

详拆空运供给

——跨境物流系列报告三

行业评级：看好

2024年3月8日

分析师 李丹
邮箱 lidan02@stocke.com.cn
证书编号 S1230520040003

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

1、跨境电商迈入高质量发展阶段，B2C模式迅速崛起

- 随着跨境支付、物流等基础设施的完善和政策的支持，B2C跨境电商形成相对完整的业务流程，叠加2020年以来用户线上跨境购物日益常态化，**B2C占比快速提升。2022年B2C跨境电商交易规模达3.8万亿元，占比24%，2013-2022年CAGR增速为38.8%。**
- 2023年以来，凭借着玩法创新及供应链建设不断加强，中国“四小龙”（速卖通、Shein、Tik Tok、Temu）本土跨境电商平台逆势崛起，跨境电商平台迎来高速发展。
- 相较于国内电商物流，跨境出口电商物流目的地分散，且涉及环节较多，目前跨境电商物流主要包括直邮和海外仓两种模式：**1) 直邮业务**（直邮业务分为邮政、国际专线、商业快递，时效、费用各有差异）；**2) 海外仓。**
- 空运干线物流作为核心卡位环节**，随着上游跨境电商业务的高景气，跨境物流行业或迎来较大发展，将带动空运运价的提升。

2、航空货运运力供给总览：国内市场稳中有升，国际市场客改货运力逐步退出

- 航空货运运力供给主要来源于全货机及客机腹舱运力。截至2022年末，我国客运飞机共3942架，货运飞机共223架，其中，大型货机共50架，中小型货机共173架。
- 国内市场：1) 客机腹舱运力稳中有升：**国内客运航班量持续增长，23冬春航季国内客运航班约96651班次/周，同比+4%，较19冬春航季增长37%；**2) 货机运力稳定增长：**2019年至2023年，国内货运航班量稳中有升，根据航班管家数据，2023年国内航线货机理论业载量达246.3万吨，同比增长23%。
- 国际市场：1) 客机腹舱运力大幅下滑：**2020年-2022年，国际客运航班量大幅下降，带动国际客机腹舱运力下降，以国货航为例，2022年国货航客机腹舱可用货运吨公里为17.24亿吨公里，较2019年同比大幅下降82%。**2) 2020-2022年客改货航班量大幅增长，2023年客改货逐步退出：**在国际客运航班量大幅减小背景下，2020-2022年批复了大量客改货航班，客改货成为特殊时期补充国际货运运力的重要助力，2023年以来，随客机航班逐步恢复，客改货逐步退出市场，截至2023冬春航季，客改货航班为274班次/周，占国际货运总航班量的7%，其中，外航客改货运力已退出。

3、航空货运运力供给测算

- 假设国际客运航班量稳步恢复，2024-2025年预期国际客运航班量分别为14000和18000班次/周；假设国际货运航班货机航班量2024-2025年稳定年增速为13%，其中，欧美航班占比分别为35%和36%；客改货航班量稳步退出，预期2024-2025年航班量分别为150和100班次/周。
- 根据我们测算，预期2024年，我国国际出港货运运力供给中，货机、客机腹舱日均可载货物量分别为1.86万吨和0.78万吨，其中，欧美出港货运运力中，货机、客机腹舱日均可载货物量分别为0.87万吨和0.09万吨。
- 受跨境电商货物量增长影响，预期2024年行业供需关系改善。**预计2024年，日均出港可载货物量约2.64万吨（+8%），其中，欧美航线可载货物量约0.95万吨（+16%），**行业运力供需差整体+14%，欧美供需差+12%。**

4、跨境电商物流涉及环节众多，多方参与者有望受益

- 中国外运：**跨境物流业务直接受益，依托中外运敦豪间接获利。2023年前三季度，公司跨境电商物流业务实现2.51亿票，同比增长13%。
- 东航物流：**掌握核心干线资源，航线网络奠定跨境物流高壁垒。2023年上半年，跨境电商解决方案收入达19亿元，同比增长73%，货运量达4.85万吨，同比增长105%。
- 华贸物流：**物流版图持续完善，跨境电商物流高速增长。2022年公司跨境电商物流收入占主营业务收入的15%。2023年上半年，公司跨境电商国际空运货运量达4.2万吨，同比+36%，国际海运货运量达1.1万标箱，同比+91%。
- 嘉诚国际：**国内领先的全程供应链综合物流服务商，当前公司已建成、在建及规划建设235 万平方米的高标准仓库。
- 乐歌股份：**智能家居龙头，积极布局海外仓业务，2022/2023H1海外仓营业收入为4.9/3.6亿元，占总营收比重15.3%/21.8%。
- 大健云仓：**领先的大件B2B仓储物流服务商，公司B2B电商平台GigaCloud Marketplace在2020-2022年分别实现1.91/4.14/5.18亿美元的GMV，年复合增速高达65%。

1、境外经营及监管风险

开展跨境进出口业务涉及多个国家和地区，境外经济、政治等不可抗力因素变动将会对企业经营产生重大影响。

2、跨境电商行业发展不及预期

跨境电商物流高度依赖平台及消费者对跨境业务的需求，宏观经济、就业等情况变动将会影响消费需求。

3、中国品牌出海不及预期

中国商品的价格、服务等竞争力或将影响跨境电商的订单量不及预期。

目录

CONTENTS

01

跨境电商综述

跨境电商B2C模式迅速崛起

中国的电子商务巨头积极布局B2C跨境市场

跨境电商商业模式解析

跨境电商发展带动空运运价提升

02

航空货运供给总览

国内货运供给稳中有升

国际客改货缓解供给压力

2023年客机腹舱供给逐步退出

03

航空货运运力供给测算

跨境电商货物量增长或带动2024年行业供需关系改善

04

相关标的梳理

中国外运、东航物流、华贸物流

乐歌股份、嘉诚国际、大健云仓

05

风险提示

01

跨境电商综述

跨境电商B2C模式迅速崛起

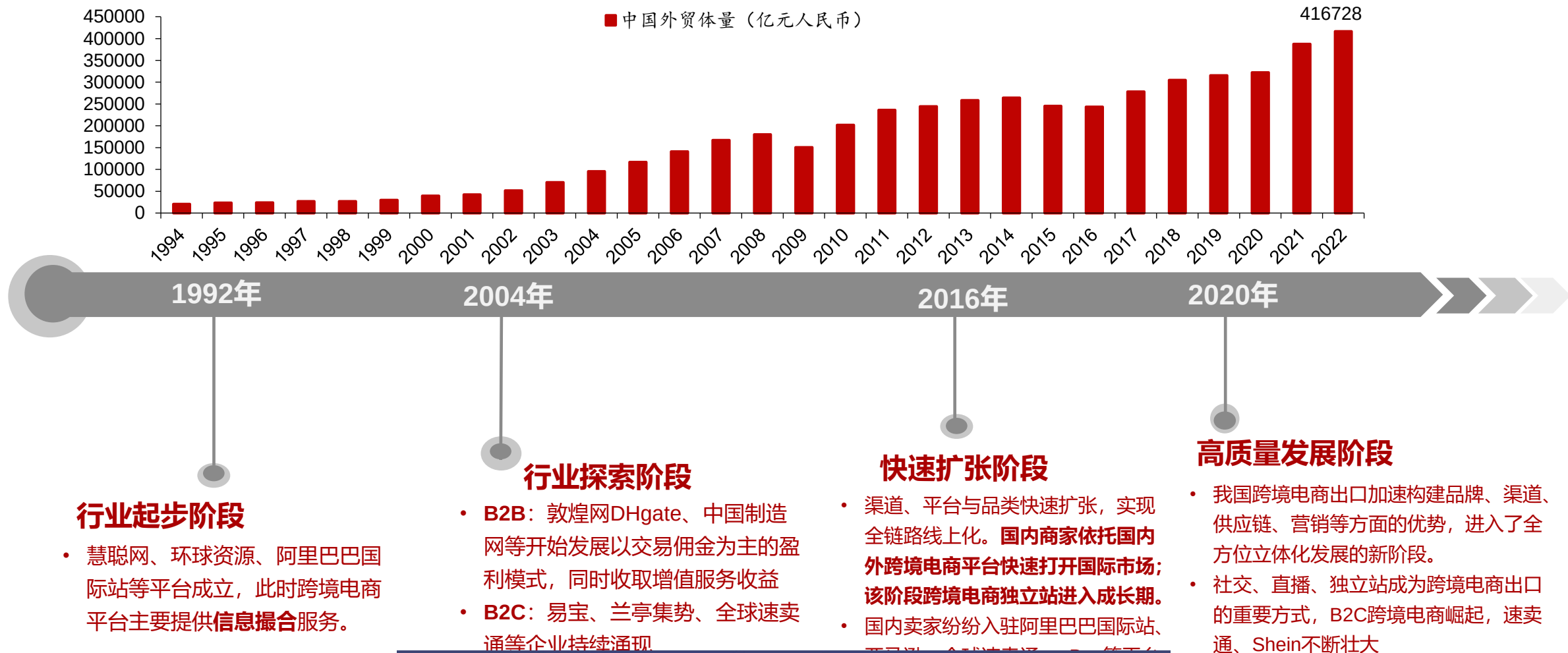
中国的电子商务巨头积极布局
B2C跨境市场

跨境电商商业模式解析

跨境电商发展带动空运运价提升

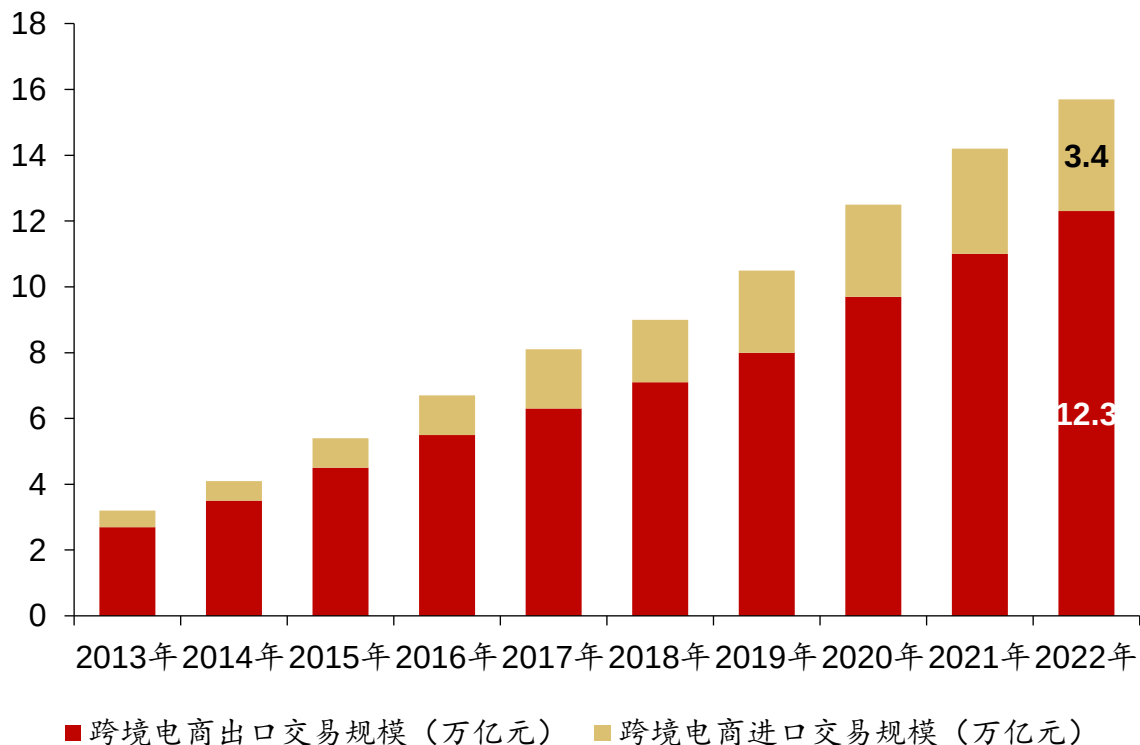
□ 历经三十年左右的发展，我国跨境电商行业从最初的提供信息撮合服务到全方位立体化生态，随着合规与标准化体系的建立，**行业正式迈入高质量发展阶段**，各大平台与服务商加强资源整合，为品牌商提供更全面的一站式服务。

图：中国进出口金额及跨境电商发展历程

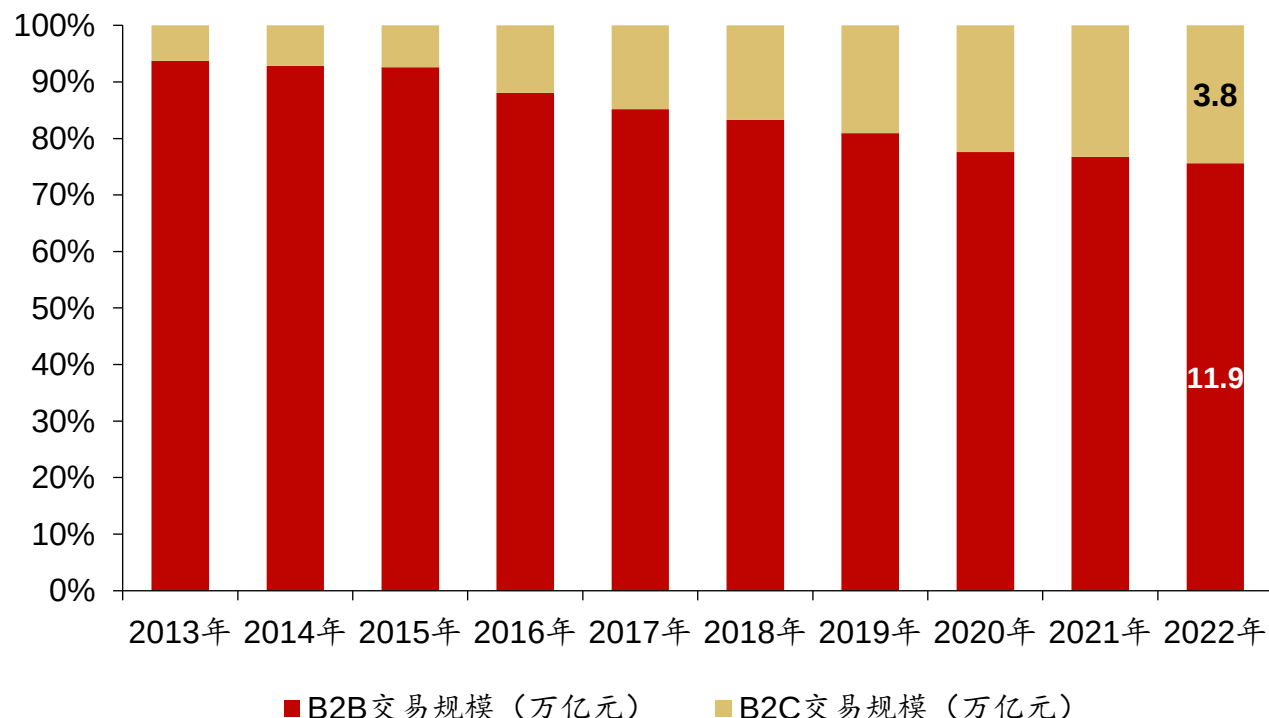


- 中国跨境电商出口占比近80%，进口增速较快。2022年我国跨境电商出口交易规模12.3万亿元，进口交易规模3.4万亿元。其中2013-2022年跨境电商进口交易规模CAGR增速为23.7%，出口交易规模的CAGR增速为18.4%。
- 随着跨境支付、物流等基础设施的完善和政策的支持，B2C跨境电商形成相对完整的业务流程，叠加2020年以来用户线上跨境购物日益常态化，B2C占比快速提升。2022年B2C跨境电商交易规模达3.8万亿元，占比24%，2013-2022年CAGR增速为38.8%。

图：中国跨境电商进出口交易规模

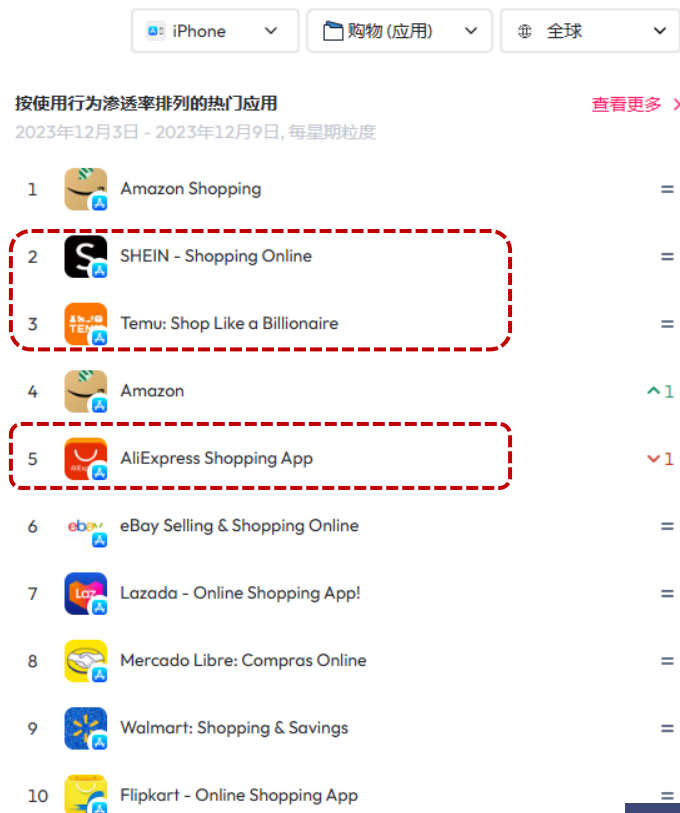


图：中国跨境电商B2B和B2C规模及占比



- 2023年以来，凭借着玩法创新及供应链建设不断加强，中国“四小龙”（速卖通、Shein、Tik Tok、Temu）本土跨境电商平台逆势崛起，根据data.ai公布的最新12月iOS全球购物类App Usage Penetration排名，**中国的SHEIN、Temu、速卖通AliExpress位列第2、3、5名**。而在2023年1月的同一榜单中，中国公司在前五只占得一席。
- 中国各家跨境电商平台充分利用自身的优势，在欧美、东南亚等市场迎接更多新机遇，以SHEIN为例，每年上新100多万款；而国际快时尚巨头ZARA每年上新约1.2万款。这意味着，SHEIN“小单快反”的模式押中爆款的概率更高。

图：12月iOS全球购物类App Usage Penetration排名 图：跨境电商“四小龙”概况一览



AliExpress

- 阿里巴巴旗下跨境电商平台（也称速卖通）
- 覆盖两百多个国家和地区，主要品类是服装、美妆、3C、家居用品等
- 2022年日均包裹量约320万
- 2022年GMV约290亿美元
- 月均访问次数约5.3亿次
- 多种服务模式：自运营、全托管（2022年底推出“全托管”，同时提供免佣金、专属流量入口等扶持计划）、JIT、AE Mall计划（帮助国货高价值出海）
- 核心优势：市场广阔、品类齐全、仓储物流发达

SHEIN

- 主打快时尚的跨境电商平台
- 主要覆盖欧洲、北美、中东和东南亚，主要经营服饰鞋帽
- 2022年日均包裹量约200万，2023年GMV或将超400亿
- 2022年月均访问次数约1.9亿
- 高效供应链+“小单快反”（通过第一批货小数量上新，根据售卖的速度和情况，最大程度追加订单）
- 2023年以来，邀请更多第三方卖家入驻SHEIN。逐渐形成“自营品牌+平台”双引擎发展模式
- 核心优势：物美价廉，上新速度快且SKU量大

Temu

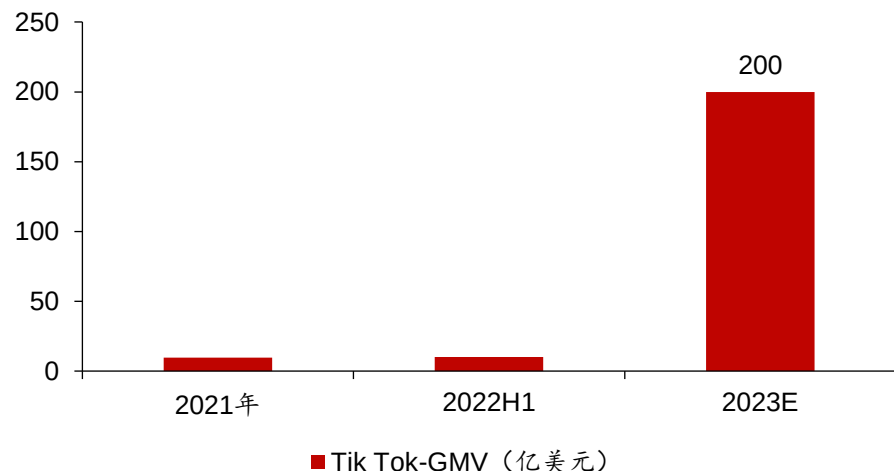
- 拼多多旗下跨境电商平台
- 上线一年，已进入47个国家。主攻欧美、日韩、东南亚等国，主要经营服饰鞋帽、美妆个护、家居用品以及3C等
- 2023年底累计下载突破3亿，年底月活突破1.5亿
- 2023年Q3的GMV或已突破50亿美金
- 2023年9月日均包裹160万
- 拼多多模式，通过社交裂变扩大用户盘
- 低价抢占市场+全托管模式

TikTok

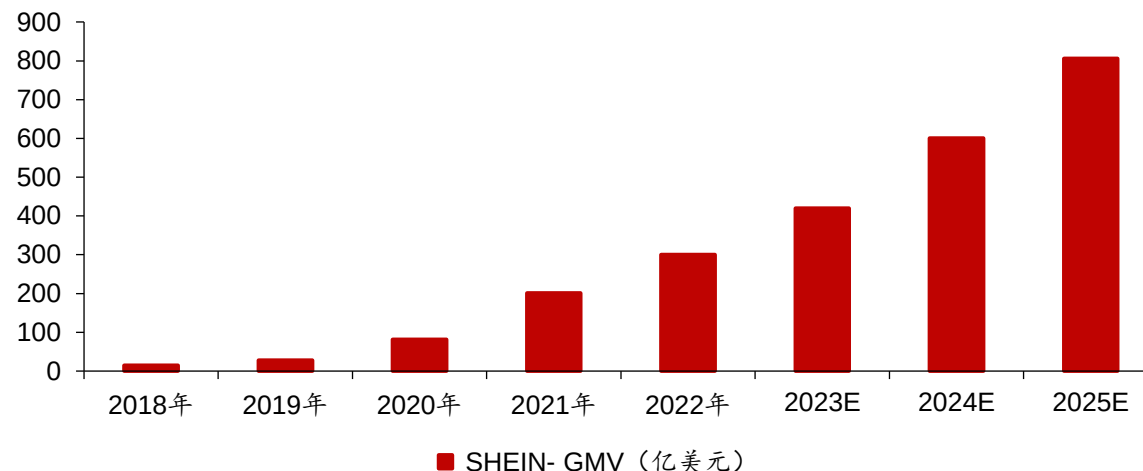
- 字节跳动旗下跨境电商平台
- 目前主要覆盖英国和东南亚等地，经营服饰鞋帽、美妆个护、家居用品以及3C等
- 2022年日均包裹量40万
- 截至2023年6月，TikTok全球下载量超过35亿次，全球用户超过16亿人，其中月活跃用户达到11亿人
- 根据36氪，公司2024年定下500亿美元的GMV目标
- 背靠TikTok全球大量用户，通过短视频、直播带货、商城等多触点与用户沟通，积累年轻用户群体
- 陆续开始全托管模式

图：跨境平台“四小龙”的GMV增长情况

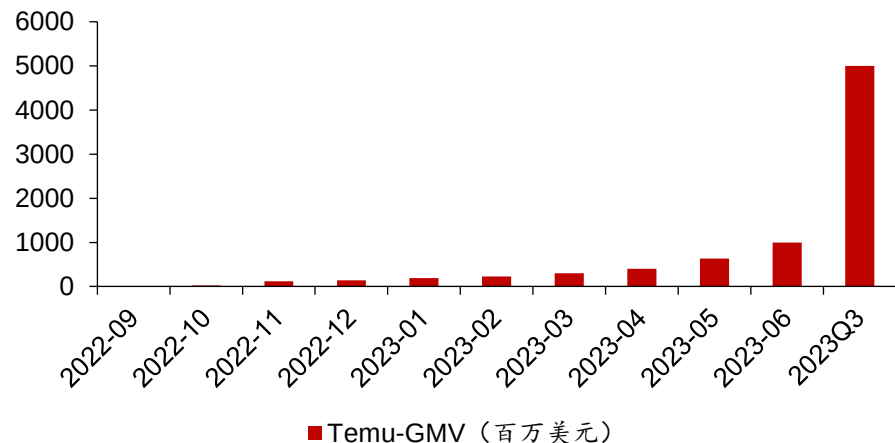
Tik Tok-GMV (亿美元)



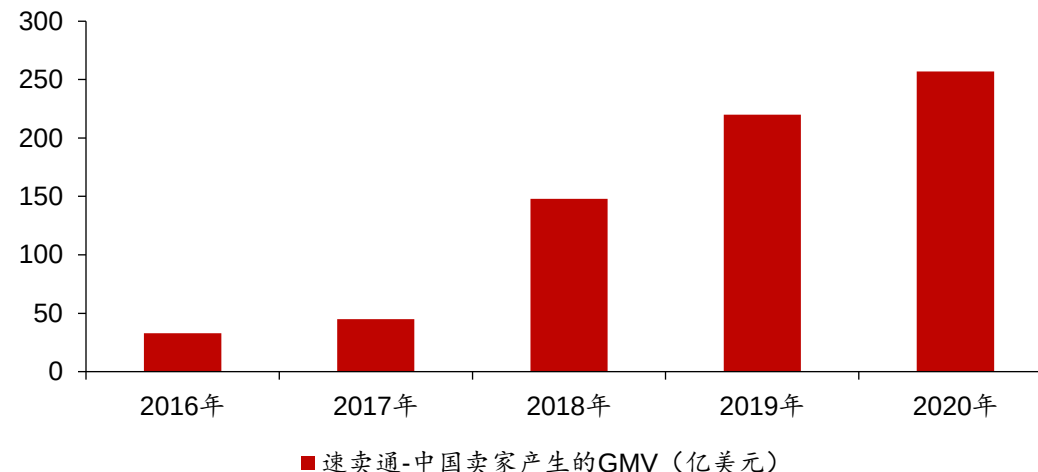
SHEIN- GMV (亿美元)



Temu-GMV (百万美元)



速卖通-中国卖家产生的GMV (亿美元)



图：跨境电商平台GMV及预测

		Temu			SHEIN			Tik Tok Shop		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
乐观	GMV (亿美元)	185	600	800	420	600	900	200	600	900
	单包裹货值 (美元)	35			75			30		
	包裹数量 (亿个)	5.3	17.1	22.9	5.6	8	12	6.7	20.0	30.0
	货重 (万吨)	79	257	343	84	120	180	100	300	450
	欧美线包裹占比	60%	40%	25%	100%	80%	60%	5%	10%	20%
中性	GMV (亿美元)	185	400	600	420	600	800	200	500	800
	单包裹货值 (美元)	35			75			30		
	包裹数量 (亿个)	5.3	11.4	17.1	5.6	8.0	10.7	6.7	16.7	26.7
	货重 (万吨)	79	171	257	84	120	160	100	250	400
	欧美线包裹占比	60%	40%	25%	100%	80%	60%	5%	10%	20%
悲观	GMV (亿美元)	185	300	500	420	500	700	200	400	600
	单包裹货值 (美元)	35			75			30		
	包裹数量 (亿个)	5.3	8.6	14.3	5.6	6.7	9.3	6.7	13.3	20.0
	货重 (万吨)	79	129	214	84	100	140	100	200	300
	欧美线包裹占比	60%	40%	25%	100%	80%	60%	5%	10%	20%

图：跨境包裹空运需求测算（万吨）

		2023E	2024E	2025E
乐观	Temu、SHEIN、TTS合计	137	229	284
	普货	90	100	110
	欧美线总货量需求（万吨）	227	329	394
	yoy		45%	20%
中性	Temu、SHEIN、TTS合计	137	190	240
	普货	90	100	110
	欧美线总货量需求（万吨）	227	290	350
	yoy		28%	21%
悲观	Temu、SHEIN、TTS合计	137	151	198
	普货	90	100	110
	欧美线总货量需求（万吨）	227	251	308
	yoy		11%	22%

资料来源：资料来源：晚点LatePost，电
注：普货货重为浙商证券研究所测算，考虑欧美供应

1.5 跨境电商快速发展将带动空运需求高增

随着各类跨境电商平台的崛起和发展，它们的出海渠道和形式日益丰富，从运营和引流的方式来看，大致可以分为独立站（SHEIN）和第三方电商平台。第三方电商平台除了主流的传统货架电商平台（AliExpress、Temu等），兴趣电商平台（Tik Tok Shop）的模式也在逐步兴起。不同电商平台的引流模式和可以触达的消费者群体有较大差异，商家随着跨境出口电商平台商业模式的多样化，也开始逐步丰富自己的渠道矩阵。

表：主流电商出海渠道对比

	独立站	货架电商平台	兴趣电商平台
代表平台	SHEIN	Ali Express, Temu	Tik Tok Shop
运营难度	商家需要从头自主搭建设计网站、购买域名、构建支付系统，专业性门槛较高	成熟电商平台已形成一套自有的运营模式，专业性门槛较低	电商平台发展历程相对较短，但已经初步形成了体系的运营模式，专业性门槛较低
商家资质要求	对商家的资质、库存无任何限制	需要商家资质证明，部分销售模式下需要商家储备部分存货	
商品种类及质量	难以覆盖全品类，精简SKU，商品品牌化水平较高	商品品类跨度广，SKU丰富，商品质量难以把控	
数据可得性	掌握在商家手中，可针对品牌特性进行“再营销”引导客户二次下单	主要掌握在平台手中，仅向商家提供部分数据，商家矩阵越丰富，客户数据越多，能够通过 分析海量数据帮助客户进行个性化推荐，提高留存	
流量获取途径	品牌借助Facebook、Google等媒体资源方的外部流量对自身网站和商品进行宣传、推广	• 提供站内营销工具，帮助商家在站内流量中进行宣传、推广； • 少量商家会使用外部媒体资源进行宣传，同时帮 平台实现引流	通过短视频等方式帮助商家投放用户感兴趣的内容从而吸引顾客进入选购，帮助商家在站内流量中进行宣传、推广
流量获取难度	前期引流难度较大，后期通过自身沉淀的终端客户数据，能够进行私域客户维护	前期：可基于第三方开放式平台庞大的用户群体获取流量并实现快速转化 后期：商家固于买家数据获取难度较大，导致其构建私域流量池的难度增加	

□ 跨境电商平台和商家的合作不断磨合创新，各平台陆续推出全托管、半托管等新模式。解决部分非电商基因公司对电商运营没有经验的痛点；而半托管模式则给与商家更多的自主权。例如TEMU近期推出的“半托管”业务，主要针对货在海外仓的卖家。

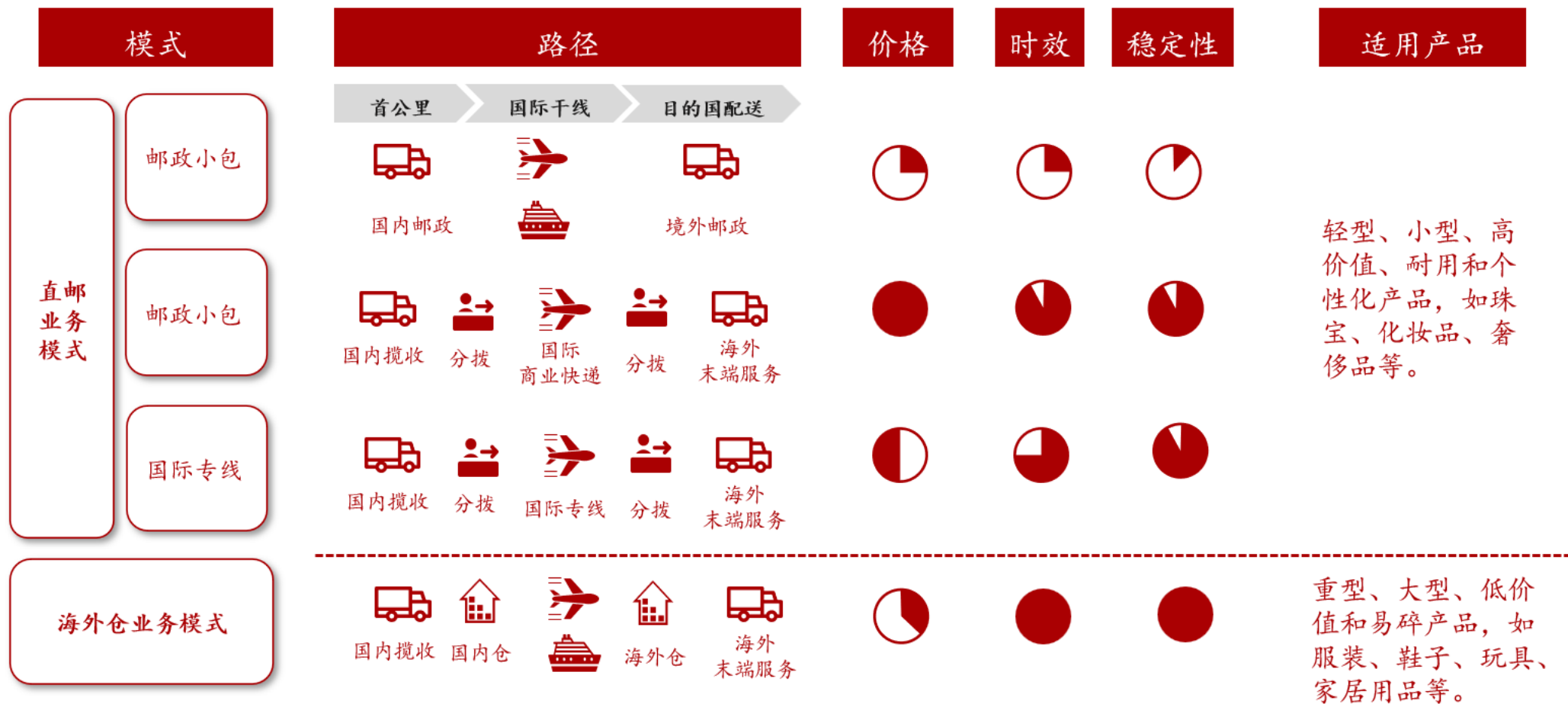
表：TEMU全托管&半托管模式对比

TEMU全托管			TEMU半托管		
备货	卖家负责	①选品	①重新开设店铺		
		②备货	②选择半托管服务		
		③寄样	③选品		
		④提供产品图片描述、价格等信息	④上传商品、填写基本信息		
	平台负责	①选品审核、审版、图审	①完善商品详情		
		②核价	②协助比价		
③上架至不同国家站点销售		③上架至不同国家站点销售			
定价权		平台定价	平台定价		
运营		平台负责广告投放和营销推广	平台负责广告投放和营销推广		
物流	卖家负责	①备货到TEMU国内仓库（承担一半物流运费）	①仓库管理、维护库存		
			②发货完成履约		
			③发货配送给消费者		
			④逆向物流处理		
	平台负责	①集中卖家货物至仓库	①灵活的发货选项		
		②跨境物流运输			
③第三尾程配送					
售后	卖家负责	①通过平台提供的售后服务解决产品返修、退换货、投诉等问题	①通过平台提供的售后服务解决产品返修、退换货、投诉等问题		
	平台负责	①提供消费者客服支持	①提供消费者客服支持		

□ 当前跨境电商物流模式主要有两种直邮业务和海外仓。直邮模式按照价格、时效和稳定性的差异可以分为邮政小包、商业快递和国际专线。

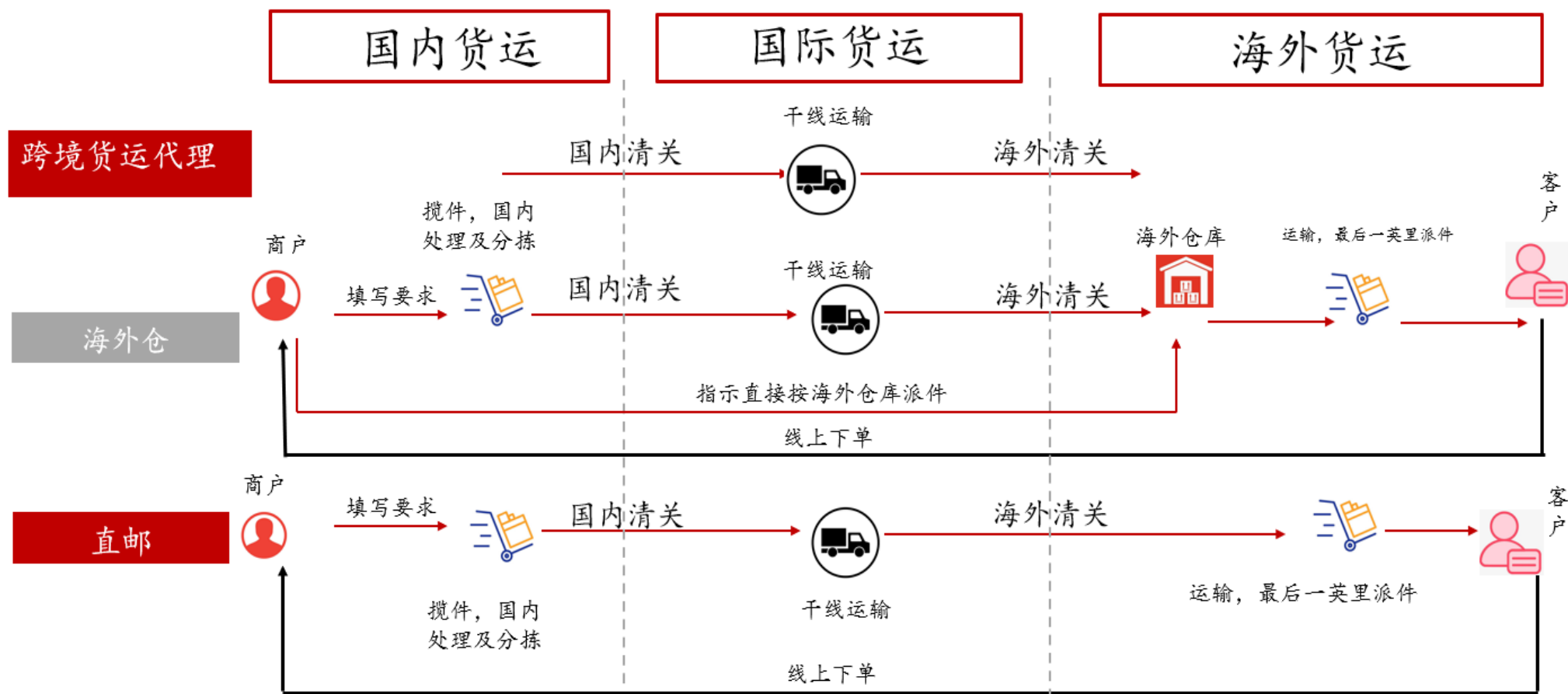
图：跨境电商物流模式比较

● 高/快 ○ 低/慢



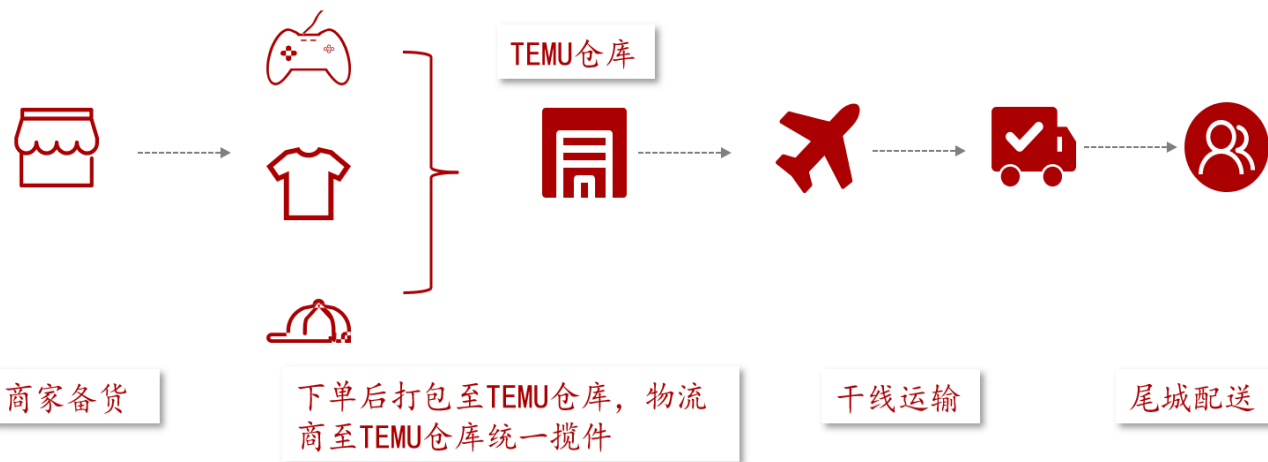
- 当前跨境电商物流模式主要有两种直邮业务和海外仓。以TEMU为例，目前TEMU采用三段式物流，即头程（国内卖家到仓）、国际干线、海外尾程配送。物流运输流程主要包括前端揽收、运输分拣、国内关务、干线运输、国外报关、国外清关、海外仓储、尾程配送等多个环节。

图：跨境电商物流不同业务模式

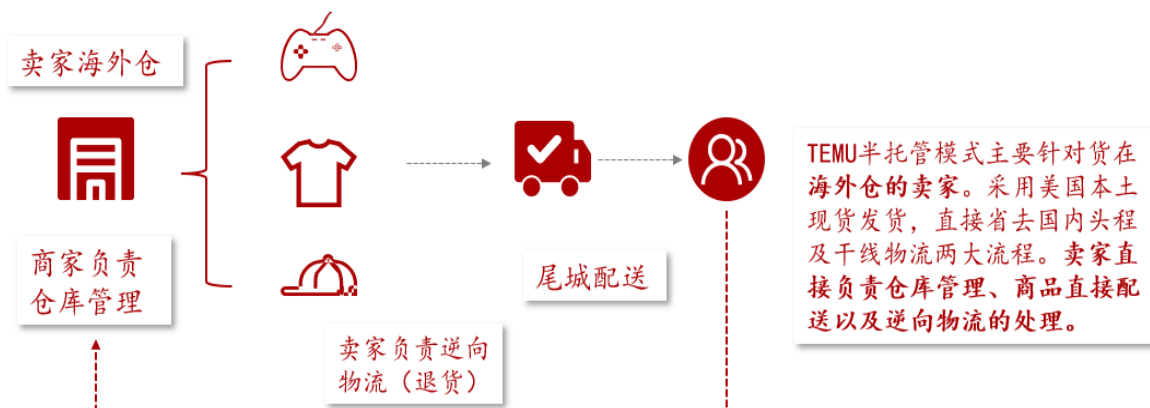


- **跨境电商平台和商家的合作不断磨合创新，各平台陆续推出全托管、半托管等新模式。**各平台的半托管模式也有差异。根据雨果跨境网整理，2023年8月速卖通首推半托管模式，货权及运营权仍然归属商家，物流、营销等服务是平台提供。而TEMU近期也提出将推出“半托管”业务，主要针对货在海外仓的卖家。卖家自己导入平台订单，自行完成发货履约。TEMU的半托管模式则是定价权依然属于平台，卖家需要负责仓库管理、商品直接配送给消费者以及逆向物流的处理。
- **TEMU的国内头程运输采用的是统一仓配模式：**商家将商品提前配送至TEMU分布广东各地的仓库，然后由平台统一空运至海外。目前，TEMU、SHEIN、TikTok Shop三家跨境电商平台90%的国内进仓货物，由快递、快运运输（快运占比高于专线）。而国际干线、海外尾程配送段，则是物流服务商把揽货、航空干线、清关、尾程配送进行整合，提供门到门服务（例如极兔、云途等）。

图：TEMU全托管模式履约环节

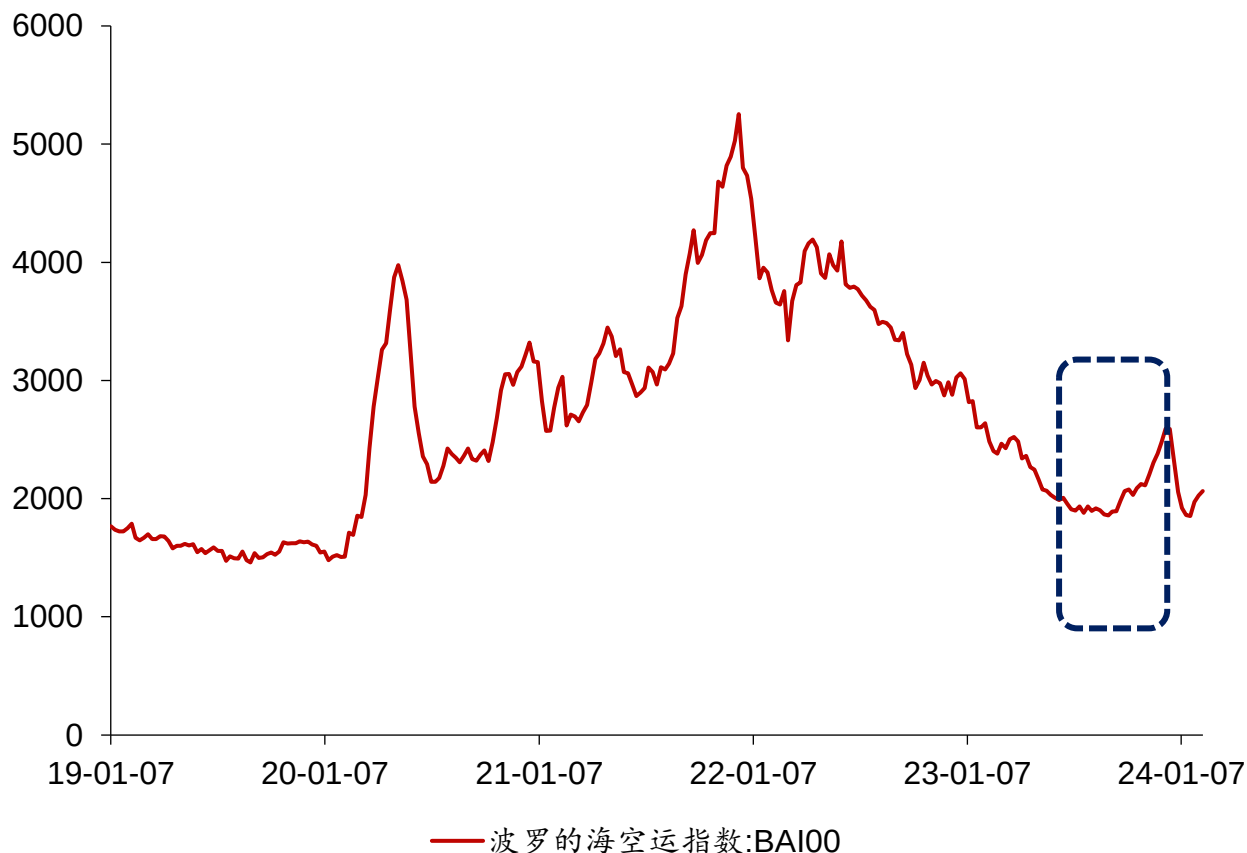


图：TEMU半托管模式履约环节

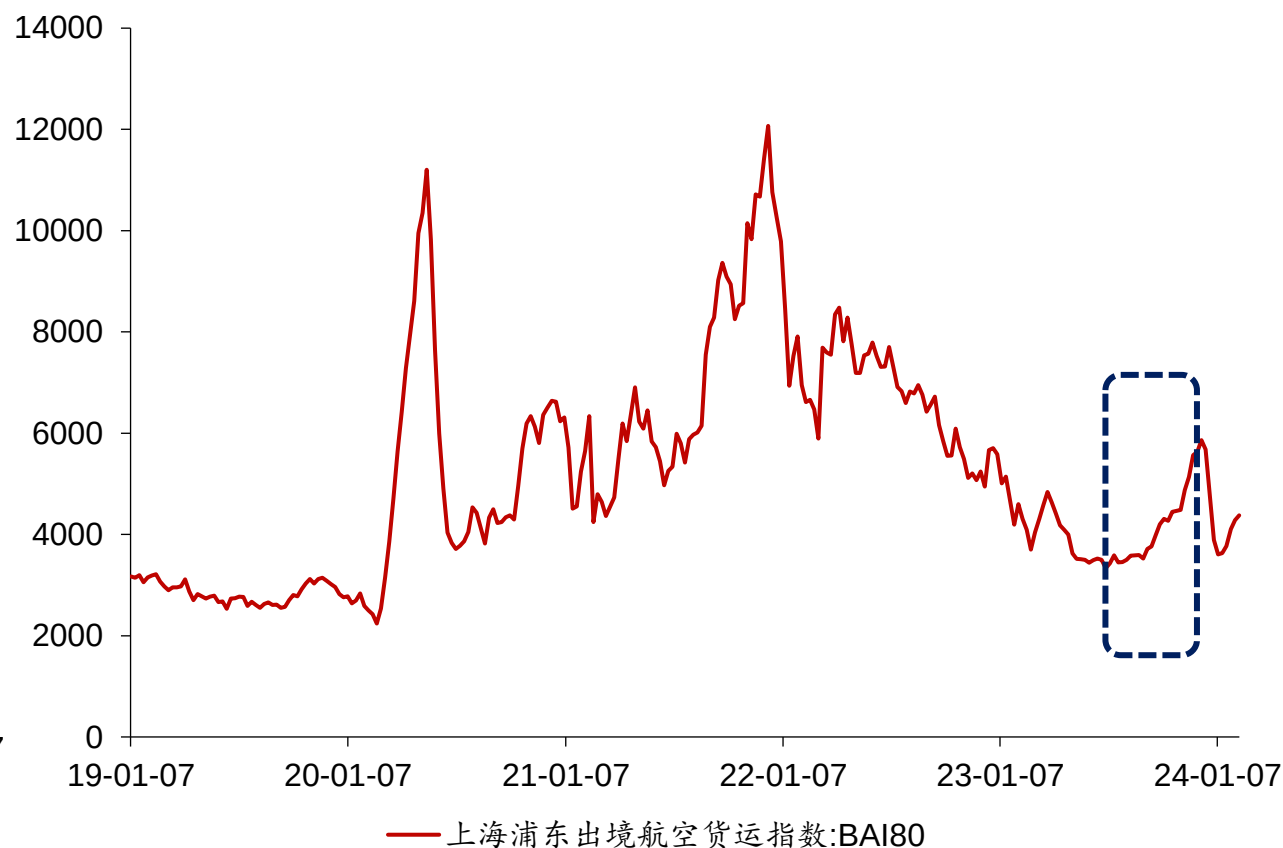


□ 空运干线物流作为核心卡位环节，随着上游跨境电商业务的高景气，跨境物流行业或迎来较大发展，将带动空运运价的提升。

图：波罗的海空运指数



图：上海浦东出境航空货运指数



02

航空货运供给 总览

国内货运供给稳中有升

国际客改货缓解供给压力

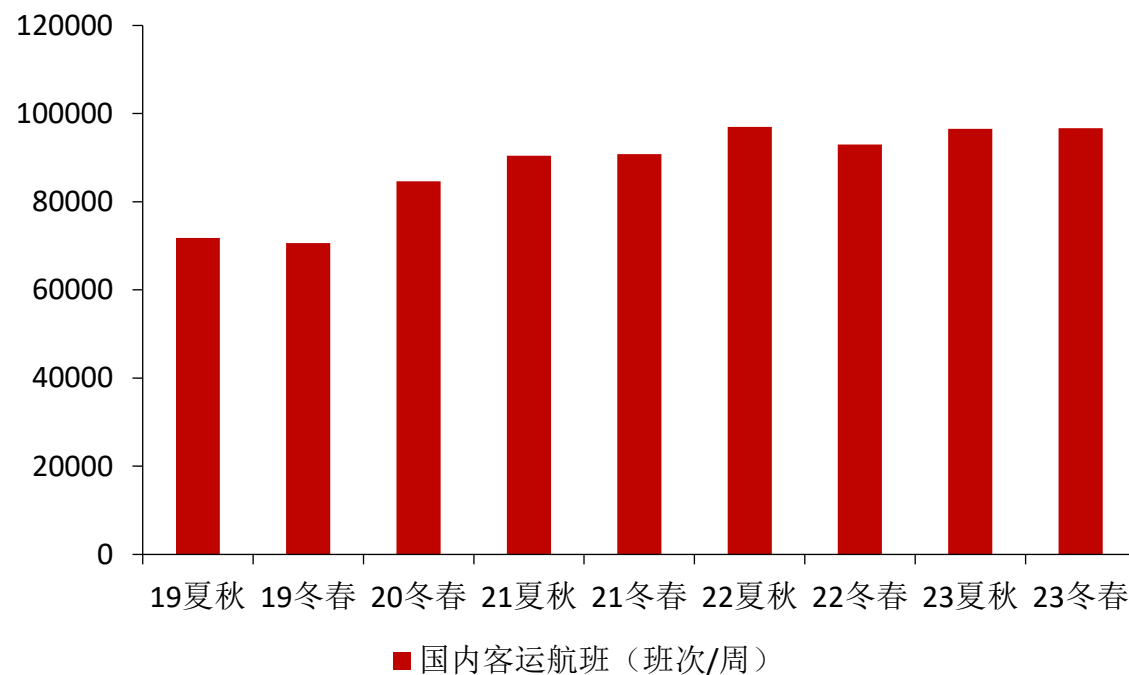
2023年客机腹舱供给逐步退出

- 航空货运运力供给主要来源于全货机及客机腹舱运力。截至2022年末，我国客运飞机共3942架，货运飞机共223架，其中，大型货机共50架，中小型货机共173架。
- 国内客机腹舱运力供给稳健，客运航班量持续增长。**根据我国预先飞行计划列示，2019年至2023年，国内客运航班量稳中有升，23冬春航季国内客运航班约96651班次/周，同比+4%，较19冬春航季增长37%。

表：我国运输飞机数量（单位：架）

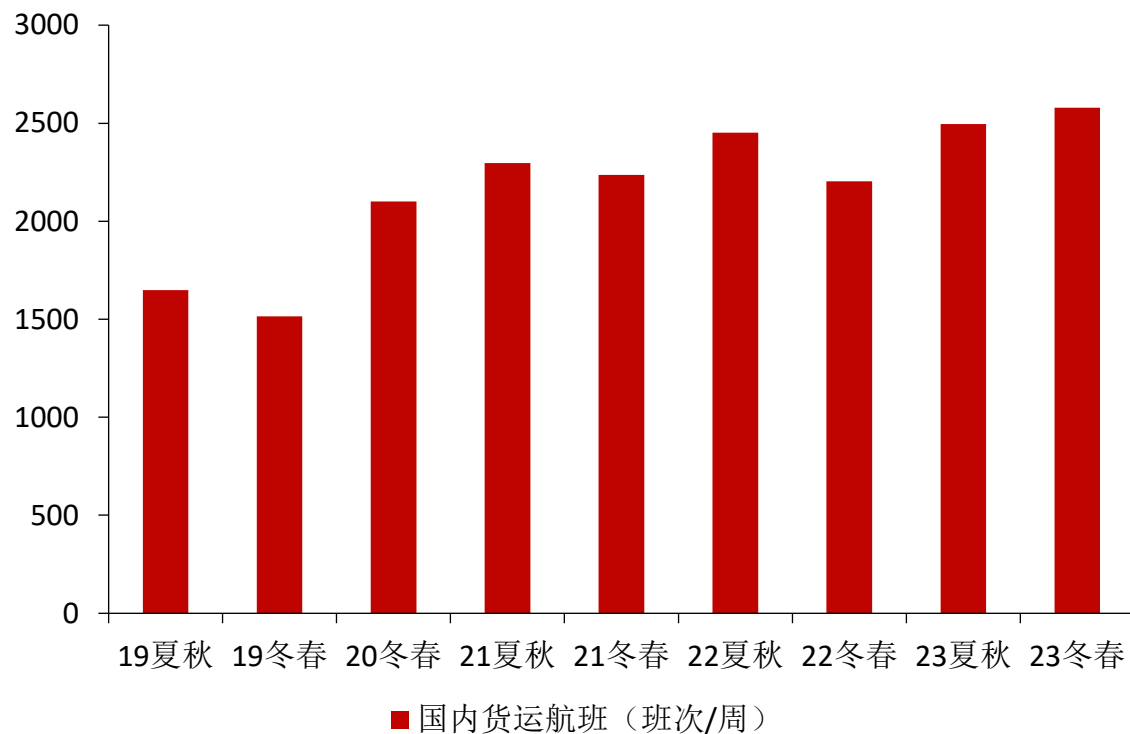
	2019	2020	2021	2022
客运飞机	3,645	3,717	3,856	3,942
宽体	457	458	465	472
窄体	2,997	3,058	3,178	3,225
支线	191	201	213	245
货运飞机	173	186	198	223
大型		43	43	50
中小型		143	155	173
合计	3,818	3,903	4,054	4,165

