

强于大市

交通运输行业 2024 年度策略

从产业景气趋势中寻找胜率，从顺周期困境反转中寻找赔率

我们通过自上而下的分析框架总结出四条投资主线。宏观层面，24年10年美债收益率下降海外流动性改善以及中美两国即将进入主动补库的共振是大概率事件。中观行业方面，当前国内进入产业结构调整阶段，智能电动车行业在我国房地产行业调整周期发挥重要作用，属于国家政策支持和民间资本投资活跃的景气赛道，同时以 Temu 和 Shein 等为代表的跨境电商平台正快速增长，此外从库存周期看，大宗商品和化学品正处于周期底部。基于此我们推荐胜率较高的汽车产业供应链物流和跨境电商物流，赔率较高的大宗商品供应链和危化品物流。

支撑评级的要点

- 国内产业转型汽车电动智能化趋势较好，关注汽车产业供应链物流投资机遇。** 2023年11月，理想汽车共交付新车约41030辆，月度交付量突破四万辆大关。截至2023年11月，前11个月理想汽车累计交付325677辆新车，提前达成2023年30万辆销量目标，11月交付量同比增长172.9%，环比增长1.50%。2023Q4，华为问界品牌智能汽车广受关注，根据CNMO最新数据显示，截至12月第一周，华为AITO品牌问界M7车型周销量一路上涨，首次超过理想L7。同时，11月27日，华为高管宣布当前M7车型预定量已超10万台。小米汽车量产同样受到广泛关注，2021年小米集团进军智能电动汽车业务，根据小米集团2023年三季报，当前汽车等创新业务投入已达17亿元，未来五年研发投入仍将保持高位。
- 跨境“四小龙”出海景气度高，跨境电商物流迎新机遇。** 国内跨境电商“四小龙”包括 Temu、Shein、Aliexpress、TikTok Shop。根据 SensorTower 最新报告显示，2023年 Temu 和 SHEIN 下载量增长强劲，同时包揽美国、欧洲、拉丁美洲和中东市场电商应用增长榜亚军，超越 Amazon、Shopee 成为全球最受欢迎的两大电商应用。据 36 氪，TIKTOK 电商为 2024 年定下了 500 亿美金的 GMV 目标，相较于 2023 年 200 亿美金的目标数字，增长幅度超过一倍。2022 年 SHEIN 的 GMV 达 300 亿美元，相比 2021 年 200 亿美元增长 50%，跨境出海的高景气度有望为国内传统货代企业提供新增量，看好跨境电商物流这一成长赛道。
- 大宗商品有望随中美补库周期共振迎来修复，头部大宗供应链企业深度回调后迎布局良机。** 2023 年大宗商品供应链行业的上市企业普遍受到大宗商品市场价格波动和需求疲软的影响，主要龙头企业供应链业务业绩承压，股价深度回调，但头部公司的核心价值未变。截至 2022 年末，我国大宗供应链市场规模已经接近 55 万亿元，CR4 市占率也在稳步提升，2022 年 CR4 市占率为 4.18%，大宗供应链行业市场规模依旧庞大，当前市占率仍然较低，未来市占率有较大提升空间。同时近年各个龙头公司继续围绕更高成长性的品种做延伸，我们预计随大宗商品价格修复及需求释放，供应链业务或将明显修复，叠加上市公司规模持续扩张、资源有效整合、持续降本增效，产业不断深入行业上下游，经营业绩有望回暖，当前大宗供应链企业已计入较多悲观预期，具备良好的赔率。
- 危化品物流受出口和国内需求疲软影响景气度承压，关注后续国内经济修复海外补库带来的业绩修复。** 截至 2023 年 11 月，化学原料及化学制品出口较去年有所回落，出口金额累积为 4951.1 亿元，与上年同期相比下降 6.4%，2023 年 Q1，CCFI 与 SCFI 指数回落至疫情前水平。2023 年 7 月与 8 月，运价水平有止跌反弹迹象，回升幅度较为缓慢，出口疲软明显拖累了化工物流企业的货代业务。从库存周期来看，目前国内处于被动去库阶段，今年上半年有望迎来主动补库，2023 年 7 月，产成品存货同比增长为 1.6%，达到 2020 年以来最低点；2023 年 6 月，PPI 当月同比为 -5.4%，为近年最低值。当前化工物流企业受到行业景气度承压股价明显回调，我们看好今年行业景气度改善修复带来的投资机会。

相关研究报告

《交通运输行业周报》20240108
 《交通运输行业周报》20231225
 《交通运输行业周报》20231218

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

交通运输

证券分析师：王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030004

联系人：刘国强

guoqiang.liu_01@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122070018

投资建议

- 一是汽车产业供应链物流投资机会。重点推荐海晨股份、长久物流、中远海特，建议关注福然德。二是跨境电商物流投资机遇，重点推荐华贸物流，建议关注中国外运、东航物流、极兔速递、海程邦达、中创物流。三是底部或将迎来修复的大宗商品供应链物流，重点推荐厦门象屿、建发股份、厦门国贸、浙商中拓，建议关注物产中大。四是危化品物流困境反转的投资机遇。建议关注密尔克卫、兴通股份、盛航股份、宏川智慧、永泰运、保税科技。**

评级面临的主要风险

- 美联储降息的不确定风险、地缘政治风险、国内主动补库不及预期、海外政策和监管风险、国内经济复苏力度不及预期、逆全球化加剧风险。**

目录

一、投资策略：中美库存周期共振叠加 10 年美债收益率下行，推荐汽车供应链和跨境电商物流以及大宗供应链化工物流	6
1.1 宏观背景：中美库存周期共振，海外 10 年美债收益率下行	6
1.2 投资策略：推荐胜率较高的汽车供应链和跨境电商物流，赔率较好的大宗供应链和化工物流	8
二、汽车产业供应链：新能源车产销两旺为传统整车物流注入新增量，第三方整车物流及定制化物流有望受益.....	10
2.1 产业趋势：中国成为全球第一大汽车生产和出口国，国内汽车产业电动智能化加速发展..	10
2.2 汽车产业供应链市场：关注上游汽车生产物流供应链，下游整车国内及国际物流	12
2.3 重要催化：造车新势力交付屡创新高，华为问界小米汽车入局引关注.....	15
三、跨境电商物流：跨境“四小龙”出海景气度高，跨境电商物流迎新机遇	17
3.1 电商市场：全球电商市场规模扩大，中国电商加速出海	17
3.2 物流市场：协同增长，竞争格局格外分散	21
3.3 趋势判断：海外仓为关键资产，货代资源禀赋天然优势	23
四、大宗供应链：大宗商品有望随中美补库周期共振迎来修复，头部大宗供应链企业回调后迎布局良机.....	25
4.1 大宗供应链企业 2024 年业绩有望修复，当前位置估值股息率具备较好吸引力	25
4.2 行业发展空间庞大，市场集中度有较大提升空间	26
4.3 商业模式可复制性强，多元化商品匹配多需求客户，行业成长性值得关注	27
4.4 主次结合的多元收益分类保障行业稳定收益，降低盈利波动穿越周期.....	29
五、危化品物流：受出口和国内需求疲软影响景气度承压，关注后续国内经济修复海外补库带来的业绩修复.....	32
5.1 出口和国内需求疲软致业绩走弱股价深度回调，关注后续国内经济修复海外补库带来的业绩修复	32
5.2 内贸危化品航运：大炼化时代驱动行业发展，高壁垒催化龙头领航趋势	34
5.3 危化品物流：行业高增长、高壁垒、集中度加速	40
六、投资建议	43
七、风险提示	45

图表目录

图表 1. 近 10 年中国库存周期.....6

图表 2. 近 10 年美国库存周期.....6

图表 3. 本轮去库大宗商品价格仍处于高位.....7

图表 4. 本轮补库周期房地产开发投资预期较弱.....7

图表 5. 美国国债 10 年收益率大幅回落利好风险资产.....7

图表 6. 美国国债 10 年收益率与交运各子板块走势.....8

图表 7. 2014-2022 年全球汽车产销量及增速.....10

图表 8. 2022 年全球乘用车与商用车销量分布（万辆）.....10

图表 9. 2022 年全球汽车生产格局（分国家）.....10

图表 10. 2017 年 11 月-2023 年 11 月我国汽车出口数量.....11

图表 11. 2018-2022 年中国与日本、德国汽车出口量对比.....11

图表 12. 2018-2023 年汽车出口结构（分车型）.....12

图表 13. 2018-2023 年乘用车出口结构（分车型）.....12

图表 14. 2018-2023 年新能源车出口情况.....12

图表 15. 2018-2023 年乘用车出口情况.....12

图表 16. 智能汽车全球供应链图.....13

图表 17. 全球供应链和价值链网络机构.....13

图表 18. 2012-2022 中国物流总支出及占 GDP 比重.....14

图表 19. 2015-2022 中国外包物流支出及渗透率.....14

图表 20. 2014-2020 年中国汽车物流市场规模.....15

图表 21. 理想汽车销售数据（月）.....15

图表 22. 小鹏汽车、蔚来汽车月度交付量（辆）.....15

图表 23. 2023-10-01 至 2023-12-03 华为 AITO 问界 M7 与理想汽车 L7 周交付量(辆)
.....16

图表 24. 蔚来智能驾驶技术累计验证里程与城市.....16

图表 25. 跨境电商贸易流程与传统贸易流程对比.....17

图表 26. 全球电商交易规模增长及电商零售渗透率提升.....17

图表 27. 全球零售市场增速与全球电商市场增速.....17

图表 28. 2022 年全球主要地区人口规模及网购用户渗透率.....18

图表 29. 2023 年全球主要地区电子商务收入预测.....18

图表 30. 东南亚数字经济商品交易额（GMV）.....18

图表 31. 东南亚六国数字经济商品交易额预测（亿美元）.....19

图表 32. 2013-2022 年中国跨境电商进出口交易规模.....19

图表 33. 2013-2022 年中国跨境电商 B2B 及 B2C 交易规模.....19

图表 34. 我国跨境电商细分市场规 模（亿元）.....19

图表 35. 跨境电商主要经营模式及代表公司.....20

图表 36. 中国跨境电商出海“四小龙”.....20

图表 37. 2021 年跨境电商成本结构.....	21
图表 38. 跨境电商出口物流市场规模（亿元）.....	21
图表 39. 跨境电商出口物流-直邮模式.....	21
图表 40. 跨境电商出口物流-海外仓模式.....	21
图表 41. 跨境电商物流细分模式及相关物流商.....	22
图表 42. 跨境电商物流全链路参与者众多、参与环节重叠.....	23
图表 43. 货代主要竞争对手.....	23
图表 44. 2023 年前三季度主要大宗供应链企业归母净利润同环比（%）.....	25
图表 45. 公司收盘价较 2023 年初涨跌幅.....	25
图表 46. 2023 年初至今股价或指数较当年高点回落.....	25
图表 47. 大宗供应链主要品类存货当月同比增速（%）.....	26
图表 48. 2018-2023 年主要大宗供应链企业 PB 估值.....	26
图表 49. 主要大宗供应链企业股息率（TTM）.....	26
图表 50. 中国大宗供应链市场规模以及 CR4 市场占有率.....	27
图表 51. 国内外头部大宗供应链企业 2021 年营收（亿元）.....	27
图表 52. 厦门象屿连接海外的网络化物流服务体系.....	27
图表 53. 建发股份供应链运营网络.....	27
图表 54. 浙商中拓产业链一体化服务模式.....	28
图表 55. 厦门象屿“大宗商品采购超市”&“大宗商品服务超市”.....	29
图表 56. 大宗供应链企业服务收益分类.....	29
图表 57. 厦门象屿覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系.....	30
图表 58. 厦门国贸“国贸云链”智慧供应链综合服务平台.....	30
图表 59. 厦门象屿农业产业级互联网平台.....	31
图表 60. 2023 年前三季度主要危化品物流企业归母净利润同环比（%）.....	32
图表 61. 2018-2023 年 CCFI 和 SCFI 集装箱运价综合指数.....	32
图表 62. 公司收盘价较 2023 年初涨跌幅.....	33
图表 63. 2023 年初至今股价或指数较当年高点回落.....	33
图表 64. 化学原料及化学制品、纺织业当月 PPI 和产成品库存同比（%）.....	33
图表 65. 2018-2023 年中国化工产品价格指数 CCPI.....	34
图表 66. 化学原料及化学制品出口货值累计同比（%）.....	34
图表 67. 2018-2023 年主要危化品物流企业 PE 估值.....	34
图表 68. 危化品物流企业未来三年净利润复合增速预测.....	34
图表 69. 化学品船分类.....	35
图表 70. 有关化学品船运力调控的相关政策.....	36
图表 71. 新增运力审批流程与方法.....	37
图表 72. 新增运力评审内容与评分细则.....	37
图表 73. 2012-2022 年化学品船运力规模与数量变化情况.....	38
图表 74. 2012-2022 年化学品船平均船龄.....	38
图表 75. 2012-2022 年化学品船船龄结构情况.....	38

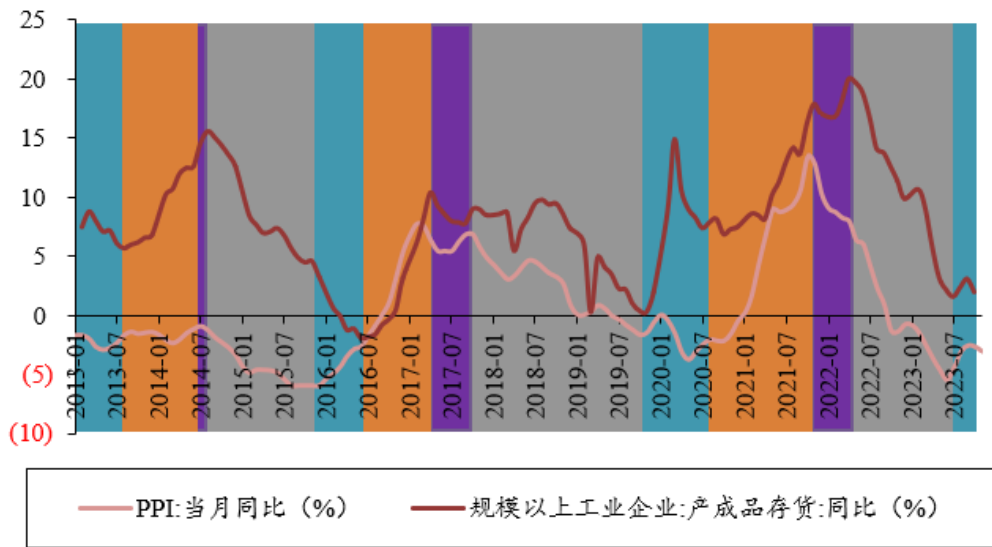
图表 76. 石油化工行业全产业链.....	39
图表 77. 2020 年内贸化学品运输主要品类.....	39
图表 78. 我国多种化学品自给率.....	40
图表 79. 苯乙烯进口数量及同比变化（月度）.....	40
图表 80. 2021 年世界化工品销售额（十亿欧元）.....	40
图表 81. 2013-2023 年化学品表现消费量增速对比.....	41
图表 82. 化学原料及化学制品制造业固定资产投资(不含农户)完成额累计同比(%)	41
图表 83. 2015-2025 年危化品物流行业规模及预测.....	42
图表 84. 东部地区乙烯产量与全国对比.....	42
图表 85. 2022 年化工物流 Top100 企业分布.....	42
图表 86. 报告中提及上市公司估值表.....	44

一、投资策略：中美库存周期共振叠加 10 年美债收益率下行，推荐汽车供应链和跨境电商物流以及大宗供应链化工物流

1.1 宏观背景：中美库存周期共振，海外 10 年美债收益率下行

当前中美库存周期均处于被动去库阶段，预计 2024 年上半年有望迎来补库共振。根据产成品存货同比增速和 PPI 当月同比增速可将库存周期划为四个阶段，分别为主动补库、被动补库、主动去库、被动去库，从中美最新数据显示，PPI 和产成品存货同比增速均显现触底反弹的趋势，从库存周期来看，在经历了自 2022 年二季度开始的主动去库以来，当前中美两国已进入被动去库阶段，我们预计 2024 年上半年中美库存周期有望迎来补库共振。

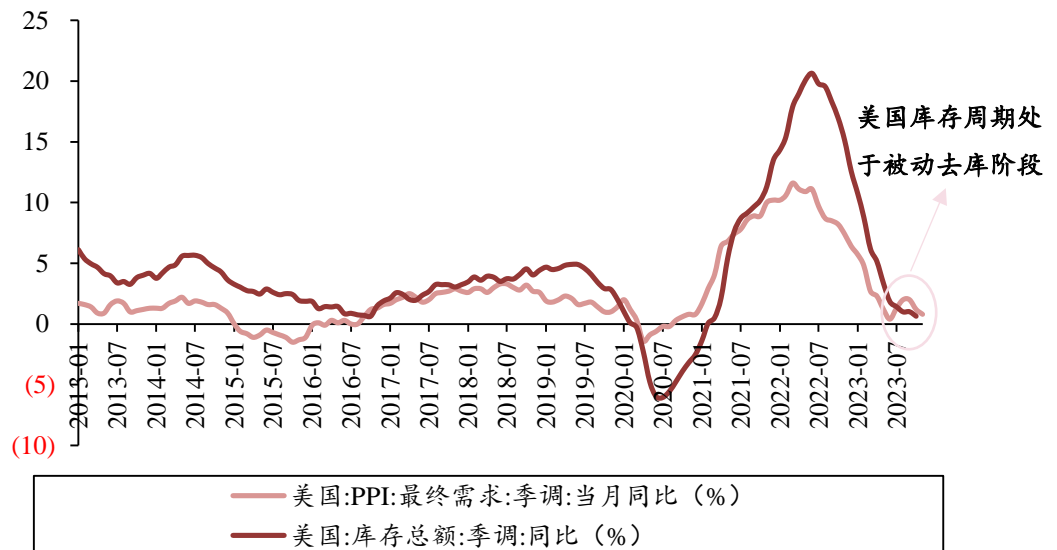
图表 1. 近 10 年中国库存周期



注：蓝色为被动去库，橙色为主动补库，紫色为被动补库，灰色为主动去库
库存周期：主动去库→被动去库→主动补库→被动补库

资料来源：iFind，中银证券

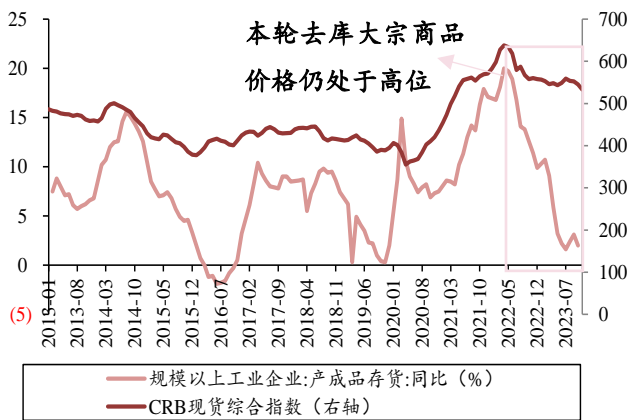
图表 2. 近 10 年美国库存周期



资料来源：iFind，中银证券

地产开发投资预期较弱或影响本轮补库周期幅度，大宗商品价格仍处于高位则影响本轮补库周期部分商品的价格弹性。从历史数据看地产开发投资和大宗商品价格指数均与产成品库存水平有较好的相关性，除去2020年疫情因素影响，在2022年4月到2023年三季度这一轮去库当中，地产开发投资持续回调，截至2023年11月，国内房地产开发投资累计同比增速为-9.4%，从历史上看，库存周期反弹幅度较强往往跟随着地产开发投资较强，当前国内处于经济发展动能转化时期，地产的深度回调或影响本轮补库的周期幅度，不过从制造业投资来看，截至2023年11月，制造业投资累计同比6.3%，我们预计新旧动能转化过程中制造业投资或能部分对冲地产投资压力。从大宗商品价格来看，在去库过程中大宗商品价格仍处于较高水平意味着后续步入补库周期部分商品的价格上涨幅度或相对有限。

图表 3. 本轮去库大宗商品价格仍处于高位



资料来源: iFind, 中银证券

图表 4. 本轮补库周期房地产开发投资预期较弱



资料来源: iFind, 中银证券

美联储加息进入尾声 10 年美债收益率大幅回落, 无风险利率下行利好沪深 300 和中证 500 指数反弹。截至 12 月 18 日, 10 年美债收益率报收 3.95%, 较 10 月 19 日高点的 4.98% 已大幅回落。12 月 13 日, 根据美联储 FOMC 货币政策会议纪要显示, 美联储决定 12 月放缓加息步伐, 将联邦基金利率目标区间继续维持在 5.25% 至 5.50% 之间。美联储主席鲍威尔表示, 政策利率正处于或接近其峰值, 美联储不太可能进一步加息, 同时美联储在会议上讨论了降息时机, 最新会议纪要及鲍威尔讲话整体偏鸽, 点阵图数据显示, FOMC 委员们对 2024 年的政策利率中位预期为 4.6%, 隐含着今年降息 75 个基点的含义, 超出之前 50 个基点的预期。我们认为今年 10 年美债收益率将步入下行通道, 作为权益市场的估值锚, 无风险利率下行利好沪深 300 以及中证 500 指数反弹。

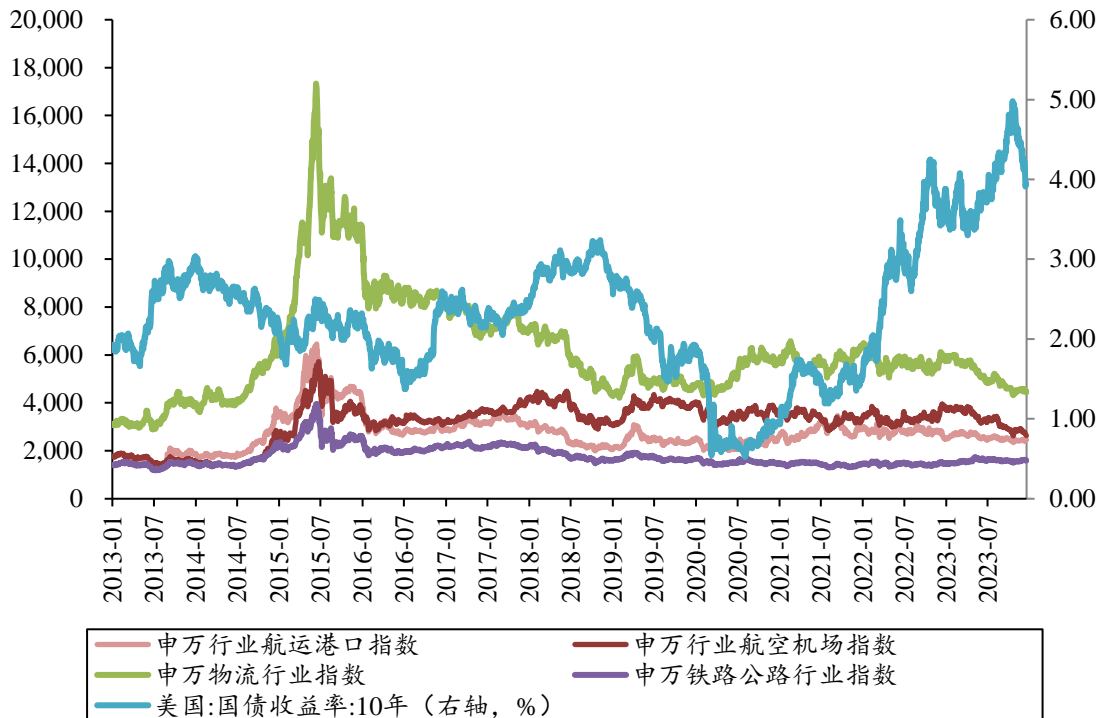
图表 5. 美国国债 10 年收益率大幅回落利好风险资产



资料来源: iFind, 中银证券

从交运子板块当中来看，物流成长板块受益或更明显。从交运子板块历史走势来看，物流板块的走势波动较大，公路铁路板块的走势波动较小。10年美债收益率下行风险偏好恢复利好成长类板块反弹，交运板块当中物流板块的成长属性相对较高，公路铁路板块的防御属性较高，因此我们认为在海外流动性和风险偏好恢复的情况下物流成长板块受益或更明显。

图表 6. 美国国债 10 年收益率与交运各子板块走势



资料来源: iFind, 中银证券

1.2 投资策略：推荐胜率较高的汽车供应链和跨境电商物流，赔率较好的大宗供应链和化工物流

国内产业转型汽车电动智能化趋势较好，关注汽车产业供应链物流投资机遇。2023 年 11 月，理想汽车共交付新车约 41030 辆，月度交付量突破四万辆大关。截至 2023 年 11 月，前 11 个月理想汽车累计交付 325677 辆新车，提前达成 2023 年 30 万辆销量目标，11 月交付量同比增长 172.9%，环比增长 1.50%。2023 年四季度，华为问界品牌智能汽车广受关注，根据 CNMO 最新数据显示，截至 12 月第一周，华为 AITO 品牌问界 M7 车型周销量一路上涨，首次超过理想 L7。同时，11 月 27 日，华为高管宣布当前 M7 车型预定量已超 10 万台。小米汽车量产同样受到广泛关注，2021 年小米集团进军智能电动汽车业务，根据小米集团 2023 年三季报，当前汽车等创新业务投入已达 17 亿元，未来五年研发投入仍将保持高位。

跨境“四小龙”出海景气度高，跨境电商物流迎新机遇。国内跨境电商“四小龙”包括 Temu、Shein、Aliexpress、TikTok Shop。根据 SensorTower 最新报告显示，2023 年 Temu 和 SHEIN 下载量增长强劲，同时包揽美国、欧洲、拉丁美洲和中东市场电商应用增长榜冠亚军，超越 Amazon、Shopee 成为全球最受欢迎的两大电商应用。据 36 氪，TIKTOK 电商为 2024 年定下了 500 亿美金的 GMV 目标，相较于 2023 年 200 亿美金的目标数字，增长幅度超过一倍。2022 年 SHEIN 的 GMV 达 300 亿美元，相比 2021 年 200 亿美元增长 50%，跨境出海的高景气度有望为国内传统货代企业提供新增量，看好跨境电商物流这一成长赛道。

大宗商品有望随中美补库周期共振迎来修复，头部大宗供应链企业深度回调后迎布局良机。2023 年大宗商品供应链行业的上市企业普遍受到大宗商品市场价格波动和需求疲软的影响，主要龙头企业供应链业务业绩承压，股价深度回调，但头部公司的核心价值未变。根据厦门象屿年报，截至 2022 年末，我国大宗供应链市场规模已经接近 55 万亿元，CR4 市占率也在稳步提升，2022 年 CR4 市占率为 4.18%，大宗供应链行业市场规模依旧庞大，当前市占率仍然较低，未来市占率有较大提升空间。同时近年各个龙头公司继续围绕更高成长性的品种做延伸，我们预计随大宗商品价格修复及需求释放，供应链业务或将明显修复，叠加上市公司规模持续扩张、资源有效整合、持续降本增效，产业不断深入行业上下游，经营业绩有望回暖，当前大宗供应链企业已计入较多悲观预期，具备良好的赔率。

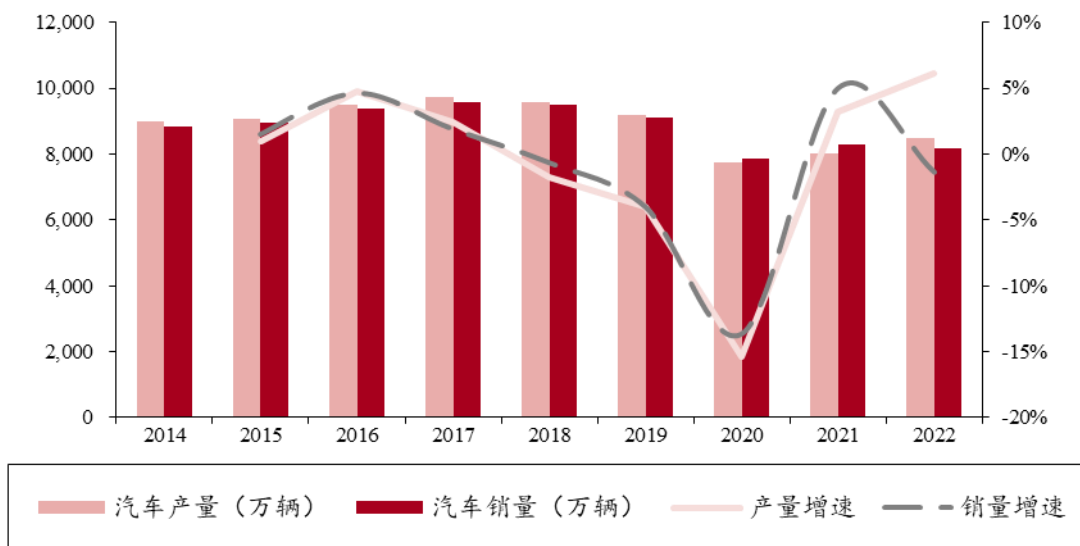
危化品物流受出口和国内需求疲软影响景气度承压，关注后续国内经济修复海外补库带来的业绩修复。截至 2023 年 11 月，化学原料及化学制品出口较去年有所回落，出口金额累积为 4951.1 亿元，与上年同期相比下降 6.4%，2023 年 Q1，CCFI 与 SCFI 指数回落至疫情前水平。2023 年 7 月与 8 月，运价水平有止跌反弹迹象，回升幅度较为缓慢，出口疲软明显拖累了化工物流企业的货代业务。从库存周期来看，目前国内处于被动去库阶段，今年上半年有望迎来主动补库，2023 年 7 月，产成品存货同比增长为 1.6%，达到 2020 年以来最低点；2023 年 6 月，PPI 当月同比为 -5.4%，为近年最低值。当前化工物流企业受到行业景气度承压股价明显回调，我们看好今年行业景气度改善修复带来的投资机会。

二、汽车产业供应链：新能源车产销两旺为传统整车物流注入新增量，第三方整车物流及定制化物流有望受益

2.1 产业趋势：中国成为全球第一大汽车生产和出口国，国内汽车产业电动智能化加速发展

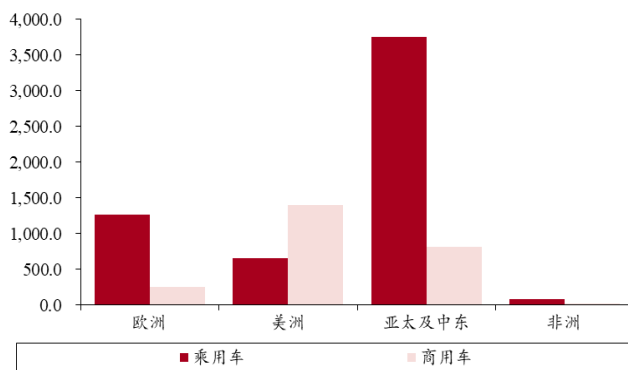
中国作为全球第一大汽车生产国，近年来全球汽车生产份额进一步向国内集中。2019 年受市场需求影响，全球汽车产量下降；2020 年，在疫情形势影响下，全球汽车产量进一步下滑至 7762.16 万辆；2022 年，全球汽车生产情况有所回暖，同比增加了 6.08%，根据中汽协统计，2022 年主要汽车生产国中国生产汽车 2702.1 万辆，占全球 31.8%。从分布上来看，2022 年，全球汽车生产 90% 以上都集中于亚洲、北美及欧洲三大洲，其中亚洲汽车生产量占全球 60.41%，北美洲占比 17.81%，欧洲占比 16.94%。对比国家层面，由于过去两三年全球受到疫情影响，汽车产量大幅下降，全球汽车生产份额进一步向中国集中。同时，根据国际汽车制造商协会 OICA 的数据，截至 2022 年我国汽车产量占世界产量的比例从 2000 年的 3.54% 上升至 31.78%，连续 14 年蝉联全球第一。从车型来看，商用车主要集中在美洲，乘用车主要集中在亚太及中东地区。可以看出，中国由于其庞大的人口规模优势及各项汽车生产技术的突破，2022 年全球汽车生产份额进一步向中国集中，全球最大的汽车生产基地将继续扩大规模。

图表 7. 2014-2022 年全球汽车产销量及增速



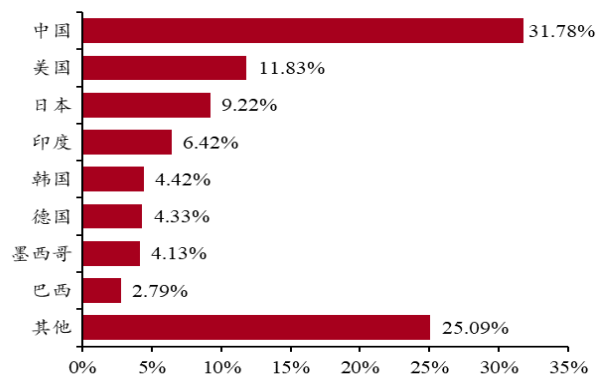
资料来源: iFind, 中银证券

图表 8. 2022 年全球乘用车与商用车销量分布 (万辆)



资料来源: OICA, 中银证券

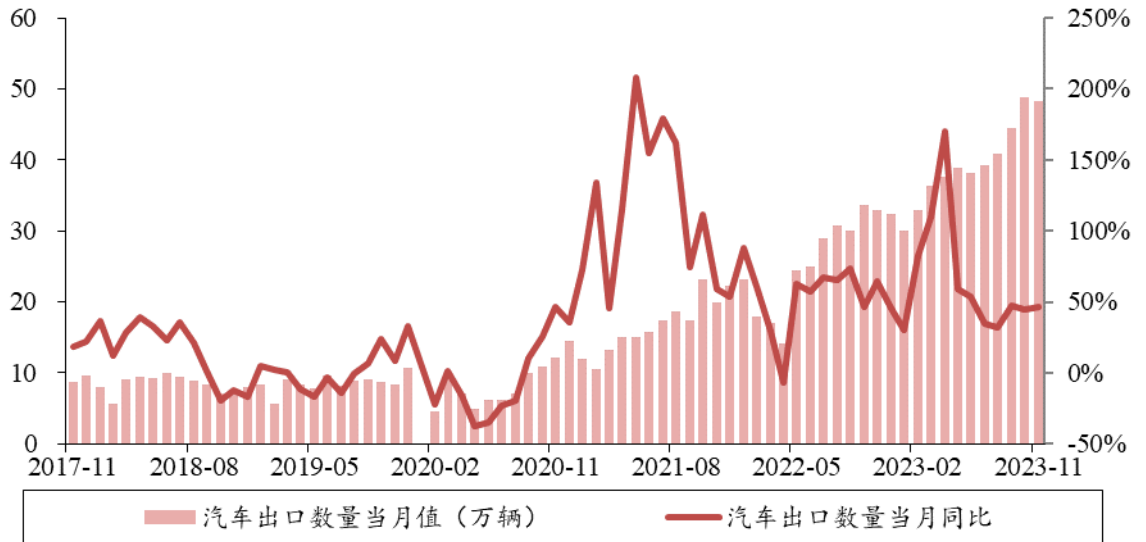
图表 9. 2022 年全球汽车生产格局 (分国家)



资料来源: OICA, 中银证券

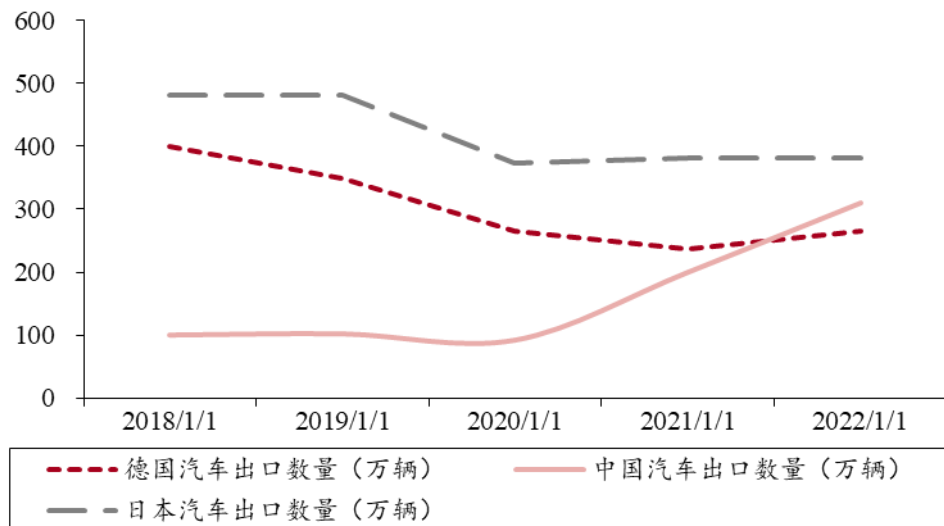
根据中汽协数据，2023年我国汽车出口接近500万辆创新高，首次超越日本跃居全球第一大汽车出口国。自2017年以来，中国汽车出口市场表现相对较强。特别是2019年以来，随着全球新冠疫情的爆发，中国汽车产业链的韧性较强的优势充分体现，中国汽车出口市场近两年增长速度较快。从海关角度看，2022年的出口市场销量311.1万台，同比增长54.4%，已成为世界汽车出口数量排名第二的国家，仅次于日本。2023年一季度我国汽车出口总数量达到了99.4万辆，同比增长71.08%。

图表 10. 2017年11月-2023年11月我国汽车出口数量



资料来源：中汽协，中银证券

图表 11. 2018-2022年中国与日本、德国汽车出口量对比



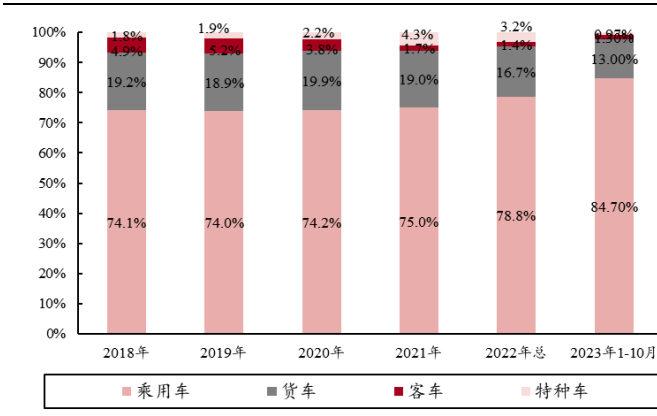
资料来源：中国汽车工业协会，德国汽车工业联合会，日本自动车工业协会，中银证券

对比日本汽车市场和汽车出口情况，首先从汽车生产来看，日系车凭借其较高的性价比、节油性能、优秀的做工在全球赢得了较大市场。由于疫情席卷全球，日本汽车的产销受到了严重影响。根据日本汽车工业协会数据，2020年日本汽车产量为806.79万辆，同比下降16.7%。销量为459.86万辆，同比下降11.5%。疫情带给日本汽车的负面影响仍旧持续着，2022年日本汽车产量为783.55万辆，与上一年持平，相对疫情前的水平大幅下降。销量为438.56万辆，同比下降1.4%。同时，2022年，丰田仍旧是日本汽车销售冠军品牌，占总销售量的29.7%。

其次从日本汽车出口市场来看，在全球汽车消费逐渐放缓的背景下，日本出口规模逐渐下降。2020年，疫情席卷全球，消费者购车欲望下滑叠加出口运输不畅，日本汽车出口数量大幅下降，2020年日本汽车出口量为374.1万辆，同比下降22.4%，2021年和2022年出口量也尚未回到疫情前水平，2022年出口量为381.3万辆。

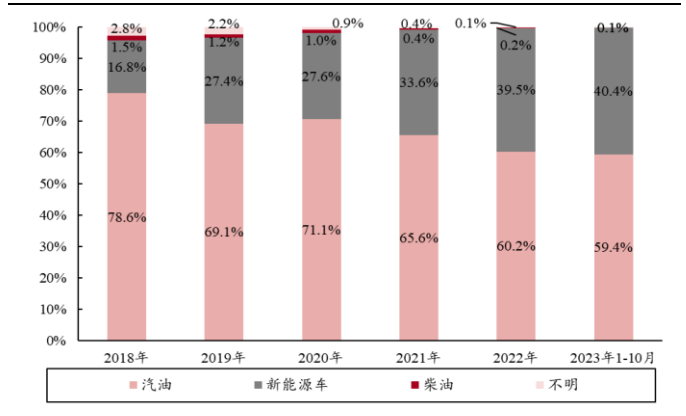
从中国汽车出口车型分布来看，我国汽车出口以乘用车为主，新能源车出口异军突起。2023年1-10月，乘用车出口量为359.2万台，同比增长72.69%，同期新能源车出口为145.1万台，同比增长70.17%，占乘用车出口的40.4%，较2022年提升了0.9个百分点，占汽车出口的34.22%，较2022年全年提升了3.14个百分点。总体来看，汽车出口主要以乘用车为主，同时新能源车出口保持强势增长，其出口量在乘用车出口量占比中逐步提升。

图表 12. 2018-2023 年汽车出口结构（分车型）



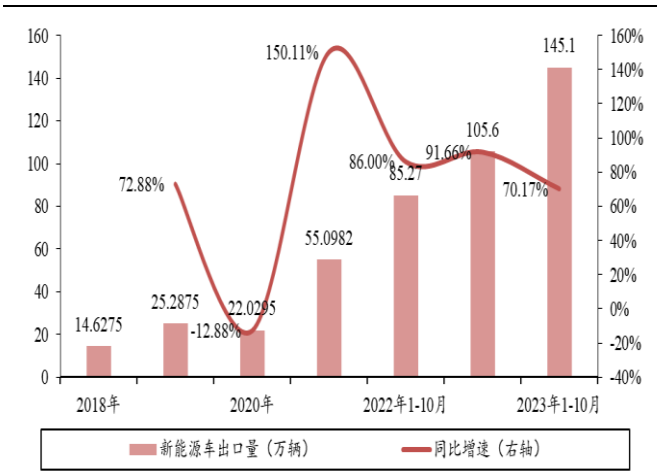
资料来源：乘联会，中银证券

图表 13. 2018-2023 年乘用车出口结构（分车型）



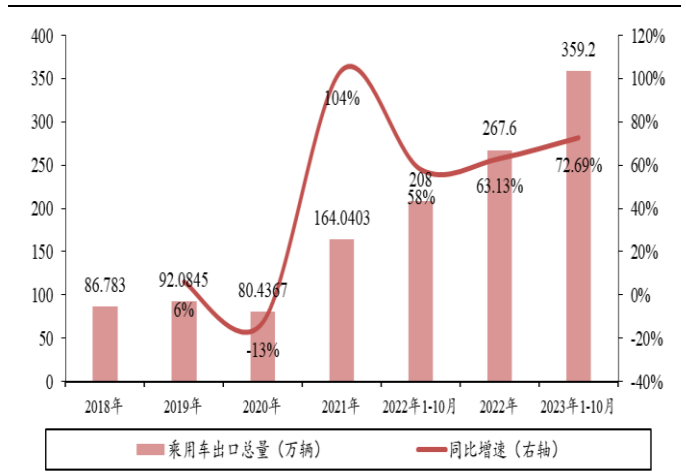
资料来源：乘联会，中银证券

图表 14. 2018-2023 年新能源车出口情况



资料来源：乘联会，中银证券

图表 15. 2018-2023 年乘用车出口情况



资料来源：乘联会，中银证券

2.2 汽车产业供应链市场：关注上游汽车生产物流供应链，下游整车国内及国际物流

根据中国贸促会研究院的分析，我们整理出智能汽车产业全球供应链的上中下游相关产业的产业图谱。上游主要包括关键原材料及零部件的生产和加工，例如动力电池、电控系统和智能驾驶部分的操作系统、高精地图等；中游包括整车制造、智能驾驶舱集成和智能驾驶系统开发，其中以特斯拉、宝马、佛吉亚等公司具备明显优势；下游则包括汽车销售和智能服务。除此之外，相关产业包括如充电站、智能化道路建设、大数据云平台等基础设施的生产和加工，以及后市场端汽车金融、汽车保险等领域的协同产业。

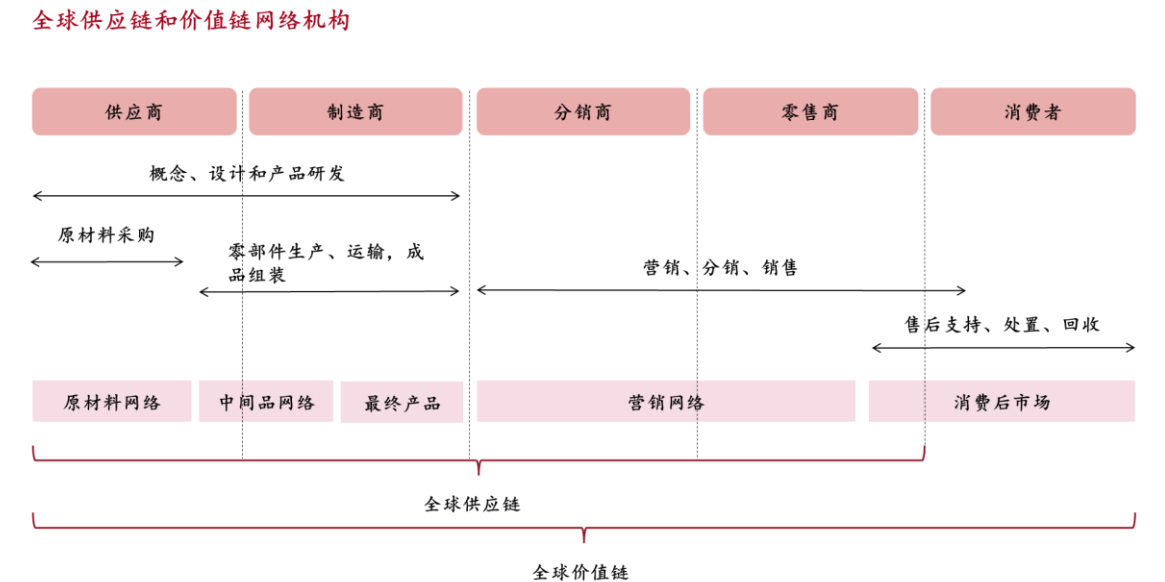
图表 16. 智能汽车全球供应链图



资料来源：中国贸促会研究院，中银证券

智能汽车的全球供应链是从“供应商”，依次经“制造商”、“分销商”，最终到达“零售商”的关键链路。其中依次包括原材料采购、产品研发和零部件生产组装的生产端和营销分销的销售端，而全球价值链则额外添加后置链路，即参与消费市场的消费者，其中也包括零售商或车企对消费者提供的售后支持、处置回收等服务。

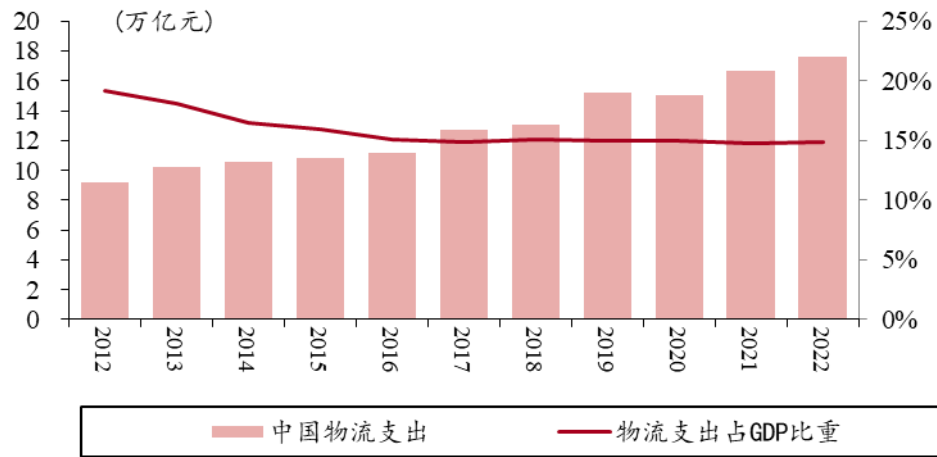
图表 17. 全球供应链和价值链网络机构



资料来源：中国贸促会研究院，中银证券

从中国智能汽车产业供应链的市场格局分析，当前我国仍具备较大的汽车物流市场规模和持续的产业发展升级能力。根据国家统计局数据，我国社会物流费用占 GDP 占比总体呈下降趋势，但仍远高于欧美发达国家的水平，反映我国物流效率还有较大提升空间。2022 年中国物流成本 17.8 万亿元，占 GDP 比重 14.7%。对标发达国家来看（8~9%），若通过系列专业化、数字化措施推动物流行业提质增效，假设占比为 12%，中国的物流成本约有万亿级下降空间。在这样的背景下，作为物流行业发展的高阶形式，致力于优化效率、助企业实现降本增效的供应链行业市场较大，前景广阔。

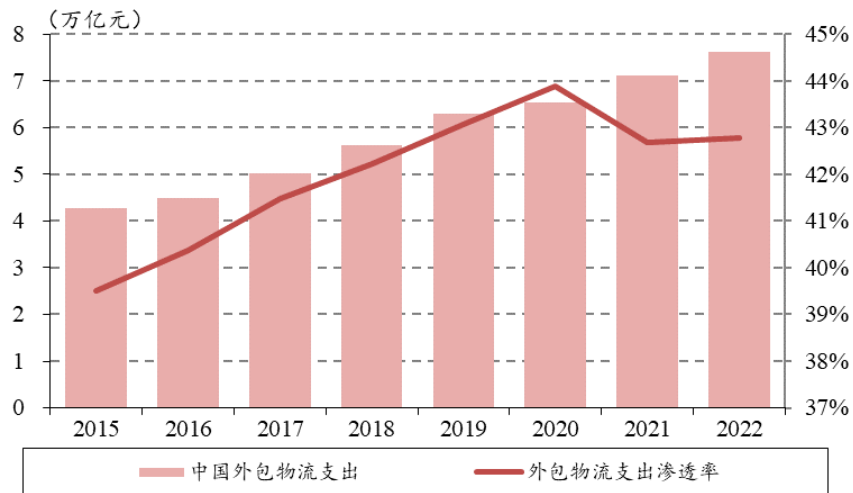
图表 18. 2012-2022 中国物流总支出及占 GDP 比重



资料来源：国家统计局，iFind，中银证券

外包物流是一种战略性、长期性、合作互利的运营方式，当前渗透率水平仍具提升空间。外包物流具有业务专业、运营成本低、服务质量高等优点，它是供应链管理背景下新型的企业合作方式，通过这种合作，能够集中企业的资源，提升核心竞争力。根据灼识咨询数据，2022年，在我国17.8万亿元的社会物流总成本中，外包物流(第三方物流)的规模为7.6万亿元，占比达42.8%。近年来我国外包物流行业渗透率稳步增长，2015至2022年，中国外包物流行业渗透率由39.5%增长至42.8%。

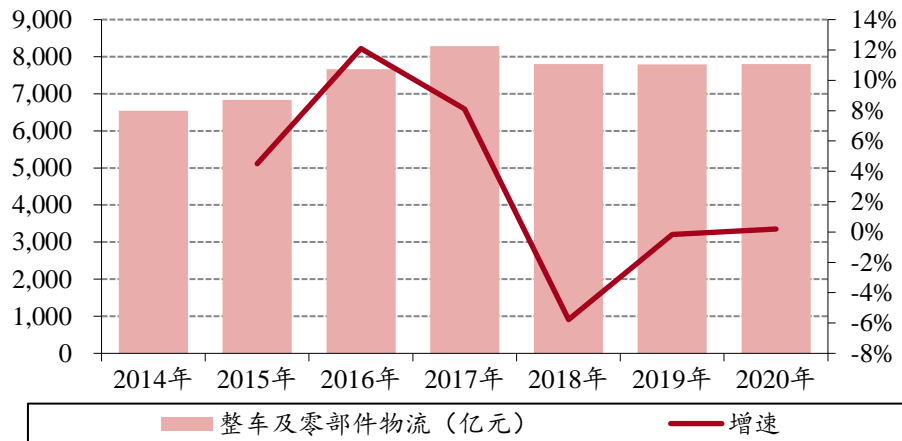
图表 19. 2015-2022 中国外包物流支出及渗透率



资料来源：iFind，中银证券

我国汽车物流市场快速发展，市场规模较大。汽车物流以汽车产业相关产品为服务目标，实现原材料、汽车零部件、汽车整车以及售后配件等的实体流动和空间转移，为整个汽车产业链提供物流支持。2020年中国汽车物流市场规模达7805.1亿元，较2019年增加了15.7亿元，同比增长0.2%，其中，零部件物流4946.1亿元，整车物流2859亿元。

图表 20. 2014-2020 年中国汽车物流市场规模

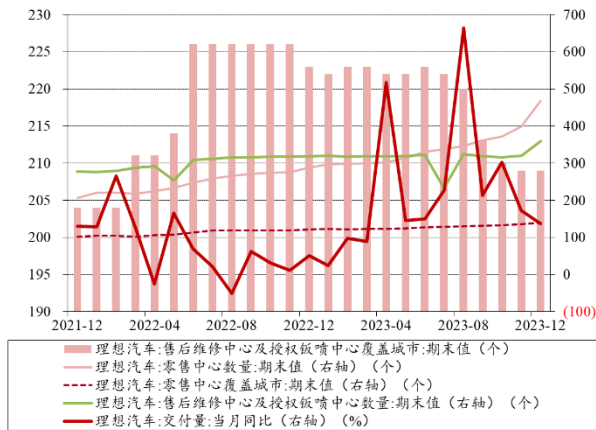


资料来源: 万得, 中银证券

2.3 重要催化: 造车新势力交付屡创新高, 华为问界小米汽车入局引关注

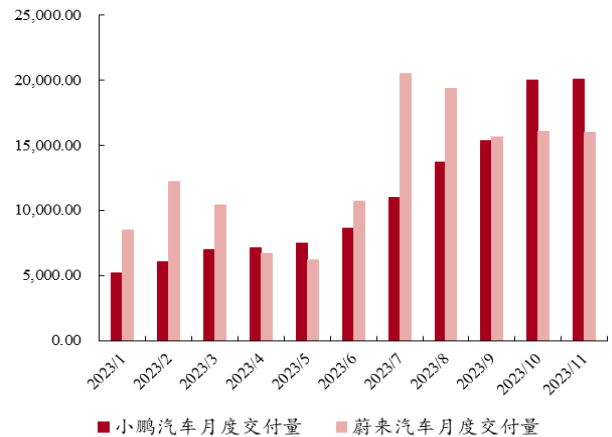
我国当前智能汽车、新能源汽车的市场发展形势较好, 蔚来、小鹏、理想等新势力车企交付量屡创新高, 华为问界、小米汽车跨界入局智能汽车市场。2023年11月, 理想汽车共交付新车约41030辆, 月度交付量突破四万辆大关。截至2023年11月, 前11个月理想汽车累计交付325677辆新车, 提前达成2023年30万辆销量目标, 11月交付量同比增长172.9%, 环比增长1.50%。同时, 小鹏汽车与蔚来汽车在2023年的新车交付量也表现良好, 持续保持月度交付量增长趋势。

图表 21. 理想汽车销售数据 (月)



资料来源: 万得, 中银证券

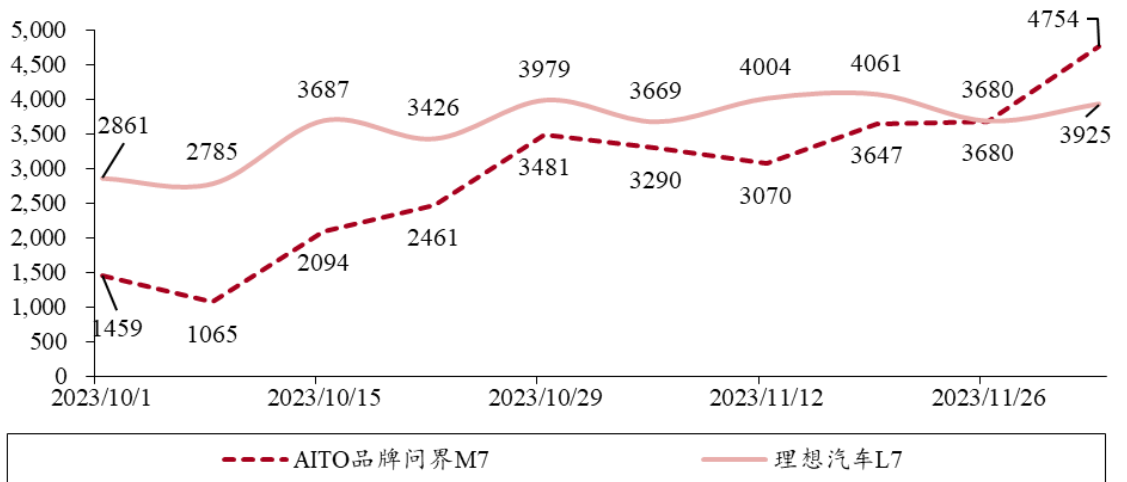
图表 22. 小鹏汽车、蔚来汽车月度交付量 (辆)



资料来源: IFIND, 中银证券

华为问界品牌智能汽车广受关注, 小米汽车量产进入倒计时。根据CNMO透露, 最新数据显示, 截至12月第一周, 华为AITO品牌问界M7车型周销量一路上涨, 首次超过理想L7。同时, 11月27日, 华为高管宣布当前M7车型预定量已超10万台。小米汽车量产同样受到广泛关注, 2021年小米集团进军智能电动汽车业务, 根据小米集团2023年三季报, 当前汽车等创新业务投入已达17亿元, 未来五年研发投入仍将保持高位。

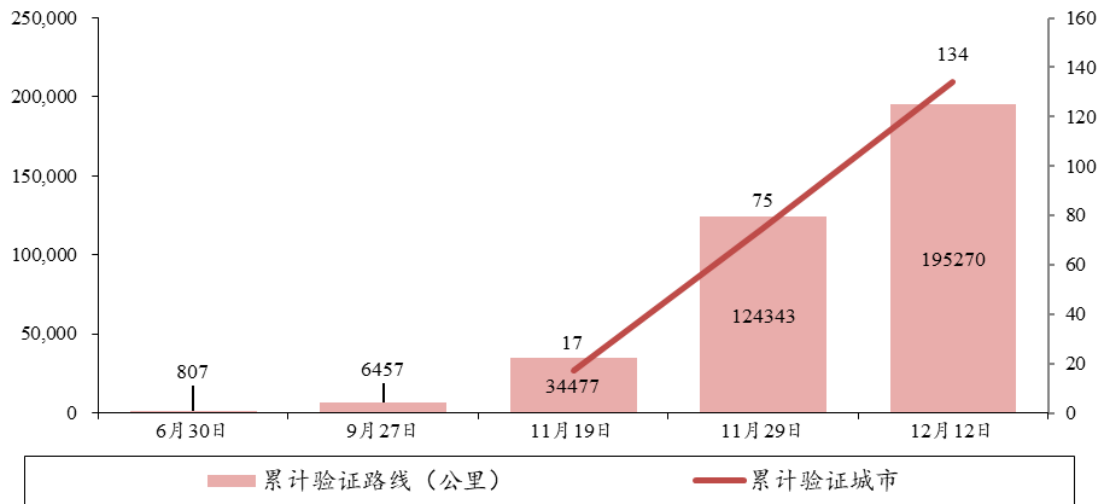
图表 23. 2023-10-01 至 2023-12-03 华为 AITO 问界 M7 与理想汽车 L7 周交付量 (辆)



资料来源: CNMO, 中银证券

智能汽车的智能驾驶、智能科技等相关技术保持充足发展, 蔚来汽车智能驾驶领航路线验证预计年底实现遍布全国 200 城。根据蔚来智能驾驶研发副总裁任少卿披露, 截至 12 月 12 日, 蔚来智能驾驶当前已累计验证路线约 19.53 万公里, 遍布 134 座城市。蔚来全域领航辅助 NOP+ 当前可支持车辆在城区道路上依据设定的导航路线, 自主完成一系列驾驶任务, 并具备避险能力。蔚来智能驾驶研发副总裁任少卿预计蔚来于年底前完成 25 万公里城区领航路线验证, 遍布 200 座城市, 当前已有蔚来先锋领航用户在全国多个城市开启 NOP+ 的试用。

图表 24. 蔚来智能驾驶技术累计验证里程与城市



资料来源: 万得资讯, 中银证券

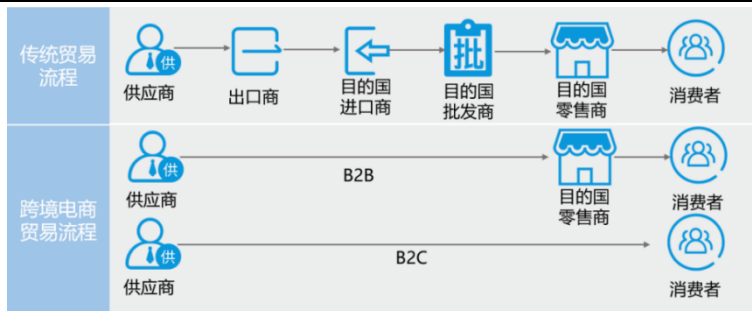
传统车企大力推进智能汽车业务的拓展, 智能汽车的高质量发展将有望成为车企供应链行业的关键增量因素。12 月 15 日, 一汽大众 ID.7 VIZZION 正式上市, 新车定位纯电动中型轿车, 共推出四款车型。12 月 16 日, 吉利银河 E8 车型正式开启预售, 共推出五个版本, 且公司给予用户高额预定补贴, 新车将于 2024 年 1 月正式上市并交付。我们认为, 新兴智能汽车车企、跨界车企与传统车企对于智能汽车业务的高额投入与市场对其的广泛关注, 有效呈现了智能汽车行业的重要性, 未来有望成为汽车整车物流供应量行业的关键增量因素。

三、跨境电商物流：跨境“四小龙”出海景气度高，跨境电商物流迎新机遇

3.1 电商市场：全球电商市场规模扩大，中国电商加速出海

跨境电商是指不同国别或地区间的交易双方通过互联网及相关信息平台实现交易，线下开展物流进出口业务操作的电子商务应用模式。相比国际传统贸易，跨境电商缩短了供应商与终端消费者间的多个环节，跳过进口商和出口商，直接与国外零售商或者消费者贸易，扩大了企业利润空间。

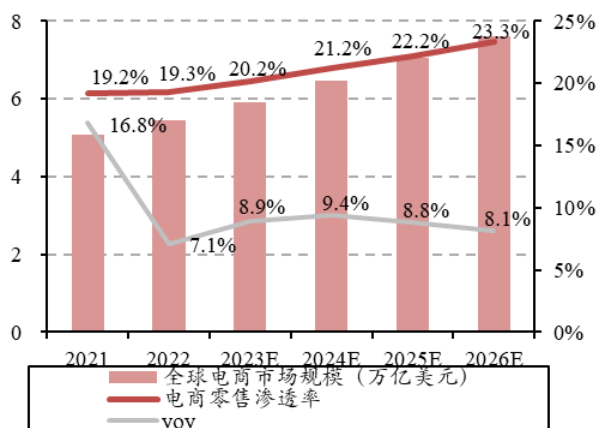
图表25. 跨境电商贸易流程与传统贸易流程对比



资料来源：中交发展研究，中银证券

全球电商市场规模持续扩大，增速放缓。据 eMarket 数据，2022 年全球电子商务增长率为 7.1%，增速放缓，预计 2023-2026 年全球电商市场交易规模将持续增长，但增速分别放缓至 8.9%/9.4%/8.8%/8.1%。此前，全球电商市场发展较好，疫情期间其增速更是远超零售市场，随着疫情带来的电商红利结束，未来两者增速差距将缩小。虽然预计增速有所放缓，但由于基数庞大，且电商零售渗透率将持续提升，因此未来全球电商市场仍将有可观的增量。2025 年，全球电商市场将突破 7 万亿美元，达 2019 年的两倍。

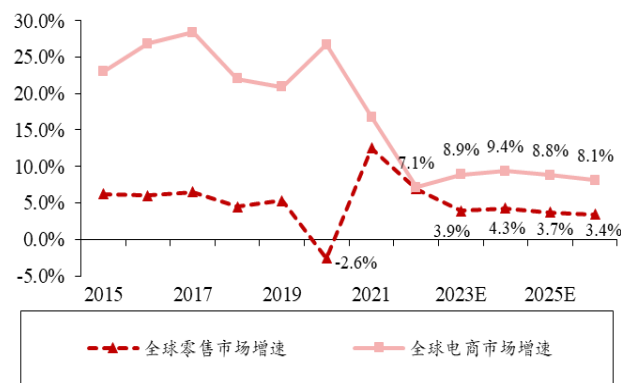
图表26. 全球电商交易规模增长及电商零售渗透率提升



资料来源：eMarketer，中银证券

注：电商零售渗透率=全球电商交易规模/全球零售交易规模

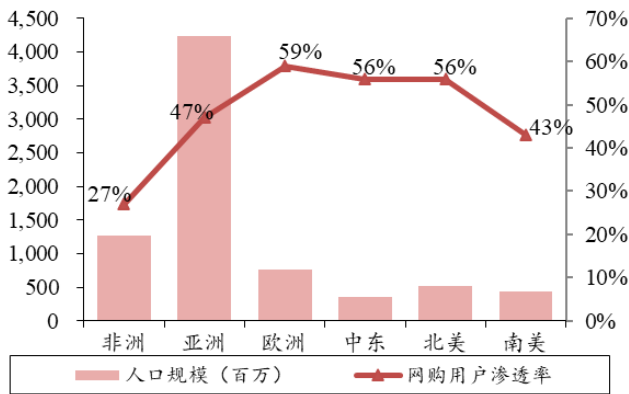
图表27. 全球零售市场增速与全球电商市场增速



资料来源：eMarketer，中银证券

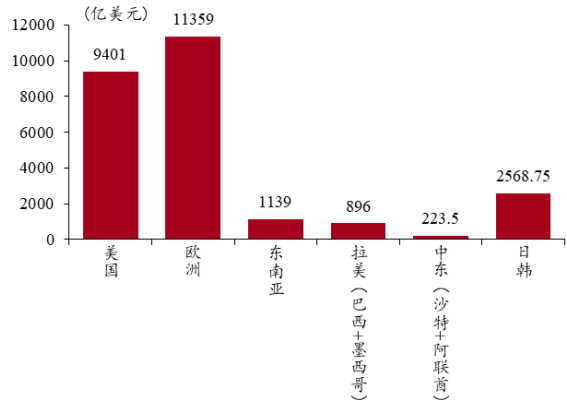
跨境电商市场作为全球电商市场一部分，对比全球电商市场规模实现同比增长。据 Vantage Market Research 报告显示，全球跨境电子商务市场预计 2028 年将突破 3 万亿美元，2022-2028 年内增长 25.1%。欧美市场是相对而言的成熟市场，2023 年预计美国电商收入为 9401 亿美元，2023-2027 收入年增长率为 11.44%，欧洲电子商务市场以每年 8.55% 速度增长，预计 2027 年商品总值达 15024 亿美元；亚洲地区有望受益于人口红利以及网购渗透率的提升，东南亚的电商红利仍在持续释放。

图表28. 2022年全球主要地区人口规模及网购用户渗透率



资料来源: eMarketer, 中银证券

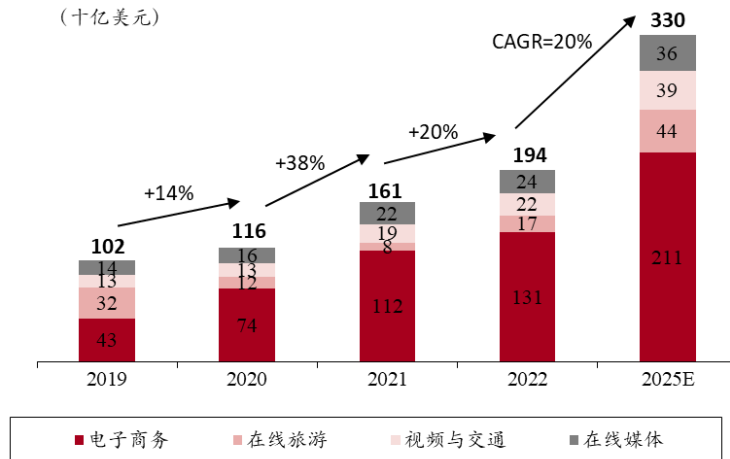
图表29. 2023年全球主要地区电子商务收入预测



资料来源: Statista, Businesswire, 中银证券

东南亚地区 11 个国家中，印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南展现出较大的发展潜力。Statista 预计 2023 年东南亚零售电商销售额增幅 18.6%，远高于全球电商预计增长幅度 8.9%。《2022 年东南亚数字经济报告》显示，东南亚数字经济商品交易总额 2019-2022 年分别增长 14%、38%、20%，2022 年已达 1940 亿美元规模。由于疫情时期电商膨胀的时代过去，预计 2022-2025 年 CAGR 为 20%，整体仍保持高速增长。

