

轻工制造

行业评级 强于大市（维持评级）

2024年06月10日



海运价上涨对出口板块影响如何？

证券分析师：

李宏鹏 执业证书编号：S0210524050017

汪浚哲 执业证书编号：S0210524050024

请务必阅读报告末页的重要声明

- **本轮海运价上涨为供需共振，供给端红海冲突运力受阻、需求端欧美补库带动国际贸易复苏。**2024年初至6月初，CCFI指数涨幅欧洲+98%、美西+71%、美东+52%。主要因：1）红海冲突造成苏伊士（欧洲航线）、巴拿马（美西航线）船舶通行量显著下降，船舶绕行造成运力短期紧张，对应上述航线海运价格上涨明显；2）同时，欧美需求回暖带动国际贸易复苏。未来上涨持续性取决于供需平衡及地缘冲突动向，同时全球最大航运公司马士基认为产能供给仍为制约全年运价上涨的因素，年内运价将呈前高后低的趋势，但由于近期红海冲突，制约因素影响有所延后。
- **对于FOB出口企业，运价上涨对营收节奏扰动较大，不直接影响盈利。**从上一轮运价上涨对轻工FOB出口企业影响来看，FOB定价模式下海运对成本影响有限，盈利波动主要来自原材料及汇率。但21-22年海外需求高增及运费大幅涨价互为因果，但运价大涨对客户库存、订单节奏存在持续影响，导致即使运价回落后但海外客户库存大幅增加，而后经历了一年左右的去库阶段。从运价现状来看，我们认为对轻工FOB企业影响也主要在于对发货节奏略有扰动，但二季度目前影响幅度有限。
- **对于跨境电商企业，运输成本上升，受影响程度中大件产品>小件产品，海运>空运，长约锁价有利成本控制。**海运价上涨主要影响头程运费，具体公司来看，中大件家居、海运为主的致欧科技21-22年头程费率分别较20年上涨5.2pct、5.7pct。小件产品、可采用多种运输方式的赛维时代21年头程费率较20年上涨1.9pct。单位体积货物平均运费从高到低分别为快递>空运>海运，但21-22年海运价格涨幅较大，而空运、快递价格涨幅较小。我们认为，在近期运价上涨的背景下，部分跨境公司亦通过签订长约锁价，控制即期海运费大幅波动的影响。
- **投资建议：**尽管运价波动对出口企业短期经营或有扰动，但我们认为24年海外补库需求恢复趋势不变，近年出口企业通过大力开拓新市场、新客户，创新业务模式，进一步夯实成长驱动和长期竞争力。优质制造公司建议关注永艺股份、哈尔斯、家联科技、共创草坪、依依股份、浙江自然；跨境电商相关公司建议关注恒林股份、乐歌股份、致欧科技、赛维时代。
- **风险提示：**人民币汇率波动风险、国际贸易摩擦风险、海运费大幅上涨风险。

目 录

- 1、近期海运价格上涨成因
- 2、21-22年运价上涨对出口链影响回顾
- 3、本轮运价上涨影响如何？
- 4、投资建议
- 5、风险提示

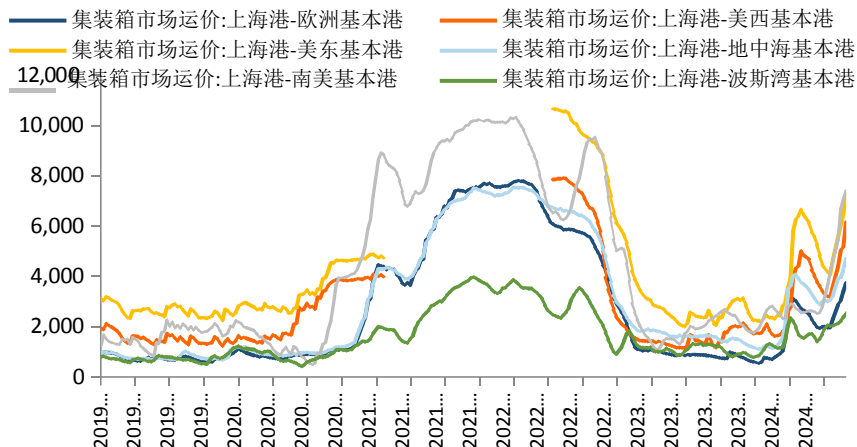
- **2024年以来海运价上涨趋势与2020年下半年相似，即期市场价涨幅高于即期&长约综合价格。**
 - 整体上，欧洲、美西航线价格上涨较大；即期价格指数涨幅高于即期&长约综合价格指数。
 - **从即期市场价看**，2024年初至6月初，上海港至全球各主要航线集装箱市场价较23年底涨幅较大，其中欧洲（+276%）、美西（+339%）、美东（+162%）、地中海（+158%）、南美（+545%）。
 - **从CCFI运价指数看**，2024年初至6月初，中国总体港口至各航线的即期&长期价较23年底涨幅较市场价相对较小，欧洲（+98%）、美西（+71%）、美东（+52%）、地中海（+72%）、南美（+133%）。

- **本轮海运价上涨为供需共振，供给端红海冲突运力受阻、需求端欧美补库带动国际贸易复苏。**
 - **供给端：**1）全球航运公司集中度较高，船公司海运价对供给冲击的反应较为及时。2）据ONS，24年初以来红海冲突造成苏伊士（地中海、欧洲航线）、巴拿马（美西航线）船舶通行量显著下降，船舶绕行造成运力短期紧张，对应上述航线海运价格上涨明显。
 - **需求端：**从欧美进口额及中国出口额看，美国24年1-4月进口额同比逐步恢复正增，中国1-4月出口额呈增长趋势。从美国库存变化看，23年下半年美国批发商、零售商库存同比降幅趋稳，前期积压库存消化带动一定的补库需求。从PMI看，3Q23以来美国、欧元区综合PMI及制造业PMI总体呈回暖趋势；美国及欧元区消费者信心指数亦呈改善趋势。

➤ **2024年以来海运价上涨趋势与2020年下半年相似，即期市场价涨幅高于即期&长约综合价格。**

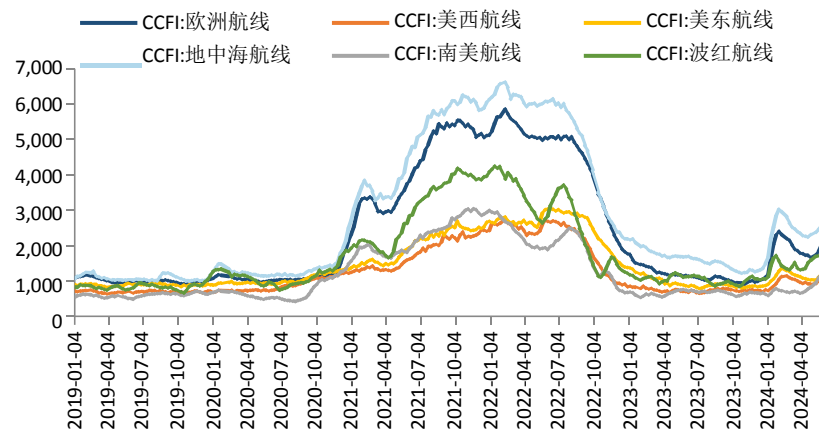
- **从即期市场价看**，2024年初至6月初，上海港至全球各主要航线集装箱市场价较23年底涨幅较大。其中欧洲（+276%）、美西（+339%）、美东（+162%）、地中海（+158%）、南美（+545%）。
- **从CCFI运价指数看**，2024年初至6月初，中国至全球各主要航线运价涨幅较市场价相对较小，主要为CCFI指数包含中国总体港口至各航线的即期&长期价，较市场价更为全面宏观。其中欧洲（+98%）、美西（+71%）、美东（+52%）、地中海（+72%）、南美（+133%）。

