

海外仓：承上启下，跨境电商必争之地

——跨境电商系列深度之二

行业评级：看好

2024年4月8日

分析师

汤秀洁

研究助理

吴安琪

证书编号

S1230522070001

邮箱

tangxiujie@stocke.com.cn

邮箱

wuanqi@stocke.com.cn

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、海外仓赚哪部分的钱——租金收入+进出仓相关操作费+尾程物流配送差价，其中尾程物流差价为核心收入和利润来源。

➤ 海外仓：典型的跨境物流赛道卖水人。当仓储产品周转速度慢的时候，租金和相关操作费为主要收入，盈利弱弹性低，核心看仓储面积；当仓储产品周转速度快时，尾程物流差价为核心收入，盈利强弹性大，核心看物流订单数量，且随着物流订单数量累计，规模化优势愈发凸显。

2、海外仓的核心竞争力——先发优势，核心位置稀缺仓的抢占；规模化优势，运营效率提升。

➤ 进入壁垒：海外仓租金高昂且持续上行，叠加工业用地资源稀缺+海外买地政策风险，租赁或自建海外仓均需雄厚的资金实力。

➤ 先发优势：优质海外仓，特别是大件仓本身属于稀缺资源，先到先得。海外仓优先在人口密集、消费集中+核心港口周边区域布局，海外仓选址需要考虑：距离港口的距离（租金、卡车费用和卡车运力的博弈）、与交通干线的距离（卡车资源）、员工招聘（人力资源丰富度）等。此外，海外仓系2B业务，获客难度大但核心客户粘性强，客户关系稳定。

➤ 规模化优势：海外仓边际盈利提升主要依靠规模效应+附加服务。除单纯扩仓储面积外，海外仓盈利提升路径还包括：1）提升周转率/单平米利用率→尾程快递账号折扣加大→规模效应加强。2）获得头尾程物流商资源→提供更多附加服务。

3、海外仓供需情况——小件仓供给丰富，需求受益tiktok爆品模式；大仓供给稀缺，需求来自电商渗透率、家居补库、半托管模式、亚马逊仓涨价等。

➤ 小仓：供需两旺，仓库规模通常较小，运营成本较低；需求得益于TikTok Shop等电商平台兴起，爆品备货模式驱动下逐步上行。

➤ 大仓：供给稀缺，受益于大件周期性补库存+欧美家居产品线上化率提升+亚马逊中大件FBA费提升→海外仓需求外溢+TEMU等平台推半托管模式。

➤ 发展趋势：仓储物流运营更高效的诉求下，客户倾向与能提供端到端一体化服务的海外仓合作，行业主动+被动出清过程加速，资源龙头集中。

4、建议关注：

➤ 大健云仓：全球领先的大件产品B2B交易平台，聚焦家具家电等大件赛道，依托丰富的海外仓储资源，将买卖双方与平台深度绑定。20-22年营收2.8/4.1/4.9亿美元，同增125%/50%/18%；归母净利润0.37/0.29/0.24亿美元，同比+1211%/-22%/-18%。

➤ 乐歌股份：线性驱动专家，自有品牌+代工相结合竞争力提升；美国储备土地资源丰富，长期锁定仓储成本，23年底运营28万平方米海外仓，24年拟扩至40万平方米。20-22年营收19.4/28.7/32.1亿元，同增98%/48%/12%；归母净利润2.2/1.9/2.2亿元，同比+245%/-15%/+18%。

1、全球贸易环境恶化的风险

跨境电商行业受国际形势波动影响显著，若发生诸如经济增长放缓、系统性金融危机等重大不利风险，将严重制约海外消费市场需求，或影响公司持续经营。

2、汇率波动的风险

跨境电商企业收入主要以外币结算，未来若美元、欧元等外汇兑人民币汇率出现重大波动，可能加大公司收入和财务费用的不确定性，影响公司经营业绩。

3、公司战略失误、人才流失以及新市场孵化风险等

目录

1

商业模式：核心收入并非租金，而是尾程差价等增值服务

2

需求趋势：中大件电商化率提升为主，亚马逊涨价为催化

3

供给格局：市场分散，小供应商卷价格，大供应商卷服务

4

核心优势：大仓库为稀缺资源 + 增值服务有规模化优势

5

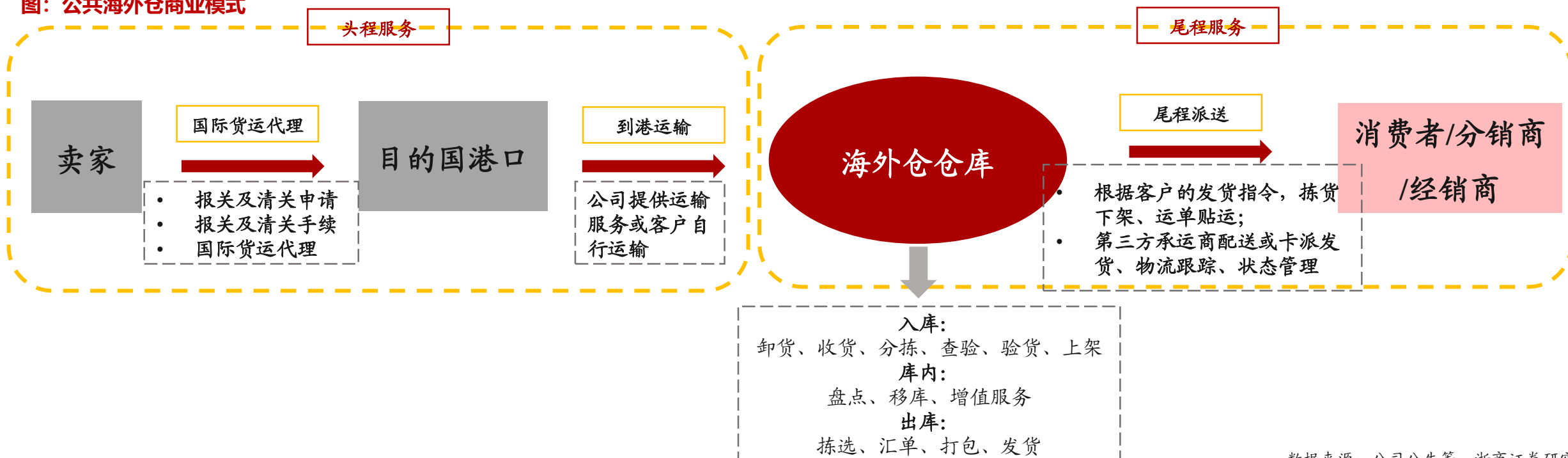
政策总结：国内鼓励、海外政策变动

6

公司一览：大健云仓/乐歌股份/递四方

- 海外仓作为“前置仓”，将发货、退换货等跨境电商物流服务本地化，提升运输时效，保证用户体验稳定性。
- 头程服务为产品从目的地国运送到海外仓的运输过程，海外仓服务商提供的服务包含国际货运代理、到港运输等。与客户签订合同后，客户根据其自身产品在美国各地的销售需要，将货物发往目的国港口后（部分海外仓服务商可提供国际货运代理服务），海外仓服务商提供目的国港到海外仓的运输服务或客户自行运输至海外仓，货物到库后卸柜，存入货柜进行仓储。通常依据货物占用货位体积或重量、存储天数计费。
 - 尾程服务为产品从海外仓运输到客户地址的过程，海外仓服务商提供的服务为尾程派送。发货时根据客户的发货指令，海外仓服务商安排拣货下架、运单贴运，整合同区域配送信息并优化出库方案后，安排 FedEx、UPS 等第三方承运商或卡派进行配送发货并进行物流跟踪及状态管理。海外仓服务商通常依据承运重量或体积、配送距离等进行物流快递服务收费。此外还提供商品尺寸及重量复核、盘点、商品辨识、商品重新包装、商品拆分与合并、拒收或退货产品入仓、打托、贴标等其他增值服务，通常依据每件、每托盘、每公斤、每订单计费。

图：公共海外仓商业模式



1.2 海外仓供给端进入壁垒：平台仓 > 自营仓 > 第三方仓

- 当前海外仓的运营模式主要分为三类：平台仓、第三方海外仓和卖家自营海外仓。
- 从所有者的角度出发：
 - 平台仓为平台的附属产物，自带流量，仓库无需担心获客问题；仓储费和附加服务费非平台的主要盈利来源，平台主要通过完善的仓储物流体系吸引卖家入驻和买家下单，因此大平台如亚马逊的平台仓对卖家话语权较大，对入库的产品规则、储存时间等均有较严格的限制。
 - 第三方海外仓两级分化严重，赛道进入壁垒偏低，但头部壁垒极高。小供应商不具备全链路的服务能力，只能卷价格吸引客户；大供应商主要依靠尾程派送规模优势及各类型附加服务盈利。
 - 卖家自营海外仓主要为顺应家具、家电等产品卖家出海的产物。该类卖家一般具备雄厚的资金实力，规模较大的自营海外仓一般会给第三方卖家使用，凭借品牌优势和自用积淀的信息化能力能够吸引部分中小客户，加强规模效应。

模式	定义	代表海外仓	
平台仓	依托平台建立的仓储配送物流体系，通常采用一件代发	亚马逊FBA、 大健云仓3P模式、 沃尔玛海外仓	背靠平台，无需担心仓储货源等获客问题，一般为平台的附加服务。
第三方海外仓	由第三方企业（多为物流服务商）建立并运营的海外仓	递四方、 谷仓海外仓、 万邑通、 文鼎供应链	体量小的服务商存在获客难的困境，为了获客来摊销租金等固定成本，易陷入价格战的竞争陷阱； 体量较大、服务链完善的供应商凭借头程和尾程的价格、效率优势，虹吸客户
卖家自营海外仓	卖家基于自身需求建造的海外仓，部分公司也会将多余仓库储存能力外租，则成为自用+第三方仓库	乐歌股份海外仓自用部分、 恒林股份海外仓、 致欧科技海外仓、 赛维时代海外仓自用部分	

1.3 需求方长期成本：平台仓 > 第三方仓 > 自营仓，成本和服务成正比

- 长期维度卖家使用海外仓的成本：平台仓 > 第三方仓 > 自营仓
- 平台仓适配在第三方平台铺货的卖家，核心优势为：使用平台仓更加省心且能够获得平台更多的流量分配。
- 第三方海外仓适配中小型卖家，核心优势为：价格优势+货品处理更灵活。
- 卖家自营海外仓适配资金实力雄厚且海外订单量稳定的卖家，核心优势为：长期成本更低，可以适配产品规格和销售区域定制化布局海外仓。

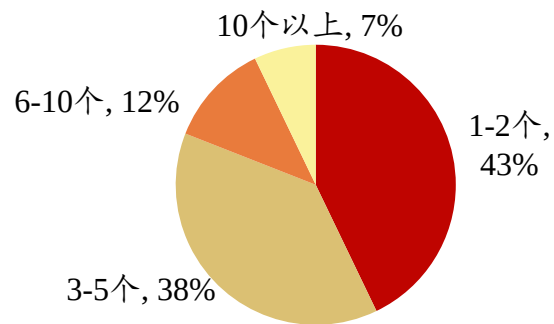
模式	适用商家	优势	缺点
平台仓	平台型卖家 中小件卖家	1、货品管理、发货更高效； 2、能获得更多平台流量； 3、平台背书，几乎无需担心产品储存的安全问题。	1、仓储和服务费一般较高，且卖家对产品控制权较弱； 2、不提供头程清关等服务； 3、对产品包装、标签完好度和体积等规格有要求； 4、退货处理死板，亚马逊支持无条件退货，FBA仓收到的不符合二次销售条件的退货，将由卖家承担货损。 5、若卖家店铺被查封，存放在平台仓的货品也会被查封。
第三方海外仓	中小型卖家	1、可提供订船舱、清关、入库质检、商品分拣、一件代发等头程物流和尾程物流的附加服务； 2、退货处理灵活，无质量问题的退货可以替卖家更换标签或者重新包装，再次二次销售，减少卖家损失。	各海外仓服务效率具备差异，需要卖家花精力挑选适配自身需求的海外仓。
卖家自营海外仓	业务规模大且追求高度自主控制的大型卖家	卖家自己掌控、管理仓库，灵活度较高，对货物有绝对控制权	1、资金壁垒，涉及购买或租赁仓库，租赁时间维度一般较长。 2、资本密集型的支出，招聘员工、购买设备等； 3、物流合作资源的获取，如与UPS、FedEx等大型物流公司的深度合作与折扣谈判。 4、备货压力大。

1.4.1 海外仓服务商主体：小规模+仓库数量少+租仓库+老玩家

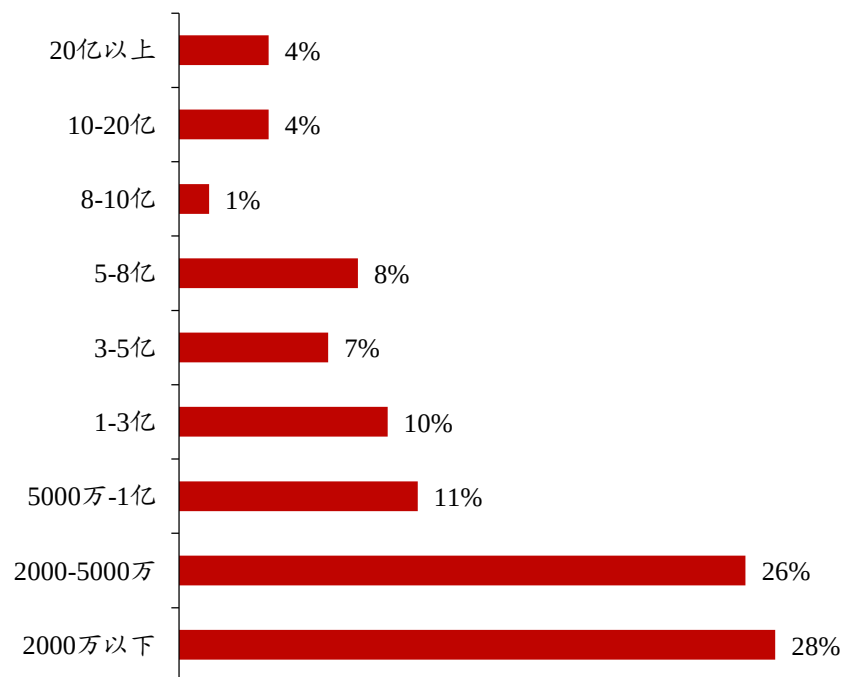
➤ 小玩家为主，行业规模存在整合空间。

- 小规模+仓库数量较少的服务商数量居多。海外仓进入壁垒较低，供应商只需在海外租用仓库即可提供海外仓仓储业务的服务，因此较多不具备优质服务能力的海外仓供应商在海外备货需求提升时涌入行业。海外仓蓝皮书调研数据显示：营收1亿以下服务商占比65%，营收20亿以上的服务商仅占比4%；拥有1-2个海外仓的服务商占比43%，3-5个海外仓的服务商占比38%，5个以上海外仓的服务商占比仅19%。因海外仓服务商营收规模受海外仓数量和面积的限制，契合赛道内营收规模较小的服务商数量最多的现象。
- 经营时间较长的服务商为主，但存在部分行业浪潮上新入局的玩家。调研数据显示运营6年以上的服务商占比45%，3年以内的服务商占比35%。
- 海外仓大多为纯租赁，占比39%。主要系自建海外仓需要雄厚的资金实力买地、建设，且建筑周期和回本周期较长。

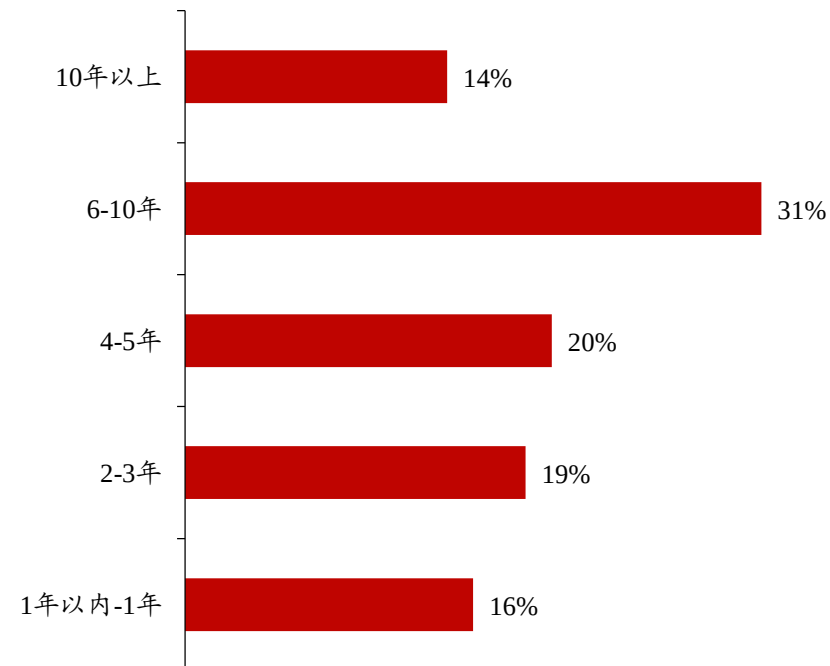
图：样本服务商自营仓库数量



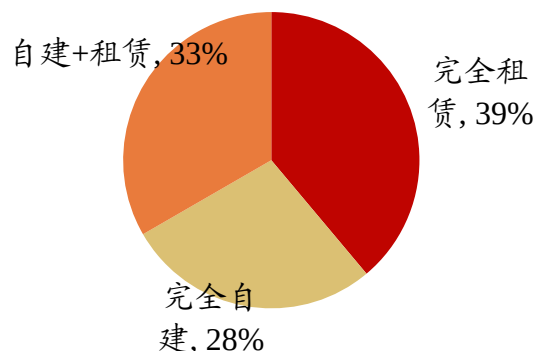
图：样本服务商营收规模分布



图：样本服务商经营年限



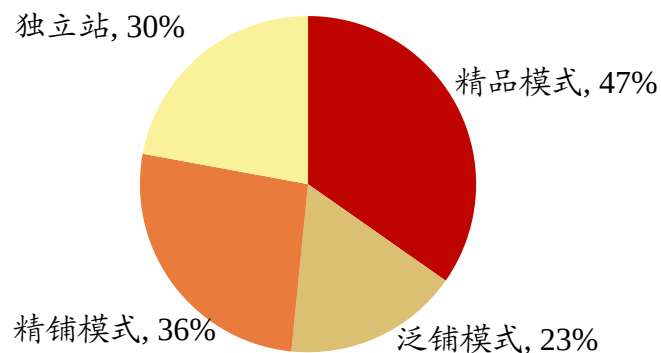
图：样本服务商仓库资源分布



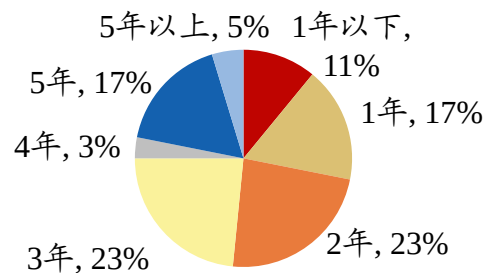
1.4.2 海外仓用户主体：营收1亿以下+精品/长效标品+布局年限 < 3年

- 海外仓货品多以长效标品为主，具备质量过硬和高货值的特点；精品和精铺卖家占比较高。主要系精品大多货值较高，买家对产品时效性要求高。
- 用户以小规模卖家为主，且74%为近1-3年开始使用海外仓备货，预计受此前海外运力不稳定催化。其中营收规模1亿元以下的卖家合计占比达60%，20亿以上的卖家仅占3%。样本卖家中使用海外仓5年及以上的卖家占比22%，0-3年的卖家占74%。

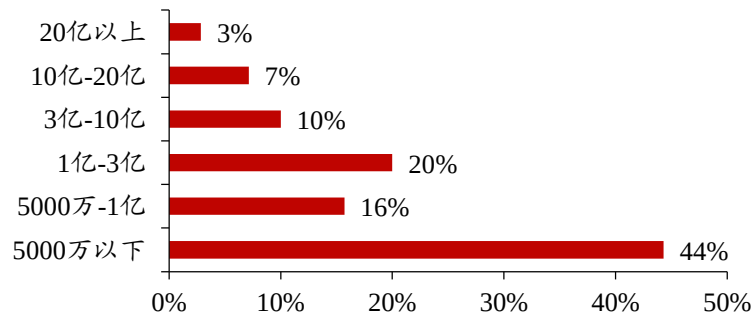
图：样本卖家经营模式



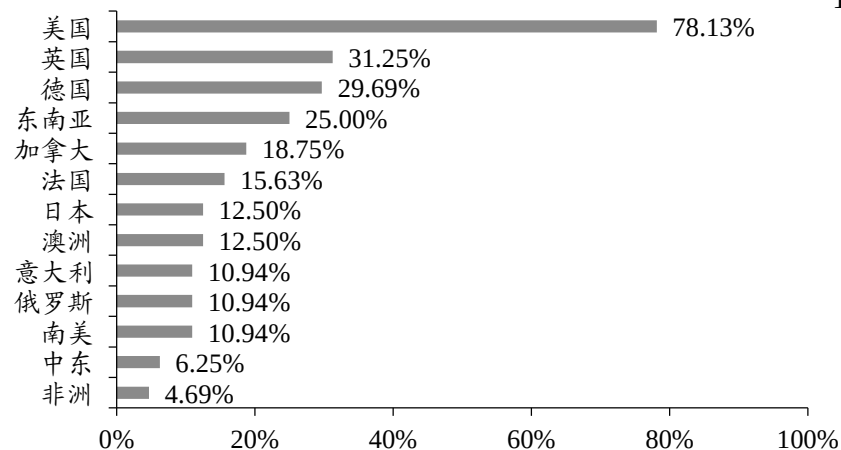
图：样本卖家使用海外仓的时间



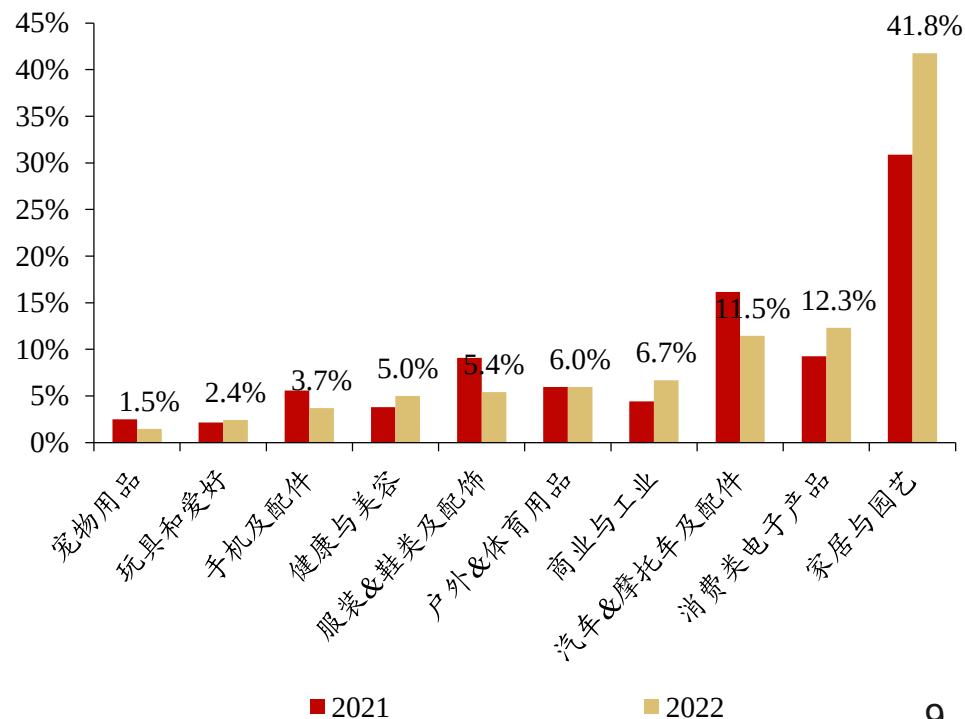
图：样本卖家营收规模分布



图：样本卖家主营市场分布



图：21-22年海外仓发货订单占比TOP10



目录

1

商业模式：核心收入并非租金，而是尾程差价等增值服务

2

需求趋势：中大件电商化率提升为主，亚马逊涨价为催化

3

供给格局：市场分散，小供应商卷价格，大供应商卷服务

4

核心优势：大仓库为稀缺资源 + 增值服务有规模化优势

5

政策总结：国内鼓励、海外政策变动

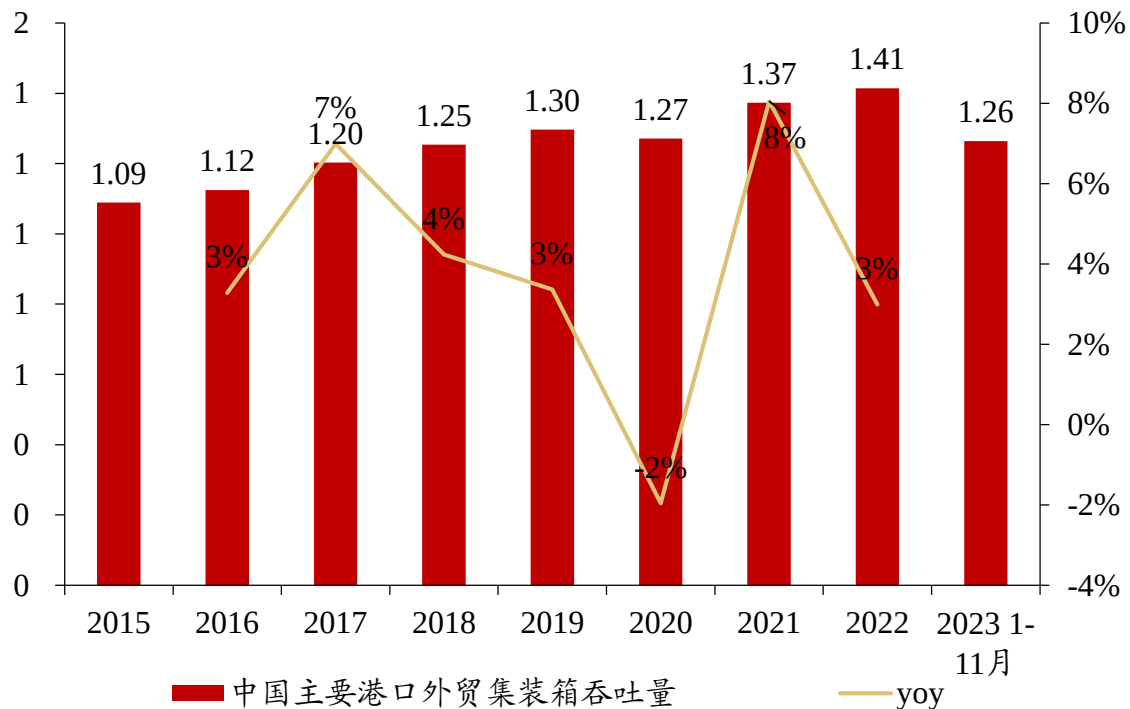
6

公司一览：大健云仓/乐歌股份/递四方

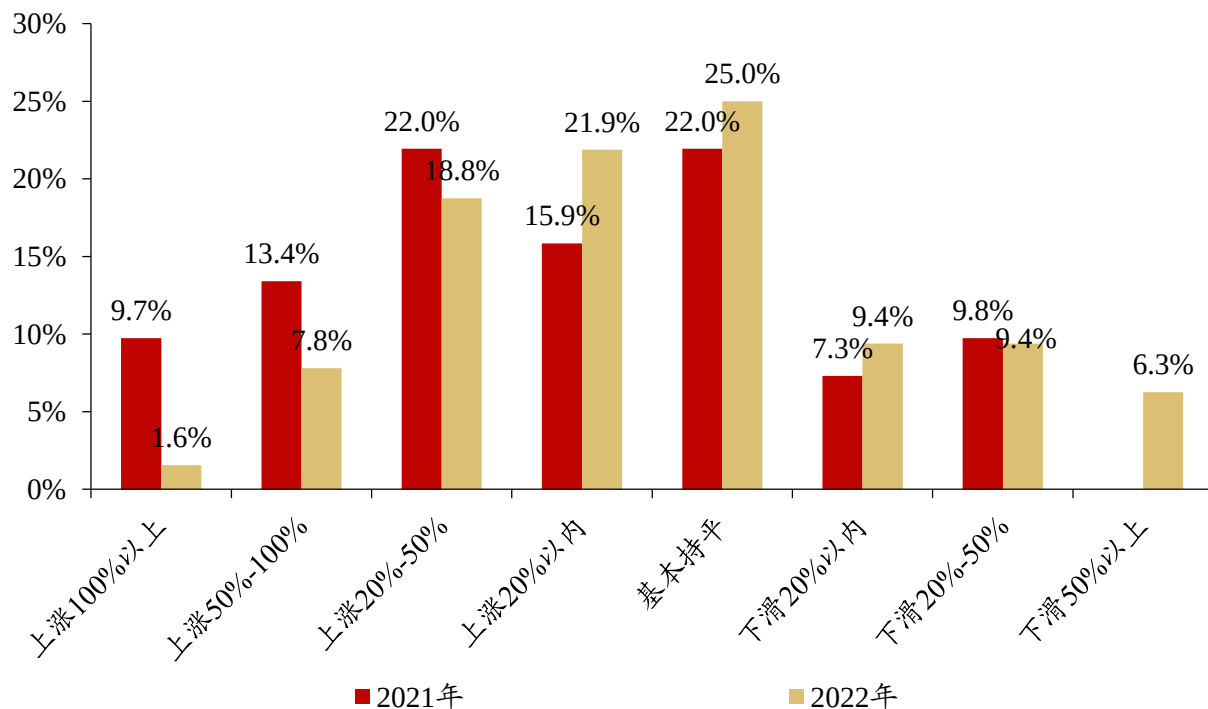
2.1 短期：去库存→补库周而复始，22-23年终端去库存，需求降速

- **短期去库存阶段，22-23年海外仓需求边际放缓。**海外仓主要承接海运集装箱货物，20-21年宏观因素影响，海外运力不稳定，叠加欧美线上化渗透率迅速提升，卖家为了维持稳定的销售，在海外仓大批量囤货，22-23年进入海外去库存周期。根据港口协会数据，22-23年中国主要港口外贸集装箱吞吐量基本持平，23年1-11月中国主要港口外贸集装箱吞吐量1.3亿标准箱，同比下降2%。
- **短期供需错配，22年25%的样本海外仓服务商营收下滑。**随着去库存阶段海外仓新增需求增速边际放缓，供给端反应滞后仍维持较快增速，供需不平衡下，较多中小供应商出现获客难度提升，22年营收持平或下滑的样本供应商高达50%。

图：中国港口集装箱吞吐量（亿标准箱）

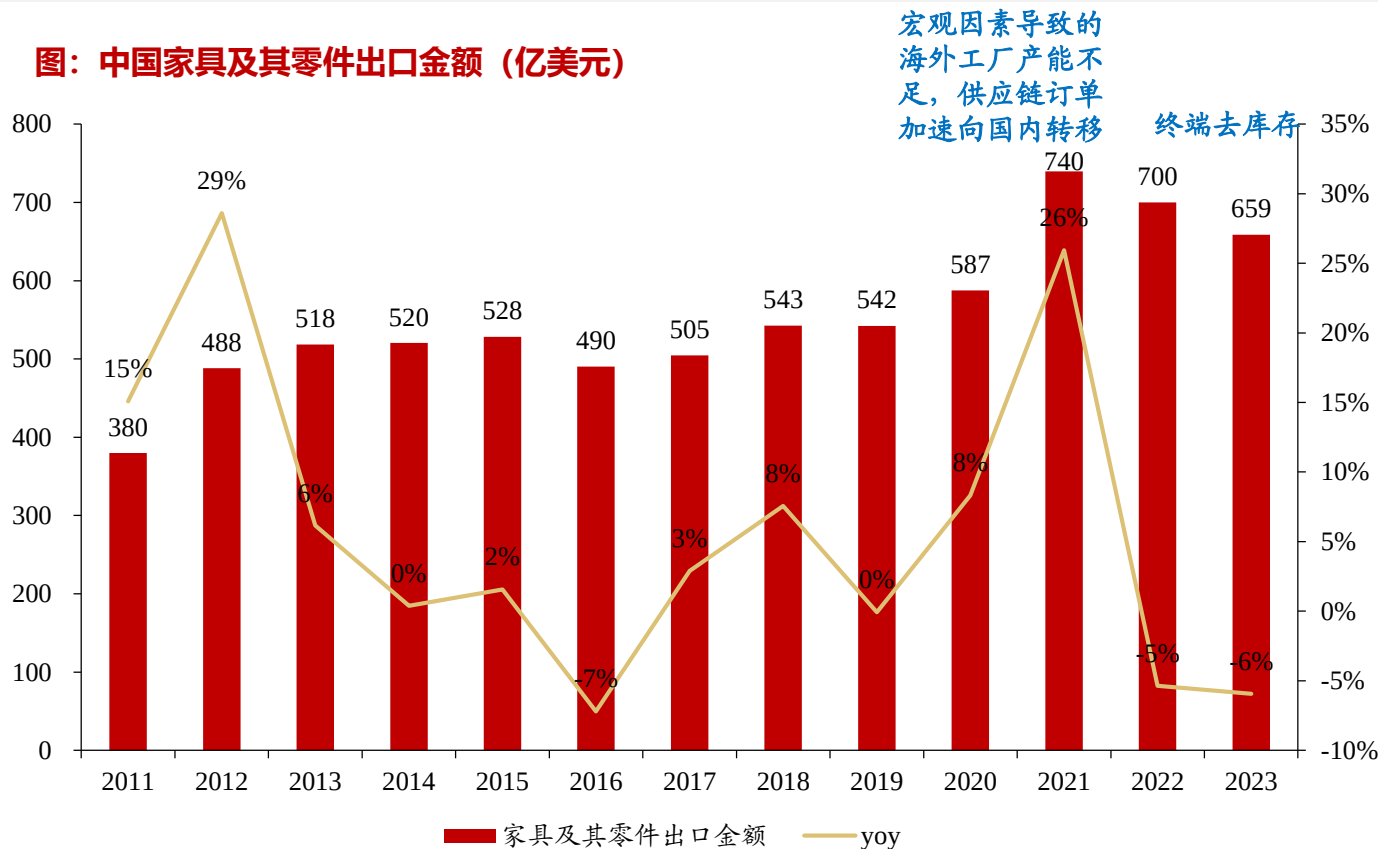


图：样本海外仓服务商21/22年营收同比增速（%）

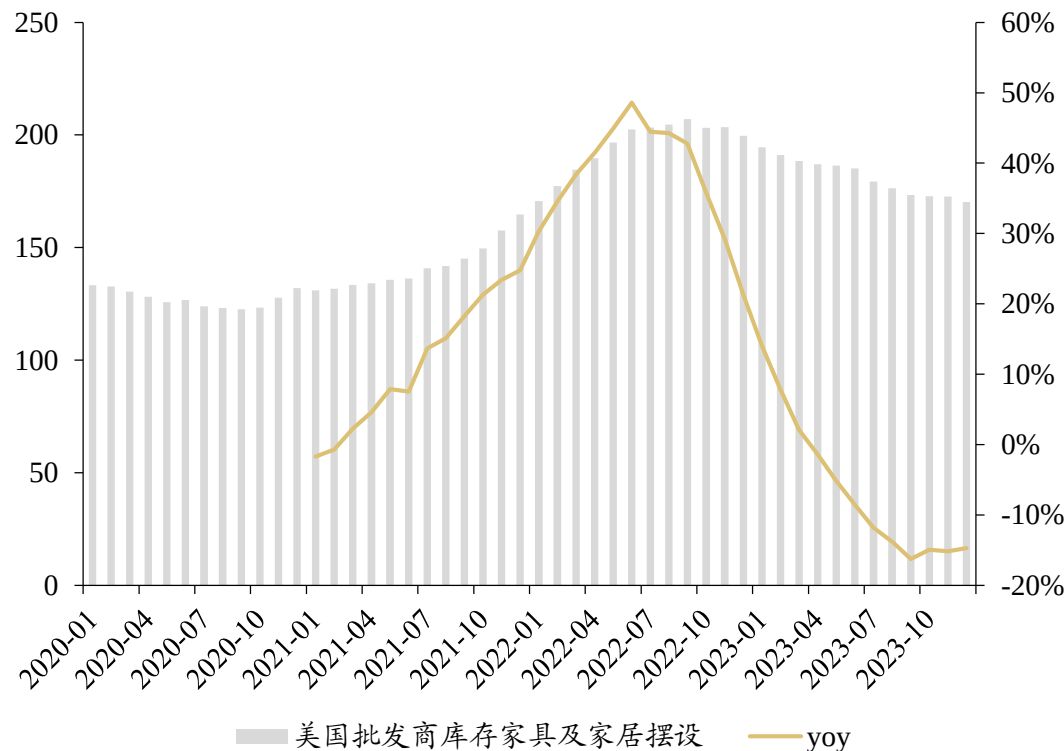


- **海外去库存加速，家居出口有望回暖。**2022-2023年，我国家具及其零件出口额分别为700/659亿美元，同比下滑5%/6%，主要系21年海外需求旺盛，海外零售商大规模下单导致库存积压。22H2随着海运费畸高走势纠正，美国家具零售及批发商开始主动去库，23年12月，美国家具及家居摆设批发商库存170亿美元，同比下降15%。
- **家具家居品类具备大件、非标及低频耐用属性，渗透率提升空间大，企业进入壁垒相对较高。**根据USB预测数据，25年美国鞋服/消费电子/宠物用品电商渗透率分别达到43%/44%/36%，当前家具品类电商渗透率较低，提升空间仍较大。此外家具家居品类的大件属性，需要企业具备立营销、选品、供应链管理等全链路运营能力，行业的先发优势和壁垒明显。

图：中国家具及其零件出口金额（亿美元）



图：美国批发商库存—家具及家居摆设（亿美元）



中长期：消费习惯转变→电商渗透率提高→配套基建完善，正循环，欧美大件线上化率提升

- 欧美国家家居产品线上化率普遍高于全球平均水平，将带动海外仓需求提升。根据欧睿数据，美国和英国家具产品线上化率已由18年的16%/19%提升至22年的28%，超全球平均水平22%。此外，根据世邦魏理仕集团公司（CBRE）的预测，电商销售额每增加10亿美元，就需要增加100万平方英尺的仓储和配送空间。
- 东南亚家居产品线上化率仍有提升空间，新市场海外仓需求有望随着线上化率提升而爆发。东南亚国家目前家居产品线上化率整体处于较低的水平，22年印尼/泰国仅为11%/6%，预计主要受制于尾程派送运力稀缺和基础设施不完善。

图：家居产品线上化率

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
全球	5%	5%	5%	6%	6%	7%	8%	8%	10%	10%	12%	13%	19%	21%	22%
美国	8%	8%	9%	9%	10%	11%	12%	12%	14%	15%	16%	16%	27%	27%	28%
英国	8%	9%	10%	11%	13%	14%	16%	16%	18%	18%	19%	20%	31%	29%	28%
法国	5%	6%	7%	7%	8%	8%	9%	9%	9%	10%	11%	11%	13%	13%	13%
德国	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	9%	10%	12%	17%	19%	20%
中国	0%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	7%	8%	9%	10%	12%	18%	21%	22%
日本	8%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	11%	11%	11%	12%	12%	12%	13%
泰国	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	6%	6%	6%
印尼	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	3%	5%	8%	9%	11%
巴西	3%	3%	3%	4%	4%	5%	6%	7%	9%	10%	11%	11%	21%	22%	22%

2.4.1

亚马逊对抗TEMU/SHEIN，优化中小件费率，上调中大件FBA费

 浙商证券股份有限公司
ZHEJIANG SECURITIES CO., LTD.

➤ 亚马逊多次上调中大件产品FBA费用，中大件产品海外仓需求外溢，第三方海外仓受益有望实现营收高增。随着销售小件产品为主的TEMU、SHIN等性价比平台在海外消费者心智持续加强，亚马逊为了吸引更多中小件卖家入驻，多次上调中大件产品FBA费用，让仓储容量予中小件产品来直面平台之争。23年12月亚马逊公告称美国站物流费用和销售佣金的调整，其中自24年2月5日起物流配送费用将调整，美国尺寸分段和费用变更将更新。小号、中号、大号 and 特殊大件分段将被新的大号大件和超大尺寸的尺寸分段取代。

表：亚马逊美国FBA仓储费变动

24.2.5前	重量	24.1.15-2.4非旺季配送费（\$）	24.2.5后	重量	24.4.15后非旺季配送费（\$）
小号标准	16oz以下		小号标准	16oz以下	
大号标准	20lb以下		大号标准	20oz以下	
小号大件	0-70lb	9.73+0.42/lb	大号大件	0-50lb	9.61+0.38/lb
中号大件	150lb以下	19.05+0.42/lb	超大	0-50lb	26.33+0.38/lb
大号大件	150lb以下	89.98+0.83/lb	超大	50-70lb	40.12+0.75/lb
特殊大件	150lb以上	158.49+0.83/lb	超大	70-150lb	54.81+0.75/lb
			超大	150+lb	194.95+0.19/lb

数据来源：2023海外仓蓝皮书，亚马逊官网，浙商证券研究所

2.4.2 亚马逊尺寸分类变动→大件费用提升→第三方海外仓需求增加

以乐仓为例，第三方海外仓仓储配送费仅为亚马逊FBA仓储费的50%-60%。

海外仓大件计费标准：体积*抛货系数>实际重量，按体积重收费。

- 尺寸为35*23*10英寸、实重42磅，围长101英寸的椅子：根据亚马逊139的抛重系数计算得出的抛重为58 磅，根据FBA23年的规则，属于小号大件，23年亚马逊旺季配送价格为34.67美元；根据乐歌海外仓250的抛重系数，椅子抛重为33 lbs根据乐歌的VIP报价计算公式（出库+基础运费（四区）+住宅+燃油15%），运费仅约21.04美元。
- 50*24*12inch、实重102 lbs、围长122inch的健身器材：根据亚马逊139的抛重系数计算得出的抛重为104 lbs，根据FBA23年的规则，属于中号大件，23年亚马逊旺季配送价格为64.81美元；根据乐歌海外仓250的抛重系数，这件健身器材的抛重则为58 lbs，运费仅约51.67美元。

表：亚马逊美国FBA仓储费及乐歌海外仓仓储费对比

	尺寸（英尺）	重量	23年规则下类别	24年新规下类别	23年亚马逊旺季 仓储配送费 \$	23年亚马逊淡季 仓储配送费 \$	24年亚马逊仓 储配送费 \$	24年乐仓仓储 配送费
椅子	35*23*10	42lb	大号大件	超大（50-70lb）	10.73+57*0.42= \$ 34.67	9.73+57*0.42= \$ 33.67	40.12+7*0.75= \$ 45.37	2.5+13.22+2.9+ 2.42= \$ 21.04
健身器材	50*24*12	102lb	中号大件	超大（70-150lb）	21.55+103*0.42= \$ 64.81	19.05+103*0.42= \$ 62.31	54.81+33*0.75 = \$ 79.56	3.5+27.99+2.9+ 11+6.28=\$51.67

2.5 TEMU/速卖通等平台开放半托管模式→海外备货需求提升

- **Temu半托管和全托管的核心差异：**半托管仓储物流更加灵活，允许更成熟的商家延续原有履约方案。其他环节依然是全托管模式。商家跳过选品、寄样、审版、图审等流程，自行完成货品履约，处理订单逆向物流。TEMU负责完善商品详情，协助比价，将商品上架至美国、欧洲等站点，客户服务，提供灵活的发货选项（单件/多件合并发货）。
- 速卖通的半托管趋近于POP模式，货权、定价权、运营权都归于商家，只是把物流履约服务交给平台。而Temu半托管则更像是经典全托管模式的“青春版”。
- 亚马逊VC账号与Temu半托管最大的不同在于，对采用了PO/DI（Purchase Order/Direct Import）运输模式的商家而言，货权和尾程派送都由平台负责，但商家仍需支付推广费用和一系列其他费用（如Slot Fee等）。而Temu半托管商家则无需向平台支付任何佣金/服务费，更有优势。

TEMU	核价	备货	运营	物流
全托管	平台	商家:货权在商家。 选品+备货+寄样+ 提供图片和基本信息	平台: 投放+营 销+售后 客服	商家: 头程配送至国内仓
		平台: 选品审核+审版+图审+ 核价+上架到各国站点		平台: 集货+仓储+跨境运输 +尾程投送以及逆向 物流
半托管	平台	商家: 货权在商家。 开店+选品+ 提供图片与基本信息		商家: 仓库管理+发货履约+ 维护库存及逆向物流
		平台: 完善商品详情+协助比价 +上架到所在国站点		平台: 灵活的发货选项

模式类型	定价权	货权	运营	物流
速卖通半托管	商家	商家	商家	商家: 头程配送至前置仓(VMI 与JIT两种式) 平台: 跨境和尾程配送+ 仓储服务+逆向物流
Direct Fulfillment (DF)		商家		商家: 一件代发; 平台: 尾程派送
亚马 逊VC	平台		平台& 商家	商家: 跨境物流(卖家预付) 平台: 仓储+打包尾程派送
Prepaid PO				
Collect PO		平台		商家: 跨境物流(平台到付) 平台: 仓储+打包+尾程派送
Direct Import(DI)				平台: 全流程

数据来源：亿邦动力，浙商证券研究所

目录

1

商业模式：核心收入并非租金，而是尾程差价等增值服务

2

需求趋势：中大件电商化率提升为主，亚马逊涨价为催化

3

供给格局：市场分散，小供应商卷价格，大供应商卷服务

4

核心优势：大仓库为稀缺资源 + 增值服务有规模化优势

5

政策总结：国内鼓励、海外政策变动

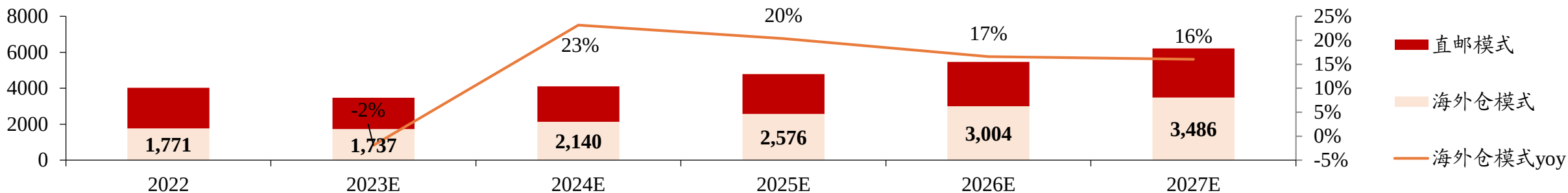
6

公司一览：大健云仓/乐歌股份/递四方

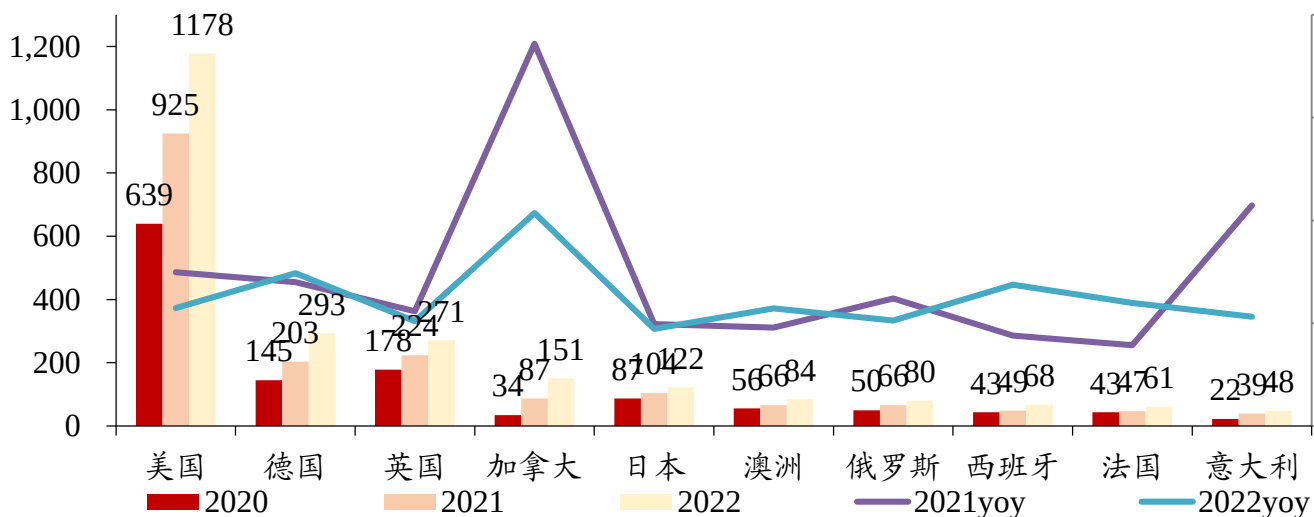
3.1 22年B2C出口中海外仓占比44%，供给旺盛，呈现规模化趋势

- 跨境电商高景气度带动海外仓市场规模提升，平均单仓面积扩大，发展呈规模化趋势。B2C 出口跨境电商供应链解决方案市场中，22 年海外仓市场规模为 1,771 亿元，占比44%；截至22年年末，我国海外仓数量达2356个，同增30%；面积合计约2600万平方米，同增约58%。
- 美国海外仓数量绝对优势领先，22年同增27%；东南亚s等新兴市场的海外仓低基数下，扩张势头猛烈。截至22年末，美国海外仓数量达1178个，其中22年新增253个，新增面积653.5万平方米，平均单仓面积1.41万平。截至22年末东南亚、中东、拉美、印度等新兴市场的海外仓数量合计268个，同增57%。除印度外，增速均超过30%，其中东南亚海外仓数量增速最快达92%。

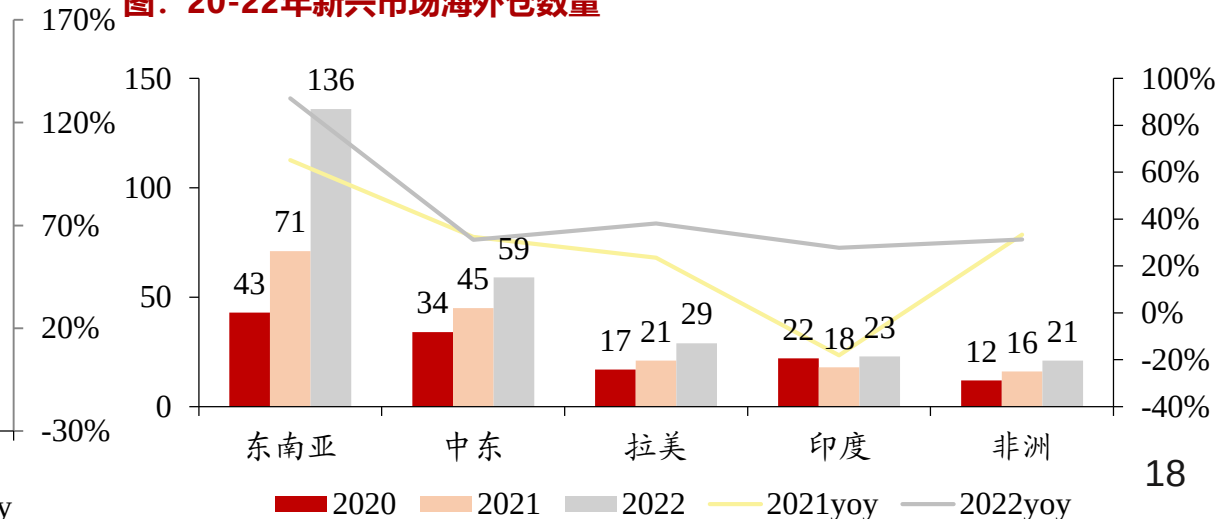
图：中国 B2C 跨境电商（出口）供应链解决方案市场规模（亿元）



图：20-22年主要国家和地区海外仓数量



图：20-22年新兴市场海外仓数量



3.2 竞争格局分散，行业整合空间充分

- 竞争格局分散，玩家业务类型各有千秋。截至23年底，谷仓海外仓和递四方的仓储面积均超过100万平，已成为行业第一梯队的企业。
- 周转率差异导致，中小件商品年货物处理能力较高，中大件商品年货物处理能力较低。从仓储物品尺寸来看，美国市场以中小件商品物流为主的企业为谷仓海外仓、递四方和京东物流公司，以中大件商品综合物流的企业包括无忧达、大健云仓、乐歌股份等。
- 乐歌公共海外仓市占率较低，仍有提升空间。截至22年末，我国海外仓总数已超1,500个，总面积超过1900万平方米。截至23年9月末，乐歌全球海外仓面积约29万平方米，占海外仓总面积规模的1.52%；22年乐歌公共海外仓营收4.88亿元，占海外仓总收入规模的0.28%。
- 无忧达与多个平台深度合作。为eBay官方认证仓、Walmart官方海外仓、Wayfair欧洲官方仓，且为亚马逊SPN物流服务商。

企业	成立时间	提供服务	海外仓数量	海外仓面积（平方米）	在美年处理货物（万件）	主要服务产品
谷仓海外仓	2015	头程干线+海外仓储+尾程派送+合同物流	28个海外仓；80+海外处理中心	全球超120万（美国约69.3万） 合计占中国海外仓总面积约4.6%	10539万件	中小件为主
递四方	2004 菜鸟为第一大股东	订单履约+仓储与物流管理系统+全球退件解决方案+全球包裹直发+全球转运进口	50+	全球100万(美国约24.5万) 合计占中国海外仓总面积约3.9%		中小件为主
乐歌股份	2002	头程海运+海外仓储+尾程派送	13个海外仓	全球28.8万（租赁23.3万+自有土地自建3.7万） 合计占中国海外仓总面积约1.52%	303	中大件为主
大健云仓	2013	海外仓+B2B平台	33个海外仓	约84万（收购Noble House后） 合计占中国海外仓总面积约3.2%	618	中大件为主
无忧达	16年从传统国际物流→跨境电商物流	国际海运+端到端物流（自有船司合约+自营车队+自有清关团队）	19个海外仓	全球约37万（美国约26.9万） 合计占中国海外仓总面积约1.4%	1,326	专注中大件

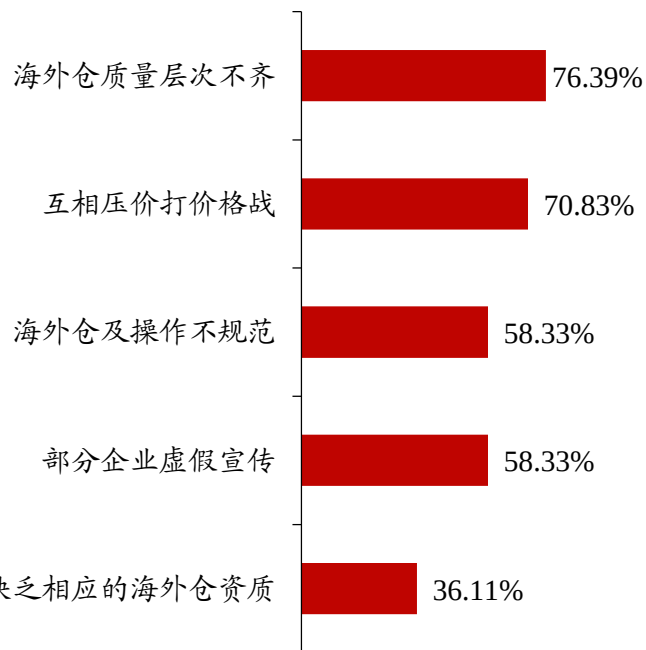
注：中国海外仓总面积口径为22年的2600万平方米

数据来源：谷仓海外仓官网，公司公告等，浙商证券研究所

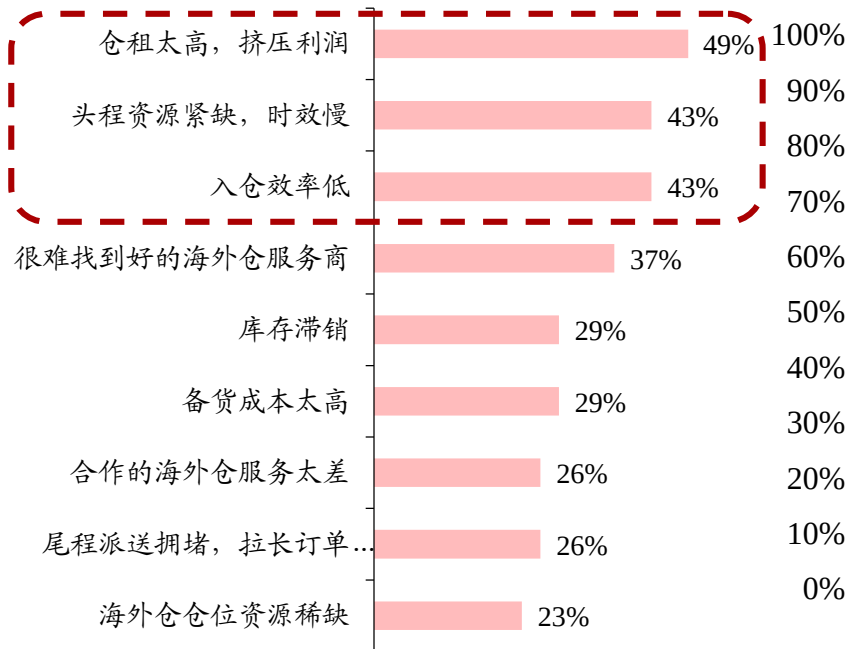
3.3 盲目扩张期已过，优质海外仓稀缺，小供应商面临出清风险

- 21-22年海外运力不稳定，卖家海外备货需求暴增，较多不符合资质的海外仓商家涌入行业，海外仓赛道乱象频出。部分海外仓服务商在吸引卖家合作时常使用低价诱惑的手段，一旦合作开始，往往会突然提价让卖家陷入被动局面。随着卖家逐步意识到海外仓的乱象，部分在行业爆发期进入的供应商客户将逐步流失被出清，资源进一步向资质深厚且有品牌背书的海外仓集中。
- 卖家对仓储价格较敏感，但对时效及附加服务质量的重视程度逐步加深。随着出海卖家竞争加剧，海外仓不再是打价格战的赛道，而是比拼仓库规模、位置等硬实力，叠加能不能拿到船司的自有合约，仓库的数字化能力，尾程快递商的折扣力度等软实力的赛道。
- 基础服务需求<基础服务供给，供给侧出清预计将加速，未来海外仓的发展将回归规模化供应商的良性竞争。根据海外仓蓝皮书，22年卖家对海外仓服务需求同比提升，但当前海外仓服务商在FBA中转、一件代发、尾程派送、退货换标、清关等服务均呈现过剩趋势，其中FBA中转、一件代发和退货换标的过剩较严重。

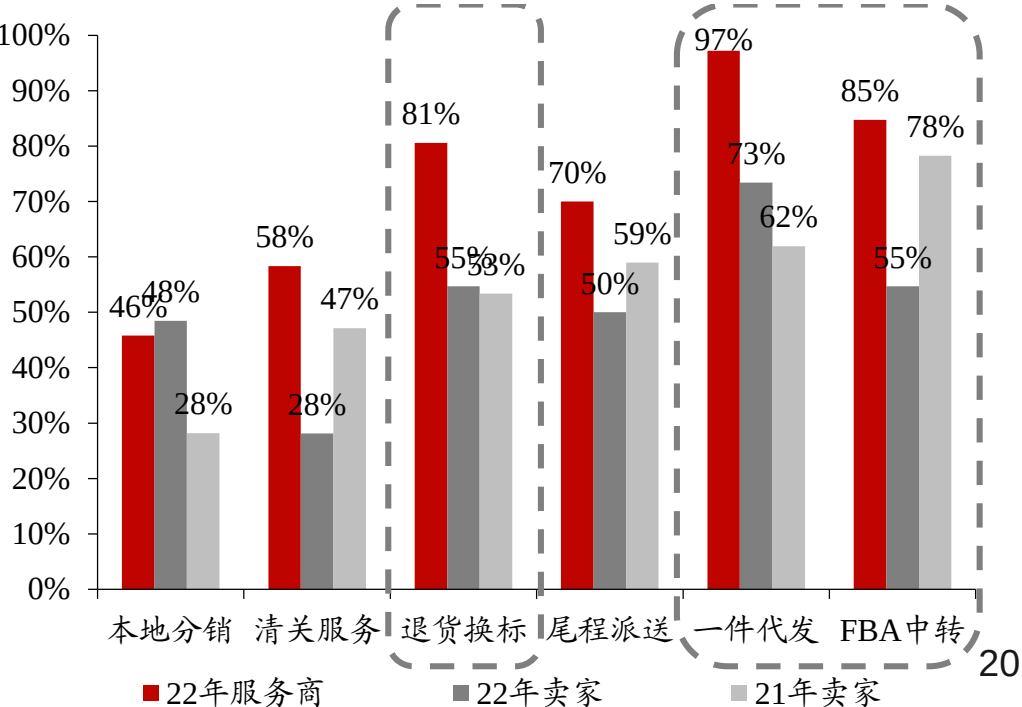
图：海外仓市场发展乱象



图：卖家希望海外仓服务商帮助解决的问题



图：卖家对海外仓的基础需求VS供应商提供的服务



3.4 海外仓新趋势：拉美建海外仓+小仓合并成大仓

- 宏观环境不确定风险加剧，拉美建仓转移风险。Temu等物流公司当前小包空运为主运输成本高；如果墨西哥建/租海外仓，可以通过海运运输压低成本、同时尽量规避潜在关税政策风险等。
- 家居家电类产品：地理位置优势+劳动力优势+出口美国税费优势下→产业链转移拉美→有望带动拉美海外仓需求。北美自由贸易协定约定墨西哥出口美国的产品零关税，此前部分卖家把货品海运至墨西哥港口换包装，再出口至美国以逃避中国直接出口至美国的高关税或反倾销税。但随着美加墨协定生效后，对部分商品更加严格的原产地原则使得想要合法避税的卖家只能逐步将供应链迁移至拉美。
- 海外仓企业的规模，不完全取决于单一仓库的面积，而是由海外仓的地理布局、数量、业务种类和客户数量等因素共同决定，规模越大的海外仓抗风险能力越强。
 - 中小海外仓业务和客户结构单一，抗风险能力较弱。如以做海卡海派业务为主的仓库，易受外部环境影响。
 - 小仓换大仓，提升海外仓规模+加强海外仓运营成本控制。降低多小仓固定投入损耗→海外仓集群运营成本降低→资本结构优化、管理效率提升。



表：拉美建仓和空运美国的费用对比

空运至美国	60-70美分
海运至墨西哥	
墨西哥仓储成本	5-10 美分/天
墨西哥仓储+人工成本	55美分/天

3.5 海外仓终局：多仓运营的一体化供应链全链路服务商

- 海外仓运营商盈利来源的本质为各环节通过规模效应赚取中间差价。未来可通过仓储重资产资源和货运代理轻资产资源相结合，提升盈利能力。
- 通过多仓运营帮助客户从离收货地最近的仓库发货，降低客户综合物流成本。



目录

1

商业模式：核心收入并非租金，而是尾程差价等增值服务

2

需求趋势：中大件电商化率提升为主，亚马逊涨价为催化

3

供给格局：市场分散，小供应商卷价格，大供应商卷服务

4

核心优势：大仓库为稀缺资源 + 增值服务有规模化优势

5

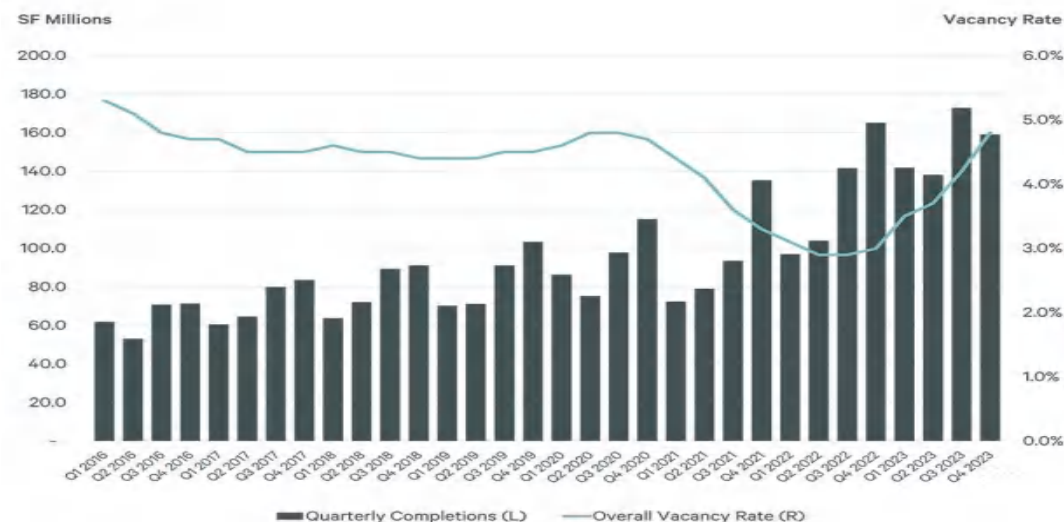
政策总结：国内鼓励、海外政策变动

6

公司一览：大健云仓/乐歌股份/递四方

- 买地自建：美国工业用地资源稀缺+可能出台限制外国人购买土地的政策+建设费用不菲
 - 自建海外仓成本极高且手续繁琐，资金壁垒较强。购买土地并取得所有许可证和执照+支付建筑师和承包商的费用+购买建筑材料和设备+支付工人工资+所有运营和管理开支。
 - 拿地存在政策风险，难度提升。2023年初美国部分州出台了对中国公民和中国公司的土地购买限制禁令。
 - 电商渗透率极速提升，美国工业用地的需求增加，美国头部公司买地力度加大，土地资源稀缺。亚马逊、Ebay、沃尔玛等电商平台大力投资仓库、配送中心等工业地产，亚马逊陆续在南加州、得州、伊利诺伊州、佛罗里达州和湾区等美国关键市场寻找地产，20-22年亚马逊在北美拥有的已建成工业所用空间增加了两倍。
- 租海外仓：租金持续走高较高+人力成本上升。需求提升+美国西部峡谷地貌导致美国部分核心港口地区工业土地资源稀缺，仓库价格持续上升。

图：美国工业用地空置率



数据来源：凤凰网，CBRE，浙商证券研究所



Greg Abbott
@GregAbbott_TX

A bill is filed in Texas legislature to ban citizens, governments & entities of China, Iran, North Korea & Russia from purchasing land in Texas.

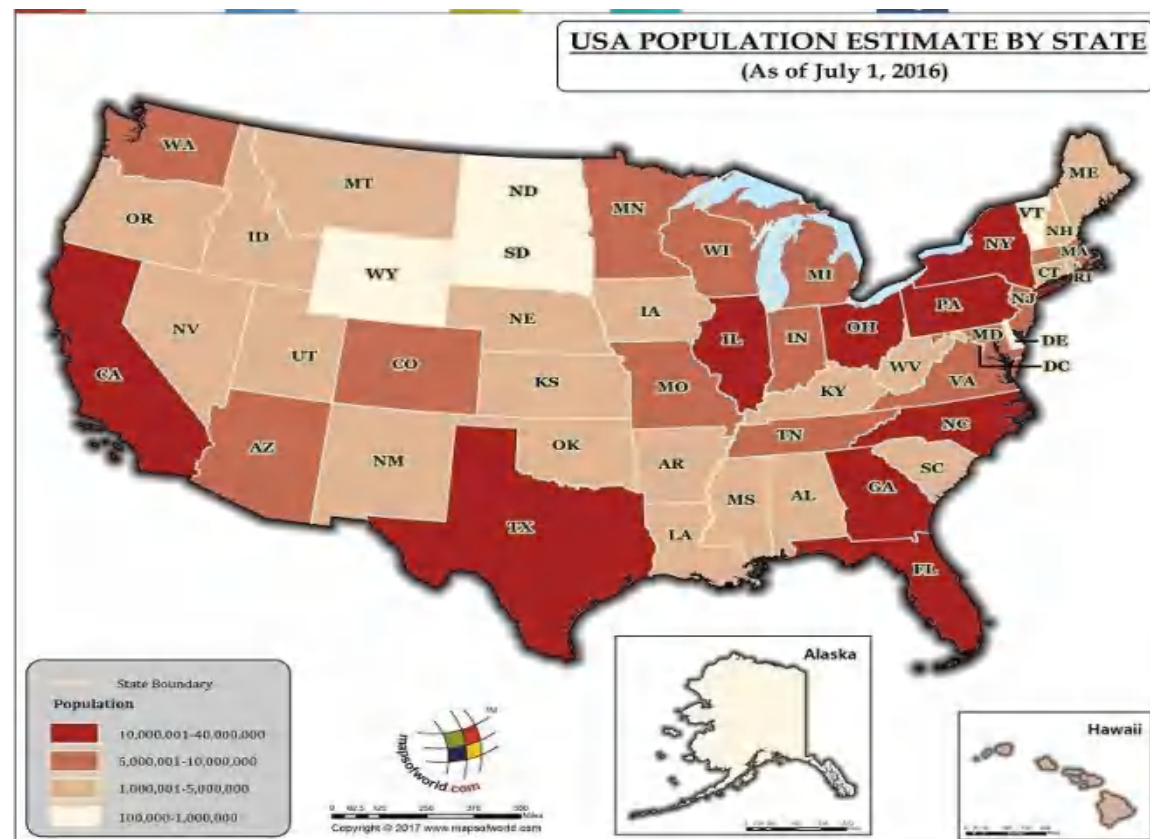
I will sign it.

This follows a law I signed banning those countries from threatening our infrastructure.

4.2 位置要求1-靠近消费：美国人口集中东西海岸，土地资源稀缺

- 美国国土被落基山、阿巴拉契亚山和海岸山脉分为东部、西部和中部三个主要区域。东部主要为阿巴拉契亚山脉和大西洋沿岸低地；西部属于科迪勒拉山系；中部是面积广大的大平原，约占美国国土面积约20%，但因为历史原因，人口与东西海岸相比较少。
- 地形+历史因素致使美国的人口基本集中于中东部及西部沿海一线，但东西两岸海岸线区域人口较密集，可用做海外仓的工业用地资源较稀缺。2016年美国约1/3的人口居住在东海岸。

图：美国地形&人口及分布图



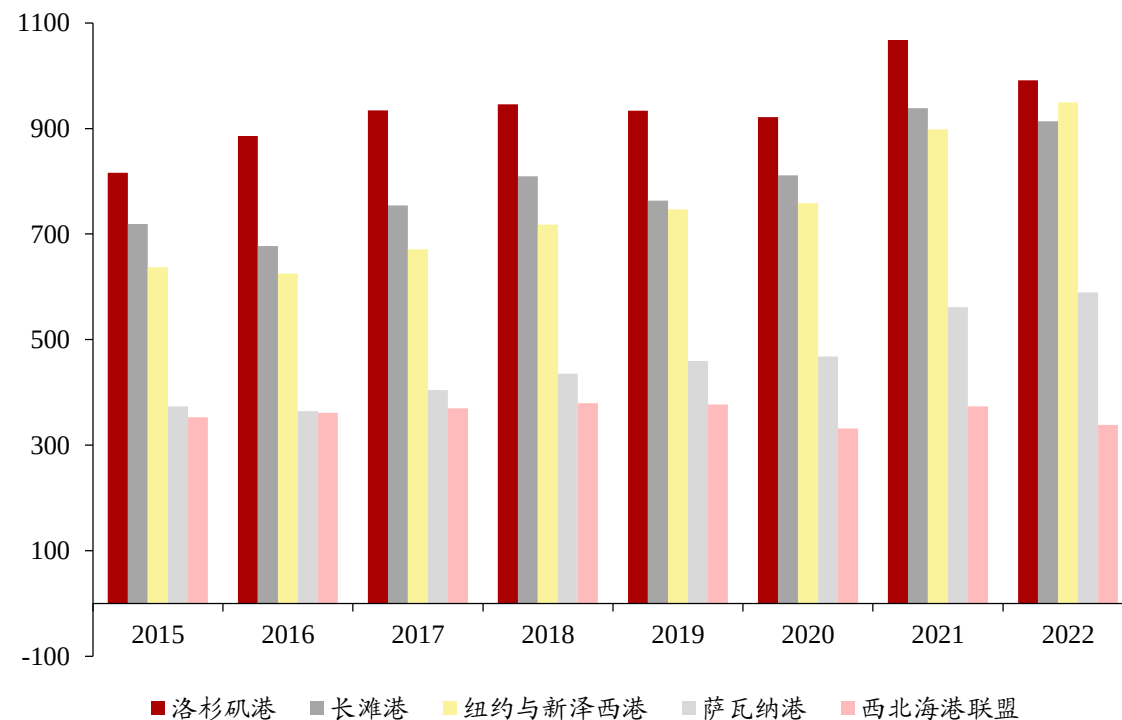
洛杉矶港和长滩港为亚洲货物主要进口港。美国前五大主要港口分别为洛杉矶港、长滩港、纽约与纽泽西港、萨瓦纳港、西北海港联盟（西雅图港+塔可玛港），20 年合计处理超过 3000 万TEU，约占美国海运货物的70%。其中美国西岸的加州洛杉矶、长滩作为亚洲货物的主要进口港，占比近40%。乐歌美国海外仓分布于加州、田纳西州、德克萨斯州、宾夕法尼亚州、乔治亚州五大美国近港口的核心地段。

图：美国核心港口



标黄为三大核心港口洛杉矶、长滩纽约和新泽西港；
标红为主要港口所在州，标灰为标红以外的前五十个核心港口所在州

图：美国五大主要港口货物吞吐量（万ETU）



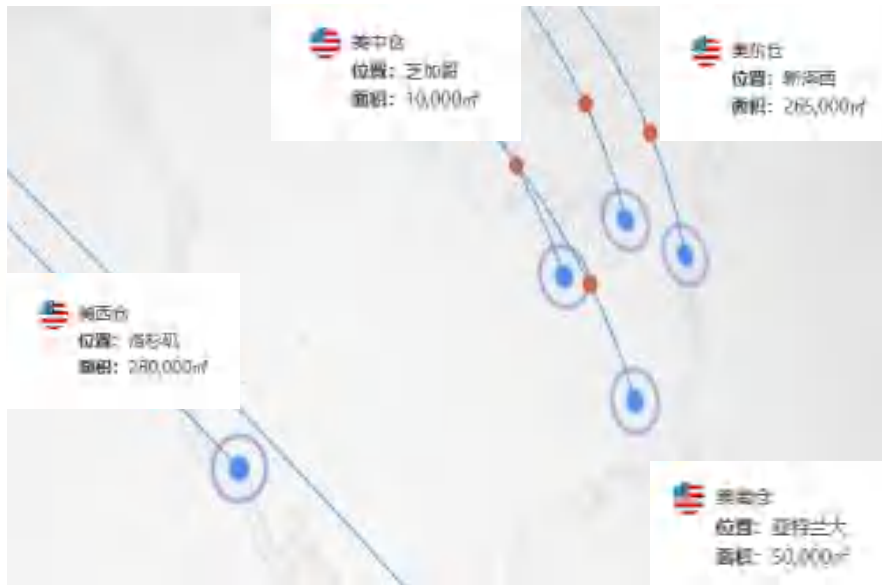
4.4 海外仓核心价值—优秀的末端配送，选址一般为港口/居民区附近

- 美国海外仓优先在人口密集、消费集中+核心港口周边区域布局，如新泽西或洛杉矶。乐歌美国海外仓分布于加州、田纳西州、德克萨斯州、宾夕法尼亚州、乔治亚州五大美国核心地段。
- 海外仓选址主要考虑三大因素：
 - 距离港口的距离—租金、卡车费用和卡车运力的博弈。以费城和新泽西仓库为例，费城建仓成本较新泽西便宜约\$5/平方英尺，但拖车费用会增加约\$9，且费城卡车运力不如新泽西，后续商品派送的时效性无法得到保障。此外若仓库靠近码头，柜子进出会更加方便和高效，靠近尾程物流的分拣中心，则尾程物流的提货和派送效率会更高。
 - 与交通干线的距离—卡车资源。仓库周边卡车资源的丰富程度，关乎着仓库的卡派成本和时效，以FBA中转业务为主的海外仓，可以选择在FBA、专业卡派等资源集中地附近建仓；以传统业务或LTL 派送业务为主的海外仓，则需要靠近当地的主要交通干线，如洛杉矶往东的10号高速，南北路线的5号和15号高速，新泽西建仓需要靠近95号公路干线。
 - 员工招聘—美东美西等人力资源集中地区。

图：乐歌美国海外仓



图：谷仓美国海外仓



图：大健云仓美国海外仓



4.5.1 海外仓建设成本土地费用占比21%，运营成本租金占比约20%

- 以乐歌自建美国佐治亚州Ellabell海外仓项目为例，自建海外仓前期建设成本主要包含：土地费用+建筑工程+置货架、叉车等设备。
- 自建海外仓投资回报周期较长，约10年（包含建设周期1.5年，预计4年进入成熟运营状态）。乐歌募资建设的美国佐治亚州Ellabell海外仓项目总投资额7.76亿元，募投项目进入稳定状态后年度预计新增净利润可达0.72亿元，新建项目回本周期或需要10年。
- 土地购置费占约海外仓建设总投入的21%。Ellabell海外仓土地购入支付交易对价为0.23亿美元，（如果租赁相同面积的仓库，每年租金约为0.8亿美元）。
- 海外仓运营成本=55%运输装卸费用+23%租金+10%劳务费+3%人工费+2%折旧+6%其他

乐歌佐治亚州Ellabell海外仓建设成本（占地31万平方米/建筑9万平方米）	总价	单价（元/平方米）	占比
建设用地（亿元）	1.61		21%
建筑工程（亿元）	4.92	5274.32	65%
设备购置及安装费（万元）	5449.64		7%
货架（万元）	3395.7	3395.7万/台*1套	4%
叉车（万元）	1610	32.2万/台*50台	2%
自动化拆码垛+贴标线设备+系统（万元）	280	280万/台*1台	0%
其他设备（万元）	163.94		0%

表：乐歌海外仓成本拆分

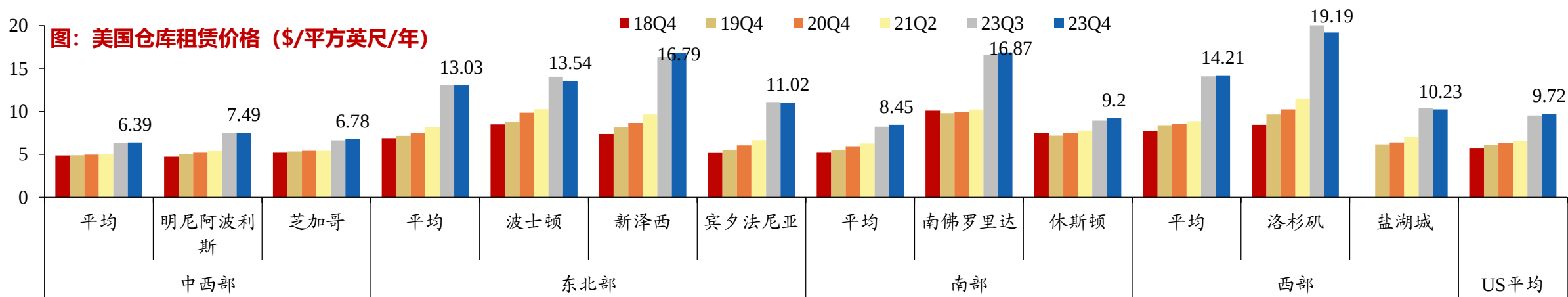
	2021	2022	23Q1-3	成本占比		
百万元	16,622	47,144	51,795	2021	2022	23Q1-3
运输装卸费	10,177	26,499	28,673	61%	56%	55%
租赁费	1,100	7,329	12,036	7%	16%	23%
折旧费	523	1,007	867	3%	2%	2%
劳务费	1,395	3,932	5,405	8%	8%	10%
人员工资及福利费	1,202	1,403	1,812	7%	3%	3%
其他成本	2,226	6,974	3,002	13%	15%	6%

图：23Q4美国各州工人年薪中位数



数据来源：乐歌公告，Colliers，浙商证券研究所

- 美国仓库租赁价格持续走高，加速海外仓成本分化。全美平均仓库租赁价格由18Q4的5.75美元/平方英尺/年攀升至23Q4的9.72美元/平方英尺/年，增长近70%，主要系美国电子商务增长、供应链转型和区位优势。此外22Q4以来受限于资金成本较高，美国工业地产开发数量下降，因此需求端和供应端的叠加作用将促使美国工业地产租金持续增长。
- 长期维度，租金成本>自持仓库成本。自建海外仓可以降低整体运营成本，在美国仓库租金持续上涨的趋势下，维持稳定的成本。以乐歌海外仓为例，其美西、美东、美南、美中的四大仓库单平方英尺自持成本均远低于市场租金水平。



表：乐歌海外仓自持仓库成本VS租赁成本（\$/平方英尺/年）

自持仓库名称及区域	购入时间	仓库面积（万平方英尺）	年持有成本	市场租金水平（\$/平方英尺/年）			
				2023年1-9月	2022	2021	2020
美西（加州-Livermore仓）	2016年	5	4.51	13.73	13.25	11.43	9.81
美东（南卡罗来纳州-Manning仓）	2020年	5	2.38	4.86	4.3	3.83	3.45
美南（佛罗里达州-Jacksonville仓）	2023年	23.4	2.06	9.51	8.46	7.35	6.46
美中（田纳西州Stafford仓）	2020年	6	3.7	4.62	4.48	4.1	3.75

注：年持有成本包括折旧额及房产税，折旧额以建筑物折旧年限39年、净残值5%测算，房产税根据公司历年资产缴纳情况综合以1.33%的房产税率测算；

- 海外仓收入=74%尾程物流费差价+ 18%包裹处理服务费(上架、分拣、打包等)+ 8%仓储费（以乐歌海外仓为例）
- 仓储费—将商品放置在美国海外仓库内的费用。物品总体积/托盘数量*存放天数。为了提升货物周转率，一般海外仓企业会根据批次库龄，提升仓储费，例如仓租的报价是1~30天内，是\$0.1 CBM/天，而31~60天，是\$0.2 CBM/天
- 包裹处理费—海外仓库对包裹拆包、验货、分拣、打包、贴标签、拒收或退货产品入仓、打托、贴标等操作收取的费用。按包裹数量/重量计算，每个包裹的处理费用约几美元到十几美元不等。
- 尾程物流费差价—商品从美国海外仓库发出去到目的地的费用，通常包括快递费、货运费，通常由货运代理或者快递公司提供，海外仓商家凭借规模优势赚取差价，一般大件差价更大。
- B2B和B2C两种仓库商业模式的区别在于终端操作和收入构成不同。
- B2B仓库：库内以托盘为单位批量操作，通过卡车运输到客户仓库（如沃尔玛或分销的小b客户仓库）。核心收入来源是仓储费和库内操作费，物流费用占比相对少，因为尾程物流一般为集中发货。
- B2C仓库：从仓库发货派送到C端客人手里。尾程派送费营收占比较高，盈利能力取决于库容利用率和周转率，客户周转率越高，尾程快递费占比越高，且整体产出要远远高于大贸仓。乐歌海外仓给客户一定的免租期，鼓励客户提高周转，提升盈利能力。

表：乐歌海外仓营业收入和成本拆分（百万元）

	营收拆分			营收占比		
	2021	2022	2023Q1-3	2021	2022	2023Q1-3
营业收入	17093.16	48,831.53	58,624.68			
快递物流	12,530.94	33,442.48	43,185.38	73%	68%	74%
仓储收入	2,185.24	6,124.41	4,611.61	13%	13%	8%
其他增值服务	2,366.80	6,705.22	7,622.37	14%	14%	13%
其他收入	10.18	2,559.42	3,205.32	0%	5%	5%
毛利润	470.87	1,687.66	6,829.42			
毛利率	2.75%	3.46%	11.65%			

注：上表为合并报表层面公共海外仓业务的业绩情况（不包含乐歌自用）

表：乐歌佐治亚州Ellabell海外仓成熟后预计营收体量

服务	仓储	增值服务	尾程物流
预计年处理能力（万件）	209.42	209.42	209.42
预计单价（元/件）	220	42.39	51.63
预计收入（亿元）	4.61	0.89	1.08
营收占比	14%	16%	70%
22 年同类服务（元/件）	224.89	45.01	53.53

数据来源：公司公告，等，浙商证券研究所

4.5.4 提升盈利能力：加速周转→规模扩大→尾程配送账号优势加强

- 尾程派送折扣率提升→周转率提升+尾程快递规模扩大（单价提升+单量提升）
- 数字化的能力，节约人力成本，提高周转和单平米利用效率。此外随着业务规模的提升，公司海外仓和设施的折旧、其他维修费用及保险费用等单位固定成本也摊薄下降。
- 多区域建设海外仓，采用分仓模式，将库存分散存储在多个仓库中，包裹可以从距离目的地最近的仓库发出，帮助客户节约成本，提升客户数量。美国FedEx、UPS和USPS等承运商通过运输区来确定包裹的运输费用。据了解，FedEx、UPS在美国本土共划分为7个运输区（2-8区），而USPS则划分为8个运输区（1&2-9区）。这些运输区就像一个个辐射圈，从起点向外扩散，区数越大，运费就越高。如果选择将货备在美西单仓，美东和美南订单占大多数的情况下，尾程费用会非常高。
- 如何看待海外仓提价空间？
- 短期涨价空间不大，海外仓为B端求稳求规模的生意。亚马逊提升大件费用→中小大件卖家寻求第三方海外仓，乐歌等海外仓刚开始承接客户需求，需要凭借性价比抢占客户，建立用户粘性，提升规模优势；行业内部分小服务商为求存活，恶意竞价，在行业没有经历供给侧出清的阶段，涨价会导致客户流失。
 - 中长期具备一定的涨价空间，主要系租金、人工等运营费用提升，盈利能力核心看仓储空间利用率和尾程配送的规模效应。

图：乐仓运费折扣示例

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

图：乐歌尾程派送营收拆分

	2021	2022	2023Q1-3
货物处理量（万件）	58.99	130.04	157.44
yoy		120%	21%
物流快递收入（亿元）	1.25	3.34	4.32
物流快递单价（元/件）	212.42	257.17	274.3
物流快递成本（亿元）	1.02	2.65	2.87
物流快递成本单价（元/件）	172.52	203.78	182.12
yoy		18%	-11%
物流快递毛利率	19%	21%	34%

目录

1

商业模式：核心收入并非租金，而是尾程差价等增值服务

2

需求趋势：中大件电商化率提升为主，亚马逊涨价为催化

3

供给格局：市场分散，小供应商卷价格，大供应商卷服务

4

核心优势：大仓库为稀缺资源 + 增值服务有规模化优势

5

政策总结：国内鼓励、海外政策变动

6

公司一览：大健云仓/乐歌股份/递四方

5.1 出海基建先行，政策支持力度加大

➤ **跨境贸易，基建先行。**海外仓作为跨境电商重要的境外节点，是新型外贸基础设施，也是带动外贸增长实现高质量发展的重要平台。国家在海外仓领域出台了大量政策措施，将持续推动海外仓的建设发展。

萌芽期 2013前

海外仓需求较为单一，未出台针对海外仓的政策

2005 加快电子商务发展

《关于加快电子商务发展的若干意见》：完善政策法规，加快信用、认证、直复和现代物流建设等

2007 规范电子商务发展

《关于促进电子商务规范发展的意见》：规范电子商务信息传播行为、交易行为、支付行为、配送行为

2009 加快流通领域发展

《关于加快流通领域电子商务发展的意见》：以信息化带动流通现代化，推动传统流通企业开拓网上市场、促进网上交易、面向消费者、实体和线上相结合

2012 跨境贸易电子商务试点启动

郑州、上海、重庆、杭州和宁波5个城市开展跨境电子商务服务试点

发展期 2014-2019

陆续发布多项政策，涉及鼓励建设海外仓、规范海外仓、海外仓覆盖范围等

2014 完善贸易平台

《关于支持外贸稳定增长的若干意见》：鼓励设立“海外仓”等各类国际营销网络

2015 规范化海外仓

《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》：通过规范的海外仓实现经营规范化、管理专业化、物流生产集约化、监督科学化

2016 扩大跨境电商试点

《政府工作报告》：支持企业建设一批出口产品“海外仓”

2016 推进跨境电子商务综合试验区建设

《对外贸易发展“十三五”规划》：鼓励设立海外仓储，推进B2B业务创新发展。

2017 覆盖重要国别、重要市场

李克强总理国务院常务会议：围绕推动“一带一路”建设，着力打造互联互通、智能化的新型外贸基础设施，鼓励建设覆盖重要国别、重点市场的海外仓

2019 打造智能物流网络

《关于推进贸易高质量发展的指导意见》：鼓励建设境外仓储，打造智能物流网络

爆发期 2020-至今

宏观因素致海外备货需求提升+政策支持力度加大

2020 提高业务办理便利性

《关于支持贸易新业态发展的通知》：跨境电子商务企业出口至海外仓销售的货物，汇回的实际销售收入可与相应货物的出口报关金额不一致

2020 促进跨境电商等新业态发展

《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》：支持建设一批海外仓，扩大跨境电商零售进口试点。

2021 发展跨境电商、市场采购贸易等新模式

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》：鼓励建设海外仓，保障外贸产业链供应链畅通运转。

2021 提高海外仓数字化水平，完善海外仓网络

《关于加快发展外贸新业态新模式的意见》：鼓励企业提高海外仓数字化水平

2021 健全电子商务行业标准

《“十四五”电子商务发展规划》：开展海外仓新业态标准研制

2021 全面加快海外仓发展

《“十四五”对外贸易高质量发展规划》：培育智能化、多元化、本地化经营的海外仓

2021 提升跨境冷链物流全程组织能力

《“十四五”冷链物流发展规划》：鼓励具备实力的企业布局建设冷链海外仓

2022 加大金融支持，发挥海外仓带动作用

《关于做好跨周期调节进一步稳外贸的意见》：加大对建设和使用海外仓的金融支持

2022 加强出口信用保险对海外仓建设和运营的支持力度

《支持外贸稳定发展若干政策措施的通知》：加强出口信用保险支持，优化海关备案流程，加强中欧班列运输组织，支持海外仓出口货物运输。

2022-2023 进一步支持建设

《政府工作报告》：新设跨境电商综试区，支持建设一批海外仓

目录

1

商业模式：核心收入并非租金，而是尾程差价等增值服务

2

需求趋势：中大件电商化率提升为主，亚马逊涨价为催化

3

供给格局：市场分散，小供应商卷价格，大供应商卷服务

4

核心优势：大仓库为稀缺资源 + 增值服务有规模化优势

5

政策总结：国内鼓励、海外政策变动

6

公司一览：大健云仓/乐歌股份/递四方

6.1

大健云仓：

B2B大件交易平台，1P+3P业务并行

6.1.1 大健云仓：家居B2B交易平台，33个自营海外仓助力端到端配送

- 大健云仓——以家具家电为主的大件B2B交易平台+海外仓全链路服务，22年8月美股上市。大健云仓于2010年启动电商业务，通过企业并购开拓海外市场，2019年转为向大件商品的跨境B2B交易服务。公司基于高质量的B2B平台、供应链和物流管理能力，获得红星美凯龙和京东的注资，持续推进全球布局，在B2B大件领域快速发展，商品品类逐步由家具产品拓宽至家电、家用健身器材、园艺等，截至目前产品SKU超5.9万个。
- 通过供应链前置新模式、B2B平台服务体系建设、海外仓及尾程物流建设等形成竞争优势。公司提出“供应链前置”外贸新模式，优化外贸路径，助力外贸企业数字化转型；自主研发运营行业领先的大件商品外贸B2B交易平台，渠道覆盖全球主流电商平台及线下零售渠道，助力品牌影响力构建；公司为自营全球仓储，截至23年底，在美国、加拿大、日本、欧洲拥有33个自营海外仓。

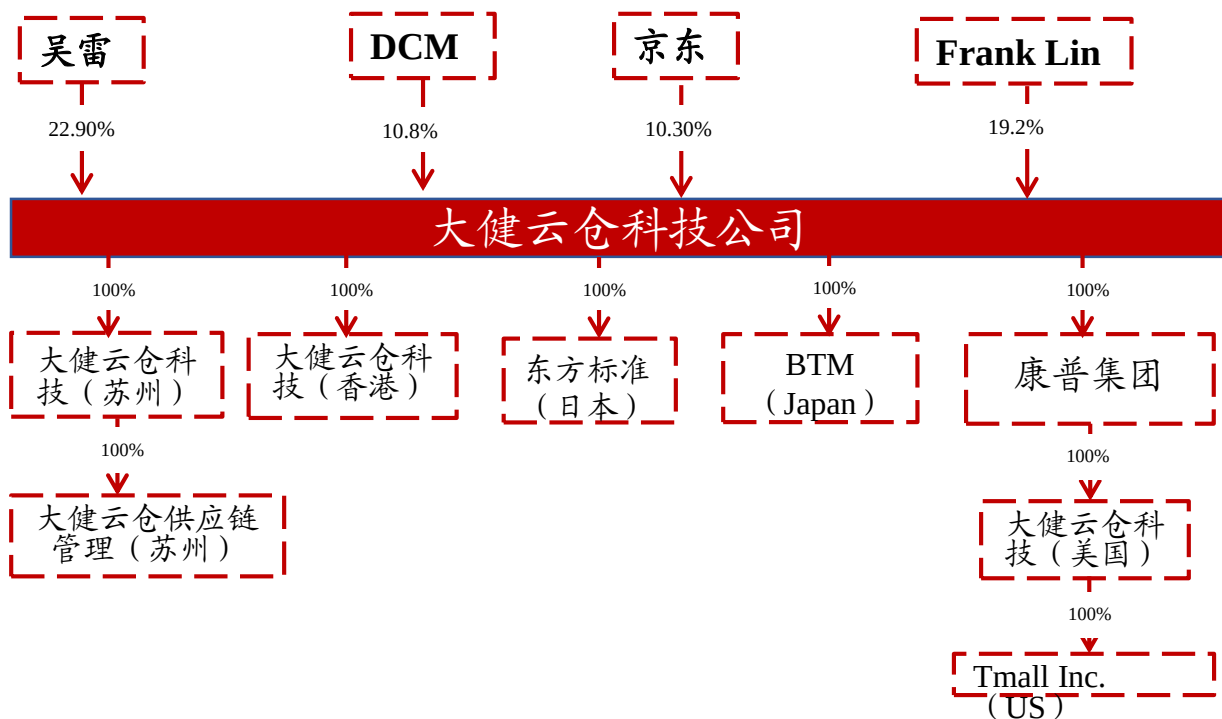
图：大健云仓历史沿革



6.1.2 京东、红星美凯龙持股，高管多具备海外背景

- 创始人吴雷持股22.90%，京东持股10%，子公司各司其职。公司100%控股大健云仓科技（苏州）、大健云仓科技（香港）、东方标准（日本）、BTM（日本）、康普集团。其中大健云仓科技（苏州）主要为公司集团内部提供服务，大健云仓科技（香港）主要负责经营大健云仓B2B市场，东方标准（日本）与BTM（日本）主要负责电子商务解决方案（ecommerce solutions）业务，康普主要负责仓储物流与电子商务业务。
- 核心管理层背景多元、学历高，在各专业领域内经验丰富。公司核心管理人员具备金融、家居、人力资源等领域的丰富经验，且多具备海外留学经历，对海外市场颇具见地，助力海外市场开拓。