图表30. 东南亚数字经济商品交易额 (GMV)

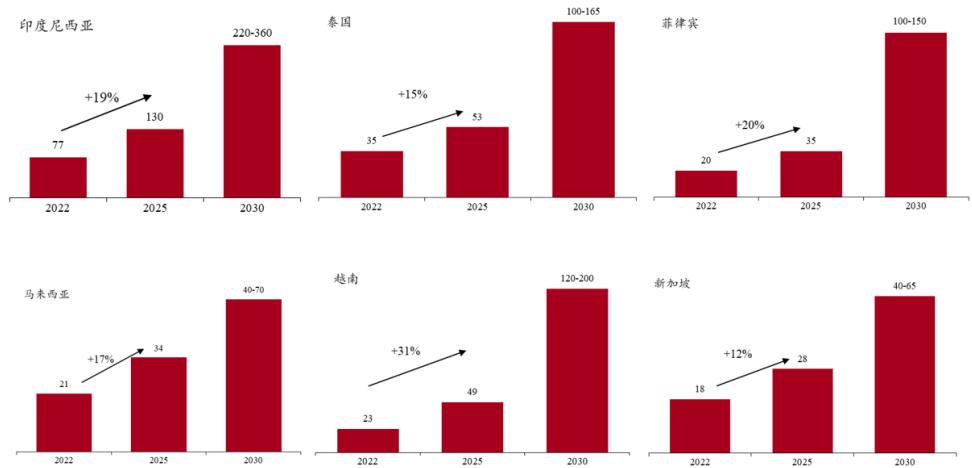


资料来源: 《2022 年东南亚数字经济报告》，淡马锡，中银证券

注: 东南亚数字商品经济统计包含电商、网约车、网络媒体和在线旅游四个模块，2022 年电子商务占比接近 70%

印度尼西亚作为东南亚六国中规模最大的市场，预计 2022-2025 年 CAGR 预计为 20%，为跨境电商带来最大的发展机遇。越南将成为增长最快的市场，预计 2030 年市场规模将达 120-200 亿美元，为 2022 年的 6-10 倍左右。整体来看，东南亚六国市场增长前景乐观，电子商务作为数字经济的核心贡献力量，展现出较大的发展潜力，除新加坡外，增速高于其他四个模块，占比还将进一步提升。

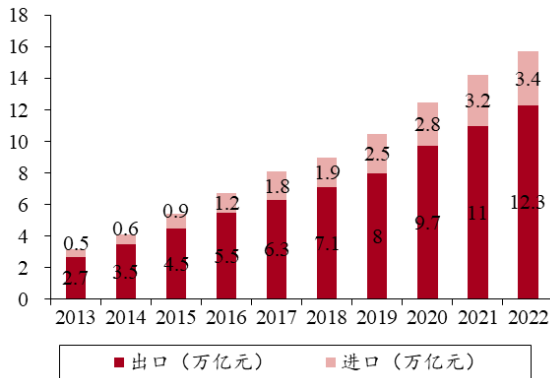
图表31. 东南亚六国数字经济商品交易额预测 (亿美元)



资料来源:《2022年东南亚数字经济报告》, 淡马锡, 中银证券

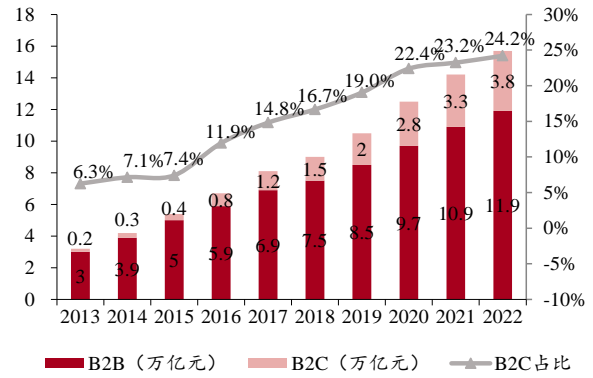
我国跨境电商以出口为主, B2B 仍为主要交易模式。2022 年中国跨境电商市场规模达 15.7 万亿元, 同比增长 10.6%, 占我国贸易进出口总值比例为 37.3%。其中, 出口跨境电商市场规模 12.3 万亿元, 占比 78.34%, 总体来看进出口结构稳定, 跨境出口业务占主导地位。从交易模式来看, 2022 年 B2C 交易规模为 3.8 万亿元, 占比 24.2%, B2B 交易规模为 11.9 万亿元, 占比 75.8%。B2C 交易模式迅速兴起, 2017-2022 年 B2C 交易规模 CAGR 为 25.93%, 份额由不到 10% 提升至 24.2%, 但 B2B 模式的主导地位不会轻易改变。

图表32. 2013-2022年中国跨境电商进出口交易规模



资料来源: iFind, 中银证券

图表33. 2013-2022年中国跨境电商B2B及B2C交易规模



资料来源: 中交研究, 中银证券

假设中国跨境电商进出口规模未来按照 2017-2022 年的复合增长率增长, B2C 占比每年提升 1pct, 以市场规模=进口额 (出口额) * 交易模式占比, 可预测的 2023-2024 年各个细分市场规模。后文对跨境电商物流的相关讨论, 主要基于 B2B 出口市场和 B2C 出口市场。

图表34. 我国跨境电商细分市场规模 (亿元)

市场规模	B2B 出口	占比 (%)	B2B 进口	占比 (%)	B2C 出口	占比 (%)	B2C 进口	占比 (%)	合计
2022	9.32	59.4	2.58	16.4	2.98	19.0	0.82	5.2	15.70
2023E	10.52	67.0	2.89	18.4	3.54	22.6	0.97	6.2	17.92
2024E	11.86	75.6	3.24	20.6	4.21	26.8	1.15	7.3	20.46

资料来源: 中银证券测算

B2B 交易模式下，跨境电商按经营模式可以分为自营和平台。自营模式下，卖家需从货源开始，建立一套自主采购仓储配送体系为买家供货，赚取采购与销售的差价，该模式下对商品品质的把控更到位、对客户资源直接掌控、自主制定平台规则，但品类较有限、经营模式较重，因此采取该模式的多为本身从事大宗商品贸易的企业。而平台模式下，第三方平台本身不供货，而以流量为背书，整合物流、支付、运营等吸引卖家入驻，主要靠收取佣金与服务费、广告费、金融服务等盈利，代表平台有阿里巴巴、敦煌网等。

B2C 模式下，主要也有独立站和第三方平台两种经营模式。两者主要区别在于货源不同，平台模式下货源来自于入驻的分散卖家，而独立站模式以 SHEIN 为代表，需要平台自己与供货商对接，通过对供应链严格管理、销售信息的反馈分析、再选品形成“小单快反”。

图表35. 跨境电商主要经营模式及代表公司

B2B	自营模式	大多数为从事大宗商品贸易企业将原有出口订单线上化而自建的网站
	平台模式	
B2C	独立站	
	平台模式	

资料来源：各公司网站，中银证券整理

全球跨境电商市场上中国企业的力量不可小觑。Amazon 作为全球最早成立的美国电商平台，在用户量、全球运营经验、物流等各个方面形成了深厚的优势，短时间难以超越。但中国跨境电商平台也找到了自己的拓展路径，试图与 amazon、eBay、Shopee 等抢占外国市场。SHEIN 应用程序在美国下载量已超过 TikTok、Instagram、Twiteer 等巨头，领先于 amazon，2022 年 SHEIN 的 GMV 达 300 亿美元，相比 2021 年 200 亿美元增长了足足 50%，SHEIN 也由服装向其他类别拓展。

图表36. 中国跨境电商出海“四小龙”



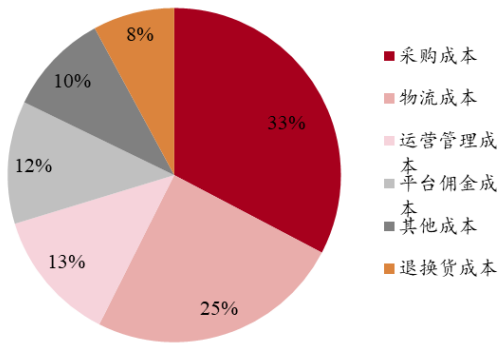
资料来源：粤贸全球，中银证券整理

注：包裹数推算=GMV÷订单均价÷换算系数，2022 日均包裹数

3.2 物流市场：协同增长，竞争格局格外分散

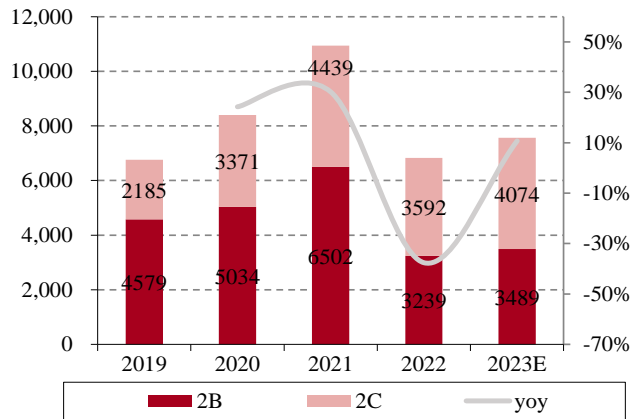
跨境电商成本结构中，物流成本一般占比 20%-30%，相较境内电商物流费用较高。根据探迹大数据研究，中国 2021 年跨境电商物流成本比例为 25%，仅次于采购成本 33%。跨境电商物流费用反映了跨境物流市场的规模。据运联研究院测算，2022 年，我国跨境电商出口物流市场规模约为 6831 亿元，其中 B2B 物流市场规模约为 3239 亿元，占比为 47.4%，B2C 物流市场规模为 3592 亿元，占比 52.6%。继 2021 年疫情催生全球线上购物狂热、全球供应链紧张情况下的超速发展后，2022 年跨境电商物流市场降温回归常态，未来将同步跨境电商市场稳步增长，预计 2023 年增速约为 10%。

图表37. 2021年跨境电商成本结构



资料来源：探迹大数据，中银证券

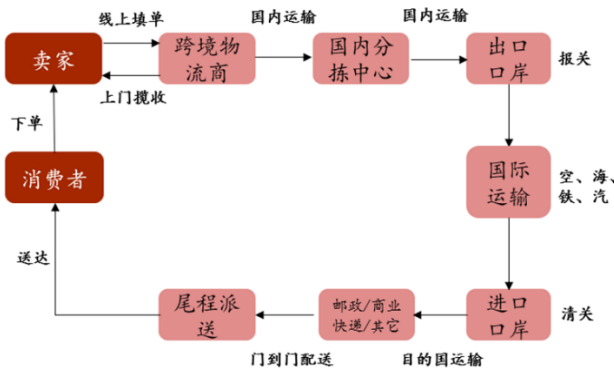
图表38. 跨境电商出口物流市场规模（亿元）



资料来源：运联研究，中银证券

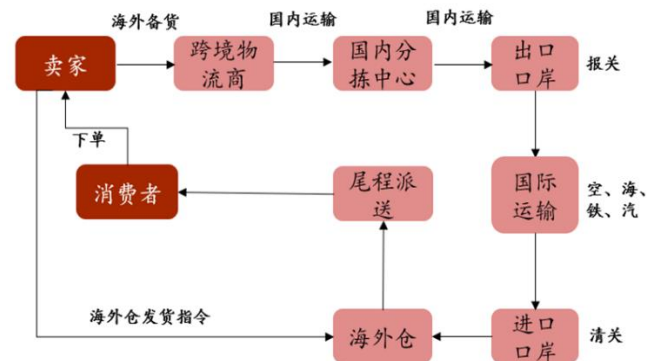
跨境电商出口物流主要有直邮和海外仓两种途径。直邮业务是商家根据实时订单发货，由一个或多个跨境物流服务商完成货品门到门的全流程跨境物流。而海外仓则是商家采取备货模式，提前委托跨境物流服务商将货品配送至海外仓，待消费者下单后，再由目的国物流服务商进行尾程配送。

