

华贸物流 VS 嘉里物流 VS 中国外运

2021 年 8 月跟踪，跨境电商物流产业深度梳理

今天，我们对跨境电商物流行业，做一些跟踪。本次跟踪，重点对比华贸物流 VS 中国外运 VS 嘉里物流三家。

其中，嘉里物流被顺丰要约收购的收购案，正在进行当中。早前，顺丰披露公告，拟部分要约收购嘉里物流 51.8% 股权。

之所以跟踪这个领域，是因为：其和跨境电商这个高景气产业链密切相关，对这个领域的跟踪，一方面能够加深对物流行业的认知（如顺丰收购嘉里物流的逻辑），另一方面，也能够对相关行业形成较好的增长指引（如安克创新等出海小家电）。

中国外运——2020 财年实现营业收入 845.37 亿元，同比增长 8.86%；归母净利润 27.54 亿元，同比下滑 1.75%。

2021 年一季度，实现营业收入 289.02 亿元，同比增长 76.42%（同比 2019 年 Q1+60.56%）；归母净利润 8.35 亿元，同比增长 244.67%（同比 2019 年 Q1+43.47%）。

半年度业绩预告，2021 年上半年归母净利润为 20.1 亿元~22.53 亿元，同比增长 65%~85%。对应二季度归母净利润为 11.66 亿元~14.18 亿元，环比增速为 39%~70%。

华贸物流——2020 财年实现营业收入 140.95 亿元，同比增长 37.47%；归母净利润 5.3 亿元，同比增长 51.01%。（注意其增长明显快于中国外运）

2021 年一季度，实现营业收入 44.86 亿元，同比增长 106.13%（同比 2019 年 Q1+116.19%）；归母净利润 1.85 亿元，同比增长 231.91%（同比 2019 年+172.06%）。

半年度业绩预告，2021 年上半年归母净利润未 4.61 亿元~5.02 亿元，同比增长 70%~85%。对应二季度归母净利润为 2.69 亿元~3.09 亿元，环比增速为 45%~67%。

嘉里物流——2020 年实现营业收入 449.1 亿元，同比增长 21.87%；归母净利润 24.37 亿元，同比下滑 28.18%。2020 年利润增速负增长，主要是受到公允价值变动损益影响以及 2019 年出售仓库的投资收益，扣非利润同比增长 33.1%。

从机构对行业景气度的预期来看：

中国外运——2021-2023 年，wind 机构一致预期收入规模大致为：941.03 亿元、1029.96 亿元、1147.78 亿元，预期同比增速分别为：11.32%、9.45%、11.44%。归母净利润规模大致为：30.03 亿元、33.27 亿元、37.41 亿元，预期同比增速分别为：9.02%、10.8%、12.44%。

华贸物流——2021-2023 年，wind 机构一致预期收入规模大致为：179.13 亿元、201.75 亿元、234.42 亿元，预期同比增速分别为：27.1%、12.62%、16.19%。归母净利润规模大致为：7.79 亿元、9.79 亿元、13.17 亿元，预期同比增速分别为：46.84%、25.74%、34.43%。

嘉里物流——2021~2022 年，wind 机构一致预期收入规模大致为：477.62 亿港元、522.49 亿港元，预期同比增速分别为：-10.49%、9.39%。归母净利润规模大致为：25.7 亿港元、28.32 亿港元，预期同比增速分别为：-11.25%、10.19%。

跨境电商物流的产业链环节，可以大致分为：



图：跨境电商产业链图谱

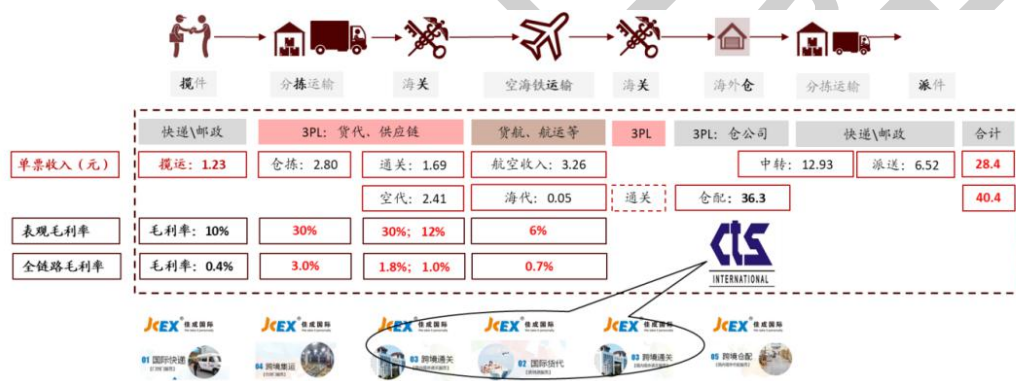
来源：塔坚研究

上游——包括电商平台和卖家。其中，跨境电商平台主要包括：天猫国际、网易考拉、小红书、亚马逊等；卖家代表为：SHEIN 、PatPat 等。

中游——支付平台、物流和服务商。其中，支付平台代表公司为：PayPal、支付宝等；物流公司为：DHL、EMS、顺丰、中国外运、华贸物流等；服务商代表公司为：shopify、shopile。

下游——消费者（B 端、C 端用户）

跨境电商物流，由七个环节组成：揽件、仓储分拣、国内清关、跨境运输、海外报关、仓储中转、海外派送。除了国际快递和部分专线，大部分跨境电商物流公司都，需要协同多个第三方物流商，以完成全链路交付。



图：跨境电商物流单票收入和毛利率拆分（上海~洛杉矶）

来源：中金公司

看到这里，有几个值得思考的问题：

- 1) 跨境电商物流行业，这条产业链近期的数据变化，反映了背后何种的经营逻辑？

2) 行业内几家龙头，为何增长呈现明显差异？这种差异背后，体现了什么样的行业状况？

(壹)

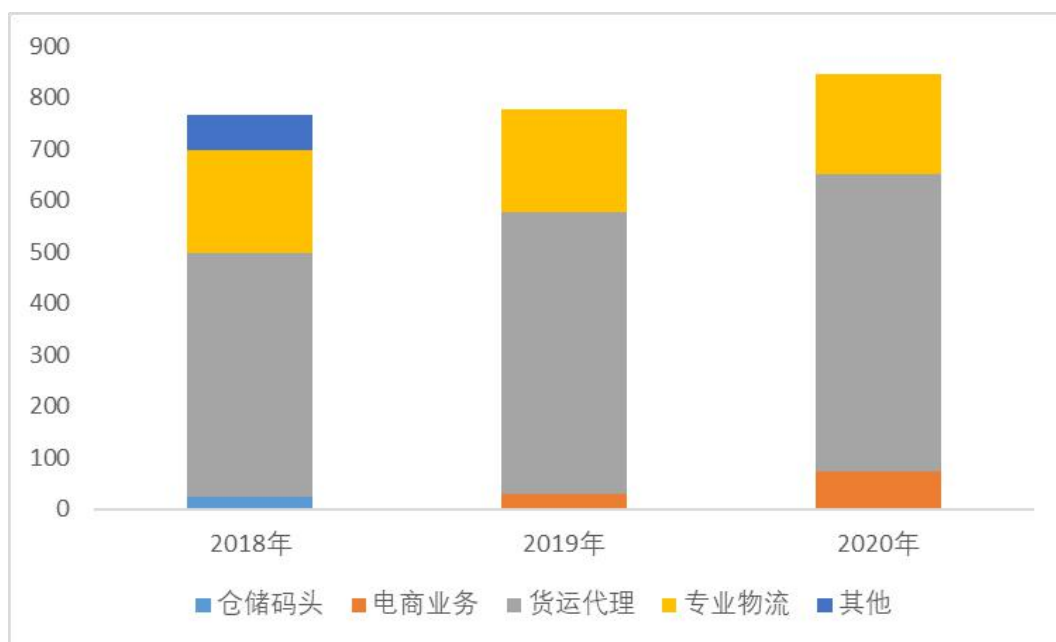
首先，我们先从收入体量和业务结构，对这三家公司有一个大致了解。

以 2020 年度报告为例对比体量，中国外运 (845.37 亿元) > 嘉里物流 (449.1 亿元) > 华贸物流 (140.95 亿元)。

从收入构成来看：

中国外运——货运代理 (68.34%)、专业物流 (23.17%)、电商业务 (8.49%)。

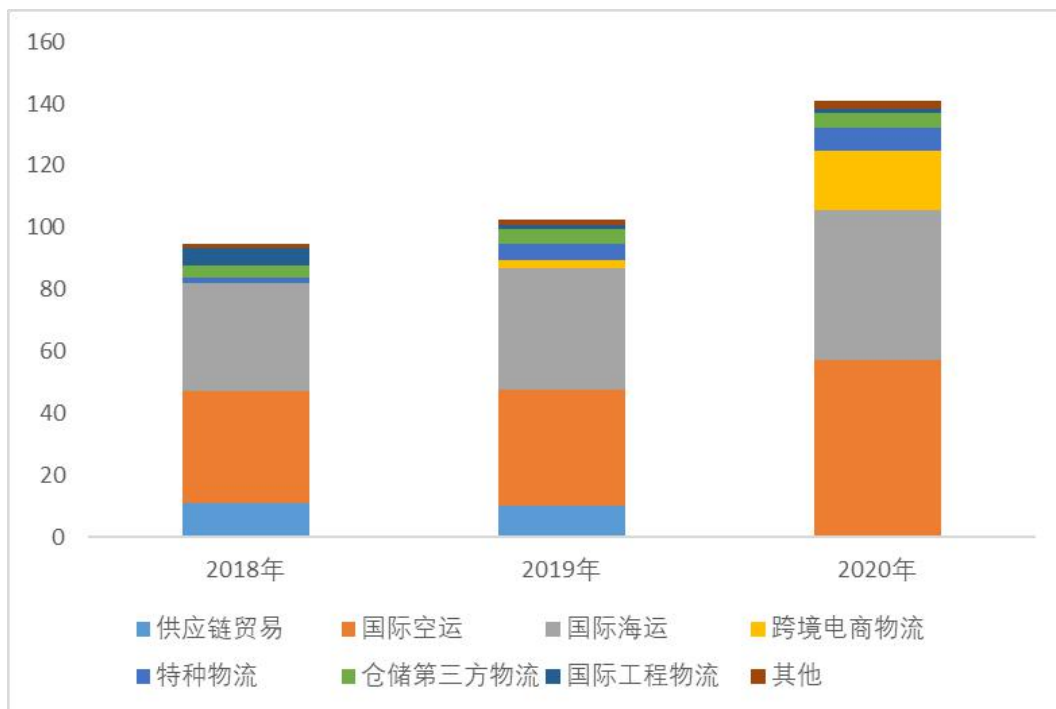
其中，货运代理业务是传统业务，包括海运、空运、船舶、铁路等多种代理业务。专业物流是核心业务，附加值高 (毛利率 10.26%)，包括合同物流、项目物流、化工物流、冷链物流，在 2017 年完成对招商物流的收购后，进一步增加该领域的能力。电商业务为新业务，包括跨境电商物流、物流电商平台和物流装备共享平台。



图：中国外运收入结构

来源：塔坚研究

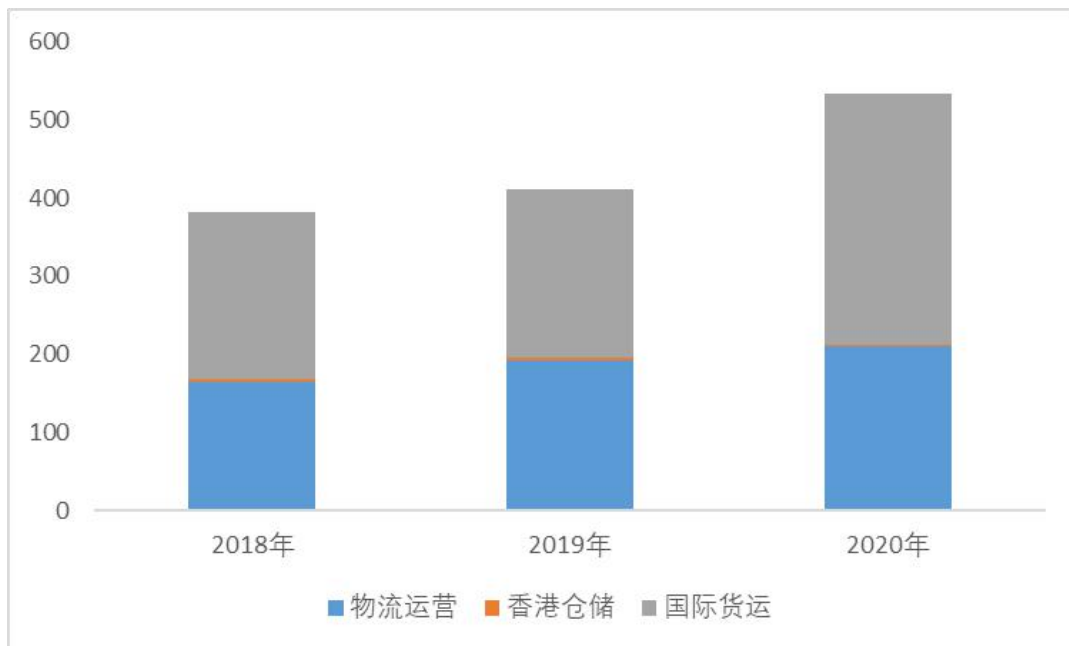
华贸物流——主营业务为综合物流，2020年退出供应链商贸业务。综合物流业务主要包括：空运货代 (40.52%)、海运货代 (34.38%)、跨境电商物流 (13.50%)、特种物流 (5.31%)、仓储 (3.38%)、工程物流 (1.09%) 六大块。



图：华贸物流收入结构

来源：塔坚研究

嘉里物流——国际货运（60.12%）、物流运营（39.49%）、中国香港货舱（0.39%）。其中，国际货运涵盖空运、海运、跨境陆运等多种方式；物流运营业务包括：仓储及增值服务、陆运及配送、退货管理等；中国香港货仓业务为向客户出租在香港的仓储空间以收取租金。



跨境电商物流，根据终端消费者可分为 B2B 和 B2C 业务，其中 2B 市场占比约 80%，2C 市场占比约 20%。但从近几年的发展态势来看，C 端用户的渗透率不断提升（2013 年渗透率为 5%，2020 年渗透率为 20%）。

C 端跨境电商此前渗透率不高的主要原因，在于运输。从跨境运输的价格来看，海运明显占优，且可运载大尺寸的货物，运力巨大（2020 年为 20.6 亿载重吨），但其时间长，需要一个月左右。

而个人对于包裹时效性要求高，且包裹较小（货物以 3C 产品、服饰、化妆品为主），主要走空运（1 周左右）。目前，空运货物价值已占到全球商贸总额的 36%。因此，在研究跨境电商物流企业的运力能力时，重点要看空运。

综合来看，从跨境电商占总收入的比重来看，华贸物流（13.5%） > 中国外运（8.49%）（嘉里物流未单列披露）。

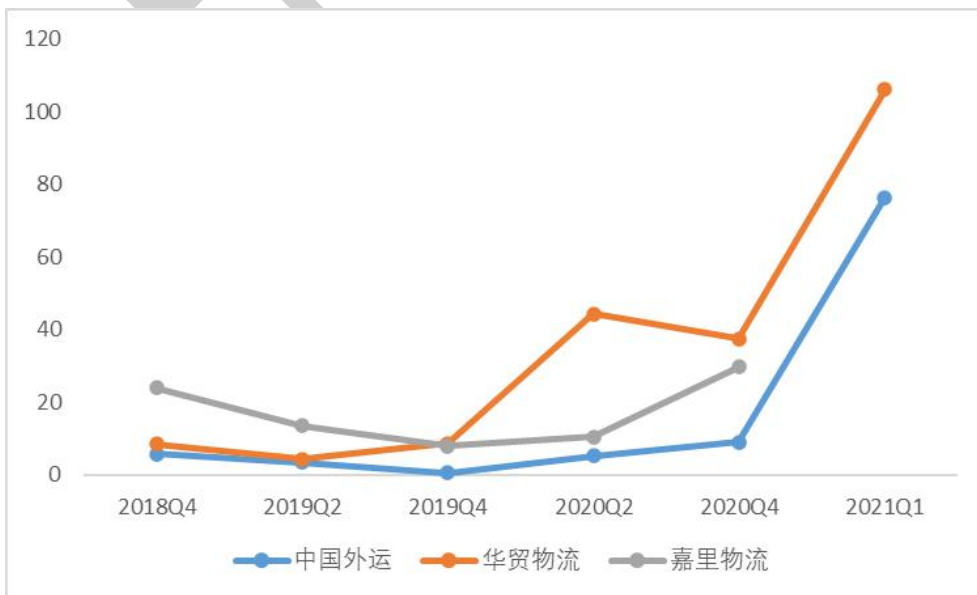
2019 年海运市占率，中国外运（25.41%） > 华贸物流（1.8%）；

空运市占率中国外运（8.61%） > 华贸物流（6.06%）。

(贰)

接下来，我们将近 10 个季度的收入和利润增速情况放在一起，感知增长趋势：

1) 营业收入同比增长



图：10 个季度营收增速

来源：塔坚研究

从营业收入增速来看，华贸物流>嘉里物流>中国外运，整体趋势相同。

2020 年 Q2 开始，三家跨境电商物流公司营收增速均有明显提升，主要受益于境外卫生事件发展以及我国制造业的恢复，根据 OECD 的数据，2020 年全球线上消费订单量同比大幅提升，其中亚太和欧洲地区卫生事件期间峰值提升 80%，北美地区峰值提升 150%。当年我国跨境电商出口交易规模超过 2.1 万亿人民币，同比增长 30%。

从政策层面来看，跨境电商属于国家支持和鼓励项目。

目前监管层出台了跨境电商的关、检、税、汇等监管政策，针对仓储、物流及支付等配套服务都给予了许多便利，并选取了部分城市作为跨境电商试验区，为跨境电商的发展和突破奠定了基础。

相关政策	具体条例	关键点
财关税【2016】18号	跨境电商零售进口商品的单次交易限值为人民币2000元，个人年度交易限值为人民币20000元，在限值以内进口的跨境电商零售进口商品，关税税率暂设为0%；进口环节增值税、消费税取消免征税额，暂按法定应纳税额的70%征收。	规定免税金额
财关税【2018】49号	一、将跨境电商零售进口商品的单次交易限值由人民币2000元提高至5000元，年度交易限值由人民币20000元提高至26000元。 二、完税价格超过5000元单次交易限值但低于26000元年度交易限值，且订单下仅一件商品时，可以自跨境电商零售渠道进口，按照货物税率全额征收关税和进口环节增值税、消费税，交易额计入年度交易总额，但年度交易总额超过年度交易限值的，应按一般贸易管理。	提升免税交易额限制
财税【2018】103号	海关总署定期将电子商务出口商品申报清单电子信息传输给税务总局。各综试区税务机关根据税务总局清分的出口商品申报清单电子信息加强出口货物免税管理。具体免税管理办法由省级税务部门商财政、商务部门制定。	简化报关流程
国税【2019】36号	综试区内实行核定征收的跨境电商企业符合小型微利企业优惠政策条件的，可享受小型微利企业所得税优惠政策；其取得的收入属于《中华人民共和国企业所得税法》第二十六条规定的免税收入的，可享受免税收入优惠政策。	明确免税范围
商财发【2018】486号	中国境内消费者通过跨境电商第三方平台经营者自境外购买商品，并通过“网购保税进口”（海关监管方式代码1210）或“直购进口”（海关监管方式代码9610）运递进境的消费行为	简化流程

图：跨境物流相关政策

来源：塔坚研究

具体来看：

中国外运——卫生事件前营收增速维持在 0%~5%的区间。2020 年收入 845.37 亿元，电商业务（未区分国内或跨境）71.76 亿元，占比 8.5%（2019 年才出现该类别分类，当年增速 25.4%）。

2020 年收入增速慢于华贸物流，主要因为卫生事件影响“专业物流”项下境外工程业务暂停导致全年该类业务营收下滑 1.3%。单看跨境电商业务，量价分别提升 50%和 60%，推动该分部营收增长 141%。

华贸物流——卫生事件前营收增速维持在 5%~10%的区间。2020 年收入 140.95 亿元，跨境电商业务 18.98 亿元，占比 13.5%（同样 2019 年才出现该类别分类，当年增速未披露）。

2020 年单看跨境电商业务增长了 721.65%，远快于中国外运。主要得益于：

a) 近年来华贸跨境电商直客占比的提升。2017 年前五大客户应收账款占应收的比例为 10.8%，2020 年提升至 19.92%，同期中国外运占比为 4%。

时间	直客开发情况
2014	开发中兴通信、中国路桥、采埃孚等一批中外客户
2015	发展了三星集团、上海电气等一批新客户 开发了依云水、百威啤酒、颇尔等直接客户
2018	航空航材业务上新开发了厦门太古发动机、广州飞机工程维修公司、富来特等客户 顺利承接神龙汽车、百威啤酒、韩泰轮胎、索尼电子、京东等进出口业务 “吉利控股”、“华为投资”、“京东物流”、“海尔集团”、“百威啤酒”、“中天科技”等成为公司的重要客户
2019	新增加十多家公司级大客户、区域大客户、企业级大客户、信息行业大客户，如海康威视、西门子、上汽通用、APPLE、CARGOMIND、法雷奥集团、贝内克长顺汽车、德昌机电、中广核
1H20	中标阜丰集团有限公司（HK0546）、创维集团有限公司（HK00751）2020年度海运出口物流项目，并正式成为小米科技有限责任公司物流供应商 其他国际综合物流客户主要有中国中免、国家重要通信技术核心企业

图：华贸物流直客开发情况

来源：中金公司

b) 由于邮政运费便宜，同时运输网络范围大，因此，在跨境电商出口物流中，2020年中国邮政占比39%（2015年占比60%~70%）。

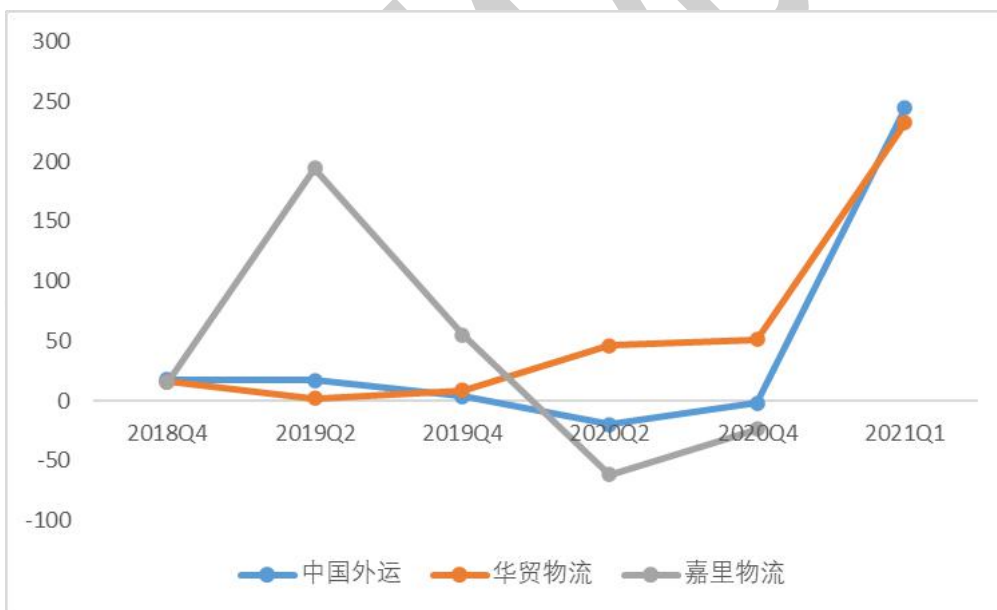
2019年华贸物流收购了邮政供应商大安国际、讯城国际，与中国邮政的合作较为深入。从应收账款主要欠款人来看，收购前中国邮政未进入华贸物流的前五。而收购后，2020年中国邮政排名应收账款较高，金额为2.71亿元，占应收账款的48%。

c) 2020年业务统计口径重分类，将原来国际空运业务中，电商物流业务并入跨境电商物流板块。重新划分的理由是跨境电商物流以空运为主，业务与原空代业务相类似。

嘉里物流——整体增速和中国外运同向，2018 年 Q4 达到高点后，随着宏观事件影响，全球货代均受到影响。

而嘉里物流之所以整体增速可以快于中国外运，主要是东南亚业务的贡献，2019 年亚洲业务增速为 29.9%（全公司营收增速 7.87%）。注意，自从 2020 年 1 月开始，东盟（以东南亚为主）就超过欧洲成为中国排名居首的商贸伙伴。

2) 归母净利润同比增长



图：归母净利润增速

来源：塔坚研究

从归母净利润收入增速来看，华贸物流>中国外运>嘉里物流，与营收增速趋同。

中国外运——卫生事件前，中国外运的利润增速快于营收增速，主要得益于政府补贴以及期间费用率的下降。

华贸物流——2020Q2 相比另外两家利润增长较快（+46.39%），整体看与营收增速相近（+44.37%）。

较快增长，主要得益于：1）2019 年下半年并购大安国际和迅诚国际带来的并表影响（未具体披露）2）凭借长期与各大航司的合作，保证运力稳定供给，2020 年上半年空运货代同比增加 9.5%，行业整体下滑 10%。

3）跨境电商业务快速发展，货运量为 2.8 万吨，而 2019 年全年运量为 0.8 万吨。

嘉里物流——2020 年利润增速负增长，主要是受到公允价值变动损益影响以及 2019 年出售中国香港仓库的投资收益，扣非利润同比增长 33.1%。

此外，2021 年 2 月顺丰要约收购其 51.8% 股权，要求出售中国香港地区仓库（作价 135 亿港元）和中国台湾地区业务（作价 45 亿新台币），会对 2021 年的非经常性利润产生贡献。

(叁)

对增长态势有一定感知后，我们接着再将三家公司的收入和利润情况拆开，看 2020 财年财报数据。

	营业收入	营业收入yoy	归母净利润	归母净利润yoy	毛利率	净利率
中国外运	845.37	8.86	27.54	-1.75	5.84	3.4
华贸物流	140.95	37.47	5.3	51.01	11.7	4.09
嘉里物流	449.1	21.87	24.37	-28.18	11.57	6.5

从体量上来看，中国外运>嘉里物流>华贸物流；从增速来看，华贸物流>嘉里物流>中国外运。

具体来看：

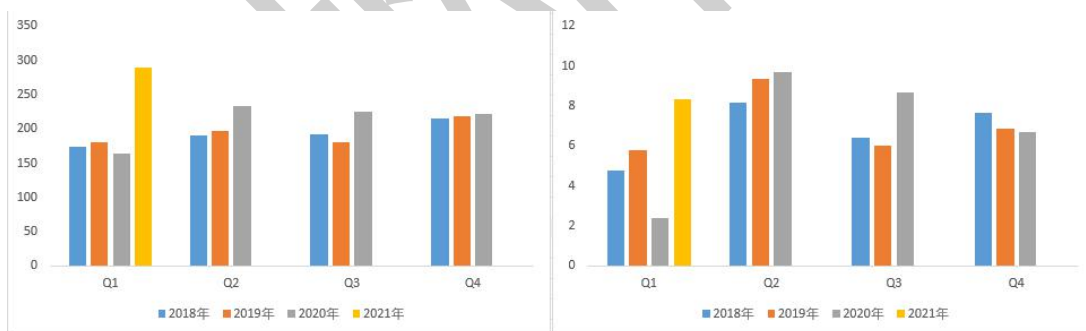
1) 中国外运——2020 年实现营业收入 845.37 亿元，同比增长 8.86%；归母净利润 27.54 亿元，同比下滑 1.75%。

2021 年一季度，实现营业收入 289.02 亿元，同比增长 76.42%（同比 2019 年 Q1+60.56%）；归母净利润 8.35 亿元，同比增长 244.67%（同比 2019 年 Q1+43.47%）。

2021 年 Q1 海运代理/空运代理/跨境电商物流业务同比分别增长 25%/96%/241%，且较 2019 年 Q1 增长 14%/93%/303%。但是，重点发展的专业物流业务量同比+17.3%，较 2019 年 Q1 下滑 19%，尚未恢复。

根据半年度业绩预告，2021 年上半年归母净利润为 20.1 亿元~22.53 亿元，同比增长 65%~85%。对应二季度归母净利润为 11.66 亿元~14.18 亿元，环比增速为 39%~70%，维持高增长。

分量价驱动来看，价格驱动上，运价进一步上涨，其成本加成下有受益；从量来看，出口整体的景气度较高，USA 截止 5 月底进口商贸额同比增速为 38.87%，可见行业景气度依然维持在高位。



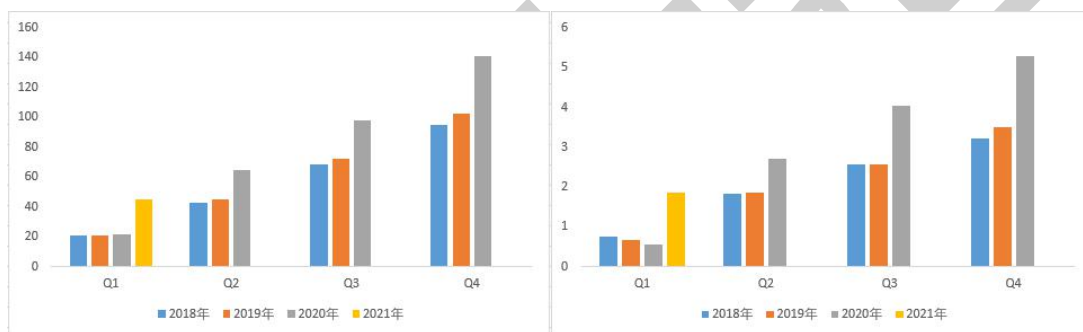
图：季度收入（左图）、季度净利润对比（右图）

来源：塔坚研究

2) 华贸物流——2020 财年实现营业收入 140.95 亿元，同比增长 37.47%；归母净利润 5.3 亿元，同比增长 51.01%。

2021 年一季度，实现营业收入 44.86 亿元，同比增长 106.13%（同比 2019 年 Q1+116.19%）；归母净利润 1.85 亿元，同比增长 231.91%（同比 2019 年+172.06%）。

并且，半年度业绩预告，2021 年上半年归母净利润未 4.61 亿元~5.02 亿元，同比增长 70%~85%。对应二季度归母净利润为 2.69 亿元~3.09 亿元，环比增速为 45%~67%，在原本高基数的影响下，业绩超预期。

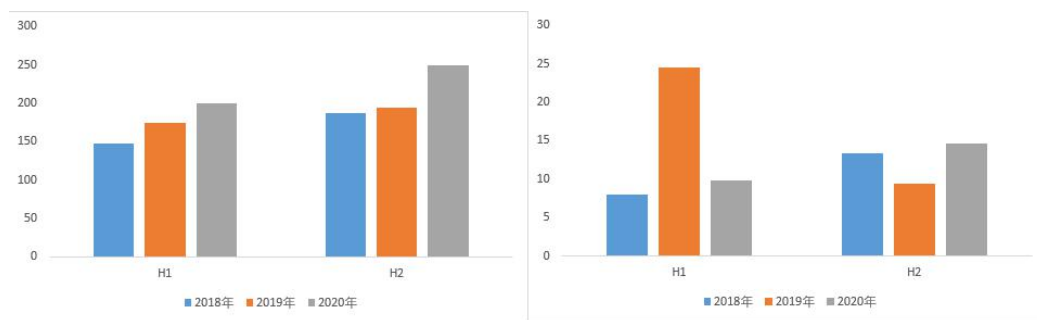


图：季度收入（左图）、季度净利润对比（右图）

来源：塔坚研究

嘉里物流——2020 年实现营业收入 449.1 亿元，同比增长 21.87%；归母净利润 24.37 亿元，同比下滑 28.18%，扣非净利润同比增长 33%。

2020 年下半年收入大幅增长，来自于防疫相关物品和网上零售的增长（未分开披露），货运量同比增长 17%，国际货运业务项营收同比增长 63%。



图：季度收入（左图）、季度净利润对比（右图）

来源：塔坚研究

(肆)

整体来看，2021年，跨境电商的增速仍然较快，那么，现在行业景气度能否延续？

首先来看需求侧：当前量、价两个维度都呈现出高景气。

价格——货物代理企业并非自身提供物流运输服务，而是充当中间商角色，采购其他物流企业的运输服务完成客户物流配送需求。

从空运价格来看（跨境电商以空运为主），2021H1 同比 2020H1 增长 14%，环比增长 11%。单看二季度空运价格环比有所回落，叠加 6~8 月是海外电商的传统淡季，中金公司预测空运价格进入高位盘整阶段。

海运角度来看，CCFI 中国出口集装箱运价指数一直创新高，海运行业景气度并无改变的趋势。

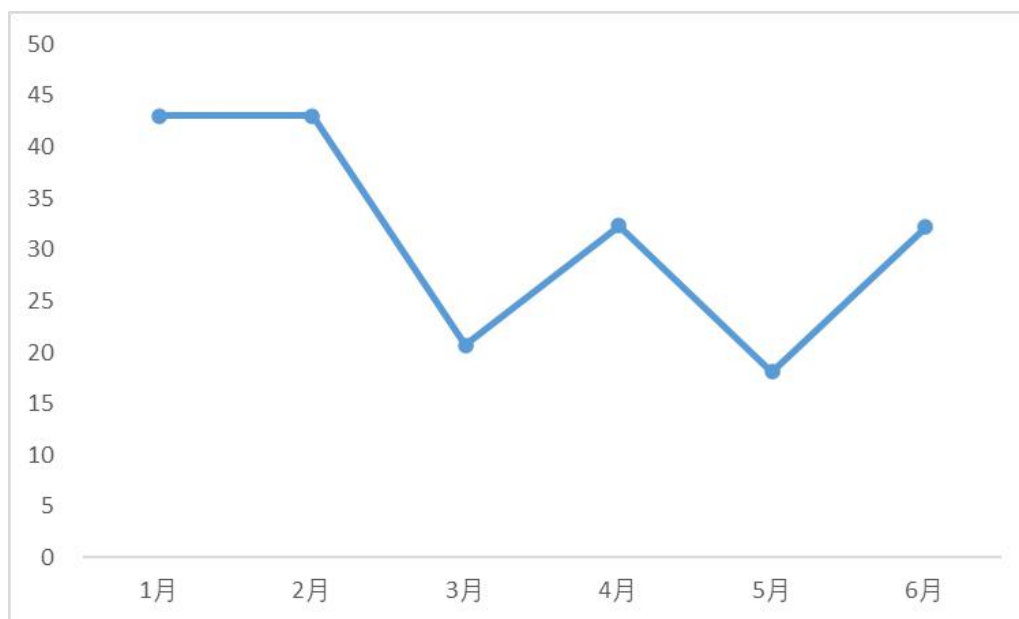


图：中国出口集装箱运价指数

来源：上海航运交易所

量——由于中国外运和华贸物流未披露具体的业务量，此处我们用内地出口数据和美国进口数据作为代替指标。

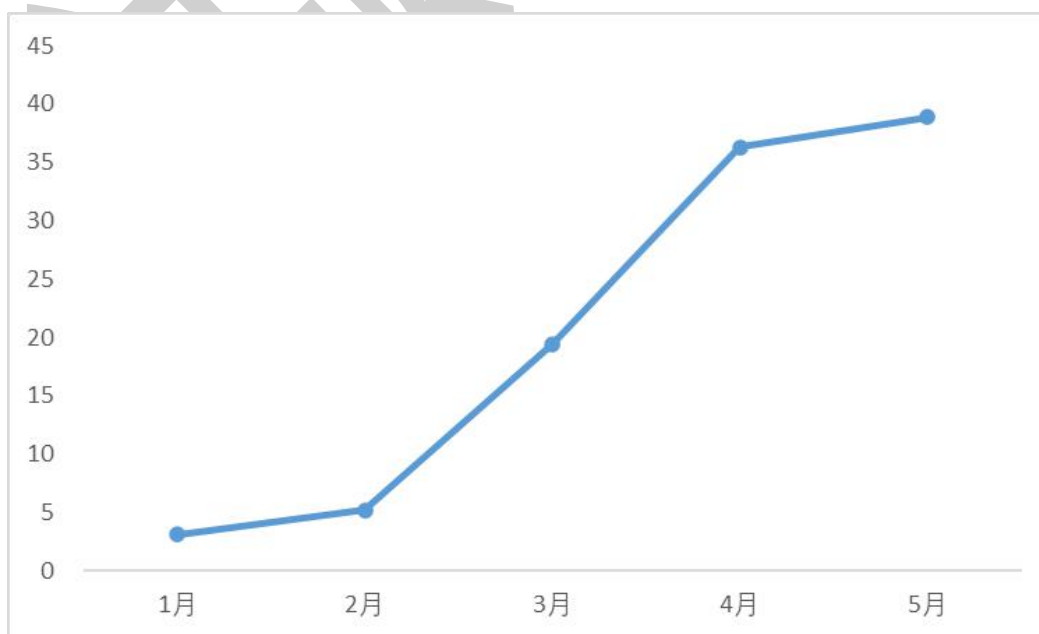
今年6月出口数据大幅超出市场预期。从前五大商贸伙伴的分项数据来看，对比2019年6月，内地对美国、欧盟、东盟、拉丁美洲出口的两年来复合同比增速分别为9.28%、18.57%、16.31%、23.71%，较5月均有回升。



图：2021 年中国出口同比增速

来源：海关总署

从美国进口数据来看，2021 年 5 月的增速达到了 38.87%，环比增长 1.23%，增速达到了今年的新高。



图：2021 年美国进口同比增速

来源：美国海关总署

接着来看供给：供给增长较为缓慢。

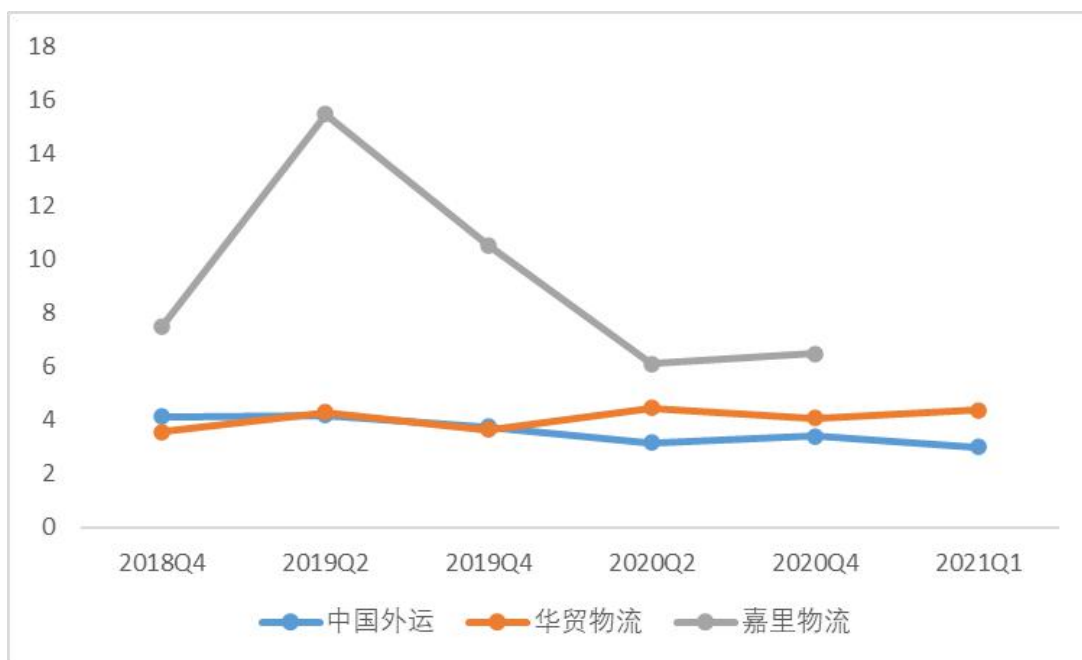
空运——2020 年由于采用客改货，提供了大量货运能力。但是，随着各国逐渐解封，客运机已经逐渐恢复原用途。此外，美国大航运力恢复缓慢（达美和美联航今年 7 月预计运力投放仍分别较 2019 年同期有 31.2%和 30.7%的下降），航空运力供给有限。

海运——2020 年 9 月至今，集装箱船在建订单占现有运力比例从 9%达到了 15%，考虑到造船 2-3 年交付周期，上一轮 2003-2011 年的新造船交付高峰，在 17.5-25 年船舶老龄化的背景下，将于 2023 年开始进入替代周期。

综合来看，从供给和需求两个维度看，目前跨境电商物流的景气度依然维持在高位。

(伍)

对比完增长情况，我们再来看净利率、费用率的变动情况：



图：净利率（单位：%）

来源：塔坚研究

从净利率水平来看，嘉里物流>华贸物流>中国外运，总体都不高。华贸物流和中国外运在 4%上下波动。

其中，嘉里物流的净利率明显高于另外两家，主要是：

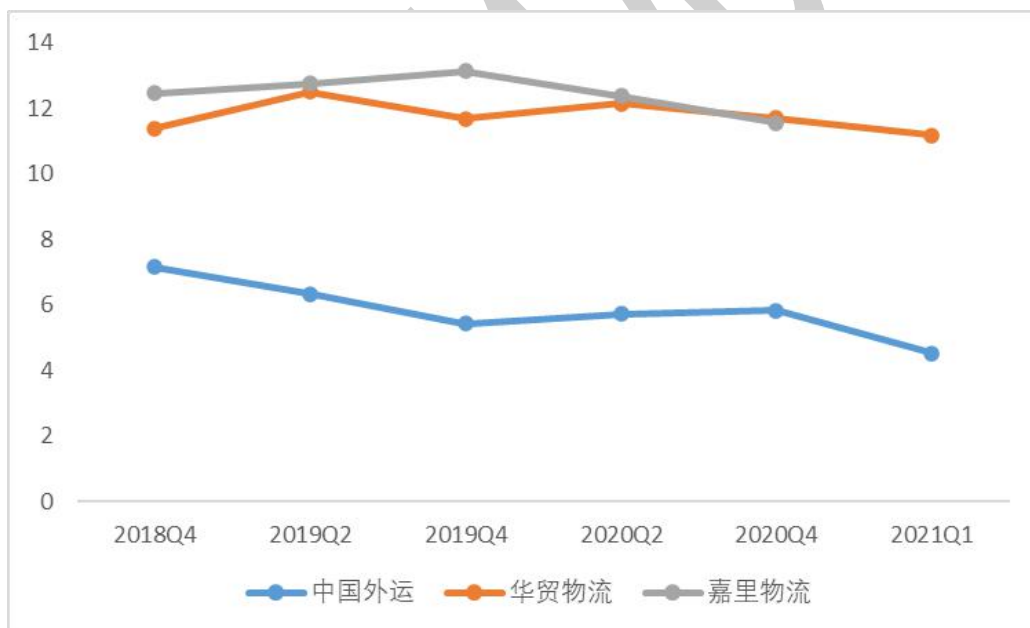
1) 嘉里物流属于重资产运营，固定资产占总资产比为 45%（同期，外运为 20%、华贸为 9%）。对于仓库和物流中心，嘉里物流计入投资性房地产科目，采用公允价值计量，每年账上都会有重估盈余，2016 年至 2020 年重估盈余占比为：3.21%、2.93%、2.88%、1.17%、2%。而外运和华贸以成本法计量，不存在公允价值变动损益。

2) 嘉里物流 2019 年出售子公司和仓库，导致 19.33 亿元的一次性收益。

剔除这两点影响，2016 年至 2020 年嘉里物流平均净利率为 4.48%，中国外运为 3.96%，华贸物流为 4.42%，三者净利率相近。

差别主要来自于毛利率、销售费用率，挨个来看：

1) 毛利率



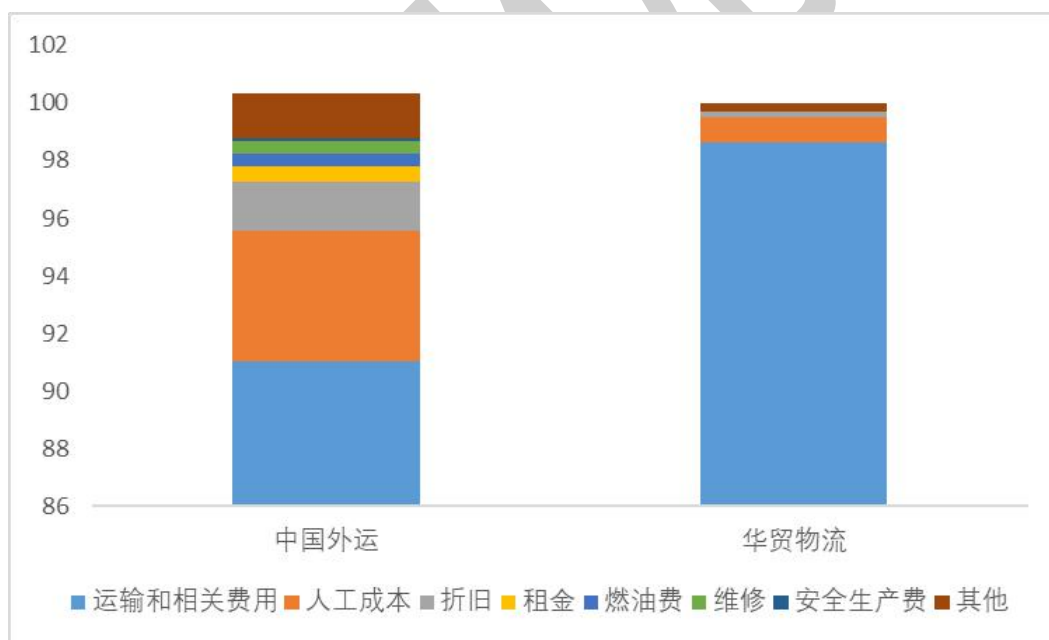
图：毛利率（单位：%）

来源：塔坚研究

从毛利率来看，嘉里物流=华贸物流>中国外运。

中国外运低于另外两家 6%左右，差距主要来自产品结构不同（嘉里物流未分拆细分毛利率，据推测其在中国香港地区的业务较多，中国香港地区物流业务的毛利率高于内地）。以及直客占比不同（华贸物流的直客占比更高，且近几年拓展速度较快），直客一般性为大型企业，对于价格的敏感度较低，但是对于服务的要求更高。

从成本结构来看，外运和华贸物流（嘉里物流未披露）的成本中超过 90%的是运输成本，其余主要是人工成本和折旧费用等。



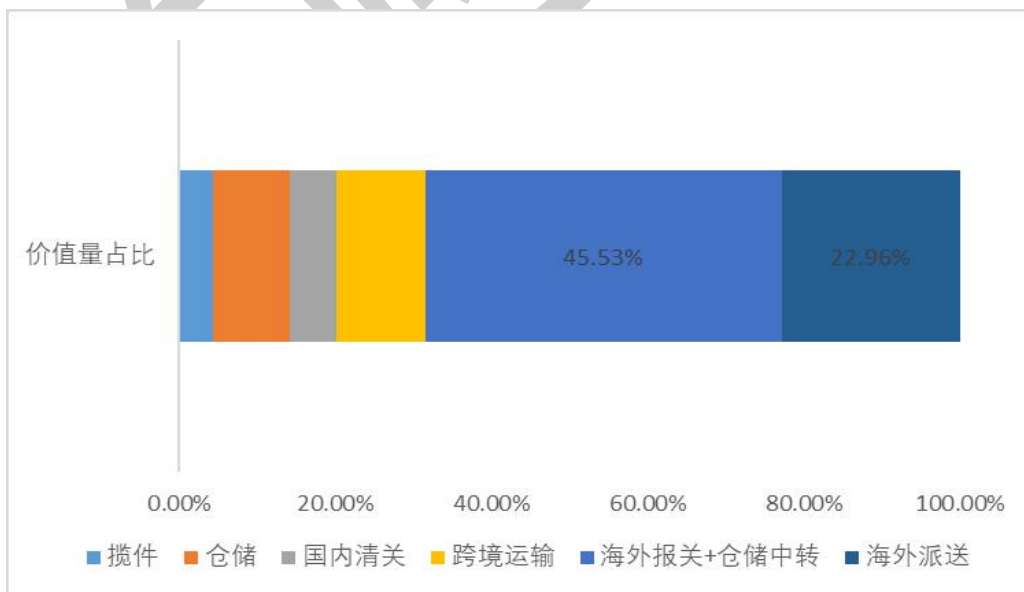
图：成本结构（单位：%）

来源：塔坚研究

但注意，国内跨境货代为何毛利率明显低于海外公司，海外的得夫得斯（DSV Panalpina A/S）和德讯（Kuehne & Nagel）分别在国际海运货代企业中排龙头、第四，两家公司 2019 年的海运业务毛利率分别为 24.70%、15.78%，空运业务毛利率分别为 24.30%，24.10%，对比来看华贸的海运和空运毛利率分别为 8.21%、12.03%（中国外运、嘉里物流未单列披露）。

那么，为什么国内的跨境物流公司毛利率低？

在跨境电商物流业务中，能提供越多服务的公司，得到的利润占比越高。从全链路价值量上来看，各环节的价值量分配为：揽件 4.33%、仓储分拣 9.86%、国内清关 5.95%、跨境运输 11.48%、海外报关+仓储中转 45.53%、海外派送 22.96%。越靠近后端，价值量越大。



图：跨境电商物流价值链占比

来源：中金公司、塔坚研究

中国外运和华贸物流，大多数情况下，只能涉及 7 大环节中的 4 个：揽件、仓储分拣、国内清关，跨境运输（可提供订舱服务）总计占到价值量的 20%~30%。不涉及的是：跨境运输（干线运输）、海外报关、仓储中转、派件，占到价值量的 70%~80%。

	揽件	仓储	国内清关	跨境运输	海外报关	仓储中转	海外派送
华贸物流							
中国外运							
UPS							
FedEX							
DHL							
TNT							
顺丰+嘉里物流							
菜鸟+递四方							

图：FOB 模式下对比

来源：塔坚研究

不涉及后几个环节，主要在于传统外贸模式对中国跨境物流企业的限制。

传统外贸进出口（to B 为主）的特点在于，主要采用 FOB 定价，即，运输由进口方采购，出口方主要承担装船风险，货物一旦装船便失去了对货物的控制权。这种模式下，中国货代企业大多从事国内出口货运代理或进口递接业务，不能自己完成海外操作，只能交由海外代理来完成，因此无法享受后续 70%~80%的价值量。

但目前，情况可能有所改变，主要来自于两点：

1、to C 跨境电商不采用 FOB 模式。过去跨境电商中，商流决定物流，如果跨境电商 to B 为主，那么，本土货代较难发展，根据中信证券的调研，国外企业普遍喜欢用本土物流公司。

近几年，随着国内如 SheIn、安克创新等国货品牌崛起，能发现其更倾向于选择国内物流公司。国内快递公司在同样的时效下价格便宜 30%，而在时效不限下价格峰值便宜超 80%。

目的地 快递公司	深圳—纽约		深圳—伯明翰		深圳—胡志明	
	时效 (日)	价格 (元)	时效 (日)	价格 (元)	时效 (日)	价格 (元)
DHL	5	546	6	662	2	489
UPS	3	404	3	363	5	227
	7	338	6	414	4	260
FedEX	2	406	3	438	2	298
	8	326	8	392	5	256
菜鸟裹裹	4-10	211	4-11	221	4-10	201
	7-15	185	7-15	175	8-12	77
顺丰	8	262	8	270	8	134
	12	164	13	195	12	83
邮政小包	15-20	95	15-20	70	15-20	65

图：国内外快递价格、时效对比

来源：方正证券

2、国内跨境电商物流企业尾程（干线运输、海外报关、仓储中转、派件）的能力有所提升。

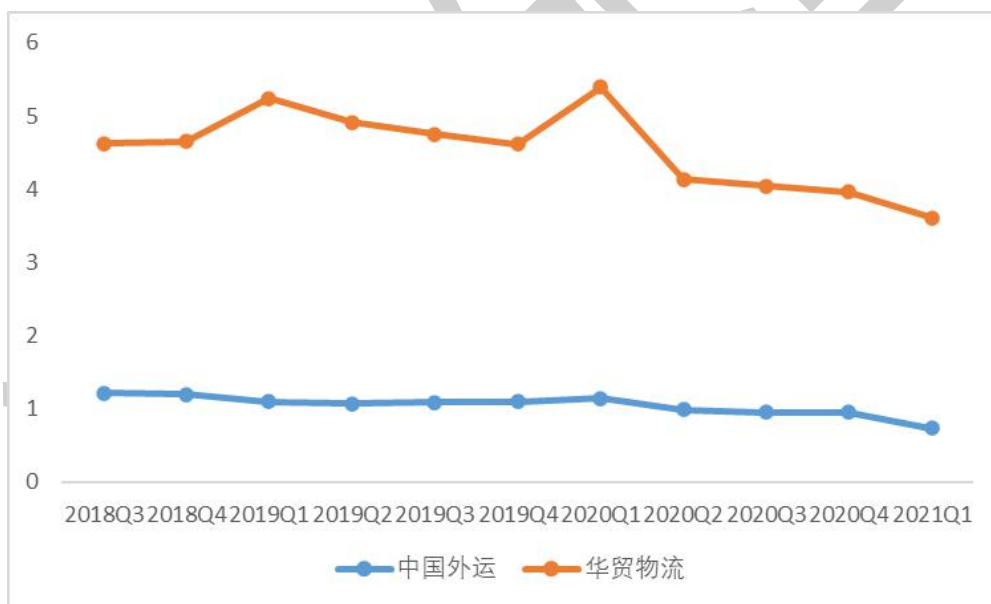
以华贸物流为例，今年 2 月并购佳成国际 70% 股权。佳成国际是集国际速递、国际货运、跨境通关、跨境集运、跨境仓配于一体的综合型全牌照国际物流公司，同时也是亚马逊 SPN、WISH 平台、eBay 进出

口仓储以及菜鸟网络国际物流供应商。

同样的，顺丰+嘉里物流，中国外运+KLG 也打通了全链条服务。

整体来看，如果国内货代行业往后端渗透，三家企业跨境电商业务的毛利率都有望提升，从当前的 12%，提升到 20%左右。

2) 销售费用率



图：销售费用率（单位：%）

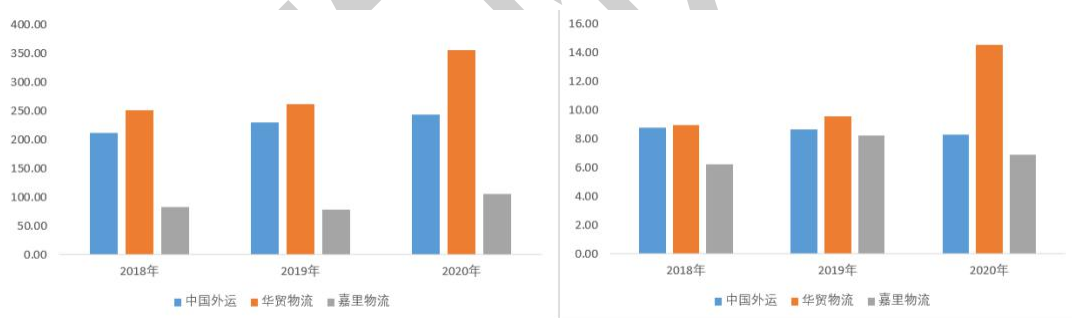
来源：塔坚研究

从销售费用来看，华贸物流>中国外运。其中，嘉里物流未单列列支销售费用。

从两家公司的销售费用构成来看，超过 80%为销售人员工资。中国外运销售人员 1276 人，占总员工数的 3.68%；华贸物流（2017 年数据）销售人员 923 人，占总员工数的 25%。华贸物流之所以拥有较多的销售人员，主要与它积极主动拓展直客有关。

同时，在销售人员较多的情况下，从人均创收和人均创利，华贸物流>中国外运>嘉里物流。

注意，嘉里物流之所以人均创收和创利较低，主要是因为聚焦于东南亚业务的泰国子公司嘉里快递拥有 2.2 万员工，是泰国较大且增速较快（2018~2020 年营收 CAGR 为 22.9%）的快递公司。



图：人均创收、人均创利（单位：万元）

来源：塔坚研究

(陆)

看到这里，我们大致测算一下跨境电商物流 B2C 的行业规模。采用公式，表示为：

跨境电商 B2C 物流市场规模= (电商进口规模+电商出口规模) * (1+B2C 行业渗透率) * 物流价值量占比

以上几个核心驱动因子，我们挨个拆解：

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。 2) 尊重原创：如有引用未标注

来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。