图：各航线集装箱市场价自2024年初以来持续上涨



资料来源：华福证券研究所

图：CCFI各航线运价指数涨幅低于市场价涨幅

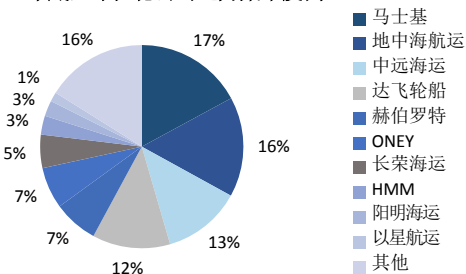


资料来源：华福证券研究所

➤ 供给端：红海冲突运力受阻&国际海运公司集中度高

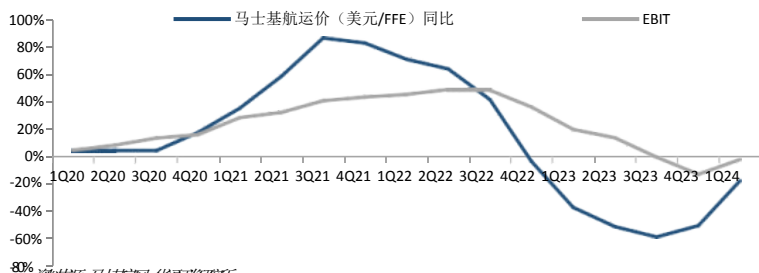
- 全球航运公司集中度较高，截止2020年末CR5、CR10分别达65%、84%，高集中度下船公司海运价对供给冲击的反应较为及时。24年初以来红海冲突造成苏伊士（欧洲航线）、巴拿马（美西航线）船舶通行量显著下降，船舶绕行造成运力短期紧张，对应上述航线海运价格上涨明显。同时，由于绕行好望角，截止3月底，该线路船舶通行量较上年底初上涨约30%。
- 马士基1Q24上调全年业绩指引，反映近期海运价上涨。公司预计全年集装箱运量同比在2.5%-4.5%的高位区间，另外，公司敏感性测算显示海运价每上涨100美元/FFE（同比23年运价±4%）影响EBIT约10亿美元。最新指引将EBIT下限提高30亿美元，测算对应运价同比23年增长约13%。

图：截止2020年底全球班轮公司运力集中度高



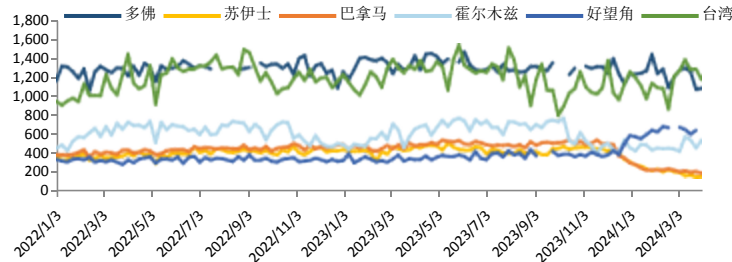
资料来源：前瞻产业研究院、华福证券研究所

图：2020-2024年马士基航运价同比及海运业务EBIT%



资料来源：马士基网、华福证券研究所

图：受红海冲突影响，苏伊士及巴拿马船舶通行量下降



资料来源：OS、华福证券研究所

表：马士基2024年业绩指引调整

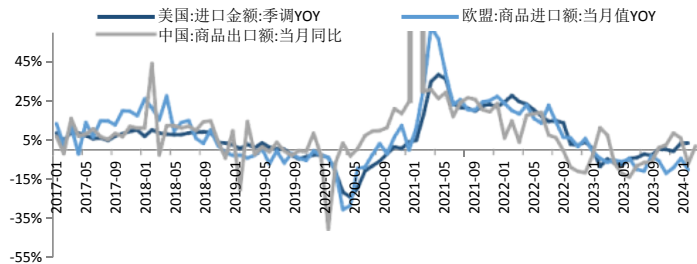
单位：百万美元	2023A	2024E	2024E
		本次指引（5月）	前次指引（2月）
运量YOY	-0.17%	2.5-4.5%高位区间	
EBITDA	9,591	4000-6000	1000-6000
EBIT	3,934	-2000-0	-5000-0
运价（±100美元/FFE）对EBIT影响		±1000	