图：公司股权结构（截至2024年3月底）

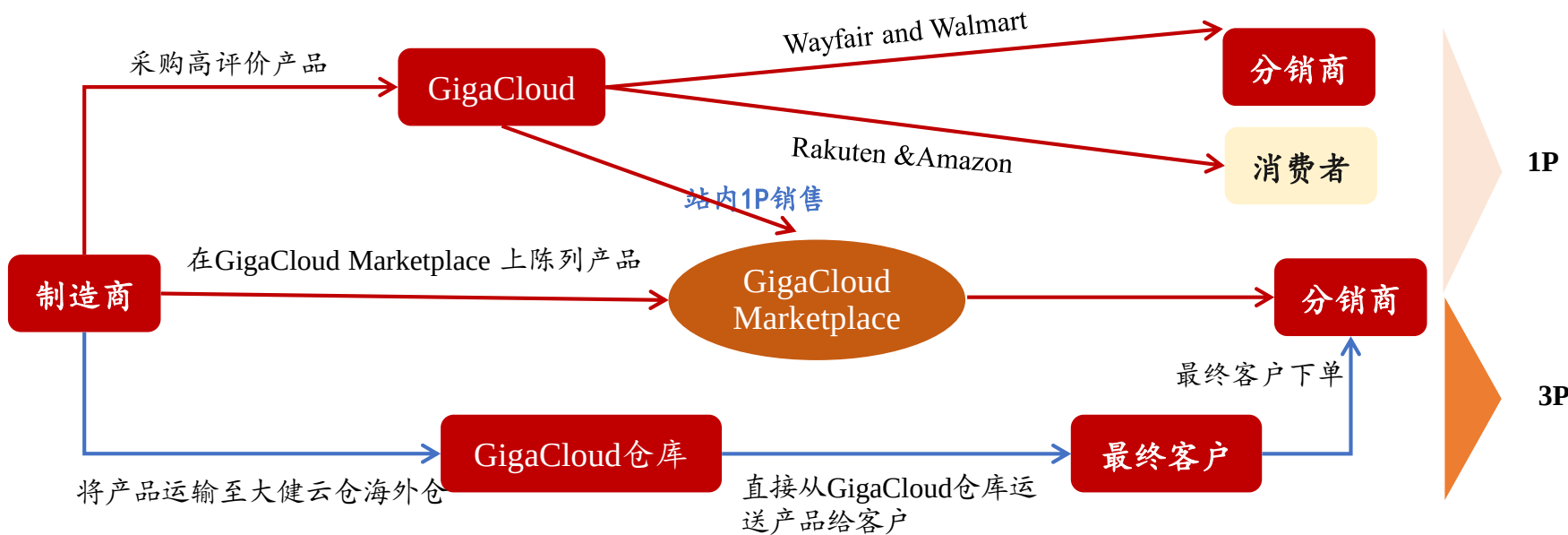


图：核心管理人员与董事

姓名	职务	学历	职业经历
吴雷	创始人、 董事长、 首席执行官	北京联合大学机械制 造学士、 耶鲁大学商学院MBA	公司创始人， 曾担任新东方教育科技集团有限公司的 总经理
Iman Schrock	总裁	美利坚大学信息技术 学士、伍伦贡大学 MBA、菲尼克斯大学 组织心理学博士	家居行业从业经验丰富， 在家居行业拥有超过17年的经验， 曾担任Abbyson Living销售和营销副总 裁
Kwok Hei David Lau	首席财务官	多伦多大学商学学士、 香港大学经济学硕士	金融领域从业经验丰富， 超过12年的投资银行家经验、曾任 WellsFargoSecuritiesAsiaLimited董事
Xin Wan	首席技术官	大连理工大学化学工 程和英语学士、清华 大学软件工程硕士	曾任中国移动Aspire Company教育事 业部副总裁、东方标准人才服务有限公司 渠道运营中心经理和总监

- **1P业务模式：**工厂买产品，公司直接卖给线下家具店或网络B端/C端买家，利润来源为产品差价。1P模式分为Giga Cloud平台1P和第三方平台销售两种模式，公司提供直接销售产品可以获得一手需求信息→提升选品能力→反哺供应链→提升动销率。截至22Q4，1P产品SKU达7,849个。
- **3P业务模式：**公司为GigaCloud Marketplace平台的卖家与买家提供交易平台、海运服务、仓储和最后一公里物流等服务。GigaCloud Marketplace中的卖家通常为亚洲的生产商，买家通常为美国、欧洲的分销商，分销商购买产品后在第三方B2C平台销售产品。公司通过技术和供应链方案，简化物流仓储流程、提供销量预测、提高产品存货的能见度，降低买卖双方成本，提高效率。

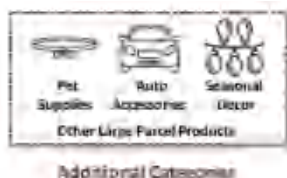
图：大健云仓交易模式



海运：覆盖15个装货港口和11个目的地港口



最后一公里配送：为终端客户提供大宗商品(150磅以上)的最后一英里配送和安装服务，可为美国9个城市市场提供服务，平均3天内送达美国48个州90%以上的客户



室内家具	卫浴建材	庭院花园	家电
• 沙发床 • 折叠床 • 折叠桌 • 折叠椅 • 折叠凳 • 折叠桌 • 折叠椅 • 折叠凳	• 浴缸 • 马桶 • 淋浴房 • 洗手台 • 浴室柜 • 浴室镜 • 浴室灯 • 浴室门	• 户外家具 • 花园装饰 • 庭院灯 • 户外烧烤架 • 户外秋千 • 户外桌椅 • 户外灯具 • 户外门	• 洗衣机 • 烘干机 • 洗碗机 • 微波炉 • 烤箱 • 冰箱 • 空调 • 电视

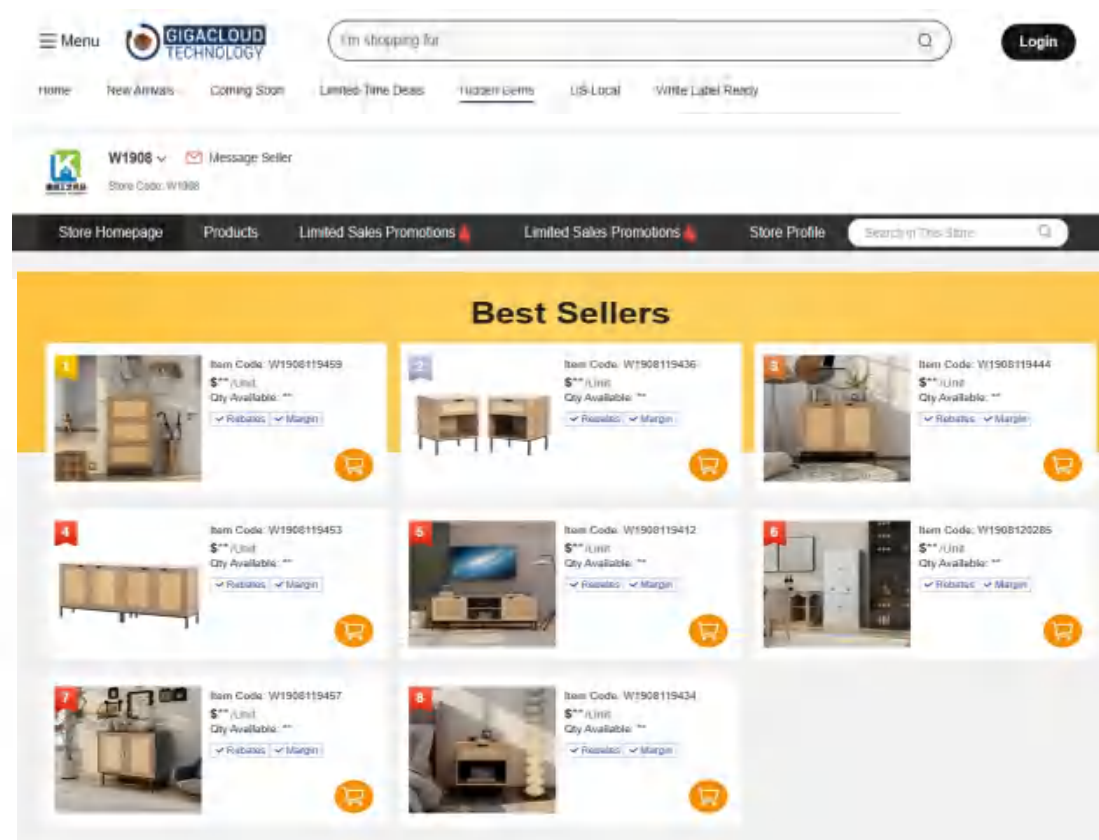
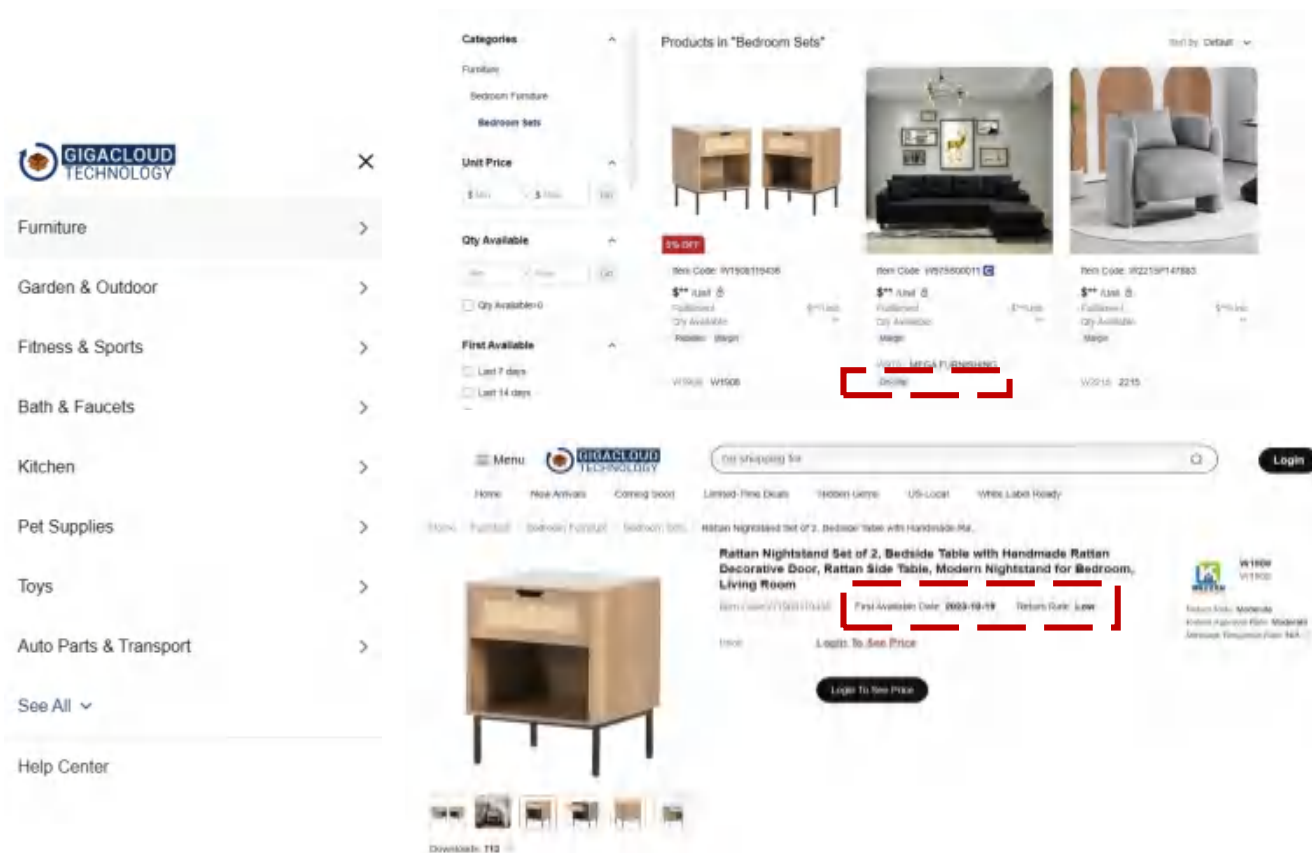
健身运动	玩具娱乐	交通汽配	其他
• 健身器材 • 瑜伽垫 • 跑步机 • 动感单车 • 划船机 • 椭圆机 • 动感单车 • 划船机 • 椭圆机	• 儿童玩具 • 儿童家具 • 儿童床 • 儿童椅 • 儿童桌 • 儿童灯 • 儿童门 • 儿童窗	• 汽车用品 • 汽车配件 • 汽车音响 • 汽车导航 • 汽车保险 • 汽车维修 • 汽车美容 • 汽车改装	• 宠物用品 • 宠物食品 • 宠物玩具 • 宠物家具 • 宠物床 • 宠物椅 • 宠物桌 • 宠物灯

- 传统跨境模式链条过多，供应商售价被压制、寻找分销商难度大，分销商选品、备货、仓储、物流投入大。
- 供应商困境：开拓B端买家难，存在压账期风险；海外仓储成本高，且存在风险；2C销售，自运营团队组建困难存在业务壁垒，对于小工厂成本较高；
- 买家困境：若采购批次较小，很少有工厂愿意生产，与工厂谈判难；选品难度较高；大批次采购，库存风险较高。
- 大健云仓的供应链前置模式重新分工供应链：供应商专注产品生产，分销商专注产品销售。
- 供应商：可自行定义产品，塑造品牌，拥有更高议价能力；备货至大健云仓海外仓，获得更多销售渠道。
- 分销商：更轻的业务模式，可以专注销售环节：从大健云仓平台选品销售，产品选择增多；商品由大健云仓从自营海外仓直接运送至终端客户，分销商物流负担减轻，接触点和物流时间减少。

图：传统跨境模式 VS 供应链前置模式

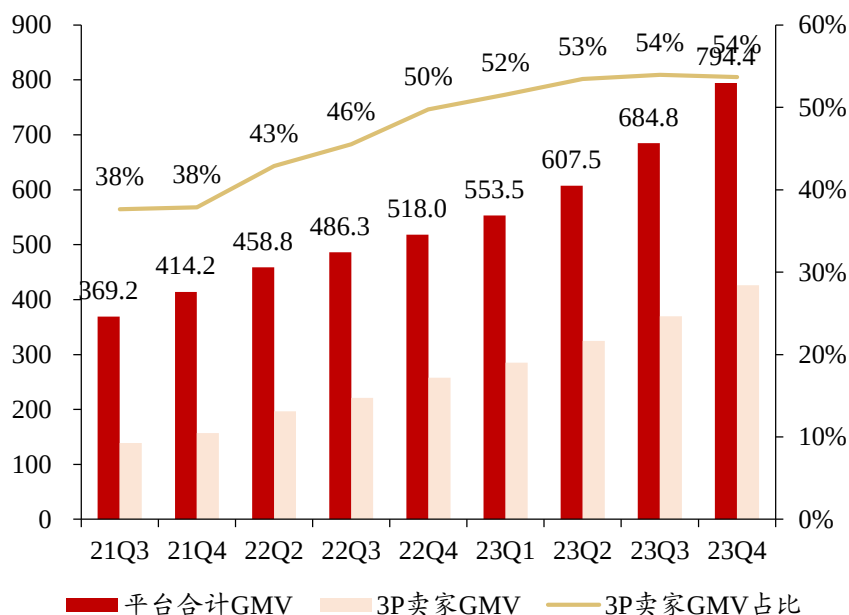


- 产品页面清晰，包含8大核心品类，多个分区满足买家多种需求。
- Hidden Gems: 买家可以找到高质量但竞品少的产品，提升产品竞争力；
- US Local: 美国受欢迎的品类；
- White Label Ready: 产品包装上没有任何卖家信息，可以减轻买家包装负担。
- 产品页面可直接跳转到该供应商主页，增加卖家流量，持续吸引优质，卖家入驻。

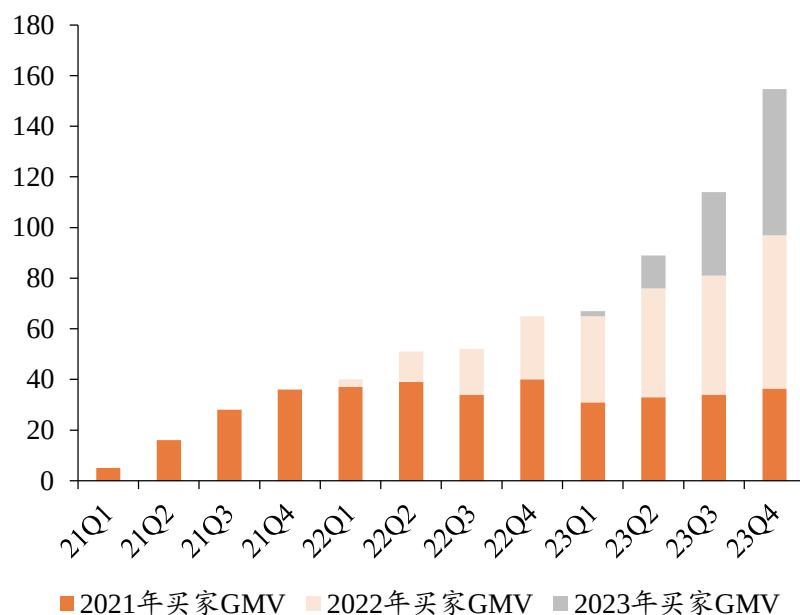


- **简化交易流程，降低买家分销风险，吸引新买家、提高买家留存。** 大健云仓平台买家多为美国、欧洲分销商，买家可将大健云仓平台上的产品列入自身销售渠道中，终端客户下单后，由大健云仓实现货物向终端客户的配送。该模式降低了买家的库存风险。同时，大健云仓为受到损失且符合一定要求的买家提供补偿服务。23Q4买家数量达到5010个，环比增加408个。
- **优质物流仓储服务和销售数据分析服务吸引卖家。** 大健云仓平台卖家多为亚洲制造商，依赖大健云仓物流体系和B2B平台拓展海外销售渠道。AI驱动的软件框架提供终端消费者偏好、产品销售趋势等分析。目前平台吸引卖家的方式多为现有用户推荐或卖家直接访问平台网站。公司计划增加营销人员来促进卖家和买家增长。23Q4卖家数量达到815个，环比增加74个。
- **买家+卖家数量提升，平台GMV高增，3P卖家GMV占比逐步提升。** 截至23Q4，大健云仓平台GMV达到7.9亿美元，同增53%；23Q4 3P卖家GMV占比由21Q3的38%提升至54%。

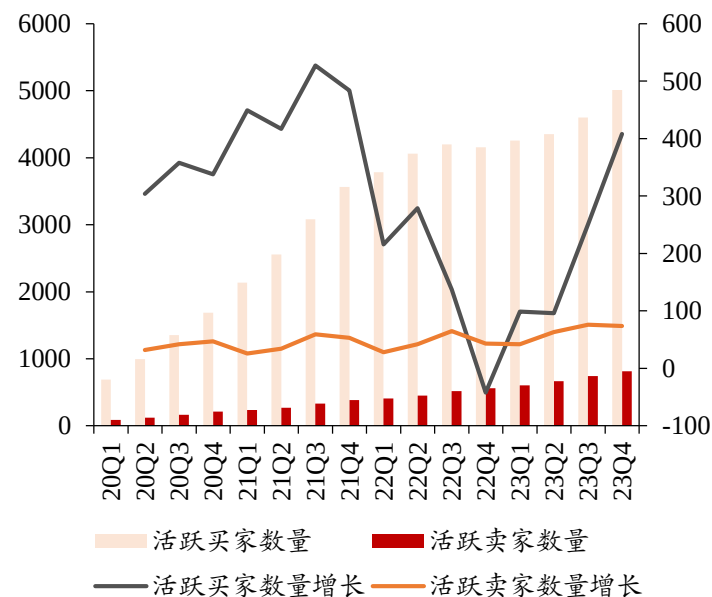
图：大健云仓平台GMV及3P卖家GMV (百万美元)



图：大健云仓买家GMV及 (百万美元)



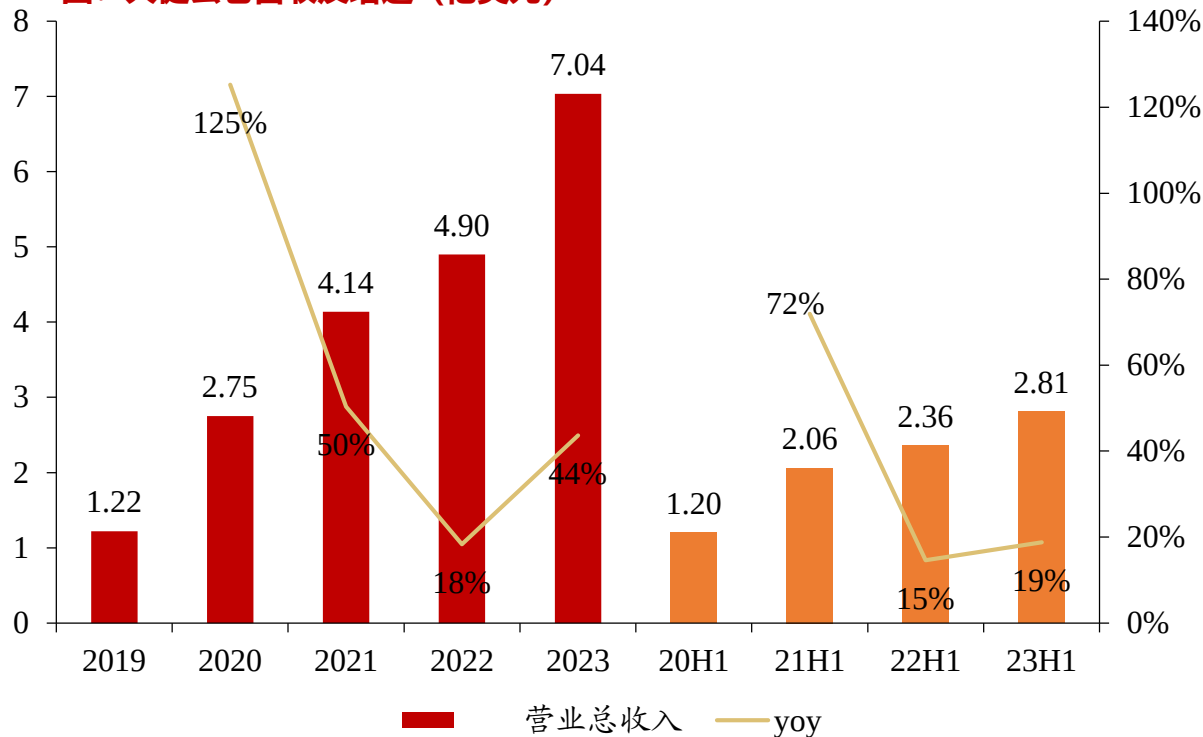
图：大健云仓活跃卖家和买家数量



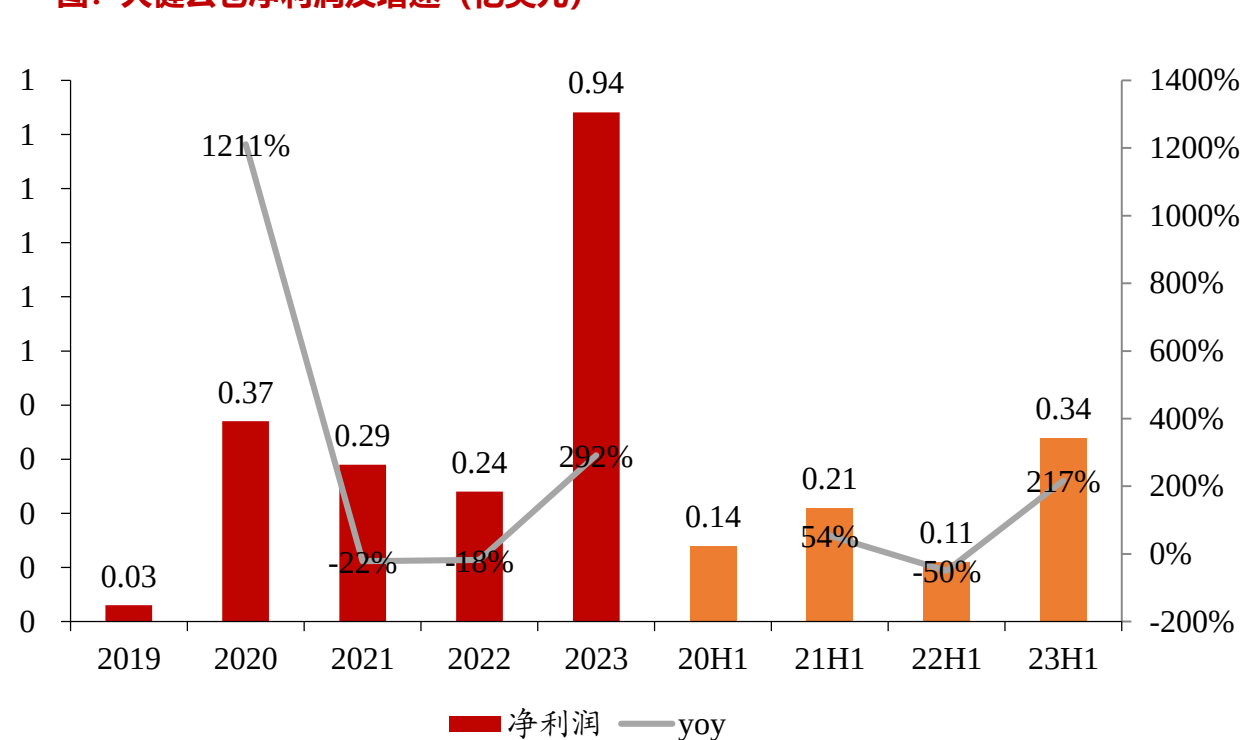
20-23年营收CAGR达37%，23年利润同增292%

- 20-23年营收由2.75亿美元提升至7.04亿美元，CAGR达37%。23年营收同增44%主要系海外去库存加速及线上化率提升驱动，家居等产品市场需求提升，此外公司买家和卖家数量持续提升。
- 运力短缺海运费上涨+海外仓租金上涨+尾程配送费用上涨致使21-22年净利润下滑；平台“规模效应”显现+海运费下降，23年净利润回升。21-22年运力短缺，海运费上涨，叠加美国对中国加征关税，公司整体利润水平存在一定程度的下滑。23年随着海运成本回落、卖家拓盘、商品SKU丰富化、供应链提效、物流体系数字化、强履约能力增强，公司净利润稳步修复。

图：大健云仓营收及增速（亿美元）



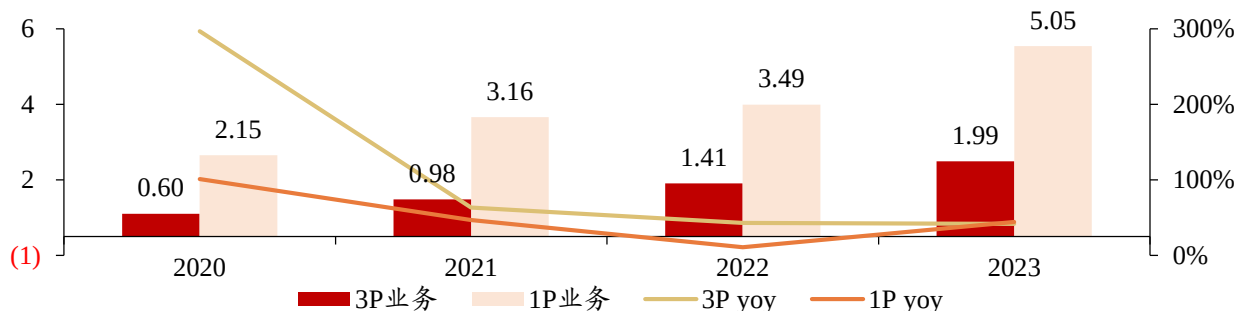
图：大健云仓净利润及增速（亿美元）



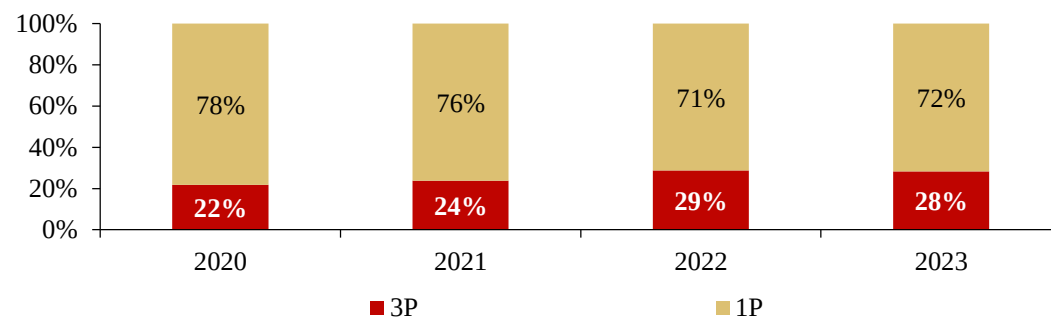
6.1.4.2 1P业务72%+3P业务28%，GigaCloud 1P业务营收占比提升

- **1P业务为公司核心营收来源，23年营收占比72%，20-23年CAGR达33%。**1P业务营业收入主要包含在GigaCloud平台和亚马逊、乐天等第三方平台销售产品的收入。其中GigaCloud 1P业务23年同增44%主要系平台活跃买家数量增多，由21年的3566提升至23年的5010；公司选品能力提升，活跃卖家ARPU从21年的11.6万美元，提升至23年的15.9万美元；第三方平台1P业务23年营收占比下降8%，主要系消费者需求下滑，第三方平台整体销售下滑。
- **3P业务营收高增，23年占比28%，20-23年CAGR达49%，核心贡献为尾程配送收入。**3P业务收入主要包含平台交易佣金（佣金比例约1%-5%）和海运费（按件收入执行费，如分拣、订单处理等）、仓储费（按天收取）、尾程配送（按重量和目的地，固定费率）等服务费。3P收入增长主要系卖家数量增加，平台服务收入增加；此外仓库数量提升带动仓储收入提升。22年尾程配送收入同增86%，主要系买家数量增加，规模效应增强；仓储费22年同增55%主要系仓库数量由21年的19个增加至22年的21个。

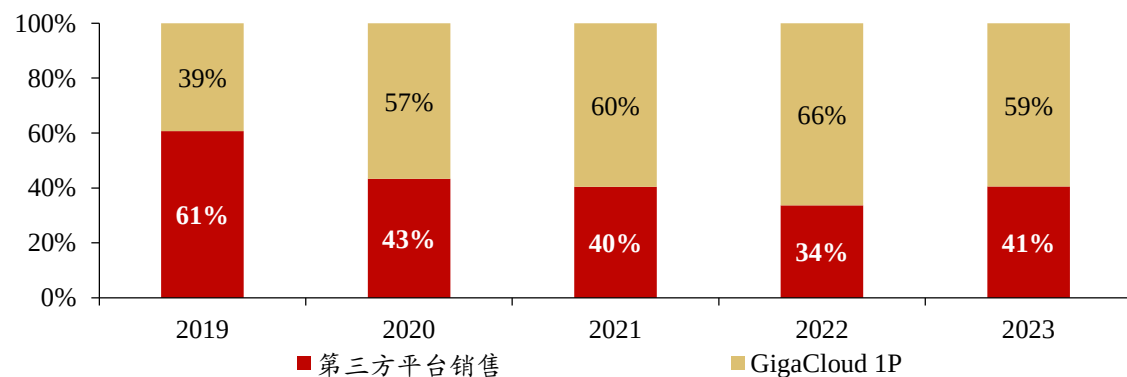
图：公司主营业务营收及增速（亿美元）



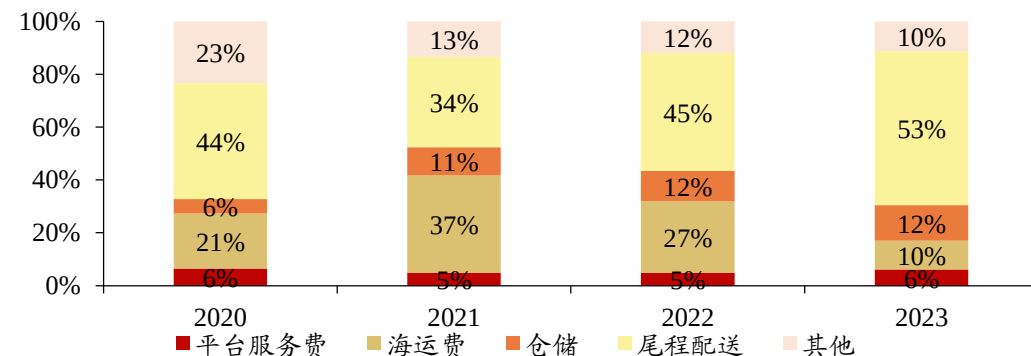
图：公司主营业务营收占比 (%)



图：1P业务营收拆分



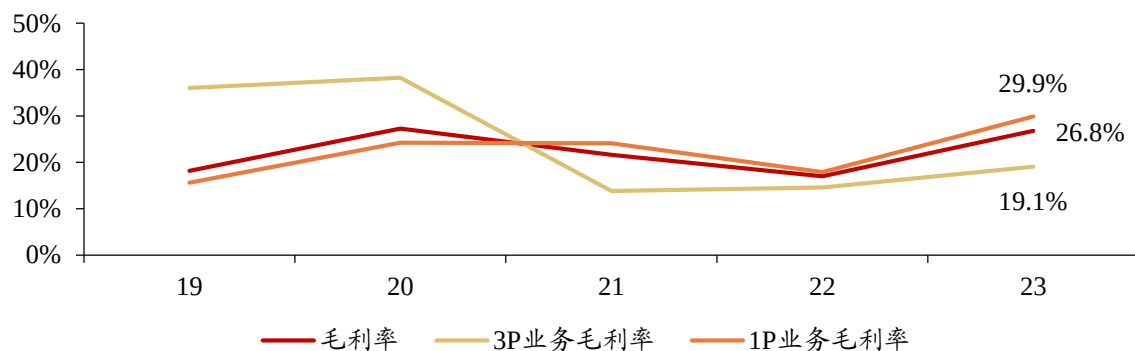
图：3P业务营收拆分



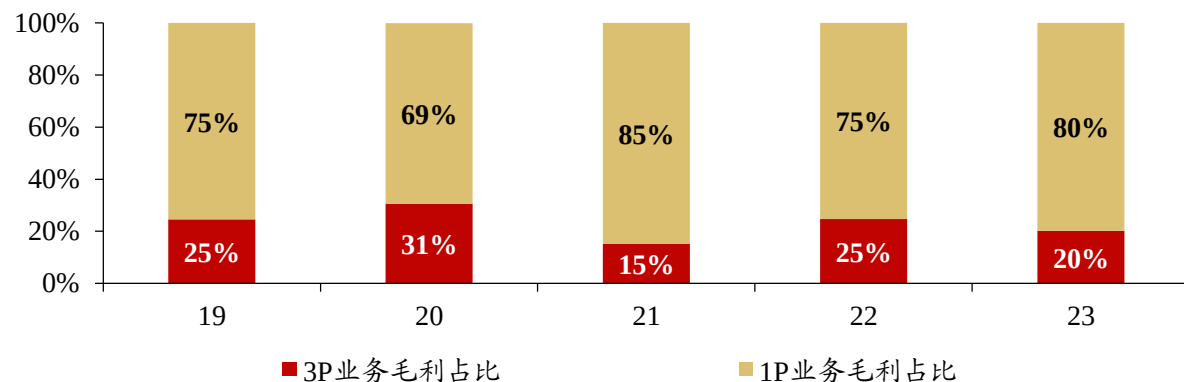
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

- 宏观因素致使20-22年毛利率下滑，23年毛利率回升至正常水平。20-22年公司毛利率由27%降至17%，主要系运力紧张，海运费畸高，致使头程物流成本急剧上行。23年随着海运费下降，规模效应扩大分摊租金等固定成本，公司整体毛利率逐步上行恢复至19年水平，23年整体毛利率达27%。
- 1P业务毛利率较高，贡献核心利润，利润占比稳定约80%。23年1P业务毛利率达30%，3P业务（成本包含海外仓租金、网站运营费用即IT员工薪资等）毛利率为19%，均呈现回升趋势；未来随着毛利率较高的1P业务营收占比提升，亦将带动公司整体毛利率提升。
- 运营费用率稳中有降，23年销售净利率回升至13%。销售费用主要包含人工成本和平台佣金，未来公司为扩大平台影响力，有提升销售费用支出的可能性；但随着公司整体规模效应的提升预计运营费用率将维持稳态小幅下降的趋势，持续促进净利率的提升。

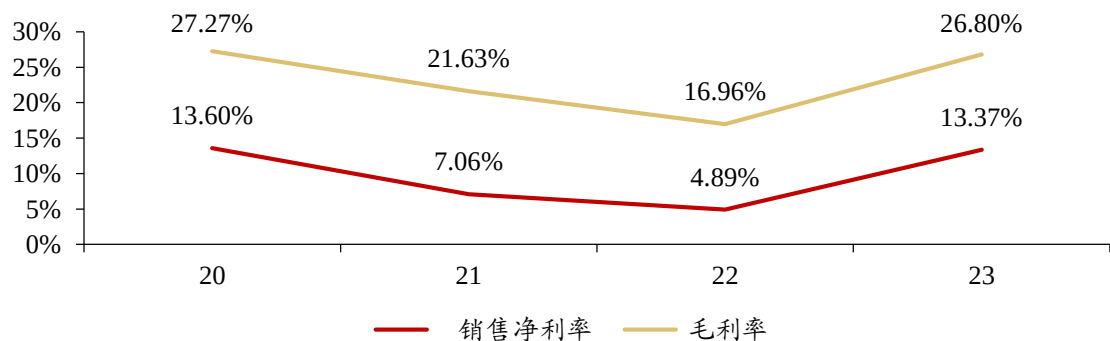
图：大健云仓分业务毛利率（%）



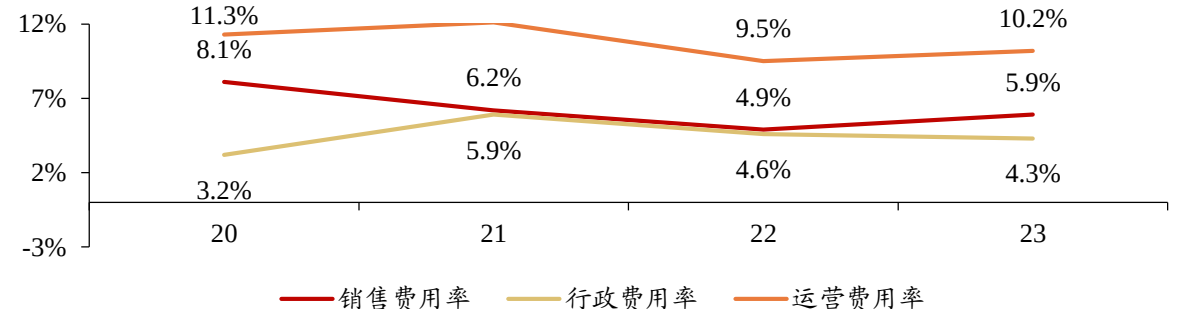
图：大健云仓分业务毛利占比（%）



图：大健云仓毛利率&净利率



图：大健云仓期间费用率（%）



- 全球33个自营海外仓，分布于5大国家，总面积超900万平方英尺。其中24个布局在美国；1个布局在加拿大；2个布局在英国；2个布局在德国；4个布局在日本。
- 仓储物流体系完善，规模效应加强尾程配送效率。海外仓布局在4国超过10个目的港，配合大范围的船运、货车运输网络，为卖家和买家提供更高的产品库存能见度、减少周转时间和交易费用。交付周期缩短为1周内，且费用相较FedEx、UPS更低。
- AI持续降本增效。通过AI选择最优化路径，整合新进订单，平衡仓储网络内库存水平。公司亦将AI算法与数据分析运至未来海外仓建设规划，进一步提升海外仓建设布局效率。

图：大健云仓美国+加拿大自营仓分布



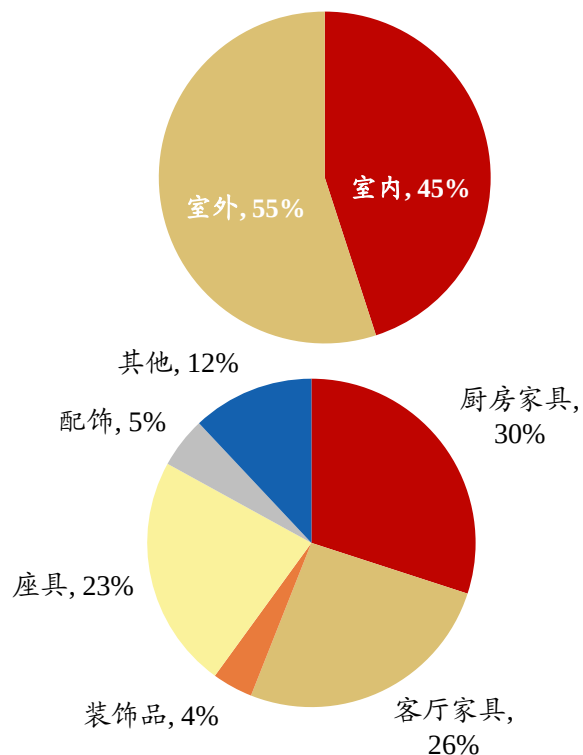
图：大健云仓世界自营仓分布



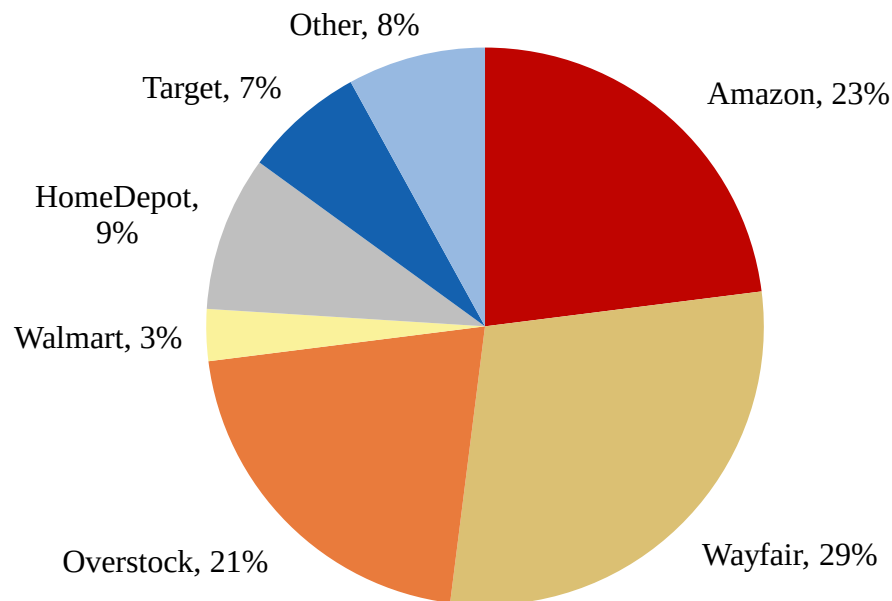
大健云仓于23年底以现金约0.85亿美元收购Noble House，包括库存、仓库、网站和域名、商标、商号、客户合同、销售渠道以及与其相关的其他品牌资产。Noble House拥有8000多个SKU，主要产品为客厅和厨房的家具家居产品，FY22营收达4.91亿美元。

- 强化供应商能力。Noble House拥有来自中国、马来西亚、越南和印度的50多家供应商网络。
- 助力开拓全新市场—加拿大&印度，加速全球布局。
- 加强与美国本土电商平台和线下零售商的合作关系，扩大触达目标客户的能力。Noble House为美国部分大型零售商代发，包括亚马逊、沃尔玛、好市多、Wayfair、Overstock、Target以及家得宝等。
- 提升产品设计和质量控制能力。Noble House拥有Christopher Knight、OkiOki等知名家具品牌。
- NOBLE House仓库超230万平方英尺，提升仓储能力。加强分销渠道、库存能力和客户基础。

图：NOBLE产品营收占比



图：NOBLE客户占比



图：NOBLE头部客户



图：NOBLE品牌



6.1.7 收购美国SaaS软件公司—Wondersign，加强与线下门店连接

大健云仓于23年底以现金约0.1亿美元收购产品电子目录软件研发公司 Wondersign，通过其开发的 "Catalog Kiosk"客户可访问全美数千家线下门店。

- 推出全新行业解决方案GIGA IQ，提升GigaCloud Marketplace 平台用户和实体店零售客户的交易体验。在Wondersign的Catalog Kiosk的基础上，GIGA IQ将配备更多模块，以实现交互式个性化产品推荐。客户能通过GIGA IQ系统从GigaCloud Marketplace找到并直接购买产品。
- 转为以用户为导向的平台，增强客户交易体验。Wondersign已接入全美约2500家门店，加强大健云仓与零售门店的链接，通过GIGA IQ为客户提供更简化的体验，寻找客户需求的产品。



6.2

**乐歌股份：
线性驱动龙头，
“智能家居+海外仓” 双线并行**

6.2.1 乐歌股份：线性驱动龙头，“智能家居+海外仓”双线并行

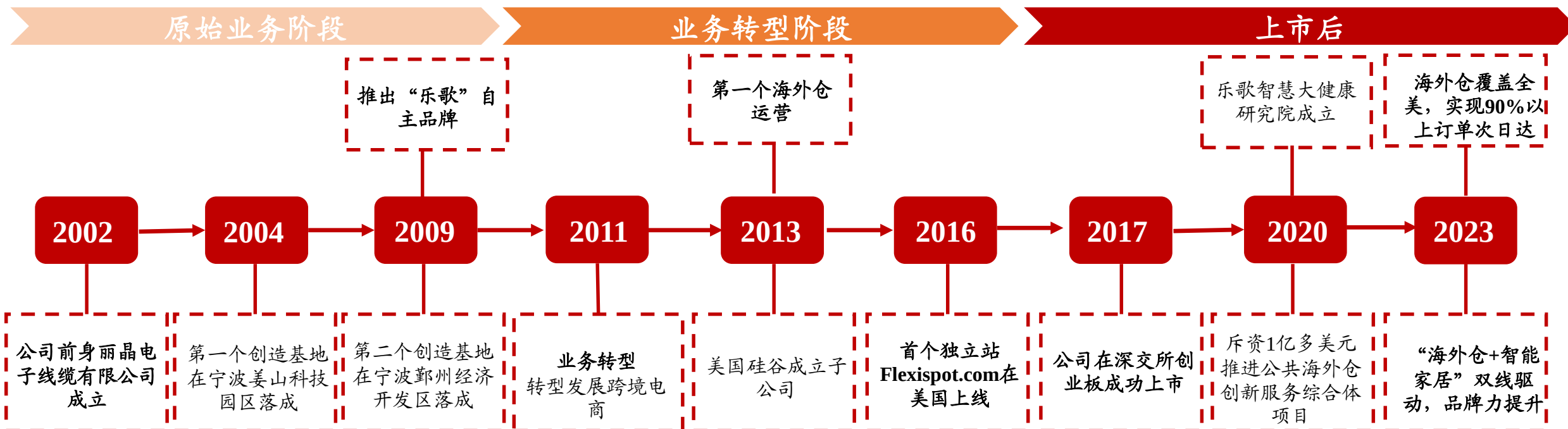
► 线性驱动行业龙头，智能家居80%+海外仓14%双主业驱动。乐歌股份深耕欧美市场，主营业务包括家具制造和海外仓业务。形成覆盖市场调研、产品企划、研发设计、供应链管理、生产制造、渠道建设、品牌营销和售后服务的全价值链业务模式。

► 智能家居主业发展稳健，海外仓开辟第二增长曲线。

1) 智能家居为主营业务。主营产品包含智能升降桌、智能电动床、智能学习桌等，高研发投入积累技术壁垒，采取全球化产能布局策略以增强了供应能力与产品竞争力，投放媒体营销巩固品牌化发展道路。

2) 海外仓为第二增长曲线。13年公司设立首个海外仓，20年开始对外开放公共海外仓业务，截至目前公共海外仓总仓储面积约28万平方米，已服务超600家跨境电商企业。提供一件代发、FBA转运、仓储配送、售后托管、增值服务等全流程一站式跨境物流创新服务。

图：乐歌股份历史沿革



浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

- 图：乐歌股权结构（截至24年3月底）**

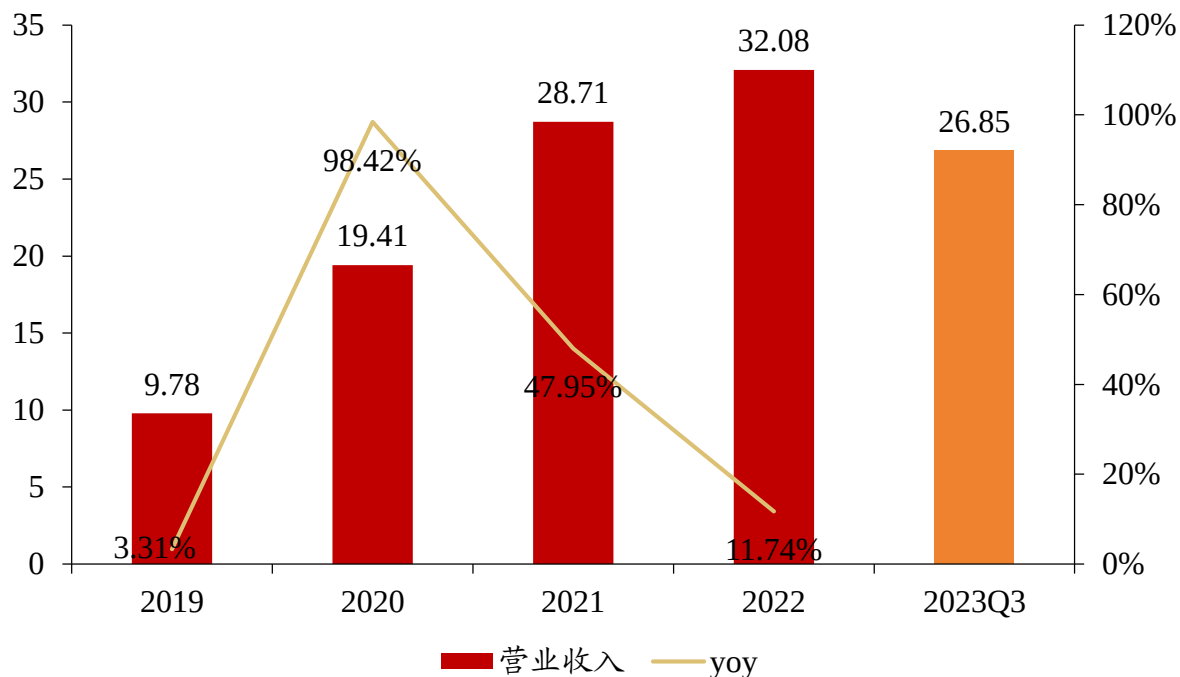


姓名	职务	学历	职业经历
项乐宏	董事长 总经理	宁波大学、电子科技大学双学士; 北京大学光华管理学院、长江商学院双硕士; 香港城市大学DBA	公司实控人, 曾任中国电子进出口宁波公司国际合作部副经理; 丽晶电子执行董事; 丽晶时代董事长、总经理
姜艺	副董事长 总经理	北京大学光华管理学院、中欧国际工商学院双硕士学位	公司实控人, 跨领域管理经验丰富。曾任丽晶电子副总经理, 任聚才投资执行董事; 宁波弘健投资有限公司监事; 芯健半导体董事
朱伟	董事 副总经理 财务总监	浙江财经学院会计学学士 大连理工大学硕士学位	财务领域从业经验丰富。 曾任宁波会计师事务所 宁波国信联合会计师事务所项目经理、合伙人; 丽晶时代财务总监
茅剑辉	副总经理 董秘	宁波大学广告学专业学士 同济大学公共管理专业硕士	管理经验丰富, 具备政府部门工作经验 曾任集士港镇党委副书记、镇长, 东吴镇党委书记、鄞州区人民政府副区长, 宁波市农业局副局长、党委委员

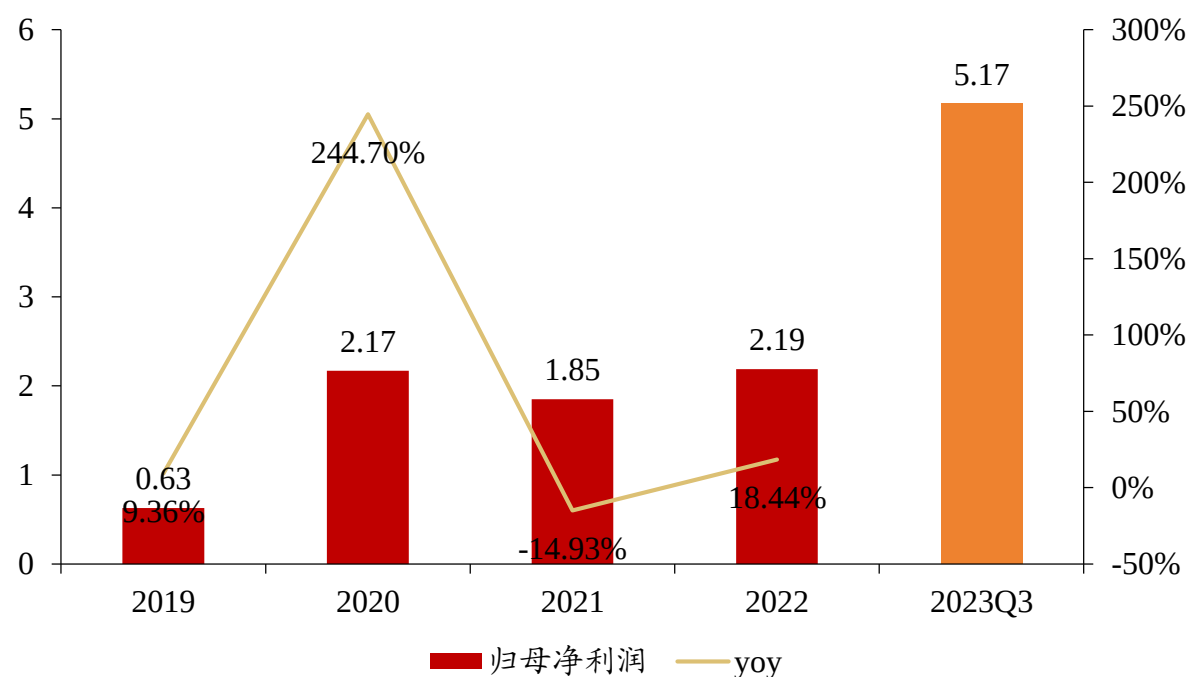
资料来源：，公司公告，浙商证券研究所

- 19-23年乐歌股份营收/归母净利润CAGR分别为49%/51%。欧美线上化率加强，叠加宏观因素导致居家办公成为常态化，升降桌需求提升，乐歌股份营收由19年9.78亿元增长至22年32.08亿元，CAGR达49%；归母净利润由19年0.63亿元增长至22年2.19亿元，CAGR达51%。
- 归母净利润波动系汇率等外部因素导致。21年归母净利润下降14.93%，主要系汇率、原材料材料涨价、宏观因素下海外产能受限、海运费和尾程物流费用上涨等因素；22-23年随着海外仓延续高增态势，海运费畸高走势纠正，自主品牌销售占比提升，归母净利润持续回升，23Q3归母净利润已达5.17亿元。

图：乐歌股份营业收入（亿元）

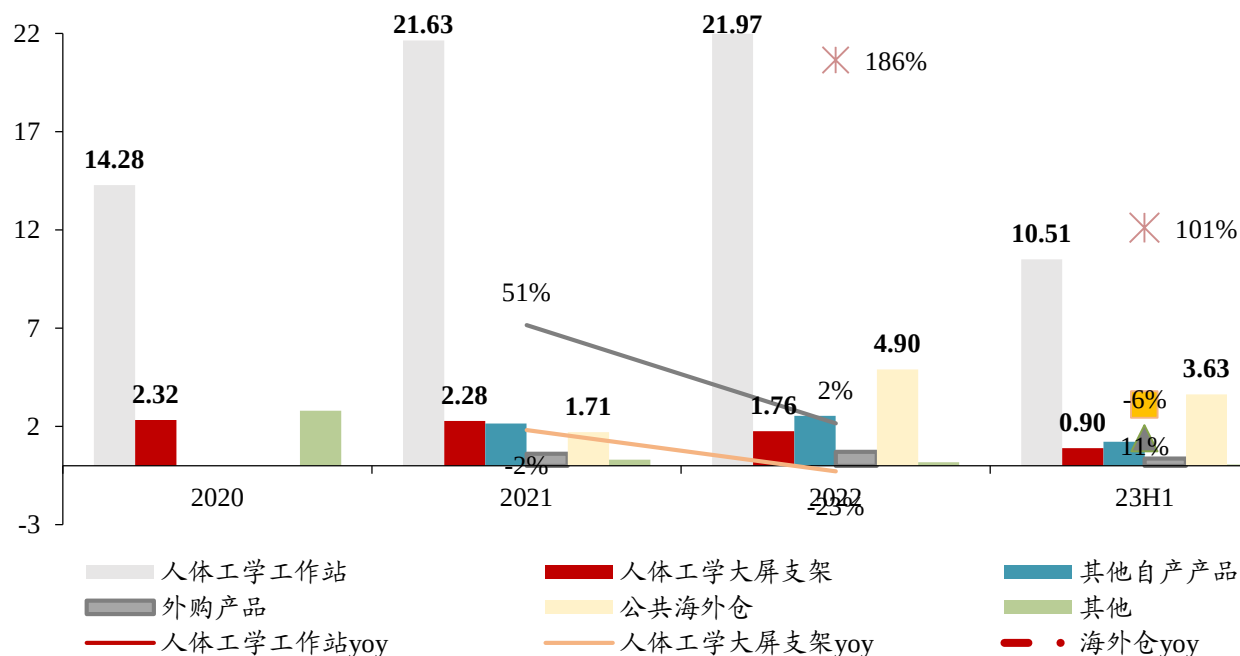


图：乐歌股份归母净利润（亿元）

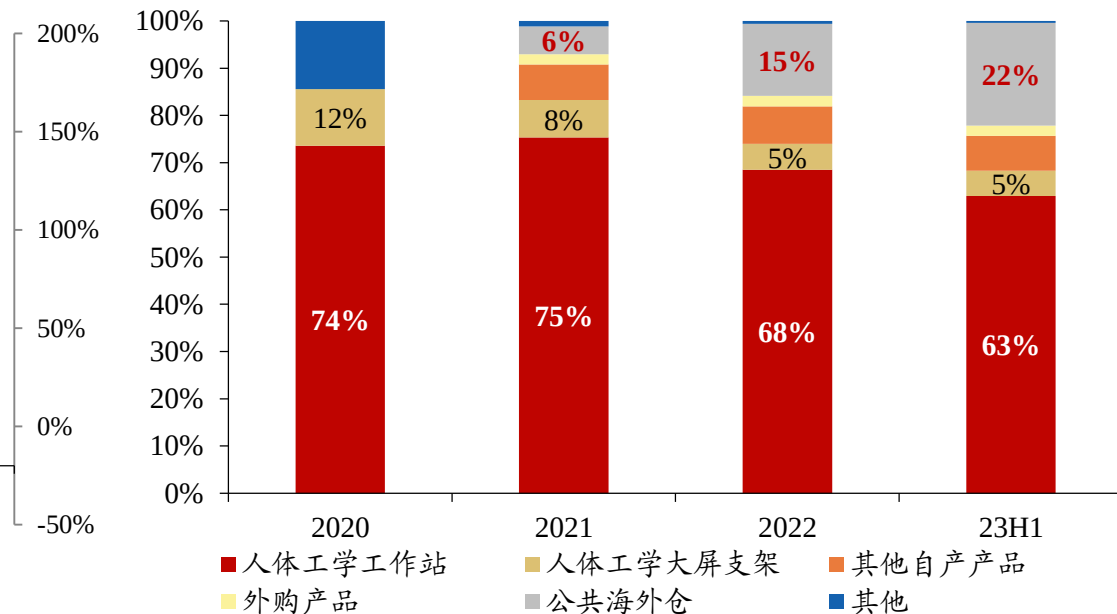


- **核心业务人体工学工作站营收增速基本持平，海外仓业务营收高增。**
- 公司核心业务为人体工学工作站，22年实现营收21.97亿元，同增2%。主要系21年海外居家办公热潮催化下，公司人体工学工作站需求暴增，基数相对较高。公司智能家居业务致力品牌化，国内推出“Loctek 乐歌”、国外推出“FlexiSpot”，成功打造了智慧办公升降桌、智能家居桌、电动儿童学习桌等人体工学爆品，境内外线上销售保持优势地位。
- 海外仓业务22年营收达4.9亿元，同增186%。主要系公司海外仓仓储能力和服务效率持续提升，持续吸引客户。
- **海外仓营收占比提升，由22年的15%提升至23H1的22%。**智能家居核心收入来自人体工学工作站，但营收占比持续下滑，23H1营收占比为63%。海外仓业务高速增长，营收占比由21年的6%提升至23H1的22%。

图：乐歌股份主营业务拆分（亿元）

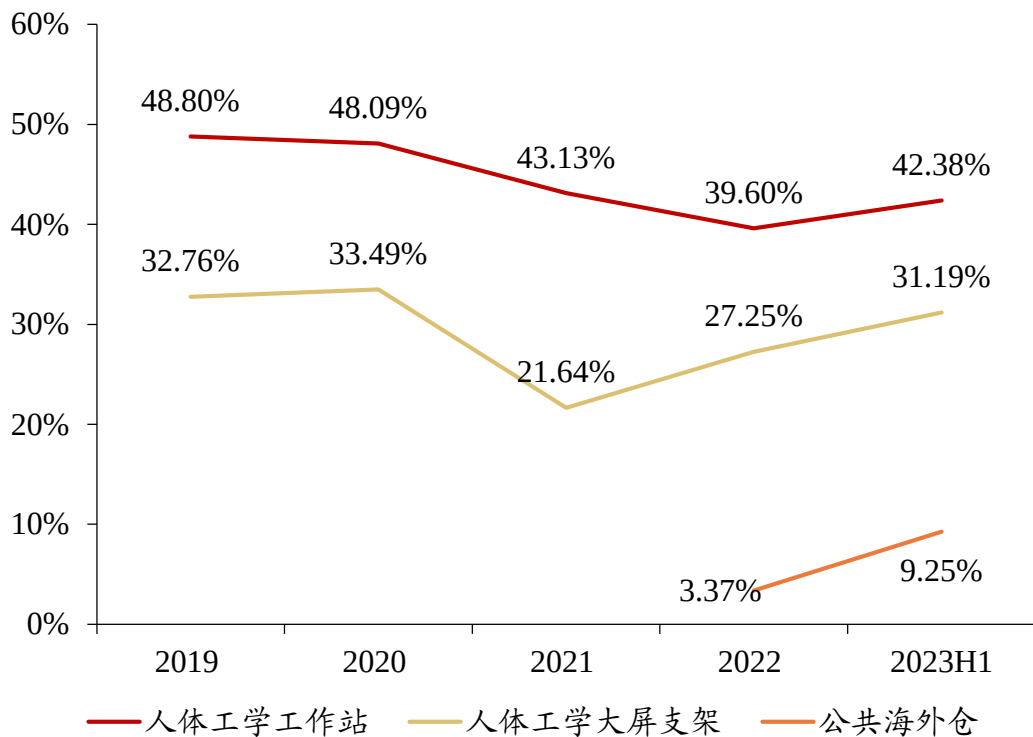


图：乐歌股份主营业务营收占比



- 人体工学工作站毛利率较高超40%，贡献核心利润。21-22年人体工学工作站和人体工学大屏支架因海运费畸高，毛利率有所降低，23年随着海运费回归至正常水平，毛利率稳步恢复。
- 海外仓毛利率持续提升，23H1毛利率提升至9.25%。22年海外仓业务毛利率较低，系业务拓展阶段成本投入规模较大，且小仓换大仓过程中部分小仓率用率较低。未来随着公司换仓逐步完成，仓库库容利用率提升，公共海外仓业务毛利率有望持续提升。

图：乐歌股份各业务毛利率

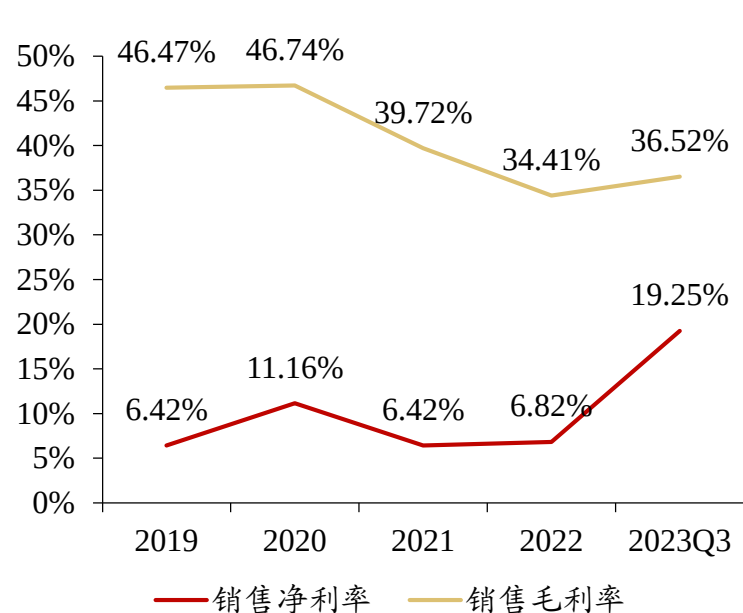


图：乐歌股份三大核心业务毛利构成

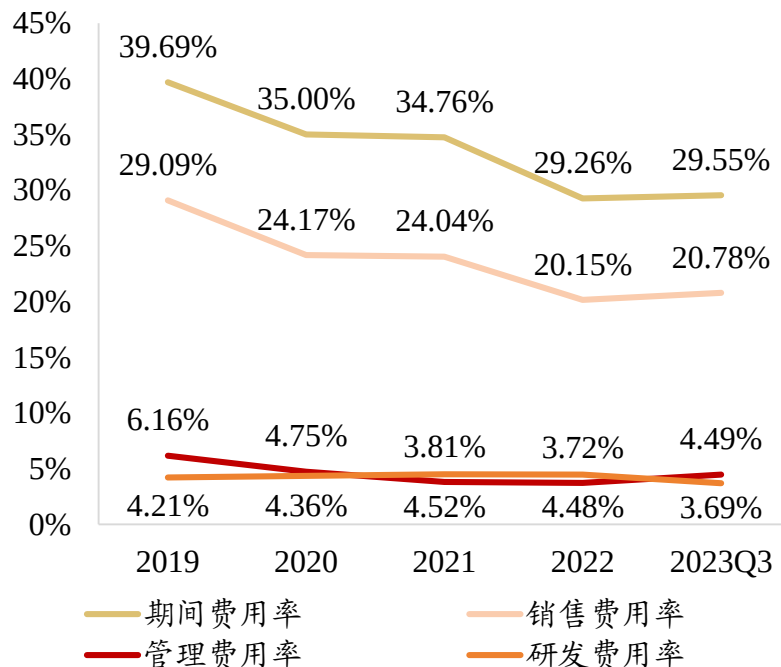
	2019	2020	2021	2022	2023H1
毛利	4.54	9.07	11.4	11.04	9.81
人体工学工作站	3.15	6.87	9.33	8.70	4.45
营收占比	65.98%	73.57%	75.34%	68.48%	63%
毛利率	48.80%	48.09%	43.13%	39.60%	42.38%
毛利占比	69.29%	75.69%	81.82%	78.81%	74.25%
人体工学大屏支架	0.7	0.78	0.49	0.48	0.28
营收占比	21.81%	11.98%	7.95%	5.48%	5%
毛利率	32.76%	33.49%	21.64%	27.25%	31.19%
毛利占比	15.38%	8.58%	4.33%	4.34%	4.66%
公共海外仓				0.17	0.34
营收占比				15.28%	22%
毛利率				3.37%	9.25%
毛利占比				1.50%	5.61%

- **销售净利率稳定提升，23Q3增至19.25%。**19-22年公司归母净利润由0.63亿元增长至2.19亿元，CAGR为36.6%。其中20年受益于宏观因素导致的海外居家办公潮影响，人体工学系列产品需求大幅上升，净利率增至11.16%。21年净利率下滑原因系原材料价格、海运运费上涨幅度过大、人民币过快升值等不利因素叠加。23年公司出售位于加州的海外仓贡献3.6亿元净利润，导致净利率同比波动较大。
- **期间费用率变化核心动力系销售费用率下调。**销售费用为公司主要费用，23Q3年销售费用率减至20.78%。海外仓业务前期拓展阶段中市场推广支出较大，营收规模增加缓慢，导致销售费用率较高。随着跨境电商业务持续推进与仓储物流服务业收入规模增加，销售费用率持续下行。管理费用率及研发费用率维持在较低水平，反映公司具备较好的成本管控能力。
- **周转率稳定经营效率提升，23Q3年应收账款/存货周转率分别为13.45/3.53次/年。**公司存货周转率处于合理区间，应收账款周转率较为稳定，随着智能家居办公与跨境电商服务两大核心业务的深耕，公司营运能力有望持续增强。

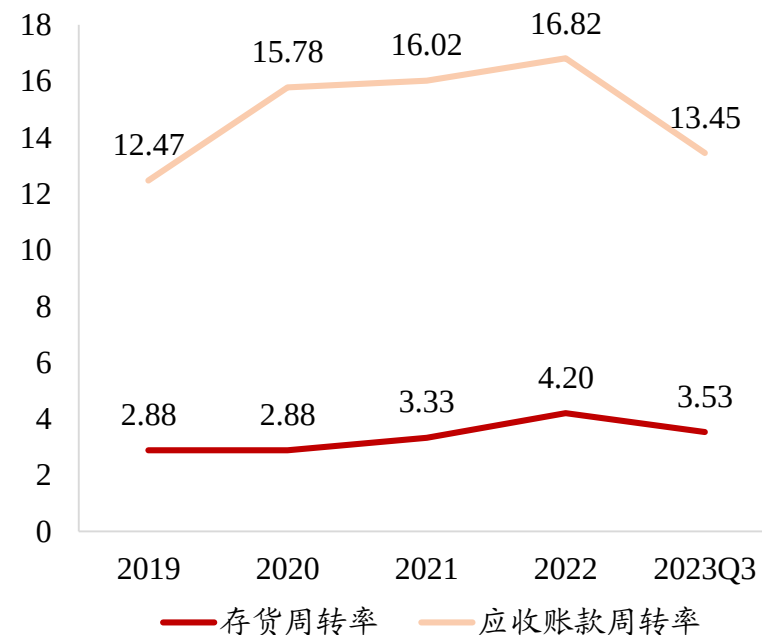
图：乐歌股份毛利率&净利率



图：乐歌股份期间费用率

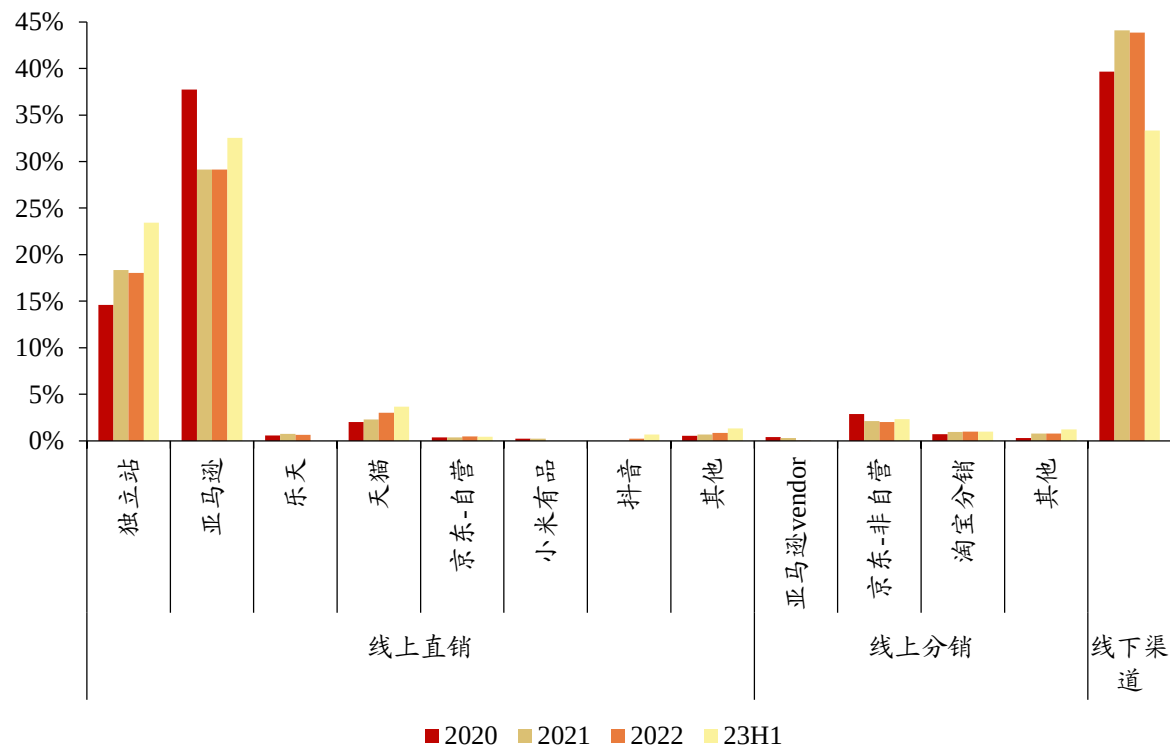


图：乐歌股份资产周转率



- 境外为主要收入来源，占比91%，营收由19年8.23亿元增至22年29.19亿元，CAGR达53%。其中境外线下渠道主要为代工ODM产品，自主品牌主要在亚马逊、独立站等线上渠道销售。
- 线上渠道营收占比提升，其核心销售渠道为独立站和亚马逊，23H1分别占23%/33%。公司线上销售收入主要集中于独立站与亚马逊，22年独立站营收增至5.8亿元，占营业总收入的18%；亚马逊营收增至9.3亿元，占营业总收入的29%。自主渠道的优势在于定制化需求下的更高客单值和私域流量积累，公司线上销售模式以M2C直营为主，实现更高性价比和更快速反馈响应。

图：乐歌股份各渠道销售占比



图：乐歌股份营销模式及代表客户



- 海外仓布局逐步完善，小仓换大仓加强运营效率。乐仓在美国、英国、德国、日本等国家均有布局海外仓，截至23年9月末，全球累计13仓（28.82万平方米），全美合计10个海外仓，26.95 万平方米（租赁23.29 万平方米+自建3.66万平方米）。未来随着公司小仓换大仓进程加快，新仓投入使用，海外仓的盈利能力将持续提升，预计2027 年，公司已建成并成熟运营的美国海外仓总面积将达到约 34 万平方米。
- 提供端到端一站式服务，附加服务网络完善。基于13年跨境电商及11年海外仓团队运营经验，在多仓自营基础上，致力于为大件产品跨境卖家提供公共海外仓综合服务，包括海外仓储、头程海运、一件代发、FBA转运、售后托管、出口代理、供应链服务等一站式跨境物流服务。

图：乐歌股份海外仓全球布局



图：乐歌股份海外仓合作伙伴



图：乐歌股份海外仓附加服务

乐仓服务	内容
头程海运	乐仓为工厂安排海运订舱，将货物从工厂安排拖车到码头，安排报关截单事宜；安排提单电放，将货权放给目的港的全部流程。
海外仓储	为大件产品跨境卖家提供公共海外仓综合服务
一件代发	客户把货物发到海外仓，仓库接收货物并清点上架到仓库系统。客户在系统下订单，当天的订单当天处理发出
代理出口	提供标准化的通关、退税和物流等服务
供应链服务	提供国内代理采购服务，并与多家银行合作提供优质的国内采购资金支持。
FBA转运	客户头程备货至乐歌海外仓，FBA库存不足时，可及时从海外仓发货补足库存；价格优惠，免仓期长，加快配送时效，节省物流成本。



美国海外仓自用比例较低仅24%，美国储备土地充沛

- 美国海外仓自用比例较低，英、德、日海外仓均为自用。乐歌美国海外仓合计自用比例仅为24%，英国、德国、日本3仓全部自用。
- 土地资源储备充沛，自建仓逐步租赁仓，加速实现规模效应。当前美国10个海外仓中有4个海外仓为买地自建，长期租赁成本被锁定。且乐歌亦有佐治亚州Ellabell 海外仓在建，其面积约9.3 万平方米，如果成熟运营状态后对应新增年处理能力209 万件；预计 至27 年，公司已建成并成熟运营的美国海外仓总面积将达到约 34 万平方米，同时建设中仓库面积超 10 万平方米。此外公司目前在美已储备320万平方米土地，对应可建约150 万平海外仓。

表：23年1-9月乐歌美国海外仓自用和租赁情况

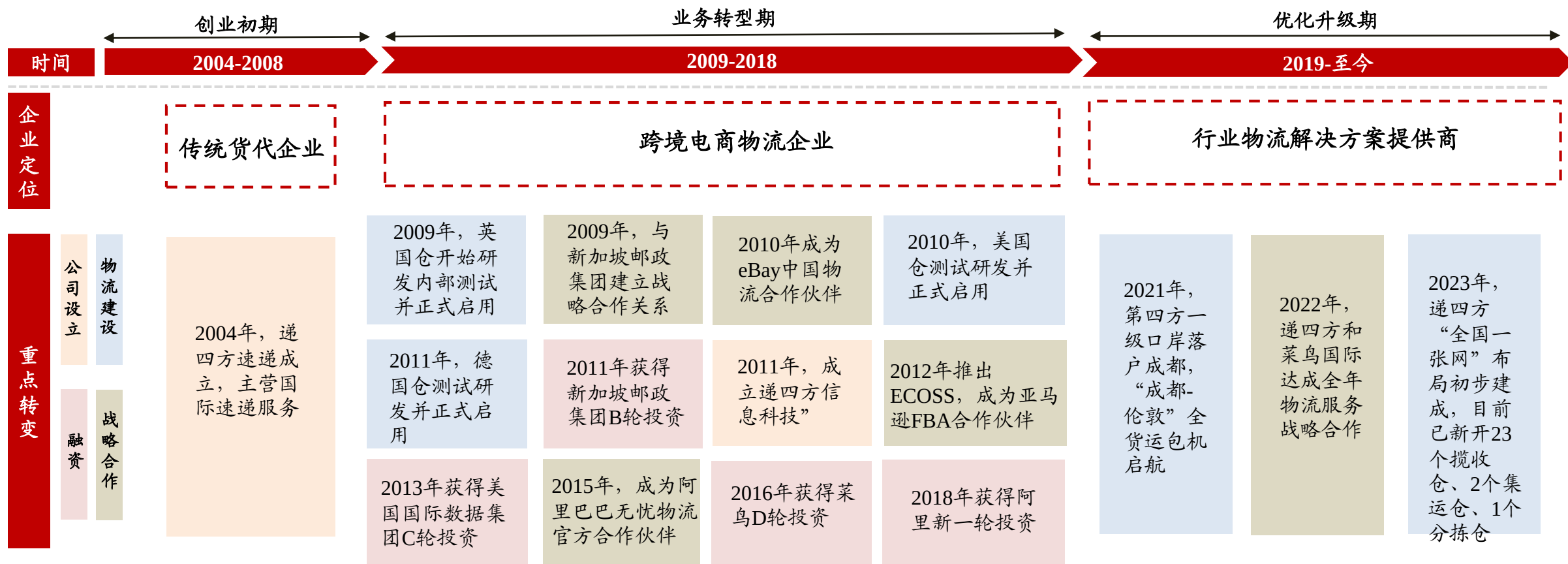
区域	产权	州	仓库面积（万平方米）	自用比例
美中	购买	德州	0.56	9.41%
	租赁	德州	1.24	10.67%
	租赁	田纳西州	1.12	27.53%
美西	购买	加州	0.46	97.77%
	租赁	加州	11.18	17.21%
美南	购买	佛州	2.17	0%
	租赁	佛州	0.95	5.78%
美东	购买	南卡	0.46	100.00%
	租赁	宾州	4.69	27.37%
	租赁	佐治亚州	4.11	11.19%

6.3

**递四方：
全链路服务的海外仓龙头**

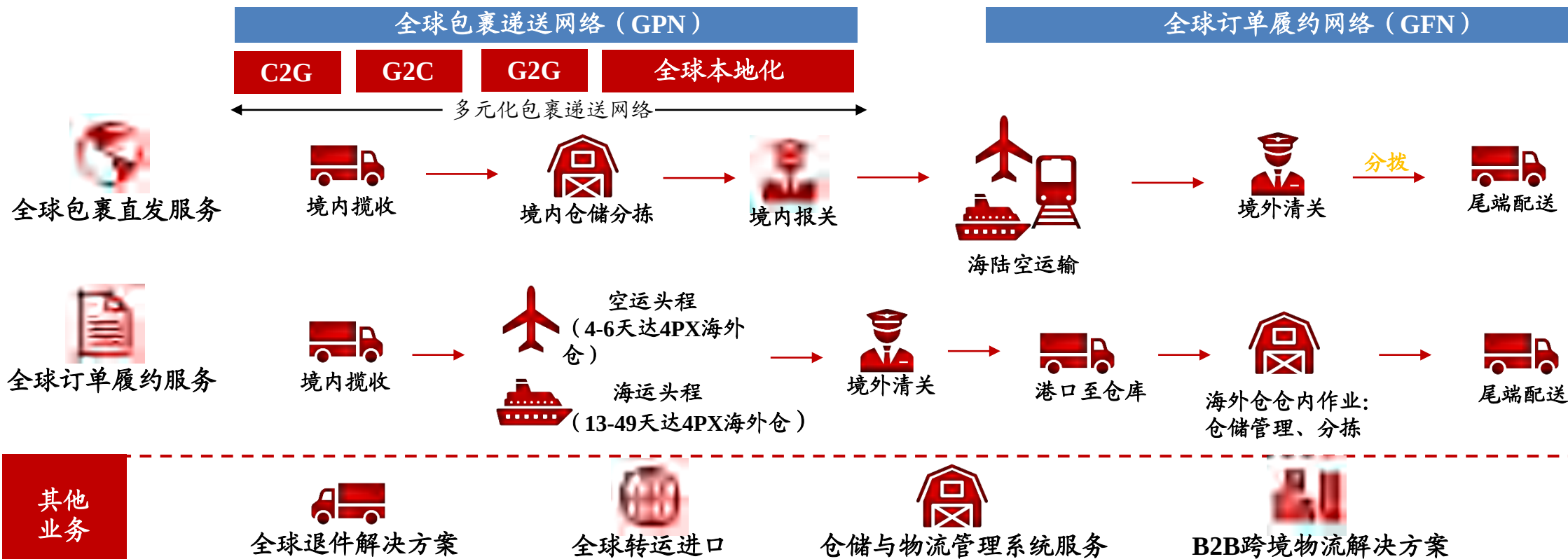
6.3.1 递四方：传统货代→跨境电商物流海外仓领域第一梯队企业

- 递四方—全球跨境电商供应链综合服务提供商，公司自成立以来，专注跨境电商物流一个领域深耕发展，从传统货代企业跃居成为跨境电商物流领域龙头企业。
- 创业初期（2004-2008）：定位于“全球速递资源整合专家”，聚焦传统货代模式；
- 业务转型期（2009-2018）：进军跨境电商物流领域，定位“专业跨境电子商务物流服务商”；
- 优化升级期（2019-至今）：定位于“行业物流解决方案提供商”，以全球包裹递送网络（GPN）及全球订单履约网络（GFN）两张网络为基础，提供全球订单履约服务、仓储与物流管理系统服务、全球退件解决方案、全球包裹直发服务以及全球转运进口等五大服务。



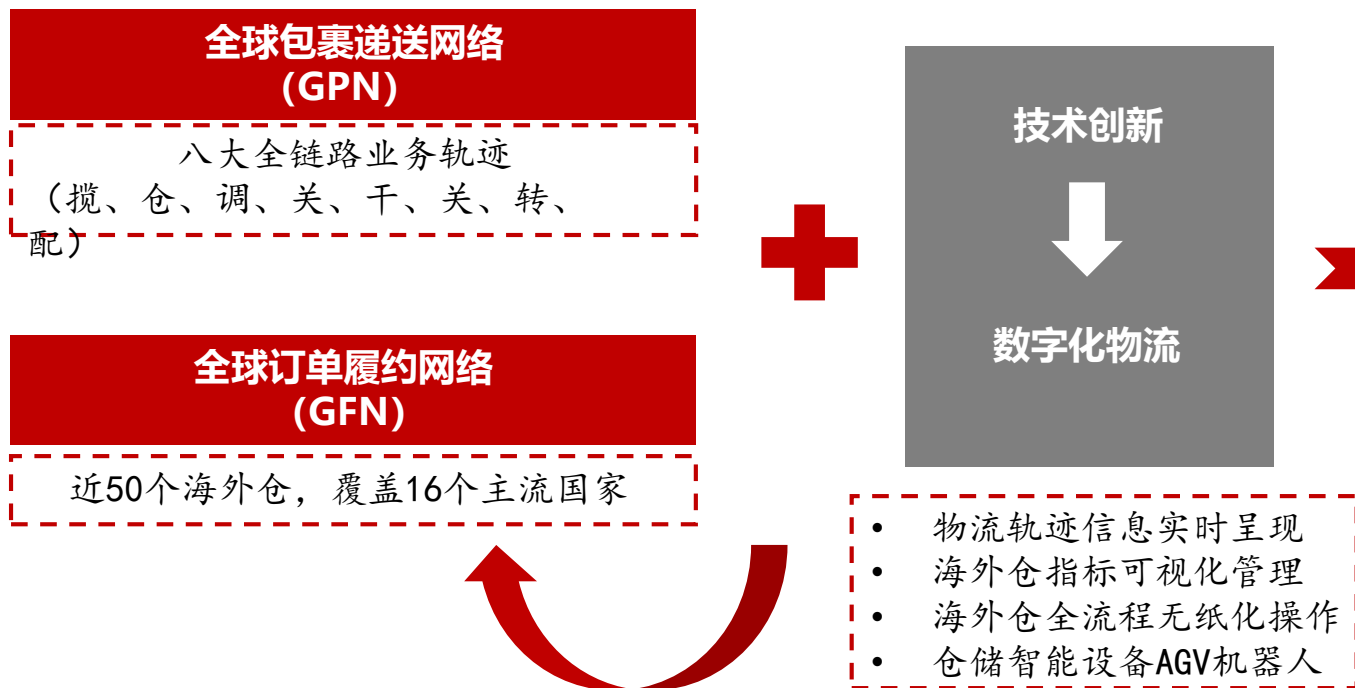
6.3.2 双网络驱动直发、海外仓等多业务成长

- 双网络驱动4PX直发、海外仓等多业务成长。目前，递四方定位于“行业物流解决方案提供商”，以全球包裹递送网络（GPN）及全球订单履约网络（GFN）两张网络为基础，提供全球订单履约服务、仓储与物流管理系统服务、全球退件解决方案、全球包裹直发服务以及全球转运进口等服务：
- **全球包裹直发服务**：递四方基于其庞大的全球包裹递送网络(GPN)，整合全球邮政快递资源推出全球包裹直发服务，将各类包裹从启运国直接运到目的国，并进行尾端派送，目前该业务线可细分为国际专线、联邮通以及同行代理；
 - **全球订单履约服务**：递四方基于其庞大的全球订单履约网络（GFN），利用先进ERP系统，为卖家提供一站式物流仓储外包服务；
 - **其他服务**：全球退件解决方案；仓储与物流管理系统服务；全球转运进口服务；B2B跨境物流解决方案服务等。

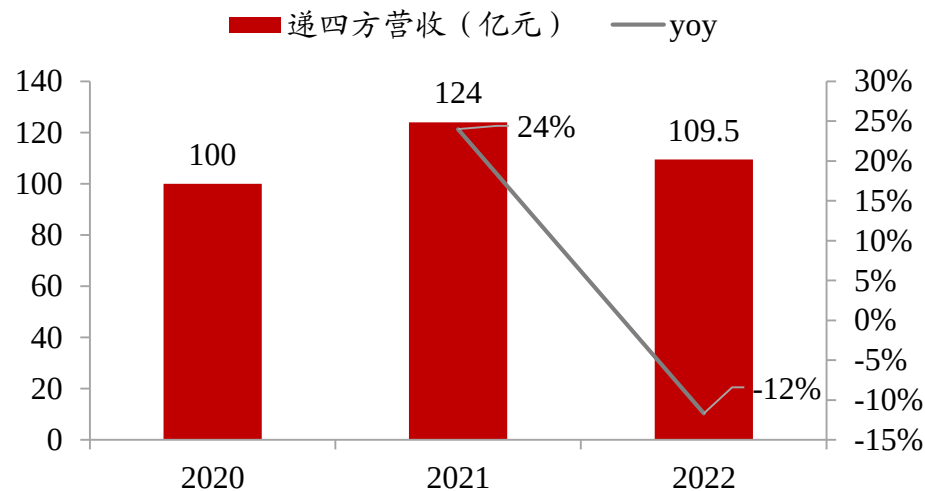


6.3.3 双网+技术创新赋能数字化物流网络

- 双网广度持续攀升，物流链路持续完善：
 - **全球包裹递送网络(GPN)**：递四方拥有从始发国开始的“揽、仓、调、关、干、关、转、配”8大全链路业务轨迹，为客户提供从中国发全球、全球到中国、全球到全球、全球本地化的多元化包裹递送网络，服务覆盖世界200多个国家和地区；
 - **全球订单履约网络(GFN)**：目前,递四方已在全球布局近50个海外仓，面积约100万平米，递四方一站式帮助跨境电商企业完成入库、订单、发货、退件等环节的操作，提供仓配一体化物流服务。
- **技术创新赋能数字化物流网络建设**：递四方近年加大科技投入，培养出一支300余人的技术研发团队，着手打造数字化物流网络，降本增效。目前递四方的物流轨迹信息能够实时网上呈现，而海外仓已实现指标可视化管理以及全流程无纸化操作，美国仓、德国仓已采用仓储智能设备AGV机器人，采用高性价比的“密集存储+货到人拣选+料箱到人区”方案，负责远距离搬运，大幅提升准确率。
- **双网+技术创新共筑营收百亿护城河**：2020-2022年，递四方的营收分别为100/124/109.5亿元，2021-2022营收增速分别为24%/-12%，2022年营收相较2021年略有回落，但仍处于行业龙头水平，其中21-22年递四方营收水平均处于中国跨境物流企业TOP3。



图：递四方营收及增速



6.3.4 近100万平海外仓，助力中国卖家货通全球

- 欧洲海外仓为主，全球海外仓面积近100万平方米。目前，递四方已在全球铺设海外仓近50个，面积近100万平米，覆盖美国、加拿大、澳大利亚、日本、英国、德国、西班牙、捷克等16个主流国家，各个国家的海外仓团队的均为直营团队，由总部统一管控，统一操作标准，统一系统标准，以保障海外仓业务稳定的运营质量。

图2：递四方全球海外仓布局

欧洲
401,000+m²



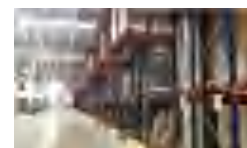
比利时列日
20,000m²



英国仓群
95,000m²



德国仓群
101,000m²



法国巴黎仓群
30,000m²



波兰仓群
45,000m²



西班牙马德里
25,000m²

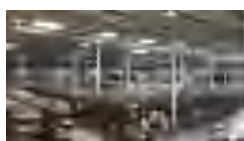


捷克布拉格
85,000m²

北美
286,000+m²



美国洛杉矶仓群
130,000m²



美国新泽西仓群
90,000m²



美国休斯顿仓群
40,000m²



加拿大温哥华
8,000m²



墨西哥
18,000m²

亚太
107,000+m²



澳大利亚仓群
45,000m²



日本仓群
29,000m²



香港
30,000m²

1、全球贸易环境恶化的风险

跨境电商行业受国际形势波动影响显著，若发生诸如经济增长放缓、系统性金融危机等重大不利风险，将严重制约海外消费市场需求，或影响公司持续经营。

2、汇率波动的风险

跨境电商企业收入主要以外币结算，未来若美元、欧元等外汇兑人民币汇率出现重大波动，可能加大公司收入和财务费用的不确定性，影响公司经营业绩。

3、公司战略失误、人才流失以及新市场孵化风险等

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>