

中欧班列

欧亚通衢飘洋过海，一路向北大展宏图

西南证券研究发展中心
交通运输研究团队
2024年2月

核心观点

- **一带一路方兴未艾，跨境电商未来可期。** 跨境物流发展状况与进出口贸易紧密相关，2023年我国对共建“一带一路”国家进出口19.47万亿元，我国进出口物流费用预计超6万亿元，未来国际货代行业相关企业营收有望持续提升。“出海四小龙”崛起，2023年跨境电商进出口规模超过2万亿元。
- **红海局势危机不断，巴拿马河持续干旱。** 胡塞武装红海袭击，冲击全球贸易，美国带头强烈打击，红海危机难轻易结束。厄尔尼诺现象影响巴拿马运河航运，自20世纪50年代以来，巴拿马的人口翻了两番，节流不是办法，巴拿马运河危机短期内恐难以解决。
- **北极航线跃跃欲试，中欧班列凸显价值。** 全球气候变化为北极航线提供了新的机遇，红海事件在一定程度上加速北极航线的落地拓展。“一带一路”倡议指引下中欧班列蓬勃发展，俄乌冲突爆发以来，中欧班列开行量和货物发送量逆势上扬，2023年中欧班列稳健前行。
- **相关标的：** 大洋物流 (A23189.SZ) 深耕中欧跨境综合物流，是国际多式联运领先者。朱陆枝系公司控股股东及实际控制人，近几年公司主营业务收入稳步增长，经营状况稳中有进，期间费用率整体维持低位。公司三大主营夯实基本盘，延伸链条高筑壁垒，2023年中欧班列运营受多种因素影响业绩承压，公司的募集资金投资项目的实施后，业务线将得以丰富，产业链布局将进一步完善。中国外运 (601598.SH) 是国内最大综合物流整合商，剑指世界一流智慧物流平台，招商局集团为实控人，有望乘央企市值管理东风，经营状况整体稳健，2023年业务有所承压。公司布局专业物流、代理及相关业务和电商业务三大主营，新老动能交替，费用管控基本稳定，盈利能力稳中有进。
- **风险提示：** 宏观经济波动风险，政策变化风险，地缘政治风险。

目 录

◆ **一带一路方兴未艾，跨境电商未来可期**

◆ **红海局势危机不断，巴拿马河持续干旱**

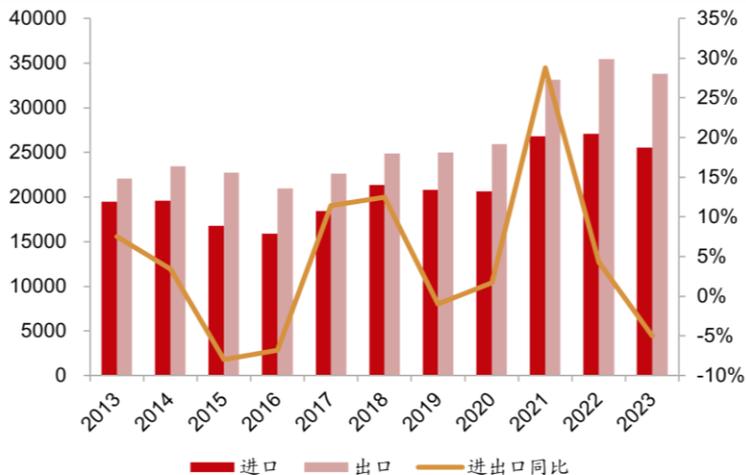
◆ **北极航线跃跃欲试，中欧班列凸显价值**

◆ **相关标的**

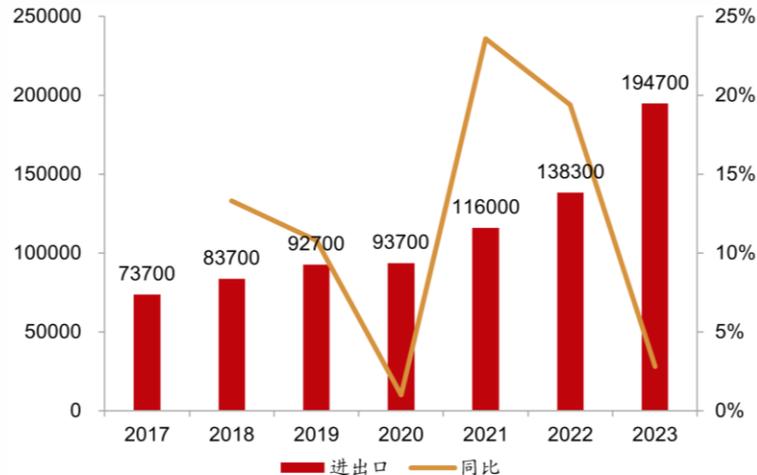
跨境物流发展状况与进出口贸易紧密相关

- **跨境物流属于现代物流业的重要细分领域之一，其发展状况与进出口贸易紧密相关。** 2024年1月12日国务院举行新闻发布会介绍2023年全年进出口情况。据海关统计，去年我国进出口总值41.76万亿元人民币，同比增长0.2%。其中出口23.77万亿元，增长0.6%；进口17.99万亿元，下降0.3%。以美元计2023年我国进出口总值5.94万亿美元，同比下降5.0%。其中，出口3.38万亿美元，同比下降4.6%；进口2.56万亿美元，同比下降5.5%。
- **从区域来看我国的贸易伙伴多元共进。** 2023年我国对共建“一带一路”国家进出口19.47万亿元，增长2.8%，占进出口总值46.6%，提升1.2个百分点。对拉美、非洲分别进出口3.44万亿元和1.98万亿元，分别增长6.8%和7.1%。

我国进出口金额及增速（亿美元）



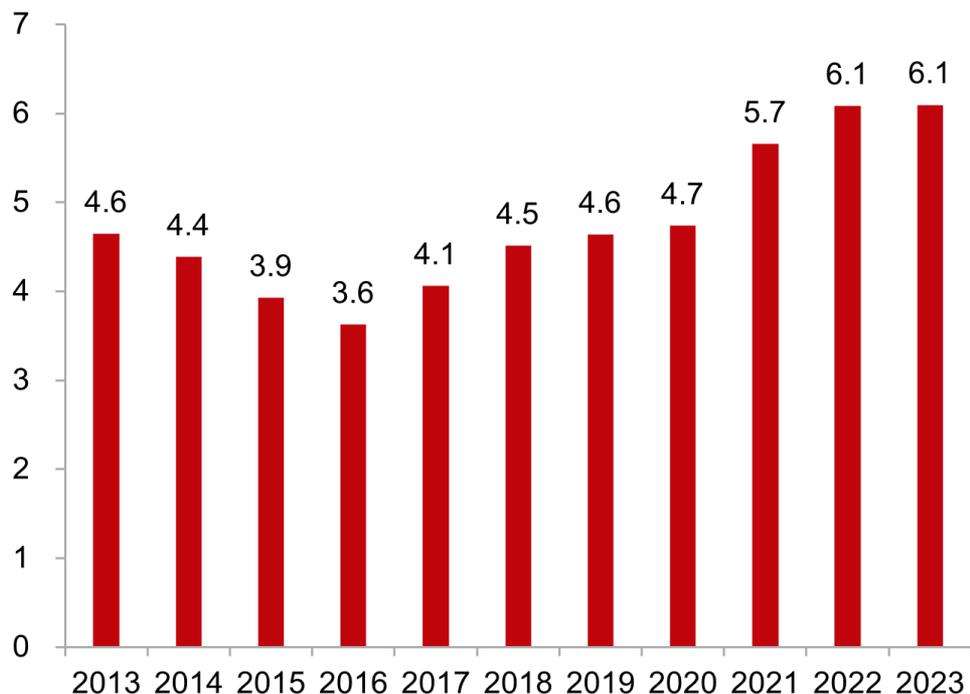
中国对共建“一带一路”国家进出口（亿元）



2023年我国进出口物流费用预计超6万亿元

- 按照2021中国物流总费用占GDP比重14.6%估算，结合2023年我国进出口总值41.76万亿元人民币，我们预计2023年我国进出口规模对应的物流费用约6.1万亿元。

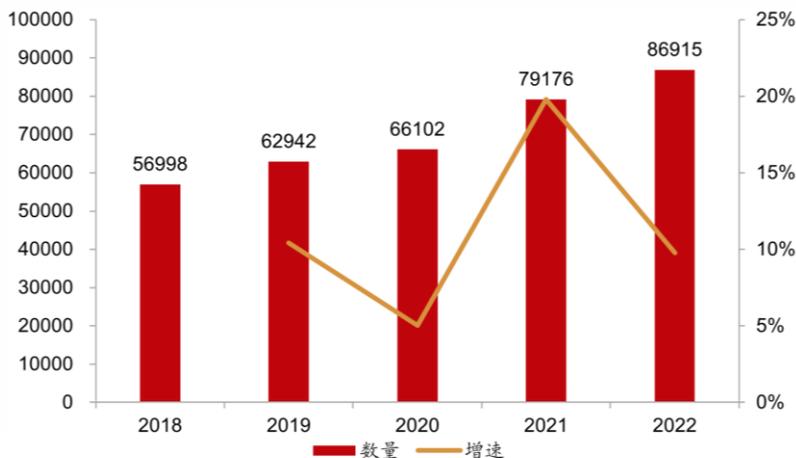
2013-2023年我国进出口物流费用测算金额（万亿元）



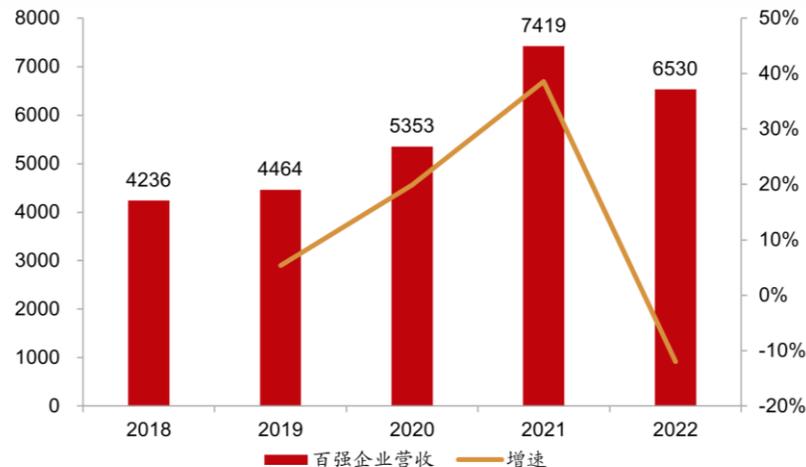
未来国际货代行业相关企业营收有望持续提升

- 近年来随着中国“一带一路”战略的实施，自贸区的建立及国际贸易相关利好政策不断出台，我国国际货代行业相关企业营收大幅增长。2022年我国国际货代百强企业营收从2018年的4235.9亿元增长至2022年的6530.1亿元。而2022年海运前50企业总营业额3064.6亿元，同比下降10.66%，降幅最为明显，与集装箱运价指数走势高度一致。
- 不过，在综合营业额前100的货运代理企业中，除去9家新晋企业，仍有40%的企业保持营业额正增长；其中14家企业营业收入涨幅超20%，3家超50%。未来国际产业链供应链布局将深刻调整，受益于中国在全球制造领域的整体实力，加上疫情结束全球贸易需求增长，叠加跨境电商等新业态蓬勃发展，行业内相关企业营收有望持续提升。

中国国际货代备案企业数量（家）



中国货代行业百强企业营收情况（亿元）



“出海四小龙”崛起，跨境电商未来可期

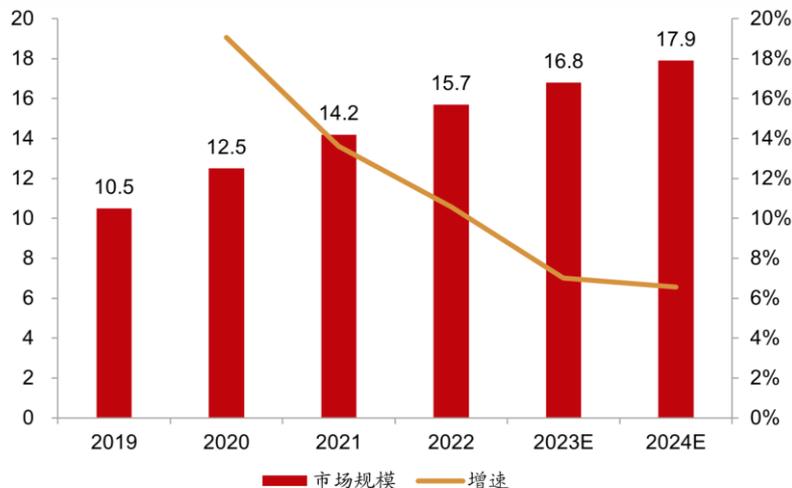
- 近年来，中国本土跨境电商平台带领中国企业加速拓展海外市场。中国卖家主要使用的跨境电商平台中，SHEIN、AliExpress、TikTok Shop及Temu四家跨境电商平台崛起，被媒体称为中国电商“出海四小龙”。
- 跨境电商物流目的国众多、链条长，为满足跨境电商卖家的物流服务需求，跨境电商物流企业通过整合物流资源，设计了在部分线路上相比于邮政成本更低、配送时效更快、包裹追踪能力更好的跨境专线模式。新经济形势下，规模较大的物流企业可以利用规模经济，在网络覆盖、运力配置等方面发挥及时、安全、低成本的优势。



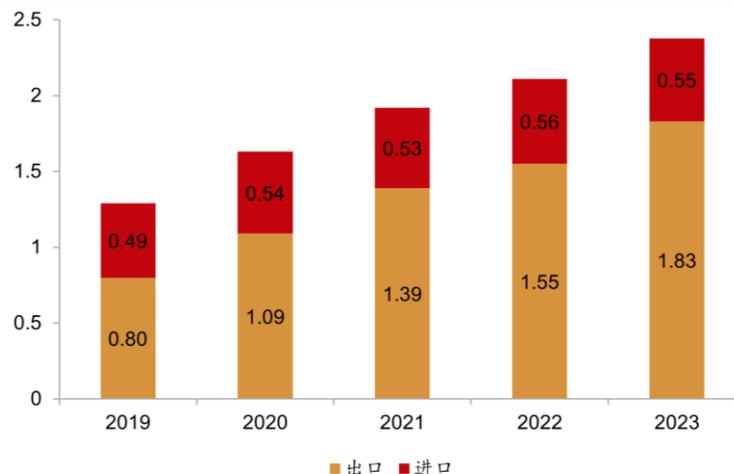
2023年我国跨境电商进出口规模超过2万亿元

- 跨境电商的兴起打破了传统外贸的渠道壁垒，出口企业得以直面海外消费者。近年来，我国跨境电商蓬勃发展，中商产业研究院分析师预测2023年国内跨境电商市场规模将达16.8万亿元，2024年将达17.9万亿元。
- 海关数据显示，2022年中国跨境电商进出口（含B2B）2.11万亿元，同比增长9.8%，跨境电商进出口规模首次突破2万亿元关口。其中，出口1.55万亿元，进口0.56万亿元。2023年，中国跨境电商进出口2.38万亿元，同比增长15.6%。其中出口1.83万亿元，同比增长19.6%；进口5483亿元，同比增长3.9%。

跨境电商市场规模统计预测（万亿元）



跨境电商进出口数据（万亿元）



目 录

◆ 一带一路方兴未艾，跨境电商未来可期

◆ 红海局势危机不断，巴拿马河持续干旱

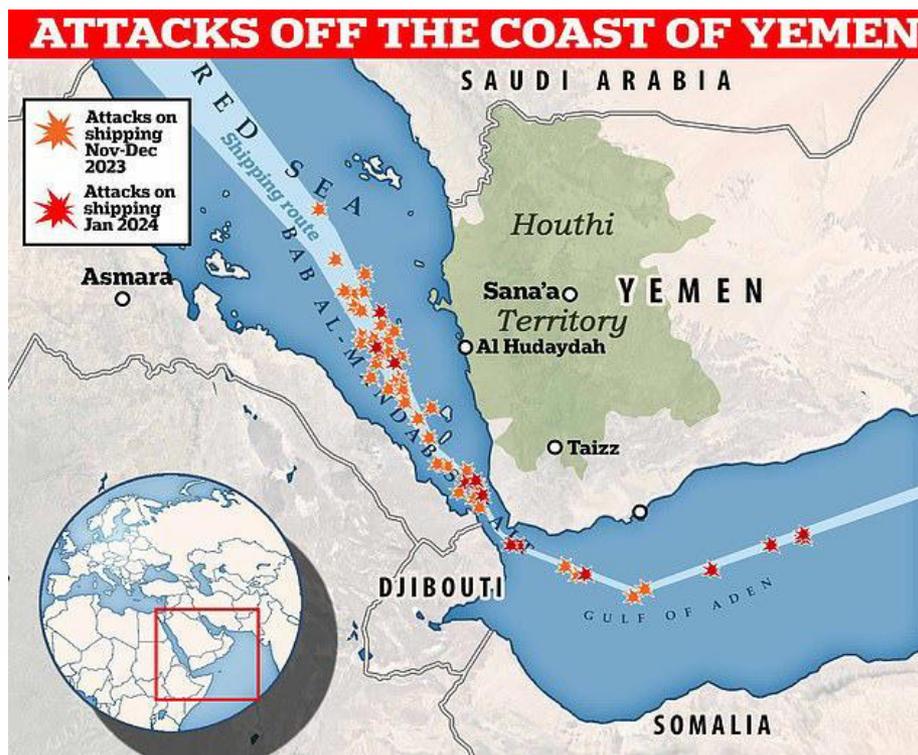
◆ 北极航线跃跃欲试，中欧班列凸显价值

◆ 相关标的

胡塞武装红海袭击，冲击全球贸易

- 红海是中国商品运抵欧洲市场的海运航线必经之路，胡塞武装是一个与伊朗结盟的组织，在也门内战中占领了也门的大部分地区。自**2023年底**该组织宣布要袭击与以色列有联系或开往以色列港口的船只，以表示对 Hamas 在加沙战争中的支持，致“红海危机”升级，多数货轮只能绕道好望角。

美国海军舰艇在红海遭到胡塞武装导弹袭击



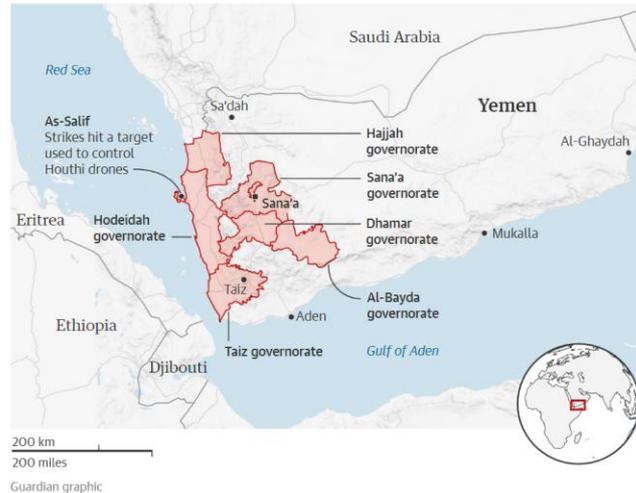
美国带头强烈打击，红海危机难轻易结束

- 白宫国家安全顾问杰克·沙利文警告 近期 称，美国对伊朗支持的中东民兵组织的空袭只是持续回应的开始，拒绝排除在伊朗领土上发动袭击的可能性。美国国防部长劳埃德·奥斯汀表示如果胡塞武装不结束对国际航运和海军舰艇的非法袭击将继续承担进一步的后果。而胡塞军方发言人表示这些袭击“如果没有回应和后果，就不会过去”。
- 面对这场红海危机，企业纷纷采取措施应对。除了绕道好望角，一些出口商将目光投向中欧班列。根据香港《南华早报》1月6日报道，英国出口和国际贸易研究所负责人表示近期中欧班列信息咨询量显著增加。

美国和英国对也门空袭

US and UK airstrikes in Yemen

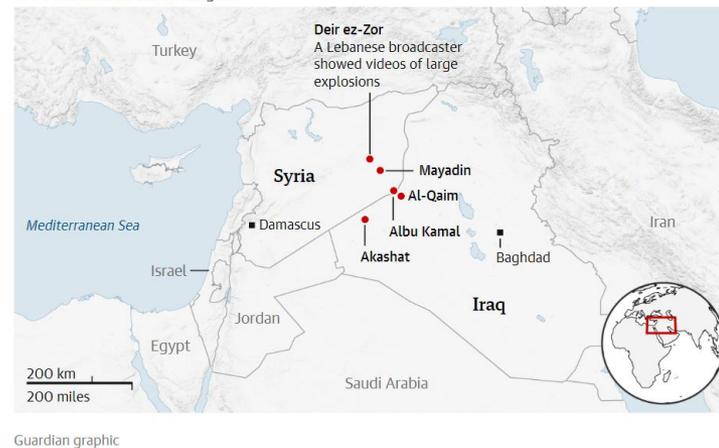
Saturday's strikes hit 36 Houthi targets across 13 locations in six provinces



美国空袭击叙利亚和伊拉克多个目标

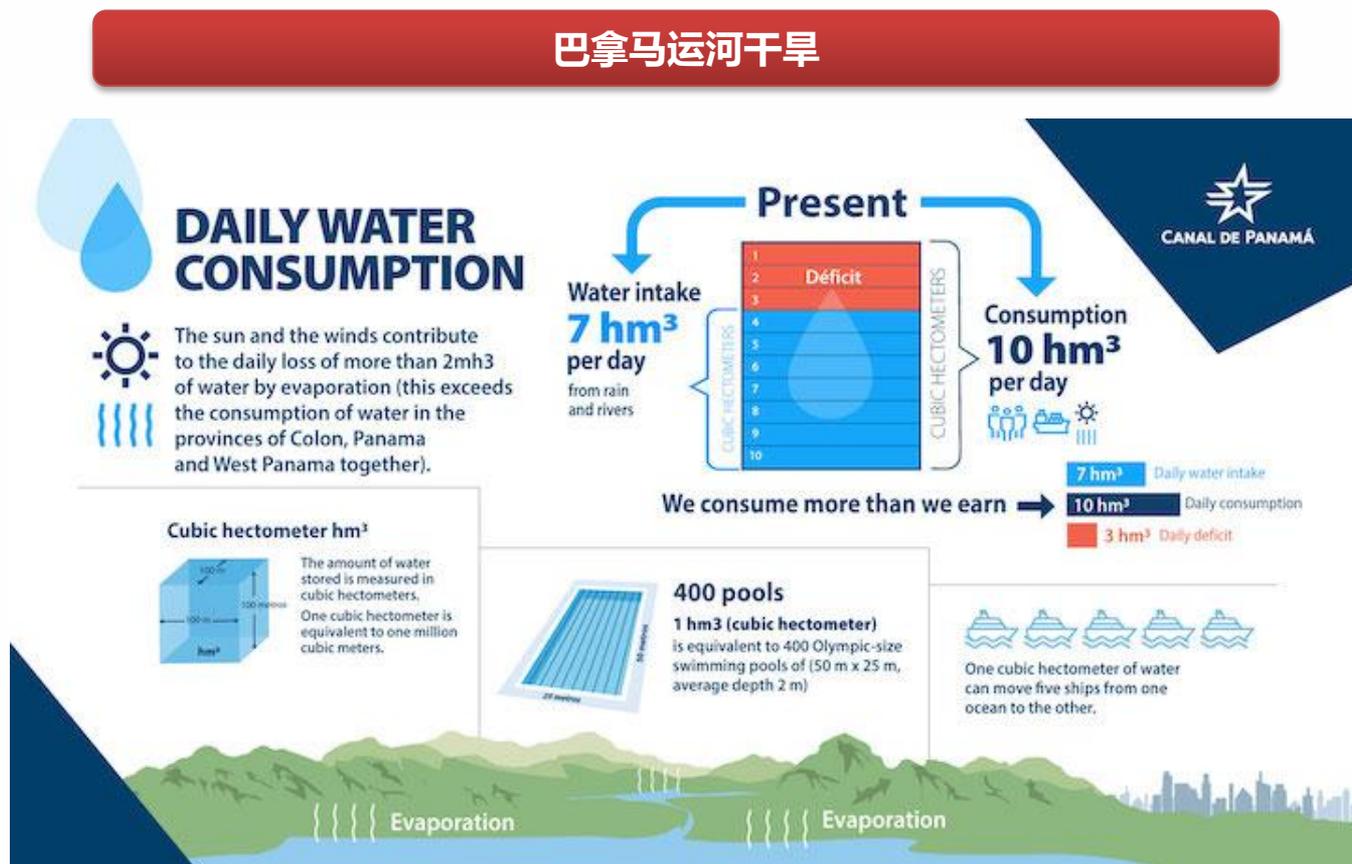
US warplanes attacked more than 80 targets in Syria and Iraq on Friday evening

● US airstrikes on known targets



厄尔尼诺现象影响巴拿马运河航运

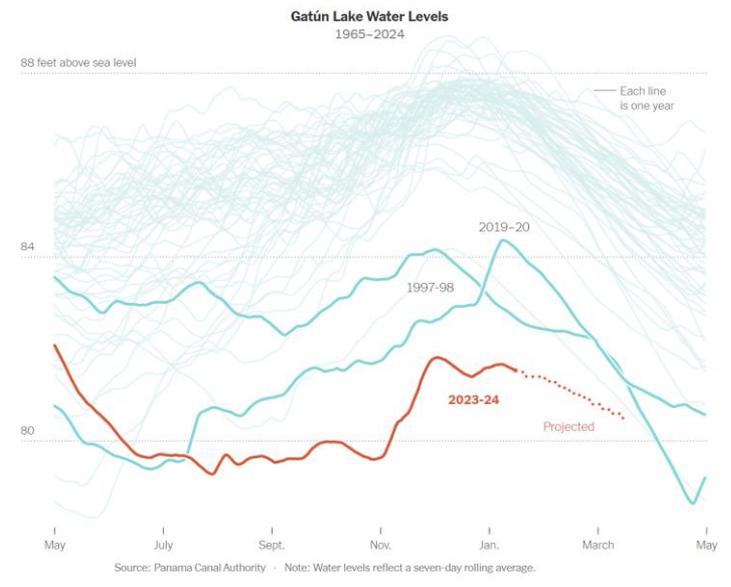
- 巴拿马的雨季通常从 5 月开始，到 11 月结束。然而，在厄尔尼诺现象活跃的年份，降雨的开始可能会延迟，导致旱季延长。一般年份，平均每天的流入水量为 15 hm^3 ，而2023年Gatún湖每天的降雨量和河流流量为 7 hm^3 ，运河运营、蒸发、人类消费和工业的总流出量达 10 hm^3 ，这意味着在用水量已经超过了Gatún湖的降雨和河流取水量。



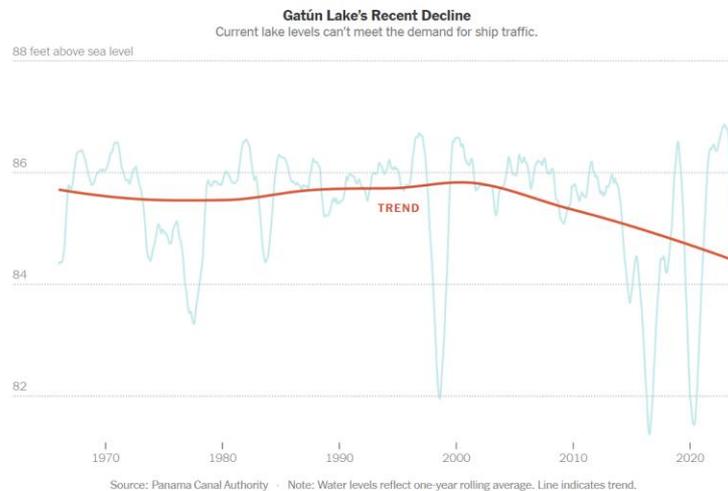
节流不是办法，巴拿马运河危机短期内恐难以解决

- 由于厄尔尼诺现象，该流域2023年的平均累积降雨量比过去73年的平均降雨量少25.6%，巴拿马运河所采取的措施和运营调整使得每天可以节省120万立方米的用水，以确保在下一个旱季期间为消费和过境提供淡水供应。
- 自20世纪50年代以来，巴拿马的人口翻了两番，超过一半的人口依靠运河的水库获得清洁饮用水。同时自1914年运河首次开通以来，全球航运需求稳步增长。2016年完成的扩建增加了两个新船闸，以容纳更大的“新巴拿马型”船舶，《泰晤士报》此前的一项调查发现，运河官员忽视了他们需要新水源才能成功扩建的警告。

Gatún湖水位



目前湖面无法满足船舶运输的需求



目 录

◆ 一带一路方兴未艾，跨境电商未来可期

◆ 红海局势危机不断，巴拿马河持续干旱

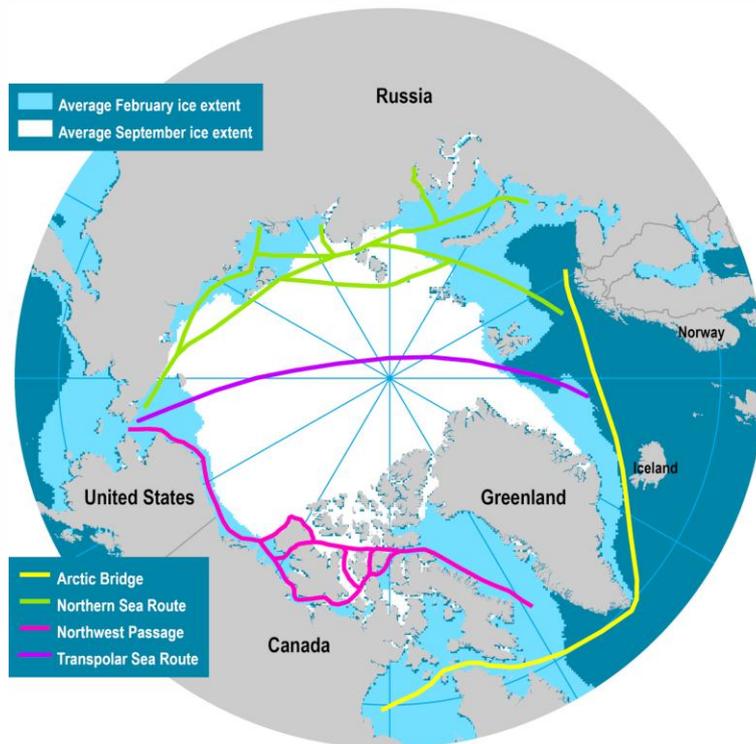
◆ 北极航线跃跃欲试，中欧班列凸显价值

◆ 相关标的

全球气候变化为北极航线提供了新的机遇

- 近几年来全球气候呈不断变暖之势，海冰随之加速融化，且世界各国不断更新升级运输船舶的破冰技术和增强其北极航行服务保障能力，极地航行蓄势待发。目前来看发展极地运输船舶主要可分为两种：一是发展全水域运输船舶，该类船型成本较高，设计建造难度大；二是发展“北极钟摆航线”型运输船舶。

极地航运路线



红海事件在一定程度上加速北极航线的落地拓展

- 为解决巴拿马运河拥堵困境，船队开始寻找替代路线。但无论是途径苏伊士运河还是绕行好望角的替代航线都将产生大量的绕航成本。越来越多的船东开始关注途径白令海峡、横穿加拿大北级群岛的北极西北航道，相比传统航线的路程更短、成本更低，如果具备极地通航能力，在红海危机下北极航线做为苏伊士运河航路第二替补拓展的迫切性愈发突显。北极航线从航程来讲比传统的经马六甲海峡、红海、苏伊士运河的传统亚欧航线大大缩短了航程。

北极西北航道运输成本和时间具有优势



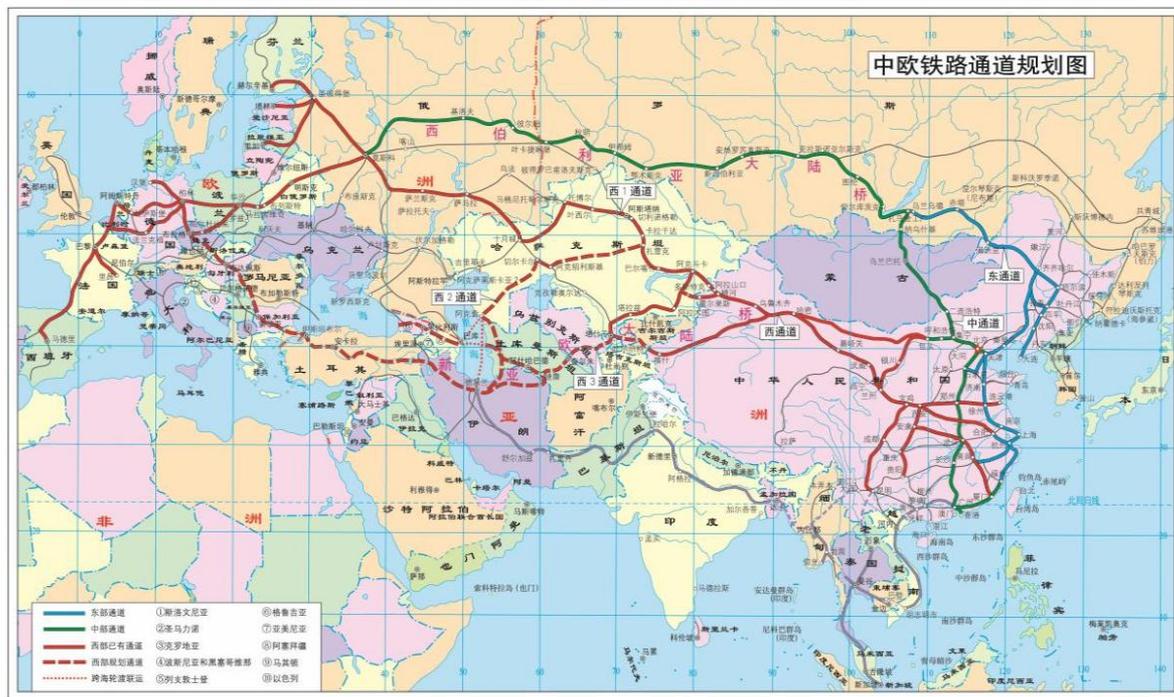
俄罗斯通过北极航线到达亚洲可缩短距离



“一带一路”倡议指引下中欧班列蓬勃发展

- 在“一带一路”倡议指引下，中国铁路依托新亚欧大陆桥和西伯利亚大陆桥，在早期探索开行亚欧国际列车基础上，陆续常态化开行中欧班列、中亚班列、中老班列等，拉开了联通亚欧大陆、推动共建“一带一路”发展的大幕。
- 2016年6月，中欧班列统一品牌正式启用，同年10月，推进“一带一路”建设工作领导小组办公室印发《中欧班列建设发展规划（2016—2020年）》，规划布局西、中、东三条通道，不仅连通欧洲及沿线国家，也连通东亚、东南亚及其他地区，构建覆盖亚欧大陆的铁路通道和多式联运走廊。

中欧班列建设发展规划



俄乌冲突爆发以来，中欧班列开行量和货物发送量逆势上扬

- 俄乌冲突爆发以来，中欧班列在俄罗斯、白俄罗斯、波兰、德国等主要国家间依旧保持稳定运行。尽管欧洲制裁叠加俄罗斯大幅提高北方走廊过境费用，导致北方走廊一带的铁路运输量直线下降，但仍可采取绕道、转港等措施，改走中间走廊海铁联运线路以及伊朗过境的**中欧班列南线**。俄乌冲突爆发后，中间走廊和南线运输迎来爆发式增长，中欧之间的贸易往来及投资协定合作均未受到显著冲击。

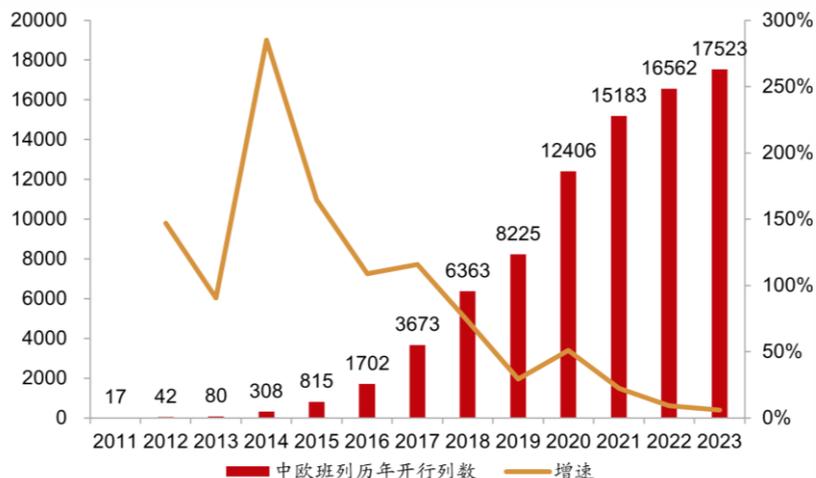
俄乌战争对中欧班列的影响较小



2023年中欧班列稳健前行

- 中欧班列作为国际陆路运输的新型组织方式，为亚欧国际贸易提供了除海运、空运之外的跨境物流新选择。**根据《中欧班列发展报告（2021）》，中欧班列运输费用约是空运的1/5，运输时间约是海运的1/4，综合考虑高附加值货物在途时间成本，中欧班列与传统的海铁联运相比可以节约8%-20%综合物流成本，且具有受自然环境影响小、稳定性高的特点，在满足高附加值、强时效性等特定物流需求方面具有比较优势。
- 2024年1月9日，国铁集团披露，2023年，中欧班列全年开行超 1.7万列、发送190万标箱，同比分别增长6%、18%；西部陆海新通道班列全年发送86万标箱、同比增长14%。**中欧班列从开行列数上看，已经走过了头三四年、不足100列的摸索期，经历了2014-2021年“狂飙式”的高速增长期，步入自2022年开始的平稳发展阶段。其中，2023年去程9343列，回程8180列，去回程比为1.142:1，继续延续整体上的去回程基本平衡。

2011-2023年中欧班列年开行列数（列）



2015-2023年中欧班列年去回开行列数（列）



目 录

◆ **一带一路方兴未艾，跨境电商未来可期**

◆ **红海局势危机不断，巴拿马河持续干旱**

◆ **北极航线跃跃欲试，中欧班列凸显价值**

◆ **相关标的**

大洋物流（A23189.SZ）：深耕中欧综合物流，国际多式联运领先

- 深圳市大洋物流股份有限公司成立于2005年，其前身为2002年成立的大洋船务团队。2021年11月，大洋有限股东作为共同发起人签署《发起人协议》，同年大洋有限整体变更为股份有限公司。作为国内早期一批从事中欧班列业运输的有箱承运人，大洋物流是行业内知名的国际多式联运公司，2023年1月17日公司通过ISO 9001：2015质量体系认证。公司主要提供往返于亚洲-欧洲班列运输和综合物流服务，在中国和欧洲以及俄罗斯等地区建立了完善的自营服务网点和代理网络，致力于为客户提供优秀的端到端综合物流解决方案。
- 深交所官网信息显示，2023年6月28日，大洋物流首次提交招股说明书，拟在深市主板上市，募集资金14.84亿元。深交所于2023年7月26月向大洋物流发出第1轮审核问询函，2023年12月31日，大洋物流更新招股书。

大洋物流发展历程

企业初创——2002-2006年

- 公司前身为2002年成立的大洋船务团队。
- 2005年2月2日，大洋有限成立，注册资本50.00万元。

第一阶段

企业转型——2007-2020年

- 2007年与广铁集团等开启国际多式联运服务，泊船上岸，开启铁运。
- 2011年与中铁及合作伙伴开通中亚、中俄、中蒙集装箱专列。

第二阶段

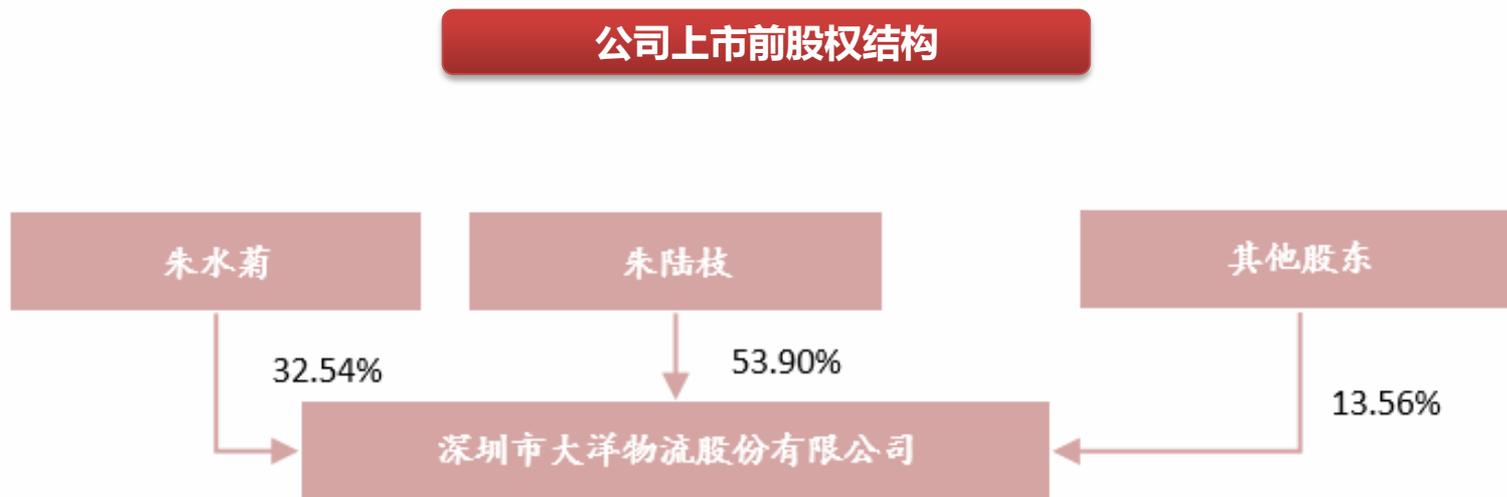
企业发展——2021年至今

- 2021年，股份公司设立。
- 获得ISO 9001:2015质量管理体系认证证书。
- 阿拉山口多式联运集结中心项目开工。
- 海外总部揭牌。

第三阶段

朱陆枝系公司控股股东及实际控制人

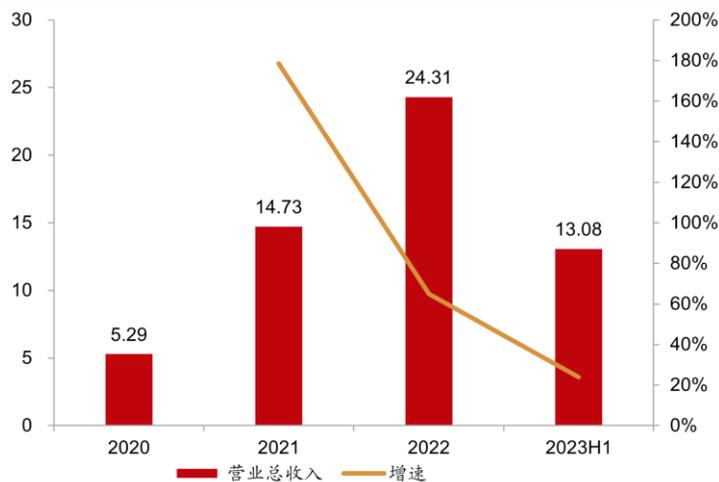
- **公司股权结构明确稳定。**截至招股说明书签署日，朱陆枝持有公司53.90%的股份，系公司控股股东及实际控制人。另一位公司创始人朱水菊直接持有公司32.54%的股份，是公司第二大股东。公司拥有22家全资子公司，其中17家境内子公司，5家境外子公司，无参股公司。



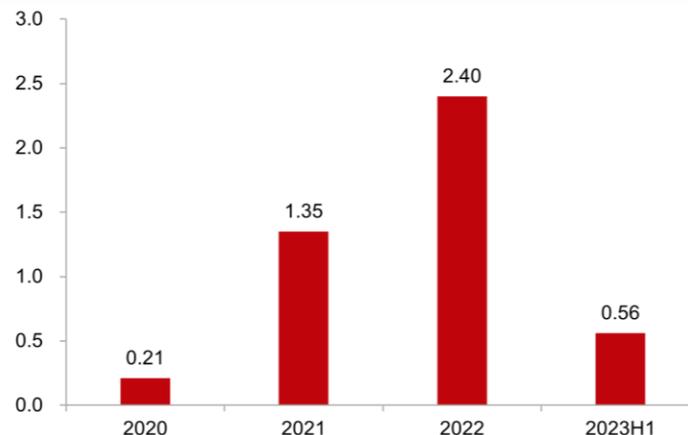
主营业务收入稳步增长，经营状况稳中有进

- **公司业绩状况**：公司主营业务收入稳步增长，经营状况稳中有进。公司业务模式成熟，作为跨境综合物流服务商，相较于传统物流模式，公司采用全业务链条和多运输方式的物流业务模式，更符合目前下游市场客户的物流需求。2023年上半年公司实现营业收入13.08亿元，同比增长23.82%，实现归母净利润0.56亿元，未来公司将持续关注和研究本行业和下游市场的发展动态，对现有经营模式进行持续优化。

公司营业收入（亿元）及增速



公司归母净利润（亿元）



三大主营夯实基本盘，延伸链条高筑壁垒

- 公司聚焦“一带一路”沿线国家和地区，通过产品标准化和服务综合化，以集装箱运输为主要抓手，自营或整合国内外物流资源，为进出口贸易参与主体提供涵盖跨境基础物流、跨境专业物流和境外铁路运输综合服务在内的跨境综合物流解决方案。

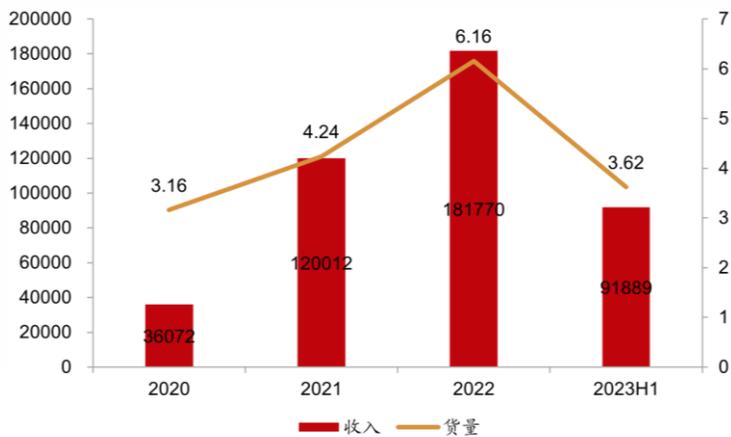
主营业务分类及经营模式

业务类别		服务内容
跨境基础物流服务	集装箱国际班列产品	依托中欧班列、中亚班列的集装箱国际铁路联运，整合各环节物流资源，提供涵盖提货、集装箱租赁、关务、境内外铁路运输、口岸操作、车站操作、目的地配送等一体化国际多式联运综合物流服务。
	国际卡航产品	主要采用整车运输方式，以自有或社会化车辆提供由国内工厂或仓库经口岸运输至境外目的地，根据用户需求可向客户提供境内外汽车运输、单证制作、关务、口岸操作等服务。
	海铁联运产品	货物由国内沿海港口以船舶运输至俄罗斯海参崴、圣彼得堡、新罗西斯克等港口，再经境外铁路运输至俄罗斯、白俄罗斯的内陆城市，全程只需一次申报，一次查验，一次发运。根据用户需求可向客户提供集装箱租赁、单证制作、关务、提货、港口操作、海铁全程运输、转关、换装等服务。
跨境专业物流服务	合同物流	基于与品牌客户或重点客户的长期合作关系，公司针对其销售物流、生产物流、采购物流等业务场景，综合采用多种运输方式为其提供涵盖物流方案设计咨询、境内外运输、单证制作、关务、仓储及仓装作业、场站操作、信息反馈等一体化的综合物流解决方案，并完成客户对时效性、准确性、运作质量等的服务保障要求。公司的合同物流业务涉及汽车、家电、3C电子产品等行业领域。
	工程项目物流	针对境外工程项目中的重大件设备、精密仪器等特殊货物，根据项目客户具体需求定制物流解决方案，提供涵盖运输、仓储、通关等全程物流运输服务。
境外铁路运输综合服务		通过整合海外铁路运输及其他物流资源，针对中欧班列、中亚班列的境外段班列运输，以及其他海外铁路运输，公司可为客户提供协助商定计划、代码申请、箱源组织、运输组织、关务及其他本地服务等内容，依托丰富和稳定的境外物流资源池，为客户境外铁路运输匹配适合的操作主体，最大程度保障境外运输的时效和服务质量。

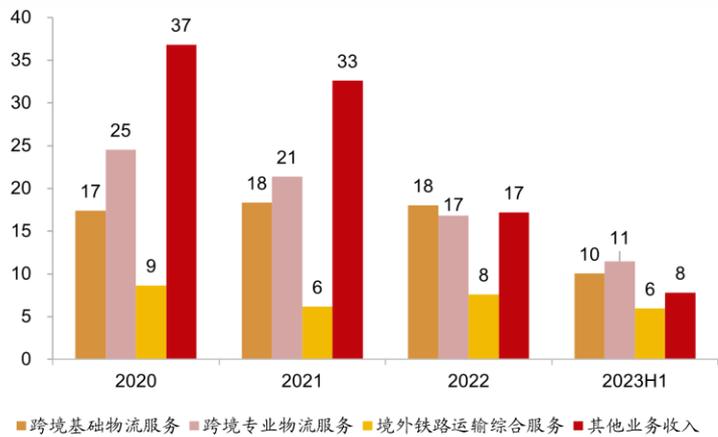
2023年中欧班列运营受多种因素影响业绩承压

- 2020年-2023年H1，公司跨境基础物流服务中的集装箱国际班列产品占主营业务收入比例分别为68.54%、81.49%、74.80%和70.31%。虽然2021年以来集装箱运营单位成本大幅提升，但2020-2022年依赖于公司发展战略的有效执行以及“一带一路”沿线国家进出口贸易额增长等外部因素，公司实现了营业收入和净利润双增长。受到市场竞争加剧和集装箱利润贡献下降等影响，2023年H1公司销售毛利率较2022年17.13%的毛利率大幅下滑。
- **未来公司将更精准把握中欧班列品牌产品枢纽化运营、联合运营发展趋势。**目前广州、成都等地子公司已运营多年，近年来新设立了西安、青岛等子公司，及时高效辐射国内核心班列开行城市及其周边的客户需求；同时，公司在俄罗斯和哈萨克斯坦设立的子公司为公司与中欧班列沿线欧亚国家或地区客户和班列承运人建立了有效沟通桥梁。

公司国际班列货量（万TEU）及收入（万元）



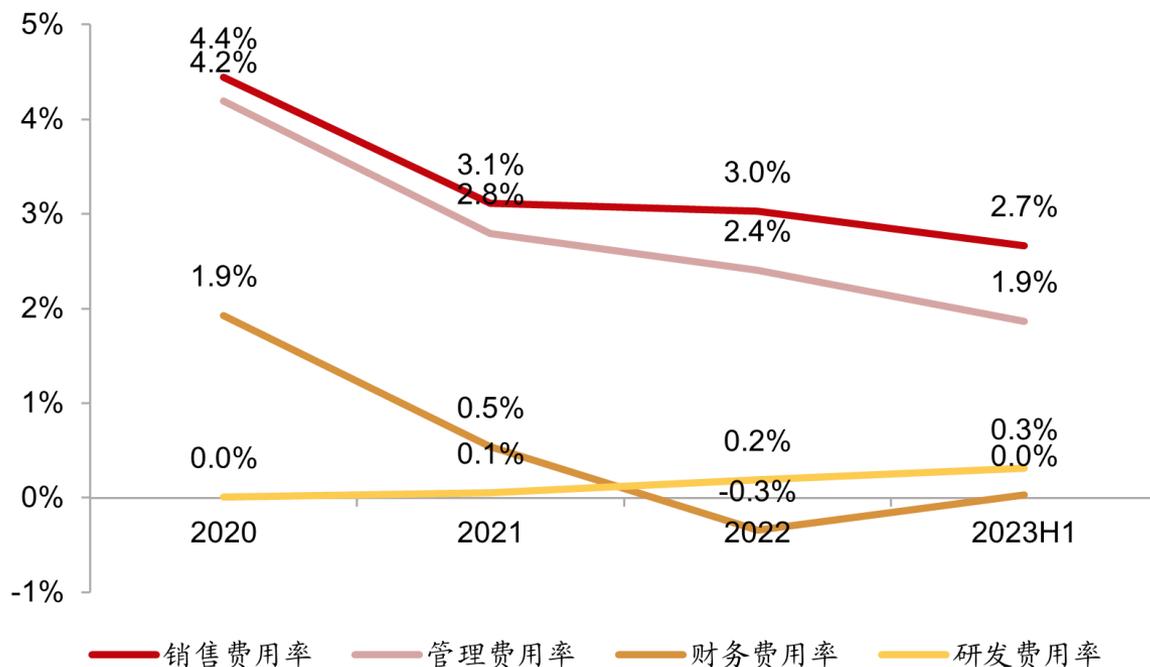
公司各主营业务毛利率（%）



公司期间费用率整体维持低位

- **期间费用率整体维持低位。** 2020-2022年度，公司期间费用总额随着公司经营业务规模的扩大而有所增长。管理费用中2022年咨询服务费的增长主要源于上市筹备过程中，聘请相关中介机构而产生的费用增加。公司的研发部门系信息部，该部门职责主要为开发适应公司业务发展所需要的系统或在外购基础系统的基础上开发新模块。2023年上半年研发费用中的职工薪酬随研发人员数量的增加而有所增长。

公司期间费用率



募集资金

- 经公司第一届董事会第八次会议、2022年年度股东大会审议通过，公司本次拟向社会公开发行股票不超过3,333.34万股，并拟将本次发行所募集资金扣除发行费用后，根据所处行业发展态势及公司战略，结合项目轻重缓急、募集资金到位时间以及项目进展情况，围绕公司主营业务投资于以下项目：

募集资金用途

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）
1	大洋集团中欧班列集结中心建设项目	49,485.40	49,485.40
2	大洋集团阿拉山口多式联运集结中心项目	21,591.02	21,293.02
3	国际海铁联运产品升级项目	27,978.02	27,978.02
4	数字化中心升级建设项目	7,785.75	7,785.75
5	全球区域服务中心建设项目	6,858.35	6,858.35
6	补充流动资金	35,000.00	35,000.00
	合计	148,698.54	148,400.54

- 公司的募集资金投资项目的实施后，业务线将得以丰富，产业链布局将进一步完善，服务能力将显著提升，运行效率将得到改善，资金实力将得到增强，财务结构将不断优化，有利于进一步夯实公司综合竞争实力，巩固行业领先地位，实现公司业务经营规模的进一步扩大，符合公司经营战略发展方向，具有良好的市场发展前景和经济效益。

中国外运（601598.SH）：国内最大综合物流整合商

- 中国外运股份有限公司是招商局集团物流业务统一运营平台和统一品牌。1950年9月，华北对外贸易公司改组为天津国外运输公司，直接受中央贸易部领导，形成了中国外运的雏形。1973年开创我国集装箱运输的先河，1986年与国际的DHL合作成立中外运-敦豪，2002年中国外运股份有限公司成立。2003年2月13日在香港联合交易所上市，2019年1月18日在上海证券交易所上市，是“A+H”两地上市公司。中国外运以打造世界一流智慧物流平台企业为愿景，聚焦客户需求和深层次的商业压力与挑战，为客户提供端到端的全程供应链方案和服务。

中国外运发展历程

公司前身——1950-2001年

- 公司前身为华北对外贸易公司在1950年改组后的天津国外运输公司。
- 先后开创集装箱运输先河，推出海铁联运服务，成立中外运-敦豪。

第一阶段

公司成立——2002-2014年

- 2002年中国外运成立，2003年在港交所上市。
- 2008年中国外运和长航集团重组为中国外运长航集团。

第二阶段

公司发展——2015年至今

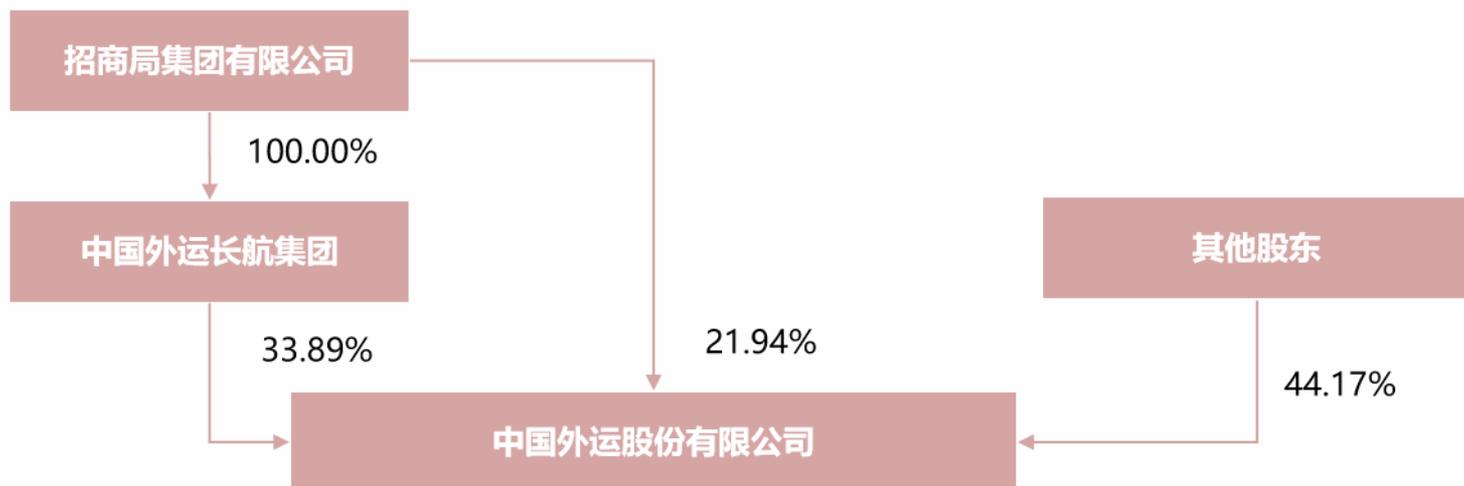
- 2015年成为招商局集团全资子公司，2018年成为招商局直属二级公司。
- 2019年在上交所上市，成为“A+H”上市公司。

第三阶段

招商局集团为实控人，有望乘央企市值管理东风

- 招商局背景为公司发展提供了良好的保障，公司第一大股东为中国外运长航集团，2015年12月29日，中国外运长航集团整体并入招商局集团，成为其全资子公司。实控人的全面赋能与投入支持使得公司可以借助更强大的资源背景与平台，发挥行业领军效应，为投资者创造更大价值。

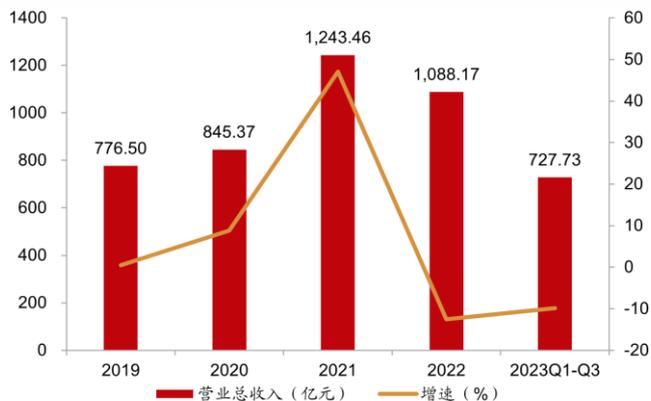
公司股权结构（截至2023年Q3）



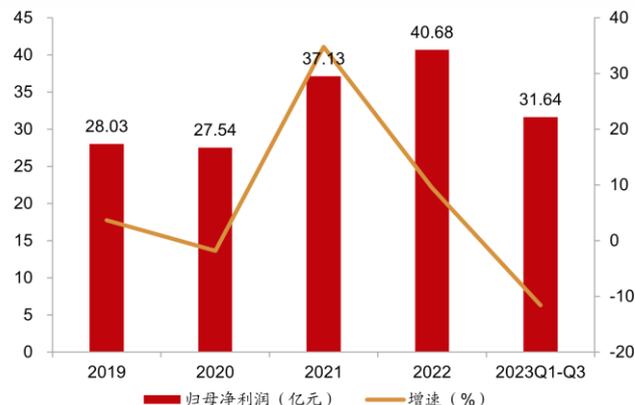
经营状况整体稳健，2023年业务有所承压

- 公司聚焦货运代理、专业物流与电商等三大业务板块。截至2023年上半年，货运代理是公司第一大业务，营收贡献59.26%，专业物流则为第二大业务，合计营收贡献30.87%，电商业务占比较小，营收贡献9.87%。毛利方面，货运代理业务贡献58.86%的毛利，专业物流业务贡献42.92%的毛利，而电商业务则拖累1.78%的毛利。
- **公司业绩状况**：公司经营状况整体稳健，中欧班列持续发力，中老铁路创造了新的增长点，跨境电商市场空间持续扩大。近两年受到国际局势紧张、国内经济复苏不及预期等影响，2023年前三季度营收约727.73亿元，同比减少9.85%，降幅相比2022年同期有所收窄，2023年前三季度公司实现归母净利润31.64亿元，同比下降11.55%。

公司营业收入及增速



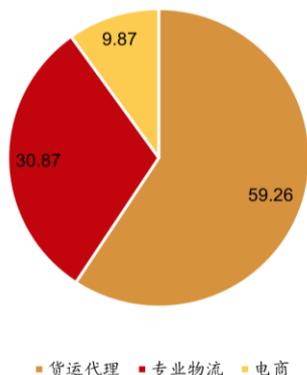
公司归母净利润及增速



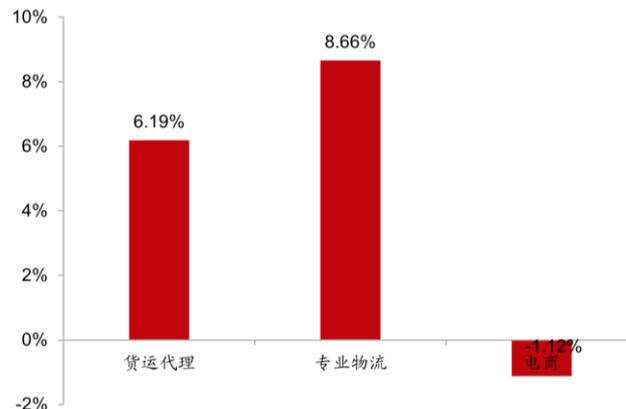
布局三大主营，新老动能交替

- 公司的主营业务包括专业物流、代理及相关业务和电商业务三大板块。其中，专业物流是核心业务，聚焦高成长、高附加值的细分行业及其上下游，推动产业高质量发展；代理及相关业务是基石业务，为专业物流业务及跨境电商业务发展提供支撑；电商业务是公司的新兴业务，主要服务于快速发展的跨境电商客户，利用公司的可控运力优势和资源整合能力为客户提供跨境端到端服务，保障客户供应链高效稳定发展。

公司2023年H1主营业务结构情况



公司2023年H1主营业务毛利率



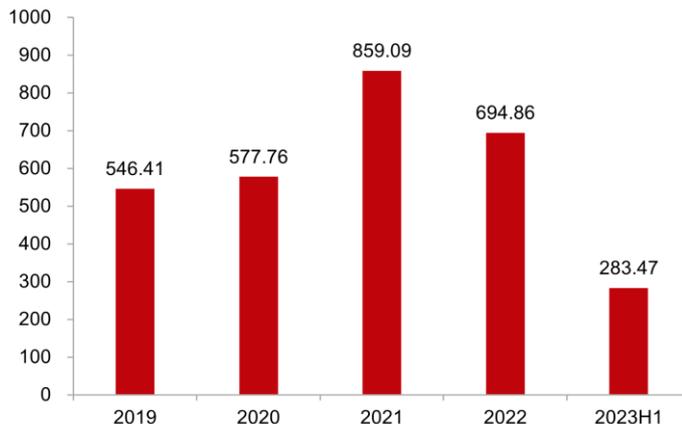
专业物流经验丰富，做精做深优势明显

- 中国外运根据客户的不同需求，为客户提供量身定制的、覆盖整个价值链的一体化物流解决方案并确保方案的顺利实施，包括合同物流、项目物流、化工物流、冷链物流以及其他专业物流服务。中国外运以其业界领先的信息系统为客户提供一流的物流综合解决方案和全程供应链物流信息服务，公司2024年新注册《权限管理中心系统V1.0》项目的软件著作权。现已实现从接收客户订单到服务操作、财务结算和电子支付的智能、高效、协同运作，满足不同行业客户多样化、个性化和及时准确的服务需求，提供全程物流可视化与增值服务。

公司全球经营网点



公司专业物流业务收入情况（亿元）



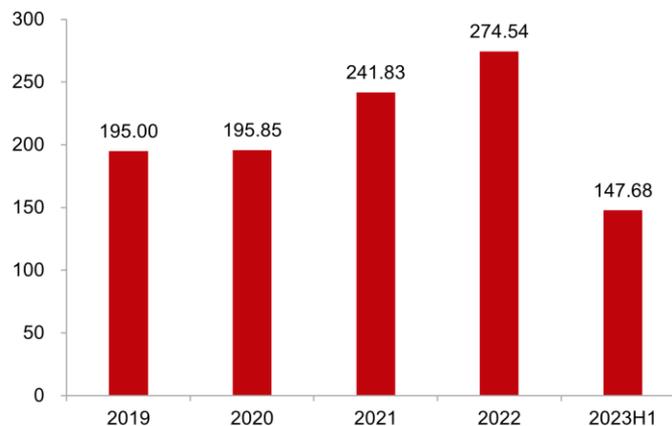
中国最大货运代理公司，覆盖中国辐射全球

- 中国外运代理及相关业务主要包括海运代理、空运代理、铁路代理、船舶代理和库场站服务等服务。中国外运是中国最大的货运代理公司，拥有覆盖中国、辐射全球的庞大服务体系。公司代理及相关业务是业务发展的基石，将紧密围绕客户需求，强化客户驱动，注重价值创造和模式创新，延伸服务链条，深挖客户和供应商价值，推进平台化和产品化建设，逐步向全程供应链方向转型。

公司空运业务



公司货运代理业务收入情况（亿元）



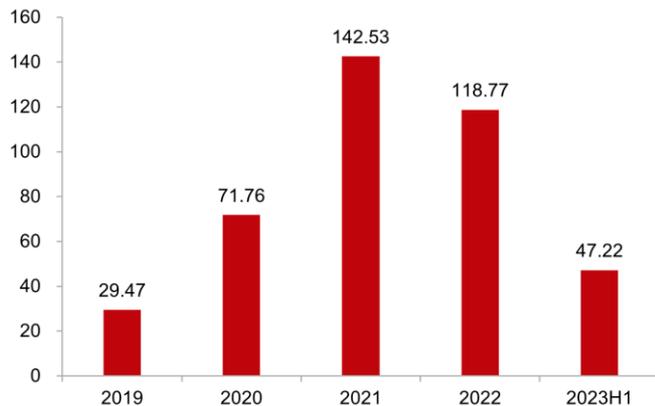
以履约质量为核心，打造公共物流服务和全链路两大产品体系

- 中国外运电商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。公司将抓住物流电商和电商物流两条主线，以技术创新和商业模式创新整合内外部资源，在推动主营业务全面线上化的基础上，大力发展跨境电商业务，并积极探索物流电商平台模式；强化科技创新，推进产业链接。
- 公司推出的运易通物流电商平台是聚焦B2B物流服务领域，打造的集商流、物流、信息流和资金流为一体的公共物流电商平台，向平台客户提供各种公众服务。运易通平台致力于打造国内场景最全的物流在线交易及服务体系，已携手超过2万家物流公司在线服务超过3万家生产制造企业，是目前中国最具规模的物流电商平台之一。

公司运易通电商平台



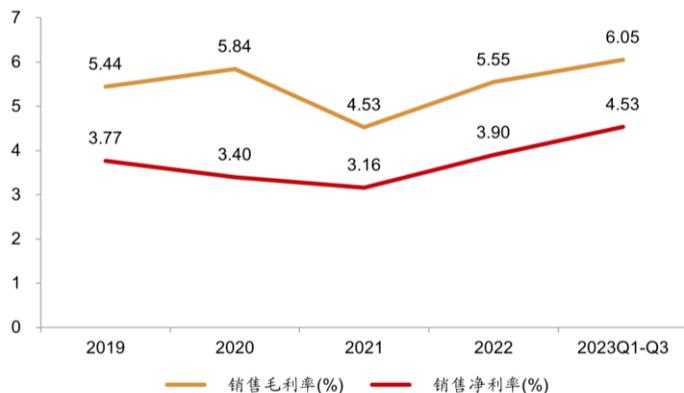
公司电商业务收入情况（亿元）



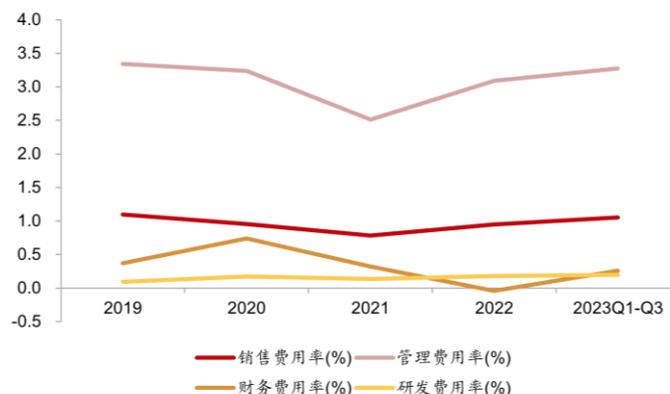
费用管控基本稳定，盈利能力稳中有进

- 近几年受国际政治局势紧张与经济增长放缓等影响，国际海运、空运市场需求减弱，运价逐渐回归。另外国内宏观经济受到多重预期外因素冲击，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续演化，发展环境的复杂性、严峻性和不确定性上升。公司在中欧班列方面持续发力，中老铁路释放新增长活力。跨境电商方面尽管增长放缓，但市场空间仍在不断提升。总体而言，公司近年来保持了经营稳定，在业务多元化中实现了稳健的增长。
- 2021年以来，公司销售毛利率和销售净利率不断回升。2023年前三季度，公司销售毛利率均达到6.05%，销售毛利率的增长也带动了销售净利率的增长，前三季度销售净利率达到4.53%，连续两年创新高。公司费用管控较为稳定，管理费用率2019年以来基本保持稳定。

公司销售毛利率和销售净利率



公司期间费用率



风险提示

- **宏观经济波动风险**：当宏观经济处于下行阶段时，下游企业物流需求也会下降，导致集装箱物流需求的下降。因此，宏观经济的周期性波动会间接影响到中欧班列的开展情况。
- **政策变化风险**：若未来世界经贸格局发生变化，地缘冲突、货币通胀、去全球化等因素影响中欧班列、中亚班列沿线主要国家的政治环境或贸易政策发生不利变化，将加大中欧班列业务拓展和执行的执行风险。
- **地缘政治风险**：2022 年地缘政治局势的变化让中欧班列运输通道的运营和发展产生了重大变化，地缘政治等非经济因素直接冲击了中欧班列参与各方的经济行为。若欧美对俄制裁长久持续，将对中欧班列运行产生不利影响。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58352190
邮箱：hggyf@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	高级销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn				