



顺周期景气复苏，看好内需相关板块

—— 交通运输行业 2025 年度策略报告

交通运输行业分析师：罗江南

交通运输行业分析师：宁修齐

顺周期景气复苏，看好内需相关板块

——交通运输行业 2025 年度策略报告

2024 年 12 月 30 日

核心观点

- **2024 年复盘：顺周期属性凸显，景气向上确立。**2024 年初以来，国内出行及物流需求加速恢复并继续常态化运行，但因存在内需相对不足的问题，相关板块的表现仍受压制。自“924”一揽子政策出台后，宏观经济加速回暖提振内需，交运板块顺周期属性凸显，景气向上逻辑已得到初步验证。
- **2025 年展望—航空：供需格局优化，看好业绩弹性兑现。**进入 2025 年，伴随国际航班加速增班趋势延续，叠加“924”一揽子政策出台后内需提振，2025 年民航出行需求有望进一步释放。供需格局优化叠加油汇价格向好，几重因素边际改善下，票价市场化空间进一步打开，航司有望迎来量价齐升局面，盈利水平或进一步增厚。自一揽子政策出台后，10 月至今板块的顺周期修复行情已经得到了初步验证。我们继续看好 2025 年航空板块的顺周期布局机会。
- **2025 年展望—机场：国际线及客单价修复为未来主要看点。**当前机场板块对于免税协议重签扣点率下降的悲观情绪基本已被 priced in。未来国际线客流恢复仍将为机场板块主要看点。同时，一揽子政策驱动下，宏观经济及内需消费进一步复苏，也为 2025 年商业板块客单价提升提供了动力。枢纽机场免税协议修订情况及有税商铺招租进展还需再关注，虽未来免税扣点率大概率难以回归疫情前高位水平，但确定性预期下，向下空间有限，且重奢品牌加速入驻有望带来新的价值增长点。建议把握机场板块的底部布局机会。
- **2025 年展望—物流：快递仍具成长性，2B/危化物流景气向好。**快递方面，当前电商新业态加速发展，头部快递企业发力打造差异化竞争优势，行业仍具成长性。2B/危化物流方面，2025 年，2B 物流行业或继续受益于一揽子政策，需求提振效应更加显著，量价表现转暖向好的趋势强化。叠加行业竞争格局继续优化整合，集中度持续提升，头部公司市场份额或进一步稳中有升，业绩潜力释放可期。
- **投资建议：**2025 年我们重点推荐 3 个方向：1) 供需格局优化下具备业绩弹性的航空板块；2) 有望受益于客单价提升而具有估值修复潜力的机场板块；3) 受益顺内需周期景气向上的物流板块。重点推荐中国国航、南方航空、吉祥航空、顺丰控股等标的，建议关注申通快递、宏川智慧等。
- **风险提示：**国际航线恢复不及预期的风险；油汇波动的风险；机场免税销售表现不及预期的风险；快递价格战产生的风险；物流需求不及预期的风险。

重点公司盈利预测与估值（2024/12/13）

股票代码	股票简称	EPS				PE				投资评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
601111.SH	中国国航	-0.06	0.04	0.30	0.41	-	230.9	27.86	20.01	推荐
600029.SH	南方航空	-0.23	0.03	0.22	0.37	-	204.1	30.06	18.33	推荐
603885.SH	吉祥航空	0.34	0.61	0.78	0.95	35.36	23.80	18.53	15.25	推荐
002352.SH	顺丰控股	1.68	2.13	2.52	2.88	24.83	19.59	16.56	14.48	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

交通运输行业

推荐 维持评级

分析师

罗江南

☎：021-20252619

✉：luojiangnan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524050002

宁修齐

☎：010-8092-7668

✉：ningxiuqi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522090001

相对沪深 300 表现图

2024-12-30



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河交通】2024 年度策略报告_航空机场板块底部迎来拐点，未来景气上行趋势明确
2. 【中国银河研究】数字经济：跨境电商物流迎新发展机遇，数字货运具备广阔发展空间
3. 【银河交通】中企出海系列_拥抱物流出海大时代，布局全球供应链体系
4. 【银河交通】行业深度报告_央企引领专题_国企改革成效显著，期待业绩改善继续兑现

目录

Catalog

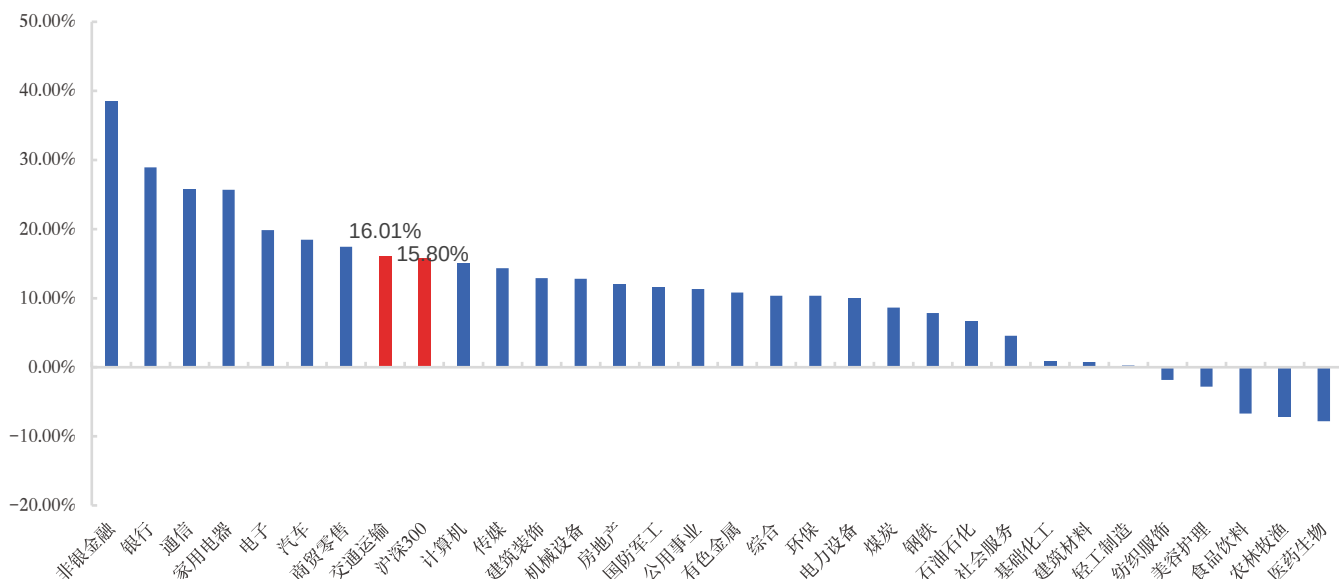
一、2024 年复盘：顺周期属性凸显，景气向上确立	4
二、航空：供需格局优化，看好业绩弹性兑现	6
（一）需求：国际线年底前或完成 80%恢复目标，当前票价承压	6
（二）供给：机队扩张放缓趋势继续，飞行小时数基本恢复至 2019 年	12
（三）油价及汇率：油价或迎进一步中枢下行，人民币汇率有望企稳向好	15
三、机场：国际线及客单价修复为未来主要看点	16
（一）航空性业务：保障能力显著修复，国际客流加速回归	17
（二）免税商业：机场免税恢复空间大，关注客单价修复情况	20
（三）有税商业：主要机场加快引进奢侈品牌入驻，机场渠道价值或重塑提升	26
四、物流：快递仍具成长性，2B/危化物流景气向好	27
（一）快递：行业仍具增长潜力，竞争格局继续优化	27
（二）2B 物流：顺丰打开新成长空间，2B 需求或继续受益一揽子政策提振	36
（三）危化品物流：需求景气向好，行业集中度有望进一步提升	38
五、投资建议	42
六、风险提示	43

一、2024 年复盘：顺周期属性凸显，景气向上确立

回顾 2024 年初以来交运板块表现：2024 年初至今（1 月 1 日-12 月 6 日），31 个 SW 一级行业中，交通运输行业累计涨跌幅为+16.01%，位列第 8 位；沪深 300 指数涨跌幅为+15.8%，交运板块跑赢沪深 300 指数。交运板块在 2024 年表现较好，主要系交运板块整体业务模式为实现人或物的位移，其盈利模式与客流、物流的流量息息相关，伴随 2024 年出行及物流需求在此前的基础上加速恢复并继续常态化运行，进一步支撑板块表现。特别是“924”一揽子政策出台后，伴随宏观经济加速回暖，交运板块顺周期属性凸显，进一步呈现向上行情。

业绩层面，2024 年 Q1-Q3，交运板块 A 股上市公司共计实现营业总收入 35099.09 亿元，同比-2.83%，共计实现归母净利润 1681.62 亿元，同比+6.62%。2024 年交运板块盈利实现同比正增长。

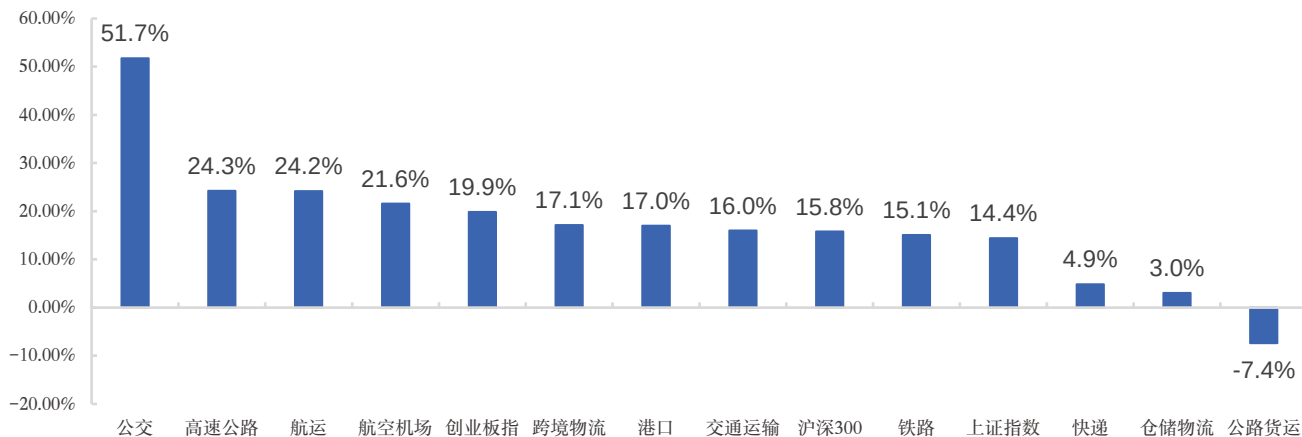
图1：31 个 SW 一级行业本年（1 月 1 日-12 月 6 日）累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分子板块来看：2024 年初至今（1 月 1 日-12 月 6 日），SW 交通运输各个子板块累计涨跌幅分别为：公交（+51.7%）、高速公路（+24.3%）、航运（+24.2%）、航空机场（+21.6%）、跨境物流（+17.1%）、港口（+17.0%）、铁路（+15.1%）、快递（+4.9%）、仓储物流（+3.0%）、公路货运（-7.4%），各子版块市场表现有所分化。

图2：SW 交通运输各子板块本年（1 月 1 日-12 月 6 日）累计涨跌幅



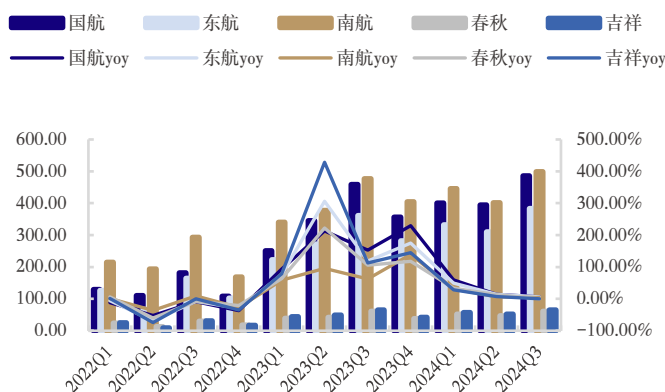
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

展望 2025 年，我们认为，在一揽子政策催化拉动下，宏观经济加速回暖，交运板块顺周期属性或进一步兑现为上市公司业绩及估值向上。伴随 2025 年更多刺激需求的利好政策出台，出行消费及货运物流产业链继续受益于顺内需周期景气提振，板块整体表现有望再创历史新高。为此我们推荐 3 个方向：**1) 供需格局进一步优化下具备业绩弹性的航空板块。**2024 年以来，我国民航出行需求加速释放，国内航线受益于国家层面对文旅消费的支持，航班运输规模进一步超出疫情前同期水平，而国际航线则持续迎来出入境政策利好，预计年底前将完成年初民航局制定的 80% 恢复目标。伴随中美航权谈判推进，2025 年国际航线有望回归疫情前常态化运行。在需求端向好的恢复趋势下，2024 年出行旺季中，民航运力投放及旅客量较 2019 年均呈现显著同比增长，符合此前预期；但因疫后消费结构变化叠加 2024 年客座率考核指标强化，航司重点追求客座率修复，票价水平面临一定程度的压制。总体而言，我们认为，进入 2025 年，伴随国际航班加速增班趋势延续，叠加“924”一揽子政策出台后内需提振，2025 年民航出行需求有望进一步加速释放。供需格局优化叠加油价价格向好，几重因素边际改善下，票价市场化空间进一步打开，2025 年航司有望迎来量价齐升局面，盈利水平或进一步增厚。自一揽子政策出台后，10 月份至今，板块的顺周期修复行情已经得到了初步验证。在此基础上，我们继续看好 2025 年航空板块的顺周期布局机会。**2) 市场预期底线明确，且未来有望受益于客单价提升而具有估值修复潜力的机场板块。**我们认为，经过过去几轮向下调整，当前机场板块仍位于底部区间，市场预期底线基本明确，对于未来免税协议重签后扣点率下降的悲观情绪基本已被 priced in。未来国际线客流量恢复仍将作为机场板块的主要看点。2024 年，国际航班增班已带来了国际客流的确定性修复；同时，一揽子政策驱动下，宏观经济及内需消费进一步复苏带来的消费需求回暖趋势，也为 2025 年商业板块客单价提升提供了动力。国内主要枢纽机场的免税协议具体修订情况及有税商铺招租进展还需进一步关注，虽未来免税扣点率大概率难以回归疫情前高位水平，但确定性预期下，向下空间亦有限，且奢侈品牌加速入驻有望带来新的价值增长点。建议把握机场板块的底部布局机会。**3) 顺内需周期下存在景气向上潜力的物流板块。**快递来看，当前行业竞争格局改善，随着行业竞争形式从降价转向提升定价权、服务质量、成本管控，头部快递物流企业纷纷开始调整竞争策略，发力打造差异化竞争优势。经济型快递竞争进入后半场，建议关注头部中通、圆通的左侧布局价值，关注韵达打破负反馈、申通效率改善及可能受益尾部快递下滑的拐点性机会。中高端快递降本增效进行时，增速有望随经济复苏回升，顺丰控股护城河持续加深。危化品物流来看，2024 年我国 2B 物流整体需求延续转暖，2025 年伴随内需加速改善，危化品物流需求或得到进一步有效提振。长期来看，考虑到当前我国危化品行业格局仍相对分散，行业集中度仍具有进一步上升空间，头部企业具备潜在市占率提升机会。

二、航空：供需格局优化，看好业绩弹性兑现

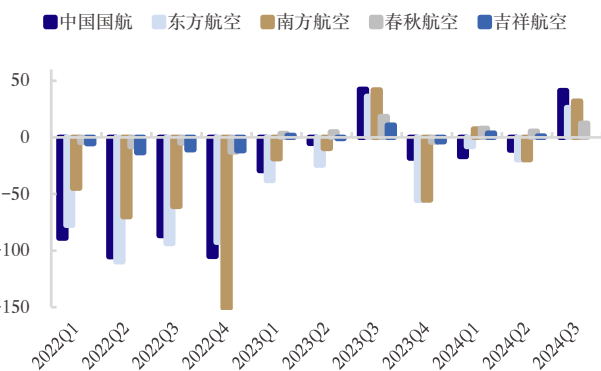
2024 年初至今，民营小航继续保持盈利，大航实现扭亏为盈，航司盈利改善趋势向好。业绩层面来看，2024 年 Q1-Q3，国航、东航、南航、春秋、吉祥五大航司合计实现营收 3988.64 亿元，同比增长+17.14%，为 2019 年同期的 118.11%；合计实现归母净利润 70.64 亿元，同比增加盈利 37.49 亿元。分公司来看，2024 年 Q1-Q3，国航、南航、东航、春秋、吉祥分别实现营收 1281.50 亿元、1346.61 亿元、1025.85 亿元、159.77 亿元、174.92 亿元，营收恢复至 2019 年同期的 124.32%、115.43%、109.83%、138.16%、134.51%；2024 年 Q1-Q3，国航、南航、东航、春秋、吉祥的归母净利润分别为 13.62 亿元、19.65 亿元、-1.38 亿元、26.04 亿元、12.71 亿元。得益于低成本运营模式，春秋航空客座率、资产利用率等在业内的领先赋能使其在后疫情时代恢复速度领跑同行，领先的运营优势进一步赋予其强劲利润弹性，春秋航空 2024 年前三季度盈利规模在业内继续居于领先地位。同时，国航、南航及吉祥也在 2024 年前三季度实现扭亏为盈。2024 年，我国上市航司盈利表现进一步转好。

图3：上市航司营业收入及同比（单位：亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：上市航司归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

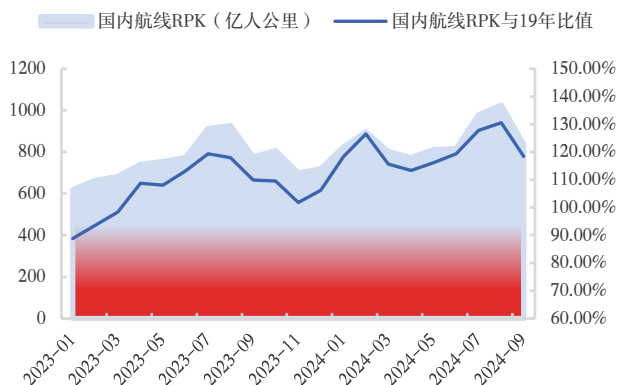
需求端修复继续引领板块景气周期向上，国际线年底前有望完成 80%恢复目标，未来中美航线恢复或为重要催化剂。需求端来看，2024 年初以来，得益于后疫情时代我国民航业运行进一步常态化，叠加国民出行需求释放，国内线维持常态运行，航班运输规模已超出疫情前水平。国际线方面，2024 年国际航班进一步加速恢复，出入境政策端持续迎来利好刺激，我国与多个海外国家已通过单方或双方免签协议，中国至日韩、东南亚及欧洲部分国家的航班量已超过 2019 年同期的 80%。而北美等区域，因俄乌冲突背景下受到绕飞俄罗斯领空影响，相关国际航线飞跃俄罗斯领空的争议问题导致部分欧美航司减班或退出中国市场，从而带来中美航线恢复进程缓慢，中美航班量目前仅恢复至 2019 年同期的 30%。我们认为，基于当前国际航线整体恢复情况，2024 年底前有望完成年初民航局制定的 80%恢复目标。而未来伴随俄乌战争局势变化及航权谈判推进，俄罗斯领空争议得到有效解决，国际航线或将进一步恢复，需求端加速改善的前景具备确定性。供给端来看，由于飞机延迟交付、供应商产能受限有望实质性出清，未来行业供需格局有望持续改善。当前行业整体仍处于复苏通道，兼具周期反转与逆势成长机会：弹性角度可左侧布局吉祥航空与三大航，长期角度可布局复飞成本低于行业、逆势扩张长期成长性更佳的低成本航司春秋航空。

（一）需求：国际线年底前或完成 80%恢复目标，当前票价承压

2024 年国内航线保持率先修复，拉动航司整体运输规模已超 2019 年同期。总体来看，2024 年 Q1-Q3，国航、东航、南航、春秋、吉祥的 ASK/RPK 分别累计恢复至 2019 年同期的 124.68%/122.38%、111.10%/110.85%、106.57%/107.79%、129.32%/129.33%、138.52%/136.92%。

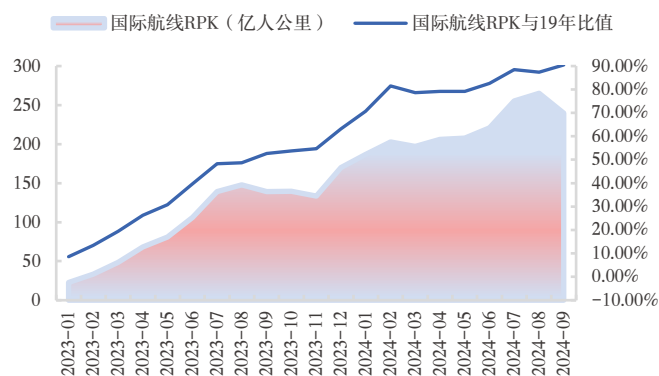
由此可见 2024 年初以来，供需两端恢复态势向好。伴随着 2023 年以来我国疫情防控常态化，国内航线率先恢复带动航司航班运输规模回暖，自 2023 年 4 月国内航线已恢复至 2019 年同期水平。由于国际航班的限制，国际航线 RPK 恢复进度相对缓慢，至 2023 年 12 月仅恢复到 2019 年同期的 60%，而进入 2024 年以来，在民航局年初制定的 80% 恢复目标下，国际航线恢复加速，至 2024 年 9 月，整体已恢复至 2019 年同期的 90%。未来伴随中美航线复飞推进，预计国际航线恢复速度将进一步加快。

