

行业评级：看好（维持）

证券研究报告 | 行业专题报告

交通运输

2025年2月7日



# 经济修复，物流先行

## ——2025年物流行业投资策略

证券分析师

姓名：孙延

资格编号：S1350524050003

邮箱：sunyan01@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：王惠武

资格编号：S1350524060001

邮箱：wanghuiwu@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：曾智星

资格编号：S1350524120008

邮箱：zengzhixing@huayuanstock.com

联系人

姓名：张付哲

邮箱：zhangfuzhe@huayuanstock.com



## ■ 快递：需求韧性，电商快递关注分化，直营快递关注降本增效

- 在消费降级、包裹小件化、退货增加等趋势带动下，2025年快递行业需求有望继续韧性增长。
- 电商快递价格竞争长期化，2025年关注“通达系”市场份额与利润的分化；直营快递强化降本增效，关注需求复苏及海外业务带来业绩弹性。
- 关注公司：1) **中通快递**：行业龙头，份额有望回升，业绩稳定，股东回报突出；2) **圆通速递**：保持稳健增长态势，科技赋能领先行业；3) **申通快递**：经营改善显著，业绩弹性较大；4) **顺丰控股**：多网融通降本成果显著，海外发力挖掘增量。

## ■ 快运：需求稳健，格局向好，盈利逐步修复

- 渗透率持续提升下，全网快运有望保持稳健增长：全网快运准入壁垒高，服务优势明显，预计全网快运市场在迷你小票及小票零担市场内或将实现持续渗透，2027年全网快运占零担市场的比例有望进一步提升至10.0%，对应规模达1797亿，2024-2027年CAGR约为7.2%。
- 行业格局向好，盈利有望逐步提升：直营格局稳定，加盟格局逐步分化，头部企业的规模有望持续扩张。
- 关注公司：1) **德邦股份**：网络融合成长可期，顺周期弹性凸显；2) **安能物流**：降本增效下盈利有望持续增长，格局分化推动估值提升。

## ■ 跨境物流：跨境电商景气推动跨境物流增长，关注美国关税政策变化对于市场的扰动

- 关注公司：**东航物流**：建议关注政策变化，中长期关注跨境电商需求及公司运力扩张进度。

## ■ 化工物流：需求疲软，静待景气复苏

- 化工物流顺周期属性较为明显，三方化工物流市场渗透率持续提升，格局小而散，龙头具备成长空间，2025年静待景气复苏。
- 关注公司：1) **密尔克卫**：货代及分销业务持续发力，静待化工景气反转。2) **兴通股份**：内外贸运力持续扩张，2024-2026年公司成长性有望逐步兑现，业绩及估值有望实现双击。

## ■ 风险提示：宏观经济景气波动导致需求低于预期；行业监管政策变动；油价持续上涨加大运输成本压力；市场竞争逐渐激烈，行业价格战重启。

# 主要内容

---

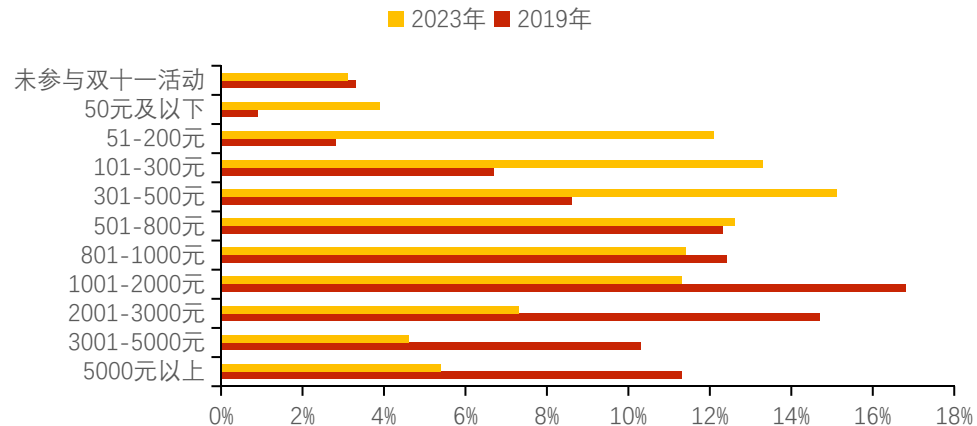
1. 快递
2. 快运
3. 跨境物流
4. 化工物流
5. 风险提示



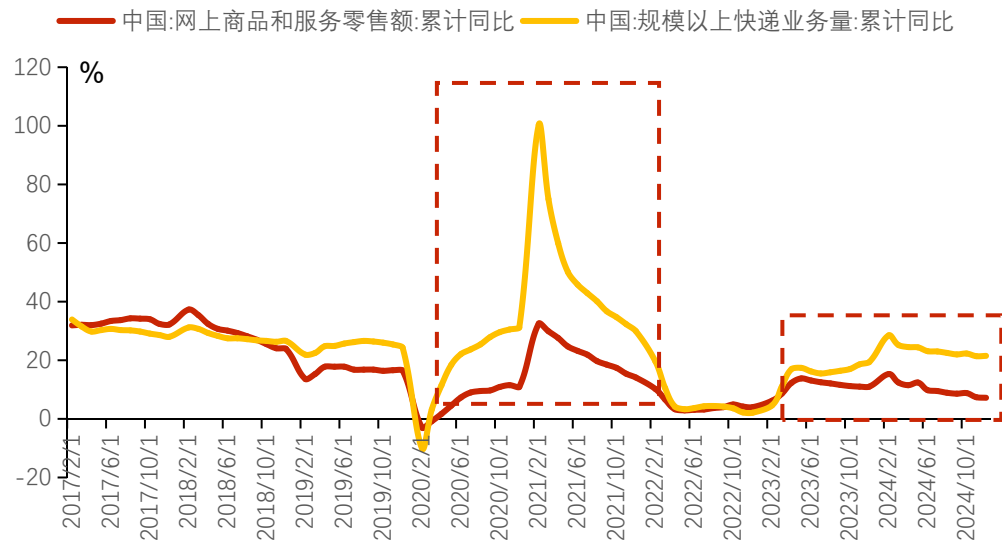
# 消费降级+退货成为趋势，2025行业需求景气有望延续

- 2024年全国社会零售总额48.8万亿元，同比增长3.5%； 2024年实物网上零售额13.1万亿元，同比增长6.5%。
- 2024年网上商品和服务零售额同比增长7.2%，国内快递业务量同比增长21.5%。快递增速大幅高于GMV，我们认为主要由于快递单包货值下降，退货增加，电商结构性变化带来快递景气度超过年初预期。
- 拼多多、抖音等新兴电商平台GMV快速增长。预计在消费降级、包裹小件化、退货增加等趋势带动下，2025年快递行业需求继续韧性增长。

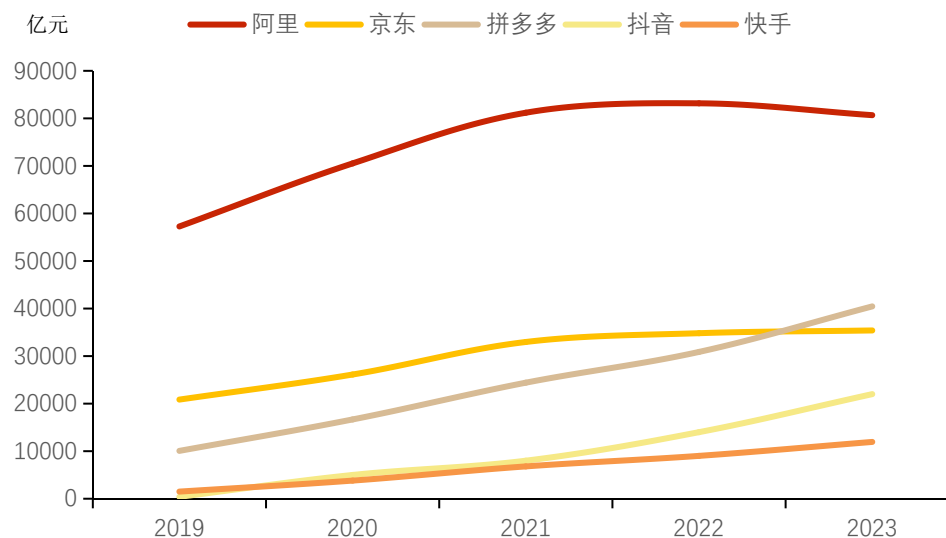
图表：双11网购用户消费支出分布对比



图表：快递量增速高于电商GMV增速



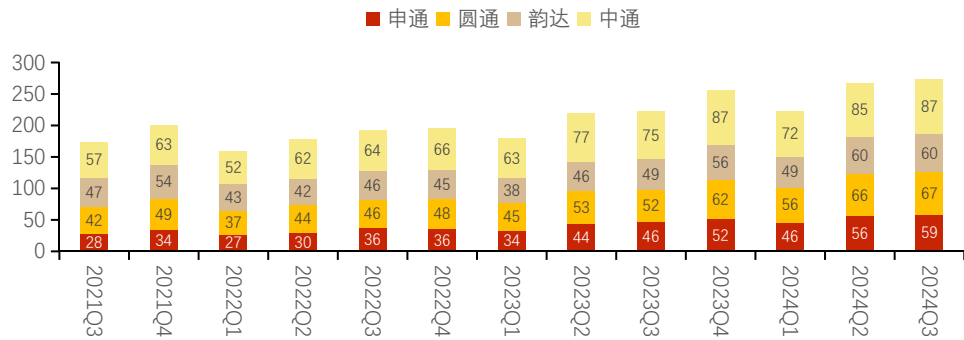
图表：各类电商平台GMV对比（亿元）



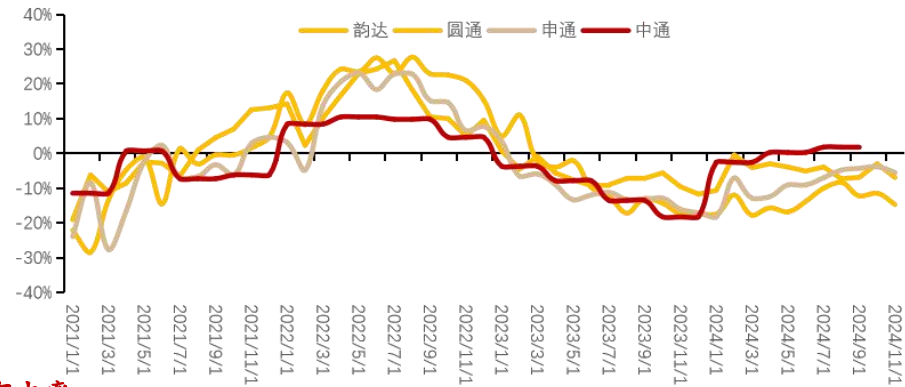
# “价格战”或长期化，2025年龙头企业或更重份额

- 2024Q1-Q3中通/圆通/韵达/申通快递业务量分别实现243/189/169/161亿票，同比+13%/+26%/+28%/+31%。
- 2024Q1-Q3中通/圆通/韵达/申通单票收入为1.26/2.30/2.05/2.06元/票，同比-0.1%/-4.5%/-13.6%/-9.0%，行业“价格战”或将长期化。
- 2024Q1-Q3中通/圆通/韵达/申通市占率分别实现20%/15%/14%/13%，同比分别-3.4/-0.8/-0.6/-0.2个百分点，各家份额均下降主要因行业总量口径调整；中通份额回落较大，主要因放弃部分低价件市场，份额有所出让。
- 展望2025年，我们认为行业降级趋势持续，龙头企业或积极调整经营策略，更重视份额回归。

