

# 交通运输

## 布局基本面修复资产——2022年度策略

**快递：政策引导下低价竞争格局缓解。**经历 2020 年件量高增而低价竞争更为激烈的行情后，2021 年在政策指引下行业趋于健康发展。**1) 行业：**前 10 月，实物商品网上零售额 84,979 亿元，同比增长 14.6%；快递业务收入 8340 亿元，同比增长 21%；快递业务量完成 867 亿件，同比增长 35%，Q1 业务量拉高全年数值。**2) 竞争格局：**2021 年后 CR8 和 CR6 市占率保持较稳定，CR3 回升至 53.5%，后续在着重服务质量的发展环境下市占率分化会有所缓解。政策引导下，快递单价同比降幅逐步收窄至 10% 以内，政策指引下竞争格局发生变化：即竞争手段由中低端电商件的低价配送向配送服务本身质量转变，重视消费者对快递服务的选择也对竞争手段产生有利引导。**3) 投资建议：**我们认为不只是高端电商件，未来中低端电商件也可以享受服务质量差异上的溢价，推荐有成本优势和综合服务优势的头部快递企业：顺丰控股、韵达股份、圆通快递。

**航空：国内疫情扰动，维持二元结构复苏。****1) 大环境：**进入 2021 年下半年国内疫情反复，影响航空出行需求，海外疫情持续。全球新冠疫苗接种量不断增加，目前全球人均已接种 1 剂疫苗，中国至年底接种率将超过 80%，为建立群体免疫打下了基础。**2) 市场：**春节后至 5 月，三大航国内航线 ASK、RPK 快速恢复，更是超过 2019 年水平达到疫情后增速峰值，后有疫情但反弹确定，ASK 降幅由 8 月的 44% 收窄至 10 月的 6%，国际线仍尚未扩大开放。**3) 航司：**民营航司经营恢复好于三大航，体现低成本、经营灵活等优势，在行情较好的 Q2 春秋、吉祥、华夏航空均实现盈利，Q3 仅春秋一家盈利。**4) 投资建议：**在 2022 年就地过年、冬奥会、两会期间出行或受影响，而 Q3 国内市场同比压力较小和国际市场开放预期下有望迎来双重行情共振，推荐吉祥航空、中国国航，关注春秋航空。

**物流：供应链是发展大势，关注细分赛道龙头。**物流企业通过端到端物流+定制化服务切入供应链，将诞生中众多细分赛道和龙头企业。对比亚马逊得出了京东物流在集团发展和国内市场需求背景下，由依赖集团零售主业发展转换为依赖集团的数据决策体系，向供应链集成转向，向第三方客户扩张。化工物流市场巨大而集中度低，第三方物流持续渗透，2022 年化工物流行情整体中性稳定，运输回调存储回升，推荐密尔克卫和宏川智慧。

**公路铁路：疫情反复下，防御投资价值稳健。****1) 公路：**高速公路出行体现韧性，部分高速月收入达 2019 年水平。持续高分红发放体现优秀的投资回报责任和现金流实力，推荐深高速、宁沪高速、山东高速。**2) 铁路：**京沪高铁短期出行受损，浮动票价机制随客座率恢复将逐渐体现。

**风险提示：**全球疫苗普及、疫情防控低于预期风险、宏观经济增速低于预期风险、人民币汇率贬值风险、油价大幅上涨风险。

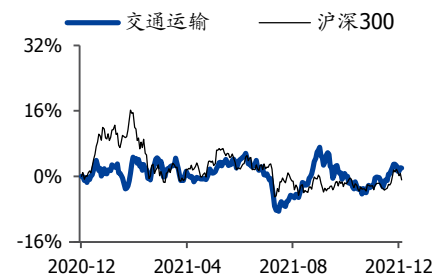
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002352.SZ	顺丰控股	买入	1.61	1.06	1.57	2.08	39.12	59.42	40.12	30.28
603713.SH	密尔克卫	买入	1.75	2.46	3.53	4.99	74.73	53.16	37.05	26.21
002930.SZ	宏川智慧	买入	0.51	0.67	0.92	1.12	51.69	39.34	28.65	23.54
601111.SH	中国国航	买入	-0.99	-0.13	0.32	0.62	-8.40	-64.00	26.00	13.42

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

### 相关研究

- 《交通运输：Q2 交运板块持仓环比下降，航运、物流、航空获加仓》2021-07-25
- 《交通运输：顺丰蝉联零担收入榜首，广州佛山出省管控放松》2021-07-05
- 《交通运输：成都天府国际机场开航，上海机场披露重大资产重组预案》2021-06-28

## 内容目录

一、快递：政策引导下低价竞争格局缓解 .....	4
1.1 高基数下行业增速有所放缓 .....	4
1.2 行业大力整治，企业有望迎来业绩改善 .....	6
1.3 投资建议：推荐有综合服务优势的头部快递企业 .....	9
二、航空：国内疫情扰动，维持二元结构复苏 .....	11
2.1 防疫压力下，航空业仍维持二元结构复苏 .....	11
2.2 民营航司恢复速度持续领先 .....	13
2.3 投资建议：2022 下半年或迎来双重行情共振 .....	16
三、物流：供应链是发展大势 .....	17
3.1 综合物流和供应链是物流业下一阶段发展方向 .....	17
3.2 京东物流 vs 亚马逊物流，互联网零售巨头自建物流的对比 .....	22
3.2.1 物流模式—仓配一体化 .....	22
3.2.2 为什么说京东物流做一体化供应链是必然趋势 .....	23
3.3 化工物流：监管趋严，第三方物流持续渗透 .....	24
四、公路铁路：疫情反复下，防御投资价值稳健 .....	27
4.1 公路：疫情反复下高速公路出行体现韧性 .....	27
4.2 铁路：客运静待恢复 .....	28
风险提示 .....	29

## 图表目录

图表 1: 实物商品网上零售额 (亿元) .....	4
图表 2: 实物商品网上零售额/社零总额 (累计) .....	4
图表 3: 规模以上快递业务收入 (亿元) .....	4
图表 4: 规模以上快递业务量 (亿件) .....	4
图表 5: 规模以上快递业务收入单月同比 .....	5
图表 6: 规模以上快递业务量单月同比 .....	5
图表 7: 2018-2021E 直播电商市场规模 (亿元) .....	5
图表 8: 2018-2021E 在线直播用户规模及预测 (亿人) .....	5
图表 9: 2018-2020 年主要电商 GMV 增速 .....	6
图表 10: 拼多多包裹量及市场占有率 .....	6
图表 11: 城镇与农村互联网普及率比较 .....	6
图表 12: 2019 年全国各类农产品网络零售额占比及同比增速 .....	6
图表 13: 2014-2020 年度快递企业市占率 (业务量口径) .....	7
图表 14: 分季度快递企业市占率 .....	7
图表 15: 快递企业 CR8 集中度变化 .....	7
图表 16: 快递企业 CR6、CR3 集中度变化 .....	7
图表 17: 规模以上国内快递业务单票价格 (元) .....	8
图表 18: 规模以上国内快递业务单票价格同比变化 .....	8
图表 19: 2021 年快递业整顿政策 .....	8
图表 20: 快递板块重点公司 2020 和 2021 单季归母净利润同比变化 .....	9
图表 21: 快递板块 vs 沪深 300 年初至今累计收益率 .....	9
图表 22: 快递板块主要公司年初至今累计收益率 .....	9
图表 23: 加盟制快递公司单票运输成本逐年下降 (元/件) .....	10
图表 24: 加盟制快递公司单票转运中心成本逐年下降 (元/件) .....	10
图表 25: 2020 年中通单票中转成本最低 .....	10
图表 26: 各快递公司件量 (亿件, 横轴) 与中转成本 (元, 纵轴) 关系 .....	10
图表 27: 2020 年加盟制快递企业固定资产原值比较 (百万元) .....	11
图表 28: 2021H1 加盟制快递企业固定资产原值比较 (百万元) .....	11
图表 29: 全国新冠肺炎新增确诊病例 (例) .....	12
图表 30: 全球新冠肺炎每日新增确诊病例 (万例) .....	12
图表 31: 全球每百人新冠疫苗接种量 (剂次) .....	12
图表 32: 中国每百人新冠疫苗接种量 (剂次) .....	12

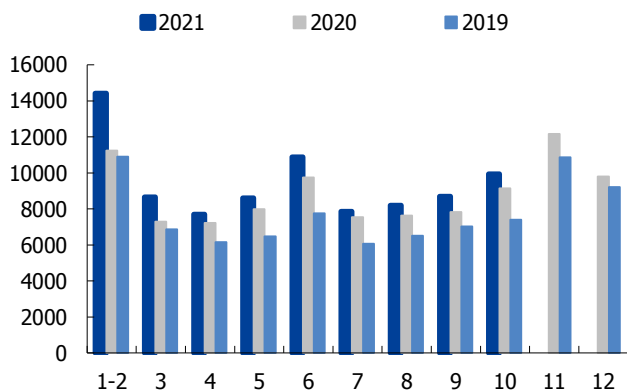
图表 33: 三大航国内 RPK 与 ASK 同比 19 年增速	13
图表 34: 三大航国际 RPK 与 ASK 同比 19 年增速	13
图表 35: 一线机场飞机起降架次同比 19 年增速	13
图表 36: 一线机场旅客吞吐量同比 19 年增速	13
图表 37: 疫情后三大航国内航线客公里收益同比下降明显	14
图表 38: 三大航座公里成本高于民营航司 (元)	14
图表 39: 2021 年 1-10 月各航司 RPK 同比 19 年增速-国内线	15
图表 40: 2021 年 1-10 月各航司 RPK 同比 19 年增速	15
图表 41: 2021 年 1-10 月各航司客座率	15
图表 42: 2021 年 1-10 月各航司客座率同比 19 年恢复情况	15
图表 43: 航空板块重点公司 2020 和 2021 年单季归母净利润较 2019 年同比变化	15
图表 44: 航空板块 vs 沪深 300 年初至今累计收益率	16
图表 45: 航空板块主要公司年初至今累计收益率	16
图表 46: 2003 年前后供给与需求同比增速	16
图表 47: 2008 年前后供给与需求同比增速	16
图表 48: 需求端客运量持续增长	17
图表 49: 供给端飞机起降架次增速下降	17
图表 50: 物流行业生态	18
图表 51: 全国社会物流总额逐年增长	18
图表 52: 全国社会物流总费用逐年走高	18
图表 53: 发达国家物流发展阶段	18
图表 54: 不同国家和地区物流成本占 GDP 比重 (2019)	19
图表 55: 不同国家和地区第三方物流收入占社会物流成本比重 (2019)	19
图表 56: 中国供应链管理相关政策	19
图表 57: 京东物流的快消品供应链管理解决方案	20
图表 58: 日日顺家的家电供应链管理解决方案	20
图表 59: 中国一体化供应链物流支出市场	21
图表 60: 物流业制造业深度融合创新发展典型案例部分名单 (2021/5/24 发布)	21
图表 61: 京东物流和亚马逊物流服务对比	22
图表 62: 京东固定资产占比及占比增速低于亚马逊	23
图表 63: 亚马逊和京东仓储物流费用占收入对比	23
图表 64: 亚马逊物流和技术设施投资	23
图表 65: 亚马逊物流、数据中心等资产面积	23
图表 66: 京东和亚马逊存货周转天数	24
图表 67: 京东和亚马逊营收增速	24
图表 68: 中国石化化工规模以上企业主营收入	25
图表 69: 中国化学品销售市场持续增长	25
图表 70: 第三方化工物流市场规模	25
图表 71: 2019-2020 年度中国化工物流行业前十大企业	25
图表 72: CCPMI-采购量指数	26
图表 73: 危险货物道路运输价格指数	26
图表 74: 华东地区乙二醇库存 (万吨)	26
图表 75: 华东地区甲醇库存 (万吨)	26
图表 76: 公路板块年初以来涨跌幅	27
图表 77: 部分高速公路企业年初以来涨跌幅	27
图表 78: 全国公路客运量(亿人次)	27
图表 79: 全国公路货运量 (亿吨)	27
图表 80: 深高速月通行费收入	28
图表 81: 赣粤高速月通行费收入	28
图表 82: 近五年部分高速公路企业分红率	28
图表 83: 近五年部分高速公路企业股息率	28
图表 84: 铁路板块年初以来涨跌幅	29
图表 85: 铁路企业年初以来涨跌幅	29
图表 86: 铁路客运量 (亿人)	29
图表 87: 全国铁路货运量 (亿吨)	29

## 一、快递：政策引导下低价竞争格局缓解

### 1.1 高基数下行业增速有所放缓

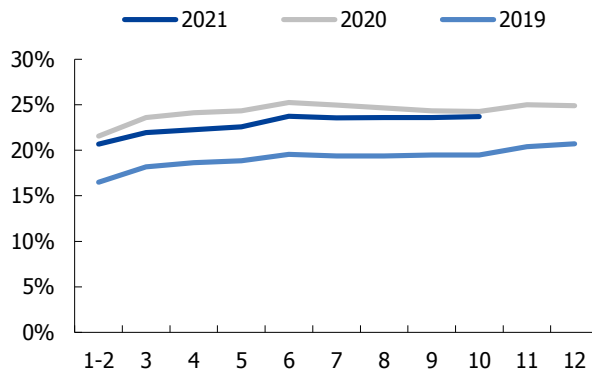
**高基数下网上零售额增速放缓。**电商件是我国快递件量的主要组成部分，其增速与实物商品网上零售额相关，2021年1-10月，实物商品网上零售额累计为84,979亿元，同比增长14.6%，增速与2020年相近。2020年5月以来国内疫情控制有序，随着复工复产、出行恢复、刺激消费等，线上消费渗透率（实物商品网上零售额/社零总额）提高至25%；进入2021年，线上消费渗透率同比略有下滑，至10月恢复至24%左右。我们认为疫情带来的线上消费红利已基本消化，国内疫情防控常态化下居民消费习惯逐渐形成。

图表1：实物商品网上零售额（亿元）



资料来源：wind，国盛证券研究所

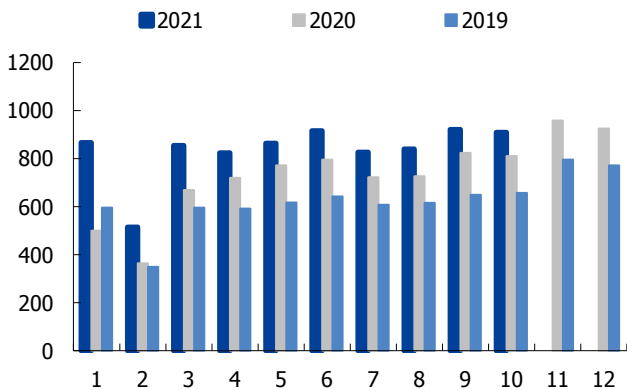
图表2：实物商品网上零售额/社零总额（累计）



资料来源：wind，国盛证券研究所

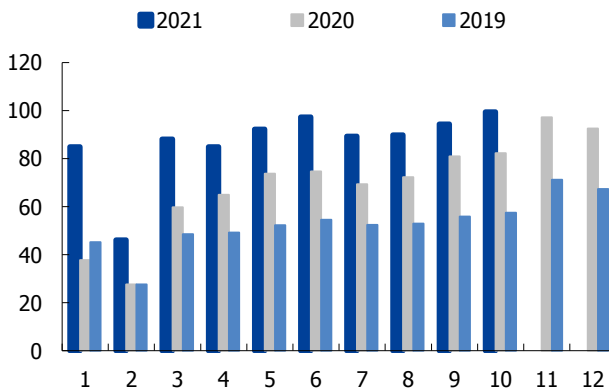
**Q1 拉高全年快递业务增速。**2021年1-10月，规模以上快递业务收入8340亿元，同比增长21%；快递业务量完成867亿件，同比增长35%。但Q1业务量拉高全年数值，主要系过年期间提倡就地过年、保障快递服务政策，以及去年疫情下基数较低。Q1后单月增速显著下降，低于去年增速水平。

图表3：规模以上快递业务收入（亿元）



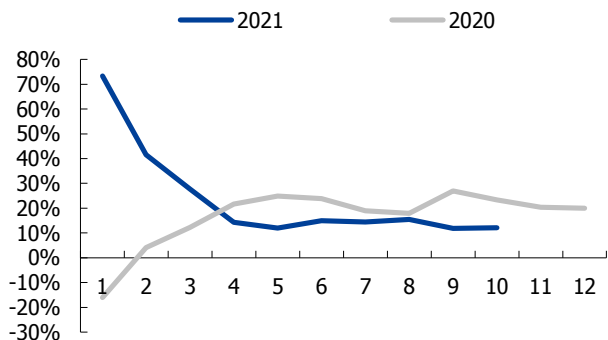
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表4：规模以上快递业务量（亿件）



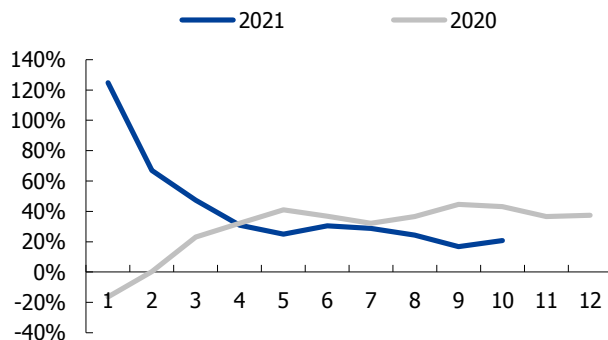
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 5: 规模以上快递业务收入单月同比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 规模以上快递业务量单月同比



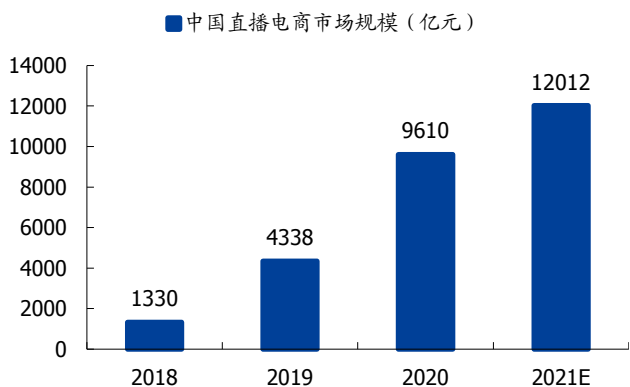
资料来源: wind, 国盛证券研究所

我们认为，**电商红利是驱动快递行业持续增长的主要因素**，具体表现为：

- (1) 电商业态日益丰富，直播电商成为新增长动力。
- (2) 电商下沉市场广阔，以拼多多为代表的低价电商平台 GMV 保持高速增长。
- (3) 农村电商消费红利待释放；农产品加速上行推升对生鲜类快递的需求。

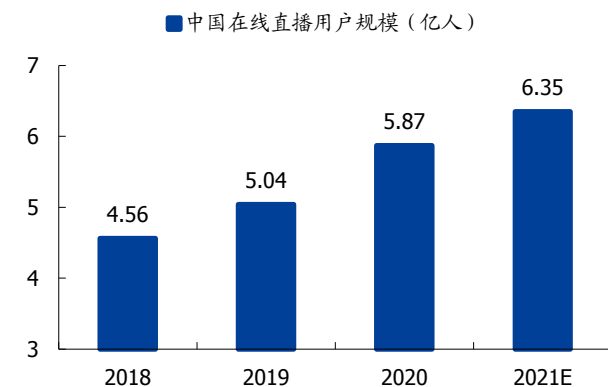
**(1) 直播电商规模将超万亿元。**直播电商由于能给消费者带来更直观、生动的购物体验，转化率高，营销效果好，逐渐成为电商平台、内容平台的新增长动力，传统电商如淘宝、天猫、京东以及社交平台如快手、抖音均上线了直播电商功能。2020 年，中国直播电商 GMV 为 9610 亿元，预计 2021 年将达到 12012 亿元，同比增长 25%。中国在线直播用户规模不断上升，2020 年达到 5.87 亿人，预计 2021 年将达到 6.35 亿人，直播电商的潜在用户群体不断扩大。

图表 7: 2018-2021E 直播电商市场规模 (亿元)



资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

图表 8: 2018-2021E 在线直播用户规模及预测 (亿人)

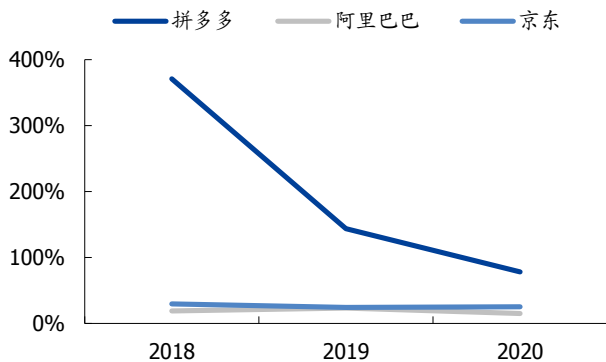


资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

**(2) 拼多多 GMV 维持高增长，是电商件最大的增量来源。**2020 财年拼多多 GMV 为 5551.1 亿元，同比增长 78%，远高于京东及阿里巴巴，贡献电商平台 GMV 主要增长。2020 年拼多多包裹量约为 383 亿个，是电商件最大的增量来源。

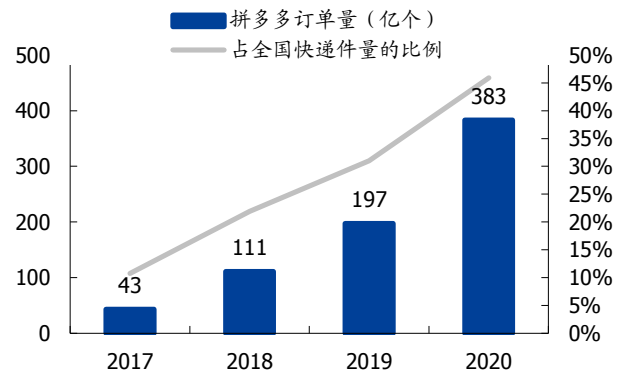


图表 9: 2018-2020 年主要电商 GMV 增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 阿里巴巴财年为 Q2 至 Q1

图表 10: 拼多多包裹量及市场占有率

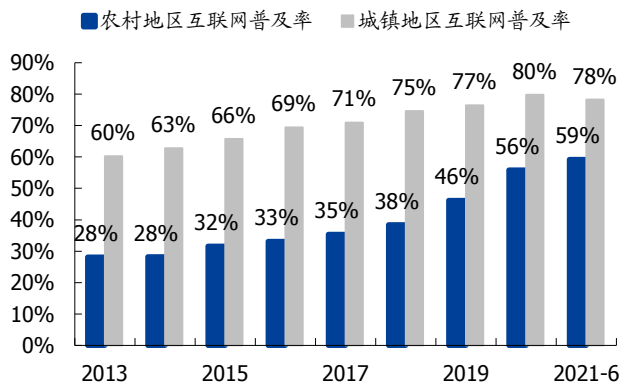


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 假设订单数为包裹数

**(3) 农村网络普及率提升空间, 农产品上行保持高速增长。**近年来, 中国大力推动农村互联网建设, 截至 2021 年 6 月, 农村互联网普及率为 59%, 近年保持持续较快增长, 且与 78% 的城镇互联网普及率相比仍有大幅上升空间。

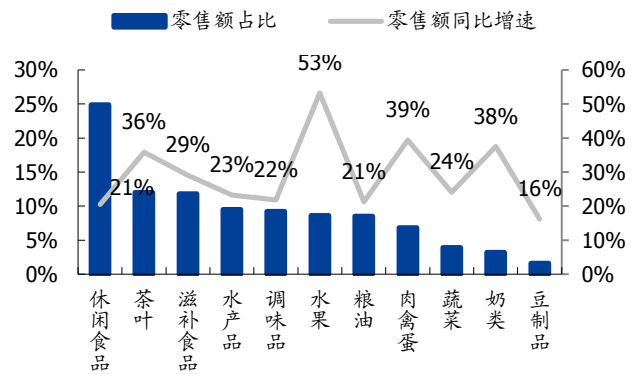
随着农村网络、物流等基础设施的完善, 农民运用电商的意识和能力增强。2019 年, 全国农产品网络零售额达 3975 亿元, 同比增长 27%, 高于全国网上零售额增速 10.6 个百分点, 其中水果零售额增速达 53.2%, 推动了生鲜快递的发展。

图表 11: 城镇与农村互联网普及率比较



资料来源: 中国互联网信息中心, 国盛证券研究所

图表 12: 2019 年全国各类农产品网络零售额占比及同比增速

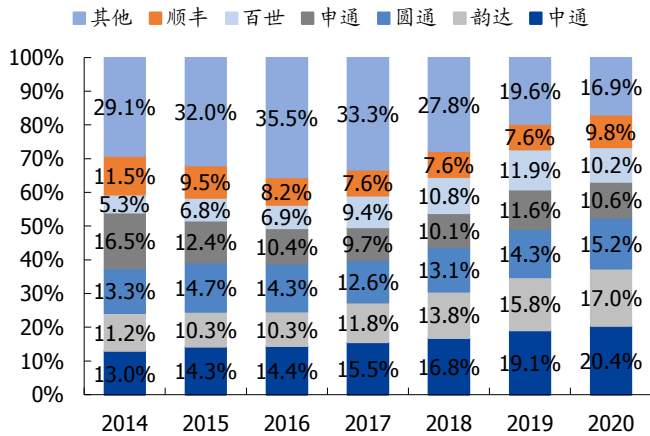


资料来源: 中国互联网信息中心, 国盛证券研究所

## 1.2 行业大力整治, 企业有望迎来业绩改善

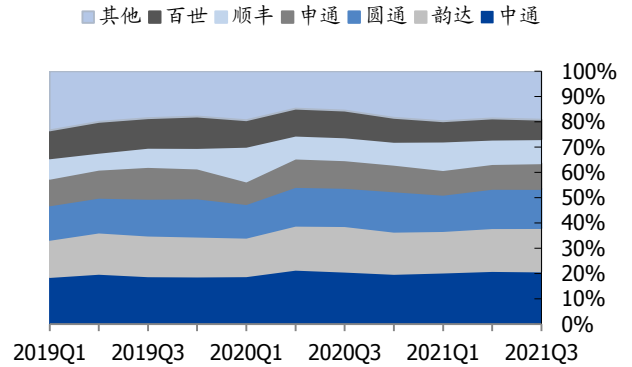
快递企业内部竞争激烈, 价格战是主要手段, 头部企业集中度明显提升。“通达系”主要承接电商快递业务, 服务同质化, 价格战是主要竞争手段, 但价格下降会直接影响快递员收入, 导致末端服务质量受损, 带来网点的的不稳定。复盘中国快递价格战, 2019 年是行业龙头意图拉开与竞争者的差距而发起价格战, 2020 年 CR6 市占率为 80.4%, 同比增长 8.2pct, 头部的中通和韵达增幅最大。分季度看 2020Q2 为疫情发生后快递公司回补包裹空缺而引发价格战, 百世和申通市占率同比下降; 而进入 2021 年申通市占率趋稳, 百世进一步“掉队”。

图表 13: 2014-2020 年度快递企业市占率 (业务量口径)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

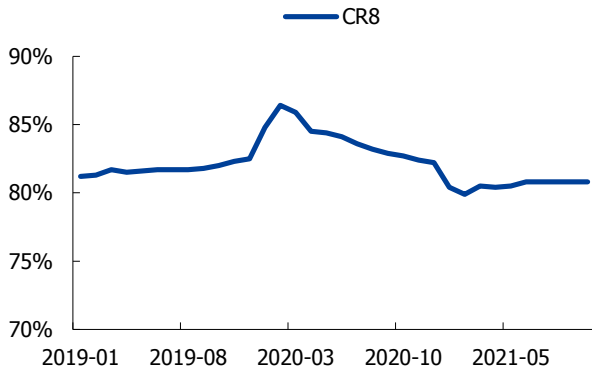
图表 14: 分季度快递企业市占率



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所 \*包裹件量占比口径

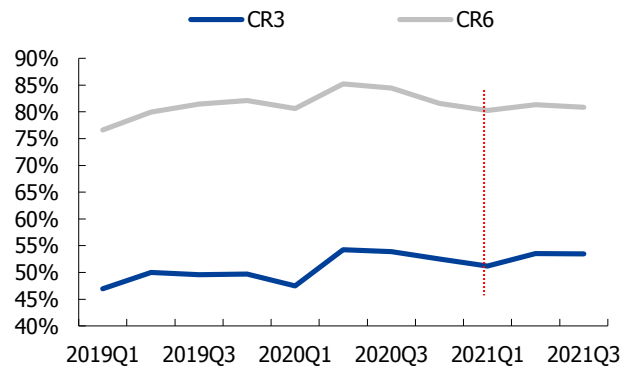
**2021 年行业过热行情消化, 头部企业集中度回升, 后续短期或趋于稳定。**经历了 2020 年行业激烈竞争, 2021 年随政策指导下竞争有所缓解, 快递单价降幅显著收窄, 头部快递企业市占率回升。从数据看, 2021 年后 CR8 和 CR6 市占率保持较稳定, 分季度看 CR6 维持在 81% 浮动, 而 CR3 回升至 53.5%, 接近去年峰值水平。后续我们认为在政策指引下, 快递企业重心正从份额争抢转至服务改善, 市占率分化会有所缓解。

图表 15: 快递企业 CR8 集中度变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

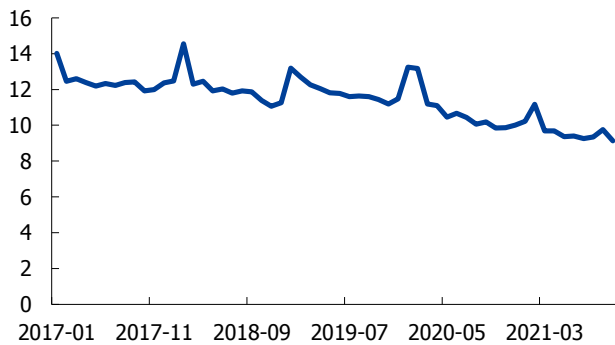
图表 16: 快递企业 CR6、CR3 集中度变化



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

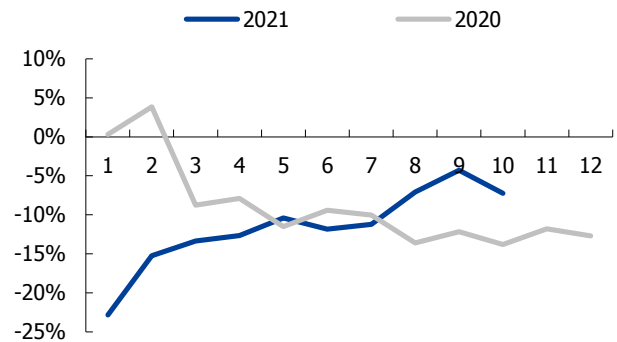
**快递业迎来大力整顿, 中短期缓解低价竞争局面。**随着快递网络健全、成本优化, 快递单价持续下降, 而主动降价来获取更多快递业低价竞争的本质是服务同质化、竞争手段同质化, 快递单价从 2017 年的 14 元/件下降到今年 10 月的 9 元/件。但过度的低价竞争也可能会影响市场秩序, 如牺牲服务质量、对快递小哥不当罚款等, 影响行业健康发展。今年以来, 快递行业迎来大力整顿, 发布若干指导条例并在重大会议上指出问题, 本质在于促进快递业向高质量发展, 因此在政策指引下缓解企业竞争压力、改善快递链条的收益水平、激发服务动力。从数据看整治效果明显, 今年以来快递单票价格同比降幅逐步收窄至 10% 以内, 我们认为中短期将延续趋势, 快递企业经营方向从单纯争取份额向改善服务质量、探索差异化服务发展。

图表 17: 规模以上国内快递业务单票价格 (元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 18: 规模以上国内快递业务单票价格同比变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**政策指引快递行业向高质量发展, 竞争格局改善在望。**7月的政策意见明确提出落实商品定价与快递服务定价相分离”,即**竞争手段由中低端电商件的低价配送向配送服务本身质量转变**,并且消费者可以综合企业服务能力、商业信誉和快递价格等选择快递服务,而非仅由商家来选择。一方面,通过规制快递行业恶性竞争、规范市场公平竞争秩序、遏制部分地区快递服务收入非理性下行,有利于维护商家、消费者、快递从业人员的合法权益;另一方面,促使快递企业由恶性价格竞争转向服务竞争、价值竞争、产品力竞争,企业竞争精力由单纯的降成本降价向满足商家及消费者多领域、多场景、多样化的寄递物流需求这一本质转移。我们已经看到顺丰在其时效件产品上取得的品牌优势和溢价,未来并非只有高附加值产品的快递配送可以享受服务差异上的溢价,中低端电商件同样可以,因此规制中加强重视消费者的需求引导是非常有开拓意义的。

图表 19: 2021 年快递业整顿政策

时间	政策和事件
4月	百世和极兔两家公司的义乌部分分拨中心因安全问题被义乌邮政管理局限令暂停,义乌快递价格战进入“休战期”。同月,浙江省政府常务会议审议通过了《浙江省快递业促进条例(草案)》,明确规定“ <b>快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务</b> ”。
6月	国家邮政局党组书记、局长马军胜在义乌召开的浙江省部分品牌快递企业区域负责人座谈会上明确表示,加强全国范围内行业自律和市场秩序规范工作,重拳出击治理“黄牛”和“刷单”“以罚代管”等现象,切实保护用户、员工和市场主体的合法权益。 国家市场监督管理总局发布了《价格违法行为行政处罚规定(修订征求意见稿)》,将快递行业“价格战”产生的市场乱象行为,纳入监管范围。
7月	国家邮政局召开 2021 年第三季度例行新闻发布会,联合人力资源社会保障部和全国总工会,对《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》进行发布解读。提出了利益分配、劳动报酬、社会保险、作业环境、企业主责、规范管理、网络稳定、职业发展等八项任务措施,初步明确了做好快递员权益保障工作的路径。
9月	全国政协第二十六次重点关切问题情况通报会在京举行。围绕“ <b>加强快递员、外卖配送员权益保障,促进行业健康发展</b> ”主题,相关部委有关负责同志到会通报情况,并与委员互动交流。 中通、圆通、申通等 6 家快递公司宣布,从 9 月 1 日开始 <b>末端派件费每票将上调 0.1 元</b> ,用以“补贴”快递员收入。浙江省十三届人大常委会第三十一次会议审议通过《浙江省快递业促进条例》,该条例强调,快递经营企业无正当理由不得 <b>低于成本价格提供快递服务</b> ;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 <b>提供个性化、差异化的快递服务选择</b> 。

资料来源: 21 世纪经济报道, 邮政局, 市监局, 极目新闻, 腾讯网, 国盛证券研究所



行业业绩迎来触底反弹。20 年受价格战影响，增量不增利明显，通达系快递公司普遍业绩下滑，仅圆通速递实现盈利正增长，主要系航空业务及国际业务贡献利润，按 20 年业绩看，盈利差已显现，头部公司分化加速；20 年顺丰及时把握复工复产时机，量能恢复快，同时旗下特惠专配产品增速较快，实现业务量的高速增长及盈利增长。进入 21 年，单价持续下降且件量同比增速承压，上半年企业业绩普遍一般，顺丰 21Q1 亏损较大，主要系产能不够导致临时资源投入多、补贴创新高以及新业务投入大。而 21Q3 随着价格战缓和、单价降幅收窄，通达系业绩显著有所改善，预计 Q4 仍然维持改善趋势。

图表 20: 快递板块重点公司 2020 和 2021 单季归母净利润同比变化

	2020	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
中通快递	-24%	-45%	7%	-8%	-45%	42%	-11%	-3%
韵达股份	-47%	-41%	-52%	-49%	-44%	-32%	-37%	-1%
圆通速递	6%	-26%	41%	-19%	31%	37%	-61%	-26%
申通快递	-97%	-86%	-97%	-124%	-90%	-253%	-561%	-40%
百世集团	-901%	-222%	-26%	-18095%	-1315%	17%	-1795%	-1%
顺丰控股	26%	-28%	55%	52%	16%	-209%	-39%	-43%
德邦股份	74%	-88%	60%	2246%	26%	112%	-98%	-91%

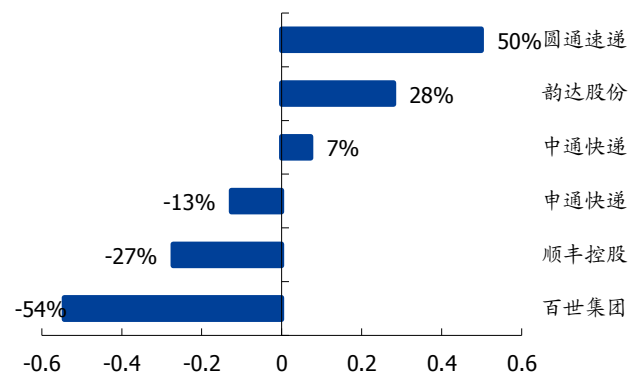
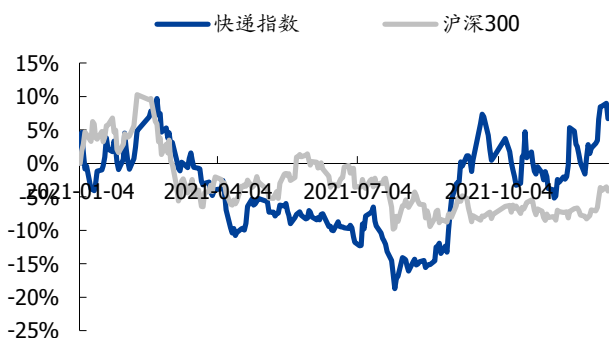
资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 1.3 投资建议: 推荐有综合服务优势的头部快递企业

快递市场表现迎转折点。快递指数年初至今上涨 6.70%，跑赢沪深 300 指数 10.84pct。自 9 月以来快递业相关政策落实，行业低价竞争好转，企业盈利改善预期确定，指数表现迎来转折点。而快递企业中，圆通和韵达涨幅居前，分别为 50%和 28%，基本面反弹空间较大。顺丰由于处于资本投入期，业绩承压股价表现一般。

图表 21: 快递板块 vs 沪深 300 年初至今累计收益率

图表 22: 快递板块主要公司年初至今累计收益率

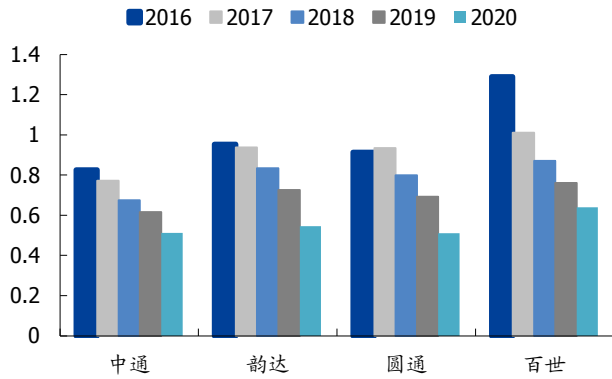


资料来源: wind, 国盛证券研究所 \*截至 2021/12/14

资料来源: wind, 国盛证券研究所 \*截至 2021/12/14

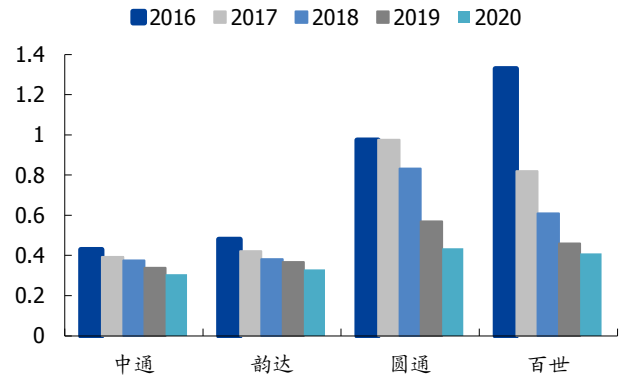
快递行业规模效应明显。纵向看，随着件量的增多，各家快递公司的单票运输成本和转运中心成本均逐年下滑；横向看，快递件量最多的中通有着行业最低的中转成本（运输+转运中心成本），中通、韵达的中转成本均降至 0.9 元以下。

图表 23: 加盟制快递公司单票运输成本逐年下降 (元/件)



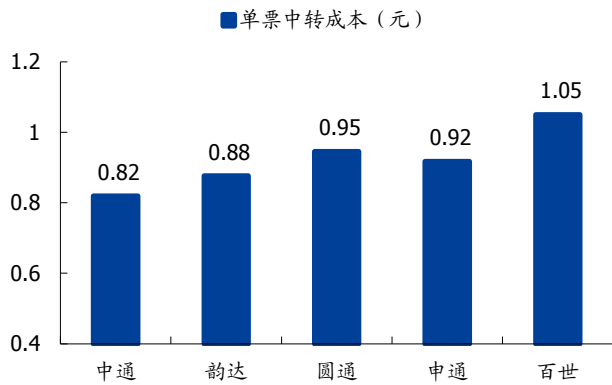
资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 中通未披露详细数据

图表 24: 加盟制快递公司单票转运中心成本逐年下降 (元/件)



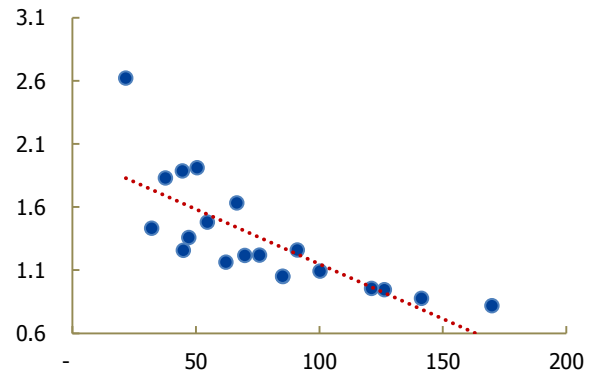
资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 中通未披露详细数据

图表 25: 2020 年中通单票中转成本最低



资料来源: wind, 国盛证券研究所

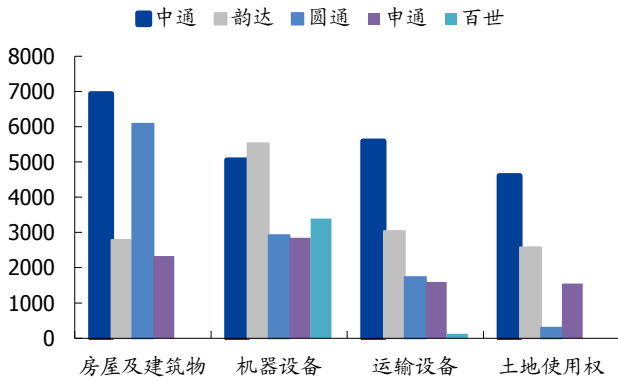
图表 26: 各快递公司件量 (亿件, 横轴) 与中转成本 (元, 纵轴) 关系



资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 不含中通, 数据来自 16-20 年

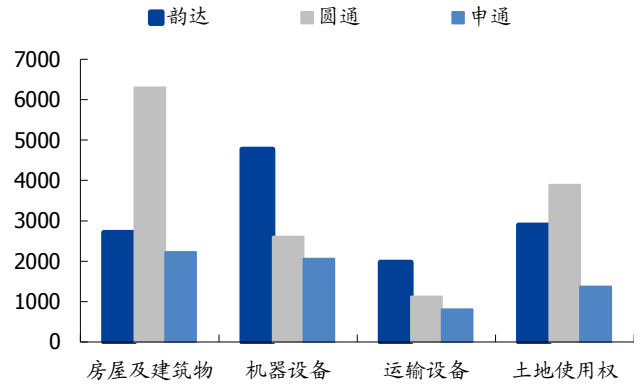
重资产是长期降低成本的支撑。快递公司成本下降的方法主要通过提高自有车占比、大运力车占比以及增加自动化设备来实现, 先发企业均积累了可观的固定资产。从固定资产原值看, 中通在通达系快递中全面领先, 其房屋建筑物、机器设备、运输设备、土地使用权的投入较为均衡, 韵达侧重于机器设备投入, 圆通则侧重于房屋及建筑物投入且 2021H1 仍增加较多土地储备, 百世作为轻资产模式的代表, 在机器设备方面投入相对较多。

图表 27: 2020 年加盟制快递企业固定资产原值比较 (百万元)



资料来源: wind, 公司年报, 国盛证券研究所

图表 28: 2021H1 加盟制快递企业固定资产原值比较 (百万元)



资料来源: 公司半年报, 国盛证券研究所

**直营制快递龙头顺丰进入下沉市场。**2019年5月, 顺丰通过进一步提升存量资源和运力的利用效率, 用冗余的资源推出“特惠专配”产品, 起初定位于“填仓”功能, 对于件量特别大的客户, 采用“集收集发”的模式, 减少中转次数。该业务迅速起量, 帮助顺丰在2020年提高市占率2.2pct, 但也降低了公司单票收入水平。

随着件量的增加, “填仓”功能逐渐饱和, 产生新的资本开支或费用, 多种因素作用下, 2021Q1 公司亏损, 主要系: (1) 积极拓展新业务, 加大快运、丰网、同城急送、仓网的网络建设, 四网融通过程中存在资源平行叠加; (2) 由于快递业务量高增长, Q1 持续增加固定资产及临时资源投入, 带来折旧及成本增加; (3) 春节给予在岗人员补贴近10亿元, 较预期高3-4亿元, 同时今年疫情相关的社保减免取消; (4) 去年高基数及今年“通达系”春节分流散单的影响。

**我们认为尽管顺丰短期业绩承压, 但长期价值不改:** (1) 基本盘时效件品牌优势突出, 4月推出特快及新标快产品带来增长新动能, 鄂州机场投产有望进一步提高服务时效, 拉开与同行的差距; (2) 时效件、电商件和丰网可承接“高中低”全量快递需求, 潜在市场扩容, 网络融合后成本有望降低; (3) 积极布局新业务, 已在多个细分板块(快运、国际、冷链)处于领先地位, 有望实现协同效应。随着前置投入的固定资产逐步到位, 临时资源的投入将逐渐减少, 伴随业务量的扩大, 预计明年Q2开始顺丰业绩将开始释放。

**投资建议。**政策指导下价格战局部趋缓, 快递业竞争格局进一步优化, 判断中短期市场份额波动不会太大, 企业盈利能力改善, 长期看具有成本优势且可提供优质综合、差异化服务的企业胜出, 参照国际经验, 美国快递行业CR3 (USPS+UPS+FedEx) 超过90%。顺丰控股短期看面临“时效件+特惠件+丰网”的融合、供应链业务整合等挑战, 盈利能力承压; 长期看基本盘依然稳固, 多元化的业务将产生协同效应, 参照国际快递巨头, 其为客户提供贯穿快递、快运、供应链的综合物流服务, 我们看好其长期发展。**建议关注头部快递企业顺丰控股、韵达股份、圆通快递。**

## 二、航空: 国内疫情扰动, 维持二元结构复苏

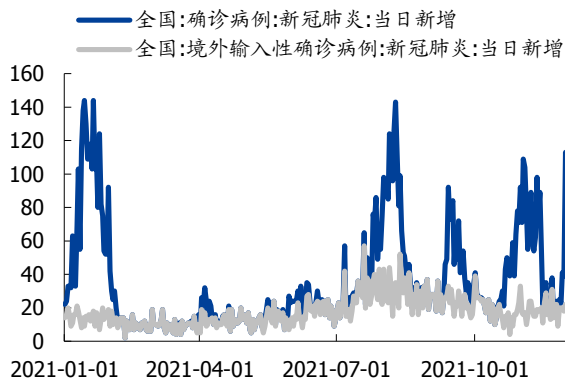
### 2.1 防疫压力下, 航空业仍维持二元结构复苏

**2021 下半年国内疫情反复, 海外疫情持续。**自2月初以来国内疫情控制良好, 确诊病

例主要以境外输入性病例为主，但6月开始反复有新增确诊，8、9、11、12月均出现单日新增确诊约100例以上的波峰。全球疫情持续蔓延，进入2021年单日新增确诊约在30至80万例间波动，在近期奥密克戎变异株的出现也加剧了全球新冠传播的风险。

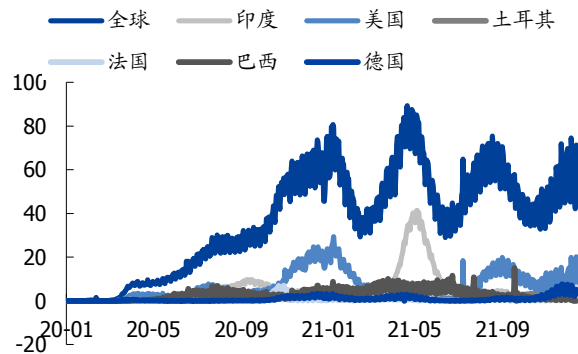
同时，全球新冠疫苗接种量不断增加，目前全球人均已接种1剂疫苗，而中国人均接种疫苗数量为1.8，领先全世界。钟南山院士11月25日表示，我国新冠疫苗完成两剂接种者已达10亿8千万，占全国人口的76.8%，到今年年底，接种率就将超80%，为建立群体免疫打下了基础。

图表 29: 全国新冠肺炎新增确诊病例 (例)



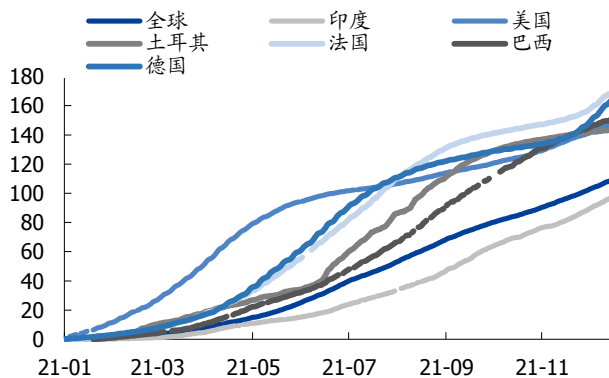
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: 全球新冠肺炎每日新增确诊病例 (万例)



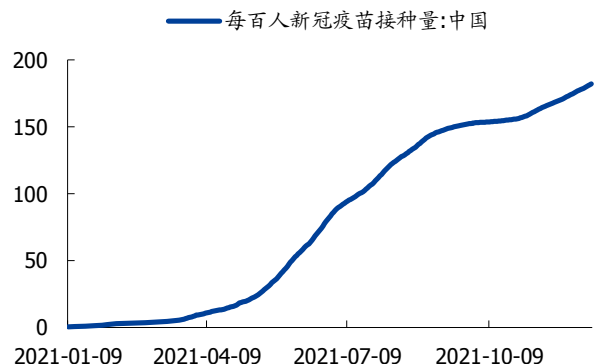
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 31: 全球每百人新冠疫苗接种量 (剂次)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

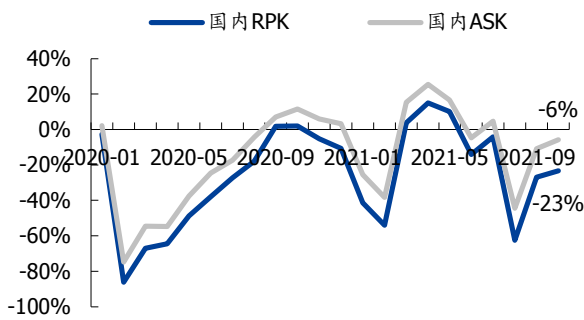
图表 32: 中国每百人新冠疫苗接种量 (剂次)



资料来源: wind, 国盛证券研究所注

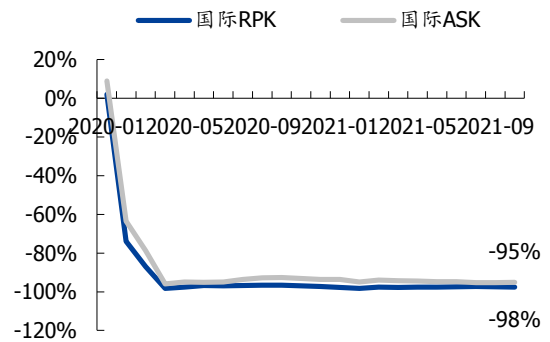
**中国航空业仍维持二元结构复苏。**当前，为防止境外病例输入，我国国际客运航班仍然执行“五个一”、“奖励机制”、“熔断机制”等防控政策，国际线复苏尚不明朗，故航空业仍呈现国内国际复苏分化的局面。2021年春节后至5月，三大航国内航线ASK、RPK快速恢复，更是超过2019年水平达到疫情后增速峰值（分别为25%和15%），表明航空供给和需求行情向好，但之后随疫情再次下滑。而三大行国际航线ASK、RPK分别仅为19年同期的5%、2%左右，尚未扩大开放国际航班。

图表 33: 三大航国内 RPK 与 ASK 同比 19 年增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

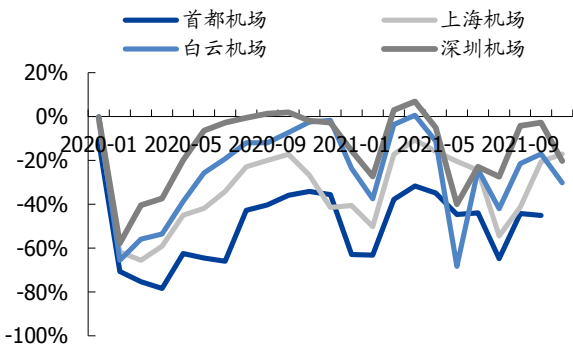
图表 34: 三大航国际 RPK 与 ASK 同比 19 年增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

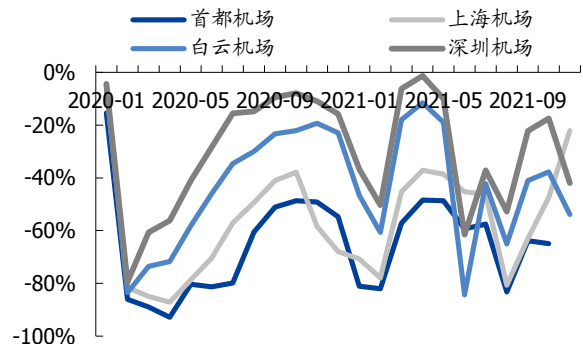
**机场表现弱于航司。**一线机场的起降架次和旅客吞吐量趋势和航司相似，但经营灵活性较弱，整体表现弱于航司，国际线占比较高的上海机场和首都机场受损更为严重。

图表 35: 一线机场飞机起降架次同比 19 年增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 36: 一线机场旅客吞吐量同比 19 年增速



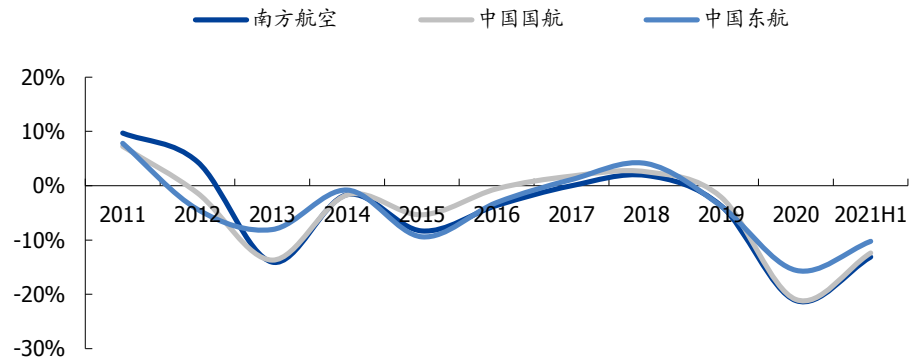
资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 2.2 民营航司恢复速度持续领先

三大航收益受疫情冲击较大。由于国际航线大量暂停，各航司均将原用于国际线的运力转回国内使用，造成国内运力供给过剩，客票承压。低客票的环境下，疫情对三大航的影响高于民营航司，主要系三大航疫情前海外运力投放较多，且宽体机占比高，宽体机执行国内航线日利用率低，固定成本分摊的压力较大，2021H1 三大航客公里收益仍保持 10%以上降幅。

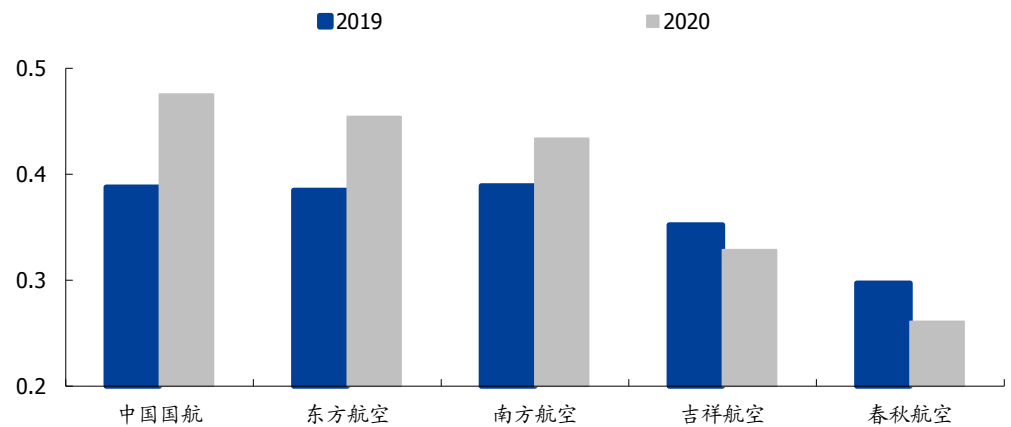


图表 37: 疫情后三大航国内航线客公里收益同比下降明显



资料来源: wind, 国盛证券研究所

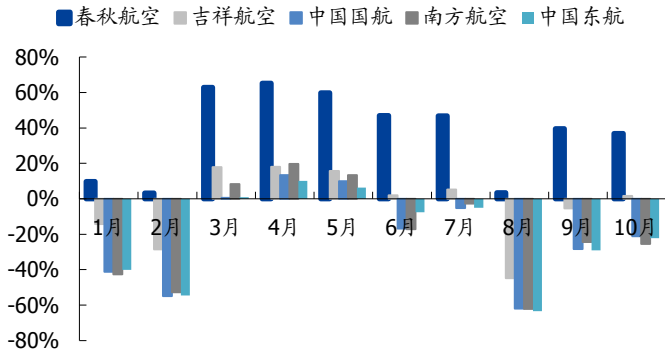
图表 38: 三大航座公里成本高于民营航司 (元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

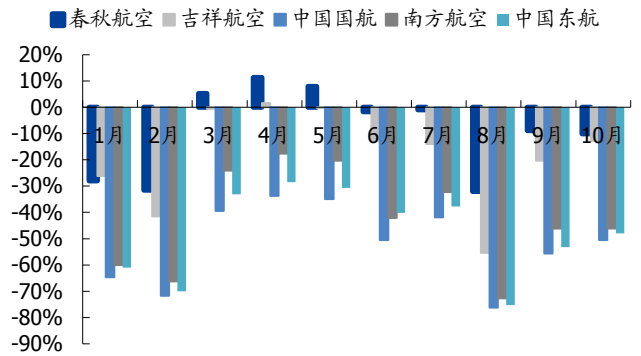
**民营航司恢复速度持续领先。**疫情期间航司执行“边贡”定价，座公里成本低的航司较快恢复执行航班，春节后春秋航空、吉祥航空、三大航的国内 RPK 也相应依次恢复。从国内供给端看，春秋作为低成本航空龙头 RPK 恢复最快，较 19 年增速基本在 35% 以上，对疫情反应最不敏感；吉祥的 RPK 表现在春秋和三大航之间，波动相对较小。从客座率看，春秋航空和吉祥航空始终高于三大航，春秋在 7 月客座率达到 91% 峰值更是达到 2019 年水平，面对疫情也是修复弹性最好的，目前维持在 85% 客座率。民营航司充分体现了机队灵活性、小机型的优势。

图表 39: 2021 年 1-10 月各航司 RPK 同比 19 年增速-国内线



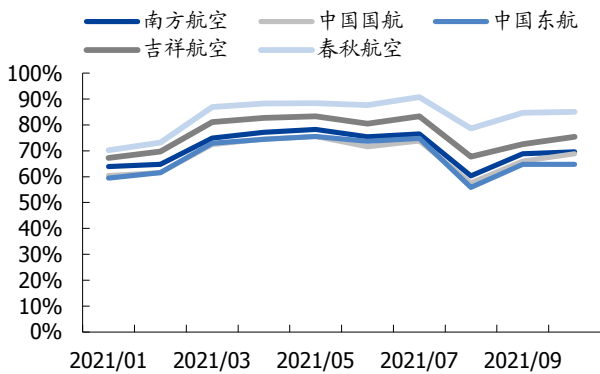
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 40: 2021 年 1-10 月各航司 RPK 同比 19 年增速



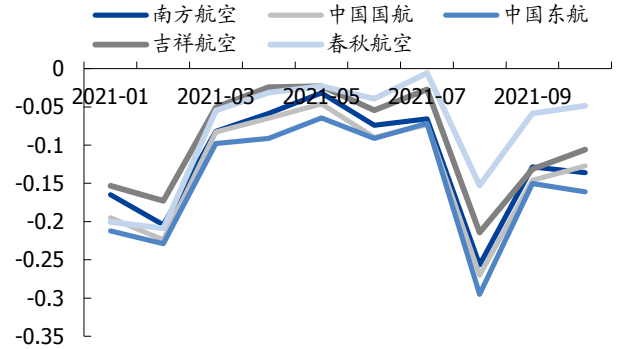
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 41: 2021 年 1-10 月各航司客座率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 42: 2021 年 1-10 月各航司客座率同比 19 年恢复情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**航空板块利润表受损严重:** 受疫情影响航空需求萎缩, 飞机利用小时低导致单位成本大增, 主要航司业绩同比 2019 年大幅亏损。国航、南航、东航前三季度归母净利润分别亏损 103、61、81 亿元, 国航亏损较多主要系计提国泰航空的投资损失, 南航亏损较少主要系货运业务并表贡献利润。春秋航空累计盈利 1.6 亿元, 华夏航空和吉祥航空也分别仅亏损 1.3 和 0.5 亿元。从业绩受损情况看, 民营航司显著好于三大航, 以行情较好的 2021Q2 为参考, 春秋等三个民营航司均实现盈利, 而 Q3 面临多地疫情下仅春秋一家盈利。

图表 43: 航空板块重点公司 2020 和 2021 年单季归母净利润较 2019 年同比变化

		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
601111.SH	中国国航	-276%	-1213%	-119%	-1116%	-328%	-239%	-198%
600029.SH	南方航空	-299%	-204%	-70%	-137%	-251%	-29%	-160%
600115.SH	中国东航	-296%	-7216%	-123%	-133%	-290%	2127%	-222%
600221.SH	*ST 海航	-652%	-768%	-3609%	-52027%	-328%	-370%	-2463%
601021.SH	春秋航空	-148%	-148%	-70%	-459%	-160%	-22%	-83%
002928.SZ	华夏航空	-212%	90%	-28%	224%	-156%	8%	-163%
603885.SH	吉祥航空	-223%	-203%	-70%	103%	-170%	113%	-123%

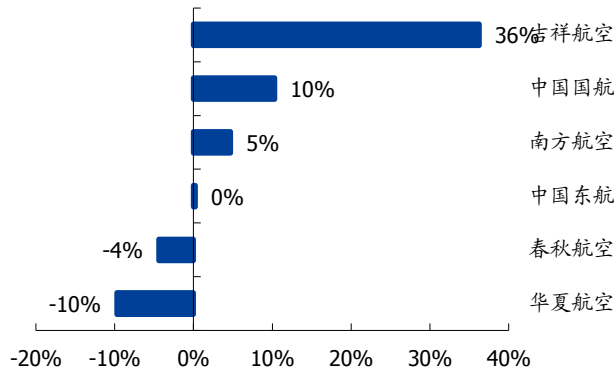
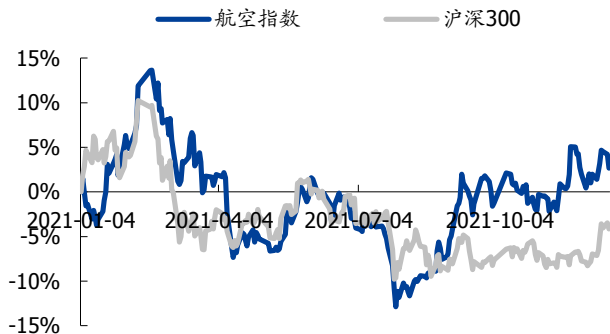
资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 2.3 投资建议：2022 下半年或迎来双重行情共振

**市场表现。**航空指数年初至今上涨 2.66%，跑赢沪深 300 指数 6.80pct。分航司看，吉祥航空今年市场表现突出，累计上涨 36%，2021 上半年子公司九元航空新增了广州往返浦东、杭州、福州、成都等国内航线，低成本航空属性加强。三大航涨幅在其后，疫苗接种、特效药研发、海外国家开放国境等催化国际航班恢复预期。

图表 44: 航空板块 vs 沪深 300 年初至今累计收益率

图表 45: 航空板块主要公司年初至今累计收益率



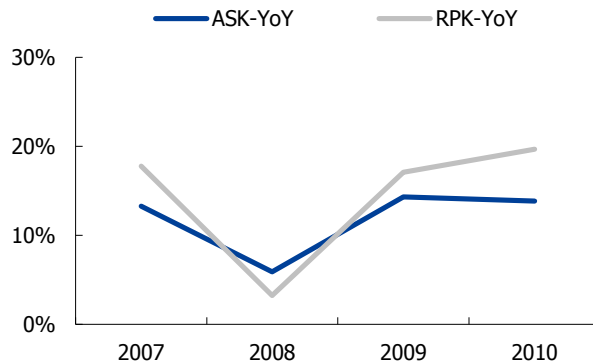
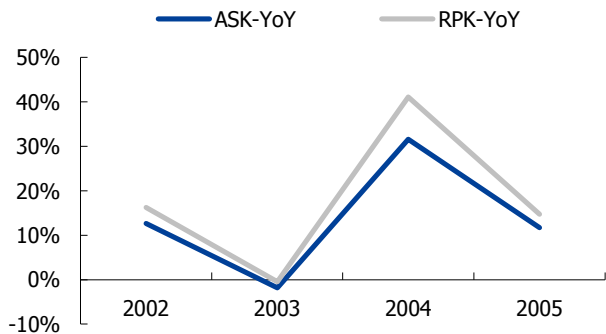
资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 截止 2021/12/14

资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 截止 2021/12/14

**国际线明年开放预期。**考虑变异株的出现和国内冬奥会、两会的举办，国内疫情防控仍将严防死守，预计明年下半年根据防控情况可能会尝试分阶段开放部分国际线，放开进度仍取决于入境确诊和扩散情况。届时随着国际线放开，国内宽体机回到国际市场，国内整体供给减少而票价上行，或出现供需错配的投资机会。而复盘历史经验，03 年非典、08 年金融危机后的 1-2 年，航空需求同比出现大幅增长，我们判断明年下半年航空板块会出现上行的拐点。

图表 46: 2003 年前后供给与需求同比增速

图表 47: 2008 年前后供给与需求同比增速

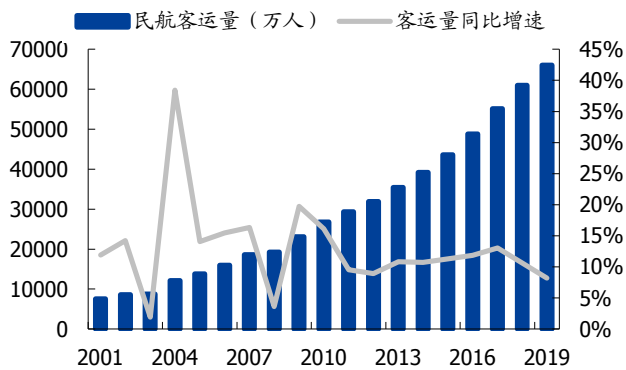


资料来源: wind, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

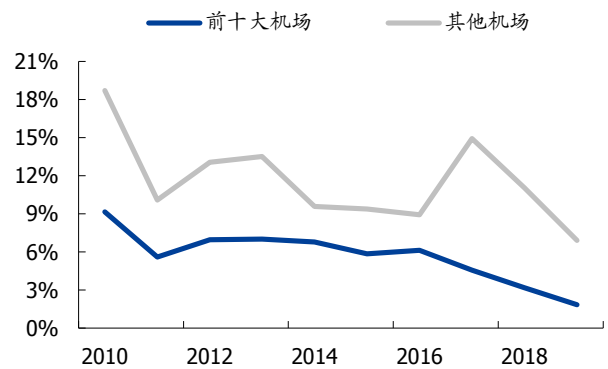
**长期看，航空业供需结构优化，具备长期的投资价值。**航空消费持续渗透，需求稳步增长；供给端干线机场时刻增速持续下行，产能利用率逐渐饱和，机场产能释放必须配合空域资源，而我国空域资源有限，干线机场的时刻价值凸显，供需改善带来量价齐升，我们长期看好航空板块的投资价值。

图表 48: 需求端客运量持续增长



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 49: 供给端飞机起降架次增速下降



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**投资建议: 2022Q3 或迎来国内市场和国际市场的双重行情共振。**我们预计 2022 年春节仍鼓励“就地过年”，2022Q2 国内市场虽有恢复但有同比增长压力，因此 2022Q3 或迎来国内市场和国际市场的双重行情共振。长期看，干线机场时刻增速收缩，伴随需求持续恢复，看好航空市场票价提升。**重点推荐吉祥航空、中国国航，推荐关注春秋航空。**①吉祥航空内生盈利能力强，航网优质，较好的成本管控能力支撑其实现媲美廉航的恢复速度；随着干线机场时刻价值凸显，其客公里收益水平有望提升；②随着未来航空业逐步复苏，国航的业绩及估值水平将有望恢复；基于“祖父原则”，国航天然拥有最优质的的航网，有望享受航空业供需结构优化，干线机场票价上行的红利；③中国低成本航空市场潜力巨大，随着航空市场化改革的推进，以及春秋航空自身运力投放的发展变化，其有望与全服务航司展开更多竞争，并释放低成本优势，需关注春秋航空的航网建设及补贴变化。

### 三、物流：供应链是发展大势

#### 3.1 综合物流和供应链是物流业下一阶段发展方向

2013 年发布的《物流企业分类与评估指标》将物流企业分为三类：运输型、仓储型和综合物流型。前两者业务功能主要涉及运输、仓储等单个物流环节服务集成，如国货航、大秦铁路、宏川智慧等；综合服务型物流企业可以为客户制定整合物流资源的运作方案，并提供运输、货运代理、仓储、配送等多种物流服务，如顺丰、密尔克卫、华贸物流等。运输和仓储型物流企业多以物流基础设施为竞争壁垒，而综合物流企业则对资源整合能力提出更高要求，对于物流企业的发展形态可以简单概括为：提供物流基础设施和服务—整合物流资源—整合供应链资源。

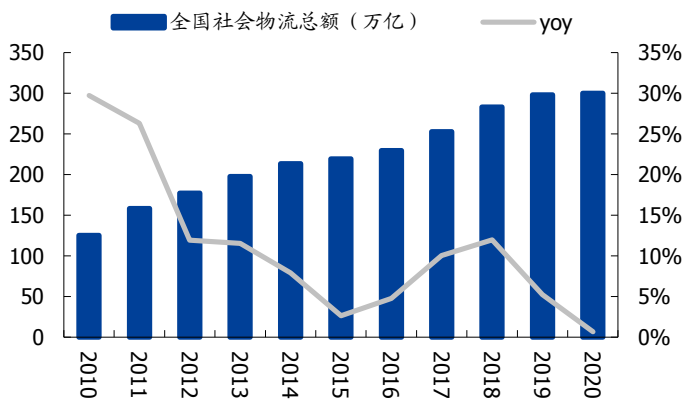
图表 50: 物流行业生态



资料来源：东航物流招股书，国盛证券研究所

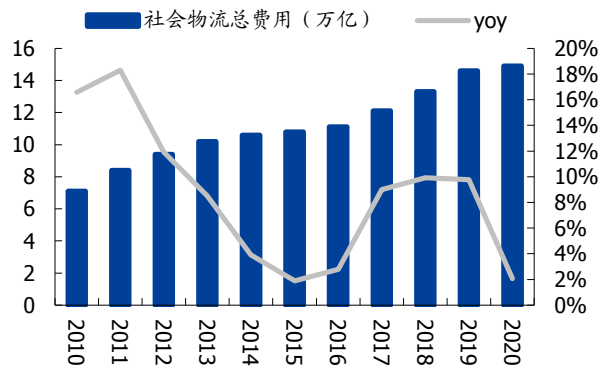
物流业市场巨大，社会发展对物流需求持续增长。随着中国经济增长，制造业以及电商等新业态的快速发展，2010-2019年社会物流总额和总费用复合增速分别达10%和8%，2020受疫情影响增长有所滞缓，社会物流总额达300万亿，社会物流总费用达15万亿。

