

行业研究

航空出行需求有望继续释放，快递行业价格战有望缓和

——交通运输行业 2020 年报及 2021 年一季报业绩综述

要点

◆**疫情负面冲击明显，国内航空需求快速恢复。**2021 年第一季度，在国内需求受到压制的情况下，航司仍面临较大压力，国内航空公司累计亏损 300.5 亿元，同比减亏 45.8 亿元。虽然 2020 年冬季国内局部地区疫情反复叠加“就地过年”对上市航司今年一季度收入带来负面影响，但随后国内航空需求快速恢复，航司盈利能力有望逐步恢复。2021 年 5 月 1 日-5 日（五一假期），全民航预计运输旅客 866 万人次，比 2020 年同期大幅增长 173.9%，比 2019 年同期下降 0.8%；平均客座率 80.7%，比 2020 年同期提高 14.6 个百分点，比 2019 年同期下降 3.0 个百分点；全国预计共保障航班 74,229 班，比 2020 年同期增长 84.21%，比 2019 年同期下降 7.70%。考虑到部分在校学生五一出行仍受到限制，我们认为今年国内暑运需求有可能会继续维持高景气度。

整体来看，今年 2 月客运需求“二次探底”明确，客运需求恢复拐点已现。疫情期间压抑的客运需求预计将在五一、暑运集中释放。随着国内航空需求的快速恢复，航司盈利能力也将快速恢复。

◆**海外客流量处于低位，机场免税业务持续低位运行。**国内航空需求的复苏对机场经营带来了积极影响，但机场运营成本具有一定刚性，再叠加免税业务低迷，机场公司盈利恢复仍需要时间；虽然海外疫情的不确定性导致机场免税业务短期承压，但长远来看，新冠疫情逐步得到控制是确定性事件，机场免税业务增长的长期逻辑不变。

◆**行业保持快速增长，未来价格战有望缓和。**2020 年全国快递服务企业业务量同比增长 31.2%；2021 年第一季度全国快递服务企业业务量同比增加 75.02%，单件收入同比下降 16.65%。从行业竞争格局看，快递企业价格战依然激烈。2020 年下半年以来，在行业单价收入维持下降趋势的情况下，CR8 指数也处于下降趋势。在此背景下，2021 年 4 月浙江省出台《快递业促进条例（草案）》，其中规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务；同时因“低价倾销”，百世快递、极兔速递被义乌邮政管理局整治（主要措施是停运部分分拨中心）。随着监管对快递行业的力度不断增加，未来快递行业价格战有望得到缓和。

整体来看，行业价格战不断加剧进一步导致各大快递公司增加资源投入，行业短期难以出清。行政手段干预市场竞争有利于缓和目前的价格战，但一线快递公司“以价换量”的动力仍在，未来行业内部竞争格局变化依然存在较大不确定性。

◆**投资建议：**客运需求快速恢复，疫情期间压抑的客运需求有望在暑运继续释放；《浙江省快递业促进条例（草案）》出台，快递行业价格战有望缓和。我们维持行业“增持”评级，推荐中国国航、南方航空、吉祥航空、春秋航空和圆通速递，建议关注华夏航空、深圳机场、韵达股份。

◆**风险提示：**新冠肺炎疫情持续时间、范围超出预期；宏观经济下行影响航空、快递需求下行；海外旅客吞吐量增长缓慢；机场免税店消费额增长缓慢；快递行业竞争超预期，导致单票收入下滑。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
601111.SH	中国国航	8.18	-0.99	-0.15	0.34	-	-	25	增持
600029.SH	南方航空	6.35	-0.71	-0.11	0.15	-	-	43	增持
600233.SH	圆通速递	11.78	0.56	0.61	0.67	21	19	18	增持
601021.SH	春秋航空	64.30	-0.64	1.32	2.61	-	49	25	增持
603885.SH	吉祥航空	14.81	-0.24	0.21	0.56	-	70	27	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-30

交通运输仓储
增持（维持）

作者

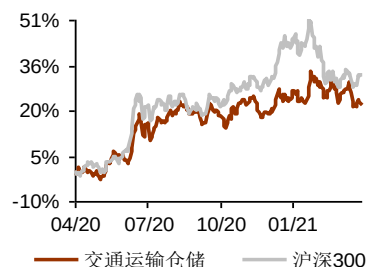
分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

021-52523841

chengxx@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

竞争优势明显，盈利能力有望快速恢复——春秋航空（601021.SH）2020 年报及 2021 年一季报点评（2021-04-30）

短期盈利能力承压，看好长期竞争优势——顺丰控股（002352.SZ）2021 年一季报点评（2021-04-23）

3 月民航恢复势头持续向好，“五一”机票预订量价齐升——航空运输业 2021 年 3 月经营数据点评（2021-04-16）

国内客运需求二次探底，五一暑运有望集中释放——交通运输行业周报 20210410（2021-04-11）

国泰航空亏损拖累投资收益，国内需求释放助力业绩修复——中国国航（601111.SH）2020 年报点评（2021-03-31）

需求恢复推动航空股价修复，减费放权提升航司盈利能力——3 月 15 日航空股大涨及航空运输业 2021 年 2 月经营数据点评（2021-03-16）

寒冬已过，春日可期——交通运输行业 2021 年春季策略报告（2021-03-04）

目 录

1、 交运各子行业业绩概览	4
2、 航空板块业绩综述	5
2.1、 疫情负面冲击明显，国内航空需求快速恢复	5
2.2、 海外需求处于低位，航司收入下降	6
2.3、 部分成本刚性，航司出现大幅亏损	7
3、 机场板块业绩综述	9
3.1、 疫情冲击明显，2020 年机场旅客吞吐量下降明显	9
3.2、 国内航空需求复苏积极作用有限，机场收入下降	9
3.3、 海外客流量处于低位，免税业务持续低位运行	10
4、 快递板块业绩综述行业	11
4.1、 行业保持快速增长，未来价格战有望缓和	11
4.2、 疫情冲击有限，快递公司收入继续增长	12
4.3、 行业价格战延续，快递公司盈利能力下降	12
5、 投资建议	13
6、 风险分析	13

