



Research and
Development Center

航空观票价，快递在格局，海运危化品看需求

交通运输

2025年1月21日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

交通运输

投资评级 看好

上次评级 看好

匡培钦 交通运输行业首席分析师
执业编号: S1500524070004
邮箱: kuangpeiqin@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座
邮编: 100031

交通运输 2025 年度策略报告之内需篇：航空 观票价，快递在格局，海运危化品看需求

2025 年 01 月 21 日

本期内容提要：

➢ 综述：内需分客运及货运，重在费率

1、客运方面：从二级市场投资方面看，客运投资主要集中在航空板块，航空客运运量或将维持高位稳健，2024 年票价或已触底，我们分析在消费复苏的背景假设下，票价有望带来航空利润高弹性，建议关注票价的变动。

2、货运方面：货运细分快递及海运物流仓储。快递看格局，内贸海运及危化品物流看需求带来的费率变动：

1) 快递方面：单量有望继续维持 10%-15%的相对高增，但基于龙头份额提升的意愿，我们分析价格博弈的意愿提升，如果在极端价格博弈的情况下，或能带来格局的变化，关注价格博弈趋势。

2) 内贸海运及危化品物流方面：产能供给受限，如果经济需求复苏，有望通过费率带来利润高弹性，关注需求复苏进展。

本篇报告我们将从内需角度，对航空、快递、内贸航运及危化品物流做深度分析。

➢ 航空：供给限制下，复苏或带来票价利润弹性。

1) 航空盈利框架：航空行业主要受到运力供给、出行需求、客座率及票价表现、油价、汇率波动等因素影响，各因素分别作用于航司的收入、成本及费用端，最终影响到公司利润表现。

2) 复盘 2024 年：客座率回升、油汇改善，票价处于低位。整体行业供需看，三季度起周转量及客座率均已超 2019 年同期。分地区看，国内线周转量已恢复正常增长，国际及地区已恢复超八成，12 月当月恢复率超九成。票价方面，23Q1 至 24Q3，各航司单季度单位 RPK 收入整体呈下降趋势，三大航同比下降超两位数。2024 年行业整体票价同比下跌较多，个别月份票价甚至弱于 2019 年同期。油汇有所改善，2024 年全年航油均价同比-7%，汇率大体持稳，航司成本费用压力缓解。

3) 未来运力引进有限，若经济复苏、拉动票价，有望带来利润高弹性

航司未来运力引进增速放缓确定性较强。截至 2024 年末，国航、南航、东航、春秋、吉祥分别运营客机 930、899、804、129、127 架，飞机净增长增速分别+2.8%、+0.9%、+2.8%、+6.6%、+8.5%，三大航运力引进增速均在 3%以下，明显低于年初预计增速。根据各航司披露的未来三年飞机引进计划，预计 2023~2026 年航司飞机净增长年均增速分别为+4.0%、+2.3%、+3.5%、+8.6%、+5.1%，未来运力供给偏紧确定性较强。**运力供给偏紧预期下，若经济复苏需求好转，有望拉动票价回升，增厚航司利润。**此外，油价下行预期下，成本改善也有望贡献航司利润新增量。

➢ 快递：成长性犹存，关注格局变化机遇。

1) 行业单量仍有成长性，2025 年或延续较高增速。2024 年 1-12 月全国

快递行业累计业务量约 1750.8 亿件，同比+21.5%，社零总额增速约 3.5%，实物商品网上零售额累计增速约 6.5%，快递行业件量增速显著高于实体网购零售额增速。我们认为，快递业务量维持高增长，主要得益于直播电商等新兴线上消费模式的快速增长及单包裹货值下行带动的件量增长。展望 2025 年，电商消费的下沉及直播电商 GMV 稳步提升背景下，快递单包裹货值下降趋势有望延续，叠加微信小店等新电商流量拉动，快递行业仍具备良好发展韧性，我们预计 2025 年行业业务量有望实现 10-15% 的增长。

2) 龙头价格博弈意愿提升，行业竞争格局或有变化。根据中通快递 2024 年三季度业绩公告表述，公司计划重夺市场份额，扩大公司在业务量方面的领先优势并实现合理的盈利水准。龙头公司份额诉求增强背景下，2025 年或恢复价格博弈，关注 2025 年价格博弈背景下行业格局变化情况。

3) 看好顺丰控股：作为我国快递物流综合性龙头，我们看好公司经营拐点及现金流拐点到来后迈入新发展阶段，短期看，随着公司网络融通推进，利润率稳步提升或带动业绩相对高增，中长期看，国际业务有望打开新成长曲线。**看好中通快递：**单包裹利润稳居行业第一，盈利及现金领先行业，价格博弈背景下份额有望大幅提升，当前估值水平处于历史较低水平，看好公司估值修复。

➤ **内贸航运及危化品物流：供给限制持续，关注需求弹性。**

1) 供给受限：内贸航运方面，我国内贸航运业务仅允许符合条件的国内企业经营，同时液货危险品船运输经营者以及船舶运力受到严格管控；化工物流仓储方面，行业监管趋严，新增仓储产能受到严格限制，随着老旧产能拆除，预计我国化工储罐产能逐步缩减。

2) 需求阶段性承压：内贸航运及危化品物流与经济强相关，阶段性承压。2024 年 12 月，制造业 PMI 为 50.1%，维持荣枯线附近，其中生产 PMI、新订单 PMI、原材料库存 PMI 分别为 52.1%、51.0%、48.3%，整体较 2023 年有所下滑。此外从港口数据看，2024 年 1~11 月，规模以上港口内贸货物吞吐量实现 110.85 亿吨，仅同比增长 1.78%，同比增速低于全国水平 1.64 个百分点。

3) 内需复苏假设下，有望带动内贸航运及危化品物流的运价、租金上涨，建议关注中谷物流、宏川智慧、兴通股份、盛航股份。

➤ **投资评级：**看好

➤ **风险因素：**出行需求增长不及预期、油价大幅上涨风险、人民币贬值风险、实物商品网购需求不及预期、电商快递价格竞争恶化、末端加盟商稳定性下降、内需复苏不及预期、供给限制不及预期等。

目录

前言：内需分客运及货运，重在费率	7
1 航空：供给限制下，复苏或带来票价利润弹性	8
1.1 航空盈利框架	8
1.2 复盘 2024 年：客座率回升、油汇改善，票价处于低位	9
1.2.1 供需：行业供需趋于平衡，客座率超 2019 年同期	9
1.2.2 票价：票价拖累此前航司盈利，当前仍处低位	11
1.2.3 油汇：油汇改善，航司成本费用压力缓解	12
1.3 未来运力引进有限，若经济复苏、拉动票价，有望带来利润高弹性	13
1.4 航司利润敏感性测算	15
2 快递：成长性犹存，关注格局变化机遇	16
2.1 单量端：行业单量仍有成长性，2025 年或延续较高增速	16
2.2 价格端：价格博弈意愿提升，行业竞争格局或有变化	19
2.3 看好顺丰控股业绩增长较高确定性及中通快递的看涨期权属性	21
2.3.1 顺丰控股：综合大物流龙头，双拐点驱动业绩稳步提升	21
2.3.2 中通快递：单包裹利润稳居第一，价格博弈背景下份额有望大幅提升	23
3 内贸航运及危化品物流：供给限制持续，关注需求弹性	25
3.1 供给限制：我国内贸航运以及化工仓储产能存在严格管控	25
3.2 需求阶段性承压：消费维持低增速，港口内贸吞吐量处于低位	28
3.3 费率具备向上弹性：若需求复苏，费率有望实现增长	29
3.4 建议关注：中谷物流、宏川智慧、兴通股份、盛航股份	30
4 风险因素	35

表目录

表 1：各航司 2024~2026 年计划引进飞机数	13
表 2：各航司油价变动 5% 对公司营业成本/净利润影响程度	14
表 3：相关因素变动带来的各航司归母净利润变动（单位：亿元）	15
表 4：航空行业重点公司估值表（2025/1/20）	15
表 5：电商快递公司 2024 年分季度经营情况一览	19
表 6：中通快递战略规划相关表述	20
表 7：重点公司盈利预测及估值汇总（截至 2025/1/20）	24
表 8：国内航运运力限制相关政策	25
表 9：化工仓储行业相关监管政策	26
表 10：中谷物流历史分红数据以及 2024 年分红测算	31
表 11：航运港口核心标的盈利预测及估值（2024 年 1 月 20 日）	34

图目录

图 1：航空业盈利框架	8
图 2：12 月当月民航业 ASK/RPK 较 19 年同期+8.1%/+9.7%	9
图 3：12 月当月民航业客座率较 2019 年同期+1.2pct	9
图 4：12 月当月民航业 ASK/RPK 同比分别+10.6%/+16.7%	9
图 5：12 月当月民航业客座率同比+4.3pct	9
图 6：12 月国内线旅客周转量较 2019 年同期+15.2%	10
图 7：12 月国际及地区线周转量恢复至 2019 年的 96.5%	10
图 8：2024 年 12 月，国内线周转量同比+8.5%	10
图 9：12 月国际线/地区线周转量恢复至 2019 年同期 95.7%/117.7%	10
图 10：各航司国内线 ASK 同比增速一览	11
图 11：各航司国际及地区线 ASK 较 2019 年同期恢复率一览	11

图 12: 各航司国内线客座率较 2019 年同期差距	11
图 13: 各航司国际及地区线客座率较 2019 年同期差距	11
图 14: 各航司单季度单位 RPK 收入一览	11
图 15: 各航司单季度单位 RPK 收入同比下降较多	12
图 16: 2024 年平均票价下跌较多, 整体表现偏弱	12
图 17: 航空煤油出厂价变化 (元/吨)	12
图 18: 中间价美元兑人民币汇率变动	12
图 19: 工业增加值季调环比保持增长	14
图 20: 四季度制造业 PMI 保持在 50%景气度以上	14
图 21: 2024 年月度快递业务量及其增速	16
图 22: 2024 年快递行业单量延续高增长	16
图 23: 快递业务量增速高于社零及实物网购增速	16
图 24: 直播电商 GMV 占比持续扩大	17
图 25: 直播电商市场规模及其增长率	17
图 26: 2024 年前三季度拼多多营业收入延续高增长	17
图 27: 2024 年前三季度快手 GMV 及其增速	17
图 28: 单包裹货值持续下降 (单位: 元)	18
图 29: 微信小店“送礼物”功能示意图	18
图 30: 上市公司快递业务量及其增速	19
图 31: 上市公司市场份额情况	19
图 32: 上市公司单票归母净利润对比 (单位: 元)	20
图 33: 产品矩阵完善, 综合服务能力领先	21
图 34: 大件分部净利润 2022 年开始转盈	21
图 35: 2023 年同城即时配送分部净利润转盈	21
图 36: 公司经营性现金流净额稳步增长 (单位: 亿元)	22
图 37: 公司盈利现金比率稳步增长	22
图 38: 2017-24H1 资本开支细分构成 (单位: 亿元)	22
图 39: 公司资产类资本开支高位回落 (单位: 亿元)	22
图 40: 分季度归母净利率逐步提升	22
图 41: 分季度归母净利润稳步增长	22
图 42: 公司快递件量份额自 2016 年起位居行业第一	23
图 43: 规模效应提升带动公司单票核心成本下降	23
图 44: 公司单票快递业务毛利领先行业 (元)	23
图 45: 公司归母净利润领先行业 (亿元)	23
图 46: 公司归母净利率领先行业	24
图 47: 公司账面货币资金领先行业 (亿元)	24
图 48: 中通快递-W 上市以来 PE(TTM)平均 25 倍左右 (截至 2025-1-20)	24
图 49: 中国沿海省际运输集装箱船数量	26
图 50: 中国沿海省际运输集装箱船箱位数	26
图 51: 中国沿海省际化学品船数量	26
图 52: 中国沿海省际化学品船运力	26
图 53: 中国液体化工仓储储罐容量	27
图 54: 社会消费品零售总额	28
图 55: CPI 当月同比	28
图 56: 制造业 PMI	28
图 57: 非制造业 PMI	28

图 58: 规模以上港口内贸货物吞吐量	29
图 59: 全国主要港口内贸集装箱吞吐量	29
图 60: 中国不变价第一、第二产业合计 GDP	29
图 61: 泛亚内贸集装箱运价指数 PDCI	29
图 62: 中国化学原料和化学制品制造业利润总额	30
图 63: 兴通股份内贸化学品运输毛利率	30
图 64: 中谷物流加权平均运力	30
图 65: 中谷物流运输量	30
图 66: 中谷物流营业收入	31
图 67: 中谷物流归母净利润	31
图 68: 宏川智慧运营储罐罐容	31
图 69: 宏川智慧营业收入	32
图 70: 宏川智慧归母净利润	32
图 71: 兴通股份化学品船运力	32
图 72: 兴通股份散装液体危险货物运输量	32
图 73: 兴通股份营业收入	33
图 74: 兴通股份归母净利润	33
图 75: 盛航股份化学品船运力	33
图 76: 盛航股份内贸液体化学品水路运量	33
图 77: 盛航股份营业收入	34
图 78: 盛航股份归母净利润	34

前言：内需分客运及货运，重在费率

1、**客运方面**：从二级市场投资方面看，客运投资主要集中在航空板块，航空客运运量或将维持高位稳健，2024年票价或已触底，我们分析在消费复苏的背景假设下，票价有望带来航空利润高弹性，建议关注票价的变动。

2、**货运方面**：货运细分快递及海运物流仓储。快递看格局，内贸海运及危化品物流看需求带来的费率变动：

- 1) **快递方面**：单量有望继续维持10%-15%的相对高增，但基于龙头份额提升的意愿，我们分析价格博弈的意愿提升，如果在极端价格博弈的情况下，或能带来格局的变化，关注价格博弈趋势。
- 2) **内贸海运及危化品物流方面**：产能供给受限，如果经济需求复苏，有望通过费率带来利润高弹性，关注需求复苏进展。

本篇报告我们将从内需角度，对航空、快递、内贸航运及危化品物流做深度分析。

1 航空：供给限制下，复苏或带来票价利润弹性

1.1 航空盈利框架

航空行业主要受到运力供给、出行需求、客座率及票价表现、油价、汇率波动等因素影响，各因素分别作用于航司的收入、成本及费用端，最终影响到公司利润表现。

- **供给端 (ASK):** 航空运输行业的运力供给=飞机数目*客座数*飞行小时数。运力供给与机型、飞机引进速度、利用率等因素相关，同时也受到政策影响，如疫情期间国际航线被迫减少，运力降低。

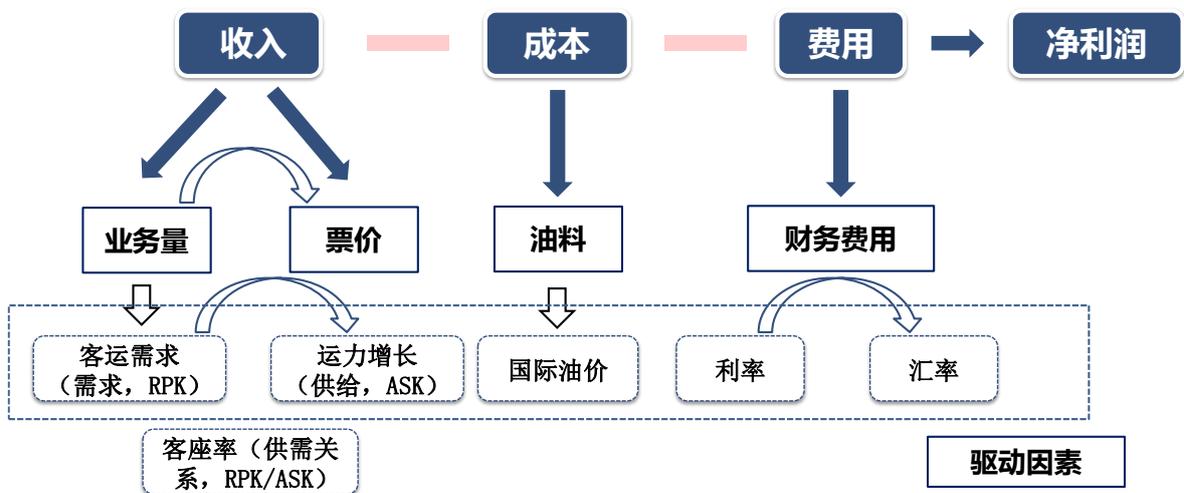
- **需求端 (RPK):** 国内+国际需求。公商务旅客出行+休闲旅游出行+探亲求学等需求（公商务主要支撑淡季，旅游在旺季）；与经济环境、人均收入（消费）水平、外交政策等因素有关。

- **供需关系表现：客座率 (RPK/ASK) 和票价。** 供需关系最终作用于票价水平表现，航司可通过客座率高低观测需求强弱、调节航线票价。

- **油价因素：** 航空煤油燃料成本约占航司营业成本 30~35%（2023 年油价高位，占比增至 35%），因而原油价格对航司成本端影响较大。受海外原油供应、政治等多因素影响。

- **汇率因素：** 由于航司具备较多外汇资产负债等，外币资产负债较多，主要受到美元汇率波动影响较大，产生波动汇兑损益，进而对财务费用造成影响。

图1：航空业盈利框架



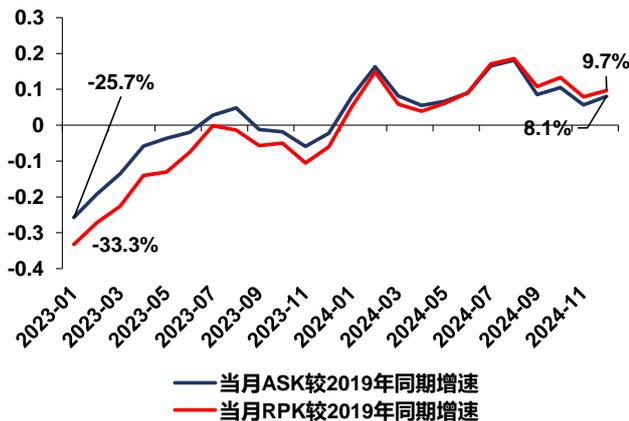
资料来源：信达证券研发中心

1.2 复盘 2024 年：客座率回升、油汇改善，票价处于低位

1.2.1 供需：行业供需趋于平衡，客座率超 2019 年同期

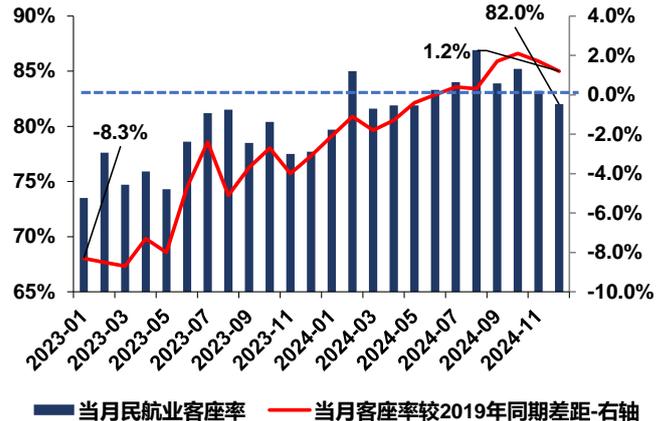
整体行业供需看，周转量及客座率均已超 2019 年同期。2024 年初起行业综合 ASK、RPK 已超过 2019 年同期，运力及周转量保持稳步增长。12 月行业 ASK、RPK 较 2019 年同期分别+8.1%、+9.7%，同比分别+10.6%、+16.7%。行业综合客座率稳步回升，三季度起超过 2019 年同期，12 月行业客座率达到 82.0%，较 2019 年同期+1.2pct，淡季仍然维持高客座率。累计看，2024 年全年行业 ASK、RPK 同比+17.2%、+25.3%，较 2019 年同期分别+10.2%、+10.3%，综合客座率为 83.3%，较 2019 年同期+0.1pct。

图2：12月当月民航业 ASK/RPK 较 19 年同期+8.1%/+9.7%



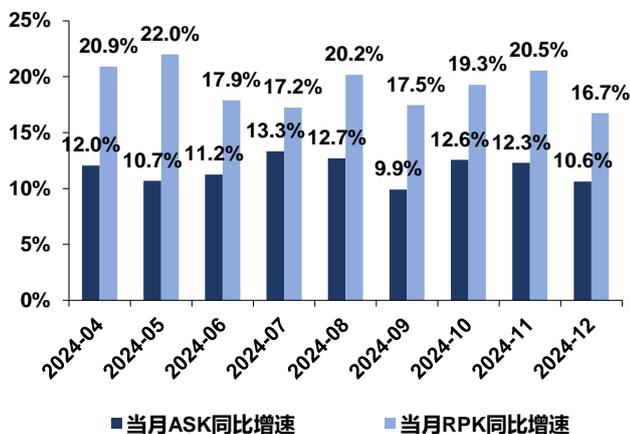
资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

图3：12月当月民航业客座率较 2019 年同期+1.2pct



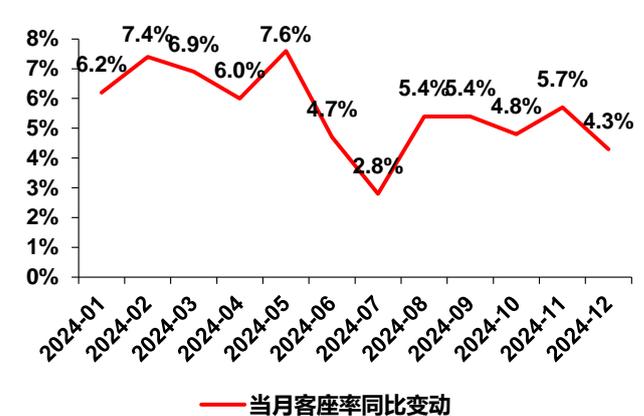
资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

图4：12月当月民航业 ASK/RPK 同比分别+10.6%/+16.7%



资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心
 注：23Q1 运力初步恢复，基数较低，因而剔除 24Q1 同比增速情况

图5：12月当月民航业客座率同比+4.3pct



资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

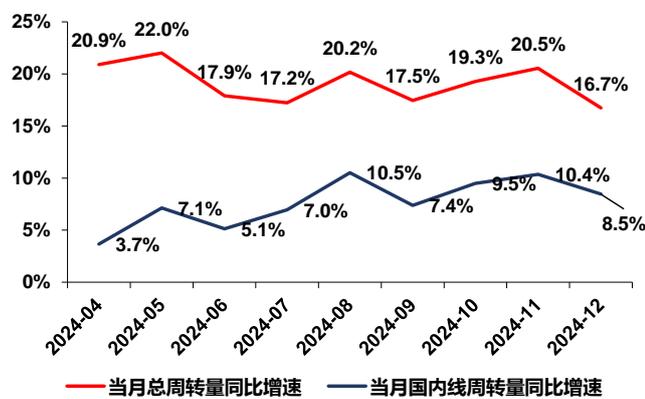
分地区看，国内线周转量已恢复正常增长，全年国际及地区已恢复超八成，12月当月恢复率超九成。2024 年全年看，国内线行业 PRK 同比+12.0%，较 2019 年同期+20.4%，出行需求仍有一定增长；全年国际线、地区线 RPK 恢复到 2019 年同期的 85.2%、86.6%，恢复率持续提升。

图6：12月国内线旅客周转量较2019年同期+15.2%

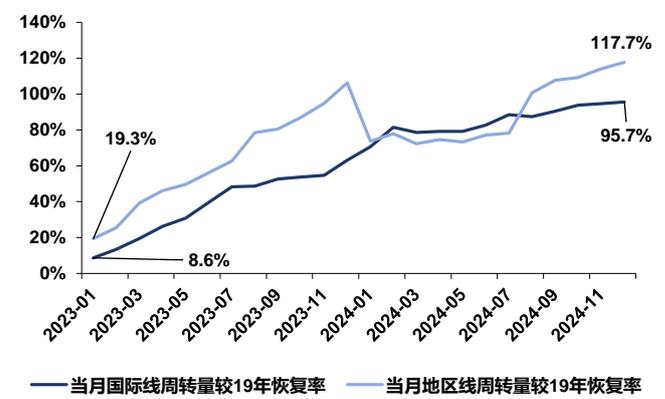

资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

图7：12月国际及地区线周转量恢复至2019年的96.5%


资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

图8：2024年12月，国内线周转量同比+8.5%


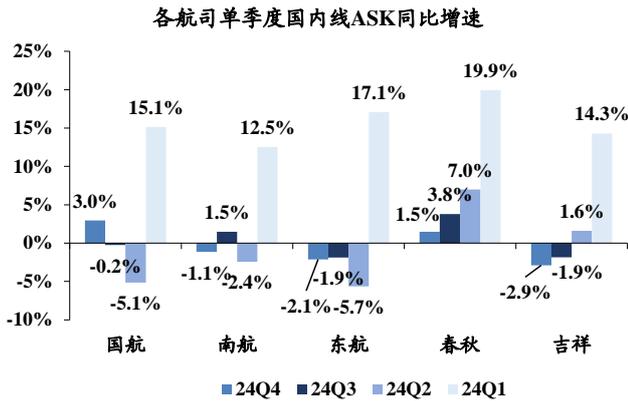
资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

图9：12月国际线/地区线周转量恢复至2019年同期95.7%/117.7%


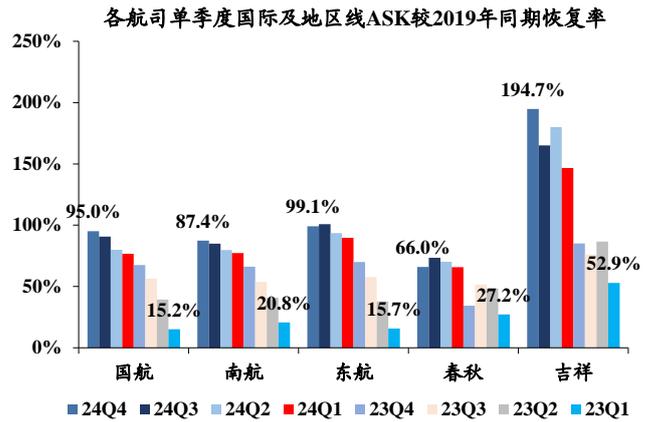
资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

各航司国际及地区线运力基本恢复到八成以上，客座率差距收窄。分公司看，24Q4 国航/南航/东航/春秋/吉祥综合 ASK 同比分别+12.7%/+6.0%/+9.5%/+13.4%/+15.4%，较2019年同期分别+4.9%/+1.9%/+6.4%/+16.9%/+33.6%；综合 RPK 同比分别+19.4%/+13.8%/+20.5%/+15.0%/+16.2%，较2019年同期分别+3.9%/+6.2%/+11.4%/+20.2%/+34.4%；对应综合客座率同比增加，较2019年同期分别-0.8/+3.5/+3.8/+2.5/+0.5pct。

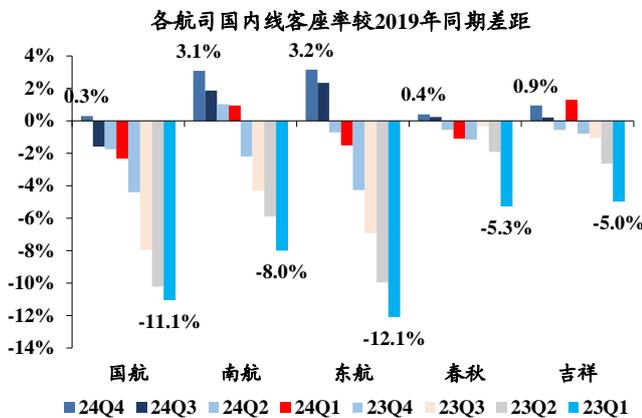
具体地区看，24Q4 国航/南航/东航/春秋/吉祥国内线 ASK 同比分别+3.0%/-1.1%/-2.1%/+1.5%/-2.9%，国际及地区线 ASK 分别恢复到2019年同期的95.0%/87.4%/99.1%/66.0%/194.7%。三大航中东航的国际地区线恢复最快，吉祥航空洲际航线开辟、运力大幅增加。客座率方面，国航/南航/东航/春秋/吉祥国内线客座率较2019年同期分别+0.3/+3.1/+3.2/+0.4/+0.9pct，各航司国内线客座率均已超过2019年同期；上述航司对应国际及地区线客座率较2019年同期分别-3.5/+4.3/+4.6/+3.0/+4.0pct，除国航外，各航司国际及地区线客座率已超2019年同期水平。

图10：各航司国内线 ASK 同比增速一览


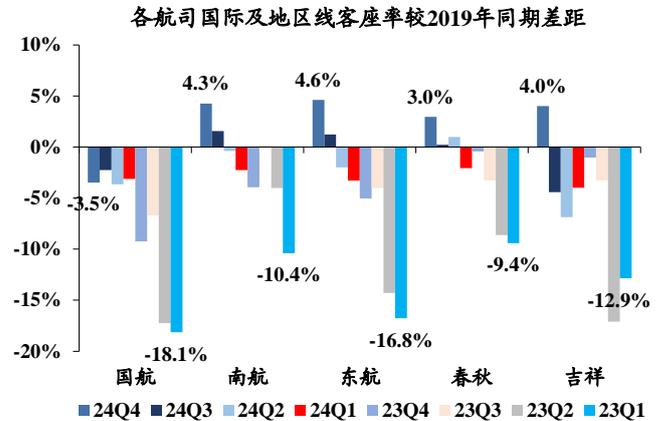
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图11：各航司国际及地区线 ASK 较 2019 年同期恢复率一览


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图12：各航司国内线客座率较 2019 年同期差距


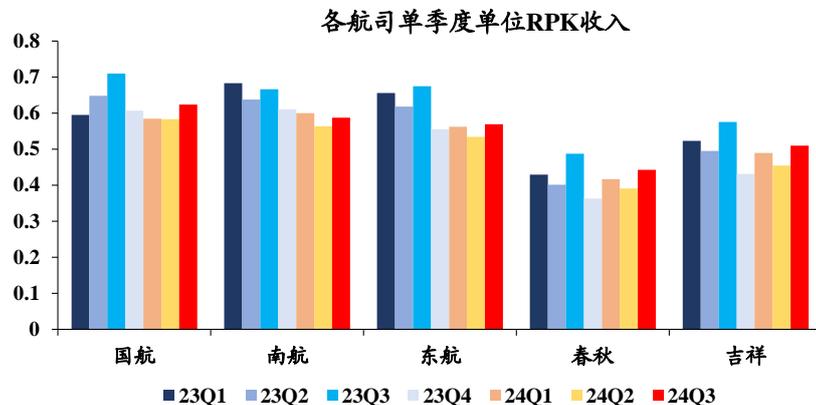
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图13：各航司国际及地区线客座率较 2019 年同期差距


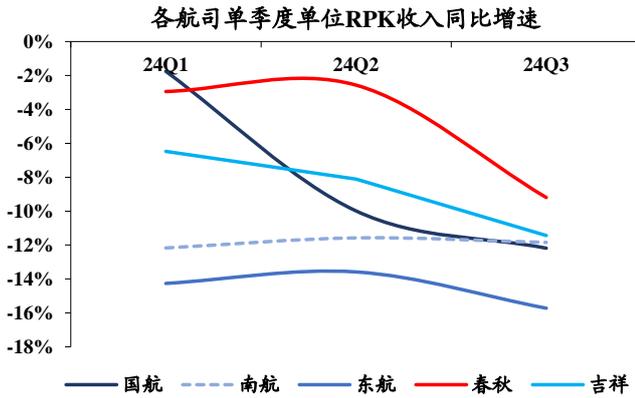
资料来源：iFind，信达证券研发中心

1.2.2 票价：票价拖累此前航司盈利，当前仍处低位

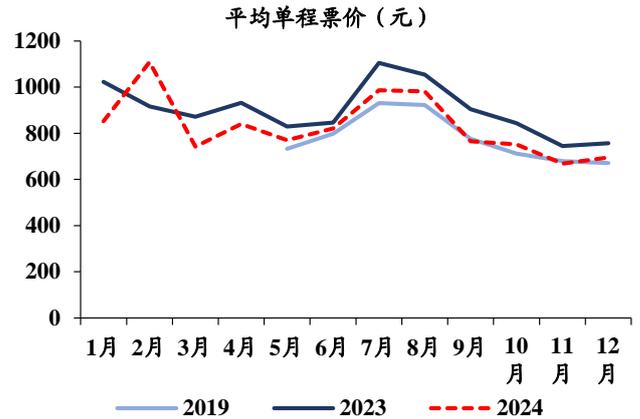
航司季度单位 RPK 收入回落，票价表现较弱。回顾 23Q1 至 24Q3，各航司单季度单位 RPK 收入整体呈下降趋势，同比增速上，三大航同比下降超两位数，尤其旺季 Q3 单位 RPK 收入下降最为显著。行业整体票价看，2023 年飞机机票高票价之后，2024 年票价下跌较多，个别月份票价甚至弱于 2019 年同期，票价表现同样偏弱。

图14：各航司单季度单位 RPK 收入一览


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图15：各航司单季度单位 RPK 收入同比下降较多


资料来源：iFind，信达证券研发中心

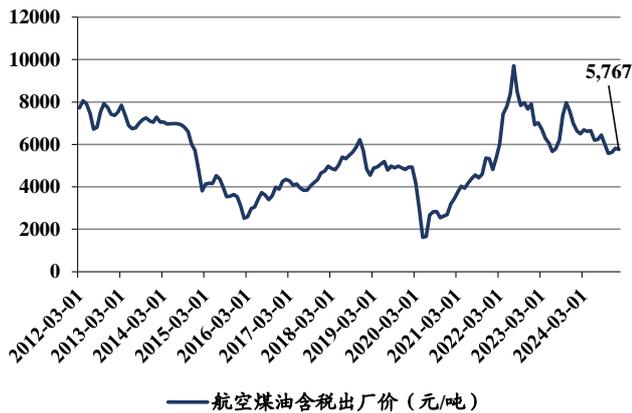
图16：2024 年平均票价下跌较多，整体表现偏弱


资料来源：携程，中国航协 CATA，信达证券研发中心

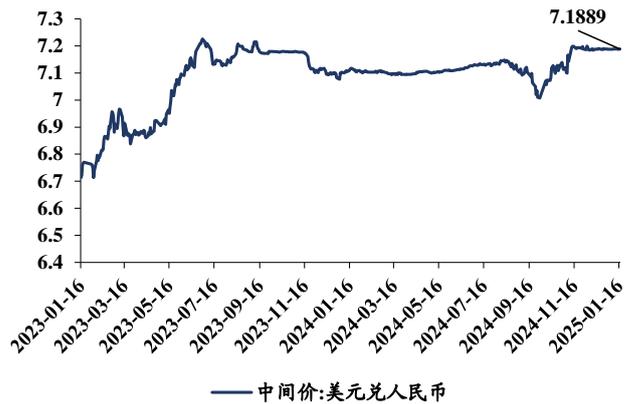
1.2.3 油汇：油汇改善，航司成本费用压力缓解

油价方面，2024 年全年航油均价同比-7%。2024 年航空煤油出厂价均价 6251 元/吨，同比 2023 年下降了 7%，较 2019 年同期+27.5%；其中 24Q4 油价下降较快，单季度航油均价同比-24.4%，油价有较明显回落，航司成本压力有所缓解。

汇率方面，2024 年全年大体稳中略增，年末美元升值较快。24Q4 末，中间价美元兑人民币汇率为 7.1884 元，较 23Q4 末增长 1.5%，基本保持稳定。Q4 单季度美元升值较快，单季度美元兑人民币上涨 2.6%。

图17：航空煤油出厂价变化 (元/吨)


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图18：中间价美元兑人民币汇率变动


资料来源：iFind，信达证券研发中心

1.3 未来运力引进有限，若经济复苏、拉动票价，有望带来利润高弹性

航司未来运力引进增速放缓确定性较强。截至 2024 年末，国航、南航、东航、春秋、吉祥分别运营客机 930、899、804、129、127 架，飞机净增长增速分别+2.8%、+0.9%、+2.8%、+6.6%、+8.5%，三大航运力引进增速均在 3%以下，明显低于年初预计增速。2024 年三大航原预计引进飞机架次均在 30 架以上，国航、南航、东航、春秋、吉祥 2024 年预计飞机净增长增速分别是+3.7%、+4.2%、+5.2%、+6.6%、+10.3%。

回顾 2019~2023 年航司飞机净增长情况，国航、南航、东航、春秋、吉祥飞机年均增速分别为+2.4%、+1.2%、+2.0%、+6.8%、+5.1%。根据各航司披露的未来三年飞机引进计划，预计 2023~2026 年航司飞机净增长年均增速分别为+4.0%、+2.3%、+3.5%、+8.6%、+5.1%，未来运力供给偏紧确定性较强。

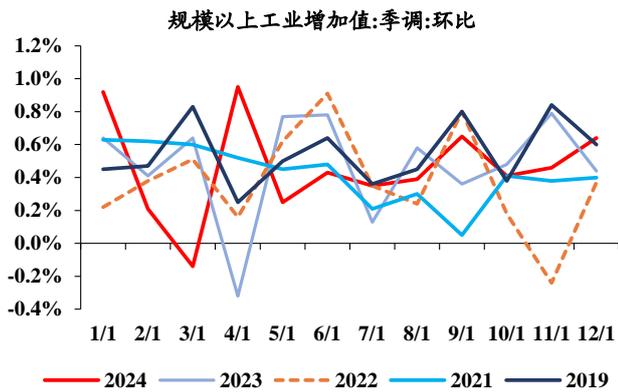
表1：各航司 2024~2026 年计划引进飞机数

客机规模/架次	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	19~23 年均增 速	23~26 年均增 速
中国国航 (含山航)	818	833	875	889	901	934	958	1013	2.4%	4.0%
净增长飞机数	32	15	42	14	12	33	24	55	-	-
yoy	4.1%	1.8%	5.0%	1.6%	1.3%	3.7%	2.6%	5.7%	-	-
南方航空	848	851	862	879	891	928	945	955	1.2%	2.3%
净增长飞机数	22	3	11	17	12	37	17	10	-	-
yoy	2.7%	0.4%	1.3%	2.0%	1.4%	4.2%	1.8%	1.1%	-	-
中国东航	723	725	752	775	782	823	834	868	2.0%	3.5%
净增长飞机数	43	2	27	23	7	41	11	34	-	-
yoy	6.3%	0.3%	3.7%	3.1%	0.9%	5.2%	1.3%	4.1%	-	-
春秋航空	93	102	113	116	121	129	141	155	6.8%	8.6%
净增长飞机数	12	9	11	3	5	8	12	14	-	-
yoy	14.8%	9.7%	10.8%	2.7%	4.3%	6.6%	9.3%	9.9%	-	-
吉祥航空	96	98	110	110	117	129	130	136	5.1%	5.1%
净增长飞机数	6	2	12	0	7	12	1	6	-	-
yoy	6.7%	2.1%	12.2%	0.0%	6.4%	10.3%	0.8%	4.6%	-	-
合计运营 客机数	2578	2609	2712	2769	2812	2943	3008	3127	2.2%	3.6%
合计净增长	115	31	103	57	43	131	65	119	-	-
yoy	4.7%	1.2%	3.9%	2.1%	1.6%	4.7%	2.2%	4.0%	-	-

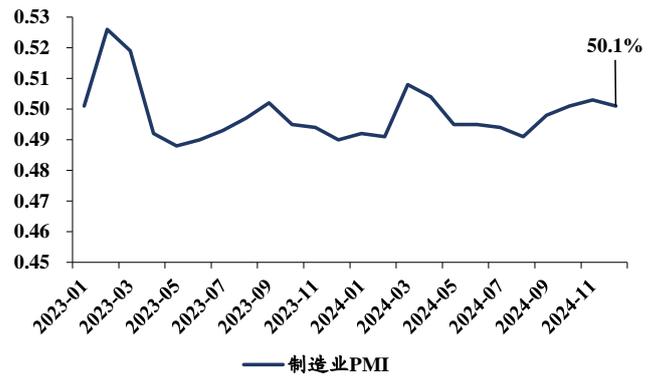
资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

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

运力供给偏紧预期下，若经济复苏需求好转，有望拉动票价回升，增厚航司利润。宏观数据看，12 月规模以上工业增加值季调环比+0.64%，保持增长。制造业 PMI 数据在 Q4 保持 50%景气度以上，有所好转。若经济复苏持续，需求好转带动出行增长，支撑票价向上，有望带动航司业绩明显提升。此外，油价下行预期下，成本改善有望贡献航司利润新增量。

图19：工业增加值季调环比保持增长


资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

图20：四季度制造业 PMI 保持在 50%景气度以上


资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

表2：各航司油价变动 5%对公司营业成本/净利润影响程度

单位/亿元	南航	国航	东航	春秋	吉祥
2018	21.5	19.2	16.8	2.0	2.0
2019	21.4	18.0	17.1	2.1	1.6
2020	9.4	7.4	6.9	1.2	0.8
2021	12.8	10.4	10.3	1.7	1.3
2022	16.3	11.4	11.1	2.0	1.3
2023	26.0	23.4	20.6	2.8	2.4

资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

注：吉祥航空为航油价格变动对公司净利润的影响程度

1.4 航司利润敏感性测算

对票价、油价、汇率等因素进行航司利润敏感型测算。

因素 1: 票价。基于对航司 2024 年运营情况预测及行业供需、油汇表现,假设在 2024 年基础上,票价上涨 1%,国航、南航、东航、春秋、吉祥利润分别增加 11.6、11.3、9.2、1.5、1.6 亿元,国航利润增加幅度最大。

因素 2: 油价。以 2024 年全年航油均价为基础,假设油价下降 1%,国航、南航、东航、春秋、吉祥利润分别增加 4.0、4.1、3.5、0.5、0.5 亿元。

因素 3: 汇率。参考各航司 2024 年中报披露情况,假设人民币兑美元升值 1%,国航、南航、东航、春秋、吉祥利润分别增加 2.3、3.2、2.8、0.0、0.6 亿元。

表3: 相关因素变动带来的各航司归母净利润变动(单位: 亿元)

指标	中国国航	南方航空	中国东航	春秋航空	吉祥航空
票价+1%	11.6	11.3	9.2	1.5	1.6
油价-1%	4.0	4.1	3.5	0.5	0.5
人民币升值+1%	2.3	3.2	2.8	0.0	0.6

资料来源: 信达证券研发中心测算

表4: 航空行业重点公司估值表(2025/1/20)

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE				PB(LF)	
			23A	24E	25E	26E	23A	TTM	24E	25E		26E
601111	中国国航	1,326	-10.5	2.5	52.5	65.3	-126.7	-278.6	541.3	25.3	20.3	2.8
600029	南方航空	1,138	-42.1	3.4	40.2	57.1	-27.0	-31.9	333.7	28.3	19.9	2.9
600115	中国东航	872	-81.7	-9.4	46.0	75.8	-10.7	-15.3	-92.3	19.0	11.5	4.4
601021	春秋航空	526	22.6	24.7	31.4	39.8	23.3	24.1	21.3	16.7	13.2	3.0
603885	吉祥航空	290	7.5	11.6	18.3	24.2	38.6	33.4	25.0	15.9	12.0	3.1

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

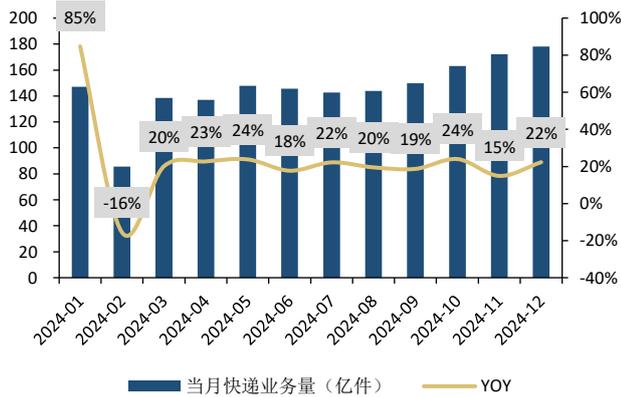
备注: 中国国航、南方航空、春秋航空、吉祥航空 24-26 年归母净利润为信达交运团队预测, 其余为 iFind 一致预期

2 快递：成长性犹存，关注格局变化机遇

2.1 单量端：行业单量仍有成长性，2025 年或延续较高增速

2024 年快递业务量延续高增长。2024 年 1-12 月全国快递行业累计业务量约 1750.8 亿件，同比+21.5%。社零总额增速约 3.5%，实物商品网上零售额累计增速约 6.5%，快递行业件量增速显著高于实体网购零售额增速。**我们认为，快递业务量维持高增长，主要得益于直播电商等新兴线上消费模式的快速增长及单包裹货值下行带动的件量增长。**

图21：2024 年月度快递业务量及其增速



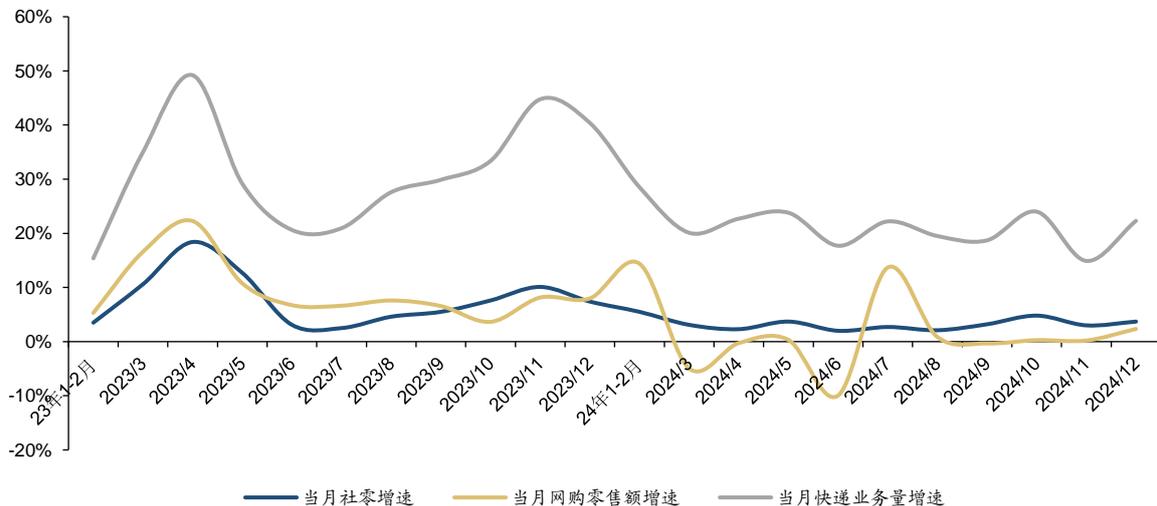
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图22：2024 年快递行业单量延续高增长



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图23：快递业务量增速高于社零及实物网购增速

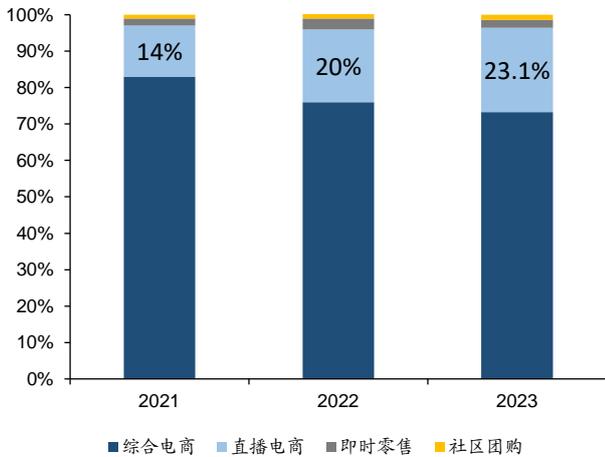


资料来源：iFind，信达证券研发中心

直播电商话语权稳步提升，驱动行业件量中枢超预期上移。线上消费构成快递业务量增长原始驱动，其中社会零售总额的增长是基础，网购渗透率的提升带来线上消费增长。2024 年直播电商等新兴线上销售模式仍处于较高速增长期，一方面，伴随着直播电商相对高增速的持续，抖音、快手等直播电商对电商快递包裹量的贡献程度有望进一步提升，另一方面，

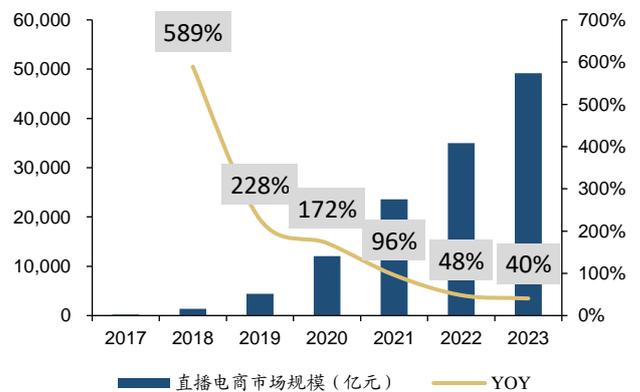
直播电商等形式进一步促进网购订单碎片化，单包裹货值下降，驱动行业件量中枢超预期上移。

图24：直播电商 GMV 占比持续扩大



资料来源：星图数据，信达证券研发中心

图25：直播电商市场规模及其增长率



资料来源：网经社，信达证券研发中心

图26：2024 年前三季度拼多多营业收入延续高增长



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

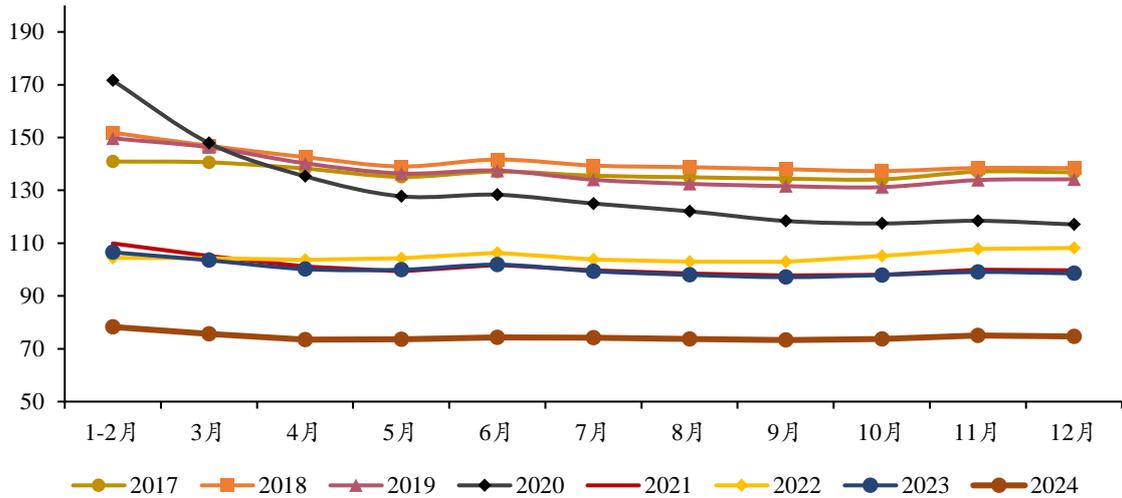
图27：2024 年前三季度快手 GMV 及其增速



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

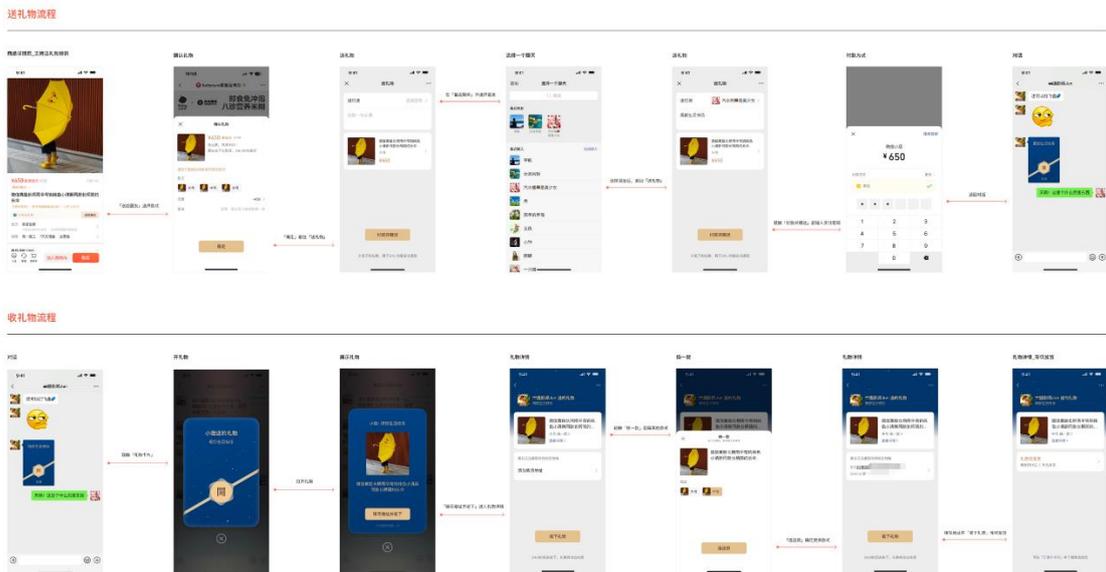
消费下沉叠加直播电商增长，单包裹货值下行趋势犹存。受到社交电商无购物车模式带动结算频次提升以及直播电商发展带来的电商平台订单碎片化影响，我们以累计实体网购零售额除以累计快递单量测算，2017 年快递单包裹货值约 137 元，至 2024 年快递单包裹货值下降至 75 元，同比 2023 年下降 24%。

我们预计，后续直播电商进一步崛起背景下，一方面网购消费进一步下沉化，另一方面网购消费进一步冲动化，快递单包裹货值仍有持续下降空间。

图28：单包裹货值持续下降（单位：元）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

关注微信小店发展带来的快递增量。2024年8月26日，微信视频号小店升级为微信小店，进一步简化商家入驻流程，支持店铺及商品信息在公众号、视频号、小程序、搜一搜等多场景内流转；12月17日，微信小店发布公告开启“送礼物”功能灰度测试；2025年1月1日，微信小店升级私域激励计划，对于符合特定场景来源直接成交的订单，平台将根据实际结算订单金额，对技术服务费进行激励。截至24Q3微信月活跃账户数高达13.82亿，小程序交易额超2万亿元，基于微信生态庞大的流量，微信小店有望成为腾讯电商业突破口，或为快递业务带来新增量。

图29：微信小店“送礼物”功能示意图


资料来源：微信小店公告，信达证券研发中心

展望2025年，我们预计行业业务量有望实现10-15%的增长。电商消费的下沉及直播电商GMV稳步提升背景下，快递单包裹货值下降趋势有望延续，叠加微信小店等新电商流

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 18

量拉动，快递行业仍具备良好发展韧性，我们预计 2025 年快递行业业务量有望实现 10-15% 的增长。

2.2 价格端：价格博弈意愿提升，行业竞争格局或有变化

从上市公司层面来看，2024 年前三季度，中通、圆通、韵达、申通累计业务量分别为 243.5 亿件、189.2 亿件、169.4 亿件和 161.1 亿件，同比分别+13.3%、+26.0%、+27.7% 和+30.8%，市场份额分别约 19.7%、15.3%、13.7%和 13.0%，较 2023 年前三季度分别-1.5pct、+0.5pct、+0.5pct 和+0.9pct。

图30：上市公司快递业务量及其增速

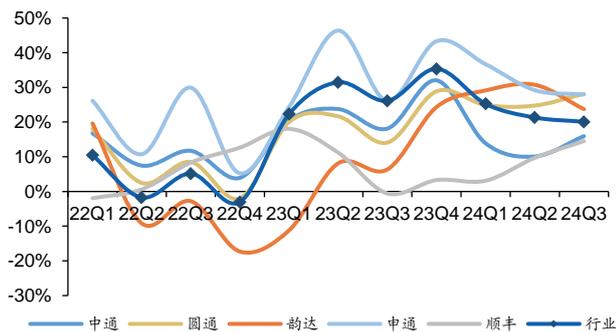
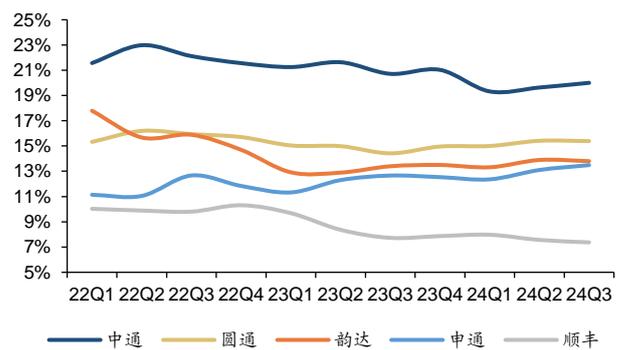


图31：上市公司市场份额情况



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

表5：电商快递公司 2024 年分季度经营情况一览

公司	经营情况	24Q1	24Q2	24Q3	前三季度累计
中通	业务量	71.7	84.5	87.2	243.5
	增速	13.9%	10.1%	16.0%	13.3%
	市场份额	19.3%	19.6%	20.0%	19.7%
	份额同比变化	-1.9%	-2.0%	-0.7%	-1.5%
圆通	业务量	55.7	66.4	67.1	189.2
	增速	24.9%	24.8%	28.1%	26.0%
	市场份额	15.0%	15.4%	15.4%	15.3%
	份额同比变化	0.0%	0.4%	1.0%	0.5%
韵达	业务量	49.4	59.8	60.2	169.4
	增速	29.1%	30.8%	23.7%	27.7%
	市场份额	13.3%	13.9%	13.8%	13.7%
	份额同比变化	0.4%	1.0%	0.4%	0.6%
申通	业务量	45.9	56.4	58.8	161.1
	增速	36.7%	29.2%	27.9%	30.8%
	市场份额	12.4%	13.1%	13.5%	13.0%
	份额同比变化	1.0%	0.8%	0.8%	0.9%
全行业	业务量	371.1	430.5	436.1	1237.7
	增速	25.2%	21.3%	20.1%	22.0%

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

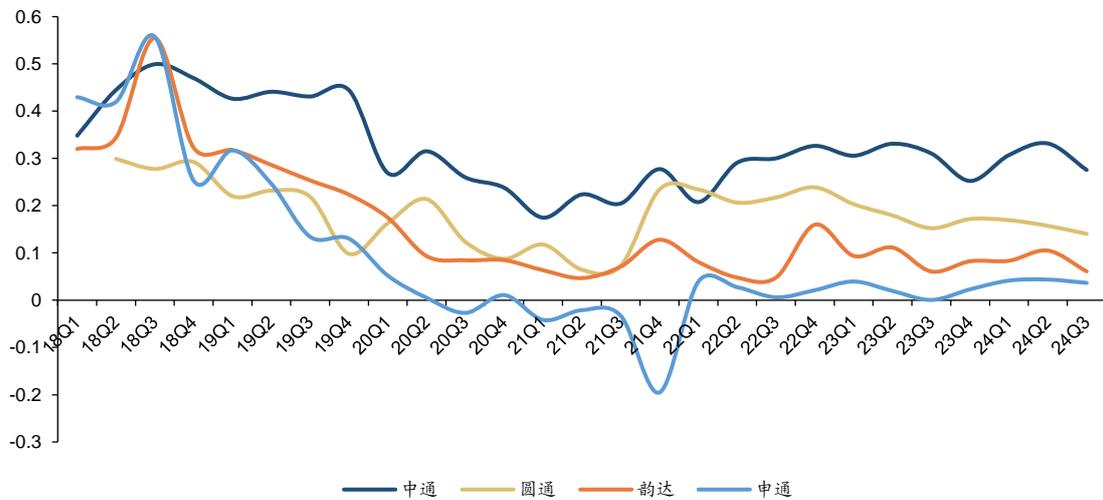
2025 年行业头部公司竞争战略或有切换，关注价格博弈带来的份额及单包裹利润变化情况。根据中通快递 2024 年三季度业绩公告表述，公司计划重夺市场份额，扩大公司在业务量方面的领先优势并实现合理的盈利水准。龙头公司份额诉求增强背景下，2025 年或恢复价格博弈，关注 2025 年价格博弈背景下行业格局变化情况。

表6：中通快递战略规划相关表述

时间	表述
2024 年三季度	业务量领先是我们业务的基石，我们正在积极地启动计划，在维持高品质的服务客户满意度的同时， 重夺市场份额 、扩大我们在业务量方面的领先优势并实现合理的盈利水准。
2024 年二季度	业务量并非次要，它有助于实现规模效益，我们在权衡风险与机遇之间不断探索进步，目标是实现 合理的利润水平和价值最大化 。
2024 年一季度	中通一贯的战略目标是在服务质量、业务规模和盈利三个方面保持均衡发展；24 年年初，我们将战略重点转移到了 服务质量 上，在保持合理的业务规模和良好的利润水平的同时，更加专注打造差异化产品与服务。基于 不做亏本快件 的原则，我们接受市场份额在一定范围内回落。
2023 年一季度	今年我们的目标是在维持高品质服务水准和客户满意度、实现最佳的盈利表现的前提下，市场份额增长至少 1.5 个百分点。
2022 年一季度	合理的定价和优化的资源配置 让我们能够在取得更大的规模优势的同时，确保包括网络合作伙伴在内的所有环节都能盈利。
2021 年一季度	我们已就物流领域 产品和服务的差异化 制定独特目标，以在未来 3 到 5 年为更多消费者和企业提供服务。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图32：上市公司单票归母净利润对比（单位：元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

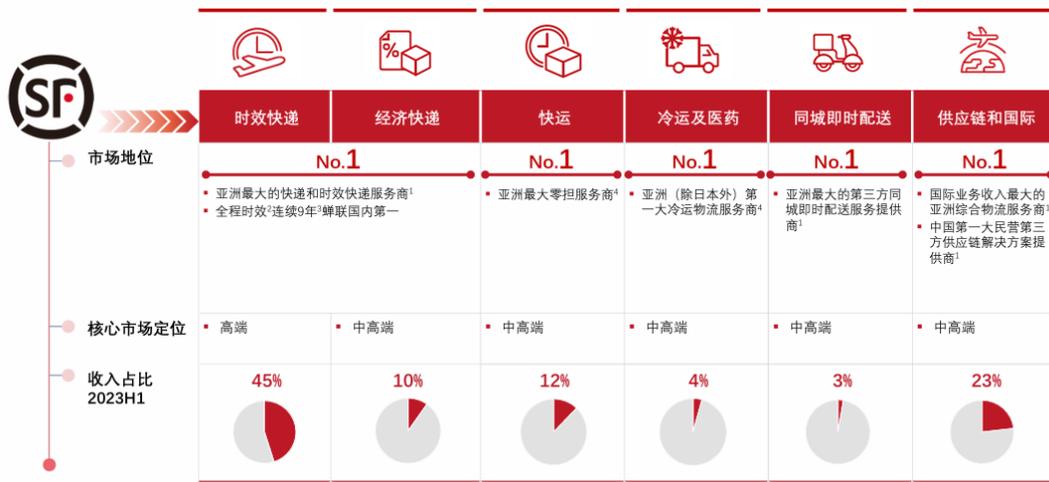
注：中通为单票调整后归母净利润

2.3 看好顺丰控股业绩增长较高确定性及中通快递的看涨期权属性

2.3.1 顺丰控股：综合大物流龙头，双拐点驱动业绩稳步提升

综合大物流龙头，细分赛道均处于行业领先地位。公司围绕物流生态圈，持续完善产品体系，提升服务能力，业务拓展至时效快递、经济快递、快运、冷运及医药、同城即时配送、供应链及国际等，在各细分领域均处于市场领先地位。作为我国快递物流综合性龙头，我们看好公司经营拐点及现金流拐点到来后迈入新发展阶段。

图33：产品矩阵完善，综合服务能力领先

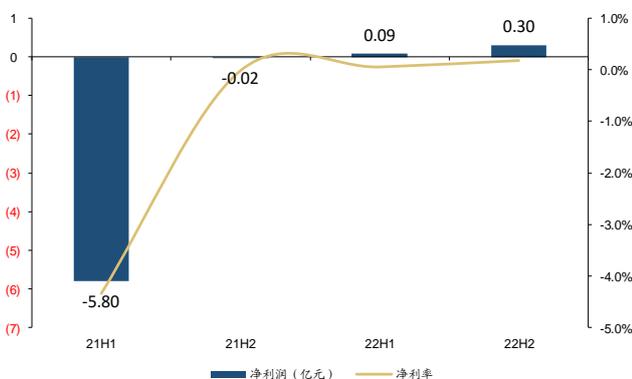


注1: 2022年收入计; 注2: 48小时以内; 注3: 国家邮政局发布的2021年快递服务满意度及时率; 注4: 2022年度结果未披露相关细节; 注5: 2022年收入和件量计; 注6: 排名根据弗若斯特沙利文报告

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

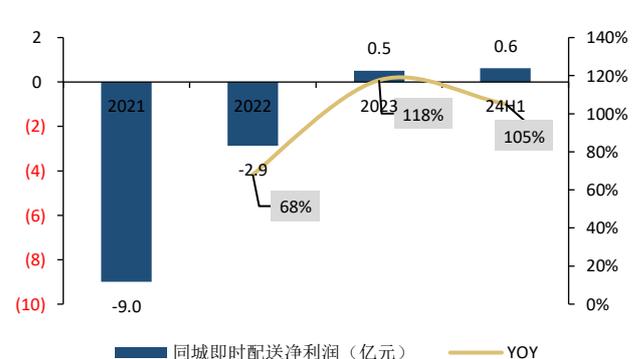
1) 经营拐点：经济、快运、同城三大业务转盈。a) 经济业务：23年6月，公司完成丰网100%股权出售交割，此后经济快递大力发展“电商标快”，产品层次聚焦中高端直营，有助于快递业务利润的稳步增长。b) 快运业务：2022年大件分部净利润转盈，2023年持续降本提效下，大件盈利能力持续增厚。c) 同城业务2023年首次全年盈利，2024年延续高增长。

图34：大件分部净利润 2022 年开始转盈



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图35：2023 年同城即时配送分部净利润转盈

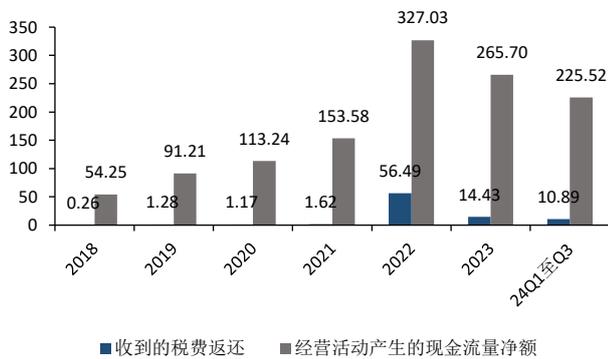


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2) 现金流拐点：健康经营叠加资本开支收窄，自由现金流转正。a) 公司持续深化融通与改革，释放整体资源的协同效率，增强内生“造血”能力，经营性现金流净额 2018-2023

年复合增速 36%，2024 前三季度同比增长 11.9%；b)资本开支或已达高峰，未来或逐步收窄，整体自由现金流有望延续增长。

图36：公司经营现金流净额稳步增长（单位：亿元）



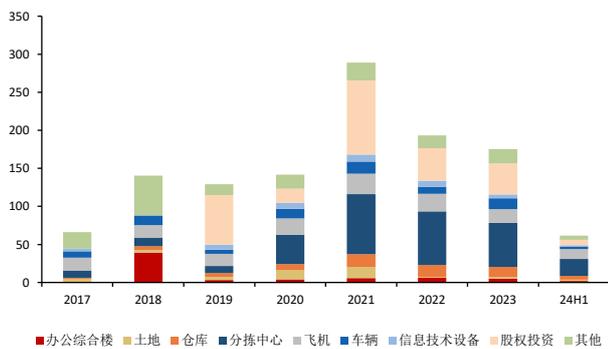
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图37：公司盈利现金比率稳步增长



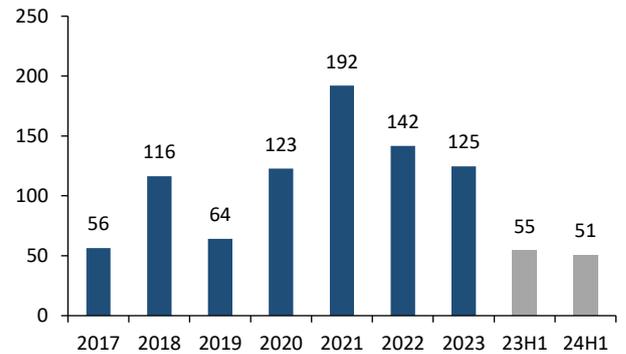
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图38：2017-24H1 资本开支细分构成（单位：亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

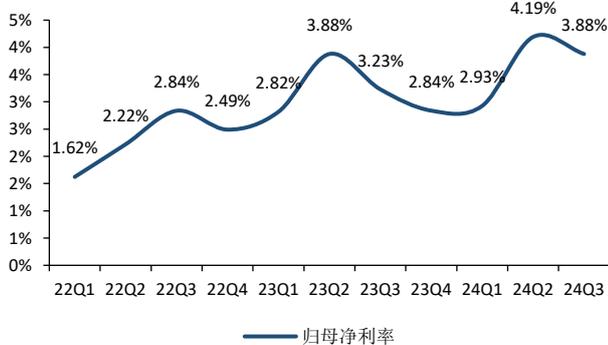
图39：公司资产类资本开支高位回落（单位：亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

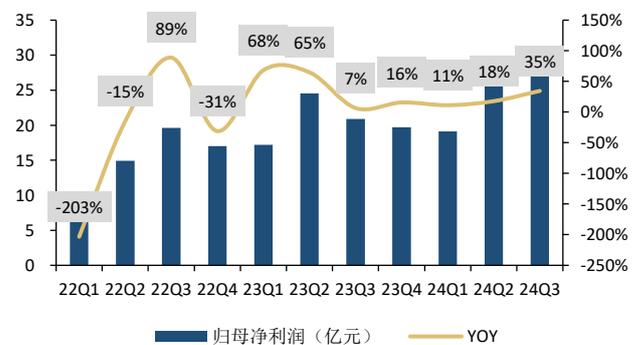
利润率稳步提升，带动利润相对高增。 受益于各细分板块收入稳增及网络融通推进，2022 年以来公司归母净利率稳步提升，24Q3 归母净利率达 3.88%，同比增长 0.65pct，较 22Q3 增长 1.04pct，带动利润保持相对高增，24Q3 归母净利润同比增长 34.58%。

图40：分季度归母净利率逐步提升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图41：分季度归母净利润稳步增长



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.3.2 中通快递：单包裹利润稳居第一，价格博弈背景下份额有望大幅提升

公司快递件量份额自 2016 年起位居行业第一，驱动规模效应提升及单票成本下行。通过全网利益机制梳理、转运中心直营化、分拣设备自动化等举措，公司稳步提升自身快递业务件量规模，自 2016 年起份额跃居行业第一，2023 年份额达到 22.9%（2013 年仅 11.6%）。规模效应的提升带动单票核心成本下行，公司单票干线运输成本由 2014 年的 0.90 元下降至 2023 年的 0.45 元，年均下降 0.05 元；单票分拣中心运营成本由 2014 年的 0.37 元下降至 2023 年的 0.27 元，年均下降 0.01 元。

图42：公司快递件量份额自 2016 年起位居行业第一

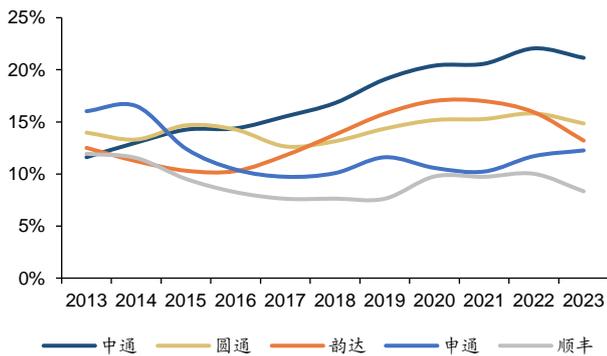
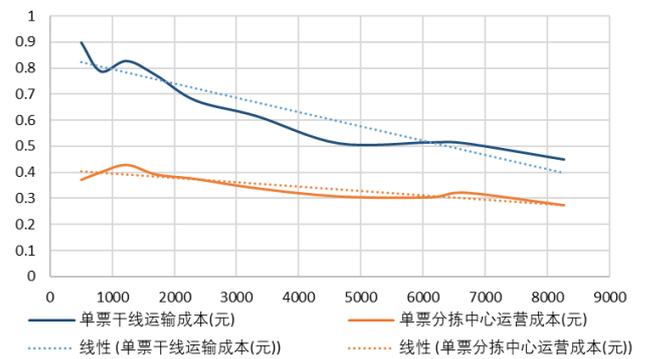


图43：规模效应提升带动公司单票核心成本下降



资料来源：Wind，各公司公告，信达证券研发中心

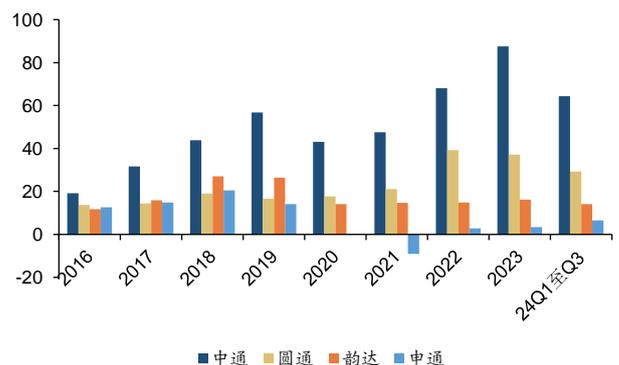
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资产布局及管理能力双向赋能，公司盈利及现金领先行业。通达系公司横向对比看，中通的主业快递业务单票盈利能力优于同行，同时叠加规模份额的优势，带来归母净利润及归母净利率领先行业，账上资金情况良好。

图44：公司单票快递业务毛利领先行业（元）

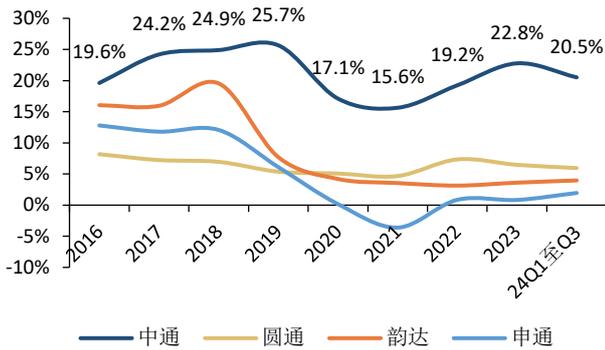


图45：公司归母净利润领先行业（亿元）

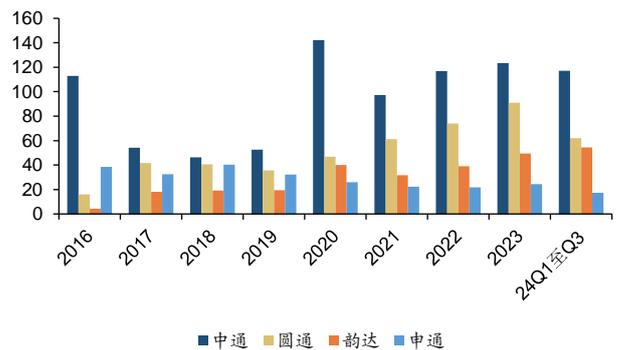


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

资料来源：Wind，信达证券研发中心

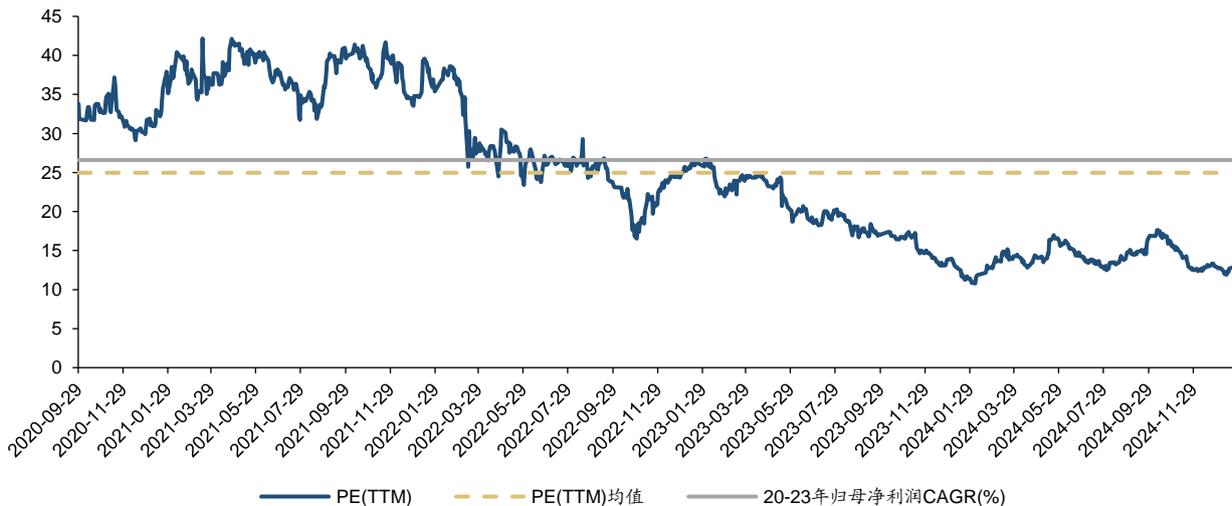
图46：公司归母净利润率领先行业


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图47：公司账面货币资金领先行业（亿元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司上市以来平均 PE (TTM) 约 25 倍，2024 年平均 PE (TTM) 仅 14 倍，根据我们的盈利预测，2024-2026 年对应 PE 分别为 12.0、11.2 和 9.8 倍，估值水平处于历史低位，公司单包裹利润稳居第一，价格博弈背景下份额有望大幅提升，看好公司估值修复。

图48：中通快递-W 上市以来 PE(TTM)平均 25 倍左右（截至 2025-1-20）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

表7：重点公司盈利预测及估值汇总（截至 2025/1/20）

证券代码	公司简称	市值/亿元	归母净利润/亿元				PE				PB(LF)	
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	TTM	2024E	2025E		2026E
002352.SZ	顺丰控股	1,971	82.34	100.37	120.01	144.2	23.9	20.6	19.6	16.4	13.7	2.09
2057.HK	中通快递-W	1,224	87.49	102.04	109.71	125.21	14.0	12.8	12.0	11.2	9.8	1.82
600233.SH	圆通速递	469	37.23	41.88	48.67	56.04	12.6	11.7	11.2	9.6	8.4	1.53
002120.SZ	韵达股份	219	16.25	22.85	28.54	33.97	13.5	11.7	9.6	7.7	6.5	1.11
002468.SZ	申通快递	165	3.41	9.49	13.28	16.19	48.5	21.4	17.4	12.4	10.2	1.75

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：中通快递盈利预测取自 Wind 一致预期，其余公司均为信达交运团队预测，均为人民币计价

3 内贸航运及危化品物流：供给限制持续，关注需求弹性

3.1 供给限制：我国内贸航运以及化工仓储产能存在严格管控

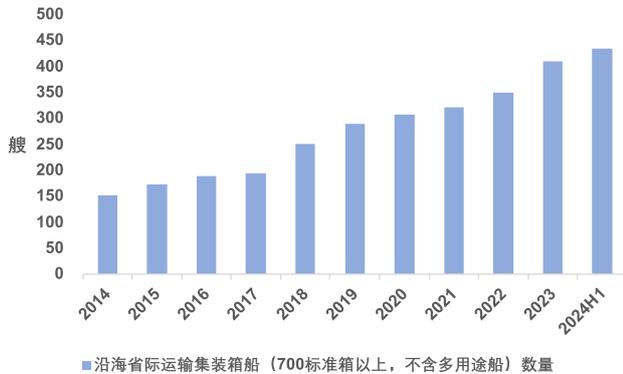
航运：我国内贸航运业务仅允许符合条件的国内企业经营，根据交通部，我国货船运输分为普通货船、散装液体危险品船运输。其中，**散装液体危险品船运输**包括液化气船、散装化学品船、油船运输，简称“液货危险品船运输”，**经营者以及船舶运力受到严格管控。**

表8：国内航运运力限制相关政策

时间	政策名称	相关内容
2001/02	国内船舶运输经营资质管理规定（交通部令2001年第1号）	<ul style="list-style-type: none"> ● 经营国内船舶运输的企业和个人，应依照本规定和国家有关规定，取得相应的经营资质，并在核定的经营资质范围内从事国内船舶运输经营活动。 ● 除内河普通货船运输外，经营船舶运输应取得企业法人资格。 ● 申请经营液货危险品船运输的，应具有3年以上相应海上、内河普通货船、客船运输经历。 ● 经营运输的船舶应按规定取得《船舶检验证书》、《船舶国籍证书》、《船舶最低安全配员证书》和《船舶营运证》。
2006/05	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》	自2006年7月1日至2006年12月31日，期间暂停批准新增国内沿海跨省运输化学品船运力。
2010/05	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》	<ul style="list-style-type: none"> ● 2010年5月18日起，暂停批准新的经营者从事国内沿海省际化学品船、液化气船运输，但此前已经我部批准筹建并在有效期内完成筹建、申请开业的除外。 ● 2010年5月18日起至2010年12月31日止，暂停批准新增国内沿海省际化学品、液化气船舶运力(含国内新建、国(境)外购置和光租、中国籍国际航行船舶转入国内运输以及省内运输船舶转省际运输)，但经营者将现自有船舶退出国内运输市场申请运力更新(以船舶艘数为准)的除外。
2011/02	交通运输部《关于继续实施国内沿海化学品液化气运输市场宏观调控的公告》	<ul style="list-style-type: none"> ● 继续暂停批准新的经营者从事国内沿海省际化学品船、液化气船运输，但此前已经我部批准筹建并在有效期内完成筹建申请开业的除外。 ● 将暂停批准新增国内沿海省际化学品、液化气船舶运力(含国内新建、国(境)外购置和光租、中国籍国际航行船舶转入国内运输以及省内运输船舶转省际运输)的期限延长至2011年6月30日。现有营运船舶退出国内运输市场申请运力更新(以船舶艘数为准)的除外。
2011/07	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》	严格控制新的经营者进入国内沿海省际化学品、液化气船舶运输市场,原则上继续暂停批准新增经营者,但此前已经我部批准筹建并在有效期内完成筹建、申请开业的除外。
2012/10	国务院《国内水路运输管理条例》	<ul style="list-style-type: none"> ● 经营水路运输业务，应当按照国务院交通运输主管部门的规定，经国务院交通运输主管部门或者设区的市级以上地方人民政府负责水路运输管理的部门批准。 ● 外国的企业、其他经济组织和个人不得经营水路运输业务，也不得以租用中国籍船舶或者舱位等方式变相经营水路运输业务。
2017/11	交通运输部办公厅关于进一步加强外商投资国内水路运输业和船舶代理业管理的通知	在国内现有水路运输经营者能够满足相关运输需求的情况下，原则上不予批准外商投资国内水路运输企业（包括外商直接投资企业、企业境外上市发行外资股、引进境外战略投资者以及母公司通过上述三种方式引入外资），同时，严禁外国的企业、其他经济组织和个人经营国内水路运输业务，以及以租用中国籍船舶或者舱位等方式变相经营国内水路运输业务。
2018/08	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	<ul style="list-style-type: none"> ● 2018年9月1日起，我部将根据沿海省际散装液体危险货物船舶运输相关市场供求状况，坚持公开公平公正的原则，按照总量调控、择优选择的思路，采取专家综合评审的方式，有序新增沿海省际散装液体危险货物船舶运输经营主体和船舶运力。 ● 沿海省际散装液体危险货物船舶运输企业以“退一进一”或“退多进一”方式，申请将自有的沿海省际散装液体危险货物船舶退出市场后新增同类型船舶运力，且新增船舶运力比退出市场运力增加的总吨位不超过50%的，可免于综合评审。 ● 按上述方式申请新增运力，原有船舶尚在营运的，应在新增运力投入营运前退出市场；原有船舶已退出市场的，应在退出市场两年内（以《中华人民共和国船舶营业运输证注销登记证明书》签发日期为准）提出新增运力申请。
2020/05	交通部《内河航运发展纲要》	继续推进船型标准化工作，推进水系或区域内运输船舶标准统一，引导现有各类非标船舶逐步退出航运市场。

资料来源：政府网站，广东省交通运输厅，上海口岸服务平台，兴通股份招股书，中谷物流招股书，信达证券研发中心

- **沿海省际运输集装箱船:** 2023 年, 全国沿海省际运输集装箱船 (700 标准箱以上, 不含多用途船) 共 410 艘, 箱位数 97.3 万标准箱, 同比增长 17.23%, 2020~2023 年 CAGR 为 6.87%; 2024 年上半年, 全国沿海省际运输集装箱船 (700 标准箱以上, 不含多用途船) 共 435 艘, 箱位数 101.7 万标准箱, 同比增长 13.25%。

图49: 中国沿海省际运输集装箱船数量


资料来源: 交通运输部, 信达证券研发中心

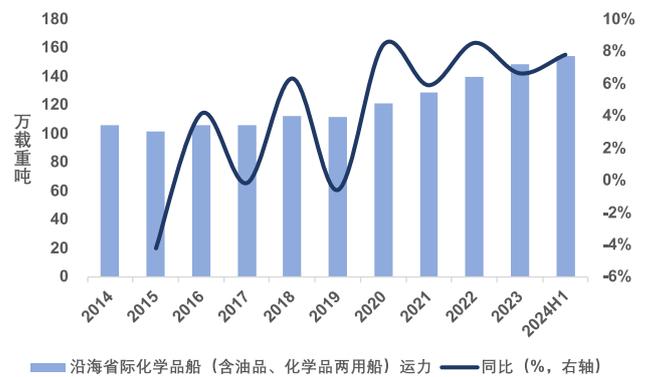
图50: 中国沿海省际运输集装箱船箱位数


资料来源: 交通运输部, 信达证券研发中心

- **沿海省际化学品船:** 2023 年, 全国沿海省际化学品船 (含油品、化学品两用船) 共 292 艘, 运力 149.2 万载重吨, 同比增长 6.65%, 2020~2023 年 CAGR 为 7.03%; 2024 年上半年, 全国沿海省际化学品船 (含油品、化学品两用船) 共 289 艘, 运力 154.6 万载重吨, 同比增长 7.81%。

图51: 中国沿海省际化学品船数量


资料来源: 交通运输部, 信达证券研发中心

图52: 中国沿海省际化学品船运力


资料来源: 交通运输部, 信达证券研发中心

化工仓储: 行业监管趋严。 危化品具有易燃、易爆、有毒等特性, 事故发生时易引起重大影响。2018 年起, 危化品物流行业的监管趋于严格, **新增仓储产能受到严格限制, 随着老旧产能拆除, 预计我国化工储罐产能逐步缩减。** 2018 年, 我国液体化工仓储储罐容量为 7261 万立方米, 2013~2018 年 CAGR 为 2.49%。根据中国物流与采购联合会危化品物流分会, 截至 2024 年 6 月, 全国液体化工品及油品的总罐容为 5000 万立方米左右。我们认为全国液体化工仓储储罐容量的缩减, 与老旧、违规储罐的逐步拆除相关。

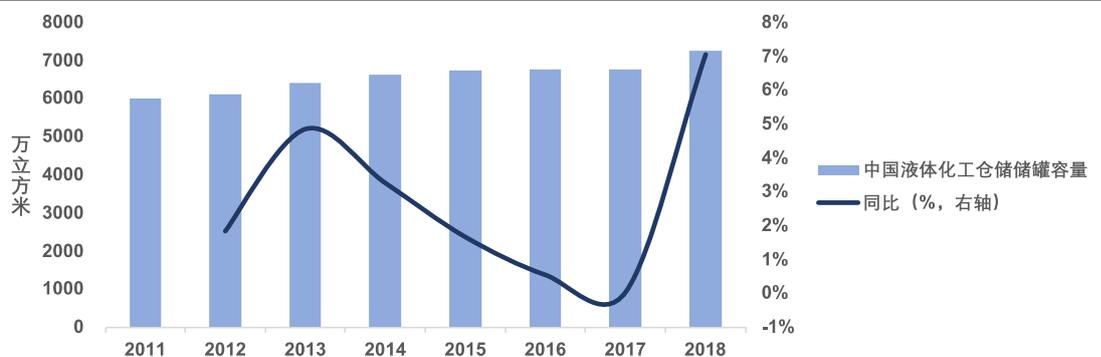
表9: 化工仓储行业相关监管政策

时间	政策名称	相关内容
2013/12	《危险化学品安全管理条例 (2013 年修订)》	国家对危险化学品的生产、储存实行统筹规划、合理布局。新建、改建、扩建生产、储存危险化学品的建设项目 (以下简称建设项目), 应当由安全生产监督管理部门进行安全条件审查。

2015/05	《危险化学品经营许可证管理办法（2015年修订）》	国家对危险化学品经营实行许可制度。经营危险化学品的企业，应当依照本办法取得危险化学品经营许可证。
2017/06	《港口危险货物集中区域安全风险评估指南》	指导港口危险货物集中区域安全风险评估工作，有效控制和降低区域重大安全风险，防范和遏制重特大安全生产事故发生。
2018/07	《国务院关于加强滨海湿地保护严格管控围填海的通知》	严控新增项目。完善围填海总量管控，取消围填海地方年度计划指标，除国家重大战略项目外，全面停止新增围填海项目审批。新增围填海项目要同步强化生态保护修复，边施工边修复，最大程度避免降低生态系统服务功能。未经批准或骗取批准的围填海项目，由相关部门严肃查处，责令恢复海域原状，依法从重处罚。
2018/12	《中华人民共和国港口法》	规定从事包括仓储经营的港口经营，应当向港口行政管理部门书面申请取得港口经营许可证，并依法办理工商登记。
2019/01	《长江保护修复攻坚战行动计划》	长江干流及主要支流岸线1公里范围内不准新增化工园区，依法淘汰取缔违法违规工业园区。开展长江生态隐患和环境风险调查评估，从严实施环境风险防控措施。深化沿江石化、化工、医药、纺织、印染、化纤、危化品和石油类仓储、涉重金属和危险废物等重点企业环境风险评估，限期治理风险隐患。在主要支流组织调查，摸清尾矿库底数，按照“一库一策”开展整治工作。
2019/07	《关于严格管控长江干线港口岸线资源利用的通知》	严控危险化学品码头岸线。沿江省市要结合破解“化工围江”问题要求，推动化工企业入园进区，全面清查长江干线危险化学品码头和港口岸线利用情况，提出总量控制、布局优化、结构调整方案，建立危险化学品码头与化工园区联动发展机制。除国家重大战略项目配套、LNG等清洁能源发展、化工企业产能置换和搬迁需要、已有码头安全和环保技术改造外，从严控制沿江化工企业改扩建和新建自备化工码头岸线。
2019/11	《危险货物道路运输安全管理条例（征求意见稿）》	强化对危险货物托运人的监管力度，JT617系列标准将由“推荐”变为“强制”，进一步明确危险货物的范畴
2023/07	《港口危险货物安全管理规定》	省级港口行政管理部门负责下列港口建设项目的安全条件审查： （一）涉及储存或者装卸剧毒化学品的港口建设项目； （二）沿海50000吨级以上、长江干线3000吨级以上、其他内河1000吨级以上的危险货物码头； （三）沿海罐区总容量100000立方米以上、内河罐区总容量5000立方米以上的危险货物仓储设施。
2024/06	《化工老旧装置淘汰退出和更新改造工作方案》	以取得危险化学品安全生产许可、安全使用许可的企业为范围，对以上企业中近年来排查确定的老旧装置、压力式液化烃球罐和部分常压可燃、剧毒液体储罐，根据产业政策、安全标准、安全风险等情况明确分类治理要求，实现依法淘汰一批、有序退出一批、改造提升一批。
2024/06	《浙江省石化化工装置淘汰退出和更新改造工作方案》	截至2023年底，对于符合下列情况的，各设区市应急管理部门会同有关部门组织辖区内企业（非中央企业）、有关中央企业按照总部要求，按照“一装置一策”“一设备一策”，明确退出路径、责任单位、责任人员、完成时间等，于2029年底前有序退出： 1. 2022—2023年，根据《危险化学品生产使用企业老旧装置安全风险评估指南（试行）》确定的老旧生产装置，且投产运行30年（含）以上的。 2. 投产运行25年（含）以上且未按规定设计使用年限的压力式液化烃球罐。 3. 投产运行30年（含）以上的容积3000立方米以上的常压可燃、剧毒液体储罐。

资料来源：中国政府网，生态环境部，交通运输部，应急管理部，浙江省应急管理厅，宏川智慧公司公告，信达证券研发中心

图53：中国液体化工仓储罐容量



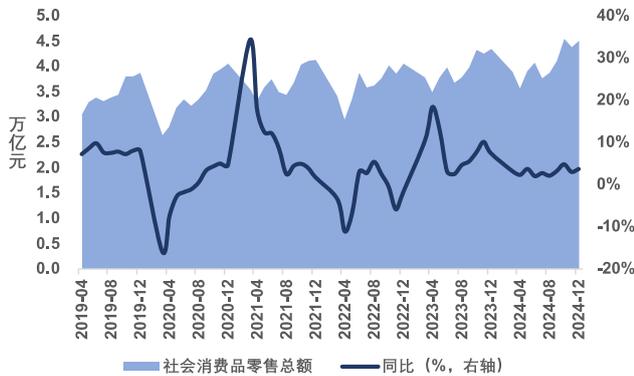
资料来源：华经情报网，信达证券研发中心

3.2 需求阶段性承压：消费维持低增速，港口内贸吞吐量处于低位

现阶段内需有所承压，静待复苏。

- **从消费端看：**2024年12月，社会消费品零售总额实现4.52亿元，同比增长3.7%；CPI同比增速为0.1%，整体维持低增速。

图54：社会消费品零售总额



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

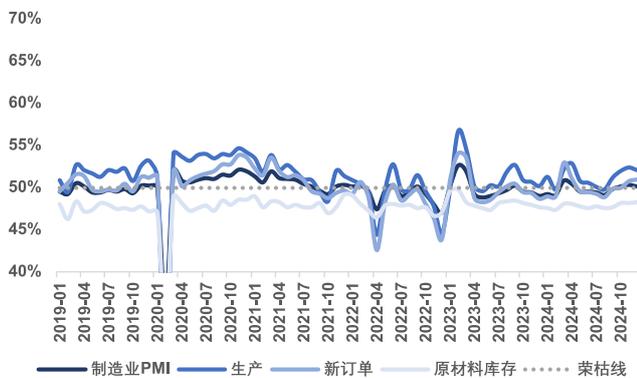
图55：CPI 当月同比



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

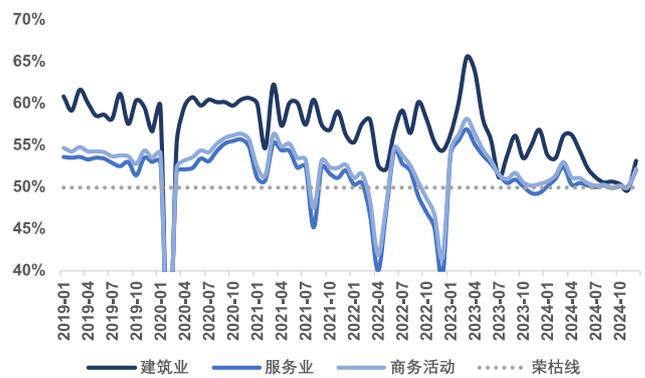
- **从生产端看：**2024年12月，制造业PMI为50.1%，维持荣枯线附近，其中生产PMI、新订单PMI、原材料库存PMI分别为52.1%、51.0%、48.3%；非制造业PMI中，建筑业PMI、服务业PMI、商务活动PMI分别为53.2%、52.0%、52.2%，整体较2023年有所下滑。

图56：制造业 PMI



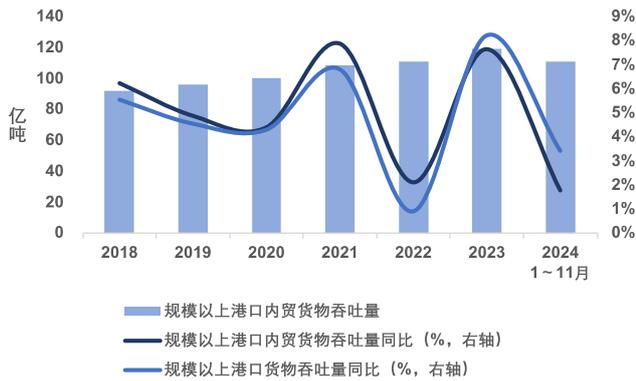
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图57：非制造业 PMI

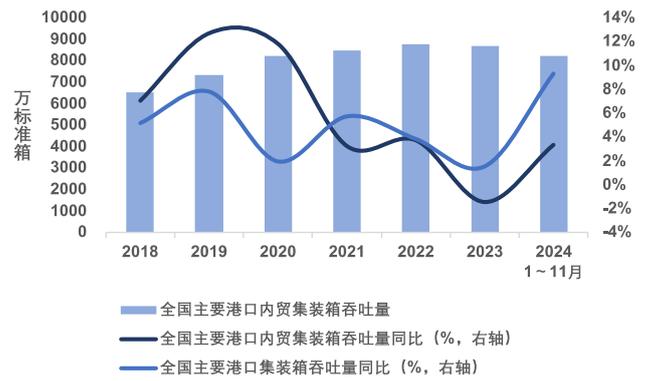


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

港口内贸吞吐量增速偏低。2024年1~11月，规模以上港口内贸货物吞吐量实现110.85亿吨，同比增长1.78%，同比增速低于全国水平1.64个百分点；2024年1~11月，全国主要港口内贸集装箱吞吐量实现8218.05万标准箱，同比增长3.37%，同比增速低于全国水平5.95个百分点。

图58：规模以上港口内贸货物吞吐量


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

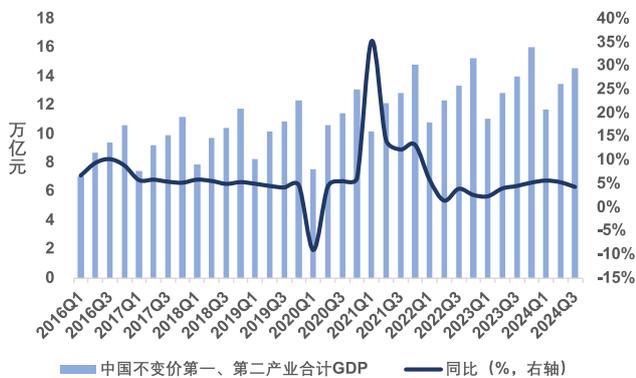
图59：全国主要港口内贸集装箱吞吐量


资料来源：Wind，信达证券研发中心

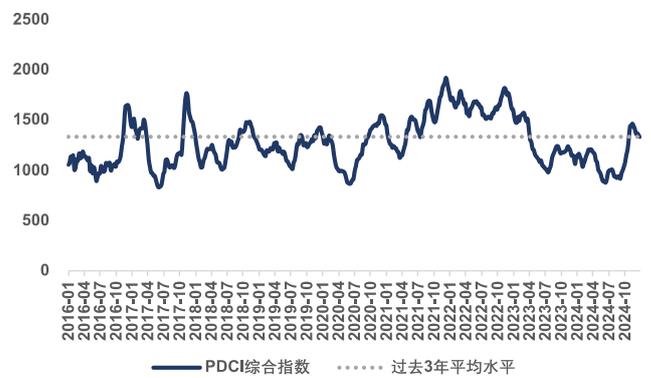
3.3 费率具备向上弹性：若需求复苏，费率有望实现增长

2024年内贸运价或整体受制于内需，静待内需复苏释放运价弹性。

- 内贸集运：**供给整体可控的背景下，在2016年下半年、2021~2022年上半年等我国第一、第二产业合计GDP增速较高的阶段，PDCI具备一定向上弹性。2024年，泛亚内贸集装箱运价指数PDCI整体维持在1000点附近，11月起逐步提升至1400点附近，截至2025年1月10日，PDCI综合指数为1335点，同比增长17.00%，略高于过去3年平均水平。

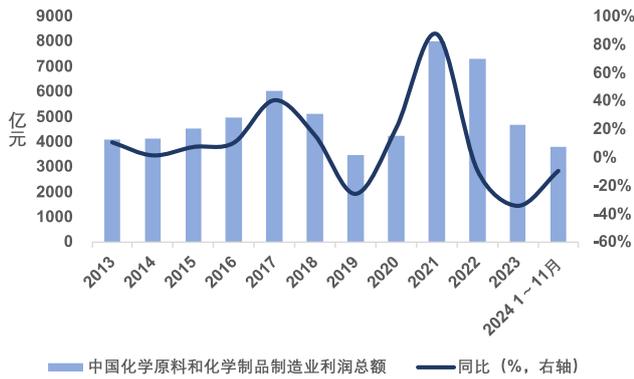
图60：中国不变价第一、第二产业合计GDP


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

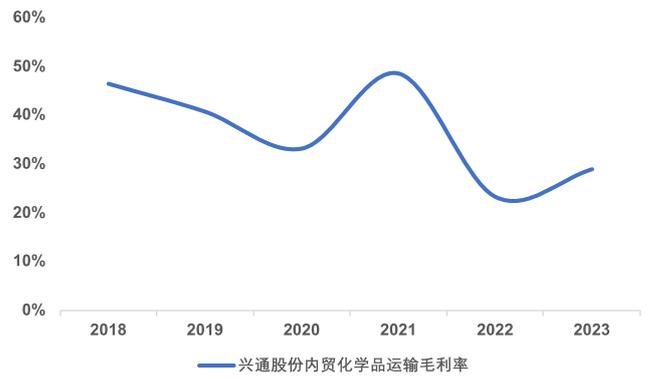
图61：泛亚内贸集装箱运价指数 PDCI


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

- 内贸液货危险品航运：**中国化学原料和化学制品制造业利润总额在2023年实现4694.2亿元，同比下滑34.1%，在2024年1~11月实现3804.7亿元，同比下滑9.3%，化工行业利润下滑或导致危化品物流行业景气度承压。从内贸化学品航运巨头之一兴通股份的表现上看，兴通股份内贸化学品运输毛利率从2021年的48.51%落到2023年的28.94%。

图62：中国化学原料和化学制品制造业利润总额


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

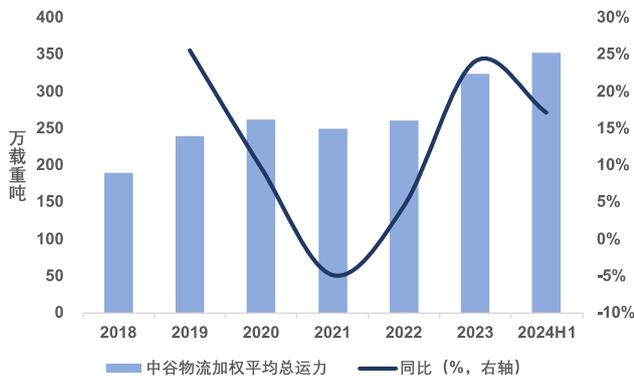
图63：兴通股份内贸化学品运输毛利率


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

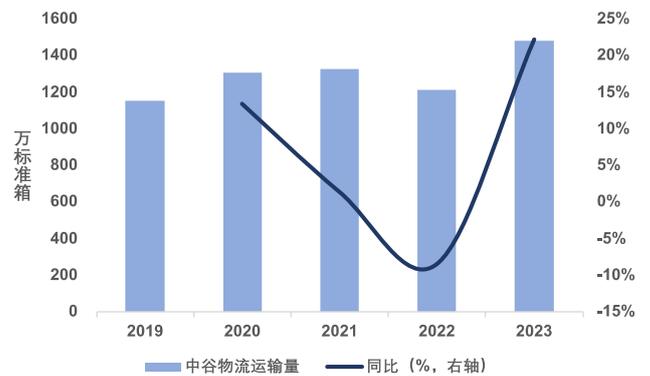
3.4 建议关注：中谷物流、宏川智慧、兴通股份、盛航股份

中谷物流 (603565.SH): 主营集装箱物流业务，整合全国范围内的铁路及公路资源，形成“公、铁、水”三维物流网络，建立了以水路运输为核心的多式联运综合物流体系。

- **运力**: 2023年为323.94万载重吨，同比增长24.12%，2020~2023年CAGR为7.24%；2024年上半年为352.46万载重吨，同比增长17.18%。
- **运输量**: 2023年实现1483万标准箱，同比增长22.26%，2020~2023年CAGR为4.27%。

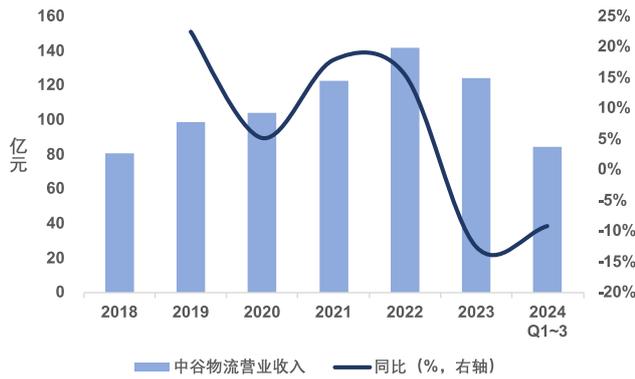
图64：中谷物流加权平均运力


资料来源：中谷物流公司公告，信达证券研发中心

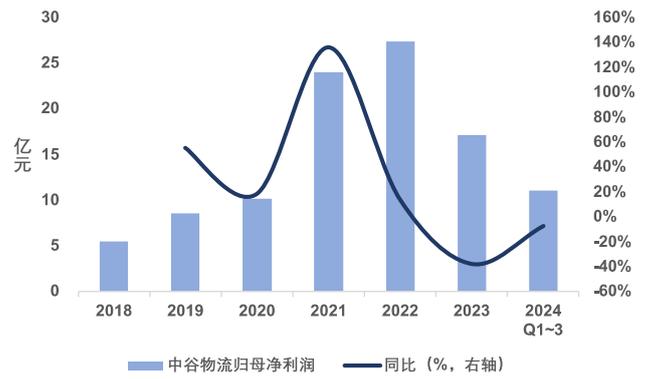
图65：中谷物流运输量


资料来源：中谷物流公司公告，信达证券研发中心

- **营业收入**: 2023年实现124.39亿元，同比下滑12.46%，2020~2023年CAGR为6.08%；2024年前三季度实现84.44亿元，同比下滑9.10%。
- **归母净利润**: 2023年实现17.17亿元，同比下滑37.36%，2020~2023年CAGR为19.01%；2024年前三季度实现11.09亿元，同比下滑6.98%。

图66：中谷物流营业收入


资料来源：中谷物流公司公告，信达证券研发中心

图67：中谷物流归母净利润


资料来源：中谷物流公司公告，信达证券研发中心

- **分红：**根据公司 2023~2025 年股东回报规划，公司 2023~2025 年以现金形式累计分配的利润原则上不少于 2023~2025 年累计实现的可分配利润的 60%。我们基于公司 iFinD 一致预期 2024 年的盈利预测以及 2025 年 1 月 20 日收盘价，测算若分红比例为 60%~80%，对应股息率为 5.1%~6.8%。

表10：中谷物流历史分红数据以及 2024 年分红测算

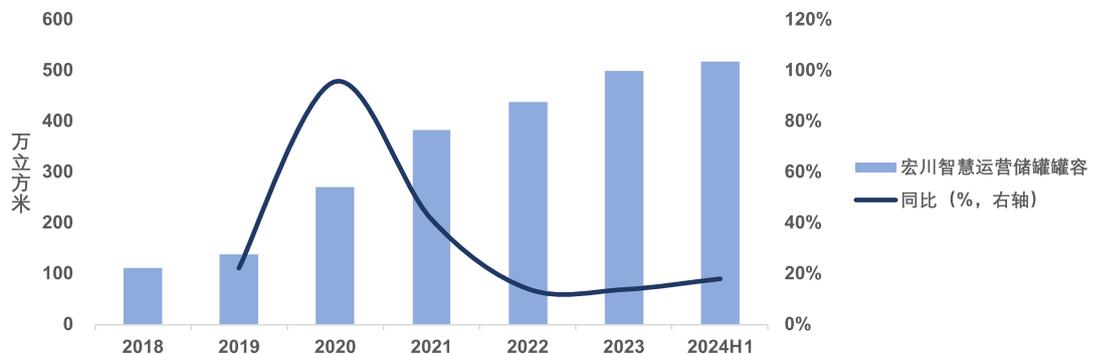
	2021	2022	2023	2024E		
归母净利润 亿元	24.04	27.41	17.17	16.37		
分红比例	59.82%	73.50%	88.05%	60%	70%	80%
现金分红总额 亿元	14.38	20.15	15.12	9.89	11.54	13.18
每股股利 元/股	1.50	1.42	0.72	0.47	0.55	0.63
股息率 (%) 2024E 数据基于 2025 年 1 月 20 日收盘价	5.28%	9.77%	8.75%	5.08%	5.92%	6.77%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

注：2024 年数据基于 iFinD 一致预期。

宏川智慧 (002930.SZ)：主要为石化产品生产商、贸易商、终端用户等提供仓储综合服务及其他相关服务，仓储基地、库区主要布局在华东、华南区域。

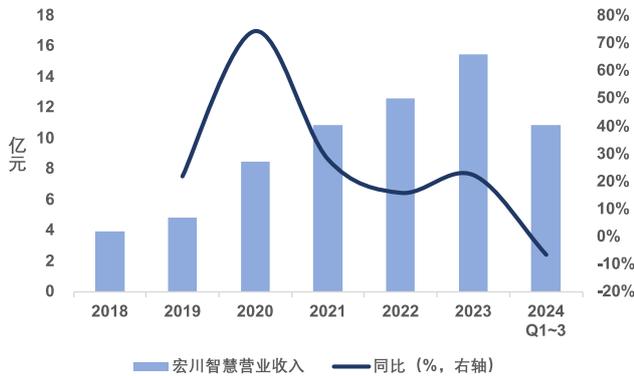
- **运营储罐罐容：**2023 年为 500.31 万立方米，同比增长 14.07%，2020~2023 年 CAGR 为 22.71%；2024 年上半年为 518.69 万立方米，同比增长 18.26%。

图68：宏川智慧运营储罐罐容


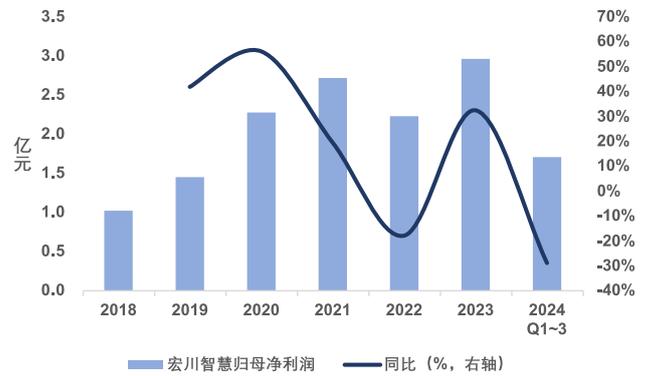
资料来源：宏川智慧公司公告，信达证券研发中心

- **营业收入：**2023 年实现 15.47 亿元，同比下滑 22.48%，2020~2023 年 CAGR 为 22.18%；2024 年前三季度实现 10.88 亿元，同比下滑 6.29%。

- **归母净利润**：2023 年实现 2.96 亿元，同比增长 32.49%，2020~2023 年 CAGR 为 9.17%；2024 年前三季度实现 1.71 亿元，同比下滑 28.81%。

图69：宏川智慧营业收入


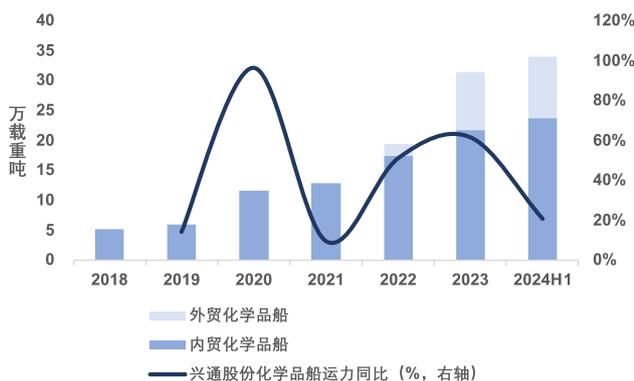
资料来源：宏川智慧公司公告，信达证券研发中心

图70：宏川智慧归母净利润


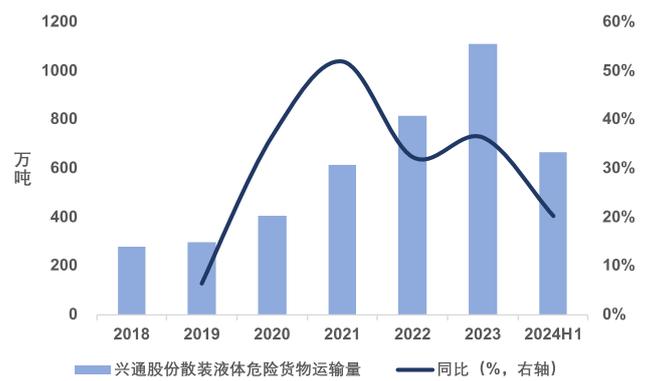
资料来源：宏川智慧公司公告，信达证券研发中心

兴通股份 (603209.SH)：主营全球散装液体危险货物的水上运输业务，包括液体化学品、成品油、液化石油气的海上运输，致力于成为国际一流、国内领先的化工供应链综合服务商，以做大做强国内沿海液货危险品运输业务为主线，以开拓清洁能源运输和参与国际海运为两翼，以打造数字化平台为助力，向化工供应链综合服务商转型升级，实现高质量发展。

- **化学品船运力**：2023 年实现 31.47 万载重吨，同比增长 61.78%，2020~2023 年 CAGR 为 39.05%，其中内贸化学品船、外贸化学品船占比分别为 69.11%、30.89%；2024 年上半年实现 33.98 万载重吨，同比增长 20.97%，其中内贸化学品船、外贸化学品船占比分别为 69.84%、30.16%。
- **散装液体危险货物运输量**：2023 年实现 1110.41 万吨，同比增长 36.32%，2020~2023 年 CAGR 为 39.93%；2024 年上半年实现 665.93 万吨，同比增长 20.33%。

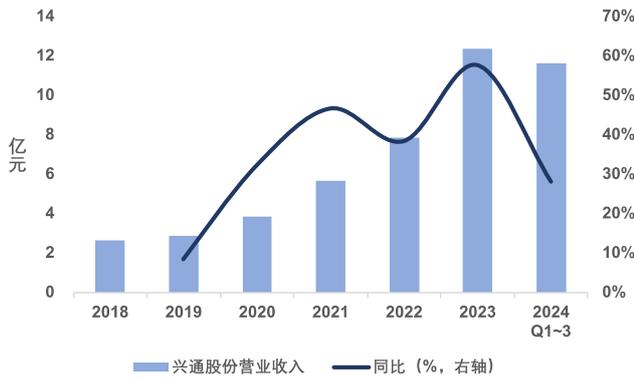
图71：兴通股份化学品船运力


资料来源：兴通股份公司公告，信达证券研发中心

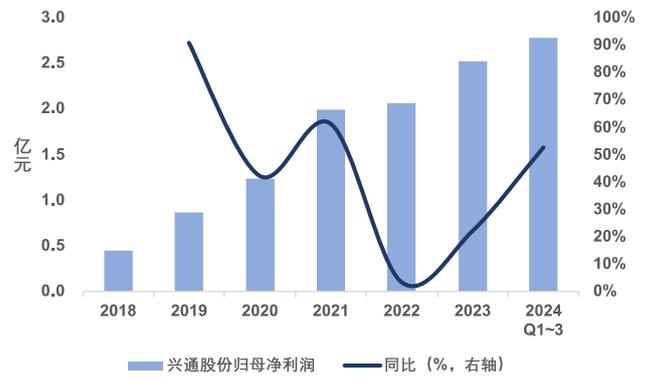
图72：兴通股份散装液体危险货物运输量


资料来源：兴通股份公司公告，信达证券研发中心

- **营业收入**：2023 年实现 12.37 亿元，同比增长 57.66%，2020~2023 年 CAGR 为 47.39%；2024 年前三季度实现 11.62 亿元，同比增长 28.18%。
- **归母净利润**：2023 年实现 2.52 亿元，同比增长 22.28%，2020~2023 年 CAGR 为 26.87%；2024 年前三季度实现 2.78 亿元，同比增长 52.65%。

图73：兴通股份营业收入


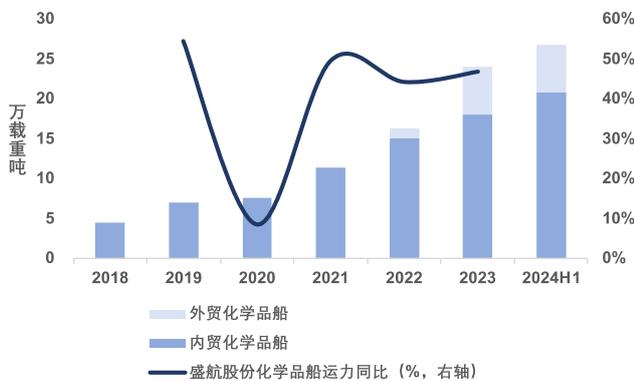
资料来源：兴通股份公司公告，信达证券研发中心

图74：兴通股份归母净利润


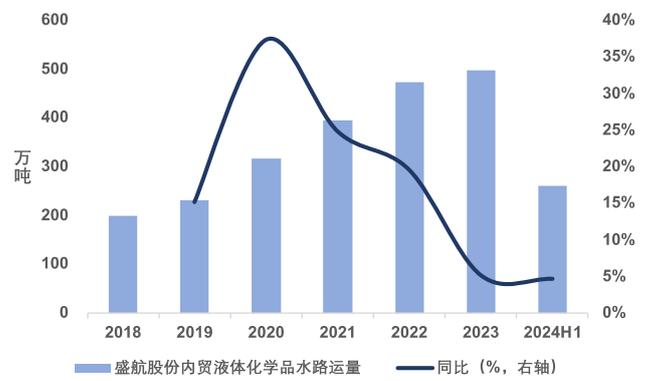
资料来源：兴通股份公司公告，信达证券研发中心

盛航股份 (001205.SZ)：深耕危化品水路运输领域，为大型化工企业提供配套物流服务，是国内液体化学品航运龙头企业之一。主要从事国内沿海、长江中下游及国际液体化学品、成品油水上运输业务，覆盖市场上有运输需求的绝大部分液体化学品种类。

- **化学品船运力**：2023 年实现 24.07 万载重吨，同比增长 46.86%，2020~2023 年 CAGR 为 46.90%，其中内贸化学品船、外贸化学品船占比分别为 75.24%、24.76%；2024 年上半年实现 26.83 万载重吨，其中内贸化学品船、外贸化学品船占比分别为 77.75%、22.25%。
- **内贸液体化学品水路运量**：2023 年实现 497.01 万吨，同比增长 5.14%，2020~2023 年 CAGR 为 16.21%；2024 年上半年实现 260.42 万吨，同比增长 4.66%。

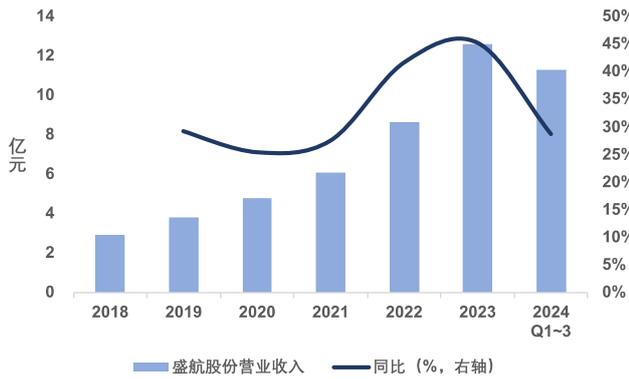
图75：盛航股份化学品船运力


资料来源：盛航股份公司公告，信达证券研发中心

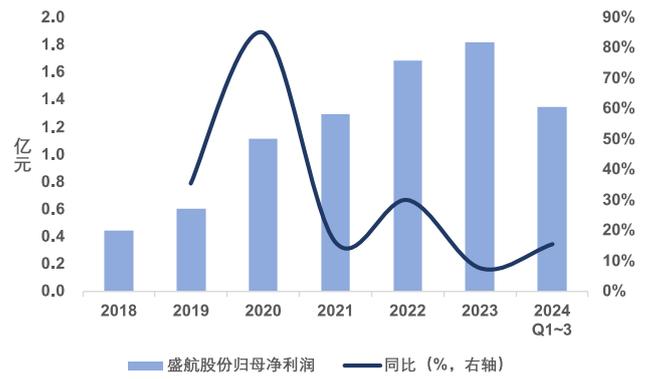
图76：盛航股份内贸液体化学品水路运量


资料来源：盛航股份公司公告，信达证券研发中心

- **营业收入**：2023 年实现 12.61 亿元，同比增长 45.30%，2020~2023 年 CAGR 为 38.00%；2024 年前三季度实现 11.31 亿元，同比增长 28.82%。
- **归母净利润**：2023 年实现 1.82 亿元，同比增长 7.68%，2020~2023 年 CAGR 为 17.64%；2024 年前三季度实现 1.35 亿元，同比增长 15.61%。

图77：盛航股份营业收入


资料来源：盛航股份公司公告，信达证券研发中心

图78：盛航股份归母净利润


资料来源：盛航股份公司公告，信达证券研发中心

附：核心标的盈利预测及估值

表11：航运港口核心标的盈利预测及估值（2024年1月20日）

证券代码	证券简称	市值 亿元	归母净利润及盈利预测 亿元				PE					PB (LF)
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	TTM	2024E	2025E	2026E	
603565.SH	中谷物流	193.4	17.2	16.4	17.3	18.7	11.3	11.8	11.8	11.2	10.3	1.9
002930.SZ	宏川智慧	46.3	3.0	1.9	2.4	3.1	15.6	20.4	24.6	19.1	14.8	1.9
603209.SH	兴通股份	42.5	2.5	3.6	4.2	5.0	16.8	12.2	11.9	10.0	8.4	1.7
001205.SZ	盛航股份	33.8	1.8	2.0	2.6	3.1	18.5	16.9	16.7	12.8	10.8	1.9

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

注：中谷物流、兴通股份、盛航股份2024~2026年盈利预测数据来自iFinD一致预期，宏川智慧盈利预测数据来自信达交运团队。

4 风险因素

出行需求增长不及预期: 宏观经济下行、收入下滑、人们出行意愿降低等因素, 致使出行需求增长不及预期。

油价大幅上涨风险: 航油成本为航司重要营业成本之一, 航司整体业绩受油价波动影响较大, 若平均航油价格上升过快, 预计航油成本大幅提升致使营业成本提升, 从而影响整体收益水平。

人民币大幅贬值风险: 航司若干租赁负债、银行贷款及其他贷款主要以美元为单位, 以及若干国际收入、费用亦以人民币以外的货币为单位, 汇率波动将致使航司产生汇兑损益。

实物商品网购需求不及预期: 实物商品网购是快递业务量发展的上游驱动, 若实物商品网购需求不及预期, 快递业务量的提升或不及预期。

电商快递价格竞争恶化: 电商快递行业服务差异化程度相对较低, 若各家电商快递企业采取过度激进的价格竞争策略, 或影响公司的经营利润及现金流情况。

末端加盟商稳定性下降: 电商快递加盟商负责末端包裹的揽派以及支线运输, 如果因为激励政策等原因导致末端不稳, 或影响公司履约的质量。

内需复苏不及预期: 我们认为内贸航运及危化品物流的运价、租金上涨基于内需复苏, 若内需复苏不及预期, 相关板块业绩或不及预期。

供给限制不及预期: 我们认为供给限制是内贸航运及危化品物流运价、租金弹性的条件之一, 若供给限制不及预期, 相关板块业绩或不及预期。

研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，曾担任多家省交投外部评审委员及央视财经外部评论员，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。