图表39. 跨境电商出口物流-直邮模式



资料来源：燕文物流招股书，中银证券整理

图表40. 跨境电商出口物流-海外仓模式



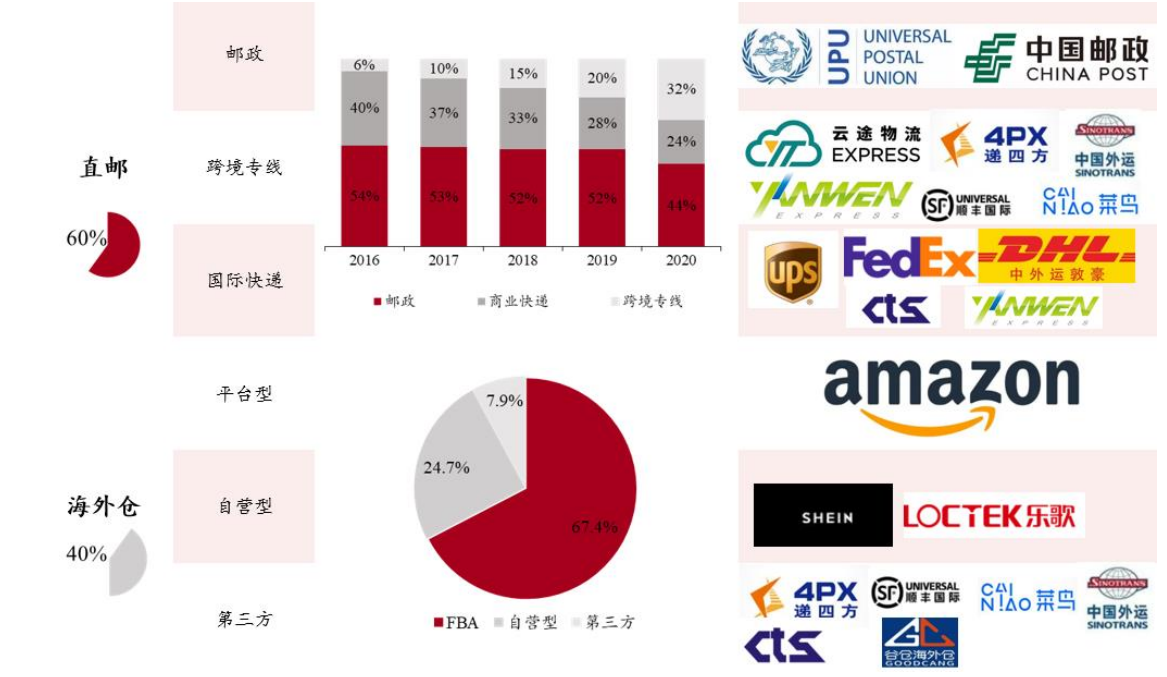
资料来源：燕文物流招股书，中银证券整理

根据艾瑞咨询 2019 年数据，直邮模式和海外仓大概占比为 60%和 40%。由于海外仓模式具有商品配送时效优势以及供应链优势，我们认为 2019-2022 海外仓占比相对有所提升。

直邮模式下，有国际邮政、国际快递、跨境专线三种细分模式。国际邮政小包是中国邮政基于 192 个成员国的万国邮政联盟，针对 2kg 以下货物提供的一种经济类直发寄递服务，是目前跨境电商卖家采用最多的一种模式。国际邮政小包费用低但速度较慢、丢失率高，适用于价值低、重量轻、时效要求不高的货物。国际快递是指消费者下单后商品采用空运运输，由快递公司全程配送的物流模式，速度较快、丢失率低因此价格相对较高。国际专线是指货物集中后通过航空专线（主要）、海运专线、铁路专线等运输到国外再由合作物流商或自己进行派送的物流模式，专线物流运作较成熟，时效介于邮政和国际快递之间。

海外仓根据运营主体不同划分为平台型、自营型、第三方。平台型海外仓是指由跨境电商平台提供的包括仓储、拣货打包、派送、收款、客服与退货等综合物流服务的海外仓库，典型代表有亚马逊的 FBA 仓。自营海外仓一般为资金实力雄厚、物流体系完善的大型企业自建仓库，具备“订单-分拣-包装-配送”完整物流配送链条。中小企业自建海外仓困难，第三方海外仓为跨境电商提供清关、质检、接受订单、分拣、发货等服务。

图表 41. 跨境电商物流细分模式及相关物流商



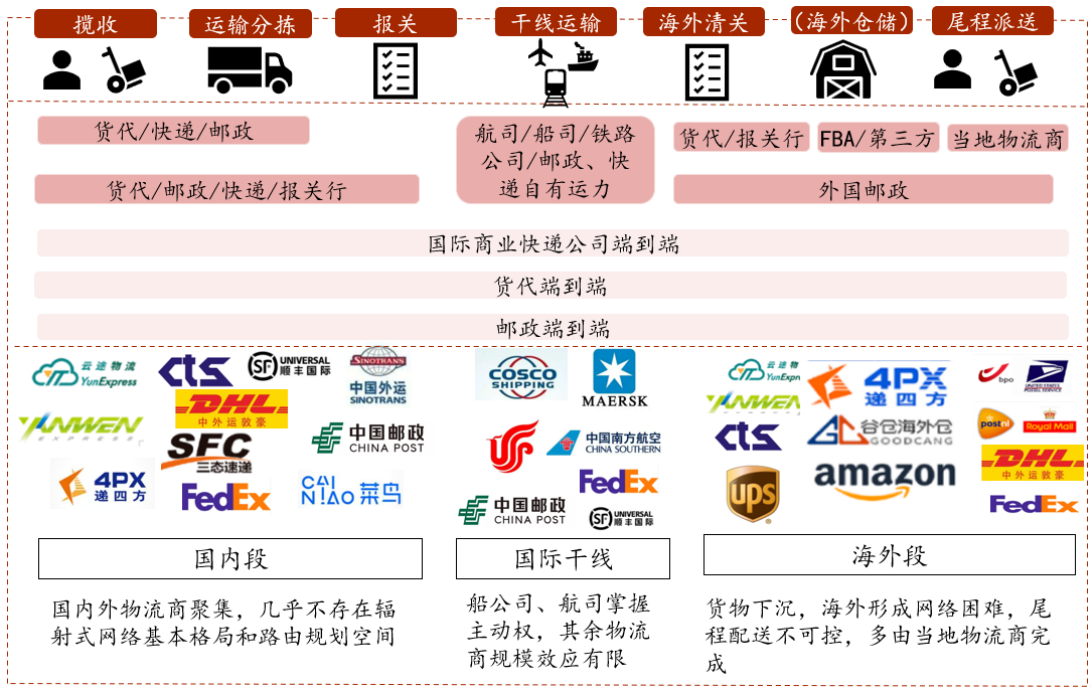
资料来源: 艾瑞咨询, 跨境眼, 各公司网站, 中银证券整理

多方入局，竞争格局格外分散。据运联研究院 2023 年发布《2022 年度跨境电商物流 top50》，营收口径 top10 依次为纵腾集团、中国外运、递四方、顺丰国际、燕文物流、港中旅华贸、菜鸟、万邑通、递一、申通国际，其中仅前三名营收突破百亿。营收口径 CR3 为 4.23%，CR5 为 6.07%，CR10 为 8.12%，而前 20 名合计营收也仅仅达到全行业的 13.8%，行业格局分散。究其原因，我们认为有以下两点：

一是参与者类型众多，货代、航空货运公司、快递公司为主要玩家。货代又可以分为开展跨境电商业务的传统货代以及专门提供跨境电商物流解决方案的新型货代，前者代表企业有中国外运、华贸物流，后者代表企业有燕文物流、递四方、云途物流。航空货运公司以干线运输服务为核心中间节点，向产业链两头延伸，提供跨境电商物流服务，代表企业有马士基、中国南方航空等；快递公司，比如顺丰、申通、圆通，也纷纷开辟国际业务条线，布局海外网络。各方参与者在物流链条中有自己的优势环节和劣势环节，服务环节并不固定，但都争相提供物流一体化解决方案，把握前端和尾程物流。

二是产业链长且呈哑铃状，纵向整合困难。国内段，大量物流商能提供揽收、集货、运输的服务，遵循靠近卖家集群或产业集群的原则并考虑与出货口岸的距离进行布局，但几乎不存在辐射式网络的基本格局和路由规划。国际干线运输段，船公司以及航空公司行业格局较集中，对想要采购的分散的其他物流商议价能力强，且会通过减并航线、多港挂靠等手段保障规模效应，相比之下，其余物流商能享受的规模效应有限。目的国运输段，货流逐渐分散，多数物流商对于国外仓点、网点的布局不完善，本土化过程漫长，面临当地物流商的竞争，“最后一公里”仍无法形成主动。

图表 42. 跨境电商物流全链路参与者众多、参与环节重叠



资料来源：各公司网站，中银证券整理

传统货代与专注跨境电商物流的新型货代未来将面临更加激烈的竞争。货代将与电商平台、运力公司、国内快递巨头、邮政以及国际快递巨头 5 方共同竞争市场份额。由于销售模式的可复制性较强，难以形成竞争壁垒，跨境电商之间的竞争逐渐由销售转向供应链竞争，电商平台为了降低物流成本、提高运输时效，逐步开始布局海外仓、配送站。上游企业拥有重资产核心运力，不断通过收购进行端到端的全链路布局。顺丰、圆通等国内快递巨头加速出海，加大重资产投入，海外布局正在完善过程中。全球邮政基于“最后一公里”的网络优势进行商业化，其转型对于整个跨境电商物流市场或是不小的冲击。国际快递巨头目前优势明显，由于当下大多数跨境物流服务商重在通过资源整合提供服务，因此难免向国际快递巨头采购，同时国际快递巨头也在不断升级自己的运输方案。

图表 43. 货代主要竞争对象



资料来源：晓生研究院，中银证券整理

3.3 趋势判断：海外仓为关键资产，货代资源禀赋天然优势

一是看好现有海外仓资源丰富或重点推进海外仓布局的跨境物流商。

原因有三：第一，海外仓作为海外重资产强化规模效益，有利于塑造竞争壁垒。传统的货物代理模式下，比起快递公司，货代很少兴建重资产，为数不多的重资产大多布局在国内头程运输段，享受的规模效益有限。海外仓同时具有“重资产”和“海外”两重属性，意味着不仅存在基础规模效应，还将由于海外建设困难、运营难度高而减少发生类似国内快递公司之间的价格战的可能，从而使得规模效应充分释放。2022 年跨境电商物流营收第一、第三的纵腾集团、递四方均有丰富的海外仓资源。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/66522232111011043>