图目录

图 1：交运上市公司年度合计营业收入比较	4
图 2：交运上市公司年度合计归母净利润比较	4
图 3：交运各子行业年度合计归母净利润比较（单位：亿元）	4
图 4：交运各子行业第一季度合计归母净利润比较（单位：亿元）	4
图 5：交运上市公司第一季度合计营业收入比较	5
图 6：交运上市公司第一季度合计归母净利润比较	5
图 7：民航客运量月度比较	5
图 8：民航旅客周转量月度比较	5
图 9：国内航线客运量快速恢复	6
图 10：国内航线客运周转量快速恢复	6
图 11：航空板块主要上市公司年度合并营业收入比较	6
图 12：航空板块主要上市公司一季度合并营业收入比较	6
图 13：航空板块主要上市公司年度合并归母净利润比较	7
图 14：航空板块主要上市公司一季度合并归母净利润比较	7
图 15：布伦特原油价格历史走势（单位：美元/桶）	7
图 16：人民币兑美元中间价历史走势（单位：人民币/美元）	7
图 17：全国机场旅客吞吐量月度比较	9
图 18：全国机场飞机起降架次月度比较	9
图 19：机场板块主要上市公司年度合并营业收入比较	9
图 20：机场板块主要上市公司一季度合并营业收入比较	9
图 21：机场板块主要上市公司年度合并归母净利润比较	10
图 22：机场板块主要上市公司一季度合并归母净利润比较	10
图 23：快递服务企业业务收入月度比较	11
图 24：快递服务企业业务量月度比较	11
图 25：快递企业单件收入月度比较（单位：元/件）	11
图 26：中国快递服务品牌集中度指数 CR8 比较	11
图 27：快递板块主要上市公司年度合并营业收入比较	12
图 28：快递板块主要上市公司一季度合并营业收入比较	12
图 29：快递板块主要上市公司年度合并归母净利润比较	12
图 30：快递板块主要上市公司一季度合并归母净利润比较	12

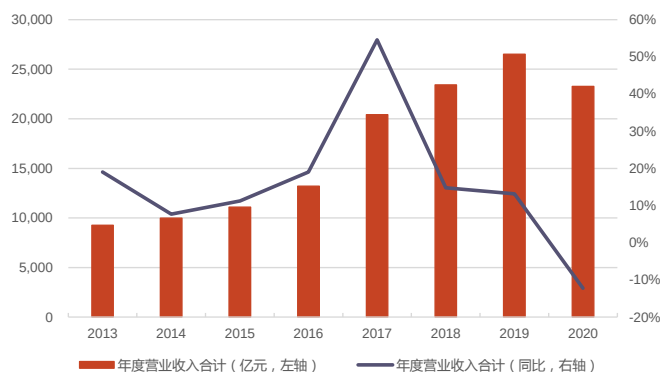
表目录

表 1：航空板块主要上市公司盈利预测	8
表 2：机场板块主要上市公司盈利预测	10
表 3：快递板块主要上市公司盈利预测	13

1、交运各子行业业绩概览

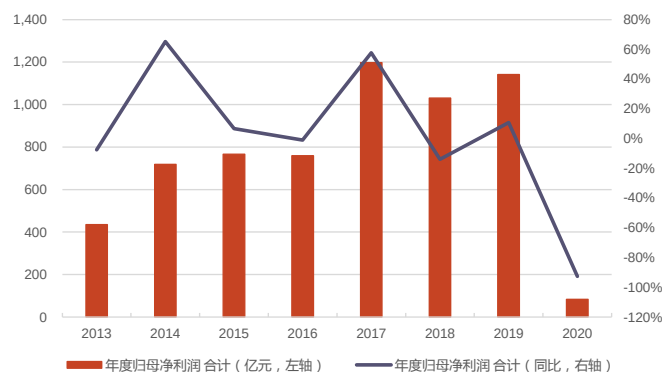
2020 年，A 股交运上市公司合计实现营业收入约 23,267 亿元，同比下降 12.2%，追溯 2020 年海航科技被剔除指数成分股对上年的影响，A 股交运上市公司 2020 年合计营业收入较 19 年同比增长约 0.1%；合计实现归母净利润约 83.8 亿元，同比下降 93%。分结构看，净利润贡献前三的子行业分别是港口、航运、物流，分别实现净利润约 255 亿元、220 亿元、213 亿元；航空、机场子行业实现净亏损，2020 年归母净亏损分别为 1013 亿元、13 亿元。

图 1：交运上市公司年度合计营业收入比较



资料来源：wind，光大证券研究所，2020 年中信一级交运成分股剔除海航科技、亚通股份，纳入海晨股份、京沪高铁

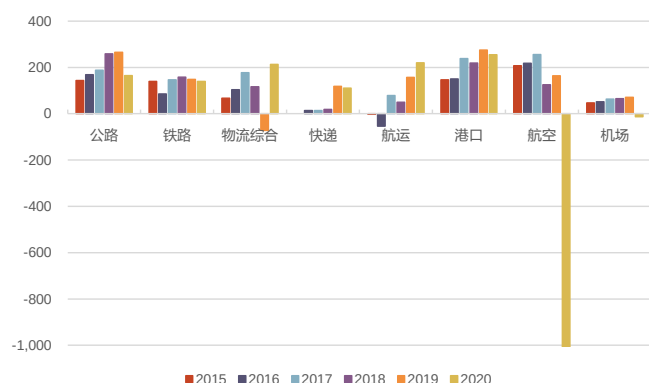
图 2：交运上市公司年度合计归母净利润比较



资料来源：wind，光大证券研究所，2020 年中信一级交运成分股剔除海航科技、亚通股份，纳入海晨股份、京沪高铁

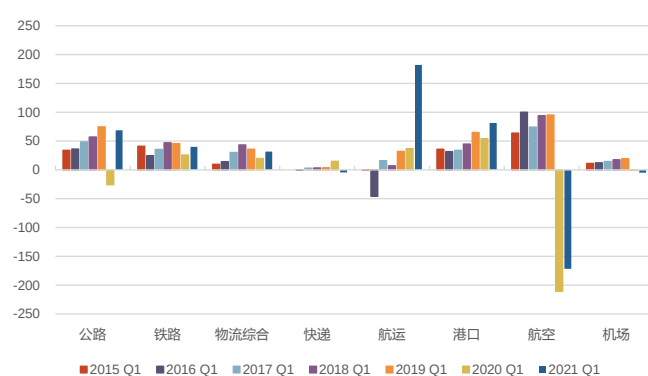
2021 年第一季度，A 股交运上市公司合计实现营业收入约 6,249 亿元，同比增长 18.7%，合计实现归母净利润约 222 亿元，较上年同期扭亏为盈。分结构看，航空、机场、快递分别亏损 172 亿元、4.94 亿元、4.69 亿元；其他子行业均实现盈利，其中航运子行业实现归母净利润约 182 亿元，较上年同期增长约 396%。

图 3：交运各子行业年度合计归母净利润比较（单位：亿元）



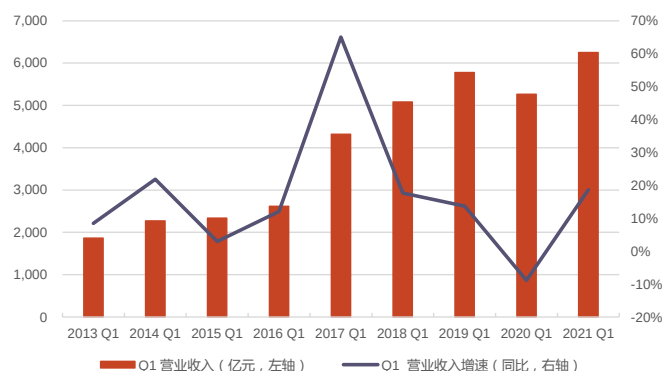
资料来源：wind，光大证券研究所

图 4：交运各子行业第一季度合计归母净利润比较（单位：亿元）



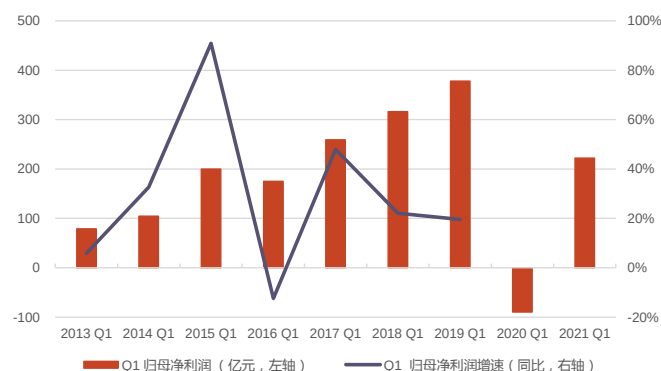
资料来源：wind，光大证券研究所

图 5：交运上市公司第一季度合计营业收入比较



资料来源：wind，光大证券研究所

图 6：交运上市公司第一季度合计归母净利润比较



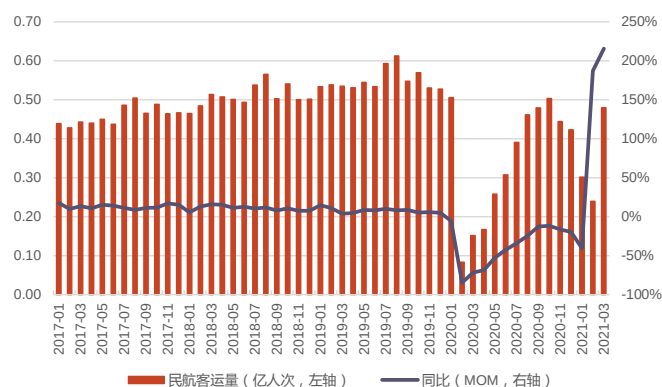
资料来源：wind，光大证券研究所

2、航空板块业绩综述

2.1、疫情负面冲击明显，国内航空需求快速恢复

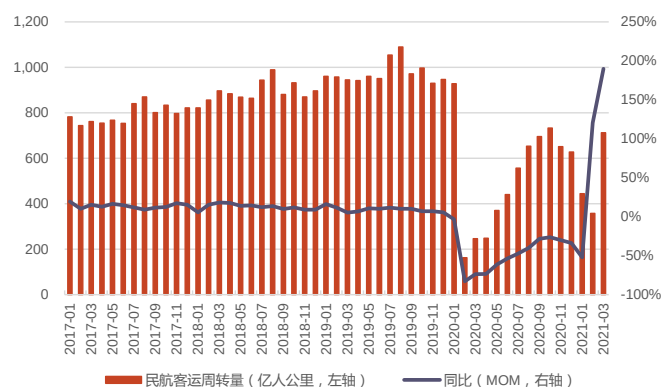
2020 全年，全国民航业共完成运输总周转量、旅客运输量、货邮运输量 798.5 亿吨公里、4.2 亿人次、676.6 万吨，相当于 2019 年的 61.7%、63.3%、89.8%。中国民航旅客运输量连续 15 年稳居世界第二。2021 年一季度，全国民航业共完成运输总周转量、旅客运输量、货邮运输量分别为 203 亿吨公里、1.02 亿人次、178.2 万吨，同比分别增长 22.8%、37.5%和 28.7%，分别为 2019 年同期的 65.6%、63.4%和 106.2%。

图 7：民航客运量月度比较



资料来源：wind，光大证券研究所

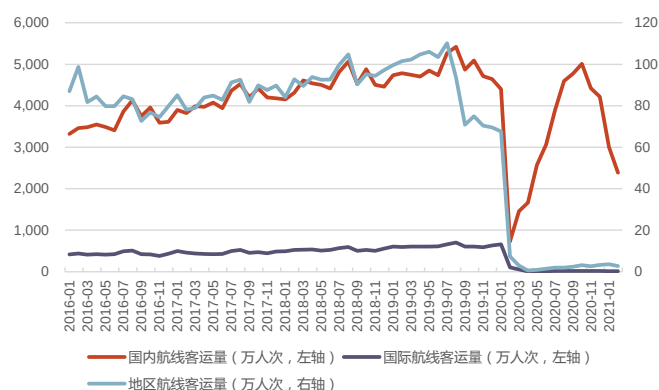
图 8：民航旅客周转量月度比较



资料来源：wind，光大证券研究所

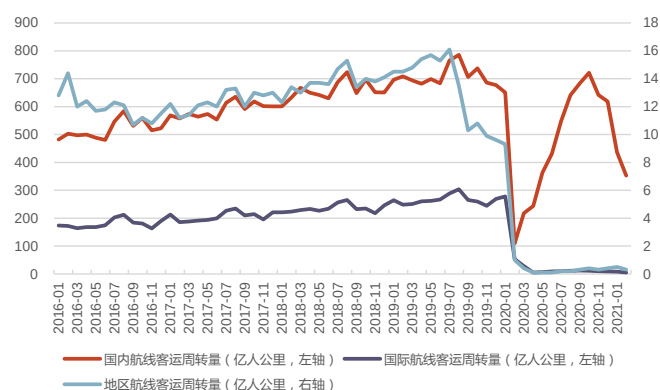
分结构看，国内航线客运量自 2020 年 3 月后快速恢复，虽然由于 2020 年冬季国内局部地区疫情反复叠加“就地过年”的影响，国内航线客运量出现二次探底，但 2021 年 3 月后国内航空需求又重回恢复通道；地区、国际航线客运量受制于海外疫情，自 2020 年 3 月以来持续处于低位。

图 9：国内航线客运量快速恢复



资料来源：wind，光大证券研究所

图 10：国内航线客运周转量快速恢复

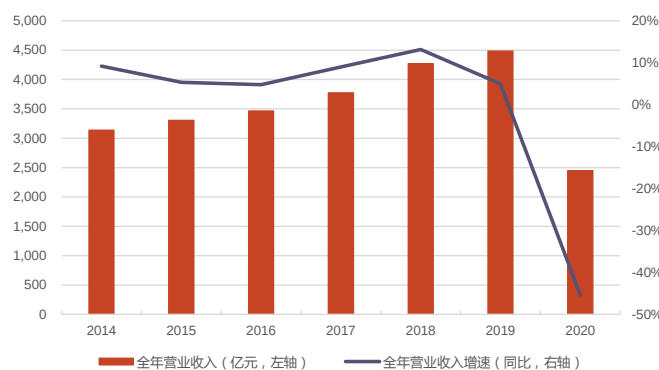


资料来源：wind，光大证券研究所

2.2、海外需求处于低位，航司收入下降

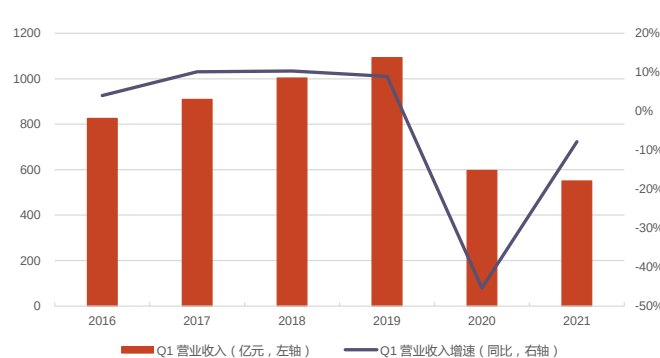
航空板块（统计样本含中国国航、东方航空、南方航空、春秋航空、吉祥航空、华夏航空）2020 年合计实现营业收入约 2,449 亿元，同比下降约 45.4%，较上年同期增速（4.98%）由正转负，主要原因是受到新冠疫情的负面冲击，虽然国内航空需求有一定恢复，但海外需求至今仍处于低位，极大拖累了航司收入恢复节奏。2021 年第一季度，六家航司共实现营业总收入约 550 亿元，较上年同期下降 7.8%。

图 11：航空板块主要上市公司年度合并营业收入比较



资料来源：wind，光大证券研究所，统计样本含中国国航、东方航空、南方航空、春秋航空、吉祥航空、华夏航空

图 12：航空板块主要上市公司一季度合并营业收入比较



资料来源：wind，光大证券研究所，统计样本含中国国航、东方航空、南方航空、春秋航空、吉祥航空、华夏航空

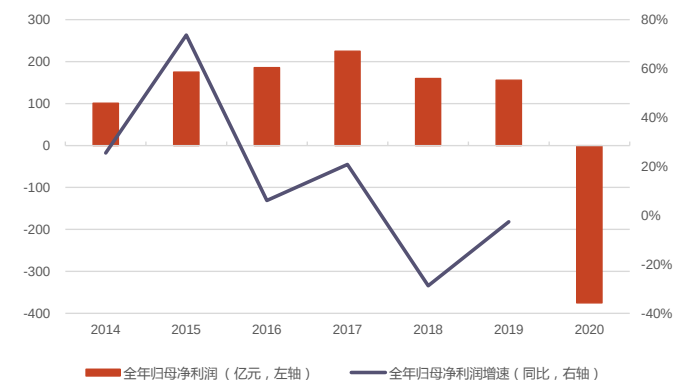
虽然 2020 年冬季国内局部地区疫情反复叠加“就地过年”对上市航司今年一季度收入带来负面影响，但随后国内航空需求快速恢复。2021 年 4 月 3 至 5 日(清明假期)，全国预计发送旅客 1.4452 亿人次，比 2020 年同期增长 142.4%。其中铁路客流量 4991 万人次，恢复至 2019 年同期的 92.4%，民航预计运输旅客 432.8 万人次，恢复至 2019 年同期的 89.3%。

2021 年 5 月 1 日-5 日（五一假期），全民航预计运输旅客 866 万人次，比 2020 年同期大幅增长 173.9%，比 2019 年同期下降 0.8%；平均客座率 80.7%，比 2020 年同期提高 14.6 个百分点，比 2019 年同期下降 3.0 个百分点；全国预计共保障航班 74229 班，比 2020 年同期增长 84.21%，比 2019 年同期下降 7.70%。考虑到部分在校学生五一出行仍受到限制，我们认为今年国内暑运需求有可能会继续维持高景气度。

2.3、部分成本刚性，航司出现大幅亏损

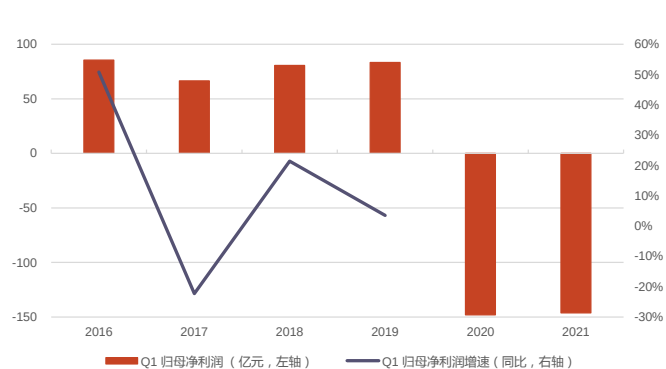
2020 年航空板块实现归母净亏损约 375 亿元，较上年同期（盈利约 156 亿元）由盈转亏，主要原因是航司部分经营成本刚性，毛利率转负。由于疫情期间经营业务大幅缩减，航司的变动成本下降明显（叠加油价大幅下跌、起降费减免等扶植政策的影响），但航司折旧及维修成本存在刚性。综合收入成本，主要航司 2020 年主营成本降幅均低于收入降幅，导致毛利率转负。

图 13：航空板块主要上市公司年度合并归母净利润比较



资料来源：wind，光大证券研究所，统计样本含中国国航、东方航空、南方航空、春秋航空、吉祥航空、华夏航空

图 14：航空板块主要上市公司一季度合并归母净利润比较

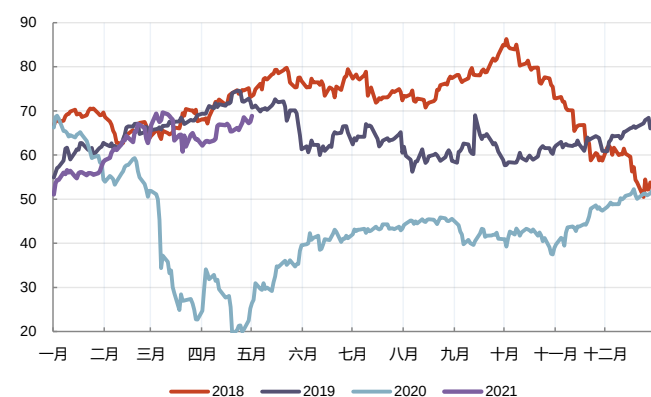


资料来源：wind，光大证券研究所，统计样本含中国国航、东方航空、南方航空、春秋航空、吉祥航空、华夏航空

民航总局统计，2021 年第一季度在国内需求受到压制的情况下，航司仍面临较大压力，国内航空公司累计亏损 300.5 亿元，同比减亏 45.8 亿元。从逐月数据看，1 月份亏损 104.8 亿元，2 月份亏损 116.1 亿元，3 月份亏损 79.6 亿元。六家上市航司 2021 年第一季度合计实现归母净亏损约 146 亿元，较上年同期亏损仅减少 1.85 亿元。

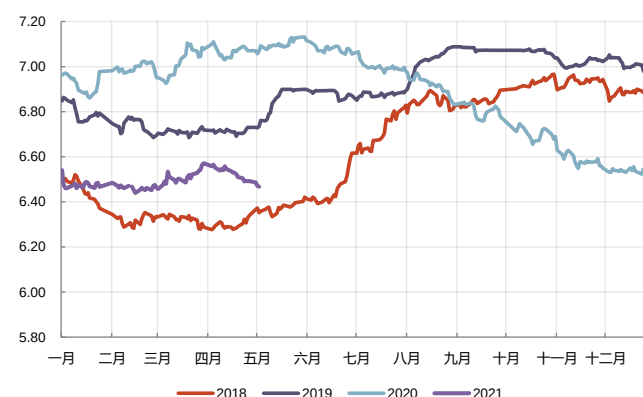
整体来看，今年 2 月客运需求“二次探底”明确，客运需求恢复拐点已现。疫情期间压抑的客运需求预计将在五一、暑运集中释放。随着国内航空需求的快速恢复，航司盈利能力也将快速恢复。

图 15：布伦特原油价格历史走势（单位：美元/桶）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 16：人民币兑美元中间价历史走势（单位：人民币/美元）



资料来源：wind，光大证券研究所

表 1：航空板块主要上市公司盈利预测

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	2020 年收入 增速	2020 年净 利润增速	2021 年一 季度收入 增速	2021 年一 季度净利 润增速	EPS (元)				PE (x)			
							2020	2021(E)	2022(E)	2023(E)	2020	2021(E)	2022(E)	2023(E)
600029.SH	南方航空	6.35	-40.02%	-508.98%	0.53%	23.87%	-0.71	-0.11	0.15	0.20	-	-	43	32
601111.SH	中国国航	8.18	-48.96%	-324.85%	-15.50%	-29.19%	-0.99	-0.15	0.34	0.48	-	-	25	17
601021.SH	春秋航空	64.30	-36.68%	-131.96%	-6.75%	-25.28%	-0.64	1.32	2.61	3.14	-	49	25	20
603885.SH	吉祥航空	14.81	-39.69%	-147.64%	3.25%	43.36%	-0.24	0.21	0.56	0.69	-	70	27	21

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021 年 4 月 30 日

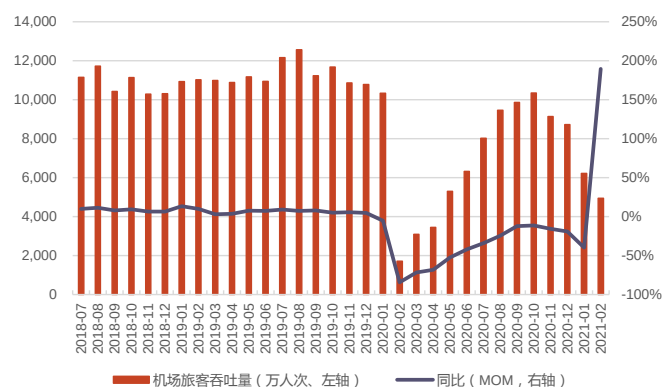
3、机场板块业绩综述

3.1、疫情冲击明显，2020 年机场旅客吞吐量下降明显

2020 年，我国机场完成旅客吞吐量 85,715.9 万人次，同比下降 36.6%。分航线看，国内航线完成 84,019.0 万人次，同比下降 30.7%（其中地区航线完成 272.8 万人次，同比下降 90.2%）；国际航线完成 1,696.9 万人次，同比下降 87.8%。2020 年我国机场完成飞机起降 904.9 万架次，同比下降 22.4%（其中运输架次为 745.8 万架次，比上年下降 24.4%），分航线看，国内航线完成 873.4 万架次，同比下降 18.1%（其中地区航线完成 4.8 万架次，同比下降 75.5%）；国际航线完成 31.5 万架次，同比下降 68.4%。

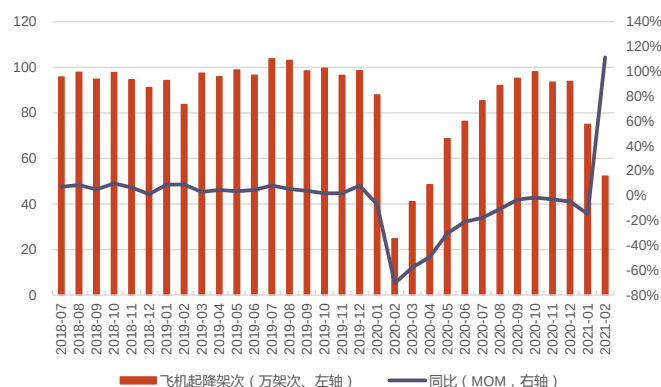
由于 2020 年冬季国内局部地区疫情反复叠加“就地过年”，2021 年前两月，我国机场完成旅客吞吐量 11,156.6 万人次，同比下降约 7.3%；完成飞机起降架次约 127.8 万架次，同比上涨约 13.4%。

图 17：全国机场旅客吞吐量月度比较



资料来源：wind，光大证券研究所

图 18：全国机场飞机起降架次月度比较

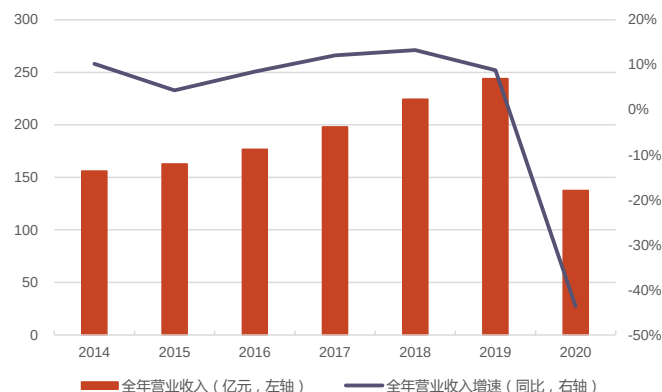


资料来源：wind，光大证券研究所

3.2、国内航空需求复苏积极作用有限，机场收入下降

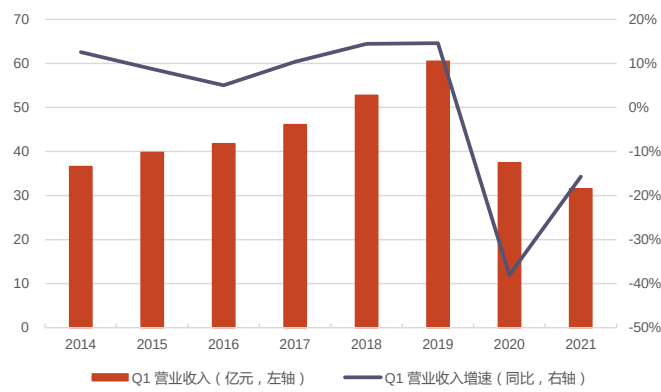
机场板块（统计样本含上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港）2020 年合计实现营业总收入约 138 亿元，同比下降约 43.7%，较上年同期增速（8.78%）由正转负。2021 年第一季度，四家上市机场共实现营业总收入约 31.6 亿元，同比下降 15.8%。

图 19：机场板块主要上市公司年度合并营业收入比较



资料来源：wind，光大证券研究所，统计样本包含上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港

图 20：机场板块主要上市公司一季度合并营业收入比较



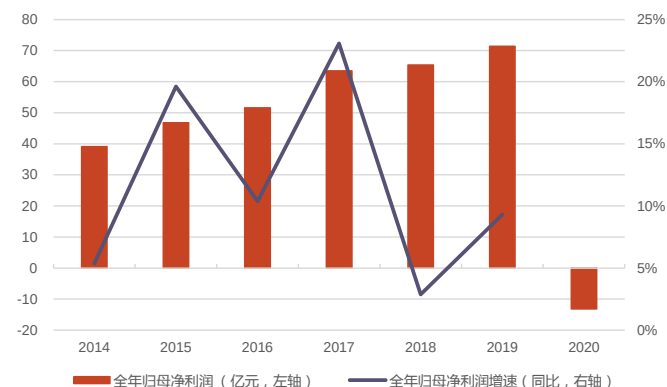
资料来源：wind，光大证券研究所，统计样本包含上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港

3.3、海外客流量处于低位，免税业务持续低位运行

2020 年机场板块实现归母净亏损 13.2 亿元，同比上年（盈利 71.4 亿元）由盈转亏，主要原因是海外客流量处于低位，免税业务收入不振，同时机场折旧及运营成本存在一定刚性，导致上市机场盈利能力大幅下降，只有国内旅客量占比较高的厦门空港、深圳机场在 2020 年实现盈利。

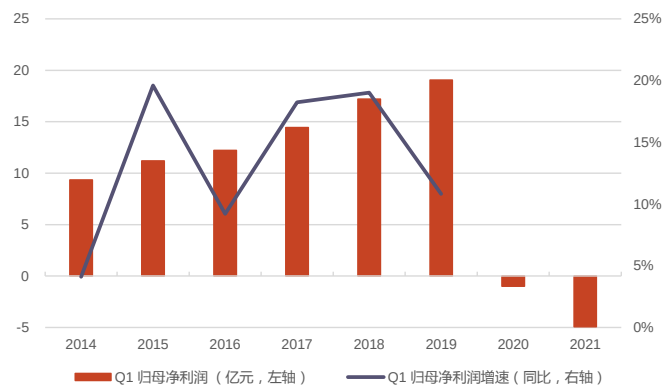
新冠疫情负面影响下，上海机场与日上上海签订《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同之补充协议》。根据《补充协议》，相关费用修订自 2020 年 3 月 1 日起实施，公司据此确认 2020 年度免税店租金收入 11.56 亿元，较疫情前有大幅下滑。2021 年-2025 年免税店业务收入取决于浦东机场国际及港澳台地区航线客流的恢复情况，其中上海机场合同约定的 2022-2025 年收入下限在《补充协议》中调整为收入上限（分别为 62.88 亿元、68.59 亿元、74.64 亿元、81.48 亿元）。在海外旅客需求恢复不确定的情况下，公司放弃未来免税业务或有的超额收益转而获取短期确定性收入，经营策略略显保守。

图 21：机场板块主要上市公司年度合并归母净利润比较



资料来源：wind，光大证券研究所，统计样本包含上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港

图 22：机场板块主要上市公司一季度合并归母净利润比较



资料来源：wind，光大证券研究所，统计样本包含上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港

2021 年第一季度，由于失去绝大部分免税收入（2020 年 1 月机场仍有部分免税收入），机场板块合计亏损 4.9 亿元，其中上海机场亏损 4.36 亿元。

整体来看，在海外疫情出现反复的情况下，海外航空需求恢复仍存在较大不确定性。但长远来看，新冠疫情逐步得到控制是确定性事件，机场免税业务增长的长期逻辑不变。

表 2：机场板块主要上市公司盈利预测

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	2020 年收入增速	2020 年净利润增速	2021 年一季度收入增速	2021 年一季度净利润增速	EPS (元)				PE (x)			
							2020	2021(E)	2022(E)	2023(E)	2020	2021(E)	2022(E)	2023(E)
000089.SZ	深圳机场	8.53	-21.27%	-95.27%	39.76%	141.24%	0.01	0.22	0.25	0.36	853	39	34	24
600004.SH	白云机场	12.16	-36.58%	-123.30%	-9.80%	-145.56%	-0.11	0.18	0.51	0.66	-	68	24	18
600009.SH	上海机场	49.14	-60.68%	-125.18%	-47.05%	-641.63%	-0.66	-0.03	1.51	2.27	-	-	33	22

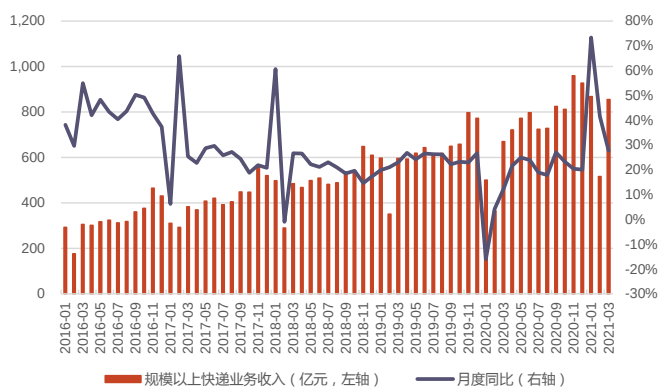
资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021 年 4 月 30 日

4、快递板块业绩综述行业

4.1、行业保持快速增长，未来价格战有望缓和

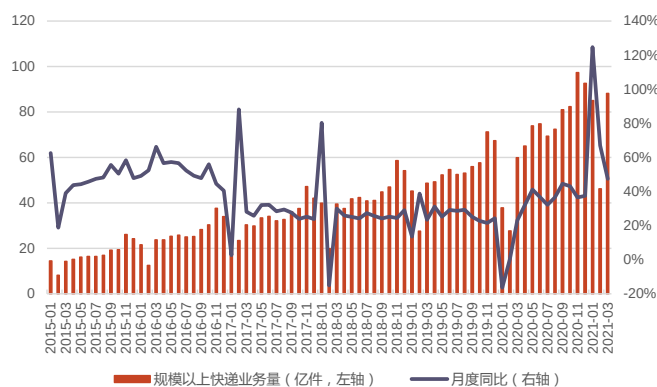
2020 年，全国快递服务企业业务量累计完成 833.6 亿件，同比增长 31.2%；业务收入累计完成 8795.4 亿元，同比增长 17.3%。其中，同城业务量累计完成 121.7 亿件，同比增长 10.2%；异地业务量累计完成 693.6 亿件，同比增长 35.9%；国际/港澳台业务量累计完成 18.4 亿件，同比增长 27.7%。受上年低基数影响以及今年部分快递公司“春节不打烊”，2021 年第一季度国内快递服务企业业务收入同比上涨 45.87%，快递服务企业业务量同比增加 75.02%，单件收入同比下降 16.65%。

图 23：快递服务企业业务收入月度比较



资料来源：wind，光大证券研究所

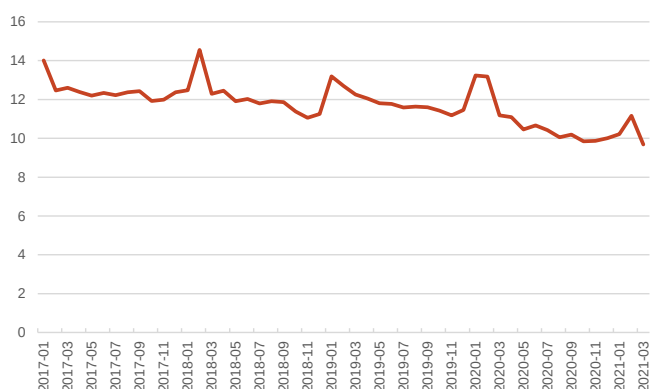
图 24：快递服务企业业务量月度比较



资料来源：wind，光大证券研究所

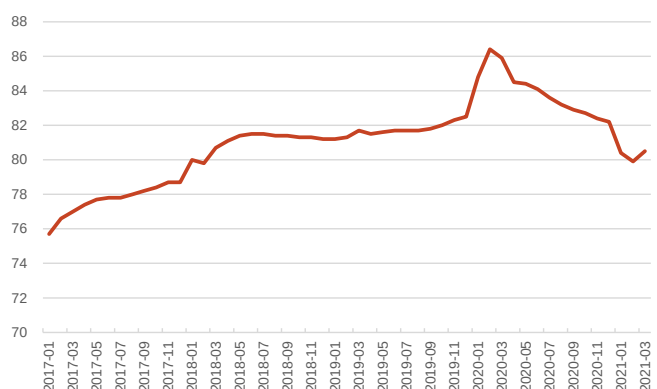
从行业竞争格局看，快递企业价格战依然激烈。2020 年下半年以来，在行业单价收入维持下降趋势的情况下，CR8 指数也处于下降趋势。在此背景下，2021 年 4 月浙江省出台《快递业促进条例（草案）》，其中规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务；同时因“低价倾销”，百世快递、极兔速递被义乌邮政管理局整治（主要措施是停运部分分拨中心）。随着监管对快递行业的力度不断增加，未来快递行业价格战有望得到缓和。

图 25：快递企业单件收入月度比较（单位：元/件）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 26：中国快递服务品牌集中度指数 CR8 比较



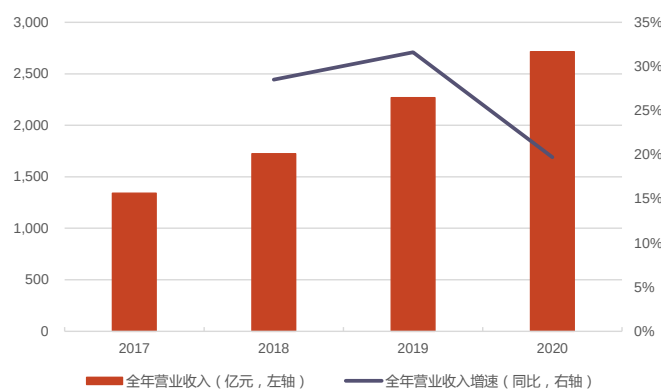
资料来源：wind，光大证券研究所

4.2、疫情冲击有限，快递公司收入继续增长

快递板块（统计样本含顺丰控股、韵达股份、圆通速递、申通快递、德邦股份）2020 年合计实现营业总收入约 2,715 亿元，同比增长约 19.8%，低于上年同期增速（31.6%），行业仍处于快速增长期。2021 年第一季度，五家上市快递公司合计实现营业收入约 725 亿元，同比增长 37.4%。

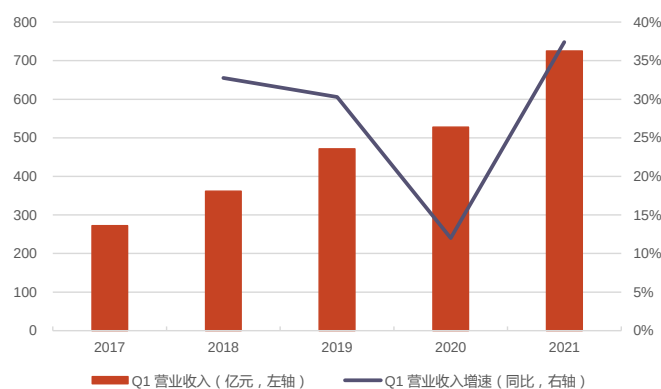
分公司看，由于基数原因以及“春节不打烊”顺丰与通达系公司出现明显差异，顺丰控股 2021 年一季度收入增速（27.1%）低于上年同期增速（39.6%），而韵达、圆通、申通 2021 年一季度收入增速不仅较上年同期增速由负转正，而且都出现大幅上涨。

图 27：快递板块主要上市公司年度合并营业收入比较



资料来源：wind，光大证券研究所，统计样本包含顺丰控股、韵达股份、圆通速递、申通快递、德邦股份

图 28：快递板块主要上市公司一季度合并营业收入比较



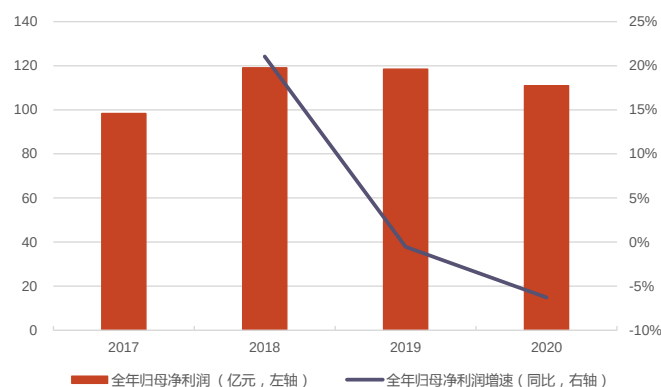
资料来源：wind，光大证券研究所，统计样本包含顺丰控股、韵达股份、圆通速递、申通快递、德邦股份

4.3、行业价格战延续，快递公司盈利能力下降

2020 年，五家快递公司实现归母净利润约 111 亿元，同比下降 6.29%，降幅大于上年同期降幅（0.54%），主要原因是市场竞争不断加剧。

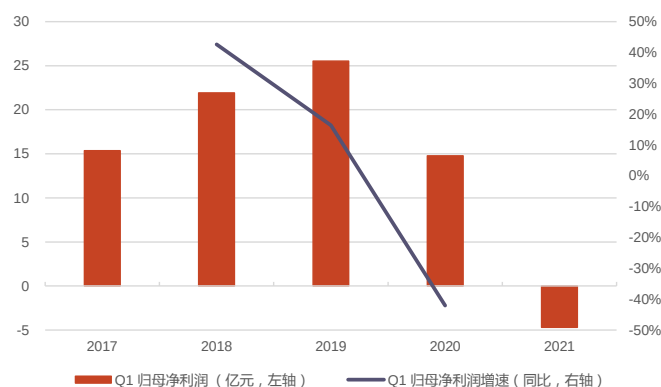
2021 年第一季度，五家快递上市公司合计实现归母净亏损约 4.7 亿元，较上年同期（盈利 14.8 亿元）由盈转亏，主要原因是顺丰巨亏 9.9 亿元（顺丰去年第四季度开始加大资本性开支投入，进行中转场自动化产能升级；四网融合整合初期，资源重叠投放带来一定负面影响；第一季度员工补贴创历史新高）；而其他公司仅圆通、德邦净利润实现正增长。

图 29：快递板块主要上市公司年度合并归母净利润比较



资料来源：wind，光大证券研究所，统计样本包含顺丰控股、韵达股份、圆通速递、申通快递、德邦股份

图 30：快递板块主要上市公司一季度合并归母净利润比较



资料来源：wind，光大证券研究所，统计样本包含顺丰控股、韵达股份、圆通速递、申通快递、德邦股份

整体来看，行业价格战不断加剧进一步导致各大快递公司继续增加资源投入，行业短期难以出清。行政手段干预市场竞争有利于缓和目前的价格战，但一线快递公司“以价换量”的动力仍在，未来行业内部竞争格局变化依然存在较大不确定性。

表 3：快递板块主要上市公司盈利预测

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	2020 年收入 增速	2020 年净 利润增速	2021 年一 季度收入 增速	2021 年一 季度净利 润增速	EPS (元)				PE (x)			
							2020	2021(E)	2022(E)	2023(E)	2020	2021(E)	2022(E)	2023(E)
002352.SZ	顺丰控股	64.35	37.25%	26.39%	27.07%	-209.01%	1.61	0.98	1.35	1.72	40	66	48	37
002120.SZ	韵达股份	16.10	-2.63%	-46.94%	48.10%	-31.57%	0.48	0.62	0.68	0.76	34	26	24	21
002468.SZ	申通快递	8.60	-6.60%	-97.42%	47.28%	-253.39%	0.02	0.33	0.44	0.58	430	26	20	15
600233.SH	圆通速递	11.78	12.06%	5.94%	61.91%	36.69%	0.56	0.61	0.67	0.73	21	19	18	16

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021 年 4 月 30 日

5、投资建议

客运需求快速恢复，疫情期间压抑的客运需求有望在暑运继续释放；《浙江省快递业促进条例（草案）》出台，快递行业价格战有望缓和。我们维持行业“增持”评级，推荐中国国航、南方航空、吉祥航空、春秋航空和圆通速递，建议关注华夏航空、深圳机场、韵达股份。

6、风险分析

1、新冠肺炎疫情持续时间、范围超出预期。国内疫情如果出现反复，将对国内航空需求恢复带来负面影响；海外疫情持续时间超预期将严重影响海外出行需求的恢复，给航司、机场盈利带来负面影响。

2、宏观经济下行影响航空、快递需求下行。宏观经济下行会带来全社会客运、货运需求下行，虽然具有市场竞争力的航空、机场、快递公司受到的冲击较小，但仍可能出现业绩低于预期的情况。

3、海外旅客吞吐量增长缓慢；机场免税店消费额增长缓慢。如果机场海外航线旅客吞吐量、或免税店人均消费金额增长缓慢，机场免税收入增长可能会低于市场预期。

4、快递行业竞争超预期，导致单票收入大幅下滑。虽然行政手段干预市场竞争有利于缓和目前的价格战，但一线快递公司“以价换量”的动力仍在，快递公司单票收入降幅仍可能大于单票成本降幅。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE