岁末展望，2023 年航空和快递或有怎样的表现？

行业评级 看好（维持）
国家/地区 中国
行业 交通运输行业
报告发布日期 2022 年 12 月 27 日



证券分析师
刘阳 liuyang6@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860522030001
联系人
燕斯娴 yansixian1@orientsec.com.cn

核心观点

- “乙类乙管”政策落地，交运行业作为疫情影响最为严重的行业之一，在经历了近 3 年压抑后，明年行业基本面有望迎来大幅反转。值此 2022 年末，**我们基于当前政策背景、疫情演绎和其他相关事项推演，对明年航空和快递表现作出展望和预测。**
- **航空：中性预期 23 年客流可恢复至 19 年的 80%以上，价格表现或超预期。**1）短期**航班量**受政策推动+疫情影响冲高回落；**2）量展望：中性预期 2023 年客流量可恢复至 19 年的 80%以上。对于国内客流，**我们预计在经历 2-3 个月“疫情冲击期”后，将走向确定性复苏，**明年暑运或可恢复至疫情前水平（甚至超过），**春运表现对于判断后续恢复趋势较为重要；**对于国际+地区客流**，我们预计从 23 年初起，客流将开始明显恢复，考虑政策释放节奏、国内疫情进展等，**预计至 23 年底或可恢复或接近疫情前水平，**特别关注出境游团队业务等恢复节奏。综合测算**中性假设下，明年总体客流恢复至 19 年的 84%**，其中国内恢复至 89%，国际恢复至 49%，乐观/悲观假设分别为 92%和 78%；**3）价展望：快速修复上行期，票价表现或超预期。**考虑区域间疫情恢复差异、特定航线供需水平等，**或在特定阶段和特定航线上提前演绎价格弹性**；此外参考亚洲各国防疫放松/优化期价格表现，并考虑国内头部航线大幅提价+人均消费水平提升，**预计我国航空业在快速修复期，最终价格表现或超预期。预计暑运将成为行业业绩拐点或大幅释放点。**
- **快递：23 年行业件量同比增速预计可恢复至 15-20%，关注行业价格竞争。**1）疫情冲击下，短期快递行业基本面触底；**2）量展望：消费市场有望复苏，带动行业增速回暖。**基于疫情影响收敛、消费端和生产端复苏，**我们预计明年行业件量增速有望恢复至 15-20%区间。**节奏来看，我们预计 23 年全年增速呈现 **Q2/Q4 高速增长（20%左右），Q1/Q3 中低速增长（10%左右）**状态；**3）价展望：需关注行业竞争格局和价格变化。**从快递行业当前发展阶段来看，我们不认为竞争阶段性趋缓意味着格局稳固。**对于明年，我们认为行业竞争或边际加剧，需关注后续影响。**资本开支角度，行业总体资本开支高峰已过，预计 22 年开始各家均明显下降。但另一方面，今年全行业件量增速超预期下滑，预计各公司普遍存在一定产能冗余。基于产能利用率压力，我们预计各家对于件量诉求均有所提升，**在明年行业增速回暖背景下，行业价格竞争或边际加剧。持续关注行业竞争格局变化。**

投资建议与投资标的

- **展望明年，出行和快递板块虽仍面临一定疫情反复压力，但在防控措施优化、宏观经济和消费环境转暖背景下，行业基本面表现较今年将有显著改善。**
- **出行链：基本面底部、方向确立，把握出行复苏大机遇。**
  a）航空：大周期的起点，把握疫情复苏关键布局期。恢复节奏来看，当前至春节前，行业受疫情影响或有反复，春节后恢复方向明确，板块基本面将持续向上。**行情演绎来看**，在经历政策快速释放后，行业由政策演绎过渡到基本面演绎，而短期疫情影响后，行业基本面有望伴随着疫情修复和政策推动得到显著改善。**建议当前积极把握疫情复苏关键布局期。**建议关注龙头中国国航，以及民营航空春秋航空、吉祥航空、华夏航空，此外关注南方航空，中国东航；**b）机场：静待客流恢复和价值重塑。**建议关注上海机场、白云机场；
- **快递：行业增速修复期，重视快递行业性机会，特别是相对低位的直营制快递。**建议关注顺丰控股，顺周期品种，受益行业总体回暖；此外建议关注通达系快递，关注行业价格竞争变化和头部企业经营分化趋势。建议关注圆通速递、韵达股份、申通快递。

风险提示

宏观经济不及预期、疫情冲击超预期、政策不及预期、油价和汇率大幅波动风险、相关假设测算偏差风险

相关报告

疫情冲击行业件量增速下滑，增速修复期，重视快递行业性机会：——快递行业 11 月数据点评 2022-12-20
周聚焦：“新十条”出台后，航空和快递物流呈现怎样的变化? 2022-12-18
航空 11 月数据：疫情影响致投入产出环比下降，持续看好航空大周期机遇 2022-12-16
拆解美国航空业疫后复苏供需双弱之谜：我们可以更乐观 2022-12-12
出行大周期，物流大时代：——交通运输行业 2023 年度投资策略 2022-11-28

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

航空：中性预期客流可恢复至 19 年的 80%以上，价格表现或超预期.....5
短期航班量受政策推动+疫情影响冲高回落.....5
量展望：中性预期 2023 年客流量可恢复至 19 年的 80%以上.....6
价展望：快速修复上行期，票价表现或超预期.....10
快递：23 年行业件量同比增速预计可恢复至 15-20%，关注行业价格竞争...15
疫情冲击下，短期快递行业基本面触底.....15
量展望：消费市场有望复苏，带动行业增速回暖.....19
价展望：需关注行业竞争格局和价格变化.....22
投资建议.....25
风险提示.....26

图表目录

图 1：“乙类乙管”总体方案措施 5
图 2：全民航客运航班量（班） 5
图 3：国际+地区航班量（班） 6
图 4：全民航客流量（亿人次） 6
图 5：民航客流分区域分布（万人次） 6
图 6：北京市疫情指数 7
图 7：上海市疫情指数 7
图 8：美国航空业日客流和疫情对照 7
图 9：2019-2022 逐月国内客流量（亿人次） 8
图 10：出境游方式构成（2017） 9
图 11：海外主要国家/地区国际航班恢复进程 9
图 12：中性假设下 2023 年民航客流量（亿人次） 10
图 13：中性假设下 2023 年国内客流量（亿人次） 10
图 14：中性假设下 2023 年国际+地区客流量（亿人次） 10
图 15：全行业飞机利用率（小时） 11
图 16：国航和春秋逐季客公里收益（元） 11
图 17：国航和春秋逐季扣油客公里收益（元） 11
图 18：三亚凤凰机场近期入港航班量（班） 12
图 19：北京/上海-三亚票价统计（元） 12
图 20：各国 CPI 涨幅（2022 年全年较 2019 年） 13
图 21：国内头部航线提价情况（元） 14
图 22：城镇居民可支配收入与平均机票价格对比（元） 14
图 23：国航逐季归母净利润（亿元） 15
图 24：春秋逐季归母净利润（亿元） 15
图 25：全国快递服务企业当月业务量同比增速（单位：%） 16
图 26：全国快递服务企业当月单票收入（单位：元/件) 16
图 27：全国、浙江、义乌、广东当月单票收入同比增速对比 16
图 28：快递与包裹服务品牌集中度指数 16
图 29：各公司当月业务量同比增速对比 18
图 30：各公司当月单票收入对比（单位：元/件） 18
图 31：各公司当月单票收入增速对比 19
图 32：快递揽派件量（亿件） 19
图 33：社零逐月同比增速（%） 19
图 34：消费者信心指数 19

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 35：历年网购用户规模（亿）.....20
图 36：2020 人口普查人口年龄结构（亿人）.....20
图 37：社零实物网购渗透率（%）.....20
图 38：限额以上社零分品类分布（2021）.....20
图 39：人均网购包裹数（个）.....21
图 40：21-22 年行业件量和增速（亿件）.....21
图 41：21-22 年行业季度件量和增速（亿件）.....21
图 42：行业日均件量和增速逐季预测（亿件）.....22
图 43：通达系可比单票成本（元，剔除派费影响）.....22
图 44：各公司资本开支金额（亿元）.....23
图 45：主要快递公司硬件投入统计.....23
图 46：主要快递品牌日揽收情况.....24

表 1：快递月度行业数据.....16
表 2：公司月度数据明细.....17

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

12 月 26 日，国家卫健委印发《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》的通知。

图 1：“乙类乙管”总体方案措施

	主要措施
1	进一步提高老年人新冠病毒疫苗接种率
2	完善新型冠状病毒感染治疗相关药品和检测试剂准备
3	加大医疗资源建设投入
4	调整人群检测策略
5	分级分类救治患者
6	做好重点人群健康调查和分类分级健康服务
7	强化重点机构防控
8	加强农村地区疫情防控
9	强化疫情监测与应对
10	倡导坚持个人防护措施
11	做好信息发布和宣传教育
12	优化中外人员往来管理

数据来源：国家卫健委、东方证券研究所

其中特别关注“优化中外人员往来管理”措施，23 年 1 月 8 日起，取消来华人员入境后全员核酸检测和集中隔离，并有序恢复中国公民出境旅游。

政策端释放也标志着出行链由政策演绎过渡至基本面演绎。

交运行业作为疫情影响最为严重的行业之一，在经历了近 3 年压抑后，明年行业基本面有望迎来大幅反转。

值此 2022 年末，我们基于当前政策背景、疫情演绎和其他相关事项推演，对明年航空和快递表现作出展望和预测。

航空：中性预期客流可恢复至 19 年的 80%以上，价格表现或超预期

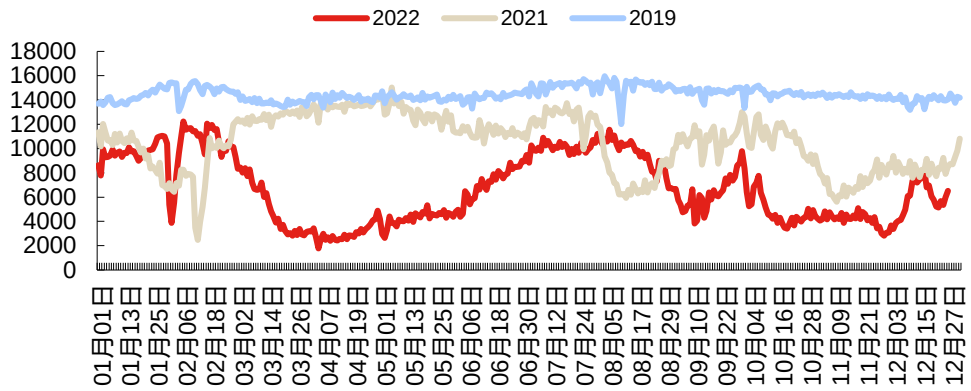
短期航班量受政策推动+疫情影响冲高回落

自“新十条”出台后，出行链总体经营环境确定性大为改善。

短期来看，受各地疫情影响，恢复水平有所波动，12 月 26 日全民航客运航班量 6527 架次，较 2019 年同期下降 53.6%，较此前最高 12 月 16 日 8117 班有所回落。预计后续各地在经历一段时间疫情冲击期后，将迎来确定性恢复。

图 2：全民航客运航班量（班）

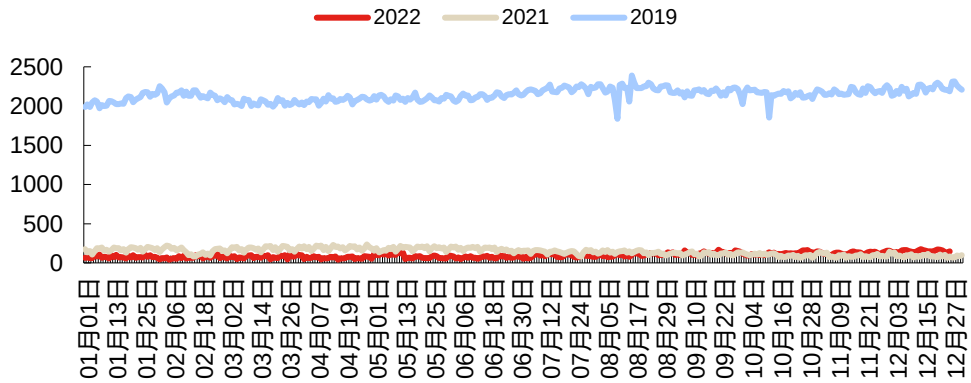
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：航班管家、东方证券研究所

国际航班方面，12 月 26 日执行国际+地区航班 146 班，同比增长 80.2%，较 19 年下滑 93.3%。

图 3：国际+地区航班量（班）



数据来源：航班管家、东方证券研究所

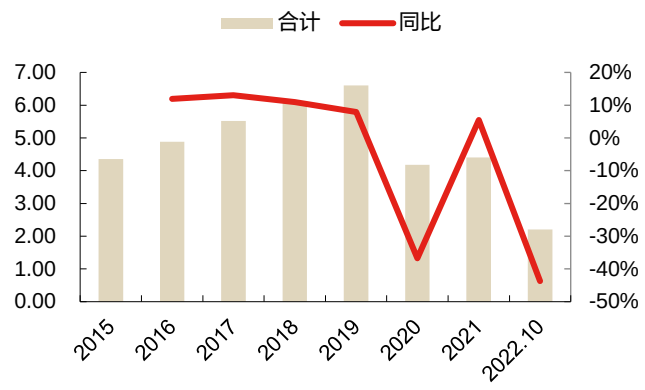
量展望：中性预期 2023 年客流量可恢复至 19 年的 80%以上

从客流结构上来看， 2019 年民航共计 6.6 亿人次客流中，8529 万人次为国际+地区客流，占比 12.9%，国内旅客 5.75 亿人次，占比 87.1%。疫情以来国际+地区客流比例显著下降，20、21 和 22 年前 10 月占比分别为 2.5%、0.5%和 0.7%。

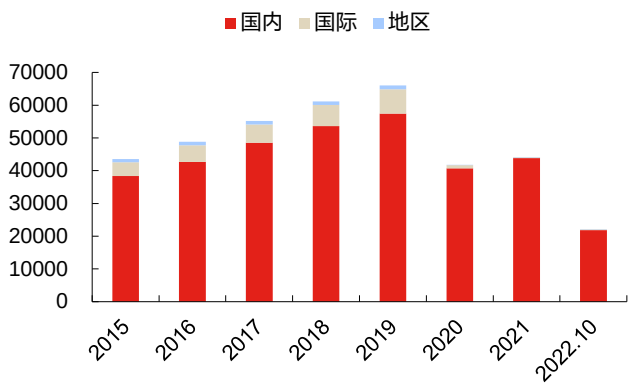
图 4：全民航客流量（亿人次）

图 5：民航客流分区域分布（万人次）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：Wind、东方证券研究所



数据来源：Wind、东方证券研究所

我们对国内和国际+地区客流分别进行展望和测算：

对于国内客流，我们预计在经历了 2-3 个月“疫情冲击期”后，将走向确定性复苏，预计明年暑运或可恢复至疫情前水平（甚至超过），此后客流增长斜率有所放缓，最终恢复至超过 19 年水平。基于：

1）百度全国各城市疫情搜索高峰进度显示，单个城市高峰持续时长普遍在 1-2 个月，整体搜索高峰结束日在 23 年 1 月底 2 月初。大城市持续时间相对较长，如北京疫情指数自 12 月初显著增长，12 月 12 日达到峰值，此后逐步下降，预计 23 年 1 月 13 为搜索高峰结束日，共持续约 1.5 个月；上海于 12 月 10 日左右显著增长，12 月 22 日达到峰值，预计 23 年 1 月 29 日结束，共持续约 1.5 个月。此外数据显示共计 354 个地级市，最早高峰结束日为 22 年 12 月 31 日（四川遂宁），最晚为 23 年 3 月 30 日（新疆克孜勒苏柯尔克孜自治州），仅极少数城市为 3 月结束，大部分城市在 1 月底 2 月初结束，**从 12 月初起计算，总体持续时长约 2-3 个月。**

图 6：北京市疫情指数



数据来源：百度健康、东方证券研究所

图 7：上海市疫情指数



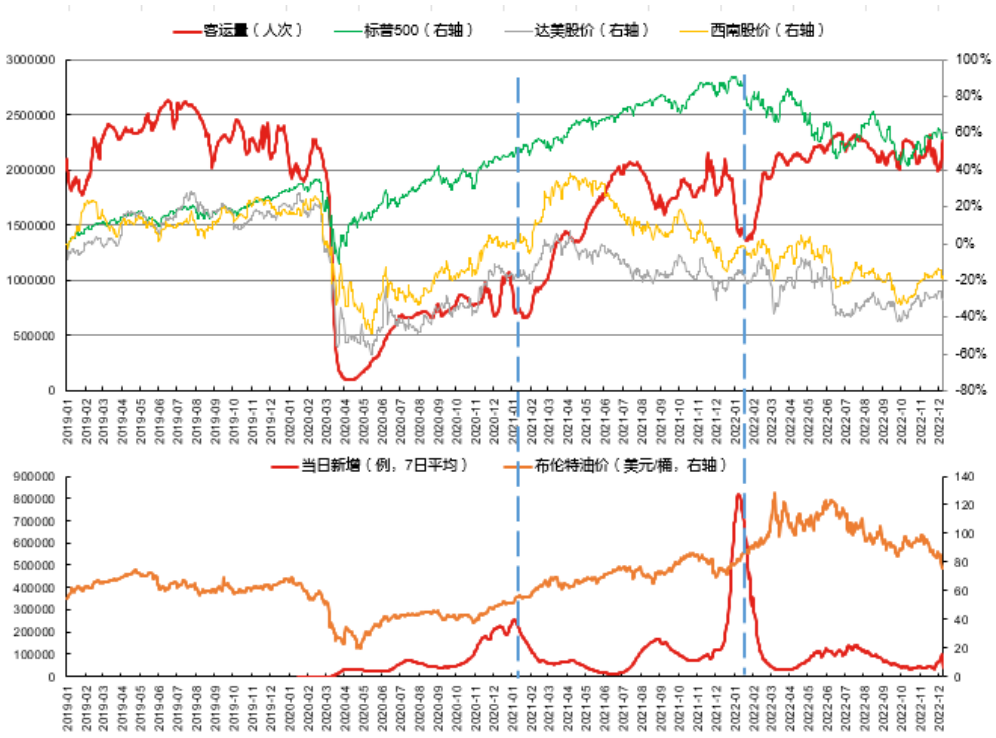
数据来源：百度健康、东方证券研究所

2）作为对比，参考美国客流恢复进程，21 年末奥密克戎疫情同样影响美国航空业约 2 个月。

观察美国航空业日度客流，自 21 年底跌破 200 万人次，最低下探至 130 万左右，此后在 22 年 2 月底恢复至 200 万以上，共影响约 2 个月。

图 8：美国航空业日客流和疫情对照

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

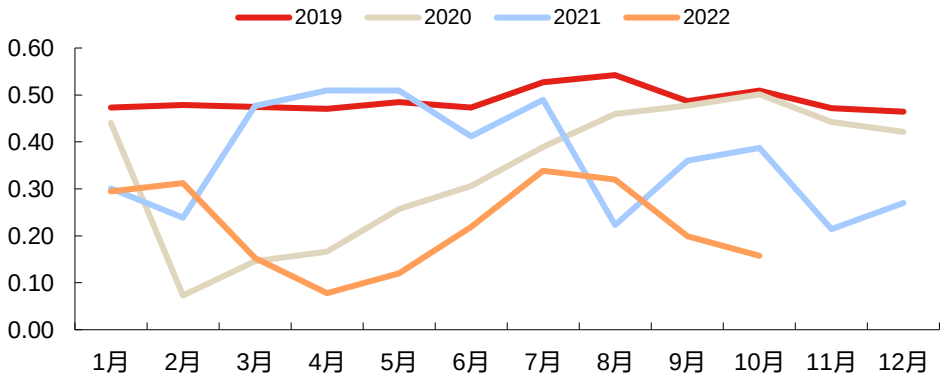


数据来源：Wind、TSA、东方证券研究所

我们预计自 23 年 1 月底，全国大部分地区疫情影响趋缓，叠加春节返程高峰，行业客流将迎来报复式反弹且具有较强持续性。参考 20 年以来在疫情影响相对缓和时期客流表现，预计该阶段国内客流总体可恢复至 19 年的 80%以上甚至超过 19 年，并在暑运期间得到更好表现。最终表现的不确定性或来自于疫情进一步演变、社会经济恢复进程等。

其中 23 年春运总体表现，我们认为对于判断后续恢复趋势较为重要。

图 9：2019-2022 逐月国内客流量（亿人次）



数据来源：Wind、东方证券研究所

对于国际+地区客流，我们预计从 23 年初起，客流将开始明显恢复，总体恢复周期或较国内更长。

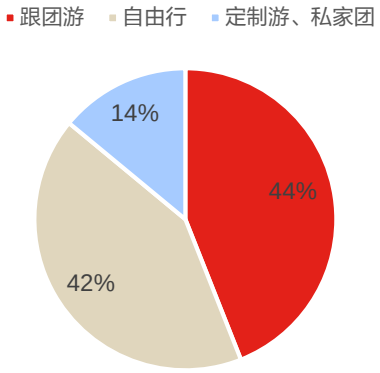
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

考虑政策释放节奏、国内疫情进展、出境团队游政策进展、航司航线审批和旅客护照签证等流程性事务进展等，**我们预计至23年底或可恢复或接近疫情前水平。全年总体恢复节奏或先慢后快。**23 年 1 月 8 日起入境隔离政策取消，后续关注出境游团队业务、签证护照办理等恢复节奏。

对于入境客流，入境隔离政策和供给端国际航班“五个一”政策取消，入境已无阻碍。

对于出境客流，政策为“根据国际疫情形势和各方面服务保障能力，有序恢复中国公民出境旅游”。后续虽入境无阻碍，但考虑疫情前每年通过团队形式出境游客比例超过 50%，出境团队游政策也一定程度制约出境游放量。**仍需关注后续相关政策变化。**

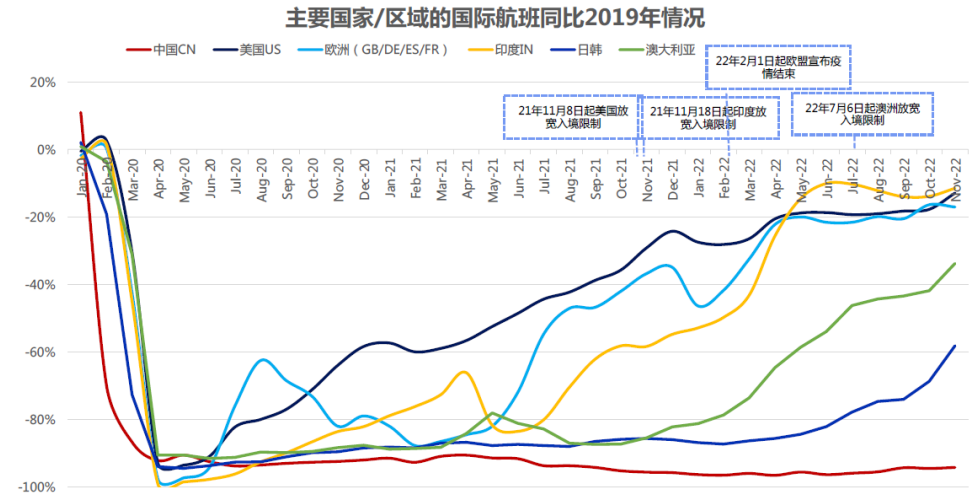
图 10：出境游方式构成（2017）



数据来源：中国旅游研究院、东方证券研究所

参考海外各国/区域国际/地区航班恢复节奏，除美国自疫情初期以来基本保持稳健恢复外，其他国家/区域如欧洲/印度等均花费 1 年左右恢复至相对平稳。如欧洲和印度均自 21 年中启动恢复，22 年 4-5 月恢复至相对平稳； 澳大利亚自 21 年 10 月左右启动，目前恢复至疫情前 70%左右。仍处于修复进程；日韩自今年 3 月左右启动，目前由 19 年 10%左右恢复至 40-50%，仍处于快速修复阶段。

图 11：海外主要国家/地区国际航班恢复进程



数据来源：航班管家、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

综合以上，

对于国内客流，我们预计 23 年春节后将快速恢复至 19 年同期 80%以上甚至更高，其不确定性来自于国内疫情变化、社会经济恢复进程等。其中春运表现对于判断后续恢复进程较为重要；

对于国际+地区客流，我们预计 23 年底或可恢复或接近疫情前水平，总体节奏前慢后快。入境隔离和国际航班“五个一”政策已取消，后续关注出境团队游、护照签证签发等恢复节点。

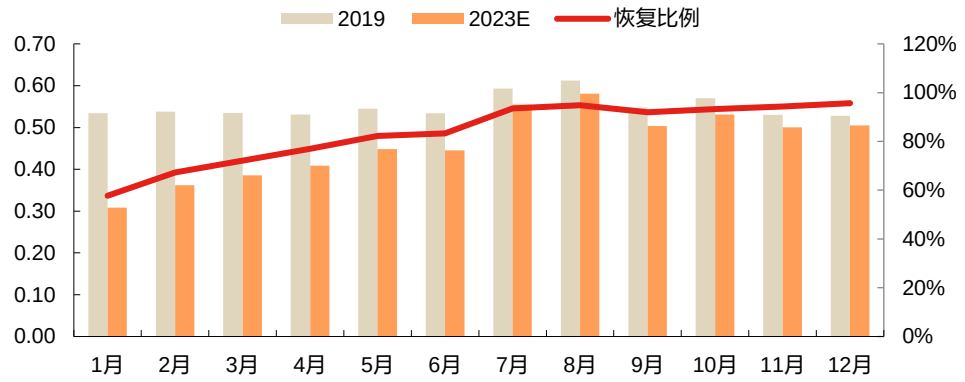
综合考虑上述假设，我们预计：

中性假设下，明年总体客流恢复至 19 年的 84%，其中国内恢复至 89%，国际恢复至 49%；

乐观假设下，明年总体客流恢复至 19 年的 92%，其中国内恢复至 97%，国际恢复至 57%；

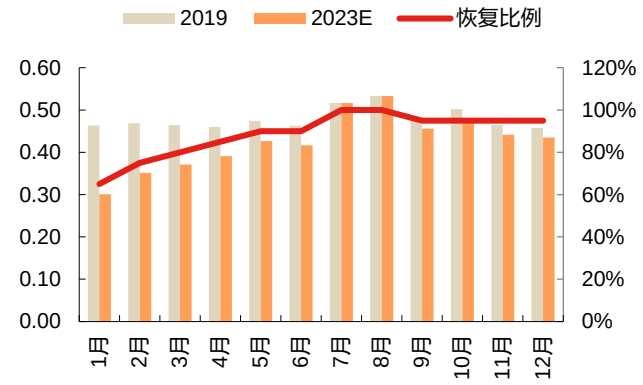
悲观假设下，明年总体客流恢复至 19 年的 78%，其中国内恢复至 84%，国际恢复至 38%。

图 12：中性假设下 2023 年民航客流量（亿人次）



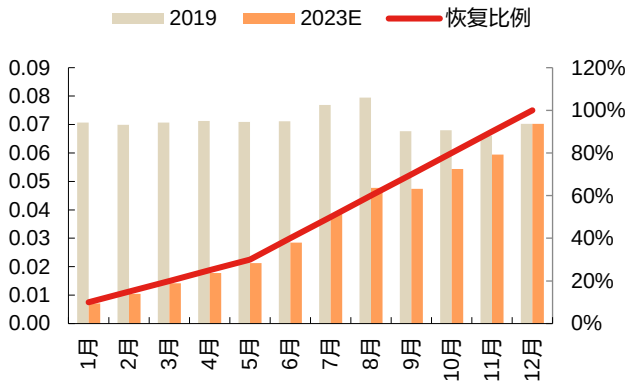
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 13：中性假设下 2023 年国内客流量（亿人次）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 14：中性假设下 2023 年国际+地区客流量（亿人次）



数据来源：Wind、东方证券研究所

价展望：快速修复上行期，票价表现或超预期

从航司收益管理和票价策略角度，

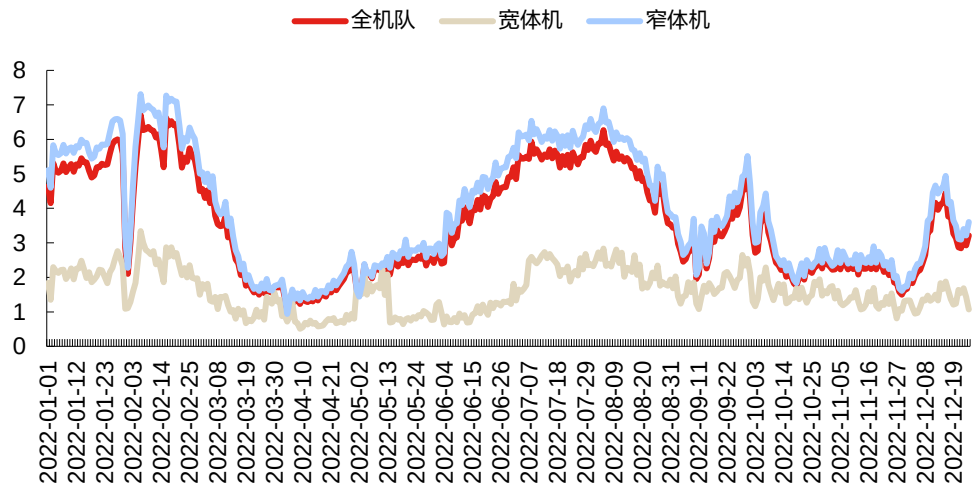
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

疫情前，航司收益管理重心在管控既定航班的舱位，即在航班相对确定的决策环境下，通过票价策略，管控上座率，最终达到理想的量价水平；

疫情后，面对市场需求低谷，大部分航班承受负边际压力，面临飞与不飞的抉择，航司收益管理重心很大程度转移到航班计划维度，即决定航线和航班最终是否执飞。

因此短期来看，我们认为在当前行业总体尚处于较低的运行水平下，大量飞机利用率不足甚至长期停场，尚难以期待行业端的票价大幅抬升。

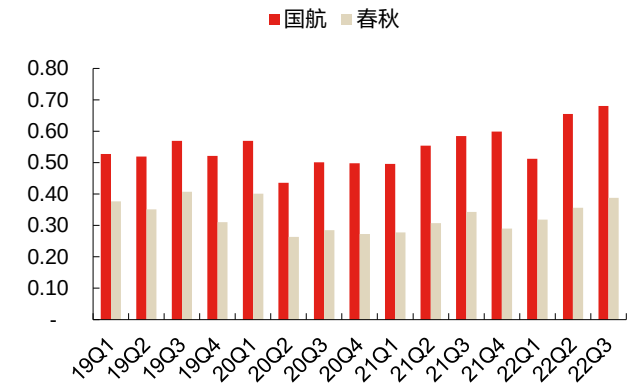
图 15：全行业飞机利用率（小时）



数据来源：航班管家、东方证券研究所

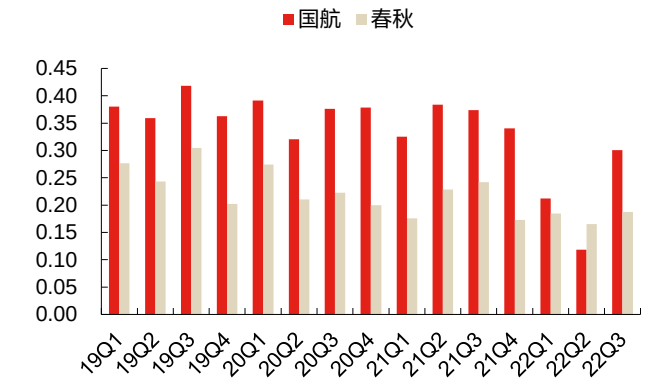
从疫情以来表现看，各航司除油票价并未在疫情相对缓和时期有显著抬升。

图 16：国航和春秋逐季客公里收益（元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 17：国航和春秋逐季扣油客公里收益（元）



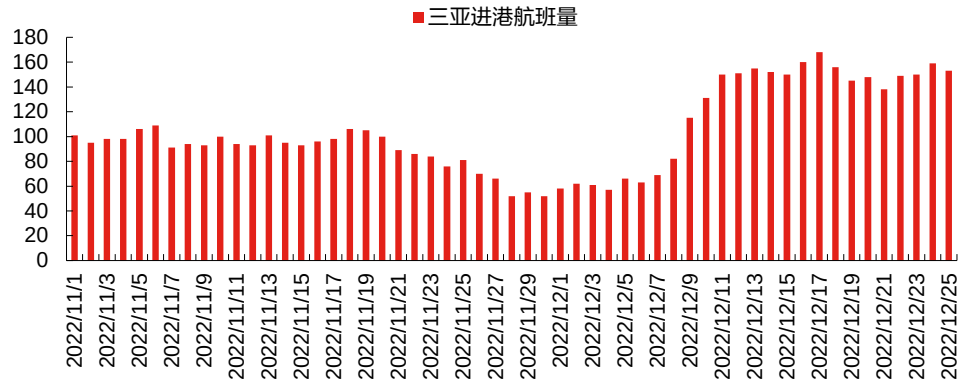
数据来源：公司公告、东方证券研究所（客运收入-航油成本口径）

展望明年，我们认为行业表现总体仍遵循**“量恢复先于价恢复”**的原则，但考虑区域间疫情恢复差异、特定航线供需水平等，或在特定阶段和特定航线上提前演绎价格弹性；此外参考亚洲各国防疫放松/优化期价格表现，**预计我国航空业在快速修复期，最终价格表现或超预期。**

如近期伴随各地疫情特别是北京疫情逐步好转，三亚进港航班量快速增长，票价表现突出。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 18：三亚凤凰机场近期入港航班量（班）



数据来源：航班管家、东方证券研究所

我们静态统计 12 月 27 日（周二）和 30 日（周五）北京-三亚和上海-三亚机票价格，

北京-三亚 27 日（17 班）和 30 日（16 班）平均票价分别为 2761 和 3819 元，总航距 2710 公里，折合单公里票价为 1.02 和 1.41 元；

上海-三亚 27 日（10 班）和 30 日（11 班）平均票价分别为 1445 和 1793 元，总航距 2050 公里，折合单公里票价为 0.70 和和 0.87 元；

北京-三亚票价表现显著好于上海-三亚，反映出当前特定区域和航线的恢复水平差异。

图 19：北京/上海-三亚票价统计（元）

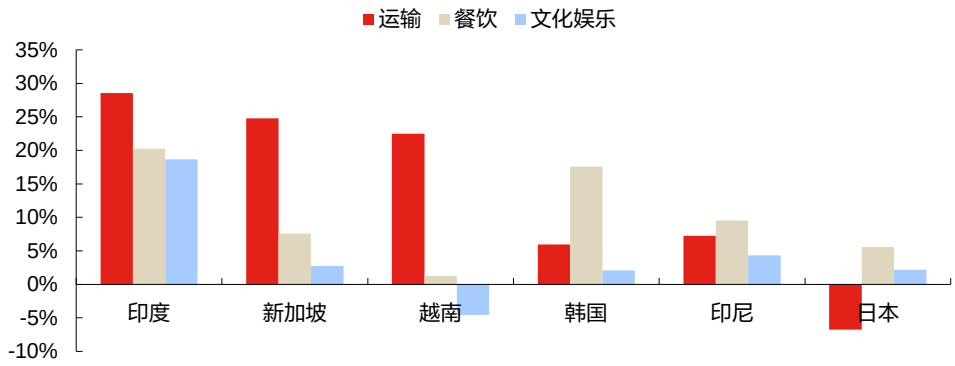
航班	北京-三亚		上海-三亚	
	12月27日（周二）	12月30日（周五）	12月27日（周二）	12月30日（周五）
1	国航 2710	东航 3187	东航 1594	金鹏 1240
2	东航 2162	国航 3290	上航 1046	上航 1942
3	国航 3510	厦航 3090	吉祥 2150	吉祥 1300
4	海航 2400	国航 3290	东航 1594	东航 2291
5	厦航 1990	海航 4080	海航 1520	海航 1620
6	海航 3190	国航 4440	吉祥 1800	吉祥 1610
7	国航 3510	国航 4440	吉祥 1300	东航 2291
8	海航 3020	海航 4080	上航 1245	吉祥 1610
9	国航 3510	国航 4440	吉祥 1300	上航 1594
10	国航 4440	国航 4440	海航 900	吉祥 1930
11	中联航 2390	中联航 3310		上航 2291
12	海航 2400	海航 3370		
13	河北航 2020	河北航 4040		
14	国航 4440	国航 4440		
15	海航 1860	海航 4080		
16	首都航 1770	川航 3090		
17	川航 1620			
	平均票价 2761	3819	1445	1793
	单公里票价 1.02	1.41	0.70	0.87

数据来源：航旅纵横、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

对于明年整体票价表现，21 年四季度亚洲各国普遍进入防疫放松（优化）期，参考今年以来的 CPI 价格表现，总体较 19 年普遍上涨。其中交通、餐饮（部分国家为食品）、文化娱乐等服务类消费大部分呈现上涨，**反映出服务类消费在疫后价格修复弹性较大。**

图 20：各国 CPI 涨幅（2022 年全年较 2019 年）



数据来源：Wind、东方证券研究所（日本和印度餐饮项为食品 CPI）

我们认为对于国内，在快速修复期或可同样呈现较大幅度的价格回升/上涨，实际票价表现或超越疫情前同等供需环境下的价格表现。基于：

1）头部航线经济舱全价票大幅提价

国内头部航线自 2017 年底开始执行价格市场化后，截至目前头部航线普遍提升 70%左右，为后续实际提价兑现提供了良好的基础。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 21：国内头部航线提价情况（元）

排名	航线	原指导价（元，17年）	22年冬春航季最高票价（元）	最新价格较原指导价涨幅
1	北京-上海	1240	2150	73%
2	北京-成都	1690	2950	75%
3	北京-深圳	2080	3650	75%
4	上海-广州	1350	2350	74%
5	北京-广州	1910	3360	76%
6	上海-深圳	1400	2230	59%
7	上海-成都	1760	3090	76%
8	北京-杭州	2200	3210	46%
9	北京-重庆	1640	2870	75%
10	广州-成都	1430	2070	45%
11	上海-重庆	1550	2470	59%
12	广州-杭州	1180	1700	44%
13	北京-西安	1850	2950	59%
14	深圳-成都	1480	2580	74%
15	北京-三亚	2530	4440	75%
16	北京-长沙	1480	2140	45%
17	上海-西安	1390	2430	75%
18	深圳-杭州	1260	2200	75%
19	广州-重庆	1250	1990	59%
20	上海-青岛	1050	1820	73%
21	北京-昆明	2550	3380	33%
22	深圳-重庆	1340	2340	75%
23	上海-厦门	1260	2200	75%
24	广州-南京	1310	2090	60%
25	大连-上海	1130	1790	58%
26	北京-海口	2390	4190	75%
27	深圳-南京	1540	2690	75%
28	北京-哈尔滨	1180	1870	58%
29	上海-昆明	2340	3410	46%
30	北京-厦门	1760	3090	76%

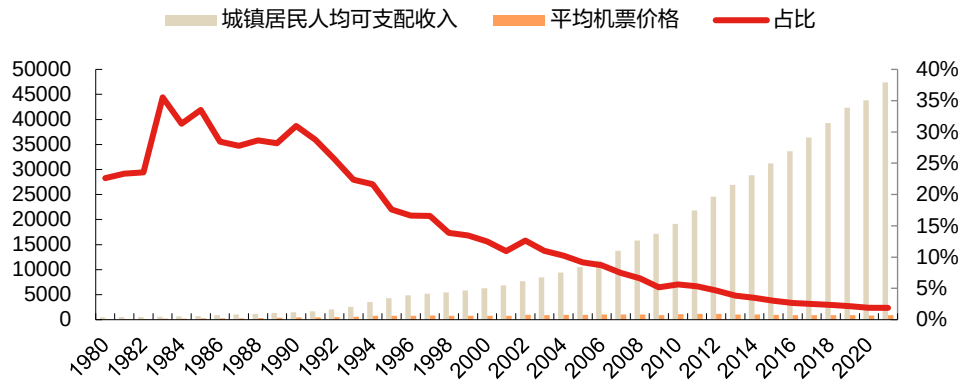
数据来源：民航局、携程网、东方证券研究所

2）消费力角度，人均收入水平提高带来更高票价承受力，票价提升同样具备社会基础

自改革开放以来，机票价格占城镇居民可支配收入比重持续下降，19-21年占比分别为2.2%、1.9%和1.9%。占比的持续降低也推动民航大众化普及。

图 22：城镇居民可支配收入与平均机票价格对比（元）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



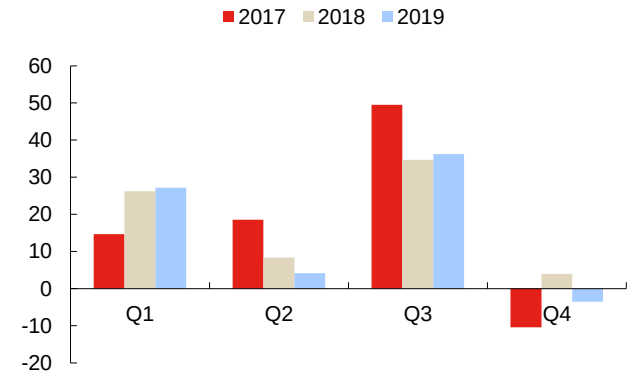
数据来源：Wind、从统计看民航、东方证券研究所

基于上述恢复节奏，我们测算行业明年全年大概率可实现盈利。**节奏来看，预计暑运将成为行业业绩拐点/大幅释放点。**

中性假设下，23 年 Q1-Q4 旅客量相比 19 年分别恢复至 66%、81%、93%和 94%。基于航司普遍的业绩季节性波动，我们预计 23Q3 或成为行业业绩拐点；

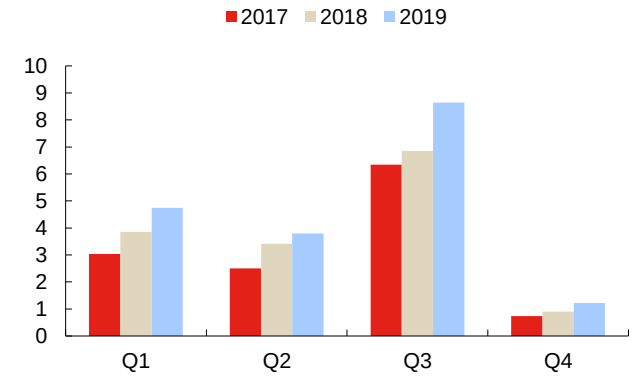
乐观假设下，23 年 Q1-Q4 旅客量相比 19 年分别恢复至 70%、89%、104%和 104%。在总需求超越 19 年，叠加前述较好的票价提升基础，23Q3 业绩或有大幅释放；

图 23：国航逐季归母净利润（亿元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 24：春秋逐季归母净利润（亿元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

快递：23 年行业件量同比增速预计可恢复至 15-20%，关注行业价格竞争

疫情冲击下，短期快递行业基本面触底

最新数据来看，全行业 11 月收入与件量增速均为负，疫情冲击下行业基本面触底。

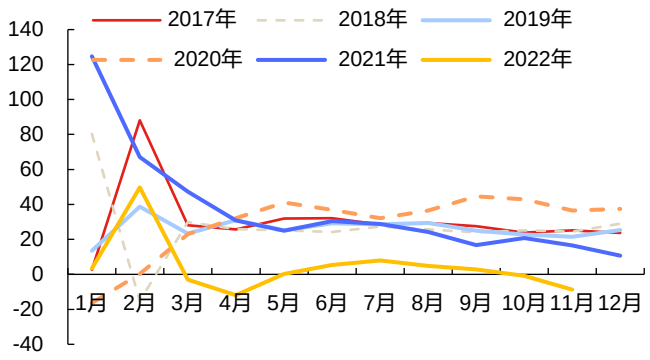
1）疫情冲击下全行业当月快递收入同比跌幅扩大。11 月快递业务收入 978.5 亿元，同比-9.0%，环比 8.4%。1-11 月累计业务收入 9569.80 亿元，同比+1.6%。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2）当月业务量同比-8.7%，同城件量为行业主要拖累因素。11 月快递业务量 103.5 亿件，同比-8.7%，环比+4.9%。国际及港澳台件 11 月同比+16.8%；异地件同比-7.4%；同城件件量增速持续下降，同比-20.7%。**1-11 月累计**快递业务量 1002.1 亿件，同比+2.2%。**集中度：**CR8 为 84.6%，较上月下降 0.2。

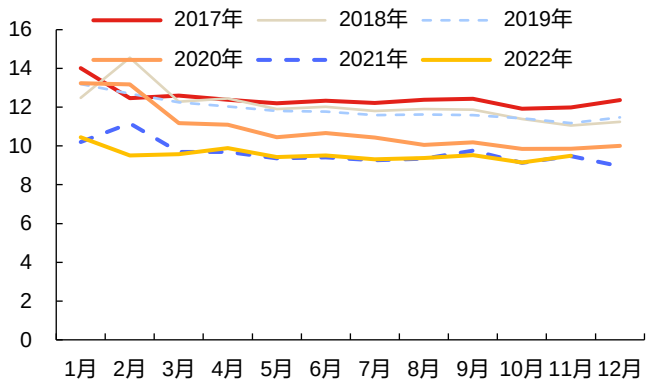
3）全行业单票收入略有下降，区域表现差异较大。11 月平均单票收入 9.46 元，同比-0.3%，环比+3.4%；**1-11 月累计单票收入** 9.55 元，同比-0.5%。**重点区域中，浙江 11** 月单票收入 5.27 元，同比-7.7%，同比增速 6 个月来持续负增长，其中**金华（义乌）**11 月单票收入 2.82 元，同比-14.8%，跌幅持续扩大。**广东 11** 月单票收入 8.80 元，同比+10.2%，连续 5 个月取得正增长，且增幅持续扩大。

图 25：全国快递服务企业当月业务量同比增速（单位：%）



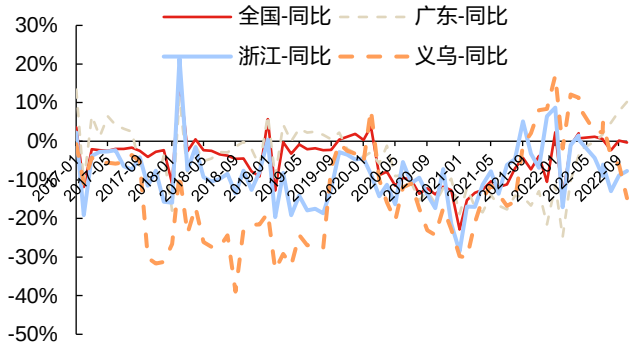
数据来源：国家邮政局、东方证券研究所

图 26：全国快递服务企业当月单票收入（单位：元/件）



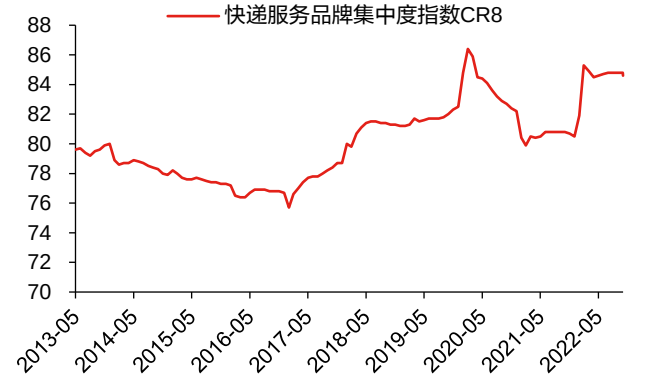
数据来源：国家邮政局、东方证券研究所

图 27：全国、浙江、义乌、广东当月单票收入同比增速对比



数据来源：国家邮政局、东方证券研究所

图 28：快递与包裹服务品牌集中度指数



数据来源：国家邮政局、东方证券研究所

表 1：快递月度行业数据

	当月值	同比增速	环比增速	累计值	累计同比
收入（亿元）	978.50	-9.00%	8.4%	9,569.8	1.60%
分产品：同城	63.7	-16.9%	25.1%	622.0	-16.0%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

异地	482.4	-10.8%	8.4%	4,717.9	0.0%
国际/港澳台	115.2	3.6%	18.2%	1,043.1	-7.0%
业务量（亿件）	103.5	-8.7%	4.9%	1,002.1	2.2%
分产品：同城	11.30	-20.7%	7.4%	116.7	-8.5%
异地	89.9	-7.4%	4.3%	867.6	4.1%
国际/港澳台	2.2	16.8%	20.6%	17.8	-7.5%
单票收入（元）	9.5	-0.3%	3.4%	9.6	-0.5%
分产品：同城	5.6	4.8%	16.5%	5.3	-9.0%
异地	5.4	-3.6%	4.0%	5.4	-4.0%
国际/港澳台	51.8	-11.3%	-2.0%	58.5	1.0%

数据来源：国家邮政局、Wind、东方证券研究所

分公司来看，疫情冲击下通达系收入及件量增速下滑显著，顺丰件量增速领跑。

1）收入端：申通当月快递业务收入增速连续 9 个月领跑。

11 月快递业务收入增速申通（8.9%）>圆通（-1.9%）>顺丰（-3.2%）>韵达（-4.7%），**1-11 月累计增速**申通（35.7%）>圆通（21.9%）>韵达（18.2%）>顺丰（4.3%）；

2）件量端：疫情冲击下通达系件量增速下滑显著，顺丰件量增速领跑。

11 月业务量同比增速：顺丰（2.9%）>申通（2.2%）>圆通（-6.7%）>韵达（-21.4%）；**1-11 月累计业务量增速，**申通（18.7%）>圆通（6.2%）>顺丰（3.8%）>韵达（-2.7%）。**11 月当月市场份额圆通持续领跑，**圆通（15.7%）>韵达（14.3%）>申通（11.7%）>顺丰（10.2%）。

3）退货件拉动顺丰单票收入结构性下降，双十一大促下通达系单票收入均同比正增长。

11 月顺丰单票收入 14.87 元，同比-6.0%，环比-1.1%，主要系双十一电商大促期间，单价相对较低的电商退货件量同比增长强劲所致；**圆通**单票收入 2.72 元，同比 5.2%，环比 7.9%，剔除菜鸟裹裹影响单票收入约 0.12 元，同比增长 0.7%；**韵达**单票收入 2.88 元，同比 21.0%，环比 8.3%。**申通**单票收入 2.62 元，同比 6.5%，环比 7.8%，剔除菜鸟裹裹影响单票收入约 0.15 元，同比增长 0.4%。

1-11 月单票收入：顺丰 15.72 元，同比增长 0.6%，韵达 2.59 元，同比增长 21.5%，圆通 2.57 元，同比增长 14.8%，申通 2.51 元，同比增长 14.3%。

表 2：公司月度数据明细

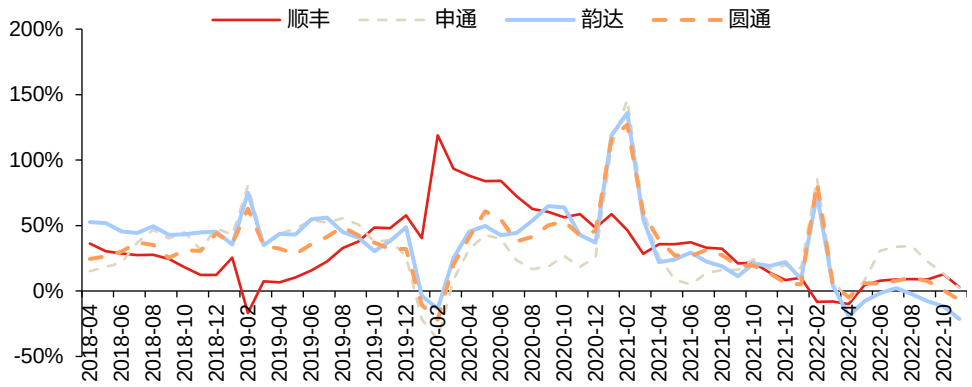
2022 年 11 月公司数据					
	当月值	同比	环比	累计	累计同比
快递业务收入（亿元）					
顺丰	157.2	-3.2%	11.3%	1,558.6	4.3%
申通	31.7	8.9%	4.4%	295.6	35.7%
韵达	42.6	-4.7%	5.5%	417.4	18.2%
圆通	44.3	-1.9%	10.8%	408.9	21.9%
行业	978.5	-9.0%	8.4%	9,569.8	1.6%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

快递业务量（亿件）					
顺丰	10.6	2.9%	12.6%	99.2	3.8%
申通	12.1	2.2%	-3.4%	117.9	18.7%
韵达	14.8	-21.4%	-2.4%	161.1	-2.7%
圆通	16.3	-6.7%	2.8%	158.9	6.2%
行业	103.5	-8.7%	4.9%	1,002.1	2.2%
单票收入（元/件）					
顺丰	14.87	-6.0%	-1.1%	15.72	0.6%
申通	2.62	6.5%	7.8%	2.51	14.3%
韵达	2.88	21.0%	8.3%	2.59	21.5%
圆通	2.72	5.2%	7.9%	2.57	14.8%
行业	9.46	-0.3%	3.4%	9.55	-0.5%
市场份额					
顺丰	10.2%	1.2%	0.7%	9.9%	0.2%
申通	11.7%	1.2%	-1.0%	11.8%	1.6%
韵达	14.3%	-2.3%	-1.1%	16.1%	-0.8%
圆通	15.7%	0.3%	-0.3%	15.9%	0.6%

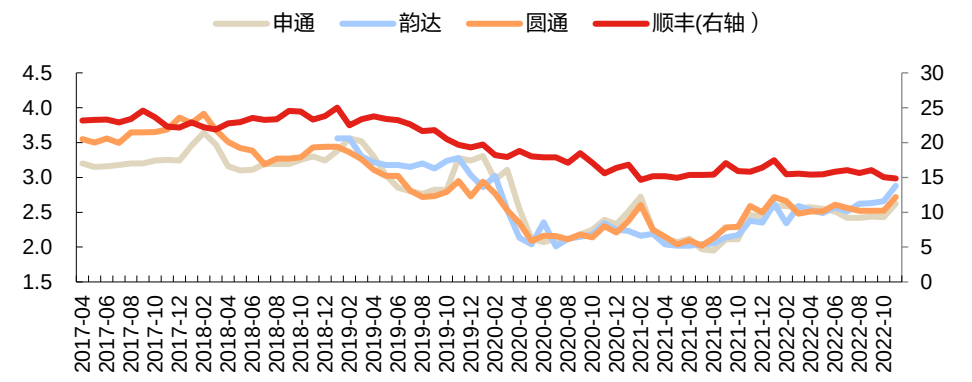
数据来源：公司公告、国家邮政局、东方证券研究所

图 29：各公司当月业务量同比增速对比



数据来源：国家邮政局、公司公告、东方证券研究所

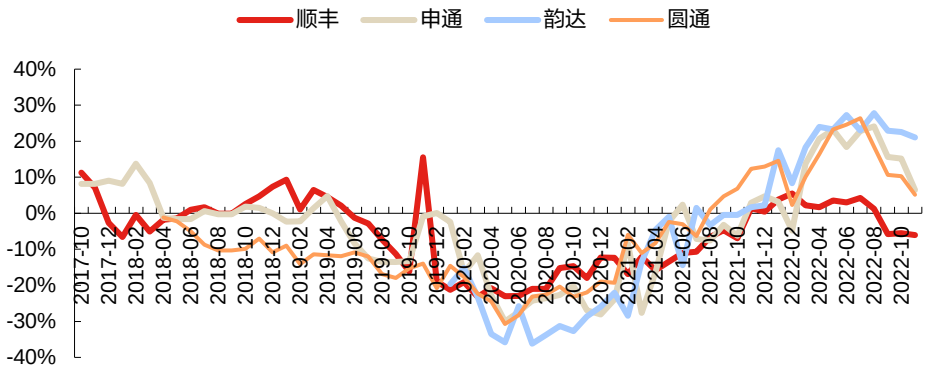
图 30：各公司当月单票收入对比（单位：元/件）



数据来源：国家邮政局、公司公告、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

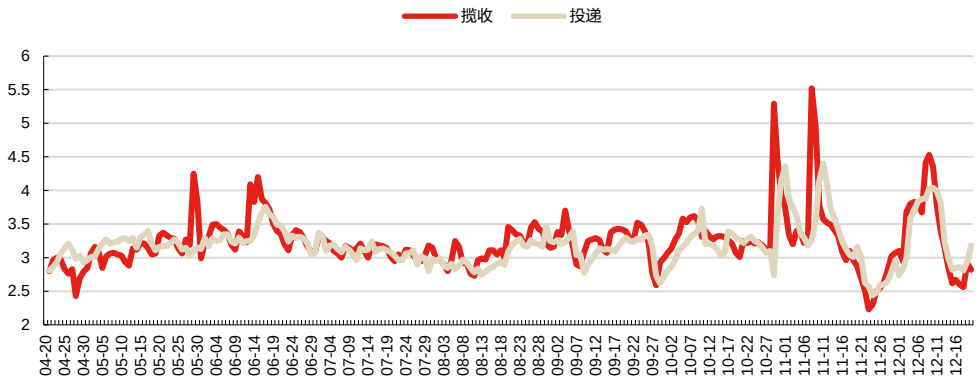
图 31：各公司当月单票收入增速对比



数据来源：国家邮政局、公司公告、东方证券研究所

高频数据来看，受疫情影响网络不畅，12 月以来（至 12 月 23 日）快递揽收件量同比去年同期下滑 2.7%。

图 32：快递揽派件量（亿件）



数据来源：交通运输部、东方证券研究所

量展望：消费市场有望复苏，带动行业增速回暖

对于 2023 年，我们认为在今年行业较低的增速水平下，基于疫情影响收敛、消费端和生产端有望复苏，明年行业或迎来较大幅度的增速回暖。

1）今年疫情散发对快递行业冲击显著大于 20-21 年，明年件量增速或有较大幅度回暖。

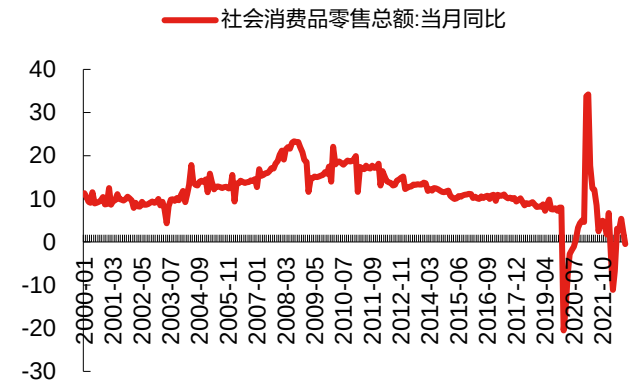
20-21 年，快递行业受益疫情线下接触式消费停滞，行业增速不降反升，而今年以来由于各地散发疫情，快递行业网络运行和业务量始终未能达到较好的恢复水平。

此外从社零增速和消费者信心指数来看，均降至历史低位。

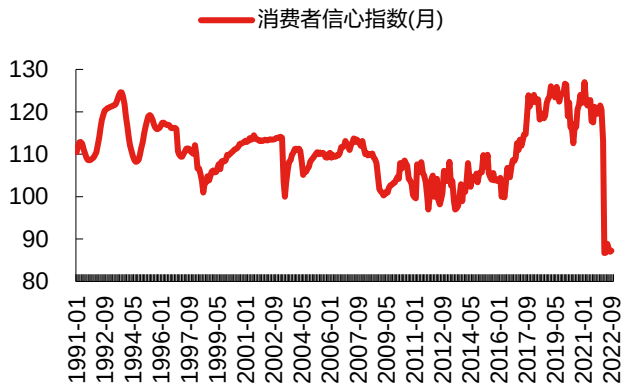
图 33：社零逐月同比增速（%）

图 34：消费者信心指数

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：Wind、东方证券研究所



数据来源：Wind、东方证券研究所

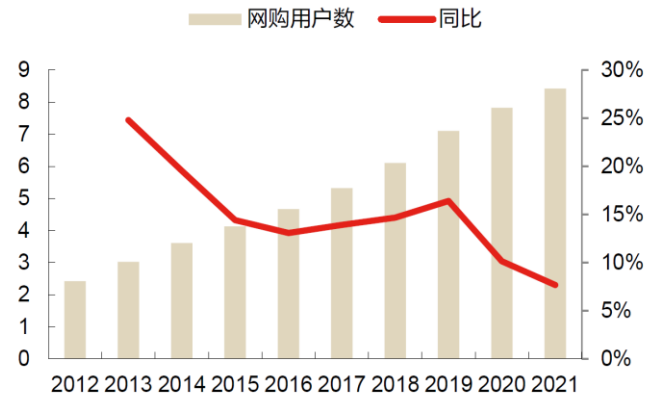
因此在防疫政策优化、疫情冲击影响边际收敛背景下，我们认为明年线上线下消费市场或有显著修复，并带动快递件量增速回暖。

2）中长期看，行业件量增速中枢下降。

从行业总体发展阶段来看，在经历了 10 年高速成长期后，电商行业总体进入增速换挡阶段：

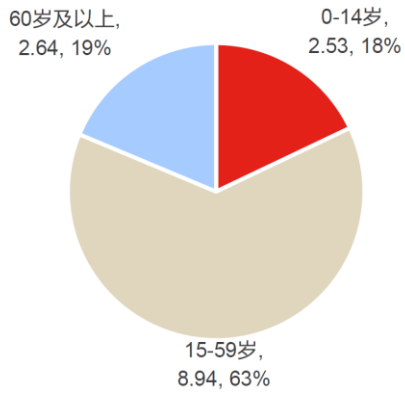
- **网购人数增长放缓。**疫情催化网购用户渗透率跃升，叠加电商直播等新网购模式的兴起也促进网购用户人数进一步增长，2021 年我国网购用户数达到 8.42 亿人，占总人口的比率达到 60%，已达到较高水平。

图 35：历年网购用户规模（亿）



数据来源：中商情报网、东方证券研究所

图 36：2020 人口普查人口年龄结构（亿人）



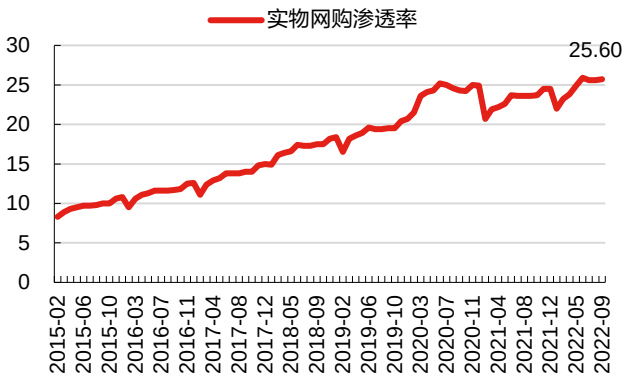
数据来源：Wind、东方证券研究所

- **品类渗透难度加大。**2021 年实物商品网上零售额占社零比重约 24.5%，剔除较难线上化或基本不涉及快递的汽车类、建筑及装潢材料类、石油及制品类、烟酒类（烟禁止网上售卖）、家具类（大件不涉及快递）、中西药品类（处方药无法网上零售）等，预计剩余品类线上渗透率已接近 50%。

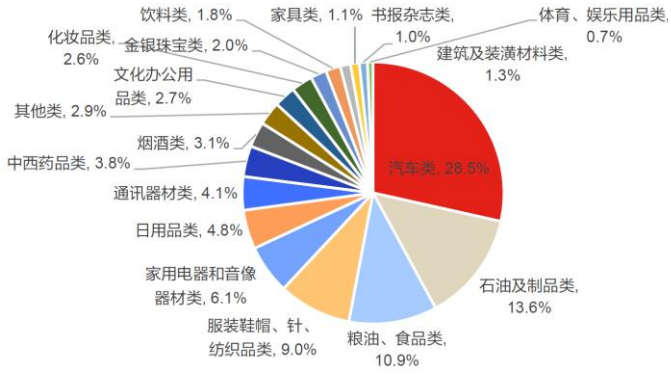
图 37：社零实物网购渗透率（%）

图 38：限额以上社零分品类分布（2021）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



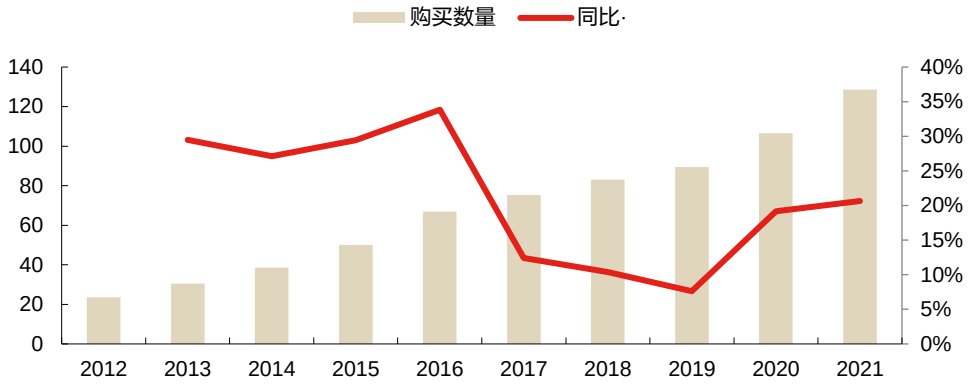
数据来源：Wind、东方证券研究所



数据来源：Wind、东方证券研究所

■ **人均包裹数仍有一定提升空间。**2020-2021 年受益疫情下消费向线上进一步转移及兴趣电商、社交电商等新型电商带动，人均网购包裹数分别增长约 29%和 28%，高于疫情前的 2017-2019 年的增长水平。

图 39：人均网购包裹数（个）



数据来源：中商情报网、东方证券研究所

展望后续，我们预计行业件量中枢在“十四五”期间或能维持在 **10-15%的中高速水平**，相比 2021 年 30%左右增速明显下行，**即行业逐步进入成熟期。**

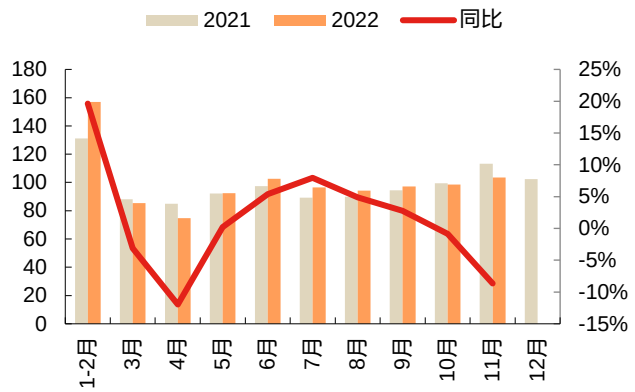
对于明年，我们综合考虑低基数和疫情影响，预计 2023 年行业同比增速可恢复到 15-20%区间。

节奏来看，考虑今年全年件量同比分布，我们预计 23 年全年增速呈现 Q2/Q4 高速增长（20%左右），Q1/Q3 中低速增长（10%左右）状态。

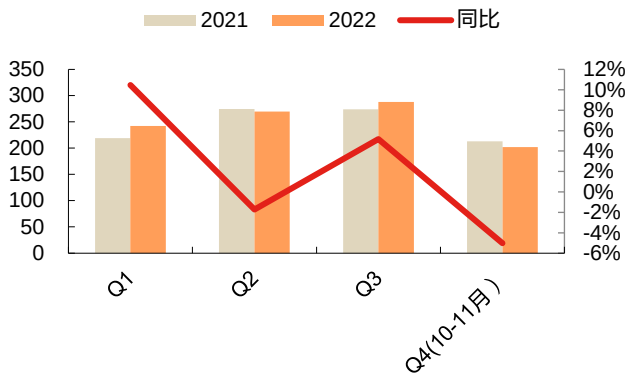
图 40：21-22 年行业件量和增速（亿件）

图 41：21-22 年行业季度件量和增速（亿件）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：Wind、东方证券研究所



数据来源：Wind、东方证券研究所

假设行业恢复无外部影响，明年行业件量增速 15-20%，考虑今年件量增速约 1%，对应 23 年相比 21 年复合增速介于 7%-10%之间，测算明年 Q1-Q4 逐季增速区间分布：

图 42：行业日均件量和增速逐季预测（亿件）

	2021	2022	2023E		季度同比增速	
			15%	20%	15%	20%
Q1	2.44	2.69	2.79	2.95	4%	10%
Q2	3.02	2.97	3.46	3.65	17%	23%
Q3	2.98	3.13	3.41	3.60	9%	15%
Q4	3.49	3.31	3.99	4.22	21%	27%

数据来源：Wind、东方证券研究所

价展望：需关注行业竞争格局和价格变化

在行业增速回暖背景下，也需关注明年行业竞争格局和价格变化。

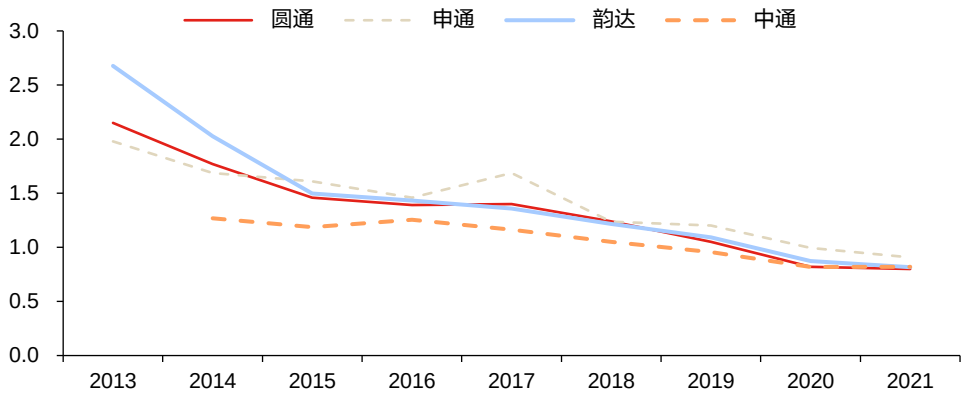
自 21 年中以来，政策推动+行业自发，推动行业竞争趋于缓和：

政策方面，21 年监管频频出手整治价格战乱象。地方、省级和国家级监管部门分别下发文件，针对不正当市场竞争、区域差异化派费等问题提出了相应措施，要求保障快递员合理劳动报酬、落实快递企业主体责任。

行业自发角度，当前行业面临人工成本和油价上涨的压力，同时头部企业间成本趋同，行业在此阶段在监管推动下共同寻求价格提升与盈利增长，价格竞争阶段性趋于缓和。

图 43：通达系可比单票成本（元，剔除派费影响）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

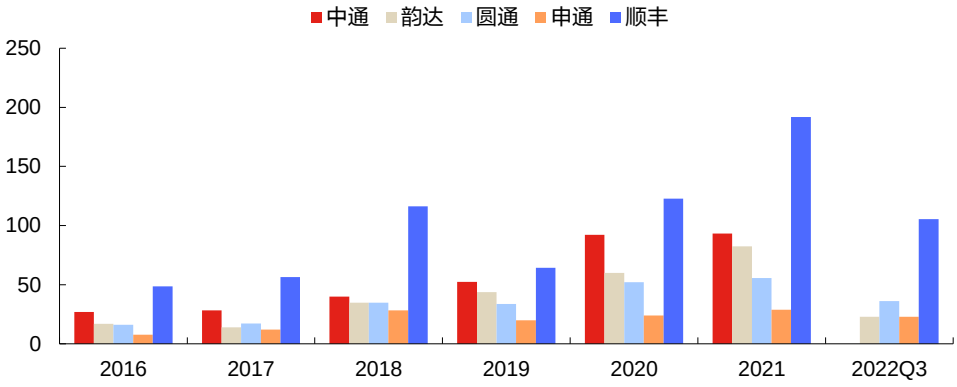
展望后续，我们不认为竞争阶段性趋缓意味着格局稳固。实际上参考各行业发展历程，从成长期到成熟期的过渡阶段，企业之间最大的特点是最终走向分化，并重塑格局。

未来随着油价等成本下行，监管切入点调整等，同时某个（些）头部企业一旦通过经营效率优化，发展出更具备优势和性价比的产品，则行业可能会进行新一轮洗牌和头部集中。

对于明年，我们认为行业竞争或边际加剧，需关注后续影响。

资本开支角度，行业总体资本开支高峰已过，预计 22 年开始各家均明显下降。

图 44：各公司资本开支金额（亿元）



数据来源：Wind、东方证券研究所（口径为购建固定资产、无形资产等支付的现金）

但另一方面，今年全行业件量增速超预期下滑，全年件量增速预计仅 1%左右，预计各公司普遍存在一定产能冗余。仅从账面数字来看，相比 21 年末，22H1 各家公司在不同硬件科目上普遍有所新增。

图 45：主要快递公司硬件投入统计

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

		中通	圆通	韵达	申通	顺丰
土地面积	2021		未披露	未披露	未披露	15313亩
	2022H1		未披露	未披露	未披露	15625亩
转运中心	2021	99个分拣中心，88个自营	75个自营	76个自营枢纽转运中心	77个直营转运中心	324快递中转场
	2022H1	99个分拣中心，其中87个自营	74	77	77	322快递中转场
车辆	2021	10900自营干线车辆	5370辆自有干线运输车辆；7600辆全网干线运输车辆	未披露	4000辆干线运输车辆	95000辆全球运营管理干支线货车
	2022H1	11000	5,332 辆自有干线运输车辆；超 7,000 辆全网干线运输车辆	未披露	4500	93000
末端网点	2021	30400	64000	32,274	30000	189000
	2022H1	30900	74000	29,844	未披露	173000
加盟商数量	2021	5700	5102	3,893	4600	——
	2022H1	5800	5123	3,850	未披露	——
员工	2021	无披露	15,642 在职员工数量	公司全网快递员数量约18.10万人。11,294在职员工数量	全网常态快递员数量约 15.10 万人；9,146在职员工数量	超42万收派员
	2022H1	无披露	无披露	未披露	未披露	超44万收派员
自有全货机	2021	0	10	0	0	68
	2022H1	0	10	0	0	72

数据来源：Wind、各公司公告、东方证券研究所

基于产能利用率压力，我们预计各家对于件量诉求均有所提升，在明年行业增速回暖背景下，行业价格竞争或边际趋于激烈。持续关注行业竞争格局变化。

行业增速修复期，重视快递行业性机会，特别是相对低位的直营制快递，一方面受益于行业增速回暖，另一方面疫情下暴露出来的供应链可靠性和稳定性问题，或在修复期给予直营快递更大的发展空间。

根据近期国家邮政局披露各主要品牌快递企业运行监测数据，直营快递京邦达（即京东物流）、顺丰等 12 月 17 日-22 日累计揽收量同比遥遥领先，**反映出直营快递在应对外部冲击下的相对韧性。**

图 46：主要快递品牌日揽收情况

	12月17-22日累计揽收量同比	12月22日揽收量环比
京邦达	47%	-3%
顺丰	21%	-8%
极兔	5%	-4%
德邦	3%	-5%
圆通	-9%	-4%
中通	-17%	19%
申通	-23%	26%
韵达	-28%	-8%
EMS	-53%	0%

数据来源：国家邮政局、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资建议

展望明年，出行和快递板块虽仍面临一定疫情反复压力，但在防控措施优化、宏观经济和消费环境转暖背景下，行业基本面表现较今年将有显著改善。

1）出行链：基本面底部、方向确立，把握出行复苏大机遇。

a）航空：大周期的起点，把握疫情复苏关键布局期

恢复节奏来看，当前至春节前后，行业总体受疫情影响或有反复，春节后恢复方向明确，板块基本面将持续向上。

行情演绎来看，在经历政策快速释放后，行业由政策演绎过渡到基本面演绎，而短期疫情影响后，行业基本面有望伴随着疫情修复和政策推动得到显著改善。**建议当前积极把握疫情复苏关键布局期。**

建议关注龙头中国国航(601111，未评级)，以及民营航空春秋航空(601021，未评级)、吉祥航空(603885，未评级)、华夏航空(002928，未评级)，此外关注南方航空(600029，未评级)，中国东航(600115，未评级)

b）机场：静待客流恢复和价值重塑

机场作为免税行业最重要的渠道和消费场景，依然大有可为。基于头部机场的区位优势和在免税行业中的独特地位，我们看好机场枢纽价值重塑。建议关注上海机场(600009，未评级)、白云机场(600004，未评级)

2）快递：行业增速修复期，重视快递行业性机会，特别是相对低位的直营制快递。

当前快递行业处于从成长竞争期向成熟发展期过渡的关键阶段，行业逐步从价格战后的利润修复走向盈利能力的持续提升。**在新的历史时期和发展阶段下，行业虽短期出清较难，但企业间分化将加剧**，快递企业的自身经营水平和管理能力，将越发成为企业之间的核心分化因素和定价差异点。

建议关注直营快递龙头顺丰控股(002352，未评级)，直营快递一方面受益于行业增速回暖，另一方面疫情下暴露出来的供应链可靠性和稳定性问题，或在修复期拥有更大的发展空间。公司成本管控效果逐步兑现，鄂州机场转运枢纽明年投运，将助力公司国内时效覆盖及国际空运网络布局加速兑现。

此外行业增速回暖，建议关注通达系快递。关注行业价格竞争变化和头部企业经营分化趋势。建议关注圆通速递(600233，未评级)、韵达股份(002120，未评级)、申通快递(002468，未评级)；

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

风险提示

1、宏观经济不及预期：疫情影响、投资、外贸、消费走弱等导致宏观经济不及预期；

2、疫情冲击超预期：疫情对经济、客运出行乃至货运领域影响深远，后续客流货流恢复节奏和幅度或不及预期；

3、政策不及预期：行业扶持或鼓励政策出台节奏、力度等或低于预期；

4、油价和汇率大幅波动风险：国际局势波动，导致油价和汇率大幅波动造成相关企业受损风险；

5、相关假设测算偏差风险：报告中相关测算基于各项假设进行，存在假设不达预期造成测算结果偏差的风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。