

交通运输行业专题报告

强于大市(维持评级)

跨境需求高增，跨境物流独立景气

投资要点：

➢ **出口贸易亟待恢复，美国或将进入补库期。**经历2021年出口贸易高速增长（同比+29.6%）后，2022-2023年我国贸易出口同比数据持续走低，出口贸易亟待恢复。贸易结构看，我国出口贸易主要流向美国、欧洲、东南亚等地，2023年出口美国占比14.8%。边际上，从美国数据看，美国库存周期或已见底，整体进入补库阶段，23年11月美国整体库存同比从0.7%下降到0.4%。贸易出口的总量数据逐步向好将有利于刺激跨境电商需求持续迸发活力。

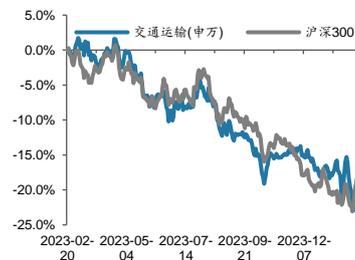
➢ **跨境电商百花齐放，促进需求独立景气。**跨境电商行业交易规模维持中高速增长，据海关总署数据，2023年我国跨境电商进出口总额2.4万亿元，同比+15.6%。在跨境出口B2C模式下，电商平台多为四类，分别为传统货架电商平台型、平台品牌型、自营平台型、以及兴趣电商模式，而其中以Shein、Aliexpress、TEMU和Tik tok shop组成的“出海电商四小龙”模式最为占优。Shein主要为自营平台型电商，Aliexpress和TEMU则更倾向于传统货架电商平台，Tik tok shop则是兴趣电商为核心的出海平台。出海跨境平台模式多样，百花齐放的服务模式依托于多样化的引流方式和触达方式（商流+物流），更加刺激了跨境出海电商需求的增长。

➢ **跨境电商高资本开支，支持跨境物流增长。**跨境电商行业高景气度，预期头部跨境电商未来仍将处于高资本开支阶段。据报道，SHEIN计划到2025年实现585亿美元年营收及806亿元商品交易总额。跨境电商产业链离不开物流，上游电商企业高强度资本开支，将带动跨境物流持续高景气。

➢ **跨境物流投资策略：核心货代价值凸显，承运人弹性可观。**跨境电商高景气度拉动跨境物流行业增长，23年欧美航线运价仍显著高于19年，重视跨境电商产业链布局机会，跨境电商红利赋能跨境物流成长性，配置价值凸显。关注：中国外运：公司海运货代业务盈利持续提升，货代业务基本盘盈利能力稳固；子公司中外运敦豪直接受益于欧美航线货运价格上涨；分红比例持续提高，跨境出口链高股息价值型央企配置佳。华贸物流：海运费回落冲击告一段落，跨境电商渗透率提升促进直客率提升，跨境电商变革直接受益物流企业。东航物流：主营跨境航空货运业务，直客体系持续服务跨境电商企业，受益跨境电商高景气，弹性可观。嘉诚国际：公司依托嘉诚国际港+天运物流中心为阿里、shein等跨境电商平台提供跨境电商物流服务。顺丰控股：2021年收购嘉里物流，完善国际业务网络，公司鄂州机场投运后，国内国际业务联动，增长可期。

