



交通运输行业 2025 年投资展望：稳中求进， 优选供需改善板块

2024 年 12 月 26 日

看好/维持

交通运输

行业报告

分析师

曹奕丰 电话：021-25102904 邮箱：caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050005

投资摘要：

行业回顾：量升价降贯穿全年，消费降级对行业影响较明显

截至 2024 年 12 月 24 日，年初以来交运板块涨幅约 12.5%，与之对比沪深 300 涨幅为 15.4%。虽然涨幅略低于沪深 300，但运输板块在申万一级板块中涨幅依旧相对靠前。子板块中，市场对于高确定性子板块和周期底部反转的子板块更加关注。

回顾今年全年，我们认为量升价降是今年运输行业比较明显的一个趋势，而消费端的降级对于这种变化起到了比较关键的作用。量升意味着国内市场的潜在需求依旧有待挖掘，价降则说明了增量客户对于性价比提出了更高的要求，下沉市场的重要性继续凸显。

25 年展望：正视行业价格竞争，重视供需边际改善和政策调控

我们认为，量升价降不仅是今年的现状，由此可能带来的价格内卷性竞争也是 25 年行业可能会面临的挑战。12 月召开的中央经济工作会议中明确提出，要综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为，说明政府部门对于明年价格竞争加剧的可能性有充分的认识，同时也说明国家对于反内卷的态度更加坚决，且将更多的付诸于行动。

在这样的背景下，行业方面，我们建议关注存在供需边际改善或改善预期的板块，以及业绩确定性高并受益于降息周期的板块。个股方面，我们关注能够在价格下行周期维持较高盈利水平的行业龙头，以及深耕细分领域，具备穿越周期能力的个股。对于价格竞争较为激烈的领域，还需要重点关注政策调控带来的变化，反内卷可能会为行业的竞争划定比较清晰的底线，进而推动行业基本面的触底回升。

快递：价格战进入新阶段，业绩分化或更加明显

今年低价件的持续增长超出了市场预期，在这一背景下，快递龙头中通从偏重盈利转向偏重市场份额。随着中通重新加入市场份额的争夺，2025 年快递行业的价格战烈度大概率会高于 24 年。

相比于今年行业重点比拼降本增效，预计 25 年行业竞争会重新回到加盟商稳定性的比拼，这是因为规模效应边际收益递减，在产能利用率已经明显提升的情况下，单票成本继续摊薄的空间受限。若明年行业价格继续下探，很容易侵蚀到加盟商的利润空间，因此加盟商更稳定的快递公司将在竞争中获得明显优势，这在上一轮价格战中已经得到了验证。

在竞争加剧的环境下，行业内各公司的业绩分化较正常年份也会更加明显，龙头企业的盈利占比提升和市场份额提升是大概率事件。行业龙头中通与圆通在加盟商稳定性上具备较为明显的优势，在下行周期中具备保持盈利稳定的能力，是我们重点关注的标的。

高速公路：降息周期下，高股息个股或持续强势

高速公路板块受益于其现金流充沛，盈利稳定且高股息的特质，受到市场的持续关注。随着市场对于高股息概念关注度提升，高速公路个股对分红也越发重视。同时，股息率对于个股股价的锚定作用还在提升，可以观察到行业重点公司的股息率曲线有逐步向 LPR 曲线贴近的趋势，降息直接影响市场对于企业股息率的要求。

我们认为市场对稳定回报的诉求并非短期改变，而是长期趋势；降息周期则进一步提高了高速公路股的安全边际，因此新的一年，高速公路板块高股息个股的强势表现有望延续。我们重点关注皖通高速、宁沪高速、越秀交通基建等高股息标的。

航空：需求缓慢恢复，供给极低增长，过剩有望逐步缓解

今年航空整体表现为量高价低，客座率方面，国内和国际航线客座率四季度都已经明显高于 19 年同期，但价格方面则低于 19 年同期，更是明显低于 23 年同期。航空业目前量价难以兼得，主要是由于行业同时面临需求不足和供给过剩的双重影响。

展望 25 年，行业的供需关系有望逐步改观。需求端方面，国际航线的结构性过剩有望随着北美航线的恢复逐步改善。供给

端方面，三大航近几年的飞机实际引进明显低于其引进计划，由于三大航对飞机的引进越发保守，我们预计 25 年行业供给端依旧会维持非常低的增速。

我们预计明年行业将逐步由供大于求向供需平衡转换，盈利弹性有望逐步释放。相比于三大航，我们认为经营净现金流已经明显超过疫情前水平的中型航司股价有更大的向上空间，因此相比三大航，我们相对更看好明年中型航司的股价表现。

风险提示：行业政策变化、宏观经济增速下滑，油价汇率大幅波动，地缘政治风险等。

目 录

1. 行业回顾与展望：内需端量升价降贯穿全年，消费降级对行业影响明显	5
1.1 今年行业量升价降较为明显，竞争有所加剧	5
1.2 行业涨幅居前，市场关注高确定性和周期底部反转	6
1.3 2025 年展望：正视行业价格竞争，重视供需边际改善和政策调控	7
2. 快递板块：价格战进入新阶段，业绩分化或更加明显	8
2.1 低价件影响超市场预期，中通重新重视份额或提升价格竞争激烈度	8
2.2 业务量高增长短期助力降本，但长期看边际收益递减较明显	9
2.3 总部单票收入有筑底趋势，行业重点比拼加盟商体系稳定性	10
2.4 明年业绩分化或更加明显，价格战不改长期趋势	12
3. 高速公路板块：降息周期下，高股息个股或持续强势	14
3.1 高速公路板块估值提升主要受益于扩容带来的收费年限重估和无风险利率下行	14
3.2 板块个股分红意愿持续提升，股息率对个股股价的影响会继续加强	15
3.3 高速公路行业目前处于高确定性的上行周期中	16
4. 航空板块：需求缓慢恢复，供给极低增长，过剩有望逐步缓解	17
4.1 客座率提升空间有限，需求端明年重点关注美线恢复情况	17
4.2 飞机引进持续低于预期，贡献关系有望边际改善	19
4.3 相比 PE 和 PB，PCF（市值/经营净现金流）估值或许更能反映目前航空股的现状	20
5. 风险提示	23
相关报告汇总	24

插图目录

图 1：上市航司客座率明显高于去年同期	5
图 2：上市航司航空公里收益整体低于去年同期（元/客公里）	5
图 3：今年快递行业件量维持了 20% 以上的快速增长	5
图 4：快递行业单票价格同比下降较明显（元/票）	5
图 5：交运板块涨幅在所有一级板块中排名第八（申万一级行业指数）	6
图 6：交运板块年初至今涨幅（申万二级行业指数，机场板块申万指数断更，使用了长江指数）	6
图 7：基建类板块中高速公路较为强势（以去年收盘为 100）	7
图 8：快递年末走弱，航空航运高弹性（以去年收盘为 100）	7
图 9：快递业务量同比增速处于较高水平	8
图 10：行业价格降幅较明显（元/票）	8
图 11：前三季度中通业务量增速较低	8
图 12：前三季度中通市场份额同比 23 年下降	8
图 13：上市公司单票运输成本同比变化情况	9
图 14：上市公司单票分拆成本同比变化情况	9
图 15：业务量高增长有助于降低单票运输成本	9
图 16：上市公司资本开支与分拆成本变化有较大关联（亿元）	9

图 17: 上市公司单票运输成本整体趋同 (元/票)	10
图 18: 上市公司单票分拣成本逐渐趋同 (元/票)	10
图 19: 单票收入水平 (元/票) 降至较低水平, 但有筑底趋势	10
图 20: 上市公司盈利水平明显优于 21 年 (亿元)	11
图 21: 上市公司单票盈利高于 21 年 (元/票)	11
图 22: 上市公司单票派送成本 (元/票, 部分数据为估算)	11
图 23: 上市公司单票核心成本 (元/票)	11
图 24: 韵达单票净利与派费变化 (元/票, 部分数据为估计)	12
图 25: 圆通单票净利与派费变化 (元/票)	12
图 26: 各公司占四家通达系公司盈利总和的比例	13
图 27: 各公司股价走势大体趋同 (以 23 年收盘为基准)	13
图 28: 上市公司单票市值与单票盈利高度相关 (元/票)	13
图 29: 改扩建周期叠加无风险利率下行, 行业 PE 重新回到上升通道	14
图 30: LPR 利率下行, 高速公路股息率波动下行	14
图 31: 16 年至今多家高速公路公司上调分红比例, 高速公路板块重新开始重视分红 (单位: %)	15
图 32: 粤高速 A 从 17 年起主要通过股息率锚定股价	15
图 33: 山东高速从 20 年起主要依靠股息率锚定股价	15
图 34: 粤高速 A 股息率有向 LPR 利率贴近的趋势	16
图 35: 山东高速股息率有向 LPR 利率贴近的趋势	16
图 36: 主要高股息公司 PE 与股息率估计 (净利润预测来自同花顺一致预期)	16
图 37: 下半年国内航线客座率高于 19 年同期	17
图 38: 四季度国际航线客座率已经高于 19 年同期	17
图 39: 上市航司国内运力投放和 23 年基本持平 (百万客公里)	17
图 40: 24 年国内航线票价同比下滑较多 (元)	17
图 41: 国际航线恢复进度达到 19 年的 90% 左右 (亿人公里)	18
图 42: 国内航司的国际航线运力投放恢复快于国外航司	18
图 43: 不同地区的国际航线恢复程度差异较大	18
图 44: 三大航机队引进速度可控, 25 年增速很低	19
图 45: 宽体机增长基本停滞, 窄体机 25 年增量小 (单位: 架)	19
图 46: 三大航飞机实际引进持续大幅低于计划引进 (架次, 浅色为计划, 深色为实际)	19
图 47: 三大航飞机实际退出与计划退出相差不大 (架次, 浅色为计划, 深色为实际)	20
图 48: 疫情后三大航盈利波动过大且亏损 (亿元)	20
图 49: 受限于疫情影响, 三大航净资产出现剧烈波动 (亿元)	20
图 50: 23-24 年即使亏损, 三大航经营净现金流依旧维持较高水平, 指标稳定性明显高于净利润 (亿元)	21
图 51: PCF 估值分位数显示目前航空板块估值从年中的低估转为合理	21
图 52: 春秋与吉祥盈利已经超过疫情前 (亿元)	22
图 53: 春秋与吉祥现金流稳定性较高 (亿元)	22
图 54: PCF 估值显示春秋与吉祥的估值处于历史较低的区间	22

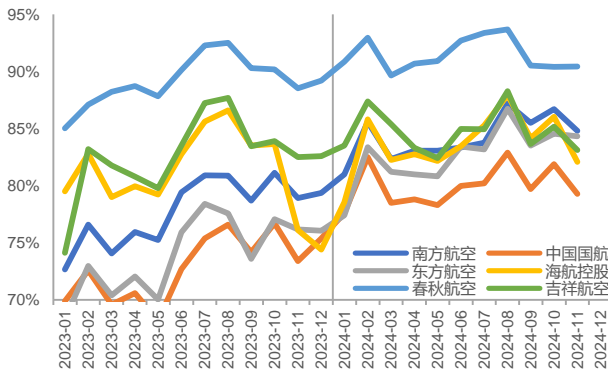
1. 行业回顾与展望：内需端量升价降贯穿全年，消费降级对行业影响明显

1.1 今年行业量升价降较为明显，竞争有所加剧

回顾今年全年，我们认为量升价降是今年运输行业内需端比较明显的一个趋势，而消费端的降级对于这种变化起到了比较主要的作用。量升意味着国内市场的潜在需求依旧有待挖掘，价降则说明了国内客户对于性价比提出了更高的要求。

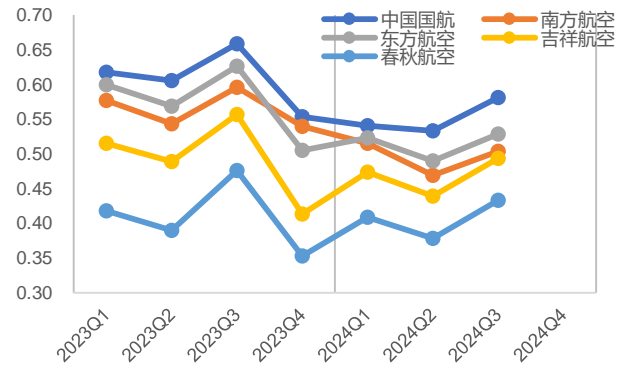
客运方面较为典型的案例是航空板块。我们能够观察到今年各航司的客座率相比去年同期有明显提升，但与之相对的，客公里收益普遍低于去年同期。

图1：上市航司客座率明显高于去年同期



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

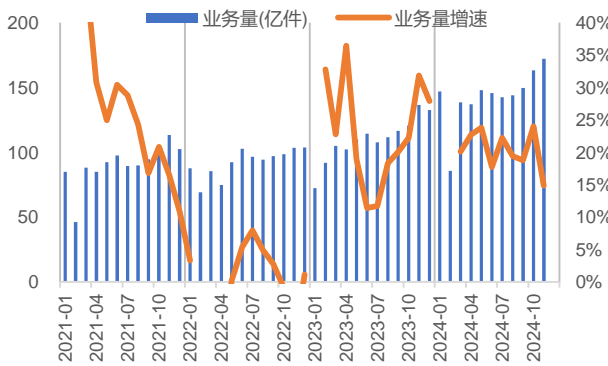
图2：上市航司航客公里收益整体低于去年同期（元/客公里）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

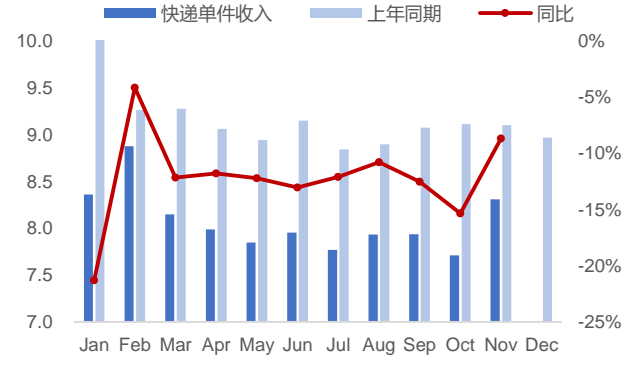
货运方面，快递行业的量升价降也较为典型。今年快递业务量从年初开始持续超预期，增速长期维持在 20% 以上，但由于增量中低价件的比例高，行业单票价格同比降幅超过 10%。这种变化一方面是由于快递小件化的趋势，一方面则是随着商品货值的下降，商家为了降低运费在商品货值中的占比，更倾向于选择价格更低的快递公司发货。

图3：今年快递行业业务量维持了 20% 以上的快速增长



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：快递行业单票价格同比下降较明显（元/票）



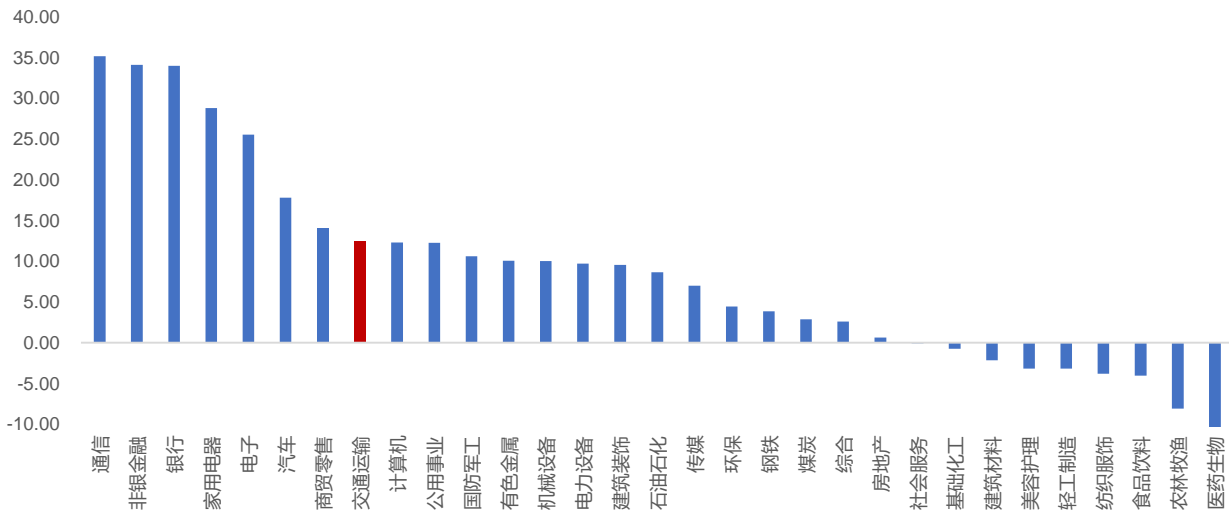
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

可以看出，在目前的消费形势下，运输板块内的公司对于降本增效会提出更高的要求。考虑到运输行业的同质化程度较高，消费降级比较容易带来价格竞争的加剧，量升价降的情况在 25 年可能会继续延续，这是行业明年可能要面临的重要挑战。

1.2 行业涨幅居前，市场关注高确定性和周期底部反转

截至 2024 年 12 月 24 日，年初以来交运板块涨幅（申万一级行业指数）约 12.5%。与之对比，沪深 300 年初至今涨幅为 15.4%。虽然涨幅略低于沪深 300，但运输板块在申万一级板块中涨幅依旧相对靠前。

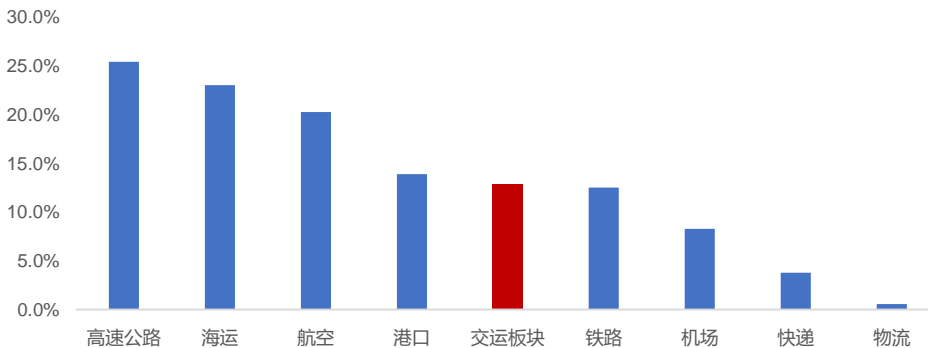
图5：交运板块涨幅在所有一级板块中排名第八（申万一级行业指数）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

细分到子板块中，我们可以看到海运、航空以及公路板块上涨幅度较高，我们认为，海运和航空板块的上涨主要得益于周期波动，年初时海运与航空都处于股价和预期底部，随着后续预期的改善，股价提升较明显。而公路的强势则得益于其高确定性和高股息在利率下行周期带来的溢价。

图6：交运板块年初至今涨幅（申万二级行业指数，机场板块申万指数断更，使用了长江指数）

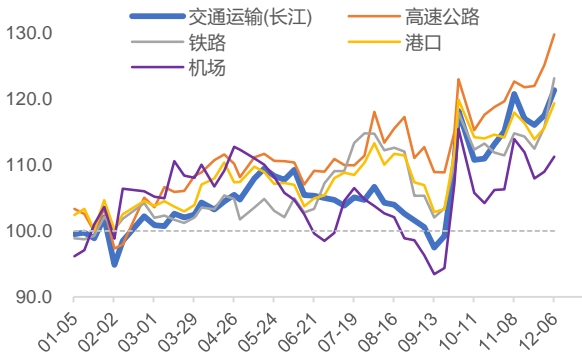


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

基建类板块中，高速公路全年都维持了强势表现，主要得益于其高分红高确定性的特性，机场板块走势较弱与其估值较高，但受疫情影响盈利还未完全恢复有关。

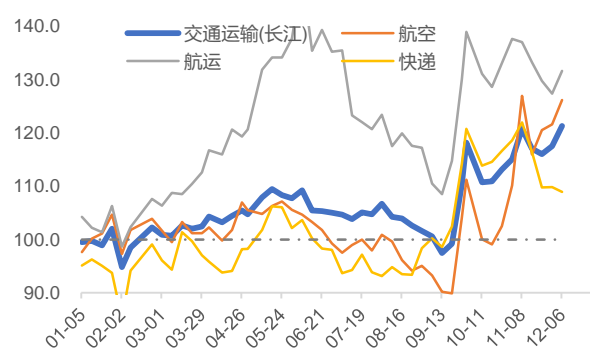
周期板块中，航空与航运表现出较强的股价弹性，9 月之后上涨较为明显；快递板块年末明显走弱，主要是因为快递价格战烈度高于预期。

图7：基建类板块中高速公路较为强势（以去年收盘为 100）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：快递年末走弱，航空航运高弹性（以去年收盘为 100）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.3 2025 年展望：正视行业价格竞争，重视供需边际改善和政策调控

我们认为，量升价降不仅是今年的现状，其可能导致的价格内卷竞争也是明年行业将会面临的挑战。12 月召开的中央经济工作会议中明确提出，要综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为，说明政府部门对于明年价格竞争加剧的可能性有充分的认识。

事实上这并不是国家高层级会议上第一次强调“反内卷”。早在今年 7 月，政治局会议就曾指出，“要强化行业自律，防止‘内卷式’恶性竞争。但从 7 月的防止到 12 月的整治，一方面说明内卷式竞争在加剧，另一方面也说明国家对于反内卷的态度更加坚决，且将更多的付诸于行动。

在这样的背景下，我们认为选股的策略是较为清晰的，行业方面，我们关注存在供需边际改善或改善预期的板块，以及业绩确定性高并受益于降息周期的板块。个股方面，我们关注能够在价格下行周期维持较高盈利水平的行业龙头，以及深耕细分领域，具备穿越周期能力的个股。

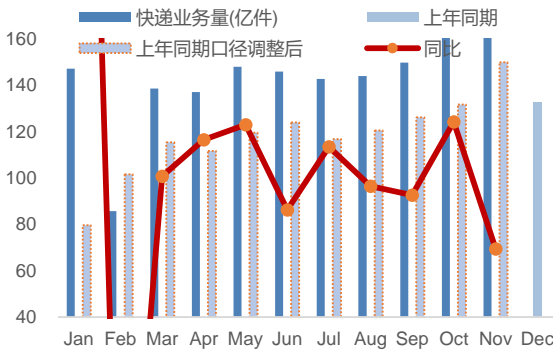
此外，对于价格竞争较为激烈的领域，需要重点关注政策调控带来的变化，反内卷可能会为行业的竞争划定比较清晰的底线，进而推动行业基本面触底回升。

2. 快递板块：价格战进入新阶段，业绩分化或更加明显

2.1 低价件影响超市场预期，中通重新重视份额或提升价格竞争烈度

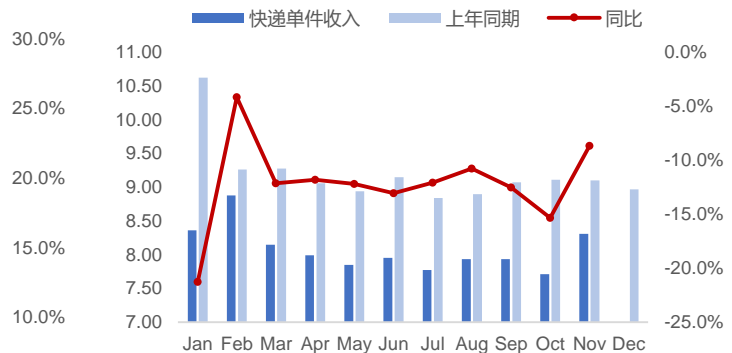
今年前 11 个月，行业件量维持了 20% 左右的中高增速，持续超出市场预期，同时伴随着单票收入的下降。这意味着消费降级对于行业带来的影响具备较强的持续性。

图9：快递业务量同比增速处于较高水平



资料来源：邮政局官网，iFinD，东兴证券研究所

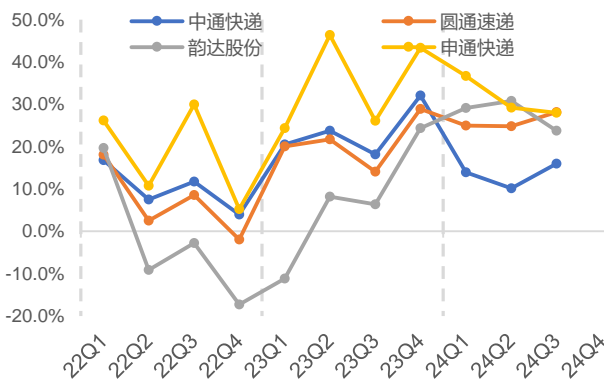
图10：行业价格降幅较明显（元/票）



资料来源：邮政局官网，iFinD，东兴证券研究所

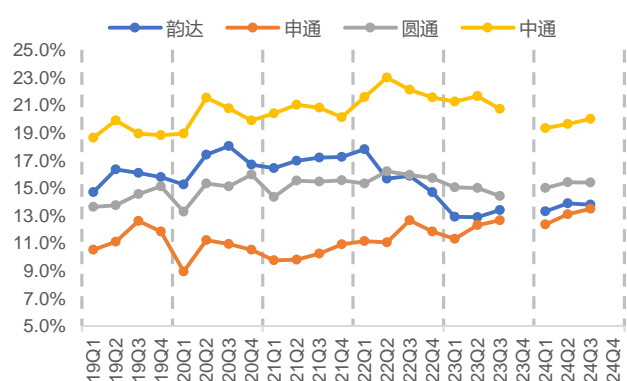
今年上半年，面对低价件需求的高增长，不同快递公司之间的打法出现了一定分歧。行业龙头中通认为低价件容易导致增量不增利，陷入价格内卷，因此坚守较高的价位段，导致上半年业务量增速明显低于行业均值，市场份额也有明显下降。申通和韵达由于产能不饱和，对低价件采取了积极接纳的态度，希望通过低价件带来的规模效应降低单位成本，市场份额有所提升。

图11：前三季度中通业务量增速较低



资料来源：上市公司年报，iFinD，东兴证券研究所

图12：前三季度中通市场份额同比 23 年下降



资料来源：上市公司年报，iFinD，东兴证券研究所

中通的思路主要是出于对行业长期趋势的考虑，自然无可厚非。但当消费者对高性价比的追求成为趋势，低价件的高增长展现出相当强的持续性时，行业龙头也不得不改变打法，适应环境的变化。三季报中，中通表示正在进行调整，重新平衡资源配置以及网络定价策略，从而重获业务量增长动力并扩大现有市场份额领先优势。

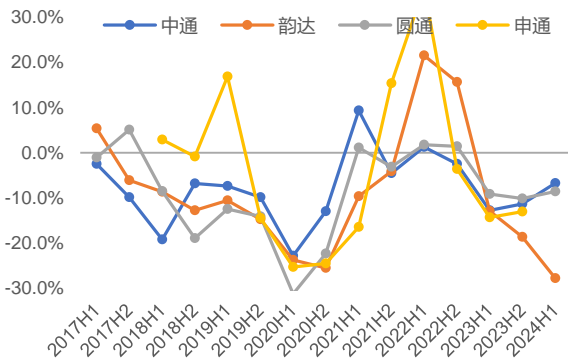
三季度的数据已经可以看出，随着头部快递公司重新开始重视份额，中通和圆通增速开始上拐，相应的申通

和韵达增速有所下降。而考虑到头部公司也加入增量业务的争夺，2025 年快递行业的价格战烈度大概率会高于今年。

2.2 业务量高增长短期助力降本，但长期看边际收益递减较明显

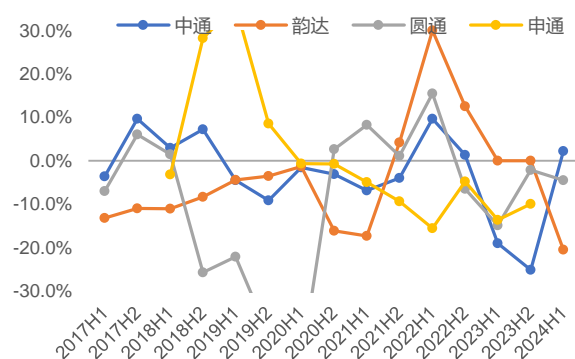
今年行业单票收入下降较为明显，但快递公司业绩没有受到明显影响甚至同比增长，我们认为这得益于今年低价件需求的快速增长带来了较为显著的规模效应。

图13：上市公司单票运输成本同比变化情况



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

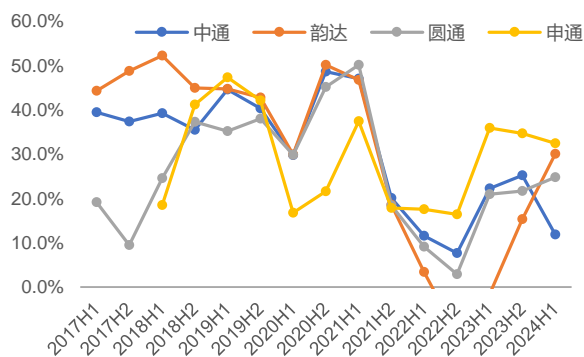
图14：上市公司单票分拣成本同比变化情况



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

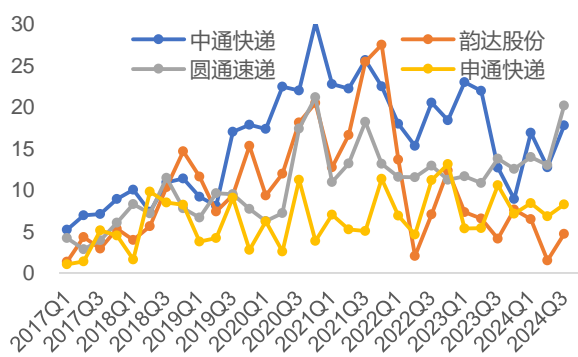
以上市公司核心成本的单票运输成本和单票分拣成本举例，今年上半年各公司单票运输成本皆有明显下降，韵达的单票运输成本降幅甚至达到了 27.8%。我们可以发现，上市公司的单票运输成本的降幅与业务量增速有较明显的正比关系，因为业务量的增长会提升快件运输的装载率。特别是行业前两年由于疫情，业务量增速降至低谷，产能普遍不饱和，因此今年的需求增长恰到好处的填补了行业的产能空缺，带来了较明显的运输成本降低。

图15：业务量高增长有助于降低单票运输成本



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

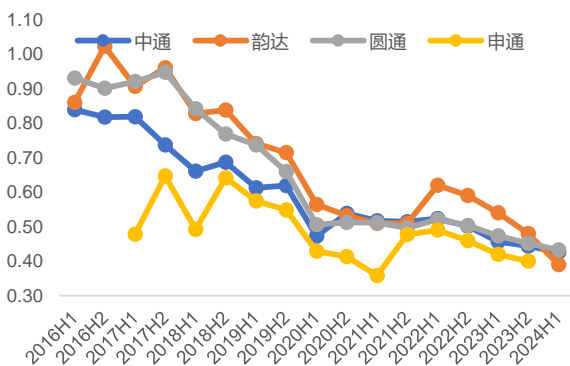
图16：上市公司资本开支与分拣成本变化有较大关联（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

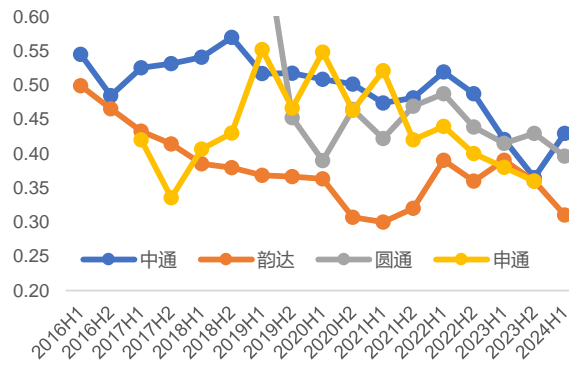
单票分拣成本方面，其不但受益于规模效应，也与企业的资本开支有较大关联，例如韵达 21 年的资本开支高峰对应了 22 年单票分拣成本的短期上涨。企业的分拣能力离不开对设备的投入，设备投入初期需要经历产能利用率的爬坡，因此资本开支的高峰后经常会伴随单票分拣成本的短期上涨，而后随着业务量的提升，利用规模效应摊薄固定开销，分拣成本则逐渐下降。长期看，企业对设备的投入显然有利于分拣成本的下降。

图17：上市公司单票运输成本整体趋同（元/票）



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

图18：上市公司单票分拣成本逐渐趋同（元/票）



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

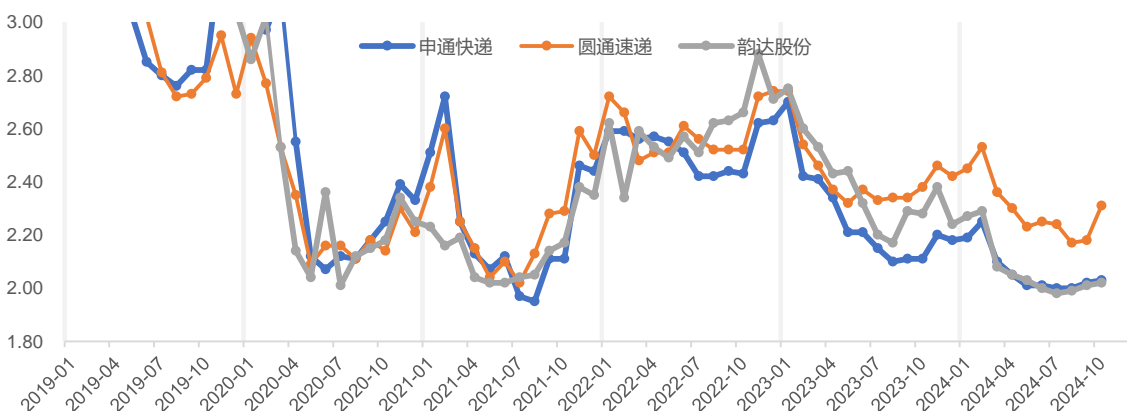
但与今年相比，我们认为 25 年行业规模效应对成本端的利好会明显减弱。长期来看我们可以发现，不同公司的单票运输与单票分拣成本在逐渐趋同，规模效应存在边际递减。24 年强大的规模效应得益于 22 年全年和 23 年上半年较低的增长带来的产能不饱和，而 24 年的高增长显然已经很大程度上填补了这一缺口。

因此，我们认为 25 年行业在成本端挖掘降价潜力的空间会明显缩减，如果 24 年是行业比拼降本增效的一年，那么 25 年则是重新回到行业竞争的主线，即加盟商体系稳定性的比拼。

2.3 总部单票收入有筑底趋势，行业重点比拼加盟商体系稳定性

今年虽然快递价格战越发激烈，但我们发现快递公司总部的单票收入在经历了上半年较大幅度的同比下降后，下半年开始有筑底趋势。我们认为这体现出了新一轮快递价格战的特点，那就是行业自发的形成了底线思维，降价时必须充分考虑加盟商体系的稳定性。在经历了 21 年的价格战较为惨烈的教训后，快递价格战从之前的短时间高烈度模式转向持久战模式，不再试图用短时间内大幅度击穿成本线的价格来逼退竞争对手，而是在保障加盟商、快递员的合理收益水平的基础上，再考虑是否还有继续降价的空间。

图19：单票收入水平（元/票）降至较低水平，但有筑底趋势

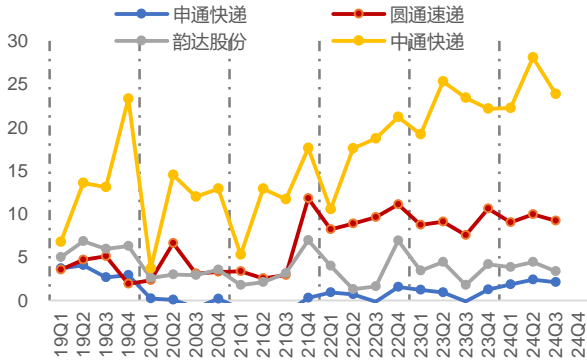


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

同时，今年行业规模效应的提升以及经营管理优化带来的降本增效较为明显，也为行业的降价提供了底气。价格战模式的转变以及显著的降本增效导致了今年较为反常识的景象：行业价格战风风火火，快递总部单票

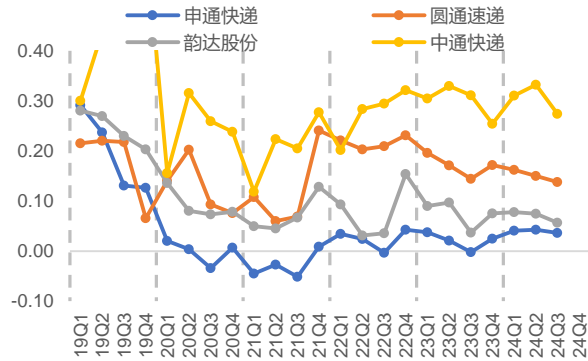
收入已经接近历史最低水平，但各家快递公司依旧维持了较高的盈利规模，甚至于前三季度通达系公司盈利都是正增长。

图20：上市公司盈利水平明显优于 21 年（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图21：上市公司单票盈利高于 21 年（元/票）

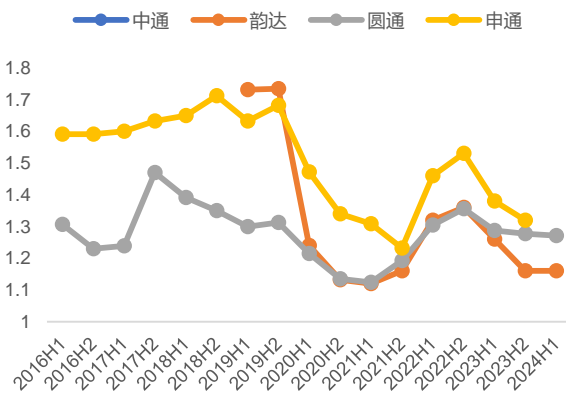


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

但随着规模效应对成本端利好的减退，后续行业价格战大概率将重新回到加盟商体系稳定性的比拼。各公司的加盟商实力并不直接体现在通达系公司财报上，但对于企业经营却起到至关重要的作用。由于价格战导致的降价是由总部与加盟商共同承担，因此一家公司在价格战中的潜力实际上由“总部可以承受的降价”和“加盟商体系可以承受的降价”共同构成。

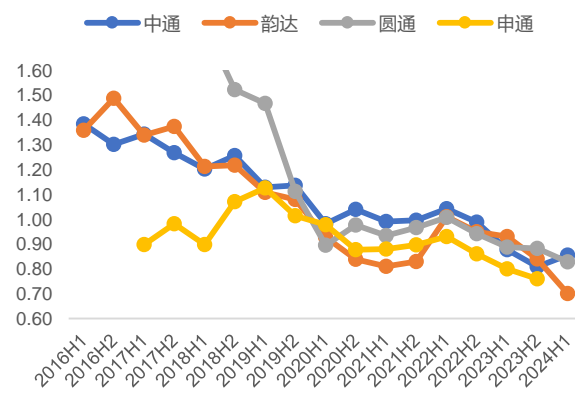
对于价格战由加盟商体系承担的部分无法通过财报直接获得，但通过派件成本的变化，我们可以形成一个初步的判断。通达系快递公司的营业成本按照类别可以粗略拆分为两部分，也就是派件成本与核心成本，其中核心成本对应的是快递在各个转运中心转过程中产生的成本，而派件成本是上游揽件方加盟商通过总部支付给下游派件方加盟商的派件费用。

图22：上市公司单票派送成本（元/票，部分数据为估算）



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

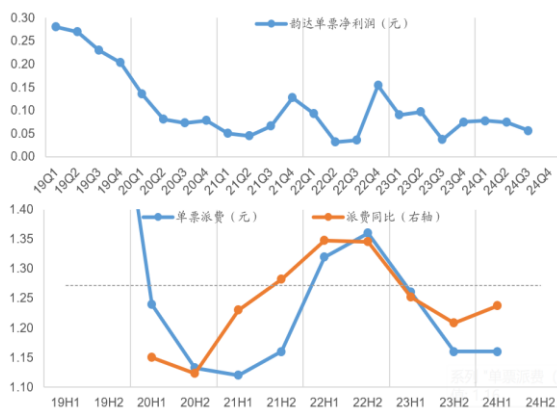
图23：上市公司单票核心成本（元/票）



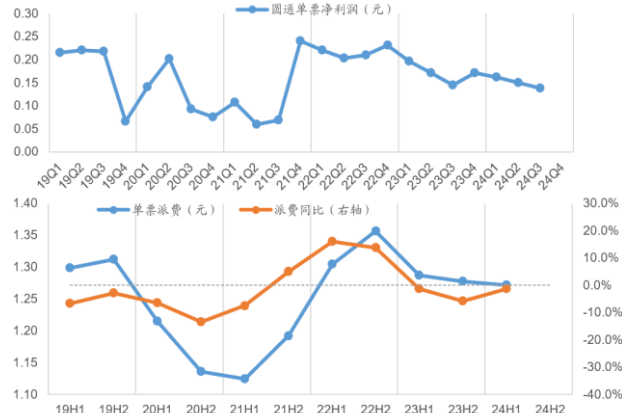
资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

可以看到，随着价格战烈度的变化，上市公司的单票派送成本波动较大，上一轮价格战最激烈的时间段与通达系派费 20H2-21H1 的最低谷是吻合的。之后派费在 21H2-22H2 都维持了较高水平，而 23 年派费的下落对应着新一轮价格战的打响。

图24：韵达单票净利与派费变化（元/票，部分数据为估计） 图25：圆通单票净利与派费变化（元/票）



资料来源：上市公司年报，iFinD，东兴证券研究所



资料来源：上市公司年报，iFinD，东兴证券研究所

不同公司在价格战时对派费的调节也有不同的策略。从韵达和圆通的对比来看，韵达倾向于在价格战激烈时让加盟商承担更多的降价压力，然后在价格战缓和后给予派费的补偿，因此单票派件成本的波动相对较大，但价格战中总部的盈利规模能够保持稳定。圆通则倾向于总部自身承担更高比例的降价压力，提升加盟商派费的稳定性。

从 21 年价格战的结果来看，显然圆通模式取得了更好的效果，快递公司也深刻意识到稳定加盟商盈利预期，提升加盟网络稳定性的重要性。因此在新一轮价格战开始后，各家快递公司在降低加盟商派费时更加谨慎，例如在 24 年行业单票收入较 23 年同比明显下降的情况下，圆通 24 年上半年的单票派费较 23 年同期基本持平，意味着目前圆通总部承担了大部分的价格战引发的降价压力。

快递企业稳定加盟商的收益预期，实际上也是积攒自身的战略储备，以备价格战烈度继续升级。因此我们才说，目前行业比拼的是加盟商体系的稳定性，加盟商强则公司强。

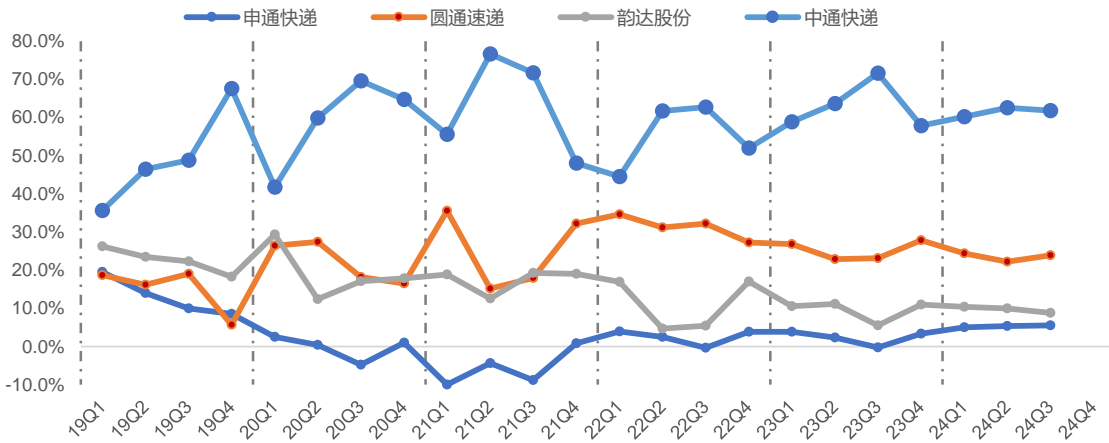
2.4 明年业绩分化或更加明显，价格战不改长期趋势

24 年低价件的爆发对于行业的影响较为深远，一定程度上打断了行业通过服务品质升级获得超额收益的进程，将行业短期内拉回了成本优化的路线。但我们认为这终究是短期的变化，长期来看，成本竞争受限于规模效应边际收益递减的问题，并不符合行业可持续发展的理念。

本轮价格战中，行业龙头中通的份额下滑主要是由于其对使用价格武器的克制。我们预计，随着中通重新重视市场份额并加入对低价件的争夺，低价件带来的盈利空间会被进一步压缩。当继续卷成本变的无利可图时，行业会重新回到高质量发展的线路上。

当然，短期看我们也需要正视明年行业价格竞争烈度大概率高于今年的事实，在这样的市场环境下，行业整体的盈利空间会受到一定挤压，同时行业内公司的业绩分化较正常年份会更加明显。可以看到，目前中通快递的盈利明显高于其余公司。今年前三季度，中通净利润占四家通达系公司总和的 60% 左右。而在价格战最为激烈的 2021 年，这一比例短期超过了 70%。2025 年，随着价格战烈度的提升，中通盈利在行业中的占比预计会继续提升。

图26：各公司占四家通达系公司盈利总和的比例

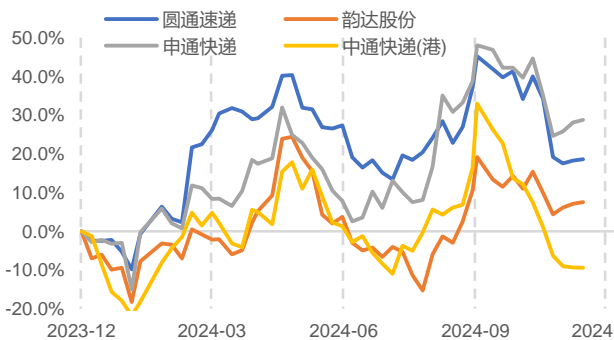


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

23 年以来，各快递公司股价走势大体趋同。四季度行业股价经历较大幅度的下跌，主要是由于市场普遍判断 2025 年价格战烈度提升。

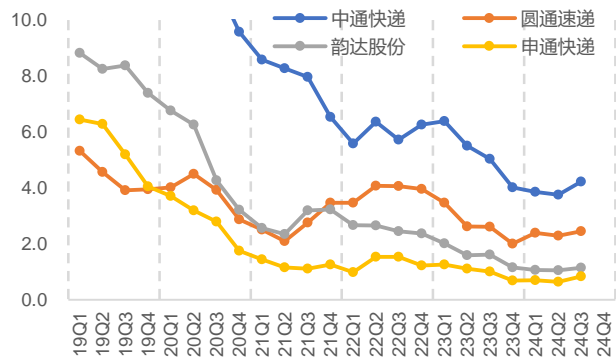
目前申通和韵达单票盈利空间被持续压缩，派费也降至较低水平。面对中通的竞争，二者能够调动的资源较为有限。因此我们预计 25 年价格战大概率以中通在价格端持续发力并重新夺回市场份额告终。

图27：各公司股价走势大体趋同（以 23 年收盘为基准）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图28：上市公司单票市值与单票盈利高度相关（元/票）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

在目前市场预期普遍悲观的情况下，我们认为快递行业高质量发展的大方向不会改变，在短期调整后会重回正轨。同时，行业龙头中通与圆通在加盟商稳定性上具备较为明显的优势，在行业下行周期中具备保持盈利稳定的能力。

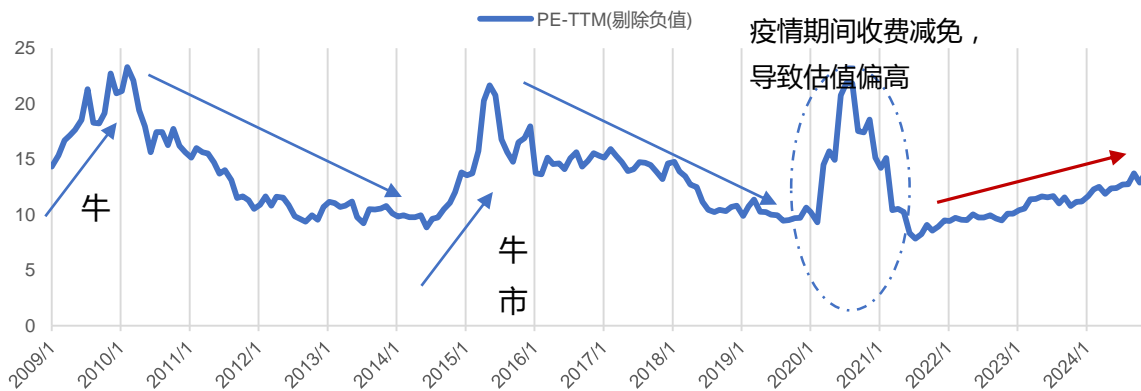
3. 高速公路板块：降息周期下，高股息个股或持续强势

高速公路板块是交运板块中走势最为稳健的子板块。受益于其现金流充沛，盈利稳定且高股息的特质，行业有望在降息周期中保持持续的强势。

3.1 高速公路板块估值提升主要受益于扩容带来的收费年限重估和无风险利率下行

21 年以来，行业 PE 估值持续提升，这主要得益于两方面的原因，一方面在于目前行业正处于主力路产集中改扩建的特殊阶段。通过道路扩容并重新核定年限，很多上市公司的核心路产收费年限大幅提升，行业存续问题对于估值的压制明显缓解。

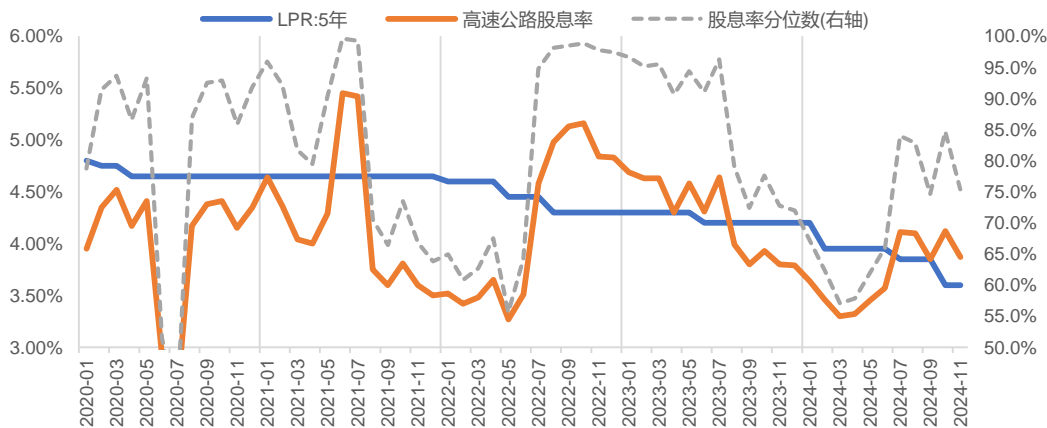
图29：改扩建周期叠加无风险利率下行，行业 PE 重新回到上升通道



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

另一方面，由于行业高股息的特质，在降息周期中，市场对于股息率的要求下降，带动了行业个股的股价上涨。我们将高速公路板块的股息率与五年期 LPR 利率进行对比后发现，随着 LPR 利率的下降，22 年之后市场对于高速公路板块的股息率要求也波动下行。

图30：LPR 利率下行，高速公路股息率波动下行

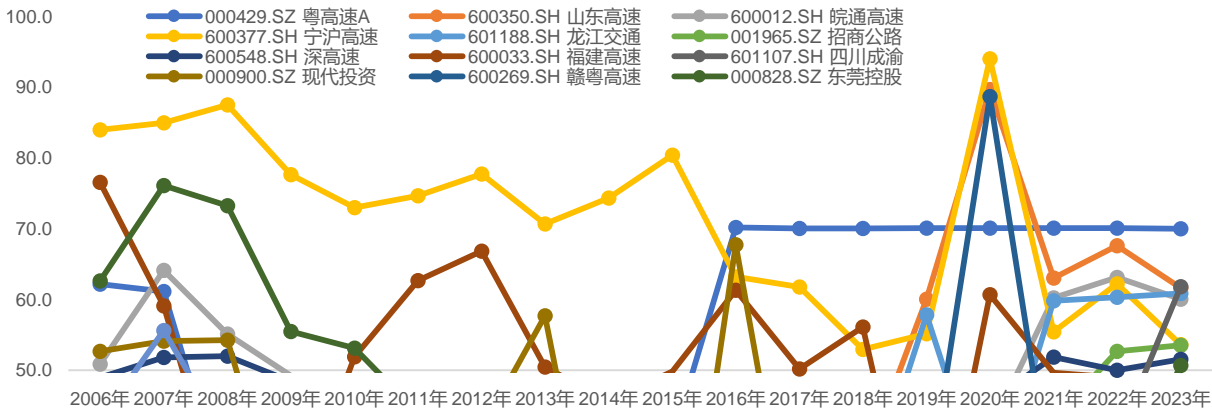


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3.2 板块个股分红意愿持续提升，股息率对个股股价的影响会继续加强

高速公路企业对中小股东的重视程度在 16 年后提升了一个大台阶。观察高速公路板块的分红比例变化可以发现，09-16 年间，除宁沪高速外没有一家公司能够将分红比例稳定在 50% 以上，但 16 年以后高速公路公司开始重视分红，到目前为止已经有多家上市公司连续多年分红比例高于 50%。

图31：16 年至今多家高速公路公司上调分红比例，高速公路板块重新开始重视分红（单位：%）

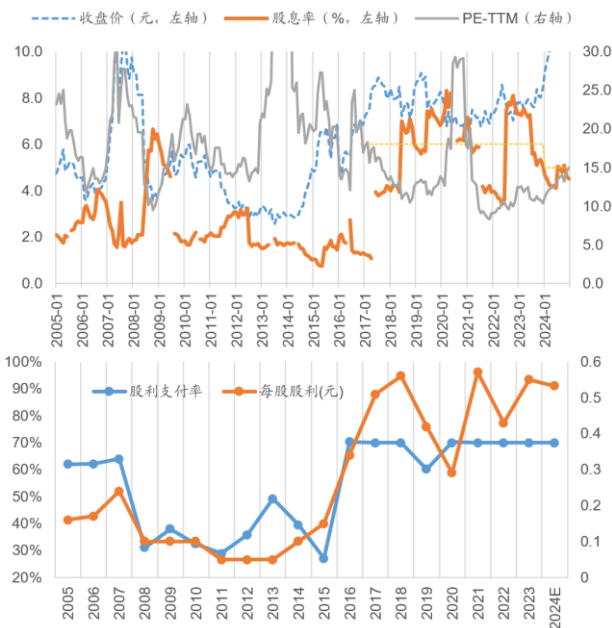


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

在降息周期的大背景下，高分红对于企业和投资者来说能够实现双赢（企业获得较高的关注度和稳定的市值，投资者获得稳定的分红收益），因此高速公路板块的高分红具备稳定性，可长期维持。

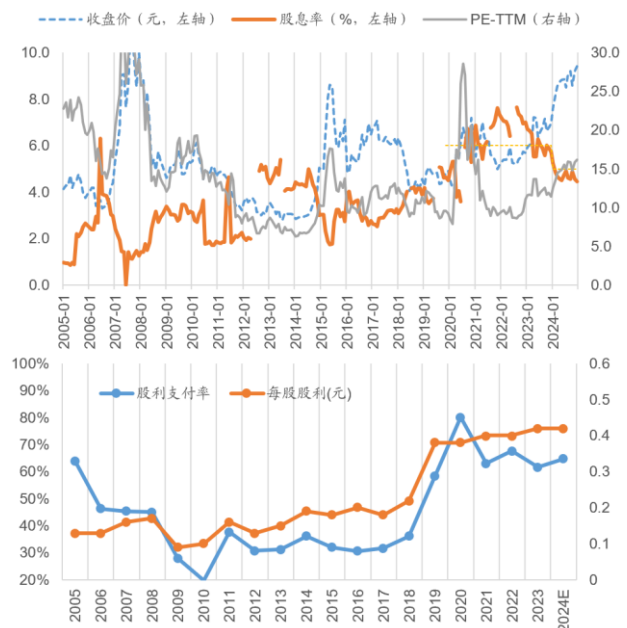
股息率对企业股价存在重要的影响。股价过高会导致股息率下降，个股对投资者吸引力下降，反之亦然，因此对于分红比例较高且稳定的高速公路个股，其股息率可以作为一个有较强参考意义的锚定指标。

图32：粤高速 A 从 17 年起主要通过股息率锚定股价



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图33：山东高速从 20 年起主要依靠股息率锚定股价

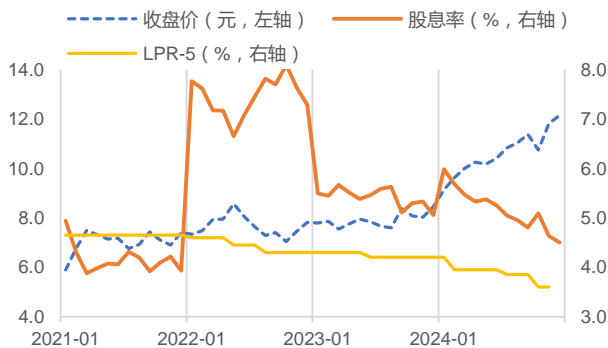


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

以粤高速 A 和山东高速为例：粤高速 A 在 2016 年起分红比例提升至 70%（实际上 2017 年才会发放 2016 年的分红，股价的反应存在一个时间差），公司 17 年开始股息率大幅提升，之后以 6% 左右为中枢波动。比较类似的还有山东高速，其 2019 年大幅提升分红比例至 60%（实际发布公告在 2020 年），之后两年股息率中枢也稳定在 6% 左右。

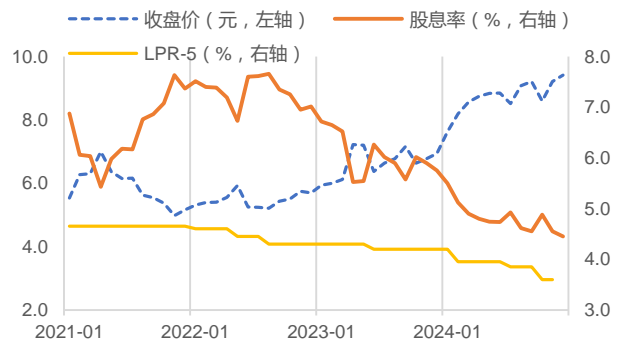
2023 年开始，随着降息周期的到来，股息率对于个股股价的锚定效果继续提升，同时市场对于个股股息率的要求开始放宽，表现为股价上涨，股息率下降。还是以刚刚举例的两家公司为例，可以发现 2023 年后，公司股价出现明显上涨，同时股息率曲线有逐步向 LPR 曲线贴近的趋势。这说明降息的确直接影响到市场对于企业股息率的要求。

图34：粤高速 A 股息率有向 LPR 利率贴近的趋势



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图35：山东高速股息率有向 LPR 利率贴近的趋势



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3.3 高速公路行业目前处于高确定性的上行周期中

从大环境看，高速公路行业处于较为确定的上行周期中，这一周期是投资驱动的。随着核心路产改扩建周期的到来，上市公司“有钱无处投”的问题得到显著缓解，投资重心回归到区位优势的主干线路上来，同样的投资相较以往能够创造更高的收益，这代表着行业大周期的回升。

另一方面，无风险利率的持续下降则放大了高分红带来的吸引力，上市公司提升分红能够带来股价的直接提升，分红意愿显著增强。同时，股息率对企业股价的影响也在持续放大，行业的估值体系正在重塑。

因此，我们继续推荐高速公路板块，个股选择中，我们认为股息率是否达标、是否具备稳定持续的分红意愿、现金流的充裕程度，以及资产负债率是否合理，是购买高速公路个股需要考量的核心指标。个股方面，我们重点关注皖通高速、宁沪高速、越秀交通基建等高股息标的。

图36：主要高股息公司 PE 与股息率估计（净利润预测来自同花顺一致预期）

	市值 (亿元) (A股股价*总股本)	净利润 (亿元)			TTM	PE		分红率 (假设)	股息率	
		2023A	2024E	2025E		2024E	2025E		对应2024年	对应2025年
001965.SZ 招商公路	896.9	67.7	62.6	65.1	13.7	14.3	13.8	55.0%	3.8%	4.0%
600377.SH 宁沪高速	728.5	44.1	45.5	48.9	16.2	16.0	14.9	每股0.48元	3.3%	3.3%
600350.SH 山东高速	478.9	33.0	32.7	35.6	15.2	14.6	13.5	60.0%	4.1%	4.5%
600548.SH 深高速	271.5	23.3	20.9	23.6	12.6	13.0	11.5	55.0%	4.2%	4.8%
600012.SH 皖通高速	258.7	16.6	16.0	17.4	16.9	16.2	14.9	60.0%	3.7%	4.0%
000429.SZ 粤高速A	274.7	16.3	15.9	16.4	16.8	17.3	16.7	70.0%	4.0%	4.2%

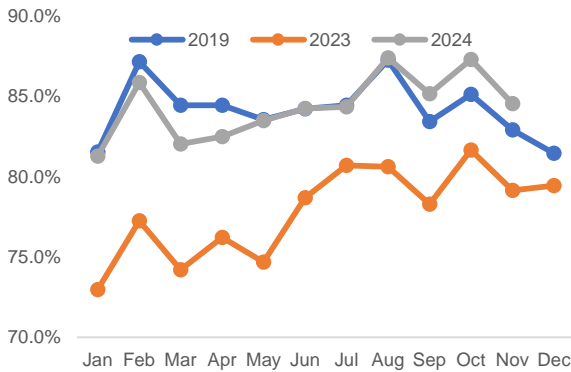
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4. 航空板块：需求缓慢恢复，供给极低增长，过剩有望逐步缓解

4.1 客座率提升空间有限，需求端明年重点关注美线恢复情况

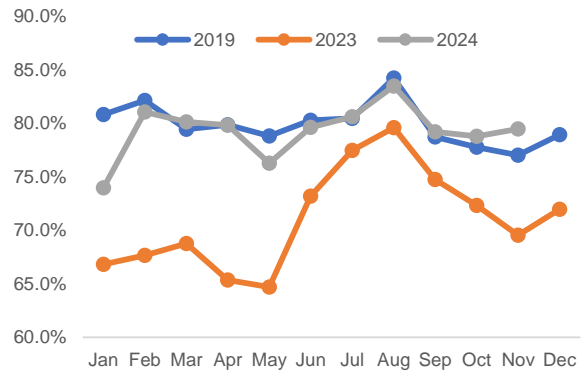
今年航空的整体表现可以用量高价低形容。量高主要体现在客座率方面。今年下半年，国内航线客座率已经整体高于疫情前水平，就连还未完全恢复的国际航线，若只看客座率，在四季度也已经超越了 19 年的水平。若对比 23 年，则 24 年客座率显著高于 23 年同期水平。

图37：下半年国内航线客座率高于 19 年同期



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图38：四季度国际航线客座率已经高于 19 年同期

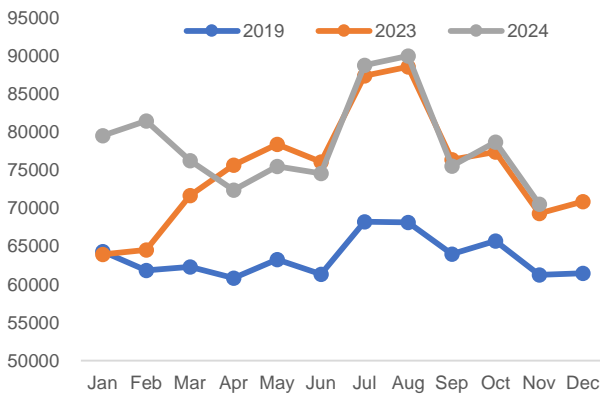


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

但量的增长并不能说明行业需求迎来明显恢复，因为价格的下降同样明显。以国内航线为例，可以发现今年国内航线四季度票价显著低于 19 年同期，和 23 年对比则全年都有明显降幅。

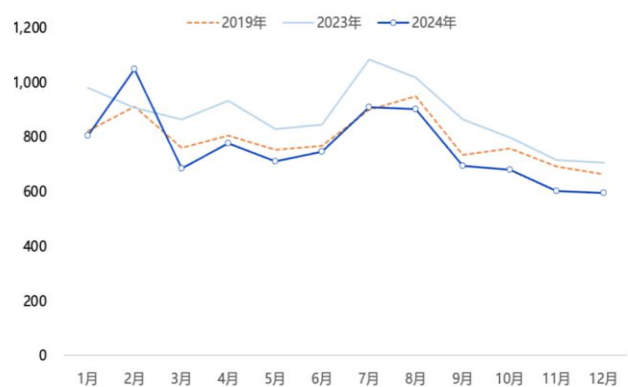
从航司的运力投放也可以看出，今年 3 月之后，国内航线运力投放和 23 年同期基本持平。虽然旅客量增加很多，但航司并没有意愿增加运力投放，因为以价换量带来的量增并不代表需求的实际恢复，国内航线依旧处于运力过剩的状态。

图39：上市航司国内运力投放和 23 年基本持平(百万客公里)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图40：24 年国内航线票价同比下滑较多(元)

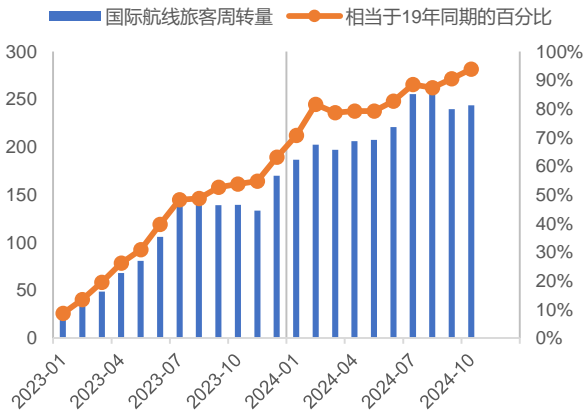


资料来源：航班管家，东兴证券研究所

国际航线的情况也是类似的。目前国际航线的运力投放恢复至 19 年同期的 90%左右，但实际上已经出现了结构性过剩的现象。

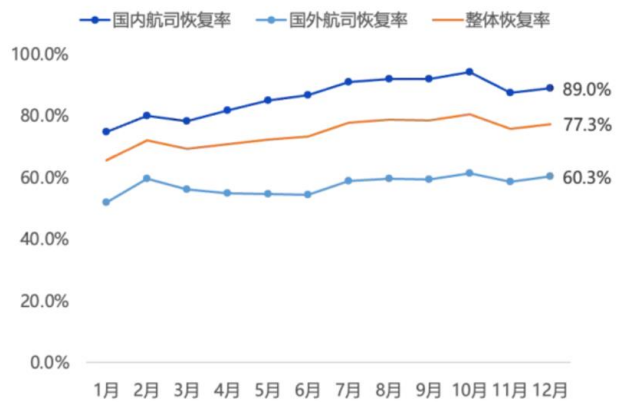
可以看到，在往返我国的国际航线中，国内航司运力恢复的速度明显高于国外航司。这一方面是由于欧美航司无法经过俄罗斯领空导致的成本劣势，另一方面也是国外航司出于收益水平考虑，选择不继续增投飞往中国的航线，以避免供给的过剩。

图41：国际航线恢复进度达到 19 年的 90%左右（亿人公里）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

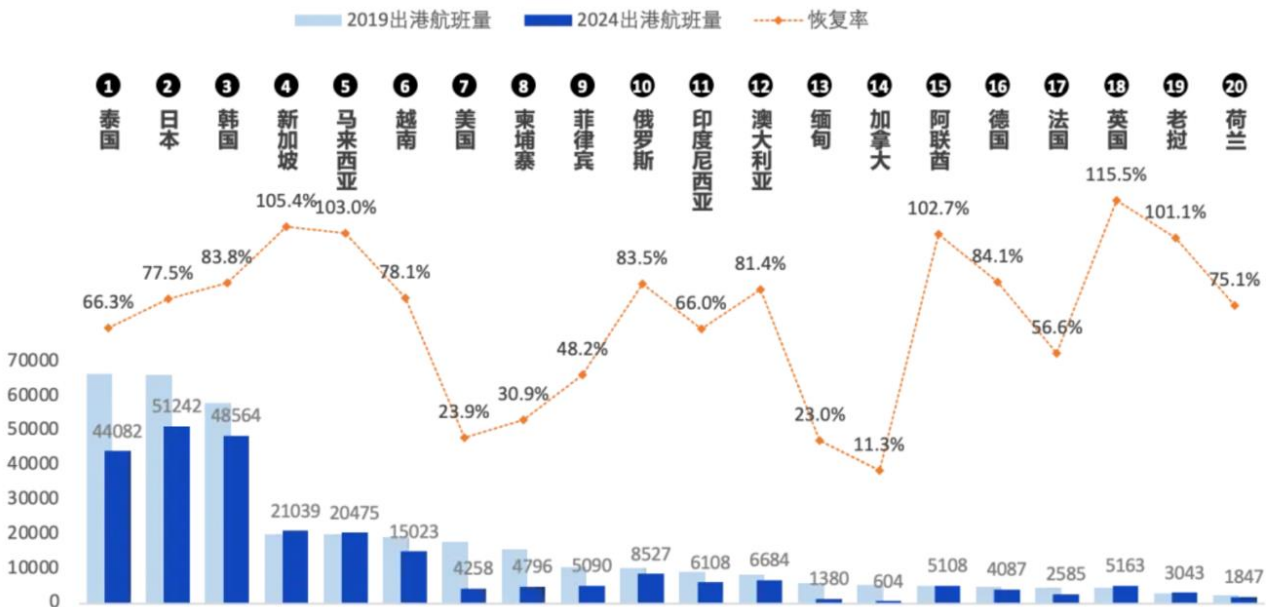
图42：国内航司的国际航线运力投放恢复快于国外航司



资料来源：航班管家，东兴证券研究所

以 19 年航班量前 20 的国家进行对比，可以发现不同国家的航线恢复程度差异较大，其中北美航线中美国与加拿大受政策限制，航班恢复程度相当低。如果不考虑受限的北美航线，则其他航线的运力投放整体已经接近或超越 19 年同期，很难继续增加投放，这也是下半年国际航线供给端增长基本停滞的原因。

图43：不同地区的国际航线恢复程度差异较大



资料来源：航班管家，东兴证券研究所

展望 25 年，行业供给端的破局重点在目前受限的北美航线，若政策端出现突破，则有望为目前行业的供需格局带来较明显的改善。

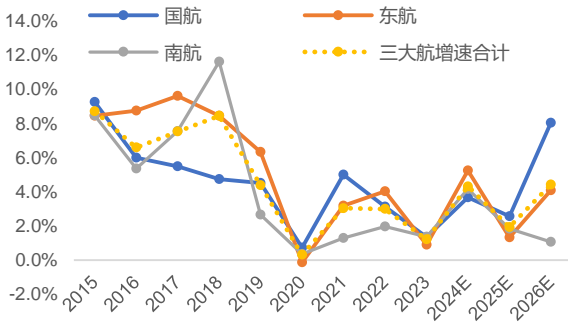
美国方面，近期达美航空宣布将在 2025 年 6 月恢复洛杉矶-上海的航班，随后美联航也提交了新开洛杉矶-北京航线的申请，计划在 2025 年 5 月 1 日前后开通。中加航线明年也有望恢复，10 月 24 日，加拿大撤销了“中国大陆航司每周飞往加拿大总计不超六个往返定期客运航班”及“禁止北京直飞加拿大客运航班”等限制措施。我们认为明年北美航线恢复是较大概率事件。

4.2 飞机引进持续低于预期，贡献关系有望边际改善

供给方面，我们对后续的表现持相对乐观态度，因为可以明显的观察到，在三大航引进计划本就逐渐保守的背景下，三大航近几年的飞机引进依旧持续低于其引进计划。

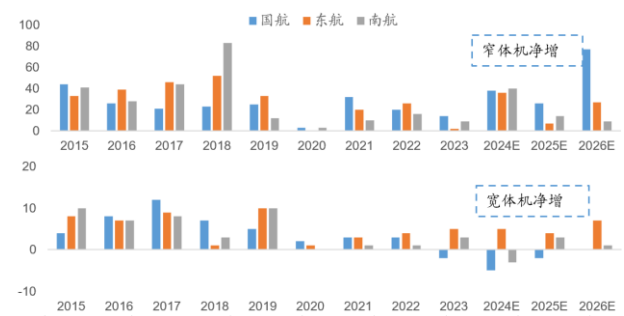
我们可以看到，按照三大航的引进计划，25 年飞机引进增速本就处于较低水平，若将引进拆分为宽体机和窄体机，则可以发现，宽体机的引进已经降至非常低的水平。

图44：三大航机队引进速度可控，25 年增速很低



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

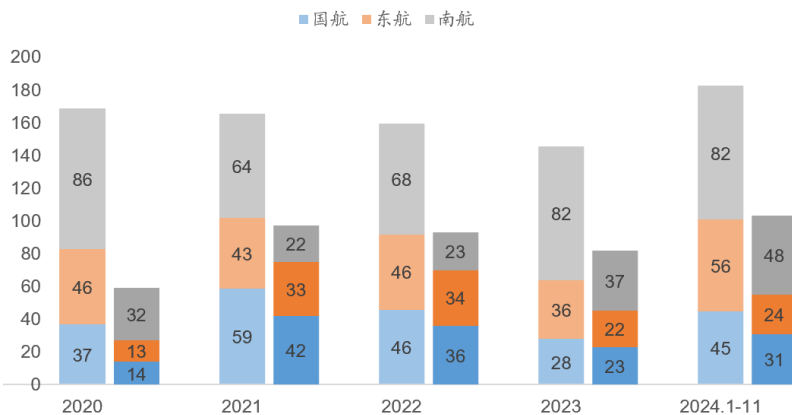
图45：宽体机增长基本停滞，窄体机 25 年增量小（单位：架）



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

此外，我们对比了三大航前一年年报中的飞机引进计划和当年实际的飞机引进数量，可以看到，从 21 年之后，三大航加总的实际飞机引进仅相当于前一年引进计划的 60%左右，24 年前 11 个月，三大航合计引进飞机 103 架，也远低于 24 年引进计划的 183 架。

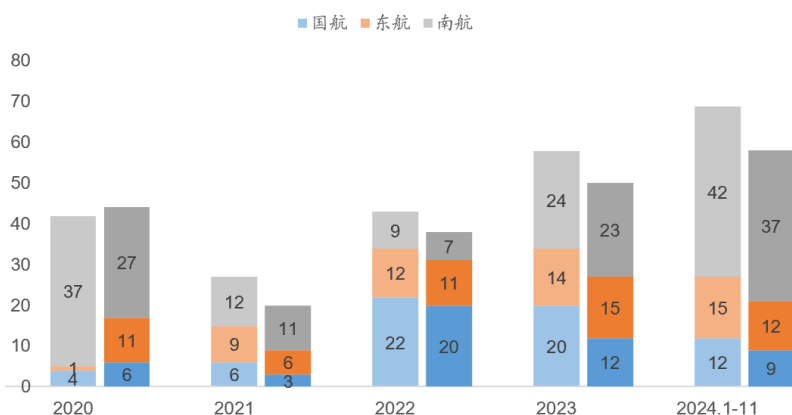
图46：三大航飞机实际引进持续大幅低于计划引进（架次，浅色为计划，深色为实际）



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

反观飞机的计划推出与实际退出，可以看到虽然实际退出略少于计划退出，但整体差距并不大。今年前 11 个月，三大航合计退出飞机 58 架，而 24 年全年的推出计划为 69 架。考虑到 12 月还会有飞机的退出，今年三大航的飞机退出基本符合规划。

图47：三大航飞机实际退出与计划退出相差不大（架次，浅色为计划，深色为实际）



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

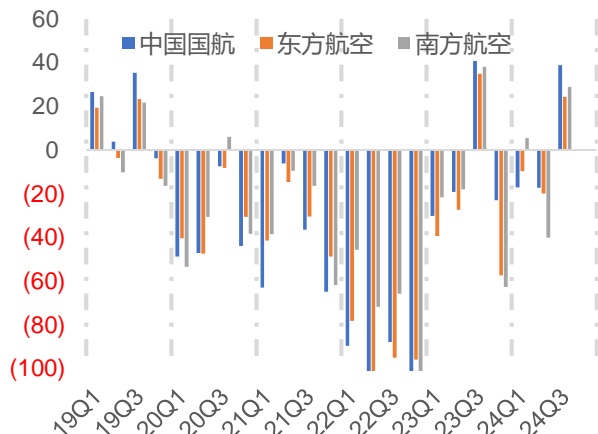
由于三大航对飞机的引进越发保守，我们预计 25 年行业供给端依旧会维持非常低的增速，在行业供给端持续低增长的背景下，随着需求的缓慢恢复，行业在逐渐由供需过剩向供需平衡转换，行业的盈利弹性有望逐步释放。

4.3 相比 PE 和 PB，PCF（市值/经营净现金流）估值或许更能反映目前航空股的现状

疫情之后，航空股如何估值的问题一直是行业研究争论的焦点。在这一点上，我们认为，相比 PE 和 PB 估值，PCF 估值，也就是市值与经营净现金流的比值，对于行业来说可能更加具备参考价值。

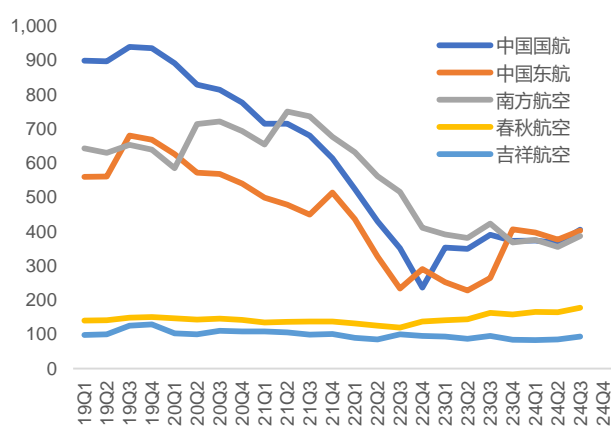
PE 方面，由于疫情后行业需求端受挫，净利润率本就不高的航空业净利润出现大幅波动，且三大航在 20 年之后已经连续四年亏损，PE 估值参考性明显下降，目前仅恢复盈利的春秋和吉祥适合通过 PE 进行估值。

图48：疫情后三大航盈利波动过大且亏损（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图49：受限于疫情影响，三大航净资产出现剧烈波动（亿元）

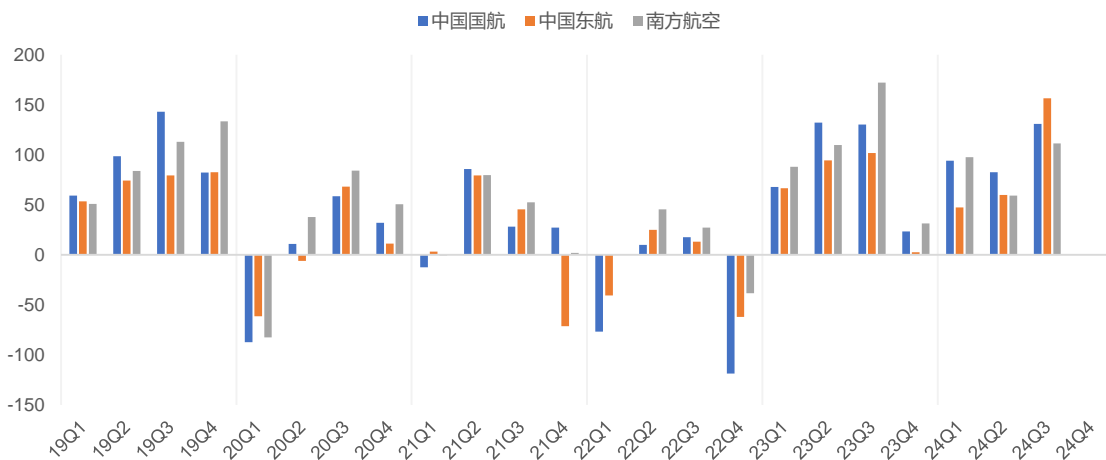


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

PB 方面，三大航在 20-22 年巨幅亏损，导致公司净资产大幅下降，PB 估值的前提是公司净资产相对稳定，但三大航净资产出现大幅变动后，PB 估值的有效性出现问题。

因此，在目前较为特殊的环境下，我们认为 PCF 估值是相对来说更有参考性的指标。航空公司虽然利润率较低，容易出现净利润的大幅波动，但由于其重资产的特性，航空公司现金流在大部分时间可以维持在较高的水平，经营净现金流这一指标的稳定性目前远高于净利润。

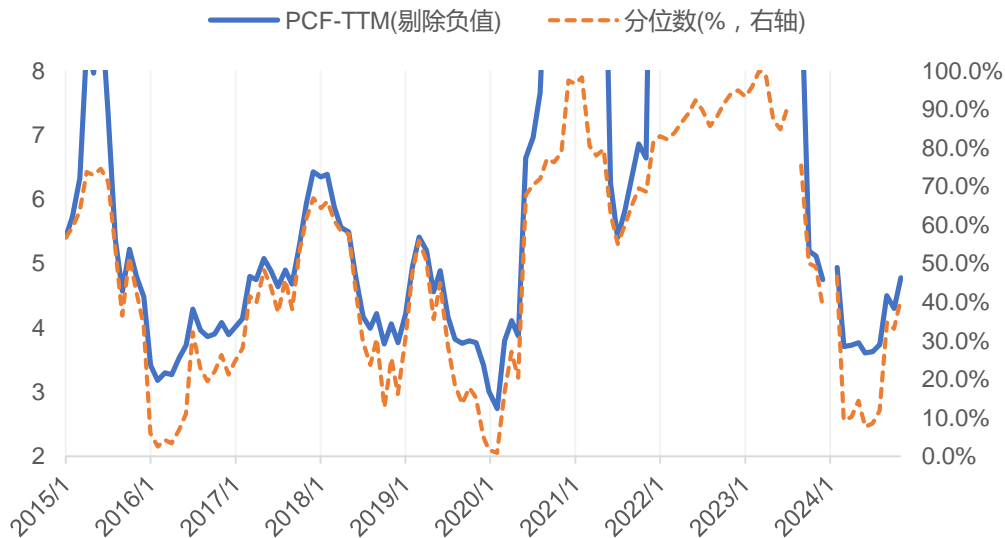
图50：23-24 年即使亏损，三大航经营净现金流依旧维持较高水平，指标稳定性明显高于净利润（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

从 PCF 估值角度出发可以比较好的解释今年四季度航空股的上涨。除了大盘上行的因素外，今年航空板块的 PCF-TTM 估值分位数在股价最低的 8 月确实已经降至了 10% 分位左右的低水平，处于被低估的状态。而随着 9 月之后股价上涨，分位数逐渐回升至 40% 分位左右。

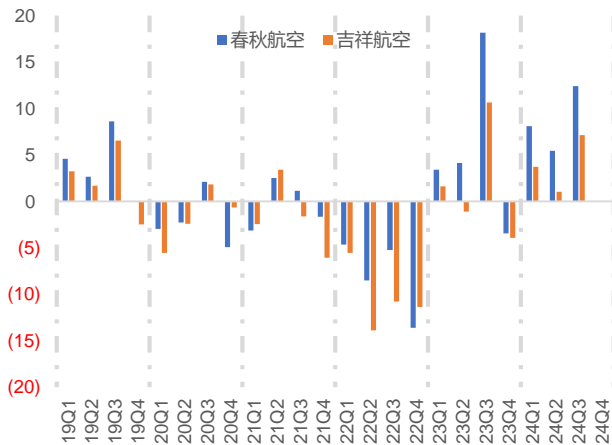
图51：PCF 估值分位数显示目前航空板块估值从年中的低估转为合理



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

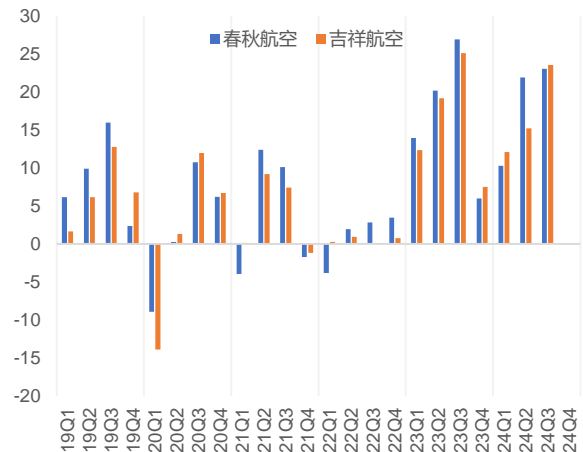
盈利较好的春秋与吉祥同样可以通过 PCF 进行估值。可以看到，作为航空公司，春秋与吉祥的经营净现金流指标的稳定性同样高于净利润。我们还可以看到，春秋与吉祥的经营净现金流在 23 年之后已经明显高于疫情前的水平。

图52：春秋与吉祥盈利已经超过疫情前（亿元）



资料来源：上市公司年报，iFinD，东兴证券研究所

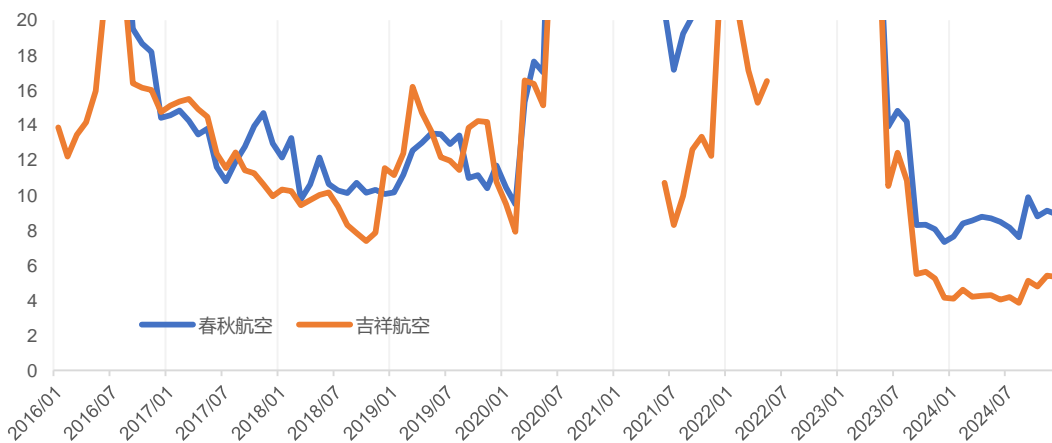
图53：春秋与吉祥现金流稳定性较高（亿元）



资料来源：上市公司年报，iFinD，东兴证券研究所

对应到 PCF 估值方面，得益于良好的现金流水平，春秋和吉祥目前的 PCF 估值都处于历史较低的位置。我们预计明年行业将逐步由供大于求向供需平衡转换，盈利弹性有望逐步释放。相比于三大航，我们认为经营净现金流已经明显超过疫情前水平的中型航司股价有更大的向上空间。

图54：PCF 估值显示春秋与吉祥的估值处于历史较低的区间



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

5. 风险提示

行业政策变化、宏观经济增速下滑，油价汇率大幅波动，地缘政治风险等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	快递 11 月数据点评：双十一峰值淡化，旺季维持稳健增长	2024-12-23
行业普通报告	航空机场 11 月数据点评：淡季量价难以兼得，航司客座率表现分化	2024-12-17
行业普通报告	快递 10 月数据点评：双十一周期拉长推动业务量增速回升	2024-11-22
行业普通报告	航空机场 10 月数据点评：航司谨慎投放运力，国内客座率环比回升	2024-11-19
行业普通报告	快递 9 月数据点评：业务量增速环比略降，上市公司单票收入筑底回升	2024-10-24
行业普通报告	航空机场 9 月数据点评：旺季过后需求下降，航司重点保障客座率	2024-10-17
行业深度报告	快递行业：价格内卷有望缓解，高质量发展带动利润提升	2024-09-26
行业普通报告	快递 8 月数据点评：单票收入降幅收窄，圆通增速领跑	2024-09-23
行业普通报告	航空机场 8 月数据点评：旺季客座率提升至较高水平	2024-09-19
行业普通报告	快递 7 月数据点评：淡季业务量维持高增，价格降至底部区域，期待后续边际改善	2024-08-22
公司普通报告	中通快递-W (02057.HK)：散客业务高增长，核心成本持续优化	2024-11-22
公司普通报告	越秀交通基建 (01052.HK)：收购平临高速，优质资产将增厚公司业绩	2024-11-11
公司普通报告	皖通高速 (600012.SH)：道路施工致收入短期承压，盈利符合预期	2024-09-04
公司普通报告	圆通速递 (600233.SH)：成本持续优化，盈利与市场份额稳步提升	2024-09-03
公司普通报告	中通快递-W (02057.HK)：持续提升收入质量，单票盈利表现优异	2024-08-22
公司普通报告	越秀交通基建 (01052.HK)：上半年业绩承压，下半年有望逐步改善	2024-08-07
公司普通报告	圆通速递 (600233.SH)：单票利润稳健，成本持续优化	2024-04-30
公司普通报告	皖通高速 (600012.SH)：扣非净利符合预期，路网贯通利好后续增长	2024-04-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，8 年投资研究经验，2015-2018 年就职于广发证券发展研究中心，2019 年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526