

交通运输行业 2024 年 7 月暨中期投资策略

把握边际改善与估值底部机会，积极看好航运与快递

优于大市

核心观点

交运行业上半年行情回顾及下半年展望：2024 年上半年，交运行业细分板块中，年初至今涨幅最大的为航运板块，涨幅为 28%，主要得益于红海影响以及出口需求景气带动运价大幅上涨，其次为公路板块，涨幅为 11%，主要得益于资金偏好防御板块。展望下半年，在宏观经济增长承压的背景下，我们优选三个方向，一是顺应相对景气的出口方向，看好供需格局依然紧张的油运板块和集运板块；二是顺应消费降级方向，看好通达系龙头公司；三是自下而上筛选优质物流个股。

航运：展望 2024H2，我们仍继续看好航运板块的投资机会，其中重点推荐油运板块的布局机会，在 VLCC 新运力出现断档、环保公约逐步趋严的背景下，油运船舶资产的价值持续提升，为油运投资提供了安全垫，而随着美国开启降息，全球原油消费需求有望带动行业进入供需错配周期，重点推荐中远海能、招商轮船、招商南油。集运方面，红海问题尚未得以解决，为年内行业需求带来较大增量，随着 Q3 行业进入传统旺季，货量增长或对欧美当前已经较为脆弱的供应链形成冲击，我们认为，如供应链出现紊乱，则无需担忧静态运力供给的高增，中远海控作为一梯队船东，有望充分受益于本轮运价上涨，全年业绩高速增长可期，建议持续关注。

快递：展望 2024H2，我们看好快递板块旺季的投资机会，1) 需求方面，快递行业需求韧性较强，今年消费降级趋势明显，抖音、拼多多等电商平台销售表现仍然亮眼，而且该类电商平台的无购物车模式导致线上消费订单碎片化，从而支撑快递行业件量呈现较快增长态势，我们预计 2024 年快递行业件量增速将明显超过 15%。2) 竞争方面，中短期行业竞争呈趋缓态势，一是因为快递上市公司的资本开支仍呈下降态势，且现阶段快递行业整体的资产利用率已经处于较优水平；二是因为各家为了兼顾市场份额、利润增长以及服务质量，价格竞争策略均趋于平稳；三是因为在各家龙头企业均经营稳定的情况下，主动扩大价格战带来的影响只会弊大于利。3) 投资建议方面，现阶段正处快递淡季，产粮区价格下调属于季节性正常波动，我们认为行业竞争仍然处于缓和周期，今年旺季提价表现值得期待，目前快递龙头均处于估值低位，向下风险可控，建议投资者重点把握旺季催化下的投资机会，中短期推荐中通快递、圆通速递、韵达股份和申通快递，中长期继续看好顺丰控股。

物流：我们看好优质物流龙头企业的发展机会。1) 自下而上看好德邦股份，一方面在于 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；另一方面德邦自今年 4 月开始整合两张快运网络，资源整合将确定性带动成本优化，未来两年盈利能力将持续提升。德邦经营稳健且自身的成长逻辑正在逐步兑现，即使在高端快运需求增长承压的背景下，我们预计公司未来两年仍然能够实现较快的业绩增长。2) 另自下而上推荐嘉友国际，公司业绩预增公告显示上半年实现归母净利润 7.5-8.0 亿元，同比增长 48%-58%，预计实现扣非归母净利润 7.4-7.9 亿元，同比增长 50.0%-60.0%。嘉友受益于我国蒙煤进口量大增以及与大客户绑定加深，蒙古业务核心竞争力持续加强，此外公司以刚果(金)、赞比亚、安哥拉为核心的陆锁国物流模式取得较好成效，非洲业务已逐步形成规模，中亚市场亦与多国合作逐步深入。我们认为，公司“轻重结合”的资产布局模式，以及通过贸易、基础设施锁定物流需求的业务模式具备较强

行业研究 · 行业投资策略

交通运输

优于大市 · 维持

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

- 《交通运输行业周报-压港加剧或继续推涨集运运价，关注航空暑运旺季表现》——2024-07-01
- 《交通运输行业周报-集运延续提价趋势，快递 5 月单价表现较稳》——2024-06-24
- 《交通运输行业周报-集运延续全线提价，端午前两日日均出行人次超 2 亿》——2024-06-11
- 《交通运输行业 2024 年 6 月投资策略-集运运价加速上涨，快递基本面稳中向好》——2024-06-03
- 《交通运输行业周报-集运运价持续大涨，快递进入高质量发展新阶段》——2024-05-27

可复制性，看好公司通过跨区域扩张不断增加业绩增长点。

航空：展望 2024H2，航空需求逐步修复，供需缺口持续缩小，盈利将继续向上突破。1) 需求方面，航空需求韧性较强，随着出入境政策红利持续释放，国际航空出行需求还将进一步回暖，全年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，我们认为今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。今年航空有望延续去年“淡季更淡、旺季更旺”的消费态势，短期，建议投资者关注民航暑运旺季，推荐春秋航空、中国国航、南方航空、东方航空。

7月投资组合：推荐中远海能、中远海控、招商轮船、招商南油、中通快递、圆通速递、韵达股份、申通快递、嘉友国际、德邦股份、顺丰控股、春秋航空、中国国航、京沪高铁。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动。

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
600026.SH	中远海能	买入	14.9	69,463	1.29	1.44	11.6	10.4
601919.SH	中远海控	买入	14.5	229,354	1.82	1.85	8.0	7.8
002352.SZ	顺丰控股	买入	34.7	167,835	2.14	2.77	16.2	12.5
2057.HK	中通快递	买入	158.5 港币	127,132 港币	12.33	14.57	11.9	10.0
600233.SH	圆通速递	买入	14.6	48,819	1.27	1.5	11.5	9.7
603056.SH	德邦股份	买入	12.8	13,012	1.08	1.4	11.8	9.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

2024 年初至今行情回顾	6
航运板块展望及投资观点	8
油运：供给侧强约束，周期向上可期	8
集运：红海冲突长期化，关注供应链效率损失	11
投资建议	16
航空板块展望及投资观点	16
供给端：供给增速确定性放缓	16
需求端：航空需求韧性强，客运量将进一步复苏	18
投资建议	22
快递板块展望及投资观点	23
需求端：受益消费降级，行业件量增长韧性强	23
竞争格局：行业进入高质量发展新阶段，中短期价格竞争趋缓	24
顺丰控股投资建议：估值底部，长期成长逻辑不改，静待经营拐点	29
通达系投资建议：静待边际变化，龙头公司具有长期价值	30
物流板块推荐标的	31
德邦股份：高端快运市场格局出清，公司网络融合效果可期	31
嘉友国际：非洲业务步入正轨，蒙古市场优势夯实	32
风险提示	33

图表目录

图 1: 2023 年初至今交运及沪深 300 走势	6
图 2: 2024 年初至今交运及沪深 300 走势	6
图 3: 本月各子板块表现 (2024.07.01-2024.07.11)	6
图 4: 今年各子板块表现 (2024.01.01-2024.07.11)	6
图 5: VLCC 新交付运力进入断层阶段	8
图 6: CII 和 EEXI 或导致行业经营效率下降, 造成有效运力下降	9
图 7: 美国战略储备库存及商业库存	10
图 8: OECD 战略储备库存及商业库存	10
图 9: 新造船价格 (CNPI) 持续提升	10
图 10: 全球二手船价格快速上涨	10
图 11: BDTI	11
图 12: BCTI	11
图 13: 当前远东-欧洲航线船舶大多绕行好望角	12
图 14: 绕行好望角大幅增加欧线行程	12
图 15: 红海危机以来集运运价大幅提升	13
图 16: 美国或已没有进一步去库空间	13
图 17: 美国各部门库销比均已恢复至疫情前水平	13
图 18: 供应链冲击下全球集运准班率表现不佳	14
图 19: CCFI 综合指数	15
图 20: SCFI 综合指数	15
图 21: SCFI (欧洲航线)	15
图 22: SCFI (地中海航线)	15
图 23: SCFI (美西航线)	15
图 24: SCFI (美东航线)	15
图 25: 我国民航运输飞机数量及增速 (架)	16
图 26: 2022 年以来逐月民航客机引进数量 (架)	16
图 27: 三大航飞机实际引进数量与年初计划对比 (架)	17
图 28: 三大航、春秋、吉祥的飞机数量增速将维持低位	17
图 29: 2024 年国内和国际地区航空客运量均将继续复苏 (亿人次)	18
图 30: 民航国内航线客运航班量恢复情况	19
图 31: 民航国际及地区线客运航班量恢复情况	20
图 32: 我国民航飞机日利用率变化情况 (小时/日)	21
图 33: 我国民航正班客座率变化情况	21
图 34: 三大航及春秋 2023 年整体客公里收益表现高于 2019 年同期 (元)	21
图 35: 三大航及春秋 2023 年国内航线客公里收益表现高于 2019 年同期 (元)	21
图 36: 快递行业周度件量跟踪数据 (亿件)	23
图 37: 2010-2024 年我国快递业务量增长趋势	23

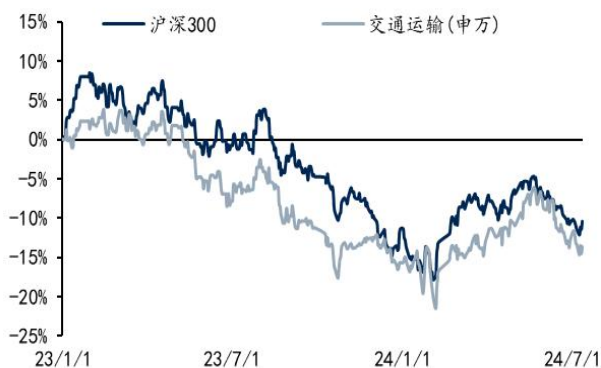
图 38: 2017-2023 年我国快递业务量按不同需求主体的拆分 (亿件)	23
图 39: 快递上市公司资本开支总和的变化趋势 (亿元)	24
图 40: 通达兔的可支配流动资金 (货币资金+理财产品) 规模对比 (亿元)	25
图 41: 通达兔的运输车辆原值规模对比 (亿元)	25
图 42: 通达兔的自动化设备原值规模对比 (亿元)	25
图 43: 通达兔的房屋建筑物原值规模对比 (亿元)	25
图 44: 通达兔的土地使用权原值规模对比 (亿元)	26
图 45: 通达兔的资产负债率对比	26
图 46: 通达兔的经营性净现金流对比 (亿元)	26
图 47: 通达兔平均单个一级加盟商的年度处理件量对比 (万件)	26
图 48: 快递主流玩家市场份额变化趋势	27
图 49: 韵达、圆通和申通的月度单票价格同比变化趋势 (可比口径)	27
图 50: 中通快递 2019 年以来季度快递业务单价及同比表现	27
图 51: 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	29
图 52: 顺丰控股预测 PE (FY1) 以及 TTM PE 的历史变化趋势	30
图 53: 中通快递 TTM PE 的历史变化趋势	30
图 54: 圆通速递预测 PE (FY1) 以及 TTM PE 的历史变化趋势	31
图 55: 韵达股份预测 PE (FY1) 以及 TTM PE 的历史变化趋势	31
表 1: 今年个股涨幅榜	7
表 2: 2023 年以来出境游相关政策持续推出	20
表 3: 2023 年以来中美航班逐步增班	21
表 4: 各航司盈利预测及 PE 估值情况 (数据截至 2024-7-3)	22
表 5: 通达兔快递企业价格策略变化及行业竞争情况变化	25
表 6: 通达系快递公司季度核心数据对比	28

2024 年初至今行情回顾

2024 年年初至今，A 股市场整体表现疲软，上证综指报收 2970.39 点，下跌 0.15%，深证成指报收 8870.36 点，下跌 6.87%，创业板指报收 1685.12 点，下跌 10.90%，沪深 300 指数报收 3468.17 点，上涨 1.08%。申万交运指数报收 2042.83 点，相比沪深 300 指数跑盈 1.30pct。

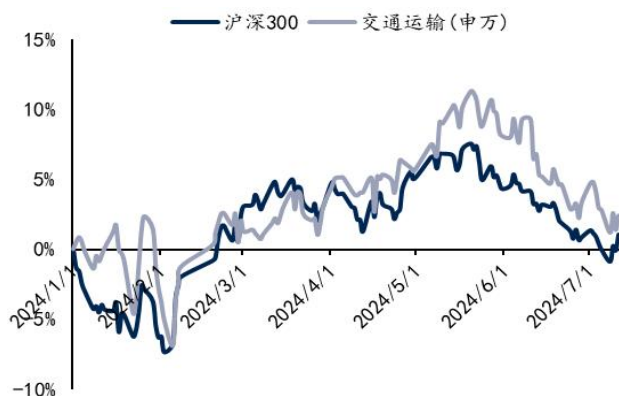
2024 年年初至今，交运子板块中航运板块表现较好，主要因为得益于红海影响以及出口景气，集运运价持续上涨。个股方面，涨幅前五名分别为中信海直(+81.8%)、嘉友国际(+69.7%)、青岛港(60.0%)、中远海控(+50.4%)、唐山港(+47.1%)。

图1: 2023 年初至今交运及沪深 300 走势



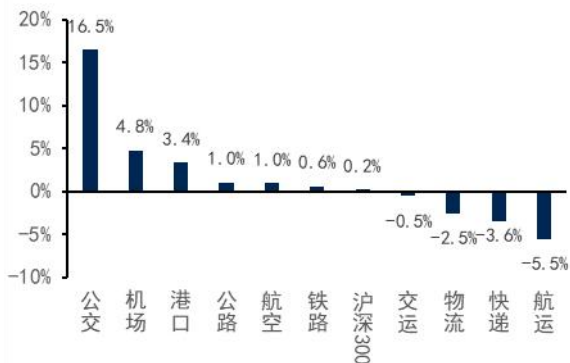
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图2: 2024 年初至今交运及沪深 300 走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图3: 本月各子板块表现 (2024.07.01-2024.07.11)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图4: 今年各子板块表现 (2024.01.01-2024.07.11)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

表1: 今年个股涨幅榜

	周涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
	1	600611.SH	大众交通	3.88	39.6%	39.1%	30.2%
	2	600650.SH	锦江在线	9.43	31.2%	33.2%	-1.5%
	3	300240.SZ	飞力达	6.40	23.8%	20.3%	-4.8%
	4	002357.SZ	富临运业	5.78	12.9%	13.8%	-22.7%
	5	603871.SH	嘉友国际	18.87	10.1%	6.7%	69.7%
	月涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
	1	600611.SH	大众交通	3.88	39.6%	39.1%	30.2%
	2	600650.SH	锦江在线	9.43	31.2%	33.2%	-1.5%
	3	300240.SZ	飞力达	6.40	23.8%	20.3%	-4.8%
	4	002357.SZ	富临运业	5.78	12.9%	13.8%	-22.7%
	5	001872.SZ	招商港口	21.25	1.8%	10.4%	33.1%
	年涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
	1	000099.SZ	中信海直	15.94	3.1%	-1.8%	81.8%
	2	603871.SH	嘉友国际	18.87	10.1%	6.7%	69.7%
	3	601298.SH	青岛港	9.89	2.4%	3.5%	60.0%
	4	601919.SH	中远海控	14.20	-7.4%	-8.3%	50.4%
	5	601000.SH	唐山港	4.91	0.0%	4.5%	47.1%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

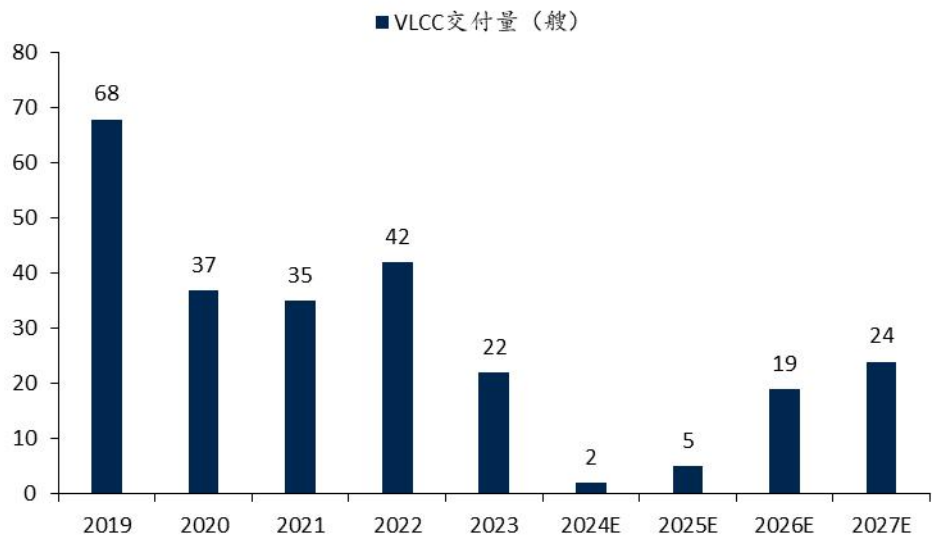
航运板块展望及投资观点

油运：供给侧强约束，周期向上可期

VLCC 供给迎来断层期，2024H2-2025 年运力交付相对较少。由于疫情期间全球原油消费需求低迷且库存相对较高，油运行业景气度较低，同时集运行业经历超高景气周期后大力扩产占据造船厂大型坞位，导致 2022-2023 年全球 VLCC 订单出现断层，2024-2025 年期间可供交付的 VLCC 较少，2024 年内仅剩 1 艘 VLCC 可供交付，2025 年全年仅 5 艘 VLCC 可供交付。

环保公约对现有运力形成制约，全年有效运力或呈“负增长”。受国际海运组织 IMO 及欧盟对环保要求的影响，船东加速、加大力度执行各类环保公约，一方面加速了老旧船舶的拆解，但更重要的是造成了全体船队的效率损失。其中 2024 年影响最大的或为营运碳强度指标 (CII) 环保公约，主流的应对方案包括降低航速、增加航行距离、减少货物装载量、增加停泊时间等，从各类方案来看，均指向于降低船舶的运行效率。此外，为应对船舶能效指数 (EEXI)，大部分的船舶均已限制了发动机主机功率，即最大航速受到限制，因此旺季的有效运力或同比实现减少，有望有效提升旺季运价的持续性及向上弹性。

图5: VLCC 新交付运力进入断层阶段



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6: CII 和 EEXI 或导致行业经营效率下降, 造成有效运力下降



资料来源: 中国船级社, 国信证券经济研究所整理

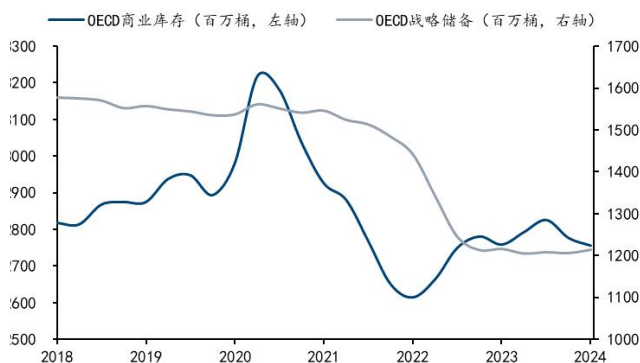
全球战略储备原油或已见底, 库存端大概率不会再拖累油运需求, 旺季消费需求有望直接带动运价提升。不同于一般商品, 原油同时具备消费属性、金融属性及战略属性, 因此当油价过高, 各国往往采用消耗库存的方式压制过高的 CPI, 如俄乌战争爆发伊始, 欧美便大量释放战略储备库存, 对原油的运输需求形成了抑制。但是从 2023 年下半年开始, 美国的战略储备库存便已见底回升, OECD 的战略储备库存亦没有进一步下降, 考虑到各国均需保障战略储备的安全量, 我们预计年内不会再出现大量消耗战略储备库存的情况, 此外, 美国及 OECD 的商业库存亦出现了中枢抬升的迹象。随着下半年旺季到来, 需求的回升有望带动运价向上修复。

图7：美国战略储备库存及商业库存



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

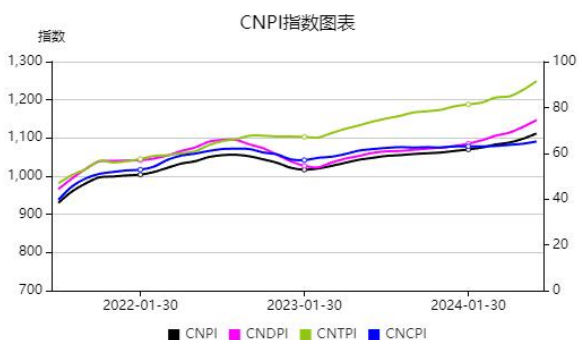
图8：OECD 战略储备库存及商业库存



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

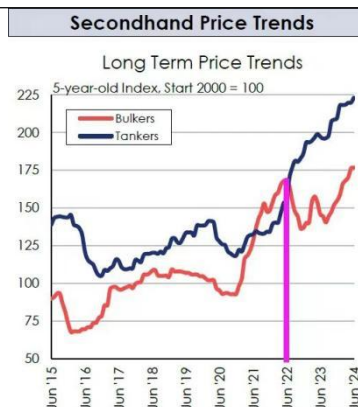
船舶资产不断提价，二手船价格上涨为油运提供安全垫。如上所述，行业供给侧的缺失以及潜在的需求回升有望大幅提升船舶资产的回报率，且由于当前船舶坞位紧张，新造船和二手船价格纷纷大幅上涨，由于船舶建造需要较长时间，二手船作为“现货”，较新造船“期货”涨幅更大。截至6月，全球新船价格指数达187.2，同比+9.5%，二手船价格指数（5年船龄船体）47.82，同比+16.59%，二手船价格指数（10年船龄船体）35.57，同比+22.86%，造就油运船东的重置价值不断提升，为油运行业构建了较高的安全边际。

图9：新造船价格（CNPI）持续提升



资料来源：中国新造船价格指数，国信证券经济研究所整理

图10：全球二手船价格快速上涨



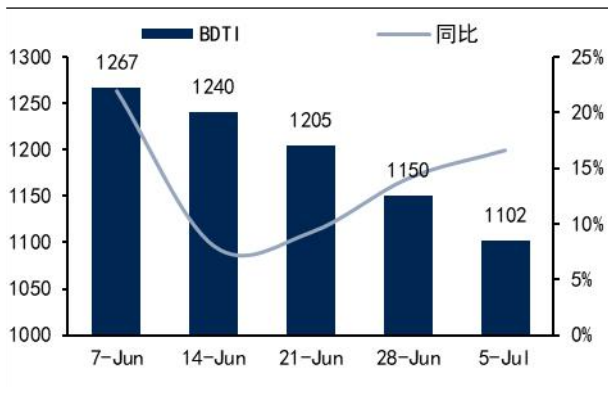
资料来源：信德海事，国信证券经济研究所整理

即期市场方面：

本周原油和成品油运价景气度双双下降，淡季影响正在体现，截至7月5日，BDTI报1102点，较上周下降48点，约4.2%，其中超大型油轮VLCC的运价本周继续下降，Poten发布的中东-远东VLCC TCE收于17000美元/天，较上周下跌1800美元/天。成品油方面，BCTI报822点，较上周下降12点，约1.4%。当前油运行业正处淡季，但是淡季期间运价的相对强劲体现出当前行业运力已经偏紧，需求侧的略微波动均有可能带来运价的向上弹性，考虑到24年VLCC运力增长有限，

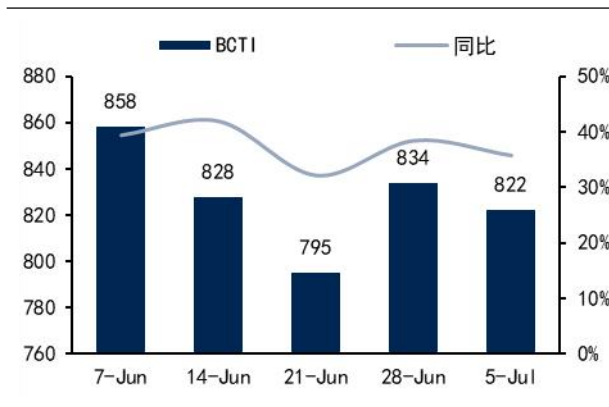
供给的缺失有望带来行业“淡季不淡，旺季更旺”的格局，我们维持 24-25 年行业运价中枢继续抬升的观点。此外，结合当前的油价、运价、运输需求来看，每当原油价格下行，运输需求往往较为强烈，而油价一旦开始上涨，运输需求则会下降，或体现出全球大国均有较大的原油进口需求，但是高油价是短期补库的阻碍，因为我们认为，一旦原油供给出现放量，或大国争相开始补库，运价有望迅速提升。

图11: BDTI



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: BCTI



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

集运：红海冲突长期化，关注供应链效率损失

红海冲突是本轮集运行情的基石。2023 年 11 月以来，胡塞武装开始频繁对过境曼德海峡的商船进行袭击，但是仅限于与以色列直接相关的船舶，直至 12 月 14 日，胡塞武装将袭击范围扩大至大型集装箱船，并称将持续对以色列相关船舶进行打击，12 月 14-18 日期间，被袭击的集装箱船东包括马士基、地中海、赫伯罗特等，受此影响，集装箱船东联盟开始作出回应，宣布暂停红海航线通行，远东-欧洲航线从原本通过苏伊士海峡转而绕行好望角，带来了航线距离拉长约 29%。考虑到欧线部署了全球约 24% 的运力，以及调配运力造成的摩擦损耗，如红海冲突持续全年，对集运行业全年的周转量需求拉动约为 8-10%，一举扭转了此前 2024 年行业大幅供过于求的预期。

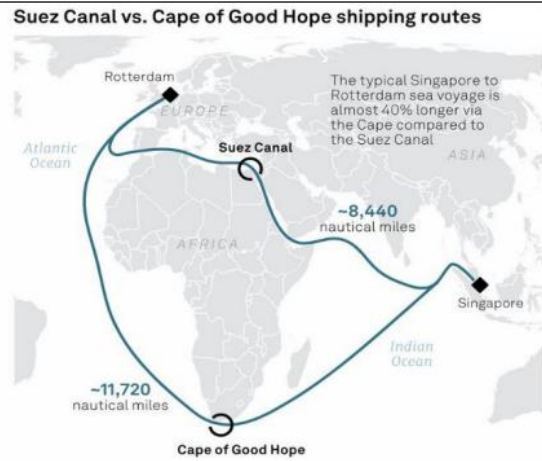
红海事件长期化或已成定局，冲突难以实质性缓解，年内欧线或维持好望角航线，行业运价短期或难以回落至冲突前水平。本轮胡塞武装攻击过路商船的核心原因在于以色列与巴勒斯坦加沙地区的冲突不断，虽然 6 月 10 日联合国通过了结束加沙战争的决议，但是双方的冲突并未实质性解决。以色列宣称需要“将所有人质带回家，并摧毁哈马斯的能力，确保加沙未来不会对以色列构成威胁”，而哈马斯多次强调其释放所有人质的条件是以色列全面撤出加沙地带和完全停火，双方的诉求无法进行调和，在缺乏强外力介入的情况下，红海问题或仍将持续。

图13: 当前远东-欧洲航线船舶大多绕行好望角



资料来源: 船视宝, 国信证券经济研究所整理

图14: 绕行好望角大幅增加欧线行程



资料来源: 信德海事, 国信证券经济研究所整理

图15: 红海危机以来集运运价大幅提升

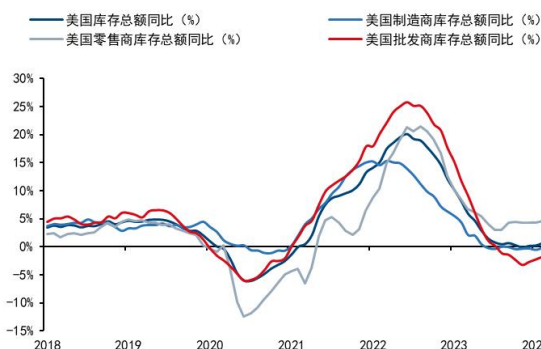


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

需求量来看, 美国消费品库存或已见底, 主动去库的影响不再。从美国的零售商、批发商库存来看, 美国整体已经经历了为时超过 1 年时间的去库阶段, 当前美国的库销比已经回归正常范围, 其中零售商仍保有一定量的库存, 而批发商的库存则出现了同比下滑的情况, 但是我们认为, 零售商库存或亦已不具备进一步下降空间, 疫情期间供应链紊乱导致的缺货或使零售商刻意提升自身的安全库存量。

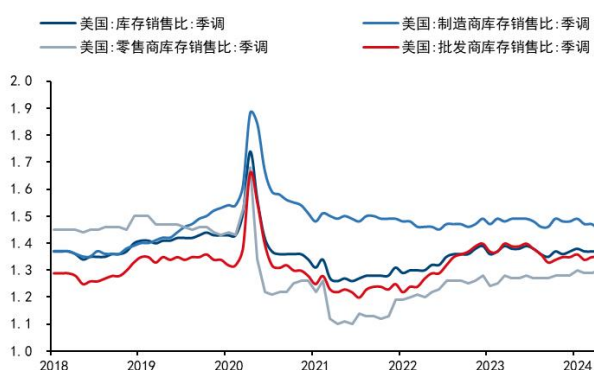
旺季、抢运、降息等因素均有望成为行业需求的导火索。展望下半年, 集运将在三季度迎来传统旺季, 且特朗普如果胜选, 可能会进一步增加关税, 引发中美双方前置补库, 加码旺季需求。此外, 美国或于下半年开启降息, 历史上来看, 降息往往可以拉动消费需求, 亦有望提升集运货量。

图16: 美国或已没有进一步去库空间



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

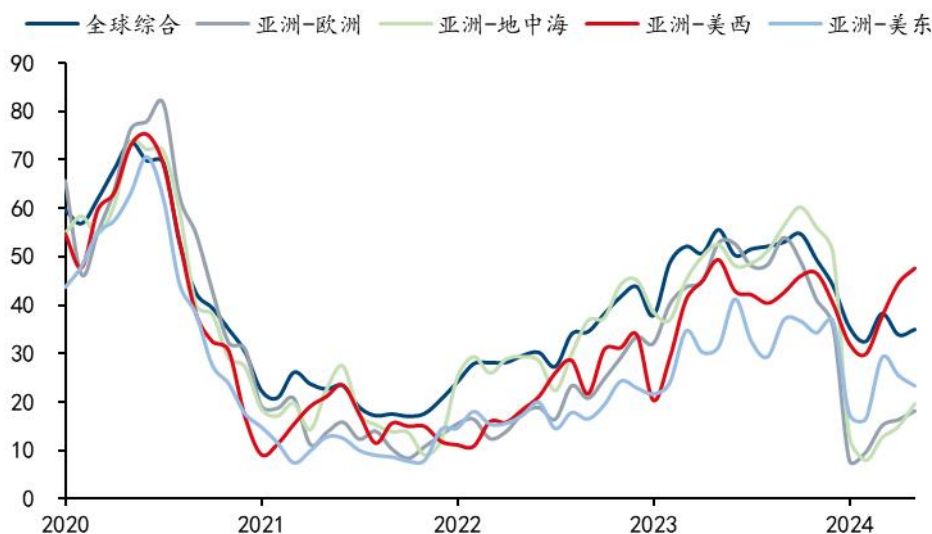
图17: 美国各部门库销比均已恢复至疫情前水平



资料来源: 信德海事, 国信证券经济研究所整理

行业供给侧仍不容乐观，但是核心关注是否会形成类似于 2020-2022 期间的供应链效率损失。在经历了 2020-2022 年的超高景气周期后，集运行业供给快速释放，2024-2025 期间，预计行业运力同比分别增长 7.1%/6.7%，供给增速仍较高，对行业运价形成抑制，但是我们认为，静态运力的规模无法在供应链紊乱的状况下准确描述实际的有效运力。当前欧洲的供应链相对较为脆弱，对港口的长期投资不足，美东亦爆发了港口劳工谈判暂停导致的潜在罢工风险，如后续出现塞港，则有望复刻 2020-2022 期间主干线对全球运力形成虹吸的现象，实际有效运力可能无法满足需求。

图18: 供应链冲击下全球集运准班率表现不佳

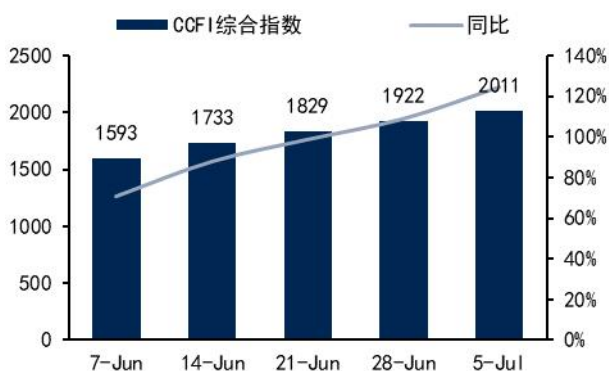


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

即期市场方面:

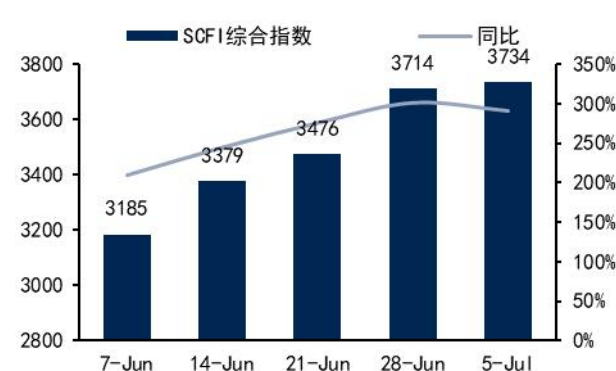
集运航线运价本周维持上涨，截至 7 月 5 日，CCFI 综合指数报 2011 点，环比上涨 4.6%，SCFI 报 3734 点，环比上涨 0.5%。具体来看，本周主干线表现维持强劲，欧洲航线/地中海线报 4857/5432 美元/TEU，环比分别-0.5%/+0.8%，美西/美东分别报 8103/9945 美元/FEU，环比分别上涨 3.5%/7.2%。小航线方面，红海线报 2436 美元/TEU，下跌 10.1%，但是开始出现低价爆仓局面，澳新航线本周报 1375 美元/TEU，环比下跌 1.6%，南美线受益于美线的溢出效应，报 9026 美元/TEU，上涨 1.9%。随着行业逐渐进入传统旺季，需求侧有望迎来进一步增长，运价继续提升可期，航商或在未来几周集中进一步提高报价。

图19: CCFI 综合指数



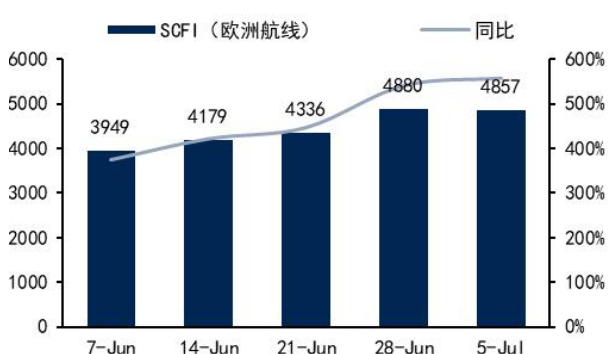
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: SCFI 综合指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: SCFI (欧洲航线)



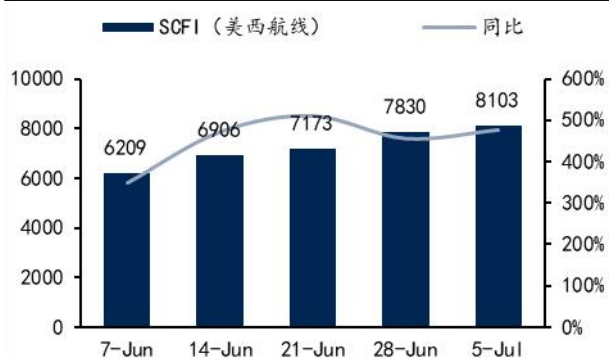
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: SCFI (地中海航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: SCFI (美西航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: SCFI (美东航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

油运方面，2024-2025 期间，油运行业供需格局持续修复，有望迎来运价高弹性。供给侧来看，超大型油轮 VLCC 订单的缺失造成行业供给断档，叠加 EEXI 及 CII 环保公约的约束，行业运力进入超低增长阶段，如考虑拆穿及航速限制，有效运力或已进入负增长阶段。叠加需求在疫后逐步修复，船舶资产的价格持续提升，为油运行业构建了较高的安全边际，预计随着行业进入 Q4 旺季，运价有望带动船东迎来戴维斯双击，继续重点推荐中远海能、招商轮船，以及成品油船东招商南油。

集运方面，集运行业持续受到红海危机的影响，导致远东至欧洲航线被迫改道，从原先的苏伊士航线绕行好望角，带来行业运距增长约 30%，致使行业的供需形成反转。展望下半年，随着 Q3 集运行业进入旺季，红海危机的影响可能进一步发酵，其背后的原因在于夏季旺季为欧洲港口集中罢工的时间点，如在旺季期间形成压港，当前集装箱船供不应求的局面或将加剧，供应链效率损耗可能对其他航线的运力形成虹吸，最终形成 2020-2022 期间的高景气局面。投资上，中远海控作为全球一梯队船东，有望充分受益，继续重点推荐。

航空板块展望及投资观点

供给端：供给增速确定性放缓

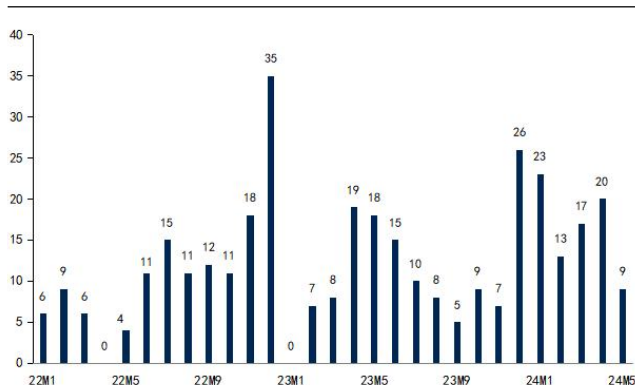
十四五期间民航供给放缓趋势明显。疫情期间，国内和国际需求均受到较大抑制，我国民航业面临巨大的亏损压力，因此主动放缓引进新增运力。后疫情时代，国内经济呈现弱复苏趋势，且国际航线恢复速度也较缓慢，因此未来两年预计我国民航业引进机队的意愿也会较弱，叠加飞机制造商产能有限，我们认为 2024 年我国客运机队增速将继续维持低位。根据民航局数据，2010-2015 年，我国全行业运输机队的年复合增速为 10.7%，三大航客货机队的年复合增速为 9.1%；2015-2020 年，我国全行业运输机队的年复合增速为 8.1%，三大航客货机队的年复合增速为 5.0%；2020-2023 年，我国全行业运输机队的年复合增速为 2.8%，三大航客机机队的年复合增速为 4.0%。

图25：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

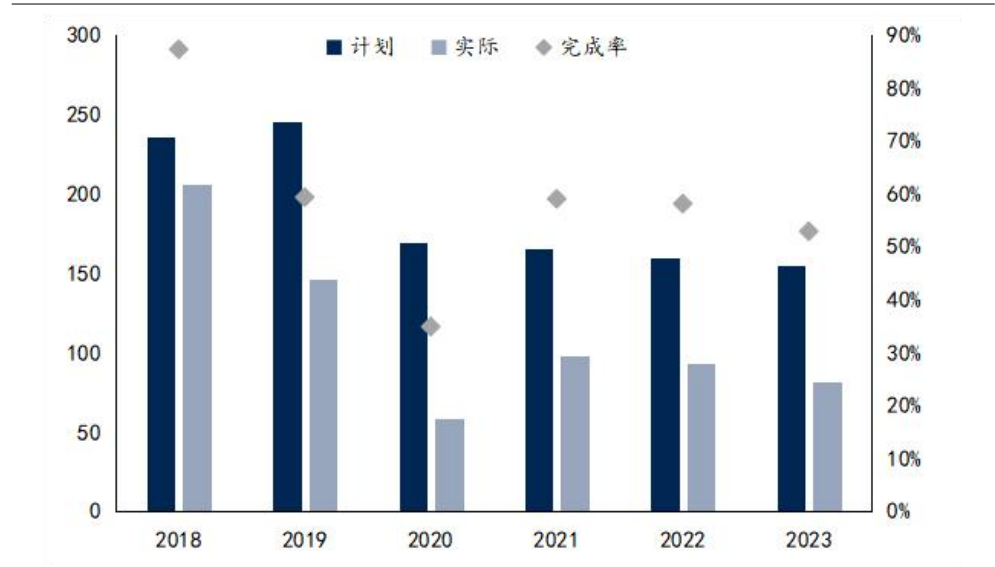
图26：2022 年以来逐月民航客机引进数量（架）



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，波音和空客交付的飞机数量分别为528架和735架飞机，分别恢复至2018年同期水平的66%和92%。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27：三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年我国客运机队增速将维持低个位数。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3.5%、2.0%。假设2024年和2025年非上市航司的机队增速为高个位数，从而估算得到2022-2025E我国航空运输机队的CAGR约为3%。

图28：三大航、春秋、吉祥的飞机数量增速将维持低位



注：增速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。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 108%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 2019 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 2019 年上涨约 15%；航班管家数据显示，2023 年国庆假期经济舱平均票价超 900 元，日均票价同比 2019 年提升 13.3%。2024 年有望延续去年“淡季更淡、旺季更旺”的消费态势，短期已经到来的暑运旺季值得期待。

图29：2024 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：

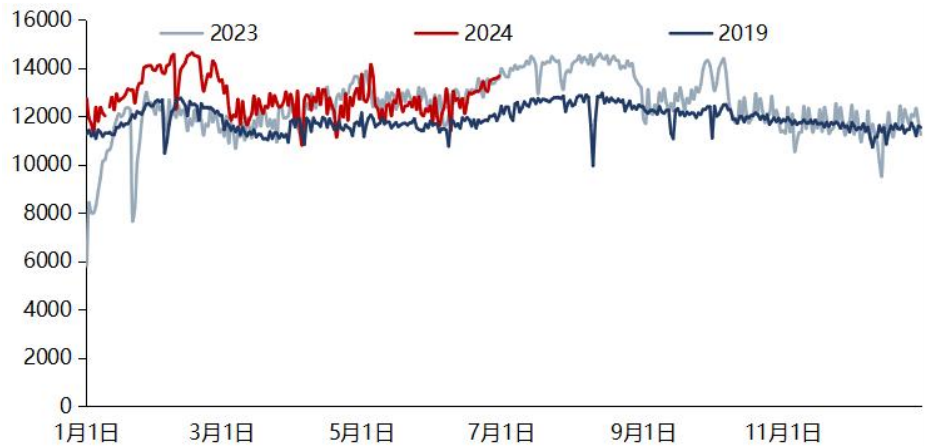
1) 我们估算预测得到 2022-2025E 我国航空运输机队的 CAGR 仅约为 3%，2024 年机队数量为 2019 年的 115%；我们估算预测 2024 年我国国内/国际地区/整体的航空客运量分别为 2019 年的 108%/74%/105%；相较 2023 年（2023 年机队数量和整体客运量分别为 2019 年的 110%/95%），2024 年航空供需缺口将继续改善、客座率将继续修复。

2) 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。但是由于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，2024 年我国国际航线恢复速度比较缓慢。其中，核心航线中美航线恢复进度最慢，美国交通部(DOT) 发布声明称，自 2024 年 3 月 31 日开始，将允许中国航空公司增加中美往返航班，从原本的每周 35 班至每周 50 班，增班后中美航线周往返航班量恢复至 2019 年的 28%。

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。

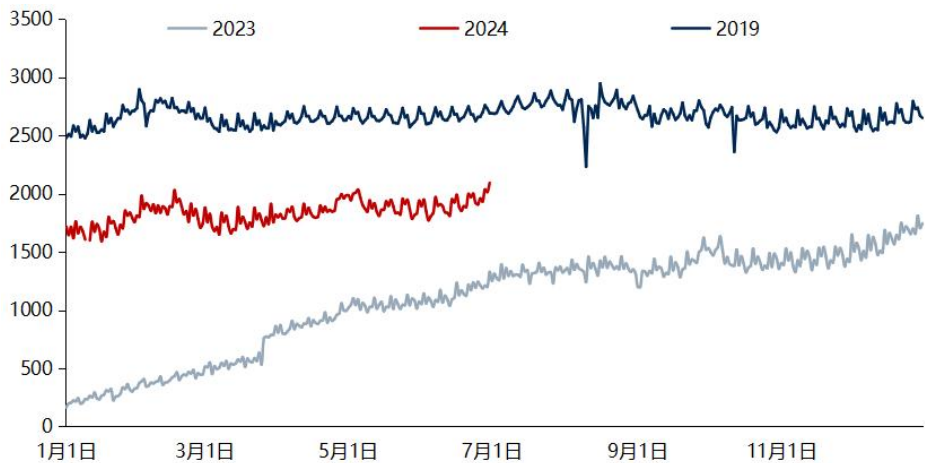
4) 2004 年我国正式开启航空票价市场化改革，2017 年底民航局逐步放开了核心公商务航线经济舱全价票价格，截至目前，核心代表航线京沪线已经累计提价 6 次，经济舱全价票价格从 2017 年的 1240 元提高至 2150 元，累计涨幅达到 73.4%。2020 年民航局进一步扩大市场调节价航线的范围，允许 3 家以上（含 3 家）航空公司参与运营的国内航线实行市场调节价。截至 2020 年底，我国国内有 5581 条航线，其中 1688 条航线实行市场调节价，占比约为 30%。市场化票价改革打开了未来航空票价和盈利的向上弹性空间。未来等到行业供需拐点来临时，票价将有较大的提升潜力。

图30: 民航国内航线客运航班量恢复情况



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所估算

图31：民航国际及地区线客运航班量恢复情况



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所估算

表2：2023 年以来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。
2023. 3. 7	从 3 月 14 日起，中方将进一步对瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡六国试行免签政策。
2023. 6. 17	中国宣布将把澳大利亚纳入单方面免签国家范围，持有澳洲普通护照的人员赴华经商、旅游和过境可免签入境逗留 15 天。此外，中国和澳大利亚两国还联合宣布，为了推进商务交流，鼓励旅游体验以及促进亲属团聚，将互为对方公民提供有效期为三至五年的多次入境签证。

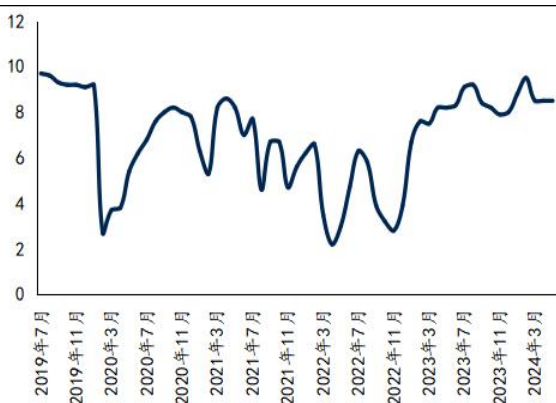
资料来源：文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

表3: 2023 年以来中美航班逐步增班

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。
2023. 2. 27	美国交通部 (DOT) 发布声明称，自 2024 年 3 月 31 日开始，将允许中国航空公司增加中美往返航班，从原本的每周 35 班至每周 50 班，增班后中美航线周往返航班量恢复至 2019 年的 28%。

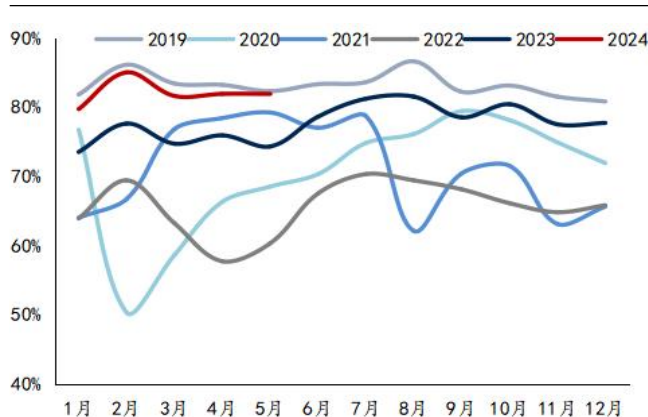
资料来源：美国交通部，国信证券经济研究所整理

图32: 我国民航飞机日利用率变化情况 (小时/日)



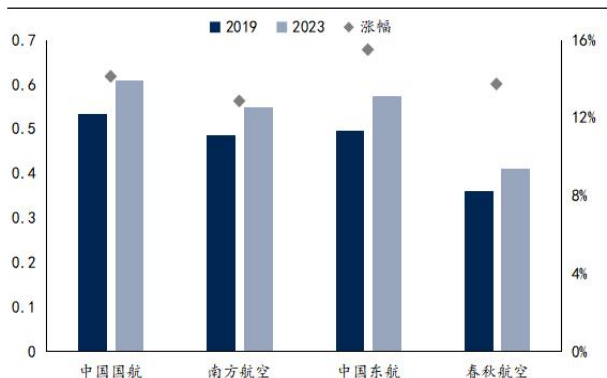
资料来源：中国民航局，国信证券经济研究所整理

图33: 我国民航正班客座率变化情况



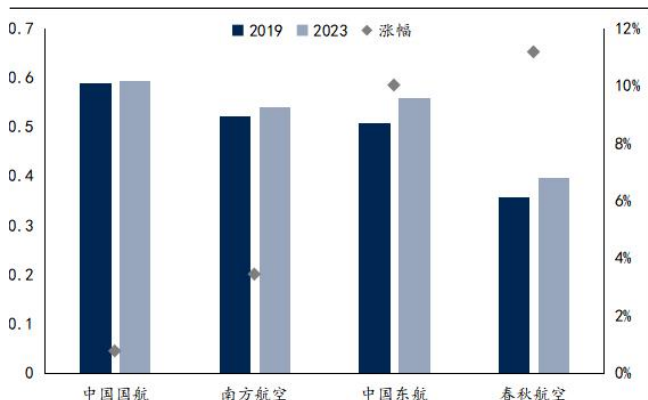
资料来源：中国民航局，国信证券经济研究所整理

图34: 三大航及春秋 2023 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35: 三大航及春秋 2023 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

投资建议

短期，宏观经济承压、高端消费需求疲软等不利因素已经得到较充分预期，中长期仍然看好航空板块供需反转带来的周期性投资机会。2024年下半年供需缺口将持续缩小，行业价格竞争意愿较弱，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年随着出入境政策红利持续释放，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，我们认为全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。推荐春秋航空、中国国航、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 2024-7-3)

归母净利润 (百万)	2022	2023	2024E	2025E
国航	-38619	-1046	9121	13361
南航	-32682	-4209	7005	11336
东航	-37386	-8168	5906	9630
春秋	-3036	2257	3275	4029
吉祥	-4148	751	2221	2810
华夏	-1974	-965	387	910
利润率	2022E	2023	2024E	2025E
国航	-73.0%	-0.7%	5.4%	7.3%
南航	-37.5%	-2.6%	3.7%	5.7%
东航	-81.1%	-7.2%	4.3%	6.4%
春秋	-36.3%	12.6%	15.0%	16.3%
吉祥	-50.5%	3.7%	9.3%	10.6%
华夏	-74.7%	-18.7%	5.3%	10.1%
PE	2022E	2023E	2024E	2025E
国航	-3.15	-116.24	13.34	9.10
南航	-3.30	-25.62	15.39	9.51
东航	-2.38	-10.89	15.06	9.24
春秋	-17.74	23.87	16.45	13.37
吉祥	-5.90	32.61	11.03	8.71
华夏	-4.00	-8.17	20.38	8.67

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

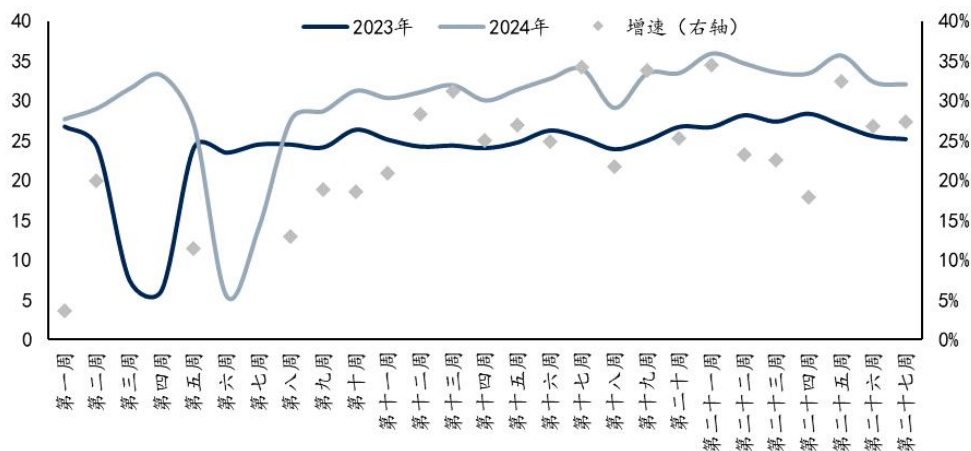
快递板块展望及投资观点

需求端：受益消费降级，行业件量增长韧性强

回溯历史，快递需求增长一直呈现较强韧性。2017年以来，我国快递行业件量的年复合增速达到22%，一直维持较快增长态势（疫情防控影响较大的2022年除外），主要得益于两方面，一方面我国电商消费模式不断创新，自2010年前后阿里电商平台爆发再到2014年微商兴起再到2018年拼多多崛起再到2020年直播带货掀起新消费业态，不断拓宽了消费人群以及消费品类；另一方面，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，近几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。

2024年得益于消费降级以及社交电商、直播电商订单碎片化，快递需求表现超预期，全年行业件量增速有望达到15%-20%。虽然经济和消费表现承压，但是由于消费降级趋势明显，抖音、拼多多等电商平台销售表现仍然亮眼，而且该类电商平台的无购物车模式导致线上消费订单碎片化，从而支撑快递行业件量呈现较快增长态势。1-5月行业累计件量增速达到24%，由于去年快递行业件量基数呈现前低后高的态势，我们预计未来半年快递行业件量增速会呈现缓慢下降的趋势，2024年全年快递行业件量增速将超过15%，呈现较高景气度，快递需求增长表现超出今年年初预期。

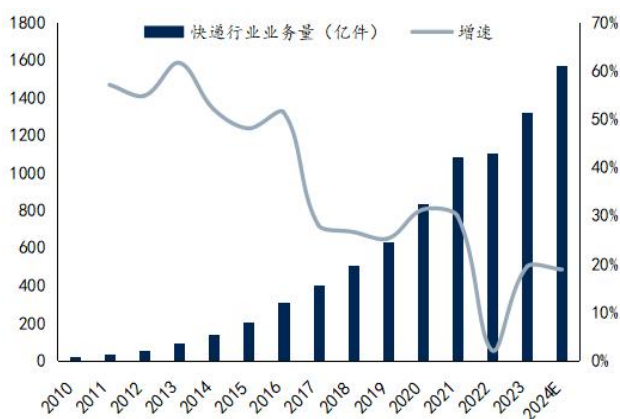
图36：快递行业周度件量跟踪数据（亿件）



资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所估算

图37：2010-2024年我国快递业务量增长趋势

图38：2017-2023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整理



资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所估算

竞争格局：行业进入高质量发展新阶段，中短期价格竞争趋缓

中短期来看，行业价格竞争确定性趋缓，服务质量竞争将愈发重要：

1) 从历史经验来看，由于快递是同质化竞争，在快递竞争格局尚未完成最终出清的背景下，行业价格竞争无法停止。但是价格竞争往往也是具有周期性的，在行业周期高点，行业供需相对平衡阶段且没有主流玩家掉队的情况下，价格竞争往往相对缓和，这个阶段快递总部和加盟商将会更重视利润以及升级优化自身的经营底盘；而在行业周期低点，行业供给过剩且有玩家出现明显掉队的情况下，行业价格竞争就会明显加剧，具有竞争优势的玩家会趁势扩大自己的市场份额。

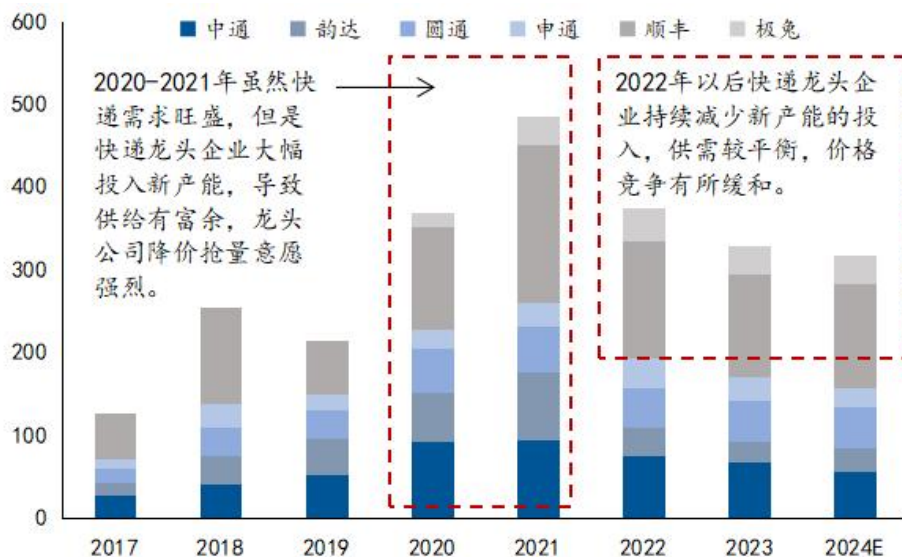
2) 2024 年行业价格竞争趋缓态势明显。23 年下半年由于各家快递龙头策略调整，行业价格战有所加剧，就是正处于行业周期低点。而今年年初以来行业逐渐进入了周期高点，行业价格竞争呈现趋缓态势，通达系公司单价同比降幅企稳收窄，我们判断今年下半年行业价格竞争将仍然维持相对温和：

一是因为快递上市公司的资本开支仍呈下降态势，且现阶段快递行业整体的资产利用率已经处于较优水平。2022 年以后快递龙头企业持续减少新增产能的投入，直至今年行业逐渐进入了供需平衡阶段。

二是因为各家为了兼顾市场份额、利润增长以及服务质量，价格竞争策略均趋于温和。

三是因为在各家龙头企业经营稳定（资金充足、基础设施网络持续优化、加盟商网络稳定）的情况下，主动扩大价格战带来的影响只会弊大于利。

图39：快递上市公司资本开支总和的变化趋势（亿元）



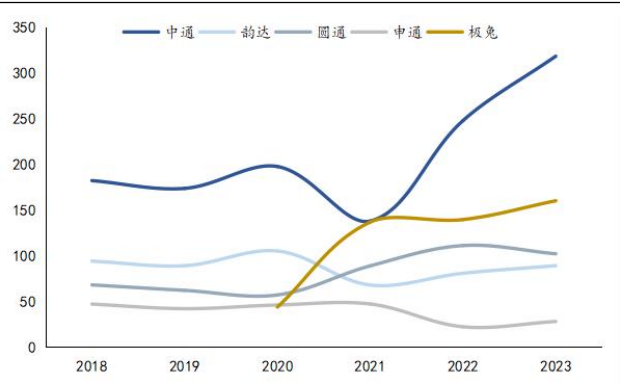
资料来源：飞常准，国信证券经济研究所估算

表5: 通达兔快递企业价格策略变化及行业竞争情况变化

	2020 年价格策略	2021 年价格策略	2022 年价格策略	2023 年价格策略	2024 年行业竞争前瞻
中通	激进降价 (主动)	激进降价 (主动)	提价	积极降价 (主动)	保守降价
韵达	激进降价 (跟随)	激进降价 (跟随)	提价	积极降价 (跟随)	部分区域积极降价
圆通	激进降价 (跟随)	激进降价 (跟随)	提价	积极降价 (跟随)	部分区域积极降价
申通	激进降价 (跟随)	积极降价 (跟随)	提价	积极降价 (主动)	保守降价
极兔	激进降价 (主动)	激进降价 (跟随)	提价	积极降价 (跟随)	保守降价
行业竞争结果	恶性价格战	恶性价格战	同步提价	较激烈价格战	温和价格战

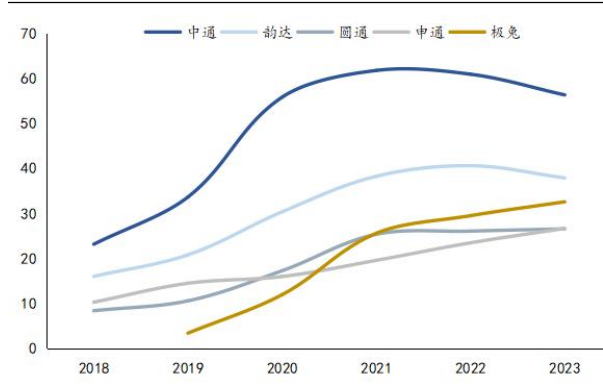
资料来源：公司公告，国家邮政局，国信证券经济研究所整理

图40: 通达兔的可支配流动资金 (货币资金+理财产品) 规模对比 (亿元)



资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所整理

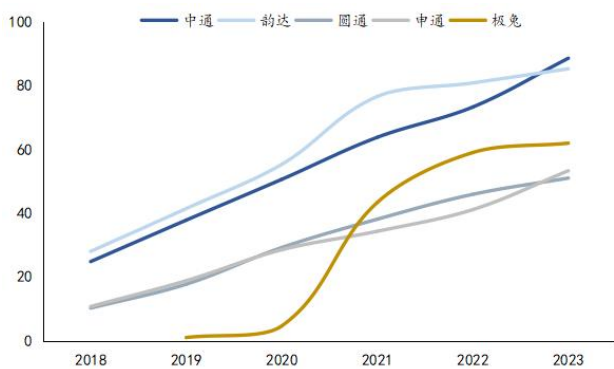
图41: 通达兔的运输车辆原值规模对比 (亿元)



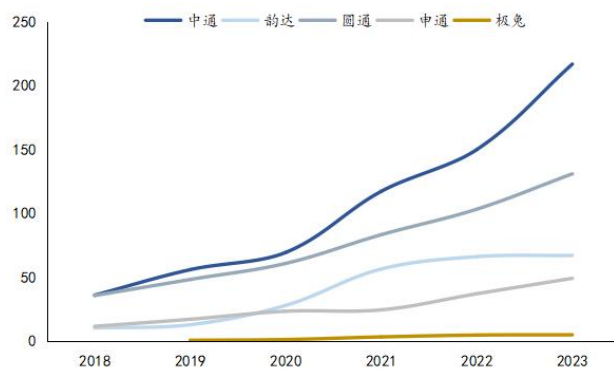
资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所估算

图42: 通达兔的自动化设备原值规模对比 (亿元)

图43: 通达兔的房屋建筑物原值规模对比 (亿元)

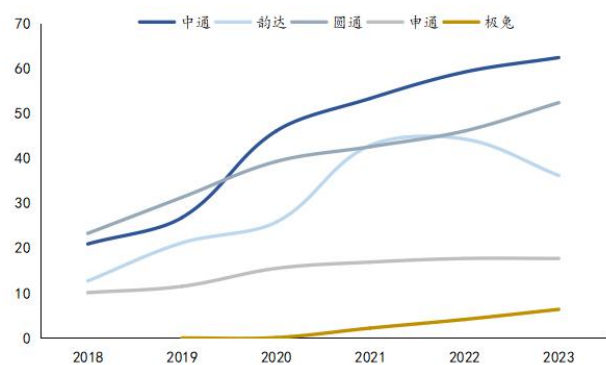


资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所整理



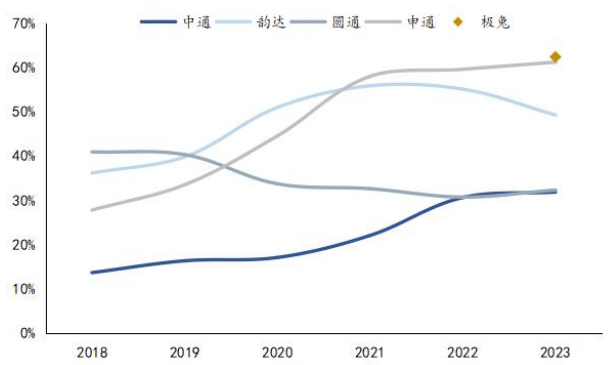
资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所估算

图44: 通达兔的土地使用权原值规模对比 (亿元)



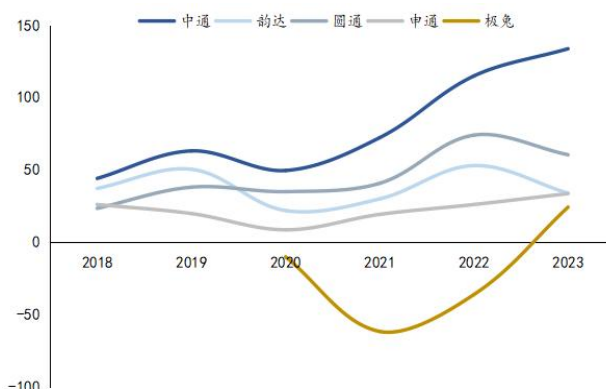
资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所整理

图45: 通达兔的资产负债率对比



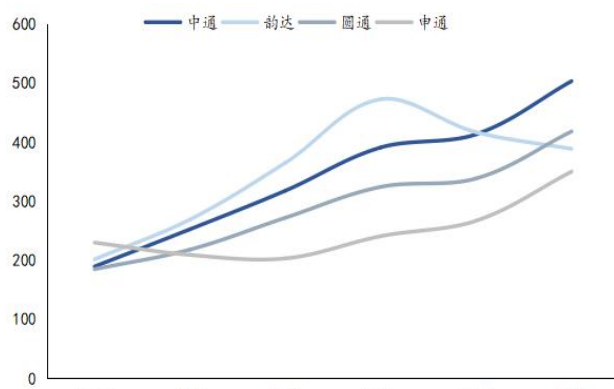
资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所估算

图46: 通达兔的经营性净现金流对比 (亿元)



资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所整理

图47: 通达兔平均单个一级加盟商的年度处理件量对比 (万件)



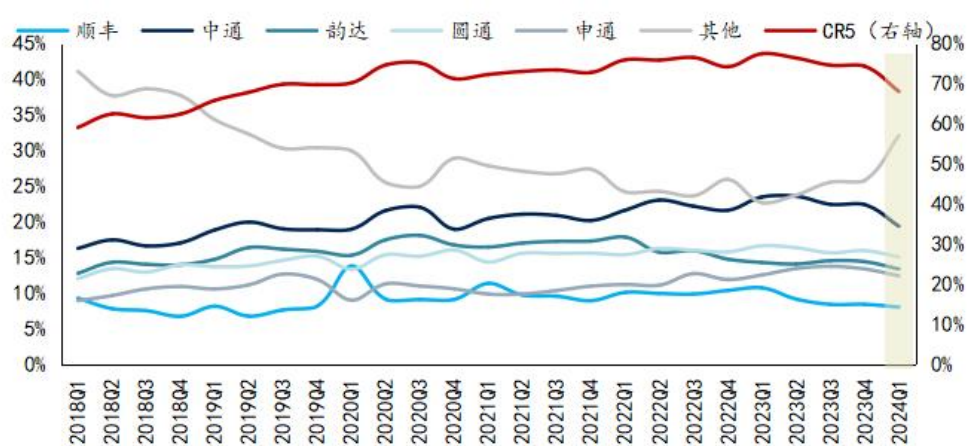
资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所估算

3) 快递行业高质量发展大势所趋。首先，将“是否送货上门”的服务选择权归还给消

费者，3月1日，《快递市场管理办法》正式实施，快递企业未经用户同意擅自使用智能快递箱、快递服务站等方式投递快件，将面临罚款。该新规是顺应中国快递业从“快速增长”转向“高质量发展”的大趋势，更多是强调消费者的“选择权”，而不是要求快递小哥必须送货上门。该新规的执行和落地会是循序渐进的，不会在短期一刀切，因为现在通达系快递企业估计超过一半的快递件都是放到快递柜或者驿站，如果短期一刀切严格执行该规定，大概率会导致快递网点成本大幅提升、快递员产能明显短缺、甚至出现经营瘫痪的情况。其次，将快递服务商的选择权归还给消费者，该归还过程也将是电商平台和电商卖家长期的优化升级方向，7月1日，抖音已经卖出落地第一步，抖音电商在商家配置运费模版新增了“自选快递”选项，并配套支持设置加价策略，目前可选快递范围已接入顺丰速运，其余快递在陆续接入中。

中长期来看，以静制动，关注龙头竞争格局变化。中长期来看，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。

图48: 快递主流玩家市场份额变化趋势

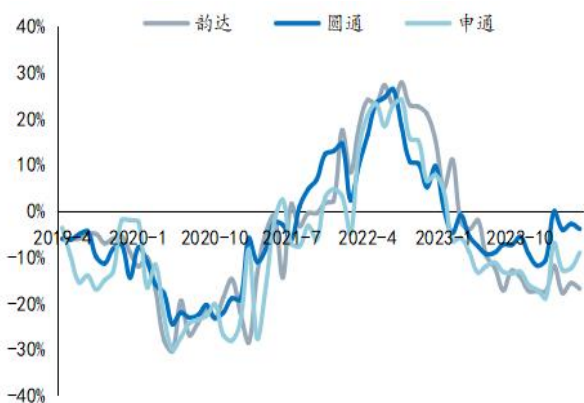


注：2024年一季度由于邮政快递件量统计口径扩大导致行业件量基数突增，从而导致通达系和顺丰的2024年一季度市场份额均出现下滑

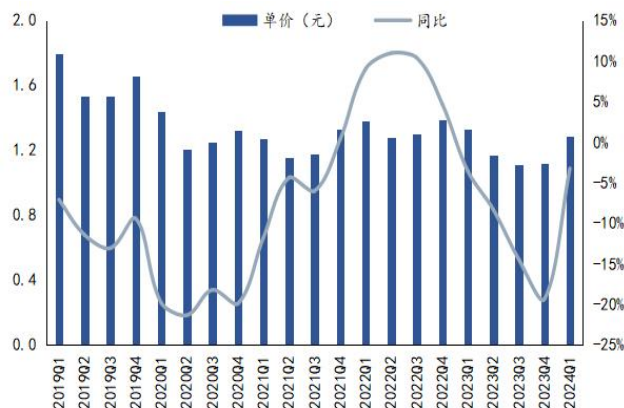
资料来源：国家邮政局，公司公告，国信证券经济研究所估算

图49: 韵达、圆通和申通的月度单票价格同比变化趋势（可比口径）

图50: 中通快递 2019 年以来季度快递业务单价及同比表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表6: 通达系快递公司季度核心数据对比

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
1 件量 (亿件):													
中通	44.75	57.72	57.00	63.46	52.26	62.03	63.67	65.94	62.97	76.77	75.23	87.05	71.71
韵达	36.03	46.58	47.06	54.35	43.1	42.31	45.74	44.94	38.27	45.75	48.65	55.87	49.42
圆通	31.45	42.66	42.3	49.01	37.13	43.72	45.9	48.04	44.57	53.19	52.37	61.91	55.68
申通	21.39	26.93	28.07	34.4	26.99	29.82	36.47	36.2	33.56	43.65	45.98	51.88	45.87
2 件量增速:													
中通	88.8%	25.6%	23.3%	17.2%	16.8%	7.5%	11.7%	3.9%	20.5%	23.8%	18.1%	32.0%	13.9%
韵达	88.6%	25.2%	17.3%	19.7%	19.6%	-9.2%	-2.8%	-17.3%	-11.2%	8.1%	6.4%	24.3%	29.1%
圆通	88.9%	30.4%	25.7%	12.7%	18.1%	2.5%	8.5%	-2.0%	20.0%	21.7%	14.1%	28.9%	24.9%
申通	91.0%	12.3%	15.3%	20.0%	26.2%	10.7%	29.9%	5.2%	24.3%	46.4%	26.1%	43.3%	36.7%
3 市场份额:													
中通	20.4%	21.0%	20.8%	20.1%	21.6%	23.0%	22.1%	21.6%	23.4%	23.5%	22.4%	22.3%	19.3%
韵达	16.4%	17.0%	17.2%	17.2%	17.8%	15.7%	15.9%	14.7%	14.2%	14.0%	14.5%	14.3%	13.3%
圆通	14.3%	15.5%	15.5%	15.5%	15.3%	16.2%	15.9%	15.7%	16.6%	16.3%	15.6%	15.9%	15.0%
申通	9.8%	9.8%	10.3%	10.9%	11.1%	11.0%	12.7%	11.8%	12.5%	13.4%	13.7%	13.3%	12.4%
4 单票收入同比:													
中通	-11.8%	-4.4%	-6.0%	0.3%	9.0%	10.9%	10.4%	4.7%	-3.6%	-8.3%	-14.5%	-19.4%	-3.3%
韵达	-19.0%	-7.1%	-0.8%	1.9%	14.9%	25.2%	24.5%	19.5%	3.3%	-5.4%	-14.2%	-16.4%	-15.9%
圆通	-13.0%	-4.4%	2.5%	10.8%	10.8%	21.6%	18.0%	8.1%	-2.2%	-7.6%	-7.9%	-9.0%	-4.9%
申通	-22.8%	-5.3%	-5.7%	0.6%	5.8%	20.7%	20.3%	9.1%	-3.9%	-11.5%	-12.6%	-15.2%	-12.4%
5 单票快递净利 (元):													
中通	0.17	0.22	0.20	0.28	0.20	0.28	0.29	0.32	0.30	0.33	0.31	0.25	0.31
韵达	0.05	0.05	0.03	0.10	0.09	0.03	0.04	0.13	0.09	0.09	0.04	0.08	0.08
圆通	0.08	0.04	0.04	0.15	0.20	0.18	0.20	0.23	0.192	0.17	0.16	0.17	0.18

申通 -0.04 -0.03 -0.05 0.03 0.03 0.02 0.00 0.04 0.04 0.02 0.00 0.03 0.04

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

顺丰控股投资建议：估值底部，长期成长逻辑不改，静待经营拐点

中长期来看，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、国际业务有望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。2022-2023年公司资本开支持续下降，2024年公司资本开支预计同比持平，而2022年至2024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，以及随着鄂州机场产能爬坡，我们预计未来公司的资产利用率将继续提升，盈利能力仍然有提升空间。

我们认为顺丰未来3年净利润复合增速有望实现10%以上的较快增长，目前2024年PE估值约17倍左右，处于历史估值底部水平且与当前的利润增速基本匹配，因此公司目前具有长期配置价值。

图51：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为可比口径

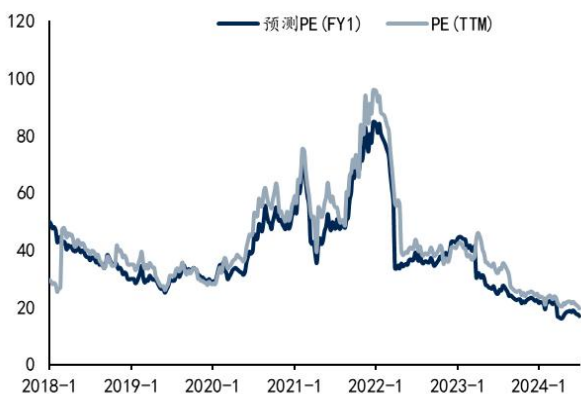
资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所估算

通达系投资建议：静待边际变化，龙头公司具有长期价值

1) 需求方面，快递行业需求表现韧性较强。虽然经济和消费表现承压，但是由于消费降级趋势明显，抖音、拼多多等电商平台销售表现仍然亮眼，而且该类电商平台的无购物车模式导致线上消费订单碎片化，从而支撑快递行业件量呈现较快增长态势。1-5 月行业累计件量增速达到 24%，由于去年快递行业件量基数呈现前低后高的态势，我们预计未来半年快递行业件量增速会呈现缓慢下降的趋势，2024 年全年快递行业件量增速将超过 15%，呈现较高景气度。2) 中短期行业竞争呈趋缓态势，一是因为快递上市公司的资本开支仍呈下降态势，且现阶段快递行业整体的资产利用率已经处于较优水平；二是因为各家为了兼顾市场份额、利润增长以及服务质量，价格竞争策略均趋于平稳；三是因为在各家龙头企业经营稳定（资金充足、基础设施网络持续优化、加盟商网络稳定）的情况下，主动扩大价格战带来的影响只会弊大于利。3) 投资建议方面，现阶段正处快递淡季，产粮区价格下调属于季节性正常波动，我们认为行业竞争仍然处于缓和周期，今年旺季提价表现值得期待，目前快递龙头均处于估值低位（中通、圆通、韵达和申通 2024 年的 PE 估值分别为 11 倍、12 倍、11 倍和 14 倍），向下风险可控，建议投资者重点把握旺季催化下的投资机会，推荐中通快递、圆通速递、韵达股份和申通快递。

图52: 顺丰控股预测 PE (FY1) 以及 TTM PE 的历史变化趋势

图53: 中通快递 TTM PE 的历史变化趋势



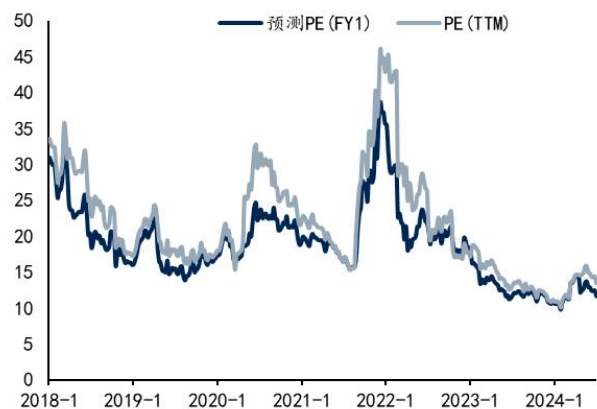
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图54：圆通速递预测 PE (FY1) 以及 TTM PE 的历史变化趋势

图55：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



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

物流板块推荐标的

德邦股份：高端快运市场格局出清，公司网络融合效果可期

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 50+亿元的增量收入，且公司于 2024 年二季度开始整合德邦快运和京东快运的两张网络，融合顺利的话将会进一步提升公司的业绩弹性。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。

我们预计公司未来三年利润复合增速有望达到 30%左右，当下股价对应 24 年利润 PE 估值约 14 倍，股价还有较大的上涨空间。

嘉友国际：非洲业务步入正轨，蒙古市场优势夯实

我们继续看好嘉友国际维持高增长，7 月 9 日，嘉友国际发布中报预报，预计实现归母净利润 7.5-8.0 亿元，同比增长 48%-58%，预计实现扣非归母净利润 7.4-7.9 亿元，同比增长 50.0%-60.0%。主要源自于：

1) 中蒙市场蓬勃发展。2024 年上半年，中蒙跨境物流市场延续良好发展态势，2024 年 1-5 月，中蒙双边贸易额达到 519 亿元人民币，同比增长 14.9%；

二连浩特、甘其毛都口岸进出口货量均再创新高，为公司中蒙跨境综合物流业务夯实基础。通过与港股上市公司 Mongolian Mining Corporation 的煤炭开发股权合作和煤炭长期合作协议的签订，公司探索出极具竞争力的“资源+贸易+物流”的业务模式，有效把握“资源合作”机遇，凭借完善的“核心资产”布局，驱动“贸易规模”和“物流服务”，从而进一步巩固公司在中蒙跨境物流市场的核心竞争力，提升利润空间。

2) 非洲跨境物流市场业务发展拉开序幕。公司将中蒙口岸多年运营核心物流资产及提供关联服务的经验向非洲市场复制升级。2024 年上半年，非洲刚果（金）卡萨陆港项目车流、货运量稳步增长，同时，公司在完成非洲本土知名跨境运输企业的收购后，进一步深化非洲内陆运输业务网络布局、扩张车队规模、优化运输路线、建立中南部非洲不同国家的配货物流节点，以多种方式提高跨境车辆配载率，打造公路、口岸、物流节点、港口一体化的中南部非洲运输网络。非洲大物流版图成果初现，品牌影响力逐步扩大，形成公司第二增长曲线。

3) 中亚市场业务持续增长。中国与中亚国家已实现“三个全覆盖”——全面战略伙伴关系全覆盖、双边层面践行人类命运共同体全覆盖、签署共建“一带一路”合作文件全覆盖。相关数据显示，2024 年 1-5 月，中国与中亚五国进出口贸易额达到 2,596 亿元人民币，同比增长 14.8%；霍尔果斯口岸进出口货运量超 1,700 万吨，同比增长 12%。受益于进出口贸易量价齐增的良好态势，凭借霍尔果斯口岸海关监管场所区位优势，中亚市场业务量持续增长。

我们认为，公司“轻重结合”的资产布局模式，以及通过贸易、基础设施锁定物流需求的业务模式具备较强可复制性，看好公司通过跨区域扩张不断增加业绩增长点。

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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