➢ **风险提示：**海外消费不及预期、贸易政策调整风险、中美客机航线恢复超预期、跨境电商议价权提高超预期。

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈照林

执业证书编号：S0210522050006

邮箱：czl3792@hfzq.com.cn

研究助理 乐璨

邮箱：c30018@hfzq.com.cn

相关报告

《顺丰系列研究一：顺势而为，再造第一增长曲线》2023.3.21

《顺丰系列研究二：顺丰同城：全场景覆盖的第三方即配龙头》2023.4.18

《交通运输行业2024年度投资策略：看好周期，优选成长》2024.1.3

正文目录

1	出口贸易恢复在即，跨境电商百花齐放高增长	3
1.1	出口贸易亟待恢复，跨境电商出口瞄准高出口占比国家.....	3
1.2	跨境电商高增长，跨境电商出口占比更高	4
1.3	跨境电商模式百花齐放，跨境需求持续提升可期	4
2	跨境电商进入高速资本扩张期，带动跨境物流行业景气向上.....	6
2.1	跨境电商企业持续高资本开支，跨境产业链物流企业受益明显.....	6
2.2	跨境电商高规模带动跨境出口物流万亿市场	7
2.3	跨境电商需求多样化促进跨境物流多样化	8
3	聚焦细分赛道，跨境物流独立景气	9
4	跨境物流投资策略：核心货代价值凸显，承运人弹性可观	10
5	风险提示	11

图表目录

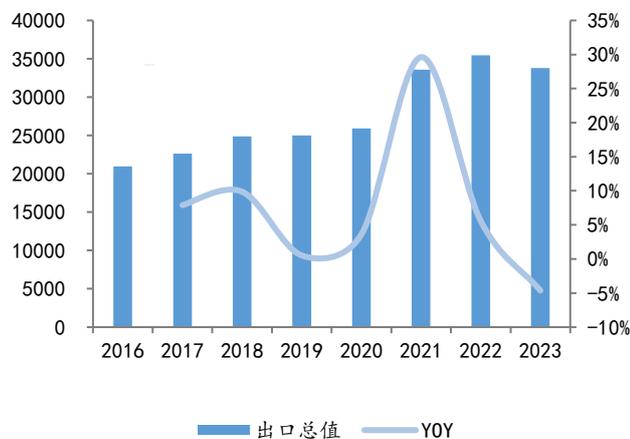
图表 1：我国出口贸易总金额（亿美元）	3
图表 2：我国出口中美国、欧洲、东南亚等国占比.....	3
图表 3：美国或将进入补库阶段.....	3
图表 4：我国跨境电商进出口额及其同比	4
图表 5：跨境电商进出口占比.....	4
图表 6：主要跨境电商类型	5
图表 7：主流跨境电商平台经营模式对比	5
图表 8：TEMU 的“半托管”和“全托管”模式对比.....	6
图表 9：主要跨境电商产业链企业梳理.....	6
图表 10：我国跨境电商行业交易规模及其同比	7
图表 11：跨境电商进出口占比.....	7
图表 12：跨境电商交易模式占比	7
图表 13：传统出口贸易模式	8
图表 14：主流跨境电商平台经营模式对比	9
图表 15：直邮模式下的跨境物流流程.....	9
图表 16：海外仓模式下的跨境出口物流流程.....	9
图表 17：主要跨境物流上市公司类型梳理	10
图表 18：重点公司估值（收盘价 20240220）	11

1 出口贸易恢复在即，跨境电商百花齐放高增长

1.1 出口贸易亟待恢复，跨境电商出口瞄准高出口占比国家

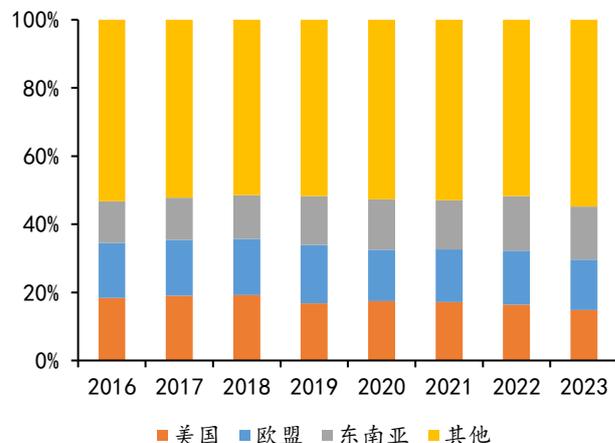
跨境物流服务商主要服务于贸易出口，2023 年我国贸易总出口金额 33800 亿美元，同比-4.6%，经历 2021 年出口贸易高增长（同比+29.6%）后，2022-2023 年我国贸易出口同比数据持续走低，出口贸易亟待恢复。贸易结构看，我国出口贸易主要流向美国、欧洲、东南亚等地，从 2023 年出口数据看，这五个国家占比分别为：14.8%、14.8%、15.5%。边际上，从美国数据看，美国库存周期或已见底，整体进入补库阶段，23 年 11 月美国整体库存同比从 0.7%下降到 0.4%，其中制造商和批发商数据已经接近历史底部，23 年 11 月，美国制造商库存同比-0.2%、批发商库存同比-0.3%、零售商库存同比 5.3%。我国出口贸易亟待恢复，而从占我国出口比较高的美国的库存数据看，美国或将进入补库阶段，贸易出口的总量数据逐步向好将有利于刺激跨境电商需求持续迸发活力。

图表 1：我国出口贸易总金额（亿美元）



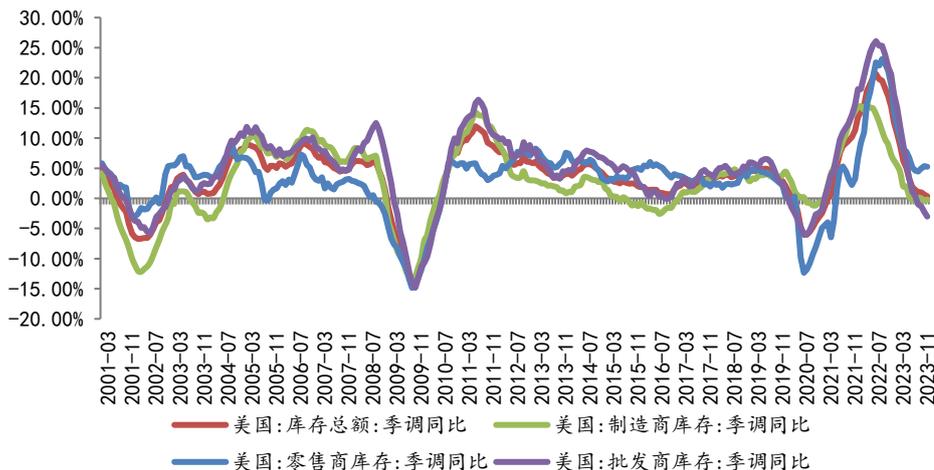
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 2：我国出口中美国、欧洲、东南亚等国占比



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 3：美国或将进入补库阶段

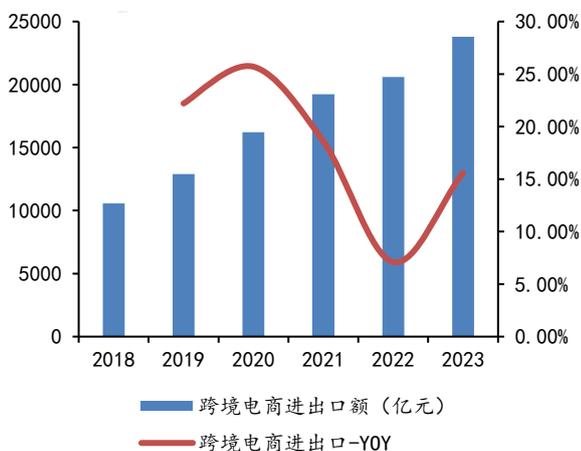


数据来源: Wind, 华福证券研究所

1.2 跨境电商高速增长，跨境电商出口占比更高

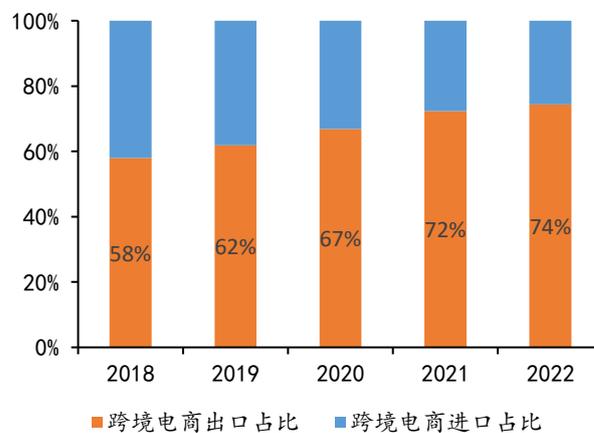
跨境电商行业交易规模维持中高速增长。据海关总署数据，2023 年我国跨境电商进出口总额 2.4 万亿元，同比+15.6%，根据海关总署 2022 年数据，跨境电商出口占比持续提高，22 年跨境电商出口占比达 74%，远超进口数据。

图表 4: 我国跨境电商进出口额及其同比



数据来源: 海关总署, 华福证券研究所

图表 5: 跨境电商进出口占比



数据来源: 海关总署, 华福证券研究所

1.3 跨境电商模式百花齐放，跨境需求持续提升可期

跨境贸易兴起，跨境电商模式百花齐放。在跨境出口 B2C 模式下，这些电商平台主要可以分成四类，分别为传统货架电商平台型、平台品牌型、自营平台型、以及兴趣电商模式，而其中以 Shein、Aliexpress、TEMU 和 Tik tok shop 组成的“出海电商四小龙”模式最为占优。Shein 主要为自营平台型电商，Aliexpress 和 TEMU 则更倾向于传统货架电商平台，Tik tok shop 则是兴趣电商为核心的出海平台。出海跨

境平台模式多样，百花齐放的服务模式依托于多样化的引流方式和触达方式（商流+物流），更加刺激了跨境出海电商需求的增长。

图表 6：主要跨境电商类型



数据来源：华福证券研究所

跨境电商平台运营都离不开产品、营销、物流、售后这四个方面，其差异也围绕四方展开。

图表 7：主流跨境电商平台经营模式对比

类型	传统货架电商	自营平台型	兴趣电商
核心平台	Aliexpress、TEMU	Shein	Tiktok shop
商家要求	资质证明； 自备库存。	无资质要求，无库存要求	资质证明； 自备库存。
核心品类	品类丰富、产品质量参差不齐、品牌化趋势低	单一/精选品类为主，产品质量优，品牌化趋势高	品类丰富、产品质量参差不齐、品牌化趋势低
引流方式	站内营销；站外媒体引流	品牌以海外社交媒体进行营销	短视频兴趣内容营销引流

数据来源：华福证券研究所

不同出海模式下，跨境商家、跨境平台、终端消费者三者需求相互博弈，平台也推出了“全托管”和“半托管”的新模式。

“全托管”和“半托管”模式能够快速帮助跨境商家建立电商运营基础知识，核

心差异在于“全托管”模式中，商家只负责产品，而营销、物流、售后等核心环节全权委托平台负责；“半托管”模式中，商家拥有更多的自主权，通常产品和定价环节会回到商家手中，但 TEMU 的“半托管”模式中产品定价权归属于平台，物流环节则由商家负责。

多样的出海模式有利于吸引更多的国内制造业企业入驻，同时能匹配更多样化的终端消费者，有利于出口型跨境电商的发展。

图表 8：TEMU 的“半托管”和“全托管”模式对比

	半托管	全托管
产品	商家负责：店铺开设、选品、上传商品； 平台负责：完善产品详情、协助比价、不同国家站点销售等。 平台定价	商家负责：店铺开设、选品、备货、寄样、上传商品所有情况； 平台负责：审核产品详情、核价、不同国家站点销售等。 平台定价
营销	平台负责	平台负责
物流	商家负责：物流和逆向物流全过程，包括仓库和库存的管理和维护，物流履约，逆向物流处理； 平台负责：提供多样化的物流模式。	商家负责：备货至 TEMU 的国内仓库； 平台负责：国内仓产品集中、跨境物流运输、终端履约配送。
售后	商家负责：通过平台处理售后； 平台负责：消费者支持。	商家负责：通过平台处理售后； 平台负责：消费者支持。

数据来源：华福证券研究所

2 跨境电商进入高速资本扩张期，带动跨境物流行业景气向上

2.1 跨境电商企业持续高资本开支，跨境产业链物流企业受益明显

跨境电商行业高景气度，根据中国海关初步测算，2023 年我国跨境电商进出口总额 2.4 万亿元，同比+15.6%，领先 2022 年同期 8.5pp，2018-2023 年 CAGR 高达 18%。
出口 B2C 平台型电商公司：Shein、Temu 等经营数据持续超预期，跨境电商高景气：据《晚点 LatePost》此前报道 TEMU 预估 2023 年全年将完成 140 亿美元 GMV；SHEIN 在 2022 年完成 GMV：290 亿美元。据报道，SHEIN 计划到 2025 年实现 585 亿美元年营收及 806 亿元商品交易总额。

跨境电商产业链离不开物流，上游电商企业高强度资本开支，将带动跨境物流持续高景气，据报道 2023Q4 航空货运运价上涨明显。

图表 9：主要跨境电商产业链企业梳理

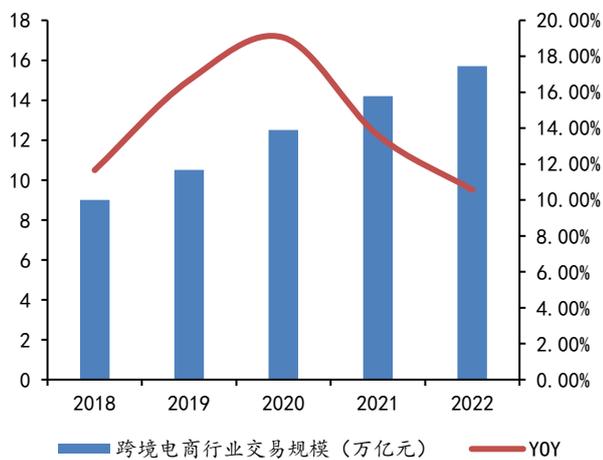


数据来源：华福证券研究所

2.2 跨境电商高规模带动跨境出口物流万亿市场

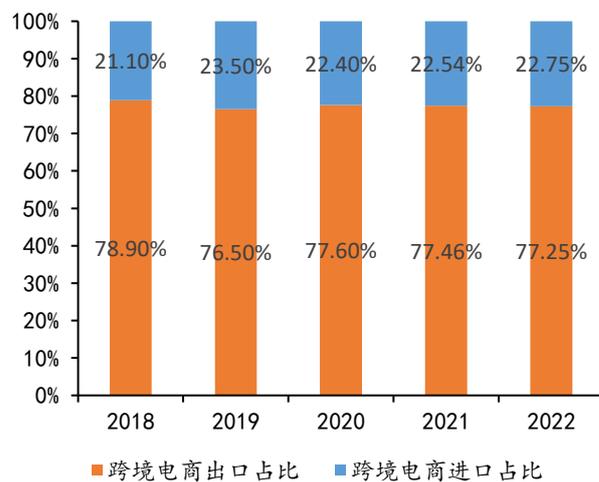
根据网经社数据，2022年跨境电商全行业交易规模15.7万亿元，B2B出口9.2万亿元，B2C出口3.0万亿元。假设2B业务物流成本占交易规模20%，2C业务物流成本占交易规模30%，测算可得2022年跨境电商出口物流规模接近3万亿元。

图表 10：我国跨境电商行业交易规模及其同比



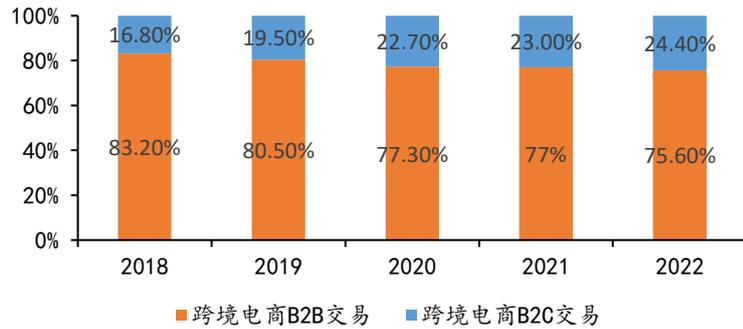
数据来源：网经社，华福证券研究所

图表 11：跨境电商进出口占比



数据来源：网经社，华福证券研究所

图表 12：跨境电商交易模式占比



数据来源：网经社，华福证券研究所

2.3 跨境电商需求多样化促进跨境物流多样化

需求方货主变化带来物流服务商额外溢价的提升。传统出口贸易的最终货主方以出口终端买家为主，这类买家通常为大型商家/制造商，物流的选择权更多掌握在其手中。货主方选择贸易方式，卖家根据贸易方式提供相对应的出口、报关清关、干线、报关清关和终端履约所需物流服务。

跨境电商模式打破了传统贸易中物流选择的话语权在买方货主的状态。跨境电商实际货主在平台方，相较于传统出口贸易模式，跨境电商物流将承担更多物流节点的履约，这将促进跨境物流服务链条的延伸，不同节点服务商能更多获取额外溢价。

图表 13：传统出口贸易模式



数据来源：华福证券研究所

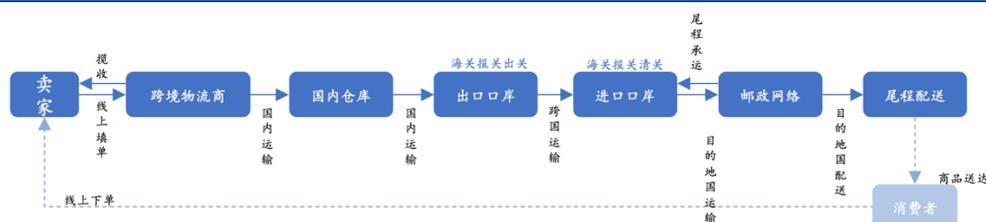
上文提及，跨境电商模式百花齐放，在物流上体现为服务、时效和安全性需求各异。针对物流的这三方面需求，行业内普遍采用直邮和海外仓两种物流模式履约，核心差异在于，海外仓要求提前备货，更适合标品，时效性较低，但价格相对于直邮模式更低。跨境电商的“半托管”模式下，海外仓模式更易被商家青睐。

图表 14：主流跨境电商平台经营模式对比

跨境产品	时效	追踪能力	价格	通达范围	货单价	国际运输环节
邮政-平邮类	慢	不具备	低	大	货值较低	空运+海运
邮政-挂号类	较慢	具备	较高	大	货值较高	空运
专线类	较快	具备	较低	小	货值较高	空运
海外仓	较慢	具备	适中	大	货值较低	海运
国际商业快递类	快	具备	高	较大	货值高	空运

数据来源：华福证券研究所

图表 15：直邮模式下的跨境物流流程



数据来源：华福证券研究所

图表 16：海外仓模式下的跨境出口物流流程



数据来源：华福证券研究所

3 聚焦细分赛道，跨境物流独立景气

跨境电商物流出口链条长，细分赛道多，从“仓”、“干线”到“承运人”和“综合型服务商”均有优质上市企业承接服务。

“仓”型：该模式主要依托稀缺仓储资源，赚取仓库操作和仓储费用，自有资源公司赚取租金；主要受商流景气度影响，核心关注出租率和租金情况。主要上市仓储企业为服务于境内的仓储企业嘉诚国际。非上市海外仓企业为：纵腾集团。

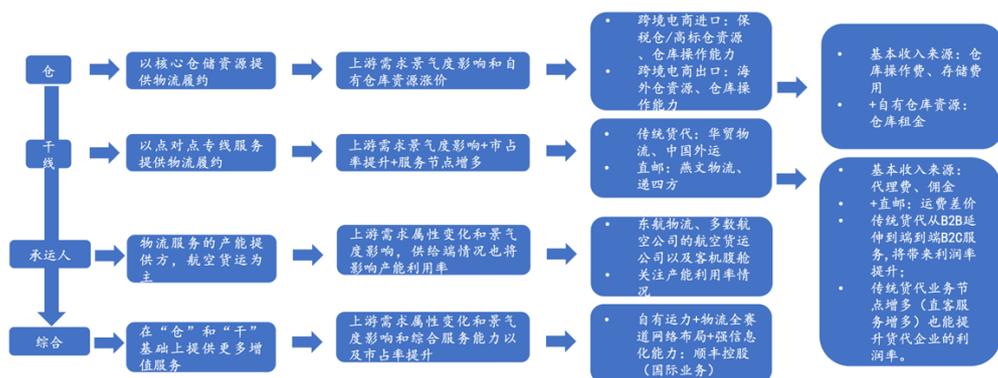
“干线”型：该模式主要以点对点专线服务提供物流履约，通常是大型货代公司承接。货代企业的收入构成为代理费和佣金。传统货代从 B2B 延伸到端到端 B2C 服务，将带来利润率提升；此外，传统货代业务节点增多（直客服务增多）也能提升货代企业的利润率。货代上市企业：中国外运、华贸物流。

“承运人”型：该模式主要为物流服务的产能提供方，直邮模式下以航空货运为主。物流承运人所处行业更具周期性，受上游需求属性的变化和行业景气度影响，同时供给端情况也将影响产能利用率。物流承运人主要包括：东航物流以及航司的客机

腹舱。

“综合”型：综合物流服务商指具备门到门服务实力的综合型物流提供方，要求物流能够提供从境内仓储到清关报关以及干线和终端履约的全流程服务。顺丰国际凭借优秀的运力资源，以及专业的物流服务能力提供全流程门到门的国际物流服务，公司在并购嘉里物流之后，国际业务有望成为顺丰的新业务增长极。

图表 17：主要跨境物流上市公司类型梳理



数据来源：华福证券研究所

4 跨境物流投资策略：核心货代价值凸显，承运人弹性可观

跨境电商高景气度拉动跨境物流行业增长，23 年欧美航线运价仍显著高于 19 年，重视跨境电商产业链布局机会，跨境电商红利赋能跨境物流成长性，配置价值凸显

关注：

中国外运：公司海运货代业务盈利持续提升，货代业务基本盘盈利能力稳固；子公司中外运敦豪直接受益于欧美航线货运价格上涨；分红比例持续提高，跨境出口链高股息价值型央企配置佳。

华贸物流：海运费回落冲击告一段落，跨境电商渗透率提升促进直客率提升，跨境电商变革直接受益物流企业。

东航物流：主营跨境航空货运业务，直客体系持续服务跨境电商企业，受益跨境电商高景气，弹性可观。

嘉诚国际：公司依托嘉诚国际港+天运物流中心为阿里、shein 等跨境电商平台提供跨境电商物流服务。

顺丰控股：2021 年收购嘉里物流，完善国际业务网络，公司鄂州机场投运后，国

内国际业务联动，增长可期。

图表 18：重点公司估值（收盘价 20240220）

证券代码	可比公司	股价 (元)	归母净利润 (百万元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
601598	中国外运	6.05	4,068	3,906	4,177	4,395	7	11	11	10
603128	华贸物流	7.55	888	788	949	1,110	16	13	11	9
601156	东航物流	17.01	3,637	2,303	2,928	3,476	6.66	12	9	8
603535	嘉诚国际	14.3	171	203	252	282	24	16	13	12
002535	顺丰控股	38.27	6,174	8,513	11,508	14,022	32	23	17	14

数据来源：Wind, 华福证券研究所；注：除顺丰控股外，其余均为 wind 一致预期，顺丰控股采用华福证券估计值。

5 风险提示

- 1) 海外消费不及预期导致行业需求增长不及预期。
- 2) 贸易政策存在不确定性，欧美国家关税调整或将影响跨境物流行业收入增长不及预期。
- 3) 中美客机航线恢复超预期，或将导致航空货运供给猛增，导致航空货运企业利润率承压。
- 4) 跨境电商企业议价权提高超预期，影响跨境物流企业利润率。

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn