交运行业2023年度投资策略

阴霾尽散！积极配置快递、出行！

超配

核心观点

行业趋势：疫情反复和复苏预期、中美关系、俄乌冲突是主导2022年以来交运板块投资的主要变量，就目前形势看，有以下几点是较为确定的：1.油运供需格局不断改善，高景气度有望持续；2.全球恢复正常生产生活节奏的进程不断加速，出行相关的航空、机场、酒店、旅游等场景不断修复；3.随着疫情防控措施优化，快递行业需求增长有望逐渐修复，行业竞争维持理性。

航空机场：心怀乐观，迎接复苏。乘机出行的人群本就是最积极、最活跃的群体，当前我们或许已经迎来了出行复苏的曙光。我们继续看好多重弹性加持下的民航供需反转趋势，在供给收紧、需求复苏、票价改革等多因素刺激下航司未来业绩有望创造历史新高。历史上航空股景气高点的PE估值往往在10X以上，民营航司更高，显著高于传统周期股，当前股价仍未完全反应业绩全面反转的预期，推荐三大航、春秋吉祥华夏航。伴随着国际航线的有序恢复，枢纽机场营收有望逐步恢复，我们继续看好枢纽机场流量入口的垄断地位，继续看好机场免税销售额的持续增长。当前上海机场、白云机场、深圳机场的PB估值水平分别为3.2X、1.8X、1.3X左右，仍具备向上修复空间，推荐上机、白机，关注深机。

快递：今年二、三、四季度是快递需求增长的低点，随着疫情防控优化政策落地，明年快递需求增长有望修复，且通达系之间的良性价格竞争可持续，圆通和韵达2023年PE均处于前瞻估值的历史低位水平，维持对圆通和韵达的推荐。对于顺丰来说，其每年资本开支的波动导致其利润具有周期属性，今明两年公司资本开支缩减，而整体物流需求明年有望回暖，明年顺丰的资产利用率有望继续修复，净利润将继续大幅修复，同时考虑到明年年中鄂州机场转运中心投入运营的催化，重点推荐顺丰控股。

航运：原油运输预计23年需求增长5.3%，供给增长不足1%，看好行业23-24年供需格局持续改善，成品油受益于炼能东移，预计需求有望持续增长，但是投资上，目前正处淡旺转换的时间点，淡季运价存在短期回落的风险，且当前股价或已包含了较高的“期权价值”，建议等待更合理的买点出现，标的建议关注中远海能；集运目前运价下行趋势较为明显，23年预计供给增速达7.8%，远超需求增长，且欧美转弱的消费力导致库存去化需要一定时间，行业仍需等待新的运价平衡点出现，建议关注中远海控。

投资建议：推荐密尔克卫、顺丰控股、圆通速递、韵达股份、上海机场、白云机场、中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空、中远海能。

风险提示：宏观经济不及预期，油价汇率剧烈波动，公司经营不及预期。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS 2015E	EPS 2016E	PE 2015E	PE 2016E
603713	密尔克卫	买入	115.82	190	3.92	5.52	29.5	21.0
600026	中远海能	增持	15.25	728	0.23	0.81	66.3	18.8
601919	中远海控	增持	12.62	1859	7.12	4.18	1.8	3.0
601111	中国国航	买入	10.11	1261	-2.37	-0.70	-4.3	-14.4
601021	春秋航空	买入	54.79	502	-2.30	0.12	-23.8	456.6
002352	顺丰控股	买入	54.47	2666	1.32	1.90	41.3	28.7
600233	圆通速递	买入	19.68	677	1.05	1.25	18.7	15.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业投资策略

交通运输

超配·维持评级

证券分析师：姜明
021-60933128
jiangming2@guosen.com.cn
S0980521010004

证券分析师：黄盈
021-60893313
huangying4@guosen.com.cn
S0980521010003

证券分析师：罗丹
021-60933142
luodan4@guosen.com.cn
S0980520060003

证券分析师：曾凡喆
010-88005378
zengfanzhe@guosen.com.cn
S0980521030003

证券分析师：高晟
021-60375436
gaosheng2@guosen.com.cn
S0980522070001

市场走势

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《交运中小盘行业周报-中通披露季报，三季度业绩强劲》——2022-11-28
《交运中小盘行业周报-航空快递10月数据披露，油运运价创新高》——2022-11-21
《交运中小盘行业周报-快递双十一运行平稳，补库或拉动油运旺季运价超预期》——2022-11-15
《交运中小盘行业周报-油运旺季持续，出行关键期到来》——2022-11-07
《航空机场三季报总结-时艰犹续，期待苦尽甘来》——2022-11-06

内容目录

2022 年初至今交运及各子板块股价表现总结 . . . 7
2022 年三季报交运板块基金持仓 . . . 9
航空：心怀乐观，迎接复苏 . . . 10
核心观点 . . . 10
2022 年度回顾：黎明前的至暗 . . . 10
2023 年度展望：心怀乐观，迎接复苏 . . . 13
四重弹性加持，航司业绩有望创历史新高 . . . 13
盈利预测及估值分析 . . . 18
投资建议 . . . 21
机场：国际线逐步复苏拉动业绩回暖 . . . 21
核心观点 . . . 21
2022 年回顾：国内客流承压，国际航线尚未重启，板块延续亏损 . . . 21
2023 年展望：复苏循序渐进，枢纽机场业绩逐步回暖 . . . 22
投资建议：继续看好枢纽机场长期价值 . . . 25
快递：需求有望逐渐回暖，龙头表现强者恒强 . . . 27
2022 年回顾：疫情干扰，行业需求不足，龙头业绩分化 . . . 27
2023 年需求展望：疫情防控优化，快递需求有望逐步回暖 . . . 32
2023 年竞争展望：价格竞争和服务竞争共存，关注龙竞争格局变化 . . . 34
快递出海：国内市场逐渐成熟，龙头企业有序出海 . . . 36
顺丰控股投资建议：明年存在潜在的趋势性投资机会 . . . 37
通达系投资建议：明年估值低，具有中长期投资价值 . . . 38
综合物流：推荐密尔克卫，关注永泰运 . . . 41
航运:油运中长期向好，集运仍待新平衡 . . . 44
油运 22 年回顾：俄乌冲突、美战略储备释放带动行业超预期复苏 . . . 44
油运 2023 展望：通胀和“安全”或为行业投资的关键性因素 . . . 46
A 股油运公司的弹性测算 . . . 48
油运投资建议 . . . 50
集运 22 年回顾：海外需求弱化释放有效运力，运价较快回落 . . . 50
集运 2023 年展望：静待运价新平衡出现，关注产业链延申对周期的平抑作用 . . . 51
集运投资建议 . . . 53
投资建议 . . . 55
风险提示 . . . 55

图表目录

图1： 2022 年初至今交运及沪深 300 走势（数据截至 2022 年 11 月 25 日） 7
图2： 2022 年初至今主要指数及 SW 一级行业指数表现（数据截至 2022 年 11 月 25 日） 7
图3： 2022 年初至今各交运子版块涨幅（数据截至 2022 年 11 月 25 日） 8
图4： 2022 下半年初至今各交运子版块涨幅（数据截至 2022 年 11 月 25 日） 8
图5： 2022 年初交运涨幅前二十个股涨跌幅（数据截至 2022 年 11 月 25 日） 8
图6： 交运持仓市值占基金股票配置比例 9
图7： 民航月度旅客运输量 11
图8： 民航月度正班客座率 11
图9： 国内客运航班量（灰线为 19 年同期航班量） 11
图10： 地区及国际客运航班量（灰线为 2019 年同期航班量） 11
图11： 布伦特原油价格 12
图12： 航空煤油价格（元/吨） 12
图13： 三大航季度归母净利润（百万） 12
图14： 民营航司季度归母净利润（百万） 12
图15： 2022 年主要民航上市公司股价表现 13
图16： 民航运输飞机增速 14
图17： 三大航历年扣汇利润总额（亿） 14
图18： 2022 年逐月民航客机引进数量 14
图19： 各航司资产负债率情况 14
图20： 各主要航司机龄变化 15
图21： 2003 年非典疫情前后民航月度客流 15
图22： 2019-2021 年民航国内单日客流 15
图23： 美国民航复苏情况 16
图24： 美国四大航单季度营收（百万美元） 16
图25： 民航旅客运输量及同比增速 16
图26： 民航客运量增速对 GDP 增速的弹性系数 16
图27： 三大航历年利润总额/营业收入 17
图28： 三大航半年度客收表现 17
图29： 民航历史客座率走势 17
图30： 京沪线经济舱全价票价格累计上调 73.4% 17
图31： 2022 年中报各航司未确认递延税资产的可抵扣亏损 18
图32： 各航司递延税资产（百万） 18
图33： 三大航滚动业绩（四个季度滚动归母净利润，百万） 20
图34： 三大航滚动 PE 估值 20
图35： 民营航司滚动业绩（四个季度滚动归母净利润，百万） 20
图36： 民营航司滚动 PE 估值 20
图37： 各机场季度营业收入（百万） 22

图 38： 各机场季度归母净利润（百万） 22
图 39： 我国居民海外消费金额 23
图 40： 韩国免税品消费额 23
图 41： 全球免税品市场规模及中国市场占比 24
图 42： 中国免税品市场规模按渠道估计金额 24
图 43： 中国中免销售毛利率 25
图 44： 中国中免销售费用率 25
图 45： 枢纽机场 PE 估值水平 26
图 46： 枢纽机场 PB 水平 26
图 47： 上海机场 12-19 年季度滚动 ROE 与季度平均 PB 27
图 48： 白云机场 12-19 年季度滚动 ROE 与季度平均 PB 27
图 49： 我国实物商品网上月度零售额及增速（亿元） 27
图 50： 我国快递行业月度业务量及增速（万件） 27
图 51： 2021 年我国快递行业业务量结构分布 28
图 52： 2022 年我国限额以上单位化妆品零售额增速下滑（亿元） 28
图 53： 我国快递行业单价及同比（元） 29
图 54： 快递公司月度单票价格同比降幅 29
图 55： 义乌地区快递单价及同比（元） 29
图 56： 广州地区快递单价及同比（元） 29
图 57： 顺丰控股季度收入及同比（亿元） 30
图 58： 顺丰控股季度扣非净利润（亿元） 30
图 59： 圆通、韵达和申通的季度业务量增速对比 31
图 60： 圆通、韵达和申通的季度市占率对比 31
图 61： 圆通、韵达和申通的季度单票快递净利对比（元） 31
图 62： 圆通、韵达和申通的季度归母净利润对比（亿元） 31
图 63： 2022 年双十一期间（11 月 1-11 日）综合电商平台和直播电商的 GMV 及增速（亿元） 33
图 64： 双十一期间（11 月 1-11 日）快递包裹处理量及增速 33
图 65： 2010-2023 年我国快递业务量增长趋势 33
图 66： 2017-2022 年我国快递业务量按不同需求主体的拆分（亿件） 33
图 67： 快递主流玩家市场份额变化趋势 35
图 68： 2010-2022 年前三季度行业单票单价及同比 35
图 69： 圆通、韵达和申通的季度资本开支对比（亿元） 36
图 70： 圆通、韵达和申通的季度流动资金（货币资金+交易性金融资产）规模对比（亿元） 36
图 71： 顺丰控股国际及供应链业务收入及其收入占比快速提升（亿元） 37
图 72： 圆通国际货代业务和国际快递业务收入及其收入占比（亿元） 37
图 73： 顺丰控股时效快递增速、资本开支以及扣非净利过去几年的表现对比 38
图 74： 顺丰控股预测 PE(FY1)以及 TTM PE 的历史变化趋势 39
图 75： 中通快递预测 PE(FY1)以及 TTM PE 的历史变化趋势 39
图 76： 圆通速递预测 PE(FY1)以及 TTM PE 的历史变化趋势 39
图 77： 韵达股份预测 PE(FY1)以及 TTM PE 的历史变化趋势 39
图 78： 通达系干线车辆资产规模对比（亿元） 40

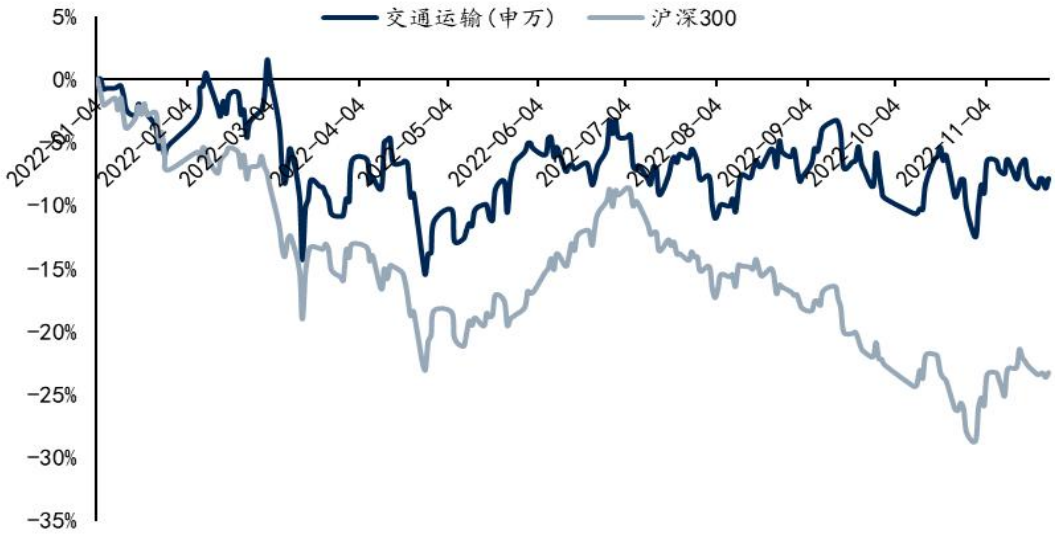
图 79： 通达系自动化设备资产规模对比（亿元） 40
图 80： 通达系房屋建筑物规模对比（亿元） 41
图 81： 通达系土地使用权资产规模对比（亿元） 41
图 82： 通达系研发人员数量及占比对比 41
图 83： 圆通、韵达和申通快递收入的地区分布占比对比 41
图 84： 上市公司进出口相关业务收入占比（%） 42
图 85： 21Q1-22Q3 上海出口集装箱运价指数 SCFI 季度均值及季度环比（%） 42
图 86： 21Q1-22Q3 密尔克卫、永泰运、华贸物流进出口相关业务毛利率（%） 43
图 87： 22H1 密尔克卫、永泰运收入结构（%） 43
图 88： OECD 原油库存消耗较快 45
图 89： 美国战略储备超预期释放 45
图 90： BDTI 大幅上涨 45
图 91： 全球炼能东移的趋势较为明显 46
图 92： BCTI 较 H1 有所回落但是持稳于高位 46
图 93： 运距因素带动油运周转量增速上行 47
图 94： OECD 陆上原油覆盖天数已经企稳回升 47
图 95： 美国原油库存量较为合理 47
图 96： OECD 石油库存当前处于 2006 年以来最低位 48
图 97： 美国商业库存回升，但是战略储备库存量低 48
图 98： 我国出口近期加速恶化 51
图 99： 弱需求释放拥堵运力 51
图 100： CCFI 加速下滑 51
图 101： SCFI 加速下滑 51
图 102： 美国库存与消费尚未回归正规 52
图 103： 美国 PMI 及消费者信心指数走弱 52
图 104： 能源危机给欧洲带来较大通胀压力 52
图 105： 欧洲 PMI 及消费者信心指数疲软 52
图 106： 集运 23 年供给侧压力较大 53

表1： 3Q22 年交运行业基金持仓前二十（按持股占流通股比排名，以基金定期报告为准） 9
表2： 各航司盈利预测及 PE 估值情况（数据截至 2022-11-19） 19
表3： 主要机场运营资产情况及未来业务量目标 22
表4： 枢纽机场免税店前次招标情况 24
表5： 各机场盈利预测及 PE 估值情况（数据截至 2022-11-19） 26
表6： 增值税免征优惠政策对快递公司 2022 年利润的量化影响（百万元） 32
表7： 2022 年国内油价变动对通达系公司的利润影响可控 32
表8： 中国快递行业 2023 年业务量预测结果 34
表9： 我国快递企业出海的不同模式 37
表10： 3Q22 主流密尔克卫、永泰运、宏川智慧、华贸物流收入与利润增速（%） 42
表11： 主流机构对 2023 年原油需求较为悲观 46
表12： 23-24 油运供给持续低增长 48
表13： A 股上市油运船东控制运力分布 49
表14： VLCC 运价对 A 股上市公司盈利弹性测试 49
表15： MR（白油）运价对 A 股上市公司盈利弹性测试 50

2022 年初至今交运及各子板块股价表现总结

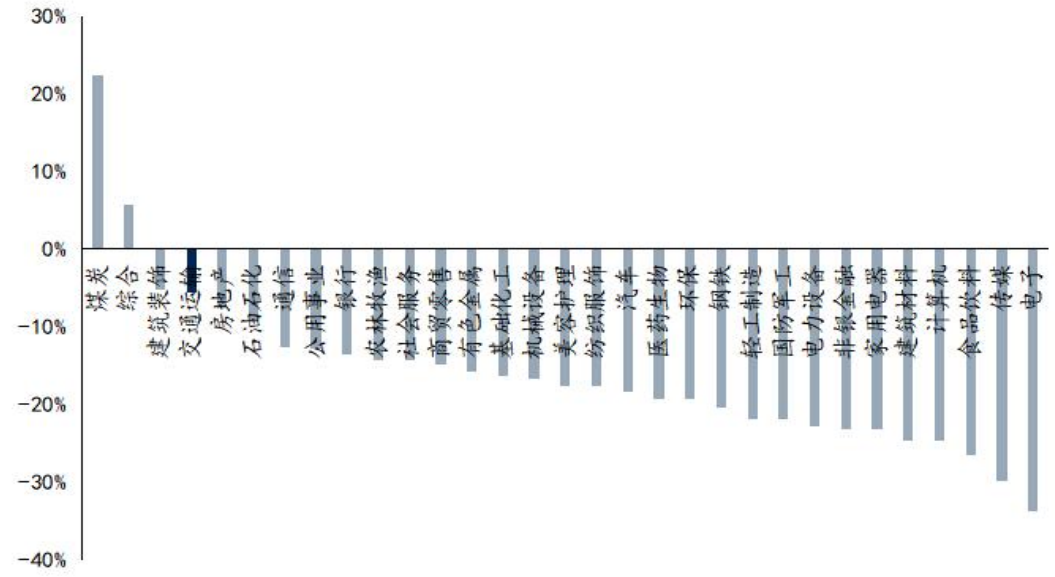
2022 年初至今交运行业指数走势相对稳健，小幅下调，但细分板块涨跌分化较大。2022 年初至今申万交运指数小幅下跌 7.8%，跑赢沪深 300 指数 15.4pct，在 31 个申万一级行业中排名第 3 位。

图1：2022 年初至今交运及沪深 300 走势（数据截至 2022 年 11 月 25 日）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

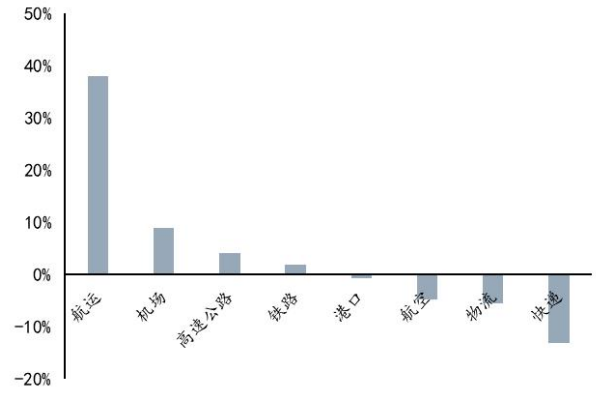
图2：2022 年初至今主要指数及 SW 一级行业指数表现（数据截至 2022 年 11 月 25 日）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

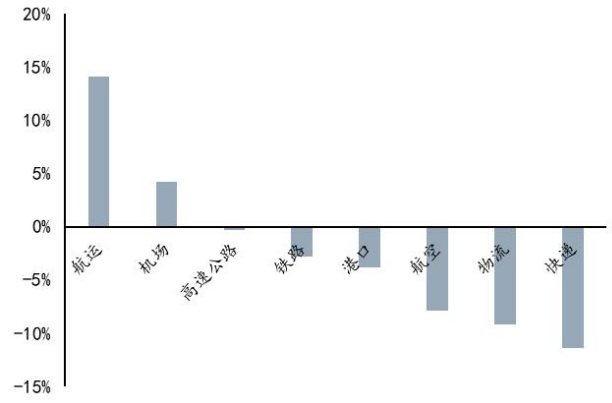
交运细分板块中，2022 年初至今涨幅最大的为航运板块，涨幅为 38%，其次为机场、高速公路板块，涨幅为 9.0%、4.2%；2022 下半年初至今仅航运和机场板块分别上涨了 14.1%和 4.2%，其余各子板块均出现一定程度下跌。

图3：2022 年初至今各交运子版块涨幅（数据截至 2022 年 11 月 25 日）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

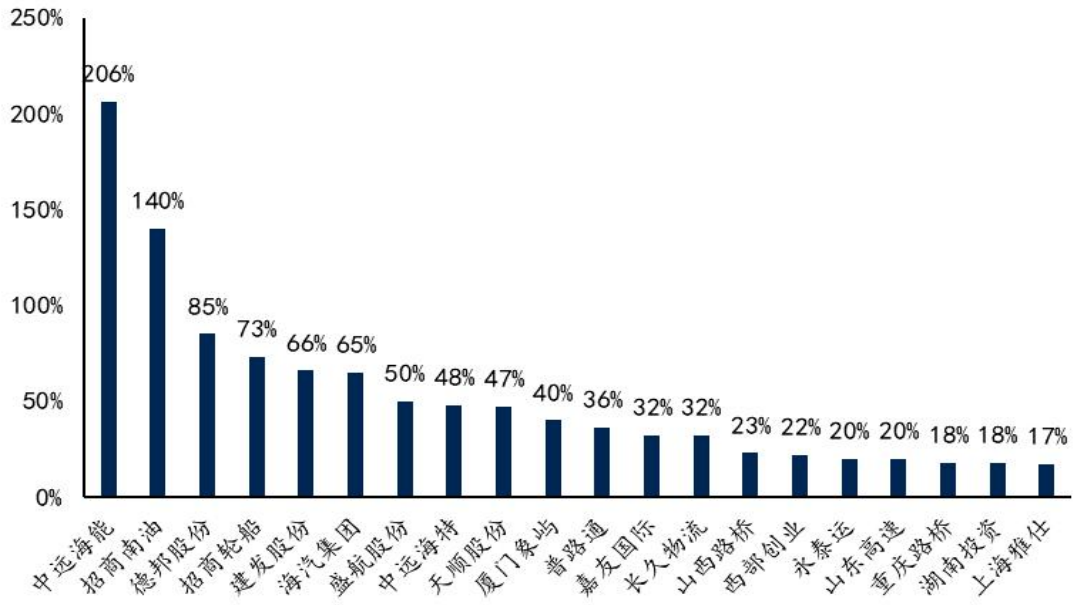
图4：2022 下半年初至今各交运子版块涨幅（数据截至 2022 年 11 月 25 日）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

个股层面，交运板块 2022 年初至今涨幅最大的个股为中远海能（206%）、招商南油（140%）、德邦股份（85%）、招商轮船（73%）、建发股份（66%）。

图5：2022 年初交运涨幅前二十个股涨跌幅（数据截至 2022 年 11 月 25 日）

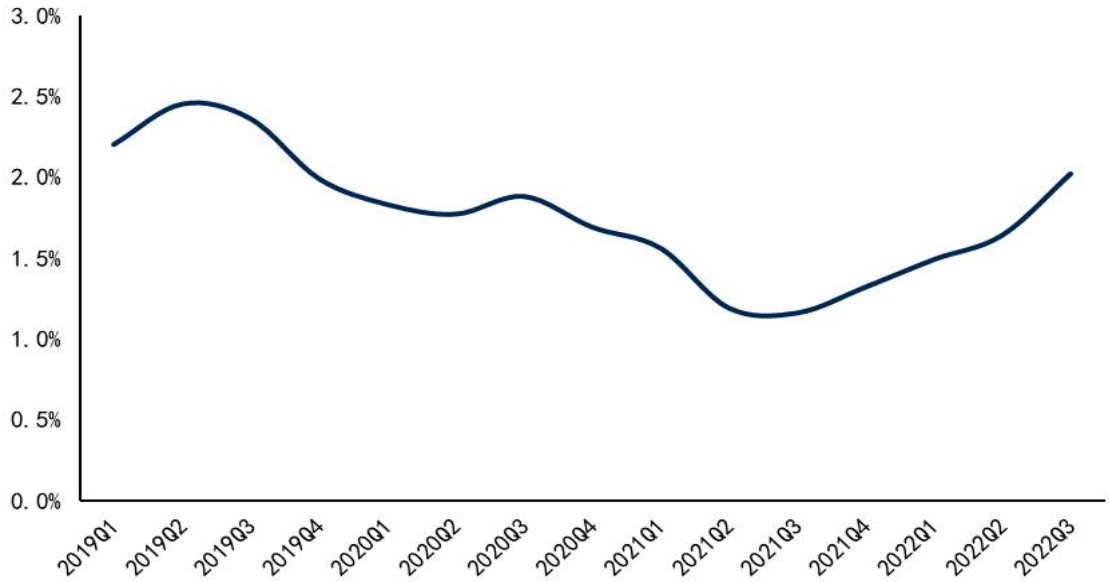


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2022 年三季报交运板块基金持仓

2022 年三季报基金对交运行业配置比例有所提升，从去年四季度占总权益市值的 1.32%提升 0.7pct 至 2.02%。

图6：交运持仓市值占基金股票配置比例



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

重仓持股方面，海晨股份为交运板块基金重仓持股占流通股比例最高的公司，持股比例达到 17.4%，韵达股份、华夏航空、吉祥航空分列二、三、四位。分板块来看，航空机场板块中吉祥、上海机场、白云机场、中国东航获得增持，春秋航空、中国国航、南方航空被减持；快递板块中韵达、圆通获得增持；航运板块中永泰运、中远海能、招商南油、盛航股份获得增持。

表1：3Q22 年交运行业基金持仓前二十（按持股占流通股比排名，以基金定期报告为准）

名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度变动(万股)	持股占流通股比重(%)	持股总市值(万元)	持股市值占基金净值比(%)	持股市值占基金股票投资市值比(%)
海晨股份	11	1871	89	17.41	55572	0.002	0.010
韵达股份	79	43240	20331	15.36	674427	0.026	0.116
华夏航空	11	15297	-162	15.09	162762	0.006	0.028
吉祥航空	88	28031	4299	14.26	421353	0.016	0.072
永泰运	3	349	349	13.42	16599	0.001	0.003
建发股份	82	28387	6663	10.01	393163	0.015	0.068
华贸物流	11	12813	1209	9.78	122877	0.005	0.021
春秋航空	73	8916	-507	9.73	461854	0.018	0.079
中远海能	132	24102	12902	8.39	436014	0.017	0.075
招商南油	74	38380	21232	7.91	191134	0.007	0.033
上海机场	169	8291	3728	7.58	479039	0.018	0.082
中国国航	161	64689	-6548	6.49	677295	0.026	0.116
白云机场	89	14262	3809	6.03	203378	0.008	0.035
圆通速递	132	19677	6483	5.72	408289	0.016	0.070
南方航空	61	55320	-4014	5.41	367322	0.014	0.063
中国东航	35	57885	7974	5.17	282477	0.011	0.049

盛航股份	14	535	90	4.58	15575	0.001	0.003
中谷物流	19	1955	-92	4.50	28661	0.001	0.005
宏川智慧	9	1868	780	4.36	42937	0.002	0.007
浙商中拓	8	2723	2130	3.99	27772	0.001	0.005

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：此处统计口径为 wind 基金重仓股）

航空：心怀乐观，迎接复苏

核心观点

疫情三年，航空行业的核心变化是一个极难自发控制供给增长的行业在外部不可抗力的压制下录得全面亏损，导致各航司不得不大幅收缩供给增速，造成行业理论供给增速连续三年大幅偏离历史中枢。

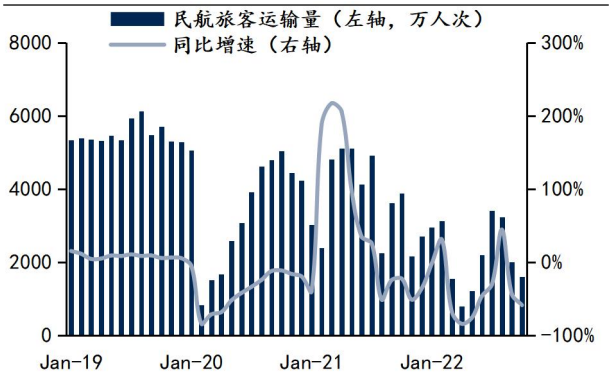
防疫政策的显著优化或已说明未来几年行业需求复苏有望开启，但航司资产负债表的修复及机队迭代需求均将导致航空供给重回扩张之路的进程一波三折。供需缺口的出现及持续有望拉动民航业迎来一次全新的景气周期。我们认为该景气周期跨度长，高度高，各航司业绩均有望创历史新高。

2010-2011 年，2015-2018 年航空股两次业绩高峰之时，三大航对应的 PE 估值水平均在 10 倍以上，民营航司上市后估值水平更高，明显高于传统周期股，或意味着市场把一部分消费及成长属性体现在航空股的估值体系中。在不考虑各航司增发落地的前提下，当前三大航股价对应 2025 年预期业绩的 PE 估值大致在不到 6X，春秋、吉祥、华夏 PE 估值不到 10X，相比历次景气周期的顶部 PE 仍有明显差距，因此我们认为当景气周期正式来临时，航空股仍存在较大的向上空间。推荐三大航，春秋，吉祥，华夏。

2022 年度回顾：黎明前的至暗

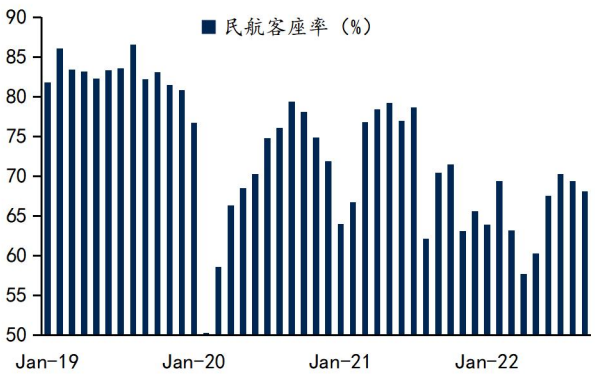
2022 年疫情影响贯穿全年，行业需求持续受到压制。2022 年前十个月民航旅客运输量 2.20 亿人次，同比下降 43.8%，相比 2019 年同期下降 60.2%，前三季度民航正班客座率 69.4%，同比下降 2.42pct，相比 2019 年同期下降 14.73pct。

图7：民航月度旅客运输量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：民航月度正班客座率

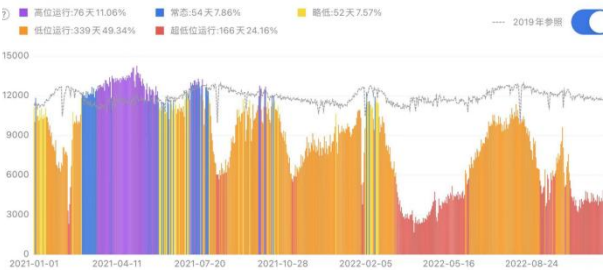


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求低迷导致民航航班量持续受到压制。4-5 月上海疫情外溢，民航航班量大幅降低至疫情初期水平，暑运过半后疫情再度多点开花，民航航班量再度走低，年底仍保持低位运行，尽管年底几个月国际客运航班熔断政策及入境隔离期显著松绑，但国际线航班量相比疫情前仍有明显差距。

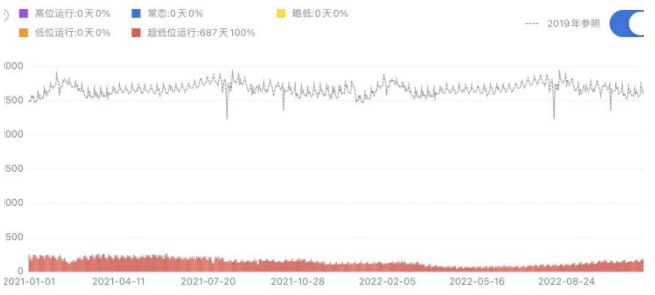
航班量的低迷导致航空公司折旧、员工薪酬及维修成本等偏固定成本难以被有效摊薄，造成各航司单位运投对应的非航油成本显著走高，带来显著成本压力。

图9：国内客运航班量（灰线为 19 年同期航班量）



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

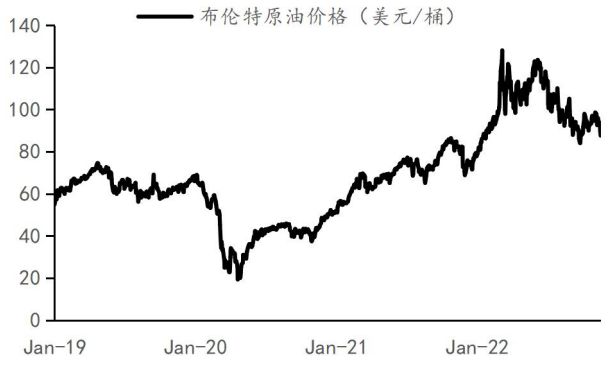
图10：地区及国际客运航班量（灰线为 2019 年同期航班量）



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

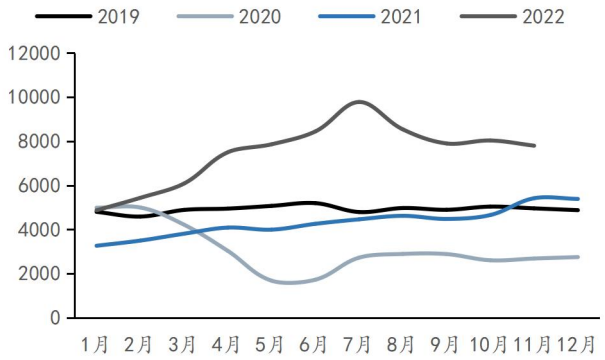
2022 年全年油价处于高位，截至 11 月 15 日，布油均价 101.3 美元/桶，同比上涨 44.4%。受其影响，航空煤油价格大幅上涨，2022 年 1-11 月均价为 7475 元/吨，同比大幅上涨 76.7%。航油价格的大幅上行造成航司变动成本同样显著提高，进一步加大航司经营压力。

图11：布伦特原油价格



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

图12：航空煤油价格（元/吨）

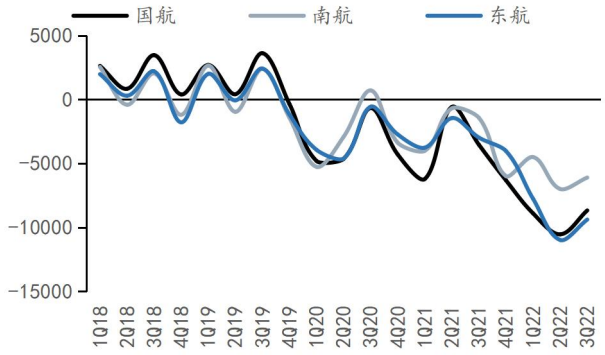


资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

费用端，由于年内人民币对美元显著贬值，截至 11 月 15 日贬值幅度达到 10.5%，而航空公司仍有一定体量的美元计价负债，人民币贬值带来显著汇兑损失，进一步恶化航空公司财务表现。

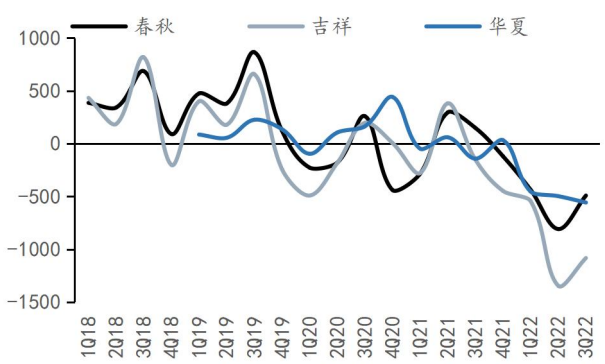
从基本面的角度来看，2022 年中国民航业历经前所未有的供需、油价、汇率三杀，各航司业绩录得历史最差表现，不但三大航亏损加剧，前期表现坚挺的民营航司同样出现明显亏损。

图13：三大航季度归母净利润（百万）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

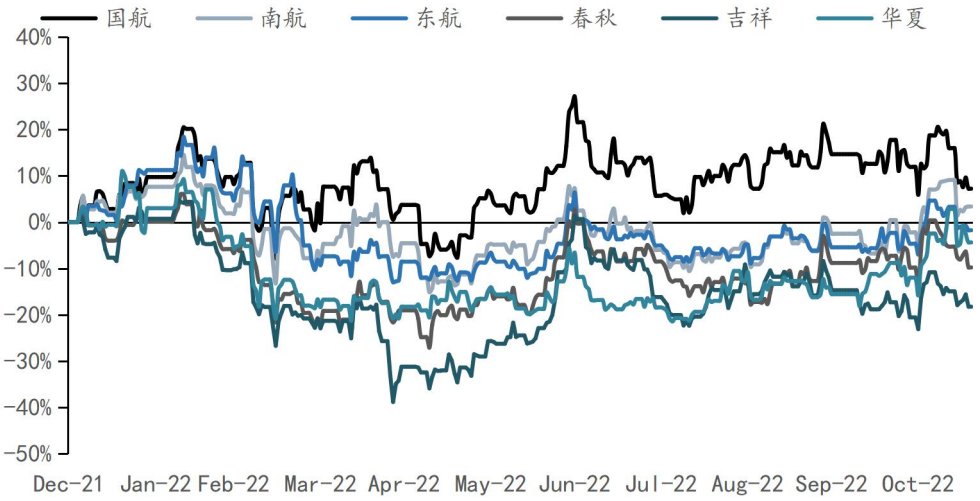
图14：民营航司季度归母净利润（百万）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

反观股价，2022 年民航业股价可以用“景气未至、预期先行”进行总结，人心思动，政策持续边际优化，民航业股价持续活跃。截至 2022 年 11 月 18 日，年内国航、南航、东航、春秋、吉祥、华夏的股价分别上涨 7.2%、上涨 3.4%、下跌 1.7%、下跌 9.8%、下跌 18.3%、下跌 4.4%。

图15：2022 年主要民航上市公司股价表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2023 年度展望：心怀乐观，迎接复苏

2022 年 6 月 28 日，卫健委发布《新型冠状病毒肺炎防控方案(第九版)》，大幅缩短入境旅客隔离期及密接者隔离期，并优化相关防控措施。2022 年 11 月 11 日，卫健委落实 11 月 10 日政治局会议部署，落实进一步优化防控工作的二十条措施。措施中明确对入境旅客、密接者的隔离期从 7 天集中隔离+3 天居家健康监测管理措施为 5 天集中隔离+3 天居家隔离；取消次密接判断，取消中风险地区，仅保留“高、低”两类，取消入境航班熔断机制，加大整治“一刀切、层层加码”问题等内容。

我们认为“二十条”方案的出台意义深远，民航业复苏的道路或有波折，但大势已定，无非是时间问题。在供需反转的核心逻辑下，我们继续看好民航业迎来全新的景气周期，看好各航司业绩创历史新高。

四重弹性加持，航司业绩有望创历史新高

我国民航业是具备一定成长及消费属性的周期性行业。疫情前各上市航空公司收入构成中有 90%以上是客运收入，客运收入大致等于客运量×运价水平，而不论客运量还是运价水平均与行业供需关系高度关联，因此分析供需关系是民航业景气度研判的核心要点。

供给增长已经连续三年偏离历史中枢，未来或仍保持低位

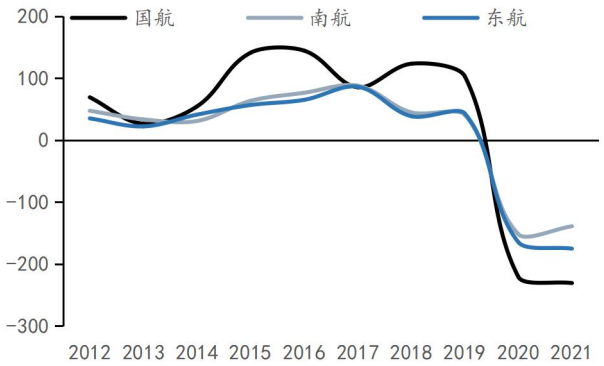
2008 年全球金融危机爆发，我国民航业经营受到显著冲击，行业供给增长大幅下降，2009-2010 年需求显著复苏，成就历史最高盈利。民航业的周期属性的一个显著体现是在行业景气周期时各航司难以自发控制供给激进扩张，2011-2019 年

民航运输飞机年化增速达到 10.1%，即便在 2013-2014 年大航扣汇利润显著下滑时也并未放缓扩张步伐。供给增速保持高位叠加市场下沉，导致航司运价水平连年走低，进一步拖累疫情前各航司业绩水平整体出现下降。

图16：民航运输飞机增速

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17：三大航历年扣汇利润总额（亿）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

疫情爆发以来，各航司亏损显著，在现金流紧张的压制下各航司大幅降低机队引进速度，2020-2021 年民航运输飞机增速仅为 2.2%、3.8%，大幅偏离历史增速中枢。2022 年初至 11 月 18 日民航客机引进（不含退出）数量为 90 架，为 2021 年末民航运输飞机数量的 2.2%，继续保持低位。疫后复苏各航司的资产负债表修复需要时间，且疫情三年国内航司并未签订过多新订单，首架 C919 国产大飞机或于 2022 年年末交付，但由于产能扩张需要较长时间，因此短期也无法对运力形成有效补充。此外，2020-2022 年各航司机队更新速度缓，机龄普遍提高 1-2 年，未来机队更新或需淘汰部分老旧客机，因此我们预计疫情后各航司运力引进短期仍有望保持低位。

图18：2022 年逐月民航客机引进数量

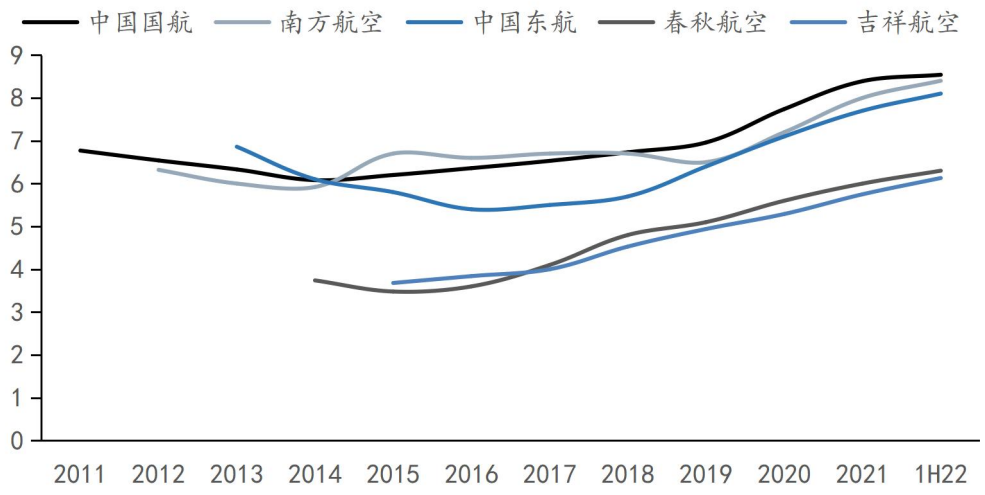
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：各航司资产负债率情况

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：2022 年 11 月数据截至 11 月 18 日

图20：各主要航司机龄变化

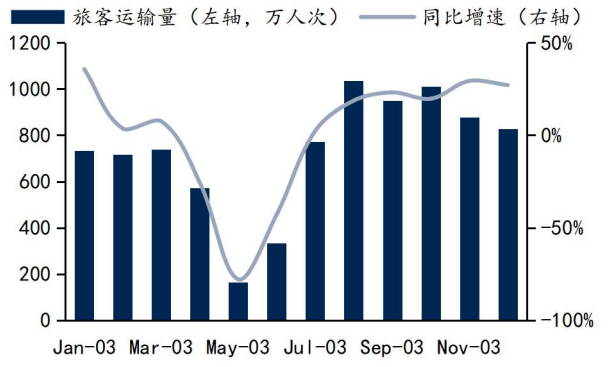


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求复苏趋势或已明确，看好供需反转

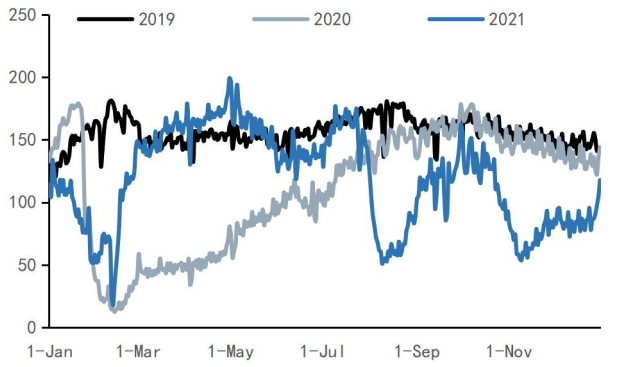
当前民航需求受制于疫情反复及政策限制而持续低迷，但我们认为终有朝一日我们会迎来真正意义上的开放。不论国内还是国外，乘机出行的人群往往是活跃群体和中坚力量，一旦疫情管控松动，或者疫情影响消退，民航客流量均将逐步恢复。2003 年非典疫情结束后，民航客流量三个月的时间便从低谷爬起并创新高，2021 年 4-5 月疫情间歇期民航国内线客流两个多月的时间便从低点反弹直至创新高。

图21：2003 年非典疫情前后民航月度客流



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图22：2019-2021 年民航国内单日客流

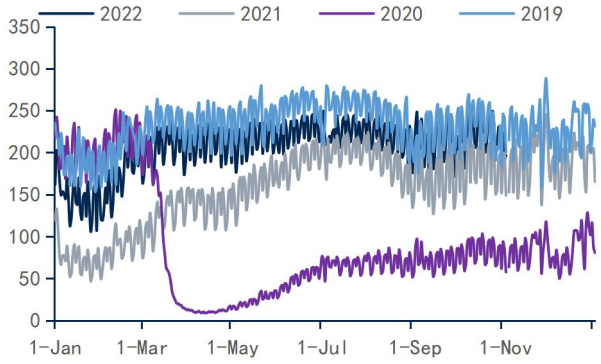


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

海外方面，目前美国民航业不论是客流量还是航司业绩均显著改善，其中客运量已经基本接近 2019 年同期水平。业绩方面，美国四大航三季度单季度营收均已经创历史新高。诚然，考虑到新冠病毒的高传播性，我国疫情管控的逐步优化很可能是一个循序渐进的过程，且过程中不排除政策有反复的可能性，因此我国民航

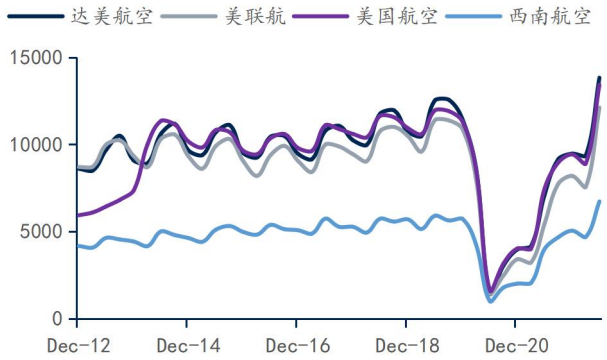
的复苏道路与海外各国并不可直接对标，复苏的进度也很难量化，但在大方向上，我们认为如有朝一日确定放松，民航复苏便只是时间问题。

图23：美国民航复苏情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

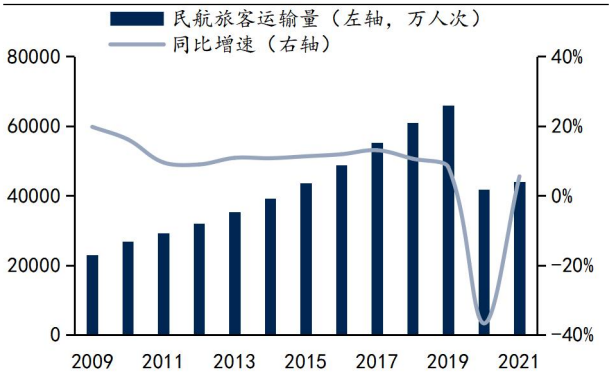
图24：美国四大航单季度营收（百万美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

长周期看，我国仍有大量民众从未乘坐过飞机出行，潜在市场群体依然庞大。2009-2014 年民航客流年化增速为 11.20%，GDP 年化增速为 8.64%，民航需求增速对 GDP 增速的弹性系数为 1.30，2015-2019 年民航客流年化增速为 10.98%，GDP 年化增速为 6.72%，民航需求增速对 GDP 增速的弹性系数为 1.64。2020-2021 年我国经济增速分别为 2.3%、8.1%，2022 年前三季度 GDP 增长为 3.0%，全年仍可录得正增长。考虑到历史上民航理论需求增速明显快于宏观经济增速，我们认为民航理论供需缺口已经出现。疫情影响消退后，伴随着需求复苏，民航供需缺口有望逐步兑现。

图25：民航旅客运输量及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图26：民航客运量增速对 GDP 增速的弹性系数

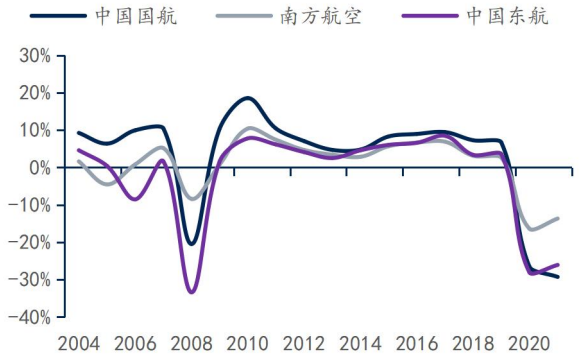
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

历史高客座率下，票价改革有望放大运价弹性

我国民航上一次因供需反转带来的景气周期尚需追溯至 2010 年，2010 年三大航

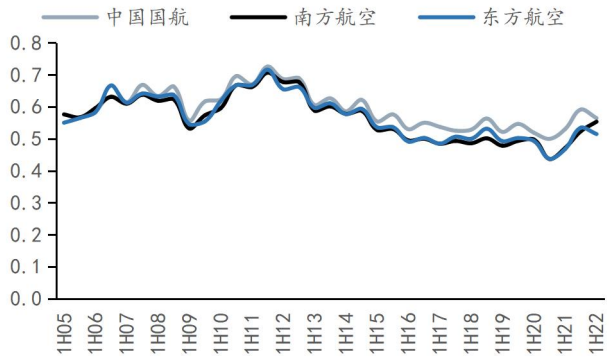
平均税前利润率达到 12.3%，至今未被超越。从运价和客座率的角度看，运价高点出现在 2011 年下半年，三大航平均客收达到 0.716 元，相比 2007 年下半年提高 10.3%，从客座率的角度看，三大航平均客座率达到 81.2%，相比 2007 年下半年提高 3.32pct，粗略计算下民航票价对客座率也就是供需差的弹性大致为 3.1。

图27：三大航历年利润总额/营业收入



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图28：三大航半年度客收表现



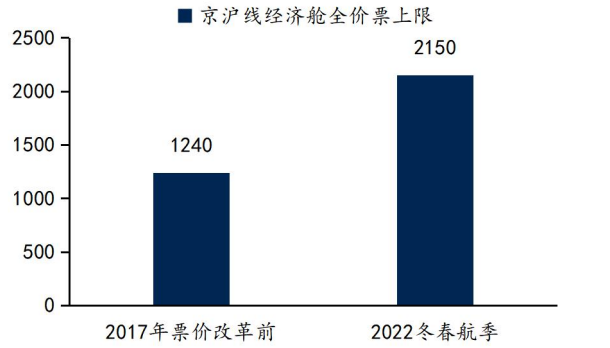
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2017 年底民航局出台票价改革政策，逐步放开核心公商务航线经济舱全价票价格，截至 2022 冬春季，标杆航线京沪线已经累计提价 6 次，经济舱全价票价格从 2017 年的 1240 元提高至 2150 元，累计涨幅达到 73.4%。全价票的价格天花板打开利好供需反转之时核心航线的票价弹性，而 2017-2019 年我国民航客座率已经连续三年达到 83.2%，为历史最高水平，我们认为在历史高客座率下，民航的供需差的兑现或更多体现于价格，带来较大的业绩弹性。

图29：民航历史客座率走势

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图30：京沪线经济舱全价票价格累计上调 73.4%



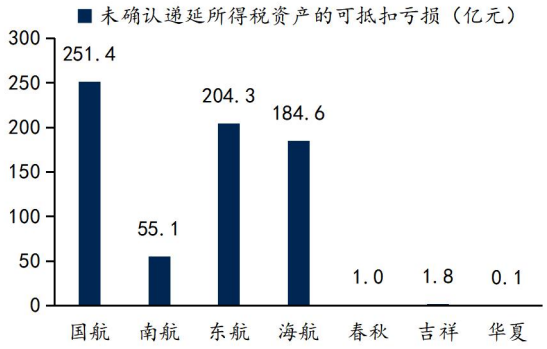
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

未抵扣递延税资产的可抵扣亏损有望放大未来航司利润表税后利润

疫情之下，航空公司连续三年显著亏损，2020 年-2022 年三季度，国航、南航、

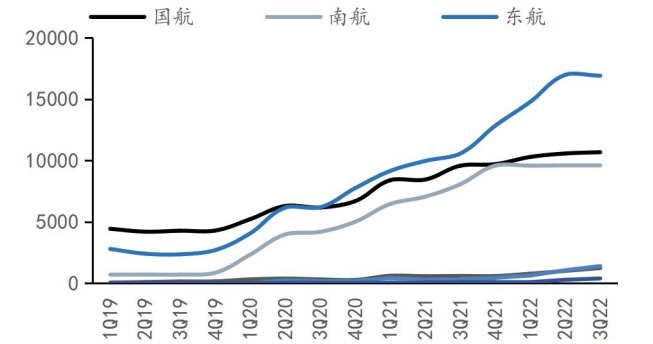
东航、海航、春秋、吉祥、华夏航空累计亏损额度分达到 591.6 亿、405.3 亿、521.7 亿、801.2 亿、22.9 亿、39.4 亿、10.0 亿。目前各航司积累的大量的递延税资产，其中三大航积累递延税资产已经达到百亿元体量，未来有望在行业景气周期节约税金现金支出。此外，2022 年三大航大幅亏损，但亏损并未显著计提至递延税资产，而是在未抵扣递延税资产的可抵扣亏损中列示，未来有望于景气周期时在利润表中抵税，放大业绩弹性。

图31：2022 年中报各航司未确认递延税资产的可抵扣亏损



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图32：各航司递延税资产（百万）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测及估值分析

我们认为民航终有朝一日会走出疫情阴霾，但节奏上仍需综合考虑防疫政策变化进程、国际航线放开节奏等众多因素。在供需分析方面，供给端，考虑到 2020-2022 年各年年初机队引进规划因疫情影响均未能实现，未来运力扩张具体节奏仍难以明确量化。需求端复苏则要考虑具体的放开进程，参考海外经验，实现彻底放开，民航需求完全恢复乃至超越疫情前的相关时间跨度可能需要半年--一年甚至更久。我们认为从投资的角度看，对复苏方向的判断大于节奏的判断，我们继续看好在供需反转、票价改革等因素的刺激下，各航司业绩创历史新高。

我们通过模型测算，预计至 2023 年各航司有望全面减亏，小航可能率先实现盈利，2024-2025 年将实现全面盈利，各航司业绩有望创历史新高，三大航盈利水平或达到 200 亿甚至更高，春秋吉祥业绩有望突破 40 亿元，华夏航空盈利有望达到 15 亿元左右。当前在不考虑各航司增发落地的前提下，预计当前三大航股价对应 2025 年业绩的 PE 估值大致在不到 6X，春秋、吉祥、华夏 PE 估值不到 10X。

表2：各航司盈利预测及 PE 估值情况（数据截至 2022-11-19）

归母净利润（百万）	2022E	2023E	2024E	2025E
国航	-32543	-9620	8195	23988
南航	-22454	-5719	7505	22709
东航	-33003	-8609	7157	17781
春秋	-2108	109	2911	4791
吉祥	-3613	-453	2436	4109
华夏	-1632	21	954	1451
利润率	2022E	2023E	2024E	2025E
国航	-55.1%	-10.1%	5.3%	11.6%
南航	-24.3%	-4.6%	4.3%	10.1%
东航	-64.0%	-10.1%	5.2%	9.8%
春秋	-23.3%	0.8%	13.0%	16.8%
吉祥	-43.5%	-3.4%	11.3%	15.3%
华夏	-51.4%	0.4%	10.5%	13.3%
PE	2022E	2023E	2024E	2025E
国航	-4.37	-14.78	17.35	5.93
南航	-5.43	-21.32	16.24	5.37
东航	-2.90	-11.12	13.37	5.38
春秋	-22.28	430.76	16.14	9.80
吉祥	-8.89	-70.94	13.19	7.82
华夏	-7.48	572.83	12.81	8.42

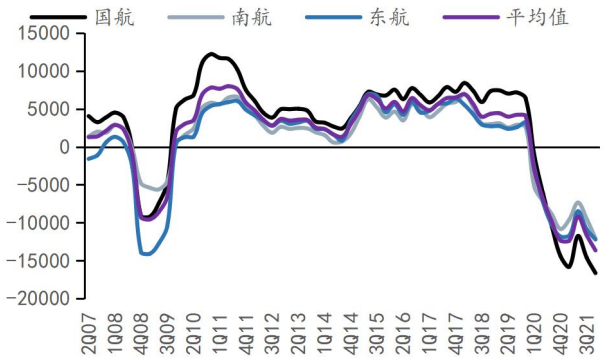
资料来源：Wind，国信证券研究所

注：2022-2024 年盈利预测来自公开发布报告，2025 年盈利预测为对应报告附件中财务预测模型推导数据

由于航空公司营收中客运收入占比高，运量数据每月公布，运价情况可大致咨询票代及第三方数据公司，航油价格及汇兑损益变化可及时跟踪，因此通过对航空公司高频数据跟踪可大致公开透明的估算出当期业绩，除非出现显著的业绩调整，否则不太可能出现某公司在定期报告公布节点因所谓的业绩是否超预期而导致短期股价大幅波动，因此航空公司估值及股价水平往往动态甚至超前而非滞后反应基本面变化。

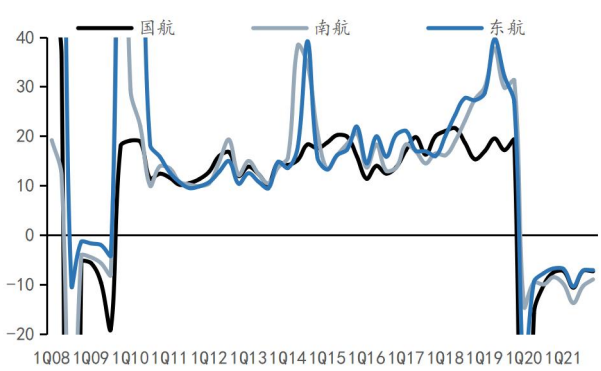
我们采用当期股价对应当期四个季度滚动 EPS 的方法对各航司的 PE 估值进行修正，回顾 2010 年前后及 2016 年前后两个业绩高峰的大航 PE 估值表现。2010 年前后三大航滚动业绩高峰出现于 2010 年三季度至 2011 年三季度，滚动业绩高点与股价高点同时落于 2010 年四季度。2010 年四季度国航、南航、东航的平均滚动 PE 估值分别为 12.4、14.0X、15.8X，平均为 14.1X，最高 PE 估值分别为 14.96X、18.06X、19.50X。2014 年起油价大幅下挫，叠加出境游景气，大航迎来了又一次景气区间。三大航平均滚动业绩在 2015 年二季度至 2018 年一季度持续保持高位。在此区间，我们发现三大航平均滚动 PE 估值水平持续保持在 13.2X-19.5X 左右，最高 PE 估值在 20X 以上。

图33：三大航滚动业绩（四个季度滚动归母净利润，百万）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

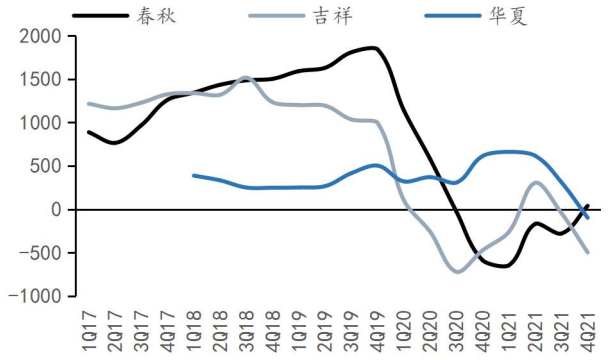
图34：三大航滚动 PE 估值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

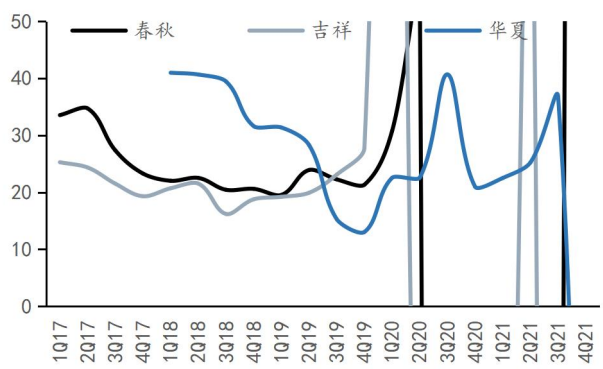
考虑到民营航司如春秋、吉祥、华夏航空上市时间较晚，且上市初期由于资金追捧新股显著扰动估值，因此我们选取 2017 年 1 月 1 日作为起点，分析民营航司的估值变化。2017 年-2019 年春秋航空、吉祥航空季度平均滚动 PE 水平整体在 18.3X-29.4X，相对三大航有一定溢价，但估值差距在 2019 年有所收敛。华夏航空于 2018 年 3 月方才上市，区间 PE 估值水平波动较大，以上市满一年为起点计算，2019 年二季度-2019 年四季度华夏航空的季度平均滚动 PE 估值在 13.0X-28.3X，接近于春秋航空、吉祥航空的估值水平。

图35：民营航司滚动业绩（四个季度滚动归母净利润，百万）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图36：民营航司滚动 PE 估值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

通过上述分析，航空股景气周期高点的 PE 估值在 10X 以上，民营航司更高，显著高于传统周期股，我们认为市场可能把一部分消费及成长的属性体现在了航空股的估值体系中。

前面提到，在不考虑各航司增发落地的前提下，预计当前三大航股价对应 2025 年业绩的 PE 估值大致在不到 6X，春秋、吉祥、华夏 PE 估值不到 10X，相比历次景气周期的顶部 PE 仍有明显差距，因此我们认为当景气周期正式来临时，航空股

仍存在较大的向上空间。

投资建议

我们持续看好疫情影响彻底消退后民航供需反转的大趋势，在供给持续收紧，需求复苏，票价改革持续推进等因素的刺激下，民航上市公司业绩未来有望创历史新高。推荐中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空、华夏航空。

机场：国际线逐步复苏拉动业绩回暖

核心观点

未来我们终将迎来真正意义的开放，目前国际线航班量在入境隔离期显著缩短及熔断政策取消后已经明显有所提升。在疫情影响消退后，各机场营收有望伴随业务量恢复显著修复，且随着机场免税、商业、广告业态的进一步发展，机场业绩有望逐步恢复乃至超越疫情前水平。

机场的估值体系已经从免税业务重估前的公用事业股逐步过渡到消费股，我们继续看好疫情影响消退后机场的远期业绩表现，推荐上海机场、白云机场，关注深圳机场。

2022 年回顾：国内客流承压，国际航线尚未重启，板块延续亏损

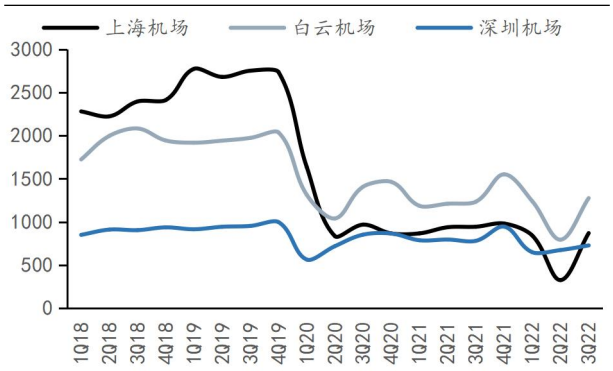
类似于航空业，疫情对机场上市公司的影响同样贯穿全年，各机场国内航线业务量波动较大， 国际航线整体保持低位。截至 2022 年 10 月，北京首都机场、上海浦东机场、广州白云机场、深圳宝安机场累计客运吞吐分别为 1117 万、1163 万、2422 万、1795 万人次，同比分别下降 62.1%、59.6%、30.6%、41.9%，相比 2019 年下降 86.7%、81.9%、60.2%、59.2%，其中国际航线旅客量分别为 19.0 万、101.0 万、61.7 万、10.3 万，同比分别增长 15.8%，下降 27.4%，增长 4.3%，增长 30.5%，其中北京首都机场，上海浦东机场国际线旅客量仅为 2019 年同期的 0.8%、3.1%。

机场上市公司主要运营各城市机场的航站楼及跑道资产，营业收入主要构成为航空主业收入及非航航空性收入，其中航空性收入与业务量及国际航线占比相关，非航收入主要与旅客量及单客免税商业广告租金贡献额相关。

机场航空主业中，国际航线与国内航线的收费标准存在巨大差异，而这决定了枢纽机场在国际线航线缺失之时，仅靠国内线航班及客流，机场上市公司无法获取充足的航空主业收入。此外，由于国际航线客流量依然低迷，各机场线下免税销售量远远低于疫情前同期，考虑到不可抗力下保底租金难以全额收取，各机场营收仍明显承压。成本端，机场营业成本主要为折旧、人工、水电维修等偏固定成本，受客流量影响不大，因此在营收端的压力下，2022 年前三季度各机场公司仍

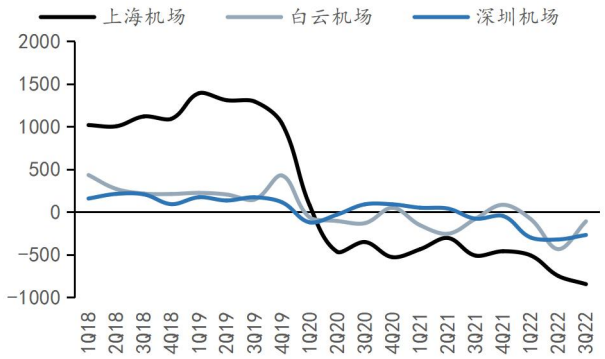
有所亏损。

图37：各机场季度营业收入（百万）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图38：各机场季度归母净利润（百万）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2023 年展望：复苏循序渐进，枢纽机场业绩逐步回暖

2022 年民航冬春换季后国际航线排班大幅提高，未来有望循序渐进逐步加班，机场国际线客流有望逐步恢复，而大幅增班国际航线的底层逻辑下，国内航线客流也有望显著复苏，枢纽机场业绩有望逐步回暖。

防疫政策持续优化下，机场客流有望逐步复苏

我们延续在航空板块阐述的观点，“二十条”方案的出台意义深远，民航业复苏的道路或有波折，但趋势或已确定，无非是时间问题。长周期看，在我国 A 股上市的枢纽机场中，上海机场于 2019 年完成 S1S2 卫星厅扩建，白云机场 T2 航站楼于 2018 年投产，深圳机场 T3 卫星厅于 2021 年底投产，均打开了航空主业保障能力上限的空间。我们预计随着民航需求恢复，国门逐步开放，各机场上市公司业务量有望继续攀升。

表3：主要机场运营资产情况及未来业务量目标

	航站楼	跑道	2019 年旅客吞吐量	未来预期
首都机场	T1、T2、T3	三条跑道	10001 万	2025 年恢复至 8200 万
上海机场	浦东机场 T1、T2、S1、S2 虹桥机场 T1、T2	浦东机场四条跑道 虹桥机场两条跑道	浦东 7615 万 虹桥 4564 万	2025 年虹浦两场 1.6 亿人次
白云机场	T1、T2	三条跑道	7338 万	2025 年目标 1 亿人次
深圳机场	T3、T3 卫星厅	两条跑道	5293 万	2025 年目标 7000 万人次

资料来源：各地政府网站，机场建设规划，国信证券经济研究所整理

枢纽机场优质消费场景的本质未变，机场免税销售额仍有望持续增长

疫情前我国海外消费体量高，2018 年我国居民境外消费金额接近 2800 亿美元。

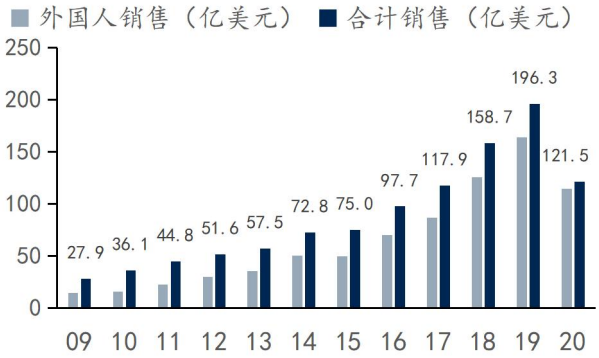
免税品价格中不含关税、消费税及进口环节增值税，价格优势显著，世界免税协会数据显示，2019 年中国人消费了全球 40%的免税品，其中境外购买免税品整体规模超 1800 亿元。

以韩国为例，2019 年韩国免税销售额达到 196.3 亿美元，其中大部分为外国人消费，而我国居民在韩国消费免税品金额于 2018 年达到 13.92 万亿韩元，占当期韩国免税销售额的 73.4%。2020 年即便国门关闭，韩国免税销售额尤其是对外国人销售金额并未出现等同于客流降幅的降幅，免税品很可能仍通过多渠道流向国内。

图39：我国居民海外消费金额

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图40：韩国免税品消费额



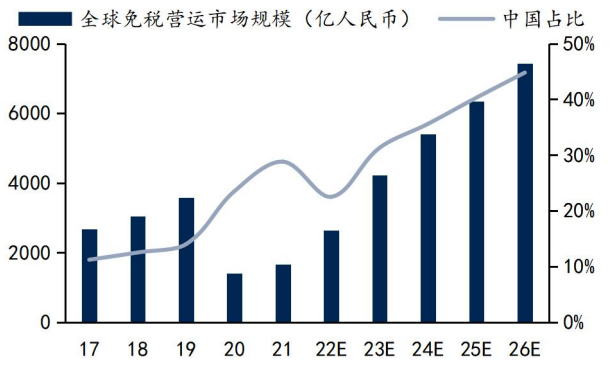
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国家出台众多政策吸引海外消费回流，开放更多机场口岸免税店、大力发展离岛免税，成效显著。2020 年 7 月起海南离岛免税政策大幅放松，2020 年全年离岛免税销售额便达到 320 亿。即便受到数次散发疫情影响，2021 年海南离岛免税销售额仍进一步增长至 504.9 亿，同比增 83%，已明显超越疫情前全部机场口岸免税销售额之和。2022 年海南离岛免税定下了千亿销售目标，尽管因疫情影响全年实现目标难度较大，但部分月份的年化销售额相距目标已经并不遥远。

尽管当前国内免税市场已经初具规模，但考虑到我国居民海外消费体量巨大，消费回流仍有较大空间，且伴随着居民收入水平的长周期继续提升，我们认为国内免税品市场仍具备持续快速增长的潜力。中国中免在港股招股书中提到，至 2026 年，全球免税营运市场规模有望达到 7437 亿，其中中国占比 44.8%，约为 3332 亿，相比 2019 年增长 565%。

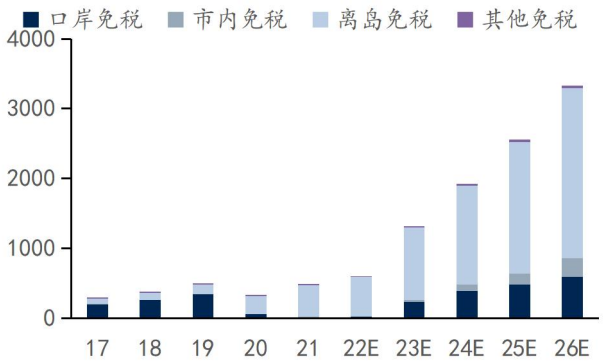
枢纽机场作为高净值旅客的集散地，流量入口的垄断地位并未因疫情而有本质性改变，优质消费场景的打造仍有望促进机场免税销售额在国际航线客流全面复苏后保持较快增速。根据中免预测，口岸免税店销售额有望在 2024 年超越疫情前，并持续保持较快增长。

图41：全球免税品市场规模及中国市场占比



资料来源：中国中免招股书，国信证券经济研究所整理

图42：中国免税品市场规模按渠道估计金额



资料来源：中国中免招股书，国信证券经济研究所整理

提成率是否修复仍需观察

2017-2018 年北上广机场陆续完成前次免税招标，招标结果均体现为高保底+高提成，综合提成率均在 40%以上。

表4：枢纽机场免税店前次招标情况

免税招标	保底租金	提成率
上海两场	7 年 410 亿	综合提成率 42.5%（烟酒、香化 45%，精品 25%）
北京首都 T2	首年保底 8.3 亿	47.50%
北京首都 T3	首年保底 22 亿	44%
北京大兴	首年保底 6.46 亿	烟酒 49%，香化 46%，精品 20%
广州白云 T1 进境	首年保底 2.83 亿	42%
广州白云 T2 进境	首年保底 4.24 亿	42%
广州白云 T2 出境	首年保底 1.38 亿	35%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

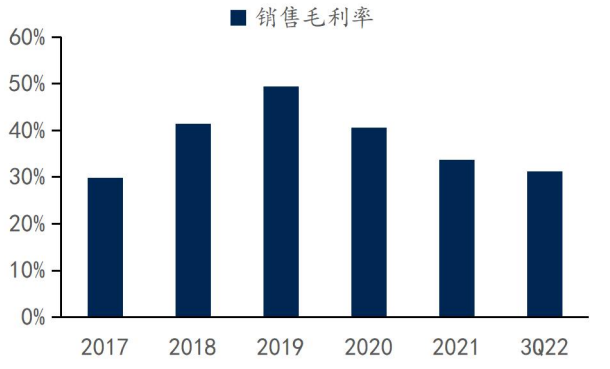
2018 年 6 月国家出台口岸进境免税店管理暂行办法补充规定的通知，提出合理规范口岸出境免税店租金比例和提成水平，提出进境免税店租金单价原则上不得高于同一口岸出境免税店或国内厅含税零售商业租金平均单价的 1.5 倍；销售提成不得高于同一口岸出境免税店或国内厅含税零售商业平均提成比例的 1.2 倍。2019 年 5 月国家出台《口岸出境免税店管理暂行办法》，提出出境免税店招标租金单价原则上不得高于国内厅含税零售商业租金平均单价的 1.5 倍；销售提成不得高于国内厅含税零售商业平均提成比例的 1.2 倍。

2020 年起疫情来袭，枢纽机场国际线客流量断崖式下降，仅为疫情前的不到 5%的水平。不可抗力下，北京、上海、广州机场均与中免协商，实际上阶段性修改了免税合约，均不再收取前次合同签订的保底租金，其中上海机场设置封顶租金，白云机场暂保留提成租金。疫情期间，深圳机场及部分二线机场如杭州、郑州等机场新签免税合同，基本执行了前述口岸免税店管理办法的要求，提成率一般在 20-30%之间，并未重现 2017-2018 年动辄 40%以上的提成比例。

当前海南免税大踏步发展，2021 年销售额已经突破 500 亿元，已经超过疫情前所有国内机场免税销售额总和。免税运营商在海南的综合运营成本并不算高，且伴随着各运营商开新店、大促销，激烈竞争下免税运营商的利润水平整体有所下滑。以中国中免为例，2018-2019 年机场免税业务量占比相对较高时，中免毛利润水平分别为 41.5%、49.4%，但销售费用率达到 24.7%、31.1%。2020 年起海南离岛免税销售额迅速放量，中免毛利润率下滑，但由于机场免税销售渠道销售额大幅下降，中免不再向三大枢纽机场支付高额提成，销售费用率大幅降低，2020-2021 年、2022 年前三季度中免毛利润率分别下降至 40.6%、33.7%、31.2%，但销售费用率大幅下降至 16.8%、5.7%、6.7%。

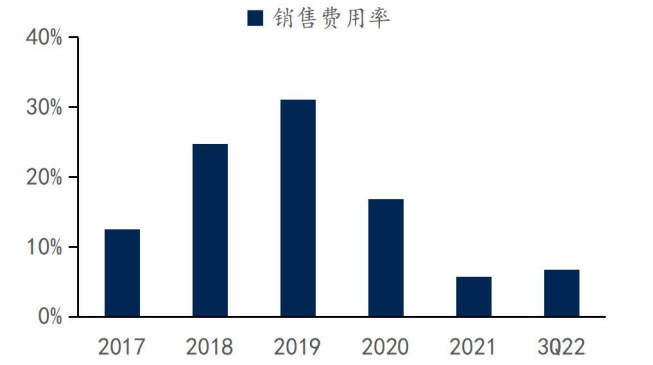
我们认为当前免税运营商免税品价格销售优势，获取合理利润，支付高提成租金已经形成了一个不可能三角，因此未来机场免税店再度招标之时，机场方是否会获取高额提成率仍需要观察。

图43：中国中免销售毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图44：中国中免销售费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：继续看好枢纽机场长期价值

枢纽机场的业绩核心驱动力仍来自于免税租金。枢纽机场汇聚高净值旅客的流量垄断地位及优质的消费场景并未因疫情而有本质的改变，我们认为未来免税招标时量的逻辑或强于扣点，但不改变机场方最终仍可获取高额租金的结论。当前枢纽机场因国际客减量业绩承压，但伴随着国门有序开放，机场业绩将逐步改善。

我们预计 2023 年枢纽机场国际线客流量有望恢复至疫情前 20%左右，2024 年有望接近于疫情前，2025 年超越疫情前，在此假设基础上，预计各机场 2023-2025 年业绩及估值水平预测如下表所示。

表5：各机场盈利预测及 PE 估值情况（数据截至 2022-11-19）

归母净利润（百万）	2022E	2023E	2024E	2025E
上海机场	(2434)	54	3609	6723
白云机场	(789)	153	1508	2566
深圳机场	(1125)	(627)	375	1003
PE	2022E	2023E	2024E	2025E
上海机场	(55.0)	2498.2	37.1	19.9
白云机场	(42.0)	216.3	22.0	12.9
深圳机场	(12.9)	(23.1)	38.6	14.4

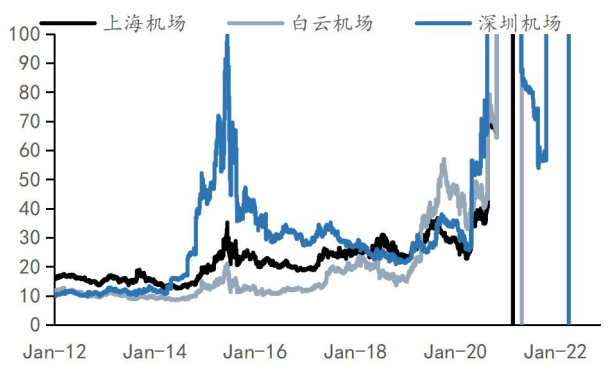
资料来源：Wind，国信证券研究所

注：2022-2024 年盈利预测来自公开发布报告，2025 年盈利预测为对应报告附件中财务预测模型推导数据

2017 年起，伴随着三大枢纽机场免税业务重估，机场板块迎来戴维斯双击行情，尤其是 2019 年，上海机场、白云机场估值水平显著提升。2017 年初至 2019 年末，上海机场 PB 估值从 2.4 倍左右提高至近 5 倍，白云机场 PB 估值从 1.55 倍左右提高至 3 倍左右，深圳机场 PB 估值从 1.6 倍左右提高至 1.9X 左右。我们认为随着疫后客流复苏，枢纽机场的免税、商业、广告租金收入有望逐步回归，将再次成为抬升业绩的核心推手，因此我们认为机场的估值体系已经很难回到 2017 年前的公用事业估值。

当前上海机场、白云机场、深圳机场的 PB 估值水平分别为 3.2X、1.8X、1.3X 左右，仍具备向上修复空间。继续看好枢纽机场的长期投资价值，推荐上海机场、白云机场，关注深圳机场。

图45：枢纽机场 PE 估值水平

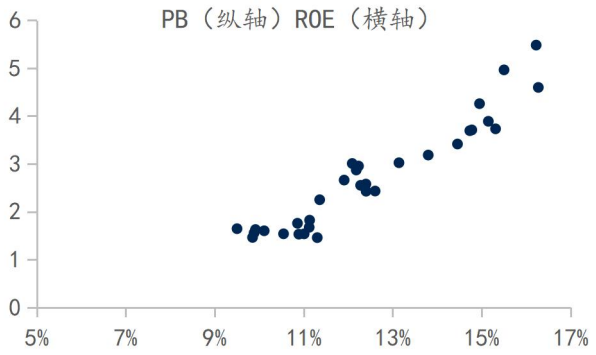


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图46：枢纽机场 PB 水平

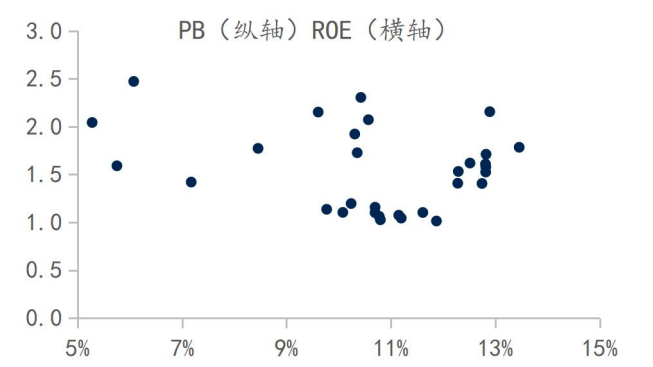
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图47：上海机场 12-19 年季度滚动 ROE 与季度平均 PB



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图48：白云机场 12-19 年季度滚动 ROE 与季度平均 PB



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

快递：需求有望逐渐回暖，龙头表现强者恒强

2022 年回顾：疫情干扰，行业需求不足，龙头业绩分化

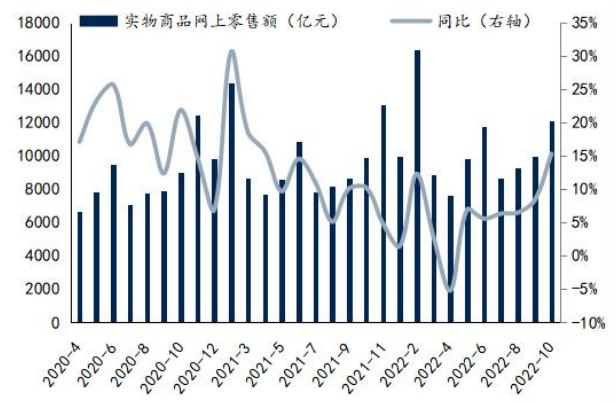
2022 年国内疫情反复、宏观经济承压以及消费需求疲软导致快递行业需求不足。二季度以上海为代表的部分城市的快递经营受到疫情严重冲击，供给受限导致二季度我国快递业务量增长短期下挫。而三季度国内疫情仍然反复，导致快递需求增长环比二季度有所改善，但是改善幅度较小。我国实物商品网上零售额增速从 4 月最低点-5.2%恢复至 9 月的+8.3%（2021 年增速为+14.1%），我国快递业务量增速从 4 月最低点-11.9%恢复至 7 月的 8.0%（2021 年增速为+29.9%），但 9-10 月受义乌等快递核心城市反复爆发疫情影响，快递业务量增速相比 7 月又有所回落。

我国快递下游需求按照需求主体不同主要分为两部分——网购及其他（其他包括商务文件、工业件、个人件等需求），其中近两年网购需求占比估计约九成左右。今年快递增长乏力的原因主要是三方面，一是在今年居民收入持续承压的背景下，虽然直播电商新模式兴起，但是综合电商平台增长乏力仍然导致网购整体需求增长是在放缓的，二是今年宏观经济增长承压，商务活动减少，商务快递需求也受到压制，三是疫情防控导致快递企业经营效率下降，部分时候还会出现供给压制需求的情况。

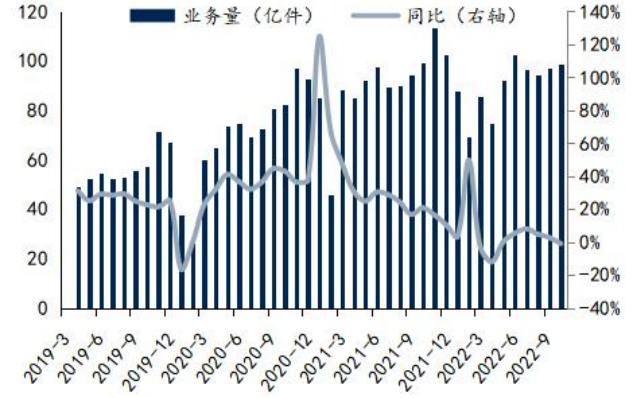
此外，我国快递按照时效快慢的不同分为时效快递和普通快递（时效快递的平均时效比普通快递少十几个小时），时效快递的提供商主要是顺丰、EMS 和京东物流，普通快递的提供商主要是通达系。时效快递的下游需求主要是商务件、工业件、个人件以及高端电商件，由于今年宏观经济和居民收入增长压力均较大，因此商务快递和高端电商快递均受到一定压制，时效快递需求也不可避免增长承压，我们估计今年时效快递需求增速明显低于去年的个位数增长。普通快递的下游需求主要就是中低端电商快递，由于电商消费增速持续下滑，因此今年普通快递增长也面临较大压力，大幅低于去年的 30%+的高速增长。

图49：我国实物商品网上月度零售额及增速（亿元）

图50：我国快递行业月度业务量及增速（万件）

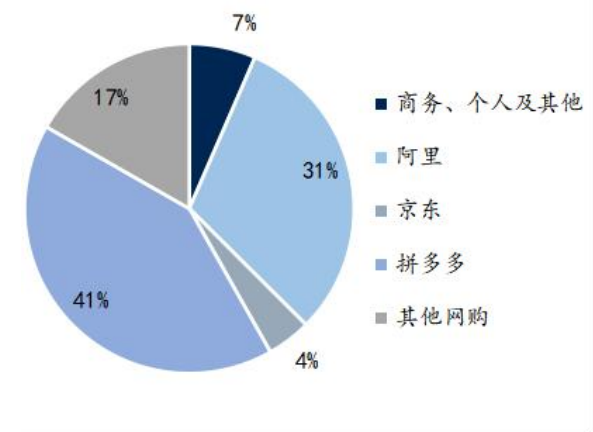


资料来源：国家邮政局，国信经济研究所整理



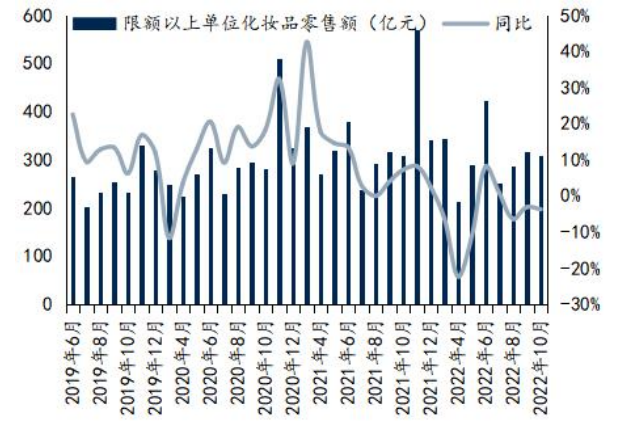
资料来源：国家邮政局，国信经济研究所整理

图51：2021 年我国快递行业业务量结构分布



资料来源：国家邮政局，国信经济研究所整理

图52：2022 年我国限额以上单位化妆品零售额增速下滑（亿元）



注：化妆品消费一定程度可以反映高端消费的情况

资料来源：国家邮政局，国信经济研究所整理

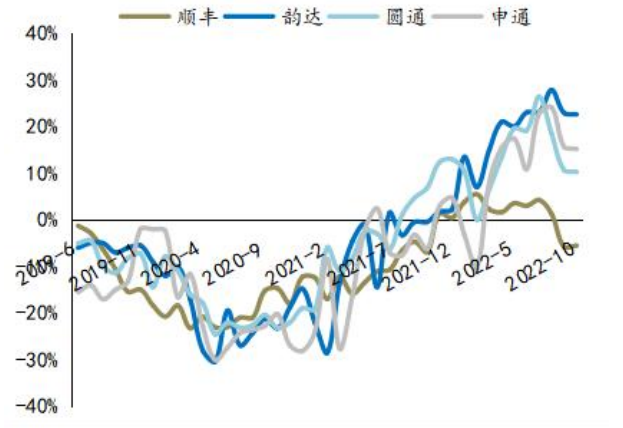
2022 年行业价格竞争维持缓和态势。2020 年至 2021 年，快递行业的恶性价格战导致快递小哥生存境况加速恶化，同时资本的无序竞争导致快递小哥和消费者之间的矛盾持续加深，在高质量发展中促进共同富裕的指导思想下，2021 年 4 月至 2021 三季度，监管部门对快递行业无序竞争的管控持续加码。今年以来，监管部门对快递行业竞争的管控没有大的变化，既没加紧也没明显放松。今年年初至三季度，行业价格战一直维持缓和态势，3 月份以来，每个月快递行业单票价格环比来看一直维持稳定。

其中，由于去年义乌地区价格上调幅度较大，导致今年年初义乌与以潮汕为代表的其他重点区域价格形成明显价差，二季度以来快递行业开始调节不同区域之间的价差，从而我们看到金华地区（义乌为代表）快递价格的同比升幅明显下降，广州地区（潮汕为代表）快递价格的同比升幅明显上升。

图53：我国快递行业单价及同比（元）

资料来源：国家邮政局，国信经济研究所整理

图54：快递公司月度单票价格同比降幅

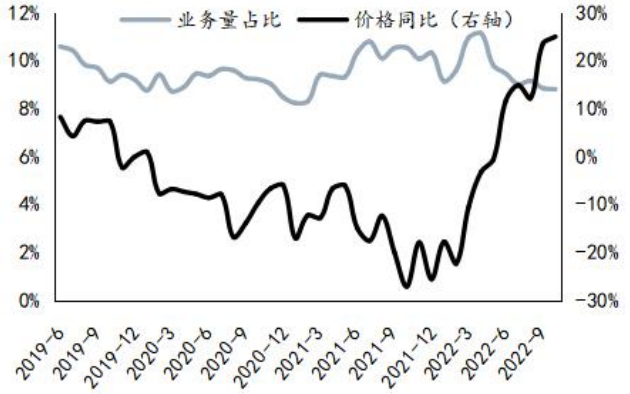


资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图55：义乌地区快递单价及同比（元）

资料来源：国家邮政局，国信经济研究所整理

图56：广州地区快递单价及同比（元）



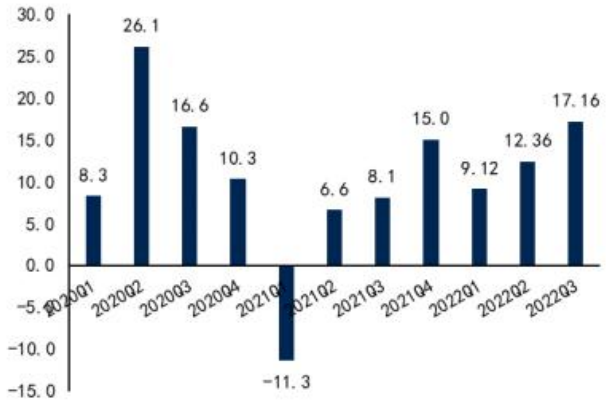
资料来源：国家邮政局，国信经济研究所整理

2022 年顺丰控股经营和业绩大幅修复。顺丰前三季度实现营业收入 1991.5 亿元（同比增长 46.6%），归母净利润 44.7 亿元（同比增长 149%），扣非归母净利润 38.6 亿元（同比增长 1061%）。公司前三季度虽仍面临局部地区疫情反复及燃油价格高位运行的外部压力，公司坚持稳健经营的基调以及精益经营的举措，公司前三季度毛利率维持稳定（今年 Q1、Q2、Q3 毛利率分别为 12.3%、12.8%、12.2%），助力公司前三季度业绩同比实现大幅修复：1）通过不断提高服务质量与差异化产品竞争力，进一步夯实端到端多元物流服务能力，实现健康的产品结构与收入增长（特惠件产品已于今年 7 月正式下线，快运、同城等亏损新业务拓展速度明显放缓）；2）在成本端，精益化资源规划与成本管控的成果稳固，持续深入多网融通和营运模式优化，网点、中转场、干支线运输资 源整合与跨业务板块的资源协同能力增强，伴随业务量回升，网络规模效益持续改善；3）自 2021 年第四季度起合并嘉里物流的业绩；4）2022 年 5 月 1 日至 12 月 31 日，纳税人为居民提供必需生活物资快递收派服务取得的收入可享受免征增值税的优惠。

图57：顺丰控股季度收入及同比（亿元）

资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

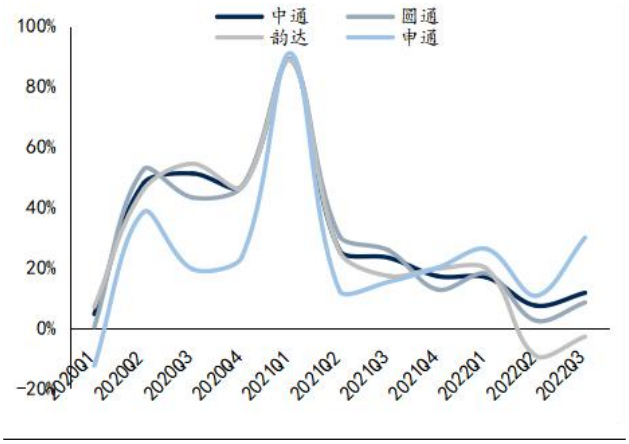
图58：顺丰控股季度扣非净利润（亿元）



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

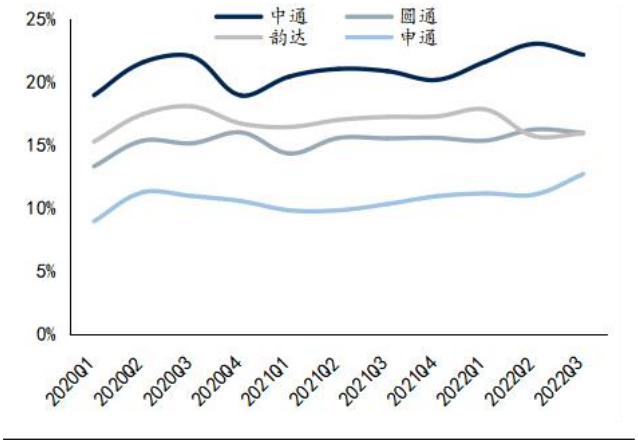
2022 年通达系业务量和业绩表现出现分化。1）从前三季度业务量同比增速的角度来看，圆通、韵达和申通三家 A 股公司中，申通表现最优，其次是中通和圆通，韵达排最后，它们的增速分别为 22.1%、11.6%、8.9%和 1.1%。2）从三季度单季市占率的角度来看，中通市占率遥遥领先，约 33.2%；韵达和圆通拥有一样的市场份额，约 15.9%；申通市占率排最后，但是申通市占率的同比和环比表现最好，2021 年 Q3、2022 年 Q2 以及 2022Q3 申通市占率分别为 10.3%、11.0%、12.7%。3）从单票快递价格来看，圆通和韵达的价格相对更加稳定，申通的价格策略相对更加积极，就最近的三季度来说，通达系公司价格表现还算稳健，价格竞争尚且算不上激烈，中通三季度单票价格同比和环比分别为+10.4%、+1.4%，圆通三季度单票快递价格同比和环比分别为+18.0%、-0.5%，韵达三季度单票快递价格同比和环比分别为+24.5%和-2.8%，申通三季度单票快递价格同比和环比分别为+20.3%、-4.6%。4）从三季度盈利能力角度来看，中通的单票净利最高（约 0.29 元），其次是圆通（约 0.20 元），再其次是韵达（约 0.04 元），最后是申通（盈亏平衡）。其中，中通和圆通的单票快递净利去年四季度以来一直稳定在较高水平上；而对于韵达，因为今年二季度其自己的部分网络爆发疫情，导致其疫情受损明显大于同行，三季度单票快递净利仍然处于历史低位；对于申通，由于其三季度去争取了更大了市占率，导致盈利能力短期仍然承压，单票快递净利环比有所下滑。因此，我们可以看到，前三季度中通和圆通的归母净利润表现亮眼，分别为 46.5 亿元和 27.7 亿元，同比分别为+55%和+191%；韵达和申通归母净利润表现较弱，分别为 7.7 亿元和 2.1 亿元。

图59：圆通、韵达和申通的季度业务量增速对比



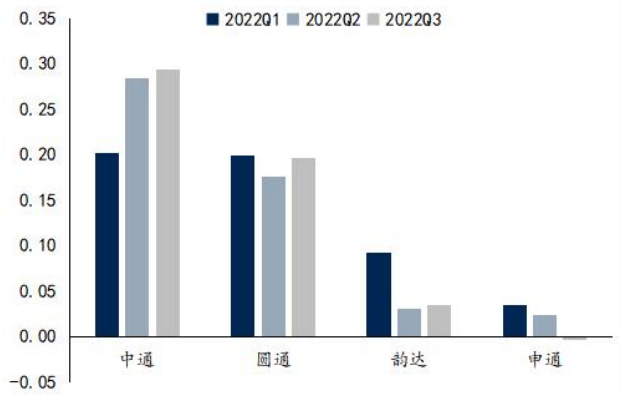
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图60：圆通、韵达和申通的季度市占率对比



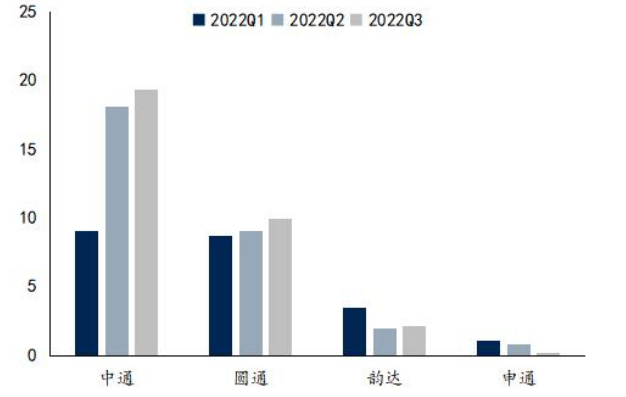
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图61：圆通、韵达和申通的季度单票快递净利对比（元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图62：圆通、韵达和申通的季度归母净利润对比（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

2022 增值税免征优惠政策可增厚利润，对冲部分疫情影响。2022 年 5 月 11 日，财政部、税务局联合发布《财政部 税务总局关于快递收派服务免征增值税政策的公告》，明确规定自 2022 年 5 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，对纳税人为居民提供必需生活物资快递收派服务取得的收入，免征增值税。免征增值税的优惠政策实施将可以弥补快递企业在疫情期间的部分利润损失，其中，直营模式的顺丰将受益最大，加盟制的通达系次之；参考 2020 年疫情爆发后政府也针对快递企业实施了增值税减免，当年减免政策实施了 10 个月，今年减免政策会实施 8 个月，但是今年快递业务量大于 2020 年，我们预计该政策有望增厚顺丰 5-10 亿的利润、增厚通达系公司 2 亿元左右的利润。

表6：增值税免征优惠政策对快递公司 2022 年利润的量化影响（百万元）

项目	顺丰	中通	韵达	圆通
2022 年总部快递收入估计值（加盟制不考虑派费）	141327	31594	21287	22812
2022 年总部可抵扣增值税的成本估计值	78465	15802	10877	11253
增值税净额	1261	454	283	343
所得税率	20%	20%	20%	20%
优惠政策执行时间长度	8 个月	8 个月	8 个月	8 个月
利润增加值	**672**	**242**	**151**	**183**

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所估算

2022 年高油价对快递企业影响有限。快递企业的干线运输成本大约占到（干线运输+中转）成本的 60%，干线运输成本中大约 25%-30%是燃油成本，今年年初以来国际油价增长了 50%，对快递企业的运输成本造成一定压力。我们估算，油价每涨 10%的幅度，大概会增加通达系公司约 1 分钱的单票运输成本。由于目前国际油价已经达到 110 美元/桶以上，而我国的油价调控上限、下限分别为 130 美元/桶和 40 美元/桶，下半年最差的情况我国油价再上涨 10+%至 130 美元/桶，如果这样，通达系公司单票运输成本环比来看最多再增加 1-2 分钱，油价上涨对快递公司利润影响可控。

表7：2022 年国内油价变动对通达系公司的利润影响可控

	中通		韵达		圆通	
项目	全年平均国内油价 110 美元/桶	全年平均国内油价 120 美元/桶	全年平均国内油价 110 美元/桶	全年平均国内油价 120 美元/桶	全年平均国内油价 110 美元/桶	全年平均国内油价 120 美元/桶
单票快递运输成本（元）	0.50	0.51	0.50	0.51	0.50	0.51
单票快递净利（元）	0.26	0.25	0.10	0.09	0.19	0.18
归母净利润（亿元）	64.0	62.0	18.0	16.5	36.5	35.0

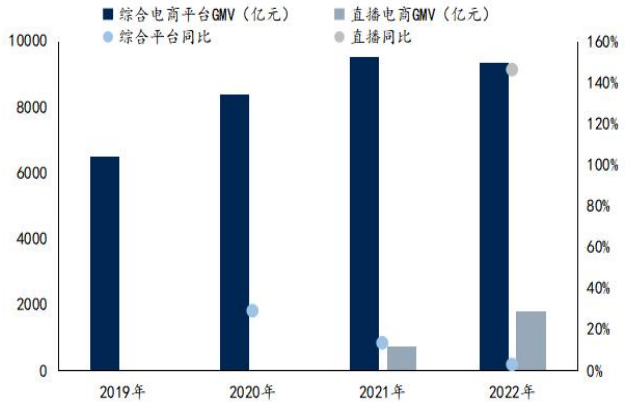
注：假设油价变动过程中，终端价格没变

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所估算

2023 年需求展望：疫情防控优化，快递需求有望逐步回暖

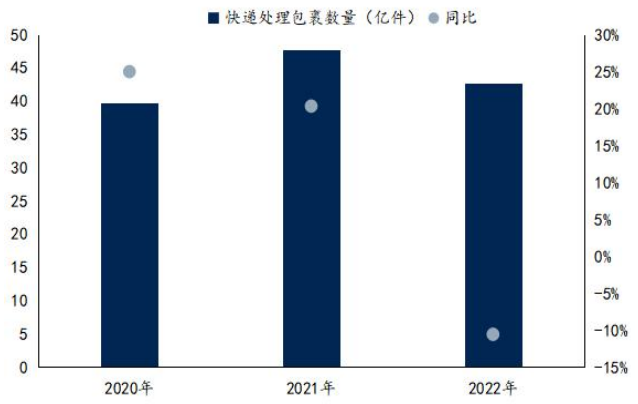
疫情防控对快递经营效率的影响难以避免，供给受限拖累短期业务量增长。根据星图数据，今年双十一期间，双十一期间（10 月 31 日 20:00-11 月 11 日 23:59）全网 GMV 达 11154 亿元，同比增长 13.7%。分平台来看，综合电商平台销售总额达 9340 亿元，同比增长 2.9%；直播电商平台成最大亮点，今年双十一期间，直播电商累积销售额达 1814 亿元，同比增速破百。但快递行业双十一期间表现弱于电商，我们估计与近期疫情防控导致快递经营效率下降有关，国家邮政局监测数据显示，11 月 1 日至 11 日，全国邮政快递企业共处理快递包裹 42.72 亿件（去年同期 47.76 亿件），同比小幅下滑。今年 3 月以来，快递行业的运营和需求一直受到国内疫情反复的干扰，6 月至 10 月行业月度件量增速呈现震荡态势，高点为 8.0%、低点为-0.9%。由于 11 月 11 日国务院联防联控机制综合组公布进一步优化防控工作的二十条措施，我们预计明年疫情防控对快递行业的负面影响会边际弱化，叠加电商消费维持稳定增长的假设，且考虑到 2022 年快递件量是低基数，我们预计 2023 年快递件量增长有望明显回暖（2022 年 1-10 月快递行业业务量同比增长 3.6%）。

图63：2022 年双十一期间（11 月 1-11 日）综合电商平台和直播电商的 GMV 及增速（亿元）



资料来源：星图数据，国信证券经济研究所整理

图64：双十一期间（11 月 1-11 日）快递包裹处理量及增速



资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所整理

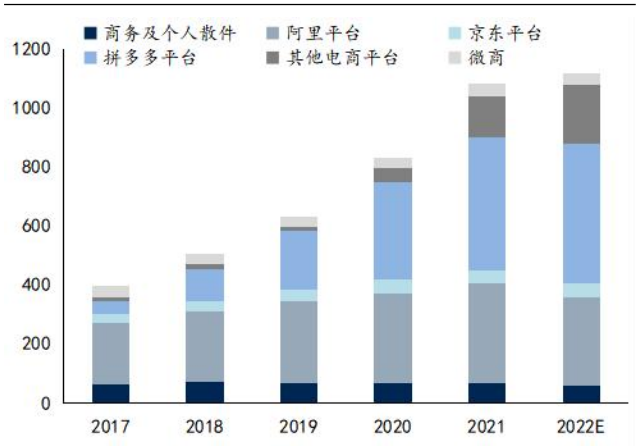
电商增长放缓大趋势不变，但居民消费和疫情防控措施有望边际改善，2023 年快递需求有望逐步回暖。经过多年的开垦与下沉，我国电商渗透率以及交易额已经达到很高的水平，近一两年，电商消费增长的景气度开始有所下滑。自 2014 年微商和跨境进口电商兴起到 2018 年拼多多兴起再到 2020 年直播带货兴起，线上销售模式不断创新，不断拓宽消费人群以及消费品类，拉动电商快递业务量增长。其中新兴的直播电商以内容变现为商业内核，通过高性价比商品和优质化内容输出吸引消费者，是近两年电商增长的核心驱动力。在电商模式创新的帮助下，电商也在加速渗透低线城市和农村市场，根据各地邮政局的数据，近两年低线城市的快递业务量增速明显高于一线和新一线城市。

虽然整体电商消费增速的趋势是下降的，但是今年由于疫情影响快递需求是低基数的状态，明年居民消费增长修复以及疫情防控优化后，快递需求增长有望边际改善，其中，不论是时效快递还是普通快递，增速均有望逐步修复。**根据我们估算，我们认为 2023 年整体快递行业业务量增速有望修复至双位数。**

图65：2010-2023 年我国快递业务量增长趋势

资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所整理

图66：2017-2022 年我国快递业务量按不同需求主体的拆分（亿件）



资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所估算

表8：中国快递行业 2023 年业务量预测结果

单位：亿件	项目	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
1	总业务量	507	635	834	1083	1104	1238
	yoy	26.6%	25.1%	31.3%	29.9%	2.0%	12.2%
				800.04			
1.1	商务+个人散件	72.2	68.6	68.6	70.7	56.5	59.4
		11%	-5%	0%	3%	-20%	5%
1.2	网购件	435.1	566.3	765.1	1012.1	1048	1179
	yoy	30%	30%	35%	79%	3%	13%
1.2.1	电商件	399	530	728	969	1008	1140
	yoy	36%	33%	37%	33%	4%	13%
1.2.1.1	阿里（亿件）	239.7	279.3	305.9	335.0	285	285
	yoy	15%	17%	10%	10%	-15%	0%
1.2.1.2	京东	33.0	38.3	44.7	47.1	47.1	51.8
	yoy	16%	16%	17%	5%	0%	10%
1.2.1.3	拼多多	111	197	330	449	507	583
	yoy	158%	77%	68%	36%	13%	15%
1.2.1.4	其他电商件（包括抖音快手等）	14.9	15.8	47.7	137.5	169	220
	yoy	12%	6%	202%	188%	23%	30%
1.2.2	微商件	36.5	36.0	36.8	43.6	39.2	39.2
	yoy	-13%	-1%	2%	19%	-10%	0%

资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所估算

2023 年竞争展望：价格竞争和服务竞争共存，关注龙竞争格局变化

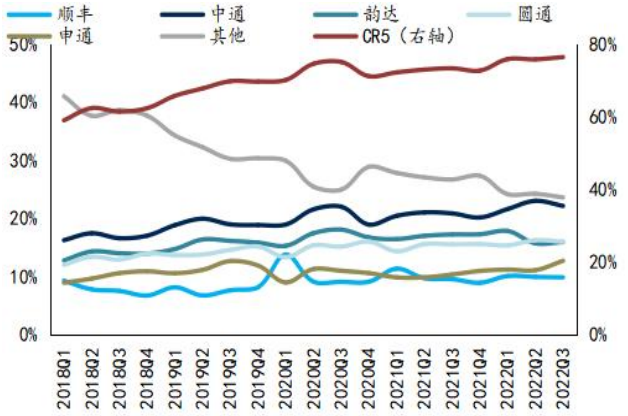
2022 年是竞争格局优化的过渡年，集中度缓慢提升。现阶段是快递行业龙头向寡头过渡的阶段，中通今年不是通过价格战、而是通过更稳定的网络运营以及更优质的服务实现了市占率的提升，市占率自 2021 年三季度的 20.8%提升至 2022 年三季度的 22.1%；同时前三季度净利润也实现明显提升。圆通三季度市占率也实现了微幅提升，同时前三季度净利润实现了大幅修复。在去年四季度极兔收购百世中国快递业务后，规模相对落后的申通快递短期内仍然较难被淘汰，申通在行业竞争缓和的空挡正好不断修炼内功、优化网络，因此可以看到 2022 年申通自身的经营规模和盈利能力呈现困境反转的态势，公司的市占率从 2021 年三季度的 10.3%提升至 2022 年三季度的 11.0%，公司的归母净利润从去年全年的亏损 9.1 亿元改善至今年前三季度盈利 2.1 亿元。

2023 年快递龙头的价格竞争和服务竞争将共存。由于今年快递行业需求增长承压、龙头快递公司产能仍然比较充裕，监管部门的管控措施没有再继续加码，而龙头快递公司目前的竞争格局尚未稳定，我们认为通达系中的第一名中通以及近一年自身改善明显的圆通和申通短期仍然有主动抢夺市场份额的诉求。在共同富裕的大背景下，快递恶性价格

战一去不复返，但是良性价格战仍然存在。

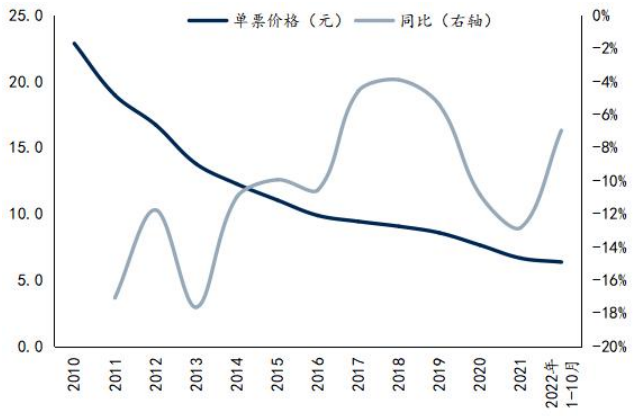
同时，在高质量发展背景下，近一年快递企业对服务质量的重视程度明显提升。比如，1）2022 年 1 月圆通新推的“圆准达”产品正式上线，作为一款以时效升级和精准派送为核心优势的战略级产品，“圆准达”为客户提供时效更稳定、服务更优质的服务。2）即使是粗放式成长起来的极兔快递，在今年一季度完成和百世的两网融合之后，也开始修炼内功、稳步提升服务质量，根据菜鸟平台物流指数显示，今年 3-6 月，极兔的综合评分从第 7 名上升到第 3 名。3）今年双 11，为保障基层快递小哥利益，菜鸟联合天猫向全国快递员发布了一系列双 11 红包补贴；为确保送货服务到位，申通在 30 城增设了“送货上门”专属团队。

图67：快递主流玩家市场份额变化趋势



资料来源：国家邮政局，公司公告，国信证券经济研究所整理

图68：2010-2022 年前三季度行业单票单价及同比

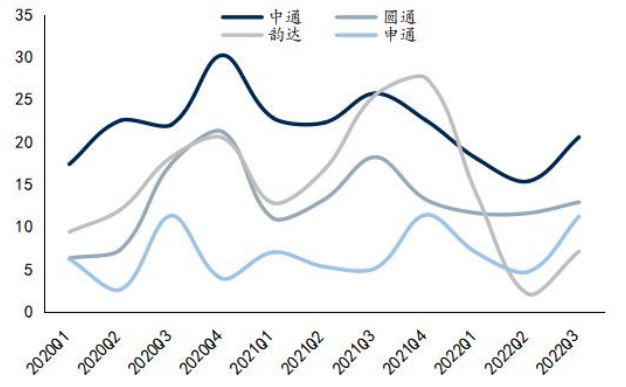


资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所整理

以静制动，关注龙竞争格局变化。未来 1-2 年，我们认为快递行业可能出现的竞争格局变化有两方面，一方面是龙头企业的排位顺序发生改变，目前从业务量规模上来讲，通达系的排位为中通第一、韵达和圆通第二、申通和极兔第三，未来如果出现某家快递相对排位进步明显，则意味着其自身阿尔法属性凸显。另一方面是集中度有进一步实质性的提升，这种情况意味着某家落后的企业被收购或者被淘汰，则其他优胜者将从中获利。

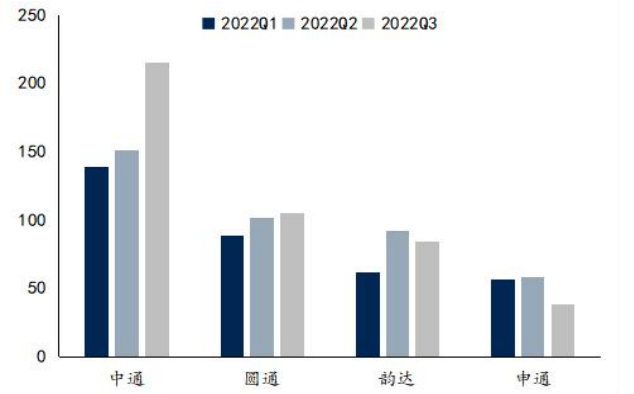
2023 年资本开支将维持下降趋势，快递龙头公司短期资金均较充裕。由于需求增长放缓、行业竞争缓和，快递龙头公司的产能投放节奏开始放缓，2021 年快递行业的资本开支见顶，2022 年资本开支已经明显下行，我们预计 2023 年快递行业的整体资本开支仍然将继续下降。基于明年价格战维持理性的假设，我们预计明年快递龙头净利润总额仍将保持较快增长，而资本开支又维持收缩态势，我们认为短期快递龙头公司的资金将仍然维持较充裕的状态。

图69：圆通、韵达和申通的季度资本开支对比（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图70：圆通、韵达和申通的季度流动资金（货币资金+交易性金融资产）规模对比（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

快递出海：国内市场逐渐成熟，龙头企业有序出海

我国快递企业的产业链、供应链相对成熟，人力资源和管理经验较为丰富，已经具备对外输出和全球布局的条件。此外，在经过前几年的“价格战”抢市场后，国内快递市场格局逐步进入“拼服务”的下半场，“出海”已成为快递企业竞争的必选项。从全球发展角度来看，东南亚、拉美、非洲等地区属于后发市场，这些地区的电商等产业未来发展空间巨大，而由于东南亚地理位置和文化与中国贴近，东南亚成了我国快递企业出海的第一站。

1）顺丰于 2010 年在新加坡设立营业网点，打响了中国快递企业进入东南亚市场的“第一枪”，随后几年，顺丰的国际业务迅速扩展至马来西亚、越南、泰国、柬埔寨、缅甸等东南亚国家。去年顺丰收购了嘉里物流，嘉里物流在东南亚有成熟的运输和配送网络，进一步加强了在东南亚市场的物流网络及业务布局。今年顺丰针对越南、泰国、马来西亚、新加坡、印尼、菲律宾等从国内-东南亚流向的出口业务进行突破，10 月 10 日起，顺丰速运国际电商专递宣布正式开通“新马泰”服务。

2）通达系与菜鸟、京东等均在 2015 年后开始进入东南亚市场：（1）菜鸟联合中通快递在 2015 年为新加坡合作伙伴 DPEX 和马来西亚合作伙伴 SKYNET 推出了淘宝海外直送服务，解决了新加坡和马来西亚的商品跨境运送难题，开始布局东南亚市场的跨境业务。（2）2016 年，京东在印尼上线自建电商平台 JD.id，并将一整套完整的电商物流基础设施复制到了印尼当地，开启了京东的海外第一站；2017 年，京东在泰国建成了其在东南亚地区最先进、最完整的智能仓储物流中心。（3）圆通 2017 年速递出资 10.41 亿港元收购在东亚区域具有影响力的国际货运代理商——先达国际物流，圆通采取了有别于其他快递公司进入东南亚国内物流的方式，转而重点发展跨境空运及海运货物运输。（4）韵达也于 2018 年开始经营中国到马来西亚和新加坡的国际货运业务。（5）申通进入东南亚市场较晚，于 2019 年与马来西亚邮政签署合作协议，将马来西亚作为进入东南亚市场的切入点。

3）国内快递的新进入者极兔其实早在东南亚站稳了脚跟，极兔 2015 年起家印尼，极兔绑定 OPPO 的渠道，又赶上东南亚电商爆发，用不足 7 年的时间就成为当地第一大快递公司。目前，极兔在东南亚的网络已经覆盖了印度尼西亚、越南、马来西亚、泰国、菲律

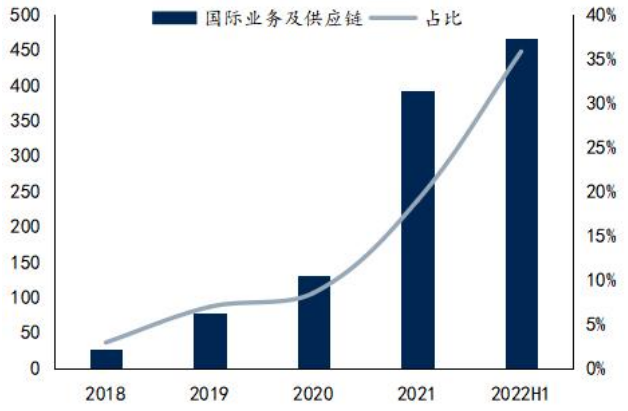
宾、柬埔寨、新加坡等国，已经是印尼第一大、东南亚第二大快递公司。

表9：我国快递企业出海的不同模式

模式	代表企业	主要内容
跨境业务和本土化业务双线并行	顺丰、中通、百世	在发展国际货运业务的同时兼顾东南亚各国内部物流发展，并通过战略投资当地物流公司、投资建设大型转运中心和与本地企业联合创办合资公司等方式切入
专注发展跨境业务	圆通	在收购东亚区域具有影响力的国际货运代理商——先达国际物流之后，以美国、欧洲作为首要目标的圆通选择不进入东南亚本土市场，专注于发展跨境货运和海运货物运输业务，加强自身国际化水平，自 2018 年开始开通了“长沙-胡志明”、“长沙-马尼拉”、“长沙-曼谷”、“昆明-吉隆坡”、“杭州-新加坡”等多条航线，为圆通国际进军越南市场给予航线支撑
自建线上销售平台进而推动国内物流建设经验复制到东南亚	京东物流	在印尼、泰国、越南等地投资建设电商平台的同时，继续将国内的物流体系复制到泰国，打造仓、配、客一体化的电商物流基础设施，智能仓储物流中心有望为京东在东南亚进一步打造高效的仓储配送物流增添助力
投资东南亚本土电商，发展国际货运的同时将落地配交由本地物流公司完成	菜鸟	菜鸟与各大机场和航空公司达成战略合作，不断拓展跨境物流线路，并于 2016 年以 10 亿美元拿下东南亚电商巨头 Lazada 的控股权，2017 年增资 10 亿美元控制其 83%的股份，2018 年再次追加 20 亿美元增持，依靠 Lazada 在本地对于物流企业的串联对跨境商品进行本地配送

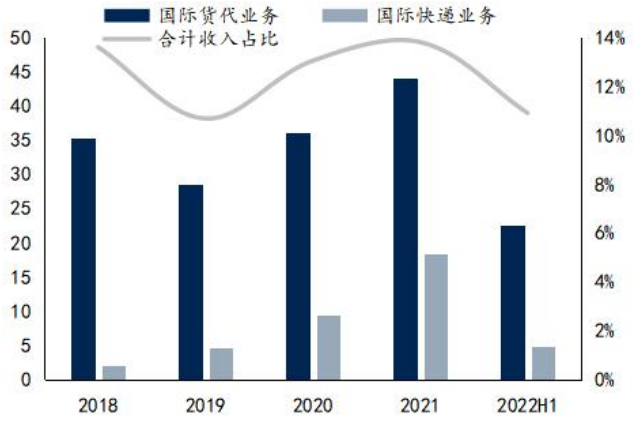
资料来源：国信证券经济研究所整理

图71：顺丰控股国际及供应链业务收入及其收入占比快速提升（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图72：圆通国际货代业务和国际快递业务收入及其收入占比（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

顺丰控股投资建议：明年存在潜在的趋势性投资机会

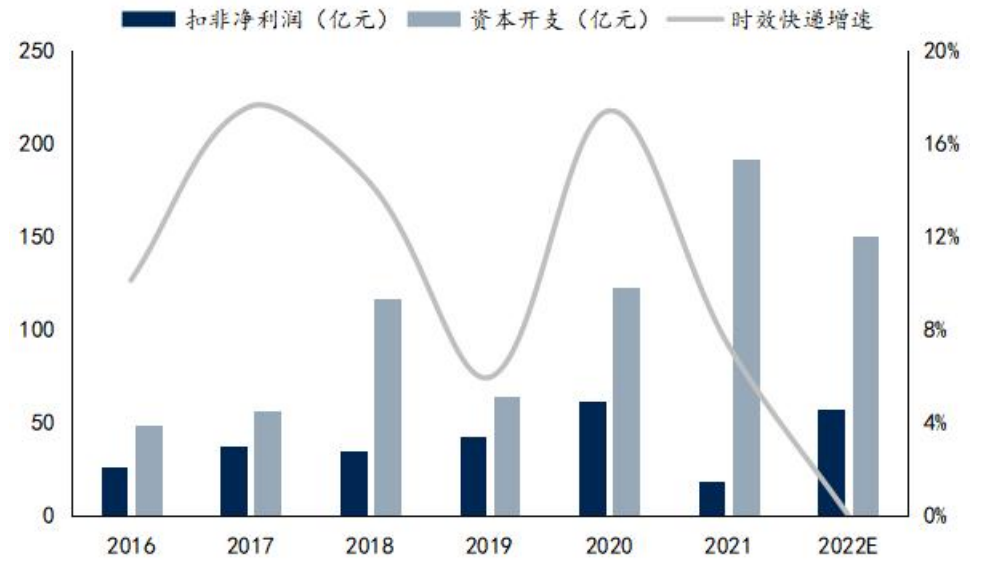
未来一年来看，顺丰的核心变量在于时效快递的增长、鄂州机场航空转运中心的运营以及经营成本优化：

1）就时效快递增长来说，时效快递是顺丰收入占比最高、盈利能力最强、对利润影响最大的一块业务，时效快递的下游需求主要是三类——消费、文件以、工业及其他，其中消费类占比近一半、文件占比近三成、剩下为工业及其他。今年以来由于受到宏观经济承压以及消费疲软的影响，时效快递增长表现一直在微幅下滑和个位数正增长区间内震荡（剔除受疫情影响最大的 3、4 月份，且不包括退货件的影响）。在明年宏观经济和消费复苏有望边际改善的背景下，我们认为时效快递增速有望明显优于今年。

2）就鄂州机场来说，机场于今年下半年开始正式运营，目前机场可用于客运和批量货运，而等到明年年中航空转运中心投入运营以后，快递空运才能使用鄂州机场。我们认为等明年年中顺丰的快递业务可以开始利用鄂州机场以后，鄂州机场对于顺丰的正面效应才会真正体现。一方面在于，快递航空网络利用鄂州机场后可以覆盖更多的城市，从而拉动快递业务收入增长提速；另一方面在于，利用鄂州机场调整优化航空网络布局后，单位航空运输成本有望下降。

3）就经营成本优化来说，受本身商业模式的限制，顺丰业绩表现对于资产利用率极其敏感，因此公司的利润往往波动较大、具有一定的周期属性。从历史数据来看，公司 2018 年和 2021 年近六年来利润同比出现下滑的两年，这两年利润表现较差主要就是因为宏观经济承压导致时效快递需求较弱以及公司资本开支正处于高位水平，从而导致公司资产利用率明显下滑；而 2017 年和 2020 年公司利润增长表现亮眼也正是因为时效快递需求强同时资本开支规模也有所控制，使得整体资产利用率有所提升。

图73：顺丰控股时效快递增速、资本开支以及扣非净利过去几年的表现对比



注：时效快递统计口径不包括退货件

资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所估算

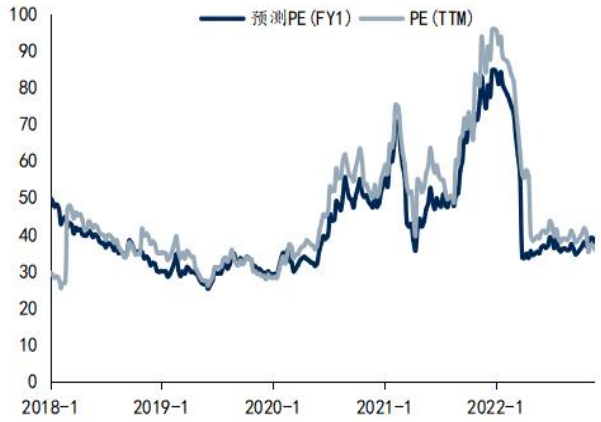
综上来看，顺丰控股的三个核心变量明年都有边际改善的趋势，我们预计顺丰明年的归母净利有望实现 80 亿元以上，同比增长 25%以上，对应 PE 估值在 30 倍左右，处于历史估值水平的低位，给予重点推荐。

通达系投资建议：明年估值低，具有中长期投资价值

未来一年来看，通达系公司的核心变量在于电商快递需求增长以及价格变化：1）虽然电商消费增速的趋势是下降的，但是今年由于疫情影响快递需求是低基数的状态，明年疫情防控优化后，快递需求增长有望边际改善；2）通达系及极兔之间的竞争自去年四季度

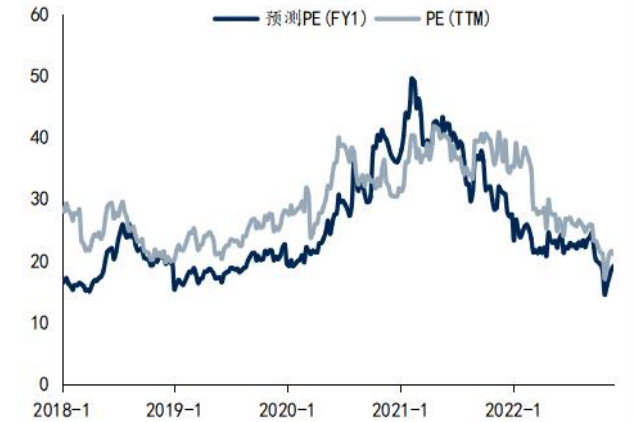
回归理性后，一直维持缓和态势，但是竞争格局尚未出清，领先者和落后者对市场份额的诉求仍然较强，明年价格大概率是同比持平或同比微幅下滑，我们认为价格端存在一定压力。**综上，两个核心变量中仅有一个边际改善的概率较大，短期股价会受到压制；但是考虑到快递公司的 PE 估值仍然处于历史低位，中通、圆通、韵达和申通 2023 年的 PE 估值分别为 17 倍、15 倍、15 倍以及 16 倍，从中长期角度，我们仍然对中通、圆通和韵达维持推荐。**

图74：顺丰控股预测 PE(FY1)以及 TTM PE 的历史变化趋势



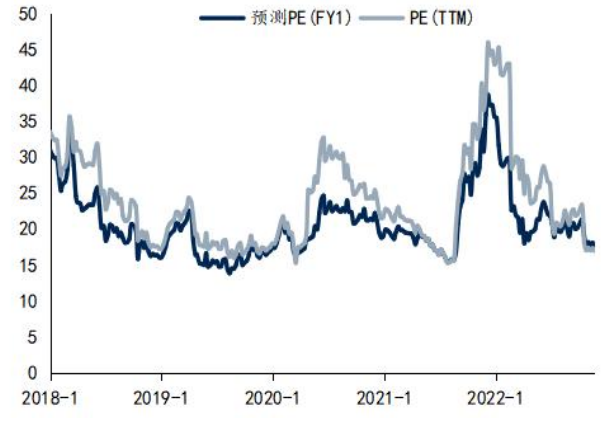
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图75：中通快递预测 PE(FY1)以及 TTM PE 的历史变化趋势



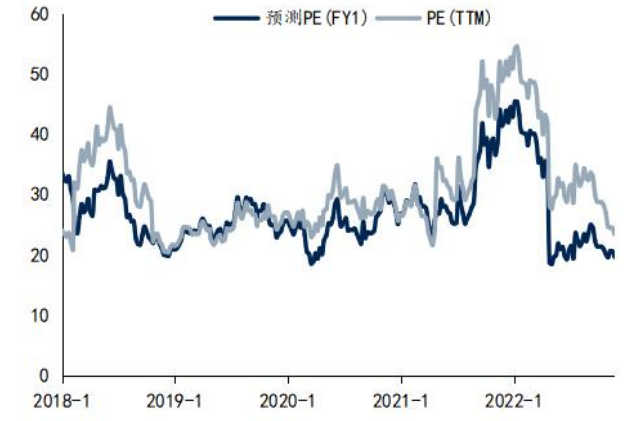
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图76：圆通速递预测 PE(FY1)以及 TTM PE 的历史变化趋势



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图77：韵达股份预测 PE(FY1)以及 TTM PE 的历史变化趋势



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

根据公司的财务以及经营数据，通达系公司五方面能力的对比结果如下：

（1）快递的核心资产主要体现在干线车辆、自动化设备、土地和厂房以及 IT 投入。干线车辆资产规模上，中通>韵达>圆通>申通；自动化设备规模上，韵达>中通>圆通>申通；厂房规模上，中通>圆通>韵达>申通；土地规模上，中通>圆通=韵达>申通；IT 投入规模上，中通>韵达>圆通>申通。综合实力上来看，目前排序基本上是，中通>韵达≈圆通>申通。

（2）快递业务量规模越大，规模效应越强。2022 年三季度，通达系间业务量规模排序为，中通>韵达=圆通>申通，市占率分别为 22.1%/15.9%/15.9%/12.7%。

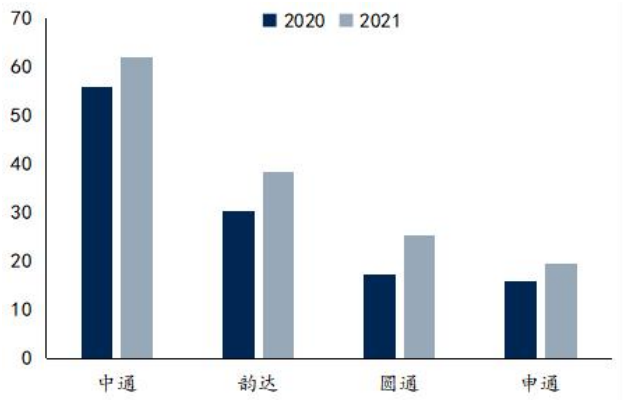
（3）产品质量上，从 C 端消费者的角度来看，现阶段通达系各家的快递产品并没有明显的差异化；但是从小 B 端电商商家的角度来看，由于商家寄送包裹业务量大，现阶段已经能够感知到通达系各家产品的稳定性和安全性是存在小幅差异的，中通最优、圆通和韵达其次。

（4）加盟商能力上，由于中通近几年来一直处于龙一的位置，其加盟商不论是资金实力、资产投入以及经营能力上已经有领先优势。

（5）网络平衡性上，中通快递仍然表现较优，其他竞争者中韵达由于华南区域业务量偏少导致网络平衡性稍弱。

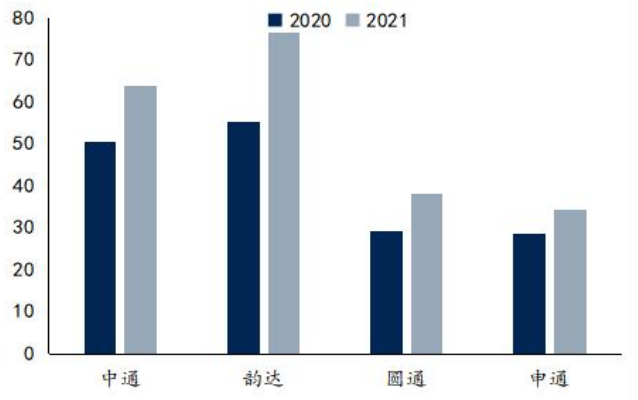
（6）总部资金能力上，由于通达系各家盈利能力不同、融资能力不同，导致目前各家之间现金储备的规模有较大差异，现金储备越充足，意味着以后在产能投入、价格战上更有优势，容易形成良性循环。截止 2022Q3，可用现金规模（货币资金+交易性金融资产）排序为，中通>圆通>韵达>申通。

图78：通达系干线车辆资产规模对比（亿元）



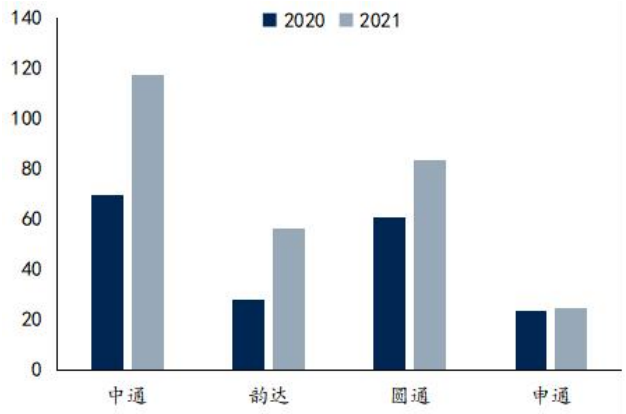
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图79：通达系自动化设备资产规模对比（亿元）



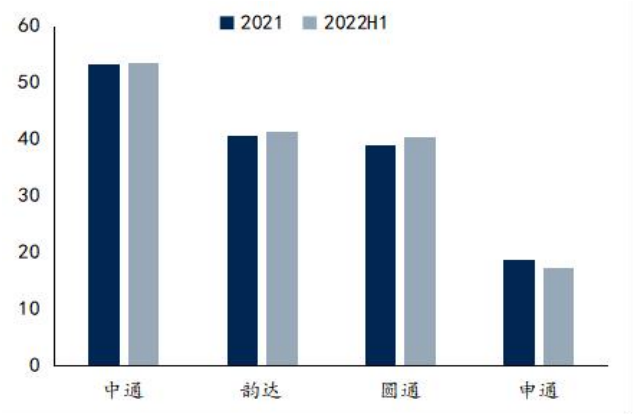
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图80：通达系房屋建筑物规模对比（亿元）



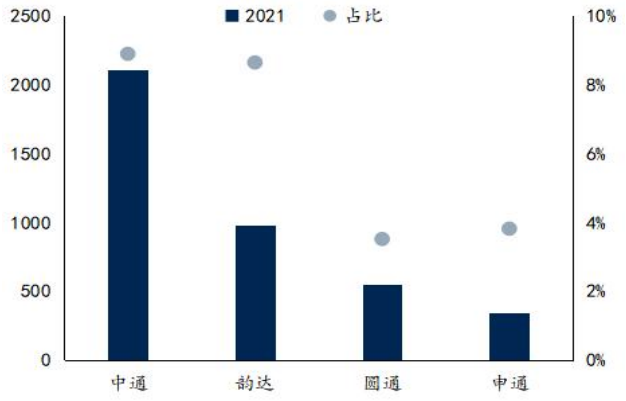
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图81：通达系土地使用权资产规模对比（亿元）



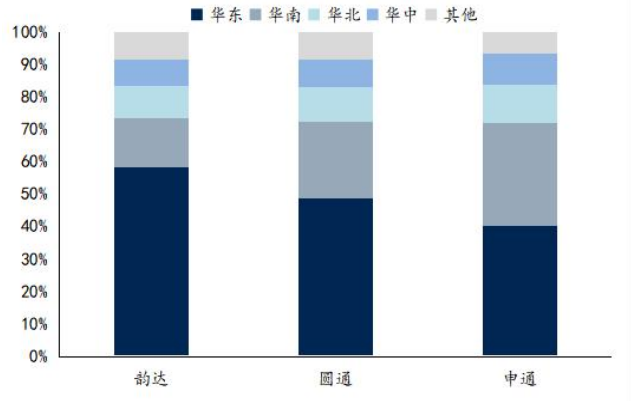
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图82：通达系研发人员数量及占比对比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图83：圆通、韵达和申通快递收入的地区分布占比对比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

综合物流：推荐密尔克卫，关注永泰运

我们综合考量 A 股中几家主流综合物流企业的三季度业绩，上市公司主要包括密尔克卫、永泰运、华贸物流。三家公司的收入增速均环比三季度下滑，但利润增速的下滑趋势并不显著，以上波动主要受到国际海运/空运运价的影响，但利润上的坚挺体现了上市公司在行业中的市占率之稳固，以及商业模式上单位利润的相对稳定。

表10：3Q22 主流密尔克卫、永泰运、宏川智慧、华贸物流收入与利润增速（%）

	收入 YOY			归母净利润 YOY		
	1Q22	2Q22	3Q22	1Q22	2Q22	3Q22
密尔克卫	112%	59%	14%	72%	61%	46%
永泰运	94%	119%	24%	85%	157%	116%
华贸物流	40%	15%	-19%	36%	-21%	30%

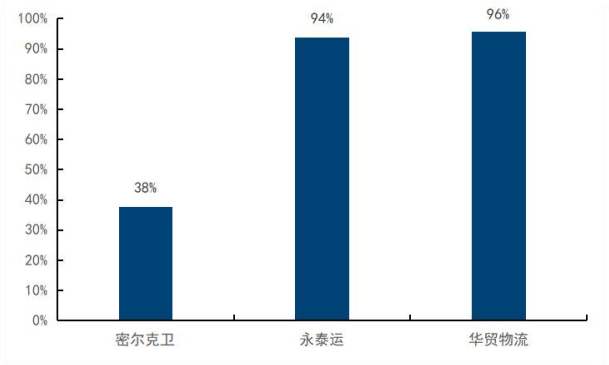
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：此处统计口径为 wind 基金重仓股）

密尔克卫、永泰运、华贸物流的业务中有部分与出口显著相关，22 年上半年，三者进出口物流收入占比分别为 38%、94%与 96%。可以看到在收入端，随着国际海运/空运的价格下滑，进出口相关物流企业造成了一定影响，比如密尔克卫、永泰运、华贸物流；但从利润角度，我们看到头部的物流企业依然保住了自身的成长性，我们认为在国际运费下行期，头部企业将会演绎出以量补价、份额提升、以及单位利润相对稳定的逻辑。

具体来看，进出口物流业务由于其运价计入收入的财务核算方式，收入的波动会受到国际海运与空运价格的大幅度影响，三季度 SCFI 指数环比下滑 22%，同比降幅更为显著，是造成密尔克卫、永泰运收入增速显著慢于二季度的主因，但由于进出口货代业务定价模式以成本加成为主，单位利润相对稳定，因此在价格下行周期中，尽管收入增速显著受影响，但利润率则有所提升，因此我们认为，以今年的二三季度作为经验，价格下行对于整体利润的影响有限。

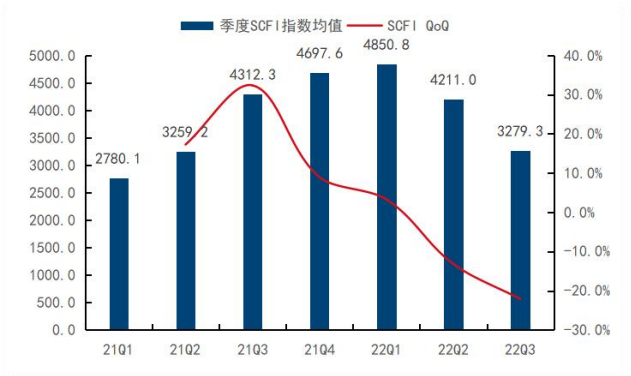
此外，价格下行周期背后动因通常为需求走弱，每一轮需求偏弱的阶段，往往带来行业新一阶段的洗牌，上市企业利用上市后的资金、资质等优势，市场份额有望持续扩张。

图84：上市公司进出口相关业务收入占比（%）



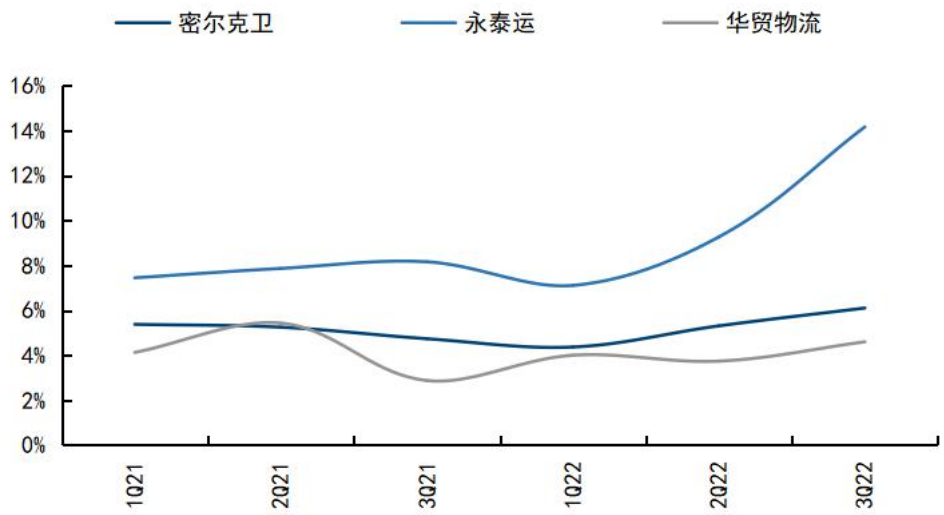
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图85：21Q1-22Q3 上海出口集装箱运价指数 SCFI 季度均值及季度环比（%）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

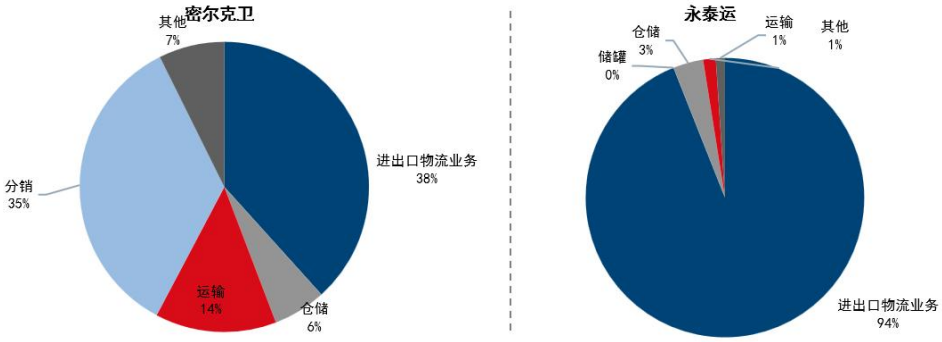
图86：21Q1-22Q3 密尔克卫、永泰运、华贸物流进出口相关业务毛利率（%）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

具体到各家公司的投资建议，尽管同样具备进出口业务，但各家公司所处的行业、环节、以及业务的复杂程度各有不一，尤其以密尔克卫为代表的，公司多元化的业务体系使得其财务指标的变量更为复杂，详见我们以下于密尔克卫与永泰运的观点。

图87：22H1 密尔克卫、永泰运收入结构（%）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

密尔克卫：三季度利润如期高增，收入受到货代与分销影响

三季度业绩较快增长。2022 年前三季度，公司实现营收 90.93 亿元（+52.84%），归母净利润 4.76 亿元（+58.06%），扣非归母净利润 4.63 亿元（+61.59%）。其中三季度单季营收 28.24 亿元（+13.53%），归母净利润 1.72 亿元（+46.33%），扣非归母净利润 1.67 亿元（+64.14%），公司业绩保持较快增长。

公司三季度收入或受到海运运价与分销业务影响，但公司高毛利业务增长势头依旧较好，三季度利润率环比较大幅度提升，体现公司强大的抗风险能力。表征国际海运价格水平的 SCFI 指数在 22 年一季度达到季度均值顶点，Q2、Q3 各自有环比 13.2%、22.1%的下滑。但即便受此影响，由于公司主要与下游大型客户长期合作，货代业务的单位利润波动相对较小，我们认为公司货代业务受到海运价格的影响幅度较为可控。分销方面，我们推测二季度疫情带来公司的扩张速度受到影响。但从利润率角度，公司三季度综合毛利率 11.9%，同比提升 2.6 个百分点，环比提升 1.3 个百分点，净利率达到 6.1%，同比提升 1.4 个百分点，环比提升 0.8 个百分点，利润率提升非常显著，背后体现了公司高毛利业务景气度较高。

扩张步履迅速，内生与外延并举。22 年三季度，公司继续稳扎稳打，扩展能力圈。内生方面，公司三、四季度分别完成上海奉贤、福建福州、山东青岛、内蒙古合计超过 16 万平方米（土地出让面积）的土地招拍，我们预计以上地块将为公司未来的中期业绩提供有力支撑。外延并购方面，公司 9 月完成 2.5 亿收购南京久帝化工 70%股权的交割，南京久帝是陶氏、杜邦、东曹等化工巨头在华的主要经销商，21 年营收 5.6 亿。10 月完成对集惠瑞曼迪斯 100%股权的收购，标志着公司在环保危废处理方面的业务进入上海市场，进一步完成对化工企业服务闭环能力的打造。

投资建议：维持 “买入”评级。二季度疫情影响公司分销业务，导致分销团队拓展慢于规划，资金更多分配在物流业务，我们给予 2022-2024 年盈利预测 6.4、9.1、12.5 亿，增速分别为 49%、41%、38%。公司在过去已经体现出了非常强劲的成长性，且盈利质量扎实，当前公司市值对应 2023 年业绩仅为 25x，远低于公司的复合增长，维持买入评级，继续推荐。

航运:油运中长期向好，集运仍待新平衡

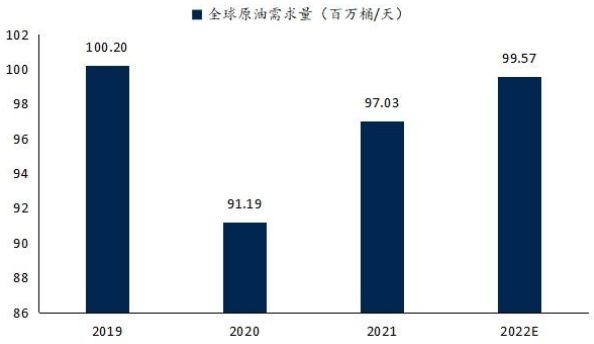
油运 22 年回顾：俄乌冲突、美战略储备释放带动行业超预期复苏

原油供需双弱，但是年内全球库存水平消耗较快。OPEC 在 11 月的全球原油报告中下调了 22 年度的原油需求预测，从原先的 9967 万桶/天下调至 9957 万桶/天，较 2021 年增长约 2.62%；供给侧来看，10 月以来，OPEC 已然开始减产，在传统旺季之下，10 月 OPEC 产量约为 2949.4 万桶/天，较 9 月减少 21 万桶/天。在高油价、全球经济动能偏弱、战争等不确定性之下，各国纷纷暂缓了原油的采购，转而消耗国内的库存，导致了库存水平的大幅回落，截至 9 月，OECD 的原油库存仅为 40.0 亿桶，为 2006 年以来的最低水平，这也导致了上半年油运行情较为清淡。

H2 美国战略储备的超预期释放，VLCC 淡季运价得以超预期上涨，为旺季高景气打下基础。自 21 年 Q4 以来，美国便一直在释放战略储备以抑制通胀和高企的油价，但是 22 年的俄乌冲突进一步加剧了全球能源供应偏紧的格局，22Q2 起，为支援欧洲，美国释放战略储备的节奏有所加快，由于美国相较于中东，距离欧洲和远东的距离更远，带来了运距的超预期拉长，叠加过往运力的部署或更接近于中东，VLCC 驶向美湾需要较长时间，则进一步消耗了有效运力，短期的供需不均衡带来了淡季运价的高弹性，Q3 外贸油运的 TCE 由负转正，并在超过主流船东盈亏平衡点后持续上涨，截至 11 月末，年内 TD3C 航线的运价一度超过 9.6 万美元/

天。

全球原油需求预测



资料来源：OPEC，国信证券经济研究所整理

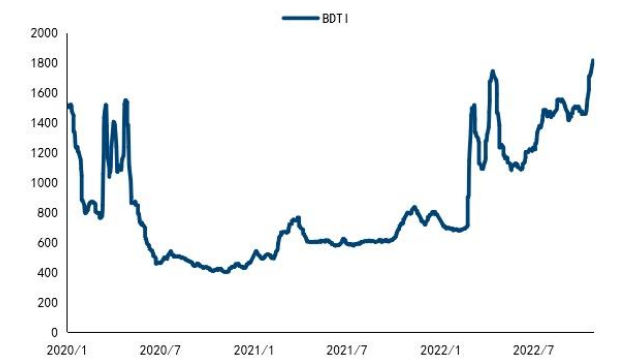
图88：OECD 原油库存消耗较快

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图89：美国战略储备超预期释放

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图90：BDTI 大幅上涨



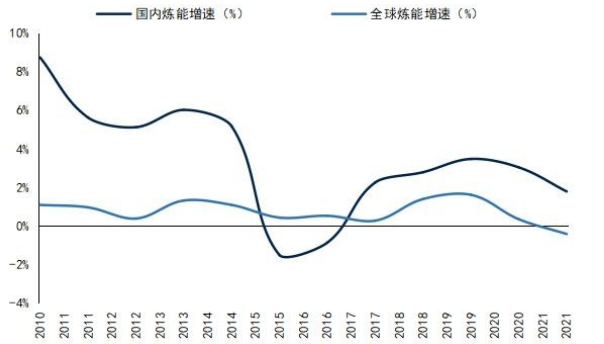
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

欧洲能源危机加速炼能东移，成品油跨区贸易需求随之增长。2017 年以来，受益于我国民营大炼化的快速发展，我国的炼能一直保持着较全球更快的增速。在疫情和原油价格高企的背景下，海外炼能均存在一定的盈利压力，导致 21 年全球炼能增长由正转负，同比下滑了 0.4%。而 22 年俄乌冲突导致的能源危机更是引发了欧洲炼厂的关停潮，目前贡渥集团安特卫普炼油厂已停止加工原油、英国的格兰杰莫斯可能封存两套装置、法国 Grandpuits 炼油厂也将永久停止原油加工业务，俄乌的冲突无疑加速了全球炼能的东移，但是欧美仍是全球能源的主要消费国，带来了跨区贸易需求的增长。

成品油运价 H1 大幅提升，下半年以来或已达到新的平衡。年内来看，H1 成品油运价的高企来自于俄乌冲突激化了欧洲的能源危机，炼厂的大规模关停导致了欧洲成品油的不足，且对于俄罗斯的制裁导致了欧洲需要舍近求远，从航距更长的远东进行进口，导致了成品油轮的运价短期大幅上涨。22Q3 以来，随着 Q3 能源

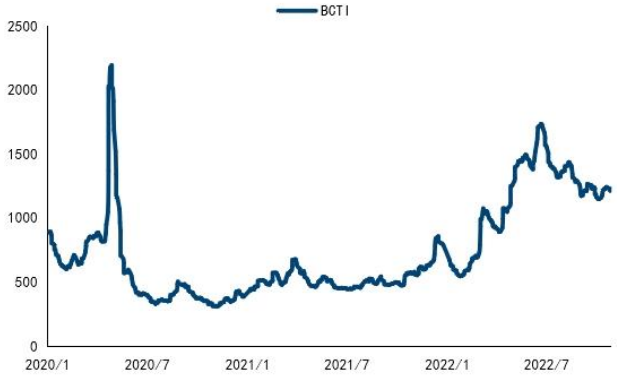
供应有所恢复，且气候相对较为温和，成品油备货的需求及意愿趋缓，带来了成品油轮的运价较 Q2 有所下滑，但是目前欧洲炼厂的关停趋势较为明显，东油西运的格局或将持续，成品油轮运价近期已经出现企稳回升的迹象，我们认为行业运价或已达到一个新的平衡，运价中枢维持高位或成常态。

图91：全球炼能东移的趋势较为明显



资料来源：BP 能源统计年鉴，国信证券经济研究所整理

图92：BCTI 较 H1 有所回落但是持稳于高位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

油运 2023 展望：通胀和“安全”或为行业投资的关键性因素

原油需求量或仍在低位徘徊。受中国经济短期仍较为疲软、欧洲能源危机、全球通胀压力较大、美元强劲等多重因素影响，近期 OPEC 及 IEA 均连续下调了 2023 年原油需求量的预测，OPEC 在 11 月的报告中预计 2023 年全球原油需求增速为 224 万桶/天，同比增长 2.3%（10 月报告预测值为 234 万桶/天）；IEA 预计 2023 年石油需求增速为 160 万桶/天，同比增长 1.6%（10 月预测值为 170 万桶/天）；EIA 预计 2023 年石油需求增速为 116 万桶/天，同比增长 1.2%（10 月预测值为 148 万桶/天。

22 年运距已然拉长，但是 23 年仍有较大提升空间，或带动油运行业增长较原油更为强势。根据克拉克森的预测，2023 年原油海运量和原油周转量的增速分别为 1.3%、5.3%，从运输量的维度来看，增长与其他主流机构的预测偏差不大，但是运距额外贡献了 4%的增长率。一方面来说，俄乌冲突导致的欧盟禁令将于 22 年 12 月 5 日生效，届时如欧盟不再进口俄原油及成品油，则需舍近求远，从运距更长的中东、美国、远东进口；另一方面来说，年内美国超预期释放 SPR，亦造成了全球石油贸易流向的变化，美国大量进口中东、非洲原油，并向欧盟、远东出口，带来了运距的拉长。

表11：主流机构对 2023 年原油需求较为悲观

主流机构对 2023 年原油需求预测	增量（万桶/天）	增速（%）
OPEC	224	2.3%
IEA	160	1.6%
EIA	116	1.2%

资料来源：OPEC、EIA、IEA、国信证券经济研究所整理

图93：运距因素带动油运周转量增速上行

资料来源：克拉克森，国信证券经济研究所整理

从相对量的角度来看，全球原油库存水平处于回升趋势当中，可用天数即备货量较为合理。从相对量的角度来说，全球油品商业库存较为合理，OECD 在 22Q3 期间商业库存均呈现提升的趋势，如果观测更为高频的美国商业库存数据，截至 11.18 日，可用天数为 26.8 天，处于历史平均水平之上。

但是较低的库存绝对量有望成为油运行业的“向上期权”。虽然各主要经济体备货量较为合理，但是从绝对量的角度来看，当前全球原油的库存水平较低，一旦全球或任一大型经济体复苏，则库存可用天数可能出现快速下降的趋势，商业库存具备较大上行空间。此外，22 年以来俄乌冲突导致了全球能源问题的不断激化，各国在能力范围内均会尽量保障本国能源安全，一个经济体补库存可能会引发其他经济体跟随，届时油运可能出现抢船补库、运输需求集中爆发的情形。

图94：OECD 陆上原油覆盖天数已经企稳回升

资料来源：OPEC、国信证券经济研究所整理

图95：美国原油库存量较为合理

资料来源：EIA、国信证券经济研究所整理

图96：OECD 石油库存当前处于 2006 年以来最低位

资料来源：OPEC、国信证券经济研究所整理

图97：美国商业库存回升，但是战略储备库存量低

资料来源：EIA、国信证券经济研究所整理

长远来看，行业供给侧增速趋缓，环保公约执行进一步约束有效运力，或已具备中长期景气度提升的必要条件。行业 19 年末到 20 年初的高景气带来了 21-22 年的运力增长大潮，2023 年新船交付数量有望大幅下降，根据我们的测算，23 年 VLCC 的运力增速有望降至 1%以下。且随着 IMO 环保公约的执行，部分船舶可能在航速上受到较为明显的限制，进而使得运力的有效周转率下降。

表12：23-24 油运供给持续低增长

年底运力（百万 DWT）	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022YTD	2022E	2023E	2024E
油轮	581.77	588.13	622.30	642.05	653.01	667.35	670.21	668.14	665.28
YoY	4.8%	1.1%	5.8%	3.2%	1.7%	2.2%	2.6%	-0.3%	-0.4%
VLCC	226.01	227.42	247.70	257.12	261.88	268.93	271.23	273.00	272.02
YoY	5.3%	0.6%	8.9%	3.8%	1.9%	2.7%	3.6%	0.7%	-0.4%
Suezmax	86.99	88.69	91.40	95.52	97.65	101.91	102.24	100.36	99.75
YoY	8.7%	1.9%	3.1%	4.5%	2.2%	4.4%	4.7%	-1.8%	-0.6%
Aframax	108.32	108.96	114.50	115.60	118.16	119.43	119.39	118.89	117.36
YoY	3.3%	0.6%	5.1%	1.0%	2.2%	1.1%	1.0%	-0.4%	-1.3%
Panamax	32.92	33.10	33.80	34.31	33.83	33.75	35.28	34.64	37.62
YoY	3.3%	0.6%	2.1%	1.5%	-1.4%	-0.2%	4.3%	-1.8%	8.6%
Handysize	127.52	129.95	134.90	139.50	141.48	143.32	142.07	141.26	138.53
YoY	3.0%	1.9%	3.8%	3.4%	1.4%	1.3%	0.4%	-0.6%	-1.9%

资料来源：克拉克森，国信证券经济研究所整理与预测

A 股油运公司的弹性测算

A 股上市公司中，油运主要标的有中远海能、招商轮船、招商南油， 其中中远海能是侧重原油运输的油运船东，旗下拥有及控制 160 艘油轮；招商南油是侧重成品油轮的船东，旗下拥有及控制油轮 48 艘；招商轮船较为综合，除旗下 56 艘原油轮外，旗下还拥有集运、散货、滚装等船队。

表13：A 股上市油运船东控制运力分布

公司名称	油轮总数	原油轮				成品油轮			
		VLCC（20 万 DWT 以上）	Suezmax（12-16 万 DWT）	Aframax（8-12 万 DWT）	Panamax（6-8 万 DWT）	LR2（10 万 DWT 以上）	LR1（5-10 万 DWT）	MR（3-5 万 DWT）	Handy Size 及通用（3 万 DWT 以下）
中远海能	160	54	4	9	19	8	15	43（其中白油 21 艘）	8
招商轮船	56	51		5					
招商南油	48				2			40（其中白油 28 艘）	6

资料来源：各公司官网、半年报、国信证券经济研究所整理

注：部分情况下，原油轮和成品油轮可以相互转换，表格主要列示各公司的运力

从弹性来看，VLCC 和 MR 是对 A 股油轮公司业绩影响最大的两种船型。根据我们我们的测算，A 股油轮公司 VLCC 的保本点 TCE 约为 2.5 万美元/天，MR 的保本点约为 1.3 万美元/天。

VLCC：假设一年运营 340 天，人民币汇率为 7.0，则在运价保本点的基础上，运价每提升 1 万美元/天，理论上可以为中远海能带来 12.9 亿元、为招商轮船带来 12.1 亿元的增量业绩。但是由于运价是在波动中形成，在运价上涨过程中船东往往无法享受所有的高运价，因此以 85%利润弹性进行测算，则在盈亏平衡点上方，运价每提升 1 万美元/天，可以为中远海能带来 10.9 亿元增量利润、为招商轮船带来 10.3 亿元增量利润。

表14：VLCC 运价对 A 股上市公司盈利弹性测试

运营天数	340	
美元兑人民币汇率	7	
TCE 盈亏平衡点（万美元/天）	2.5	
公司名称	中远海能	招商轮船
VLCC 船队规模	54	51
理论利润弹性	12.85	12.14
按 85%弹性计算（亿元）	10.92	10.32

资料来源：各公司官网，Wind，国信证券经济研究所整理与预测

MR（白油）：同样假设一年运营 340 天，人民币汇率为 7.0，则在运价保本点的基础上，运价每提升 1 万美元/天，理论上可以为中远海能带来 5.0 亿元、为招商南油带来 6.7 亿元的增量业绩。但是由于运价是在波动中形成，在运价上涨过程中船东往往无法享受所有的高运价，因此以 85%利润弹性进行测算，则在盈亏平衡点上方，运价每提升 1 万美元/天，可以为中远海能带来 4.3 亿元增量利润、为招商南油带来 5.7 亿元增量利润。

表15：MR（白油）运价对 A 股上市公司盈利弹性测试

运营天数	340	
美元兑人民币汇率	7	
TCE 盈亏平衡点（万美元/天）	1.3	
公司名称	中远海能	招商南油
VLCC 船队规模	21	28
理论利润弹性(亿元)	5.00	6.66
按 85%弹性计算（亿元）	4.25	5.66

资料来源：各公司官网，Wind，国信证券经济研究所整理与预测

油运投资建议

成品油轮方面：2021 年的俄乌冲突及欧洲能源危机加速了全球炼能东移的趋势，“东油西运”有望构建全球成品油运的新格局，且成品油运输具备一定的区域化特征，而非典型海运的全球竞争，国内船东在 TC7 及亚太一揽子运输中具备优势，建议关注成品油运行业的中长期需求增长。

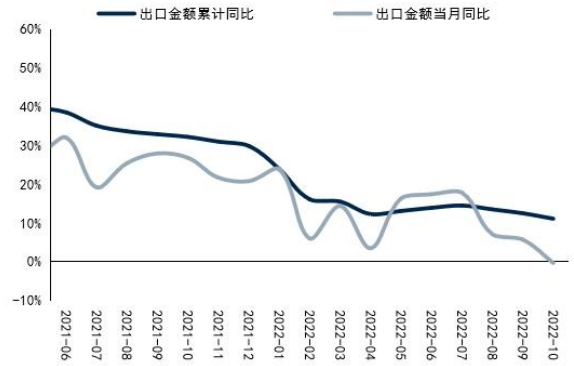
原油运输方面：需求侧来看，23 年全球原油需求量或仍将在低位运行，商业石油库存保障天数亦较为合理，但是库存的绝对量较以往明显偏低，一旦任一大型经济体开始复苏并补充库存，在全球均需保障自身能源安全的背景下，或将出现抢船抢油、需求集中爆发的现象；供给侧来看，当前全球船厂产能利用率已经处于高位，23 年起油运行业的供给增速大概率趋缓，亦为行业的高景气打下了坚实基础。我们看好 23 年起行业运价中枢或将较 22 年进一步提升，但是随着行业 Q1 步入淡季，运价短期或存一定压力，且当前的股价或已隐含了潜在抢油带来的“期权价值”，或可以等待更佳的买点出现。

投资上，我们建议关注原油和成品油兼具且业务比较纯正的中远海能。

集运 22 年回顾：海外需求弱化释放有效运力，运价较快回落

外贸出口由强转弱，10 月录得负值，抑制集运景气度。第三季度，外贸出口的压力开始逐步显现，7-9 月我国出口金额同比增速分别为 17.8%/7.1%/5.7%，8 月以来出口增速已回归至单位数增长，10 月单月同比甚至出现下滑，需求恶化的迹象较为明显，这也带来了行业供给从过去的堵港当中得以释放，截至 10 月，全球集运准班率已达 38.15%，较 21 年 10 月已经翻倍。在供需差修复的背景下，集运运价压力较为明显，10 月 CCFI 均值已下降至 19.49 点，环比下滑幅度达 24.83%，较第三季度进一步加速下滑，已经回落至 21 年初的水平。

图98：我国出口近期加速恶化

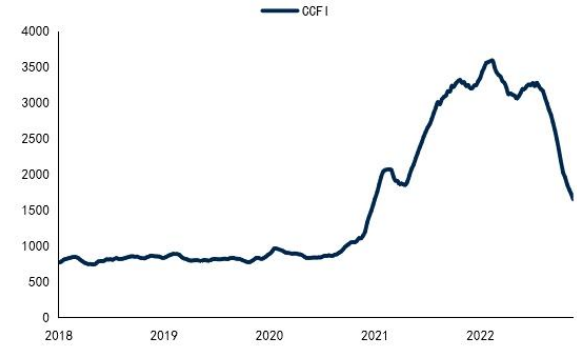


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图99：弱需求释放拥堵运力

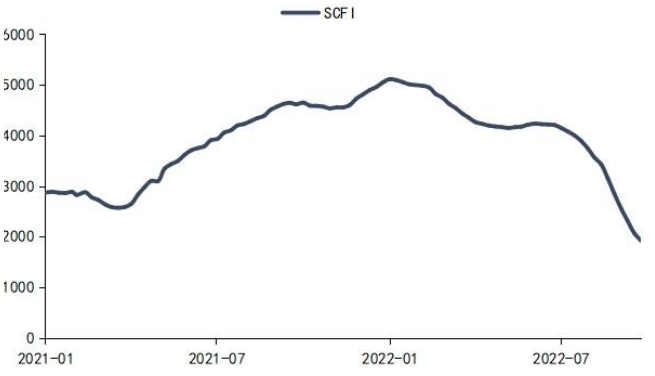
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图100：CCFI 加速下滑



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图101：SCFI 加速下滑



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

集运 2023 年展望：静待运价新平衡出现，关注产业链延申对周期的平抑作用

主流机构预计 2023 经济压力较大，消费需求或受一定影响。IMF10 月下调了 2023 年全球经济增长预测，预计 2023 年全球经济增长 2.7%，其中发达经济体增长 1.1%，发展中国家增长 3.7%，较此前 7 月的预测各下调了 0.2%；世界银行警告，2023 年全球核心通胀率仍将高达 5%左右，如果要将全球通胀率降至目标水平，全球央行可能需要继续再加息 2 个百分点。但如果金融市场同时受压，则 2023 年全球 GDP 增长将放缓至 0.5%，欧美经济不佳可能外溢至发展中国家，可能存在全球性经济衰退的风险。

欧美经济及库存压力仍待消化，补库或仍待时日。2020H2 以来的全球供应链紊乱带来了欧美零售商品及耐用品库存的堆积，从美国当前的情况来看，库存水平仍处在较高位置，但是消费的动能已经不足。欧州受到能源危机的影响，形势更为严峻，短期进口需求或不会出现大幅改善。因此，过去两年中被供应链紊乱消耗的有效运力正逐步回归市场，造成了集运供需两端纷纷边际恶化，运价近期亦呈

现出压力较大的态势。

图102：美国库存与消费尚未回归正规

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图103：美国 PMI 及消费者信心指数走弱

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图104：能源危机给欧洲带来较大通胀压力

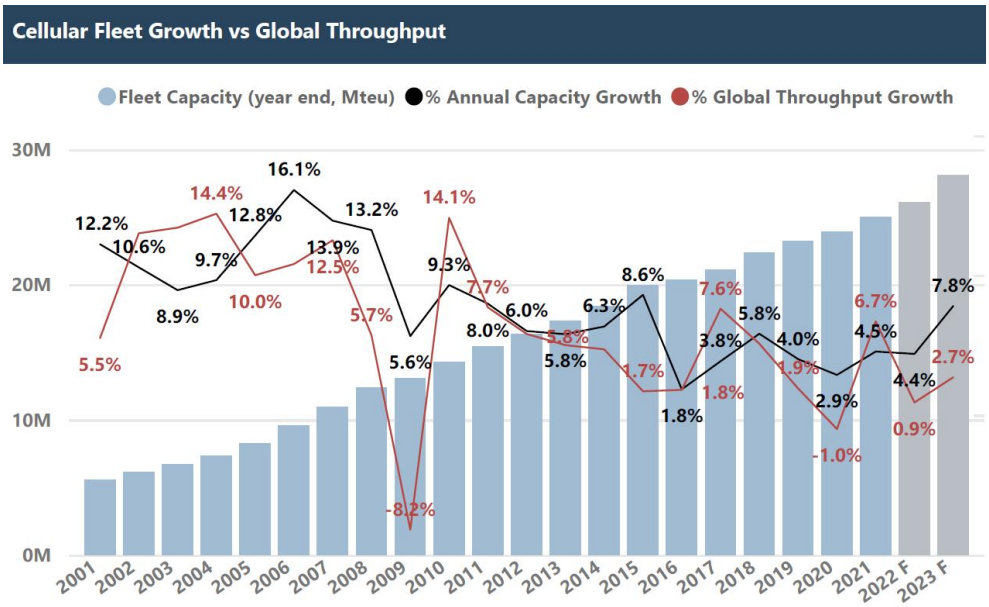
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图105：欧洲 PMI 及消费者信心指数疲软

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

集运方面，高景气带来的供给大潮或对运价形成冲击。Alphaliner 在 11 月的月报中预计，2023 年集运需求增长约 2.7%，供给增长 7.8%，虽然近期小幅下调了供给增速（主因上调拆船），但是仍展现出供给增速明显快于需求增速的格局。且结合海外当前经济偏弱的情形，参考 2009 年需求曾出现过下滑，我们认为后续需求仍存在进一步下调或不及预期的可能性，在此背景之下，行业运价大概率仍难以大幅回升，关键点或为运价在什么位置上可以止跌企稳。

图106：集运 23 年供给侧压力较大



资料来源：Alphaliner，国信证券经济研究所整理

运价能否企稳或为行业中长期价值的关键因素。其背后的原因有二：其一，10 月以来，联盟已经开始着手从供给端维持运价稳定，且预计后续传统淡季当中仍会继续推进，如停航控班可以稳定运价，且联盟成员团结一致，则证明联盟格局改善，行业运价有望在较长时间维度上稳定在较高水平上，带来行业运价中枢较高、中长期的盈利稳定性较强；另一方面来说，短期运价的下滑主要因素来自于欧美大型零售商的去库存需求，在当前美国耐用品消费需求并未转负的背景下，集运行业如可以通过短期的停航控班安然度过美零售商去库存、欧洲受能源问题影响的困难时刻，则有望以一个较好的运价基础迎接行业需求的回升。

业内公司横向、纵向拓展亦值得关注。本轮行业高景气周期为集运龙头企业积累了高额财富，以中远海控为例，截至 Q3 公司在手净现金已达 2308 亿元，将现金转化为盈利资产，从而提升周期下行期间抗风险能力，亦可能对公司的未来发展带来重大影响。从 22H2 开始，公司已经开始加大力度扩张：一方面来说，海控 Q3 继续加大在船队和港口领域的投资，推进港航协同，订造 12 艘 24000TEU 甲醇双燃料动力集装箱船并取得了上港集团约 14.93%和广州港约 3.24%的股权；另一方面来说，中远海控宣布正式运营供应链物流事业部，并制定了公司数字化供应链发展规划，有力加强供应链各环节的融合协同，构建以集装箱运输为核心、覆盖全球的“集装箱航运+港口+相关物流”三位一体的全球供应链体系，推进更为高效、便捷、透明、开放的供应链运行新范式。

集运投资建议

当前美国加息仍在持续，欧洲因俄乌冲突的影响目前通胀水平较高，消费力或较此前有较为明显的下降。且此前由于全球供应链紊乱问题，零售端的库存水平较

高，仍需等待库存去化后，运价达到新的平衡点，建议关注中远海控。

投资建议

行业趋势：疫情反复和复苏预期、中美关系、俄乌冲突是主导 2022 年以来交运板块投资的主要变量，就目前形势看，有以下几点是较为确定的：1. 油运供需格局不断改善，高景气度有望持续；2. 全球恢复正常生产生活节奏的进程不断加速，出行相关的航空、机场、酒店、旅游等场景不断修复；3. 随着疫情防控措施优化，快递行业需求增长有望逐渐修复，行业竞争维持理性。

航空机场：心怀乐观，迎接复苏。乘机出行的人群本就是最积极、最活跃的群体，当前我们或许已经迎来了出行复苏的曙光。我们继续看好多重弹性加持下的民航供需反转趋势，在供给收紧、需求复苏、票价改革等多因素刺激下航司未来业绩有望创造历史新高。历史上航空股景气高点的 PE 估值往往在 10X 以上，民营航司更高，显著高于传统周期股，当前股价仍未完全反应业绩全面反转的预期，推荐三大航、春秋吉祥华夏航。伴随着国际航线的有序恢复，枢纽机场营收有望逐步恢复，我们继续看好枢纽机场流量入口的垄断地位，继续看好机场免税销售额的持续增长。当前上海机场、白云机场、深圳机场的 PB 估值水平分别为 3.2X、1.8X、1.3X 左右，仍具备向上修复空间，推荐上机、白机，关注深机。

快递：今年二、三、四季度是快递需求增长的低点，随着疫情防控优化政策落地，明年快递需求增长有望修复，且通达系之间的良性价格竞争可持续，圆通和韵达 2023 年 PE 均处于前瞻估值的历史低位水平，维持对圆通和韵达的推荐。对于顺丰来说，其每年资本开支的波动导致其利润具有周期属性，今明两年公司资本开支缩减，而整体物流需求明年有望回暖，明年顺丰的资产利用率有望继续修复，净利润将继续大幅修复，同时考虑到明年年中鄂州机场转运中心投入运营的催化，重点推荐顺丰控股。

航运：原油运输预计 23 年需求增长 5.3%，供给增长不足 1%，看好行业 23-24 年供需格局持续改善，成品油受益于炼能东移，预计需求有望持续增长，但是投资上，目前正处淡旺转换的时间点，淡季运价存在短期回落的风险，且当前股价或已包含了较高的“期权价值”，建议等待更合理的买点出现，标的建议关注中远海能；集运目前运价下行趋势较为明显，23 年预计供给增速达 7.8%，远超需求增长，且欧美转弱的消费力导致库存去化需要一定时间，行业仍需等待新的运价平衡点出现，建议关注中远海控。

投资建议：推荐密尔克卫、顺丰控股、圆通速递、韵达股份、上海机场、白云机场、中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空、中远海能。

风险提示

宏观经济增长低于预期，油价汇率剧烈波动，各公司经营情况不及预期。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032