



Research and  
Development Center

# 国际供应链需求看空间，贸易运输需求看结构

交通运输

2024年12月31日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

交通运输

投资评级 看好

上次评级 看好

匡培钦 交通运输行业首席分析师

执业编号: S1500524070004

邮箱: kuangpeiqin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦  
B座

邮编: 100031

# 交通运输 2025 年度策略报告之出海篇：国际供应链需求看空间，贸易运输需求看结构

2024 年 12 月 31 日

## 本期内容提要：

➢ 综述：出海分产能出海和产品出海，重视供应链服务出海需求。

1) 产能出海：主要基于生产制造企业的海外建厂，对物流的需求主要为供应链服务，服务合作以 B2B 为主，物流需求的拉动来自中国企业出海投资，供给端竞争优势重在供应链服务能力。

2) 产品出海：主要基于出口商品贸易，对物流的需求主要来自货品的空运或海运运输，服务合作以 B2B 或 B2C 为主，物流需求的拉动来自一带一路国家的集运发展及面向欧美跨境电商发展，供给端竞争优势重在运力。

从具体产业的角度，我们认为主要细分赛道主要为制造业出海发展下的国际供应链服务、一带一路区域贸易发展下的集运及港口、跨境直邮小包发展下的国际空运物流。当前时点看：

1) 国际供应链服务在制造业加速出海的背景下，或处于扩展初期，将打开供应链服务企业发展空间；

2) 集运及港口在一带一路国家贸易超额增长的背景下，或整体受部分区域关税影响有限，整体发展或高位稳健；

3) 国际空运物流在欧美网购需求提升的背景下，或仍将继续享受亚洲电商消费品低价带来的运量需求红利，关税影响或有限。

➢ 供应链服务：企业产能出海带来国际供应链服务需求。

1) 人口红利减弱带动产业链转移，关税预期加速中国企业出海。我国企业出海建厂主要有两方面驱动力，其一为被动转移，逐步丧失竞争优势的产业，如部分劳动密集型产业，向低劳动力成本地区转移；其二为主动转移，具备竞争优势的产业，如部分制造业等，受国内产能过剩、竞争加剧等影响，主动开拓海外市场。整体看，关税政策预期的影响叠加国内产能成本驱动，中国企业或将加速海外建厂。

2) 伴随中国企业走出去，第三方供应链服务出海方兴未艾。相较于国内物流服务而言，出海物流涉及的环节更复杂，出海企业对专业的第三方物流供应链企业的依赖度更高。相较于海外供应链物流品牌，在企业出海过程中国内物流品牌有更多先发优势。伴随商流变化，我国物流企业加速出海，能够抢先布局海外供应链的物流公司有望打开国际业务空间。

3) 相关标的：重点推荐顺丰控股，产业端关注菜鸟智慧物流

顺丰控股：公司于 2010 年启动国际化战略布局，近几年在国际业务布局提速，2021 年牵手嘉里物流，加速实施“快递出海”战略，24H1 公司供应链及国际业务收入占比 23.2%，第二曲线蓄势待发，随着鄂州机场投入使用、公司货机规模和国际航班数量逐步提升，国际业务有望得到加速发展。

菜鸟智慧物流：菜鸟成立于 2013 年，由阿里巴巴集团及其他合作伙伴创立，拥有深厚的电商行业洞察力和先进的科技和智慧物流网络。作为阿里巴巴生态体系的一部分，公司可触达全球最大商家群体，随着商家在全球

业务的拓展，以及阿里巴巴旗下跨境电商业务的快速发展，公司开拓国际市场业务具有较强竞争力。

➤ **集运及港口：一带一路国家贸易或带来集运维稳。**

1) 现阶段，我国“一带一路”合作国已覆盖全球范围内除北美洲、北欧、南极洲等区域的绝大多数国家。其中，“东亚和太平洋”、“南亚”、“中东和北非”、“撒哈拉以南非洲”合作国的居民最终消费支出 2000~2023 年 CAGR 分别高出全球水平 1.13、1.88、1.56、0.69 个百分点，同时非洲合作国的年龄结构偏年轻，我们认为“一带一路”合作国的消费升级具备广阔的成长空间，相关货运需求有助于消化国内过剩的产能。

2) 对于港航业而言，考虑到中国与“一带一路”合作国间的航程长于中美间的航程，我们认为“一带一路”相关货运需求或将同时支撑集装箱的航运需求和港口吞吐量，建议关注中远海控、青岛港、招商港口。

➤ **国际空运物流：基于亚洲电商低价，跨境小包直邮需求或持续提升。**

1) 亚洲跨境电商发展较快且商品价格低，迎合欧美地区快速增长的网购需求。近几年以中国为代表的亚洲国家电商消费品价格性价比凸显，规模发展迅速。同时欧美地区网购需求增加，实体销售发展放缓情况下，电商消费火热。2017~2024 年，美国“黑色星期五”电商销售额年均复合增速达到 11.6%。其中 2024 年美国黑五线上消费增速高达 14.6%，远高于实体店销售额 0.7% 的同比增速。

2) 跨境电商物流链路打通，美国 800 美元下商品免检免关税，具备可行性。跨境电商物流链条模式大体可分为跨境直发和海外仓模式两种。当前跨境直发模式发展较快，国际快递及专线物流的运输方式使用较多。跨境直邮小包多为 2C 端货值较低商品，此前美国国会发布的 800 美元以下包裹豁免政策对跨境电商物流发展有明显助推作用。

3) 跨境电商需求或有望持续增长。对比中国市场，欧美地区电商渗透率仍有较大提升空间。ECDB 预计，全球电商市场至 2028 年电商渗透率提升至 21%。增速上，预计 2024~2027 年全球电商市场增速在 8% 以上，相对全球零售市场增速在两倍以上。分地区看，2023~2028 年，中国、美国、欧洲电商市场收入预计年均增速分别 9%、8%、7%，有望保持较快增速。

4) 建议关注东航物流和国货航。跨境电商物流主要有空运和海运两种运输方式，航空货运适用时效要求较高的跨境直邮小包。当前行业需求受电商市场增长影响快速增加，但运力供给受限，短期较难快速提升，空运运价高位维稳。跨境电商需求增长有望带来航空货运需求新增量，建议重点关注有望显著受益的行业龙头东航物流和国货航。

➤ **投资评级：看好**

➤ **风险因素：**全球经济波动风险、出海国家当地政策及经营环境变化风险、“一带一路”推进不及预期、地缘政治风险、集装箱船运力投放超预期、国际贸易政策不确定性风险、油价大幅上涨风险、人民币贬值风险等。

## 目 录

前言：出海分产能出海和产品出海，重视供应链服务出海需求	7
1 供应链服务：企业产能出海带来国际供应链服务需求	8
1.1 人口红利减弱带动产业链转移，关税预期加速中国企业出海	8
1.1.1 特朗普 1.0 时期：我国出口短期抢运，中长期结构性转移	8
1.1.2 成本驱动叠加关税预期，中国企业加速海外建厂	10
1.2 伴随中国企业走出去，第三方供应链服务出海方兴未艾	12
1.3 重点推荐顺丰控股：综合大物流龙头，国际业务带来新增长曲线	14
1.4 产业端关注菜鸟智慧物流：电商洞察+科技实力奠定独特基因	17
2 集运及港口：一带一路国家贸易或带来集运维稳	20
2.1 “一带一路”合作国的消费升级具备广阔空间，支撑相关货运需求	20
2.2 “一带一路”合作国相关需求有助于消化国内过剩的产能	21
2.3 对港航业的影响：下行风险有限，我们预计需求整体或维持平稳	22
2.4 建议关注：中远海控、青岛港、招商港口	24
3 国际空运物流：基于亚洲电商低价，跨境电商需求或持续提升	29
3.1 亚洲电商消费品价格低具备性价比	29
3.2 欧美地区网购需求增加，电商零售额提升较快	30
3.3 跨境电商物流链路打通，美国 800 美元下商品免检免关税，具备可行性	32
3.4 跨境电商需求或有望持续增长	33
3.5 航空货运运力有限，2024 年运费平稳增长	35
3.6 重点公司：东航物流和国货航	37
4 风险因素	40

## 表 目 录

表 1：特朗普 2017-2021 年总统任期内对华 301 法案加征关税情况	8
表 2：各国人均月收入对比（美元）	11
表 3：部分物流公司海外资源情况	13
表 4：国际物流公司经营数据对比	16
表 5：公司跨境快递服务	19
表 6：相关标的估值表（2024/12/30）	19
表 7：中国往欧洲、拉丁美洲、非洲的集装箱航运航程整体长于中美间的航程	24
表 8：中远海控历史分红数据以及 2024 年分红测算	25
表 9：青岛港历史分红数据以及 2024 年分红测算	27
表 10：招商港口历史分红数据以及 2024 年分红测算	28
表 11：航运港口核心标的盈利预测及估值（2024 年 12 月 30 日）	28
表 12：跨境电商物流链路模式打通	32
表 13：重点公司估值表（2024/12/30）	39

## 图 目 录

图 1：受关税影响，美国对中国出口商品实际税率增长至 19.3%（单位：%）	8
图 2：美国从中国进口商品指数变化情况	9
图 3：美国从其他国家及地区进口商品指数变化情况	9
图 4：我国出口总金额在贸易摩擦前后保持稳定增长	9
图 5：我国出口商品金额占全球出口份额比重保持稳定	9
图 6：2018-2023 年中国对主要市场的出口总额复合增长率	10
图 7：2024 年世界各国老年人口占比情况	10
图 8：2023 年世界银行对各国收入水平划分	10
图 9：2023 年末我国境外企业行业分布	11

图 10: 非金融类对外直接投资流量稳定增长 (单位: 亿美元)	12
图 11: 中国对一带一路沿线国家对外直接投资流量持续增长	12
图 12: 我国新能源车企加快海外建厂步伐	12
图 13: 企业实施海外本土化遇到的突出问题	13
图 14: 企业在跨境电商业务中最常遇到的合规问题	13
图 15: 顺丰控股新能源锂电行业供应链环节示意图	13
图 16: 产品矩阵完善, 综合服务能力领先	15
图 17: 供应链及国际以出海为锚突破多场景	15
图 18: UPS 国际业务毛利率高于国内业务	16
图 19: 我国企业出海提速	16
图 20: 2030 年鄂州机场货邮吞吐量将达到 330 万吨	16
图 21: 2030 年鄂州机场起降架次将达到 9.2 万架次	16
图 22: 公司主要业务板块示意图	17
图 23: 公司分业务收入构成情况	17
图 24: 公司内部及外部收入构成情况	17
图 25: 2022 年电商平台 GMV 份额	18
图 26: 公司具备领先的国际、国内物流资源	18
图 27: 菜鸟物流网络广覆盖	18
图 28: “一带一路”合作国覆盖范围	20
图 29: 全球 GDP 结构	20
图 30: 各地区国民人均收入增速对比全球	20
图 31: 各地区人均居民最终消费支出增速对比全球	20
图 32: 各地区的“一带一路”合作国居民最终消费支出增速对比全球	21
图 33: 各地区的“一带一路”合作国居民最终消费支出增速对比全球	21
图 34: 全国工业产能利用率	22
图 35: 全国 PPI 同比	22
图 36: 中国进出口金额结构	22
图 37: 中国出口金额结构	23
图 38: 中国进口金额结构	23
图 39: 中国集装箱吞吐量	23
图 40: 中国主要港口集装箱吞吐量外贸占比	23
图 41: 集装箱船在手订单运力占比	24
图 42: 出口集装箱运价指数 CCFI、SCFI	24
图 43: 中远海控货运量结构	25
图 44: 中远海控营业收入	25
图 45: 中远海控归母净利润	25
图 46: 青岛港货物吞吐量	26
图 47: 青岛港集装箱吞吐量	26
图 48: 青岛港营业收入	26
图 49: 青岛港归母净利润	26
图 50: 招商港口珠三角集装箱吞吐量	27
图 51: 招商港口海外集装箱吞吐量	27
图 52: 招商港口营业收入	28
图 53: 招商港口归母净利润	28
图 54: 中国及日本制造业增加值占 GDP 比重基本在 20%以上, 明显高于欧美地区	29
图 55: 中国物流成本快速增加, 超过美国物流成本总额	29

图 56: 中国单位物流成本仅为美国的 40%左右 .....	29
图 57: 2015~2023 年, 中国线上购物零售额 CAGR+19.0% .....	30
图 58: 2015~2023 年, 美国线上购物零售额 CAGR+15.9% .....	30
图 59: 欧盟区网购零售销售呈现出明显上升趋势 .....	30
图 60: 中美线上零售渗透率均有提升, 但存在较大差距 .....	30
图 61: 2017~2024 年, 美国黑五电商销售额 CAGR+11.6% .....	31
图 62: 美国黑五电子商务销售额保持高增, 实体销售相对低迷 .....	31
图 63: 美国假日季各类电商产品折扣力度呈现加大趋势 .....	32
图 64: 全球电商市场渗透率保持稳增, 预计电商市场增速是全球零售市场增速两倍以上 .....	33
图 65: 2023-2028 年中美欧电商市场预计均有较快增长 .....	33
图 66: 时尚品及电子产品在全球电商市场中占比过半 .....	34
图 67: 2023-2028 年预计电商市场中杂货年均增速最高 .....	34
图 68: 中国跨境电商进出口总额保持较快增速 .....	34
图 69: 至 24H1, 中国跨境电商出口额占比已提升至 8.1% .....	34
图 70: 2023 年中国对美英德跨境电商出口额合计占比超 50% .....	35
图 71: 中国跨境电商出口消费品金额占比增至 97%以上 .....	35
图 72: 中国跨境航空货运出口品类中, 2C 端商品重量占比约 50% .....	35
图 73: 至 2023 年, 中国国内现有货机数量为 257 架 .....	36
图 74: 2023 年大型货机在总货机量中占比 36.6% .....	36
图 75: 疫情期间空运运价大幅上涨, 2024 年运价保持平稳增长 .....	36
图 76: 东航物流营收增长较快, 2016~2023 年均增速+19.8% .....	37
图 77: 2016~2023 年, 东航物流归母净利润年均增速+33.5% .....	37
图 78: 24Q1~3 国货航营收同比+44.8% .....	37
图 79: 24Q1~3 国货航归母净利润同比+71.1% .....	37
图 80: 航空速运和综合物流解决方案为东航物流最主要营收来源 .....	38
图 81: 东航物流毛利占比变动较大, 2020 年起航空速运毛利占比最高 .....	38
图 82: 航空货运在国货航总营收中占比基本在 70%以上 .....	38
图 83: 国货航的航空货运和综合物流解决方案毛利率相近 .....	38
图 84: 2020~2023 年, 东航物流跨境电商货量 CAGR+70.9% .....	39
图 85: 2018~2023 年, 东航物流电商业务收入 CAGR+73.6% .....	39

## 前言：出海分产能出海和产品出海，重视供应链服务出海需求

基于当前国内制造业供需现状及国际贸易趋势，我们认为出海是未来重要的发展方向，从交运物流角度看，出海分为产能出海和产品出海，对应交运运输物流不同的服务：

- 1) **产能出海**：主要基于生产制造企业的海外建厂，对物流的需求主要为供应链服务，服务合作以 B2B 为主，物流需求的拉动来自中国企业出海投资，供给端竞争优势重在供应链服务能力。
- 2) **产品出海**：主要基于出口商品贸易，对物流的需求主要来自货品的空运或海运运输，服务合作以 B2B 或 B2C 为主，物流需求的拉动来自一带一路国家的集运发展及面向欧美跨境电商发展，供给端竞争优势重在运力。

从具体产业的角度，我们认为主要细分赛道主要为制造业出海发展下的国际供应链服务、一带一路区域贸易发展下的集运及港口、跨境直邮小包发展下的国际空运物流。当前时点看：

- 1) **国际供应链服务**在制造业加速出海的背景下，或处于扩展初期，或将打开供应链服务企业发展空间；
- 2) **集运及港口**在一带一路国家贸易超额增长的背景下，或整体受部分区域关税影响有限，整体发展或高位稳健；
- 3) **国际空运物流**在欧美网购需求提升的背景下，或仍将继续享受亚洲电商消费品低价带来的运量需求红利，关税影响或有限。

# 1 供应链服务：企业产能出海带来国际供应链服务需求

特朗普 1.0 时期，我国出口至美国的商品实际税率由 3.1%（2018 年初）增长至 19.3%（2022 年底），短期看，关税政策刺激相关商品出现提前抢运现象，中期看，我国出口总量保持稳定，出口地区逐步向新兴经济体转移。长期看，企业海外建厂方兴未艾，一方面，受我国人口红利减退影响，劳动密集型产业比较优势逐步降低，产业逐步转移至东南亚等劳动力成本更低的地区；另一方面，受国内产能过剩影响，国内中高端产业逐步开拓海外产业链布局，关税提升预期下，进一步带动企业海外建厂提速，在此背景下，我国物流企业出海发展空间可期。

## 1.1 人口红利减弱带动产业链转移，关税预期加速中国企业出海

### 1.1.1 特朗普 1.0 时期：我国出口短期抢运，中长期结构性转移

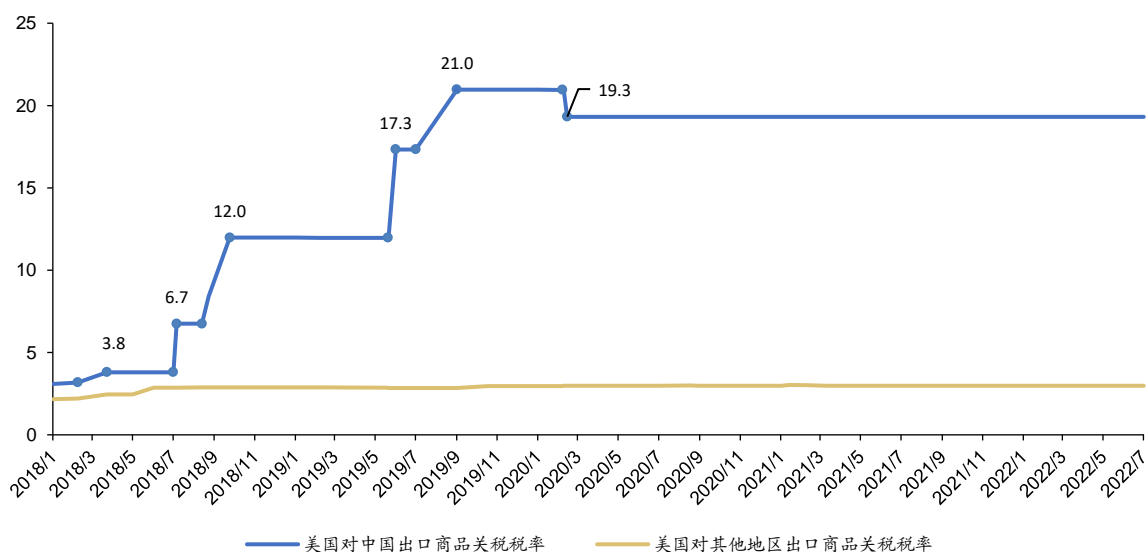
特朗普上一任期内我国出口美国实际税率增长至 19.3%。根据美国宪法，美国国会拥有关税立法权，在实践中，国会可以立法将部分权利委托总统。复盘特朗普上一轮总统任期内的对华经贸政策，2017-2021 年间美国对中国实施了以高强度关税为核心的经贸打压政策，分别援引 232 条款、201 条款和 301 条款对进口商品加征关税，其中，301 条款涉及范围最广、影响规模最大。受相关政策影响，我国出口至美国的商品实际税率由 3.1%（2018 年初）增长至 19.3%（2022 年底）。

表1：特朗普 2017-2021 年总统任期内对华 301 法案加征关税情况

	政策时间	涉及金额	加征税率	涉及范围
第一轮	2018 年 7 月	340 亿美元	25%	机械设备、高技术产品、航空航天设备、化学品等
	2018 年 8 月	160 亿美元	25%	汽车、电气设备等
第二轮	2018 年 9 月	2000 亿美元	初始 10%，2019 年 5 月上调至 25%	电机电气设备、家具、车辆、零部件等
第三轮	2019 年 9 月	3000 亿美元	初始 15%，2020 年 2 月下降至 7.5%	玩具、衣服、鞋等消费品

资料来源：PIIE，信达证券研发中心

图1：受关税影响，美国对中国出口商品实际税率增长至 19.3%（单位：%）

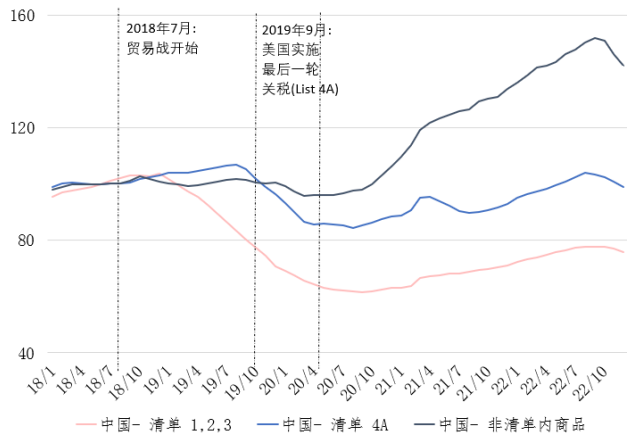


资料来源：PIIE，信达证券研发中心



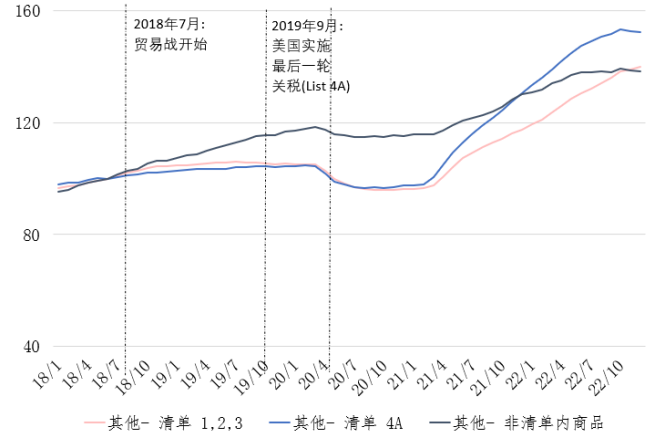
加征关税政策发布后，关税清单内商品出现较为明显的抢出口现象，同时也加速产能向海外转移。通常美国加征关税经历宣布调查、发布清单、确定日期至关税生效等阶段，从宣布调查到实际关税生效具有一定时间间隔，2018年4月发布商品清单1、2，同年7月发布商品清单3，2019年5月发布商品清单4A，对比美国从中国进口的清单内商品与非清单内商品，清单内商品出现较为明显的抢出口现象，这也加速产能向海外转移。

图2：美国从中国进口商品指数变化情况



资料来源：PIIE，信达证券研发中心  
 注：未经季节调整的美国月度进口指数，2018年6月为基期100点

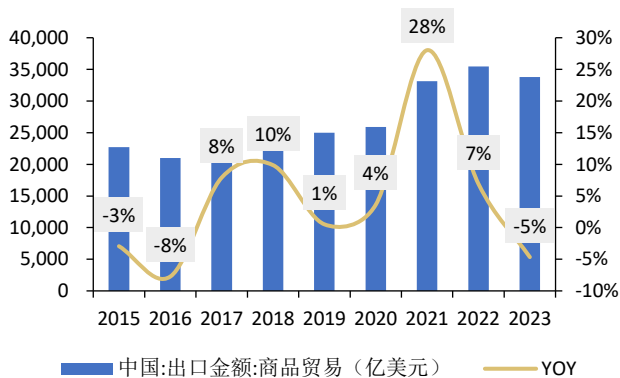
图3：美国从其他国家及地区进口商品指数变化情况



资料来源：PIIE，信达证券研发中心  
 注：未经季节调整的美国月度进口指数，2018年6月为基期100点

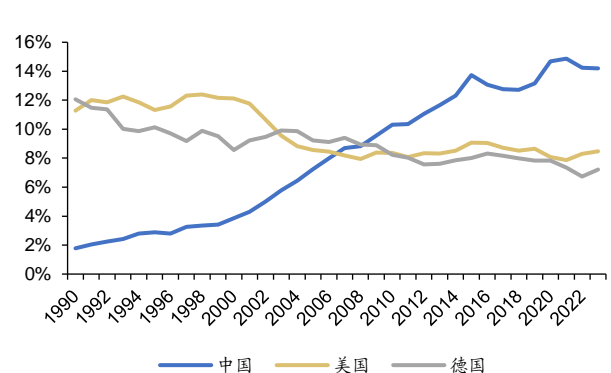
贸易打压政策带动我国出口出现结构性变化。一方面，从总量上看，贸易摩擦后，我国在全球贸易中仍具备较强优势，出口总量与出口占全球出口的份额总体仍维持稳定，2018-2023年我国出口商品贸易金额年复合增长率约6.3%；另一方面，从出口结构上看，我国商品出口至新兴经济体份额逐步增大，2018-2023年我国出口至传统市场如欧盟、美国的出口总额年复合增长率为4.2%、0.9%，出口至新兴市场如沙特阿拉伯、马来西亚、墨西哥等出口总额年复合增长率约19.7%、14.0%、13.1%，我国出口结构性变化显著。

图4：我国出口总金额在贸易摩擦前后保持稳定增长

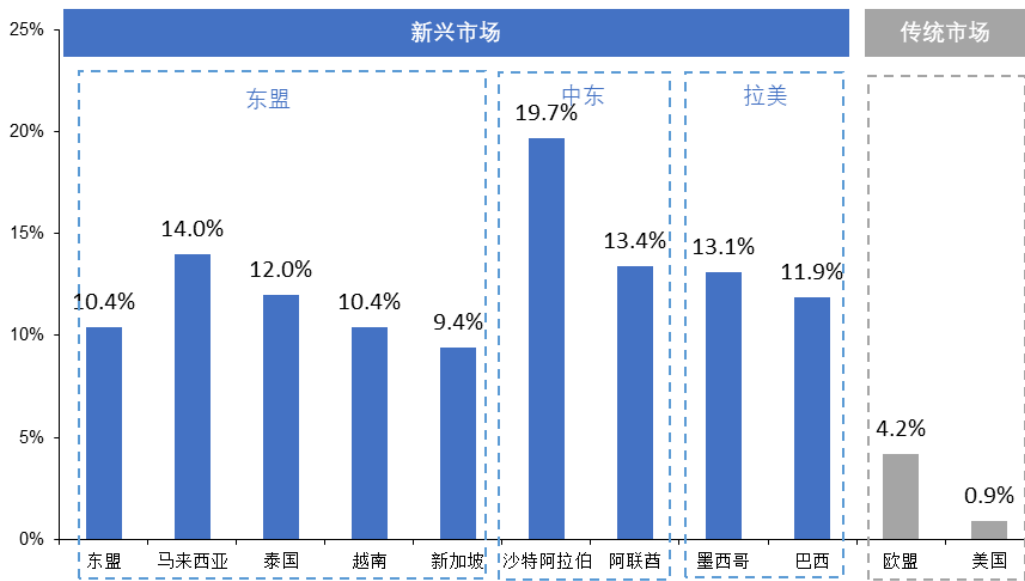


资料来源：WTO，Wind，信达证券研发中心

图5：我国出口商品金额占全球出口份额比重保持稳定



资料来源：WTO，Wind，信达证券研发中心

**图6：2018-2023年中国对主要市场的出口总额复合增长率**


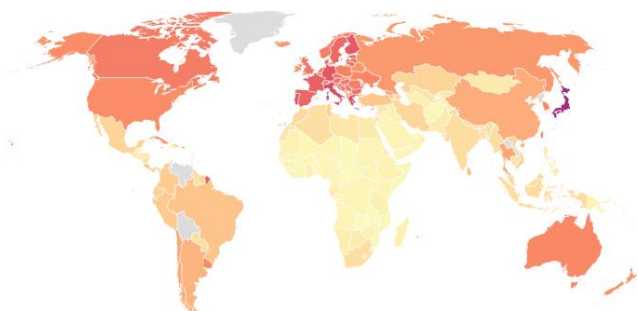
资料来源：德勤，Wind，信达证券研发中心

从以上关税政策影响角度看，国内产能有望加速向海外转移。

### 1.1.2 成本驱动叠加关税预期，中国企业加速海外建厂

我国企业出海建厂主要有两方面驱动力，其一为被动转移，逐步丧失竞争优势的产业，如部分劳动密集型产业，向低劳动力成本地区转移；其二为主动转移，具备竞争优势的产业，如部分制造业等，受国内产能过剩、竞争加剧等影响，主动开拓海外市场。

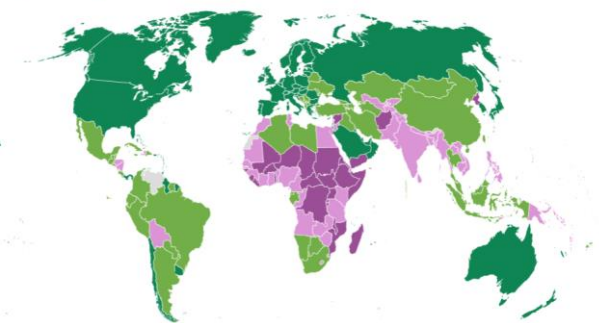
受我国人口红利减弱影响，部分劳动密集型产业逐步丧失竞争优势，产业逐步向东南亚等市场转移。一方面，我国老龄化人口占比提升，出生率下降带动我国人口结构变迁，劳动年龄人口呈下降趋势，另一方面，随着我国经济发展，我国人均收入水平已显著提升，人口红利逐步丧失，以世界银行2023年对各国人均年收入对比为例，我国人均年收入已远高于东南亚、非洲等国家，在此背景下，部分劳动密集型产业逐步向东南亚等低劳动力成本国家转移。

**图7：2024年世界各国老年人口占比情况**


资料来源：联合国，信达证券研发中心

**图8：2023年世界银行对各国收入水平划分**

High Income Upper-middle Income Lower-middle Income Low Income Not Classified



资料来源：世界银行，信达证券研发中心

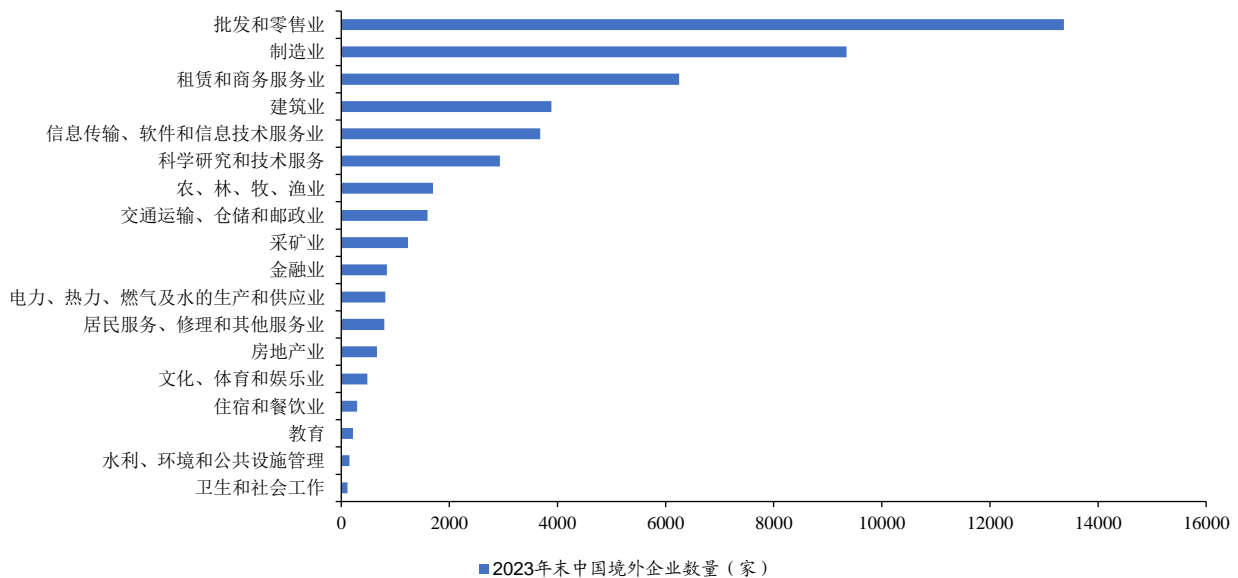
**表2: 各国人均月收入对比 (美元)**

地区	国家	人均月收入	地区	国家	人均月收入
东南亚	印度尼西亚	187	美洲	巴西	589
	越南	331		墨西哥	862
	泰国	474		美国	4,865
	马来西亚	803	欧洲	俄罗斯	924
	新加坡	4,654		英国	3,683
南亚	巴基斯坦	150	德国	5,010	
东亚	中国	1,392	非洲	埃及	219
	日本	1,957		加纳	242

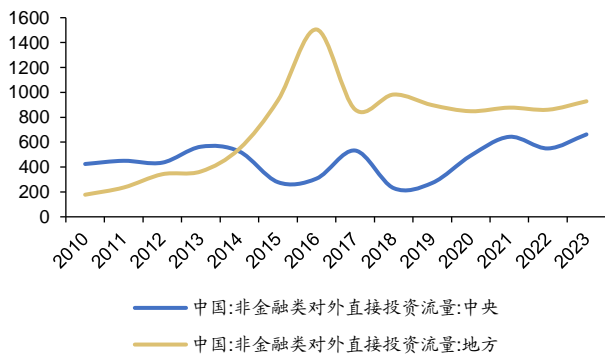
资料来源: CEIC, 信达证券研发中心

注: 提取数据时间为 2024-12-27

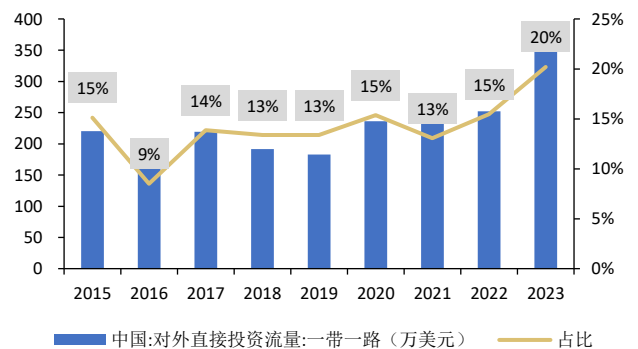
受国内产能过剩、竞争加剧等因素影响, 部分具备较强竞争优势的制造业加快出海步伐, 同时, 随着关税预期增强, 或将进一步加速制造业海外建厂进程。从我国境外企业行业分布来看, 截至 2023 年末, 批发和零售业企业最多, 其次为制造业, 制造业境外企业数量约 9346 家, 占比达 19.3%。从我国对外直接投资情况来看, 我国非金融类对外直接投资流量相对稳定, 但出现结构性变化, 其中, 对一带一路沿线国家的直接投资流量稳步提升, 2023 年我国对一带一路国家对外直接投资流量占比提升至 20%, 一带一路国家已成为海外建厂和投资的重要目的地。

**图9: 2023 年末我国境外企业行业分布**


资料来源: Speeda, 信达证券研发中心

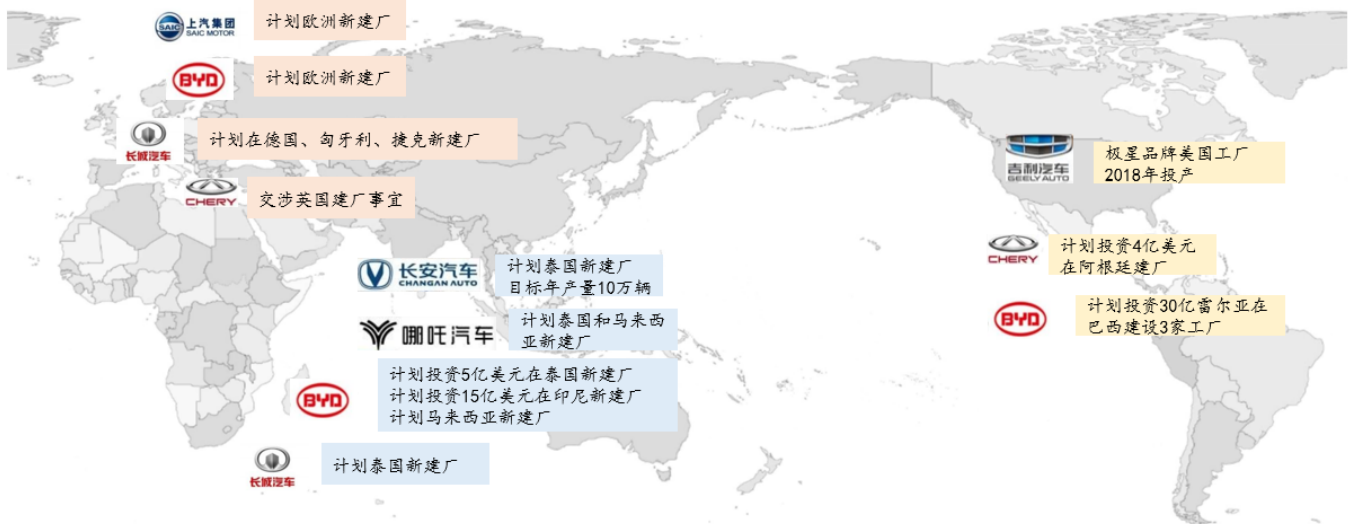
**图10：非金融类对外直接投资流量稳定增长（单位：亿美元）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图11：中国对一带一路沿线国家对外直接投资流量持续增长**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

以新能源汽车产业链出海为例，随着海外市场重要性提升，我国汽车企业加速海外建厂。相较于整车直接出口而言，海外建厂具有较多优点：1）关税壁垒逐步提升背景下，通过本地生产规避关税壁垒等风险，2）能够利用当地低劳动力及土地成本的优势，3）享受当地政策优惠，4）完善全球化布局，分散经营风险等。因此，海外建厂有助于出海企业的长远发展。

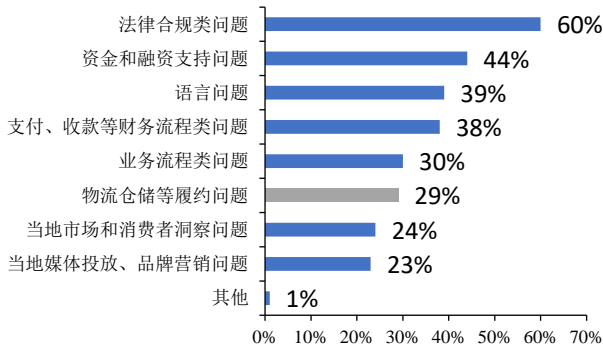
**图12：我国新能源车企加快海外建厂步伐**


资料来源：国家地理信息公共服务平台，Speeda，信达证券研发中心

## 1.2 伴随中国企业走出去，第三方供应链服务出海方兴未艾

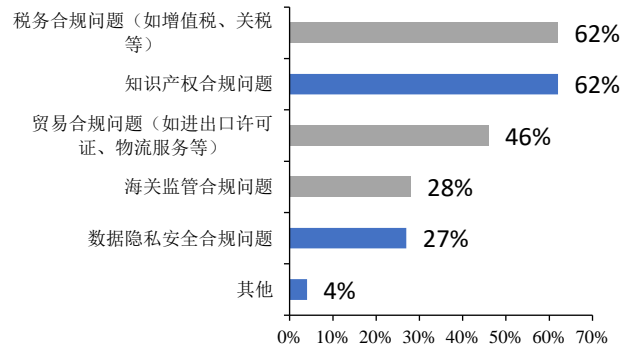
出海供应链面临更多挑战，对专业第三方供应链服务需求提升。随着我国出海从产品出口向供应链出海转变，物流服务出海成为我国企业出海的重要一环。相较于国内物流服务而言，出海物流涉及的环节更复杂，需要整合的物流资源更多，同时还面临着不同国家之间的贸易合规等问题，因此，相较于自建物流，出海企业对专业的第三方物流供应链企业的依赖度更高。

图13：企业实施海外本土化遇到的突出问题



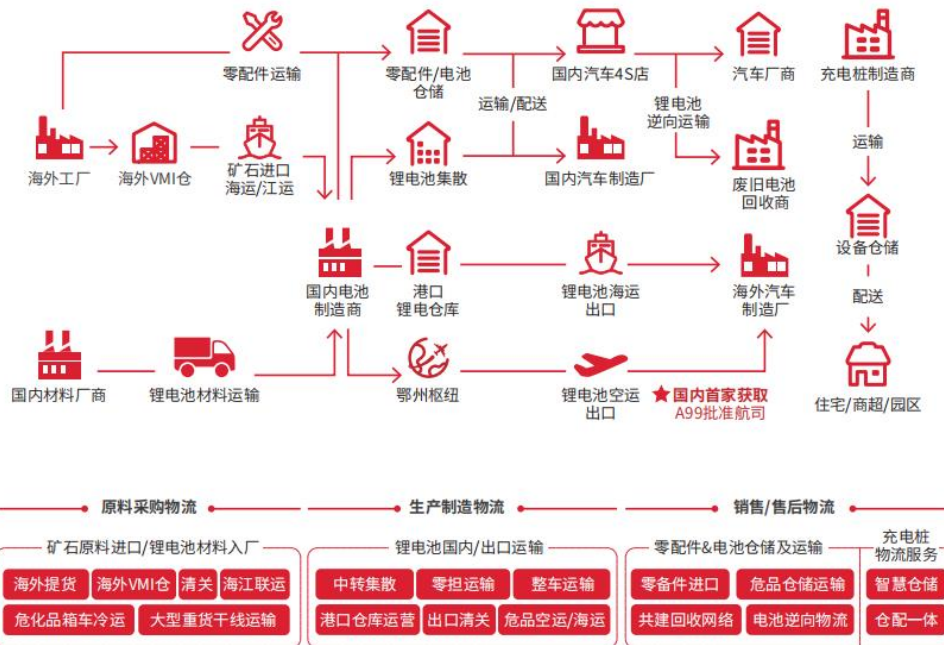
资料来源：德勤，信达证券研发中心

图14：企业在跨境电商业务中最常遇到的合规问题



资料来源：德勤，信达证券研发中心

图15：顺丰控股新能源锂电行业供应链环节示意图



资料来源：顺丰控股公司公告，信达证券研发中心

中国企业对中国物流品牌信任度更高，随企业出海我国物流品牌出海市场空间广阔。相较于海外供应链物流品牌，中国企业出海，一方面，对中国的物流品牌具有更高的信任度，另一方面，受益于企业在国内物流方面的合作经验，在企业出海过程中国内物流品牌有更多先发优势。伴随商流变化，我国物流企业加速出海，能够抢先布局海外供应链的物流公司具有较强优势。

表3：部分物流公司海外资源情况

公司	干线资源	仓储资源	其他
顺丰控股	截至2023年底自有及租赁共103架全货机，执飞共152条国内及国际航线，连通65个国际机场。	海外自营及联营门店超8000个，外部渠道合作店超4万个，海外仓库1245座，超290万平方米。	收购整合嘉里物流后，增强公司在东南亚本土市场覆盖及连接亚洲与世界的国际货运能力。

菜鸟	平均每周约 170 班包机、包板,连接 200+个国家和地区。	360 多个国际物流专用仓、27 个国际物流专用分拣中心、100 多个清关口岸,运营跨境电商仓库总建筑面积约 3 百万平方米。	截至 2023 年 6 月 30 日,全球网络遍布 200 多个国家及地区。
京东物流	2023 年京东航空已开通 4 条国际货运航线。	拥有接近 90 个保税仓库、直邮仓库和海外仓库,管理面积接近 90 万平方米。	已在美国、德国、荷兰、法国、因果、越南、阿联酋、澳大利亚、马来西亚等地落地自营海外仓。
中国外运	积极布局拉美、中东、中东欧等航线运力,稳定运营 11 条全货机国际航线;国际班列突破 1 万列。	2023 年新建泰国仓库,打造阿联酋首个 5G 自动化仓库;在欧洲新投入 9 万平方米可控作业场地。	自有海外网络已覆盖 42 个国家和地区,在全球拥有 66 个自营网点。跨境电商标准化产品已覆盖欧盟、北美、南非、墨西哥等国家和地区。
华贸物流	提供国际空海铁综合物流服务、跨境电商物流、国际工程综合物流、国际仓储物流、国际大宗商品合同物流等服务	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。	物流服务网络遍布世界 160 多个国家和地区。

资料来源:各公司公告,各公司官网,信达证券研发中心

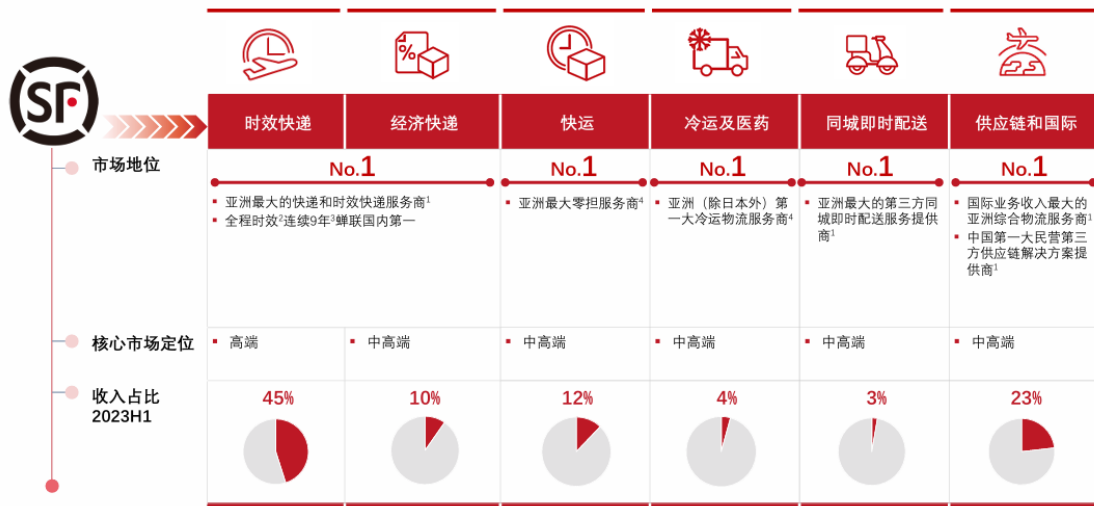
注:数据取自各家公司 2023 年年报,菜鸟数据取自招股说明书

### 1.3 重点推荐顺丰控股:综合大物流龙头,国际业务带来新增长曲线

**业务多元化布局,细分赛道均处于行业领先地位。**公司围绕物流生态圈,持续完善产品体系,提升服务能力,业务拓展至时效快递、经济快递、快运、冷运及医药、同城即时配送、供应链及国际等,在各细分领域均处于市场领先地位。

- 1) **时效快递:** 主要面向个人、企业、中高端品牌商家等,提供时效领先的高品质门到门寄递服务,可实现半日达、当日达、次晨达、次日达等。得益于服务体验提升及拓展新兴产业客群和新场景,24H1 营收同比+5.6%至 591.9 亿元,扎实构筑业绩基本盘。
- 2) **经济快递:** 经过多次产品调优后,目前聚焦“电商标快”,差异化竞争策略下,产品结构持续优化叠加电商标快业务量增长,24H1 营收同比正增 9.3%至 132.5 亿元,若不含丰网业务,经济件收入同比增长 15.6%。
- 3) **快运业务:** 主要面向生产制造、商业流通领域有大件配送、批量运输需求的客户,受益于快运市场需求改善、公司网络融通推进及科技赋能效益提升,24H1 快运业务同比+16.1%至 175.5 亿元。
- 4) **冷运及医药业务:** 主要面向时令生鲜食品、冷冻食品、医药产业三大领域的客户。公司仓网协同及一体化供应链竞争优势明显,24H1 受恶劣天气影响生鲜寄递等,营收同比-5.2%至 50.6 亿元。
- 5) **同城即时配送业务:** 主要面向餐饮门店、零售/电商商家、个人及企业提供即时物流配送服务。通过高价值订单增长及科技驱动,24H1 营收同比+18.5%至 39.6 亿元。
- 6) **供应链及国际业务:** 包括国际快递、国际货运及代理和供应链解决方案等业务,受益于国际空海运需求复苏及运价提升,公司抓住品牌出海和跨境电商发展机遇,24H1 营收同比+8.1%至 312.0 亿元。

图16：产品矩阵完善，综合服务能力领先

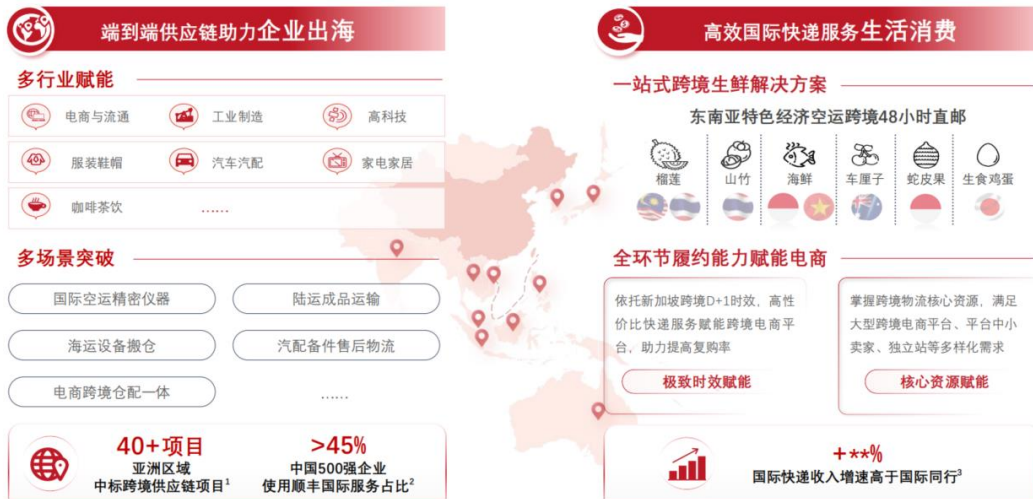


注1: 2022年收入占比; 注2: 48小时以内; 注3: 国家邮政局发布的2021年快递服务满意度和时限准时率, 2022年度结果未披露相关细节; 注4: 2022年收入和件量占比; 注5: 排名根据弗若斯特利文报告

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

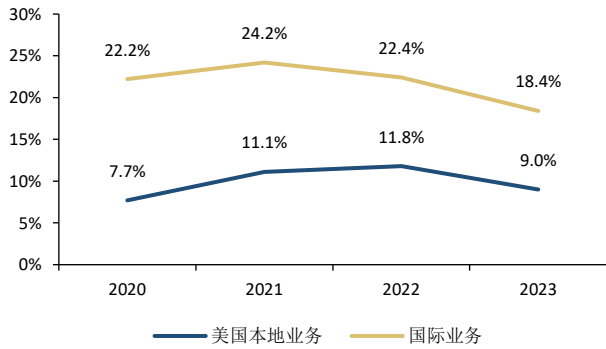
国际物流市场有更高的毛利率和更大的市场空间，有望成为公司未来业绩增长的重要看点。一方面，相较于本土快递物流业务，国际业务具备更高的毛利率，以 UPS 为例，国际物流业务毛利率较本土业务高约 10%；另一方面，相较于海外物流公司而言，本土企业更青睐使用国内物流品牌，根据公司 24H1 业绩推介材料，中国 500 强企业使用顺丰国际服务占比超过 45%，受益于中国企业出海提速，我们认为公司未来国际物流业务大有可为。

图17：供应链及国际以出海为锚突破多场景

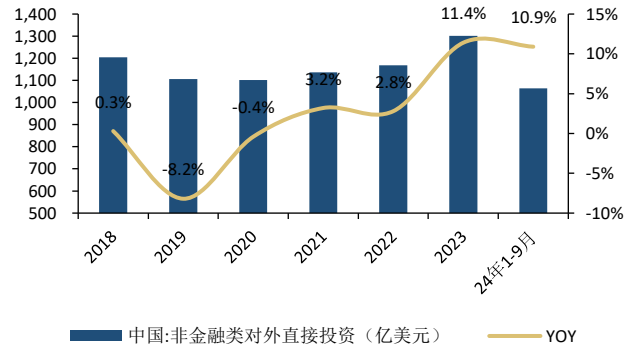


注1: 地图图标指亚洲区域中标跨境供应链项目所在国家; 注2: 指2023年至今使用过顺丰国际服务的《财富》中国500强企业占比; 注3: 指2024年上半年顺丰国际快递收入增速, 比较国际三大同行时, 基于其披露的国际快递收入

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**图18: UPS 国际业务毛利率高于国内业务**


资料来源: UPS 公司官网, 信达证券研发中心

**图19: 我国企业出海提速**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

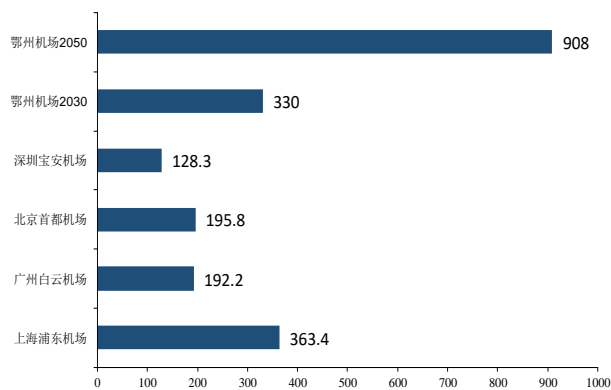
**借力鄂州机场, 国际业务有望加速发展。**公司近几年在国际业务布局提速, 于2010年启动国际化战略布局, 2021年牵手嘉里物流, 加速实施“快递出海”战略, 24H1公司供应链及国际业务收入占比23.2%, 第二曲线蓄势待发, 对比全球头部物流公司, 在全球航空货运枢纽及货机数量方面仍有差距。随着鄂州机场投入使用、公司货机规模和国际航班数量逐步提升, 国际业务有望得到加速发展。

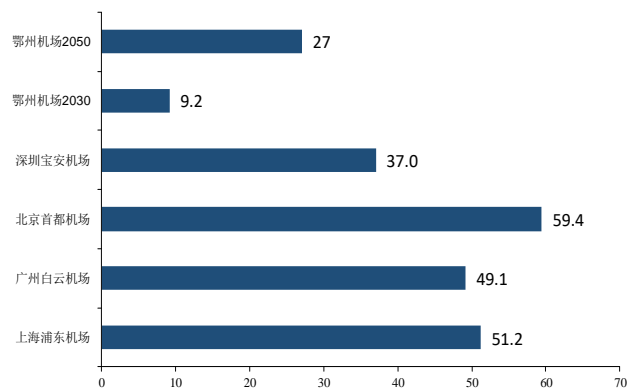
**表4: 国际物流公司经营数据对比**

	UPS	FedEx	DHL	顺丰
市值	1,144 亿美元	719 亿美元	448 亿美元	287 亿美元
收入规模	910 亿美元	902 亿美元	907 亿美元	2,584 亿元
覆盖国家	200 多个国家和地区	220 多个国家和地区	220 个国家和地区	202 个国家和地区
全货机数量	自有/运营 294 架; 租赁 269 架	自有 693 架; 租赁 17 架	超过 295 架	自有/租赁 103 架
核心枢纽	路易斯维尔机场	孟菲斯机场	多枢纽模式, 全球 22 个 航空货运枢纽	鄂州机场

资料来源: 公司公告, 公司官网, Wind, 信达证券研发中心

注: 数据取自各家公司 2023 年年报, 市值时间为 2024-11-15

**图20: 2030 年鄂州机场货邮吞吐量将达到 330 万吨**

 资料来源: Wind, 新浪湖北, 中国航空报, 信达证券研发中心  
 备注: 宝安、首都、白云、浦东机场为 2019 年数据

**图21: 2030 年鄂州机场起降架次将达到 9.2 万架次**

 资料来源: Wind, 新浪湖北, 中国航空报, 信达证券研发中心  
 备注: 宝安、首都、白云、浦东机场为 2019 年数据



## 1.4 产业端关注菜鸟智慧物流：电商洞察+科技实力奠定独特基因

**全球领先的电商物流企业。**菜鸟成立于2013年，由阿里巴巴集团及其他合作伙伴创立，是在全球最大的电商生态体系中应运而生的开放技术平台，拥有深厚的电商行业洞察力和先进的科技和智慧物流网络。公司的业务涵盖国际物流、国内物流、科技及其他服务等，2023财年三大业务板块收入占比分别约47%、46%和6%。

**1) 国际物流：**业务涵盖跨境快递、国际供应链和海外本地物流服务，凭借全球端到端网络及科技能力，为客户提供集运输速度、服务质量和成本效益的独特组合，助力加速全球电商增长。

**2) 国内物流：**业务涵盖国内供应链、菜鸟速递、菜鸟裹裹三大业务板块，凭借深厚的电商洞察力和科技能力，专注打造行业领先的电商物流解决方案，是中国领先的电子商务供应链解决方案提供商和逆向物流解决方案提供商。

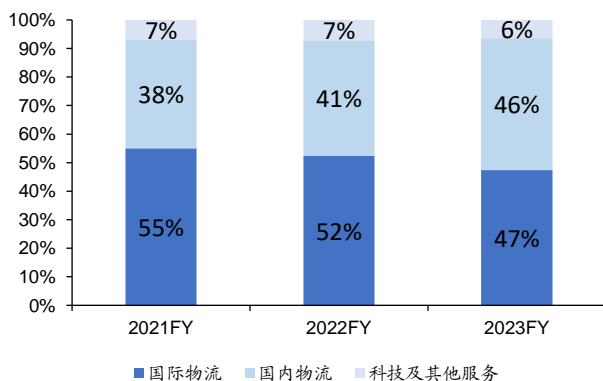
**3) 科技及其他服务：**主要包括菜鸟驿站、菜鸟App、物流科技和物流资产服务。通过提供技术解决方案，菜鸟已经建成全球最大的数字化驿站网络，拥有全球使用最广泛的物流App。

图22：公司主要业务板块示意图



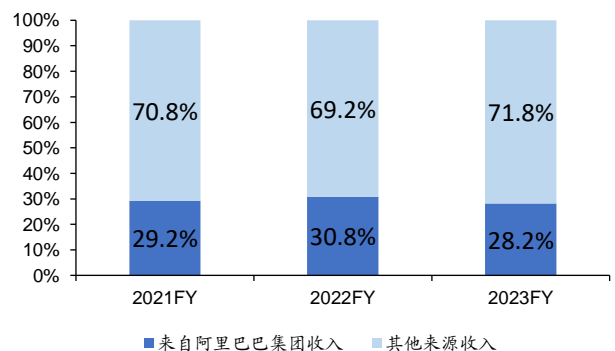
资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

图23：公司分业务收入构成情况



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

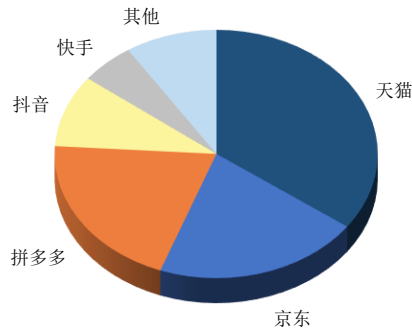
图24：公司内部及外部收入构成情况



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

**国内业务:** 借助电商平台及科技能力的优势, 成为国内供应链及品质快递服务领导者。依托于公司独特的电商洞察力、网络及科技能力, 公司建立了端到端、技术赋能的仓储和配送能力, 根据公司招股书, 2022 年公司为中国前三大品质电商物流公司, 截至 2023H1 末的三个月包裹量计算, 公司是国内最大的逆向物流解决方案提供商。

图25: 2022 年电商平台 GMV 份额



资料来源: 星图数据, 信达证券研发中心

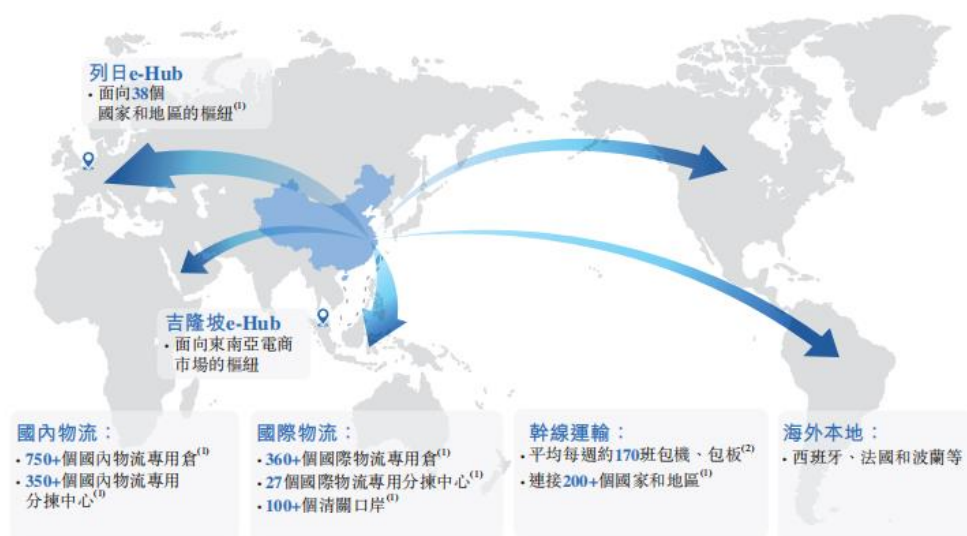
图26: 公司具备领先的国际、国内物流资源



资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

**国际业务:** 跨境电商物流领先者, 物流网络广覆盖。作为阿里巴巴生态体系的一部分, 公司可触达全球最大商家群体, 随着商家在全球业务的拓展, 以及阿里巴巴旗下跨境电商业务的快速发展, 公司开拓国际市场业务具有较强竞争力。根据公司招股书, 按照 2022 年包裹量计, 公司为全球第一跨境电商物流公司, 截至 2023 年 6 月 30 日, 公司运营全球最大的跨境电商仓库网络。公司积累的跨境物流的服务能力和海外资源形成较强先发优势, 随着我国企业加速出海, 公司国际业务有望迎来发展机遇期。

图27: 菜鸟物流网络广覆盖



资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

**表5：公司跨境快递服务**

跨境快递服务	下单到送达时间	目的地
优先	一般为 5-10 个自然日	美国、法国及西班牙等八个国家和地区
标准	一般为 10-18 个自然日	巴西、美国、法国、韩国、以色列及墨西哥等 17 个国家和地区
经济	一般为 20-45 个自然日	全球 200 多个国家和地区

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

**表6：相关标的估值表（2024/12/30）**

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE			PB (LF)	
		2024/12/30	23A	24E	25E	26E	23A	TTM	24E	25E		26E
002352.SZ	顺丰控股	2,038	82.34	100.37	120.01	144.2	24.7	21.3	20.3	17.0	14.1	2.17
H01941.HK	菜鸟智慧 物流		-23.25									
2618.HK	京东物流	823	6.16	55.60	68.09	80.64	133.6	22.2	14.8	12.1	10.2	1.55
601598.SH	中国外运	395	42.22	39.67	43.38	46.91	9.3	10.2	9.9	9.1	8.4	1.05
603128.SH	华贸物流	86	6.17	6.52	7.44	8.34	13.9	16.3	13.1	11.5	10.3	1.45

资料来源：Wind，信达证券研发中心

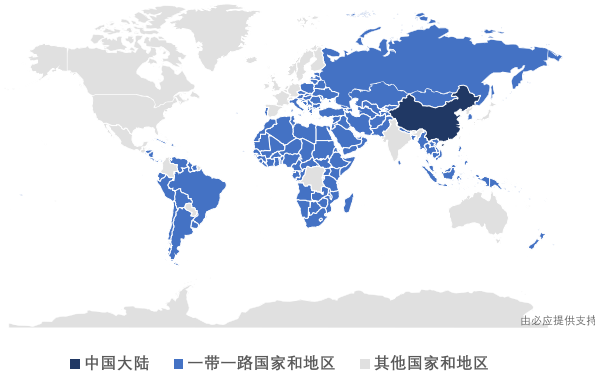
注：顺丰控股盈利预测来源于信达交运团队预测，其余公司来自于Wind一致预期；菜鸟智慧物流为未上市公司

## 2 集运及港口：一带一路国家贸易或带来集运维稳

### 2.1 “一带一路”合作国的消费升级具备广阔空间，支撑相关货运需求

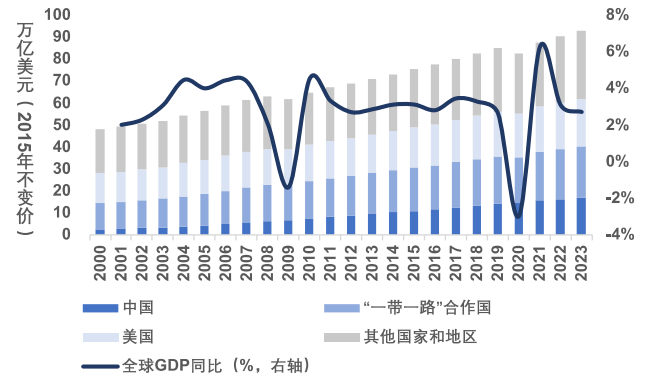
“一带一路”已覆盖全球大部分国家，合作国合计 GDP 占全球比重稳定在 25% 附近。根据商务部，截至 2024 年 12 月 17 日，自 2013 年提出共建“一带一路”倡议以来，我国已与 150 多个国家和 30 多个国际组织签署共建“一带一路”合作文件，覆盖全球范围内除北美洲、北欧、南极洲等区域的绝大多数国家。2023 年，“一带一路”合作国合计 GDP 实现 23.08 万亿美元（2015 年不变价），占全球比重稳定在 25% 附近。

图28：“一带一路”合作国覆盖范围



资料来源：中国一带一路网，信达证券研发中心

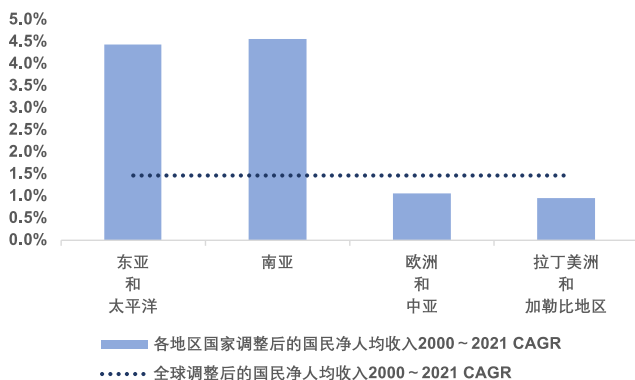
图29：全球 GDP 结构



**消费升级：亚洲合作国的消费水平稳步提升，非洲合作国的年龄结构偏年轻，我们认为“一带一路”相关货运需求具备长期扩张空间。基于世界银行口径，分地区看：**

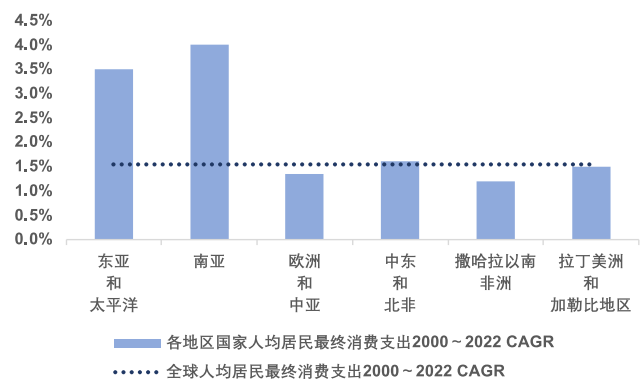
- **消费水平角度：**“东亚和太平洋”、“南亚”地区国家的国民人均收入 2000~2021 年 CAGR 分别高于全球水平 2.96、3.08 个百分点，人均居民最终消费支出 2000~2022 年 CAGR 分别高于全球水平 1.96、2.46 个百分点。“东亚和太平洋”、“南亚”、“中东和北非”、“撒哈拉以南非洲”地区“一带一路”合作国的居民最终消费支出 2000~2023 年 CAGR 分别高于全球水平 1.13、1.88、1.56、0.69 个百分点。

图30：各地区国民人均收入增速对比全球

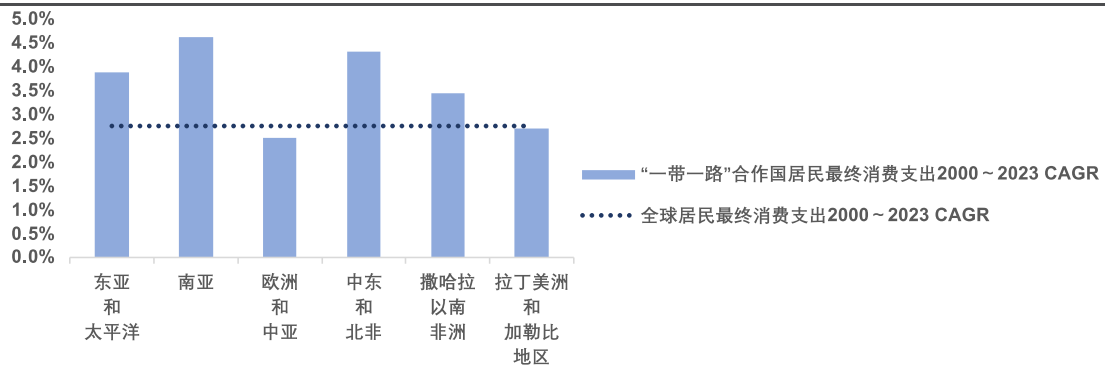


资料来源：世界银行，信达证券研发中心

图31：各地区人均居民最终消费支出增速对比全球



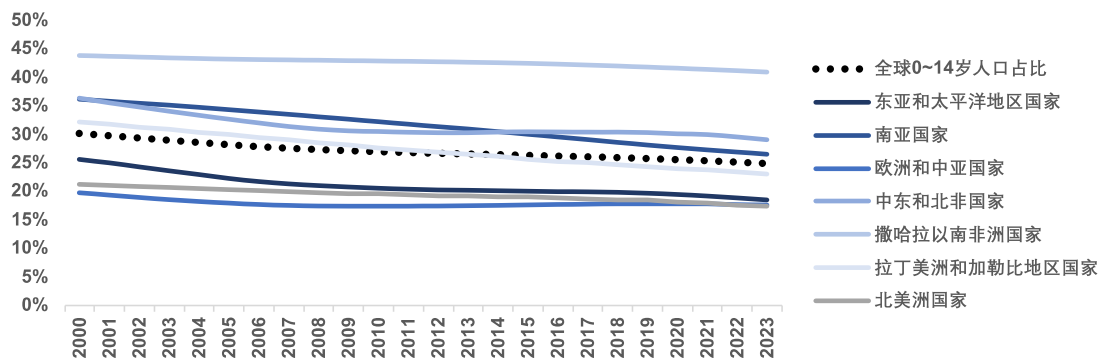
资料来源：世界银行，信达证券研发中心

**图32: 各地区的“一带一路”合作国居民最终消费支出增速对比全球**


资料来源: 世界银行, 信达证券研发中心

注: 不包含数据不完整的国家, 可能与实际情况存在误差。

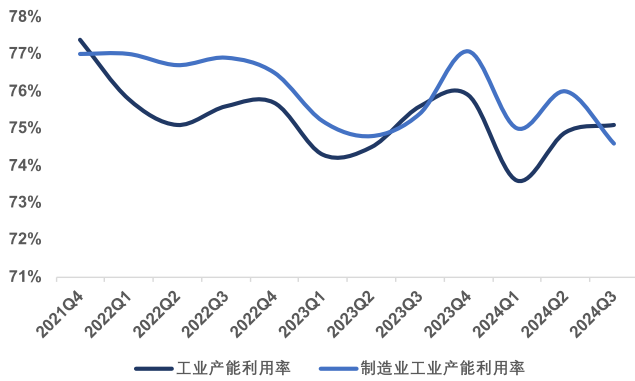
- **人口年龄结构角度:** “撒哈拉以南非洲”国家的0~14岁人口占比稳定在40%以上, 2023年领先全球水平16.05个百分点; “中东和北非”国家的0~14岁人口占比稳定在30%附近, 2023年领先全球水平4.12个百分点。年轻型的人口年龄结构支撑消费力的长期成长性, 考虑到“撒哈拉以南非洲”、“中东和北非”国家几乎均为“一带一路”合作国, 我们认为“一带一路”相关货运需求的扩张空间广阔。

**图33: 各地区的“一带一路”合作国居民最终消费支出增速对比全球**


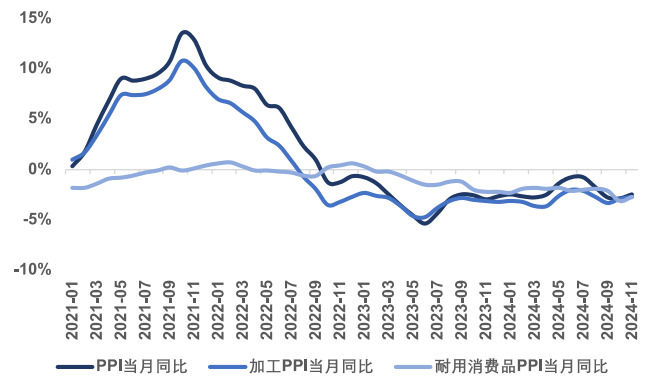
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

## 2.2 “一带一路”合作国相关需求有助于消化国内过剩的产能

**国内制造业现阶段或存在一定过剩情况。**从产能利用率上看, 我国工业产能利用率从2021年四季度的77.4%下滑至2024年第三季度的75.1%, 其中制造业工业产能利用率从2021年四季度的77.0%下滑至2024年第三季度的74.6%。从PPI上看, 我国PPI同比在2021年下半年起逐步下滑, 2022年10月起维持负值。

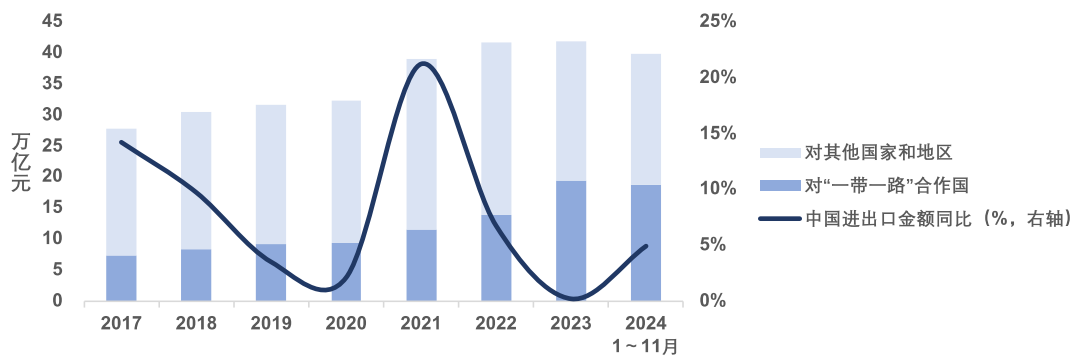
**图34：全国工业产能利用率**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图35：全国 PPI 同比**


资料来源：世界银行，信达证券研发中心

我们认为对“一带一路”合作国出口的增加有助于消化过剩的产能。从我国进出口金额的结构上看，对“一带一路”合作国的进出口金额在2023年实现19.47万亿元，同比增长2.8%，2020~2023年CAGR高达27.61%，超出全国水平18.59个百分点；在2024年1~11月实现18.74万亿元，同比增长6.0%，占全国进出口金额比重从2017年的26.50%提升至2024年1~11月的47.10%。

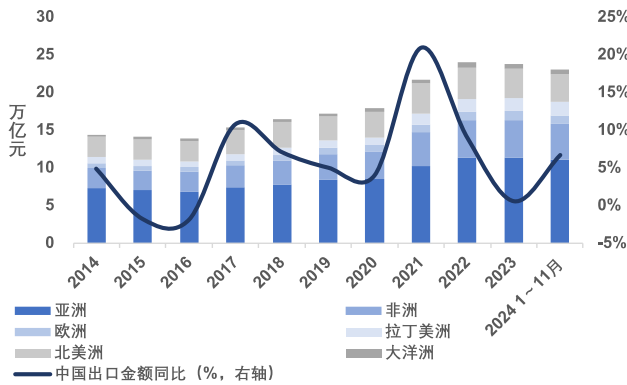
**图36：中国进出口金额结构**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

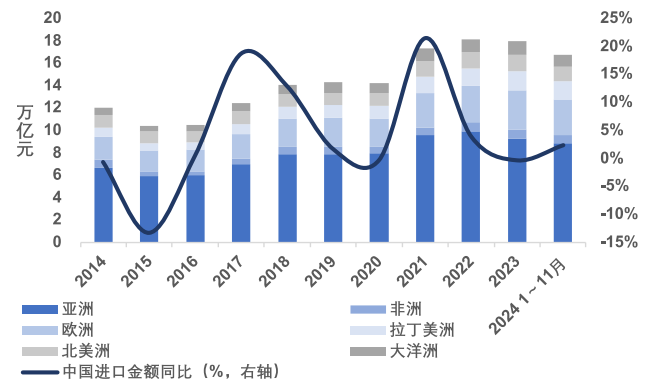
### 2.3 对港航业的影响：下行风险有限，我们预计需求整体或维持平稳

进出口金额稳增，且持续侧重于“一带一路”合作国覆盖区域。现阶段，我国“一带一路”合作国覆盖拉丁美洲、非洲几乎所有国家以及欧洲大部分国家。

- **出口金额结构：拉丁美洲、欧洲增速突出。**2023年，我国实现出口金额23.77万亿元，同比增长0.56%，2020~2023年CAGR为9.85%。其中，对拉丁美洲的出口金额2020~2023年CAGR实现18.21%，超全国水平8.36个百分点；对欧洲的出口金额2020~2023年CAGR实现15.35%，超全国水平5.50个百分点。
- **进口金额结构：非洲、拉丁美洲增速突出。**2023年，我国实现进口金额17.99万亿元，同比下滑0.30%，2020~2023年CAGR为7.96%。其中，从非洲的进口金额2020~2023年CAGR实现15.14%，超全国水平7.19个百分点，从拉丁美洲的进口金额2020~2023年CAGR实现14.30%，超全国水平6.34个百分点。

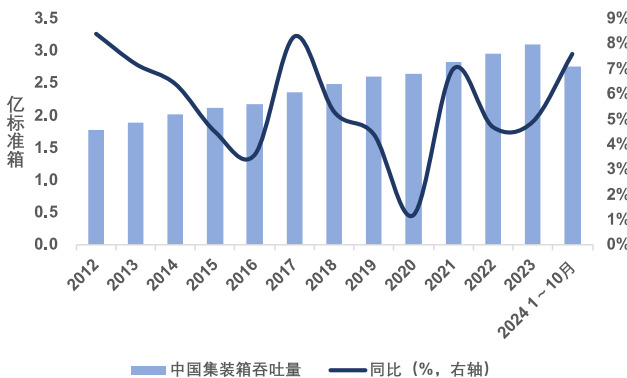
**图37：中国出口金额结构**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图38：中国进口金额结构**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**集装箱港口吞吐量 (航运运量)：外贸占比回升，我们预计或持续受益于进出口总额增长。**2023年，全国集装箱吞吐量在2023年实现3.10亿标准箱，同比增长4.9%，2020~2023年CAGR为5.5%；在2024年1~10月实现2.76亿标准箱，同比增长7.6%。分流向看，全国主要港口集装箱吞吐量外贸占比从2020年的60.69%稳步回升至2024年1~9月的64.72%，考虑到“一带一路”合作国相关货运需求的逐步释放，我们认为集装箱吞吐量有望稳步增长。

**图39：中国集装箱吞吐量**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图40：中国主要港口集装箱吞吐量外贸占比**

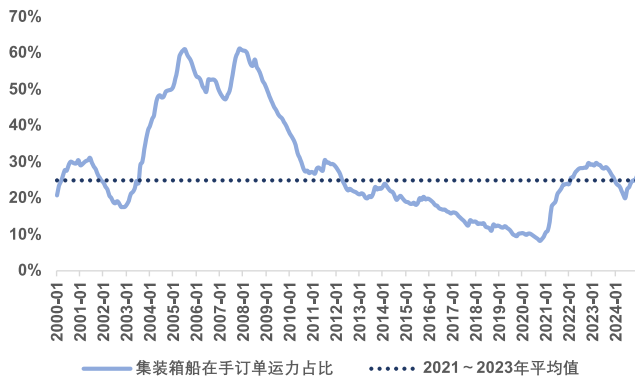

资料来源：Wind，信达证券研发中心

**集装箱航运：中国与“一带一路”合作国间的航程长于中美间的航程，支撑航运需求。**在“一带一路”合作国相关需求支撑集装箱航运量的基础上，考虑到中国往欧洲、拉丁美洲、非洲的航程整体长于中美间的航程，我们认为集装箱航运或整体需求稳健。供给端方面，截至2024年12月，全球集装箱船在手订单运力占比为26.28%，与2021~2023年平均水平接近。运价层面，截至2024年12月27日，中国出口集装箱运价指数CCFI收于1491.29点，同比增长69.51%，上海出口集装箱运价指数SCFI收于2390.17点，同比增长90.45%。

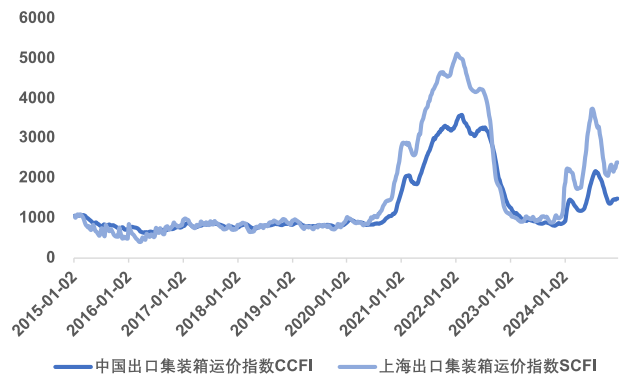
**表7：中国往欧洲、拉丁美洲、非洲的集装箱航运航程整体长于中美间的航程**

航线	起点	终点	最短在途时间 日
美国	中国 上海	远东-美东/美湾	美国 纽约 23
		远东-美西南	美国 洛杉矶 13
		远东-美西北	美国 西雅图 16
欧洲	中国 上海	远东-西北欧	荷兰 鹿特丹 33
		远东-地中海	西班牙 瓦伦西亚 38
拉丁美洲	中国 上海	远东-南美东	巴西 桑托斯 25
		远东-南美西	秘鲁 卡亚俄 28
非洲	中国 上海	远东-南非	南非 德班 23
		远东-西非	科特迪瓦 阿比让 33
		远东-东非	肯尼亚 蒙巴萨 20

资料来源：中远海运集运官网，信达证券研发中心

**图41：集装箱船在手订单运力占比**


资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

**图42：出口集装箱运价指数 CCFI、SCFI**


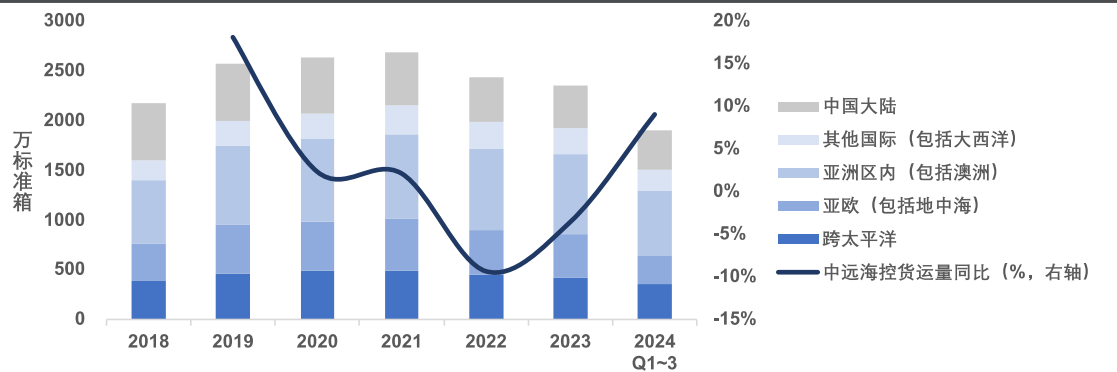
资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 2.4 建议关注：中远海控、青岛港、招商港口

**中远海控 (601919.SH)**: 主要通过全资子公司中远海运集运和间接控股子公司东方海外国际经营国际、国内集装箱运输及相关业务，同时凭借海内外航线网络及多式联运服务优势，强化港航联动，为全球客户提供优质的数字化供应链解决方案，业绩整体波动性强。

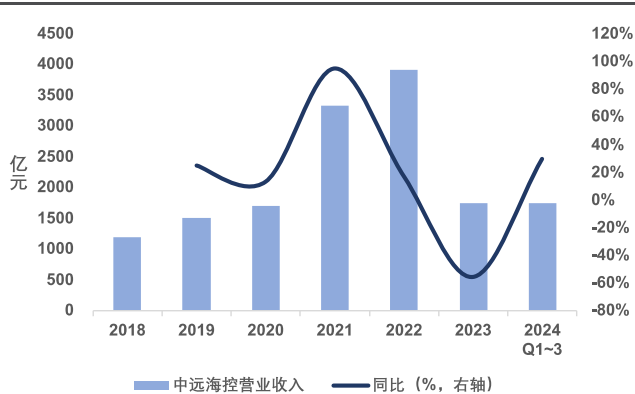
- **货运量**: 2023 年实现 2355.50 万标准箱，同比下滑 3.51%，2020~2023 年 CAGR 为-3.66%，其中跨太平洋、亚欧、亚洲区内占比分别为 18.09%、18.50%、33.93%；2024 年前三季度实现 1903.97 万标准箱，同比增长 9.07%，其中跨太平洋、亚欧、亚洲区内占比分别为 18.75%、14.99%、34.43%。



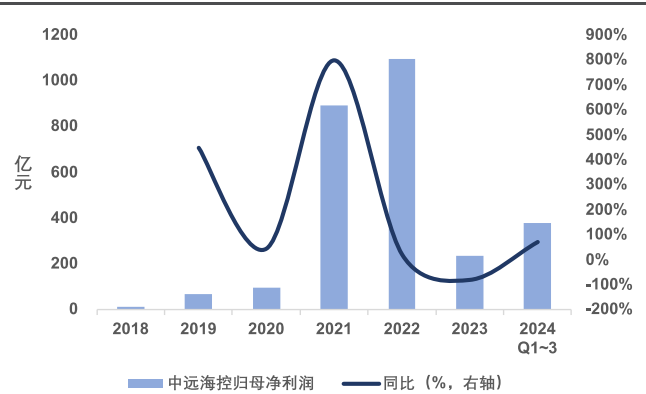
**图43: 中远海控货运量结构**


资料来源：中远海控公司公告，信达证券研发中心

- **营业收入**：2023 年实现 1754.48 亿元，同比下滑 55.14%，2020 ~ 2023 年 CAGR 为 0.81%；2024 年前三季度实现 1747.37 亿元，同比增长 29.80%。
- **归母净利润**：2023 年实现 238.60 亿元，同比下滑 78.23%，2020 ~ 2023 年 CAGR 为 33.95%；2024 年前三季度实现 381.24 亿元，同比增长 72.73%。

**图44: 中远海控营业收入**


资料来源：青岛港公司公告，信达证券研发中心

**图45: 中远海控归母净利润**


资料来源：青岛港公司公告，信达证券研发中心

- **分红**：公司 2022 ~ 2024 年分红回报规划每年现金分红应占当年归母净利润的 30% ~ 50%。我们基于公司 Wind 一致预期 2024 年的盈利预测以及 2024 年 12 月 30 日收盘价，**测算若分红比例为 30% ~ 50%，对应股息率为 5.7% ~ 9.5%**。

**表8: 中远海控历史分红数据以及 2024 年分红测算**

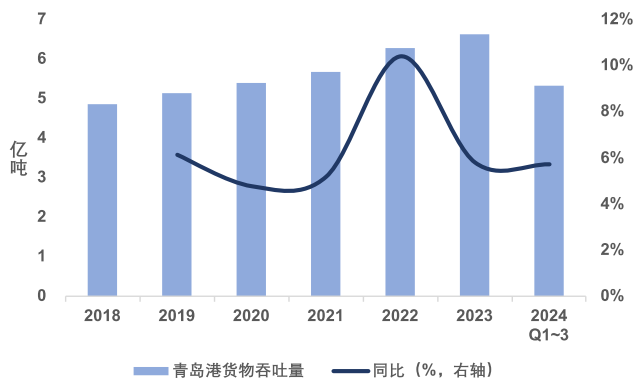
	2021	2022	2023	2024E		
归母净利润 亿元	893.49	1097.03	238.60	474.63		
分红比例	15.59%	49.88%	49.95%	30%	40%	50%
现金分红总额 亿元	139.32	547.21	119.17	142.39	189.85	237.32
每股股利 元/股	0.87	3.40	0.74	0.89	1.19	1.49
股息率 (%) 2024E 数据基于 2024 年 12 月 30 日收盘价	4.65%	33.04%	7.72%	5.68%	7.58%	9.47%

 资料来源：Wind，信达证券研发中心  
 注：2024 年数据基于 Wind 一致预期。

**青岛港 (601298.SH):** 运营管理青岛前湾港区、黄岛油港区、董家口港区、大港港区和威海港区五大港区, 主营集装箱、金属矿石、煤炭、原油等货种的装卸及配套服务。依托青岛港口优越的地理位置、领先的码头设施、发达的集疏运网络等资源优势, 公司吞吐量与业绩稳健增长。

- **货物吞吐量:** 2023 年实现 6.64 亿吨, 同比增长 5.8%, 2020~2023 年 CAGR 为 7.1%; 2024 年前三季度实现 5.33 亿吨, 同比增长 5.72%。
- **集装箱吞吐量:** 2023 年实现 3002 万标准箱, 同比增长 11.9%, 2020~2023 年 CAGR 为 10.9%; 2024 年前三季度实现 2413 万标准箱, 同比增长 8.0%。

图46: 青岛港货物吞吐量



资料来源: 青岛港公司公告, 信达证券研发中心

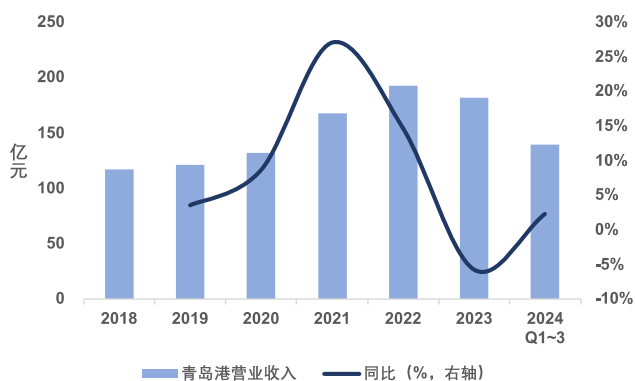
图47: 青岛港集装箱吞吐量



资料来源: 青岛港公司公告, 信达证券研发中心

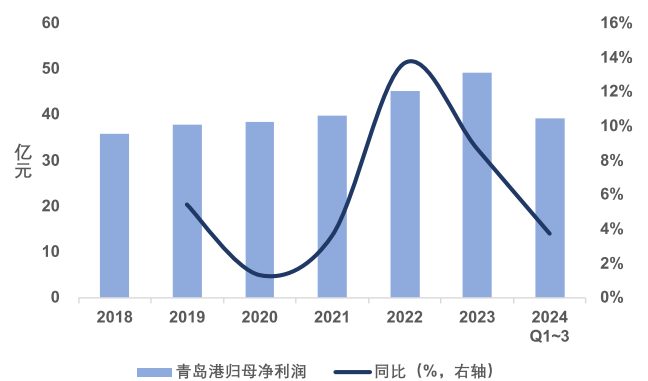
- **营业收入:** 2023 年实现 181.73 亿元, 同比下滑 5.66%, 2020~2023 年 CAGR 为 11.19%; 2024 年前三季度实现 139.78 亿元, 同比增长 2.34%。
- **归母净利润:** 2023 年实现 49.23 亿元, 同比增长 8.72%, 2020~2023 年 CAGR 为 8.62%; 2024 年前三季度实现 39.31 亿元, 同比增长 3.78%。

图48: 青岛港营业收入



资料来源: 青岛港公司公告, 信达证券研发中心

图49: 青岛港归母净利润



资料来源: 青岛港公司公告, 信达证券研发中心

- **分红:** 在业绩稳健增长的基础上, 公司 2022~2024 年分红回报规划每年现金分红不低于当年可用于分配利润的 40%。我们基于对公司 2024 年的盈利预测以及 2024 年 12 月 30 日收盘价, 测算若分红比例为 40%~50%, 对应股息率为 3.6%~4.5%。

表9: 青岛港历史分红数据以及 2024 年分红测算

	2020	2021	2022	2023	2024E		
归母净利润 亿元	38.42	39.82	45.25	49.23	51.84		
分红比例	44.30%	41.79%	38.63%	38.59%	40%	45%	50%
现金分红总额 亿元	17.02	16.64	17.48	19.00	20.74	23.33	25.92
每股股利 元/股	0.26	0.26	0.27	0.29	0.32	0.36	0.40
股息率(%) 2024E 数据基于 2024 年 12 月 30 日收盘价	4.08%	4.51%	4.80%	4.74%	3.58%	4.02%	4.47%

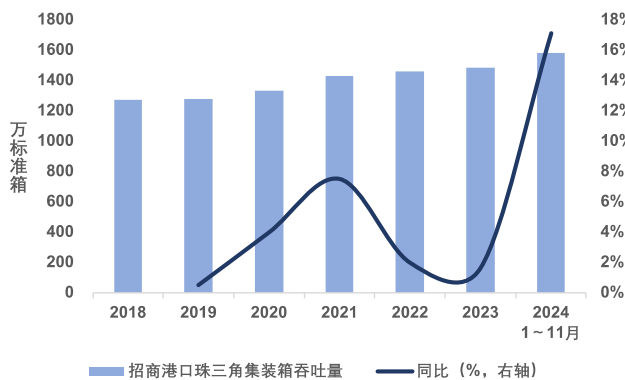
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

注: 2024 年假设公司可用于分配利润为归母净利润, 数据基于信达交运团队盈利预测。

**招商港口 (001872.SZ):** 统筹招商局港口资产, 利润主要来自深圳西部港区、上港集团、宁波港、海外港口投资。公司国内母港为深圳西部港区, 海外母港为斯里兰卡 CICT、HIPG, 近年来充分发挥区位优势, 集装箱吞吐量稳步增长。

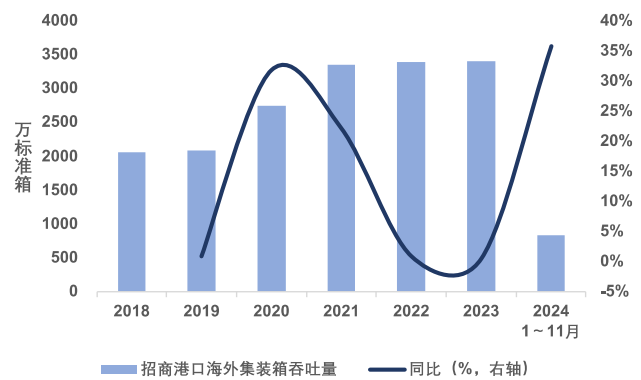
- **珠三角集装箱吞吐量:** 2023 年实现 1484.6 万标准箱, 同比增长 1.7%, 2020~2023 年 CAGR 为 3.7%; 2024 年 1~11 月实现 1584.8 万标准箱, 同比增长 17.1%。
- **海外集装箱吞吐量:** 2023 年实现 3406.4 万标准箱, 同比增长 0.6%, 2020~2023 年 CAGR 为 7.4%; 2024 年 1~11 月实现 3429.6 万标准箱, 同比增长 10.3%。

图50: 招商港口珠三角集装箱吞吐量



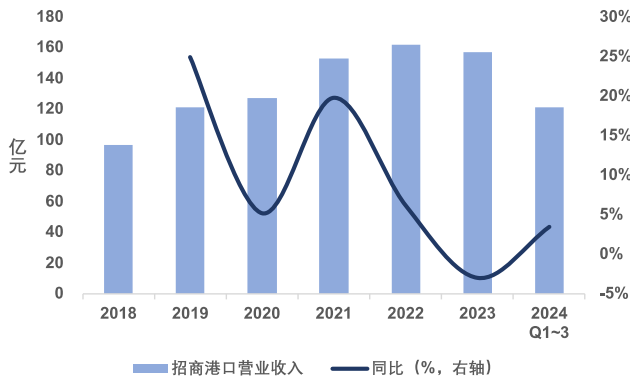
资料来源: 招商港口公司公告, 信达证券研发中心

图51: 招商港口海外集装箱吞吐量

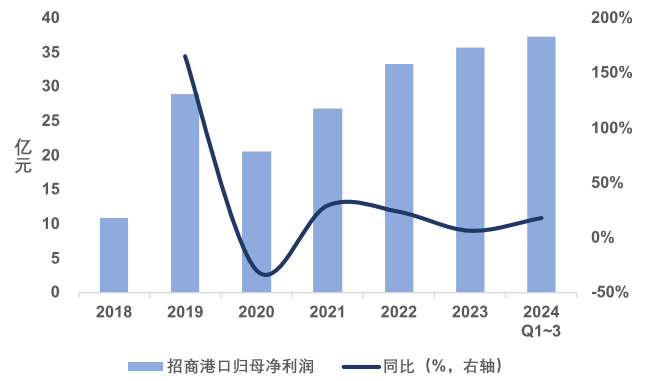


资料来源: 招商港口公司公告, 信达证券研发中心

- **营业收入:** 2023 年实现 157.50 亿元, 同比下滑 2.96%, 2020~2023 年 CAGR 为 7.28%; 2024 年前三季度实现 121.66 亿元, 同比增长 3.50%。
- **归母净利润:** 2023 年实现 35.72 亿元, 同比增长 7.02%, 2020~2023 年 CAGR 为 20.03%; 2024 年前三季度实现 37.36 亿元, 同比增长 18.63%。

**图52: 招商港口营业收入**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图53: 招商港口归母净利润**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

- **分红:** 在业绩稳健增长的基础上, 公司 2022~2024 年分红回报规划每年现金分红不低于当年可用于分配利润的 30%。我们基于对公司 2024 年的盈利预测以及 2024 年 12 月 30 日收盘价, 测算若分红比例为 40%~50%, 对应股息率为 2.8%~3.5%。

**表10: 招商港口历史分红数据以及 2024 年分红测算**

	2020	2021	2022	2023	2024E		
归母净利润 亿元	20.65	26.86	33.37	35.72	40.26		
分红比例	35.22%	30.78%	33.68%	40.60%	35%	40%	45%
现金分红总额 亿元	7.30	8.27	11.25	14.50	14.09	16.11	18.12
每股股利 元/股	0.38	0.43	0.45	0.58	0.56	0.64	0.72
股息率 (%) 2024E 数据基于 2024 年 12 月 30 日收盘价	2.39%	2.54%	3.13%	3.63%	2.75%	3.14%	3.53%

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

注: 2024 年假设公司可用于分配利润为归母净利润, 数据基于信达交运团队盈利预测。

### 附: 核心标的盈利预测及估值

**表11: 航运港口核心标的盈利预测及估值 (2024 年 12 月 30 日)**

证券代码	证券简称	市值 亿元	归母净利润及盈利预测 亿元				PE					PB (LF)
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	TTM	2024E	2025E	2026E	
601919.SH	中远海控	2505.8	238.6	474.6	230.6	211.1	10.5	6.3	5.3	10.9	11.9	1.2
601298.SH	青岛港	579.7	49.2	51.84	55.91	60.21	11.8	11.4	11.2	10.4	9.6	1.4
001872.SZ	招商港口	513.7	35.7	40.26	41.59	44.00	14.4	12.4	12.8	12.4	11.7	0.8

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

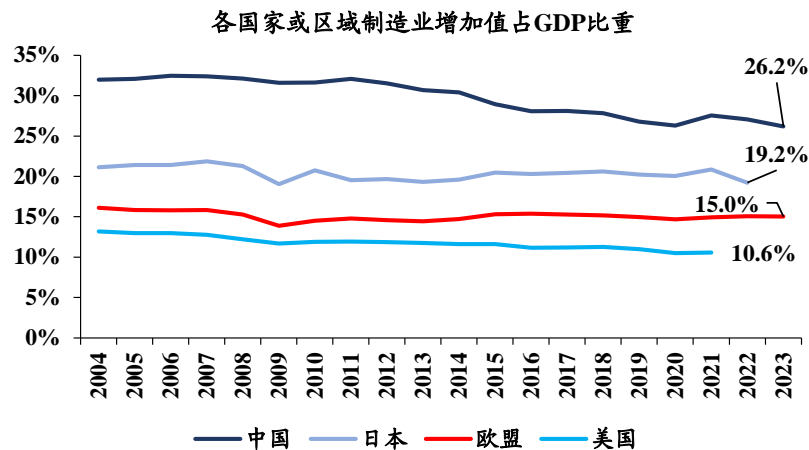
注: 中远海控 2024~2026 年盈利预测数据来自 Wind 一致预期, 青岛港、招商港口盈利预测数据来自信达交运团队。

### 3 国际空运物流：基于亚洲电商低价，跨境电商需求或持续提升

#### 3.1 亚洲电商消费品价格低具备性价比

得益于发达的制造业及供应链，亚洲电商消费品价格优势明显。中国及日韩等亚洲地区拥有完备的制造产业链和较为成熟的供应链体系，一方面可以大规模生产、降低生产成本，另一方面销售平台可以直接对接工厂，减少中间环节，保障原材料的稳定供应和产品质量。通过规模效应和产业优势，中国等亚洲国家逐渐成为全球重要的制造业基地，在服饰鞋包、家居百货等消费品领域打造出明显价格优势。

图54：中国及日本制造业增加值占GDP比重基本在20%以上，明显高于欧美地区

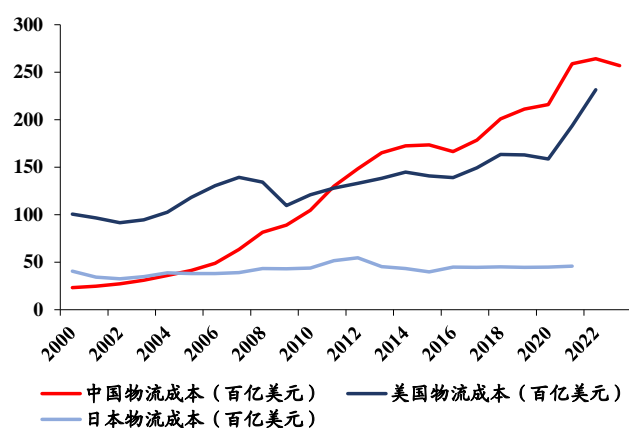


资料来源：iFind，世界银行，信达证券研发中心

基础设施完善、劳动力资源丰富，物流配送成本低且时效高。过去二十年，中国基础设施建设快速，物流业得到充分发展，物流成本及总货运周转量快速增加。2000~2021年，中国物流成本年均复合增速+12.2%，美国为+3.2%；相应货运周转量年均复合增速分别+8.0%和+0.6%。中国物流成本总额及货运周转量均已超过美国。单位物流成本看，2021年中国单位吨公里物流成本为0.116元，仅为美国的36.6%，近几年比率基本都在40%左右。

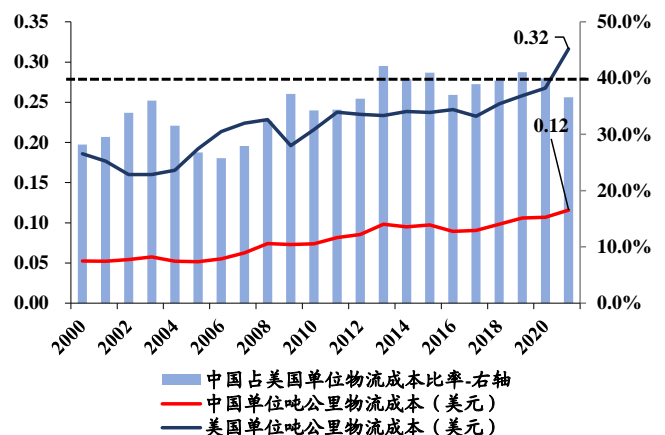
发达的制造业产业、完备的供应链体系以及低价高效的物流配送体系，使得以中国为代表的亚洲国家电商消费品具备价格性价比，规模发展迅速。

图55：中国物流成本快速增加，超过美国物流成本总额



资料来源：iFind，Wind，中国物流与采购联合会，日本物流系统协会，美国供应链管理专业协会，世界银行，信达证券研发中心  
 注：此处中国和日本物流成本调整为美元统计口径，参考官方各年份平均汇率

图56：中国单位物流成本仅为美国的40%左右



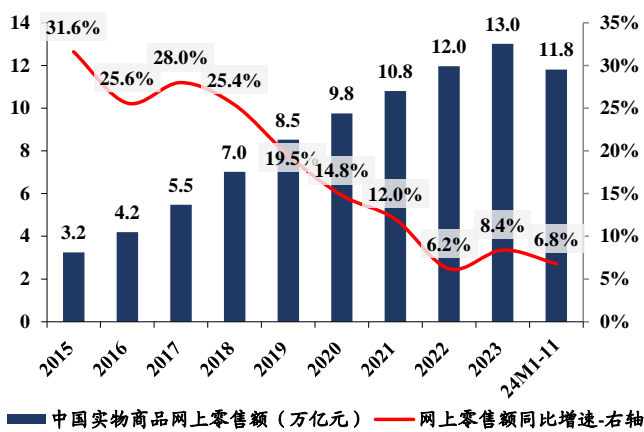
资料来源：iFind，Wind，中国物流与采购联合会，美国供应链管理专业协会，国家统计局，世界银行，OECD，信达证券研发中心

### 3.2 欧美地区网购需求增加，电商零售额提升较快

欧美地区线上购物零售额提升较快，电商渗透率较中国仍有较大差距。2015~2023年，中国及欧美地区线上购物零售额均有明显提升，中国提升速度较快，线上购物零售额年均复合增长率达到19.0%，美国增速为15.9%，欧洲地区网购零售销售在疫情前也呈现明显上升趋势，全球网购需求均有明显增加。但对比电商渗透率情况，至2023年中国电商渗透率已提升至27.6%，美国仅有15.3%。

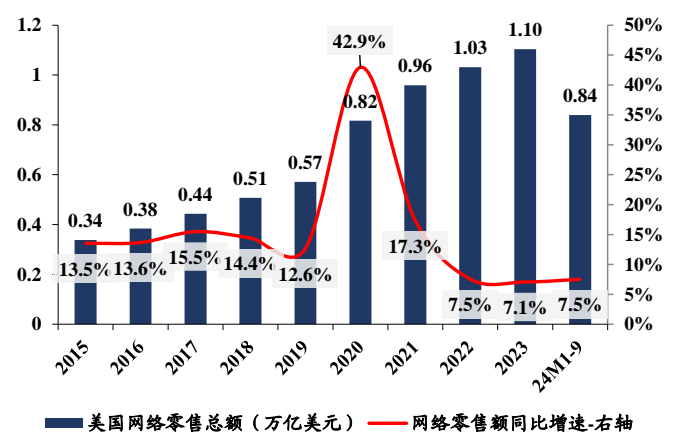
二者间存在较大差异，一方面是中国电商平台发展较快。受益于互联网及移动支付的兴起、物流网络的健全、制造业产业链的完备及政策支持等因素，中国电商网络平台得到快速发展，并促使新一代消费者逐渐养成线上购物习惯，进一步助推了线上购物消费群体的扩大和电商行业的升级优化。另一方面，欧美地区线下零售发展较为成熟，市场集中度高，供应链高效。消费者已养成即时购物的消费习惯，对线下零售商也有较高的信任度，且相应的配送及售后服务也较为完备，因而对于线上购物的习惯养成需要较长时间。

图57：2015~2023年，中国线上购物零售额 CAGR+19.0%



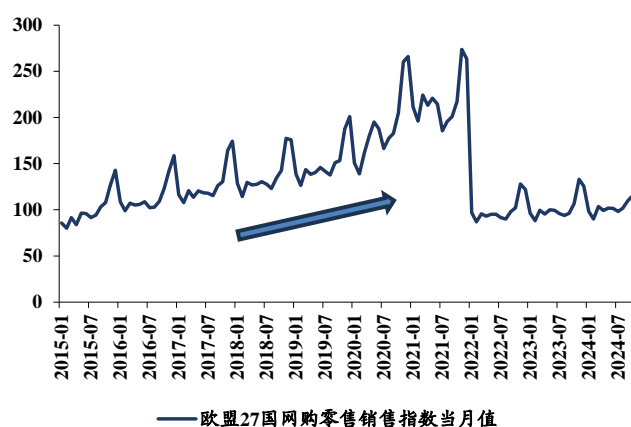
资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

图58：2015~2023年，美国线上购物零售额 CAGR+15.9%



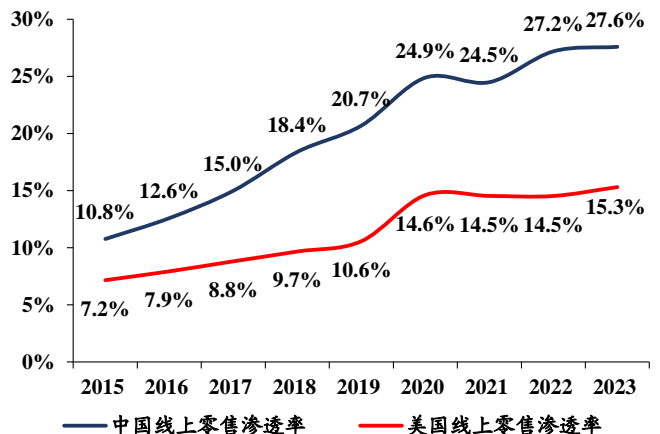
资料来源：iFind，美国人口普查局，信达证券研发中心

图59：欧盟区网购零售销售呈现明显上升趋势



资料来源：iFind，欧盟统计局，信达证券研发中心  
注：以2015年为基数100

图60：中美线上零售渗透率均有提升，但存在较大差距

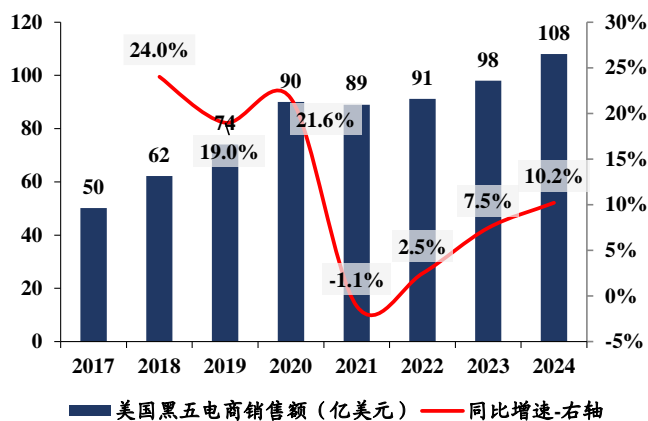


资料来源：iFind，国家统计局，美国人口普查局，信达证券研发中心

多方因素促使欧美地区网购需求增加，实体销售发展放缓情况下，电商消费火热。随着便捷性需求增加，加之通货膨胀及经济形势的不稳定，消费者更加注重商品价格及性价比，线上购物的方式选择丰富且更方便比价和快速下单。

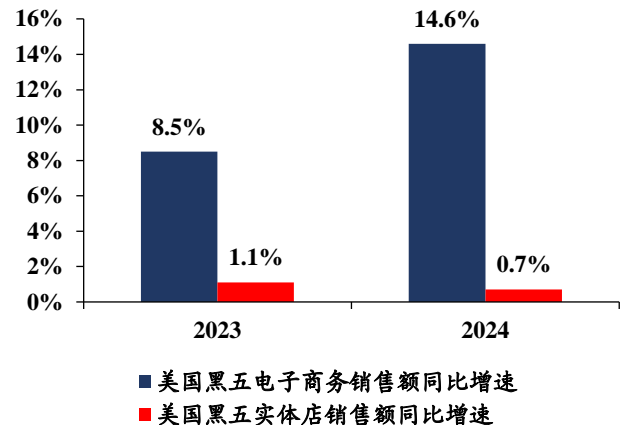
2017~2024年，美国“黑色星期五”电商销售额大体保持稳步增长，年均复合增速达到11.6%，线上消费火热。对比电商和实体店销售数据来看，2023和2024年，美国黑五电商销售额增速均高于实体店。尤其2024年数据显示，美国黑五实体店销售额同比仅增长0.7%，相对低迷；但线上消费增长强劲，同比增速由2023年的8.5%提升至14.6%。Facteus的数据则显示，2024年美国黑五实体店销售额同比-5.4%，对应线上销售额同比+11.1%，若计入通胀，实体店销售额同比-8%，线上销售额同比+8.5%。

图61：2017~2024年，美国黑五电商销售额 CAGR+11.6%



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图62：美国黑五电子商务销售额保持高增，实体销售相对低迷

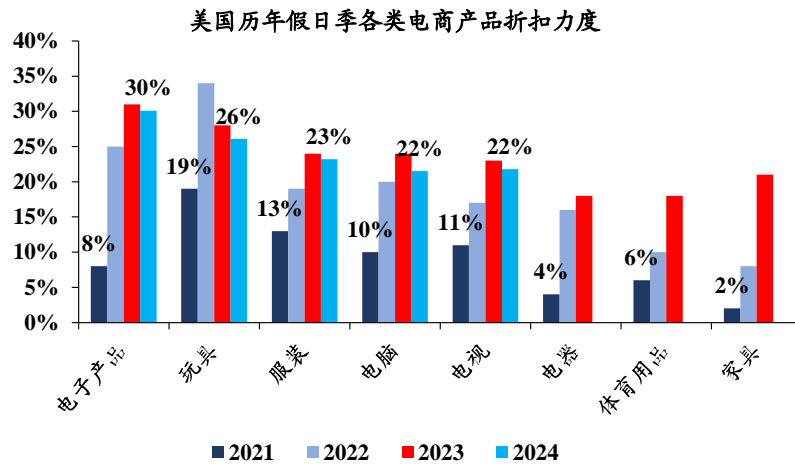


资料来源：21世纪经济报道，金融时报，万事达卡 Spending Pulse 报告，信达证券研发中心

**因素 1：便捷性需求增加。**当下生活节奏发展较快，消费者对碎片化购物需求增加，需要时间快选择全、省时省力的购物方式。根据 RetailX 对全球主要电商市场的消费者网购行为分析情况看，送货上门（43%）、节省时间（38%）、广泛的产品范围（26%）、全天候可用（24%）、省力（20%）等驱动因素都迎合了消费者的便捷性需求。

**因素 2：经济形势不稳定及通货膨胀影响，消费者更加注重商品价格性价比，线上购物价格相对更低，且种类丰富方便比价。**当前全球经济增速放缓，通货膨胀率水平较高，消费者更加倾向于选择性价比更高的商品。从上述消费者选择网购的驱动因素可以看到，价格便宜（39%）及优惠（33%）是重要驱动因素。回顾美国 2021~2024 年假日季线上销售情况，各类电商产品折扣力度基本呈现加大趋势。Adobe 的数字价格指数也显示，电商价格指数已经连续下降了 26 个月。

同时，网购的主要消费品类以服饰、化妆品、家居用品等为主，物品轻、货值较低、使用周期较短、可更换频次高；消费者变换选择容易，即使到手体验感不佳也能快速更换。且当前线上+线下全渠道购物模式也逐渐推广开，售后及退换货服务也较为完善，进一步助推了线上购物需求的增加。

**图63：美国假日季各类电商产品折扣力度呈现加大趋势**


资料来源：Adobe Analytics，网经社，新浪财经，AMZ123，跨境数据中心，信达证券研发中心

**因素 3：新一代消费主力兴起，线上购物习惯更容易养成。**伴随互联网用户占比增加和移动支付的快速发展，线上购物方式普及度越来越高。同时，新一代消费主力兴起，年轻人更愿意尝试新的购物方式，也促使线上购物得以快速发展。

### 3.3 跨境电商物流链路打通，美国 800 美元下商品免检免税，具备可行性

**跨境电商物流链条长，参与者众多，模式大体可分为跨境直发和海外仓模式两种。**跨境电商物流经过多年发展，目前运输方式已较为成熟，衍生出多种细分模式。考虑到时效性因素，当前跨境直发模式发展较快，国际快递及专线物流的运输方式使用较多。近几年，随着跨境电商交易市场规模持续扩大，国内越来越多的跨境电商平台开始布局海外仓，出口物流海外仓模式正快速发展。

**表12：跨境电商物流链路模式打通**

链路模式	细分类	内容	运输方式	时效性	价格
跨境直发	邮政包裹	中国邮政等，通过邮政物流运输	海运	低	低
	国际快递	如 DHL、FedEx、UPS 等专业快递商，配送范围广，多用于货值高、对物流服务要求高的商品	海运	高	高
	专线物流	国际航空专线，物流服务商独立开发，具有时效快、资费性价比高等特点，能满足特定区域的物流需求	空运	高	高
海外仓	自建仓	商家将商品提前存放在目的国的仓库，客户下单后直接从当地仓库发货，缩短配送时间	空运/海运	运输时间长，末端配送时间短	低
	第三方仓库				

资料来源：新华网，人民日报海外版，信达证券研发中心



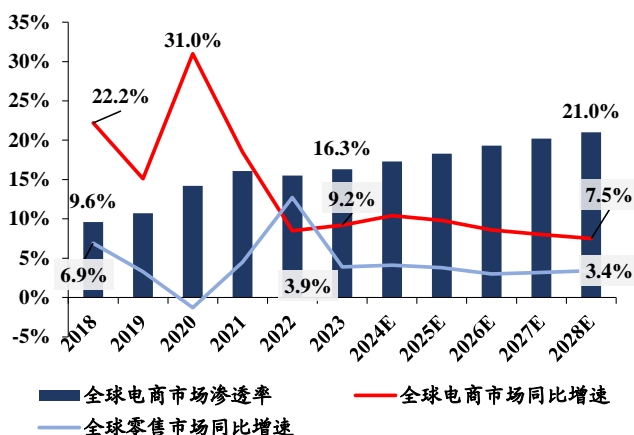
**美国 800 美元以下包裹豁免政策利好跨境电商物流发展。**2016 年，美国国会修订了《1930 年关税法》第 321 条，将小额免税的最低额度从 200 美元提高到了 800 美元（约合人民币 5780 元），即每人每天可以进口价值 800 美元及以下的商品而无须缴纳关税和税赋。由于跨境电商平台购置的商品平均货值相对较低，大大降低了跨境小包直邮的相关成本，因而该项政策的实施对中国跨境电商平台在美国市场的发展有明显助推作用。根据美国海关数据，2012~2020 年，美国小额商品进口额价值从 4000 万美元增加至 670 亿美元以上。

### 3.4 跨境电商需求或有望持续增长

**欧美地区电商渗透率仍有较大提升空间，需求或有望持续增长。**由前文可知，中国电商市场发展较快，市场渗透率领先美国市场较多，二者均呈现稳定提升趋势。从全球电商市场看，市场渗透率基本也保持稳增，ECDB 预计至 2028 年渗透率会提升至 21%。增速上，预计全球电商市场增速在 2024~2027 年均 8% 以上，相对全球零售市场增速在两倍以上。

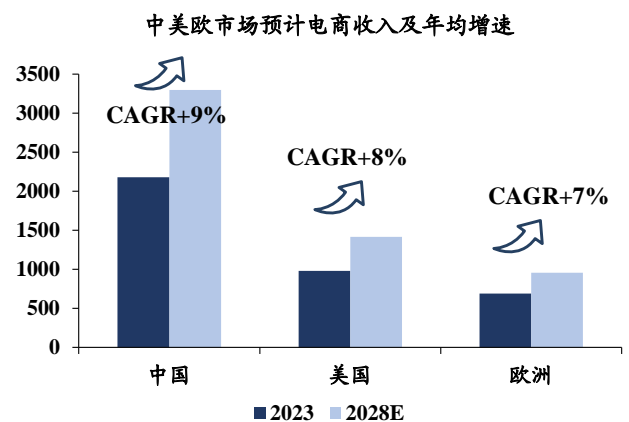
分地区看，ECDB 预计中美欧市场电商收入年均复合增速均在 5% 以上。2023~2028 年，中国、美国、欧洲电商市场收入预计年均增速分别 9%、8%、7%，未来市场空间广阔，有望保持较快增速。具体电商产品类别上，时尚品及电子产品预计仍为最主要商品，在全球电商市场中占比过半。杂货用品有望在 2023~2028 年 CAGR 达到 14.3%，成为增速最快的商品，占比至 2028 年提升至 12%，成为第三大类电商产品。

图64：全球电商市场渗透率保持稳增，预计电商市场增速是全球零售市场增速两倍以上

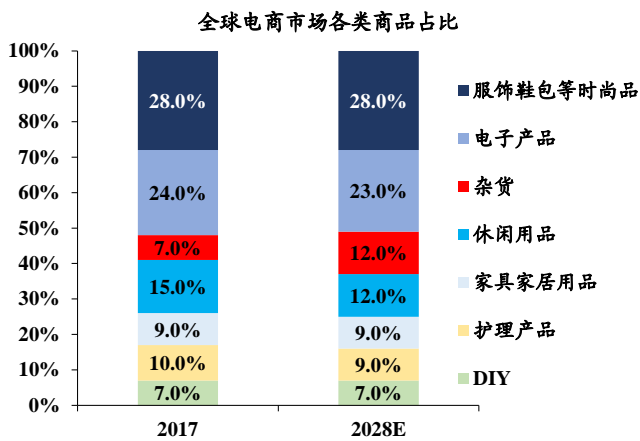


资料来源：ECDB，中文互联网数据资讯网，信达证券研发中心

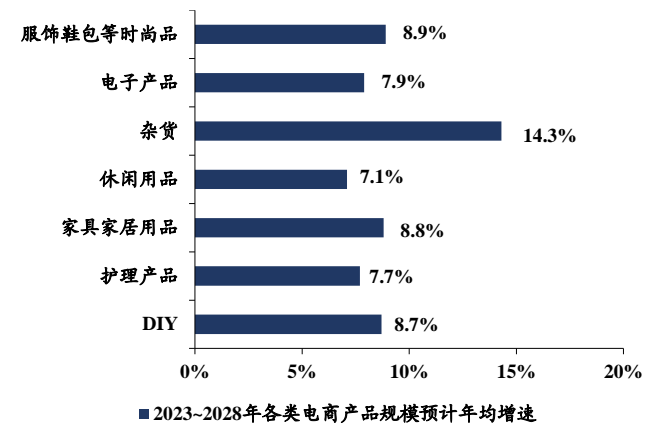
图65：2023-2028 年中美欧电商市场预计均有较快增长



资料来源：ECDB，中文互联网数据资讯网，信达证券研发中心

**图66：时尚品及电子产品在全球电商市场中占比过半**


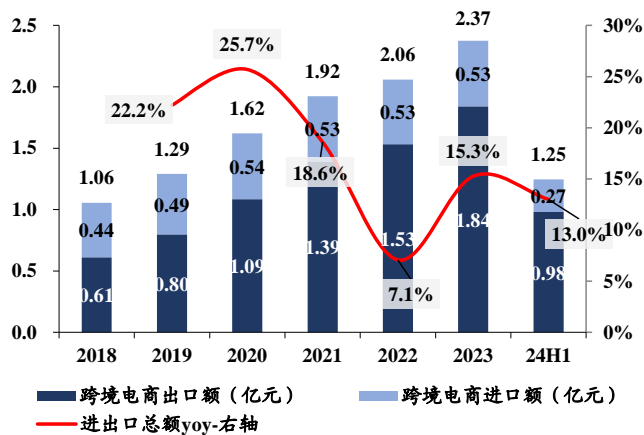
资料来源：ECDB，中文互联网数据资讯网，信达证券研发中心

**图67：2023-2028年预计电商市场中杂货年均增速最高**


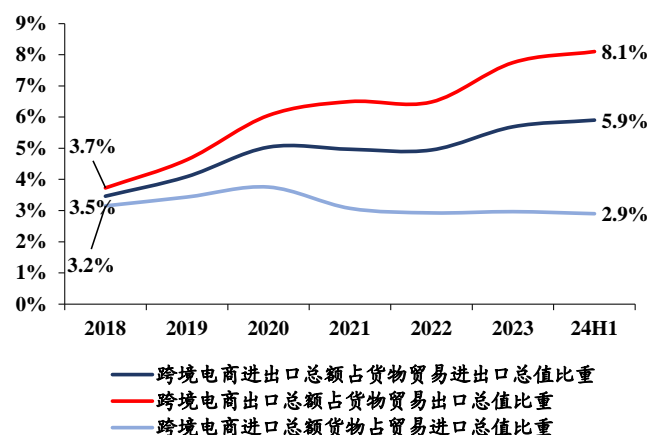
资料来源：ECDB，中文互联网数据资讯网，信达证券研发中心

全球电商市场规模有望稳步扩大，中国跨境电商出口也在快速发展，出口规模在货物贸易出口总值的比重提升较快。根据中国海关总署统计，2024年上半年，中国跨境电商进出口总额达到1.25万亿元，同比+13.0%，高出同时期货物贸易增速6.9pct，占货物贸易进出口总值的比重提升至5.9%。其中，跨境电商出口总额增速更加明显，2018~2023年，出口额从0.61万亿增至1.84万亿，年均复合增速达到24.7%，占货物贸易出口总值的比重从3.7%增至7.7%，2024年上半年进一步提升至8.1%。跨境电商贸易已成为货物贸易中快速发展的重要组成部分。

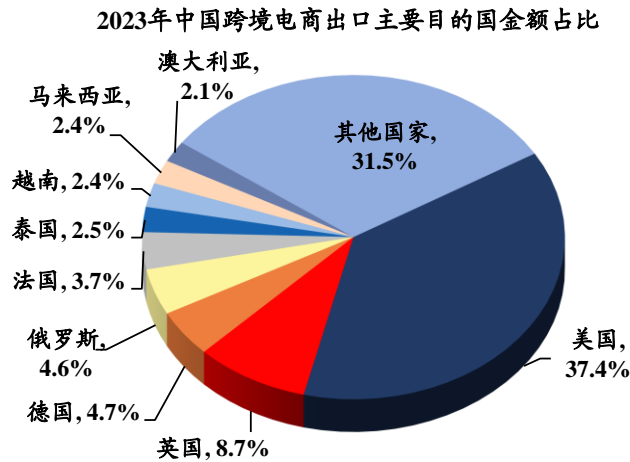
中国跨境电商主要出口目的国集中在欧美地区，新兴市场也很活跃；出口商品90%以上是服饰鞋包、家居家纺、数码产品等消费品。从出口目的国看，2023年美国、英国、德国是中国跨境电商出口额最多的国家，占比分别达到37.4%、8.7%、4.7%，合计占比超50%。泰国、越南、马来西亚等新兴国家市场也是中国跨境电商的重要出口目的地。具体货种上，跨境电商出口货物90%以上都是消费品，且占比逐年提升。

**图68：中国跨境电商进出口总额保持较快增速**


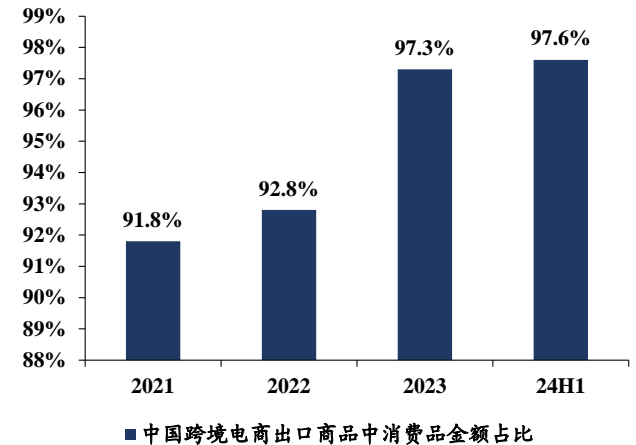
资料来源：海关总署，信达证券研发中心

**图69：至24H1，中国跨境电商出口额占比已提升至8.1%**


资料来源：iFind，海关总署，信达证券研发中心

**图70：2023年中国对美英德跨境电商出口额合计占比超50%**


资料来源：海关总署，信达证券研发中心

**图71：中国跨境电商出口消费品金额占比增至97%以上**


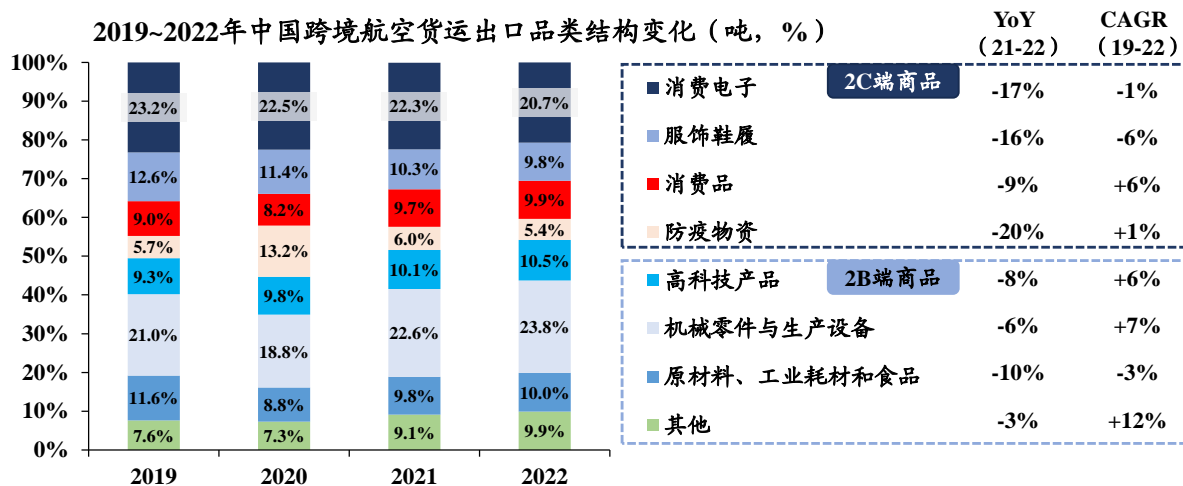
资料来源：海关总署，信达证券研发中心

注：1) 海关总署将跨境电商进出口货物分为消费品和生产资料两大类。其中消费品指销售给个人或社会集团最终使用，以零售包装为主的商品；生产资料包括初级产品（如棉花等农产品）、工业中间产品（集成电路、纺织纱线、建筑材料等）和资本品（机械设备、交通运输工具等）。2) 出口消费品主要分为10类，包括服饰鞋包、数码产品及配件、家用及办公电器、家居家纺及厨房用具、医药及医疗器具、玩具及母婴用品、运动装备、园艺及家装工具、汽车及周边用品、其他等。

### 3.5 航空货运运力有限，2024年运费平稳增长

跨境电商物流主要有空运和海运两种运输方式。当前跨境直发模式发展较快，空运模式也适用于跨境电商产品重量轻、时效要求高的特点，航空货运物流的运输方式使用较多。根据麦肯锡公司预测，到2027年，跨境电商将贡献全球空运货运量的近三分之一，该比重在10年前还不到10%，增长主要来自欧美地区对中国电商消费品的需求。

航空货运出口中，2C端商品大约占据一半体量。中国航空货运的出口商品品类中，2C端商品品类重量占比约一半，其中消费品在2019~2022年均增速在2C端产品中最高，达到6%，占比也从2019年的9.0%增至2022年的9.9%。

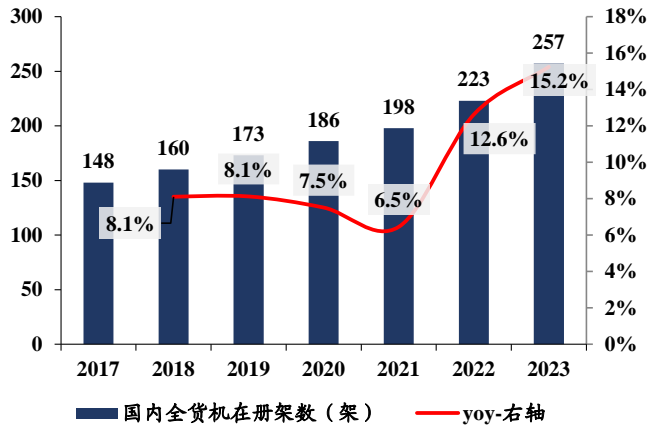
**图72：中国跨境航空货运出口品类中，2C端商品重量占比约50%**


资料来源：Seabury，罗兰贝格，信达证券研发中心

注：1) 2B高科技产品包括半导体、科学及医学设备、航空航天、核工业等高端工业产品；2) 机械零件为电器设备、通用机械等零部件；生产设备为能源机械、通用工业机械等生产用途机械；3) 消费电子主要是手机、电脑等数码产品。

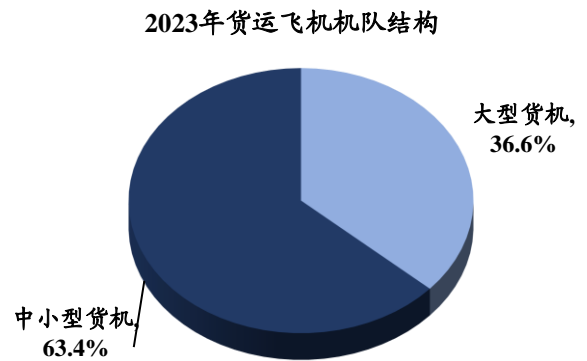
航空货运需求受电商市场增长影响快速增加，但运力供给受限，短期较难快速提升。航空货运运力供给来自货机及客机腹仓两部分。受供应链问题影响，飞机制造商在货机生产和交付上存在延迟问题，航司客改货数量也在减少，腹仓运力增长也有放缓。相对需求持续增长的电商市场，整体航空货运运力供给提升有限。此外，电商需求增长较快的欧美市场需要更多的大型货机满足国际长航线需要，大型货机的比重仍需进一步提升。

图73：至2023年，中国国内现有货机数量为257架



资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

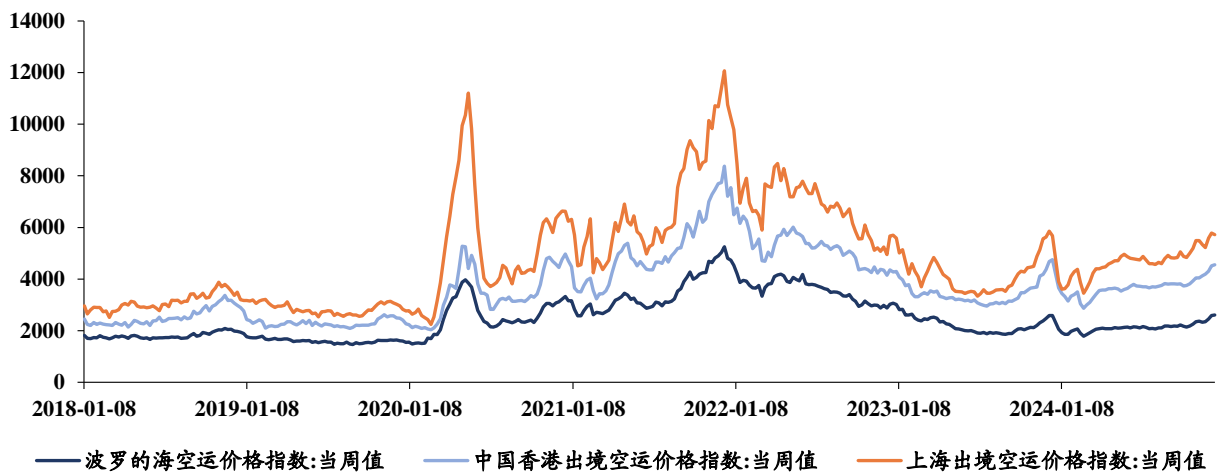
图74：2023年大型货机在总货机量中占比36.6%



资料来源：中国民用航空局，信达证券研发中心

疫情期间受跨境电商需求增加影响空运运费攀升，2024年运价保持平稳增长。疫情前，全球经济形势较为平稳，航空货运市场供需关系相对平衡，运费相对较低。疫情期间，前半段主要受客机腹仓运力锐减、防疫物资空运需求激增等因素影响，空运市场运力供不应求，运费大幅上涨。此后主要由于跨境电商需求的持续旺盛，运力依然短缺，空运运费居高不下。2023年行业运力逐渐恢复，全球经济相对疲弱，运费持续下降。2024年跨境电商出货量持续增加，运力供给相对提升较慢，整体运价保持平稳增长。

图75：疫情期间空运运价大幅上涨，2024年运价保持平稳增长



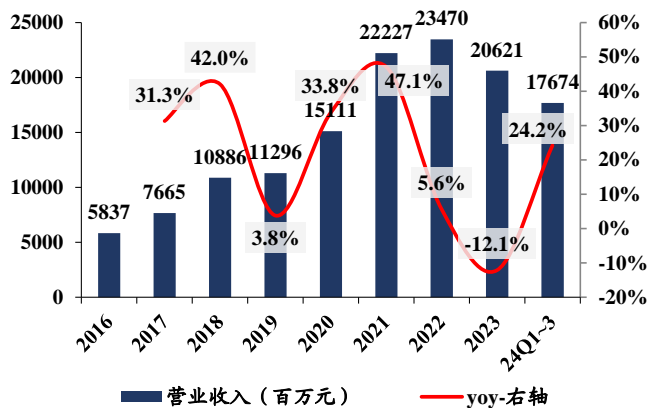
资料来源：iFind，TAC 指数，信达证券研发中心

### 3.6 重点公司：东航物流和国货航

航空货运龙头，跨境电商物流构建第二成长曲线。东航物流和国货航都是航空物流综合服务商，业务包括航空货运、综合物流及地面综合服务（航空货站）等。跨境电商需求的持续增长，贡献了航空货运需求新增量，公司作为航空货运龙头有望显著受益。

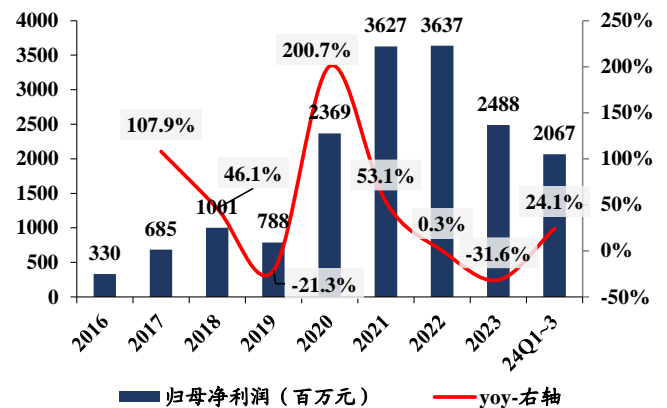
财务情况看，东航物流营收及归母净利大体保持稳定增长，国货航受运价影响营收及净利在 22~23 年有所下滑。疫情期间受空运运价激增影响，两家公司营收及利润提升较多。2022 年下半年以来，空运运价持续下降，公司业绩有所回落。综合看，2016~2023 年，东航物流营收及归母净利润 CAGR 分别+19.8%、+33.5%，业绩保持高速增长。2019~2023 年，国货航营收及归母净利润 CAGR 分别+5.0%、+25.0%。

图76：东航物流营收增长较快，2016~2023 年均增速+19.8%



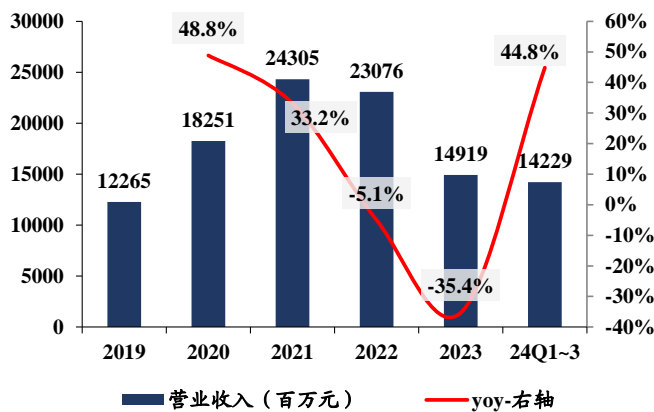
资料来源：iFind，东航物流公司公告，信达证券研发中心

图77：2016~2023 年，东航物流归母净利润年均增速+33.5%



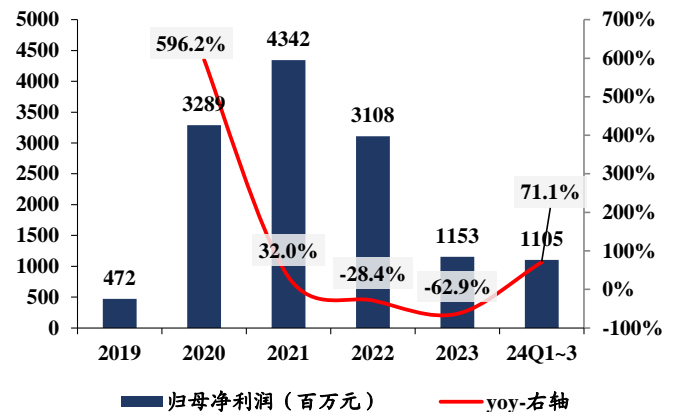
资料来源：iFind，东航物流公司公告，信达证券研发中心

图78：24Q1~3 国货航营收同比+44.8%



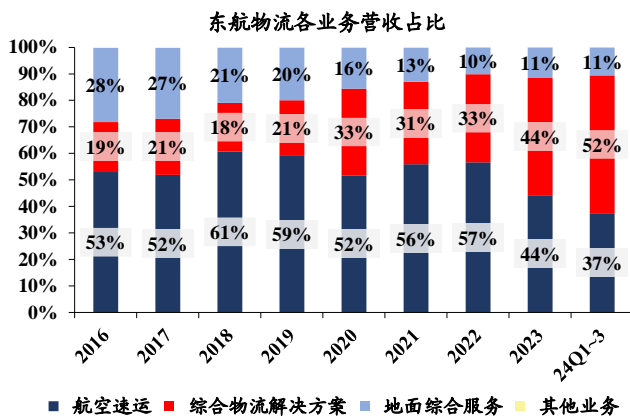
资料来源：iFind，国货航招股说明书，信达证券研发中心

图79：24Q1~3 国货航归母净利润同比+71.1%

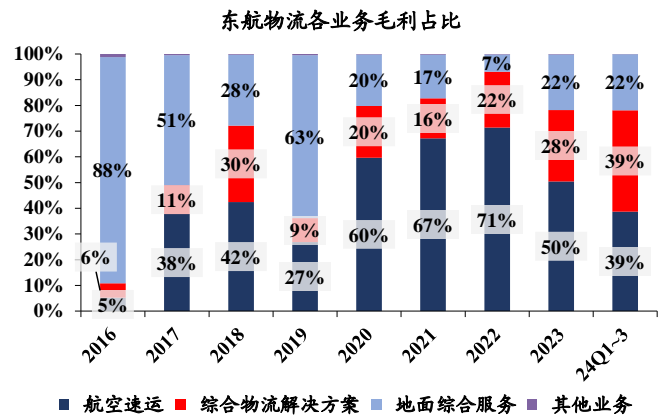


资料来源：iFind，国货航招股说明书，信达证券研发中心

业务结构上，综合物流解决方案逐渐成为东航物流最主要营收来源，航空速运板块贡献最大毛利。东航物流此前一半以上营收源自航空速运板块，随着跨境电商需求的增加，公司积极把握跨境电商物流增长的机会，持续深化跨境电商业务布局，至 2023 年综合物流解决方案业务营收占比与航空速运业务基本持平。但毛利占比上，航空速运仍为最主要毛利贡献板块，2020 年起毛利占比基本过半。

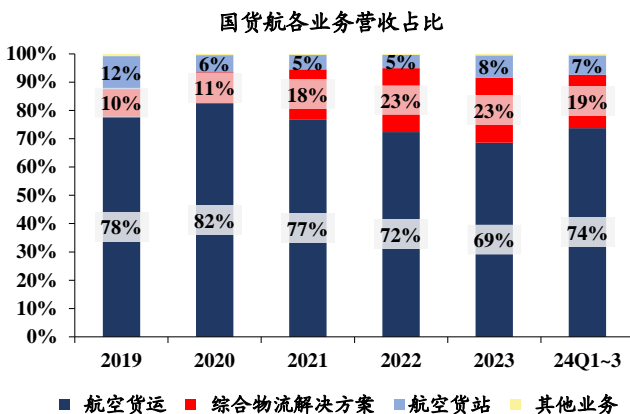
**图80：航空速运和综合物流解决方案为东航物流最主要营收来源**


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

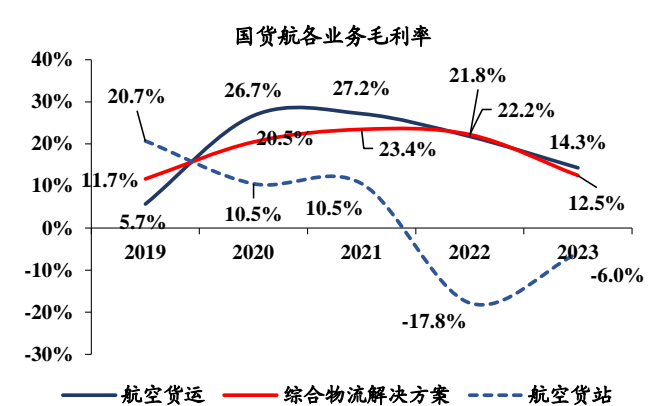
**图81：东航物流毛利占比变动较大，2020年起航空速运毛利占比最高**


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

业务结构上，航空货运为国货航主要营收来源，综合物流解决方案和航空货运毛利率水平类似。国货航约70%以上营业收入由航空货运板块贡献，综合物流解决方案营收占比20%左右。毛利率方面，二者毛利率水平相近，2023年受运价下降影响，毛利率有所下降。

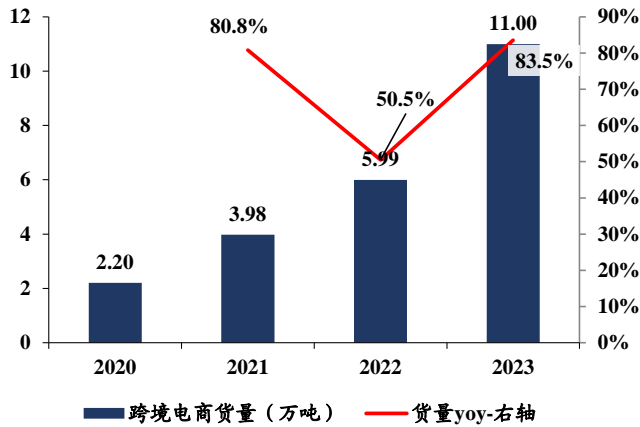
**图82：航空货运在国货航总营收中占比基本在70%以上**


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

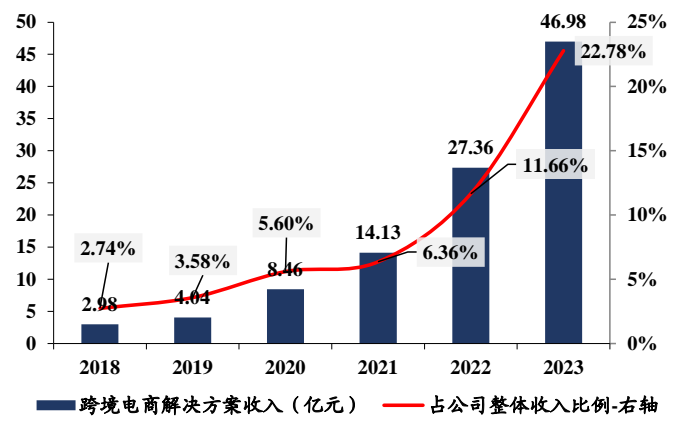
**图83：国货航的航空货运和综合物流解决方案毛利率相近**


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

受益于跨境电商物流需求增加，跨境电商物流业务体量快速提升，成为重要的航空货运需求新增量。2020~2023年，东航物流跨境电商货量年均增速达到71%，2023年货量近11万吨；业务收入上，2018~2023年，公司跨境电商业务收入年均增速+73.6%，占公司整体收入的比重从2.74%提升至22.78%，成为重要创收来源。国货航也紧抓跨境电商机遇，在传统航空运输服务基础上，向上下游延申服务链条，为客户增加航空货运业务两端外的增值服务，提供满足客户综合航空物流需求的合同物流服务。

**图84：2020~2023年，东航物流跨境电商货量 CAGR+70.9%**


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

**图85：2018~2023年，东航物流电商业务收入 CAGR+73.6%**


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

**表13：重点公司估值表 (2024/12/30)**

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB (LF)	
		2024/12/30	23A	24E	25E	26E	23A	TTM	24E	25E		26E
601156	东航物流	267	24.88	30.46	35.76	39.35	10.74	9.24	8.77	7.47	6.79	1.58
001391	国货航	11.53										

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：东航物流盈利预测及估值为iFind一致预期，国货航为未上市公司

## 4 风险因素

**全球经济波动风险：**海外经济波动可能影响我国企业出海进展，进而导致物流服务增长和公司业绩不及预期；

**出海国家当地政策及经营环境变化风险：**企业出海受当地政策及经营环境影响较大，若当地政策或经营环境出现变化，或对物流企业出海产生不利影响。

**“一带一路”推进不及预期：**我们认为“一带一路”为我国集装箱航运需求和港口吞吐量带来重要增量，若“一带一路”推进不及预期，航运、港口业相关业绩或不及预期。

**地缘政治风险：**集装箱国际航运业务涉及多国贸易关系，地缘政治风险或引起集装箱航运、港口业绩波动。

**集装箱船运力投放超预期：**集装箱船运力投放超预期或导致集装箱航运供过于求，并导致业绩不及预期。

**国际贸易政策不确定性风险：**航空物流终端服务客户覆盖面广，尤其跨境电商物流业务重要性正在增加，与国际贸易政策及环境密切相关。若出口国采取进出口关税措施、技术性贸易措施、进出口限制措施等贸易保护手段，预计会直接影响商品跨境进出口，进而影响公司运输业务量和经营业绩。

**油价大幅上涨风险：**航油成本为航司重要营业成本之一，航司整体业绩受油价波动影响较大，若平均航油价格上升过快，预计航油成本大幅提升致使营业成本提升，从而影响整体收益水平。

**人民币大幅贬值风险：**航司若干租赁负债、银行贷款及其他贷款主要以美元为单位，以及若干国际收入、费用亦以人民币以外的货币为单位，汇率波动将致使航司产生汇兑损益。



## 研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，曾担任多家省交投外部评审委员及央视财经外部评论员，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。