



物流行业深度研究报告：他山之石 可见一斑



投资要点

海外供应链企业业务模式在长期的发展中不断迭代，与产业链逐步深入的绑定使其利润率不断上升：供应链企业的发展可以概括为三个阶段：传统贸易商阶段、综合供应链服务商阶段、综合供应链服务商兼产业生产者阶段。业务模式的不断迭代意味着与产业链的绑定逐渐深入，利润率也会随之提升，比如处于第二阶段的代表企业净利润率为 1%左右，而处于第三阶段的代表企业净利润则高达 30%左右。

日本头部综合商社经营货种多、有产业资源布局、财团引流：1) 日本头部综合商社都有百年历史，已进入成熟期。以三菱商事为代表来看，近 15 年总资产 CAGR 仅为 4.4%；2) 经营货种覆盖范围广，非资源类货种的利润贡献已达到 50%以上；3) 已实现从供应链走向产业链，布局了多个产业资源资产，利润率高于普通贸易企业；4) 依托日本现代企业制度以及财团的影响力，通过网状结构的股权绑定使得综合商社、金融机构和制造业企业形成利益共同体，业务量、资金支持都有较为充足的保证。

其他国际巨头的发展方向：托克集团在单一货种上持续做大做强，嘉能可深入产业链上下游：1) 托克集团集中发力在石油及其制品上，利润率与大宗价格波动率成正比：2017-2019 财年，主营货种价格波动率基本平稳，公司净利润也基本保持稳定，分别为 8.87 亿元、8.73 亿元、8.68 亿美元，实现净利率 0.65%、0.48%、0.51%；2020 年起，主营货种价格的波动率大幅增长，2020 财年、2021 财年、2022 财年上半年，公司分别

实现净利率 1.09%、1.33%、1.56%。2) 嘉能可矿产生业务贡献较多利润，但受大宗周期影响大：嘉能可 2021 年行业活动（矿产生业务）贡献了公司 80%以上的 EBITDA，在该年大宗价格上行周期中，实现 EBITDA 同比提升 118%。

中国供应链企业未来增量来自国内外双重空间：1) 2021 年日本供应链行业的集中度高达 31%，而国内目前供应链行业集中度仅为 0.67%，对标海外有充足的上升空间，龙头企业有望通过创新模式向产业链不断延伸来扩大市场份额。2) 海外市场的拓张也是国内供应链服务商扩大规模的抓手。

对比海外，中国供应链龙头存在估值重塑空间：回顾海外行业龙头过去的估值表现，当前日本头部综合商社已进入成熟阶段增速放缓，且利润受到大宗商品周期的影响。在此背景下，日本头部综合商社当前 PE (TTM) 估值中枢在 8X-10X 左右。对比来看，中国供应链企业尚属于快速增长时期，且利润受到大宗价格周期影响较小，当前 PE (TTM) 估值中枢为 5X-8X，存在重塑空间。建议关注龙头标的：厦门象屿、厦门国贸。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51560

