

物流出海研究系列一

超配

顺应潮流，跨境电商物流迎来发展红利

核心观点

行业概况：伴随跨境出口 B2C 电商发展，跨境电商物流景气上行。中国 2001 年加入世界贸易组织后，对外贸易进入加速发展期，逐步成为国际贸易强国。随着互联网技术在国际贸易中也不断深入，中国的货物进出口贸易中跨境电商成为了主要的增量贡献方，跨境电商交易额占我国货物贸易进出口总额的比例自 2014 年 16% 逐步提升至 2023 年的 42%。近年来，美国地区高通胀带来的本地物价提升以及《区域全面经济伙伴关系协定》政策落地等因素推动中国商品竞争力提升，我国四大跨境电商平台速卖通、SHEIN、TEMU 和 TikTok Shop 开始发力开拓海外市场。因此，我国跨境出口 B2C 电商规模维持双位数以上的较快增长，从而也带动我国跨境电商物流维持景气上行。

行业现状：跨境电商物流行业经过十余年发展，已经形成相对完善的服务体系——服务产品多样且各环节经营较成熟。跨境电商物流是伴随着跨境 B2C 电商的发展而产生的，与传统国际贸易物流不同，其物流环节多、链条长、服务质量要求高，从而导致跨境电商物流经营难度更大，因此，跨境出口 B2C 电商的物流成本大约占到经营成本的 20%-25%，而国内快递物流费用一般仅占电商客单价的 5% 以下，根据我们估算，我国跨境出口 B2C 电商物流市场规模超过 6000 亿元。我国跨境电商物流行业自 2010 年前发展至今，整个链条服务体系的不断完善，已经形成邮政小包、国际快递、专线小包以及海外仓四种多样化的服务模式，头程运输、海关清关、跨境干线运输、仓储管理、尾程派送等各个物流环节也均发展成熟。

行业趋势：1) 专线小包和海外仓模式的占比将继续提升；2) 跨境电商空运需求旺盛导致我国航空货运供需紧平衡；3) 电商平台全托管模式将利好跨境物流全链路中核心环节上拥有核心资源的物流企业。未来跨境出口 B2C 电商采用最多的物流模式将是跨境专线小包和海外仓，两者是既具有较快的时效服务同时物流成本又相对较低的性价比产品。我国国际航空货运市场，受益于跨境电商平台发力，需求增速有望高于供给增速，供需紧平衡将支撑国际空运运价表现。全托管模式下，跨境电商平台掌握了订单分配权，平台会倾向于将物流环节进行切割、然后在不同的物流环节上去做资源卡位，因此在跨境物流链路上某个核心节点拥有核心资源的物流企业将会享受需求提升带来的收入增长以及盈利能力提升的好处。

市场格局：由于跨境电商物流链条长且杂，该市场玩家众多，不同环节的竞争格局各不相同。1) 传统货代切入了跨境电商物流领域，货代市场本身竞争分散，我国的代表企业有中国外运、华贸物流等；2) 跨境电商物流综合服务商市场呈现“大行业、小公司”特点，我国的代表企业有纵腾集团、递四方、燕文物流等；3) 我国民航货运市场竞争格局较为集中，我国的代表企业有东航物流、南航物流、国货航、顺丰航空等；4) 海外仓市场呈现亚马逊 FBA 一家独大格局，除此以外还有大健云仓等第三方海外仓运营方；5) 不同目的地国家的最后一公里配送市场竞争情况不同，欧美快递市场竞争集中且由当地公司主导，东南亚市场竞争较分散，中国物流企业已经成功切入且发展领先。

风险提示：1、海外政策风险；2、跨境电商需求增长低于预期；1、供给增长超预期。

行业研究 · 行业专题

交通运输 · 物流

超配 · 维持评级

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《交通运输——2023年春节专题系列三-吞吐量及出口展望：核心在于全球需求，并非产业加速外迁》——2023-01-18

投资建议：在我国跨境电商物流景气上行的大背景下，我们认为拥有核心资源、竞争实力强的跨境电商物流企业将具有投资机会，看好加速布局国际市场的顺丰控股以及龙头优势不断强化的圆通速递。

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
002352.SZ	顺丰控股	买入	37.94	185,724	2.14	2.77	17.7	13.7
600233.SH	圆通速递	买入	15.04	51,771	1.13	1.31	13.3	11.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

前言	7
跨境电商概况：出口 B2C 景气度上行，欧美为主要销售目的地	7
跨境出口 B2C 电商发展进入新阶段，景气度上行	7
跨境电商出口以欧美为主，主要销售日常消费品	10
跨境电商物流概况：经营难度大，服务体系逐步完善	11
跨境电商物流发展十余年，产品矩阵逐步完善	11
跨境电商物流产品分层，满足不同服务需求	13
跨境电商物流链条长、环节多，不同环节经营情况不同	15
跨境电商物流趋势：专线小包和海外仓模式占比提升，核心环节的物流企业将受益	19
跨境 B2C 电商物流市场规模庞大	19
物流顺应商流，专线小包和海外仓模式占比提升	20
我国航空货运供需维持紧平衡态势	22
全托管模式兴起，核心环节拥有核心资源的物流企业受益	25
竞争格局：不同细分市场，竞争情况不一	26
传统货代：立足传统优势，竞争分散	26
跨境电商物流综合服务商：参与者众多，市场份额分散	27
国际快递及本土快递：市场成熟，竞争集中	28
空运干线运输：立足于资源禀赋，竞争相对集中	29
跨境物流核心标的	30
华贸物流：从传统货代到国际跨境综合物流服务商转型	30
中国外运：综合物流货代龙头，跨境电商业务助力发展	34
东航物流：坐拥优质航空干线资源，把握跨境电商物流机遇	36
顺丰控股：我国综合物流服务商巨头，国际业务构成第二增长极	39

图表目录

图 1: 我国跨境电商交易规模及其占进出口贸易总额的比例	7
图 2: 2020 年 5 月至 2021 年 4 月各国发出的跨境电商包裹数量占比	7
图 3: 我国跨境出口 B2C 电商市场规模、增速及其在跨境电商行业中的占比	8
图 4: 我国跨境电商出口 B2C 市场主流玩家结构变化 (十亿美元)	8
图 5: 跨境出口电商市场主流玩家分类结构图	9
图 6: 跨境电商出口 B2C 市场中的主流玩家类型及布局情况	10
图 7: 2022 年中国跨境出口电商目的地分布	11
图 8: 2022 年全球各国电子商务零售额增速 TOP10	11
图 9: 2022 年中国跨境出口 B2C 电商品类分布	11
图 10: 2022 年中国跨境出口 B2B 电商品类分布	11
图 11: 我国传统国际贸易的物流链条及不同模式所对应的环节责任	12
图 12: 直邮模式流程图	14
图 13: 海外仓模式流程图	15
图 14: 不同跨境电商物流模式的特点对比	15
图 15: 跨境电商核心物流环节示意图	16
图 16: 2022 年跨境物流企业的地区分布情况	16
图 17: 2022 年跨境电商的地区分布情况	16
图 18: 中国跨境航空货运出口-头部货运品类结构	17
图 19: 2022 年各国 FBA 和第三方海外仓订单占比	18
图 20: 2022 年全球海外仓的订单结构 (FBA、第三方及自营)	18
图 21: 2022 年中国跨境电商 B2B 与 B2C 的价值链拆分	20
图 22: 跨境专线小包与海外仓两种物流模式的成本结构	20
图 23: 中国进出口贸易市场结构及其对应的跨境物流市场规模估算 (2022 年)	20
图 24: 中国跨境电商直邮模式下邮政小包、商业快递以及专线小包的结构占比变化	21
图 25: 近 3 年主要国家和地区海外仓数量 (个) 及增速	21
图 26: 2020 年 6-12 月份, 递四方直发模式包裹的主要品类占比	21
图 27: 2020 年 6-12 月份, 递四方海外仓出库的包裹主要品类占比	21
图 28: 中国航空货运市场中全货机运量占比 (2019 年)	23
图 29: 我国全货机数量增长趋势	24
图 30: 全球全货机数量增长趋势	24
图 31: 中国-美国直航航线可供运力变化趋势 (亿吨公里)	24
图 32: 中国-美国的中转航线可供运力变化趋势 (亿吨公里)	24
图 33: 2016-2022 年三大航国内航线货运单价 (元/吨公里)	25
图 34: 2016-2022 年三大航国际航线货运单价 (元/吨公里)	25
图 35: 浦东出境航空货运指数 BAI80 变化趋势	25
图 36: 我国跨境电商出海“四小龙”的主要经营模式对比	26
图 37: 2015-2021 年全球货代行业市场份额变化 (按收入口径统计)	27

图 38: 2020 年美国快递市场竞争格局	29
图 39: 2020 年英国快递市场竞争格局	29
图 40: 2020 年日本快递市场竞争格局	29
图 41: 2022 年东南亚快递市场竞争格局	29
图 42: 2019-2022 年全球及中国航空货邮运输量 (万吨)	30
图 43: 2018-2022 年全球及中国货运机队数量 (架)	30
图 44: 我国航空货运市场市场份额 (全货机航班占比)	30
图 45: 华贸物流 2012-2022 年营业收入及增速	32
图 46: 华贸物流 2012-2022 年主要业务毛利率变化	32
图 47: 华贸物流 2012-2022 年归母净利润及增速	32
图 48: 华贸物流 2012-2022 年毛利率及归母净利率变化趋势	32
图 49: 华贸物流跨境电商物流业务收入及其收入占比	34
图 50: 华贸物流跨境电商物流业务毛利润及其毛利润占比	34
图 51: 中国外运 2012-2022 年收入及增速	35
图 52: 中国外运 2018-2022 年主要业务毛利率变化	35
图 53: 中国外运 2012-2022 年归母净利润及增速	35
图 54: 中国外运 2012-2022 年毛利率及归母净利率	35
图 55: 中国外运的跨境电商物流业务收入及其收入占比	36
图 56: 中国外运的跨境电商物流毛利润及其毛利润占比	36
图 57: 东航物流 2015-2022 年收入及增速	37
图 58: 东航物流 2016-2022 年主要业务毛利率变化	37
图 59: 东航物流 2015-2022 年归母净利润及增速	37
图 60: 东航物流 2016-2022 年毛利率、归母净利率	37
图 61: 我国民航货运市场竞争格局 (按货邮运输量计算)	38
图 62: 我国主要机场的货运航班起降架次情况对比	38
图 63: 东航物流跨境电商解决方案收入及其收入占比	39
图 64: 东航物流综合物流解决方案毛利润及其毛利润占比	39
图 65: 顺丰控股国际及供应链业务收入及其收入占比快速提升 (亿元)	40
图 66: 嘉里物流的收入及净利润表现 (亿元)	40
图 67: 嘉里物流收入结构及收入增速 (亿元)	40
图 68: 嘉里物流收入的区域结构 (亿元)	40
图 69: 2016-2022 年顺丰运营的全货机数量	41
图 70: 2022 年顺丰自营投产飞机机队结构 (数量占比)	41
图 71: 距离鄂州机场 1000 至 1500 公里的覆盖区域	42
图 72: 顺丰控股依托鄂州机场已开通的国际航线	42

表1: 海外监管政策会对我国跨境电商发展产生较大影响	10
表2: 海外政府对我国跨境电商的政策梳理	19
表3: 我国国际航线货邮吞吐量需求预测	22
表4: 全球海运货代市场和空运货代市场 TOP20 公司	27
表5: 跨境电商物流企业排行	28
表6: 华贸物流发展历程	31
表7: 中国海运货代排名	33
表8: 中国空运货代排名	33
表9: 华贸物流跨境电商业务发展历程	34
表10: 中国外运大事记	34
表11: 东航物流发展历程	36
表12: 全球机场货运量 Top10	41
表13: 顺丰与其他国际快递公司的价格时效对比	43

前言

中国 2001 年加入世界贸易组织后，对外贸易进入加速发展期，逐步成为国际贸易强国，2009 年我国成为世界第一大出口国，2013 年我国货物外贸首次超过美国跃居全球第一大货物贸易国，2020 年我国货物和服务外贸总额首次超过美国，成为全球第一大贸易国。2014-2023 年，我国货物贸易进出口总额自 26.4 万亿元增长至 41.8 万亿元，年复合增速达到 5.2%。而近年来，中国的货物进出口贸易中跨境电商成为了主要的增量贡献方（2020 年 5 月至 2021 年 4 月间，全球总的跨境电商包裹中由中国发出的包裹占比 46%，在全球居于领先地位），跨境电商交易额占我国货物进出口总额的比例自 2014 年 16% 稳步提升至 2023 年的 42%。

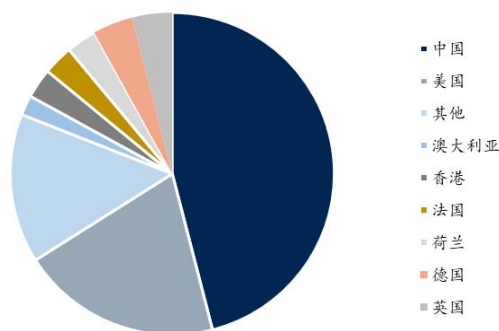
在传统线下国际贸易中，中国物流企业往往处于被动地位，因为我国传统出口贸易多采用 EXW 条款（买方负责全链条物流）和 FOB 条款（卖方仅负责国内物流部分），境外货主的控货能力较强，境外航司、国际货代等背靠大量航线资源的海外物流巨头在跨境出口物流链条中享有更高的话语权。但近年来，随着我国跨境电商的崛起和贸易模式的改变，CIF 条款（卖方负责国内和国际物流部分）和 DDP 条款（卖方负责全链条物流）被跨境电商卖家采用，跨境物流中的贸易责任前移，从而使得我国的跨境物流企业可以更多的参与到国际贸易中来。因此，可以看到我国本土的物流公司如中国外运、华贸物流、东航物流、顺丰控股等，随同跨境电商的发展拉长国际物流服务链条，逐步进入跨境电商物流行业。

图1：我国跨境电商交易规模及其占进出口贸易总额的比例



资料来源：网经社电子商务研究中心，国信证券经济研究所整理

图2：2020年5月至2021年4月各国发出的跨境电商包裹数量占比



资料来源：观研天下，国信证券经济研究所整理

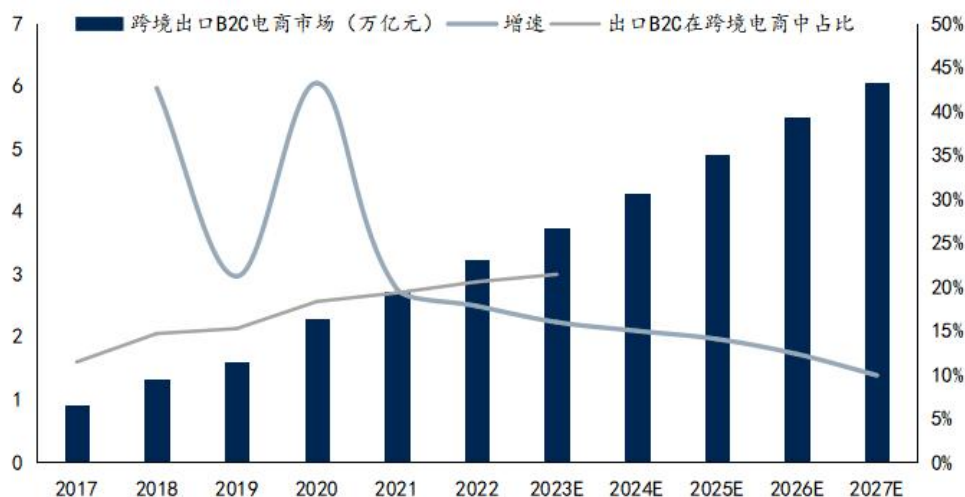
跨境电商概况：出口 B2C 景气度上行，欧美为主要销售目的地

跨境出口 B2C 电商发展进入新阶段，景气度上行

我国跨境电商市场规模超过 15 万亿元，其中跨境出口 B2C 电商仍然呈现较景气的态势。中国跨境电商行业规模自 2013 年的 3.2 万亿元增长至 2023 年 17.5 万亿

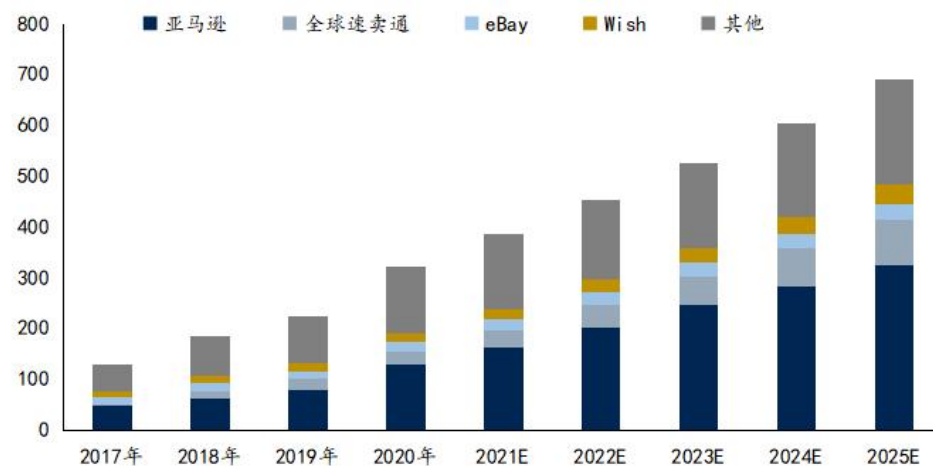
元，年复合增速达到 18.5%，2023 年增速估计为 11.3%，其中，跨境出口 B2C 电商的规模自 2017 年的 9245 亿元增长至 2023 年的 3.7 万亿元，年复合增速达到 26.2%，明显高于同期整体跨境电商行业的增速，因此出口 B2C 模式在跨境电商行业中的占比也自 2017 年的 11.4% 提升至 21.4%。

图3：我国跨境出口 B2C 电商市场规模、增速及其在跨境电商行业中的占比



资料来源：网经社电子商务研究中心，国信证券经济研究所整理

图4：我国跨境电商出口 B2C 市场主流玩家结构变化（十亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

2023 年以来，我国四大跨境电商平台 SHEIN、TEMU、TikTok Shop 以及速卖通开始发力海外市场，我国跨境出口 B2C 电商发展进入新时期。

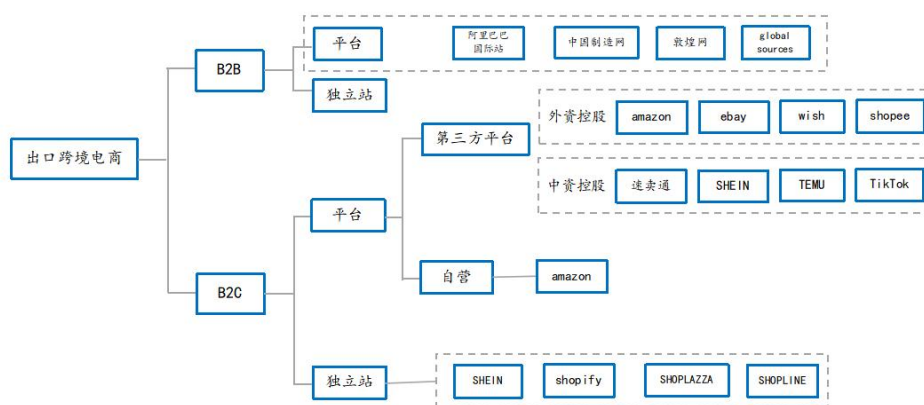
我国跨境电商发展第一阶段——野蛮成长期（1999~2009 年）：1999 年阿里巴巴的成立拉开了中国跨境电商的序幕，其拳头产品是 B2B 大宗交易平台“中国供应商”。2000 年前后，少量国内卖家开始在 eBay 和 Amazon 等国外平台上尝试跨境

电商，但是没有形成规模，紧接着，B2B 明星玩家敦煌网于 2004 年成立。但是，早期的 B2B 平台只涉足黄页类信息的对接，后端的交易、支付、物流等重要环节都还没有布局。2004 年主打担保交易的支付宝应运而生，推动跨境电商交易服务实现线上化。得益于互联网和线上交易的发展越来越成熟，Shein、兰亭集势、米兰网等 B2C 的跨境电商独立站开始走上历史舞台。

我国跨境电商发展第二阶段——大卖扩张期（2010~2019 年）：电商巨头开始布局跨境 B2C 市场，2010 年阿里巴巴的跨境出口 B2C 平台——速卖通上线，2012 年亚马逊开始招募中国卖家入驻，此后中国卖家开始不断扩张势力。随着我国出口贸易继续高速增长，跨境出口 B2C 市场进一步壮大，不论是平台玩家还是品牌玩家均实现了快速发展，如 SHEIN、安克创新、赛维时代等。2015 年以后，随着“互联网+”时代的来临，跨境电商相关企业开始受到资本市场关注，同时跨境电商的管理制度也逐步升级完善，全国开始设立跨境电子商务试验区、自由贸易试验区。

我国跨境电商发展第三阶段——平台出海期（2020 年至今）：2020 年受疫情影响海外供应链出现停摆，国内供应链加速出海，头部公司扩张经营。2021 年海运价格大幅提升，对规模较小的企业带来较大冲击，同时亚马逊“封号潮”给行业带来超千亿元的损失，也促使跨境电商企业进一步合法合规运营。随着 SHEIN、TEMU、TikTok Shop 等优质新兴企业开始发力海外市场，尤其是欧美成熟市场，跨境出口 B2C 行业又迎来新一轮发展红利期。但同时，电商出海赛道竞争也愈发激烈，玩家类型多元化和布局差异化的特征也开始显现，国内互联网巨头主要采用将国内的营销及运营模式复制到海外市场的打法策略，传统跨境电商头部玩家则是通过服务体系的横向拓展和纵向加深等方式进行模式创新，而独立站头部平台也在进行第三方平台模式的探索和品类扩展以尝试突破自营型平台可能面临的增长瓶颈。

图5：跨境出口电商市场主流玩家分类结构图



资料来源：网经社电子商务研究中心，WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: 跨境电商出口 B2C 市场中的主流玩家类型及布局情况



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

表1: 海外监管政策会对我国跨境电商发展产生较大影响

国家或地区	年份	政策
美国	2018年	美国对中国部分商品加征关税, 严重冲击中国跨境出口电商 B2B 行业, 抬高中国卖家成本。
	2021年	美国签署《维吾尔强迫劳动预防法案》禁止进口与新疆相关的任何产品, 这导致中国服装跨境出口订单规模下滑。
	2022年	苹果出台新隐私政策, 限制应用程序获取用户手机隐私信息的权限, 大幅降低跨境卖家海外营销精准度。
	2023年	美国贸易代表办公室发布声明, 宣布重新豁免对 352 项从中国进口商品的关税, 该新规定将适用于在 2021 年 10 月 12 日至 2022 年 12 月 31 日之间进口自中国的商品, 利好中国跨境电商卖家。
欧洲	2021年	美国拟取消 800 美金进口免税政策, 不利于以国内直发为主的独立站卖家与第三方平台。
马来西亚	2024年	欧盟对欧盟的电商 VAT 税制进行了彻底的改革, 改革后的规定使得无论是直发货物或者本地备货, 也无论是高价值或低价值货, 都必须缴纳 VAT, 增加了中国跨境电商卖家的经营成本。
印度尼西亚	2023年	自 2024 年 1 月 1 日起, 所有在线上销售并从国外进口到马来西亚的低价值商品 (价值低于 500 令吉) 都要被加收 10% 的低价值商品税。
泰国	2023年	禁止 100 美元 (约合 150 万卢比) 以下商品在跨境电商平台销售。
	2023年	《2023 年第 31 号贸易部长令》出炉, 其核心内容包括: 社交媒体禁止作为商品销售平台、印尼电商平台销售的跨境进口商品价格不得低于 100 美金等。
	2023年	自 2024 年 1 月 1 日起, 一个账户周期内收入超过 10 亿泰铢的泰国电子平台需要设立“电子特别账户”。该专用账户将披露平台从其在线商家处获得的收入。平台须向泰国有关部门报送专账。

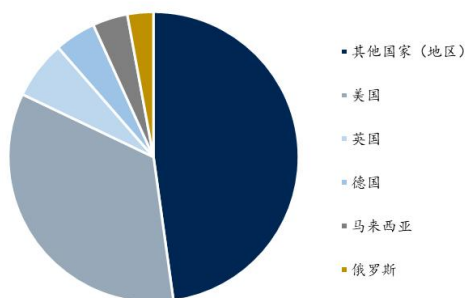
资料来源: 艾瑞咨询, 国家市场监督管理总局, 国信证券经济研究所整理

跨境电商出口以欧美为主, 主要销售日常消费品

我国跨境电商出口目的地以欧美为主, 新兴市场正在崛起。欧美等成熟市场为中国跨境卖家的主要目标市场, 美国为中国跨境出口电商的第一大目的地。根据中国海关数据, 从我国跨境出口电商销售目的地来看, 2022 年美国占比最大, 为 34.3%, 英国、德国、马来西亚、俄罗斯分别占比 6.5%、4.6%、3.9%、2.9%。此外还有新加坡、日本、加拿大、法国, 以及泰国、菲律宾、巴西、越南等新兴市场国家, 随着相关自由贸易协定与《区域全面经济伙伴关系协定》政策的落地, 新兴市场逐步成为跨境卖家新一轮的“掘金点”, 五个东南亚国家电子商务零售额

增速居于全球 TOP10，东南亚市场正在逐步崛起。

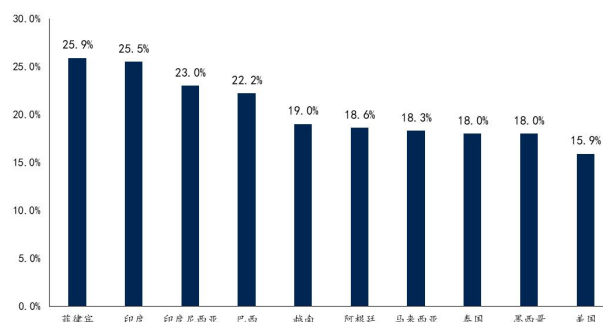
图7: 2022 年中国跨境出口电商目的地分布



注：其他国家（地区）主要包括：新加坡、日本、加拿大、法国、泰国、菲律宾、巴西及越南等。

资料来源：海关总署，艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

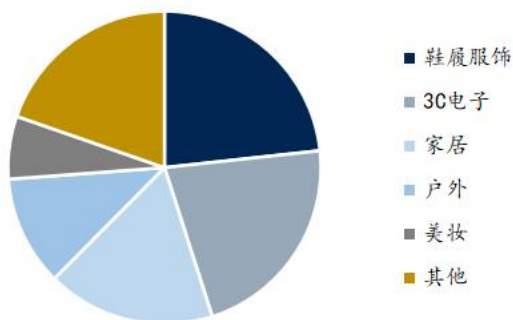
图8: 2022 年全球各国电子商务零售额增速 TOP10



资料来源：eMarketer，艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

跨境出口 B2C 电商销售的热门品类以日常消费品为主。2022 年跨境出口 B2C 电商销售商品品类中，鞋履服饰、3C 电子和家居的占比分别为 23.3%/21.8%/17.4%，其占比表现相对稳定。户外、美妆、母婴童装、宠物用品等新兴品类呈现增长态势，未来通过进一步挖掘可以创造新的增量。

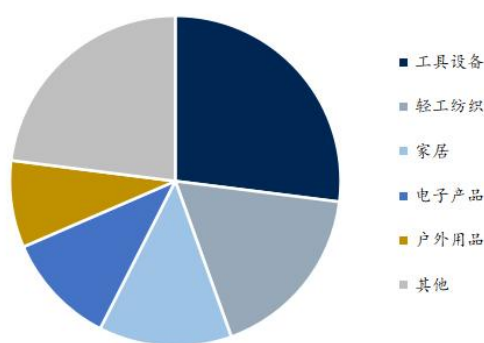
图9: 2022 年中国跨境出口 B2C 电商品类分布



注：其他国家（地区）主要包括：新加坡、日本、加拿大、法国、泰国、菲律宾、巴西及越南等。

资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

图10: 2022 年中国跨境出口 B2B 电商品类分布



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

跨境电商物流概况：经营难度大，服务体系逐步完善

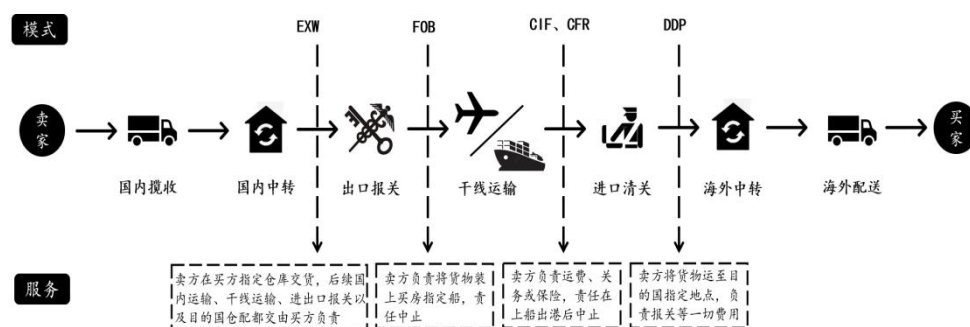
跨境电商物流发展十余年，产品矩阵逐步完善

跨境电商物流是伴随着跨境 B2C 电商的发展而产生的,与传统国际贸易物流不同,其货物特点是品种多、批量小、周期短,且其需提供端到端全流程服务(细节多、环节多、链条长、服务质量要求高),从而导致跨境电商物流经营难度更大:

1) 传统国际贸易以 FOB 模式为主,卖方仅需负责上船前的物流环节。a) EXW 模式下,卖方在买方指定仓库交货,后续国内运输、干线运输、进出口报关以及目的国仓配都交由买方负责; b) FOB 模式下,卖方负责将货物装上买方指定船,责任中止; c) CIF 模式卖方负责运费、关税或保险,责任在上船出港后中止; d) DDP 模式下卖方将货物运至目的国指定地点,负责报关等一切费用。目前,随着我国品牌出海,我国货代等物流商的业务线逐渐前移,运输、保险、关税等环节的增加使得其利益获得显著增长。

2) 跨境电商物流更多是指服务跨境 2C 电商的物流市场,卖方需提供端到端的物流服务。跨境 B2B 电商与传统国际物流共享很多环节,在资源和运营等方面相通,比如跨国公司通过阿里巴巴国际站大批量地订货等,都是传统的国际物流方式。跨境电商物流是一种相对于传统国际物流而区分出来的物流方式,主要服务由跨境 B2C/C2C 交易所产生的物流,它是整个跨境零售交易链的实物交付过程,卖方需要提供时效快、服务质量高的端到端全链条物流服务,其显著特征是实物的包裹化和服务触及 C(客户)端,与境内快递不同的是,它还存在通关、法规及地理等固有屏障。

图11: 我国传统国际贸易的物流链条及不同模式所对应的环节责任



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我国的跨境电商物流产业从萌芽到不断发展壮大历经了十余年。每一次的物流模式以及产品渠道都伴随着平台政策、税务、关税以及商流的变化而不断进化演变。从大的行业周期角度来划分,发展阶段可以分为以下三个:

第一阶段(2008—2015年): 以邮政小包为主导的直邮物流时代。从2008年 eBay 电商平台兴起,到2010年阿里巴巴全球速卖通(AliExpress)的迅猛发展,从中国直接发货到境外终端买家手中的直发类物流小包需求不断攀升,中国邮政小包是跨境直发类物流的主力军。后续大量的外国邮政通过代理模式也陆续进入中国揽收货物。比如新加坡邮政、荷兰邮政、瑞典邮政、比利时邮政等数十家外国邮政都先后进入了中国市场。随着跨境电商卖家对于物流时效和物流体验的要求不断提升,原有的万国邮政联盟(Universal Postal Union, UPU)体系内的国际邮政小包平邮和挂号类产品时效已不能完全满足客户的需求。中国邮政从2011年开始陆续推出了基于两国邮政之间双边协议的e邮宝类商业专线产品,并获得了不错的市场口碑,在一定时期内中美跨境直发物流市场的50%以上的份额被中

国邮政所占据。

第二阶段（2015—2020年）：专线小包和海外仓的时代正式开始。随着 Wish、Joom、Lazada、Shopee、Vova 等越来越多的以直发物流和铺货模式为主的国外跨境电商平台进入中国市场招商，小包跨境直发物流模式需求迅猛增长。在此阶段孕育和壮大了以燕文物流、云途物流等提供跨境小包专线服务的跨境电商综合服务商。集商业快递和邮政资源整合而成的专线小包类产品，让跨境电商直发类物流渠道的产品形态日益完善。也正是从 2015 年开始，亚马逊的全球开店项目在中国的招商力度不断加大，吸引了越来越多的跨境电商卖家开始做亚马逊。亚马逊的 FBA 物流模式需要卖家自行将货物先备货至境外指定的亚马逊官方 FBA 仓库，由此催生了一大批从事 FBA 头程运输（从境内卖家仓库把货物发往境外 FBA 仓库）的跨境电商物流企业，这其中的典型代表比如佳成国际、九方通逊、大森林物流等。据晓生研究院不完全统计，截至 2021 年 10 月，以 FBA 物流为主营业务的跨境电商物流企业占据整个中国跨境电商物流企业数量的 50%以上。

随着跨境电商物流整个链条服务体系的不断完善，跨境电商卖家的销售品类逐步往高货值、大件的方向发展。越来越多的卖家对热销品类采用海外仓发货模式，大大提高了跨境电商境外买家的购物体验，跨境电商的发展逐步呈现出了本土化运营的趋势。海外仓企业的头部典型案例比如递四方、谷仓海外仓、万邑通等。

第三阶段（2020 年至今）：搭建全球化的跨境物流履约服务网络体系。1) 阿里巴巴旗下菜鸟网络倡导 eWTP（世界电子贸易平台）全球物流骨干网络，且菜鸟收购递四方，以递四方为抓手，积极完善全球境外仓储网络及直发物流体系。2) 纵腾集团通过并购云途物流，形成了谷仓海外仓与云途直发专线相互协同的跨境物流服务网络体系。跨境电商物流企业在未来的发展过程中，全球化的服务能力和本土化的运营能力的结合是重点。跨境电商物流从直发小包到海外仓，再到仓配一体化，最终形成跨境供应链综合解决方案，是一个点、线、面、体的进化过程。全球化的服务能力的延展以及供应链体系稳定性的提升，都是未来跨境电商物流企业发展的方向。

跨境电商物流产品分层，满足不同服务需求

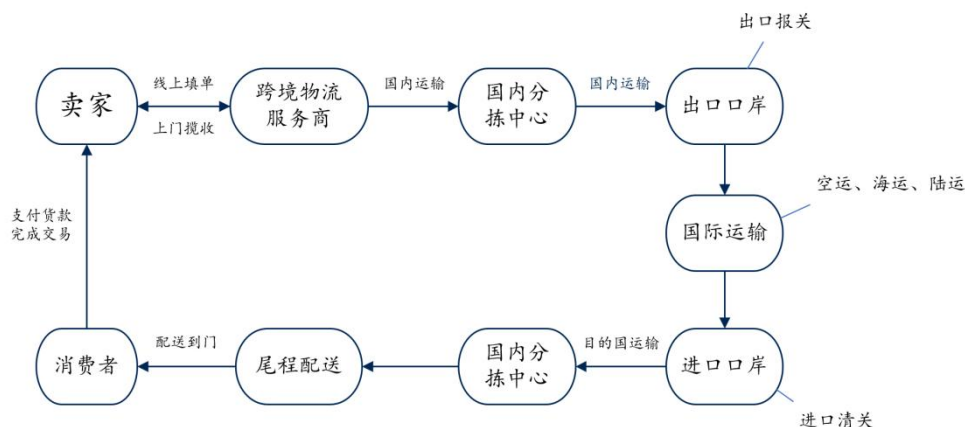
目前跨境电商物流的主要模式有直邮和海外仓两种，直邮模式下又分为邮政小包、国际快递和专线物流三种模式，海外仓模式可以细分为亚马逊 FBA、自建海外仓和第三方海外仓。

1) 直邮模式是指跨境物流服务商完成出口货物门到门的全流程物流环节。直邮模式由于时效要求、产品价格和服务水平的不同分为不同商品，可以满足商家的不同运输需求。

- 邮政小包：时效约 10 日以上，分为经济类和挂号类两种，由各国邮政进行物流配送，其优势在于价格实惠且可通达全球，劣势在于速度较慢且服务水平不高。
- 国际商业快递：时效约 2~4 日，主要由国际巨头 FedEx、UPS 和 DHL 提供物流服务，其优势在于时效性好、可全程追踪且物流服务完善，劣势在于价格过于昂贵。
- 跨境专线小包：时效约 3~10 日，由跨境物流企业提供端到端的物流服务，其

价格和时效均介于邮政和国际快递之间，且可全程追踪，具有较高性价比。

图12: 直邮模式流程图



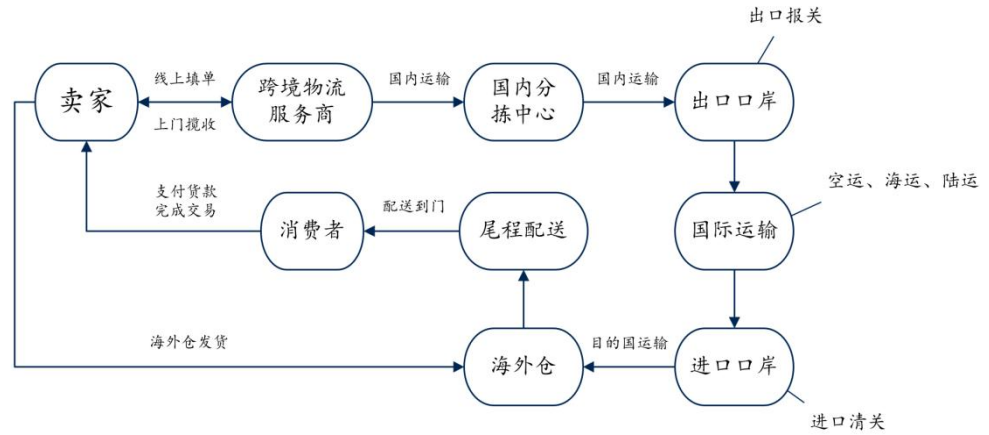
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2) 海外仓模式以备货模式为主，跨境物流服务商将出口货物运输至目的地的仓库进行备货，如果目的国有相关商品订单则由其本土物流进行尾程配送。

当下海外仓模式受到各跨境物流商的重视，源于其独特的竞争优势，一是提升物流时效，由于节约了头程运输的时间，消费者下单后 1~3 天就可以收到货物，大大提升了客户体验，能够有效提高用户黏性。二是降低物流成本，海外仓对头程的速度要求不高，故干线运输多采用海运或转机等方式，物流成本远低于从中国通过空运直接发货。三是提高发货的稳定性，直邮模式易受到飞机舱位紧张、国际形式变化等不确定因素的影响，海外仓模式可以规避该风险，通过提前铺货的方式保证发货稳定性。四是提升了服务质量，在降低了货物破损率的同时，还满足了用户退换货的需求。当然，海外仓模式也存在一些问题，自建海外仓需投入大量的建设、运维成本，铺货的模式对卖家资金周转能力要求较高，商家还需承担货物滞销的风险。

- FBA: 全称 Fulfillment by Amazon，是亚马逊为卖家提供的一项代收、仓储、分发服务，卖家先要将货物送往亚马逊的海外仓库，有订单后直接从亚马逊仓库发货，尾程运输由国际快递公司或亚马逊物流完成，其优势在于时效性好、用户体验佳，劣势在于商家自主掌控高能力较弱，且难以实现信息化。
- 自建海外仓: 自建海外仓是指平台自费在目的国建设仓库，平台享有更多的主动权，可以控制长期成本，易实现信息化，但是前期需要投入大量资金用于租赁土地、购置设备，对供应链管理要求较高。
- 第三方海外仓: 由第三方提供海外仓服务，跨境电商平台可以基于个性化需求定制专业的跨境物流解决方案。其优势在于初始成本较低且灵活度高，平台可以根据市场情况调整库存甚至退出市场，劣势在于缺乏海外本土配送资源。

图13: 海外仓模式流程图



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图14: 不同跨境电商物流模式的特点对比

模式	路径	价格	时效	稳定性	国际运输环节	适用对象	丢包率	2022年占比
直邮	邮政小包 国内邮政 → 国外邮政	低	10天+	差	航空转机或海运	价值小、时效性要求不高的	一般	约20%
	商业快递 国内快递 → 国外快递	高	2-4天	高	航空直飞模式为主	时效性要求高的贵重物	最低	约5%
海外仓	专线小包 国内揽收 → 海外末端配送	较低	3-10天	较高	航空直飞模式占比较高	对时效性要求一般, 重量体积较小的商品	较低	约15%
	海外仓 国内揽收 → 海外末端配送	较低	2-4天	高	航空转机或海运	商家针对市场需求大量备货的商品; 超大超限的商品	较低	约60%

资料来源: 头豹研究院, 运联研究院, 国信证券经济研究所整理

跨境电商物流链条长、环节多, 不同环节经营情况不同

目前跨境电商的物流核心流程分为: 前端揽收→库内操作→出口通关→干线运输→境外清关→中转分拣→尾程派送→退件处理等多个环节。由于跨境业务链条长, 不同物流模式下的不同环节会由不同的物流服务商执行, 跨境电商物流要求其在各核心环节攫取优质资源、提高服务水平。

图15: 跨境电商核心物流环节示意图

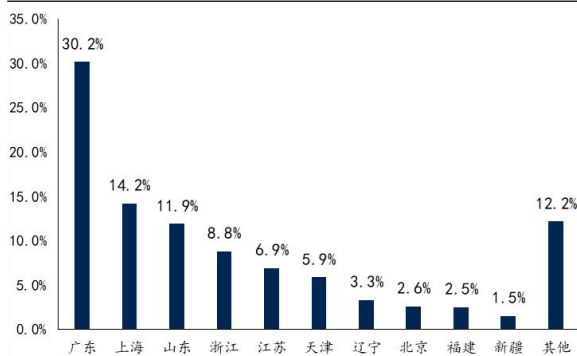


资料来源：头豹研究院，运联研究院，艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

头程揽收体系：兼顾广度与深度

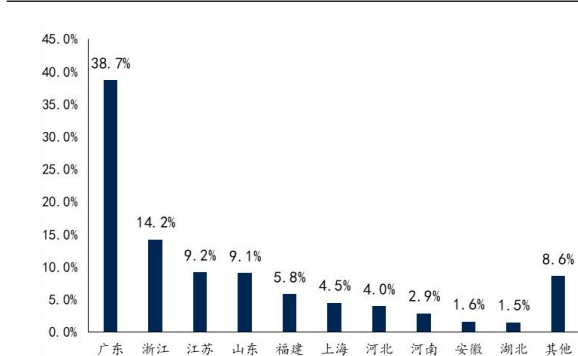
跨境物流的国内揽收主要依靠跨境电商物流综合服务商、货代公司或者快递快运公司，揽收体系需要兼顾广度和深度，广度是指揽收网络在全国范围内布局广泛，缩短揽收的时间，提高揽收的效率，深度是指在重点区域提升服务的水平，实现资源的合理利用。我国跨境物流的需求方和供给方主要都集中在长三角和粤港澳地区，2022年中国跨境电商所在地区分布中，广东占38.7%，江浙沪占27.9%，在这些重点区域跨境物流企业也往往集中驻扎，该区域会布设仓储设施，为客户提供报税仓储、出入库作业管理、运输及协同配送等服务。

图16: 2022年跨境物流企业的地区分布情况



资料来源：探迹大数据研究院，国信证券经济研究所整理

图17: 2022年跨境电商的地区分布情况



资料来源：探迹大数据研究院，国信证券经济研究所整理

干线运输：直邮模式下空运为主，海外仓模式下海运为主

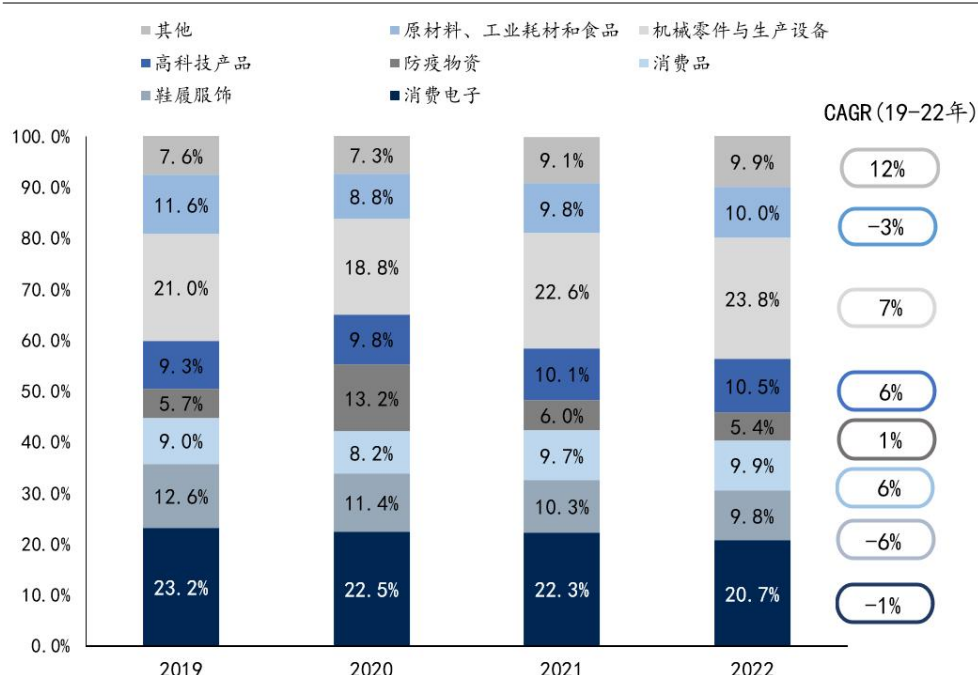
国际干线运输是指使用飞机、船舶、火车、卡车等运输工具实现货物的跨境运输，具有运输能力大的特点。飞机空运的时效最快、但是成本最高，船舶海运的时效

慢、但是成本低。

1) 采用直邮模式的跨境电商往往使用飞机进行国际干线运输，典型的为 Shein 和 Temu 两大平台，因为 Shein 主要销售高周转的快时尚产品、Temu 主要销售价格低、体积小、重量轻的产品。据麦肯锡预计，2022 年跨境电商货量占全球航空货量的 22%；我们估计 2023 年跨境电商货量占我国国际航空货量的近三成。因此，我们可以看到，我国跨境航空货运的品类以消费电子、鞋履服饰、消费品等为主。

2) 采用海外仓模式的跨境电商卖家往往使用船舶海运进行国际干线运输，典型的为亚马逊的 FBA 模式，因为卖家需要先将货物运输到目的地国家的 FBA 仓库存储起来，对时效要求不高。

图18: 中国跨境航空货运出口-头部货运品类结构



资料来源：中国民航局，罗兰贝格，国信证券经济研究所整理

海外仓：提高物流时效性，满足用户退换货需求

海外仓，顾名思义，就是指业务主体在国外设立的仓库，也就是从事跨境电子商务贸易的企业在目的国使用的仓库。采用海外仓物流模式的跨境电商会使用到海外仓，通过海运、空运、铁路运输等方式把货物运输到目的国的海外仓。在亚马逊等跨境平台销售的产品，能够在国内通过 WMS 系统发送发货指令到海外仓，并快速的把产品配送到买家手中。

目前市场上海外仓的种类主要分为三种，分别是第三方海外仓、平台海外仓以及自营海外仓。

1) 平台海外仓

亚马逊 FBA (Fulfillment By Amazon) 是最具代表性的平台海外仓。亚马逊提

供的海外仓储服务，可覆盖仓储、分拣包装、派送、退货处理等一系列海外物流环节。卖家只需要把货物送到海外亚马逊仓库，如果有买家下订单，亚马逊仓库就会自动帮助卖家打包并发货。2022年亚马逊平台 FBA 海外仓的市场份额最大，发货量占比估计超过六成，其布局的主要国家或地区为北美、欧洲、日本、中东。

2) 第三方海外仓

第三方海外仓模式是指由第三方企业（多为物流服务商）建立并运营的海外仓，并且可以提供多家跨境电商企业的清关、入库质检、接受订单、商品分拣、配送等服务。

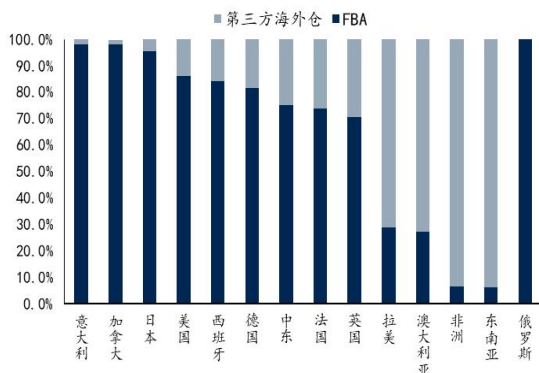
优点在于：①和亚马逊 FBA 相比，费用较低，可以提高单件产品的利润②集中运输模式，极大地降低了物流管理成本③供应链稳定，能够缩短物流时效，利于开拓当地市场。缺点在于：①集中运输模式库存压力较大，库存积压风险率大幅上升②多个库存单位不方便同时操作。

3) 自营海外仓

目前，第三方海外仓的服务水平较为初级，不能满足商家个性化需求；FBA 也并非尽善尽美，所以许多跨境卖家都会选择布局海外自建仓。自营海外仓完全由卖家主导，能更好的解决卖家自身的个性化海外仓储、清关、物流等问题。

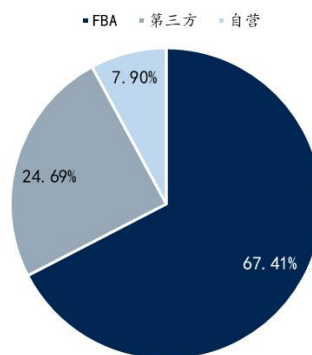
优点在于：①发货时效可控，不会出现节日库存拥堵问题，提升客户购物体验②自营海外仓可以节省 10-20% 的物流运费，提高商品价格优势③提高收货速度，减少由物流引起的纠纷和退款。缺点在于：①一旦海外市场不好，货物积压在仓库，会增加储存成本②出现货物交付不及时、仓库检查疏漏、货物被海关没收等情况，会对卖家造成较大损失。

图19: 2022 年各国 FBA 和第三方海外仓订单占比



资料来源：跨境眼，国信证券经济研究所整理

图20: 2022 年全球海外仓的订单结构（FBA、第三方及自营）



资料来源：跨境眼，国信证券经济研究所整理

尾程派送：依赖海外本土快递配送

1) 欧美等发达国家或地区对地理信息等较为敏感，中国企业很难进行目的国本土派送，故尾程派送多交由当地快递服务商进行。2) 由于尾程配送对目的国基建水平有一定要求，在基建较为落后的国家及地区或交由当地邮政进行，或已经有中国物流企业进入布局提供本地派送服务，比如在东南亚已经发展领先的极兔快递、嘉里物流等。

表2: 海外政府对我国跨境电商的政策梳理

国家或地区	主流快递服务商	竞争情况
美国	UPS、FedEx、USPS	竞争格局稳定，中国企业很难进入
欧洲	DHL、Fedex、Royal Mail、GLS、Hermes 等	竞争格局稳定，中国企业很难进入
日本	日本通运、大和运输、佐川急便	竞争格局稳定，中国企业很难进入
韩国	韩进快递、CJ 大韩通运、乐天全球物流	竞争格局稳定，中国企业很难进入
东南亚	极兔速递、Kerry Express、Pos Malaysia	处于快速上升发展阶段，市场开放程度较高，整个市场也还未形成稳定的竞争格局，广度与深度都有待挖掘

资料来源: Wind, Mordor Intelligence, 国信证券经济研究所整理

5) 货代: 从传统国际贸易物流切入跨境电商物流

由于国际物流的运价变化频繁不透明、仓位变量大难以保证、运输链条环节长且复杂、货物运输轨迹不完全可视化、行业上下游数据无法有效获取，在过去几十年传统国际贸易快速发展的年代，全球货代企业也随之发展壮大。由于国际货代代理具备丰富的国际物流经验，能够预测和应对各种潜在风险，为货物提供安全、准时的运输服务，因此不少跨境电商客户也会选择货代来帮助落实跟踪物流环节，从而提高周转效率和物流服务质量，为传统货代企业带来了新的发展机遇。

跨境电商物流趋势：专线小包和海外仓模式占比提升，核心环节的物流企业将受益

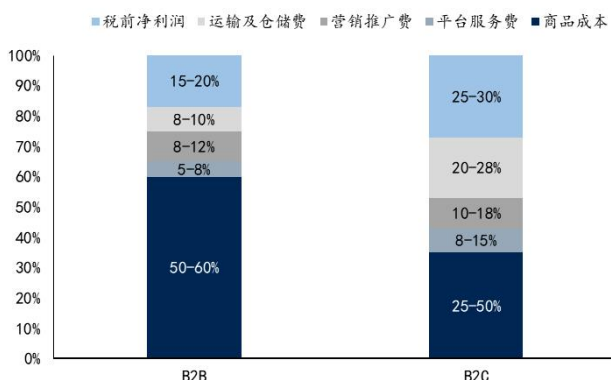
跨境 B2C 电商物流市场规模庞大

跨境 B2C 电商的物流成本大约占到了跨境 B2C 电商经营成本的 20%-25%，而国内快递物流费用一般仅占电商客单价的 5%以下，跨境 B2C 电商物流成本偏高主要原因在于：

- 1) **干线运输成本高。**跨境物流的干线运输距离长，且为了追求高时效，采用直邮模式的跨境电商一般都会选择价格高昂的航空运输方式；
- 2) **涉及关税和税费。**跨境运输需要遵守各国的海关法规，包括缴纳关税和税费。这些额外费用增加了物流成本，特别是对于高价值商品或大宗商品来说；
- 3) **最后一公里配送费用。**一旦货物抵达目的国，还需要进行境内配送。境内配送的费用会受到目的地的物流基础设施、交通情况和派送服务等因素的影响；
- 4) **物流管理与跟踪。**跨境物流需要进行细致的物流管理和跟踪，以确保货物能够安全、准时地抵达目的地。这需要投入额外的人力资源和技术支持，增加了物流成本。

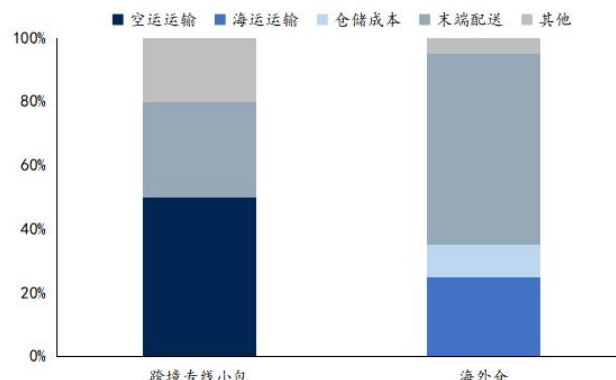
根据我们估算，我国跨境出口 B2C 电商的物流市场规模超过 6000 亿元，其中，1) 直邮模式的物流市场规模估计超过 2000 亿元，干线运输（主要采用空运）和最后一公里配送是该模式下的最主要成本，其在总物流成本中占比分别约五成和三成；2) 海外仓模式的物流市场规模估计超过 3000 亿元，干线运输（主要采用海运）、仓储成本以及最后一公里配送是最主要的成本，其在总物流成本中占比分别约 20-30%、10%以及 60%。

图21：2022年中国跨境电商 B2B 与 B2C 的价值链拆分



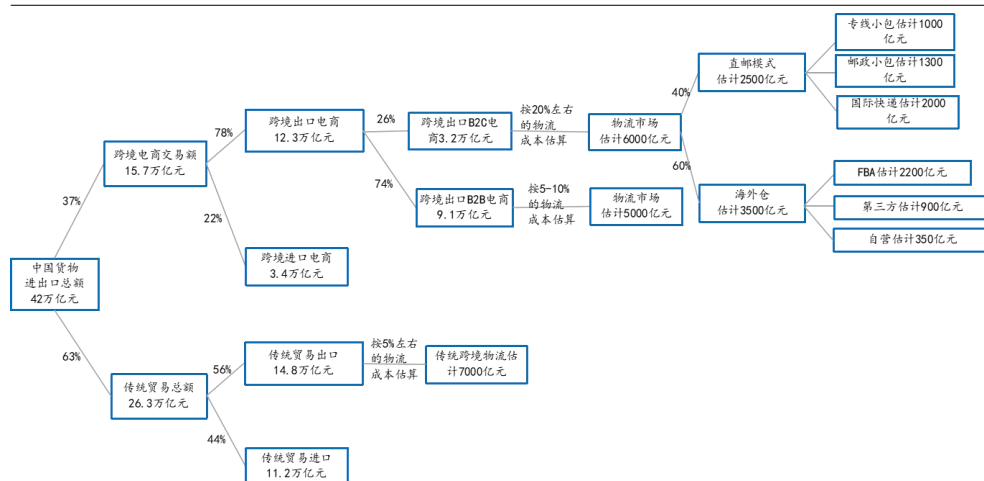
资料来源：艾瑞咨询，专家访谈，国信证券经济研究所整理

图22：跨境专线小包与海外仓两种物流模式的成本结构



资料来源：燕文物流招股说明书，运联研究院，国信证券经济研究所整理

图23：中国进出口贸易市场结构及其对应的跨境物流市场规模估算（2022年）



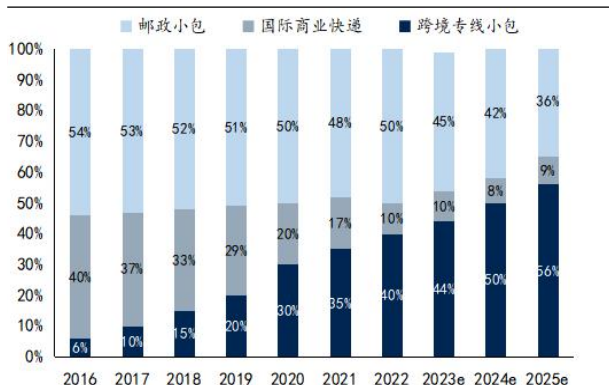
资料来源：海关总署，《中国数字贸易发展报告 2022》，网经社，运联研究院，国信证券经济研究所整理

物流顺应商流，专线小包和海外仓模式占比提升

直邮模式下，跨境专线小包的占比快速上升。行业发展初期，伴随着低货值的轻小商品盛行，直发的邮政小包模式以价格低廉、通关查验率低为特点，占据了我国跨境电商直发物流的绝对主导地位。直至今日，跨境直发物流市场仍以邮政体系主导的国际小包为主，但随着万国邮联体系规则调整，终端费率上升，邮政小包与跨境专线小包的价格差距进一步缩短。在价格相差不大的情况下，越来越多的买家和卖家愿意选择时效短、有跟踪的专线小包服务，根据第三方咨询数据，跨境专线小包在直邮模式物流市场中的占比已经从 2016 年的 6% 提升至 2022 年的 40%。

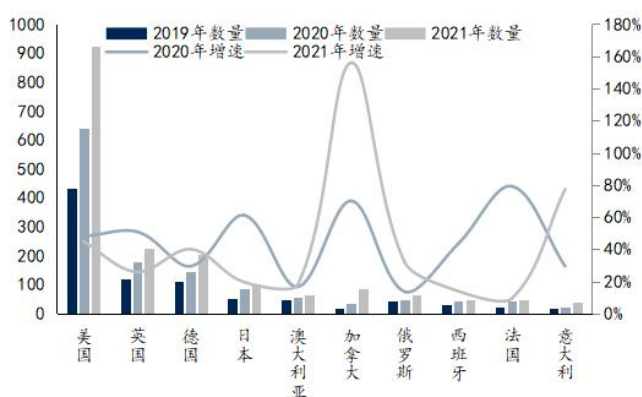
海外仓物流模式占比呈上升趋势。根据艾瑞咨询统计,2019-2020 年跨境电商物流市场中直邮模式占比 60%,海外仓模式占比 40%。根据运联传媒数据,2022 年跨境电商物流市场中海外仓模式占比已经超过 60%。据跨境眼观察与中国邮政联合发布的《2022 海外仓蓝皮书》介绍,截至 2021 年 12 月,海外仓数量排名前十的国家为美国、英国、德国、日本、澳大利亚、加拿大、俄罗斯、西班牙、法国、意大利,总数达 1810 个;从整体趋势看,2020 年美、英、日、加、西、法 6 个国家的海外仓数量增速均超过 40%,2021 年美、德、加、意 4 国海外仓增速超过 40%。

图24: 中国跨境电商直邮模式下邮政小包、商业快递以及专线小包的结构占比变化



资料来源: 艾瑞咨询, 运联研究院, 国信证券经济研究所整理

图25: 近 3 年主要国家和地区海外仓数量 (个) 及增速

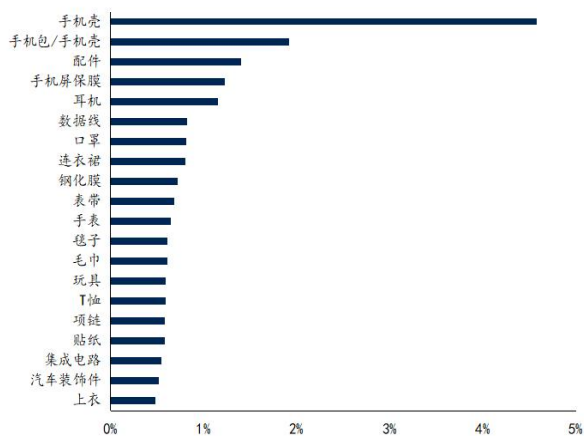


资料来源: 跨境眼, 国家邮政局, 国信证券经济研究所整理

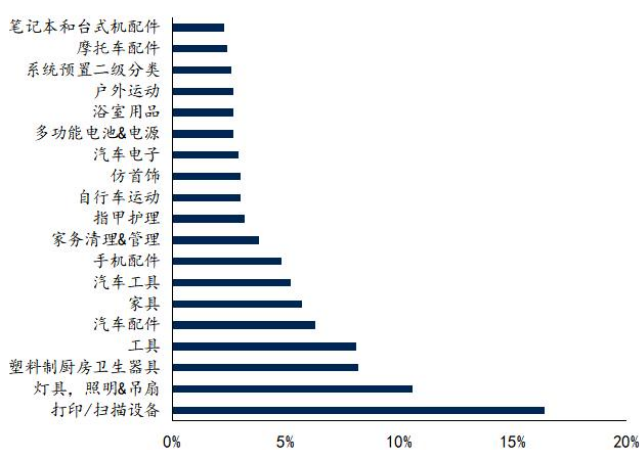
我们认为未来跨境出口 B2C 电商采用最多的物流模式将是跨境专线小包和海外仓。专线小包和海外仓两者是既具有较快的时效服务同时物流成本又相对较低的性价比产品。一般情况下,跨境的大货、重货会选择海外仓模式,叠加体积和重量这些因素影响后,海外仓的价格往往比直发的专线小包要低;而轻小件或者贵重件往往会选择直发的专线小包,专线小包的起步价往往比海外仓的起步价要低。

图26: 2020 年 6-12 月份, 递四方直发模式包裹的主要品类占比

图27: 2020 年 6-12 月份, 递四方海外仓出库的包裹主要品类占比



资料来源：跨境电商物流百晓生，国信证券经济研究所整理



资料来源：跨境电商物流百晓生，国信证券经济研究所整理

我国航空货运供需维持紧平衡态势

我国航空货运需求方面，由于全球国际空运货量少、国际海运货量大，我国跨境出口 B2C 电商的兴起对国际空运市场需求产生的影响更为明显，我们估计今年跨境电商贡献的货量占到我国国际空运货量比例将近四成。目前，考虑到 1) 欧美去库存正处于摸底阶段，我国国际航空的普通货运运输需求有望不再萎缩，2) Shein、Temu 等平台的快速发展将带动跨境电商空运货量高增长，3) 国内航空货运需求继续增长，我们估计 2024 年我国空运货量增速仍有望达到高个位数，其中国际空运货量增速有望达到双位数。

表3：我国国际航线货邮吞吐量需求预测

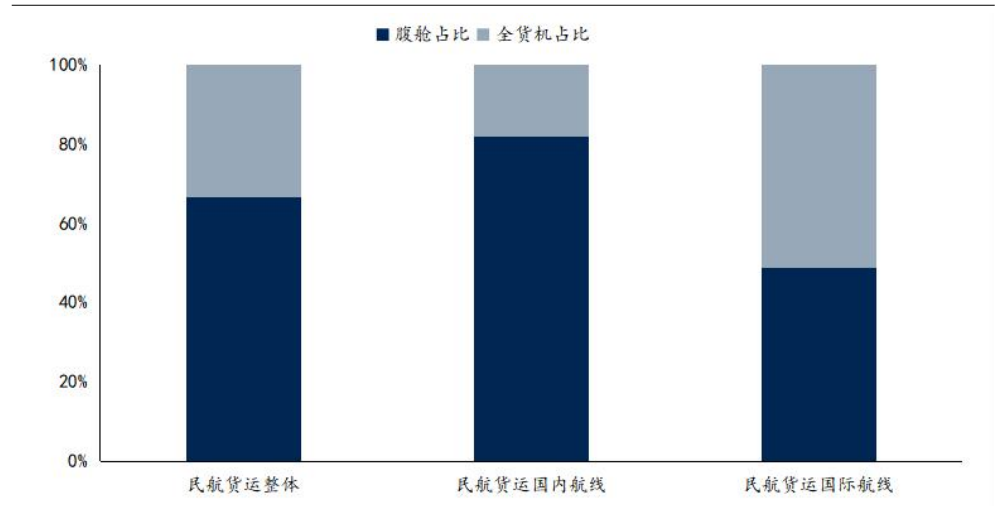
单位：万吨	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
1 我国民用运输机场完成货邮吞吐量	1674	1710	1608	1783	1453	1735	1856
增速		2.1%	-6.0%	10.9%	-18.5%	19.4%	7.0%
1.1 国内航线	1031	1064	947	979	741	980	1009
增速		3.2%	-11.0%	3.4%	-24.4%	32.3%	3%
1.2 国际航线	643	646	660	803	712	755	847
增速		0.4%	2.2%	21.7%	-11.4%	6.0%	12.2%
1.2.1 跨境电商货量						204	296
增速							45.1%
跨境电商货量占国际货量比例						27%	35%
1.2.2 国际普货货量						551	551
增速							0%
2 香港机场货邮吞吐量	512	480	447	503	420	428	428
增速					-16.5%	2.0%	0.0%
3 大陆+香港国际货邮吞吐量	1155	1126	1107	1306	1132	1183	1275
增速		-2.6%	-1.7%	18.0%	-13.3%	4.5%	7.8%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

我国航空货运整体以客机腹舱运输为主，国内货物由我国航司承运、国际货物由我国航司和外国航司共同承运。1) 航空货运有客机辅舱和全货机两种运输方式，2019 年，我国民航客机腹舱的载货量占了整个航空货运量的 2/3，全货机仅仅占了 1/3，其中，在国内航线和国际航线上的差别比较大，在我国国内航线上，客机腹舱载运量占比为 82%，而在国际航线上，客机腹舱载运量占比为 49%。2) 我国航空货物既会通过我国航司运输也会通过外国航司运输，其中，国内航空货物全部由我国航司承运，而跨境国际货物三分之一由我国航司承运，三分之二由外国航司承运（2019 年国际航线中中国民航完成货运量 241.9 万吨, 占比 33%，外航完成货运量占比 67%）。

我国航空货运供给方面，分国内和国际两部分来看，1) 我国国内航空货运供给更多看客机腹舱的供给，而国内客机航班量增速预计是低个位数；2) 我国国际航空约五成由客机腹舱承运、约五成由全货机承运，我们预计 2024 年我国全货机运力投放增速会超过 10%，而外国航司在中国投放的全货机运力增长也比较有限（Cirium 的数据显示，2023 年四季度全球有近 2200 架全货机正在服役当中，相比 2022 年年底增加了 5.6%），所以我国国际空运的实际新增供给增速预计仅为个位数。

图28: 中国航空货运市场中全货机运量占比（2019 年）



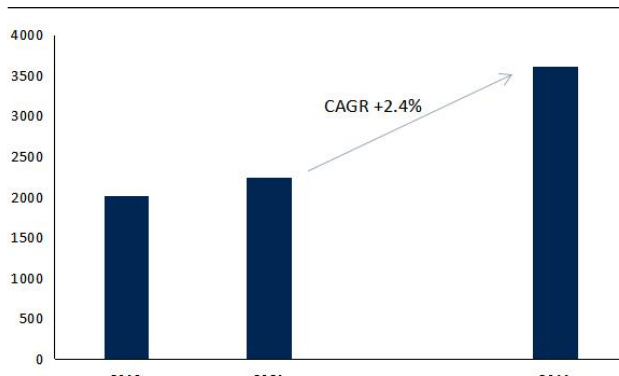
资料来源：中国民航局，国务院，国信证券经济研究所整理

图29: 我国全货机数量增长趋势



资料来源: 民航局, 国信证券经济研究所预测

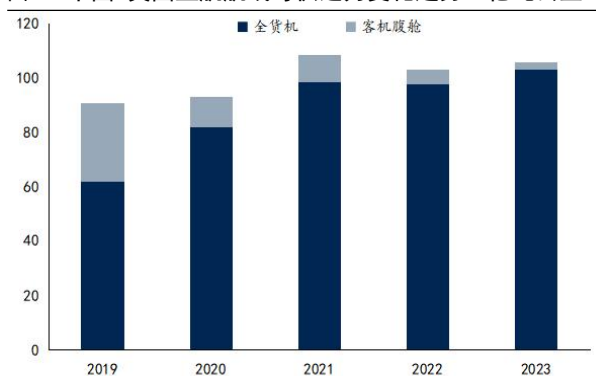
图30: 全球全货机数量增长趋势



资料来源: Boeing Market Analysis, 国信证券经济研究所整理

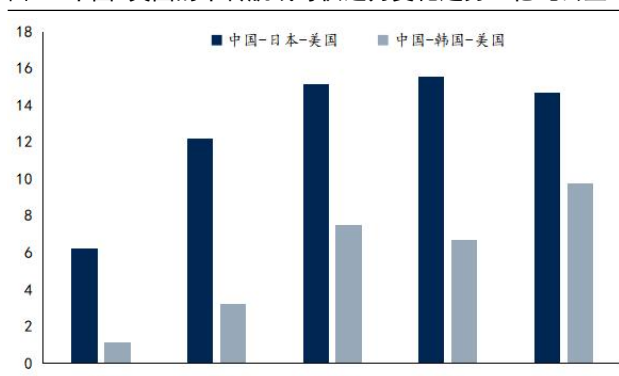
此外, 虽然今年我国国际客运航线的恢复会继续带动客机腹舱的货运供给明显增加, 但我们认为该部分对我国航空货运供给的影响可控。原因在于: 1) 目前, 除中美航线恢复进度较慢以外, 其他大部分主流国际航线供给已经恢复至 2019 年同期的七成左右水平, 民航局预计 2024 年底国际航线仅会恢复至 2019 年同期的八成左右水平; 2) 疫情前, 中美航线上的腹仓运力供给仅占到总运力的三分之一; 而且疫情暴发以来, 在中美直飞航线客机腹仓运力受限的情况下, 中转航线的供给大幅增加, 供需已经达到新平衡, 因此我们看到疫情期间中美航线的货运可供运力并没有出现大幅下滑, 我们有理由认为未来中美航线的货运可供运力也不会出现明显上升。

图31: 中国-美国直航航线可供运力变化趋势 (亿吨公里)



资料来源: Seabury, 国信证券经济研究所整理

图32: 中国-美国的中转航线可供运力变化趋势 (亿吨公里)



资料来源: Seabury, 国信证券经济研究所整理

综上, 我们认为 2024 年我国航空空运市场的供需格局趋紧, 1) 国内方面, 航空货运需求与供给有望维持平衡; 2) 国际方面, 受益于跨境电商平台发力, 我国国际航空需求增速有望明显高于供给增速, 我国国际货运运价有望呈现上涨态势。

图33: 2016-2022 年三大航国内航线货运单价 (元/吨公里)



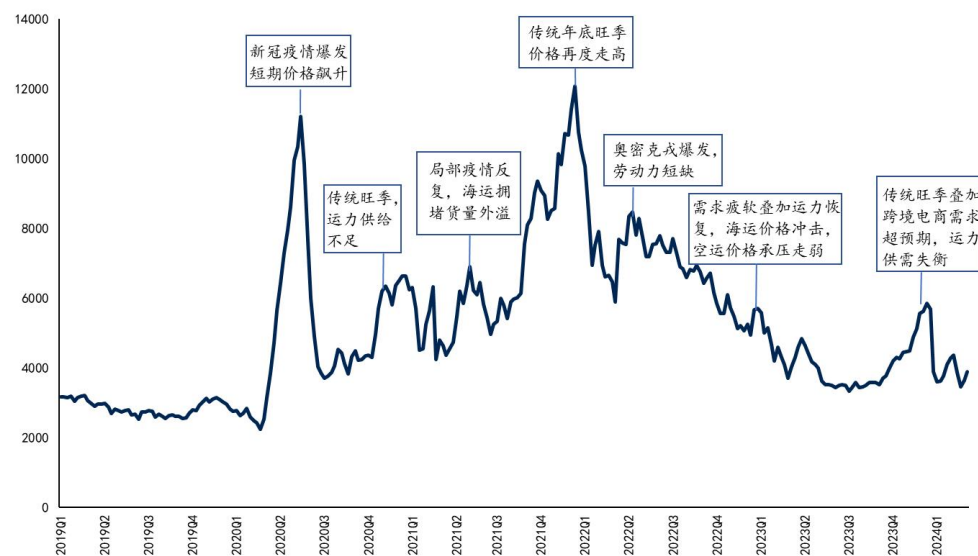
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图34: 2016-2022 年三大航国际航线货运单价 (元/吨公里)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图35: 浦东出境航空货运指数 BA180 变化趋势



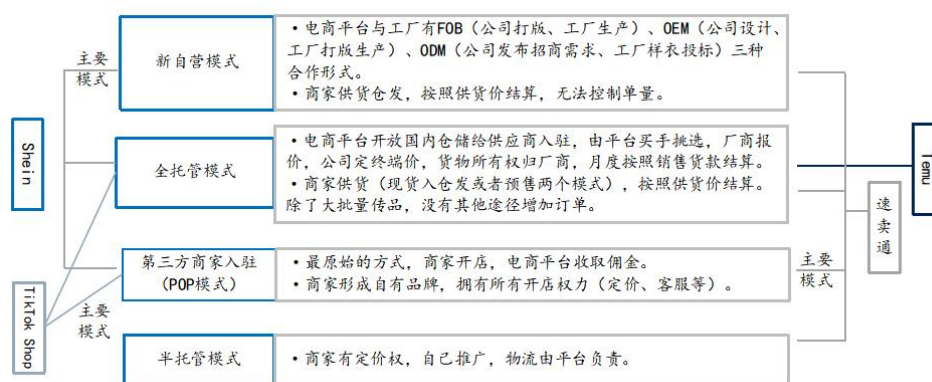
资料来源: TAC, 罗兰贝格, 国信证券经济研究所整理

全托管模式兴起, 核心环节拥有核心资源的物流企业受益

近年来, 在我国跨境出口 B2C 电商市场中, 中国的跨境电商平台利用中国的制造和技术优势, 通过不同的商业模式和市场策略在全球范围内加速拓展, 速卖通、SHEIN、TEMU 和 TikTok Shop 这四家平台组成了“出海四小龙”。这四个平台由于经营模式有差异, 因此导致其主流的物流模式也有差异, 由于 Shein 和 Temu 分别主要采用新自营模式和全托管模式, Shein 和 Temu 平台自己把控跨境物流环节, 目前主要采用空运直邮物流模式; 速卖通和 TikTok Shop 由于主要采用 POP 经营模式, 平台上跨境电商卖家自己选择多样化的跨境物流模式, 包括邮政小包、

跨境专线小包、国际商业快递、海外仓等。

图36: 我国跨境电商出海“四小龙”的主要经营模式对比



资料来源: 霞光智库, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

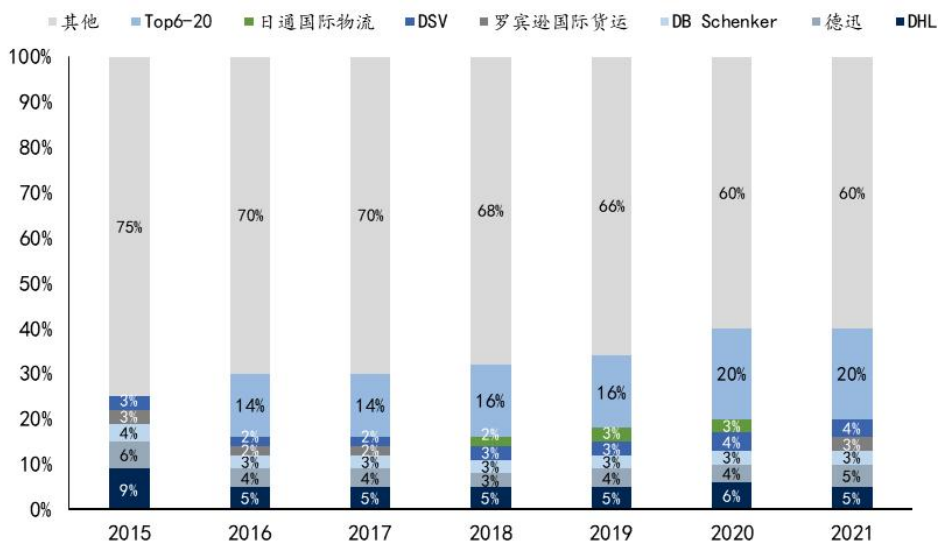
全托管模式给跨境电商物流市场既带来了挑战也带来了机遇。2023年初以来, 跨境电商领域掀起了一场“全托管模式”的革新风暴, TEMU、SHEIN、TikTok Shop、速卖通等电商巨头纷纷引入全托管模式。全托管模式下, 跨境电商平台掌握了订单分配权, 平台会倾向于将物流环节进行切割、然后在不同的物流环节上去做资源卡位。比如在物流供应链的核心环节上需要掌控更多飞机运力; 在海外的核心节点可以把控更多的清关口岸资源; 在尾程派送寻找更高性价比的派送服务商。在全托管模式下, SHEIN、TEMU等平台都是将一个客户的好几个订单拼成一个包裹, 以此来降低单个订单的物流履约成本, 单个包裹的重量在逐步增加, 未来将会呈现电商专线小包向电商快递大件演进的趋势。随着平台订单量的集聚效应越来越明显以及跨境电商货量不断增长, 物流全链路上每个核心节点的单位成本都会下降, 进而带动整个商业模式的竞争力进一步提升。因此, 在跨境物流全链路的某个核心节点拥有核心资源 (基础设施或者运力产能) 的物流企业由于具有议价能力, 将会享受业务量上涨带来的收入增长以及盈利能力提升的好处。

竞争格局: 不同细分市场, 竞争情况不一

传统货代: 立足传统优势, 竞争分散

全球货代行业由于市场体量非常大, 且很难产生规模效应, 行业竞争分散。货代行业属于轻资产运营, 资产结构中固定资产占比低于10%, 而营业成本中多是采购成本, 这就意味着货代企业很难将运输网络通过规模效应转变为成本优势。此外, 货代产品本身也存在高度同质化的问题。2021年, 全球货代龙头企业DSV、德迅(KNIN)全球市占率也仅约5%。全球不同国家区域的市场情况差异较大, 且报关清关流程每个国家也均不一样, 各个货代龙头均有自己的优势地域。

图37: 2015-2021 年全球货代行业市场份额变化 (按收入口径统计)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表4: 全球海运货代市场和空运货代市场 TOP20 公司

排名	海运货代市场				空运货代市场			
	2021 年	2022 年	2021 年	2022 年	2021 年	2022 年	2021 年	2022 年
	公司	箱量(万 TEU)	公司	箱量(万 TEU)	公司	空运量(万吨)	公司	空运量(万吨)
1	德迅	461.3	德迅	438.6	德迅	222	德迅	223.2
2	中外运(中国)	375	中外运(中国)	389	DHL	209.6	DHL	190.2
3	DHL	314.2	DHL	329.4	DSV	160	DSV	155.8
4	DSV 空海运公司	290	DSV	266.5	DB Schenker	140	DB Schenker	136
5	DB Schenker	221.5	德铁信可	193.5	华盛顿国际商贸	104.7	UPS	98.9
6	LX Pantos	165.8	LX Pantos	152.7	日通国际物流	97.1	华盛顿国际商贸	86.9
7	罗宾逊全球物流	150	罗宾逊国际货运	142.5	UPS	96.5	日通国际物流	86.7
8	基华物流	126.9	基华物流	130	波洛莱物流	65.6	中外运(中国)	78.1
9	嘉里物流(中国)	122.9	嘉里物流(中国)	117.6	近铁运通运输	55.6	波洛莱物流	70.8
10	华盛顿国际商贸	104.7	乔达国际	114.6	赫尔曼全球物流	55.2	近铁运通运输	68.9
11	华贸物流(中国)	102.1	汉宏物流	97.8	中外运(中国)	53.2	赫尔曼全球物流	65.2
12	赫尔曼全球物流	90.5	华盛顿国际商贸	94.3	嘉里物流(中国)	52	基华物流	52
13	法国乔达国际集团	90	环世物流(中国)	86.3	欧华国际物流(中国)	48.6	嘉里物流(中国)	51.5
14	Fr.Meyer's Sohn	85	华贸物流(中国)	80.6	基华物流	47.4	欧华国际物流(中国)	49.5
15	环世物流(中国)	84	Fr.Meyer's Sohn	80	华贸物流(中国)	39.8	宇森物流	41
16	波洛莱物流	82.6	波洛莱物流	79.3	Dachser SE	36.5	华贸物流(中国)	37.3
17	东方海外物流(中国)	75	日本通运	75.7	法国乔达国际集团	34.6	Dachser SE	36.5
18	日通国际物流	74.7	日邮物流	74.2	Crane Worldwide	33.7	Crane Worldwide	33.7
19	宇森物流	72.3	东方海外物流(中国)	72	宇森物流	32.6	法国乔达国际集团	29.4
20	Logwin Logistics	71.5	日本近铁集团	69.8	罗宾逊全球物流	30	罗宾逊全球物流	28.5

资料来源: Transport Topics, 国信证券经济研究所整理

跨境电商物流综合服务商: 参与者众多, 市场份额分散

跨境电商物流综合服务市场呈现大行业、小公司的竞争格局。跨境电商物流综合服务商的主营业务聚焦于跨境电商领域，具备从境内揽送、干线运输到境外配送的端到端物流服务能力，行业龙头有纵腾集团、递四方、燕文物流等。运联智库发布了“2022 跨境电商物流 50 强榜单”，跨境电商物流综合服务商代表纵腾集团、递四方和燕文物流的收入规模分别位列第一、第三和第五。我们估算跨境出口 B2C 物流的市场规模超过 6000 亿元，以此为基数可以估算出纵腾集团、递四方和燕文物流的市场份额均不超过 3%。

未来跨境电商物流综合服务商的发展方向主要包括与大数据和信息化深度融合，实现跨境包裹全流程监控，保证安全、稳定、及时的全球送达。除此之外，物流服务商还需满足境外消费者多样的需求，比如退换货需求等，提供逆向物流等具有差异化竞争优势的服务。

表5：跨境电商物流企业排行

排名	2021 年			2022 年		
	公司	主营业务	营收（亿元）	公司	主营业务	营收（亿元）
1	纵腾	海外仓/专线	186	纵腾	海外仓/专线	175.3
2	中国外运	FBA/干线/专线	155	中国外运	专线/清关	132
3	递四方	专线/FBA/海外仓	124	递四方	海外仓/专线/邮政	109.5
4	燕文物流	邮政/专线/FBA	90	顺丰国际	专线/海外仓	67
5	顺丰国际	专线/海外仓	53	燕文物流	邮政/专线	56
6	港中旅华贸	邮政/FBA/海外仓	35.5	港中旅华贸	第三方海外仓	38
7	万邑通	海外仓/专线	35	菜鸟物流	海外仓/专线	36
8	递一物流	专线	31	万邑通	海外仓/专线	30.5
9	COPE	平台	21.3	递一物流	海外仓/专线	22.7
10	盈和	FBA/商业快递	20	申通国际	专线/海外仓	22
11	飞特物流	专线/邮政	17.5	安骏	专线/小包	20.8
12	佳成国际	FBA/专线	16.5	西邮	海外仓	16.4
13	中通国际	专线小包/仓储	16.1	义达	专线/海外仓	16
14	点达供应链	平台/海外仓	15	美通	FBA 头程	15.6
15	义达	专线/FBA/海外仓	14.5	九方通逊	FBA 头程/专线	15.2

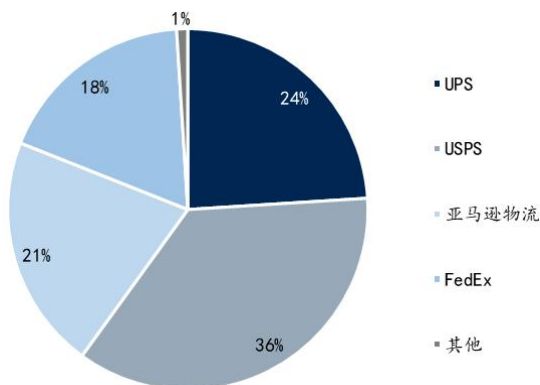
资料来源：运联研究院，国信证券经济研究所整理

国际快递及本土快递：市场成熟，竞争集中

异国之间的国际商业快递市场，长久以来都被 FedEx、UPS 和 DHL 等国外快递巨头所垄断。这些巨头往往具备庞大的机队以及强大的航空运输能力，物流网络可以遍布世界主要国家和城市。统计显示，2018 年 FedEx、UPS 和 DHL 三大跨国快递企业占据了全球异国间国际快递九成的市场份额。

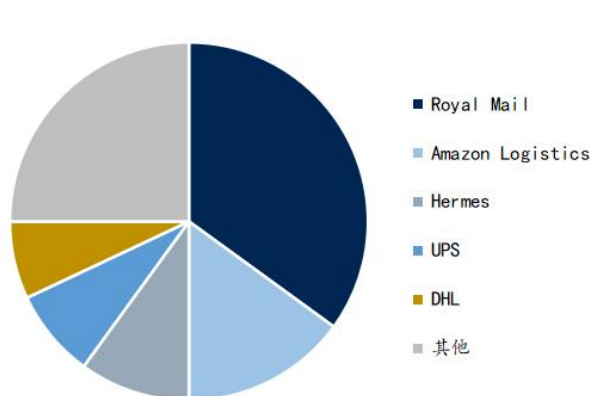
在各个国家或地区的本土快递市场，竞争格局各不相同。1) 美国本土快递市场基本被 UPS、Fedex、USPS 以及亚马逊物流垄断；2) 英国本土快递市场被 Royal Mail、亚马逊物流、Hermes、UPS、DHL 等海外物流巨头主导，竞争格局比较集中；3) 日本本土快递市场基本被雅玛多、佐川急便、日本邮政垄断；4) 但在电商尚在成长阶段且基建较为落后的东南亚市场，本土快递的竞争格局比较分散，除了极兔快递，其他物流玩家的市场份额均不超过 10%。

图38: 2020 年美国快递市场竞争格局



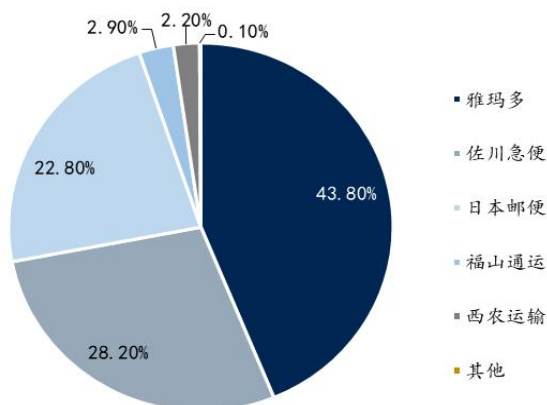
资料来源: Pitney Bowes, 国信证券经济研究所整理

图39: 2020 年英国快递市场竞争格局



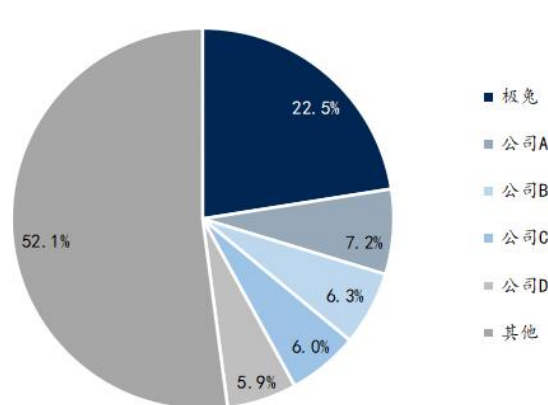
资料来源: Pitney Bowes, 国信证券经济研究所整理

图40: 2020 年日本快递市场竞争格局



资料来源: 未来智库, 国信证券经济研究所整理

图41: 2022 年东南亚快递市场竞争格局



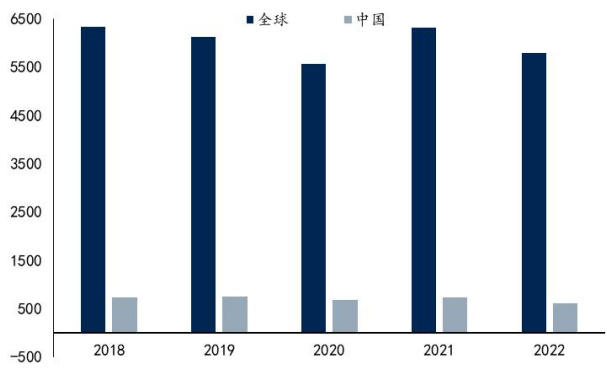
资料来源: 极兔速递招股书, 国信证券经济研究所整理

空运干线运输：立足于资源禀赋，竞争相对集中

国际航空运输协会预测，2023 年全球航空货邮运输量减少 4.3%至 5770 万吨，其中，中国民航业的货邮运输量达到 735 万吨，占全球的比例约 13%；2022 年全球货运飞机数量达到 2416 架，中国的全货机数量达到 223 架，占全球的比例约 9%。

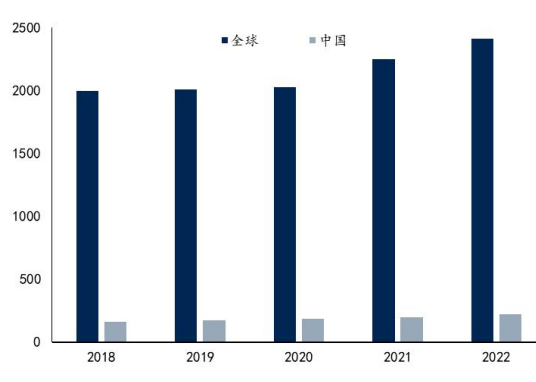
我国的航空货运市场中，1) 国内市场主要由三大航等客运航司提供腹仓运输以及顺丰控股、中国邮政航空、中州航空等国内物流公司提供全货机运输；2) 国际市场主要由国内外物流巨头（UPS、Fedex、顺丰控股、南航物流、东航物流、国货航等）提供全货机运输以及国内外客运航司提供腹仓运输，海外公司共承运了我国七成左右的国际航空货量。

图42: 2019-2022 年全球及中国航空货邮运输量 (万吨)



资料来源: ICAO, 中国民航局, 国信证券经济研究所整理

图43: 2018-2022 年全球及中国货运机队数量 (架)



资料来源: Cirium, 国信证券经济研究所整理

图44: 我国航空货运市场市场份额 (全货机航班占比)



资料来源: 航班管家, 国信证券经济研究所整理

跨境物流核心标的

华贸物流：从传统货代到国际跨境综合物流服务商转型

华贸物流是中国最早获得一级国际货运代理资质的企业之一，公司市场占有率领先，在中国货代物流企业百强排行榜中，最近 10 年年度排名均在行业前列。全球领先的第三方物流市场研究机构 Armstrong & Associates 联手 Transport Topics 推出最新的“2022 年度全球货代 50 强榜单”，公司分别位居全球海运货代、全球空运货代的第 10 名和第 15 名。现阶段，公司正处于新的发展阶段，

以传统国际货代为基础，通过收购兼并逐步发展升级为第三方国际综合物流服务商。公司现在主营业务包括国际空海铁综合物流服务、跨境电商物流、国际工程综合物流、国际仓储物流、其他国际综合物流服务，以及特大件特种专业物流等六大类。

表6: 华贸物流发展历程

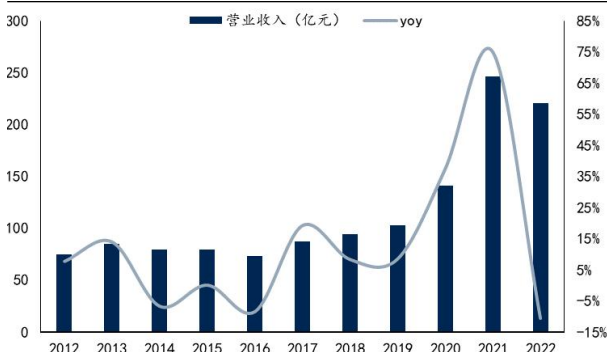
时间	大事件
1984. 12	由对外经济贸易部批准，香港中国旅行社、上海丝绸及华建公司共同出资设立华贸物流前身“华贸服务公司”。
1993. 07	华贸服务公司在工商总局完成工商变更登记，名称由“华贸服务公司”变更为“华贸有限公司”。
2002. 07	华贸有限公司在上海市工商局浦东新区分局完成名称变更事宜的工商变更登记，由“华贸有限公司”变更为“华贸国际货运有限公司”。
2010. 09	公司由华贸国际货运有限公司改制为港中旅华贸国际物流股份有限公司。
2011. 05	上海市人民政府致函中国证监会，同意公司向社会公开发行股票并上市。
2012. 05	在上海证券交易所成功挂牌上市。
2013. 1	收购上海德祥物流有限公司等四家公司 65%股权。
2016. 03	收购中特物流有限公司 100%股权。
2017. 09	完成控股股权划转，中国诚通集团成为控股股东。
2017. 08	华贸物流分别收购北京华安润通国际物流有限公司和华大国际物流有限公司 70%股权，成功进入邮政国际空运细分市场。
2017. 1	通过公开摘牌方式，向河南航投物流有限公司增资 1.185 亿元，取得航投物流 49%股权。
2020. 07	公司收购洛阳中重运输有限责任公司 60%股权，深耕工程物流市场
2021. 02	公司收购佳成国际 70%股权
2021. 03	收购深创供应链 33.5%股权
2022. 12	收购华贸铁路运营 50%股权

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司的营业收入自 2012 年的 74.9 亿元提升至 2022 年的 220.7 亿元，年复合增速为 11.4%；2020-2021 年受益于出口及跨境电商景气上行，这两年收入增速分别达到 37.5%和 75.0%；2022 年由于国际货运需求回落、上海地区疫情防控影响以及公司主动提高收入质量、积极获取客户信任，导致公司收入增长承压，同比下滑 10.5%。

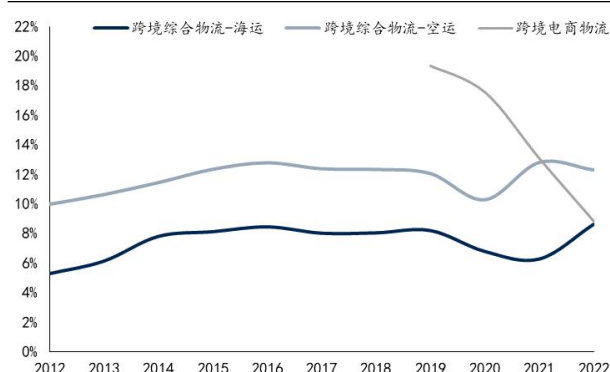
公司的归母净利润自 2012 年的 0.76 亿元提升至 2022 年的 8.88 亿元，年复合增速为 27.9%；2020-2021 年受益于出口及跨境电商景气上行，这两年归母净利增速分别达到 51.0%和 57.9%；2022 年由于国际货运需求回落、上海地区疫情防控影响以及公司主动提高收入质量、积极获取客户信任，公司归母净利同比增长仅有 5.2%。

图45: 华贸物流 2012-2022 年营业收入及增速



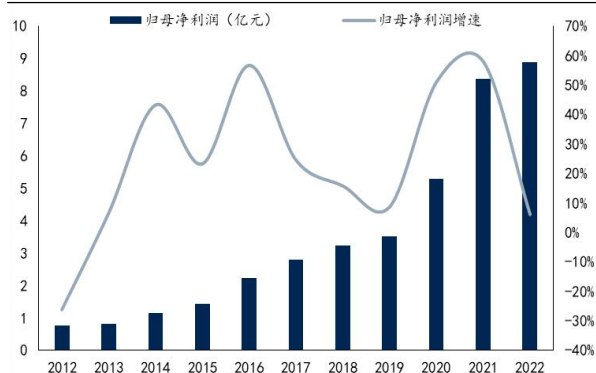
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图46: 华贸物流 2012-2022 年主要业务毛利率变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图47: 华贸物流 2012-2022 年归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图48: 华贸物流 2012-2022 年毛利率及归母净利率变化趋势



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

华贸物流依托中国市场，已经成为全球货代的龙头企业之一。全球货代行业由于市场体量非常大，且很难产生规模效应，行业竞争分散。货代行业属于轻资产运营，资产结构中固定资产占比低于10%，而营业成本中多是采购成本，这就意味着货代企业很难将运输网络通过规模效应转变为成本优势。此外，货代产品本身也存在高度同质化的问题。全球龙头企业 DSV、德迅 (KNIN) 全球市占率也仅约5%。全球不同国家区域情况复杂，报关清关流程每个国家均不一样，各个货代龙头均有自己的优势领域。

表7: 中国海运货代排名

排名	2020年		2021年		2022年	
	公司	货量(万TEU)	公司	货量(万TEU)	公司	货量(万TEU)
1	中国外运	377.0	中国外运	375.0	中国外运	389.0
2	嘉里物流	102.0	嘉里物流	122.9	嘉里物流	117.6
3	环世物流	71.0	华贸物流	102.1	环世物流	86.3
4	东方海外物流	66.0	环世物流	84.0	华贸物流	80.6
5	嘉宏货运	57.0	东方海外物流	75.0	东方海外物流	72.0
6	利丰物流	50.0	远东国际货代	60.0	嘉宏货运	60.0
7	华润物流	50.0	鸿安船务	50.7	鸿安船务	41.9
8	鸿安	42.0	长帆国际物流	36.0	欧华国际	25.5
9	景华蜂	40.0	欧华国际	25.0	中菲行	22.4

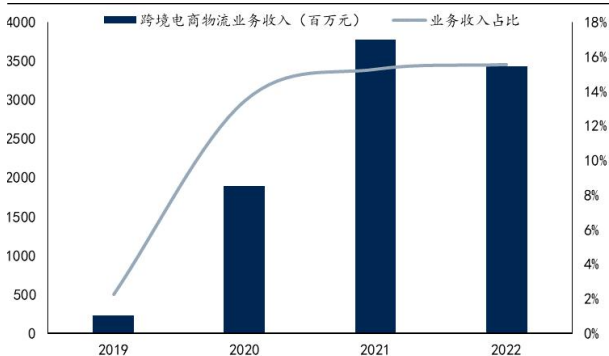
资料来源: Transport Topics, 国信证券经济研究所整理

表8: 中国空运货代排名

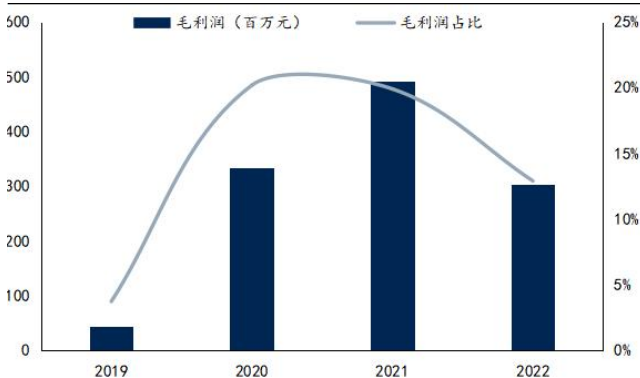
排名	2020年		2021年		2022年	
	公司	货量(万吨)	公司	货量(万吨)	公司	货量(万吨)
1	爱派克斯物流	75.0	中国外运	53.2	中国外运	78.1
2	中国外运	50.0	嘉里物流	52.0	嘉里物流	51.5
3	嘉里物流	49.0	欧华国际	48.6	欧华国际	49.5
4	欧华国际	22.0	华贸物流	39.8	华贸物流	37.3
5	中菲行物流	20.0	中菲行物流	25.1	中菲行物流	23.8
6	泽坤国际货运	10.0	环世物流	12.9	环世物流	13.3
7	环世物流	6.5	泽坤国际货运	10.0	嘉宏货运	7.2

资料来源: Transport Topics, 国信证券经济研究所整理

华贸物流通过并购推动跨境电商业务的布局扩张。华贸物流的跨境电商物流业务分为国际邮政航空函件（邮政小包）、集中发货专线物流、跨境电商商品空海铁干线运输以及对应的地面收集、安全检测、分拨、包装、清关、海外仓、终端派送相关配套服务，公司同时运营跨境电商进出口海关监管区，可以提供清关、商品分拨、卡车通关检验等服务。公司通过整合佳成国际、深创建、华安润通及华大香港跨境电商物流资源，形成了跨境电商物流差异化的服务能力。公司2019年收购了华安润通和华大国际物流70%股份，快速进入邮政国际空运业务细分市场，曲线布局跨境电商物流；2021年又收购了杭州佳成国际70%股份，补齐了前端揽收、关务以及尾程的业务短板。2021年，华贸物流的跨境电商业务收入占比已经超过15%，毛利润贡献占比已经近20%。

图49: 华贸物流跨境电商物流业务收入及其收入占比


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图50: 华贸物流跨境电商物流业务毛利润及其毛利润占比


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表9: 华贸物流跨境电商业务发展历程

时间	事件	跨境电商布局影响
2018/10	联合深圳跨境翼和深圳际客电子商务公司成立深圳市翼邦物流有限公司	开始布局跨境电商物流, 将跨境通转变为重要客户之一
2019/09	收购北京华安润通国际物流有限公司和华大国际物流有限公司 70% 股权	实现了跨境电商物流中邮政小包渠道的布局, 迅速进入邮政国际空运代理市场
2021/03	公司收购深圳深创建供应链有限公司 33.5% 股权	实现对海关监管场站业务的布局, 有助于形成关务申报、内地与香港间的运输和国内集货一体的物流服务体系
2021/07	收购佳成国际 70% 股份	增强了电商平台获客能力, 与传统空海运业务形成协同效应补足前端揽收、关务及尾程的业务短板

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

中国外运: 综合物流货代龙头, 跨境电商业务助力发展

中国外运集海、陆、空货运、仓储码头服务、快递、船务代理及货运代理业务为一体, 为广大客户提供综合物流服务, 其业务主要由所属子公司 (含控股) 实行专业经营。在营运实践中, 培育和形成了综合物流所必须的全程方案设计、组织、协调、管理等综合能力。根据 Armstrong & Associates 最新发布的榜单, 中国外运的货运代理服务居全球第五, 在全球第三方物流中居全球第六。

表10: 中国外运大事记

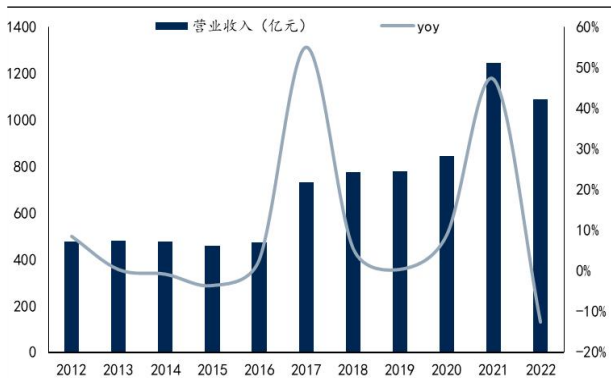
年份	大事件
1950	中国外运前身中国外运集团公司创立
2002	集团重组成立中国外运股份有限公司, 整合继承原集团的物流业务资源
2003	在香港联合交易所上市
2009	中外运集团与中国长航集团合并后更名为中国外运长航集团, 中国外运成为其子公司
2015	中国外运加入招商局集团, 成为招商局的上市附属公司
2017	公司收购同一控制下的招商物流
2019	在上海证券交易所上市, 成为“A+H”两地上市公司。

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司营业收入自 2012 年的 477.8 亿元提升至 2022 年的 1088.2 亿元，年复合增速为 8.6%；2021 年受益于出口及跨境电商景气上行，该年收入增速达到 47.1%；2022 年受国际空运、海运价格下行影响，导致公司收入同比下滑 12.5%。

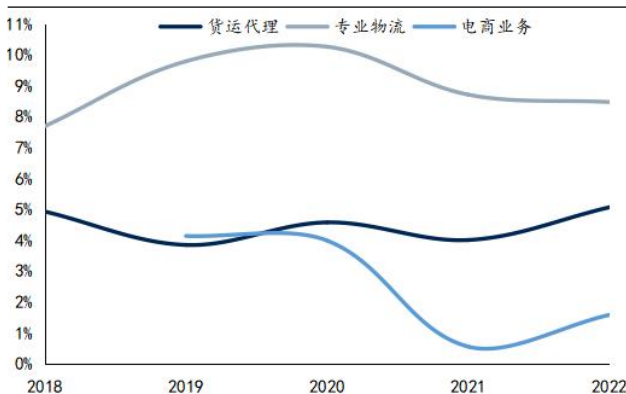
公司归母净利润自 2012 年的 6.5 亿元提升至 2022 年的 40.7 亿元，年复合增速为 20.1%；2021 年受益于出口、跨境电商、国际快递的景气上行，归母净利润增速达到 34.8%；2022 年由于国际空运、海运价格下行影响，公司归母净利润同比增速放缓至 9.6%。

图51: 中国外运 2012-2022 年收入及增速



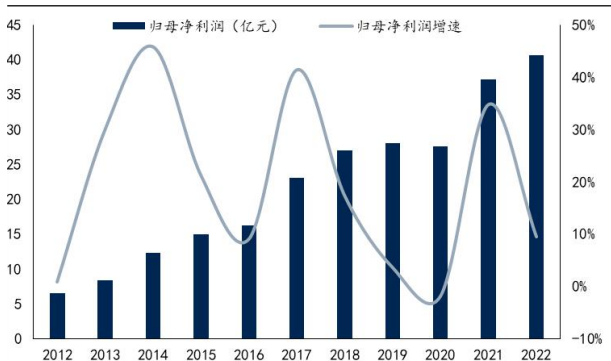
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图52: 中国外运 2018-2022 年主要业务毛利率变化



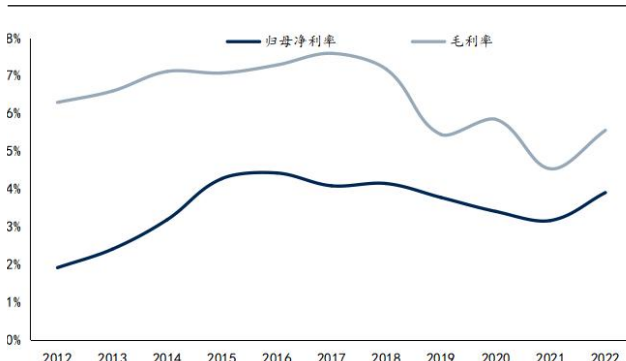
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图53: 中国外运 2012-2022 年归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

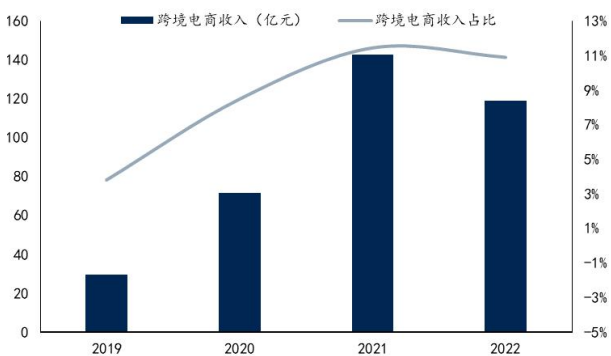
图54: 中国外运 2012-2022 年毛利率及归母净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

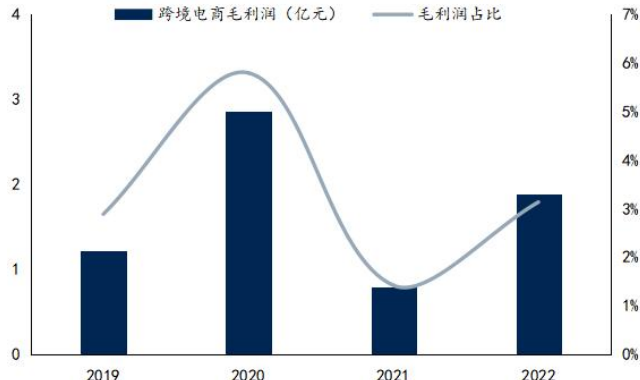
在跨境电商物流方面，中国外运提供直发模式、海外仓模式等多种物流服务。面对众多的中小客户，中国外运不断完善高效、安全、高品质的物流服务网络，根据跨境电商物流需求，设计出不同路由、不同时效的全链路服务产品，包括 B2B 全链路物流产品、B2C 电商小包产品以及仓配产品，以满足不同类型客户的需求。2022 年，中国外运的跨境电商物流业务收入占比达到 11%，跨境电商毛利利润占比约 3%。

图55: 中国外运的跨境电商物流业务收入及其收入占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图56: 中国外运的跨境电商物流毛利润及其毛利润占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

东航物流：坐拥优质航空干线资源，把握跨境电商物流机遇

东航物流依托全球航线网络资源以及国内枢纽机场的地面操作资源，一直专注于航空物流综合服务业务，集航空速运、货站操作、跨境电商解决方案等业务功能于一体。东航物流有限前身东远物流成立于2004年8月23日，2017年，东方航空股份有限公司将其所持公司100%的股份转让给东航产投，且公司实施增资入股，引入联想控股、珠海普东物流、德邦股份、绿地投资、天津睿远等非国有战略投资者、财务投资者，并实施员工持股，于2018年正式改制设立，2021年6月在上交所上市。2024年1月，原控股股东东航产投将40.5%的股份全部转给了中国东航集团，至此中国东航集团成为了公司的控股股东和实际控制人。

表11: 东航物流发展历程

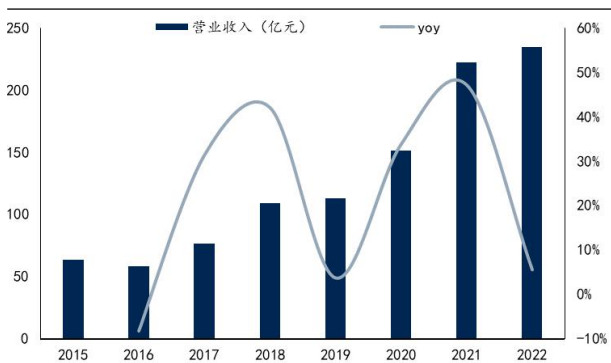
时间	大事件
2004.08	东远物流有限注册成立，注册资本20,000万元，东航股份占69.3%，中远集团占29.7%，中货航占1%。
2012.12	中远集团、中货航分别将其所持29.7%和1%的股份转让给东航股份。东航股份向公司增资95,000万元，公司注册资本增至115,000万元。公司更名上海东方航空物流有限公司。
2013.07	公司更名东方航空物流有限公司。
2017.02	东航股份将其所持100%的股份转让给东航产投。
2017.07	联想控股、珠海普东物流、德邦股份、绿地投资公司合计向公司增资1.3592亿元；天津睿远向公司增资1.4288亿元；同时，东航产投向联想控股、珠海普东物流、德邦股份、绿地投资公司转让其持有的原出资额5.0704亿元所对应的股权。
2017.12	联想控股将其所持4.9%的股权转让给北京君联。
2018.12	东航物流以“增资扩股+员工持股”的模式完成混合所有制改革，形成央企+民企+员工持股的多元股权结构，实现重组，整体变更为“东方航空物流股份有限公司”，注册资本142,880万元。
2019.06	正式向证监会提交上市申请。
2021.06	东航物流正式在上海证券交易所挂牌上市。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司营业收入自 2015 年的 63.6 亿元提升至 2022 年的 234.7 亿元，年复合增速为 20.5%；2020-2021 年受益于出口及跨境电商景气上行，这两年收入增速分别达到 33.8%和 47.1%；2022 年由于欧美国家通胀水平高企、居民消费重心转为线下服务消费以及地缘政治冲突等因素，海外市场投资和消费需求转弱，航空货运需求随之减少，导致公司收入增长承压，公司收入同比增速放缓 5.6%。

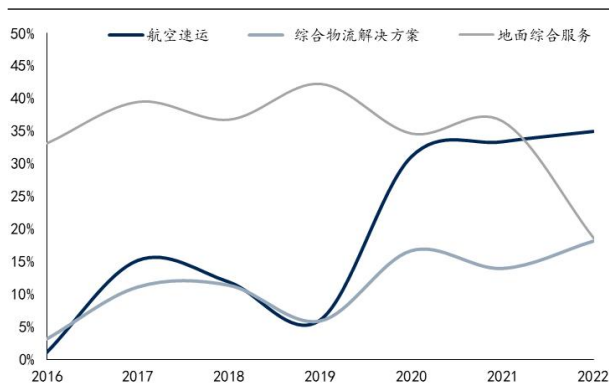
公司归母净利润自 2015 年的 2.1 亿元提升至 2022 年的 36.4 亿元，年复合增速为 50%；2020-2021 年受益于出口及跨境电商景气上行，这两年归母净利润增速分别达到 200.6%和 53.1%；2022 年由于海外市场需求转弱，叠加运价下滑影响，公司归母净利润同比增长仅有 0.3%。

图57: 东航物流 2015-2022 年收入及增速



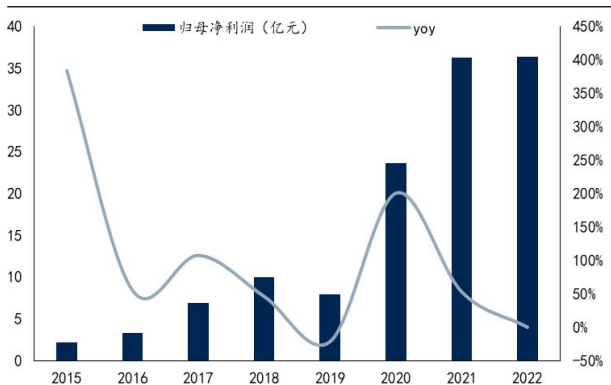
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图58: 东航物流 2016-2022 年主要业务毛利率变化



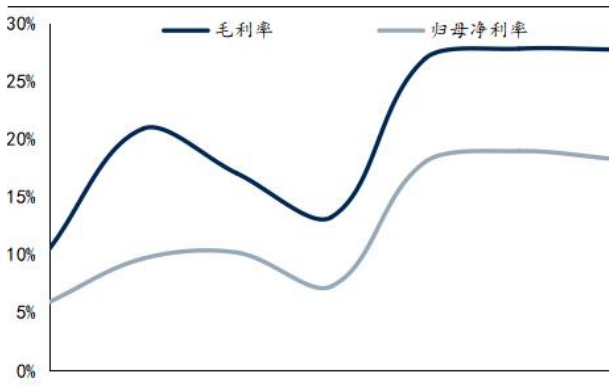
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图59: 东航物流 2015-2022 年归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图60: 东航物流 2016-2022 年毛利率、归母净利率



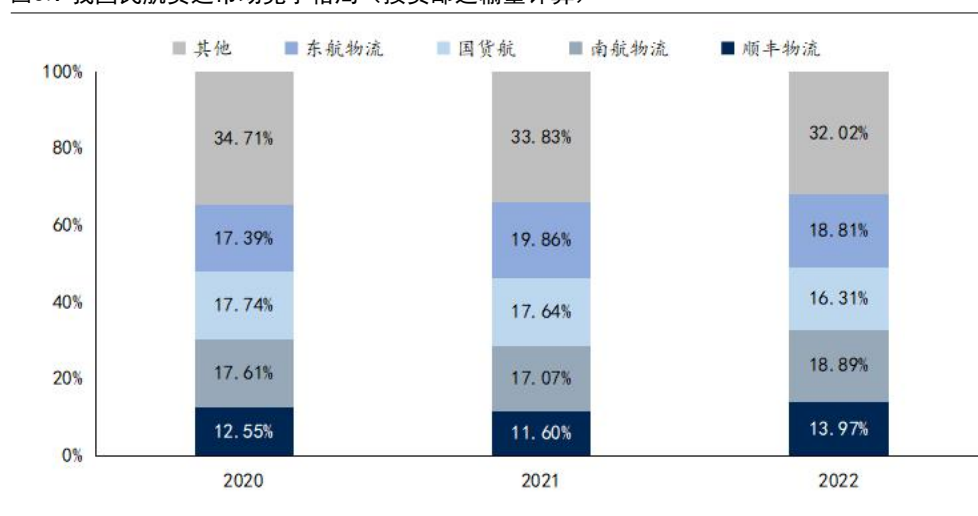
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

东航物流是我国航空物流市场主要的第三方物流服务提供商。2022 年，我国民航业货运航空市场中，东航物流、南航物流、国货航、顺丰航空等作为主流玩家，其货邮运输量占我国整体民航的比例分别达到 18.8%、18.9%、16.3%以及 14.0%。

其中，东航物流、南航物流、国货航既拥有客机腹仓资源也拥有全货机运力（三者全货机数量分别为 14 架、17 架、12 架），顺丰航空主要通过自营全货机进行运输。

上海浦东和深圳宝安是国内机场中货运起降架次排名第一和第二，而东航物流公司就是致力于打造以上海为主枢纽、以广深为次枢纽、以北京、成渝为“双翼”的全货机航线网络。公司拥有的货站操作场地和仓储面积达 150 万平方米，其中在作为全球第三大航空货运枢纽的上海两场具有明显的资源优势，拥有面积 125 万平方米的 6 个近机坪货站、1 个货运中转站，也是浦东机场仅有的两家运营跨境电商集中监管库的企业之一。2023 年上半年，公司在上海浦东机场和虹桥机场完成货邮处理量合计 102.07 万吨，约占上海两大机场货邮处理量的 58.36%。其资源禀赋优势明显。

图61：我国民航货运市场竞争格局（按货邮运输量计算）



资料来源：民航局，公司公告，国信证券经济研究所整理

图62：我国主要机场的货运航班起降架次情况对比



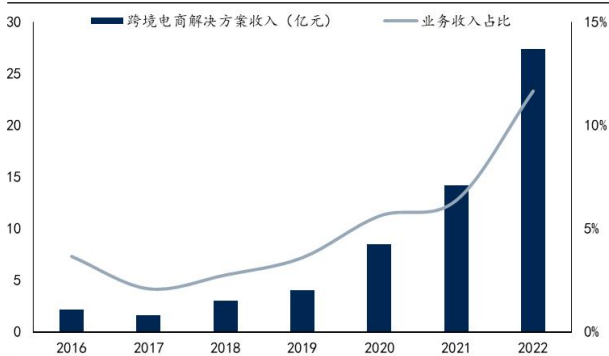
资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

东航物流主营三大业务——航空速运、地面综合服务和综合物流解决方案。近两年，以希音和 Temu 为代表的国内跨境电商平台发展较快，对公司的航空速运业务和综合物流解决方案业务起到明显的带动作用。

1) 就航空速运业务来说，公司客户群体不仅包括国内外大中型企业客户、货代公司、专业物流公司等，还与跨境电商平台、跨境电商物流企业等建立了业务合作关系。因此，我国跨境电商规模的快速扩大是东航物流航空速运业务的核心增长动力之一。

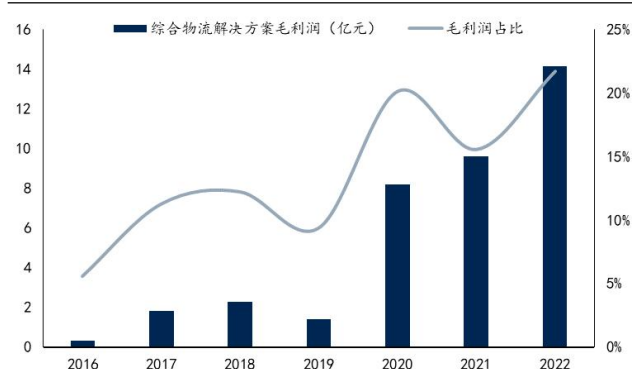
2) 就综合物流解决方案来说，公司不断开拓跨境电商业务增长点，丰富跨境产品运维体系和收益运维模式，实时监控跨境全链路产品各环节情况，保障跨境业务的整体收益，向大客户提供定制化产品，向中小客户提供标准化产品。比如，公司继续增加与快时尚跨境电商头部企业的合作深度、广度、区域范围，向其提供包括工厂提货、口岸操作、航空运输等在内的综合物流服务方案。此外，为满足华南地区巨大的跨境电商物流需求，公司将持续加大在广深等华南市场的资源布局，增投运力并丰富航网。2022 年，东航物流的跨境电商解决方案业务收入占比达到 11.7%。

图 63: 东航物流跨境电商解决方案收入及其收入占比



注：跨境电商解决方案业务是为我国跨境电商头部平台提供的服务，并不包括通过货代交给公司运输的跨境电商 B 端商家的业务量

图 64: 东航物流综合物流解决方案毛利润及其毛利润占比



注：综合物流解决方案业务中包括为我国跨境电商头部平台提供的服务

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

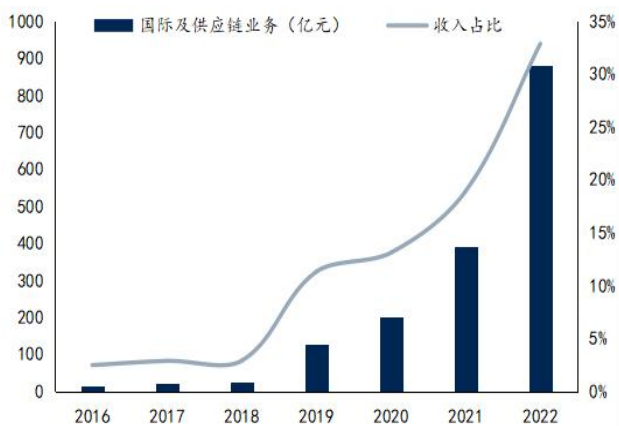
顺丰控股：我国综合物流服务商巨头，国际业务构成第二增长极

顺丰控股已经从高端快递龙头发展成为综合物流服务商，物流业务也已经从国内拓展到海外，成为了我国收入规模排名第一的物流巨头。顺丰主营业务现在包括时效快递、经济快递、快运、冷运及医药、同城急送、供应链及国际业务等。

顺丰早在 2010 年就开始布局国际物流业务，2021 年通过收购嘉里物流开始大力发展国际业务。2010 年顺丰在新加坡设立营业网点，打响了中国快递企业进入东南亚市场的“第一枪”，随后几年，顺丰的国际业务迅速扩展至马来西亚、越南、泰国、柬埔寨、缅甸等东南亚国家。2021 年 9 月顺丰完成了对国际领先的物流公

司嘉里物流 51.8% 股权的收购，从而进一步完善了对国际业务的战略布局，供应链及国际业务的收入体量自 2020 年的 202 亿元快速增长 2022 年的 879 亿元。2022 年顺丰针对越南、泰国、马来西亚、新加坡、印尼、菲律宾等从国内-东南亚流向的出口业务进行突破，10 月 10 日起，顺丰速运国际电商专递宣布正式开通“新马泰”服务。顺丰国际业务中的物流产品矩阵也是多样化的，发展优先顺序为国际快递、国际供应链、跨境电商物流、国际货代以及东南亚本土物流，其中跨境电商物流业务主要指顺丰会利用其全货机为希音、Temu 等跨境电商客户提供国际干线空运服务。

图65: 顺丰控股国际及供应链业务收入及其收入占比快速提升 (亿元)



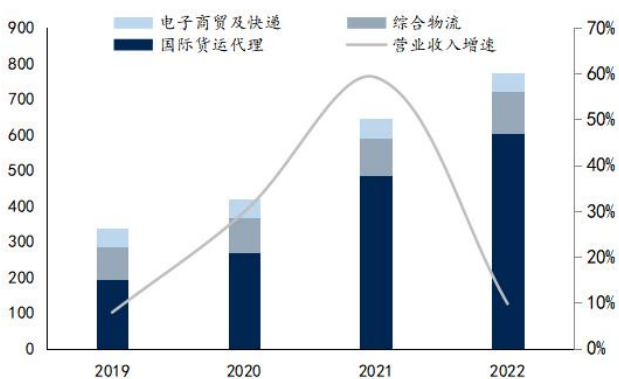
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图66: 嘉里物流的收入及净利润表现 (亿元)



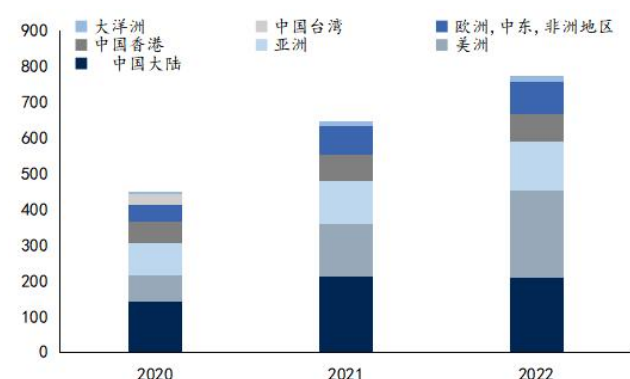
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图67: 嘉里物流收入结构及收入增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图68: 嘉里物流收入的区域结构 (亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

2024 年以后，顺丰国际业务还将加大与国内物流网络、鄂州机场的协同发展，顺丰国际业务规模有望实现较快增长态势。

1) 鄂州机场已于 2022 年 7 月正式投运，顺丰的航空转运中心于 2023 年三季度投入运营。鄂州机场采用“航空货运枢纽+龙头航空物流企业”的国际主导模式，打造辐射全国、畅达全球的国际航空货运枢纽。根据规划，鄂州花湖机场 2025 年货邮吞吐量 245 万吨、旅客吞吐量 100 万人次，2030 年货邮吞吐量 330 万吨、旅客

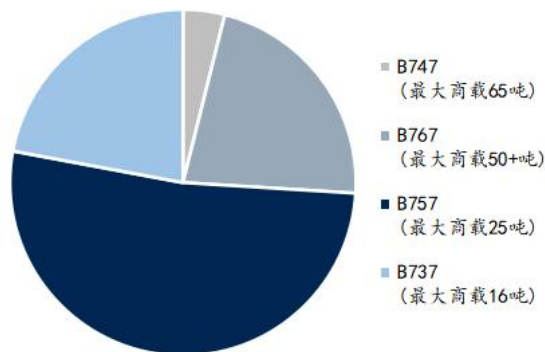
吞吐量 150 万人次；至 2045 年，将满足货邮吞吐量 765.2 万吨、旅客吞吐量 1500 万人次。

图 69: 2016-2022 年顺丰运营的全货机数量



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图 70: 2022 年顺丰自营投产飞机机队结构（数量占比）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

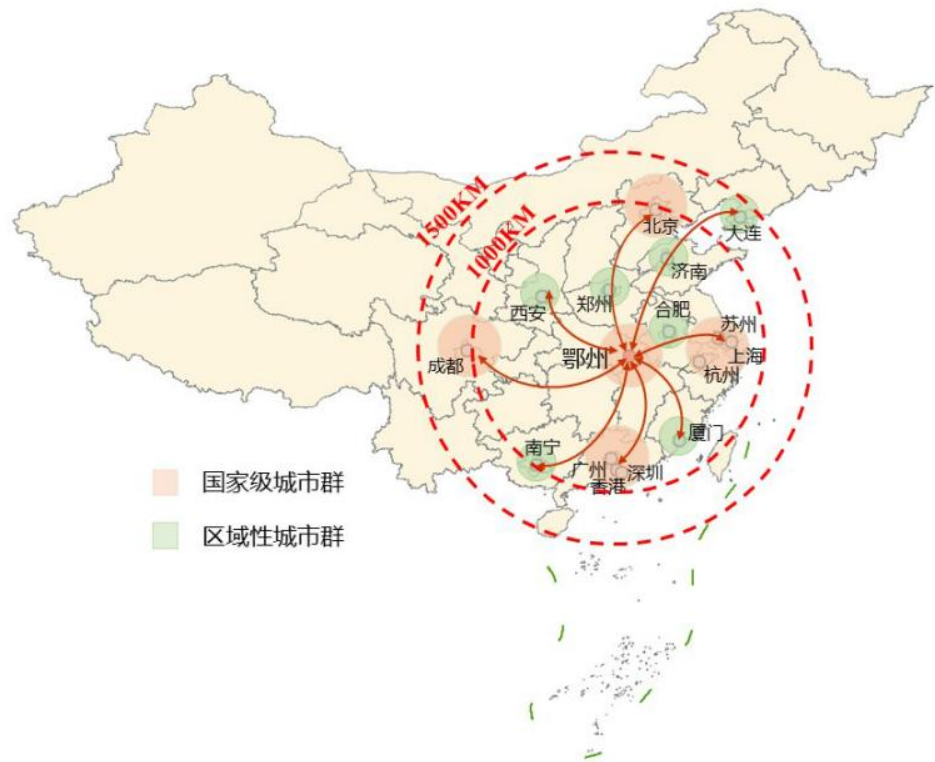
表 12: 全球机场货运量 Top10

2022 排名	2021 排名	2019 排名	机场	2022 年 货运量 (万吨)	同比 2021 (%)	同比 2019 (%)
			2045 年鄂州机场	765.2 (规划)		
1	1	1	香港国际机场	462.9	-16.4	-12.7
2	2	2	孟菲斯机场	445.6	-9.8	-6.5
3	4	6	泰德史蒂文斯安克雷奇国际机场	381.6	-4.3	26.1
4	3	3	上海浦东国际机场	343.6	-21.7	-14.2
5	6	4	路易斯维尔国际机场	338.1	0.5	9.9
			2030 年鄂州机场	330 (规划)		
6	5	5	仁川国际机场	324.7	-11.5	6.6
7	7	9	台湾桃园国际机场	279.9	-9.7	16.3
8	12	12	迈阿密国际机场	275.6	-0.8	19.5
9	8	13	洛杉矶国际机场	274.5	-7.6	19.0
10	9	10	成田机场	264.5	-9.3	14.0

资料来源：ACI，国信证券经济研究所整理

2) 自鄂州机场投入运营后，顺丰航空依托这一枢纽机场不断加密国内、国际航空货运航线的网络布局，其中国际航线已经形成由鄂州向欧洲、北美、亚洲辐射的航网布局，并吸引国内外货物经鄂州集散转运。截至 2023 年 10 月底，顺丰在鄂州机场共开通了 44 条国内货运航线，10 条国际航线，每天在机场起降的货运航班近 90 架次，顺丰航空在鄂州花湖机场的国内、国际进出港货量累计已突破 10 万吨，其中国际货量占比近 20%。2023 年 4 月 1 日以来，顺丰陆续开通了从鄂州机场飞往比利时列日、印度金奈、印度德里、美国纽约、德国法兰克福、美国洛杉矶、阿联酋阿布扎比、新加坡、马来西亚吉隆坡、日本大阪、巴基斯坦拉合尔等地的国际货运航线。

图71: 距离鄂州机场 1000 至 1500 公里的覆盖区域



资料来源:《专业货运枢纽机场航空货运辐射范围研究》，国信证券经济研究所整理

图72: 顺丰控股依托鄂州机场已开通的国际航线



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

表13: 顺丰与其他国际快递公司的价格时效对比

目的地 快递公司	深圳-新加坡		上海-胡志明		北京-东京	
	时效(日)	价格(元)	时效(日)	价格(元)	时效(日)	价格(元)
DHL	5	563	5	473	6	434
UPS	1	332	3	290	4	336
	3	286	/	/	5	289
FedEx	1	434	3	284	3	277
	4	278	5	278	4	271
顺丰	4	230	6	230	6	296
	5	199	7	199	7	275

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032