

跨境仓储，大件品出海的“卖水人”

2024年04月03日

► **直邮专线短期呈现高景气度，远期看海外仓潜力更大。**我国跨境电商物流模式主要分为直邮/海外仓。近年来以 Shein、Temu 为代表的跨境电商平台高速发展催生中国至欧美空运需求，洲际航线运力趋紧，进一步带来直邮空运行业景气上行机会。空运直邮模式无需转运，且美国小包直邮入境可享受 800 美元免税额度，整体运营成本较低。**中长期看，我们认为仓储物流本地化是跨境电商发展方向：**前置海外仓可有效提升交付能力（美国专线小包时效约在 10-15 天，亚马逊 FBA 对部分商品支持隔日或次日达）；海外仓可高效处理退换货等售后需求。据运联研究院测算，2022 年我国跨境电商出口物流市场规模为 6831 亿元；其中 B2C 市场规模为 3592 亿元，占比 52.6%；从 B2C 市场规模来看，直邮/海外仓模式分别占比 44%/56%，市场规模达 1581/2012 亿元。

► **海外仓天然契合大件商品尺寸大、尾程运费昂贵的痛点，其规模效应显著。**大件商品尾程运费敏感，使用三方仓或可节省 30% 以上的尾程运费；我们判断三方仓需求或将持续增长。海外仓存在规模效应：头程方面，通过集中出货降低国际干线运输成本。尾程方面，通过与当地快递运营商签订折扣协议，呈现发货件数越多、尾程派送越便宜的效应；据乐歌股份举例，年包裹量达到 10/100/500 万个或分别享受 5.5/3.5/3.0 折配送账号优惠（参考值）。此外，增加仓库面积可降低单方成本，22 年俄罗斯/美国/英国仓均面积达到 1.76/1.41/0.85 万平米。

► **海外仓核心成本项仓租金持续抬升，增速或放缓。**我们测算租金约占海外仓成本 60%，近年美国仓库租金不断上涨（2023 增长 12%）。仓租协议多在 5 年左右，协议期内租金涨幅（约 3%/年）低于市场，到期换租或带来成本上涨。23 年 7 月美国联邦基准利率升至 5.25%-5.5%，高息环境下仓库投资收益率相对吸引力较弱，自 23Q2 美国新建仓库供应量降低；结合线上渗透率提升&疫后去库释放线下仓储库容至出租市场，2023 年美国工业不动产空置率上升 1.94%；我们判断 24 年美国海外仓租金增速有望放缓，各区域地价差距或有缩小。

► **海外仓竞争格局或加剧，头部企业或加速扩张。**亚马逊 FBA 作为海外仓行业标杆，近期推出供应链整体解决方案，我们判断其旨在进一步抢占线下零售份额并绑定卖家以抗衡新兴平台冲击。近期亚马逊转向区域配送，与第三方海外仓企业配送时效差距拉大。2020 年后跨境物流企业密集融资，参考递四方-阿里、纵腾集团-字节、大健云仓-京东等案例；我们判断行业竞争或有加剧。我们认为先发优势明显、具备规模网络优势、仓储数智化程度较高、提供配套服务较为完善的海外仓企业方能维持客户黏性，在中期确立行业地位。

► **投资建议。**建议关注高景气度航空货运服务商及拥有数智化&一体化服务能力的海外仓企业；推荐深度布局海外仓业务的**乐歌股份**，建议关注延伸平台撮合业务的大**健云仓**。物流基础设施完善推动各品类卖家加速破局，推荐拓品逻辑顺畅的**致欧科技**，推荐具有本地化履约能力完善的**恒林股份**，建议关注**梦百合**。

► **风险提示：**海外需求不及预期，汇率及海运费大幅波动，行业竞争加剧。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
300729	乐歌股份	19.84	0.92	1.97	1.53	22	10	13	推荐
301376	致欧科技	25.57	0.62	1.05	1.24	41	24	21	推荐
603661	恒林股份	46.72	2.54	3.23	3.91	18	14	12	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 2 日收盘价）

推荐

维持评级



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理 杜嘉欣

执业证书：S0100123030012

邮箱：dujiaxin@mszq.com

相关研究

- 家居行业点评：新形势新起点，重视家居板块投资机会-2024/03/14
- 造纸行业点评：2024 纸浆有望延续弱势，关注生活&特种纸成本改善机会-2024/02/20
- “碳中和”事件点评：《碳排放权交易管理暂行条例》公布，碳市场政策再下一城-2024/02/05
- MRO 系列报告震坤行篇：数字化服务革新下的 MRO 龙头-2024/01/30
- “碳中和”事件点评：CCER 交易重启，“美丽中国”建设稳步推进-2024/01/23

目录

1 写在前面的话	3
2 我国跨境电商蓬勃发展，交运物流起关键作用	5
2.1 我国跨境电商物流已进入全球供应链协同时代	6
2.2 直邮是现在，海外仓是未来	8
3 降本需求催生海外仓发展，适用于尺寸大、周转高的产品	15
3.1 卖家降本需求催生海外仓行业发展	15
3.2 海外仓适用于尺寸大、周转率高的商品	17
3.3 平台仓 VS 三方仓 VS 自建仓	18
3.4 小件仓 VS 大件仓：产品特性决定不同仓储条件	24
3.5 小仓 VS 大仓：更大仓库面积可摊薄固定投入，提升单位面积产出	27
4 海外仓规模效应显著，增值服务增加客户黏性	29
4.1 海外仓主要成本为租金，24 年美国租金增速有望放缓	29
4.2 海外仓在物流成本端具有飞轮效应，资深“玩家”具有先发优势	32
5 海外仓发展趋势：管理数智化&服务差异化	34
5.1 跨境电商繁荣，催生物流在内的配套服务产业升级	34
5.2 海外仓将朝着管理数智化&服务差异化趋势发展	38
5.3 密集融资致行业竞争加剧，或利好出海卖家	43
6 重点公司	47
6.1 大健云仓：携海外仓助力大件非标品出海无忧	47
6.2 乐歌股份：公司早期布局海外仓，实现全球仓储网络	49
6.3 纵腾集团：跨境物流行业龙头	52
6.4 投资建议	54
7 风险提示	57
插图目录	58
表格目录	59

1 写在前面的话

上一篇《从幕后到台前，跨境新趋势洞察》，主要探讨在国内制造业产能过剩背景下，中国制造企业得以通过跨境电商平台，绕过传统外贸模式中的层层代理商和线下零售巨头，使得中国优质产能直达国外 C 端消费者。本篇报告着眼于仓储物流环节，在跨境电商发展初期，我们看到直邮凭借门槛低&备货少&风险小实现快速成长，不过该业务多适用于迭代快/重量轻/价值量高的产品，随着跨境产品进入成长深水区（如批量化/大重量/高时效产品），基于“多快好省”视角看，我们认为海外仓的中长期价值有待挖掘。

1) 兴起：卖家降本需求催生海外仓发展，产品方面：海外仓适用于尺寸较大、高销量、快消品、季节性产品以及大宗商品；跨境电商发展前期中小件通过直邮出海，近年大件受益于海外仓等基础设施完善起量较快，使用第三方仓库配送大件商品或可节省 30% 以上的尾程运费。**供应服务方面：**2022 年亚马逊平均 FBA 费用较 2020 年增长 30%；2024 年 2 月美国尺寸分段和费用变更后，中大件产品较 2023 年配送费用上涨 30%-40%。据乐歌股份数据，相较于使用亚马逊物流（2024 年 2 月 5 日后价格），海外仓运送椅子/健身器材产品分别可以节省 53.6%/35.1% 的物流配送成本。**海外仓数量方面：**2022 年海外仓数量前十的国家合计 2356 个仓库，同比增加 30.17%。从仓库演绎上，海外仓规模化趋势凸显；截至 2022 年俄罗斯/美国/英国海外仓平均单仓面积分别达到 1.76/1.41/0.85 万平米。

2) 演绎：玩家加速进入，仓储价格被动上抬。跨境电商高增带动海外仓参与方增加：截至 2023 年谷仓/递四方/大健云仓/乐仓分别达到 140/100/74/29 万平方米。海外仓企业在 2020 年后加速融资，如大健云仓截至 2022 年 IPO 前已获得京东在内的 5 轮融资、乐歌股份于 2021-2023 年间进行三次募资、纵腾已于 2020 年 7 月完成 C 轮融资；融资后一方面海外仓企业持续推进资本开支，如乐歌于 23 年 6 月公告拟募资 5 亿加建美国海外仓；另一方面通过给予下游优惠政策吸引客户入驻，如推出仓租减免活动、提供增值服务等。**仓库地价（租金）及尾程费用上行是仓储服务涨价核心原因：**仓库租赁协议期多在 5 年左右，协议期内租金涨幅（约 3%/年）远低于市场价涨幅（超过 10%/年）；23-24 年后或将开启租金重新签约高峰；对于海外仓而言，我们测算租金占成本比重近 60%（不考虑仓外派送费用），重新签约后租金上行将是海外仓涨价核心原因。至于企业盈利，在新进入者持续增加背景下，对于无法提供一体化增量服务或精细化管理较弱的企业，我们预计其整体盈利或存压。

3) α探讨：先发优势+规模效应+一体化&数智化服务。先发优势：若租金连年上涨，较早布局企业获得租金成本优势，且能率先绑定优质客户资源、核心地段仓库。**规模效应：**尾程费用折扣力度与发货量正相关，据乐歌股份官网举例，年包裹量达到 10/100/500 万个或分别享受 5.5/3.5/3.0 折账号优惠（参考值）；仓库网格效应显著，多点布局可提升配送效率；此外，规模较大企业更易搭建多元客户

结构，抗风险能力强。**一体化&数智化服务**：卖家物流需求包含“揽干关仓配”，单仓储环节就可延伸出港口拉货、仓储定制、一件代发等增值服务；综合实力较强的物流企业可提供清关、干线、仓储、配送在内的全链条服务，提升客户黏性。我们认为在价格之外，海外仓服务商或将在管理效率方面竞争，数智化升级可有效提升仓储库容使用率&订单准确率。

以纵腾谷仓海外仓为例，2022 年其订单正确率已高达 99.5%，盘点正确率为 99.7%，数智化基建有效提升其库容使用率 15%。纵腾为客户提供“揽干关仓配”端到端全链条服务，为客户提供灵活解决方案空间以建立长期合作关系。在宏观环境不确定下，海运、航线、核心地段仓库等均为稀缺资源，掌握该类资源的跨境电商物流企业为出海商家提供了不可或缺的服务。海外仓网格效应明显，布局较早服务商或可通过物流网络优势深耕本土，以提高配送时效、提升退换体验的方式来避开或有出现的价格战。此外，跨境物流企业能够以物流资源为轴，延展出库存管理、交易撮合在内的附加服务。**参考大健云仓**，公司致力于通过数字贸易的形式改造外贸行业，以全新的供应链前置模式为家居企业提供了一站式跨境 B2B 交易解决方案；在公司 3P 模式业务下，公司为货架平台，为平台上的卖家和买家提供交易撮合服务，并收取服务费用。

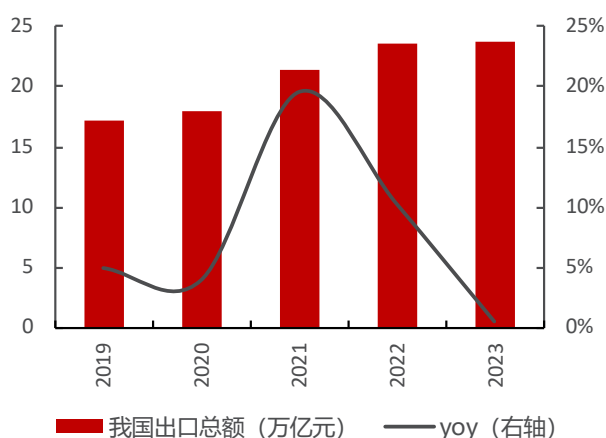
4) 亚马逊近期物流动作频出，亚马逊推出包括头程/尾程服务在内的供应链整体解决方案 (Supply Chain by Amazon)，我们判断其旨在进一步绑定卖家以抗衡新兴平台冲击。与此同时亚马逊 FBA 转向区域配送，时效再次升级，与第三方海外仓企业配送时效差距拉大。

5) 对于下游卖家来说，我们认为或受益于物流行业“内卷”：随着跨境电商物流服务商数量的增加，为抢占客户资源服务商或进入“卷性价比”的循环，提供更低价格或更高效完善的服务；对于拟出海/已出海卖家来说，跨境电商物流门槛进一步降低。**对于物流服务商来说**，行业或在 5 年维度迎来一轮洗牌；拥有稳定而多元化的客户、打造核心竞争力，方能在接下来 5 年维度确立行业地位。

2 我国跨境电商蓬勃发展，交运物流起关键作用

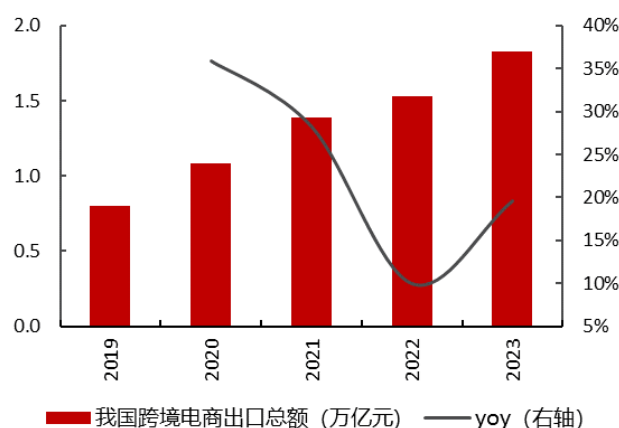
跨境电商已成为拉动我国外贸增长的重要组成部分。近年来我国外贸持续增长，2023 年我国出口总额达到 23.77 万亿元人民币，同比增长 0.6%。2023 年度我国跨境电商进出口 2.38 万亿元人民币，同比增长 15.53%；跨境电商出口 1.83 万亿元，同比增长 19.6%。

图1：2019-2023 年我国出口总额（万亿元）及增速



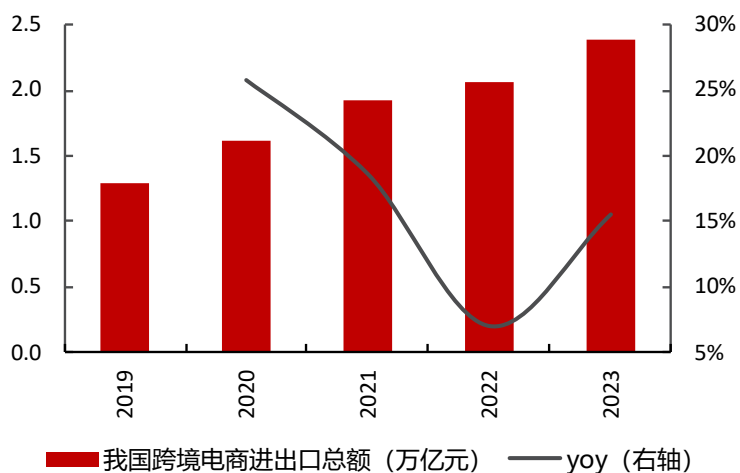
资料来源：海关总署，民生证券研究院

图2：2019-2023 年我国跨境电商出口总额（万亿元）及增速



资料来源：海关总署，民生证券研究院

图3：2019-2023 年我国跨境电商进出口总额（万亿元）及增速

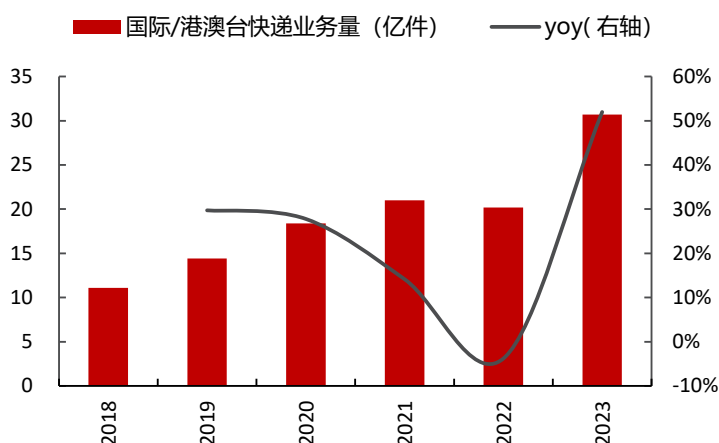


资料来源：海关总署，民生证券研究院

跨境电商平台发展刺激跨境物流业务需求，跨境物流为出海提供坚实保障。据国家邮政局披露，2023 年我国国际/港澳台快递业务量达到 30.7 亿件，同比增长 51.98%。我们判断，疫情影响趋弱以及新兴跨境电商平台的迅猛发展使得 2023 年国际快递业务高增。据电商报报道，2023 年 Temu 和 SHEIN 两大跨境电商平

台发往欧美的航空运量同比增长一倍，占据了欧美线航空总运量的 40% 以上；相比之下，2022 年这一比例还不到 20%。跨境电商业态的繁荣得以帮助我国强势供应链出海，为全球消费者提供“多快好省”的购物体验。其中，跨境物流的发展在促进国际贸易、推动经济增长、降低贸易壁垒以及促进全球供应链的畅通方面起到关键作用。

图4：2018-2023 年国际/港澳台快递业务量（亿件）及增速



资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

2.1 我国跨境电商物流已进入全球供应链协同时代

按主流物流模式划分，我国跨境电商物流经历了 4 个发展阶段：

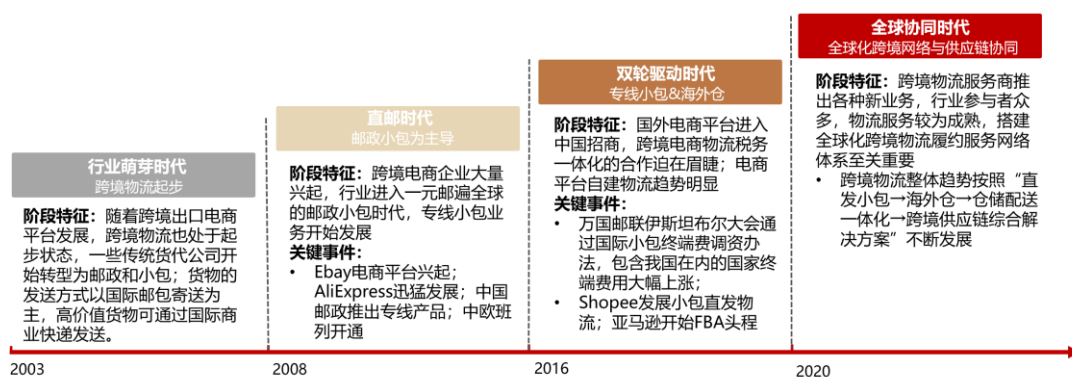
2003-2008 年：行业萌芽阶段。早期传统船运货代公司较多。货物代理是指在货物运输过程中，代表货主或委托人与承运人及有关部门进行联系、协调、安排货物运输和相关服务的企业或个人。从工作内容来看是接受客户的委托完成货物运输的某一个环节或与此有关的环节，货代公司承担了中小卖家与航运提供方之间的中介角色，撮合交易达成。随着跨境电子商务的快速崛起，一些传统货运代理企业逐渐转型经营邮政和小包业务。

2008-2016 年：直邮小包时代，专线小包迅速崛起。跨境电商企业大量涌出，国际货运百花齐放，空运、铁运、专线、海外仓库迅速崛起，为跨境电商提供了更多可能性；2008 年 Ebay 电商平台兴起，行业进入一元邮遍全球的邮政小包时代；2010 年 AliExpress 迅猛发展，中国邮政小包与中国香港邮政小包成为运输主力军，外国邮政进行短期补充；2011 年万国邮联体系内的国际邮政小包暂时无法满足客户需求，中国邮政推出 E 邮宝等专线类产品；2014 年，专线小包业务前景向好，大量跨境电商物流企业纷纷涉足。

2016-2020年：专线小包&海外仓双轮驱动。国内外跨境电商平台加强合作与沟通，Shopee、亚马逊等大型电商平台催生新业务，加速自建及整合物流资源；客户对物流时效性的要求进一步提高，平台、卖家、海外华人也纷纷加入，专线小包和海外仓成为该时期的物流主力军。

2020年至今：全球信息化&供应链协同。行业认识到完善全球供应链，搭建全球化跨境物流履约服务网络体系至关重要，拥有全链路物流服务成为龙头企业追逐的目标，部分头部企业开始配置航运、仓库等重资产以打通全链路环节。行业物流服务也不断朝着提供跨境供应链综合解决方案的趋势发展。

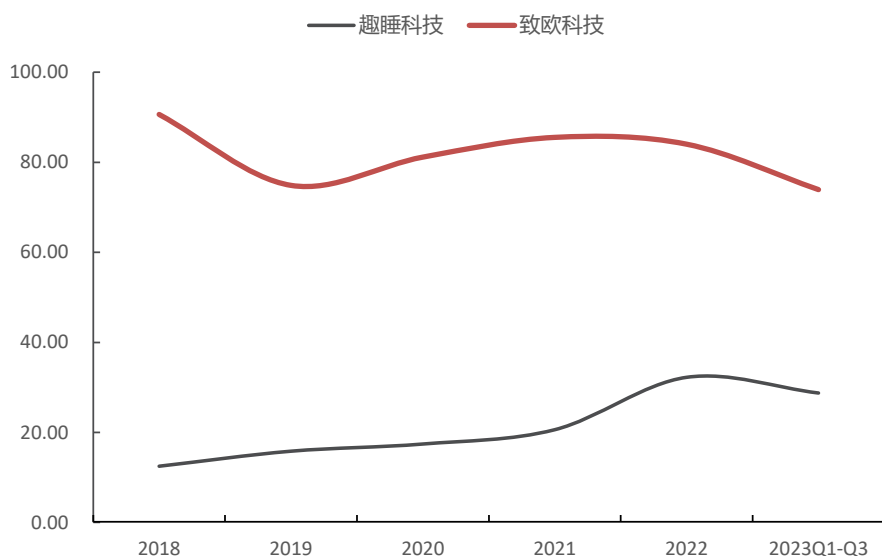
图5：我国跨境电商物流发展阶段



资料来源：艾瑞咨询，晓生研究院，民生证券研究院

跨境电商物流链条漫长，复杂度远高于本土物流。其复杂性主要来自：**1) 链条长，流程复杂度高：**跨境电商物流可按流程分为7个关键节点，主要由前端揽收、运输和分拣、海关清关、海陆空干线运输、目的地清关、海外仓储和分拣、尾程运输组成；**2) 受到各国海关、税务、进出口等政策扰动大，**且由于主要国家其他企业已经形成的市场格局与重要地位，国内大部分跨境物流企业无法完全从事全环节业务，而需要协同各方面企业共同完成全环节。**3) 备货周期长，参考跨境电商公司，**需要面对波动明显的市场需求和淡旺季等外生因素的冲击，结合较长且不稳定的物流周期（尤其是海运），to C端订单量难以预测，商家需要提前备货；我们观察到同为线上销售为主，外销家居企业致欧科技存货周转天数高于内销企业趣睡科技。**因此在跨境物流行业中，有效协同上下游资源，利用在核心节点和国际运输干线上的资源整合优势，是行业中企业发展的关键因素。**

图6：外销家居企业致欧科技存货周转天数高于内销企业趣睡科技（2018-2023 年前三季度存货周转天数：天）

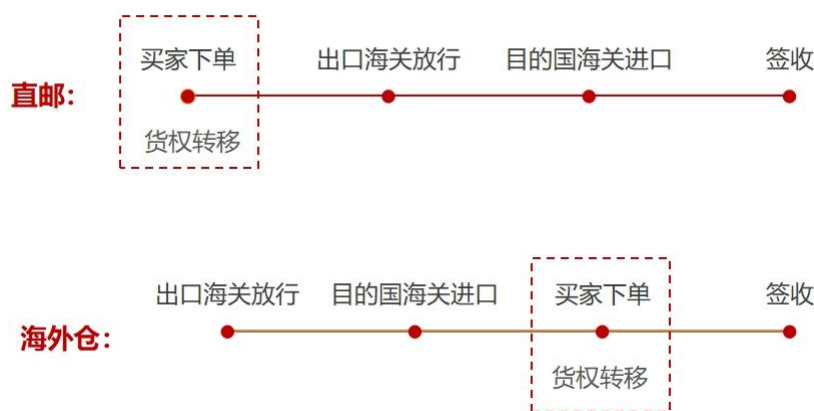


资料来源：ifind, 民生证券研究院

2.2 直邮是现在，海外仓是未来

我国跨境电商物流主要可分直邮模式与海外仓模式。从物流形式的角度切入，跨境电商物流可以粗略地根据货权转移（实质）和货物出关（出口）的先后顺序，切分成直邮和海外仓两大类业态。直邮模式分为国际邮政、专线物流与商业快递三种；海外仓又可按照仓库运营主体分为平台仓、三方仓、自建仓三类。

图7：跨境电商物流可按照货权转移节点分为直邮与海外仓两大类



资料来源：运联智库，民生证券研究院绘制

据运联研究院测算，2022 年我国跨境电商出口物流市场规模为 6831 亿元。其中，B2C 物流市场规模为 3592 亿元，占比 52.6%。从跨境电商 B2C 物流市场

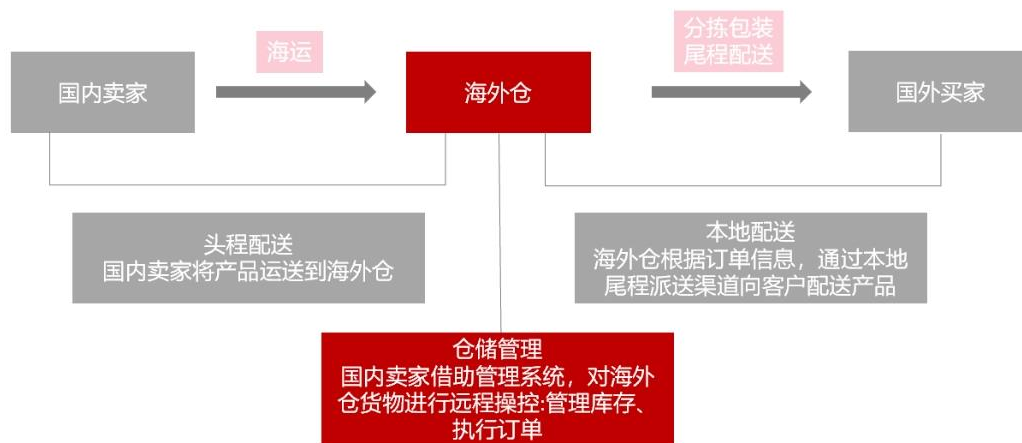
规模来看，直邮模式占比 44.0%，市场规模达 1581 亿；海外仓（仓发）模式占比 56.0%，拥有 2012 亿元的巨大市场。

2.2.1 海外仓模式：转运并设置当地前置仓，货权转移发生在货物出口之后

海外仓指在消费者本土设立仓储设施，该模式下货权转移发生在货物出口之后。海外仓泛指建立在海外的仓储设施，在本文语境下，指跨境电商出口卖家为提升交付能力而在消费者本土设立仓储物流节点的物流模式。该模式下货物需要先跨越出、进口关境，完成目的国进仓、存储后，卖家再下单，通过目的国仓配网络完成履约。从服务场景的维度进行切分，目前市面上的海外仓可以分为仅服务于平台卖家物流履约的以亚马逊 FBA 为代表的平台海外仓、以服务卖家自发货或中转货需求的第三方海外仓、以服务于自家出货需求的卖家海外仓三大类。

海外前置仓可有效提升交付能力，但库存管理难度较大。海外仓通常具有境外货物储存、流通加工等功能；海外仓以海运方式居多，但是否使用前置海外仓与运输方式未有直接联系；海运模式存在头程流程长、相对成本较低的特点。海外仓物流模式主要包括头程运输、仓储管理和本地配送三个模块；其头程周期较长，但能够在较短时间内对消费者下单、售后等动作做出反馈；但由于此方式库存积压成本高，管理难度复杂，因此对卖家销售能力、计划准确性以及流程管理要求较高。

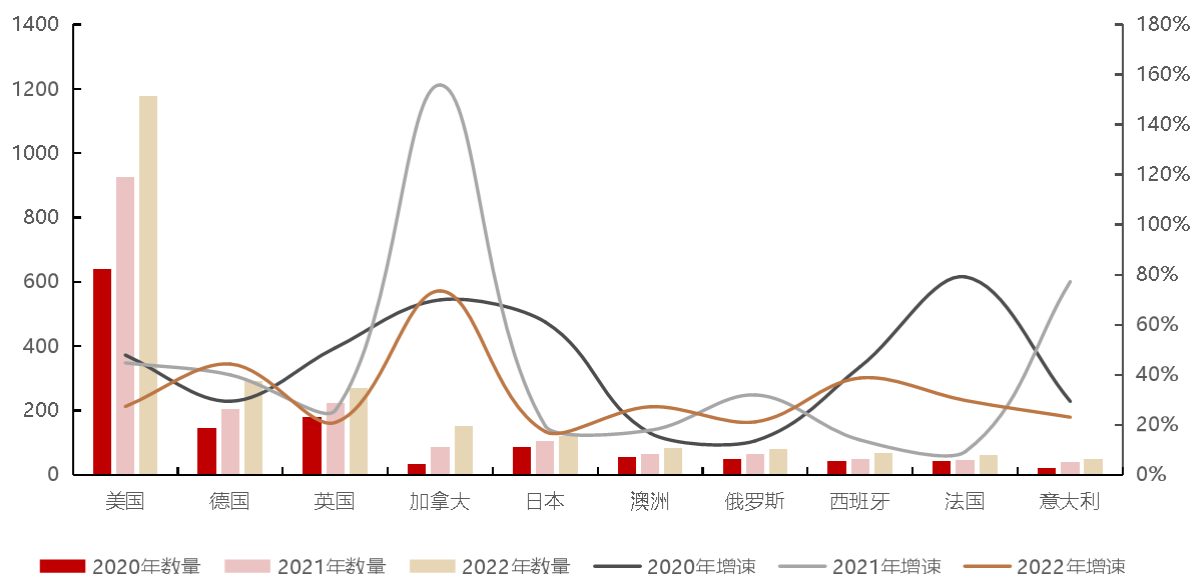
图8：海外仓运营模式



资料来源：乐歌股份公司公告，民生证券研究院

从海外仓数量来看，2022 年主要国家和地区海外仓数量同比增加 30.17%。截至 2022 年年末，海外仓数量前十的国家或地区为美国、德国、英国、加拿大、日本、澳洲（含新西兰）、俄罗斯、西班牙、法国、意大利，合计 2356 个仓库，较上年末增长 30.17%，面积合计约 2600 万平方米，较上年末增长约 58%。其中，2022 年美国/德国/英国/加拿大/日本分别新增 253/90/47/64/18 个海外仓，同比增加 27.35%/44.33%/20.98%/73.56%/17.31%。

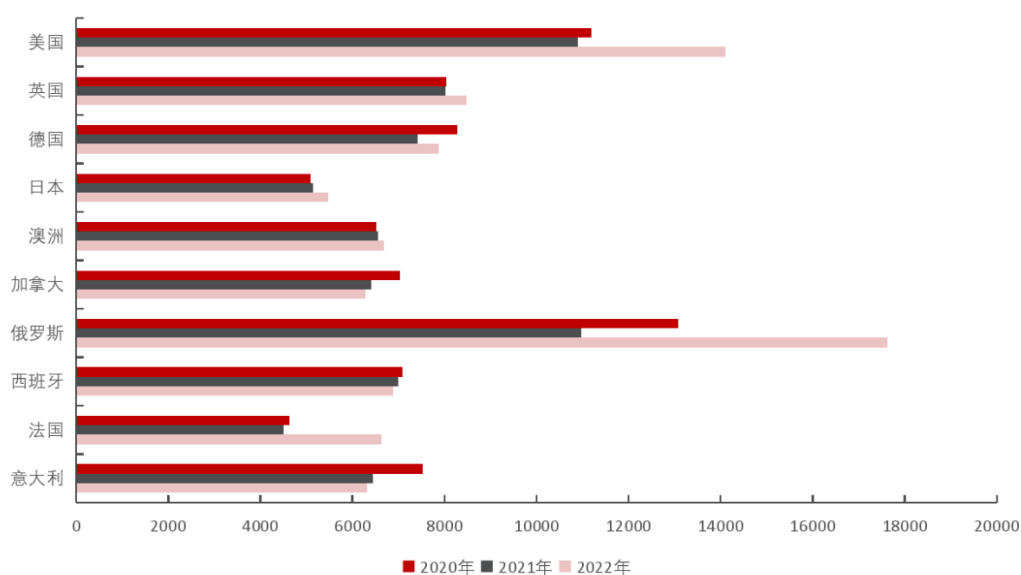
图9：2020-2022 年主要国家和地区海外仓数量(个)及增速(%)



资料来源：跨境眼，民生证券研究院

从单仓面积来看，海外仓规模化凸显。截至2022年在主要国家或地区中，海外仓单仓面积最大的前五的国家或地区为俄罗斯/美国/英国/德国/西班牙，平均单仓面积分别达到1.76/1.41/0.85/0.79/0.69万平，呈现出一定的规模化趋势。

图10：2020-2022 年主要国家和地区海外仓平均面积（平方米）



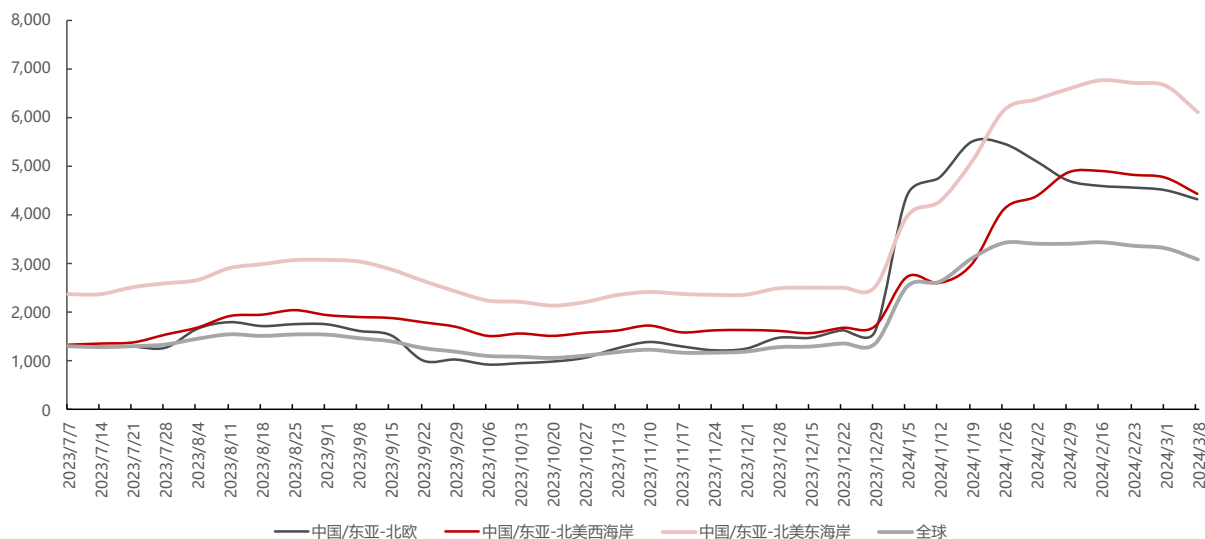
资料来源：跨境眼，民生证券研究院

23Q4 受红海危机影响，海运费用全线大幅上涨，欧洲影响较大。春节前，受

红海紧张局势叠加集中出货运力紧张，带动了多航线的运价上涨；波罗的海集装箱运价指数(FBX)中国-北欧/中国-北美西/中国-北美东航线分别由 2023 年 11 月 3 日的 1249.4/1608.8/2357.0 上升至 2024 年 1 月 16 日的阶段性高点 5455.6/4099.0/6152.0，涨幅分别达到 336.7%/154.8%/161.0%。

春节后需求疲软，海运费有所回落，但红海危机影响或持续至 24H2。 春节后货运需求疲软，波罗的海集装箱运价指数有所下跌，中国-北欧/中国-北美西/中国-北美东航线运价指数分别由 24 年 2 月 2 日 5097.2/4367.20/6372.60 下跌至 3 月 8 日的 4312.8/4419.2/6107.0。据上海航运交易所披露，3 月 1 日上海港出口至欧洲基本港的市场运价（海运及海运附加费）较上期（2 月 29 日）下跌 9.2% 至 2277 美元/TEU。地中海航线即期订舱价格也延续下行走势，市场运价较上期下跌 5% 至 3292 美元/TEU。在北美航线，运价继续呈现调整行情；上海港出口至美西和美东市场运价分别为 4262 美元/FEU 和 5747 美元/FEU，分别较上期下跌 9.1%、6.2%。虽然海运费上涨有所缓和，但仍远高于红海危机前的价格，马士基预计红海航线中断造成的影响将持续至 2024 年下半年。我们判断海运费上涨会增加商家物流成本，同时在船期不确定的背景下，商家为了保障有货率或将提升前置仓备货水位，催生额外海外仓需求。

图11：2023Q3-2024Q1 波罗的海集装箱运价指数 (FBX)



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

2.2.2 直邮模式：免除转运环节，货权转移发生在货物出口之前

直邮是指货权转移发生在货物出口之前的物流形式，即海外买家下单并完成支付后，国内卖家开始根据订单信息安排出运，以空运方式居多。这种模式下，卖家通常使用国际邮政服务或专门的跨境邮递服务，将商品以小包裹的形式邮寄给买家；买家也可以通过直接在跨境电商平台上下单，以快递服务的方式实现商品运

送。直邮模式避免了转运环节,使物流时间相对较短,关税、清关等手续由繁化简。因此其最大特点是简单便捷,适用于小型商品和个人消费者。直邮又可细分为**邮政、专线、商业快递**三种主流形式,它们在时效、轨迹可视性、价格等方面各有特点。

表1: 三种直邮模式特点

	商业模式	运输流程	时效	价格	丢包率	代表企业
邮政网络	邮政小包 邮政挂号 邮政平邮	 →  →  国内邮政 → 国际物流 → 目的国邮政	平均10-25天	低	高	各国邮政
国际专线	海外仓头程 FBM头程	 →  →  国内中转 → 国际专线(空运为主) → 目的国邮政	空运3-7天	较低	低	纵腾, 燕文, 外运, 华贸
商业快递	通过自建全球网络提供物流服务	 →  →  →  国内快递 → 国际干线 → 目的国中转 → 目的国邮政	空运2-4天	高	低	DHL, FedEx, UPS

资料来源: 灼识咨询《2023 跨境出口电商行业蓝皮书》, 民生证券研究院

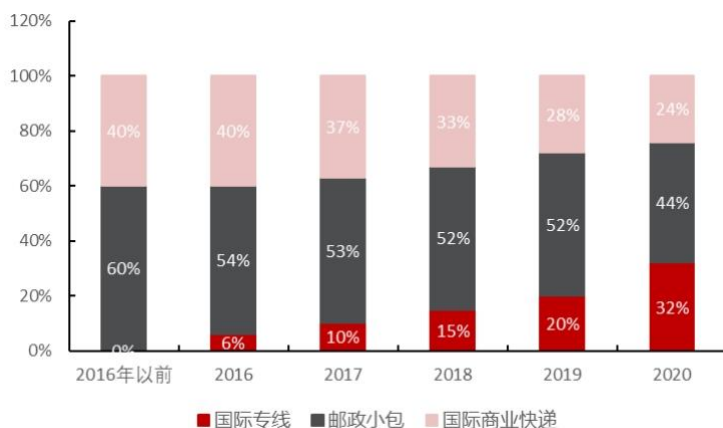
- **邮政小包:** 最传统的国际直邮系统, 依托于万国邮政联盟现有网络, 可以发送到全球 230 多个国家和地区的邮政网点, 实现对目的国市场的全方位派送覆盖。主要通过邮件互换局的特殊渠道实现快速通关与配送, 是长期以来最为主流的物流运输方式。中国在万国邮联体系中被列入发展中国家, 曾享受低于实际邮寄成本的低廉终端费, 差额由发达国家补贴; 2018 年 10 月, 美国启动程序退出万国邮政联盟, 邮政小包的价格优势大幅下降。

- **国际商业快递:** 主要依赖商业快递公司自身建设的全球网络以及强大的 IT 信息系统进行出口、运输、清关与配送等, 头部企业有 DHL、UPS 和 FedEx 等。其时效最快, 一般为 3-7 天; 同时价格最高, 起重 (按 0.5KG 计) 价格基本在 100-250 元, 适用于对时效要求苛刻、高价值的商品。

- **国际专线:** 将航空干线与商业或邮政清关、目的国尾程派送进行整合, 并为客户提供个性化服务。其时效性 (约 10 天左右) 和价格介于邮政小包和商业快递之间, 适配中国海关专门推出的“9610”通关模式。该模式较为明显的劣势为其服务范围有限, 当来往某地区或某国的货量足够多时才经济可行。

直邮市场结构方面, 国际专线占比不断提升。 据艾瑞咨询数据, 邮政小包曾占据市场主导地位, 在 2016-2019 年占直邮模式比例稳定高于 50%, 但于 2020 年回落至 44%; 而国际专线性价比优势明显, 随着运输能力逐步提升, 其占比持续高增, 从 2016 年 6% 增至 2020 年 32%, 我们预计未来或将持续高涨; 国际商业快递由于性价比偏低, 从 2016 年的 40% 回落至 2020 年的 24%。

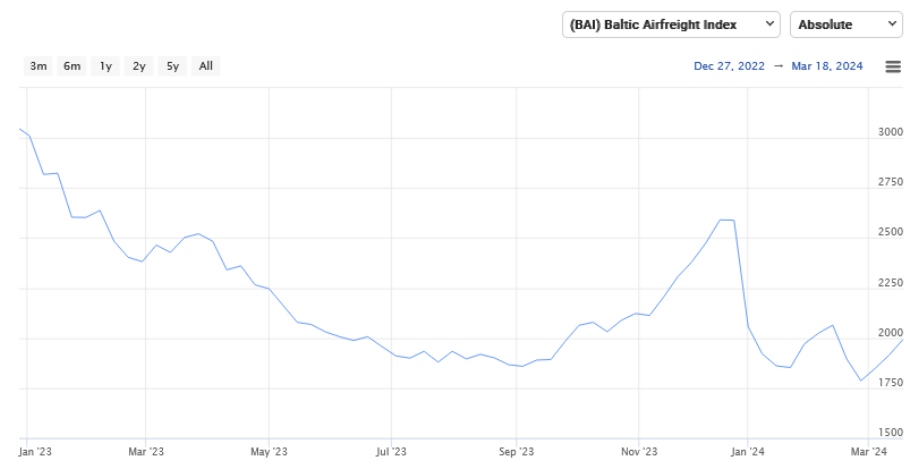
图12：2016年及以前至2020年直邮各模式市占率



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

跨境电商出口高景气带动国际航空货运需求高涨，已基本恢复疫情前同期水平。据中国民航局披露，2023年，民航全行业完成货邮运输量735.4万吨，恢复至2019年的97.6%，总的来看，行业运输生产呈现恢复稳健、运行安全、竞争有序的良好局面。在国际航线方面，2023年国际航线货邮运输量达279.0万吨，比上年增长5.8%。据民航局一月新闻发布会透露，2024年民航全行业运输总周转量、货邮运输量等指标预计将整体超过疫情前水平，货邮同比预计实现小幅增长。

受农历新年影响，2024年初航空货运需求强劲。据Flexport的最新报告显示，在农历新年前一周，从中国到北美和欧洲的航空货运价格分别飙升了14%和8%以上，但仍低于12月初的峰值。尽管目前受红海集装箱运输的中断和农历新年的季节性影响，但从中国到欧洲和北美的航空货运需求仍很强劲。全球航空货运需求和费率持续上升，在强劲的电子商务流量的支持下，吨位同比大幅增长。

图13：波罗的海交易所航空货运指数(BAI)自 23 年下半年以来波动较大


资料来源：TAC Index, 民生证券研究院

2.2.3 从“多快好省”视角看，海外仓潜力更大

海外仓满足商家和消费者对于“多快好省”的需求：

- **多：**对于尺寸较大需要走海运，销量较高的商品，海外仓可提前批量备货减轻爆仓风险。对于多平台卖家，海外仓使得大平台之间产品同步调配成为可能。但针对小单快反、SKU 种类繁多的品类，海外仓库存管理难度大，直邮小包相对更占优。
- **快：**消费者下单后，海外仓本地直接发货配送可有效缩短订单周期，提高购物体验的同时降低撤单几率。美国专线小包时效约在 10-15 天（包括清关、空运及配送），亚马逊 FBA 对部分商品支持隔日或次日达。
- **好：**海外仓使得退货处理及本地售后成为可能，退回的产品经过海外仓检验处理换标后即可重新上架售卖，减少了销毁带来的运营成本。海外仓的设立，让海外客户体验极速收货以及高效的退换货服务，不仅极大地提升了客户满意度，也降低了运输的费用。
- **省：**品类越重、仓发物流成本越低，据谷仓海外仓测算，从广州-美西 0.75KG 的汽配件，仓发成本与直发不相上下，但对于 3KG 小家电，仓发成本仅为直发 50%。

海外仓和专线具有协同效应，海外仓或拥有更大潜力。功能方面，专线后续的一件代发、中转分拨服务可与仓储共用一仓。**时效方面**，对于迭代较快的产品如时装类，专线+海外仓方能保障高效配送。我们认为前期直邮凭借门槛低&备货少&风险小实现快速成长，不过该业务多适用于迭代快/重量轻/价值量高的产品，随着跨境产品进入成长深水区（如批量化/大重量/高时效产品），海外仓凭借其显著优势将受到更多商家青睐。

3 降本需求催生海外仓发展, 适用于尺寸大、周转高的产品

3.1 卖家降本需求催生海外仓行业发展

3.1.1 海外仓发展已进入 2.0 时代, 服务商需面对卖家个性化需求

降本需求催生海外仓发展。早期跨境电商卖家的物流方式主要为邮政小包, 部分卖家为了降低头程物流成本, 在国内批量发货, 将商品寄存在海外亲友家中, 形成了海外仓雏形。梳理海外仓发展历程, 按服务成熟度可以将其划分为两个阶段:

2005-2014: 粗放发展时代。2005 年, 速卖通设立美国仓, 拉开了第三方海外仓全球布局的序幕。随后谷仓(纵腾)、出口易、万邑通、递四方(4PX)等“玩家”相继入局。在早期, 跨境电商卖家 SKU 较少、重量轻(普遍集中在 1KG 以内), 因此海外仓只提供最简单的入仓、人工上架等基础服务即可满足绝大部分卖家需要。2014 年前后, 卖家数量和 SKU 急剧增长, 商品品类、规格、重量日趋多元化, 同时货量急剧提高; 原有的海外仓服务水平难以满足需求, 开始出现了上架延迟、仓库空间利用率低下等问题。在该阶段中, 亚马逊于 2007 年发布 FBA, 将自身仓储及配送设施开放给第三方卖家, FBA 的发布在赋能商家的同时为亚马逊平台吸引了大量卖家入驻, 使其平台市占率进一步提升。

2014 年至今: 数字化赋能, 增值服务打出差异化。随着 SKU 愈发丰富, 卖家需求愈发个性化, 海外仓随之升级, 进入了 2.0 时代并呈现快速扩张态势。早期第三方海外仓的差异化并不显著, 随着普遍对接 ERP 系统, 以及 WMS 系统等信息技术的日臻成熟, 信息化赋能仓库管理。仓内繁复、易出错的工作得以减轻, 卖家也可以利用信息化服务实时掌握库存数据、退换货进度, 再加之专业操作方案及人才团队的加入, 使得海外仓全面升级。在提升效率的同时, 海外仓着眼于为客户提供更多增值服务, 如退换货重新贴标换标、重新打包、货物保养、维修等。

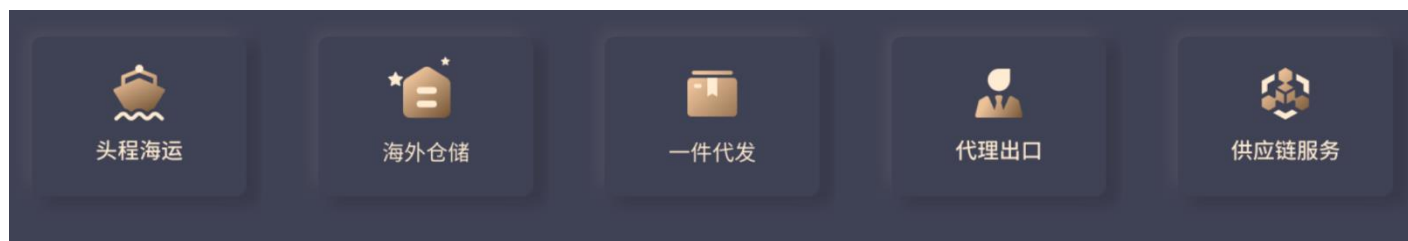
图14：传统私人仓库 VS 现代化海外仓



资料来源：Storage Wars，易达仓储，民生证券研究院

乐歌股份旗下海外仓在多仓自营基础上，为中大件产品跨境卖家提供一系列公共海外仓综合服务；包括海外仓储、头程海运、一件代发、FBA 转运、售后托管、出口代理、供应链服务等一站式跨境物流服务。

图15：乐歌海外仓提供一系列公共海外仓综合服务



资料来源：乐歌海外仓官网，民生证券研究院

3.1.2 海外仓竞争格局较为分散，亚马逊 FBA 引领行业趋势，三方仓中纵腾谷仓独占鳌头

中国最大海外仓企业为纵腾集团旗下谷仓，整体竞争格局较为分散。据运联智库数据显示，2022 年海外仓行业龙头梯队包括纵腾集团、万邑通、乐歌股份、递四方、阿里等。整体市场行业参与者众多，竞争格局较为分散。纵腾集团自 2009 年起开始布局海外仓，截至 2024 年，谷仓海外仓全球仓储总面积已突破 140 万 m²，在运营海外仓面积 160 万 m²。海外仓企业大多成立于 2010 年后，根据其服务地区和产品种类又形成数个细分市场；如专注于俄罗斯、乌克兰地区的艾姆勒海外仓，专注于大件商品的乐仓等等。

表2：主要海外仓参与者

企业	所属	面积 (万平方米)	海外仓布局		品类			
			起始时间	布局	3C	鞋服	快消	家具家电 (大件)
谷仓	纵腾集团	140 (截至 2024 年)	2009	欧美日澳等所有贸易发达国家	√	√	√	√
万邑通	万邑通	30	2012	北美 英国 亚洲	√	√		
乐仓	乐歌股份	28.82 (截至 23 年 9 月)	2013	美 英 德 日				√
无忧达	无忧达	37.16	2016	北美 英 德				√
递四方	递四方	100+	2009					
文鼎	文鼎	40	2013	北美、欧洲、澳洲和东南亚				
艾姆勒	艾姆勒	9.2	2021	俄罗斯、乌克兰				
大健云仓	大健云仓	74 (截至 23 年底)	2019	欧美日				
菜鸟	阿里	300 (运营面积, 含境内保税仓)	2015	全球	√	√	√	√
极兔	极兔速递	全球超过 450 万平米 转运中心 (包括中国)	2017	东南亚、欧美、中东	√	√	√	

资料来源：谷仓、万邑通、乐仓、无忧达、递四方、文鼎、艾姆勒、大健云仓、菜鸟、极兔公司官网，民生证券研究院（注：截至 2023 年）

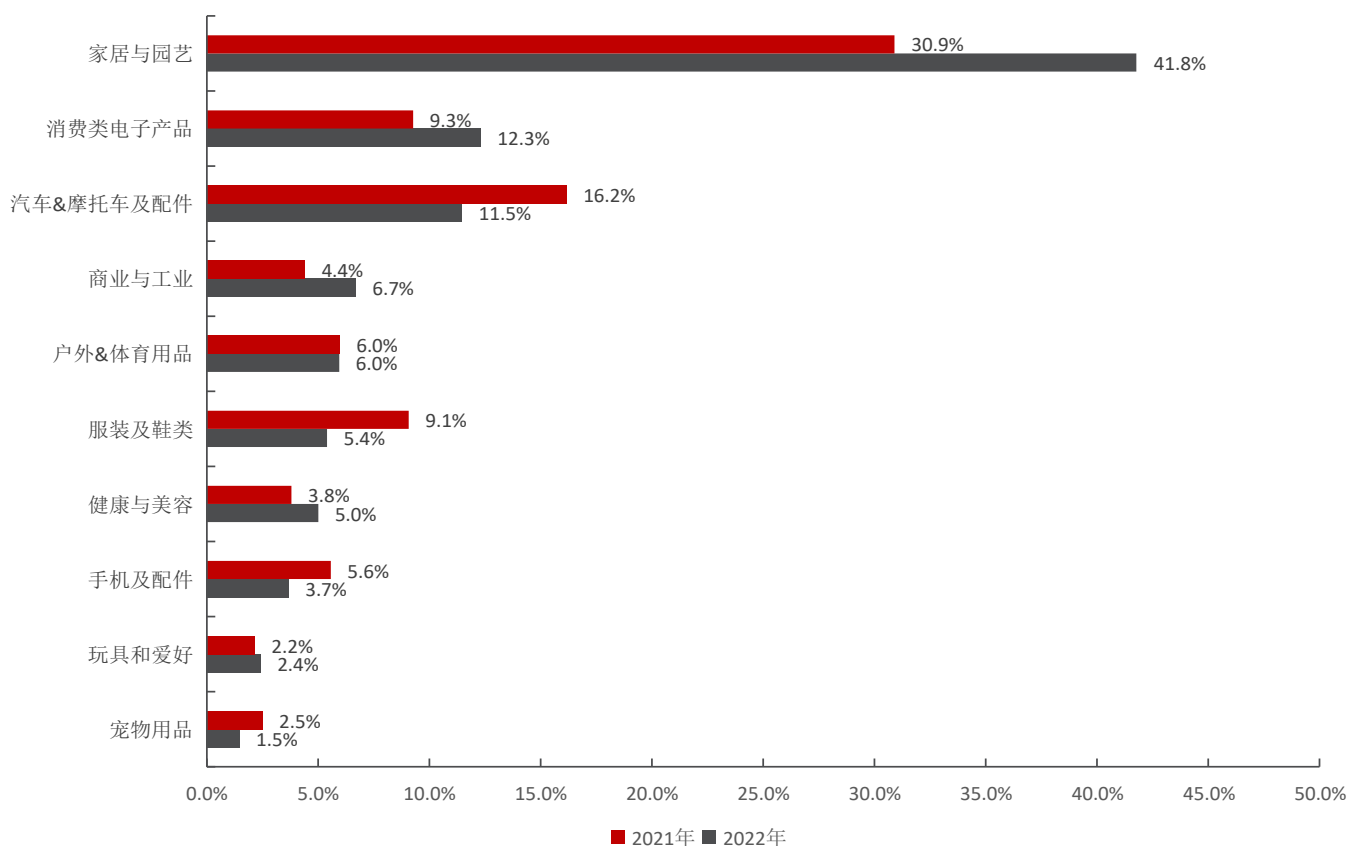
3.2 海外仓适用于尺寸大、周转率高的商品

海外仓适用于特定的产品类型，具体包括：**尺寸较大、高销量、快消品、季节性产品以及大宗商品。**

- **大件品**：尺寸、重量较大的商品，例如家居园艺、汽配等，大件品无法通过空运渠道，使用海外仓能突破产品的规格限制并降低物流费用。
- **高单价/高毛利的商品**：例如电子产品、首饰、手表、玻璃制品等，选择海外仓，可将破损率、丢件率控制至较低水平，为销售高价值商品的卖家降低风险。
- **高周转率商品**：例如时尚鞋服、快速消费品等畅销品，卖家得以快速响应订单并回笼资金。
- **强季节性商品**：例如旺季符合欧美节日主题的产品，对于节日消费品，配送时效要求较高。
- **单次出货量较大的产品**：虽然销售速度比较慢，但是已经形成一定的销售规模的产品。
- **直邮不支持的特殊商品**：如利润较高的液体类产品或带锂电池的产品等。

家居园艺、3C、汽配成为海外仓发货量最大品类。据跨境眼数据，从发货数据来看，2022年第三方海外仓发货量的前十品类分别为：家居园艺、消费类电子、汽摩配件、商业与工业、户外及体育用品、服装鞋类及配饰、健康与美容、手机及配件、玩具和爱好、宠物用品。

图16：2021-2022年海外仓发货品类订单占比TOP10



资料来源：跨境眼，民生证券研究院

3.3 平台仓 VS 三方仓 VS 自建仓

电商平台官方仓：指由跨境平台电商提供海外仓服务，以亚马逊 FBA 为主，其他平台如 Lazada, Shopee 等也拥有自营海外仓。FBA 的全称是 Fulfillment By Amazon，即亚马逊履约；亚马逊负责储存并管理商品，对商品进行捡货包装并提供快捷配送，并且提供当地语言、退换货等服务。使用 FBA 服务可有效提高商品在亚马逊网站的 listing 权重，帮助卖家得到“黄金购物车”等页面优先展示机会，可有效提高销售额；同时亚马逊高效的自配送及售后服务可缩短履约时间。但 FBA 也具有针对非标准尺寸件配送收费较高、仓储费用较高、自主性差等缺点，且不支持其他电商平台。

图17: 亚马逊 FBA 示意图



资料来源: 亚马逊官网, 民生证券研究院

第三方海外仓: 由第三方服务商搭建, 卖家需付租金, 例如谷仓海外仓、万邑通海外仓、PX 海外仓等。第三方海外仓模式下, 卖家可以享受到专业的跨境物流一站式解决方案, 而且能满足不同卖家的个性化需求; 卖家可以以相对较低的成本获得海外仓服务, 部分第三方仓能够提供专业的智能化云仓系统, 提供商家操作、下指令、查看物流信息和库存等功能, 但相较自建仓可控程度较弱, 因此适用于中小规模的企业, 或自建仓未能全境覆盖需要第三方仓作为补充的企业。

卖家自建海外仓: 指卖家自费在目标国建设仓库、配置设备和信息服务系统, 例如乐歌海外仓。一般来说, 业务量大、资金链雄厚的卖家会因存在个性化需求、第三方服务成本高等考量选择自建海外仓。商家对于货物的分拣、运输、库存和订单处理拥有绝对的掌控权, 便于平台提高库存周转率, 保证平台对于整个物流环节的控制。但卖家自建海外仓需要租赁 (或购买) 土地、购买配套设施和雇佣当地员工, 后期还需要仓储物流系统和专业运营人员, 前期固定投资较大。**卖家自建海外仓往往集中在该商家主要销售市场, 覆盖率较低; 未覆盖部分一般选择平台官方仓和第三方海外仓。**

表3：平台仓、三方仓、自建仓特点对比

海外仓类别	模式	代表企业	运营主体	优势	劣势	适用商家
平台仓	由跨境电商平台提供海外仓服务	亚马逊FBA	电商平台	平台流量权重提升、配套服务优质高效、卖家省心	超标件配送费、仓储费较高；不支持其他平台	商品总量较小、入驻平台单一、没有能力运营海外仓的小规模卖家；所售商品多为亚马逊标准件的卖家
第三方仓	第三方服务商搭建，卖家租借	谷仓、万邑通、4PX	第三方服务商	成本较低、运营成熟、部分提供定制化服务	可控程度较低	入驻海外多平台的中小规模卖家
自建仓	卖家自费在目标国建仓	乐歌股份	卖家	满足个性化需求、物流环节完全可控	建设成本高、运营管理困难、覆盖率低	发货量大、资金链雄厚的卖家

资料来源：跨境眼，民生证券研究院

3.3.1 FBA 费用上调催生三方仓需求

近年来 FBA 多次上调履约费用，近期新增入库配置费与低量库存费。亚马逊跨境电商服务平台自 2020 年以来已经多次上调物流配送费用以及仓储费用，每年旺季收取“销售旺季配送费”更是成为了惯例。自 2024 年以来，亚马逊新增入库配置费与低量库存费；自 3 月 1 日起，针对平台帮助卖家调拨库存至距离消费者更近的运营中心时所耗费的成本收取入库配置费；4 月 1 日起，对于库存水平始终低于买家需求的标准尺寸商品收取低量库存费。据乐歌股份统计，2022 年亚马逊平均 FBA 费用较 2020 年增长 30%；亚马逊宣布自 2024 年 2 月 5 日起，美国尺寸分段和费用变更，中大件产品较 2023 年配送费用上涨 30%-40%。

表4：近年来 FBA 上调费用部分案例

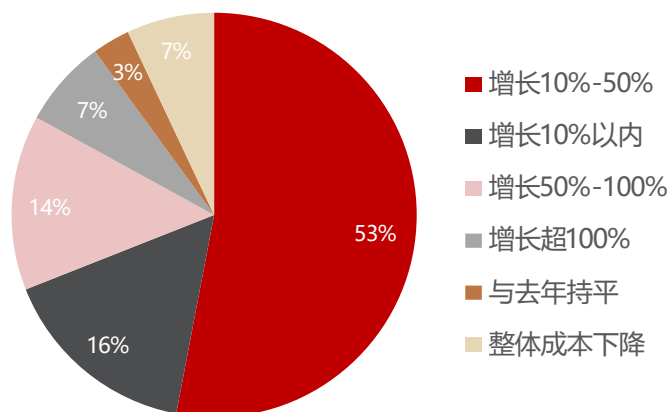
日期	项目	涨价幅度
2022 年 6 月 1 日	物流配送费	2%-3%/件
	物流配送费	\$0.22/件
2023 年 1 月 17 日	非旺季月度仓储费	\$0.03-0.04/立方英尺
	旺季月度仓储费	\$0.2/立方英尺
2024 年 3 月 1 日	入库配置服务费（新增）	\$0.27/件(大件\$1.58/件)
2024 年 4 月 1 日	低量库存费（新增）	依据商品历史供应天数而定

资料来源：亚马逊全球开店官网，民生证券研究院

亚马逊卖家运营成本整体呈上升趋势。据艾瑞咨询整理，2021 年仅有 10% 的受访卖家表示整体成本下降或持平；分别有 16%/53%/14% 的卖家表示年度运营成本上涨了 10% 以内/10%-50%/50%-100%；更有 7% 的受访商家运营成本同比增长 100% 以上；我们判断运营成本上升主要由于仓储物流费用以及流量费用上涨。亚马逊仓储物流服务涨价主要是为了抵消不断上涨的运营成本，提高库存周转率，增加利润；如公司在 2022 年初涨价前的一次公告中披露：因疫情、全球供应链危机、劳动力紧缺以及线上购物需求激增等一系列问题，造成了各项成本上涨，

为了抵消今后将面临的高昂的持久性运营成本而涨价。

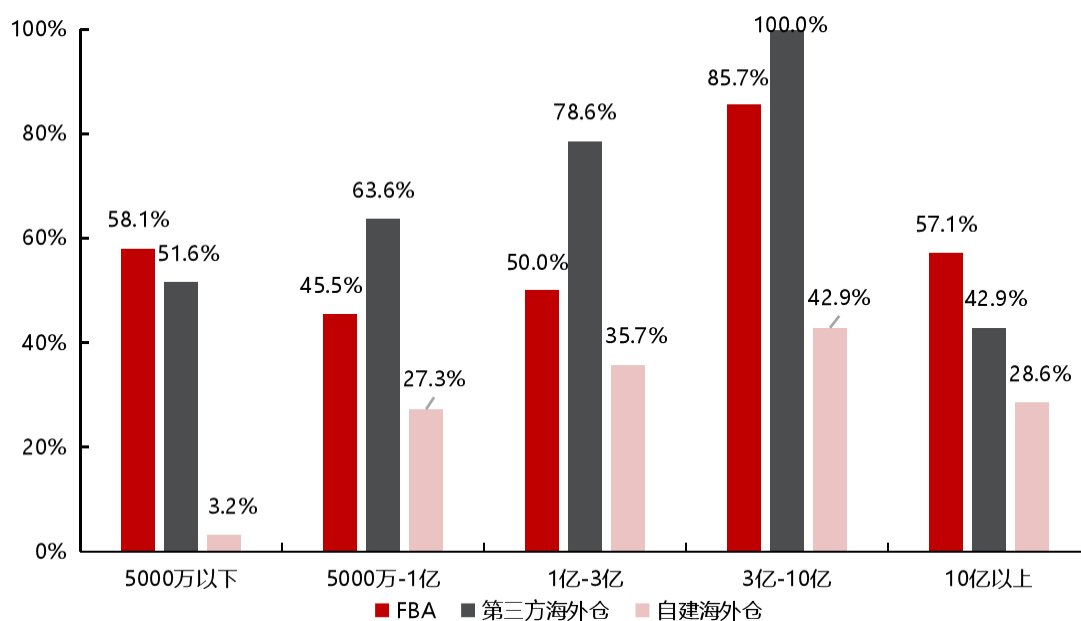
图18：2021 年 Amazon 卖家运营成本变化情况



资料来源：Statista，雨果跨境，艾瑞咨询，民生证券研究院

3-10 亿元营收规模卖家使用三方仓占比最高。据跨境眼针对超过 300 个卖家的调研数据，亚马逊多次上调 FBA 费用导致海外仓需求外溢，越来越多卖家倾向第三方海外仓。5000 万元以下/5000 万元-1 亿元/1 亿元-3 亿元/3 亿元-10 亿元营收规模的卖家，使用第三方海外仓的比例分别达到 51.61%/63.64%/78.57%/100%/42.86%；自建海外仓的比例分别达到 3.23%/27.27%/35.71%/42.86%/28.57%。

图19：2022 年亚马逊不同规模卖家（元）对海外仓的选择占比



资料来源：跨境眼，民生证券研究院

3.3.2 第三方海外仓在客户黏性、交付资源、履约能力方面壁垒较高

第三方海外仓综合壁垒较高。海外仓相较直邮是一种更为复杂的物流形式，它不仅涉及货物的存储和配送，还包括头程运输、仓储操作、尾程派送等一系列环节。对于第三方海外仓服务商来说，如何与 FBA 错位竞争并获得客户资源，除了保持更低的整体尾程费用外，在客户黏性、交付资源履约难度方面均存在较高的能力要求。

在客户黏性方面，FBA 头程交付更加标准化，第三方海外仓需要针对客户商品特点，在送仓时效和基于送仓准确度（是否分仓、是否丢件）的上架速度和准确度方面提供更高效并定制化的服务。**在交付资源方面**，第三方海外仓需要提供头程运输、仓储操作、尾程派送、退货换装等环节的综合服务，需要具备一定的仓储、配送、信息技术等资源。**在履约方面**，海外仓需要面对不同国家的法律法规、税收政策、物流配送等方面的挑战，需要具备较高的运营能力和风险管理能力。

图20：第三方海外仓服务流程



资料来源：谷仓海外仓，民生证券研究院

3.3.3 自建仓：大卖的必选项

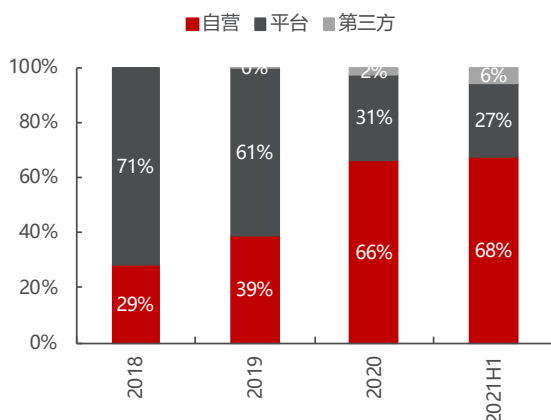
自建海外仓适合体量较大，资金实力雄厚的卖家。自建仓面临仓库租金、运营成本、对接平台、系统研发、团队搭建等支出，不仅要花费大量的成本，还要有强大的本地商业资源、人才资源作为保证本地化服务内容的支持。但对于达到一定体量的大卖来说，自建仓库在成本及灵活性方面更优。**成本方面**，若目标市场集中，较大的发货量能为卖家提供折扣优越的尾程账号；据致欧科技公告，线上 B2C 发货至客户的过程中，FBA 平台收取 17%交易费、3%仓储费及 24%运输费，合计 44%的相关交易费用；而如果通过自营仓或第三方合作仓自主发货，需要 17%平台交易费及 17%运输费，合计 34%相关交易费用，无需仓储费的情况下运输费亦较低，可节省 10%相关费用。**灵活性方面**，商家可以根据自身的需求和商业模式设计储运流程，例如独立选择仓库地点、储存方案、物流操作和管理体系，以满足特点要求并达成更佳配送时效。此外，只为自家商品服务的情况下，货物的 SKU 相对稳定，库存管理相对简单。

表5：线上 B2C 不同发货形式预估费率（2022 年数据）

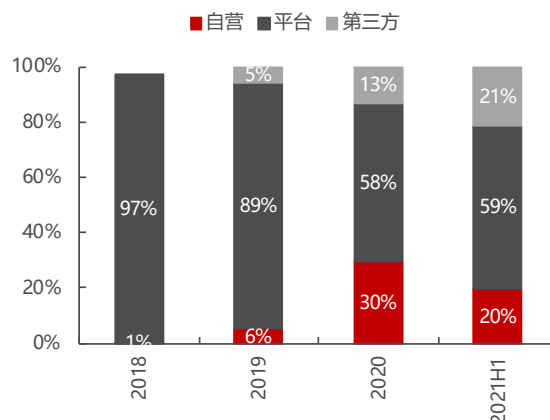
	平台交易费率	仓储费率	运输费	合计
FBA 平台仓发货	17%	3%	24%	44%
自营仓或第三方合作仓发货	17%	-	17%	34%

资料来源：致欧科技公司公告，民生证券研究院

致欧科技自营仓收入占比提升助力费率降低。公司率先在欧洲建设自营仓，2018-2021H1，公司在欧洲的收入中自营仓占比从 29%提升至 68%，自营仓成为欧洲的主要仓储、运输模式。而北美自营仓建设进度相对较缓，大部分收入依然通过平台仓实现。未来公司将持续推进自营仓建设，自营仓占比提升有利于销售费用降低。

图21：欧洲不同仓储模式收入占比


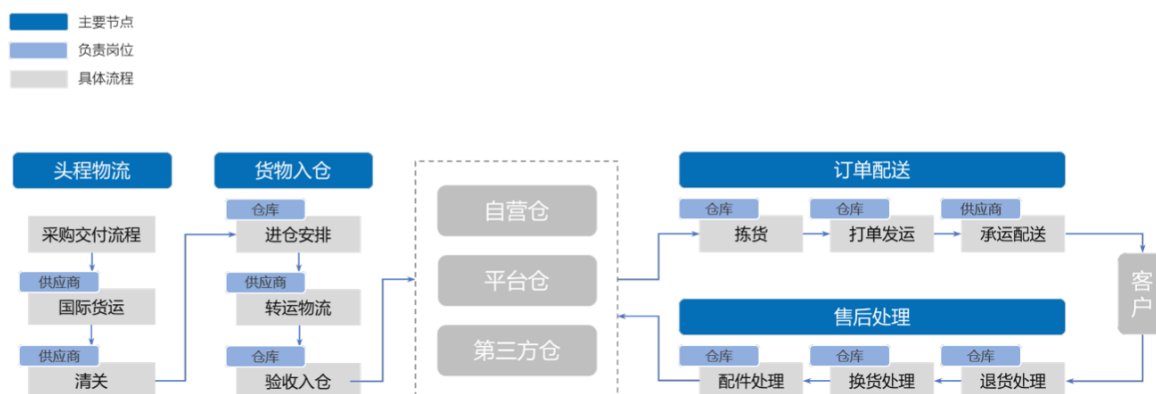
资料来源：致欧科技公司公告，民生证券研究院

图22：北美不同仓储模式收入占比


资料来源：致欧科技公司公告，民生证券研究院

自建仓与三方仓/平台仓互为补充。产品类型方面，不同的产品特征可能适用于不同的仓发模式，例如亚马逊 FBA 对于超标件收费较为高昂，卖家或针对中小件产品使用 FBA，针对超标件产品使用三方仓。**服务范围方面**，自建海外仓库通常局限于服务特定地区或国家，并无法覆盖全域市场，如美国地广人稀，通常需要多个仓库覆盖全境，卖家或以三方仓+自建仓结合的方式共同达到覆盖目的。例如致欧科技拥有“国内外自营仓+平台仓+第三方合作仓”的仓储物流体系；截至 2022 年 12 月 31 日，公司境内外自营仓面积合计超过 28 万平方米，并在尾程派送环节与 DPD、UPS 等当地知名物流公司建立了稳定合作关系，形成了高效稳定的尾程派送能力，其中欧洲地区自发配送时效实现 2-3 天达。

图23：致欧科技采用多种仓储模式结合



资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

3.4 小件仓 VS 大件仓：产品特性决定不同仓储条件

3.4.1 大件商品对于仓库存储条件要求较高，需要更高货架、更大面积

小件商品与大件商品对于仓库存储条件需求不同。大件商品要求一定的储存高度，需要高货架、特殊叉车、狭窄通道；而小件商品需要周转快，要求高备货与统筹能力。根据具体的产品特征，海外仓所需要提供的服务各有侧重：

家具家电： 家电家具多为高货值产品，且易受损，部分为异形货，对运输质量要求高；备品备件 SKU 多、数量多，重量轻、体积小，需与整机分区管理；整机体积大、重量重，海外维修困难，退回国内物流成本高。需针对大货匹配一系列设备货架和库内服务，支持区域间调拨库存，线上线下统仓共配，实现客户分销网络一体化、全渠道库存打通统仓共配，降低库存管理难度。

图24：大件商品入驻海外仓案例



资料来源：谷仓海外仓公司官网，民生证券研究院

快消品：快消品的“快”属性天然契合海外仓，快消品大部分是必需品，库存周转快，需保持一定量的安全库存，及时、稳定补货尤为重要；快消品最适合全渠道销售，线上+线下、2B+2C，比较考验备货和统筹能力；部分个护/清洁类、食品类需要仓库具备有效期管理条件。

3C：消费电子为跨境电商出口大类，包含一部分智能家居，大多产品带电，货值较高，且体积小，怕潮湿和磕碰，新品发布频繁，出入库波峰波谷大，比较考验产能的灵活安排，在物流环节对包装、存储的环境要求较高。需要高货值和电池管理经验，搭配多元化的出库场景（一件代发、样品订单、渠道供货等）。

表6：不同产品特点及仓储条件

产品	货值	体积	仓储条件
家具家电	高	大	需要针对大货的货架及配套服务、设备
快消品	低	小	要求高周转、稳定的库存；食品类要求有效期管理条件
3C	较高	小	需要防潮湿、防磕碰；储存环境要求高

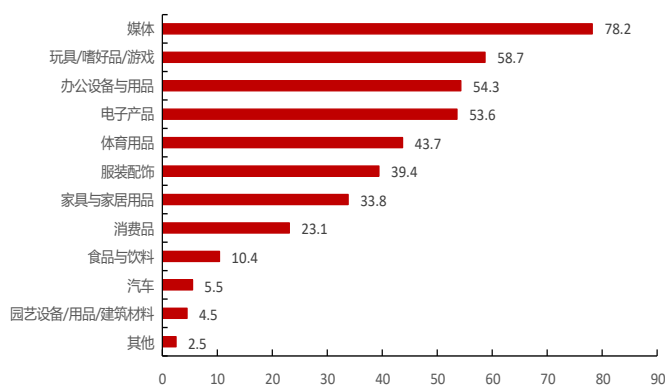
资料来源：谷仓海外仓，民生证券研究院

仓库面积方面，大件仓库对面积的要求较高，大/小件仓兼容难度大。小件仓两千平方英尺就足够开展业务，但对于大件仓来说，上十万平方英尺也极为常见，有时候仍会出现库容不够的情况。相配套的，大件仓需要拓展更多的叉车、工作台、卡车和尾程配送资源。品类属性差异决定大/小件兼容难度大；大件与小件货架在适用货品体积方面难兼容，且区位布局（靠近港口 vs 城市）也有差异，因而平台

布局大件需要重新租新仓库&购置仓库，亚马逊大小件分仓运营模式印证这一点。

早期小件仓为主流，主因大件商品线上渗透率较低&小件仓坪效更高。尺寸较大（物流成本、服务属性较高、需要安装、售后等）的商品线上渗透率相对小件较低：2022年美国家具与家居/园艺设备、用品、建材线上渗透率分别为33.8%/4.5%。同一口径下，美国在生命周期较短、尺寸较小的品类例如电子产品/服饰的线上渗透率分别达到53.6%/39.4%。而对于海外仓运营方来说，相较单位仓库容积能容纳更高货值的小件品，大件商品的存储成本更高；同时小件品时效性较强、周转较快，整体坪效更高。我们判断随着聚焦大件品的海外仓等物流设施完善，大件品渗透率提升仍有较大空间。

图25：2022年美国各品类线上渗透率（%）

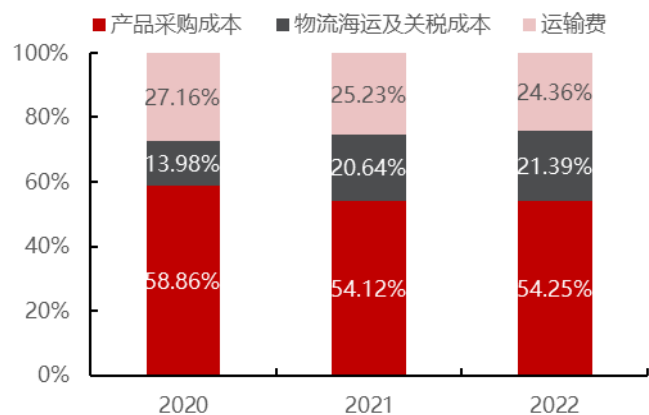


资料来源：OBERLO，民生证券研究院

3.4.2 相较 FBA，使用第三方仓库配送大件商品可有效节省尾程运费

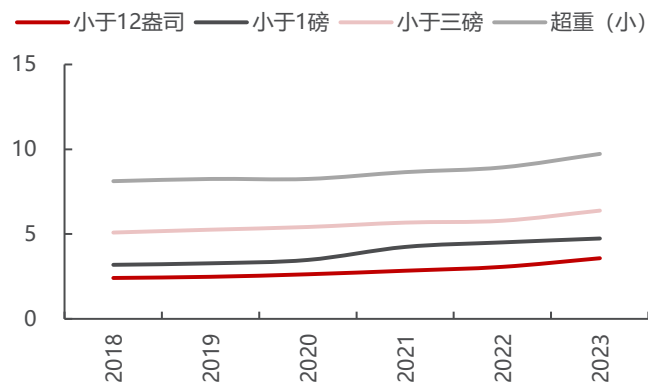
大件商品无法空运直邮，关税+海外仓+尾程物流成本高昂。以大卖致欧科技为例，公司所售尺寸较大的非标准件全部采用海运+海外前置仓的运输模式。据公司披露，2022年产品采购成本/物流海运及关税成本/运输费分别占主营业务成本的54.25%/21.39%/24.36%。该项运输费用指“海外仓-消费者”的尾程运输费，结合公司2022年31.65%的毛利率来看，即售价100元商品中成本占68元，其中约有17元用于尾程物流运输；同时仓储费用被纳入销售费用，实际“仓储+分拣+运输”尾程费用更为高昂。而从电商平台海外仓角度来说，以亚马逊FBA发货模式为例，不同商品尺寸适配不同发货模式。FBA在标准件方面，成本&时效都具有绝对优势，但如果货物体积较大，那么在运输过程中所占用的空间会增加运输成本，从而影响配送费用。显然，大件非标品在直邮或电商平台仓储的物流成本都较为高昂。

图26：2020-2022 年致欧科技主营业务成本拆分



资料来源：wind，民生证券研究院

图27：2018-2023FBA 对不同商品尺寸费用变化（单位：美元）



资料来源：亚马逊公司官网，民生证券研究院

相较 FBA，大件使用三方/自建海外仓可有效节降尾程物流成本并提高净利率。

大件商品的 FBA 物流成本极高，据雨果跨境数据，20 磅以上的商品通过海外仓转运或发货，可以极大降低卖家的综合物流成本。通过优质且高折扣的尾程账号，可以有效帮助大件卖家节省尾程物流成本。据乐歌股份乐仓海外仓官网披露，相较于使用亚马逊物流（2024 年 2 月 5 日后价格），使用乐仓海外仓运送椅子/健身器材产品分别可以节省 53.6%/35.1%的物流配送成本。参考 JungleScout 数据测算，以大件产品皮划艇为例，假设产品采购成本占售价 40%，FBM 市场推广费用高于 FBA 模式 2%，则 FBA 模式净利率 60.4%，FBM（商家自发货）模式 71.9%。

表7：采用第三方仓库配送大件商品成本远低于使用亚马逊配送

产品	尺寸	类别		2023 年亚马逊配送物流价格		24 年亚马逊物流配送价格 (2 月 5 日后)	24 年乐仓配送物流价格	节省费用
		23 年规则	24 年规则	非旺季	旺季			
椅子	35*23*10inch	小号大件	超大尺寸 50-70 磅 (不含 50 磅)	\$33.67	\$34.67	\$45.37	\$21.04	53.6%
健身器材	50*24*12inch	中号大件	超大尺寸 70-150 磅 (不含 70 磅)	\$62.31	\$64.81	\$79.56	\$51.67	35.1%

资料来源：乐歌股份官网，民生证券研究院

3.5 小仓 VS 大仓：更大仓库面积可摊薄固定投入，提升单位面积产出

海外仓运营端存在规模效益，增加仓库面积可降低单方成本。海外仓属于重资产投入，仓库购买/租赁，叉车、货架、上货系统等设施投入均对资金提出较高要求，尤其是在美国这样的成熟市场，随着物流巨头陆续加入，规模化已是大势所趋。

相比中小型仓,更大的仓库有利于提升运作效率、加大单位面积产出降低多仓库的固定投入损耗,进而降低海外仓的运营成本,优化资本结构,提高管理效率。

以乐歌股份为例,公司出于财务考量对现有海外仓进行优化布局,在北美围绕核心港口,采用“小仓并大仓”的方式滚动发展公共海外仓,通过较低成本购置土地同时出售小面积仓库,在提升海外仓规模的同时加强对海外仓的运营成本控制。据公司官网披露,1千平方米/10万平方米的仓库总成本分别为300万美元/1.4亿美元,单方成本分别为3000/1400美元,即将仓库面积扩大一百倍可节省1600美元/平方米的单位成本。

表8: 不同仓库规模及单位成本

仓库规模 (m ²)	总成本 (万美元)	单方成本 (\$/m ²)	差异
1000	300	3000	
10000	2000	2000	1600\$/m ²
100000	14000	1400	

资料来源:乐歌股份官网,民生证券研究院

4 海外仓规模效应显著，增值服务增加客户黏性

海外仓核心竞争力在于便宜、高效率与增值服务。海外仓模式可以先将出口企业的货物批量发送至国外仓库，实现该国本地销售，本地配送。这种配送方式可以实现货物批量运输从而降低单位运输成本；货物品类聚焦可以获得低折扣；商品存储可以做到科学分区，仓储空间利用率高。海外仓的高效率核心在于科学选址，同时可以通过数字化（ARM）提高运输效率，节约配送时间。海外仓还可以提供一系列增值服务，包括头程干线、尾程车队、港口拖车、企业定制、保险与合规服务等，以上优势构成了海外仓的核心竞争力。

4.1 海外仓主要成本为租金，24 年美国租金增速有望放缓

4.1.1 自营海外仓最大成本为租金，房租/人力成本或分别占到运营成本的 58%/25%

自营海外仓最大成本为租金（狭义成本，不考虑尾程派送等运输费用）。以自营海外仓为例，其成本可以划分为如下四个部分：**1. 仓库租金和基础运营费用：**包括房租、水电管道费、装修费等。**2. 人员工资：**主管、仓管员、打包员、拣货员等人员工资；发达国家人力成本较高。**3. 仓库设备：**货架、叉车、打包机、PDA 等硬件成本；海外仓库存/订单管理软件购买成本。**4. 税费及杂费：**包括地税、附加税、许可证、保险、法律费用等杂费。其中，租金占成本大头，以位于美西港口的 1 万平方米仓库计算（合约 10.76 万平方英尺），按照 12 美元/平方英尺/年的价格计算，即年租金就高达 129 万美元。据我们测算，按照当下市场价格，租金或占到海外仓营业成本的 57.8%（不考虑仓外运输成本）。

表9：海外仓运营成本测算

成本项目	面积		单价 (美元)	总计 (美元)	占比
	平方米	平方英尺			
房租	10000	107600	1.0/平方英尺/月	1291200	57.8%
水电费等			0.8/平方英尺/年	86080	3.9%
保险	1 亿美元货值		824/百万美元货值	82400	3.7%
	人数	单人时薪	每日工作		
人员工资	10	19.15 美元	8 小时	559180	25.0%
税费/杂费			1.65/平方英尺/年	177540	8.0%
	个数	单价 (美元)	摊销		
叉车	8	2000	5 年	3200	0.1%
货架	100	275	5 年	5500	0.2%
ERP 系统	1	27800		27800	1.2%
总计				2232900	100.0%

资料来源：亚马逊、阿里巴巴、iota Communications、The Hartford、Indeed、CRANSTON、民生证券研究院

预付租金&商业地税占用大量资金，抬高海外仓运营门槛。海外仓租金交付方

式一般为预付，从一季一交到一年一交不等，同时也会收取一定押金；此外商家在租借期间需持续缴纳商业地税（Property Tax），一般含基本地税、附加税（各州要求不同）和补充税。美国自 2021 年以来仓储租金呈上涨趋势，为采用租赁方式扩展海外仓规模的企业带来挑战；同时资金占用为自营海外仓带来高运营成本，进一步提高海外仓运营门槛。

4.1.2 工业仓库租金持续上涨，加速行业运营成本分化

2023 年美国仓库租金增长 12%，24 年增速有望放缓。自 21H2 起，美国工业用途不动产平均净租金连续多个季度同比增速超过 15%，为海外仓运营方带来压力；23H2 租金增速放缓，但平均净租金仍然超过每平方英尺 10 美元/年。美国房地产中介机构 Colliers 预计美国工业平均租金在未来三年（2024 年-2026 年）内将持续攀升，但增速将放缓并趋于 5% 左右的历史平均水平。在部分租赁需求井喷的沿海港口地区，其租金远高于全国平均水平，甚至超过每平方英尺租金 20 美元/年。

图28：2019-2026 年美国工业用途不动产平均净租金（美元/平方英尺/年）及增速



资料来源：Colliers，民生证券研究院（注：净租金不含税费）

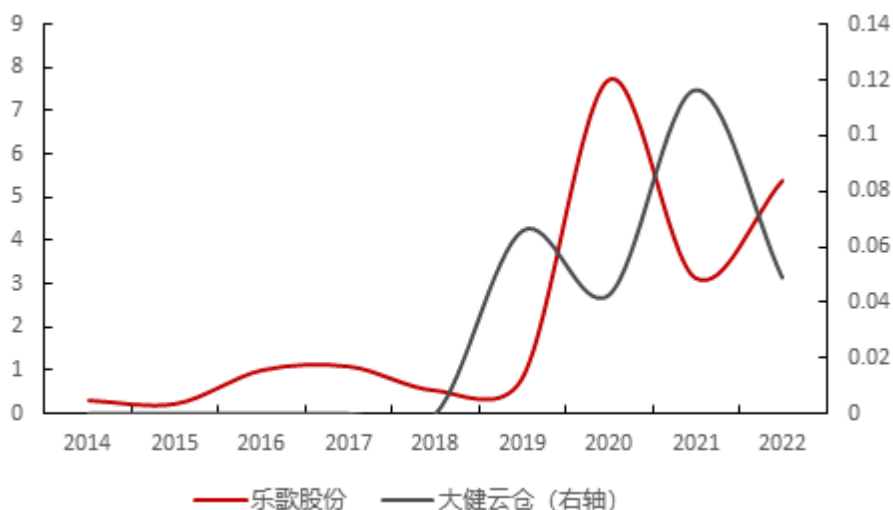
仓库租赁协议通常为 5 年，布局较早参与方成本显著优于市场。在仓租持续上涨的背景下，较早于房东签约的参与方能够以 5 年前的市场价格锁定租金成本。据乐歌股份公告，2023 年其美西加利福尼亚州仓库年持有成本为 4.51 美元/平方英尺，2023 年 1-9 月市场租金水平为 13.73 美元/平方英尺。据致欧科技招股说明书披露，2023 年 5 月-2024 年 4 月，其 4.1 万平米的美西仓库的月租金为 29.5 万美元，年持有成本约为 8 美元/平方英尺，远低于市场价格。此外，致欧科技该仓库自 2021 年起租至 2026 年，租金上涨幅度约为 3%/年，远低于市场超过 10% 的年增速，成本优势显著。

图29：致欧科技美国海外自营仓库租金水平（美元/月）

序号	承租方	出租方	国家	地址	面积 (m ²)	租金	租赁期限	用途
1	AMEZIEL	Palmtree Acquisition Corporation	美国	8291 Milliken Avenue Rancho Cucamonga, CA	41,173.70	2021.04.19-2021.04.30: 110,797.50 美元/月 2021.05.01-2021.05.31: 免租 2021.06.01-2022.04.30: 276,993.75 美元/月 2022.05.01-2023.04.30: 285,996.05 美元/月 2023.05.01-2024.04.30: 295,290.92 美元/月 2024.05.01-2025.04.30: 304,887.87 美元/月 2025.05.01-2026.04.30: 314,796.73 美元/月 2026.05.01-2026.05.31: 325,027.62 美元/月	2021.04.19-2026.05.31	办公、仓储
2	AMEZIEL	DISTRIBUTION FUNDING II, LLC	美国	Six Santa Fe Way Cranbury, NJ	18,952.22	2020.12.01-2020.12.31: 免租 2021.01.01-2021.11.30: 148,750.00 美元/月 2021.12.01-2022.11.30: 153,212.50 美元/月 2022.12.01-2023.11.30: 157,808.88 美元/月 2023.12.01-2024.11.30: 162,543.14 美元/月 2024.12.01-2025.11.30: 167,419.44 美元/月 2025.12.01-2025.12.31: 172,442.02 美元/月	2020.12.01-2025.12.31	仓储
3	AMEZIEL	Prologis USLV NewCA 1, LLC	美国	8599 Rochester Avenue Rancho Cucamonga, CA	14,157.08	2020.02.01-2020.04.30: 免租 2020.05.01-2021.01.31: 103,618.40 美元/月 2021.02.01-2022.01.31: 106,986.00 美元/月 2022.02.01-2023.01.31: 110,463.04 美元/月 2023.02.01-2024.01.31: 114,053.09 美元/月 2024.02.01-2025.01.31: 117,759.82 美元/月 2025.02.01-2025.04.30: 121,587.01 美元/月	2020.02.01-2025.04.30	仓储

资料来源：致欧科技招股书，民生证券研究院

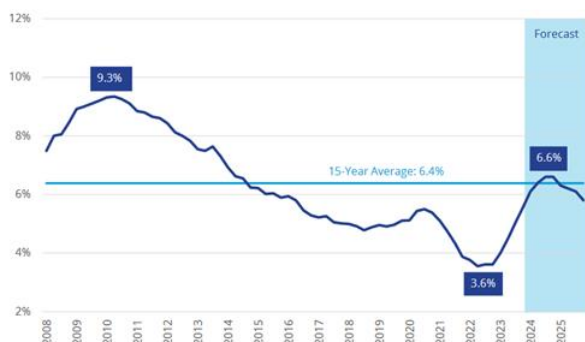
自 18 年起行业资本开支渐强，2023 年-2024 年或迎来换仓周期。从海外仓上市公司乐歌股份及大健云仓的资本开支情况来看，2018-2019 年我们观察到明显的资本开支上升。假设行业集中于 2018-2019 年开始海外仓租赁，结合 5 年租约，2023-2024 年将是集中换仓/新签约的大年，即承租方或将面临更高的租金成本。

图30：2014-2022 年代表海外仓企业资本支出（亿元）


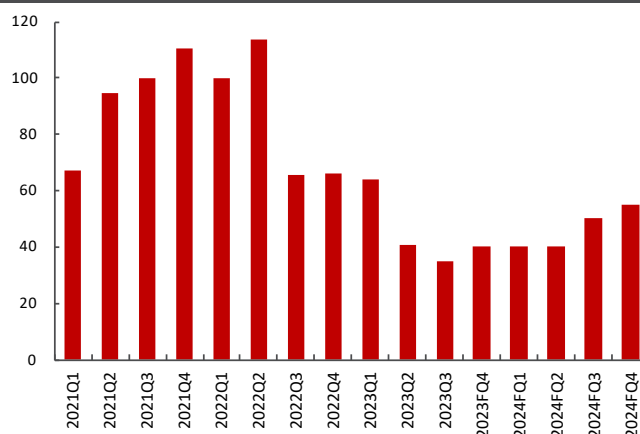
资料来源：ifind，民生证券研究院

2023 年美国工业不动产空置率上升 1.94%，自 23Q2 起新建仓库供应量降低，租金增速有望放缓。仓库高供应量叠加较为稳定的需求，美国 2023 年工业不动产空置率上升 1.94%，至 5.55%，为 2016 年第二季度以来的最高水平，但仍

远低于 15 年维度的平均水平 6.4%，CBRE 预计 2024 年下半年空置率将稳定在 6.6%左右。据 Colliers 统计，在全美 77 个细分市场中，有 71 个市场在 2023 年空置率上升，其中 31 个细分市场的空置率上升了至少 2%。我们判断随着新仓库供应减少，空置率有望下降，与此同时租金增速回归较平稳水平。

图31：2008-2025 年美国工业不动产空置率


资料来源：Colliers，民生证券研究院

图32：2021-2024 年美国工业用途不动产新建设面积 (万平方英尺)


资料来源：CBRE Research，民生证券研究院

4.2 海外仓在物流成本端具有飞轮效应，资深“玩家”具有先发优势

海外仓在成本上规模效益显著。头程费用方面，通过国内大批量集中出货最大限度地降低了费用，主要体现在国际干线运输成本的大幅削减。据运联智库测算，以上海发美西洛杉矶 (LAX) 10KG 普货包裹为例，直邮走空运 (假设平时价格 25 元/KG)，海外仓走美森快船至洛杉矶港 (15 元/KG)，海外仓物流成本为 330 元，而直邮为 500 元，较海外仓高出 34%。同时，从客户下单到收到货，海外仓时效约为 1 至 3 个工作日，而直邮通常需要 3 至 7 个工作日。

尾程费用方面，发货量越大，快递折扣力度越强；代发业务或贡献主要盈利。通过与当地快递运营商 (如 UPS、FEDEX 签订折扣协议，呈现发货件数越多、尾程派送越便宜的规模效益)。据乐歌股份官网举例，年包裹量达到 10/100/500 万个将分别享受 5.5/3.5/3.0 折账号优惠 (具体折扣与实际发货量及谈判结果相关，此处数据仅供参考)。仓储业务本身附加值有限，海外仓服务商可运用货量优势，对入驻商家提供代发业务，提升其盈利能力。

表10：海外仓发货包裹量决定尾程账号折扣力度（参考值）

包裹量		折扣		示例	
				原价（元）	折扣价（元）
1 万个包裹		城市经理折扣	8 折	100	80
需要 3-10 年	10 万个包裹	省级（州级）经理折扣	5.5 折		55
	100 万个包裹	大区经理折扣	3.5 折		35
	500 万个包裹	超级 VIP 折扣	3 折		30

资料来源：乐歌股份官网，民生证券研究院

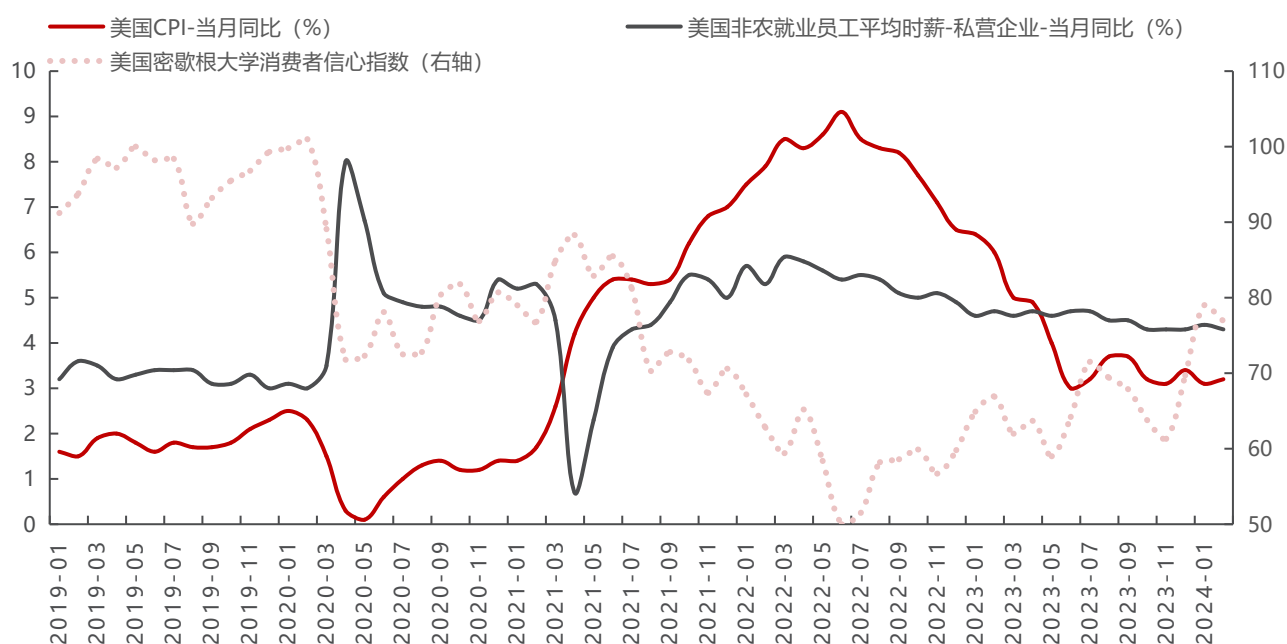
5 海外仓发展趋势：管理数智化&服务差异化

5.1 跨境电商繁荣，催生物流在内的配套服务产业升级

5.1.1 欧美消费下沉为线上消费增长提供稳定性，跨境电商改变传统供应链模式

通胀环境下欧美呈现消费降级趋势。自 2021 年 4 月起，美国 CPI 月度增幅持续保持在非农就业员工时薪的增速之上，物价上涨快于收入上涨，消费者实际购买力遭到抑制，该趋势直到 2023 年 5 月后才得到反转；2022 年初至 2023 年末，美国密歇根大学消费者信心指数持续保持在 70 以下；我们判断通胀环境下消费者对于产品“性价比”的重视程度提升，呈现一定消费降级趋势。

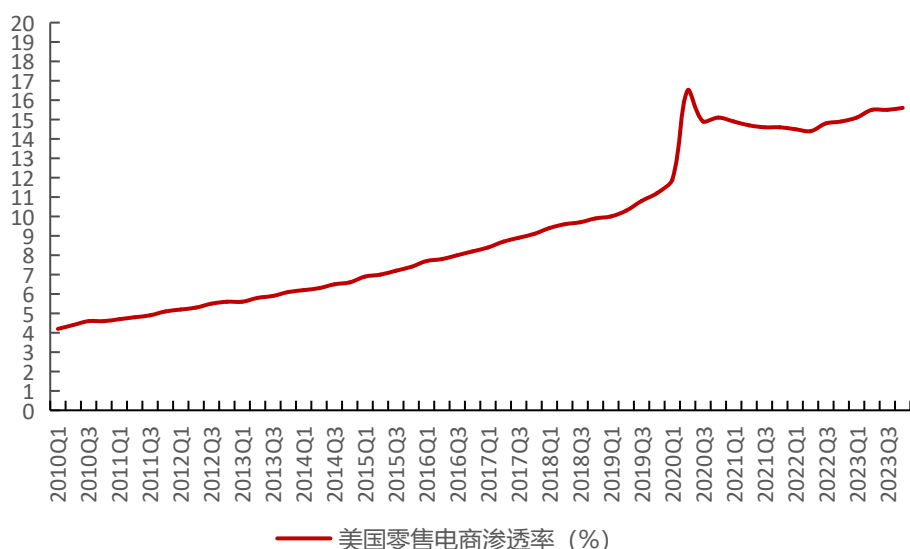
图33：美国 CPI 以及非农时薪月度同比增速（%）



资料来源：ifind，民生证券研究院

疫情改变购买习惯，加速线上渗透率提升。据美国人口普查局统计口径，截至 2023Q4，美国零售电商渗透率已经达到 15.6%。自 2020Q1 新冠疫情大规模传播开始，消费者出行受限的同时大量线下实体店铺暂停营业，消费者被动转向线上购物。我们观察到 2020Q2 美国零售线上渗透率达到 16.5%，环比陡增 4.6pct，此后线上渗透率一直维持在 14%以上的水平；我们判断疫情加速了线上渗透率的提升，并对消费者购物习惯造成较为长期的影响。

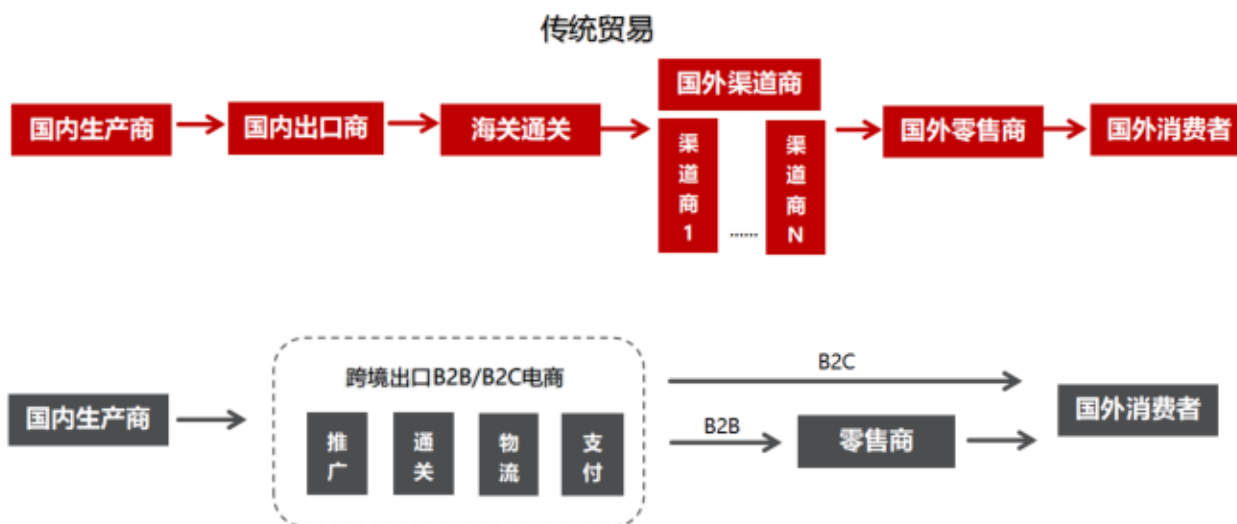
图34：2021Q1-2023Q4 美国零售电商渗透率 (%)



资料来源：CBRE Research, 民生证券研究院

跨境电商缩短了传统消费链条，为欧美消费者直供性价比商品。有了跨境电商的兴起，中国制造企业得以绕过代理商和线下零售巨头直达 C 端消费者，大量工贸一体企业、小贸易商通过电商平台直达消费者；中国以出色的制造能力实现产能外溢，为跨境电商物流带来广阔发展空间。

图35：传统贸易与跨境电商消费链条对比



资料来源：观研报告, 民生证券研究院

中国卖家占亚马逊 50%，2023 年 Meta10%的流量投放来自中国。海外电商平台中国卖家占比逐步攀升；从卖家端来看，2024 年中国卖家占美国亚马逊顶级卖家的近 50%，根据 Marketplace Pulse 的研究，2023 年中国卖家或贡献了第三方 GMV 的近一半。据 Marketplace Pulse 可追溯数据，中国卖家的贡献自

2016 年以来一直在稳步增长，中国商家在 Amazon 其他 20 个国际市场上的份额略低于美国。从流量端来看，Meta 表示，2023 年 Facebook 和 Instagram 的广告投放中，中国卖家的占比达到 10%，达到 136.9 亿美元；2021 年和 2022 年中国卖家投放占比为 6.5%，或因 Temu 平台尚未推出（Temu 于 2022 年 9 月推出）。

图36： 2017-2024 年亚马逊头部卖家中中国卖家占比



资料来源：Marketplace Pulse，民生证券研究院

5.1.2 跨境电商繁荣，供应链本地化需求刺激跨境物流行业蓬勃发展

跨境电商繁荣，催生物流在内的配套服务产业升级，三方服务商应运而生。第三方服务商在跨境物流供应链中抓住机遇，负责了供应链中的多个环节，包括交易达成、跨境资金在收付、跨境物流、代理出口、报关、财税服务，降低了国内商品出海的难度，为国内商家提供了便捷的服务。我们判断物流作为跨境电商出海中最重要的、不可或缺的环节，将伴随着跨境电商的繁荣持续发展升级，并赋能我国商家，使其在国际市场上竞争力进一步提升。

图37： 各细分跨境电商服务商在不同环节上为跨境电商企业赋能



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

海外供应链本地化进一步扩大海外仓需求。跨境贸易从货物出海，到现在越来越趋向“人才本地化”、“供应链本地化”；随着竞争趋于激烈，商家需要在前期产品设计、中期履约效率、后期售后服务各环节提供贴近消费者的响应。我们判断海外前置仓的快速响应优势将进一步凸显，针对海外仓的需求将持续增加。但同时，海外供应链模式升级的同时也带来了痛点：库存前置、库存本土化、整进零出模式带来资金占用问题；如何使得订单预测准确率提高、周转效率提升，成为卖家关注的重点。

Temu 推出半托管，首选合作具有本土履约能力的卖家，进一步拥抱大件品类。2024年3月15日，Temu在美国站点上线全新“半托管模式”。在Temu半托管模式下，商家可选择自行负责仓库和配送管理，完成货品履约，同时处理相关订单的逆向物流，而平台则可以为其提供灵活的发货选项(单件/多件合并发货)。相比之下，全托管模式只需要商家将货品配发至位于Temu在广东的国内仓，头程物流上平台也会给出推荐的物流解决方案和相应的运费补贴。此次开启的“本对本发货”模式，无疑为家具、家电等大件商品登陆Temu扫清了障碍，使得Temu进一步向成为真正的“全品类平台”迈出坚实步伐。

表11: Temu 全托管模式与半托管模式对比

模式	类型	备货	运营	物流
Temu 全托管	平台核价	商家负责： 选品、备货、寄样以及提供图片和基本信息 平台负责： 选品审核、审版、图审、核价以及上架到各国站点	平台负责： 投放、营销以及售后客服	商家负责： 头程配送至国内仓 平台负责： 集货、仓储、跨境运输、尾程投送及逆向物流
Temu 半托管	平台核价	商家负责： 开店、选品以及提供图片与基本信息 平台负责： 完善商品详情、协助比价，以及上架到所在国站点	平台负责： 投放、营销以及售后客服	商家负责： 仓库管理、发货履约、维护库存以及逆向物流 平台负责： 灵活的发货选项

资料来源：亿邦动力，民生证券研究院

5.2 海外仓将朝着管理数智化&服务差异化趋势发展

5.2.1 海外仓在中短期内竞争格局仍较为分散，但规模效应&先发优势显著

跨境电商物流行业整体竞争格局较为分散。据运联智库数据显示，2022 年跨境电商物流行业龙头梯队（年营业收入在 100 亿元以上）有三家，分别为纵腾、中国外运、递四方。运联研究院于 2023 年 2 月发布的《2022 年度跨境电商物流 TOP50》中显示，高居 TOP3 的纵腾、中外运、递四方合计名义营收 400 亿元，经调整后为 289 亿元，CR3 仅为 4.23%；CR5 为 6.07%，CR10 也仅为 8.12%；TOP50 第一梯队总营收仅占到全行业的 13.8%。

图38：我国跨境电商物流行业竞争格局较为分散



资料来源：运联智库，民生证券研究院

相较于跨境物流行业整体，海外仓规模效应更为显著。美国市场的第三方海外仓已呈现出明显向大仓发展的趋势；由于存在尾程账号折扣，因此货量越大议价能力越强，对外报价更具有吸引力；此外，在仓库租金不断上涨的背景下，较早入局的海外仓租金成本远低于市场价格，先发优势显著。

5.2.2 仓储智慧化：海外仓亟需提升数字化能力以提升库容使用率&订单准确率

相比普通仓库，海外仓库提供服务复杂度更高，信息化系统可提升其库容使用率&订单准确率。1) 降本增效是海外仓核心需求：传统海外仓的仓配履约中心在入/出库以人工作业为主，存在拣选效率低、仓储密度低等痛点；此外，疫情影响之下出现招工难、人工成本高昂（尤其是欧美国家）的难题，自动化作业可提升库容使用率并节省人工成本 2) 客户对于海外仓履约能力提出更高要求：疫后跨境电商竞争加剧，海外仓亟需通过智能化来协助、替代人工作业，实现更高的订单处理速度及准确率。从简易的 ERP 管理系统到数智管理系统，从人力/叉车搬货到 AMR 机器人，仓储智慧化可有效降低出错概率。例如，将最耗时间、最易出错的上架、搬运、存储等环节全部由 AMR 机器人接手；利用潜伏式机器人根据系统定位，快速精准分拣包裹，再自动送至工作站前处理。

以纵腾谷仓海外仓为例，谷仓通过数字化转型有效盘活数据价值，实现从计划、生产到销售全价值链端到端的可视化、可管理、可预测和协同迭代。谷仓已陆续在英国和美国落地建设 AMR 智能化仓储，投入数字孪生和旧仓改造工程，在海外仓服务的数据化、精细化运营夯实基础，为海外仓储智能化升级铺就一条可复制、标准化的道路。目前谷仓海外仓订单正确率高达 99.5%，盘点正确率为 99.7%，数智化基建有效提升其库容使用率 15%。

图39：谷仓海外仓数字化系统建设



资料来源：易仓官网，民生证券研究院

乐歌股份积极探索大件物流仓储自动化方案，公司自有 100 多名软件工程师 IT 团队，在原有 OMS 和 WMS 的基础上，根据业务需求持续深化物流信息化的建设，自研 TMS 系统实现“可视化物流”、尾端配送最优化对接、卡派业务对接，BMS 系统支撑财务自动结算。通过 JAVA 微服务的方式，乐歌海外仓的信息系统高可用性、高并发性更强，系统架构更加健壮，为未来提供更多客户服务和订单流量做好基础支撑。此外，**大健云仓**在 2023 年以 1000 万美元成功收购美国软件公司 Wondersign；这一战略性收购不仅增强了大健云仓的技术实力，还为其带来了推出创新行业解决方案——GIGA IQ。该方案的特在于可以实现产品目录离线访问，并实现交互式个性化产品推荐，客户也能够通过 GIGA IQ 系统找到并直接购买产品。公司预期该升级将显著提升大健云仓平台用户的交易体验，以及实体店零售客户的服务水平。

图40：大健云仓开发 GIGA IQ 系统实现产品目录离线访问



资料来源：大健云仓官网，民生证券研究院

万邑通在德国的仓库需要处理来自世界各地大量跨境商品，对仓储效率有极高的要求。为了解决在高流量的出入库操作中，尤其是在拆零拣选和处理大量 SKU 退货时人工作业效率低下的问题，万邑通与快仓展开了合作。通过采用快仓独创的、获得国家专利及系统场景型 CE 认证的 QuickBin 解决方案，万邑通成功实现了仓

储自动化的飞跃。该方案不仅覆盖了 8000 平方米的自动化区域，还部署了超过 180 台 QuickBin 机器人，将进出站效率提升至每小时 1500 箱。这一创新举措极大地助力了万邑通“料箱到人”仓库的建设，实现了 80000 个料箱的高效管理，显著提高了整体的仓储自动化水平。

图41：万邑通 QuickBin 解决方案成果



资料来源：快仓官网，民生证券研究院

5.2.3 服务差异化：完善增值服务以增加客户黏性

提供端到端供应链服务可提升与客户的长期关系。跨境电商物流服务链条长，商家对于“揽干关仓配”服务均有采购需求。对于全链条跨境电商物流企业来说，如若拥有海外仓储资源、国际干线运力资源、海外清关资源和目的国尾程配送资源，则能够为客户提供一站式服务，助力客户构建充满弹性、可靠、敏捷的端到端供应链，为客户多样性发展提供灵活解决方案空间，提升与客户之间的长期价值关系。

对于海外仓企业来说，除了以较优价格吸引客户以外，提供港口拉货、仓储定制等增值服务可提升客户黏性。海外仓客户类型多样，包括平台卖家、品牌商、独立站、工厂、工贸一体型商家、线下商超门店、分销商仓库。跨境物流费用高昂，海外仓企业需根据商品特征、客户类型设计仓库，并提供针对性库存管理、退货管理服务。**渠道支持方面**，支持中转入库、自发入库和 FBA 入库；**商品管理方面**，可满足普货存储、低温存储和电池存储，建设“高货值仓”“食品仓”“光伏仓”等专业仓储，并提供 3C、服饰、智能家居仓等行业解决方案。**出库流程方面**，支持标准出库、自提出库、仓配分离、销毁出库，退货支持原件退回、重新包装等增值服务。此外，海外仓企业需要与电商平台、本地物流公司建立良好合作关系，为客户争取更大折扣空间以维持自身行业竞争力。

图42：部分海外仓增值服务



资料来源：谷仓海外仓官网，民生证券研究院

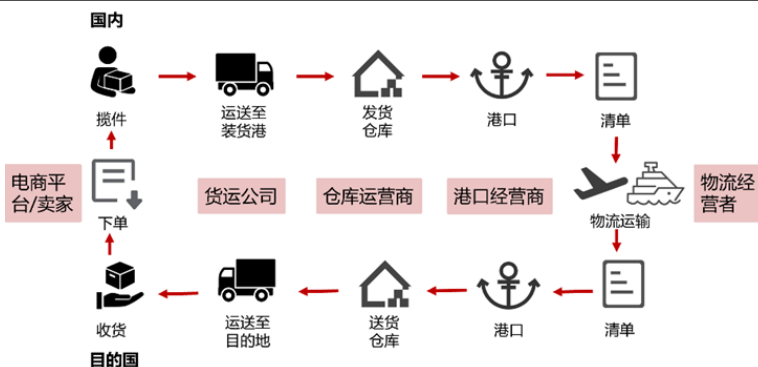
仓库是大件出海的必选环节，天然适合成为业务延展的支点。常规仓储服务仅限于储存存货人交付的仓储物，收取仓储费，亦或在此基础上提供上架、清点、出货、配送等配套服务。传统海外仓服务商若布局较早，则可凭借其先发优势在大件品出海红利期赚取尾程账号折扣差额；但与此同时，海外仓服务商也面临着收费环节单一、商品需求不确定、行业竞争加剧等风险。但持续创新的海外仓服务商能够为其客户提供仓储业务以外的附加服务，如撮合、支付、自营配送等。仓储是大件商家出海的必选服务，选择海外仓的大件商家具有一定的相似性，其面临类似的库存管理、交易撮合等痛点；掌握流量接口的仓储服务商可以此为基点延展附加业务。相较之下，国内本土物流企业难以直接接触拥有一致需求的商家流量，在客户资源方面天然处于劣势。跨境物流链条漫长且复杂，且需面对多重外部因素（如汇率、关税政策等）影响，国内本土物流企业所积累的经验难以在海外复用；相较于海外仓企业，国内本土物流企业难以直接接触商家流量，在客户资源方面天然处于劣势，故难以开展延伸业务。

图43：本土物流流程分解



资料来源：观研报告，民生证券研究院绘制

图44：跨境电商物流流程分解



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院绘制

以大健康云仓为例，从仓储服务向 B2B 交易平台延伸。大健康云仓以全新的供应链前置模式为家居企业提供了一站式跨境 B2B 交易解决方案；在公司 3P 模式业务下，公司为货架平台，为平台上的卖家和买家提供交易撮合服务，并收取服务费用。公司致力于通过数字贸易的形式改造外贸行业，打造全球家居流通骨干网；其

B2B 平台交易双方有两个角色：平台“卖家”（Seller）和平台“买家”（Buyer）。

- **卖家 Seller:** 供应商，在大健云仓 B2B 平台上发布货源，目前平台上的大部分卖家是家居工厂制造商。
- **买家 Buyer:** 经销商，在大健云仓 B2B 平台上选品、采购，将产品售卖到零售渠道。目前平台上的买家大部分是在 Amazon, Wayfair, Rakuten, Walmart 等等多国零售端渠道的卖家。

大健云仓的“供应链前置模式”可以由工厂先制造产品并将现货运输至海外，再直接对终端用户进行销售。该模式能够帮助跨境卖家抛开起订量、资金投入等供应链上的约束，进行轻资产模式运营。

图45：大健云仓 B2B 平台



资料来源：大健云仓官网，民生证券研究院

5.3 密集融资致行业竞争加剧，或利好出海卖家

2020 年后跨境物流企业融资进程加速。市场利好、政策偏好影响下，跨境电商物流行业吸引了大量的资本进场，头部企业几乎均在 2020 年前后获得外部融资。截至 2022 年 IPO 前大健云仓已获得京东在内的 5 轮融资；乐歌股份于 2021-2023 年间进行三次募资；纵腾已于 2020 年 7 月完成 C 轮融资并于 2021 年获得字节跳动关联公司参股。据观研网统计，截止至 2022 年 9 月，跨境物流行业共发生投融资事件 376 起。同时，我们观察到越来越多的跨境物流供应链企业顺势择时，走上 IPO 之路；仅在 2023 年就有多家企业出现上市动作：8 月顺丰发布公告称同意顺丰发行 H 股上市，9 月菜鸟向港交所递交上市申请文件，10 月，极兔速递于香港联合交易所主板上市；2024 年 2 月，易达云向港交所提交上市申请。此外，乐舱物流、泛远国际、三态股份、佳裕达、喜运达、锦江航运等企业均成功上市。

表12：2020年以来部分跨境物流企业融资事件

跨境物流企业	时间	事件
行云全球汇	2021年9月	完成由云锋基金，凯越资本，嘉实投资领投的6亿元规模C2轮融资
万邑通	2021年5月	创新工场领投C轮融资
纵腾集团	2021年8月	字节跳动关联公司北京量子跃动科技有限公司成为纵腾股东
无忧达	2022年3月	完成数亿元A轮融资，投资方为eWTP科创基金
大健云仓	2020年11月	完成新一轮融资，京东领投、元禾控股等跟投，总额达2.6亿元人民币
乐歌股份	2023年6月	拟向35位特定对象增发，募资5亿加建美国海外仓

资料来源：亿欧全球，雨果跨境，界面新闻，民生证券研究院

跨境电商行业高景气吸引多方“玩家”入场跨境物流，行业竞争加剧。本土物流、电商平台、传统货代中均有例子转入跨境电商物流业务。例如资金实力雄厚的京东物流，对于新仓配客户部分海外仓免除仓储租金；多个中小参与方也纷纷推出1-3个月不等的免仓租政策以吸引客户入驻。场内头部“玩家”纷纷拥有资本加持，参考递四方获得阿里旗下菜鸟网络注资，纵腾获得字节跳动、泰康人寿等投资。在前期需要大量资本开支的物流行业，结合不断上升的租金成本&尾程配送费用，独立作战的中小参与方利润或被压榨。

亚马逊推出供应链整体解决方案（Supply Chain by Amazon），或对跨境物流企业造成影响。据官网披露，这是一套覆盖全销售渠道的一体化、自动化供应链解决方案，帮助卖家以更便捷的操作、更快的速度、更低的成本将商品从工厂车间送到买家手中。具体来讲：亚马逊全球物流（AGL）负责国际贸易的头程；通过合作承运人计划（PCP）简化在销售所在国的亚马逊入仓分销网络（AWD）入仓；升级且价优的亚马逊入仓分销网络（AWD）；新的多渠道分拨（MCD）能力；向亚马逊物流（FBA）自动补充库存等。

图46：亚马逊供应链整体解决方案



资料来源：亚马逊官网，民生证券研究院

近期亚马逊推出头程/尾程运输服务，旨在进一步绑定卖家以抗衡新兴平台冲击。Amazon SEND 是包含海运环节的入仓服务，是由亚马逊筛选的物流合

作承运人将卖家入仓货件从中国发往目的国的亚马逊库房，给卖家提供了一站式 FBA 头程入仓服务。**Amazon Shipping 是亚马逊针对受邀卖家在美国本土推出的尾程派送服务**，将与 FedEx 及 UPS 直接展开竞争。该项目区别于亚马逊 FBA 的服务，允许使用亚马逊平台的卖家将亚马逊订单或外部订单配送至顾客手中，而无需将产品存放在亚马逊的仓库中。我们判断亚马逊此举一方面在于赚取物流环节利润，但更多在于保持卖家对于平台的黏性；尤其在 TEMU、Tiktok Shop 等新平台“全托管模式”的冲击之下，亚马逊决定以更灵活且完善的服务绑定其核心资源——卖家。

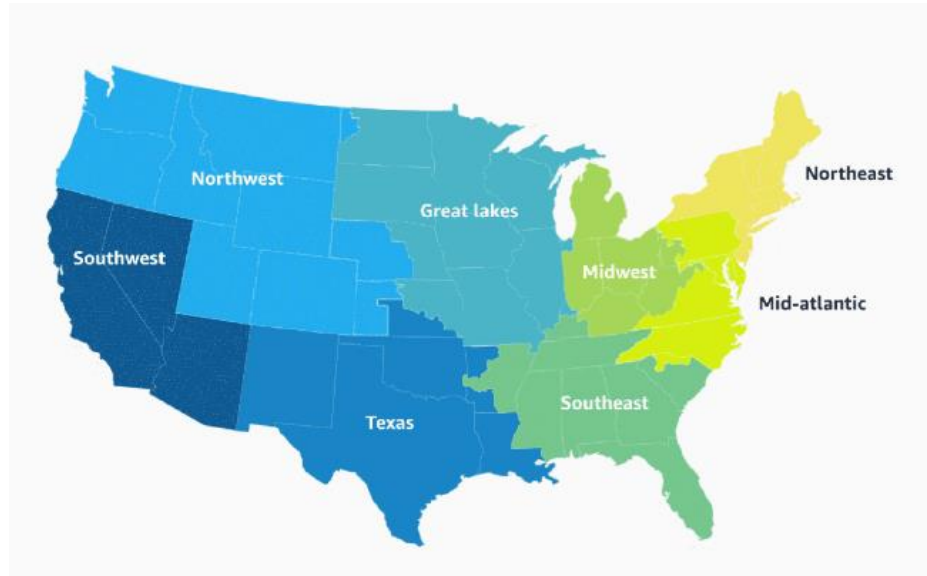
图47：Amazon SEND 方案



资料来源：亚马逊官网，民生证券研究院

亚马逊本土配送效率大幅提升，再次确认其北美电商平台标杆地位。近期亚马逊开始收取分仓费用，纵腾集团副总裁李聪认为亚马逊履约网络已经完成了新一代的更新。亚马逊的履约系统正在转向区域配送系统，形成八个独立的区域履约网络，每个区域内完全由 FC (Fulfillment Center 履约中心) 履行的客户订单百分比由 62% 上升至 76%，2023 年在 FBA 面积几乎没有变化的情况下销售额却实现 2 位数增长。亚马逊对于配送时效、库存周转、入仓准确率方面加强考核，进一步巩固其在北美电商平台的标杆地位。**该变化对大卖家来说更有利，由于备货量足够可以应付各区域的库存部署，换取更好的交付时效，从而获得流量支持并获得更低的尾程费用。对于小卖家来说库存周转管理、入库准确性要求更高。对于第三方海外仓服务商来说，在时效上与 FBA 差距被进一步拉大，加大分区建设成为海外仓发展重要趋势，进一步提高海外仓投资及管理门槛。**

图48：亚马逊 FBA 八大区域履约网络分布



资料来源：纵腾观察，民生证券研究院

短期利好卖家，中长期看行业或面临洗牌。随着跨境电商物流服务商数量的增加，为抢占客户资源服务商或进入“卷性价比”的循环，提供更低价格或更高效完善的服务。对于拟出海/已出海卖家来说，跨境电商物流门槛进一步降低。我们判断中小卖家将拥有更多选择，当业务成长至一定体量后，大卖或选择自建海外仓（如致欧科技、恒林股份等）以最小化物流成本。对于跨境物流服务商来说，维护客户多元化并提升核心竞争力，方能确定行业地位。

6 重点公司

6.1 大健云仓：携海外仓助力大件非标品出海无忧

“大健运仓”是从事大件商品出口的 B2B 交易平台，其所聚焦的商品为大型家居、家用电器、健身器材和园艺等国际大件商品。公司依靠国际化商业架构、自主研发的 B2B 交易系统及自营全球仓储物流，通过数字贸易方式改造传统外贸行业，为全球大件商品提供线上或线下综合跨境交易及交付服务，致力于打造“全球家居流通骨干网”。在 2023 年底公布的美国家居行业权威媒体《FurnitureToday》年度评选中，大健云仓同时获得“年度最佳电商技术公司”和“年度最佳物流技术公司”两项荣誉，并入围“行业领先创新者”类别前三名。

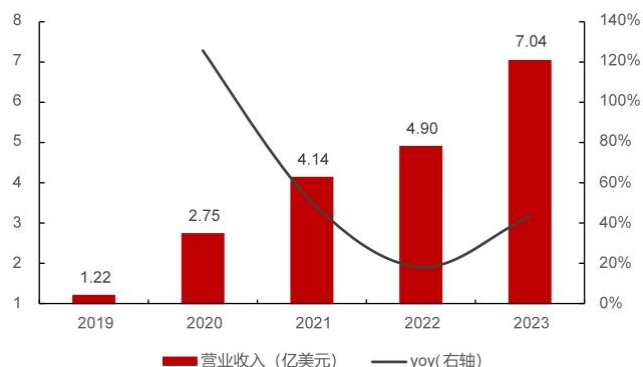
图49：大健云仓提供海外仓、B2B 交易撮合、尾程配送等服务



资料来源：大健云仓公司官网，民生证券研究院

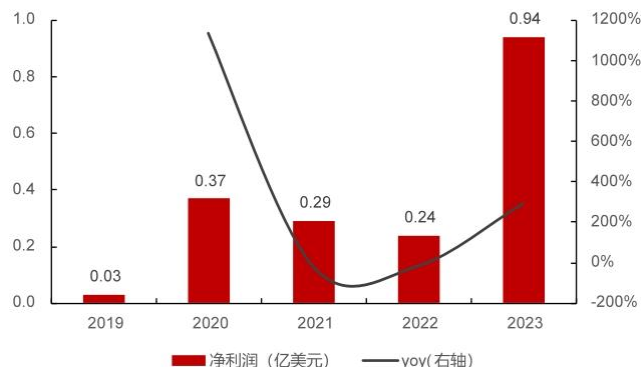
2023 年净利润同比增长 292%。公司成立于 2006 年，创始人吴雷曾担任新东方教育在线首任 CEO，2014 年公司逐渐将主营业务由人力资源服务转向大件商品的跨境 B2B 交易服务，并于 2021 年更名为大健云仓，2022 年 8 月，公司于美国纳斯达克上市。2023 年公司实现营收/净利润/调整后税息折旧及摊销前利润 (Adjusted EBITDA) 7.04/0.94/1.18 亿美元，分别同比增长 43.6%/292.6%/182.8%。

图50：2019-2023 年大健云仓营业收入及同比



资料来源：wind，民生证券研究院

图51：2019-2023 年大健云仓净利润及同比



资料来源：wind，民生证券研究院

公司优化家居跨境贸易从交易到交付的整个链路，拥有 74 万平仓库。“大健云仓”为家居外贸企业提供包括跨境零售渠道拓展与管理、供应链前置、海运、海外仓储及尾程配送等一系列服务。截至 2023 年底，公司在北美、日本、德国、英国等地拥有 30 多个自营的海外仓，总面积超过 800 万平方英尺（约 74 万平方米），较 2023 年初面积新增超过一倍。其中，2023 年 10 月公司签订的三个自营海外仓租赁合同正式投入使用，新仓库分别位于美国亚特兰大地区、加州洛杉矶地区和德国不莱梅地区。美国地区两个新仓面积超过 78 万平方英尺，美国仓群总面积增长 20.7%；德国地区新仓面积超 11 万平方英尺，德国仓群总面积增长 47.8%。

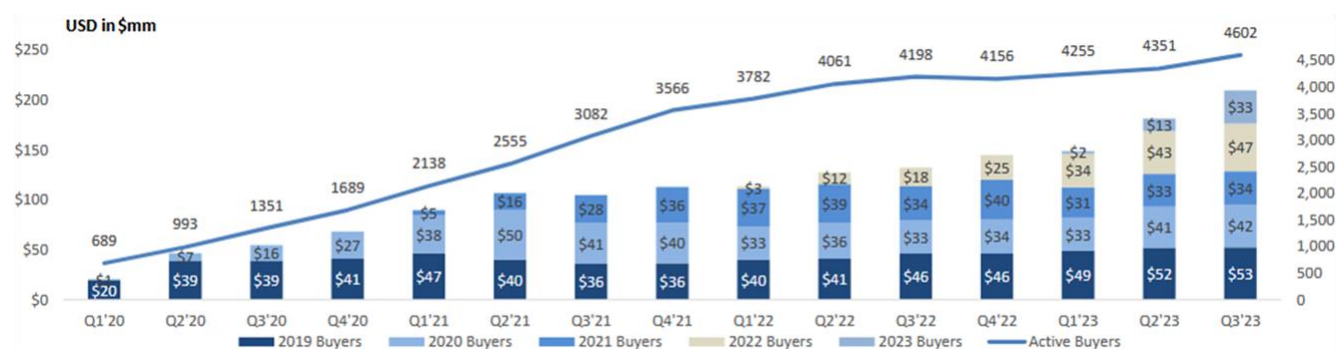
图52：公司分别位于美国亚特兰大/洛杉矶/德国不莱梅地区的海外仓，面积约 54/24/11 万平方英尺



资料来源：大健云仓官网，民生证券研究院

公司海外仓服务内容广泛，帮助多家公司实现“端”到“端”的全流程服务目标。除了传统的 1P 收入（自营收入）外，“大健云仓”还有不少的 3P 收入（第三方业务收入）。除了将自产商品放到海外仓外，公司同时承运第三方厂家的产品，这些存放于海外仓的“在岸”商品将面向平台上的所有零售商（即 buyer）向终端客户进行推广销售，待客户下单后，由大健云仓的海外物流完成尾程运输交付。截至 23 年末，公司拥有活跃卖家（Seller）/零售商客户（Buyer）815 家/5010 位，分别同比增长 45.5%/20.5%；2023 年第四季度平台 GMV 达到 2.55 亿美元，2023 年全年平台 GMV/3P Seller GMV 分别同比增长 53.3%/65.4%。

图53：大健云仓零售商客户数量（右轴，个）及其所创造 GMV（左轴，百万美元）



资料来源：大健云仓公司官网，民生证券研究院

6.2 乐歌股份：公司早期布局海外仓，实现全球仓储网络

乐歌股份在 2013-2023 年期间经历了海外仓储战略的发展，逐步扩大了其海外仓储网络，以支持业务增长并提高物流效率。乐歌海外仓以美国沿海枢纽港口区域作为重点发展方向，通过小仓合并成大仓的方式，扩规模降成本。截至 2022 年，乐歌除在美国核心枢纽港口区域自购的海外仓和租赁仓外，还在德国、日本等地也均设有海外仓，累计全球共 17 仓，面积 35 万平方米，其中通过全美 9 个核心港口和路基港口枢纽城市覆盖美西、美中、美南、美东，拥有超 300 个卸货月台、500 个集装箱泊位。

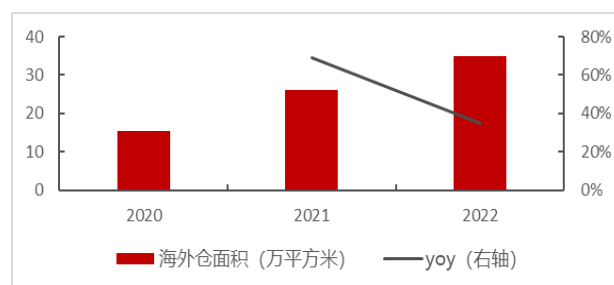
“小仓并大仓”策略：乐歌跨境电商公共海外仓创新服务综合体项目赋能跨境电商行业，深入“仓+网”建设，专注中大件商品的全流程物流供应链管理。乐歌持续对现有海外仓进行优化布局，尤其在北美地区，围绕核心港口稀缺资源，采用“小仓并大仓”的方式滚动发展公共海外仓，基于公司整体战略规划和海外仓布局，通过较低成本购置土地同时出售小面积仓库逐步完成“小仓向大仓转移”的战略，在提升海外仓规模的同时加强对海外仓的运营成本控制。

图54：乐歌海外仓全球布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图55：2020-2022 年乐歌海外仓面积（万平方米）及增速



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

乐歌的海外仓运营模式已经成功转变为多维度物流供应链管理解决方案，特别专注于中大件商品。该模式涵盖了从工厂到终端消费者的全流程物流管理，包括头程海运、目的港清关、目的港拖车、仓储管理、尾程快递、尾程卡派、反向物流以及客户价值提升等多个方面。乐歌的海外仓模式积极整合资源，建立全美物流网络，提供完整的货柜到港后的物流解决方案。此外，公司还注重信息化建设和自动化技术的应用，以提高效率和降低成本。

6.2.1 海外仓业务提高盈利潜力，为未来增长创造坚实基础

公司购买海外仓，转向重资产模式，旨在锁定远期成本，提高公司增长潜力。

公司于 2023 年 1 月 19 日出售了位于加利福尼亚州 6075 Lance Dr, Riverside, CA 92507 的海外仓，增加了公司当期资产转让税后收益人民币 3.62 亿元。公司在出售较小规模的自购海外仓后，在美国重要的核心港口区域进行土地储备，将远期的仓储成本提前锁定，同时提高了公司的议价能力，进一步提升了销售和利润的增长潜力。随着公司小仓换大仓战略的实施，乐歌海外仓的规模效应扩大，大仓整合资源能力、公信力、综合成本优势明显，跨境电商公共海外仓的盈利能力持续改善。

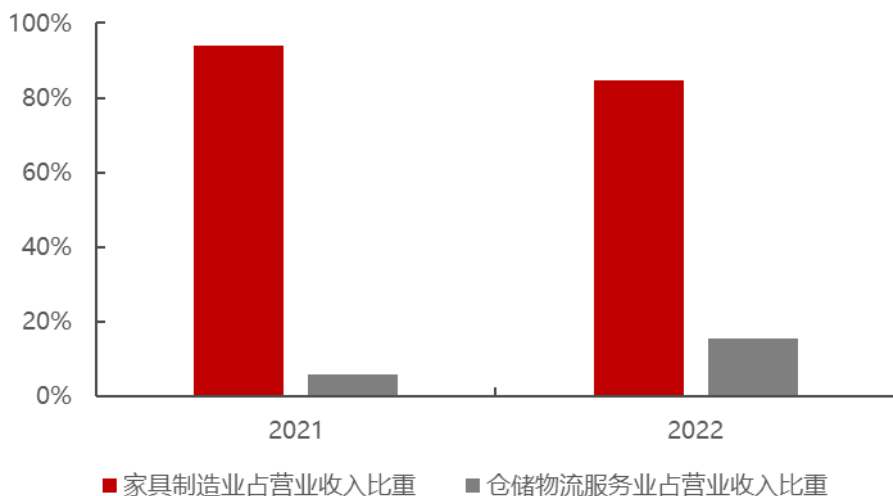
图56：加利福尼亚州 6075 Lance Dr, Riverside, CA 92507 海外仓



资料来源：LoopNet，民生证券研究院

乐歌的公共海外仓创新服务综合体项目给中小企业提供了全面的一站式跨境电商物流服务，进一步提升公司盈利能力。截至 24 年 1 月，公司累计服务超过 600 家出海企业，为中小外贸企业提供了高质量、优惠的物流服务，从头程海运到尾程快递，再到反向物流，形成了创新综合供应链解决方案。在 2022 年，公司的仓储物流服务业营业收入达 4.90 亿元，实现 186.35% 的大幅增长，占主营业务 15.28%/+ 9.32pct。2023 年上半年公司公共海外仓服务业务实现总收入 4.60 亿元，同比增长 76.38%，其中，向第三方提供服务收入 3.66 亿元海外仓业务正快速提高其盈利潜力，为公司未来的增长创造了坚实基础。乐歌的公共海外仓项目在为自身的跨境电商业务赋能的同时，通过服务中小企业，提高了公司的议价能力，并成为综合供应链解决方案提供商，为未来增长打下基础。

图57：2022年仓储物流服务占营业收入比重（%）上升9.32%

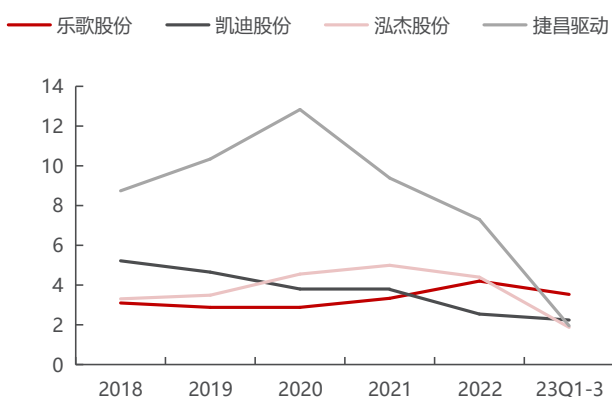


资料来源：公司公告，民生证券研究院

6.2.2 公共海外仓业务与头程海运一体化运营机制提高效率

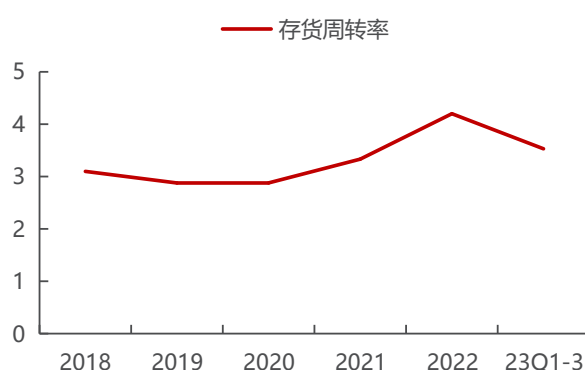
公司通过建立全球海外仓储网络，优化库存管理，缩短供应链的经营周期，成功提高了运营效率。自公司启动海外仓策略后，公司的存货周转率逐年增加，与可比公司相比，为疫情后唯一一家实现逐年提升周转率的公司。22年的存货周转率为4.20/yoy+26.02%，为近年来最显著的增长。通过公共海外仓业务与头程海运一体化运营，公司能够更快速地将存货转化为销售，减少库存积压，提高了库存管理的效率。同时，公司经营周期也在逐年缩短，22年经营周期为107.13天/yoy-17.09%，反映了公司的盈利能力和运营效率的提高。

图58：可比公司存货周转率（天）



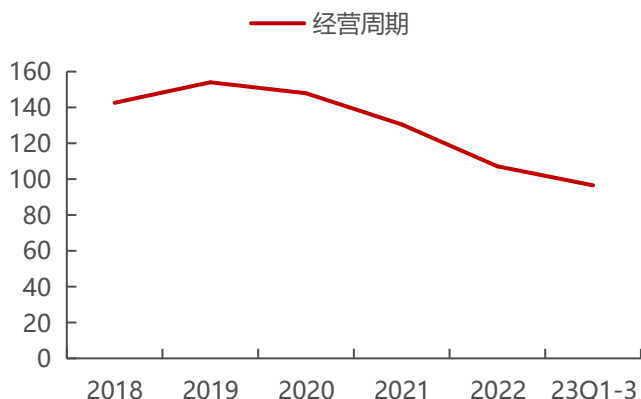
资料来源：iFind，民生证券研究院

图59：存货周转率稳步提升（天）



资料来源：乐歌股份公司公告，民生证券研究院

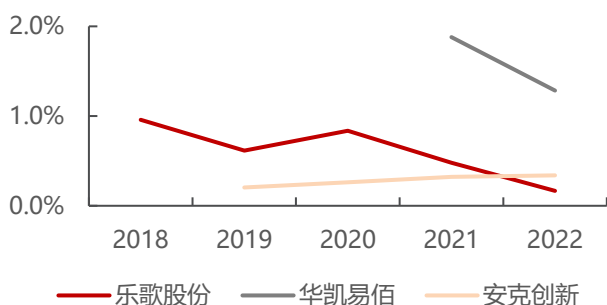
图60: 经营周期呈减少趋势 (天)



资料来源: 乐歌股份公司公告, 民生证券研究院

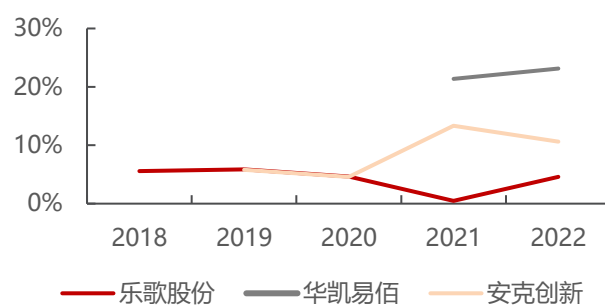
公司仓储费用率&运输费用率呈下降趋势, 规模效益凸显。随着公司增加海外仓投入与建设, 公司仓储费用率自 2018 年 0.96%逐年减少至 2022 年 0.17%, 同为跨境电商的华凯易佰公司 2022 年仓储费用率为 1.28%。同时, 乐歌海外仓积极整合美国本土物流网络资源, 主动向上游和下游供应链进行整合, 建立了美东-宾西法尼亚州/新泽西州和美西-洛杉矶/旧金山的卡车车队, 实现了港口拖柜的运输网络支持, 公司运输费用率自 2018 年 5.56%逐年减少至 22 年 4.61%, 相比之下, 受疫情因素影响, 跨境电商可比公司运输费用率有上升趋势。

图61: 乐歌股份与可比公司仓储费用率



资料来源: iFind, 民生证券研究院

图62: 乐歌股份与可比公司运输费用率



资料来源: iFind, 民生证券研究院
注: 缺失数据为未披露

6.3 纵腾集团: 跨境物流行业龙头

公司为我国跨境电商物流行业龙头。公司成立于 2009 年, 以“全球跨境电商基础设施服务商”为企业定位, 聚焦跨境仓储与物流, 为全球跨境电商商户、出口贸易企业、出海品牌商提供海外仓储、商业专线物流、分销服务与供应链金融服务

这四大主要业务，旗下拥有谷仓海外仓、云途物流、WORLDTECH 等知名品牌。2022 年公司营收规模达到 175.3 亿元，虽同比下滑 5.75%，但三年 CAGR 达到 15.2%，持续成为行业龙头第一，业务发展迅猛且良好。

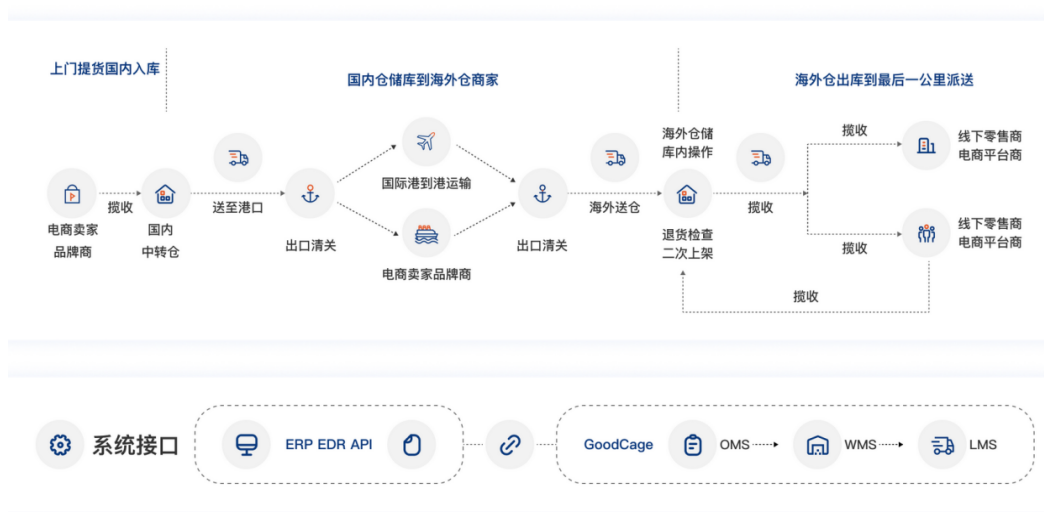
图63：纵腾集团全球物流网络概览



资料来源：公司官网，民生证券研究院

重资产布局，掌握基础设施以提供全链路服务。2014 年起，纵腾集团从跨境电商卖家转型为跨境电商物流服务商，并设定公司新定位——全球跨境电商基础设施服务商，并开始积极设立海外仓，收购物流商，利用多年深耕海外的资源和覆盖全球的专线与仓储网络，致力为卖家提供可靠、稳定、性价比高的物流渠道，协调各类资源，提供急需服务。截至 2024 年 1 月，纵腾集团在物流网络上已覆盖全球 220 多个国家，在全球拥有超过 100 条自营国际专线，40 余家分支机构；在全球 30 多个国家和地区拥有仓储和中转枢纽、海外处理中心超 100 个，仓储总面积超过 140 万平方米，成为中国首家突破百万级别的海外仓企业，年处理订单量超过 3 亿单，全球跨境电商客户超过 2 万家。

图64：纵腾集团提供端到端一体化服务



资料来源：纵腾集团旗下谷仓海外仓官网，民生证券研究院

在融资方面，2020年7月公司宣布完成C1轮5亿元融资。据36氪报道，该轮融资由泰康人寿领投，厦门建发、浙商创新资本、福州金控、安诚资本跟投。公司将聚焦“升级、开放、跨越”三大战略部署。在“扩充服务基础设施”、“完善延伸服务链条”、“提升强化运营效率”三大方面加大投入力度，以“全球人才体系建设”与“IT能力建设”为基础，持续推进国内网点建设，提高包裹分拣能力，提高境外清关能力，充实干线运能，大力开展包机业务；公司深耕欧美市场，增开国家专线、建设大件配送体系、推进仓库自动化建设等重大项目。

6.4 投资建议

致欧科技

推荐拓品逻辑顺畅的**致欧科技**。公司是欧美家居行业跨境电商头部大卖，增长稳健；据业绩预告，公司预计2023年营业收入为60.2-61.0亿元，同比增长10.4%-11.8%；归母净利润4.0-4.2亿元，同比增长59.9%-67.9%。截至2023年12月，公司于欧洲地区（包含英国）共计8个自营仓库，面积合计22.85万平方米。在北美地区合计3个自营仓库，面积合计7.43万平方米。随着美国市场的业务发展，公司在将美国的海外仓布局进行优化完善，逐步提高尾程自发配送的占比，投入方式可以通过自营或与第三方合作方等方式实施，可降低公司尾程派送成本和提高订单自配送的时效。

致欧科技拓品逻辑顺畅，新渠道打开成长空间。中期内公司发展聚焦业务扩张，由于美国等较低利润率渠道占收入比重或增加，营收增速或快于利润，结合其股权激励目标，我们调整对其业绩的预测。预计公司23/24/25年归母净利润分别为4.2/5.0/6.0亿元，对应PE为24X/21X/17X，维持“推荐”评级。

致欧科技个股风险提示：终端消费需求不及预期，海运费、汇率等大幅波动的风险。

表13：致欧科技盈利预测

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5,455	6,129	7,405	8,951
增长率（%）	-8.6	12.3	20.8	20.9
归属母公司股东净利润（百万元）	250	421	498	596
增长率（%）	4.3	68.4	18.3	19.7
每股收益（元）	0.62	1.05	1.24	1.49
PE	41	24	21	17
PB	5.7	3.2	2.8	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价为2024年4月2日收盘价）

乐歌股份

推荐深度布局海外仓业务的**乐歌股份**。公司是自研、自销的线性驱动智能家居

龙头，拥有全流程的研发壁垒，以及各环节的生产技术，公司致力于搭建独立站平台，销售占比不断提升。此外，公司 2020 年开始建设海外仓，先发优势及规模优势显著，逐渐成长为公司的第二增长曲线，我们看好公司长期的业绩成长性。预计公司 23/24/25 年归母净利润分别为 6.2/4.8/5.1 亿元，对应 PE 为 10X/13X/12X，维持“推荐”评级。

乐歌股份个股风险提示：终端消费需求不及预期，海外仓行业竞争加剧的风险。

表14：乐歌股份盈利预测

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,208	4,014	5,236	7,009
增长率（%）	11.7	25.1	30.4	33.9
归属母公司股东净利润（百万元）	219	616	478	511
增长率（%）	18.4	181.6	-22.5	7.1
每股收益（元）	0.92	1.97	1.53	1.64
PE	22	10	13	12
PB	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价为 2024 年 4 月 2 日收盘价）

恒林股份

推荐具有本地化履约能力完善的**恒林股份**。公司跨境电商业务持续高速增长；公司自建海外仓储物流基地，实现了仓储管理的流程化、本土化、多点化布局；成立货代公司，成功将原有零散国际运输转化为大宗运输，有助于缩短配送时间、提高退换货服务效率，降低物流和租金成本。据公司公告，截至 2023 年 9 月公司在美国加州、新泽西等地布局有 4 个海外仓。预计公司 23/24/25 年归母净利润分别为 4.5/5.4/6.5 亿元，对应 PE 为 14X/12X/10X，维持“推荐”评级。

恒林股份个股风险提示：下游消费需求不及预期，海运费、汇率等大幅波动的风险。

表15：恒林股份盈利预测

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6,515	8,026	9,646	11,496
增长率（%）	12.8	23.2	20.2	19.2
归属母公司股东净利润（百万元）	353	450	543	654
增长率（%）	4.5	27.4	20.8	20.4
每股收益（元）	2.54	3.23	3.91	4.70
PE	18	14	12	10
PB	2.0	1.8	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价为 2024 年 4 月 2 日收盘价）

大健云仓

建议关注提供大件跨境出海全链路服务的**大健云仓**，2023 年公司实现营收/

净利润/调整后税息折旧及摊销前利润 (Adjusted EBITDA) 7.04/0.94/1.18 亿美元, 分别同比增长 43.6%/292.6%/182.8%; 业绩持续高增。

大健云仓个股风险提示: 下游消费需求不及预期, 海外仓行业竞争加剧的风险。

梦百合

建议关注在美国布局海外仓库的梦百合, 公司美国工厂产能充沛, 拥有本土供应链能力, 看好床垫反倾销裁定落地后制造订单加速回流。

梦百合个股风险提示: 下游消费需求不及预期, 原材料价格大幅上涨, 反倾销推进节奏不及预期。

7 风险提示

1) 海外需求不及预期的风险: 海外需求不及预期, 导致库存积压以及减值风险。海外仓包括租金、人工、物流在内的单位成本上升, 增加仓储成本和资金占用, 公司的盈利能力可能受到不利影响。

2) 汇率及海运费大幅波动的风险: 汇率波动导致出口成本和海外仓运营成本的不确定性, 影响企业的财务规划和利润预测。海运费的大幅波动同样会影响货物的运输成本, 影响企业利润空间。

3) 行业竞争加剧的风险: 我国跨境物流蓬勃发展的同时, 海外仓市场竞争愈发激烈。若企业不能加大创新力度、针对客户需求提升运营效率并提供定制化服务, 则难以保持行业地位。

插图目录

图 1: 2019-2023 年我国出口总额 (万亿元) 及增速	5
图 2: 2019-2023 年我国跨境电商出口总额 (万亿元) 及增速	5
图 3: 2019-2023 年我国跨境电商进出口总额 (万亿元) 及增速	5
图 4: 2018-2023 年国际/港澳台快递业务量 (亿件) 及增速	6
图 5: 我国跨境电商物流发展阶段	7
图 6: 外销家居企业致欧科技存货周转天数高于内销企业趣睡科技 (2018-2023 年前三季度存货周转天数: 天)	8
图 7: 跨境电商物流可按照货权转移节点分为直邮与海外仓两大类	8
图 8: 海外仓运营模式	9
图 9: 2020-2022 年主要国家和地区海外仓数量(个)及增速(%)	10
图 10: 2020-2022 年主要国家和地区海外仓平均面积 (平方米)	10
图 11: 2023Q3-2024Q1 波罗的海集装箱运价指数 (FBX)	11
图 12: 2016 年及以前至 2020 年直邮各模式市占率	13
图 13: 波罗的海交易所航空货运指数(BAI)自 23 年下半年以来波动较大	14
图 14: 传统私人仓库 VS 现代化海外仓	16
图 15: 乐歌海外仓提供一系列公共海外仓综合服务	16
图 16: 2021-2022 年海外仓发货品类订单占比 TOP10	18
图 17: 亚马逊 FBA 示意图	19
图 18: 2021 年 Amazon 卖家运营成本变化情况	21
图 19: 2022 年亚马逊不同规模卖家 (元) 对海外仓的选择占比	21
图 20: 第三方海外仓服务流程	22
图 21: 欧洲不同仓储模式收入占比	23
图 22: 北美不同仓储模式收入占比	23
图 23: 致欧科技采用多种仓储模式结合	24
图 24: 大件商品入驻海外仓案例	25
图 25: 2022 年美国各品类线上渗透率 (%)	26
图 26: 2020-2022 年致欧科技主营业务成本拆分	27
图 27: 2018-2023FBA 对不同商品尺寸费用变化 (单位: 美元)	27
图 28: 2019-2026 年美国工业用途不动产平均净租金 (美元/平方英尺/年) 及增速	30
图 29: 致欧科技美国海外自营仓库租金水平 (美元/月)	31
图 30: 2014-2022 年代表海外仓企业资本支出 (亿元)	31
图 31: 2008-2025 年美国工业不动产空置率	32
图 32: 2021-2024 年美国工业用途不动产新建设面积 (万平方英尺)	32
图 33: 美国 CPI 以及非农时薪月度同比增速 (%)	34
图 34: 2021Q1-2023Q4 美国零售电商渗透率 (%)	35
图 35: 传统贸易与跨境电商消费链条对比	35
图 36: 2017-2024 年亚马逊头部卖家中中国卖家占比	36
图 37: 各细分跨境服务商在不同环节上为跨境电商企业赋能	37
图 38: 我国跨境电商物流行业竞争格局较为分散	39
图 39: 谷仓海外仓数字化系统建设	40
图 40: 大建云仓开发 GIGA IQ 系统实现产品目录离线访问	40
图 41: 万邑通 QuickBin 解决方案成果	41
图 42: 部分海外仓增值服务	41
图 43: 本土物流流程分解	42
图 44: 跨境电商物流流程分解	42
图 45: 大健云仓 B2B 平台	43
图 46: 亚马逊供应链整体解决方案	44
图 47: Amazon SEND 方案	45
图 48: 亚马逊 FBA 八大区域履约网络分布	46
图 49: 大健云仓提供海外仓、B2B 交易撮合、尾程配送等服务	47
图 50: 2019-2023 年大健云仓营业收入及同比	48
图 51: 2019-2023 年大健云仓净利润及同比	48
图 52: 公司分别位于美国亚特兰大/洛杉矶/德国不莱梅地区的海外仓, 面积约 54/24/11 万平方英尺	48
图 53: 大健云仓零售商客户数量 (右轴, 个) 及其所创造 GMV (左轴, 百万美元)	49
图 54: 乐歌海外仓全球布局	49

图 55: 2020-2022 年乐歌海外仓面积 (万平方米) 及增速	49
图 56: 加利福尼亚州 6075 Lance Dr, Riverside, CA 92507 海外仓	50
图 57: 2022 年仓储物流服务占营业收入比重 (%) 上升 9.32%	51
图 58: 可比公司存货周转率 (天)	51
图 59: 存货周转率稳步提升 (天)	51
图 60: 经营周期呈减少趋势 (天)	52
图 61: 乐歌股份与可比公司仓储费用率	52
图 62: 乐歌股份与可比公司运输费用率	52
图 63: 纵腾集团全球物流网络概览	53
图 64: 纵腾集团提供端到端一体化服务	53

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 三种直邮模式特点	12
表 2: 主要海外仓参与者	17
表 3: 平台仓、三方仓、自建仓特点对比	20
表 4: 近年来 FBA 上调费用部分案例	20
表 5: 线上 B2C 不同发货形式预估费率 (2022 年数据)	23
表 6: 不同产品特点及仓储条件	25
表 7: 采用第三方仓库配送大件商品成本远低于使用亚马逊配送	27
表 8: 不同仓库规模及单位成本	28
表 9: 海外仓运营成本测算	29
表 10: 海外仓发货包裹量决定尾程账号折扣力度 (参考值)	33
表 11: Temu 全托管模式与半托管模式对比	38
表 12: 2020 年以来部分跨境物流企业融资事件	44
表 13: 致欧科技盈利预测	54
表 14: 乐歌股份盈利预测	55
表 15: 恒林股份盈利预测	55

分析师承诺

本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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026