

研究所
 证券分析师： 许可 S0350521080001
 xuk02@ghzq.com.cn
 证券分析师： 周延宇 S0350521090001
 zhouyy01@ghzq.com.cn
 证券分析师： 李跃森 S0350521080010
 liys05@ghzq.com.cn
 证券分析师： 李然 S0350521100001
 lir03@ghzq.com.cn

极兔整合百世快递，如何看待其对快递格局的冲击？

——交通运输行业月报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
交通运输	-0.8%	6.8%	0.8%
沪深300	1.5%	1.2%	2.8%

相关报告

《新物流时代系列之一：破茧成蝶，跨境电商重塑百年货代新格局（推荐）*物流*周延宇，许可》
——2021-09-06

《快递行业投资框架：短期看政策、中期看格局、长期看成本（推荐）*交通运输*周延宇，许可》
——2021-09-05

《上海机场（600009）事件点评：疫情反弹干扰复苏，业绩亏损环比扩大（增持）*机场*许可，李跃森》
——2021-10-23

《华贸物流（603128）事件点评：业绩符合预期，期待跨境电商物流整合发力（买入）*物流*许可，周延宇》
——2021-10-23

《圆通速递（600233）事件点评：量价齐升，上调至“买入”评级（买入）*物流*许可，周延宇》
——2021-10-19

投资要点：

■ 月度专题：极兔整合百世快递，如何看待其对快递格局的冲击？

极兔于2020年进入快递市场，仅用不到2年时间就做到全球第四大业务体量快递公司，其崛起堪称是一个中国奇迹。但规模只是快递行业的基础，快递网络长期稳定的发展必须要规模、投资、管理全方位的配合。极兔收购百世后，理想情况下，日票量接近4500W单/天，体量已经达到快递企业第一梯队的水平，足以支撑一张全国快递网络，极兔与第一梯队的差距主要体现在固定资产体量和国内快递运营经验上。在网络效应较强的快递行业，规模有余而投资管理不足会导致极兔整合快递网络存在脆弱性的问题，极兔发展的核心矛盾也会逐渐由规模过渡至投资和管理，进入补短板的发展阶段。

对行业而言，政策已经释放行业回归稳态经营的信号。同时头部各企业资本开支与现金流错配，资金紧张背景下，价格竞争策略难以以为继。极兔百世整合后，更需要时间做内功来巩固整合成果，价格闪电战演化为持久战。天时地利人和，电商快递供给侧已经发生重大变化，通胀压力向下传导，头部企业利润修复，行业大拐点已至。

■ 物流快递：涨价与格局改善共振，强烈推荐圆通速递、顺丰控股、中通快递、韵达股份

快递：强烈推荐涨价与格局改善共振影响下的电商快递企业——圆通速递、中通快递、韵达股份。短期密集的政策促使行业进行数轮涨价，四季度利润弹性可期。中期行业格局有望改善，尾部企业被整合后，行业供给侧出现重大变化，行业大拐点已现。参考海外经验，行业成长中后期进入出清阶段时，超额收益开始逐步显现，中国快递行业历经两年的恶性价格战，无论是盈利能力还是估值均处于绝对底部，涨价与格局改善共振下，行业有望实现量价齐升，迎来最佳的投资阶段。

持续推荐垄断格局下的高端赛道快递品牌商顺丰控股。2021年是顺丰资本开支大年，因为资本开支与业务需求的错配导致公司业绩短

期承压，但 2Q2021 以来，随着产能爬坡，顺丰毛利率环比修复趋势明朗。目前公司业绩仍处于产能爬坡早期，随着四网融通项目的持续推进，顺丰网络的产能弹性被进一步释放，期待四季度顺丰的经营表现。

跨境物流：持续推荐深度受益运价红利、跨境电商物流有望整合发力的中国空运货代龙头华贸物流。在目前运价红利的支撑下，华贸能够通过自身较强的资源掌控力，深度受益于运价的红利。而在跨境电商物流赛道中，华贸能够不断推动并购整合，完善端到端的服务能力，构建跨境电商物流赛道竞争实力，有望最终脱颖而出，实现从周期到成长的逻辑切换。

■ 机场航空：疫情发散干扰复苏，等待国门开放

自疫情发生至今，航空业国际线业务受到严重影响，与之相关的业务收入大幅下滑。而伴随着防疫常态化的进行，疫情已经从市场最初所预计的短期变量逐步演变为中期核心变量。近期由于国内局部地区的疫情反弹，3Q21 机场航空板块多数上市公司的复苏进程再次受到干扰。站在当下时点，行业整体的复苏节奏难以预判，但整体方向已经确定向上。

个股层面，重点推荐美兰空港、白云机场、吉祥航空。

作为国内唯一的离岛免税机场标的，美兰机场是当下国内天赋极佳的免税机场。中长期来看，将于年底投产的新航站楼投产配合已经提升至 10 万元的人均免税额度，公司非航业务将迎来新机遇。中性预计 2025 年机场旅客吞吐量将达到 4000 万人次、线下免税店销售额达约 100 亿水平（较 2020 年 CAGR 分别为 20%、30%）。近期随着海航集团重组方案表决通过，其机场板块国有化取得标志性进展，多年来压制公司估值的问题将不复存在。

白云机场作为国内三大门户型机场之一，若没有此次疫情干扰，全生命周期看当下正处在产能利用率提升和免税高增长共振的黄金时期。自疫情发生至今，机场的国际线业务受到疫情的严重影响，叠加防疫常态化政策的执行，免税机场价值被阶段性重估。公司市值 8 月份创下疫情以来新低，接近破净，当下 PB 修复至约 1.45 倍，整体估值已经处于历史性的底部。底部不悲观，国门重开日，价值回归时。

吉祥航空采用“吉祥（全服务）+九元（低成本）”的双品牌全赛道布局，后疫情时代兼具 β 和 α ：①自疫情发生以来基本面不断改善，并且 2Q21 淡季毛利转正展现出国内线盈利中枢已经上移的积极信号；②近 7 成运力布局在全服务赛道，且航线品质较高，如果未来供需弹性逻辑兑现，公司将充分享受；③疫情过后宽体机利用率大概率提升，同时九元航空已恢复机队引进，公司将进入高速增长期。

■ 行业评级及投资策略

1、快递行业短期看政策，中期看格局，长期看成本。目前行业景气度较高，随着政策逐渐深入，行业格局加快出清，头部企业也开始涨价，有望实现量价齐升，进而拥有较大的利润弹性，深度受益于行业格局改善。

2、一线城市机场是中国民航业极为优质的核心资产，随着新基建的逐步投产，机场正在从单一的公共服务基础设施逐渐向汇聚网红餐饮和高端顶奢的顶级购物中心演进。在目前的机场模型中，免税仍是最具成长性和确定性的业务，因而行业的复苏仍然高度依赖于国际客流的恢复。国门开放日，价值回归时。

3、航空业是典型的大周期行业，在大周期中，需求周期往往表现为危机周期。大危机的爆发导致需求彻底崩溃，股价重回周期底部，同时也意味着新一轮周期的开启。在 COVID-19 疫情持续冲击下，多数中国航空股股价来到大周期级别底部。近期新冠特效药研发取得重要进展，但从药物上市到防疫政策转向，中间还有很长的路要走，客流拐点还需耐心等待。虽然复苏的节奏难以把握，但趋势已经确定性向上。

给予行业“推荐”评级。

重点推荐：圆通速递、顺丰控股、中通快递、韵达股份、美兰空港、白云机场、吉祥航空

■ 风险提示

公司方面：并购失败、现金流断裂导致破产、低价增发导致股份被动大幅稀释、加盟商爆仓、成本管控不及预期等。

行业方面：业务增速不及预期、重大政策变动、竞争加剧发生行业事故等。

宏观方面：经济大幅波动、地缘政治冲突、油汇大幅波动、大规模自然灾害、新一轮疫情爆发等。

重点关注公司及盈利预测（注：港股股价为港币）

重点公司 代码	股票 名称	2021-10-31		EPS			PE			投资 评级
		股价	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E		
600233.SH	圆通速递	14.60	0.57	0.49	0.80	20.09	26.28	16.15	买入	
002352.SZ	顺丰控股	64.63	1.64	0.89	1.83	53.80	70.64	34.57	买入	
002120.SZ	韵达股份	18.67	0.48	0.49	0.82	32.71	38.99	23.38	买入	
600004.SH	白云机场	11.84	-0.12	-0.27	0.11	-117.75	-43.67	90.91	买入	
603885.SH	吉祥航空	15.92	-0.24	-0.07	0.63	-47.38	-243.71	26.00	买入	
2057.HK	中通快 递-SW	234.20	5.04	4.83	8.20	44.83	48.47	28.55	买入	
0357.HK	美兰空港	31.55	-3	2	1	-12	21	27	买入	

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

内容目录

1、 月度专题	7
1.1、 极兔整合百世快递，如何看待其对快递格局的冲击？	7
1.2、 如何看待其对快递格局的冲击？	9
2、 行业观点	9
2.1、 物流快递：涨价与格局改善共振，强烈推荐圆通速递、顺丰控股、中通快递、韵达股份	9
2.1.1、 快递：涨价与格局改善共振，把握电商快递行业最佳投资阶段	9
2.1.2、 跨境物流：运价红利持续，持续推荐新业务整合发力的华贸物流	11
2.2、 机场航空：疫情反弹干扰复苏，等待未来国门开放	12
2.2.1、 机场：国门重开日，价值回归时	13
2.2.2、 航空：疫情反弹暑运受挫，等待客流拐点显现	13
2.3、 集运：货代价高位震荡，港口堵塞仍在加剧	15
3、 行业评级及投资策略	17
4、 重点推荐个股	18
5、 风险提示	19

图表目录

图 1: 整合后, 简单相加下, 极兔规模差距有望快速拉近	7
图 2: 通过资本开支来看, 百世投入显著少于通达系同行, 资产较轻	8
图 3: 加盟制快递企业的商业模式决定了精细化管理是一项长期变量	9
图 4: 快递行业 9 月重要数据	11
图 5: 上海航线空运运价再度上行	12
图 6: 海运货代报价维持高位震荡	12
图 7: 机场行业 9 月重要数据	13
图 8: 航空行业 9 月重要数据	14
图 9: 货代运价自 9 月初下调, 现维持高位震荡	15
图 10: 美西线货代运价和 CCFI 背离	15
图 11: 美东线运价保持在高位运行	15
图 12: 欧线价格下调不明显, 但失去增长势头	15
图 13: 美西港口洛杉矶箱子仍然保持进多出少	16
图 14: 全球在港运力规模进一步上涨	16
图 15: 重要港口的船只平均在港时间仍居高位	16
图 16: 到离港准班率继续在极低位置徘徊	16
图 17: 美国零售商和批发商的库销比仍处于低位	16

1、月度专题

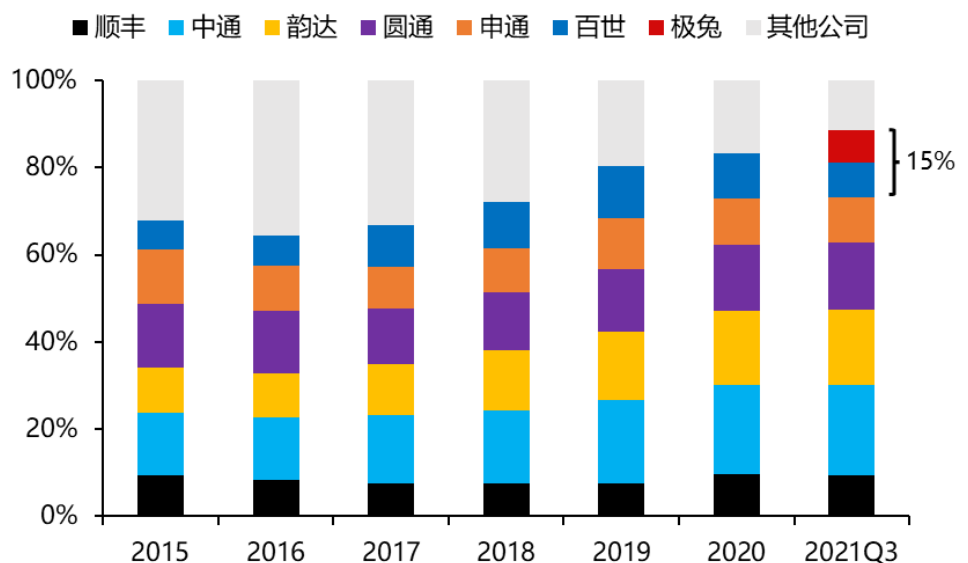
1.1、极兔整合百世快递，如何看待其对快递格局的冲击？

价格战的本质是成本战，成本控制又可以总结为三变量：规模是基础，投资是工具、管理是杠杆。在讨论该问题时不妨引入三变量去思考问题，首先极兔整合百世，对极兔影响怎么看？

①规模是基础：总量差距拉近，结构劣势仍存

看总量，极兔整合百世后，简单相加下（极兔按照日票量 2200 万票预测），其业务量将超过申通，市占率达到约 15%，成为市占率第四的快递企业，且市占率与韵达、圆通差距较小。比规模提升更有意义的是，极兔通过百世接入到阿里的电商市场，其市占率上限被打开。

图 1：整合后，简单相加下，极兔规模差距有望快速拉近



资料来源：Wind，国海证券研究所

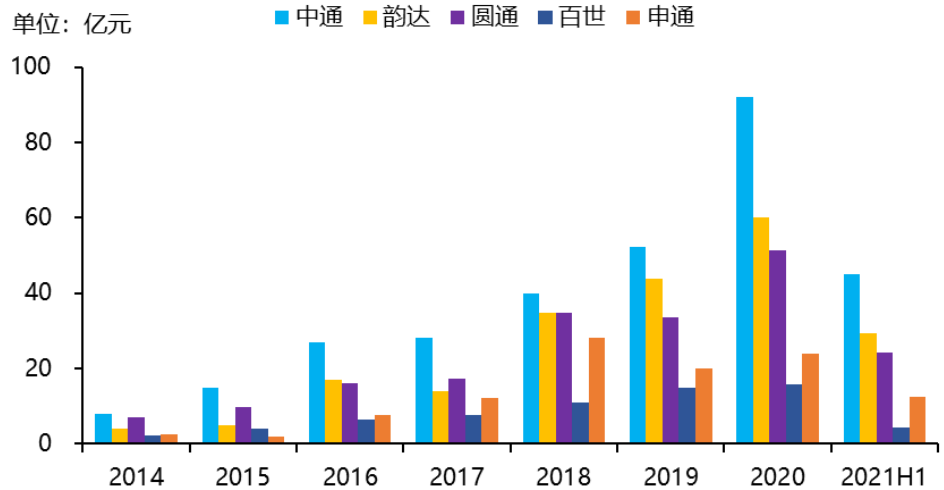
看结构，与中通、韵达、圆通相比，百世的单票重量偏重，单票货值偏低，在华东快递产粮区的市占率偏高。极兔货源主要来自拼多多，同样单票货值偏低，极兔与百世可能存在快递网络重合度较高的问题。不够均衡的网络会导致相同业务量规模下，单边干线运输线路占比偏高，运输成本难以达到最优水平。

②投资是工具：产能瓶颈突破，自营优质资产不足

快递业务有收、转、运、派四个环节，其中自营分拨中心和干线运输车队是加盟制快递企业最核心的产能载体。对比通达系的固定资产情况，百世呈现典型的轻

资产运营模式。其分拨中心资产和车队均以租赁手段为主。在资产建设方面，2021 年极兔整合优速、百世的分拨和车队资源，短期能有效解决双十一旺季的产能瓶颈问题。但站在成本管控的角度，其分拨中心分布地区和自动化水平目前都尚未达到最优解，成本控制阻力较大。

图 2: 通过资本开支来看，百世投入显著少于通达系同行，资产较轻



资料来源: Wind, 国海证券研究所

③管理是杠杆：整合难点多

与规模和投资相比，管理是更长周期维度的经营壁垒。规模和投资在中短期可以通过融资和价格战突破，但加盟制快递企业复杂的利益平衡机制和精细化管理能力需要更长的时间完成积累。极兔收购百世后，将面临多重管理压力：

(1) 极兔与百世网点的管理问题：网点是决定快递网络稳定性的关键变量。快递企业多以城市网格的形式划分网点的业务范围，避免业务摩擦。两公司整合早期，分拨中心可以共用，但末端的加盟商网点是高度重合的。不论是两网独立运营还是逐渐融合，都需要解决末端网点利益分配的问题。

(2) 总部和加盟商的管理问题：加盟快递总部和加盟商是微妙的博弈共生关系。总部收入（面单费、中转费、运输费）是加盟商的成本项，平衡好两者的利润关系才能实现快递企业全链条的稳定发展。

(3) 精细化管理问题：快递行业本身业务链条较长，链条各环节都存在精细化管理的诉求。但轻资产的加盟制快递在各个业务环节掌控力不足，容易出现跑冒滴漏现象。

图 3：加盟制快递企业的商业模式决定了精细化管理是一项长期变量



资料来源：国海证券研究所

1.2、如何看待其对快递格局的冲击？

① 大有余强不足，极兔要进入补短板的发展阶段：

极兔于 2020 年进入快递市场，仅用不到 2 年时间就做到全球第四大业务体量快递公司，其崛起堪称是一个中国奇迹。但规模只是快递行业的基础，快递网络长期稳定的发展必须要规模、投资、管理全方位的配合。极兔收购百世后，理想情况下，日票量接近 4500 万单/天，体量已经达到快递企业第一梯队的水平，足以支撑一张全国快递网络，极兔与第一梯队的差距主要体现在固定资产体量和国内快递运营经验上。在网络效应较强的快递行业，规模有余而投资管理不足会导致整张快递网络存在脆弱性的问题，极兔发展的核心矛盾也会逐渐由规模过渡至投资和管理，进入补短板的发展阶段。

② 恶性价战有望结束，行业大拐点已至：

一方面，政策在积极发力，2021 年 9 月 29 日，《浙江省快递业促进条例》已在人大常委会上通过，“条例”自 2022 年 3 月 1 日起施行。政策的逐步落地进一步遏制行业价格战；同时，各企业资本开支与现金流错配，资金紧张背景下，价格竞争策略难以为继。极兔百世整合后，更需要时间做内功来巩固整合成果。天时地利人和，我们认为电商快递供给侧已经发生重大变化。格局改善背景下，通胀压力向下传导，头部企业利润修复，行业大拐点已至。

2、行业观点

2.1、物流快递：涨价与格局改善共振，强烈推荐圆通速递、顺丰控股、中通快递、韵达股份

2.1.1、快递：涨价与格局改善共振，把握电商快递行业最佳投资阶段

①数据跟踪：

业务量方面，9月快递行业业务量同比增长16.78%，达到94.50亿票，业务量增速再度环比下滑。而公司层面，政策限制恶性低价竞争后，各公司竞争策略有所转变，各公司业务量增速出现分化。中高端赛道，9月顺丰业务量同比增速为21.70%，达到8.86亿票，速运业务保持良好的发展态势；中低端赛道，9月圆通业务量同比增长19.39%，达到14.53亿票，业务量增速连续3月领跑全行业；申通业务量同比增长16.28%，达到10.00亿票，业务量增速自6月份以来环比修复；韵达业务量同比增长11.28%，达到16.28亿票，业务量增速自6月份以来环比下滑。

单票价格方面，政策引导下，9月份末端派费涨价已逐步落地，为应对成本端的上涨，各公司单票收入均出现环比修复。具体来看，9月顺丰单票收入17.60元，YoY -4.70%，MoM 10.14%；圆通单票收入2.28元，YoY 4.68%，MoM 7.04%，连续两个月保持单价同比与环比的正增长，单票收入不断修复的同时保持业务量的快速增长；韵达单票收入2.05元，YoY -4.58%，MoM 0.00%，单票收入保持稳定；申通单票收入2.11元，YoY -3.17%，MoM 8.21%，单票收入环比修复。

③个股观点：

持续推荐垄断格局下的高端赛道快递品牌商顺丰控股。2021年是顺丰资本开支大年，因为资本开支与业务需求的错配导致公司业绩短期承压，但2Q2021以来，随着产能爬坡，顺丰前三季度毛利率分别为7.16%、12.84%、13.46%，环比修复趋势明朗。目前公司业绩仍处于产能爬坡早期，随着四网融通项目的持续推进，顺丰网络的产能弹性被进一步释放，期待四季度顺丰的经营表现。

大时代背景下看，顺丰仍是中国最具竞争实力的物流企业，9月28日，嘉里物流的收购正式落地，顺丰国际业务版图逐渐完善，正式迈向国际，多业务赛道共同发展，从品牌协同走向业务协同，长期看好顺丰在综合物流赛道的龙头地位和竞争优势。

强烈推荐涨价与格局改善共振影响下的电商快递企业——圆通速递、中通快递、韵达股份。政策引导下，快递行业价格战恶化风险大幅降低，自9月派费涨价0.1元以来，快递行业又开启了两轮新的涨价。10月29日，百世集团与极兔速递共同宣布达成战略合作意向，百世将国内快递业务转让给极兔，格局变化信号出现。短期密集的政策促使行业进行数轮涨价，四季度利润弹性可期。中期行业格局有望改善，尾部企业被整合后，行业供给侧出现重大变化，行业大拐点已现。参考海外经验，行业成长中后期进入出清阶段时，超额收益开始逐步显现，中国快递行业历经两年的恶性价战，无论是盈利能力还是估值均处于绝对底部，涨价与格局改善共振下，行业有望实现量价齐升，迎来最佳的投资阶段，强烈推荐电商快递头部企业——中通快递、圆通速递、韵达股份。

图 4: 快递行业 9 月重要数据

9 月	公司	营业收入 (亿元)	同比增速 (%)	业务量 (亿票)	同比增速 (%)	单票收入 (元)	同比增速 (%)
中高端	顺丰控股	155.95	15.98%	8.86	21.70%	17.60	-4.70%
	韵达股份	34.78	10.66%	16.28	11.28%	2.05	-4.58%
中低端	申通快递	21.11	12.83%	10.00	16.28%	2.11	-3.17%
	圆通快递	33.12	24.98%	14.53	19.39%	2.28	4.68%
全行业	行业	921.40	11.78%	94.50	16.78%	9.75	0.90%

资料来源: 顺丰控股、韵达股份、申通快递、圆通快递公司公告, 国海证券研究所

2.1.2、跨境物流: 运价红利持续, 持续推荐新业务整合发力的华贸物流

①数据跟踪:

航空货运方面, 2021 年 10 月最后一周, 核心航线运价维持高位, 三季度上海浦东与南京疫情影响下, 上海航线运价再度上行。美线来看, 香港至北美 YoY 64.73%, WoW -2.11%; 上海至北美 YoY 51.01%, WoW 0.29%。欧线来看, 香港至欧洲 YoY 62.41%, WoW -8.70%; 上海至欧洲 YoY 44.49%, WoW 7.44%。疫情反复影响下, 核心货运机场的运营遭到冲击, 舱位资源稀缺性再度增强, 航空货运运价红利持续。

海运方面, 2021 年 10 月最后一周, 海运货代报价维持高位震荡, 行业整体供需错配的局面未得到有效缓解。美线来看, 美西线货代报价环比增长 0.56%, 相较年初增长 302.13%; 美东线货代报价环比下降 2.09%, 相较年初增长 268.30%。欧线来看, 货代报价环比下降 0.01%, 相较年初增长 140.66%。堵塞现象反复出现, 供应链稳定性遭到冲击, 海运运价红利依旧。

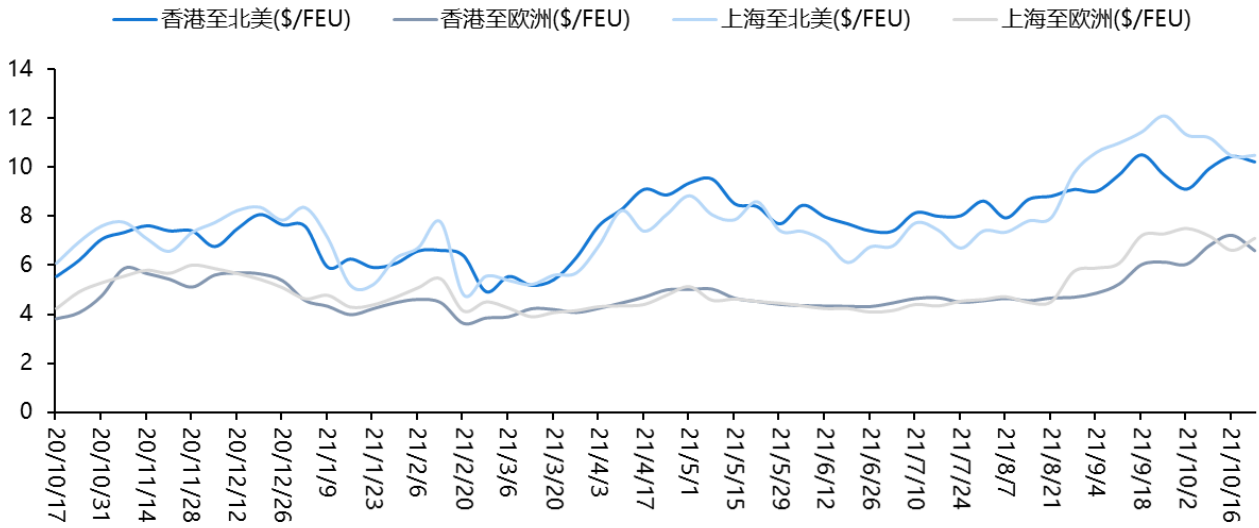
②个股观点:

持续推荐深度受益运价红利、跨境电商物流有望整合发力的中国空运货代龙头华贸物流。虽然三季度上海浦东与南京疫情影响下, 空运货代运量的释放遭到干扰, 但不断上行的海运运价增厚华贸传统货代业绩, 空海运运价红利持续的背景下, 华贸物流深度受益, 拥有较强的业绩确定性。

三季度, 佳成国际的收购正式落地, 业务融合逐步开启, 华贸跨境电商物流的布局逐渐完善, 形成邮政小包、专线小包以及海外仓三类产品的业务版图。华贸将持续发力整合, 待疫情过去, 被压制的运量将会再度释放, 华贸有望通过不断完善的全链条服务能力, 推动跨境电商物流业务实现量价齐升的发展态势。

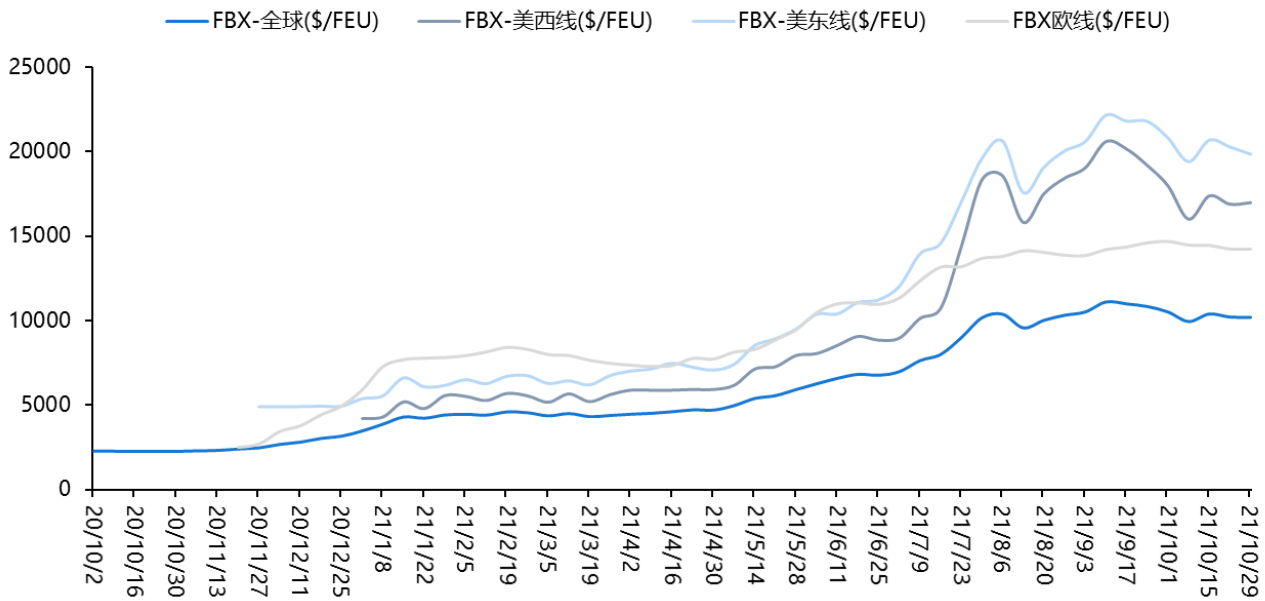
在目前运价红利的支撑下, 华贸能够通过自身较强的资源掌控力, 深度受益于价的红利。跨境电商物流赛道是物流大赛道中稀缺的有增量、有壁垒的优质赛道, 在较强业绩确定性支撑下, 华贸能够不断推动并购整合, 完善端到端的服务能力, 构建跨境电商物流赛道竞争实力, 有望最终脱颖而出, 实现从周期到成长的逻辑切换。

图 5: 上海航线空运运价再度上行



资料来源: TAC Index, 国海证券研究所

图 6: 海运货代报价维持高位震荡



资料来源: Freightos, 国海证券研究所

2.2、机场航空: 疫情反弹干扰复苏, 等待未来国门开放

自疫情发生至今, 民航业国际线业务受到严重影响, 与之相关的业务收入大幅下滑。而伴随着防疫常态化的进行, 疫情已经从市场最初所预计的短期变量逐步演变为中期核心变量。而近期由于国内局部地区的疫情反弹, 3Q21 机场航空板块

多数上市公司的复苏进程再次受到干扰。站在当下时点，行业整体的复苏节奏难以预判，但整体方向已经确定向上。

2.2.1、机场：国门重开日，价值回归时

一线城市机场是中国民航业极为优质的核心资产，随着新基建的逐步投产，机场正在从单一的公共服务基础设施逐渐向汇聚网红餐饮和高端顶奢的顶级购物中心演进。在目前的机场模型中，有税业务尚处于孕育早期，免税仍是最具成长性和确定性的业务，因而行业的整体复苏仍然高度依赖于国际客流的恢复。

作为国内唯一的离岛免税机场标的，美兰机场是当下国内天赋极佳的免税机场。中长期来看，将于年底投产的新航站楼投产配合已经提升至 10 万元的人均免税额度，公司非航业务将迎来新机遇。中性预计 2025 年机场旅客吞吐量将达到 4000 万人次、线下免税店销售额达约 100 亿左右（较 2020 年 CAGR 分别为 20%、30%）。近期随着海航集团重组方案表决通过，其机场板块国有化取得标志性进展，多年来压制公司估值的问题将不复存在。

白云机场作为国内三大门户型机场之一，若没有此次疫情干扰，全生命周期来看当下正处在产能利用率提升和免税高增长共振的黄金时期。自疫情发生至今，公司国际线业务受到严重影响，叠加防疫常态化政策的执行，免税机场价值被阶段性重估。公司市值 8 月份创下疫情以来新低，接近破净，当下 PB 修复至约 1.45 倍，整体估值已经处于历史性的底部。但其作为流量平台的本质没有变化，其自然垄断的地位和广阔的成长空间亦未改变。底部不悲观，国门重开日，价值回归时。

图 7：机场行业 9 月重要数据

机场行业9月重要数据													
9月													
同比2020年	旅客吞吐量(万人次)			旅客吞吐量增速			1-9月累计	旅客吞吐量(万人次)			旅客吞吐量增速		
	2021/09	2020/09	差额	2021/09	2020/09	差额		2021/09	2020/09	差额	2021/09	2020/09	差额
上海机场	227.31	362.65	-135.34	-0.37	-41.06%	3.74%	上海机场	2549.01	2216.95	332.06	14.98%	-61.72%	76.69%
白云机场	354.77	461.48	-106.70	-0.23	-23.31%	0.19%	白云机场	3096.16	2894.08	202.08	6.98%	-46.91%	53.89%
深圳机场	337.63	392.84	-55.21	-0.14	-9.45%	-4.60%	深圳机场	7235.61	3014.16	4221.45	140.05%	-31.43%	171.48%
首都机场	293.94	397.01	-103.08	-0.26	-51.20%	25.24%	首都机场	2640.80	2230.93	409.87	18.37%	-70.32%	88.69%

9月													
同比2019年	旅客吞吐量(万人次)			旅客吞吐量增速			1-9月累计	旅客吞吐量(万人次)			旅客吞吐量增速		
	2021/09	2019/09	差额	2021/09	2019/09	差额		2021/09	2019/09	差额	2021/09	2019/09	差额
上海机场	227.31	615.28	-387.97	-63.06%	2.35%	-65.40%	上海机场	2549.01	5790.72	-3241.71	-55.98%	3.63%	-59.62%
白云机场	354.77	601.73	-246.96	-41.04%	8.50%	-49.54%	白云机场	3096.16	5451.19	-2355.03	-43.20%	5.29%	-48.49%
深圳机场	337.63	433.85	-96.22	-22.18%	13.40%	-35.58%	深圳机场	7235.61	4395.72	2839.89	64.61%	7.23%	57.38%
首都机场	293.94	812.50	-518.56	-63.82%	-0.96%	-62.86%	首都机场	2640.80	7516.80	-4876.00	-64.87%	-0.07%	-64.80%

资料来源：上海机场、白云机场、深圳机场、首都机场公司公告，国海证券研究所

2.2.2、航空：疫情反弹暑运受挫，等待客流拐点显现

航空业是典型的大周期行业，在大周期中，需求周期往往表现为危机周期。大危机的爆发导致需求彻底崩溃，股价重回周期底部，同时也意味着新一轮周期的开启。在 COVID-19 疫情持续冲击下，多数中国航空股股价来到大周期级别底部。近期新冠特效药研发取得重要进展，但从药物上市到防疫政策转向，中间还有很长的路要走，客流拐点还需耐心等待。虽然复苏的节奏难以把握，但趋势已经确

定性向上。

吉祥航空采用“吉祥（全服务）+九元（低成本）”的双品牌全赛道布局，后疫情时代兼具 β 和 α ：①自疫情发生以来基本面不断改善，且2Q21淡季毛利转正展现出国内线盈利中枢已经上移的积极信号；②近7成运力布局在全服务赛道，且航线品质较高，待疫情彻底消散国门开放，若供需弹性逻辑兑现，公司将充分享受；③疫情过后宽体机利用率大概率提升，同时九元航空已恢复机队引进，公司将进入高速增长期。

图 8：航空行业 9 月重要数据

航空行业9月行业数据											
六航司全球-同比2020年											
9月	客运量增速	ASK增速	RPK增速	客座率	客座率变动	1-9月累计	客运量增速	ASK增速	RPK增速	客座率	客座率变动
中国国航	-29.5%	-17.0%	-27.6%	66.0%	-9.7%	中国国航	20.1%	11.5%	11.1%	69.6%	-0.3%
南方航空	-26.9%	-16.2%	-25.7%	68.9%	-8.7%	南方航空	22.4%	14.4%	17.9%	72.6%	2.2%
东方航空	-31.8%	-18.3%	-31.1%	64.8%	-12.1%	东方航空	24.4%	16.6%	16.0%	69.6%	-0.4%
春秋航空	-7.5%	-0.3%	-5.1%	84.7%	-4.2%	春秋航空	29.8%	20.1%	28.5%	83.9%	5.4%
吉祥航空	-14.4%	-0.9%	-13.9%	72.6%	-10.9%	吉祥航空	37.1%	27.2%	34.9%	77.2%	4.4%
海南航空	-13.1%	-0.3%	-11.4%	72.1%	-9.0%	海南航空	37.2%	28.1%	33.2%	75.9%	2.9%
六航司国内-同比2020年											
9月	客运量增速	ASK增速	RPK增速	客座率	客座率变动	1-9月累计	客运量增速	ASK增速	RPK增速	客座率	客座率变动
中国国航	-30.1%	-16.6%	-28.3%	66.4%	-10.8%	中国国航	25.2%	28.7%	27.7%	70.5%	-0.6%
南方航空	-34.3%	-15.7%	-25.6%	69.3%	-9.2%	南方航空	26.8%	25.4%	29.8%	73.5%	2.4%
东方航空	-31.9%	-18.2%	-31.6%	65.0%	-12.8%	东方航空	29.9%	33.3%	32.5%	70.3%	-0.4%
春秋航空	-7.4%	0.2%	-4.9%	84.8%	-4.5%	春秋航空	38.0%	32.4%	40.4%	84.1%	4.8%
吉祥航空	-14.5%	-0.4%	-14.0%	72.7%	-11.5%	吉祥航空	41.3%	34.2%	40.9%	77.8%	3.7%
海南航空	-13.5%	1.3%	-10.8%	72.1%	-9.8%	海南航空	39.6%	39.3%	43.6%	76.3%	3.2%
六航司国际-同比2020年											
9月	客运量增速	ASK增速	RPK增速	客座率	客座率变动	1-9月累计	客运量增速	ASK增速	RPK增速	客座率	客座率变动
中国国航	59.3%	-25.7%	0.3%	55.0%	14.3%	中国国航	-65.9%	-72.4%	-78.5%	49.9%	-14.1%
南方航空	-34.3%	-28.5%	-28.3%	57.8%	0.1%	南方航空	-76.8%	-64.0%	-73.1%	49.1%	-16.6%
东方航空	12.5%	-21.3%	-2.2%	58.1%	11.3%	东方航空	-83.6%	-76.6%	-84.5%	45.3%	-23.1%
春秋航空	-40.9%	-56.6%	-44.6%	58.3%	12.6%	春秋航空	-89.0%	-89.1%	-90.9%	59.1%	-11.7%
吉祥航空	1.3%	-24.7%	-9.6%	64.4%	10.7%	吉祥航空	-70.5%	-61.0%	-63.9%	52.5%	-4.3%
海南航空	-43.7%	-61.3%	-43.9%	74.9%	23.2%	海南航空	-92.1%	-83.9%	-88.0%	47.6%	-16.3%
六航司全球-同比2019年											
9月	客运量增速	ASK增速	RPK增速	客座率	客座率变动	1-9月累计	客运量增速	ASK增速	RPK增速	客座率	客座率变动
中国国航	-41.3%	-45.8%	-55.6%	66.0%	-14.6%	中国国航	-35.9%	-44.1%	-52.2%	69.6%	-11.8%
南方航空	-35.6%	-36.1%	-46.1%	68.9%	-12.9%	南方航空	-30.7%	-34.8%	-43.0%	72.6%	-10.4%
东方航空	-41.5%	-42.4%	-53.2%	64.8%	-15.0%	东方航空	-35.9%	-37.3%	-48.1%	69.6%	-14.4%
春秋航空	-0.6%	-2.6%	-8.9%	84.7%	-5.8%	春秋航空	-0.2%	-0.2%	-8.8%	83.9%	-7.9%
吉祥航空	-14.2%	-6.0%	-20.4%	72.6%	-13.1%	吉祥航空	-13.8%	-10.2%	-19.3%	77.2%	-8.7%
海南航空	-51.6%	-53.1%	-59.1%	72.1%	-10.6%	海南航空	-48.3%	-51.0%	-55.8%	75.9%	-8.2%
六航司国内-同比2019年											
9月	客运量增速	ASK增速	RPK增速	客座率	客座率变动	1-9月累计	客运量增速	ASK增速	RPK增速	客座率	客座率变动
中国国航	-29.3%	-11.7%	-28.3%	66.4%	-15.4%	中国国航	-21.3%	-3.2%	-21.1%	70.5%	-12.3%
南方航空	-25.1%	-10.2%	-24.4%	69.3%	-13.0%	南方航空	-18.9%	-8.2%	-18.7%	73.5%	-9.5%
东方航空	-31.0%	-11.2%	-29.1%	65.0%	-16.4%	东方航空	-23.6%	-4.3%	-20.8%	70.3%	-14.7%
春秋航空	37.0%	51.9%	39.6%	84.8%	-7.5%	春秋航空	36.1%	51.6%	37.5%	84.1%	-8.6%
吉祥航空	-3.4%	14.5%	-5.5%	72.7%	-15.4%	吉祥航空	-1.6%	7.4%	-3.8%	77.8%	-9.0%
海南航空	-48.1%	-35.4%	-46.6%	72.1%	-15.1%	海南航空	-44.5%	-33.7%	-42.7%	76.3%	-7.9%
六航司国际-同比2019年											
9月	客运量增速	ASK增速	RPK增速	客座率	客座率变动	1-9月累计	客运量增速	ASK增速	RPK增速	客座率	客座率变动
中国国航	-95.5%	-95.1%	-96.6%	55.0%	-24.7%	中国国航	-94.9%	-94.4%	-96.5%	49.9%	-29.6%
南方航空	-96.8%	-92.8%	-94.9%	57.8%	-23.2%	南方航空	-96.4%	-92.0%	-95.3%	49.1%	-33.9%
东方航空	-97.4%	-95.6%	-96.9%	58.1%	-23.6%	东方航空	-97.5%	-94.7%	-97.3%	45.3%	-43.1%
春秋航空	-99.2%	-98.9%	-99.3%	58.3%	-29.9%	春秋航空	-98.0%	-97.3%	-98.2%	59.1%	-31.1%
吉祥航空	-94.4%	-91.6%	-92.8%	64.4%	-11.2%	吉祥航空	-94.7%	-88.9%	-92.9%	52.5%	-29.4%
海南航空	-98.8%	-98.3%	-98.2%	74.9%	3.4%	海南航空	-99.2%	-97.9%	-98.6%	47.6%	-25.3%

资料来源：中国国航、南方航空、东方航空、春秋航空、吉祥航空、海南航空公司公告，国海证券研究所

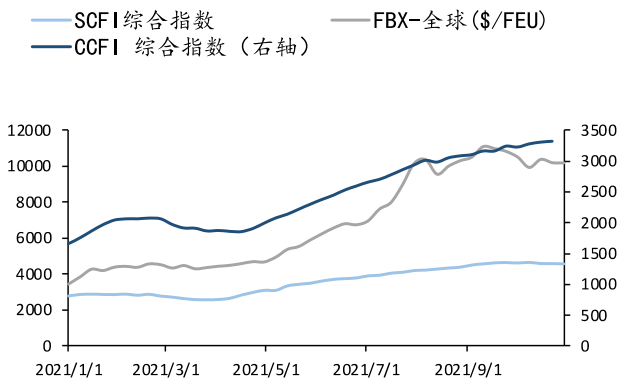
2.3、集运：货代价高位震荡，港口堵塞仍在加剧

9-10月货代运价显著下调，但船东报价体现出一定韧性，尤其是长协报价继续走高跟货代运价背离。Xeneta的数据显示，9月份长协价格指数上涨了3.2%，说明船东仍在长协谈判中处于主动一方，货主签订长协的意愿仍在不断增强。

堵港背景下中断的供应链是长协价的主要驱动因素。美西港口洛杉矶的集装箱仍进多出少，因而港口船只的平均等待时间仍处于高位，洛杉矶和长滩的分别在12、8天左右。与此同时，港口在港运力规模继续创下新高，三条重要支线的到离岗准班率均下降至10%附近的历史最低水平。

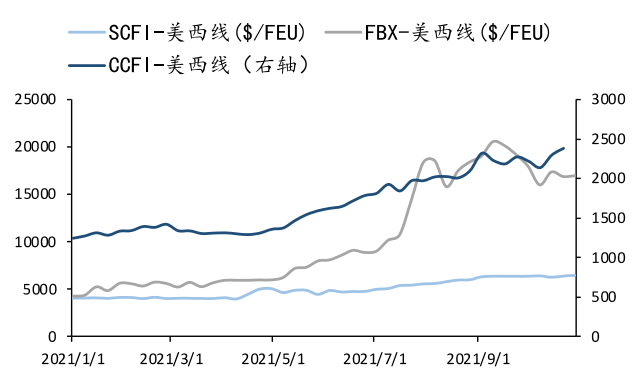
考虑到美国批发和零售商库销比继续下探，具备补库存的需求，以及4季度是美国港口的传统旺季。预计4Q21堵港问题大概率难以解决，运价有望继续保持在高位。

图 9：货代运价自 9 月初下调，现维持高位震荡



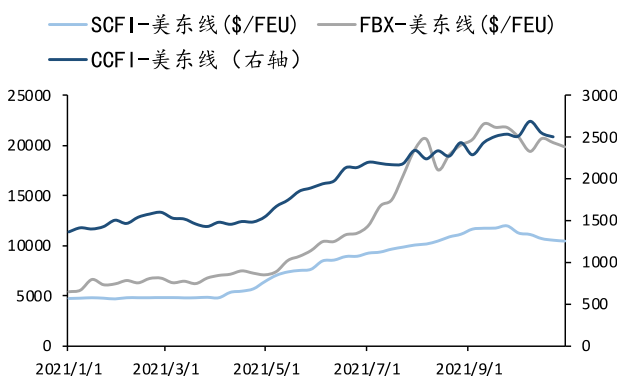
资料来源：Wind, Freightos, 国海证券研究所

图 10：美西线货代运价和 CCFI 背离



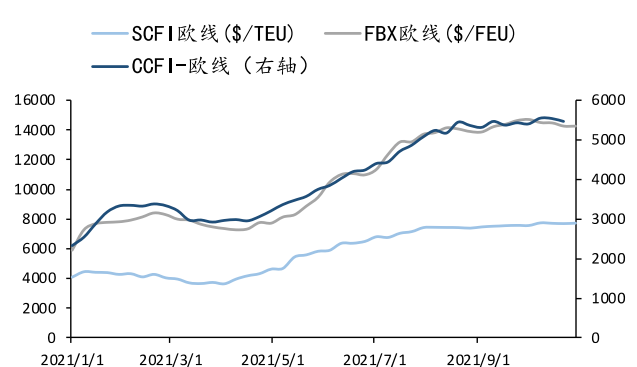
资料来源：Wind, Freightos, 国海证券研究所

图 11：美东线运价保持在高位运行



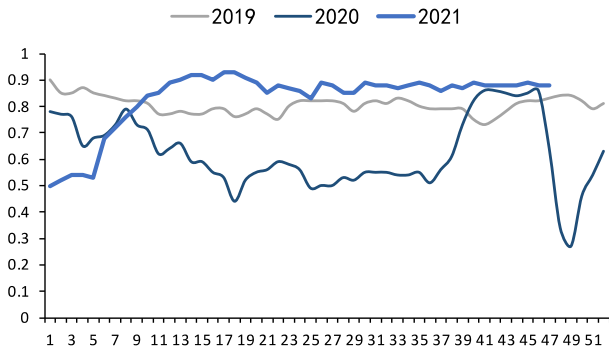
资料来源：Wind, Freightos, 国海证券研究所

图 12：欧线价格下调不明显，但失去增长势头



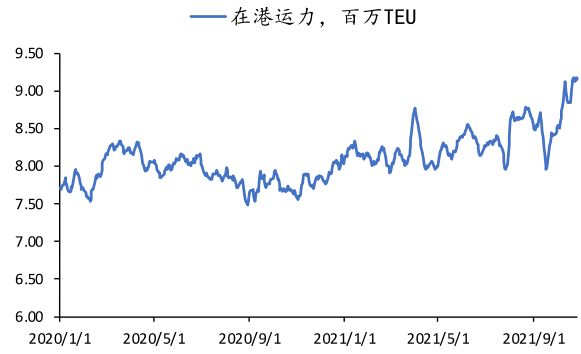
资料来源：Wind, Freightos, 国海证券研究所

图 13: 美西港口洛杉矶箱子仍然保持进多出少



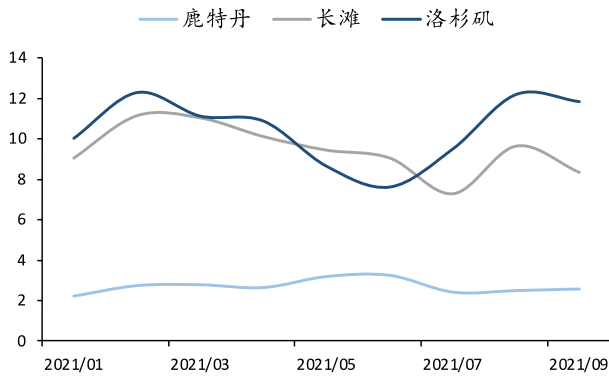
资料来源: Container-Xchange, 国海证券研究所

图 14: 全球在港运力规模进一步上涨



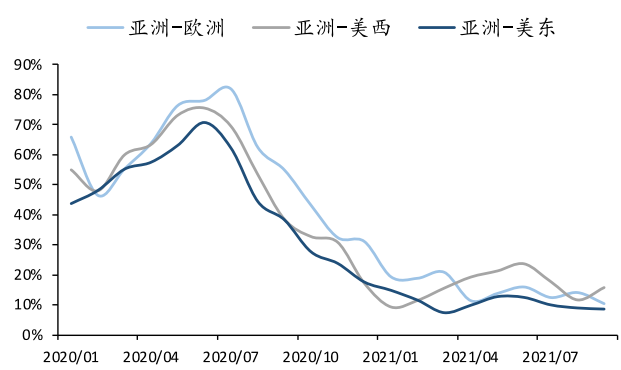
资料来源: Clarksons, 国海证券研究所

图 15: 重要港口的船只平均在港时间仍居高位



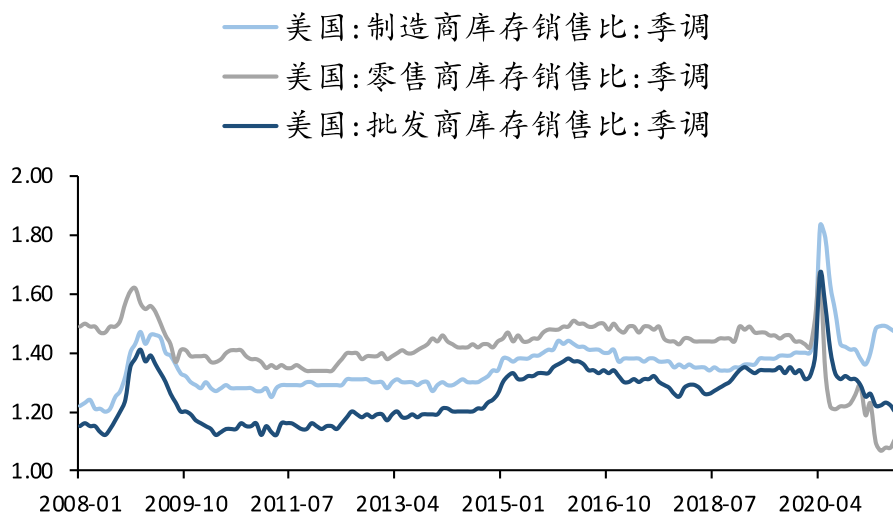
资料来源: 上海航运交易所, 国海证券研究所

图 16: 到离港准班率继续在极低位置徘徊



资料来源: 上海航运交易所, 国海证券研究所

图 17: 美国零售商和批发商的库销比仍处于低位



资料来源: Wind, 国海证券研究所

3、行业评级及投资策略

快递行业短期看政策，中期看格局，长期看成本。目前行业景气度较高，随着政策逐渐深入，行业格局加快出清，头部企业也开始涨价，有望实现量价齐升，进而拥有较大的利润弹性，深度受益于行业格局改善。

一线城市机场是中国民航业极为优质的核心资产，随着新基建的逐步投产，机场正在从单一的公共服务基础设施逐渐向汇聚网红餐饮和高端顶奢的顶级购物中心演进。在目前的机场模型中，免税仍是最具成长性和确定性的业务，因而行业的复苏仍然高度依赖于国际客流的恢复。国门开放日，价值回归时。

航空业是典型的大周期行业，在大周期中，需求周期往往表现为危机周期。大危机的爆发导致需求彻底崩溃，股价重回周期底部，同时也意味着新一轮周期的开启。在 COVID-19 疫情持续冲击下，多数中国航空股股价来到大周期级别底部。近期新冠特效药研发取得重要进展，但从药物上市到防疫政策转向，中间还有很长的路要走，客流拐点还需耐心等待。虽然复苏的节奏难以把握，但趋势已经确定性向上。

4、重点推荐个股

重点推荐圆通速递、顺丰控股、中通快递、韵达股份、美兰空港、白云机场、吉祥航空。

重点关注公司及盈利预测（注：港股股价为港币）

重点公司 代码	股票 名称	2021-10-31		EPS		PE			投资 评级
		股价	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
600233.SH	圆通速递	14.60	0.57	0.49	0.80	20.09	26.28	16.15	买入
002352.SZ	顺丰控股	64.63	1.64	0.89	1.83	53.80	70.64	34.57	买入
002120.SZ	韵达股份	18.67	0.48	0.49	0.82	32.71	38.99	23.38	买入
600004.SH	白云机场	11.84	-0.12	-0.27	0.11	-117.75	-43.67	90.91	买入
603885.SH	吉祥航空	15.92	-0.24	-0.07	0.63	-47.38	-243.71	26.00	买入
2057.HK	中通快 递-SW	234.20	5.04	4.83	8.20	44.83	48.47	28.55	买入
0357.HK	美兰空港	31.55	-3	2	1	-12	21	27	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

5、风险提示

- 1) 公司方面：并购失败、现金流断裂导致破产、低价增发导致股份被动大幅稀释、加盟商爆仓、成本管控不及预期等。
- 2) 行业方面：业务增速不及预期、重大政策变动、竞争加剧发生行业事故等。
- 3) 宏观方面：经济大幅波动、地缘政治冲突、油汇大幅波动、大规模自然灾害、新一轮疫情爆发等。

【交运小组介绍】

许可，交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，7年证券从业经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森，交通运输行业分析师，香港中文大学经济硕士，覆盖机场、航空、出行板块。

李然，交通运输行业分析师，中南财经政法大学硕士，覆盖机场、港口航运、出行板块。

周延宇，交通运输行业分析师，兰州大学金融学硕士，覆盖快递、快运、跨境物流、大宗物流板块。

【分析师承诺】

许可，周延宇，李跃森，李然，本人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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自

己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。