

# 交通运输

## 周期柳暗花明，成长静待反转

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)		PE	
			2023E	2024E	2023E	2024E
600009.SH	上海机场	增持	0.7	1.97	46.13	16.39
600029.SH	南方航空	增持	0.14	0.72	40.43	7.86
600115.SH	中国东航	增持	0.03	0.56	128.00	6.86
601021.SH	春秋航空	增持	2.14	3.73	23.15	13.28
601111.SH	中国国航	增持	0.18	1.15	39.83	6.23
603885.SH	吉祥航空	买入	0.59	1.26	20.73	9.71

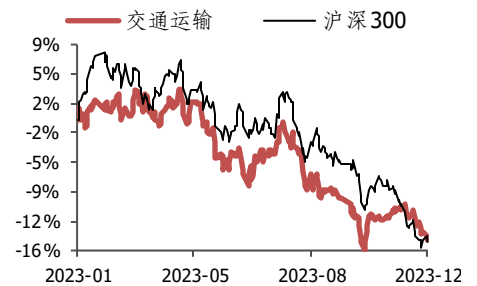
资料来源：长城证券产业金融研究院

**周期柳暗花明，成长静待反转。**回顾 2023 年全年交运板块表现，整体市场分化较为显著。截止 12 月 31 日，交通运输板块今年跌幅为 15.63%，跑输沪深 300 指数 4.25 个百分点，在所有行业中排名 25 位。业绩层面，2023 前三季度交运行业总体营收 37501.83 亿元，同比增长 2.10%；归母净利润为 1635.64 亿元，同比增长 84.17%，整体上营收和利润已随疫情解控逐步复苏。分子板块看，除航运港口子板块外，其余子板块均实现净利润正增长，其中航空机场子板块系国内外航班恢复叠加旺季国民出行需求爆发，业绩改善最为明显，摆脱了疫情期间持续亏损状态。股价表现层面，虽然大部分板块均跑输沪深 300 指数，但各板块的市场表现也有所分化，其中航空机场由于直接关联人流与货流且国外航线情况恢复不及预期，跌幅相对较大。而铁路公路子板块由于疫情结束后下管控措施取消以及国内出行需求的爆发，最终实现正收益，航空机场板块仍具备较强的业绩反转能力。展望明年，我们认为在经济恢复常态化的背景下，持续受压制的服务业复苏趋势明确，当前出行链正在稳步恢复，但受政策影响部分板块恢复不及预期，随着出行政策的进一步开放，出行链复苏趋势加快，有望超过 2019 年同期水平。为此我们推荐两个方向：一是疫情常态化复苏态势良好的出行链航空及机场板块，其中航空板块年初至今各航司机队扩张速度仍较慢，飞机供应商方面产能受限，预计全年机队扩张有望保持低速，且国内航线恢复态势显著，国际航线由于政策限制不及预期，随着政策开放国际线将进一步恢复，民航市场供给结构将持续改善，届时供需缺口扩大，票价有望持续上行带动航司业绩反弹，航空板块有望迎来高景气周期。整体看，航空机场板块的反转将会带动交运行业景气上行，整体业绩有望提高。机场板块国际线复苏亦受出境游政策限制，同时离岛免税略显疲态下预计随中长期国际线回归体现高消费力被动流量赋予的长期价值，机场免税销售规模确定性强，免税机场未来可期。二是政策催化叠加存量市场下切向质量竞争并趋于格局改善的快递板块，快递行业竞争格局改善，随着行业竞争形式从降价转向提升定价权、服务质量、成本管控，头部快递物流企业纷纷开始调整竞争策略，发力打造差异化竞争优势。经济型快递竞争进入后半场，建议关注头部中通、圆通的左侧布局价值，关注韵达打破负反馈、申通效率改善及可能受益尾部快递下滑的拐点性机会。中高端快递降本增效进行时，顺丰控股护城河持续加深。

**航空板块：整体需求仍显疲弱，静待中短期回暖。**航空作为受疫情冲击最大

强于大市（维持评级）

### 行业走势



### 作者

分析师 罗江南

执业证书编号：S1070518060002

邮箱：luojiangnan@cgws.com

### 相关研究

- 1、《红海局势紧张，催化航运运价上行》2023-12-25
- 2、《航司 11 月延续复苏，主要指标同比提升》2023-12-18
- 3、《十一月快递数据出炉，行业单量高位维持》2023-12-11

的行业之一，目前国内外航线复苏节奏两极分化，恢复至疫情前水平仍需一定时间。得益于国内疫情管控解除叠加国民出行需求释放，国内线恢复速度迅速，基本恢复至疫情前水平。国际线方面，由于海外机场保障能力不足，且居民出入境护照/签证的审批需要一定时间，以及国际航班数量受限，恢复程度不及预期，目前恢复至 2019 年的六成左右。当前经济逐渐常态化且国内管制基本解除，未来国内航线再次受到重大影响的可能性较弱。而国际线尽管当前恢复不及预期，但随着文旅部恢复第三批出境团队旅游相关通知的发布、国家扩大多个国家单方面免签等多项利好政策的发布，后续国际航线将逐步放开，国际线旅客量拐点已经出现，国际航线将迎来进一步复苏。需求端当前已进入复苏通道，而供给由于飞机延迟交付、供应商产能受限有望实质性出清，未来数年内行业供需格局有望持续改善。当前行业整体处于复苏通道，兼具周期反转与逆势成长机会：弹性角度可左侧布局吉祥航空与三大航，长期角度可布局复飞成本低于行业、逆势扩张长期成长性更佳的低成本航司春秋航空。

**机场板块：国际线拖累短期业绩，静待机场价值回归。** 疫情期间，机场业务遭到巨大冲击，旅客吞吐量显著下滑，航空性收入直接受到影响，而非航空性业务收入由于免税店客源缺失普遍闭店而表现欠佳。随着国内行政限制的解除，目前国内航班基本恢复，而国际线尚处于复苏通道。随着国际客流的回归，国内航司国际航线将逐渐恢复，机场业绩有望迎来反弹。参考国外机场恢复情况，国际供给或将于年底恢复至 19 年冬春航季七成，预计 24 年年底将恢复至疫情前水平。免税业务方面，疫情下国际旅客量断崖下滑，部分机场免税运营商转至线上销售，叠加离岛与市内渠道政策频出，多种新渠道的崛起以及与运营商合同重签预期使得市场对机场渠道的重要性预期降至冰点。而 23 年出入境放开后，机场免税业面临一定竞争，但跨境游供应链持续修复有望带动机场免税渠道加速回暖，预计增量大于流出量。随国人出境客流逐步增长，免税市场成长空间扩大。短期看，下半年机场免税客单表现值得关注，上海机场补充协议的签订或将开启提升机场的议价权。中长期看，机场免税品类结构改善，以及免税商实力的提升，将带动客单进一步提升。国际旅客的恢复将带动机场免税商业业态整体活力恢复，白云机场等国际枢纽机场旅客吞吐量恢复趋势相对明确，免税销售规模确定性强，机场未来可期，整体业绩与估值有望进一步修复。而当前市场对复苏进度以及机场免税渠道重要性预期尚处于较低水平，具备显著的中长期配置价值，建议关注上海机场、白云机场。

**快递板块：行业竞争格局迎来改善，企业着力打造差异化竞争优势。** 随着网购渗透率的逐年上升，线上渠道成为了消费品销售的重要渠道。在行业单量增速高位维持的同时，行业价格战逐步加剧。头部快递物流企业纷纷开始调整竞争策略，发力打造差异化竞争优势，在原本的规模效应、网络布局等基础上，探索新的业务模式，丰富产品结构，供应链竞争逐渐激烈。当前，快递市场平稳运行，全年迎来完美收官。整体上我们认为快递数据仍保持了稳健的增速，当前经济环境下居民消费力或已触底，未来单量增速下行空间不大。单价层面当前行业价格竞争较为激烈，而以价换量策略取得效果后价格竞争有望缓解。展望未来，直营快递本身受经济影响较大，当前环境下基本面向上趋势较为确定。加盟快递受消费能力与自身行业格局影响复苏进程确定但时点上存在不确定性，建议关注估值处于历史底部、业绩底部已现的直营快递龙头顺丰控股。

**投资建议：**当前国内经济整体上仍处于弱复苏阶段，但外部压力逐步缓解叠

加国内政策回暖有望加速复苏进程。交运板块建议关注中美库存周期共振下的顺周期板块机会。我们推荐两个方向：一是疫情常态化复苏态势良好的出行链航空及机场板块。随着政策开放国际线将进一步恢复，民航市场供给结构将持续改善，届时供需缺口扩大，票价有望持续上行带动航司业绩反弹，航空板块有望迎来高景气周期。整体看，航空机场板块的反转将会带动交运行业景气上行，整体业绩有望提高。同时，免税议价恢复下机场未来可期。

二是政策催化叠加存量市场下切向质量竞争并趋于格局改善的快递板块，快递行业竞争格局改善，头部快递物流企业发力打造差异化竞争优势。经济型快递竞争进入后半场，建议关注头部中通、圆通的左侧布局价值，关注韵达打破负反馈、申通效率改善及可能受益尾部快递下滑的拐点性机会。中高端快递降本增效进行时，增速有望随经济复苏回升，顺丰控股护城河持续加深。

**风险提示：**宏观经济复苏不及预期，油价、汇率大幅波动，居民消费信心不振，行业供给超预期释放。

## 内容目录

交运板块：疫后复苏进程拉长，整体表现弱于市场 .....	6
航空：整体需求仍显疲弱，静待中短期回暖 .....	7
需求：国际线拖累短期业绩，新航季国际回流带来增量 .....	8
供给：整体紧缩态势持续，静待中短期需求回暖 .....	12
机场：国际线拖累短期业绩，静待机场价值回归 .....	15
航空性业务：国际客流将回归，机场布局正当时 .....	16
非航空性业务：机场免税恢复空间大，关注业绩修复情况。 .....	19
快递：行业竞争格局迎来改善，企业着力打造差异化竞争优势 .....	25
单量：各公司单量表现各有不同，未来下沉市场或成重要增长来源 .....	26
单价：单票毛利下滑明显，部分公司盈利承压 .....	28
竞争格局：行业竞争白热化，跨境业务大势所趋 .....	30
投资建议 .....	32
风险提示 .....	32

## 图表目录

图表 1: 交运板块 2023 年全年跑输沪深 300 指数 .....	7
图表 2: 铁路公路和航运港口子板块跑赢沪深 300 指数 .....	7
图表 3: 上市航司营业收入及同比 .....	7
图表 4: 上市航司归母净利润及同比 .....	7
图表 5: 国内航线 RPK 恢复情况 .....	8
图表 6: 国际航线 RPK 恢复情况 .....	8
图表 7: 各航司 ASK 及同比 .....	9
图表 8: 各航司 RPK 及同比 .....	9
图表 9: 各航司客座率 .....	9
图表 10: 近期推动国际航线恢复的通知 .....	10
图表 11: 国航国内及国际 RPK 增速及客座率对比 .....	11
图表 12: 东航国内及国际 RPK 增速及客座率对比 .....	11
图表 13: 南航国内及国际 RPK 增速及客座率对比 .....	11
图表 14: 春秋国内及国际 RPK 增速及客座率对比 .....	11
图表 15: 吉祥国内及国际 RPK 增速及客座率对比 .....	11
图表 16: 历年民航旅客周转量 .....	11
图表 17: 各航司 RPK 恢复情况 .....	12
图表 18: 各航司客座率恢复情况 .....	12
图表 19: 机票平均价格恢复情况 .....	12
图表 20: 各航司油价敏感性（航油价格波动 5%，亿元） .....	13
图表 21: 各航司汇率敏感性（人民币波动 1%，万元） .....	13
图表 22: 布伦特原油价格 .....	14
图表 23: 人民币兑美元 .....	14
图表 24: 各航司机队规模及计划 .....	14
图表 25: 上市航司国内国际航班量及恢复情况 .....	15
图表 26: 上市机场营业收入 .....	16
图表 27: 上市机场归母净利润 .....	16

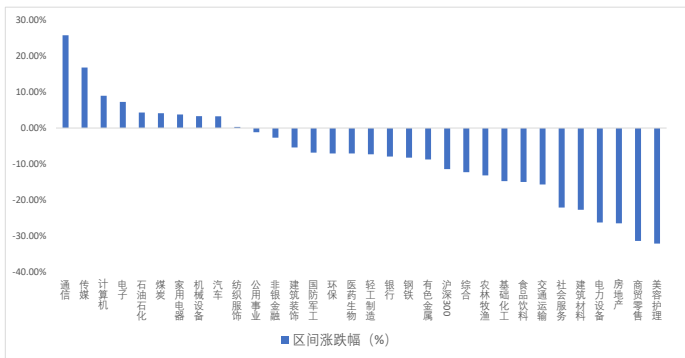
图表 28:	上市机场起降架次.....	17
图表 29:	上市机场旅客吞吐量.....	17
图表 30:	上市机场起降架次恢复情况.....	17
图表 31:	上市机场旅客吞吐量恢复情况.....	17
图表 32:	前十大机场总时刻量同比增速.....	18
图表 33:	戴高乐机场旅客吞吐量和飞机起降架次.....	18
图表 34:	洛杉矶机场旅客吞吐量和飞机起降架次.....	18
图表 35:	樟宜机场旅客吞吐量和飞机起降架次.....	19
图表 36:	仁川机场旅客吞吐量和飞机起降架次.....	19
图表 37:	2010-2021 年全球免税和旅游零售额 (亿美元).....	20
图表 38:	Dufry 销售额机场渠道占比.....	21
图表 39:	Dufry 免税收入占比.....	21
图表 40:	2020 年后高奢品牌入驻机场.....	21
图表 41:	疫情以来免税等领域政策加码.....	21
图表 42:	2014-2023H1 年海南离岛免税销售额.....	23
图表 43:	2014-2023H1 年海南离岛免税购物人次.....	23
图表 44:	海南离岛免税月度销售额.....	23
图表 45:	海南离岛免税月度购物人次.....	23
图表 46:	市内免税相关政策.....	23
图表 47:	中国离岛、市内、机场三大免税渠道对比.....	24
图表 48:	中国总人口数及公民出国旅游人数.....	25
图表 49:	各上市快递公司月度业务收入.....	26
图表 50:	各上市快递公司季度归母净利润.....	26
图表 51:	实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重.....	27
图表 52:	京东阿里巴巴拼多多年度 GMV 及同比.....	27
图表 53:	月度快递行业业务量.....	27
图表 54:	各龙头企业快递业务量及增速.....	28
图表 55:	月度快递行业业务收入.....	28
图表 56:	月度快递行业业务单票收入.....	28
图表 57:	顺丰快递单票收入.....	29
图表 58:	顺丰快递服务业务收入.....	29
图表 59:	A 股通达系企业快递月度单票收入.....	29
图表 60:	A 股通达系单票毛利润.....	30
图表 61:	顺丰现阶段国际产品介绍.....	30
图表 62:	2020-2023H1 极免速递东南亚地区及中国包裹量相关情况.....	31
图表 63:	行业集中度指数 CR8 月度数据.....	32
图表 64:	各龙头企业市占率.....	32

## 交运板块：疫后复苏进程拉长，整体表现弱于市场

回顾 2023 年全年交运板块表现，整体市场分化较为显著。截止 12 月 31 日，沪深 300 跌幅 11.38%，31 个行业中 10 个行业全年涨幅为正，而其中排名靠前的通信板块涨幅为 25.75%，靠后的美容护理板块则下跌 32.03%。交通运输板块今年跌幅为 15.63%，跑输沪深 300 指数 4.25 个百分点，在所有行业中排名 25 位，表现不佳主要系交运板块整体业务模式为实现人或物的位移，其盈利模式与客流、物流的流量息息相关，在疫情中受冲击较为显著，疫情结束后板块复苏需要一定时间。业绩层面，2023 前三季度交运行业总体营收 37501.83 亿元，同比增长 2.10%；归母净利润为 1635.64 亿元，同比增长 84.17%，整体上营收和利润已随疫情解控逐步复苏。分子板块看，除航运港口子板块外，其余子板块均实现净利润正增长，其中航空机场子板块系国内外航班恢复叠加旺季国民出行需求爆发，业绩改善最为明显，摆脱了疫情期间持续亏损状态。股价表现层面，虽然大部分部分板块均跑输沪深 300 指数，但各板块的市场表现也有所分化，其中航空机场由于直接关联人流与货流且国外航线情况恢复不及预期，高预期下跌幅相对较大。而铁路公路子板块由于疫情常态化下管控措施取消以及国内出行需求的爆发显著复苏，最终实现正收益。航空机场板块仍具备较强的业绩反转能力。长期看，未来随着国际线恢复，国民需求将进一步回暖，叠加航司运力增速放缓，届时供需缺口出现，票价有望持续上行带动航司业绩反弹。整体看，航空机场板块的反转将会带动交运行业景气上行，整体业绩有望提高。

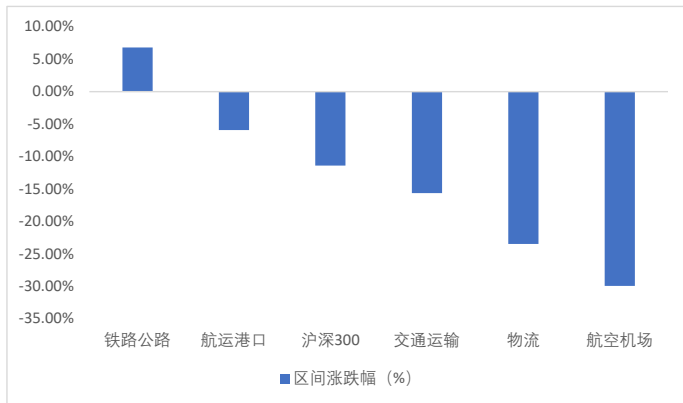
展望明年，我们认为在疫情常态化的背景下，持续受压制的服务业复苏趋势明确，当前出行链正在稳步恢复，但受政策影响部分板块恢复不及预期，随着更多刺激需求的政策出台，出行链复苏趋势加快，整体表现有望创历史新高。为此我们推荐两个方向：一是政策催化叠加存量市场下切向质量竞争并趋于格局改善的快递板块，快递行业竞争格局改善，随着行业竞争形式从降价转向提升定价权、服务质量、成本管控，头部快递物流企业纷纷开始调整竞争策略，发力打造差异化竞争优势。经济型快递竞争进入后半场，建议关注头部中通、圆通的左侧布局价值，关注韵达打破负反馈、申通效率改善及可能受益尾部快递下滑的拐点性机会。中高端快递降本增效进行时，增速有望随经济复苏回升，顺丰控股护城河持续加深；二是疫情常态化复苏态势良好的出行链航空及机场板块，其中航空板块年初至今各航司机队扩张速度仍较慢，飞机供应商方面产能受限，预计全年机队扩张将保持低速。需求方面国内航线恢复态势显著，国际航线由于海外机场保障能力不足恢复不及预期，随着一系列利好政策发布国际线将加速恢复。整体看，未来民航市场整体需求将回暖，供给结构有望持续改善，航空板块将迎来高景气周期。而机场板块国际线复苏亦受出境游政策限制，同时离岛免税略显疲态下预计机场免税随中长期国际线回归将体现高消费力被动流量赋予的长期价值，机场免税销售规模确定性高，免税业务未来可期。

图表1: 交运板块 2023 年全年跑输沪深 300 指数



资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

图表2: 铁路公路和航运港口子板块跑赢沪深 300 指数

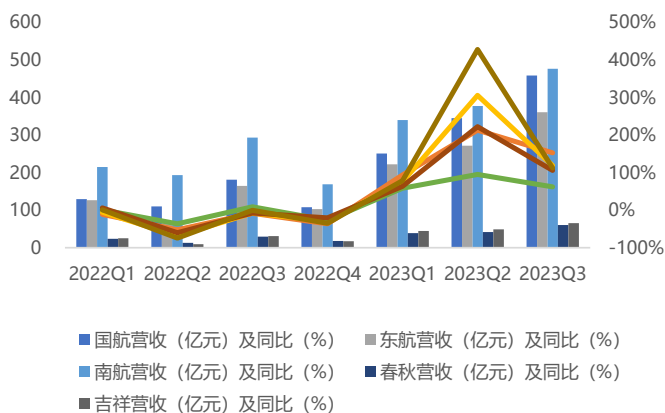


资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

## 航空：整体需求仍显疲弱，静待中短期回暖

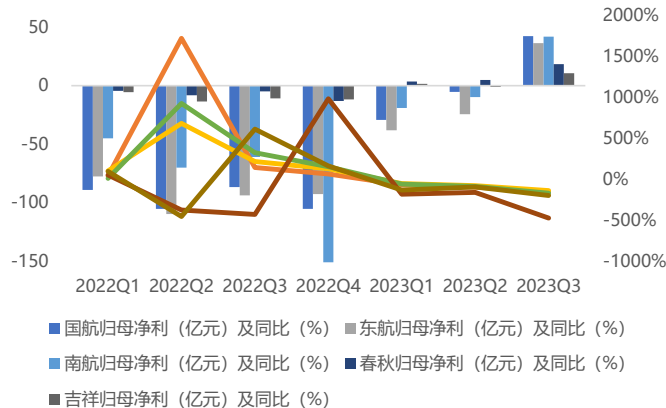
上市航司大幅减亏，三季度表现超预期。业绩层面，2023 年前三季度航空板块业绩大幅增长，上市航司表现超预期。2023 年前三季度，国航、东航、南航、春秋、吉祥五大航司合计实现营收 3404.89 亿元，同比增长 111.23%，合计归母净利润 33.16 亿元，同比减亏 818.32 亿元。其中，三季度表现较为亮眼，国航、东航、南航实现疫情以来首次单季度盈利。分公司看，第三季度国航、东航、南航、春秋吉祥分别实现营收 458.64、361.13、476.61、60.72、65.49 亿元，同比增长 152.83%、118.92%、62.42%、105.76%、112.84%。归母净利润方面，三季度国航、东航、南航、春秋、吉祥分别为 42.42、36.42、41.95、18.39 和 10.71 亿元，同比减亏 129.10、130.22、102.94、23.31、21.54 亿元。得益于低成本运营模式，春秋航空客座率、资产利用率等在业内的领先赋能使其在行业整体供给放缓背景下扩张，同时领先优势赋予强劲利润弹性，春秋航空 2023 年前三季度均实现盈利，后疫情时代复苏速度表现超过国有航司，彰显运营优势。随着国内疫情好转，各航司业绩表现逐渐改善，航空板块将迎来景气周期。

图表3: 上市航司营业收入及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

图表4: 上市航司归母净利润及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

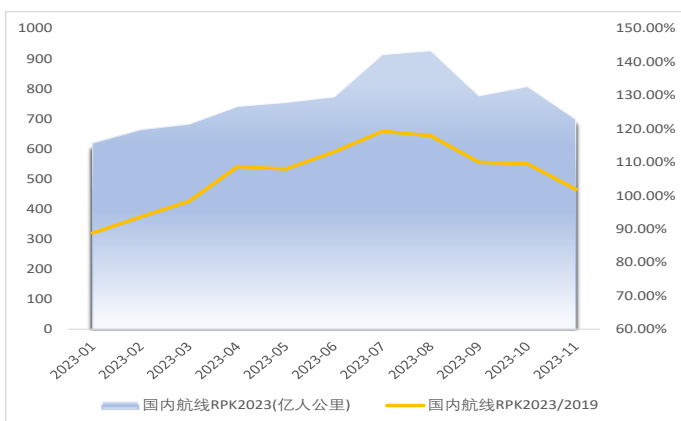
航空作为受疫情冲击最大的行业之一，目前国内外航线复苏节奏两极分化，恢复至疫情前水平仍需一定时间。得益于国内疫情管控解除叠加国民出行需求释放，国内线恢复速度迅速，基本恢复至疫情前水平。国际线方面，由于海外机场保障能力不足，且居

民出入境护照/签证的审批需要一定时间，以及国际航班数量受限，恢复程度不及预期，目前恢复至 2019 年的六成左右。当前疫情逐渐常态化且国内管制基本解除，全面暂停经济运行的可能性微乎其微，未来国内航线再次受到重大影响的可能性较弱。而国际线尽管当前恢复不及预期，但随着文旅部恢复第三批出境团队旅游相关通知的发布、国家扩大多个国家单方面免签等多项利好政策的发布，后续国际航线将逐步放开，国际线旅客量拐点已经出现，国际航线将迎来进一步复苏。需求端当前已进入复苏通道，而供给由于飞机延迟交付、供应商产能受限有望实质性出清，未来数年内行业供需格局有望持续改善。当前行业整体处于复苏通道，兼具周期反转与逆势成长机会：弹性角度可左侧布局吉祥航空与三大航，长期角度可布局复飞成本低于行业、逆势扩张长期成长性更佳的低成本航司春秋航空。

### 需求：国际线拖累短期业绩，新航季国际回流带来增量

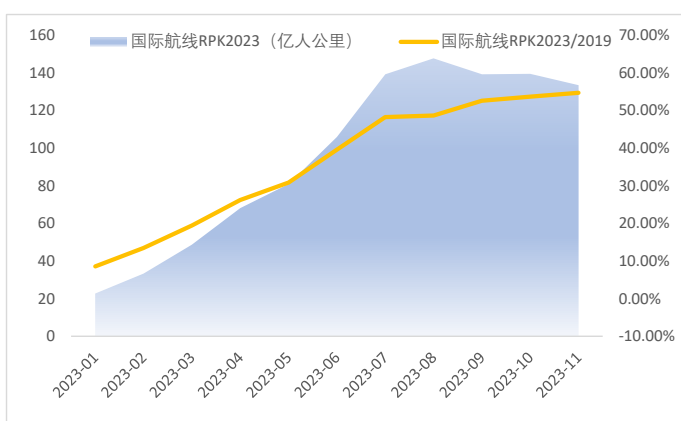
**疫情常态化推进国内航线恢复，经营数据稳步增长。**从需求端看，今年前三季度国航、东航、南航、春秋及吉祥的 RPK 同比分别增长 226.05%、171.39%、117.13%、75.35% 和 143.97%。伴随着疫情常态化，国内航线逐步恢复带动 RPK 回暖，Q1 各航司环比改善显著，环比增速分别为 195.16%、164.58%、164.14%、100.22%和 148.61%。对比疫情前的 2019 年，国内航线 RPK 于今年 4 月份超过 2019 年，整体呈上升趋势，7 月份国内航线 RPK 超过 2019 年同期，为 2019 年同期水平的 119.29%。由于国际航班的限制，国际航线 RPK 恢复情况不及预期，2023 年 11 月份仅恢复到 2019 年同期的 54.71%，国内国际恢复情况两极分化。不过随着 8 月 10 日文旅部恢复第三批出境团队旅游相关通知的发布和国家扩大多个国家单方面免签的政策发布，叠加国民出境游需求的增加，国际航线恢复速度将进一步加快。从供给端看，国航、东航、南航、春秋和吉祥 2023 年第三季度 ASK 同比增速分别增长 170.37%、119.77%、76.83%、41.64%、37.14%。随着上市公司经营业绩改善，供给端将进一步复苏，预计 ASK 将回到疫情前水平。整体看供需两端均随着疫情常态化逐步恢复，较去年大幅改善主要系国内出行管控解除，国内航线出行需求释放，同比涨幅先增后减，国内航司国际航线正逐步恢复，航空板块的长期具有确定性。

图表5: 国内航线 RPK 恢复情况



资料来源：民航局，长城证券产业金融研究院

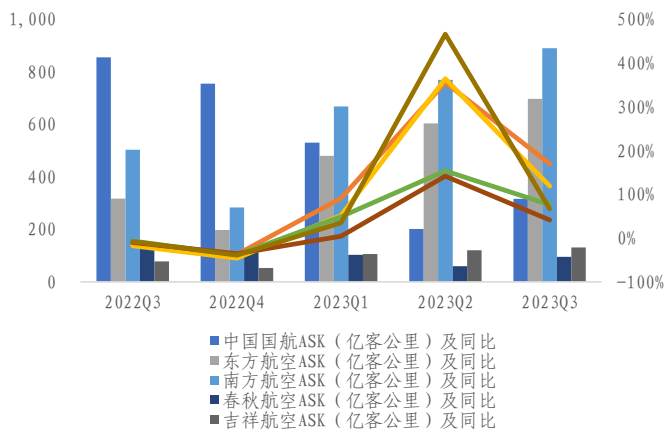
图表6: 国际航线 RPK 恢复情况



资料来源：民航局，长城证券产业金融研究院

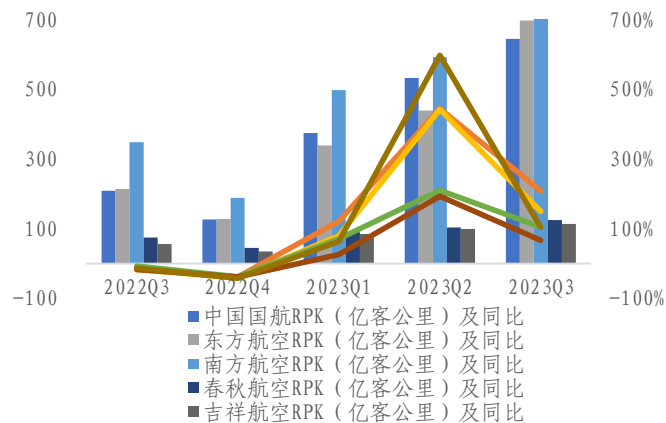


图表7: 各航司 ASK 及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

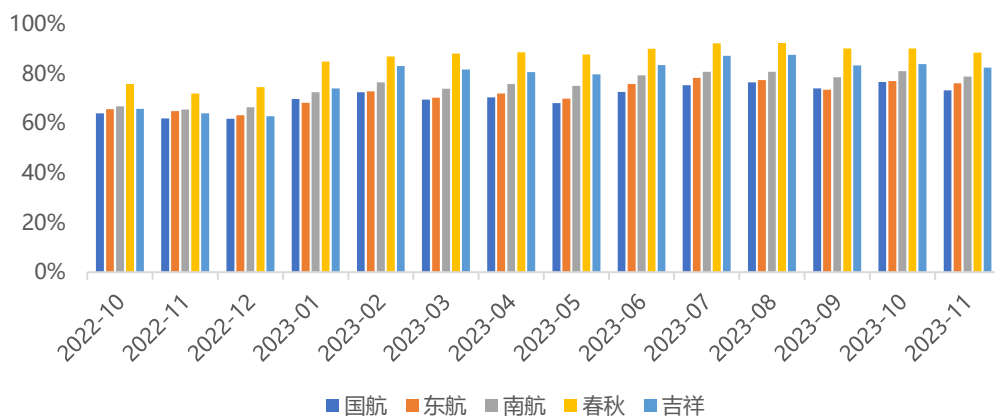
图表8: 各航司 RPK 及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

运营效率层面, 各航空公司客座率较去年同期均有所上升。2023 年 1 月, 除国航、东航客座率稍低于 70% 以外, 其余三家航司客座率均达到 70% 以上, 南航、春秋和吉祥客座率分别为 72.67%、85.03% 和 74.12%, 之后进入复苏通道。截至 11 月国航、东航、南航、春秋、吉祥客座率分别恢复至 73.4%、76.18%、78.93%、88.53%、82.5%, 整体看民营航司表现优于国有航司, 基本恢复至疫情前水平。行业整体效率低谷已过, 而民营航司先于行业复苏, 凸显经营效率优势。

图表9: 各航司客座率



资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

国内航线恢复态势较好, 国际航线尚处左侧。由于国家防疫政策的调整与管制解除, 各地交通陆续放开, 国内复工复产, 国内国际航线开始逐步复苏, 自 2 月份开始同比增长。但疫情期间国际航班大部分停止, 恢复需要一定的时间, 这导致国际航线业绩恢复缓慢, 即使国家积极推进出境游服务的恢复, 国内外航线复苏节奏仍两极分化, 国内基本恢复正常, 而国际尚处复苏左侧。

随着疫情常态化后国内复工复产, 国内航线回暖明显。2023 年以来, 国航、东航、南航、春秋、吉祥国内线 RPK 增速整体呈先增后减态势, 于 2 月份开始增长。由于 2022 年上海疫情的原因, 航司于 4 月份 RPK 增速达到峰值, RPK 同比增长 677.37%、919.25%、394.24%、367.50% 和 1585.10%, 而后开始下跌, 7 月份分别回落到 120.86%、106.70%、49.72%、35.26% 和 85.40%。之后仍保持稳定的增速, 11 月份 RPK 同比分别为 335.66%、258.51%、281.82%、166.96% 和 190.35%。23 年以来整体 RPK 增速保持较高水平, 主要系去年国内疫情反复局势严峻基数偏低, 且 23 年以来防疫政策改善国民需求得以

释放，国际线方面，春秋和吉祥整体趋势与国内线基本一致，而国航、东航、南航 1 月份起持续增长，于 7 月份达到峰值，RPK 同比分别增长 2052.31%、2260.10%、896.30%，而后开始下跌，11 月份 RPK 增速分别为 1350.60%、1202.68%和 683.07%。自 1 月 8 日起国家取消“五个一”管控措施，但由于新增与恢复国际航班申请的审批需要时间，大部分国家的出境团队旅游未开放，导致大部分国际航线缺乏团队游客源，而跟团游是疫情前我国居民出境游的主要旅行方式，因此当前各航司国际航班数据恢复情况不及预期，11 月底仅恢复到 2019 年同期的 50%左右，有效需求不足或是主要原因。

自 2023 年 8 月 10 日增加第三批出境团队旅游名单以来，中国积极推进国际航线的恢复，同其他国家之间友好协商，加快国际航班的恢复。目前，多个国家已批准中国旅客免签。11 月 14 日，国家主席习近平在美国旧金山斐洛里庄园同美国总统拜登举行中美元首会晤，会议中提出要增加两国直航航班。自 2023 年 11 月 9 日起，中国航空公司每周运营 24 班（往返算 1 班），美国交通部昨晚批准中国航司增至 35 班，届时中美双方合计将达到 70 班。中美航班的增加和免签国家范围的扩大，将加速国际客流的回归，提高整体需求水平，促进供需格局的改善。国际客流的回归将带动整体需求恢复，届时量价上行，拉动板块景气度提高，航司盈利弹性将凸显。

图表 10: 近期推动国际航线恢复的通知

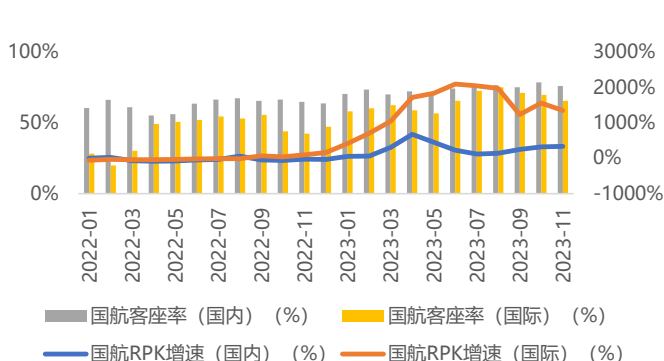
时间	内容
2023 年 8 月 10 日	文化和旅游部办公厅发布《关于恢复旅行社经营中国公民赴有关国家和地区（第三批）出境团队旅游业务的通知》（以下简称《通知》）。《通知》指出，即日（2023 年 8 月 10 日）起，恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家和地区（第三批）出境团队旅游和“机票+酒店”业务。该批名单包括日本、韩国、英国、美国等国。自此，出境跟团游国家由 60 个扩展至 138 个。
2023 年 11 月 3 日	中哈两国政府已于 1994 年签署《中华人民共和国政府和哈萨克斯坦共和国政府关于公民公务旅行的协定》，双方持外交和公务护照者，可免签入境对方国家并停留不超过 30 日。
2023 年 11 月 21 日	中美两国就进一步大幅增加航班、加强两国民航各领域合作交换了意见。中美间定期直飞客运航班将从每周 48 班增至每周 70 班。
2023 年 11 月 24 日	中方试行扩大单方面免签国家范围，对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚 6 个国家持普通护照人员试行单方面免签政策。2023 年 12 月 1 日至 2024 年 11 月 30 日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免签入境。
2023 年 12 月 8 日	中国驻外使领馆自 2023 年 12 月 11 日至 2024 年 12 月 31 日，按现行收费标准的 75%收取来华签证费。

资料来源：民航局，外交部，长城证券产业金融研究院

对比疫情前的 2019 年，RPK 方面，各上市航司上半年均呈现上升趋势，民营航司恢复速度超国有航司。11 月份春秋、吉祥 RPK 均超过 2019 年同期水平，相比 19 年为 102.62%和 111.44%，国航、东航、南航也恢复至 2019 年同期的 85%以上，相比 19 年为 98.50%、89.91%和 90.16%。整体看需求端恢复速度显著，中秋国庆旺季表现突出。随着未来春运探亲客流的到来，预计 RPK 会有更进一步的增长。客座率方面，整体趋势与 RPK 基本一致，11 月份民营航司春秋和吉祥均超过 2019 年同期水平，相比 19 年为 102.36%、100.13%，国航、东航、南航也恢复至 2019 年同期的 90%以上，相比 19 年为 92.33%、

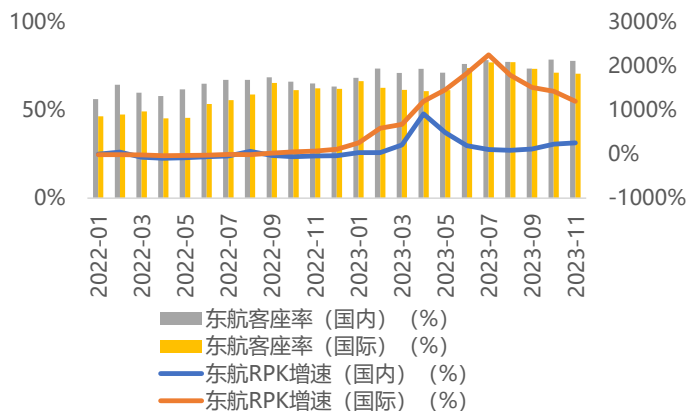
95.11%、96.19%。展望未来，航司经营数据稳步恢复，随着免签国家的增加与中美航班加速恢复，国际需求将会得到提升，随着国际客流逐渐回归，整体业绩有望超过至2019年水平。

图表11: 国航国内及国际 RPK 增速及客座率对比



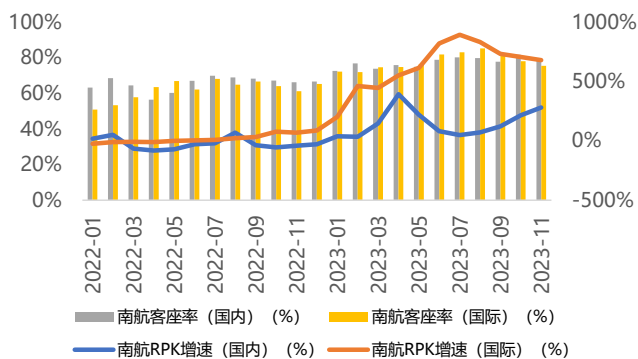
资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

图表12: 东航国内及国际 RPK 增速及客座率对比



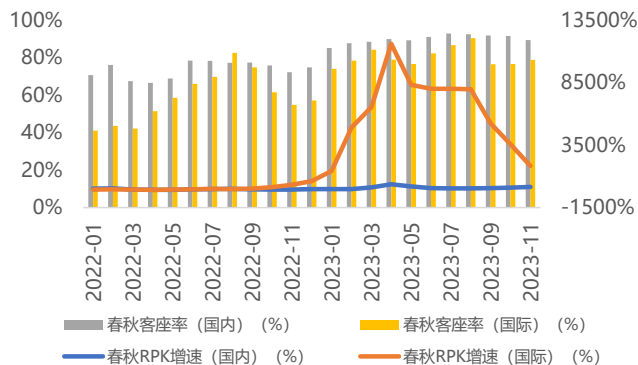
资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

图表13: 南航国内及国际 RPK 增速及客座率对比



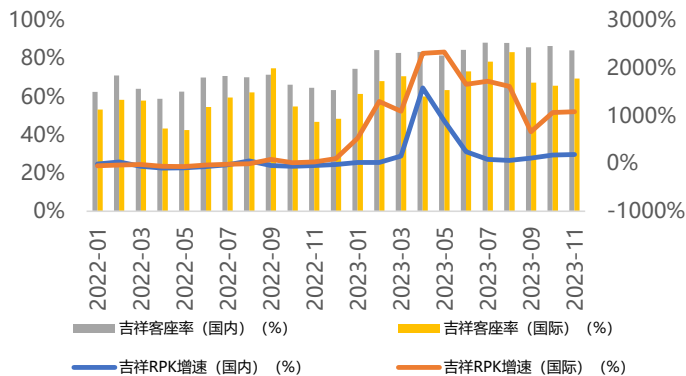
资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

图表14: 春秋国内及国际 RPK 增速及客座率对比



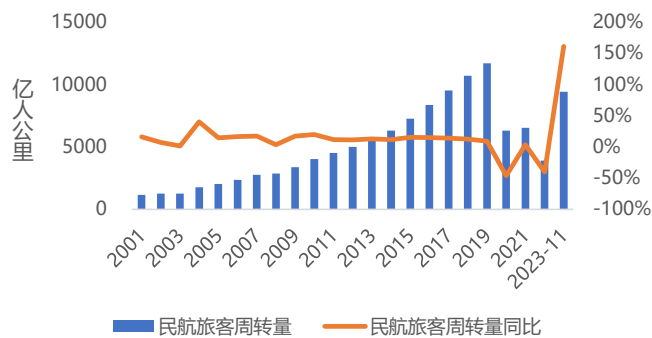
资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

图表15: 吉祥国内及国际 RPK 增速及客座率对比



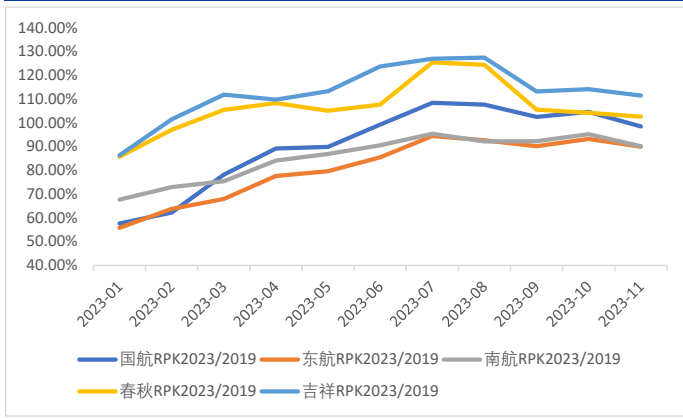
资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

图表16: 历年民航旅客周转量



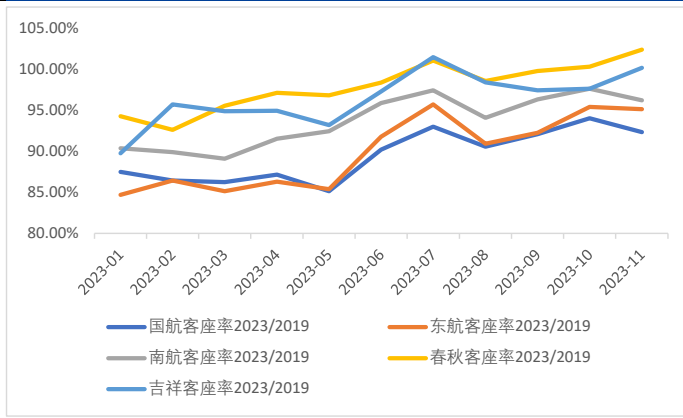
资料来源: Wind, 民航局, 长城证券产业金融研究院

图表17: 各航司 RPK 恢复情况



资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

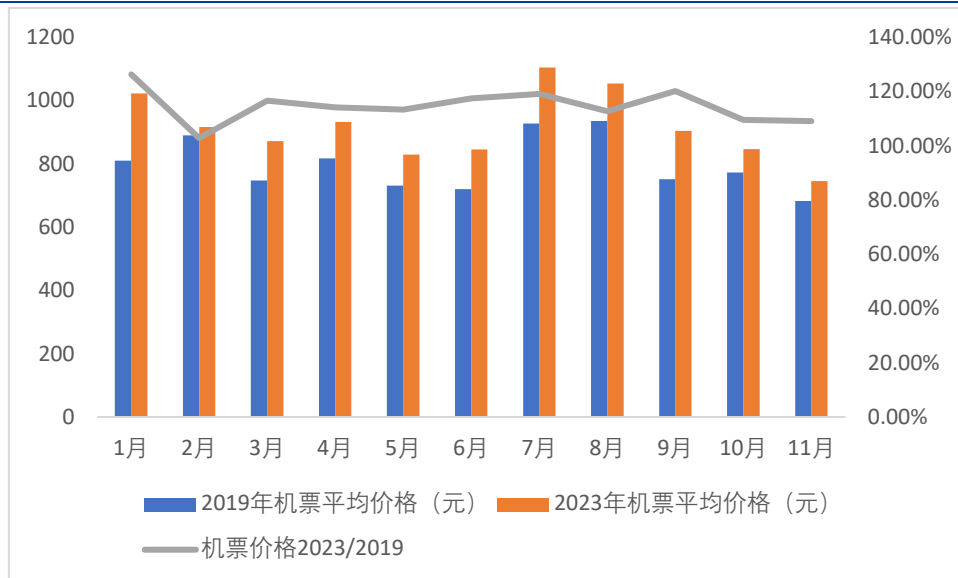
图表18: 各航司客座率恢复情况



资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

2023 年前十月机票平均价格整体较为平稳, 整体保持在 800 元以上。得益于国民旺盛的出行需求, 1 月春运和 7、8 月暑运旺季机票平均价格突破一千。十一月作为传统淡季, 机票平均价格仅为 745 元。与疫情前 2019 年相比, 2023 年机票价格整体高于 2019 年同期水平, 出行链正稳步恢复, 航空市场复苏势头仍强劲。同时, 票价市场化改革不断推进, 航司盈利弹性有望提升。短期看, 1 月春运探亲客流将到来, 届时票价将再度回升。长期看, 随着未来供需关系改善, 届时航空出行量价齐升, 整体票价水平将保持高位, 航司业绩将迎来反弹。

图表19: 机票平均价格恢复情况



资料来源: 中国航协公众号, 长城证券产业金融研究院

### 供给: 整体紧缩态势持续, 静待中短期需求回暖

今年以来, 油价高企下扩张压力持续, 汇率贬值影响航司盈利情况, 进一步加大航司扩张压力。而 11 月以来, 原油价格下跌叠加人民币汇率走强, 油汇双重利好下航司业绩压力缓解。整体看, 在国际航线恢复情况不及预期导致整体需求略显疲弱背景下, 供给紧缩态势仍存。从机队扩张情况来看, 各航司在 2020-2022 年计划机队增长放缓背景下增长计划完成度仍偏低, 2023 年初至今各航司机队扩张速度仍较慢, 疫情导致供应

商订单堆积、延迟交付以及普惠发动机问题影响下，供给端扩张受到持续影响。同时，23冬春新时刻表下国内时刻增长放缓明显，部分国内时刻回归国际。展望未来，短期看国内航空需求恢复确定性较高，政策利好加速国际客流回归，供给端将逐渐恢复疫情前水平，春秋航空等利润弹性较大的民营航司率先复苏；长期看，国际线终将回归，长期看运力增速放缓，供给随需求恢复仍具备确定性。

**油汇迎来双重利好，航司业绩压力缓解。**2023年前三季度布伦特原油价格整体呈现先涨后跌态势，受油品市场需求复苏、欧美加息放缓、原油主要生产国自愿减产等因素博弈，油品价格涨跌互现，Q1 维持在 80 美元/桶，而后整体趋势向下，在 75 美元/桶徘徊，Q3 油价有所回升。同疫情前相比仍处于高于，油价高企下扩张压力持续。而 11 月以来原油价格开始下跌，油价的下降部分缓解了航空公司的成本现金流及成本压力，有利于各航司航班业绩的进一步复苏。根据各航司 2023 年中报披露，若耗油量不变，航油价格每上涨 5%，中国国航、中国东航、南方航空的营业成本将分别上升 9.67、8.72、11.4 亿元，吉祥航空的净利润将减少 1.1 亿元。展望未来，由于 OPEC 国家的减产，2024 年原油的供应量将收缩，而美国对钻机方面的政策放松以及俄罗斯、伊朗的政策一定程度上缓解原油供应的压力，因此我们认为未来油价将保持在 75 美元的价格波动，航司业绩压力有所缓解，但缓解程度有限。

汇率层面，2023 年以来美联储持续加息，人民币持续贬值，美元兑离岸人民币从最初的 6.94 元/美元一路上涨到 7.2 元/美元，全年贬值较为明显。而 11 月以来，我国一系列政策出台，市场对中国经济的信心增强，人民币汇率开始走强。根据各航司 2023 年中报披露，若其他风险变量不变，人民币兑美元汇率升值 1%，中国国航、中国东航、南方航空、春秋航空、吉祥航空的净利润将分别增加 2.97、3.21、2.84、0.0035、0.74 亿元。其中春秋航空通过持有足够量级以货币资金为主的美元金融资产以及签署远期外汇合约等方式来控制外汇风险，受外汇变化冲击较小。若接下来美元兑离岸人民币汇率持续下降，除春秋外各航司的汇兑损失将大幅降低。前三季度人民币汇率贬值主要系国内经济修复放缓所致，而美联储继续紧缩周期和监管部门的不作为加剧了人民币的贬值。展望未来，政策组合拳将推动宏观经济持续向好，或支撑人民币汇率企稳回升，同时美联储加息接近尾声，人民币贬值的外部压力将进一步缓解，叠加监管部门的汇率管理工具丰富保障市场平稳运行，预计人民币汇率将改善，重回平稳双向波动格局。

图表20: 各航司油价敏感性 (航油价格波动 5%, 亿元)

	中国国航	东方航空	南方航空	春秋航空	吉祥航空
2020 年	7.41	6.92	9.40	1.15	0.81
2021 年	10.35	10.30	12.76	1.7	1.25
2022 年	11.38	11.12	16.33	2.0	1.30
2023 年 H1	9.67	8.72	11.40		1.10

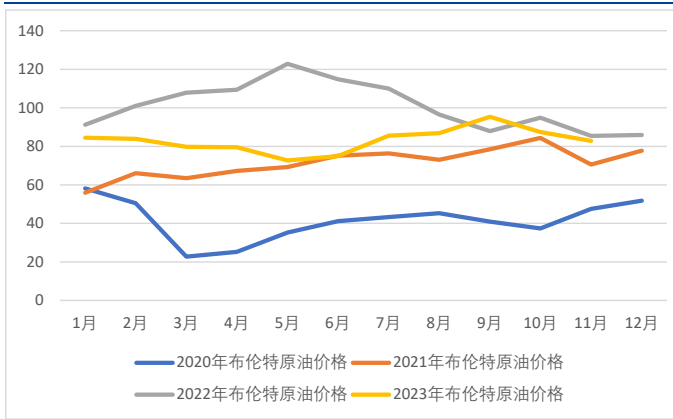
资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

图表21: 各航司汇率敏感性 (人民币波动 1%, 万元)

	中国国航	东方航空	南方航空	春秋航空	吉祥航空
2020 年	35700	26600	36700	130.3	1542.74
2021 年	31700	22200	32200	962.4	9334.68
2022 年	27400	24200	29300	810	8600
2023 年 H1	29700	32100	28400	35	7445.33

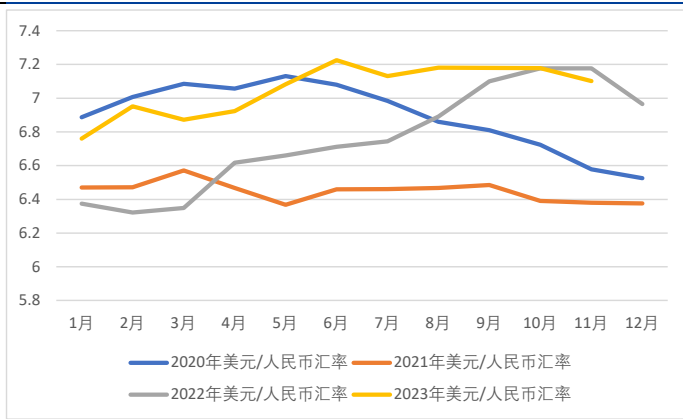
资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

图表22: 布伦特原油价格



资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

图表23: 人民币兑美元



资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

疫情常态化需求端稳步恢复, 而供给端由于新订购飞机交付的延误, 运力压力逐渐增大。上半年, 国航、东航、南航、春秋、吉祥五家上市航司机队数量较 2022 年小幅增长, 飞机交付量远低于疫情前水平, 主要系疫情期间飞机制造商产量下降, 前几年的飞机的低交付量致使制造商积压订单量持续增加, 供给端需要一定时间恢复正常。根据各航司公布的 2023 飞机引进与退出计划, 国航、东航、南航、春秋、吉祥预计在 2023 年引进飞机 28、36、82、7、13 架, 预计退出 20、14、24、0、1 架。而实际机队规模较年初净增 6、7、3、4、4 架。各航司机队增长保持个位数, 其中中国航完成度显著高于其余几家航司, 其次是春秋, 南航完成度于航司中垫底。三季报国航、东航、南航、春秋、吉祥的资产负债率分别为 88.78%、90.27%、81.10%、64.41%和 78.47%, 较高的资产负债率意味着航司较少的可用资金, 因此引进飞机方面可能存在一定的资金压力, 叠加飞机制造商产能受限, 未来飞机供给趋紧确定性高。同时, 机队将迈入退出退租周期, 飞机交付缺口将进一步放大, 以及普惠发动机事件导致行业中近 60 架飞机停飞与飞机交付延迟, 多重影响下未来供给将受到持续影响, 我国航司机队未来将维持极低增速。一方面, 供给的实质性收缩将在阶段性下滑的需求回补后对行业票价与客座率起到正面作用, 考虑到飞机引进需 2-3 年左右周期, 而疫情导致供应商订单积压和飞机延迟交付, 中长期看运力增速将放缓, 未来 3 年需求回暖叠加供给收缩将加速行业周期反转; 另一方面, 民营航司春秋与吉祥完成度显著高于东航和南航, 较低的复飞成本使得民营航司在行业低谷时具备逆势扩张能力。由于上半年疫情管控刚刚解除, 机队规模仍保持低俗增长, 引进计划整体完成度较低, 当前机队规模仍具备大幅提升空间, 将在行业复苏中体现成长属性。

图表24: 各航司机队规模及计划

	2021 年机队规模	2022 年机队规模	2023 年 6 月机队规模	较 2019 年底净增	较 2022 年底净增	2023 年计划净增	实际净增完成度
中国国航	467	487	493	67	6	8	75%
东方航空	752	775	782	59	7	22	31.82%
南方航空	878	894	897	35	3	58	5.17%
春秋航空	113	116	120	27	4	7	57.14%
吉祥航空	110	110	114	22	4	12	33.3%

资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

新航季整体供给持续放缓, 民营航司管理优势表现突出。短期看, 2023 年冬春航季

时刻表国内整体时刻增长继续放缓，但民营航司得益于低成本运营模式逆势扩张，且领先优势赋予强劲弹性。

2023年冬春航季时刻表出炉，疫情常态化背景下国内航班基本恢复，而国际线方面恢复不及预期，整体上供给端时刻量放缓趋势持续。2023年10月29日起，民航正式进入2023年冬春航季。经统计，新航季国内航司周度客运航班量为120376班，其中国内线周度客运航班量为110780班，同比下降1.1%，较2019年冬春航季增长24.8%；国际线周度客运航班量和地区线周度客运航班量为7794班和1802班，分别为2019年冬春航季的64%、108%。23年冬春航季国内线周度航班量同比有所回落，或源于航司部分国内时刻归还国际。

上市航司方面，国内航班数据预计超过2019年同期，恢复速度快于国际。国际和地区线方面，国际线恢复缓慢，计划客运航班量约为19年同期的七成，国际航线稳步恢复中，地区线修复快于国际线，预计较19年同期增长8%。整体上看，春秋航空表现突出，系其以国内市场为主得以率先拥抱复苏红利，国内航班量同比增速超三大航18个百分点以上，国际航班恢复情况超三大航20个百分点以上。得益于低成本运营模式，春秋航空客座率、资产利用率等在业内的领先赋能其在行业整体供给放缓背景下扩张，同时领先优势赋予强劲利润弹性。

图表25: 上市航司国内国际航班量及恢复情况

上市航司	周国内航班量	同比19年	周国际航班量	较19年恢复程度
中国国航	25109	19.9%	1651	69%
中国东航	22527	9.7%	1756	69%
南方航空	26723	15.4%	2065	73%
春秋航空	4197	38.4%	804	94%
吉祥航空	3857	14.8%	246	46%

资料来源: 民航预先飞行计划管理系统, 长城证券产业金融研究院

整体上看，国民需求逐渐释放，国内需求已经基本恢复，而国际线尚处于复苏通道。未来随着出境政策宽松，国际航空出行需求还将进一步回暖，具有较大的增长空间。而供给方面由于飞机延迟交付、订单取消有望实质性出清，中长期看运力增速放缓确定性高。随着国际航线的进一步恢复，民航供给结构还将继续改善，而需求方面将近一步回暖，未来数年内行业供需格局有望持续改善，届时机票方面量价上行，航空有望周期复苏，行业盈利水平有望创新高。

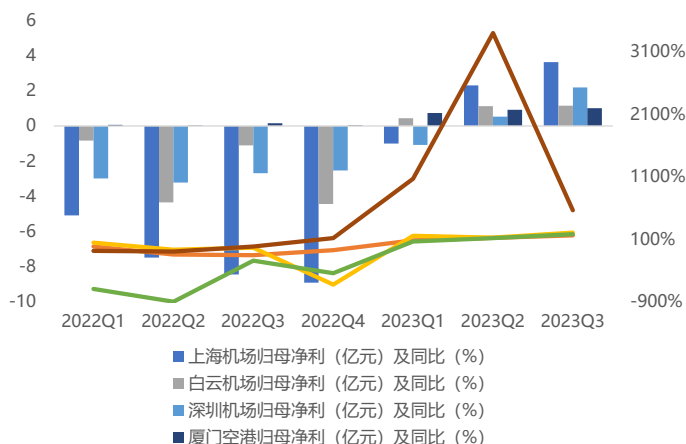
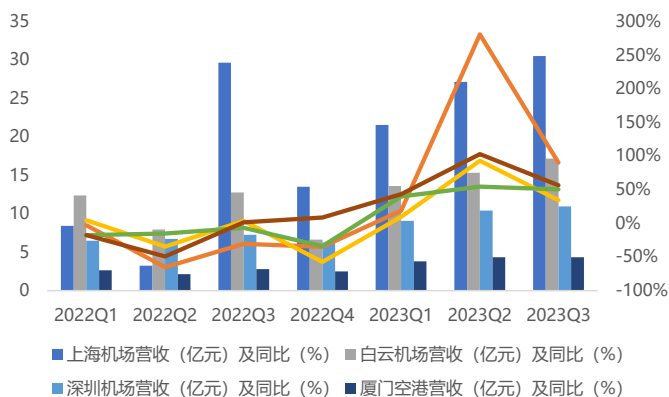
## 机场：国际线拖累短期业绩，静待机场价值回归

**疫情结束迎来反转，上市机场稳步复苏。**随着防疫政策的优化，机场板块迎来复苏。2023年前三季度，四家上市公司合计实现收入168.17亿元，同比增长64.18%；合计实现归母净利润12.03亿元，扭亏为盈，净增长47.98亿元。分公司看，营业收入层面上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港分别实现营收79.20、46.07、30.43、12.47亿元，同比增长91.77%、39.31%、48.58%和64.51%；净利润层面各公司2023年前三季度的归母净利润分别为4.97、2.74、1.64、2.68亿元，较上年同期分别增长25.99、9.01、10.54、2.44亿元。分季度来看，四家上市公司前三季度合计营收分别为48.00、57.18、62.99亿元，同比增长60.43%、185.19%、20.07%。上半年开始业绩已逐步修复，各上市机场表现良好，Q2均实现单季度盈利。得益于疫情常态化带来的国内业务提

升，上半年环比增速明显，机场板块的长期增长仍具有确定性。

图表26: 上市机场营业收入

图表27: 上市机场归母净利润



资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

机场业务主要分为航空性与非航空性两类，其中航空性业务收入主要挂钩起降飞机架次，而非航空性业务收入主要挂钩机场内免税店租金。疫情期间，机场业务遭到巨大冲击，旅客吞吐量显著下滑，航空性收入直接受到影响，而非航空性业务收入由于免税店客源缺失普遍闭店而表现欠佳。随着国内行政限制的解除，目前国内航班基本恢复，而国际线尚处于复苏通道。参考国外机场恢复情况，国际供给或将于年底恢复至 19 年冬春航季七成，预计 24 年年底将恢复至疫情前水平。随着国际客流的回归，国内航司国际航线将逐渐恢复，机场业绩有望迎来反弹。免税业务方面，疫情下国际旅客量断崖下滑，部分机场免税运营商转至线上销售，叠加离岛与市内渠道政策频出，多种新渠道的崛起以及与运营商合同重签预期使得市场对机场渠道的重要性预期降至冰点。而 23 年出入境放开后，机场免税业面临一定竞争，但跨境游供应链持续修复有望带动机场免税渠道加速回暖，预计增量大于流出量。随国人出境客流逐步增长，免税市场成长空间扩大。短期看，下半年机场免税客单表现值得关注。中长期看，机场免税品类结构改善，以及免税商实力的提升，将带动客单进一步提升。国际旅客的恢复将带动机场免税商业业态整体活力恢复，白云机场等国际枢纽机场旅客吞吐量恢复趋势相对明确，免税销售规模确定性强，机场未来可期，整体业绩与估值有望进一步修复。而当前市场对复苏进度以及机场免税渠道重要性预期尚处于较低水平，具备显著的中长期配置价值。

### 航空性业务：国际客流将回归，机场布局正当时

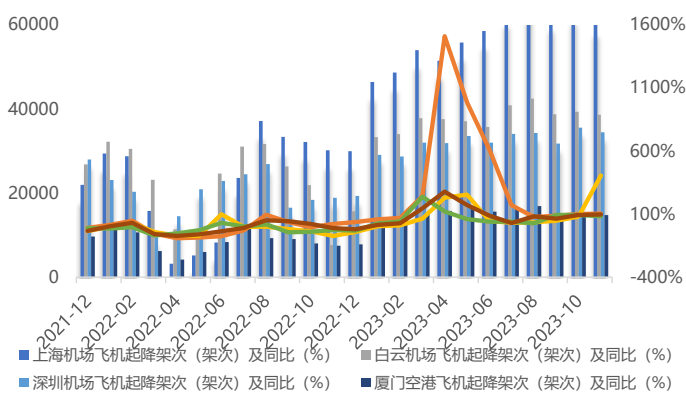
疫情常态化背景下，国内国际航线逐渐修复。截至目前，国内需求已基本恢复，而国际线尚处复苏通道，仅恢复至 19 年的五成左右。除五一、暑运、国庆等出行旺季出现阶段性行情外，航空整体需求仍略显疲弱。国际线恢复不及预期主要系海外机场保障能力不足，且居民出入境护照/签证的审批需要一定时间。随着免签国家范围的扩大以及中美航班逐渐恢复，国际客流将加速回归，需求方面逐渐回暖，白云机场等国际枢纽机场旅客吞吐量恢复趋势相对明确。国际客流的回归也将带动免税商业业态重新焕发活力，机场未来可期，整体业绩与估值有望进一步修复。而四季度作为航空传统淡季，市场预期已经足够低，在利润关键影响因素均出现边际改善的时点，我们认为机场布局正当时。

经营数据层面，2023 年前十一月航空性业务和同期相比增长明显。1-11 月四大上市机场起降架次合计 157.46 万架次，同比增长 94.97%。旅客吞吐量为 2.15 亿人，同比



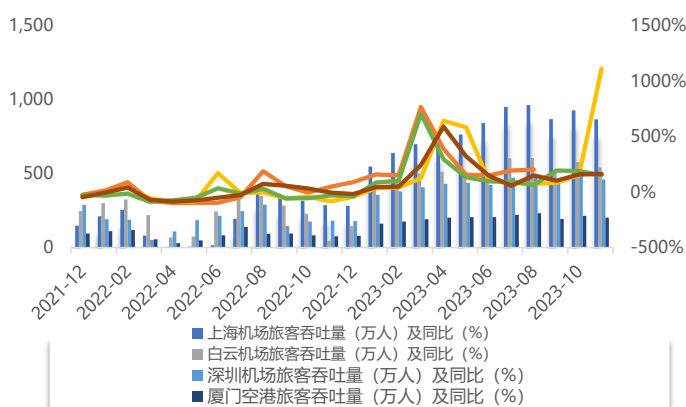
增长 188.35%。从趋势来看，出行需求稳步提升，疫情带来的冲击逐渐修复。自 2022 年 12 月以来，上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港飞机起降架次月复合增长率为 10.84%、13.81%、8.65%、9.57%，十一月末飞机起降架次已分别达到去年同期水平的 204.11%、506.06%、182.54%、197.05%。旅客吞吐量月复合增长率为 17.38%、20.85%、14.41%、14.27%，十一月末旅客吞吐量已达到去年同期水平的 302.38%、1215.48%、253.87%、264.25%。其中，2022 年 11 月由于广州海珠区疫情爆发管控加强，白云机场整体客流大量流失，经营数据受到极大影响，因此 11 月白云机场同比显著提高。对比疫情前的 2019 年，起降架次方面，今年 11 月份各大机场均恢复至 2019 年的 90% 以上，分别为 95.36%、93.56%、109.18%、91.89%。旅客吞吐量方面，上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港均恢复至 2019 年的 80% 以上，分别为 83.59%、87.27%、104.22%、89.89%，且整体呈现上升趋势。得益于国内疫情常态化带来的国内需求回暖，机场整体业务提升，二季度开始经营数据环比修复明显，机场板块的长期增长仍具有确定性。

图表 28: 上市机场起降架次



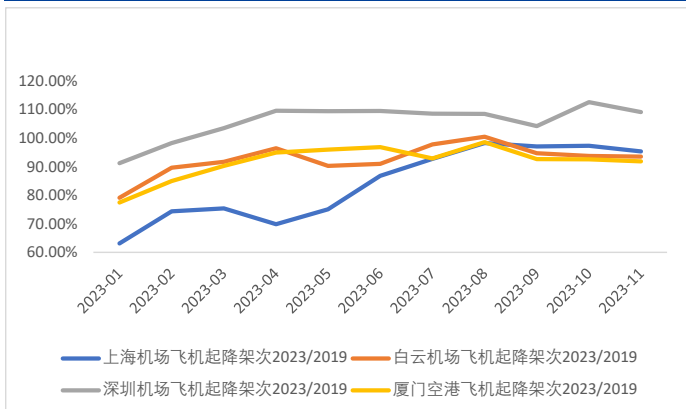
资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

图表 29: 上市机场旅客吞吐量



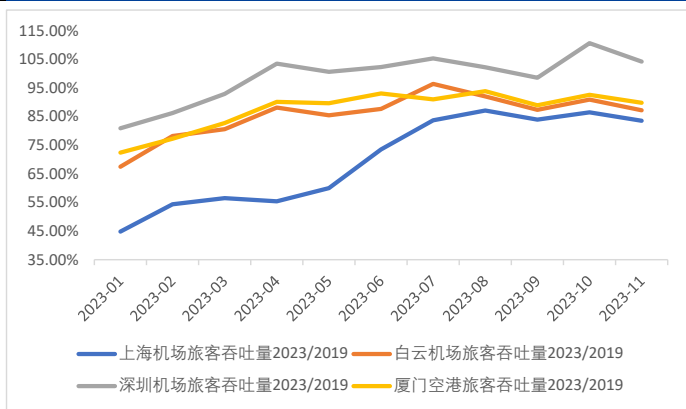
资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

图表 30: 上市机场起降架次恢复情况



资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

图表 31: 上市机场旅客吞吐量恢复情况



资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券产业金融研究院

机场 23 年冬春时刻表方面，同 19 年同期的航班总起降架次相比，北京两场增长 16.6%，首都机场较 19 年同期下降 24.2%；上海两场较 19 年冬春航季增长 5.7%，其中虹桥机场较 19 年同期持平，浦东机场较 19 年同期增长 8.5%；白云机场、深圳机场 23 年较 19 年冬春航季分别增长 11.9%、18.6%。除首都机场由于大兴机场分流受到影响外，各上市机场预计总起降架次均较 19 年同期有所增加。前十大机场中，上海浦东机场同比增速最高，为 19.10%；其次是北京首都机场，同比增长 13.62%；广州白云机

场占据第三，同比增长 13.55%。未来随着国内航司国际航线运力的恢复，白云机场等国际枢纽机场旅客吞吐量恢复趋势相对明确。国际旅客的恢复将带动机场免税商业业态整体活力恢复，机场业绩与估值有望进一步修复。

图表32: 前十大机场总时刻量同比增速

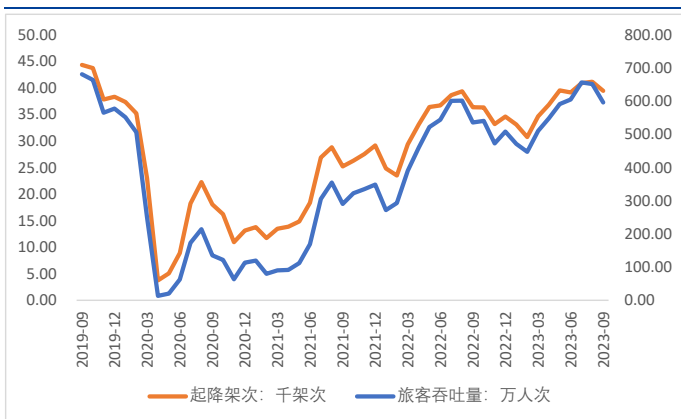
机场名称	2019年冬春	2023年冬春	2023年冬春 vs 2019年冬春
广州白云机场	6.63%	13.55%	14.20%
成都双流机场	3.70%	-5.71%	-42.66%
深圳宝安机场	4.54%	8.13%	20.76%
重庆江北机场	1.99%	1.31%	12.25%
北京首都机场	-4.84%	13.62%	-23.56%
昆明长水机场	1.59%	5.74%	7.74%
上海虹桥机场	2.66%	1.27%	0.06%
西安咸阳机场	3.91%	2.34%	3.91%
上海浦东机场	-0.58%	19.10%	13.02%
杭州萧山机场	0.35%	11.53%	16.77%

资料来源: 民航预先飞行计划管理系统, 长城证券产业金融研究院

**参考国际机场复苏进程，机场客流数据快速修复。**法国戴高乐机场、美国洛杉矶机场、新加坡樟宜机场和韩国仁川机场疫情解除以来旅客吞吐量和飞机起降架次的变化有所不同，呈现出了欧美模式和亚洲模式两种不同的趋势。欧美国家 2021 年 3、4 月份左右逐步解除疫情管控，而东亚、东南亚国家于 2022 年 3 月起开始逐步解除疫情管控。由于疫情应对政策和解除疫情管控的时间不同，欧美国家的机场恢复趋势同亚洲国家相比存在明显的差异。欧美机场恢复过程一波三折，主要系其他国家疫情解除管控晚，欧美机场国际旅客恢复速度慢，叠加变种病毒的周期性爆发冲击。而亚洲机场恢复稳定，虽然有所波动但整体趋势不变。而中国于 2022 年 12 月起逐步解除管控，此时世界各国管控均已解除，且新冠肺炎阳性检测率逐渐降低，未来疫情大规模复发可能性小，因此国内机场恢复趋势更类似于亚洲模式。

仁川机场和樟宜机场疫情解除管控后半年内快速恢复，经营数据恢复至 19 年六成左右，之后保持趋势增长，目前恢复至 19 年的九成。而目前国内机场国际线恢复不及预期，仅恢复至 19 年的五成左右，参考国外机场的恢复趋势，我们认为随着未来国外机场保障能力进一步加强、国际航线逐渐恢复，国际客流将加速回归，预计 24 年年底国际旅客吞吐量将恢复至疫情前水平。

图表33: 戴高乐机场旅客吞吐量和飞机起降架次



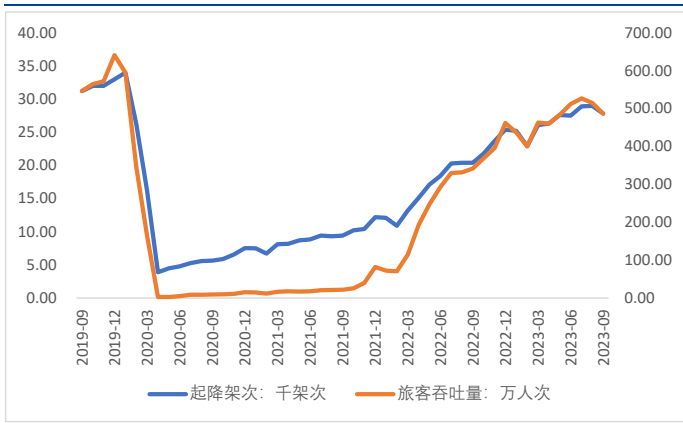
资料来源: Wind, 巴黎机场, 长城证券产业金融研究院

图表34: 洛杉矶机场旅客吞吐量和飞机起降架次



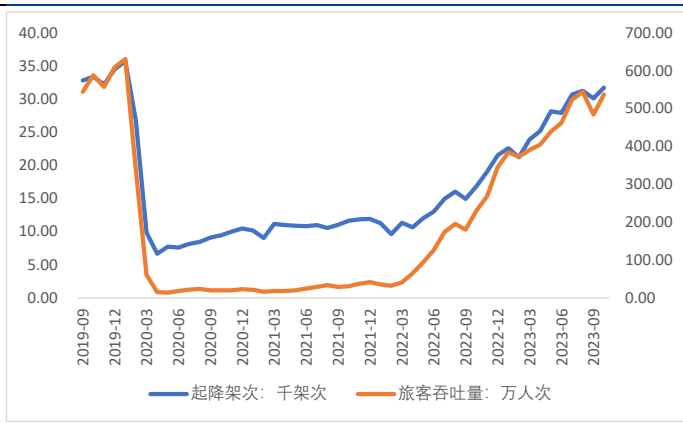
资料来源: Wind, 洛杉矶国际机场, 长城证券产业金融研究院

图表35: 樟宜机场旅客吞吐量和飞机起降架次



资料来源: Wind, 樟宜机场, 长城证券产业金融研究院

图表36: 仁川机场旅客吞吐量和飞机起降架次



资料来源: Wind, 仁川机场, 长城证券产业金融研究院

### 非航空性业务: 机场免税恢复空间大, 关注业绩修复情况。

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

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

上海机场: 2021 年 1 月 30 日, 上海机场发布《关于签订免税店项目经营权转让合同之补充协议的公告》。根据《补充协议》, 相关费用修订自 2020 年 3 月 1 日起实施, 公司据此确认 2020 年度免税店租金收入 11.56 亿元, 较疫情前有大幅下滑。2021 年-2025 年免税店业务收入的实现很大程度上取决于疫情的进展及浦东机场国际及港澳台地区航线客流的恢复情况, 具有不确定性。

2023 年 12 月 26 日, 上海机场发布《关于签订免税店项目经营权转让合同之相关补充协议的公告》, 对先前免税项目相应条款进行了调整。根据《补充协议一》和《补充协议二》, 对月实收费用进行调整, 采取月保底销售提成和月实际销售提成两者取高的模式。此外, 协议要求日上上海加强与市内免税的联动, 结合机场免税和市内免税的优势, 实现免税品“线下预定、机场提货”的购物模式, 突破机场免税销售空间上的瓶颈, 进一

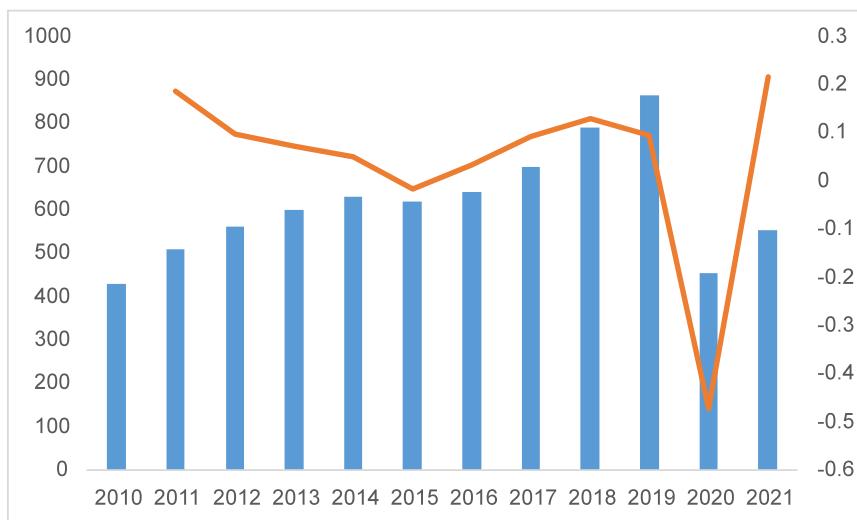
步提升销售规模。

首都机场：2021年10月31日，中国中免发布《关于下属子公司签署免税业务项目合同书之补充协议的公告》，与首都机场就原合同第三合同年（2020年2月11日至2021年2月10日）经营费事宜签订补充协议，确认第三合同年期间经营费约2.83亿元。未来首都机场或以每年一签的形式与中免确认当年的免税销售收入，议价窗口依然敞开。

白云机场：2022年6月25日，白云机场发布《关于进出境免税店项目经营合作补充协议的公告》。根据《补充协议》，公司确认2020年全年免税租金收入约2.96亿元，2021年的免税租金收入约1.23亿元，与公司当年确认收入金额不存在重大差异；2022年及其后年度免税租金收入的实现很大程度上取决于疫情的进展及白云机场国际航线客流的恢复情况，具有不确定性。

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

图表37：2010-2021年全球免税和旅游零售额（亿美元）



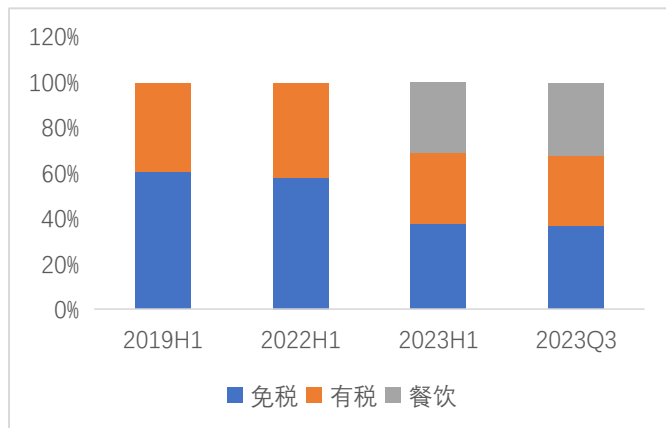
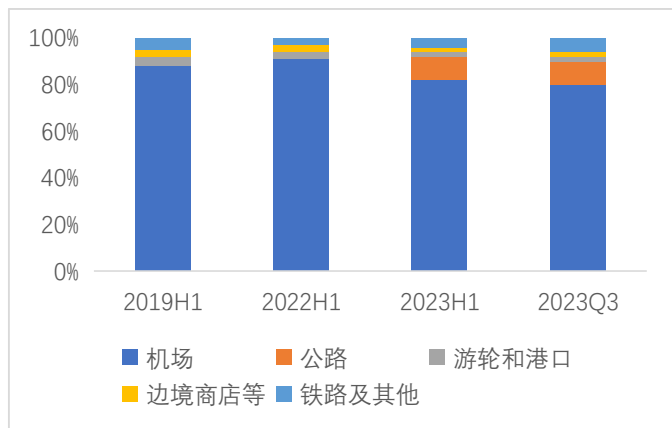
资料来源：前瞻产业研究院，长城证券产业金融研究院

全球免税零售巨头 Dufry 业绩持续增长。当前，全球旅游市场复苏带动免税零售加速回暖。2023Dufry 新增公路渠道占比，拓宽公司消费场景，一定程度上减轻机场流量和经营条款限制风险。2023H1Dufry 免税、有税、餐饮业务收入占比分别为 38%、31%、31%，餐饮类份额显著上升原因为与跨国餐饮集团 Autogrill 合并，餐饮业务为其营收半壁江山。近期 Dufry 赢得 Aena 西班牙各地的所有投标，将在其旗下 21 个机场运营零售和混合餐饮零售，合同为期 12 年，占地 6 万平方米，每年为超 1.32 亿名乘客提供服务，进一步夯实旅游零售和餐饮服务的业态组合。

Dufry 不断加大亚太地区战略布局，挖掘新兴奢侈品消费市场的极佳潜力。2023年2月24日，Dufry 在中国的首家香氛集合店“香舍”入驻重庆江北国际机场，是 Dufry 首次在江北国际机场航站楼陆侧开设店面，将客户群体从单一的航空旅客拓展到送机人群和机场职工等更丰富的非航空旅客群体。另外，2023年4月第三届中国国际消费博览会上，Dufry 首席执行官 Xavier Rossinyol 曾赴海南海口考察，又前往杭州同阿里巴巴商谈深化数字化合作，引入更多全球免税商品，完善进口零售供应链条、加强各方面业务合作，对亚太地区部署的逐步深入，未来发展前景一片大好。

图表38: Dufry 销售额机场渠道占比

图表39: Dufry 免税收入占比



资料来源: 公司公告, 长城证券产业金融研究院

资料来源: 公司公告, 长城证券产业金融研究院

**主要海外机场免税业务发展将逐渐回归至正常轨道。**机场免税人均消费金额呈上行趋势, 且增速较疫情前水平更快。同时, 奢侈品加快亚太机场免税渠道布局。近年来高奢品牌对机场渠道青睐度提升, 进驻多家海外内机场, 渠道价值凸显, 机场资产中长期确定性强。2022年泰国索万那普机场引入香奈儿, LV卡地亚、DIOR等多个顶奢品牌入驻, 2021年, 香奈儿在撤出多个韩国市内免税店柜台的情况下, 新增仁川机场门店。迪拜疫后精品品类销售占比也有所提升。预计2024年免税行业基本回归至疫情前水平。

图表40: 2020年后高奢品牌入驻机场

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

资料来源: 长城证券产业金融研究院

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

图表41: 疫情以来免税等领域政策加码

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

	财政部		发放多个离岛免税经营牌照	海南旅游投资发展有限公司全资子公司海南旅投免税品有限公司(海旅投)、海南省发展控股有限公司全资子公司全球消费精品(海南)贸易有限公司(海发控)、中国出国人员服务有限公司(中出服)和深圳市国有免税商品(集团)有限公司(深免)相继拿到离岛免税牌照,加上此前已有的中免集团共有5家公司拿到海南离岛免税牌照。
跨境电商	财政部等8部门	2022年2月	调整跨境电商零售进口商品清单	在跨境电子商务零售进口商品清单(2019年版)基础上进一步优化:增加了滑雪用具、家用洗碟机、番茄汁等29项近年来消费需求旺盛的商品,删除了刀剑1个商品税目。此次优化后,清单商品数将达1476个。

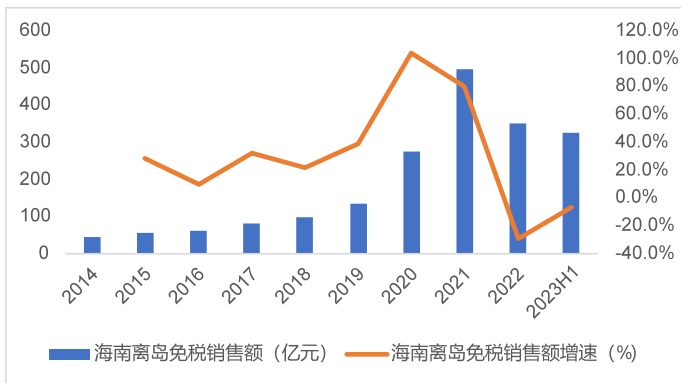
资料来源:财政部,长城证券产业金融研究院

**2023H1 海南离岛免税销售额增长势头良好,离岛旅游人次回升。**2023H1 海南离岛免税店总销售额323.96亿元,增长31%,免税购物人数516.6万人次,同比增长34%。接待游客4606.6万人次,同比增长32.8%;实现旅游总收入916.1亿元,同比增长42.4%。上半年为海南传统旅游旺季,叠加防疫政策放开,长时间积压的旅游需求集中释放,境内跨省游迅速恢复,同时短时间内出境游尚未恢复,带动海南离岛旅游人次增加,助力海南离岛免税销售额增长。

**海南旅客数目稳健增长,驱动海南免税市场发展。**海南离岛旅客为我国免税业发展的重要推动力,2011年-2019年,海南旅客从3,001.3万人次增长至8,311.2万人次,CAGR为13.58%,2019年-2021年的CAGR则为-1.28%,跌幅较中国其他地区以及全球各地为低。为支持海南转型成自由贸易港,海南的运输基础设施迅速发展,加上海南成为游客休闲和购物目的地的吸引力与日俱增,预计未来海南旅客人数将稳健增长,成为带动海南旅游零售市场稳健增长的强大动力。

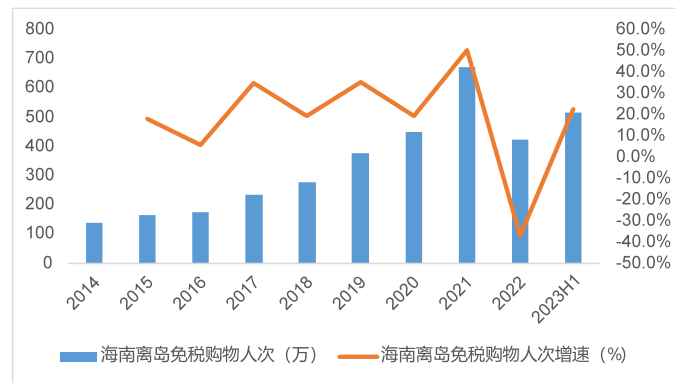
2019-2022年,海南离岛免税人均购物金额从3,724元增至8,262元,进入2023年该指标呈下降趋势,部分市场观点认为免税消费出现降级。但由于疫情期间普通游客出于国内出游硬性约束及出游安全考虑赴海南旅游行为大大减少,而代购群体的海南出游行为具备刚性,此外部分从事香港代购的代购人群转战海南代购市场。相较于普通客群,代购具有高客单价的消费特征,从而冲高了离岛免税人均购物金额。疫后,普通旅游人群在离岛客群中占比回升,使得离岛免税人均购物金额回落,虽然2023年1-6月离岛免税人均消费金额从8,151元降至5,680元,但上半年整体仍高于预期表现。

图表42: 2014-2023H1年海南离岛免税销售额



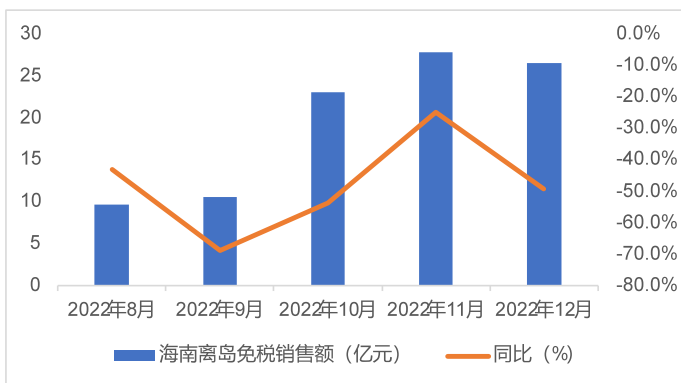
资料来源: 前瞻产业研究院, 长城证券产业金融研究院

图表43: 2014-2023H1年海南离岛免税购物人次



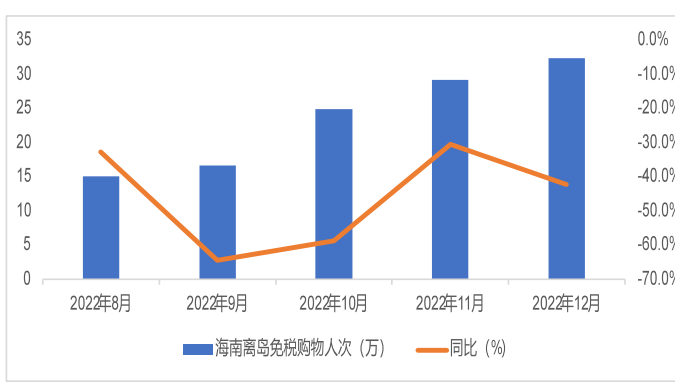
资料来源: Wind, 中国海口海关, 长城证券产业金融研究院

图表44: 海南离岛免税月度销售额



资料来源: 同花顺, 中国海口海关, 长城证券产业金融研究院

图表45: 海南离岛免税月度购物人次



资料来源: 同花顺, 中国海口海关, 长城证券产业金融研究院

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

图表46: 市内免税相关政策

时间	部门	政策	内容/变化
2020.3	财政部、商务部、海关总署、税务总局	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	完善市内免税店政策, 建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持。
2020.4	上海市人民政府	《关于提振消费信心强力释放	支持免税品经营企业增设市

		消费需求的若干措施》	内免税店。在免税店设立一定面积的国产商品销售区，推动国产自主品牌走向国际市场。
2020.9	国务院	《深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案》	优化市内免税店布局，统筹协调在机场隔离区内为市内免税店设置离境提货点，落实免税店相关政策。
2021.3	广州市推进粤港澳大湾区建设领导小组	《粤港澳大湾区北部生态文化旅游合作区建设方案》	在广州北站商务区（T4航站楼）依照规定设置离境退税办理点，争取在花都空铁文商旅融合创新发展示范区指定区域内开设市内免税店。
2021.7	深圳市人民政府	《关于促进消费扩容提质创造消费新需求的行动方案（2021-2023年）》	推动免税消费扩围提速。探索建立大湾区国际免税城，推动设立市内免税店。
2022.4	国务院办公厅	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。

资料来源：政府官网，长城证券产业金融研究院

当前，市内与离岛渠道对机场渠道的冲击确实存在，但长期看我国免税市场的发展走向仍将保持国际普遍的机场主导模式。首先，市内与离岛渠道丰富了免税市场的形式，吸引更多国民购买免税商品，扩大了免税市场的总体客流，一定程度上缓解了市内与离岛免税对机场免税的分流。此外，机场目前开始向免税上游运营方延伸，比如上海机场通过收购，参股日上上海、日上中国、中免首都、中免大兴 12.54% 股份，深圳机场和深免成立免税合资公司（深圳机场持股 49%），共同经营 T3 航站楼进出境免税店和福永码头免税店，之后仍需关注免税运营方、渠道方之间的利益博弈发展。总的来看，当前免税市场仍是增量逻辑主导，消费回流下整体市场增长空间广阔。免税作为长尾市场，首次与尚未参与购买的客户占较大比例，且客单价也存在较大上升空间。各方利益均衡下或可实现市内店与机场店的共同发展，增加展示渠道、相互导流带来的协同效应大于分流效应。长期看作为具备优质流量的区域垄断平台，机场渠道仍然稀缺。

图表 47：中国离岛、市内、机场三大免税渠道对比

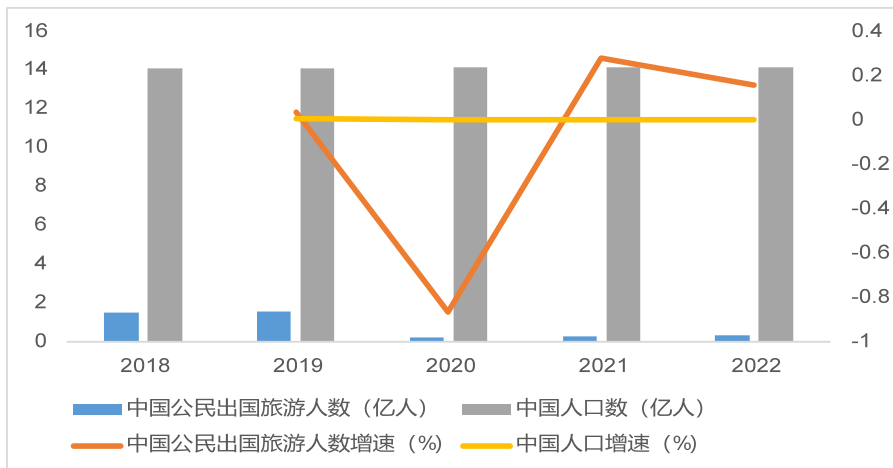
对比项目	离岛免税	市内免税	机场免税
代表商店	三亚海棠湾免税店 海口日月广场免税店 琼海博鳌免税店	中出服市内免税店 中侨市内免税店	首都机场 浦东机场 虹桥机场
额度	100000 元/人/年	5000 元/人/年	8000 元/人/年
购物凭证	离岛机票、火车票、船票等	海外护照等或 180 天内入境记录	出入境机票

资料来源：民航局，长城证券产业金融研究院

**2023 出入境客流量大幅回升，机场免税销售额仍有空间。**从客流量来看，中国公民出国旅游人数持续增长。据国家移民管理局统计，全国移民管理机构共查验出入境人员 1.68 亿人次，同比增长 169.6%。当前，国人出国旅游意愿增强，跨境游人数的增加稳定了免税消费的基本盘。未来随着机场的投产改造与免税消费回流，机场免税长期空间仍然广阔。



图表 48: 中国总人口数及公民出国旅游人数



资料来源: 国家统计局, 长城证券产业金融研究院

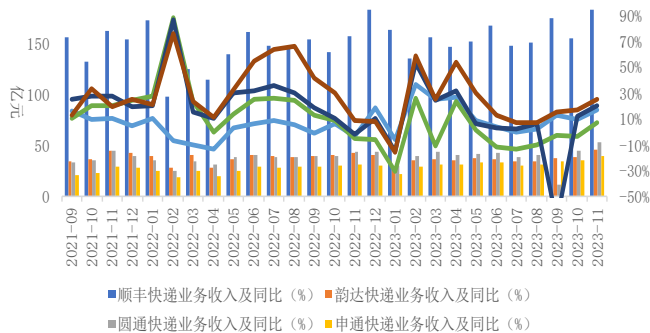
免税行业在 2022 年受疫情持续扰动, 年初出现脉冲式修复, 但随后因经济复苏进度不及预期影响, 免税店指数行情持续走弱, 行业龙头近五年估值也处于中枢偏下的位置, 整体情绪较为悲观, 但近期各项促消费政策密集发布, 板块有望阶段性回暖, 免税行业也有望迎来估值的修复, 随着客流的修复以及离岛免税店的扩容, 头部免税企业也将迎来基本面的改善。展望免税行业未来, 随着客流逐步恢复, 叠加品牌商、免税经营方和机场共同推动, 机场作为免税行业最重要的渠道和消费场景, 依然大有可为。

## 快递: 行业竞争格局迎来改善, 企业着力打造差异化竞争优势

**网购推动快递业务量增长, 竞争格局决定业绩表现。**随着网购渗透率的逐年上升, 线上渠道成为了消费品销售的重要渠道, 2020 年初突发的疫情加剧了这一趋势。行业整体上半年累计完成业务量 595.24 亿件, 同比增长 16.22%, 累计收入 5543.00 亿元, 同比上涨 11.25%, 平均单票收入 9.31 元, 同比下降 4.27%。A 股快递板块四家公司实现营收 1549.85 亿元, 同比增长 12.19%, 净利润 71.24 亿元, 同比增长 41.94%。分公司看, 除圆通、申通外, 各公司均出现小幅下滑, 顺丰、韵达、圆通、申通上半年营收分别为 919.98、209.65、238.99、181.23 亿元, 同比增速分别为 13.35%、-3.00%、14.68%、24.72%。归母净利润方面, 四家上市公司均实现正增长, 其中顺丰本部盈利增速显著, 增长 66.24%至 41.76 亿元, 高端消费线上化带来的增速中枢提升使得业绩表现领先行业。而通达系业务量的增速并未转化成为业绩, 竞争格局已成为经营数据向业绩兑现的重要影响因素。

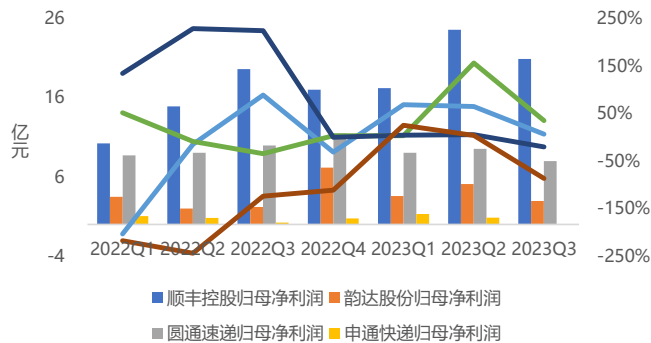
展望未来, 单价层面当前行业价格竞争较为激烈, 而以价换量策略取得效果后价格竞争有望缓解, 行业竞争形式从降价转向提升定价权、服务质量、成本管控等, 随着经营数据向业绩兑现的情况改善, 竞争核心从份额转向利润。头部快递物流企业纷纷开始调整竞争策略, 发力打造差异化竞争优势, 在原本的规模效应、网络布局等基础上, 探索新的业务模式, 丰富产品结构, 供应链竞争逐渐激烈。整体上看, 随着获量与增利的方式转变, 行业预计迎来格局改善, 未来将进入精耕细作的行业模式, 整体增速放缓。

图表49: 各上市快递公司月度业务收入



资料来源: 公司公告, 长城证券产业金融研究院

图表50: 各上市快递公司季度归母净利润



资料来源: 公司公告, 长城证券产业金融研究院

### 单量: 各公司单量表现各有不同, 未来下沉市场或成重要增长来源

**快递行业业绩超预期, 未来有望加速复苏。**2023 年上半年社零总额呈平稳态势, 11 月份社零总额为 4.25 万亿元, 同比增长 10.07%。相比总体社零, 前 11 月份实物商品网上零售额占社零总额的比重保持在 20% 以上, 2023 年 11 月已经提升至 27.50%。从各主流电商平台数据来看, 京东 2022 年度 GMV 为 34816.1 亿元, 同比增 5.60%; 阿里巴巴 2022 财年 GMV 高达 79760 亿元, 较去年增 6.43%, 贡献了最主要的 GMV 份额; 拼多多 GMV 持续增长, 2022 年同比增长 40.52% 实现 34300 亿元, 超 2021 年全年水平 9890 亿元。

**双十一数据出炉, 快递单量具备亮点。**双十一大促期间, 截止 11 月 11 日晚 23:59, 全网销售额达 11386 亿元, 同比增长 2.1%, 增速相对放缓。从各平台看, 天猫 402 个品牌成交破亿, 用户规模创历史峰值, 累计访问用户数超过 8 亿; 京东采销直播的总观看人数突破 3.8 亿, 新商家成交单量环比增长超 5 倍。拼多多参与大促的品牌数量、商品数量均创下新高, 超过 20 个类目实现翻倍增长。抖音累计 GMV 破千万单品 192 个, 累计 GMV 破百万单品 1227 个, 商品日均支付 GMV 较日常期提升 269%。快手货架场景 GMV 同比增长 340%, 搜索 GMV 同比增长 559%, 百万 GMV 单品达 386 个。从整体消费趋势看, 总量增速放缓明显, 各平台均弱化 GMV 数据而改为公布亮点细分数据, 但结构上性价比消费、兴趣电商与国货崛起等细分方向上颇具亮点。对应到包裹量层面, 由于性价比消费趋势下低单价件量占比大幅提升, 整体快递单量增速明显好于电商 GMV 增速。2023 年 11 月 1 日至 11 日, 全国邮政快递企业共揽收快递包裹 52.64 亿件, 同比增长 23.22%, 日均业务量是平日业务量的 1.4 倍。其中 11 月 11 日当天, 共揽收快递包裹 6.39 亿件, 是平日业务量的 1.87 倍, 同比增长 15.76%, 快递单量的增速显著高于成交额。线上消费习惯形成后可逆性低, 疫情期间消费需求于线上释放, 叠加岁末电商多轮促销活动将此习惯进一步固化, 网购渗透率持续提升, 其对快递行业单量增速具备更强且更可持续的驱动力。

**网络零售额增速恢复, 快递业务量迎来反弹。**快递业务量趋势上呈现先升后降态势, 在 4 月同比增速恢复至 36.45% 的峰值水平, 而此后增速一路走低, 7 月回落至 11.71%, 此后再次升高, 11 月增至 31.83%。单量层面, 3 月开始单量保持 100 亿件以上的月度业务量, 11 月达到 136.4 亿件创历史新高。线上渠道在消费品销售的重要性随着网购渗透率渐深而获提升, 且疫情的出现一定程度上加剧了这一趋势, 随着疫情的结束网上销售的频率并没有缩减, 快递行业单量增速仍有保障, 未来成长可期。

**单包裹货值持续走低, 下沉市场或成为重要增长来源。**当前, 社会消费降级现象明显, 快递规模效应带来的成本下降、消费弱复苏、下沉市场网购渗透率提升加速了单包

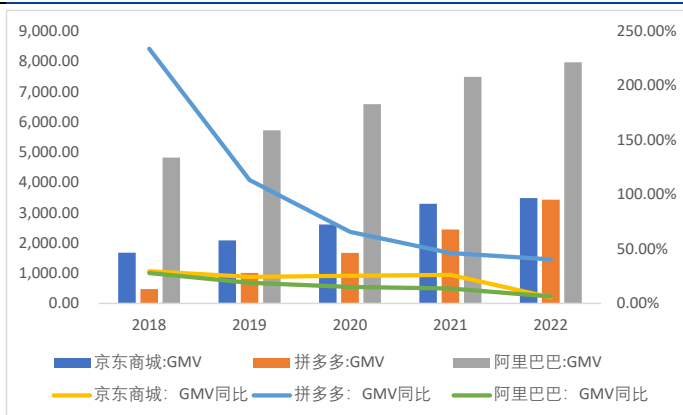
裹货值的下降，从而带来包裹数的增量。电商行业进入存量发展阶段，红利弱化，下沉市场仍有可能成为未来快递包裹量增长的重要来源。

图表51: 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重



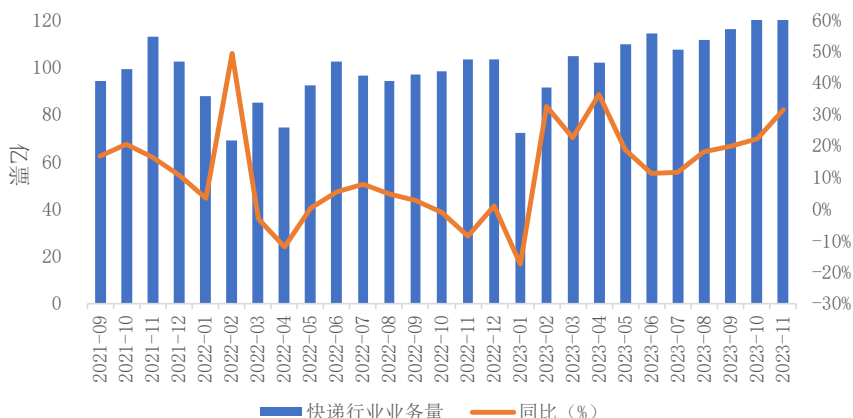
资料来源: 同花顺, 长城证券产业金融研究院

图表52: 京东阿里巴巴拼多多年度GMV及同比



资料来源: 公司公告, 长城证券产业金融研究院

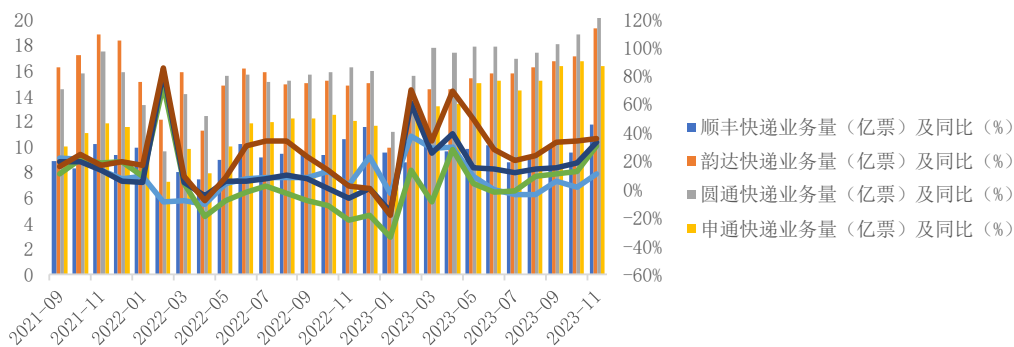
图表53: 月度快递行业业务量



资料来源: 同花顺, 长城证券产业金融研究院

2023年前11月上市公司单量表现有所不同。其中顺丰单量于8.5-12亿票之间双向波动，除6、7月份外均高于2022年同期水平。通达系方面，韵达、圆通、申通整体趋势保持一致，于2月份实现跃升，之后有所增加并保持一定的波动，但始终高于顺丰。其中韵达单价降幅持续扩大，9月以来有所回升，业务量恢复到正增长水平，市占率下滑速度减缓，圆通、申通市占率稳步提升，单量不断增长，始终高于2022年同期水平。通达系合计单量方面，前11月始终高于2022年同期水平，9月、10月、11月三家合计单量分别达51.13、52.69、57.32亿票，比2022年同期水平提高15个百分点以上。

图表54: 各龙头企业快递业务量及增速



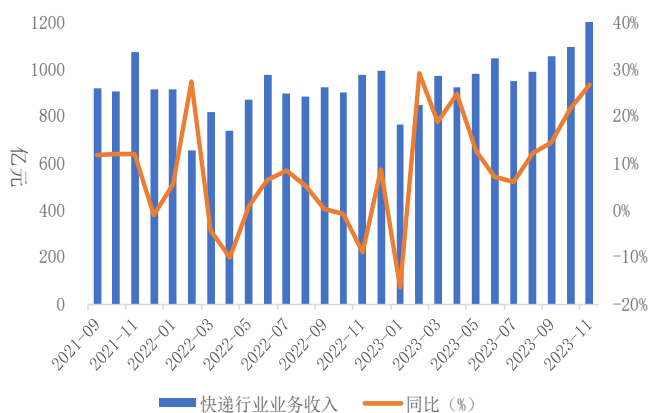
资料来源: 同花顺, 各公司公告, 长城证券产业金融研究院

**通达系竞争小幅加剧, 各家表现有所分化。**电商件的绝对主力通达系表现有所分化, 除未在 A 股上市的中通外, 韵达与圆通表现相对较好, 其中圆通上半年领跑, 韵达紧随其后。3 月份行业整体增速降缓, 其中韵达出现降幅, 而后 4 月均有所回升。5 月开始, 通达系整体增速一路下滑, 8 月以来有所回升。11 月申通增幅 35.60%, 高于圆通的 32.92%和韵达的 30.41%, 单月单量方面, 圆通增长至 21.64 亿票, 高于韵达的 19.3 亿票和申通的 16.38 亿票。

### 单价: 单票毛利下滑明显, 部分公司盈利承压

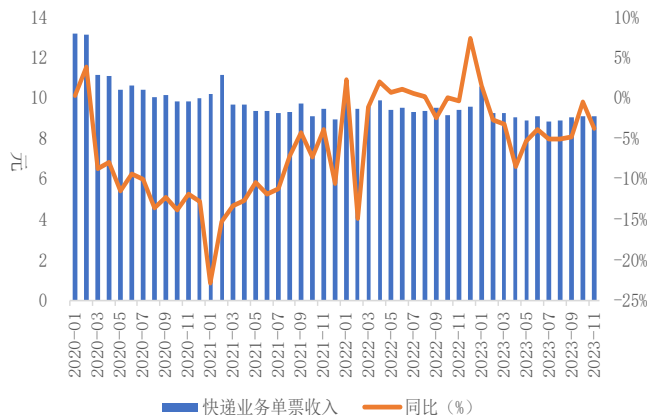
**整体竞争温和, 价格波动放缓。**1 月平均单价分别为 10.62 元, 较去年同期小幅上行, 主要系春节叠加疫情下, 通达系部分网点暂停营业而单价较高的顺丰春节不打烊, 单量结构中顺丰占比提升较多所致。此后随着淡季竞争加速, 行业整体单价进入加速下滑通道, 2 月开始跌破 10 元, 落至 9.26 元, 之后持续下跌, 11 月跌至 9.10 元。尽管价格战仍然存在, 但上半年价格波动较 2020、2021 年同期更为平缓, 行业整体价格竞争较为温和, 目前仍处于良性竞争的范围, 预计监管部门不会进行过多的干预。

图表55: 月度快递行业业务收入



资料来源: 同花顺, 国家邮政局, 长城证券产业金融研究院

图表56: 月度快递行业业务单票收入

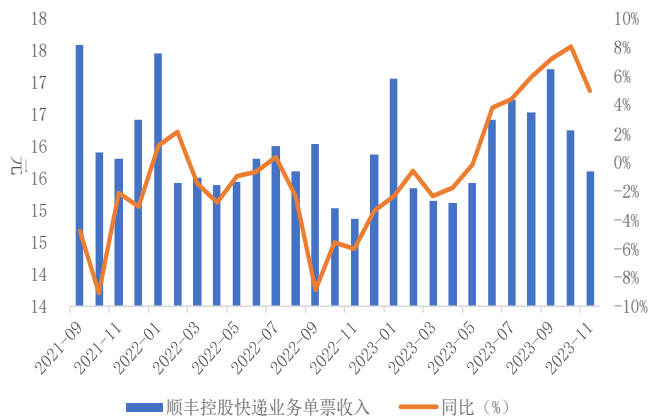


资料来源: 同花顺, 国家邮政局, 长城证券产业金融研究院

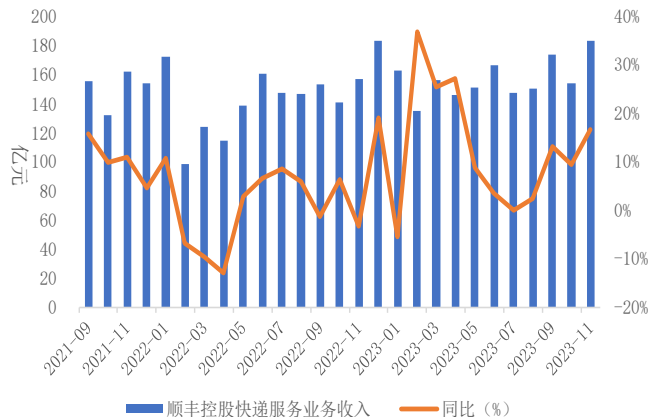
对比各公司收入, 顺丰 1 月、2 月合计实现 298.25 亿元, 同比增长 9.94%; 相比之下, 韵达、圆通、申通同期收入分别为 63.40、70.22、51.40 亿元, 除韵达同比下滑 6.86%

外，圆通、申通同比分别增长 13.33%、15.92%，营收与顺丰存在较大差距。单价层面，通达系各家均呈现加速下滑的趋势，11 月韵达、圆通、申通单票收入分别为 45.86、53.34、39.69 元，分别同比下滑 17.36%、9.56%、16.03%。考虑到目前价格战导致加盟商利润微薄，再大幅降价将影响企业稳定，预计未来价格竞争将放缓。

图表 57: 顺丰快递单票收入



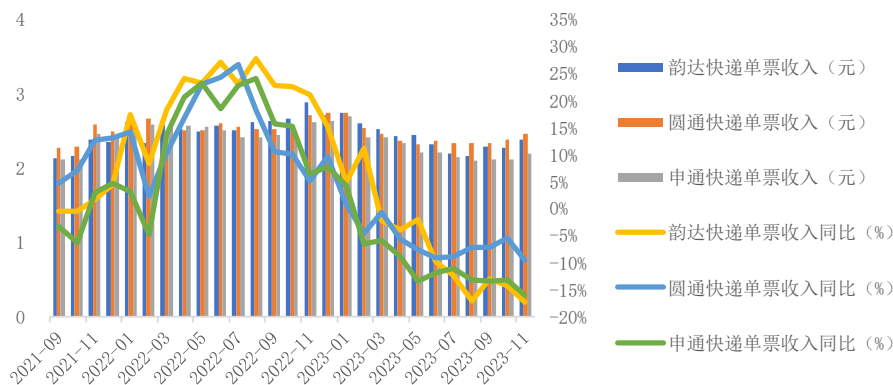
图表 58: 顺丰快递服务业务收入



资料来源: 公司公告, 长城证券产业金融研究院

资料来源: 公司公告, 长城证券产业金融研究院

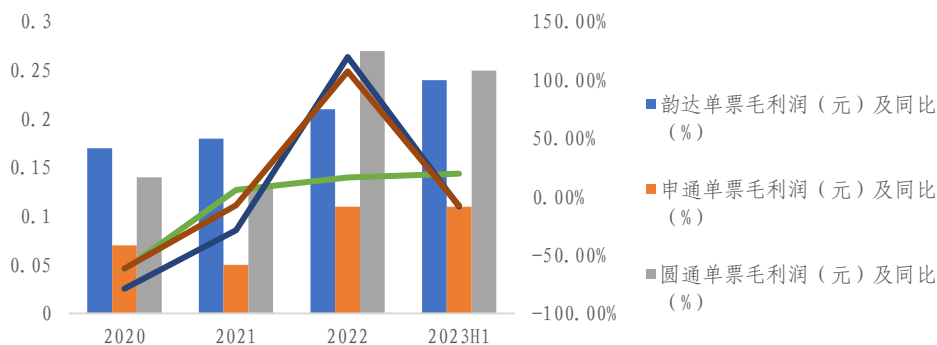
图表 59: A 股通达系企业快递月度单票收入



资料来源: 公司公告, 长城证券产业金融研究院

**单票毛利下滑明显，部分公司盈利承压。**通达系公司单票收入加速下滑，总部盈利空间受到挤压。韵达、圆通、申通快递业务 11 月单票收入分别低至 2.38、2.46、2.20 元，同比跌幅分别为 17.36%、9.56%、16.03%。自年初价格战开始，除申通市占率相对稳定外，韵达、圆通均出现一定程度的下降，市场份额逐渐被压缩。行业价格战愈发激烈，通达系在此过程中毛利也受到压力。从单票毛利润看，除韵达外，圆通、申通今年单票毛利润均加速下滑，上半年申通、圆通单票毛利润分别同比下滑 8.33%、7.41%，而韵达单票毛利润增长 20.0%。其中韵达、圆通单票毛利润分别为 0.24、0.25 元水平相当，申通单票毛利润为 0.11 元相对盈利压力较大。行业价格承压下，圆通单票快递毛利基本保持，略降 0.02 元，韵达受益于自身成本费用降低，单票毛利润有所改善。

图表 60: A 股通达系单票毛利润



资料来源: 公司公告, 长城证券产业金融研究院

### 竞争格局: 行业竞争白热化, 跨境业务大势所趋

**快递行业竞争白热化, 跨境业务大势所趋。**过去几年, 快递行业时常陷入价格战的激烈竞争中。如今, 伴随着中国制造业升级和跨境电商平台崛起, 每年都有大量商品从中国运往世界各地。作为全球快递物流规模最大的市场, 中国自身的物流运输系统已相当成熟, 当国内电商物流进入存量竞争阶段, “出海”自然成为快递物流企业竞争的必选项。

**顺丰寻求发展新思路, 国际业务发展进入新阶段。**2022 年顺丰国际业务营收规模为 879 亿元, 占主营业务比重 33%。2023H1 公司供应链及国际业务实现营业收入 288.6 亿元, 同比下降 38%。展望未来, 看好下半年盈利环比提升。自 2010 年起顺丰开始积极布局国际业务, 截至 2016 年, 国际业务版图日趋完善。在运营模式上, 顺丰主要采取自主运营及轻资产运营两种模式。主要产品为国际标快/特惠以及国际小包。2016-2020 年顺丰的国际业务覆盖范围持续扩大, 国际物流能力进一步提升。2021 年顺丰成功并购嘉里物流, 国际业务版图得到重构, 主要产品结构调整调整为国际快递、国际货代和国际供应链业务。业务范围进一步扩大, 全货机国际航线达 37 条, 国际快递覆盖国家达 84 个, 国际电商物流覆盖国家及地区达 225 个。

图表 61: 顺丰现阶段国际产品介绍

产品名称	服务介绍	服务范围
国际快递	主要面向国内及海外制造企业、贸易企业、跨境电商以及消费者, 提供国际快递、海外本土快递、跨境电商包裹及海外仓服务。业务覆盖马来西亚、日本等 16 个国家和欧洲 26 国。	<p><b>国际快递:</b> 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;</p> <p><b>国际电商:</b> 满足跨境电商需求的高性价比的经济型服务, 含高效的国际电商专递和品质型国际小包;</p> <p><b>海外本土快递:</b> 服务覆盖泰国、越南、马来西亚、柬埔寨、印尼等东南亚国家。</p>
国际货运及代理	主要面向客户提供空运、海运、铁运、陆运及多式联运的货运解决方案。	<p><b>空运:</b> 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;</p> <p><b>海运:</b> 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;</p> <p><b>陆路货运:</b> 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	主要面向各类行业客户, 提供国	以技术赋能, 依托顺丰大数据、AIoT 技术

	内及国际端到端供应链解决方案。	及软硬件系统集成能力，助力客户打造智慧供应链； 顺丰丰豪、新夏晖提供中国本土供应链服务； 嘉里物流提供环球综合物流服务。
--	-----------------	--

资料来源：公司公告，长城证券产业金融研究院

**极兔快递着眼全球，市场份额东南亚领先。**目前，极兔快递网络覆盖印度尼西亚、越南、马来西亚、菲律宾、泰国、柬埔寨、新加坡、中国、沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西、埃及共 13 个国家。按 2022 年包裹量计，极兔速递以 22.5% 的市场份额成为东南亚排名第一的快递运营商，同年极兔速递于中国的市场份额达到 10.9%。截至 2023 年 6 月 30 日，极兔速递在东南亚市场的包裹量为 14.38 亿件，同比增长 18.4%；全球包裹量 80 亿件，同比增长 16.7%。受益于巨大的电商市场，极兔在东南亚及中国形成全球规模最大且增速最快的快递服务市场；新市场包括沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西及埃及亦拥有繁荣发展的电商产业。三大市场的电商零售交易额及总包裹量预计能为极兔速递不断扩张的全球版图注入新增长动力。

图表 62: 2020-2023H1 极兔速递东南亚地区及中国包裹量相关情况

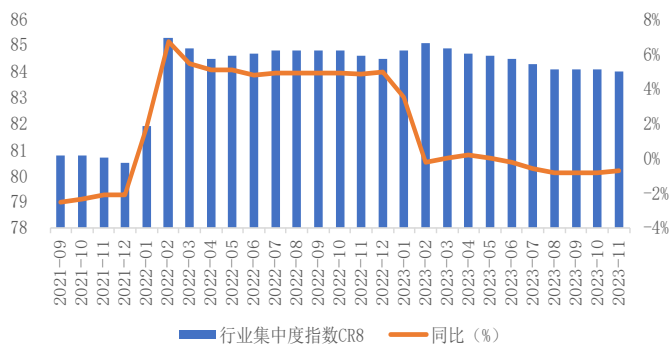
市场	2020 包裹量 (亿件)	2021 包裹量 (亿件)	2022 包裹量 (亿件)	2023H1 包裹量 (亿件)	复合年增长率 (2020-2022)	2022 年市场份额
东南亚	11.54	21.61	25.13	14.38	47.6%	22.5%
中国	20.84	83.34	120.26	64.46	140.2%	10.9%
新市场 (包括沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西以及埃及)			0.49	0.83		

资料来源：招股说明书，长城证券产业金融研究院

**快递企业谋篇布局，海外市场前景大好。**跨境物流市场方面，伴随中国电商平台的海外扩张，带动跨境货量增加、货品种类和形态的丰富，海外消费者对时效性期望的提升，促使跨境物流服务商从过去的单一环节、单一市场向全链路一体化方向发展，各快递企业谋篇布局，寻求新的增长方向。快递出海市场景气上行，前景广阔。

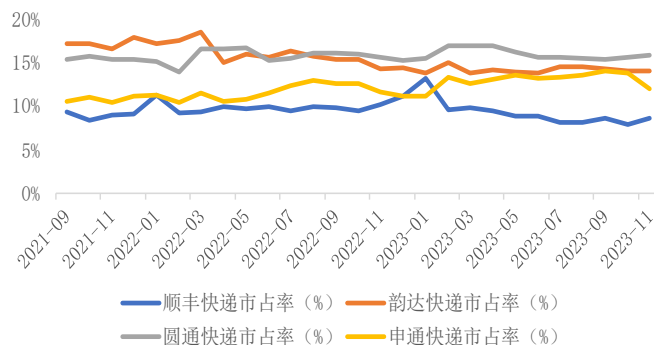
**行业集中度整体先升后降，大多龙头企业市占率呈上涨趋势。**CR8 在 Q1 跃升，于 2 月达到峰值 85.1 后逐月回落，11 月下滑至 84.00，略低于去年同期水平，疫情初期带来的业务量缩减或加速二三线快递公司出清。各龙头企业市占率除顺丰外均呈上涨趋势，其中圆通市占率在 4 月达到历史新高 17.01%，11 月 15.87% 的水平亦较去年提升。随着头部快递企业的持续投入与经营规模的扩大，业务加速向头部快递企业集中，2023 年 11 月我国快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8 已经达到 84.00，二三线快递企业产能已基本出清，头部企业之间以低价竞争份额的“价格战”将逐渐平息，逐步转向规模效应和利润平衡的高质量方向发展。

图表63: 行业集中度指数 CR8 月度数据



资料来源: 同花顺, 长城证券产业金融研究院

图表64: 各龙头企业市占率



资料来源: 公司公告, 长城证券产业金融研究院

当前, 快递数据保持稳健的增速, 目前经济环境下居民消费力或已触底, 未来单量增速下行空间不大。单价层面当前行业价格竞争较为激烈, 而以价换量策略取得效果后价格竞争有望缓解。展望未来, 当前环境下基本面向上趋势较为确定, 头部快递物流企业纷纷开始调整竞争策略, 发力打造差异化竞争优势, 在原本的规模效应、网络布局等基础上, 探索新的业务模式, 丰富产品结构。我们认为, 差异化方向格局显著好于整体, 细分领域的投资机会相对更优。

## 投资建议

当前国内经济整体上仍处于弱复苏阶段, 但外部压力逐步缓解叠加国内政策回暖有望加速复苏进程。交运板块建议关注中美库存周期共振下的顺周期板块机会。我们推荐两个方向: 一是疫情常态化复苏态势良好的出行链航空及机场板块。随着政策开放国际线将进一步恢复, 民航市场供给结构将持续改善, 届时供需缺口扩大, 票价有望持续上行带动航司业绩反弹, 航空板块有望迎来高景气周期。整体看, 航空机场板块的反转将会带动交运行业景气上行, 整体业绩有望提高。新协议恢复议价下机场免税未来可期。二是政策催化叠加存量市场下切向质量竞争并趋于格局改善的快递板块, 快递行业竞争格局改善, 头部快递物流企业发力打造差异化竞争优势。经济型快递竞争进入下半场, 建议关注头部中通、圆通的左侧布局价值, 关注韵达打破负反馈、申通效率改善及可能受益尾部快递下滑的拐点性机会。中高端快递降本增效进行时, 增速随经济复苏回升, 顺丰控股护城河持续加深。

## 风险提示

宏观经济复苏不及预期, 油价、汇率大幅波动, 居民消费信心不振, 行业供给超预期释放。



### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说

为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

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

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编：100044

传真：86-10-88366686