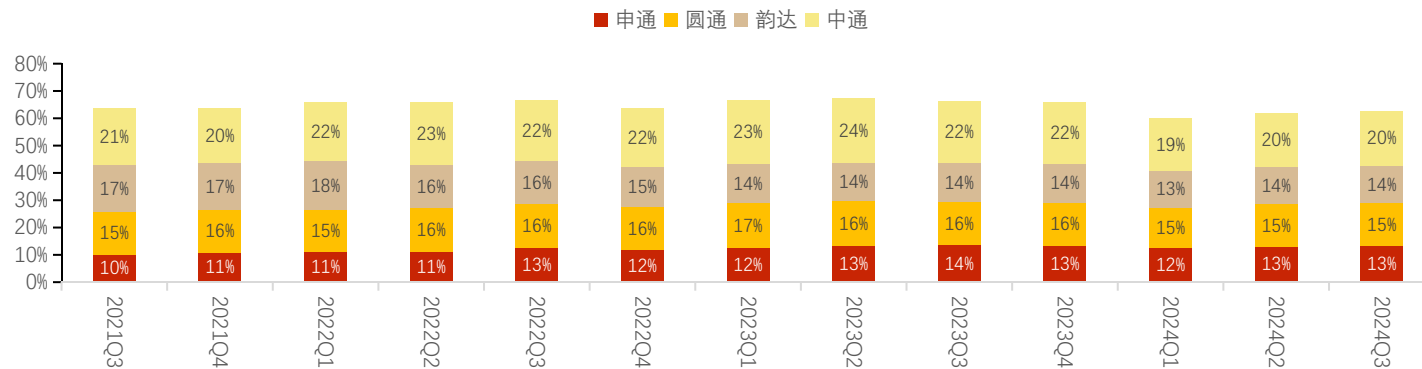
图表：“三通一达”业务量（亿件）



图表：“三通一达”单票价格同比变化

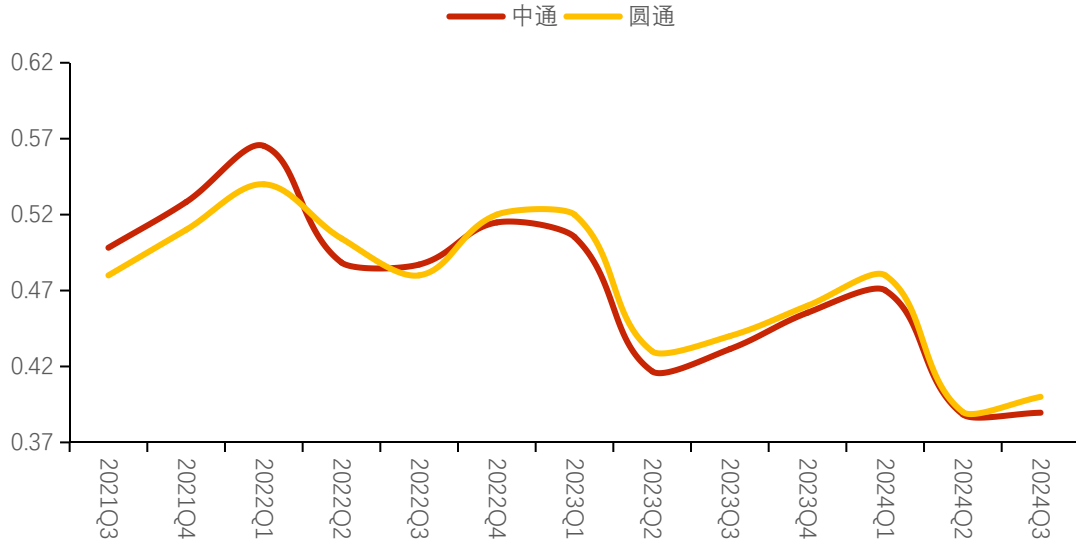


图表：“三通一达”市占率

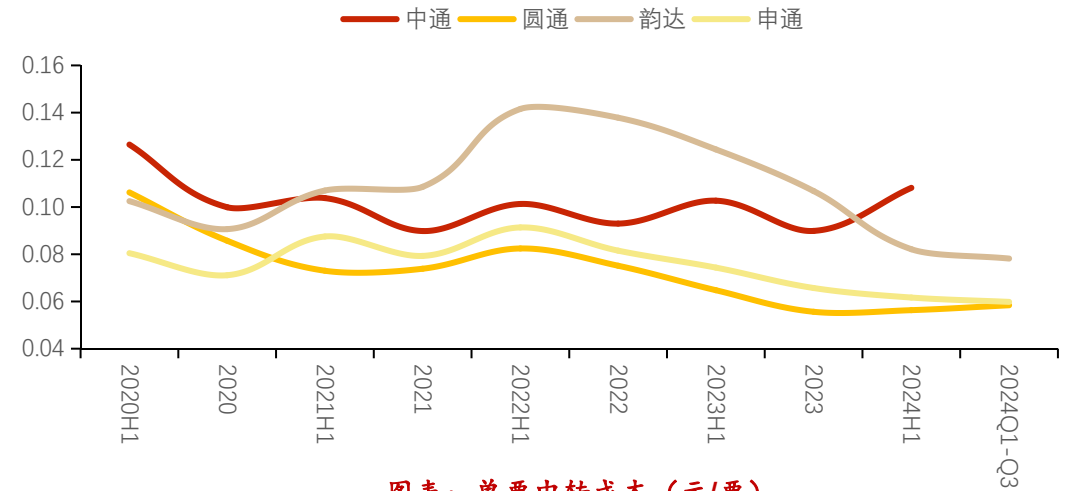


- 2024Q1-Q3中通/圆通单票运输成本实现0.41元/0.42元，同比下降0.03/0.04元，或同比-7.8%/-8.7%。
- 2024Q1-Q3中通/圆通单票中转成本实现0.27元/0.38元，同比下降0.01/0.02元，或同比-2.5%/-6.1%。
- 2024Q1-Q3圆通/韵达/申通单票费用实现0.06元/0.08元/0.06元，同比下降0.005元/0.039元/0.010元，或同比-8%/-33%/-15%。
- 行业规模效应依然有效，数字化持续赋能，单票成本及费用延续下降趋势。

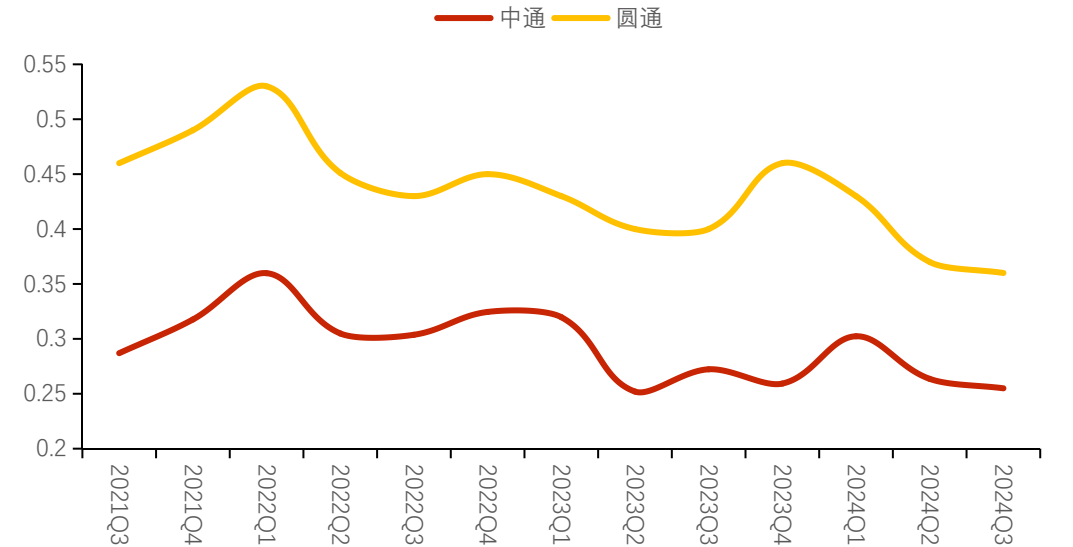
图表：单票运输成本（元/票）



图表：单票费用（元/票）



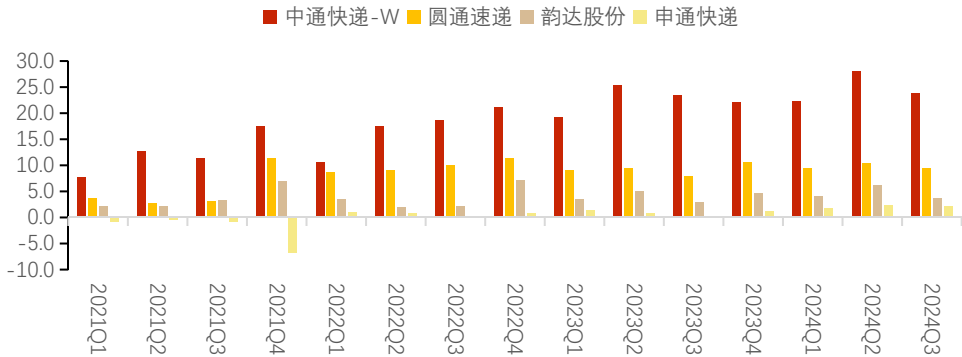
图表：单票中转成本（元/票）



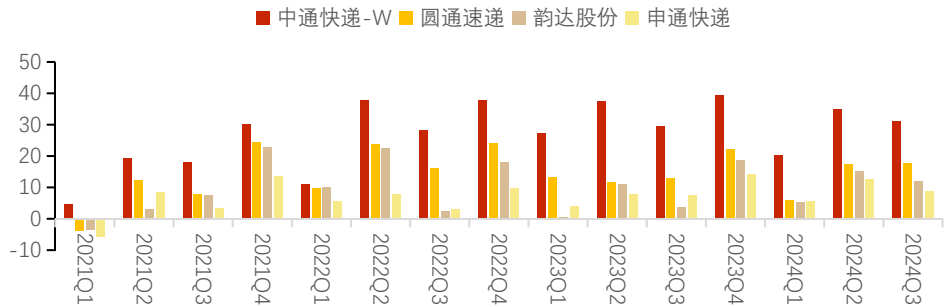
# 2024“通达系”利润和现金状况整体稳定，2025年观察分化

- 2024Q1-Q3中通经调整净利润实现74.2亿元，同比+9.2%；圆通/韵达/申通归母净利润分别实现29.3/14.1/6.5亿元，同比+10.2%/+20.9%/+195.2%，利润均正增长。
- 2024Q1-Q3中通单票经调整净利润实现0.30元，同比-3.6%；圆通/韵达/申通单票归母净利润分别实现0.15/0.08/0.04元，同比-12.5%/-5.3%/+125.7%，单票利润除申通外均下滑。
- 2024Q1-Q3中通/圆通/韵达/申通净经营性现金流分别实现86.2/40.8/32.1/27.0亿元；同期中通/圆通/韵达/申通单票净经营性现金流分别实现0.35/0.22/0.19/0.17元，“三通一达”经营呈现稳定态势。

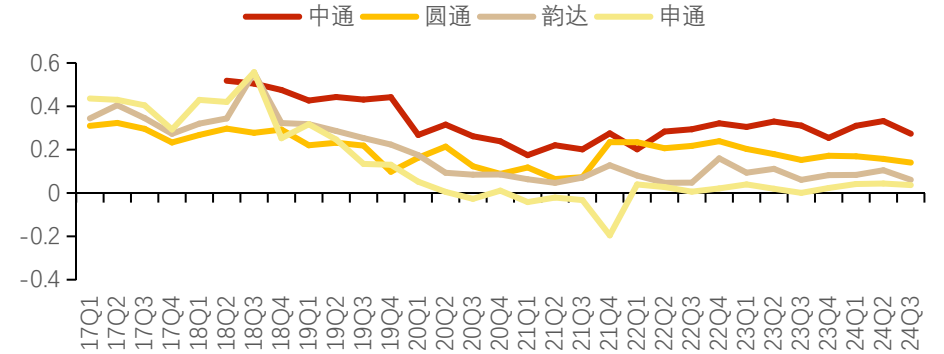
图表：“三通一达”归母净利润（亿元）



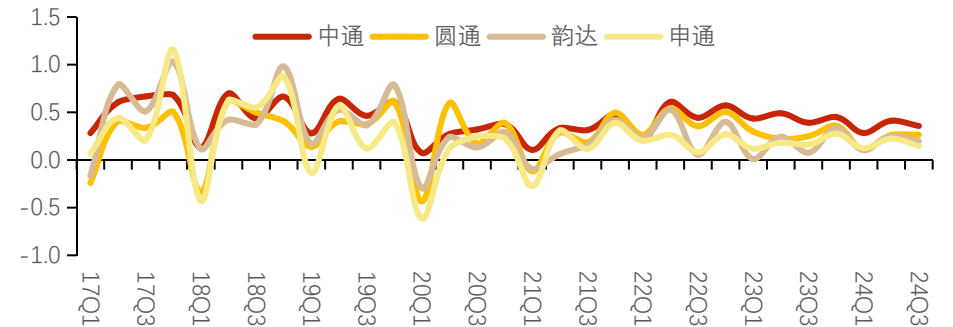
图表：“三通一达”经营性净现金流（亿元）



图表：“三通一达”单票归母净利润（元/票）



图表：“三通一达”单票净经营性现金流（元/票）

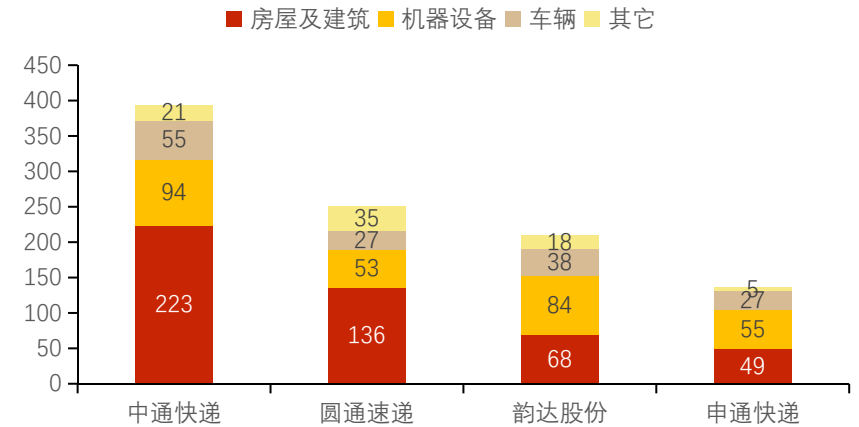


资料来源：Wind，各公司公告，中通官网，华源证券研究 注：中通归母净利润用经调整后利润代替

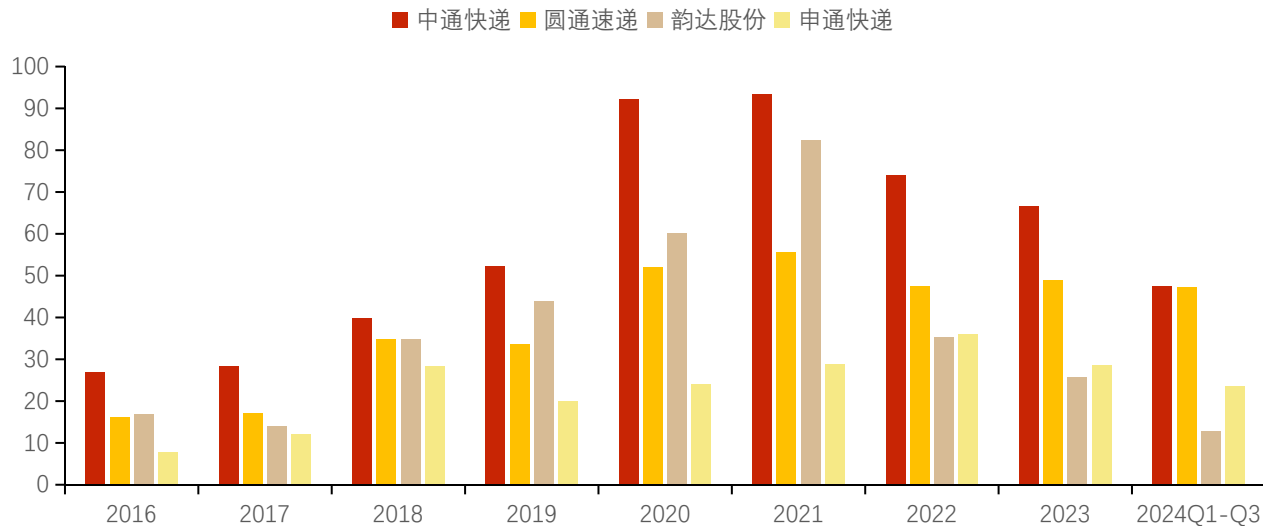
# 资本开支节奏分化，中通资产端领先幅度较大

- 2024Q1-Q3 中通/圆通/韵达/申通资本开支分别实现 47.5/47.2/12.8/23.5 亿元，分别同比 -18%/+10%/-29%/+30%，各快递公司资本开支节奏产生较大分化，反映各家经营策略与实力差异。
- 2024Q1-Q3 中通/圆通/韵达/申通固定资产净值分别为 335.9/184.7/118.4/96.2 亿元，中通领先幅度依然较大，主要在公司房屋建筑和机器设备的领先。

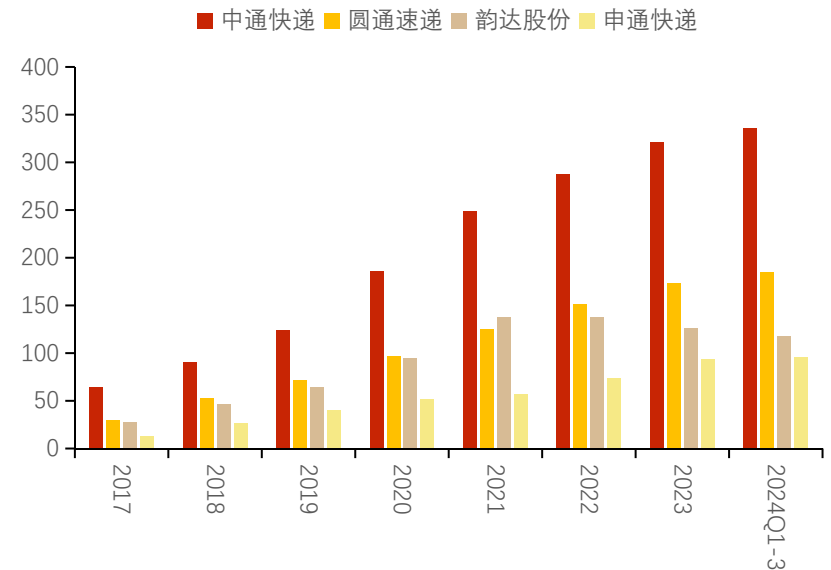
图表：2024H1 “三通一达” 固定资产结构 (亿元)



图表：“三通一达” 资本开支 (亿元)



图表：“三通一达” 固定资产净值 (亿元)





- 短期维度，由于行业竞争格局未达到稳态水平，行业大概率维持高压竞争态势，但行业“反内卷”和加盟商（或快递员）生存困境起到一定托底作用，终端价格或将处于下降与修复调整的反复博弈中，业务量增长与单票利润下滑互有抵消，考验各家企业网络稳定与管理能力，建议紧密跟踪，寻找分化投资机会。
- 长期看，快递的商业模式天然具有较为良好的现金流表现，总部对上下游加盟商、合作伙伴有较强的话语权；伴随总部资本开支逐年下降，快递总部的分红能力将持续加强，建议选择长期龙头。
- 终局视角看行业格局，或有较大概率出清掉1-2家，建议长久期策略坚持龙头配置，龙头具有产能优势、件量规模优势、定价与降本优势，未来或将是份额与利润双升的长期局面，同时现金流稳健，具有较高的股东回报。

表：“通达系”快递各家经营净现金流

经营净现金流 (亿元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
中通快递	44.0	63.0	49.5	72.2	114.8	133.6
圆通速递	23.4	38.0	34.9	40.7	73.9	60.4
韵达股份	37.1	50.4	21.8	29.9	52.9	33.9
申通快递	26.0	19.8	8.5	19.2	26.0	33.6



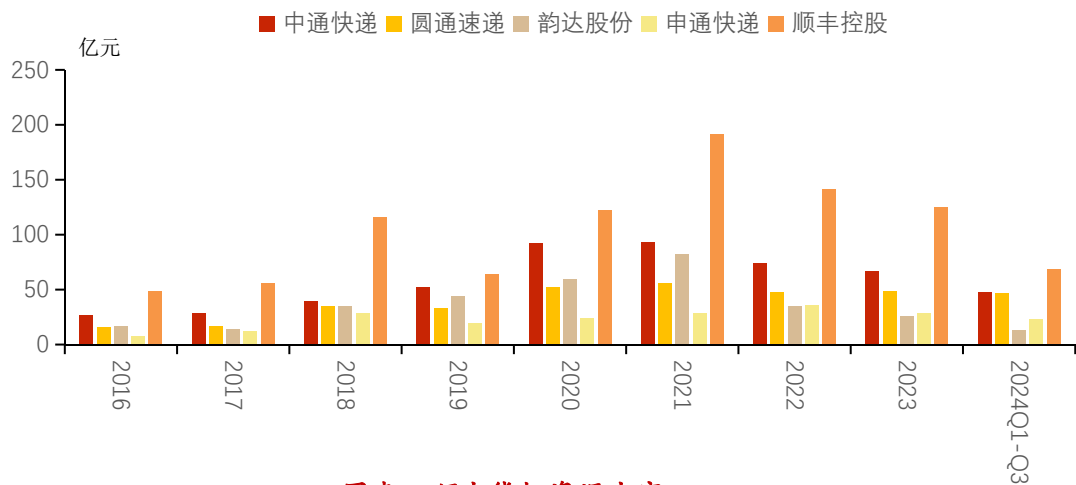
## ■ 核心资产价值：高壁垒物流网络价值，利润持续兑现提高股东回报

- 高壁垒物流网络，网络融通升级，营运模式变革。目前顺丰拥有国内最为领先的直营制快递网络，包括强大的陆运、空运、仓储、派送能力。2023年公司将“四网融通”升级至“多网融通”，实现运营模式大幅优化：在中转环节实施大小件分区操作；在末端配送环节增强了网点处理多样化包裹类型的能力；在运营层面强调协同融合，根据业务波峰期/波谷期切换运营模式等等。公司各项降本措施+产能利用率提升，保障经营业绩逆周期增长。
- 利润持续兑现，提升分红创造股东回报。2017年-2023年顺丰总营收由710.9亿元增长至2584.1亿元，复合年增长率为24.0%。公司自上市以来持续盈利，2023年实现归母净利润82.3亿元，YoY+33.4%。2024年10月10日顺丰发布“中期分红+特别分红”双重分红方案，预计特别分红总额为48.0亿元，2024年中期分红总额为19.2亿元，合计达到67.2亿元。其中中期分红占上半年归母净利润的40%，预计随着资本开支下行，公司或将持续提升分红，体现价值投资属性。

## ■ 业绩弹性：需求预期有望转向，时效快递挂钩消费，或兑现利润弹性

- 宏观政策有望发力，利好下游需求总量。2024年中央经济工作会议：2025年将首次实施“更加积极的财政政策”，并将原先“稳健的货币政策”改为“适度宽松的货币政策”，并将大力提振消费作为2025年经济工作的首要任务。
- 高端消费线上化，退货件持续增长，鄂州机场快速上量，顺丰重资产属性下利润有弹性。目前消费类是顺丰时效快递第一大品类，中高端品类消费持续线上渗透，销售渠道变化带动顺丰时效快递增长；退货件市场保持高于行业平均水平增长，顺丰长期占据抖音、拼多多等核心平台退货市场；鄂州机场持续完善国内、外航线网络，顺丰航空快速上量。公司垄断地位支撑公司在顺周期来临时兑现利润弹性。

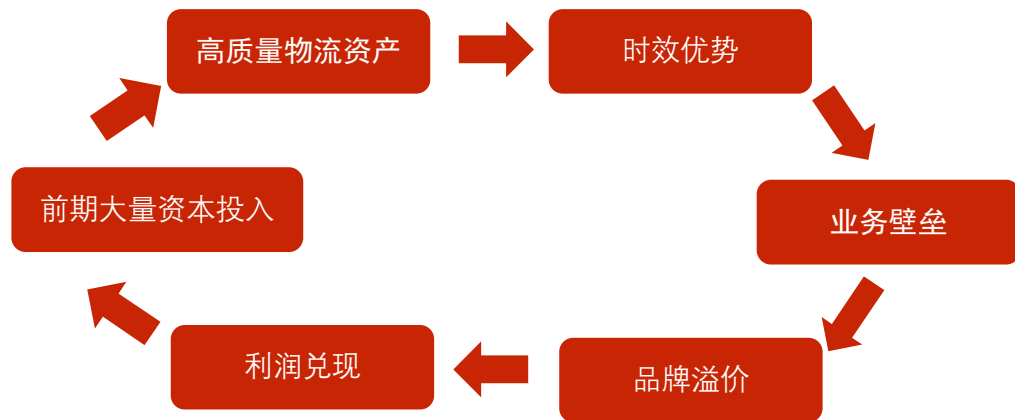
图表：顺丰资产类资本开支额高于加盟制快递友商



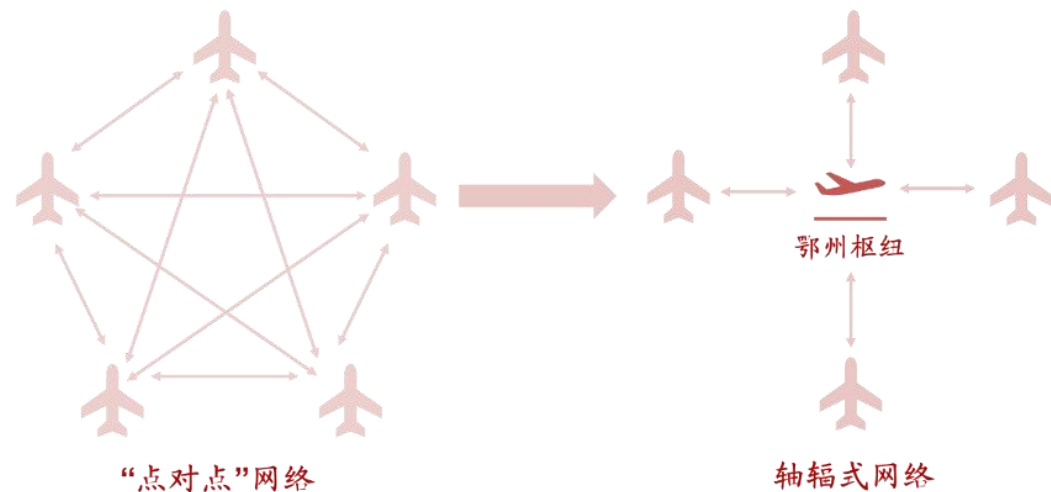
图表：顺丰货机资源丰富

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024H1
自有全货机 (架)	61	68	77	86	87
窄体机				60	60
757	34	37	40		
737	17	17	17		
宽体机 (架)				26	27
747	2	2	3		
767	8	12	17		
外包货机 (架)	14	18	20	17	12
航权时刻 (对)	220	267	287	340	301

图表：时效快递垄断实现机制



图表：鄂州机场建成后实现了由点对点网络向轴辐式网络切换



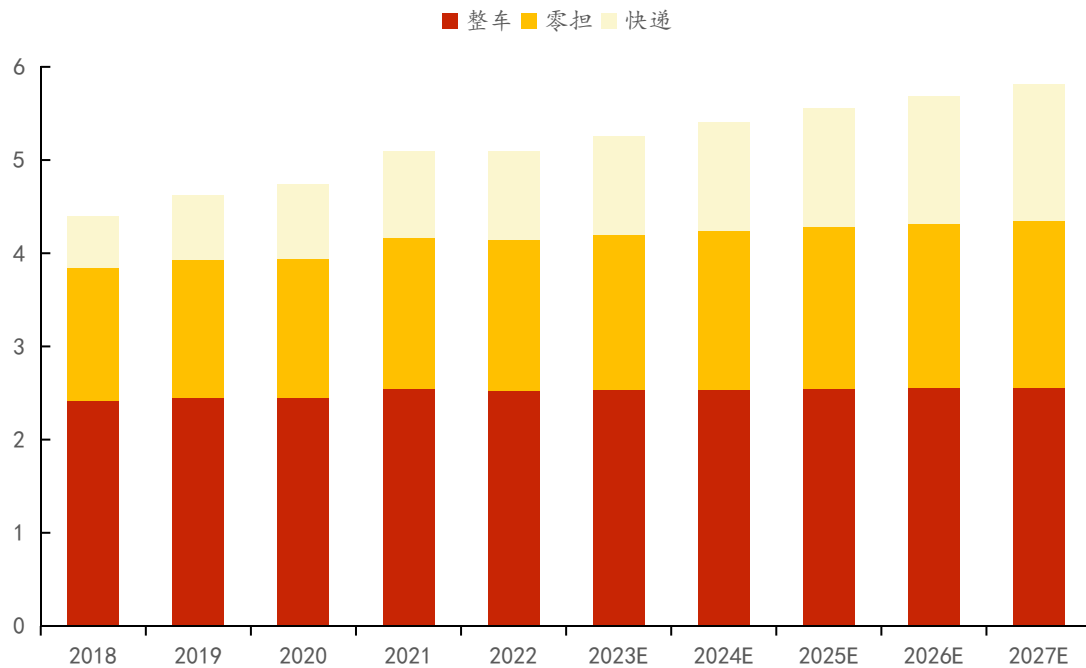
# 主要内容

---

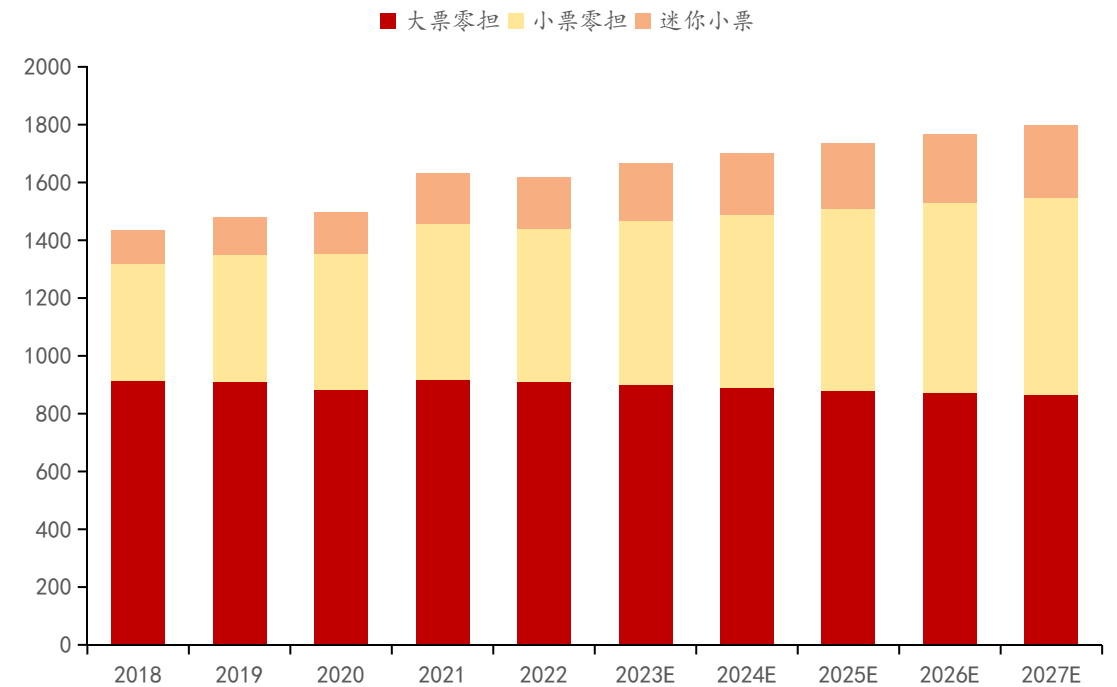
1. 快递
2. 快运
3. 跨境物流
4. 化工物流
5. 风险提示

- 公路运输按货物的重量和运输组织方式区分，分为**快递**、**零担**和**整车运输**三种主要形式。根据艾瑞咨询数据，2022年零担市场规模约为1.62万亿，2018-2022年CAGR约为+3.1%。
- 大件电商渗透率提升及供应链扁平化趋势下，行业需求由大批量、少批次、低时效的原材料、工业品B2B逐步向小批量、多批次、高时效的商品B2B、消费品B2C转变。大票货物被拆分至小票与快递中，大票零担市场规模有所下降，迷你小票及小票零担引领行业增长，根据艾瑞咨询数据，预计2024-2027年CAGR分别为5.9%及4.2%。

图：2018-2027年中国公路运输市场细分规模（万亿元）



图：2018-2027年零担细分运输市场规模（十亿元）



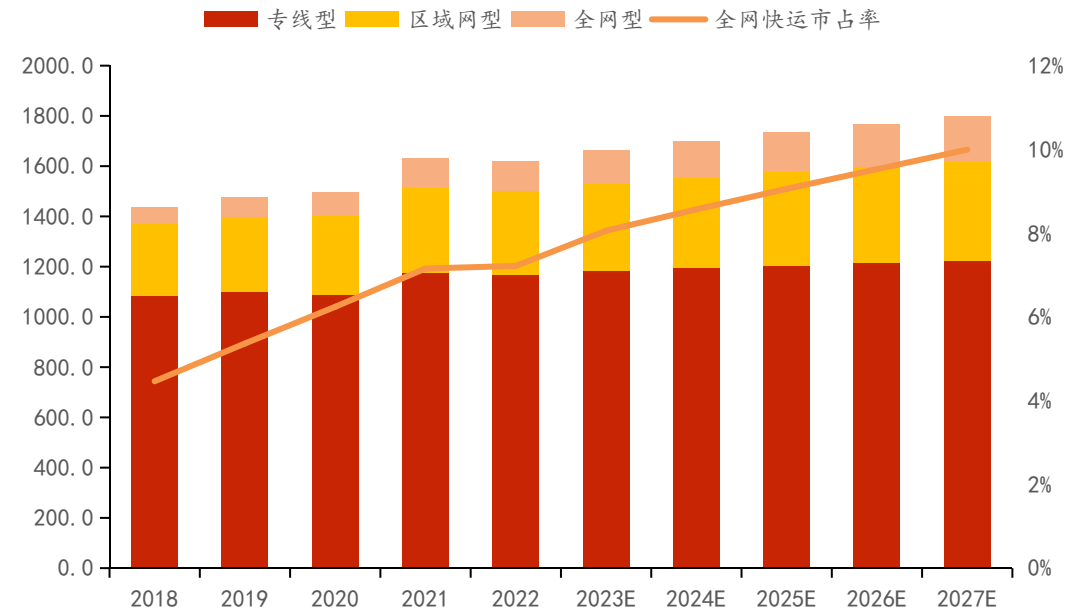
# 全网快运准入壁垒高，服务优势明显，渗透率持续提升

- 零担市场可按网络覆盖程度和对应货品进一步划分为**全网快运**、**区域网**、**专线**三类。从收入规模来看，零担行业头部主要为全网型企业，同时全国各地存在大量小型区域及专线公司。整体上呈现市场规模“专线>区域网>全网”，增速“全网>区域网>专线”的格局。
- 根据艾瑞咨询测算，2022年全网快运占零担市场的比例约为7.2%，市场规模约1168亿，2018-2022年CAGR约为16.2%。由于全网快运网络覆盖全面，能够提供各类产品组合以迎合不同需求，时效性及服务质量具备持续性，预计全网快运市场在**迷你小票及小票零担市场**内或将实现持续渗透，**2027年全网快运占零担市场的比例有望进一步提升至10.0%，对应规模达1797亿，2024-2027年CAGR约为7.2%。**

图：全网快运与专线及区域网络对比

全网零担快运网络		专线	区域网
运营模式	● 辐射式网络模式 ● 枢纽负责货物拼装及分类，货物通过各条线路(辐射线)运输至各网点，网点则负责揽件及派送	● 货运运营商收集订单，并通过专线运输货物	● 货运运营商收集订单，并通过专线运输货物
网络覆盖	√ 广泛深入覆盖大多数省市及县镇的全国型网络	X 点对点直达，不存在网络	○ 覆盖广度提升，但由于网点数量有限，覆盖深度仍不足
托运服务	全国覆盖	√ 全国性的网络覆盖	X 有限干线运输路线
	端到端	√ 大量网点以相对较低的成本进行揽件和派送	X 自提或与市内物流公司合作
	综合性	√ 提供各类产品组合以迎合不同需求	X 单一类别产品组合
	可靠性	√ 实时追踪	X 终端客户未必能够追踪货运状态
	时效性	√ 完备的基础设施及营运系统以确保不同产品的时效性	X 由于缺乏标准化，无法保证始终如一的及时交货
质量	√ 通过标准化运营保持一致的服务质量	X 能够提供定制服务，但服务质量参差不齐	○ 不能提供定制服务，服务质量无法保证
IT能力	√ 高度数字化的IT基础设施可实现更高的运营效率和能力	X 缺乏IT基础设施，仅依赖excel等简单工具，导致运营能力低下	○ 有能力运用一些功能有限的基本IT系统
准入壁垒及行业集中度	● 在建立稳定网络方面有较高准入壁垒 ● 目前运营中的快运网络仅十余个	● 准入壁垒较低 ● 目前有20万至30万家运营中的专线及区域货运运营商	● 中等准入壁垒 ● 商业模式尚未被验证

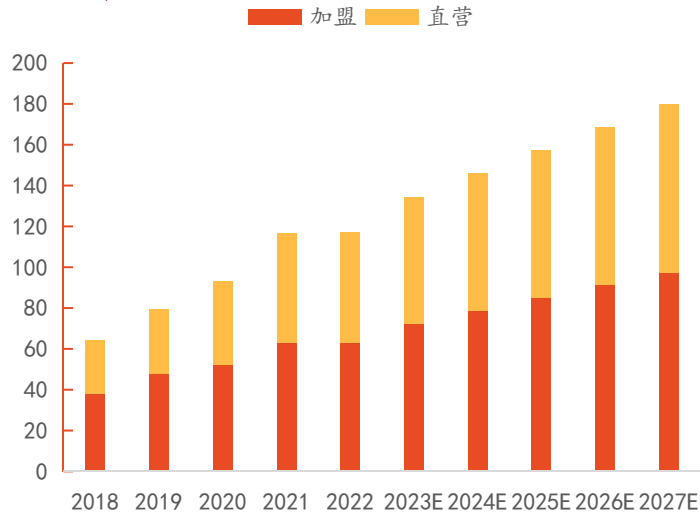
图：全网快运市场规模（十亿元）及市占率持续提升



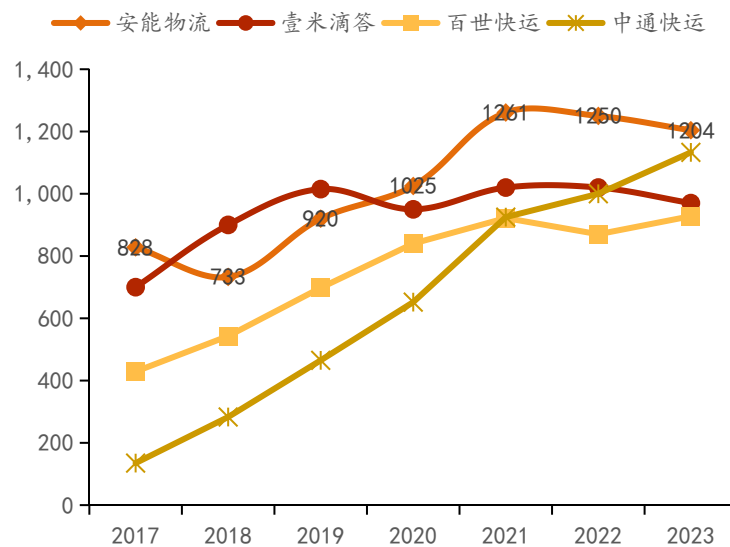
# 直营格局稳定，加盟格局逐步分化，价格企稳行业盈利逐步修复

- 全网快运按运营管理模式划分，分为直营与加盟两种，大件电商线上渗透率提升及全网快运份额扩张下，根据艾瑞咨询数据预计直营/加盟快运市场2024-2027年CAGR约为7.0%/7.4%。
- 从格局来看，直营格局较为稳定，2022年京东收购德邦后，行业竞争格局由三龙头变为双寡头，根据引航咨询数据，2023年京东系全网快运市占率约为23.0%，顺丰快运市占率约为14.1%，CR2约为37.1%。加盟格局逐步分化，2023年安能及中通货量领先，我们认为货量基础决定干线竞争优势，加盟企业份额的分化或将持续，头部企业的规模有望持续扩张。
- 从价格水平来看，行业竞争自2022年以来趋缓，直营及加盟网络诉求由货量转向盈利，行业价格企稳，德邦、安能等企业进入盈利修复期。行业需求中性预期下，我们预计各家价格竞争意愿较弱，行业价格维稳，中长期看，行业价格有望随产业升级，货品结构优化而持续提升。

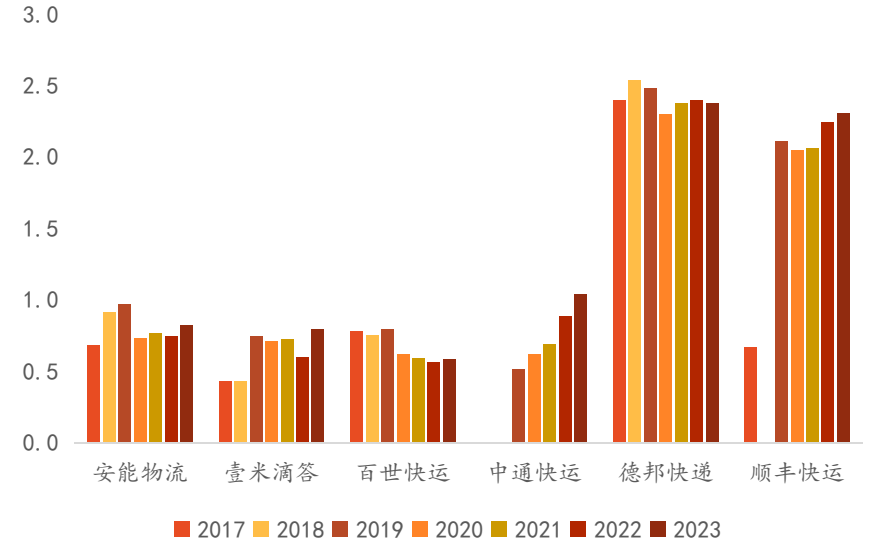
图：全网快运直营与加盟市场份额演变（十亿元）



图：加盟企业货运量份额演变（万吨）

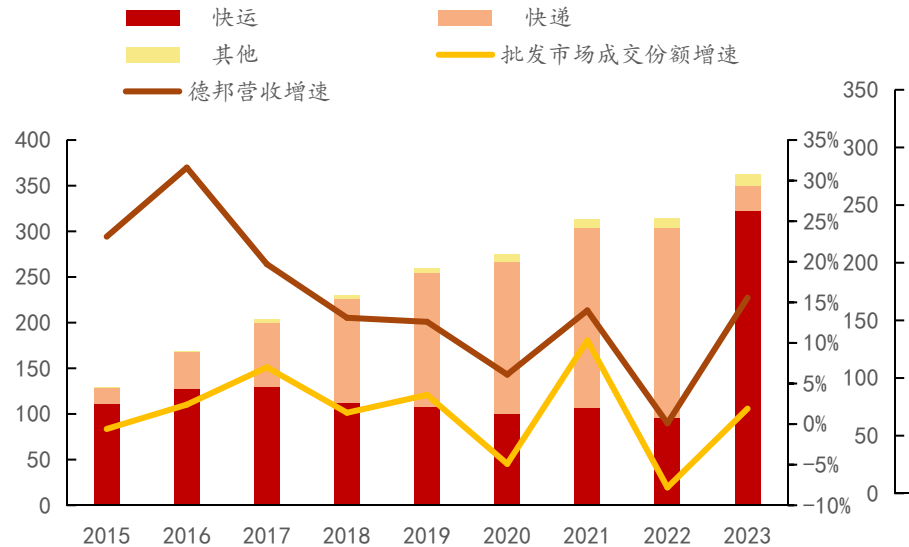


图：快运企业单公斤价格（元/千克）

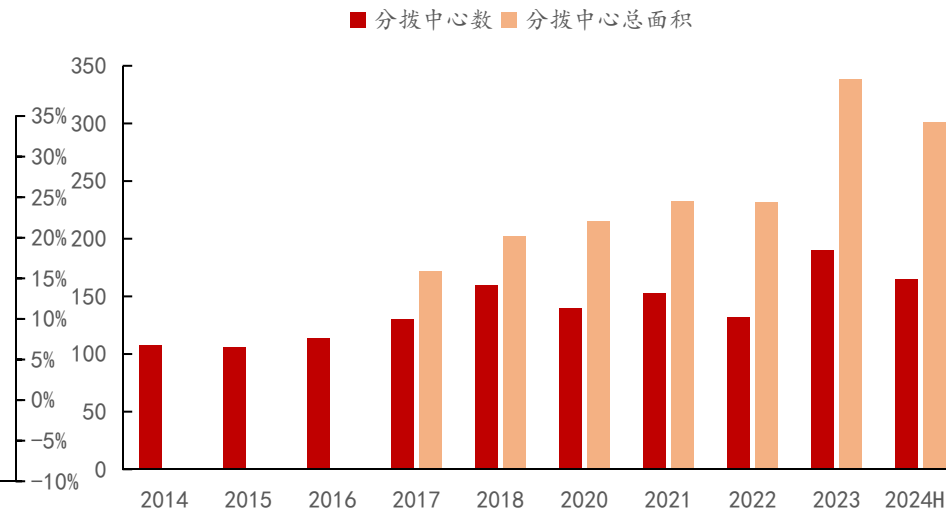


- **顺周期属性：**从收入结构来看，2023年公司重新梳理业务体系，专注快运业务，收入增速与批发市场成交额增速相关度高。
- **网络融合带来的效应有待进一步释放：**2023年公司承接京东83个转运中心资产及干线运输需求，我们认为对于公司的影响体现在 1) **收入弹性：**京东物流快运业务的干线运输导流，规模随京东物流成长而提升； 2) **成本具备改善空间：**2023年共有转运中心190个，2024年H1缩减到165个，随着融合稳步推进，干线运输及分拨中心成本节降仍有空间。
- **2025年单位毛利具备改善空间：**2023-2024年Q3公司单位毛利略有下滑，主因1) 价格端因宏观需求疲软及货品结构变化有所下滑； 2) 为了承接网络融合，提前投入运输资源，单位运输成本提升较多，后续运输成本随着货量规模提升、规模效应释放有望改善，单位毛利有望提升。

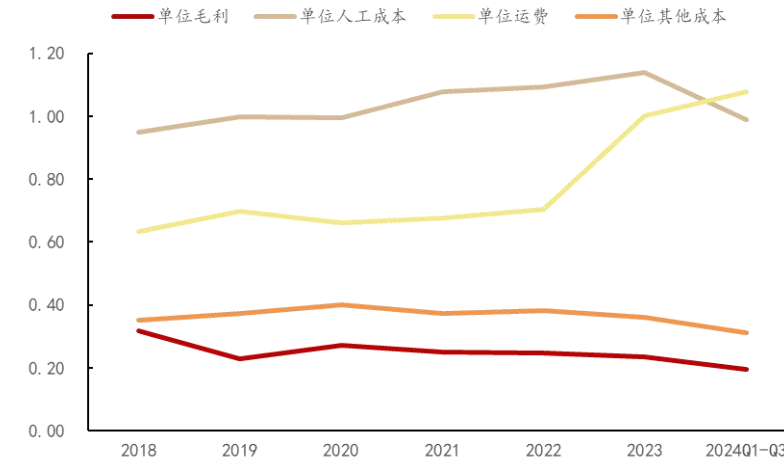
图：公司收入与宏观经济相关度高，具有弹性（亿元）



图：公司2014-2024年H1分拨中心个数（个）及面积（万平方米）



图：公司单公斤成本（元/公斤）





- **核心假设：**1) **收入：**由于公司营收与宏观经济相关度高，未来随着经济的不断复苏，直营快运市场容量不断扩大，加之京东物流与德邦有望产生协同效应，我们认为公司收入在预测期继续维持较高增速。2) **成本：**受益于快运行业的规模效应，加之公司不断深入挖掘各项精益管理举措，持续提升人员效率、资产效能，合理、有效控制成本费用，我们预测公司未来毛利率将企稳回升。3) **费用：**公司成本管控持续发力，公司持续推进科技赋能、流程优化，利用科技提升管理数智化水平，通过流程优化提高流程执行效率，促进管理效率不断提升，职能组织持续优化，我们预测公司未来各项费用率将保持较低水平。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2024-2026年归母净利润分别为8.1/10.7/12.6亿元，20250205股价对应2024-2026年PE分别为17.8x、13.5x、11.5x。直营快运壁垒深，集中度高，行业格局稳定下价格企稳。公司为直营快运龙头，服务品质持续提升，行业地位稳固，与京东网络融合持续推进，通过业务引流及物流资产复用等方式实现共赢，精细化管理下成本仍有节降空间，维持公司“买入”评级。

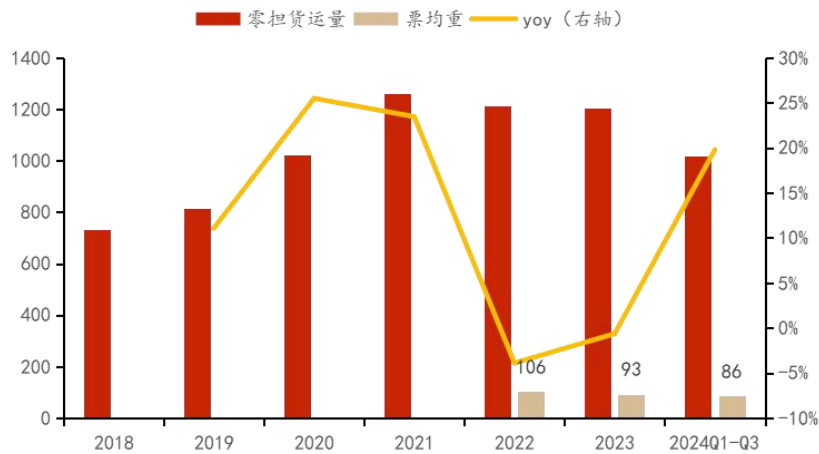
表：盈利预测与估值

盈利预测与估值					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	31391.54	36278.93	38644.99	44294.73	49653.83
yoy	0.10%	15.57%	6.52%	14.62%	12.10%
毛利率	10.19%	8.57%	8.06%	8.34%	8.42%
归母净利润	648.76	745.72	812.86	1074.54	1255.51
yoy	339.08%	14.94%	9.00%	32.19%	16.84%
PE (截至2025.2.5)	22.32	19.42	17.81	13.48	11.53

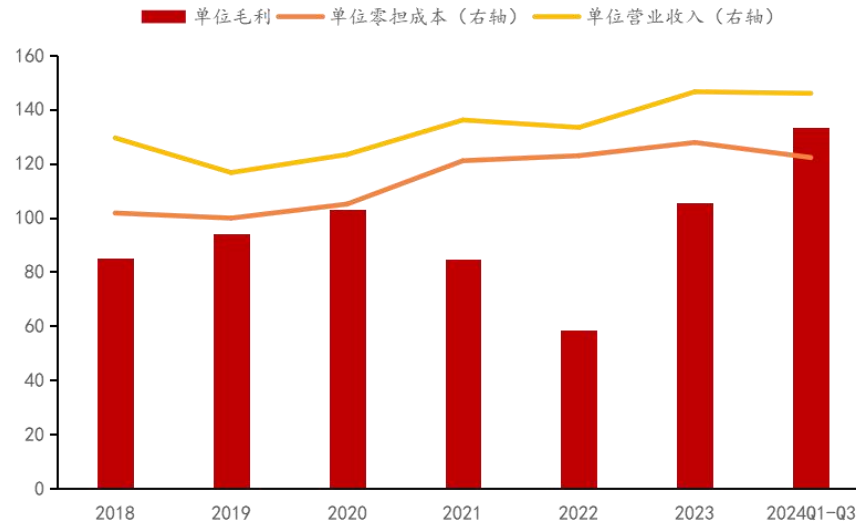
# 安能物流：市占率持续提升，管理改善下盈利有望持续增长

- **渠道拓展持续发力，“3300政策”发力下电商货量保持较快增长：**通过对公司的管理架构、价格渠道、网络生态和运营体系进行升级优化，加盟商粘性持续增强，2024年Q1-Q3公司货量为1016万吨，同比+20%，截止2024年9月底，公司拥有约32000家货运合作商及代理商，较2023年同期增加4000家。**货品结构优化，票均重持续改善，小票及迷你小票的占比提升推动单位收入改善。**
- **效率提升驱动成本改善，单位毛利仍有提升空间：**2024年Q3公司零担单吨收入为815元，同比+2.3%，2024年Q3公司单吨成本为687元/同比-2.7%，剔除派费为479元/同比-5.8%，其中干线运输成本为297元/同比-6.3%，分拨成本为140元/同比-16.7%。我们预计2025年成本改善有望随1) 自动化设备投放；2) 规模效应释放；3) 运输网络优化等因素进一步兑现。长期来看，随着服务质量提升、货品结构改善，公司单位价格仍有提升空间。

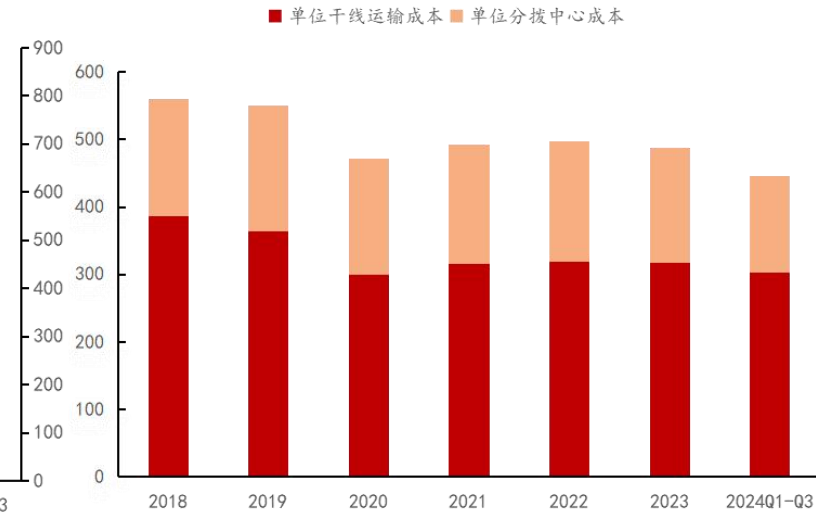
图：公司零担货运量（万吨），票均重（kg/票）及货运量增速



图：公司单位收入，单位成本及单位毛利（元/kg）



图：公司干线运输及分拨中心成本（元/kg）



■ **核心假设：**1) **货量：**加盟商生态优化，公司集中度持续提升，预计公司业务量能够稳健增长。2) **价格：**新战略实施后价格体系实现重塑，产品结构持续优化；公司聚焦零担快运市场，网点分层赋能，末端服务能力有望增强，公司单位零担收入有望保持稳健。3) **成本：**战略改革中公司对运营体系进行升级优化，人工和运输成本持续受到管控，预计单位成本将会逐步降低。4) **费用：**随着公司管理架构扁平化，组织效率得到提升，加之路由环节调优与运输环节提质，预计公司的费用率将会有所下降。

■ **投资建议：**预计公司2024-2026年归母净利润分别为7.28/9.31/11.23亿元，20250205股价对应PE分别为10.5x/8.2x/6.8x。公司为加盟制全网零担快运龙头，战略转型下公司盈利改善明显，规模效应释放下单位毛利仍有改善空间，长期来看加盟商生态优化推动业务量增长，服务提价及效率改善推动单位毛利上行，看好公司长期发展空间，维持“买入”评级。

表：盈利预测与估值

盈利预测与估值					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9341	9917	11704	13541	15262
yoy	-3%	6%	18%	16%	13%
毛利率	8.0%	12.8%	15.8%	16.4%	17.1%
归母净利润	-408	392	728	931	1123
yoy			85%	28%	21%
PE (截至2025.2.5)	-18.72	19.49	10.49	8.21	6.80

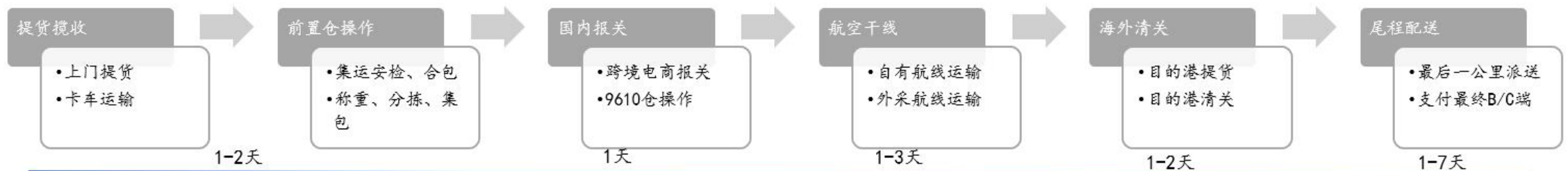
# 主要内容

---

1. 快递
2. 快运
3. 跨境物流
4. 化工物流
5. 风险提示

- 跨境物流链条包含揽、仓、关、干、清、配等环节。以航空货运为例，全程时效3-15天。
- 跨境物流链条较长，行业格局分散，参与者较多。根据资产属性以及服务方式可以分为三类：1) 港口、机场、货站、码头等基础设施提供商；2) 航空公司以及船务公司等运力提供商；3) 国际货运代理以及国际快递公司等综合服务商。

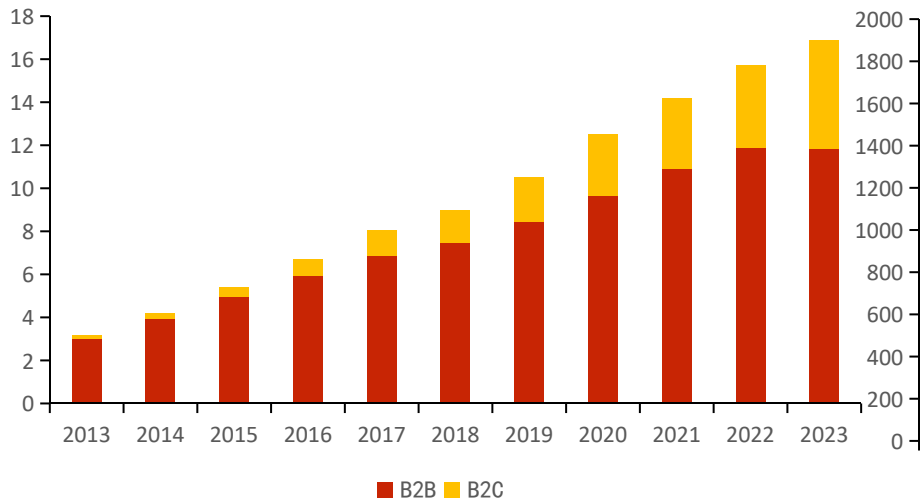
图：跨境物流链条图解



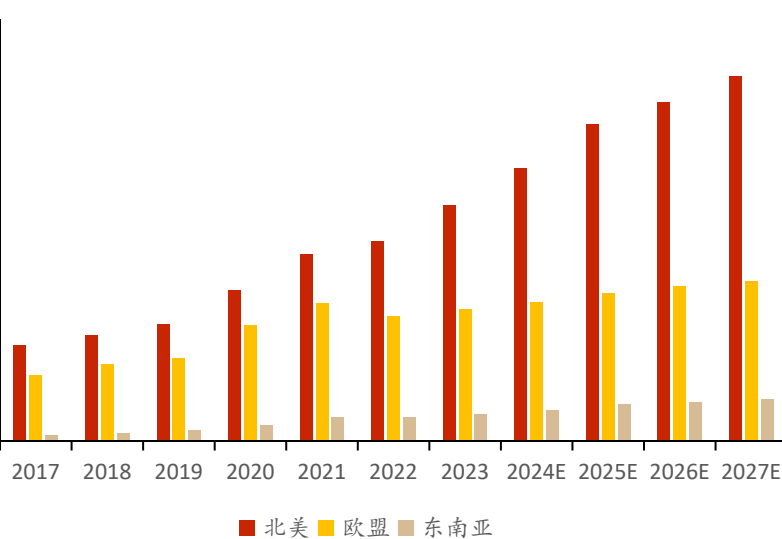
基础设施商		运力提供商	综合服务商
港口		航空公司	
			
机场		船务公司	
			
码头	货站	国际货运代理	
			

- **平台快速发展下，跨境电商仍保持较高景气：**我国跨境电商市场货物性价比较高、种类丰富，根据网经社数据，我国出口交易规模从2013年的3.15万亿元增长至2023年的16.85万亿元，年复合增长率（CAGR）约为18.3%。2022年起Shein及Temu的持续增长推动了B2C市场规模增长，2018-2023年B2B及B2C市场复合增速分别为9.58%、27.13%。
- **分区域来看，根据statista和ECDB数据，预计北美/欧盟/东南亚市场2024-2027年CAGR约为10.18%/4.68%/10.62%。**
- **跨境B2C物流市场规模有望持续提升：**依托我国柔性供应链带来的高效率、高性价比优势，我国跨境电商平台竞争力有望不断提升，抢占海外的市场份额，带来物流市场规模的持续提升。随着跨境电商B2C物流渗透率提升，根据易达云招股书数据，预计2026年直邮及海外仓模式市场规模分别为6999和8547亿元，对应24-26年CAGR分别为11.9%/18.5%。

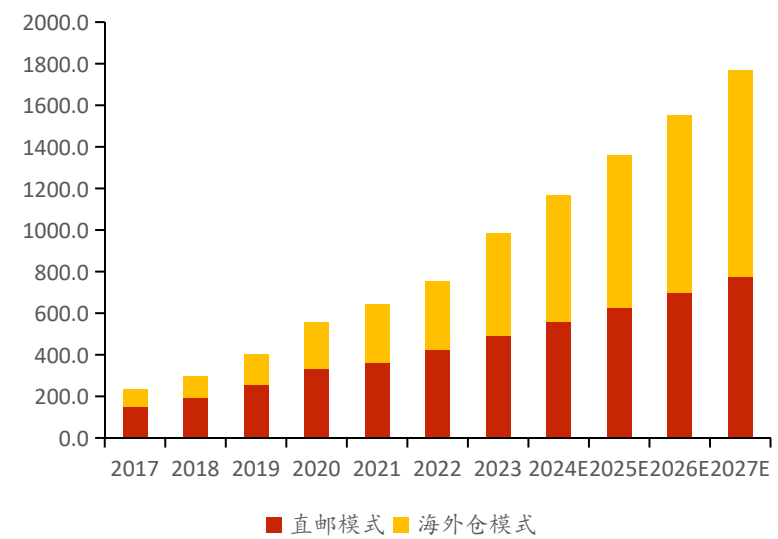
图：2013-2023年跨境电商交易规模（万亿元）



图：区域电商市场规模（十亿美元）



图：直邮与海外仓市场份额演变（十亿元）



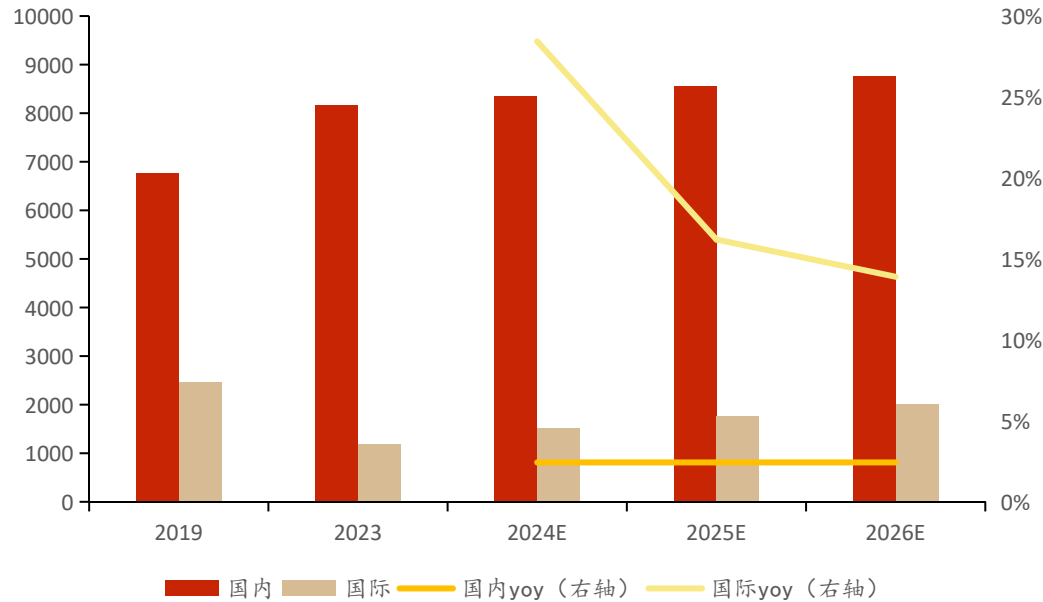
资料来源：网经社，ECDB，statista，易达云招股书，华源证券研究

- 根据民航局和seabury数据，2023年我国国际航空运输量为279万吨，测算下跨境电商货量约为114.4万吨，其中SHEIN、TEMU等跨境电商平台快速增长有望推动跨境电商货量持续高增，叠加海外仓模式渗透率提升下，跨境B2C物流市场有望保持快速增长，我们预计2024-2026年跨境电商货量增速有望达到45%/35%/25%。
- 我们假设国内及国际航空货运普货运输规模增速约为5%。
- 测算下，我们预计2024-2026年整体航空货运需求同比增长11.2%/11.1%/9.9%。其中跨境电商高增有望推动国际航空运输需求同比增长21.4%/19.7%/16.0%。

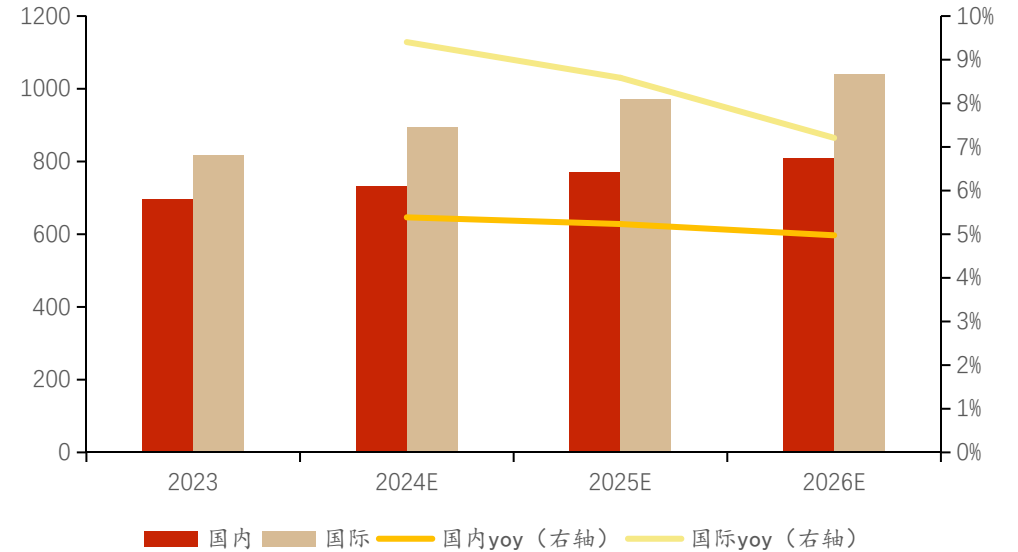
航空需求测算					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
国际航空运输规模 (万吨)	263.8	279	338.7	405.4	470.5
YOY		5.8%	21.4%	19.7%	16.0%
跨境电商货量 (万吨)	108.2	114.4	165.9	223.9	279.9
YOY		5.7%	45%	35%	25%
普货货量 (万吨)	155.6	164.6	172.8	181.5	190.5
YOY		5.8%	5%	5%	5%
国内航空运输规模 (万吨)	343.8	456.4	479.2	503.2	528.3
YOY		32.7%	5%	5%	5%
总需求 (万吨)	607.6	735.4	795.1	863.4	942.3
YOY		21%	11.2%	11.1%	9.9%

- **客机方面：**预计2024-2026年国内航班量随客机运力增长而小幅增长，国际航班量随着全球经济回暖，航线恢复等原因逐步复苏。根据航班管家数据测算，2024-2026年，客机腹仓运力供给增速约为4.48%。其中国际客机腹仓运力供给增速约为15.04%。
- **货机方面：**依据航班管家数据，2023年民航货运航班中，国内航线以窄体货机为主，国际航线以宽体货机为主，假设2024-2026年货运航班中，国内窄体货机航班量占比85%，宽体货机占比15%，国际窄体货机航班量占比20%，宽体货机占比80%。根据航班管家数据测算，2024-2026年，国内货机运力供给复合增速约为5.1%，国际货运运力供给复合增速约为7.9%。

图：2019及2023-2026年客机腹仓运输能力及增速预测（万吨）



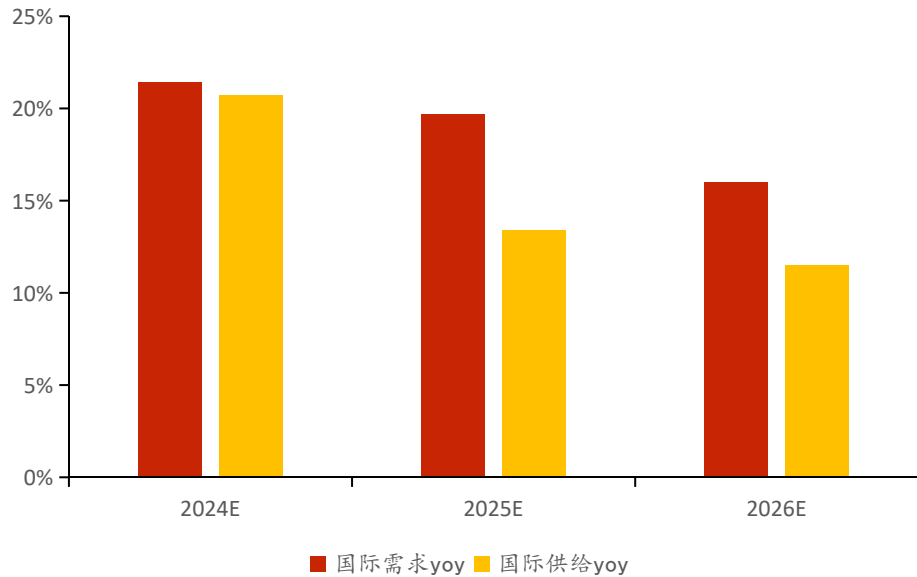
图：2023-2026年货机运输能力及增速预测（万吨）



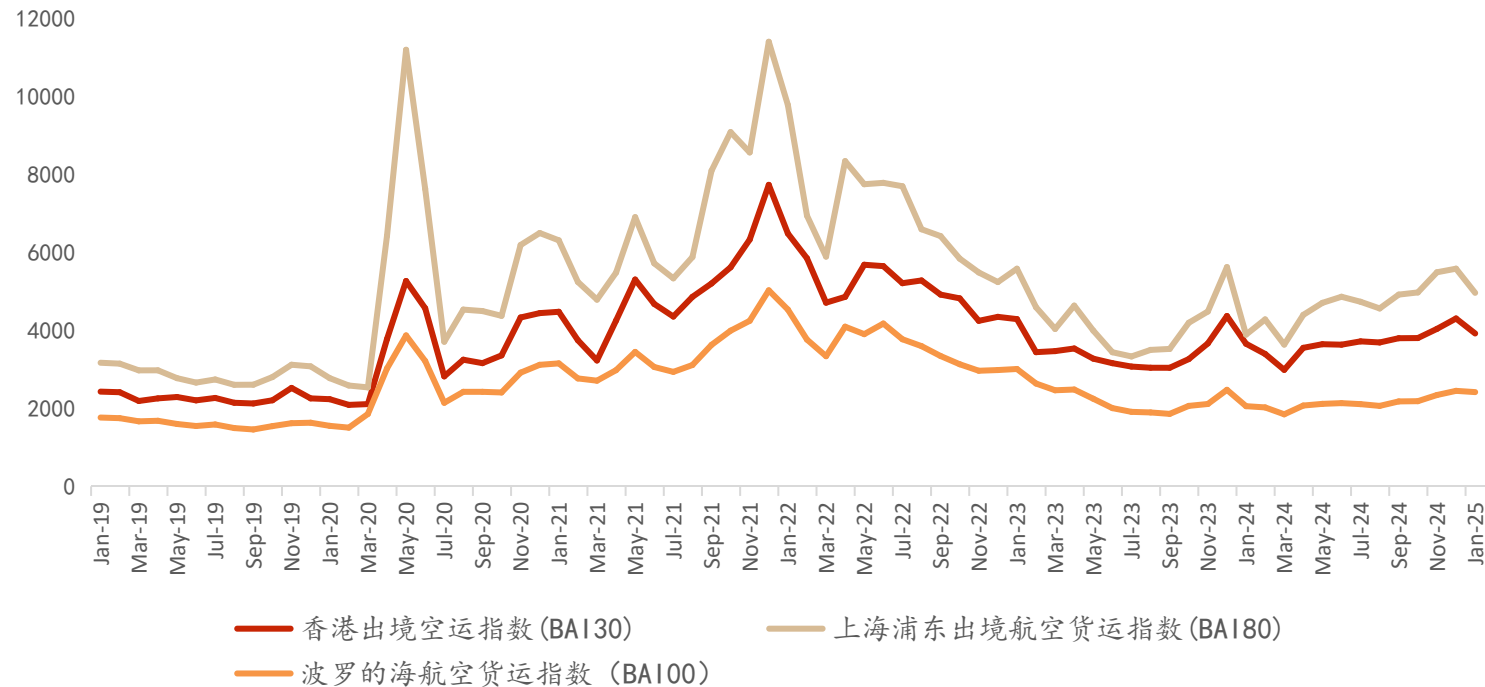


- **测算下，国际运力供需紧平衡：**我们测算下，2024-2026年航空货运需求增速约为11.2%/11.1%/9.9%，其中国际航线货运需求增速约为21.4%/19.7%/16.0%，供给增速约为6.0%/4.9%/4.7%，其中国际运力供给增速约为20.7%/13.4%/11.5%。
- **运价或有较大波动：**以上海浦东出境航空货运指数BAI80为例，2023年受益于跨境电商平台需求增长，BAI约为4247，相比2019年的2889提升约47%。2024年1-9月BAI约为4445，同比提升9.2%，2024年第四季度由于万圣节/感恩节/圣诞节，跨境电商旺季下BAI80由4348提升至5235，环比提升约20.4%。由于关税政策存在较大不确定性，我们认为2025年运价或因需求变化而波动较大，存在向下风险。

图：2024-2026年国际航线航空货运供需增速



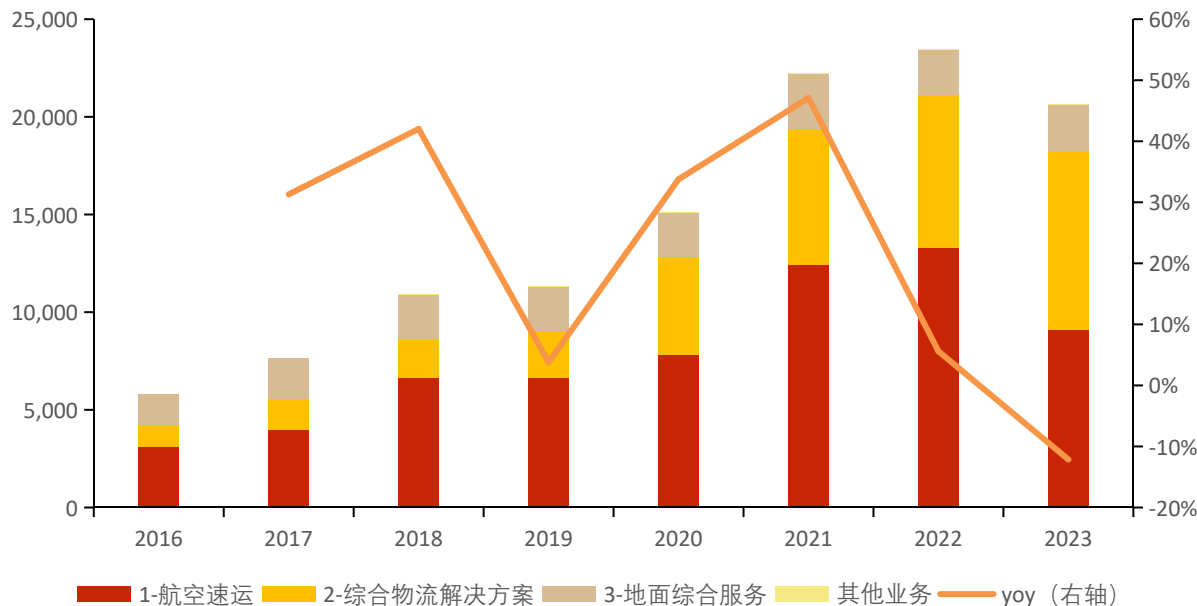
图：2019至今TAC航空货运价格指数



- 基于干线运力为客户提供综合解决方案，业绩与货运运价相关度较高。
- 航空速运=货机运输（具备运价弹性）+东航客机腹仓销售收入（抽成，毛利率在4-6%）。
- 综合物流解决方案，类货代，通过采购运力为客户提供综合服务，既包含自有运力采购，同时也会外采运力。
- 地面综合服务，盈利能力稳定，收入增长主要靠货量增长，与货站建设相关。



图：东航物流收入（百万元）及收入增速



- **核心假设：**1) **航空速运：**货运量随机队扩张及飞机利用率提升而提升，2024-26年吨公里收益随跨境电商景气提升而同比改善。2) **综合物流解决方案：**预计跨境电商及产地直达解决方案业务量保持较快增长。3) **地面综合服务：**业务量整体较为稳定，暂不考虑货站投产下带来的业务量提升，毛利率整体稳定。
- **投资建议：**公司为航空货运龙头，受益于跨境电商高景气，航空货运需求改善有望推动运价上行，公司业绩弹性可期，中长期看，公司卡位运力资源，业务向产业链延伸，收入及盈利能力均有提升空间。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别30.5/36.7/43.4亿元，2025/2026股价对应PE分别为7.7x/6.4x/5.4x，维持“买入”评级。

盈利预测与估值					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	23470	20621	25446	29679	34513
yoy	5.59%	-12.14%	23.40%	16.64%	16.29%
毛利率	27.7%	21.5%	21.6%	22.0%	22.2%
归母净利润	3637	2488	3051	3671	4336
yoy	0.27%	-31.58%	22.61%	20.34%	18.09%
PE (截至2025.2.5)	6.44	9.41	7.68	6.38	5.40

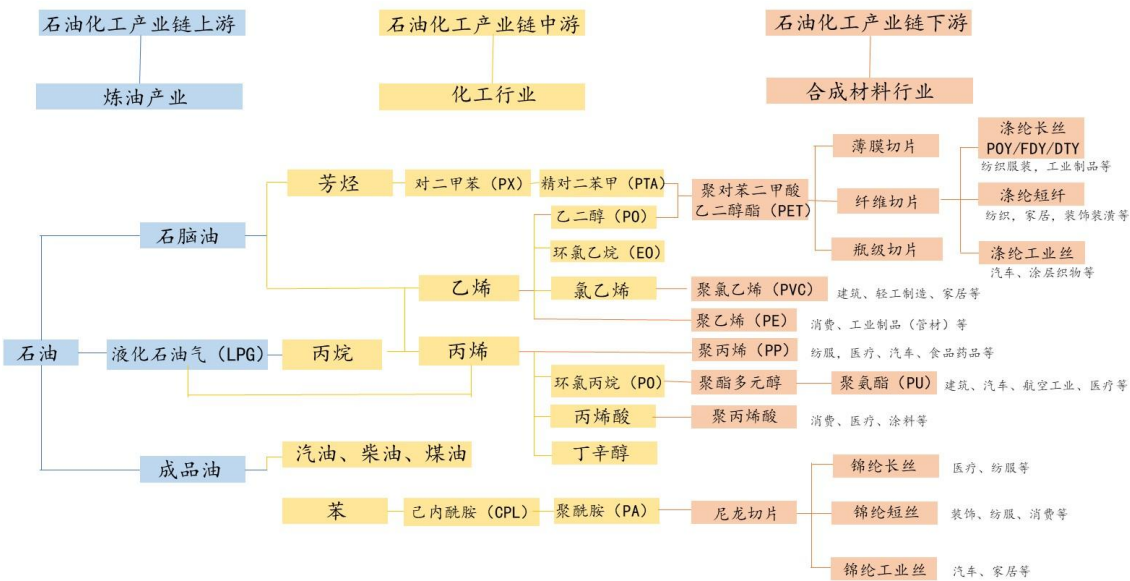
# 主要内容

---

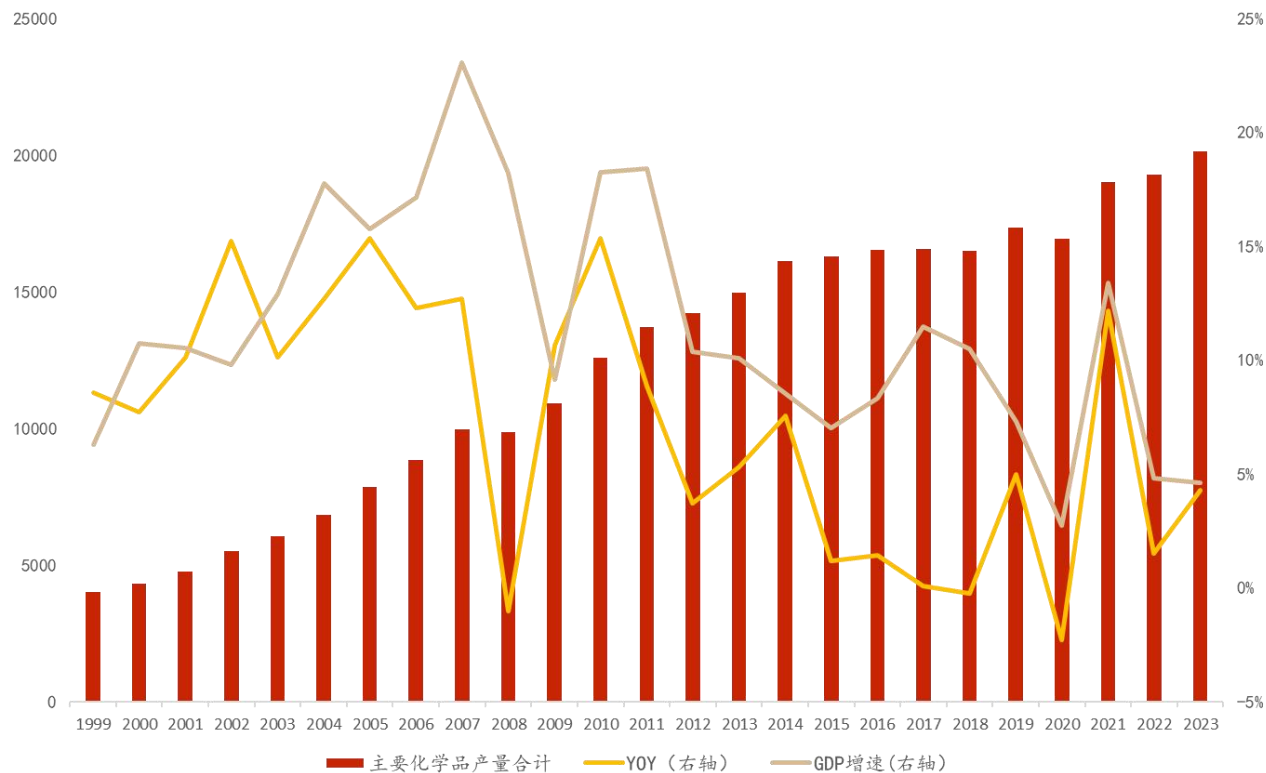
1. 快递
2. 快运
3. 跨境物流
4. 化工物流
5. 风险提示

- **化工物流顺周期属性较为明显**：需求受化工行业景气影响，化工产品作为国民经济活动的上游原材料，下游涉及消费、地产、汽车等细分领域，需求受宏观经济景气度影响而波动。化工品类繁多，导致物流环节的运营高度专业和复杂，运输环节主要包括陆路/水路/铁路运输、仓储、装卸搬运、产品再加工等。
- 随着我国经济的不断发展，我国主要化学品产量逐年攀升，2000-2023年我国主要化学品产量CAGR为6.9%，其中醇类、芳烃、酯类等石化产品都有较大的储存、运输需求。

图：石油化工产业链下游应用广泛



图：1999-2023年中国主要化学品产量（万吨）、增速（%）及GDP增速（%）

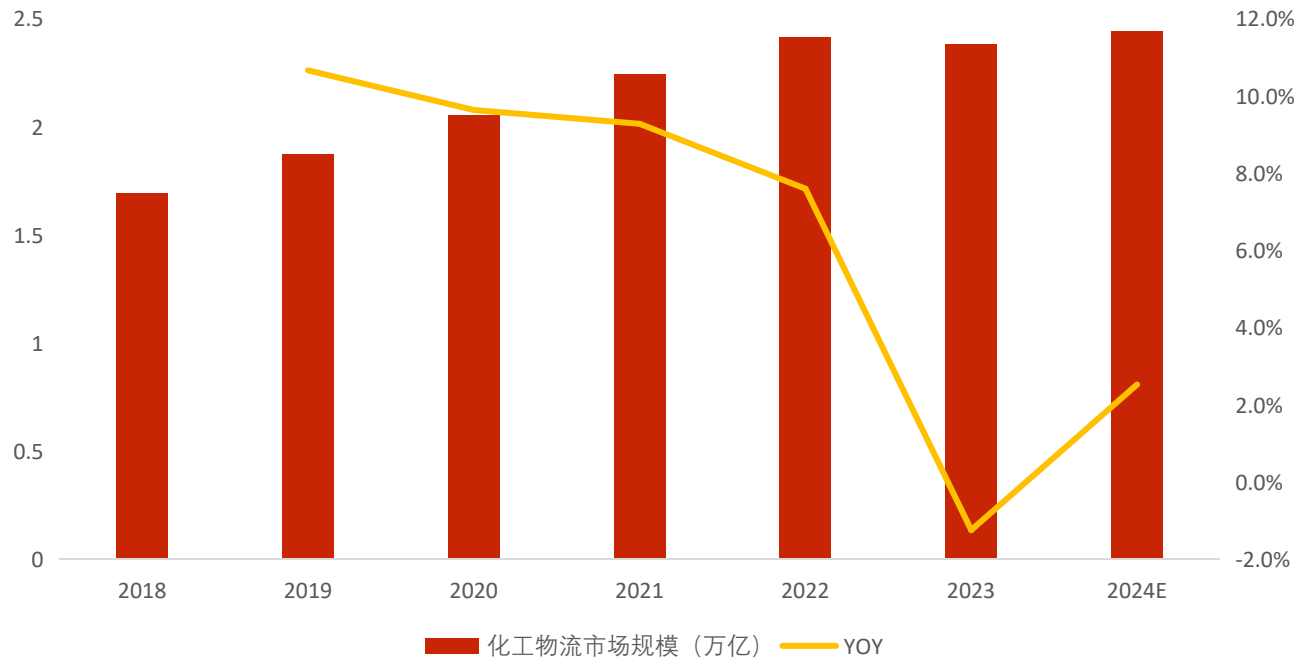


资料来源：兴通股份招股书，wind，华源证券研究

# 三方化工物流市场渗透率持续提升，格局小而散，龙头具备成长空间

- 三方化工物流仍具备成长性：**由于行业对物流环节的专业化需求不断增加，对于操作以及运输的规范性有了更严格的要求，我国化工企业在成本管控驱动下，逐渐剥离自有化工物流业务，第三方化工物流需求不断提升。根据中物联危化品分会数据，预计2024年我国化工物流市场规模为2.44万亿，2022-2024年复合增速约为0.6%。在渗透率提升影响下，第三方化工物流市场规模增速有望高于行业整体，成长性凸显。
- 格局小而散，合规要求趋严下准入壁垒较高，存量市场具备出清逻辑，龙头具备成长空间：**以收入口径计算，2023年三方化工物流市场中，密尔克卫，宏川智慧，兴通股份市占率均不足1%，行业监管趋严下，准入壁垒持续提升。由于化工产品具有危险性，预计未来行业相关法律法规以及牌照审批机制或将更为严格，未来行业竞争将以存量竞争为主。存量竞争下，随着行业对安全监管的要求不断提升、优势企业产能投入下竞争实力的不断加强，存量企业存在向头部集中趋势。

图：2018-2024年三方化工物流市场规模（万亿元）及增速（%）



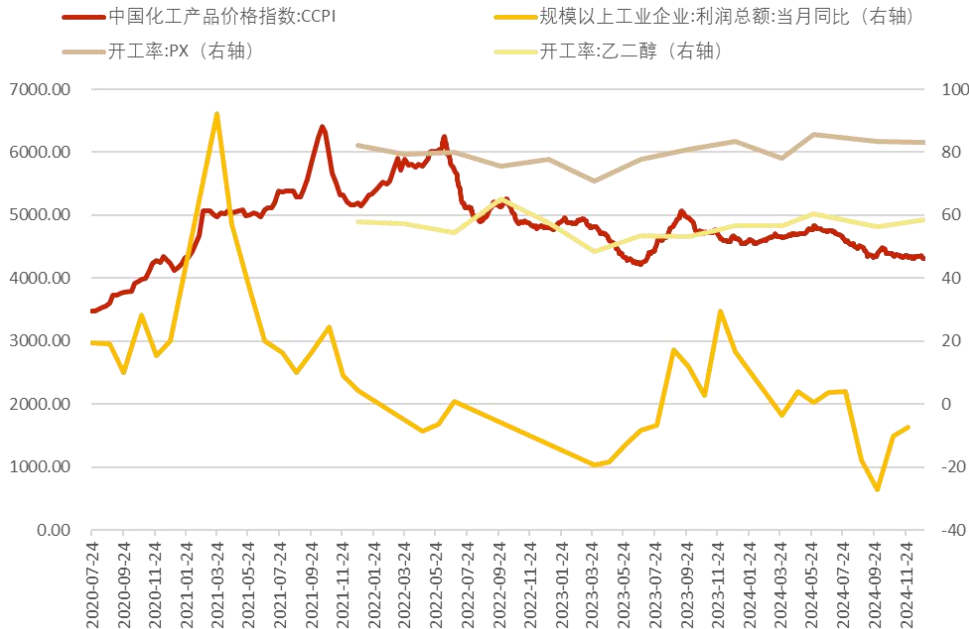
表：化工物流相关法律法规逐步完善

年份	分类	主营业务
2022	2022年1月	交通部发布《关于进一步加强运输安全生产体系建设的意见》
	2022年11月	国务院下发《危化品运行新规》
	2022年12月	交通运输部下发《铁路危险货物运输安全监督管理规定》
2023	2023年10月	生态环境部、商务部、海关总署发布《关于发布〈中国严格限制的有毒化学品名录〉（2023年）的公告》
	2023年12月	商务部、海关总署、生态环境部发布《禁止进口货物目录（第九批）》和《禁止出口货物目录（第八批）》
2024	2024年1月	国务院发布《危险化学品安全管理条例（2024年修订版）》
	2024年6月	交通运输部发布《危险化学品道路运输安全管理条例（2024年实施）》
	2024年9月	海关总署发布《化学品跨境运输与监管条例（2024年版）》

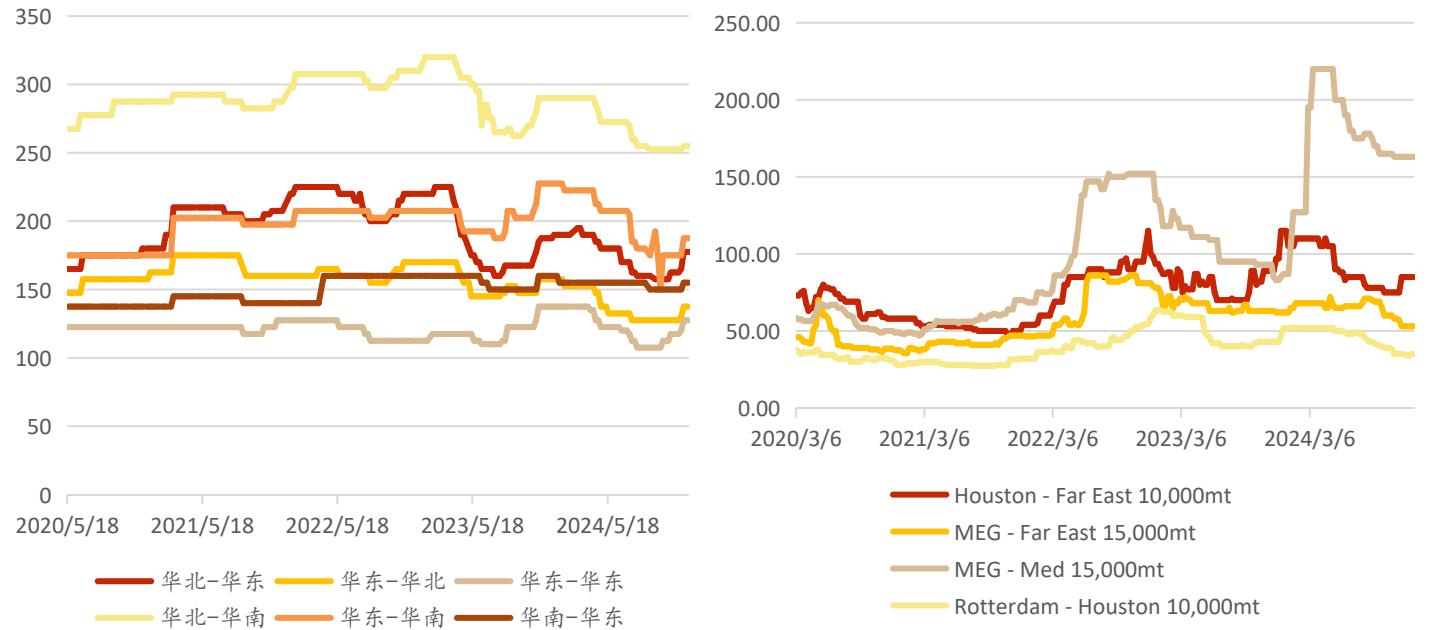
## ■ 行业需求疲软，静待复苏：

- 1) 中国化工产品价格指数CCPI：行业需求疲软，2022年起CCPI呈回落趋势，由5302点回落至2024年的4563点，下降13.9%。
- 2) 开工率：需求端疲弱、利润受限下企业开工意愿较差，2024年PX开工率约为82.5%，乙二醇开工率约为58.0%，后续静待行业需求复苏。
- 3) 液体化学品运价：沿海液体化学品运价因炼厂开工率较低，需求承压而略有下滑，2024年1-11月内贸运价约为177元/吨，2023年同期平均运价184元/吨相比约下滑4.2%，展望2025年，如开工率有所改善，我们认为行业运价有望复苏；液体化学品外贸运价2024年因地缘政治冲突而保持较高景气，从供需格局来看，外贸液体化学品船新增运力有限，行业整体呈现紧平衡状态，我们认为外贸运价或将持续维持在较高水平。

图：2020-2024年中国化工产品价格指数CCPI、全国规模以上工业企业利润同比(%)、PX及乙二醇开工率(%)

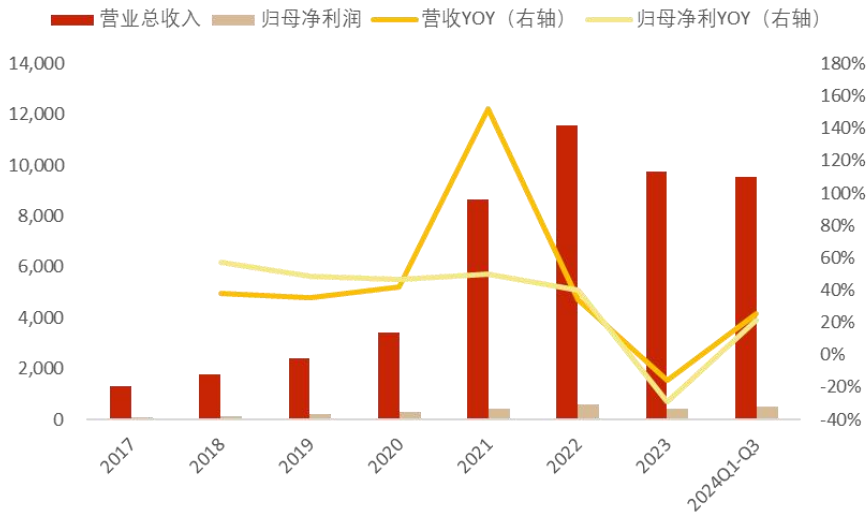


图：2020-2024年中国化学品内贸海运价格(元/吨) 图：2020-2024年化学品外贸海运价格(美元/吨)



- 密尔克卫业务包含货代、仓储、物流及分销，2024年Q1-Q3实现营收95.53亿元，同比+25.3%；归母净利润4.9亿元，同比+21.6%；其中Q3实现营收35.61亿元，同比+14.9%，归母净利润1.79亿元，同比+19.3%。
- 1) **货代及分销业务持续发力，收入及业绩维持环比改善趋势。**货代业务方面，2024年Q3集运景气持续，CCFI指数同比+117.3%，环比+34.7%，带动了公司单箱毛利的提升和货代业务收入的增长。同时，分销业务通过不断优化产品结构，拓展精细化工品类，并延伸服务链条，实现了收入的快速增长。2) 盈利能力略有下滑，静待化工周期景气修复。公司2024年Q1-Q3毛利率同比下滑0.6pct至11.1%，其中Q3毛利率同比下滑0.3pct至10.8%，盈利能力下滑主因化工物流需求较为疲软。

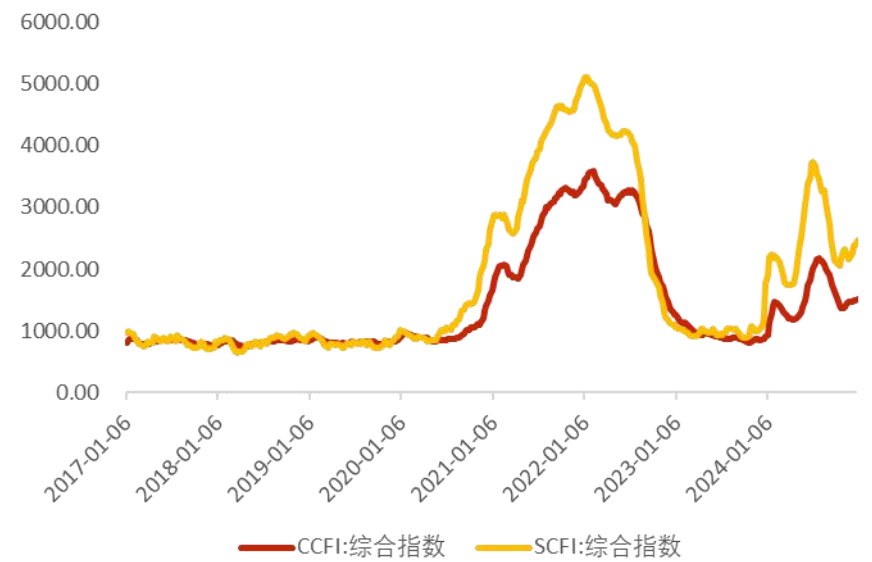
图：2017-2024年Q1-Q3密尔克卫营收和归母净利润（百万元）及其增速（%）



图：2020-2024年中国化工产品价格指数



图：2017-2024年CCFI及SCFI





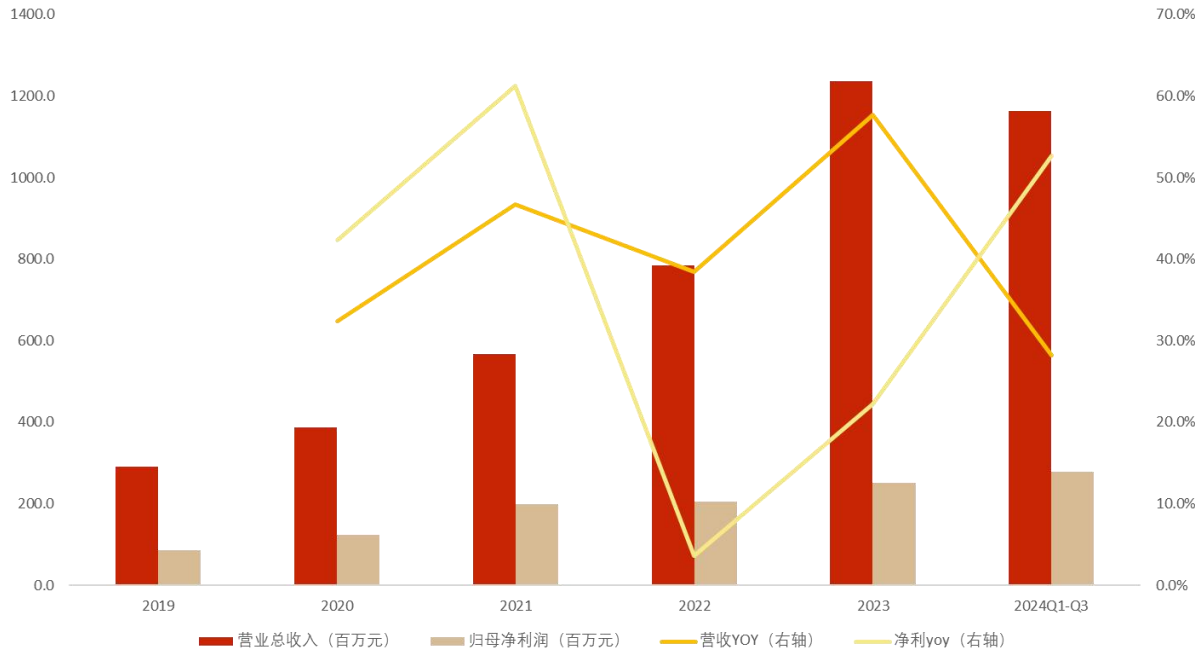
- 核心假设：**1) 货代业务：预计公司货代业务随网络扩张仍能保持较强的市场竞争力，货量增长下对冲运价波动，营收小幅增长，毛利率随议价能力提升而略有回升。2) 仓储&运输：预计公司仓储业务随产能投放及增值服务增加而仍能保持稳定增长。3) 分销：三方分销市场规模较大，公司当前市占率较低，成长空间广阔，预计分销业务仍将保持较快增长。4) 费用端：预计2024-2026年公司销售费用率、管理费用率以及财务费用率保持稳定。
- 投资建议：**公司为化工物流龙头，商业模式清晰，多业务并举综合物流服务能力持续增强，服务链条延伸推动盈利能力持续上涨，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别6.15/7.14/8.41亿元，2025/2026股价对应PE分别为13.5x/11.6x/9.8x，维持“买入”评级。

表：密尔克卫主要财务和估值指标

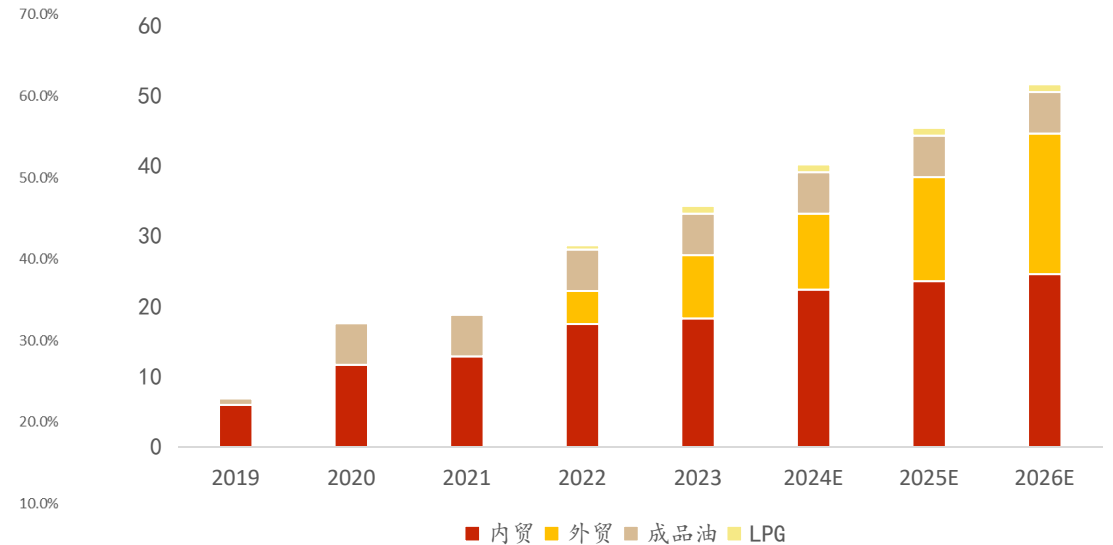
盈利预测与估值					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11,576	9,753	13,251	15,483	18,088
yoy	33.9%	-15.8%	35.9%	16.8%	16.8%
毛利率	10.9%	11.8%	10.9%	10.5%	10.3%
归母净利润	605	431	615	714	841
yoy	40.2%	-28.8%	42.7%	16.1%	17.7%
PE (截至2025.2.5)	13.68	19.21	13.46	11.59	9.84

- 2024年Q1-Q3公司实现营收11.6亿元，同比+28.2%，实现归母净利2.78亿元，同比+52.6%。需求及利润的同比改善主因1) 运力持续投放；2) 外贸液体化学品运输市场运价较为景气，推动公司外贸业务利润持续提升。
- **内外贸运力持续扩张，2024-2026年成长性有望逐步兑现：**1) 内贸：公司安全管理能力突出，公司连续多次取得交通运输部打分第一，运力保持稳健扩张趋势。2024年10月交通运输部公告运力调控评审结果，公司以评分第一取得1万载重吨高端不锈钢化学品船运力资格。2) 外贸：公司把握外贸需求景气，2025-2026年持续投入外贸运力建设。目前公司（不考虑万邦）在建内外贸船舶6艘，合计运力约12.03万载重吨，以外贸运力建设为主（11.66万载重吨），预计于2025-2026年逐步投产。

图：2019-2024Q1-Q3兴通股份营收、归母净利润（百万元）及yoy（%）



图：2019-2026年兴通股份船队规模（万载重吨）



- **核心假设：**1) 内贸：预计内贸运力随运力审批指标落地持续投放，推动营收及盈利能力共同增长。2) 成品油运输：内贸成品油运输业务短期保持稳定；3) LPG：内贸LPG运输业务量在双碳政策推动、清洁能源产量提升趋势下有望增长；4) 外贸：预计公司外贸业务随产能扩张而仍能保持较快增长；5) 费用端：预计2024-2026年公司销售费用率、管理费用率以及财务费用率随收入增加规模效应显现以及公司管控费用而逐步回落。
- **投资建议：**公司为内贸化学品航运龙头，商业模式清晰，自建及并购下运力持续增长，外贸业务受益于地缘冲突，运力持续投放下有望量价双升，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别3.61/4.22/5.18亿元，2025/2026股价对应PE分别为11.3x/9.7x/7.9x，维持“买入”评级。

表：兴通股份主要财务和估值指标

盈利预测与估值					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	785	1237	1622	1881	2308
yoy	38.4%	57.7%	31.1%	16.0%	22.7%
毛利率	41.6%	33.2%	36.7%	36.6%	36.5%
归母净利润	206.3	252.2	360.6	421.6	518.4
yoy	3.6%	22.3%	43.0%	16.9%	23.0%
PE (截至2025.2.5)	19.79	16.19	11.32	9.68	7.88

# 主要内容

---

1. 快递
2. 快运
3. 跨境物流
4. 化工物流
5. 风险提示

- **宏观经济景气波动导致需求低于预期：**快运、化工物流公司业务与宏观经济关联度较大，宏观经济大幅波动将导致公司业务盈利不及预期；
- **行业监管政策变动：**如行业监管政策发生较大变动，或影响行业运输需求；
- **油价持续上涨加大运输成本压力：**如油价大幅上涨，将影响运输企业运输成本；
- **市场竞争逐渐激烈，行业价格战重启：**如行业竞争激烈，价格战重启，公司盈利将低于预期。



## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES