

行业研究

疫情反复拖累航司机场业绩，快递价格战缓和助推盈利修复

——交通运输行业 2021 年三季报业绩综述

要点

◆**油汇带来负面冲击，三大航亏损环比扩大。**21年第三季度航空板块（含中国国航、中国东航、南方航空、春秋航空、吉祥航空、华夏航空）实现归母净亏损约81亿元，较上年同期（盈利1.0亿元）由盈转亏，较2021年第二季度亏损环比扩大约61亿元。除了国内疫情反复的影响，油汇波动也对航司成本带来负面冲击。整体来看，虽然国内外疫情仍有反复，但随着新冠疫苗接种/治疗的不断推进，航空需求复苏是确定性事件，航司盈利未来将重回增长轨道。展望未来，实现随着欧美主要国家逐步放开入境限制，中国也将逐步放开入境限制，海外需求将逐步恢复，航空机场公司的盈利能力也将逐步恢复，而海外航线收入贡献较高的龙头公司弹性较大。

◆**运营成本刚性，Q3机场亏损环比扩大。**21年第三季度机场板块（含上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港）合计亏损6.5亿元，较2020年同期亏损增加3.4亿元，较19年同期（盈利17.5亿元）由盈转亏，环比2021年第二季度亏损扩大2.3亿元，其中上海机场、白云机场2021年第三季度亏损分别为5.1亿元、0.8亿元。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。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，一线机场的区位优势和竞争优势并未因疫情发生本质变化，机场免税业务增长的长期逻辑不变。

◆**价格战缓和，头部快递公司盈利开始修复。**21年第三季度快递板块（含顺丰控股、韵达股份、圆通速递、申通快递、德邦股份）合计实现归母净利润约16.0亿元，同比下降39.9%，主要原因是顺丰盈利大幅下降（8亿元）。不过在经历过第一季度的亏损后，顺丰Q2、Q3盈利稳步回升，说明前置资源的投入对运营效率提升的效果开始显现，公司盈利能力将继续改善。由于价格战的缓和，韵达、圆通第三季度盈利环比有所回升；而申通第三季度亏损环比第二季度进一步扩大，主要原因是公司产能扩张带来成本增长，盈利短期承压。整体来看，随着政府对快递行业的监管不断加码，极兔收购百世国内快递业务，行业价格战趋缓，部分快递公司盈利开始恢复。虽然短期快递行业价格战有所缓和，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仍需密切观察。

◆**投资建议：**国内疫情反复，航空客运需求恢复受负面冲击，我们认为一线机场公司、航空公司的成长逻辑和区位优势都没有因疫情发生本质变化；随着新冠疫苗/治疗技术的不断推进，航空客运需求必将逐步恢复，一线机场公司、航空公司价值重估是确定性事件；监管持续加码，快递行业价格战有所缓和，如果电商将快递选择权交给消费者可能带来快递行业格局重塑。我们维持行业“增持”评级，推荐南方航空、中国国航、中国东航和顺丰控股，建议关注春秋航空、吉祥航空、白云机场、深圳机场、圆通速递。

◆**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	8.31	-0.99	-0.58	0.09	-	-	96	增持
600029.SH	南方航空	6.44	-0.71	-0.31	0.11	-	-	56	增持
600115.SH	中国东航	4.78	-0.72	-0.41	0.10	-	-	47	增持
002352.SZ	顺丰控股	62.88	1.61	0.71	1.29	39	89	49	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-11-05

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@ebscn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

业务快速增长，单票毛利下降——韵达股份（002120.SZ）2021年第三季度报告点评（2021-10-31）

产能扩张成本承压，Q3亏损环比扩大——申通快递（002468.SZ）2021年第三季度报告点评（2021-10-29）

油汇波动带来负面冲击，需求长期恢复趋势明确——吉祥航空（603885.SH）2021年第三季度报告点评（2021-10-28）

国内航空需求逐步恢复，出入境限制将逐步放开——航空运输业2021年9月经营数据点评（2021-10-17）

8月客运需求大幅下降，国庆客运需求未回到去年水平——交通运输行业周报20211010（2021-10-10）

国内需求复苏帮助航司减亏，监管加码促使快递价格战缓和——交通运输行业2021年中报业绩综述（2021-09-05）

钢筋铁骨，依然如故——交通运输行业2021年中期投资策略（2021-07-15）

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（2021-05-05）

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、 国内疫情反复，Q3 国内航空需求环比大幅下降	5
2.2、 航司 Q3 收入环比下降，未来仍受疫情负面冲击	6
2.3、 油汇带来负面冲击，三大航亏损环比扩大	7
3、 机场板块业绩综述	9
3.1、 国内疫情反复，机场旅客吞吐量恢复受负面冲击	9
3.2、 Q3 机场收入环比下降，未来仍受疫情负面冲击	9
3.3、 运营成本刚性，Q3 机场亏损环比扩大	10
4、 快递板块业绩综述行业	11
4.1、 行业保持快速增长，短期价格战有所缓和	11
4.2、 行业仍保持较高景气度，快递公司收入继续增长	12
4.3、 价格战缓和，部分快递公司盈利开始修复	12
5、 投资建议	14
6、 风险分析	14

图目录

图 1: 交运上市公司前三季度合计营业收入比较	4
图 2: 交运上市公司前三季度合计归母净利润比较	4
图 3: 交运各子行业前三季度合计营业收入比较 (单位: 亿元)	4
图 4: 交运各子行业前三季度合计归母净利润比较 (单位: 亿元)	4
图 5: 交运上市公司第三季度合计营业收入比较	5
图 6: 交运上市公司第三季度合计归母净利润比较	5
图 7: 交运上市公司第三季度合计营业收入比较 (单位: 亿元)	5
图 8: 交运上市公司第三季度合计归母净利润比较 (单位: 亿元)	5
图 9: 2021 年第三季度民航客运量大幅下降	6
图 10: 2021 年第三季度民航旅客周转量大幅下降	6
图 11: 2021 年 7 月、8 月国内航线客运量大幅下降	6
图 12: 2021 年 7 月、8 月国内航线客运周转量大幅下降	6
图 13: 航空板块主要上市公司前三季度合并营业收入比较	7
图 14: 航空板块主要上市公司第三季度合并营业收入比较	7
图 15: 航空板块主要上市公司前三季度合并归母净利润比较	7
图 16: 航空板块主要上市公司第三季度合并归母净利润比较	7
图 17: 布伦特原油价格高位震荡 (单位: 美元/桶)	8
图 18: 人民币兑美元中间价区间振荡 (单位: 人民币/美元)	8
图 19: 全国机场旅客吞吐量快速恢复	9
图 20: 全国机场飞机起降架次快速恢复	9
图 21: 机场板块主要上市公司前三季度合并营业收入比较	9
图 22: 机场板块主要上市公司第三季度合并营业收入比较	9
图 23: 机场板块主要上市公司前三季度合并归母净利润比较	10
图 24: 机场板块主要上市公司第三季度合并归母净利润比较	10
图 25: 快递服务企业业务收入月度比较	11
图 26: 快递服务企业业务量月度比较	11
图 27: 快递行业 CR8 缓慢回升	11
图 28: 快递企业单票收入月度降幅放缓	11
图 29: 快递板块主要上市公司前三季度合并营业收入比较	12
图 30: 快递板块主要上市公司第三季度合并营业收入比较	12
图 31: 快递板块主要上市公司前三季度合并归母净利润比较	13
图 32: 快递板块主要上市公司第三季度合并归母净利润比较	13

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

2021 年前三季度，（追溯 2020 年海航科技被剔除指数成分股的历史影响），A 股交运上市公司合计实现营业收入约 23,185 亿元，同比增长 44.0%，合计实现归母净利润约 1,351 亿元，较上年同期（278 亿元）大幅增加。分结构看，净利润贡献前三的子行业分别是航运、港口、公路，2021 年前三季度分别实现净利润约 781 亿元、286 亿元、221 亿元；航空、机场子行业实现净亏损，2021 年前三季度归母净亏损分别为 279 亿元、15.7 亿元。

图 1：交运上市公司前三季度合计营业收入比较



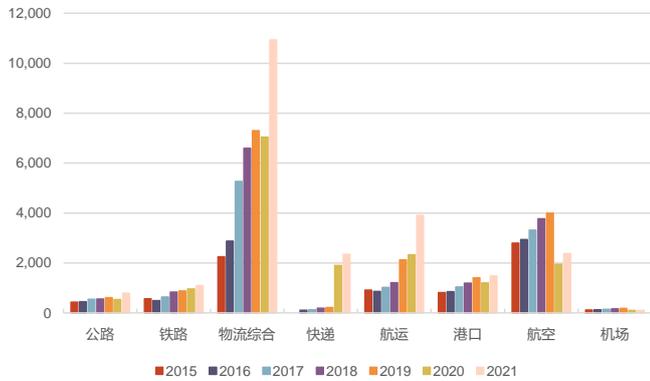
资料来源：wind，光大证券研究所，统计口径剔除海航科技

图 2：交运上市公司前三季度合计归母净利润比较



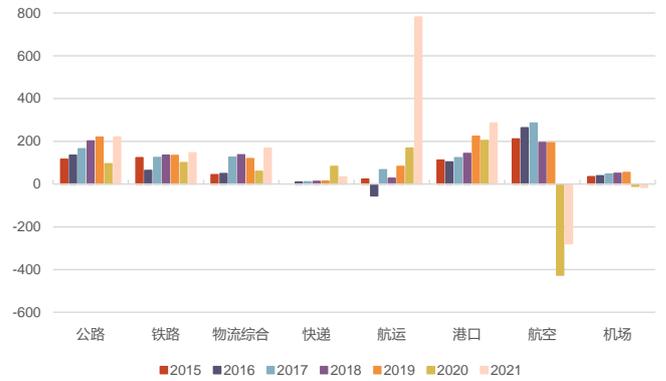
资料来源：wind，光大证券研究所，统计口径剔除海航科技

图 3：交运各子行业前三季度合计营业收入比较（单位：亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所，统计口径剔除海航科技

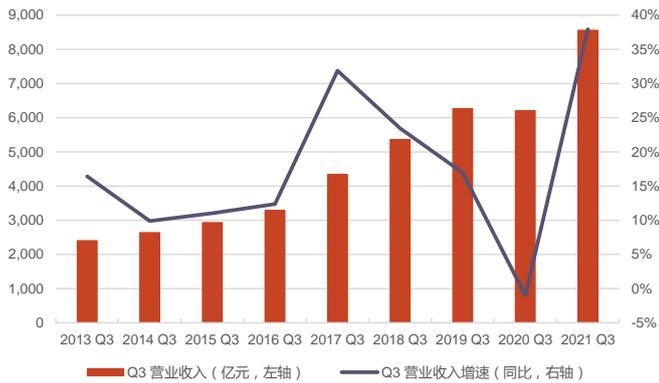
图 4：交运各子行业前三季度合计归母净利润比较（单位：亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所，统计口径剔除海航科技

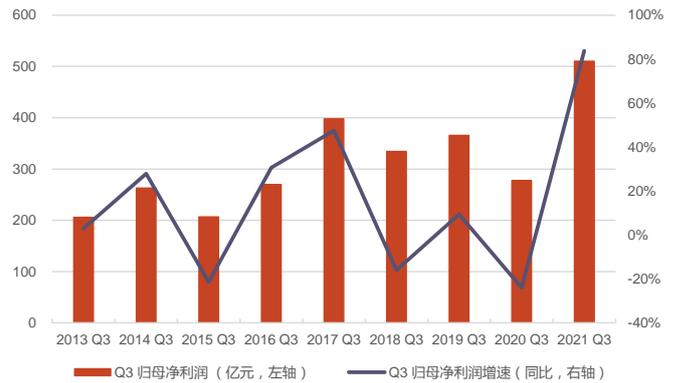
2021 年第三季度，A 股交运上市公司合计实现营业收入约 8,552 亿元，同比增长 38.0%，环比第二季度增长 2.0%；合计实现归母净利润约 510 亿元，同比增长 83.8%，环比第二季度下降 17.6%。分结构看，航空、机场分别亏损 105 亿元、6.5 亿元；其他子行业均实现盈利，其中航运子行业实现归母净利润约 340 亿元，较上年同期（盈利 63 亿元）大幅增加。

图 5：交运上市公司第三季度合计营业收入比较



资料来源：wind，光大证券研究所，统计口径剔除海航科技

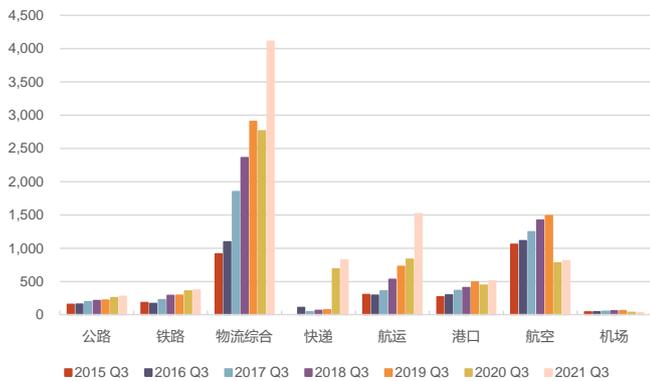
图 6：交运上市公司第三季度合计归母净利润比较



资料来源：wind，光大证券研究所，统计口径剔除海航科技

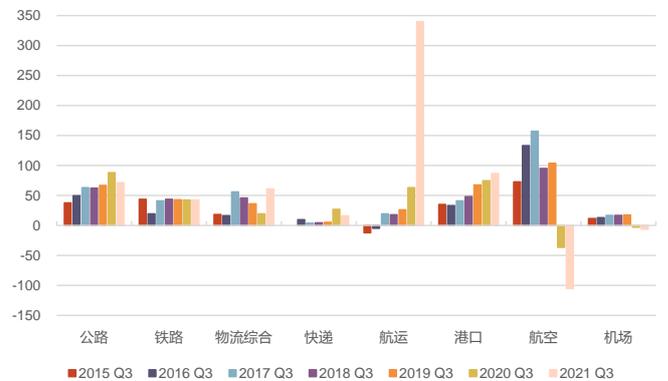
整体来看，疫情的边际变化仍然是影响交运各子行业盈利变动的核心因素。2021 年 7 月初至今，中外疫情继续出现了不同程度的反复。海外在变异病毒的影响下，新冠确诊人数大幅增加；国内暑期多地出现了零星散发疫情，防控措施逐渐升级。受此影响，国内客运需求在 2021 年 8 月出现今年以来第二次大幅回调，尽管 9 月国内需求有所恢复，但国庆国内客运需求仍未回到 19 年同期水平。货运方面，整体货运需求虽由于去年基数原因出现增速回落，但仍保持增长趋势；虽然集运价格出现一定回落，但全国港口集装箱吞吐量维持高位，再叠加成本传导影响等因素，8 月、9 月我国进出口金额在去年高基数情况下继续实现较快增长。

图 7：交运上市公司第三季度合计营业收入比较（单位：亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所，统计口径剔除海航科技

图 8：交运上市公司第三季度合计归母净利润比较（单位：亿元）



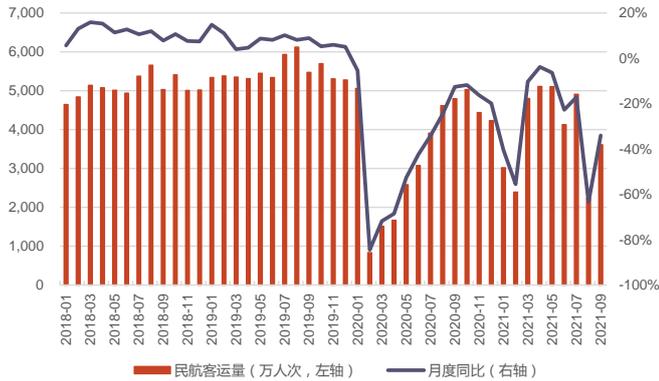
资料来源：wind，光大证券研究所，统计口径剔除海航科技

2、航空板块业绩综述

2.1、国内疫情反复，Q3 国内航空需求环比大幅下降

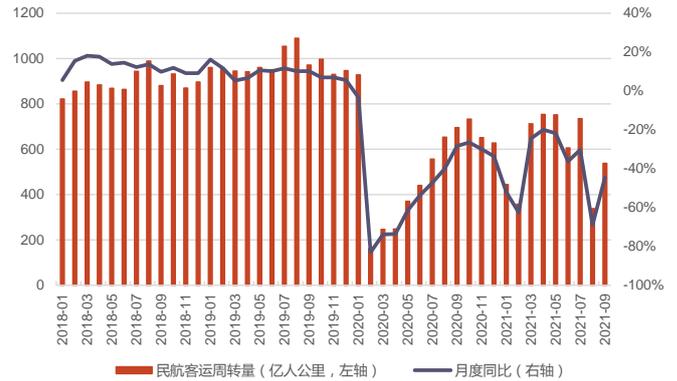
2021 年前三季度，航空旅客运输稳健恢复，国内市场恢复到疫情前水平，全行业共完成旅客运输量 3.53 亿人次，同比增长 25.9%，恢复到 2019 年同期的 71%，恢复程度较 2020 年全年提升 7.8 个百分点。2021 年第三季度，全行业旅客运输量已经恢复到 2019 年同期的 61.4%，较第二季度大幅下降 27.6 个百分点。其中，2021 年 7 月、8 月国内航线旅客运输规模仅有 2019 年同期的 66.6%，而 2021 年第二季度国内航线旅客量已恢复到 2019 年同期水平。

图 9：2021 年第三季度民航客运量大幅下降



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 9 月，注：2021 年 2 月（含）开始，同比口径为 2019 年同期数据

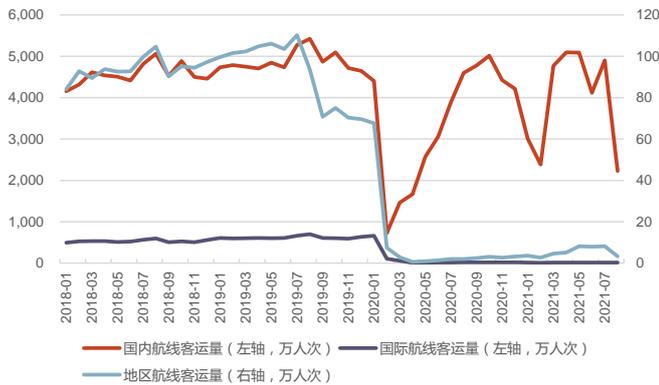
图 10：2021 年第三季度民航旅客周转量大幅下降



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 9 月，注：2021 年 2 月（含）开始，同比口径为 2019 年同期数据

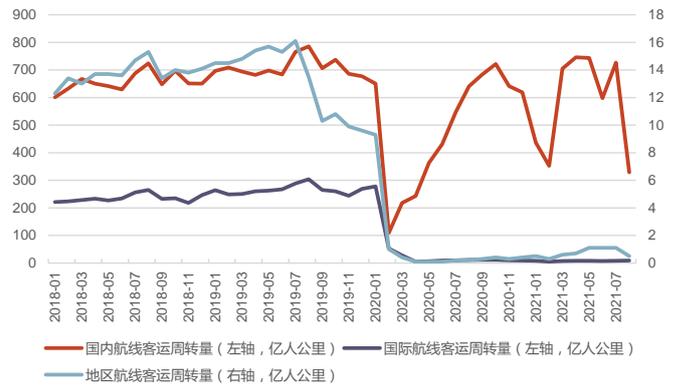
分结构看，国内航线客运量在 2021 年 2 月出现二次探底后，又受到 5 月、暑期国内疫情反复的影响，今年暑运、国庆期间的航空客运需求都没有到 19 年同期水平；地区、国际航线客运量受制于海外疫情，自 2020 年 3 月以来持续处于低位，由于地区航线不受“五个一”政策调控，在海外疫情缓解的大背景下，供需有所恢复。

图 11：2021 年 7 月、8 月国内航线客运量大幅下降



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 8 月

图 12：2021 年 7 月、8 月国内航线客运周转量大幅下降

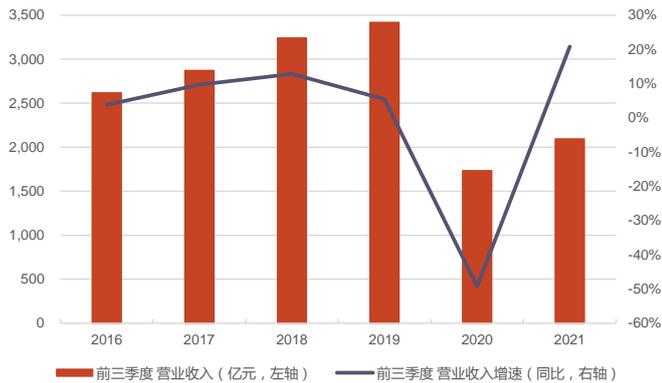


资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 8 月

2.2、 航司 Q3 收入环比下降，未来仍受疫情负面冲击

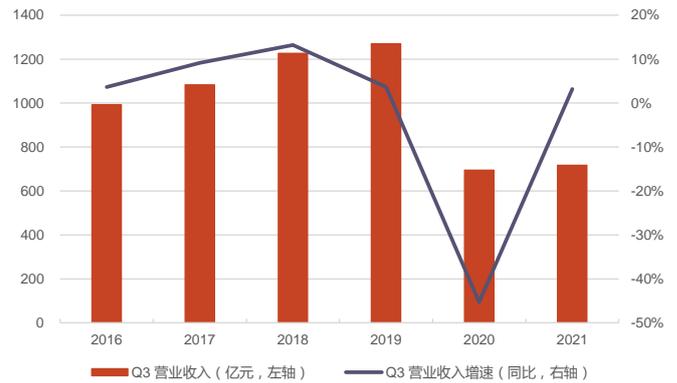
航空板块（统计样本含中国国航、中国东航、南方航空、春秋航空、吉祥航空、华夏航空）2021 年前三季度合计实现营业收入约 2,095 亿元，较 20 年同期增加 20.8%，恢复到 19 年同期的 61%。2021 年第三季度，六家航司共实现营业收入总收入约 717 亿元，较 20 年同期增加 3.2%，仅恢复到 19 年同期的 56%，环比 21 年第二季度下降 13%，主要还是受到了暑期国内疫情反复的影响。

图 13: 航空板块主要上市公司前三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、中国东航、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第三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、中国东航、南方航空、春秋航空、吉祥航空、华夏航空

由于新冠仍有新变异毒株的可能性, 再加上欧美主要国家“群体免疫”的防控策略, 市场普遍认为全球客运需求恢复仍需要较长时间, 其中航空客运需求最快也要到 2023 年才能恢复到疫情前水平。

另外, 由于中国疫情防控策略与欧美主要国家不同, 所以中国入境限制放松的节奏将明显晚于欧美主要发达国家, 进而导致中国航空客运需求恢复节奏放缓。再加上疫情防输入压力巨大, 国内防控措施无法彻底解除, 国内航空需求 2022 年可能难以恢复到 19 年同期水平。

2.3、油汇带来负面冲击，三大航亏损环比扩大

2021 年前三季度航空板块实现归母净亏损约 246 亿元, 较上年同期 (亏损 271 亿元) 减亏约 25 亿元, 主要原因是国内航空需求恢复带来的积极作用, 其中 2021 年第三季度航空板块实现归母净亏损约 81 亿元, 较上年同期 (盈利 1.0 亿元) 由盈转亏, 较 2021 年第二季度亏损环比扩大约 61 亿元。

由于国内航空需求复苏、油价回升以及部分扶持政策退出, 航司的变动成本上升明显 (包括航油成本、起降费、人工成本等), 再叠加折旧及维修成本存在刚性, 航司成本端上涨较为明显。综合收入成本, 主要航司 2021 年第三季度主营成本涨幅均高于收入涨幅, 使得毛利率同比减少明显。此外春秋航空、吉祥航空今年还面临经营租赁进表的影响, 成本端受到一定负面冲击。

图 15: 航空板块主要上市公司前三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、中国东航、南方航空、春秋航空、吉祥航空、华夏航空

图 16: 航空板块主要上市公司第三季度合并归母净利润比较

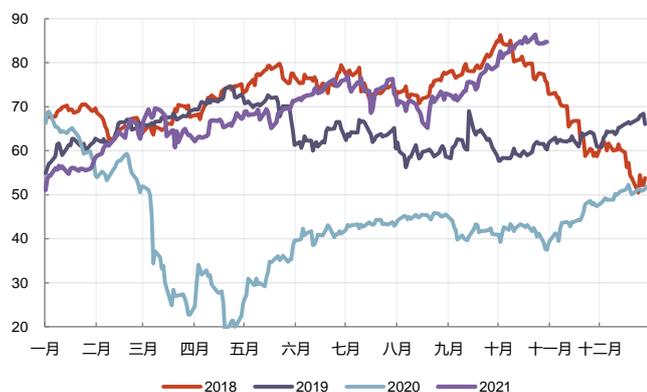


资料来源: wind, 光大证券研究所, 统计样本含中国国航、中国东航、南方航空、春秋航空、吉祥航空、华夏航空

2021年第三季度，油汇波动对航司成本带来负面冲击。布伦特原油均价从上半年的65.2美元/桶上涨至第三季度的73.2美元/桶，也远高于去年第三季度43.4美元/桶的均价，国内航空煤油出厂均价也从上半年的3817元/吨上涨至第三季度的4518元/吨，也高于去年第三季度2833元/吨的均价；21年第三季度人民币兑美元汇率保持相对平稳，汇兑收益对公司的正面影响也边际下降，21年第三季度六家航空公司财务费用同比环比均出现大幅增长。受此影响，主要航空公司21年第三季度营业总成本涨幅高于同期收入涨幅，进而导致公司盈利能力下降。六家上市航司中仅春秋航空实现盈利，中国国航、中国东航、南方航空的亏损则进一步扩大。

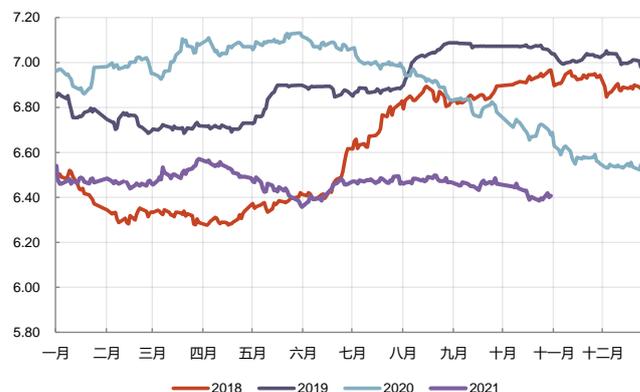
整体来看，虽然国内外疫情仍有反复，但随着新冠疫苗接种/治疗的不断推进，航空需求复苏是确定性事件，航司盈利未来将重回增长轨道。展望未来，实现随着欧美主要国家逐步放开入境限制，中国也将逐步放开入境限制，海外需求将逐步恢复，航空机场公司的盈利能力也将逐步恢复，而海外航线收入贡献较高的龙头公司弹性较大。

图 17: 布伦特原油价格高位震荡 (单位: 美元/桶)



资料来源: wind, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 11 月 2 日

图 18: 人民币兑美元中间价区间振荡 (单位: 人民币/美元)



资料来源: wind, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 11 月 3 日

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)	2021 年前三季度收入增速	2021 年前三季度归母净利润增速	2021 年第三季度收入增速	2021 年第三季度净利润增速	EPS (元)				PE (x)			
							2020	2021(E)	2022(E)	2023(E)	2020	2021(E)	2022(E)	2023(E)
600029.SH	南方航空	6.44	20.1%	-	2.0%	-	-0.71	-0.31	0.11	0.17	-	-	56	38
600115.SH	中国东航	4.78	24.1%	-	3.6%	-	-0.72	-0.41	0.10	0.16	-	-	47	30
601111.SH	中国国航	8.31	18.6%	-	5.2%	-	-0.99	-0.58	0.09	0.22	-	-	96	38
601021.SH	春秋航空	56.03	26.5%	-	14.5%	-42.7%	-0.64	0.26	1.77	2.69	-	214	32	21
603885.SH	吉祥航空	15.50	27.3%	-	2.7%	-	-0.24	0.02	0.37	0.55	-	1023	42	28

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021 年 11 月 5 日

3、机场板块业绩综述

3.1、国内疫情反复，机场旅客吞吐量恢复受负面冲击

2021年前八个月，我国机场完成旅客吞吐量 65,329 万人次，较 20 年同期增长 37.1%，恢复到 19 年同期水平的 72%。2021 年前八个月我国机场完成飞机起降 667 万架次，较 20 年同期增长 27.1%，恢复到 19 年同期水平的 86%。

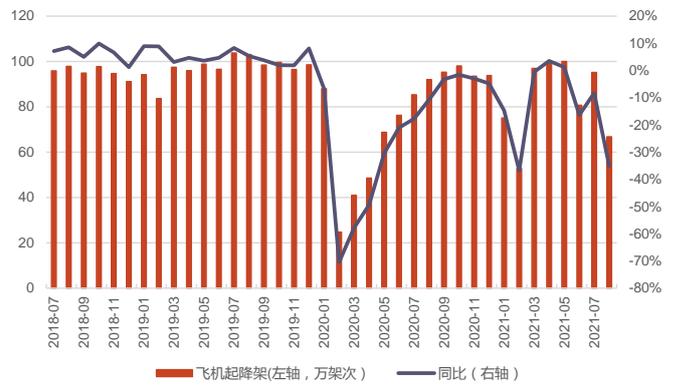
2021 年 9 月，首都机场、上海机场、白云机场、宝安机场旅客吞吐量较 19 年同期分别下降 63.9%、63.1%、41.0%、22.2%，其中国内航线旅客吞吐量较 19 年同期分别下降 50.7%、31.8%、22.5%、12.3%，环比上月分别上涨 98.2%、85.2%、55.9%、52.9%。

图 19：全国机场旅客吞吐量快速恢复



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 8 月，注：2021 年 2 月 (含) 开始，同比口径为 2019 年同期数据

图 20：全国机场飞机起降架次快速恢复

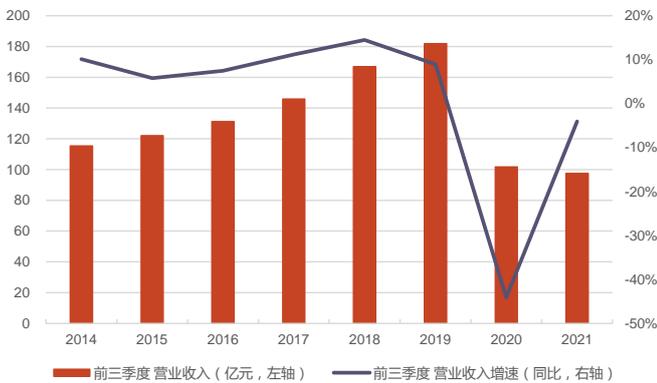


资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 8 月，注：2021 年 2 月 (含) 开始，同比口径为 2019 年同期数据

3.2、Q3 机场收入环比下降，未来仍受疫情负面冲击

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) 2021 年前三季度合计实现营业总收入约 98 亿元，较 20 年同期下降 4.0%，恢复到 19 年同期的 54%。2021 年第三季度，四家上市机场共实现营业总收入约 32 亿元，较 20 年同期下降 9.8%，恢复到 19 年同期的 53%，环比第二季度下降 3.9%。

图 21：机场板块主要上市公司前三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

图 22：机场板块主要上市公司第三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、运营成本刚性，Q3 机场亏损环比扩大

2021 年前三季度机场板块实现归母净亏损 15.7 亿元，较 20 年同期亏损增加 5.6 亿元，较 19 年同期（盈利 54 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。在第三季度国内疫情出现反复的背景下，只有国内旅客量占比较高的厦门空港、深圳机场在前三季度实现盈利。

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》，21 年上半年上海机场免税店租金收入 2.21 亿元，环比 20 年下半年减少 1.85 亿元；21 年第三季度上海机场免税店租金收入则为 1.49 亿元。

图 23：机场板块主要上市公司前三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

图 24：机场板块主要上市公司第三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 年第三季度，机场板块合计亏损 6.5 亿元，较 2020 年同期亏损增加 3.4 亿元，较 19 年同期（盈利 17.5 亿元）由盈转亏，环比 2021 年第二季度亏损扩大 2.3 亿元，其中上海机场、白云机场 2021 年第三季度亏损分别为 5.1 亿元、0.8 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，一线机场的区位优势 and 竞争优势并未因疫情发生本质变化，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)	2021 年前三季度收入增速	2021 年前三季度归母净利润增速	2021 年第三季度收入增速	2021 年第三季度净利润增速	EPS (元)				PE (x)			
							2020	2021(E)	2022(E)	2023(E)	2020	2021(E)	2022(E)	2023(E)
000089.SZ	深圳机场	7.08	10.7%	-	-8.4%	-	0.01	0.11	0.16	0.30	517	66	44	23
600004.SH	白云机场	11.18	-3.5%	-	-12.4%	-	-0.11	-0.08	0.23	0.57	-	-	48	20
600009.SH	上海机场	49.03	-20.1%	-	-2.5%	-	-0.66	-0.60	0.53	2.04	-	-	92	24

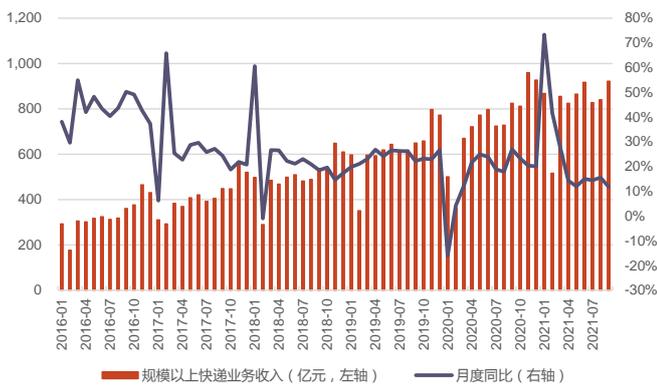
资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021 年 11 月 5 日

4、快递板块业绩综述行业

4.1、行业保持快速增长，短期价格战有所缓和

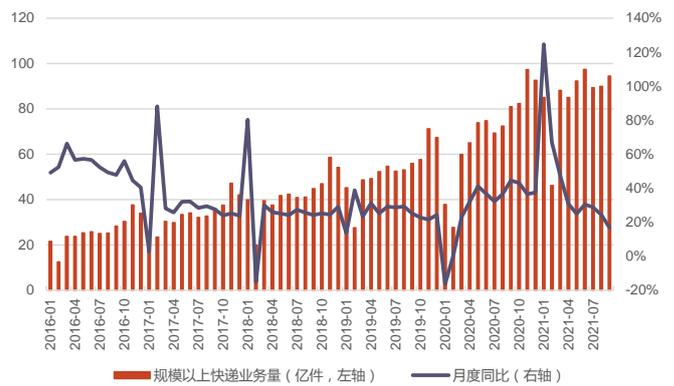
2021年前三季度，全国快递服务企业业务量累计完成 768 亿件，同比增长 36.7%；业务收入累计完成 7,430 亿元，同比增长 21.8%。其中，同城业务量累计完成 101 亿件，同比增长 13.8%；异地业务量累计完成 650.9 亿件，同比增长 41.5%；国际/港澳台业务量累计完成 15.8 亿件，同比增长 25.6%。2021 年第三季度国内快递服务企业业务收入同比上涨 13.8%，快递服务企业业务量同比增加 23.0%；另外，2021 年第三季度全行业单票收入同比下降 7.5%，降幅环比第二季度收窄 4.1pct。

图 25：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，数据截至 2021 年 9 月

图 26：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，数据截至 2021 年 9 月

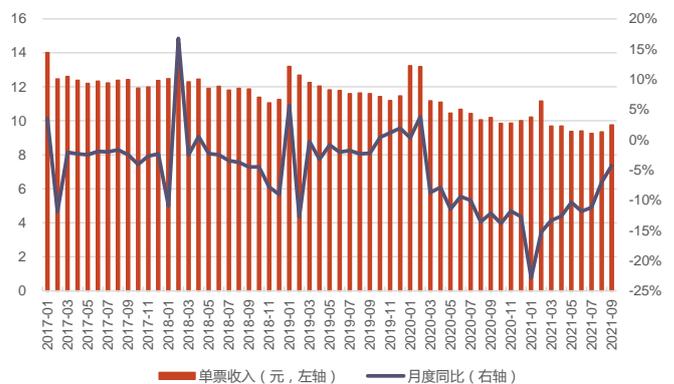
从行业竞争格局看，快递企业价格战虽然激烈，但有所缓和。2020 年下半年以来，在行业单价收入维持下降趋势的情况下，CR8 指数也处于下降趋势。在此背景下，2021 年 4 月浙江省出台《快递业促进条例（草案）》，其中规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务；同时因“低价倾销”，百世快递、极兔速递被义乌邮政管理局整治（主要措施是停运部分分拨中心）。随着监管对快递行业的力度不断增加，快递行业价格战有所缓和，单票收入降幅收窄，同时行业 CR8 也开始缓慢回升。

图 27：快递行业 CR8 缓慢回升



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 9 月

图 28：快递企业单票收入月度降幅放缓



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 9 月

9 月 29 日浙江省人大审议通过《浙江省快递业促进条例》，其中提到“快递经营企业无正当理由不得低于成本价格提供快递服务”，“电子商务经营者应当在销售商品的页面标明提供快递服务的企业”，“鼓励电子商务经营者在快递

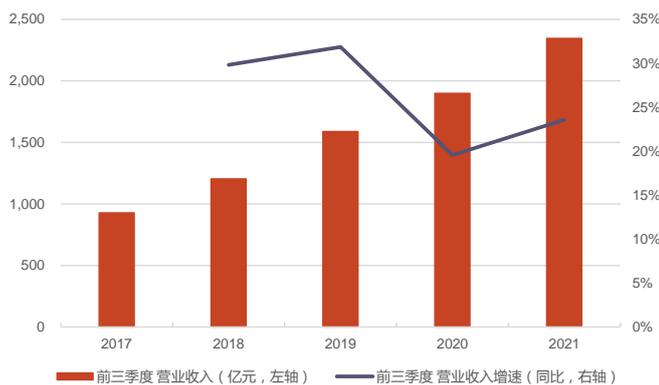
经营企业、快件包装、定时派送、投递方式等方面为收件人提供个性化、差异化的快递服务选择”。在快递公司服务电商的实际操作中，大部分情况下都由商家选择快递公司，而消费者选择快递公司的主动权十分有限。如果未来消费者所能选择快递公司的范围扩大，那么具有服务优势和品牌优势的龙头快递公司 will 直接受益，考虑到顺丰快递在时效件业务建立起来的客户信任，电商快递选择权的放开能帮助公司进一步扩大电商件市场份额，贡献新的盈利增长点。

4.2、行业仍保持较高景气度，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）2021 年前三季度合计实现营业总收入约 2,345 亿元，同比增长约 23.6%，高于上年同期增速（19.5%），行业仍处于快速增长期。2021 年第三季度，五家上市快递公司合计实现营业收入约 825 亿元，同比增长 19.8%，低于上年同期增速（20.0%），主要是去年疫情带来的基数扰动。

由于基数原因以及价格战缓和和对通达系公司的催化作用更大，主要快递上市公司第三季度盈利出现明显差异，顺丰 2021 年第三季度收入增速（24.5%）低于上年同期增速（34.0%），韵达、圆通、申通 2021 年第三季度收入增速大幅高于上年同期。

图 29：快递板块主要上市公司前三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

图 30：快递板块主要上市公司第三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、价格战缓和，部分快递公司盈利开始修复

2021 年前三季度，五家快递公司实现归母净利润约 33 亿元，同比下降 60.0%，降幅大于上年同期降幅（6.3%），主要原因是激烈的市场竞争以及部分快递公司继续加大资源投入。

2021 年第三季度，五家快递上市公司合计实现归母净利润约 16.0 亿元，同比下降 39.9%，主要原因是顺丰盈利大幅下降（8 亿元）。不过在经历过第一季度的亏损后，顺丰第二季度、第三季度盈利稳步回升，说明前置资源的投入对运营效率提升的效果开始显现，公司盈利能力将继续改善。由于价格战的缓和，韵达、圆通第三季度盈利环比有所回升；而申通第三季度亏损环比第二季度进一步扩大，主要原因是公司产能扩张带来成本增长，盈利短期承压。

图 31：快递板块主要上市公司前三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

图 32：快递板块主要上市公司第三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，随着政府对快递行业的监管不断加码，极兔收购百世国内快递业务，行业价格战趋缓，部分快递公司盈利开始恢复。虽然短期快递行业价格战有所缓和，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仍需密切观察。

另外，监管推动“商品定价与快递服务定价相分离”，消费者有望完全自主选择快递服务，快递企业价格竞争将逐步转向服务竞争，服务时效领先的快递公司有望继续保持竞争优势，进而推动行业产能出清。

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)	2021 年前三季度收入增速	2021 年前三季度归母净利润增速	2021 年第三季度收入增速	2021 年第三季度净利润增速	EPS (元)				PE (x)			
							2020	2021(E)	2022(E)	2023(E)	2020	2021(E)	2022(E)	2023(E)
002352.SZ	顺丰控股	62.88	24.0%	-67.9%	23.5%	-43.5%	1.61	0.71	1.29	1.69	39	89	49	37
600233.SH	圆通速递	13.77	30.4%	-31.2%	25.0%	-25.7%	0.56	0.48	0.57	0.72	25	29	24	19
002120.SZ	韵达股份	17.14	23.9%	-23.4%	18.5%	-1.3%	0.48	0.43	0.56	0.69	35	39	30	25
002468.SZ	申通快递	7.92	14.9%	-	8.1%	-	0.02	-0.11	0.09	0.16	334	-	88	48

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021 年 11 月 5 日

5、投资建议

国内疫情反复，航空客运需求恢复受负面冲击，我们认为一线机场公司、航空公司的成长逻辑和区位优势都没有因疫情发生本质变化；随着新冠疫苗/治疗技术的不断推进，航空客运需求必将逐步恢复，一线机场公司、航空公司价值重估是确定性事件；监管持续加码，快递行业价格战有所缓和，如果电商将快递选择权交给消费者可能带来快递行业格局重塑。我们维持行业“增持”评级，推荐南方航空、中国国航、中国东航和顺丰控股，建议关注春秋航空、吉祥航空、白云机场、深圳机场、圆通速递。

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