

# 切入跨境电商领域，保税零售空间巨大

## ——渤海轮渡（603167.SH）深度报告

公司评级：买入

2020年8月23日

姓名	李丹
邮箱	lidan02@stocke.com.cn
电话	021-80108040
证书编号	S1230520040003

## 1、渤海轮渡公告切入跨境电商领域，打开未来想象空间

8月6日晚间，渤海轮渡发布《关于签署战略合作协议的公告》。烟台保税港区管委与渤海轮渡在跨境电商、航运物流、智能化仓储、供应链金融、系统支持等多个领域建立全面合作关系。

该项目是国内首个政企合作以主打**日韩商品贸易为特色**的跨境电商项目。双方深度契合，优势互补，借助于烟台保税港区的政策优势和制度创新优势，以“展示交易+跨境电商组合”的新模式，开展保税展示、跨境电商产品区内线下自提、跨境产品国际采购、保税进口、直邮进口等综合业务，致力于打造国内日韩跨境商品分拨中心和集散地，**打造国内日韩商品跨境电商产业标志性平台。**

## 2、我们判断，公司跨境电商业务将与日韩大型免税商合作，中期或将为公司带来10亿以上净利润

**公司依托烟台保税区独特地理位置优势，可发展线上+线下跨境电商模式。**渤海轮渡依托烟台保税区在烟台市中心的地理位置优势、烟台保税区营业面积可达3万平的面积优势，烟台旅行社流量接入支持，可发展成类“市内免税店”的线下模式，依托渤海轮渡的每年300万海运客流，可发展“船上展示店+直邮到家”的线下模式。后期可线上、线下发展相结合。

我们判断，**公司未来大概率将与日韩大型免税运营商合资经营保税/跨境电商业务。**渠道、价格优势均将由于传统跨境电商，且价格可与免税店比肩，如果发展顺利，有望在2025年为公司带来10亿左右净利润。

## 3、催化剂：正式与日韩免税商合作、烟台保税区日韩商品体验店开业

我们认为，公司公告年内将设立“烟台综合保税区跨境电商有限责任公司”，届时合作方将会明朗，成为公司股价催化剂；另外，保税港区日韩商品体验店正式开业经营亦将成为一大催化剂。

## 4、盈利预测与投资建议

我们预计公司2020-2022年净利润分别为1.1、4.8、7.2亿元，EPS分别为0.24、1.02、1.52元。采用传统业务与跨境电商业务分步估值，并且按照中性假设，我们认为渤海轮渡**合理市值区间为189.4-238.1亿元，合理股价40.04-50.34元**，给与“买入”评级。同时，盈利预测部分我们模拟了乐观、悲观情况下的市值，详细见正文。

# 风险提示

- 1、公司跨境电商业务发展不及预期
- 2、疫情持续时间超预期，国内疫情反复
- 3、油价大幅上升
- 4、地缘政治风险等

# 目录

CONTENTS

## 01 跨境电商是什么？

- (1) 是最主流的海外购物方式之一
- (2) 发展历程：进入高速发展阶段
- (3) 税收优势：显著优于一般贸易
- (4) 模式：保税仓VS海外直邮
- (5) 规模：4000亿销售额
- (6) 适用人群：崛起的中产阶级

## 02 渤海轮渡跨境电商业务具备独特性

- (1) 国家政策大力支持
- (2) 烟台市具备发展电商基础
- (3) 烟台保税区地理位置优越
- (4) 渤海轮渡自带流量
- (5) 线上线下相结合，模式独特

## 03 传统业务经营稳定

- (1) 客滚运输行业：盈利稳定
- (2) 公司地位：客滚运输龙头
- (3) 业务布局：客滚运输占81%
- (4) 烟连区域线：收入贡献60%
- (5) 财务情况：业绩稳健
- (6) 需求端：多重因素催化
- (7) 供给端：集中度不断提升

## 04 盈利预测与投资建议

- (1) 跨境电商业务带来巨大想象空间
- (2) 传统业务带来稳定现金流
- (3) 盈利预测与投资建议

# 引言：渤海轮渡公告切入跨境电商领域，打开未来想象空间

8月6日晚间，渤海轮渡发布《关于签署战略合作协议的公告》。烟台保税港区管委与渤海轮渡在跨境电商、航运物流、智能化仓储、供应链金融、系统支持等多个领域建立全面合作关系。

该项目是国内首个政企合作以主打**日韩商品贸易为特色**的跨境电商项目。双方深度契合，优势互补，借助于烟台保税港区的政策优势和制度创新优势，以“展示交易+跨境电商组合”的新模式，开展保税展示、跨境电商产品区内线下自提、跨境产品国际采购、保税进口、直邮进口等综合业务，致力于打造国内日韩跨境商品分拨中心和集散地，**打造国内日韩商品跨境电商产业标志性平台。**

具体运营方面，公司承诺于2020年12月31日前独资经营或与**外资供应商合资合作**设立、或指定关联出资方设立“烟台综保区跨境电商有限责任公司”，注册资本不低于1亿元人民币，并设立保税商品体验中心，经营进出口商品代理、航运、仓储、展示、配送和电子商务平台运营。逐步在综合保税区**设立保税商品体验中心**及在每艘客滚船上开设**展示店**，建设集跨境电商**线下体验、线上销售**、仓储分拨、金融服务等四大板块于一体的跨境电商综合服务平台，标志着渤海轮渡在烟台综合保税区从事跨境电商产业领域中迈出了全新的一步。

# 01

## 跨境电商是 什么？

**是最主流的海外购物方式之一**

**发展历程：进入高速发展阶段**

**税收优势：显著优于一般贸易**

**模式：保税仓VS海外直邮**

**规模：4000亿销售额**

**适用人群：崛起的中产阶级**

目前，中国消费者购买海外商品主要有（1）免税店、（2）免税运营商线上直邮业务、（3）跨境电商、（4）海外代购、（5）海外官网购买（个人海淘）、（6）出境旅游购买等方式。综合考虑知名度、购买门槛、时间成本、税收成本等因素，**跨境电商是目前最主流的模式。**

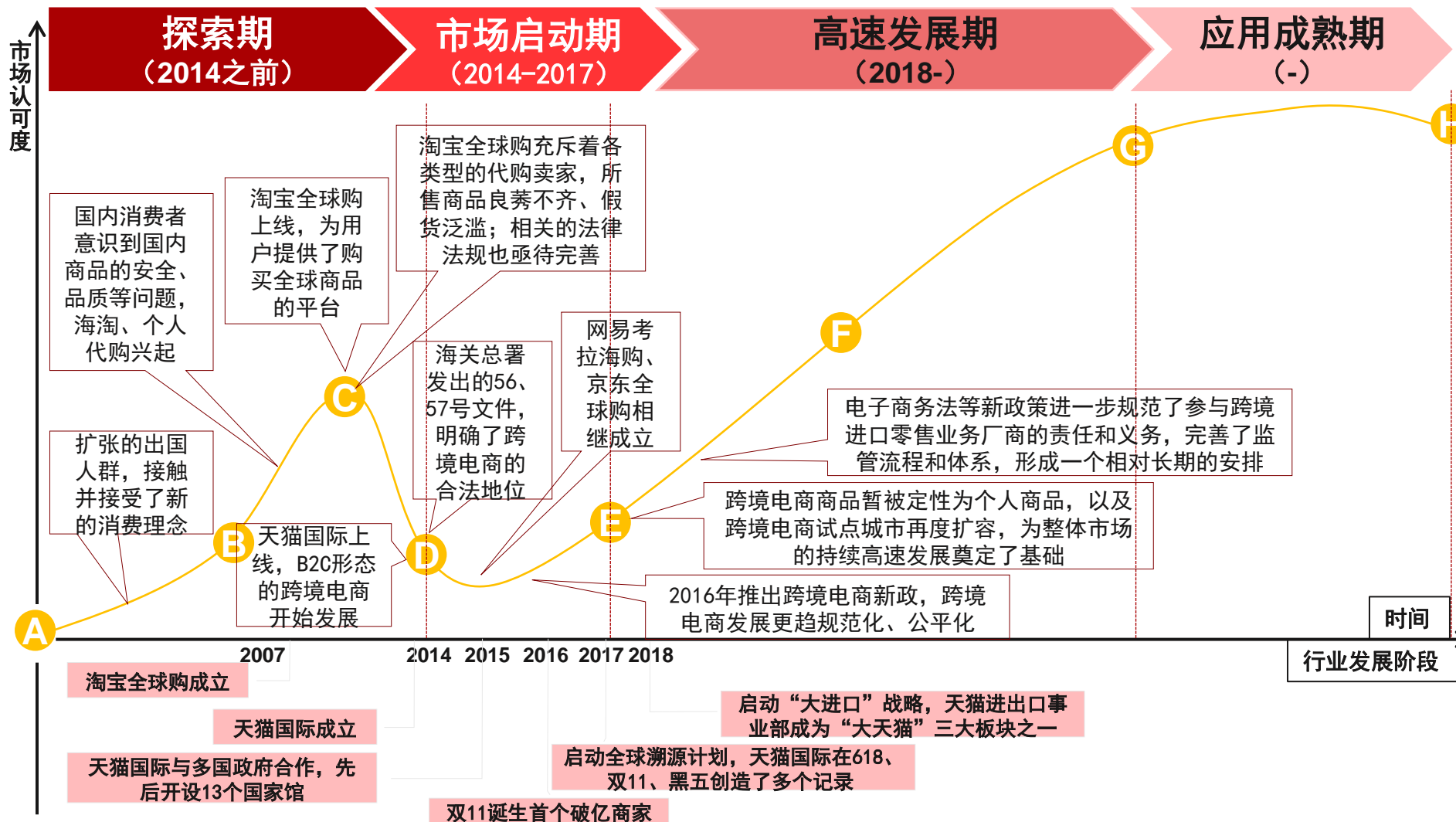
表：中国消费者海外购物渠道对比

模式	免税	线上直邮/补购	跨境电商	个人代购	海淘	出境购买
简介	本国消费者凭国际/地区机票、护照在机场、口岸、市内免税店购买商品；离岛免税凭进出海南岛机票在机场、市内免税店购买商品	疫情期间产生的特殊购物方式，符合一定的要求（如购物券等）即可在平台下单直邮到家。	消费者通过国内的跨境B2C电商网站购买商品	消费者通过国内外个人或买手直接购买海外商品	消费者在国外电商网站直接购买商品	消费者在国外专柜、购物中心购买商品
物流时效	除市内免税店需到机场提货外，可即买即提	保税仓发货，国内专业快递邮寄，物流时效强	海外仓集货模式时间较长，保税仓发货时间最短	时间较长	时间较长	即买即提
提货方式	除市内离境免税店需到机场提货外，可现场提货	快递到家	快递到家	快递到家	快递到家	现场提货
通关速度	最快	最快	较快	较慢	较慢	快
报关概率	不报关，抽查	不报关	报关	不报关，抽查	不报关，抽查	不报关，抽查
税收方式	限额以内：免税 超过限额：按照一般贸易全额交税	除离岛补购外，按照一般贸易全额交税或交跨境电商综合税。	限额以内：0关税+70%消费税+70%增值税 超过限额：按照一般贸易全额交税	抽检到超过免税额度需要缴纳行邮税	抽检到超过免税额度需要缴纳行邮税	抽检到超过免税额度需要缴纳行邮税
信任指数	★★★★★	★★★★★	基于对跨境电商平台的信任	基于对代购个人的信任	基于对海淘平台的信任	★★★★★
代表运营商	中免、中出服、深免、珠免	日上上海、中免	天猫国际等	--	亚马逊等	--

- **探索期（2014年以前）**：从代购到海淘。2005年，市场上形成了以海外留学生为主体的代购群体。这一时期是进口跨境电商的发展初期，消费者一般为留学生的亲戚朋友，消费群体较为小众，跨境网购的普及率较低。2007年，跨境电商过渡到了海淘阶段，这一时期形成了常规的买卖双方市场。进口跨境电商市场开始形成，消费群体开始扩大，品牌丰富度提升。这一时期，不断有进口跨境电商平台成立，如网易考拉、天猫国际等，逐渐开始有消费者选择通过进口跨境电商平台购买进口产品。
- **市场启动期（2014-2017年）**：跨境电商正式合法化。2014年，随着政策变更及社会经济发展，进口跨境电商加速发展，购物开始走向规范化。2014年海关总署发出的56、57号文件，明确了跨境电商的合法地位，越来越多的消费者选择在进口跨境电商平台购买海外产品，各类模式的进口跨境电商平台出现，如小红书、洋码头等，使得跨境购物走向常态化。2016年，推出了跨境电商新政，跨境电商的发展更趋规范化、公平化。
- **高速发展期（2018-）**：监管流程更加完善。随着《电子商务法》的通过和实施，跨境电子商务的发展将得到促进。在监管上，有关部门将建立健全适应跨境电子商务特点的海关、税收、进出境检验检疫、支付结算等管理制度，推进跨境电子商务海关申报、纳税、检验检疫等环节的综合服务和监管体系建设，优化监管流程，推动实现信息共享、监管互认、执法互助，提高跨境电子商务服务和监管效率。跨境电商试点城市再度扩容，为整体市场的持续高速发展奠定了基础。此外，电商法等政策进一步规范了参与跨境进口零售业务厂商的责任和义务，完善了监管流程和体系，形成了相对长期的安排。



图：中国跨境进口零售电商市场AMC模型



跨境电商零售进口商品**单次交易**限值为人民币**5000元**，**年度交易**限值为**26000元**。限值以内的跨境电商零售进口商品，关税税率暂设为0%，进口环节增值税、消费税暂按法定应纳税额的70%征收。

表：适用跨境电商综合税的商品税率

类目	典型产品	一般贸易税 (%)		跨境电商综合税 (%)
		增值税率 (%)	消费税率 (%)	(消费税率+增值税率) / (1-消费税率) ×0.7
奶粉	婴儿奶粉/成人奶粉	13	0	9.1
保健品	保健品	13	0	9.1
食品	菜籽油/橄榄油/亚麻籽油	9	0	6.3
	水果干/麦片、薯片、膨化食品等/咖啡/面食	13	0	9.1
	葡萄酒	13	10	17.9
化妆品	普通化妆品 (进口完税价格小于10元/毫升 (克) 或15元/片 (张) )	13	0	9.1
	高档化妆品 (进口完税价格大于10元/毫升 (克) 或15元/片 (张) )	13	15	23.1
个护	洗发水/牙膏/沐浴露	13	0	9.1
3C	滤水壶/美容仪/吹风机/电饭锅/咖啡机/面包机/电动剃须刀类	13	0	9.1
其他类	安全座椅/完税价格小于1万元手表	13	0	9.1
	完税价格大于等于1万元手表	13	20	28.9
轻奢	钱包、箱包/鞋/皮带/贱金属仿首饰 (项链、耳环等) /围巾	13	0	9.1
服装	CK内裤、内衣、背心/长裤	13	0	9.1

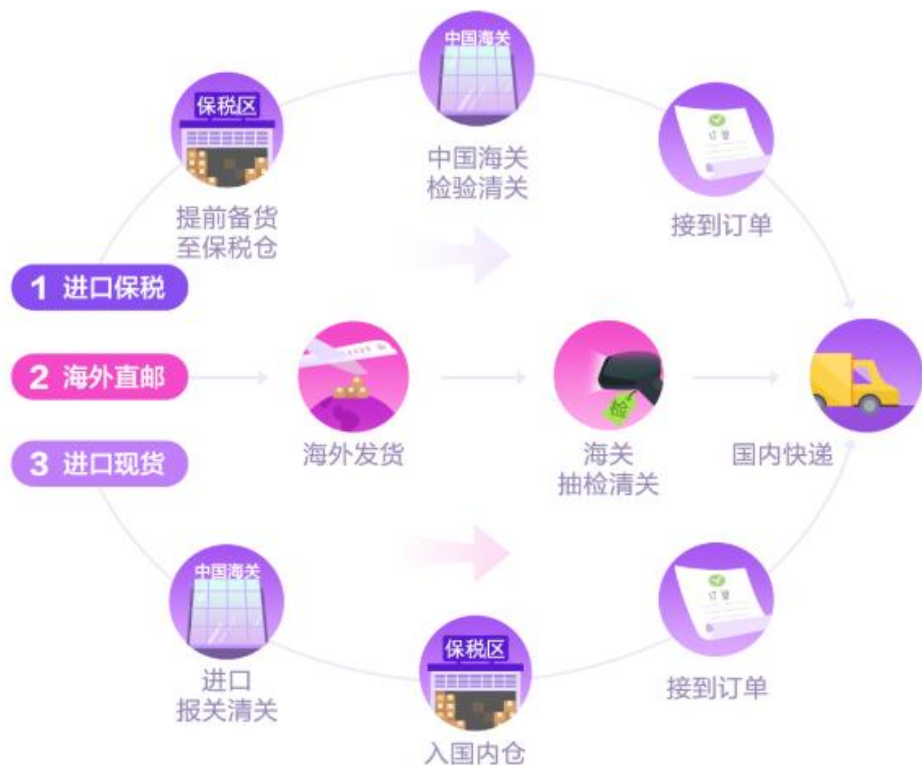
**免税和跨境电商税率远低于其他销售方式。**以在国内免税销售额占比近50%的香水化妆品类为例，免税和跨境电商渠道所征收的税费均低于一般贸易和个人物品直邮方式，具体见下表。可以发现，以申报价值1000元的高档化妆品为例，免税渠道在限额以内（单次海外5000元，海外+机场8000元）税费为0，跨境电商通过保税仓和跨境电商直邮方式（限额单次5000元，全年26000元），税费为230.6元，均远低于柜台销售的395.9元和个人物品直邮的500元。

表：以高档化妆品为例，各种销售渠道的缴税情况

渠道	销售方式	纳税模式	关税（最惠国税率）	消费税	增值税	申报价值1000元高档化妆品缴税金额（元）或租金
奢侈品商场	柜台销售	一般贸易	5%	15%	13%	395.9
跨境电商	保税仓 跨境电商直邮	跨境电商综合税	限额以内0%	$15\% \times 0.7$	$13\% \times 0.7$	230.6
	个人物品直邮	行邮税	行邮税50%（税费50元内免征）			500
免税	浦东机场免税店	行邮税	限额以内0			0，但需交售价40%左右提成
	日上直邮	一般贸易	5%	15%	13%	395.9
	CDF会员购	跨境电商综合税	限额以内0%	$15\% \times 0.7$	$13\% \times 0.7$	230.6
	三亚海棠湾免税店	行邮税	限额以内0			0

中国跨境电商从物流模式来看，主要分为保税备货模式（国内保税仓/海外保税仓）和海外直邮模式。保税备货模式由保税仓发货，配送时效快，但需承担商品过期销毁成本；直邮模式由海外供应商直接发货，配送速度较慢，前期需要承担较多的海外仓建设成本。

图：跨境电商物流模式

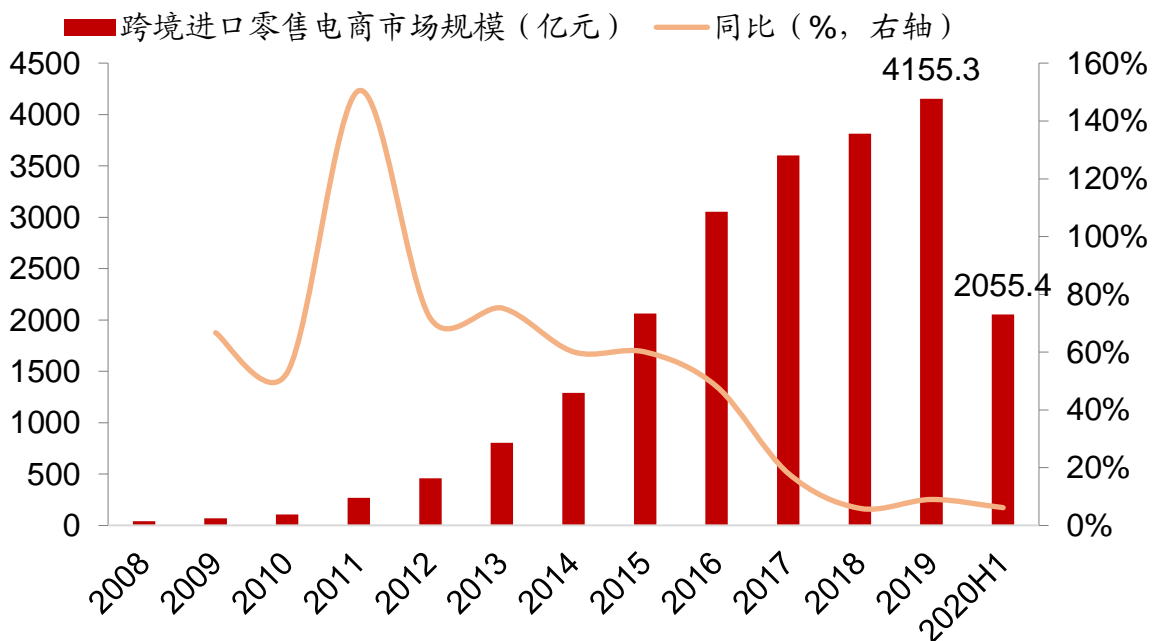


表：保税备货模式VS海外直邮模式

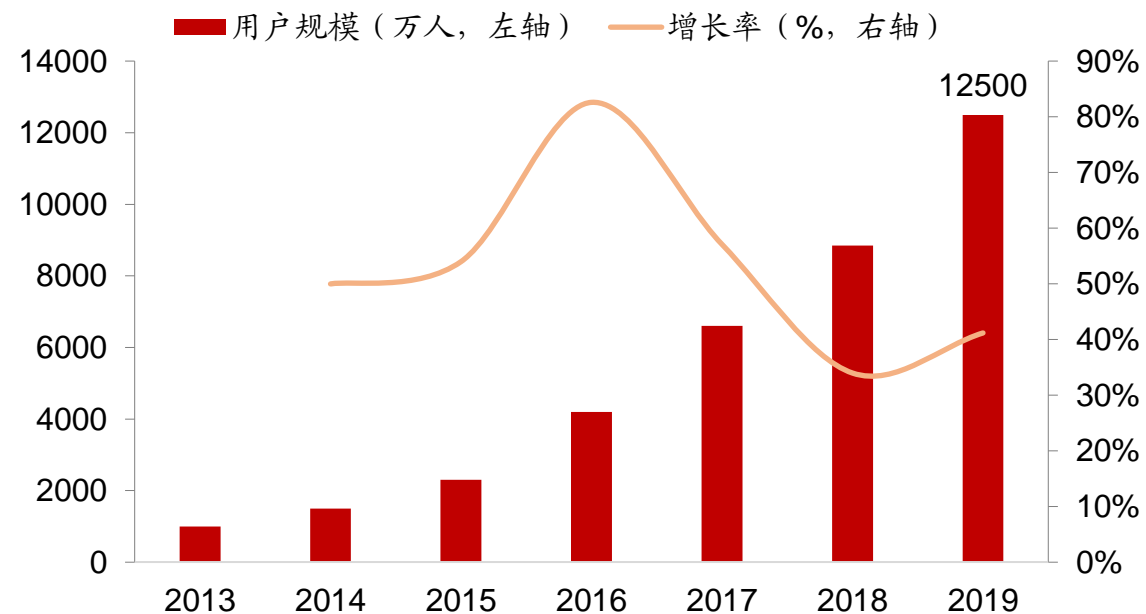
模式	保税备货模式	海外直邮模式
简介	商品暂存在国内保税仓库，消费者下单后从保税仓清关、发货	消费者下单后，由国外供应商/海外仓库发货，经过海关清关后，快递至消费者手中
清关速度	较快，1-2天	较慢
适用品类类型	1、标品 2、受到市场检验认可的热款 3、大众商品	1、非标品 2、处于测试阶段的新品 3、品类多样，可满足长尾需求
商品售后/退货	无法退回保税仓，自建退货仓存放退货商品	1、国内有保税仓：可将货物在保证二次销售的情况下退还国内分支或保税仓 2、国内无保税仓：需回程寄送
成本	1、商品囤放在保税仓，如商品过期，需要在海关监督下进行销毁，跨境电商平台和商家要承担商品销毁成本 2、商品退货成本：退货商品无法进行二次销售，退货成本较大	1、海外仓建设成本、非规模化运营阶段的成本，但模式较为灵活 2、商品退货成本：回程寄送的需要承担较高的国际物流配送、时效、清关等成本

根据易观智库数据，2019年，中国跨境进口零售电商市场规模达到**4155.3亿元**，同比增长8.9%。在政策面持续利好情况下，我们认为跨境电商进口零售销售规模有望继续保持平稳增长。此外，根据网经社-电子商务研究中心发布的《2019年度中国跨境电商市场数据监测报告》显示，2019年，中国经常进行**跨境网购的用户达1.25亿人次**，同比增长41%。

图：2008-2020H1中国跨境进口零售电商市场规模

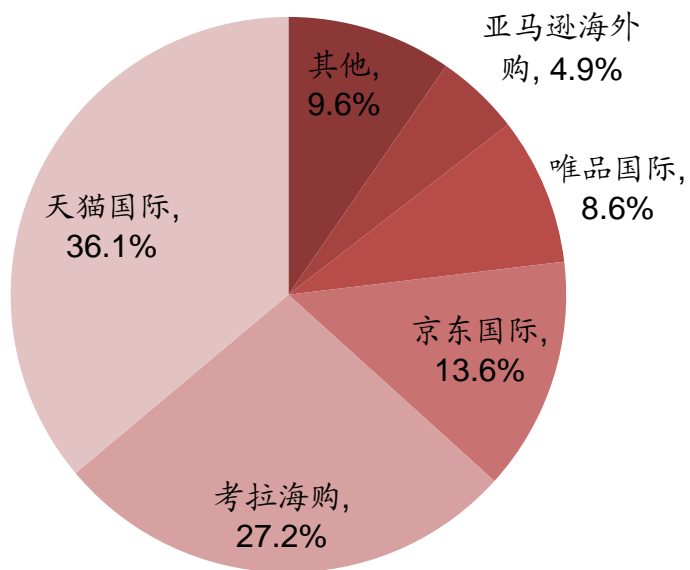


图：2013-2019年进口跨境电商用户规模

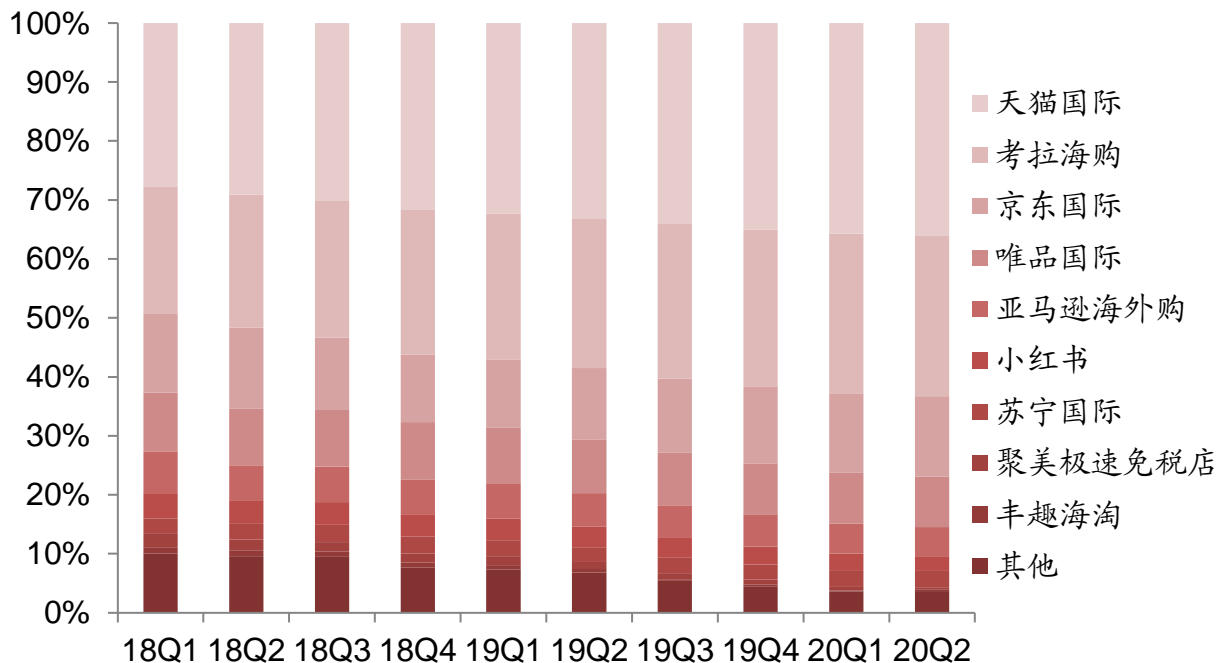


跨境进口零售电商分为自营类和平台类，且以平台类为主，传统电商流量导入优势明显。平台类跨境电商以天猫、京东等传统电商平台为主，采取品牌招商入驻模式，商品丰富、渠道多样。自营类跨境电商以考拉海购和唯品国际为主，前期需要较大的资金投入，且需要对商品的热门程度作出精准判断，否则容易造成商品积压，但更加容易获得消费者信赖。目前，较为成功的跨境进口零售电商模式互相渗透，自营和平台均涉足。根据易观咨询，2020Q2，跨境进口零售电商市场份额天猫国际、考拉海购、京东国际占据前三，份额分别达到36.1%、27.2%和13.6%。且从份额变化趋势来看，显示出龙头集中的发展态势。

图：2020Q2跨境进口零售电商市场份额

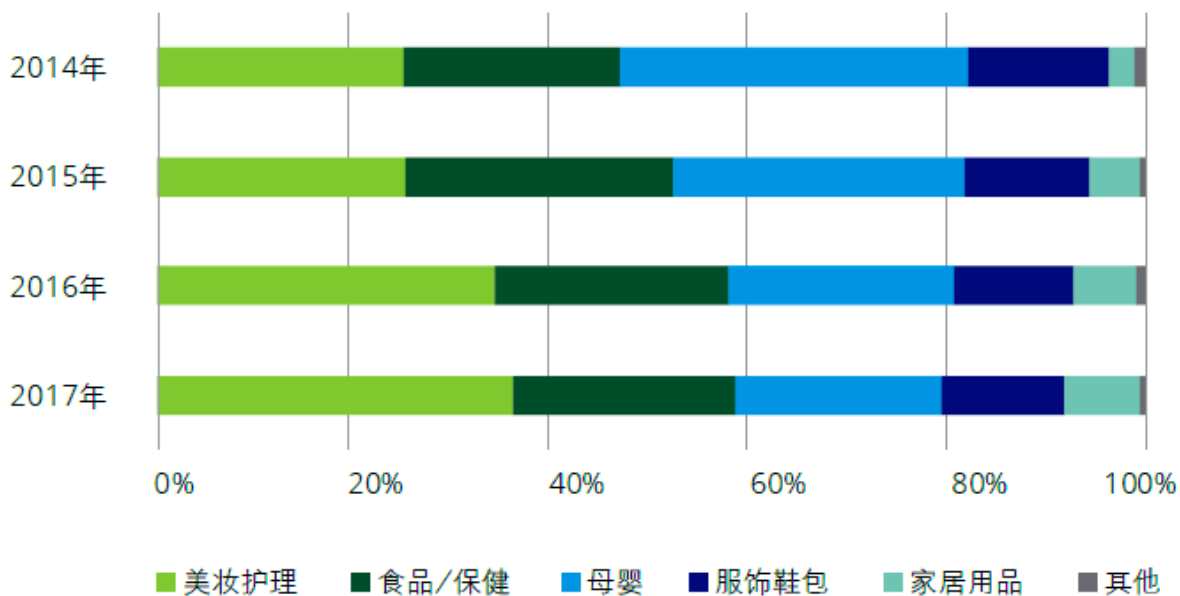


图：18Q1-20Q2跨境进口零售电商市场份额变化

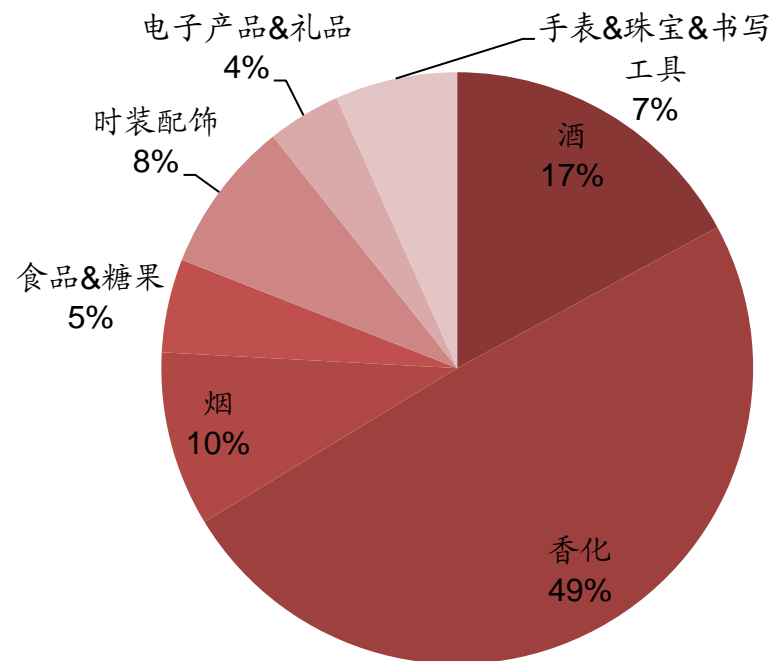


跨境电商与免税品最畅销的均为美妆类产品。跨境电商我们以天猫国际为例，天猫国际主要销售品类为美妆护理、食品/保健、母婴、服饰鞋包、家居用品等，占比分别为38%、22%、20%、12%、6%。而2017年，中国地区免税品除美妆占比49%外，销售品类主要为烟&酒、时装配饰、食品&糖果、电子产品&礼品、手表&珠宝&书写工具等，各自占比为27%、8%、5%、4%、7%。

图：2014-2017年天猫国际销售品类分类



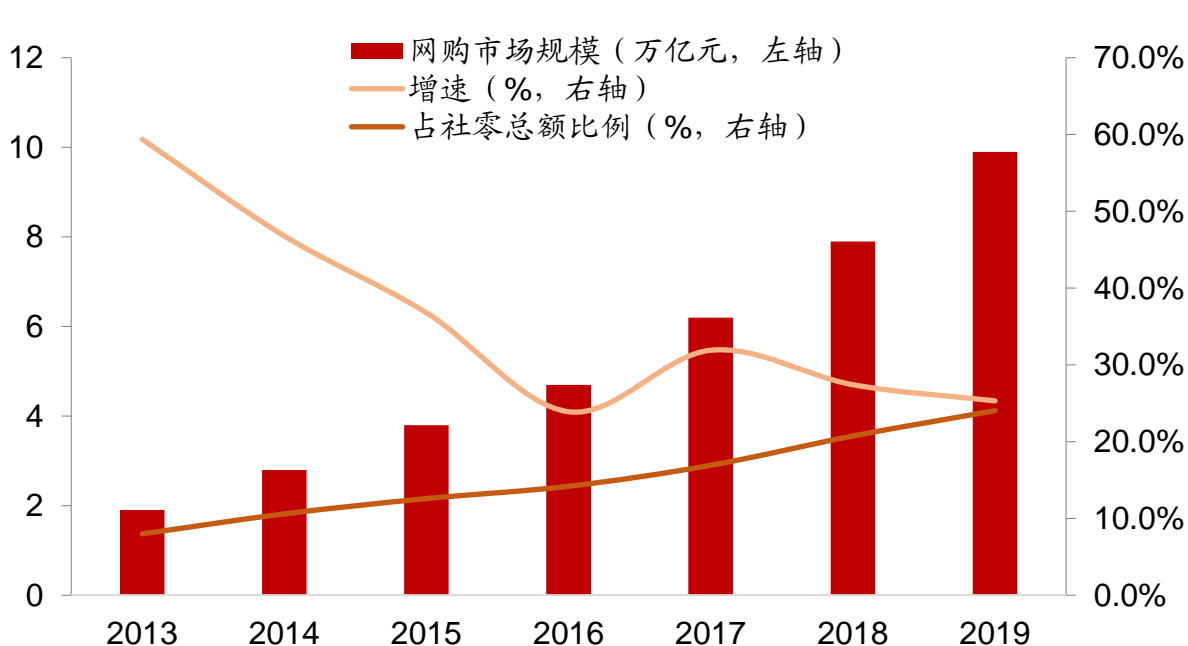
图：2017年中国地区分品类免税销售额占比



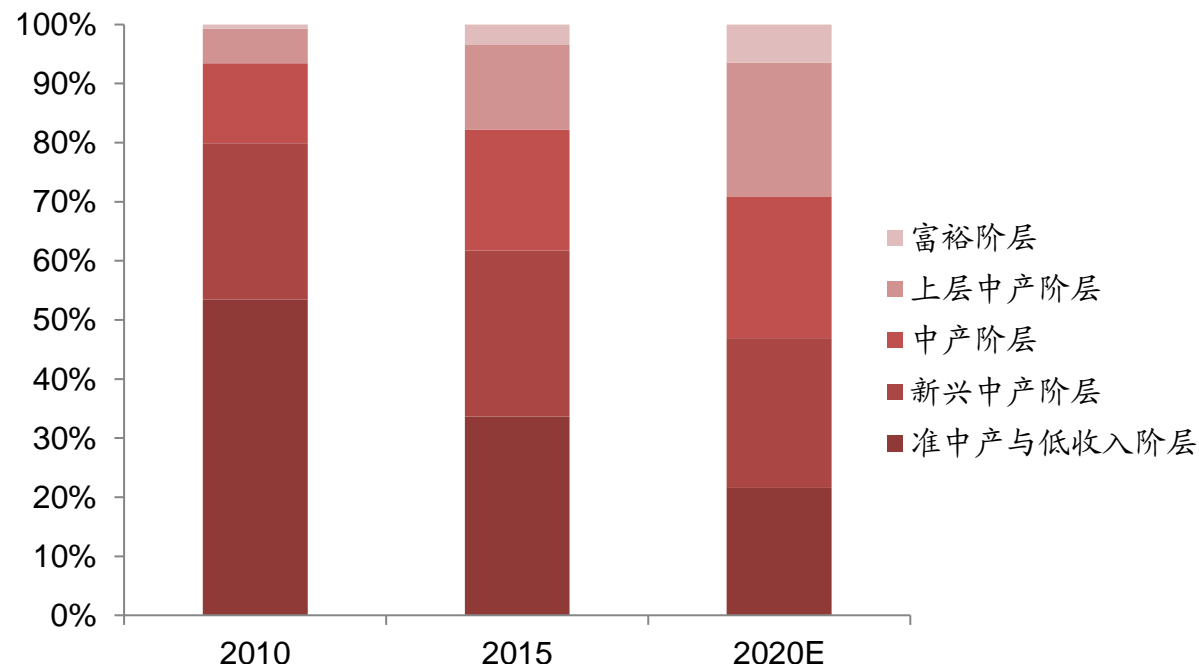
跨境电商丰富消费者产品选择，崛起的中产阶级成为消费主力军。伴随着互联网成长起来的90后、95后一代，逐渐成长成为消费主力人群，他们追求体验、个性化，更愿意尝试新鲜事物，更愿意花时间研究产品、分享体验。根据艾瑞咨询，2019年中国网购市场交易规模达9.9万亿元，同比增长25.3%，占社零总额的24.1%。

而海淘人群以中产阶级为主，随着中国中产阶级家庭规模的持续扩大，跨境购买主力人群也不断扩大，促进了跨境电商行业的发展。据艾瑞咨询，2010年中产阶层家庭数量（新兴中产+中产+上层中产）占比为46%，2015年这一占比达到63%，2020年这一占比将进一步提升至72%。

图：2013-2019中国网购市场规模及在社零总额中占比



图：2010、2015、2020年中国中等收入人群规模占比情况





# 02

## 渤海轮渡跨境 电商业务具备 独特性

国家政策大力支持

烟台市具备发展电商基础

烟台保税区地理位置优越

渤海轮渡自带流量

线上线下相结合，模式独特

**国家自上而下发展跨境电商试点的政策导向明显，烟台位列其中。**2019年12月，国务院下发《关于同意在石家庄等24个城市设立跨境电子商务综合试验区的批复》，烟台位列国家级跨境电商综合试验区城市之中。2020年1月，商务部、发展改革委、财政部、海关总署、税务总局、市场监管总局等六部委联合印发《关于扩大跨境电商零售进口试点的通知》，将烟台市纳入跨境电商零售进口试点范围。2020年4月，国务院批复同意烟台保税港区整合优化为烟台综合保税区。上述政策为烟台综合保税区发展跨境电商提供了良好的政策基础。

**烟台市政府大力支持。**2020年6月，烟台海关召开新闻发布会，表示全力支持烟台落地试点跨境电商全部业务模式。科学评估烟台跨境电商发展布局，按产业模式实施分类管理，全面推进精准扶持。依托特殊监管区域重点扶持网购保税（1210）模式，依托监管作业场重点扶持跨境直购（9610）模式。

表：关于烟台跨境电商、保税区等政策密集出台

时间	政府机关或政策文件	主要内容
2019年12月	国务院《关于同意在石家庄等24个城市设立跨境电子商务综合试验区的批复》	烟台位列国家级跨境电商综合试验区城市之中
2020年1月	六部委联合印发《关于扩大跨境电商零售进口试点的通知》	将烟台市纳入跨境电商零售进口试点范围
2020年4月	国务院	批复同意烟台保税港区整合优化为烟台综合保税区
2020年5月	海关总署印发《关于烟台综合保税区规划建设有关事宜的函》	就建设发展好烟台综合保税区提出明确要求
2020年6月	烟台海关召开新闻发布会	全力支持烟台落地试点跨境电商全部业务模式。科学评估烟台跨境电商发展布局，按产业模式实施分类管理，全面推进精准扶持。依托特殊监管区域重点扶持网购保税（1210）模式，依托监管作业场重点扶持跨境直购（9610）模式。

2020年8月6日下午，烟台保税港区管委与渤海轮渡共建跨境电商供应链平台签约仪式在烟台综合保税区举行，双方决定在跨境电商、航运物流、智能化仓储、供应链金融、系统支持等多个领域建立全面合作关系。

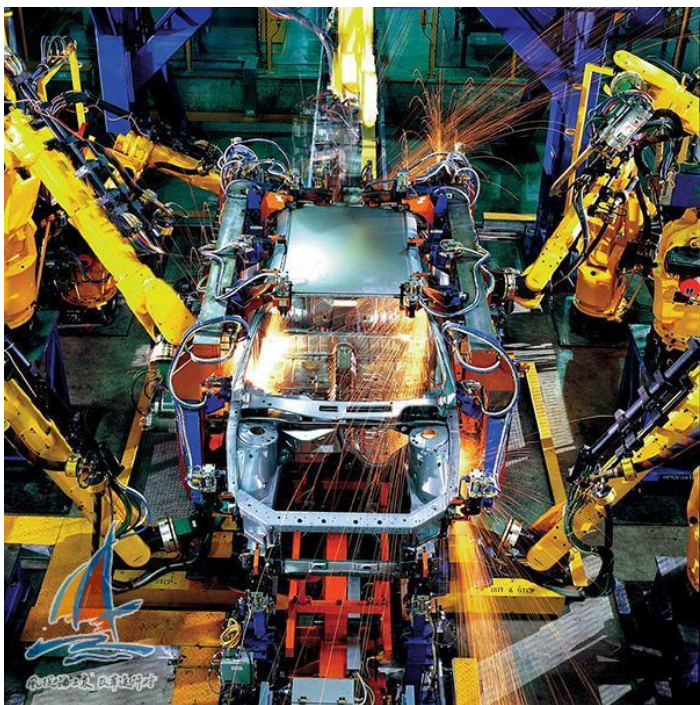
该项目是国内首个政企合作以**主打日韩商品贸易为特色的跨境电商项目**。双方深度契合，优势互补，借助于烟台保税港区的政策优势和制度创新优势，以“展示交易+跨境电商组合”的新模式，开展保税展示、跨境电商产品区内**线下自提、跨境产品国际采购、保税进口、直邮进口**等综合业务，致力于打造国内日韩跨境商品分拨中心和集散地，打造国内日韩商品跨境电商产业标志性平台。

图：山东卫视报道烟台保税港区管委会与渤海轮渡战略合作协议签署仪式



烟台是一座工业密集度很高的城市，主要发展和业已具备现代海洋、装备制造、电子信息、高端化工等产业链优势，城市主要的产品就是工业生产资料，孕育了如**万华化学**、**万润股份**、**正海磁材**等优秀上市公司。加上着力发展的医养健康、文化旅游、现代物流、高效农业等产业集群，构成了烟台发展跨境电商产业的潜力基础产业。

图：烟台汽车制造、海洋装备制造、现代化工产业密集



**紧邻日韩，海运时间短。**烟台市与日、韩隔海相望，位处“一带一路”重要节点、欧亚班列始发点。韩国仁川-烟台、釜山-烟台分别16小时、48小时可达，日本全线与烟台96小时内可达。烟台-日本、烟台韩国分别有5条、6条航线，每周分别有5班、12班，交通便利。

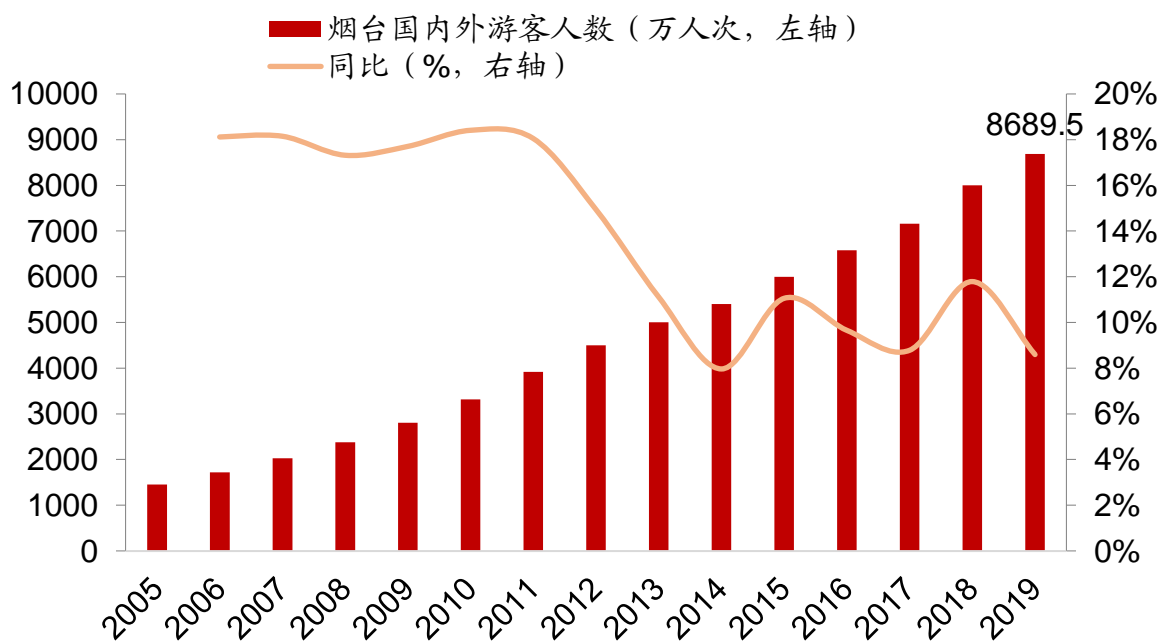
图：烟台、韩国、日本区位示意图



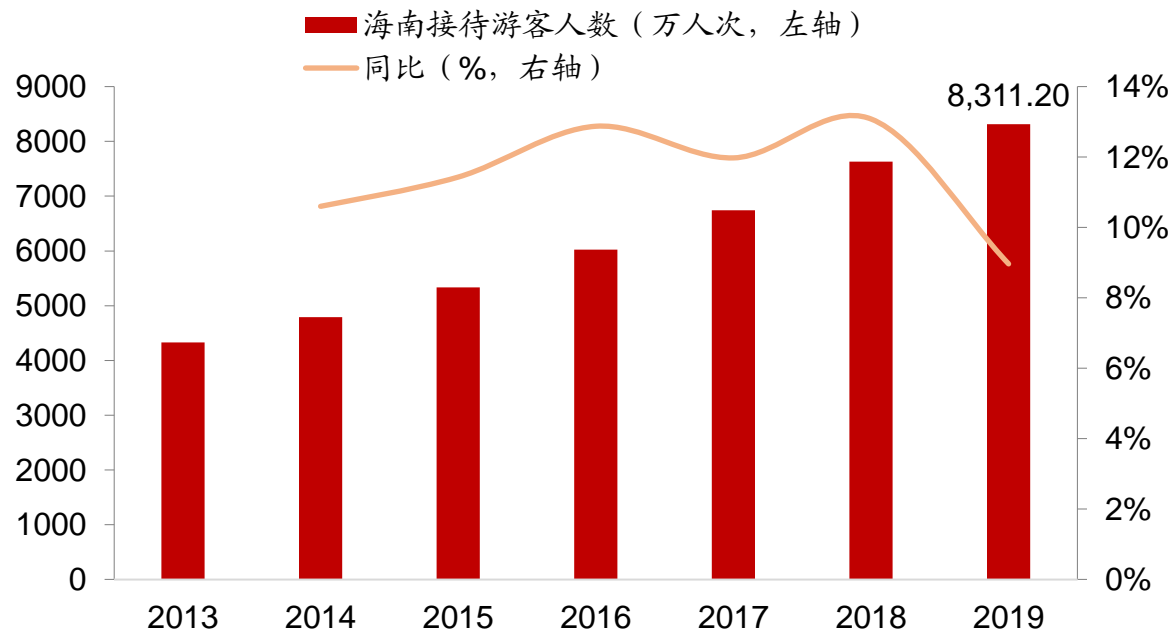
烟台市是旅游城市，旅游人数媲美海南，但旅游收入占GDP比重显著低于海南。2019年烟台市接待国内外游客8689.5万人次，同比增长8.6%，其中海路客运量近500万人次。这一旅游人数可以与2019年海南全省旅游人数8311.2万人次匹敌。2018年烟台市旅游收入占烟台市GDP的13.4%，低于海南省的19.3%。

日韩保税商品购物体验有望嵌入烟台旅游产业链。渤海轮渡客滚船舶、邮轮、中韩国际轮渡客运量合计每年均超过300万人次，其中三分之一以上为旅行社组团。采用线下模式与旅行社广泛合作，借助与海关建立数据连接平台，实现“三单合一”的交易，将日韩保税商品购物体验嵌入到烟台旅游产业链中，打造具有中日韩自贸区特色、品牌特色的旅游消费新模式，既能提升烟台旅游产业的热度，又能保证线下销售端丰富的客源和收入。

图：烟台每年国内外游客人数情况



图：海南每年接待游客人数情况



**烟台保税港区位于烟台市中心。**烟台保税港区位于山东半岛北部，与日、韩隔海相望（距离韩国235海里、日本529海里），东接港口、西邻城市生活区，南距烟台火车站1公里、北与中国南北交通大通道—沈梅高速、烟台至大连的火车轮渡码头仅一网之隔，距离烟台蓬莱国际机场仅需30分钟车程。

**在烟台保税港区设立日韩保税商品线下自提业务类似“市内免税店”。**由于烟台保税港区地理位置优越，位于烟台中心区域，在保税区内设立保税商品线下自提业务即市区保税商品展示购买，与我们熟知的“市内免税店”类似，区别在于，市内保税店需要交跨境电商综合税。

图：烟台保税区地理位置示意图



目前，烟台保税港区为跨境电商产业发展预留了充足的发展空间，构建了2400平方米海关标准化查验中心，跨境电商产业园一期、二期、三期面积为**3万平方米**，跨境电商专用仓库1万平方米。产业园分三期建设，**一期1.6万平方米**，培育商品展示交易、跨境电商创业孵化、直播产业基地及综合办公等功能，**二期可利用厂房7000平方米**，**三期可利用面积1万平方米以上**。

**全球销售额最高市内免税店为1.6万平米**，2-3万平米即使在单体市内免税店亦是较大营业面积。目前全球最大单体免税店是三亚海棠湾免税店，营业面积达7.2万平米，2019年免税销售额102亿元。国内其他市内免税店目前亦主要在海南，其中海口日月广场免税店2019年开业，营业面积2.2万平方米，销售额9.5亿元；琼海博鳌免税店营业面积0.42万平米，2019年销售额0.6亿元。全球销售额最高的市内免税店是韩国乐天首尔明洞免税店，营业面积1.6万平米，2018年销售额达35亿美元（约245亿元人民币）。

表：典型市内免税店面积、营业额情况

市内免税店	开业时间	区位	营业面积 (万平米)	2019年销售额 (亿元)
三亚海棠湾免税店	2014	距三亚市车程30分钟	7.2	102
海口日月广场免税店	2019	海口市中心	2.2	9.5
琼海博鳌免税店	2019	博鳌亚洲论坛景区	0.46	0.6
乐天韩国首尔明洞市内免税店	1980	首尔市中心	1.6	245 (2018)
烟台保税区日韩商品保税店		烟台市中心	首期约1.6	

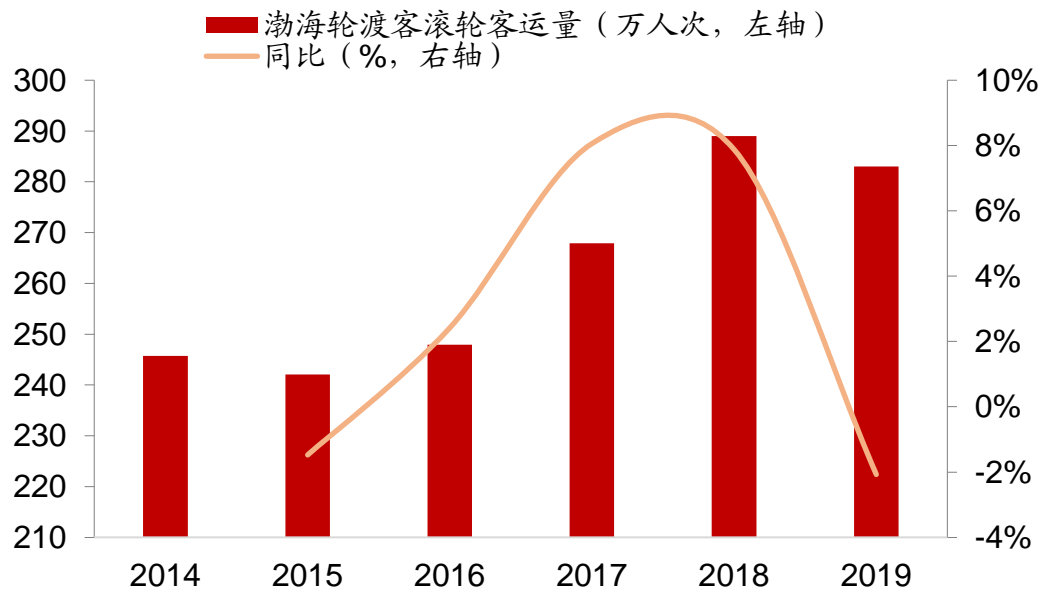


2019年，渤海轮渡客滚船舶、邮轮、中韩国际轮渡客运量合计约300万人次，其中1/3以上为旅行社组团。渤海轮渡可借助自身流量进行变现，如在船舶、邮轮上设置保税产品展示店，旅客如想购买，可下单，商品可从保税仓邮寄到家。

**商品价格方面，可享受比境外免税店更低的价格。**综合保税区绝大部分跨境电商商品采用综合税制为商品价格的9.1%、高端香化为23.1%，价格优势突出。对于境外集中采购和厂家直供商品，消费者可以享有比在境外免税店更低的购买价格。

**购买门槛显著低于传统免税店，渤海轮渡已与8家快递物流公司签署战略合作协议，可直邮到家。**消费者凭身份证登记个人信息即可购买保税商品，购买额度方面，单次不超过5000元，一年合计不超过26000元。8月17日，公司公告与8家国内知名快递物流公司签署合作协议，在快递成本、快递时效方面已经做足准备。（8家公司包括邮政、丰驰顺行、中通、百世、圆通、德邦、环东供应链、深国际供应链公司）

图：渤海轮渡客滚轮客运量情况



表：渤海轮渡保税/跨境电商模式与免税模式对比

模式	渤海轮渡保税/跨境电商	机场免税	海南离岛免税
针对客群	中国居民	出入境旅客	出入海南岛旅客、海南岛居民
额度	单次5000元，全年26000元	单次8000元	全年10万元
主要成本	税收：一般商品9.1%，高端香化23.1%；快递成本	机场提成约占销售额40%	物业成本等

当前跨境电商大多由传统平台类电商导入流量，均只可做线上模式。且因为较难获取品牌直接授权，商品渠道较多，顾客很难甄别商品的真假。此外，平台型跨境电商商品大多放在海外保税仓，清关速度较慢。

公司依托烟台保税区独特地理位置优势，可发展线上+线下跨境电商模式。渤海轮渡依托烟台保税区在烟台市中心的地理位置优势、烟台保税区营业面积可达3万平的面积优势，烟台旅行社流量接入支持，可发展成类“市内免税店”的线下模式，依托渤海轮渡的每年300万海运客流，可发展“船上展示店+直邮到家”的线下模式。后期可线上、线下发展相结合。

表：渤海轮渡保税/跨境电商模式与传统跨境电商模式对比

模式	渤海轮渡保税/跨境电商	传统跨境电商
针对客群	中国居民	
额度	单次5000元，全年26000元	
场景	烟台日韩保税商品店、渤海轮渡船上展示店、线上跨境电商	线上跨境电商
信任程度	烟台政府背书；可能与境外免税店合作，有境外免税店背书。信任程度高	基于个人对电商平台的信任
物流时效	可线下自提、烟台保税区发货直邮到家较快	国内保税仓直邮较快、海外保税仓或海外直邮较慢
价格	低于境外免税店价格	高于免税店价格

# 03

## 传统业务 经营稳定

**客滚运输行业：盈利稳定**

**公司地位：客滚运输龙头**

**业务布局：客滚运输占81%**

**烟连区域线：收入贡献60%**

**财务情况：业绩稳健**

**需求端：多重因素催化**

**供给端：集中度不断提升**

### ➤ 客滚运输类似“水上高速公路”，盈利稳定

客滚运输行业属于水上运输行业，类似水上高速公路，具有明显的成本优势和时间优势，业务盈利稳定。

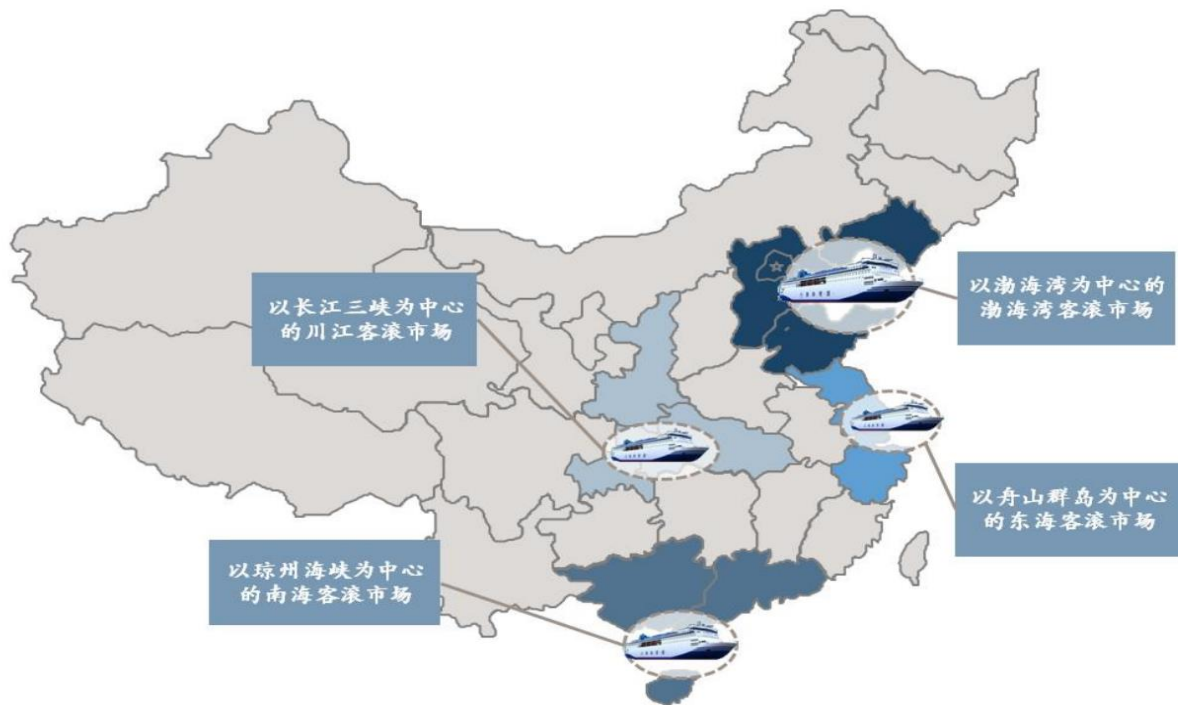
客滚运输载体主要为车客滚装船，主要用于装运卡车、小汽车、旅客以及提供船上游客住宿和娱乐服务，具有装卸效率高、对码头要求低、港口投资少、装卸费用低、“门对门”直接运输等优势，在中短途水运中具有较大的竞争力，获得了迅速的发展，并逐步取代中短途客船的运输。

### ➤ 行业准入壁垒高，区域性经营、季节性特征明显

地理环境是产生客滚运输需求的必要条件，客滚运输业实行严格的市场准入制度。目前，我国形成了分别以渤海湾内海、杭州湾海域、琼州海峡以及长江沿岸为中心的四大客滚市场。

客滚运输所在区域腹地的物流、车流和人流的季节性波动决定了该区域市场需求的季节性特征，比如渤海湾市场受旅游季节影响，7-9月为旺季，11月-1月为淡季。

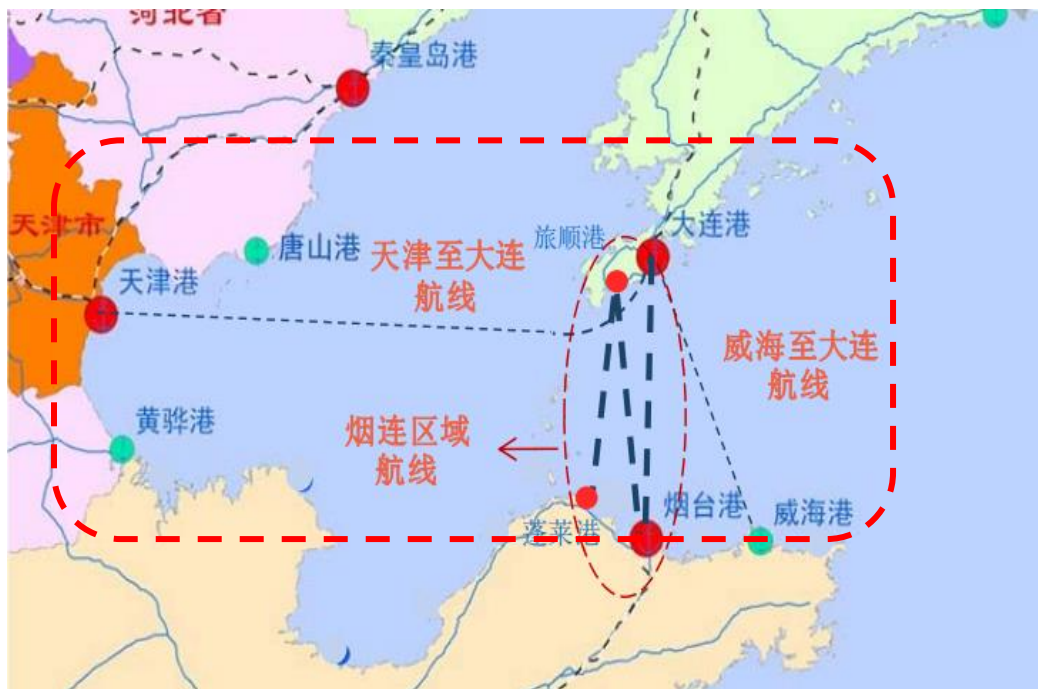
图：我国四大客滚市场



**渤海湾天然成C字型，海路运输优势明显。**渤海湾地区主要由山东半岛、京津冀、辽东半岛三个区域组成，地理位置上呈C字形分布，海路运输优势明显。渤海湾客滚运输市场的主要航线包括连接山东和辽宁两省沿海城市的客滚运输航线。

**烟连区域航线具有重要交通运输地位。**烟连区域航线是渤海湾最为重要、最为成熟的航线，是国道主干线“五纵七横”中最长一纵“同三线”的海上连接段，还是唯一一条贯通中国东南沿海地区的沈海高速公路的海上连接段。

图：渤海湾客滚运输市场主要航线图



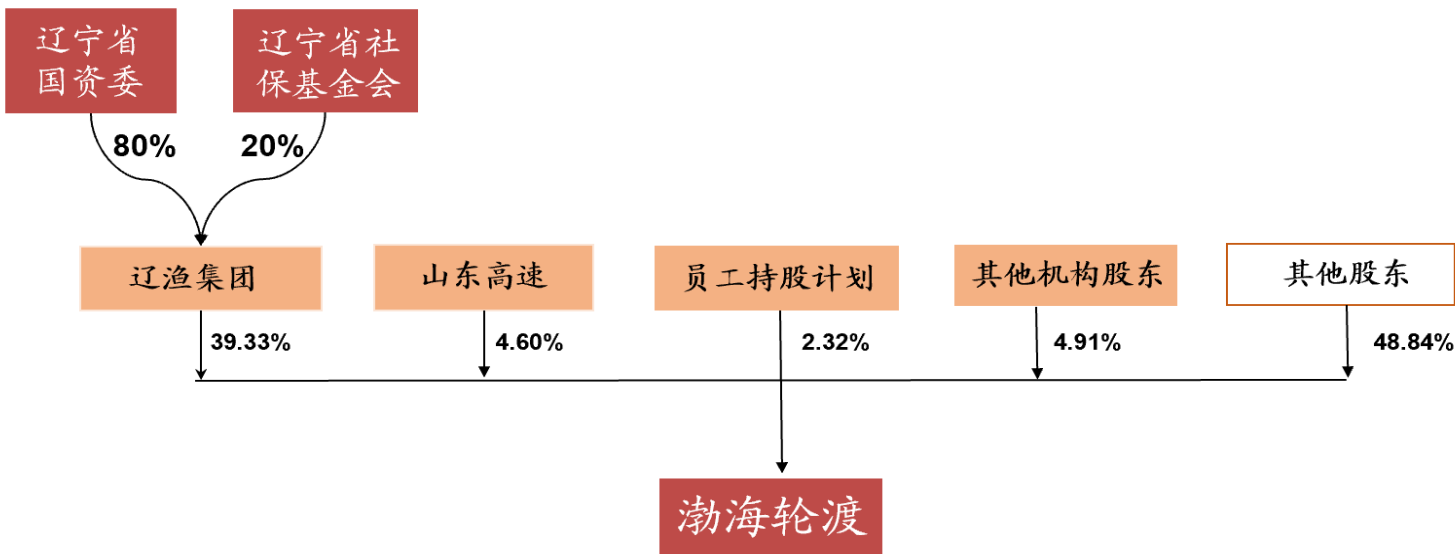
图：烟连区域航线



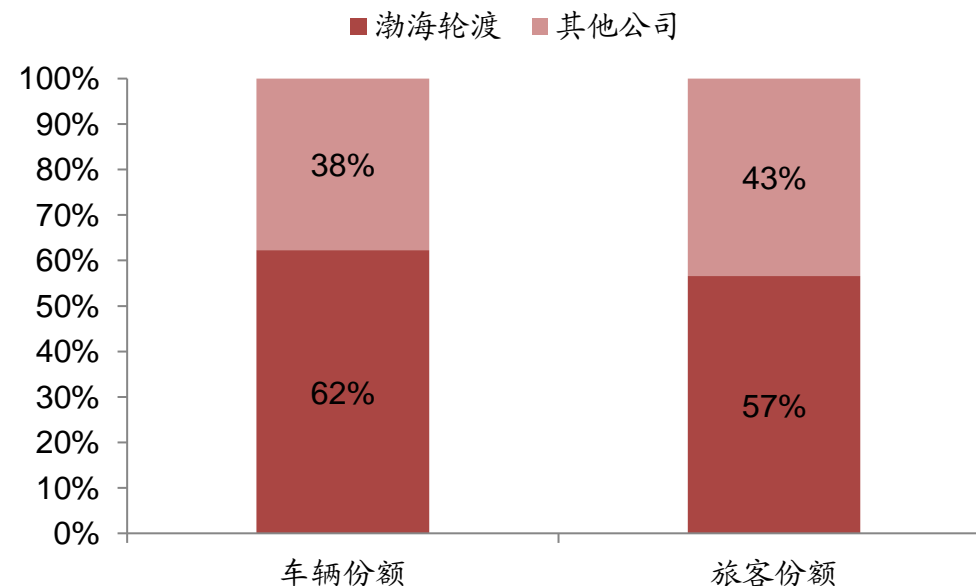
国内客滚运输龙头企业，实际控制人是辽宁省国资委。公司是亚洲规模最大、综合运输能力最强的专业化客滚运输龙头企业，2012年成为山东省首家A股上市航运企业。公司第一大股东为辽渔集团，实际控制人是辽宁省国资委。另外，公司2018年实施员工持股计划，持股比例为2.32%。

渤海湾客滚运输市场中，公司车客市场占有率近10年居全国同类企业首位。2019年，公司车运量完成81.5万辆次，客运量完成283万人次。根据烟台市交通运输局数据，2019年集团在渤海湾客滚运输市场中，车辆份额为62.3%，旅客份额为56.6%，车客市场占有率近10年居全国同类企业首位。

图：渤海轮渡股权结构（2020年中报）



图：2019年渤海轮渡车客市场占有率位居首位



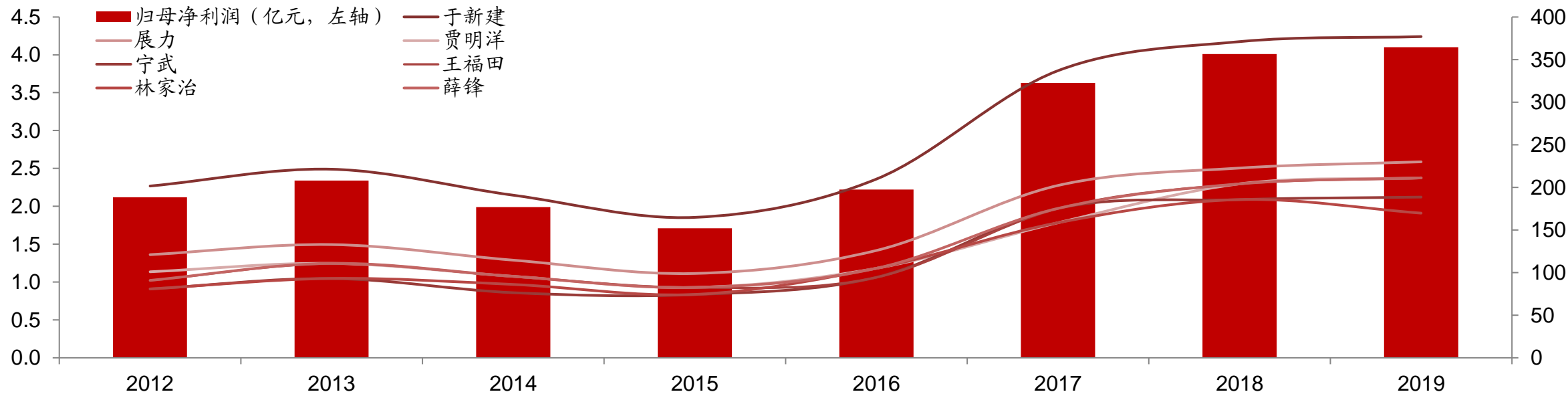
## ➤ 2018年起实施员工股权激励

2018年，公司实施员工股权激励，通过长江养老保险产品设置“渤海轮渡员工持股计划专项投资组合”，累计买入公司股票约1082万股，约占公司总股本的2.28%，成交均价约为人民币10.58元/股，成交总金额为1.145亿元。

## ➤ 7位高管薪酬与归母净利润挂钩

2012-2019年，7位高管薪酬与当年公司归母净利润挂钩，呈现一致增长趋势。另外，高管均持有数十万股公司股份，收益与公司经营水平挂钩。管理层利益与公司市值绑定，有利于提升公司的管理水平。

图：7位高管薪酬（百万元）与公司归母净利润挂钩

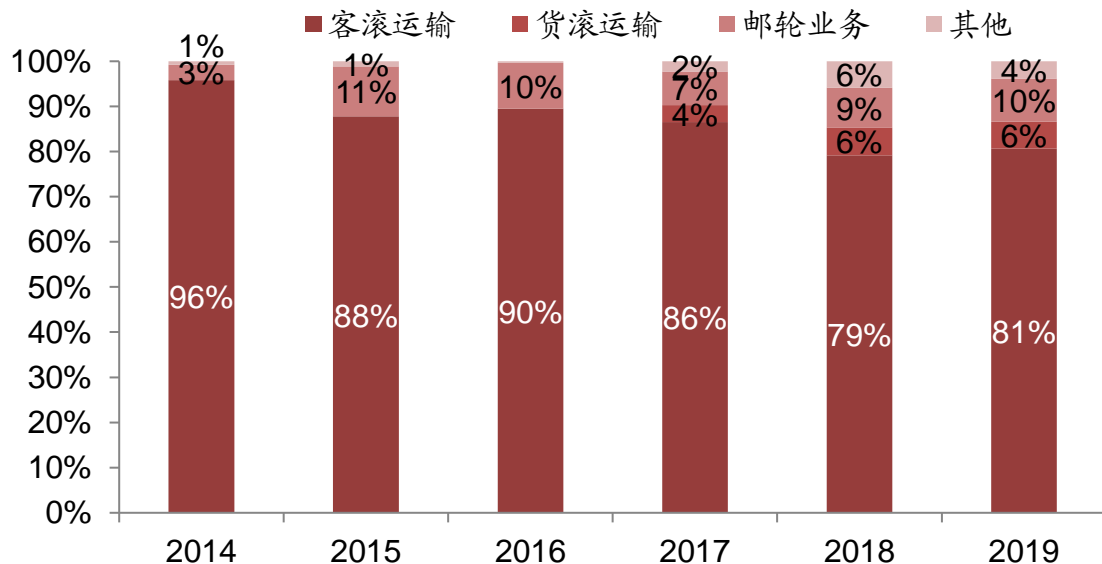


**客滚运输：收入占比81%，毛利润贡献103%。**公司是渤海湾规模最大、综合运输能力最强的客滚运输企业，拥有烟台至大连航线、蓬莱至旅顺航线、龙口至旅顺航线客滚运输资质，合计控制11艘大型客滚船运营，船舶总吨位28万吨、总车道线2.2万米、总客位1.8万个。2020年3月，公司收购威海海大轮渡66.67%股权，威海海大运营威海-大连航线，旗下2艘客滚船，将进一步巩固公司在渤海湾客滚市场的龙头地位。

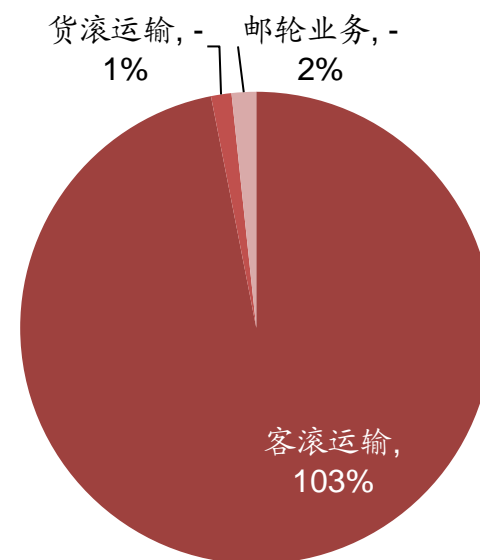
**货滚运输：客滚运输的补充，2017年开始运营，毛利率尚未转正。**货滚运输业务作为客滚运输业务的补充，收入来源于车辆和商品车的运费。2017年，“渤海明珠”轮和“渤海金珠”轮货滚船投入运营。

**邮轮业务：收入占比约10%，有望实现盈利。**公司2014年拓展了邮轮业务，拥有1艘“中华泰山”邮轮，为国内首艘自主运营与自主管理的邮轮。2014-2019年，邮轮业务毛利率从-52%上升到-5%至7%，中和燃油价格补贴后，有望实现盈利。

图：客滚运输收入占比81%



图：2019客滚运输毛利润占比103%





### ➤ 渤海湾客滚市场规模最大、综合运输能力最强

在渤海湾客滚市场，公司是国内规模最大、综合运输能力最强的客滚运输企业，旅客份额约56%，车辆份额约62%。2020年起，公司运营4条航线，控制11艘大型客滚船运营，深耕“烟台-大连”黄金航线。

### ➤ 车辆运费和旅客运费收入65%:35%

公司客滚运输业务收入来源于车辆和旅客的运费，2016-2019年，其中车辆的运费收入占航线总收入的60%左右；2020H1，这一比例上升至65%。

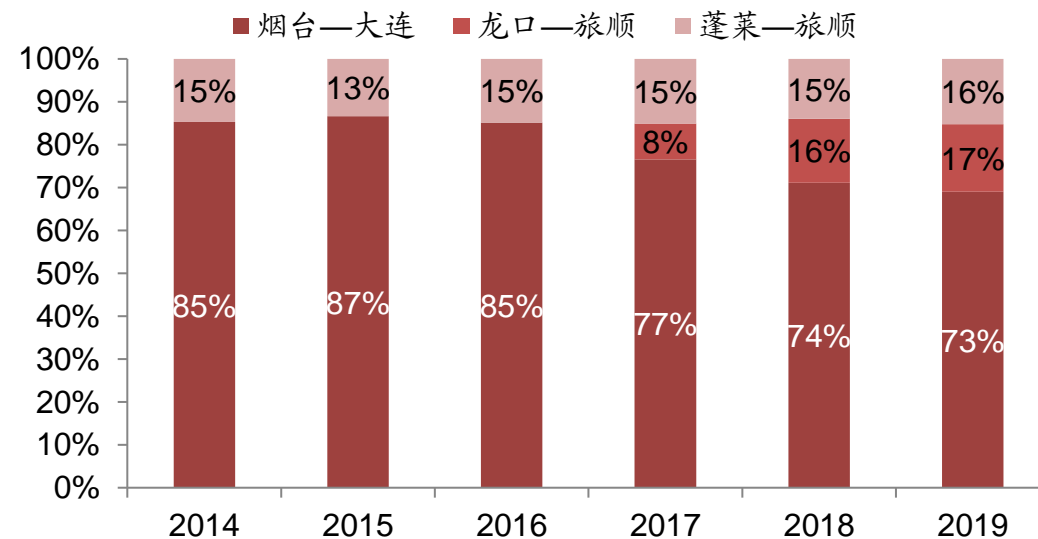
### ➤ 深耕烟台-大连航线，19年为总收入贡献60%

烟台-大连航线是公司客货滚运输业务的主要收入来源，2019年营收9.9亿元，占总收入比例60%，占客货滚运输业务收入的73%。2017年，公司新开通了龙口-旅顺航线，导致烟台-大连航线收入占比下滑，但主力地位仍稳固。

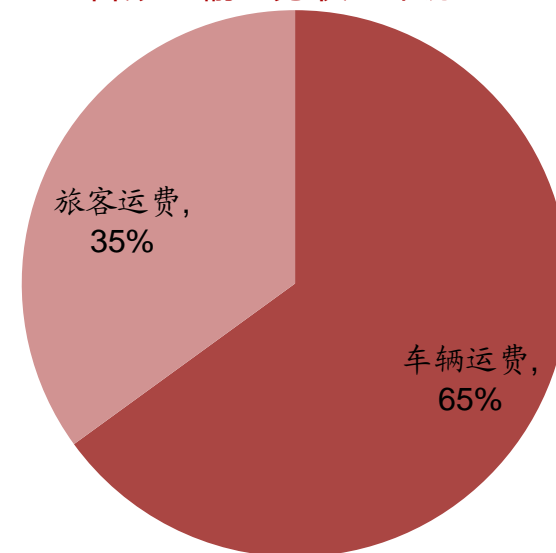
### ➤ 龙口-旅顺竞争能力上升，蓬莱-旅顺航线稳定

2014-2019年，蓬莱-旅顺航线收入规模稳定在15%-16%的水平，发展平稳；2017年，公司开通龙口-旅顺航线，竞争力持续上升，占客货滚业务收入比例从8%提升至17%。

图：2014-2019客货滚运输航线收入占比



图：2020H1客滚运输业务收入来源



➤ **烟连区域航线与陆路的距离比例为1:9，是客滚运输的“黄金航线”**

大连和烟台分别占据渤海湾C字的两头，两地陆路距离约1490公里，而海路距离仅为89海里（约165公里），**陆路和海路距离的比例达9:1，即海路节约1325公里**，故相对陆路运输具有较大的成本优势和时间优势。因此，烟连区域航线是我国公认最适合开展客滚运输业务的航线之一，被誉为客滚运输“黄金航线”。

➤ **客滚运输性价比高，“烟台-大连”航线具有刚性需求**

我们具体比较了不同出行方式的成本、耗时、便利性和体验感，其中航空出行舒适度最高，但价位高且时间自由度低；铁路和公路耗时长，舒适度低，而且价格也高；轮渡方式是兼具耗时较短、成本较低、舒适度较高的出行方式，因此此航线需求较大。

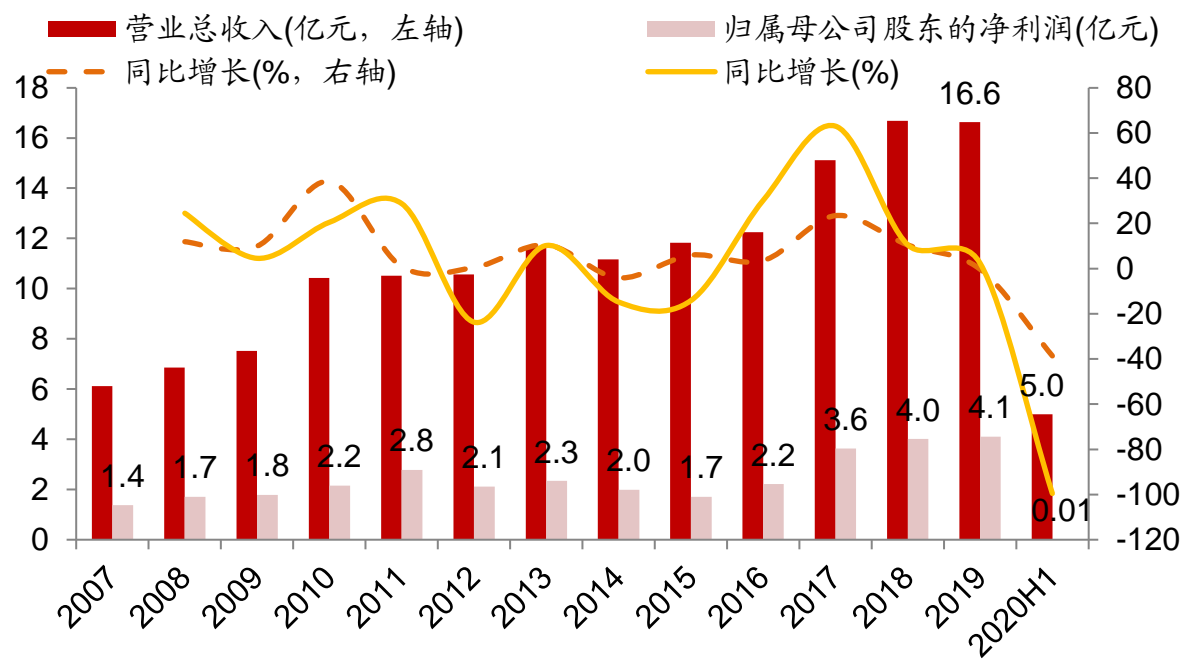
表：烟台-大连路线出行方式比较，客滚运输性价比高

出行方式	轮渡	航空	铁路	公路
能否直达?	√	√	×	-
距离（公里）	165	154	-	约1490
时间（小时）	6.5	1	9-25	16-18
费用（元）	190-1200	350-2280	700-2100	约1600
每日班次	9	约4	≥8	24小时开放
是否能自驾游?	√	×	×	√
出行体验	舒适度较高，价位选择多，方便快捷	耗时短，舒适度高，价格较贵，时间自由度低	换乘耗时长，舒适度低，价格较高	耗时长，舒适度低，价格较贵

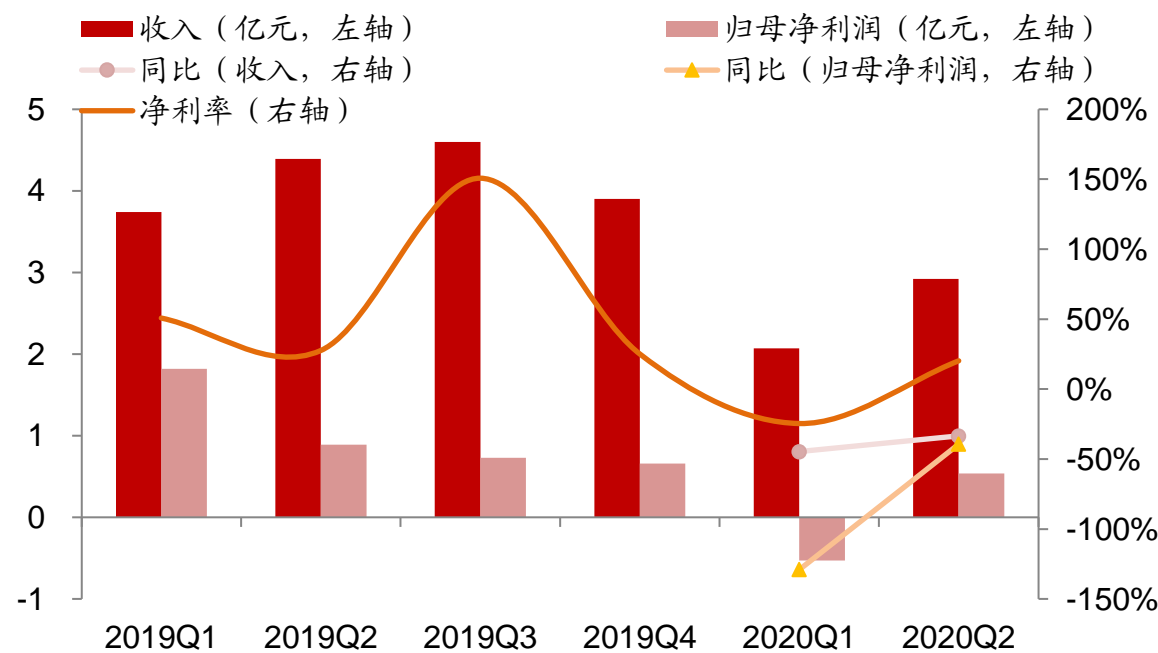
**业绩较稳健：收入、净利润近十年复合增长率分别为8.3%、9.3%。**2019，营业收入16.6亿元/-0.3%，归母净利润4.1亿元/+2.4%。2009-2019年，收入复合增长率8.3%，净利润复合增长率9.3%。

**受新冠疫情冲击，2020年短期亏损有限，Q2净利率转正，H1盈亏平衡。**受新冠疫情冲击，20Q1营收2.1亿元/-45%，Q2业绩开始复苏，营收2.9亿元/-38.7%。20H1营业收入5亿元/-39%，归母净利润0.01亿元/-100%，基本实现盈亏平衡。

图：公司业绩稳健，净利润十年复合增长率9.3%



图：新冠疫情导致的短期亏损有限，20H1盈亏平衡



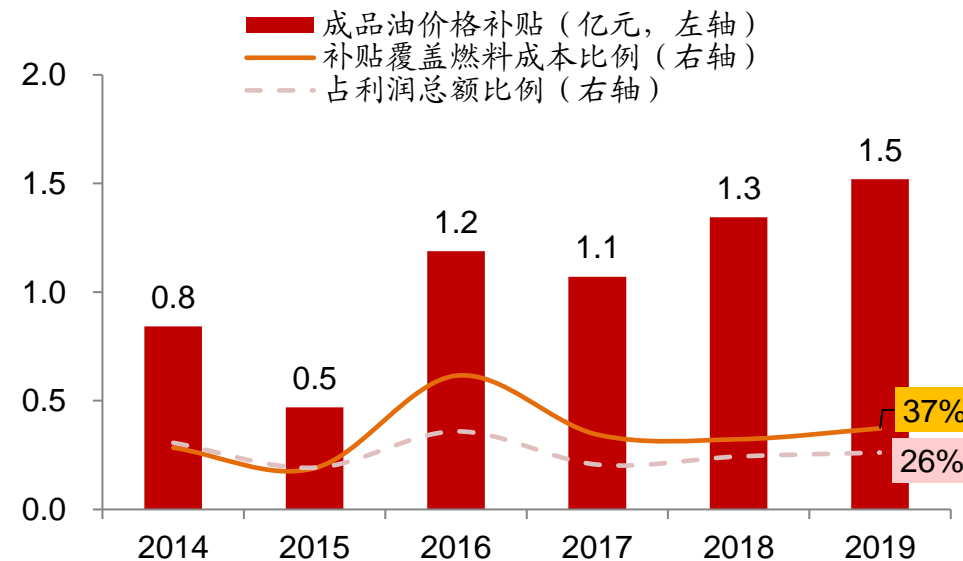
## ➤ 燃料、港口费位列成本构成前二，合计占比58%

在公司主营业务中，成本比重位列前二的分别是燃料和港口费，其中燃料成本合计占比36%，港口费合计占比约22%。在收入规模占比81%的客滚运输业务中，燃料、港口费、折旧成本分别占比36%、24%、12%。

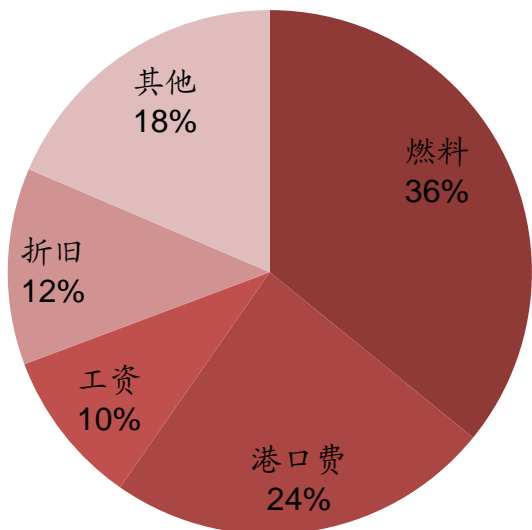
## ➤ 公司每年取得的成品油价格补贴平均能覆盖3成以上燃油成本

2019年，公司获得政府成品油补贴1.5亿元，占利润总额的26%，覆盖当年37%的燃料成本。2014-2019年，公司每年取得的成品油价格补贴与当年收益相关，平均能覆盖当年燃料成本的三成以上。

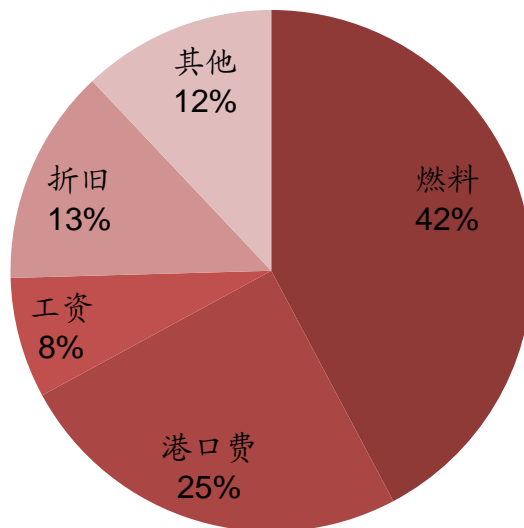
图：渤海轮渡取得的成品油价格补贴约能覆盖3成以上燃油成本



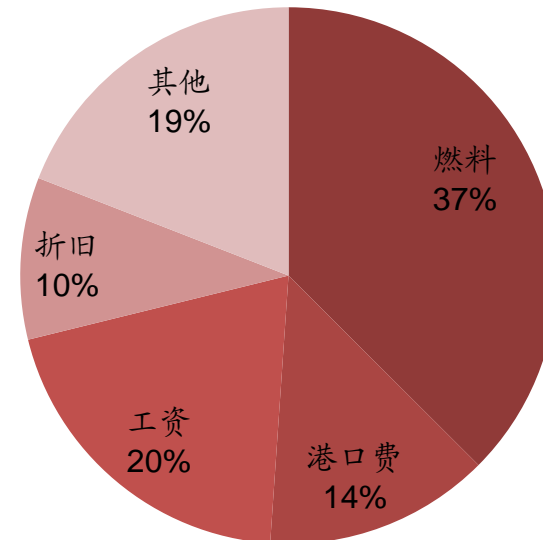
图：客滚运输业务成本分析



图：货滚运输业务成本分析



图：邮轮业务成本分析



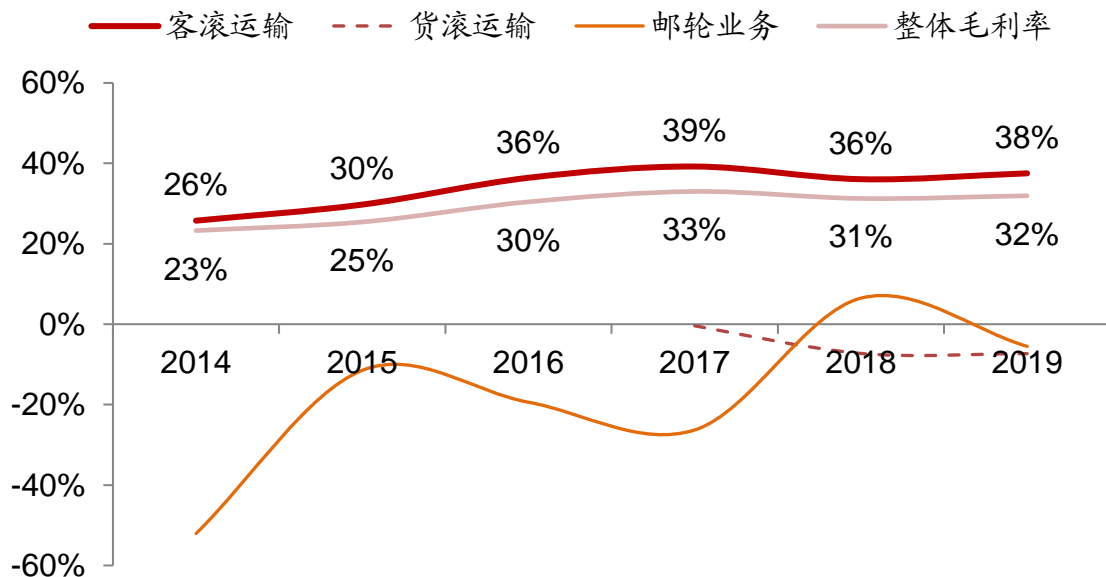
## ➤ 主要业务客滚运输具有高毛利特性

公司深耕客滚运输业务，2019收入规模占比81%，毛利贡献度达103%；毛利率38%，带动整体毛利率上升到32%。2018年，邮轮业务毛利率为6.5%，实现转正；2019，因按规定使用低硫燃料油导致燃油成本增加，同时因航次增加导致相关服务成本增加，毛利率退回-5.5%，未来有望逐渐实现盈利。

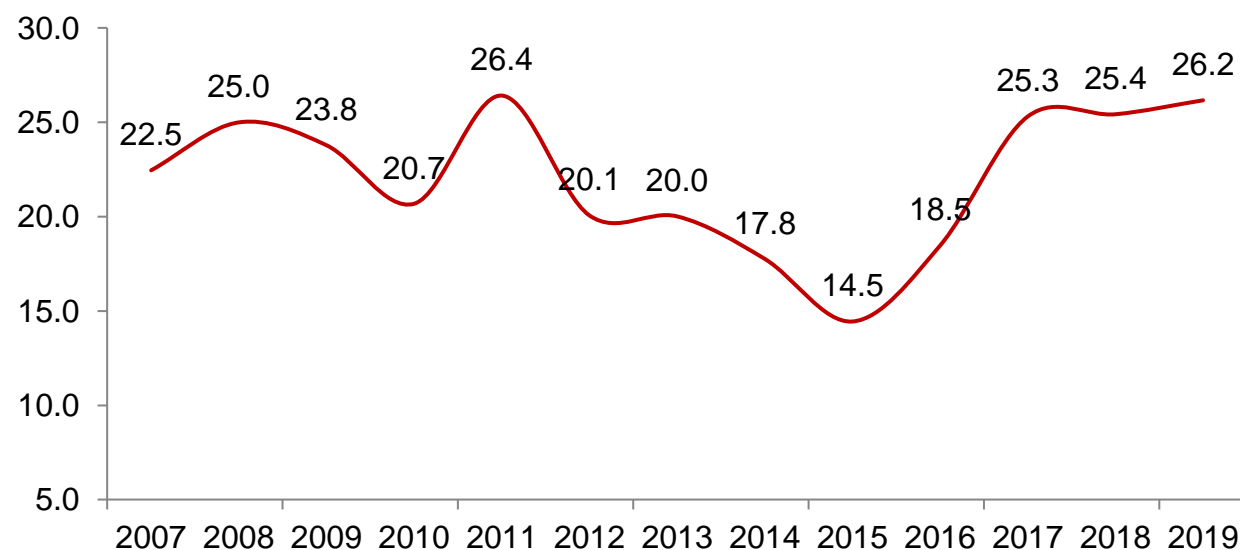
## ➤ 整体盈利能力强劲，连续三年净利率高于25%

2019年，公司净利率约26.2%，已连续三年超过25%。2014年，由于新拓展邮轮业务，其毛利率为-52%，导致净利率短期下滑。

图：客滚运输业务毛利率接近40%



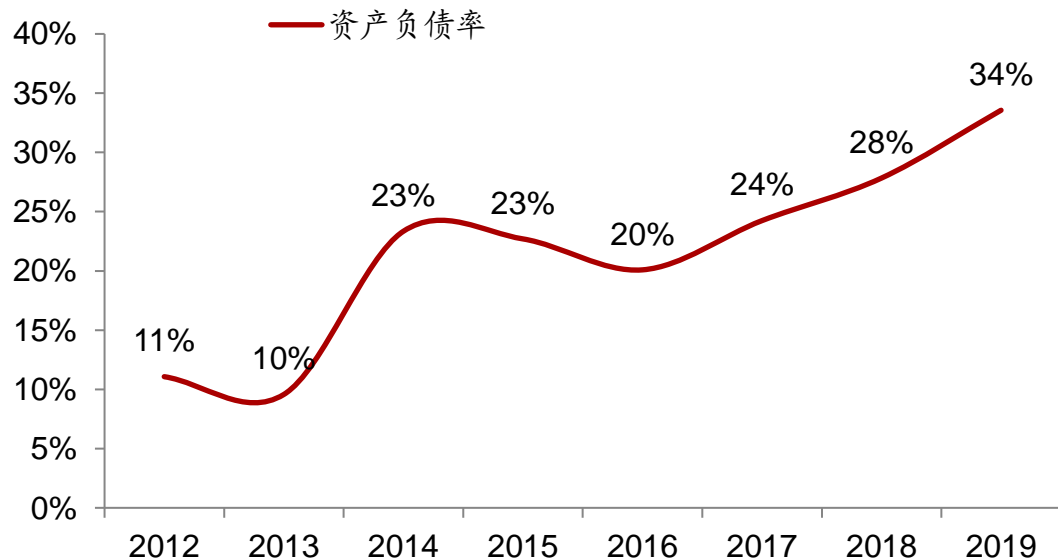
图：净利率连续三年高于25%



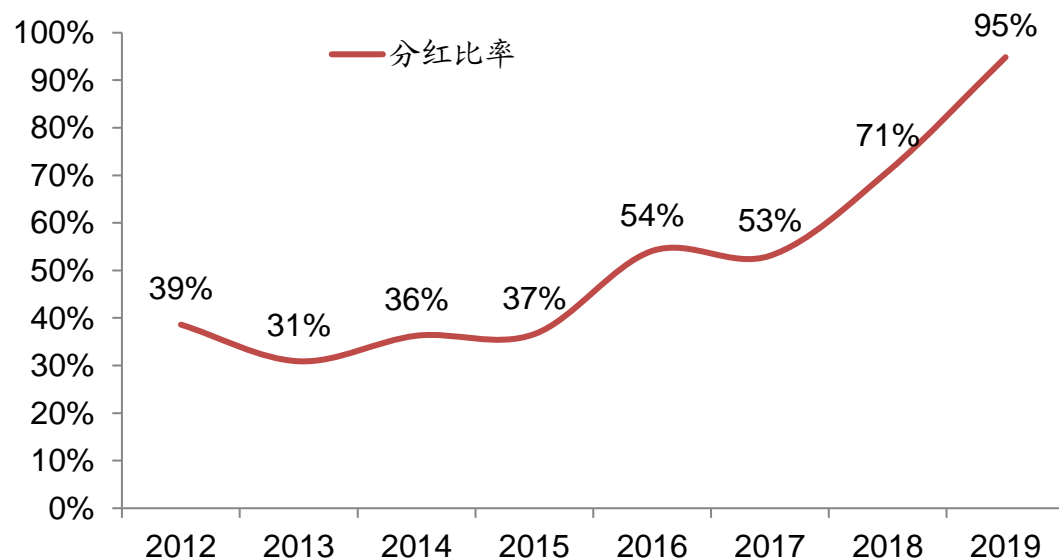
**资产负债率水平较低，运营风险较小。**2012-2019年，公司的资产负债率始终低于35%，维持在较低水平。2014年，因购买邮轮需要，资产负债率提升12pct；2018年，因支付造船进度款，资产负债率提升至28%。

**现金分红率一路走高，2019年达95%，分红金额已超过IPO融资金额。**自2012年上市至2019年，公司每年现金分红率均维持在30%以上，累计分红占归母净利润比达41%。2016-2018年，公司无大额资本开支，分红率一路飙升，18年高达71%；因2019年公司出资2亿元进行股份回购，现金分红+股份回购金额，分红比率达到95%。2012年上市至今，公司除IPO募集11亿资金外，未进行过任何融资，每年均实施分红，**2012-2019年已累计分红12.7亿元。**

图：公司资产负债率水平较低



图：2019年公司分红率达95%



### ➤ 传统腹地经济增长，渤海湾客滚市场需求量稳中有升

根据渤海轮渡招股说明书，渤海客滚运输市场的车、客运量与山东省和东北三省的GDP及其增长情况高度相关。2019年，山东、辽宁GDP增速均为5.5%。

### ➤ 治超为客滚运输市场带来持续流量

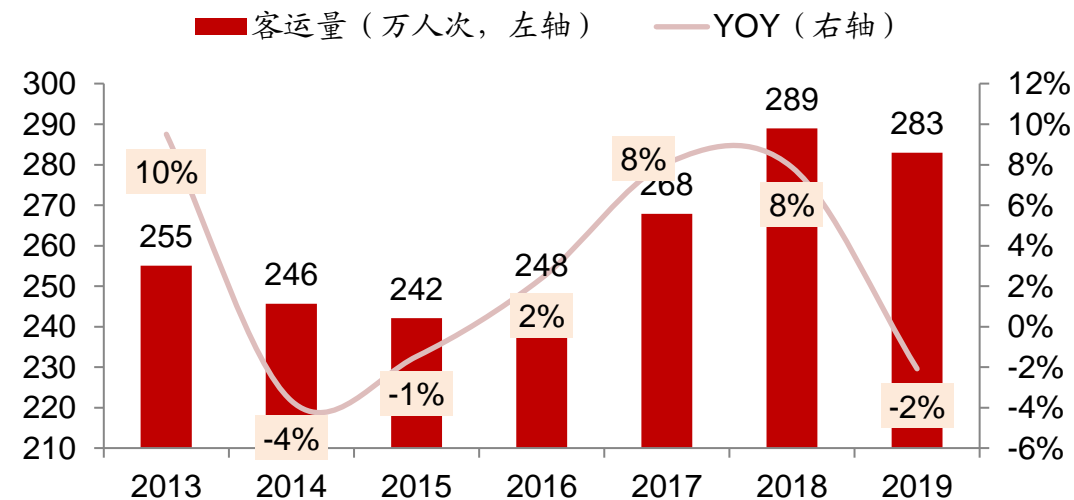
2016年9月，山东省开始整治公路货车违法超限超载行为，而客滚运输市场不需要进行超重超载检查，叠加距离优势和成本优势，轮渡成为货车司机的更优选择。2017年，公司车运量同比提升16%，总收入提升23.4%，导流效果明显，未来还将带来持续流量。

### ➤ 地理位置特殊，烟台大连跨海通道短期无法运营，轮渡出行替代性低

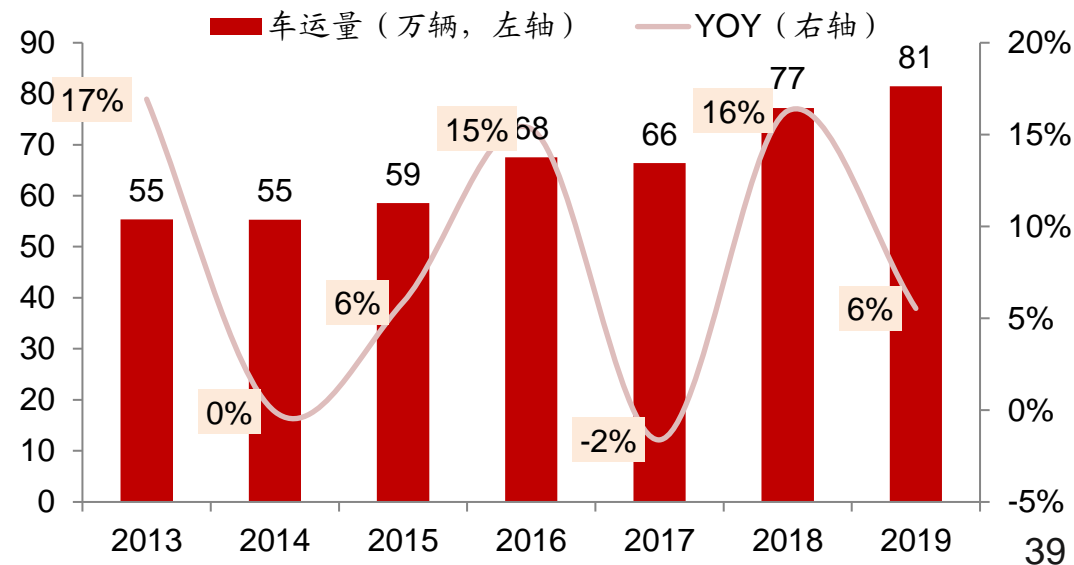
根据前述分析，对于往返烟台大连来说，轮渡是性价比较高的选择。

考虑到烟台-大连跨海通道并无立项消息，工程难度极大，中短期无法运营，因此轮渡出行替代性低，分流风险小，中期内需求有望稳中有升。

图：2013-2019渤海轮渡客运量



图：2013-2019渤海轮渡车运量



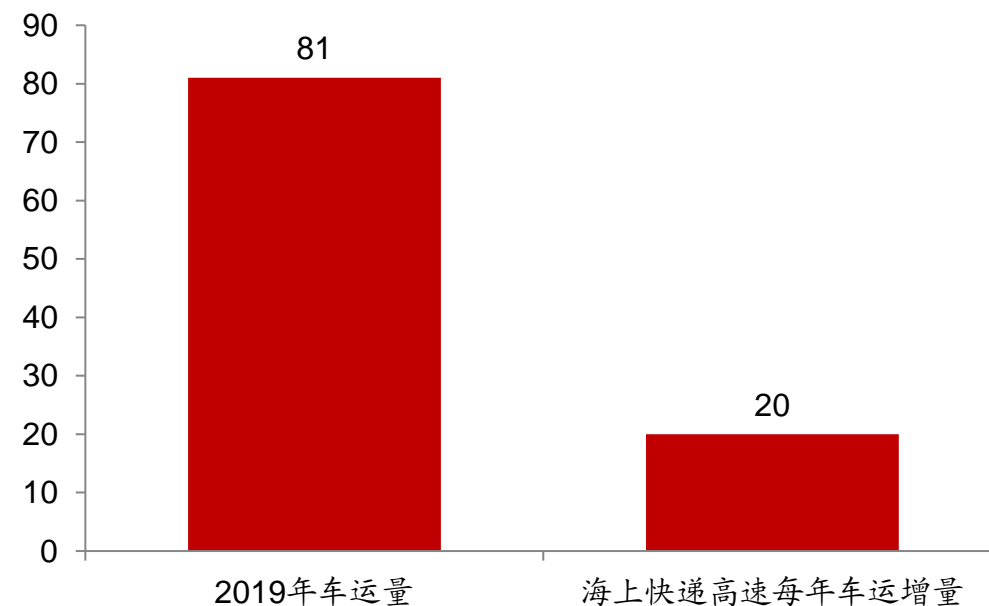
### ➤ 停靠码头优势：公司独享大连湾新港，接近高速公路入口

目前运营烟连区域航线的客滚运输企业中，仅渤海轮渡的船舶在大连方向停靠大连湾新港码头，距离高速公路入口较近，而其他公司船舶主要停靠大连湾港和大连湾客运站，需要穿过大连市区才能驶入高速公路，因此公司在车辆运输方面具有较强的竞争优势，市场份额多年来稳居第一，2019年超过60%。

### ➤ 与8家快递公司共建渤海湾海上高速绿色快递大通道

2020年8月，公司与8家国内知名快递公司达成合作共建渤海湾海上快递高速，包括中通、顺丰、百世、德邦、圆通、中国邮政等，年快递量占我国总规模的八成以上。该合作有助于公司进一步提升整体运营效率、降低运输成本、聚集协同效应，将使公司合作运输过海快递车辆达20多万辆次，占19年总车运量的1/4，需求增量大幅提升有望带动业绩飞跃，进一步抢占市场份额，发挥规模效应。

图：渤海轮渡海上快递高速项目每年带来20多万车运增量





### ➤ 自2009年起，渤海湾客滚市场实行禁入，市场集中度逐渐提升

2009年，《交通运输部专题会议纪要》明确规定，“渤海湾停止审批新的客滚运输企业，除原有客滚船更新外，不再审批新增运力”。2013-2019年，渤海轮渡客运量从255万人次增至283万人次，年均复合增长率1.75%，整体规模稳定。

2019年，渤海湾客滚市场仅4家在营企业，渤海轮渡的车辆份额和旅客份额均在6成左右。

### ➤ 收购海大客运，公司在渤海湾客滚市场的份额将进一步提升

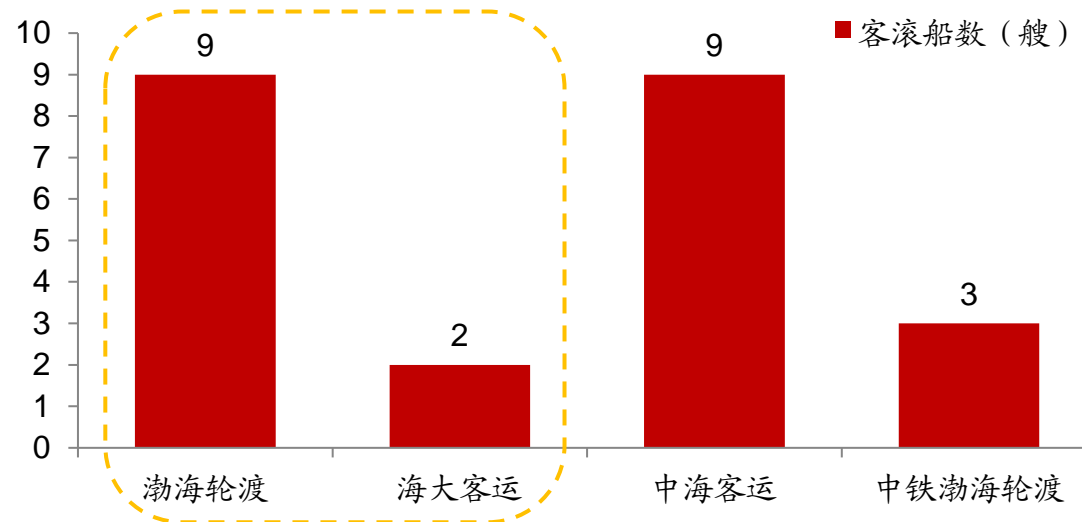
海大客运垄断威海至大连航线客滚运输，运营2艘客滚船，还有1艘在建。2019年，收入约2.2亿元，净利润为5178万。

2020年3月，公司收购海大客运66.67%股权，自此公司对渤海湾4条主要航线实现全覆盖，在渤海湾客滚市场的份额有望进一步提升，协同效应有望显现。

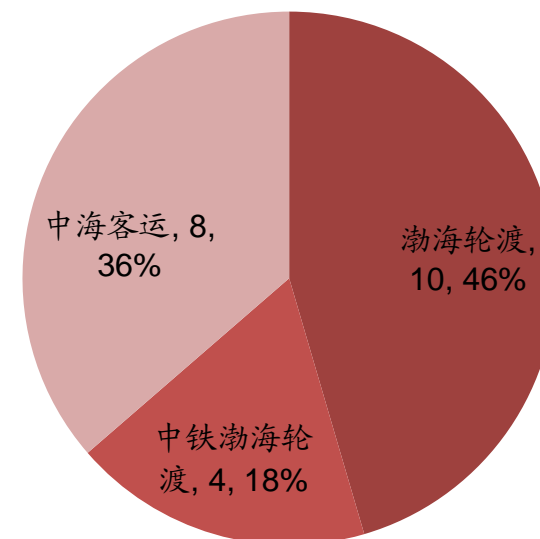
### ➤ 烟连区域航线往返班次中，渤海轮渡占比46%

烟连区域航线是渤海湾客滚运输市场主力线，其业务被渤海轮渡、大连航运、中海客轮所垄断，往返航线每天共22班船次，其中渤海轮渡占比46%，中海客轮紧随其后占比36%。

图：渤海湾客滚市场各企业运营的客滚船数量



图：烟台—大连往返航线班次 (班)



# 04

## 盈利预测与 投资建议

跨境电商业务带来巨大想象空间

传统业务带来稳定现金流

盈利预测与投资建议

**或将与日韩大型免税企业合资经营保税/跨境电商业务。**根据渤海轮渡公告内容——“对于境外集中采购和厂家直供商品，消费者可以享有比在境外免税店更低的购买价格”、“承诺于2020年底前独资经营或与外资供应商合资合作设立、或指定关联出资方设立‘烟台综保区跨境电商有限责任公司’，并设立保税商品体验中心”——且我们认为，与免税一样，在产生规模优势和成本优势之前，独立采购商品与向已经形成规模优势的免税商、经销商采购相比，成本会更高。并且**主打日韩商品贸易为特色的跨境电商项目，叠加烟台毗邻日韩的区位优势**，我们猜想，公司会与日韩大型免税运营商合作经营保税/跨境电商业务。

前期我们仅考虑线下跨境电商业务，参考市内免税店，对渤海轮渡跨境电商收入、利润规模做了测算，并假设了乐观、中性、悲观3中情景。我们认为，中性假设下，**到2025年，跨境电商业务有望为公司带来近10亿元净利润。**

表：中性假设下，渤海轮渡保税/跨境电商销售规模测算

	2021	2022	2023	2024	2025	备注 (海南省19免税情况)
<b>烟台保税区零售商店</b>						
日均进店旅客量 (人)	3000	6000	8000	10000	12000	
年进店旅客量 (万人)	108	216	288	360	432	
购买率	30%	30%	35%	38%	40%	
进店购买旅客量 (万人)	32.4	64.8	100.8	136.8	172.8	384
客单价 (元)	1000	1500	1800	2200	2500	3544
<b>年销售额 (亿元)</b>	<b>3.24</b>	<b>9.72</b>	<b>18.14</b>	<b>30.10</b>	<b>43.20</b>	<b>136.1</b>
<b>渤海轮渡船上展示店</b>						
渤海轮渡客运量 (万人)	300	300	300	300	300	
购物渗透率	10%	12%	15%	16%	18%	
客单价 (元)	200	250	280	300	320	
<b>年销售额 (亿元)</b>	<b>0.60</b>	<b>0.90</b>	<b>1.26</b>	<b>1.44</b>	<b>1.73</b>	
<b>线下合计销售额 (亿元)</b>	<b>3.8</b>	<b>10.6</b>	<b>19.4</b>	<b>31.5</b>	<b>44.9</b>	

表：中性假设下，渤海轮渡保税/跨境电商贡献利润体量测算

	2021	2022	2023	2024	2025
合计销售额 (亿元)	3.8	10.6	19.4	31.5	44.9
对应渤海轮渡收入 (亿元)	1.3	3.7	6.8	11.0	15.7
渤海轮渡成本 (亿元)	0.2	0.6	1.2	1.9	2.7
所得税税率	25%	25%	25%	25%	25%
净利润 (亿元)	0.8	2.3	4.2	6.9	9.8

# 04 保税模式猜想与空间测算：乐观、悲观假设

为审慎分析，我们模拟了悲观估计、乐观估计下，渤海轮渡跨境电商业务的收入、利润贡献情况。同时，为谨慎起见，我们并未对公司的线上跨境电商业务做假设。

表：悲观估计下，渤海轮渡保税/跨境电商销售规模测算

	2021	2022	2023	2024	2025	备注 (海南省19免税情况)
<b>烟台保税区零售商店</b>						
日均进店旅客量 (人)	3000	5000	7000	8500	10000	
年进店旅客量 (万人)	108	180	252	306	360	
购买率	20%	23%	25%	28%	30%	
进店购买旅客量 (万人)	21.6	41.4	63	85.68	108	384
客单价 (元)	800	1000	1200	1500	1800	3544
<b>年销售额 (亿元)</b>	<b>1.73</b>	<b>4.14</b>	<b>7.56</b>	<b>12.85</b>	<b>19.44</b>	<b>136.1</b>
<b>渤海轮渡船上展示店</b>						
渤海轮渡客运量 (万人)	300	300	300	300	300	
购物渗透率	8%	10%	12%	15%	16%	
客单价 (元)	200	250	280	300	320	
<b>年销售额 (亿元)</b>	<b>0.48</b>	<b>0.75</b>	<b>1.01</b>	<b>1.35</b>	<b>1.54</b>	
<b>线下合计销售额 (亿元)</b>	<b>2.2</b>	<b>4.9</b>	<b>8.6</b>	<b>14.2</b>	<b>21.0</b>	

表：悲观估计下，渤海轮渡保税/跨境电商贡献利润体量测算

	2021	2022	2023	2024	2025
合计销售额 (亿元)	2.2	4.9	8.6	14.2	21.0
对应渤海轮渡收入 (亿元)	0.8	1.7	3.0	5.0	7.3
渤海轮渡成本 (亿元)	0.1	0.3	0.5	0.9	1.3
所得税税率	25%	25%	25%	25%	25%
<b>净利润 (亿元)</b>	<b>0.5</b>	<b>1.1</b>	<b>1.9</b>	<b>3.1</b>	<b>4.6</b>

表：乐观估计下，渤海轮渡保税/跨境电商销售规模测算

	2021	2022	2023	2024	2025	备注 (海南省19免税情况)
<b>烟台保税区零售商店</b>						
日均进店旅客量 (人)	5000	8000	12000	15000	18000	
年进店旅客量 (万人)	180	288	432	540	648	
购买率	30%	35%	40%	42%	45%	
进店购买旅客量 (万人)	54	100.8	172.8	226.8	291.6	384
客单价 (元)	1000	1500	2000	2400	2700	3544
<b>年销售额 (亿元)</b>	<b>5.40</b>	<b>15.12</b>	<b>34.56</b>	<b>54.43</b>	<b>78.73</b>	<b>136.1</b>
<b>渤海轮渡船上展示店</b>						
渤海轮渡客运量 (万人)	300	300	300	300	300	
购物渗透率	20%	25%	28%	30%	33%	
客单价 (元)	500	600	800	1000	1200	
<b>年销售额 (亿元)</b>	<b>3.00</b>	<b>4.50</b>	<b>6.72</b>	<b>9.00</b>	<b>11.88</b>	
<b>线下合计销售额 (亿元)</b>	<b>8.4</b>	<b>19.6</b>	<b>41.3</b>	<b>63.4</b>	<b>90.6</b>	

表：乐观估计下，渤海轮渡保税/跨境电商贡献利润体量测算

	2021	2022	2023	2024	2025
合计销售额 (亿元)	8.4	19.6	41.3	63.4	90.6
对应渤海轮渡收入 (亿元)	2.9	6.9	14.4	22.2	31.7
渤海轮渡成本 (亿元)	0.5	1.2	2.5	3.8	5.4
所得税税率	25%	25%	25%	25%	25%
<b>净利润 (亿元)</b>	<b>1.8</b>	<b>4.3</b>	<b>9.0</b>	<b>13.8</b>	<b>19.7</b>

### 关键假设与依据：

(1) 根据公司年报，2018-2019年客滚运输业务中，车辆运费收入占比约60%。车客运量数据为客货滚运输业务合计数，考虑到货滚业务相对规模较小，我们以此近似估计客滚运输业务的车客运量。

(2) 根据2020年半年报，受疫情影响，上半年车客运量大幅减少，车运量同比-20%，客运量同比-53%。考虑到疫情逐渐好转，公司新增2艘客滚船、运力提升，我们假设公司2020年全年车运量同比-15%，客运量同比-48%。2021年基本不受疫情影响。

表：2020-2022年客滚运输业务收入预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>车辆运费收入部分</b>					
车运量 (万辆次)	77.2	81.5	69.3	84.5	90.4
增速YoY	16.3%	5.5%	-15.0%	22.0%	7.0%
平均单价 (元)	1026.2	987.1	888.4	1036.4	1077.9
增速YoY	-13.1%	-3.8%	-10.0%	5.0%	4.0%
车辆运费收入	792.3	804.3	615.3	875.7	974.5
增速YoY	1.1%	1.5%	-23.5%	42.3%	11.3%
占比	60.0%	60.0%	68.2%	62.4%	61.0%
<b>旅客运费收入部分</b>					
客运量 (万人次)	289.0	283.0	147.2	272.2	315.8
增速YoY	7.9%	-2.1%	-48.0%	85%	16%
平均单价 (元)	182.8	189.5	195.1	199.0	203.0
增速YoY	-6.3%	3.7%	3.0%	2%	2%
旅客运费收入	528.2	536.2	287.2	541.9	641.2
增速YoY	1.1%	1.5%	-46.4%	89%	18%
占比	40.0%	40.0%	31.8%	38%	40%
<b>客滚运输业务收入合计</b>	<b>1320.6</b>	<b>1340.4</b>	<b>902.4</b>	<b>1417.6</b>	<b>1615.7</b>

表：2020-2022年公司原有业务收入、净利润预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
客滚运输业务收入	1320.6	1340.4	902.4	1417.6	1615.7
增速YoY	1.1%	1.5%	-32.7%	57.1%	14.0%
货滚业务营业收入	101.1	99.4	59.7	95.5	109.8
增速YoY	78.3%	-1.7%	-40.0%	60.0%	15.0%
邮轮业务营业收入	148.2	158.5	82.4	144.3	165.9
增速YoY	31.5%	7.0%	-48.0%	75.0%	15.0%
其他业务营业收入	98.3	64.5	51.6	56.8	60.2
增速YoY	183.0%	-34.4%	-20.0%	10.0%	6.0%
<b>原有业务营业收入合计</b>	<b>1668.2</b>	<b>1662.9</b>	<b>1096.1</b>	<b>1714.1</b>	<b>1951.5</b>
增速YoY	10.4%	-0.3%	-34.1%	56.4%	13.9%
<b>原有业务净利润</b>	<b>424.3</b>	<b>435.2</b>	<b>113.4</b>	<b>408.2</b>	<b>494.9</b>
增速YoY	10.9%	2.6%	-73.9%	259.8%	21.2%

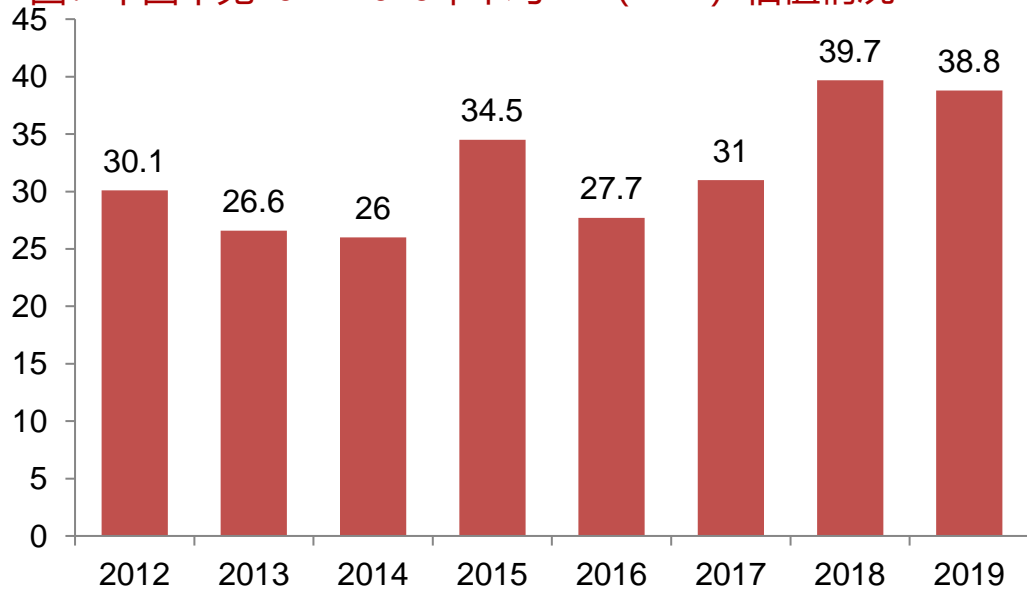
我们预计公司2020-2022年净利润分别为1.1、4.8、7.2亿元，EPS分别为0.24、1.02、1.52元。

由于我们预计公司业务将发生重大变化，因此，我们采取分步估值对公司合理市值进行预测。

其中，**传统业务**2020-2022年净利润分别为1.1、4.1、4.9亿元，按照2021年10倍PE，市值41亿元。

**跨境电商业务**，在中性假设下，我们预计2025年将为公司带来9.8亿元净利润，PE方面，我们参考免税股给相对估值，按照2025年25-30倍估值，则公司2025年跨境电商业务市值将达到245-294亿元，按照8%-10%贴现率来计算，公司跨境电商业务市值为152.1-200.1亿元。则，我们认为中性假设下，渤海轮渡合理市值区间为189.4-238.1亿元，合理股价40.04-50.34元，给与“买入”评级。乐观、悲观情景下的假设与市值区间见下表。

图：中国中免2012-2019年平均PE (TTM) 估值情况



表：在乐观、中性、悲观假设下，渤海轮渡分步估值计算过程

业务		净利润	PE估值	对应市值	贴现至2020年底 (WACC8%-10%)
传统业务		2021年4.1亿元	10倍	2021年41亿元	37.3-38.0亿元
跨境电商业务	悲观假设	2025年4.6亿元	25-30倍	2025年115-138亿元	71.4-93.9亿元
	<b>中性假设</b>	<b>2025年9.8亿元</b>	<b>25-30倍</b>	<b>2025年245-294亿元</b>	<b>152.1-200.1亿元</b>
	乐观假设	2025年19.7亿元	25-30倍	2025年492.5-591亿元	305.8-402.2亿元
合理市值	悲观假设				108.7-131.9亿元
	<b>中性假设</b>				<b>189.4-238.1亿元</b>
	乐观假设				343.1-440.2亿元

# 风险提示

- 1、公司跨境电商业务发展不及预期
- 2、疫情持续时间超预期，国内疫情反复
- 3、油价大幅上升
- 4、地缘政治风险等

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1662.88	1096.12	1848.48	2323.20
同比	-0.32%	-34.08%	68.64%	25.68%
归属母公司净利润	410.30	112.80	484.35	719.23
同比	2.38%	-72.51%	329.38%	48.49%
毛利率	31.96%	18.94%	39.22%	45.79%
ROE	11.48%	3.13%	12.72%	16.89%
每股收益(元)	0.87	0.24	1.02	1.52
P/E	20.32	73.90	17.21	11.59
P/B	2.45	2.40	2.21	1.94
EV/EBITDA	7.51	20.06	8.86	6.02



资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	1502	1641	2295	3186	
现金	752	754	1339	2270	
交易性金融资产	221	74	98	131	
应收账款	41	23	48	67	
其它应收款	37	10	21	33	
预付账款	2	2	2	3	
存货	70	43	57	68	
其他	379	734	730	614	
<b>非流动资产</b>	3847	3605	3556	3464	
金额资产类	0	37	49	29	
长期投资	47	44	45	45	
固定资产	3338	3254	3142	3079	
无形资产	2	2	2	2	
在建工程	214	167	189	150	
其他	246	101	129	159	
<b>资产总计</b>	5349	5246	5851	6649	
<b>流动负债</b>	802	544	669	735	
短期借款	70	90	76	79	
应付款项	51	41	47	56	
预收账款	12	14	17	23	
其他	668	400	528	577	
<b>非流动负债</b>	993	1055	1211	1370	
长期借款	891	991	1141	1291	
其他	102	64	70	78	
<b>负债合计</b>	1794	1599	1880	2105	
少数股东权益	159	166	196	239	
归属母公司股东权益	3395	3480	3775	4305	
<b>负债和股东权益</b>	5349	5246	5851	6649	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>营业收入</b>	1663	1096	1848	2323	
营业成本	1131	888	1124	1260	
营业税金及附加	9	6	10	13	
营业费用	29	19	31	40	
管理费用	91	54	94	119	
研发费用	0	0	0	0	
财务费用	20	87	102	92	
资产减值损失	0	3	(1)	2	
公允价值变动损益	9	9	9	9	
投资净收益	11	11	11	11	
其他经营收益	174	97	167	193	
<b>营业利润</b>	576	155	675	1009	
营业外收支	4	4	4	4	
<b>利润总额</b>	581	159	679	1014	
所得税	145	40	166	251	
<b>净利润</b>	435	120	514	763	
少数股东损益	25	7	29	44	
<b>归属母公司净利润</b>	410	113	484	719	
<b>EBITDA</b>	772	452	982	1322	
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.87	0.24	1.02	1.52	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>经营活动现金流</b>	567	159	825	1167	
净利润	435	120	514	763	
折旧摊销	146	213	220	228	
财务费用	20	87	102	92	
投资损失	(11)	(11)	(11)	(11)	
营运资金变动	700	(391)	45	138	
其它	(723)	142	(45)	(43)	
<b>投资活动现金流</b>	(243)	54	(159)	(130)	
资本支出	(166)	(82)	(129)	(126)	
长期投资	108	(34)	(13)	20	
其他	(184)	169	(17)	(24)	
<b>筹资活动现金流</b>	(217)	(210)	(82)	(106)	
短期借款	1	20	(14)	2	
长期借款	127	100	150	150	
其他	(345)	(330)	(218)	(258)	
<b>现金净增加额</b>	108	2	584	931	

## 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。

本报告仅供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29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

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>