图：国内客运航班量稳定增长

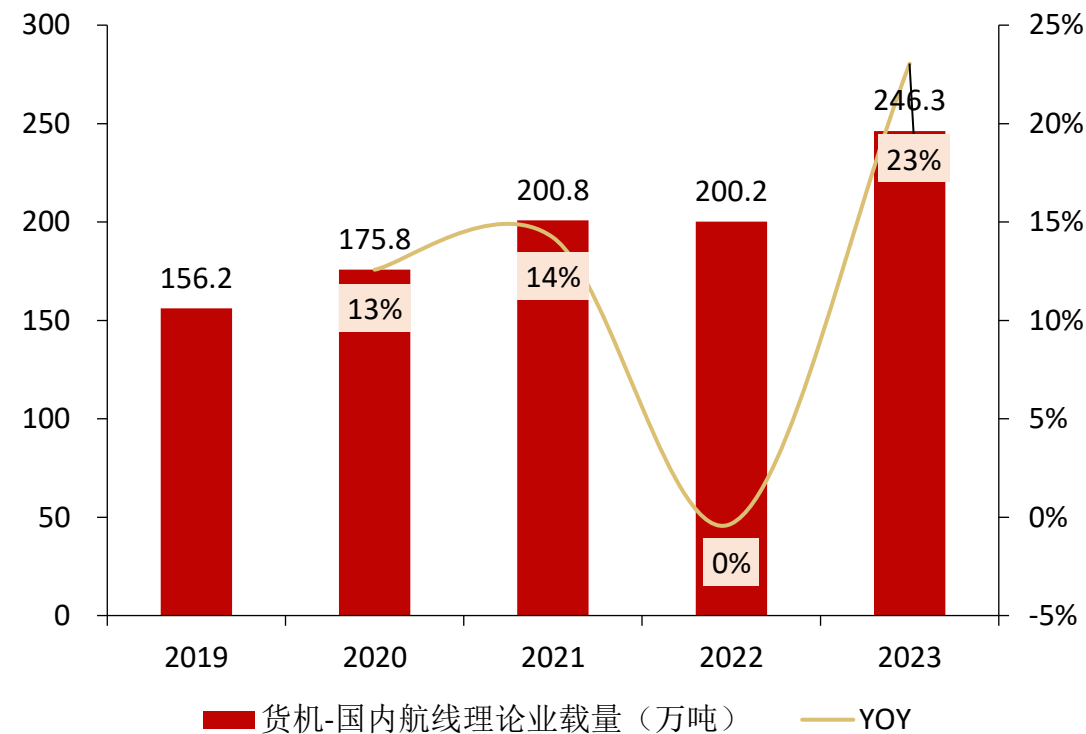


□ **国内货机运力供给稳定增长。**2019年至2023年，国内货运航班量稳中有升，根据航班管家数据，2023年国内航线货机理论业载量达246.3万吨，同比增长23%。

图：国内货运航班量稳定增长

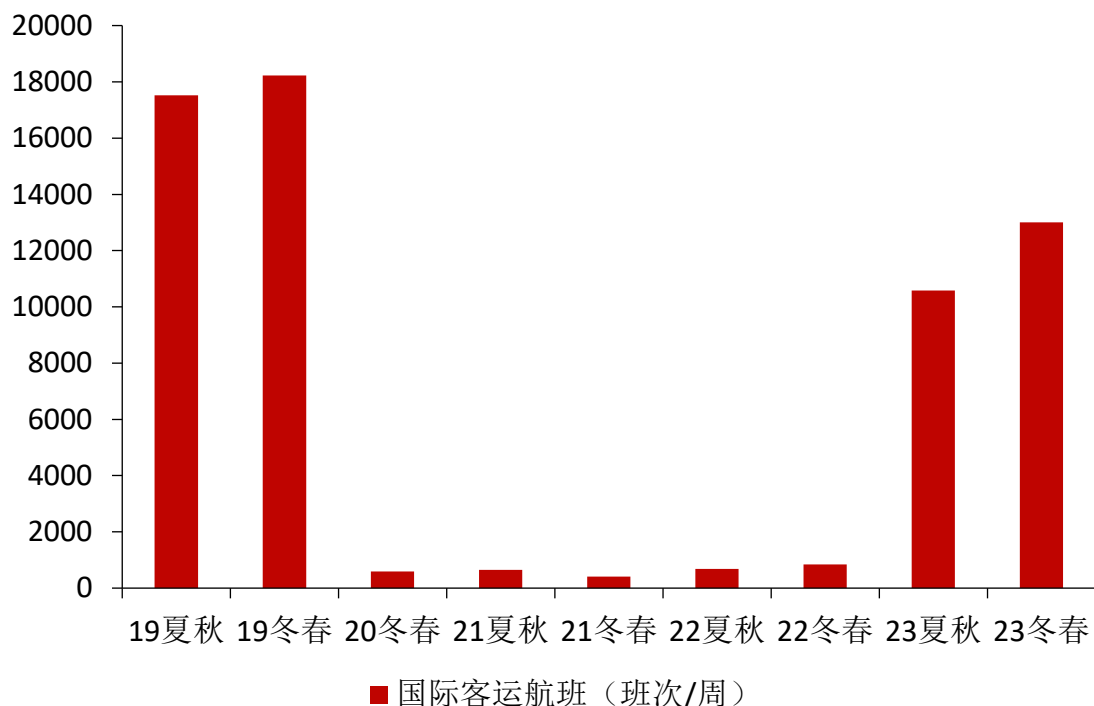


图：国内货运航线理论业载量稳步提升

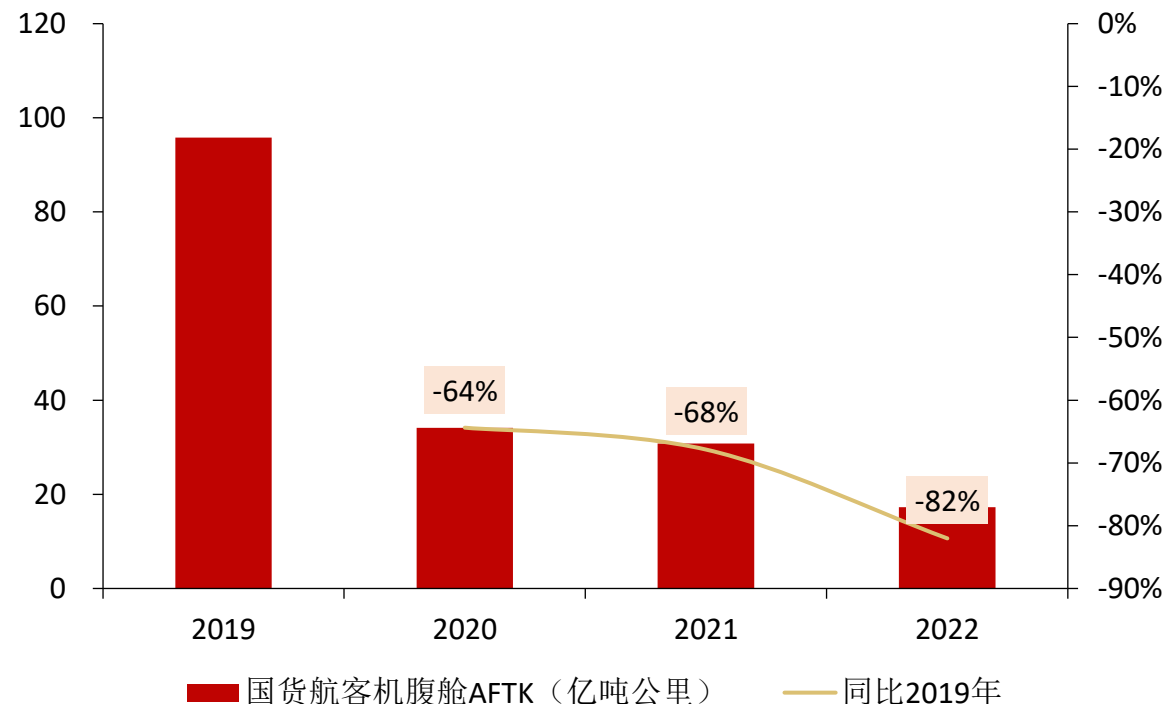


□ **2020年国际客运航班量大幅下降，致国际客机腹舱运力供给迅速减少。**2020年-2022年，国际客运航班量大幅下降，带动国际客机腹舱运力下降，以国货航为例，2022年国货航客机腹舱可用货运吨公里为17.24亿吨公里，较2019年同比大幅下降82%。

图：2020-2022年国际客运航班量大幅下降



图：2020-2022年国货航客机腹舱可用货运吨公里大幅下降



2020年4月，民航局发布通知，对国际货运航班计划管理工作程序进行临时性调整，建立“绿色通道”，进一步优化工作流程、缩短办理时间，鼓励“客改货”航班等措施，提升我国国际航空货运能力。

表：国际航线加班包机批复情况（平均班次/月）

		2019	2020	2021	2022	2023
内航	全货运	56	438	474	732	1272
	客改货		1061	1715	1087	106
	客货混合	51	70			
	客运	26	48	19	24	38
	内航合计	134	1618	2208	1843	1416
外航	货运	69	1924	1821	1316	390
	客运	139	56	6	7	24
	客货混合	2				
	外航合计	209	1980	1827	1324	414

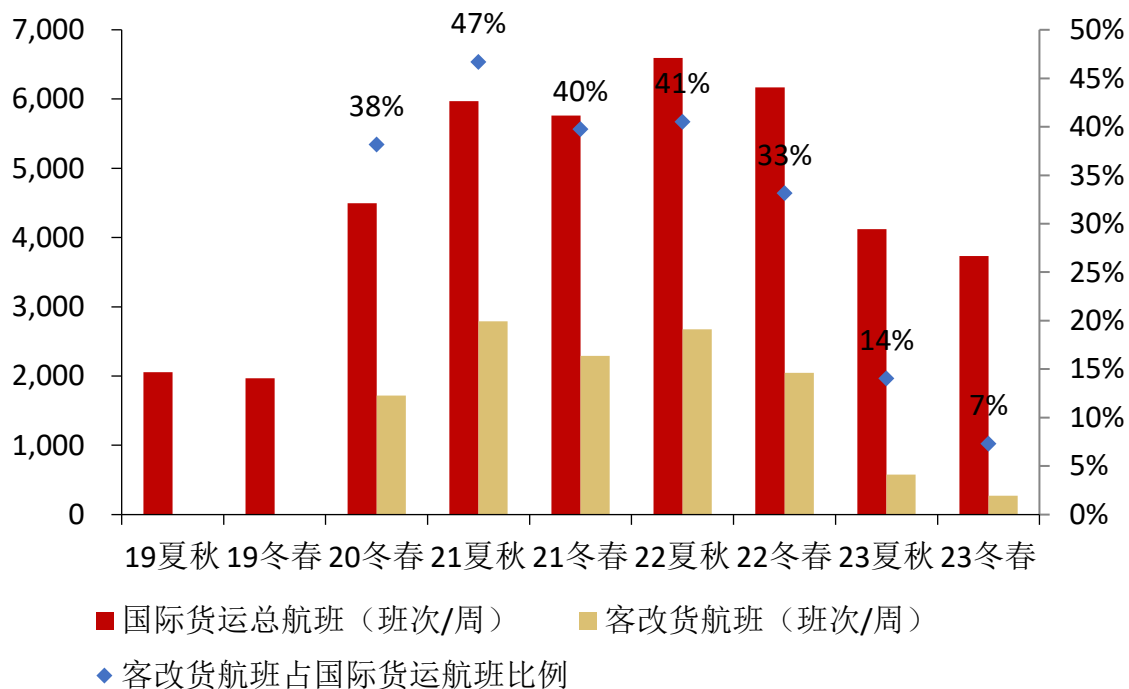
表：国内公司国际航线加班包机批复情况——客改货航班（平均班次/月）

	2020	2021	2022	2023
国航	377	658	442	31
南航	173	254	124	8
海航	119	162	100	9
东航	107	304	77	46
厦门航	74	92	64	6
吉祥航	47	25	25	
首都航	34	42	154	
昆明航	32			
山东航	29	119		
四川航	27	4	39	6
祥鹏航	15	25	7	
天津航	10	17	47	
其他	18	5	16	
合计	1061	1706	1096	106

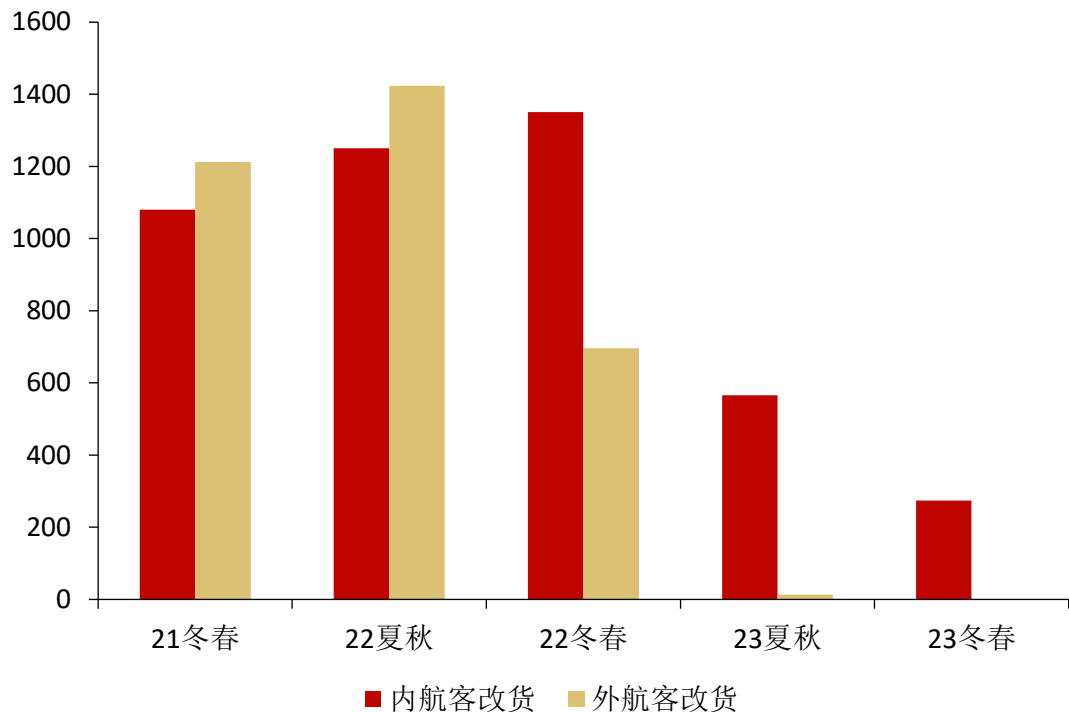
2.3 客改货为特殊时期利器，2023年客改货已逐步退出

□ **2020-2022年客改货航班量大幅增长，2023年客改货逐步退出。**在国际客运航班量大幅减小背景下，2020-2022年批复了大量客改货航班，客改货成为特殊时期补充国际货运运力的重要助力，2023年以来，随客机航班逐步恢复，客改货逐步退出市场，截至2023冬春航季，客改货航班为274班次/周，占国际货运总航班量的7%，其中，外航客改货运力已退出。

图：2023年以来，国际客改货航班量逐步退出



图：截至2023冬春航季外航客改货已退出 (单位：班次/周)



03

航空货运 供给测算

3.1 航空货运供给测算

- 考虑到跨境电商货物量增长对欧美航线货运需求的支撑，我们对国际航线及欧美航线国际航空货运运力供给进行测算。
- 假设国际客运航班量稳步恢复，2024-2025年预期国际客运航班量分别为14000和18000班次/周；假设国际货运航班货机航班量2024-2025年稳定年增速为13%，其中，欧美航班占比分别为35%和36%；客改货航班量稳步退出，预期2024-2025年航班量分别为150和100班次/周。

表：航空货运供给测算核心假设（单位：班次/周）

	19夏秋	19冬春	20冬春	21夏秋	21冬春	22夏秋	22冬春	23夏秋	23冬春	2024E	2025E
国际客运航班	17524	18230	592	644	408	683	840	10580	13004	14000	18000
国际货运航班	2056	1968	4498	5972	5764	6595	6168	4122	3735	4061	4519
货机	2056	1968	2780	3182	3472	3922	4122	3543	3461	3911	4419
客改货			1718	2790	2292	2673	2046	579	274	150	100
欧美航班	729	917	1258	1658	1790	1858	1289	1477	934	1421	1627
欧美航班占比	35%	47%	28%	28%	31%	28%	21%	36%	25%	35%	36%

3.1

航空货运供给测算

根据测算，预期2024年，我国国际出港货运运力供给中，货机、客机腹舱日均可载货物量分别为1.86万吨和0.78万吨，其中，欧美出港货运运力中，货机、客机腹舱日均可载货物量分别为0.87万吨和0.09万吨。

表：我国国际出港货运运力供给测算-货机（含客改货）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
日均货运航班 (班次)	145	255	398	451	429	290	323
欧美	55	81	113	125	96	102	116
其他	90	174	285	326	333	189	207
货机业载量假设 (吨)							
欧美	106	101	99	98	102	104	106
其他	80	68	65	64	64	70	75
航班执行率假设							
欧美	80%	60%	65%	58%	80%	82%	85%
其他	75%	55%	65%	58%	60%	75%	76%
日均可载货物量 (万吨)	1.01	1.14	1.93	1.92	2.06	1.86	2.22
欧美	0.47	0.49	0.73	0.71	0.78	0.87	1.05
其他	0.54	0.65	1.20	1.21	1.28	0.99	1.18

表：我国国际出港货运运力供给测算-客机腹舱

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
日均客运航班 (班次)	1263	267	42	46	489	1000	1286
欧美	105	27	6	7	32	68	103
其他	1158	240	36	39	457	932	1183
欧美航班量占比	8.3%	10.0%	15.0%	15.0%	6.5%	6.8%	8.0%
腹舱业载量假设 (吨)							
欧美	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5
其他	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
日均可载货物量 (万吨)	1.00	0.21	0.03	0.04	0.38	0.78	1.02
欧美	0.13	0.03	0.01	0.01	0.04	0.09	0.13
其他	0.87	0.18	0.03	0.03	0.34	0.70	0.89

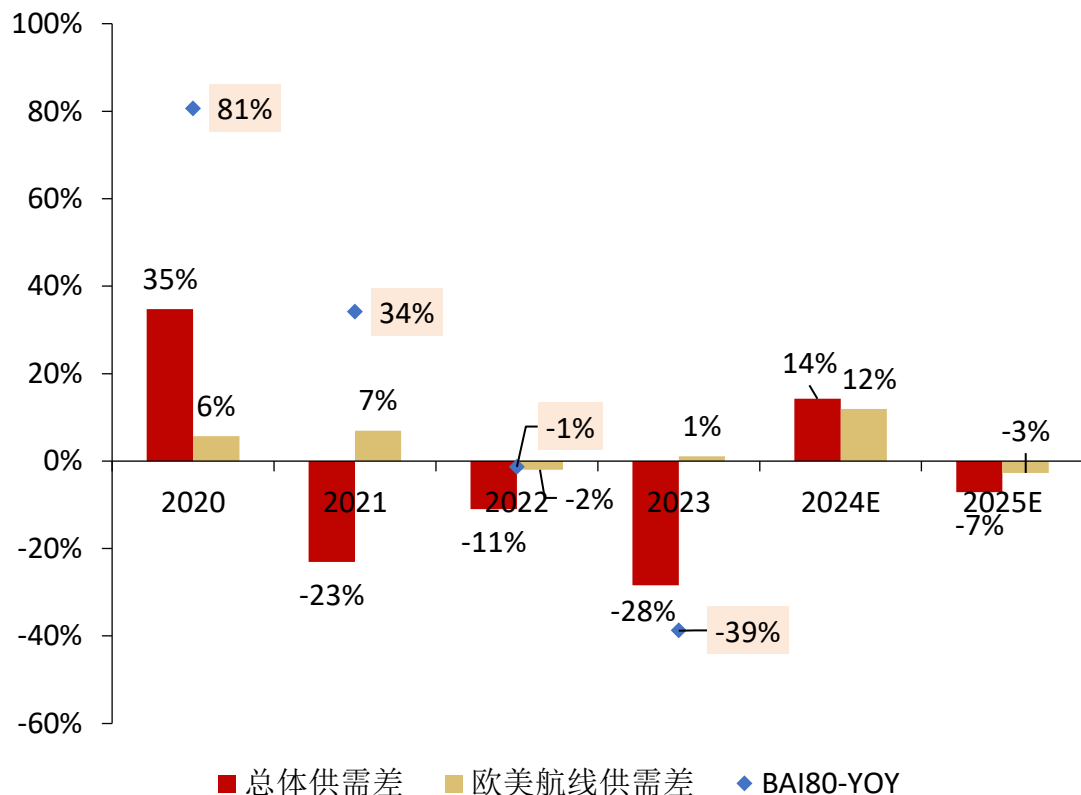
资料来源：民航局，航班管家，浙商证券研究所

- 预计2024年，日均出港可载货物量约2.64万吨（+8%），其中，欧美航线可载货物量约0.95万吨（+16%），行业运力供需差整体+14%，欧美供需差+12%。

表：我国国际出港货运运力供需关系测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
供给端（万吨）							
日均出港可载货物量	2.01	1.36	1.96	1.96	2.44	2.64	3.24
YOY		-32%	45%	0%	25%	8%	23%
恢复率		68%	98%	97%	122%	131%	161%
欧美							
日均出港可载货物量	0.60	0.53	0.73	0.72	0.82	0.95	1.18
YOY		-12%	39%	-2%	14%	16%	24%
恢复率		88%	123%	120%	137%	159%	197%
需求端（万吨）							
日均出港货物量	0.88	0.90	1.10	0.98	0.94	1.15	1.33
YOY		2%	22%	-11%	-4%	22%	16%
恢复率		102%	125%	110%	106%	130%	150%
欧美							
日均出港货物量	0.41	0.38	0.56	0.54	0.62	0.79	0.96
YOY		-6%	46%	-4%	15%	28%	21%
恢复率		94%	137%	131%	152%	194%	234%

图：国际航线及欧美航线出港货运运力供需关系

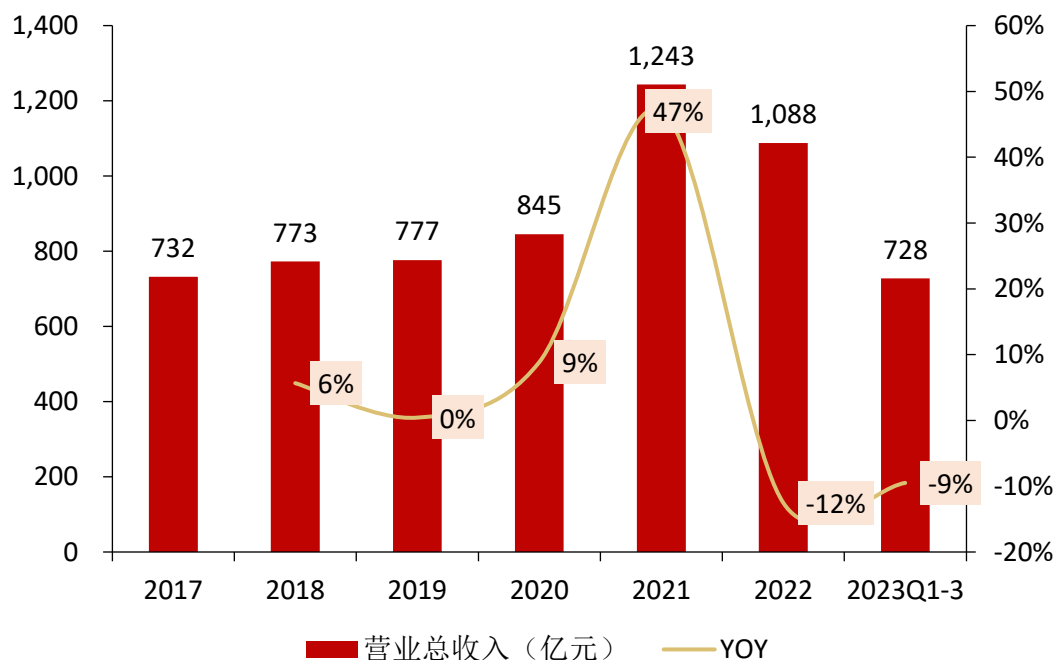


04

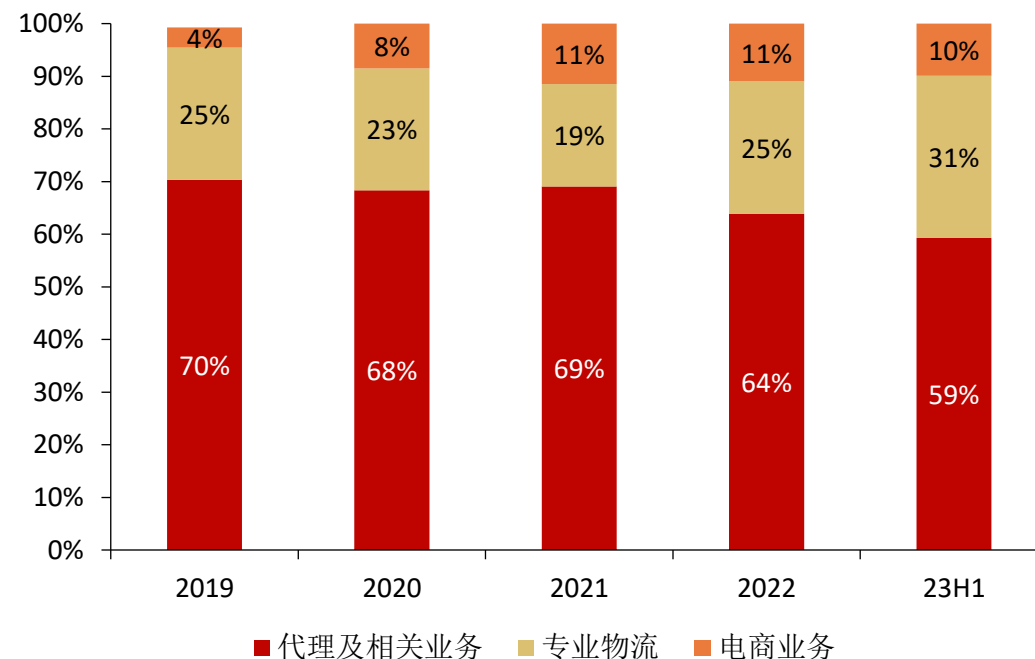
相关标的 梳理

- **全球货代龙头，转型综合物流服务提供商。** 中国外运是全球领先的货代龙头，海运代理位居全球第二，空运代理位居全球第八，海运及空运代理均为国内第一。经过多年的积累，集团拥有广泛的国内和海外服务网络。
- 2019年公司重新梳理业务线条，**专业物流为公司核心业务，代理及相关业务为基石业务，电商业务为新兴业务**，三大业务协同发展，为客户提供专业物流解决方案和一体化的全程供应链物流服务。

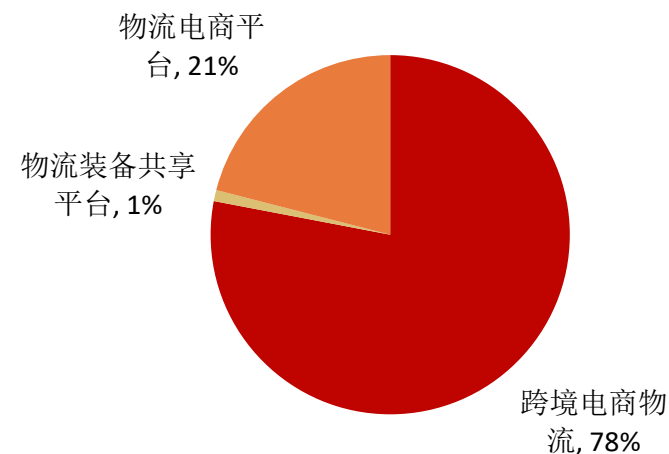
图：2023前三季度公司营业收入同比-9%



图：三大业务收入占比情况，专业物流及电商业务占比提升



图：2022年电商分部业务收入占比情况

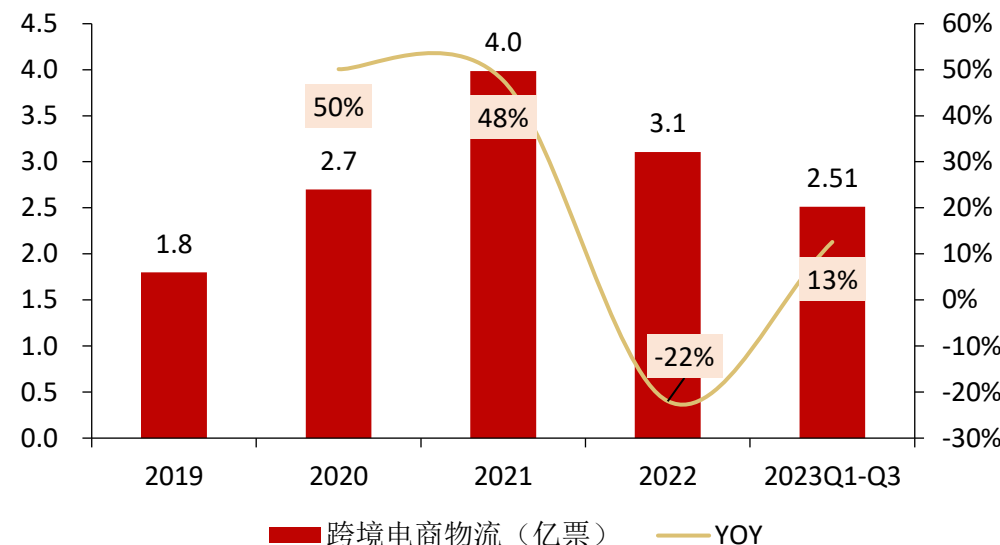


- 公司跨境电商物流业务直接受益于跨境电商的高速发展。公司的电商业务主要服务于快速发展的跨境电商客户，利用公司的可控运力优势和资源整合能力为客户提供跨境端到端服务。
- 2023年前三季度，公司跨境电商物流业务实现2.51亿票，同比增长13%。

表：公司电商业务具体项目介绍

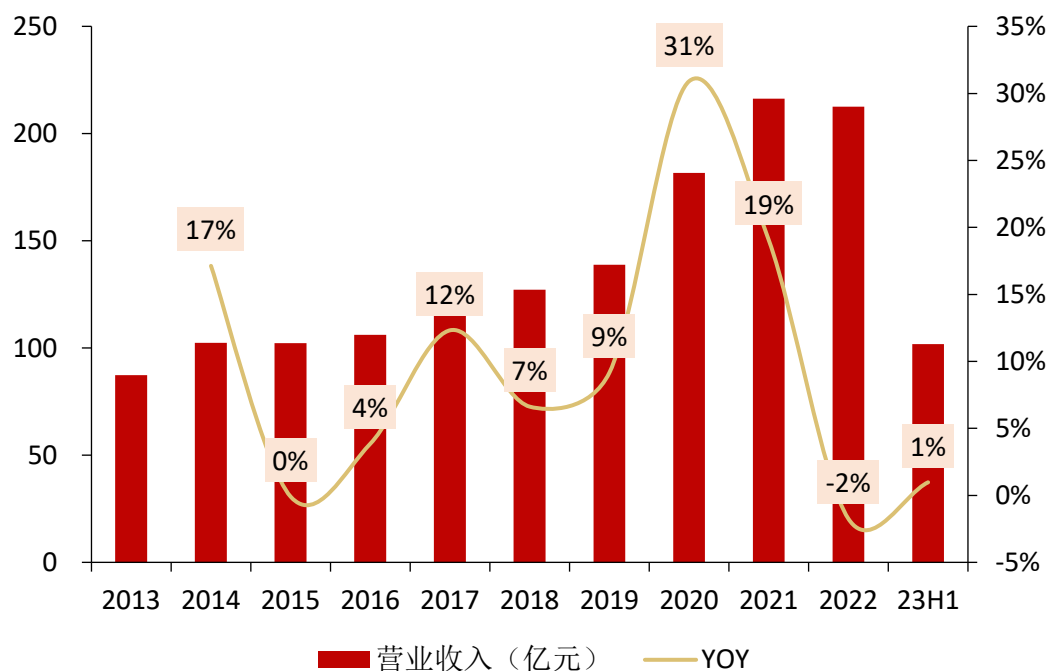
细分业务	介绍
跨境电商物流	- 通过整合干线和海外仓资源进行标准化产品的开发和设计， - 现已面向市场推出欧洲、美国、南美、非洲、日韩等国家和地区的B2C电商小包产品和B2B空派头程产品，并推出中亚方向的「中速卡航」产品 - 服务范围涵盖上门揽收、国内（保税）仓库管理、进出口清关、国际段运输、海外仓管理、末端配送等。
物流电商平台	- 通过公众物流电商平台 – 运易通向平台客户提供各种线上化公共物流服务,包括海运、陆运、空运、关务等在线交易和服务以及在线保险、全程可视化等增值服务； - 目前已经上线的全链路服务产品覆盖中国往返日本、韩国主要城市以及东南亚主要国家等门到门服务。
物流装备共享平台	公司提供集装箱和移动冷库等物流设备租赁及追踪、监控服务。

图：公司跨境电商物流业务量及其增长情况

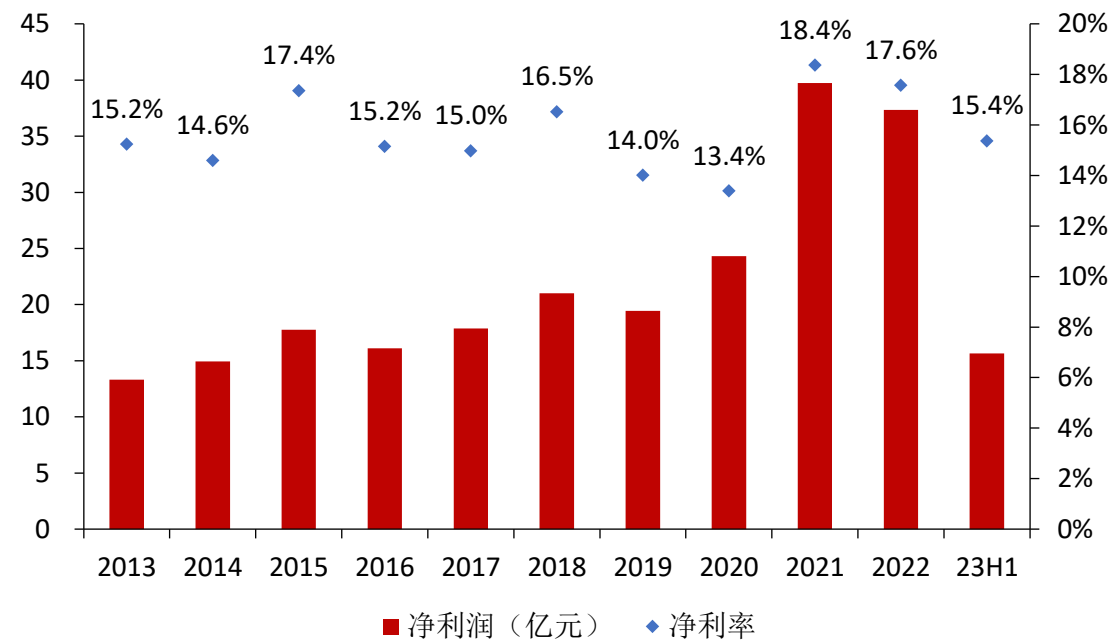


□ **依托于合营公司中外运敦豪间接受益。**中外运-敦豪成立于1986年，是中国外运与DHL各占50%的合营企业，结合了DHL在全球航空快递业务与中国外运在中国市场的经验，自成立以来稳步发展，2022年中外运-敦豪实现净利润37.34亿元，为公司投资收益主要来源。

图：中外运敦豪营业收入及其增速

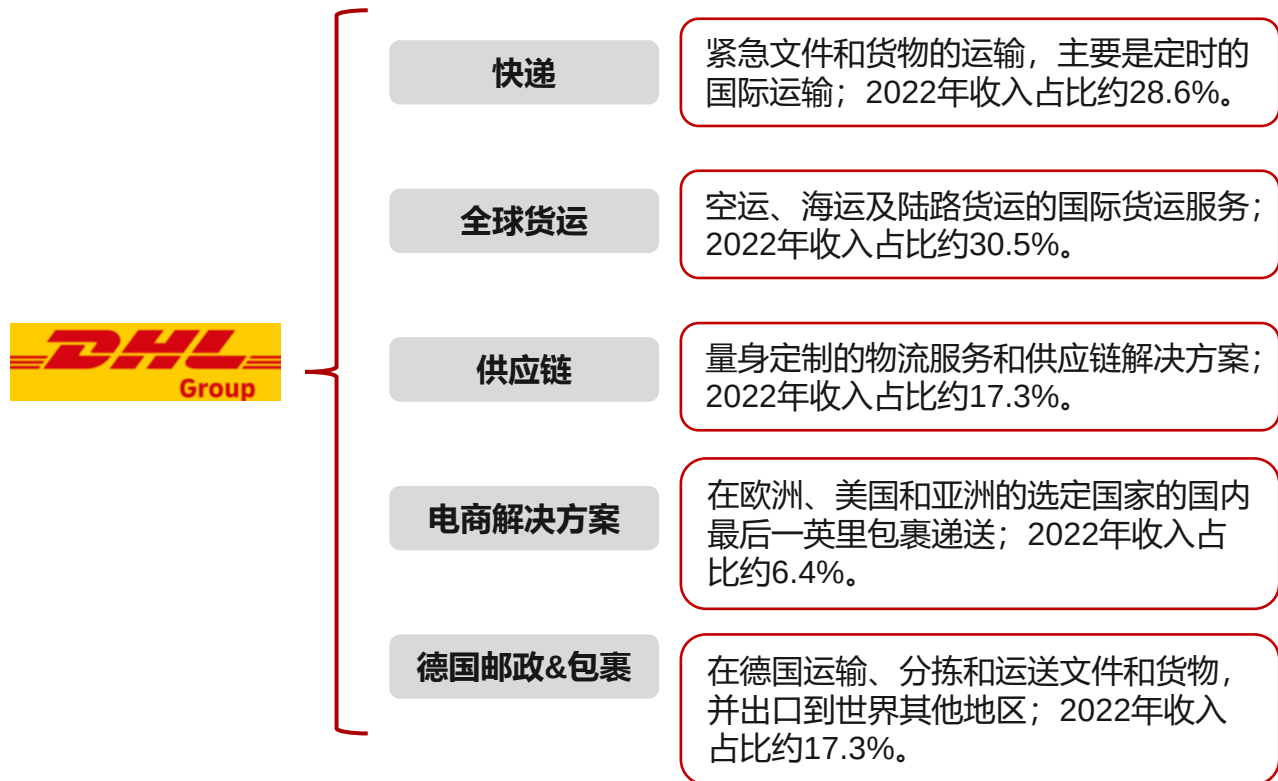


图：中外运敦豪净利润及净利率水平

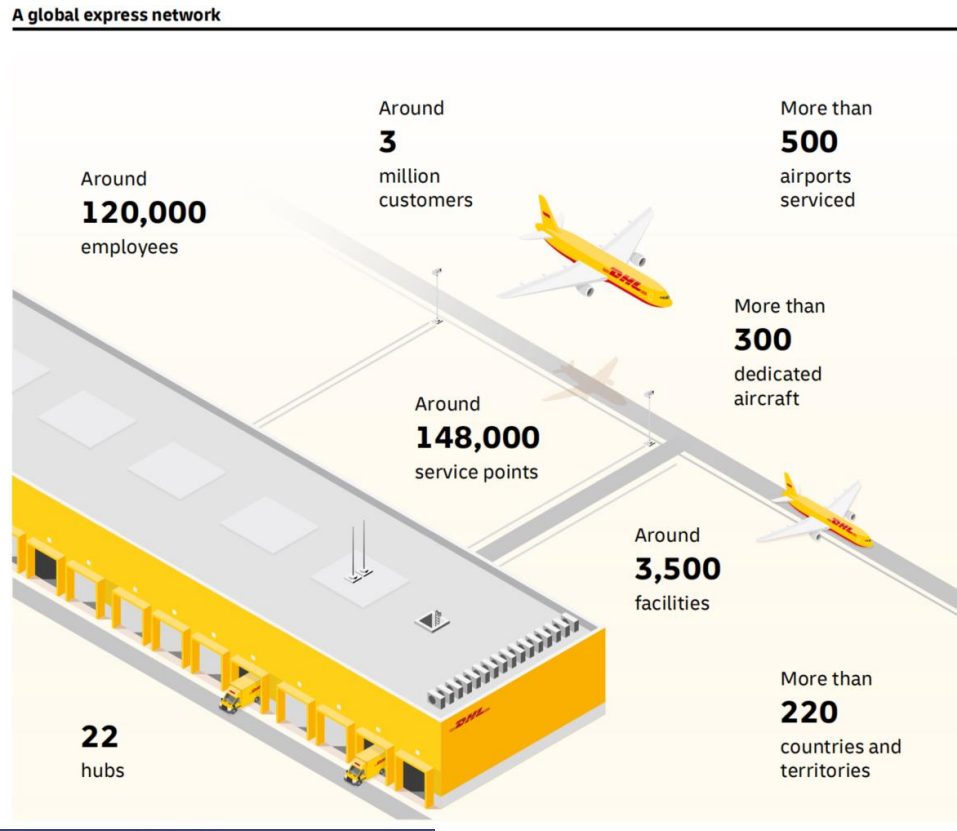


□ 融入DHL全球网络，强资源优势助力中外运敦豪高速发展。根据DHL2022年年报，中外运敦豪并表于DHL集团，隶属于DHL快递分部，已完全融入DHL全球网络，并专门为DHL集团运营。DHL创建于1969年，截至2022年年报，DHL集团在全球220多个国家和地区拥有约60万名员工。根据Transport Topics公布的2023年全球物流企业50强榜单，DHL位列全球第四。

图：DHL集团业务部门划分

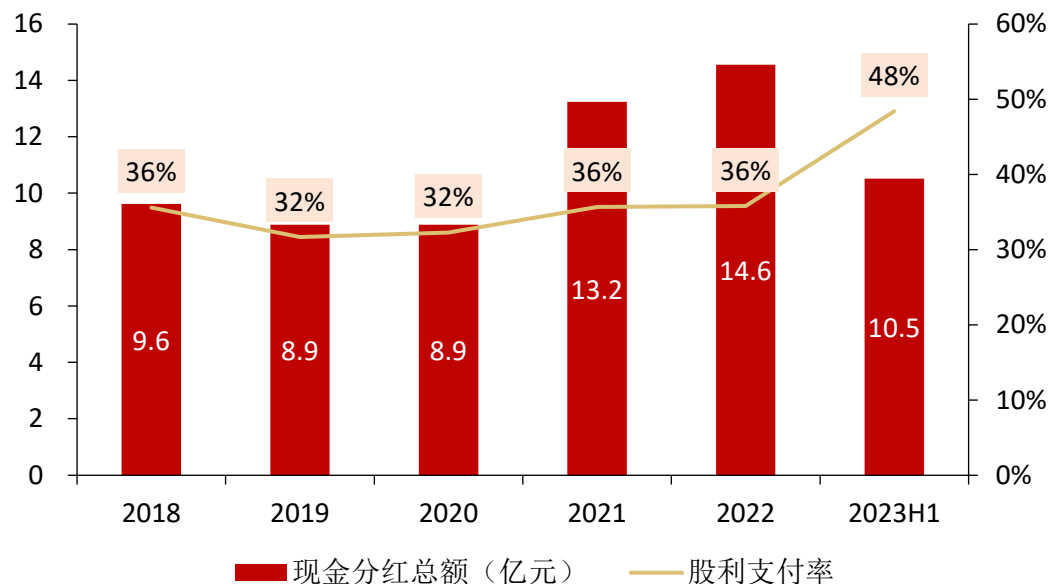


图：DHL集团全球快递网络资源



- **稳定高分红，持续回馈股东。**公司上市以来保持了较为稳定的分红政策，2018年至2022年年股利支付率均在30%以上，2023年上半年公司派发中期股息为每股现金人民币0.145元（含税），股利支付率达48%。
- **货代业务链条延伸，单箱盈利能力持续提升。**除空运代理由于锁定运力的影响，单箱利润有所波动外，公司的海运、铁路、船舶等代理业务单箱毛利稳定提升，一方面体现了公司货代业务服务链条延伸带来的盈利能力的提升，另一方面也显示了公司管理效率的改善。

表：中国外运历史年度分红情况



表：公司代理业务单箱利润情况

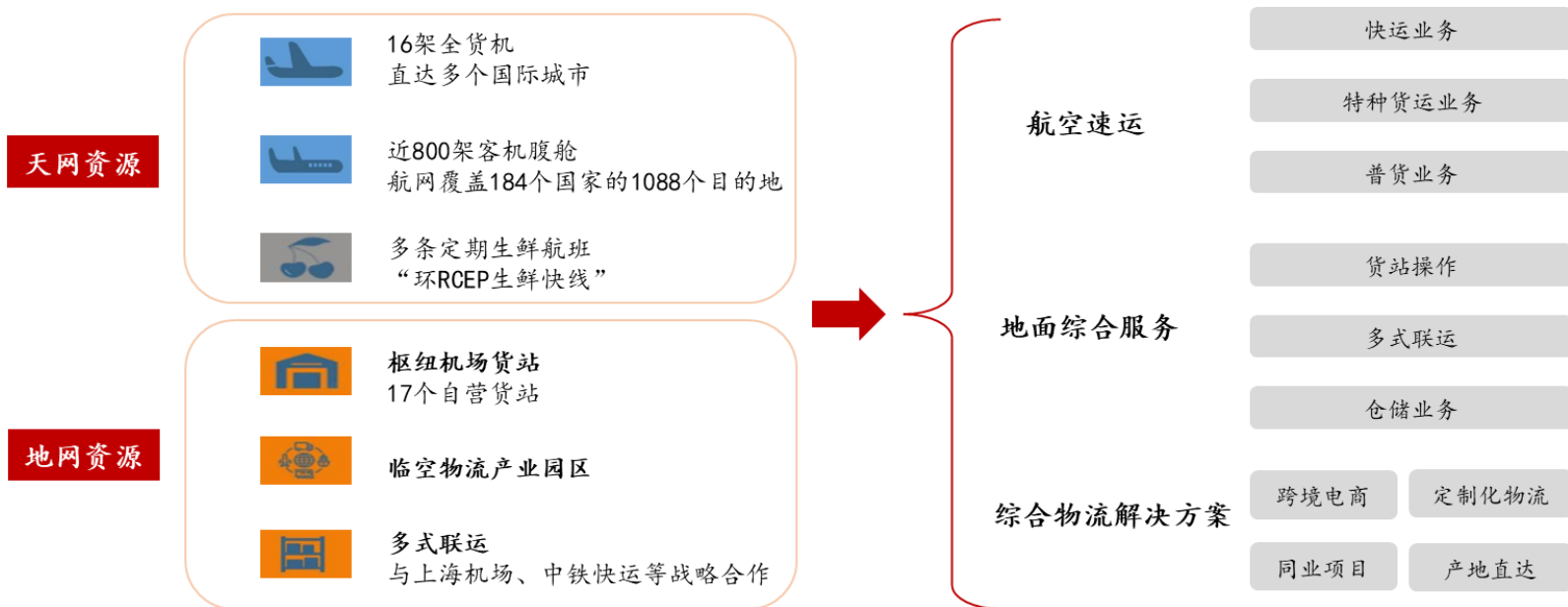
	2019	2020	2021	2022	23H1
海运代理 (元/标准箱)	44	45	51	54	67
YOY		3.5%	13.6%	4.5%	25.1%
空运代理 (元/吨)	191	445	573	430	246
YOY		132.8%	28.8%	-25.0%	-42.8%
铁路代理 (元/标准箱)	473	476	558	344	548
YOY		0.7%	17.1%	-38.3%	59.2%
船舶代理 (元/标准箱)	15	16	16	15	20
YOY		4.7%	-0.3%	-5.6%	30.8%

东航物流是国内领先的航空物流服务提供商，公司构建了遍布全国、辐射全球的航线网络，在此基础上，逐渐形成了航空速运、地面综合服务和综合物流解决方案三大业务板块。

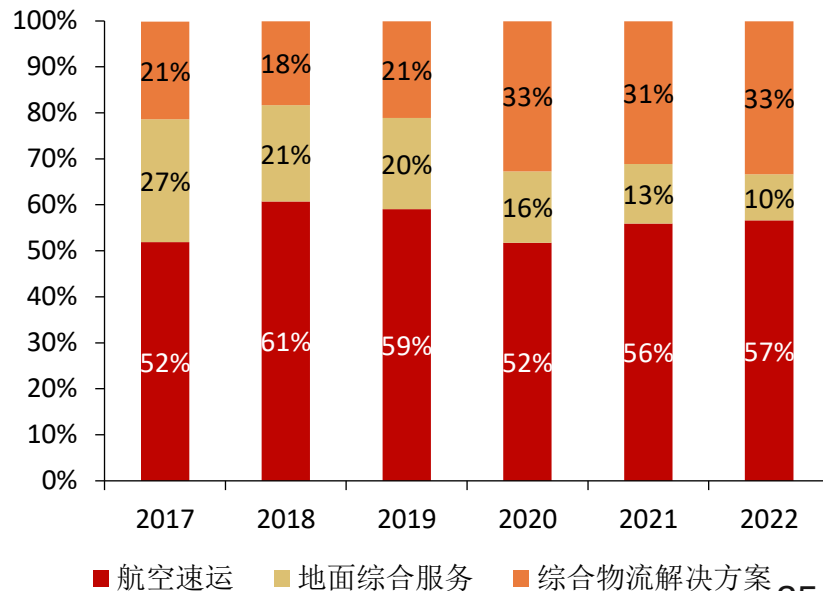
公司通过全货机运输和客机腹舱运输两种形式为客户提供航空货运物流服务：

- 1) **全货机运输**：依托于子公司**中货航**的货机执行，全部执飞欧美、东南亚、东北亚等国际及地区航线。截至2023Q3末，公司在册全货机数量16架，其中14架B777,2架B747。
- 2) **客机腹舱运输**：独家经营**东航股份**近800架客机的货运业务，国内航线通达全部省会和重要城市，同时，依托于天合联盟网络、代码共享与SPA协议，国际航网通达全球184个国家的1088个目的地。

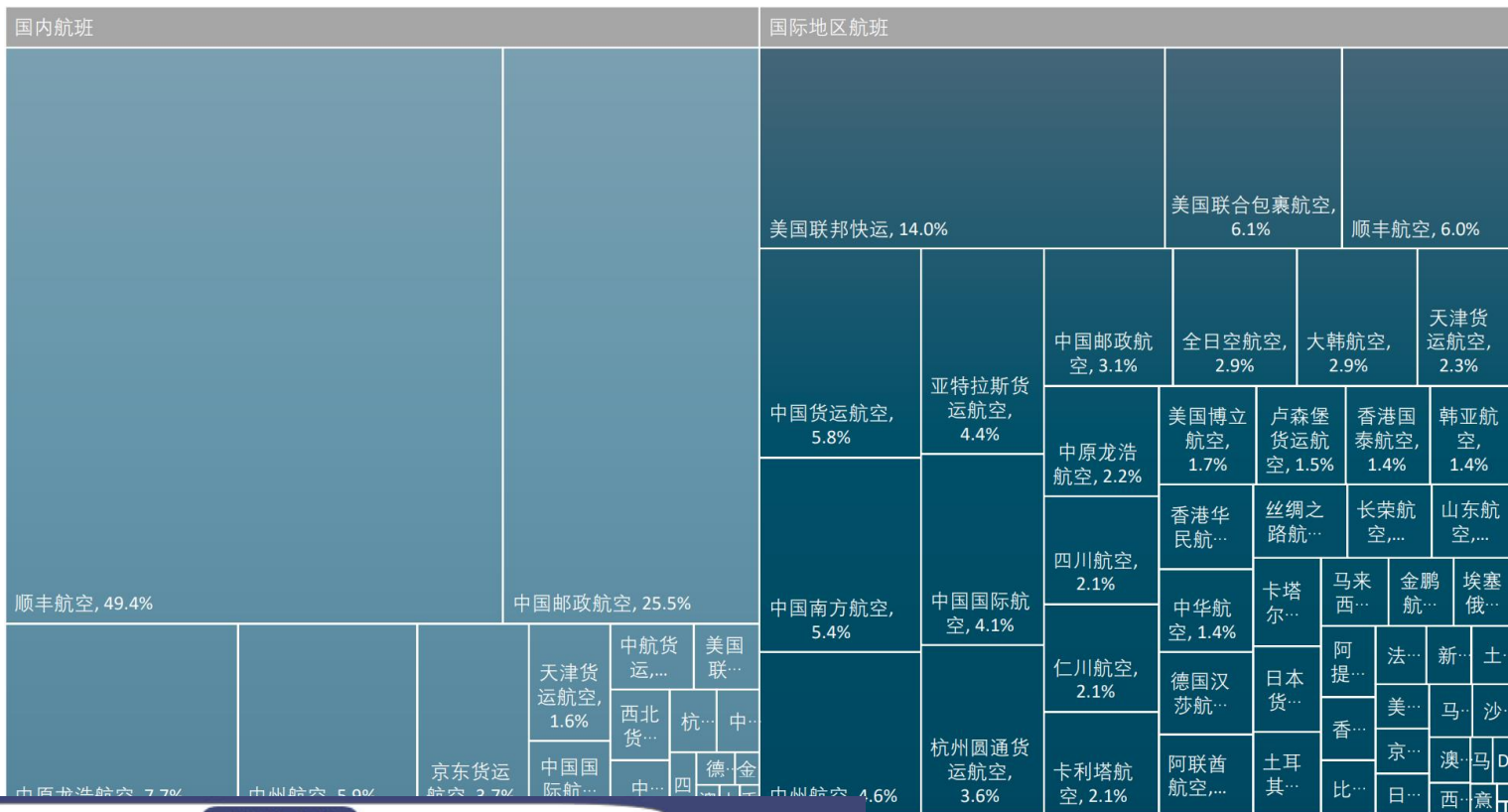
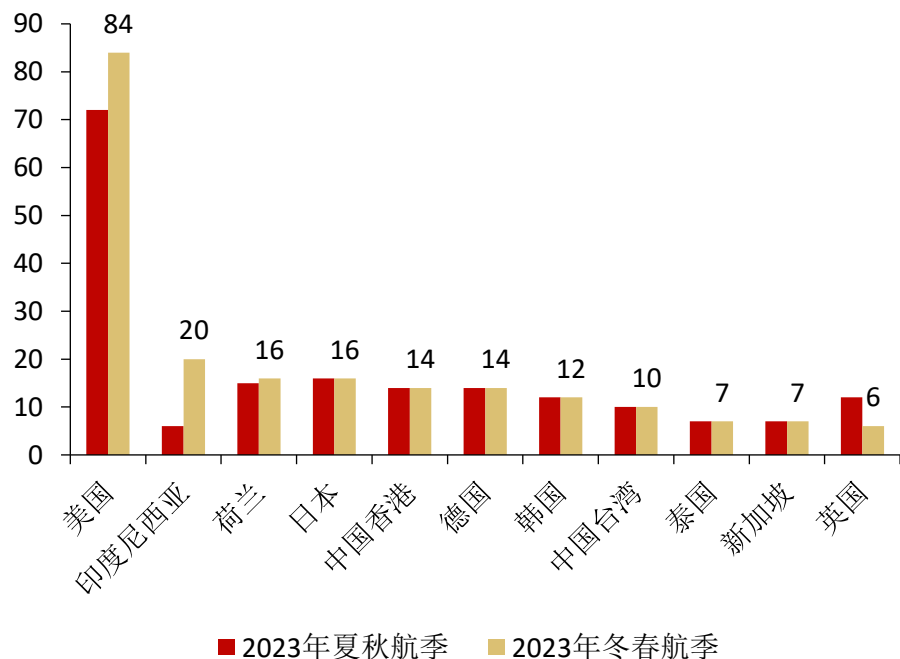
图：东航物流业务矩阵



图：东航物流营业收入构成

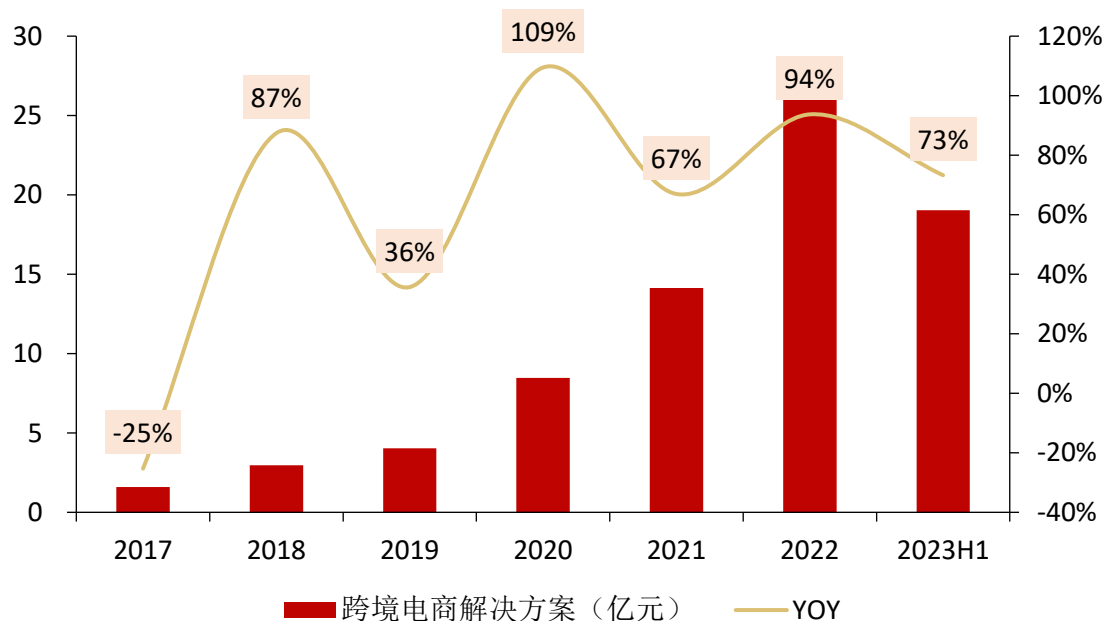


图：中国货航通航国家/地区进出港周航班量（单位：架次） 图：2023年10月货运航班执飞情况

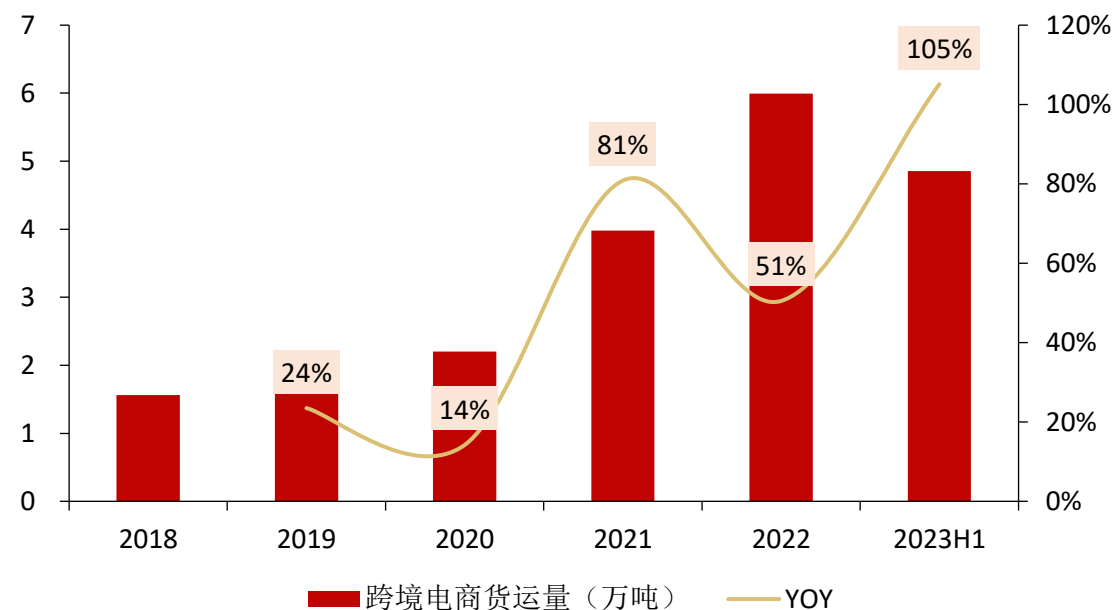


- **跨境电商解决方案业务：**公司充分利用浦东机场的口岸和干线资源优势，针对电商卖家、电商平台、独立站和合作物流服务商的物流需求，提供**直邮清关服务、国内操作、集运库运营、国际航空运输**等基础服务；同时通过整合海外清关、转运、尾程派送供应商资源，为卖家和平台客户提供**跨境出口全程或“口岸+仓储”跨境出口物流**服务。
- 公司跨境电商解决方案板块近年来高速增长，2023年上半年，跨境电商解决方案收入达19亿元，同比增长73%，货运量达4.85万吨，同比增长105%。

图：公司跨境电商解决方案营业收入保持高增长

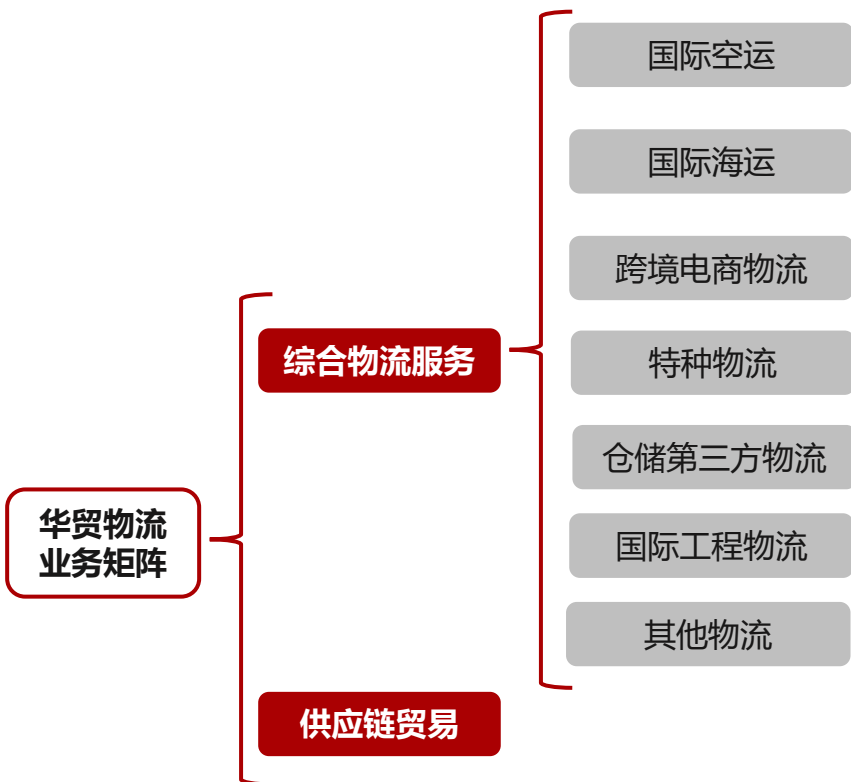


图：公司跨境电商货运量快速增长

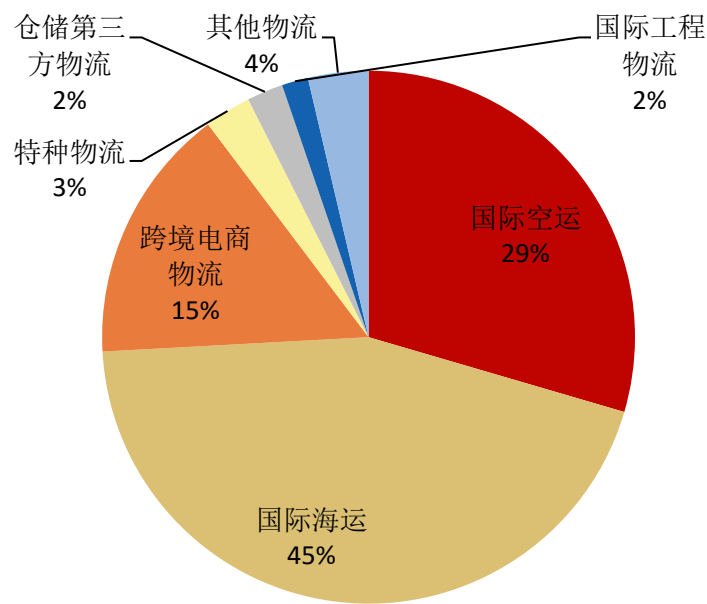


- 公司为中国领先的第三方国际综合物流服务商，根据“2022 年度全球货代 50 强榜单”，公司位居全球海运货代、空运货代的第10名和第15名，服务网点遍布全球。公司的主营业务为综合物流及供应链贸易，2022年公司跨境电商物流收入占主营业务收入的15%。

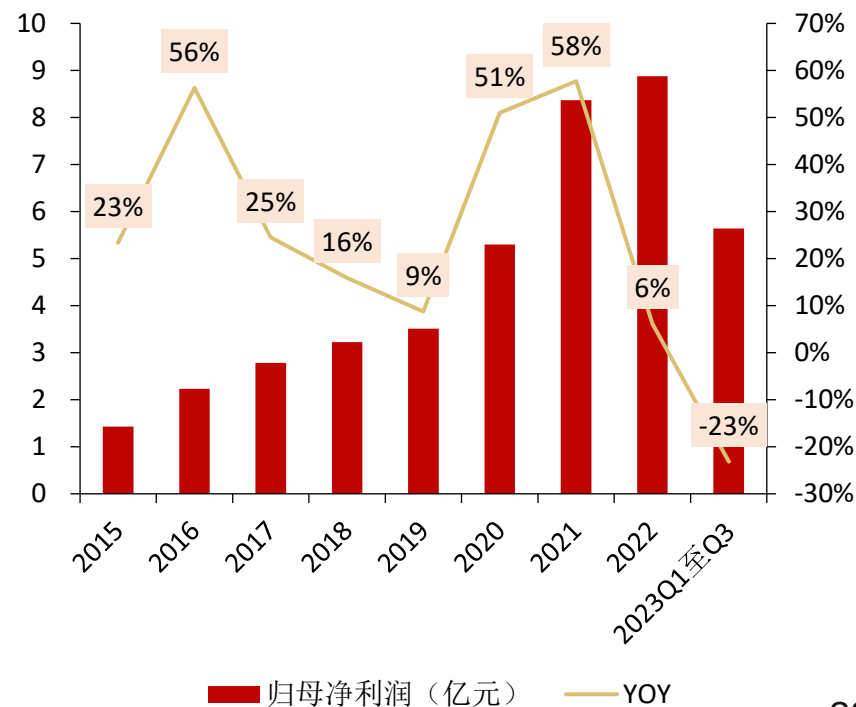
图：华贸物流业务矩阵



图：2022年华贸物流主营业务收入构成



图：华贸物流归母净利润及其增速

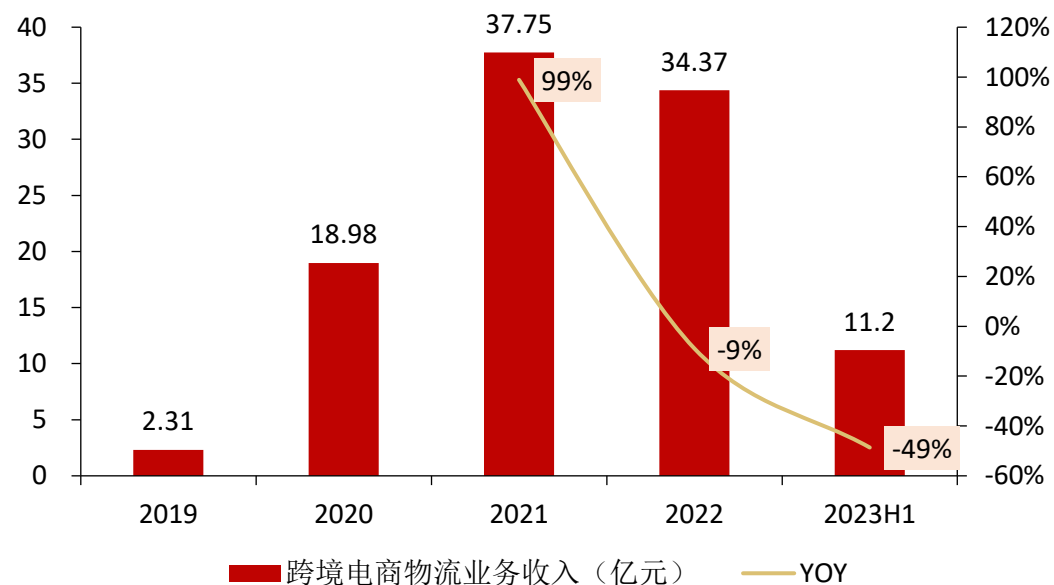


表：公司跨境电商业务货运量情况

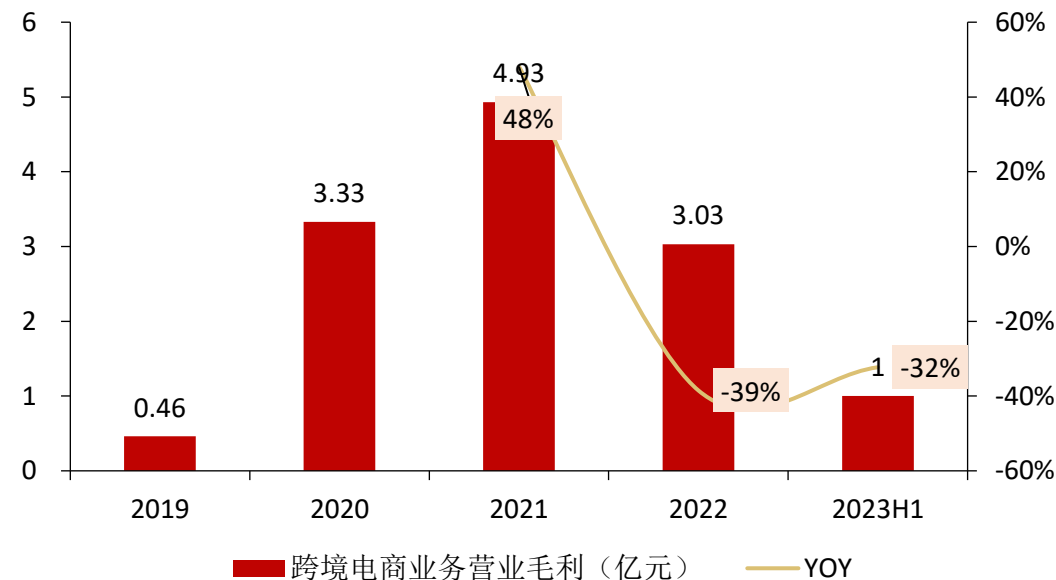
	国际空运 (万吨)	YOY	国际海运 (万标箱)	YOY
2020	5.3		0.5	
2021	6.2	16%	1.6	219%
2022	7.1	14%	1.6	0%
2023H1	4.2	36%	1.1	91%

- 2020年以来，公司跨境电商物流业务量和业务收入快速增长。2023年上半年，公司跨境电商国际空运货运量达4.2万吨，同比+36%，国际海运货运量达1.1万标箱，同比+91%。
- 受海运、空运运价下降影响，2023H1公司跨境电商物流业务收入为11.2亿元，同比-49%。

图：公司跨境电商物流业务收入及其增速

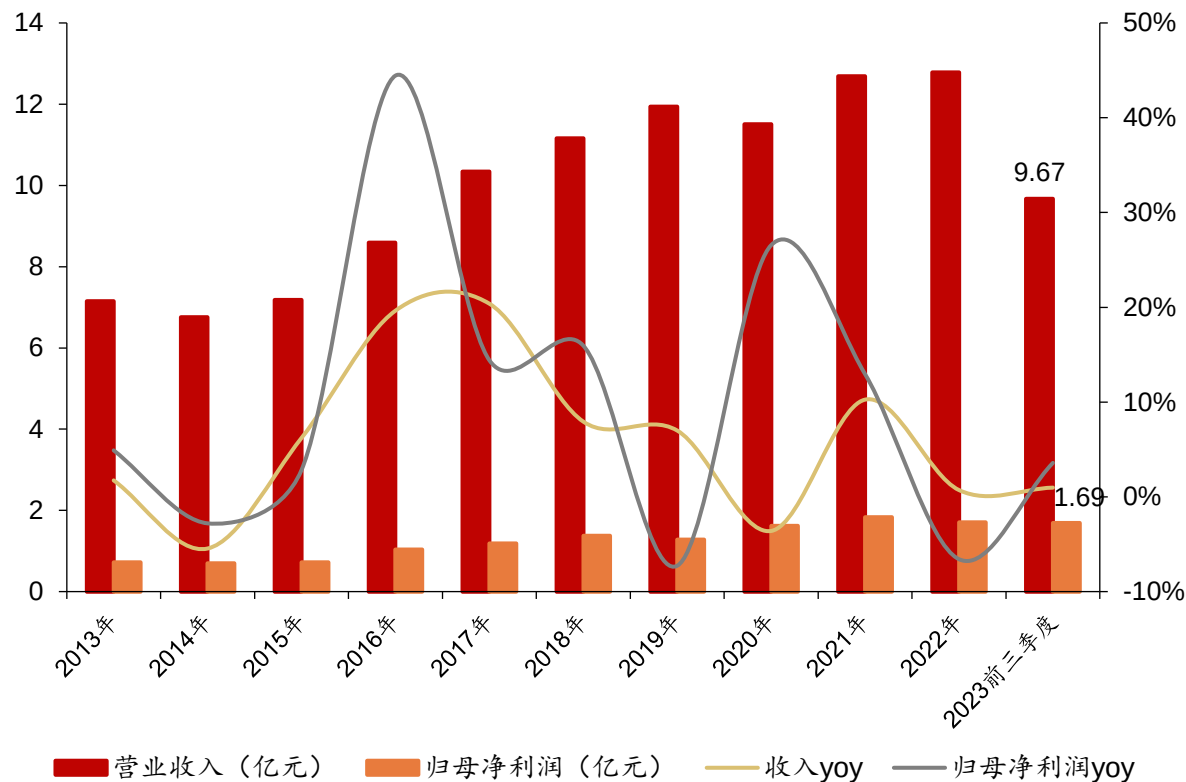


图：公司跨境电商物流业务营业毛利及其增速

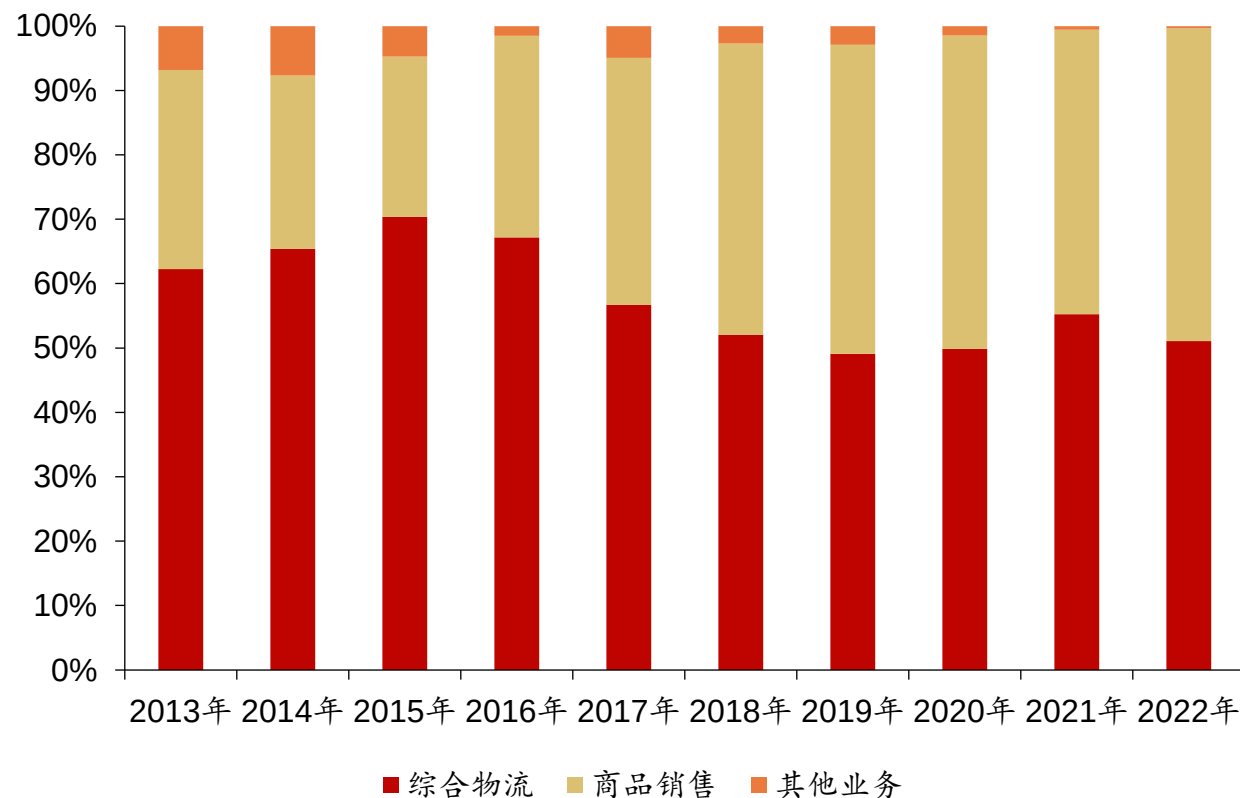


- 嘉诚国际成立于 2000 年 10 月，主业是为客户提供定制化物流解决方案及全程供应链一体化综合物流服务，于 2017 年 8 月在上交所挂牌上市。
- 深耕供应链管理行业，目前形成了“制造业物流解决方案+跨境电商物流解决方案”双轮驱动的业务模式。2023年前三季度公司实现营业收入9.67亿元，归母净利润1.69亿元。

图：嘉诚国际收入利润情况



图：嘉诚国际收入结构



- 公司自 2014 年起，在广州南沙自贸片区保税港区通过天运物流中心为阿里巴巴集团（含菜鸟、天猫等）提供跨境电商物流服务，近年业务合作项目不断增加，规模进一步扩大，同时增加了为希音公司（Shein）提供跨境电商物流服务。
- 公司已建成了天运（南沙）物流中心、嘉诚国际港，在建嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心、天运国际（海南）数智加工流通中心，及规划建设大湾区（华南）国际电商港、大湾区嘉诚国际超级世界港（自营货运航空公司配套设施），**未来将拥有大约 235 万平方米的高标准仓库。**

表：嘉诚国际部分产能

项目名称	位置	用途	建筑面积 (万m²)	项目状态	租金
天运物流中心	广州南沙综保区	B2B/2C跨境物流仓储	15（仓储面积约12）	在用	普通仓库的租金约为15-20元/m²/月，而自贸区内保税仓库的租金约为40-50元/m²/月
嘉诚国际港	南沙区东涌镇鱼窝头中心工业区	跨境电商物流仓储一体化（菜鸟、Lazada等）	60.40（仓储用途面积约52.49，具备保税和非保税功能）	已开始运营工作，预计在 2023 年四季度起全面满负荷运行	
嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心	海口市综合保税区	跨境电商仓储物流、离岛免税物流	21.29	在建	
天运国际（海南）数智加工流通中心	海南省洋浦经济开发区	供应链一体化综合物流服务	35（建成后预计公司每年可新增营业收入约12亿元，预计贡献利润约2.4亿元）	在建	
嘉诚国际（三亚）超级云智世界港	海南省三亚市天涯区	智慧超级转运中心	26.97	在建	

图：嘉诚国际仓库地图



■ 2013年，公司在美国旧金山硅谷设立首个海外仓，2019年初，公司开始系统性筹划公共海外仓项目，并于2020年上半年开始全力推进。截至2023H1，累计全球共12仓，面积27.58万平方米，其中全美9个核心港口和路基港口枢纽城市，覆盖美西、美中、美南、美东，超300个卸货月台、500个集装箱泊位。公司在提升海外仓规模的同时，加强运营成本控制，形成规模优势。2022/2023H1海外仓营业收入为4.9/3.6亿元，占总营收比重15.3%/21.8%。

图：乐歌股份海外仓运作流程

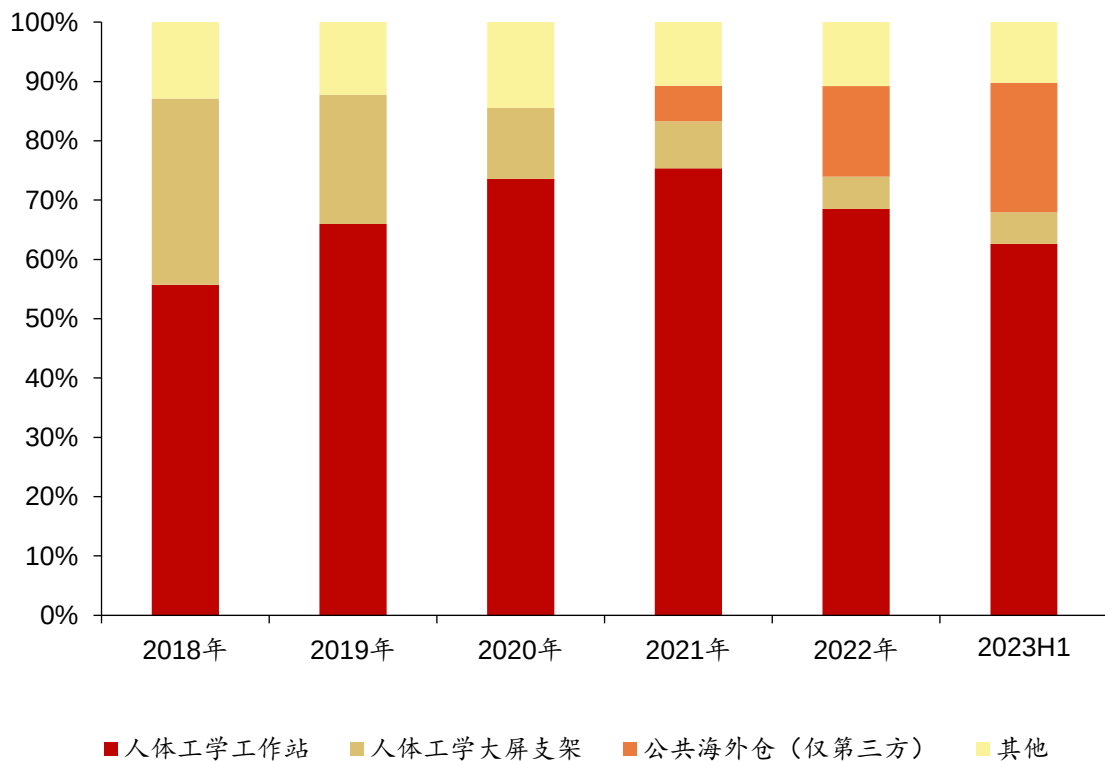


图：截至2023年H1乐歌股份海外仓全球布局图

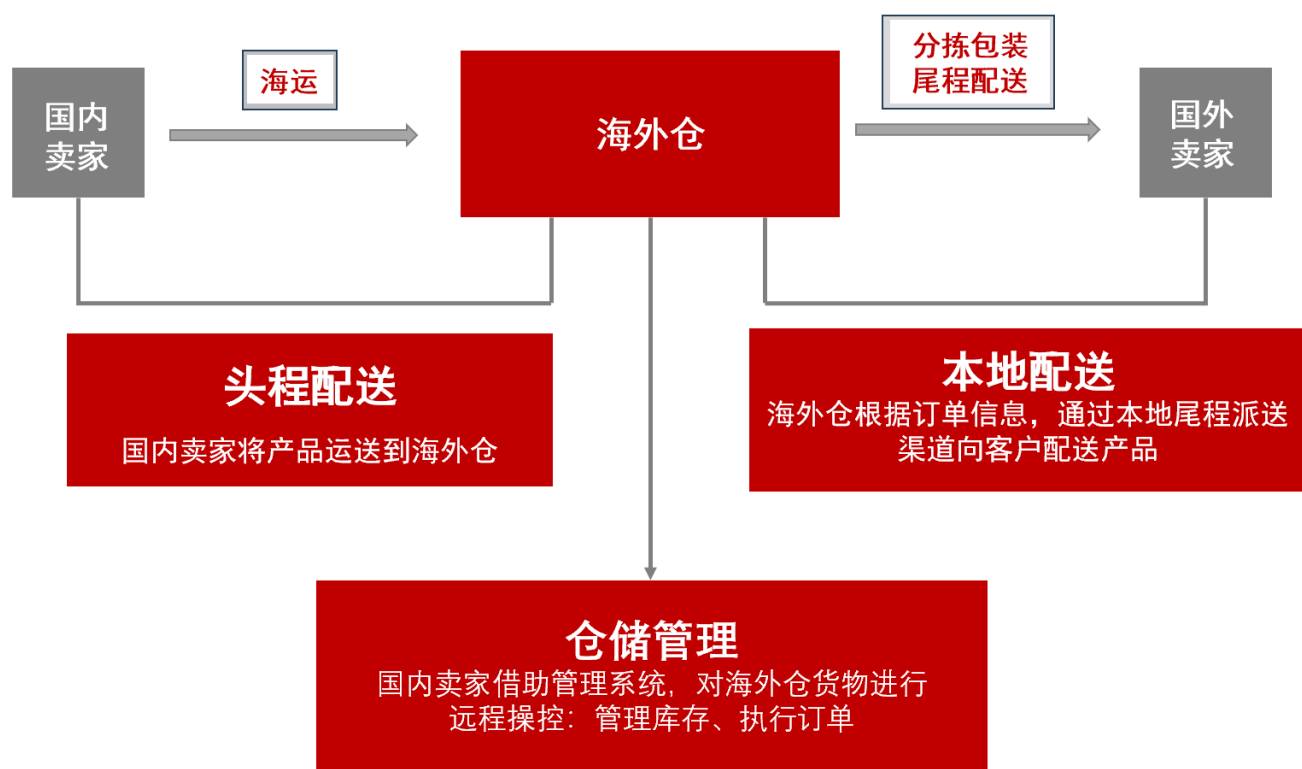


- 公司海外仓业务收入（仅第三方）占比从2021的近6%提升至2023H1的21.8%。
- 乐歌跨境电商公共海外仓创新服务综合体项目从 2020 年提出后，结合乐歌自身的尾程配送优势，专注中大件商品的全流程物流供应链管理，赋能跨境电商行业。

图：乐歌股份收入占比情况



图：乐歌股份海外仓运营模式

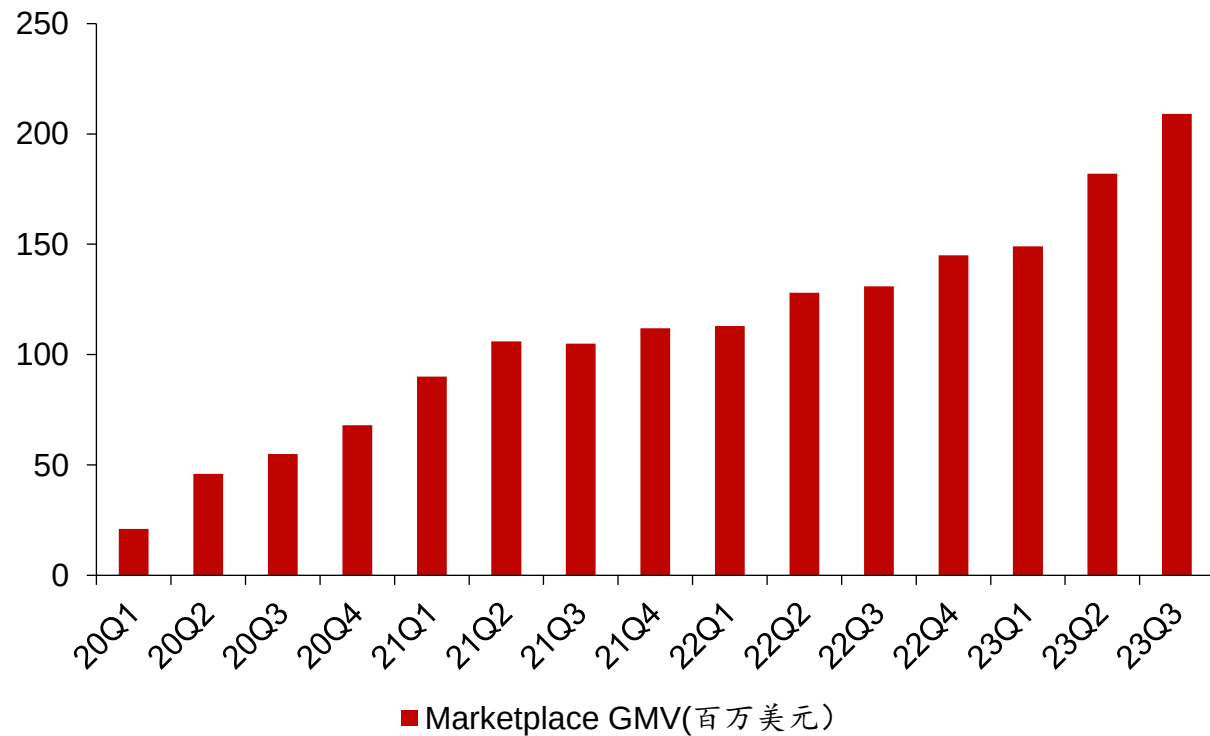


- 公司作为大件全球端到端B2B电商平台，2023年Q1-3实现营业收入为 4.59 亿美元，同比增长 25.96%；实现净利润 0.59 亿美元，同比增长 409.16%。公司B2B电商平台GigaCloud Marketplace在2020-2022年分别实现1.91/4.14/5.18亿美元的GMV，年复合增速高达65%。
- 随着市场扩大带来规模效应，更多的卖家加入云仓，公司的商品供给日益丰富。公司的活跃买家从20Q1的689个增长至23Q3的4602个。

图：大健云仓active buyers数量

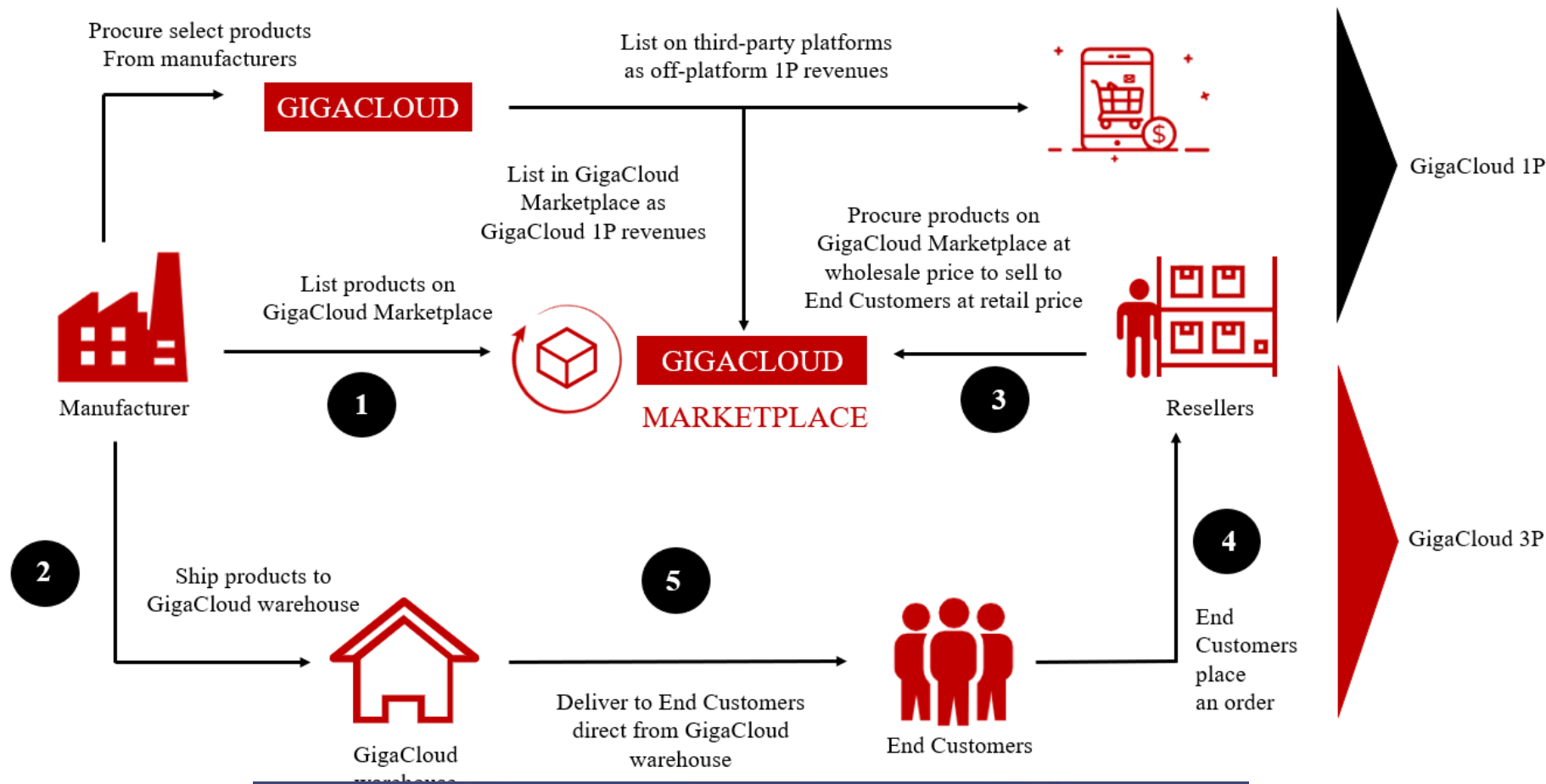


图：GigaCloud Marketplace GMV



- 公司营收主要分为1P(自营收入)、3P（第三方业务收入）以及平台外电子商务收入。1) GigaCloud 1P：通过销售自有商品库存销售收入；2) GigaCloud 3P：撮合卖家和买家交易产生的服务收入。3) Off-platform Ecommerce：通过第三方平台销售自主选品获取产品销售收入。

图：大健云仓业务流程



1、境外经营及监管风险

开展跨境进出口业务涉及多个国家和地区，境外经济、政治等不可抗力因素变动将会对企业经营产生重大影响。

2、跨境电商行业发展不及预期

跨境电商物流高度依赖平台及消费者对跨境业务的需求，宏观经济、就业等情况变动将会影响消费需求。

3、中国品牌出海不及预期

中国商品的价格、服务等竞争力或将影响跨境电商的订单量不及预期。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>