

航空及快递物流板块 2024 年度投资策略

航空供需格局确定性改善，快递物流优选经营向好的龙头标的

超配

核心观点

2023 年行情回顾：交运行业细分板块中，2023 年初至今涨幅最大的为公路板块，涨幅为 21%，其次为航运板块，涨幅为 4.7%；跌幅最大的三个板块为机场、快递和航空，主要因为该三个板块顺周期属性较强，经济弱复苏导致其经营表现承压。2023 年初至今航空、快递和物流指数分别大幅下跌 25.7%、35.6%、25.6%，分别跑输沪深 300 指数 12.2pct、21.7pct、12.12pct。

航空：2024 年供需缺口将持续缩小，航司价格竞争意愿较弱，2024 年航司盈利将继续向上突破。1) 需求方面，航空需求韧性较强，2024 年随着出境政策加速放宽，国际航空出行需求还将进一步回暖，民航整体客运量同比有望实现双位数的正增长。2) 供给方面，现阶段我国民航业引进机队的意愿较弱，叠加飞机制造商产能有限，我们认为 2024 年我国客运机队增速将继续维持低个位数，且随着国际航线的进一步恢复，民航供给结构还将继续改善。3) 竞争方面，疫情期间航司亏损严重，疫情放开后各大航司急需盈利回血，未来几年行业价格竞争概率大幅降低。

快递物流：高端快递龙头顺丰趋势向好，经济快递静待拐点到来，高端快运龙头德邦与京东物流的整合效果可期。1) 高端快递方面，展望未来一年来，时效快递稳健增长持续夯实基本盘，顺丰的三大变量将呈现边际改善的趋势——鄂州机场航空转运中心运营逐步走上正轨、国际业务形成第二增长曲线以及经营效率持续提升。2) 经济快递方面，在消费降级的大背景下，电商客单价持续下降带动快递业务量持续较快增长。根据我们估算，我们认为 2024 年快递行业业务量有望维持双位数增长。2024 年是竞争格局变革的关键年，龙头快递的经营表现将加速分化，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；另一方面是集中度有进一步实质性的提升，则意味着有玩家落伍或者被淘汰。3) 物流方面，高端快运领域竞争格局已经出清，2024 年德邦与京东物流整合的协同效应将显现：一方面预计 2024 年京东物流有望贡献 78 亿元左右的增量收入，另一方面公司与京东物流的网络融合有望带来成本优化。

投资建议：2024 年宏观经济进一步复苏的大背景下，我们认为可以在航空快递物流板块中寻找确定性：1. 航空需求韧性较强，供需缺口将持续缩小；2. 消费降级利好快递需求，行业进入竞争关键期；3. 高端快递龙头顺丰与高端快运龙头德邦经营持续向好。我们推荐顺丰控股、德邦股份、中国国航、春秋航空、南方航空、中国东航、中通快递、圆通速递，建议关注韵达及申通。

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 | | PE | |
|-----------|------|------|---------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2015E | 2016E | 2015E | 2016E |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 买入 | 39.98 | 1957 | 1.76 | 2.34 | 22.7 | 17.1 |
| 603056.SH | 德邦股份 | 买入 | 14.23 | 146 | 0.8 | 1.06 | 17.8 | 13.4 |
| 601111.SH | 中国国航 | 买入 | 7.39 | 1197 | 0.16 | 1.03 | 46.2 | 7.2 |
| 601021.SH | 春秋航空 | 买入 | 50.76 | 497 | 2.36 | 3.92 | 21.5 | 12.9 |
| 2057.HK | 中通快递 | 买入 | 146.48 | 1207 | 10.83 | 12.84 | 13.5 | 11.4 |
| 600233.SH | 圆通速递 | 买入 | 12.46 | 429 | 1.13 | 1.31 | 11.0 | 9.5 |

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：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

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

- 《航运港口业 2024 年投资策略-航运供给侧约束或促运价上涨，港口稳定收益防守性突出》——2023-12-29
- 《交通运输行业周报-红海事件发酵集运掀涨价潮，波音或将恢复对华交付 737MAX》——2023-12-24
- 《交通运输行业周报-胡塞武装袭击或激发航空吨公里需求，快递 11 月件量同比增长 32%》——2023-12-17
- 《交通运输行业周报-国际油价下跌利好航空，高股息板块表现强劲》——2023-12-10
- 《交通运输行业 2023 年 12 月投资策略-关注 BDI 指数大涨，航空燃油附加费再次下调》——2023-12-03

内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 2023 年初至今航空快递物流板块行情表现总结 | 5 |
| 航空：国际线加速复苏，盈利中枢上行 | 7 |
| 2023 年度回顾：国内需求强劲复苏，国际供给稳步修复 | 7 |
| 2024 年度展望：国际线加速修复，静待周期反转 | 9 |
| 投资建议 | 14 |
| 快递：底部特征已现，把握边际变化 | 15 |
| 2023 年回顾：消费降级，快递需求快速修复，通达免竞争加剧 | 15 |
| 2024 年展望：需求增长具有韧性，把握竞争格局边际变化 | 19 |
| 快递出海：国内市场逐渐成熟，龙头企业有序出海 | 22 |
| 顺丰控股投资建议：估值底部，看好国际业务第二增长曲线 | 24 |
| 通达系投资建议：静待边际变化，龙头公司具有长期价值 | 25 |
| 物流：高端快运市场格局出清，看好德邦股份 | 26 |
| 风险提示 | 30 |

图表目录

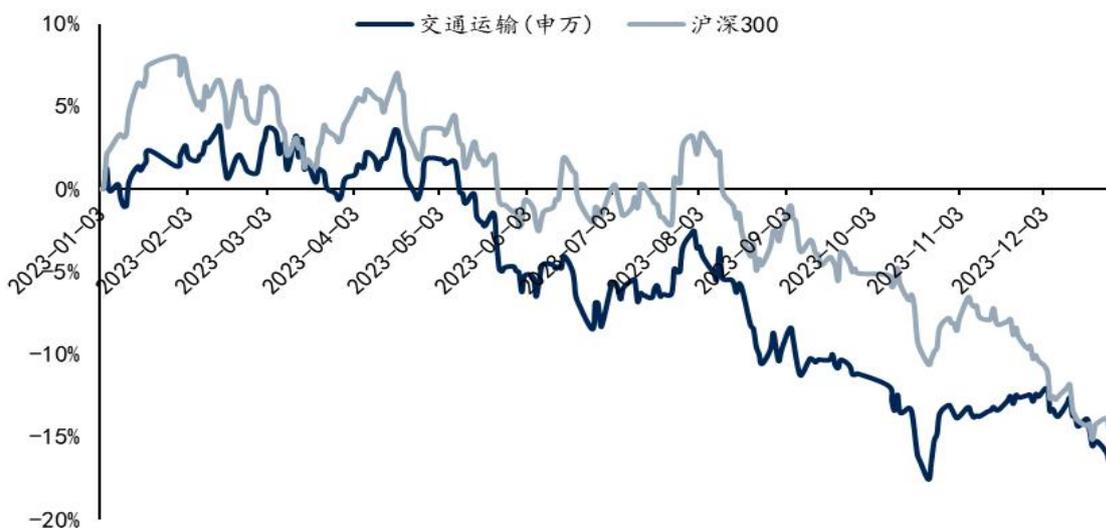
| | |
|--|----|
| 图 1: 2023 年初至今交运及沪深 300 走势 (数据截至 2023 年 12 月 27 日) | 5 |
| 图 2: 2023 年初至今主要申万一级行业涨跌幅表现 (数据截至 2023 年 12 月 27 日, 总市值加权平均) | 5 |
| 图 3: 2023 年初至今各交运子板块涨幅 (数据截至 2023 年 12 月 27 日) | 6 |
| 图 4: 2023 年 12 月初至今各交运子板块涨幅 (数据截至 2023 年 12 月 27 日) | 6 |
| 图 5: 2023 年初至今航空、快递、物流及沪深 300 走势 (数据截至 2023 年 12 月 27 日) | 6 |
| 图 6: 民航月度旅客运输量 | 8 |
| 图 7: 民航月度国内航班旅客运输量 | 8 |
| 图 8: 民航月度国际航班旅客运输量 | 8 |
| 图 9: 民航月度正班客座率 | 8 |
| 图 10: 三大航季度归母净利润 (亿元) | 9 |
| 图 11: 民营航司季度归母净利润 (亿元) | 9 |
| 图 12: 2023 年主要航空上市公司股价表现 | 9 |
| 图 13: 我国民航运输飞机数量及增速 (架) | 10 |
| 图 14: 2022 年以来逐月民航客机引进数量 (架) | 10 |
| 图 15: 三大航飞机实际引进数量与年初计划对比 (架) | 10 |
| 图 16: 三大航、春秋、吉祥的飞机数量增速将维持低位 | 11 |
| 图 17: 2024 年国内和国际地区航空客运量均将继续复苏 (亿人次) | 12 |
| 图 18: 我国民航飞机日利用率变化情况 (小时/日) | 13 |
| 图 19: 我国民航正班客座率变化情况 | 13 |
| 图 20: 三大航及春秋 23 年上半年整体客公里收益表现高于 2019 年同期 (元) | 14 |
| 图 21: 三大航及春秋 23 年上半年国内航线客公里收益表现高于 2019 年同期 (元) | 14 |
| 图 22: 期货结算价: 布伦特原油: ICE (美元) | 14 |
| 图 23: 中间价: 人民币兑美元 (元) | 14 |
| 图 24: 我国实物商品网上月度零售额及增速 (亿元) | 16 |
| 图 25: 我国快递行业月度业务量及增速 (亿件) | 16 |
| 图 26: 我国快递行业月度收入及增速 (亿元) | 16 |
| 图 27: 2021 年我国快递行业业务量结构分布 | 16 |
| 图 28: 我国快递行业单价及同比 (元) | 17 |
| 图 29: 快递公司月度单票价格同比降幅 | 17 |
| 图 30: 义乌地区快递单价及同比 (元) | 17 |
| 图 31: 广州地区快递单价及同比 (元) | 17 |
| 图 32: 顺丰控股季度收入及同比 (亿元) | 18 |
| 图 33: 顺丰控股季度扣非净利润 (亿元) | 18 |
| 图 34: 中通、圆通、韵达和申通的季度业务量增速对比 | 19 |
| 图 35: 中通、圆通、韵达和申通的季度市占率对比 | 19 |
| 图 36: 中通、圆通、韵达和申通的季度单票快递净利对比 (元) | 19 |
| 图 37: 中通、圆通、韵达和申通的季度归母净利润对比 (亿元) | 19 |

| | |
|---|----|
| 图 38: 2010-2024 年我国快递业务量增长趋势 | 20 |
| 图 39: 2017-2023 年我国快递业务量按不同需求主体的拆分 (亿件) | 20 |
| 图 40: 快递主流玩家市场份额变化趋势 | 21 |
| 图 41: 2010-2022 年前三季度行业单票单价及同比 | 21 |
| 图 42: 中通、圆通、韵达和申通的季度资本开支对比 (亿元) | 22 |
| 图 43: 中通、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) ... | 22 |
| 图 44: 中通、圆通、韵达和申通的资产负债率对比 | 22 |
| 图 45: 中通、圆通、韵达和申通的季度经营性净现金流对比 (亿元) | 22 |
| 图 46: 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) | 24 |
| 图 47: 嘉里物流的收入及净利润表现 (亿元) | 24 |
| 图 48: 顺丰控股时效快递收入增速、资本开支以及扣非净利过去几年的表现对比 | 25 |
| 图 49: 顺丰控股预测 PE (FY1) 以及 TTM PE 的历史变化趋势 | 26 |
| 图 50: 中通快递 TTM PE 的历史变化趋势 | 26 |
| 图 51: 圆通速递预测 PE (FY1) 以及 TTM PE 的历史变化趋势 | 26 |
| 图 52: 韵达股份预测 PE (FY1) 以及 TTM PE 的历史变化趋势 | 26 |
| 图 53: 我国快运市场规模增长趋势 | 27 |
| 图 54: 零担公司的竞争格局演变 | 28 |
| 图 55: 中国和美国的零担行业集中度 CR10 对比 | 28 |
| 图 56: 2022 年我国零担市场的公路物流运价指数上升明显 | 29 |
| | |
| 表 1: 3Q23 年航空快递物流板块基金持仓前二十 (按持股占流通股比排名, 以基金定期报告为准) | 7 |
| 表 2: 2023 年出境游相关政策持续推出 | 13 |
| 表 3: 2023 年中美航班逐步增班 | 13 |
| 表 4: 各航司盈利预测及 PE 估值情况 (数据截至 2023-12-25) | 15 |
| 表 5: 我国快递企业出海的不同模式 | 23 |
| 表 6: 零担市场中快运公司和专线公司的区别 | 27 |
| 表 7: 德邦股份与京东集团的关联交易 24 年预计情况 | 29 |

2023 年初至今航空快递物流板块行情表现总结

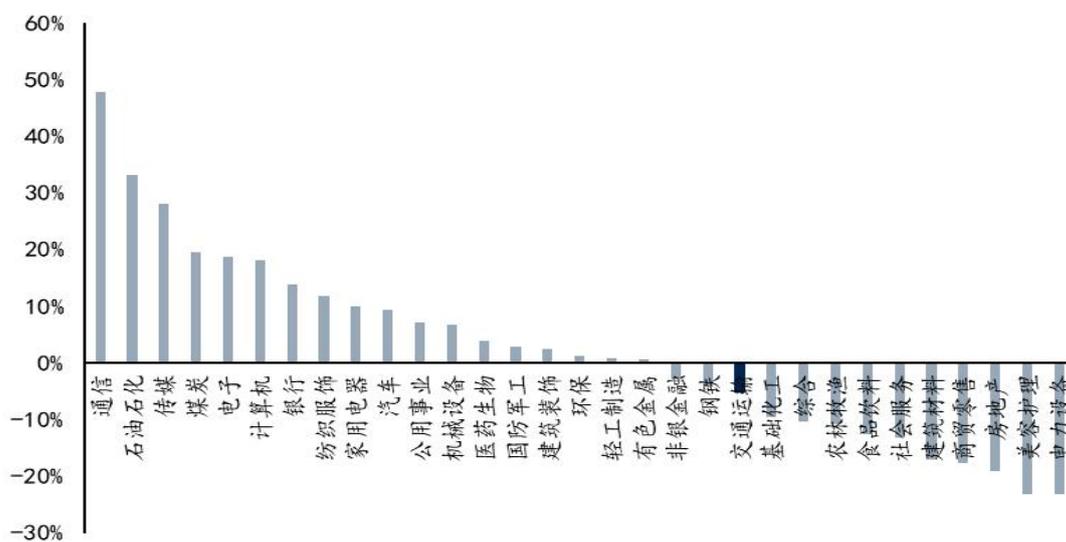
2023 年初至今交运行业指数走势相对弱势，下调明显。2023 年初至今申万交运指数下跌 16.3%，跑输沪深 300 指数 2.1pct。在 31 个申万一级行业中排名第 21 位（按总市值加权平均计算年度涨跌幅）。

图1: 2023 年初至今交运及沪深 300 走势（数据截至 2023 年 12 月 27 日）



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

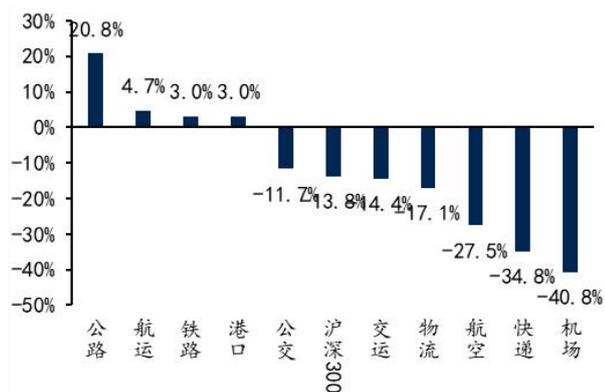
图2: 2023 年初至今主要申万一级行业涨跌幅表现（数据截至 2023 年 12 月 27 日，总市值加权平均）



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

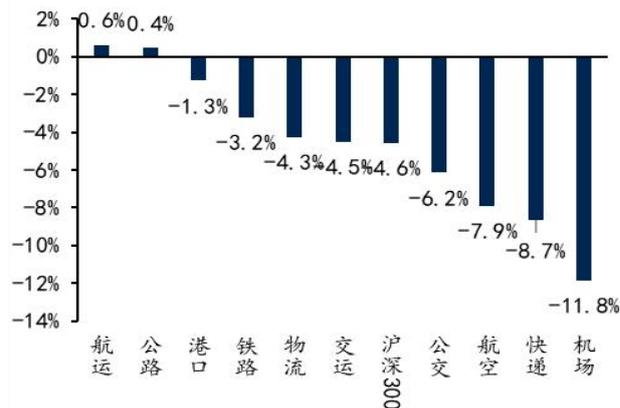
交运细分板块中，2023年初至今涨幅最大的为公路板块，涨幅为21%，其次为航运板块，涨幅为4.7%；跌幅最大的三个板块为机场、快递和航空，主要因为该三个板块顺周期属性较强，经济弱复苏导致其经营表现承压。2023年初至今航空、快递和物流指数分别大幅下跌25.7%、35.6%、25.6%，分别跑输沪深300指数12.2pct、21.7pct、12.12pct。

图3: 2023年初至今各交运子版块涨幅（数据截至2023年12月27日）



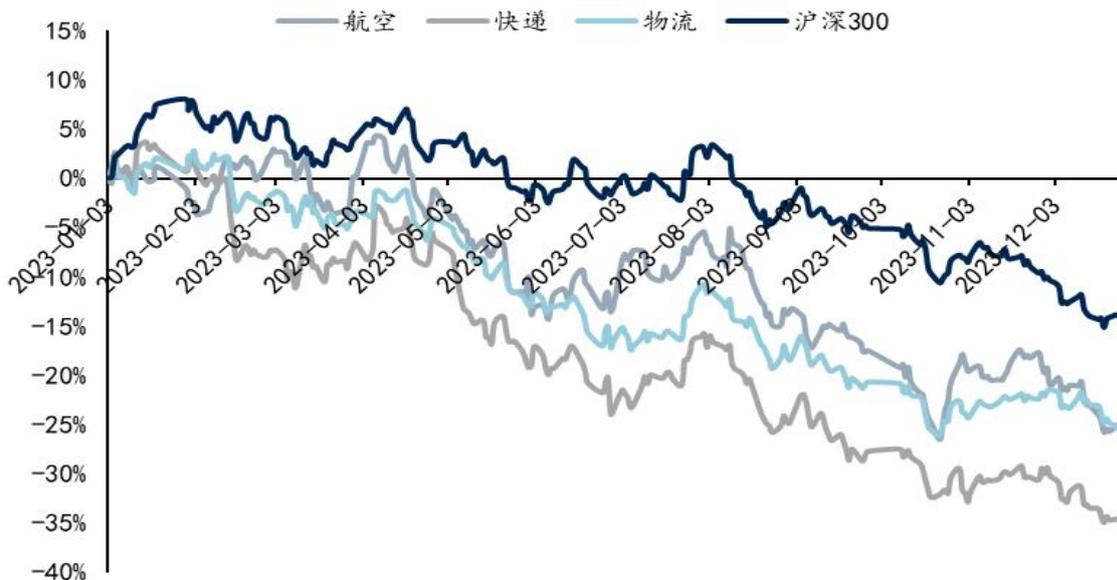
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图4: 2023年12月初至今各交运子版块涨幅（数据截至2023年12月27日）



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图5: 2023年初至今航空、快递、物流及沪深300走势（数据截至2023年12月27日）



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2023年三季度，重仓持股方面，吉祥航空为航空快递物流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12.4%，春秋航空、华贸物流、华夏航空分列二、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。

表1: 3Q23 年航空快递物流板块基金持仓前二十（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(%) |
|------|-------|-----------|-----------|-------------|------------|---------------|-------------------|
| 吉祥航空 | 83 | 27,396.19 | -3,300.58 | 12.37 | 391,765.57 | 0.0144 | 0.0648 |
| 春秋航空 | 79 | 9,990.88 | 237.88 | 10.21 | 546,601.07 | 0.0201 | 0.0904 |
| 华贸物流 | 10 | 11,511.83 | -3,720.27 | 8.73 | 81,618.87 | 0.0030 | 0.0135 |
| 华夏航空 | 11 | 10,666.72 | -2,639.64 | 8.72 | 77,120.39 | 0.0028 | 0.0128 |
| 海晨股份 | 13 | 1,250.14 | 263.02 | 7.58 | 22,990.11 | 0.0008 | 0.0038 |
| 宏川智慧 | 12 | 2,700.56 | 99.83 | 6.23 | 57,710.91 | 0.0021 | 0.0095 |
| 中国国航 | 128 | 63,527.80 | 14,722.82 | 5.76 | 513,304.63 | 0.0189 | 0.0849 |
| 韵达股份 | 20 | 12,267.06 | -541.02 | 4.36 | 120,953.24 | 0.0044 | 0.0200 |
| 中国东航 | 41 | 54,485.87 | 2,001.95 | 4.04 | 239,737.82 | 0.0088 | 0.0396 |
| 南方航空 | 61 | 41,924.06 | 7,474.75 | 3.31 | 256,575.23 | 0.0094 | 0.0424 |
| 德邦股份 | 18 | 2,948.61 | 2,033.44 | 3.07 | 45,467.57 | 0.0017 | 0.0075 |
| 嘉友国际 | 35 | 2,111.32 | 1,615.96 | 3.02 | 37,855.99 | 0.0014 | 0.0063 |
| 顺丰控股 | 126 | 13,366.05 | -2,310.63 | 2.75 | 545,334.73 | 0.0200 | 0.0902 |
| 圆通速递 | 22 | 7,175.81 | -173.80 | 2.08 | 107,852.42 | 0.0040 | 0.0178 |
| 申通快递 | 11 | 2,054.62 | 1,254.18 | 1.38 | 21,573.55 | 0.0008 | 0.0036 |
| 中国外运 | 8 | 7,081.33 | -2,526.49 | 1.35 | 35,194.22 | 0.0013 | 0.0058 |
| 厦门象屿 | 3 | 1,567.80 | -4,194.37 | 0.73 | 10,676.72 | 0.0004 | 0.0018 |
| 密尔克卫 | 7 | 93.40 | 66.46 | 0.57 | 6,912.81 | 0.0003 | 0.0011 |
| 厦门国贸 | 8 | 1,141.71 | -321.44 | 0.56 | 8,996.67 | 0.0003 | 0.0015 |
| 保税科技 | 3 | 254.00 | 254.00 | 0.21 | 944.88 | 0.0000 | 0.0002 |

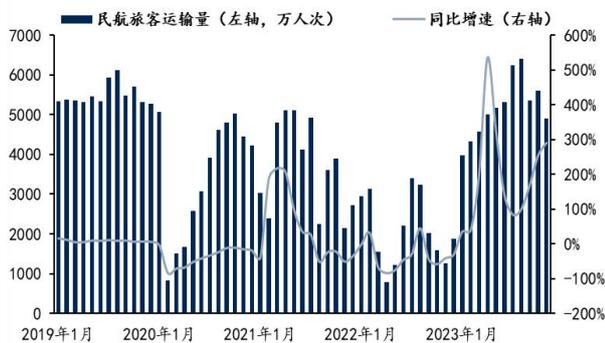
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：此处统计口径为wind基金重仓股）

航空：国际线加速复苏，盈利中枢上行

2023 年度回顾：国内需求强劲复苏，国际供给稳步修复

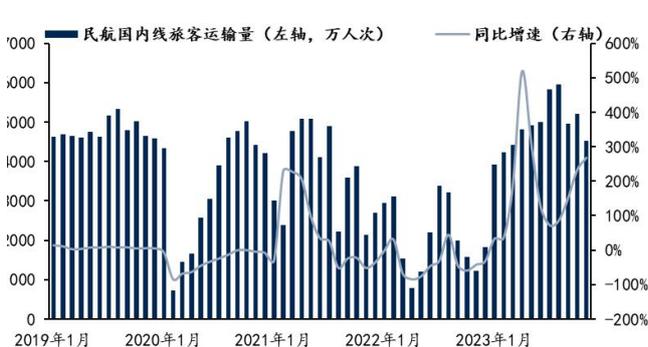
2023 年疫情阴霾渐散，国内航空供给和需求快速修复，国际航线稳步恢复。2023 年前十一个月，民航旅客运量 5.69 亿人次，同比增长 144.1%，相比 2019 年同期下降 6.3%；国内客运量 5.44 亿人次，同比增长 134.9%，相比 2019 年同期增长 0.8%；国际客运量 2507 万人次，恢复至 2019 年同期的 37%。民航正班客座率自 2023 年 1 月的 73.5%恢复至 2023 年 11 月的 87.5%，同比增加 12.70 pct，相比 2019 年同期下降 4.00 pct。

图6: 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7: 民航月度国内航班旅客运输量



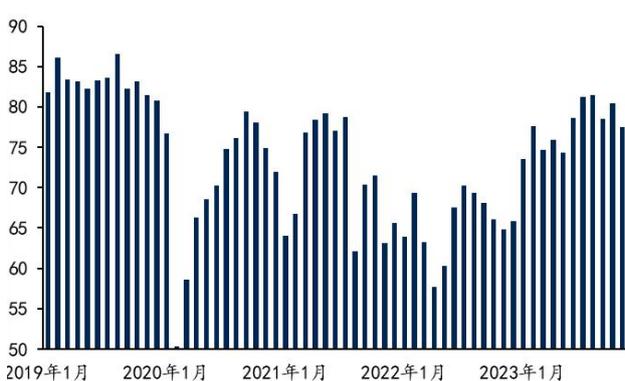
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 民航月度国际航班旅客运输量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

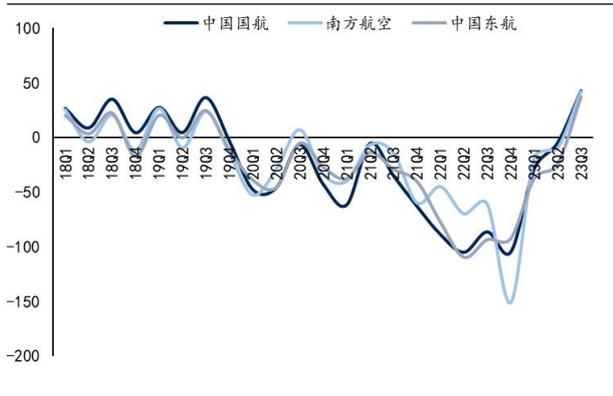
图9: 民航月度正班客座率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

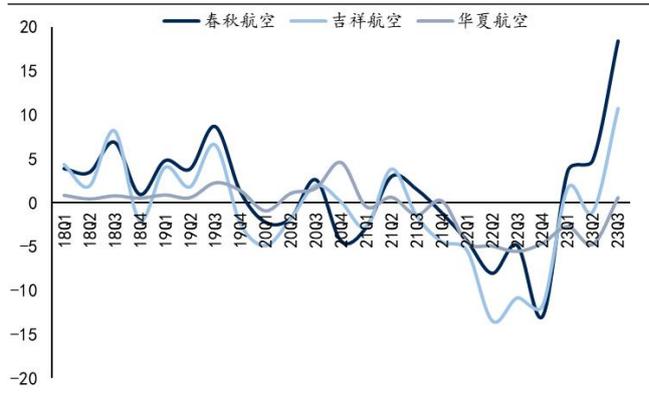
从基本面的角度来看，由于2023年航空供给和需求同比大幅修复，叠加疫后航司价格整体表现坚挺，且油价和汇率两大干扰因素同比均有所改善，因此中国各大航司业绩2023年前三季度大幅减亏甚至扭亏。中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空和华夏航空2023年前三季度归母净利润分别为7.91亿元（22年同期-281.03亿元）、13.20亿元（22年同期-326.82亿元）、-26.07亿元（22年同期-281.16亿元）、26.77亿元（22年同期-17.37亿元）、11.34亿元（22年同期-29.73亿元）、-6.97亿元（22年同期-15.11亿元）。

图10: 三大航季度归母净利润（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

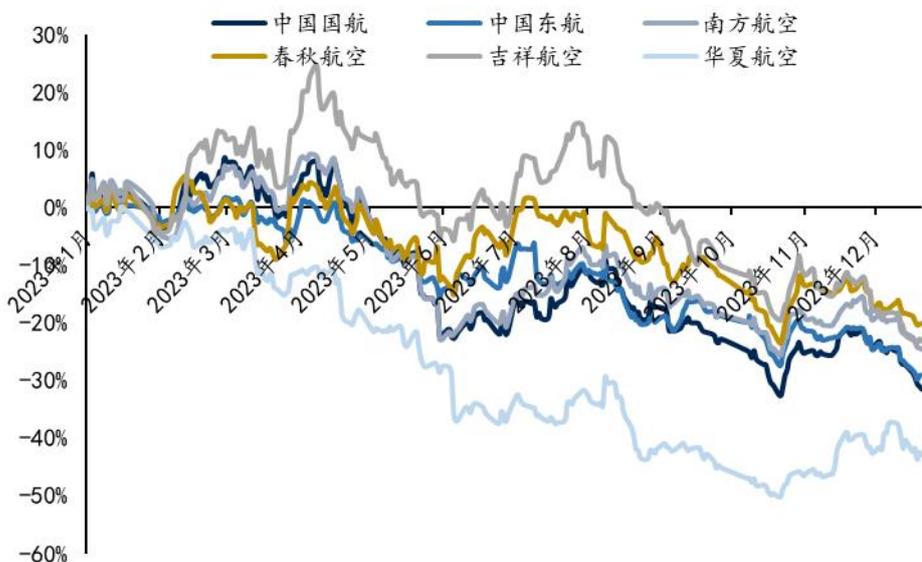
图11: 民营航司季度归母净利润（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

反观股价，由于航空是典型的顺周期板块，而 2023 年宏观经济呈现弱复苏态势，从而导致民航业的需求和利润修复速度比预期的慢，因此股价也呈现下跌趋势。截至 2023 年 12 月 20 日，年内国航、南航、东航、春秋、吉祥、华夏的股价均下跌明显，分别为-31.4%、-25.1%、-31.3%、-23.1%、-24.7%、-46.3%。

图12: 2023 年主要航空上市公司股价表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

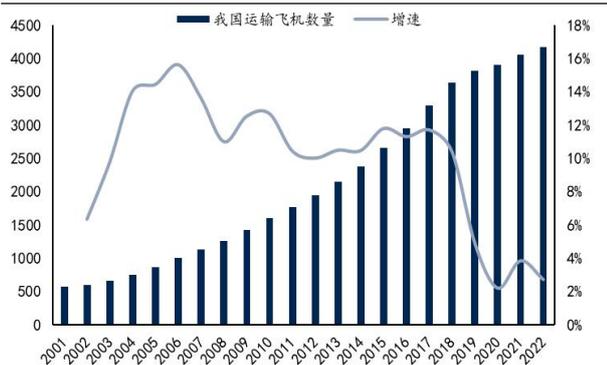
2024 年度展望：国际线加速修复，静待周期反转

供给端：供给增速确定性放缓

十四五期间民航供给放缓趋势明显。疫情期间，国内和国际需求均受到较大抑制，我国民航业面临巨大的亏损压力，因此主动放缓引进新增运力。后疫情时代，国内经济呈现弱复苏趋势，且国际航线恢复速度也较缓慢，因此未来两年预计我国

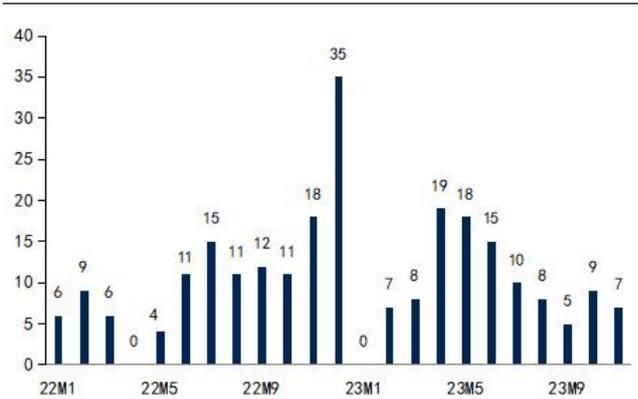
民航业引进机队的意愿也会较弱，叠加飞机制造商产能有限，我们认为 2024 年我国客运机队增速将继续维持低位。根据民航局数据，2010-2015 年，我国全行业运输机队的年复合增速为 10.7%，三大航客货机队的年复合增速为 9.1%；2015-2020 年，我国全行业运输机队的年复合增速为 8.1%，三大航客货机队的年复合增速为 5.0%；2020-2022 年，我国全行业运输机队的年复合增速为 3.3%，三大航客货机队的年复合增速为 2.6%。

图13: 我国民航运输飞机数量及增速 (架)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

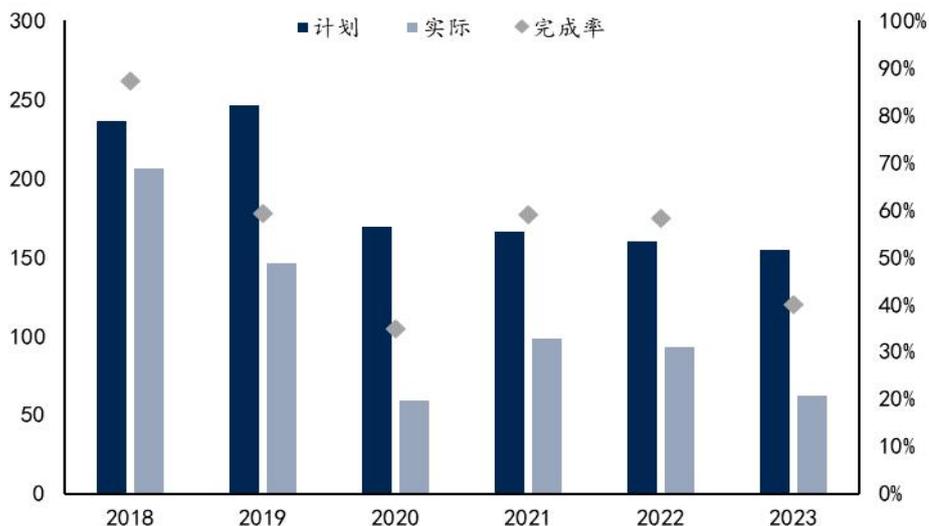
图14: 2022 年以来逐月民航客机引进数量 (架)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

飞机制造商产能受限也会影响我国航空行业供给增长。目前，波音、空客等飞机制造商的产能尚未恢复至疫情前的正常水平，2023 年 1-11 月，波音和空客月均交付飞机数量分别为 42 架和 57 架飞机，分别恢复至 2018 年同期水平的 63%和 84%。波音公司预计于 2025/2026 年产能恢复至每月 64 架（2018 年月均 67 架的水平）；空客公司预计于 2025 年将其窄体飞机的产量提高到每月 75 架（2018 年月均 67 架的水平）。

图15: 三大航飞机实际引进数量与年初计划对比 (架)



注: 2023 年实际数据为 1-11 月累计值; 2023 年完成率为 2023 年前十一月累计值除以 2022 年全年累计值

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

考虑飞机制造商产能以及我国航司扩张意愿等因素，我们认为 2024 年我国客运飞机增速将维持低位数。参考相关上市航司公告的引进计划，我们预计三大航、春秋、吉祥的合计机队数量 2024 年和 2025 年的增速分别约 3.9%、3.1%。假设 2024 年和 2025 年非上市航司的机队增速约 10%左右，从而估算得到 2022-2025E 我国航空运输机队的 CAGR 约为 3.4%。

图16: 三大航、春秋、吉祥的飞机数量增速将维持低位



注：剔除了中国国航收购山东航空的影响

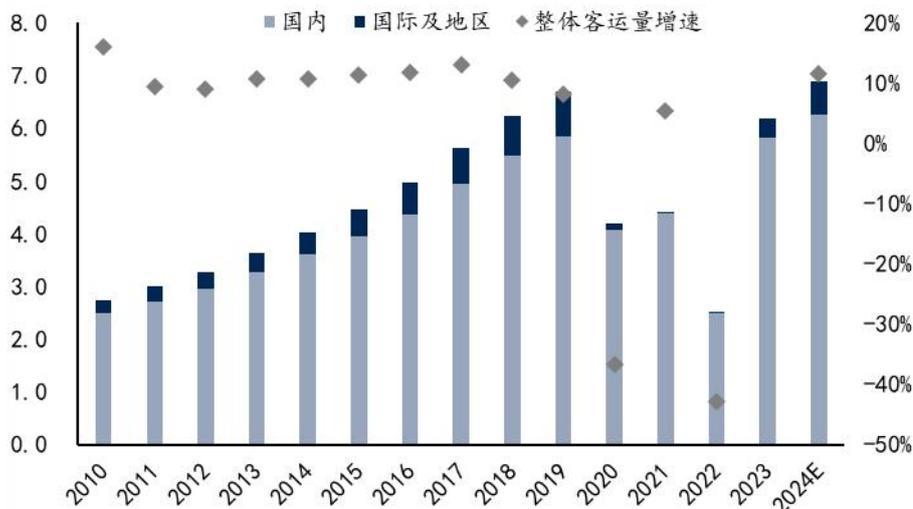
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求端：航空需求韧性强，客运量将进一步复苏

航空需求增长具有明显韧性。回溯历史，九十年代末亚洲金融危机、2003 年非典疫情、2008 年全球金融危机虽然短期会抑制航空需求的表现，但是在危机过后，航空需求均又会恢复增长，且拉长周期平滑处理来看，航空需求的年复合增速仍然会落于历史的增长曲线上。而对标美国，我们认为中国的航空消费仍然处中早期阶段，低频次、低渗透与高公商三大特征决定航空需求长期的增长空间巨大。

2024 年航空客运量将超过 2019 年，淡旺季需求表现将更加均衡。考虑到航空需求具有韧性，且 2024 年国内航空供给将明显高于 2019 年，假设 2024 年国内客运量恢复至 2019 年的 107%左右；而国际航线供给 2024 年加速修复，假设 2024 年国际地区客运量恢复至 2019 年的 74%左右，从而得到 2024 年我国航空整体客运量有望恢复至 2019 年的 105%，同比 2023 年增长 11%-12%。2023 年是疫情放开后第一年，旺季和淡季的需求表现有所失衡，旺季报复性出行导致旺季超旺、透支短期出行需求，2023 年暑运客流量恢复至 2019 年的 107%，中秋国庆假期民航日均客流量相比 19 年假期增长 12.6%，携程 Flight AI 数据显示，2023 年暑运国内票价相比 19 年上涨约 15%，中秋国庆假期相比 19 年上涨约 36%。我们认为 2024 年出行需求将逐步回归常态化，预计 2024 年我国航空需求和票价在淡旺季的表现将更加均衡。

图17: 2024 年国内和国际地区航空客运量均将继续复苏（亿人次）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所估算

供需缺口持续缩小，国际航线继续恢复，行业价格竞争意愿较弱，2024 年航司盈利将继续向上突破：

1) 我们估算预测得到 2022-2025E 我国航空运输机队的 CAGR 仅约为 3.4%，2024 年机队数量为 2019 年的 116%；我们估算预测 2024 年我国国内/国际地区/整体的航空客运量分别为 2019 年的 107%/74%/105%；相较 2023 年（2023 年机队数量和整体客运量估计分别为 2019 年的 94%/111%），**2024 年航空供需缺口将继续改善。**

2) 而受限于两国间航权谈判进度、机场保障能力恢复、国际关系紧张等因素，**2023 年我国国际航线恢复速度比较缓慢，2024 年国际航线将确定性地继续恢复，从而将继续消化宽体机运力、改善供给结构，成为 2024 年航空供需格局优化的重要因素之一。**2023 年可以看到，我国国际出行的相关政策一直在放松，以及中美之间的航班也呈现加速修复的趋势。截至目前，1) 我国试行单方面免签的国家从原先 2 个（文莱、新加坡）增加至 8 个，覆盖国家从亚洲扩大至欧洲。12 月 1 日起，中国对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚 6 国实施了免签入境政策。12 月 1 日至 3 日，有近 7000 人次通过免签来华，占到 6 国入境总人次的 39%。2) 美国允许自 11 月 9 日起中国航司将中美往返航班数量从每周 24 对增至每周 35 对。按照航权对等原则，美国航司每周执行的中美往返航班也将随之增至 35 班。扩容后，中国航司、美国航司每周运营的中美往返客运航班合计将达到 70 班。疫情前中美之间每周的直飞航班量超过 300 班，目前新增后的往返两国航班数仍在较低水平。

3) 2020-2022 年疫情三年，航司亏损严重，疫情放开后，各大航司急需盈利回血，**未来几年行业价格竞争概率大幅降低，2023 年旺季价格表现强劲也可以侧面印证该观点。**

4) 2004 年我国正式开启航空票价市场化改革，2017 年底民航局逐步放开了核心公商务航线经济舱全价票价格，截至目前，核心代表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%。2020 年民航局进一步扩大市场调节价航线的范围，允许 3 家以上（含 3 家）航

航空公司参与运营的国内航线实行市场调节价。截至 2020 年底，我国国内有 5581 条航线，其中 1688 条航线实行市场调节价，占比约为 30%。市场化票价改革打开了未来航空票价和盈利的向上弹性空间。在供需持续改善得背景下，我们认为 2024 年国内票价同比仍然有提升潜力，国际票价会逐步下降至 2019 年的正常水平。

表2: 2023 年出境游相关政策持续推出

| 日期 | 事件 |
|--------------|---|
| 2023. 02. 06 | 文化和旅游部办公厅《关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家出境团队旅游业务的通知》，规定自 2023 年 2 月 6 日起，试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务，包含 20 个国家。 |
| 2023. 2. 17 | 中国和马尔代夫互免签证协定正式生效 |
| 2023. 3. 15 | 试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家（第二批）出境团队旅游和“机票+酒店”业务。 |
| 2023. 5. 1 | 针对从中国前往德国旅行人员的入境限令已全面取消。自 5 月 1 日起，赴德观光旅游也将恢复开放。 |
| 2023. 8. 1 | 文化和旅游部办公厅发布《关于恢复旅行社经营中国公民赴有关国家和地区（第三批）出境团队旅游业务的通知》 |
| 2023. 9. 13 | 自 9 月 25 日起泰国对中国游客实行免签制度，为期约 5 个月（至 2024 年 2 月 29 日）。 |
| 2023. 11. 1 | 中国与哈萨克斯坦互免签证协定生效 |
| 2023. 12. 1 | 我国试行单方面免签的国家从原先 2 个（文莱、新加坡）增加至 8 个，覆盖国家从亚洲扩大至欧洲。12 月 1 日起，中国对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚 6 国实施了免签入境政策。 |

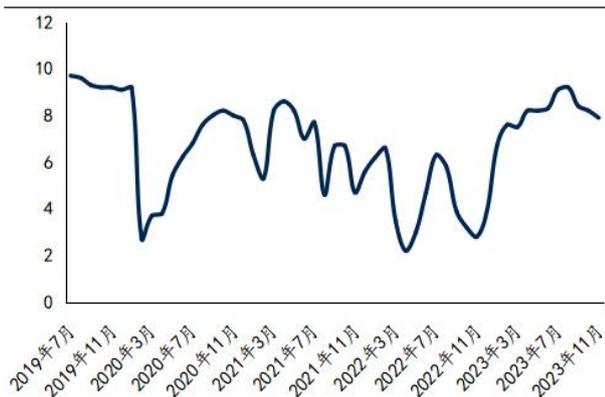
资料来源：文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

表3: 2023 年中美航班逐步增班

| 日期 | 中美航班增班进程 |
|--------------|---|
| 2023. 05. 03 | 美国交通部发布指令称，批准中国的航空公司将每周往返中美的航班班次从 8 个增加至 12 个，这与美国的航空公司往返中美的航班班次数量相当。 |
| 2023. 08. 11 | 美国交通部发布新通知，称自 2023 年 9 月 1 日起，中国航空公司每周可运营 18 班（1 个往返计算为 1 班）中美往返定期客运航班。并于今年 10 月 29 日起，增至每周 24 班。 |
| 2023. 10. 27 | 美国交通部发布公告称，自 11 月 9 日起，允许中国航司执飞的中美往返航班数量从每周 24 班增至每周 35 班。 |

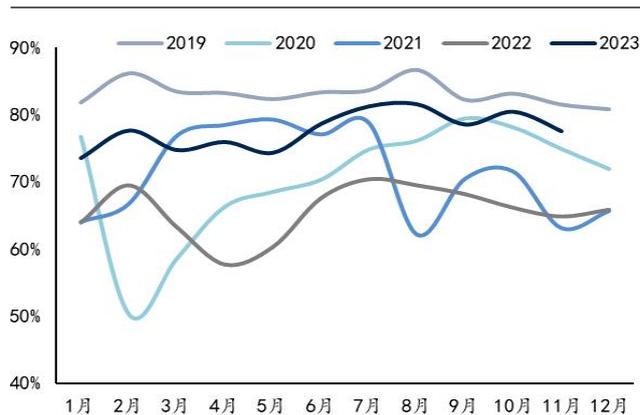
资料来源：美国交通部，国信证券经济研究所整理

图18: 我国民航飞机日利用率变化情况（小时/日）



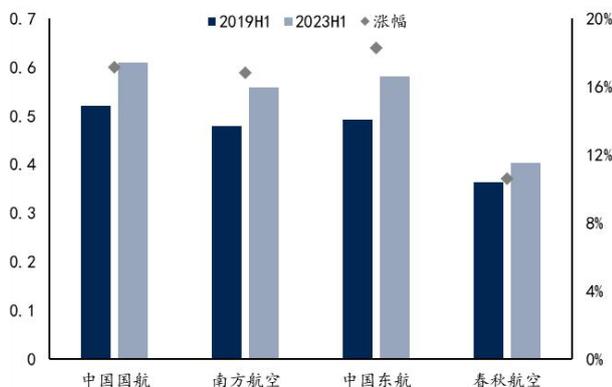
资料来源：中国民航局，国信证券经济研究所整理

图19: 我国民航正班客座率变化情况



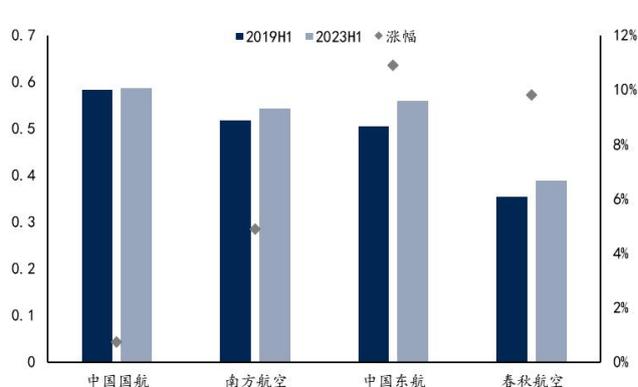
资料来源：中国民航局，国信证券经济研究所整理

图20: 三大航及春秋 23 年上半年整体客公里收益表现高于 2019 年同期 (元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 三大航及春秋 23 年上半年国内航线客公里收益表现高于 2019 年同期 (元)



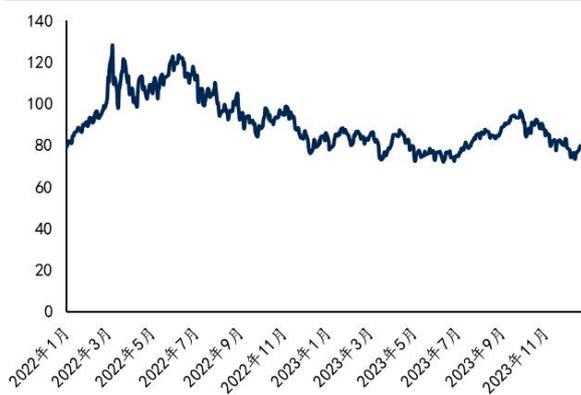
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

油价回落, 汇率稳定, 有利于航司业绩释放

2023 年三季度油价有所上行, 但四季度油价又回落至 2022 年以来的低位水平, 截至 12 月 22 日, 布油均价 78.9 美元/桶。受其影响, 航空煤油 2023 年 12 月价格也回落至 7097 元/吨, 相较 10 月高点下降了 12%。航油价格的波动会造成航司变动成本波动, 短期来看油价的下行对航司业绩构成正向影响。

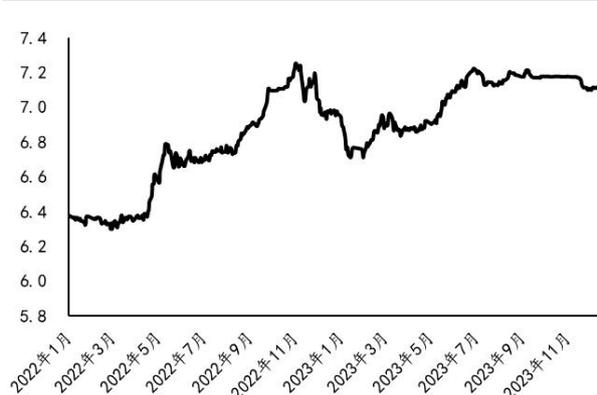
2023 年下半年以来汇率表现稳定, 美元对人民币保持强势地位, 截至 2023 年 12 月 25 日美元兑人民币中间价为 7.10。汇率波动缩小的情况下, 航空公司美元资产和负债产生的汇兑损益金额将会较小。

图22: 期货结算价: 布伦特原油: ICE (美元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 中间价: 人民币兑美元 (元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

短期，淡季需求承压、票价疲软等不利因素已经得到较充分的释放，中长期仍然看好供需反转带来的周期性投资机会。我们认为 2024 年供需缺口将持续缩小，行业价格竞争意愿较弱，2024 年航司盈利将继续向上突破。1) 需求方面，航空需求韧性较强，2024 年随着出境政策加速放宽，国际航空出行需求还将进一步回暖，民航整体客运量同比有望实现双位数的正增长。2) 供给方面，现阶段我国民航业引进机队的意愿较弱，叠加飞机制造商产能有限，我们认为 2024 年我国客运机队增速将继续维持低个位数，且随着国际航线的进一步恢复，民航供给结构还将继续改善。3) 竞争方面，疫情期间航司亏损严重，疫情放开后各大航司急需盈利回血，未来几年行业价格竞争概率大幅降低。推荐中国国航、春秋航空、南方航空、中国东航。

表4: 各航司盈利预测及 PE 估值情况（数据截至 2023-12-25）

| 归母净利润（百万） | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 国航 | -38619 | 2533 | 15914 | 23581 |
| 南航 | -32682 | 2335 | 15476 | 21293 |
| 东航 | -37386 | 2331 | 13162 | 18613 |
| 春秋 | -3036 | 2310 | 3839 | 4741 |
| 吉祥 | -4148 | 1512 | 3154 | 4177 |
| 华夏 | -1974 | -206 | 620 | 1000 |
| 利润率 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 国航 | -73.0% | 1.8% | 8.9% | 11.6% |
| 南航 | -37.5% | 1.4% | 7.3% | 9.3% |
| 东航 | -81.1% | 1.8% | 8.4% | 10.6% |
| 春秋 | -36.3% | 12.1% | 15.1% | 16.6% |
| 吉祥 | -50.5% | 6.7% | 11.3% | 13.3% |
| 华夏 | -74.7% | -3.3% | 7.7% | 10.0% |
| PE | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 国航 | -2.73 | 41.56 | 6.61 | 4.46 |
| 南航 | -2.77 | 38.80 | 5.86 | 4.26 |
| 东航 | -2.04 | 32.74 | 5.80 | 4.10 |
| 春秋 | -16.29 | 21.41 | 12.88 | 10.43 |
| 吉祥 | -6.49 | 17.81 | 8.54 | 6.45 |
| 华夏 | -4.88 | -46.79 | 15.55 | 9.64 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

快递：底部特征已现，把握边际变化

2023 年回顾：消费降级，快递需求快速修复，通达兔竞争加剧

2023 年国内经济弱复苏，消费降级带动快递需求增长快速修复。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。由于 2022 年疫情影响导致低基数，2023 年快递需求增速如期呈现加速复苏态势。2023 年 1-11 月，社会消费品零售总额 427945 亿元，同比增长 7.2%，其中，全国实物商品网上零售额同比增长 8.3%，实物网上零售对社会消费品零售增长贡献率达 31.4%，占社零比重达 27.5%，创历史新高；快递行业累计完成量 1188.2 亿件，同比增长

18.6%（相较2021年，1-11月行业业务量复合增速为10.1%。）；行业收入累计完成10885.2亿元，同比增长13.7%。

2023年快递需求增长表现优于电商销售增长表现，主要得益于消费降级，电商客单价下行以及退货率的提升均有利于快递件量增加。2023年直播电商进一步崛起，成为电商GMV增量的重要贡献者，直播电商一方面使得网购消费市场持续下沉，电商平台订单出现碎片化趋势，客单价持续下行；另一方面使得网购消费冲动化，退货率显著高于传统电商（直播电商平均退货率为30%-50%，高于传统电商退货率的10%-15%）。

图24: 我国实物商品网上月度零售额及增速（亿元）



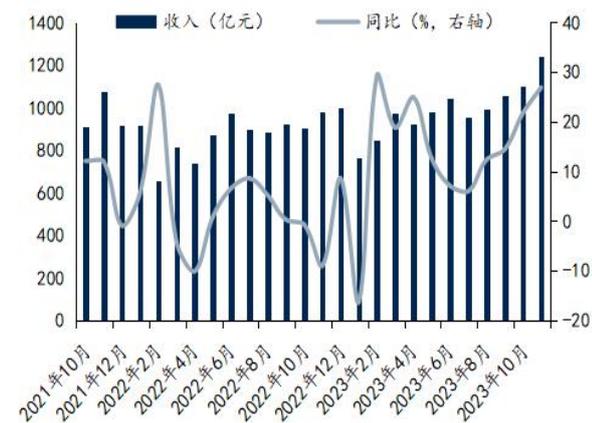
资料来源：国家邮政局，国信经济研究所整理

图25: 我国快递行业月度业务量及增速（亿件）



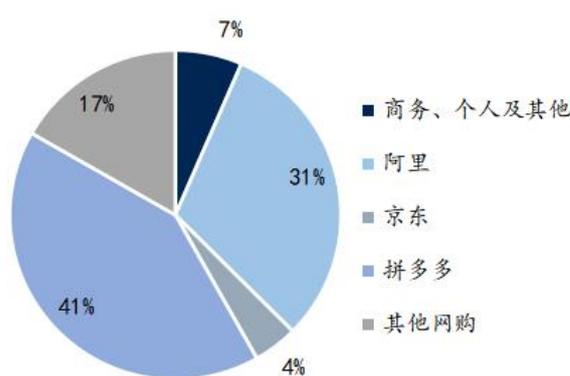
资料来源：国家邮政局，国信经济研究所整理

图26: 我国快递行业月度收入及增速（亿元）



资料来源：国家邮政局，国信经济研究所整理

图27: 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

2023年通达兔价格竞争明显加剧。价格战的诱因是产能过剩与品牌过度同质化，由于行业同时具备产品同质化和强规模效应属性，通过竞争走向高集中成为不可避免的现象。在品牌力方面，中通圆通处于第一梯队，韵达申通极兔是第二梯队，

第一梯队的公司客户质量高，在通过降价获取增量时需考虑对品牌形象的影响，第二梯队的公司由于品牌力较弱，很难通过降价抢到追求服务质量的高利润客户。

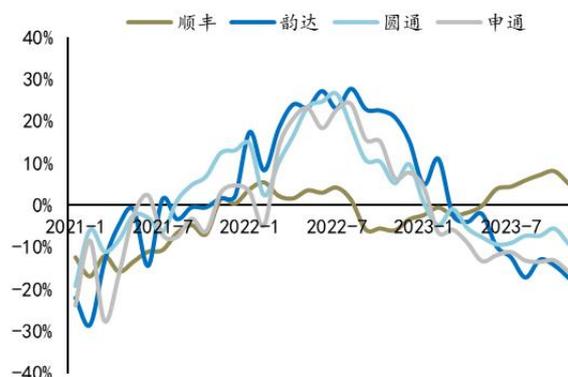
2023 年以来，通达兔中第二名到第五名之间的市占率差距呈收窄的趋势（2023 年 Q3，中通快递/圆通速递/韵达股份/申通快递市占率分别为 22.4%/15.6%/14.5%/13.7%，极兔 2023 年 7 月的市占率达到了 12.6%），叠加疫情放开后 2023 年快递竞争逐步回归市场化和常态化，龙头快递对市场份额的诉求均有变强，从而导致 2023 年快递价格战在三季度逐渐白热化，2023Q3 中通快递/圆通速递/韵达股份/申通快递价格同比降幅分别为 13.6%/7.9%/14.2%/12.6%，相比 2023Q1/Q2 同比降幅扩大。相较于 2020Q2-2021Q2 的恶性价格战，2023 年的价格竞争相对可控，且目前各家快递公司的现金流充足，短期尚未出现玩家出清的情况。

图28: 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29: 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30: 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31: 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

2023 年顺丰控股业绩表现延续高增长。顺丰 2023 年前三季度营收 1890.1 亿元(同

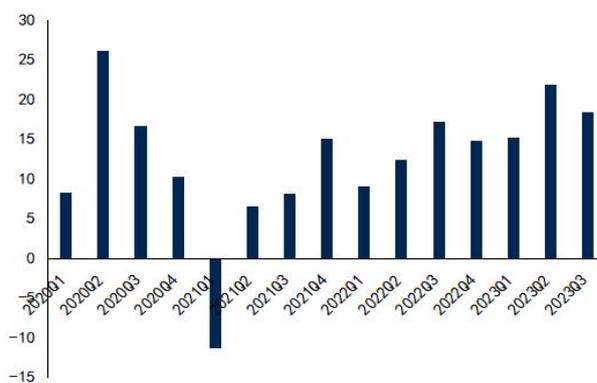
比-5.1%)，归母净利润 62.6 亿元（同比+40.1%），扣非归母净利润 55.5 亿元（同比+43.6%）。1) 收入方面，公司追求高质量的业务和收入增长，持续为客户提供高品质综合物流服务，第三季度速运物流业务（不含丰网）的收入及业务量分别同比增长 7.43%和 13.39%；公司收入同比下滑主要是受国际业务拖累，而供应链及国际业务主要受到国际空海运需求及价格均同比下行的影响，第三季度供应链及国际业务收入同比下降 32.69%，但环比二季度已经开始实现温和回升。2) 盈利能力方面，公司 2023 年盈利能力继续实现提升，一方面得益于二季度剥离了短期无法盈利的丰网业务，未来将回归且聚焦盈利能力强的中高端物流；另一方面，得益于公司坚持精益化资源规划和成本管控，多项经营举措取得良好成效，公司持续推进多网融通，加强多个业务网络的中转、运输、末端资源整合；此外，快运和同城等新业务也逐步成熟，开始贡献利润。

图32: 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

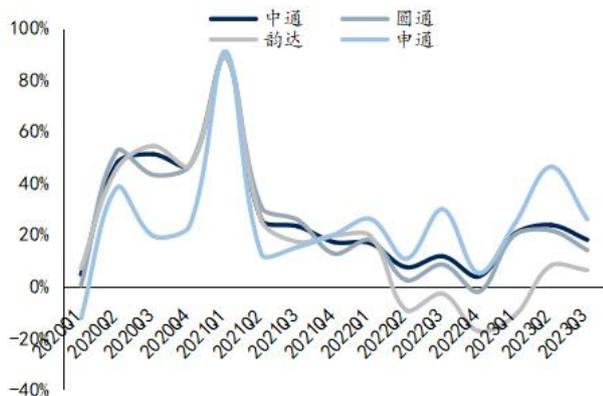
图33: 顺丰控股季度扣非净利润（亿元）



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

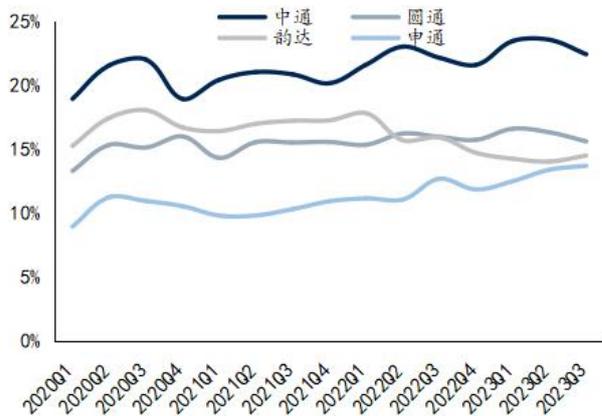
2023 年通达系业务量和业绩表现明显分化。1) 从前三季度业务量同比增速的角度来看，圆通、韵达和申通三家 A 股公司中，申通表现最优，其次是圆通，韵达排最后，它们的增速分别为 32.06%、18.45%、1.16%。2) 从三季度单季市占率的角度来看，各家差距持续收窄，中通/圆通/韵达/申通市场份额占比分别为 22.4%/15.6%/14.5%/13.7%。圆通的份额较稳定，韵达份额下降主要因为 2022 年疫情影响和管理问题导致韵达的经营网络受损，申通激进的价格策略带来了市场份额的显著提升。3) 从单票快递收入来看，2023Q1-Q3 圆通/韵达/申通单票收入分别为 2.41/2.39/2.26 元，同比-6.07%/-6.11%/-9.72%，23Q3 中通/圆通/韵达/申通单票收入分别为 1.11/2.33/2.22/2.12 元，同比-14.5%/-7.88%/-14.2%/-12.59%。在局部价格竞争下，各家单票收入下滑明显。4) 从前三季度盈利能力角度来看，中通的单票净利最高（约 0.29 元），同比增长 17.89%；其次是圆通（约 0.17 元），同比下降 19.64%；再其次是韵达（约 0.07 元），同比增长 37.40%；最后是申通（约 0.02 元），同比增长 3.22%。最终，前三季度，中通实现调整后净利润为 67.9 亿元，增速达到 44.9%，领先优势扩大；由于圆通的单票净利下降，扣非归母净利润同比下降 4.81%，为 25.42 亿元；韵达自身经营有所改善，扣非归母净利润为 9.7 亿元，同比增加 39.00%；申通快递由于降价抢量，市场份额提升明显，但盈利表现一直在盈亏平衡附近。

图34: 中通、圆通、韵达和申通的季度业务量增速对比



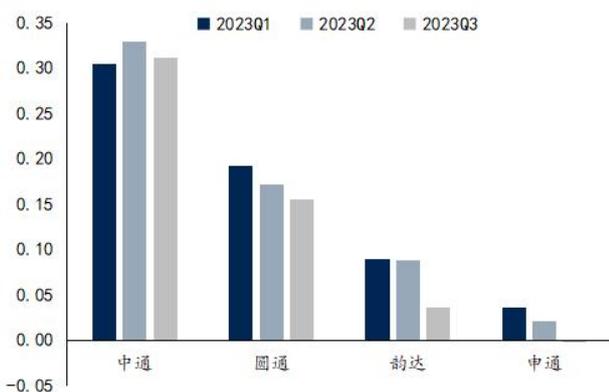
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图35: 中通、圆通、韵达和申通的季度市占率对比



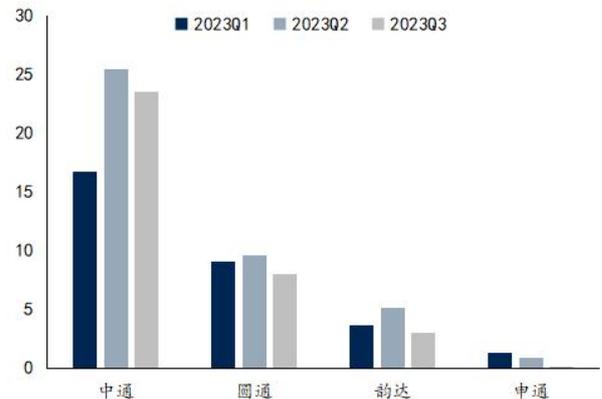
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 中通、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37: 中通、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

2024 年展望：需求增长具有韧性，把握竞争格局边际变化

快递需求主要关注件量增长，经济承压、消费降级的背景下，电商客单价持续下降，快递件量有望维持双位数增长。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，但是在消费降级的大背景下，电商客单价仍可进一步下降，从而带来快递业务量的持续较快增长。根据我们估算，我们认为 2024 年整体快递行业业务量增速有望维持双位数增长。

图38: 2010-2024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39: 2017-2023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

2024年是竞争格局变革的关键年。快递企业的成本开支高峰期已过，2023年前三季度，中通、圆通、韵达、申通的成本开支分别为57.6/36.3/19.1/21.4亿元，同比+7.1%/+0.6%/-21%/-6.1%。展望2024年，以申通和中通为例，申通快递的百亿资本开支计划在2024年进入最后一年，中通快递2023Q3资本开支同比下降38.1%，这表明主要快递公司产能投入趋势趋缓，势必会使得综合实力更强的龙头企业占据更多的市场份额。就市占率而言，2022年以来，行业竞争格局较为稳定，2023年三季度CR5达到75%，中通领头羊的地位难以撼动，圆通、韵达、申通紧随其后，形成“一超多强”的竞争格局。2024年是龙头竞争的关键年，中通依靠自身雄厚的实力，持续推进产能爬坡+精细化管理+末端驿站战略，有望进一步拉大与追赶者的差距，奠定龙头优势。圆通随着数字化改革的深入，推进自动化升级，不断优化网络成本、提升服务质量，溢价能力有望稳步提升。而韵达致力于管理层面的升级，提升了网点的稳定性，且韵达网络底蕴深厚，其24年经营表现仍可期待。申通管理层着力于提产能、提业务量、提服务时效，优先考虑提高市场占有率和平衡网络盈利，24年有望继续保持业务量高速增长。在当前价格战的情况下，我们预计2024年快递龙头分化会持续加剧，个别龙头可能会掉队，行业集中度有望进一步提升。

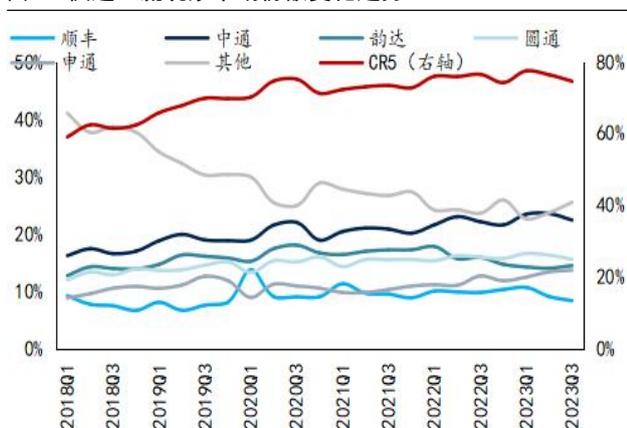
以静制动，关注龙头竞争格局变化。未来1-2年，我们认为快递行业可能出现的竞争格局变化有两方面，一方面是龙头企业的排位顺序发生改变，目前从业务量规模上来讲，通达系的排位为中通第一、圆通第二、韵达第三、申通第四、极兔第五，未来如果出现某家快递相对排位进步明显，则意味着其自身阿尔法属性凸显。另一方面是行业集中度有进一步实质性的提升，这种情况意味着某家落后的企业被收购或者被淘汰，则其他优胜者将从中获利。

2024年快递龙头的价格竞争和服务竞争将共存。在消费弱复苏的背景下，上游电商平台订单量增速减缓，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，为了进一步提升市场占有率，未来部分地区的阶段性价格竞争仍会存在。但是在共同富裕的大背景下，快递恶性价格战一去不复返，良性价格

战仍然存在。

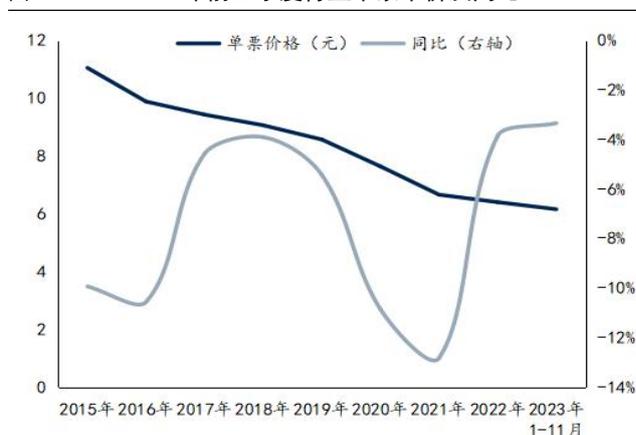
在高质量发展背景下，近一年快递企业对服务质量的重视程度明显提升。比如，1) 2023 年双十一，圆通喊出“提时效、保体验”的新口号，通过“客户管家”等数字化工具及线下过程的专项管控，确保时效和服务的稳定，提升客户体验。除了应对双十一的高峰，圆通速递在杭州亚运会期间也有突出表现，从开幕式到闭幕式，为运送超 10 万份观众礼包，圆通共出车近百趟。2) 极兔快递陆续收购百世、丰网，整合优质资源，服务质量稳步提升，根据弗若斯特沙利文的数据显示，2023 年上半年中国头部快递运营商的平均投诉率数据，极兔速递的投诉率仅有 0.6，远远低于 6.7 的行业平均值水平。在中国国家邮政局发布的一季度与二季度申诉情况中，极兔蝉联快递企业申诉处理工作综合指数第一名。3) 2023 年 5 月，申通快递联合菜鸟启动全国重点经济圈物流升级计划，发布智选仓配“经济圈次日达”产品，主打极致的性价比，结合申通的分拨能力、干线能力、配送能力和菜鸟精锐的仓储资源，以经济型价格提供高质量服务。

图40: 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

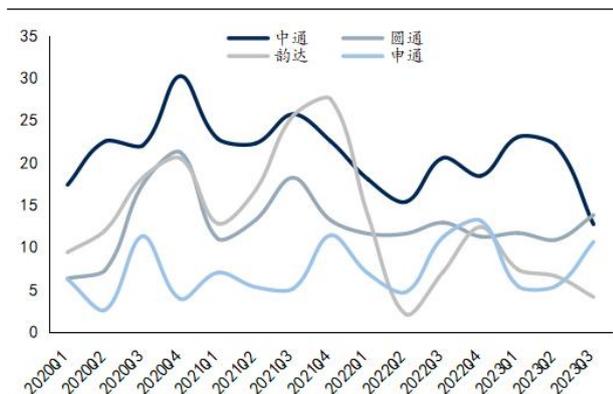
图41: 2010-2022 年前三季度行业单票单价及同比



资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所整理

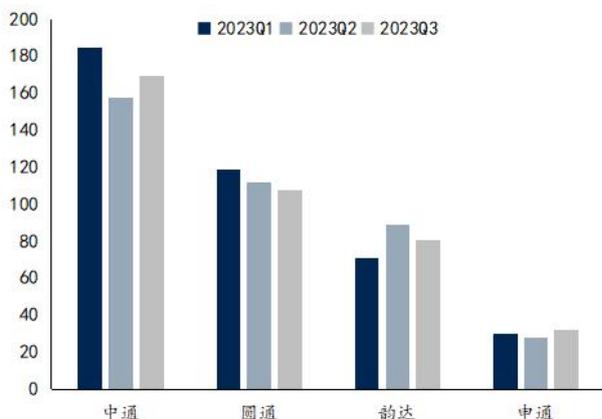
快递龙头公司资金压力和资本结构有差异化。由于需求增长放缓，快递龙头公司的产能投放节奏也开始趋缓，2023 年快递行业资本开支已经明显下行，我们预计 2024 年快递行业的整体资本开支仍然将继续下降。现阶段价格战态势可控，短期快递龙头公司的资金将仍然维持较充裕的状态，但是各家的资金雄厚程度不一，且潜在融资能力也有较大区别。通达兔中，中通快递的流动资金最多、资产负债率最低；申通快递的流动资金最少；极兔速递的资产负债率最高（2023 年中报为 191%）。

图42: 中通、圆通、韵达和申通的季度资本开支对比 (亿元)



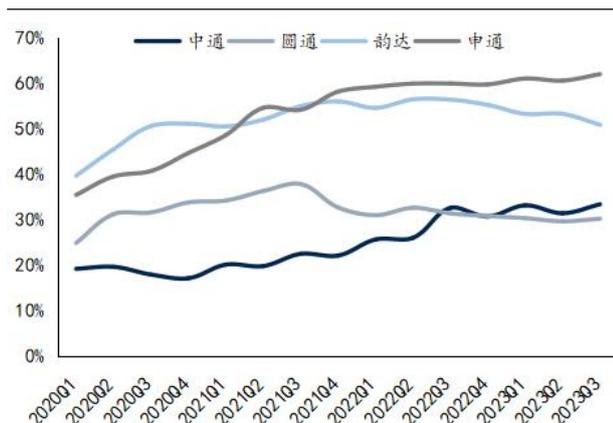
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图43: 中通、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)



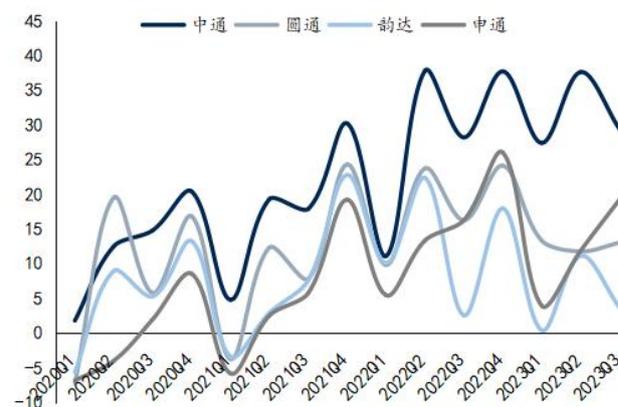
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图44: 中通、圆通、韵达和申通的资产负债率对比



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图45: 中通、圆通、韵达和申通的季度经营性净现金流对比 (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“恶性价战争”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, 打响了我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。2021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。2022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5: 我国快递企业出海的不同模式

| 模式 | 代表企业 | 主要内容 |
|-----------------------------------|----------|--|
| 跨境物流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 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：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

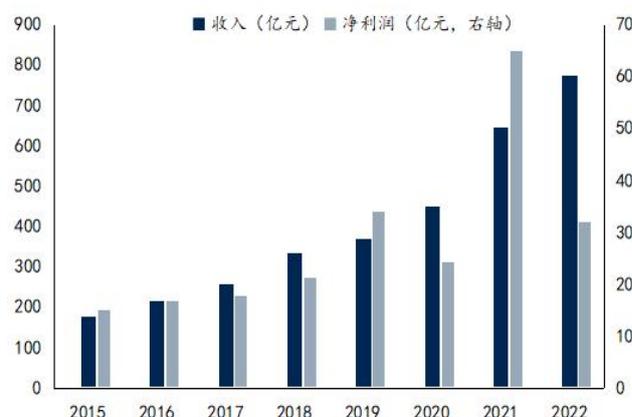
顺丰作为我国物流行业的领头羊，2020年以后开始加速布局国际业务。2021年9月顺丰完成了对国际领先的物流公司嘉里物流51.8%股权的收购，从而进一步完善了对国际业务的战略布局，供应链及国际业务的收入体量自2020年的202亿元快速增长2022年的879亿元。顺丰国际业务中的物流产品矩阵也是多样化的，发展优先顺序为国际快递、国际供应链、跨境电商物流、国际货代以及东南亚本土物流。2024年以后，顺丰国际业务还将加大与国内物流网络、鄂州机场的协同发展，顺丰国际业务规模有望实现较快增长态势。

图46: 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47: 嘉里物流的收入及净利润表现 (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：估值底部，看好国际业务第二增长曲线

展望未来一年来看，时效快递稳健增长持续夯实基本盘，顺丰的三大变量将呈现边际改善的趋势——鄂州机场航空转运中心运营逐步走上正轨、国际业务形成第二增长曲线以及经营能力持续提升：

就鄂州机场来说，2023年三季度航空转运中心已经正式投入运营，9月初，顺丰的国内货运航线就已经完成转场，国内大约40%的航线已调整到鄂州机场进行分拣中转。目前航空转运中心正处于产能爬坡期，我们预计2024-2025年鄂州机场转运中心对顺丰的正面效应才会真正体现，有望构成股价上涨的强催化剂。正面效应，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。

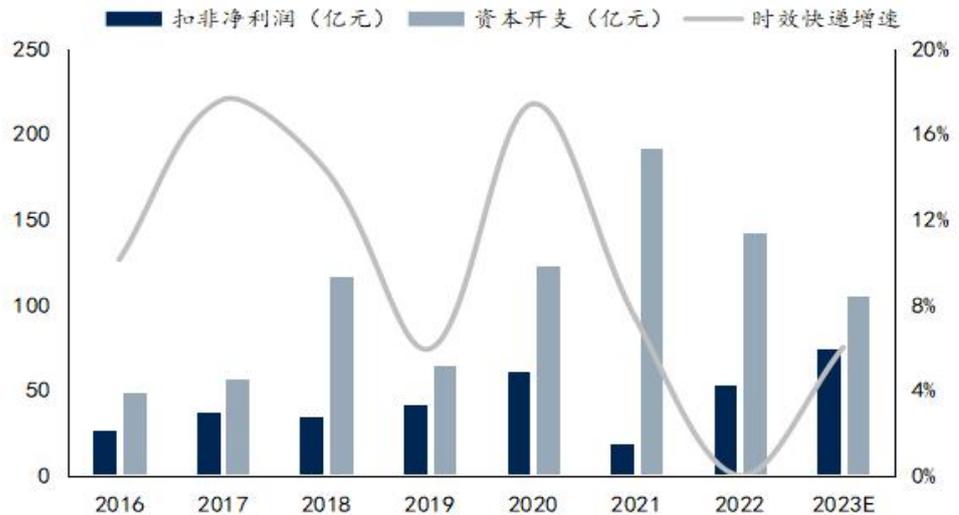
就国际业务来说，九十年代以来中国企业已经从供应链产品出口拓展到产品品牌出口，再到现在跨境出口电商平台的兴起，伴随着中国企业的走出去，我国以顺丰为首的物流企业也开始加速走出国门、拓展国际业务。顺丰于2010年在新加坡设立营业网点，打响了中国快递企业进入东南亚市场的“第一枪”，随后顺丰开始在东南亚多点布局国际业务，2021年顺丰完成对嘉里物流的收购意味着顺丰国际业务进入了加速发展阶段，未来顺丰国际业务的发展优先顺序为国际快递、国际供应链、跨境电商物流、国际货代以及东南亚本土物流。2024年以后，顺丰国际业务收入规模有望维持双位数的较快增长态势，同时通过与国内物流网络、鄂州机场协同发力，国际业务利润将实现更快增长。

就经营成本优化来说，顺丰自身的商业模式导致其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，2018年和2021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同时公司资本开支又正处于高位水平，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的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。2023年和2024年公司资本开支继续下降，而2022年和2023年业务量仍然维持稳定增长态势，叠加公司近年来不断推进四网融通、网点雾化、物流笼车等精细化经营优化措施，

我们预计未来两年公司的资产利用率将继续提升，从而带动盈利能力提升。

我们预计顺丰 2024 年的归母净利润有望达到 110 亿元，同比增长 30%左右，对应 PE 估值不到 20 倍，处于历史估值水平的低位，给予重点推荐。

图48: 顺丰控股时效快递收入增速、资本开支以及扣非净利过去几年的表现对比



注：时效快递收入增速统计口径不包括退货件，为估计值

资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所估算

通达系投资建议：静待边际变化，龙头公司具有长期价值

后疫情时代，宏观经济、商务活动、居民消费有所修复，快递经营效率也明显提升，叠加抖音、拼多多这类低价平台销售表现亮眼，2023年1-11月快递需求增速恢复至18%以上，表现已属亮眼，我们预计2024年快递需求仍然可维持双位数的增长。但是各家龙头快递竞争策略调整，2023年行业竞争态势明显加剧，通达系的单票收入同比降幅明显扩大，快递旺季涨价范围和幅度也均不及过去两年，2024年将是竞争格局变革的关键年，龙头快递的经营表现将加速分化。投资方面，快递龙头股价回调后，中长期投资布局机会凸显，且一旦竞争格局变化将会形成强催化剂。目前，通达系公司的2024年PE估值已处于历史最低位，中通、圆通、韵达和申通2024年的PE估值分别为11倍、9倍、8倍和12倍。看好中通快递和圆通速递的中长期投资机会，关注改善中的申通、韵达。

图49: 顺丰控股预测 PE (FY1) 以及 TTM PE 的历史变化趋势



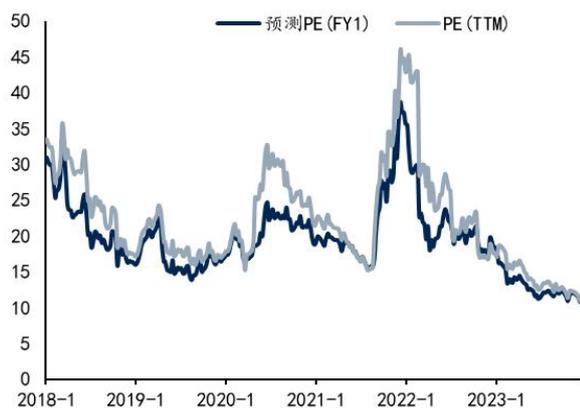
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图50: 中通快递 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51: 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52: 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

物流: 高端快运市场格局出清, 看好德邦股份

根据艾瑞咨询数据, 2015-2021 年, 我国零担市场规模从 1.14 万亿元增长至 1.63 万亿元, 年复合增速为 6.2%, 而且预计该行业市场规模将持续增长, 2025 年有望突破 2 万亿。

中国零担市场按照其运营模式、网络覆盖程度以及服务范畴及水平主要可以划分出两类玩家——快运网络服务商（覆盖全国）以及区域和专线货运运营商（覆盖区域）。与区域和专线货运运营商相比, 快运网络服务商往往规模效应更强, 且能够提供及时、综合和数字化的服务, 以及能够提供更高服务品质的产品。基于以上优势, 快运网络服务商在中国零担市场中的市场份额持续提升, 因此快运网络对我国零担市场的渗透率自 2015 年的 2.9% 提升至了 2020 年的 6.1%, 艾瑞咨询预计 2025 年该比例有望提升至 15.7%, 从而满足全国性、端到端及综合服务的终

端客户持续增加的需求。

表6: 零担市场中快运公司和专线公司的区别

| 类别 | 快运网络 | 专线及区域货运商 |
|------------|--|---|
| 运营模式 | · 轴辐射网络模式 · 枢纽负责货物拼装及分类, 货物通过各条路线(轴射线)运输至各网点, 网点则负责揽件及派送 | 区域货运商收集订单, 并通过专线运输货物 |
| 网络覆盖 | 广泛深入覆盖大多数省市及县镇的全性网络 | 点点直达, 不存在网络 |
| 端到端 | 全国覆盖 大量网点以相对较低的成本进行揽件及派送 | 有限的干线运输路线 自提或与市内物流公司合作 |
| 综合性 | 提供各类产品组合以迎合不同需求 | 单一类别产品组合 |
| 托运服务 | 可靠性 实时追踪 时效性 完备的基础设施及营运系统以确保不同产品的时效性 品质 通过标准化运营保持一致的服务质量 | 终端客户未必能够追踪货运状态 由于缺乏标准化, 无法保证始终如一的及时交货 能够提供定制服务, 但服务质量参差不齐 |
| 准入壁垒及行业集中度 | · 在建立稳定网络方面有较高准入壁垒 · 目前运营中的快运网络仅十余个 | · 准入壁垒较低 · 目前有 20 万至 30 万家运营中的专线及区域货运商 |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图53: 我国快运市场规模增长趋势



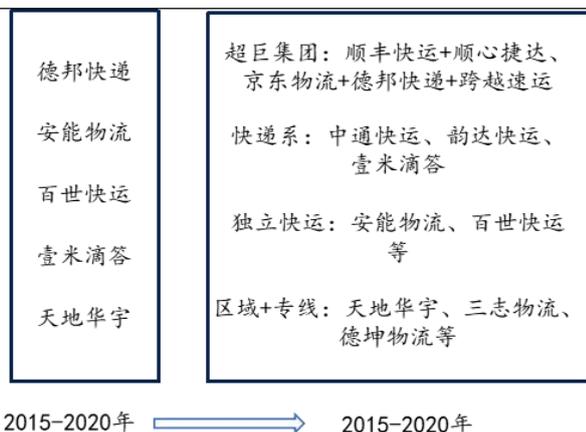
资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

我们认为我国的零担快运行业目前已经发展到第二阶段整合期, 预计中国领先的零担快运网络将继续通过加快市场整合来巩固其市场领先地位和成本领先优势。过去几年零担市场竞争环境加剧, 再加上国内货运需求量大且复杂, 物流企业越发激进, 使得现阶段我国零担物流行业竞争相对分散。但长远来看, 未来我国零担物流行业集中度将不断提升。我们估计 2016 年-2022 年我国零担物流 CR10 由 2.9%提升至 7.5%, 近几年我国快运市场 CR10 超过了 70%。在中国零担行业集中度提升这个过程中, 龙头公司也是通过收购整合加速自身的市场份额提升。2018 年 3 月, 顺丰收购了广东的新邦物流, 并重新建立了加盟制“顺心捷达”快运品牌, 自此顺丰快运业务包括了两大品牌——顺丰直营的快运产品(针对高端市场)以

及加盟制的顺心捷达（针对中端市场）。京东物流于2020年8月订立最终协议，确认收购航空快运公司——跨越速运，然后又于2022年9月完成了对德邦股份的要约收购。11月6日，百世创始人周韶宁以及阿里巴巴和菜鸟网络组成的买方集团提出对百世集团的要约收购，目前百世集团的三大业务就是快运、供应链和国际。

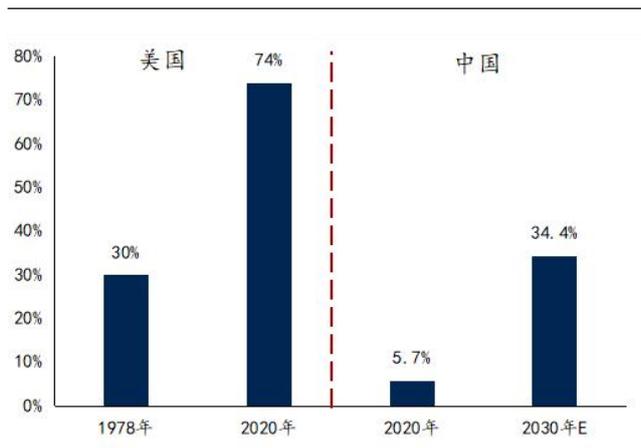
值得注意的是，高端快运细分市场的格局已经完成洗牌、进入良性竞争阶段。2022年三季度京东物流收购德邦后，高端快运市场的竞争格局就从顺丰快运、德邦股份和京东快运的三足鼎立态势优化成顺丰快运和德邦股份的双寡头格局。从而，高端快运市场的价格竞争明显趋缓，2022年大件快递业务的单票价格同比降幅为1.3%，降幅环比下滑（2021年同比降幅为4.9%）；2022年快运业务的单公斤价格同比提升5.7%，升幅环比提升（2021年同比升幅为3.1%）。展望2024年及以后，我们认为高端快运市场将维持良性竞争，价格和单位成本将维持相对稳定的下降趋势，价格下降将不再会损害盈利能力。

图54：零担公司的竞争格局演变



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图55：中国和美国的零担行业集中度 CR10 对比



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

图56: 2022 年我国零担市场的公路物流运价指数上升明显



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2024 年，我们自下而上看好供给格局稳定、自身具有整合逻辑的德邦股份：

- 1) 与京东物流的协同效应开始显现：2022 年 9 月京东物流成为了德邦的新控股股东，协同效应于 2023 年年中开始逐步显现，一方面业务层面进行整合，京东物流将贡献增量收入，另一方面未来公司与京东物流的网络融合有望带来成本优化。现阶段正处于逻辑和业绩兑现期，2024 年京东物流将贡献 70+亿元的增量收入，如果不考虑网络融合效应，对应的业绩贡献估计约 1 亿元左右。但 2024 年 3 月份，公司就会开始落地德邦快运和京东快运两种网络的融合，融合顺利的话将会带来更多的业绩弹性。此外，再往后年看，为了解决同业竞争问题，京东物流还需导入或并入更多业务或资产。
- 2) 2022 年京东物流收购德邦股份后，我国高端快运竞争格局就完成了出清，形成了“德邦+顺丰”的双寡头格局，从而，2022 年下半年开始，可以看到高端快运市场的价格竞争明显趋缓，2023 年及以后，我们认为高端快运市场将维持良性竞争，公司不再面临价格激烈竞争的风险，也就意味着公司利润稳定性将增大。
- 3) 公司从 2021 年开始做精细化经营，通过优化流程管理以及投入运力来提升产品质量，通过提高自营车队占比、末端网点整合、优化组织结构等措施节省成本费用，未来利润稳定性大幅增强。
- 4) 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 8.2/10.9/13.8 亿元，未来三年利润复合增速在 30%左右。当下股价对应 24 年利润 PE 估值约 13 倍，股价还有较大的上涨空间。

表 7: 德邦股份与京东集团的关联交易 24 年预计情况

| 关联交易类别 | 关联人 | 2024 年预计金额 (亿元) |
|-----------------|-------------------|-----------------|
| 向关联方采购商品 | 京东集团股份有限公司及其控制的企业 | 0.45 |
| 小计 | | 0.45 |
| 向关联方提供劳务 | 京东物流 | 77.88 |

| | | |
|----------------|--|--------------|
| | 京东集团股份有限公司 | |
| | 及其控制的企业（除京 东物流外）、京东科技 | 0.118 |
| 小计 | | 78.0 |
| 接受关联方提供的劳 务 | 京东集团股份有限公司及其控制的企业 京东科技控股股份有限公司及其控制的 企业 | 4.12 0.32 |
| 小计 | | 4.44 |
| 向关联方出租资产 | 京东集团股份有限公司及其控制的企业 | 0.47 |
| 小计 | | 0.47 |
| 合计 | | 85.12 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|------------|----|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数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。本报告仅供我公司客户使用，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所提及的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