

2025年交运行业投资策略

复盘牛市中的交运行情，把握顺周期板块投资机遇

行业研究 · 策略报告

交通运输

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

2024年行情回顾： 交运行业细分板块中，2024年涨幅最大的为公交板块，涨幅为39%，其次为公路板块，涨幅为35%，分别跑赢沪深300指数24.7pct、20.4pct；涨幅最小的三个板块为快递、物流和机场，均跑输沪深300指数，主要因为这三个板块顺周期属性较强，经济增长承压导致其经营表现较弱。

历史牛市中交运行业表现复盘： 牛市背景下，航空、物流等顺周期品种往往表现更为强劲。2005-2007年牛市的背景是股权分置改革、经济发展强劲以及外资等增量资金涌入，该期间交通运输指数涨幅跑输大盘，但航空和航运子板块跑赢大盘；2008-2009年牛市背景是国内推出“四万亿”等一系列经济刺激政策、经济数据逐步好转，该期间交通运输指数涨幅跑输大盘，其中航运、物流以及航空板块表现较为亮眼；2014-2015年牛市的背景是在经济转型中的流动性宽松推动各类资产价格上行，该期间交通运输指数涨幅跑赢大盘，其中航空以及物流板块表现最为强劲；2016-2017年是价值回归以及供给侧结构性改革促成的结构性牛市，该期间交通运输指数涨幅跑输大盘，但机场和铁路子板块跑赢大盘；2019-2021年是科技、消费医药、新能源等核心资产轮番上涨的结构性牛市，该期间交通运输指数涨幅跑输大盘，其中航运以及物流板块表现相对更优。

航空：2025年供需缺口将继续收窄且有望达到相对均衡的态势，航司盈利将继续向上修复。 1) 需求方面，航空需求韧性较强，一揽子经济政策对宏观经济和消费具有正面刺激作用，国内航空出行需求有望维持稳健增长态势，而国际航班供给继续恢复，且出入境政策加速放宽，国际航空出行需求还将进一步回暖，因此预计2025年民航整体客运量同比有望实现高个位数的正增长。2) 供给方面，现阶段我国民航业引进机队的意愿较弱，叠加飞机制造商产能有限，我们认为2025年我国客运机队增速将继续维持低个位数，且随着国际航线的进一步恢复，民航供给结构还将继续改善。3) 竞争方面，2024年国内航司压价并没有带来较好的收益效果，预期2025年行业开始重视票价和收益管理，2025年主流航司业绩释放可期。近期民航票价同比降幅明显收窄，经营底部已过，建议关注即将到来的春运旺季航空经营数据表现，推荐中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空。

快递物流：高端快递龙头经营稳中向好，经济快递市场静待拐点到来。 需求方面，快递行业需求表现韧性较强，虽然经济和消费表现承压，但是由于消费降级趋势明显，抖音、拼多多等电商平台销售表现仍然亮眼，而且该类电商平台的无购物车模式导致线上消费订单碎片化，从而支撑快递行业件量呈现较快增长态势。1-11月行业累计件量增速达到21.4%，2024年全年快递行业件量增速预计约20%左右，呈现较高景气度。我们认为直播卖货、微信小店等新兴购物形式将支撑快递需求维持较快增长态势，预计2025年行业件量增速仍然能超过10%。2) 竞争方面，由于中通快递明年的战略已经明确为市场份额优于利润表现，明年行业价格竞争可能存在反复，建议紧密跟踪行业竞争格局以及价格的变化，而且行业长期竞争格局向好趋势不改。3) 投资建议方面，考虑到快递龙头估值仍然较低，已经较为充分释放了市场对行业竞争格局尚未出清前价格战反复的担忧，推荐长期投资价值显著的顺丰控股、中通快递和圆通速递，重点关注申通快递和韵达股份。

投资建议： 2025年宏观经济有望企稳复苏的预期下，我们认为可以在航空快递物流等顺周期板块中进行布局，我们推荐中国国航、东航物流、顺丰控股、嘉友国际、春秋航空、南方航空、中国东航、中通快递、圆通速递、德邦股份，建议关注韵达及申通。

风险提示： 宏观经济不及预期，油价汇率剧烈波动，公司经营不及预期。

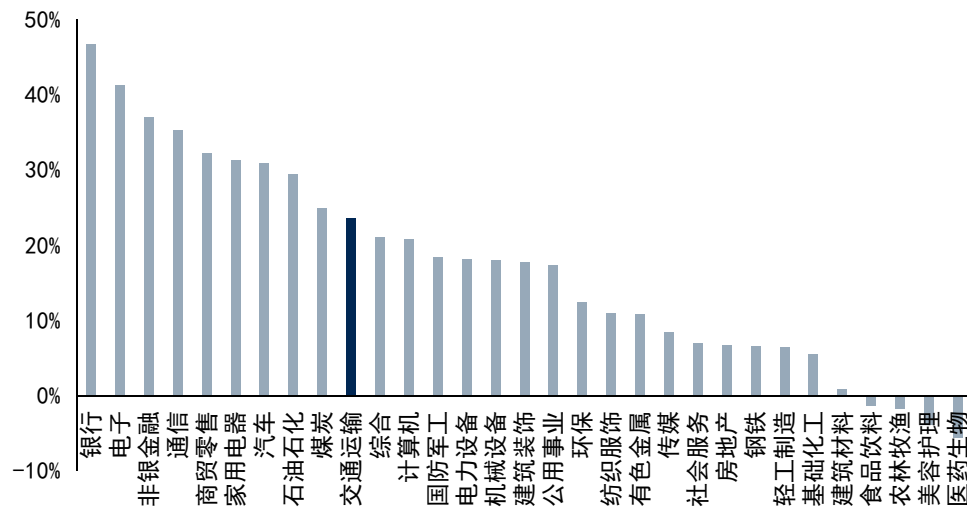
- [01] 2024年交运行情回顾
- [02] 牛市背景下，交运行业行情复盘：顺周期板块表现更强
- [03] 顺周期板块一：快递行业2025年投资策略
- [04] 顺周期板块二：航空行业2025年投资策略
- [05] 风险提示

2024年交运行业行情回顾

2024年交运行业指数走势与大盘接近，由于去年市场回调显著，今年得益于一揽子经济政策刺激，市场表现整体企稳回升。2024年申万交运指数上涨13.0%，跑输沪深300指数1.7pct。在31个申万一级行业中排名第10位（按总市值加权平均计算年度涨跌幅）。

交运细分板块中，2024年涨幅最大的为公交板块，涨幅为39%，其次为公路板块，涨幅为35%；涨幅最小的三个板块为快递、物流和机场，主要因为该三个板块顺周期属性较强，经济增长承压导致其经营表现承压。

◆ 2024年主要申万一级行业涨跌幅表现（总市值加权平均）



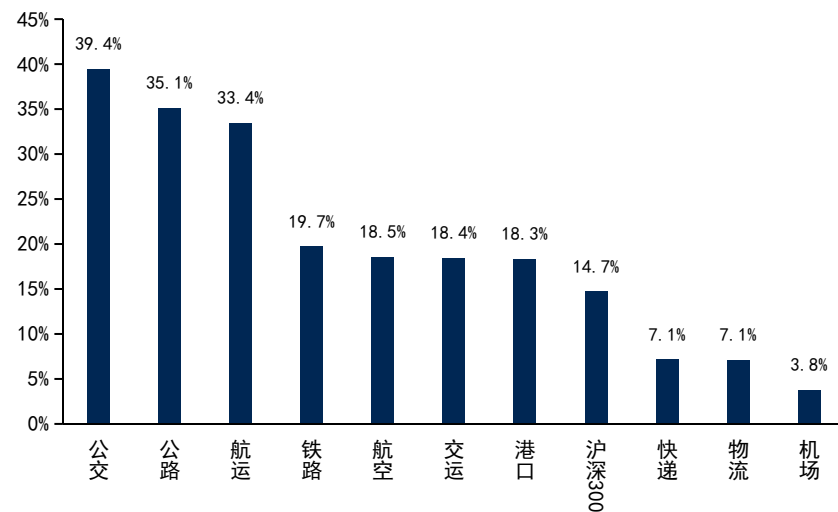
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 2024年交运指数及沪深300走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 2024年交运行业子板块涨幅



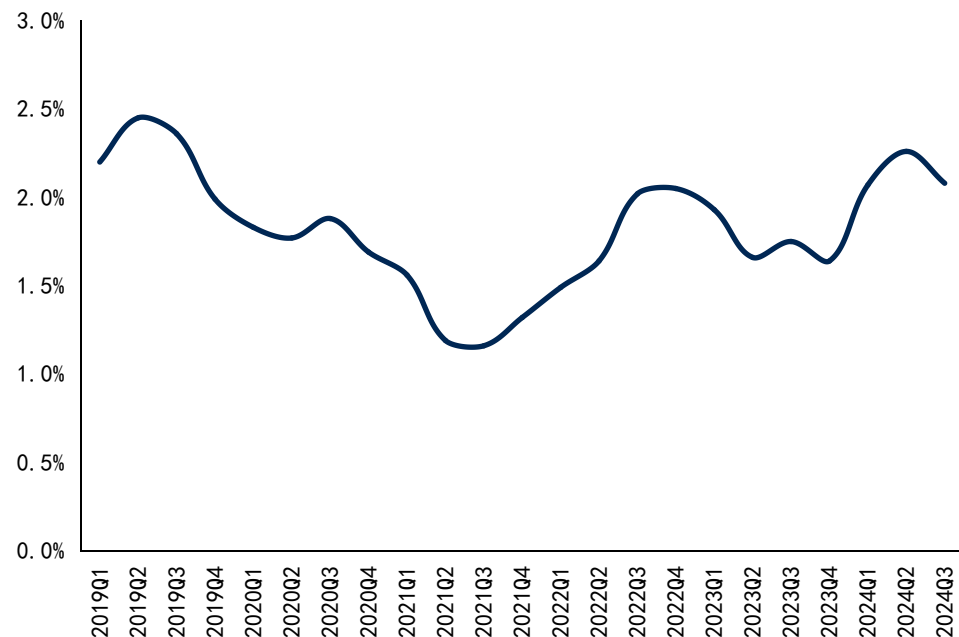
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2024年交运行业行情回顾

2019年以来，基金所投的交通运输行业市值占其整体股票投资市值的比例一直在2%附近震荡，2024年三季度该比例为2.08%。

2023年三季度，重仓持股方面，吉祥航空为交运行业中基金重仓持股占流通股比例最高的公司，持股比例达到11.8%，华夏航空、广深铁路、唐山港以及嘉友国际分列二、三、四、五位。

◆ 基金所投的交通运输行业市值占其整体股票投资市值的比例变化趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 3Q24年交运行业基金持仓前二十（按持股占流通股比排名，以基金定期报告为准）

名称	持股总量(万股)	持股占流通股比重 (%)	持股总市值(万元)	持股市值占基金股票投资市值比 (%)
吉祥航空	26,060.81	11.77	354,948.26	0.0504
华夏航空	14,780.07	11.56	106,564.32	0.0151
广深铁路	47,152.70	8.34	178,237.19	0.0253
唐山港	39,240.12	6.62	202,871.42	0.0288
嘉友国际	6,323.83	6.47	143,487.77	0.0204
中远海能	21,044.17	6.06	333,550.17	0.0474
密尔克卫	936.85	5.79	56,060.88	0.0080
春秋航空	5,126.55	5.24	316,872.13	0.0450
兴通股份	906.61	4.95	15,049.73	0.0021
圆通速递	15,904.69	4.62	283,898.78	0.0403
韵达股份	12,513.36	4.45	111,243.78	0.0158
建发股份	12,542.84	4.33	128,062.36	0.0182
东航物流	4,050.91	4.29	74,860.74	0.0106
国航远洋	964.61	3.36	4,880.92	0.0007
中远海能	15,651.00	3.28	133,558.22	0.0190
山东高速	15,216.73	3.14	140,146.13	0.0199
中国国航	34,680.93	2.98	273,285.71	0.0388
中谷物流	6,210.38	2.96	55,893.44	0.0079
申通快递	4,359.63	2.92	50,266.58	0.0071
招商轮船	22,474.92	2.76	180,698.35	0.0257

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- [01] 2024年交运行情回顾
- [02] **牛市背景下，交运行业行情复盘：顺周期板块表现更强**
- [03] 顺周期板块一：快递行业2025年投资策略
- [04] 顺周期板块二：航空行业2025年投资策略
- [05] 风险提示

交运行业中不同子板块的投资风格差异较大

交运行业的A股上市公司共有约130余家，但是不同子板块的发展阶段及商业模式差异较大，主要包括四种投资风格：

- 1) 成长属性：行业市场规模正处于成长阶段，竞争格局尚不稳定，公司的成长空间较大，该类投资标的多出现于快递物流板块。
- 2) 周期兼成长属性：长期来看行业市场规模发展空间仍然很大，但是行业价格和利润表现又呈现较明显的波动性，会受到供需结构变化的影响。
- 3) 强周期属性：行业发展进入成熟期，竞争格局相对稳定，行业价格和利润呈现剧烈波动性，与国内或国际经济周期波动关系密切。
- 4) 核心资产或价值红利：业绩表现稳健，经营风险低，公司经营往往具有垄断性质，甚至可为投资者提供高股息收益。

◆ 交运行业子板块的投资风格归纳总结

投资风格分类	代表性子板块	代表性标的	核心看点	估值方式
成长属性	快递物流	顺丰控股、中通快递、圆通速递、嘉友国际等	量和价	PEG估值
周期兼成长	航空	春秋航空、中国国航、东航物流等	供需结构及价格波动、产能扩张节奏	根据历史经验，往往按照10-15倍PE进行估值
强周期属性	航运	中远海控、中远海能、招商轮船等	供需结构及价格波动	周期低点按PB估值，景气周期阶段通常用PE进行估值
核心资产或价值红利	高速公路、港口、铁路、机场	宁沪高速、招商公路、青岛港、唐山港、京沪高铁、大秦铁路、上海机场等	政策改革、分红比例	参考业绩增速，给予合理的PE相对估值；DCF绝对估值；股息率倒推

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

复盘2010-2024年交运行业代表性投资机会

◆ 复盘2010-2017年交运行业代表性投资机会

	交运板块内涨幅显著的代表性公司	大盘涨幅	归因分析	子板块涨幅排序
2010	南方航空 (+61%)、中国国航 (+41%)、海航控股 (+35%)、中信海直 (+46%)	上证综指 (-14.3%)、深圳成指 (-9.1%)、沪深300 (-12.5%)	金融危机后，中国航空业整合加速、竞争格局优化，行业产能扩张放缓，而经济快速增长带动航空运输需求较快增长，供需优化促使票价上行，2010年航空主业盈利将创历史新高。	航空 (+44%) > 铁路 (0%) > 物流 (-2%) > 港口 (-10%) > 高速公路 (-12%) > 航运 (-12%) > 机场 (-21%)
2013	上港集团 (+111%)、华贸物流 (+78%)、招商港口 (+60%)、盐田港 (+53%)、天津港 (+46%)	上证综指 (-4.4%)、深圳成指 (-8.7%)、沪深300 (-4.8%)	上海自贸区批准设立，催化低估值的港口板块及跨境物流股票上涨。	物流 (+38%) > 港口 (+21%) > 机场 (+13%) > 航运 (+9%) > 高速公路 (+2%) > 铁路 (-6%) > 航空 (-7%)
2014	唐山港 (+204%)、招商轮船 (+160%)、深高速 (+157%)、中远海控 (+118%)、天津港 (+105%)、中国国航 (+101%)、南方航空 (+91%)	上证综指 (+58.1%)、深圳成指 (+40.9%)、沪深300 (+57.9%)	牛市普涨行情下，与内需和出口景气相关的周期板块（航运、航空等）以及题材催化的港口板块均有显著的相对收益。	港口 (+86%) > 航空 (+74%) > 高速公路 (+71%) > 航运 (+69%) > 机场 (52%) > 物流 (+50%) > 铁路 (32%)
2015	凤凰航运 (+381%)、春秋航空 (+367%)、吉祥航空 (+328%)、普路通 (+285%)、华鹏飞 (+250%)、申通快递 (+168%)、传化智联 (+162%)	上证综指 (+5.6%)、深圳成指 (+8.5%)、沪深300 (+2.5%)	牛市背景下，破产重组、借壳上市、兼并收购、新上市、互联网概念等具有强阿尔法的个股拥有显著的相对收益。	物流 (+116%) > 航空 (+104%) > 航运 (+46%) > 机场 (+43%) > 高速公路 (+42%) > 港口 (+22%) > 铁路 (-9%)
2016	天顺股份 (+477%)、海汽集团 (+242%)、顺丰控股 (+161%)、圆通速递 (+103%)、韵达股份 (+88%)	上证综指 (-5.6%)、深圳成指 (-11.3%)、沪深300 (-4.8%)	以顺丰控股、圆通速递、韵达股份为代表的借壳上市概念股以及年内上市的新股股价表现强劲。	物流 (+31%) > 高速公路 (-4%) > 机场 (-5%) > 铁路 (-9%) > 航空 (-10%) > 港口 (-19%) > 航运 (-31%)
2017	原尚股份 (+109%)、畅联股份 (+101%)、广州港 (+86%)、中国国航 (+73%)、南方航空 (+72%)、上海机场 (+72%)	上证综指 (+4.7%)、深圳成指 (+6.3%)、沪深300 (+19.7%)	供给侧控总量预期叠加客票价格市场化的联合推动下，业绩预期弹性推动航空板块行情；免税业务增长超预期，且外资流入及消费属性增强推动估值提升，机场股价走强；年内上市新股股价表现强劲。	机场 (+57%) > 航空 (+42%) > 港口 (+26%) > 铁路 (+22%) > 物流 (+7%) > 高速公路 (+7%) > 航运 (+2%)

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

复盘2010-2024年交运行业代表性投资机会

◆ 复盘2018-2024年交运行业代表性投资机会

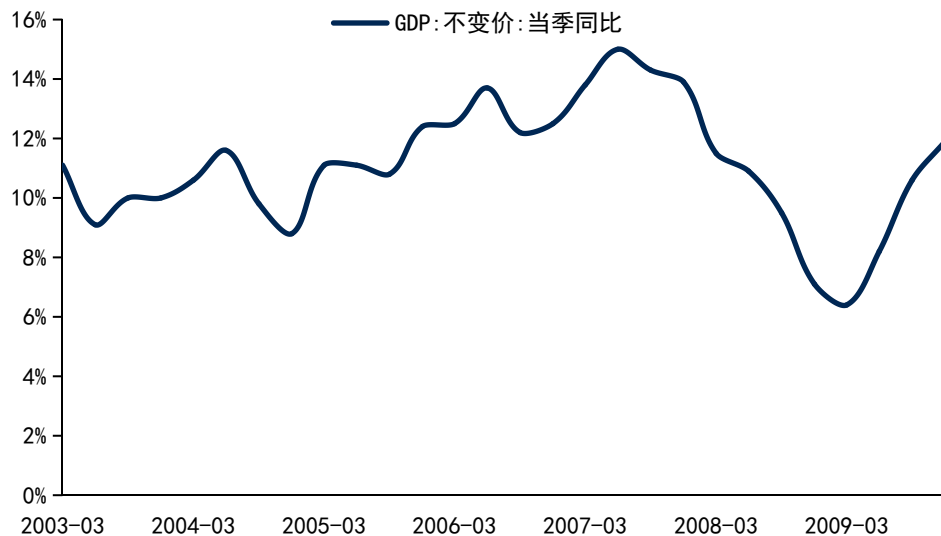
	交运板块内涨幅显著的代表性公司	大盘涨幅	归因分析	子板块涨幅排序
2018	德邦股份 (+139%)、宏川智慧 (+111%)、密尔克卫 (+71%)	上证综指 (-26%)、深圳成指 (-35%)、沪深300 (-26%)	年内上市的新股股价表现强劲；外资流入及消费属性增强推动估值提升，从而促使上海机场相对收益显著。	机场 (+4%) > 铁路 (-14%) > 高速公路 (-18%) > 物流 (-25%) > 港口 (-30%) > 航运 (-30%) > 航空 (-36%)
2019	招商轮船 (+127%)、白云机场 (+75%)、上海机场 (+56%)、韵达股份 (+45%)、中远海能 (+44%)	上证综指 (+23.8%)、深圳成指 (+47.1%)、沪深300 (+38.2%)	得益于行业步入新一轮上行周期，运费持续上涨，油运公司股价大幅上涨；得益于外资流入及消费属性增强推动估值提升，机场及快递龙头股价表现强劲。	机场 (+55%) > 航运 (+51%) > 航空 (+20%) > 高速公路 (+17%) > 物流 (+16%) > 港口 (+12%) > 铁路 (+5%)
2020	密尔克卫 (+228%)、顺丰控股 (+139%)、嘉诚国际 (+137%)、中远海控 (+132%)、华贸物流 (+92%)、宏川智慧 (+72%)	上证综指 (+12.6%)、深圳成指 (+36.0%)、沪深300 (+25.5%)	消费升级、高速成长阶段、集运运价大涨等基本因素驱动，业绩表现亮眼的龙头股票涨幅可观。	物流 (+78%) > 航运 (+60%) > 港口 (-4%) > 高速公路 (-5%) > 机场 (-7%) > 航空 (-10%) > 铁路 (-15%)
2021	中远海控 (+99%)、传化智联 (+87%)、四川成渝 (+73%)、重庆路桥 (+71%)、浙商中拓 (+70%)、中谷物流 (+66%)、华贸物流 (+50%)、厦门象屿 (+48%)	上证综指 (+3.9%)、深圳成指 (+0.2%)、沪深300 (-6.2%)	供需格局反转、集运运价大涨使得集运标的的股价表现亮眼；大宗供应链标的的股价大涨主要受益于大宗商品价格上涨；新能源概念爆发，行情也扩散至交运领域内的边缘标的。	航运 (+62%) > 航空 (+18%) > 高速公路 (+13%) > 物流 (+10%) > 港口 (+7%) > 铁路 (-2%) > 机场 (-29%)
2022	德邦股份 (+104%)、中远海能 (+104%)、招商南油 (+96%)、盛航股份 (+42%)、招商轮船 (+39%)	上证综指 (-15.1%)、深圳成指 (-25.9%)、沪深300 (-21.6%)	俄乌冲突导致油运供需格局优化，运价持续上涨，驱动油运板块股价大涨；德邦股份被京东物流收购，困境反转，股价表现强劲。	机场 (+22%) > 航运 (+9%) > 航空运输 (+9%) > 高速公路 (+5%) > 铁路 (+4%) > 港口 (-2%) > 物流 (-2%)
2023	皖通高速 (+59%)、中国外运 (+44%)、长久物流 (+41%)、重庆路桥 (+36%)、唐山港 (+35%)、招商公路 (+31%)、宁沪公路 (+31%)、山东高速 (+29%)	上证综指 (-3.7%)、深圳成指 (-13.5%)、沪深300 (-11.4%)	熊市背景下叠加国债利率下行推动，高股息红利品种涨幅可观；数据要素、重组转型等概念标的也大幅上涨。	高速公路 (+25%) > 铁路 (+5%) > 港口 (+2%) > 航运 (+1%) > 物流 (-15%) > 航空 (-27%) > 机场 (-37%)
2024年初至12月中旬	中信海直 (+191%)、大众交通 (+162%)、凤凰航运 (+106%)、嘉友国际 (+77%)、锦江在线 (+72%)、中远海控 (+64%)、粤高速 (+60%)、皖通高速 (+52%)	上证综指 (+13.0%)、深圳成指 (+10.6%)、沪深300 (+14.3%)	低空经济、智能驾驶、资产注入概念标的的股价表现强劲；熊市背景下叠加国债利率下行推动，高股息红利品种涨幅可观；以及自下而上具有逆周期高成长属性的个股股价也大幅上涨。	高速公路 (+40%) > 航运 (+35%) > 铁路 (+21%) > 航空 (+23%) > 港口 (+22%) > 物流 (+10%) > 机场 (+7%)

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2005年-2007年牛市复盘：航空及航运子板块表现强劲

2005年-2007年牛市形成的重要基础和主要背景为：1) 中国正处于经济强劲增长阶段，GDP增速从2004年底不断提升，2007年二季度单季GDP同比增速达到15%，而随着经济的一路走高，微观企业利润也大幅攀升，提供了估值修复与提升的重要依据。2) 2005年我国的股权分置改革全面铺开，推动A股进入全流通时代，股价与基本面的相关性提升，点燃了投资者对资本市场的信心。3) 2005年我国还开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，人民币升值预期强烈，外资大量涌入中国金融市场，以及2006年我国开始加大对房地产市场的调控，使得部分资金转向股市，均增加了股市的资金供给。在诸多正面因素的推动下，促成了自2005年6月至2007年10月的“牛市”，上证综指在此期间上涨了513%。

◆ 2005-2007年中国GDP增速持续提升



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

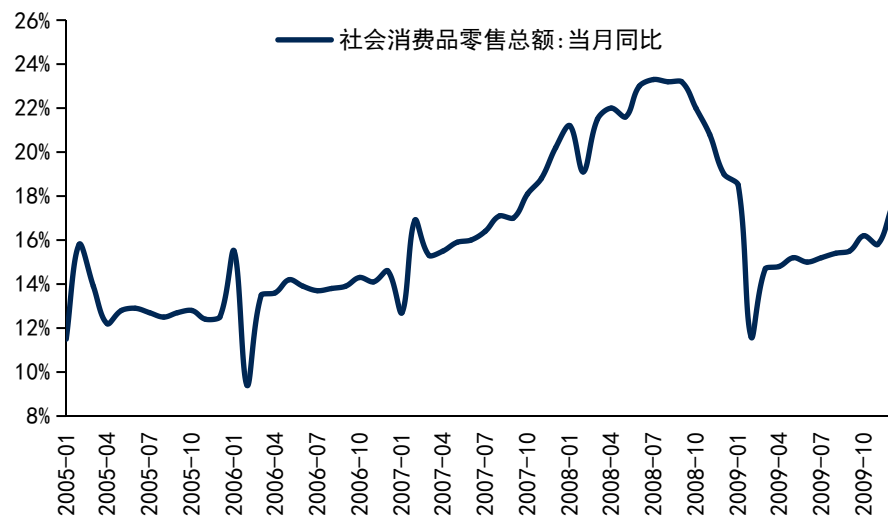
◆ 2005-2007年上证综指和深证成指的表现



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

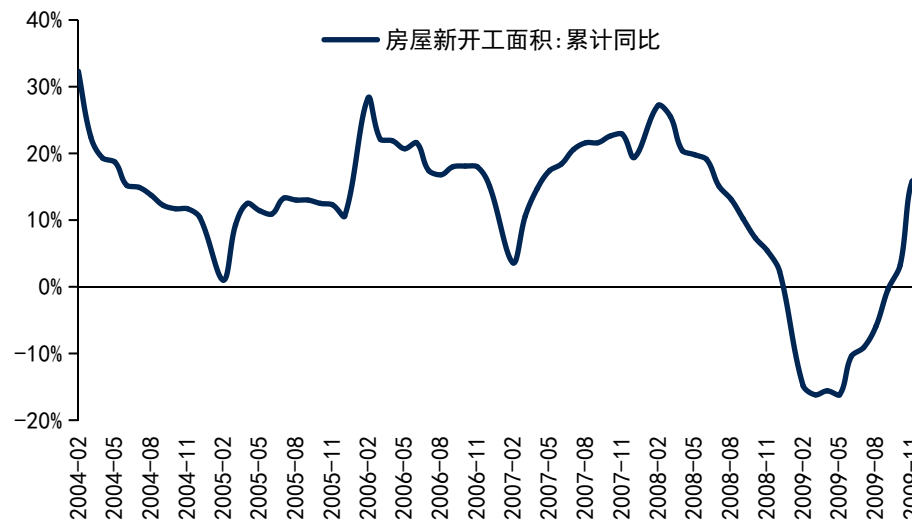
2005年-2007年牛市复盘：航空及航运子板块表现强劲

◆ 2005-2007年我国社会消费品零售总额同比增速持续提升



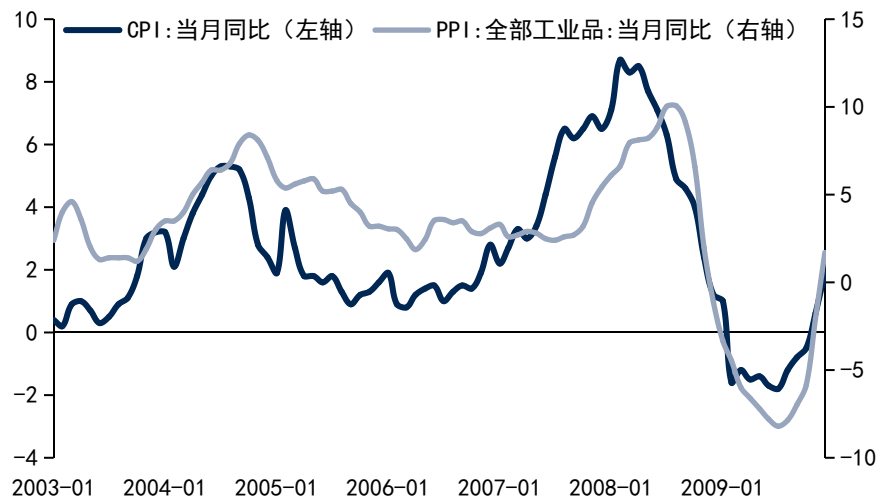
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2005-2007年我国房屋新开工面积同比保持在较高水平



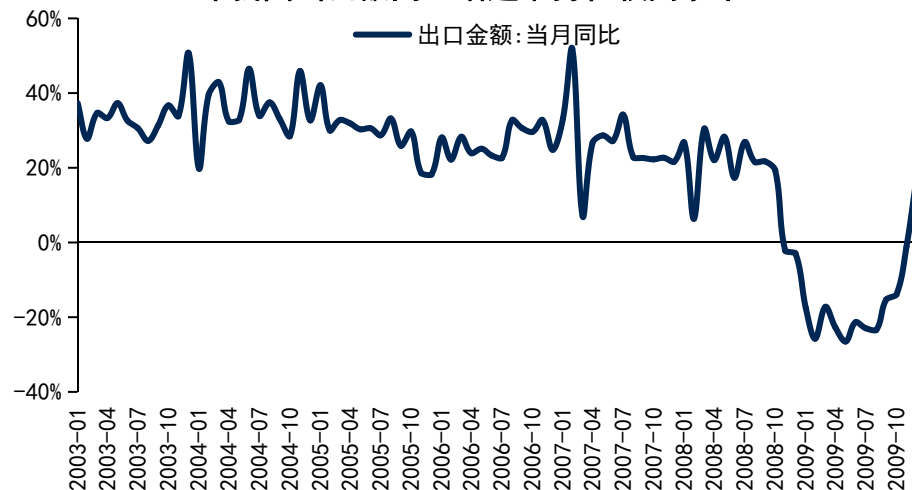
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2005-2007年我国CPI和PPI同比变化趋势



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2005-2007年我国出口额同比增速维持在较高水平

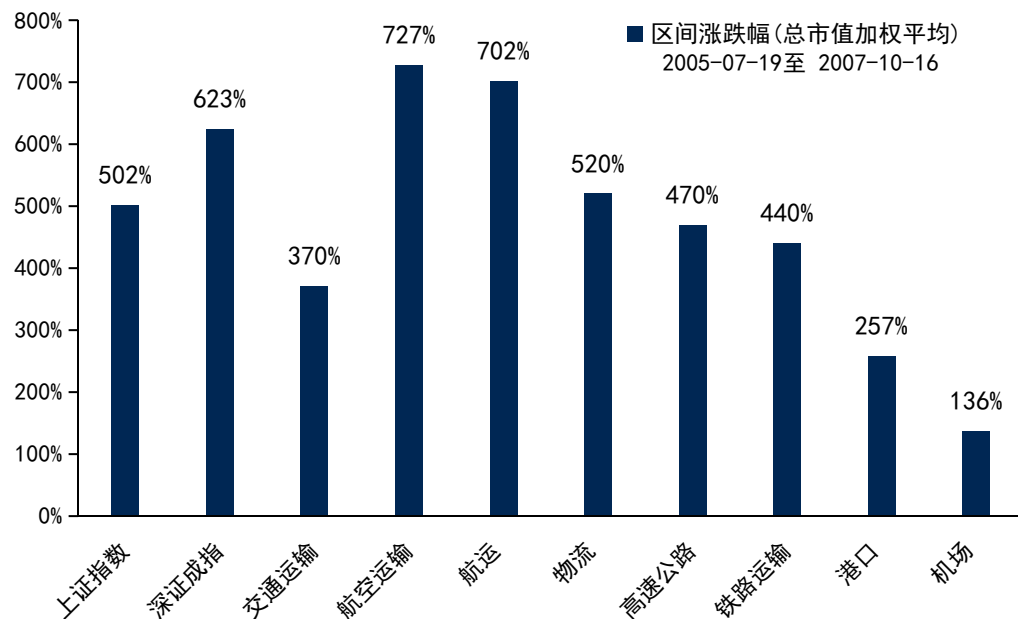


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

2005年-2007年牛市复盘：航空及航运子板块表现强劲

2005年-2007年交运子板块行情回溯：2005年7月至2007年10月牛市期间，交通运输板块整体的收益为370%，跑输上证综指132个百分点。聚焦二级板块中，各子板块均与大盘共振，呈现普涨行情，其中，航空、航运板块大幅领跑，涨幅分别达727%、702%，分别跑赢上证综指225、200个百分点；物流板块涨幅为520%，高速公路、铁路运输板块与交通运输板块涨幅较为接近，机场和港口板块的涨幅明显跑输大盘。

◆ 2005年7月至2007年10月交运子板块涨幅



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

◆ 2005年7月至2007年10月交运涨幅排名靠前的个股

证券代码	证券简称	区间涨跌幅 2005-07-19至2007-10-16
600755.SH	厦门国贸	1252.36%
600115.SH	中国东航	998.34%
600611.SH	大众交通	984.80%
600029.SH	南方航空	894.92%
600704.SH	物产中大	868.37%
900903.SH	大众B股	845.33%
000755.SZ	山西高速	842.00%
600026.SH	中远海能	817.17%
601111.SH	中国国航	816.54%
600751.SH	海航科技	812.93%
600153.SH	建发股份	812.86%
000906.SZ	浙商中拓	791.05%
900938.SH	海科B	730.43%
900945.SH	海控B股	696.09%
600428.SH	中远海特	685.92%
600221.SH	海航控股	651.13%
000520.SZ	凤凰航运	631.24%
600125.SH	铁龙物流	610.52%
600787.SH	中储股份	591.31%
600106.SH	重庆路桥	587.19%
600753.SH	庚星股份	563.47%
600179.SH	安通控股	437.74%
600794.SH	保税科技	430.04%
600279.SH	重庆港	428.35%
600548.SH	深高速	423.87%

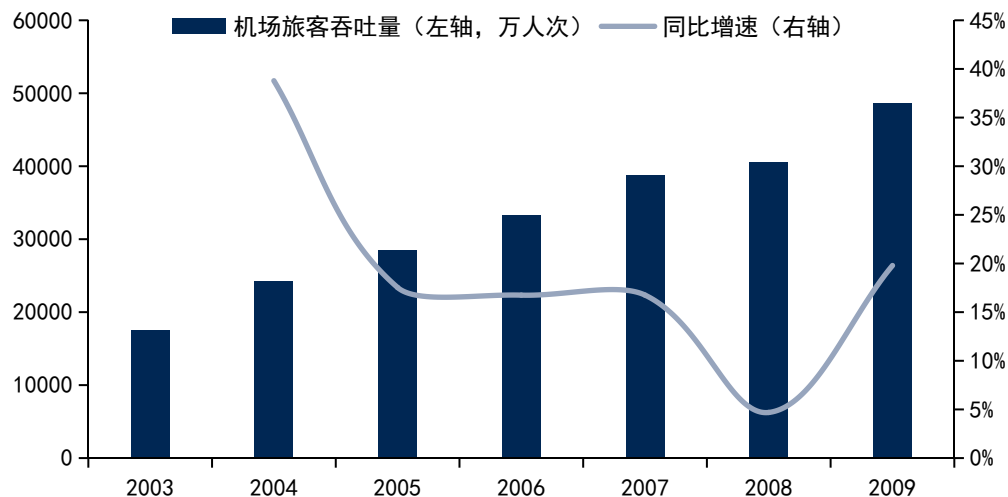
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2005年-2007年牛市复盘：航空及航运子板块表现强劲

2005年-2007年高速公路货运量同比增速稳中有升。自2005年起，季度公路客货运量同比增速一直呈现上行趋势，2005-2007年公路货运量增速分别为8.3%、8.9%以及11.0%；2005-2007年公路客运量增速分别为3.4%、8.7%以及10.6%。

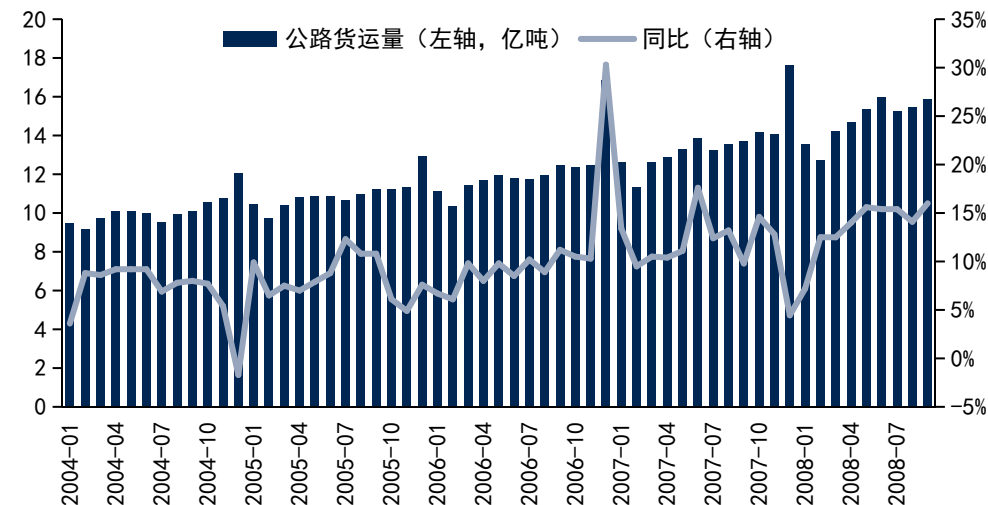
2005年-2007年航空机场客运市场依旧保持高景气。2005年到2007年机场旅客吞吐量自2.84亿人次增长至3.88亿人次，这三年保持了16%以上的较高增速；2005年到2007年民航客运量自1.38亿人次增长至1.85亿人次，这三年保持了15%左右的较高增速。

◆ 2005年-2007年机场旅客吞吐量维持较快增长态势



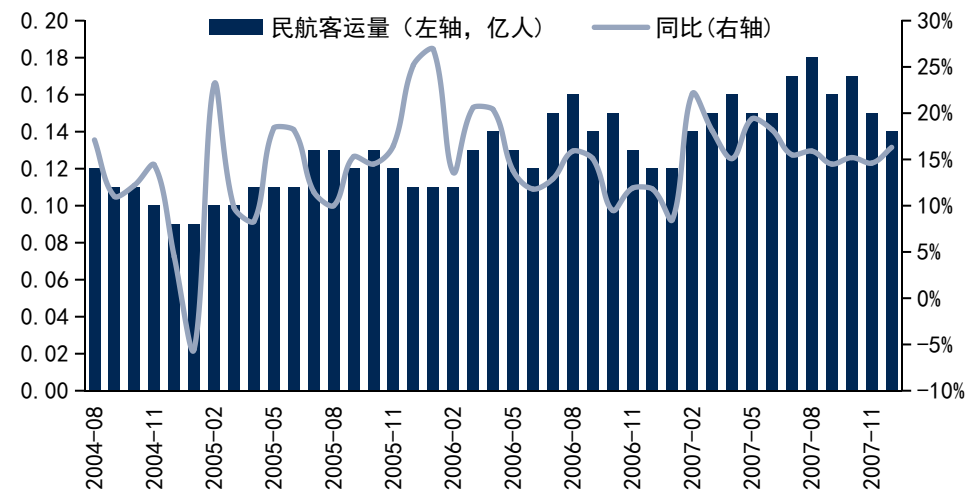
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2005年-2007年公路月度货运量增长情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2005年-2007年民航客运量维持较快增长态势



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

2005年-2007年牛市复盘：航空及航运子板块表现强劲

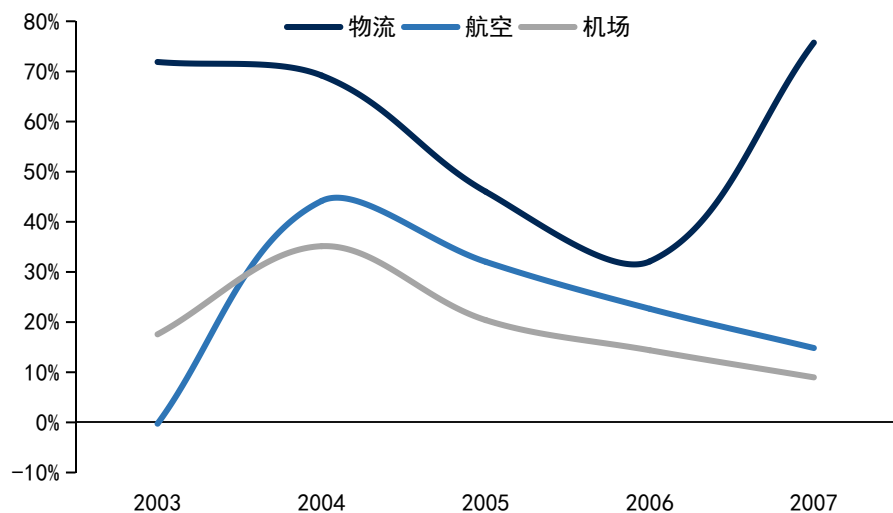
2005-2007年，具有顺周期属性的航空和机场板块的营收增速虽然有所放缓，但是该两大板块这三年的利润均呈增长态势，且航空板块的利润弹性尤为亮眼：

航空行业：2005-2007年主要上市公司的营收总和增速分别为32.02%、22.65%、14.83%；2005-2007年主要上市公司的归母净利润总和分别为-1.49亿元、4.33亿元、70.56亿元。

机场行业：2005-2007年主要上市公司的营收总和增速分别为20.40%、14.39%、8.98%；2005-2007年主要上市公司的归母净利润总和分别为20.96亿元、24.32亿元、27.96亿元。

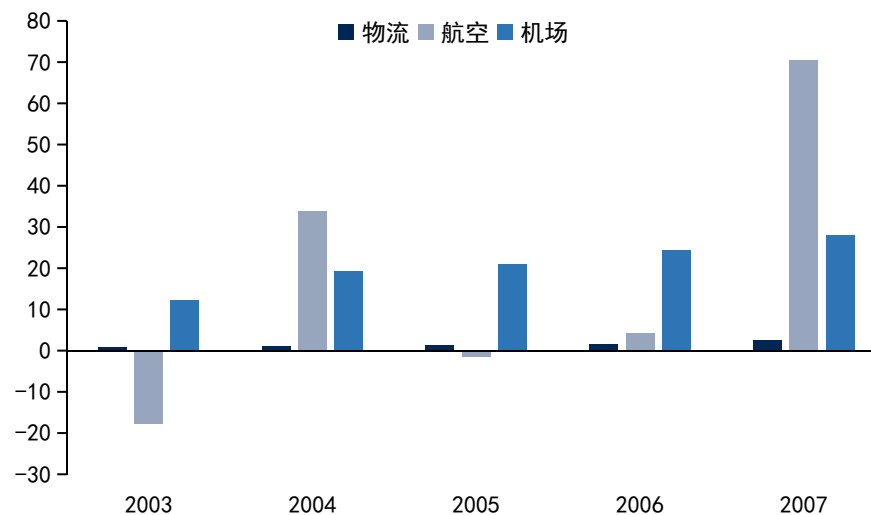
物流行业：2005-2007年主要上市公司的营收总和增速分别为46.01%、32.11%、75.73%；2005-2007年主要上市公司的归母净利润总和分别为1.32亿元、1.65亿元、2.45亿元。

◆ 2005-2007年物流、航空、机场板块主要上市公司营收总和增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 图14：2005-2007年物流、航空、机场板块主要上市公司归母净利润总和（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

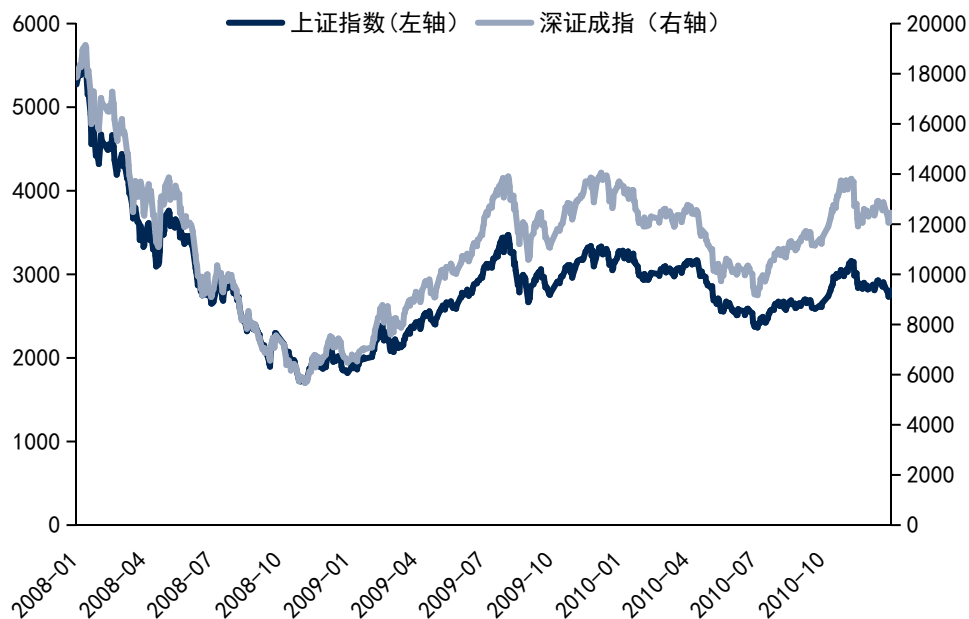
2008年-2009年牛市复盘：航运、物流及航空子板块涨幅较大



国信证券
GUOSEN SECURITIES

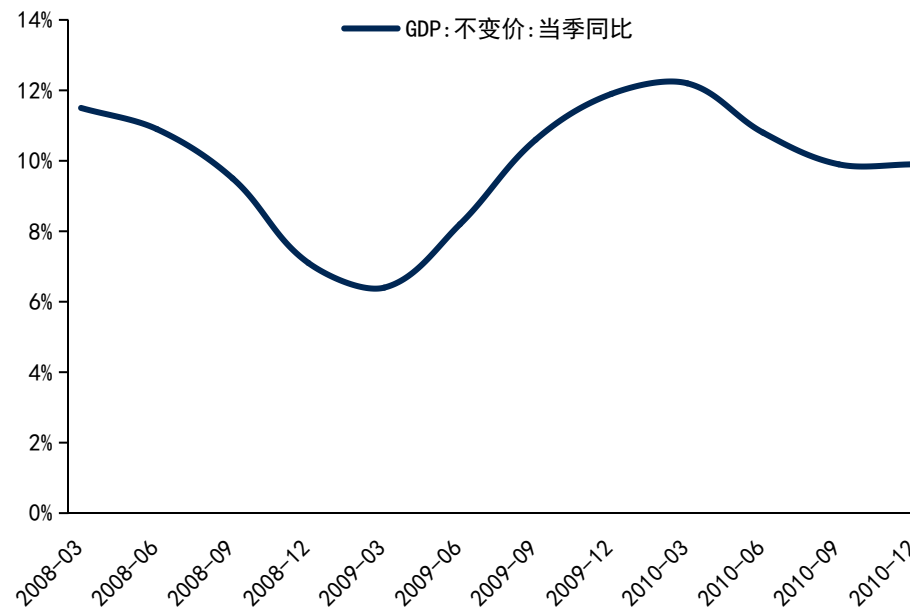
2008年-2009年牛市形成的重要基础和主要背景为：1) 2008年面对国内经济增速回落、国际金融危机扩大的风险，国内推出了一系列经济刺激政策，例如基建“四万亿”、十大产业振兴规划、家电下乡等，经济刺激政策推动了2009年经济数据开始好转。2) 降息、降印花税等政策又提振了股市，为资本市场提供了充足的流动性。在以上正面因素的共同促成作用下，资本市场2008年11月至2009年8月迎来了一轮“牛市”，该期间上证指数累计涨幅达到101.44%，深证成指累计涨幅达到142.46%。

◆ 2008年-2009年上证指数和深证成指的表现



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

◆ 2008-2009年GDP季度增速情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

2008年-2009年牛市复盘：航运、物流及航空子板块涨幅较大



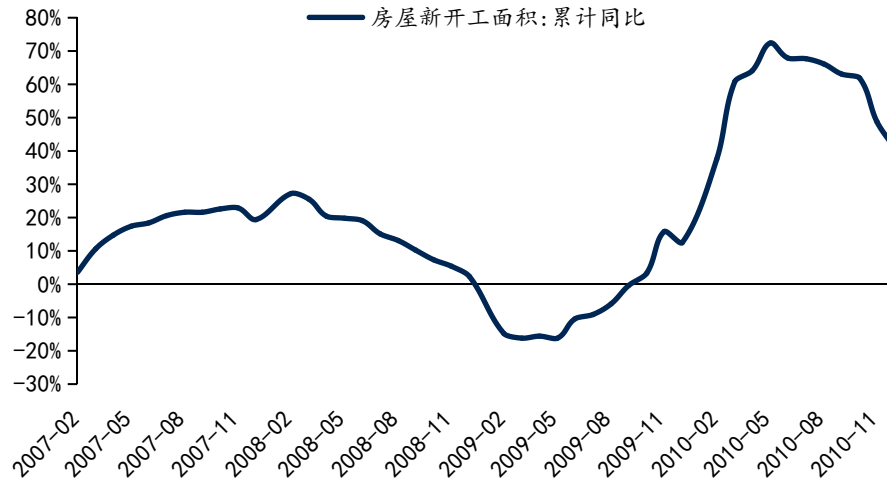
国信证券
GUOSEN SECURITIES

◆ 2008-2009年社会消费品零售总额当月同比变化情况



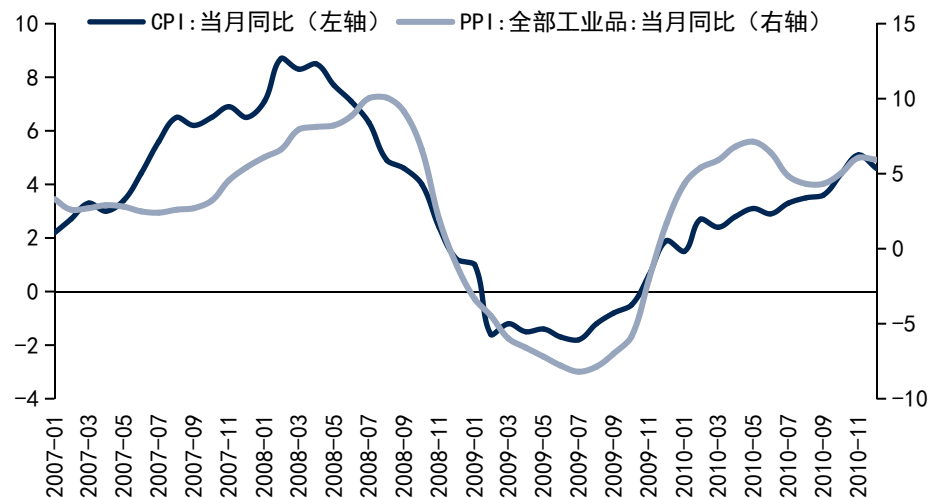
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2008-2009年房屋新开工面积累计同比变化情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2008-2009年CPI、PPI当月同比变化情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2008-2009年出口金额当月同比变化情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

2008年-2009年牛市复盘：航运、物流及航空子板块涨幅较大

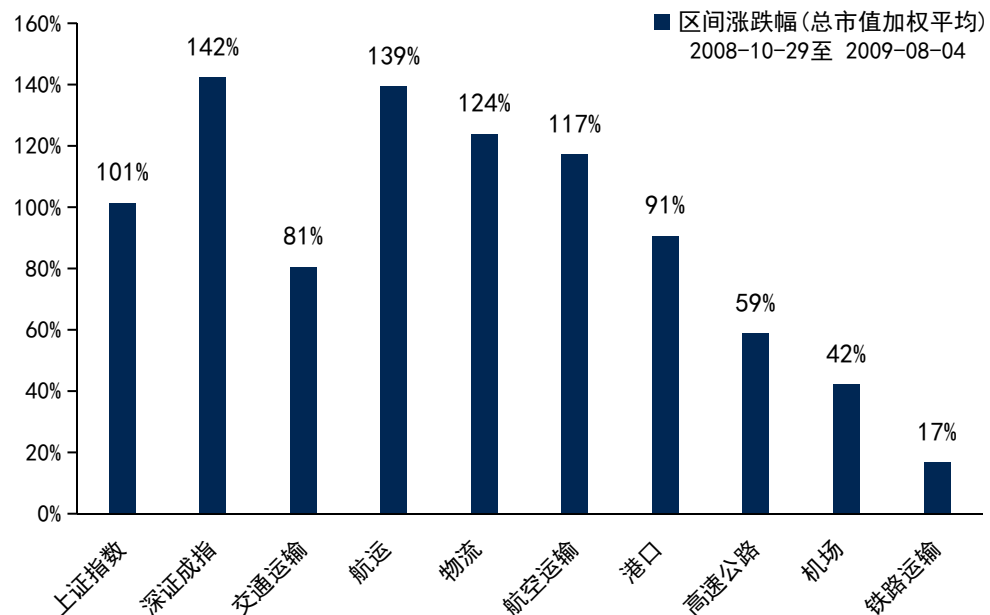


国信证券
GUOSEN SECURITIES

2008年-2009年交运子板块行情回溯：在2008年10月至2009年8月的牛市期间，交通运输板块整体涨幅为81%，跑输上证指数20个百分点。

聚焦二级板块中，各子板块涨跌趋势较为统一，但是涨幅分化较大，航运、物流、航空运输板块涨幅较大，涨幅均在100%以上，跑赢上证指数。港口和高速公路板块涨幅与交通运输行业涨幅较为接近。机场、铁路板块涨幅较小，分别仅涨42%和17%。

◆ 2008年10月-2009年8月交运子板块涨幅情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

◆ 2008年10月至2009年8月交运涨幅排名靠前的个股

证券代码	证券简称	区间涨跌幅 2008-10-28至 2009-08-04
600180.SH	瑞茂通	273.50%
002010.SZ	传化智联	257.55%
600153.SH	建发股份	253.57%
000548.SZ	湖南投资	253.19%
600751.SH	海航科技	249.60%
000906.SZ	浙商中拓	227.31%
600753.SH	庚星股份	213.75%
600428.SH	中远海特	213.30%
900938.SH	海科B	210.08%
000755.SZ	山西高速	207.89%
600561.SH	江西长运	206.15%
002040.SZ	南京港	199.21%
600057.SH	厦门象屿	192.65%
000099.SZ	中信海直	189.95%
600026.SH	中远海能	180.24%
600611.SH	大众交通	173.95%
601919.SH	中远海控	170.40%
600368.SH	五洲交通	165.19%
600190.SH	ST锦港	161.59%
000582.SZ	北部湾港	161.34%
601111.SH	中国国航	150.88%
600794.SH	保税科技	147.78%
900903.SH	大众B股	142.95%
600179.SH	安通控股	140.38%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2008年-2009年牛市复盘： 航运、 物流及航空子板块涨幅较大

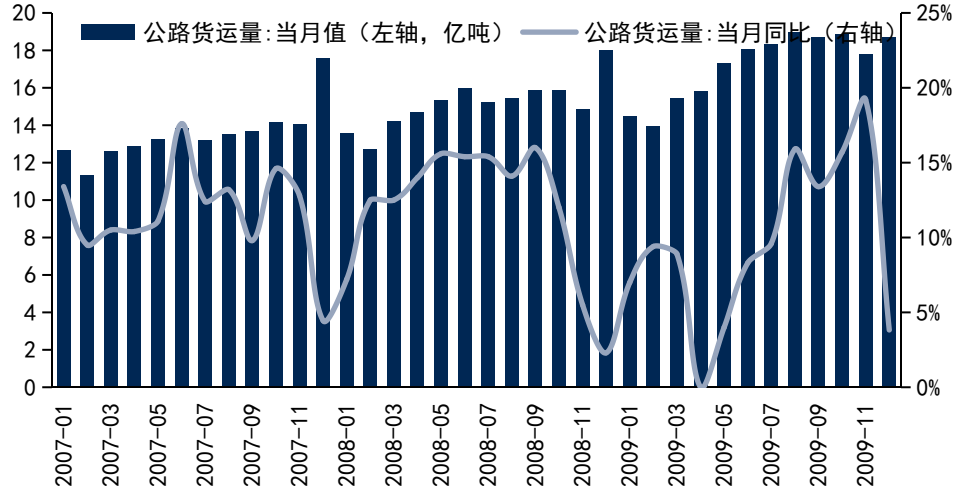


国信证券
GUOSEN SECURITIES

2008年到2009年公路货运量呈现触底回升态势。受到经济危机的影响，2008年底公路货运量月度同比增速触底，增速小于10%，随着政策落地，经济复苏势头强劲，货运量迅速恢复，2009年下半年月度同比增速快速恢复至10%以上。

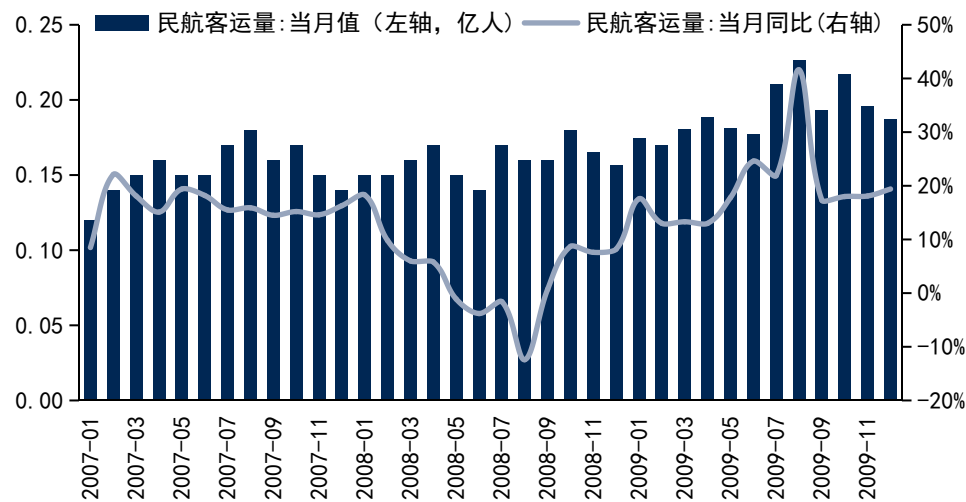
2008年到2009年航空机场客运市场呈现触底回升态势。2008年旅客吞吐量增速触底，2009年快速回升，2009年度机场旅客吞吐量达到4.9亿人次，同比增速近20%，而后增速逐步恢复至合理水平。2008年民航客运量个别月份同比甚至出现下滑，2009年增速持续提升至10%以上的正常水平。

◆ 2008-2009年公路货运量月度数据及同比增速



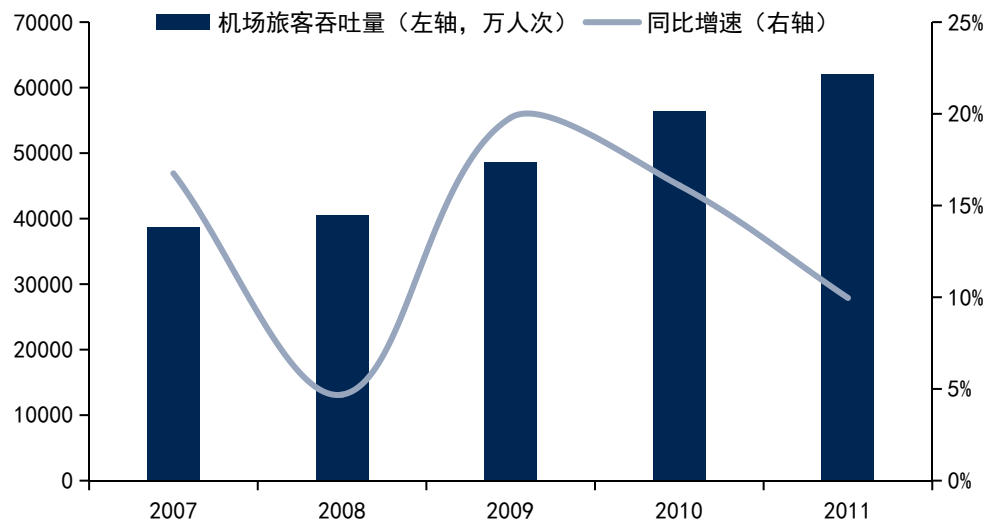
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2008-2009年民航客运量月度数据及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2007-2011年机场旅客吞吐量及同比增速



资料来源：中国民用航空局，国信证券经济研究所整理

2008年-2009年牛市复盘： 航运、物流及航空子板块涨幅较大



国信证券
GUOSEN SECURITIES

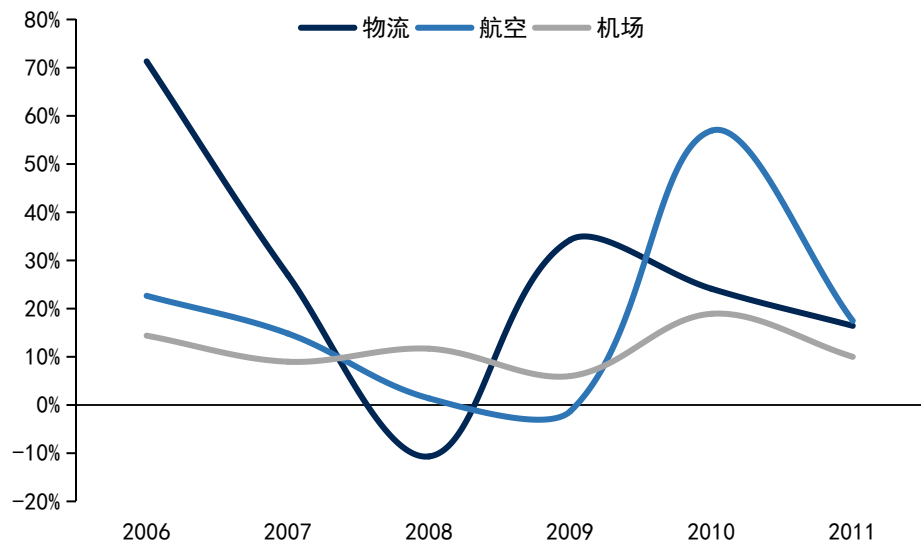
2008-2009年，在宏观经济波动和各种突发事件的影响下，具有顺周期属性的物流和航空板块的营收增速下滑明显，其中航空板块利润波动较大，2008年实现大幅亏损，但2009-2010年利润又快速实现盈利且利润弹性大，具有垄断经营属性的机场板块收入和利润表现较为稳健：

物流行业：2008-2009年主要上市公司的营收总和增速分别为-10.67%、34.26%；2008-2009年主要上市公司的归母净利润总和分别为4.13亿元、5.71亿元。

航空行业：2008-2009年主要上市公司的营收总和增速分别为1.38%、-1.30%；2008-2009年主要上市公司的归母净利润总和分别为-292.27亿元、63.74亿元

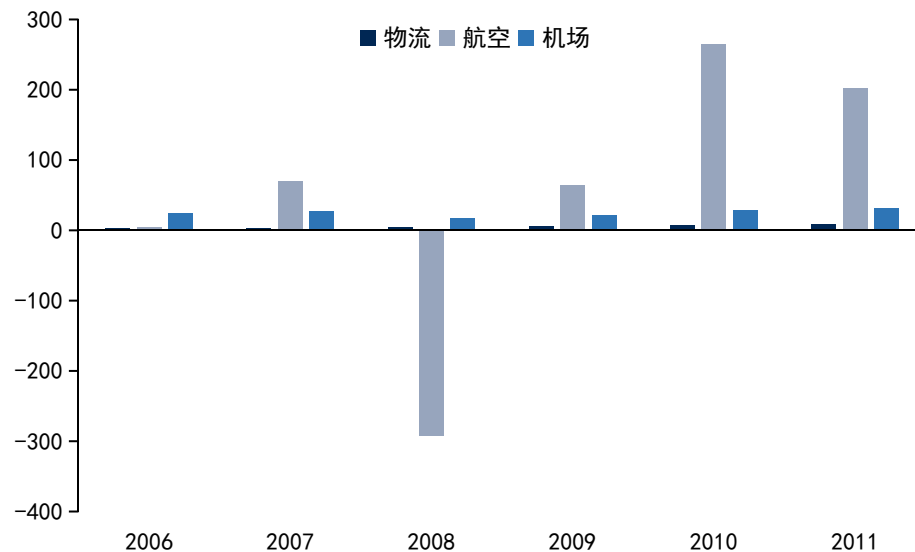
机场行业：2008-2009年主要上市公司的营收总和增速分别为11.68%、6.01%；2008-2009年主要上市公司的归母净利润总和分别为17.85亿元、20.95亿元。

◆ 2008-2009年物流、航空、机场板块主要上市公司营业收入总和同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2008-2009年物流、航空、机场板块主要上市公司归母净利润总和（亿元）

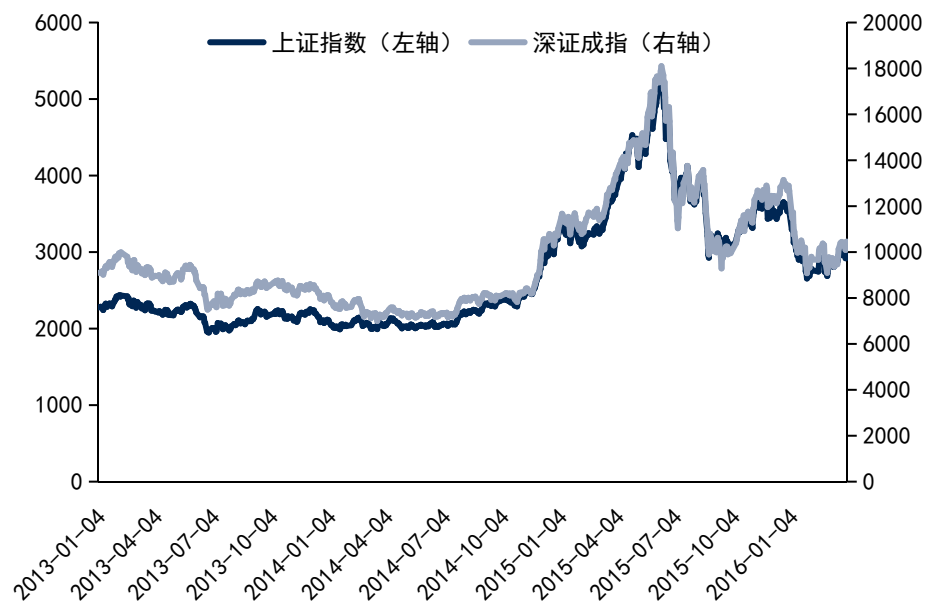


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2014年-2015年牛市复盘： 交运行业整体表现强劲

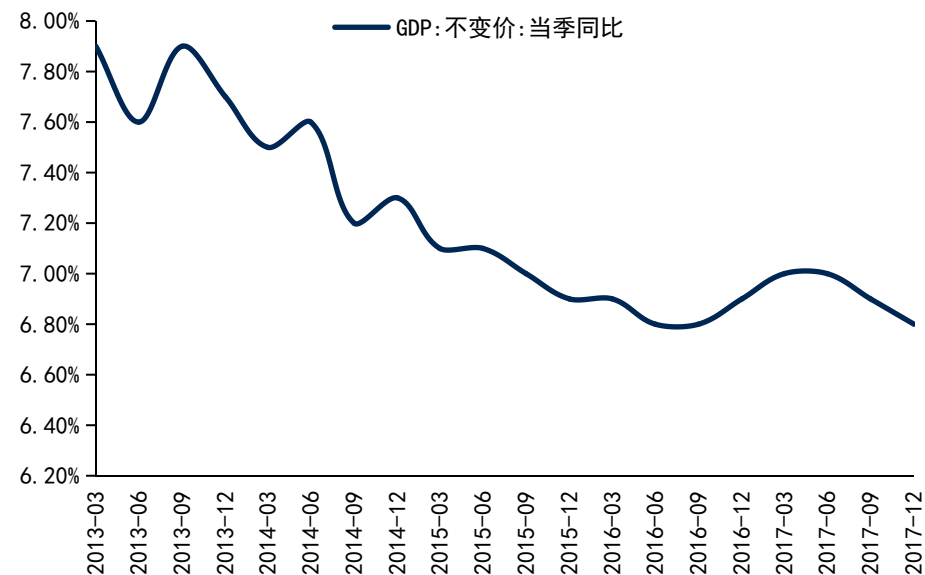
2014年-2015年牛市形成的重要基础和主要背景为：1) 国内经济在经历金融危机强政策刺激带来的短暂复苏后，又进入了下行通道，GDP增速从2010年的10.6%下行至2014年的7.4%，因此2014年货币政策先行开启宽松周期，央行通过定向降准、抵押补充贷款、中期借贷便利等方式向金融机构释放流动性。2) 各种改革政策陆续推出，2013年11月的十八届三中全会明确提出“健全多层次资本市场体系、推进股票发行注册制改革、多渠道推动股权融资等”，2014年5月9日发布了第二个“国9条”，核心内容是扩大市场双向开放、鼓励并购重组、混合所有制、放松私募发行审批、提出稳妥推进股票发行注册制等。在这轮牛市中，上证指数涨幅达155.29%，深证成指涨幅达152.05%。

◆ 2014年-2015年上证指数和深证成指表现情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

◆ 2014-2015年GDP季度增速变化情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

2014年-2015年牛市复盘：交运行业整体表现强劲

◆ 2014-2015年社会消费零售总额当月同比变化情况



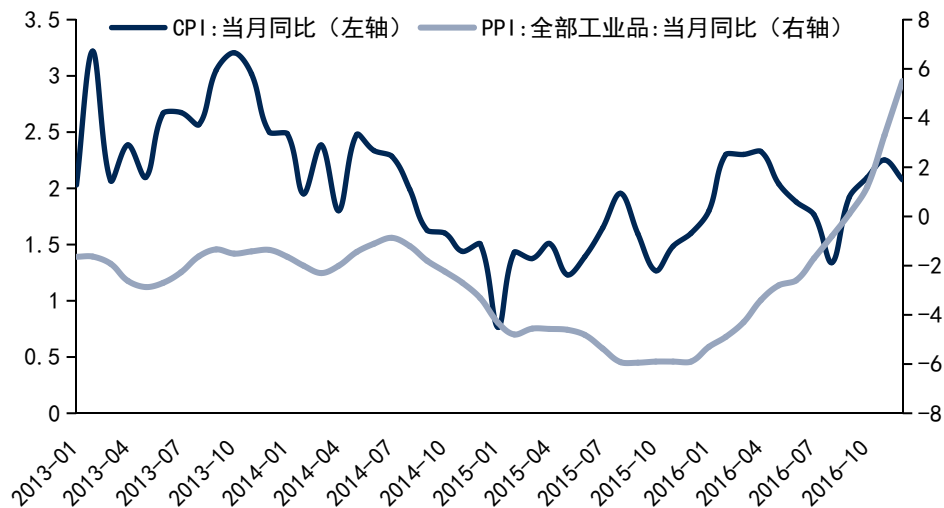
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2014-2015年房屋新开工面积累计同比变化情况



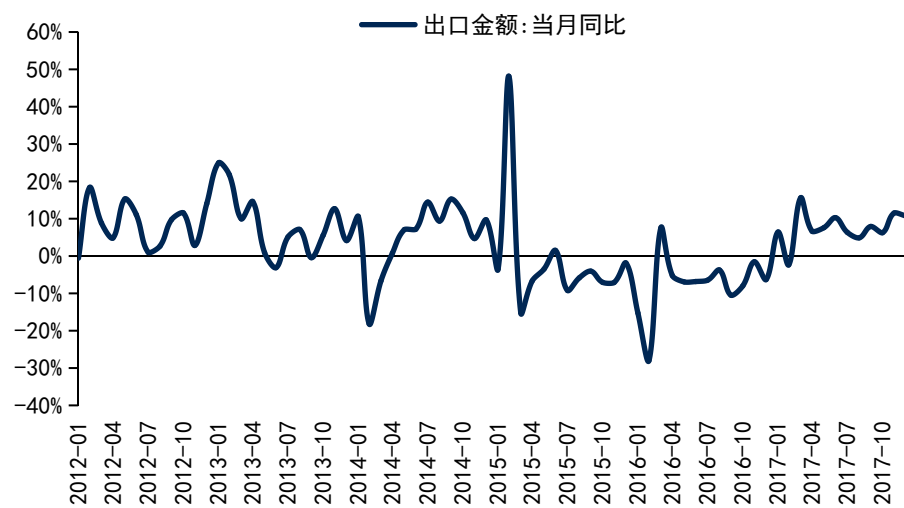
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2014-2015年CPI、PPI当月同比增速变化情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2014-2015年中国贸易差额当月变化情况



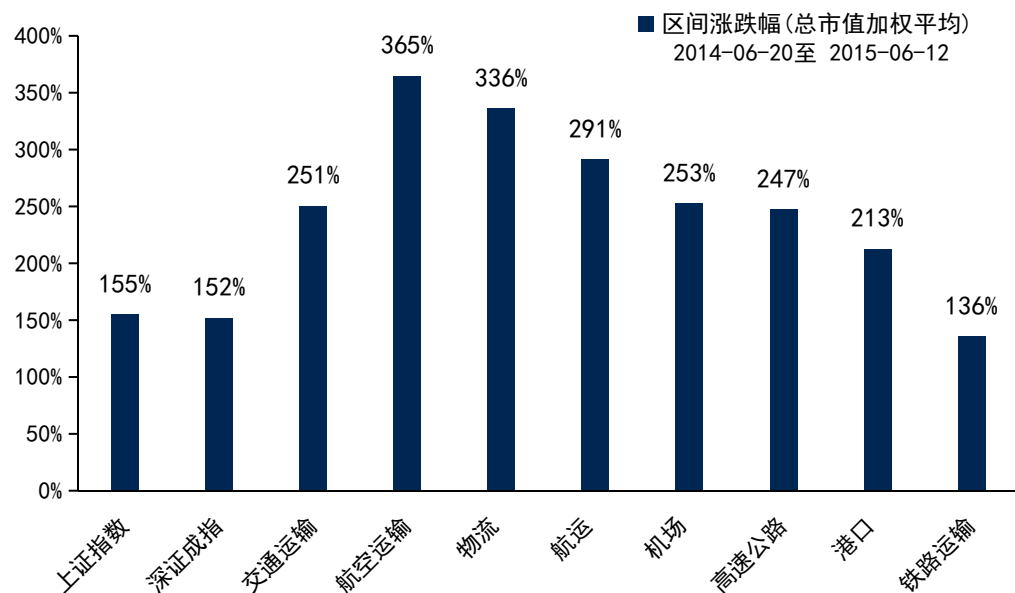
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

2014年-2015年牛市复盘：交运行业整体表现强劲

2014年-2015年交运子板块行情回溯：在2014年6月20日至2015年6月12日的牛市中，整个交通运输板块涨幅251%，大幅跑赢上证指数96个百分点。

聚焦二级板块中，各子版块涨幅有所分化，但是大体关联度较高，航空运输、物流板块涨幅居前，分别涨365%、336%，航运、机场、高速公路、港口板块涨幅与交通运输行业涨幅较为接近，均跑赢上证指数和深证成指。铁路运输板块涨幅较弱，仅涨136%，跑输上证指数。

◆ 2014年6月-2015年6月交运子版块涨跌幅情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

◆ 2014年6月-2015年6月交运涨幅靠前的个股

证券代码	证券简称	区间涨跌幅 2014-06-20至2015-06-12
000626.SZ	远大控股	1194.87%
300350.SZ	华鹏飞	915.50%
601018.SH	宁波港	474.88%
002682.SZ	龙洲股份	463.65%
600029.SH	南方航空	458.46%
600179.SH	安通控股	454.14%
600115.SH	中国东航	417.70%
601021.SH	春秋航空	415.93%
600035.SH	楚天高速	409.24%
300013.SZ	*ST新宁	408.36%
600153.SH	建发股份	391.28%
601919.SH	中远海控	389.38%
600704.SH	物产中大	387.84%
600020.SH	中原高速	386.22%
000755.SZ	山西高速	381.76%
601866.SH	中远海发	380.95%
000828.SZ	东莞控股	374.44%
000548.SZ	湖南投资	370.57%
601518.SH	吉林高速	356.80%
601872.SH	招商轮船	354.19%
600012.SH	皖通高速	353.92%
600611.SH	大众交通	350.13%
600180.SH	瑞茂通	348.28%
600428.SH	中远海特	344.25%
600106.SH	重庆路桥	329.74%

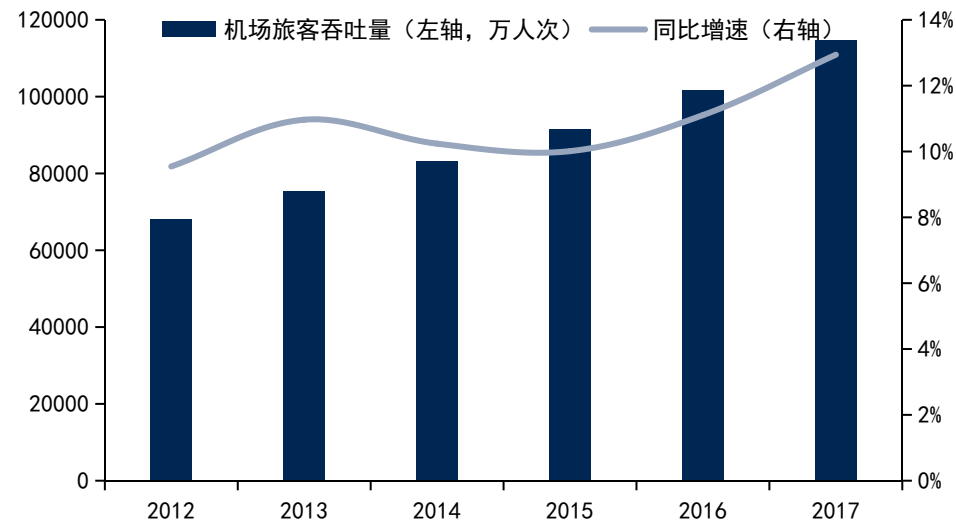
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2014年-2015年牛市复盘：交运行业整体表现强劲

2014年到2015年公路货运量增速缓慢下滑。2013年，月度公路货运量同比增速整体稳定在10%以上，而随着经济增长压力越来越大，2015年，月度公路货运量的同比增速缓慢下滑至10%以下。

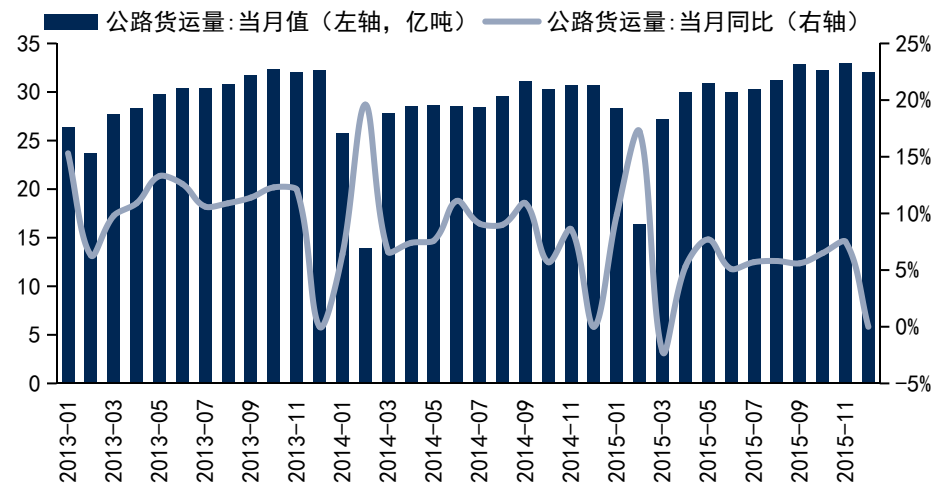
2014年到2015年航空机场客运市场维持较快增长态势。消费升级影响下，大众化出行趋势日益显著，因私航空出行需求占比持续提升，因此看到2014-2015年航空出行需求处于高景气增长阶段，机场旅客吞吐量和民航客运量的同比增速均维持在10%左右。

◆ 2012-2017年机场旅客吞吐量同比变化情况



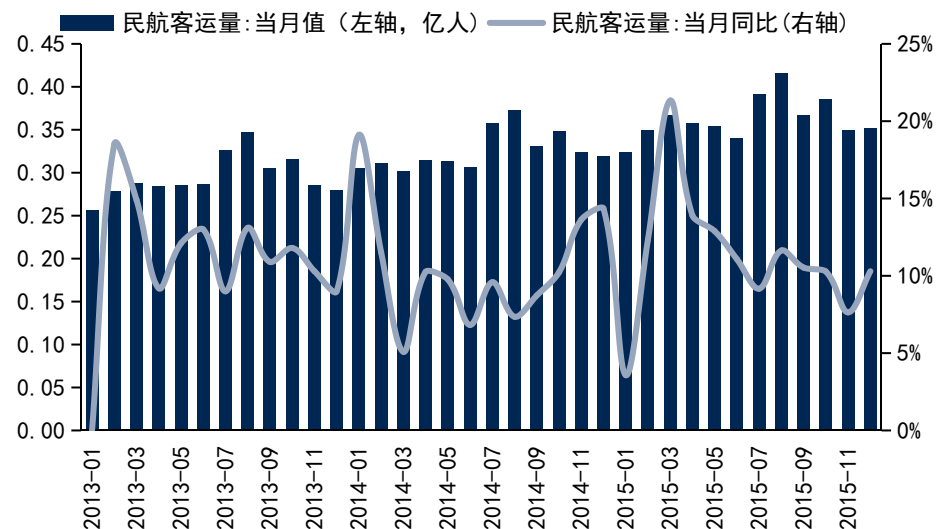
资料来源：中国民用航空局，国信证券经济研究所整理

◆ 2014-2015年公路货运量当月变化情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2014-2015年民航客运量当月变化情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

2014年-2015年牛市复盘：交运行业整体表现强劲

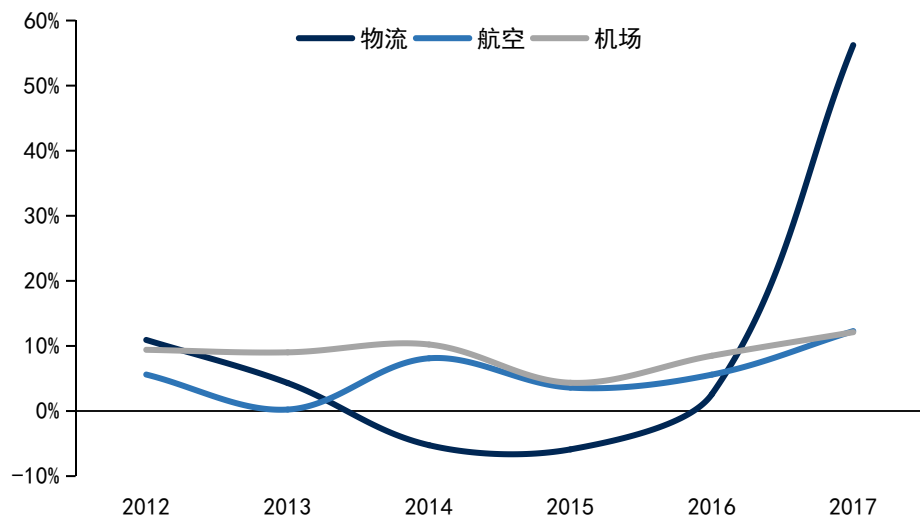
2014年下半年虽然宏观经济加速下行，但航空行业得益于消费升级，其需求增长表现韧性较强，航空和机场板块营收同比增速较为稳定，得益于供需结构持续优化，2013-2015年航空和机场板块利润持续提升；此外，物流板块利润也呈现稳步提升的态势：

物流行业：2014-2015年主要上市公司的营收总和增速分别为-5.25%、-5.89%；2014-2015年主要上市公司的归母净利润总和增速分别为36.97%、29.62%。

航空行业：2014-2015年主要上市公司的营收总和增速分别为8.11%、3.60%；2014-2015年主要上市公司的归母净利润总和增速分别为19.35%、58.39%。

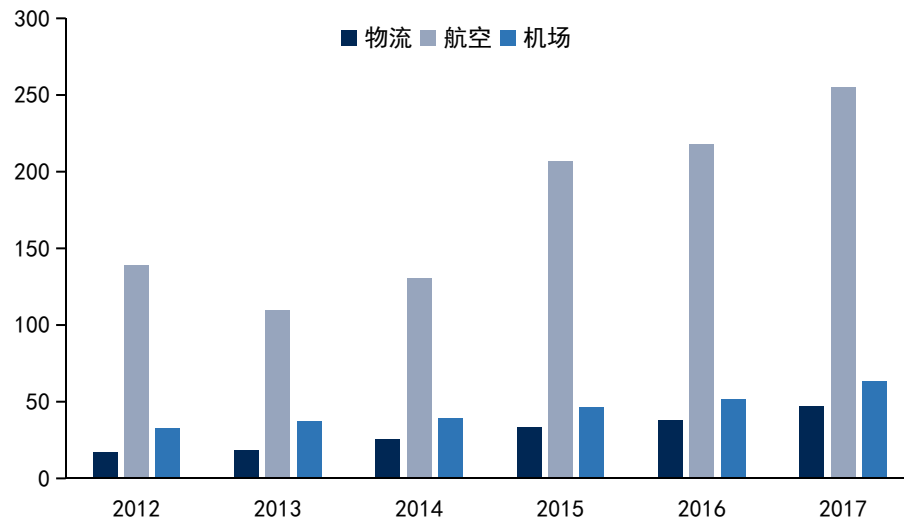
机场行业：2014-2015年主要上市公司的营收总和增速分别为10.22%、4.34%；2014-2015年主要上市公司的归母净利润总和增速分别为5.37%、19.60%。

◆ 2012-2017年物流、航空、机场板块主要上市公司营收总和的增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2012-2017年物流、航空、机场板块主要上市公司归母净利润总和（亿元）

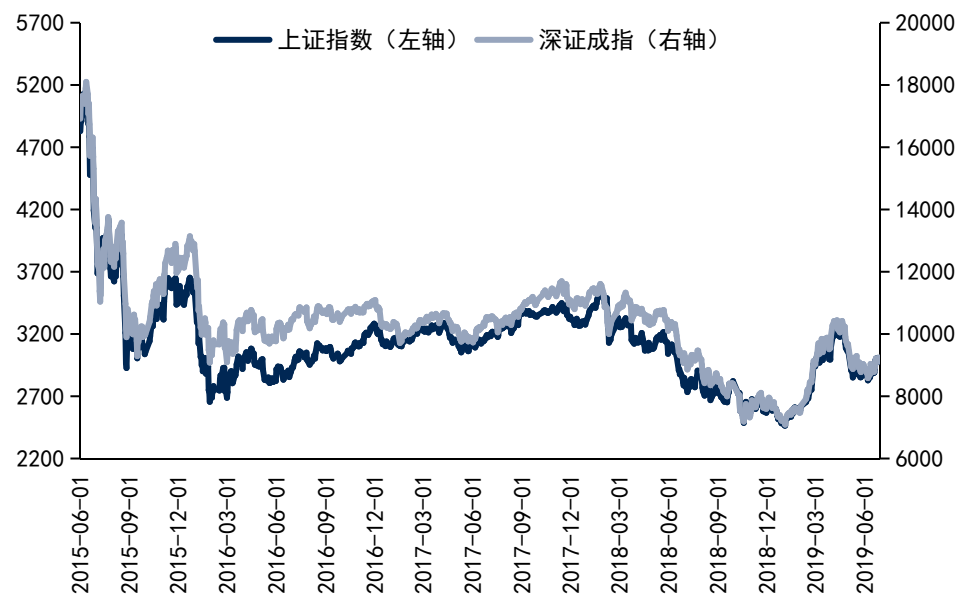


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2016年-2017年牛市复盘：机场及铁路子板块表现强劲

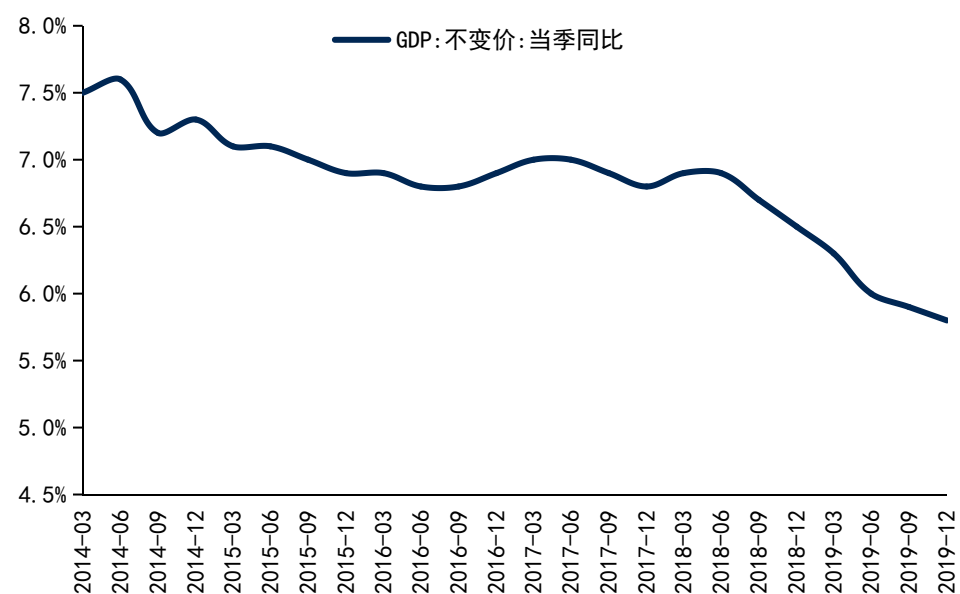
2016年-2017年结构性牛市形成的重要基础及主要背景为：1) 2016年至2017年，我国政府实施了一系列稳增长政策，包括基础设施投资、减税降费等措施，有效稳固了经济增长，经济的韧性特征越来越明显。2) 2015年6月以后，股市进入熊市，指数大幅下跌，而到2016年价值风格再次回归，迎来了一波结构性慢牛行情，首先，在消费升级的大背景下，消费板块股价表现更优，其次，供给侧结构性改革促进行业集中度进一步提升，A股龙头化特征凸显，最后，A股加速开放，吸引外资大幅流入，影响了A股估值体系。在这轮牛市中，上证指数涨幅29.71%，深证成指涨幅22.61%。

◆ 2016-2018年上证指数和深圳成指表现情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

◆ 2016-2018年GDP当季同比增速变化情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

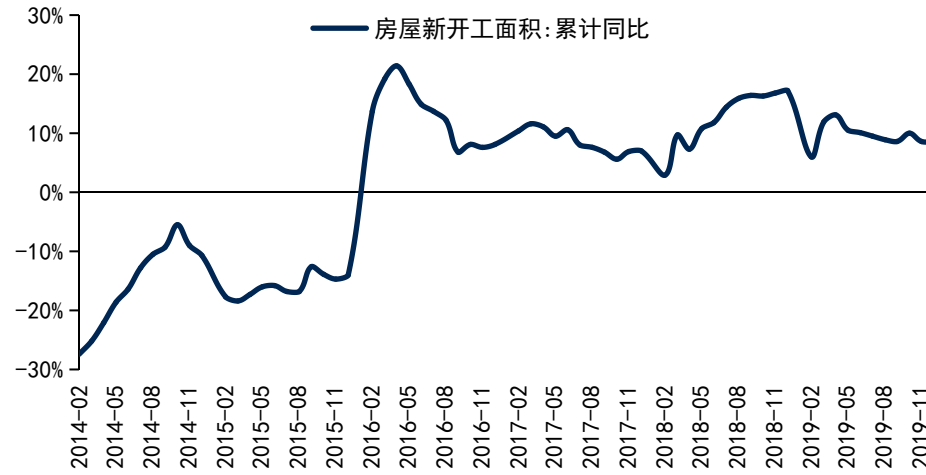
2016年-2017年牛市复盘：机场及铁路子板块表现强劲

◆ 2016-2017年社会消费品零售总额同比增速变化情况



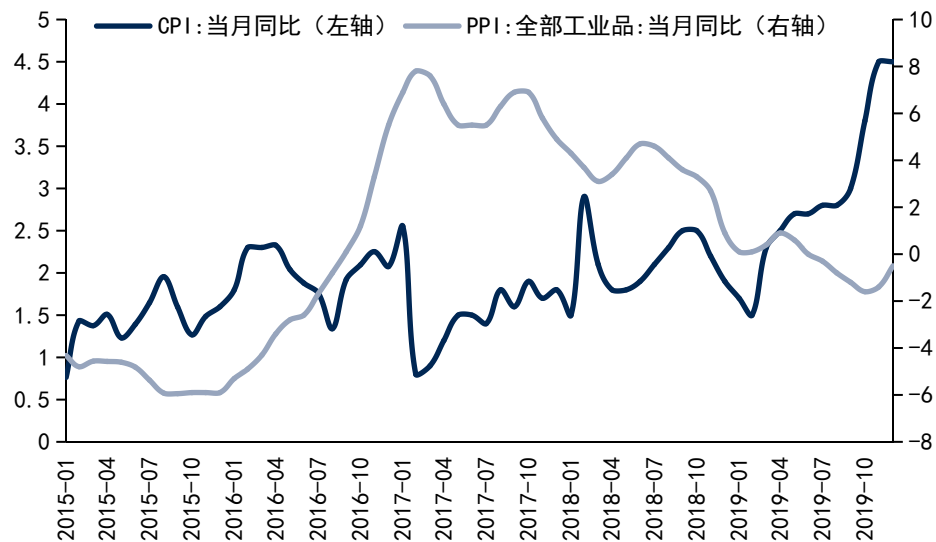
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2016-2017年房屋新开工面积累计同比



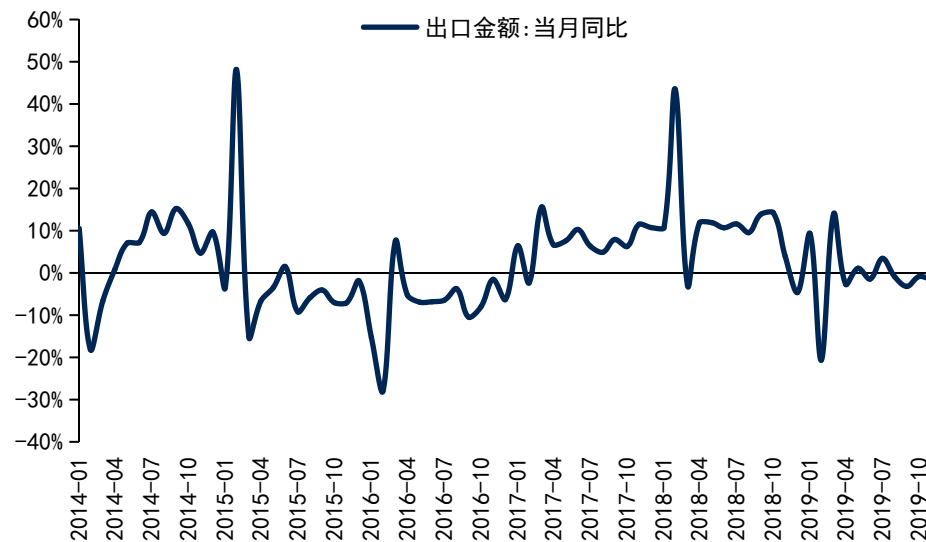
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2016-2017年CPI和PPI当月同比变化



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2016-2017年出口金额当月同比变化



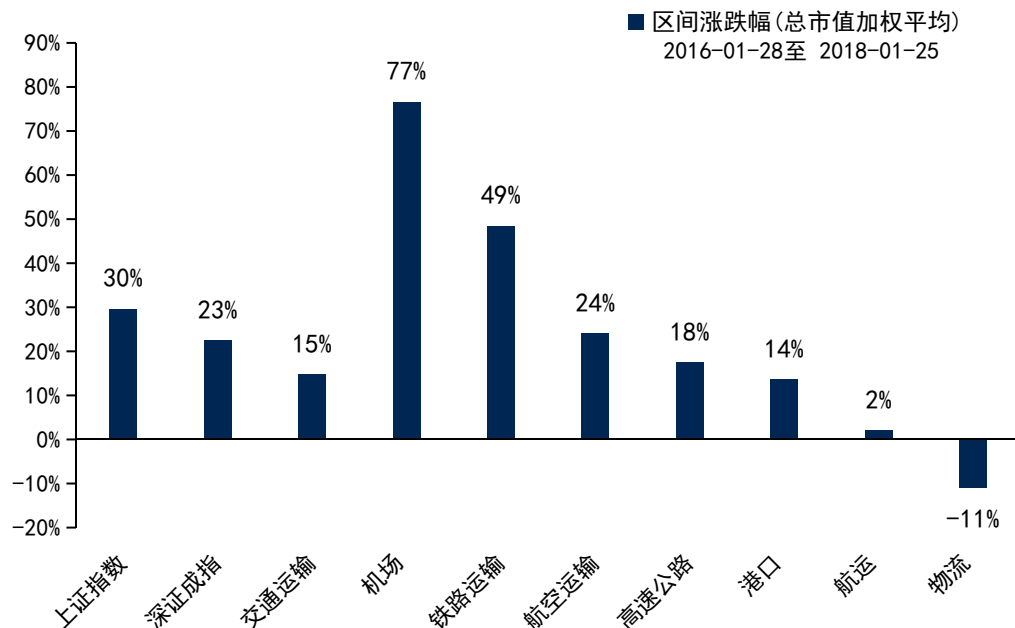
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

2016年-2017年牛市复盘：机场及铁路子板块表现强劲

2016年-2017年交运子板块行情回溯：在2016年1月至2018年1月的牛市期间，整个交通运输板块涨幅15%，小幅跑输上证指数15个百分点。

聚焦二级板块中，各子板块涨幅分化严重，受益于消费升级，机场行业免税业务快速发展，该板块涨幅达到77%，大幅跑赢大盘。其次受益于煤炭供给侧结构性改革的大秦铁路带动铁路板块上涨达49%。航空运输、高速公路、港口板块涨幅与交通运输行业涨幅较为接近。航运板块仅涨2%，物流板块下跌11%，跑输大盘。

◆ 2016年1月-2018年1月交运子板块区间涨跌幅情况



◆ 2016年1月-2018年1月交运行业涨幅靠前的个股

证券代码	证券简称	区间涨跌幅 2016-01-28至 2018-01-25
002352.SZ	顺丰控股	390.45%
002120.SZ	韵达股份	197.98%
002800.SZ	天顺股份	173.37%
603069.SH	海汽集团	152.70%
603813.SH	原尚股份	145.63%
600179.SH	安通控股	132.34%
603329.SH	上海雅仕	119.43%
603648.SH	畅联股份	116.02%
600004.SH	白云机场	108.78%
200429.SZ	粤高速B	105.33%
001872.SZ	招商港口	99.66%
603056.SH	德邦股份	94.98%
601111.SH	中国国航	94.40%
601228.SH	广州港	94.11%
601326.SH	秦港股份	90.27%
600755.SH	厦门国贸	88.93%
600009.SH	上海机场	85.29%
000429.SZ	粤高速A	84.17%
002320.SZ	海峡股份	79.14%
600029.SH	南方航空	71.10%
601880.SH	辽港股份	69.11%
600125.SH	铁龙物流	63.41%
600018.SH	上港集团	63.10%
600787.SH	中储股份	61.50%
601333.SH	广深铁路	61.45%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

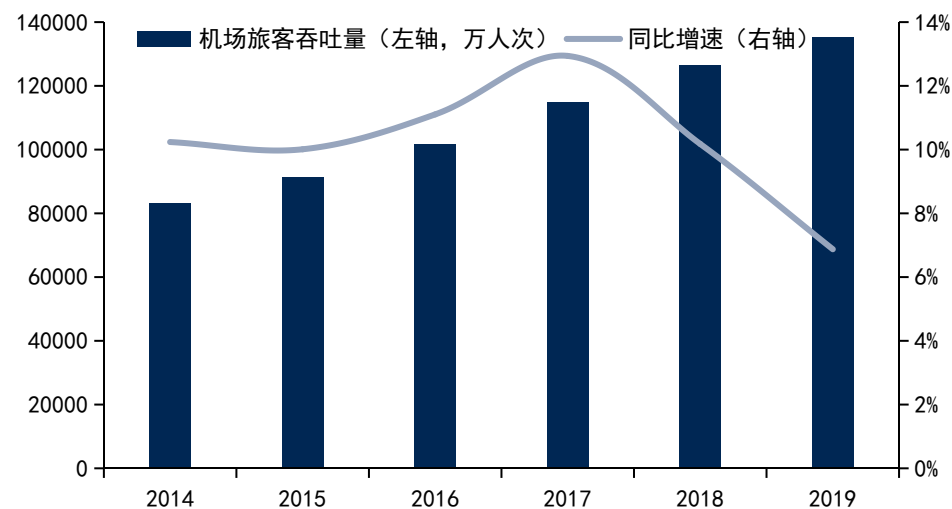
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2016年-2017年牛市复盘：机场及铁路子板块表现强劲

2016年至2017年公路货运量增速稳中有升。2016年下半年开始，制造业持续景气，大宗商品市场也景气度提升，推动公路货运量增长，2017年全年我国公路货运量同比增速达到近几年的高点10%。

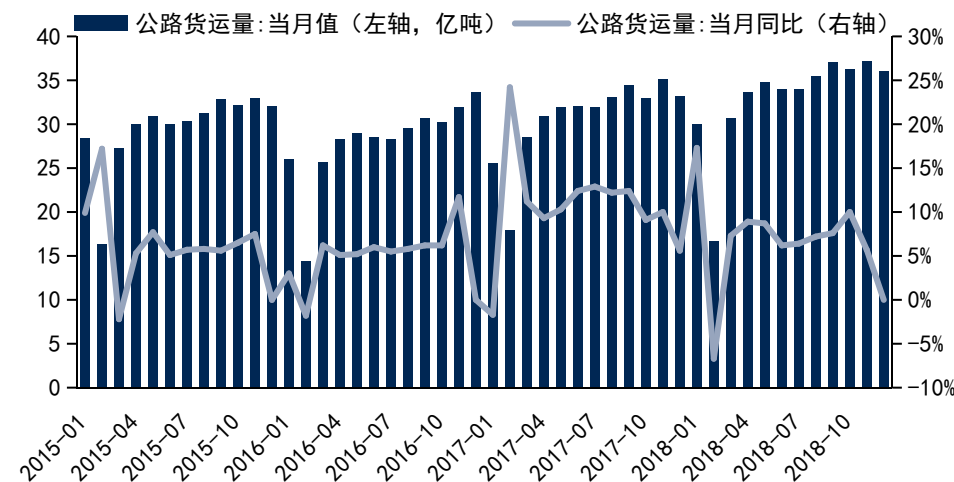
2016年至2017年航空机场市场维持较高景气度。随着中国经济的持续增长和居民收入的提高，2015-2017年航空机场行业景气度稳步提升，其中，机场旅客吞吐量2015-2017年的增速分别为10.0%、11.1%、12.9%，民航客运量2015-2017年的增速分别为11.2%、11.8%、13.0%。

◆ 2016-2018年机场旅客吞吐量同比增速变化情况



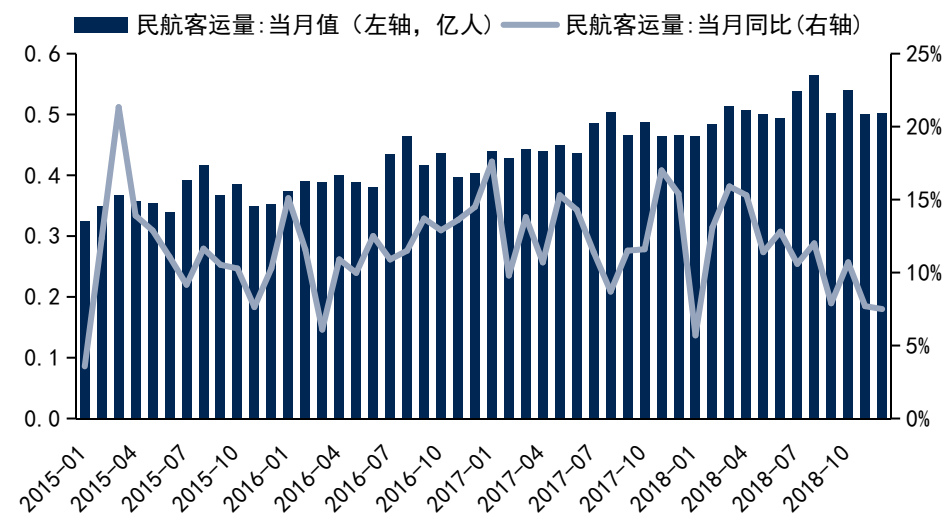
资料来源：中国民用航空局，国信证券经济研究所整理

◆ 2016-2018年公路货运量月度变化情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2016-2018年民航客运量月度变化情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

2016年-2017年牛市复盘：机场及铁路子板块表现强劲

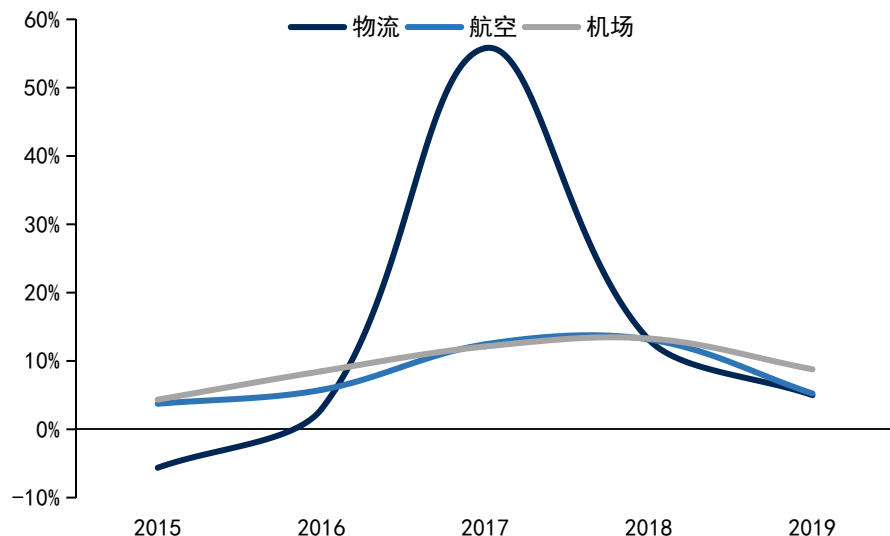
2016-2017年，航空和机场两大板块的营收和利润增速表现稳中有升，物流板块得益于中储股份拓展无车承运人新业务，从而板块营收实现了大幅增长，而从利润端来看，航空、机场和物流三大板块利润总和的同比增速表现稳健：

物流行业：2016-2017年主要上市公司的营收总和增速分别为2.95%、55.78%；2016-2017年主要上市公司的归母净利润总和增速分别为14.02%、24.12%。

航空行业：2016-2017年主要上市公司的营收总和增速分别为5.77%、12.43%；2016-2017年主要上市公司的归母净利润总和增速分别为5.69%、16.87%。

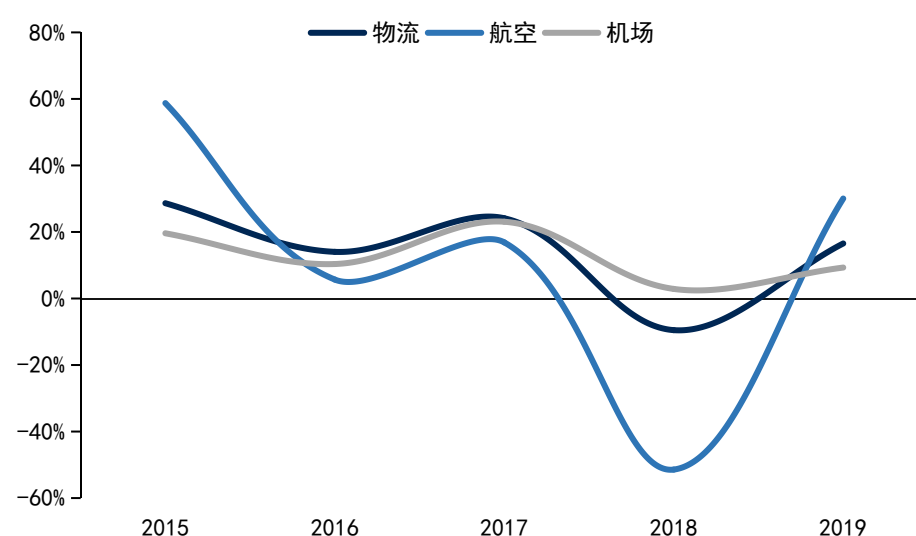
机场行业：2016-2017年主要上市公司的营收总和增速分别为8.49%、12.11%；2016-2017年主要上市公司的归母净利润总和增速分别为10.36%、23.08%。

◆ 2015-2019年物流、航空、机场板块主要上市公司的营业收入总和增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2015-2019年物流、航空、机场板块主要上市公司的归母净利润总和增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2019年-2021年牛市复盘：物流及航运子板块涨幅较大

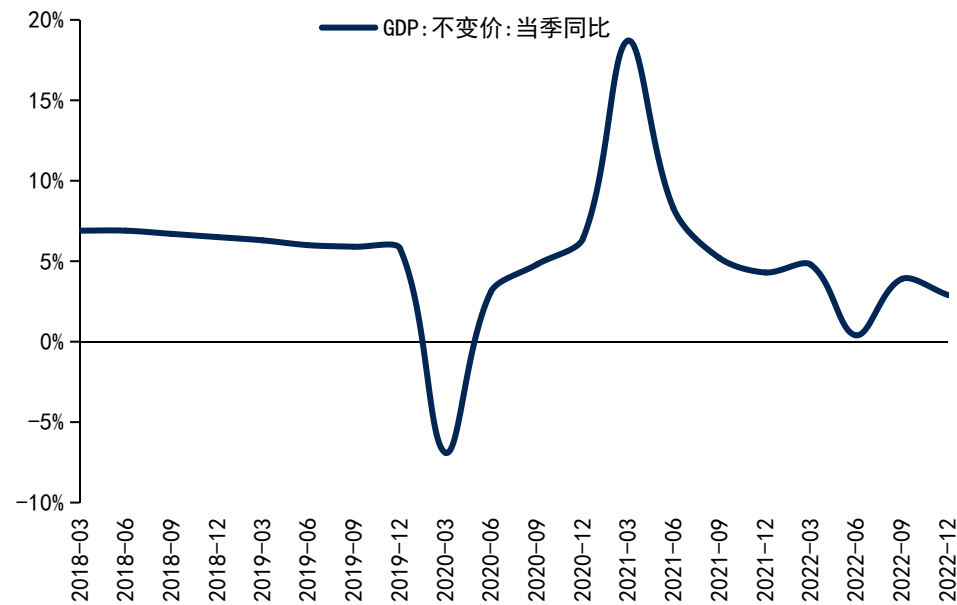
2019年-2021年的牛市形成的重要基础主要基于以下背景：1) 2018年受到中美贸易摩擦、股权质押危机等负面因素影响资本市场出现了较大幅度调整，而2019年股市在政策宽松、地方债发行规模增加、减税降费、科创板相关政策出台、社融数据超预期等因素共同作用下出现了较大反弹。2) 大盘超跌反弹后便出现了一轮持续时间较长的结构性“牛市”，半导体、消费和新能源相继成为市场主线，半导体板块大涨主要是因为科技自主可控，美国制裁华为为国产替代带来发展机遇；消费龙头大涨主要是因为地产上行周期带动财富效应释放，大众消费升级给企业带来发展机遇；新能源则是因为政策大力支持下产业快速迭代发展，在全球竞争中快速实现弯道超车。在这轮牛市行情中，上证指数涨幅49.08%，深证成指涨幅120.55%。

◆ 2019-2021年上证指数和深证成指的表现



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

◆ 2019-2021年GDP当季同比增速变化情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

2019年-2021年牛市复盘：物流及航运子板块涨幅较大

◆ 2019-2021年社会消费品零售总额同比增速变化情况



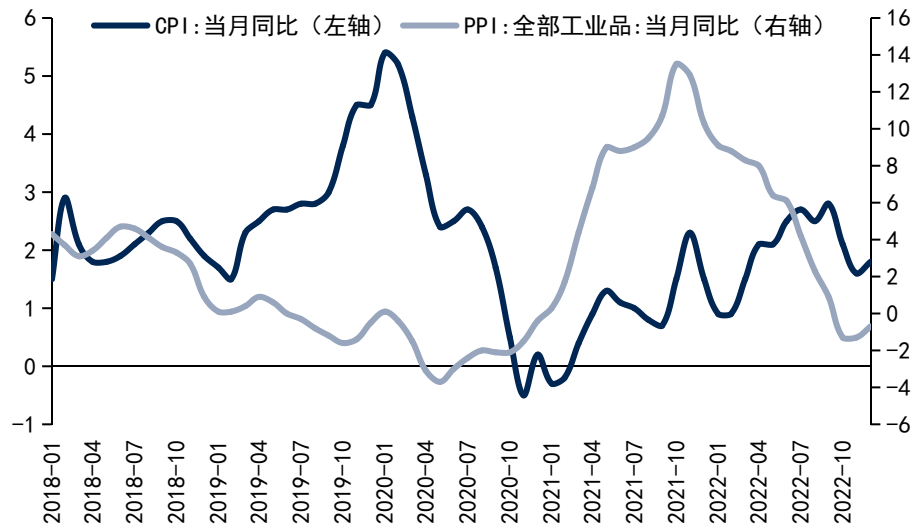
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2019-2021年房屋新开工面积累计同比变化情况



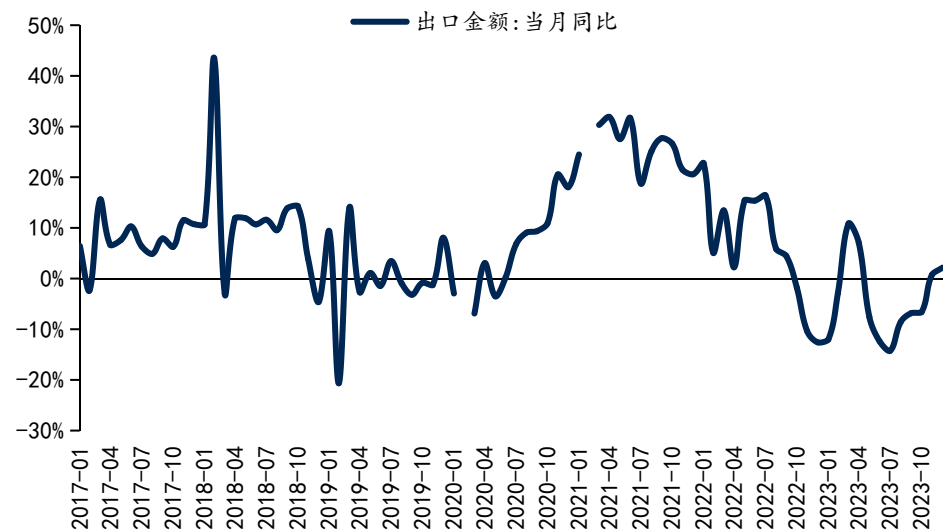
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2019-2021CPI、PPI当月同比增速变化情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 2019-2021年中国贸易出口金额变化情况



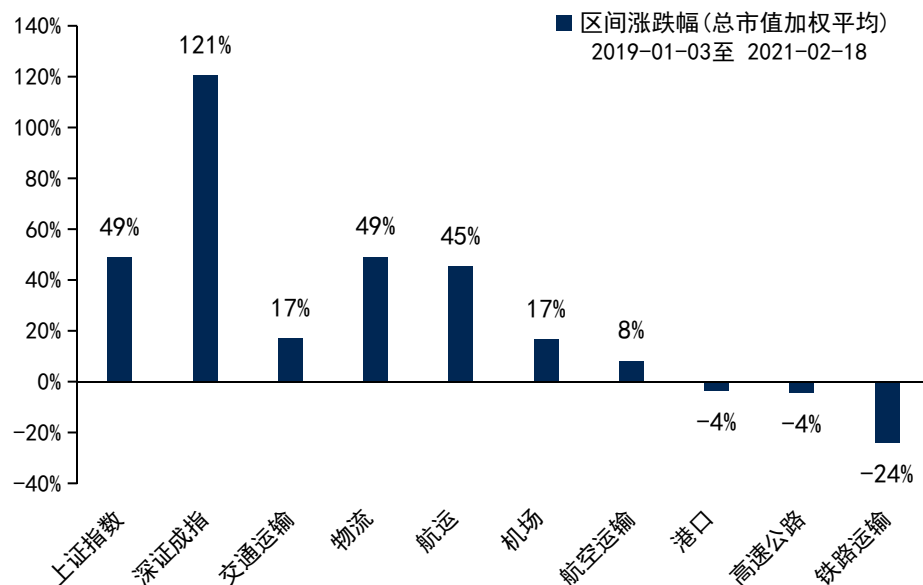
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

2019年-2021年牛市复盘：物流及航运子板块涨幅较大

2019年-2021年交运子板块行情回溯：在2019年1月3日至2021年2月18日的牛市中，交通运输板块整体涨幅17%，大幅跑输上证指数32个百分点。

聚焦子板块，各二级板块涨跌分化严重，物流、航运分别上涨49%、45%，与上证指数涨幅接近。机场和航空板块仍然具有正收益，而港口、高速公路板块均微跌4%，铁路板块大幅下跌24%，表现最弱。

◆ 2019年1月-2021年2月交运子板块区间涨跌幅情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

◆ 2019年1月-2021年2月交运子板块区间涨跌幅情况

证券代码	证券简称	区间涨跌幅 2019-01-03至2021-02-18
603713.SH	密尔克卫	427.67%
002352.SZ	顺丰控股	260.18%
603128.SH	华贸物流	219.73%
601919.SH	中远海控	191.67%
603069.SH	海汽集团	156.72%
000626.SZ	远大控股	140.31%
603535.SH	嘉诚国际	106.97%
601021.SH	春秋航空	104.57%
002928.SZ	华夏航空	83.88%
600753.SH	庚星股份	79.98%
600350.SH	山东高速	52.33%
600057.SH	厦门象屿	49.34%
600026.SH	中远海能	46.90%
002627.SZ	三峡旅游	44.52%
002320.SZ	海峡股份	42.31%
000582.SZ	北部湾港	40.90%
601872.SH	招商轮船	40.44%
000828.SZ	东莞控股	36.88%
000906.SZ	浙商中拓	36.82%
002930.SZ	宏川智慧	35.37%
600798.SH	宁波海运	34.10%
600004.SH	白云机场	33.91%
601018.SH	宁波港	27.84%
600153.SH	建发股份	26.77%
603871.SH	嘉友国际	26.71%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2019年-2021年牛市复盘：物流及航运子板块涨幅较大

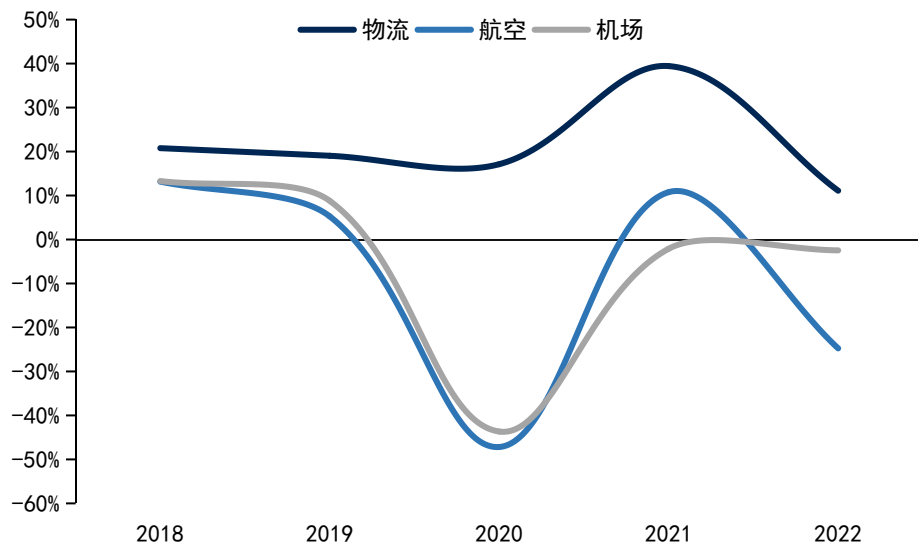
2019-2021年，物流板块受疫情影响相对较小，收入增速和利润表现相对稳定，主要是受益于线上消费渗透率提升以及消费升级带动顺丰加速发展、出口景气拉动跨境物流公司快速发展。而疫情防控对航空和机场行业的供需冲击较大，因此导致疫情期间航空和机场板块的营收同比出现下滑，且利润持续亏损：

物流行业：2019-2021年主要上市公司的营收总和增速分别为19.04%、17.13%、39.43%；2019-2021年主要上市公司的归母净利润总和分别为172.00亿元、177.18亿元、164.10亿元。

航空行业：2019-2021年主要上市公司的营收总和增速分别为5.24%、-47.18%、10.77%；2019-2021年主要上市公司的归母净利润总和分别为163.47亿元、-1013.05亿元、-365.63亿元。

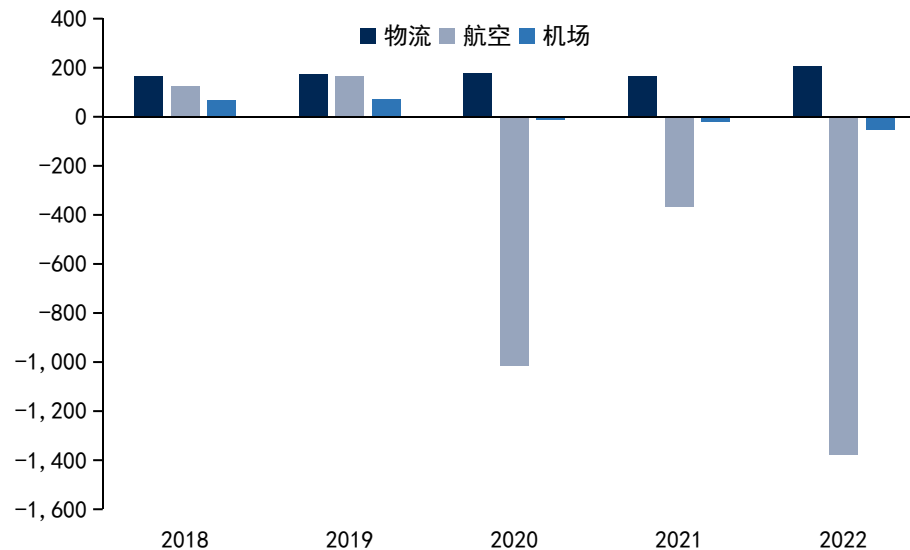
机场行业：2019-2021年主要上市公司的营收总和增速分别为8.78%、-43.66%、-2.10%；2019-2021年主要上市公司的归母净利润总和分别为71.42亿元、-13.17亿元、-20.10亿元。

◆ 2019-2021年物流、航空、机场板块主要上市公司的营业收入总和增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2019-2021年物流、航空、机场板块主要上市公司归母净利润总和（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

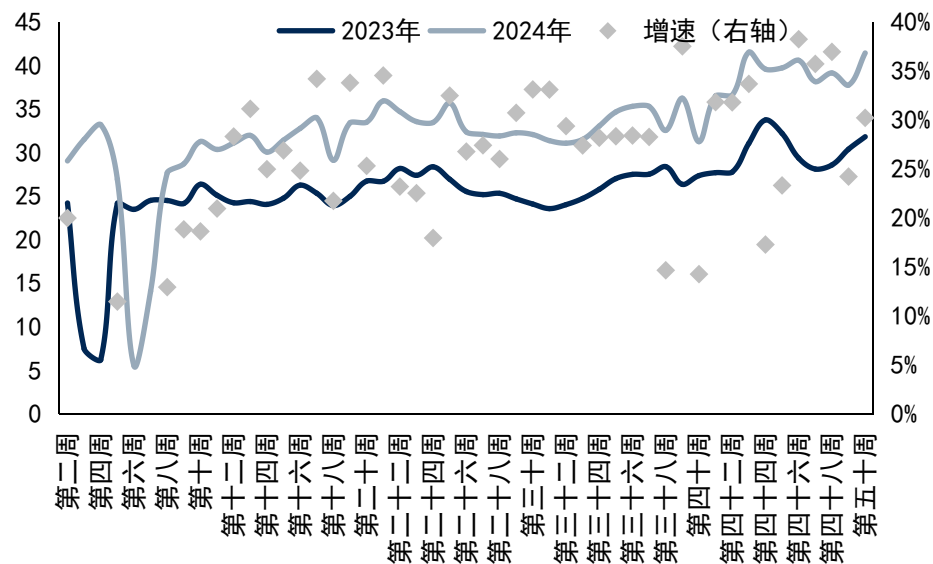
- [01] 2024年交运行情回顾
- [02] 牛市背景下，交运行业行情复盘：顺周期板块表现更强
- [03] **顺周期板块一：快递行业2025年投资策略**
- [04] 顺周期板块二：航空行业2025年投资策略
- [05] 风险提示

快递板块——需求增长韧性强，2025年件量增速有望达到双位数

回溯历史，快递需求增长一直呈现较强韧性。2017年以来，我国快递行业件量的年复合增速达到22%，一直维持较快增长态势（疫情防控影响较大的2022年除外），主要得益于两方面，一方面我国电商消费模式不断创新，自2010年前后阿里电商平台爆发再到2014年微商兴起再到2018年拼多多崛起再到2020年直播带货掀起新消费业态，不断拓宽了消费人群以及消费品类；另一方面，在电商模式创新的帮助下，电商也在加速渗透低线城市和农村市场，根据各地邮政局的数据，近几年低线城市的快递业务量增速明显高于一线和新一线城市。

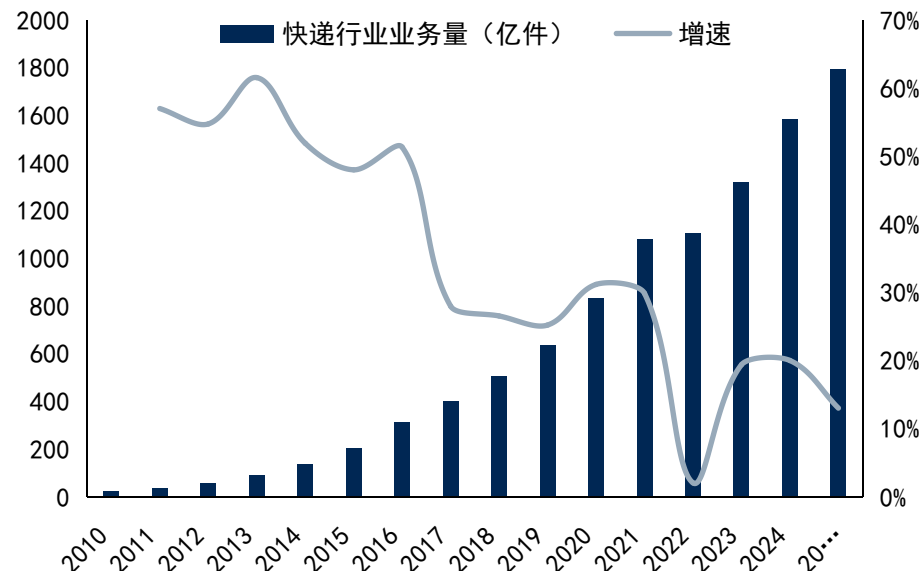
2024年得益于消费降级以及社交电商、直播电商订单碎片化，快递需求表现超预期。虽然今年经济和消费表现承压，但是由于消费降级趋势明显，抖音、拼多多等电商平台销售表现仍然亮眼，而且该类电商平台的高退货率（根据丰巢的招股书，2023年全国电商退换货快递量已达到82亿件，预计到2028年将增长至209亿件）以及无购物车模式导致线上消费订单碎片化，从而支撑快递行业件量呈现较快增长态势。1-11月行业累计件量增速达到21%，呈现较高景气度，快递需求增长表现超出今年年初预期。我们预计2025年快递行业件量增速仍然有望实现10%-15%的较快增长。

◆ 2024年我国快递行业周度件量及同比增速（亿件）



资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

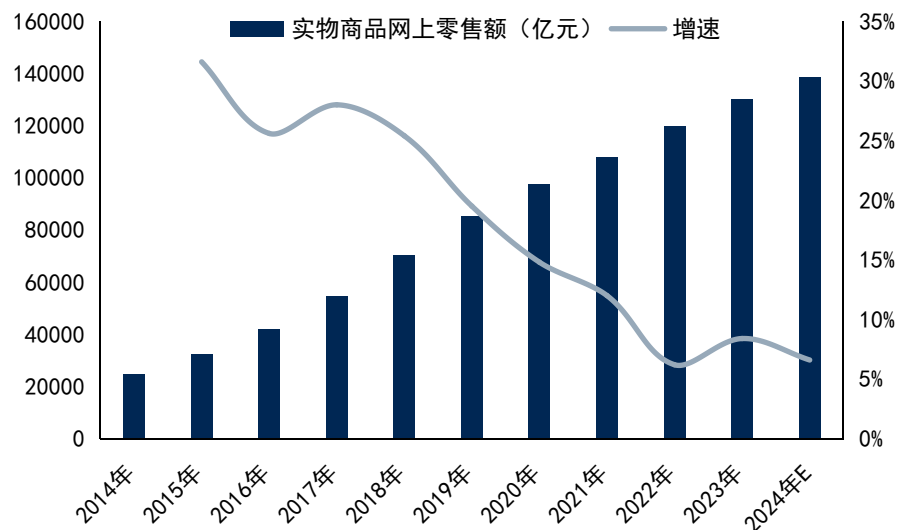
◆ 2010-2025年我国快递行业件量规模及增速（亿件）



资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所整理

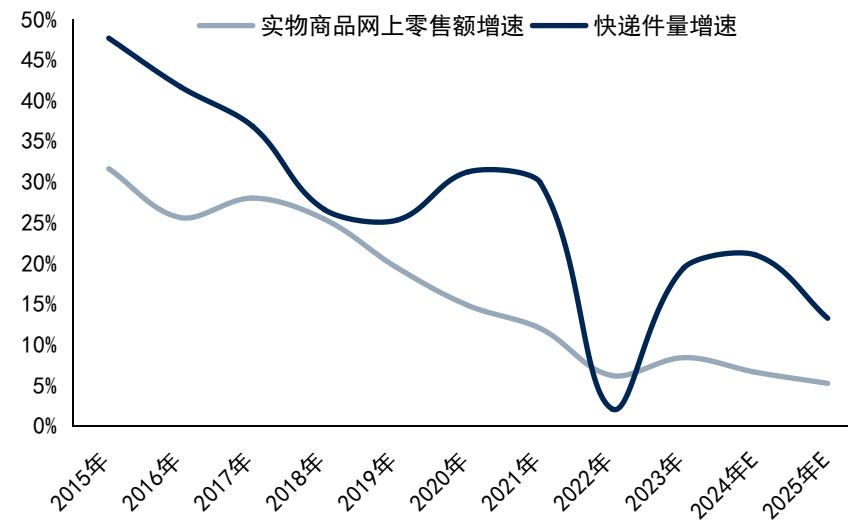
快递板块——需求增长韧性强，2025年件量增速有望达到双位数

◆ 2014-2024年我国实物商品网上零售额及增速



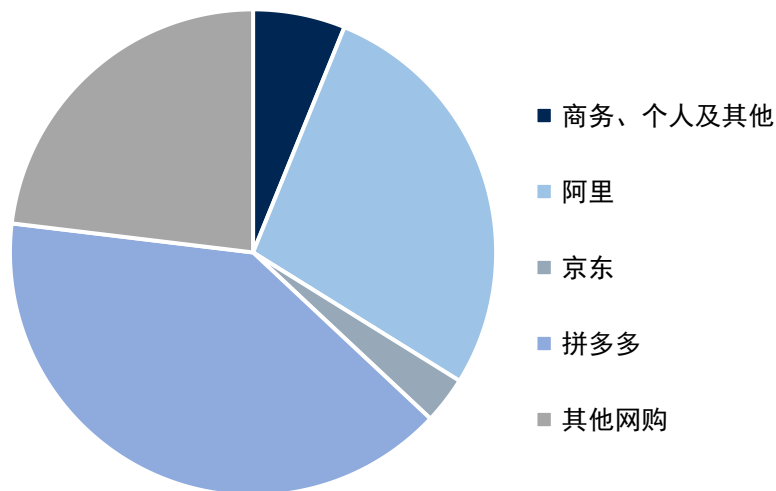
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 实物商品网上零售额增速与快递件量增速变化趋势比较同步



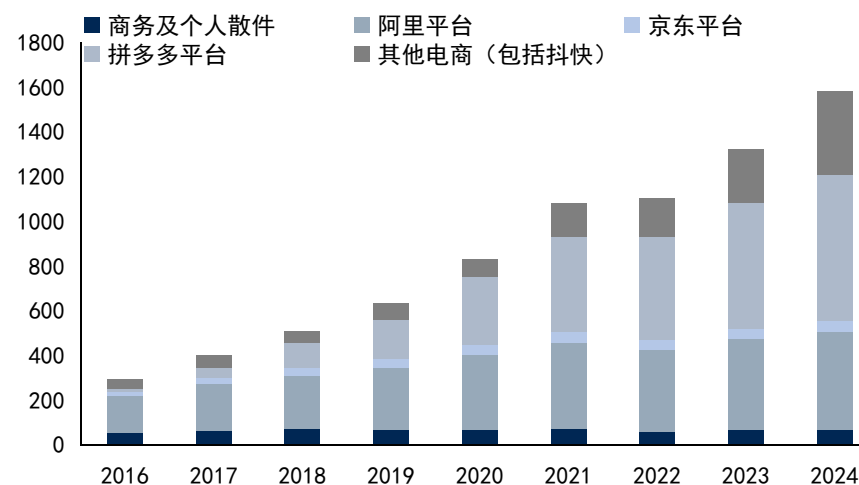
资料来源：国家统计局，国家邮政局，国信证券经济研究所整理

◆ 2024年我国快递件量下游需求结构分布



资料来源：国家邮政局，公司公告，国信证券经济研究所整理

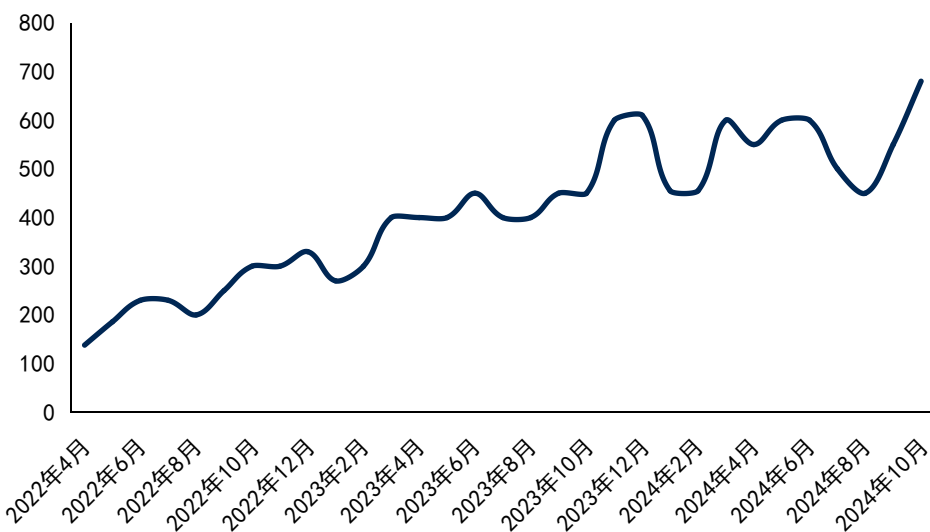
◆ 2024年我国快递件量下游需求结构变化趋势 (亿件)



资料来源：国家邮政局，公司公告，国信证券经济研究所整理

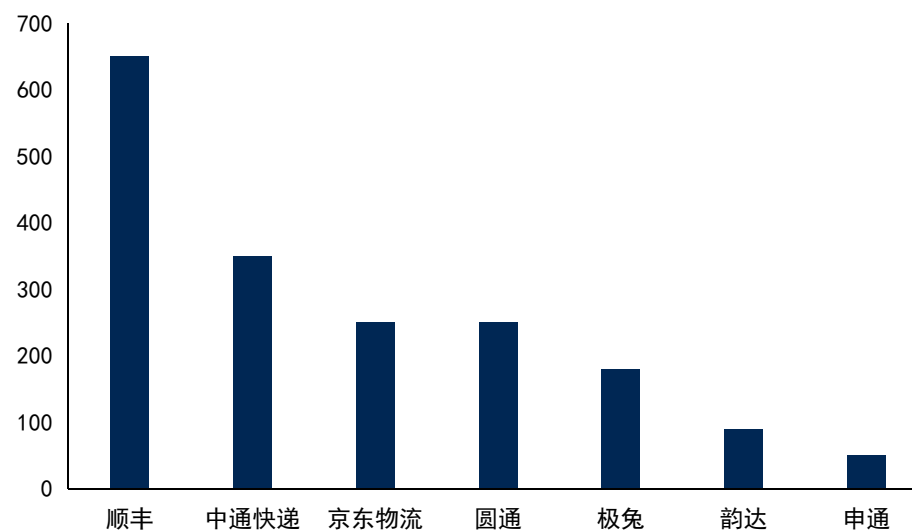
快递板块——需求增长韧性强，2025年件量增速有望达到双位数

◆ 2022年以来顺丰控股日均退货件量快速增长（万票）



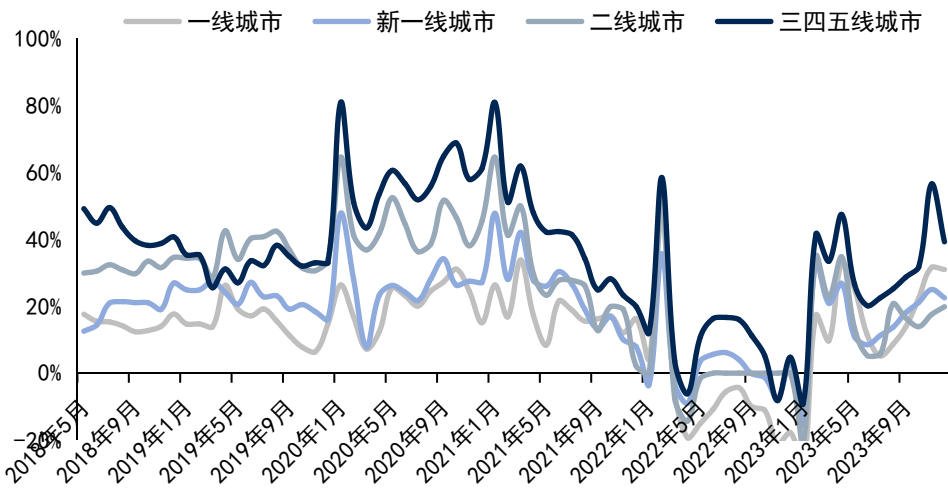
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 近三个月快递公司日均退货件量规模对比（万票）



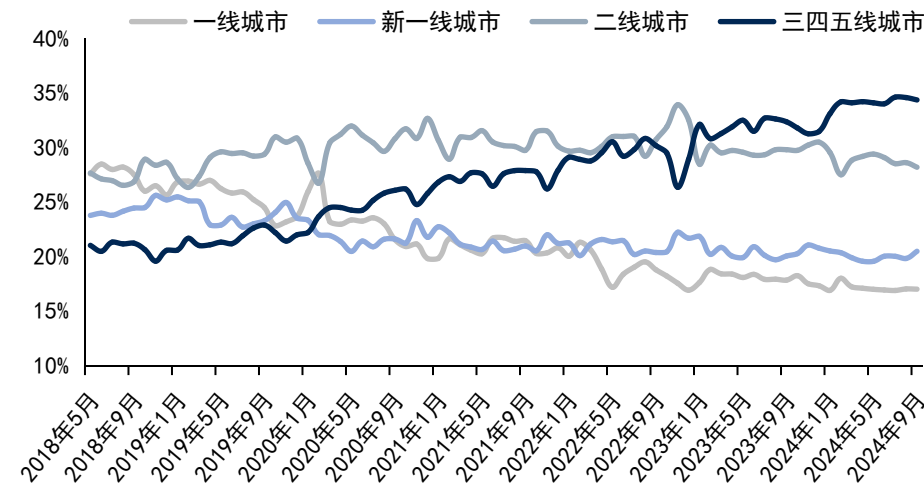
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所估算

◆ 我国低线城市快递件量同比增速比高线城市快



资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所整理

◆ 我国低线城市快递件量占比持续提升

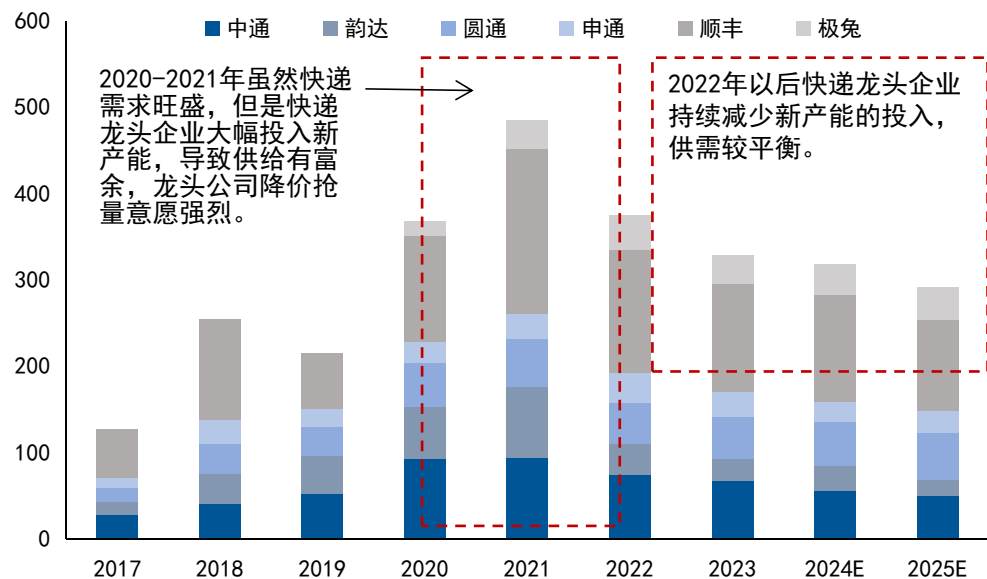


资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所整理

快递板块——2025年价格竞争可能反复，静待边际改善机会

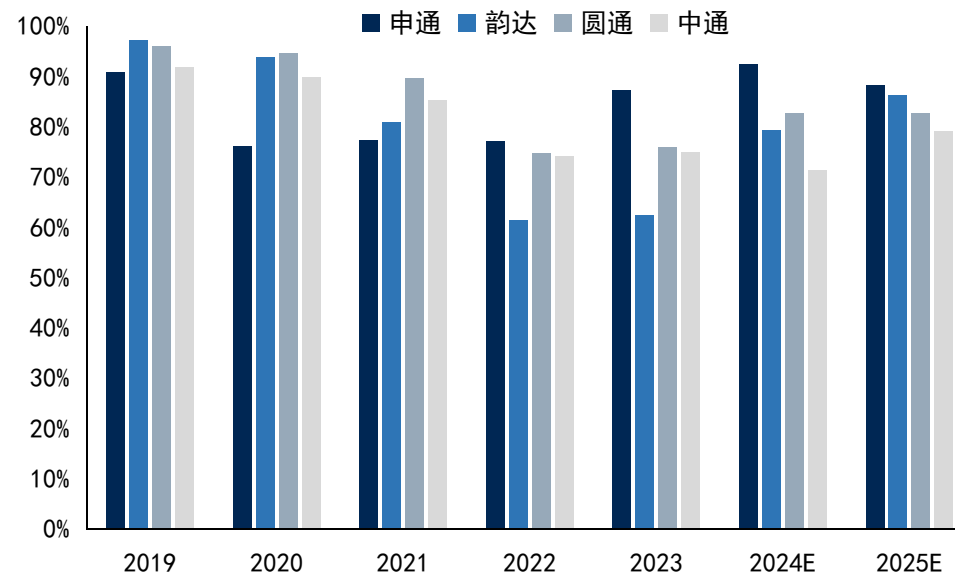
快递是同质化竞争，在快递竞争格局尚未出清的情况下，行业价格竞争持续反复。快递行业价格竞争往往也是具有周期性的，在行业周期高点，行业供需相对平衡阶段且没有主流玩家掉队的情况下，价格竞争往往相对缓和，这个阶段快递总部和加盟商将会更重视利润以及升级优化自身的经营底盘；而在行业周期低点，行业供给过剩且有玩家出现明显掉队的情况下，行业价格竞争就会明显加剧，具有竞争优势的玩家会趁势扩大自己的市场份额。疫情结束后，快递行业价格竞争一直呈现波动状态，时而激烈时而缓和，2023年全年由于各家快递龙头份额诉求较强，行业价格战有所加剧，而2024年一季度得益于中通快递调整策略，价格竞争又暂时趋缓，2024年暑期淡季，竞争又有所加剧，2024年旺季得益于监管层反内卷指导，行业竞争又暂时缓和。

◆ 我国快递上市公司资本开支变化趋势（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 我国快递上市公司产能利用率估算值



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

快递板块——2025年价格竞争可能反复，静待边际改善机会



2025年行业价格竞争变数较大，我们判断较激烈的价格竞争难以休止、但是恶性价战的概率极低：

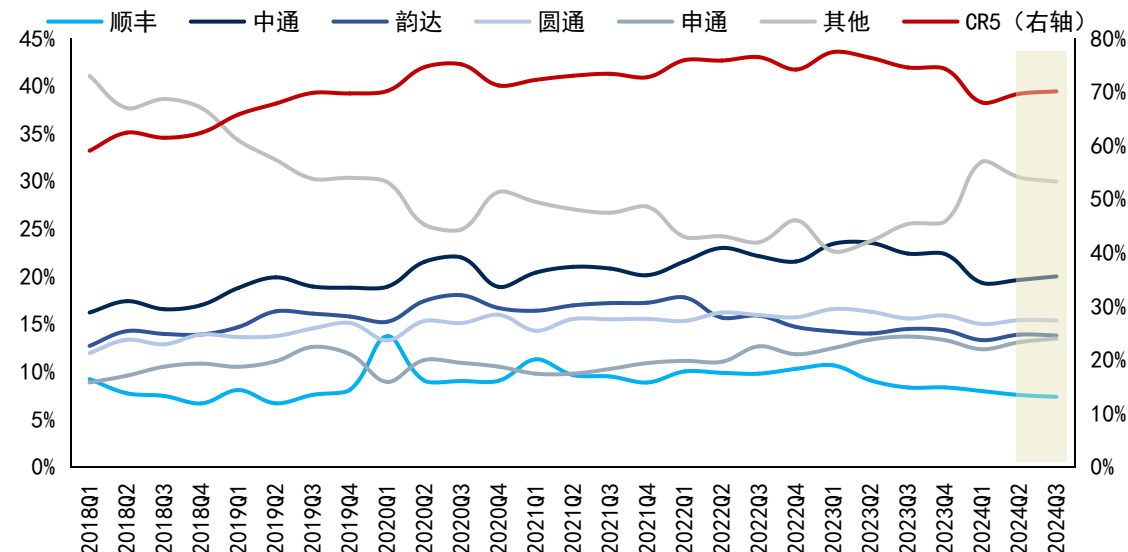
一是因为明年行业需求增速会有所放缓，核心玩家的资本开支规模并没有明显减少，明年行业供需格局不会再继续改善。

二是因为现阶段核心玩家对市场份额诉求均较强，并不接受份额下降，且龙一中通快递明确表态明年目标为提升市场份额，届时价格竞争激烈与否很大程度上取决于各家价格策略博弈的结果。

三是因为现阶段，监管层仍然强调“反内卷”，我们认为“反内卷”指导方针会为行业价格托底，加盟商长期亏损竞争的情况难以维系，而今年不少区域的价格已经接近盈亏平衡线，价格下降空间不大。

四是因为在各家龙头企业经营稳定（资金充足、基础设施网络持续优化、加盟商网络稳定）的情况下，恶性价战带来的影响只会弊大于利。

◆ 我国快递行业市场份额变化趋势



资料来源：公司公告，国家邮政局，国信证券经济研究所整理

◆ 通达兔价格竞争策略总结

公司	2020年价格策略	2021年价格战策略	2022年价格战策略	2023年价格策略	2024年行业竞争策略	2025年市场份额诉求预测
中通	激进降价（主动）	激进降价（主动）	提价	积极降价（主动）	保守降价	份额提升
韵达	激进降价（跟随）	激进降价（跟随）	提价	积极降价（跟随）	部分区域积极降价	份额不下降
圆通	激进降价（跟随）	激进降价（跟随）	提价	积极降价（跟随）	部分区域积极降价	份额提升
申通	激进降价（跟随）	积极降价（跟随）	提价	积极降价（主动）	部分区域积极降价	份额提升
极兔	激进降价（主动）	激进降价（跟随）	提价	积极降价（跟随）	部分区域积极降价	份额提升
行业竞争结果	恶性价战	恶性价战	同步提价	较激烈价格战	较激烈价格战	较激烈价格战

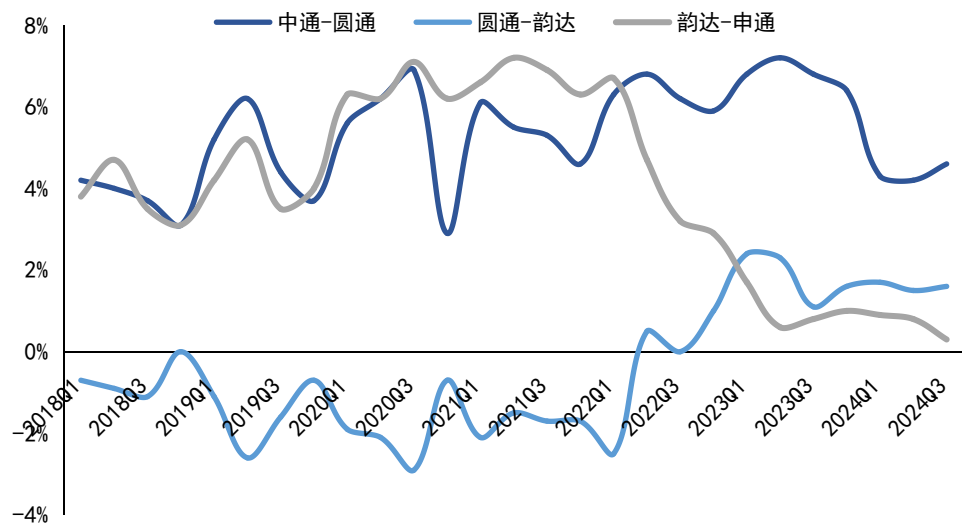
资料来源：公司公告，国家邮政局，国信证券经济研究所整理

快递板块——通达兔竞争格局尚存变数，长期向好趋势不改

在明年竞争的关键之年，到底比拼什么？我们认为主要是：规模效应、网络质量、加盟商稳定性、总部资金实力。

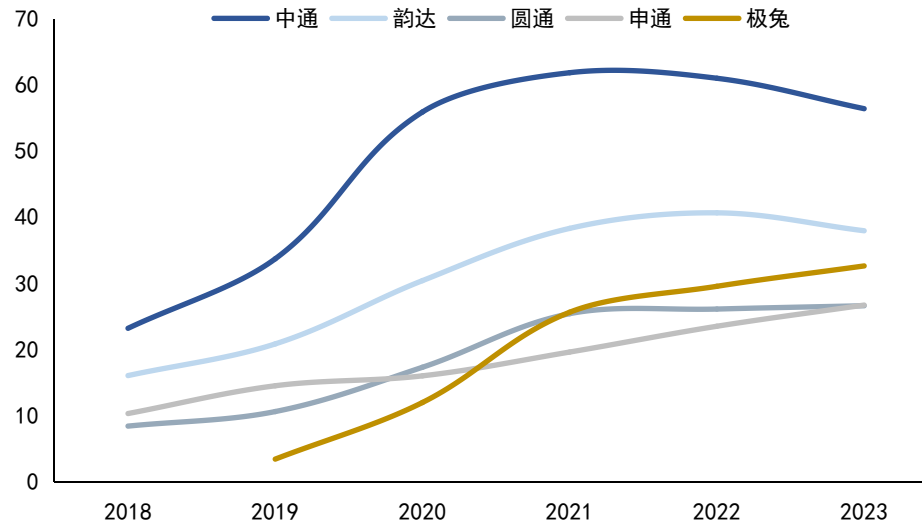
- (1) 快递业务量规模越大，规模效应越强。截止2023年三季度，通达系间业务量规模排序为，中通>圆通>韵达>申通>极兔。
- (2) 快递的网络质量主要体现在干线车辆、自动化设备以及土地厂房，综合实力上来看，目前排序基本上是，中通>圆通~韵达>申通>极兔。
- (3) 加盟商稳定性上，近两年由于中通和圆通业务规模和盈利能力领先，其加盟商也同步受益，中通和圆通加盟商稳定性优于其他竞争对手。
- (5) 总部资金能力上，由于通达系各家盈利能力不同、融资能力不同，导致目前各家之间现金储备的规模有较大差异，现金储备越充足，意味着以后在产能投入、价格战上更有优势，容易形成良性循环。截止2023年底，可用现金规模（货币资金+交易性金融资产）排序为，中通>圆通>韵达>申通>极兔。

◆ 2018-2023年龙头快递市场份额差距变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

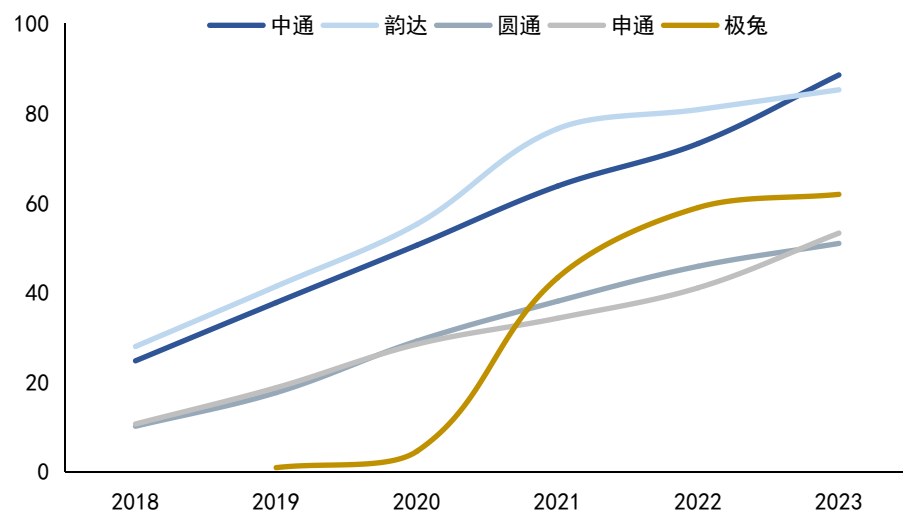
◆ 2018-2023年通达兔干线车辆资产原值规模对比（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

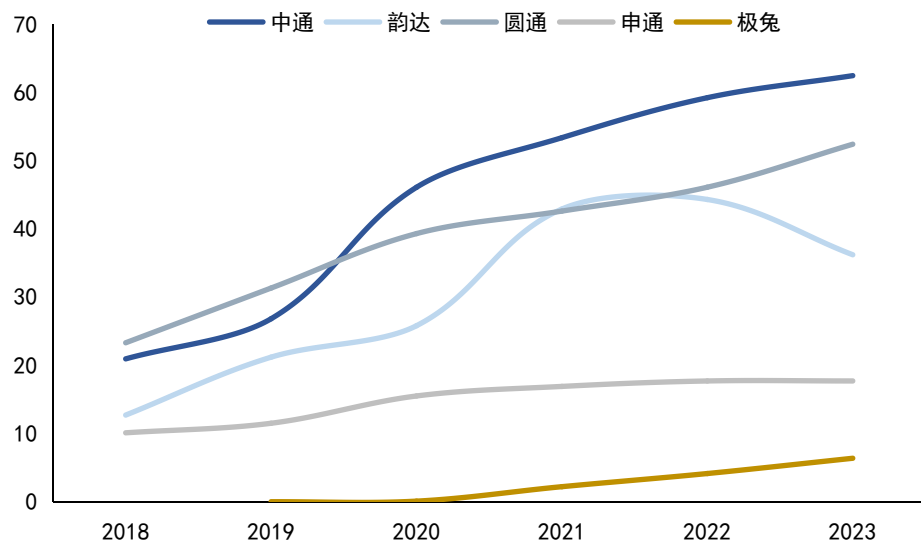
快递板块——通达兔竞争格局尚存变数，长期向好趋势不改

◆ 2018-2023年通达兔自动化设备资产原值规模对比（亿元）



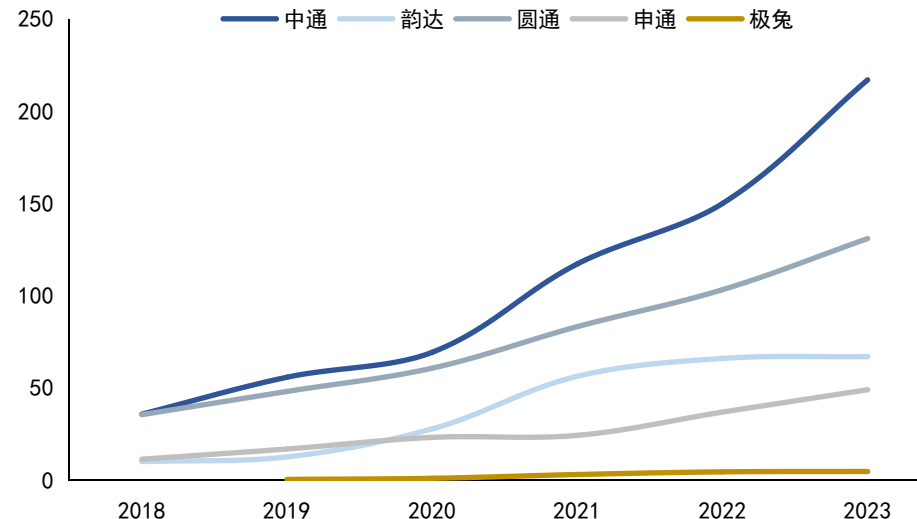
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 通达兔的土地使用权原值对比（亿元）



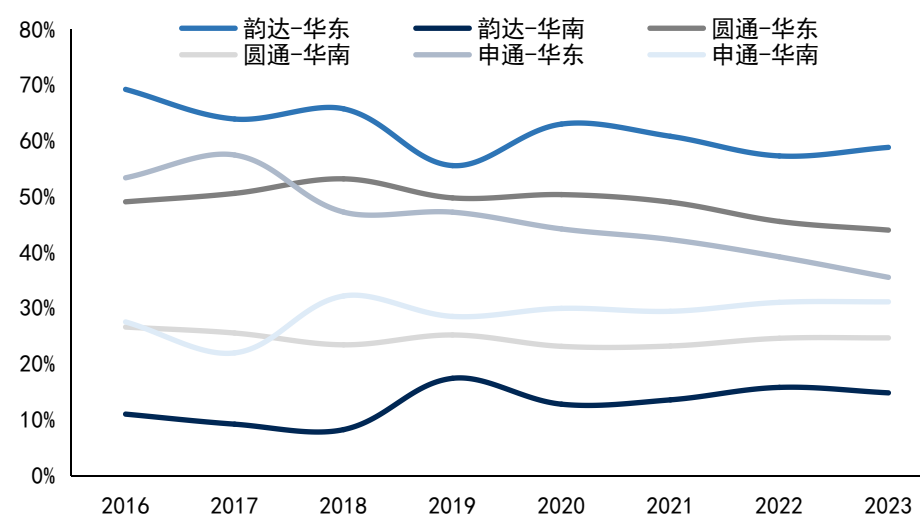
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 通达兔的房屋建筑物资产原值对比（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

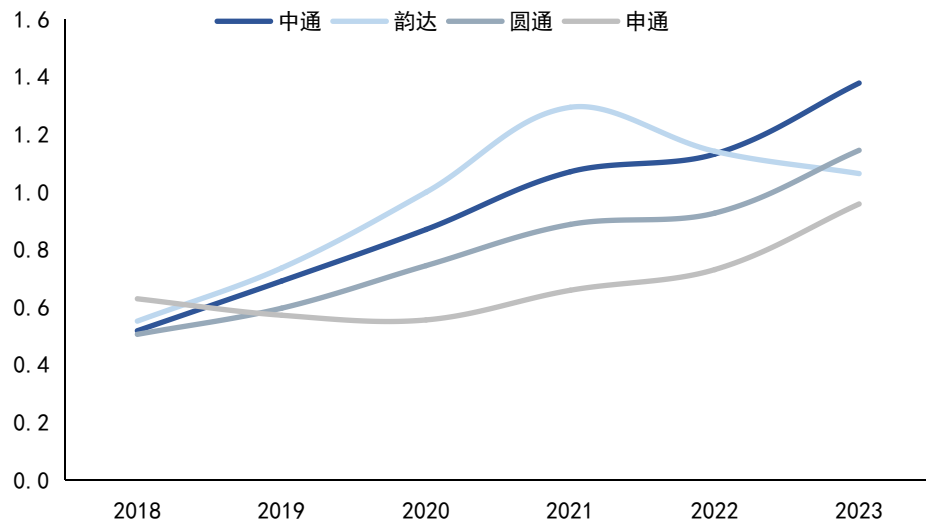
◆ 韵达、圆通和申通华南、华东地区的收入占比对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

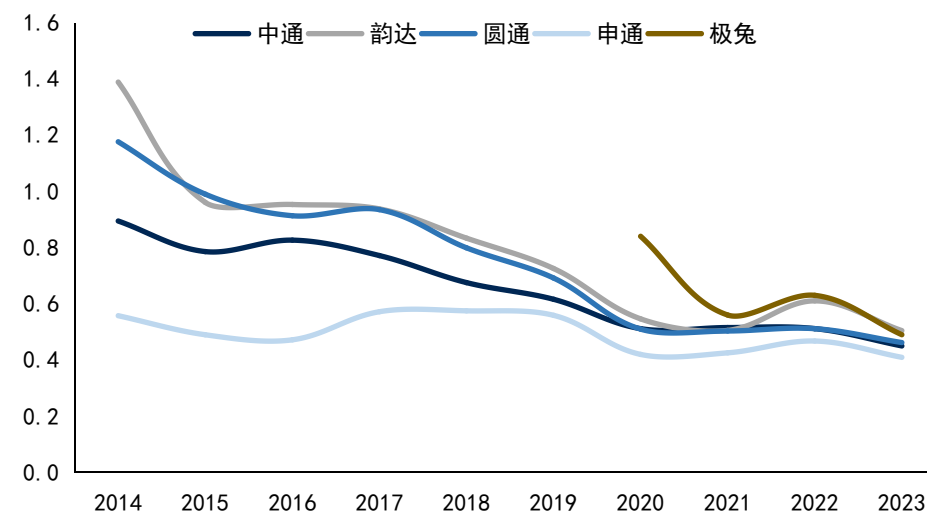
快递板块——通达兔竞争格局尚存变数，长期向好趋势不改

◆ 通达系平均单个加盟商日均件量对比（万票）



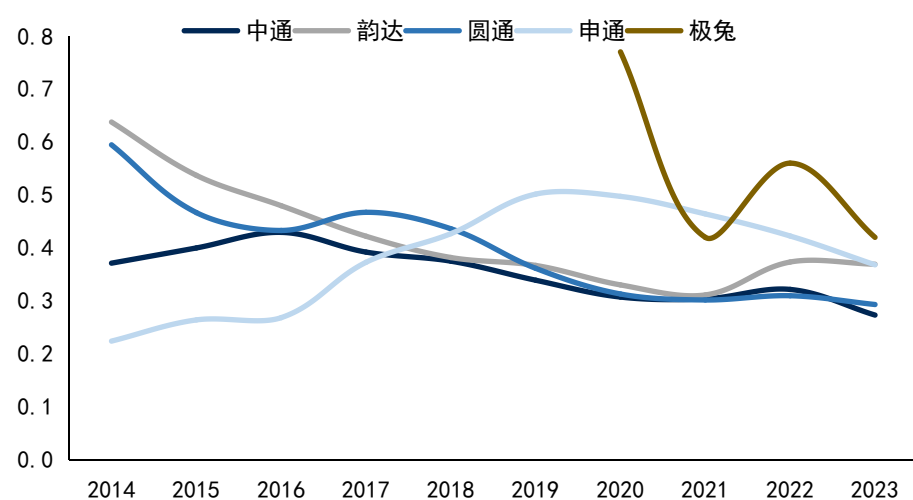
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 通达兔单票干线运输成本下降趋势边际放缓（元）



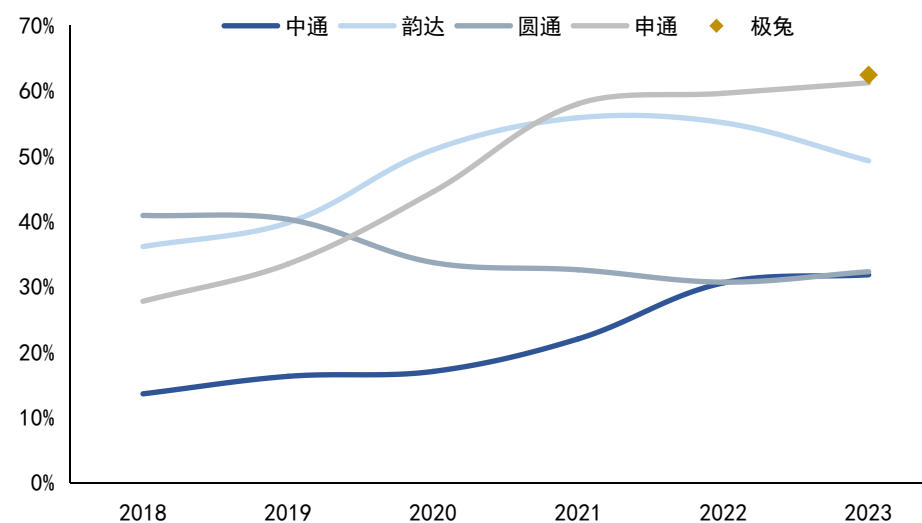
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 通达兔单票中转成本下降趋势边际放缓（元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

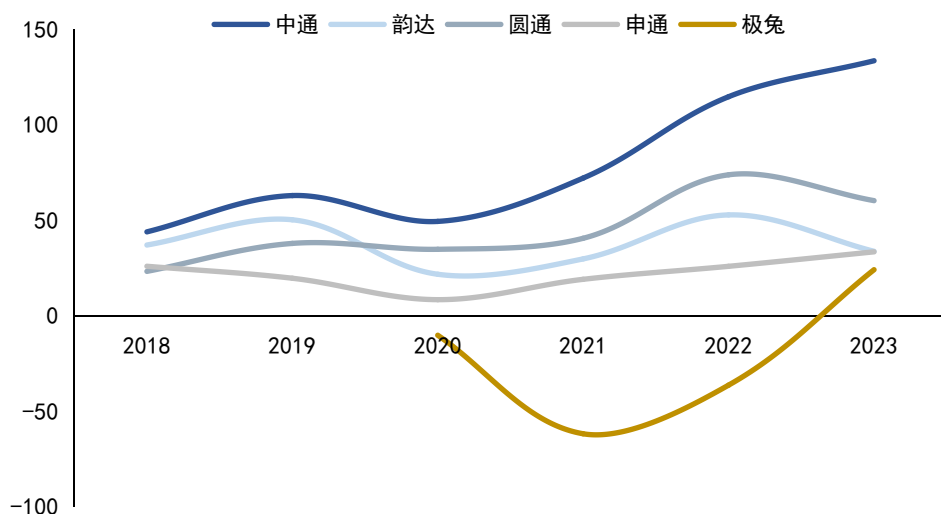
◆ 通达兔的资产负债率对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

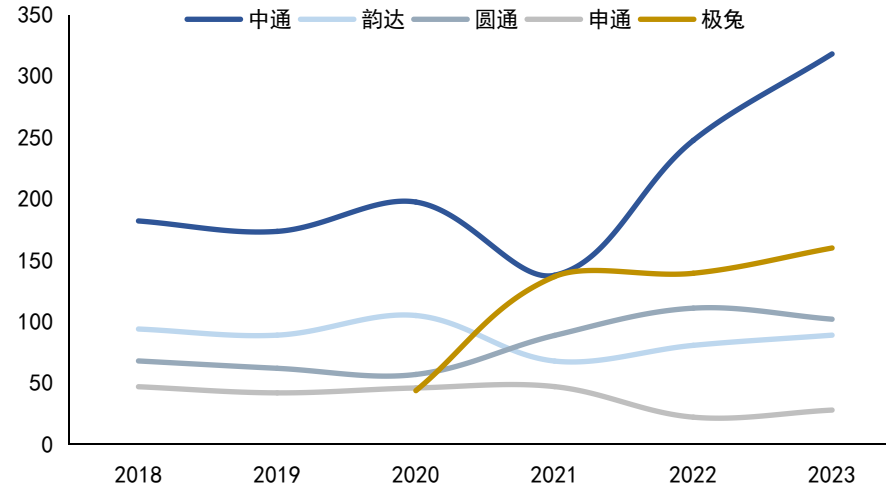
快递板块——通达兔竞争格局尚存变数，静待边际改善机会

◆ 通达兔经营活动产生的净现金流对比（亿元）



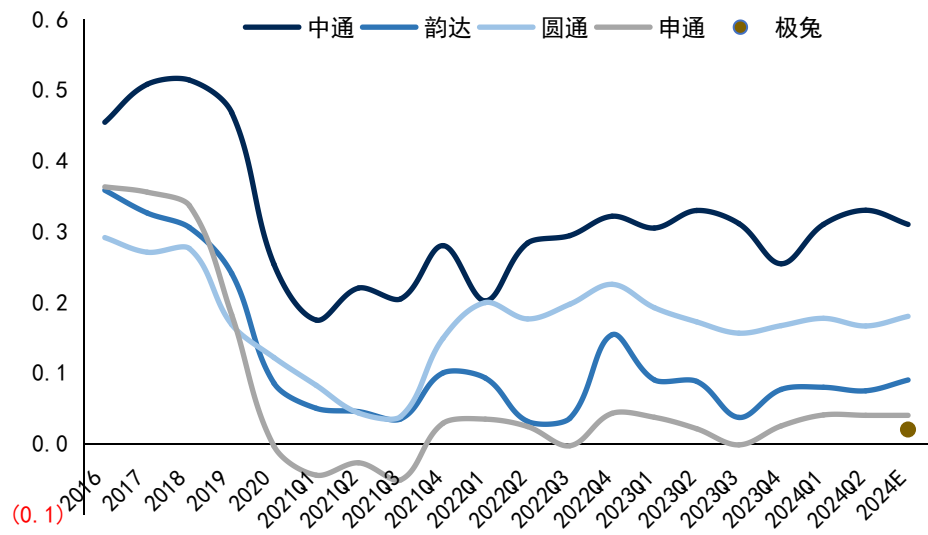
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2018-2023年通达兔可用现金规模对比（亿元）



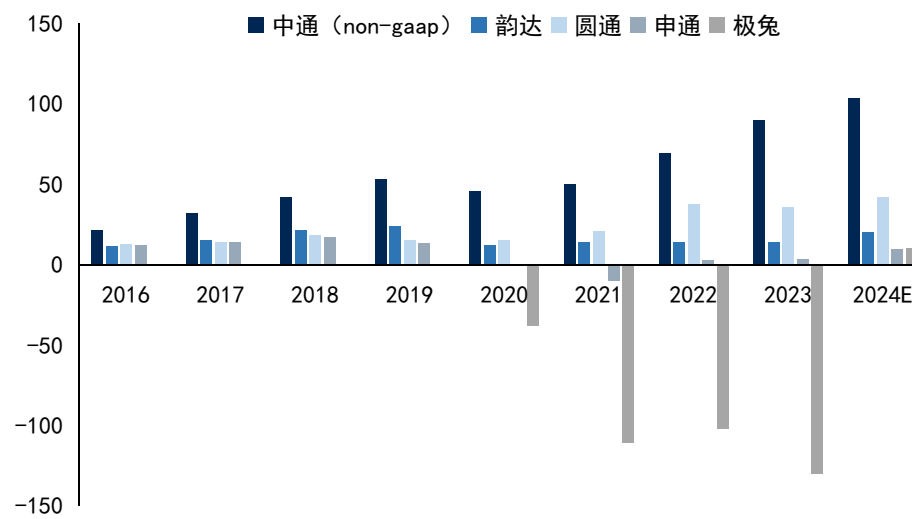
注：可用资金包括货币资金、可交易金融资产、定期存款以及理财产品。
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 通达兔单票快递净利对比（元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 通达兔扣非归母净利润对比（亿元）

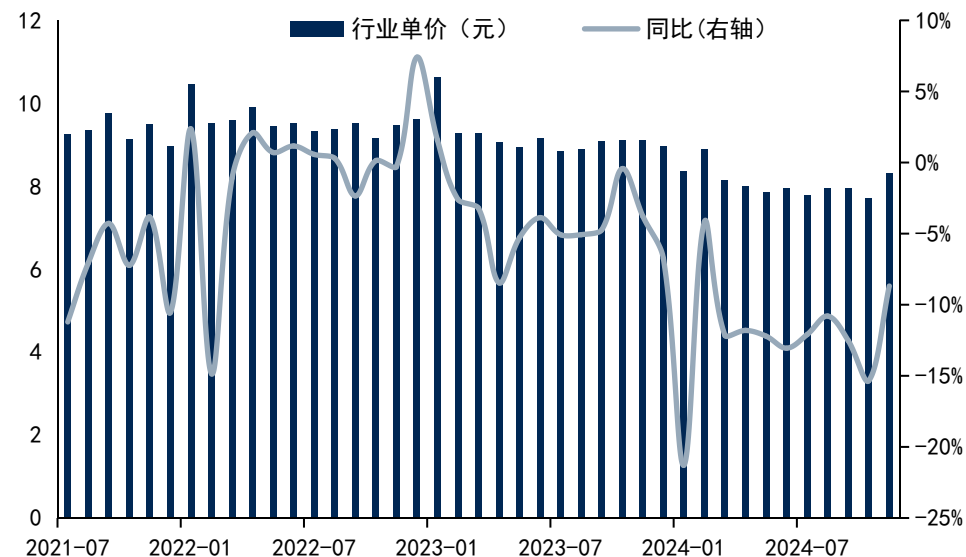


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

快递板块——通达兔竞争格局尚存变数，长期向好趋势不改

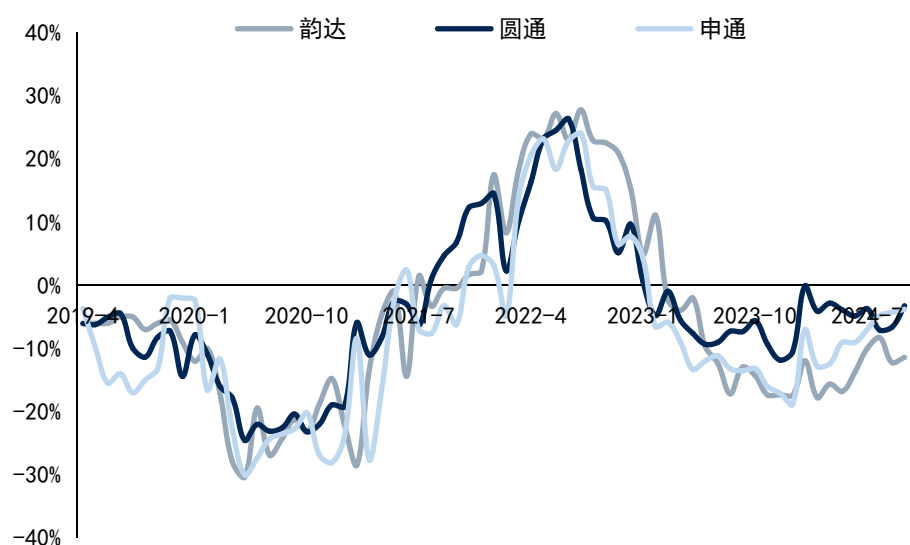
由于近几年行业龙头价格竞争反复，行业单价及公司总部单价同比表现也呈现阶段性反复态势。1) 2020年初至2021年三季度，龙头加速分化以及新玩家进入，致使行业价格竞争恶化，单票价格同比大幅下滑，快递公司单票盈利能力也大幅受损；2) 2021年四季度至2022年底，得益于监管层“反内卷”管控，通达兔公司竞争明显缓和，单票价格同比实现提升，快递龙头单票盈利能力也得到明显修复；3) 2023年初以来，行业竞争逐步回归市场化，监管层更多充当托底的角色，行业及公司的单票价格又回归同比下降的趋势，但得益于单票成本也持续优化，快递公司单票盈利仍然维持相对稳定的态势，整体来看行业仍然处于理性竞争阶段；4) 展望2025年，我们认为由于中通快递明年的战略已经明确为市场份额优于利润表现，明年行业价格竞争可能存在反复，行业价格竞争激烈程度取决于龙头快递公司的竞争博弈结果以及监管层的管控力度，建议紧密跟踪行业价格变化，而且行业长期竞争格局向好趋势不改。

◆ 快递行业单价下降趋势（元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ A股通达系上市公司月度单票价格同比变化



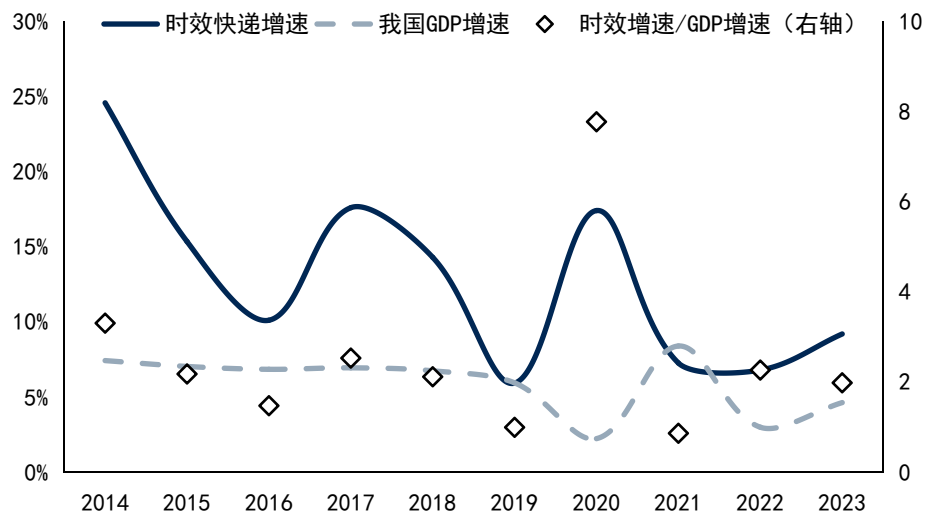
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

快递板块——顺丰控股顺周期属性显著

我们认为顺丰明年的看点主要在于三大方面，一是在一揽子经济政策刺激后，经济及消费的复苏有望促使时效快递增速回升，二是公司坚持精益化成本管控，盈利能力仍然有提升空间，三是公司持续拓展国际业务，有望逐步形成第二增长曲线。

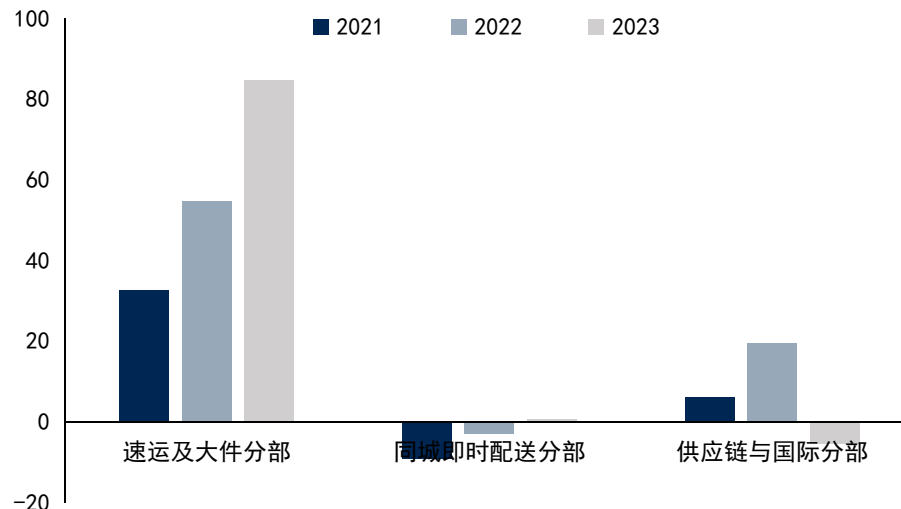
现阶段，时效快递业务是顺丰控股的主要利润来源，得益于电商退货、半日达等新场景的挖掘和渗透，估计公司2024年时效快递收入仍然实现了中高个位数的稳健增长，2025年在经济有望企稳的预期下，顺丰时效快递的增长表现仍然值得期待。

◆ 时效快递增速与宏观经济增速的相关性变弱，2023年增速有望明显修复



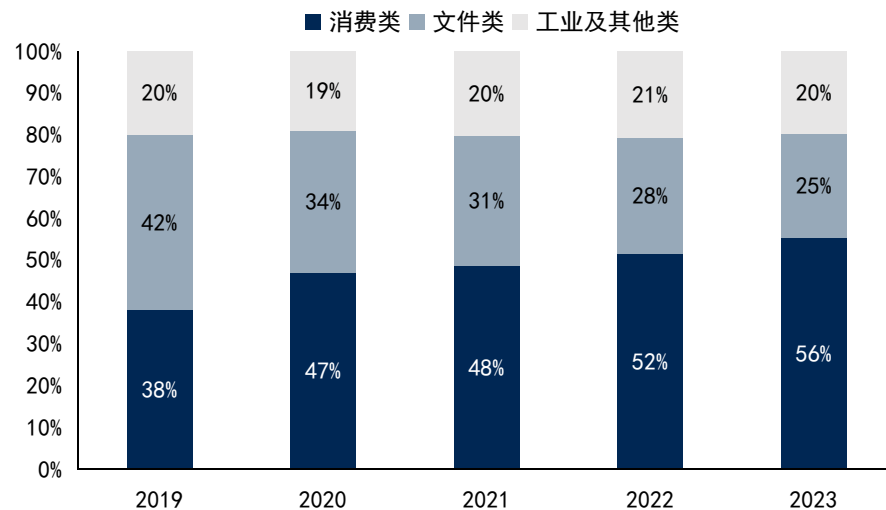
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 目前顺丰利润仍然依赖于速运分部中的时效快递业务（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 消费替代商务成为顺丰时效快递占比最大的下游需求

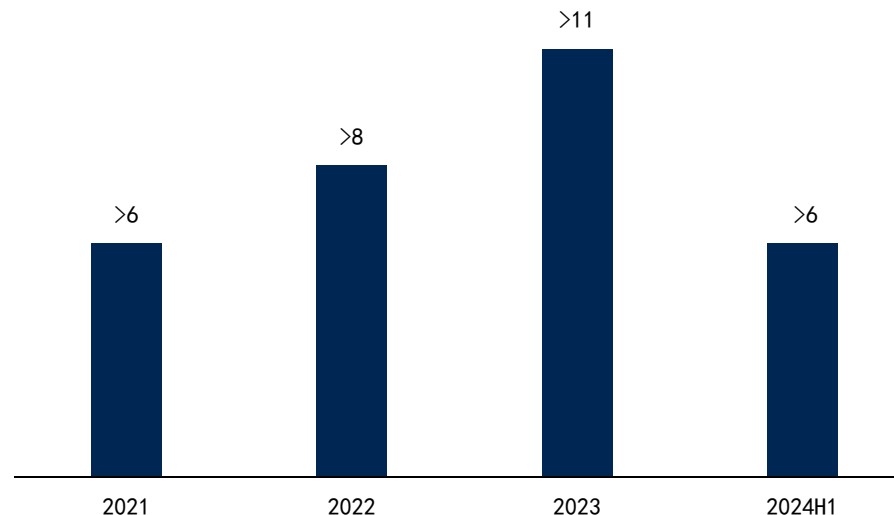


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

快递板块——顺丰控股精益管理，成本优化可持续

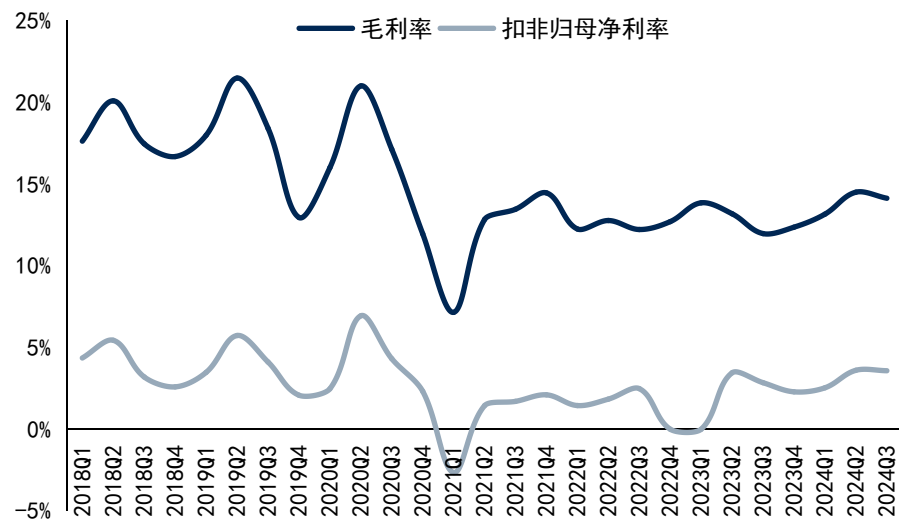
2025年顺丰的盈利能力有望继续提升。2021年以来，公司重视精益管理，持续降本增效，展望2025年，一方面，公司坚持精益化资源规划与成本管控，多网融通进入常态化阶段，同时相比2023年营运模式变革仍处于投入期，2024年上半年重点围绕已完成营运模式变革的3000多个网点实行模式深化和效益改善，开始释放降本增效作用；另一方面，公司持续激发组织活力，让各组织具备更强的经营意识，从而实现公司与员工共赢的效果，例如中转场也要对单体损益表负责，审慎资源投入，分享超额利润。

◆ 2021年以来多网融通项目实现的降本效果（亿元）



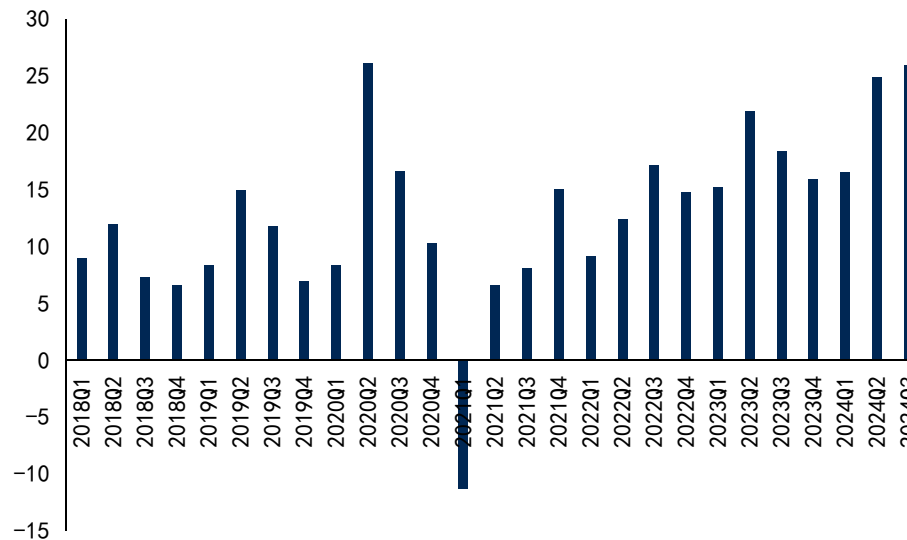
数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2018年以来顺丰控股季度毛利率和扣非归母净利率变化趋势



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

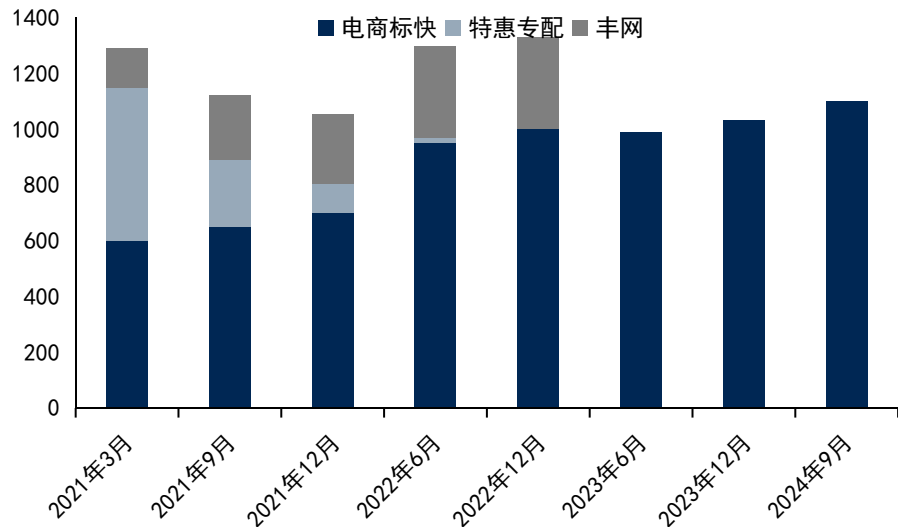
◆ 2018年以来顺丰控股季度扣非归母净利润（亿元）



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

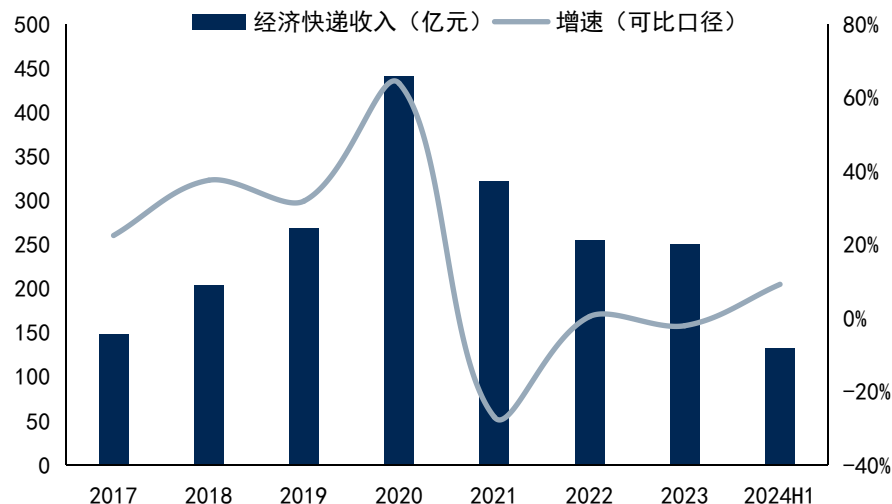
快递板块——顺丰控股精益管理，成本优化可持续

◆ 2021年以来顺丰经济快递业务的产品结构优化（日均件量，万票）



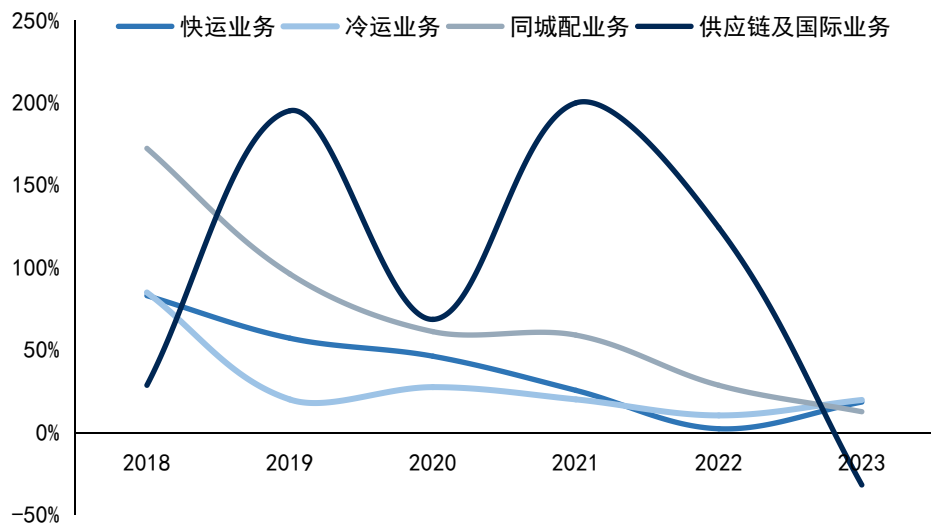
数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2017年至2024H1顺丰控股的经济快递业务收入及增速



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2022年开始，为了提高盈利能力，快运等新业务放慢收入增速



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 近两年，顺丰新业务陆续实现扭亏为盈或盈利能力提升

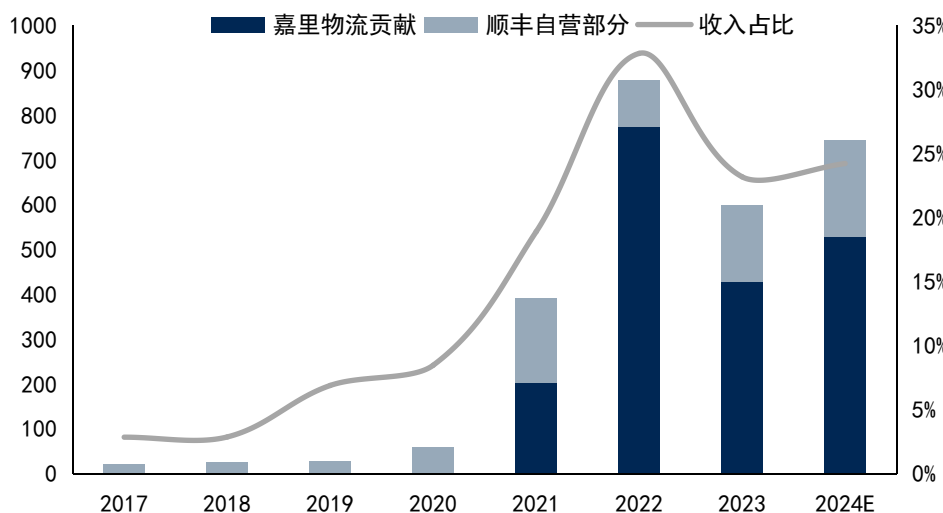
类别	2021	2022	2023	2024E
电商标快	-	正毛利率	5%左右	中高个位数
丰网	-	负毛利率	负毛利率	已剥离上市公司
快运分部净利	-5.8亿元	0.28亿元	正净利润	正净利润
冷运分部净利	亏损	减亏	减亏	盈亏平衡
同城分部净利	-9亿元	-2.9亿元	盈亏平衡	正净利润
供应链及国际分部净利	6.2亿元	19.5亿元	-5亿元	亏损略微扩大

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

快递板块——顺丰控股国际业务有望构成第二成长曲线



顺应中国企业、产品及品牌出海大趋势，顺丰加速开拓国际市场。九十年代以来中国企业已经从供应链产品出口拓展到产品品牌出口，再到现在跨境电商平台的兴起，伴随着中国企业的走出去，我国以顺丰为首的物流企业也开始加速走出国门、拓展国际业务。顺丰于2010年在新加坡设立营业网点，打响了国际快递企业进入东南亚市场的“第一枪”，随后顺丰开始在东南亚多点布局国际业务，2021年顺丰完成对嘉里物流的收购意味着顺丰国际业务进入了加速发展阶段，未来顺丰国际业务的发展优先顺序为国际快递、国际供应链、跨境电商物流、国际货代以及东南亚本土物流。2024年，顺丰国际业务收入规模预计仍然维持20%以上的较快增长态势，同时随着与国内物流网络、鄂州机场等环节加深协同，国际业务利润释放可期。

◆ 2017-2024年顺丰控股国际及供应链业务收入规模及收入占比（亿元）



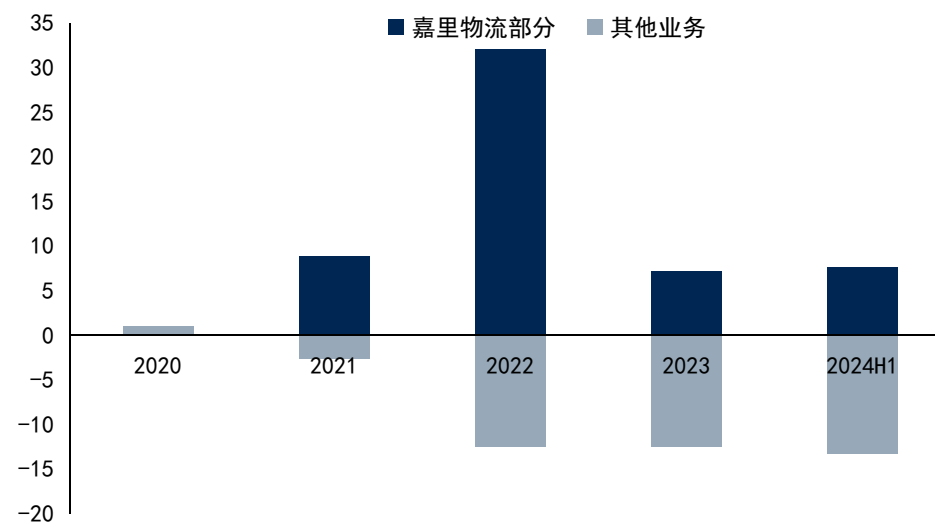
数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 顺丰控股供应链及国际业务具体内容

供应链及国际	
 <p>国际快递</p>	<p>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；</p> <ul style="list-style-type: none"> 跨境标准快递：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； 跨境电商配送：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经济型国际小包； 海外本土快递：服务覆盖泰国、越南、马来西亚、新加坡、印尼等东南亚国家。
 <p>国际货运及代理</p>	<p>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；</p> <ul style="list-style-type: none"> 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。
 <p>供应链</p>	<p>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；</p> <ul style="list-style-type: none"> 以技术赋能，依托顺丰大数据、智能物联网技术及软硬件系统集成能力，助力客户打造智慧供应链； 丰豪供应链、新夏理提供中国本土供应链服务；嘉里物流提供全球综合物流服务。

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2020年-2024H1顺丰控股国际及供应链业务分部利润表现（亿元）

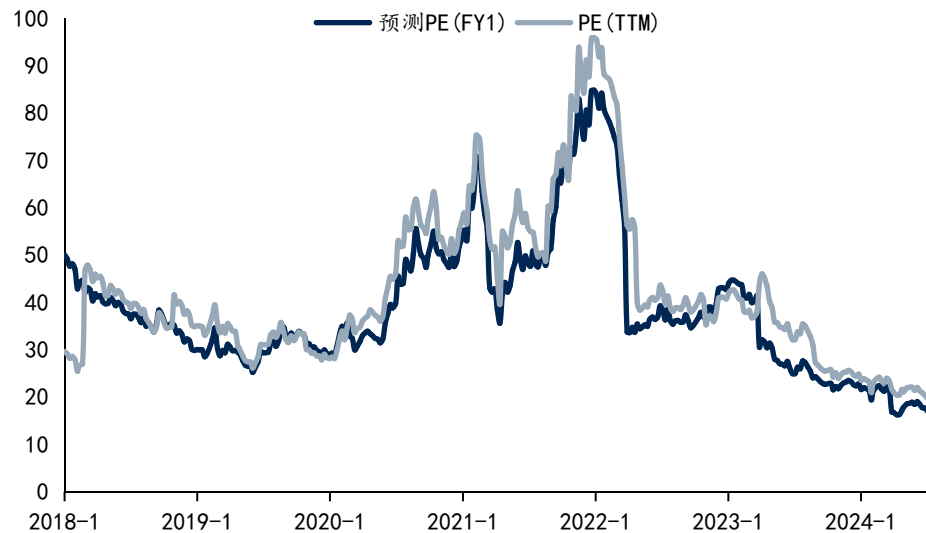


数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

通达兔：1) 需求方面，快递行业需求表现韧性较强。虽然经济和消费表现承压，但是由于消费降级趋势明显，抖音、拼多多等电商平台销售表现仍然亮眼，而且该类电商平台的无购物车模式导致线上消费订单碎片化，从而支撑快递行业件量呈现较快增长态势。1-11月行业累计件量增速达到21.4%，2024年全年快递行业件量增速预计约20%左右，呈现较高景气度。我们认为直播卖货、微信小店等新兴购物形式将支撑快递需求维持较快增长态势，预计2025年行业件量增速仍然能超过10%。2) 竞争方面，由于中通快递明年的战略已经明确为市场份额优于利润表现，明年行业价格竞争可能存在反复，建议紧密跟踪行业价格变化，而且行业长期竞争格局向好趋势不改。3) 投资建议方面，考虑到快递龙头估值仍然较低，已经较为充分释放市场对行业竞争格局尚未出清前反复价格战的担忧，推荐竞争优势显著的中通快递和圆通速递，重点关注申通快递和韵达股份。

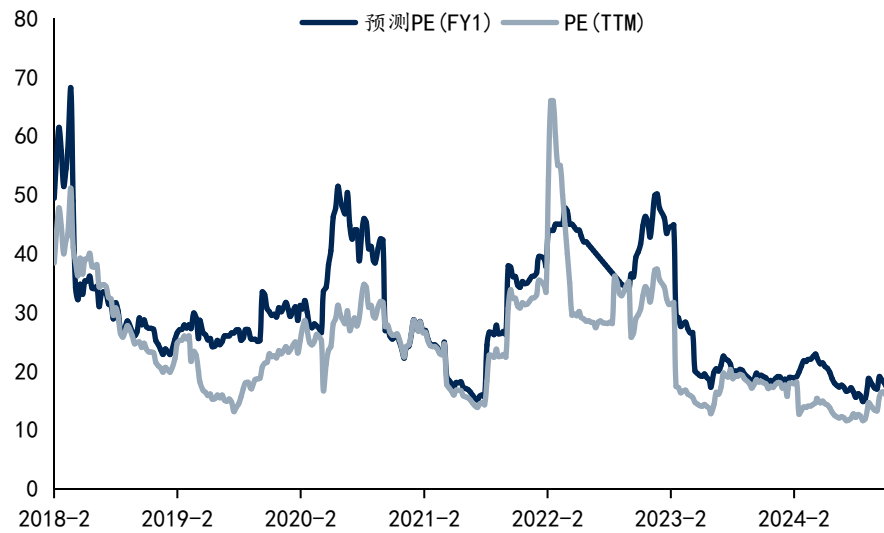
顺丰控股：1) 顺丰控股是我国物流龙头，顺周期属性较强，且成本仍然具有优化空间，经营风险较低，业绩较快增长确定性强，长期投资价值显著，维持推荐。

◆ 2018年以来顺丰控股PE变化趋势



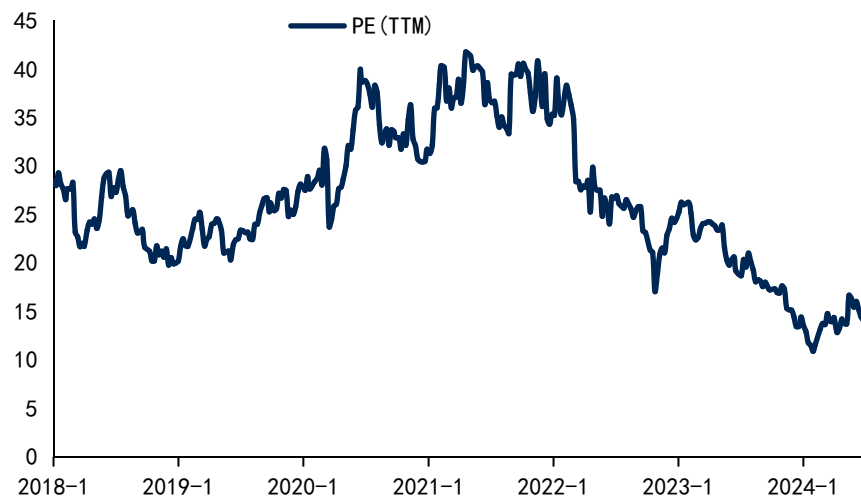
数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2018年以来的德邦股份PE变化趋势



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2018年以来中通快递PE变化趋势



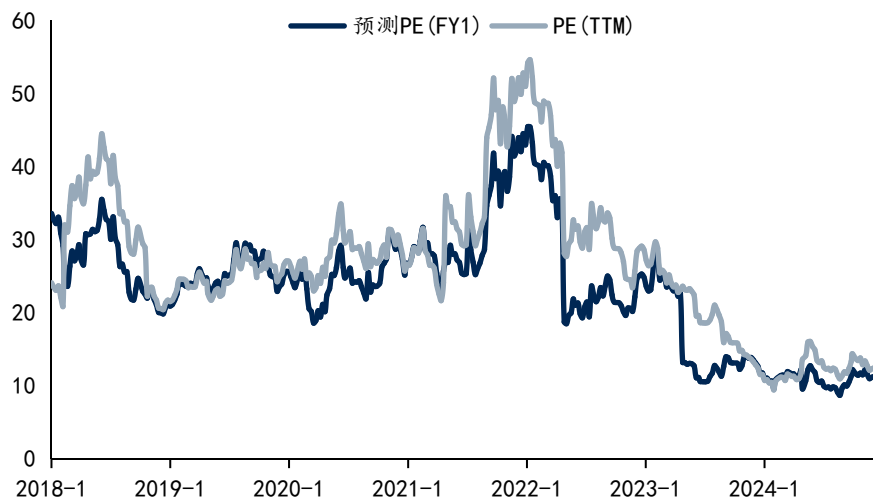
数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2018年以来圆通速递PE变化趋势



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2018年以来韵达股份PE变化趋势



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2018年以来申通快递PE变化趋势



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

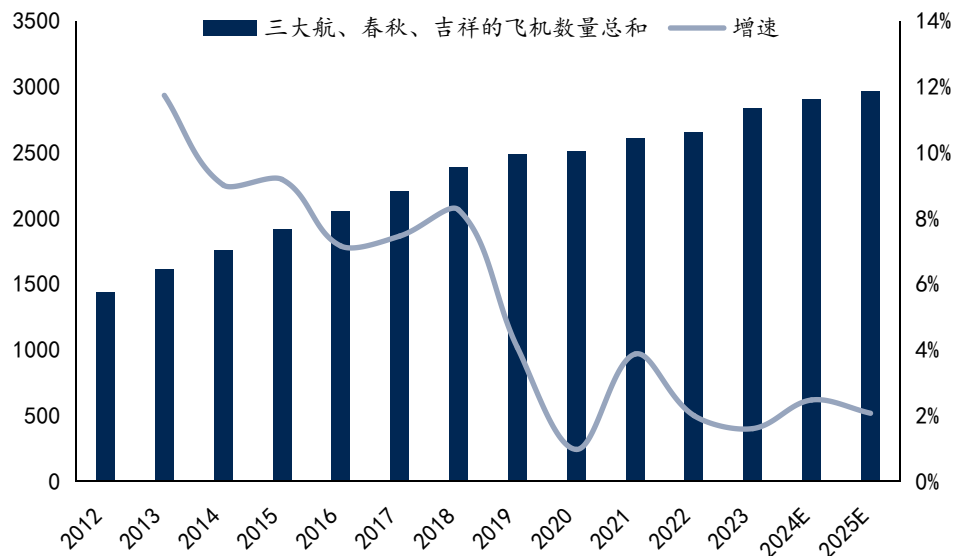
- [01] 2024年交运行情回顾
- [02] 牛市背景下，交运行业行情复盘：顺周期板块表现更强
- [03] 顺周期板块一：快递行业2025年投资策略
- [04] **顺周期板块二：航空行业2025年投资策略**
- [05] 风险提示

航空板块——供给增长确定性放缓

十四五期间民航供给放缓趋势明显。疫情期间，国内和国际需求均受到较大抑制，我国民航业面临巨大的亏损压力，因此主动放缓引进新增运力。后疫情时代，国内经济呈现弱复苏趋势，且国际航线恢复速度也较缓慢，因此未来两年预计我国民航业引进机队的意愿也会较弱，叠加飞机制造商产能有限，我们认为2024年我国客运机队增速将继续维持低位。根据民航局数据，2010-2015年，我国全行业运输机队的年复合增速为10.7%，三大航客货机队的年复合增速为9.1%；2015-2020年，我国全行业运输机队的年复合增速为8.1%，三大航客货机队的年复合增速为5.0%；2020-2023年，我国全行业运输机队的年复合增速约2.8%，三大航、春秋及吉祥的客机机队的年复合增速约2.5%（剔除国航并表山航的影响）。

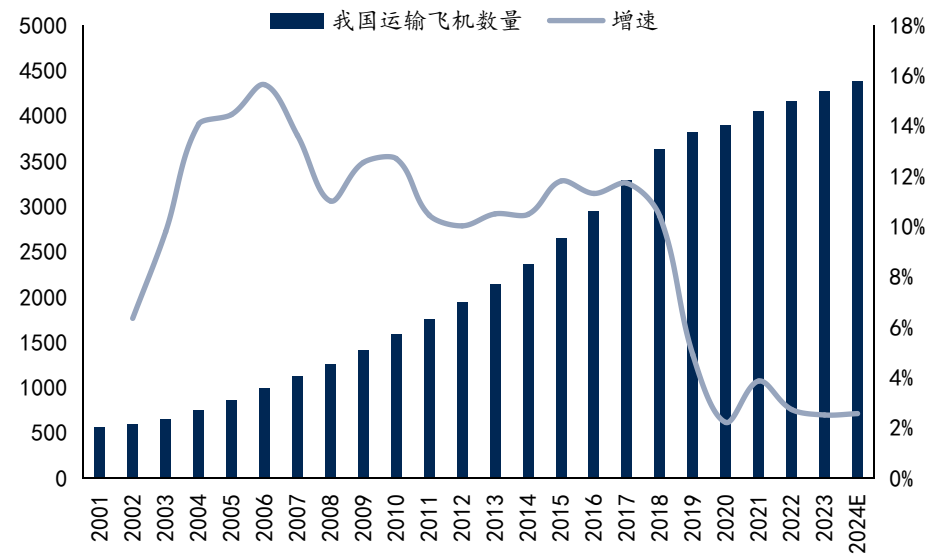
考虑飞机制造商产能以及我国航司扩张意愿等因素，我们认为2025年我国客运机队增速将维持低个位数。参考相关上市航司公告的引进计划以及飞机制造商产能受限的情况，我们预计三大航、春秋、吉祥的合计机队数量2024年和2025年的增速均为2%~3%。假设2024年和2025年非上市航司的机队增速为中高个位数，从而估算得到2022-2025E我国航空运输机队的CAGR约为2.7%。

◆ 2012-2025年三大航、春秋以及吉祥的飞机数量总和及增速



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

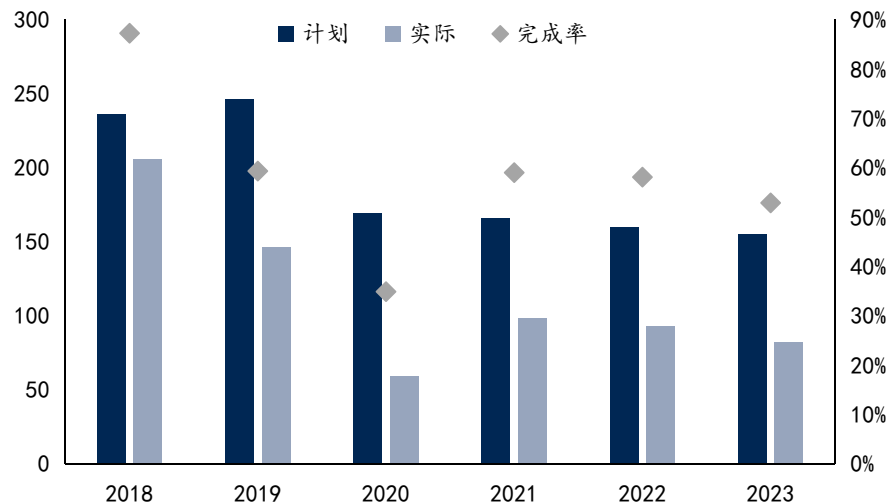
◆ 2001-2024年我国运输飞机数量及增速



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

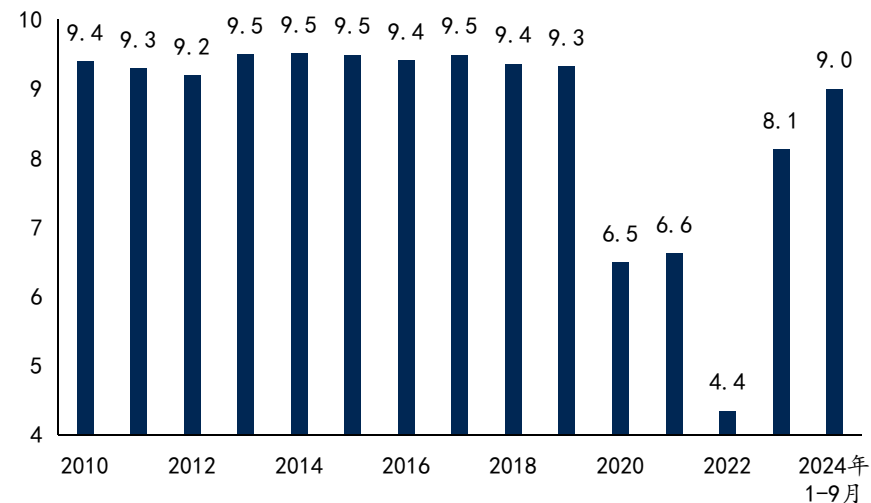
航空板块——供给增长确定性放缓

◆ 三大航飞机实际引进数量与年初计划对比（架）



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2010-2024年前三季度我国民航业在册运输飞机的平均日利用率（小时）



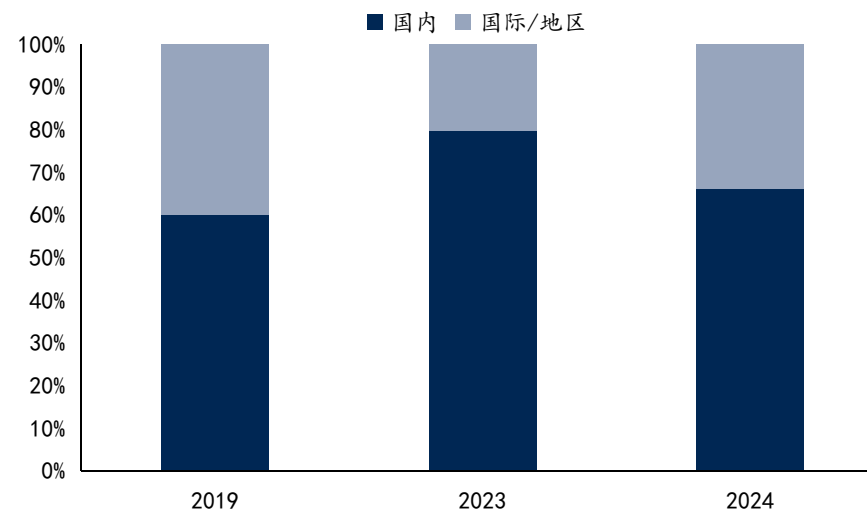
数据来源：民航局，国信证券经济研究所整理

◆ 2010年以来我国民航行业ASK增长趋势及同比增速



数据来源：民航局，国信证券经济研究所整理

◆ 我国民航宽体客机执飞航线类型占比分布



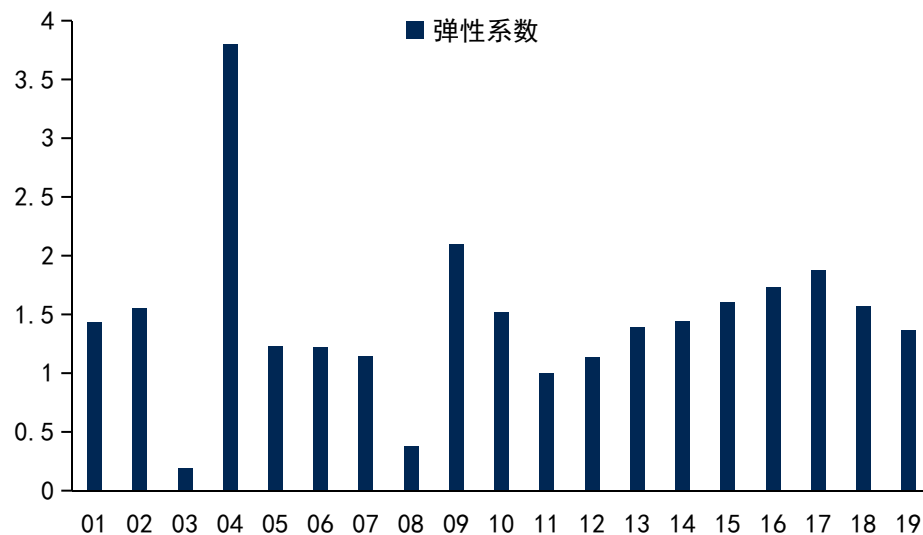
数据来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

航空板块-航空顺周期属性显著，关注需求边际改善

航空需求增长具有明显韧性。回溯历史，九十年代末亚洲金融危机、2003年非典疫情、2008年全球金融危机虽然短期会抑制航空需求的表现，但是在危机过后，航空需求均又会恢复增长，且拉长周期平滑处理来看，航空需求的年复合增速仍然会落于历史的增长曲线上。而对标美国，我们认为中国的航空消费仍然处中早期阶段，低频次、低渗透与高公商三大特征决定航空需求长期的增长空间巨大。

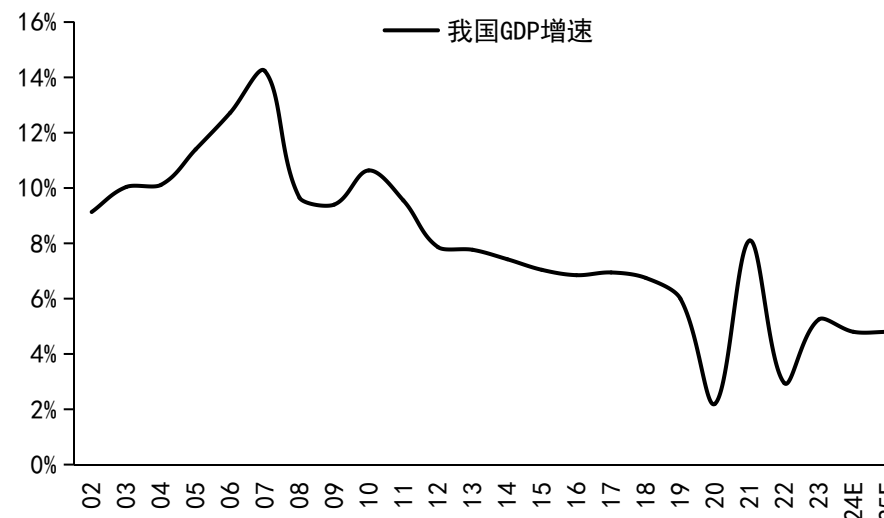
2025年航空客运量同比增速预计为高个位数。我们估计2024年国内客运量将恢复至2019年的114%左右，国际地区客运量将恢复至2019年的85%左右，2024年我国航空客运量同比增速将达到18%左右。考虑到航空需求具有韧性且一揽子经济政策刺激消费及宏观经济，我们预计2025年国内客运量有望恢复至2019年的122%左右，同比增长约7.5%；考虑到国际市场2025年运力供给尚有恢复空间（2024年年底我国民航国际市场航班供给仅恢复至2019年的80.5%左右），我们预计2025年国际地区客运量有望恢复至2019年的97%左右，同比增长约14%，从而得到2025年我国民航整体客运量有望恢复至2019年的121%，同比增长约8%。

◆ 2001-2019年我国民航需求增速对GDP增速的弹性系数



数据来源：国家统计局，民航局，国信证券经济研究所整理

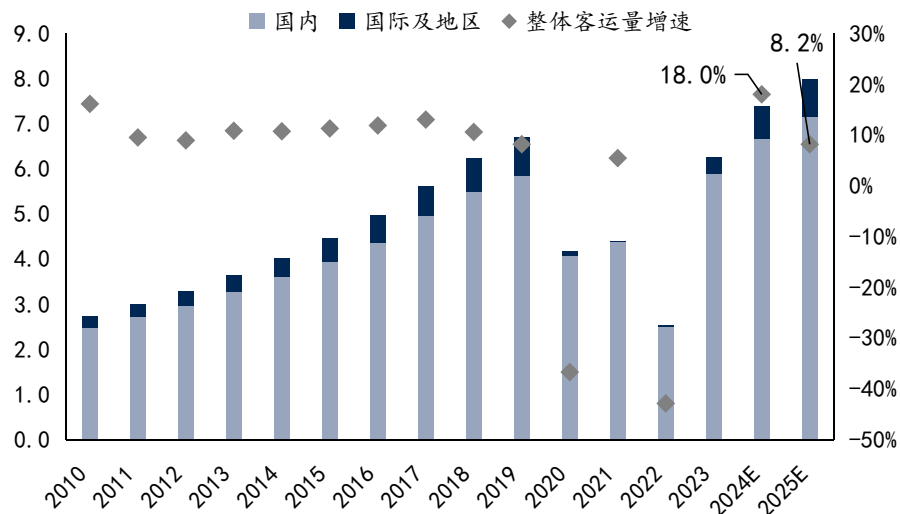
◆ 2002年以来我国GDP增速变化趋势



数据来源：国家统计局，CMF，国信证券经济研究所整理

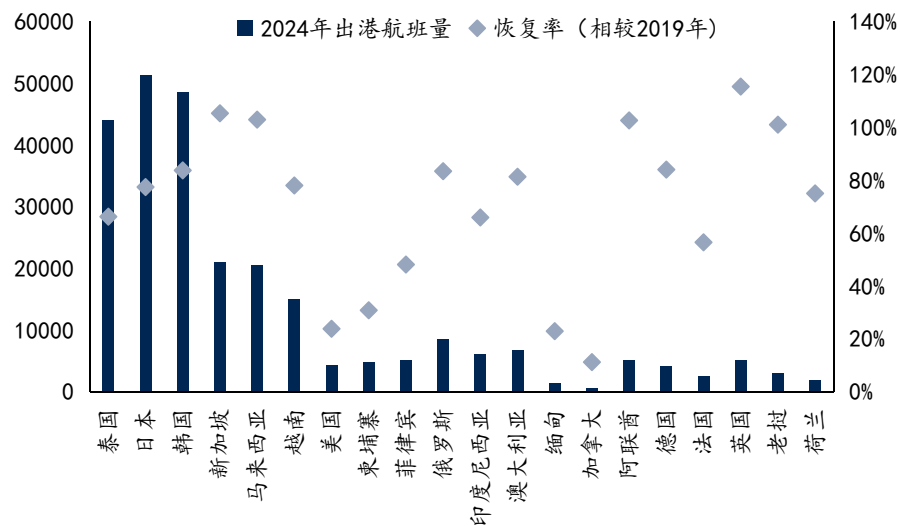
航空板块-航空顺周期属性显著，关注需求边际改善

◆ 2010-2025年我国民航客运量及增速（亿人次）



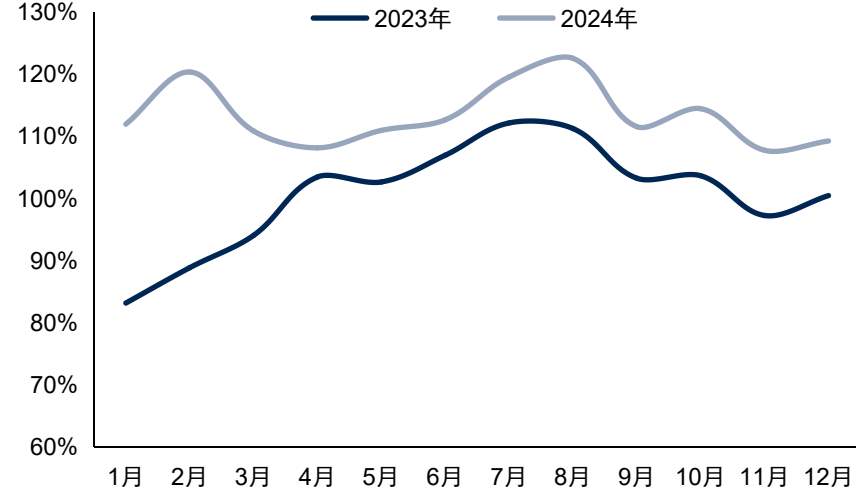
数据来源：民航局，国信证券经济研究所整理

◆ 2024年TOP20国家航班量分布及恢复率



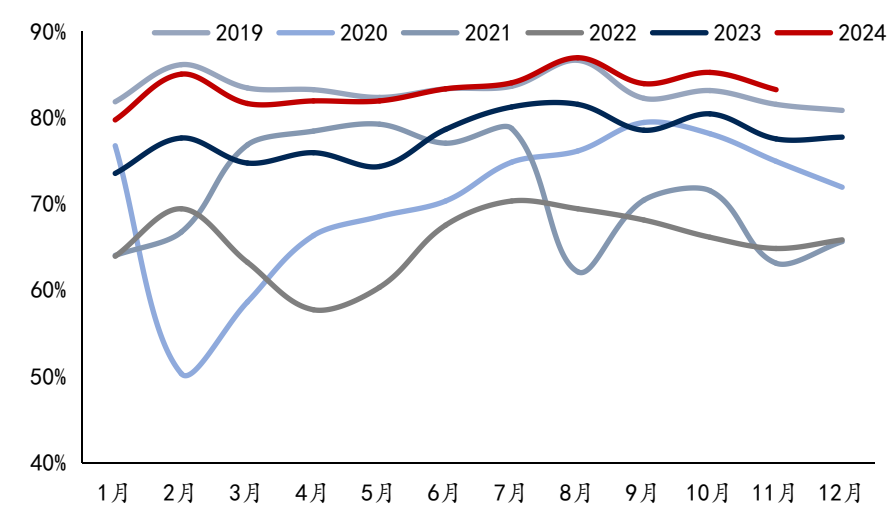
数据来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

◆ 2023-2024年月度国内旅客运输量恢复率（相较于2019年同期）



数据来源：民航局，国信证券经济研究所整理

◆ 2024年我国民航正班客座率恢复较好

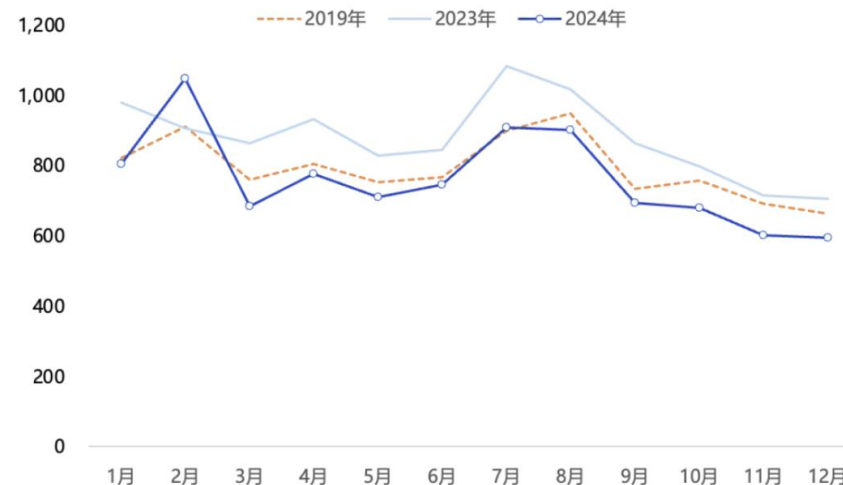


数据来源：民航局，国信证券经济研究所整理

航空板块—静待供需反转，票价表现有望企稳回升

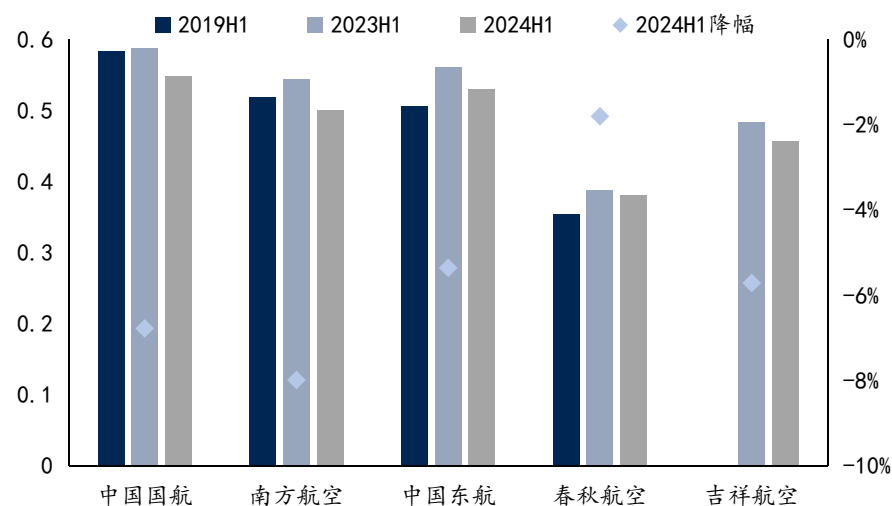
民航客运市场周期属性较明显，2024年供给过剩导致票价表现承压，2025年民航票价表现有望企稳。2024年由于行业供给过剩且竞争激烈，导致行业票价下降显著，根据航班管家数据，2024年民航经济舱平均票价约767元，同比下降12.1%（票差在百元），相较2019年下降3.8%，其中疫情后淡旺季差异拉大，导致旺季票价表现略好于淡季。考虑到2025年随着供需缺口继续收窄且行业开始重视票价和收益管理，我们预计2025年扣油票价同比有望企稳回升，且旺季票价表现更加值得期待。

◆ 2024年我国民航国内经济舱平均票价月趋势（元）



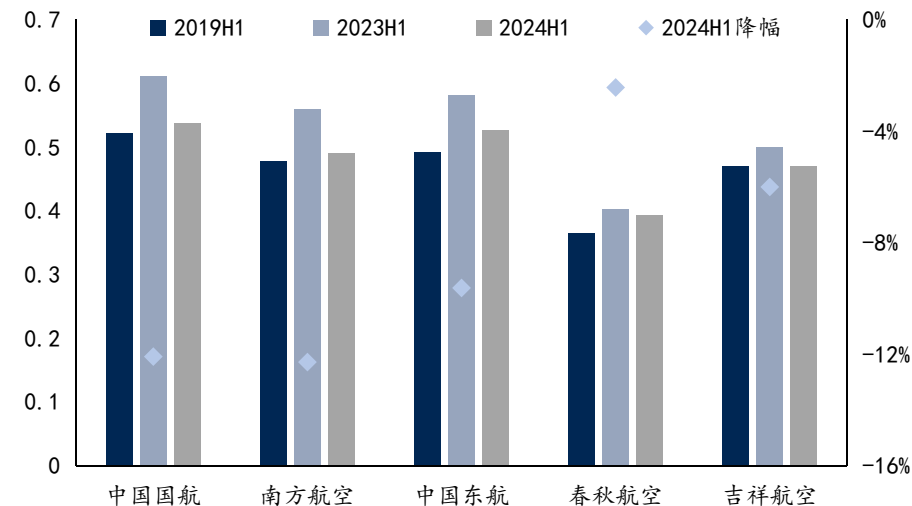
数据来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

◆ 2024H1上市航空公司国内航线客公里收益同比下滑情况（元）



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2024H1上市航空公司整体客公里收益同比下滑情况（元）



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

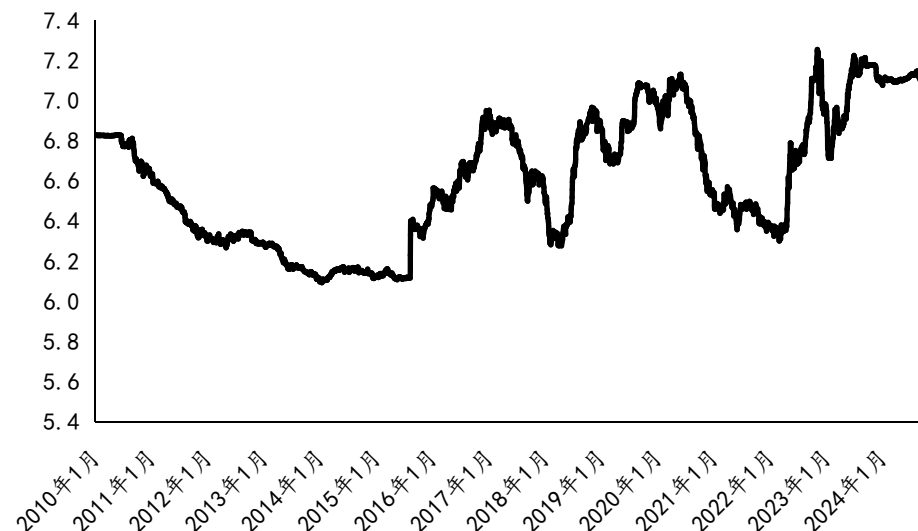
航空板块-油价回落，汇率稳定，有利于航司业绩释放

◆ 2010年以来布伦特原油价格变化趋势（美元/桶）



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 2010年以来人民币兑美元汇率变化趋势



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 2019年各航司业绩对油价弹性

	油价变动1%利润总额降 (单位：百万元)	油价下跌1%对应业绩弹性 (按利润总额计)
中国国航	359.7	4.0%
南方航空	428.1	10.5%
中国东航	341.9	7.9%
春秋航空	41.7	1.7%
吉祥航空	43.6	3.1%

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 各航司汇兑利率敏感性

汇率升值1%利润总额增加额 (百万元)	2019	2023	2024H1
国航	444	229	227
南航	434	320	322
东航	328	297	283
春秋	0.45	0.18	0.44
吉祥	14	80	57

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

短期来看，近期民航票价同比降幅明显收窄，经营底部已过，建议关注即将到来的春运旺季航空经营数据表现。中期来看，我们认为2025年供需缺口将继续收窄且有望达到相对均衡的态势，扣油票价有望企稳回升，2025年航司盈利将继续向上修复。1) 需求方面，航空需求韧性较强，一揽子经济政策对宏观经济和消费的刺激，国内航空出行需求有望维持稳健增长态势，而国际航班供给继续恢复，且出入境政策加速放宽，国际航空出行需求还将进一步回暖，因此预计2025年民航整体客运量同比有望实现高个位数的正增长。2) 供给方面，现阶段我国民航业引进机队的意愿较弱，叠加飞机制造商产能有限，我们认为2025年我国客运机队增速将继续维持低个位数，且随着国际航线的进一步恢复，民航供给结构还将继续改善。3) 竞争方面，2024年国内航司压价并没有带来较好的收益效果，预期2025年行业开始重视票价和收益管理，2025年主流航司业绩释放可期。推荐中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空。

◆ 各航司盈利预测及PE估值情况（数据截至2024-12-27）

归母净利润（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E
国航	-1046	545	5261	8389
南航	-4209	410	4640	8110
东航	-8168	158	4577	7685
春秋	2257	2912	3730	4384
吉祥	751	1161	2114	2579
利润率	2023	2024E	2025E	2026E
国航	-0.7%	0.3%	2.9%	4.4%
南航	-2.6%	0.2%	2.4%	4.0%
东航	-7.2%	0.1%	3.2%	5.0%
春秋	12.6%	11.7%	13.2%	14.3%
吉祥	3.7%	5.1%	8.2%	9.0%
PE	2023	2024E	2025E	2026E
国航	-	260	26.9	16.9
南航	-	294	26.0	14.9
东航	-	577	19.9	11.9
春秋	-	19.4	15.2	12.9
吉祥	-	26.7	14.7	12.0

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

- [01] 2024年交运行情回顾
- [02] 牛市背景下，交运行业行情复盘：顺周期板块表现更强
- [03] 顺周期板块一：快递行业2025年投资策略
- [04] 顺周期板块二：航空行业2025年投资策略
- [05] 风险提示

一、内需复苏不及预期：2024年9月底以来，政府出台了一系列经济刺激政策，若政策效果不及预期，导致国内内需仍然不足，则会造成航空、快递等大部分公司收入及利润表现低于预期。

三、出口政策风险：特朗普上台后，中美贸易摩擦甚至贸易战的风险将进一步加大，但具体影响程度和方式因时间、国际形势以及政策调整而有所变化，若影响程度超出预期，则会造成航空、港口、跨境物流等与国际贸易相关的公司收入及利润表现低于预期。

二、油价汇率剧烈波动：交通运输企业的成本均与油价波动相关，若油价上涨幅度超预期，则会导致交通运输公司的利润表现低于预期；航空公司由于拥有大量美元负债、用美元记账飞机等购入资产，若汇率贬值幅度超预期，则会对利润表现造成负面影响。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032