

证券研究报告|行业投资策略
交通运输
行业评级 强于大市（维持评级）
2024年1月3日



2024年度投资策略：看好周期，优选成长

证券分析师：
陈照林 执业证书编号：S0210522050006

请务必阅读报告末页的重要声明

投资要点

- ▶ **油运板块：**全球油运供应链重构、运距拉长 α 与需求复苏 β 共存。低库存作为需求端支撑，运河拥堵、供应链不畅提升供给端弹性。推荐招商轮船、中远海能、关注招商南油。
- ▶ **航空机场：**运力增长确定性放缓，行业竞争格局改善，国际长航线供给侧修复有助于全行业供需再平衡，国内线客收易涨难跌，叠加油汇风险的释放，2024年航司利润或将再创新高。建议关注春秋航空、吉祥航空、中国国航。
- ▶ **快递板块：**行业格局持续分化，布局利润释放确定的头部企业。需求端，消费降级仍将支撑平价电商件的增长，我们维持2024年快递行业件量增速10%的预测；供给端，主要加盟快递企业仍将维持克制的价格竞争状态，布局远期优胜企业策略较优。推荐：德邦股份，中通快递，顺丰控股。
- ▶ **跨境物流板块：**跨境电商高速资本扩张，布局跨境物流独立景气赛道。需求温和复苏的背景下，受益于跨境电商平台企业高资本开支周期带来的GMV高速扩张，跨境物流行业存在独立景气行情，建议关注：中国外运、华贸物流、东航物流、嘉诚国际。
- ▶ **风险提示：**经济复苏不及预期风险，快递行业价格竞争加剧风险、船东新增订单超预期风险、环保政策实行力度不及预期风险

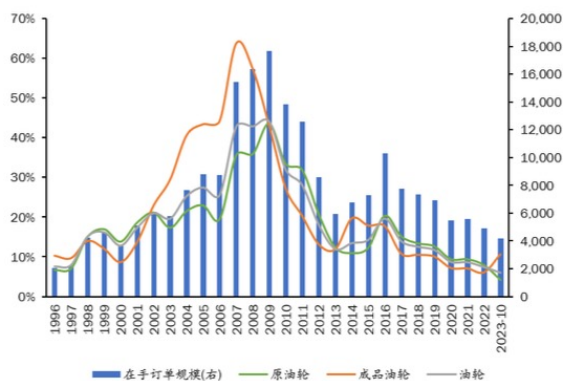
目 录

- 航运：全球油运供应链重构、运距拉长 α 与需求复苏 β 共存
- 航空：长航线恢复，2024将迎来利润高点
- 快递物流：行业格局持续分化，布局利润释放确定的头部企业
- 跨境物流：跨境电商高速扩张，布局跨境物流独立景气赛道
- 风险提示

油运：在手订单维持历史低位，多重因素压制造船意愿

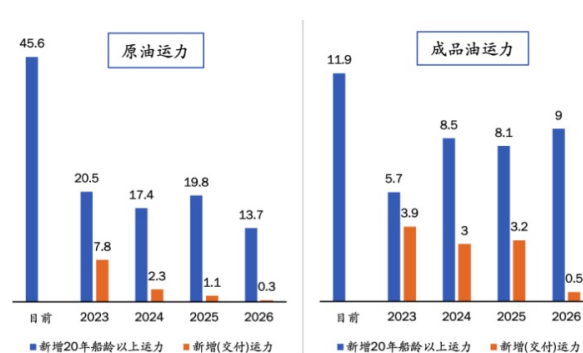
- **油轮市场在手订单占比维持历史低位，新船交付高峰结束，新签订单数骤降。**2023年初以来油轮在手订单小幅提升但仍维持历史低位，占运力比由4.3%提升至6.15%，但考虑目前15岁以上油轮运力占33%，在手订单远不及替换需求，运力缺口将持续走扩。
- **造船产能紧张，新造油轮价格2022年以来整体上涨。**尽管钢板价格已从高峰水平回调，但船厂方面受到持续的通胀压力，目前克拉克森新油轮价格指数为206.6点，同比上涨7.6%，处于2009年以来的高位水平。同时船厂船台紧张，根据克拉克森统计，当前全球船厂手持订单覆盖率达3.5年，以高附加值的LNG、集装箱船订单为主，油轮供应的缓慢增长可能至少持续至2025年。
- **燃料技术的不确定性以及全球加息导致的融资成本上升等因素，导致油轮船东造新船的意愿较低。**目前许多潜在的低碳技术还处于早期开发阶段，商业应用有限，大多数订单仍然是由燃油和其他化石燃料驱动的船舶，而油轮行业运输安全性要求高，监管尤其严格，环保政策频出，许多船东更愿意延长老船的使用寿命而非投资新船，以降低成本和风险。美联储于2022年3月起实施加息政策，以抑制通货膨胀，目前美国基准利率已由0.08%提升至12月25日的5.33%，船舶融资成本的显著上涨导致船东造船意愿进一步下滑。

图表：油轮在手订单占比及规模（%，万载重吨）



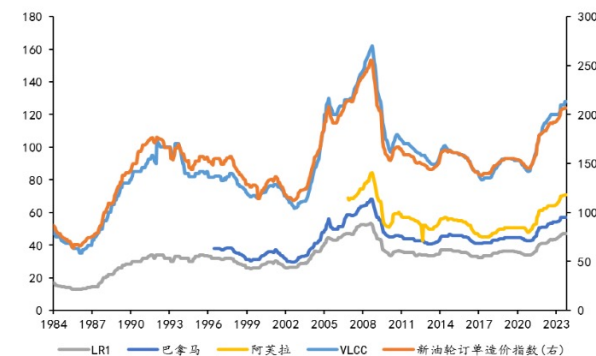
资料来源：Clarksons, 华福证券研究所

图表：油轮市场运力情况（百万载重吨）



资料来源：Clarksons, 华福证券研究所

图表：新油轮订单造价（百万美元）

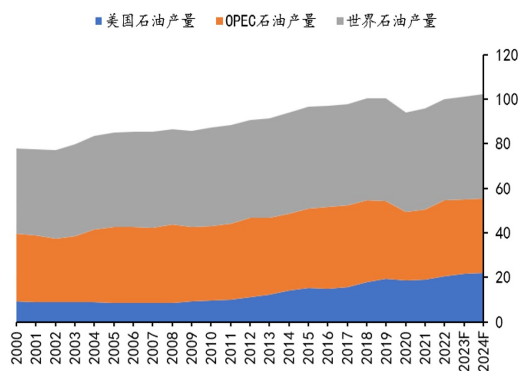


资料来源：Clarksons, 华福证券研究所

油运：美国贡献石油贸易增量，格局重塑量距齐升

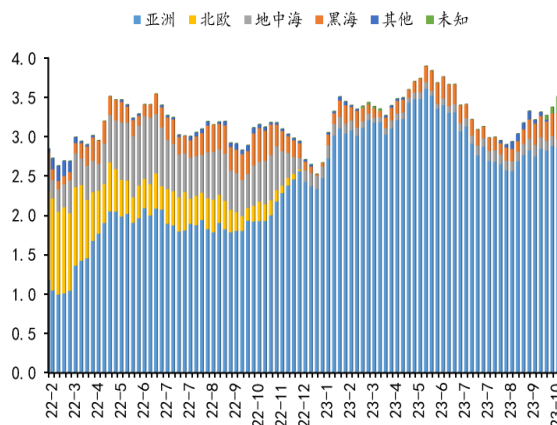
- **美国贡献边际增量，俄油减产有限。**在美国原油小幅增产、俄罗斯出口颇具韧性的支持下，全球原油供给仍将缓慢增长。EIA预计2023年全球石油产量将小幅增长1.6%至1.015亿吨/日，其中美国将是全球石油市场供应最主要的边际增量来源，预计2023-2024年产量将持续增长。
- **俄油成功转向亚太，运距拉长逻辑兑现。**迄今距离原油禁令生效已接近一年，制裁后的原油新贸易路线也逐步明朗，2023年初以来俄罗斯日均海运原油出口量持续维持高位在280万桶以上，这表明制裁对俄油出口影响有限，整体油市供应并未出现大幅缺口。从俄罗斯原油海运出口格局看，俄罗斯往各区域的出货量变化呈北欧暂停进口，南欧及地中海大幅下降，亚洲的中国、印度取而代之的趋势。截至2023年四十三周，印度和中国已占俄罗斯海运原油出口总量的64%。

图表：EIA预测世界石油产量（百万桶/天）



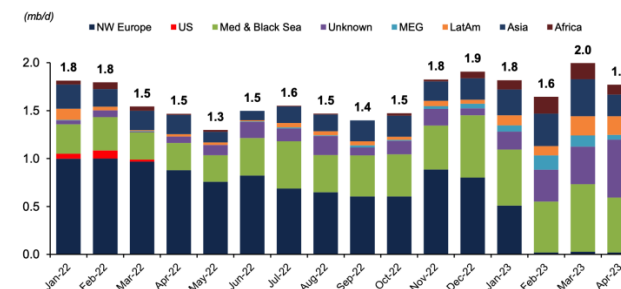
资料来源：EIA，华福证券研究所

图表：俄罗斯海运原油出口量（百万桶/天）



资料来源：Bloomberg，华福证券研究所

图表：俄罗斯成品油海运出口情况（百万桶/天）

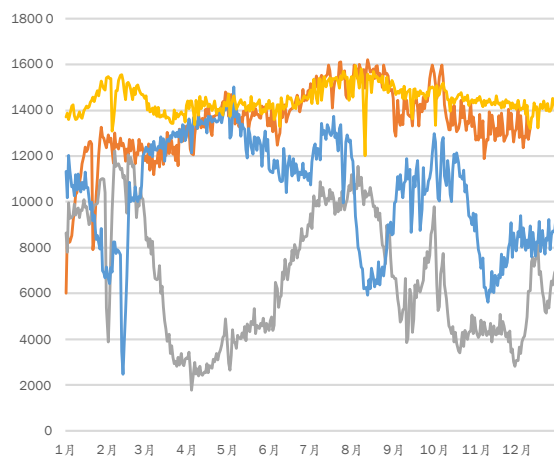


资料来源：Scorpio，华福证券研究所

油运：中国出行链加速修复，全球库存低位支撑贸易需求

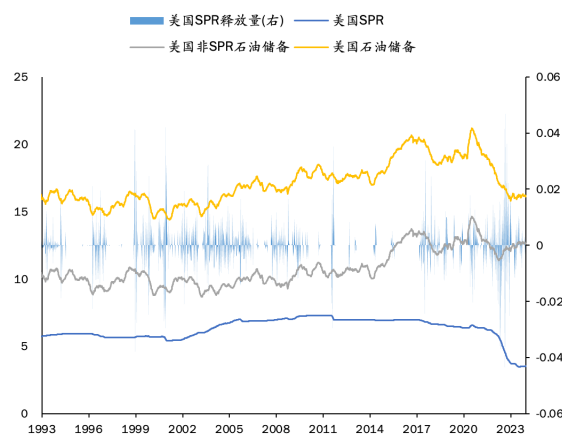
- ▶ **2023年全球石油需求主要的边际变化在于中国防疫政策的全面放松，预计受公路和航空出行恢复带动，交通燃料需求将成为23年中国石油需求的最大增量。**2023年暑运期间全民航执行航班量95.5万架次，较2019年暑运同期增加1.8%，已超疫情前水平。高频的国内出行数据已验证了需求端复苏的推测，国内经济活动恢复活力，旅客出行活动增多，成品油消费恢复增长，中国原油消费全面复苏。
- ▶ **原油价格走弱，补库需求一触即发。**2022年3月美国政府宣布了美国历史上最大规模的战略石油储备（SPR）释放计划以应对俄乌冲突后能源价格的上涨，全年共释放SPR 2.2亿桶，史无前例的大规模储备释放使得美国SPR储备已处于2002年5月以来最低水平，截至2023年12月15日SPR已下降至3.53亿桶。我们预计美国释放大规模SPR已接近尾声，不再有任何有效的缓冲空间，目前除美国外OECD国家的商业石油储备也处于历史低位。库存低位意味着库存消耗的可持续性下降，石油的必须性及无可替代性将驱使需求愈发缺乏弹性，同时库存消耗得越多，将来补库存需求越旺盛，石油市场的贸易量也将得到有力支撑。

图表：中国民航整体日度航班执行量（架次）



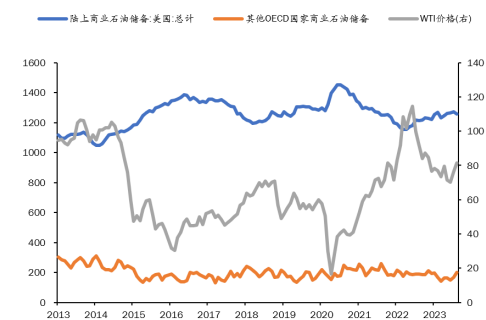
资料来源：航班管家，华福证券研究所

图表：美国石油库存（亿桶）



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：OECD商业原油库存（百万桶，美元/桶）

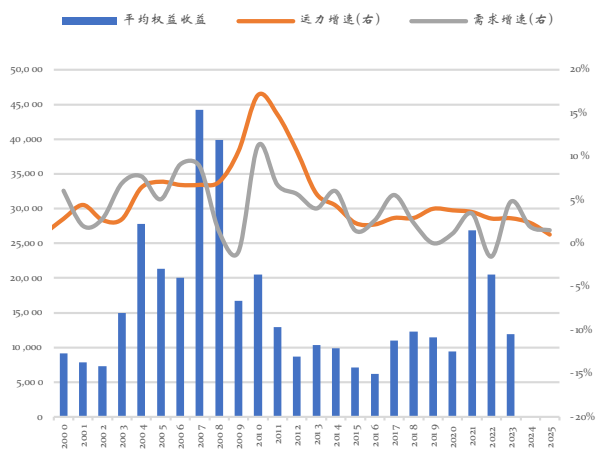


资料来源：Wind，华福证券研究所

干散货运：交船高峰已过，在手订单缓慢下行

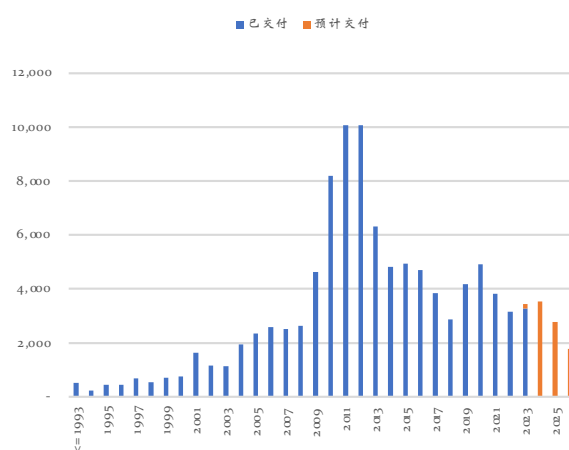
- 干散货运输业的景气度与全球经济发展高度相关。**根据Clarksons数据，干散货运输货运量占全球总货运量的比例超过40%。干散货是指可以不经包装直接放入船舶货舱内的干货，主要包括各种初级产品和原材料。干散货运输主要用于运送铁矿石、煤炭、粮食、铝矾土、磷灰石、木材、水泥、化肥、原糖等与经济、民生休戚相关的重要物资，干散货运输业的景气度与全球经济发展高度相关。
- 新造船价格高昂，船东造船意愿低迷。**根据Clarksons数据，自2010年以来，全球干散货运输量除2020年受新冠疫情影响首次负增长外，市场整体表现较为稳定。近年来干散货运力供给增速整体呈现下降趋势，新造船的高昂造价叠加资本成本高位，导致干散货船舶在手订单运力仅占现有运力的8.3%，处于近十年的低位；而现有干散货船舶中，15年以上船舶运力占比达20%，环保规定日益严格的背景下，老旧船舶面临更新换代压力，预期随着行业供给收缩，驱动干散货运输供需差拉大，有望带来行业格局改善。

图表：干散货船供需差收窄(%)



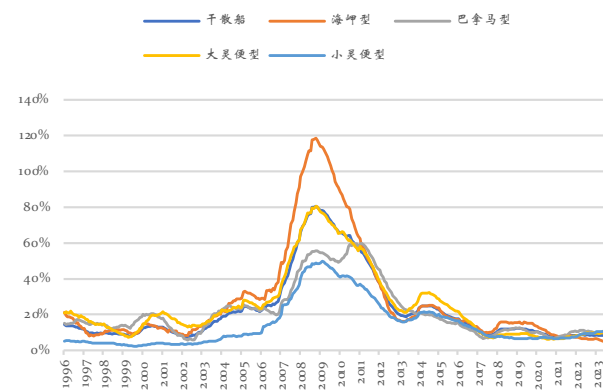
资料来源：Clarksons，华福证券研究所
 注：2023至2025年运力及需求增速为Clarksons 预测数据。

图表：干散货船交付高峰已过(美元/日、%)



资料来源：Clarksons，华福证券研究所

图表：干散货船在手订单历史低位(%)

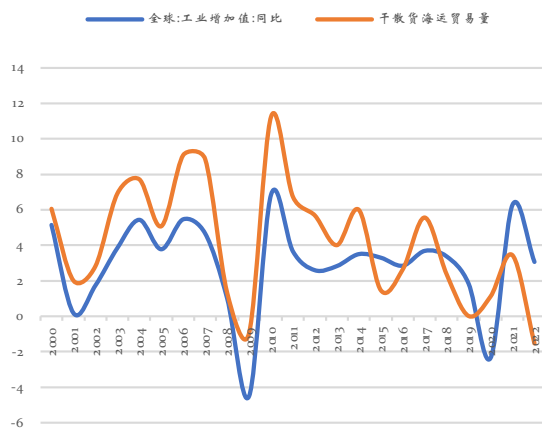


资料来源：Clarksons，华福证券研究所

干散货运：中国复苏贡献增量，巴拿马堵塞支撑长航线需求

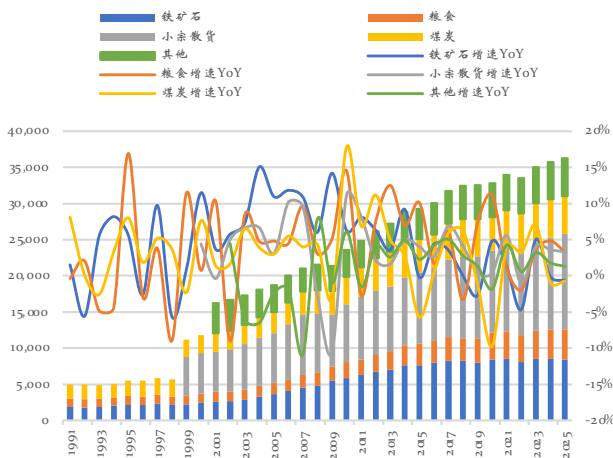
- 干散货运贸易量随宏观经济增长逐步上升，需求波动与全球经济周期正相关。其中铁矿石和煤炭占比相较粮食不断提升，体现了全球的工业化进程。即工业发展提供经济增长的主要增量，同时拉动了铁矿石和煤炭的需求，干散货运和经济增长均为工业化进程的相关变量。
- 煤炭及粮食贸易蓬勃发展，叠加巴拿马运河堵塞，船舶航距显著提升，干散货运市场需求强劲。干散货海运贸易量在2023年创下历史新高，预计同比增长4.8%。**煤炭方面**，中国作为全球最大煤炭进口国，2023前10个月煤炭进口量较2022年同期增加了115%。一方面是由于澳煤进口已全面恢复，另一方面是由于厄尔尼诺现象导致水电发电量创历史新低，煤炭进口预计仍将保持强劲。**铁矿石方面**，欧美加息周期下，除中国外的大多数国家减少了铁矿石进口，中国受益于基建及出口需求的改善，铁矿石海运进口量同比增长6%，随着国内经济转好，铁矿石需求上升引起相应库存的减少，为进一步增加进口提供了空间。**粮食方面**，北半球粮食收成创记录，同时巴拿马运河的过境限制预计至少持续至2024年秋季，将影响美国对亚洲的粮食航线，支撑干散货船长航距运输的需求。

图表：干散货海运贸易量与全球工业增加值正相关 (%)



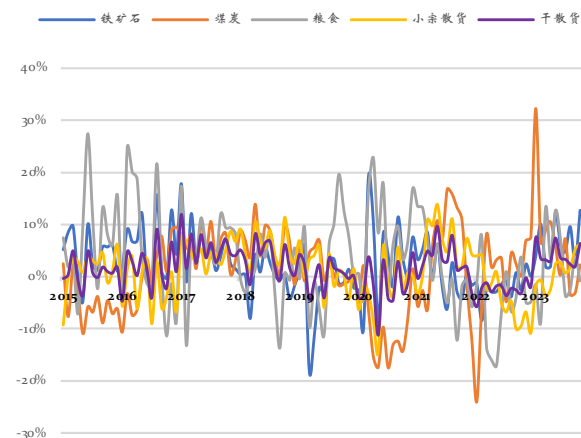
资料来源：Wind, 华福证券研究所

图表：各干散货种海运贸易量及增速(百万吨公里、%)



资料来源：Clarksons, 华福证券研究所

图表：干散海运贸易指数显著改善(%)

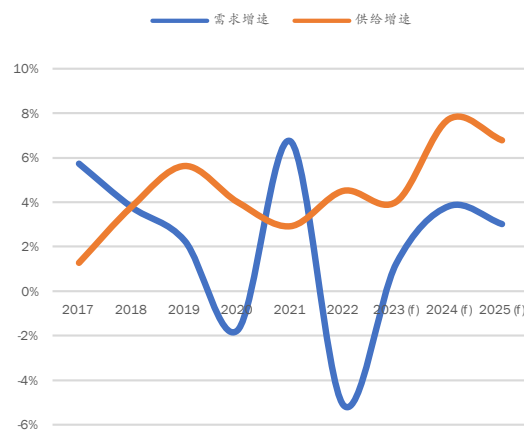


资料来源：Clarksons, 华福证券研究所

集运：需求增长乏力，地缘风险下船舶绕行或支撑短期运价上扬

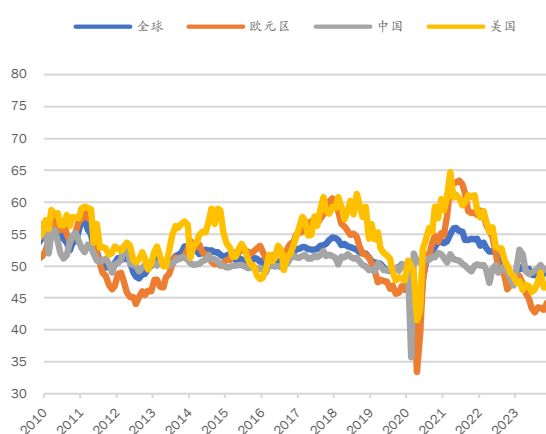
- **2023年全球集装箱海运贸易量较2022年同期有所上升，但海运价格继续回落，运价基本恢复至疫情前的水平。**新造船市场，除超大型集装箱船外，其他船型价格均保持稳定，全球集装箱新船成交量继续下降。下半年起全球集装箱船运力将明显过剩，其中，美欧航线需求增长不足，班轮公司或将更多关注东南亚、中东及南美航线。在运力过剩、环保要求趋严、运价较低等因素共同作用下，未来班轮公司将在船队结构调整及市场需求变化中寻找新的突破口。
- **全球经济略显疲软，中美中欧贸易增长乏力。**从需求端看，国际货币基金组织预测，2023年和2024年全球经济将在2024年增长2.9%，2025年增长3.2%。美国和中国的经济增速预计将较2023年大幅放缓。全球制造业状况依然疲弱，2023年以来全球制造业PMI持续低于荣枯线，表明经济活动放缓。欧盟和美国的零售销售保持稳定，美国新冠疫情期间积累的超额储蓄几乎花光，或进一步损害2024年的零售销售，除零售商大多数行业的库存销售比也回到2019年水平，表明库存调整可能已经结束。同时在全球地缘政治紧张局势不断加剧的大背景下，未来中美、中欧贸易增长相对乏力，中国与东盟国家之间的贸易以及同南美、中东等地区之间的贸易将逐渐增加，或弥补传统美欧航线贸易量的流失。

图表：集装箱海运供需差走扩(%)



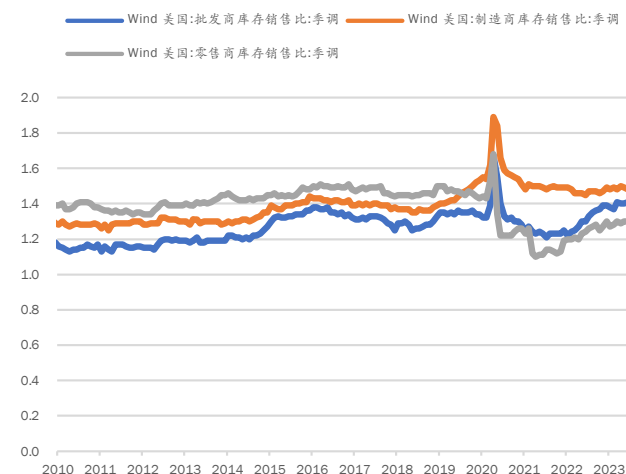
资料来源：Clarksons，华福证券研究所

图表：主要国家及地区 PMI 指数



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：美国库存销售比例

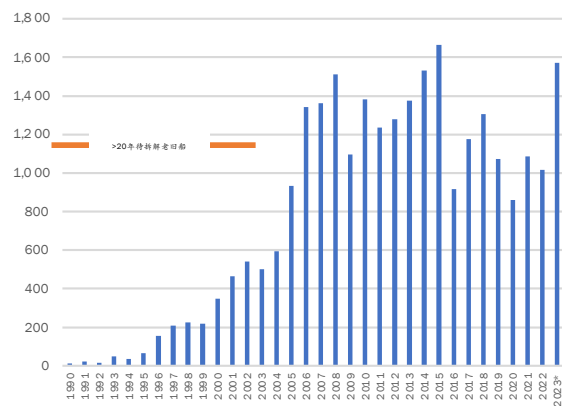


资料来源：Wind，华福证券研究所

集运：新船交付潮来临，环保新规推动运力出清

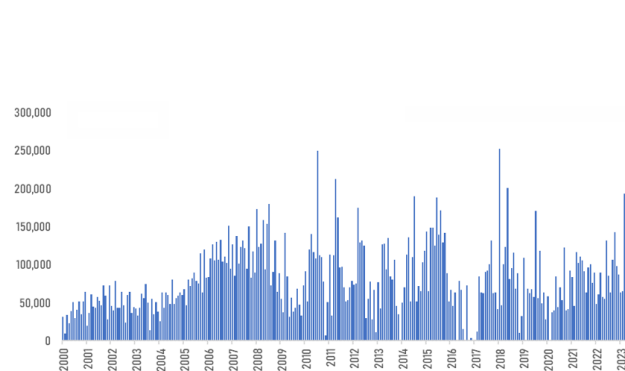
- ▶ 从供给端看，交付潮来临，供给增速高于需求增速或延续至26年。2023年4月以来全球集装箱船运力平均每月增长超过19万TEU，即使考虑到旧船的拆除等方面因素，2023年和2024年运力供给也将以每年7%的速度增长。虽然环保新规可能会在一定程度上减少运力供给，但考虑到预期交付的规模和持续的需求压力，估计2024年起实行的碳排放法规最多能吸收新增运力的1%-2%，不太可能改变集运市场运力增速过快的结果。同时，由于2023年港口拥堵程度远低于2022年，2023年船舶实际周转效率改善明显，导致运价年初以来持续走弱。
- ▶ 迄今为止，巴拿马运河的限制并未对集装箱船造成太大延误，但近期红海冲突事件导致苏伊士通行风险急剧上升、箱船龙头均绕行好望角，运距拉长逻辑持续发酵，短期市场供给过剩的危机得到一定缓解，后续关注巴以局势走向。

图表：集装箱船队船龄结构(%)



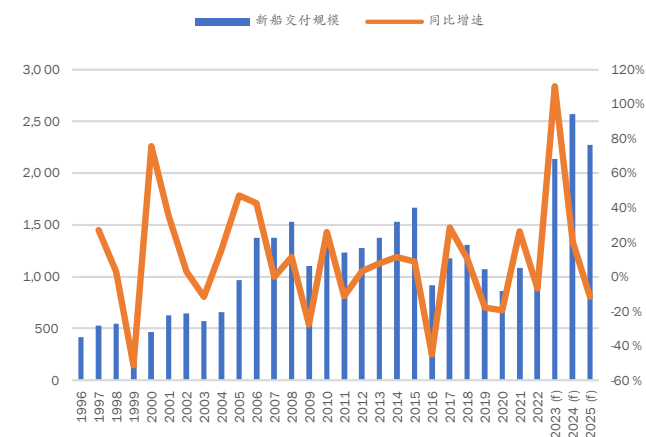
资料来源：Clarksons, 华福证券研究所

图表：2020-2023年集装箱船队运力净增加(TEU)



资料来源：Linerlytica, 华福证券研究所

图表：集装箱船队新船交付运力规模(TEU、%)

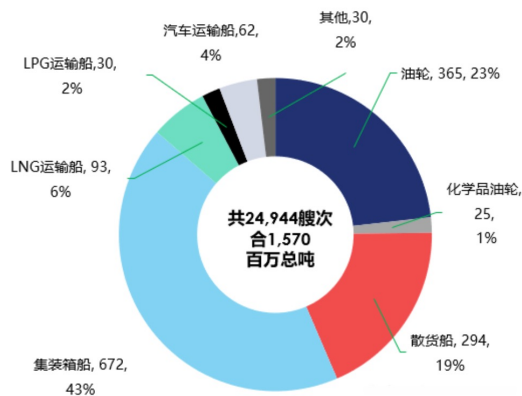


资料来源：Clarksons, 华福证券研究所

集运：巴以冲突风险外溢，集运巨头集体绕行

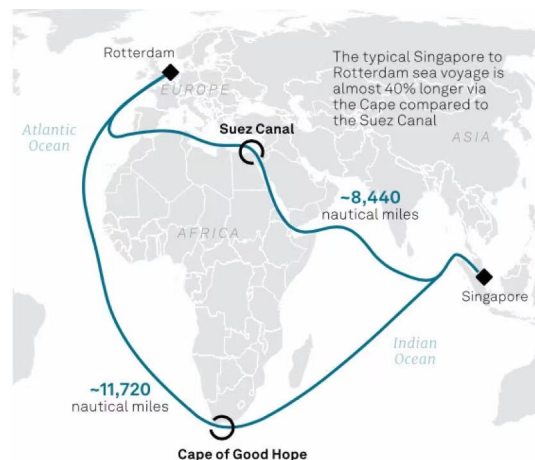
- ▶ **受胡塞武装频繁袭击箱船影响，多家集运巨头宣布“暂停”途经红海的运输**，截至目前，主要集装箱船班轮公司均宣布暂停途经红海航运的服务。克拉克森研究统计，这些暂停服务公司集装箱运力合计占全球集装箱船船队总运力74%。如果将以色列班轮公司以星考虑进内（该公司最近几周已将船只绕航好望角），这些公司在全部途径苏伊士运河的班轮航线上运力占比达到95%以上。克拉克森研究统计，每年通过苏伊士运河的货量约占全球海运贸易总量的10%。2023年年初至今，通过苏伊士运河船舶已超过24,000艘次。按照总吨计算，集装箱船占据最大份额，年初至今达到43%，其次是油轮（23%）和散货船（19%）。
- ▶ **海里需求增加**：因避开红海而选择绕航会大幅增加航线运距和航行天数。例如，从远东出发至北欧的航线绕航好望角后，运距将额外增加3,200海里（或30%）。按照标准运营航速计算，航程时间将从31天延长至40天。对航运市场来说，将导致吨海里贸易大幅增长。克拉克森估算，所有远东/中东/印度次大陆到欧洲间双向的集装箱贸易不通过苏伊士运河运输的情况下，会推动全球集装箱“箱海里”贸易大幅上涨9%。
- ▶ **运费上涨**：市场运力供需平衡趋紧以及绕航将导致运费上涨，这可能会使运费市场在近期上涨的基础上进一步走强。10月中旬上海-北欧航线运费仅581美元/TEU，12月15日上海-北欧航线运费上涨至1,029美元/TEU，已接近历史平均水平。值得注意的是当前运价的上涨正赶上年度长协运价谈判，近期班轮公司不断提价。

图表：2023年至今苏伊士运河分船型通行量(%)



资料来源：Clarksons, 华福证券研究所

图表：船舶绕行好望角航线对比冲突前苏伊士航线



资料来源：华尔街见闻, 华福证券研究所

2024年航运策略

油运策略

- 尽管面临全球经济衰退预期，在非OECD的亚洲国家主导下，疫后全球原油需求仍在缓慢修复。中国出行链条持续修复，需求强势反弹，加之炼厂东移趋势延续，俄乌冲突下原油贸易格局重塑，叠加近期红海局势紧张，导致船舶放弃苏伊士运河改道好望角，石油运距的显著提升利好需求端，
- 预计2023-2025年全球原油海运吨公里需求分别增长6.6%/5%/1%，成品油海运吨公里需求分别增长11.4%/6.2%/3%。油品海运供给端中短期内无法得到有效补充，叠加近期老旧油轮事故频发，各国港口监管趋严，或进一步加快老旧船运力清出。预测2023-2025年全球原油船队有效运力供给端增长率为2.4%/0.6%/-2.1%，成品油船队有效运力供给端增长率为1.9%/1.2%/2.8%。
- 2023-2025年油品海运行业的供需剪刀差将维持高位以支撑运价上涨，预测2023-2025年原油轮供需差为4.2%/4.4%/3.1%，成品油供需差为10.2%/5.5%/0.2%，有利于运价弹性的提升。
- **建议关注：中远海能、招商轮船、招商南油。**

图表：航运标的估值表

股价 (人民币)	代码	公司	市值 (亿人民币)	营收(亿元)				归母净利润(亿元)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
9.85	601919.SH	中远海控	1495	3911	2052	2150	2250	1096	284	200	210	2	5	7	7
12.79	600026.SH	中远海能	533	187	237	268	280	15	53	70	78	-12	10	8	7
6.05	601872.SH	招商轮船	493	297	291	322	341	51	57	75	84	13	9	7	6
2.84	601975.SH	招商南油	138	63	67	73	75	14	18	22	23	64	8	6	6
18.57	603162.SH	海通发展	114	20	16	22	29	7	3	5	9	0	41	21	13
0.00	833171.BJ	国航远洋	34	12	10	12	13	2	1	2	2	6	190	75	64
8.23	603565.SH	中谷物流	173	142	135	161	182	27	17	20	25	9	10	8	7

资料来源：Wind，华福证券研究所
 注：数据更新至2024/1/2，营收及归母净利润为wind一致预期值。

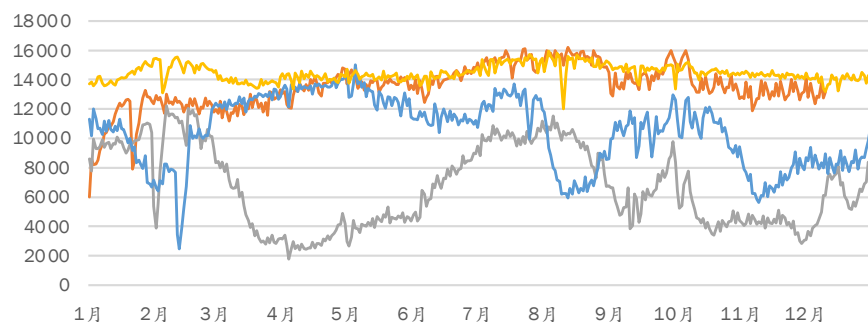
目 录

- 航运：全球油运供应链重构、运距拉长 α 与需求复苏 β 共存
- 航空：长航线恢复，2024将迎来利润高点
- 快递物流：行业格局持续分化，布局利润释放确定的头部企业
- 跨境物流：跨境电商高速扩张，布局跨境物流独立景气赛道
- 风险提示

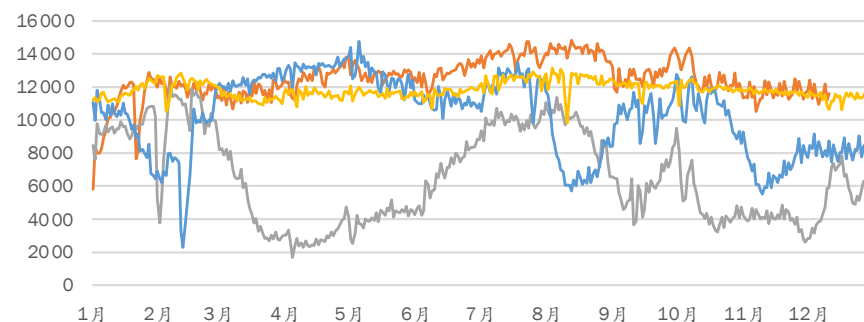
航班量：国内恢复至疫前水平，国际地区缓慢修复

- 根据航班管家测算，2023年民航客运航班总量预计达492.2万班次，日均13513班次，同比2019年下降6.5%，全年航班日趋势基本同疫情前，在暑运期间一度超过2019年同期。分航线类型来看，国内航线日均12436班次，同比2019年增长5.2%，运力实现反超，国际/地区航线日均1077班次，同比2019年下降59.1%，整体对比2019年国内供给充沛、国际稍有不足，航班结构发生一定变化，国内占比提升至92.0%，国际/地区航班仅占8.0%，同比2019年下降10.2个百分点。
- 截至23年第51周，国内/国际/地区航线周度客运航班执行量分别为82163/9125/2332架次，**恢复至2019年的103.5%/58.1%/76.8%**

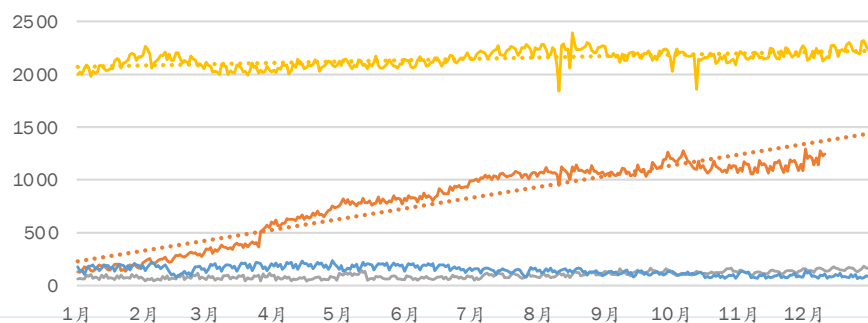
民航(含国际及地区)执行航班量(架次)



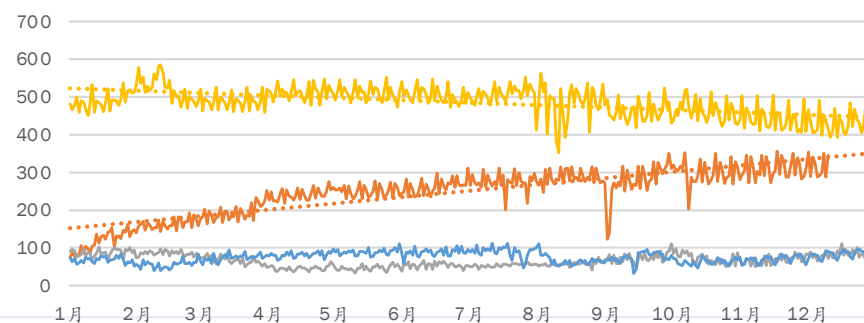
国内航线执行航班量(架次)



国际航线执行航班量(架次)



地区(港澳台)航线执行航班量(架次)



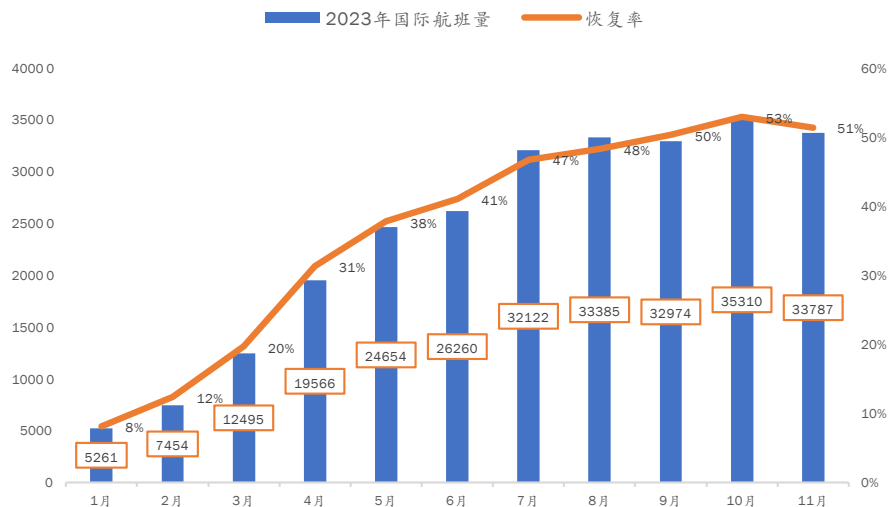
数据来源：航班管家，华福证券研究所

— 2023 — 2022 — 2021 — 2019

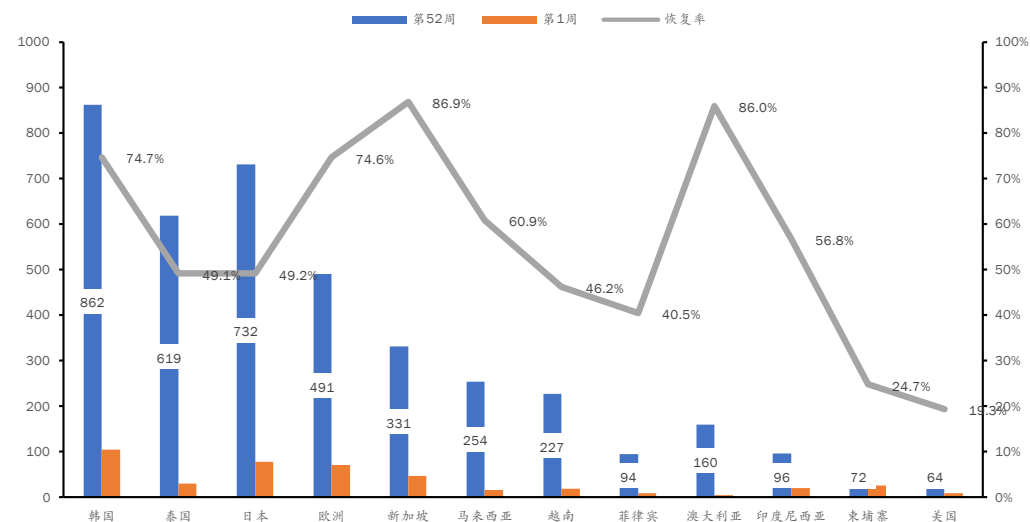
国际航线：跨境利好政策频出，国际长航线复苏提速

- 上半年国际航班恢复率逐步提升，12月底已恢复至19年58%。截至第52周（12.18-12.24）新加坡、澳大利亚、欧洲出港航班恢复情况领先，恢复率分别为86.9%、86%、75%。中美航线自11月中旬元首会晤后，再次增加中美客运直航航班，叠加签证提速，目前恢复率已提升至20%。
- 近期出入境政策持续优化，在中国宣布对包括法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚6个国家普通护照人员试行单方面免签政策后，马来西亚随后宣布对来自中国的游客实施30天内免签证的便利措施。过境免签和单方面免签预计将为即将来临的欧美圣诞、元旦假期刺激境外需求。我们预计在利好政策支持下，2024年东南亚国家往来中国需求有望恢复至疫情前水平；面向法国、德国、意大利、荷兰、西班牙的免签则有望刺激来华旅游需求，整体需求有望恢复至疫情前50%的水平。

2023年上半年国际航班量及恢复率



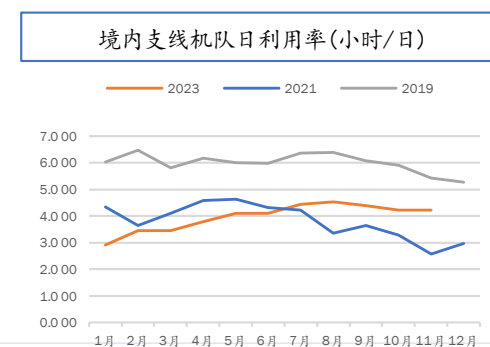
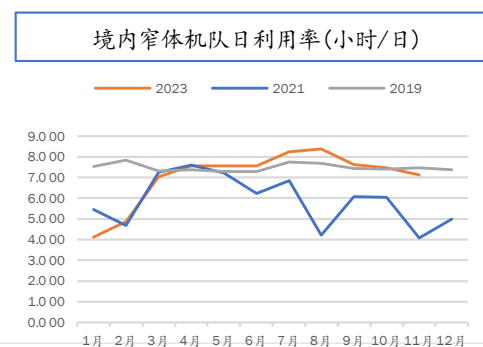
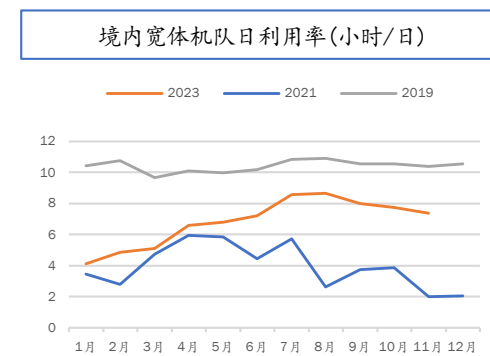
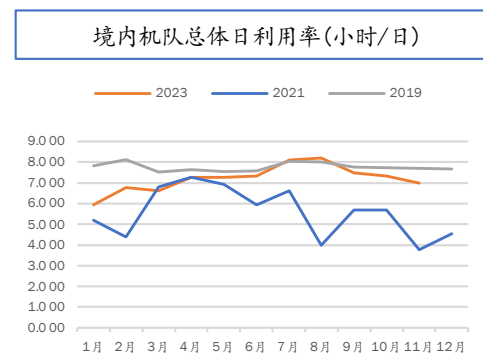
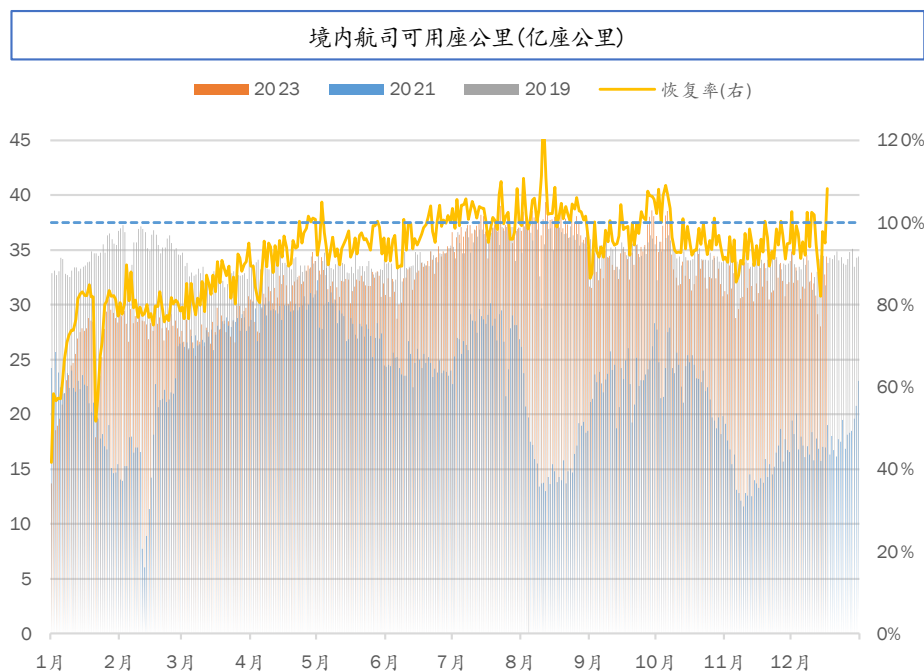
2023年第49周（12.4-12.10）主要国家航班量及恢复率



数据来源：航班管家，华福证券研究所
 注：恢复率均为当期数据÷2019年同期数据

投入运力：暑运期间微超疫前，暑运后逐步回落

- 从投入运力看，上半年航司运力投入的恢复速度较缓，主要系疫后现有技术人员数量无法满足运力的快速修复，但随着暑运的到来，各航司投入运力规模持续加大，暑运期间全民航航班量已微超2019年+0.54%，旅客量较2019年同期+7.4%。截至2023年52周，境内航司可用座公里为34.4亿座公里，已恢复至2019年的102%。
- 从日利用率看，各机型机队的平均日利用率稳步修复，季节性特征明显，暑运旺季整体机队日利率达到8.1小时，步入四季度淡季已回落至7小时。从机型来看，窄体客暑运期间已超19年水平，目前淡季小幅回落11月日利用率较19年降低0.3小时；3月至暑运期间，宽体机改善明显，但受制于国际航线尚未恢复至，暑运期间日利用率较19年仍相差2.3小时，



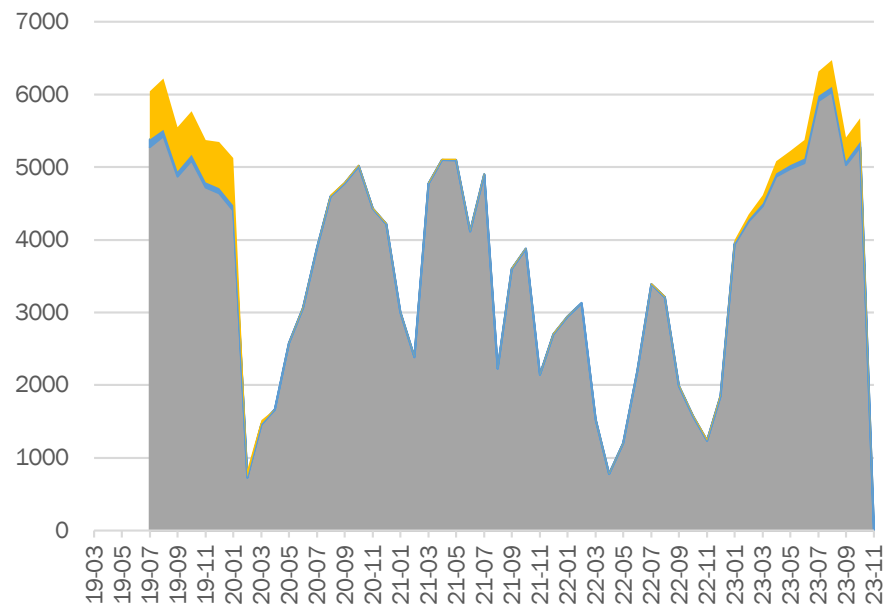
数据来源：航班管家，华福证券研究所

客运量：暑运加速国际线修复，国内需求超疫前

- 2023年上半年全民航旅客运输量约为2.83亿人次，同比2021年同期增长13.8%，恢复至2019年同期的88.1%（其中国内旅客恢复至97.6%、国际旅客恢复至23.6%）。暑运期间，国内需求集中爆发，长航线出境游需求也同步修复，民航国内客流量较19年同期+11.6%，已超疫前水平；国际客流量则恢复至51.5%，较上半年改善明显。

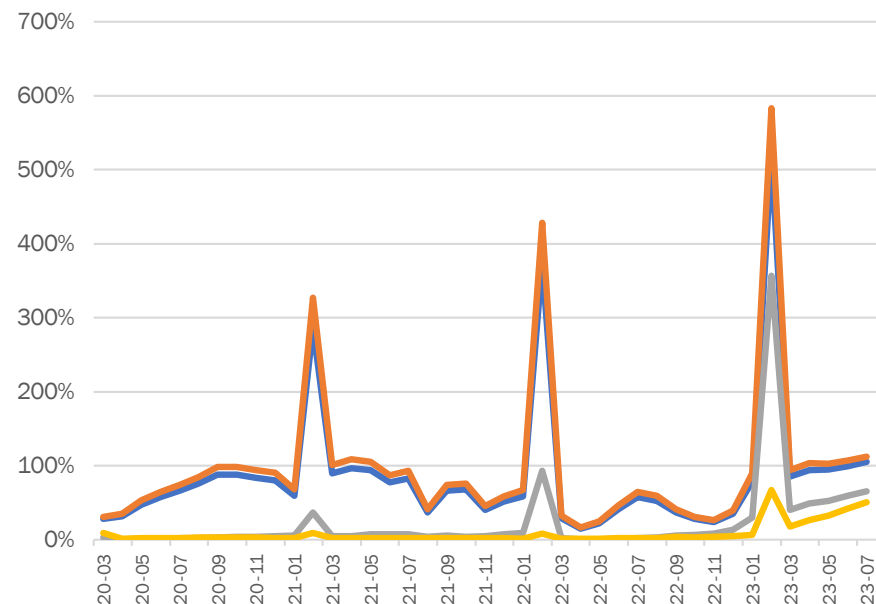
民航客运量（万人次）

■ 国内 ■ 地区 ■ 国际



民航客运量较2019年恢复率（%）

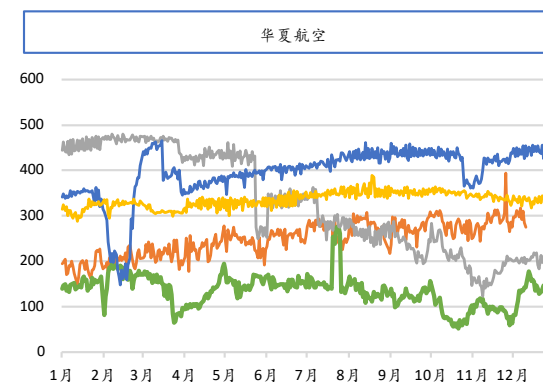
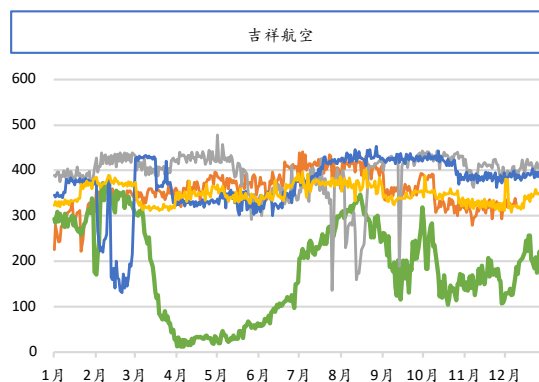
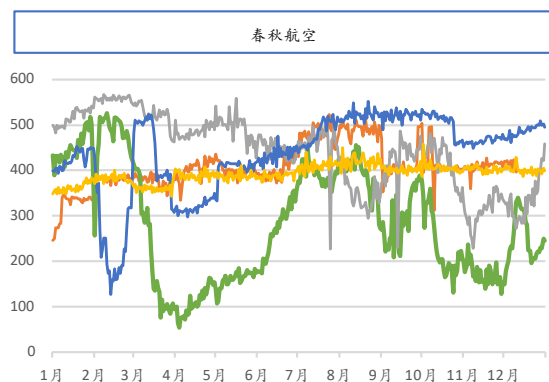
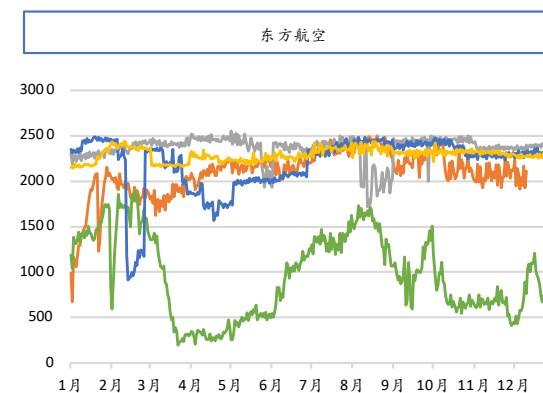
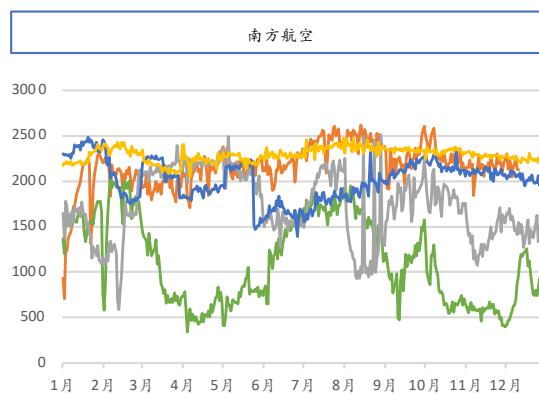
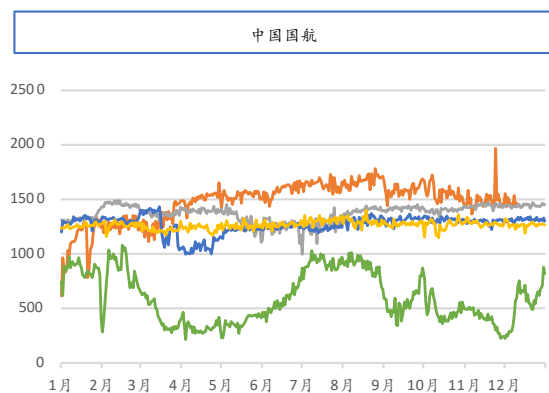
— 合计 — 国内 — 地区 — 国际



航司：非旺季航班量小幅回落，支线需求逐步修复

➤ 非旺季航班量小幅回落，支线需求逐步修复

- 从核心航司的日航班执行量看，目前仅国航与吉祥高于2019年同期，恢复率分别为116%、101%，其他航司恢复率依次为南航96%/东航93%/春秋92%/华夏82%。



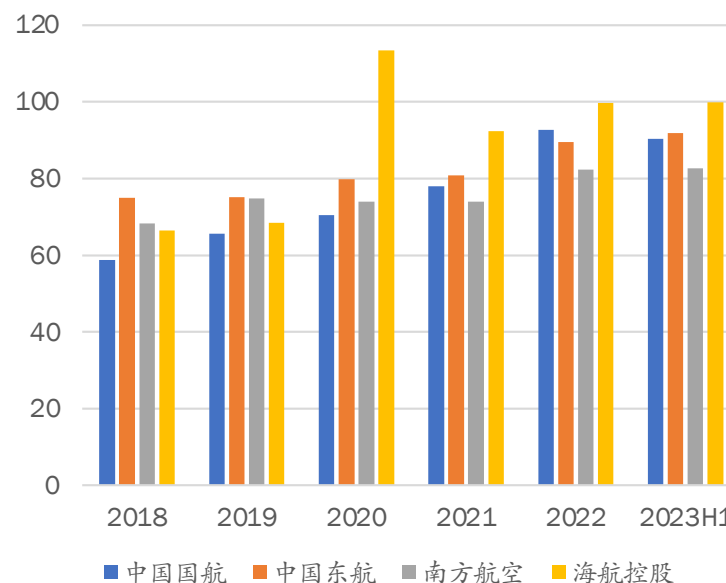
行业供给：高杠杆下客机引进放缓，宽体机占比下滑

- 供给层面看，十四五期间主要航司机队增速明显放缓、结构上宽体机占比持续减少。①“十四五”期间民航供给确定性收缩，根据航司引进计划，三大航未来三年运力增速显著放缓，其中东航2025年或面临负增长。第一，航司机队平均机龄逐步接近15年，引进飞机主要以替换老旧机型为主；第二，疫情冲击下三大航经营活动现金流大幅减少甚至转负，无力应对飞机大额订单要求的现金消耗，截至2023年中，国航、东航、南航资产负债率分别高达90.4%/91.9%/82.7%。②疫情前中程航线上窄体机取代宽体机已形成一种取代趋势，叠加疫情后各航司意识到机型太大导致的运营灵活性降低问题，三大航宽体机引进速度显著下降、占比同步降低。2023-2025年三大航宽体机合计年增速分别为3.3%、1.4%、-0.2%，宽体机在机队中所占比重也随之下降。

三大航及海航客机引进计划

上市航司	年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中国国航	客机合计	664	694	702	741	762	770	803	830
	客机增速	4.7%	4.5%	1.2%	5.6%	2.2%	1.0%	4.3%	3.4%
	宽体机数量	122	127	129	132	136	139	135	133
	宽体机占比	18.4%	18.3%	18.4%	17.8%	17.8%	18.1%	16.8%	16.0%
中国东航	客机合计	680	723	725	752	778	800	827	825
	客机增速	8.5%	6.3%	0.3%	3.7%	3.1%	2.8%	3.4%	-0.2%
	宽体机数量	83	93	94	97	101	106	113	117
	宽体机占比	12.2%	12.9%	13.0%	12.9%	13.0%	13.3%	13.7%	14.2%
南方航空	客机合计	826	848	851	862	879	935	988	1040
	客机增速	11.6%	2.7%	0.4%	1.3%	2.0%	6.4%	5.7%	5.3%
	宽体机数量	95	110	110	111	112	118	121	118
	宽体机占比	11.5%	13.0%	12.9%	12.9%	12.7%	12.6%	12.2%	11.3%
海航控股	客机合计	463	361	346	344	342	390	451	521
	客机增速	12.9%	-22.0%	-4.2%	-0.6%	-0.6%	14.0%	15.6%	15.5%
	宽体机数量	76	80	78	78	78	78	78	78
	宽体机占比	16.4%	22.2%	22.5%	22.7%	22.8%	20.0%	17.3%	15.0%

三大航及海航资产负债率(%)



2024年航空策略

- **国际航线端**，北美航线为代表的国际商旅长航线在供给修复；东南亚东北亚的短途旅游航线在负面舆情逐步消散及团队游完全放开后，需求24年有望恢复疫前水平。
- **国内航线端**，竞争格局改善的持续兑现，体现在民营航司扩张降速和国有航司资产负债表修复意愿提升，定价协同性可持续；叠加24年国际航线加密，推动国内运力出清，票价易涨难跌以春秋为例单机EV目前估值分位数为46%，低于当前盈利水平分位数。。
- **估值端具有安全垫**，23年航空股深度调整，
- **牛市期权**，航空作为后周期可选消费，在兼顾利润弹性同时具备极强的估值扩张能力。
- **建议关注：春秋航空、吉祥航空、中国国航**

航空标的估值表

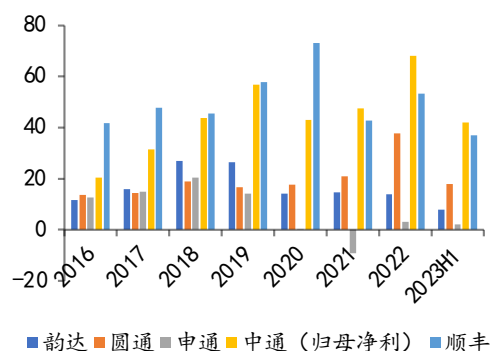
股价 (人民币)	代码	公司	市值 (亿人民币)	营收(亿元)				归母净利润(亿元)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
7.37	601111.SH	中国国航	1062	529	1402	1771	1920	-386	12	169	205	-9	87	6	5
5.75	600029.SH	南方航空	912	871	1582	1928	2084	-327	11	127	167	-11	86	7	5
50.27	601021.SH	春秋航空	492	84	184	233	263	-30	24	37	46	1607	20	13	11
12.13	603885.SH	吉祥航空	269	82	205	248	275	-41	12	27	33	-72	23	10	8
32.18	600009.SH	上海机场	801	55	111	150	176	-30	10	40	56	-84	82	20	14
9.72	600004.SH	白云机场	230	40	66	85	97	-11	5	15	21	-88	45	15	11

目 录

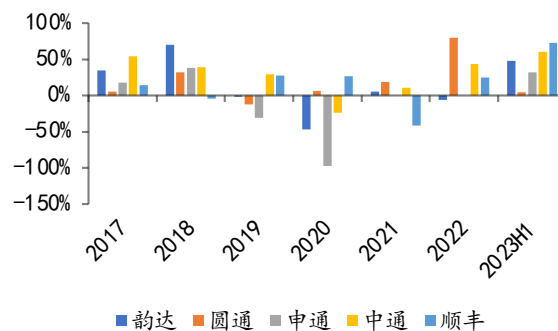
- 航运：全球油运供应链重构、运距拉长 α 与需求复苏 β 共存
- 航空：长航线恢复，2024将迎来利润高点
- 快递物流：行业格局持续分化，布局利润释放确定的头部企业
- 跨境物流：跨境电商高速扩张，布局跨境物流独立景气赛道
- 风险提示

快递行业投资策略：行业格局持续分化，直营快运利润释放布局佳

图表：16-23H1扣非归母情况（亿元）



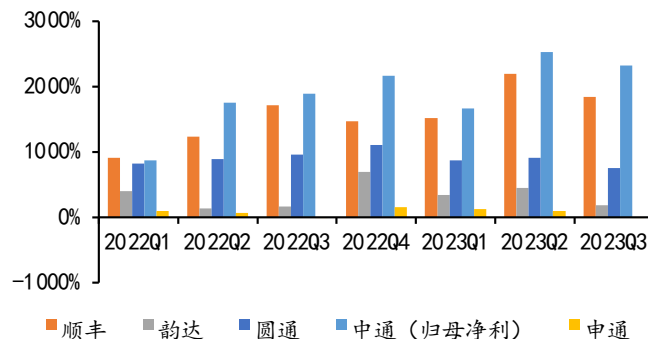
图表：16-23H1扣非归母同比增速（%）



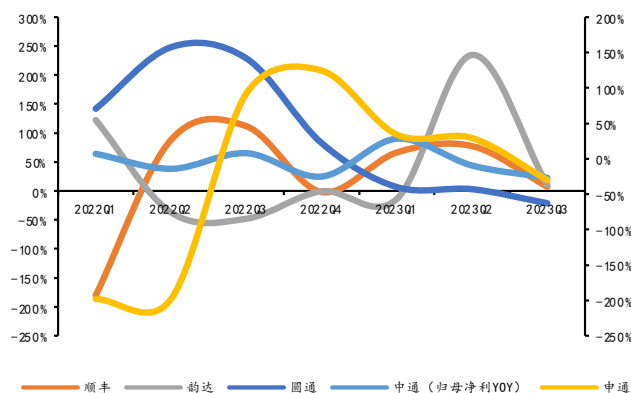
复盘2023，需求量同比修复明显，行业竞争加剧利润承压

- 1) 整体看，尽管23H1快递件量持续修复，竞争同比加剧利润增速承压。
- 2) 边际看，23Q1起主要上市加盟快递利润增速同比下降，中通23Q1-Q3归母净利增速：90.2%、43.9%、22.7%；圆通23Q1-Q3扣非归母增速：6.6%、3.0%、-21.2%。其他各家同比增速趋势下降，主要系行业价格竞争加剧所致。

图表：22Q1-23Q3扣非归母情况（亿元）



图表：22Q1-23Q3扣非归母同比增速（%）



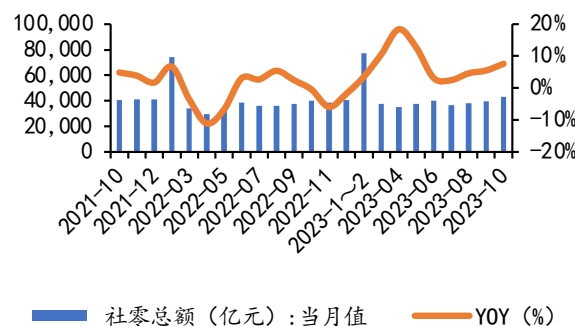
资料来源：公司公告，华福证券研究所

快递行业投资策略：行业格局持续分化，直营快运利润释放布局佳

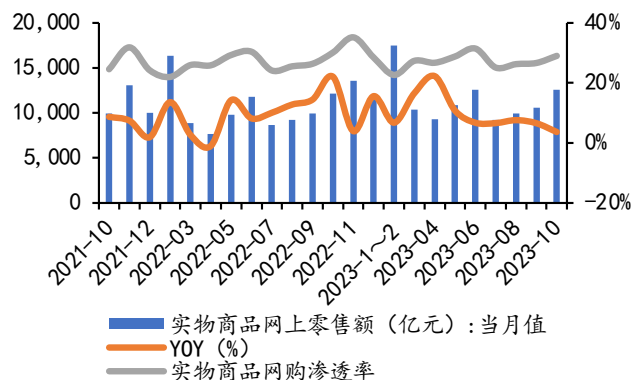
需求修复明显，快递件量增长表现亮眼

- 1) 整体看，低基数效应下需求同比增长明显。2023年1-10月社零总额38.5万亿元（同比+6.9%），实物商品网上零售额10.3万亿元（同比+8.4%），实物商品网购渗透率26.7%，同比提升0.5pp，低基数效应下消费需求端增长明显。
- 2) 边际看，网购需求较稳定。2023年10月国内社零总额4.3万亿元，同比增长7.6%，增速环比2023年9月上升（+2.1pp）。实物商品网上零售额为12.6万亿元，较2022年同期增长3.6%。实物商品网购渗透率当月值为29.0%，网购渗透率较2022年10月下降1.1pp。
- 3) 需求持续修复：整体看，2023年1-10月实现快递件量1051.6亿件，同比增长17.0%；边际看，2023年10月，实现快递件量120.6亿件，同比增长22.2%。

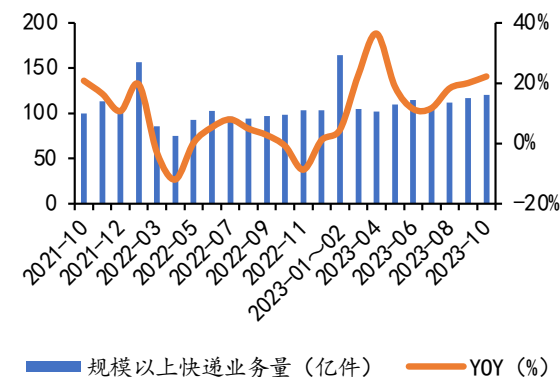
图表：社零增速同比下降



图表：实物商品网上零售额增速稳定



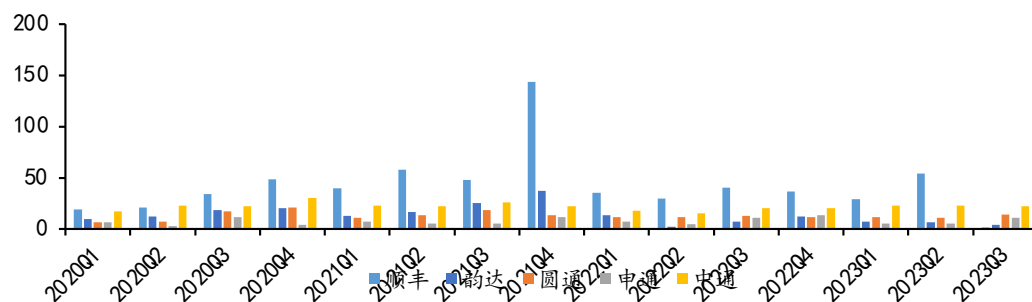
图表：全国快递业务量增速放缓



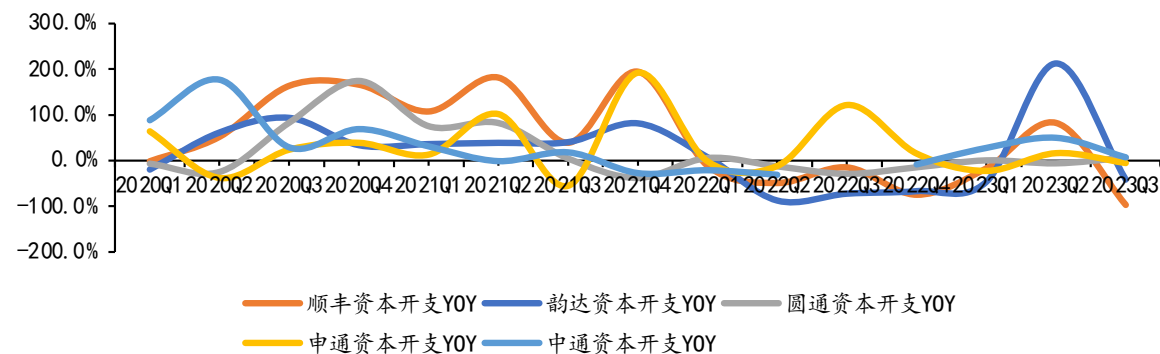
资料来源：Wind，国家邮政局，华福证券研究所

快递行业投资策略：行业格局持续分化，直营快运利润释放布局佳

图表：上市快递公司资本开支情况（亿元）



图表：上市快递公司资本开支降速明显



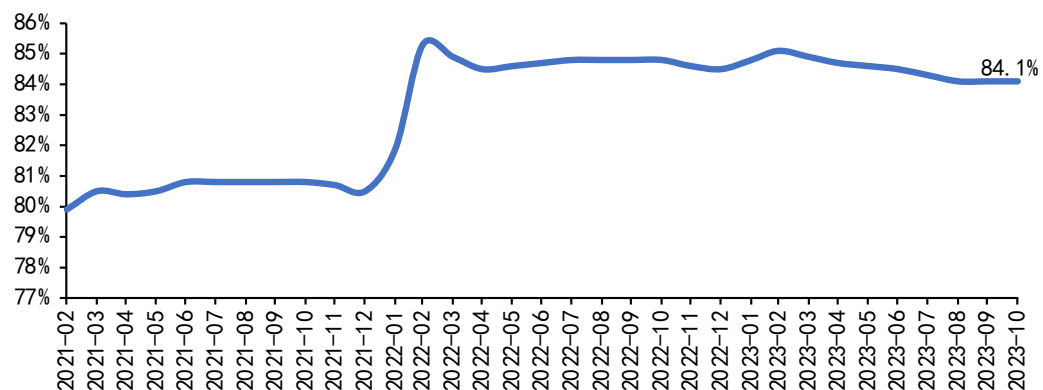
➤ 主要上市快递资本开支呈现波动降速过程

- 1) 上市快递公司资本开支在21Q4达到高峰，2022年起均大幅降速，23年主要上市企业资本开支仍持续降速；
- 2) 2023年，顺丰维持资本开支有波动，总体维持降速趋势，23Q1-Q3增速分别为：-17.0%、+82.5%、-96.9%；
- 3) 圆通资本开支自23Q1-Q3维持个位数增长；韵达23Q2资本开支同比加大，主要受22年同期低基数影响，总体呈现下降趋势；中通从23年Q1-Q3资本开支增速：+27.8%、+50.0%、+7.2%。

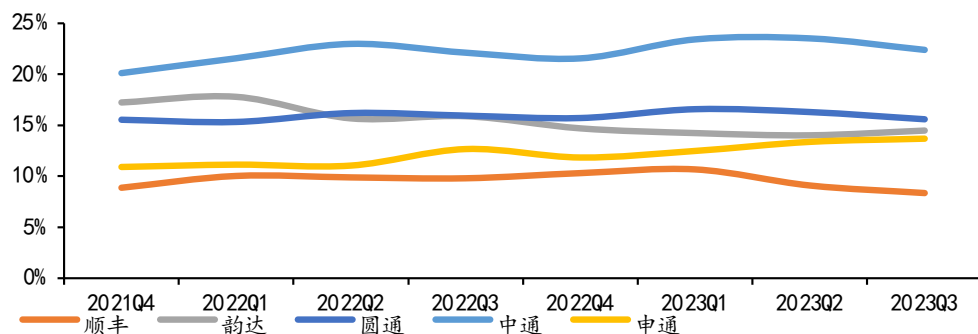
资料来源：公司公告，华福证券研究所

快递行业投资策略：行业格局持续分化，直营快运利润释放布局佳

图表：快递行业CR8集中度



图表：上市快递公司季度市占率变化



▶ 头部集中度稳定，加盟快递市占率延续22年格局

- 1) CR8数据稳定，23年前10月快递行业CR8集中度指数大多稳定在84%左右。
- 2) 加盟快递市占率格局稳定，中通领先（23Q3:22.4%），圆通其次（23Q3: 15.6%），韵达（23Q3:14.5%）申通（23Q3:13.7%）争夺第三。
- 3) 顺丰剥离丰网，聚焦时效件&电商件，23Q3市占率8.4%。

资料来源：国家邮政局，公司公告，华福证券研究所

快递行业投资策略：行业格局持续分化，直营快运利润释放布局佳

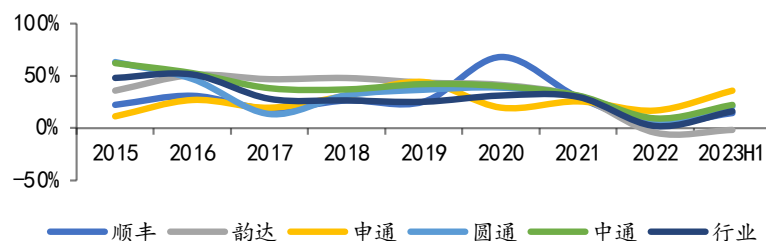
➤ 快递件量增速修复，头部快递增速提升明显

- 2023H1行业实现快递件量595.2亿件，同比+16.2%。中通、圆通、申通23H1的增速均超过行业，分别为：22.3%、20.9%、35.9%；韵达加速追看，23H1同比-1.6%；顺丰主动剥离丰网业务，快递件量增速+14.5%。

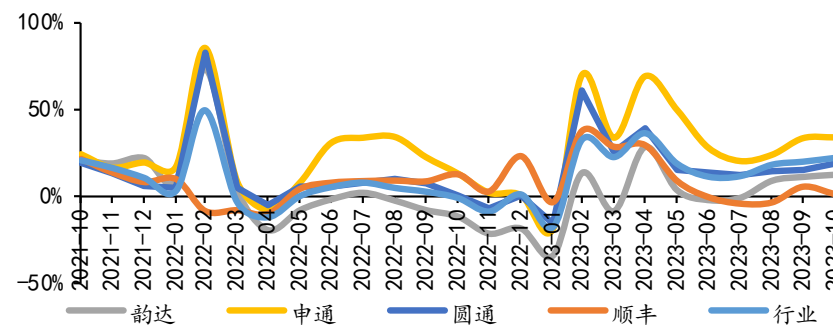
图表：快递量同比增速及市占率变化

快递公司	快递量增速YOY(%)		市占率绝对值及同比变化		
	2022H1	2023H1	2022H1	2023H1	同比变化
中通	11.54%	22.27%	22.31%	23.48%	-1.16%
韵达	3.39%	-1.63%	16.68%	14.12%	2.56%
圆通	9.09%	20.92%	15.78%	16.42%	-0.64%
申通	17.57%	35.91%	11.09%	12.97%	-1.88%
顺丰	-0.41%	14.47%	9.96%	9.81%	0.15%
全行业	3.70%	16.20%	-	-	-

图表：全国快递业务量同比增速



图表：快递公司月度快递量增速



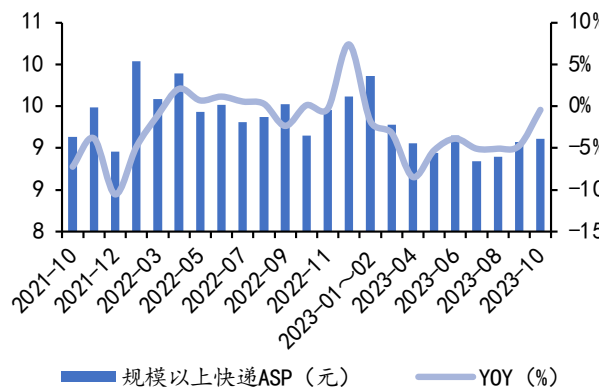
资料来源：国家邮政局，WIND，华福证券研究所

快递行业投资策略：行业格局持续分化，直营快运利润释放布局佳

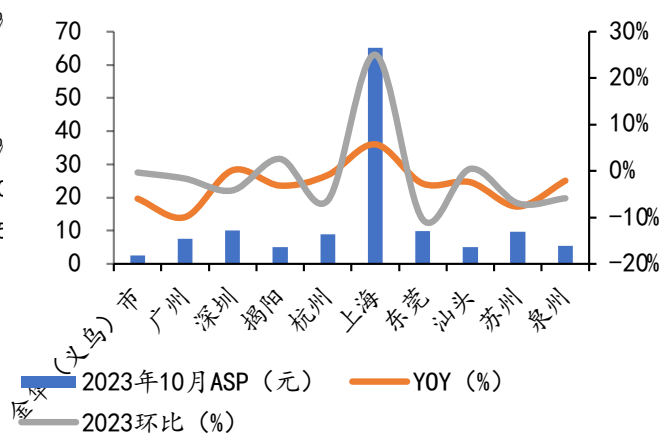
► 行业价格战略有激化，局部地区价格竞争激烈

- 1) 全国快递单价同比增速波动，整体趋势显示快递价格战略有激化。
- 2) 局部地区价格竞争激化，23M10揭阳快递单价同比-3.8%。
- 3) 异地快递单价同比增速下降趋势明显。

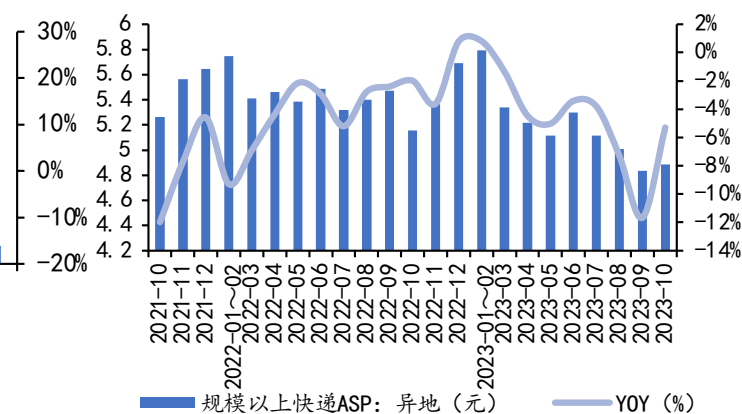
图表：国内规模以上快递ASP及其同比



图表：主要产粮区快递单价及其同环比

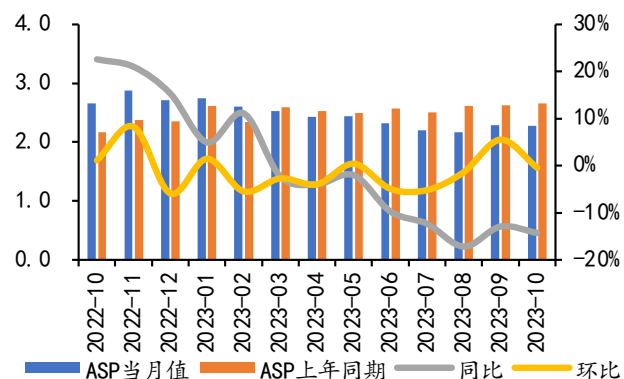


图表：行业异地单价及其同环比

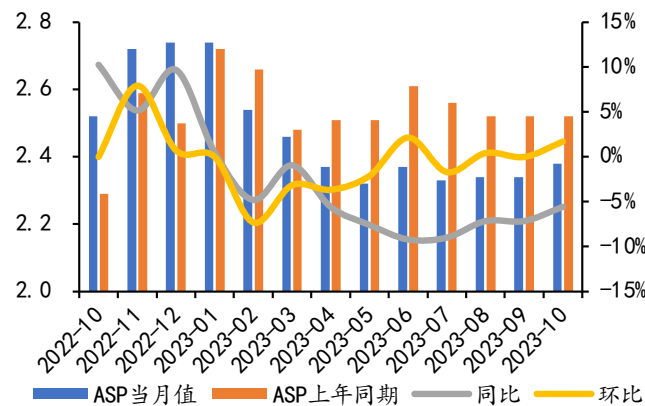


快递行业投资策略：行业格局持续分化，直营快运利润释放布局佳

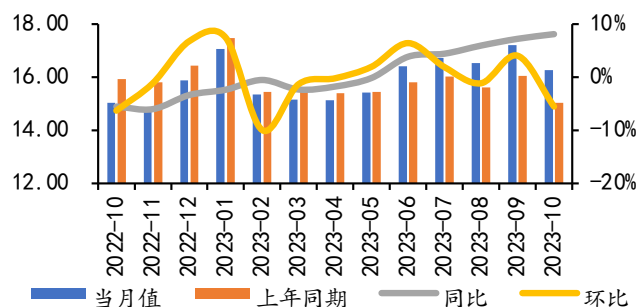
图表：韵达ASP（元/票）



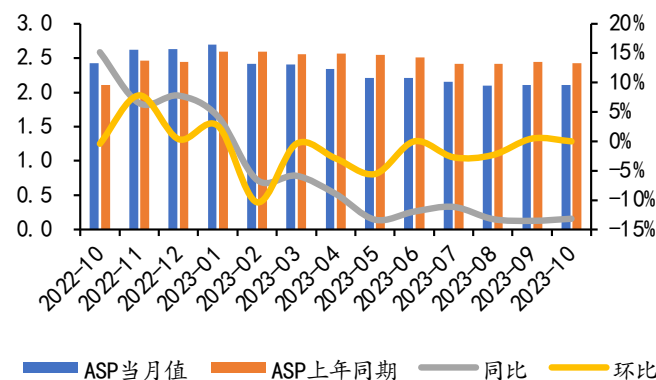
图表：圆通ASP（元/票）



图表：顺丰ASP（元/票）



图表：申通ASP（元/票）



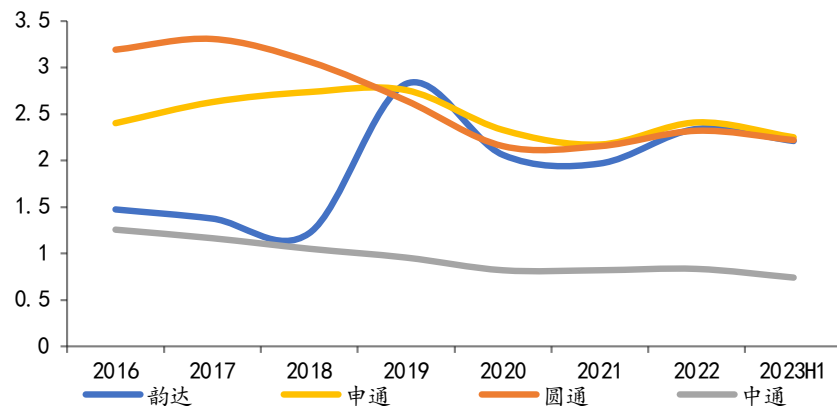
- A股上市加盟快递ASP同比下降趋势明显
- 1) 2023前三个季度中，二季度价格竞争最为激烈，韵达、圆通、申通ASP同比几乎为负增长；
 - 2) 顺丰主动剥离丰网业务，ASP同比增长明显。

资料来源：公司公告，华福证券研究所

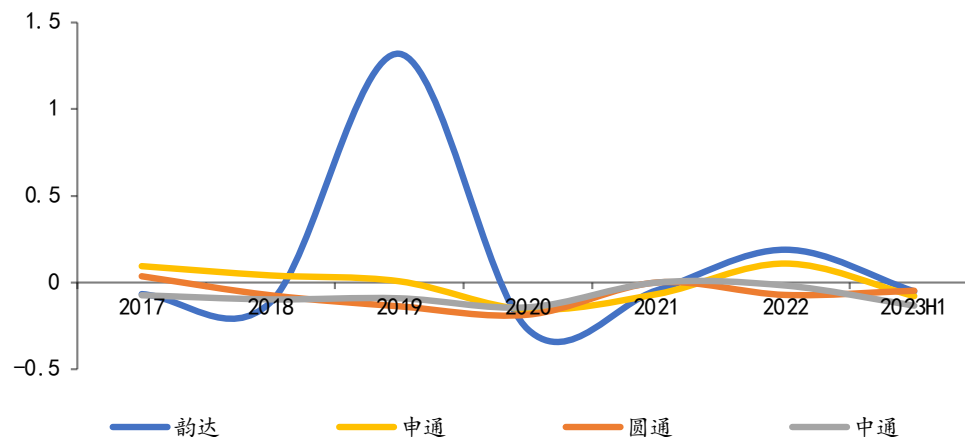
快递行业投资策略：行业格局持续分化，直营快运利润释放布局佳

- 2023上半年，加盟快递单票成本呈现下降趋势，未来规模效应下的下降机会尽管存在，但空间逐步减小。
- 成本端，2023H1中通快递单票成本0.74元，同比-0.11元（同比-13.3%）。
 - 韵达2023H1快递单票成本为2.21元，同比-0.12元（-5.9%）。
 - 圆通2023H1单票快递成本为2.22元，同比-0.11元（-4.7%）。
 - 申通2023H1单票快递成本为2.25元，同比-0.19元（-7.8%）

图表：快递公司单票成本变化（元）



图表：快递公司单票成本同比增速变化



资料来源：公司公告，华福证券研究所

快递行业投资策略：行业格局持续分化，直营快运利润释放布局佳

图表：通达系单票收入成本拆分（半年度、全口径；单位：元/件）

	韵达			圆通			中通			中通		
	2022H1	2023H1	YOY	2022H1	2023H1	YOY	2022H1	2023H1	YOY	2022H1	2023H1	YOY
快递量（亿件）	85.41	84.02	-1.63%	80.85	97.77	20.9%	114.29	139.74	22.3%	56.80	77.20	35.9%
市占率	16.7%	14.1%		15.8%	16.4%		22.3%	23.5%	1.2%	11.1%	13.0%	
单票营业收入	2.67	2.57	-3.92%	3.10	2.76	-10.93%	1.45	1.34	-7.53%	2.63	2.47	-6.13%
单票快递收入	2.53	2.45	-3.07%	2.60	2.44	-6.15%	1.33	1.24	-6.15%	2.56	2.35	-8.14%
单票营业成本	2.44	2.29	-6.30%	2.73	2.46	-10.1%	1.11	0.92	-17.2%	2.50	2.36	-5.8%
单票毛利	0.23	0.28	21.15%	0.37	0.31	-17.03%	0.33	0.42	24.70%	0.13	0.11	-12.93%
单票三费	0.14	0.12	-12.11%	0.08	0.06	-21.45%	0.06	0.07	13.36%	0.09	0.07	-18.62%
销售费用	0.02	0.02	-7.58%	0.01	0.01	-34.85%				0.02	0.01	-13.09%
管理费用	0.09	0.08	-14.47%	0.07	0.06	-20.05%				0.06	0.05	-17.31%
财务费用	0.03	0.02	-8.02%	0.00	0.00	-583.31%				0.02	0.01	-28.55%
单票归母净利	0.06	0.10	62.66%	0.22	0.19	-11.61%	0.23	0.30	30.76%	0.03	0.03	-14.85%
综合毛利率	8.7%	10.9%	26.09%	11.9%	11.1%	-0.8%	23.1%	31.1%	34.86%	4.9%	4.5%	-7.24%
归母净利率	2.4%	9.9%	7.48%	7.1%	11.0%	3.9%	16.4%	22.5%	37.4%	1.3%	1.1%	-9.3%

资料来源：公司公告，华福证券研究所

快递行业投资策略：行业格局持续分化，直营快运利润释放布局佳

- 总结看，2024年快递件量需求端仍将在电商渗透率持续提升的驱动下修复，但总体增速放缓，我们维持2024年快递行业件量增速10%的预测；供给端看，主要加盟快递企业仍将维持克制的价格竞争状态，布局远期优胜企业策略较优。
- 直营快递及快运：行业格局持续向好，首推德邦股份。
 - 德邦股份：直营快运行业竞争格局改善，公司进入并购整合的利润释放期，布局机会可观。
 - 顺丰控股：利润持续兑现，未来时效件业务在宏观预期转好背景下量价双升、利润率改善弹性极高。
- 加盟快递：当期市值反映行业价格竞争延续的悲观预期，布局远期优胜者策略较优。
 - 建议关注：中通快递、圆通速递、韵达股份、申通快递。

图表：快递、物流、高股息重点公司估值表

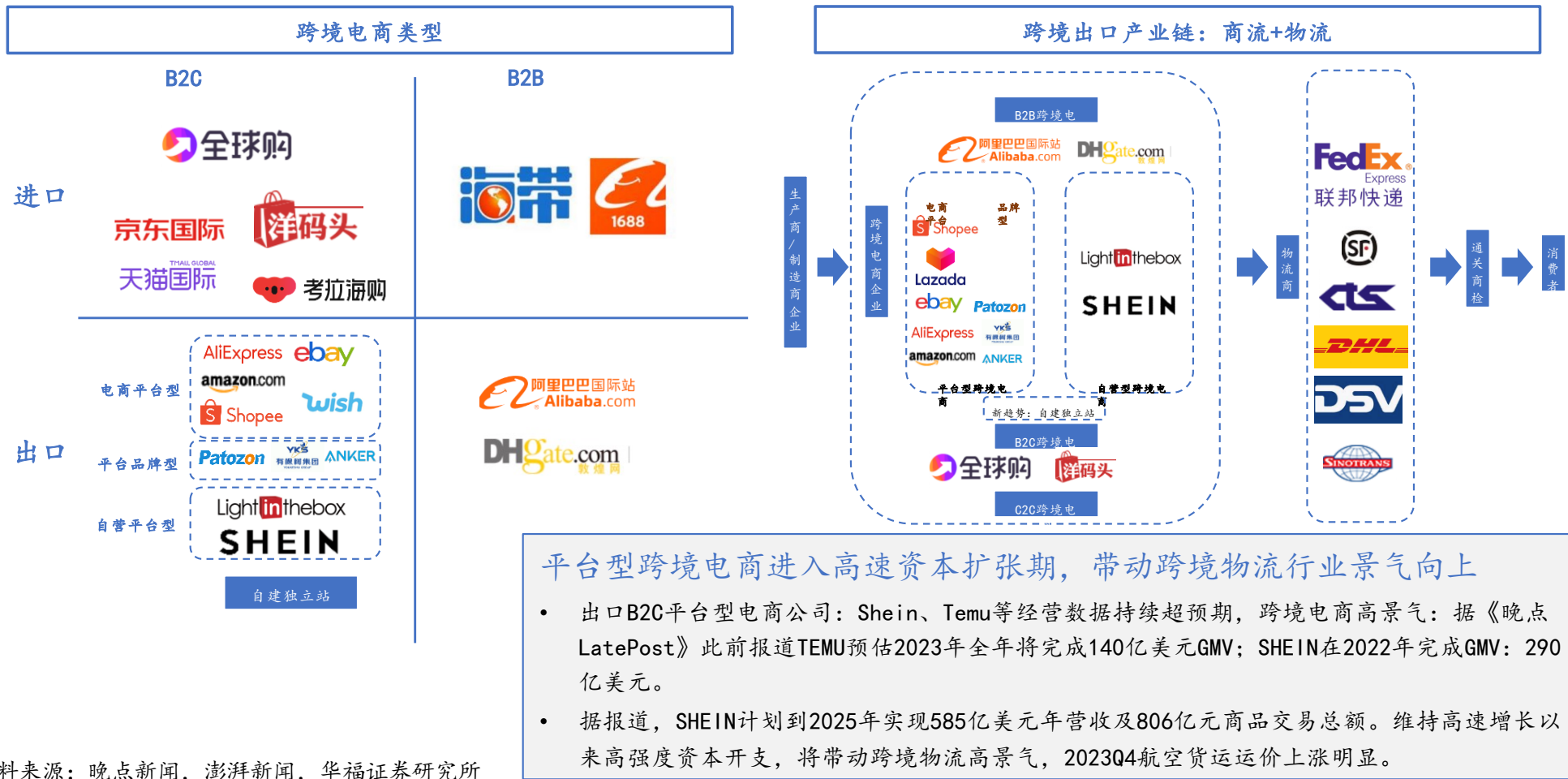
股价 (人民币)	代码	公司	市值 (亿人民币)	营收(亿元)				归母净利润(亿元)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
7.30	002120.SZ	韵达股份*	216.3	474	473	548	633	15	17	27	36	15	13	8	6
39.20	002352.SZ	顺丰控股*	1977.7	2,675	2,650	3,164	3,623	62	85	115	140	32	23	17	14
7.76	002468.SZ	申通快递	118.8	337	404	467	536	3	5	10	14	43	24	12	8
32.07	001228.SZ	永泰运	33.0	30	26	34	41	3	2	3	4	11	14	10	9
19.76	002930.SZ	宏川智慧*	88.5	13	16	22	25	2	3	5	6	40	27	18	15
6.94	600755.SH	厦门国贸	153.6	5,219	5,640	6,373	7,214	45	27	33	38	3	6	5	4
6.72	600057.SH	厦门象屿	152.2	5,381	5,310	5,901	6,548	38	18	26	32	4	9	6	5
9.56	600153.SH	建发股份	289.3	8,328	8,912	9,903	10,977	113	113	71	82	3	3	4	4
24.05	300873.SZ	海晨股份	54.9	18	20	23	28	4	3	4	5	15	16	14	11
12.21	600233.SH	圆通速递*	423.0	535	583	680	785	39	35	46	52	11	12	9	8
14.75	603056.SH	德邦股份*	148.6	314	337	371	390	6	9	12	15	23	17	12	10
15.00	601156.SH	东航物流	234.6	235	199	219	233	43	23	27	31	5	10	9	8
7.53	603128.SH	华贸物流	97.5	221	150	171	202	9	8	10	11	11	12	10	9
5.32	601598.SH	中国外运	335.8	1,088	974	1,095	1,173	42	39	42	44	8	9	8	8
18.36	603535.SH	嘉诚国际	42.0	13	13	16	17	2	2	3	3	25	21	17	15
16.70	603871.SH	嘉友国际	110.8	48	65	79	97	7	9	12	14	16	12	9	8
4.11	600794.SH	保捷科技	49.5	13	14	16	18	2	2	3	3	29	20	17	14
52.19	603713.SH	密尔克卫*	87.4	116	101	122	139	6	6	8	9	14	14	11	10
12.16	603569.SH	长久物流	74.8	40	49	63	79	0	2	4	5	222	42	19	14
162.80	2057.HK	中通快递-W*	1334.1	354	422	481	546	68	79	96	106	20	17	14	13
4.44	601107.SH	四川成渝	114.7	99	113	120	127	8	14	17	20	14	8	7	6
11.25	600012.SH	航通高速	162.9	52	64	83	53	14	17	19	20	12	9	9	8

资料来源：Wind，华福证券研究所（截止2024/1/2）；除：带*以外，均使用wind一致预期

目 录

- 航运：全球油运供应链重构、运距拉长 α 与需求复苏 β 共存
- 航空：长航线恢复，2024将迎来利润高点
- 快递物流：行业格局持续分化，布局利润释放确定的头部企业
- 跨境物流：跨境电商高速扩张，布局跨境物流独立景气赛道
- 风险提示

跨境物流投资策略：跨境电商高速资本扩张，布局跨境物流独立景气赛道



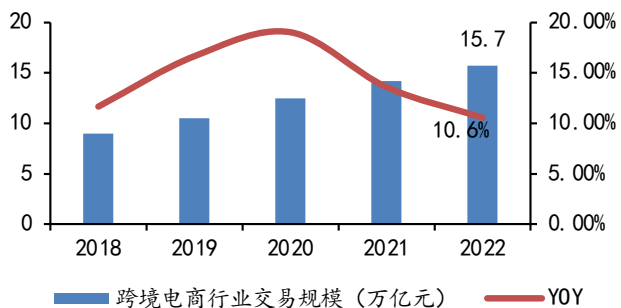
平台型跨境电商进入高速资本扩张期，带动跨境物流行业景气向上

- 出口B2C平台型电商公司：Shein、Temu等经营数据持续超预期，跨境电商高景气：据《晚点LatePost》此前报道TEMU预估2023年全年将完成140亿美元GMV；SHEIN在2022年完成GMV：290亿美元。
- 据报道，SHEIN计划到2025年实现585亿美元年营收及806亿元商品交易总额。维持高速增长以来高强度资本开支，将带动跨境物流高景气，2023Q4航空货运运价上涨明显。

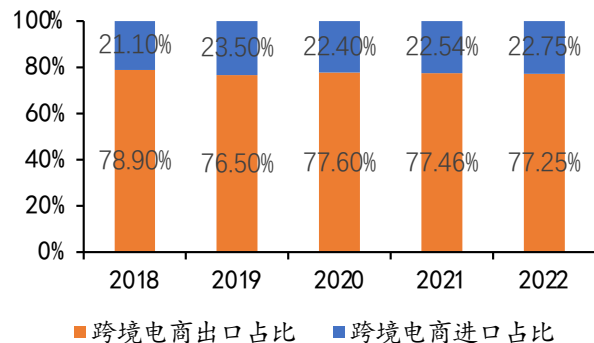
资料来源：晚点新闻，澎湃新闻，华福证券研究所

跨境物流投资策略：跨境电商高速资本扩张，布局跨境物流独立景气赛道

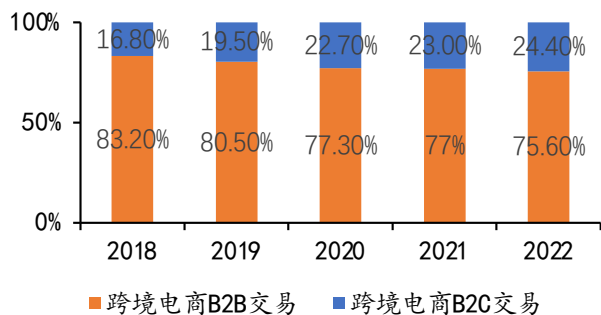
网经社口径下跨境电商进出口贸易交易规模



网经社口径下进口/出口电商占比



网经社口径下跨境电商B2B/C占比



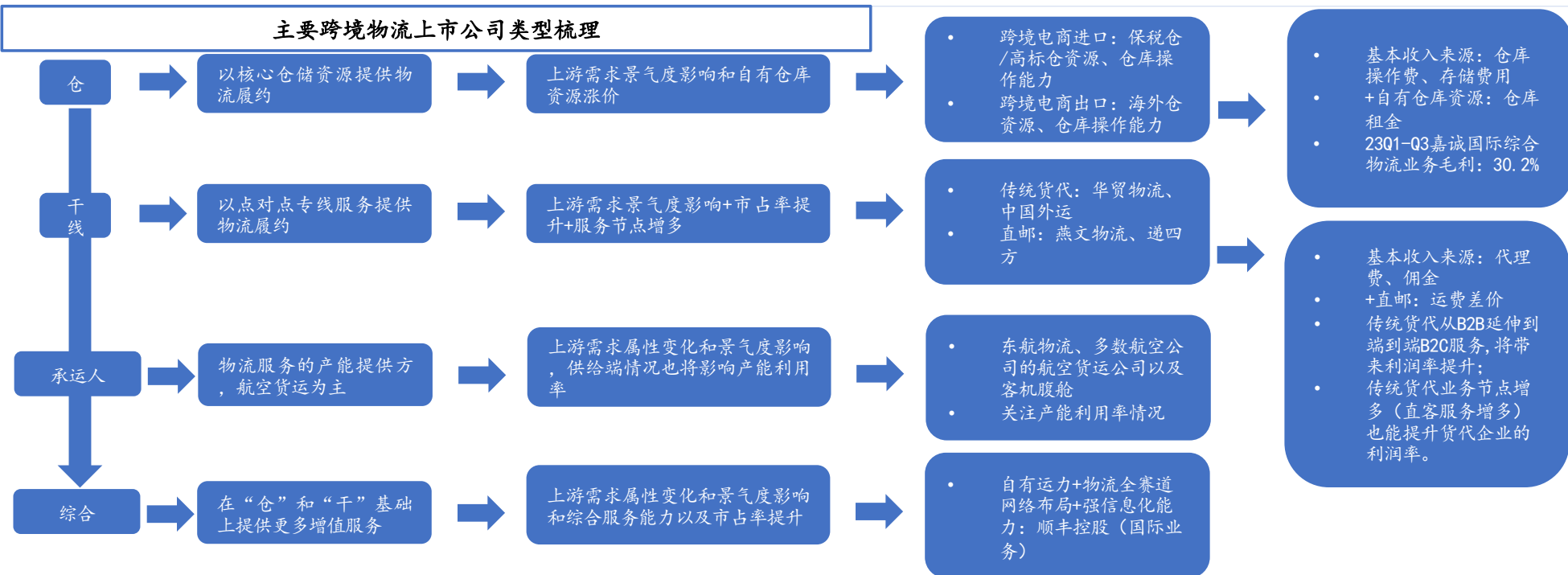
跨境物流行业测算，出口全口径下2022年接近3万亿，保持中高增速

- 根据网经社数据，2022年跨境电商全行业交易规模15.7万亿元，B2B出口9.2万亿元，B2C出口3.0万亿元；
- 假设：2B业务物流成本占交易规模20%，2C业务物流成本占交易规模30%
- 测算得：2022年跨境电商出口物流规模接近3万亿元。

数据来源：网经社，华福证券研究所

跨境物流投资策略：跨境电商高速资本扩张，布局跨境物流独立景气赛道

主要跨境物流上市公司类型梳理



从“仓”、“干线”、“承运人”、“综合型”看跨境物流细分赛道

- “仓”型：依托稀缺仓储资源，赚取仓库操作和仓储费用，自有资源公司赚取租金；主要受商流景气度影响，主要上市仓储企业：**嘉诚国际**。非上市海外仓：纵腾集团-谷仓国际。
- “干线”型：传统货代：中国外运、**华贸物流**；未上市：燕文物流、递四方、纵腾国际，赚取运费差价、代理费以及佣金。
- “承运人”型：**东航物流**。
- “综合”型：综合物流服务商模式，**顺丰国际**凭借优秀的运力资源，以及专业的物流服务能力，并购嘉里物流之后，有望成为顺丰的新业务增长极。

数据来源：华福证券研究所

跨境物流投资策略：跨境电商高速资本扩张，布局跨境物流独立景气赛道

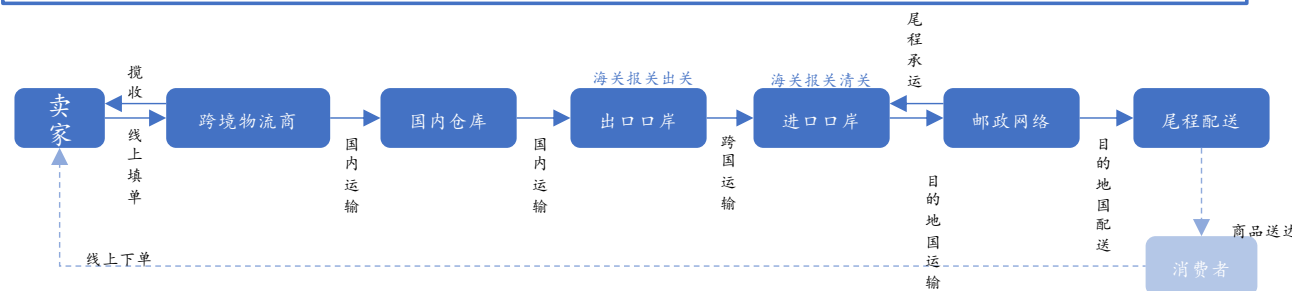
海外仓模式下的跨境出口物流流程



直邮模式下的跨境物流产品

跨境产品	时效	追踪能力	价格	通达范围	货单价	国际运输环节
邮政-平邮类	慢	不具备	低	大	货值较低	空运+海运
邮政-挂号类	较慢	具备	较高	大	货值较高	空运
专线类	较快	具备	较低	小	货值较高	空运
国际商业快递类	快	具备	高	较大	货值高	空运

直邮模式下的跨境物流流程



跨境物流行业投资策略：
需求温和复苏的背景下，受益于跨境电商平台企业高资本开支周期，跨境物流行业存在独立景气行情，建议关注：中国外运、华贸物流、东航物流、嘉诚国际、顺丰控股。

风险提示

- ▶ **经济复苏不及预期风险**，航空、油运和物流快递需求端的驱动因素，底层逻辑均为宏观经济增长预期。尽管各板块短期景气度与当前宏观关联度不一，但在宏观经济增长大幅不及预期的背景下，以上板块景气度也将受到影响。
- ▶ **快递行业价格竞争加剧**，如果快递价格监管政策执行力度上有所松动及主要玩家份额诉求的提升，或导致行业再次进入恶性价格战。
- ▶ **船东新增订单超预期风险**，最激进船东的非理性造船行为可能会缩短航运牛市周期的持续时间，进而压制板块估值
- ▶ **环保政策实行力度不及预期风险**，2024 年航运业将引入 EEXI 以及 CII 船舶环保指标，若 IMO 等政策执行力度放缓，造成老旧船拆船量/存量船只降速运行等不及预期，可能造成供给收缩不及预期。

分析师声明及一般声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

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

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明及投资声明评级

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