资料来源：马士基网、华福证券研究所

需求端：欧美补库带动国际贸易复苏

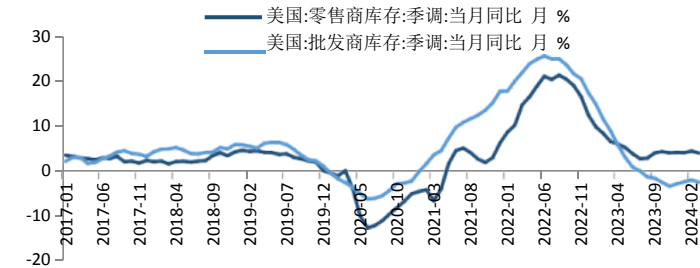
- 从欧美进口额及中国出口额看，美国24年1-4月进口额同比逐步恢复正增，欧盟1-3月进口额仍相对疲软，中国1-4月出口额呈增长趋势。从美国库存变化看，23年下半年美国批发商、零售商库存同比降幅趋稳，前期积压库存消化带动一定的补库需求。从PMI看，3Q23以来美国、欧元区综合PMI及制造业PMI总体呈回暖趋势；从消费者信心指数看，美国及欧元区亦呈总体向好态势。

图：24年美国进口金额同比回暖，欧盟相对较弱，中国出口额回暖



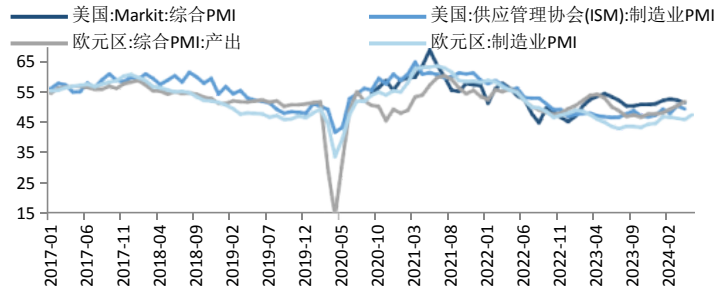
资料来源：华福证券研究所

图：24年美国批发商、零售商具有一定补库需求



资料来源：OS 华福证券研究所

图：美国及欧元区PMI



资料来源：华福证券研究所

图：美国及欧元区消费者信心指数



资料来源：华福证券研究所

目 录

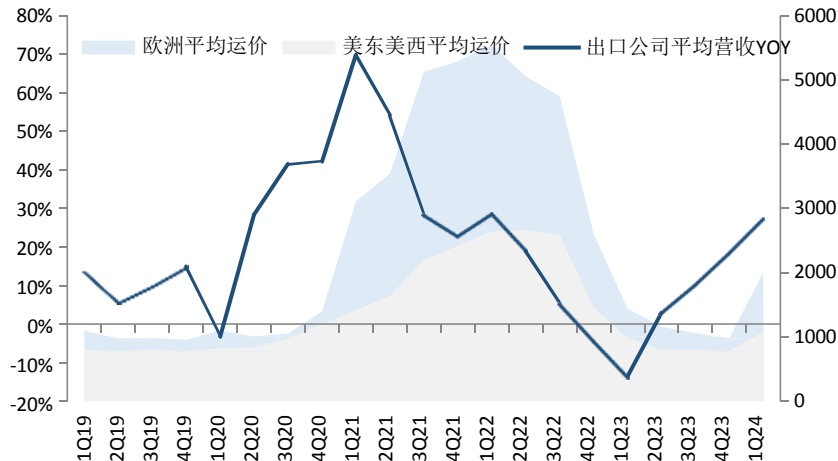
- 1、近期海运价格上涨成因
- 2、21-22年运价上涨对出口链影响回顾
- 3、本轮运价上涨影响如何？
- 4、投资建议
- 5、风险提示

- 对于**FOB**出口公司，运价上涨对营收节奏扰动较大，不直接影响盈利。
 - **营收端：**21-22年海外需求高增及运费大幅涨价互为因果，但运价大涨对客户库存、订单节奏存在持续影响。
 - 1) 从营收增速看，海运价格自21年初显著高增，价格高位延续至3Q22；而出口公司营收增速自2Q20显著高增，延续至2Q22仍保持较高增速水平。一方面，由于出口高景气带动海运价格上涨；另一方面，海运涨价及运力紧张也促使下游客户持续备货，进一步带动出口高增。
 - 2) 从下游库存看，美国批发、零售商库存增速自1Q21开始高增，自3Q22至2Q23持续库存去化，随后回归平稳。短期需求激增带来下游客户库存积压较多，在客户去库周期下，出口公司订单不足、营收普遍下滑；2Q23至今，随着下游客户库存去化逐步完成、订单恢复，出口公司营收持续修复。
 - **盈利端：**FOB定价模式下海运对成本影响有限，盈利波动主要来自原材料及汇率。另外，若海运费大幅上涨则公司可能进行一定出货价让利分担客户成本压力，但由于产品定价影响因素相对复杂，难以定量估算。
- 对于**跨境电商**公司，运输成本上升，受影响程度中大件产品>小件产品，海运>空运。
 - **盈利端：**海运价上涨主要影响头程运费，以中大件家居为主的致欧科技21-22年头程费率上涨较大，分别较20年上涨5.2pct、5.7pct。以小件产品为主的赛维时代21年头程费率较20年上涨1.9pct。差异主要由于价值较高的小件产品可采用空运等其他模式，受海运价格上涨影响不大。
 - **运输模式方面：**小件产品公司可根据经营策略选择不同运输方式。据赛维时代招股书，单位体积货物平均运费从高到低分别为快递>空运>海运，但21-22年海运价格涨幅较大，而空运、快递价格涨幅显著较小。

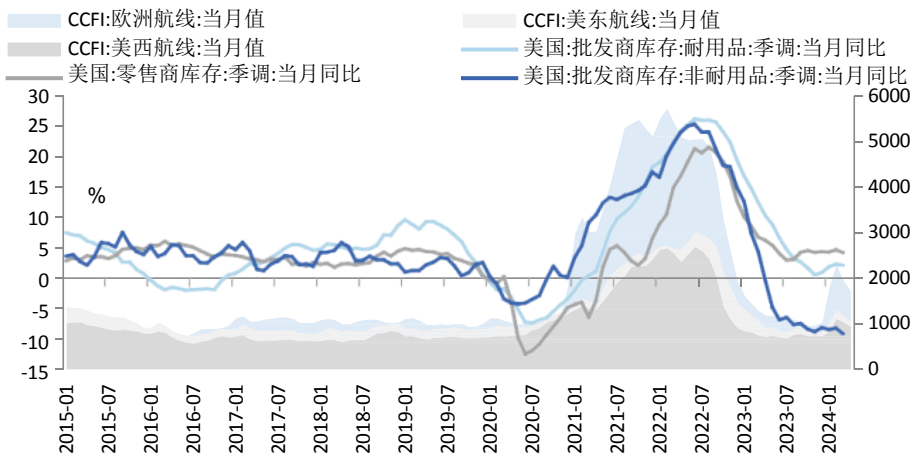
➤ **营收：海外需求高增及运费大幅涨价互为因果，但运价大涨对客户库存、订单节奏存在持续影响。**

- **从营收增速看**，海运价格自21年初显著高增，价格高位延续至3Q22；而出口公司营收增速在海外疫后需求复苏的背景下自2Q20开始增长提速，延续至2Q22仍保持较高增速水平。一方面，由于出口高景气带动海运价格上涨；另一方面，海运涨价及运力紧张也促使下游客户持续备货，进一步带动出口高增。
- **从下游库存看**，美国批发、零售商库存增速自1Q21开始高增，自3Q22至2Q23持续库存去化，随后回归平稳。短期需求激增带来下游客户库存积压较多，自3Q22起至1Q23，出口公司营收增速受客户库存积压、下单不足影响表现疲软；自2Q23至今，随着下游客户库存去化逐步完成、订单恢复，出口公司营收持续修复。

图：出口公司营收与海运涨价互为因果



图：CCFI运价指数及美国批发商、零售商库存同比



资料来源：华福证券研究所

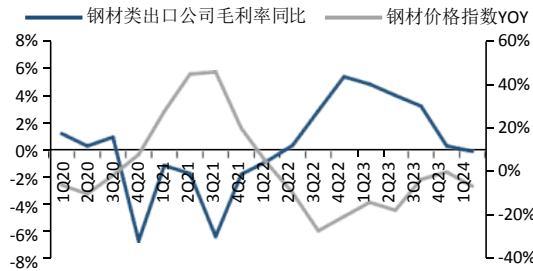
资料来源：华福证券研究所

注：出口公司营收增速为剔除汇率影响后的口径；海外主要出口公司：浙江特滑、自然地理、科特、哈斯、嘉益、永艺、海越、麒盛、梦合、依源、蒙氏、松霖、建霖、恒林、匠心、瑞歌

➤ **毛利率：FOB定价模式下海运对成本影响有限，毛利率波动来自原材料及汇率。**

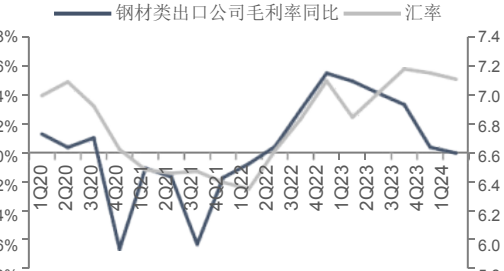
- 多数出口代工公司以**FOB**模式定价，由客户承担海运费，因此21-22年海运费大幅上涨对相关公司盈利无直接影响，近年来相关公司毛利率波动主要来自原材料（负相关）及美元兑人民币汇率（正相关）。

