作为借鉴：1) 提升服务品质：前端收货网点增加、服务线路增加、货源增加；通过集约化、标准化、自动化、无人化、科技化管理，降本增效；末端可配送网点服务范围增加、增强客户粘性。2) 信息化：全流程信息化管控，数据化运营。3) 增值服务：降低专线运营风险、为专线提供资金支持、以及其他增值（车后）服务。

图表30： 跨境专线网络日趋完善



资料来源：跨境眼、华泰研究

图表31： 国内大票零担网络整合模式



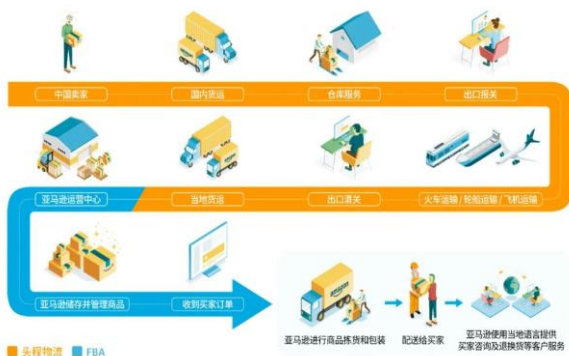
资料来源：罗戈物流、华泰研究

保税仓/海外仓：库存前置提升效率

海外仓（跨境出口）：融合采购、仓配、退换等服务的境外履约中心，分为平台自营仓/第三方仓/卖家自建仓等。海外仓模式（如亚马逊 FBA）对应国内仓配型快递（如京东物流）：1) 头程运输：中国商家发到海外仓库；2) 海外仓储管理：仓储、分拣、包装、贴标签等综合服务；3) 本地配送：海外客户下单后，直接从海外仓库发货，通过本地物流或快递发到客户手中。海外仓的特点是：1) 运费较低；2) 配送时效高；3) 覆盖面小；4) 退货方便；5) 仓储成本；6) 库存压力。海外仓销售产品的定价较直邮模式高 30%，销售额可达到 3-4 倍，物流好评率提升 30%（阿里研究院英国海外仓：2019）。

保税仓（保税进口）：海关批准设立的供进口货物储存而不受关税法和进口管制条例管理的仓库（“境内关外”），是网购保税进口模式的核心节点（对应于出口海外仓）：1) 运费较低；2) 配送时效高；3) 产品入境有检验，有质量保障；4) 退货方便；5) 仓储成本；6) 库存压力。相较普通仓库，跨境电商进口保税仓因资质和区域限制相对稀缺。

图表32： 亚马逊 FBA 业务流程



资料来源：雨果网、华泰研究

图表33： 京东 B2C 仓配网络



资料来源：公司公告、华泰研究

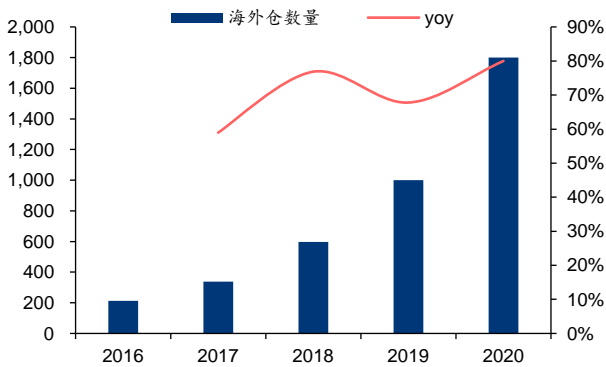
图表34：美国 FBA 头程渠道对比

物流渠道	方式	流程	时效	价格	清关
海派	海运	多承运商负责	30 天-40 天	7-16 元/kg	整柜清关
空派	空运	多承运商负责	7-10 天	30-45 元/kg	整柜清关
快递	空运	单承运商负责	3-7 天	45-65 元/kg	单票清关

资料来源：泰嘉物流、华泰研究

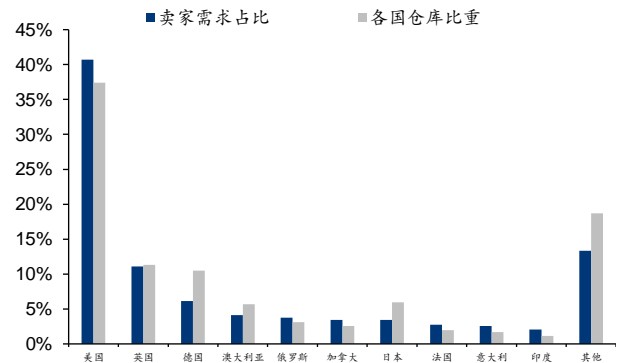
跨境电商拉动跨境物流需求，中国海外仓数量高速增长。截止 2020 年底，中国海外仓数量超过 1800 个，是 16 年的近 9 倍，总面积超过 1200 万平米（平均 7500 平）。从地域分布看，中国海外仓主要分布于美英德日等发达国家，和卖家需求基本匹配，平均处理效率约为 2 件/平米/日。（数据来源：商务部/易仓科技）从租金角度，全球各城市仓库租金差异较大，但集中于 20-60 元/平米/月区间（和国内仓库大致相当）；国内保税仓因其稀缺性租金高于普通仓库。

图表35：中国海外仓数量高速增长



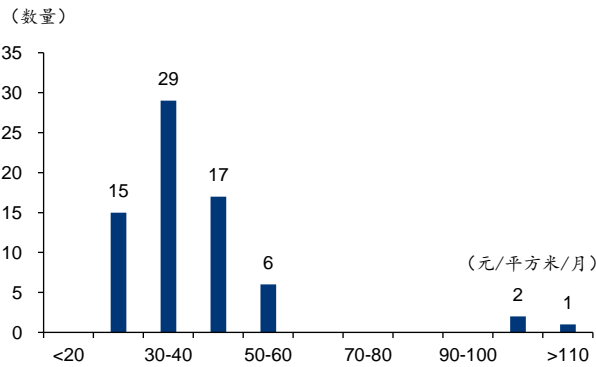
资料来源：易仓科技、商务部、华泰研究

图表36：中国海外仓供需关系 (2018)



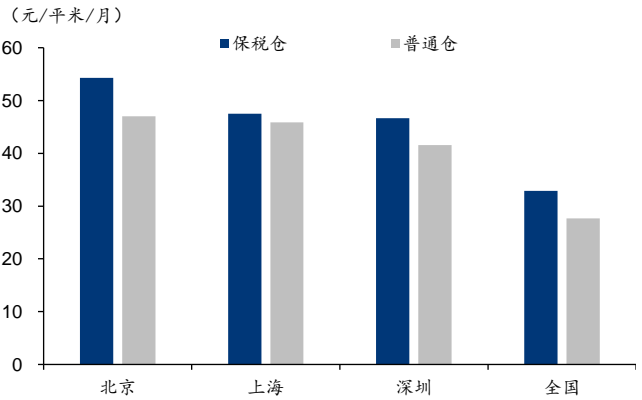
资料来源：易仓科技、华泰研究

图表37：全球 70 个城市仓库租金分布 (1Q17)



资料来源：世邦魏理仕、华泰研究

图表38：国内保税仓租金高于普通仓 (2020/08)



资料来源：物联云仓、华泰研究

市场高度离散，期待巨头出现

由于政策差异和服务非标，跨境电商物流市场高度分散。我们认为全链数字化、服务标准化、规模效应降低成本及跨区域/跨产品并购整合将驱动行业集中度提升。1) 干线运输：国际贸易链主前移，大型货代有机会延伸产业链，成为“产品集成商”，中小货代则需主动融入巨头生态圈。2) 尾程配送：网络深度构建护城河，东南亚为中国物流企业出海的最佳跳板，从“外包”过渡到“加盟”是可行路径。3) 仓储服务：资产布局先行，区域仓群一体联动，本土化运营与特色服务增强粘性。

竞争格局分散，整合趋势初显

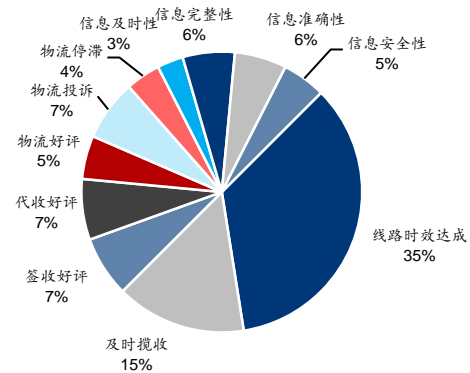
以全链数字化为基础，中国国内快递实现了服务标准化，规模效应推动集中度提升：(1) 数字化：得益于邮政局和菜鸟网络大力推广，电子面单快速普及(邮政局：2019年底达98%)；结合地址库、语义识别、三段码逻辑等，完成了国内快递业的全链数字化。(2) 标准化：以数字化为基础，菜鸟指数(时效、信息、服务等)实现了对品牌快递和加盟商的评价体系，推动服务标准化。(3) 规模化：规模效应持续降低成本，推动行业集中度提升。

图表39：通达系全链数字化



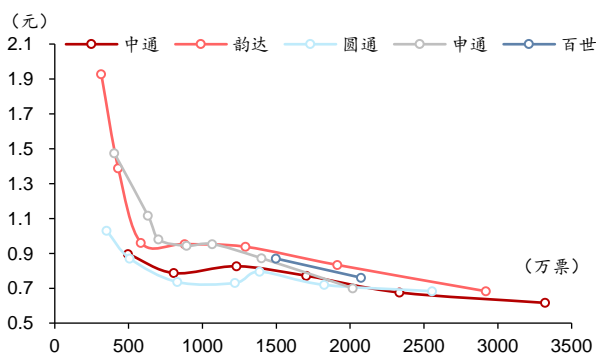
注：图片为中通快递电子面单变化
资料来源：《朱晶熙：中通快递数字化迭代之路/2020》、华泰研究

图表40：通达系服务标准化



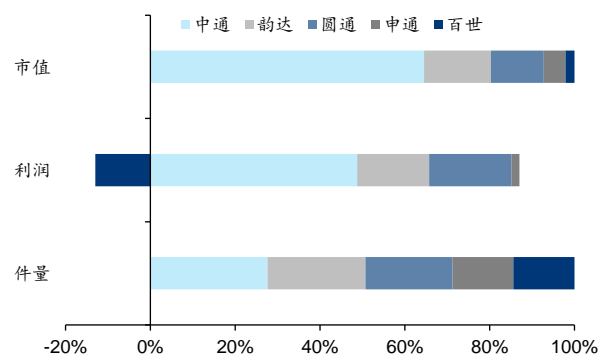
注：数据为菜鸟指数评价体系(2020)
资料来源：菜鸟网络、华泰研究

图表41：通达系规模效应曲线



注：数据为通达系单票干线运输成本，时间区间 2013-2019
资料来源：公司公告、华泰研究

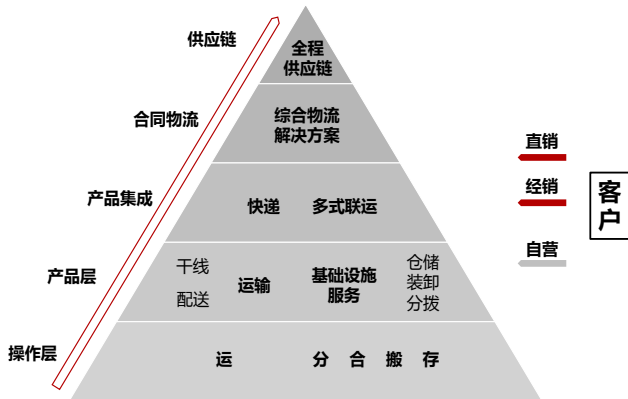
图表42：通达系体量/利润/市值集中化



注：体量和盈利为2020年口径，市值日期基准2021/03/16
资料来源：华泰研究

我们将物流业划分为操作层、产品层、产品集成商、合同物流和供应链服务五层，标准化程度依次下降，国内快递在产品集成层实现集中度提升。但在跨境电商物流业，各国/各地政策差异显著，叠加商流需求变化，全链数字化与服务标准化的难度很大。国内跨境电商物流企业大都介于操作层与产品层之间(还难言“产品化”)，几乎没有企业能够提供全球性的“产品集成服务”，和2035年全球123快物流圈(国内1天送达、周边国家2天送达、全球主要城市3天送达)目标相去甚远(2021/02《国家综合立体交通网规划纲要》)。

图表43： 物流业层级结构



资料来源：中国仓储与配送协会、原色咨询、华泰研究

图表44： 跨境电商物流企业生态（2019）



资料来源：晓生研究院、华泰研究

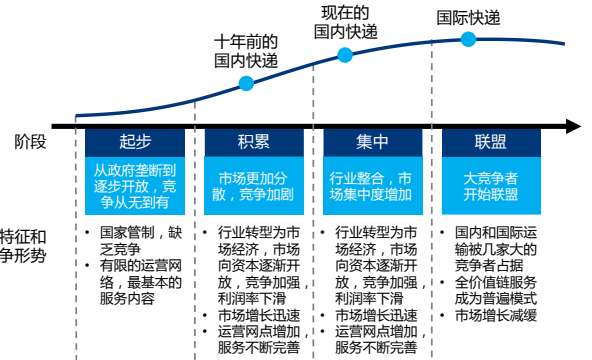
2019年，跨境电商物流龙头纵腾/递四方收入规模约为70/49亿，市场份额均不足1%。（中国国际货代协会）我们认为万亿左右跨境电商物流市场，仍然有机会诞生千亿市值巨头：（1）IT技术的进步与资本投入逐步实现全链数字化（Flexport在传统货代领域探索全链路整合）；（2）龙头企业通过并购实现跨区域与夸产品扩张，逐步实现“端到端”标准服务；（3）规模效应降低成本夯实护城河，推动市场集中度提升。本章后三节将分别讨论跨境电商物流中“干”、“配”和“仓”三大环节的投资机会。

图表45： 跨境电商物流的市场整合



资料来源：晓生研究院、华泰研究

图表46： 中国国际货代行业的成熟度与发达市场对比

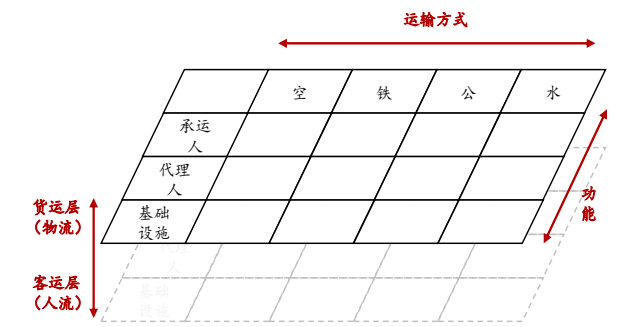


资料来源：科尔尼、华泰研究

干：国际贸易链主前移，产业链延伸大势所趋

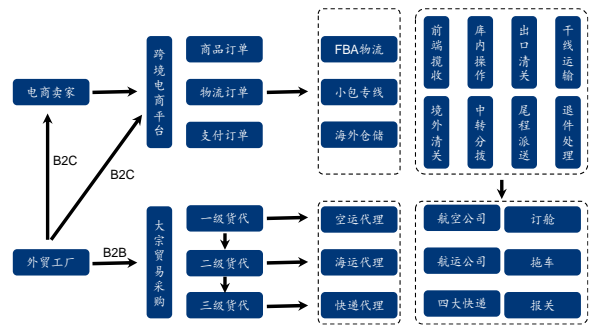
物流供给由承运人、基础设施服务商和货运代理人（货代）共同完成。货代本质上是承运人的分销渠道，实现客户覆盖、风险分散及增值服务功能。传统国际贸易中，一级货代（俗称“庄家”）与上游航空公司/船公司建立良好合作关系，拥有舱位优先权及价格优势；而二三级货代则主要通过一级货代订舱，专注于揽货、报关等细分业务。轻资产模式护城河很浅，货代企业主要通过信息不对称及增值服务获利。

图表47： 交通运输行业的供给（物流即货运层）



资料来源：华泰研究

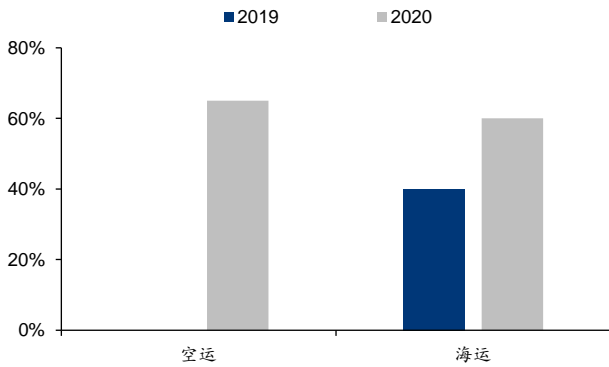
图表48： 货代担任跨境贸易“经纪人”角色



资料来源：运联传媒、华泰研究

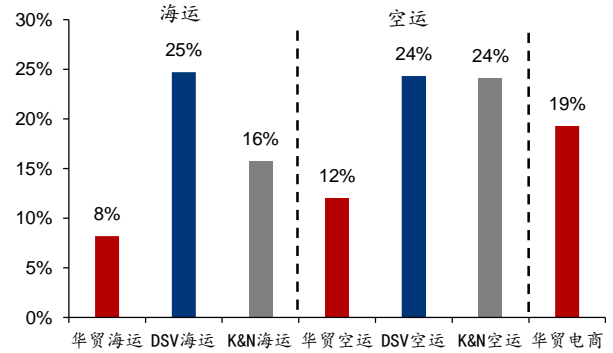
传统代工模式下，境外买方往往直接指定国际货代，再将部分业务分包给国内企业；国内货代难以获取最终客户，价值分配很少。跨境电商的兴起亦对传统货代模式带来挑战：1) 从上游运力驱动到下游客户驱动（平台/卖家）；2) “端到端”全链路服务需求；3) 业务碎片化、需求个性化。伴随中国品牌商的崛起（如华为），以及跨境电商链主前移，中国货代将得以直接获客（强化定价权）并延伸产业链。

图表49： 华贸物流直客比率持续提升



资料来源：公司公告、华泰研究

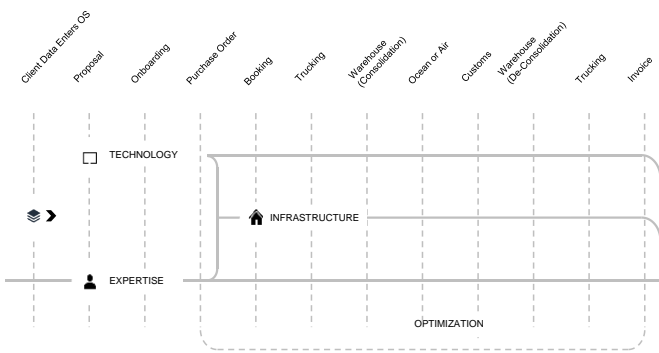
图表50： 华贸物流与国际货代毛利率对比（2019）



资料来源：公司公告、华泰研究

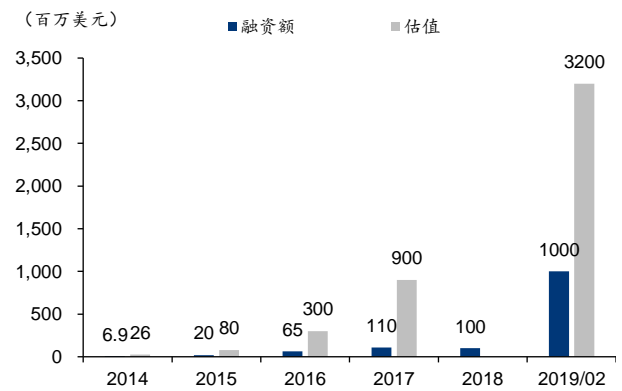
货量（规模）决定货代（渠道）价格博弈能力，全链路整合夯实护城河。大型货代需要持续扩张业务规模，为客户提供稳定丰富的运力（譬如包机稳定运力供给），也有机会整合/自建资源成为产品集成商；中小货代则必须专注细分产品/细分环节/特色服务，融入巨头的跨境物流生态圈。而 Flexport 对传统货代业务的全链路整合颇具启发：1) 全链路数字化：通过云平台连接贸易各方（进口商/出口商/货主/承运人/海关/机场码头）；2) 标准化服务：在核心区位构建多式联运仓库，并通过标准化运力强力连接；3) 高效的客服：公司采用 AI+专家团队组合服务，显著提升客户体验。

图表51： Flexport 全球贸易操作系统



资料来源：公司公告、华泰研究

图表52： Flexport 历次融资及估值



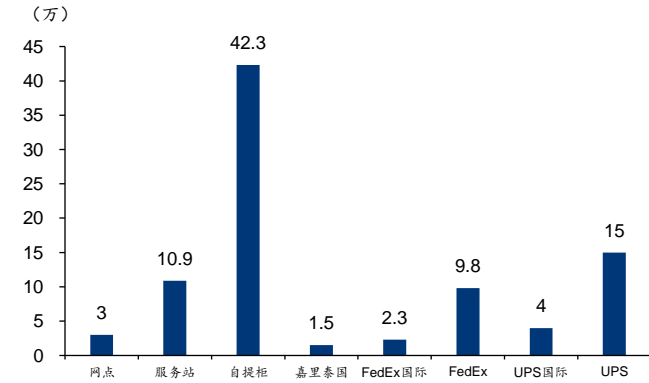
资料来源：罗戈物流、华泰研究

配：中国物流加速国际化，东南亚为理想跳板

尾程派送仍然是跨境电商物流的短板：1) 足够的网络深度才能满足货主发全国/全球的需求；2) 资源社会化，团队/运营本土化。以中国国内快递为例，庞大的网点（快递员）/服务站/自提柜共同构成末端服务基础设施；国际快递巨头亦高度重视本土化运营，UPS 境外员工达到 8.2 万（占比 17%），境外 UPS Access Point 数量达到 4 万个（公司公告：2019）。

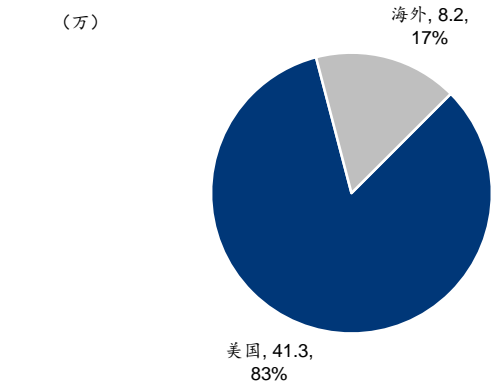
市场普遍认为物流业护城河低于科技和消费（给予估值折扣），但高度竞争性的环境反而有利于后来者追赶，企业跨地域和跨产品扩张也相对容易。我们认为中国物流企业具备弯道超车（全球化）的可能：1) 优秀的服务意识；2) 人口红利带来的成本优势；3) 庞大的国内市场提供国际化试错空间。（此部分借鉴《选股方法论与制造业投资逻辑》（韩冬/2020））。

图表53: 快递企业网络深度



注: FedEx/UPS 为服务站点数 (20FY/19FY), 国内为 20 年底
资料来源: 公司公告、华泰研究

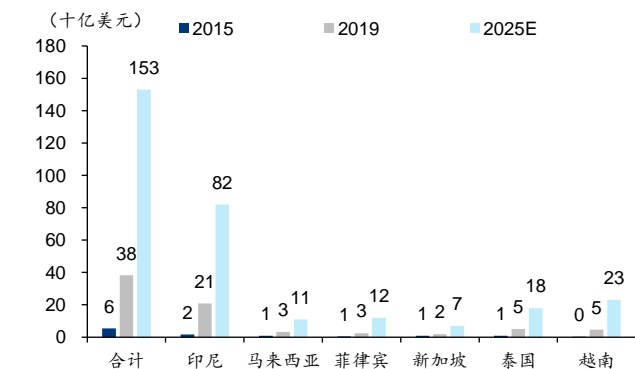
图表54: UPS 员工结构 (2019)



资料来源: 公司公告、华泰研究

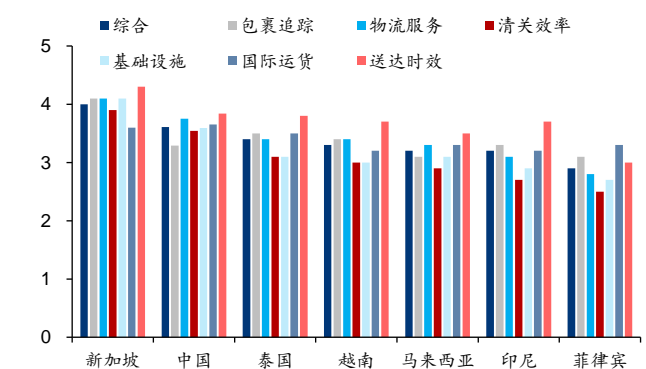
我们认为东南亚 (尤其新加坡/印尼/泰国/越南/马来西亚/菲律宾六国) 是中国跨境电商物流企业本地化的最佳跳板: 1) 六国总人口/互联网用户分别为 5.7/3.6 亿 (贝恩: 2019); 2) 电商渗透率低 (欧睿口径 19 年约为 6%), 贝恩预计 2025 年六国电商 GMV 将达到 1500 亿美元 (19 年: 382 亿美元); 3) 国内互联网巨头加速渗透东南亚电商市场, 阿里巴巴和腾讯分别是 Lazada 和 Shopee (SEA) 的最大股东; 4) 东南亚国家物流效率普遍很低。

图表55: 东南亚电子商务高速增长



资料来源: 贝恩咨询、华泰研究

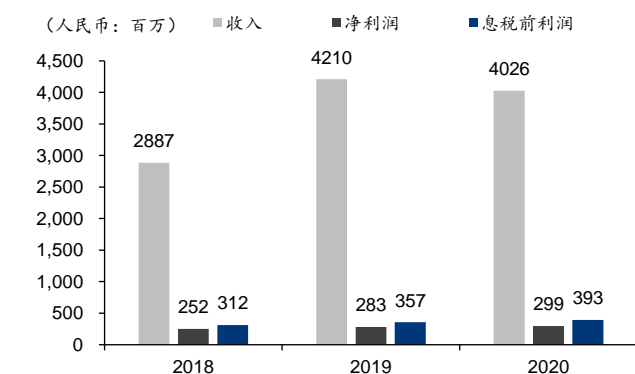
图表56: 东南亚主要国家物流绩效指数 (2018)



资料来源: 世界银行、华泰研究

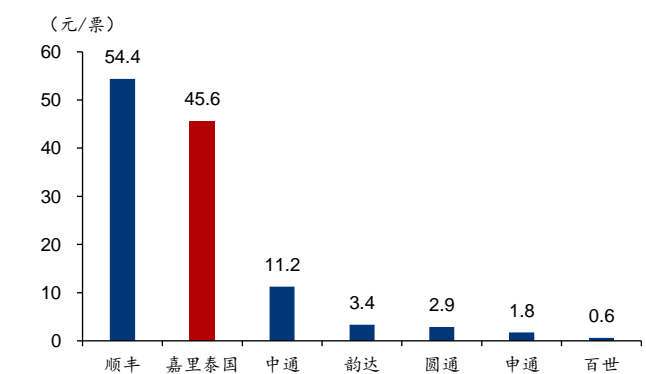
以泰国快递市场为例, 嘉里泰国是当地最大的民营快递企业, 日均 120 万票的件量支撑起约 200 亿人民币市值 (估值远超“三通一达”), 反映投资者对东南亚快递市场的乐观预期。对于竞争白热化 (甚至堪称“内卷化”) 的中国快递企业, 将中国快递企业的发展经验 (尤其是“加盟制”) 向东南亚复制, 或是企业增长的“第二曲线”。

图表57: 嘉里泰国主要财务指标



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表58: 主要快递企业单票市值对比



资料来源: Wind、华泰研究

仓：资产布局先行，叠加增值服务

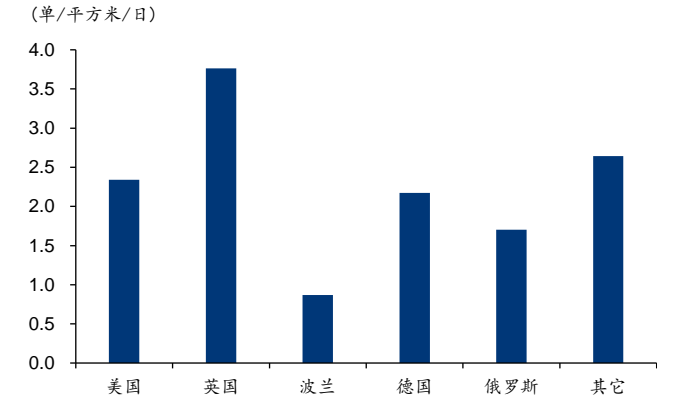
得益于成本和时效优势，海外仓/保税仓成为越来越多跨境电商卖家的选择，跨境电商物流龙头企业持续扩张仓储规模。截止 2021/03/10，纵腾集团旗下谷仓总面积突破 100 万平米（20/21E 为 70/150 万平米），成为中国首家百万平米级海外仓企业：1）区域仓群一体联动，缓解爆仓压力；2）提升仓库运营效率和品质，全面覆盖大中小件电商卖家；3）持续开发头程运输和尾程配送资源。

图表59：纵腾集团海外仓分布（2021）



资料来源：公司官网、华泰研究

图表60：全球海外仓单位面积订单处理效率（2018）

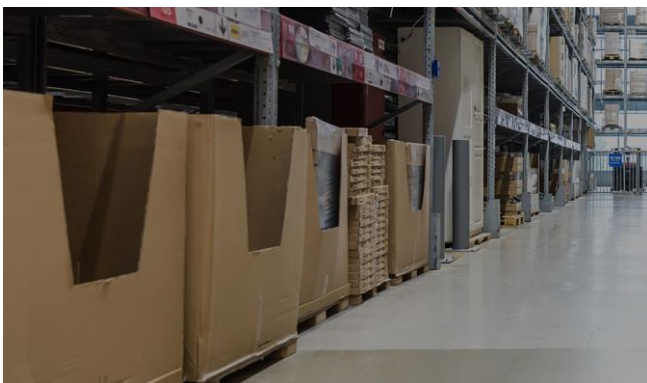


资料来源：易仓科技、华泰研究

参考易仓何炜先生的观点（海外仓变局/2020），海外仓的发展方向是：1）标准化：服务/收费/售后处理标准化，逐步建立行业标准。2）专业化：产品大件化/产业专业化。类似国内电商，大件电商（如家居）对仓储带来不小的挑战，硬件设施、仓库布局及出入库流程均需相应调整；精品型卖家崛起对专业化服务有更高要求，未来或许会出现聚焦细分行业的海外仓。3）数智化：首先通过机械化提升仓库操作效率，降低人员管理成本；然后探索数据化赋能客户需求（如分仓/备货等）。

商务部将纵腾集团、万邑通、宁波豪雅、浙江执御、艾姆勒（深圳）、北京数码港、黑龙江俄速通作为 7 家优秀海外仓案例，其在信息化建设、智能化发展、多元化服务、本地化经营等具备明显优势。对于跨境进口保税仓，向全程供应链延伸仍然是发展方向：嘉诚国际凭借 2B 供应链经验切入跨境电商物流，能够提供集货代、仓储及运输一体的综合服务。

图表61：专业化海外仓



注：无忧达海外仓专注中大件（20 磅以上）以及超重超尺海外仓服务
资料来源：公司官网、华泰研究

图表62：机械化海外仓



注：图片为纵腾德国仓
资料来源：公司官网、华泰研究

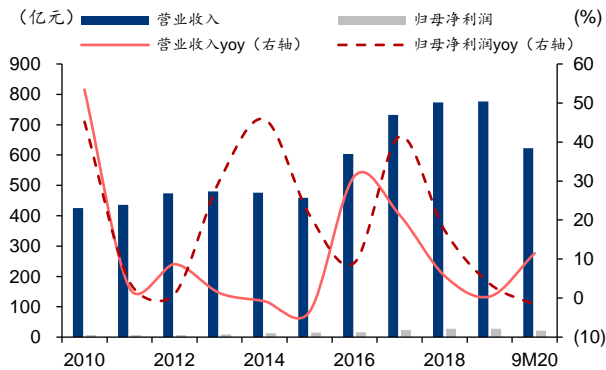
寻找下一个“三通一达”

高速增长跨境电商拉动跨境电商物流繁荣，带来“干”、“配”、“仓”全链路投资机会。尽管商业模式的升级意味着显著的挑战（操作层=>产品层=>产品集成），但全链数字化、服务标准化、规模效应及并购整合驱动行业集中度提升，很可能诞生下一个“三通一达”。1) 干线运输：传统货代转型升级，推荐中国外运（央企资源优势+估值颇具吸引力+公司治理改善）；2) 仓储服务：资源区位及产能扩张，推荐嘉诚国际（阿里跨境服务商+产能逐步投产）；3) 尾程配送：国内快递企业国际化及本土化。

中国外运（601598 CH，买入，目标价：5.49 元）

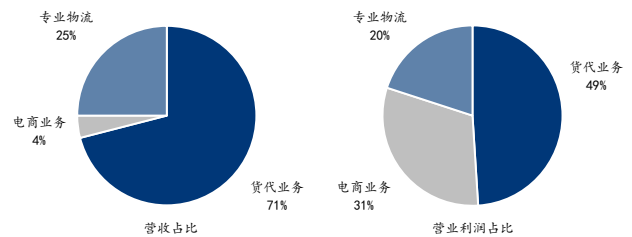
中国外运是中国排名第一、全球排名第四的国际货运代理商和国内领先的综合物流服务商。2019 年，中国外运实现营业收入 776.5 亿元，归母净利润 28.0 亿元（2010-2019 年营收/归母净利 CAGR=6.9%/18.3%），2003-2019 年年均分红率为 30.2%；主营业务包括货代、电商和专业物流三大板块（2019 年收入占比 71%/4%/25%，营业利润占比 49%/31%/20%）。

图表63：中国外运营收及归母净利润



资料来源：公司公告、华泰研究

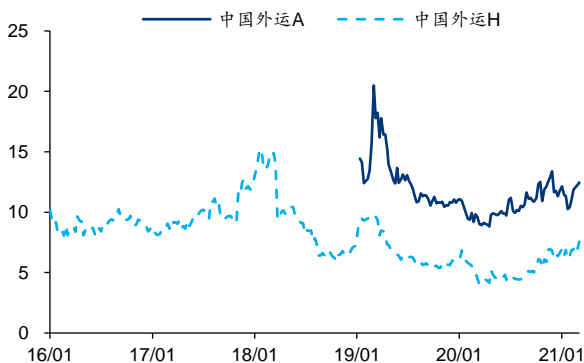
图表64：中国外运收入及营业利润结构（2019）



注：营业利润包含投资收益
资料来源：公司公告、华泰研究

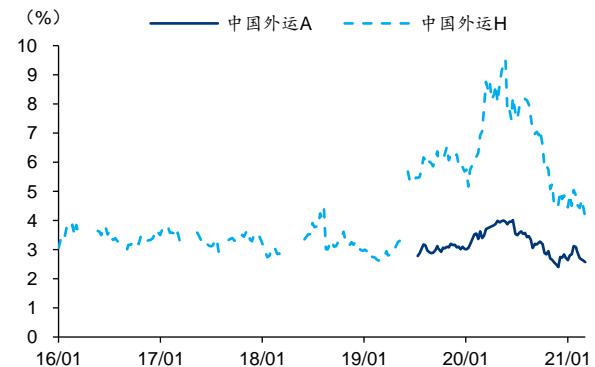
1) 货代业务：公司是国内龙头货代企业，伴随全球经济复苏，货代业务量、收入及盈利持续修复。2) 电商业务：作为国内领先的综合物流服务商，公司在国内外清关、地面操作、运力配载等方面颇具优势，实现了传统货代业务的转型升级。3) 公司即期 PE 估值及股息率均具吸引力，我们重申目标价 5.49 元和“买入”评级（2021E EPS 0.45 元，考虑跨境电商业务转型初显成效，给予 12.2x 2021E PE 估值，对应上市以来历史 PE 均值 10.7x 加 1 个标准差，估值日期：2021/01/04）。

图表65：中国外运历史 PE 估值 (TTM)



资料来源：Wind、华泰研究

图表66：中国外运历史股息率 (TTM)



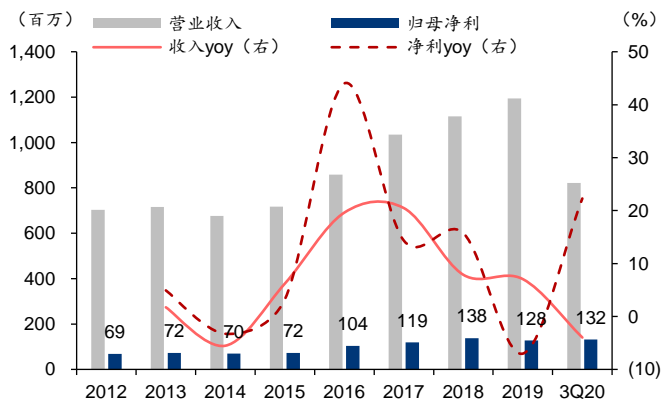
资料来源：Wind、华泰研究

风险提示：1) 疫情持续时间超预期；2) 全球经济增长低于预期；3) 跨境电商业务增长低于预期；4) 政治风险。

嘉诚国际 (603535 CH, 买入, 目标价: 44.90 元)

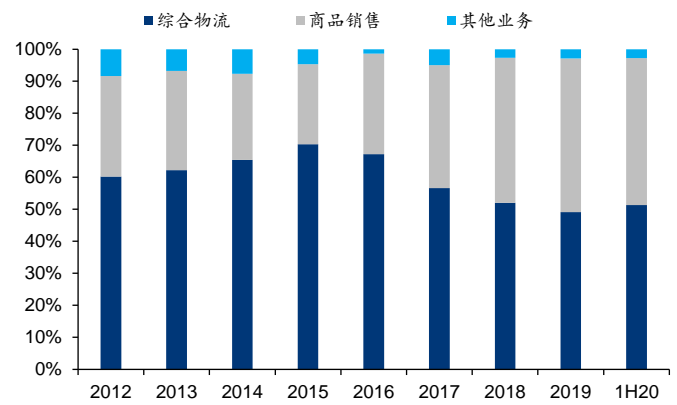
公司从松下空调部分区域的干线运输业务起步, 逐步延伸至 2B 制造业全程供应链服务; 2014 年借助仓储资源和 2B 供应链经验切入跨境电商物流, 成为菜鸟供应商; 最新主营业务包括综合物流 (2B 制造业供应链、2C 跨境电商物流) 和商品销售两大板块。2019 年, 公司实现收入 11.94 亿元 (2015-2019 CAGR=12.1%), 归母净利 1.28 亿元 (2015-2019 CAGR=12.8%)。从盈利结构看, 综合物流 (含跨境电商业务) 是公司盈利的主要来源, 商品销售意在增强客户粘性 (毛利率和毛利贡献均较低)。

图表 67: 嘉诚国际收入及净利润



资料来源: Wind、华泰研究

图表 68: 嘉诚国际收入结构



资料来源: Wind、华泰研究

2B 业务扩张: 嘉诚国际为广州松下空调提供了 20 年物流服务, 合作范围从干线运输升级为综合供应链, 业务能力受到客户高度认可。2020 年, 公司通过定增引入广汽集团旗下广祺贰号实现股权合作, 依托嘉诚国际港 (二期) 打造六万平汽车零部件物流中心, 项目总投资 8000 万元, 预计投产后年销售收入/利润总额分别为 13950/3051 万元。

2C 业务切入: 广州为国内跨境电商重镇, 借助南沙天运物流中心保税仓资源和 2B 供应链服务经验, 公司切入菜鸟跨境电商物流业务。2021 年, 总面积 45 万平的嘉诚国际港 (二期) 逐步投运, 专注于跨境电商出口物流服务, 和天运物流中心进口业务实现协同。公司拟投资建设大湾区国际电商港及海南数智物流中心, 扩大跨境电商业务布局。

公司大力拓展 2B 制造供应链客户, 在 2C 跨境电商领域深度服务菜鸟网络, 产能扩张推动盈利增长。不考虑定增稀释效应, 我们预测公司 20/21/22 年 EPS 为 1.29/2.36/2.78 元, 处于快速增长阶段, 重申目标价 44.90 元和“买入”评级 (21 年 19x PE, 考虑跨境电商业务高景气度, 略高于可比公司 18.7x 的估值, 估值日期: 2021/01/13)。

风险提示: 1) 客户集中度风险; 2) 下游景气度风险; 3) 税率风险;

图表 69: 推荐公司估值表 (2021/03/16)

代码	简称	评级	目标价 (元)	EPS				PE				PEG (MRQ)	PB	市值 (亿)
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
603535 CH	嘉诚国际	买入	44.90	0.85	1.29	2.36	2.78	43.9	28.9	15.8	13.4	0.76	3.28	56
601598 CH	中国外运	买入	5.49	0.38	0.39	0.45	0.52	12.5	12.2	10.6	9.2	1.15	1.19	352

注: 个股盈利预测/估值基于 Wind 一致预期

资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究

图表70： 香港及海外可比公司估值表（2021/03/16）

公司名称	股票代码	市值 (USD mn)	PE (x)			PB (x)			ROE (%)			Dividend yield (%)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
港股														
嘉里物流	636 HK	5,304	10.3	18.6	16.9	1.6	1.6	1.5	15.7	8.8	9.0	2.7	1.5	1.7
中国外运-H	598 HK	3,060	7.1	6.9	5.9	0.7	0.7	0.6	9.9	9.5	10.2	4.5	4.4	5.1
均值		4,182	8.7	12.7	11.4	1.2	1.1	1.1	12.8	9.1	9.6	3.6	2.9	3.4
海外														
联邦快递	FDX US	70,742	129.6	35.0	15.7	3.9	3.7	3.2	2.9	12.0	21.9	1.0	1.0	1.0
联合包裹服务	UPS US	141,015	31.6	21.5	18.2	42.6	18.5	24.0	141.2	119.4	205.5	2.4	2.5	2.6
德国邮政	DPW GY	66,772	21.2	19.0	15.7	4.0	3.6	3.4	18.9	20.7	22.6	2.5	2.8	3.1
DSV	DSV DC	43,385	63.0	60.1	32.9	5.4	5.3	5.4	11.6	9.3	16.9	0.2	0.3	0.4
Expeditors	EXPD US	17,384	29.8	25.7	24.7	7.9	7.2	6.3	28.2	29.9	27.5	1.0	1.0	1.1
Nippon Express	9062 JP	7,384	16.3	20.6	14.8	1.5	1.4	1.3	9.2	7.0	9.2	1.8	1.8	1.9
C.H. Robinson	CHRW US	13,010	23.1	27.0	22.0	7.8	7.3	6.8	35.3	27.9	30.7	2.1	2.1	2.2
XPO Logistics	XPO US	13,080	32.4	320.8	25.5	4.4	4.4	4.0	12.2	4.9	19.1	-	-	-
均值		46,596	43.4	66.2	21.2	9.7	6.4	6.8	32.4	28.9	44.2	1.4	1.4	1.5

注：个股盈利预测/估值基于 Bloomberg 一致预期
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

风险提示

- 1) 中美贸易摩擦加剧：**美国是我国外贸交易的主要国家之一，若中美贸易摩擦加剧，将对我国的跨境进、出口电商造成负面影响。
- 2) 政策落地不及预期：**近年跨境电商业务领域利好政策持续出台，对跨境电商行业的扶持力度不断扩大，若政策落地不及预期将限制行业发展。
- 3) 海外经济下行超预期：**海外疫情形势仍然严峻，经济活动恢复缓慢，若宏观经济下行超预期将直接影响海外居民可支配收入，对我国出口跨境电商造成负面影响。

图表71： 报告涉及公司一览

公司名称	彭博代码	公司名称	彭博代码
DHL	DPW GR	中国中免	601888 CH
FedEx	FDX US	亚马逊	AMZN US
UPS	UPS US	网易	NTES US
燕文物流	未上市	唯品会	VIPS US
云途物流	未上市	小红书	未上市
易仓科技	未上市	苏宁易购	002024 CH
嘉里泰国	KEX TB	Wish	未上市
纵腾集团	未上市	中国邮政	未上市
燕文物流	未上市	顺丰控股	002352 CH
云途物流	未上市	中通快递	ZTO US
递四方	未上市	韵达股份	002120 CH
Flexport	未上市	圆通速递	600233 CH
华为	未上市	申通快递	002468 CH
Lazada	未上市	百世集团	BEST US
阿里巴巴	BABA US	DSV	DSV DC
腾讯	0700 HK	K&N	KNIN SW
京东集团	JD US	华贸物流	603128 CH
Shopee	未上市	无忧达	未上市
SEA	SE US	嘉里物流	0636 HK

资料来源：彭博、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、林珊、袁钉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、林珊、袁钊本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司