

跨境电商物流行业

需求升级引领产业繁荣，资源获取与整合能力定胜负

核心观点：

- **疫情提振海外零售线上需求，预计未来 5 年我国跨境电商物流行业或有约两万亿空间待释放。**疫情催化海外零售线上渗透率提升，政策红利推动跨境电商服务体系愈趋完善。根据网经社数据，2020 年我国跨境电商交易总额约为 12.5 万亿元，假设我国跨境电商交易额增速在疫情后 5 年内保持约 12% 左右的增速上涨，预计到 2025 年，我国跨境电商行业交易额或将达 22 万亿元。与传统跨境物流相比，跨境电商物流存在小批量、多批次、高时效需求，出口 B2C 成主要增长点，环节多、服务链条长，运输主体和形式多样使得物流成本较高（目前跨境电商物流费用占交易额 20-30%），粗略估计未来 5 年我国跨境电商物流行业或有约两万亿元增量空间待释放（ $(22.0-12.5)*20\%=1.9$ 万亿元）。
- **品牌商出海与新兴市场崛起，有望带动专线与海外仓模式份额提升。**发展初期，邮政小包因其价格低廉成为主流模式。制造业升级和跨境卖家品牌化趋势下，新兴平台和独立站有望加速发展，物流服务信息化、效率亟需提升；新兴市场加速布局，获客、资源获取与整合能力成关键要素，预计性价比更高的专线与服务更好的海外仓模式份额逐步有望提升。预计到 2025 年，专线/海外仓模式市场份额有望达 30%/35%，对应市场空间分别为 3168 亿元/3696 亿元（根据运联智库和燕文物流招股书中申报稿测算 2020 年分别约为 1049 亿元/1554 亿元）。
- **行业玩家多方角逐，格局未定，资源获取与整合能力成关键，亟需整合者出现。**品牌商出海带动产业链链主前置，定价模式变化（FOB → CIF）意味着中国货代企业具备产业链延展和模式创新的可能，规模化、标准化、全程供应链是可行路径。航空货运公司具备航线资源优势，目前囿于服务链条的长度（主要是机场对机场的“点对点”服务），获客与前段资源整合能力是亟需补全的短板，关键要素在于要客获取和一体化供应链服务能力的提升。快递公司因具备前端揽货、地面接驳与全链路整合能力，“弯道超车”值得期待。
- **投资建议：看好具备资源获取与整合能力的公司诞生产业链模式巨头。**顺丰控股的核心能力是获客与资源掌控，鄂州机场投产在即，与嘉里物流的合作值得期待。华贸物流以传统货代为基石，近年来通过兼并收购不断强化跨境电商物流资源掌控能力；燕文物流是全链路直营的跨境出口综合物流服务商，专线产品发展迅速。东航物流的核心能力是航线资源，正在不断加强要客的综合服务和一体化供应链服务能力。**重点推荐：顺丰控股、嘉里物流；关注：华贸物流、东航物流、燕文物流。**
- **风险提示。**跨境电商需求不及预期；新冠疫情出现反复；人力运输成本大幅上涨；贸易摩擦加剧。

行业评级

买入

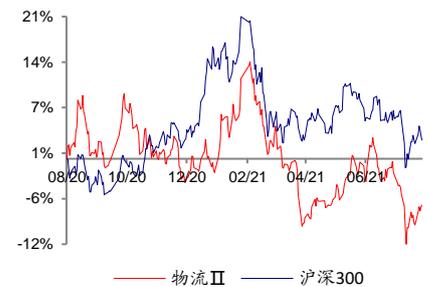
前次评级

买入

报告日期

2021-08-16

相对市场表现


分析师：

徐君



SAC 执证号：S0260520100003



021-38003620



xjun@gf.com.cn

分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003



SFC CE No. BNN906



021-60750604



guoz@gf.com.cn

请注意，徐君并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

物流 II 行业:美国快运行业百 2021-07-21

年沉浮录：并购整合是常态，成本效率优势成就行业龙头

物流 II 行业:京东物流：仓配 2021-04-01

模式物流服务商，向消费行业综合物流供应商迈进

物流 II 行业:复盘美国时效件 2020-11-18

快递市场激荡二十年，有何启示？

联系人： 吴金超 021-38003620

wujinchao@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
顺丰控股	002352.SZ	人民币	60.11	2021.5.12	增持	79.39	1.40	1.82	42.94	33.03	22.81	17.02	10.50	12.00
嘉里物流	00636.HK	港币	23.80	2021.7.26	买入	27.13	1.81	1.89	13.15	12.59	6.48	5.86	9.04	8.61

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算。

目录索引

一、跨境电商物流行业：需求结构变化促增长.....	7
（一）结构性变化：B2C 出口跨境电商模式的高增长.....	7
（二）疫情提振海外零售线上需求，政策红利催化跨境电商物流产业繁荣.....	10
二、跨境电商物流行业现状：发展尚在初期，市场空间大，玩家分散.....	14
（一）与传统跨境物流相比，跨境电商物流的链条更长、航空货运模式为主.....	14
（二）跨境电商物流货主前置与定价方式改变，带动中国货代价值链纵向延展.....	17
（三）跨境电商物流行业现状：市场空间大、集中度低、竞争格局未定.....	19
三、品牌商出海与新兴市场崛起，带动专线与海外仓模式份额提升.....	21
（一）依托跨境卖家的品牌化趋势，新兴平台和独立站有望加速发展.....	21
（二）卖家品牌化、产品精品化要求物流服务信息化、效率亟需提升.....	26
（三）新兴市场加速布局，获客、资源获取与整合能力成关键.....	29
（四）专线与海外仓份额有望由 2020 年的 20%/30% 提升至 2025 年的 30%/35%.....	30
四、产业链概述：亟需产业链整合者出现.....	31
（一）航空货运赛道多方角逐，货代、航空货运、快递公司为主要玩家.....	31
（二）货代公司：货主前置与定价模式变化催生模式革新，规模化、标准化、全程供应链是方向.....	34
（三）航空货运公司：航线资源稀缺树壁垒.....	37
（四）快递公司：最值得期待的整合者，揽货与全链路整合能力具备比较优势.....	39
五、寻找明日之星：发现产业链中的龙头.....	42
（一）顺丰控股：核心能力是获客与资源掌控，与嘉里物流的合作值得期待.....	42
（二）华贸物流：传统货代为基础，强化跨境电商物流资源掌控能力.....	46
（三）燕文物流：全链路直营的跨境出口电商综合物流服务商，专线产品发展迅速.....	48
（四）东航物流：核心能力是航线资源，加强要客服务和一体化供应链服务能力.....	52
六、投资建议.....	54
七、风险提示.....	55

图表索引

图 1: 我国外贸进出口行业发展历程	7
图 2: 2020 年我国外贸进出口及跨境电商市场规模测算 (单位: 元人民币)	8
图 3: 2015-2020 年我国跨境电商行业交易规模及同比情况 (单位: 元人民币) ..	9
图 4: 到 2025 年我国跨境电商物流行业空间预测 (单位: 元人民币)	9
图 5: 美国电商用户渗透率 (根据疫情状况调整的预测)	10
图 6: 2020 年 1-5 月美国跨境电商销售额同比增幅	10
图 7: 2020Q2、Q3 美国线上销售额占零售总额比例先增后减, 总体加速上升 ..	11
图 8: 工业用电量月度变动反映我国工业生产快速从疫情冲击作用中恢复过来...	11
图 9: 2020 年 Amazon 美国站新增卖家中中国卖家的比例远超 2018、2019 年 ..	11
图 10: 2019 年中美各消费品类电商渗透率对比	12
图 11: 1970-2005 年沃尔玛门店与配送中心的分布	12
图 12: 传统跨境物流与跨境电商物流流程与主体对比图	15
图 13: 跨境电商出口 B2C 物流市场细分	15
图 14: 直邮和海外仓模式在模式、运输时间、价格等维度对比情况	16
图 15: 跨境电商交易的成本结构图	16
图 16: 跨境电商物流直邮与海外仓模式流程图对比	17
图 17: 不同外贸交易模式下国际货代参与环节对比	18
图 18: 海外主要货代公司的毛利率明显高于中国货代公司的毛利率	18
图 19: 2020 年 4 月至 2021 年 3 月我国发往海外包裹渠道分布	20
图 20: 2015 至 2020 年通过海关跨境电商管理平台的进出口额及增长率	20
图 21: 2020 年 4 月至 2021 年 3 月我国发往海外包裹数量的国家分布	20
图 22: 2020 年品牌卖家 Anker 销售收入按产品分类	21
图 23: 2020 年泛铺货卖家有棵树销售收入按产品分类	21
图 24: 泛铺货型大卖家通拓科技物流全流程图	22
图 25: 泛铺货型大卖家通拓科技仓储物流转运流程图	22
图 26: Amazon 主要站点顶级商家中中国商家的占比逐年稳定增长, 在疫情期 间有所下滑后加速上升	23
图 27: 我国外贸升级“微笑曲线”	24
图 28: 独立站建站工具 Shopify 近年 GMV 高增, 2020 年 Q2 超过老牌电商平台 eBay	25
图 29: 2020 年 12 月雨果网针对 351 位跨境卖家调研显示超 30% 卖家计划 2021 年布局独立站业务	25
图 30: 跨境电商企业市场分布, 新兴市场企业进入率低	25
图 31: 跨境电商新兴市场图谱	26
图 32: 燕文物流信息系统建设情况	28
图 33: 燕文物流智能物流设备图	28
图 34: 燕文物流集货转运中心情况	28
图 35: 三态速递墨西哥专线邮路流程	29
图 36: 专线与海外仓渠道市场份额预计占比提升	31

图 37: 2025 年跨境电商不同模式的市场空间测算 (单位: 亿元人民币)	31
图 38: 跨境电商物流主要环节与服务主体	32
图 39: 专线小包全链路单件成本、价格测算 (元/件)	33
图 40: 2019 年燕文物流成本结构	34
图 41: 2019 年东航物流全货机业务成本结构	34
图 42: 国际货代产业链	34
图 43: 货代行业关键成功因素	35
图 44: 自营型货代细分领域公司分布 (圆圈大小代表市值或估值)	37
图 45: 货代行业细分领域及发展趋势	37
图 46: 东航物流航空速运收入约占 50% (2020)	38
图 47: 地面综合服务毛利率高, 货机运输业绩波动大	38
图 48: 毛利润受吨公里收益和航油成本影响	38
图 49: 航油采购金额是公司成本主要影响因素之一	38
图 50: 中货航营收、净利润近五年呈上升趋势	39
图 51: 三大航货运吨公里收益 (元) 走势基本一致	39
图 52: 2020 年部分航司新增全货机 (架) 情况	40
图 53: 2020 年各航司货邮运输量占比分布	40
图 54: FedEx 从孟菲斯机场飞往全球各地的年航班数量与货运量	40
图 55: 1977-1996 年间 FedEx 日均件量	41
图 56: FedEx 成本增速与件量增速趋势基本一致	41
图 57: FedEx 单件包裹的成本整体呈下降趋势 (美元/件)	41
图 58: FedEx 成本下降与单价下降趋势基本相同	41
图 59: 2020 年 FedEx、UPS 国际业务收入 (百万美元)	42
图 60: 顺丰、FedEx、UPS 国际业务收入占比对比	42
图 61: 嘉里物流国际货代业务亚洲各地区收入及增速 (百万港元)	44
图 62: 嘉里物流国际货代业务欧美等地区收入及增速 (百万港元)	44
图 63: 2020 年嘉里物流国际货代业务各地区分部收入占比	44
图 64: 主要货运航司全货机架数 (截至 2020 年末)	45
图 65: 嘉里国际空运代理业务协同增长测算	45
图 66: 华贸物流主营业务	46
图 67: 华贸物流跨境电商物流收入 (亿元)	47
图 68: 华贸物流跨境电商物流收入占总营收比例 (%)	47
图 69: 华贸物流 2019 与 2020 年收入 (亿元) 构成情况对比	47
图 70: 华贸物流跨境电商业务发展历程	48
图 71: 2020 年华贸物流主要业务的毛利率对比	48
图 72: 燕文物流营收与盈利情况	49
图 73: 2018-2020 年燕文物流营收 (亿元) 构成情况	50
图 74: 燕文物流各产品毛利率情况	51
图 75: 2020 年东航物流股权结构 (发行前)	52
图 76: 2020 年东航物流航空速运业务前五客户主要为货代, 业务金额占比约为 24% 左右	53
图 77: 东航物流供应链服务收入增长一览 (2018-2020 年)	54

表 1: 跨境电商物流行业融资情况	13
表 2: 跨境电商物流行业相关政策	14
表 3: 跨境电商出口 B2C 物流各模式细分市场规模测算	19
表 4: 跨境电商使用第三方平台和独立站模式的优劣势对比	23
表 5: 纵腾集团谷仓品牌服务一览	27
表 6: 主要海外仓储渠道特点对比	29
表 7: 三态速递墨西哥专线资源整合能力	30
表 8: 跨境电商物流产业相关标的梳理	32
表 9: 货代标杆企业成功模式对比 (数据截至 2020 年底)	36
表 10: 头部公司国际货代业务策略	36
表 11: 快递航空多起家于地面运输	40
表 12: 顺丰控股拟收购嘉里物流方案概述	42
表 13: 2018 年 A&A 全球货运代理商排名	43
表 14: 嘉里物流与前五大国际货代公司 2019 年业务数据对比	45
表 15: 燕文物流发展历程	49
表 16: 国际快递全程业务产品情况	50
表 17: 燕文物流竞争优势	51
表 18: 东航物流供应链分项货物处理量与单位货价	53

一、跨境电商物流行业：需求结构变化促增长

(一) 结构性变化：B2C 出口跨境电商模式的高增长

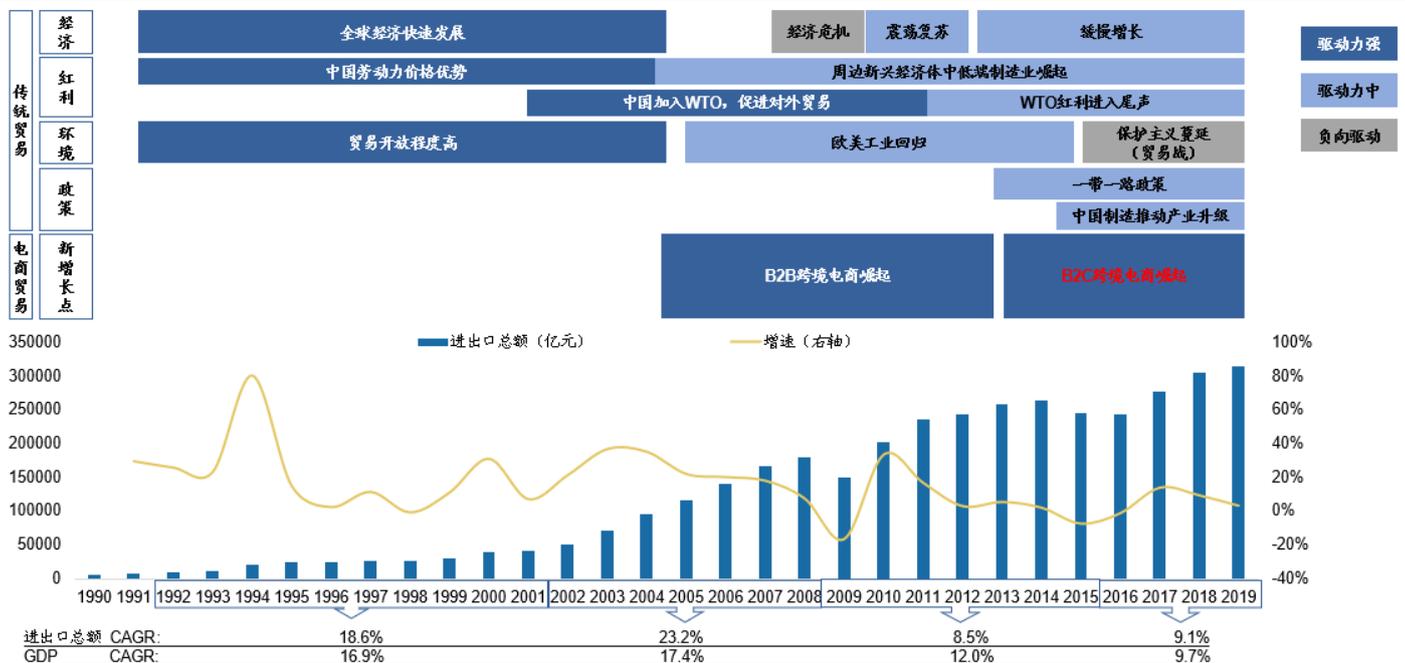
跨境电商作为一种新型的外贸方式，立足于改革开放以来我国外贸行业的飞速发展并伴随着互联网的在全球的普及应运而生。

回顾我国外贸进出口行业的发展历史，上世纪90年代，随着全球经济的快速发展与我国对外贸易的开放，我国外贸快速成长，1992-2001年进出口总额复合年增速达18.6%。2001年我国正式加入世贸组织，激发了我国经济与对外贸易发展的动力，伴随着B2B跨境电商的崛起，我国进出口复合增速提至23.2%，GDP增速也有所提升。

08年过后，世界经济震荡复苏、WTO为我国贸易带来的红利趋近于尾声，加之我国周边经济体中低端制造业崛起与欧美工业的回归，2009-2015年我国外贸增速有所下滑。近5年，伴随着我国制造业升级和品牌商出海，B2C跨境电商兴起，我国外贸行业呈现结构式改善，整体增速也有所提升，2016-2019年复合增长率约为9.1%。

当下，伴随着疫情对我国B2C跨境电商行业的催化，跨境电商迎来结构性增长，我国跨境电商物流也迎来了新的发展机遇。

图1：我国外贸进出口行业发展历程



数据来源：罗兰贝格，国家统计局，Wind，广发证券发展研究中心

按对外贸易的方向进行划分,2019年我国进出口贸易额中,出口、进口分别约占55%、45%。按运输方式划分,我国进出口货运量的90%以上是通过海运完成的。

跨境电商B2C模式的重量占比低,但货值占比高。近年来,随着跨境电商B2C模式的发展,航空运输凭借高时效在进出口贸易的重要性与日俱增,航空货物从重量上占比不到1%。但在外贸进、出口中货物价值的占比分别在35%、10%以上。

从结构看,跨境电商出口B2C是当前的主要增长点。根据网经社的数据,2020年我国跨境电商行业交易总规模约为12.5万亿,其中出口、进口额分别约占77.6%、22.4%。按照贸易主体进行划分,跨境电商又可以划分为B2B与B2C模式,2020年交易额分别约占77.3%、22.7%。

目前我国跨境电商结构性成长的主要增长点是出口部分。根据网经社的数据,2019年跨境电商的出口规模为8.03万亿元,其中B2B、B2C分别为6.3万亿、1.73万亿。

结合2019年跨境电商出口中B2B、B2C的比例(假设2020年B2B和B2C的比例与2019年相同)以及2020年的跨境电商出口规模情况,我们测算2020年跨境电商B2C模式的市场规模约为2.8万亿左右(B2C进口/出口分别为0.7万亿和2.1万亿),B2B模式的市场规模约为9.7万亿左右(B2B进口/出口分别为2.1万亿和7.6万亿)。

图2: 2020年我国外贸进出口及跨境电商市场规模测算(单位:元人民币)



数据来源: 国家统计局, 网经社, 广发证券发展研究中心

报告搜一搜

更多金融干货下载

800000+份行业研究报告

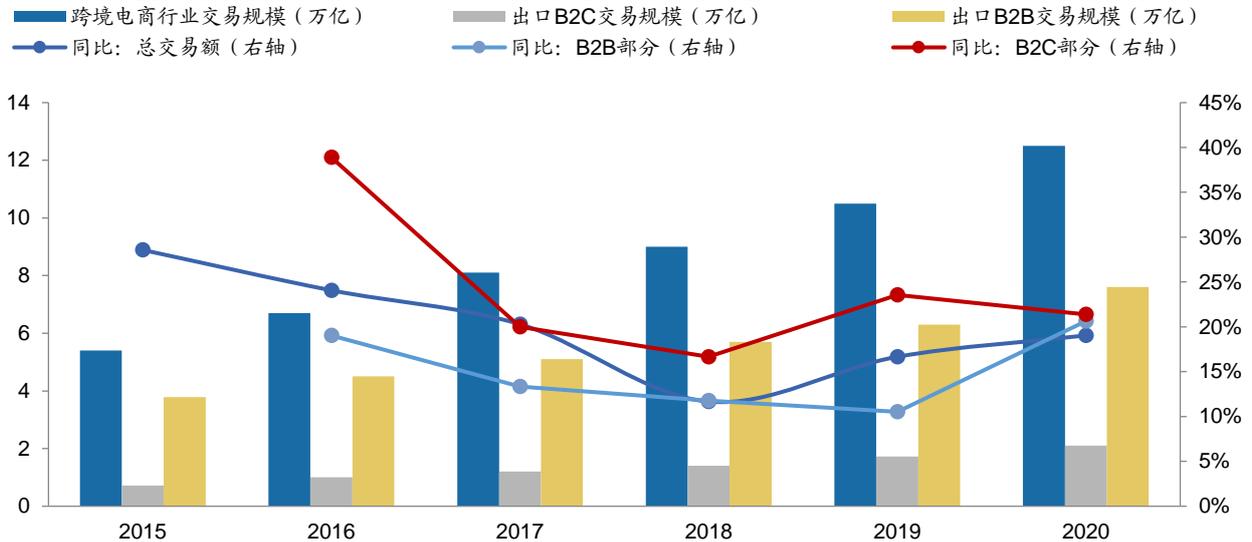
长按识别关注公众号



ID: reportsys

出口B2C增速更快，疫情催化我国跨境电商实现加速增长。近年来，随着跨境电商出口B2B、B2C的崛起（B2C增速更高），我国跨境电商行业总体保持着较高的增速，2015-2020年CAGR为18.3%。

图3：2015-2020年我国跨境电商行业交易规模及同比情况（单位：元人民币）

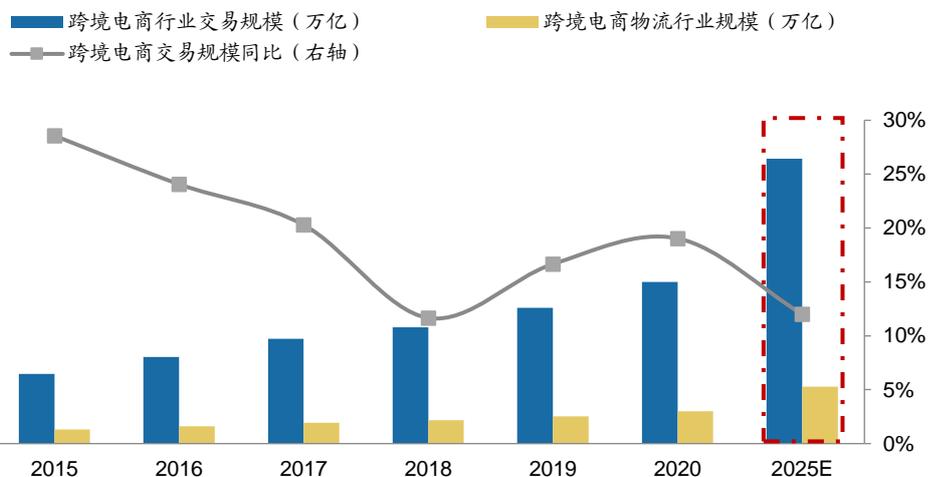


数据来源：网经社，广发证券发展研究中心

注：2020年出口B2B、B2C情况为测算数据，与实际情况或有一定偏差。

根据网经社数据，2015-2020年年我国跨境电商行业交易总规模CAGR约为18.3%，2020年交易总规模达12.5万亿。假设我国跨境电商交易额增速在疫情后5年内平均保持约12%左右的增速上涨，预计到2025年，我国跨境电商行业交易额或将达到22万亿，按照物流费用约占行业收入20%左右进行估计，未来5年我国跨境电商物流行业或有约两万亿空间待释放。

图4：到2025年我国跨境电商物流行业空间预测（单位：元人民币）



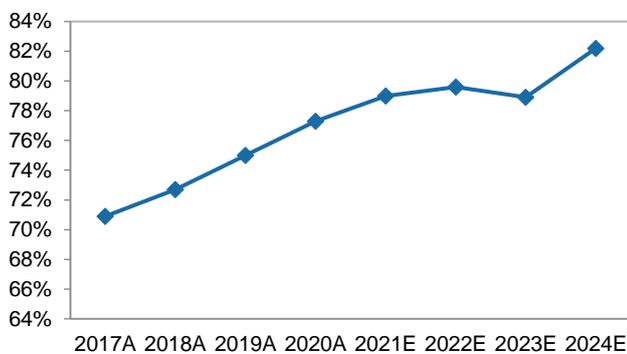
数据来源：网经社，广发证券发展研究中心

(二) 疫情提振海外零售线上需求，政策红利催化跨境电商物流产业繁荣

1. 疫情催化海外零售线上渗透率提升，海外消费者消费习惯变化

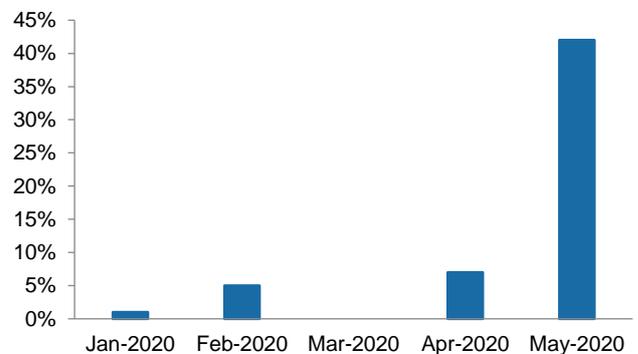
根据谷歌与德勤发布的《2021中国跨境电商发展报告》，受到疫情催化，2019-2020年全球主要地区，如美国、英国、德国及法国，零售电商用户增长4%左右，2020年电商用户渗透率达到70%-80%。同时，海外消费者的消费习惯发生了一定的改变，12%的受访者首次开始在线上购物，55%的消费者拓宽了在线上购买的品类，而约27%的消费者延续了之前购买的品类但维持或增加了线上消费金额。根据欧睿的统计数据，2020年美国跨境电商市场规模加速增长，说明疫情催化海外线上零售的部分红利流向了跨境电商。

图5: 美国电商用户渗透率(根据疫情状况调整的预测)



数据来源: Statista, 广发证券发展研究中心

图6: 2020年1-5月美国跨境电商销售额同比增幅



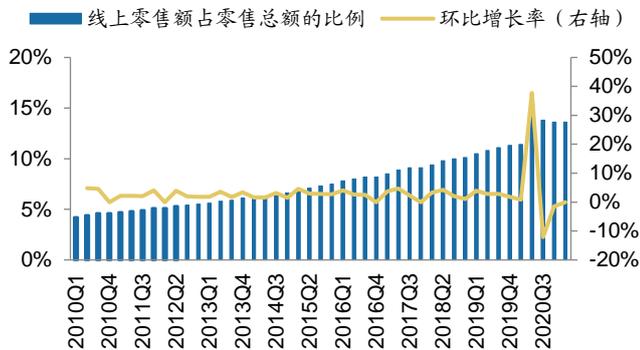
数据来源: eMarketer, 广发证券发展研究中心

注: 数据为较 2019 年同期增幅

International Post Corporation在2019年针对跨境电商消费者的一项调查显示，新冠疫情前，海外消费者跨境电商购物的主要动机是海外的商品更加便宜或者是海外品牌的某些商品在本国并不具备。而新冠疫情对于海外消费者跨境网购的催化作用主要在于：

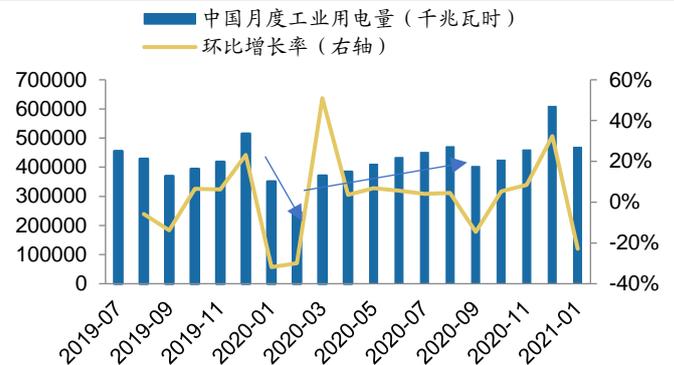
- (1) 受到疫情期间封城停工的影响，消费者只能将很大一部分的日用品购物需求转向线上进行解决，部分原本投向实体零售业的流量转至线上渠道。
- (2) 疫情对海外生产活动的冲击使得部分消费者需求得以经由跨境电商转嫁至海外，由中国这样快速复工复产的国家进行填补，使得跨境购物需求具有一定刚性。
- (3) 宅家生活使得消费者愿意更多的进行线上购物的尝试和探索，线上购物乃至跨境线上购物的自主意愿有所提升。

图7: 2020Q2、Q3美国线上销售额占零售总额比例先增后减, 总体加速上升



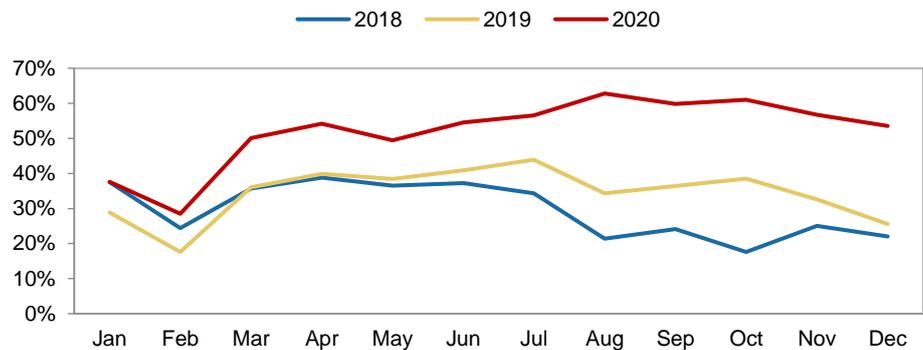
数据来源: Statista, 广发证券发展研究中心

图8: 工业用电量月度变动反映我国工业生产快速从疫情冲击作用中恢复过来



数据来源: 国家能源局, 广发证券发展研究中心

图9: 2020年Amazon美国站新增卖家中中国卖家的比例远超2018、2019年



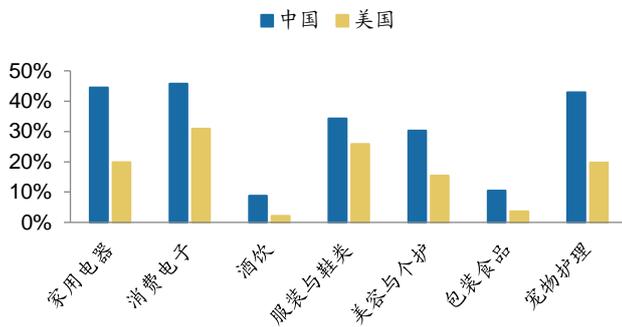
数据来源: Marketplace Pulse, 广发证券发展研究中心

由于线下零售的完备性、物流等基础设施的效率差异等因素, 我国电商渗透率高于美国等海外发达国家。

一方面, 海外国家的线下零售经历了长时间的发展, 供应链体系更为完善, 对于实体零售与供应链体系相对成熟的发达国家而言, 电商在相当长的一段时间里仅作为实体零售的一种补充, 而非“替代”。

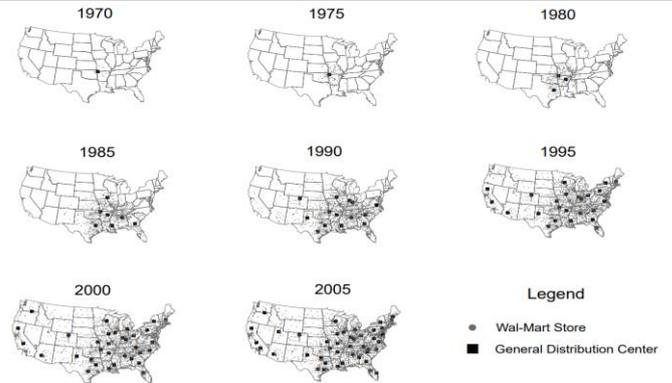
另一方面, 中国电商的崛起离不开线下物流体系的支撑, 同时又为发展初期的快递行业带来了巨大的增量需求, 形成了不断加强的正向反馈。电商GMV增速与中国快递业务量增速基本匹配, 两者是协同进化体的关系。而美国快递行业在电商出现之前就经历过价格战并达到稳态, 形成了UPS、FedEx、USPS三家独大的局面。围绕商务条件设计的网络承载能力不足, 供给力量偏弱, 一定程度上制约了亚马逊等电商的发展。

图10: 2019年中美各消费类目的电商渗透率对比



数据来源: 苏宁金融研究院, 广发证券发展研究中心

图11: 1970-2005年沃尔玛门店与配送中心的分布



数据来源: 《The Diffusion of Walmart and Economies of Density》, Thomas J. Holmes, National Bureau of Economic Research, 广发证券发展研究中心

后疫情时代, 随着疫苗接种率的提升、海外经济回暖和封城解除, 部分线上销售的疫情期间得到的红利将重回线下渠道, 我们推测跨境电商增速可能会有所放缓。但疫情期间消费者培养的线上购物习惯和部分跨境电商品牌建立的流量基础和客户群体或将得以保持, 为跨境电商卖家建立起长期的海外客源。更为重要的是, 疫情为跨境电商物流行业带来的利润积累与资本关注或将助力未来若干年跨境物流行业头部企业自有物流网络的建设, 构筑竞争护城河。

举例来看, 根据雨果网对36位跨境卖家进行的定向调研, 50%的受访卖家计划在2021年引入资本。同时, 2020年也有多家大型跨境卖家相继于深交所和港交所上市, 如安克创新、杰美特、康泰医学和Vesync。同时, 作为跨境电商行业最为重要的服务支持行业, 跨境电商物流企业也获得了资本市场的高度关注, 跨境物流企业们得以受益于资本的注入, 为进一步的基础设施建设增加力量。根据百晓网、纵腾集团与17Track联合推出的《2021中国跨境电商物流行业蓝皮书》, 截至2020年底, 跨境电商物流领域几乎所有年销售额在10亿元以上的企业都拿到了投资或正在接洽。

表1: 跨境电商物流行业融资情况

公司名称	时间	融资轮次	融资金额	投资方
纵腾集团	2018年3月	A轮	未披露	普洛斯、复星资本、钟鼎资本
	2019年3月	B轮	7亿元	普洛斯、凯辉基金、钟鼎资本
	2019年6月	B+轮	未披露	商城金控
	2020年7月	C1轮	5亿元	泰康人寿、厦门建发、浙商创新资本、福州金控、安诚资本
递四方	2008年9月	A轮	数千万元	深创投
	2011年5月	B轮	数千万元	新加坡邮政
	2011年12月	C轮	数千万元	深创投
	2014年1月	D轮	5000万美元	IDG资本
	2016年7月	战略融资	未披露	菜鸟网络
燕文物流	未披露	A轮	未披露	未披露
	2017年11月	B轮	数亿元	君联资本、毅达资本
万邑通	2015年4月	A轮	数千万元	基石资本
	2016年6月	战略融资	未披露	中银投资
	2017年2月	股权融资	未披露	东方嘉富
佳成国际	2017年12月	战略融资	未披露	德邦物流
出口易	2011年2月	A轮	400万美元	KPCB 凯鹏华盈中国
	2014年9月	B轮	数千万美元	赛富投资基金、KPCB 凯鹏华盈中国
美设国际	2020年5月	A轮	数千万元	华创资本、原色咨询
泛鼎国际	2020年11月	A轮	数亿元	鼎晖投资、惟一资本、概念资本、鸿晟资本
大健云仓	2020年11月	战略融资	2.6亿元	京东、元禾控股
飞盒跨境	2020年11月	天使轮	数千万美元	元瓊资本

数据来源: 《2021 中国跨境电商物流行业蓝皮书》, 百晓网、纵腾集团、17Track, 广发证券发展研究中心

2.政策鼓励推动跨境电商服务体系愈趋完善、海外仓加速建设

作为全球第二大经济体和全球第一贸易大国,我国亟待推进建设一批有能力提供全球化物流服务和基建体系的跨境物流企业,与我国在国际贸易中的重要地位相匹配并为对外贸易提供基础设施层面的保障和支持。近年来,国家出台了鼓励跨境电商与其配套的物流体系发展的一系列政策,重点是:(1)发展跨境电商新业态新模式,设立并不断增加跨境电商综试区,对综试区内符合条件的企业提供税务优惠与清关、申报流程等的简化。(2)鼓励建设海外仓,保障外贸产业链与供应链的畅通运转。(3)支持企业积极融入国际贸易与产业链,发展跨境电商业务。

表2: 跨境电商物流行业相关政策

时间	发布部门	名称	主要内容
2017年1月	商务部	《对外贸易发展“十三五”规划》	促进跨境电商健康快速发展, 推进跨境电商综试区建设, 鼓励设立海外仓储, 推进 B2B 业务创新发展
2017年1月	国家邮政局	《快递业发展“十三五”规划》	鼓励重点快递企业建立保税公共仓储与海外重点国家快递专线等相结合的服务体系, 鼓励支持企业在境外建立海外仓, 实现信息共享、实体展示、批发零售等功能
2017年5月	海关总署	《2017年海关推进“一带一路”建设重点工作》	要积极推进“网上丝绸之路”建设, 支持跨境电商企业在沿线物流枢纽布局设立海外仓
2018年1月	全国邮政管理工作会议	/	加强国际邮件快件航空运输网络建设, 支持有条件的企业海外建仓并鼓励共建共享, 提高我国快递品牌的世界竞争力
2019年3月	国家邮政局、商务部、海关总署	《关于促进跨境电子商务寄递服务高质量发展的若干意见(暂行)》	支持建立跨境寄递服务企业信用体系、加快完善跨境寄递服务体系, 提升跨境寄递服务全程通关便利
2019年7月	国务院常务会议	/	鼓励搭建服务跨境电商的平台, 建立物流等服务体系, 支持建设和完善海外仓, 扩大覆盖面
2019年11月	中共中央 国务院	《关于推进贸易高质量发展的指导意见》	构建高效跨境物流体系。推进跨境基础设施建设与互联互通, 共同推动运输便利化安排和大通关协作。加快发展智能化多式联运。加快智慧港口建设。鼓励电商、快递、物流龙头企业建设境外仓储物流配送中心, 逐步打造智能物流网络。
2020年2月	商务部	《关于应对新冠肺炎疫情做好稳外贸稳外资促消费工作的通知》	支持外贸新业态新模式发展, 指导跨境电商综试区提供海外仓信息服务, 帮助企业利用海外仓扩大出口。支持市场采购贸易与跨境电商融合发展, 探索试点市场闭市期间成交新渠道
2020年8月	国务院办公厅	《关于进一步做好稳外贸稳外资工作的意见》	充分利用外经贸发展专项资金、服务贸易创新发展引导基金等现有渠道, 支持跨境电商平台、跨境物流发展和海外仓建设等。鼓励进出口银行、中国出口信用保险公司等各类金融机构在风险可控前提下积极支持海外仓建设。(商务部牵头, 财政部、银保监会、进出口银行、中国出口信用保险公司按职责分工负责)

数据来源: 前瞻产业研究院, 中国政府网, 广发证券发展研究中心

二、跨境电商物流行业现状: 发展尚在初期, 市场空间大, 玩家分散

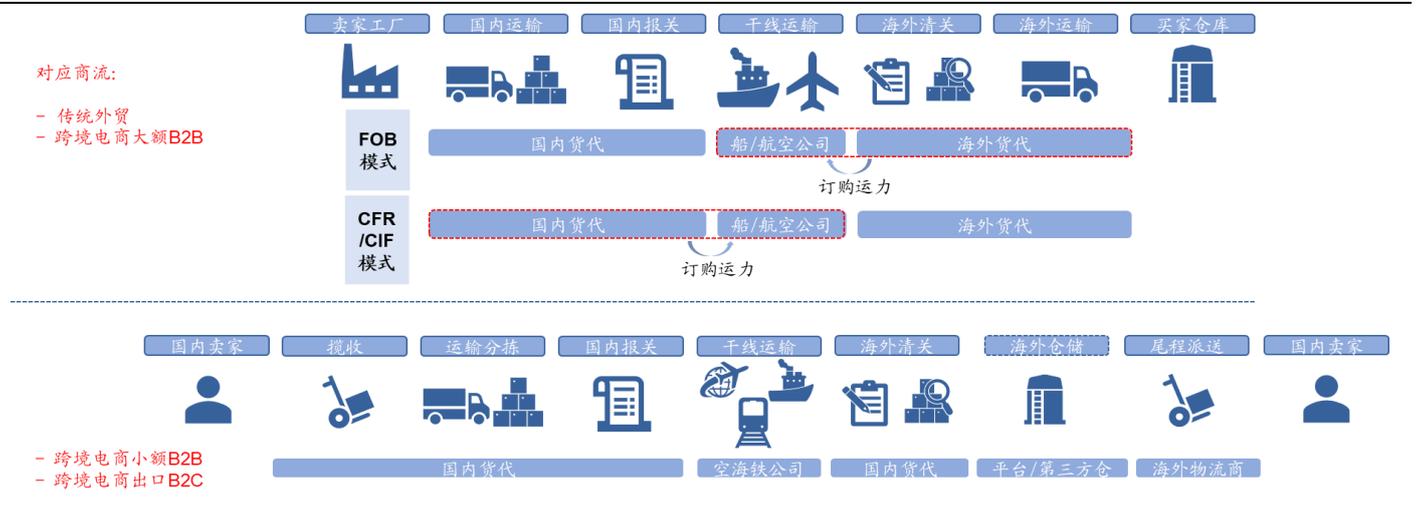
(一) 与传统跨境物流相比, 跨境电商物流的链条更长、航空货运模式为主

传统跨境物流的流程大体与跨境电商物流差别不大, 由国内运输-报关-干线运输-清关-海外运输等环节构成。主要的区别在于传统的跨境物流主要针对的是传统外贸, 而传统外贸的主体主要是企业, 也就是B2B的进出口, 货物多为大批量、少批次, 干

线以海运为主。

而跨境电商的物流包含B2C的部分，存在小批量、多批次、高时效的需求，故而在交付模式上：(1) 在国内增加了揽收、集货、分拣的步骤，在海外需要进行转运、尾程派送、海外仓储等；(2) 航空运输在干线中应用较多。

图12: 传统跨境物流与跨境电商物流流程与主体对比图



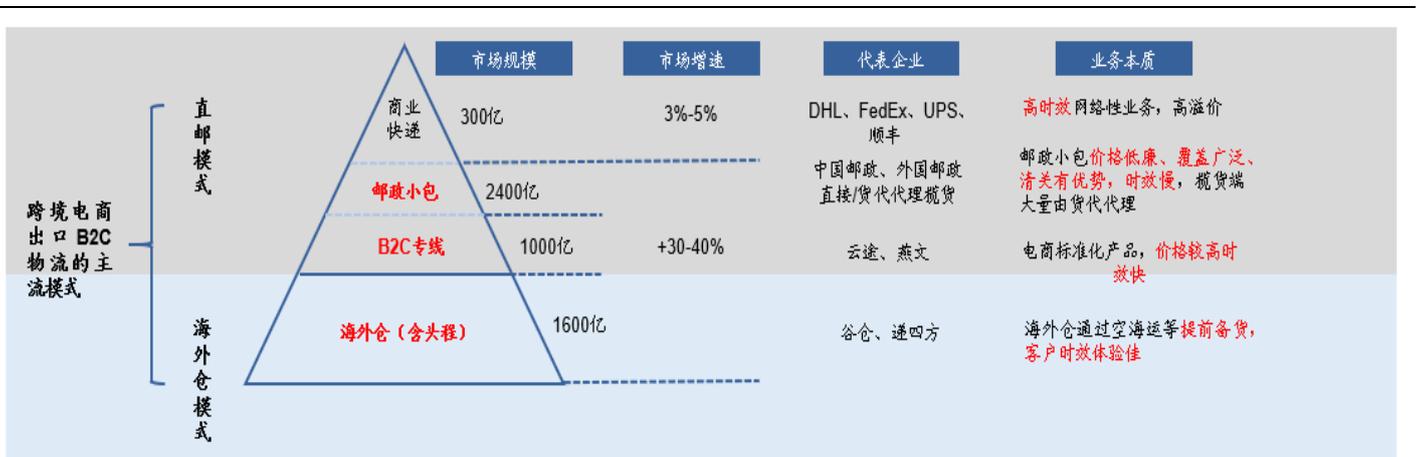
数据来源：广发证券发展研究中心

运输流程与模式上的差异，带来了跨境物流运营模式在市场规模、组织方式上的巨大差异。传统跨境物流中，传统货代轻资产运营，专注中小企业B2B业务；邮政/国际快递大多自有运力，专注C端包裹业务。

直邮模式需要整合全链的资源，但可以通过代理邮政与商业快递的方式以较为轻资产的模式运营。价格较低、兼顾时效的专线物流为发展方向。

海外仓模式的优势是交付时间短，客户体验好，有海外仓提供尾程配送、客服和退换货等服务；缺点是海外仓的存货要占用资金，故而比较适合高货值、周转快的畅销商品，以避免积货。

图13: 跨境电商出口B2C物流市场细分



数据来源：运联智库，燕文物流招股书（申报稿），广发证券发展研究中心

注：图中市场规模为按照物流成本占跨境电商出口B2C交易额的25%进行测算

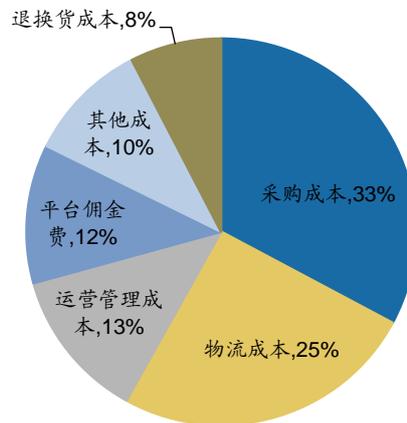
图14: 直邮和海外仓模式在模式、运输时间、价格等维度对比情况

模式	商业模式	运输时间	价格	丢包率
直邮	<p>邮政物流</p>	10-25天	低	高
	<p>国际专线</p>	3-7天	较低	低
	<p>国际商业快递</p>	2-4天	高	低
海外仓	<p>海外仓</p>	2-4天	低	低

数据来源: 广发证券发展研究中心

根据晓生研究院的数据, 目前跨境电商物流费用占交易额的20-30%, 总体物流成本较高。实际上, 相对于国内快递行业的物流成本率(一般占客单价的比值在5%以内), 跨境电商物流费用在整个跨境电商成本的比例明显更高。

图15: 跨境电商交易的成本结构图



数据来源: 晓生研究院, 广发证券发展研究中心

究其原因, 主要在于以下几点因素:

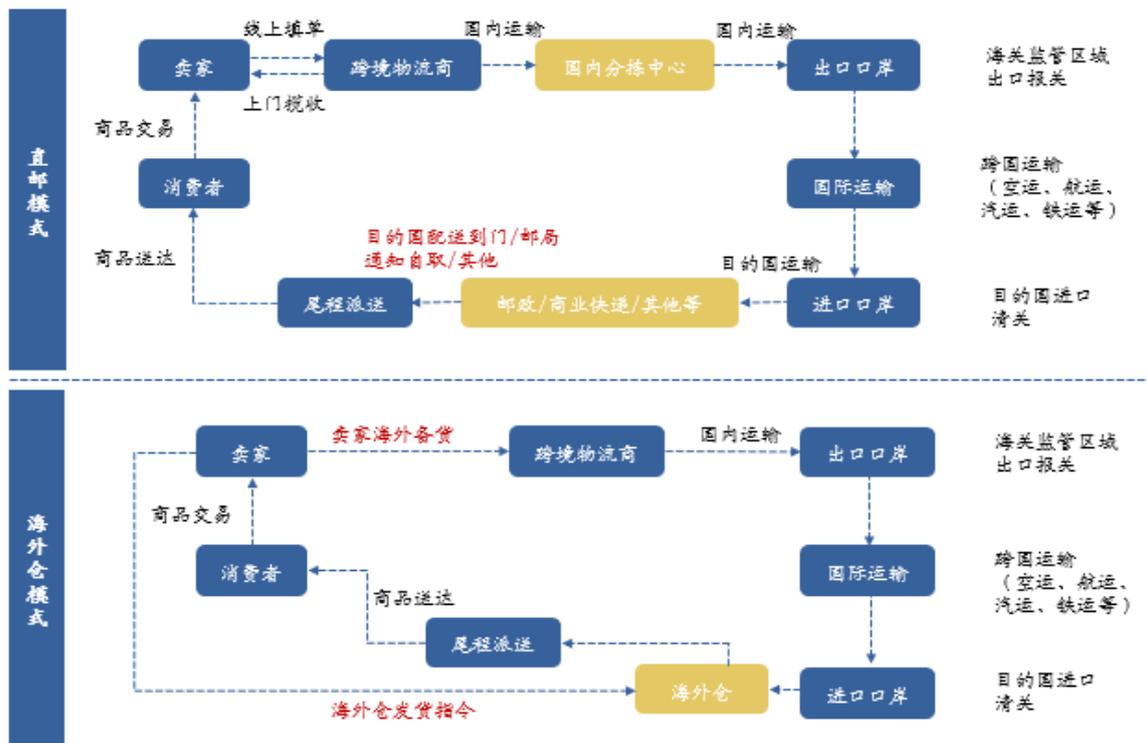
(1) 环节多, 流程复杂: 直邮和海外仓两种模式都涉及到国内的头程, 包含: 商家自送或物流商取件; 境内仓库的入库、验货、分拣、贴标、订舱和打包; 国内报关; 干线运输, 通过海运或空运运至目的国。

在抵达海外后，直邮模式由当地或国际物流商承接进行尾程的配送；海外仓模式货物在海外仓进行入库、验货、上架、库存，待客户下单后，由仓库进行出库并由当地或国际物流商承接进行尾程的配送。同时，海外仓还可以提供退换货、客服等增值服务。

(2) 直接受海外关务、税务政策影响：不论是直邮或者海外仓模式，跨境商品都需通过外国海关的清关流程，并按照规定缴纳相关税款方可合法在海外销售。这就意味着跨境电商物流体系直接面对着来自海外的监管与法律风险，同时也将受到国际政治经济形势变化的影响。例如，英国脱欧后实施的新税法中的增值税递延制度将会直接影响到相关物流商，如货代或清关行需要承担的货物流转连带责任。

(3) 运输主体和形式多样，缺乏贯穿全链的资源整合者：运送主体上，直邮模式可能涉及到邮政公司、国际快递公司、货代公司或国内具备跨境物流业务的快递公司、航空或船运公司、商业清关公司以及出口国当地的快递公司。海外仓模式比直邮模式还增加了第三方海外仓服务商或自建仓。**主体和流程的复杂多样导致了跨境电商物流行业的资源整合难度高，缺乏有效贯穿上下游的资源整合者为客户提供端到端的跨境电商物流服务。**

图16: 跨境电商物流直邮与海外仓模式流程图对比



数据来源：燕文物流招股书（申报稿），广发证券发展研究中心

(二) 跨境电商物流货主前置与定价方式改变，带动中国货代价值链纵向延展

传统跨境物流和跨境电商物流在交易模式（DDP、CIF、FOB、EXW）以及货代间的环节分工和收入来源也存在较大差异：**FOB/CIF模式下，海外买方/境内卖方分别承担运费并指定货运代理人。**

传统跨境物流中，主要采取的是FOB/CFR/CIF等模式，国内货代往往只能负责跨境物流链条中的一部分。例如，在FOB模式中，国内货代只负责将国内报关和将货物运输至国内的港口/机场，干线运力订购以及海外清关和运输部分由买家指定的海外货代负责，大量的潜在市场份额由海外货代所占据。

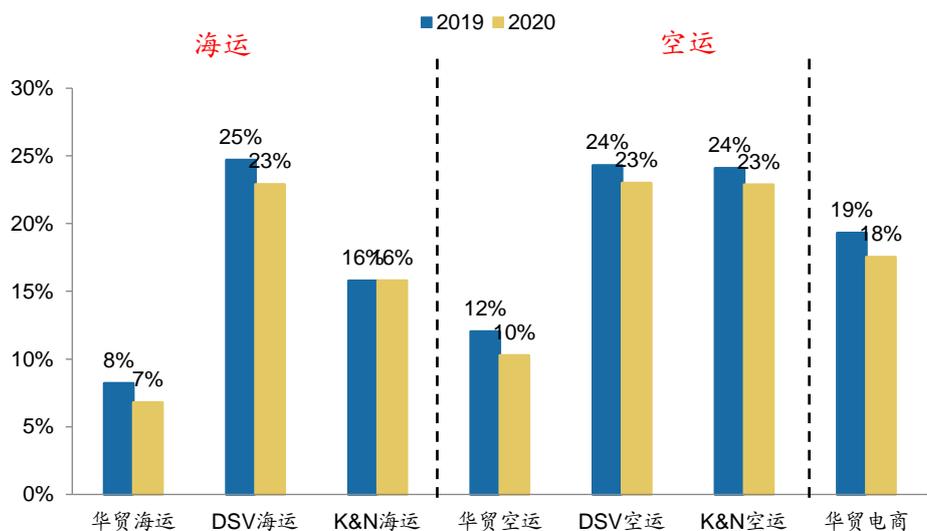
跨境电商B2C中，国内的货代得以整合全链，提供门到门的运输，货主前置与定价模式的变化，有望带动中国货代的定价能力和潜在利润空间得到极大释放。

图17: 不同外贸交易模式下国际货代参与环节对比



数据来源: 广发证券发展研究中心

图18: 海外主要货代公司的毛利率明显高于中国货代公司的毛利率



数据来源: Wind, 华贸物流、DSV、K&N 年报, 广发证券发展研究中心

（三）跨境电商物流行业现状：市场空间大、集中度低、竞争格局未定

在第一章节中，我们根据国家统计局和网经社的数据，测算2020年跨境电商出口B2C的市场规模约为2.1万亿。根据晓生研究院的数据，目前跨境电商物流费用占交易额的**20-30%**。假设按照2.1万亿跨境电商出口B2C市场规模与20%-30%的物流成本，那么2020年跨境电商出口B2C物流市场规模约为4200-6300亿元。

我们进一步对直邮和海外仓模式的市场规模进行讨论。根据运联智库和燕文物流招股书（申报稿）数据，假设按照物流成本占跨境电商出口B2C交易额的25%计算，我们测算跨境电商直邮和海外仓（含头程）模式共有约5250亿的市场规模，其中直邮约占3696亿，海外仓（含头程）约占1554亿。

跨境电商出口B2C物流模式中，直邮模式需要整合全链的资源，但可以通过代理邮政与商业快递的方式以较为轻资产的模式运营。而海外仓则需要大量的重资产投入。目前行业中小企业主要选择其中一种模式去运行，而像递四方、纵腾集团这样较相对更大规模的企业则可以兼顾二者。

表3：跨境电商出口B2C物流各模式细分市场规模测算

		货量占比	单位重量价格（元/千克） （根据燕文招股书测算）	市场规模占比	市场规模（亿元）		
					按物流成本 20%计	按物流成本 25%计	按物流成本 30%计
直邮（60%）	邮政	39.0%	129.0	45%	1910	2387	2865
	专线	16.2%	136.4	20%	839	1049	1258
	商业快递	4.8%	114.1	5%	208	260	312
海外仓（含头程）（40%）		40.0%	81.9	30%	1243	1554	1865
总计					4200	5250	6300

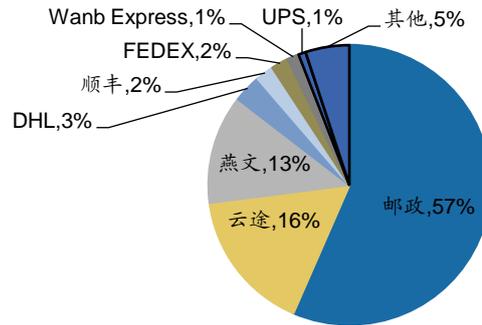
数据来源：燕文物流招股书（申报稿），运联智库，广发证券发展研究中心

注：专线与商业快递的货量占比为我们根据运联智库数据估算；海外仓（含头程）费用按照专线的60%计算；市场规模占比由货量占比与单位重量价格数据结合得到

目前行业格局尚且较为分散。根据亿邦动力网、中国经营报报道以及燕文物流招股书披露，行业内的龙头公司纵腾、递四方营收约在100亿元左右，燕文物流营收约为60亿元，则纵腾、递四方、燕文三家龙头的市占率约为5%，行业集中度较低。

从发往海外包裹的运送渠道看，目前中国邮政包裹占据主导，约占所有包裹量的60%左右，除去中国邮政包裹外，云途和燕文的包裹也较多，而后是国际快递，如DHL和FEDEX以及顺丰、万邦速递等国内快递商。

图19: 2020年4月至2021年3月我国发往海外包裹渠道分布



数据来源: 17Track, 广发证券发展研究中心

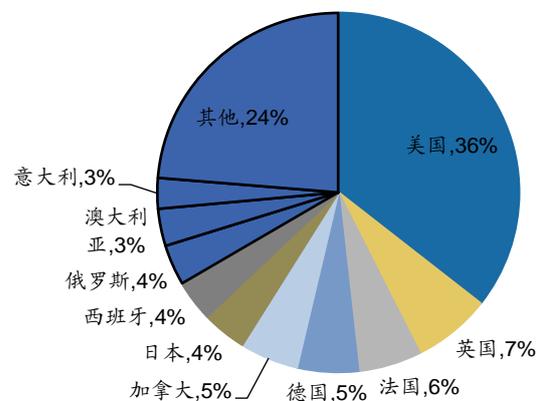
我国跨境电商物流针对的主要海外市场分布于北美以及欧洲。根据17Track网站的统计,我国发往海外的包裹数量数据,我国发往海外的包裹的前五大目的地分别为:美国、英国、法国、德国、加拿大。

图20: 2015至2020年通过海关跨境电商管理平台的进出口额及增长率



数据来源: 海关总署, 商务部电子商务和信息化司《中国电子商务报告 2019》, 广发证券发展研究中心

图21: 2020年4月至2021年3月我国发往海外包裹数量的国家分布



数据来源: 17Track, 广发证券发展研究中心

三、品牌商出海与新兴市场崛起，带动专线与海外仓模式份额提升

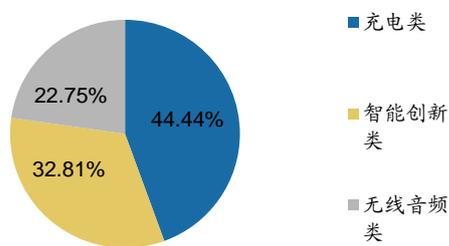
(一) 依托跨境卖家的品牌化趋势，新兴平台和独立站有望加速发展

目前，跨境电商出口的卖家所采用的运营模式主要包括平台模式（即在第三方平台，如Amazon、eBay等上面开店进行销售）和独立站模式（自己构建品牌官网、App等独立销售平台）。

平台模式可以分为泛铺货卖家、精铺货卖家、精品卖家与品牌卖家等（SKU依次下降，价格依次提升）。具体而言，泛铺货卖家通过多平台、大量账号、成千上万个SKU形成店群模式，以此达到产品品类与销量最大化，这种模式的物流需求主要是国内直发+海外仓（少量畅销与大件商品）。因为泛铺货卖家大量的SKU会导致海外仓储成本高，故而选择畅销商品可以提高仓储周转效率，而一般商品则选择采用从国内直接发货。

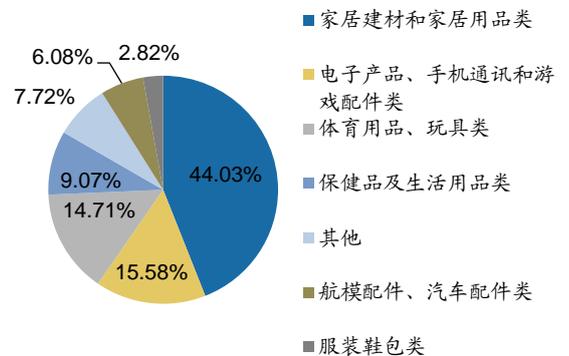
品牌卖家主要通过深耕供应链、精细化运营垂直类目、打造重点产品来形成自身品牌，最终可能会向着独立站模式发展。品牌卖家主要采取海外仓模式，甚至可能会自建海外仓。

图22: 2020年品牌卖家Anker销售收入按产品分类



数据来源：安克创新年报，广发证券发展研究中心

图23: 2020年泛铺货卖家有棵树销售收入按产品分类



数据来源：天泽信息年报，广发证券发展研究中心

图24: 泛铺货型大卖家通拓科技物流全流程图



数据来源: 华鼎股份年报, 广发证券发展研究中心

图25: 泛铺货型大卖家通拓科技仓储物流转运流程图



数据来源: 华鼎股份年报, 广发证券发展研究中心

独立站模式的优势是可以让卖家拥有很高的自主权, 在销售品类、产品选择、定价等方面无需受到平台的挤压和限制。同时, 独立站模式让卖家可以最大程度上收集与分析客户的信息, 用于后续的选品与营销, 培植自身的客户群体。卖家也可以利用独立站分散在第三方平台账号受限、被封的风险。随着亚马逊等平台对卖家的监管与限制越发严格, 许多卖家也逐步采取第三方平台+独立站同步运营的模式, 在平台之外利用独立站沉淀自身资源, 分散平台风险。

表4: 跨境电商使用第三方平台和独立站模式的优劣势对比

	第三方平台	独立站
2019年北美成交额占比	71.3%	28.7%
优势	<p>适合处于起步阶段、供应链资源较弱的中小卖家</p> <p>流量优势明显，引流成本较低</p> <p>很多第三方平台是全球性的跨境电商平台，便于卖家后期拓展其他目标市场</p>	<p>适合做高频的高毛利非标品或高频的低毛利标品的垂直平台</p> <p>自主权高，避免平台规则制约带来的风险</p> <p>交易佣金成本低，商品溢价空间高</p> <p>塑造品牌，对数据掌控度高</p>
劣势	<p>第三方平台规则较严，且以买方利益为重，资金结算慢，卖家在运营中可能会遭遇到账号受限的风险</p> <p>不利于品牌自有顾客的沉淀</p> <p>第三方平台卖家众多，增速放缓，同质化竞争较为激烈</p>	<p>小独立站毛利水平分化程度高，自营品牌类网站净利低</p> <p>品类拓展速度、平台早期的规模扩张速度较慢</p> <p>核心难点是运营和流量获取，前期流量成本持续支出，且需要付出更多的精力和成本在市场定位、平台精细化管理、品牌调性上，同时对供应链能力、选品能力要求较高</p>

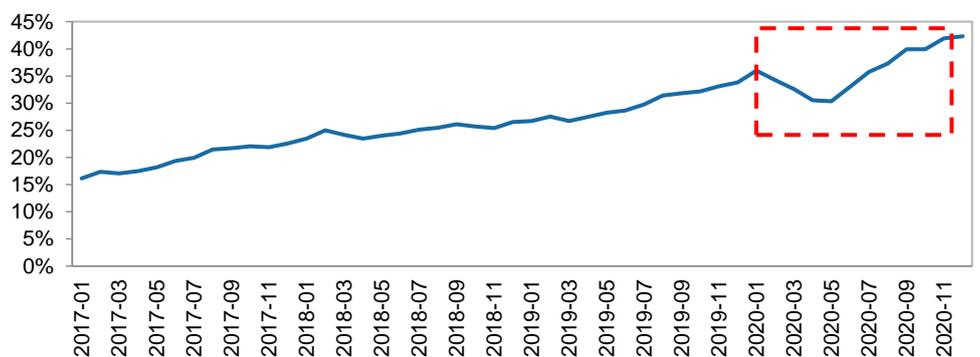
数据来源：《中国跨境出口 B2C 电商 2020-2021 年年度发展报告》，艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

注：1. 图表中的毛利率指卖家回款占其销售额的比例，未扣除卖家在国内的场地及运营等成本；2. 成交额占比是两种模式下销售额占比，并非以平台类型的销售额划分。

从产业演变的趋势看，**卖家向着品牌化、产品精品化的方向不断提升**。我国的跨境电商行业发展的十余年中，卖家们的选品、运营策略不断发展进化，逐步由最开始的白牌商品、大规模广泛铺货的模式向着精品铺货、精品化乃至品牌化的模式逐步过渡。

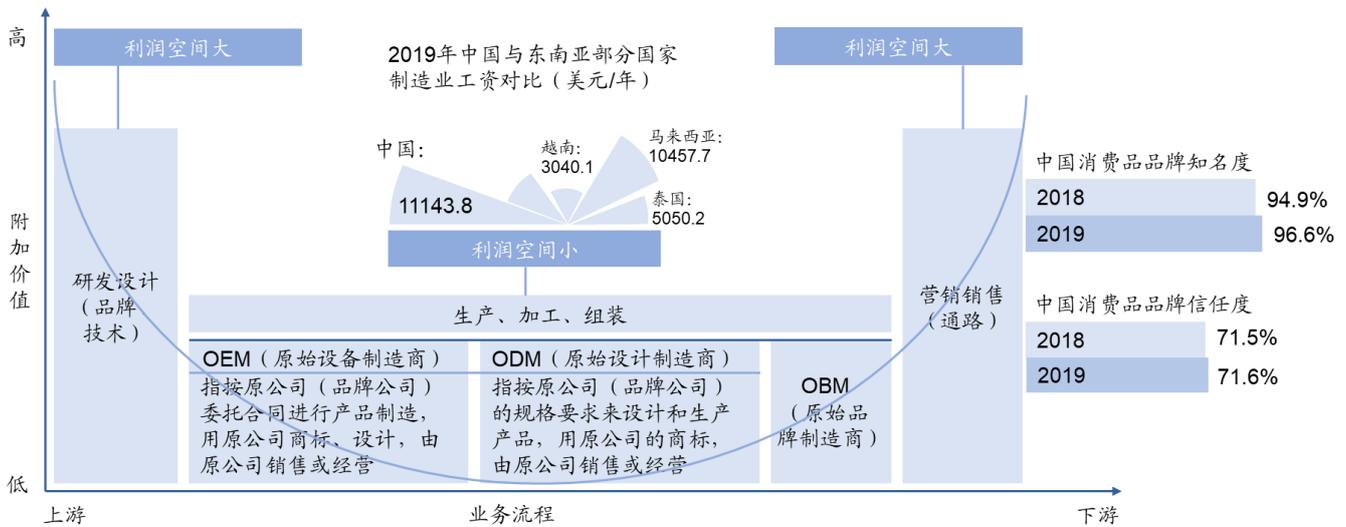
其中的推动因素主要是我国品牌商的崛起。根据KPMG和Facebook发布的《中国出海品牌50强2019》，我国品牌整体知名度、信任度总体逐年上升，2019年分别达81.2%、73.7%，同比增长0.4%、2.9%。可见，我国品牌商正逐步走入海外消费者的视野。对于卖家而言，品牌化有助于占领消费者心智，提升消费者粘性与复购率，提升消费者对品牌的忠实度，促进品牌的成长。

图26: Amazon主要站点顶级商家中中国商家的占比逐年稳定增长，在疫情期间有所下滑后加速上升



数据来源：Marketplace Pulse，广发证券发展研究中心

图27: 我国外贸升级“微笑曲线”



数据来源:《中国跨境出口 B2C 电商 2020-2021 年年度发展报告》, 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

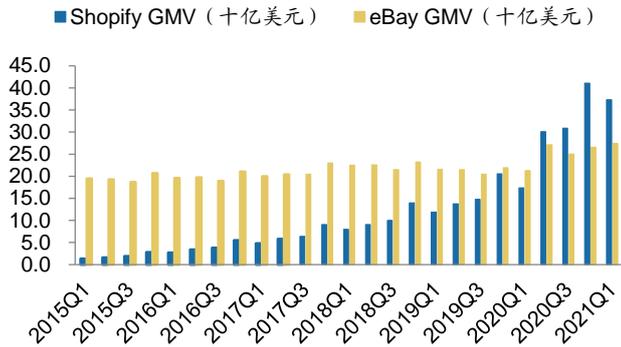
第三方平台对于卖家的监管日趋严格, 倒逼卖家寻求自身私域流量的建设。跨境卖家的品牌化趋势下, 新兴平台与独立站模式有望加速发展。根据亿恩网的报道, 今年亚马逊已经封禁了数万个卖家账号, 造成损失超过1000亿人民币。平台政策的严格与不确定性使得卖家不得不发展多元化的渠道, 规避风险。

在这种情况下, 新兴平台与独立站模式应运而生。根据百晓网、纵腾集团与17Track联合编撰的《2021中国跨境电商物流行业蓝皮书》引用的来自eMarketer和Digital Commerce 360的数据显示, 尽管2020年Amazon、eBay以及Walmart三大平台依然稳占美国电商平台销售额前三名的位置, 新兴平台的崛起速度却不容忽视: 2020年美国非Amazon电商平台GMV增速达44.3%, 非Amazon和eBay电商平台GMV增速达63.5%。

同时, 近年来, 依托跨境卖家的品牌化趋势, 跨境电商独立站模式也经历了高速发展, 催生了独立站SaaS建站服务龙头Shopify, 以及一批国内建站平台玩家, 如店匠、Shopline、XShopyy和Ueeshop等, 降低了卖家独立站建站难度和技术门槛, 进一步催化了独立站的崛起。

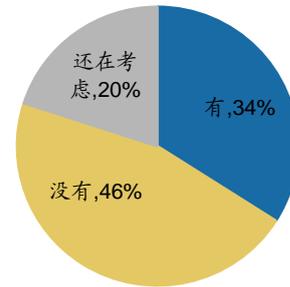
2021年Q1, Shopify的GMV已达373亿美元, 超过了老牌电商平台eBay。而对于国内建站工具们, 根据来自雨果网的数据, 店匠已经于2020年10月完成超千万美金的B轮融资; Shopline获得了YY新一轮注资, 全球服务卖家超27万; XShopyy、Ueeshop积极推进与更多物流方、支付方合作事宜, 平台用户数均超两万人。

图28: 独立站建站工具Shopify近年GMV高增, 2020年Q2超过老牌电商平台eBay



数据来源: Marketplace Pulse, 公司季报, 广发证券发展研究中心

图29: 2020年12月雨果网针对351位跨境卖家调研显示超30%卖家计划2021年布局独立站业务

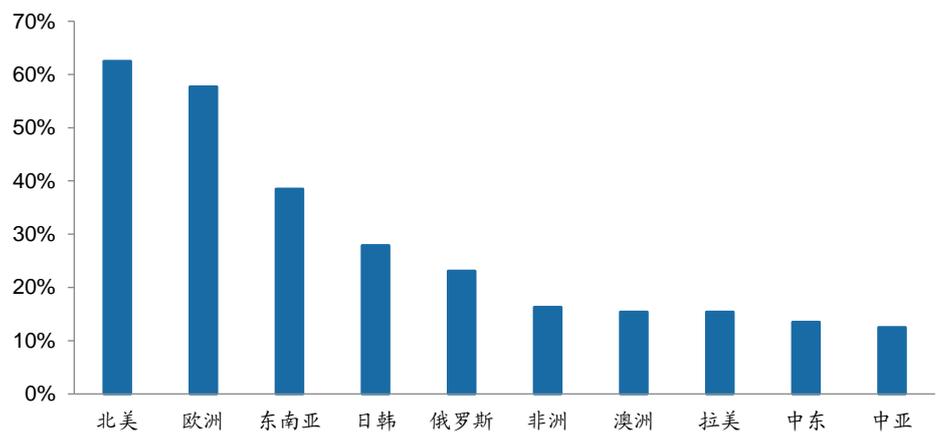


数据来源: 《2020 雨果网第四季度跨境电商行业调研报告》, 雨果网, 广发证券发展研究中心

注: 问题为“2021年, 是否有计划布局独立站?”。

此外, 对于较为低端的卖家群体与白牌商品, 新兴市场的崛起有望提供增量。目前我国跨境电商主要目的国是北美与欧洲, 但是新兴市场的增长潜力巨大, 电商渗透率空间大, 是未来跨境电商与配套物流发展的蓝海地区。新兴跨境电商市场有东南亚、中东、拉丁美洲、非洲、俄罗斯等, 其跨境电商发展尚处于早期, 市场亟待开拓。新兴市场的特点是购买力和对于产品与物流品质的要求与欧美较成熟市场相比较低, 低价、白牌商品在新兴市场依然具有很大的空间, 卖家入场的门槛相对而言也较低。

图30: 跨境电商企业市场分布, 新兴市场企业进入率低



数据来源: 《2020 跨境电商出口发展报告》, 亿邦智库, 广发证券发展研究中心

东南亚(印尼、越南、泰国、马来西亚、菲律宾和新加坡6国): 高经济增长和智能手机的普及拉动人们消费习惯变化, 线上购物逐步兴起。东南亚地区年轻人口多, 年轻人消费需求大, 同时, 消费者上网时长较长。2020年东南亚6国本土电商市场规模同比增速超过50%, 目前东南亚市场上比较大的平台是Lazada和Shopee。

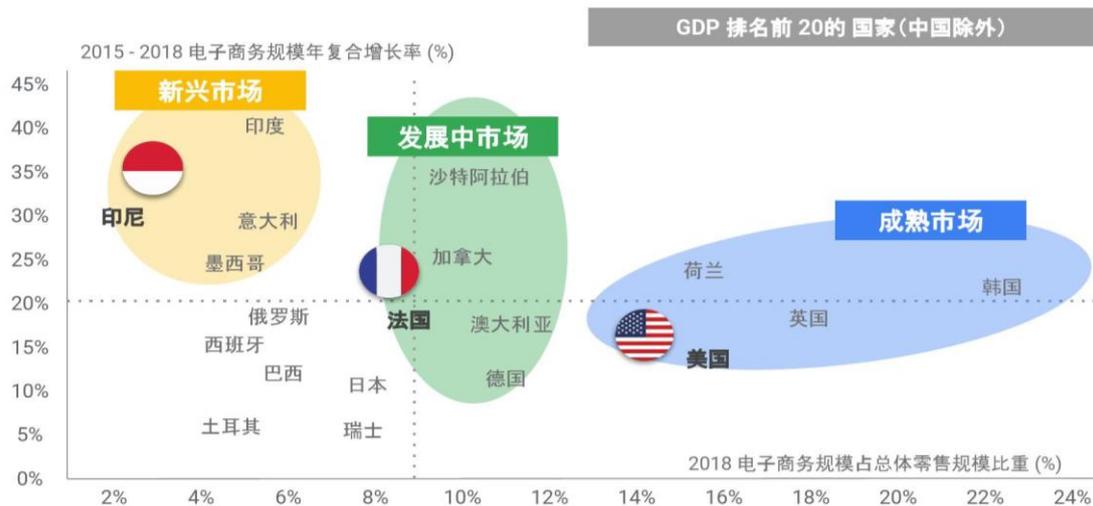
中东: 中东地区人口基数大、年轻人口多，且人均财富和购买力较强，宗教文化对于消费具有较大影响。主要电商平台有亚马逊中东站Souq、Noon和执御等。

拉丁美洲: 拉丁美洲电商较为发达的主要国家有巴西、墨西哥、阿根廷、哥伦比亚和秘鲁等。其中巴西和墨西哥的电商市场较为发达，根据Statista的数据，2021年这两个国家分别占据拉美地区电商市场的32%和28%，主要电商平台如美客多和亚马逊等。

非洲: 非洲地区电商市场的特点是人口众多、人口结构年轻化、消费需求旺盛，市场发展前景较大，但城市基础设施建设还需要进一步加强，最后一公里配送成为了物流的难点。非洲地区比较大的电商平台是Jumia、Takealot和Souq。

俄罗斯: 俄罗斯作为我国边境的重要贸易合作伙伴，随着“一带一路”政策的推行和中俄贸易的快速发展，对俄跨境电商增长潜力巨大。我国对俄罗斯跨境电商出口具有地缘优势、熟悉市场环境，根据电子商务研究中心引用俄罗斯电子商务协会的统计数据，2017年，中国占俄罗斯跨境电商市场商品份额达90%。俄罗斯主要电商平台有Avito、速卖通、Ozon和Lamoda等。

图31: 跨境电商新兴市场图谱



数据来源: 《2019中国跨境电商机遇与增长报告》，Kantar，广发证券发展研究中心

（二）卖家品牌化、产品精品化要求物流服务信息化、效率亟需提升

需求结构变化对供给端提出新要求——卖家品牌化、产品精品化要求物流需求高端化、专业化，要求企业完善自身的服务质量和产品体系，提升物流信息化、自动化程度，全面提升服务效率。

伴随着跨境电商行业的发展，卖家逐步由海量铺货到精品铺货乃至品牌化、商品由白牌长尾到高品质乃至品牌商品的过渡，卖家对物流服务的时效性、专业性也将提出新的要求。

在行业发展的初期，伴随着低货值的轻小商品，直发的邮政小包模式曾经占据我国跨境电商物流的绝对主导地位。而随着跨境电商卖家品牌化的进程与产品大件化、

货值提高，时效与妥投率更高的专线物流与海外仓份额逐步有望提升。卖家对于物流服务的需求也不再是仅仅局限于运输本身，而是增加了对于物流信息跟踪、退货换标、货物数据管理和供应链金融等高端的服务需求以及具有一定产品针对性的专业需求，如针对小家电产品的维修等。

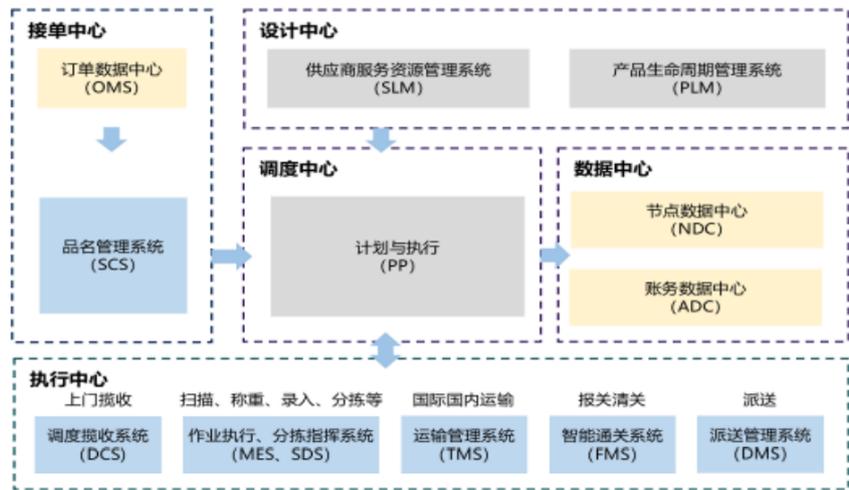
表5：纵腾集团谷仓品牌服务一览

服务种类	细分业务	服务优势
海外仓储	仓储服务	谷仓在全球多个贸易发达国家建有 30+ 个订单处理中心，实现全球布局。华人管理团队标准规范管理，提供数据支持
	头程业务	谷仓提供多种不同时效和价格的头程运输渠道，国内中转仓揽收验货，提升海外仓入库上架时效。
	尾程业务	谷仓整合当地优势派送资源，严格的交运 KPI 考核，实现订单日清，提供极具价格优势的尾程派送渠道。
海外仓转运	本土发货	零库存实现本土发货优势，提升平台账号排名，买家购物体验更佳。
	尾程渠道	谷仓拥有优质的尾程派送渠道，可发不同重量段货物，时效有保证。
	灵活库存	减少仓储环节，实现更灵活的库存管理，降低客户成本和备货压力。
	透明费用	免仓租及操作费，尾程极具价格优势，无其他杂费，降低客户成本。
海外仓分销	货源供应	丰富产品线，大货直发 14 条品类线，100+ 新品每月上线，20000+ 真实海外仓现货货源。
	海外物流	24 小时内出物流跟踪号，2-8 天极速妥投，快速缩短回款周期，支持 FedEx、UPS、USPS 等物流全程跟踪。
	售后服务	售后比率低于 2%，快捷退换货，专业 QC 团队，3 个月的售后服务期，退换货便捷。
	零库存运营	解放资金压力，降低库存风险一件代发，先出单后付款成本低，无库存风险，零投入搭建供应链体系。
供应链金融	采购融资	强风控：依托完善的大数据系统，供应链调查、风控、贷后管理等环节全系统控制。 系统化管理：以先进成熟的供应链管理系统平台为资金保驾护航，做到零容错率。 全模式：产品渗透到进、销、存、运各环节，全面解决供应链环节的需求。
	库存融资	
	保理融资	
	信用融资	

数据来源：谷仓海外仓官网，广发证券发展研究中心

同时，跨境电商物流全程链条长、流程复杂、包含着多个物流节点。物流的信息化、自动化程度将决定卖家对于全流程的把控能力，直接影响到卖家的服务体验和物流产品的时效。信息系统和自动化设备对于企业长期服务质量和运营效率的提升必不可缺。

图32: 燕文物流信息系统建设情况



数据来源: 燕文物流招股书 (申报稿), 广发证券发展研究中心

图33: 燕文物流智能物流设备图



数据来源: 燕文物流招股书 (申报稿), 广发证券发展研究中心

图34: 燕文物流集货转运中心情况



数据来源: 燕文物流招股书 (申报稿), 广发证券发展研究中心

新兴平台与独立站兴起: 卖家对性价比较高的直邮模式与第三方海外仓需求增加, 要求企业具有较强的成本优势与获客能力。

新兴平台常需要卖家自己解决海外仓或直邮需求, 而独立站模式也没有第三方平台对于物流商、物流时效考核的严格限制, 由卖家酌情解决自身的物流需求。故而, 对于这部分卖家, 价格较低、兼顾时效的直邮产品, 尤其是专线小包, 可能将成为他们的主要选择, 这对于企业的成本控制能力提出了更高要求。

同时, 而为了收拢这部分客源, 企业还需要具有较强的获客能力。卖家拓展独立站业务时可能更加倾向于选择平台店铺使用过的物流服务商, 故而, 经过大型第三方平台认证或平台卖家使用较多的头部物流企业将更具优势。此外, 在仓储需求方面, 对于大多数卖家来说, 自建仓需要较大的资本与人力投入, 对于稳定的第三方仓储服务的需求或将提升。

表6: 主要海外仓储渠道特点对比

对比项	亚马逊 FBA	第三方海外仓	自建仓
初始资金	低	低	高
固定开支	低	低	高
仓配费用	高	中	中
自主能力	低	中	高
平台流量	高	低	低
尾程资源	高	高	中
信息化难度	高	中	低

数据来源: 《2021 中国跨境电商物流行业蓝皮书》, 百晓网、纵腾集团、17Track, 广发证券发展研究中心

(三) 新兴市场加速布局, 获客、资源获取与整合能力成关键

新兴市场由于其本身国家发展阶段与城市建设水平, 物流方面普遍存在的问题就是航班班次较少、清关问题和最后一公里配送的困难, 物流成为了商流的限制因素。其中, 清关难度与效率问题受到地区关务政策与处理能力的限制, 最后一公里物流困难的来源又是受到经济发展与城市道路规划的局限, 跨境物流公司短期内无法从根本上通过大规模自建解决最后一公里配送困难的问题, 在这种情况下, 对于航空运力资源、清关资源与当地物流资源的获取与整合能力对于跨境物流公司的重要性究凸显出来。

我们认为, 首先在这些新兴市场地区, 物流专线将加速发展, 全链资源的综合获取与整合能力将成为考验物流服务供应商的重点。其次, 这些地区也将产生更多的海外仓储需求, 以满足我国面向新兴市场的出口电商卖家的备货需要。

总体来看, 需求端的卖家质量、运营模式自主度、市场成熟度等指标, 综合决定了供给端的物流服务的特性、模式与难点, 进而对跨境物流服务商的能力提出了不同的要求。物流企业的服务质量、成本控制能力、获客能力和资源获取与整合能力将决定企业能否在竞争中拥有一席之地。

图35: 三态速递墨西哥专线邮路流程



数据来源: 三态速递微信公众号, 公司广发证券发展研究中心

表7: 三态速递墨西哥专线资源整合能力

重点问题	解决方案
运力方面	通过包机/包仓/包板、多地直飞等方案，确保每周有 5-7 次航班飞往墨西哥，另外还开发了特惠专线、化妆品专线等。在墨西哥货量猛增、旺季（11 月-12 月）等情况下，空运资源依然充足。
清关方面	针对产品不合规可能影响整批货物清关，导致滞留，严重影响时效的问题，设置双重安检机制，确保第一时间发现违禁品，避免货物被清关滞留。
末端派送	墨西哥物流基础设施不完善，部分偏远地区派送时效不稳定，三态速递通过外部资源整合，与当地邮政和多家末端物流公司达成了合作；同时，通过内部分拣流程优化有效提高了偏远地区的派送时效，3-5 个工作日内即可妥投。
运输品类	针对敏感品和尺寸/重量较大的产品，三态速递开发了特殊渠道以满足客户的物流需求。
退货处理	墨西哥退货率高，卖家因此可能会产生额外成本。三态提供墨西哥退货地址给卖家，提供二次销售等增值服务。

数据来源：《2021 中国跨境电商物流行业蓝皮书》，百晓网、纵腾集团、17Track，广发证券发展研究中心

（四）专线与海外仓份额有望由 2020 年的 20%/30% 提升至 2025 年的 30%/35%

目前，伴随着卖家品牌化与平台监管趋严的趋势，独立站和新兴电商平台兴起，私域流量获将成为品牌卖家的最大倚重。而独立站往往没有平台物流商与时效考核，故而卖家会比较看重物流产品的价格，并兼顾时效，避免因为不良的物流体验而流失客户，性价比优秀的专线小包将会成为卖家较为倾向的渠道。

同时，未来邮政渠道可能将面临着万国邮联体系中发达国家整体终端费提价，故而未来邮政小包价格可能会有所上涨，在时效整体弱于专线的同时价格差距进一步缩短，这将更加利好专线小包的发展。

随着卖家规模、品牌化程度与资金实力的成长，海外仓模式也将有所发展。我们认为海外仓和直邮模式，就如同国内的普通快递与仓配物流模式，能够满足卖家差异化的需求，故而在未来的跨境电商物流市场都将拥有各自的一席之地。

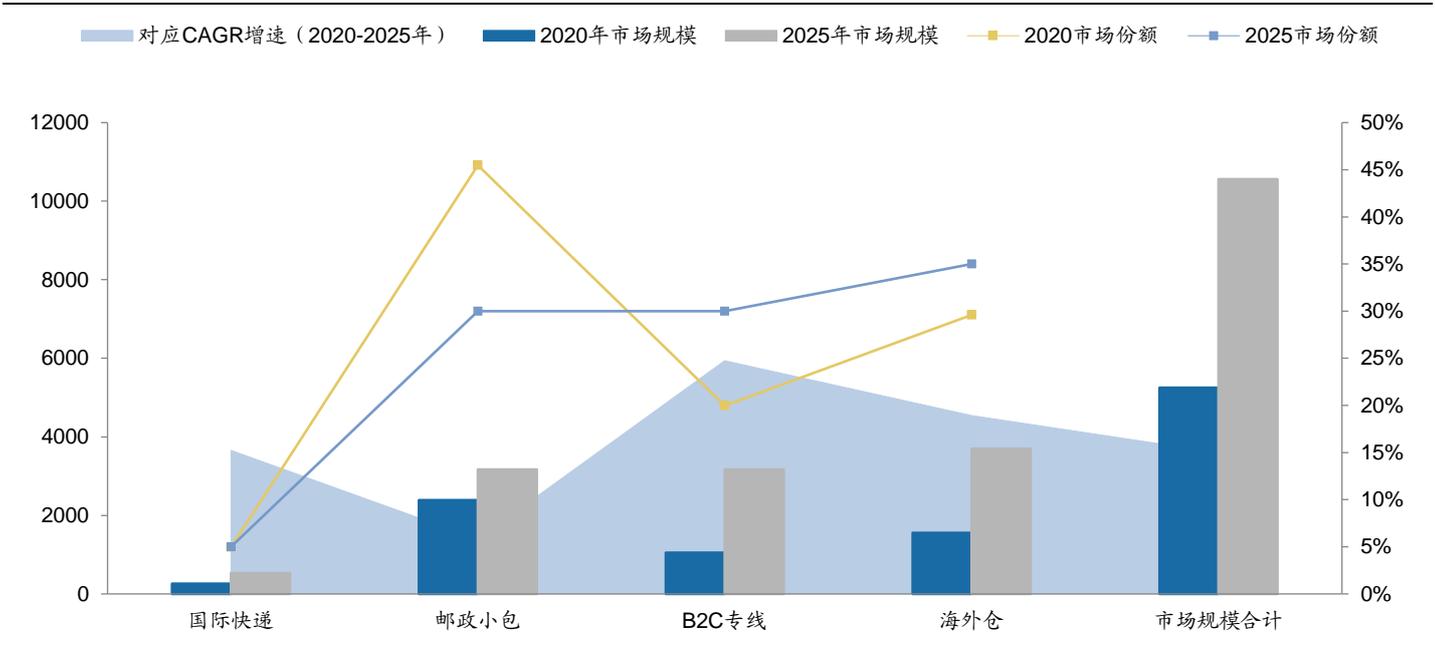
参考前文章中，我们对于不同交付方式的市场空间测算，基于国际专线和海外仓模式的竞争优势，预计二者的市占率均有望提升，到2025年，国际专线/海外仓模式的市场份额有望达30%/35%，对应市场份额有望分别达3168亿元/3696亿元（2020年分别约为1049亿元/1554亿元），在2025年不同模式的市场份额总计有望过万亿元。

图36: 专线与海外仓渠道市场份额预计占比提升



数据来源: 广发证券发展研究中心

图37: 2025年跨境电商不同模式的市场空间测算 (单位: 亿元人民币)



数据来源: 广发证券发展研究中心

四、产业链概述: 亟需产业链整合者出现

(一) 航空货运赛道多方角逐, 货代、航空货运、快递公司为主要玩家

产业链的参与者向上涵盖厂家、平台卖家、第三方平台/独立站, 向下延展涵盖跨境物流各个流程中的多方参与者, 包括国内快递公司、货代公司、邮政公司、航空与船公司、清关公司、国际快递公司等。

按照环节划分，跨境电商物流的全流程可以分为以下步骤：**揽收-运输分拣-国内报关-干线运输-海外清关-海外仓储-尾程派送。**

表8: 跨境电商物流产业相关标的梳理

产业链层级	相关业务	标的公司及资源优势
产业链上游	前端揽收、分拣运输、国内报关	华贸物流，中国外运（传统货代布局跨境电商，干线运力采购优势大）；顺丰控股（国内快递发展跨境业务，收购嘉里物流，揽收、干线、东南亚海外派送多重优势）；东航物流（航空货代，干线具有全货机+东航订舱优势）；燕文物流，纵腾集团，递四方（尚未上市，新型货代，跨境出口 B2C 物流市场先行者，资源整合能力强）
产业链中游	干线运输	顺丰控股（全货机国际航线）；东航物流（全货机+客机腹舱）；中国国航，中国东航，南方航空（干线航空运输）；中邮集团（平邮、挂号小包产品）；中邮速递（E 邮宝产品）；中远海控（干线海运）
产业链下游	清关、海外转运、海外仓储、末端派送	顺丰控股（收购嘉里物流，东南亚市场落地配能力强）；纵腾集团，递四方（海外仓业务）

数据来源：广发证券发展研究中心

图38: 跨境电商物流主要环节与服务主体



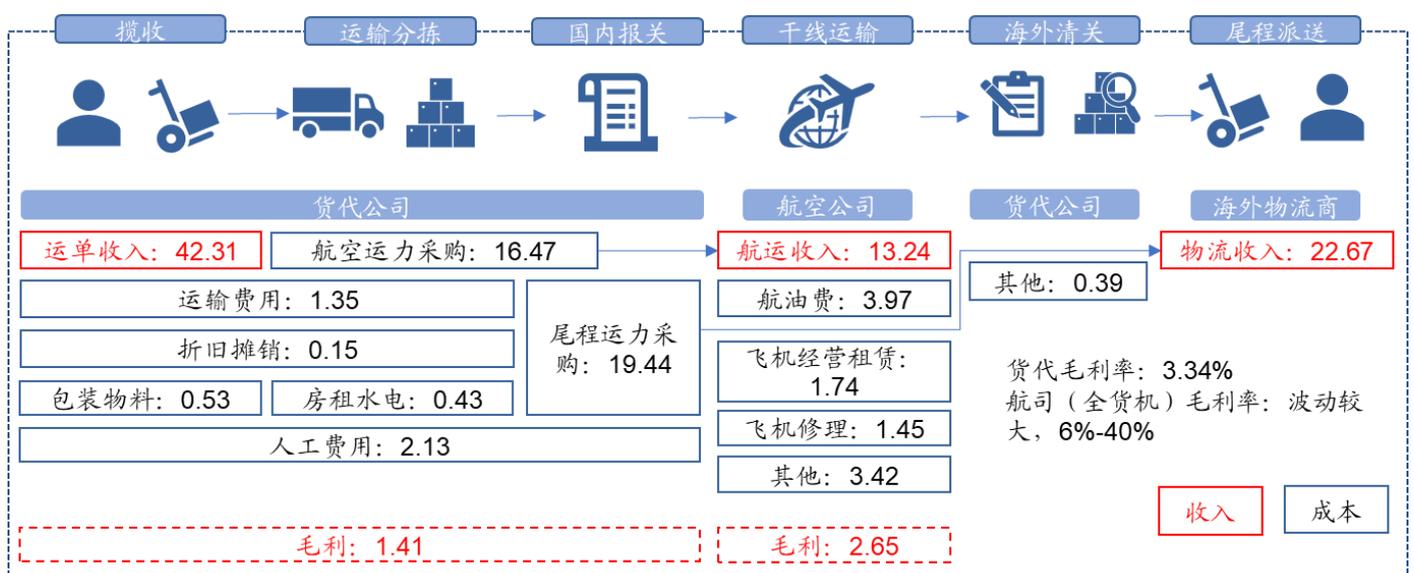
数据来源：燕文物流招股书（申报稿），UPS年报，东航物流招股书，广发证券发展研究中心

注：货代、航司、商业快递毛利率分别取2018-2020年燕文物流、东航物流全货机业务、UPS国际包裹业务数据平均值

以专线小包为例：国内的揽收、运输分拣、报关以及海外的清关这几项主要由货代公司负责；干线运输部分则由货代向航空公司、铁路公司、船运公司等承运人购买运力；尾程派送由外国邮政或国际物流公司进行承接。货代将这些资源打包构建物流产品，实现门到门的运输。

这些环节中，含金量最大的是**干线运输**。由于跨境电商在旺季往往面临着运力紧缺、客机腹仓运力配给具有波动性等问题，充足的干线运力对于跨境物流企业十分重要。参考燕文物流招股书（申报稿），我们对专线产品的成本进行拆分，2020年单票收入平均约为42.31元，毛利率为3.34%，成本端主要部分用于干线和尾程的运力采购，这两部分占据运单收入高达88%。

图39：专线小包全链路单件成本、价格测算（元/件）



数据来源：燕文物流招股书（申报稿），东航物流招股书，广发证券发展研究中心

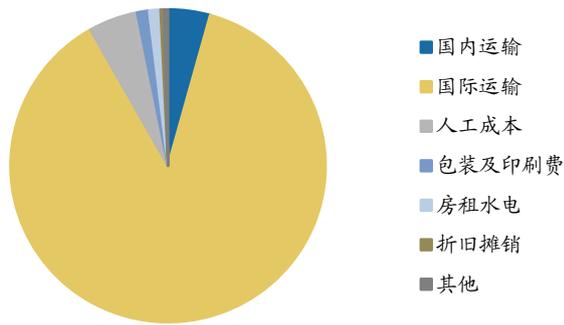
注：成本测算数据为根据2020年燕文专线产品票均收入、毛利率，结合燕文主营业务成本各项测算得到；尾程派送费用按照3.5美元计算；航空公司各项成本按照2020年东航物流全货机业务测算

根据燕文物流招股书（申报稿）披露，2020年公司总体毛利率为5.47%，其中标准类产品（邮政小包）、专线类产品毛利率分别为6.56%、3.34%，毛利水平较低。而2018-2020年，东航物流全货机业务毛利率平均为20.04%，2020年航空运力紧缺，毛利率高达43.07%。

对于货代公司来说，运输费用（尤其是国际运输部分）是公司营业成本的主要来源。2020年，燕文物流运输成本占主营业务成本的91.1%，其中国际、国内运输分别占主营成本的87.8%、3.3%。而国际运输成本主要包含公司向航空公司、邮政公司、国际商业快递公司等采购运力的费用。

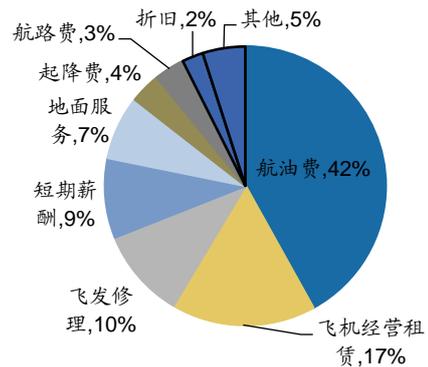
对于航空公司全货机业务，主要成本构成为：30-40%航油费用、15-20%飞机经营与租赁、10-20%的飞机修理费、10%的短期薪酬，以及其他费用如地面服务费、起降费等。

图40: 2019年燕文物流成本结构



数据来源: 燕文物流招股书(申报稿), 广发证券发展研究中心

图41: 2019年东航物流全货机业务成本结构

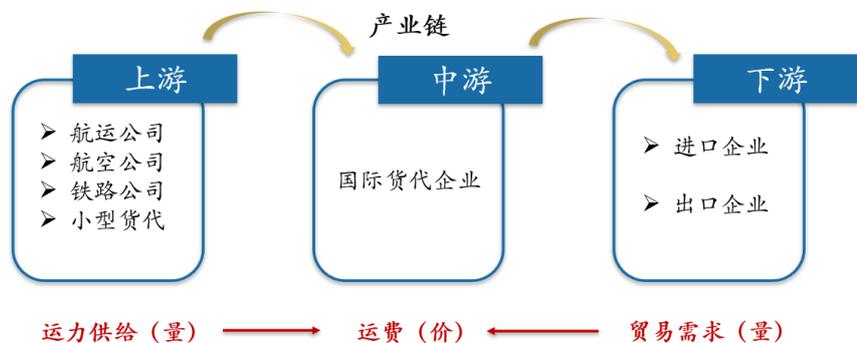


数据来源: 东航物流招股书, 广发证券发展研究中心

(二) 货代公司: 货主前置与定价模式变化催生模式革新, 规模化、标准化、全程供应链是方向

货代本质是通过组织船、港口等各种资源, 拆分重组为客户提供一揽子代理服务, 是一个完善的社会分工协作体系, 货运代理企业在其中赚取各环节操作代理费以及运费差价。

图42: 国际货代产业链



数据来源: 广发证券发展研究中心

跨境电商的兴起对传统货代模式带来了新机遇: (1) 从上游运力驱动到下游客户驱动(平台/卖家); (2) “端到端”全链路服务需求。货主前置(中国品牌商出海)与定价模式(FOB→CIF)的变化, 有望带动中国货代的定价能力和潜在利润空间得到极大释放。

图43: 货代行业关键成功因素

	成功关键因素	重要性	与零担行业对比
1	当地资源 <ul style="list-style-type: none"> 当地报关, 拖车, 仓储, 落地配等非标准化资源元素 资金成本 当地监管关系 	★★★★★	★★★
2	客户关系 <ul style="list-style-type: none"> 全球性大客户 同行客户 	★★★★★	★★
3	运营效率 <ul style="list-style-type: none"> 数字化程度, 标准化, 复制化 管理费用比例 	★★★★	★★★★★
4	规模和网络 <ul style="list-style-type: none"> 订舱成本的规模经济性 客户一揽子供应链服务 	★★	★★★★★

数据来源: 广发证券发展研究中心

实际上, 我们观察海外DSV和德迅两家货代公司成功发展的模式, 分别有不同的关键成功要素, 但方向上都是规模化、标准化、全程供应链。具体来看, 德迅的业务模式属于规模化定制服务, 而DSV的业务模式属于高效运营标准输出型。德迅拥有53%的应收类资产, 却只有4.5%的有息负债, 挤占价值链下游各方66%的经营性负债, 足够的业务规模是实现低资金成本的最可持续方式。DSV则主要面向中小客户的标准产品服务, 高效的运营是其核心竞争力, 在关键基础运营环节增强控制力, 提升竞争力。同时具备运营标准输出整合能力, 可以通过并购整合, 更快速的提升产品的服务范围, 向上延展产品所能覆盖的客户群体。

表9: 货代标杆企业成功模式对比 (数据截至2020年底)

公司名称	DSV	Kuehne + Nagel (德迅)	中外运	嘉里物流	
业务模式	高效运营标准输出型	规模化定制服务型	资产效率型	重资产一体化型	
毛利业务结构	公路 22%，空运+海运货代 59%，供应链 19%	陆运 14%，合同物 49%，空运+海运货代 37%	货运代理 66%，专业物流 20%，跨境电商 14%	物流营运 58%，货运代理 28%，香港货仓 14%	
总结性评价	面向中小客户的标准产品服务 ，高效的运营是其核心竞争力，在关键基础运营环节增强控制力，提升竞争力，同时具备运营标准输出整合能力。	51%定制物流毛利结构，由于其 定制物流服务有规模体量 。53%的应收类资产，却只有 4.5%的有息负债，挤占价值链下游各方 66%的经营性负债。	基础服务包含仓储、码头、集装箱租赁、汽车运输等围绕设施的运营服务，而其 货运代理，大部分是简单海空运干线服务的代理，本质上还是围绕物流基础设施 。	业务为综合物流+国际货代， 本质是以物流货仓为基础的供应链服务 。以货代全球网络的拓展+物流设施建设为思路增强综合供应链服务能力。	
资产信息	现金资产	4.2%	17.2%	17.3%	14.9%
	固定资产	14.7%	23.3%	26.5%	49.1%
	无形资产	50.6%	12.7%	12.8%	8.4%
	应收类	22.5%	35.8%	17.7%	21.7%
资本结构	有息负债	22.0%	20.2%	13.0%	24.0%
	经营性负债	28.9%	55.4%	38.0%	18.9%
	股东权益	49.1%	24.5%	49.0%	57.1%
EBITDA%	7.9%	11.70%	9.40%	7.19%	
总资产周转率	2.04	1.20	2.07	1.28	
营收/固定资产	24.64	8.21	8.87	4.86	
ROE	27.4%	8.80%	32.80%	8.91%	

数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

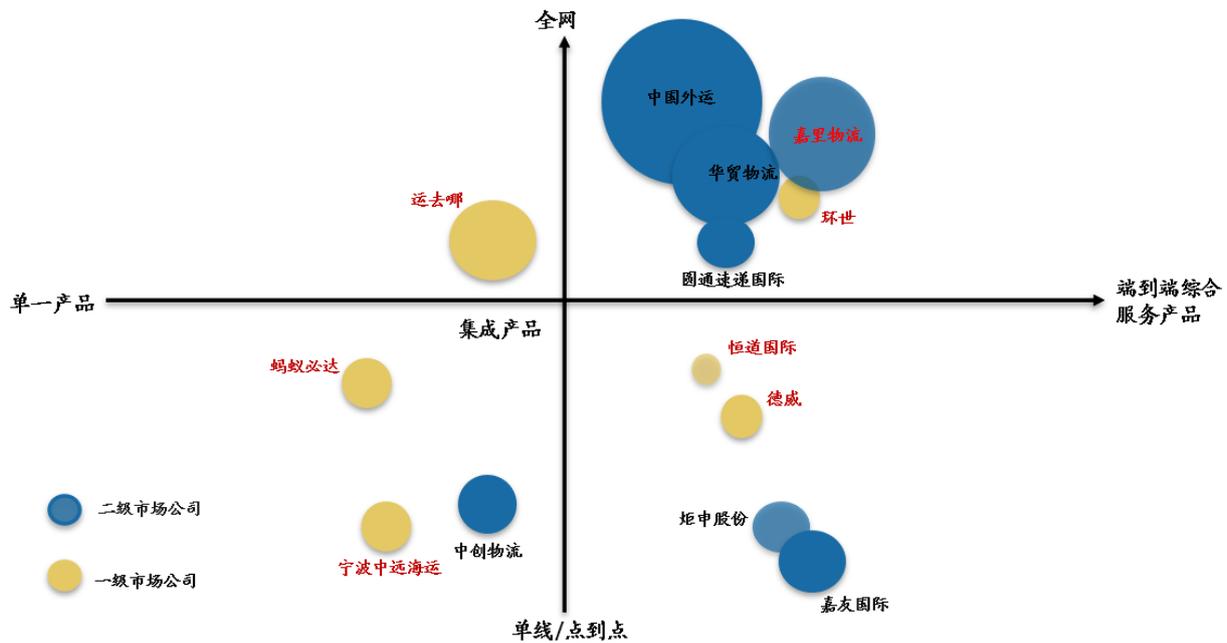
长期看，行业未来发展的驱动因素，也是货代企业的成长路径包括数字化转型、标准化产品赋能和并购成长。举例来看，对比各头部企业在年报中的关于国际货代业务战略的阐述，DHL强调业务的盈利能力以及“端到端”的服务质量提升，DB Schenker在强调盈利能力提升的同时也在追求对于高增长地区的布局，而DSV和嘉里则采用较为直接有效的收购+布局的方式来提高增速。此外，头部企业也均在在战略规划中强调提升IT数字化能力，以提升全链路运营效率。

表10: 头部公司国际货代业务策略

公司	国际货代业务策略
DHL	盈利能力提升、“端到端”服务质量提升、提升数字化能力
DB Schenker	盈利能力提升、增长地区布局、提升数字化能力
DSV	内生增长、收购、增长地区布局、提升数字化能力
嘉里物流	收购、增长地区布局

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

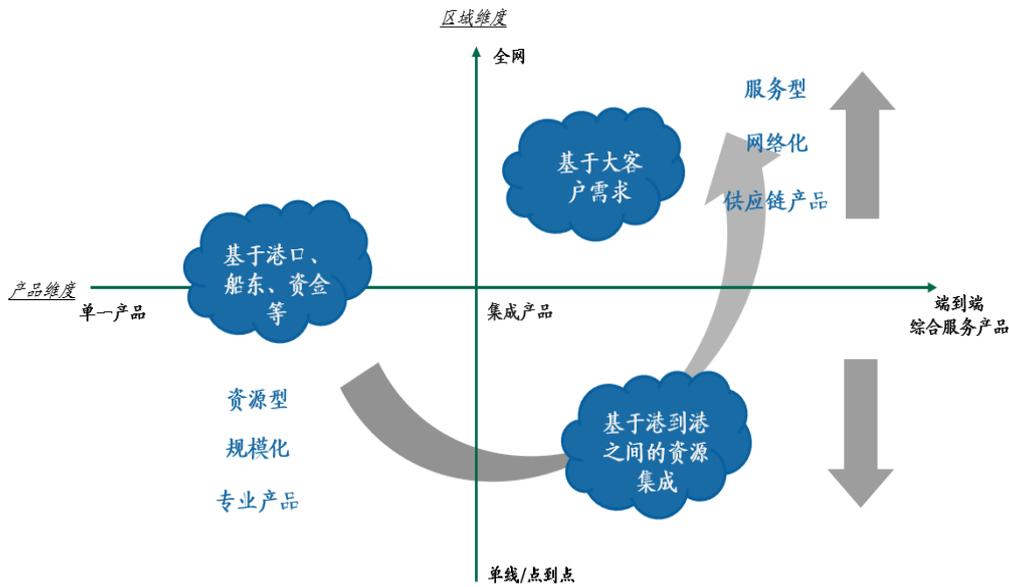
图44: 自营型货代细分领域公司分布 (圆圈大小代表市值或估值)



数据来源: Wind, 金融界, 资本邦, 广发证券发展研究中心

注: 一级市场公司市值参考最近可获得融资估值信息

图45: 货代行业细分领域及发展趋势



数据来源: 广发证券发展研究中心

(三) 航空货运公司: 航线资源稀缺树壁垒

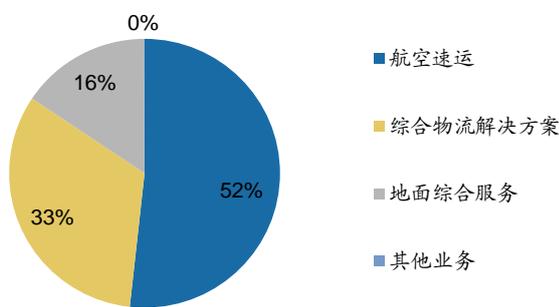
产业链视角下, 早期货代的服务的宽度、广度以及灵活性远远高于航空公司, 同样

具有较强的市场管控能力，在整个航空价值链中的投资收益明显高于其它服务提供商。而处于产业链中间环节的航空公司，投资回报率明显处于整个价值链的“洼地”。

具体来看，类似中国外运的大型航空货代公司往往在多条航线上向航空公司批量订购定期货运舱位。货代拿到舱位后向下游分销。2018年中国外运披露的直接客户比例为44%，超过一半的客户为二级货运代理商。航空运输本身同质化的特性使得专注于空中运输的货运航司缺少议价能力。

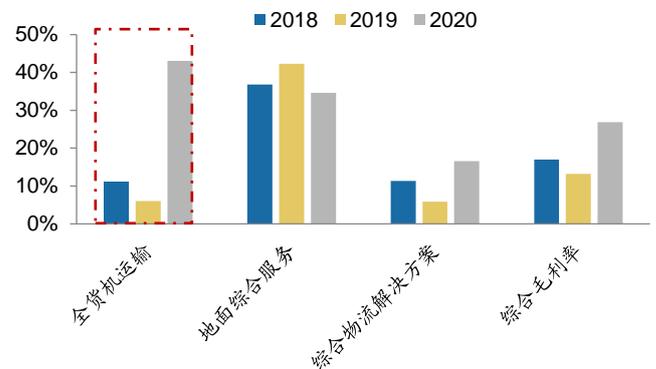
我们以已经单独将航空货运业务分拆上市的东航物流进行分析。东航物流的全货机业务的周期性相对较强，源于航油成本波动较大。和航司客运业务类似，货机运输的收入端主要影响因素为吨公里收益和载运率，成本端主要决定因素为航油成本和折旧摊销。

图46: 东航物流航空速运收入约占50% (2020)



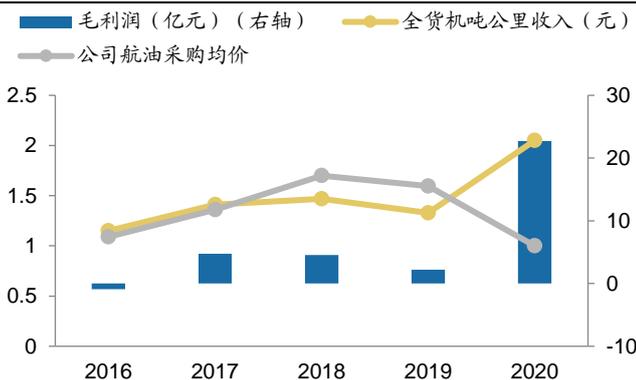
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图47: 地面综合服务毛利率高, 货机运输业绩波动大



数据来源: Wind, 东航物流招股书, 广发证券发展研究中心

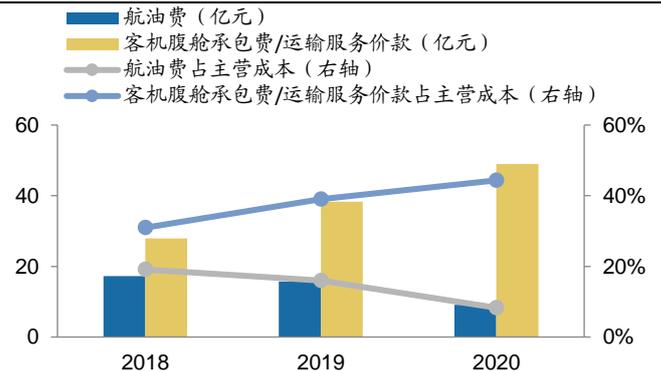
图48: 毛利润受吨公里收益和航油成本影响



数据来源: Wind, 东航物流招股书, 东航物流招股书 (申报稿 19/06/21 报送), 广发证券发展研究中心

注: 公司航油采购均价指数化处理, 以 2020 年价格为基准

图49: 航油采购金额是公司成本主要影响因素之一

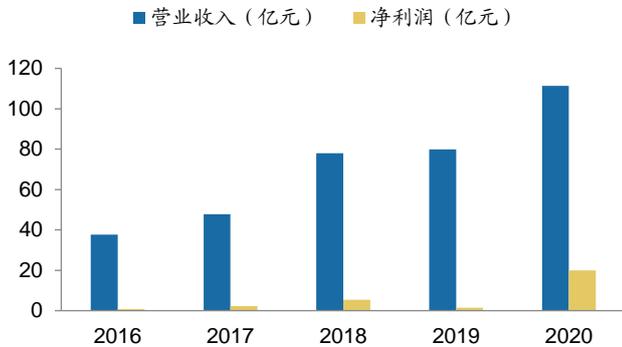


数据来源: Wind, 东航物流招股书, 广发证券发展研究中心

吨公里收益角度, 三大航货运业务吨公里收益变动趋势基本一致, 且与航油均价走势接近。我们认为原因在于: (1) 三大航货运服务同质性严重, 没有一家可以形成差异化定价; (2) 同时吨公里收益跟航油成本走势接近, 差距大小由不同时期供需

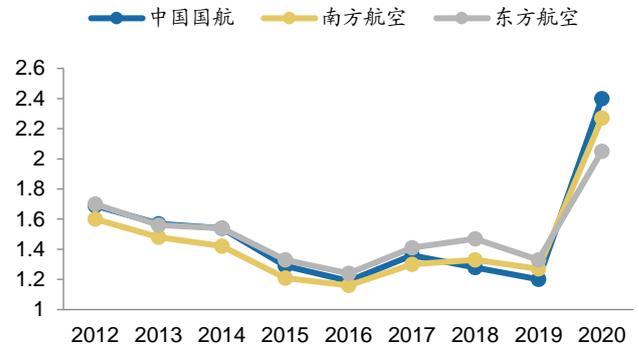
情况决定。

图50: 中货航营收、净利润近五年呈上升趋势



数据来源: Wind, 东航物流招股书, 东航物流招股书 (申报稿 19/06/21 报送), 广发证券发展研究中心

图 51: 三大航货运吨公里收益 (元) 走势基本一致



数据来源: Wind, 中国国航、南方航空、东方航空年报, 东航物流招股书, 东航物流招股书 (申报稿 19/06/21 报送), 广发证券发展研究中心

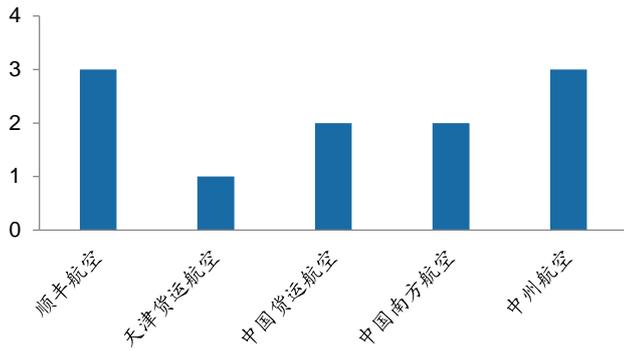
注: 东方航空 2016-2020 年数据取东航物流全货机业务数据

(四) 快递公司: 最值得期待的整合者, 揽货与全链路整合能力具备比较优势

近年来, 以快递公司主导的航空货运模式凭借着在地面揽货、运输等方面较强的能力, 也在布局自身的航空货运业务。

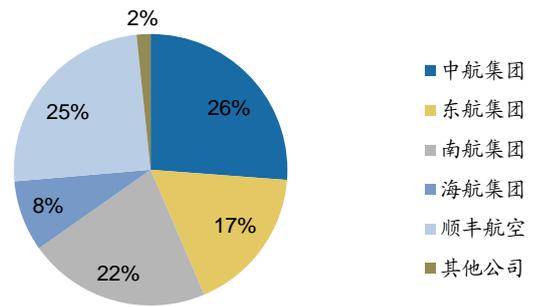
快递公司的优势主要在于: 第一, 掌握货源, 更强的议价能力。与航司货运模式不同, 快递航空通常拥有自己的地面运输和销售网络。观察目前具备航空货运能力的物流企业, 我们发现: 快递系出身的顺丰航空和圆通航空均依靠集团的快递网络实现地面运输, 而近年崛起的跨越航空和友和道通拥有跨越速运和友和道通等地面网络, 且其发展模式呈现: 先地面运输, 后航空物流”的发展路径。

图 52: 2020年部分航司新增全货机(架)情况



数据来源: 顺丰控股、南方航空、东航物流年报, 物流时代周刊, 郑州航空港区发布, 广发证券发展研究中心

图 53: 2020年各航司货邮运输量占比分布



数据来源: 民航局, Wind, 顺丰控股年报, 广发证券发展研究中心

注: 顺丰航空数据为全货机与散航发货量

表 11: 快递航空多起家于地面运输

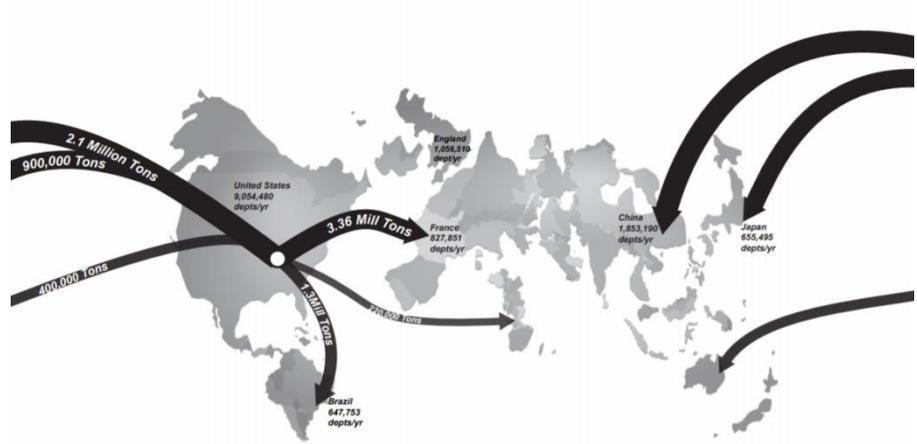
	地面网络	空中运力	主要市场	发展路径
顺丰航空	顺丰快递	自有有机队(61架)	国内、国际	地面运输-散航-自营机队-航空枢纽
跨越速运	跨越速运	包机(14架)	国内	地面运输-包机协议
圆通航空	圆通快递	自有有机队(10架)	国内、国际	地面运输-散航-自营机队-航空枢纽

数据来源: 顺丰控股、圆通速递年报, 跨越速运公众号, 广发证券发展研究中心

注: 空中运力数据为截至 2020 年年末

第二, 快递航空模式本身在地面运输方面的优势不仅仅可以完善其服务链条, 更为重要的是物流商可以对全网的进行规划, 利用枢纽对货物的集散能力提升效率。事实上, 快递航空公司发展到一定阶段, 枢纽机场的建立是网络效率迈向下一个台阶的必然选择。

图 54: FedEx从孟菲斯机场飞往全球各地的年航班数量与货运量

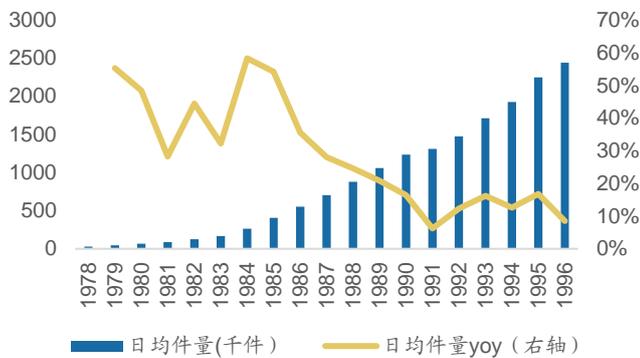


数据来源: 《FedEx Express Super Hub and Memphis International Airport》, 广发证券发展研究中心

第三，快递公司可以通过运输网络优势（合理的产能投入和机队优化）以及技术投入不断降本增效，规模经济得以不断强化。由于鄂州机场尚未投产，我们以FedEx为例进行说明，FedEx之前，航空快递市场运输模式以点对点运输为主，装载率低导致成本无法有效摊薄。1973年，FedEx将总部迁往孟菲斯，1981年孟菲斯机场转运中心正式投入使用。轴辐式模式大幅提升了资产运行效率，单票成本在1982-1988年之间持续下跌，1988年降至阶段性低点11元/件。在孟菲斯之后，FedEx又设立了多个转运中心，纽瓦克、奥克兰、苏比克湾、巴黎等。

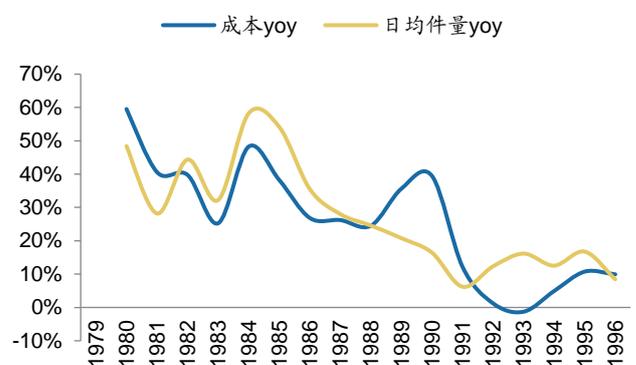
从成本结构数据来看，航空时效件业务的直营模式使其劳动力密集，职工薪酬在成本结构中占比最大，单票成本摊薄过程中，单票职工薪酬、单票折旧的下降最为显著。

图55: 1977-1996年间FedEx日均件量



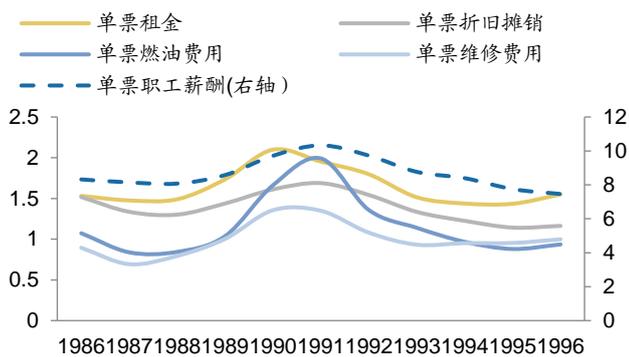
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图56: FedEx成本增速与件量增速趋势基本一致



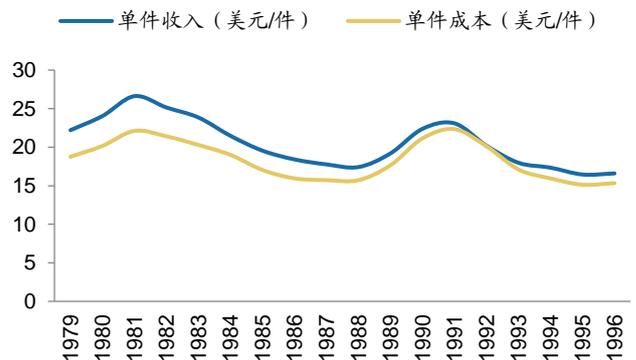
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图57: FedEx单件包裹的成本整体呈下降趋势（美元/件）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图58: FedEx成本下降与单价下降趋势基本相同



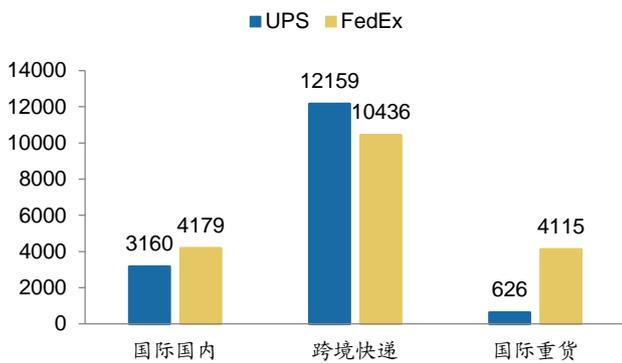
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

五、寻找明日之星：发现产业链中的龙头

（一）顺丰控股：核心能力是获客与资源掌控，与嘉里物流的合作值得期待

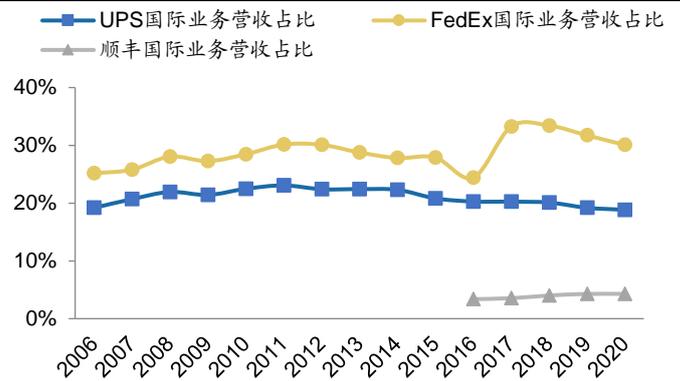
首先，作为中国及亚洲首个货运枢纽，鄂州机场做中国快递出海过程中的不可替代性大大增强。伴随着第四轮全球制造业产业转移的浪潮，中国“工程师红利”和东南亚“低成本替代”优势有望进一步凸显。中国制造企业供应链加速向东南亚转移，同时品牌商也在加速出海，有望共同构筑顺丰国际业务的重要增量来源。

图 59: 2020年FedEx、UPS国际业务收入（百万美元）



数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

图 60: 顺丰、FedEx、UPS 国际业务收入占比对比



数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

2021年2月，顺丰与嘉里物流发布联合公告，顺丰控股拟采用现金收购方式收购嘉里物流9.31亿股股份（约占标的公司已发行股本的51.8%），交易总对价为176亿港元。顺丰将向嘉里物流的合资格股东及购股权持有人发出部分要约和购股权要约，其中部分要约每股要约价格为港币18.8元，购股权每股要约价格为港币8.6元。

表 12: 顺丰控股拟收购嘉里物流方案概述

标的公司	嘉里物流
交易概述	顺丰向嘉里物流股东发出部分股份要约及购股权要约，收购嘉里物流 9.31 亿股，约占嘉里物流已发行股本的 51.8%（全面摊薄股本的 51.5%）；收购并注销最后截止日期尚未行使购股权的 51.8%（按公告日期计算为 561 万份购股权）
交易价格	每份要约股份——18.80 港元（加上特别股息 7.28 港元共计 26.08 港元），每份购股权——8.60 港元
交易总对价	175.6 亿港元
收购方式	现金收购
交易范围	国际货运代理业务、物流营运业务（嘉里物流现有业务剔除中国香港货仓及中国台湾地区业务）
业务出售事项	（1）仓库出售协议：将 Kerry Warehouse (HK) Holdings Limited 出售给嘉里控股全资附属公司 Urban Treasure Holdings Limited，对价港币 135 亿元； （2）拟订立中国台湾地区业务出售协议：将 Kerry Logistics Services Limited 出售给嘉里控股全资附属公司 Treasure Seeker Group Limited，对价 45 亿新台币等值美元

数据来源：Wind，《顺丰控股、嘉里物流及嘉里建设联合公告》，广发证券发展研究中心

根据A&A发布的2019全球25大国际货代企业名单中的数据，嘉里2019年综合排名十，其中海运业务量为1250,038TEUs，排名第六，而空运业务量为409,408公吨，排名16。

表13: 2018年A&A全球货运代理商排名

序号	项目名称	总营收 (百万美元)	海运 (TEU)	空运 (Metric Tons)
1	DHL Supply Chain & Global Forwarding	28,120	3,225,000	2,150,000
1	Kuehne + Nagel	25,320	4,690,000	1,743,000
2	DB Schenker	19,968	2,203,000	1,304,000
3	DSV	12,411	1,442,348	689,045
4	Sinotrans	10,549	3,740,000	530,100
5	Expeditors	8,138	1,167,820	1,011,563
6	Panalpina	6,156	1,484,100	1,038,700
7	Nippon Express	18,781	686,206	899,116
8	UPS Supply Chain Solutions	9,814	600,000	935,300
8	Bollere Logistics	5,415	873,000	690,000
9	C.H.Robinson	16,631	1,000,000	225,000
10	CEVA Logistics	7,356	786,600	476,600
11	Kerry Logistics	4,875	1,196,607	409,127
12	GEODIS	6,645	798,173	363,451
13	Hellmann Worldwide Logistics	3,646	901,698	578,007
14	Kintetsu World Express	5,310	700,043	600,849
15	Yusen Logistics/NYK Logistics	4,715	815,000	380,000

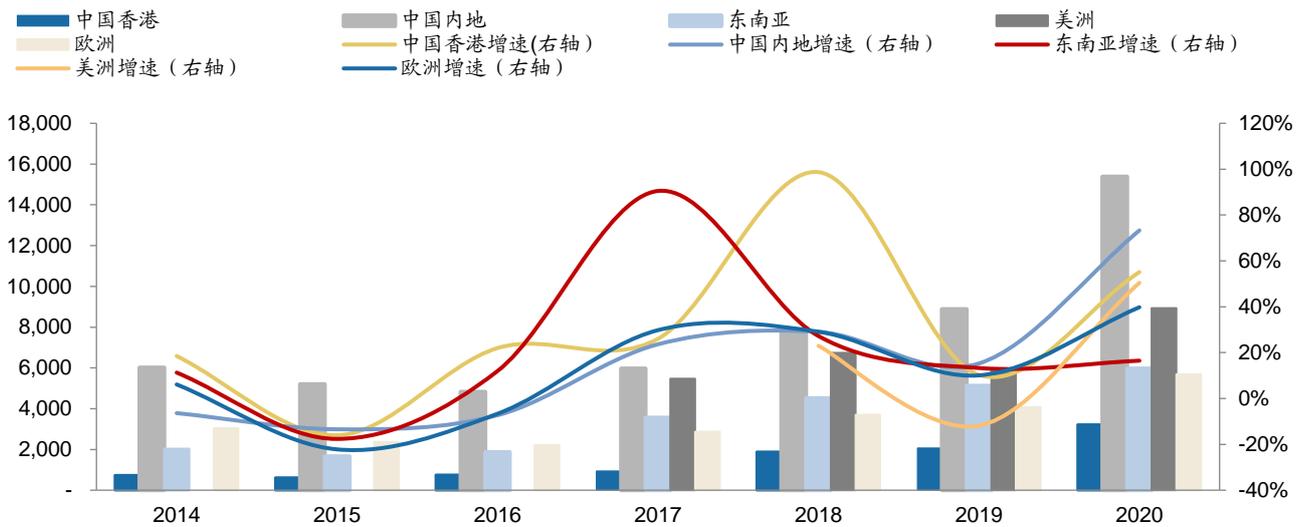
数据来源：搜航网，Armstrong&Associates，广发证券发展研究中心

注：排名有并列

嘉里物流2020年国际货代收入320.8亿港元，同比增长48.33%，主要因为疫情原因亚洲地区防疫物资出口增多、运价上涨共同作用。嘉里国际货代业务遍布全球，收入相对分散，亚洲作为公司的大本营仍然是其国际货代业务的优势地区，2020年大中华以及东南亚地区收入占比63%，欧美等其他地区占比37%，其中中国香港地区、中国台湾地区由于基数相对低增速较快。

嘉里物流的国际货代业务增长核心在于持续的全球收购，结合前文对于嘉里历史收购、布局活动的梳理以及各个地区的国际货代收入增速上我们可以看到，2015年-2018年收购活动的频繁对于改善多个地区的收入增长起到了明显推动作用，其中2016年由于收购美国著名无船承运人Apex，美洲地区收入占比提升，亚美航线实力明显增强。

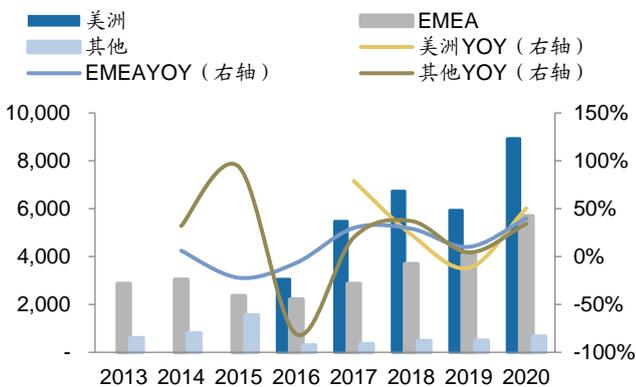
图61: 嘉里物流国际货代业务亚洲各地区收入及增速 (百万港元)



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 此处为分部抵消前收入情况

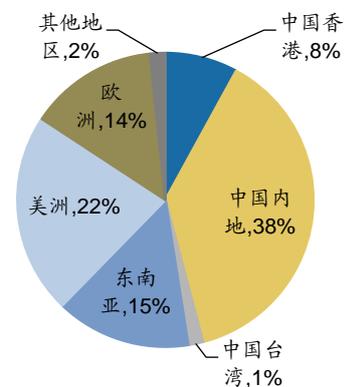
图62: 嘉里物流国际货代业务欧美等地区收入及增速 (百万港元)



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 此处为抵消前分布收入, EMEA 指欧洲、中东及非洲, 2017年“其他”、“美洲”地区收入有过重分类

图63: 2020年嘉里物流国际货代业务各地区分部收入占比



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 此处为分布抵消前分部收入, EMEA 指欧洲、中东及非洲

表14: 嘉里物流与前五大国际货代公司2019年业务数据对比

序号	项目名称	国际货代收入 (百万美元)	海运 (TEU)	空运 (Metric Tons)	覆盖国家个数
1	DHL	11,979.76	3,207,000	2,051,000	150
1	Kuehne + Nagel	11,718.85	4,861,000	1,643,000	109
2	DB Schenker	8,096.43	2,294,000	1,186,000	130
3	DSV	7,682.41	1,907,126	1,071,266	80
4	Sinotrans	7,876.24	3,770,000	502,000	70
10	Kerry Logistics	2,775.68	1,250,038	409,408	59

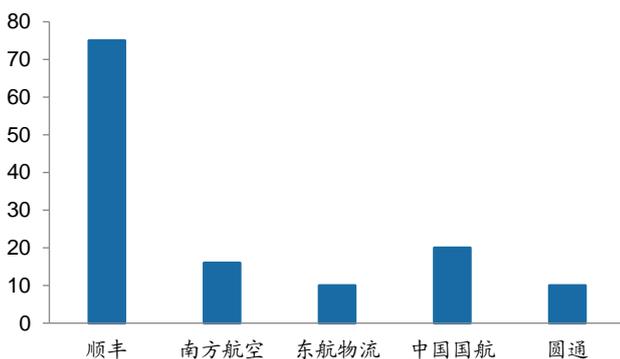
数据来源: A&A, 公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 美元值根据各公司 19 年年报披露数据以及年底汇率计算得出

顺丰作为国内拥有最多货机的物流企业可与公司在全球覆盖59个国家、1000+服务点货代销售网络形成很好的战略协同效应,一方面,顺丰的货运量将直接增加嘉里国际空运代理的业务量,另一方面,顺丰的机队实力将大大增强嘉里的订舱优势,进而增强在海内外空运代理的销售能力。二者的协同不仅可以使顺丰的装载率提升(尤其是回程),同时可以直接增加嘉里国际空运代理的业务量。

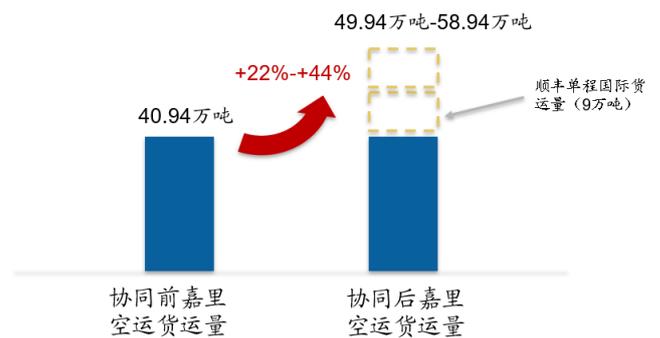
根据A&A统计的数据,2019年嘉里空运货代量为40.94万吨,据顺丰年报披露,2020年顺丰全货机国际航线总计运量约9万吨,考虑到顺丰国际货运回程的装载率并不算高,若简单假设借助嘉里的全球货代网络以及销售能力使得回程实现去程同样的装载率,全年货运量可达18万吨,据此测算,在不考虑鄂州机场将来带来的货运量的前提下,二者的协同可使得嘉里在空运货代的业务量实现21.98%-43.97%的增长。

图64: 主要货运航司全货机架数(截至2020年末)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 65: 嘉里国际空运代理业务协同增长测算



数据来源: A&A, 顺丰控股年报, 广发证券发展研究中心

（二）华贸物流：传统货代为基础，强化跨境电商物流资源掌控能力

华贸物流成立于1984年12月14日，并于2012年5月29日在上海证券交易所挂牌上市，是中国本土最具规模的第三方国际综合物流企业，具体提供以国际货代为核心的跨境现代综合物流服务。其主要（营）业务包括国际货运代理、跨境电商物流、进口分拨仓储物流、特种专业物流、其他物流服务等。

图66：华贸物流主营业务

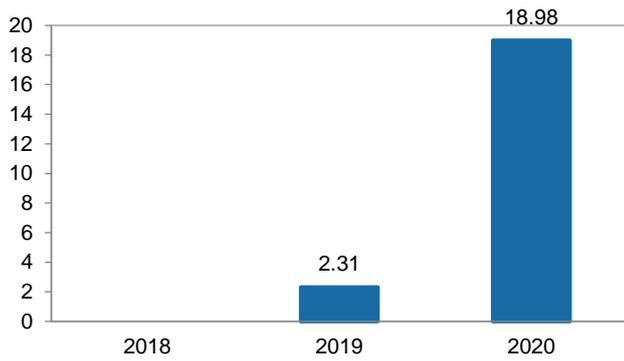


数据来源：华贸物流官网，广发证券发展研究中心

公司在国际货代核心业务地位稳固。在2020年的中国货代物流企业百强排行榜中，华贸物流综合实力排第8位，国际空运业务排第5位，国际海运业务排第7位。国际空运和国际海运占公司收入的比例分别为40.42%和34.29%。

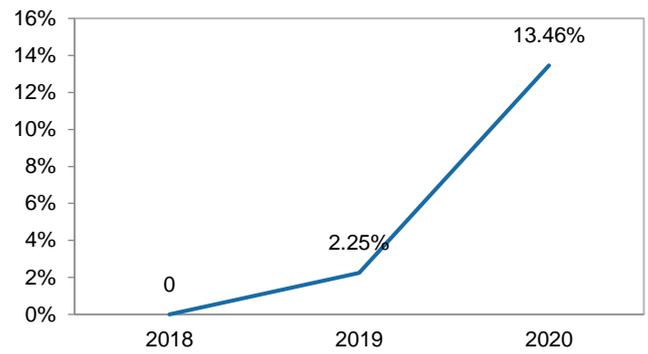
华贸物流自2018年布局跨境电商物流业务起，于2020年取得快速发展，实现大幅增量。2020年，华贸物流完成业务量国际空运5.31万吨、国际海铁0.97万标箱。跨境电商物流营业收入18.98亿元，较2019年2.31亿元增幅达721%；跨境电商物流收入占总营收比例从2019年2.25%增长至13.46%，增速498%，成为仅次于空运和海运的第三大业务收入来源。

图 67: 华贸物流跨境电商物流收入 (亿元)



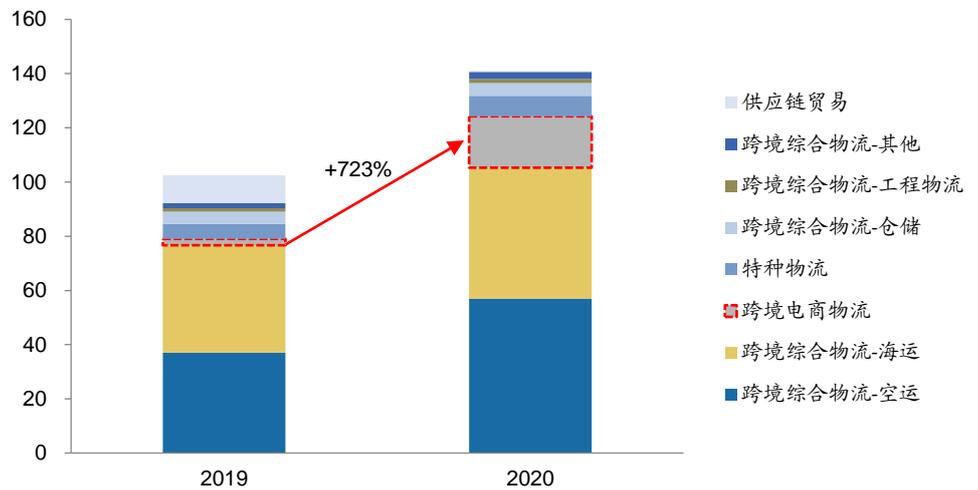
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 68: 华贸物流跨境电商物流收入占总营收比例(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 69: 华贸物流2019与2020年收入 (亿元) 构成情况对比



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

华贸物流从2018年以来一直着重布局跨境电商物流板块, 通过收购整合等方式加快跨境电商物流网络布局, 较传统货代更具先发优势, 基本形成覆盖全产业链的竞争能力。

2021年7月, 公司收购跨境电商物流公司佳成国际70%股份。根据佳成国际官网, 公司成立于2000年, 有运行车辆200余台、境内分拨中心4个, 境外通关、分拨口岸30余个, 自营国际专线20多条, 服务区域覆盖200多个国家和地区, 是亚马逊SPN物流服务商以及阿里巴巴国际站与菜鸟网络、敦煌网等多家平台的指定国际物流供应商, 2020年营收达12.03亿元。

图70: 华贸物流跨境电商业务发展历程

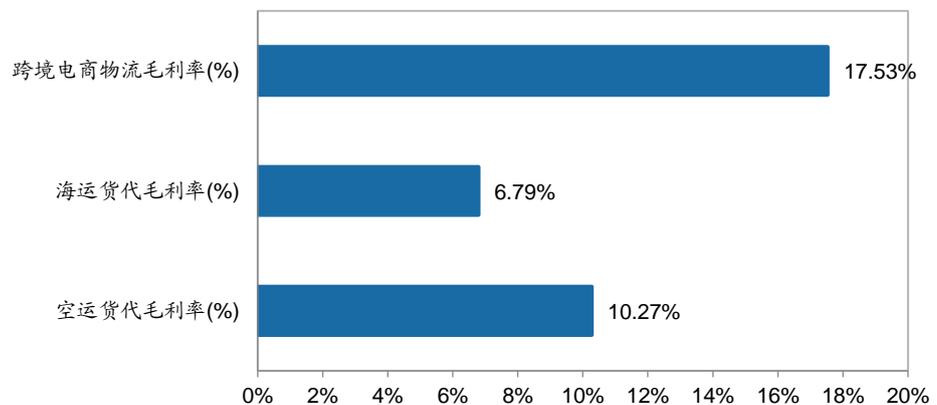


数据来源: 广发证券发展研究中心

跨境电商比传统货代中间环节更多、对清关效率和全程安全能力的考量要求更高，由此带来产业链条的延长和增值服务的附属价值上升，利润较传统货代进一步增厚。从2020年华贸物流主要业务的毛利率对比来看，跨境电商物流的毛利率高达17.53%，远远超过海运货代（6.79%）和空运货代（10.27%）的毛利率水平。

相较纯跨境电商物流平台，传统货代企业具备行业积累优势，同时华贸物流正在逐步补齐业务短板，未来公司的跨境电商物流板块有望持续放量。

图71: 2020年华贸物流主要业务的毛利率对比



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

(三) 燕文物流: 全链路直营的跨境出口电商综合物流服务商, 专线产品发展迅速

根据公司官网及招股书(申报稿)信息, 燕文品牌成立于1998年, 是国内从事跨境出口电商综合物流服务的首批企业之一。公司整合全球物流资源, 以自主研发的综合物流信息管理平台为支撑, 打造专业化、多元化的物流产品服务体系, 并与全球速卖通、亚马逊、Wish、eBay等全球大型跨境电商平台建立了长期、稳定的合作关

系。

经过多年发展，燕文已在全国设置六大分拨中心和37个集货转运中心，业务覆盖全国17个省市，服务通达全球200余个国家和地区，是国内跨境出口电商物流行业中服务覆盖和通达范围最广的公司之一。2020年，公司营业收入达62亿元。

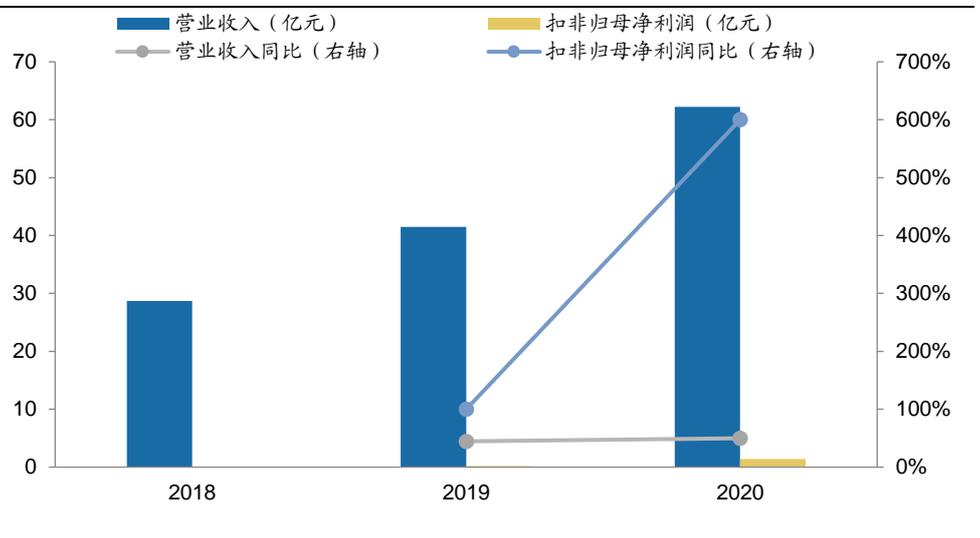
表15: 燕文物流发展历程

年份	公司业务发展历程
1998年	公司前身“北京燕文科技有限公司”成立，主要从事国际货运代理业务
2005-2013年	开始为兰亭集势、DX、SHEIN等跨境出口电商客户提供物流服务
2014年	开始与全球速卖通、eBay等跨境出口电商平台合作，自主设计跨境物流产品
2016年	全年票件量突破2.5亿件，在国内跨境出口电商物流服务商中率先引入自动化分拣设备，极大地增强了公司的票件处理能力
2017年	通过增设分公司、集货转运中心和分拨中心等方式提升业务处理能力，日均单量突破100万票，全国揽收城市超过30家
2018年	日均单量突破150万票
2019年	业务覆盖国内30余个城市，跨境物流线路通达全球200余个国家和地区，通过数字化、智能化的信息科技技术整合全球物流资源，打造适应跨境电商发展的全球物流服务网络
2020年	在新冠肺炎疫情的催化下，全球主要国家和地区网购渗透率持续提升，我国跨境出口电商进入了高速增长阶段，公司年票件量达到7.17亿件，全年营收达62.18亿元

数据来源：燕文物流招股书（申报稿），广发证券发展研究中心

2018-2020年，公司营业收入与扣非归母净利润均保持较高的增长。2019、2020年，营业收入年增速分别约为45%、50%，扣非归母净利润分别实现100%、600%的增长。

图72: 燕文物流营收与盈利情况

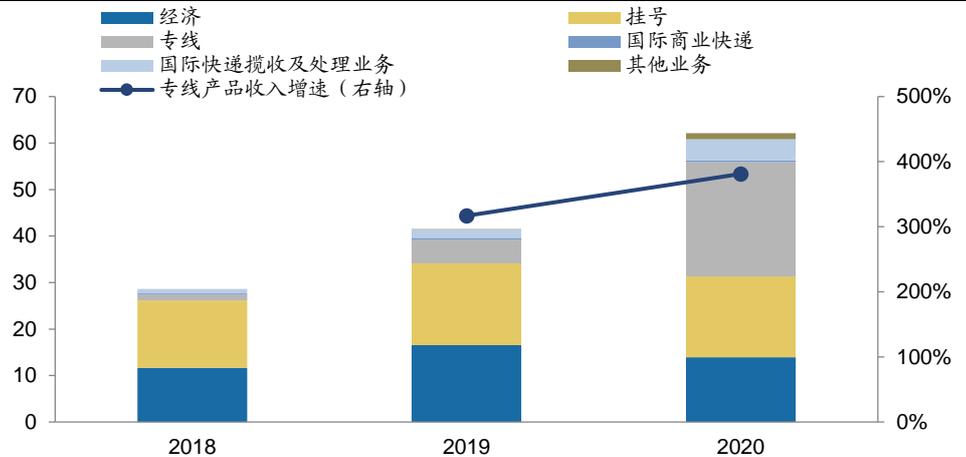


数据来源：燕文物流招股书（申报稿），广发证券发展研究中心

燕文物流的产品和服务包括国际快递全程业务、国际快递揽收及处理业务、其他业务三类，其中2018-2020年国际快递全程业务营收占比均在90%以上，为公司主要业务，国际快递全程业务又包括标准类产品、专线类产品及国际商业快递产品。2018-2020年，公司营业收入分别为28.7亿元/41.5亿元/62.2亿元，经营业绩持续增长。公司专线产品成长迅速，尤其是在疫情中邮政运力吃紧的情况下，2019、2020年公司

专线业务增速均在300%以上。

图73: 2018-2020年燕文物流营收(亿元)构成情况



数据来源: 燕文物流招股书(申报稿), 广发证券发展研究中心

国际快递全程业务的客户主要包括跨境电商卖家和平台, 收件人为境外消费者或其指定的收件人。燕文物流在揽收、国内转运、仓内分拣处理、出口报关、国际运输、境外清关、境外转运、尾程派送等环节可选择自主操作或采购境内外供应商, 如中国邮政、USPS等的服务。

在快件寄递的全过程中, 供应商可能参与国内/国际运输、关务、尾程派送等一个或多个环节, 但由燕文物流通过其全球跨境物流大数据平台管理统筹协调组织、协调、衔接各个环节和供应商, 确保整个跨境物流服务的安全性、时效性和性价比。

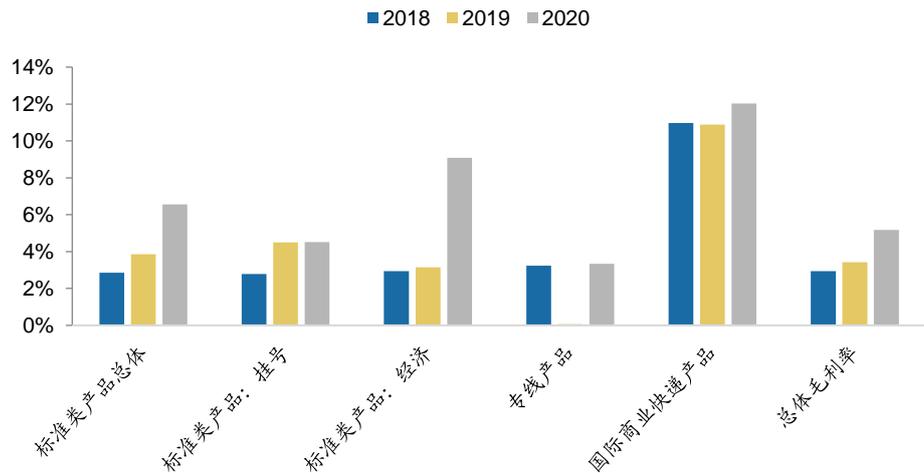
表16: 国际快递全程业务产品情况

产品类型		通达范围	重量区间	时效	追踪信息	价格	国际运输环节
标准类	挂号	全球	0-2KG	10-45日	全程追踪	中等	航空转机为主
	经济	全球	0-2KG	10-45日	半程追踪	较低	航空转机
专线类		部分国家/地区	0-30KG	7-20日	全程追踪	中等	航空直飞占较高比重
国际商业快递类		全球	0-70KG	3-10日	全程追踪	较高	航空直飞模式为主

数据来源: 燕文物流招股书(申报稿), 广发证券发展研究中心

从毛利率水平来看, 2020年公司总体毛利率为约5%。毛利率最高的业务是国际商业快递产品, 2018-2020年均保持在10%以上的水平, 但该产品在公司营收总体中占比较小, 2018-2020年均小于5%。标准类、专线类毛利率分别约为7%、3%, 可见公司专线产品毛利水平还有进一步提升的空间。

图74: 燕文物流各产品毛利率情况



数据来源: 燕文物流招股书(申报稿), 广发证券发展研究中心

在经营模式方面, 公司始终坚持**全链路管控的直营模式**, 在全国30余个城市提供直营服务, 由总部对分公司、集货转运中心、分拨中心、集运仓实施直接管理, 统一组织运输的各个环节, 并根据各环节处理能力的动态变化、供应商服务价格的波动, 统一组织跨区域的资源调配和供应商比选。

燕文物流在跨境出口电商综合物流服务领域深耕多年, 在品牌口碑、供应商资源、处理网络、客户资源、信息化系统等方面积累丰富。未来, 公司计划继续加强国内外分拨中心、国际运力、海外派送等跨境物流基础设施建设、开拓新兴市场并进一步增强物流服务的数字化、信息化程度。

表17: 燕文物流竞争优势

	具体优势
品牌与服务	公司提供通达全球 200 余个国家和地区的国际快递全程业务, 包括若干类子产品, 产品种类齐全。此外, 公司还可根据平台物流和独立站卖家的分段服务需求, 提供单个或多个环节的模块化定制服务, 并与全球速卖通、亚马逊、Wish、eBay 等全球大型跨境电商平台建立了长期、稳定的合作关系。
供应商资源	公司在境内外积累了丰富、多样的供应商资源, 供应商类型涵盖国内运输、国际运输、境外派送等全流程环节, 覆盖区域遍及全球 200 多个国家和地区, 数量近 400 家, 并与主要的供应商均建立了长期稳定的合作关系。
包裹处理网络	燕文物流在全国设置了北京、昆山、杭州、义乌、东莞、深圳六大分拨中心, 37 个集货转运中心, 覆盖了全国主要的跨境电商产业集群区。
信息化	一方面, 公司坚持对信息系统基础架构的持续投入, 搭建出了以专有云为基础, 公有云为扩展的混合云架构, 沉淀出了大数据基础组件、监控引擎、接口引擎、日志引擎、搜索引擎、存储引擎等底层技术; 另一方面, 基于在跨境出口电商物流 20 余年的业务经验和技術积累, 公司已建成模块化、高可用、易扩展的业务中台系统, 并以此为基础, 搭建了敏捷、灵活的前台业务系统, 支持公司实现对客户需求的快速响应和产品的创新迭代。
自动化	2016 年, 燕文物流即引入了自动化分拣设备, 是行业内最先引入智能物流设备的企业之一。公司不断收集客户需求进行研发设计, 结合场地作业工艺流程需求, 与设备供应商合作, 生产出定制化的智能化物流设备, 并将其与公司自主研发的物流信息管理系统深度融合。
人才储备	公司实际控制人周文兴、曾燕和部分高管人员具备丰富的跨境物流行业从业经验, 可在公司运营、产品创新、技术研发、客户和供应商开拓等方面为公司提供强大的支持。

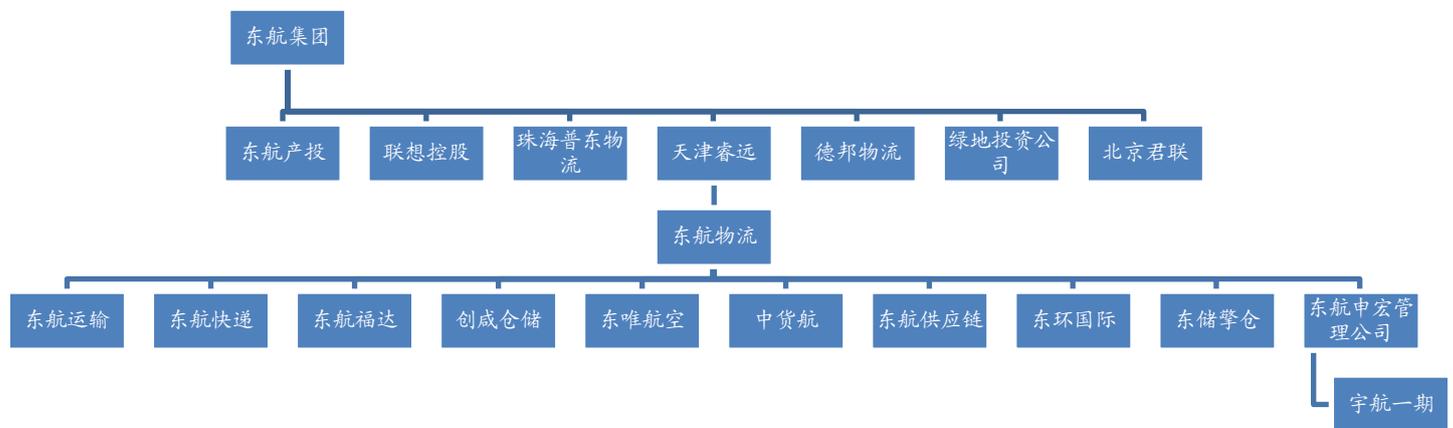
数据来源: 燕文物流招股书(申报稿), 广发证券发展研究中心

(四) 东航物流: 核心能力是航线资源, 加强要客服务和一体化供应链服务能力

东航物流脱身与中国东方航空公司航空货运部门。其中东航物流前身东方远航物流于2004年8月成立。成立之初由三家企业共同持股: 东航股份、中货航与中远集团。2012年东航股份决定整合旗下资产, 提升东远物流与东航客运部门协同, 东航股份出资共5.81亿人民币, 收购中货航与中远集团在东源物流中的全部股份。同年东航股份为发展东远物流业务注资9.5亿人民币并于2012年7月更名公司为东航物流。至此东航物流成为东航集团旗下全资子公司。

2017年, 东航物流做出决定引进外部资本增持, 成为我国三大航司物流业务中第一个完成外部资本引进的公司。五家企业(联想控股, 珠海普东物流, 德邦股份, 绿地投资公司, 天津睿远)共投资14.55亿人民币。同年12月, 联想控股将其持有的股份中4.9%的东航物流股份以2.009亿人民币的价格转让给北京君联。至此, 东航物流初步完成资产重组与转型。由一家东航控股旗下全资子公司转换为多家外部资金与东航携手控股的更适应市场化资本竞争模式的股份制公司。

图 75: 2020 年东航物流股权结构 (发行前)

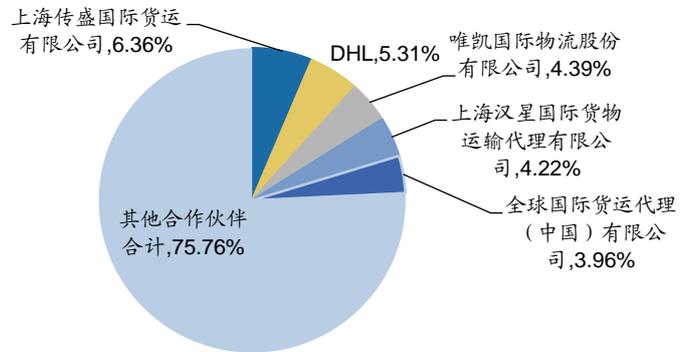


数据来源: Wind, 东航物流招股书 (申报稿), 广发证券发展研究中心

目前来看, 东航物流的主要核心业务还是集中在从机场开始, 到机场结束的点对点航空物流运输业务。其自身的揽货能力相对来说较低, 在独立处理货主直接到航空订舱方面的衔接环节有一定困难, 一定程度上依赖与其合作的大型快递公司和货代

为其提供稳定的货源。2020年前五大合作伙伴占据其航空速运业务总收入的24.24%，且这五大公司全部为大型快递企业和上海当地的货代公司。

图76：2020年东航物流航空速运业务前五客户主要为货代，业务金额占比约为24%左右



数据来源：Wind，东航物流招股书（申报稿），广发证券发展研究中心

综合物流一体化供应链业务是2018年以来东航物流快速发展的重要增长点。东航物流旗下一体化供应链分为三个部分：同行业供应链、航空特货运输服务、跨境电商服务及生鲜产地直达服务。

同行业供应链主要是东航物流旗下物流事业部与其全资子公司东环国际等物流公司与邮政及快递快运公司提供其航空物流和机场之间点对点的航空货运业务。东航物流主要向同业快递企业提供进港货物处理，货物装卸机，航空干线运输以及到岗货物场内运输卸载等一系列航空货运相关服务。在2018-2020年间，同行业供应链收入占综合一体化供应链收入比例最高，2020年达到60.85%。

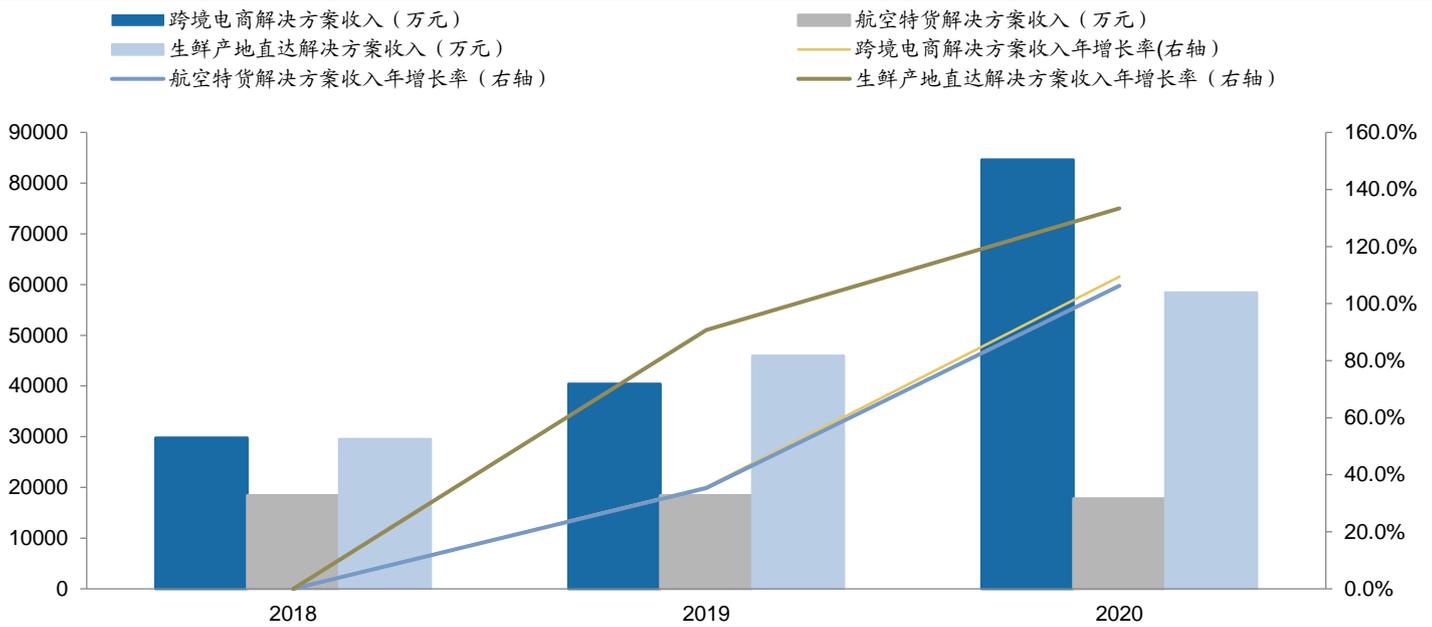
航空特货主要是和由对航空运输要求特殊的客户进行直接合作。东航物流与国药集团，Inditex等公司直接达成合作，承运其对航空运输安全及环境和时效性有特殊要求的货物。这些货物主要是医疗器械，药品，精密仪器等高货单价的高净值货物。东航物流提供其航空物流方面的一站式服务，包括场内运输和航线干线运输等核心业务。

表18：东航物流供应链分项货物处理量与单位货价

	2018	2019	2020
跨境电商解决方案单位货量收入（万元/吨）	1.91	2.1	3.84
跨境电商解决方案货量（吨）	15608.03	19276.16	22016.08
航空特货解决方案单位货量收入（万元/吨）	3.24	2.75	2.89
航空特货解决方案货量（吨）	5700	6680	6160
生鲜产地直达解决方案单位货量收入（万元/吨）	19800	20300	12400
生鲜产地直达解决方案货量（吨）	1.49	2.27	4.8

数据来源：东航物流招股书，广发证券发展研究中心

图 77: 东航物流供应链服务收入增长一览 (2018-2020 年)



数据来源: 东航物流招股书, 广发证券发展研究中心

六、投资建议

疫情提振海外零售线上需求, 预计未来5年我国跨境电商物流行业或有约两万亿空间待释放。 疫情催化海外零售线上渗透率提升, 政策红利推动跨境电商服务体系日趋完善。根据网经社数据, 2020年我国跨境电商交易总额约为12.5万亿元, 假设我国跨境电商交易额增速在疫情后5年内保持约12%左右的增速上涨, 预计到2025年, 我国跨境电商行业交易额或将达22万亿元。与传统跨境物流相比, 跨境电商物流存在小批量、多批次、高时效的需求, 出口B2C成主要增长点, 环节多、服务链条长, 运输主体和形式多样使得物流成本较高(目前跨境电商物流费用占交易额的20-30%), 粗略估计未来5年我国跨境电商物流行业或有约两万亿增量空间待释放((22.0-12.5)*20%=1.9万亿)。

品牌商出海与新兴市场崛起, 有望带动专线与海外仓模式份额提升。 发展初期, 邮政小包因其价格低廉成为主流模式。制造业升级和跨境卖家品牌化趋势下, 新兴平台和独立站有望加速发展, 物流服务信息化、效率亟需提升; 新兴市场加速布局, 获客、资源获取与整合能力成关键要素, 预计性价比更高的专线与服务更好的海外仓模式份额逐步有望提升。预计到2025年, 专线/海外仓模式市场份额有望达30%/35%, 对应市场空间分别为3168亿元/3696亿元(根据运联智库和燕文物流招股书申报稿测算2020年分别约为1049亿元/1554亿元)。

行业玩家多方角逐, 格局未定, 资源获取与整合能力成关键, 亟需整合者出现。 品牌商出海带动产业链链主前置, 定价模式变化(FOB→CIF)意味着中国货代企业具

备产业链延展和模式创新的可能，规模化、标准化、全程供应链是可行路径。航空货运公司具备航线资源优势，目前囿于服务链条的长度（主要是机场对机场的“点对点”服务），获客与前段资源整合能力是亟需补全的短板，关键要素在于要客获取和一体化供应链服务能力的提升。快递公司因具备前端揽货、地面接驳与全链路整合能力，“弯道超车”值得期待。

看好具备资源获取与整合能力的公司诞生产业链模式巨头。顺丰控股的核心能力是获客与资源掌控，鄂州机场投产在即，与嘉里物流的合作值得期待。华贸物流以传统货代为基础，近年来通过兼并收购不断强化跨境电商物流资源掌控能力；燕文物流是全链路直营的跨境出口综合物流服务商，专线产品发展迅速。东航物流的核心能力是航线资源，正在不断加强要客的综合服务和一体化供应链服务能力。**重点推荐：顺丰控股、嘉里物流；关注：华贸物流、东航物流、燕文物流。**

七、风险提示

跨境电商需求不及预期；新冠疫情出现反复；人力运输成本大幅上涨；贸易摩擦加剧。

广发交通运输行业研究小组

郭 镇：资深分析师，清华大学工学硕士，2013年进入广发证券发展研究中心。联系方式: guoz@gf.com.cn。

徐 君：高级分析师，南开大学会计学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。联系方式: xjun@gf.com.cn。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。