图5：国内航线 RPK 恢复情况



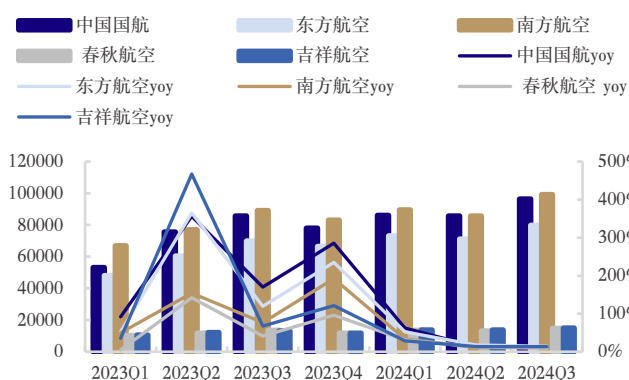
资料来源：民航局，wind，中国银河证券研究院

图6：国际航线 RPK 恢复情况



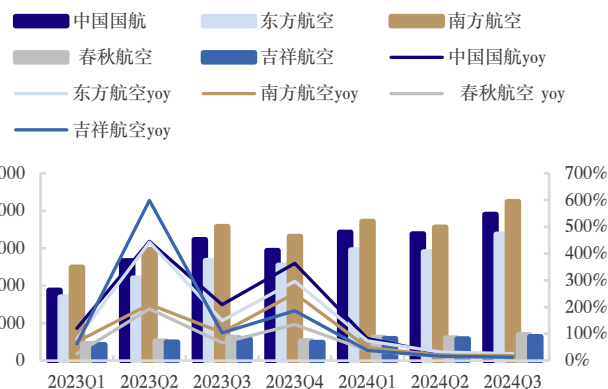
资料来源：民航局，wind，中国银河证券研究院

图7：各航司 ASK 及同比（单位：百万客公里）



资料来源：各公司公告，wind，中国银河证券研究院

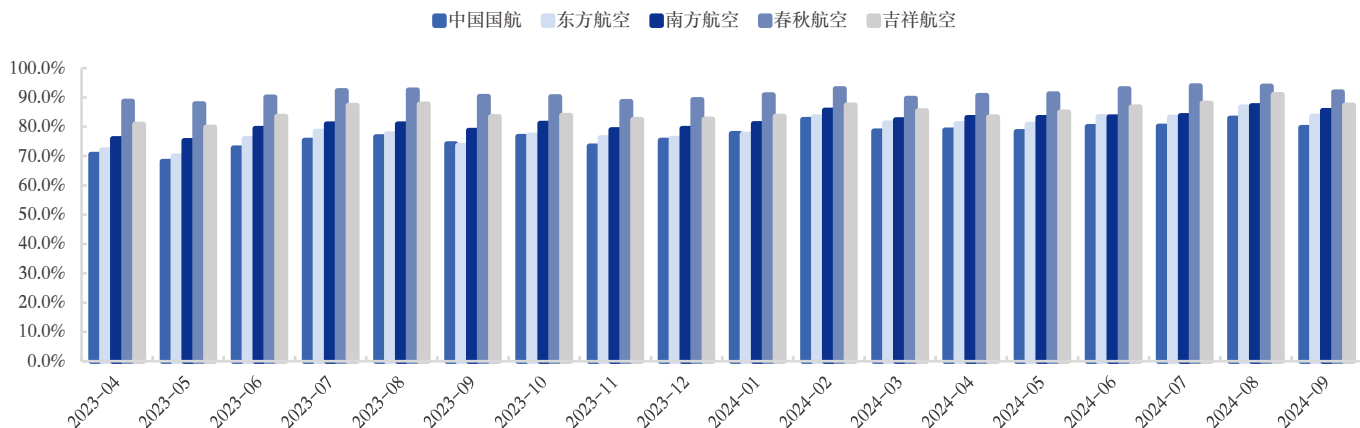
图8：各航司 RPK 及同比（单位：百万客公里）



资料来源：各公司公告，wind，中国银河证券研究院

2024 年内，航司客座率进一步小幅上修，行业整体效率低谷已过。截至 2024 年 9 月，国航、东航、南航、春秋、吉祥的客座率分别为 79.7%、83.5%、85.5%、91.9% 和 87.4%。2024 年，我国航司客座率水平进一步有所提升，特别是 2024 年航司客座率考核比重增加，航司在运营策略方面更加注重客座率指标的优化。总体来看，因航网结构、机队结构的差异，民营航司客座率继续高于国有航司，而春秋航空基于其低成本运营策略，整体客座率继续高达 90%，维持业内领先水平。当前，行业整体效率低谷已过。

图9：各航司客座率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

国内线：2024 年国家发力文旅产业，国内航线需求再释放。国内线方面，截至 2024 年 9 月，国航、东航、南航、春秋、吉祥的国内 RPK 同比分别+8.53%、+10.18%、+10.30%、+1.25%、+0.67%，分别恢复至 2019 年同期的 145.32%、118.81%、118.19%、145.07%、121.35%。如前文所述，我国自 2023 年初以来，后疫情时代“内循环”率先复苏，国内航线旅客运输规模在 2023 上半年已恢复至 2019 年同期水平。进入 2024 年，伴随国家层面发力拉动国内文旅消费，国内航线需求进一步释放，运量已超出 2019 年同期水平。

国际线：2024 年出入境利好频出，洲内及部分欧洲航线已恢复超 80%，中美航线受制于俄罗斯领空争议仅恢复至 30%。国际线方面，截至 2024 年 9 月，国航、东航、南航、春秋、吉祥的国际 RPK 同比分别+65.46%、+79.04%、+56.54%、+108.77%、+134.29%，分别恢复至 2019 年同期的 88.74%、100.61%、91.53%、70.13%、176.54%。在 2023 年，我国国际航班的恢复已经取得了阶段性进展：自 2023 年 8 月 10 日，文旅部增加第三批出境团队旅游名单以来，中国更进一步积极推进国际航线的恢复，同其他国家之间友好协商，加快国际航班的恢复。目前，多个国家已批准中国旅客免签。2023 年 11 月 14 日，国家主席习近平在美国旧金山斐洛里庄园同美国总统拜登举行中美元首会晤，会议中提出要增加两国直航航班，中美航班恢复正式开始加速。进入 2024 年，年初民航工作会议上，局方制定了年底前国际航线恢复至 2019 年同期 80%水平的目标。在此目标驱动下，2024 年我国国际航班恢复进一步加速，出入境政策利好频出（从年初东南亚“新马泰”及老挝互免签证，自后续对欧洲诸国入境免签，再到 2024 年 11 月对日韩入境免签），当前我国至东南亚、日韩及部分欧洲国家的航班量已超过疫情前 80%。中美航班方面，自 2024 年 3 月 31 日起，经美国交通部批准，中方、美方航司每周各自执飞中美直航班次增至 50 班，即中美双方每周合计执飞 100 班。因俄罗斯领空争议，美方执飞情况不及预期，且部分欧美航司因绕飞问题减班或退出中国市场，导致中美航线恢复缓慢，目前仅恢复至疫情前的 30%。我们认为，后续伴随航权谈判推进，中美航班进一步恢复，我国国际航班量整体有望在 2025 年回归疫情前水平。2024 年底前有望完成局方制定的 80%恢复目标。

表1：中美航班增班情况整理（1 对往返记为 1 班）

时间	中美航班增班进展
2020 年 3 月	“五个一”政策开始实施。
2020 年 6 月	中美定期客运航班服务全部暂停。
2020 年 8 月	中国航司每周运营 8 班（美方航司 8 班，合计 16 班）。
2020 年 11 月	中国航司每周运营 8 班（美方航司 10 班，合计 18 班）。
2023 年 1 月 8 日	中国航司每周运营 8 班（美方航司 12 班，合计 20 班）。

2023 年 5 月 3 日	中国航司每周运营 12 班（美方航司 12 班，合计 24 班）。
2023 年 9 月 1 日	中国航司每周运营 18 班（美方航司 18 班，合计 36 班）。
2023 年 10 月 29 日	中国航司每周运营 24 班（美方航司 24 班，合计 48 班）。
2023 年 11 月 9 日	中国航司每周运营 35 班（美方航司 35 班，合计 70 班）。
2024 年 3 月 31 日	中国航司每周运营 50 班（美方航司 50 班，合计 100 班）。
2024 年 8 月 29 日	美联航增至每周运营 4 班，美方航司进一步用满每周 50 班额度。
2024 年 10 月 24 日	中加航线解除限制令，航班部署恢复至疫情前。
2024 年 11 月 8 日	至 2025 年 6 月，达美航将增至每周运营 17 班，美方航司进一步用满每周 50 班额度。

资料来源：民航局，美国交通部，中国银河证券研究院

表2：中国公民出境团体旅游目的地名单

第一批（2023 年 2 月 6 日起）：20 国	泰国、印度尼西亚、柬埔寨、马尔代夫、斯里兰卡、菲律宾、马来西亚、新加坡、老挝、阿联酋、埃及、肯尼亚、南非、俄罗斯、瑞士、匈牙利、新西兰、斐济、古巴、阿根廷。
第二批（2023 年 3 月 15 日起）：40 国	尼泊尔、文莱、越南、蒙古、伊朗、约旦、坦桑尼亚、纳米比亚、毛里求斯、津巴布韦、乌干达、赞比亚、塞内加尔、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、格鲁吉亚、阿塞拜疆、亚美尼亚、塞尔维亚、克罗地亚、法国、希腊、西班牙、冰岛、阿尔巴尼亚、意大利、丹麦、葡萄牙、斯洛文尼亚、瓦努阿图、汤加、萨摩亚、巴西、智利、乌拉圭、巴拿马、多米尼加、萨尔瓦多、多米尼克、巴哈马。
第三批（2023 年 8 月 10 日起）：78 国	日本、韩国、土耳其、奥地利、德国、英国、捷克、美国、墨西哥、澳大利亚等 78 个热门旅游目的地国家。

资料来源：文化和旅游部，中国银河证券研究院

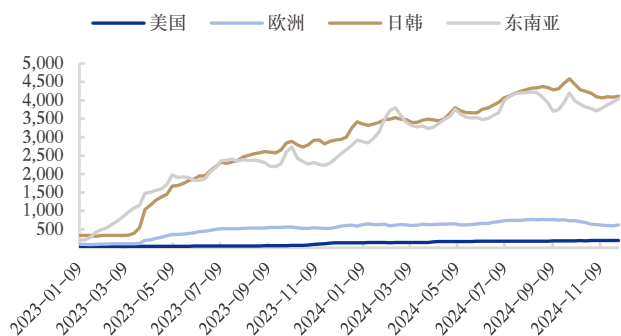
表3：2023 年 11 月至今出入境刺激政策列表整理

时间	事件及政策
2023 年 11 月 15 日	国家主席习近平与美国总统拜登与美国旧金山举行中美会晤，提出“两国增加直航航班”。
2023 年 11 月 17 日	文旅部、外交部、国家移民管理局等召开中国入境旅游政策发布会，提出将进一步优化签证及入境旅游便利化政策。
2023 年 11 月 17 日	国家移民管理局：自 2023 年 11 月 17 日起，我国 72 小时/144 小时过境免签政策适用国家范围增至 54 国。
2023 年 11 月 22 日	中国民航局局长宋志勇与美国大使伯恩斯在北京会谈，就进一步大幅增加中美航班达成一致意见。
2023 年 11 月 24 日	外交部宣布，我国将对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚 6 个国家持普通护照人员实行单方面免签政策。
2023 年 11 月 26 日	马来西亚总理宣布，将从 12 月开始，对中国等国的游客实行 30 天免签入境政策。
2024 年 1 月 11 日	国家移民管理局：外籍人员在北京首都、北京大兴、上海浦东、杭州萧山、厦门高崎、广州白云、深圳宝安、成都天府、西安咸阳等 9 个枢纽机场，24 小时直接过境可免办查验手续。
2024 年 1 月 25 日	我国与新加坡达成互免签证协议：自 2024 年 2 月 9 日起，双方持普通护照人员入境对方国家，若从事旅游、探亲、商务等私人事务不超过 30 天，可实行免签入境。
2024 年 1 月 27 日	我国与泰国达成互免签证协议：自 2024 年 3 月 1 日起，两国永久互免对方公民签证。
2024 年 2 月 7 日	外交部宣布，中国公民自 2024 年 2 月 19 日起，可申请巴西 10 年多次商务、旅游、探亲签证。
2024 年 2 月 26 日	美国交通部发布新命令，自 2024 年 3 月 31 日起，允许中方航司每周执行最多 50 个中美直航客运航班。
2024 年 3 月 7 日	外交部宣布，中方决定扩大免签国家范围，对瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡 6 个国家持普通护照人员试行免签政策。

2024 年 4 月 26 日	中国外交部长王毅与美国国务卿布林肯举行会谈，双方达成 5 点共识，其中提出，将加快落实中美元首旧金山会晤达成的重要共识。
2024 年 4 月 28 日	文旅部提出，加强两岸旅游合作，率先恢复福建到马祖旅游，并在平潭到台湾的海上客运直航复航后，恢复福建居民赴台团队旅游。
2024 年 4 月 28 日	国家移民管理局：自 2024 年 5 月 6 日起，实施若干便利民企入境管理政策措施。
2024 年 5 月 8 日	外交部宣布，中方决定延长对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚、瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡 12 个国家免签政策至 2025 年 12 月 31 日。
2024 年 5 月 11 日	香港特区政府将“个人游”计划扩展至山西太原、内蒙古呼和浩特、黑龙江哈尔滨、西藏拉萨、甘肃兰州、青海西宁、宁夏银川、新疆乌鲁木齐等 8 个城市。
2024 年 5 月 17 日	马来西亚进一步简化中国公民入境措施。
2024 年 6 月 25 日	中国对新西兰、文莱、印度尼西亚等 3 国试行免签政策，这些国家的公民前往中国旅游、商务、探亲等短期停留无需申请签证。
2024 年 7 月 1 日	老挝对中国免签生效。老挝对通过老挝旅游公司组织、持普通护照的中国游客，实施 15 天免签政策。
2024 年 8 月 14 日	中国对巴基斯坦公民免签，巴基斯坦公民前往中国旅游、商务、探亲等短期停留无需申请签证。
2024 年 9 月 25 日	中国对希腊实施免签。
2024 年 10 月 1 日	斯里兰卡对中国等 35 个国家实施免签，以上国家国民可免签入境。
2024 年 10 月 16 日	外籍澳门居民短期赴内地可申请有效期为 5 年、停留期不超过 180 天的多次签证，且申请来华签证免于提交往返机票（火车票、船票）和酒店订单。
2024 年 11 月 8 日	中国对斯洛伐克、挪威、芬兰、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、韩国，持普通护照人员实行免签政策。
2024 年 11 月 30 日	中国对保加利亚、罗马尼亚、克罗地亚、黑山、北马其顿、马耳他、爱沙尼亚、拉脱维亚、日本，持普通护照人员试行免签政策。

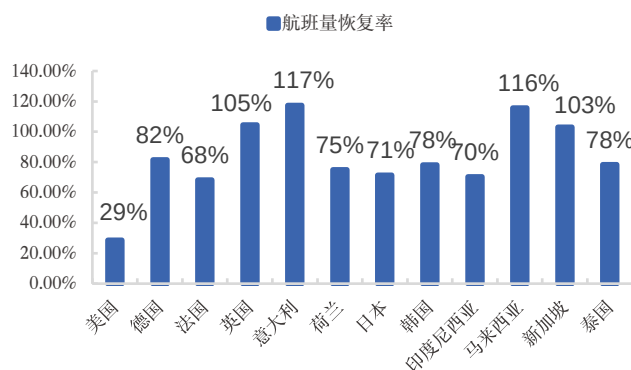
资料来源：文化和旅游部，环球旅讯，中国银河证券研究院

图10：2023.1-2024.12 主要海外区域进出港航班量（单位：架次/周）



资料来源：OAG，中国银河证券研究院

图11：截至 2024.12 主要海外目的地国家进出港航班恢复率



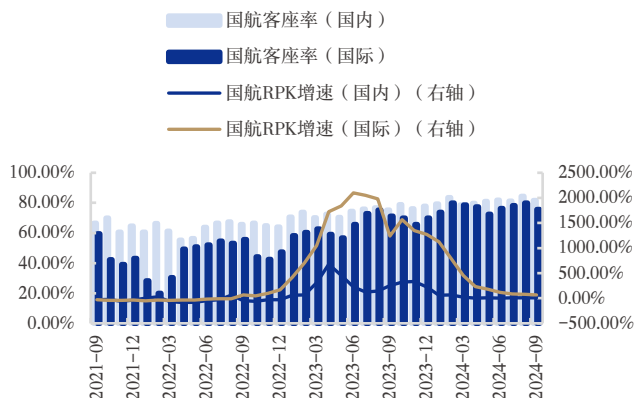
资料来源：OAG，中国银河证券研究院

2024 冬春航季，国内线时刻进一步投放国际线，国际时刻加速放量。新航季国内时刻收紧，国际时刻放量，为后续国际航班进一步增班奠定基础。国内航班总量来看，2024 年冬春航季，49 家国内航司，国内航班周度计划航班量为 95968 班次（包括客、货班次），较 2023 年冬春航季同比-0.71%，较 2019 年冬春航季同比+33%。由此可见，2024 年以来，此前疫情期间转投国内的增量时刻继续有所收紧，重新投至国际，为 2025 年国内航班供给回落至常态化水平进一步奠定基础。

国际及地区航班总量来看，2023 年冬春航季为疫情放开后首次发布国际航班预先飞行计划（疫情期间“五个一”政策下采用灵活时刻调配方式，进入后疫情时代后，2023 年夏秋航季则在民航局

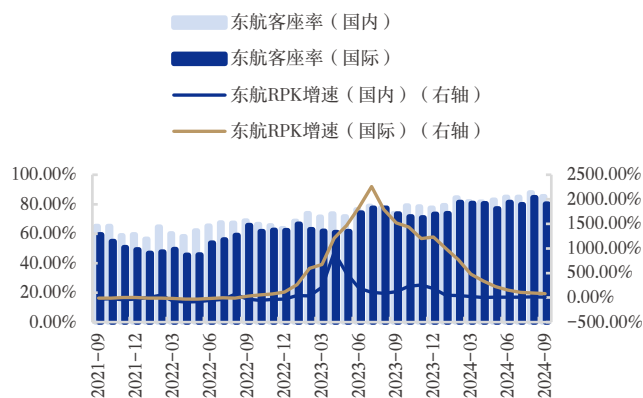
“逐步恢复”的指引下继续采用灵活时刻调配方式，没有对国际航班进行统一的飞行计划安排）。2024 年冬春航季，178 家国内外航司，国际航班周度计划航班量为 19327 班次（包括客、货班次），较 2023 年冬春航季同比+15.87%，恢复至 2019 年冬春航季的 95.69%；2024 年冬春航季，地区航班周度计划航班量为 3124 班次（包括客、货班次），较 2023 年冬春航季同比-12.35%，恢复至 2019 年冬春航季的 80.37%。2024 年，国际及地区时刻总量继续加速放量，进一步逼近 2019 年同期。

图12：国航国内及国际 RPK 增速及客座率对比



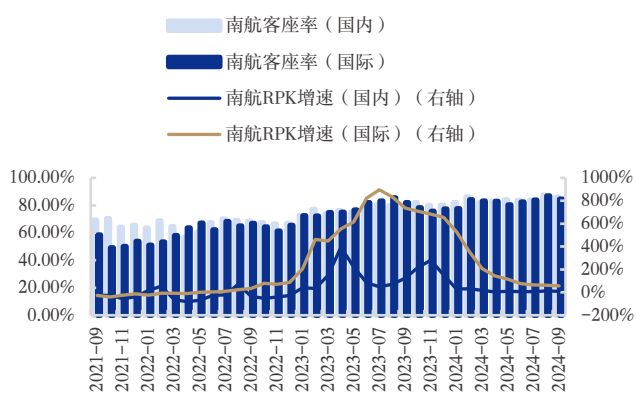
资料来源：中国国航公告，wind，中国银河证券研究院

图13：东航国内及国际 RPK 增速及客座率对比



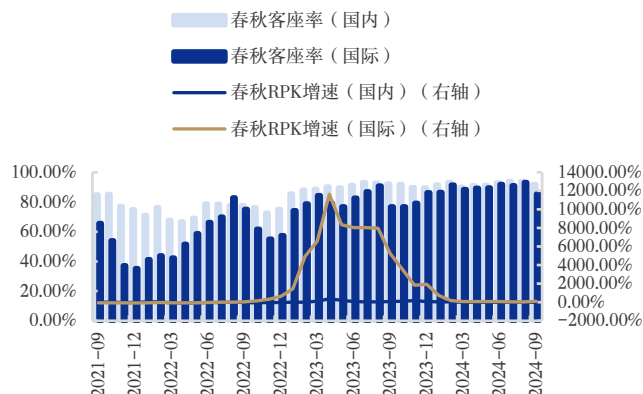
资料来源：中国东航公告，wind，中国银河证券研究院

图14：南航国内及国际 RPK 增速及客座率对比



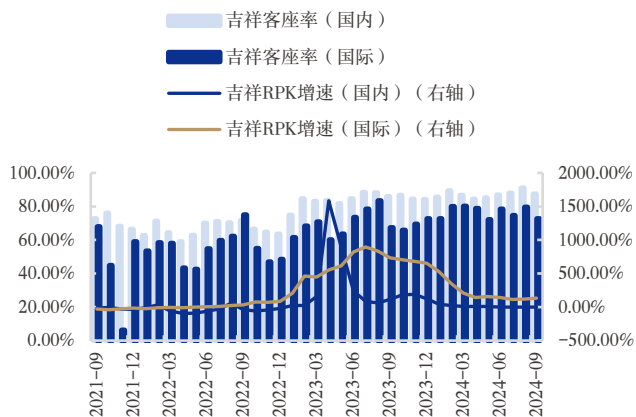
资料来源：南方航空公告，wind，中国银河证券研究院

图15：春秋国内及国际 RPK 增速及客座率对比



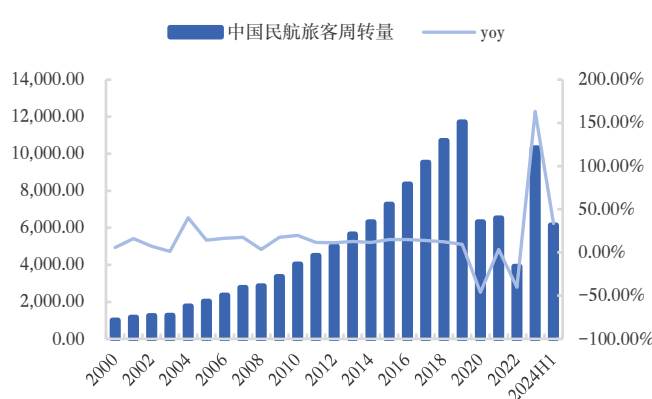
资料来源：春秋航空公告，wind，中国银河证券研究院

图16：吉祥国内及国际 RPK 增速及客座率对比



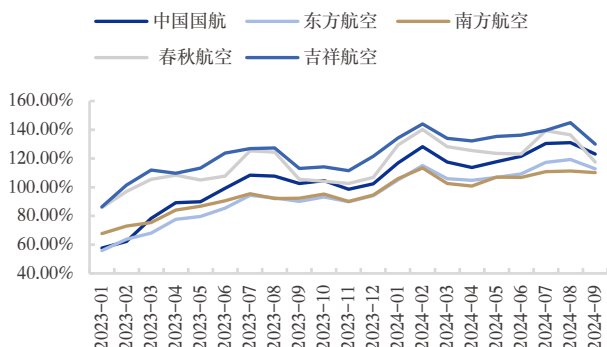
资料来源：吉祥航空公告，wind，中国银河证券研究院

图17：历年民航旅客周转量（单位：亿人公里）



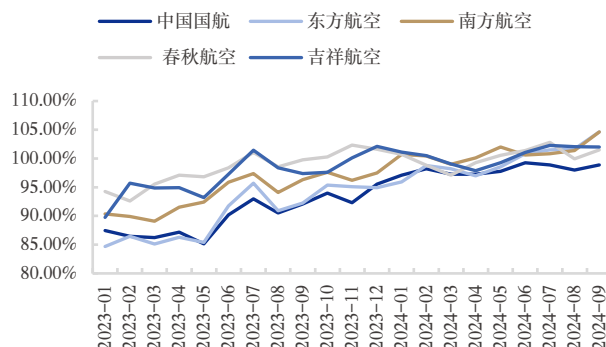
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图18: 各航司 RPK 恢复情况



资料来源: 各公司公告, wind, 中国银河证券研究院

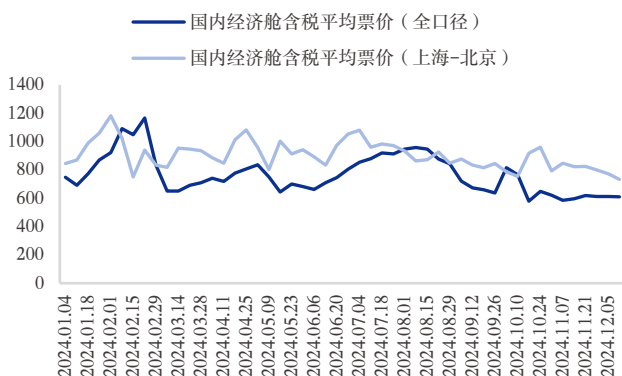
图19: 各航司客座率恢复情况



资料来源: 各公司公告, wind, 中国银河证券研究院

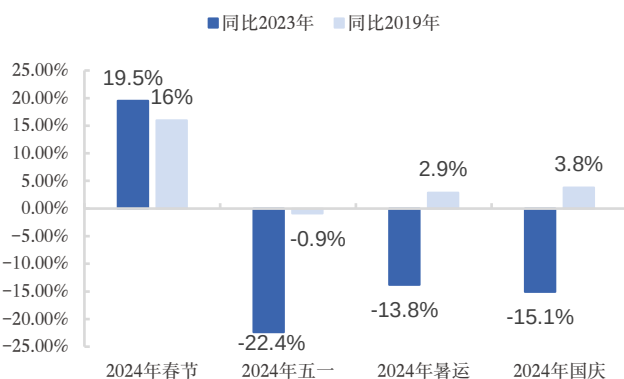
票价: 出行消费结构变化叠加客座率考核增加, 2024 年机票价格承压。从票价表现来看, 2024 年春节假期、五一假期、暑假假期、国庆假期, 我国民航国内经济舱平均票价 (含油) 分别为 1011 元、807.4 元、904 元、845 元, 较 2023 年同比分别+19.5%、-22.4%、-13.8%、-15.1%, 较 2019 年同比分别+16%、-0.9%、+2.9%、+3.8%。2024 春运因“超长假期”探亲及旅游需求超预期放量, 行业票价呈现显著同比上涨, 而五一、暑运、国庆等旺季, 票价则同比低于 2023 年同期高基数, 五一受台风影响甚至票价低于 2019 年同期。2024 年整体来看, 年初以来, 因国内居民购买力相对疲弱, 带来出行消费需求结构较前有所变化调整, 叠加 2024 年我国航司客座率考核比重增加, 航司强化追求客座率修复, 对票价水平构成了一定程度的压制。展望 2025 年, 我们认为伴随“924”一揽子政策出台拉动内需, 出行需求释放推动供需格局优化, 叠加票价市场化改革不断推进下, 票价上限不断打开, 航空出行有望迎来量价齐升局面, 整体票价水平有望突破高位, 进一步增厚航司利润。

图20: 2024.1.1-2024.12.12 国内经济舱平均票价水平 (单位: 元)



资料来源: 航班管家, 中国银河证券研究院

图21: 2024 年我国民航国内经济舱平均票价同比变动情况



资料来源: 航班管家, 中国银河证券研究院

（二）供给：机队扩张放缓趋势继续，飞行小时数基本恢复至 2019 年

“十四五”期间我国主要航司飞机引进速度放缓至 3%，空客波音产能瓶颈下，运力扩张放缓趋势或将持续。2023 年/2024 年，“三大航”来看，国航、南航、东航计划飞机净引进数量分别为 8 架/33 架、58 架/55 架、22 架/27 架。即过去 5 年中（2019-2024 年），国航、南航、东航的飞机净引进复合增速 CAGR 分别为+2.81%、+3.16%、+2.72%；相较上一个 5 年（2014-2019 年），国航、南航、东航的飞机净引进 CAGR 分别为+5.30%、+7.09%、+7.02%，当前即“十四五”期间，

我国航司飞机引进速度有显著放缓。这主要与疫后波音、空客产能恢复缓慢，飞机交付仍处于较低水平有一定关系。疫情爆发期间，因：1) 航空出行需求触底，航司相继推迟新机交付，订单需求大幅下滑，销售端压力之下，导致飞机制造厂商大量裁员以削减成本；2) 飞机制造商上游原材料及零部件生产停摆，产品无法及时交付等原因，飞机制造供应链显著受损，面临劳动力短缺、零部件供应短缺的瓶颈，空客、波音的飞机交付能力持续处于恢复通道中。2023 年，空客/波音的月均飞机交付量分别为 62 架/44 架，为 2018 年同期水平（67 架/67 架）的 92%/66%，产能较前有进一步恢复，但仍与 2018 年水平有差距；进入 2024 年，疫情影响消除，但因飞机制造供应链紧张问题仍存在，波音、空客的飞机交付能力仍未恢复至疫情前水平。此外，当前国际航线排班量不及预期，也进一步压制航司本身的飞机引进特别是宽体机引进意愿。我们认为，中短期内航司运力扩张或持续处于缓慢节奏。

表4：各航司机队规模计划（单位：架）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	19-23 年均增速	23-26 年均增速
中国国航	818	833	875	889	901	934	958	1013	2.40%	4.00%
东方航空	723	725	752	775	782	823	834	868	2.00%	3.50%
南方航空	848	851	862	879	891	928	945	955	1.20%	2.30%
春秋航空	93	102	113	116	121	129	141	155	6.80%	8.60%
吉祥航空	96	98	110	110	117	129	130	136	5.10%	5.10%
合计运营客机数	2578	2609	2712	2769	2812	2943	3008	3127	2.20%	3.60%
合计净增长	115	31	103	57	43	131	65	119	-	-
yoy	4.70%	1.20%	3.90%	2.10%	1.60%	4.70%	2.20%	4.00%	-	-

资料来源：各公司公告，Wind，中国银河证券研究院（注：仅统计公司客机规模，不含货机及公务机；国航机队规模统计包含山航）

表5：波音、空客民用飞机订单及交付情况（单位：架）

	波音			空客		
	交付量	净新增订单量	储备订单量	交付量	净新增订单量	储备订单量
2011 年	477	805	3771	534	1419	4437
2012 年	601	1203	4373	588	833	4682
2013 年	648	1355	5080	626	1619	5559
2014 年	723	1432	5789	629	1456	6386
2015 年	762	768	5795	635	1080	6831
2016 年	748	668	5715	688	731	6874
2017 年	763	834	5786	718	1109	7265
2018 年	806	893	5873	800	747	7577
2019 年	380	54	5406	863	768	7482
2020 年	157	-471	4055	566	268	7184
2021 年	340	479	4250	611	507	7082
2022 年	480	774	4578	661	820	7239
2023 年	528	1314	5626	735	2094	8589

资料来源：波音官网，空客官网，中国银河证券研究院

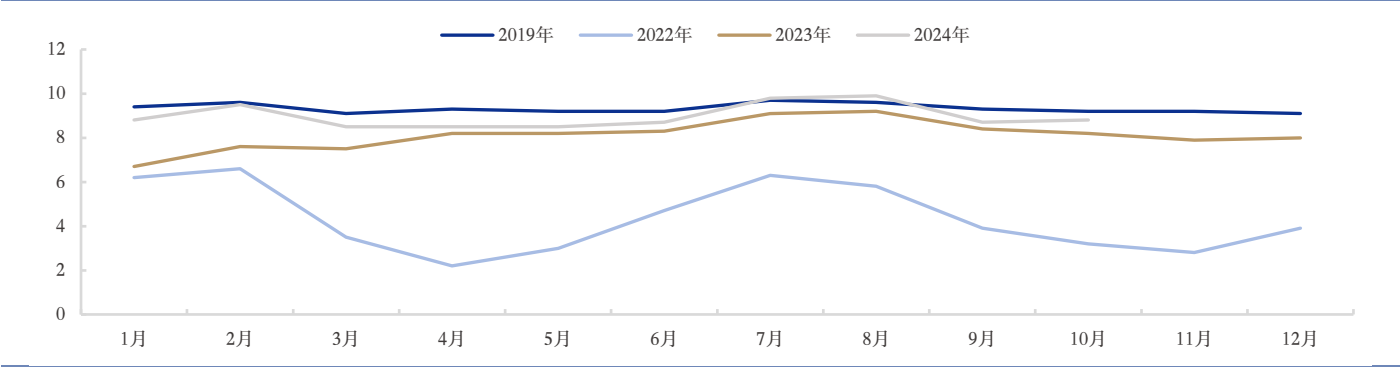
表6：主要民用机型发动机型号及 OEM

波音			空客		
机型	发动机	发动机 OEM	机型	发动机	发动机 OEM
B737-200	JT8D	PW	A318	CFM56	CFM
B737-300/400/500	CFM56	CFM		PW6000	PW
B737NG	CFM56	CFM	A319/A320/A321	CFM56	CFM
B737MAX	Leap	CFM		V2500	IAE
B747-100	RB211	R&R	A319neo/A320neo/A321	Leap	CFM
B747-200/300	CF6	GE	A330	PW1100G	PW
B747-400	CF6	GE		CF6	GE
B747-8	GEnx	GE		PW4000	PW
B757	RB211	R&R		Trent 7000	R&R
B757-200/300	CF6	GE	A330neo	Trent 7000	R&R
B767	CF6	GE	A340-200/300	CFM56	CFM
B777-300ER	GE90-115	GE	A340-500/600	Trent 500	R&R
B777X	GE9X	GE	A350	Trent XWB	R&R
B787	GEnx	GE	A380	GP7200	EA
	Trent 1000	R&R		Trent 900	R&R

资料来源：波音官网，空客官网，中国银河证券研究院

2024 年 1-10 月，我国民航飞机日利用率累计为 9.0 小时/日，较 2023 年同期（8.1 小时/日）同比+11.1%，已恢复至 2019 年同期（9.4 小时/日）的 95.74%。由此可见，2024 年初以来，在需求端催化拉动下，国际航线航班量加速恢复，我国机队飞行小时进一步增长，飞机日利用率已超出 2023 年同期水平，并基本与 2019 年同期持平。由此可见，2024 年以来，我国航司飞行小时数已基本接近 2019 年同期水平。此前受疫情影响，因航线排班未充分恢复，航司存在运力闲置问题，机队产能利用效率位于低位。特别是因国际航线恢复缓慢，大量宽体机转投国内而导致飞行小时数低下，而国内航线也因而存在运力过剩问题，进一步带来机队利用效率低下。2024 年，现有运力闲置部分进一步投入生产，成为有效运力供给。同时基于前文所述，当前航司机队扩张步伐放缓，现有运力利用效率的提升将带来供给端进一步结构优化。

图22：2019-2024 年中国民航飞机日利用率对比（单位：小时/日）



资料来源：中国民航局，中国银河证券研究院

预计 2025 年行业供需差至少达 2 个点。基于 2024 年机队规模及飞机日利用率的同比增长节奏，我们假设 2025 年行业整体运力供给水平进一步恢复至 2019 年同期的 114%，即同比增长幅度约 4.59%。而综合前文需求章节所述，考虑到 2024 年底一揽子政策出台后，行业需求有望在当前低基数水平上呈现显著边际提振，国内线进一步增长的同时，国际线或继续加速恢复，对标 2024

年 10 月我国民航业国际线 RPK 恢复率为 93.88%，保守假设 2025 年国际线恢复至 95%。测算得 2025 年行业整体需求同比增长幅度约 6.34%，高于整体供给同比增速。而叠加考虑 2025 年一揽子政策的需求拉动效应进一步释放，国际线需求恢复程度有望达到较 95%更高的水平，即行业整体需求增速大概率不低于 6.34%。2025 年行业供需差或至少达到近 2 个点的水平。

表7：2025 年我国航空业供需分拆测算

	较 2019 年恢复率					yoy
	2022 年	2023 年	2024 年 1-10 月	2024E	2025E	2025E
国内线需求	44.65%	106.50%	120.82%	120.00%	126%	5.00%
国际（及地区）线需求	3.45%	39.57%	83.32%	85.50%	95%	11.11%
整体需求	33.04%	87.64%	110.25%	110.28%	117.26%	6.34%
整体供给	41.30%	93.63%	110.42%	109%	114%	4.59%
2025 年供需差	-	-	-	-	-	1.75%

资料来源：中国民航局，中国银河证券研究院

（三）油价及汇率：油价或迎进一步中枢下行，人民币汇率有望企稳向好

油价或迎进一步中枢下行。油价层面，2024 年以来，布伦特原油价格整体呈现先涨后跌态势。2024 年 Q1，油价有所回升，在 85 美元/桶附近波动，而 2024 年 5 月以来原油价格开始下跌。截至 2024 年 11 月 29 日，布伦特原油价格报收 71.84 美元/桶，较 2023 年同比-13.32%，较 2019 年同比+18.76%。当前油价水平较 2019 年同期仍处于高位，但较 2023 年有了显著的同比下降。2024 年内油价的下降已部分缓解了航空公司的成本压力，为各航司实现扭亏为盈带来重要贡献。根据各航司 2024H1 半年报披露，若耗油量不变，航油价格每上涨 5%，中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空的营业成本将分别上升 13.57 亿元、11.65 亿元、13.94 亿元、1.55 亿元、1.33 亿元。展望未来，根据银河宏观团队 2025 年宏观经济展望，考虑到 2025 年美国可能增产原油，而 OPEC 国家难以进一步大幅减产，可能导致 2025 年原油供给宽松；同时全球需求或相对缺乏支撑。因此我们认为，未来国际油价或存在进一步中枢下行的潜力，航司成本压力有望进一步缓解。

人民币汇率有望企稳向好。汇率层面，2024 年初以来，人民币兑美元汇率经过几轮下跌，在底部位置保持相对稳定。截至 2024 年 11 月 29 日，人民币兑美元价格报收 7.19，较 2023 年同比升值 1.19%，较 2019 年同比升值 2.25%。根据各航司 2024H1 半年报披露，若其他风险变量不变，人民币兑美元汇率升值 1%，中国国航、中国东航、南方航空、春秋航空、吉祥航空的净利润将分别增加 2.27 亿元、2.83 亿元、3.22 亿元、0.0044 亿元、0.57 亿元。其中春秋航空通过持有足够量级以货币资金为主的美元金融资产以及签署远期外汇合约等方式来控制外汇风险，受外汇变化冲击较小。根据银河宏观团队 2025 年宏观经济展望，2025 年美元兑人民币汇率或围绕 7.3 中枢，在 7.1-7.5 间保持双向波动。美国加征关税实质性落地前，人民币或在 7.1-7.3 区间保持较大弹性波动。

表8：各航司油价敏感性（油价敏感性定义：布伦特原油价格每上涨 5%，航司营业成本的增加额）（单位：亿元）

	中国国航	东方航空	南方航空	春秋航空	吉祥航空
2020 年	7.4	6.9	9.4	1.2	0.8
2021 年	10.4	10.3	12.8	1.7	1.3
2022 年	11.4	11.1	16.3	2.0	1.3
2023 年	23.4	20.6	26.0	2.8	2.4
2024 年 H1	13.57	11.65	13.94	1.55	1.33

资料来源：Wind，各公司年报，中国银河证券研究院

表9：各航司汇率敏感性（汇率敏感性定义：美元兑离岸人民币汇率每上涨 1%，航司汇兑损失的增加额）（单位：万元）

	中国国航	东方航空	南方航空	春秋航空	吉祥航空
2020 年	35702	26600	36700	652	771
2021 年	31678	22200	32200	962	9335
2022 年	27396	24200	29300	8	8600
2023 年	22900	29700	32000	18	8000
2024 年 H1	22700	28300	32200	44	5658

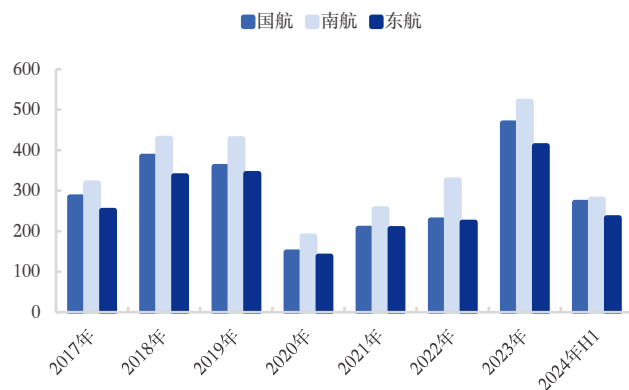
资料来源：Wind，各公司年报，中国银河证券研究院

图23：2019-2024 年布伦特原油价格（美元/桶）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图24：2017-2024H1 三大航燃油成本（亿元）



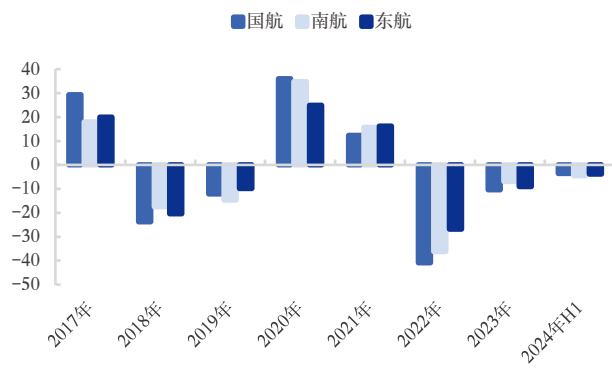
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图25：2019-2024 年 H1 美元兑离岸人民币汇率



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图26：2017-2024H1 三大航汇兑损益（亿元）



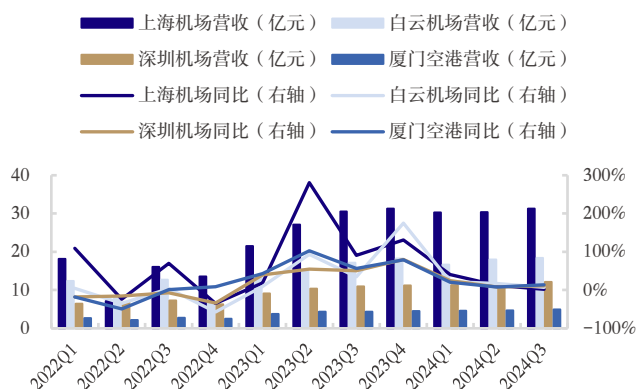
资料来源：wind，中国银河证券研究院

三、机场：国际线及客单价修复为未来主要看点

2024 年，上市机场盈利继续扩大。2024Q1-Q3，上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港共 4 家上市公司合计实现营收 193.76 亿元，同比增长 15.22%；4 家机场合计实现归母净利润 25.69 亿元，较 2023 年同期（12.03 亿元）继续保持盈利，合计盈利规模同比净增长 13.66 亿元。分公司看，2024Q1-Q3，上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港分别实现营收 91.90 亿元、53.0 亿元、34.65 亿元、14.21 亿元，同比分别增长+16.04%、+15.04%、+13.87%、+13.95%；分别实现归母净利润 12.02 亿元、6.68 亿元、3.28 亿元、3.71 亿元，前三季度主要上市机场均继续实现盈利，

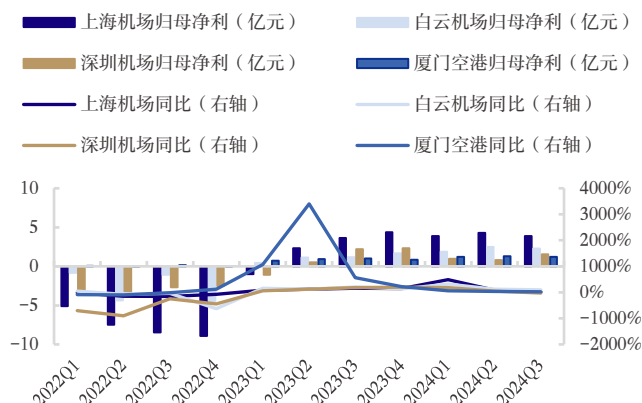
盈利同比净增长 7.05 亿元、3.94 亿元、1.64 亿元、1.03 亿元。从 2024 前三季度公司业绩来看，伴随我国经济进一步恢复，民众出行需求加速释放，国际线客流进一步恢复，拉动四家上市机场的盈利水平继续增长。

图27：各上市机场营业收入



资料来源：各公司公告，wind，中国银河证券研究院

图28：各上市机场归母净利润



资料来源：各公司公告，wind，中国银河证券研究院

当前市场预期底线明确，低位布局机场正当时。其中航空性业务收入主要挂钩起降飞机架次，而非航空性业务收入主要挂钩机场内免税店租金。疫情期间，机场业务遭到巨大冲击，旅客吞吐量显著下滑，航空性收入直接受到影响，而非航空性业务收入由于免税店客源缺失普遍闭店而表现欠佳。随着 2023 年以来进入后疫情时代，国内行政限制的解除，国内航班量已于 2023 年中恢复至疫情前水平，而国际线尚处于复苏通道。随着国际客流的回归，国内航司国际航线将逐渐恢复，机场业绩有望迎来反弹。免税业务方面，疫情期间国际旅客量断崖下滑，部分机场免税运营商转至线上销售，叠加离岛与市内渠道政策频出，多种新渠道的崛起以及与运营商合同重签预期使得市场对机场渠道的重要性预期降至冰点。而自 2023 年出入境放开后至今，机场免税业面临一定竞争，但跨境游供应链持续修复有望带动机场免税渠道加速回暖，预计增量大于流出量。随国人出境客流逐步增长，免税市场成长空间扩大。短期看，未来机场免税客单表现值得关注。中长期看，机场免税品类结构改善，以及免税商实力的提升，将拉动客单价进一步提升。国际旅客的恢复将带动机场免税商业业态整体活力恢复，白云机场等国际枢纽机场旅客吞吐量恢复趋势相对明确，免税销售规模确定性强，机场未来可期，整体业绩与估值有望进一步修复。而当前市场对复苏进度以及机场免税渠道重要性预期尚处于较低水平，具备显著的中长期配置价值。四季度作为航空传统淡季，市场预期已经足够低，我们认为机场布局正当时。

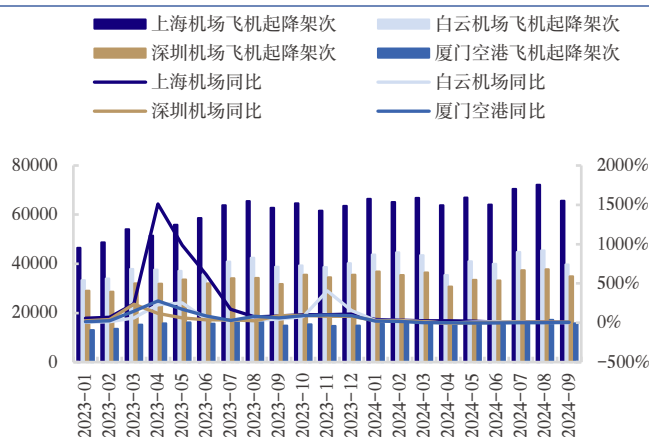
（一）航空性业务：保障能力显著修复，国际客流加速回归

2024 年以来，国际航线客流加速修复。根据航班管家平台数据，2024 年第 48 周（2024.11.25-12.01），全行业执行国际及地区航班量（口径包括中外航司）共计 11779 架次，恢复至 2019 年的 76.50%，进一步接近 2024 年初民航工作会议上，民航局预计 2024 年国际航班恢复至 2019 年 80% 的目标。2024 年初至今的行业需求表现来看，如前航空章节所述，国际航线经过此前一年的缓慢恢复，2024 年迎来出入境政策高频利好，进入加速恢复通道，当前东南亚、日韩及部分欧洲国家国际航班量已超出 2019 年同期的 80%。仅中美航线受制于俄罗斯领空争议，航权谈判进展受阻，仅恢复至 2019 年同期的 30%。整体来看，国际线恢复趋势向好。而国际客流的加速回归也带动了机场免税商业及国际有税商业客流回归，商业区业态重新焕发活力。

2024 年 1-10 月，四大上市机场（上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港）起降架次合计 160.86 万架次，同比增长 12.88%。旅客吞吐量为 24167.21 万人，同比增长 24.16%；由此可见，从趋势来看，航空出行需求总览稳步提升，疫情带来的冲击逐渐修复。旅客吞吐量恢复情况来看，

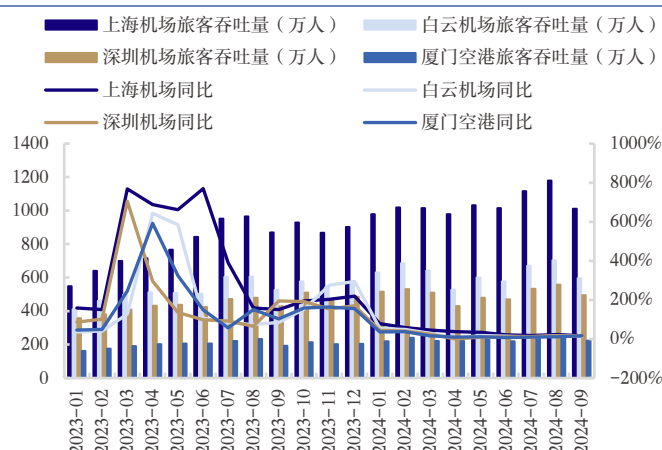
截至 2024 年 10 月，上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港的国内旅客吞吐量分别恢复至 2019 年同期的 123.46%、114.15%、126.83%、104.41%，国际及地区旅客吞吐量分别恢复至 2019 年同期的 88.63%、86.72%、90.60%、109.02%。由此可见，因 2024 年客座率上修，各大机场旅客量同比恢复速度进一步加快。年初至今各主要机场的国际客流量均已累计超过 2019 年同期的 80%。

图29：上市机场起降架次（单位：架次）



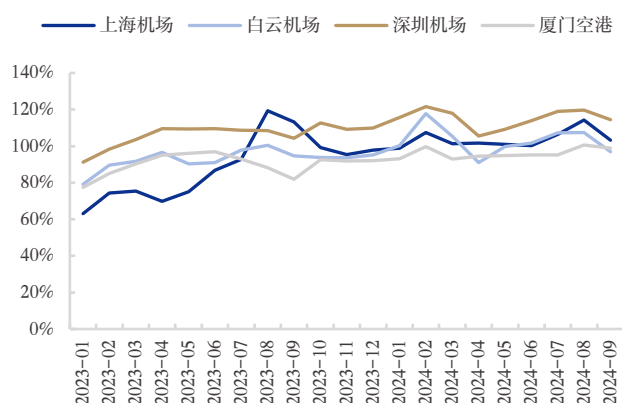
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图30：上市机场旅客吞吐量



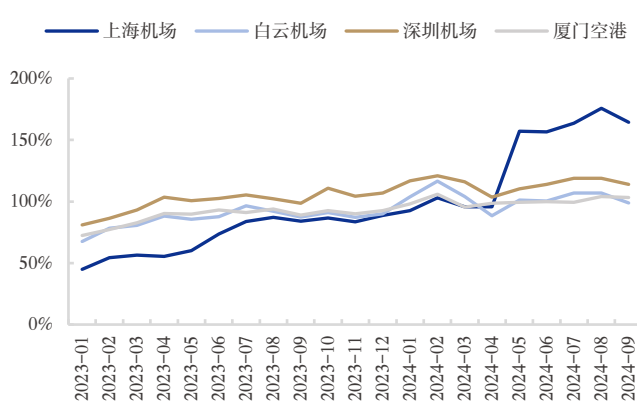
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图31：上市机场起降架次较 2019 年恢复率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图32：上市机场旅客吞吐量较 2019 年恢复率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

24 冬春航季各机场航班量进一步增长，机场保障能力继续恢复。机场 24 年冬春时刻表方面，同 19 年同期的航班周计划航班量相比，上海浦东增长 7.62%，首都机场较 19 年同期下降 25.29%；白云机场、深圳机场 24 冬春航季年较 19 年冬春航季分别增长 9.42%、14.72%。除首都机场由于大兴机场分流受到影响外，各上市机场 24 年冬春航季周计划航班量均较 19 年同期有所增加。未来我国枢纽机场旅客吞吐量恢复前景明确。

表10：前十大机场总时刻量同比增速（单位：架次）

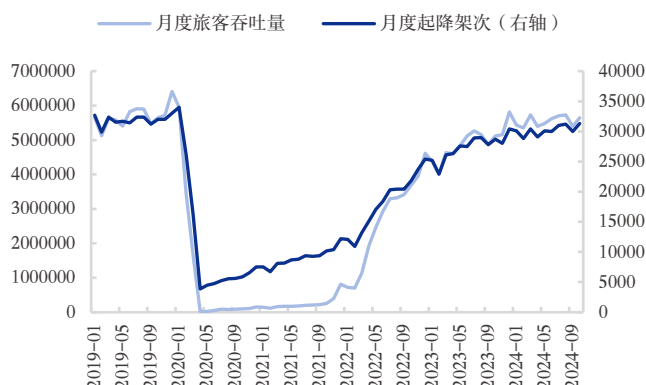
机场	2019 冬春周航班量	2023 冬春周航班量	2024 冬春周航班量	24/19 同比	24/23 同比
上海浦东	9310	10131	10019	7.62%	-11.10%
广州白云	9688	10717	10601	9.42%	-10.80%
深圳宝安	7121	8222	8169	14.72%	-6.40%
北京首都	11253	8382	8407	-25.29%	0.30%
成都天府	-	8567	8592	-	0.29%
昆明长水	7382	7836	7790	5.53%	-0.59%

西安咸阳	6938	7127	7117	2.58%	-0.14%
杭州萧山	5417	6314	6281	15.95%	-0.52%
重庆江北	6304	6904	6917	9.72%	0.19%
北京大兴	1952	6895	6765	246.57%	-1.89%

资料来源: pre-flight, 中国银河证券研究院

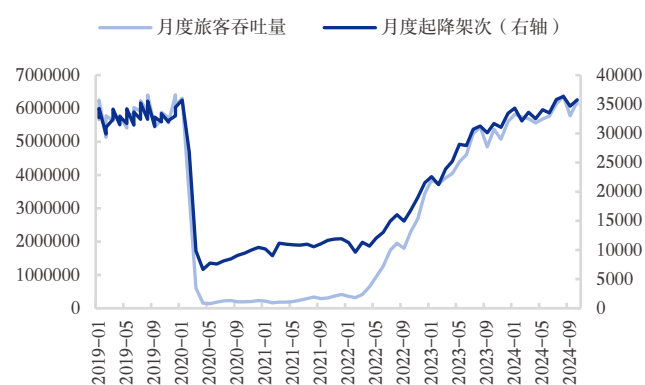
参考国际机场复苏进程,我国机场国际客流加速修复前景明确。法国戴高乐机场、美国洛杉矶机场、新加坡樟宜机场和韩国仁川机场疫情解除以来旅客吞吐量和飞机起降架次的变化有所不同,呈现出了欧美模式和亚洲模式两种不同的趋势。从疫情期间的情况来看,欧美国家 2021 年 3、4 月份左右已逐步解除疫情管控,而东亚、东南亚国家于 2022 年 3 月起开始逐步解除疫情管控。由于疫情应对政策和解除疫情管控的时间不同,欧美国家的机场恢复趋势同亚洲国家相比存在明显的差异。欧美机场恢复过程一波三折,主要系其他国家疫情解除管控晚,欧美机场国际旅客恢复速度慢,叠加变种病毒的周期性爆发冲击。而亚洲机场恢复稳定,虽然有所波动但整体趋势不变。而中国于 2023 年初以来进入后疫情时代,此时世界各国管控均已解除,未来疫情大规模复发可能性小,因此国内机场恢复趋势更类似于亚洲模式。对标仁川机场和樟宜机场,其疫情解除管控后半年内快速恢复,目前航班保障能力已回归疫情前同期水平。目前国内机场国际线处于加速恢复通道,已恢复至 19 年的八成左右,预计年底前有望实现民航局年初制定的 80% 恢复目标。参考国外机场的恢复趋势,我们认为 2025 年机场国际线或进一步恢复至疫情前。

图33: 樟宜机场旅客量(单位:人)及起降架次(单位:架次)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图34: 仁川机场旅客量(单位:人)及起降架次(单位:架次)



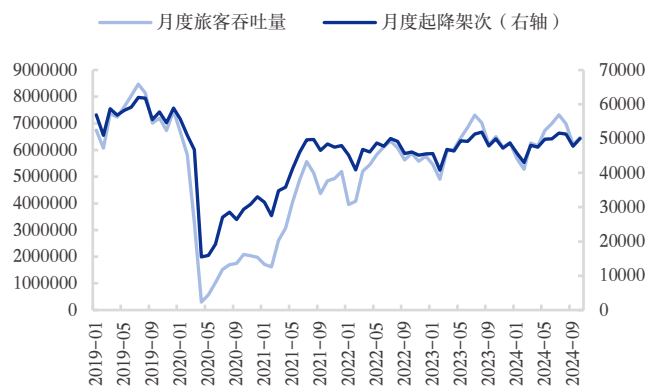
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图35: 戴高乐机场旅客量(单位:人)及起降架次(单位:架次)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图36: 洛杉矶机场旅客量(单位:人)及起降架次(单位:架次)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（二）免税商业：机场免税恢复空间大，关注客单价修复情况

机场免税短期难以回归疫情前高位，新合同框架下期待客单价回升。叠加离岛与市内渠道政策频出，多种新渠道的崛起以及与运营商合同重签预期使得市场对机场渠道的重要性预期降至冰点。而 23 年出入境放开后，机场免税业面临一定竞争，但跨境游供应链持续修复有望带动机场免税渠道加速回暖，预计增量大于流出量。随国人出境客流逐步增长，免税市场成长空间扩大。短期看，下半年机场免税客单表现值得关注。中长期看，机场免税品类结构改善，以及免税商实力的提升，将带动客单进一步提升。国际旅客的恢复将带动机场免税商业业态整体活力恢复，白云机场等国际枢纽机场旅客吞吐量恢复趋势相对明确，免税销售规模确定性强，机场未来可期，整体业绩与估值有望进一步修复。而当前市场对复苏进度以及机场免税渠道重要性预期尚处于较低水平，具备显著的中长期配置价值。

表11：我国主要机场免税业务经营情况整理

机场名称	位置	面积（m²）	总面积（m²）	经营起始时间	运营方	扣点率
上海浦东	T1 航站楼	3286	16915	2019.1（进境新店）	日上上海 （中免持股 51%）	18%-36%
	T2 航站楼	4567		2019.9		
	S1/S2 卫星厅	9062				
上海虹桥	T1 航站楼进境店	1534	2080	2019.1（进境新店）	日上上海 （中免持股 51%）	18%-36%
	T1 航站楼出境店	546				
北京首都	T2 航站楼	3603	15003	2018.2	T2：中免公司	18%-36%
	T3 航站楼	11400			T3：日上中国（中免持股 51%）	
北京大兴	烟酒类	1666	5133	2019.11	中免公司	49%
	精品类	3467				20%
	香化类					46%
广州白云	T1 航站楼进境店	400	6845	2018.2	中免公司	42%
	T1 航站楼出境店	1777		2008.4		23%
	T2 航站楼进境店	1124		2018.4		42%
	T2 航站楼出境店	3544				35%
深圳宝安	T3 航站楼出境店	1819	2196	2013.12	深免集团	24%
	T3 航站楼进境店	377		2017.12		30%

资料来源：上海机场、北京首都机场、白云机场、深圳机场公告，中国银河证券研究院

疫情下，全球多个机场与免税商在租金、提成方面达成新的共识。从合同变更看，我国枢纽机场对免税商的补助措施与国际同行相比并无本质差别。参考海内外机场疫情后与免税商协议的调整情况，机场对免税商的补助措施主要有：直接减免保底租金、取消保底租金改为按销售额比例收取租金、允许免税商灵活调整营业时间和营业面积、调整协议期限、将租金与客流量挂钩等，当然，多数情况下，机场会受到来自政府的资金补助。国内三大枢纽机场(上海、首都、白云)也进行了协议修改，权责基本平衡。不过补助政策只是暂时的，模式的转变会以客流量为依据，当客流恢复预测客流时，合同也会再次变更，其中北上广三地机场就有所调整。

表12：2021 年以来上海、北京、广州三地免税补充协议整理

机场	补充协议	内容
上海机场	21 年补充协议	1、当月国际客流>2019 年月均实际国际客流×80%时，月实收费用等于月保底销售提成； 当月国际客流≤2019 年月均实际国际客流×80%时，月实收费用等于月实际销售提成。

		2、综合销售提成比例为 42.5%，其中香化、烟酒、食品的销售提成比例为 45%，百货的销售提成比例为 25%。
	23 年补充协议	1、月实收费用采取月保底销售提成和月实际销售提成两者取高的模式： 如月保底销售提成≤月实际销售提成，月实收费用=月实际销售提成 如月保底销售提成>月实际销售提成，月实收费用=月保底销售提成 2、如月实际客流量>2023 年第三季度月均客流量的 80%，浦东机场、虹桥机场的月保底销售提成分别为 52,454,562 元、6,473,493 元；如月实际客流量≤2023 年第三季度月均客流量的 80%，月保底销售提成=面积单价×乙方实际经营面积×(月实际客流量÷2023 年第三季度月均客流量的 80%)×调节系数。 3、月实际销售提成为香化、烟、酒、百货、食品 5 个品类所对应的各月品类销售提成的总和。品类提成比例按 18%-36%不同情形取值。
首都机场	21 年补充协议	公司应付首都机场第三合同年（2020 年 2 月 11 日至 2021 年 2 月 10 日）经营费为人民币 282,586,786.80 元。由于上年费用已计提，因此该补充协议对 2021 年利润有所增厚，公司在 2021 年三季报披露本次签订补充协议共计对归属于上市公司股东净利润的影响金额为 11.4 亿元。
	23 年补充协议	各方同意原合同项下经营费及计费相关的客流量、经营面积均合并计算，年度经营费=max{年保底经营费，年实际销售额提成}。 1、年保底经营费=5.58 亿元。若年实际客流量≤960 万人次（首都机场国际区年客流量），则年保底经营费=5.58 亿元*年实际客流量/960 万人次×调节系数。（调节系数不高于 1，由各方根据实际情况协商；客流量指国际及港澳台地区客流量）。 2、销售额提成各品类销售额提成比例为 18%-36%，实现月销售提成目标后，就超过月销售提成目标部分所对应的销售额采取更加灵活的调节机制计取销售提成。
白云机场	22 年补充协议	根据《补充协议》，公司确认 2020 年全年免税租金收入约 2.96 亿元，2021 年的免税租金收入约 1.23 亿元，与公司当年确认收入金额不存在重大差异；2022 年及其后年度免税租金收入的实现很大程度上取决于疫情的进展及白云机场国际航线客流的恢复情况，具有不确定性。

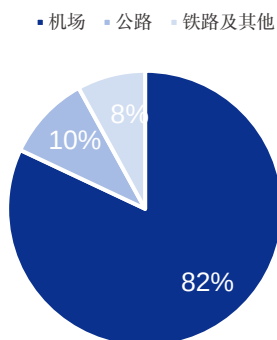
资料来源：上海机场、北京首都机场、白云机场公告，中国银河证券研究院

目前全球免税零售业主要由三种方式呈现:市区免税店、出入境口岸免税店、离岛免税店。目前世界上仅在中国海南岛、日本冲绳岛、韩国济州岛和中国台湾金门马祖四个地区设立离岛免税店，因此机场等口岸出入境免税店以及市区免税店为全球免税行业的主要经营形态。这也导致全球主要国际枢纽机场免税销售额大幅下滑，全球免税和旅游零售销售额在 2020 年降至 455.1 亿美元，同比下降 47.33%，机场议价的空间和能力不断被削弱。

疫后以来全球免税加速回暖，助力机场企业复苏。全球免税零售巨头 Avolta(Dufry)业绩持续增长。当前，全球旅游市场复苏带动免税零售加速回暖。2023Dufry 新增公路渠道占比，拓宽公司消费场景，一定程度上减轻机场流量和经营条款限制风险。2023H1Dufry 免税、有税、餐饮业务收入占比分别为 38%、31%、31%，餐饮类份额显著上升原因为与跨国餐饮集团 Autogrill 合并，餐饮业务为其营收半壁江山。近期 Avolta 赢得 Aena 西班牙各地的所有投标，将在其旗下 21 个机场运营零售和混合餐饮零售，合同为期 12 年，占地 6 万平方米，每年为超 1.32 亿名乘客提供服务，进一步夯实旅游零售和餐饮服务的业态组合。此外 Avolta=不断加大亚太地区战略布局，挖掘新兴奢侈品消费市场的极佳潜力。2023 年 2 月 24 日，Avolta 在中国的首家香氛集合店“香舍”入驻重庆江北国际机场，是 Avolta 首次在江北国际机场航站楼陆侧开设店面，将客户群体从单一的航空旅客拓展到送机人群和机场职工等更丰富的非航空旅客群体。另外，2023 年 4 月第三届中国国际消费博览会上，Avolta 首席执行官 Xavier Rossinyol 曾赴海南海口考察，又前往杭州同阿里巴巴商谈深化数字化合作，引入更多全球免税商品，完善进口零售供应链条、加强各方面业务合作，对亚

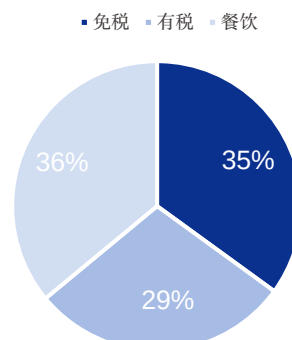
太地区部署的逐步深入，未来发展前景一片大好。

图37：2023 年 Avolta(Dufry)销售额分交通设施占比



资料来源：Dufry，中国银河证券研究院

图38：2023 年 Avolta(Dufry)销售额分渠道占比



资料来源：Dufry，中国银河证券研究院

主要海外机场免税业务逐渐回归至正常轨道，预计 2025 年我国机场免税需求进一步复苏。机场免税人均消费金额呈上行趋势，且增速较疫情前水平更快。同时，奢侈品加快亚太机场免税渠道布局。近年来高奢品牌对机场渠道青睐度提升，进驻多家海外内机场，渠道价值凸显，机场资产中长期确定性强。2022 年泰国素万那普机场引入香奈儿，LV 卡地亚、DIOR 等多个顶奢品牌入驻，2021 年，香奈儿在撤出多个韩国市内免税店柜台的情况下，新增仁川机场门店。迪拜疫后精品品类销售占比也有所提升。预计 2025 年机场免税消费需求或进一步复苏。

表13：免税高奢品牌入驻机场情况

开业时间	品牌	机场	具体内容/变化
2023.11	卡地亚	法兰克福机场	在德国机场的第一家全线精品店
2023.11	蔻依	樟宜机场	-
2023.9	卡地亚	悉尼机场	卡地亚在澳大利亚机场零售精品店首次亮相
2022.7	DIOR	曼谷素万那普机场	-
2022.6	GUCCI	曼谷素万那普机场	世界上第一家采用 GUCCI 新设计的旅游零售的市内店
2022.4	香奈儿	曼谷素万那普机场	-
2022.4	LV	曼谷素万那普机场	-
2022.4	卡地亚	曼谷素万那普机场	东南亚和澳大利亚旅游零售店第一家提供卡地亚全系列男性, 女性和中性手表和珠宝产品的商店
2021.12	LV	迪拜机场	有税
2021.12	劳力士	仁川机场	-
2021.10	香奈儿	仁川机场	T2 已有一家门店

资料来源：法兰克福机场、樟宜机场、悉尼机场、素万那普机场、迪拜机场、仁川机场官网，中国银河证券研究院

免税行业竞争格局变化，国家免税领域政策持续调整。疫情导致原本的出入境消费人群出行受阻，而其消费力和消费意愿依然旺盛。疫情以来，国家政策层面加码，刺激国内消费市场，抢占出境消费缺位后的空档，充分激发消费意愿，继而在疫情逐步消减后，依然能维持较高的水平。

表14：免税等领域持续迎来政策加码

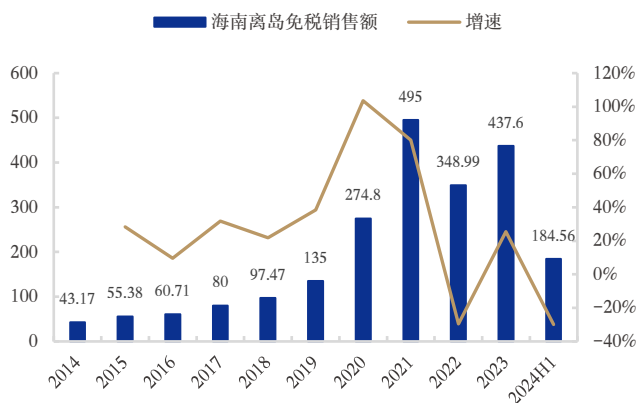
领域	部门	时间	政策	内容/变化
离岛免税	财政部、海关总署、税务总局	2020 年 6 月	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	免税购物额度大幅提升，从每年每人 3 万元提高至 10 万元，同时取消单件商品 8000 元免税限额，免税品类扩充。

	财政部		发放多个离岛免税经营牌照	海南旅游投资发展有限公司全资子公司海南旅投免税品有限公司(海旅投)、海南省发展控股有限公司全资子公司全球消费精品(海南)贸易有限公司(海发控)、中国出国人员服务有限公司(中出服)和深圳市国有免税商品(集团)有限公司(深免)相继拿到离岛免税牌照,加上此前已有的中免集团共有5家公司拿到海南离岛免税牌照。
跨境电商	财政部等八部门	2022年2月	调整跨境电商零售进口商品清单	在跨境电子商务零售进口商品清单(2019年版)基础上进一步优化:增加了滑雪用具、家用洗碟机、番茄汁等29项近年来消费需求旺盛的商品,删除了刀剑1个商品税目。此次优化后,清单商品数将达1476个。

资料来源:财政部,各机场官网,中国银河证券研究院

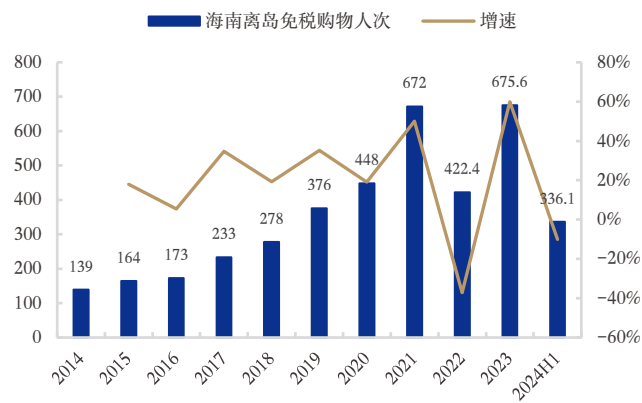
伴随出境游需求加速恢复,2024H1海南离岛免税销售表现不及2023年同期。海南离岛旅客为我国免税业发展的重要推动力,2011年-2023年,海南旅客从3001.3万人次增长至9000.62万人次,CAGR为9.58%,增速较快。为支持海南转型成自由贸易港,海南的运输基础设施迅速发展,加上海南成为游客休闲和购物目的地的吸引力与日俱增,预计未来海南旅客人数将稳健增长,成为带动海南旅游零售市场稳健增长的强大动力。进入2024年,根据海口海关数据,2024H1,海南离岛免税店总销售额185.56亿元,同比下降29.9%,免税购物人数336.1万人次,同比下降10%。2024H1,海口共计接待游客1411.3万人次,同比增长6.05%;实现旅游总收入229.02亿元,同比增长10.03%。上半年为海南传统旅游旺季,但因2024年居民购买力相对疲弱,消费结构较前有所变化调整,叠加2024年内,出境游需求进一步恢复,海南离岛免税在疫情期间对外境旅游及购物的替代分流作用有所减弱,上半年离岛免税销售表现不及2023年同期。

图39: 2014-2024年H1海南离岛免税销售额(单位:亿元)



资料来源:海口海关,wind,中国银河证券研究院

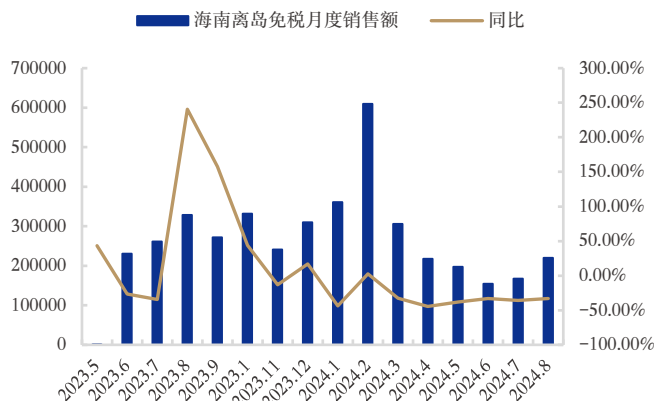
图40: 2014-2024年H1海南离岛免税购物人次(单位:万人)



资料来源:海口海关,wind,中国银河证券研究院

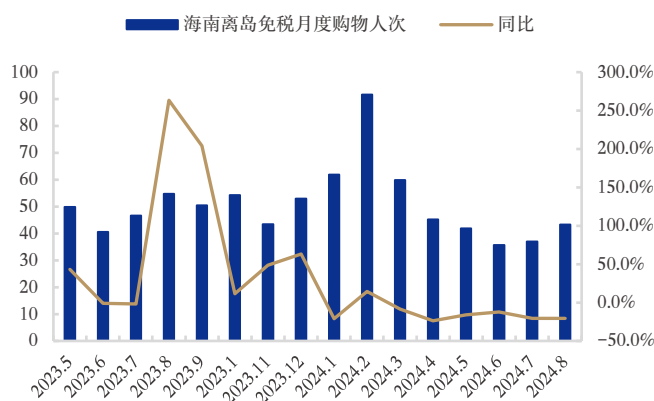
疫情后普通游客增多导致人均消费有所下降,但离岛免税仍具竞争力。2019-2022年,海南离岛免税人均购物金额从3724元增至8262元,进入2023年该指标呈下降趋势,为6477元。2024H1,海南离岛免税人均购物金额进一步下滑至5491元。如前文所述,这与2024年出境游需求恢复,及消费降级现象的出现有关。同时,由于疫情期间普通游客出于国内出游硬性约束及出游安全考虑赴海南旅游行为大大减少,而代购群体的海南出游行为具备刚性,此外部分从事香港代购的代购人群转战海南代购市场。相较于普通客群,代购具有高客单价的消费特征,从而冲高了离岛免税人均购物金额。因此,疫后普通旅游人群在离岛客群中占比回升,也使得离岛免税人均购物金额回落。

图41：2023-2024.8 海南离岛免税月度销售额（单位：万元）



资料来源：海口海关，wind，中国银河证券研究院

图42：2023-2024.8 海南离岛免税月度购物人次（单位：万人）



资料来源：海口海关，wind，中国银河证券研究院

政策利好市内免税市场，未来发展空间广阔。市内免税店的目标客群有两类：1）出境市内免税店针对出境的外国游客；2）回国补购型市内免税店针对入境的国人，即 180 天内有出入境记录的中国公民，存在 5000 元免税额度，可在现场购买提货。当前，市内免税牌照主要针对外国人离境和出境人员归国的免税品消费，对于离境国人的市内免税政策暂未放开。2020 年国家发改委等 23 部门发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，提出完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店，鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持。2022 年年初，国务院发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，意见中再度提及“完善市内免税政策，规划建设一批中国特色市内免税店”，如果政策落实，国内市内免税渠道规模将迎来指数型增长。伴随免税消费刺激政策持续发力，市内免税牌照的类型、数量和限购金额或将放宽，未来国内出境游客也有望参与市内免税购物。目前，我国市内免税政策仍然存在较大发力空间，未来随着政策的进一步放开，市内免税店将迎来更广阔的成长空间。

表15：市内免税相关政策梳理

时间	部门	政策	内容/变化
2020 年 3 月	财政部、商务部、海关总署、税务总局	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持。
2020 年 4 月	上海市人民政府	《关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施》	支持免税品经营企业增设市内免税店。在免税店设立一定面积的国产商品销售区，推动国产自主品牌走向国际市场。
2020 年 9 月	国务院	《深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案》	优化市内免税店布局，统筹协调在机场隔离区内为市内免税店设置离境提货点，落实免税店相关政策。
2021 年 3 月	广州市推进粤港澳大湾区建设领导小组	《粤港澳大湾区北部生态文化旅游合作区建设方案》	在广州北站商务区（T4 航站楼）依照规定设置离境退税办理点，争取在花都空铁文商旅融合创新发展示范区指定区域内开设市内免税店。
2021 年 7 月	深圳市人民政府	《关于促进消费扩容提质创造消费新需求的行动方案（2021—2023 年）》	推动免税消费扩围提速。探索建立大湾区国际免税城，推动设立市内免税店。
2022 年 4 月	国务院办公厅	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。
2024 年 8 月	财政部、商务部、文化和旅游部、海关总署、税务总局	《财政部 商务部 文化和旅游部 海关总署 税务总局关于完善市内免税店政策的通知》（财关税〔2024〕19 号）	市内免税店数量显著增加，从原有的 6 家扩容至 27 家（包括新增的 8 家和转型的 13 家）。外汇商品免税店逐步转型为市内免税店，实现了免税店类型的优化和升级。加强

了对市内免税店的管理和监管，规范了市场秩序。

资料来源：中国政府网等，中国银河证券研究院

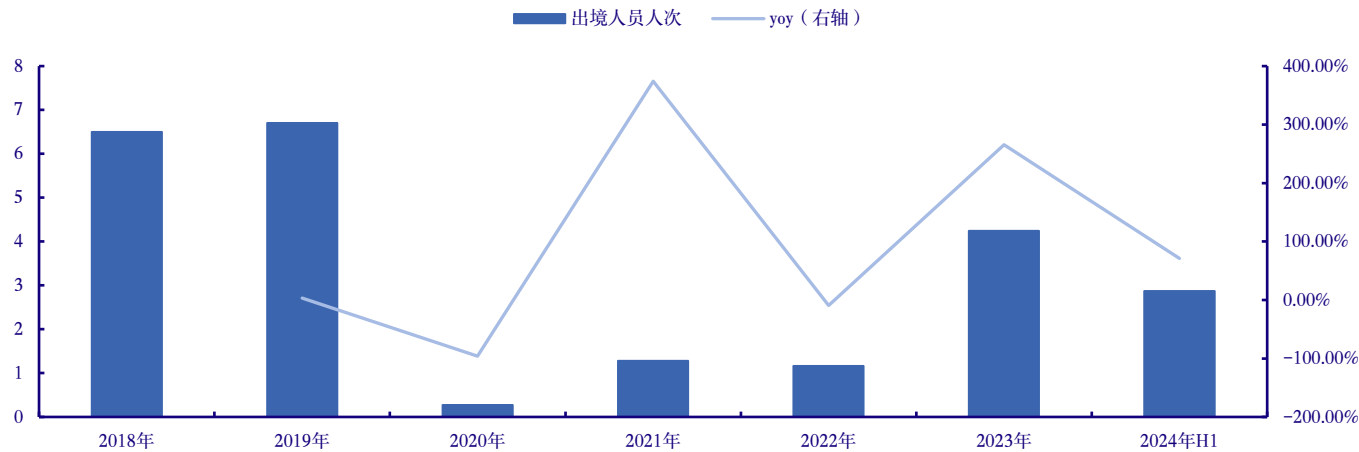
市内与离岛渠道对机场渠道的冲击确实存在，但机场免税模式仍将为主导。首先，市内与离岛渠道丰富了免税市场的形式，吸引更多国民购买免税商品，扩大了免税市场的总体客流，一定程度上缓解了市内与离岛免税对机场免税的分流。此外，机场目前开始向免税上游运营方延伸，比如上海机场通过收购，参股日上上海、日上中国、中免首都、中免大兴 2.54% 股份，深圳机场和深免成立免税合资公司（深圳机场持股 49%），共同经营 T3 航站楼进出境免税店和福永码头免税店，之后仍需关注免税运营方、渠道方之间的利益博弈发展。总的来看，当前免税市场仍是增量逻辑主导，消费回流下整体市场增长空间广阔。免税作为长尾市场，首次与尚未参与购买的客户占较大比例，且客单价也存在较大上升空间。各方利益均衡下或可实现市内店与机场店的共同发展，增加展示渠道、相互导流带来的协同效应大于分流效应。长期看作为具备优质流量的区域垄断平台，机场渠道仍然稀缺。

表16：中国离岛、市内、机场三大免税渠道对比

对比项目	离岛免税	市内免税	机场免税
代表商店	三亚海棠湾免税店 海口日月广场免税店 琼海博鳌免税店	中出服市内免税店 中侨市内免税店	首都机场免税店 浦东机场免税店 虹桥机场免税店 白云机场免税店
额度	100000 元/人/年	5000 元/人/年	8000 元/人/年
购物凭证	离岛机票、火车票、船票等	海外护照等或 180 天内入境记录	出入境机票

资料来源：海南自贸港，商务部，中国银河证券研究院

图43：2018-2024H1 年我国出入境人员统计（单位：亿人次）



资料来源：国家移民管理局，中国银河证券研究院

机场免税恢复空间大，当下合同框架调整不改向好恢复趋势。我们认为，因疫后经济复苏进度不及预期影响，可选消费需求受到压制，免税店指数行情持续走弱，机场板块近五年估值也处于中枢偏下的位置，整体情绪较为悲观，但近期各项促消费政策密集发布，伴随客单价提升，板块有望阶段性回暖，机场免税或迎估值修复，头部企业有望迎来基本面的改善。展望 2025 年，机场免税虽然在当前合同框架下短期难以回归疫情前高位水平，随着客流进一步恢复，叠加品牌商、免税经营方和机场共同推动，机场作为免税行业最重要的渠道和消费场景，依然具备确定性的向好前景。

（三）有税商业：主要机场加快引进奢侈品牌入驻，机场渠道价值或重塑提升

伴随奢侈品牌加速进驻机场渠道，我国机场渠道价值有望得到重塑。在有税商业部分，奢侈零售业务方面，疫后以来，伴随客流量较前增加，我国主要机场加速商业升级，进一步积极引进顶级奢侈品牌入驻国内有税厅。考虑到机场有税厅汇聚了大量高端客流，与奢侈品牌目标受众群体契合度高，近年来各大奢侈品牌对我国机场渠道的重视度持续提升，未来有望带来我国主要机场渠道价值的重塑提升。

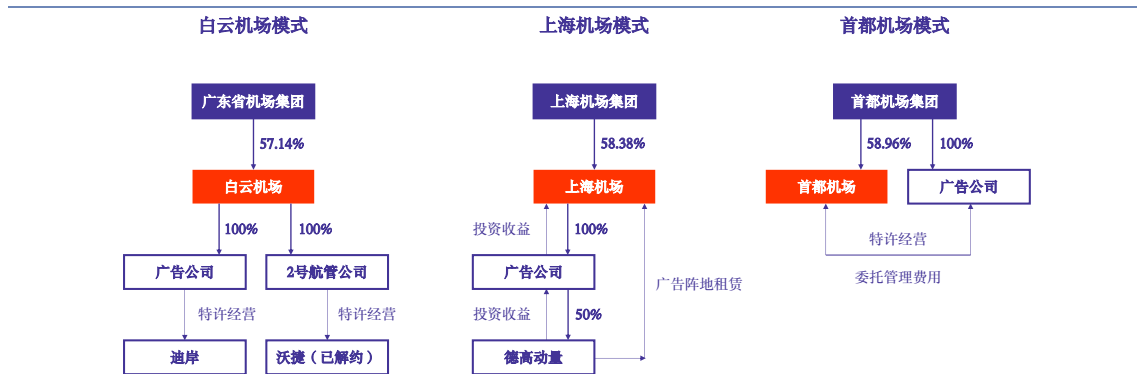
图44：我国主要机场的奢侈品门店布局情况

	北京首都	北京大兴	上海浦东	上海虹桥	广州白云	深圳宝安
Hermes	√	√		√		
LV	√	√		√	√	
Dior		√		√		
Gucci	√	√		√	√	√
Prada				√		√
Burberry				√		
Cartier		√		√		√
BVLGARI	√					√
Bottega Veneta		√		√		√
Saint Laurent		√				√
Loewe				√		
Celine		√		√		
Alexander McQueen						√
Moschino					√	
Balenciaga		√		√		√
Jimmy choo	√	√	√	√	√	√
Versace		√				
Ferragamo	√	√	√	√	√	√
Moncler		√	√	√		
MaxMara	√	√	√	√	√	√
Zegna	√	√	√	√	√	√
Tiffany&CO		√		√	√	
Chloe		√				
Chopard	√					
Tod's		√	√	√		
Qeelin		√	√		√	√
Bally	√	√	√		√	√
Loro piana	√			√		
Dunhill	√					
Armani	√	√	√		√	√

资料来源：上海机场、北京首都机场、白云机场、深圳机场公司公告，网易，中国银河证券研究院

宏观经济加速复苏叠加企业成本控制担忧缓解，将带来企业在机场口岸广告投放意愿回升，2025 年我国主要机场的广告业务收入有进一步增长的潜力。广告业务方面，2023 年初以来，因国内经济恢复不及预期，企业成本控制压力大等原因，广告投放意愿仍相对低迷，一定程度上对机场广告业务收入增长形成压制。我们认为，进入 2025 年，伴随宏观经济加速复苏，企业经营进一步恢复，广告投放意愿回升，我国主要机场广告收入有较大的增长潜力。

图45：我国主要上市机场广告业务模式



资料来源：上海机场、北京首都机场、白云机场公司公告，中国银河证券研究院

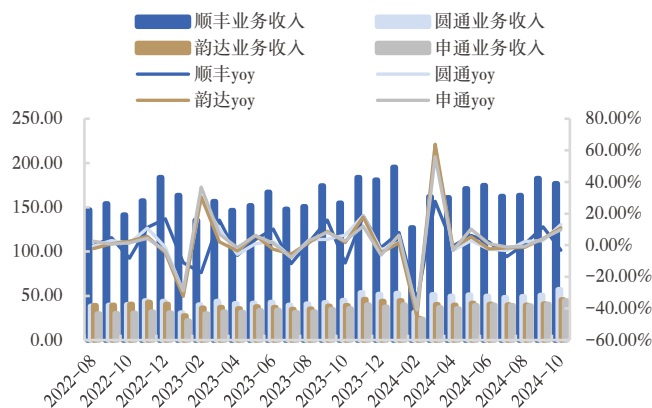
四、物流：快递仍具成长性，2B/危化物流景气向好

（一）快递：行业仍具增长潜力，竞争格局继续优化

快递业仍具备良好成长性，业绩表现整体稳健。随着网购渗透率的逐年上升，线上渠道成为了消费品销售的重要渠道，2020年初突发的疫情加剧了这一趋势。2024Q1-Q3，我国快递行业累计完成业务量1231.71亿件，同比增长32.92%，累计收入9966.8亿元，同比增长16.63%，平均单票收入8.09元。2024Q1-Q3，A股快递板块4家上市公司顺丰、韵达、圆通、申通，合计实现营业收入3252.3亿元。分公司看，2024Q1-Q3，顺丰、韵达、圆通、申通分别实现营业收入2068.6亿元、355.1亿元、493.7亿元、334.9亿元，同比增速分别为9.44%、8.14%、21.13%、14.16%。归母净利润方面，2024Q1-Q3，4家上市公司分别实现归母净利润76.2亿元、14.1亿元、29.3亿元、6.5亿元，同比增速分别+21.59%、+20.93%、+10.21%、+195.18%。高端消费线上化带来的增速中枢提升使得顺丰继续呈现较好业绩表现。而通达系方面，竞争格局继续成为其经营数据向业绩兑现的重要因素。

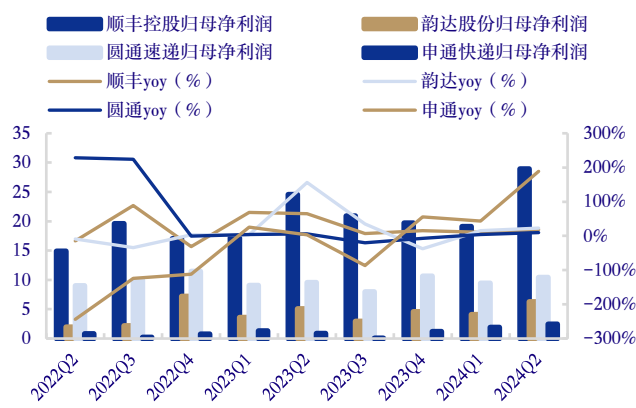
展望未来，尽管当前行业价格竞争仍较为激烈，但毕竟“以价换量”策略为主的份额争夺阶段已经过去，未来行业竞争形式或将持续以高质量发展为主，即提升定价权、服务质量、成本管控等为主要方向。在高质量发展的目标指引下，随着经营数据向业绩兑现的情况改善，竞争核心从份额转向利润。未来头部快递公司或将继续在现有基础上，发力打造其差异化竞争优势，在原本的规模效应、网络布局等基础上，发力探索创新第二成长曲线，丰富产品结构，提升服务品质。整体上看，我国快递行业将继续发展精耕细作的行业模式，行业整体增速将维持稳健。

图46：各上市快递公司月度业务收入（单位：亿元）



资料来源：各公司公告，wind，中国银河证券研究院

图47：各上市快递公司季度归母净利润（单位：亿元）



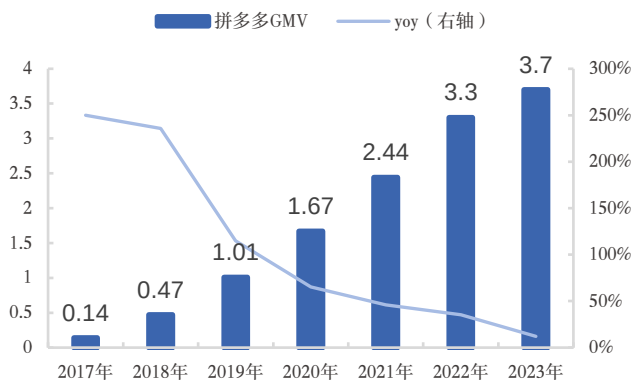
资料来源：各公司公告，wind，中国银河证券研究院

1. 快递单量：下沉电商等新业态为重要驱动，轻小件及逆向件贡献增长

2024 年，快递业维持稳健增长态势。2024 年 1-10 月，我国社零总额呈平稳态势，前 10 月社零总额为 39.9 万亿元，累计同比增长 3.5%。相比总体社零，前 10 月我国实物商品网上零售额为 10.33 万亿元，占社零总额的比重为 25.89%。从各主流电商平台数据来看，京东 2023 年 GMV 为 3.5 万亿元，同比增 0.53%；阿里巴巴 2023 年 GMV 为 7.2 万亿元，同比降 9.73%，虽继续贡献最主要的 GMV 份额，GMV 同比呈现下降；拼多多 2023 年 GMV 为 3.7 万亿元，同比增 7.87%，在主流电商平台中增速继续领先。以拼多多为代表的下沉电商当前已成为我国快递行业重要的增长驱动来源。

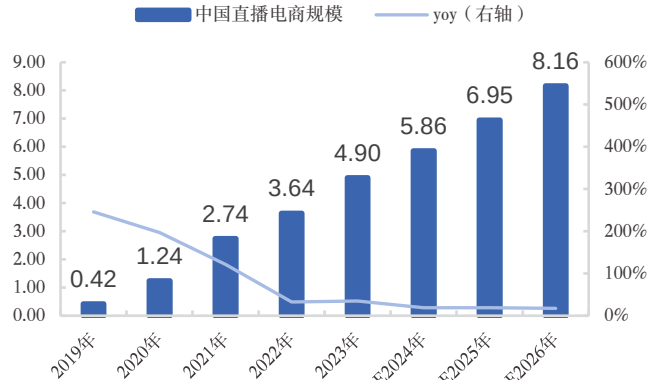
新兴模式电商崛起，注入上游商流新动力。2016 年淘宝直播正式上线，开启了直播电商“元年”，市场初具规模。2018 年抖音、快手新兴平台先后布局直播电商板块，主播崛起，直播电商进入快速发展时期。根据艾瑞咨询，2023 年直播电商市场规模约 4.9 万亿元，同比增速为 35%，持续高速增长趋势。2017-2023 年 CAGR 增速高达 151%。在 2023 年的抖音电商生态大会中提到抖音电商 GMV 增长 80%，货架场景 GMV 增速 140%；拼多多 GMV 从 2017 年 1412 亿增长到 2021 年 24410 亿，CAGR 增速为 104%。

图48：拼多多 GMV 及增速（单位：万亿元）



资料来源：拼多多公司公告，wind，中国银河证券研究院

图49：中国直播电商市场规模及增速（单位：万亿元）



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

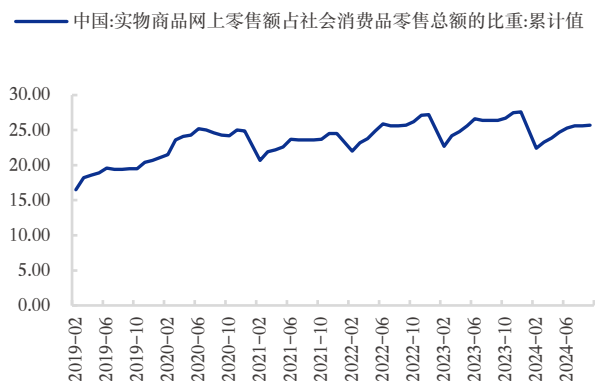
拼多多、直播电商发展迅速。2024 年以来，我国快递业务量整体呈现稳健增长。增速来看，2024 年 1 月因去年同期防疫放开导致的低基数效应，同比增速达 84.8% 的峰值水平，2 月因春节错期因素回落至 -15.60%，此后再次升高并维持 20% 左右增速水平，2024 年 10 月快递业务量同比增速为 24.0%。单量情况来看，除 2 月外，2024 年单量持续保持 100 亿件以上的月度业务量，2024 年 10 月快递业务量为 163.1 亿件，创历史新高。由此可见，2024 年，在疫情期间得到显著培育的居民线上网购习惯，在后疫情时代进一步得到延续及提升，线上电商零售的增长继续成为快递行业的有效驱动。同时，伴随我国居民网购习惯结构调整变化，当前拼多多等下沉电商，及抖音、快手等直播电商，作为新业态发展迅猛，在带动我国快递轻小件化的同时，也成为快递行业单量增长的重要新驱动。

单包裹货值持续走低，我国快递呈现轻小件化。当前，社会消费降级现象明显，快递规模效应带来的成本下降、消费弱复苏、下沉市场网购渗透率提升加速了单包裹货值的下降，从而带来包裹数的增量。电商行业进入存量发展阶段，红利弱化，下沉市场仍有可能成为未来快递包裹量增长的重要来源。虽然电商行业进入存量发展阶段，红利弱化，以拼多多为代表的新兴电商依靠低价、社交、直播在下沉市场迅速裂变，打开了低线城市的消费力，提升下沉市场网购渗透率的同时加快单包裹货值的下降，从而带来包裹量的增加。

逆向件贡献边际增量。相比普通图文电商，直播电商具有更强的娱乐性和互动性，通过“货找人”的模式，提高网购频次，具有更高的 UV 转化率。同时，由于直播电商容易激发出消费者的非

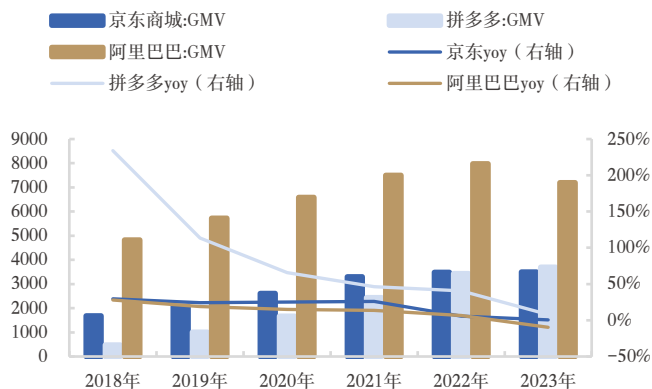
计划性消费需求，其购后也具有更高的退货率。随着直播电商渗透率的提升，高转化率带来更多正向电商包裹寄递需求，高退货率带来更多逆向退货件寄递需求，预计将双向提高人均包裹数量，从而进一步为快递行业带来更多边际增量。

图50: 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重 (单位: %)



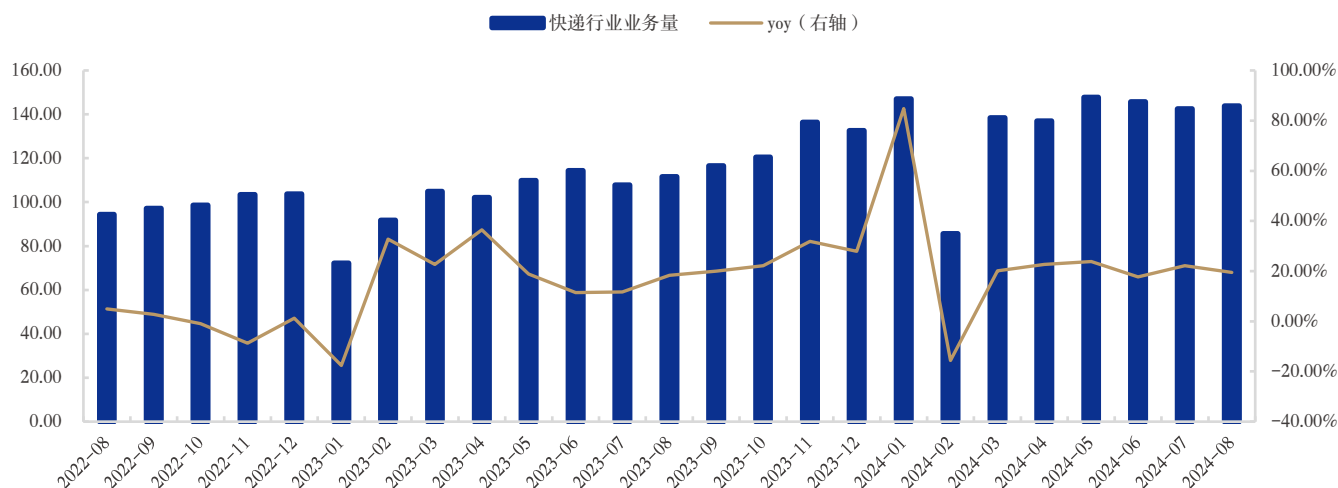
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图51: 京东阿里巴巴拼多多年度 GMV 及同比 (单位: 十亿元)



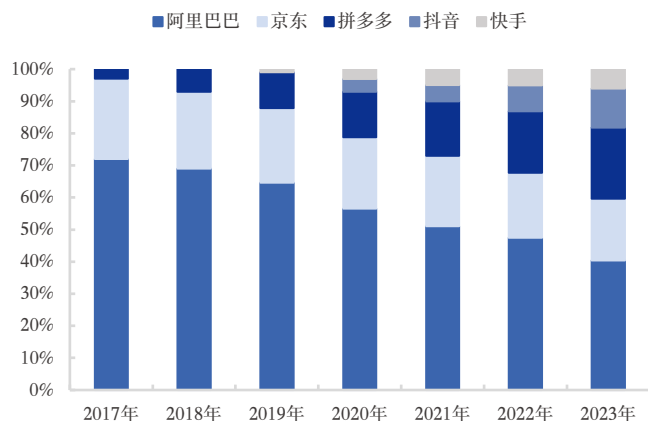
资料来源: Wind, 各公司官网, 中国银河证券研究院

图52: 月度快递行业业务量 (单位: 亿件)



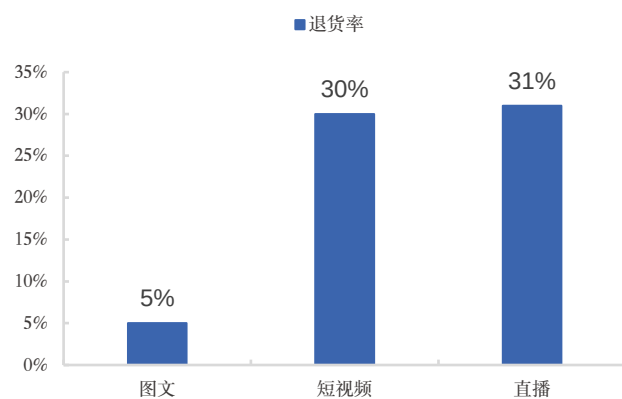
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图53: 主要电商平台 GMV 占比情况



资料来源: Wind, 各公司官网, 中国银河证券研究院

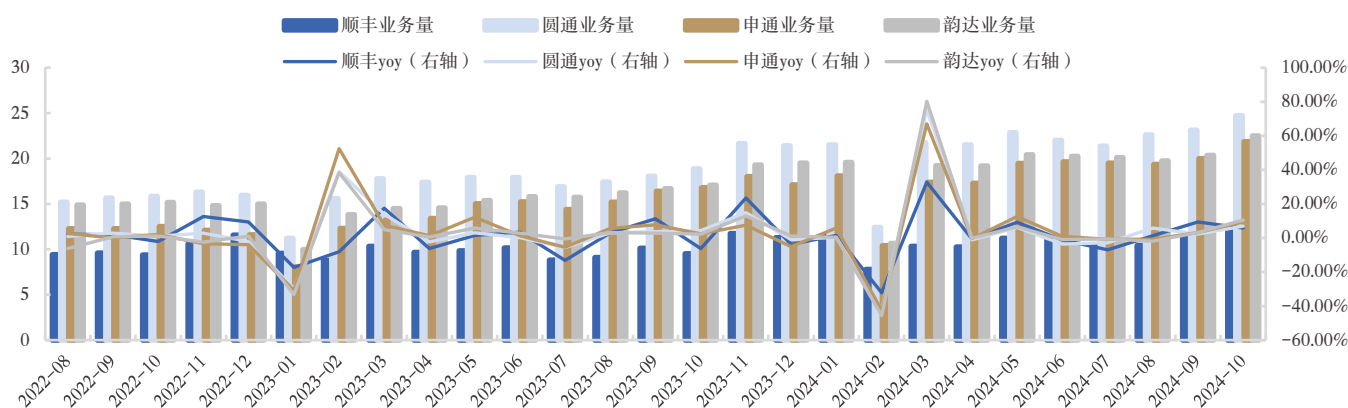
图54: 2021 年各电商模式退货率对比



资料来源: 艾瑞咨询《中国直播电商行业研究报告》，中国银河证券研究院

2024 年前 4 月上市公司单量表现有所不同。其中顺丰月单量于 7.5-12 亿票之间双向波动，除 2 月份外均高于 2023 年同期水平。分公司来看，通达系方面，圆通、韵达、申通 3 家整体趋势保持一致，于 2 月份春节旺季实现跃升，之后保持稳定增长，且月单量规模水平始终维持圆通>韵达>申通的排序。通达系合计单量方面，2024 年 1-10 月，圆通、韵达、申通 3 家合计单量累计达 588.77 亿件，较去年同期累计同比增长 28.36%；其中，各公司单量方面，2024 年 1-10 月，圆通、韵达、申通分别累计实现单量 213.88 亿件、191.93 亿件、182.96 亿件，同比分别增长 26.57%、28.18%、30.72%。

图55：各龙头企业快递业务量及增速（单位：亿件）

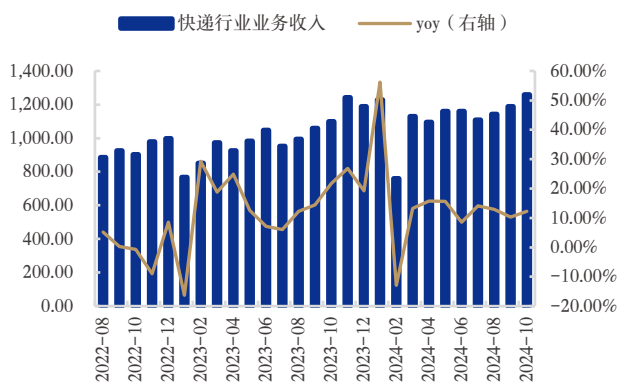


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 快递单价：价格竞争仍处于良性范围，高质量发展继续作为发展方向

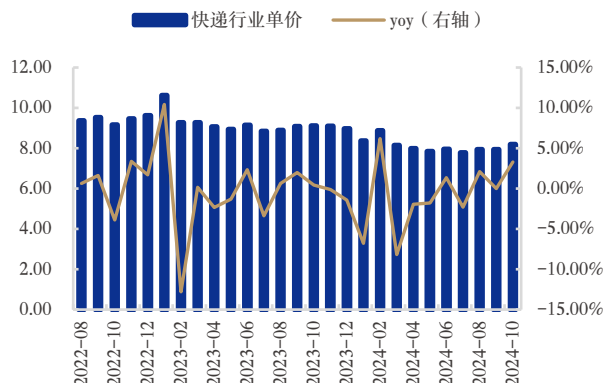
价格竞争仍然存在，但仍处于良性范围。2024 年 1-10 月，快递行业平均单价为 8.10 元，较去年同期（9.22 元）有所小幅下行。2024 年初，春节通达系部分网点暂停营业而单价较高的顺丰春节不打烊，单量结构中顺丰占比提升较多，导致行业单价出现小高峰。此后随着淡季竞争加速，行业整体单价进入加速下滑通道，4 月开始跌破 8 元，落至 7.99 元。10 月伴随年底旺季预热，单价重新小幅回升至 8 元以上。尽管价格战仍然存在，但上半年价格波动较 2020、2021 年同期的激烈价格战更为平缓，行业整体价格竞争目前仍处于良性竞争的范围。

图56：月度快递行业业务收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

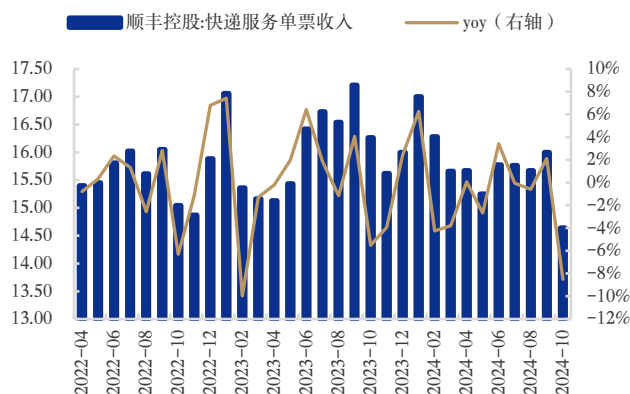
图57：月度快递行业业务单票收入（单位：元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

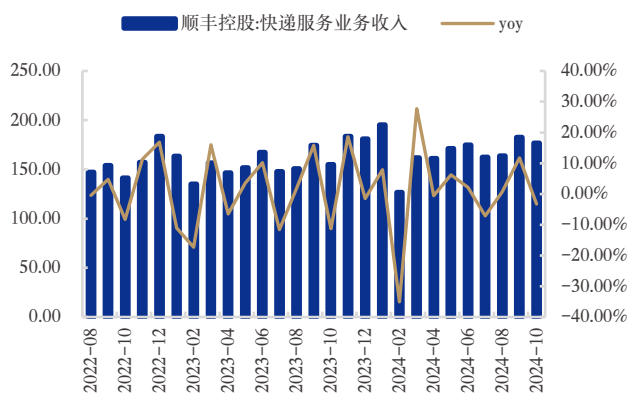
各快递公司单价来看，通达系方面，各家均呈现加速下滑的趋势。2024 年 1-10 月，圆通、韵达、申通平均单票收入分别为 2.30、2.07、2.07 元，较去年分别同比下滑 4.84%、13.70%、9.23%。顺丰方面，2024 年 1-10 月，顺丰平均单票收入为 15.77 元，较去年同比下滑 2.23%。2024 年内，头部快递公司单价水平较去年同比有所小幅下滑。

图58: 顺丰快递单票收入 (单位: 元)



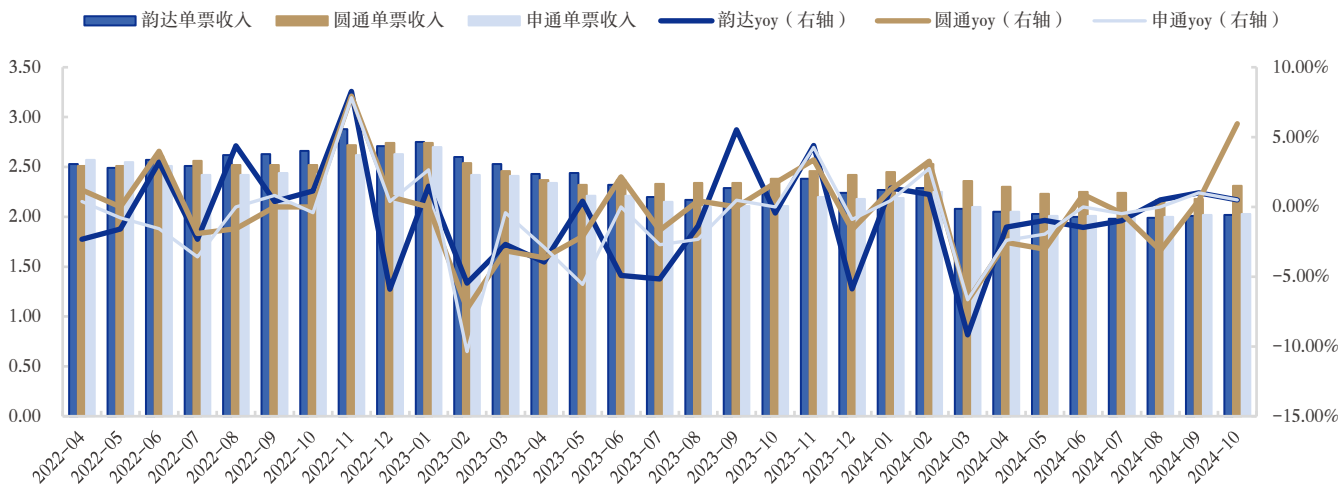
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图59: 顺丰快递服务业业务收入 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

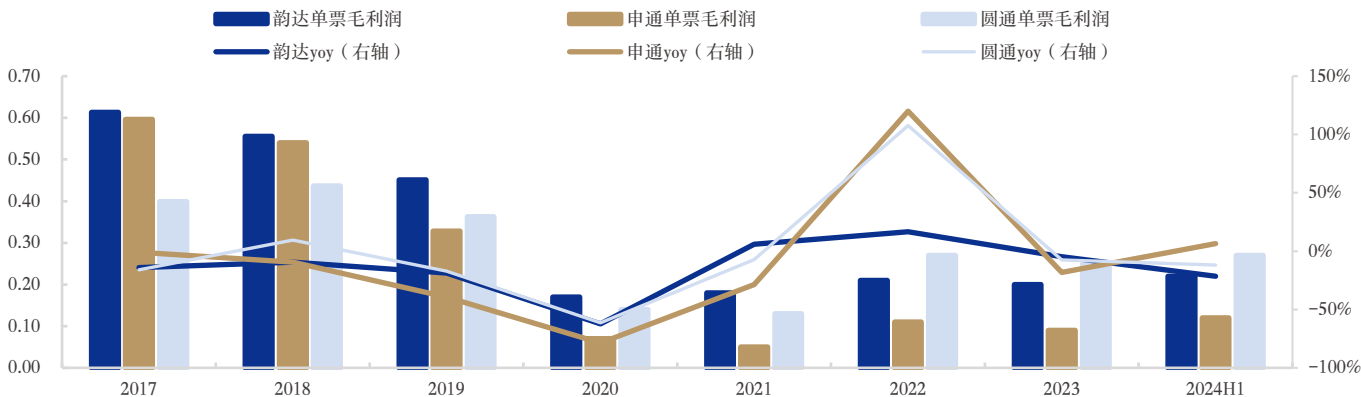
图60: A股通达系企业快递月度单票收入 (单位: 元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

单票毛利仍承压, 但跌幅较同期呈现改善趋势。自价格战开始, 除申通市占率相对稳定外, 韵达、圆通均出现一定程度的下降, 市场份额逐渐被压缩。行业价格战愈发激烈, 通达系在此过程中毛利也受到压力。从单票毛利润看, 2024H1, 圆通、韵达、申通单票毛利分别为 0.27 元、0.22 元、0.12 元, 同比分别+6.5%、-21.51%、-11.75%。行业价格承压下, 圆通上半年单票快递毛利同比增长, 韵达、申通上半年单票毛利润进一步有所下降。

图61: A股通达系企业单票毛利润 (单位: 元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

高质量发展继续作为行业未来发展方向。2024 年以来，快递价格虽同比仍有一定降幅，环比表现稳健。与此同时交通运输部公布新修订的《快递市场管理办法》，自 2024 年 3 月 1 日起施行。其中规定，经营快递业务的企业未经用户同意不得代为确认收到快件，不得擅自将快件投递到智能快件箱、快递服务站等。一定程度上有望推动快递行业更加关注消费者个性化需求，保障快递小哥权益，促进产品分层，实现行业高质量发展。在政策托底下，行业淡季或者局部良价格竞争可能会使得价格产生波动，但低于成本的恶价格竞争或将不再发生，行业进入良性竞争和高质量发展阶段。

表17：快递行业价格政策梳理

时间	政策	内容
2021 年 3 月	《关于维护行业平稳有序推进行业高质量发展的实施意见》	义务邮政管理局发布《关于维护行业平稳有序推进行业高质量发展的实施意见》，要求维护市场秩序、科学制定增速标准,以及保护合法权益、不得随意降低派费标准
2021 年 4 月	《浙江省快递业促进条例(草案)》	浙江省政府审议通过《浙江省快递业促进条例(草案)》，规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务;电子商务平台经营者不得利用技术手段阻断快递经营者正常服务;平台型快递经营者不得禁止或者附加不合理条件限制其他快递经营者进入
2021 年 7 月	《价格违法行为行政处罚规定(修订征求意见稿)》	市场监管总局发布《价格违法行为行政处罚规定(修订征求意见稿)》，界定低价倾销行为及相应的处罚标准
2021 年 7 月	《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》	提出要制定《快递末端派费核算指引》和《快递员劳动定额标准》，建立行业工资集体协商机制，引导电商平台和快递企业加强协同，加强劳动保障监察执法
2022 年 1 月	《快递市场管理办法(修订草案)》	国家邮政局就《快递市场管理办法(修订草案)》开始公开征求意见，以促进快递业高质量发展为主线，坚持问题导向，从而适应快递市场监督管理工作实际，更加有效规范市场主体经营行为，促进快递业持续健康发展
2022 年 4 月	《关于加快建设全国统一大市场的意见》	中共中央国务院印发《关于加快建设全国统一大市场的意见》，依法查处不正当竞争行为。对市场主体、消费者反映强烈的重点行业和领域，加强全链条竞争监管执法，以公正监管保障公平竞争
2022 年 7 月	《2022 年全省快递市场秩序整顿专项行动工作方案》	江苏省邮政管理局印发《2022 年全省快递市场秩序整顿专项行动工作方案》，着力整治快递“黄牛”、利用快递服务“刷单”、低价无序竞争、快递末端服务不规范等突出问题
2022 年 11 月	《快递服务》国家标准(征求意见稿)	关于征求《快递服务》国家标准(征求意见稿)意见的通知在国家邮政局网站公布，征求意见稿提出成本分区，要求快递服务主体根据产品种类、服务距离等因素，科学测算成本，以快件收寄地所在县到寄达地所在县为基本单元，向用户公布服务时限和服务价格，且不应无正当理由以低于成本价格提供快递服务
2023 年 2 月	2023 年全国邮政市场监管工作会议	加强监管执法，整治规范市场秩序，优化市场竞争生态，保障快递员基本劳动权益及合理报酬

资料来源：中国政府网、江苏邮政管理局、浙江邮政管理局，中国银河证券研究院

3. 快递行业格局：行业格局进一步优化，跨境业务等第二曲线为大势所趋

极兔快递着眼全球，市场份额东南亚领先。目前，极兔快递网络覆盖印度尼西亚、越南、马来西亚、菲律宾、泰国、柬埔寨、新加坡、中国、沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西、埃及共 13 个国家。按 2022 年包裹量计，极兔速递以 22.5%的市场份额成为东南亚排名第一的快递运营商，同年极兔速递于中国的市场份额达到 10.9%。2024 年 9 月 17 日，极兔速递公布 2024 年半年报，经营数据方面，包裹量增幅继续维持近四成水平。财报显示，2024H1，极兔共计实现包裹量 110.1 亿件，同比增加 38.3%。分市场区域来看，2024H1，中国市场实现包裹量 88.36 亿件，同比增加 37.1%；东南亚市场实现包裹量 20.43 亿件，同比增加 27.4%；新市场实现包裹量 1.36 亿件，同比增加 6.1%。财务数据方面，2024H1，极兔实现营业收入为 48.62 亿美元，同比增长 20.6%；其中，

中国市场、东南亚市场、新市场分别实现收入 29.98 亿美元、15.2 亿美元、2.92 亿美元，同比分别增长 36.09%、21.99%、119.55%。受益于巨大的电商市场，极兔在东南亚及中国形成全球规模最大且增速最快的快递服务市场；新市场包括沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西及埃及亦拥有繁荣发展的电商产业。三大市场的电商零售交易额及总包裹量预计能为极兔速递不断扩张的全球版图注入新增长动力。

表18：2020-2024Q1 极兔速递东南亚地区及中国包裹量相关情况（单位：亿件）

市场	2020 年包裹量	2021 包裹量	2022 包裹量	2023 包裹量	2020-2023 复合增长率（除新市场）	2024Q1 包裹量	2024Q2 包裹量	2023 市场份额
东南亚	11.54	21.61	25.13	32.4	47.6%	10.26	10.17	25.4%
中国	20.84	83.34	120.26	153.4	94.50%	39.42	48.94	11.6%
新市场 （包括沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西以及埃及）			0.49	2.3	369.40%	0.64	0.72	6%

资料来源：极兔年报，中国银河证券研究院

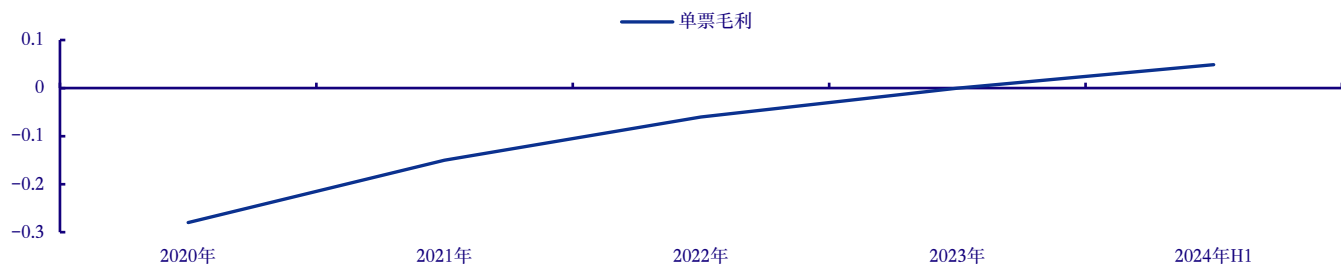
表19：极兔速递发展重要历程

时间	事件
2015	J&T Express 在印尼成立，借 OPPO 网点开始发展
2017	J&T Express 成为当地排名第二的快递企业 J&T 印尼、马来西亚成立
2018	J&T 菲律宾、泰国成立
2019	收购上海龙邦速运，进军国内快递业务
2020	极兔速递在国内起网 快递网络实现全国覆盖
2021	极兔国际正式成立 公司以 68 亿元收购百世集团中国快递业务
2022	J&T 埃及、沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西成立
2023	极兔速递于港交所主板上市 公司以 11.83 亿元收购顺丰旗下丰网速运

资料来源：极兔官网，中国银河证券研究院

2020-2023 极兔中国单票成本不断下降，经营效率不断提升。根据公司招股说明书以及 2023 年年报、2024 半年报显示，公司 2020 年至今，因受到业务增长带来的规模效应，以及精细化管理的持续优化，公司经营效率不断提升，单票亏损同比大幅收窄，并实现扭亏为盈。公司单票毛利由 2020 年的-0.28 美元录得亏损，至 2023 年实现扭亏，2024 年公司已实现盈利，单票毛利为 0.05 美元。公司降本效果显著，盈利能力持续提升。

图62：极兔速递中国单票毛利实现由负转正（单位：美元）



资料来源：极兔年报，中国银河证券研究院

极兔国内基础设施建设发展迅猛，已达到国内大型快递企业水平。在 2020 年收购龙邦速运进军国内快递物流业务以来，公司基础设施建设不断完善，随着公司在 2021 年收购百世集团中国快递业务，继承原有快递基础设施，公司快递物流基础设施愈发完善，截至 2024 年 6 月 30 日，公司已拥有 8000 个网络合作伙伴以及 19900 个营业网点，237 个转运中心，运营着 4100 条干线路以及 9900 余辆干线车辆，其中包括 5700 辆自有干线车辆。通过与国内主流快递物流企业的对比，我们不难看出公司物流基础设施已经基本达到同等水平，在部分方面已达到领先水平，发展速度迅猛。

表20：2024H1 国内主要快递公司基础设施对比（单位：个）

	极兔	中通	韵达	圆通	申通
网络合作伙伴	8000	6000	4224	5128	4950
转运中心	237	96	75	70	70
干线运输车辆	9900	10000	-	6400	-
自有干线运输车辆	5700	10000	-	5301	4898
干线路线	4100	3800	-	-	-
揽件及配送网点	19900	31000	33301	93000	51600

资料来源：各公司年报，中国银河证券研究院

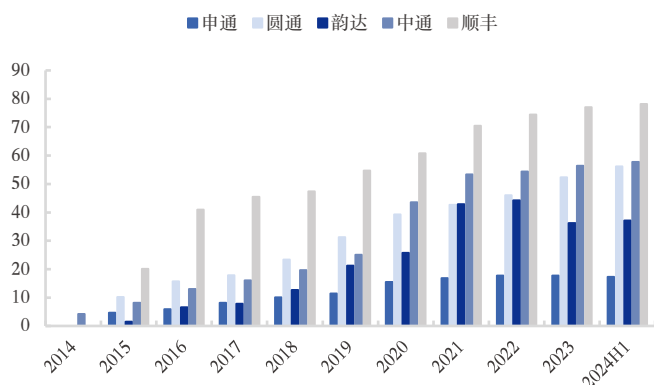
业务市占率持续领跑，中通资本投入模式行业领先。2024H1，中通快递业务市占率达到 19.45%，继续保持领跑位置，作为重资产行业的快递行业在发展时离不开大量的资本开支以建设干线车队、转运中心等基础设施。中通在早期就加码快递基础设施建设，获得规模效应，助力降本增效，从 2015 年开始，中通资本开支就领先于“通达系”其余企业，并逐年实现大幅度增长至 2021 年，尽管 2022-23 年资本开支有所回落，但仍然处于领先地位。

图63：中通资本投入增量资产对比（与通达系其余企业）（单位：亿元）



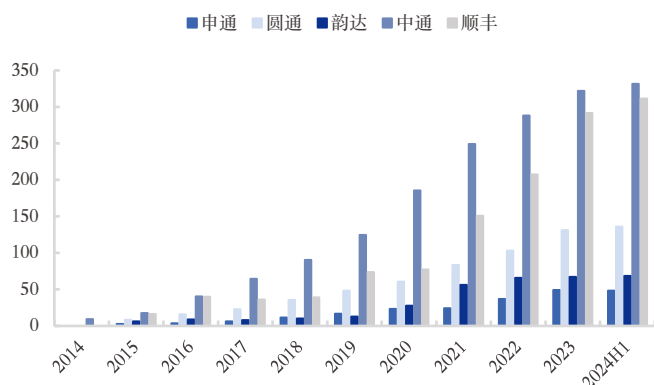
资料来源：各公司年报，中国银河证券研究院

图64：主要快递企业土地使用权原值（单位：亿元）



资料来源：各公司年报，中国银河证券研究院

图65：主要快递企业房屋及建筑物原值（单位：亿元）



资料来源：各公司年报，中国银河证券研究院

快递企业谋篇布局发展第二增长曲线，海外市场前景大好。跨境物流市场方面，伴随中国电商平台的海外扩张，带动跨境货量增加、货品种类和形态的丰富，海外消费者对时效性期望的提升，促使跨境物流服务商从过去的单一环节、单一市场向全链路一体化方向发展，各快递企业谋篇布局，寻求新的增长方向。快递出海市场景气上行，前景广阔。随着快递市场逐渐进入存量发展阶段，各个快递企业都在积极布局新的增长曲线，各个快递企业纷纷把目光投向了国际市场，顺丰在 2022 年年报中就明确指出将供应链及国际业务确立为公司第二增长曲线。

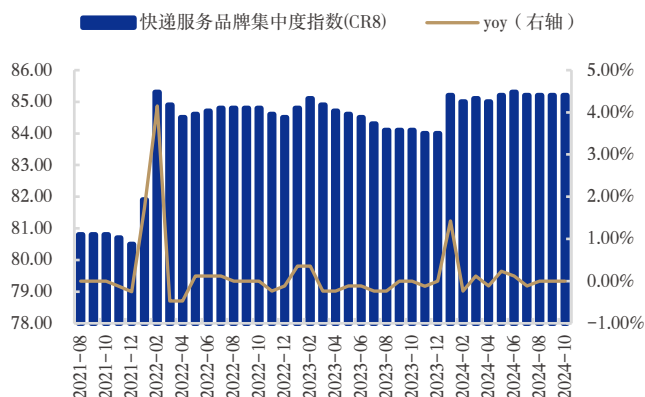
表21：主要快递企业第二增长曲线

快递企业	公司第二增长曲线
中通	以冷链干线网络、国际/跨境业务、一体化仓储供应链、零担运输为主的生态建设
韵达	仓配一体化供应链、冷链运输、以国际货代、跨境电商快递为代表的国际业务
圆通	以航空货运业务、国际货代业务、跨境电商快递为代表的国际业务以及仓配一体化
顺丰	供应链及以跨境电商、航空货运为代表的国际业务

资料来源：中通、韵达、圆通、顺丰官网，中国银河证券研究院

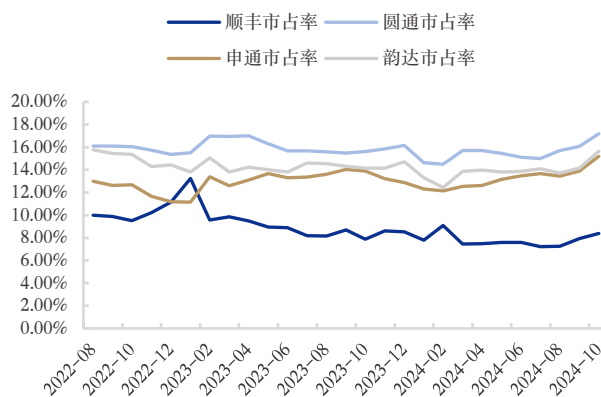
行业集中度整体先升后降，大多龙头企业市占率呈上涨趋势。我国快递业 CR8 于 2024 年 1 月达到峰值 85.2 后，4 月下滑至 85.0，随后小幅回升并维持稳定，至 2024 年 10 月，我国快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8 稳定于 85.2。分公司来看，2024 年内，通达系快递公司市占率总体继续呈现增长趋势，截至 2024 年 10 月，圆通、韵达、申通市占率分别为 17.19%、15.64%、15.20%，圆通>韵达>申通的排序继续保持，但申通与韵达的份额差距有所进一步收敛。随着头部快递企业的持续投入与经营规模的扩大，业务加速向头部快递企业集中，二三线快递企业产能已基本出清，头部企业之间的竞争进一步向规模效应和利润平衡的高质量方向发展。

图66: 行业集中度指数 CR8 月度数据 (单位: %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图67: 各龙头企业市占率

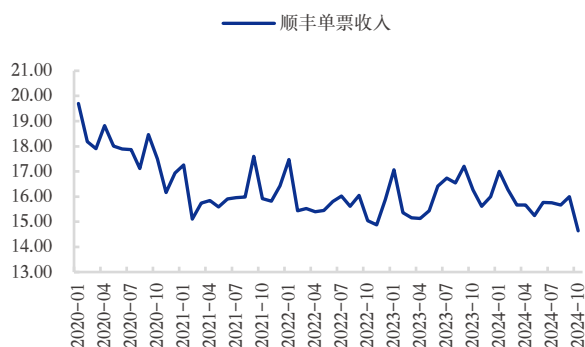


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 2B 物流：顺丰打开新成长空间，2B 需求或继续受益一揽子政策提振

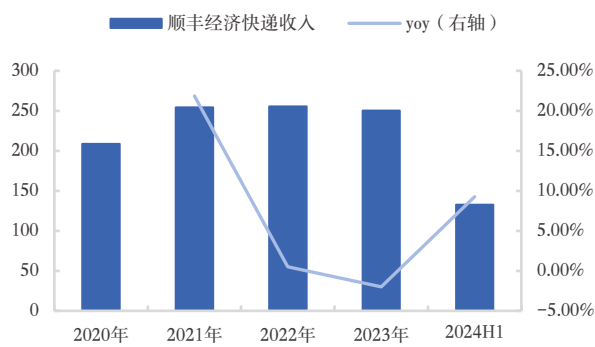
顺丰剥离丰网，经济件产品结构进一步优化，拉动盈利显著边际改善。2021年起，顺丰经济件业务板块开始采用“直营+加盟”双网运行模式，经济件包括电商标快、特惠专配、丰网速运3大产品系列：其中电商标快是顺丰直营品牌下的电商经济件产品，83%的线路时效标准提升1天；特惠专配作为另一直营品牌产品定位于填仓，丰网速运则为加盟品牌，是顺丰发展下沉电商市场、与加盟系快递对标的产品系列。特惠专配和丰网速运的时效标准及定价标准均低于电商标快。2022年7月，顺丰特惠专配实现全部退市。2023年6月，顺丰旗下子公司丰网控股与极兔签署《股权转让协议》，以对价11.83亿元完成丰网100%股权转让交割，自此将丰网剥离。自此以后，顺丰经济件板块着重大力发展电商标快产品，产品层次进一步聚焦于中高端直营，有利于实现快递业务收入及利润的有效增长。

图68: 顺丰剥离丰网以来单票收入中枢止跌企稳 (单位: 元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图69: 顺丰剥离丰网后经济快递收入增速显著提升 (单位: 亿元)



资料来源: 顺丰年报, 中国银河证券研究院

顺丰鄂州枢纽产能持续提升，货航规模效益加速兑现。2022年7月，顺丰鄂州花湖机场投产，2022年11月，顺丰航空全货机在鄂州枢纽正式通航。2023年三季度，鄂州枢纽转运中心正式投产。截至2024上半年，公司鄂州枢纽累计开通55条国内货运航线和13条国际货运航线，链接全国40个城市，触达国际15个航站。2024年上半年，顺丰鄂州花湖枢纽的国际货运吞吐量较2023年12月增长超50%，鄂州枢纽产能进一步呈现显著提升。未来伴随鄂州枢纽产能加速释放，顺丰作为货航最大货主，时效件、国际件业务量规模效益仍有进一步兑现的空间。

图70：2024H1 顺丰鄂州枢纽情况



资料来源：顺丰公司官网，中国银河证券研究院

顺丰国际业务版图继续扩大，“快递出海”背景催化下有望进一步打开向上空间。顺丰自 2010 年起开始积极布局国际业务，至 2016 年，国际业务版图日趋完善，主要产品为国际标快/特惠以及国际小包。2016-2020 年顺丰的国际业务覆盖范围持续扩大，国际物流能力进一步提升。2021 年顺丰成功并购嘉里物流，国际业务版图得到重构，主要产品结构调整为国家快递、国际货代和国际供应链业务。2024H1，公司供应链及国际板块收入为 312 亿元，同比增长 8.10%，主要原因是国际空海运需求回稳及运价同比提升，以及公司把握出海机遇，深化业务融通，不断开拓供应链及国际市场。展望未来，伴随顺丰鄂州枢纽赋能及货航产能释放，在国际业务版图持续扩张的前景下，顺丰国际业务有望进一步打开向上空间。

表22：顺丰现阶段国际产品介绍

产品名称	服务介绍	服务范围
国际快递	主要面向国内及海外制造企业、贸易企业、跨境电商以及消费者，提供国际快递、海外本土快递、跨境电商包裹及海外仓服务。业务覆盖马来西亚、日本等 16 个国家和地区及欧洲 26 国。	国际快递：满足跨境紧急寄递需求的高时效的标准服务，含高品质的国际标快及经济型的国际特惠产品； 国际电商：满足跨境电商需求的高性价比的经济型服务，含高效的国际电商专递和品质型国际小包； 海外本土快递：服务覆盖泰国、越南、马来西亚、柬埔寨、印尼等东南亚国家。
国际货运及代理	主要面向客户提供空运、海运、铁运、陆运及多式联运的货运解决方案。	空运：提供从出发点提货、多重整合、清关、交付至终端客户的空运服务； 海运：提供包括各类型传统货运、整箱承运及拼箱承运的海运服务； 陆路货运：提供贯通欧亚的，创新及具经济效益的陆运、铁运服务。
供应链	主要面向各类行业客户，提供国内及国际端到端供应链解决方案。	以技术赋能，依托顺丰大数据、AIoT 技术及软硬件系统集成能力，助力客户打造智慧供应链； 顺丰丰豪、新夏晖提供中国本土供应链服务； 嘉里物流提供环球综合物流服务。

资料来源：顺丰官网，中国银河证券研究院

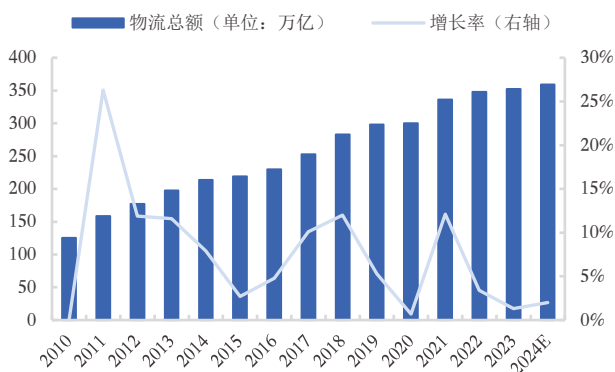
顺丰经营结构优化赋能新发展空间。我们认为，当前顺丰作为国内综合物流龙头，经过近年来经济件业务板块产品结构优化、鄂州枢纽产能持续提升、国际件出海步伐进一步加快，未来有望呈现更好的业绩弹性，打开新的发展空间。

2024 年以来，因国内地产基建及消费需求相对疲软，包括大件快运、大宗供应链等在内的 2B 物流行业整体表现偏弱，产业链量价表现均受到了一定程度的压制。进入 2024 年 9 月，伴随“924”一揽子政策出台，我国基建及内需消费领域迎来了强有力的政策支持，相关需求潜力有望得到释放。我们认为，2025 年，2B 物流行业或将进一步受益于一揽子政策催化拉动，需求提振效应或更加显著，量价表现转暖向好的趋势强化。叠加行业竞争格局继续优化整合，集中度持续提升，头部公司市场份额或进一步稳中有升，业绩潜力释放可期。

（三）危化品物流：需求景气向好，行业集中度有望进一步提升

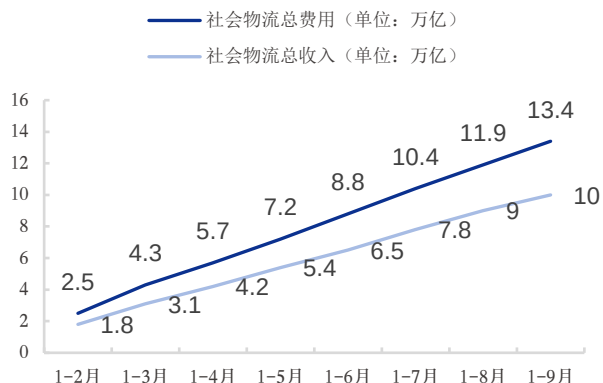
我国 2B 物流整体需求延续转暖，危化品赛道稳定增长前景向好。根据中国物流与采购联合会的报告数据，2024 年前三季度，全国社会物流总额累计达到 258.2 万亿元，按可比价格计算，同比增长 5.6%。前三季度工业品物流需求实现较快增长，工业品物流总额同比增长 5.6%。前三季度社会物流总费用 13.4 万亿元，同比增长 2.3%，社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.1%。根据中国物流与采购联合会的预计，2024 年我国社会物流总额将达到约 360 万亿元。由此可见，2024 年以来，伴随我国国内制造业生产与消费需求持续恢复，物流业运行维持稳步转暖，社会物流总额规模呈现稳定增长态势。在此基础上，我们认为，2025 年国内危化品物流行业整体需求有望得到进一步提振，行业景气向上趋势明确。

图71：2010-2024 年我国社会物流总额



资料来源：中国物流与采购联合会，中国银河证券研究院

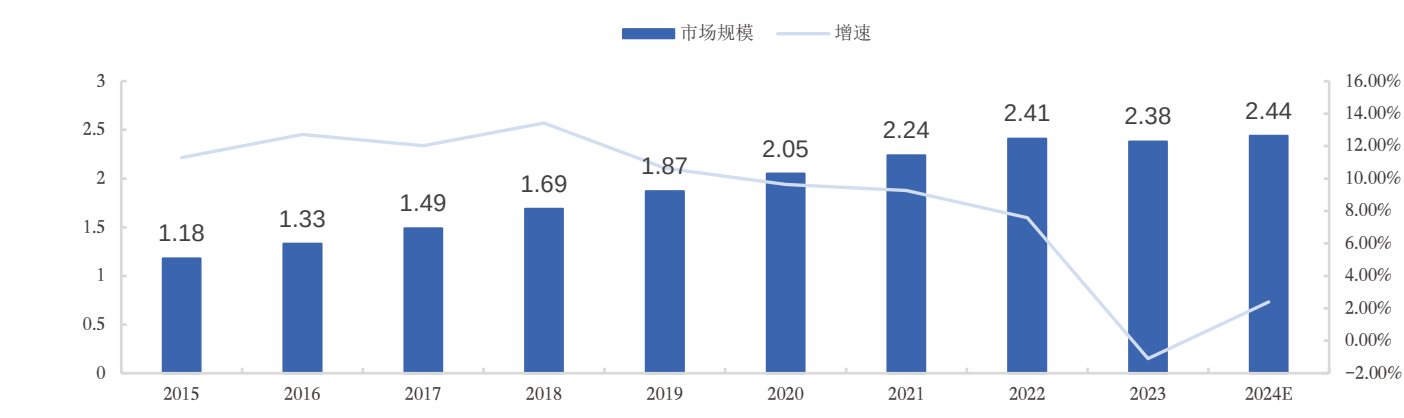
图72：2024 年 1-9 月我国社会物流总费用与总收入



资料来源：中国物流与采购联合会，中国银河证券研究院

我国危化品物流市场规模长期或维持稳健增长。从我国危化品物流市场规模来看，根据中国物流与采购联合会的数据，2023 年，我国危化品物流市场规模为 2.38 万亿元，2015-2023 年，市场规模的复合年增长率 CAGR 为 11.3%，我国危化品物流市场呈现持续稳健增长的趋势。根据中国物流与采购联合会预计，2024 年我国危化品物流市场规模或将达到 2.44 万亿元，同比增长率或达 2.4%。近年来，国家层面持续出台相关政策法规，推动我国危化品物流行业发展，特别是进入“十四五”以来，国内化工产业进入高质量发展关键期，根据郑宇桐《危化品企业物流模式的演化博弈研究》，在我国化工产业总规模中，80%为危化品物流，危化品物流对于化工产业的高质量运行发挥着至关重要的作用。“十四五”期间，在建设全国统一大市场的战略目标指引下，三方物流需求加速增长的背景下，我国危化品运输及仓储需求得到进一步催化拉动。

图73：2015-2024 年我国危化品物流市场规模（单位：万亿元）



资料来源：中国物流与采购联合会，中国银河证券研究院

表23：危化品物流相关政策法规整理

时间	部门	政策文件
2006 年 5 月	交通运输部	《关于暂停审批新增国内沿海跨省运输油船化学品船运力的公告》
2007 年 3 月	交通运输部	《关于国内沿海跨省运输油船化学品船运力调控政策的公告》
2010 年 5 月	交通运输部	《关于加强国内沿海化学品液化气运输市场宏观调控的公告》
2011 年 7 月	交通运输部	《关于进一步加强国内沿海化学品液化气运输市场宏观调控的公告》
2012 年 10 月	国务院	《中华人民共和国国内水路运输管理条例》
2017 年 12 月	环境保护部	《中国严格限制的有毒化学品名录》
2018 年 7 月	交通运输部	《船舶载运危险货物安全监督管理规定》
2018 年 8 月	交通运输部	《关于加强沿海省际散装液体危险货物船舶运输市场宏观调控的公告》
2018 年 11 月	交通运输部	《船舶大气污染物排放控制区实施方案》
2018 年 12 月	交通运输部	《沿海省际散装液体危险货物船舶运输市场运力调控综评审办法》
2019 年 3 月	国务院	《生产安全事故应急条例》
2019 年 5 月	公安部	《易制爆危化品治安管理办法》
2020 年 2 月	交通运输部	《国内水路运输管理规定》
2020 年 7 月	交通运输部	《中华人民共和国海船船员适任考试和发证规则》
2021 年 11 月	国务院安委办	《危险化学品产业转移项目和化工园区安全风险防控专项整治工作方案》
2022 年 1 月	交通运输部	《关于进一步加强运输安全生产体系建设的意见》

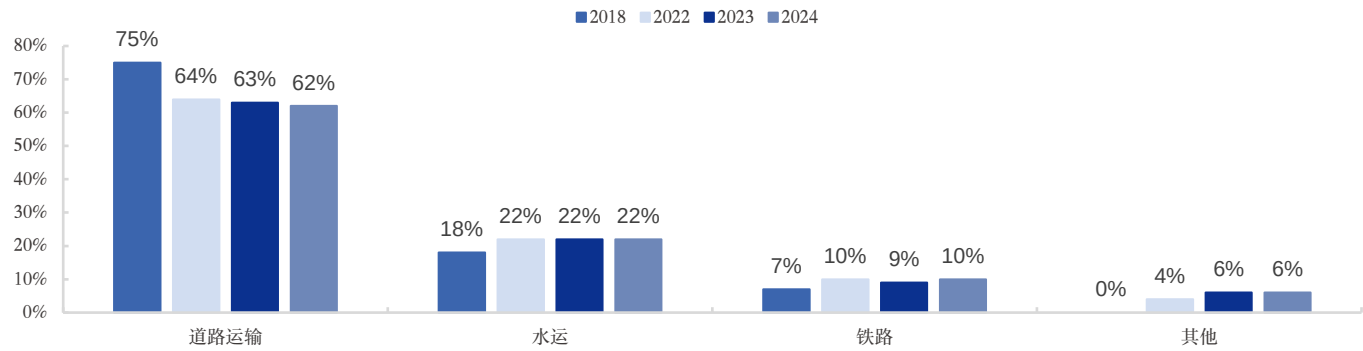
资料来源：交通部、环保部官网，中国政府网，中国银河证券研究院

危化品水运渗透率持续提升, 危化仓储仍具广阔提升空间。伴随我国危化品物流行业持续发展，危化品物流的运输、仓储配送等重要环节均具备广阔的发展空间。从危化品运输来看，2024 年，我国危化品运输总量规模保持在 18 亿吨左右，其中道路运输占比仍超过 60%，仍为当前危化品最主要的运输方式，水路运输在 4 亿吨左右，铁路运输徘徊在 1.6 亿左右，航空运输量相对较少。2024 年以来，随着化工产业集群向沿海地区聚集，我国长江沿线及东部沿海地区化工企业、危化品码头持续增多；叠加沿海沿江港口集约化程度提升，危化船舶运力向大型化、专业化方向发展，我国危化品水运加速呈现繁荣，运输规模及渗透率较前进一步有所提升。

从危化品仓储来看，2024 年，我国化工品储罐区共计 171 个。其中，共 63.1%的储罐企业具有 10 万 m³以上的容积。我国化工仓储企业数量及容积规模还有进一步提升的空间。而从市场参与者来看，龙头企业数量仍有限。我国上市公司储罐罐容差距较大，宏川智慧储罐罐容达到 500.31

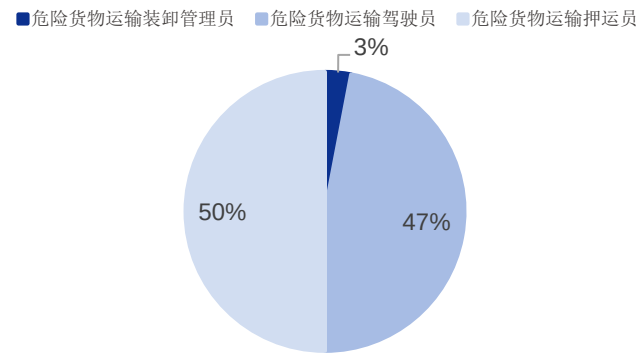
万 m³，市占率 11.54%，明显高于保锐科技和恒基达鑫。从库区布局区域来看，宏川智慧在东莞、中山等 10 余个地区均有库区，保锐科技和恒基达鑫各拥有三个主要库区，宏川智慧的库区数量远超保锐科技和恒基达鑫。各上市公司库区集中分布在长三角、珠三角区域。我国各上市公司的主要储存品种较为一致，以油品、醇类化学品为主。

图74：我国近年危险货物运输方式变化



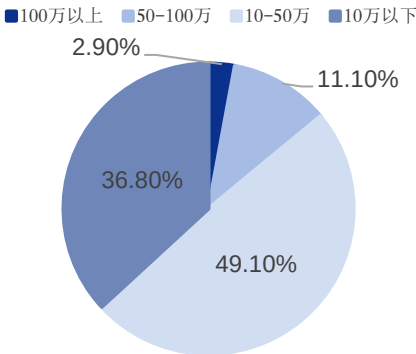
资料来源：中国物流与采购联合会，中国银河证券研究院

图75：2024 年我国从事危险货物运输人员结构



资料来源：中国物流与采购联合会，中国银河证券研究院

图76：2024 年我国化工品储罐企业容积分布（单位：m³）



资料来源：中国物流与采购联合会，中国银河证券研究院

表24：2024 年我国化工仓储地图数据列表

省份	固体库区数量（个）	罐区数量（个）	甲类库面积（m²）	乙类库面积（m²）	丙类库面积（m²）	储罐总容量（万m³）
吉林省	1	0	3000	4000	—	—
辽宁省	5	8	10640	18000	27500	91.97
上海市	35	11	92120.1	163332.65	388141.71	263.377
江苏省	15	51	59875.06	107870.68	234847.5	1292.26
浙江省	10	18	10167.99	11747.19	85316.68	671.358
安徽省	3	2	10952	28576	14100	10.156
福建省	3	6	13250	14000	5360	216.83
山东省	4	19	3500	6000	79000	605.4
天津市	4	10	18747.01	27000	20664	250.09
河北省	4	3	15900	46300	19500	49.0

河南省	0	1	—	—	—	0.92
湖南省	4	3	17591	25780	19684	16.992
湖北省	2	2	6000	8000	13256	30.52
广东省	9	32	81000.48	66050	67325	891.165
广西省	3	2	3780	11172	22800	62.9
四川省	1	1	3000	12400	11000	3
重庆市	2	2	12392.52	17813.7	37009.66	28.79
陕西省	2	0	4500	9750	4838	—
总计	107	171	366416.16	577792.22	1050342.55	4485.63

资料来源：中国物流与采购联合会，中国银河证券研究院

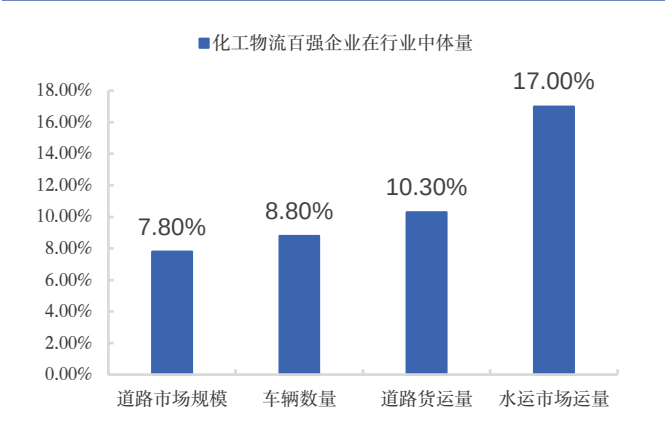
表25：我国主要危化品物流上市公司储罐及库区状况（2023 年报）

公司全称	储罐罐容（万 m³）	罐容市占率	库区布局区域	主要储存品种
宏川智慧	500.31	11.54%	东莞、中山、泉州、苏州(太仓、常熟)、南通(如皋)、常州、宁波、南京、潍坊等	油品、醇类及其他化学品
保税科技	217.49	5.01%	苏州(张家港)、扬州、舟山	乙二醇、油品
恒基达鑫	105.77	2.49%	武汉、扬州、珠海	油品、醇类、苯类烷烯烃类

资料来源：宏川智慧、保税科技、恒基达鑫年报，中国银河证券研究院

危化品物流行业集中度提升空间大，看好龙头危化企业市占率提升机会。2023 年，我国主要危化品物流主要上市公司中，密尔克卫、永泰运、宏川智慧、保税科技、盛航股份、兴通股份、恒基达鑫，分别实现营业收入 97.53 亿元、21.99 亿元、15.47 亿元、14.99 亿元、12.61 亿元、12.37 亿元、3.94 亿元，对标 2023 年我国危化品物流市场规模体量(2.38 万亿元)，市占率分别为 0.41%、0.09%、0.07%、0.06%、0.05%、0.05%、0.02%，合计市占率不到 1%。总体来看，当前我国危化品行业格局仍相对分散，行业集中度仍具有进一步上升空间，头部企业具有潜在市占率提升机会。

图77：2022 年化工物流百强企业在行业中体量占比



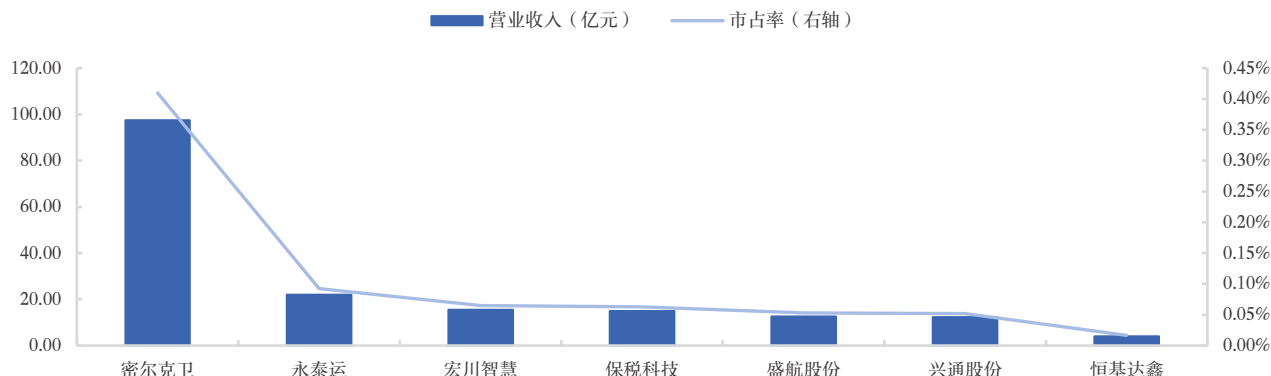
资料来源：中国物流与采购联合会，中国银河证券研究院

图78：2021-2022 年化工物流百强企业年利润率占比

企业	净利润率占比
综合服务企业：	5-15%
道路运输服务企业：	5-10%
仓储服务企业：	20-30%
水运服务企业：	15-35%

资料来源：中国物流与采购联合会，中国银河证券研究院

图79：2023 年我国主要危化品物流上市公司营收及市占率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、投资建议

展望 2025 年交运板块的投资机会，我们重点推荐 3 个方向：1) **供需格局进一步优化下具备业绩弹性的航空板块**。2024 年以来，我国民航出行需求加速释放，国内航线受益于国家层面对文旅消费的支持，航班运输规模进一步超出疫情前同期水平，而国际航线则持续迎来出入境政策利好，预计年底前将完成年初民航局制定的 80%恢复目标。伴随中美航权谈判推进，2025 年国际航线有望回归疫情前常态化运行。在需求端向好的恢复趋势下，2024 年出行旺季中，民航运力投放及旅客量较 2019 年均呈现显著同比增长，符合此前预期；但因疫后消费结构变化叠加 2024 年客座率考核指标强化，航司重点追求客座率修复，票价水平面临一定程度的压制。总体而言，我们认为，进入 2025 年，伴随国际航班加速增班趋势延续，叠加“924”一揽子政策出台后内需提振，2025 年民航出行需求有望进一步加速释放。供需格局优化叠加油汇价格向好，几重因素边际改善下，票价市场化空间进一步打开，2025 年航司有望迎来量价齐升局面，盈利水平或进一步增厚。自一揽子政策出台后，10 月份至今，板块的顺周期修复行情已经得到了初步验证。在此基础上，我们继续看好 2025 年航空板块的顺周期布局机会。2) **市场预期底线明确，且未来有望受益于客单价提升而具有估值修复潜力的机场板块**。我们认为，经过过去几轮向下调整，当前机场板块仍位于底部区间，市场预期底线基本明确，对于未来免税协议重签后扣点率下降的悲观情绪基本已被 priced in。未来国际线客流量恢复仍将作为机场板块的主要看点。2024 年，国际航班增班已带来了国际客流的确定性修复；同时，一揽子政策驱动下，宏观经济及内需消费进一步复苏带来的消费需求回暖趋势，也为 2025 年商业板块客单价提升提供了动力。国内主要枢纽机场的免税协议具体修订情况及有税商铺招租进展还需进一步关注，虽未来免税扣点率大概率难以回归疫情前高位水平，但确定性预期下，向下空间亦有限，且重奢品牌加速入驻有望带来新的价值增长点。建议把握机场板块的底部布局机会。3) **顺内需周期下存在景气向上潜力的物流板块**。快递来看，当前行业竞争格局改善，随着行业竞争形式从降价转向提升定价权、服务质量、成本管控，头部快递物流企业纷纷开始调整竞争策略，发力打造差异化竞争优势。经济型快递竞争进入下半场，建议关注头部中通、圆通的左侧布局价值，关注韵达打破负反馈、申通效率改善及可能受益尾部快递下滑的拐点性机会。中高端快递降本增效进行时，增速有望随经济复苏回升，顺丰控股护城河持续加深。危化品物流来看，2024 年我国 2B 物流整体需求延续转暖，2025 年伴随内需加速改善，危化品物流需求或得到进一步有效提振。长期来看，考虑到当前我国危化品行业格局仍相对分散，行业集中度仍具有进一步上升空间，头部企业具备潜在市占率提升机会。

表26：重点公司盈利预测与估值表（对应 2024 年 12 月 13 日收盘价）

股票代码	股票简称	EPS				PE				投资评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
601111.SH	中国国航	-0.06	0.04	0.30	0.41	-	230.9	27.86	20.01	推荐
600029.SH	南方航空	-0.23	0.03	0.22	0.37	-	204.1	30.06	18.33	推荐
603885.SH	吉祥航空	0.34	0.61	0.78	0.95	35.36	23.80	18.53	15.25	推荐
002352.SH	顺丰控股	1.68	2.13	2.52	2.88	24.83	19.59	16.56	14.48	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

六、风险提示

- 1) 国际航线恢复及开辟不及预期的风险：地缘政治冲突可能延缓国际航线恢复进程；中美贸易摩擦可能对航司的国际航线补贴产生影响。
- 2) 原油价格大幅上涨的风险、人民币汇率波动的风险：若油价出现超预期大幅上涨、人民币兑美元汇率出现超预期大幅贬值，可能增加航司的运营成本及财务费用，对航司业绩形成压制。
- 3) 机场免税销售表现不及预期的风险：若内需消费恢复缓慢，可能导致机场免税销售量及客单价提升不及预期，对机场业绩形成压制。
- 4) 快递价格战产生的风险：若头部快递公司价格竞争超出预期，可能对快递公司营收、盈利形成压制。
- 5) 物流需求不及预期的风险：若需求不足，可能导致物流公司业绩表现不及预期。

图表目录

图 1: 31 个 SW 一级行业本年 (1 月 1 日-12 月 6 日) 累计涨跌幅	4
图 2: SW 交通运输各子板块本年 (1 月 1 日-12 月 6 日) 累计涨跌幅	4
图 3: 上市航司营业收入及同比 (单位: 亿元)	6
图 4: 上市航司归母净利润 (单位: 亿元)	6
图 5: 国内航线 RPK 恢复情况	7
图 6: 国际航线 RPK 恢复情况	7
图 7: 各航司 ASK 及同比 (单位: 百万客公里)	7
图 8: 各航司 RPK 及同比 (单位: 百万客公里)	7
图 9: 各航司客座率	8
图 10: 2023.1-2024.12 主要海外区域进出港航班量 (单位: 架次/周)	10
图 11: 截至 2024.12 主要海外目的地国家进出港航班恢复率	10
图 12: 国航国内及国际 RPK 增速及客座率对比	11
图 13: 东航国内及国际 RPK 增速及客座率对比	11
图 14: 南航国内及国际 RPK 增速及客座率对比	11
图 15: 春秋国内及国际 RPK 增速及客座率对比	11
图 16: 吉祥国内及国际 RPK 增速及客座率对比	11
图 17: 历年民航旅客周转量 (单位: 亿人公里)	11
图 18: 各航司 RPK 恢复情况	12
图 19: 各航司客座率恢复情况	12
图 20: 2024.1.1-2024.12.12 国内经济舱平均票价水平 (单位: 元)	12
图 21: 2024 年我国民航国内经济舱平均票价同比变动情况	12
图 22: 2019-2024 年中国民航飞机日利用率对比 (单位: 小时/日)	14
图 23: 2019-2024 年布伦特原油价格 (美元/桶)	16
图 24: 2017-2024H1 三大航燃油成本 (亿元)	16
图 25: 2019-2024 年 H1 美元兑离岸人民币汇率	16
图 26: 2017-2024H1 三大航汇兑损益 (亿元)	16
图 27: 各上市机场营业收入	17
图 28: 各上市机场归母净利润	17
图 29: 上市机场起降架次 (单位: 架次)	18
图 30: 上市机场旅客吞吐量	18
图 31: 上市机场起降架次较 2019 年恢复率	18
图 32: 上市机场旅客吞吐量较 2019 年恢复率	18
图 33: 樟宜机场旅客量 (单位: 人) 及起降架次 (单位: 架次)	19
图 34: 仁川机场旅客量 (单位: 人) 及起降架次 (单位: 架次)	19
图 35: 戴高乐机场旅客量 (单位: 人) 及起降架次 (单位: 架次)	19

图 36: 洛杉矶机场旅客量 (单位: 人) 及起降架次 (单位: 架次)	19
图 37: 2023 年 Avolta(Dufry)销售额分交通设施占比	22
图 38: 2023 年 Avolta(Dufry)销售额分渠道占比	22
图 39: 2014-2024 年 H1 海南离岛免税销售额 (单位: 亿元)	23
图 40: 2014-2024 年 H1 海南离岛免税购物人次 (单位: 万人)	23
图 41: 2023-2024.8 海南离岛免税月度销售额 (单位: 万元)	24
图 42: 2023-2024.8 海南离岛免税月度购物人次 (单位: 万人)	24
图 43: 2018-2024H1 年我国出入境人员统计 (单位: 亿人次)	25
图 44: 我国主要机场的奢侈品门店布局情况	26
图 45: 我国主要上市机场广告业务模式	27
图 46: 各上市快递公司月度业务收入 (单位: 亿元)	27
图 47: 各上市快递公司季度归母净利润 (单位: 亿元)	27
图 48: 拼多多 GMV 及增速 (单位: 万亿元)	28
图 49: 中国直播电商市场规模及增速 (单位: 万亿元)	28
图 50: 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重 (单位: %)	29
图 51: 京东阿里巴巴拼多多年度 GMV 及同比 (单位: 十亿元)	29
图 52: 月度快递行业业务量 (单位: 亿件)	29
图 53: 主要电商平台 GMV 占比情况	29
图 54: 2021 年各电商模式退货率对比	29
图 55: 各龙头企业快递业务量及增速 (单位: 亿件)	30
图 56: 月度快递行业业务收入 (单位: 亿元)	30
图 57: 月度快递行业业务单票收入 (单位: 元)	30
图 58: 顺丰快递单票收入 (单位: 元)	31
图 59: 顺丰快递服务业业务收入 (单位: 亿元)	31
图 60: A 股通达系企业快递月度单票收入 (单位: 元)	31
图 61: A 股通达系企业单票毛利润 (单位: 元)	31
图 62: 极兔速递中国单票毛利实现由负转正 (单位: 美元)	34
图 63: 中通资本投入增量资产对比 (与通达系其余企业) (单位: 亿元)	34
图 64: 主要快递企业土地使用权原值 (单位: 亿元)	35
图 65: 主要快递企业房屋及建筑物原值 (单位: 亿元)	35
图 66: 行业集中度指数 CR8 月度数据 (单位: %)	36
图 67: 各龙头企业市占率	36
图 68: 顺丰剥离丰网以来单票收入中枢止跌企稳 (单位: 元)	36
图 69: 顺丰剥离丰网后经济快递收入增速显著提升 (单位: 亿元)	36
图 70: 2024H1 顺丰鄂州枢纽情况	37
图 71: 2010-2024 年我国社会物流总额	38
图 72: 2024 年 1-9 月我国社会物流总费用与总收入	38
图 73: 2015-2024 年我国危化品物流市场规模 (单位: 万亿元)	39

图 74: 我国近年危险货物运输方式变化	40
图 75: 2024 年我国从事危险货物运输人员结构	40
图 76: 2024 年我国化工品储罐企业容积分布 (单位: m ³)	40
图 77: 2022 年化工物流百强企业在行业中体量占比	41
图 78: 2021-2022 年化工物流百强企业年利润率占比	41
图 79: 2023 年我国主要危化品物流上市公司营收及市占率	42
表 1: 中美航班增班情况整理 (1 对往返记为 1 班)	8
表 2: 中国公民出境团体旅游目的地国名单	9
表 3: 2023 年 11 月至今出入境刺激政策列表整理	9
表 4: 各航司机队规模计划 (单位: 架)	13
表 5: 波音、空客民用飞机订单及交付情况 (单位: 架)	13
表 6: 主要民用机型发动机型号及 OEM	14
表 7: 2025 年我国航空业供需分拆测算	15
表 8: 各航司油价敏感性 (油价敏感性定义: 布伦特原油价格每上涨 5%, 航司营业成本的增加额) (单位: 亿元) ..	15
表 9: 各航司汇率敏感性 (汇率敏感性定义: 美元兑离岸人民币汇率每上涨 1%, 航司汇兑损失的增加额) (单位: 万 元)	16
表 10: 前十大机场总时刻量同比增速 (单位: 架次)	18
表 11: 我国主要机场免税业务经营情况整理	20
表 12: 2021 年以来上海、北京、广州三地免税补充协议整理	20
表 13: 免税高奢品牌入驻机场情况	22
表 14: 免税等领域持续迎来政策加码	22
表 15: 市内免税相关政策梳理	24
表 16: 中国离岛、市内、机场三大免税渠道对比	25
表 17: 快递行业价格政策梳理	32
表 18: 2020-2024Q1 极兔速递东南亚地区及中国包裹量相关情况 (单位: 亿件)	33
表 19: 极兔速递发展重要历程	33
表 20: 2024H1 国内主要快递公司基础设施对比 (单位: 个)	34
表 21: 主要快递企业第二增长曲线	35
表 22: 顺丰现阶段国际产品介绍	37
表 23: 危化品物流相关政策法规整理	39
表 24: 2024 年我国化工仓储地图数据列表	40
表 25: 我国主要危化品物流上市公司储罐及库区状况 (2023 年报)	41
表 26: 重点公司盈利预测与估值表 (对应 2024 年 12 月 13 日收盘价)	43

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗江南，交通运输行业分析师。南京大学工学硕士，理学学士，9 年证券从业经验，先后供职于申万宏源证券、长城证券。2015、2016 年金牛奖交通运输行业第 5 名团队成员，2018 年东方财富 choice 交通运输行业第 2 名，2019 年 wind 最佳分析师交通运输行业第 4 名。长期专注交通运输行业研究，具备扎实的研究功底与产业基础。

宁修齐，交通运输行业分析师。芝加哥大学金融政策硕士，中国人民大学金融学学士，2019 年加入中国银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn