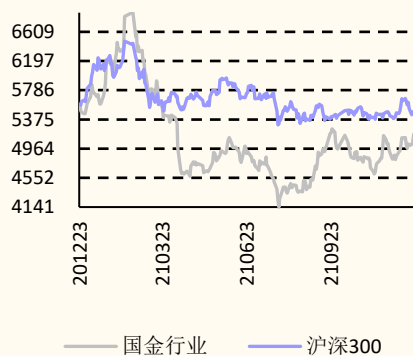


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金快递物流指数	5171
沪深 300 指数	4914
上证指数	3623
深证成指	14791
中小板综指	14292



## 快递盈利修复，物流细分赛道崛起-2022 年度 快递物流行业投资策略

### 投资建议

- **快递：政策监管趋严，竞争趋缓带来业绩拐点**
- **快递件量维持较高增速。**疫情改变人们的购物方式，在线消费对到店消费的替代率提高，电商件的提升会比以往更快，预计 2021 年，直播电商市场规模将破万亿元，农村网络普及率快速提升，电商红利持续释放。2021 年 1-11 月，快递业务量同比增长 32%至 980.5 亿件，12 月 8 日，国家邮政局快递大数据平台实时监测数据显示，2021 年我国快递业务量已达 1000 亿件，预计 2022 年行业件量仍然维持高增速。
- **政策监管下价格竞争趋缓，行业格局优化。**快递企业激烈的价格战使得单票收入下降幅度大于单票成本下降幅度，派费亦持续下降，使得总部利润下降，部分网点出现倒闭，快递员合法权益受到损害。市场监管总局和国家邮政局等七部委先后提出要整治“低价倾销”并保障快递小哥基本权益，多家快递公司上调全网的派费，价格竞争趋缓。旺季持续涨价快递企业盈利有望改善，11 月份单票收入 9.49 元，环比提升 3.81%，其中韵达、圆通、申通单票收入环比分别提升 9.68%、13.1%、16.59%。极兔速递以 68 亿元收购百世的国内快递业务，国内快递格局或将洗牌。
- **竞争格局优化，长期看好龙头企业发展。**我们认为在行业监管趋严的背景下，各家快递企业对份额重视程度下降，转向多维度考量，更加注重服务质量，快递价格有望在明年趋于平稳。Q4 旺季提价产粮区政策维持，快递企业盈利持续改善，重点关注快递龙头企业。顺丰控股经营策略调整更加关注有质量的增长，产能周期影响逐渐消退，嘉里物流并表推动国际业务发展，业绩修复确定性强。
- **物流：细分赛道崛起，精选物流个股**
- **化工物流：监管趋严，具备优秀管理运营经验企业胜出。**化工物流行业具有高门槛，天津港、响水等事故发生后监管趋严使得行业供给受限，随着石化化工行业的迅速发展，仓储需求端每年仍有增长，使得供需偏紧张。化工物流行业集中度和第三方物流渗透率持续提升，具备优秀管理运营经验的公司将拥有长期成长空间，重点推荐宏川智慧、密尔克卫。
- **ToB 生产性供应链物流：制造业升级外包需求增加，本土物流服务商国产替代。**经济向高质量转型升级，高端制造业发展势不可当，伴随之满足厂商数字化复杂高效的物流需求增加。随着本土厂商内生数字化技术应用能力提升，叠加外延并购加深跨行业理解，中国的供应链管理厂商的服务能力将追上甚至赶超国际龙头，利用本土化的人才、网点优势，以及较高性价比实现供应链物流服务国产替代。重视系统投入、强管理的企业将胜出，关注海晨股份。

### 风险提示

- 宏观经济增速低于预期风险、人工成本大幅上涨风险、产能利用率提升不及预期风险、监管政策放松价格竞争加剧风险。

## 内容目录

一、快递：政策监管趋严，竞争趋缓带来业绩拐点	4
1.1 快递件量维持较高增速	4
1.2 政策监管下价格竞争趋缓，行业格局优化	6
1.3 直营模式打造顺丰品牌优势，盈利能力修复在即	9
1.4 投资策略：竞争格局优化，长期看好龙头企业发展	12
二、物流：细分赛道崛起，精选物流个股	13
2.1 化工物流：监管趋严，具备优秀管理运营经验企业胜出	13
2.2 ToB 生产性供应链物流：高端制造崛起+政策支持双擎驱动，需求持续增加	16
三、风险提示	19

## 图表目录

图表 1：社会消费品零售总额	4
图表 2：实物商品网上零售额	4
图表 3：中国实物商品网上零售额占社零总额的比例（月度数据）	4
图表 4：全国快递业务量	5
图表 5：全国快递业务收入	5
图表 6：2017-2021E 直播电商市场规模及预测（亿元）	5
图表 7：2017-2022E 在线直播用户规模及预测（亿人）	5
图表 8：中国农村网民数量及增速	6
图表 9：城镇与农村互联网普及率比较	6
图表 10：2021 年共同富裕被反复提及	6
图表 11：2021 年监管叫停快递“价格战”	6
图表 12：快递单票价格月度数据（元）	7
图表 13：同城快递和异地快递单价（元）	7
图表 14：2021 年 11 月快递业经营数据	8
图表 15：2021 年 11 月快递经营数据环比增速	8
图表 16：主要快递企业年度快递业务量（亿件）	8
图表 17：快递企业业务量增速与行业整体增速（年度）	8
图表 18：主要快递企业月度快递业务量（亿件）	8
图表 19：快递企业业务量增速与行业整体增速（月度）	8
图表 20：按业务量口径市场竞争格局	9
图表 21：快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8	9
图表 22：顺丰直营模式	9
图表 23：2020 年快递服务时限准时率测试结果	9

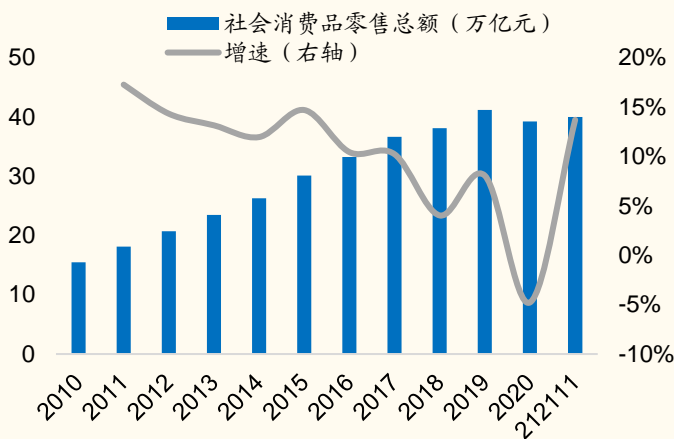
图表 24: 2017-2021Q3 归母净利润 (亿元)	10
图表 25: 2021 年单季度净利润情况 (亿元)	10
图表 26: 顺丰 2021 年度非公开募资使用计划 (万元)	10
图表 27: 主要货运航司全货机数量 (截至 2021.11)	11
图表 28: 2017-2021H1 公司全货机和散航发货总量	11
图表 29: 2017-2021H1 公司运输干支线路 (万条)	11
图表 30: 2017-2021H1 公司全货机和散航发货总量	11
图表 31: 2020 年顺丰与可比公司资本性支出情况对比	11
图表 32: 2021H1 顺丰资本支出构成	11
图表 33: 快递板块行情 (截至 20211221)	12
图表 34: 主要快递上市企业 2021 年至今涨跌幅 (截至 20211221)	12
图表 35: 危化品与安全生产相关监管政策	13
图表 36: 多部门对岸线资源的管理	14
图表 37: 2015-2025E 我国危化品物流市场规模及增速	14
图表 38: 成品油产量、表观消费量 (万吨) 及增速	15
图表 39: 汽油、柴油表观消费量增长率	15
图表 40: 甲醇供需及净进口量 (万吨)	15
图表 41: 乙二醇供需及净进口量 (万吨)	15
图表 42: 危化品仓储类型	16
图表 43: 2018-2025 年中国供应链物流市场空间	17
图表 44: 2018-2025 年中国供应链物流支出渗透率	17
图表 45: 综合供应链管理服务商 (4PL) 与传统合同物流企业 (3PL) 对比	17
图表 46: 中国综合供应链物流服务商前十名 (截至 2020 年底)	18
图表 47: 按垂直领域划分的供应链物流服务市场规模及增长率	18
图表 48: 2020 年公司主营收入构成 (按产品)	19
图表 49: 2020 年公司主营收入构成 (按行业)	19

## 一、快递：政策监管趋严，竞争趋缓带来业绩拐点

### 1.1 快递件量维持较高增速

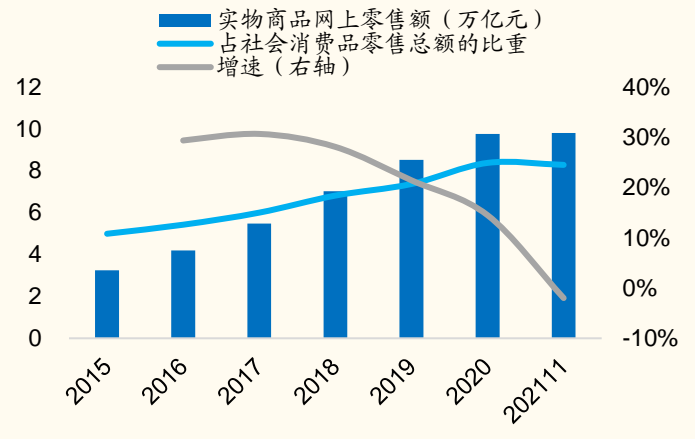
- 疫情常态化推动居民消费线上化，实物商品网上零售额占社零总额的**24.5%**。电商件是快递业务量的主要来源，电商件的增速与实物商品网上零售额息息相关。2021年1-11月，社会消费品零售总额为+13.7%至40.0万亿元；同期实物商品网上零售额-2%至9.8万亿元，其占社会消费品零售总额的比例为24.5%。

图表 1：社会消费品零售总额



来源：Wind，国金证券研究所

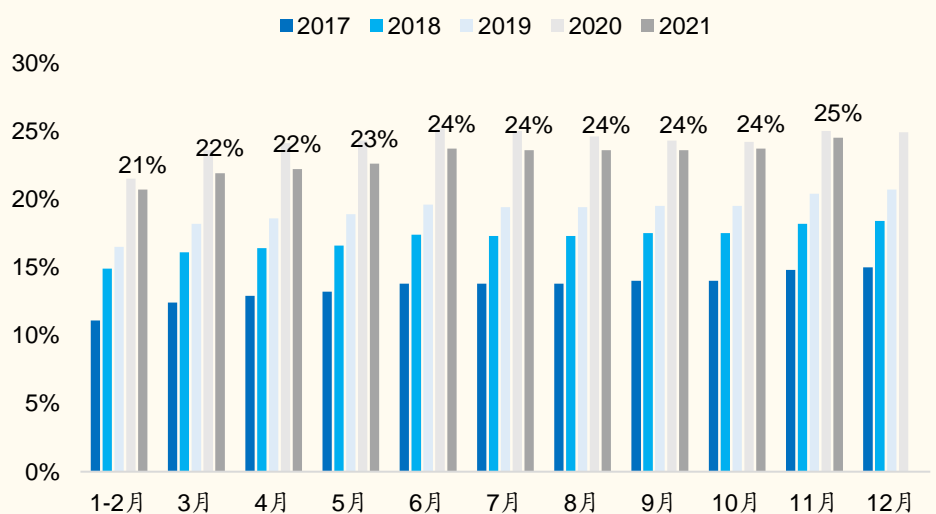
图表 2：实物商品网上零售额



来源：Wind，国金证券研究所

- 消费者线上购物的需求有所回落但仍处于较高水平。从月度数据看，2021年1-2月、3月、4月、5月、6月、7月、8月、9月、10月、11月实物商品网上零售额占社零总额的比例分别为21%、22%、22%、23%、24%、24%、24%、24%、24%、24%、25%，较2020年有所回落但仍远远高于2019年的水平。

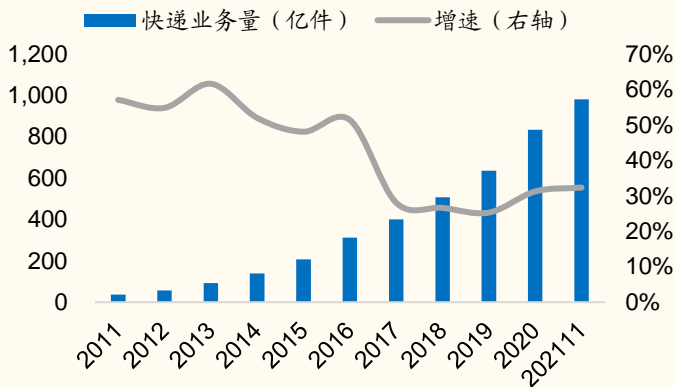
图表 3：中国实物商品网上零售额占社零总额的比例（月度数据）



来源：Wind，国金证券研究所

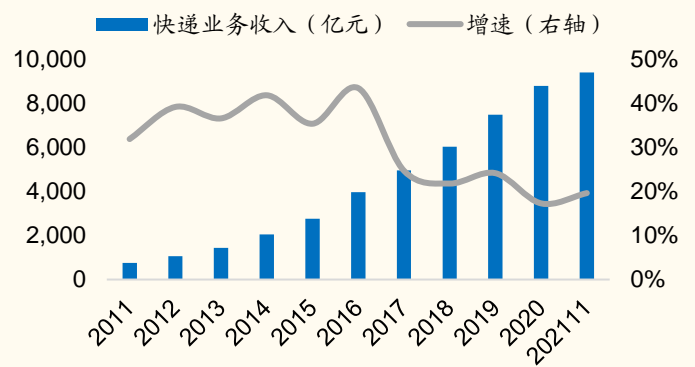
- **快递业务量保持 30%以上增长。**截至 2021 年 11 月，快递业务量+32%至 980.48 亿件，快递业务收入+20%至 9415 亿元。业务量与业务收入均保持较高增长，12 月 8 日，国家邮政局快递大数据平台实时监测数据显示，2021 年我国快递业务量已达 1000 亿件，预计明年行业件量仍然维持高速增长。

图表 4: 全国快递业务量



来源: Wind, 国金证券研究所

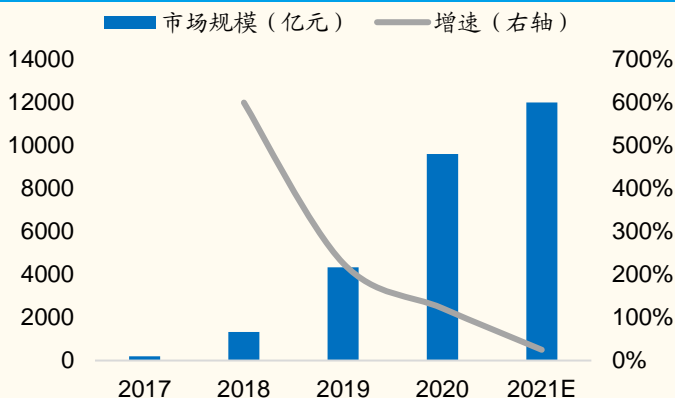
图表 5: 全国快递业务收入



来源: Wind, 国金证券研究所

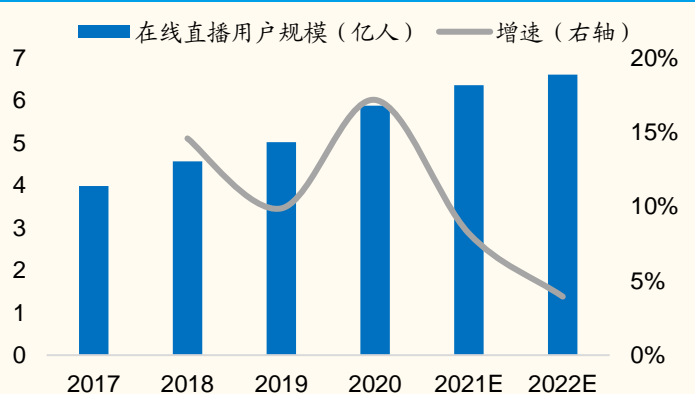
- **预计 2021 年，直播电商市场规模将破万亿元。**直播电商用户互动性强，更直观、生动，因此转化率高，逐渐成为各大电商平台、内容平台的新增长动力，传统电商如淘宝、天猫、京东以及社交平台如快手、抖音均上线了直播电商功能。直播电商市场规模实现高增，2020 年直播电商 GMV+122%至 9610 亿元，预计 2021 年将达到 12012 亿元。在线直播用户规模不断上升，2020 年+17%至 5.87 亿人，预计 2021 年将达到 6.35 亿人。

图表 6: 2017-2021E 直播电商市场规模及预测 (亿元)



来源: 艾媒咨询, 国金证券研究所

图表 7: 2017-2022E 在线直播用户规模及预测 (亿人)

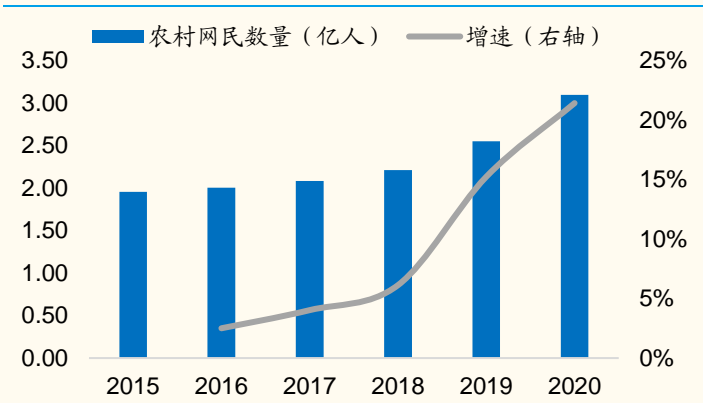


来源: 艾媒咨询, 国金证券研究所

- **农村网络普及率快速提升，电商红利持续释放。**近年来，中国大力推动农村互联网建设，截至 2020 年底，中国网民规模为 9.89 亿人，其中农村网民规模 3.10 亿人，占比 31.34%，较 2019 年底+21.4%。截至 2021 年 6 月，农村互联网普及率为 59.2%，较 2020 年 12 月，城乡互联网普及率差异缩小 4.8%，随着农村网民数量的增长，电商红利存在广阔释放空间。

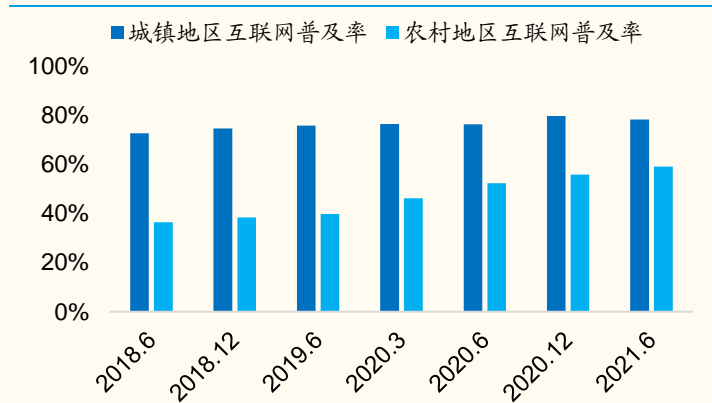


图表 8: 中国农村网民数量及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 城镇与农村互联网普及率比较



来源: Wind, 国金证券研究所

## 1.2 政策监管下价格竞争趋缓, 行业格局优化

- 国家倡导共同富裕, 监管干预非理性价格竞争。** 快递企业激烈的价格战使得单票收入下降幅度大于单票成本下降幅度, 派费亦持续下降, 使得总部利润下降, 部分网点出现倒闭, 快递员合法权益受到损害。浙江省 4 月出台《浙江省快递业促进条例(草案)》, 规定快递费不得低于成本价, 措施执行将使得本地快递竞争减缓, 浙江省快递单票价格出现环比提升。2021 年, 共同富裕被中央反复提及, 12 月 12 日, 中央经济工作会议中提出, 不断解放和发展社会生产力, 不断创造和积累社会财富, 又要防止两极分化。在共同富裕的大背景下, 快递行业的“价格战”被监管, 市场监管总局和国家邮政局等七部委先后提出要整治“低价倾销”并保障快递小哥基本权益。

图表 10: 2021 年共同富裕被反复提及

时间	政策	内容
2021.6.10	《中共中央国务院 关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》	共同富裕示范区正式落地浙江。
2021.10.16	习近平《扎实推动共同富裕》	共同富裕是社会主义的本质要求, 是中国式现代化的重要特征。我们说的共同富裕是全体人民共同富裕, 是人民群众物质生活和精神生活都富裕, 不是少数人的富裕, 也不是整齐划一的平均主义。
2021.12.12	中央经济工作会议	详细解读共同富裕, 在我国社会主义制度下, 既要不断解放和发展社会生产力, 不断创造和积累社会财富, 又要防止两极分化。

来源: 国务院、人民网等, 国金证券研究所

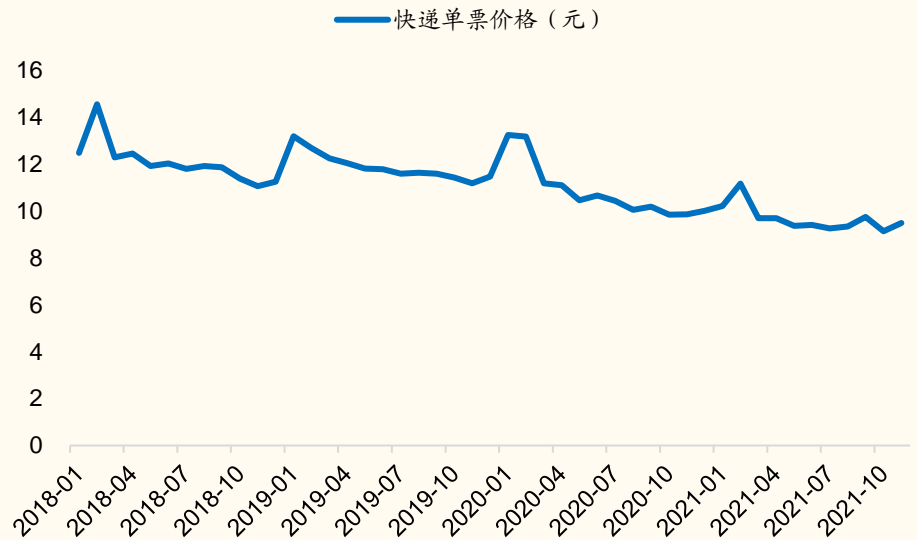
图表 11: 2021 年监管叫停快递“价格战”

时间	政策	内容
2021.7.2	市场监管总局《价格违法行为行政处罚规定(修订征求意见稿)》	整治“低价倾销”: 为了排挤竞争对手或者独占市场, 以低于成本的价格倾销, 扰乱正常的生产经营秩序, 损害国家利益或者其他经营者的合法权益的, 责令改正, 没收违法所得, 可以并处违法所得 5 倍以下的罚款, 情节严重的, 责令停业整顿, 或者吊销营业执照。
2021.7.8	国家邮政局、国家发展改革委等联合印发《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》	保障快递小哥基本权益: 提出利益分配、劳动报酬、社会保险、作业环境、企业主责、规范管理、网络稳定、职业发展等八项任务措施, 初步明确了做好快递员权益保障工作的路径。

来源: 市场监管总局、国家邮政局等, 国金证券研究所

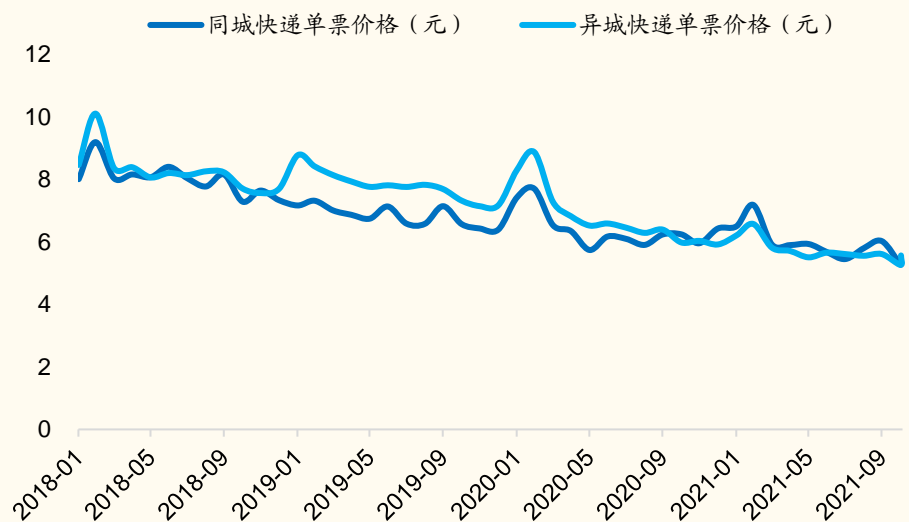
- 2021 年快递单票价格降幅放缓。**2021 年快递单票价格维持在 9-10 元之间，降幅较 2020 年“价格战”期间有所趋缓，2021 年 11 月快递单票价格为 9.49 元，其中同城快递单票价格 5.38 元，异城快递单票价格 5.56 元。2021 年 3 月以来，同城快递单价增速波动在-10%左右，异城快递单价增速由-26%稳步回升至-8%，降幅均有所减小，在政策监管下，“价格战”将停止，我们预计明年快递单票价格将企稳。

图表 12: 快递单票价格月度数据 (元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 同城快递和异地快递单价 (元)

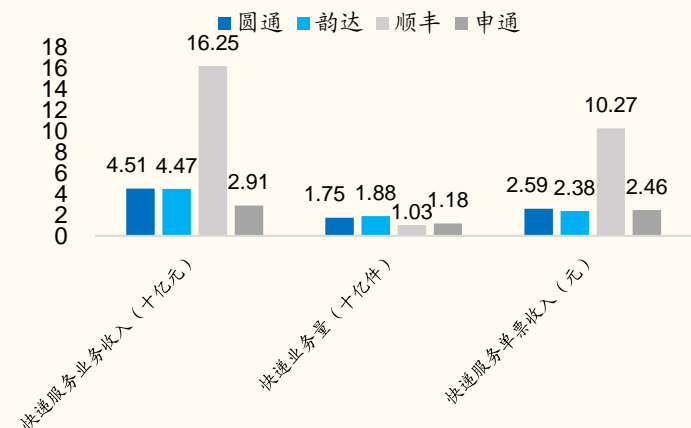


来源: Wind, 国金证券研究所

- 价格战趋缓，业务量与营收齐增。**2021 年 11 月快递经营数据显示，几大快递公司营收与业务量环比均有大幅提升。除顺丰单票收入环比-1%至 10.27 元外，圆通、韵达和申通的单票收入环比分别+13%/+10%/+17%至

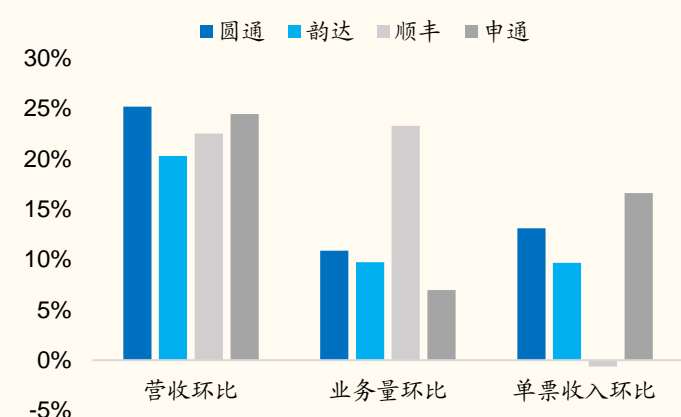
2.59元/2.38元/2.46元，价格战趋缓，单票价格出现明显回升。

图表 14: 2021 年 11 月快递业经营数据



来源: Wind, 国金证券研究所

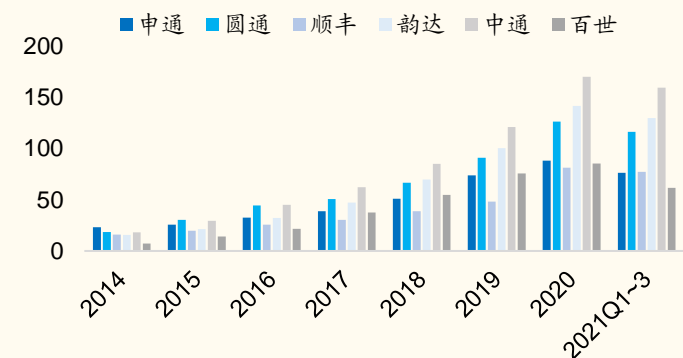
图表 15: 2021 年 11 月快递经营数据环比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

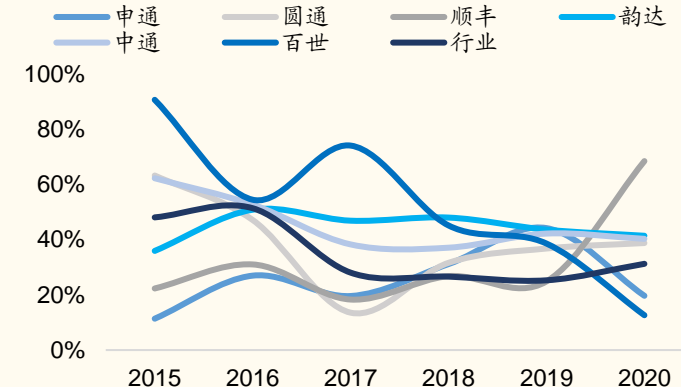
■ **极兔收购百世，国内快递头部格局或将洗牌。**自 2021 年 10 月 29 日，百世集团和极兔速递曾共同宣布达成战略合作意向，百世集团同意其在国内的快递业务以约 68 亿元人民币(合 11 亿美元)的价格转让给极兔，这一收购使得国内快递格局或将洗牌。

图表 16: 主要快递企业年度快递业务量 (亿件)



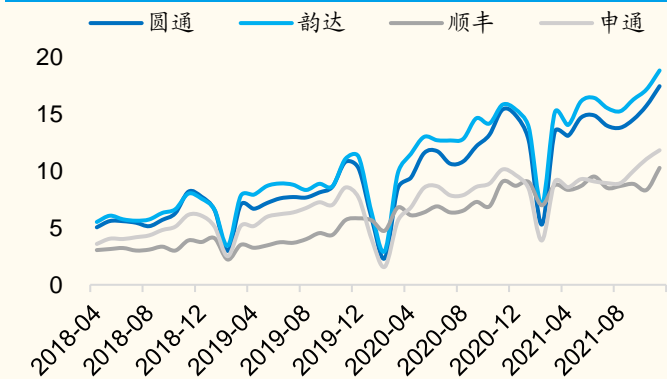
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 快递企业业务量增速与行业整体增速 (年度)



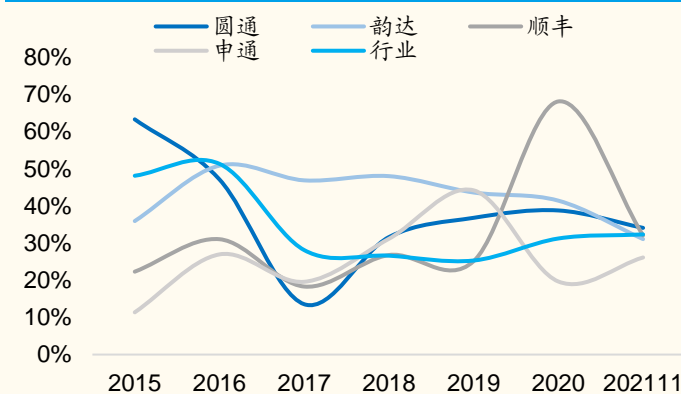
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 主要快递企业月度快递业务量 (亿件)



来源: Wind, 国金证券研究所

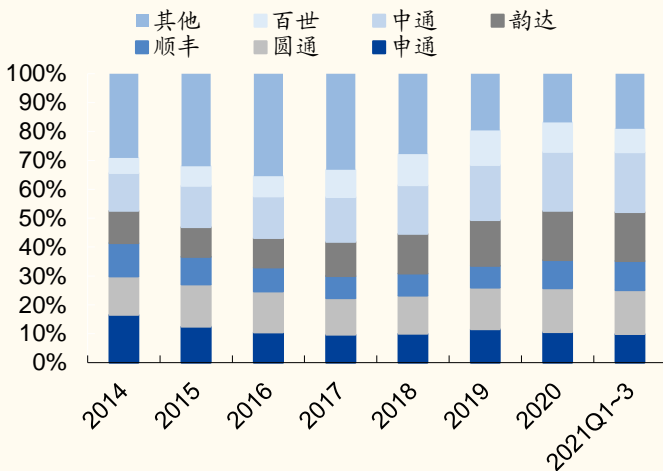
图表 19: 快递企业业务量增速与行业整体增速 (月度)



来源: Wind, 国金证券研究所

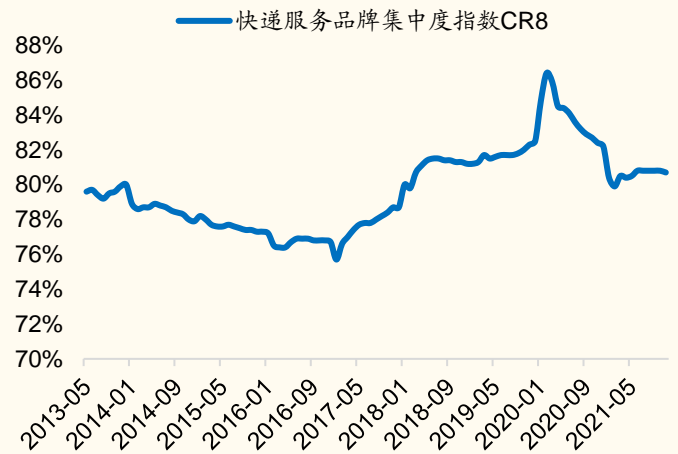


图表 20: 按业务量口径市场竞争格局



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 21: 快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8

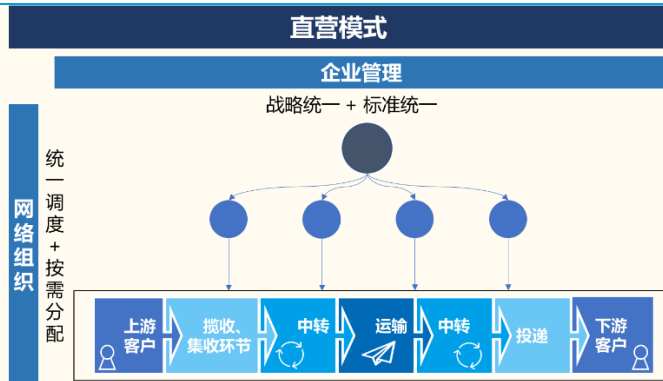


来源: Wind, 国金证券研究所

### 1.3 直营模式打造顺丰品牌优势, 盈利能力修复在即

- **直营模式助力顺丰的高品质服务, 客户满意度和时效排名第一。** 直营模式下, 快递公司总部对核心资源控制力度强, 分支机构高执行力保证了服务质量和效率, 提升用户体验。在国家邮政局发布的《关于 2020 年快递服务满意度调查和时限测试结果的通告》中, 顺丰连续 12 年蝉联“快递企业总体满意度”第一名, 在快递服务时限准时率测试结果中全部指标位列第一。

图表 22: 顺丰直营模式



来源: 公司公告, 国金证券研究所

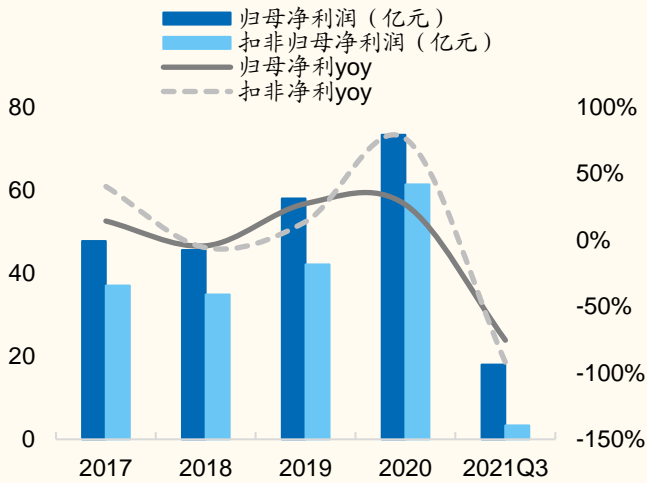
图表 23: 2020 年快递服务时限准时率测试结果

快递品牌	全程 时限	寄出地 处理时限	运输 时限	寄达地 处理时限	投递 时限	72 小时 准时率
顺丰速运	1	1	1	1	1	1
邮政 EMS	2	3	2	2	5	2
京东快递	3	6	3	4	2	3
中通快递	4	5	4	6	4	4
韵达快递	5	2	5	3	6	5
百世快递	6	4	6	5	7	6
申通快递	7	8	7	8	3	7
圆通快递	8	7	8	7	8	8
天天快递	9	9	9	10	9	9
德邦快递	10	10	10	9	10	10

来源: 国家邮政局, 国金证券研究所

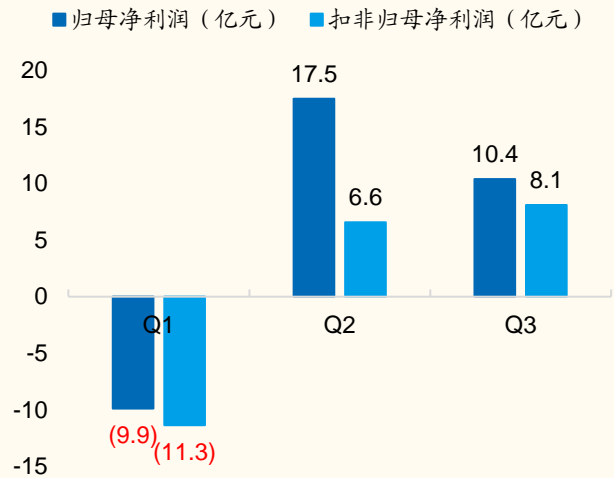
- **资本开支投入叠加补贴拖累净利润, 单季度净利缓慢回升。** 公司自去年年底开始在中转场地、自动化设备、干支线运力等方面加大资源投入, 以夯实运营底盘, 提升网络整体的件量处理规模和能力, 同时一季度为响应原地过节倡导, 公司对留岗员工的激励和补贴增加, 双方面影响叠加, 公司净利润有所拖累。分季度看, 公司扣非净利润实现环比上升, 公司积极采取各项优化措施, 控制新业务快速发展, 投资逐步进入回收期, 2022 年公司盈利能力有望修复。

图表 24: 2017-2021Q3 归母净利润 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 25: 2021 年单季度净利润情况 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

- **再融资巩固壁垒优势。**公司于 2021 年 5 月公告拟非公开发行股票修订稿募集总金额不超过 200 亿元, 于 8 月 16 日获得批文, 11 月 11 日完成股权登记。本次发行新增股份限售期为 6 个月, 最终发行价格为 57.18 元/股, 共发行 3.49 亿股, 募集资金总额约为 200.00 亿元, 其中中远海运认购了 10 亿元。根据募资使用计划, 公司融资主要用于主营业务及未来战略布局, 包括鄂州机场建设、设备升级、网络资源投入等, 此次募资有助于巩固现有业务优势, 提升公司盈利水平, 进一步提升行业地位。

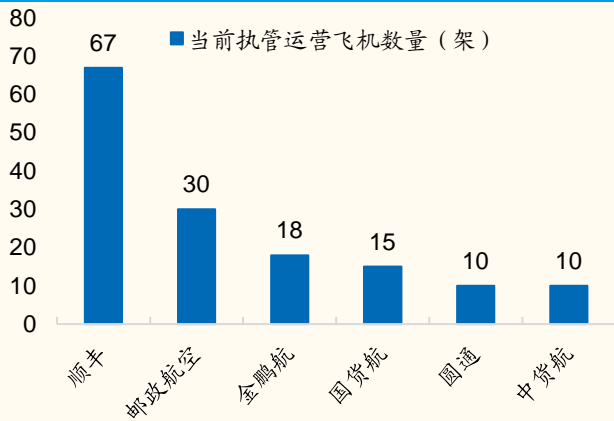
图表 26: 顺丰 2021 年度非公开募资使用计划 (万元)

项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金
速运设备自动化升级项目	623,761.60	600,000
新建湖北鄂州民用机场转运中心工程项目	1,152,877.37	400,000
数智化供应链系统解决方案建设项目	321,119.00	300,000
陆路运力提升项目	207,184.82	200,000
航材购置维修项目	208,369.82	200,000
补充流动资金	300,000	300,000
合计	2,813,312.61	2,000,000

来源: 公司公告, 国金证券研究所

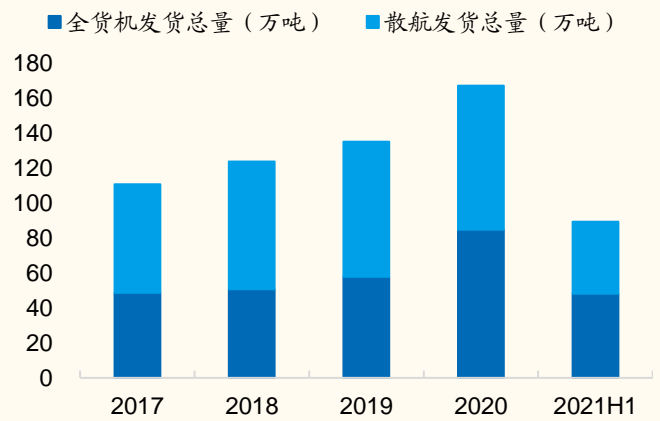
- **“天网+地网+信息网”共筑核心壁垒, 产能投放遥遥领先。**(1) 天网: 顺丰自营全货机规模达 67 架, 航空业务量居全国首位。(2) 地网: 服务网络布局完善, 运输能力强。国内国际服务网络覆盖率高, 全自动分拣装备; 运输干支线密集; 仓储网络完备。(3) 信息网: 前沿技术赋能智慧物流, 提升效能和用户体验。

图表 27: 主要货运航司全货机数量 (截至 2021.11)



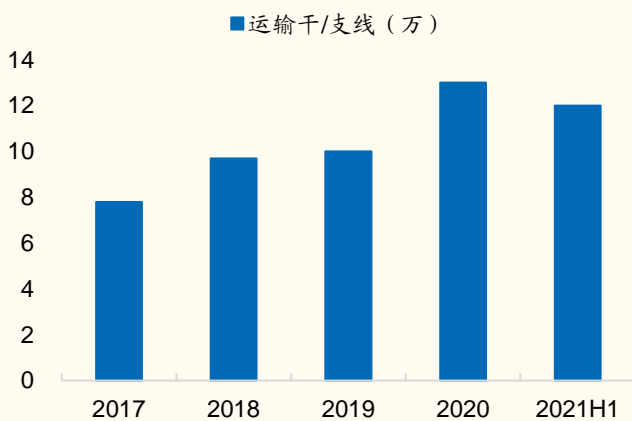
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 28: 2017-2021H1 公司全货机和散航发货总量



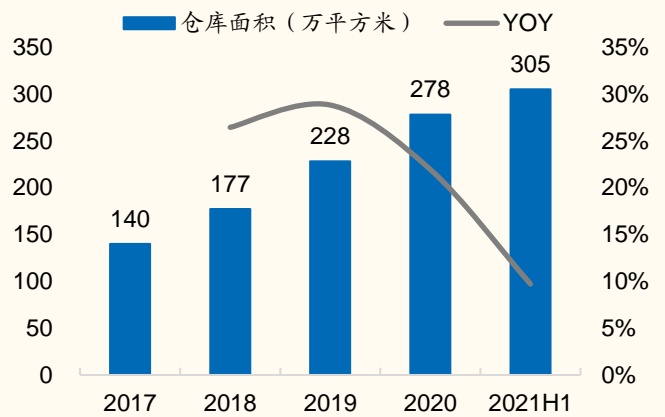
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 29: 2017-2021H1 公司运输干支线路 (万条)



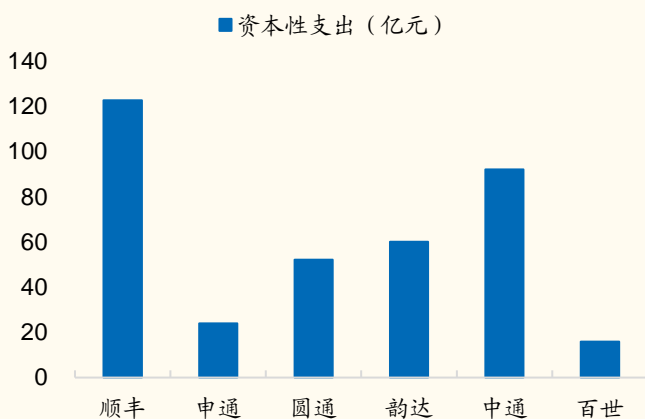
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 30: 2017-2021H1 公司全货机和散航发货总量



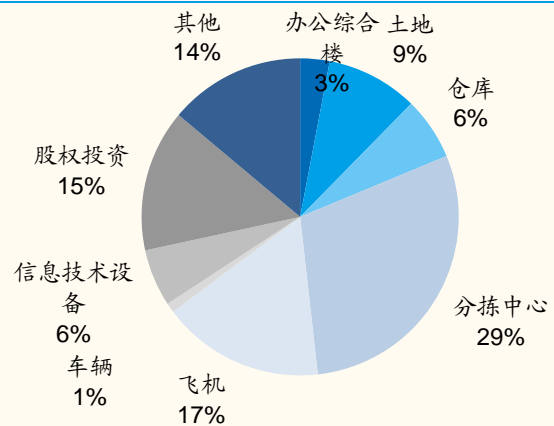
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 31: 2020 年顺丰与可比公司资本性支出情况对比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 32: 2021H1 顺丰资本支出构成



来源: Wind, 国金证券研究所

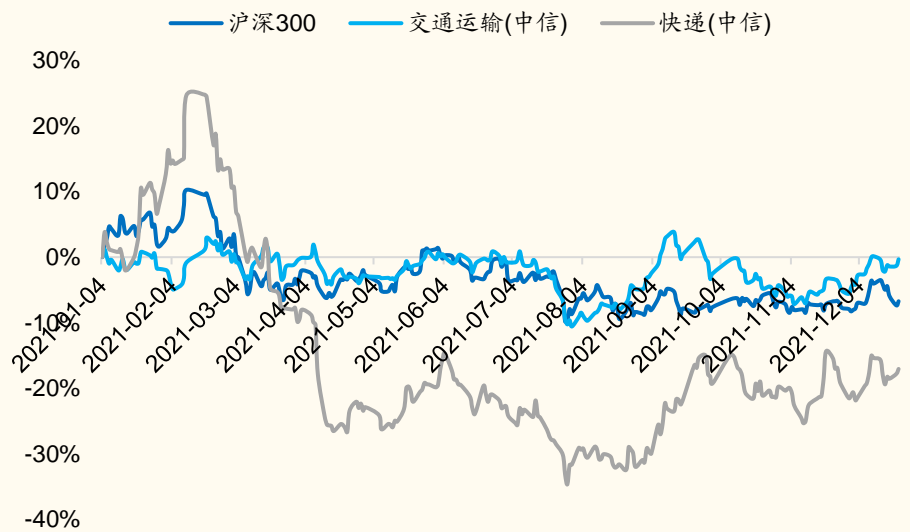
- **收购嘉里物流, 国际业务迈出关键一步。**根据顺丰控股 9 月 29 日的公告, 公司全资子公司 Flourish Harmony, 成功收购联交所主板上市公司——嘉里物流 (00636.HK) 51.8% 的股权, 对应 9.31 亿股, 交易对价约 175.55

亿港币。嘉里物流将仍保持联交所主板上市地位，其最低公众持股比例将从 25% 更改为 15%。收购后与顺丰的协同效应显著，提升国际业务竞争力。

#### 1.4 投资策略：竞争格局优化，长期看好龙头企业发展

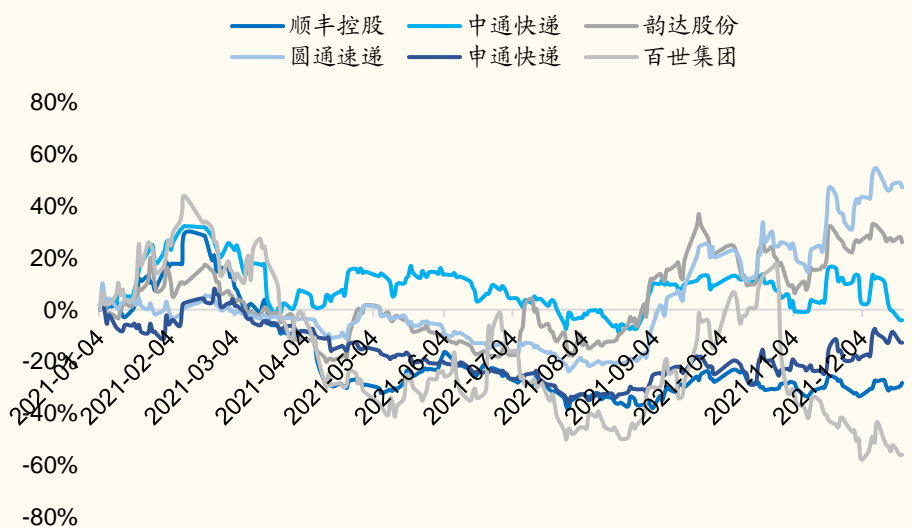
- 投资策略：我们长期看好中国快递行业的发展，建议重点关注市场份额领先的韵达股份、圆通速递和综合物流龙头顺丰控股。截至 2021 年 12 月 21 日，快递指数 2021 年跑输沪深 300 指数和交通运输指数，主要快递上市企业中，圆通速递涨幅较高，涨幅达 47%。我们判断价格战趋缓，快递企业盈利有望改善，建议重点关注市场份额领先的韵达股份、圆通速递和综合物流龙头顺丰控股。

图表 33：快递板块行情（截至 20211221）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 34：主要快递上市企业 2021 年至今涨跌幅（截至 20211221）



来源：Wind，国金证券研究所

## 二、物流：细分赛道崛起，精选物流个股

### 2.1 化工物流：监管趋严，具备优秀管理运营经验企业胜出

- **安全事故频发，危化品监管趋严。**根据中物联数据，2021年1-11月危化品安全事故188起，其中自燃、起火原因39起（21%），驾驶员侧翻35起（19%），车辆相撞、追尾47起（25%），车辆运输过程中泄露23起（12%），车辆轮胎磨损事故1起（1%），操作不当中毒5起（3%），其他问题38起，危化品运输事故多发，监管趋严势头明显。天津港、响水等事故发生后，各级政府对危化品物流更加严格，仓储建设审批趋严、建设周期变长。2021年1月15日，应急管理部召开全国危化品安全监管工作视频会议，研究安排“十四五”及2021年重点任务，推进危化品安全专项整治三年行动集中攻坚行动，行业监管力度日渐趋严，对仓储管理提出了更高的要求。

图表 35：危化品与安全生产相关监管政策

发布时间	监管政策	部门
2011.12	危险化学品安全管理条例	国务院
2012.09	危险化学品经营许可证管理办法	国家安全生产监督管理总局
2013.02	港口危险货物安全管理规定	交通运输部
2013.07	道路危险货物运输管理规定	交通运输部
2014.12	中华人民共和国安全生产法	全国人民代表大会常务委员会
2015.01	中华人民共和国环境保护法	全国人民代表大会常务委员会
2016.01	化工（危险化学品）企业安全检查重点指导目录	国家安全监管总局
2016.07	涉及危险化学品安全风险的行业品种目录	国务院
2017.03	道路危险货物运输管理规定	交通运输部
2017.03	化工（危险化学品）企业保障生产安全十条规定	国家安全监管总局
2017.03	油气罐区防火防爆十条规定	国家安全监管总局
2017.04	公路水路行业安全生产风险管理暂行办法、公路水路行业安全生产事故隐患治理暂行办法	交通运输部
2017.06	港口危险货物集中区域安全风险评估指南	交通运输部
2017.12	安全生产责任保险实施办法	国家安全监管总局
2018.01	安全生产领域举报奖励办法	国家安全监管总局、财政部
2019.03	生产安全事故应急条例	国务院
2019.11	危险货物道路运输安全管理条例	交通运输部

来源：国金证券研究所

- **经营资质获批难，项目具有一定稀缺性。**地方将石化仓储定义为重大危险源与基础类设施，从安全环保的角度，在已经能基本满足本地区的发展的情况下，政府将不会再新批建设，行业新增罐容难度极大。2020年12月26日，中华人民共和国第十三届全国人民代表大会常务委员会第二十四次会议通过《中华人民共和国长江保护法》，自2021年3月1日起施行，禁止在长江干支流岸线一公里范围内新建、扩建化工园区和化工项目。
- **岸线资源不可再生，石化码头是行业核心资产。**我国对岸线资源的管理较为严格，自2018年起国务院印发《关于加强滨海湿地保护严格管控围填海的通知》，全面停止新增围填海项目审批，现存岸线资源多个部门交叉管辖，且码头建设时间通常需要5-6年，多因素叠加使码头资源紧张。而石化物流行业属于重资产行业，拥有自有码头是保障和促进综合仓储业务发展的关键因素，岸线、码头等资源难以获取决定了行业壁垒深厚。



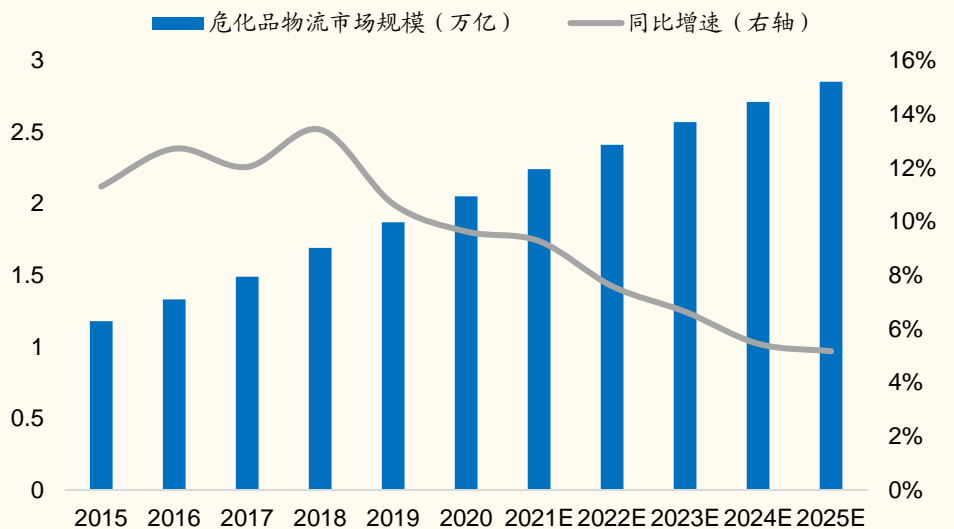
图表 36: 多部门对岸线资源的管理

涉及部门	职责	依据
国家发改委	岸线利用的总体平衡和协调	
交通部门	港口岸线和规划管理, 核准港口岸线资源	《海上交通安全法》《港口法》
水利部门	沿岸海塘及防洪安全、海岸围垦、水利工程开发管理	《水法》《防洪法》
渔业部门	沿岸渔业资源的开发与保护管理, 渔业使用滩涂的管理, 养殖证核发	《渔业法》及实施细则
旅游部门	滨海旅游开发管理	
生态环境部	防止海岸工程和陆源污染损害海洋环境	《环境保护法》《海洋环境保护法》
土地部门	滩涂的规划利用、资源管理秩序	《土地管理法》及实施条例
林业部门	沿海滩涂湿地规划利用、管理保护	《湿地保护管理规定》
各大流域水利委员会(为水利部的派出机构)	指导流域内河流、湖泊及河口滩涂的治理和开发; 负责授权范围内的河段、河道、堤防、岸线管理	《珠江河口管理办法》《黄河河口管理办法》《长江口综合整治开发规划》

来源: 国金证券研究所

- 我国危化品物流市场的发展主要得益于石化化工行业的迅速发展。全球化工行业市场规模超过 3.35 万亿欧元, 中国化学品市场规模占全球 35.82%, 约合 1.2 万亿欧元, 复合增速 12.68%。根据中物联危化品物流分会测算, 2020 年我国危化品物流市场规模+9.6%达到 2.05 万亿元, 预计到 2021 年, 危化品物流市场规模将+7.6%至 2.24 万亿元, 第三方物流市场占有率达 31%。

图表 37: 2015-2025E 我国危化品物流市场规模及增速

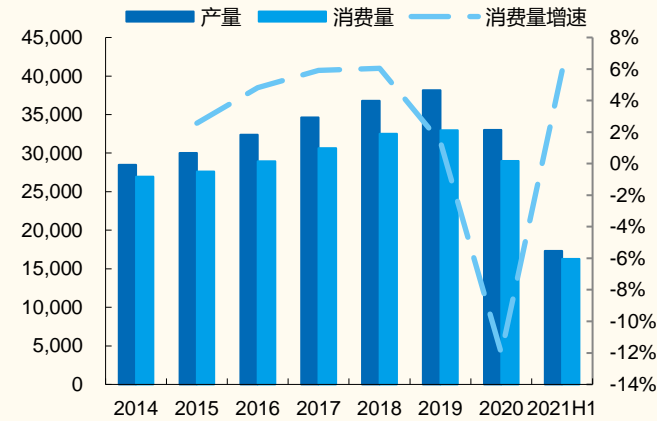


来源: 中物联危化品物流分会, 国金证券研究所

- 预计到 2025 年第三方化工物流市场规模将达到万亿元。目前国内第三方化工物流的渗透率大约 30%, 远低于国外 80% 的外包渗透率, 随着竞争加剧以及外部监管环境趋严, 化工企业集中度提升等因素, 第三方化工物流外包比例预计会持续提升。我们预计到 2025 年第三方化工物流市场规模达到 9975 亿元, 渗透率提升至 35%。

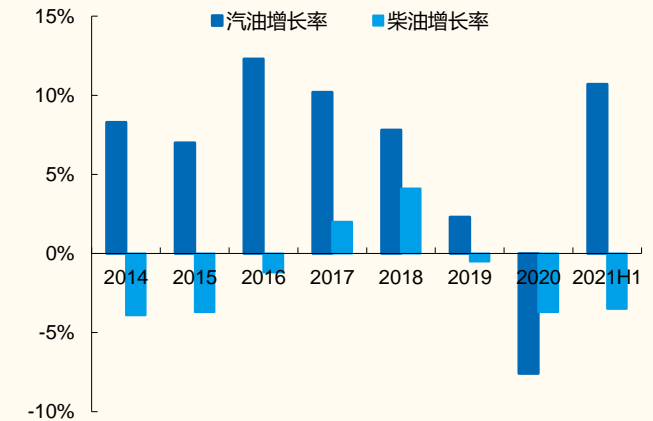
- **石化产品整体需求攀升。**成品油，工业生产使用范围广泛，奠定了其需求刚性特性，2014年至2019年，成品油产量和表观消费量CAGR分别为6.01%和4.03%。其次，成品油消费属性强化了石化物流仓储的需求刚性，2021H1汽油增长率为10.7%，驱动市场后疫情时代迅速回暖。

图表 38: 成品油产量、表观消费量(万吨)及增速



来源: 国家发改委, 国金证券研究所

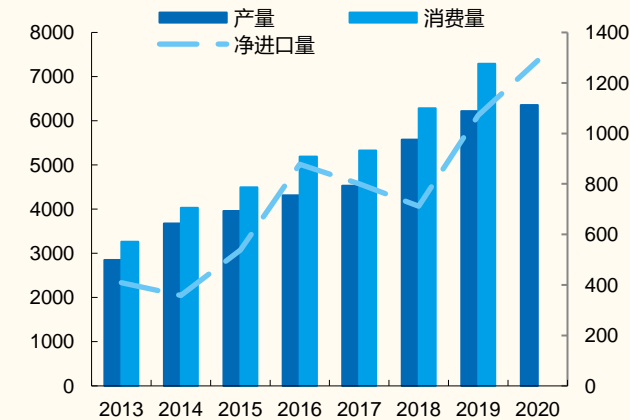
图表 39: 汽油、柴油表观消费量增长率



来源: 国家发改委, 国金证券研究所

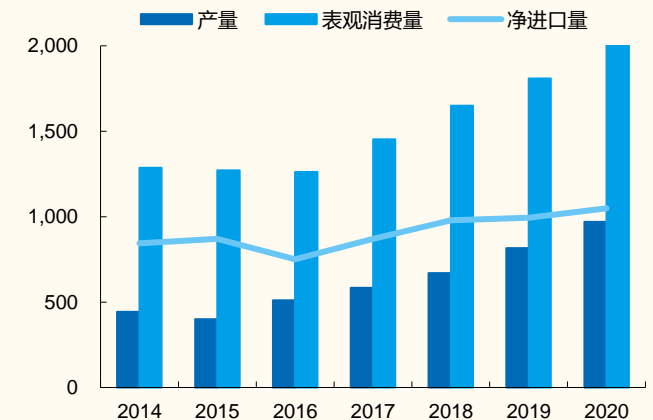
- **醇类化工，供需平衡点未至，国内产量涨势显著。**甲醇产品消费量持续高增长，近7年复合增速为12.13%，乙二醇表观消费量同期复合增速11.64%，均高于产量增速。长期来看，国内市场上醇类需求量提升将延续，催化醇类产能加速释放，带动石化物流需求相应增加。

图表 40: 甲醇供需及净进口量(万吨)



来源: Wind, 智研咨询, 国金证券研究所

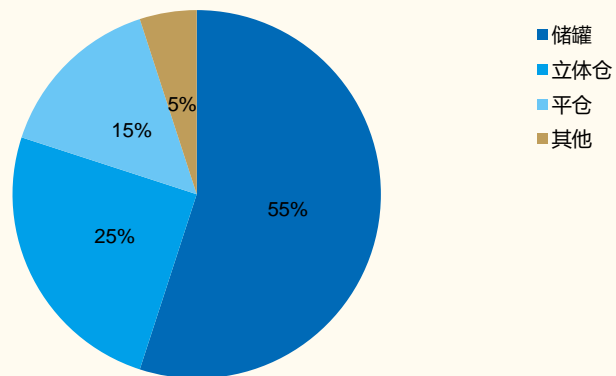
图表 41: 乙二醇供需及净进口量(万吨)



来源: Wind, 智研咨询, 国金证券研究所

- **石化仓储行业高度分散。**全国共有罐容4,275万m<sup>3</sup>，以罐容口径计算市场份额，A股上市公司占比为11.32%，宏川智慧占据市场份额5.39%，保税科技和恒基达鑫分别占据2.59%和2.43%，市场集中度提升空间广阔。加之企业很难在异地申请项目，一般是当地企业，行业高度分散，分布于230家各种规模的企业。

图表 42: 危化品仓储类型



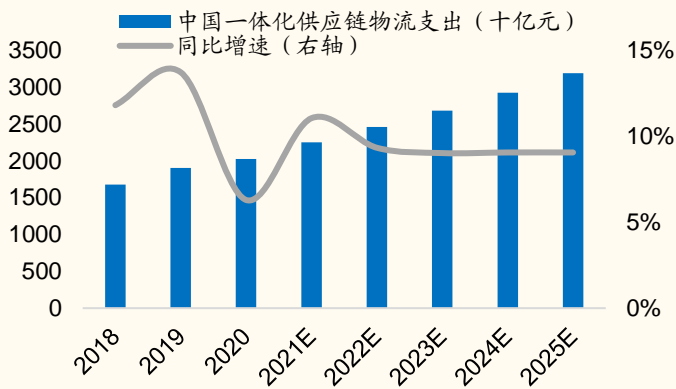
来源: 亿欧咨询, 国金证券研究所

- **投资建议。建议重点关注石化仓储龙头宏川智慧和危化品物流龙头密尔克卫。**我们认为石化物流行业集中度和第三方物流渗透率提升是长期逻辑, 具备优秀管理运营经验的公司将拥有长期成长空间。建议重点关注石化仓储龙头宏川智慧和危化品物流龙头密尔克卫。

## 2.2 ToB 生产性供应链物流: 高端制造崛起+政策支持双擎驱动, 需求持续增加

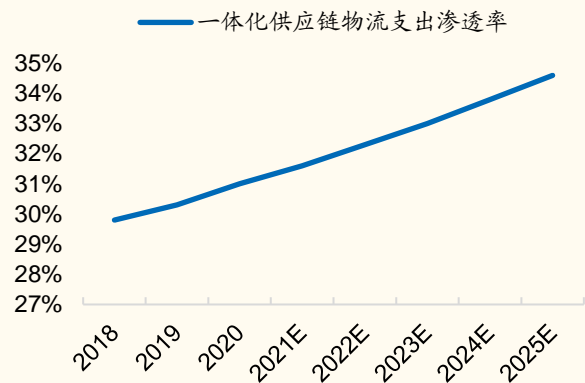
- **经济向高质量转型升级, 高端制造业发展势不可当。**高端制造业具有高技术含量、高附加值、决定产业链综合竞争力三大特征, 包括关键基础零部件和基础制造装备、重大智能制造装备、节能和新能源汽车等重点方向。高端制造和智能制造作为我国经济发展的着力点, 首要任务是提升产业链、供应链现代化水平, 锻造产业链供应链长板。
- **我国政府鼓励综合供应链物流发展, 出台一系列扶持政策。**高质量发展是“十四五”乃至更长时期我国经济社会发展的主题, 物流业降本增效对我国制造业高质量发展具有积极作用。2020年, 我国发改委等14部门联合发布《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》, 提出到2025年, 物流业在促进我国实体经济降本增效、供应链协同、制造业高质量发展等方面作用显著增强的发展目标, 推动制造业企业与第三方物流密切合作, 加快发展高品质、定制化物流。
- **至2025年我国综合供应链物流服务市场将达三万亿。**受益于制造业高质量发展需求及政策扶持, 灼识咨询预测2020-2025年我国一体化的供应链物流支出规模复合增速将达9.5%, 至2025年达到3.2万亿元。我国供应链物流支出渗透率也将持续提升, 预计2025年达到34.6%。

图表 43: 2018-2025 年中国供应链物流市场空间



来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

图表 44: 2018-2025 年中国供应链物流支出渗透率



来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

- **物流提供商可分为四类，第四方物流（4PL）凭借供应链全流程管理能力成需求热点。** 1PL、2PL 厂商不为客户提供物流组织管理服务，仅提供运输服务；3PL 厂商可提供运输/配送、仓储、货代、报关等服务，但解决方案仅停留在各个物流环节，对库存、客户体验等供应链关键信息的把握较弱；公司等具备 4PL 服务能力的综合供应链物流服务商，通过数字化管理手段为企业提供基于供应链全盘实时数据的综合解决方案，包括库存计划、采购策略、物流策略、绩效评估、项目管理、咨询服务等，成为制造企业提升供应链效率的需求热点。

图表 45: 综合供应链管理服务商（4PL）与传统合同物流企业（3PL）对比

类别	服务内容	特点
1PL	企业自行组织物流管理	企业利用自有资产解决物流需求
2PL	运输、货代、仓储、配送等基础物流服务	以单笔交易形式雇佣专注某些物流环节的 3PL
3PL	某一或某些物流服务外包管理	以长期合同形式外包某个或某些物流环节给到 3PL
	物流管理集成	以长期合同形式外包整个物流环节给到 3PL
4PL	供应链管理集成	以长期合同形式外包整个供应链流程给到 4PL

来源: 国金证券研究所

- **国产替代迫在眉睫，内生外延加速市场集中度提升。** 在日益复杂的国际形势下，国内高端制造厂商供应链国产化需求迫切，供应商切换打破国际供应链服务龙头多年客户积累的壁垒，为国内供应链服务商带来新客户开拓机遇。随着本土厂商内生数字化技术应用能力提升，叠加外延并购加深跨行业理解，中国的供应链管理厂商的服务能力将追上甚至赶超国际龙头，利用本土化的人才、网点优势，以及较高性价比实现供应链物流服务国产替代。2020 年中国供应链管理前十大厂商市占率合计为 9%，较 2019 年 7.9% 有所提升。

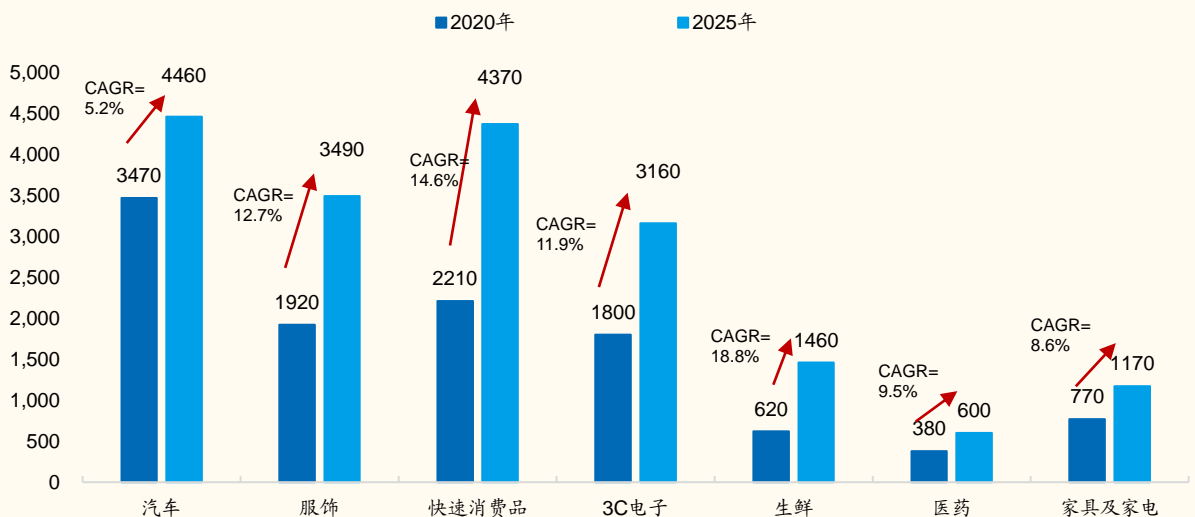
图表 46: 中国综合供应链物流服务商前十名 (截至 2020 年底)

2020 年中国一体化供应链物流服务商排名					
排名	公司名称	上市状态	仓库面积 (百万平方米)	收入 (人民币十亿元)	市场份额
1	京东物流	否	21	55.6	2.7%
2	公司 A	是	6	23	1.1%
3	公司 B	是	4	19.6	1.0%
4	公司 C	否	7	14.2	0.7%
5	公司 D	否	6.5	14	0.7%
6	公司 E	否	1.5	13.7	0.7%
7	公司 F	否	2	13	0.6%
8	公司 G	否	1.4	10.9	0.5%
9	公司 H	否	12.1	10.2	0.5%
10	公司 I	否	4.3	9.2	0.5%

来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

- **高端制造是大趋势, 消费电子、汽车的供应链服务需求大。**消费电子、汽车是我国发展高端制造的重点方向, 激烈竞争下供应链优势重要性凸显, 成为供应链服务垂直领域中市场增长较大的行业。根据灼识咨询, 3C 电子行业对供应链物流服务的需求将由 2020 年的 1800 亿元, 增长至 2025 年的 3160 亿元, CAGR 达 11.9%; 汽车行业对供应链物流服务需求将由 2020 年的 3470 亿元, 增长至 2025 年的 4460 亿元, CAGR 为 5.2%。

图表 47: 按垂直领域划分的供应链物流服务市场规模及增长率



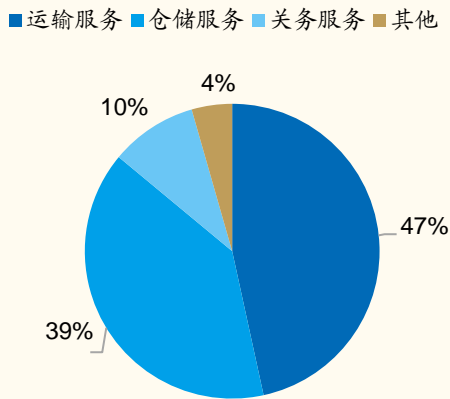
来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

- **海晨股份深耕消费电子及新能源汽车领域, 成为国内综合供应链服务隐形冠军。**2020 年公司营收、归母净利润逆势高增长, 受益于公司云视讯平台管理模式、管理层前瞻性部署及地方政府支持, 叠加疫情带动电子消费品需求爆发及新能源汽车行业快速发展, 2020 年公司营收达到 10.74 亿元, 同比增长 17%, 归母净利润达到 1.95 亿元, 同比增长 52%。按产品来看, 公司业务以货运代理、仓储服务为主。2020 年运输服务营收占比 47%, 仓储服务占比 39%。按行业来看, 公司消费电子领域业务占营收大头,



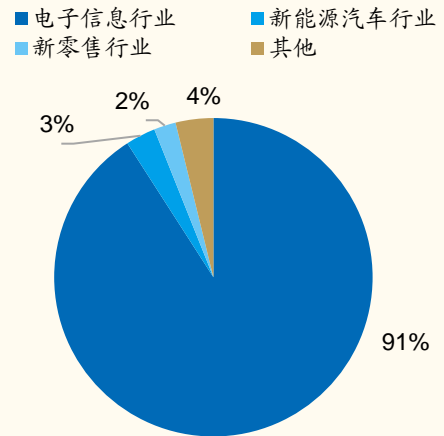
2020 年营收占比达 91%，同时公司进军新能源汽车领域，与理想汽车达成合作并持续拓展服务范围，2020 年新能源汽车行业营收占比达到 3%，较上年增长 2.28 个百分点。

图表 48: 2020 年公司主营收入构成 (按产品)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 49: 2020 年公司主营收入构成 (按行业)



来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

- **投资建议。**制造业升级使得对 ToB 生产性供应链物流需求增加，重视系统投入、强管理的企业将胜出，建议关注国内综合供应链服务隐形冠军海晨股份。

### 三、风险提示

- 1、宏观经济增速低于预期风险。**物流业与宏观经济紧密联系，如果宏观经济低于预期则物流亦会承压。
- 2、人工成本大幅上涨风险。**传统快递行业属于劳动密集型行业，人力成本存在一定上升压力，将会对业绩产生一定影响。
- 3、产能利用率提升不及预期风险。**若快递业务量增长不及预期则产能利用率较难提升，将会对快递物流行业景气度产生一定影响。
- 4、监管政策放松价格竞争加剧风险。**若监管政策放松，快递企业追求市场份额，会有价格竞争加剧风险。

**公司投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;  
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;  
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;  
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明:**

买入: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;  
增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;  
减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路1088号  
紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号  
嘉里建设广场T3-2402