

## 交通运输

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

### 交运行业 2023 年报及 2024 年一季报综述

#### ➤ 高速公路行业：客运出行支撑基本面向好，高股息属性显著

2023 年高速公路整体呈现“客强货弱”，客车恢复速度要显著快于货车。1-12 月份，高速公路客车与货车车流量平均增速分别为 41%和 1%，货车流量增长表现较为乏力。受益于出行需求回暖和车流量回升，2023 年高速公路板块业绩显著修复。2023 年高速公路板块归母净利润同比增长 26.3%，同比 2019 年增长 14.1%。

展望 2024 年，行业基本面整体向好，2024 年客车流量的增长依旧主要源于汽车保有量的自然增长与居民出行需求的持续释放，货车流量增速主要取决于经济大环境及制造业复苏进度。利率下行的环境下，高速公路股息率仍然具有较强吸引力。高速公路上市公司近年来延续高分红政策，根据 2024 年归母净利润预测结果，重点覆盖公司 2024 年股息率多数在 5%以上，高股息属性对于具有绝对收益需求的投资者仍具备较大吸引力。

#### ➤ 物流行业：行业景气上行，电商出海需求旺盛

2023 年物流行业需求恢复，行业景气逐步回升。2023 年，全国货物周转量为 240,623 亿吨公里，同比+6.4%；社会物流总额、物流业总收入分别为 352.4、13.2 万亿，同比分别+1.4%、+3.9%。2023 年 12 月中国物流景气指数为 53.5%，环比+0.2pct，相较于 PMI 在荣枯线（50%）以上。

2023 年，物流行业平均涨幅-12.3%，跑输上证指数（-3.7%）和沪深 300（-11.4%）；涨幅前三位为中国外运（+43.7%）、长久物流（+41%）、瑞茂通（+9.9%）。2023 年物流行业市值前 20 大公司营业收入平均值 1551.9 亿元，同比平均-2%；归母净利润平均值为 22.9 亿元，同比平均+14.8%。

2024 年物流运行开局良好，盈利水平缓中趋稳。2024 年 Q1 全国货物周转量为 57,438 亿吨公里，同比+5.1%；社会物流总额 88 万亿，同比+4.4%。2024 年至今，物流行业平均涨幅 4%，略微跑输上证指数（+4.37%）和沪深 300（+5.05%）；涨幅前三位为嘉友国际（+60.8%）、圆通速递（+29.2%）、东航物流（+23.8%）。2024 年 Q1 物流行业市值前 20 大公司营业收入平均值为 329.8 亿元，同比平均+5.5%；归母净利润平均值为 4.2 亿元，同比平均+9.5%。

#### ➤ 投资建议：关注景气上行与高股息标的

**高速公路方面**，建议关注高股息率标的山东高速、皖通高速、粤高速 A 以及路产收购节奏稳健、具备外延成长属性的招商公路。

**物流行业方面**，建议关注盈利能力相对更强的龙头企业中通快递、顺丰控股以及受益于平台出海的跨境物流赛道的中国外运。

**风险提示**：全球经济复苏不及预期；国内经济发展不及预期；物流行业低价竞争风险；燃油价格上涨超预期。

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：田照丰

执业证书编号：S0590522120001

邮箱：tianzhf@glsc.com.cn

分析师：李蔚

执业证书编号：S0590522120002

邮箱：liwyj@glsc.com.cn

联系人：李天琛

邮箱：litch@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《交通运输：持仓比例环比提高，航运板块增持明显》2024.04.27

2、《交通运输：国联低空经济系列研究—空中交通管理属飞行保障体系加速搭建，低空基建蓄势待发》2024.04.14

## 正文目录

1. 公路行业 2023 年及 2024 年 Q1 业绩综述	3
1.1 行业回顾：2023 年板块超额收益显著	3
1.2 行业展望：客运出行支撑基本面向好	5
2. 物流行业 2023 年及 2024 年 Q1 业绩综述	6
2.1 行业回顾：物流行业景气回升，细分板块表现差异	6
2.2 行业展望：国内消费韧性犹存，电商出海需求旺盛	11
3. 投资建议：关注景气上行与高股息标的	13
3.1 高速公路：关注板块股息率优势	13
3.2 物流行业：关注景气上行赛道与低估值龙头	13
4. 风险提示	13

## 图表目录

图表 1：2023 年高速公路车流量月度同比情况	3
图表 2：2022-2023 年全国高速公路货车通行量	3
图表 3：2022-2023 年整车货运流量指数	3
图表 4：2023 年高速公路板块显著跑赢沪深 300 指数	4
图表 5：2023 年高速公路（申万）PE 与 PB 估值水平	4
图表 6：高速公路板块重点公司 2023 年业绩情况	5
图表 7：高速公路板块重点公司 2024Q1 业绩情况	5
图表 8：2024 年 1-3 月高速公路机动车交通量	5
图表 9：10 年期国债收益率与高速板块股息率（%）	6
图表 10：高速公路板块股利支付率有所提升	6
图表 11：重点公司 2024 年股息率预测（2024 年 4 月 30 日收盘价）	6
图表 12：2019-2024Q1 全国货运周转量（亿吨公里）	7
图表 13：2019-2024Q1 中国社会物流总额（万亿）	7
图表 14：2019-2023 年中国物流业总收入（万亿）	7
图表 15：2023-2024Q1 中国物流景气指数与 PMI 比较	7
图表 16：2016-2024Q1 社会消费品零售总额（万亿）	8
图表 17：2016-2024Q1 实物商品网上零售额及渗透率	8
图表 18：2016-2023 年中国快递业务量（亿件）	8
图表 19：2023-2024 年一季度快递业务量同比增速	8
图表 20：2023 年物流行业（申万二级）重点个股业绩情况	9
图表 21：2024 年一季度物流行业（申万二级）重点个股业绩情况	10
图表 22：2023 年至今物流行业各子行业（申万三级）的 PE (TTM)	10
图表 23：2019-2026 年直播电商市场规模	11
图表 24：2014-2023 年我国农村地区网络零售额	11
图表 25：2020-2024Q1 快递单票价格同比变动情况	11
图表 26：2018-2027e 全球跨境电商物流市场规模（万亿）	12
图表 27：2018-2027e 中国跨境电商物流市场规模（万亿）	12

## 1. 公路行业 2023 年及 2024 年 Q1 业绩综述

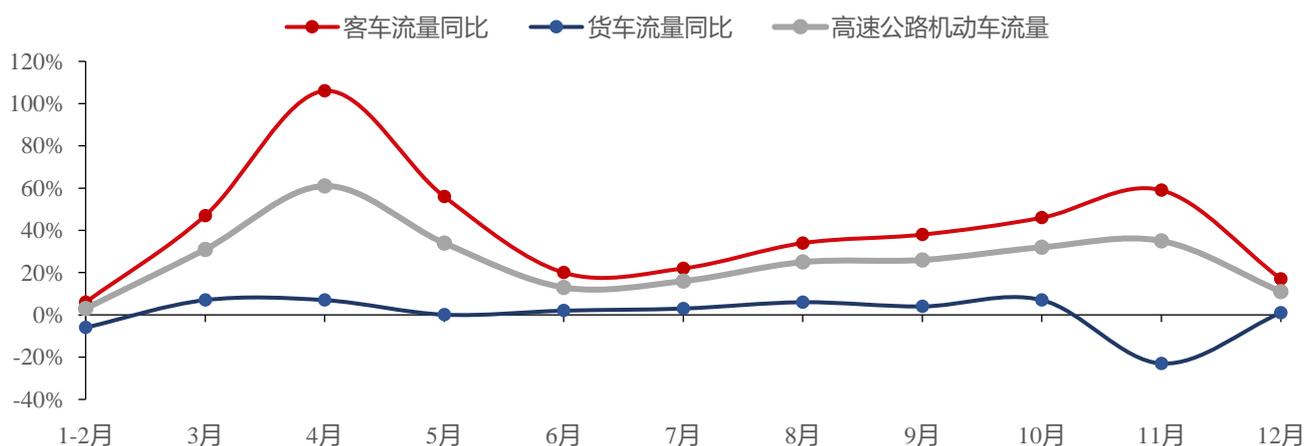
高速公路行业作为经营稳定、现金流充沛的弱周期板块，在 2023 年较为低迷的市场环境下表现出较强的防御性。同时，高速公路作为典型的疫后困境反转行业，2023 年业绩显著修复。在经济弱复苏及利率走低背景下，我们认为高速公路仍具备显著防御性配置价值。

### 1.1 行业回顾：2023 年板块超额收益显著

#### 1.1.1 需求逐步恢复，行业景气回升

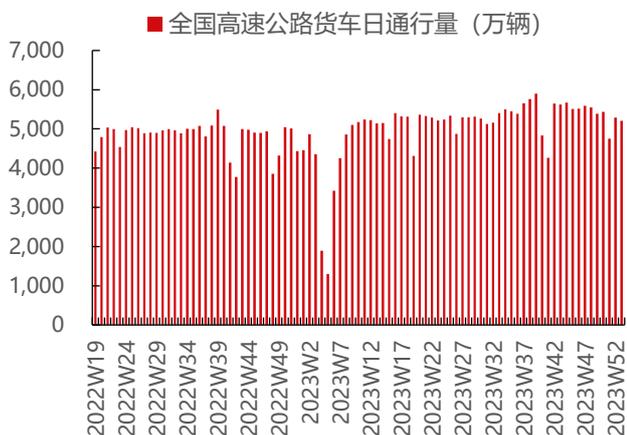
从行业基本面来看，2023 年整体呈现“客强货弱”，客车恢复速度要显著快于货车。1-12 月份，高速公路客车与货车车流量平均增速分别为 41%和 1%，受制造业表现疲弱影响，公路货运复苏的弹性相对弱于客运，货车流量增长表现较为乏力。

图表1：2023 年高速公路车流量月度同比情况



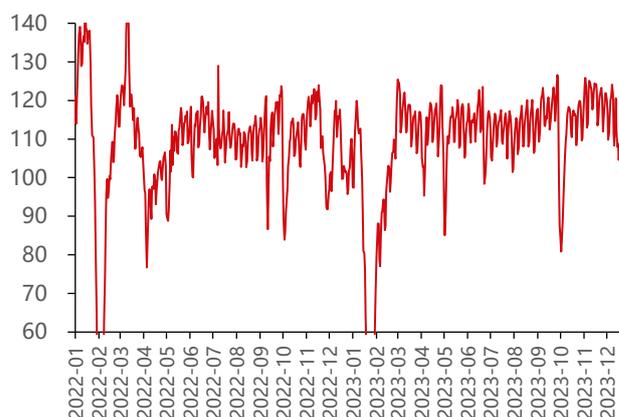
资料来源：交通规划研究公众号，国联证券研究所

图表2：2022-2023 年全国高速公路货车日通行量



资料来源：交通运输部，国联证券研究所

图表3：2022-2023 年整车货运流量指数



资料来源：wind，国联证券研究所

### 1.1.2 板块迎戴维斯双击，超额收益显著

2023 年高速公路板块显著跑赢沪深 300 指数。截至 2023 年 12 月 29 日收盘，沪深 300 在 2023 全年录得收益为-11.75%，高速公路（申万）指数录得收益为 16.58%，跑赢大盘 28.3 个百分点。

图表4：2023 年高速公路板块显著跑赢沪深 300 指数



资料来源：wind，国联证券研究所

从估值水平看，以 PE 和 PB 估值共同作为参考依据，2023 年行业估值水平有所抬升。截至 2023 年 12 月 29 日，高速公路（申万）板块 PE 估值为 11.56 倍，PB 估值为 0.92 倍，较年初分别提升 0.85 倍与 0.10 倍。

图表5：2023 年高速公路（申万）PE 与 PB 估值水平



资料来源：wind，国联证券研究所

受益于出行需求回温和车流量回升，2023 年高速公路板块业绩显著修复。2023 年高速公路板块归母净利润同比增长 26.3%，同比 2019 年增长 14.1%。重点标的公司 2023 年归母净利润平均增速为 21.9%。

图表6: 高速公路板块重点公司 2023 年业绩情况

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy
001965.SZ	招商公路	97.31	17.29%	67.67	39.21%
600377.SH	宁沪高速	151.92	14.61%	44.13	18.51%
600350.SH	山东高速	265.46	43.60%	32.97	15.48%
600548.SH	深高速	92.95	-0.82%	23.27	15.54%
000429.SZ	粤高速 A	48.79	17.04%	16.34	27.93%
600012.SH	皖通高速	66.31	27.37%	16.60	14.87%

资料来源: wind, 国联证券研究所

2024 年一季度高速公路板块实现归母净利 79.96 亿元, 同比 2023 年一季度下降 3.0%, 一季度公路板块业绩有所下滑主要系受到雨雪恶劣天气以及 2024 年春节假期高速公路免费通行时间延长等因素影响。

图表7: 高速公路板块重点公司 2024Q1 业绩情况

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy
001965.SZ	招商公路	30.22	49.14%	12.93	-4.15%
600377.SH	宁沪高速	34.73	-4.30%	12.47	1.61%
600350.SH	山东高速	45.32	2.51%	7.69	-5.08%
600548.SH	深高速	20.38	7.06%	4.71	6.42%
000429.SZ	粤高速 A	11.24	-2.61%	4.21	2.65%
600012.SH	皖通高速	12.87	12.38%	4.60	0.05%

资料来源: wind, 国联证券研究所

## 1.2 行业展望: 客运出行支撑基本面向好

展望 2024 年, 民众出行需求依旧较为坚挺, 2024 年客车流量的增长依旧主要源于汽车保有量的自然增长与居民出行需求的持续释放, 基于 2023 年相对高基数, 预计 2024 年客车流量增速或回归平稳增长, 货车流量增速主要取决于经济大环境及制造业复苏进度。整体来看 2024 年行业基本面依旧向好。

图表8: 2024 年 1-3 月高速公路机动车交通量



资料来源: 交通运输规划公众号, 国联证券研究所

高速公路稳定的运营模式以及刚性定价决定了行业具有持续、稳定的现金流，充沛的现金流为行业的高分红奠定基础。利率下行的大环境下，高速公路股息率仍然具有较强吸引力。截至 2024 年 4 月 30 日，高速公路板块股息率高于 10 年期国债收益率约 0.95pct，高股息标的组合（皖通高速、山东高速、粤高速、宁沪高速）股息率高于 10 年期国债收益率约 1.97pct。

图表9：10年期国债收益率与高速板块股息率（%）



资料来源：wind，国联证券研究所

图表10：高速公路板块股利支付率有所提升



资料来源：wind，国联证券研究所

高速公路上市公司近年来延续高分红政策，根据 2024 年归母净利润预测结果，重点覆盖公司 2024 年仍具备较高股息率。

图表11：重点公司 2024 年股息率预测（2024 年 4 月 30 日收盘价）

证券简称	分红率	2024 年归母净利润（亿元）	2024 年 EPS	对应 2024 年股息率
招商公路	55%	66.05	0.97	4.8%
宁沪高速	0.46 元/股	48.81	0.97	4.1%
粤高速 A	70%	17.10	0.82	5.6%
深高速	55%	24.88	1.14	6.2%
皖通高速	60%	18.81	1.13	5.2%
山东高速	60%	36.19	0.75	5.1%

资料来源：iFind，国联证券研究所

## 2. 物流行业 2023 年及 2024 年 Q1 业绩综述

回顾 2023 年，物流行业伴随宏观经济逐步复苏，个别板块相对大盘取得了较为显著的超额收益。展望 2024 年，我们认为需求侧改善或带动物流行业公司业绩提升。

### 2.1 行业回顾：物流行业景气回升，细分板块表现差异

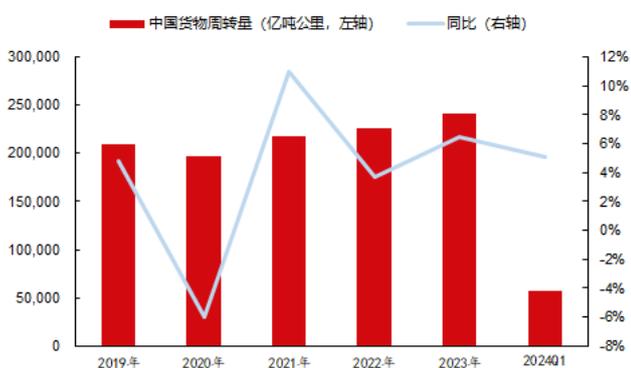
#### 2.1.1 需求逐步恢复，行业景气回升

2023 年物流行业需求恢复，行业景气逐步回升。2023 年，全国货物周转量为 240,623 亿吨公里，同比+6.4%；社会物流总额、物流业总收入分别为 352.4、13.2 万亿，同比分别+1.4%、+3.9%。2023 年 12 月中国物流景气指数为 53.5%，环比+0.2pct，

相较于 PMI 在荣枯线（50%）以上。

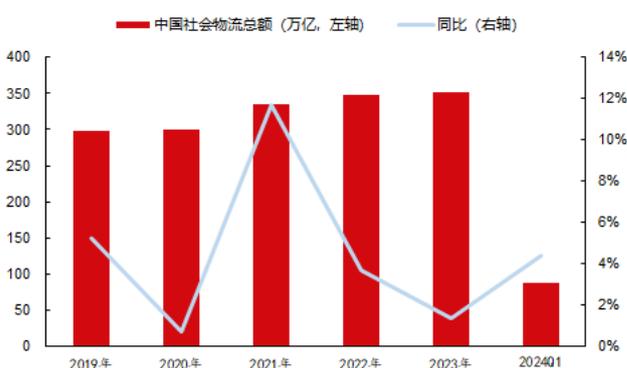
**2024 年物流运行开局良好，盈利水平缓中趋稳。**2024 年一季度，全国货物周转量为 57,438 亿吨公里，同比+5.1%；社会物流总额 88 万亿，同比+4.4%。根据中国物流与采购联合会的消息，“一季度重点物流企业物流业务收入同比下降 0.8%，降幅比 1-2 月收窄 1.9 个百分点；主营业务利润额与上年同期基本持平，收入利润率同比小幅回升 0.2 个百分点”。2024 年 3 月中国物流景气指数为 51.5%，环比 2 月+4.4pcts，高于 3 月 PMI（50.8%）0.7 个百分点。

图表 12：2019-2024Q1 全国货运周转量（亿吨公里）



资料来源：中国物流与采购联合会，wind，国联证券研究所

图表 13：2019-2024Q1 中国社会物流总额（万亿）



资料来源：国家统计局，wind，国联证券研究所

图表 14：2019-2023 年中国物流业总收入（万亿）



资料来源：中国物流与采购联合会，wind，国联证券研究所

图表 15：2023-2024Q1 中国物流景气指数与 PMI 比较



资料来源：中国物流与采购联合会，国家统计局，wind，国联证券研究所

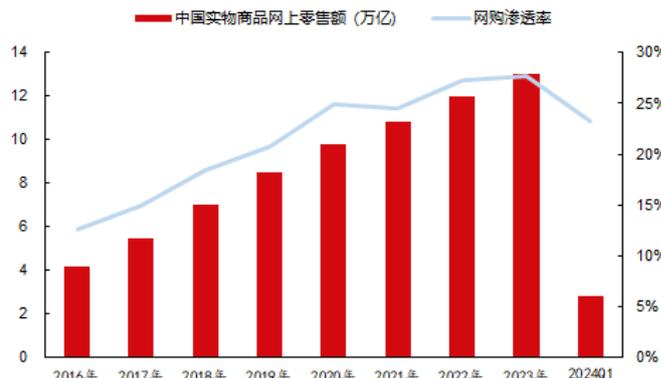
2023 年中国社会消费品零售总额 47.1 万亿，同比+7.2%；实物商品网上零售额 13.0 万亿，网购渗透率 27.6%。2024 年一季度，中国社会消费品零售总额 12.0 万亿，同比+10.7%；实物商品网上零售额 2.8 万亿，网购渗透率 23.3%，高于 2019 年水平。

图表16: 2016-2024Q1 社会消费品零售总额 (万亿)



资料来源: 国家统计局, wind, 国联证券研究所

图表17: 2016-2024Q1 实物商品网上零售额及渗透率



资料来源: 国家统计局, wind, 国联证券研究所

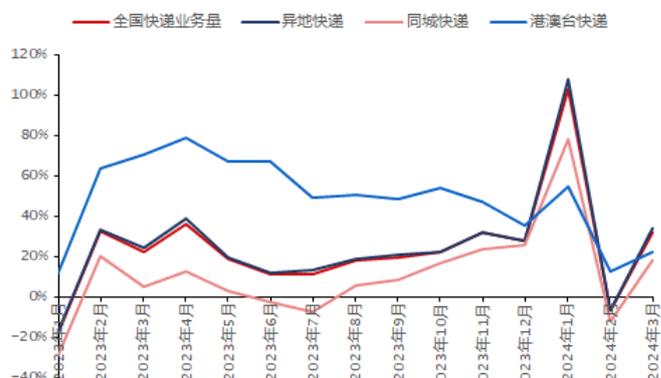
随着国内消费的逐渐恢复, 2023 年快递行业件量规模仍保持较高增速, 2024 年一季度业务量同比增速提高。2023 年, 全国快递业务量累计完成 1320.7 亿件, 同比+19.4%。其中, 异地、同城、国际及港澳台快递业务量分别为 1153.6、136.4、30.7 亿件, 同比分别+20.5%、+6.6%、+52.0%。2024 年 3 月, 全国快递业务量同比+32.1%, 同比+9.3pcts。

图表18: 2016-2023 年中国快递业务量 (亿件)



资料来源: wind, 国联证券研究所

图表19: 2023-2024 年一季度快递业务量同比增速



资料来源: wind, 国联证券研究所

### 2.1.2 行业跑输市场, 个股表现各异

我们整理物流行业 (申万二级) 市值前 20 大个股 2023 年业绩数据:

2023 年平均涨幅-12.3%, 跑输上证指数 (-3.7%) 和沪深 300 (-11.4%)。有 7 支股票实现正收益, 涨幅前三位为中国外运 (+43.7%)、长久物流 (+41%)、瑞茂通 (+9.9%)。

2023 年营业收入平均值为 1551.9 亿元, 同比平均-2%, 中位数为 429.5 亿元; 营收同比涨幅前三位为嘉友国际 (+44.8%)、宏川智慧 (+22.5%)、申通快递 (+21.5%)。

2023 年归母净利润平均值为 22.9 亿元, 同比平均+14.8%, 中位数为 9.1 亿元; 归母净利润同比涨幅前三位为长久物流 (+291.8%)、建发股份 (108.6%)、嘉友国际 (+52.6%)。

**图表20：2023年物流行业（申万二级）重点个股业绩情况**

股票代码	公司名称	申万三级行业	总市值(亿元)	2023年涨幅	营业收入(亿元)	同比	归母净利润(亿元)	同比
002352.SZ	顺丰控股	快递	1,977.7	-29.7%	2584.1	-3.4%	82.3	33.4%
600233.SH	圆通速递	快递	423.0	-37.8%	576.8	7.7%	37.2	-5.0%
601598.SH	中国外运	跨境物流	335.8	43.7%	1017.0	-6.5%	42.2	3.8%
600153.SH	建发股份	原材料供应链服务	289.3	-23.7%	7636.8	-8.3%	131.0	108.6%
601156.SH	东航物流	跨境物流	234.6	-0.6%	206.2	-2.1%	24.9	-31.6%
600704.SH	物产中大	原材料供应链服务	230.1	-5.0%	5801.6	0.6%	36.2	-7.5%
002120.SZ	韵达股份	快递	216.3	47.9%	449.8	-5.2%	16.3	9.6%
600755.SH	厦门国贸	原材料供应链服务	153.6	5.6%	4682.5	-0.3%	19.1	-46.6%
600057.SH	厦门象屿	原材料供应链服务	152.2	-29.6%	4590.4	-4.7%	15.7	-40.3%
603056.SH	德邦股份	快递	148.6	30.5%	362.8	15.6%	7.5	14.9%
002010.SZ	传化智联	公路货运	128.8	-11.9%	335.8	-9.0%	5.9	-20.7%
002468.SZ	申通快递	快递	119.2	-24.6%	409.2	21.5%	3.4	18.4%
002183.SZ	怡亚通	中间产品及消费品供应链服务	116.3	30.1%	944.2	10.6%	1.4	-44.9%
600787.SH	中储股份	仓储物流	111.2	4.5%	672.7	-2.4%	7.9	22.8%
603871.SH	嘉友国际	跨境物流	110.8	0.4%	70.0	44.8%	10.4	52.6%
603128.SH	华贸物流	跨境物流	97.5	-28.6%	146.1	-3.8%	6.2	-30.6%
002930.SZ	宏川智慧	仓储物流	89.1	2.4%	15.5	22.5%	3.0	32.5%
603713.SH	密尔克卫	仓储物流	87.4	-54.1%	97.5	-5.7%	4.3	-28.8%
603569.SH	长久物流	公路货运	74.8	41.0%	37.8	-4.4%	0.7	291.8%
600180.SH	瑞茂通	原材料供应链服务	66.2	9.9%	400.9	-8.2%	2.9	-36.0%
<b>平均值</b>			<b>258.1</b>	<b>-12.3%</b>	<b>1,551.9</b>	<b>-2.0%</b>	<b>22.9</b>	<b>14.8%</b>
<b>中位数</b>			<b>138.7</b>	<b>-17.8%</b>	<b>429.5</b>	<b>-5.9%</b>	<b>9.1</b>	<b>-0.6%</b>

资料来源：wind，国联证券研究所

我们整理物流行业（申万二级）市值前20大个股2024年一季度业绩数据：

2024年至今平均涨幅4%，略微跑输上证指数（+4.37%）和沪深300（+5.05%）。其中有13支股票实现正收益，涨幅前三位为嘉友国际（+60.8%）、圆通速递（+29.2%）、东航物流（+23.8%）。

2024年一季度营业收入平均值为329.8亿元，同比平均+5.5%，中位数为106.4亿元；营收同比涨幅前三位为华贸物流（+31.7%）、嘉友国际（+26.0%）、德邦股份（+25.3%）。

2024年一季度归母净利润平均值为4.2亿元，同比平均+9.5%，中位数为2.9亿元；归母净利润同比涨幅前三位为中储股份（+210.9%）、嘉友国际（+51.9%）、申通快递（+43.2%）。

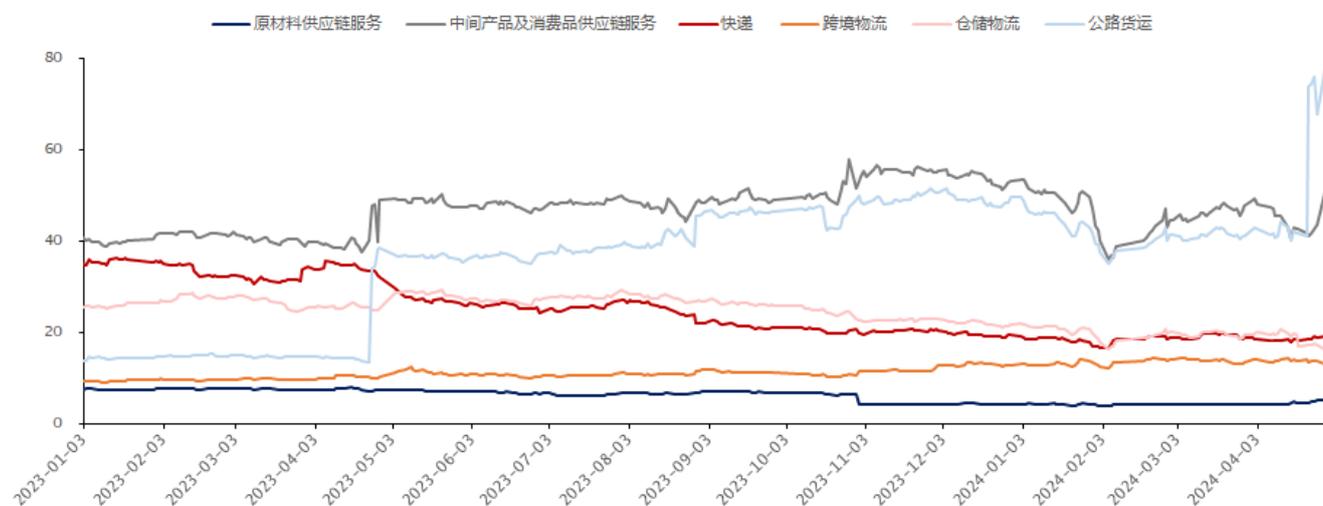
图表21：2024年一季度物流行业（申万二级）重点个股业绩情况

股票代码	公司名称	申万三级行业	总市值(亿元)	2024年至今涨幅	营业收入(亿元)	同比	归母净利润(亿元)	同比
002352.SZ	顺丰控股	快递	1,774.5	-10.3%	653.4	7.0%	19.1	11.1%
600233.SH	圆通速递	快递	546.6	29.2%	154.3	19.5%	9.4	4.1%
601598.SH	中国外运	跨境物流	378.3	12.0%	242.9	8.6%	8.0	16.5%
600153.SH	建发股份	原材料供应链服务	298.9	3.3%	1313.4	21.6%	6.0	24.1%
601156.SH	东航物流	跨境物流	290.5	23.8%	52.2	14.2%	5.9	22.6%
600704.SH	物产中大	原材料供应链服务	245.1	6.5%	1329.4	3.8%	8.3	14.5%
002120.SZ	韵达股份	快递	227.6	5.2%	111.6	6.5%	4.1	15.0%
603871.SH	嘉友国际	跨境物流	178.2	60.8%	20.0	26.0%	3.1	51.9%
603056.SH	德邦股份	快递	170.9	15.0%	93.0	25.3%	0.9	27.7%
600755.SH	厦门国贸	原材料供应链服务	162.7	5.9%	968.8	21.6%	4.1	44.5%
600057.SH	厦门象屿	原材料供应链服务	154.1	0.9%	1045.7	19.0%	4.1	25.4%
002468.SZ	申通快递	快递	140.1	17.5%	101.3	15.9%	1.9	43.2%
002010.SZ	传化智联	公路货运	124.9	-3.0%	64.0	22.1%	1.7	-3.6%
600787.SH	中储股份	仓储物流	113.0	1.6%	139.3	-6.1%	2.7	210.9%
002183.SZ	怡亚通	中间产品及消费品供应链服务	93.8	-19.4%	203.1	2.5%	0.2	31.4%
603713.SH	密尔克卫	仓储物流	90.0	3.0%	29.0	23.3%	1.5	40.6%
603128.SH	华贸物流	跨境物流	87.1	-8.4%	38.8	31.7%	1.7	24.7%
002930.SZ	宏川智慧	仓储物流	65.5	-26.7%	3.8	1.1%	0.6	12.7%
603569.SH	长久物流	公路货运	56.1	-24.9%	9.0	2.2%	0.1	15.0%
605050.SH	福然德	原材料供应链服务	54.1	-11.0%	23.9	12.2%	0.8	10.1%
平均值			262.6	4.0%	329.8	5.5%	4.2	9.5%
中位数			158.4	3.2%	106.4	6.8%	2.9	-6.8%

资料来源：wind，国联证券研究所 注：24年初至今涨幅截至2024年4月30日收盘

从估值水平看，跨境物流与公路货运子行业的估值水平环比提高，而快递子行业估值环比下降最大。物流各子行业（申万三级）中，原材料供应链服务、中间产品及消费品供应链服务、快递、跨境物流、仓储物流、公路货运2023年的平均PE(TTM)分别为6.7、47.2、26.7、10.9、26.1、34.2倍；2024年至今的平均PE(TTM)分别为4.5、46.0、18.7、13.7、19.6、44.6倍，同比分别-2.2、-1.2、-8.0、+2.8、-6.5、+10.4倍。

图表22：2023年至今物流行业各子行业（申万三级）的PE(TTM)



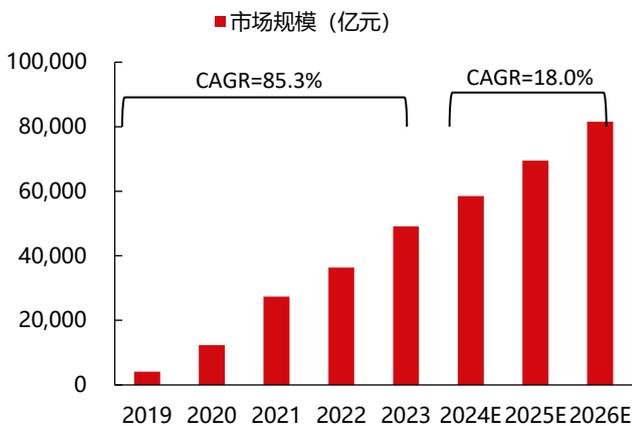
资料来源：wind，国联证券研究所 注：截至2024年5月2日收盘

## 2.2 行业展望：国内消费韧性犹存，电商出海需求旺盛

### 2.2.1 线上消费仍具韧性，价格竞争空间有限

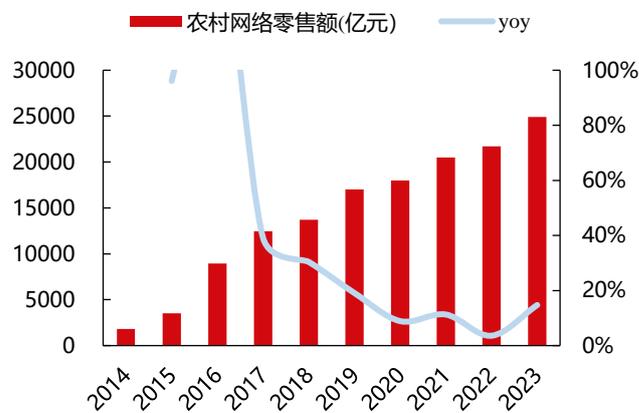
随着 5G、物联网等新兴网络基础设施建设逐步推进，电商行业发展迅速，新业态新模式不断涌现，消费场景日益多样化。新兴电商发展日趋成熟，抖音、快手等短视频平台直播带货业务规模日趋扩大，为线上零售和快递业务注入增长新动能。同时，随着“快递进村，快递进厂”工程的持续推进和电商平台不断向下沉市场转移，下沉地区的快递业务也有望继续开辟更大版图。综合以上因素，预计 2024 年快递行业件量规模保持 15%左右的增速。

图表23：2019-2026年直播电商市场规模



资料来源：艾媒咨询，国联证券研究所

图表24：2014-2023年我国农村地区网络零售额



资料来源：商务部，国联证券研究所

2023 年，行业价格竞争激烈程度有所抬升，快递行业平均价格同比下降 4.3%。2024 年 1-2 月行业价格基本保持稳定，春节过后 3 月行业价格下探趋势重新显现。

图表25：2020-2024Q1 快递单票价格同比变动情况



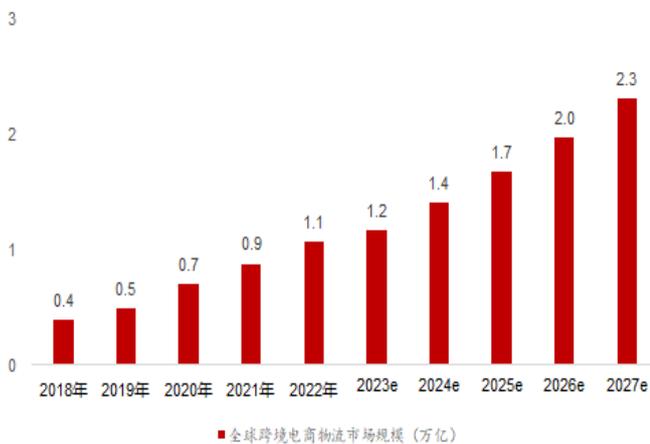
资料来源：国家邮政局，wind，国联证券研究所

但站在当下时点，我们认为快递行业或存在阶段性价格竞争，但很难再现 2023 年的激烈程度。一方面，对于维持公平竞争以及良好市场秩序，市场监管依然持续有效，另一方面，2024 年 3 月开始施行的快递新规要求按需派送，推动产品分层的同时也决定了末端的派送成本很难再大幅下调，否则网络以及派送稳定性会受到负面影响。伴随电商消费走过高增速发展区间，快递业务量增速趋于平稳，形成提升服务质量、增强议价能力、巩固并提高市场份额的良性循环成为快递企业之间竞争的关键，维持市占率、盈利能力、服务质量三者平衡将成为行业竞争下半场角逐的重点。

### 2.2.2 电商平台出海火热，催生旺盛物流需求

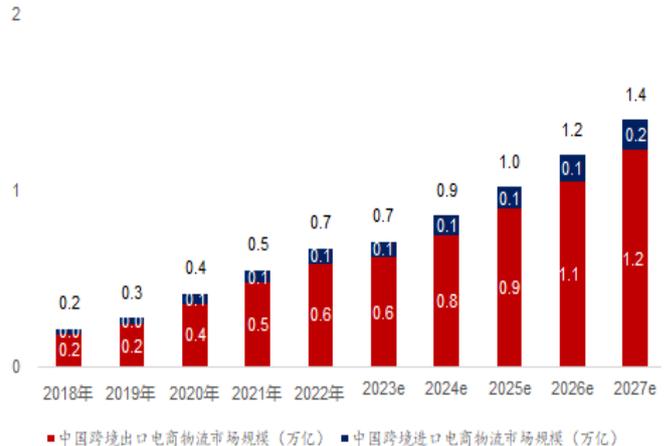
受益于跨境电商平台快速发展，跨境电商物流市场规模显著增长。根据灼识咨询预测，到 2027 年全球跨境电商物流市场规模将达到 2.3 万亿，2023-2027 年复合增长率为 18.7%；中国跨境电商物流市场规模预计为 1.4 万亿，2023-2027 年复合增长率为 18.5%。其中，跨境电商出口物流市场规模为 1.2 万亿，年复合增长率为 18.8%。

图表26：2018-2027e 全球跨境电商物流市场规模（万亿）



资料来源：菜鸟网络 H 股招股说明书，灼识咨询，国联证券研究所

图表27：2018-2027e 中国跨境电商物流市场规模（万亿）



资料来源：菜鸟网络 H 股招股说明书，灼识咨询，国联证券研究所

跨境电商“四小龙”的快速扩张进一步为跨境物流企业带来发展机遇。根据晚点微信公众号的消息，跨境电商“四小龙”(Temu、TikTok Shop、阿里海外电商和 Shein) 2024 年交易额增长目标分别为 233%、150%、125%和 40%。在假设平台客单价保持基本稳定的情况下，以上增速目标可近似对应为包裹数量的增速，也就是物流侧的需求增速。

### 3. 投资建议：关注景气上行与高股息标的

#### 3.1 高速公路：关注板块股息率优势

2024 年市场风格或有所切换，但板块股息率依然具备较大优势，对于具有绝对收益需求的稳健性风格投资者仍具备较大吸引力。

个股方面，建议关注基本面稳健的高股息率标的山东高速、皖通高速、粤高速 A，同时建议关注路产收购节奏稳健、具备外延成长属性的招商公路。

#### 3.2 物流行业：关注景气上行赛道与低估值龙头

电商出海刺激跨境物流需求，跨境物流行业景气持续上行，估值水平环比提高。建议关注跨境物流龙头中国外运。

快递行业基本面环比改善，建议关注细分龙头标的。直营制快递方面，建议关注顺丰控股。加盟制快递方面，建议关注龙头地位稳固，业务量规模及盈利能力领先的中通快递。

### 4. 风险提示

全球经济复苏不及预期：若全球经济持续乏力，将影响国际贸易需求恢复和跨境电商平台出海前景，出海相关的物流公司业务量可能会随之下降。

国内经济发展不及预期：交运行业与国民经济发展息息相关，若国内经济发展不及预期，将直接影响交运行业景气度。

物流行业低价竞争风险：快递企业在存量市场的竞争可能有重回“价格战”的风险，价格竞争加剧会导致公司盈利能力受到影响；跨境电商物流的新进入者为了短时间获量，可能采取激进的低价竞争手段，进而影响行业健康发展。

燃油价格上涨超预期：燃油费在交运行业公司的主营业务成本中占比较高，若燃油价格超预期上涨将会降低公司的盈利水平。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