图：钢材原材料类出口公司毛利率同比及钢材价格增速



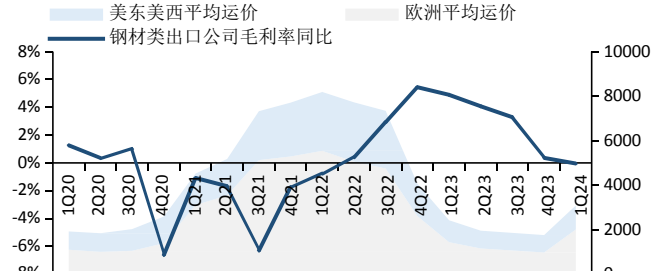
资料来源：华福证券研究所

图：钢材原材料类出口公司毛利率同比及汇率



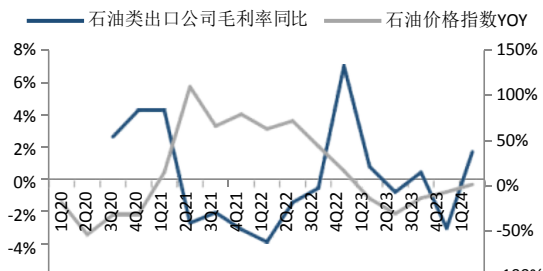
资料来源：华福证券研究所

图：钢材原材料类出口公司毛利率同比及海运费



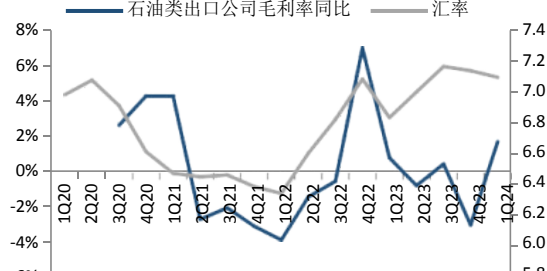
资料来源：华福证券研究所

图：石油原材料类出口公司毛利率同比及石油价格增速



资料来源：华福证券研究所

图：石油原材料类出口公司毛利率同比及汇率



资料来源：华福证券研究所

图：石油原材料类出口公司毛利率同比及海运费

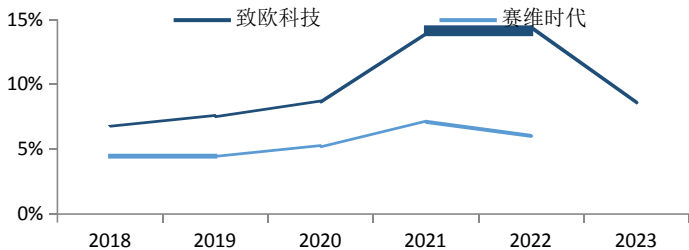


资料来源：华福证券研究所

➤ **盈利：跨境电商综合运输成本上升，受影响程度中大件产品>小件产品，海运>空运。**

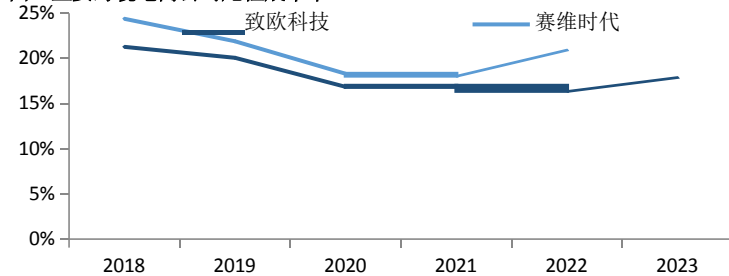
- 跨境电商公司需自行承担境内外运输成本，主要包括头程（主要为海运费）及尾程（主要为目的国陆运）运输成本。
- 头程费率方面，以中大件家居为主的致欧科技21-22年头程费率上涨较大，分别较20年上涨5.2pct、5.7pct。以小件产品为主的赛维时代21年头程费率分别较20年上涨1.9pct。差异主要由于价值较高的小件产品可采用空运等其他模式，受海运价格上涨影响不大。存货周转天数方面，海运拥堵、运费高涨期间各公司存货周转亦受到影响。

图：主要跨境电商公司头程成本率



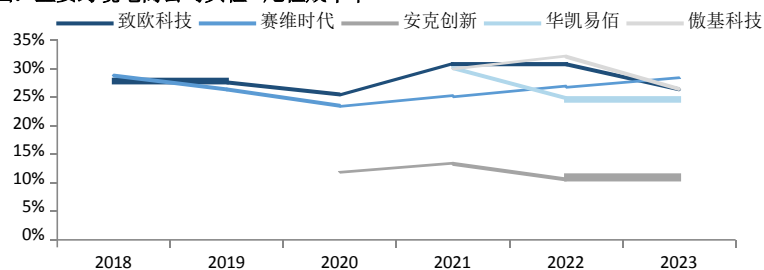
资料来源：公司公告，华福证券研究所

图：主要跨境电商公司尾程成本率



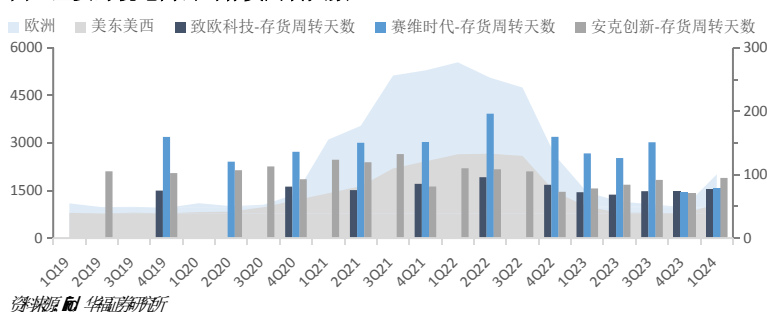
资料来源：公司公告，华福证券研究所

图：主要跨境电商公司头程+尾程成本率



资料来源：公司公告，华福证券研究所

图：主要跨境电商公司存货周转天数



资料来源：公司公告，华福证券研究所

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/936035002232010151>