

# 国内领先跨境物流服务商，看好公司货代、跨境电商业务板块业绩向上弹性

## —华贸物流公司深度报告

华贸物流 (603128.SH)

推荐 维持评级

### 核心观点:

- 华贸物流：国内领先的第三方跨境综合物流服务商，固本出新，行稳致远。**公司成立于1984年，2012年上市，为中国物流集团控股的国内第三方跨境物流龙头，在“2022年度全球货代50强榜单”中，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。公司在保持发展空、海运货代等传统优势业务的同时，积极加快拓展跨境电商物流等新业务增长点，并持续积极推进业务结构升级，对标发展全链条服务模式。截至2024年3月31日，公司总市值达86.92亿元，总资产达93.51亿元，物流网络遍布全球160+国家及地区。
- 货代：传统货代业务或受益于年内运价上行，为公司贡献较强利润弹性。**当前全球地缘冲突发酵，通往欧美的海运通道受到不同程度的影响，叠加伊以冲突爆发后中东空域领空受限关闭，货航航线被迫绕飞。有效运力供给收紧或进一步推动海运、空运价格上涨。截至2024年7月26日，SCFI指数较去年同期上涨+235.0%，CCFI欧线指数同比上涨+152.58%。公司的货代业务持续推进转型，贯彻直客化改革，致力于实现跨境物流全链条服务覆盖。我们认为，公司货代板块年内或有望受益于运价上行贡献的利润弹性。
- 跨境电商：“出海四小龙”崛起推动跨境电商景气度，公司跨境电商物流业务增长前景广阔。**行业层面，宏观角度来看，当前我国国内内需整体不景气、本土制造业供过于求的背景下，对外出口成为关键布局方向，跨境电商作为外贸新业态发展提速；中观角度来看，我国本土制造品牌出海产品结构优化升级，加快了我国跨境电商全球扩张的节奏。在此基础上，我国“出海四小龙”在全球范围内业务逆势崛起，进一步催化跨境电商需求迎来一波加速增长动力。公司层面，公司自2019年开始拓展跨境电商物流业务，每年在并购、客户、运力和海外仓建设等方面持续加大投入，业务占比不断上升，过去两年占比分别为13.46%和15.30%。我们认为，年内公司拿舱优势凸显、业务增速有望加速提高，跨境电商物流全链条服务的市场份额有进一步提升潜力。
- 投资建议：**预计2024-2026年，公司分别实现营收162.88亿元/180.68亿元/200.99亿元，同比+11.50%/+10.93%/+11.24%；实现归母净利润7.49亿元/8.65亿元/10.10亿元，同比+21.36%/+15.58%/+16.69%；EPS分别为0.57元/0.66元/0.77元，对应PE为9.18倍/7.94倍/6.81倍。维持“推荐”评级。
- 风险提示：**空运海运价格大幅下跌的风险；跨境物流需求不及预期的风险；地缘冲突下国际贸易形势变化产生的风险。

### 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	146.08	162.88	180.68	200.99
收入增长率%	-33.81	11.50	10.93	11.24
归母净利润(亿元)	6.17	7.49	8.65	10.10
利润增速%	-30.60	21.36	15.58	16.69
PE	13.57	9.18	7.94	6.81

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 分析师

罗江南

☎: 021-20252619

✉: luojiangnan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524050002

宁修齐

☎: 010-80927668

✉: ningxiuqi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522090001

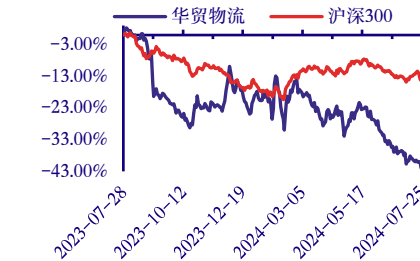
### 市场数据

2024-07-26

股票代码	603128.SH
A股收盘价(元)	5.25
上证指数	2,890.90
总股本(万股)	130,904.65
实际流通A股(万股)	130,904.65
流通A股市值(亿元)	68.72

### 相对沪深300表现图

2024-07-26



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 目 录

一、华贸物流：国内领先的第三方跨境综合物流服务商，固本出新，行稳致远 .....	3
二、货代：传统货代业务或受益于年内运价上行，贡献较强利润弹性 .....	5
（一）行业并购整合趋势明显，营收提升空间巨大 .....	5
（二）对外开放带来优秀发展前景，进出口结构巨变急需企业转型 .....	7
（三）国际海运：位居行业前列，期待疫后市场复苏 .....	10
（四）国际空运：积极拓展运力资源，未来成长可期 .....	15
（五）积极推行国际货代直客化改革，营收结构盈利能力显著改善 .....	18
（六）进军细分物流领域，发展综合物流服务 .....	20
三、跨境电商：“出海四小龙”崛起推升跨境电商景气度，公司跨境电商物流业务增长前景广阔 .....	22
（一）跨境电商渗透率升高，市场潜力巨大 .....	22
（二）海外市场渗透率提升，行业发展全新空间 .....	25
（三）国外限制政策影响有限，新兴市场或成全新增长点 .....	27
（四）“出海四小龙”各具特色，助力跨境电商品牌成长 .....	29
（五）跨境电商业务快速增长，打造公司第二增长曲线 .....	30
（六）布局中欧班列，丰富跨境电商物流运力层次 .....	33
四、股东回报：着力稳步提升股东回报，股息率水平近 5% .....	34
五、投资建议： .....	34
（一）盈利预测 .....	34
（二）相对估值 .....	36
（三）绝对估值 .....	36
六、风险提示 .....	37
附录：公司财务预测表 .....	38

## 一、华贸物流：国内领先的第三方跨境综合物流服务商，固本出新，行稳致远

**华贸物流：我国领先的第三方国际综合物流服务商。**华贸物流是央企控股的中国领先的第三方国际综合物流服务商和国际物流优选方案提供者，公司为客户提供第三方跨境综合物流服务，全过程协同整合跨境物流境内集货、分拣装箱、出境通关办理、国际间干线运输等环节，提供的服务涵盖运输、仓储、包装、搬运装卸、流通、配送等。公司致力于成为全球物流解决方案的提供者，近年来积极通过并购做大业务，扩大经营规模，巩固其口岸优势，提升其综合服务能力。

公司在上市以后通过并购形式不断扩大业务版图。华贸物流前身为华贸服务公司，其成立于1984年。2010年，公司重组改制为港中旅华贸国际物流股份有限公司，并计划上市。2012年，公司在上海证券交易所挂牌上市。2019年，公司筹建德国、法国、意大利、比利时、英国、西班牙、匈牙利、荷兰等欧洲八国全资子公司。同年，公司收购北京华安润通国际物流。2021年，公司收购佳成国际、瑞锋投资、睿亦科技部分股权，深化跨境电商业务竞争优势。

图1：公司历史沿革图

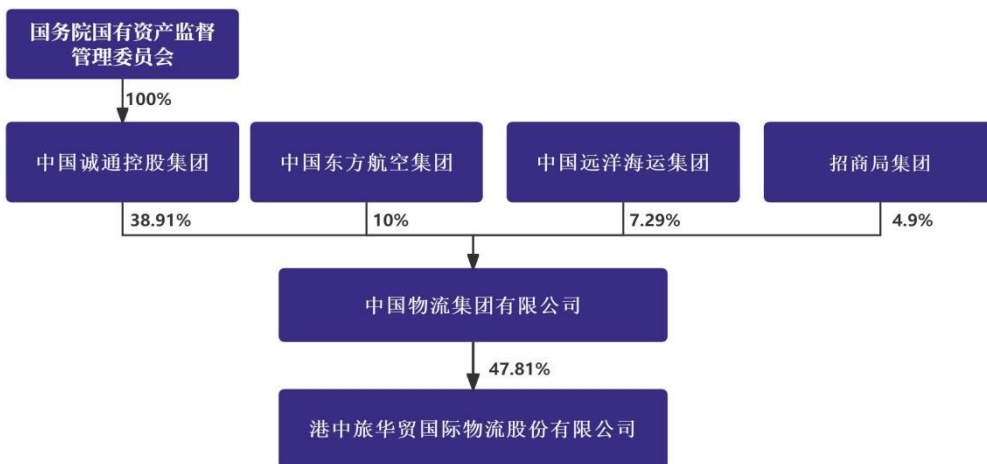


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2022年，公司完成股权划转，第一大控股股东变更为中国物流集团。国务院国资委通过中央企业物流业务板块整合，打造具有全球竞争力的世界一流综合性物流企业集团，更好发挥中央企业在加快建设现代流通体系、构建新发展格局中的战略支撑作用。作为物流“国家队”，公司与中国邮政、东方航空、中国远洋等形成战略合作，一起为中国制造业走向全球提供完整可靠的全程物流解决方案。公司第一大股东为中国物流集团，持股比例为45.46%。公司的实际控制人为国务院国资委。

公司于2013年、2019年两次实施股权激励计划。公司两次实施股权激励计划，彰显公司发展信心。相较2013年，公司2019年股权激励计划扩大激励对象范围，业绩考核目标中净利润由同比增速调整为复合增速，截至2022年4月，公司第二个行权期行权条件已达成。

图2：公司股权结构图



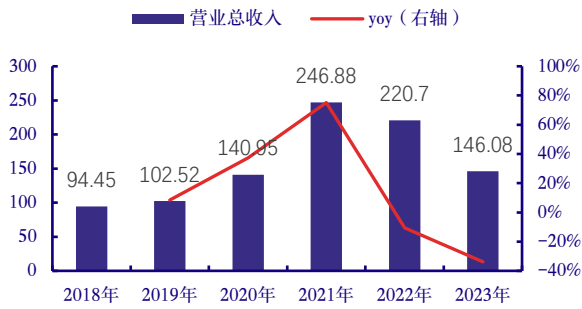
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**2020-2021 年营收净利双双大增，2023 年营收回调净利企稳。**2020-2021 年，在疫情影响下，空运、海运供需失衡使得运费不断抬升，公司通过收购佳成国际进一步加快跨境电商业务发展，公司营收和净利在行业整体景气度上行以及公司规模经济和网络建设、服务能力提升影响下双双大增。2023 年，受到复杂动荡的国际形势影响，全球海运空运需求疲软，运价持续大幅回落，导致公司经营数据有所回调。同时，跨境电商物流受到国际形势等因素的影响，市场出现了大量非理性的抢占市场份额的价格战，行业竞争日益加剧。面对上述情况，公司主动舍弃部分短期低效业务，增加服务环节，延伸服务链条，使得营收同比下滑 33.81%，归母净利润同比下降 30.6%，但跌幅均低于德迅、DHL、DSV、德铁信可四家国际物流巨头平均 35.70%及 38.95%的降幅。

**公司近年来营收与归母净利润均实现稳步增长。**公司 2015-2023 年营业收入、归母净利润平稳增长，7 年 CAGR 分别达 6.95%/17.64%，其中 2020、2021 年两年间营收、净利增长最为明显。2020 年，公司实现营收 140.95 亿元，同增 37.49%，实现归母净利润 5.30 亿元，同比+51.01%；2021 年公司实现营收 246.68 亿元，同比+75.02%，实现归母净利润 8.37 亿元，同比+57.92%。今年内受疫情后空海运需求疲软，运价持续回落影响，公司业绩有所回调。

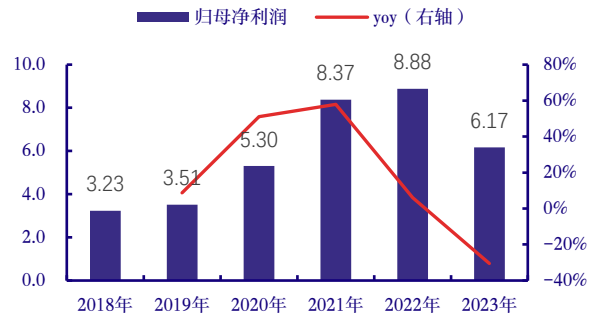
2023 年，公司实现营收 146.08 亿元，同比下降 33.81%，实现归母净利润 6.17 亿元，同比下降 30.52%。分业务看，国际空运方面，2019 年-2023 年分别实现营收 37.13、56.96、68.47、65.17、56.29 亿元，19-21 年同比增长 3.24%、53.41%、20.20%，22-23 年同比下降 4.82%、13.62%。公司通过降费提质方式拓展客户，目前已经拓展一系列优质直客。国际海运方面，2019 年-2023 年分别实现营收 39.56、48.33、117.30、98.44、43.42 亿元，19-21 年同比增长 13.32%、22.19%、142.70%，22-23 年同比下降 16.08%、55.89%，尽管公司国际空运、海运近两年营收有所下降，但仍高于 2019 年水平。公司海运产品近年以来不断完善，2021 年公司海运业务依靠综合物流服务模式实现大幅增长。跨境电商物流方面，公司于 2019 年切入该业务，2019 年-2023 年分别实现营业收入 2.31、18.98、37.75、34.37、22.52 亿元，2020、2021 年分别同比增长 722.54%、98.92%，22-23 年同比下降 8.95%、34.49%，近年来公司跨境电商业务快速扩张。

图3：2018-2023 年公司营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

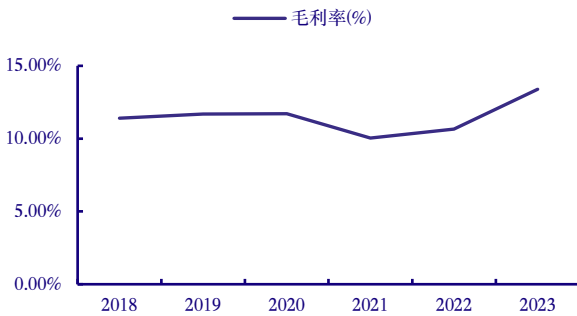
图4：2018-2023 年公司归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

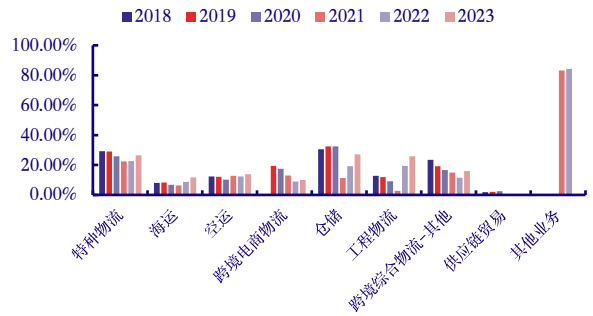
公司整体毛利率水平较为稳定。2014-2016 年，公司毛利率由 7.02% 上升至 12.74%。2017 年以来，公司毛利率稳定在 10% 左右。分业务看，国际空运业务毛利率保持平稳。疫情影响导致空运市场运力紧张，国际空运单价 2020/2021 年分别同增 61.76%/16.97%，但公司主动减少短期收益以拓展直客，因此近三年公司国际空运业务毛利率保持平稳，2019-2021 年分别为 12.03%/10.27%/12.77%。国际海运业务毛利率小幅下降。国际海运业务方面，公司减少代订舱单业务占比，向全流程综合物流服务转型，国际海运单箱价格 2021 年同增 135.42%，提升幅度相较空运市场更大，但公司国际海运业务毛利率小幅下降至 6.27%。

图5：2018-2023 年公司毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：2018-2023 年公司分业务毛利率情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

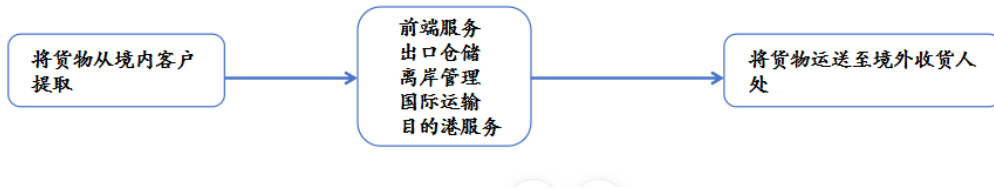
## 二、货代：传统货代业务或受益于年内运价上行，贡献较强利润弹性

### （一）行业并购整合趋势明显，营收提升空间巨大

货代充当运输中间人角色，在承运人和托运人之间起承接作用。国际货运代理是指在货物运输需求方和运力供给方之间提供运输代理服务，货代接受进出口货物收货人、发货人和其他委托方或其代理人的委托，组织、办理国际货物运输及相关业务，是货主与承运人之间的中间人。货代行业上游为船东、航司等承运企业。中国本土船东包括中远海运、安通控股等，外资船东包括马士基、达飞等。中国本土知名航空公司包括东方航空、中国国航、南方航空等，大型航司的资源属性较强，因此对货代的议价能力较强。货代行业下游为货主方，包括各类贸易企业。2021 年我国货物贸易进出口总值 39.1 万亿元人民币，比 2020 年增长 21.4%，有进出口业绩的外贸企业数量 56.7 万家，其中大型企业拥有较强议价权，货代企业采取先垫付后结算的运费方式服务大型客户，收款周期较长。

从商业本质上来看，国际货代承担国际物流的分销渠道与增值服务功能。根据产业链位置，国际货代可分为一级代理及二（N）级代理：1）一级货代直接向承运人进行订舱，其中海运一级货代盈利主要源于货主支付的代理费、承运人的佣金返还（需达到一定货物量）及拼箱业务，空运一级货代盈利主要源于货主支付的代理费及包舱包板包机价差。2）二级货代直接面向客户，主要通过提供的增值服务获利。部分一级货代能够覆盖一二级代理领域，保证拥有长期稳定的客户与运力资源。

图7：国际货运代理主要业务流程



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**货代行业竞争格局分散，行业集中度较低。**以 2021 年全球海运货代企业 50 强为例，上榜 50 强企业共计运输 3897.86 万 TEU，均值 77.96 万 TEU，排名前九家企业运输超 100 万 TEU，排名第一的德迅货运量 455 万 TEU，行业内各公司经营规模较为接近，货代行业的集中度较低。货代企业轻资产模式开展相关业务，有助于实现快速的业务规模扩张。

**货代公司以平台化方式进行运营，投入的实际资产较少。**货代企业以向客户提供运输代理服务为主，轻资产模式决定了货代企业普遍通过收购的方式扩大公司规模，而公司规模扩张能够取得更好的运力资源，拥有更优质的客户，有助于增强服务能力与服务范围，更大的公司体量可以提升自身议价能力，实现降本增效。

**全球头部货代企业积极以并购收购形式扩大规模，货代行业进入加速整合阶段。**德迅公司于 2019 年收购加拿大货代公司 Worldwide Perishable Canada、奥地利物流企业 Jöbstl Group、老牌物流企业 Rotra，于 2021 年收购挪威公司 Salmosped、爱派克斯国际物流（Apex），德迅通过多次的并购已经成为覆盖全领域的综合跨境物流服务公司。随着货代物流行业国际龙头的并购整合速度不断加快，行业集中度预计将不断提升，头部货代企业的市场占比预计将不断上升。

表1：主要国际货代企业收购事件一览

公司	事件
罗宾逊	2012 年收购 Phoenix 公司
	2014 年收购 Freightquote 公司
	2016 年收购澳洲和新西兰货代和海关经纪服务领先提供商 APC Logistics
	2019 年收购西班牙货代企业 The Space Cargo
DSV	2000 年收购 DFDS Dan Transport Group
	2005 年收购 JH Bachmann，进一步巩固空海运地位
	2006 年收购 Frans Maas，涉足泛欧公路运输及物流
	2008 年收购 ABXLOGISTICS，拓展南美洲业务
	2016 年收购 UTI Worldwide，保持公司在美国、非洲的竞争力
	2021 年收购 Agility 的全球综合物流业务
德迅	2019 年收购奥地利物流企业 Jobstl Group
	2019 年收购加拿大货代企业 Worldwide Perishable Canada
	2019 年收购货代企业 Rotra

	2021 年收购挪威货代企业 Salmosped
	2021 年收购亚洲领先货代企业 Apex
	与专门从事易腐货物运输和处理的货运代理公司 Morgan Cargo 签署了收购协议。
德莎	收购总部位于澳大利亚墨尔本的海运和空运货代 ACA International
华贸	2019 年收购华安润通国际物流
	2019 年收购华大国际物流
	2021 年收购佳成国际物流

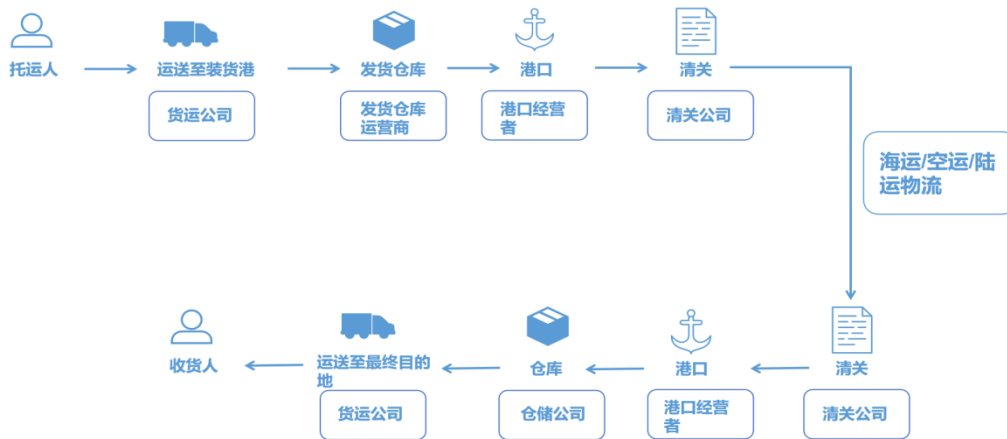
资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

**中国外贸行业升级转型，有利于我国货代行业继续发展。**中国外贸企业沿着 OEM（委托代加工、贴牌生产）-ODM（原始设计制造商、由制造向设计转型）-OBM（自主品牌模式）路径转型升级。我国货代行业是推动我国外贸企业提高在国际上的竞争力、建立国际知名品牌、走出中国、走向国际的重要一环。

## （二）对外开放带来优秀发展前景，进出口结构巨变急需企业转型

**跨境物流链条包含揽收，仓储，出境海关，运输，入境海关，转运，配送七个环节。**货代承接直接客户或同行的的总包或分包业务，提供物流运输环节的代理服务，赚取代理服务费用和运费价差。传统国际货代企业的货物来源以制造业和贸易企业为主，作为跨级物流中的经纪人，货代企业以自身专业的物流资源整合能力，控制运输成本能力来配置整合相关资源，实现速度和成本的最优组合配置。预计 2024 年航司燃油成本压力或较 2023 年进一步减轻。

图8：跨境物流运输流程图



资料来源：中国银河证券研究院

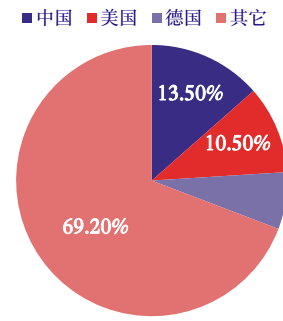
**中国经济持续对外开放，带动国际货运代理行业蓬勃发展。**从全球进出口贸易情况来看，我国进出口金额占比全球第一。2021 年全球进出口金额占比前三情况为：中国占比 13.5%、美国 10.5%、德国 6.8%，其余占比均处于 4% 以下。根据中国国际货运代理协会发布的数据，2015-2020 年，中国国际货代物流百强企业营业收入由 3304.7 亿元增长至 5352.9 亿元，年均复合增长超过 10%。

图9：2015-2020年中国国际货代百强企业营收（单位：亿元）



资料来源：中国国际货运代理协会，中国银河证券研究院

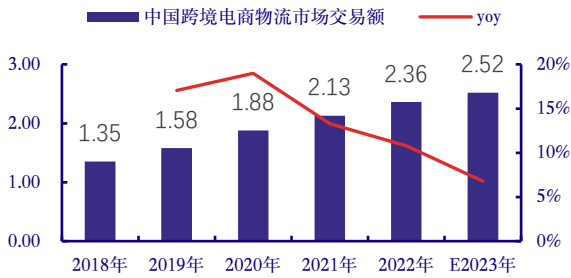
图10：2021年中、美、德三国进出口总额占比情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

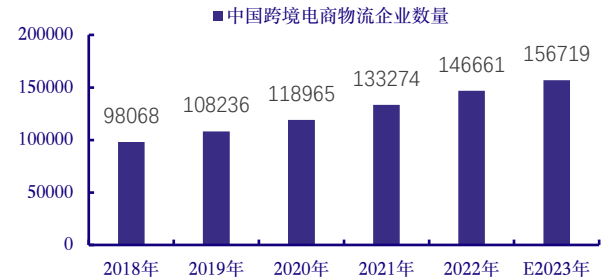
我国跨境物流行业市场规模庞大，成为经济发展重要增长点。根据海关总署数据，我国进出口货物贸易实现稳定增长，连续7年保持世界第一贸易国地位，2023年货物贸易进出口总值达41.76万亿元，2017-2023年CAGR为7.02%。商流决定物流，2023年我国物流行业总收入为13.2万亿元，其中根据民航局及交通运输部数据，空运市场保持较快增长，2022年我国民航货邮运输量为735.38万吨，同比增长21%，海运市场运量稳中有升，2023年全国港口完成货物吞吐量169.73亿吨，同比增长4.9%

图11：中国跨境电商物流市场规模（单位：万亿元）



资料来源：探迹大数据研究院，中国银河证券研究院

图12：中国跨境电商物流企业数量（单位：个）

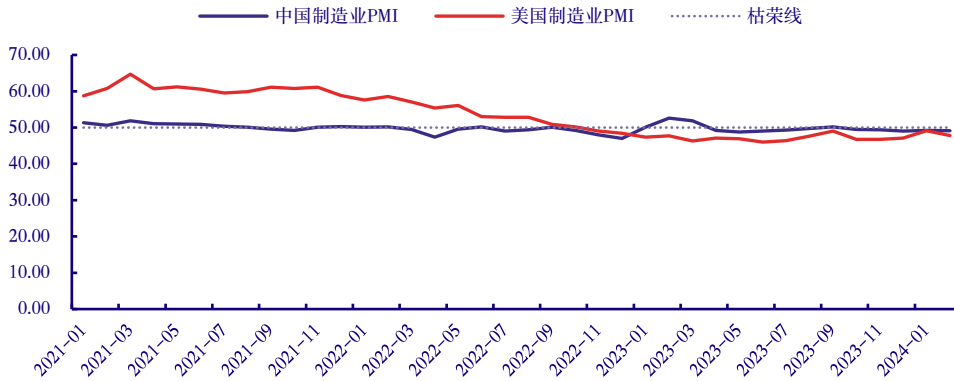


资料来源：探迹大数据研究院，中国银河证券研究院

但疫情后，全球经贸下滑，国际货运发展承压，边际改善趋势明显。22年下半年以来，中美英三国制造业PMI开始下行，制造业有所萎缩，实体经济出现一定程度的疲软；从出口角度来看，三国出口金额自22年下半年以来同比增速下降较为明显，并出现负增长现象。总结而言，受地缘政治冲突、经济通胀、需求疲软、经济增长放缓等多重影响，全球经济疲软态势明显，贸易增长动力减弱，使得海运、空运需求有所下降，导致运价下跌。但另一方面值得关注的是，以亚太为代表的航空货运市场同比降幅正在逐步收窄，我国主要港口外贸集装箱吞吐量同比增速转正，边际改善趋势明显。



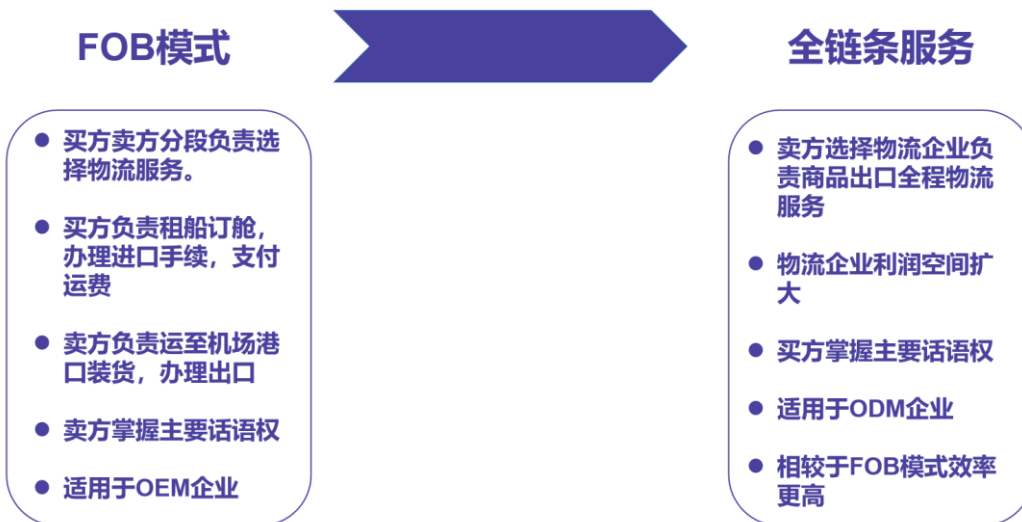
图13：中美两国制造业 PMI 变化图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**出口结构巨变，货代企业转型势在必行。**近年来，伴随中国产业结构转型和升级，中国品牌商的崛起，自主品牌出海趋势正盛以及跨境电商贸易模式的兴起，中国企业逐渐从 OEM 向 ODM 转型，出口商掌握更多话语权。对物流来说，本土国际货代企业担任的角色也将从分包商转向总包商，能够获得跨境物流全链条利润，而不仅仅局限于国内段的利润，利润空间得到增大，这就需要货代企业及时转型，成为综合物流服务企业。

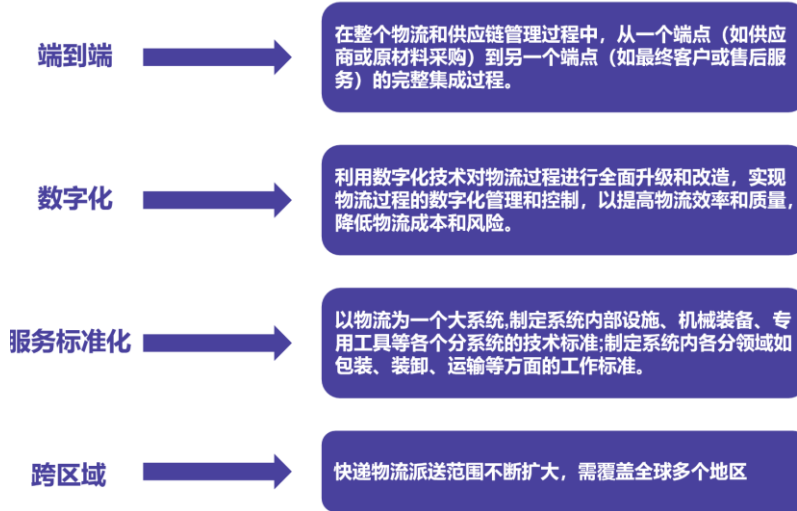
图14：我国出口商品物流模式转型



资料来源：中国银河证券研究院

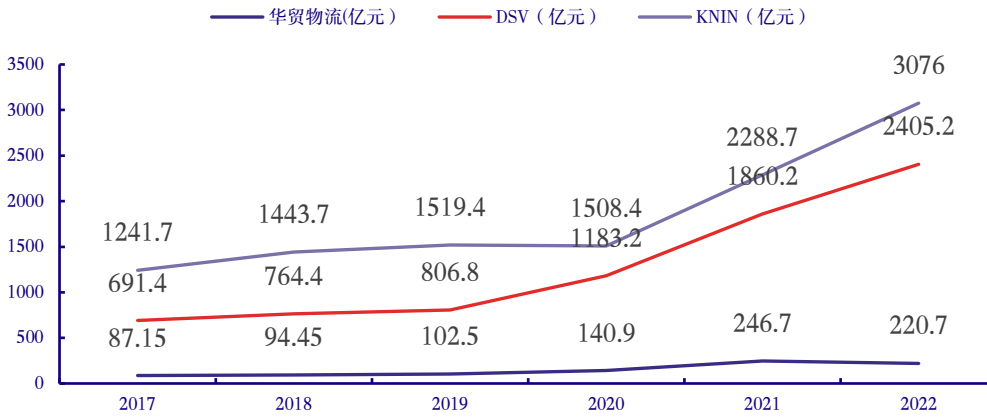
**品牌出海及跨境电商兴起，综合物流企业迎发展良机。**传统货代物流企业主要提供跨境物流的部分环节，随着品牌出海，客户需求朝多元化发展，行业迎来洗牌期，船东业务扩张，中小跨境物流企业出清，跨境综合物流服务商的需求逐步增加，全链条，数字化，服务标准化、跨区域的产品结构市场竞争力越发突出，市场对于“端到端”的全程物流服务能力更为看重，紧跟客户需求，外延并购发展成为有望成为综合物流企业弯道超车的机遇。

图15：跨境综合物流服务商逐步向端到端、数字化、服务标准化、跨区域的方向转型升级



资料来源：中国银河证券研究院

图16：中外货代企业收入对比（以华贸物流为例）

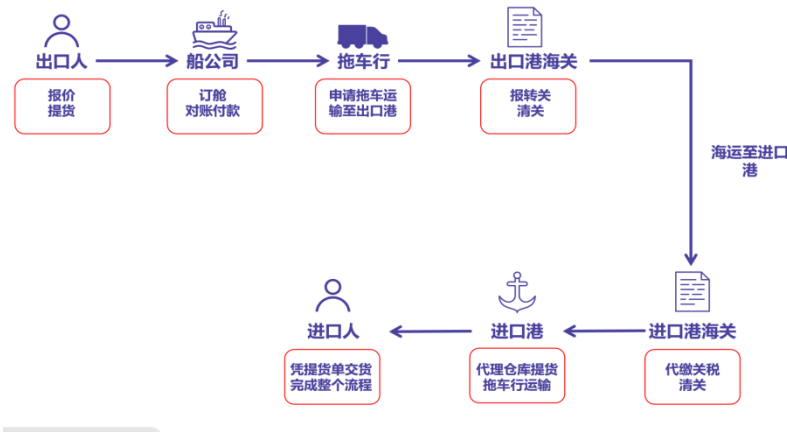


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （三）国际海运：位居行业前列，期待疫后市场复苏

**公司基石业务，提供多样运输服务。**公司国际货代业务主要可分为国际海运与国际空运两大业务。经历数十年发展，公司的国际海运业务具有网络完善、配套齐全、资源丰富、产品多样等多样优势，业务范围覆既有传统的订舱、配载、报关报检、仓储、陆路运输、进出港离境动态、国际中转服务，也有创新的海空联运、拼箱服务以及国内多式联运，在传统海运货代业务的基础上，公司还提供“门到门”的一站式跨境综合物流服务。此外公司的国际海运服务优势在于兼具公共订舱平台和无船承运人的双重身份；与大多数集装箱班轮船公司实现了无缝 EDI 电子数据交换、SI 系统对接、远程提单签发授权；班轮覆盖率 100%，航线产品丰富，服务综合、响应快、速度快、成本低、风险低等。

图17：国际海运货代流程示意图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司运力资源丰富，与多家大型航运企业建立深度合作。目前公司国际海运运力覆盖太平洋、欧洲、澳洲、东南亚等多条世界集装箱主要国航运航线。与 COSCO、长荣 EMC、MSC、现代 HMM、ONE、德祥 TSL 等多家大型国际航运企业建立合作关系，近年来公司持续完善国际航运业务，签署国内八大口岸出口至欧洲主流港口合约；与各主要船司完成北美线合约签署，与阳明海运签订年度合约产品；签署加拿大线合约等运输协议。