图表 51: 全国社会物流总额逐年增长



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 52: 全国社会物流总费用逐年走高



资料来源：wind，国盛证券研究所

从物流发展阶段看，中国正处于第三方物流发展和供应链管理服务发展的过渡阶段，由传统物流向现代物流的转型阶段。相较于发达国家，中国物流业起步较晚但发展较快，但规模的迅速扩张也带来基础设施薄弱、低效、行业集中度低等问题。

图表 53: 发达国家物流发展阶段

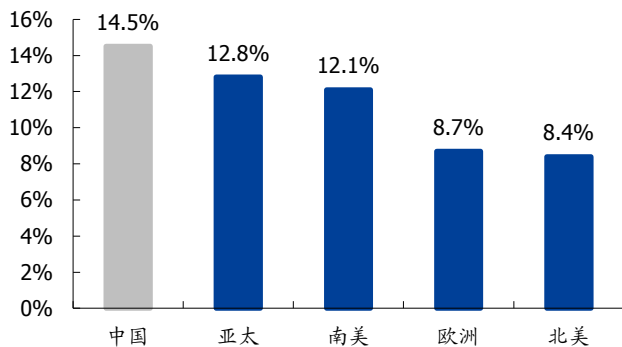
时期	发展阶段	发展特点
1950-1970	物流管理的实践与推广阶段	第一方、第二方物流发展成熟，其主要特点是基于仓储、成本控制理论，货物的配送、仓储在企业内部，通过自身的物流部门实现
1975-1990	第三方物流发展阶段	3PL发展迅速，企业将非核心的销售、采购、生产物流外包，物流向协作化和专业化方向发展
1990-至今	供应链管理服务发展阶段	第四方物流蓬勃发展。更多轻资产模式的物流企业出现，依托信息技术和第三方物流，为客户提供业务流程再造与供应链整体解决方案

资料来源：东航物流招股书，国盛证券研究所



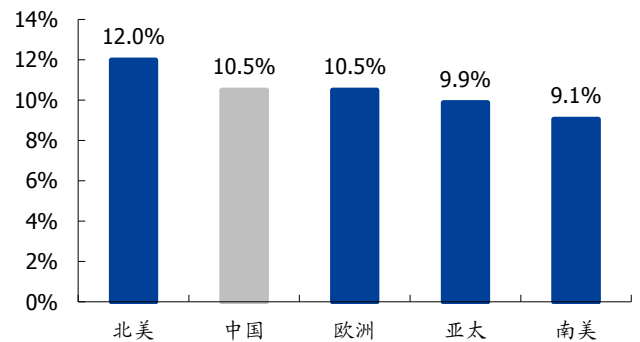
**中国近五年物流发展：社会化、专业化，鼓励物流外包。**《物流业发展中长期规划（2014-2020年）》中，发展重点包括降低物流成本、提升物流企业规模化、集约化水平、加强物流基础设施网络建设。这一阶段主要解决的是社会物流成本高、效率低以及基础设施滞后的问题。主要解决途径包括提高第三方物流渗透，物流基础设施的完善和资源整合如综合型物流园区的建立、多式联运、仓干配一体化，以及信息化、装备现代化、技术标准化。2019年中国物流成本占GDP比重为14.5%，仍远高于欧美，降成本依旧是未来主题之一。第三方物流蓬勃发展，年复合增速达9%，2019年第三方物流收入占社会物流总成本的10.5%，渗透率已接近欧美国家，物流外包已成产业趋势。

图表 54: 不同国家和地区物流成本占 GDP 比重 (2019)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 55: 不同国家和地区第三方物流收入占社会物流成本比重 (2019)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**下一阶段物流的发展：专业化、信息化、供应链一体化。**《国民经济行业分类》中，供应链管理是指基于现代信息技术对供应链中的物流、商流、信息流和资金流进行设计、规划、控制和优化，将单一、分散的订单管理、物流管理、资金融通、数据管理、贸易商务等进行一体化整合的服务。中国物流业正逐渐从末端服务行业上升为引导生产和促进消费的先导行业，定位从降低企业物流成本转换为降低企业整体生产流通成本，这也是深化供给侧结构性改革的一部分。从相关政策指导来看，2017年明确了供应链发展的指导思想和目标，之后开展体系、理念、模式等的探索和落实。2019年首次有了先进制造业和现代服务业“两业融合”实施意见，而2020年也明确了要促进物流业和制造业协同联动和跨界融合。因此我们可以总结：**现代物流业的发展趋势是与制造业融合发展，而非仅提供单向、单一的末端服务；延伸服务产业链的供应链模式是现代物流的重要形态，且要培养出优秀的全球供应链服务企业。**

图表 56: 中国供应链管理相关政策

时间	政策名称	相关内容
2016年7月	《“互联网+”高效物流实施意见》	提升物流业信息化、标准化、组织化、智能化水平；鼓励物流企业依托互联网向供应链上下游提供延伸服务
2017年10月	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	明确 <b>供应链创新与应用</b> 的指导思想，提出打造大数据支撑、网络化共享、智能化协作的智慧供应链体系，目标到2020年，形成一批适合我国国情的供应链发展新技术和新模式，基本形成覆盖我国重点产业的智慧供应链体系，培育100家左右的全球供应链领先企业
2018年4月	《关于开展供应链创新与应用试点的通知》	提出 <b>落实</b> 国务院关于推进供应链创新与应用的决策部署，完善产业供应链体系
2018年6月	《关于开展2018年流通领域现代供应链体系建设的通知》	要求通过 <b>推广</b> 现代供应链新理念、新技术、新模式，培育一批有影响的供应链重点企业，探索一批成熟可复制的经验模式，形成一批行之有效的重要标准
2019年10月	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	现代物流业属于鼓励类产业，其中包括现代供应链创新与应用、物流信息服务技术、应急物流、逆向物流、绿色物流等。

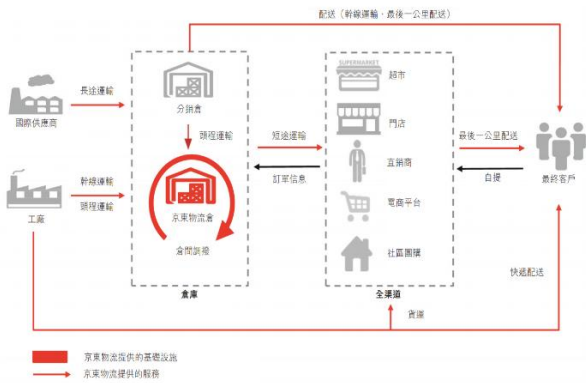
2019年11月	《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》	继工业化与信息化“两化融合”之后，中国首次有了先进制造业和现代服务业“两业融合”实施意见，先进制造业和现代服务业融合是顺应新一轮科技革命和产业变革和增强制造业核心竞争力、培育现代产业体系、实现高质量发展的重要途径。
2020年9月	《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》	随着新一轮科技革命发展，“制造业服务化、服务业制造化”趋势越来越明显。《方案》明确促进物流业制造业协同联动和跨界融合，延伸产业链，稳定供应链，提升价值链，并提出培育国际供应链服务商。

资料来源：日日顺招股书，国盛证券研究所

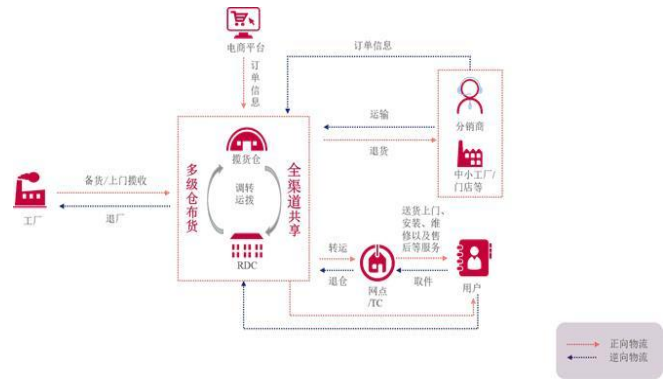
**物流企业切入供应链服务的形态：端到端物流+定制化服务。**为促进特定类型企业供应链的高效运转和成本优化，端到端物流模式用来实现客户从需求到供应交付全流程的统筹管理，并且通常需要服务商与客户建立紧密的战略合作关系。在此基础上，服务商可以深度参与客户供应链运行并挖掘提效降本空间，进一步提供定制化服务，通过与客户绑定决策体系、数据体系、物流资产和定制化服务经验等来形成客户粘性。而这些都需要服务商拥有先进的供应链信息技术，如 5G、人工智能、大数据、云计算和物联网等，在此基础上以物流网络为载体，可以做到销售预测、运输规划等供应链网络优化。

图表 57: 京东物流的快消品供应链管理解决方案

图表 58: 日日顺家的家电供应链管理解决方案



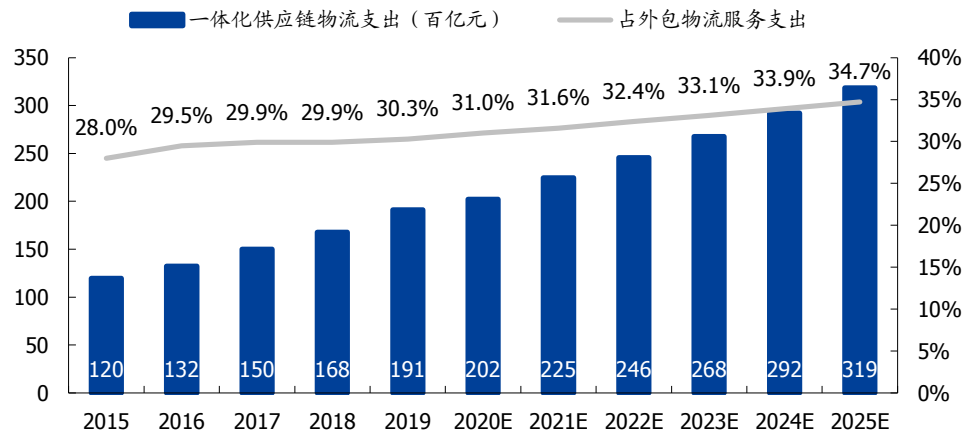
资料来源：京东物流招股书，国盛证券研究所



资料来源：日日顺招股书，国盛证券研究所

**一体化供应链物流市场：整合空间和难度都很大。**据灼识咨询，2019 年中国一体化供应链物流支出达 1.9 万亿元，至 2025 年年均增速在在 9.5%。从竞争格局看市场高速分散，按 2020 年收入计，前十大一体化供应链企业市占率合计 9%，第一名京东物流市占率 2.7%。市场整合空间和难度都巨大，因为面临跨行业和跨地区的扩张，对企业的行业信息，服务经验，资产规模、区位等都提出更高要求。

图表 59: 中国一体化供应链物流支出市场



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

**物流业制造业深度融合是大趋势, 企业在行动。** 顺丰强调自己致力于成为独立第三方行业解决方案的数据科技服务公司, 依托丰富的产品体系及国内外网络底盘, 向产业链上下游延伸, 为行业客户提供数字化、一体化的供应链服务。京东物流的愿景是成为全球最值得信赖的供应链基础设施服务商, 招股书更是提到 572 次“供应链”。

图表 60: 物流业制造业深度融合创新发展典型案例部分名单 (2021/5/24 发布)

案例名称	申报企业	地区
智能网联(新能源)重卡物流园产前置一体化融合创新案例	深圳顺丰泰森控股(集团)有限公司	广东
深化高效物流打造产业集群推动制造业物流业融合案例	普洛斯企业发展(上海)有限公司	上海
智慧物流引擎升级与先进制造业深度融合创新案例	日日顺供应链科技股份有限公司	山东
线上线下一体化服装行业与快递快运融合创新案例	德邦物流股份有限公司	上海
“一带一路”沿线铁路运输组织模式创新自主品牌车企与跨境物流企业深度融合案例	北京长久物流股份有限公司	北京
依托集装箱多式联运平台推动煤化工物流融合创新案例	中铁铁龙集装箱物流股份有限公司 新疆天业(集团)有限公司	辽宁
仁宝信息厂内物流规划与运营管理创新案例	昆山新宁物流有限公司	江苏
智慧物流助力智能制造一体化数字科技供应链服务创新案例	江苏海晨物流股份有限公司	江苏
仓储智能化管理升级智能制造与智慧物流协同一体化创新案例	江苏飞力达国际物流股份有限公司	江苏
智能物流平台服务生产资料高效流转助力制造企业降本增效创新案例	传化智联股份有限公司	浙江
实践“五全”新模式助力块状经济转型升级创新案例	浙商中拓集团股份有限公司	浙江
坚持客户导向专业铸造价值深耕制造业精益物流助力两业深度融合创新案例	厦门中远海运物流有限公司	福建
自动化码头自主创新与智慧物流协同发展案例	青岛港(集团)有限公司	山东
“供应链+产业链+价值链”三链合一家电成品智能供应链一体化创新案例	广州市嘉诚国际物流股份有限公司	广东

资料来源: 发改委, 国盛证券研究所

## 3.2 京东物流 vs 亚马逊物流，互联网零售巨头自建物流的对比

### 3.2.1 物流模式—仓配一体化

亚马逊和京东都是互联网零售巨头自建物流的代表，而亚马逊作为最早经营电子商务和目前全球最大的互联网零售商之一，也较早自建仓储物流体系，也是业内最先打造智慧物流的公司之一。亚马逊还多年被 Gartner 评为“大师级”供应链，将零售、云计算、物流等能力较好结合，以消费者为中心进行服务。

- 京东从 2007 年开始自建物流，2017 年京东物流开始作为独立的业务分部运营，向第三方用户开放，建立全球首个无人仓，推出云仓服务，2019 年建立中国首个 5G 智慧物流园区。
- 亚马逊从 1997 年开始自建仓储物流，2014 年亚马逊开始转变商城包裹外包给第三方物流配送的方式，大规模建设自己的物流中心，也于同年开展 Amazon Prime Now Hub Network（下单后 1-2h 送达）以服务 Prime 会员。据 MWPVL，截至 2021 年 12 月，亚马逊在全球拥有物流配送基础设施（包含分拣、订单履行、配送中心等）共 2019 处，占地 4.89 亿平方英尺，其中位于美国的 FBA 仓有 283 处，占地 1.95 亿平方英尺。

#### 核心物流模式—仓配一体化。

- 头程运输（干线运输）：亚马逊—由卖家自行选择使用亚马逊物流或其他物流，亚马逊物流不完全负责头程。京东—由卖家自行选择京东上门取件或到站点寄件，京东物流负责头程。
- 多层级物流中心：亚马逊物流采取较为统一的物流中心（fulfillment center），京东物流则设置多层级的仓库，包括区域仓、前置仓等。目的都是将库存放置在距离终端消费者最近的仓库中，缩短最后一公里配送。
- 末端配送：亚马逊物流同时使用自有运力（大约占 50%）和第三方配送（UPS 为主），京东物流使用自有运力，以及与达达集团合作补充最后一公里运力。

图表 61：京东物流和亚马逊物流服务对比

	京东物流	亚马逊物流
开始建立时间	2007	1997
服务模式	向定制化服务发展	标准化服务
平台面临的物流成本	以三通一达、顺丰等为代表第三方快递的相对廉价成本	以四大国际快递为代表第三方快递的高额成本
自家商城业务中占比	53.8%	约 50%
包裹数量		19 亿（2019，美国）
头程运输	京东物流负责，卖家自行选择京东上门取件或到站点寄件	卖家自行选择使用亚马逊物流（约 80%）或其他物流运输至 FBA 仓
物流中心（仓库）	多层级仓库（区域仓，前置仓等）	统一 FBA 仓以及其他多品类仓库
末端配送	自有运力+达达集团	自有运力（大约占 50%）+第三方配送（UPS 为主）
时效	京东订单约 90%可当日或次日达	Prime 会员享受当日达或次日达
仓库数量	1200+自有仓和 1600+云仓 38 个亚洲一号大型智能仓库	283（美国）
仓库面积（万 m2）	2300	1815

资料来源：公司公告，MWPVL，Forbes，CNBC，国盛证券研究所 \*京东物流截至 2021H1，亚马逊截至 2021 年 12 月

仓配模式的核心在于仓库管理：仓库是连接商流、物流和信息流的关键点，即电商平台



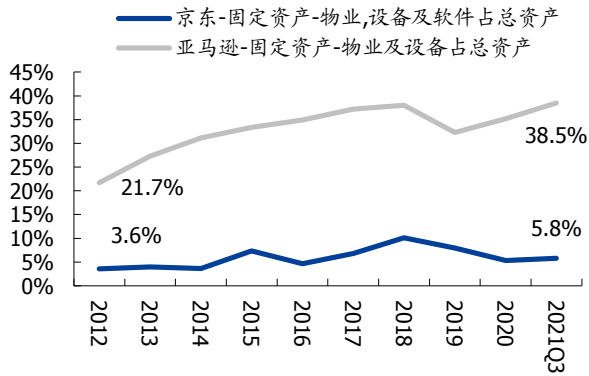
通过智能决策系统预测判断商品需求，提前通过干线运输至仓库，产生订单后再完成末端配送。该模式下，一方面减轻了订单产生传导至干线运输的压力，另一方面省去了部分分拣环节，大幅提升物流时效。

### 3.2.2 为什么说京东物流做一体化供应链是必然趋势

相较于亚马逊，京东自身物流需求较饱和。从结论来说，亚马逊对物流的要求是支撑自身全球零售业务的供应链，因此仍需要物流资源的持续大力投入，而京东对物流的要求更多是降本节流、寻求外部发展。

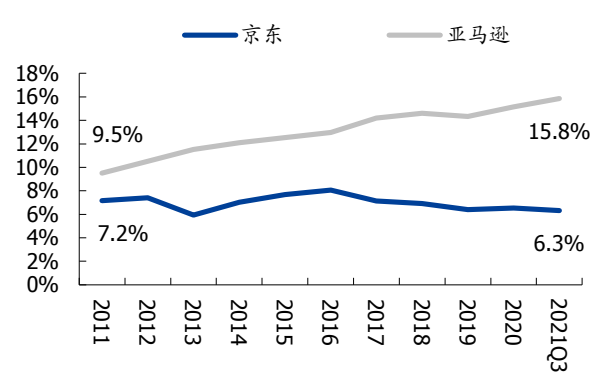
- 2017年京东物流开始作为独立业务分部运营，从数据看京东物业及设备资产占比自2018年高点（10.1%）开始回落，至2021Q3的5.8%；仓储物流费用占收入比例也从2016年（8.1%）开始持续下降，至2021Q3的6.3%，物流成本明显有所控制。
- 而反观亚马逊，无论是物业等资产占比还是仓储物流费用占比都长年维持上升趋势，至2021Q3分别为38.5%和15.8%，均高于京东。亚马逊仍然处于物流资产的大力投入期，从相关资产投资和资产面积增长看也证实这一点，且2020年疫情的冲击加大了亚马逊对物流供应链的投入。

图表 62: 京东固定资产占比及占比增速低于亚马逊



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 63: 亚马逊和京东仓储物流费用占收入对比



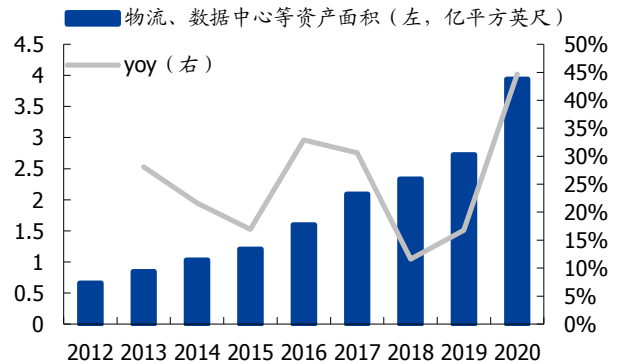
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 64: 亚马逊物流和技术设施投资



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 65: 亚马逊物流、数据中心等资产面积



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

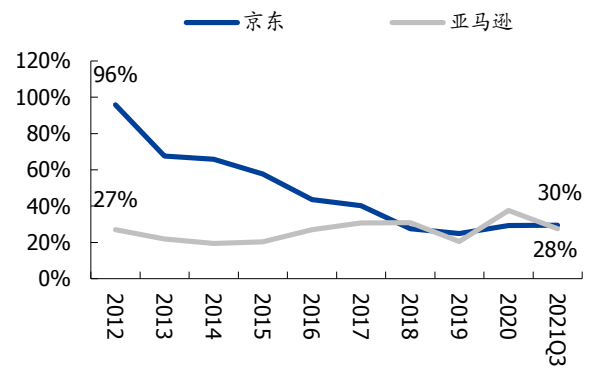
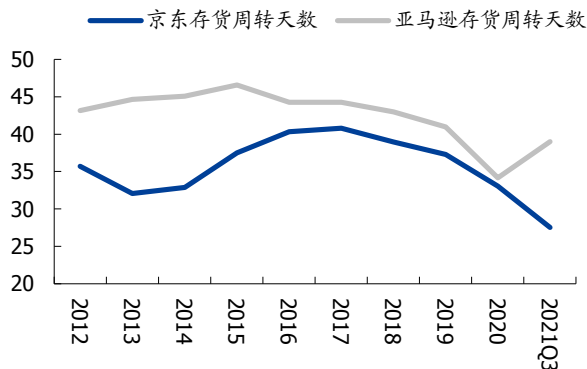
数字化决策和物流资产的布局显著提高库存流通变现效率。对于互联网零售行业，高周转意味着供应链整体的完善和高效，而亚马逊和京东自建物流体系的效果也很显著，



近年存货周周转天数持续下降，至 2021Q3 分别为 39 和 28。

图表 66: 京东和亚马逊存货周转天数

图表 67: 京东和亚马逊营收增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

京东物流已不能完全依赖集团主业而发展。过去京东物流更多为支撑京东主业快速扩张发展，而我们可以看到京东近年营收增速持续下滑，目前在 30%左右，在京东零售业务面临天花板的情况下，其物流的服务也更多由“量”转为“质量”，并且也对外开放寻求更大市场。因此当下的京东物流转换为依赖集团云平台的数据决策体系，业务形式由物流为主向供应链集成转向，客户结构向第三方客户扩张。具体服务为：

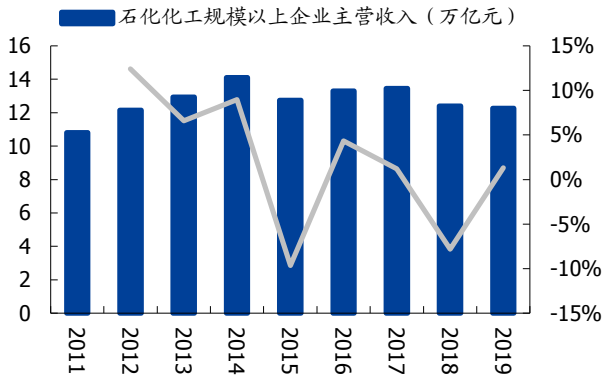
- 满足不同垂直领域客户日益复杂的需求。
- 切入供应链制造端。通过优化原材料采购和生产规划方式实现效率提升。
- 增幅服务。通过数据反馈改善供应链低效环节，为企业提供数据支撑和辅助增值服务（如策略规划和咨询、仓储网络的重新设计和销量预测）。

而亚马逊主业营收持续稳健增长，物流需求仍然高涨，Prime 会员制度也提高消费者对高效物流服务的需求，亚马逊线下门店持续扩张，亚马逊运营战略从在线零售商转变为 B2B 服务提供商，物流服务当然也必不可少。

### 3.3 化工物流：监管趋严，第三方物流持续渗透

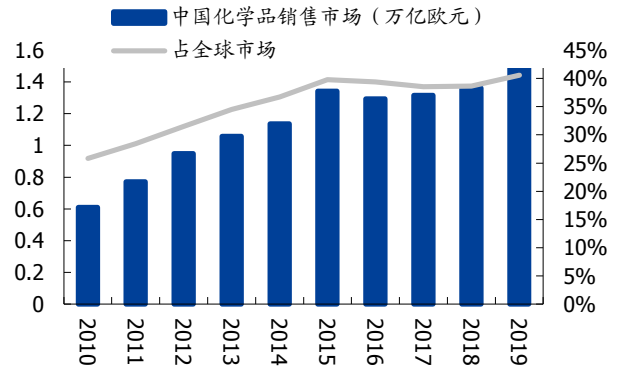
中国的化学品销售市场规模全球第一。据欧洲化学工业理事会数据，2019 年中国化学品销售达 1.5 万亿欧元，占全球的 41%，销售规模是美国和欧盟的近 3 倍，近十年年均复合增速为 10%。中国多数化学品产能已居世界第一，全球化学品销售市场的主要增量也将来自中国。

图表 68: 中国石化化工规模以上企业主营收入



资料来源: 中国石油和化学工业联合会, 国盛证券研究所

图表 69: 中国化学品销售市场持续增长



资料来源: cefic, 国盛证券研究所

化工物流仍处于第三方物流发展阶段, 行业集中度提升和物流外包是主趋势。化工基础原料产业集群大多分布在西部地区, 但化工基础原料产业的销售地与下游加工企业主要集中在东部沿海地带, “产销分离”创造了大量的运输需求。2020年化工物流市场规模达2万亿, 第三方物流渗透率为30%。化工产业分散, 物流跨度大, 货源需求、运力动态信息不透明等因素导致化工物流行业集中度低。2020年度密尔克卫为中国第三大化工物流企业, 但按营收计算的市占率仅为0.57%。2020年中国化工物流费用率为11.3%, 美国为5%, 日本为3%, 行业效能提升空间大, 行业整合需求大。行业风险高, 监管趋严、政策收紧、化工产业趋于聚集, 对高质量外包物流服务的需求趋势明显。

图表 70: 第三方化工物流市场规模

	2018	2019	2020
化工物流市场规模 (万亿)	1.4	1.87	2
第三方物流的渗透率	25%	25%	30%
第三方化工物流市场规模 (亿元)	3500	4675	6000

资料来源: 中物联危化品物流分会, 国盛证券研究所

图表 71: 2019-2020年度中国化工物流行业前十大企业

排名	公司
1	上海君正物流有限公司
2	正本物流集团有限公司
3	密尔克卫化工供应链服务股份有限公司
4	中外运化工国际物流有限公司
5	山东京博物流股份有限公司
6	镇海石化物流有限责任公司
7	中远海运化工物流有限公司
8	希杰荣庆物流供应链有限公司
9	永泰运化工物流股份有限公司
10	浙江荣通物流有限公司

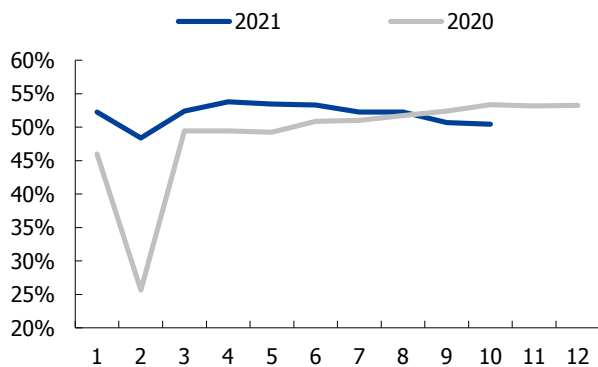
资料来源: 中物联危化品物流分会, 国盛证券研究所

看好化工物流景气度。以中国化工行业采购经理指数 (CCPMI) -采购量指数作为化工物流上游景气度参考, 随着国内疫情控制和复工复产, 该指数 2020 年下半年以来保持荣

枯线以上，化工品流通景气旺盛，危险品运价也是保持稳步上升趋势。2021年下半年以来景气有所回调，疫情带来的供需错配有所修正，以及能源双减政策影响，明年行业景气度预计保持中性稳定状态。

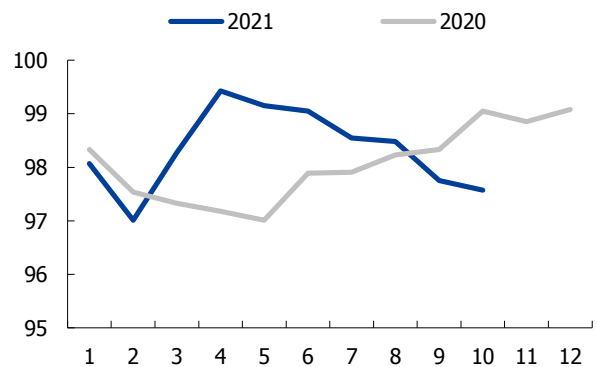
**运输回调，存储回升。**从采购量和运价指标可以作为化工品运输环节景气度的参考，可以看到进入2021年下半年之前运输景气度非常高涨。而反观存储环节，随着化工品流通加快、供给消化，存储环节景气度下行。以华东地区甲醇、乙二醇库存为例，2020年由于供需错配其库存保持较高水平，之后库存消化明显，因此2021年存储收益同比面临压力。综合考量下，2022年化工物流整体行情较今年略有回调，但存储环节同比会明显改善，在企业业绩上也将会显示出来。

图表 72: CCPMI-采购量指数



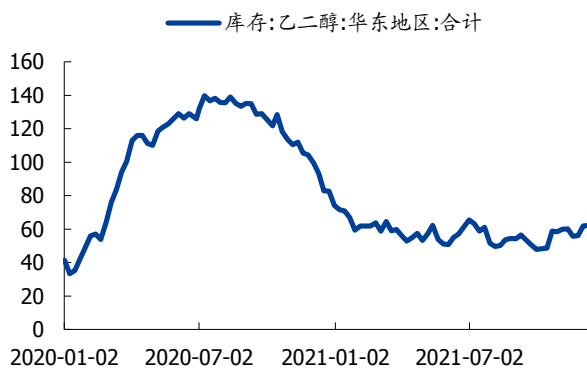
资料来源: 中物联危化品物流分会, 国盛证券研究所

图表 73: 危险货物道路运输价格指数



资料来源: 中物联危化品物流分会, 国盛证券研究所

图表 74: 华东地区乙二醇库存(万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 75: 华东地区甲醇库存(万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

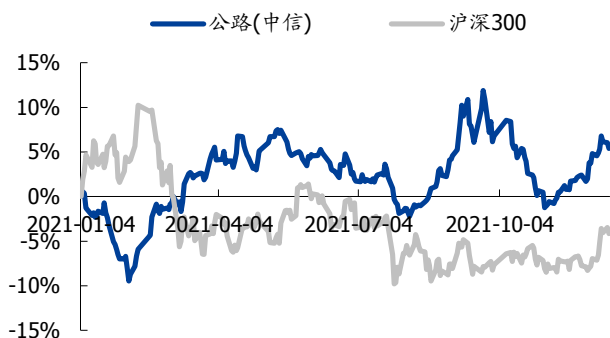
**投资建议。**我们认为化工物流壁垒较高，资产稀缺，行业集中度和第三方物流渗透率提升是长期逻辑，具备优秀管理运营经验的公司将拥有长期成长空间。**建议重点关注危化品物流龙头密尔克卫和液体化工品仓储龙头宏川智慧。**

## 四、公路铁路：疫情反复下，防御投资价值稳健

### 4.1 公路：疫情反复下高速公路出行体现韧性

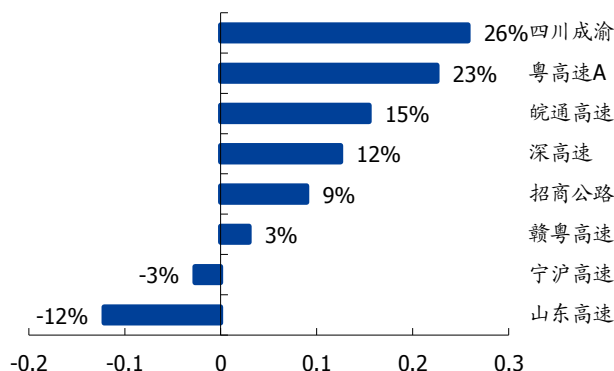
公路板块逆势上涨，防御投资价值显现。公路板块年初至今上涨 5.40%，跑赢沪深 300 指数 9.54pct。春节期间就地过年政策利空高速车流，节前公路板块持续下跌。随着利空出尽、行情恢复确定性高，以及大盘动荡回调，低估值、基本面改善确定的标的投资偏好增强，公路板块逆势走高。2020 年在行业异常低利润环境下高速公路标的依然维持高分红发放，进一步夯实了其防御性投资资产的属性。

图表 76: 公路板块年初以来涨跌幅



资料来源: wind, 国盛证券研究所 \*截至 2021/12/14

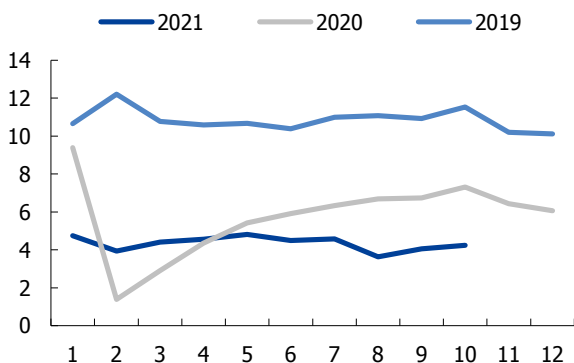
图表 77: 部分高速公路企业年初以来涨跌幅



资料来源: wind, 国盛证券研究所 \*截至 2021/12/14

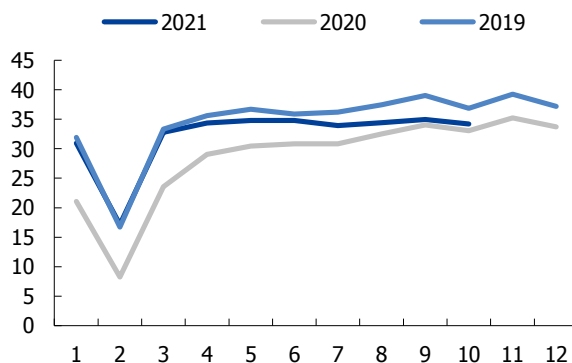
疫情反复下公路整体出行需求受压制。公路货运行情显著好于客运，2021 年以来公路货运量已与 2019 年持平，而公路客运量仅恢复至 2019 年的 35%-45%，我们依旧能看到疫情对短途出行需求的持续抑制。

图表 78: 全国公路客运量(亿人次)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

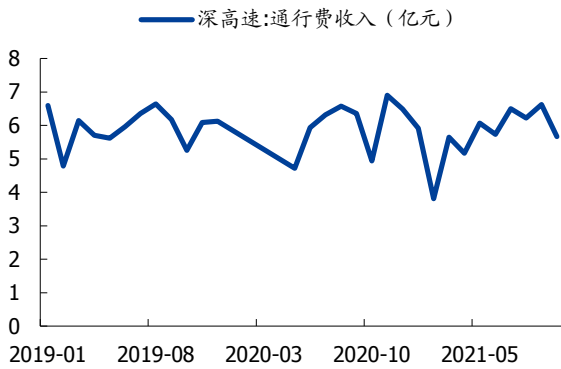
图表 79: 全国公路货运量(亿吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

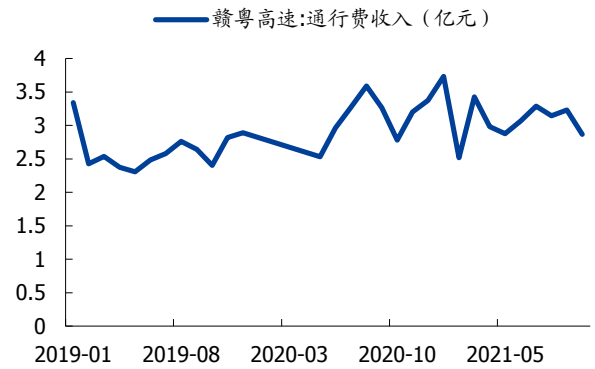
高速公路出行表现坚韧。高速公路出行普遍在经济较活跃地区，出行需求较刚性，且取消省界高速收费站、ETC 普及等因素催化更多车辆尤其货车选择走高速。从深高速和赣粤高速月收入数据看，2021 年已基本达到甚至超过 2019 年水平，在疫情反复下仍然具有坚韧的表现。

图表 80: 深高速月通行费收入



资料来源: wind, 国盛证券研究所

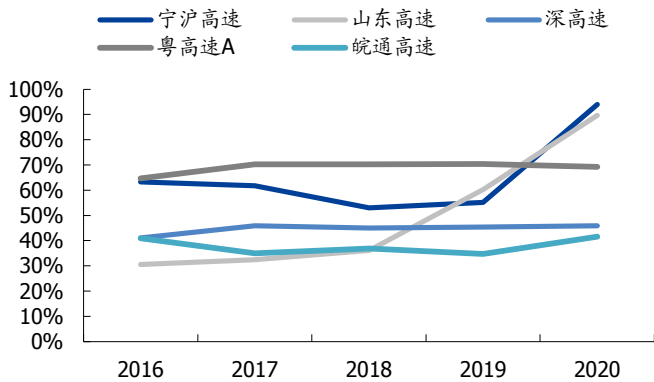
图表 81: 赣粤高速月通行费收入



资料来源: wind, 国盛证券研究所

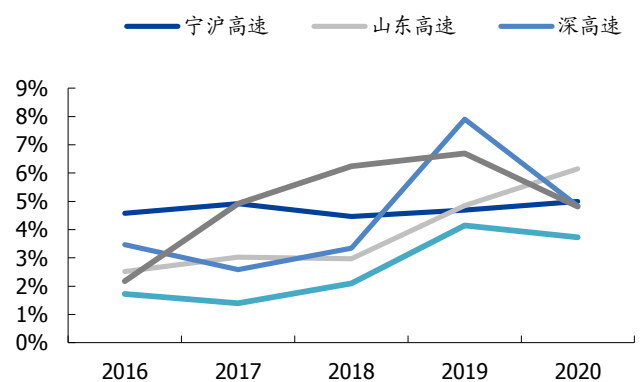
**“患难见真情”，低利润下维持高分红发放。**2020年主要受免收高速通行费影响，多数高速公路企业净利润下滑30%-50%，然而分红水平仍维持高位，宁沪高速和山东高速更是由于维持每股派息额，分红率甚至达到90%。一方面体现了优质高速公路资产持续稳定贡献现金流的能力，另一方面也体现了企业对投资者的回报责任。山东高速2020年7月公告未来五年（2020-2024年）不低于60%的分红率，深高速2021年5月29日公告未来三年（2021-2023）不低于55%的分红率。高速公路企业作为资产运营平台以及投资平台，稳健的业绩、现金流以及资产背后代表的区位优势，使其成为长期的股、债投资标的。

图表 82: 近五年部分高速公路企业分红率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 83: 近五年部分高速公路企业股息率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

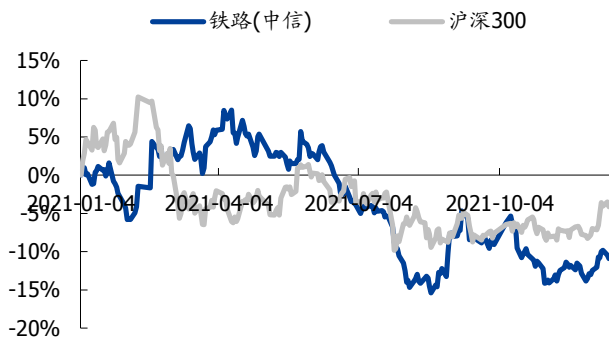
**投资建议。**推荐以大环保为第二主业，持续布局风电领域的深高速；推荐核心资产位于长三角、常年稳定高分红的宁沪高速；推荐双核心资产改扩建、上调分红的山东高速。

## 4.2 铁路：客运静待恢复

铁路板块年初至今下跌10.90%，跑输沪深300指数6.76pct。行业基本面与公路相似，铁路货运量受疫情影响较小，今年行情与2020年持平。铁路客运在春节后恢复较快，至5月份伴随节假日火爆出行客流达到2019年的96%，后因疫情反复再次下跌，10月恢复至2019年的78%。

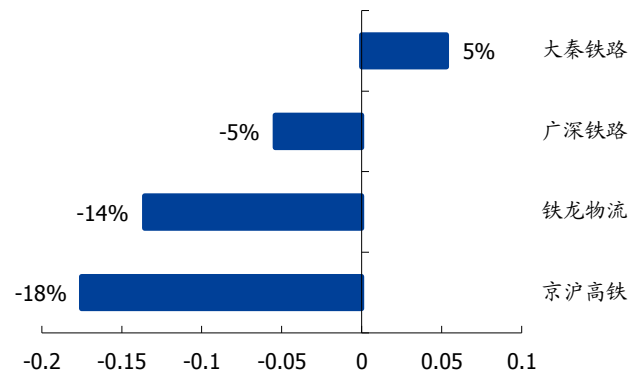


图表 84: 铁路板块年初以来涨跌幅



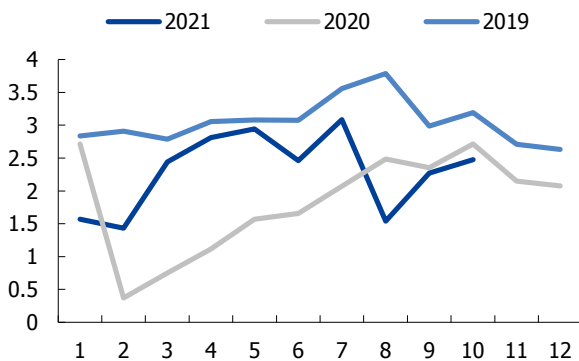
资料来源: wind, 国盛证券研究所 \*截至 2021/12/14

图表 85: 铁路企业年初以来涨跌幅



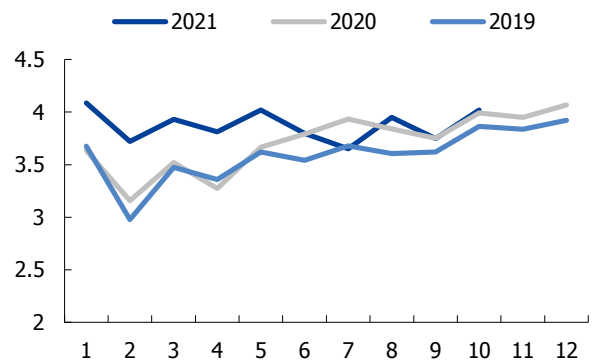
资料来源: wind, 国盛证券研究所 \*截至 2021/12/14

图表 86: 铁路客运量 (亿人)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 87: 全国铁路货运量 (亿吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**京沪高铁浮动票价机制随客座率恢复将逐渐体现。**京沪高铁于2020年12月23日开始实施浮动票价机制，然而受就地过年政策和反复疫情影响导致客座率较低，票价机制效果未完全体现。预计春节、冬奥会和两会的举办会加强北京疫情防控力度，京沪线出行受限，随客流以及航空票价的恢复，高铁出行仍极具性价比，长期逻辑不改。

## 风险提示

**全球疫苗普及、疫情防控程低于预期风险。**疫苗普及进程与出入境限制政策放开有密切关系，若进程低于预期，则运输相关企业恢复将低于预期。

**宏观经济增速低于预期风险。**客流和货流均与宏观经济紧密联系，如果宏观经济低于预期则行业亦会承压。

**人民币汇率贬值风险。**航空公司存在大量美元负债，人民币汇率贬值则影响航司利润水平。

**油价大幅上涨风险。**物流、航空行业主要成本之一是燃油，如果油价持续上行则会影响到相关企业利润水平。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com