

出行链复苏弹性之交运物流篇：

---

# 复苏发力，优选出行&快递

中信证券研究部 交运物流 扈世民

2023年1月10日

- **航空：供给强约束守望东风，重构繁荣进入右侧。**2023年国内外需求有望形成共振，航空机场板块转入业绩兑现的右侧阶段。对航司而言，需求成为重要的跟踪要素，我们预计今年春运需求有望恢复至2019年70%~80%。供给强约束背景下，国内线需求反弹张力催化票价弹性释放，2023年国际线航班量或将恢复至2019年50%~60%，料暑期航司龙头基本面将大幅改善，或成为催化估值进一步提升的关键。头部航司由于人员保障更优以及享受更大的票价弹性或将具备更强的周期张力，2023年或为航空机场业绩转向右侧的元年，继续推荐。
- **机场：寻找商业增长新动能，关注与免税运营商进一步协同。**市场关注更多在于免税运营商和机场关于租金谈判的对立，忽略了双方协同效应，我们预计后疫情时代日上与上机共同推进免税品类调整、做大免税销售额。综合考虑香化与精品客单价的差异及精品潜在渗透率，中性假设下，我们测算2025年上机精品销售额占比有望升至12%。两场协同背景下，料2026年上机免税销售额或达400亿，下一轮协议签订将具备较高议价力，若扣点比例调整至30%，则2026年免税租金将同比翻倍，弹性可期。同时建议关注上海机场与日上合作的新进展。
- **快递：快递成为出行之外受益后疫情复苏重要的赛道，2023年有望受益件量增速回归和成本优化显现。**2022年为疫情以来防控对物流影响最大的一年，消费透支&防控封控物流节点&挤出刷单导致2022年快递行业件量增速降至1%~2%历史低点。快递成为出行之外受益后疫情复苏重要的赛道。料2023年消费有望同比向好&防控扰动出清，快递件量增速有望重回两位数，同时成本端同比高基数带来优化空间。顺周期优选顺丰，业绩释放持续，关注顺周期张力；精细化&数智化加速领跑，双重要上市化解流动性难题，中通市值与基本面匹配度逐渐显现，同时关注圆通速递“高确定性”。
- **风险因素：**疫情防控不及预期；宏观经济增长及消费拐点不及预期；国际油价大幅攀升；人民币快速贬值；快递价格竞争超预期；机场免税谈判低于预期；地缘政治影响的不确定性。

- 投资建议：**供给强约束背景下，国内线需求反弹张力催化票价弹性释放，料暑期航司龙头基本面将大幅改善，或为催化估值进一步提升的关键。航司方面，我们建议重点关注高β的**三大航**、逆势成长的**春秋航空**、国内布局精品航线率先恢复的**吉祥航空**；关注**华夏航空**。国际线流量修复将带来机场价值回归与重构，机场方面，继续推荐管理层调整、免税有望迎积极变化的**上海机场**，免税消费有望重回高成长的**白云机场**，同时建议关注机场产能投放进入爬坡期，赴岛旅客迎来修复的**美兰空港**。快递方面：顺周期优选**顺丰控股**，业绩释放持续；精细化&数智化加速领跑，双重要上市化解流动性难题，**中通快递**估值溢价有望逐渐显现，同时关注**圆通速递**“高确定性”。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价	EPS				PE				评级
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
顺丰控股	59.61	0.87	1.35	1.86	2.47	69	44	32	24	买入
中通快递-SW	215.80	7.09	8.54	10.92	13.60	30	25	20	16	买入
春秋航空	62.15	0.04	-1.23	1.62	3.54	1,554	-51	38	18	买入
南方航空	7.64	-0.70	-1.28	0.21	0.72	-11	-6	36	11	买入
上海机场	57.00	-0.69	-1.01	0.96	1.88	-83	-56	59	30	买入
白云机场	14.59	-0.17	-0.17	0.34	0.60	-86	-86	43	24	买入
圆通速递	19.55	0.61	1.09	1.31	1.46	32	18	15	13	买入
中国国航	10.62	-1.15	-1.48	0.51	1.13	-9	-7	21	9	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2023年01月09日收盘价

# CONTENTS

## 目录

---

1. 负面因素有望逐渐出清，出行&物流复苏发力
2. 航空：供给强约束守望东风，重构繁荣进入右侧
3. 机场：寻找商业增长新动能，关注与免税经营商进一步协同
4. 快递：件量修复&成本优化，顺周期首选顺丰
5. 风险因素

# 12月政策释放一骑绝尘，出行&快递将迎来确定性复苏

- 2022年12月防控政策持续调整，交运物流作为疫情防控下主要受损行业之一，2023年将迎来确定性复苏。出行从供给限制逐步回归至需求主导，2023年国内外需求有望形成共振，航空机场板块转入业绩兑现的右侧阶段。快递成为出行之外受益后疫情复苏重要的赛道，2023年亦有望受益件量增速回归和成本优化显现。

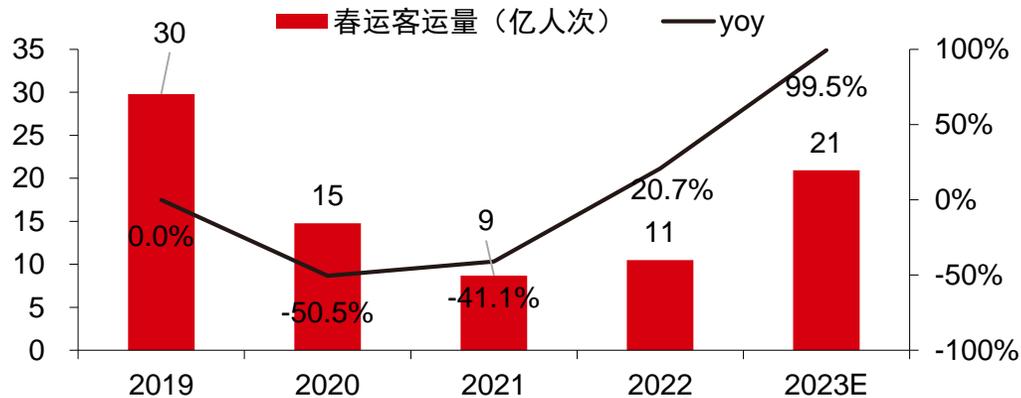
## 入境隔离政策变化

日期	政策调整	具体内容
2022.1.24	上海完善入境人员解除14天集中隔离后的7天健康监测管理服务	入境目的地为本市的人员，在解除14天集中隔离后，进行居家健康监测。
2022.5.4	北京市缩短人员集中隔离时间	由“14+7”调整为“7+7”。
2022.5.15	北京市再次缩短人员集中隔离时间	对入境地点、目的地均为北京的人员实施“7+7”隔离政策。
2022.6	多省市调整入境政策	南京、武汉：由“14+7”调整为“7+7”； 成都、厦门：试点实行“10+7”。
2022.6.29	《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》发布	对入境人员实施“7+3”管控政策
2022.11.11	国务院联防联控机制综合组公布进一步优化防控工作的二十条措施	<b>对入境人员实施“5+3”管控政策； 取消入境航班熔断政策； 明确入境人员阳性判定标准为核酸检测Ct值&lt;35； 登机前48小时核酸阴性检测证明次数由2次减至1次。</b>
2022.12.26	国家卫健委发布关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案	取消入境人员核酸检测和集中隔离，取消“五个一”及客座率限制等国际客运航班数量管控措施

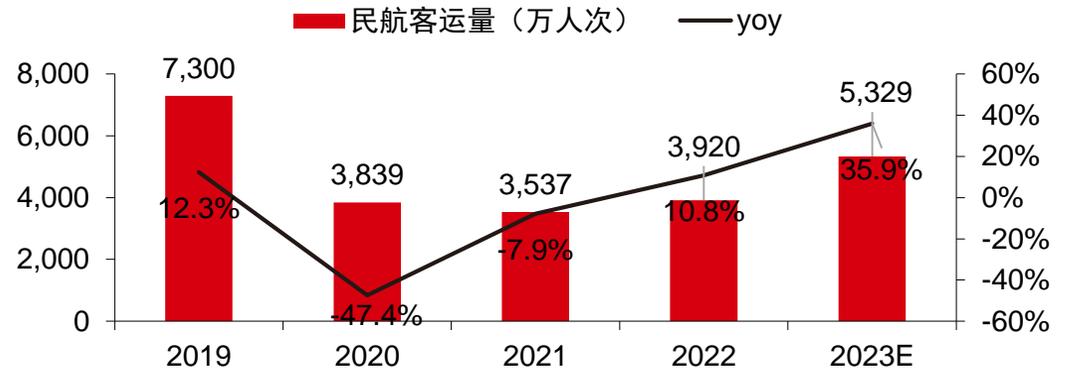
# 春运可作为试金石，暑运量价弹性呼之欲出

- 政策转向后第一个春运出行或迎来明显修复，交通运输部预计客流量恢复2019年的70%，第一周票价恢复至2019年87%，考虑节前第一波高峰逐渐显现，我们预计实际春运出行需求或将好于预期。
- 供给强约束背景下，国内线需求反弹张力催化票价弹性释放，2023年国际线航班量或将恢复至2019年50%~60%，料暑期航司龙头基本面将大幅改善，或成为催化估值进一步提升的关键。

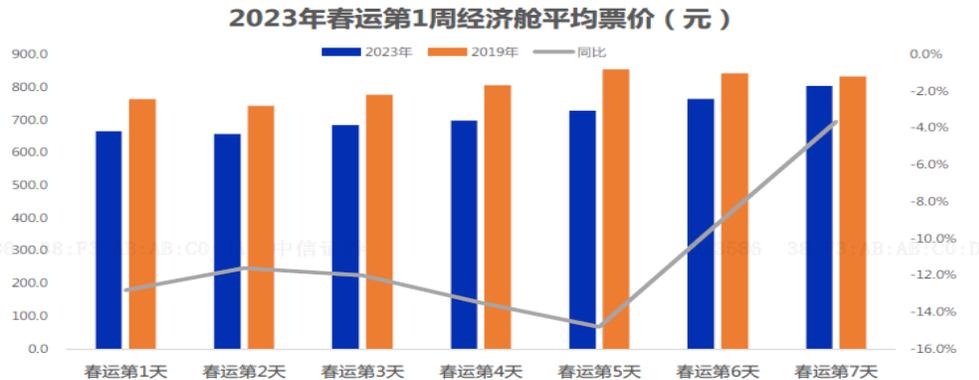
2023年春运客流预计恢复至2019年的70.3%



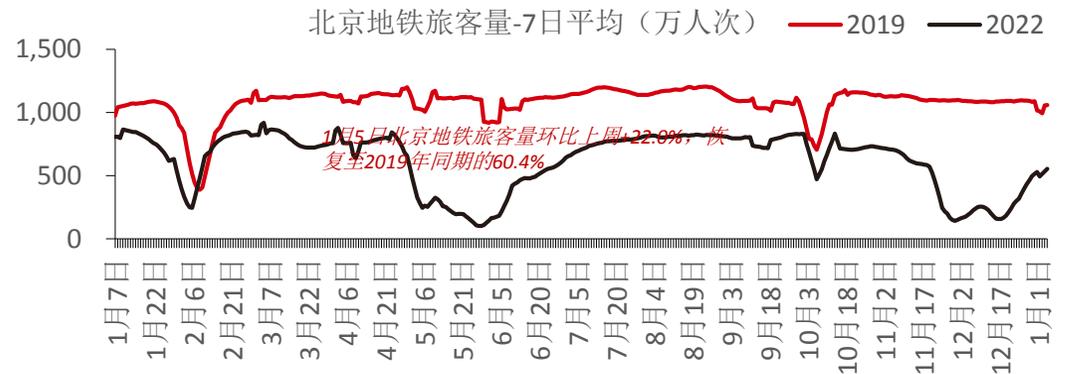
春运民航客运量预计恢复至2019年73%



春运第一周经济舱平均票价恢复至2019年87.1%



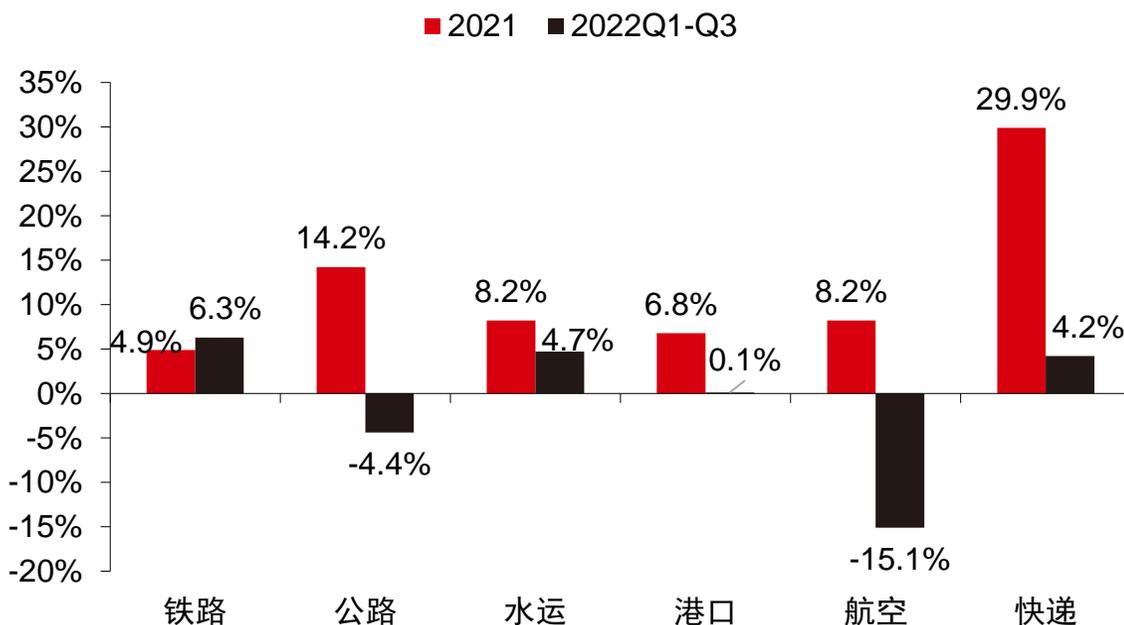
截止1月5日一线城市地铁旅客运输量恢复至2019年60%以上



# 负面因素有望逐渐出清，物流修复模式已开启

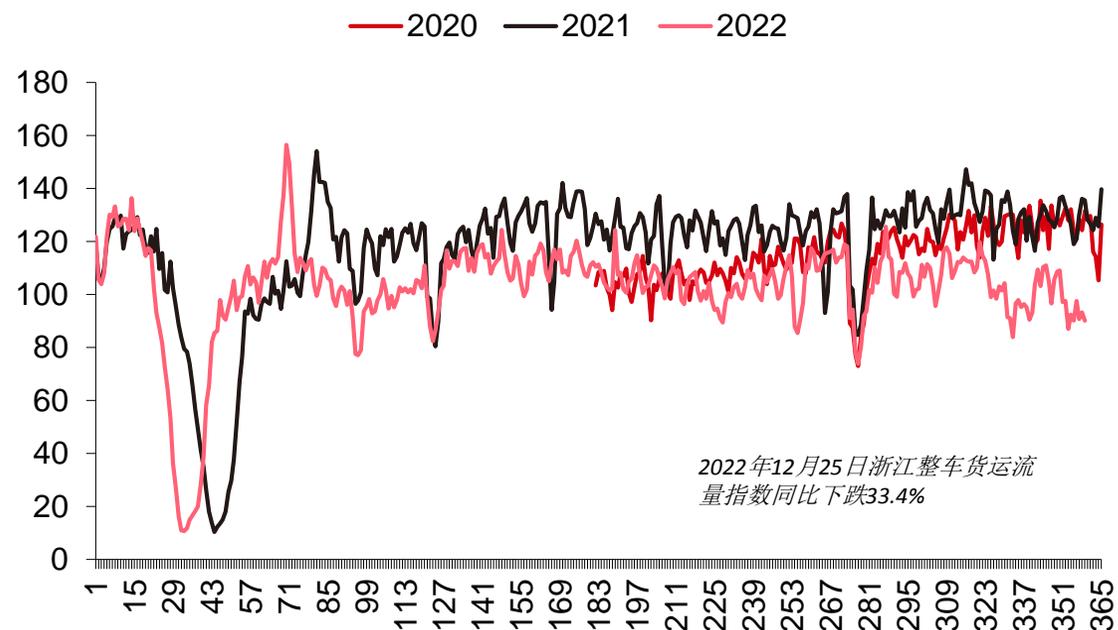
- 2022年为疫情以来防控对物流影响最大的一年，6月起表现出改善趋势，但下半年反复摩擦阻碍类似2020年疫情阶段性控制后的强劲反弹，消费透支&防控封控物流节点&挤出刷单导致2022年快递行业件量增速或降至1%~2%历史低点。
- 以浙江省整车物流指数为例，11月“20条”倒春寒导致再次筑底，快递分拣中心单周最大关停30%，近期阳性病例快速增长，流量指数底部震荡。但2023年防控对物流节点限制逐渐出清，快递成为出行之外受益后疫情复苏重要的赛道，2023年快递行业件量有望重回两位数。

### 2021年、2022Q1-Q3交通运输行业子板块货运同比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 11月“20条”政策落地后浙江省货运量指数再次筑底，但复苏已近



资料来源：G7大数据，中信证券研究部

# CONTENTS

## 目录

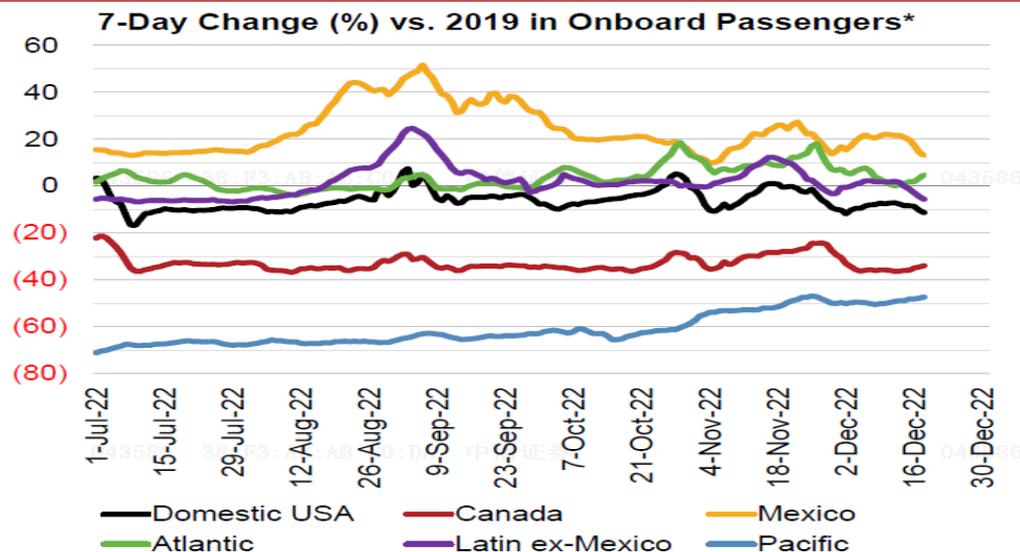
---

1. 负面因素有望逐渐出清，出行&物流复苏发力
2. 航空：供给强约束守望东风，重构繁荣进入右侧
3. 机场：寻找商业增长新动能，关注与免税经营商进一步协同
4. 快递：件量修复&成本优化，顺周期首选顺丰
5. 风险因素

# 对比美国航空表现，关注中国民航票价弹性驱动周期张力

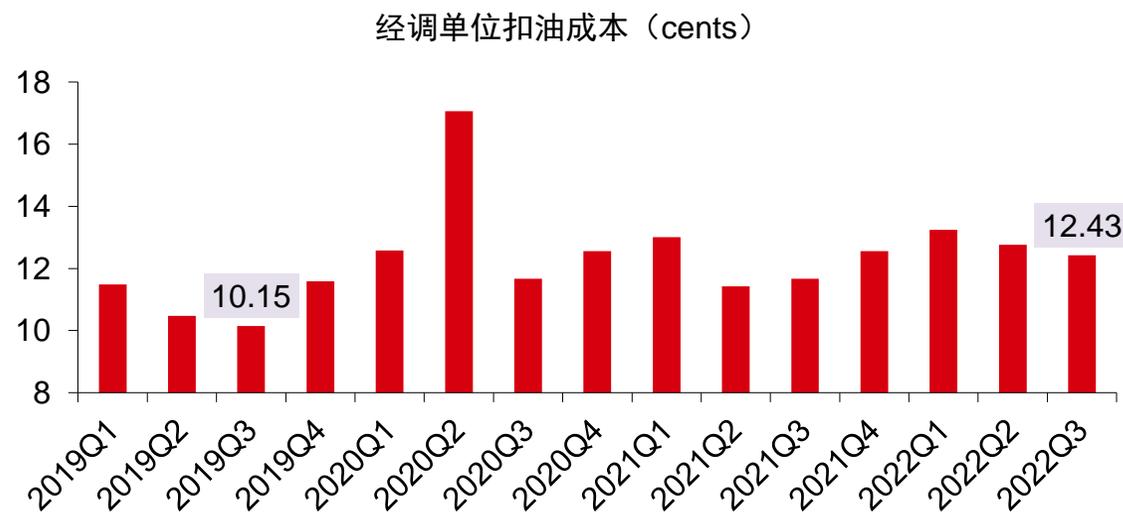
- 2022年美国航空并未表现出显著的周期张力，对比我国行业发展与周期阶段存在明显差异。主要原因在于：
  - (1)机队人员缺口导致航司飞行小时数较2019年同期仍存差距，导致美国四大航2022Q3单位扣油成本较2019年同期同增5.4%~34.1%；
  - (2)高油价导致美国四大航2022Q3单位航油成本较2019年同期同增61.0%~113.9%；
  - (3)美国航空业疫情前经历黄金10年、票价市场化比较充分，高基数效应导致票价弹性弱于我国，即使如此2022Q3DAL、AAL、UAL、LUV客英里收益同比2019年同期增长22.6%、25.0%、21.6%、5.3%，中国民航票价弹性或成为本轮周期张力的关键要素。

2022年12月美国航空旅客发送量较2019年降幅收窄至11%



资料来源：A4A

达美2022Q3经调单位扣油成本较2019Q3上升22.5%



资料来源：DAL公告，中信证券研究部

# 2022年美国航空并未表现出显著的周期张力

- 从运营指标来看，美国航空周期景气向上，四大航实现连续两个季度的盈利。选取美国四大航，2022Q3DAL、AAL、UAL、LUV净利润同比2019同期-53.5%、13.6%、-8%、-58%，并未表现出明显的周期张力。

美国主要上市航司Q3数据对比

	达美航空 (DAL)			美联航 (UAL)			西南航空 (LUV)		
	2022Q3	2019Q3	YOY	2022Q3	2019Q3	YOY	2022Q3	2019Q3	YOY
ASM (百万)	63,007	75,742	-16.8%	67,695	75,076	-9.8%	39,272	39,379	-0.3%
RPM (百万)	54,786	66,862	-18.1%	59,087	64,629	-8.6%	33,534	32,889	2.0%
客座率 (%)	87.0	88.3	-1.3pcts	87.3	86.1	1.2pcts	85.4	83.5	1.9pcts
机队规模 (架)	1242	1353	-8.2%				742	752	-1.3%
收入 (百万美元)	13,975	12,560	11.3%	12,877	11,380	13.2%	6,220	5,639	10.3%
客运收入 (百万美元)	11,464	11,410	0.5%	11,653	10,481	11.2%	5,613	5,230	7.3%
净利润 (百万美元)	695	1,495	-53.5%	942	1,024	-8.0%	277	659	-58.0%
客英里收益 (美分)	20.93	17.06	22.6%	19.72	16.22	21.6%	16.74	15.90	5.3%
单位ASM收入 (美分)	22.18	16.58	33.8%	19.02	15.16	25.5%	15.84	14.32	10.6%
单位ASM扣油收入 (美分)	16.91	13.63	24.1%	13.48	12.10	11.4%	11.38	11.55	-1.5%
单位ASM营业成本 (美分)	19.87	13.85	43.5%	16.87	13.20	27.8%	14.83	12.24	21.2%
单位ASM航油成本 (美分)	5.27	2.96	78.1%	5.55	3.06	81.4%	4.46	2.77	61.0%
单位ASM非油成本 (美分)	14.60	10.89	34.1%	11.32	10.14	11.7%	10.38	9.47	9.5%

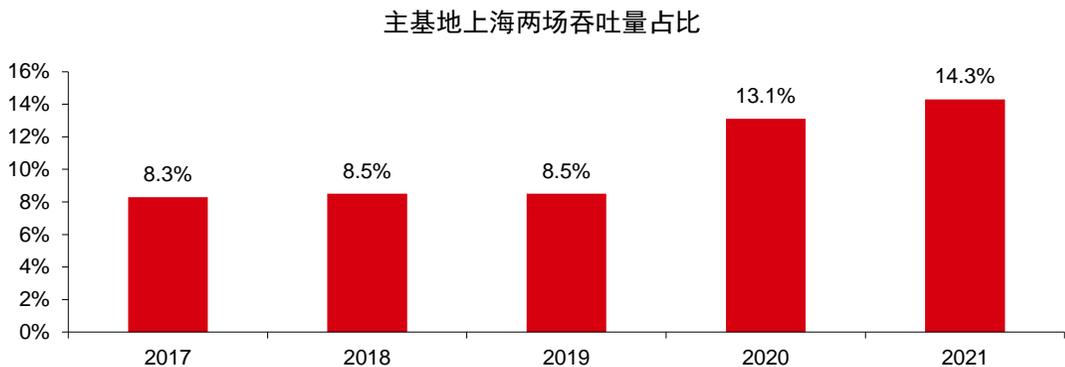
相对于美国航空，中国龙头航司更具周期弹性，原因在于：

- **1) 保障能力修复周期可控。**三大航在疫情冲击下积极承担社会责任，并不存在大范围裁员的情况，并且飞行员招聘与学员的招收都在正常进行。7月民航局年中工作电视电话会议指出，疫情以来成熟可用机长/机务人员流失1.1%/14%。我们认为飞行员流失的主要原因是飞行小时数减少导致的降级，保障能力短期存在供给瓶颈，但整体可控。
- **2) 航季的规律性涨价提升票价弹性的天花板。**一、二线机场航线时刻资源稀缺，供不应求，具备较大的涨价潜力。
- **3) 周期演绎从量到价，强烈建议关注积蓄的价格弹性。**“十四五”行业运力引进增速下降，料三大航机队规模CAGR仅4.5%~5.5%，虽然头部航司不面临实质性的人员短缺，但从行业整体来看，成熟机长或有一定缺口，我们预计需求拐点出现后，航空供给端强约束将持续显现。首先将表现为飞行员供给瓶颈，在海外航司率先恢复背景下，航司自身飞行员的培养或为获得供给的现实选择，我们预计窗口期约为1年-1年半的时间。未来两年行业供需错配的格局或带动实际票价的提升，具备优质航线资源的航司有望释放业绩弹性。

# 深耕上海两场，春秋航空主基地竞争优势持续提升

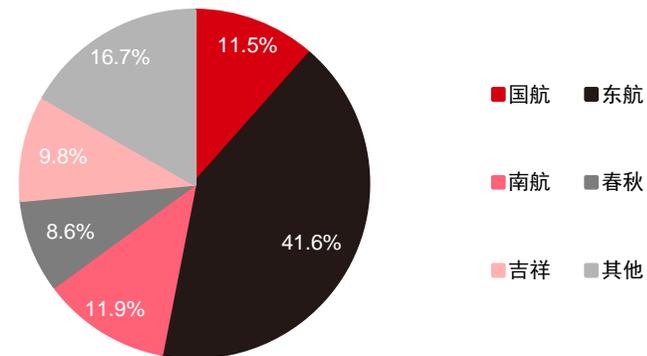
- 局部疫情背景下继续深耕上海两场，主基地竞争优势持续提升，预计将成为“十四五”春秋航网扩张与优化的有力抓手。

## 2021年公司在上海两场旅客吞吐量占比+1.2pcts至14.3%



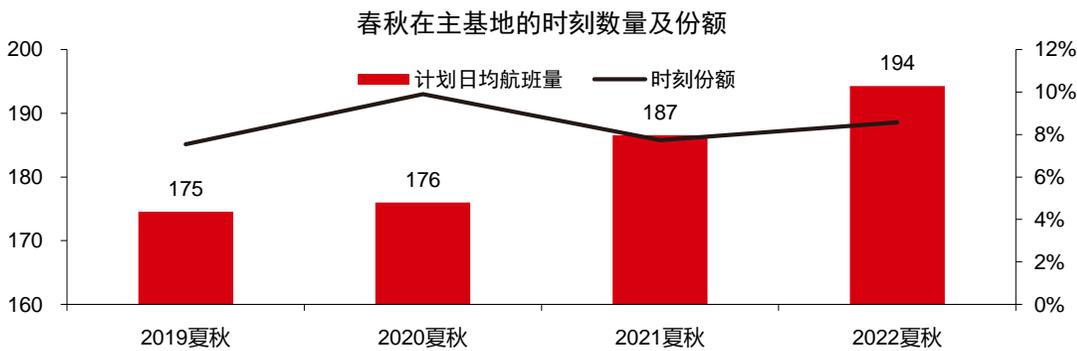
资料来源：春秋航空公告，中信证券研究部

## 2022年夏秋航季春秋在上海两场时刻占比提升至8.6%



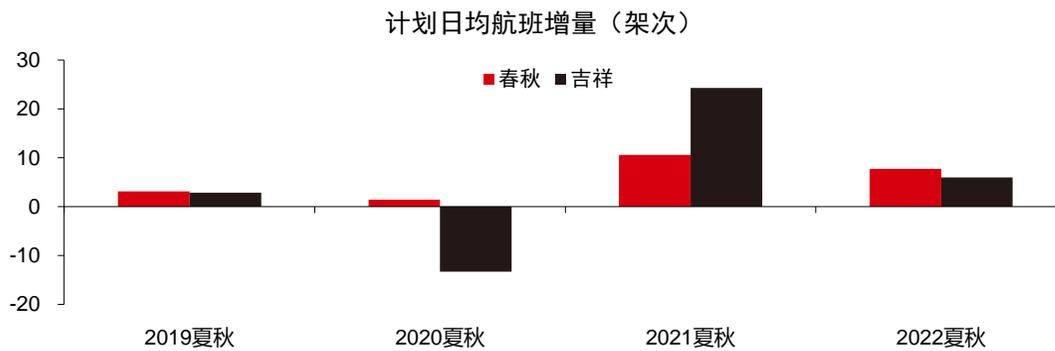
资料来源：Pre-flight，中信证券研究部，注：2022年夏秋航季

## 2019夏秋~2022夏秋春秋主基地时刻数量CAGR3.6%



资料来源：Pre-flight，中信证券研究部

## 2019夏秋~2022夏秋春秋计划航班量稳步增长

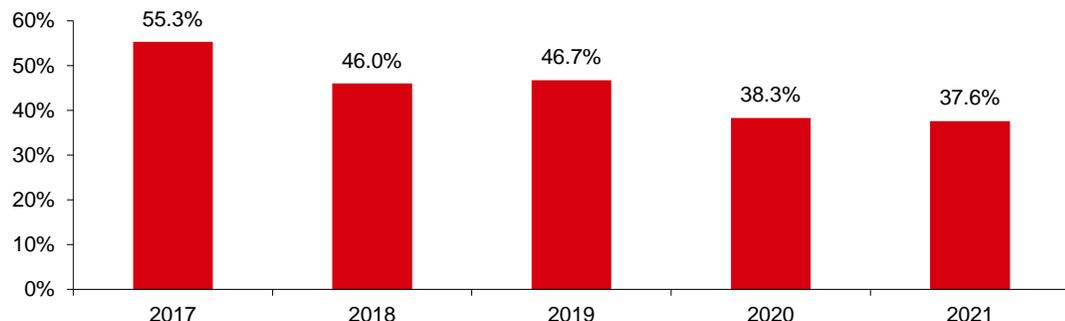


资料来源：Pre-flight，中信证券研究部

# 加速布局基地建设，在千万吞吐量级机场竞争力明显提升

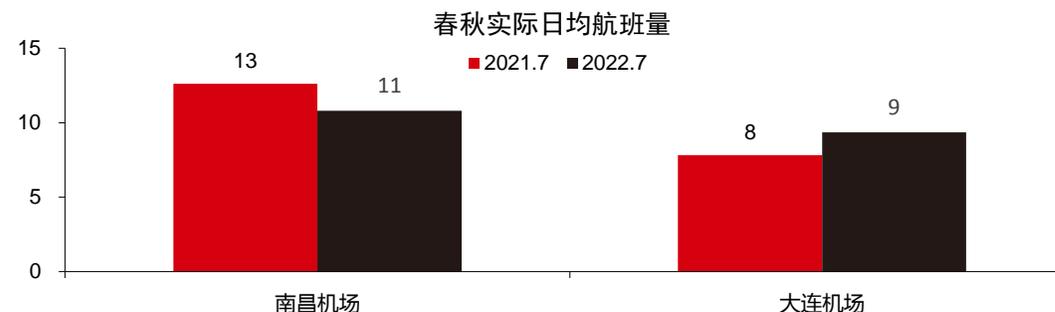
- 加速布局基地建设，局部疫情背景下在千万吞吐量级机场竞争力明显提升，2022年2月西安分公司揭牌成立，“十四五”期间航网有望加速优化，利好后疫情时代票价弹性的释放。公司以主基地上海两场为依托，持续开辟新基地，积极打造枢纽直飞的航线网络。

2021年公司上海起降占比降至37.6%



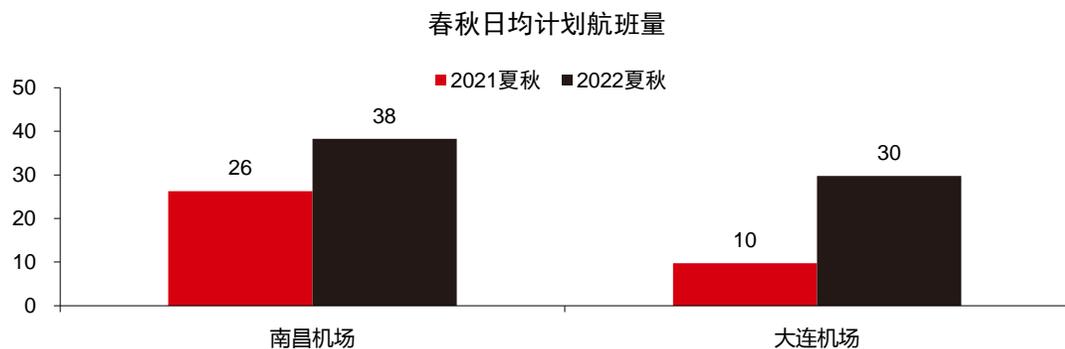
资料来源：春秋航空公告，中信证券研究部

春秋于南昌、大连两场实际起降架次同比-14.3%、+19.8%



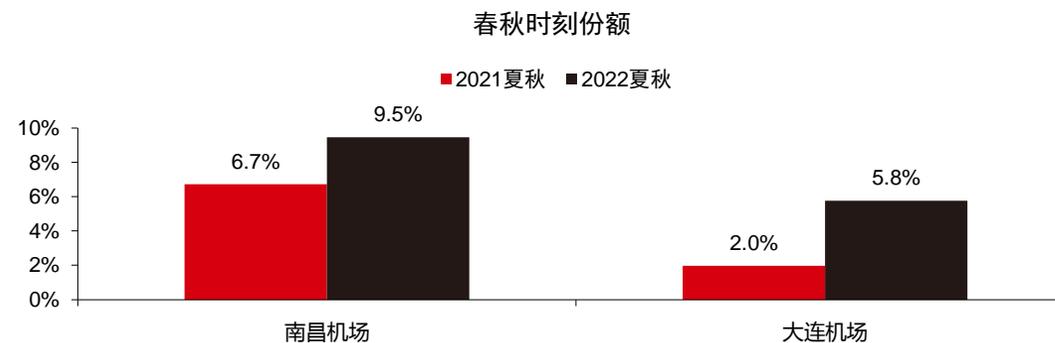
资料来源：航班管家，中信证券研究部

春秋于南昌、大连两场时刻数量同比+ 45.7%、205.9%



资料来源：Pre-flight，中信证券研究部

春秋于南昌、大连两场时刻份额同比+2.7pcts、3.8pcts



资料来源：Pre-flight，中信证券研究部

# 分场景测算春秋2024年单机利润

## 2024年票价弹性测算：四种工况

悲观	国内线票价（客公里收益）较2019年增长5%
中性	国内线票价（客公里收益）较2019年增长6%
乐观	国内线票价（客公里收益）较2019年增长8%

资料来源：中信证券研究部测算

## 2024年春秋运营情况预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
国内ASK（百万座公里）	28012.1	35075.5	41170.9	30878.2	43229.5	54036.8
YoY%	10.0%	25.2%	17.4%	-25.0%	40.0%	25.0%
国际ASK（百万座公里）	14228.1	2525.3	188.7	169.9	5265.8	12637.9
YoY%	16.5%	-82.3%	-92.5%	-10.0%	3000.0%	140.0%
地区ASK（百万座公里）	1466.3	240.9	121.7	103.5	620.8	1272.7
YoY%	14.7%	-83.6%	-49.5%	-15.0%	500.0%	105.0%
国内RPK（百万客公里）	25882.1	28204.9	34196.6	26265.0	38500.2	49746.3
YoY%	11.1%	9.0%	32.1%	-23.2%	46.6%	29.2%
国际RPK（百万客公里）	12519.3	1807.0	95.7	99.7	3616.5	10196.2
YoY%	22.0%	-85.6%	-99.2%	4.2%	3528.3%	181.9%
地区RPK（百万客公里）	1289.8	136.5	82.2	78.2	500.0	1050.5
YoY%	14.7%	-89.4%	-93.6%	-4.9%	539.7%	110.1%
客座率（国内）	92.4%	80.4%	83.1%	85.1%	89.1%	92.1%
+/-	1.0%	-12.0%	2.6%	2.0%	4.0%	3.0%
客座率（国际）	88.0%	71.6%	50.7%	58.7%	68.7%	80.7%
+/-	4.0%	-16.4%	-20.9%	8.0%	10.0%	12.0%
客座率（地区）	88.0%	56.7%	67.5%	75.5%	80.5%	82.5%
+/-	0.0%	-31.3%	10.9%	8.0%	5.0%	2.0%

资料来源：春秋航空公告，中信证券研究部测算

## 2024年春秋收入情况预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
国际客运收入（亿元）	46.4	47.4	2.3	2.1	29.8	37.8
YoY%	18.6%	2.2%	-95.1%	-11.4%	1351.3%	26.6%
地区客运收入（亿元）	5.0	6.0	0.4	0.3	2.2	4.7
YoY%	6.7%	20.0%	-93.9%	-4.9%	539.7%	110.1%
国际客公里收入（元）	0.370	0.627	2.425	2.062	0.825	0.370
YoY%	-2.7%	69.3%	286.8%	-15.0%	-60.0%	-47.0%
地区客公里收入（元）	0.387	0.651	0.444	0.444	0.444	0.444
YoY%	-7.0%	68.0%	-31.8%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：春秋航空公告，中信证券研究部测算

# 按照中性假设，2024年春秋净利36亿以上，周期与成长共振

- 公司单机利润有望超过2015年高点，每1%票价提升可带来净利增加1.4亿，单机利润增加约103万，受益后疫情时代压制出行需求反弹带来票价弹性释放。

## 2024年单机利润测算

	国内线票价较2019年+5%			国内线票价较2019年+6%			国内线票价较2019年+8%		
	国内	国际	地区	国内	国际	地区	国内	国际	地区
RPK	49746.3	10196.2	1050.5	49746.3	10196.2	1050.5	49746.3	10196.2	1050.5
客公里收益	0.379	0.37	0.444	0.383	0.37	0.444	0.39	0.37	0.444
客运收入	188.6	37.8	4.7	190.4	37.8	4.7	194.1	37.8	4.7
货运收入		1.1			1.1			1.1	
其他收入		2.5			2.5			2.5	
<b>总收入</b>		<b>234.7</b>			<b>236.5</b>			<b>240.2</b>	
<b>总成本</b>		<b>187.6</b>			<b>187.6</b>			<b>187.6</b>	
航油成本		64.7			64.7			64.7	
起降费用		25.4			25.4			25.4	
租赁折旧费		34.4			34.4			34.4	
维修费用		9.2			9.2			9.2	
工资及福利		38.2			38.2			38.2	
民航发展基金		3.8			3.8			3.8	
其他业务成本		12			12			12	
投资收益		-0.2			-0.2			-0.2	
<b>净利润</b>		<b>35</b>			<b>36.4</b>			<b>39.2</b>	
飞机数量		136			136			136	
<b>单机利润</b>		<b>2573.6</b>			<b>2676.4</b>			<b>2882.4</b>	

资料来源：公司公告、中信证券研究部预测 注：RPK单位为百万，客公里收益单位为元，单机利润单位为万元，其余单位均为亿元

# CONTENTS

## 目录

---

1. 负面因素有望逐渐出清，出行&物流复苏发力
2. 航空：供给强约束守望东风，重构繁荣进入右侧
3. 机场：寻找商业增长新动能，关注与免税经营商进一步协同
4. 快递：件量修复&成本优化，顺周期首选顺丰
5. 风险因素

# 上海机场：枢纽机场变现能力迎恢复，寻找商业增长新动能

- 看好后疫情时代枢纽机场高净值客流的变现能力，浦东机场免税品类或迎调整。2019年9月浦东机场卫星厅启用，免税店引入Gucci手表、Qeelin等精品品牌，我们预计至2025年精品销售额占比有望达到12%。
- 市场关注更多在于免税经营商和机场关于租金谈判的对立，忽略双方协同效应，我们预计后疫情时代共同推进免税品类调整、做大免税销售额，2026年上海机场免税租金有望同比增长90%。同时建议关注上海机场与日上合作的新进展。

## 2025年上海机场免税精品销售额占比

		精品客单价（元）/较香化客单价比例					
		3000/1.5x	4000/2x	5000/2.5x	6000/3x	7000/3.5x	8000/4x
渗透率	2%	2.9%	3.9%	4.8%	5.7%	6.6%	7.5%
	3%	4.4%	5.7%	7.1%	8.4%	9.6%	10.9%
	4%	5.8%	7.5%	9.3%	10.9%	12.5%	14.0%
	5%	7.1%	9.3%	<b>11.4%</b>	<b>13.3%</b>	15.2%	17.0%
	6%	8.5%	11.0%	13.4%	15.7%	17.8%	19.8%
	7%	9.8%	12.7%	15.4%	17.9%	20.2%	22.5%
	8%	11.1%	14.3%	17.2%	20.0%	22.6%	25.0%

## 上海机场免税收入测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
国际+地区旅客(万人)	3,472	3,757	3,851	486	168	470.0	2,696	4,236	4,699	5,084
Yoy		8.2%	2.5%	-87.4%	-65.5%	-10.0%	473.6%	57.1%	10.9%	8.2%
与2019年比值				12.6%	4.4%	12%	70%	110%	122%	132%
预测免税销售额(亿元)	83.0	113.6	138.0	19.5	2.5	16.8	125.3	246.2	327.6	397.0
Yoy		37%	21%	-86%	-87%	-14%	646%	96%	33%	21%
人均免税销售额(元/人次)	239	302	358	401	149	358	465	581	697	781
Yoy		26%	19%	12%	-63%	140%	30%	25%	20%	12%
综合扣点率	31%	31%	37%	59%	194%	42%	28%	21%	19%	30%
免税租金收入(亿元)	25.7	35.2	51.1	11.6	4.9	7.0	35.0	51.6	62.9	119
Yoy		37%	45%	-77%	-58%	-39%	400%	47%	22%	89%

# 白云2025年有望实现免税销售额55~60亿元，对应免税收入超22亿元



- 白云机场《补充协议》保留了保底经营权转让费与月销售额提成额取其高的模式，国际客流量恢复后，免税合同基本恢复到疫情前状态，不影响后疫情时代公司免税业务的收入预期。同时《补充协议》延长公司进境免税42%的高扣点至2029年。我们预计公司2025年有望实现免税销售额约55~60亿元，对应免税收入超过22亿元。

白云机场免税收入测算

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
国际+地区旅客（万人）	1794	258	69	90.	1256	1973	2171
YOY	8.4%	-85.6%	-73.3%	30.4%	1300.0%	57.1%	10.0%
T1+T2入境收入（亿元）	5.3	-	-	-	6.9	15.3	18.5
销售额（亿元）	12.7	3.0	0.5	-	19.3	36.4	44.0
YOY		-76.0%	-84.0%	-	-	88.6%	21.0%
人均销售额（元/人次）	107	118	71	106	154	184	203
YOY		10%	-40%	50%	45%	20%	10%
提成比例	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%
T2出境收入（亿元）	2.3	-	-	-	1.7	3.2	3.9
销售额（亿元）	6.5	0.8	0.1	0.2	4.9	9.2	11.1
YOY		-88.2%	-84.0%	95.5%	1931.7%	88.5%	21.0%
人均销售额（元/人次）	107	118	71	106	154	184	203
YOY		10%	-40%	50%	45%	20%	10%
提成比例	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
<b>合计免税销售额（亿元）</b>	<b>19.2</b>	<b>3.8</b>	<b>0.6</b>	<b>0.2</b>	<b>24.2</b>	<b>45.6</b>	<b>55.1</b>
YOY		-86.5%	-69.2%	-62.5%	-	108.2%	29.9%
<b>合计免税收入（亿元）</b>	<b>7.6</b>	<b>3.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>8.6</b>	<b>18.5</b>	<b>22.4</b>
YOY		-60.5%	-59.0%	-2.4%	600.7%	108.3%	29.8%
<b>综合扣点率</b>	<b>39.6%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>35.5%</b>	<b>40.6%</b>	<b>40.7%</b>

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

# 料25年美兰空港免税销售额过百亿，高增速空间可期

- 美兰机场T2免税店已全部开业，预计明年将充分受益于赴岛游需求的反弹，随精品店开张免税客单价亦有望显著提升，预计至2025年免税销售额过百亿。

2020~2025年美兰空港免税销售额及免税收入测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
免税销售额(亿元)	20.5	21.2	23.1	28.1	38.2	20.0	57.0	82.0	106.1
YOY(%)	38%	3%	9%	22%	36%	33.0%	19%	18%	14%
旅客吞吐量(万人)	2258.5	2412.4	2421.7	1649.0	1752.0	1144.1	2631.3	3289.2	3782.5
YOY(%)	20.1%	6.8%	0.4%	-31.9%	6.24%	-34.7%	130.00%	25.00%	15.00%
购物人数(万人)	106.2	115.9	126.7	95.6	160.6	74.4	184.2	236.8	283.7
YOY(%)		9.1%	9.3%	-24.5%	68%	19.0%	8.70%	7.90%	8.30%
购物渗透率	4.7%	4.8%	5.2%	5.8%	6.1%	6.50%	7.00%	7.20%	7.50%
客单价(元)	1930	1829	1823	2939	2380	2689.4	3092.8	3463.9	3741.1
YOY(%)		-5.2%	-0.3%	61.2%	-19.0%	13.0%	15.00%	12.00%	8.00%
综合扣点率	12%	12%	12%	13%	15%	15%	15%	15%	15%
免税收入(亿元)	2.4	2.5	2.8	3.6	7.7	3.0	8.5	12.3	15.9
YOY(%)		5%	9%	31%	111%	-61.0%	184.8%	44.0%	29.4%

# CONTENTS

## 目录

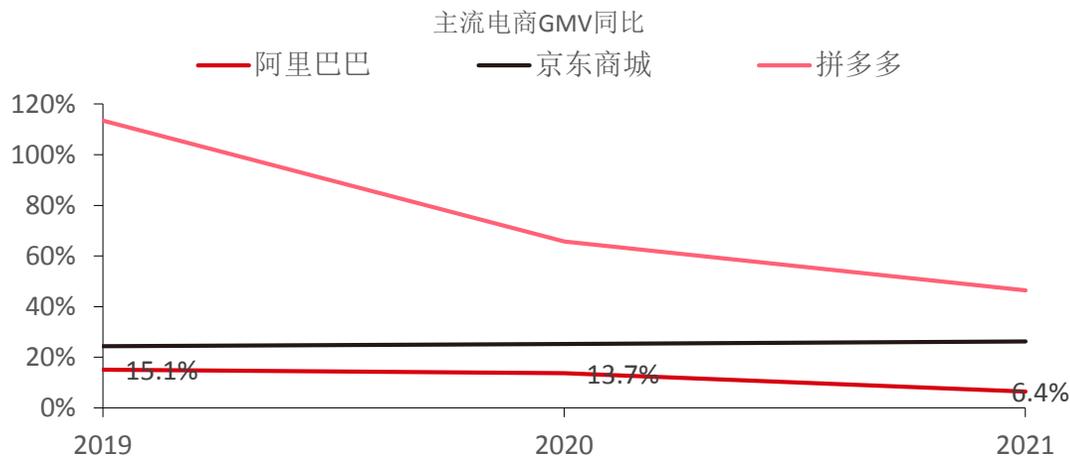
---

1. 负面因素有望逐渐出清，出行&物流复苏发力
2. 航空：供给强约束守望东风，重构繁荣进入右侧
3. 机场：寻找商业增长新动能，关注与免税经营商进一步协同
4. 快递：件量修复&成本优化，顺周期首选顺丰
5. 风险因素

# (快递件量-实物网购增速)明年有望重新转正

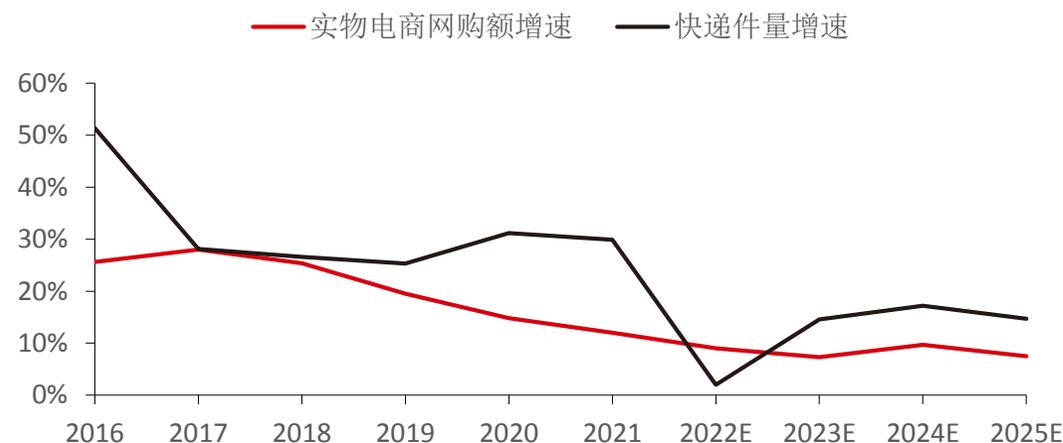
- 2018年以来拼多多新的电商模式崛起驱动快递件量增速领先实物网购增速持续扩大至15pcts以上，但2022年出现“反向交叉”，料(快递件量增速-实物网购增速)为-7pcts，我们预计受实物电商网购统计口径变化，消费透支背景下高端件更具韧性所致。
- 从电商平台增速上来看，新型平台抖快仍维持高增速，淘系增速与快递增速切合度较高，随着3月以后消费迎来拐点，我们预计主流电商平台GMV增速改善，2023年(快递件量增速-实物网购增速)重新转正至7pcts。

## 电商GMV增速分化



资料来源：各公司公告 注：阿里GMV为中国贡献的GMV，不包含海外

## 2022年(快递件量增速-实物网购增速)出现“反向交叉”



资料来源：国家邮政局、国家统计局、中信证券研究部测算

# 2023年件量增速或达两位数，料行业3年件量CAGR15%左右

- 料2023年消费有望同比向好&防控扰动出清，快递件量增速有望重回两位数。今年双11为双峰值的第二年(11月1日、11日)，预计受宏观经济增速承压叠加广州等多地疫情散发的影响，1日~11日全国快递处理包裹件量同比下降10.6%，我们预计2022年快递件量同比增长1%~2%左右。
- 随着明年防控对物流节点扰动出清，对比海外我国快递增长更具韧性。经测算2023-2025年电商渗透率分别26.5%、27.5%、27.8%，假设2023年-25年客单均价每年-3%，我们测算2023~25年全国快递件量CAGR有望达15%至1700亿件左右。

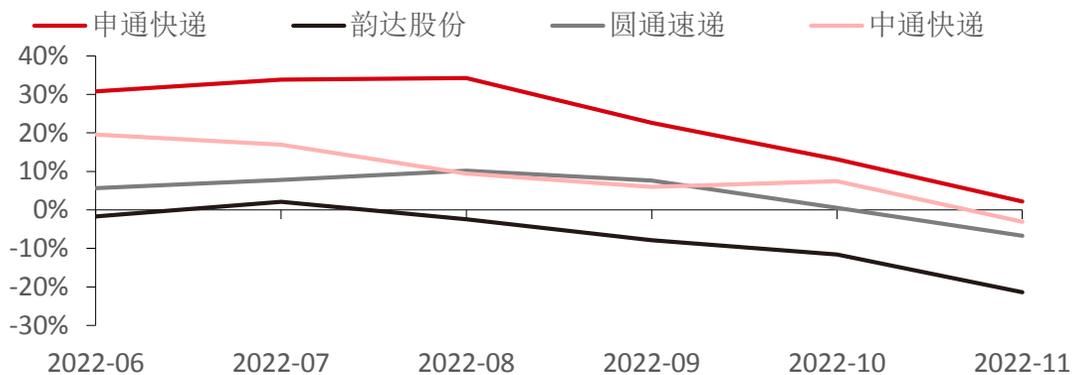
快递件量增速测算

	实物电商网购额增速	实物电商客单均价增速	电商网购额增速-客单价增速	快递件量增速	快递件量（亿件）
2016	25.6%	-14.89%	40.5%	51.4%	313
2017	28.0%	2.47%	25.5%	28.1%	401
2018	25.4%	0.79%	24.6%	26.6%	507
2019	19.5%	-2.96%	22.5%	25.3%	635
2020	14.8%	-12.71%	27.5%	31.2%	834
2021	12.0%	-14.83%	26.8%	29.9%	1083
<b>2022E</b>	<b>9.0%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>2.00%</b>	<b>1105</b>
<b>2023E</b>	<b>7.3%</b>	<b>-3.0%</b>	<b>10.3%</b>	<b>14.60%</b>	<b>1266</b>
<b>2024E</b>	<b>9.7%</b>	<b>-3.0%</b>	<b>12.7%</b>	<b>17.20%</b>	<b>1484</b>
<b>2025E</b>	<b>7.5%</b>	<b>-3.0%</b>	<b>10.5%</b>	<b>14.70%</b>	<b>1702</b>

# 兼顾件量和利润双重考虑，2023年揽件价格或同比持平

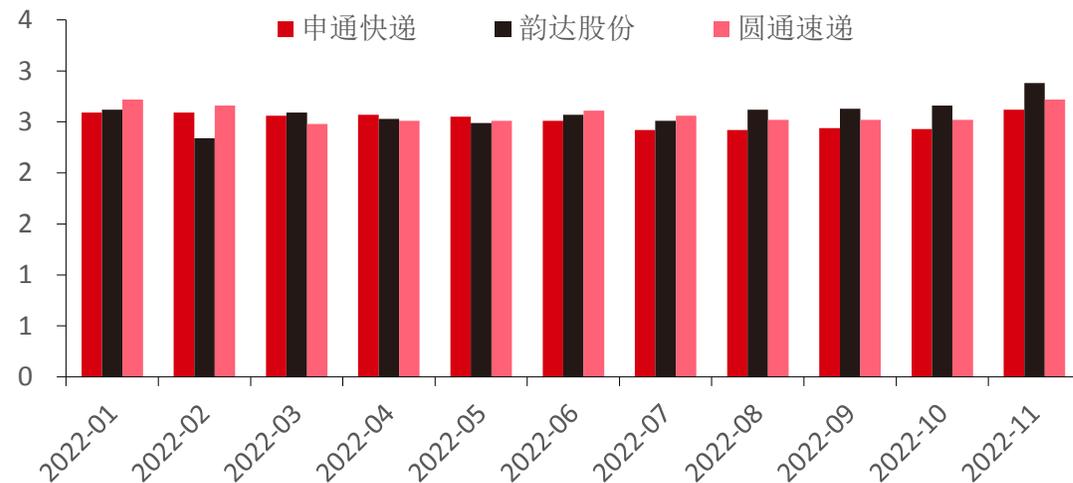
- 市场部分投资者对价格战仍心有余悸，但从近半年快递发展历程来，我们认为无需过度悲观，关键在于经营策略兼顾件量和利润双重考虑。剔除10月以来政策多变的影响，6月~8月申通件量增速31%~34%，而圆通件量增速5.6%~10.1%，即不同于2021年惨烈的价格战，快递龙头经营策略的变化限制价格竞争烈度。
- 从价格端来看，选取3月、10月两个平月ASP比较，申通、韵达、圆通单票ASP环比-0.13元、+0.07元、+0.04元，与我们对件量的判断基本一致，且2023H1快递网络处于修复期，我们预计2023年揽件端价格基本持平。
- 近期在广东、浙江、福建等市场，都有不同幅度的价格上涨（0.1元~0.2元/票），料主要是短期为满足履约率短期成本上升所致，随着快递员到岗率恢复将逐渐消除。

### 2022H2通达系龙头件量增速



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

### 2022年通达系龙头单月价格

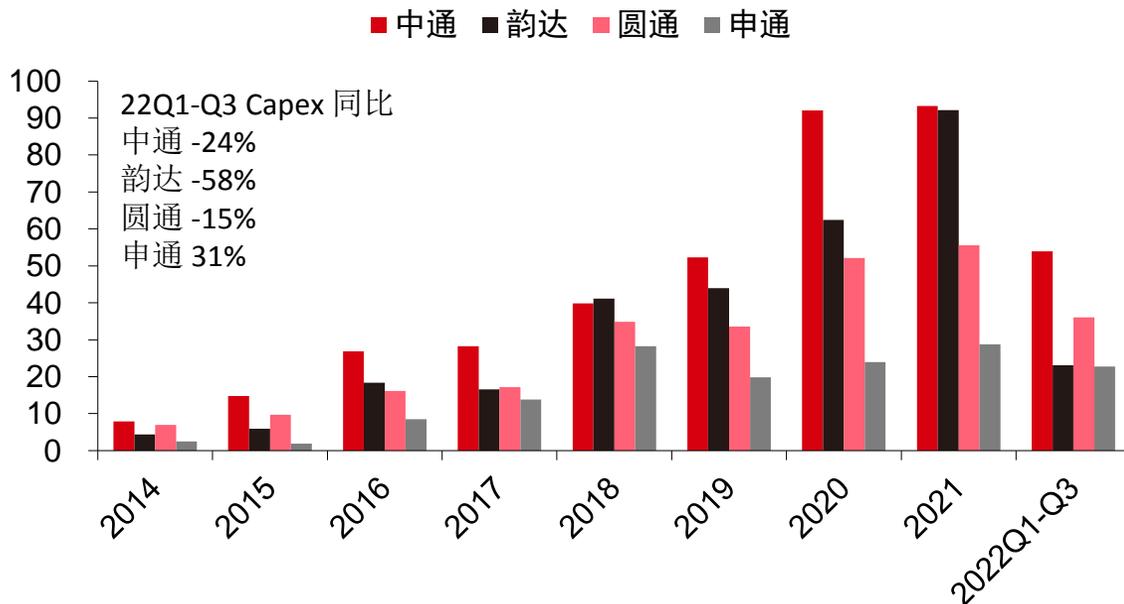


资料来源：Wind，中信证券研究部

# 资本开支明显下调，快递有序竞争可期

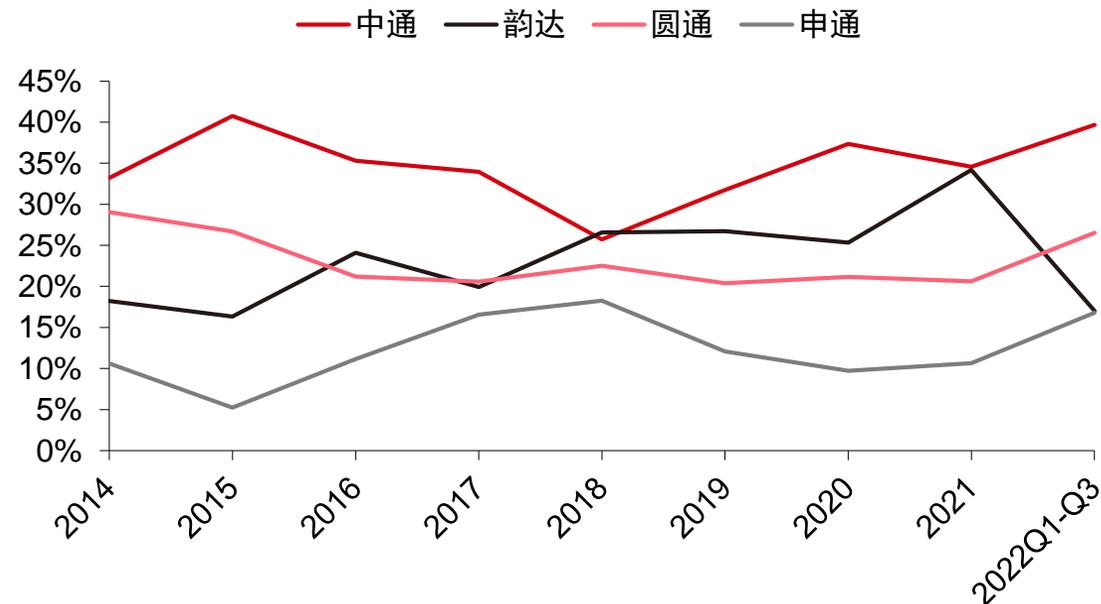
- 通达系龙头经过3年资本开支高位强化竞争壁垒，未来两年或出现明显下调，料通达龙头将更加精准地优化网络结构。
- 2020年以来通达系头部3家加速推进车辆及物业的自有化，Capex中与土地和中转场建设相关的投入或占比70%以上，龙头竞争优势持续深化。随着产能到位，2022年通达系龙头资本开支持续放缓，2022Q3韵达、圆通资本开支分别同比下降72%/29%。
- 历史上看抢量需要产能准备，2023年快递头部玩家Capex规模或出现进一步明显下调，料将更加精准地优化网络结构，快递行业有望从高速增长转入高质量发展阶段。

2014~2022Q3通达系资本开支情况（亿元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

预计未来两年快递资本开支将有序下调



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

# 顺丰控股：极端情况下凸显韧性，期待消费复苏拐点

- 我们认为2022年作为公司产能爬坡期的初始阶段，2023年公司健康经营战略持续发力，实现业绩释放的主逻辑来自于时效件争取更多增量、新业务减亏增利以及通过退租场地和四网融通实现成本优化，在多地疫情散发及宏观经济增长承压背景下凸显韧性。
- 考虑未来疫情防控扰动出清，若2023年消费出现弱复苏，公司净利润有望实现30%以上正增长。2023年公司时效业务有望贡献净利润118亿左右，分部估值法下，给予顺丰效业务30倍PE，时效业务对应目标市值3600亿，考虑电商标快&快运业务目标市值4300亿以上。

顺丰控股盈利预测及估值表

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	153,987	207,187	272,606	320,530	374,757
营业收入增长率YoY	37%	35%	32%	18%	17%
净利润(百万元)	7,326	4,269	6,617	9,123	12,109
净利润增长率YoY	26%	-42%	55%	38%	33%
每股收益EPS(基本)(元)	1.49	0.87	1.35	1.86	2.47
毛利率	16%	12%	13%	13%	14%
净资产收益率ROE	13.0%	5.1%	7.5%	9.5%	11.4%
每股净资产(元)	11.50	16.91	18.07	19.66	21.74
PE	40.2	68.9	44.4	32.2	24.3
PB	5.2	3.5	3.3	3.0	2.8

资料来源：Wind，中信证券研究部测算 注：收盘价为2023年01月06日

# 中通估值溢价有望显现，关注圆通“高确定性”

- 精细化&数智化加速领跑，双重要上市化解流动性难题，中通估值溢价有望逐渐显现，同时关注圆通“高确定性”。

2020Q1~2022Q3通达快递公司单票净利及预测情况（元/件）

	中通	韵达	圆通	申通
20Q1	0.16	0.17	0.16	0.05
20Q2	0.32	0.09	0.21	0.01
20Q3	0.26	0.08	0.12	-0.03
20Q4	0.24	0.08	0.09	0.01
21Q1	0.12	0.06	0.12	-0.04
21Q2	0.22	0.05	0.06	-0.02
21Q3	0.20	0.07	0.07	-0.03
21Q4	0.28	0.13	0.23	-0.20
2021	0.21	0.08	0.13	-0.02
22Q1	0.17	0.08	0.23	0.04
22Q2	0.29	0.05	0.21	0.03
22Q3	0.30	0.05	0.22	0.01
22Q4E	0.26	0.09	0.19	0.02
2022E	0.26	0.07	0.21	0.02
2023E	0.29	0.14	0.22	0.03

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

2020Q1~2022Q3通达快递公司业务量及预测情况（亿件）

	中通	韵达	圆通	申通	中通 Yoy	韵达 Yoy	圆通 Yoy	申通 Yoy
20Q1	23.7	19.1	16.7	11.2				
20Q2	46.0	37.2	32.7	24.0				
20Q3	46.2	40.1	33.7	24.3				
20Q4	54.1	45.4	43.5	28.7				
21Q1	44.8	36.0	31.5	21.4	89%	89%	89%	91%
21Q2	57.7	46.6	42.7	26.9	26%	25%	30%	12%
21Q3	57.0	47.1	42.3	28.1	23%	17%	26%	15%
21Q4	63.4	54.4	49.0	34.4	17%	20%	13%	20%
2021	223	184	165	111	31%	30%	31%	26%
22Q1	52.3	43.1	37.1	27.0	17%	20%	18%	26%
22Q2	62.0	42.3	43.7	29.8	7%	-9%	2%	11%
22Q3	63.7	45.7	45.9	36.5	12%	-3%	9%	30%
22Q4E	69	53	52	41	8%	-2%	7%	20%
2022E	246	184	179	134	11%	0%	8%	21%
2023E	288	212	206	168	17%	15%	15%	25%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

# 中通估值溢价有望显现，关注圆通“高确定性”

2020Q1~2022Q3达快递公司归母净利及预测情况（亿元）

	中通	韵达	圆通	申通	中通Yoy	韵达Yoy	圆通Yoy
20Q2	14.5	3.5	7.0	0.1			
20Q3	12.0	3.4	4.2	-0.7			
20Q4	12.9	3.8	3.8	0.3			
21Q1	5.3	2.3	3.7	-0.9	42%	-32%	37%
21Q2	12.9	2.2	2.8	-0.6	-11%	-37%	-61%
21Q3	11.7	3.3	3.1	-0.9	-3%	-1%	-26%
21Q4	17.6	7.0	11.5	-6.7	37%	81%	202%
2021	47.0	15.0	21.0	-1.8			
22Q1	9.1	3.5	8.7	1.1	-30%	59%	216%
22Q2	18.1	2.0	9.0	0.8	55%	-41%	193%
22Q3	19.1	2.2	10.0	0.2	8%	-69%	-13%
22Q4E	17.8	4.8	10.0	0.8	-62%	-68%	-53%
2022E	64.1	13.1	37.6	2.7	36%	-13%	79%
2023 E	83.6	29.7	45.3	31%	127%	20%	31%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

1. 疫情防控不及预期；
2. 宏观经济增长及消费拐点不及预期；
3. 国际油价大幅攀升；
4. 人民币快速贬值；
5. 快递价格竞争超预期；
6. 机场免税谈判低于预期；
7. 地缘政治影响的不确定性。



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

扈世民（交运首席分析师）

执业证书编号：S1010519040004

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问<https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

截至本报告发布日，中信证券股份有限公司及其另类投资子公司持有下述公司已发行股份的比例达到或超过1%：吉祥航空（603885），对应持股业务类别：自营，持股比例：2.41%。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发；在英国由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由CLSA Limited分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA客户应联系CLSA Limited的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则界定且CLSA Americas, LLC提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及CLSA的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd.豁免遵守《财务顾问法》（第110章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于1994年11月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA及其关联方在过去12个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2023版权所有。保留一切权利。