表2：公司海运运力拓展情况

年份	事件
2019	欧洲航线与 COSCO 签署合约
	太平洋航线与 MSC/ONE/HMM 等航运企业签署合约
	澳洲航线与长荣、现代、汉堡南美签署合约
	东南亚航线与区域航运船务公司签署合约
2021	开发全国至澳洲线产品，成为公司特色产品
	进一步拓展以星快线至深圳、上海、宁波等城市
2022	成功操作华为中东非标集装箱运输项目
	完善美线 2022-2023 年度 NVO 合约签订，覆盖中国一、二线口岸及亚太口岸
	与 EMC、ONE、OOCL 等续签全网型进口运力合约
	推动海铁联运，如铁路“陆海新通道”重庆至钦州港到港后与海运联运

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

国际海运货代业务全球排名第 14，处于行业前列。根据物流业权威杂志《Transport Topics》公布的 2023 年全球海运货代 50 强中，华贸物流以年货量 80.6 万 TEU 排名全球第 14 位。

表3：2023 全球海运货代 50 强上榜中国企业

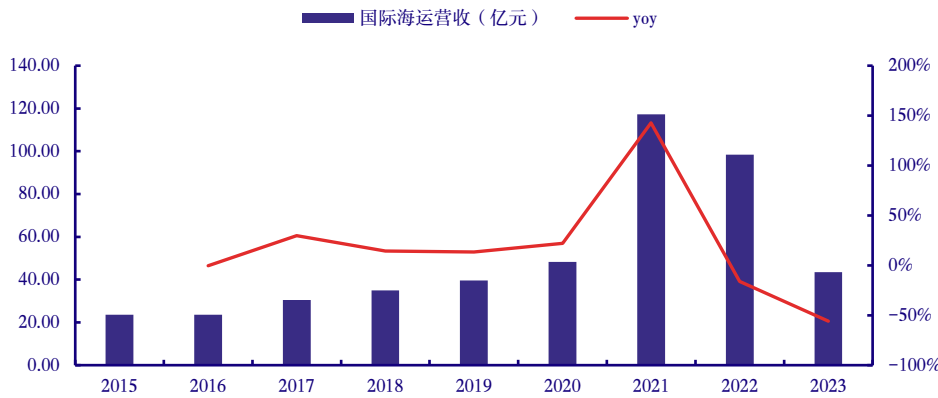
排名	企业名称	海运年货量 (TEU)
2	中国外运	389.0 万
9	嘉里物流	117.6 万
13	环世物流	86.3 万
14	华贸物流	80.6 万
19	东方海外物流	72.0 万

26	嘉宏货运	60.0 万
30	鸿安船务	41.9 万
38	欧华国际	25.5 万
41	中菲行	22.4 万

资料来源: *Transports Topics*、中国银河证券研究院

**海运板块疫情间营收呈现大幅增长，疫情后受全球经贸环境影响有所回落。**2020/2021，受到疫情时期航运供不应求、运价高企的影响，公司国际海运营收实现大幅度增长，分别实现营收 48.33/117.30 亿元，分别同比增长 22.17%/142.71%。2022/2023，受到全球航运市场低运价、欧美等国家出现高通胀现象以及我国进出口贸易增速放缓的影响，国际航运出现了一定程度的运力过剩，公司国际海运业务分别实现营收 98.44/43.42 亿元，同比下降 16.08%/55.89%。

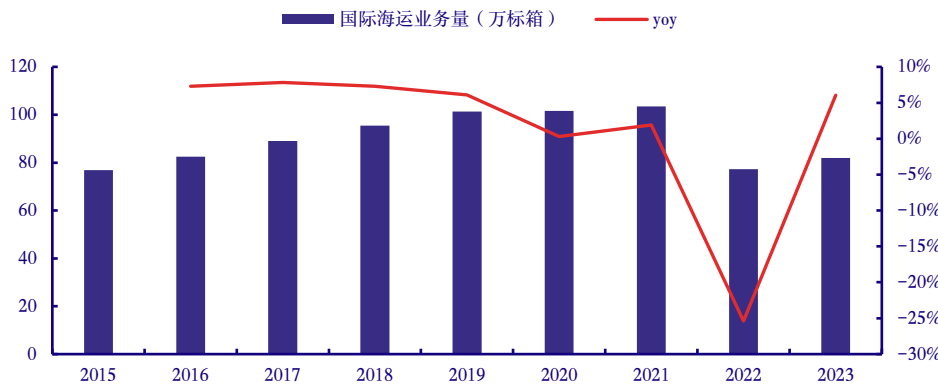
图18: 公司国际海运营收示意图



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**国际海运业务量 22-23 年呈现与营收相同趋势，但下降幅度相较营收较小。**疫情前公司国际海运业务量均呈现稳步上涨的态势，在 2020 年受到疫情影响出现了小幅度的下降，21 年又重新呈现上升趋势。2022/2023 公司国际海运业务量分别同比下降 25.39%及上涨 6.06%。尽管 22 及 23 年公司国际海运业务量出现了不同程度的下降，通过公司前几年的海运产品的不断建设，产品多元化更能应对客户及市场需求，海运业务通过综合物流服务取得较大的突破。

图19: 公司国际海运业务量示意图



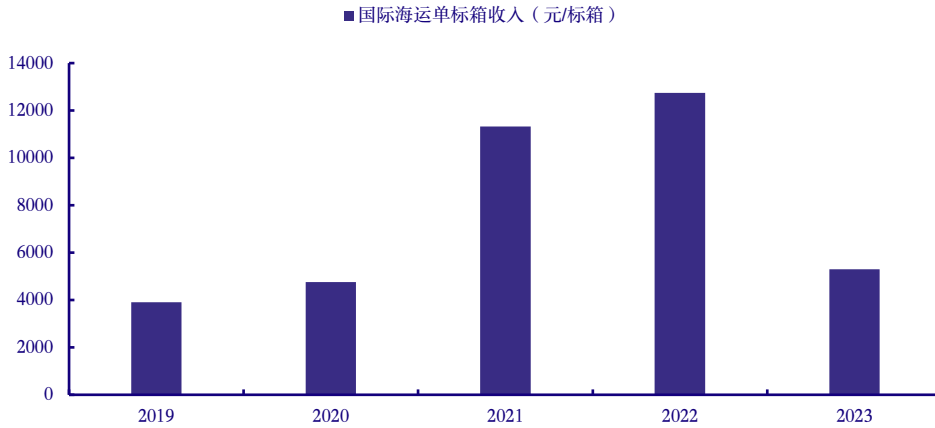
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**疫情间公司国际海运业绩亮眼，疫情后受全球贸易疲软影响有所回落。**受疫情下国际海运力紧张的影响，国际海运运价持续维持高位，2021 年公司海运单标箱收入为 11329 元每标箱，同比增长 138.15%，故一定程度上抵消了疫情给国际海运业务带来的负面影响，公司国际海运板块整体业绩亮眼。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

但在 2023 年，公司国际海运单标箱收入出现了较大幅度的下降，这主要是由于宏观经济方面，我国出口贸易整体较为疲软。海运运价低位运行，运价低位的背后是供给端产能过剩，需求端海外主要地区（欧美）持续疲软，货代量价经受较大冲击。此外公司国际海运业务量下降幅度相较营收下降幅度而言较小，公司营收和业务量趋势与大市一致。

图20：公司国际海运单标箱收入示意图

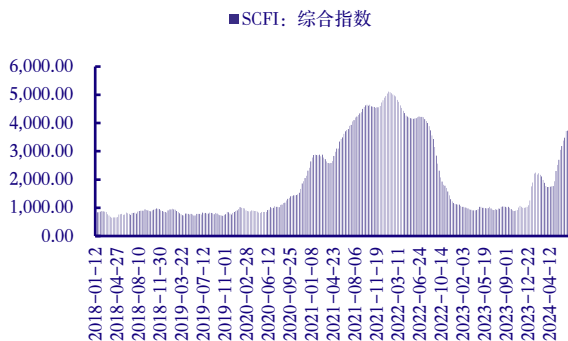


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**红海危机导致运力缩减、运价上涨，有效供给仍然部分受限。**2023 年 10 月爆发巴以冲突，随后也门胡塞武装逐步扩大了对以色列的海上打击。红海危机的直接影响是减少红海海域的商船活动。据克拉克森研究统计，暂停红海航线的集装箱运力占全球集装箱总运力的 74%。目前替代方案主要是绕道非洲好望角抵达欧洲。与红海航线相比，绕道好望角航线将使运输距离增加约 30%，航程增加约 7-21 天。加之全球另一大重要运河——巴拿马运河持续干旱，这也增加非洲好望角的拥堵程度。根据克拉克森数据，远东-欧洲的航线中，绕行好望角航线需约 36 天，较苏伊士航线航行天数增加 8 天，航行距离增长 29%，货物运输时效进一步延长。另一方面，绕行对欧洲航线、地中海航线等运力供给产生冲击。

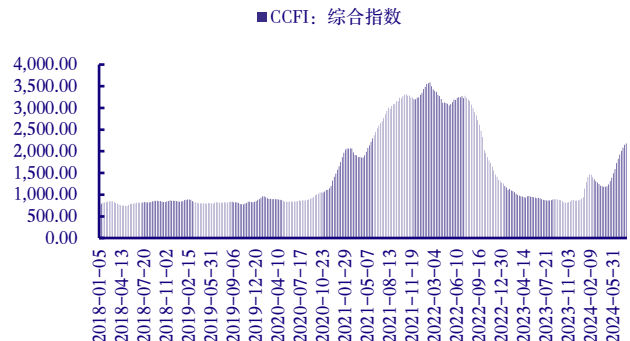
**红海危机持续发酵恰逢年度长期协定运价谈判集中期。**随着航运公司不断提价，国际运价水平快速上涨。代表全球海上运输航线运费水平的 SCFI 已连续八周上涨，由 2023 年 11 月 17 日的 999.92 点飙升至 2024 年 1 月 26 日的 2179.09 点。截至 2024 年 7 月 26 日，最新 SCFI 集运运价升至 3348 点，同比去年同期增长+235.0%。

图21：SCFI 综合指数走势（截至 2024.7.26）



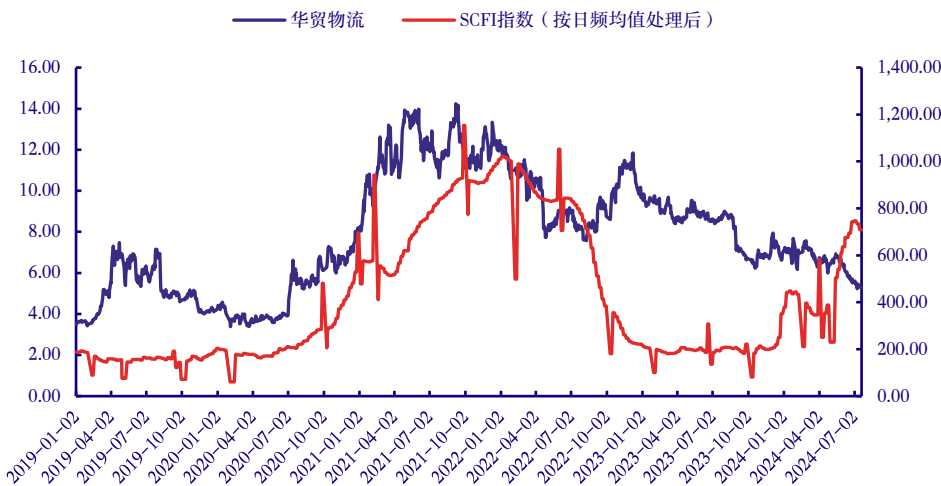
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图22：CCFI 综合指数走势（截至 2024.7.26）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图23：SCFI 指数与公司股价对比图（2019.1.1-2024.7.26）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

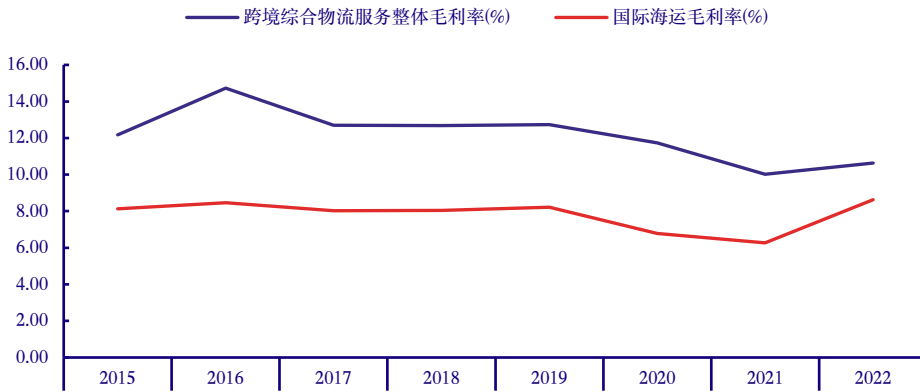
国际海运价格大幅上涨的原因，主要有以下三个方面：**一是额外的燃油费用**。绕行非洲好望角额外增加约 3200 海里，燃油费用增加约 30%。**二是保险费用上涨**。通常情况下，承保人按船舶价值的 0.2%收取保费。目前通过红海的船舶保费已达船舶价值的 0.75%-1%。**三是航运公司借势提价**。2023 年海运市场持续低迷，此时恰逢出货旺季，货船仓位供不应求，全球主要航运公司纷纷提价。2024 年 1 月 1 日马士基开始征收运输中断附加费（TDS）、旺季附加费（PSS）和紧急应急附加费（ECS）；2024 年 1 月 15 日达飞海运集团（CMACGM）将亚洲至西地中海航线的运费由此前的 2000 美元/TEU、3000 美元/TEU 上调至 3500 美元/TEU、6000 美元/TEU。由此，集运运价可能在两年内保持高位。

**集运集中度较高，三大集运联盟可在运价超跌时通过协商减少运力对冲风险**。近 10 年来行业内部出现多次较大规模的重组和并购，行业集中度明显提升，航运联盟的运力管控能力提升，整体行业周期性在减弱，头部企业盈利能力提升。进入 21 世纪以来，航运企业的并购重组逐步形成了以强强联合的方式为主，即兼并重组双方均是经营状况良好的优势公司，通过并购重组形成集约化、规模化的超级专业公司。集运行业三大联盟市占率进一步提升，使集运业自律性大大提升，景气周期中运力扩张能够得到有效管控（这一轮景气周期船队扩张得到明显控制），低迷周期中停航保价等策略可以维持运价稳定（集运运价波动明显小于油运及干散货运输）。另外集运业具有良好的规模效应，且能够更好地进行服务链延伸，头部班轮公司开始积极推出端到端服务以及一体化的物流解决方案，价值创造将进一步抚平行业周期波动。

此外，由于船舶建造周期长、投资成本高等因素，运力供给的增长速度相对较慢。环保法规的日益严格也对航运公司的运力供给产生了一定的影响，一些老旧船舶逐渐退出市场，进一步压制运力增速。

**利润端，公司国际海运毛利率低于综合物流服务整体水平**。2022 年，公司海运板块毛利率为 8.63%，低于同期公司综合物流服务总毛利率水平（10.64%）。此外由下图可见公司国际海运毛利率一直低于综合物流服务总体毛利率水平，由此可见，近年来公司国际海运业务的业绩表现相对公司综合物流服务业绩整体业绩表现略低。

图24：公司国际海运毛利率与综合物流服务整体毛利率对比

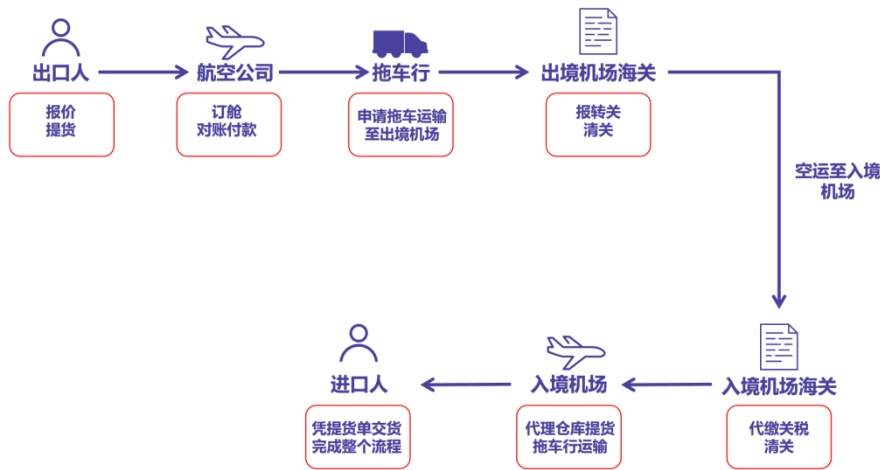


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

#### （四）国际空运：积极拓展运力资源，未来成长可期

提供一站式空运货代服务，航线覆盖世界主要地区。国际空运为公司另一大基石业务，公司的国际空运业务覆盖了空运出口、空运进口、仓库监管、清关服务等贸易重要环节，公司为纺织、电子、机械设备、食品、化工、电商等各类客户提供全过程服务，拥有符合海关要求的监管仓库和运输车辆等设备设施，具备空运进口分拨资质，向客户提供进口货物的工厂提货、国际运输、单证、关务、仓储、分拣、监管、派送收货点等门到门一站式综合物流服务。公司的空运航线全面，拥有澳新线、欧洲线、美洲线、日韩线、东南亚线等多条国际主要货运航线，对全球主要地区实现了覆盖。

图25：国际空运货代流程示意图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司空运运力资源丰富，与多家主要航空公司具有合作关系。近年来公司空运货代业务布局不断优化，与多家国内外大型航空公司签订了合作协议，在国内与国东南海“四大航”以及四川航空等航司开展合作，与汉莎航空、俄罗斯空桥货运、法荷航、台湾中华航空、长荣航空、卢森堡货运航空、阿塞拜疆丝绸之路货运、国泰航空、阿联酋航空、全日空航空等国际及港澳台航司开展合作。

2022-23 年，公司继续完善国际空运业务布局。先后开通了海航/成都-列日、马航/昆明-吉隆坡，俄航/哈尔滨-莫斯科等货运航线；与东航物流战略合作，共同打造全货机与客机腹舱运输能力结合产品；与广州嘉诚国际联合设立国际航空货运公司；与东航、法荷航、川航、南航、台湾华航、长荣航空等航司签订协议；与阿塞拜疆丝绸之路西部航空续签欧洲线的 BSA 包量协议；与卢森堡货运航空签订 CV-欧洲线；与德国汉莎货运航空续签 GIA 全球战略合作协议等一系列干线运输协议。

**表4: 公司空运运力扩展情况**

年份	事件
2014 年	与南航、中货航签订战略合作协议
2015 年	发展大客户包机业务
2017 年	与扬子江航空签署合作协议，提供航空运输服务
2019 年	公司取得河南航投物流有限公司 49% 股权
	与俄罗斯空桥货运航空以及德国汉莎航空开展合作
2021 年	盐城至日韩，西安至莫斯科，南京至台北等固航产品常态化运营
	在新加坡、曼谷等城市开展全方位物流服务
2022 年	开航海航成都-列日、马航昆明-吉隆坡、俄航哈尔滨-莫斯科等货运自有航线
	与东航物流开展战略合作
	与佳成国际联合设立国际航空货运公司
	深化与国内三大航等航司的合作

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

**全球空运货代“50 强”排名 14，处于行业前列。**根据物流业权威杂志《Transport Topics》发布的 2023 年全球空运货代 50 强榜单，华贸物流以年货量 37.3 吨位列第 16 位，在上榜中国企业中排名第 4，在空运货代领域内处于行业前列。

**表5: 2023 全球空运货代 50 强上榜中国企业**

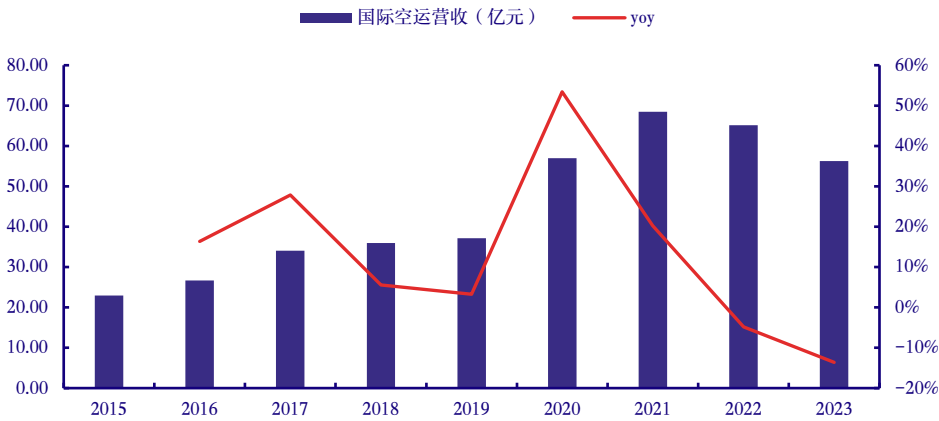
排名	企业名称	空运年货量（吨）
8	中国外运	78.1 万
13	嘉里物流	51.5 万
14	欧华国际	49.5 万
16	华贸物流	37.3 万
23	中菲行	23.8 万
30	环世物流	13.2 万
41	嘉宏国际	7.2 万

资料来源：Transports Topics、中国银河证券研究院

**疫情间公司国际空运营收稳步增长，疫情后受全球贸易疲软影响有所回落。**2019-2022 年 4 年间，公司国际空运营收总体呈现上升趋势，得益于疫情期间航空货运需求爆发，公司国际空运营收呈现快速增长，2020/2021 年公司国际空运实现营收 56.96/68.47 亿元，分别同比上涨 53.41%/20.21%，2022 年营收有所回落，为 65.17 亿元，营收贡献为 29.53%。而在 2023 年，受到疫情后运价持续下行、全球经济贸易形势疲软的影响，公司国际空运营收下降幅度较大，2023 年公司国际空运营收为 56.29 亿元，同比下降 13.62%。



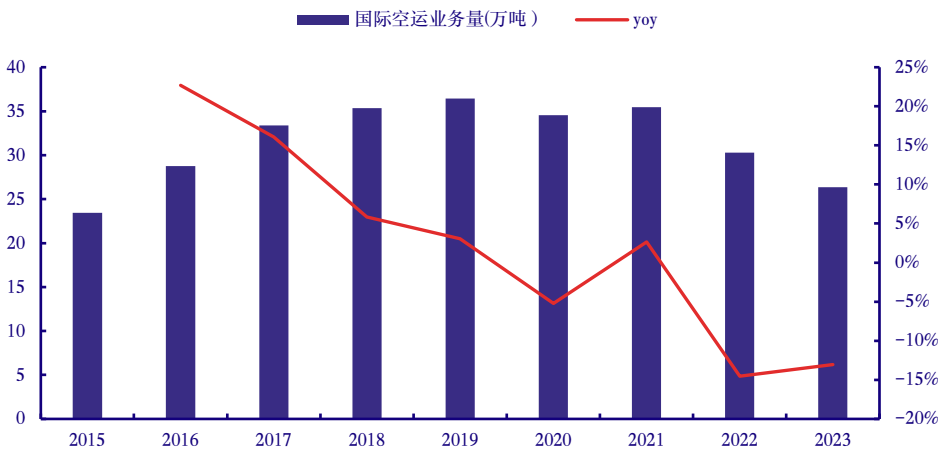
图26：公司国际空运营收示意图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**疫情时期国际空运力紧张，业务量整体企稳。**受到全球疫情影响，2020年国际空运业务量略有下降，但2021年来国际空运业务量逐渐平稳。2022年在国内疫情防控逐步收紧的背景下，公司国际空运业务量为30.29万吨，同比下降14.53%，总体来看疫情期间公司国际空运业务量整体企稳，2015-2022年呈现稳步上升的趋势。疫情后受到全球贸易持续疲软影响，2023年，公司业务量出现了一定程度的下降，为26.34万吨，同比下降13.04%。

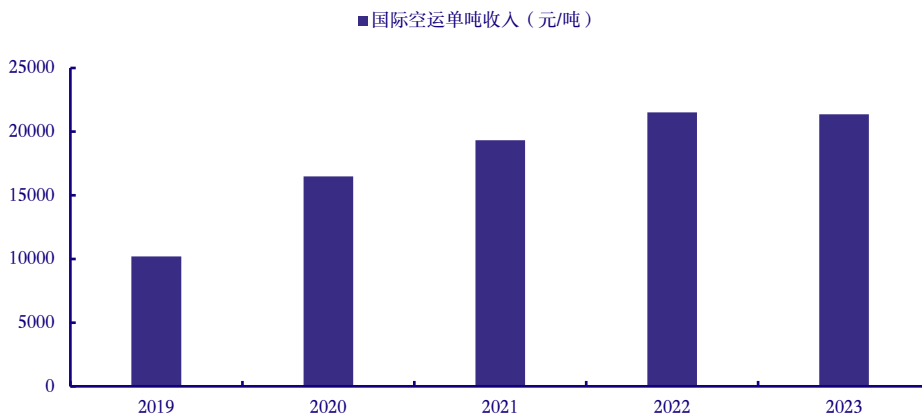
图27：公司国际空运业务量示意图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**疫情期间公司国际空运板块业绩突出，疫情后受全球贸易疲软影响有所回落。**疫情期间，国际空运运力供不应求，运价持续处于高位，2020-2022年公司国际空运单吨收入持续上涨，由2020年的16496元/吨上涨至2022年的21515元/吨，业绩十分亮眼。但在2023年，欧美等主要经济体通胀形势严峻、零售商商品库存高企、消费者对非生活必需品需求下降、制造业缩减产能，全球贸易需求疲软，我国进出口贸易总体也较为疲软；此外，在全球航空货运需求下降和有效运力持续恢复的多重挤压下，市场运价继续调整向下，国际空运量价齐跌，因此，公司2023年国际空运单吨收入有所回落，下降至21371元/吨。公司营收和业务量趋势与大市一致。

图28：公司国际空运单吨收入示意图

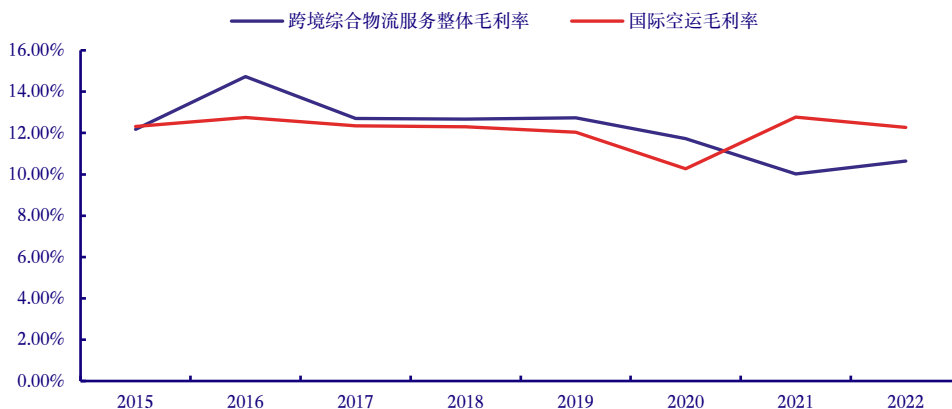


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**欧洲各联合国及美国对俄罗斯关闭领空，压制供给增量。**目的地国家倾向于保护自身航司，以美国为例，美国参议员在 2022 年 3 月提交议案，要求到达/离开美国航班禁止飞越俄罗斯领空。在此之前，欧盟、加拿大也采取了类似举措。作为回应，俄罗斯宣布对包括欧盟全部 27 个成员国在内的 36 国飞机关闭领空。欧洲和亚洲之间许多大型环形航线都要经过俄罗斯领空，包括法兰克福-首尔、东京-巴黎、伦敦-新加坡、曼谷-哥本哈根等非常繁忙的国际航线。俄罗斯与欧美国家关闭领空后，这些航线均受到影响，绕飞增加的成本从商业上阻碍了航空公司通航意愿；尽管中国飞机不受上述限制、仍可飞跃俄罗斯领空，但是由于直飞航线使用的经济性权利执行对等原则，直接影响了中国的国际航线疫后复航。以上海-纽约航线为例，经俄罗斯领空的航线耗时 15 小时，如果绕飞越阿拉斯加则需要 18 个小时，每趟单程增加了数十吨的航油成本。由此来看，多国与俄罗斯互相关闭领空将进一步影响全球供应链，推高航空运价。未来两年内预计运价把俄吃较高水平。

**利润端，21-22 年国际空运为公司利润水平产生正向贡献。**2022 年，公司国际空运板块毛利率为 12.27%，高于同期公司综合物流服务总毛利率水平（10.64%），此外在 2021 年公司国际空运板块毛利率也高于综合物流服务总体毛利率水平 2.73%，由此可见，公司国际空运业务的业绩对公司综合物流服务总毛利润水平有正向的贡献。

图29：公司国际空运毛利率与公司综合物流服务毛利率对比示意图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （五）积极推行国际货代直客化改革，营收结构盈利能力显著改善

**跨境物流企业发展核心在于实现网络化布局以及完善运力资源。**一般来说，跨境物流主要包括前端揽收、运输分拣、国外报关、干线运输、海外清关、海外仓储、尾程派送 7 个环节，而“横到边、纵到底”关键环节是全球化网络布局和运力建设，以提升全链条的服务能力。

**华贸物流积极布局海外网点，加强海外端到端服务能力。**公司持续完善网络布局，提升属地资源整合能力与运营能力，2023 年上半年完成加拿大、南非、澳门、中亚、东南亚、墨西哥等网点优化建设，新增国际海外自营网络至超过 63 个城市和地区、有效增强网络覆盖度与稳定性；目前公司物流网络遍布世界 160 多个国家和地区，依托完善的网络布局，形成了可信赖的全球物流服务与保障体系。

**公司采用合作并购方式强化干线资源掌控能力。**1) 海运方面，公司签署国内八大口岸出口至欧洲主流港口合约；与各主要船司完成北美线合约签署；与阳明海运签订年度合约产品；签署加拿大线合约等运输协议。2) 空运方面，公司先后收购华安润通和华大国际、洛阳中重、佳成物流，使空运业务进入邮政国际空运业务细分市场；与广州嘉诚国际联合设立国际航空货运公司也将增强公司对未来国际空运业务的干线资源掌控能力。随着公司空运货代业务布局的不断优化、空运能力建设的不断加强以及与子公司的协同效应的增强，公司盈利能力与业务量水平有望持续提升。公司目前正在筹划和实施自有国际空运运力、自有国际海运运力建设方案，坚持“先有网络和客户，再建设自有运力”的发展模式，将显著完善全链条服务能力，为公司直客发展战略提供有力支撑。

**直客战略取得了显著成效，获得大量优质客户资源。**公司的全链条服务能力得到了越来越多优质稳定客户的信赖与选择。公司为包括阿里巴巴、京东、华为、荣耀等 500 家以上优质、稳定大客户提供直接服务。2023 年上半年公司持续重点开发行业头部客户，为三星数据、天马微电子、国能重庆铁路运输等优质大客户直接服务。

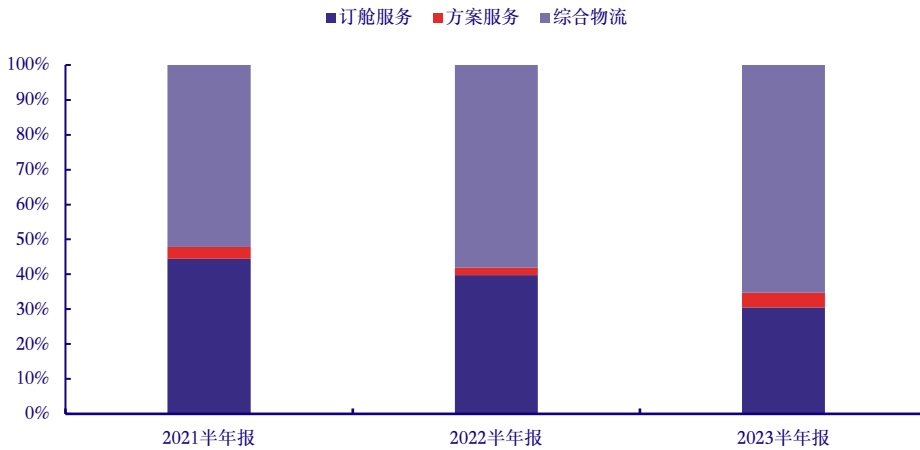
表6: 公司重要客户拓展情况

年份	事件
2018 年	吉利控股、京东物流、海尔集团等企业成为公司客户
2019 年	维护并开发海康威视、西门子、上汽通用、德昌机电、中广核等多家客户
2020 年	成功开发阿里巴巴、华为、小米科技、中兴通讯、大疆创新、中国中车、中免集团等一系列优质直客客户
2021 年	在跨境电商客户方面取得重要突破，与字节跳动等跨境电商领域龙头开展合作
2022 年	公司成功开发比亚迪、奇瑞汽车、迈瑞医疗、建发集团等多家优质客户，与中国邮政、东航物流开展战略合作

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

**此外，公司主动剔除低附加值业务，收入结构得到优化。**公司坚持直客战略，主动舍弃平台型、资金型低附加值简单代理业务，业务量与收入端短期具备一定的增长压力，这是转型的短期阵痛期。转型后，公司主动减少公司对于低附加值的同行业务比例，叠加国际贸易需求持续疲软，公司业务量在 2021 年以来出现不同程度的下滑。但另一方面，公司目前绝大部分产品和服务涵盖全程七个环节中四个以上服务环节，主动舍弃业务量的背后是产品与服务的提质增效。从收入结构上来看，低附加值的订舱服务占比逐年降低，综合物流业务占比提升明显。2023 年上半年，综合物流服务收入占比为 65.3%，较 2021 年同期相比提升 13.1pcts。

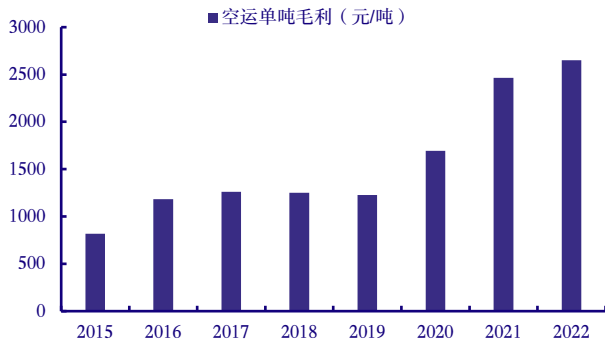
图30：公司海运营收结构变化示意图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

由于高附加值的综合物流服务的占比不断提升，公司的传统货代业务单吨毛利提升明显，盈利能力得到提升。由于高毛利的综合物流服务占比不断提升，公司海运、空运代理的单位毛利提升明显，2022年海运代理单箱毛利为1100元/标准箱，空运代理的单吨毛利为2639元/吨，分别同比提升55%、7%。

图31：公司国际空运单吨毛利示意图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图32：公司国际海运单吨毛利示意图



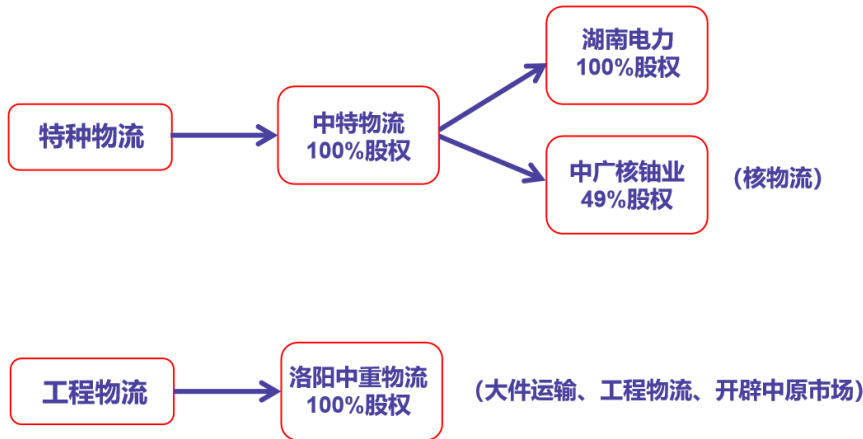
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

展望未来，随着公司海外网点逐步完善，直客服务能力稳步提升，公司货运代理业务有望穿越周期实现稳定增长，业务结构和盈利能力将得到进一步优化和提升。

## （六）进军细分物流领域，发展综合物流服务

**积极收购并购，转型综合物流服务商。**面对近年来跨境物流行业发展新局面，公司积极进行转型，采用收购并购方式进入物流行业细分市场。公司在2014年收购德祥集团，2016年收购中特物流提供特种物流解决方案，2020年收购洛阳中重运输以发展工程物流业务，公司在传统货代业务及跨境电商业务之外开辟增长新赛道，反哺国际空海铁货运代理业务和跨境电商物流业务。

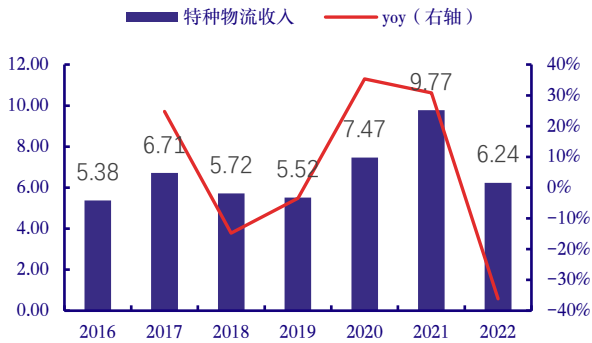
图33：公司部分细分物流领域收购并购示意图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

**特种物流：提供非标准化物流运输服务，业务实现多样化。**公司特种物流业务由旗下全资子公司中特物流提供，从事国内、国际工程物流服务，主要承接工程物流、国际物流、危险品物流、项目仓储配送、铁路专用线运营管理、大宗货物物流、项目咨询与策划等七大板块业务。主要为电力、石化、机械、冶金、核电工程等多个领域提供配套物流。公司特种物流业务 2016-2022 年营收由 5.4 亿元增长至 6.2 亿元，其中在 2021 年营收达到 9.8 亿元。此外，由于特种物流领域的高技术门槛以及高风险，特种物流服务议价能力较强，因此公司特种物流业务毛利率均处于 20-30% 的较高水平。公司还通过合营企业中广核铀业（北京）物流有限公司稳步推进核铀料、核乏料、放射性等物资的特种物流运输服务，市场发展前景广阔。

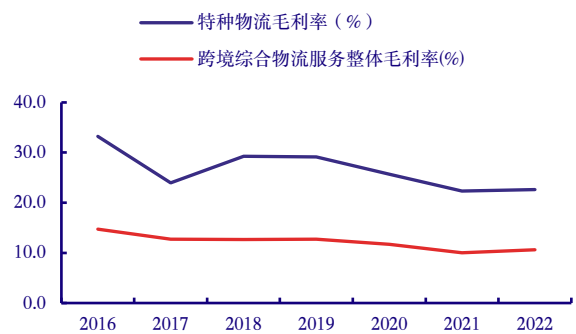
图34：公司特种物流营收及同比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

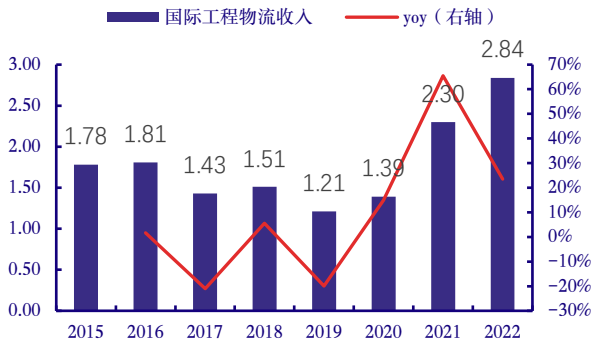
**工程物流：依托完备空海铁物流体系，服务中国企业出海建设。**公司工程物流由旗下子公司洛阳中重运输及孙公司湖南电力提供，依托华贸物流完善的空海铁跨境物流体系，为在“一带一路”沿线国家的中国企业提供石化、电力、基础设施、轨道车辆运输服务。2015-2022 年，公司工程物流业务营收由 1.78 亿元增长至 2.84 亿元，于 2020-2022 年取得较快的营收增长。

图35：公司特种物流毛利率示意图



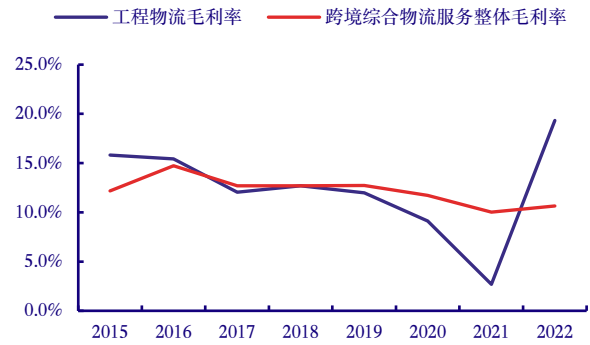
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图36：公司工程物流营收及同比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

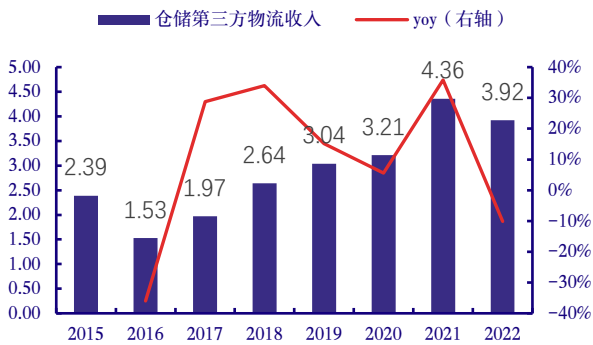
图37：公司工程物流毛利率示意图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

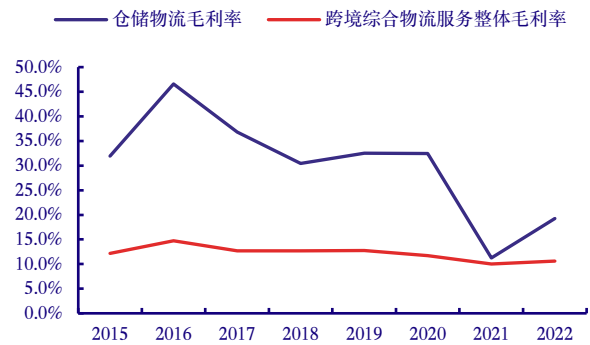
**仓储第三方物流：仓储设施完善、遍及海内外多个地区。**公司旗下子公司德祥物流于上海拥有占地 3.9 万平方米的海关监管仓库，除此之外，公司于国内外多地建设仓储设施，经营国际仓储物流，拥有及租用的仓储面积超过十七万平米，分布于上海、深圳、无锡、南京、厦门等内地和香港、洛杉矶、休斯顿等各服务网点，为客户提供储存、理货、配载、包装、分拣、贴标唛唛、控温控湿、冷藏冷冻、贵重物品保安、配送等各种附加值服务，配合客户实施多元化市场推广策略，依托信息管理系统进行管理。2015-2022 年，公司仓储第三方物流营收由 2.39 亿元增长至 3.92 亿元，毛利率较高，业绩表现良好。

图38：公司仓储第三方物流营收及同比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图39：公司仓储第三方物流毛利率示意图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

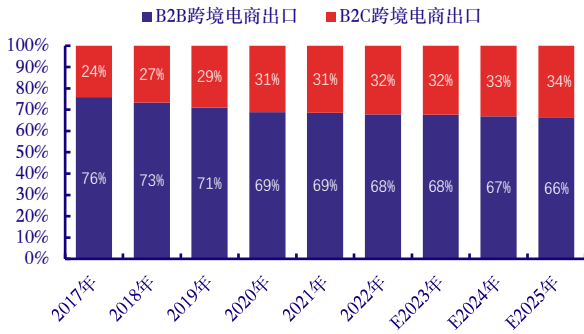
### 三、跨境电商：“出海四小龙”崛起推动跨境电商景气度，公司跨境电商物流业务增长前景广阔

#### （一）跨境电商渗透率升高，市场潜力巨大

**跨境电商物流通常可分为两种形式：跨境直发和海外仓。**跨境直发模式是指物流服务商负责整个出口货物的门到门物流过程。跨境直发包括三种具体模式：邮政小包通过各国邮政网络完成跨境电商货物出口，价格较为经济实惠，覆盖范围广泛但时效较慢；国际商业快递速度快但价格较高；跨境专线则是一种全流程的跨境运输模式，服务商通过自有资源进行揽货、调度半航班运力以及进行跨境末端配送等操作，保证了时效性且价格相对较低。近年来，跨境专线在跨境直发模式中的占比不断增加，2020 年我国跨境专线物流占比已提升至 32%。另一种形式是海外仓，由跨境物流服务商提供到海外仓的服务。服务商会将出口货物运送至目的地的仓库，待订单下达后再进行仓内打包，并通过当地物流服务商将货物从海外仓发往海外消费者手中。

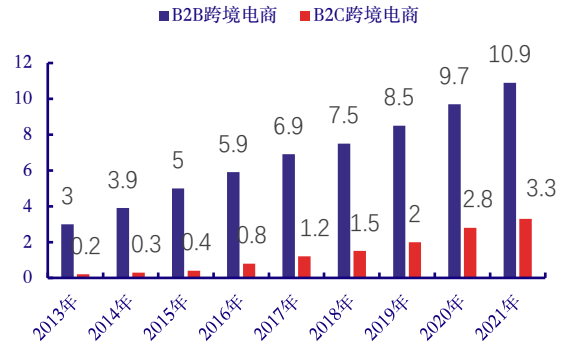
疫情之后，海外市场的电商渗透率显著提升，跨境电商物流市场规模有望维持高增长态势。伴随疫情期间全球用户网络购物习惯加速培育，叠加物流仓储、跨境支付等配套设施日益完善，零售线上化水平显著提升。跨境电商 B2C 模式占比呈现逐年持续提升，成为跨境电商市场发展的重要驱动力量。根据艾瑞咨询的数据，2022 年，我国跨境电商出口市场中，B2C 占比达 32.2%，预计 2025 年将达到 33.6%。

图40：我国 B2C 跨境电商出口规模占比持续提升



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

图41：2013-2021 年我国 B2B、B2C 跨境电商规模 (单位：万亿元)



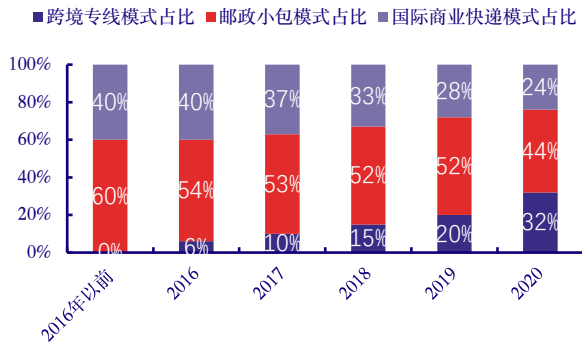
资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院

坐拥世界最大电商市场，中国电商渗透率全球领先，美国、日本紧随其后。2003 年，伴随淘宝网正式上线，中国电子自此迅猛崛起，并经历了令人瞩目的发展。现今中国拥有全球最大的电商市场，2022 年我国电商收入达到 1.24 万亿美元，美国/日本分别达到 0.81/0.15 万亿美元。中国电商市场的规模得益于我国完备的互联网基础设施建设、物流网络、电商平台以及制造业优势。与此同时，当前国内需求放缓，制造产能超过本土需求。基于经济结构的调整，推动对外输出制造能力的需求，出口成为推动经济增长的关键方向。

国际环境复杂严峻，中国贸易整体强劲增长，经济长期向好的基本面未发生改变。2022 年，进出口继续保持稳定增长，规模再创历史新高，连续 6 年保持世界第一货物贸易国地位。海关总署发布数据显示，2022 年我国货物贸易进出口总值 42.07 万亿元人民币，比 2021 年增长 7.7%。其中，出口 23.97 万亿元，增长 10.5%；进口 18.1 万亿元，增长 4.3%。

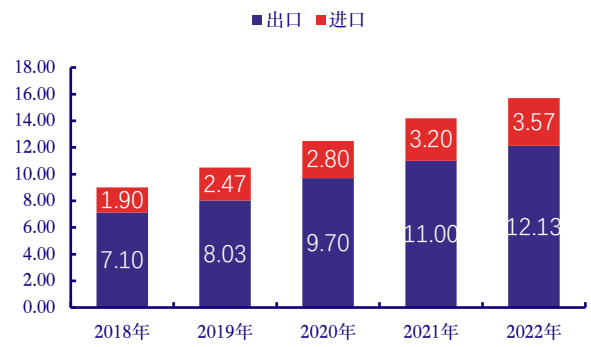
2018-2022 年我国跨境电商交易规模 CAGR 为 18.2%，其中出口/进口占比 75%/25%。据中国海关披露，中国跨境电商交易规模从 2018 年的 1.06 万亿元增至 2022 年的 2.06 万亿元，CAGR 为 18.19%，其中 2022 年同比增长 7.1%。进出口结构方面，由于疫情推动线上消费发展，带动出口跨境电商发展，叠加政策不断出台推动以及国内日渐完善的供应链，跨境电商出口交易规模稳步增长。根据网经社数据，2022 年我国跨境电商出口交易规模达到 12.13 万亿元，占比跨境电商市场总规模（15.7 万亿元）达 77.25%。

图42：我国跨境电商市场结构占比情况



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

图43：我国跨境电商出口及进口市场规模（单位：万亿元）



资料来源：网经社，中国银河证券研究院

国家级支持性政策频出，利好跨境电商。作为经济贸易的重要支柱，跨境电商行业得到国家税收、支付等多维度的政策支持。近年来，国务院、商务部、发改委等相关机构陆续出台了一系列政策法规，陆续提出优化退税服务支持符合条件的跨境电商相关企业申报高新技术企业，支持外贸企业通过跨境电商等新业态新模式拓展销售渠道、培育自主品牌，积极发展“跨境电商+产业带模式，带动跨境电商企业对企业出口的相关政策。

表7：我国跨境电商重要支持政策整理

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2021年3月	全国人大	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	加快发展跨境电商，鼓励建设海外仓，保障外贸产业供应链运转。
2021年7月	国务院	《国务院办公厅关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	在全国适用跨境电商 B2B 直接出口、跨境电商出口海外仓监管模式，便利跨境电商进出口退换货管理，优化跨境电商零售进口商品清单，扩大跨境电商综试区试点范围。到 2025 年，培育 100 家左右各方面表现突出的海外仓企业。
2021年7月	商务部	《“十四五”商务发展规划》	倡导开放共赢，支持跨境电商和海外仓发展。推动外贸创新发展，开展跨境电商“十百千万”专项行动、规则和标准建设行动、海外仓高质量发展专项行动等。到 2025 年，使跨境电商等新业态的外贸占比提升至 10%。
2021年11月	商务部	《“十四五”对外贸易高质量发展规划》	积极扩大优化进出口，推动对外贸易高质量发展。支持加快发展贸易新业态，促进跨境电商持续健康发展。推进市场采购贸易方式发展、发挥外贸综合服务企业带动作用、加快海外仓发展、推动保税维修发展、支持离岸贸易发展等。
2021年12月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	大力发展跨境电商，扎实推进跨境电商综合试验区建设，积极鼓励各业务环节探索创新，培育壮大一批跨境电商龙头企业、海外仓领军企业和优秀产业园区，打造跨境电商产业链和生态圈。
2022年1月	国家发改委	《“十四五”现代流通体系建设规划》	促进跨境贸易多元化发展，培育外贸新动能。深入推进跨境电商综合试验区建设，研究调整跨境电商零售进口商品清单范围，支持发展保税进口、B2B 出口等模式，鼓励跨境电商平台完善功能。
2022年5月	国务院	《关于推动外贸保稳提质的意见》	推动跨境电商提质增效。针对跨境电商出口海外仓监管模式，加大政策宣传力度，指导企业用好现行出口退税政策，及时申报办理退税。尽快出台便利跨境电商出口退换货的政策，适时开展试点。支

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

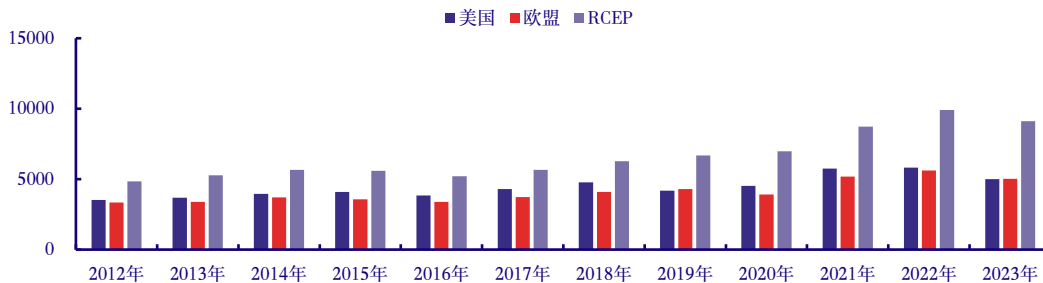


			持符合条件的跨境电商相关企业申报高新技术企业。
2022年6月	中国人民银行	《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》	完善跨境电商等外贸新业态跨境人民币业务相关政策，将支付机构跨境业务办理范围由货物贸易、服务贸易拓宽至经常项下。
2022年9月	商务部	《支持外贸稳定发展若干政策措施》	保生产保履约，支持产品开拓国际市场；积极支持企业参加各类展会抓订单；发挥外贸创新平台作用；支持跨境电商海外仓发展；提升港口集疏运和境内运输效率，确保进出口货物快转快运。
2022年11月	工信部、发改委、国资委	《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》	确保外贸产业链稳定，指导各地建立重点外贸企业服务保障制度；提升港口集疏运和境内运输效率；落实好稳外贸政策措施，进一步加大出口信用保险支持力度；加快推动通过中欧班列运输新能源汽车和动力电池，支持跨境电商、海外仓等发展。
2023年1月	财政部、海关总署、税务总局	《关于跨境电子商务出口退运商品税收政策的公告》	因滞销、退货原因，出口之日起6个月内原状退运进境的商品，免征进口关税和进口环节增值税、消费税；出口时已征收的出口关税准予退还，出口时已征收的增值税、消费税参照内销货物发生退货有关税收规定执行。
2023年4月	国务院	《关于推动外贸稳规模优结构的意见》	推动跨境电商健康持续创新发展。支持外贸企业通过跨境电商等新业态新模式拓展销售渠道、培育自主品牌。鼓励各地方创新建设跨境电商综合试验区，积极发展“跨境电商+产业带”模式。
2023年12月	国务院	《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》	培育内外贸融合发展产业集群。在重点领域培育壮大一批内外贸融合发展产业集群。推动商业科技创新中心建设，促进互联网、大数据、人工智能和内外贸相关产业深度融合。引导产业向中西部、东北地区梯度转移，提升中西部等地区内外贸一体化发展水平。

资料来源：国务院、发改委、商务部、海关总署等，中国银河证券研究院

**中国经济高水平对外开放，推动本土物流企业全程服务能力提升。**当前，经济发展已进入新阶段，实行高水平对外开放是实现高质量发展的必然要求。加入 RCEP、CPTPP，将为中国构建国内国际双循环新发展格局提供更广阔的外部市场，强化中国与全球各国经贸关系。展望未来，未来出口对于经济增长的重要性日益凸显，本土物流企业的话语权将不断提升，未来商家会更加倾向与全链条服务能力强的跨境物流企业合作，对照国外货代发展路径，我国跨境物流公司将会通过全链条、数字化、服务标准化、跨区域、跨产品的整合并购，最终实现“端到端”的全程物流服务能力。未来 3-5 年，中国将出现一批具有全球服务能力的物流企业。

图44：2012-2023年我国向美国、欧盟、RCEP国家出口额（单位：亿美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

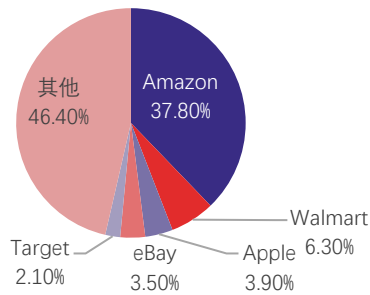
## （二）海外市场渗透率提升，行业发展全新空间

**欧美市场成熟度较高，我国跨境电商仍有增量空间。**当前纵观全球，美国、欧洲市场已经具有较高成熟度。一方面，线上化交易及消费场景业态普及领先起步，带来欧美居民跨境电商消费习惯培育

充分，另一方面，欧美地区具备高消费能力的消费群体规模在全球范围内相对最大，消费市场仍存在巨大潜力。根据 eMarketer 数据，2022 年，Amazon 在美国电商市场上占据近 40% 的市场份额，市场竞争较为激烈，但考虑到当前跨境电商平台流量渠道多元化发展的背景下，我国出海跨境电商平台根据自身优势资源禀赋确定最优化运营模式、寻找产业链新方式，在欧美存量市场仍有进一步挖掘增量需求的空间。

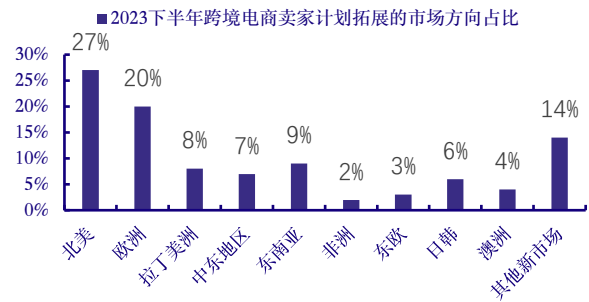
**跨境电商实现高速增长，新兴市场有望贡献重要力量。**随着国际贸易博弈，行业遭遇海外关税政策多变，海外查验监管更加频繁等影响，导致需求不畅，部分商品和物流线路甚至出现价格倒挂，但中国本土跨境电商企业通过品牌出海、自建独立站、打造本土跨境电商龙头平台企业三大模式，拥有自己的话语权，TikTok 领衔的直播电商强势崛起、独立站热潮带动多平台布局、拼多多等国内电商巨头入场冲击海外，跨境电商发展前景依然广阔。未来，伴随着我国跨境电商平台在主要新兴市场国家的物流仓储网络拓展、支付保障配套建设完善，新兴市场国家的需求增长有望为我国跨境电商平台出海贡献重要力量。同时，随着家电、金工、机械等多个行业的逐步升级，跨境电商行业预计将迎来更多的增长机会。这些行业的转型为跨境电商提供了更多样化的产品和更广阔的市场，预示着行业积极发展的趋势。

图45：2022 年美国电商平台市场份额情况



资料来源：eMarketer，中国银河证券研究院

图46：2023 年下半年跨境电商卖家计划拓展的市场方向

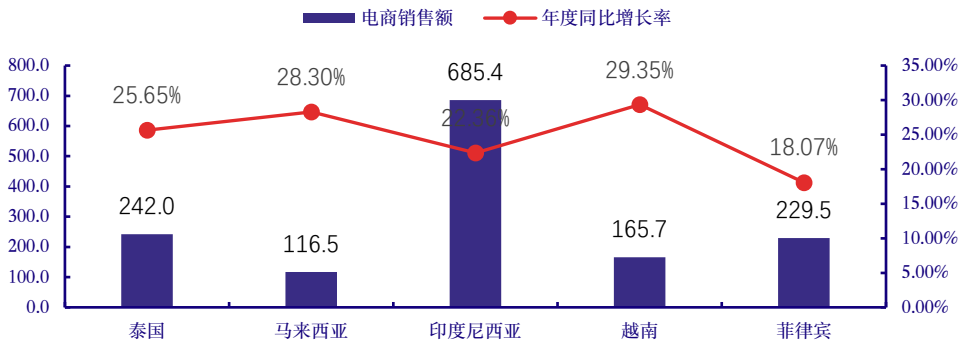


资料来源：雨果跨境，中国银河证券研究院

**亚洲贸易转型，亚太电商蓬勃发展。**随着全球贸易商流向亚洲的转变，亚太地区的电商增长速度明显加快。在经济全球化的背景下，企业专业化分工的重要性日益凸显。亚洲供应链由于整体一体化程度更高，且具有更强的协作性和经济性，因此供应链网络趋向于向亚洲转移。就商品出口而言，近年来欧盟和美国的商品出口增长速度放缓，而亚洲国家，如中国、印度、越南的商品出口额则呈现出强劲的增长态势。这表明亚太地区的跨境电商市场近年来正迅速发展。这一趋势反映了亚洲在全球商流中的不断增长的重要性，以及该地区作为全球贸易和电商中心的地位的日益增强。

**东南亚互联网渗透率显著提升，我国电商向东南亚出口呈现快速增长势头。**在电商消费方面，疫情期间东南亚国家吸引了大量新用户涌入，伴随网购渗透率提升，跨境电商业态也呈现出迅速增长的态势。根据艾媒咨询的报告数据，2023 年，东南亚主要国家中，泰国、马来西亚、印度尼西亚、越南、菲律宾的电商销售额分别达到 242.0 亿元、116.5 亿元、685.4 亿元、165.7 亿元、229.5 亿元，同比增速分别达 25.65%、28.3%、22.36%、29.35%、18.07%。

图47：2023年东南亚地区五国电商销售额及其年度同比增长率（单位：亿元）



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

### （三）国外限制政策影响有限，新兴市场或成全新增长点

欧美国家出台相关限制政策，跨境电商发展受到一定阻力。在跨境电商市场方面，由于欧美市场成熟度较高，目前我国跨境电商商品主要发往欧美发达国家，根据海关总署统计，美国、英国、法国等欧美国家均为我国跨境电商出口总额排名靠前的国家，但如今国际局势复杂多变，贸易保护主义盛行，部分国家出台相关政策打压我国跨境电商发展，为跨境电商发展带来不确定性，除此之外，各国也加紧制定相关法规保障跨境电商市场有序运行，这也在合规方面给我国跨境电商企业带来挑战，给我国电商企业全球化发展带来一定风险，此外，2021年4月以来，中国卖家在亚马逊遭遇“封号潮”，约有600个中国品牌 and 3000个卖家账号被封，导致大量跨境电商企业遭受大量损失，严重影响我国跨境电商企业的正常运营。

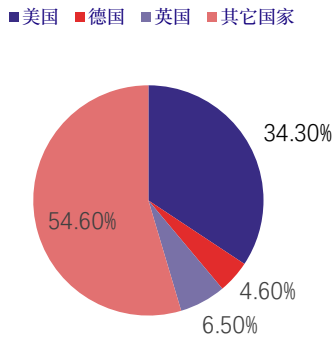
表8：欧美国家跨境电商相关限制事件及政策梳理

时间	国家及地区	政策内容
2018年	美国	对中国部分商品加征关税，抬高中国卖家成本
2018年	美国	美国法院允许各州和地方政府对互联网零售商征收销售税，此后美国各州陆续对电商增收互联网销售税
2021年	欧盟	对增值税规则进行重大修改，在欧盟范围内进行B2C在线商品销售的零售商及企业有义务到商品到达国缴纳增值税，对于当前从欧盟境外进口价值不超过22欧元的货物的“低价值托运”免征进口增值税的规定将被取消
2021年	美国	自2021年四月以来中国卖家在亚马逊遭遇“封号潮”，约有600个中国品牌 and 3000个卖家账号被封，亚马逊方面给出的封号理由是“违规操作”
2021年	美国	禁止进口与新疆相关的任何产品，导致我国我国服装出口订单量出现下滑
2022年	欧盟	《数字市场法案》明确了大型线上平台的权利和规则，给我国跨境电商企业规范发展提出新要求
2024年	美国	众议院于上月通过了要求字节跳动将TikTok业务剥离的法案，此项法案在参议院还未表决
2024年	美国	美国国土安全部表示正计划在加强在打击非法贸易等方面的措施，通过de minimis“小额豁免”渠道的低价值包裹进境将受到更加严格的审查。

资料来源：财联社等，中国银河证券研究院

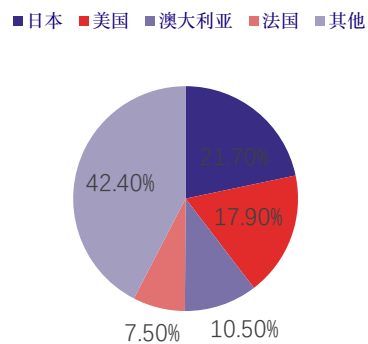
**限制政策影响有限，“中国制造”商品替代难度大。**尽管欧美等发达国家出台了相关限制政策，但我们认为这个对我国跨境电商行业出口商品到欧美国家的影响较小。首先是欧美市场对于中国商品的依赖性，我国跨境电商出口总额稳居世界第一，依托我国发展完备的各类制造业，我国有着其它国家难以比拟的质量及价格优势。除此之外，疫情以来欧美国家长期处于高通胀水平，尽管 2023 年经济增长放缓，通胀水平有所下降，但仍然高于疫情前水平，高通胀导致消费者更加看重物品的性价比，持续的高通胀改变了欧美民众的购物方式，物美价廉的“中国制造”商品的优势不言而喻。从数据上我们也可以印证限制政策的影响十分有限。根据中商产业研究院发布的报告，2022 年，根据中国跨境电商进出口情况，在总额提高的前提下，出口前往美国的出口总额比例达 34.3%，出口至英国的比例达 6.5%，出口至德国的比例达 4.5%。

图48：2022 年中国跨境电商出口额各国占比



资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院

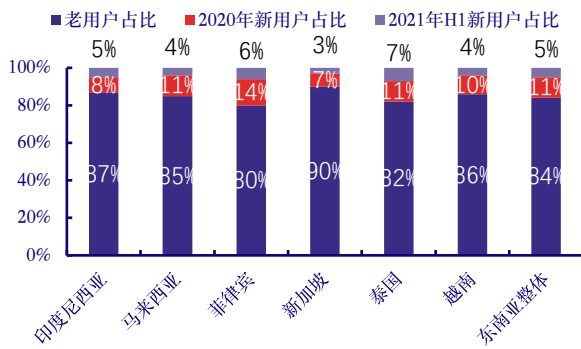
图49：2022 年中国跨境电商进口额各国占比



资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院

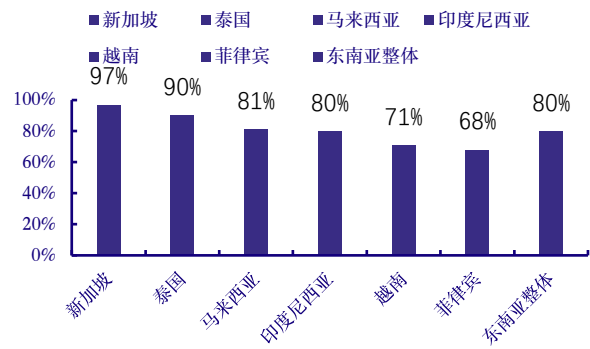
**俄乌冲突叠加东南亚市场发展，新兴市场或成全新增长点。**除了传统的欧美市场，在跨境电商领域不可忽视新兴的东南亚市场以及受到西方国家封锁影响的俄罗斯市场。2022 年，越南和菲律宾的互联网用户同比增速分别为 4.9%和 28.0%。在电商消费方面，疫情期间东南亚国家吸引了大量新用户涌入，其中 2020 年至 2021 年上半年，菲律宾和泰国的新用户占比最高，分别达到 20%和 18%。因此，我国电商企业出口至东南亚市场的规模迅速扩大，截至 2022 年上半年，中国对东盟地区的跨境电商出口同比增长了 98.5%。此外，截至 2021 年，越南和菲律宾具有网购经验的用户比例分别为 71%和 68%，显示了东南亚电商市场未来拓展空间的广阔。随着东南亚互联网渗透率的提升，我国电商向东南亚出口的增速明显加快，在我国跨境电商出口额占比排名中，越南、马来西亚、泰国等东南亚国家名列前茅。除此之外，俄罗斯市场也值得关注，由于俄乌冲突的爆发，西方国家对俄罗斯实行全面经济封锁，西方商品无法进入俄罗斯市场，因此中国商品在俄罗斯的进口额占比中不断攀升，2022 年俄罗斯占我国跨境电商出口总额的 2.9%，排名仅次于美、英、德三个欧美发达国家。新兴的东南亚及俄罗斯市场或成为我国跨境电商行业新的增长点。

图50：疫情期间东南亚国家电商消费新用户占比



资料来源：《e-Conomy SEA 2021》，中国银河证券研究院

图51：2021年有购物经历的东南亚国家用户占比

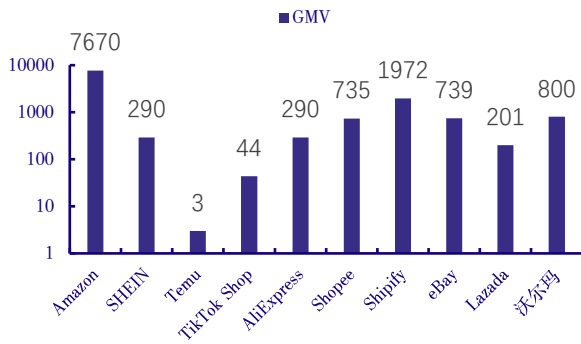


资料来源：《e-Conomy SEA 2021》，中国银河证券研究院

### （四）“出海四小龙”各具特色，助力跨境电商品牌成长

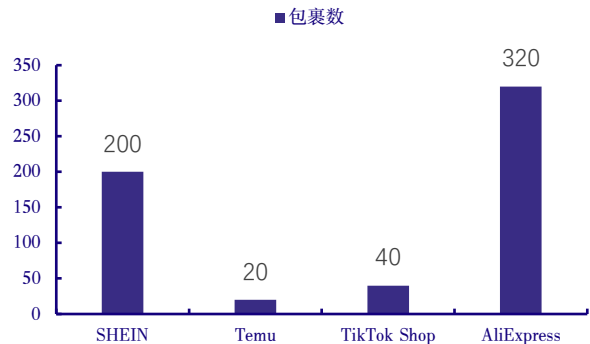
**出海四小龙迅速扩张，加速助力品牌出海。**自2023年开始，随着中国跨境电商平台向国际市场迅速扩张，被誉为“出海四小龙”的四大平台——AliExpress（全球速卖通）、SHEIN、Temu、TikTok Shop，展现出了逆势崛起、迅速扩张的势头，受到全球消费者的广泛喜爱。特别是在全球经济因疫情冲击而面临复苏压力，并受地缘政治摩擦影响，行业整体增长放缓的情况下，“出海四小龙”以低价定位和高效供应链体系相对于全球电商巨头，获得了显著的优势，加速了其流量获取速度。依托互联网能力外溢+供应链能力外溢+中国品牌优势凸显，中国跨境电商开启全球强势扩张之路。

图52：2022年主要跨境电商平台GMV（单位：亿美元）



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

图53：2022年“出海四小龙”日均包裹数（单位：万单）



资料来源：NielsenIQ，中国银河证券研究院

**图54：全球主要跨境电商平台与“出海四小龙”商业模式对比**

	Aliexpress	Temu	SHEIN	TikTok Shop	Amazon	eBay	Shopee
<b>平台简介</b>	阿里旗下的国际站之一，发展成为跨境电商平台	拼多多旗下的跨境电商平台	以国际B2C快时尚为主的中国跨境电商平台	TikTok推出的跨境电商平台，短视频平台	全球最早成立的电商平台之一	全球最主要的线上拍卖及购物交易网站之一	东南亚&中国台湾地区领先的电商平台
<b>来源国家</b>	中国	中国	中国	中国	美国	美国	新加坡
<b>成立时间</b>	2010年	2022年	2008年	2017年	1994年	1995年	2015年
<b>商业模式</b>	覆盖国家市场数量多；出海服务体系健全；覆盖商品品类齐全	拼多多模式，高额补贴；主打性价比	“小单快返”柔性供应链模式；专注快时尚女装产品	短视频+直播模式引流；聚焦年轻及社媒用户	自营+第三方平台模式；物流以自营海外仓为主（FBA）	拍卖+一口价+综合销售模式	聚焦东南亚市场；主打本土化经营
<b>覆盖网络</b>	全球200个国家及地区	主攻欧美、日韩，已进入47个国家及地区	北美、欧洲、中东等150个国家及地区	东南亚、美国、英国等	全球	全球	东南亚、拉美地区等
<b>卖家模式</b>	全托管/半托管/平台模式	全托管/半托管/平台模式	全托管/独立站	全托管/跨境店	平台模式	平台模式	平台模式/本土化经营
<b>物流模式</b>	平台自建物流“全球五日达”	第三方物流	第三方物流	第三方物流	自营海外仓（FBA）	第三方物流	平台自建物流“SLS”
<b>主要品类</b>	全品类	服装鞋帽、家居用品、3C等	时尚服装、家居生活等全品类	服装、美妆、3C等	全品类	全品类	全品类

资料来源：NielsenIQ、各公司官网，中国银河证券研究院

### （五）跨境电商业务快速增长，打造公司第二增长曲线

公司跨境电商业务加速布局，产品线逐步完备。公司自2019年起开始涉足跨境电商业务，形成以进出口物流服务和海外仓服务为支撑的全面产品服务。公司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。截至2021年底，公司在跨境电商物流领域的布局已初具规模，服务对象覆盖邮政、跨境电商平台和卖家，服务能力涵盖前端揽货、转运分拨、出口报关、干线运输、进口清关、海外仓配，并具备整合尾程派送的能力。

**表9：公司跨境电商业务介绍**

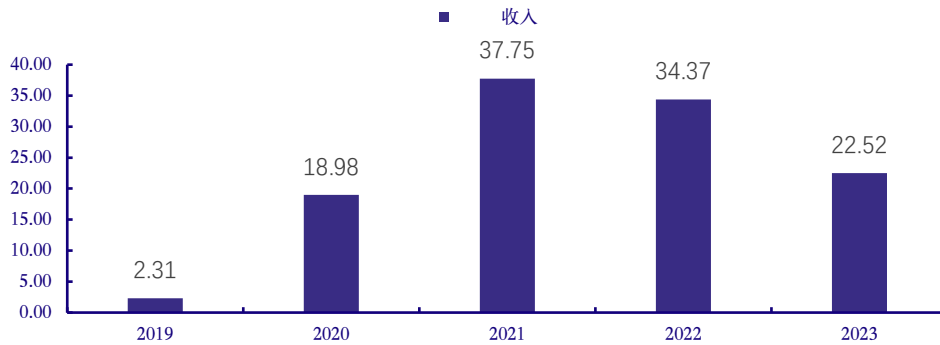
业务名称	业务	明细
跨境电商出口物流服务	FBA 头程服务	空运、海运、铁路等运输方式将卖家的货物到亚马进指定仓库
	国际快递专线	信息化技术与海关系统直接对接，整合欧、美、澳、日等国当地清关派送渠道
	个人直邮专线	智能申报系统实现网上直接申报，个人包裹通过转关到口岸直接出运，享受免征不退政策
	海外仓出口服务	目前在欧美、日韩、澳洲等国家都配备海外仓库，并为客户提供目的港清关、派送及买家货物退货二次包装等服务
	代理邮政包裹	联合各国邮政为卖家提供国际邮政小包服务，满足时效较快而费用较低
	代理国际快递	与DHL、UPS、FEDEX等国际快递公司达成紧密合作关系，代理其国际快件业务
跨境电商进口物流服务	国际快递专线	为客户提供量身定做的不同清关的解决方案，实现一站或清关派送服务
	个人直邮专线	运用互联网信息技术，全球海外仓资源与国内多口岸海关系统对接的跨境电商，提供一体化的高效、阳光清关及多元化末端派送

	服务
海外仓进口服务	目前在欧美、日韩、澳洲等国家都配备海外仓库，同时为客户提供上门提货、集货、仓储、分拣、包装等相关服务
中港车转口贸易	为客户提供在中国香港海外仓集货，直接通过深圳口岸陆路转关至内地各保税区

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

自 2019 年以来，公司的跨境电商业务比重持续增加。跨境电商物流的营收和占比逐年上升，2020 年和 2021 年的营业收入分别达到 18.98 亿元和 37.75 亿元，同比增长率分别为 722.54%和 98.92%，占比分别为 13.46%和 15.30%。公司积极抓住跨境电商物流行业的高增长机遇，并在过去两年内进行了重要的收购，以快速布局跨境电商物流业务。特别是在 2021 年下半年收购了佳成国际物流后，公司的跨境电商业务发展速度进一步加快，2022 年公司跨境电商业务的收入达到了 34.37 亿元。在 2022 年上半年，公司与多个电商平台签约，并与总部及各分子公司密切合作，加强邮件包裹转运操作，并与郑州公司、厦门公司和中国香港公司共同合作韩国航空业务，以确保邮政包裹业务的稳定运输。

图55：2019-2022 年公司跨境电商业务营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司自 2019 年开始拓展跨境电商业务，每年在并购、客户、运力和海外仓建设等方面持续加大投入。2019 年，公司收购北京华安润通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业务领域，与大安国际形成互补关系。2021 年，公司收购深创建供应链公司 33.5%股权和杭州佳成国际物流 70%股权，战略布局更加全面。在客户方面，公司与多家 B2C 跨境出口电商企业展开合作，如执御、跨境通、有棵树等，并成功开发了多个优质客户。同时，公司与各大电商平台签订物流合作协议，提升了国际物流服务能力。至于运力方面，公司不断开辟新航线、扩大海外仓规模，并与各方合作提升运输服务水平。报关、仓储等全流程物流服务也得到不断加强，以满足不断增长的物流需求。

表10：2019-2022 年公司跨境电商业务拓展情况

年份	拓展情况
2019 年	收购华安润通及华大国际 70%股权
2020 年	在海外建立多个新公司;与跨境通、有棵树等达成合作
2021 年	开通至台北定班自营、至比利时列日卡车航班服务;开通多个通关服务;与深圳南油集团等多个公司达成合作
2022 年	与 LAZADA、SHOPEE 等电商平台签订物流合作协议

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

寻找优质并购标的是公司快速拓展跨境电商业务的重要路径。2019 年，公司成功收购了北京华安润通国际物流和华大国际物流的 70%股权，成功进军邮政国际空运服务市场。当年，公司通过并购华

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

安物流，跨境电商业务量达到 8050 吨，营业收入达到 2.31 亿元。2020 年上半年，公司实现了包机超过 60 架次，通过在运力采购、机场地面操作、新市场拓展等方面的协同合作，成功实现互补效应，进一步展现了并购后的协同效应。2021 年，公司成功收购了佳成国际物流 70% 的股份。佳成物流在跨境电商物流领域的优势主要体现在前端揽收、报关服务以及海外段尾程服务能力，但由于运力和资金不足，其干线能力相对较弱。此次并购后，公司可以依托自身在邮政细分市场的传统优势，拓展涵盖传统贸易普货、邮政小包以及佳成物流的 FBA 专线电商货等更为丰富的干线产品种类，实现中国邮政非邮政业务全球供应链体系的畅通，并在揽收、报关等方面实现资源互补。

**收购佳成国际物流，提升跨境电商业务量。**2021 年，佳成国际物流全年的跨境电商物流小包达到 10.53 万吨，同比增长 118%。其中，国际空运、海运、铁路和中欧卡班分别占比为 24%、28%、15% 和 2%，另外海外仓和报关服务占比为 3.31 万吨。基于公司在空海货代领域的传统优势，佳成跨境电商物流的运力资源主要集中在空运、海运和铁路方面。

在 2022 年的经营目标中，佳成物流计划全年实现跨境电商物流小包达到 17 万吨。如果目标得以实现，佳成跨境电商物流小包总货量有望同比增长 61.44%。其中，佳成国际物流的空运和中欧卡班货量将分别占公司跨境电商物流空运和中欧卡班目标货量的 40% 和 27%。佳成国际物流的并入预计将推动公司跨境电商物流业务迎来新一轮增长，随着协同效应的持续发挥，佳成对公司业绩贡献度有望进一步提升。

表11: 收购前佳成国际公司情况 (单位: 万元)

项目\年份	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	104047.97	122404.82	120316.53
利润总额	4901.01	2391.98	4131.66
净利润	4128.67	2443.54	3908.09
归母净利润	4152.36	2505.62	3824.21

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

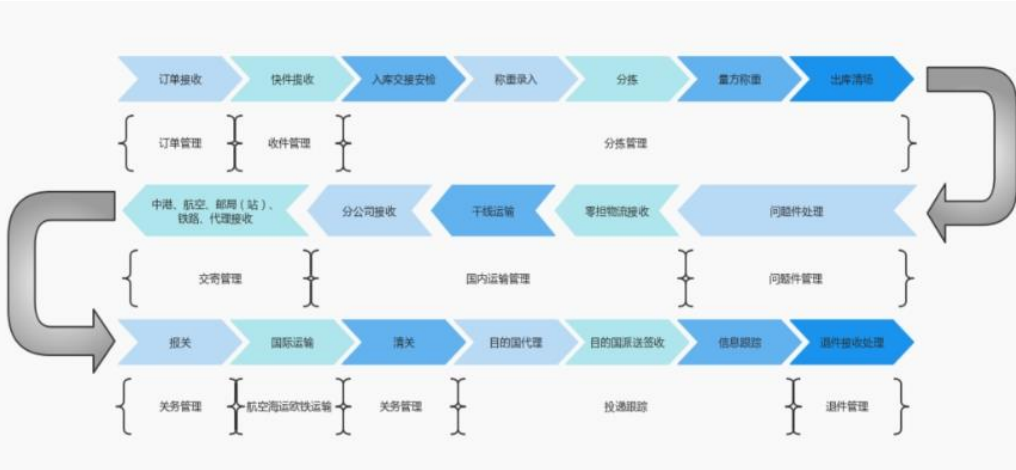
图56: 佳成国际竞争优势示意图



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院



图57：佳成国际主要业务流程



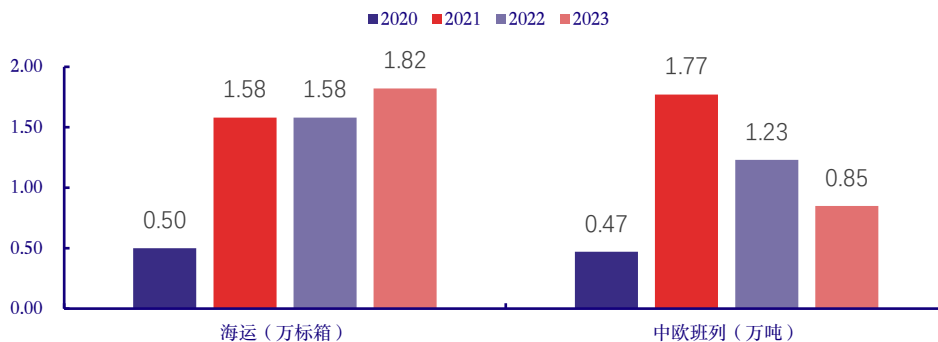
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （六）布局中欧班列，丰富跨境电商物流运力层次

**传统运力资源与跨境电商服务逐步整合，驱动跨境电商物流业务加速增长。**公司利用自身在空海铁运力资源方面的优势，推进跨境电商与传统贸易物流融合，将普货、邮政小包、FBA 头程货实现货源共享、运力共享、服务共享。2021 年，公司跨境电商物流业务中，空运、海运、铁路（中欧班列为主）业务量均实现了增长，并开拓了中欧卡班的运力资源。未来公司不仅将受益于一直以来跨境电商交易规模的增长，还有望在疫后海外市场线上消费兴起带动中国产品出海的背景下分享跨境电商出口业务带来的物流服务需求。

**布局中欧班列，推动公司运力发展。**国际铁路方面，推进运力建设，开通中俄、中欧定制包列，推出中亚物流产品，发展大宗物流产品。一是开通南向班列、“陆海新通道”、“中老”、“中越”、“中欧”、跨境海铁联运，深度参与“满洲里-红石”班列的运行。二是构建铁路集装箱汽车整车发运能力，推进东风燃油商用车中老班列运输，丰富铁运产品。三是开发重庆至杜伊斯堡国际集装箱业务，为国际贸易中小散直接客户提供便捷化服务。四是与西安自贸港、中原新丝路等平台展开紧密合作，积极开发中欧、中俄定制班列。

图58：2020-2023 跨境电商业务海运货运量（单位：万标箱）以及中欧班列货运量（单位：万吨）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**立足传统国际货代业务，提升竞争能力。**公司将国际干线服务能力与佳成国际的跨境电商物流服务能力进行整合，实现在跨境电商运输环节竞争能力的提升。铁运方面，佳成国际拥有中欧电商国际班列，义乌、苏州、成都、西安、郑州、东莞等每周定班；陆运方面，佳成国际的卡航覆盖中欧、中英、中亚等地区。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

表12: 佳成国际物流运力资源

类别	运力资源
铁运	(1) 义乌、苏州、成都、西安、郑州、东莞等每周定班； (2) 直发杜伊斯堡、列日、布达佩斯、伦敦等。
陆运	(1) 覆盖中欧、中英、中亚等地区； (2) 运输成本低，波动频率少； (3) 舱位不受限，时效有保证； (4) 货物类型多样，放宽收货限制； (5) GPS 跟踪，轨迹全程可寻。

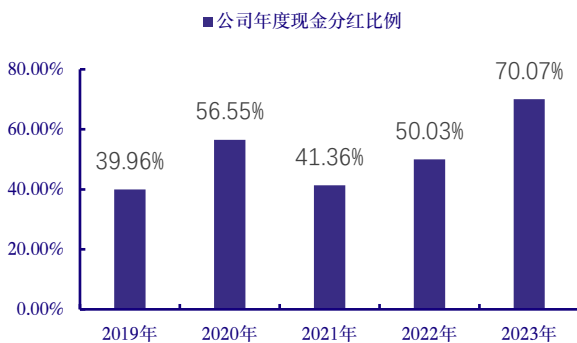
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**深耕跨境物流，展现使命担当。**展望未来，公司将持续布局中欧班列，充分利用自身深耕跨境物流多年优势，在“一带一路”倡议引领下，苦练内功，快速融入国内国际双循环，不断提升国际竞争力，在工程物流、基础设施建设、仓储管理等业务领域取得显著成果。

## 四、股东回报：着力稳步提升股东回报，股息率水平近 5%

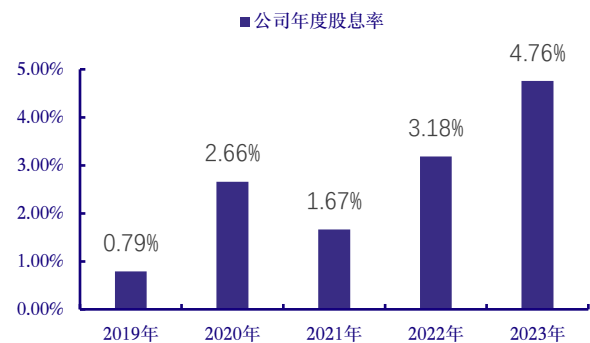
近年来，公司持续着力提升股东回报，每年现金分红比例、股息率呈现稳定上升趋势。2023 年，公司合计现金分红为 4.32 亿元，即全年合计向全体股东每 10 股派发现金股利 3.3 元（含税），2023 年合并报表口径的现金分红比率为 70.07%，折合 2023 年度公司股息率为 4.76%。我们预计，2024 年公司股息率水平或达 5% 以上。

图59: 2019-2023 年公司年度现金分红比例



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图60: 2019-2023 年公司股息率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 五、投资建议：

### （一）盈利预测

#### 【收入端】：

**1、海运货代：**考虑到当前国内品牌出海需求强劲，为跨境货代业务量增长带来驱动，假设 2024 年/2025 年/2026 年公司海运货代业务量同比增速分别为+5%/+5%/+5%；同时，考虑到当前全球地缘冲突背景下，红海、中东局势持续发酵，主要海运通道受到不同程度的影响，对海运价格形成向上支撑，我们假设 2024 年/2025 年/2026 年公司海运货代价格增速分别为+6%/+5%/+5%。

**2、空运货代：**当前跨境货代业务需求强劲的背景下，空运需求迎来增长，假设 2024 年/2025 年/2026 年公司空运货代业务量同比增速分别为+5%/+5%/+5%；同时，考虑到全球地缘冲突风险系数持续

提升，中东等空域领空面临关闭，航空货运价格或进一步上行，我们假设 2024 年/2025 年/2026 年公司空运货代价格增速分别为+7%/+6%/+6%。

**3、跨境电商：**考虑到当前“出海四小龙”业务量逆势扩张，拉动我国跨境电商物流需求加速增长，假设 2024 年/2025 年/2026 年公司跨境电商海运业务量同比增速分别为+15%/+15%/+15%，跨境电商空运业务量同比增速分别为+15%/+15%/+15%，跨境电商中欧班列业务量同比增速分别为+7%/+6%/+6%。同时，考虑到跨境电商物流干线运输更多采用快船、直航，且尾程仓储配送效率更高，或较普货货代费用增长更显著，我们假设 2024 年/2025 年/2026 年公司跨境电商海运价格增速分别为+7%/+6%/+6%，跨境电商空运价格增速分别为+8%/+7%/+7%，跨境电商中欧班列价格增速分别为+7%/+5%/+5%。

**4、特种物流：**参考对照我国核工业建设的成长情况，假设 2024 年/2025 年/2026 年公司特种物流业务收入同比增速分别为+3%/+3%/+3%。

**5、工程物流：**参考对照我国特高压电力工程建设的成长情况，假设 2024 年/2025 年/2026 年公司工程物流业务收入同比增速分别为+3%/+3%/+3%。

**6、第三方仓储：**假设未来 3 年中，公司仓储面积不发生显著的增减变动，公司仓储业务板块应收维持小幅稳步增长，即假设 2024 年/2025 年/2026 年公司仓储业务收入同比增速分别为+2%/+2%/+2%。

#### 【成本端】：

假设 2024 年/2025 年/2026 年，公司的毛利率水平分别为 13.40%/13.50%/13.65%。

#### 【费用端】：

假设 2024 年/2025 年/2026 年，公司的销售费用、管理费用、研发费用占营业收入比例分别为 5.0%/4.75%/4.5%、2.75%/2.75%/2.75%、0.25%/0.28%/0.30%。

表13：公司收入端盈利预测结果（单位：亿元）

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
海运货代	48.33	117.30	98.44	43.42	48.33	53.28	58.74
空运货代	56.96	68.47	65.17	56.29	63.24	70.39	78.34
跨境电商	18.98	37.75	34.37	22.52	27.02	32.28	38.71
跨境电商——海运	0.32	2.42	2.72	1.30	1.60	1.95	2.38
跨境电商——空运	11.83	16.12	20.48	16.30	20.25	24.91	30.65
跨境电商——中欧班列	0.45	4.06	3.17	0.91	1.04	1.16	1.29
跨境电商——其他	6.38	15.15	8.00	4.01	4.13	4.25	4.38
特种物流	7.47	9.77	6.24	6.79	6.99	7.20	7.42
仓储	4.75	4.91	4.85	3.21	3.27	3.34	3.41
工程物流	1.53	2.37	3.53	1.98	2.04	2.10	2.16
其他物流	2.56	6.05	4.15	7.49	7.60	7.72	7.83
其他业务收入	0.37	0.06	3.95	4.38	4.38	4.38	4.38
<b>营业总收入</b>	<b>140.95</b>	<b>246.68</b>	<b>220.70</b>	<b>146.08</b>	<b>162.88</b>	<b>180.68</b>	<b>200.99</b>

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

经测算，预计 2024-2026 年，公司分别实现营收 162.88 亿元/180.68 亿元/200.99 亿元，同比分别增长+11.50%/+10.93%/+11.24%；分别实现归母净利润 7.49 亿元/8.65 亿元/10.10 亿元，同比分别增长

+21.36%/+15.58%/+16.69%；每股收益 EPS 分别为 0.57 元/0.66 元/0.77 元，对应 PE 为 9.18 倍/7.94 倍/6.81 倍。

表14：主要财务指标预测（对应 2024 年 7 月 26 日收盘价）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	146.08	162.88	180.68	200.99
收入增长率（%）	-33.81	11.50	10.93	11.24
归母净利润（亿元）	6.17	7.49	8.65	10.10
利润增速（%）	-30.60	21.36	15.58	16.69
毛利率（%）	13.39	13.40	13.50	13.65
EPS（元/股）	0.47	0.57	0.66	0.77
PE	13.57	9.18	7.94	6.81
PB	1.63	1.08	1.00	0.93
PS	0.67	0.42	0.38	0.34

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （二）相对估值

结合公司业务情况，我们选取跨境物流行业中的代表性公司中国外运、东航物流、嘉诚国际、中创物流作为可比公司。考虑到当前“出海四小龙”业务扩张加速催化跨境电商物流需求增长，海运、空运价格具备进一步上行动力，跨境物流行业或迎来一波加速增长趋势；而华贸物流作为我国跨境物流服务商龙头之一，在业内深耕积淀多年，市场份额有望进一步提升，或迎来广阔的成长空间。综合对标可比公司估值水平，我们给予华贸物流 2024 年 15 倍 PE，对应市值 92.55 亿元。

表15：可比公司财务对比

证券代码	证券简称	收盘价（元）		EPS（元/股）				PE（倍）			
		7月26日	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
601598.SH	中国外运	4.78	0.58	0.61	0.64	0.69	9.05	9.83	9.24	8.61	
601156.SH	东航物流	15.25	1.57	2.00	2.33	2.59	9.43	10.26	8.81	7.92	
603535.SH	嘉诚国际	14.71	0.7	1.22	1.43	1.69	25.55	14.5	12.37	10.45	
603967.SH	中创物流	8.51	0.69	0.82	0.94	1.1	14.93	11.88	10.39	8.88	
	平均值	-	-	-	-	-	14.74	11.62	10.20	8.97	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （三）绝对估值

我们使用 FCFE（实体现金流量）法进行估值。参数假设如下：

表16：FCFE 参数假设及说明

	假设数值	假设数值依据说明
无风险利率 Rf	2.07%	取 5 年期国债收益率 2.07%
市场预期收益率 Rm	6.82%	取 5 年沪深指数年度平均收益率 6.82%
贝塔系数 $\beta$	1.60	取公司近 1 年相对沪深 300 的 Beta
债务资本比重 Wd	12.05%	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益)，取公司 2024 年一季报数据计算
债务资本成本 Kd	5.0%	根据债券调整系数计算所得
加权平均资本成本 WACC	9.08%	加权平均资本成本，计算可得
税率	20%	参照公司实际所得税税率
过渡期增长率	2.0%	假设过渡期增长率 2.0%

永续增长率 g                                  0.3%                                  假设公司永续增长率 0.3%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

根据模型估算结果, 公司合理估值区间为 8.76-9.03 元/股。当前股价存在低估, 未来仍有估值修复空间。敏感性分析结果如下:

**表17: FCFE 估值敏感性分析**

永续增长率 g	加权平均资本成本 WACC						
	8.78%	8.88%	8.98%	9.08%	9.18%	9.28%	9.38%
0.00%	9.03	8.94	8.85	8.76	8.67	8.59	8.50
0.10%	9.08	8.98	8.89	8.80	8.71	8.63	8.54
0.20%	9.13	9.03	8.94	8.85	8.76	8.67	8.58
0.30%	9.18	9.08	8.98	8.89	8.80	8.71	8.63
0.40%	9.23	9.13	9.03	8.94	8.85	8.76	8.67
0.50%	9.28	9.18	9.08	8.99	8.89	8.80	8.71
0.60%	9.33	9.23	9.13	9.03	8.94	8.85	8.76

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 六、风险提示

空运海运价格大幅下跌的风险; 跨境物流需求不及预期的风险; 地缘冲突下国际贸易形势变化产生的风险。

**附录：公司财务预测表**

资产负债表（亿元）					利润表（亿元）				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>65.02</b>	<b>68.46</b>	<b>75.42</b>	<b>83.70</b>	营业收入	146.08	162.88	180.68	200.99
现金	19.48	27.60	30.09	33.27	营业成本	126.52	141.05	156.29	173.55
应收账款	30.76	32.58	36.14	40.20	营业税金及附加	0.11	0.10	0.11	0.12
其它应收款	10.26	3.26	3.61	4.02	营业费用	7.31	8.14	8.58	9.04
预付账款	1.44	1.63	1.81	2.01	管理费用	5.23	4.48	4.97	5.53
存货	0.20	0.14	0.16	0.17	财务费用	0.05	0.18	0.21	0.24
其他	2.88	3.26	3.61	4.02	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>31.52</b>	<b>33.44</b>	<b>35.60</b>	<b>37.87</b>	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	7.27	7.27	7.27	7.27	投资净收益	1.29	1.09	1.09	1.09
固定资产	5.63	5.35	6.83	8.37	营业利润	8.26	9.85	11.39	13.29
无形资产	1.66	1.61	1.56	1.52	营业外收入	0	0	0	0
其他	15.22	15.22	15.22	15.22	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>96.54</b>	<b>101.90</b>	<b>111.02</b>	<b>121.56</b>	利润总额	8.26	9.85	11.39	13.29
<b>流动负债</b>	<b>33.47</b>	<b>34.56</b>	<b>38.62</b>	<b>43.26</b>	所得税	1.69	1.97	2.28	2.66
短期借款	4.00	4.70	5.52	6.49	净利润	6.57	7.88	9.11	10.63
应付账款	19.36	19.75	21.88	24.30	少数股东损益	0.40	0.39	0.46	0.53
其他	9.82	9.77	10.84	12.06	归属母公司净利润	6.17	7.49	8.65	10.10
<b>非流动负债</b>	<b>3.36</b>	<b>3.60</b>	<b>3.88</b>	<b>4.19</b>	EBITDA	8.26	9.84	11.47	13.65
长期借款	0.34	0.39	0.45	0.52	EPS（元）	0.47	0.57	0.66	0.77
其他	1.76	1.76	1.76	1.76					
<b>负债合计</b>	<b>36.83</b>	<b>38.16</b>	<b>42.49</b>	<b>47.45</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	1.17	1.56	2.02	2.55	营业收入	-33.81%	11.50%	10.93%	11.24%
归属母公司股东权益	58.54	62.18	66.51	71.56	归属母公司净利润	-30.60%	21.36%	15.58%	16.69%
<b>负债和股东权益</b>	<b>96.54</b>	<b>101.90</b>	<b>111.02</b>	<b>121.56</b>	毛利率	13.39%	13.40%	13.50%	13.65%
					净利率	4.22%	4.60%	4.79%	5.02%
<b>现金流量表（亿元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	ROE	10.54%	12.04%	13.01%	14.11%
<b>经营活动现金流</b>	<b>3.09</b>	<b>12.93</b>	<b>7.97</b>	<b>9.58</b>	资产负债率	38.15%	37.44%	38.27%	39.03%
净利润	6.57	7.88	9.11	10.63	流动比率	1.94	1.98	1.95	1.93
折旧摊销	1.37	0.98	1.06	1.31	速动比率	1.94	1.98	1.95	1.93
财务费用	0.05	0.18	0.21	0.24	总资产周转率	1.51	1.60	1.63	1.65
投资损失	(1.29)	(1.09)	(1.09)	(1.09)	应收账款周转率	4.75	5.00	5.00	5.00
营运资金变动	(6.67)	5.07	(1.23)	(1.42)	应付账款周转率	6.54	7.14	7.14	7.14
其它	3.19	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.47	0.57	0.66	0.77
<b>投资活动现金流</b>	<b>0.97</b>	<b>(1.73)</b>	<b>(2.04)</b>	<b>(2.39)</b>	每股经营现金	0.23	0.99	0.61	0.73
资本支出	(0.11)	(2.90)	(3.22)	(3.58)	每股净资产	4.53	4.87	5.24	5.66
长期投资	1.42	1.17	1.18	1.19	P/E	13.57	9.18	7.94	6.81
其他	(0.34)	0.00	0.00	0.00	P/B	1.63	1.08	1.00	0.93
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(10.79)</b>	<b>(3.08)</b>	<b>(3.44)</b>	<b>(4.01)</b>	P/S	0.67	0.42	0.38	0.34
短期借款	1.50	0.70	0.82	0.97					
长期借款	(1.17)	0.05	0.06	0.07					
其他	(5.42)	0.00	0.00	0.00					
<b>现金净增加额</b>	<b>(6.41)</b>	<b>8.12</b>	<b>2.49</b>	<b>3.18</b>					

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革图.....	3
图 2: 公司股权结构图.....	4
图 3: 2018-2023 年公司营业收入 (单位: 亿元) .....	5
图 4: 2018-2023 年公司归母净利润 (单位: 亿元) .....	5
图 5: 2018-2023 年公司毛利率 .....	5
图 6: 2018-2023 年公司分业务毛利率情况.....	5
图 7: 国际货运代理主要业务流程.....	6
图 8: 跨境物流运输流程图.....	7
图 9: 2015-2020 年中国国际货代百强企业营收 (单位: 亿元) .....	8
图 10: 中、美、德三国进出口总额占比情况 .....	8
图 11: 中国跨境电商物流市场规模 (单位: 万亿元) .....	8
图 12: 中国跨境电商物流企业数量 (单位: 个) .....	8
图 13: 中美两国制造业 PMI 变化图 .....	9
图 14: 我国出口商品物流模式转型.....	9
图 15: 跨境综合物流服务商逐步向端到端、数字化、服务标准化、跨区域化的方向转型升级.....	10
图 16: 中外货代企业收入对比 (以华贸物流为例) .....	10
图 17: 国际海运货代流程示意图 .....	11
图 18: 公司国际海运营收示意图 .....	12
图 19: 公司国际海运业务量示意图.....	12
图 20: 公司国际海运单标箱收入示意图.....	13
图 21: SCFI 综合指数走势 (截至 2024.7.26) .....	13
图 22: CCFI 综合指数走势 (截至 2024.7.26) .....	13
图 23: SCFI 指数与公司股价对比图 (2019.1.1-2024.7.26) .....	14
图 24: 公司国际海运毛利率与综合物流服务整体毛利率对比 .....	15
图 25: 国际空运货代流程示意图 .....	15
图 26: 公司国际空运运营收示意图 .....	17
图 27: 公司国际空运业务量示意图.....	17
图 28: 公司国际空运单吨收入示意图.....	18
图 29: 公司国际空运毛利率与公司综合物流服务毛利率对比示意图.....	18
图 30: 公司海运营收结构变化示意图.....	20
图 31: 公司国际空运单吨毛利示意图.....	20
图 32: 公司国际海运单吨毛利示意图.....	20
图 33: 公司部分细分物流领域收购并购示意图.....	21
图 34: 公司特种物流营收及同比 (单位: 亿元) .....	21
图 35: 公司特种物流毛利率示意图.....	21
图 36: 公司工程物流营收及同比 (单位: 亿元) .....	22
图 37: 公司工程物流毛利率示意图.....	22
图 38: 公司仓储第三方物流营收及同比 (单位: 亿元) .....	22
图 39: 公司仓储第三方物流毛利率示意图.....	22
图 40: 我国 B2C 跨境电商出口规模占比持续提升 .....	23
图 41: 2013-2022 年我国 B2B、B2C 跨境电商规模 (单位: 万亿元) .....	23
图 42: 我国跨境电商市场规模结构.....	24
图 43: 我国跨境电商市场规模 (单位: 亿元) .....	24
图 44: 2012-2023 年我国向美国、欧盟、RCEP 国家出口额 (单位: 亿美元) .....	25
图 45: 我国主要平台型 B2C 跨境出口电商 GMV 占比.....	错误!未定义书签。

图 46: 2023 下半年跨境电商卖家计划拓展的市场方向.....	26
图 47: 2023 年东南亚地区五国电商销售额（单位：亿元）及其年度同比增长率预测.....	27
图 48: 2022 年中国跨境电商出口额各国占比 .....	28
图 49: 2022 年中国跨境电商进口额各国占比 .....	28
图 50: 疫情期间东南亚国家电商消费新用户占比 .....	29
图 51: 2021 年有购物经历的东南亚国家用户占比.....	29
图 52: 2022 年主要跨境电商平台 GMV（单位：亿美元） .....	29
图 53: 2022 年“出海四小龙”日均包裹数（单位：万单） .....	29
图 54: 全球主要跨境电商平台与“出海四小龙”商业模式对比.....	30
图 55: 2019-2022 年公司跨境电商业务营收（单位：亿元） .....	31
图 56: 佳成国际竞争优势示意图 .....	32
图 57: 佳成国际主要业务流程 .....	33
图 58: 2020-2023 跨境电商业务海运货运量（单位：万标箱）以及中欧班列货运量（单位：万吨） .....	33
图 59: 2019-2023 年公司年度现金分红比例 .....	34
图 60: 2019-2023 年公司股息率 .....	34

## 表格目录

表 1: 主要国际货代企业收购事件一览.....	6
表 2: 公司海运运力拓展情况 .....	11
表 3: 2023 全球海运货代 50 强上榜中国企业.....	11
表 4: 公司空运运力扩展情况 .....	16
表 5: 2023 全球空运货代 50 强上榜中国企业.....	16
表 6: 公司重要客户拓展情况 .....	19
表 7: 我国跨境电商重要支持政策整理.....	24
表 8: 欧美国家跨境电商相关限制事件及政策梳理.....	27
表 9: 公司跨境电商业务介绍 .....	30
表 10: 2019-2022 年公司跨境电商业务拓展情况 .....	31
表 11: 收购前佳成国际公司情况（单位：万元） .....	32
表 12: 佳成国际物流运力资源 .....	34
表 13: 公司收入端盈利预测结果（单位：亿元） .....	35
表 14: 主要财务指标预测（对应 2024 年 7 月 26 日收盘价） .....	36
表 15: 可比公司财务对比.....	36
表 16: FCFF 参数假设及说明 .....	36
表 17: FCFF 估值敏感性分析 .....	37



## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**罗江南，交通运输行业分析师。**南京大学工学硕士，理学学士，9年证券从业经验，先后供职于申万宏源证券、长城证券。2015、2016年金牛奖交通运输行业第5名团队成员，2018年东方财富choice交通运输行业第2名，2019年wind最佳分析师交通运输行业第4名。长期专注交通运输行业研究，具备扎实的研究功底与产业基础。

**宁修齐，交通运输行业分析师。**芝加哥大学金融政策硕士，中国人民大学金融学学士，2019年加入中国银河证券研究院，从事交通运输行业研究。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn