

# 目 录

前言：我们看好 2025 年积极配置弹性方向 .....	7
一、 航空：如何看待财政发力—>航空表现？ .....	7
（一） 政策发力->航空需求： 敏感性强 .....	7
（二） 需求端->盈利端： 传导顺畅 .....	9
（三） 股价表现： 两段式超额最显著 .....	10
（四） 重点公司 .....	11
1、 华夏航空： 预期受益于化债逻辑， 重拾成长性 .....	11
2、 吉祥航空： 国际航线领先恢复， 宽体机高效运营有望助力弹性释放 .....	12
3、 春秋航空： 我们持续看好公司将“流量-成本-价格”发挥到极致 .....	13
4、 中国国航： 大航具备弹性潜力， 公司三季度业绩超预期， 建议重点关注 .....	14
二、 快递： 需求韧性足、 关注行业格局演变 .....	15
（一） 业务量： 需求韧性足 .....	15
（二） 关注行业格局演变 .....	17
1、 我们认为行业“反内卷”是大势所趋， 利于快递公司业绩弹性释放 .....	17
2、 主要快递企业资本开支理性可控， 为行业格局优化奠定基础。 .....	17
（三） 重点看好顺丰与申通 .....	19
1、 利润端： 顺丰 Q3 归母净利当季新高， 申通前三季度业绩同比增 195% .....	19
2、 顺丰控股： 我们看好公司净利率持续提升 .....	20
3、 申通快递： 量在“利”先循环已经启动， 作为拐点型企业业绩弹性大 .....	22
三、 低空经济： 我们看好 2025 年或迎第三轮投资机遇 .....	23
（一） 我们理解的低空经济行情演绎四段论 .....	23
（二） 投资线索 .....	24
四、 红利资产： 重视产业逻辑或驱动估值弹性 .....	26
（一） 港口： 长久期价值或推升估值弹性 .....	26
（二） 公路： 我们预计公路主业业绩或迎回升， 关注收费公路政策优化方向及地方国资积极行为 .....	30
五、 航运： 关注供需驱动的价格弹性 .....	31
（一） 内贸集运： 格局明确， 运价企稳回升， 龙头公司或将迎来向上弹性 .....	31
（二） 油轮： 继续看好油运周期上行 .....	32
1、 原油轮： 长期供给强约束未改， 中期增产 + 国内需求刺激预期支撑， 持续推荐。 .....	32
2、 成品油轮市场仍处景气周期 .....	33
（三） 干散运： 供给增速持续有限， 市场逐步迎来复苏 .....	33

1、需求端：海外矿山正迎扩产周期，宽松政策有望改善终端需求 .....	33
2、供给趋势：过剩运力逐步消化，未来增速持续有限 .....	33
(四) 外贸集运：看价值延伸 .....	34
<b>六、风险提示</b> .....	<b>34</b>

## 图表目录

图表 1	一揽子计划投资重点投向 (亿元)	8
图表 2	基建、制造业、地产投资累计同比增速	8
图表 3	2009 年 3 月制造业 PMI 重回荣枯线以上 (%)	8
图表 4	2009 年 2 月规模以上工业增加值同比增速转正	8
图表 5	2009Q2GDP 同比增速和城镇居民人均消费支出累计同比增速开始回升	8
图表 6	铁路、公路、水运、民航客运量同比增速	8
图表 7	国内航线民航客运量增速	9
图表 8	国际航线民航客运量及增速	9
图表 9	国内航线民航客运量 (万人)	9
图表 10	国内航线民航客运量同比增速	9
图表 11	2010 年开始国内综合票价指数上涨	10
图表 12	2010 年开始行业客座率明显抬升	10
图表 13	2008~2011 年三大航归母净利润情况 (亿元)	10
图表 14	2008 年 11 月-2011 年 12 月申万航空运输指数与沪深 300 指数累计涨跌幅...	11
图表 15	申万航空运输指数/沪深 300 涨幅倍数	11
图表 16	华夏航空信用减值损失 (亿元)	12
图表 17	Q3 航司对比	13
图表 18	春秋航空历史前三季度利润 (亿)	14
图表 19	国航敏感性测算	14
图表 20	快递行业年度业务量	15
图表 21	快递行业月度件量增速 (%)	15
图表 22	上市公司月度业务量增速 (17 年 10 月-24 年 9 月)	15
图表 23	快递行业季度单票收入	16
图表 24	快递行业月度单票收入	16
图表 25	2019-2024 通达系单票收入	16
图表 26	各快递公司固定资产&在建工程规模 (亿元)	18
图表 27	顺丰季度资本开支变化	18
图表 28	韵达季度资本开支变化	18
图表 29	圆通季度资本开支变化	18
图表 30	申通季度资本开支变化	18
图表 31	快递公司单票快递扣非净利 (元)	20
图表 32	顺丰控股 24H1 数据拆解	20
图表 33	顺丰季度利润 (亿元)	21

图表 34	顺丰季度利润率 .....	21
图表 35	顺丰多网融通带来的持续降本金额示意 .....	21
图表 36	顺丰控股末端网点变革前后示意图 .....	22
图表 37	华创交运 低空 60 指数分析 .....	24
图表 38	2019-2023 年青岛港与宁沪高速归母净利润（亿元） .....	27
图表 39	港口上市公司企业分红比例及金额 .....	28
图表 40	招商港口近五年自由现金流呈稳定增长趋势（亿元） .....	28
图表 41	重点港口货种 24 年吞吐量增速 .....	29
图表 42	24Q3 港口上市公司业绩及增速 .....	30
图表 43	24Q1-3 港口上市公司业绩及增速 .....	30
图表 44	24Q3 重点公路公司通行费收入 .....	30
图表 45	24Q3 公路上市公司业绩及增速 .....	31
图表 46	24Q1-3 公路上市公司业绩及增速 .....	31
图表 47	2018~2024 年月度 PDCI 指数走势（截止 10 月末） .....	32
图表 48	原油轮在手订单运力占比情况（%） .....	32
图表 49	BDI 指数与美国联邦基金目标利率 .....	33
图表 50	四大矿山铁矿石产量指引 .....	33

## 前言：我们看好 2025 年积极配置弹性方向

2024 年度策略，我们提出《周期重估、价值重塑、成长重启》，看好交运行业全面投资机会，截至 11/15 日，交运指数涨幅 12.7%，位列 31 个申万一级行业第 7 名。

展望 2025 年，我们认为在一揽子增量政策陆续出台的背景下，市场活跃度整体提升，而经济活动一旦转暖对交运各子行业基本面会带来不同程度的帮助，因此我们看好 2025 年积极配置弹性方向。

**我们理解的弹性包括业绩弹性与估值弹性**，而在活跃市场中，业绩弹性的释放往往也可能驱动估值弹性。

**我们认为内需方向或由经济上行带来业绩弹性**：建议重点关注航空、快递，关注内贸集运、大宗供应链等企业表现。**我们认为强周期行业从供需看价格弹性**，建议关注航运市场。

**我们认为低空经济、红利资产存在不同维度的估值弹性**：低空经济作为新质生产力的代表 25 年或迎来第三轮投资机遇，而红利资产在产业逻辑驱动下同样存在一定的估值弹性。**我们同样建议关注核心环节构建资产资源壁垒，业绩不断释放从而推动估值提升的出海方向标的**：东航物流、嘉友国际等。

## 一、航空：如何看待财政发力—>航空表现？

航空是经典内需顺周期品种，市场关注经济上行周期中航空股的投资机会，我们在 11 月 10 日发布研究报告《财政发力->航空表现如何传导？2008-10 行情复盘启示》，提出核心逻辑。

### （一）政策发力->航空需求：敏感性强

**1、以 2008-10 年经验看，财政政策发力到实体经济传导大约在 3 个月左右时间见到明显效果。**

2008 年金融危机背景下，中国政府推出一揽子经济刺激计划：

如 2008 年 7、8 月央行调增全国商业银行信贷规模，9-12 月连续下调存款准备金率、存贷款基准利率等。

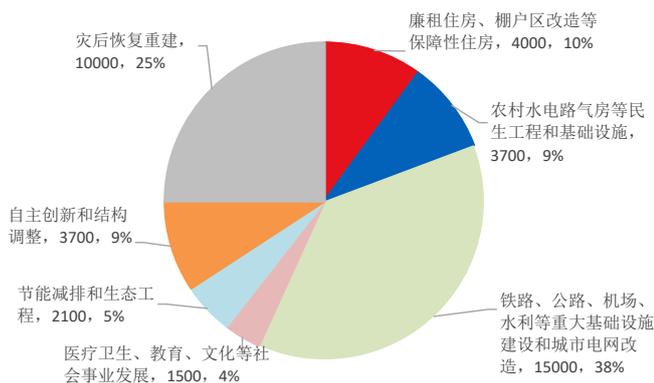
2008 年 11 月 9 日，国常会公布“进一步扩大内需、促进经济增长”的十项措施，初步匡算到 2010 年底约需投资 4 万亿元，其中基础设施建设和城市电网改造资金投放占比达 38%。

多重政策刺激下，宏观经济出现反弹。2009 年 1-2 月基建投资累计同比增速大幅提升至 46.5%，制造业、地产投资累计同比增速分别于 2009 年 3 月、4 月开始回升。

制造业 PMI 于 2009 年 3 月升至荣枯线以上；规模以上工业增加值同比增速于 2009 年 2 月转正。GDP 同比增速和城镇居民人均消费支出累计同比增速于 2009Q2 开始回升。

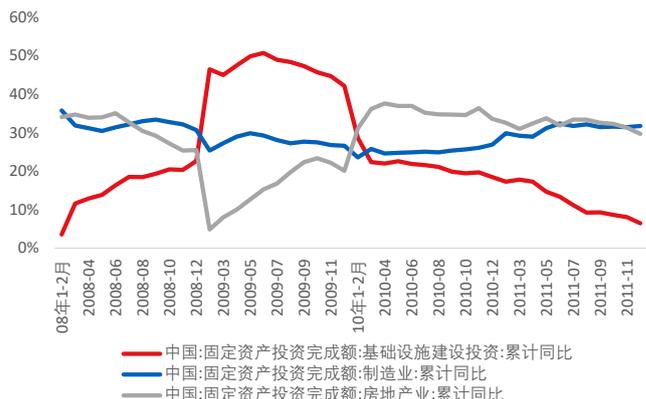
**整体来看，财政政策着力投向基建领域，而后逐步传导至制造业、地产及消费端。财政发力到实体经济传导大约在 3 个月左右时间见到明显效果。**

图表 1 一揽子计划投资重点投向 (亿元)



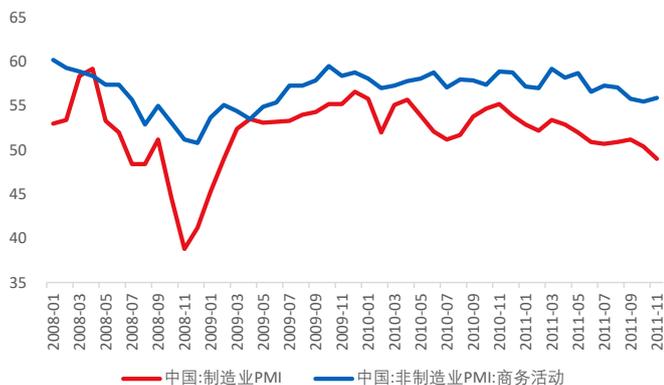
资料来源: 中国政府网、华创证券

图表 2 基建、制造业、地产投资累计同比增速



资料来源: Wind、华创证券

图表 3 2009 年 3 月制造业 PMI 重回荣枯线以上 (%)



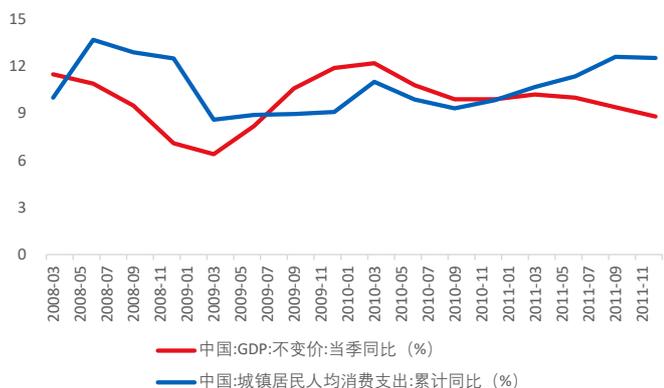
资料来源: Wind、华创证券

图表 4 2009 年 2 月规模以上工业增加值同比增速转正



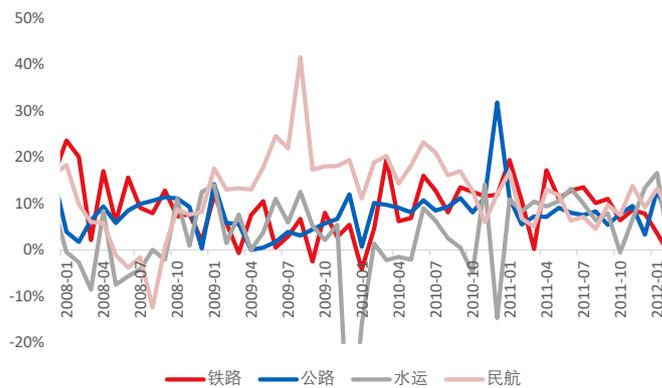
资料来源: Wind、华创证券

图表 5 2009Q2GDP 同比增速和城镇居民人均消费支出累计同比增速开始回升



资料来源: Wind、华创证券

图表 6 铁路、公路、水运、民航客运量同比增速



资料来源: Wind、华创证券

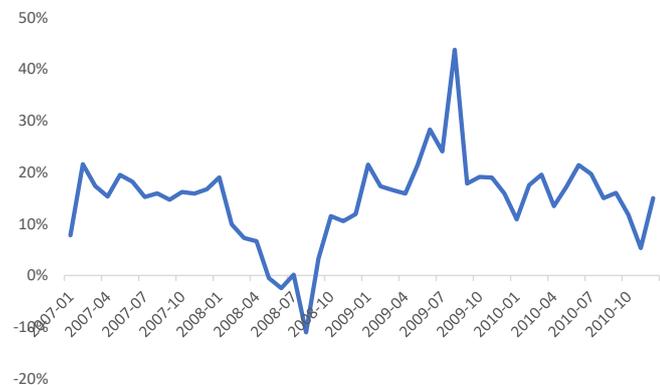
**2、航空需求敏感性强：**

2008 年 3 月，国内航线客运量增速降至个位数（7%），在 6 月及 8 月出现了-2%和-11%两次下滑（8 月或存在奥运会因素），9 月仍然仅 3%的低增速，10-12 月则很快回到两位数增长，在 09Q1 更是达到约 18%的增速。

随着经济进一步回升，国内航线需求在 2009 年二季度迅速反弹，5-8 月均保持 20%以上增速。

年度看：2008 国内航线客运量同比增长 4.7%，2009、2010 年国内航线客运量同比增长 22.2%、14.8%；由于全球经济仍然低迷，国际航线恢复节奏较慢，客运量同比增速于 2009 年 7 月转正。

**图表 7 国内航线民航客运量增速**



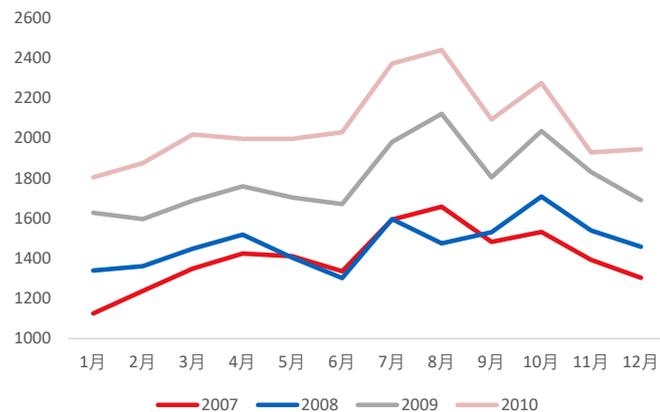
资料来源：Wind、华创证券

**图表 8 国际航线民航客运量及增速**



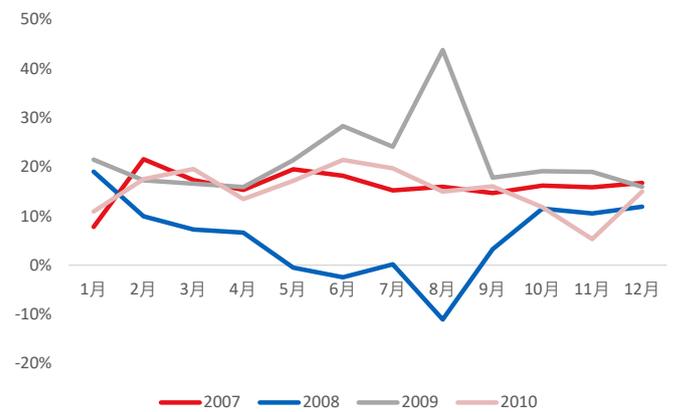
资料来源：Wind、华创证券

**图表 9 国内航线民航客运量（万人）**



资料来源：Wind、华创证券

**图表 10 国内航线民航客运量同比增速**



资料来源：Wind、华创证券

**（二）需求端->盈利端：传导顺畅**

**1、需求端强劲反弹，供给端增速放缓，导致供需剪刀差迅速拉大。**

受金融危机影响，2008 年我国航企飞机引进相比此前趋缓，同比增长 11.0%（2007 年为 13.6%），2009、2010 年恢复至 12.5%和 12.7%。但由于需求的大幅攀升，2010 年开始供需差持续显现，行业客座率中枢抬升至 80%+，国内票价中枢较 2009 年增长 13.5%。

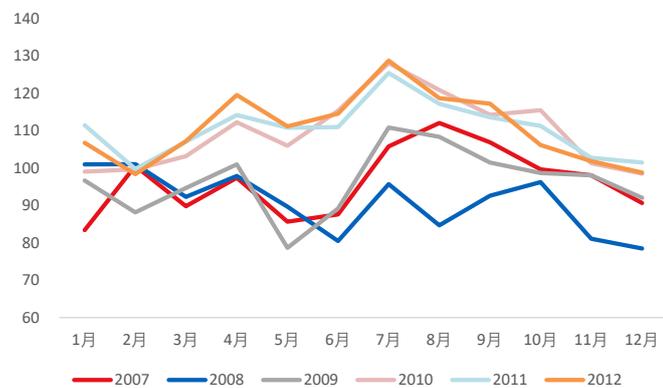
**2、2009 年即迎来业绩拐点，2010 年业绩新高。**

2008 年航空公司录得大幅亏损，2009Q1 三大航即已实现扭亏，国航 9.8 亿，南航 2.2 亿，东航 0.4 亿；随着政策效益逐步体现，航空需求修复，在 Q2 传统相对淡季，国航、东航仍然实现盈利，南航小幅亏损 1.8 亿元，国航扣非依旧盈利。

2010 年，受益于行业供需缺口持续显现，票价水平大幅提升，叠加油价处于相对低位、汇兑收益贡献额外助力，2010 年三大航迎来业绩新高；

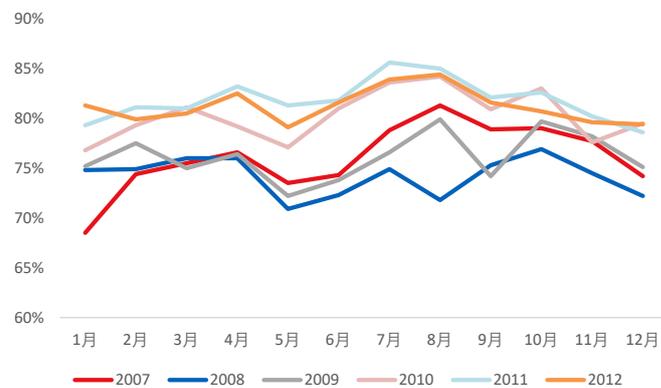
其中 10Q1 国航、东航、南航实现归母净利 21.7、7.7、14.2 亿元，同比增长 121%、1820%、539%；10Q3 国航、东航、南航实现归母净利 51.7、31.6、30.4 亿元，为此前历史最高单季盈利水平；全年来看，2010 年国航、东航、南航实现归母净利 122、54、58 亿元。

**图表 11 2010 年开始国内综合票价指数上涨**



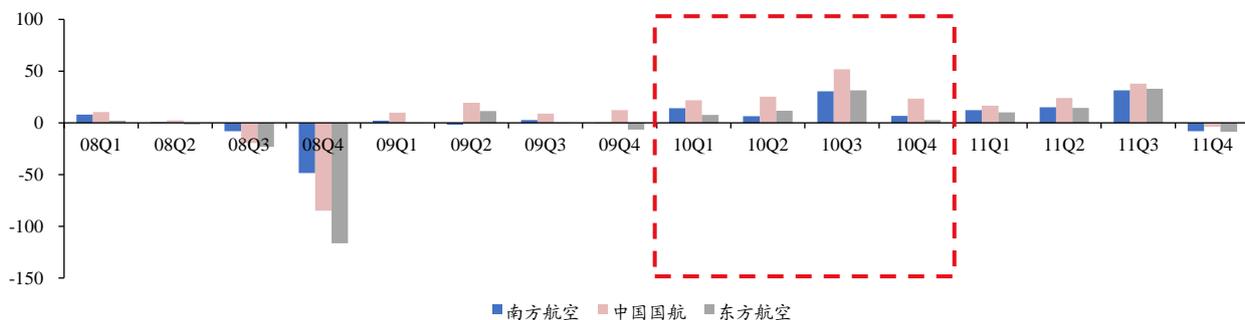
资料来源: Wind、华创证券

**图表 12 2010 年开始行业客座率明显抬升**



资料来源: Wind、华创证券

**图表 13 2008~2011 年三大航归母净利润情况 (亿元)**



资料来源: Wind、华创证券

**(三) 股价表现: 两段式超额最显著**

1、2008 年 11 月~2010 年 10 月，申万航空运输指数累计涨幅达 319%，同期沪深 300 指

数涨幅约为 110%，显著跑赢沪深 300 指数。其中，国航、东航、南航涨幅分别为 396%、249%、359%。

2、我们将航空运输指数涨跌幅/沪深 300 涨跌幅，观察其倍数，基本均在 1 以上，意味着自启动开始，绝大部分时间跑赢沪深 300。

特别在 08 年 11 月-09 年 4 月，平均倍数约 1.6 倍，体现出航空股早周期属性；以及在 10 年 1 月中旬到 10 年 10 月，平均倍数约 2.4 倍，体现出伴随航空公司业绩创新高，股价的强弹性。

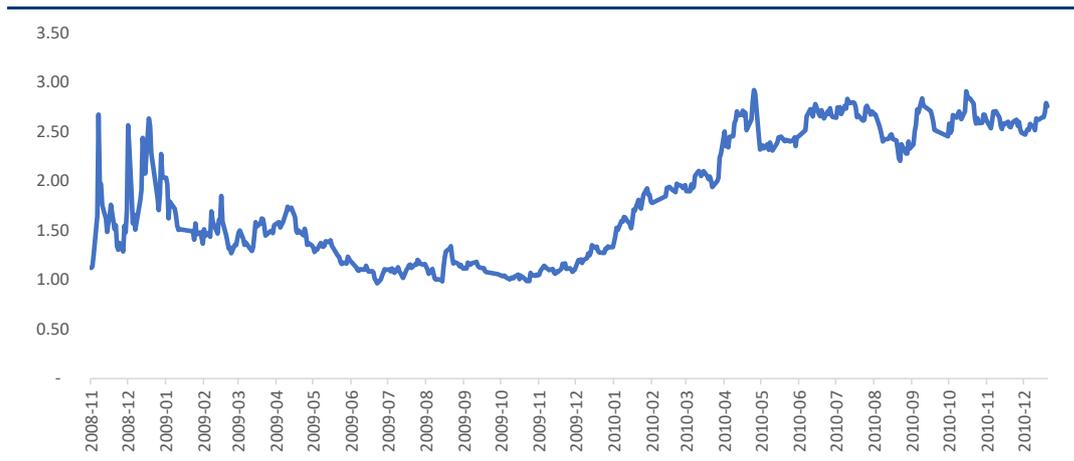
由此可以看到，航空的两段式超额收益集中体现在财政发力早期，航空数据及业绩的灵敏反应推动行情表现的阶段，以及中后期各行业回升，航空释放业绩强弹性的阶段。

图表 14 2008 年 11 月-2011 年 12 月中万航空运输指数与沪深 300 指数累计涨跌幅



资料来源: Wind、华创证券

图表 15 申万航空运输指数/沪深 300 涨幅倍数



资料来源: Wind、华创证券

#### (四) 重点公司

##### 1、华夏航空：预期受益于化债逻辑，重拾成长性

### 1) 我们认为公司或受益于地方政府化债逻辑

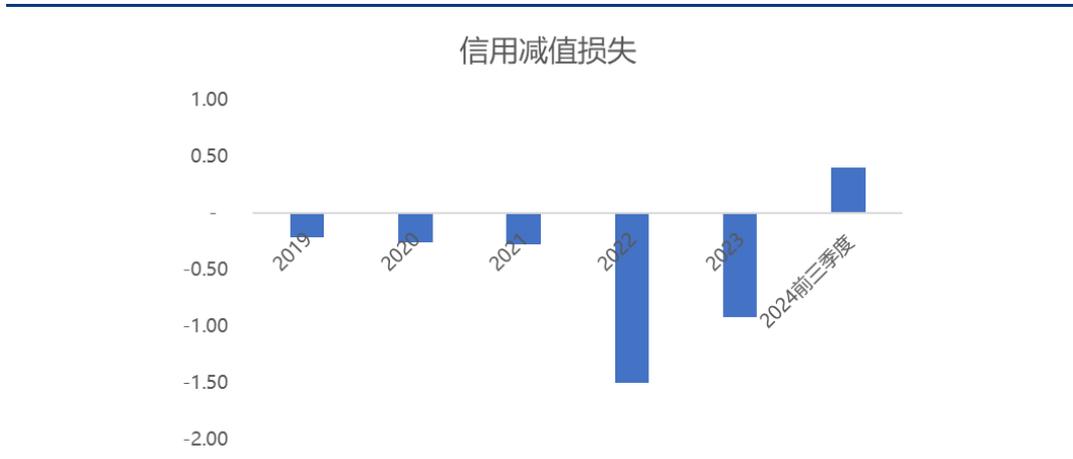
公司作为支线航空代表性企业，在商业模式中存在有限额与无限额模式，即包括了来自政府端或机构端的采购，会产生一定的应收账款与账期。

2022-23 年，公司信用减值损失分别为-1.5、-0.9 亿，主要为报告期内计提应收款项坏账准备。2024 年前三季度公司信用减值+0.41 亿，应收账款回款能力增加。

一方面或体现出支线航空对地方空中交通通达性的重要意义，地方资金周转好转时，会优先考虑对支线航空的支付；

另一方面，在当前化债力度加大的背景下，此前市场担忧的坏账有望陆续收回，同时有利于新航线的继续开发投放，实现经营成长性。

图表 16 华夏航空信用减值损失（亿元）



资料来源：公司公告、华创证券

### 2) 经营端：航班量持续恢复

随着自身利用率的持续修复，公司迎来经营拐点。2024 年前三季度日均航班量 328 班，同比+36.5%，较 19 年+7.1%。2024 年前三季度公司实现归母净利 3.1 亿，其中 Q3 归母净利 2.8 亿。

3) 民航局支线补贴政策调整，公司或将持续受益。2020-2021 年期间，公司全年的其他收益均维持在 6 亿附近，2024 年前三季度公司其他收益 8.1 亿元，同比+191%，显著受益于补贴单价提升。

我们认为公司长期拐点已至，支线补贴政策调整，叠加地方化债逻辑，公司作为支线龙头预期核心受益，有望重回成长逻辑。强调“强推”评级。

### 2、吉祥航空：国际航线领先恢复，宽体机高效运营有望助力弹性释放

公司国际线恢复领先，1~9 月累计看国际航线：

ASK 较 19 年恢复：吉祥（169.8%）>东航（94.5%）>国航（82.1%）>南航（81.2%）>春秋（73.3%）；

**RPK 较 19 年恢复：**吉祥（158.8%）>东航（93.2%）>南航（80.8%）>国航（79.3%）>春秋（73.0%）。

**2024 年来，公司新开“上海=巴厘岛”、“上海=槟城”、“上海=雅典”等航线，**加密东京、大阪、名古屋、济州、曼谷、普吉、清迈、新加坡等航班，持续扩大在东南亚及欧洲市场的影响力。7 月，公司在欧洲地区也先后新开“上海=曼彻斯特/布鲁塞尔”航线，洲际航线初具规模。

公司利用小时数明显提升，上半年整体利用率 11.47 小时，较 23 年提升 1.45 小时，**已超过 2019 年的 11.2 小时。**787 宽体机有望实现高效运行，单位成本有效摊薄。

在三季报点评中，我们拆分公司单位成本同比降低，且低于 2019 年水平；**利用率提升-单位成本持续摊薄良性循环，有望推动公司盈利弹性持续释放。**

### 3、春秋航空：我们持续看好公司将“流量-成本-价格”发挥到极致

当前民航市场因私出行需求显著强于公商务出行需求，逐步成为民航客运市场的主要驱动力。相较于商务旅客，因私出行旅客则具备更高的价格敏感度，而票价水平将很大程度上影响其出行决策。

我们观察 Q3，公司客收同比降幅低于行业，即价格端更具韧性，而在高客座率的加持下，**座公里收益较 19 年增幅仅次于海航，高于其他 5 家航司。**

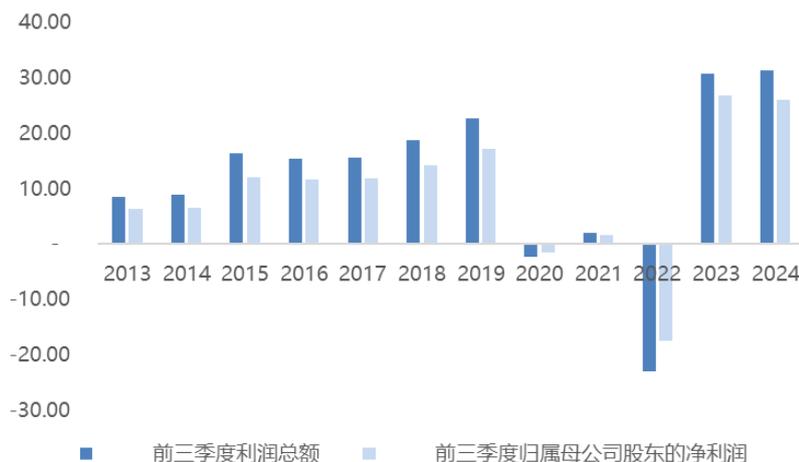
图表 17 Q3 航司对比

Q3	国航	南航	东航	春秋	吉祥	华夏	海航
客公里收益 (元)	0.580	0.511	0.540	0.434	0.499	0.560	0.509
同比	-13.1%	-12.8%	-15.3%	-9.2%	-12.0%	-7.0%	-11.2%
较19年	1.8%	-0.4%	-2.7%	6.4%	-2.5%	-8.9%	10.6%
座公里收益 (元)	0.469	0.437	0.457	0.402	0.428	0.468	0.437
同比	-6.7%	-7.1%	-6.5%	-8.3%	-12.6%	-3.0%	-10.6%
较19年	0.4%	1.8%	-0.2%	7.3%	-3.9%	-8.2%	11.8%
单位座公里成本 (元)	0.439	0.425	0.421	0.305	0.346	0.427	0.399
同比	-1.5%	-4.0%	-2.6%	-1.2%	-3.7%	-5.5%	-2.7%
较19年	14.2%	10.9%	7.4%	4.6%	-1.7%	5.2%	1.8%
单位座公里扣油成本 (元)	0.288	0.274	0.268	0.192	0.222	0.268	0.268
同比	6.4%	-3.8%	2.7%	-0.4%	-3.3%	-3.0%	-3.0%
较19年	10.5%	6.2%	0.7%	-2.1%	-8.6%	-3.5%	-3.5%
三费合计 (扣汇, 亿元)	44.9	43.9	38.0	2.0	6.9	2.7	18.6
三费率合计	9.2%	8.8%	9.9%	3.3%	10.5%	13.9%	9.3%

资料来源：公司公告、华创证券测算

同时成本端在低成本基因下，持续细化，24 年前三季度利润 26.0 亿，历史上仅次于 2023 年同期；**若剔除税盾影响，24 年前三季度利润总额为历史最高。**

图表 18 春秋航空历史前三季度利润（亿）



资料来源：公司公告、华创证券

我们认为，低成本航空向下票价具备韧性，向上具备价差收敛的蓄水池，持续“强推”。

#### 4、中国国航：大航具备弹性潜力，公司三季度业绩超预期，建议重点关注

静态测算下，10%票价对应国航近百亿利润增厚。

2023 年国航客运收入 1305 亿，假设 10% 票价提升，收入增厚 131 亿，利润增厚 98 亿，若考虑此前遗留税盾，利润增加或超百亿。

同时，5% 油价波动对应年化约 13.57 亿成本变动，1% 汇率升值对应 2.27 亿净利润贡献，

我们认为，一旦行业供需反转，供需缺口驱动强价格弹性，或可类似于 2009~2010 年行情的演绎。同时，如果油价呈现下行，则 2014~2015 年航油成本下降推升利润弹性的行情演绎有望实现共振。推荐关注大航弹性释放，推荐中国国航。

图表 19 国航敏感性测算

中国国航	(亿)
2023年客运收入	1,305
假设票价提升10%	
收入增厚	131
利润增厚（假设25%税率）	98
<b>油价敏感性（20240630）：</b>	
5%油价变动对应成本端变化	13.57
<b>汇率敏感性（20240630）：</b>	
1%人民币升值对应利润增厚	2.27

资料来源：公司公告、华创证券

## 二、快递：需求韧性足、关注行业格局演变

### (一) 业务量：需求韧性足

#### 1、行业：前三季度行业件量增速 22%；申通增速最快，达 30.8%

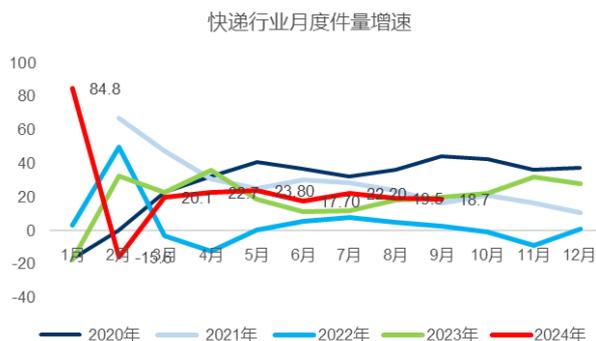
1) 前三季度完成业务量 1237.7 亿件，同比增长 22.0%；快递业务收入累计完成 1.0 万亿元，同比增长 14.1%。我们预计 25 年行业业务量仍将维持两位数增长。

图表 20 快递行业年度业务量



资料来源：国家邮政局，华创证券

图表 21 快递行业月度件量增速 (%)



资料来源：国家邮政局，华创证券

#### 2) 各公司业务量增速

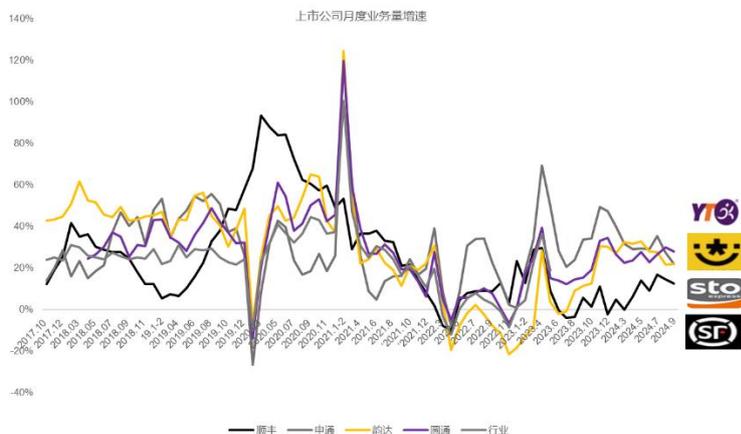
前三季度业务量增速：申通 (161.1 亿, +30.8%) > 极兔 (138.9 亿, +29.8%) > 韵达 (169.4 亿, +27.7%) > 圆通 (189.1 亿, +26.0%) > 行业 (1237.7 亿, +22.0%) > 顺丰 (94.7 亿, +9.1%) ;

前三季度行业份额：圆通 (15.3%) > 韵达 (13.7%) > 申通 (13.0%) > 极兔 (11.2%) > 顺丰 (7.6%) 。

申通增速行业领先，主要系受益于公司自身产能建设优化，网络吞吐能力提升；

注：极兔增速为中国区包裹增速；中通尚未披露三季度数据，下同。

图表 22 上市公司月度业务量增速 (17 年 10 月-24 年 9 月)



资料来源：国家邮政局，华创证券

**2、价格：行业单票收入同比下滑，单月价格环比企稳**

前三季度快递行业票均收入 8.05 元，同比下降 12.2%，其中 Q1、Q2、Q3 分别为 8.40、7.93 和 7.88 元，同比下降 12.8%、12.4%和 11.8%。

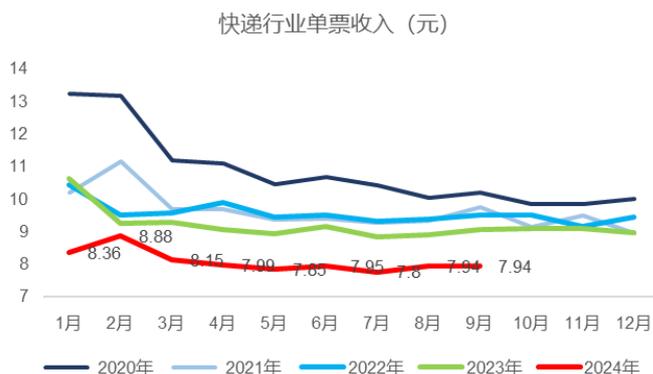
(注:2024 年部分邮政快递企业调整快递业务口径,行业单票收入同比降幅有所影响,下同)

**图表 23 快递行业季度单票收入**



资料来源：国家邮政局，华创证券

**图表 24 快递行业月度单票收入**



资料来源：国家邮政局，华创证券

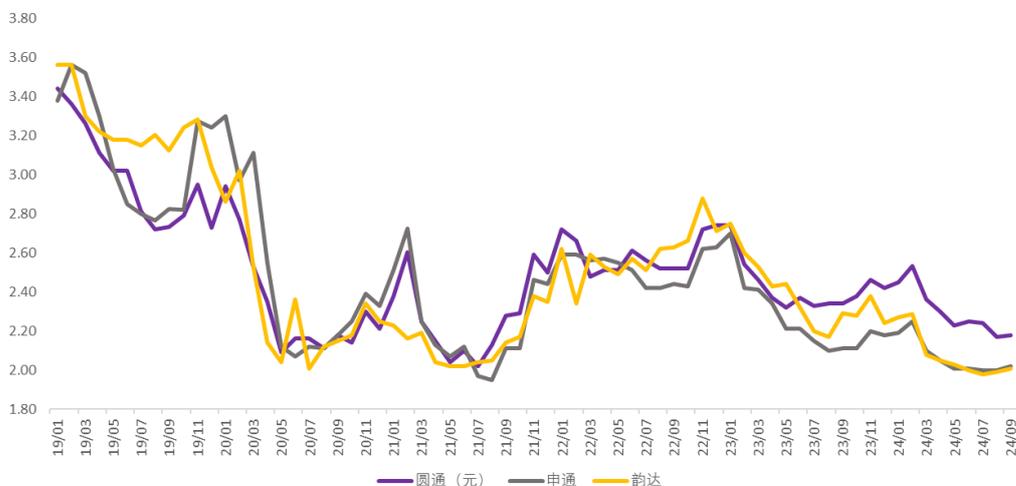
**前三季度通达系各品牌单票收入同比均下滑。**

圆通 2.325 元 (-3.2%，或-0.078 元) > 申通 2.057 元 (-9.2%，或-0.209 元) > 韵达 2.046 元 (-13.6%，或-0.322 元)。

顺丰单票收入 15.82 元，同比下降 1.6%，同比减少 0.249 元。

8 月后单价环比企稳。24Q3 快递行业票均收入 7.88 元，同比下降 11.8%；其中 7-9 月分别为 7.77、7.94 和 7.94 元，同比分别下降 12.1%、10.8%和 12.5%。

**图表 25 2019-2024 通达系单票收入**



资料来源：公司公告，华创证券

## （二）关注行业格局演变

### 1、我们认为行业“反内卷”是大势所趋，利于快递公司业绩弹性释放

#### 1) 行业主管部门明确提出快递行业“反内卷”。

2024 年 7 月召开的政治局会议通稿中指出：要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。

8 月 22 日，国家邮政局在上海召开规范市场秩序、提升服务质量专题会议。明确提出：

**一是坚决防止“内卷式”恶性竞争。**良性的市场竞争追求技术创新、质量提升、效益提高，而非单纯价格和业务量的竞争。快递企业要认真自查自省，强化行业自律，发挥自身比较优势，不断丰富服务产品，推动开展差异化竞争，促进市场竞争良性发展，共同把“蛋糕”做大做好，形成多赢局面。

**二是着力提升快递服务质量竞争力。**

**三是持续提高创新发展能力。**

**这是继 2021 年后，主管部门针对行业内卷的又一重磅级发声。**

“内卷式价格战”影响的不仅是上市公司利润水平，也会影响全网生态，当末端网点到快递小哥的派费不断“被下调”，难以保障快递服务质量，对终端消费者带来不便，同样的，对于超过 300 万人的快递从业人员，也需要得到必要的保障。

#### 2) 行业主要公司竞争策略正在发生转变。

中通将战略重点转移到服务质量上，极兔在 2024 年上半年实现了调整后盈利。

意味着过去行业最头部以及最强新进入者均转向了利润优先的策略，有助于缓解行业竞争压力。

亦如我们在 2022 年深度研究《格局、破局：电商快递重要判断，步入承前启后新阶段——大物流时代系列研究（十四）》，曾提出讨论，通过集运、啤酒行业的复盘，“价格战”的拐点能否在快递行业上演？

我们总结一般路径：价格战导致行业集中度显著提升—>行业业务量拐点—>龙头公司经营决策出现重大转变（高价值/全链条）—>盈利长期拐点（不意味着竞争消失）。

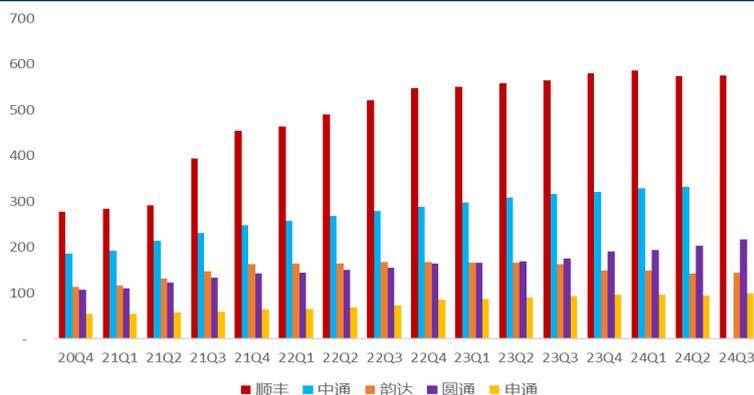
当前快递行业集中度已经很高，业务量中长期增速预计会回落，中通快递作为龙头的经营决策对未来走向尤为关键。我们认为行业存在一定的价格分层、服务分层、提供差异化产品的空间，具备单票盈利上升的潜力。

### 2、主要快递企业资本开支理性可控，为行业格局优化奠定基础。

**截至 24Q3，除圆通外其余固定资产与在建工程账面净值增速均同比下降**

**截至 2024 年 Q3，顺丰、韵达、圆通、申通固定资产与在建工程账面净值合计分别为 576、145、217、99 亿元，同比分别增长 2.0%、-11.8%、23.4%、6.5%。**

图表 26 各快递公司固定资产&在建工程规模 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华创证券

**资本开支: 主要快递企业资本开支理性可控**

24Q3 顺丰、韵达、圆通、申通季度资本开支分别为 17.7、4.7、20.2、8.3 亿元, 同比分别下降 41.1%、增加 14.7%、增长 46.5%、下降 22.1%, 环比 Q2 分别下降 0.9%、增长 213.3%、增长 55.2%、增长 20.8%。圆通 Q3 因完善转运中心、自动化设备等网络运行的基础设施建设和投放, 资本开支相对较快; 行业整体资本开支理性可控。

图表 27 顺丰季度资本开支变化



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 28 韵达季度资本开支变化



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 29 圆通季度资本开支变化



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 30 申通季度资本开支变化



资料来源: 公司公告, 华创证券

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/847122146022010003>