

快运行业深度报告：直营格局拐点，加盟强成长性 ——快运行业投资框架

评级：推荐(首次覆盖)

许可(证券分析师)

S0350521080001

xuk02@ghzq.com.cn

周延宇(证券分析师)

S0350521090001

zhouyy01@ghzq.com.cn

钟文海(证券分析师)

S0350523050003

zhongwh@ghzq.com.cn

祝玉波(联系人)

S0350121120080

zhouyb01@ghzq.com.cn

最近一年走势



相关报告

《新物流时代系列之一：破茧成蝶，跨境电商重塑百年货代新格局（推荐）*物流*周延宇，许可》——2021-09-06

《——物流行业深度研究：油价上涨，快递企业成本影响几何？（推荐）*物流*许可，周延宇》——2022-03-12

《2023年中期快递行业投资策略：选龙头，重反转（推荐）*物流*许可，钟文海，周延宇》——2023-06-01

《大宗供应链：周期驱动，努力铸就（推荐）*物流*许可，钟文海，李然，胡国鹏》——2023-06-02

1. 行业：供应链结构变迁，快运行业高速增长

随着我国电商的发展，改变了传统供应链结构，货物移动变得更加碎片化、高频化，产成品货运需求也随之呈现整车零担化、零担服务快递化的趋势，进而催生新细分赛道——快运行业。2015-2021年我国快运行业收入CAGR高达28.38%，随着我国供应链结构的持续变迁，据艾瑞咨询和运联智库的数据预测，2021-2025年快运行业收入CAGR 25.75%，仍将保持高速增长。

2. 格局：顺应产业发展，快运企业加速集中

全网快运行业发展30年，头部企业最终实现百亿规模，并与其他企业明显分化。但我国零担市场空间大，全网快运企业仍有渗透空间，随着规模效应网络效应的发挥，以及生产端物流外包趋势的发展，据艾瑞咨询数据预测，2025年/2030年全网快运零担市场份额将达到16%和35%，渗透率加速提升。

3. 直营快运：格局拐点已至，产业升级助力长期成长

直营快运主要满足高货值、高履约标准运送需求，属于货运市场中高端赛道，目前行业格局已进入“双寡头”阶段，稳定的格局下，直营快运赛道定价能力开始修复，并进入提升产品力阶段。高端产业发展配合是直营快运未来的发展方向，制造业转型升级将助力赛道长期成长。

4. 加盟快运：性价比逐渐凸显，加速渗透零担市场

加盟制快运主要面向追求性价比的客户，随着电商的发展，零担服务快递化趋势愈发明显，将拥有更大的客群和渗透空间。加盟快运轻资产模式下，成本优势大，服务品质的持续改善，性价比逐渐凸显，有望加速渗透零担市场，并在规模效应下保证量利双升。

5. 投资建议：直营格局拐点，加盟成长性强，首次覆盖，给予快运行业“推荐”评级。

公路货运监管趋严，不合规运力正加速出清，促进行业高质量发展，有利于全网快运公司规模扩张及定价能力提升，行业正迎布局期：

- ①直营制快运中短期格局拐点，中长期制造业转型升级，龙头德邦股份增收和盈利有较大提升空间，已迎来长期投资机遇；
- ②加盟制快运性价比逐渐凸显，龙头安能物流加速渗透零担市场，在规模效应基础上，通过管理优化带动利润率修复和业绩释放，建议重点关注。

相关公司：德邦股份、安能物流、顺丰控股、京东物流、百世集团、中通快运、韵达快运、壹米滴答。

风险提示：经济复苏不及预期、价格战重启，行业竞争加剧、重点关注公司业绩不及预期、快运行业产能扩张不及预期、快运行业成本优化进度放缓。

重点关注公司及盈利预测

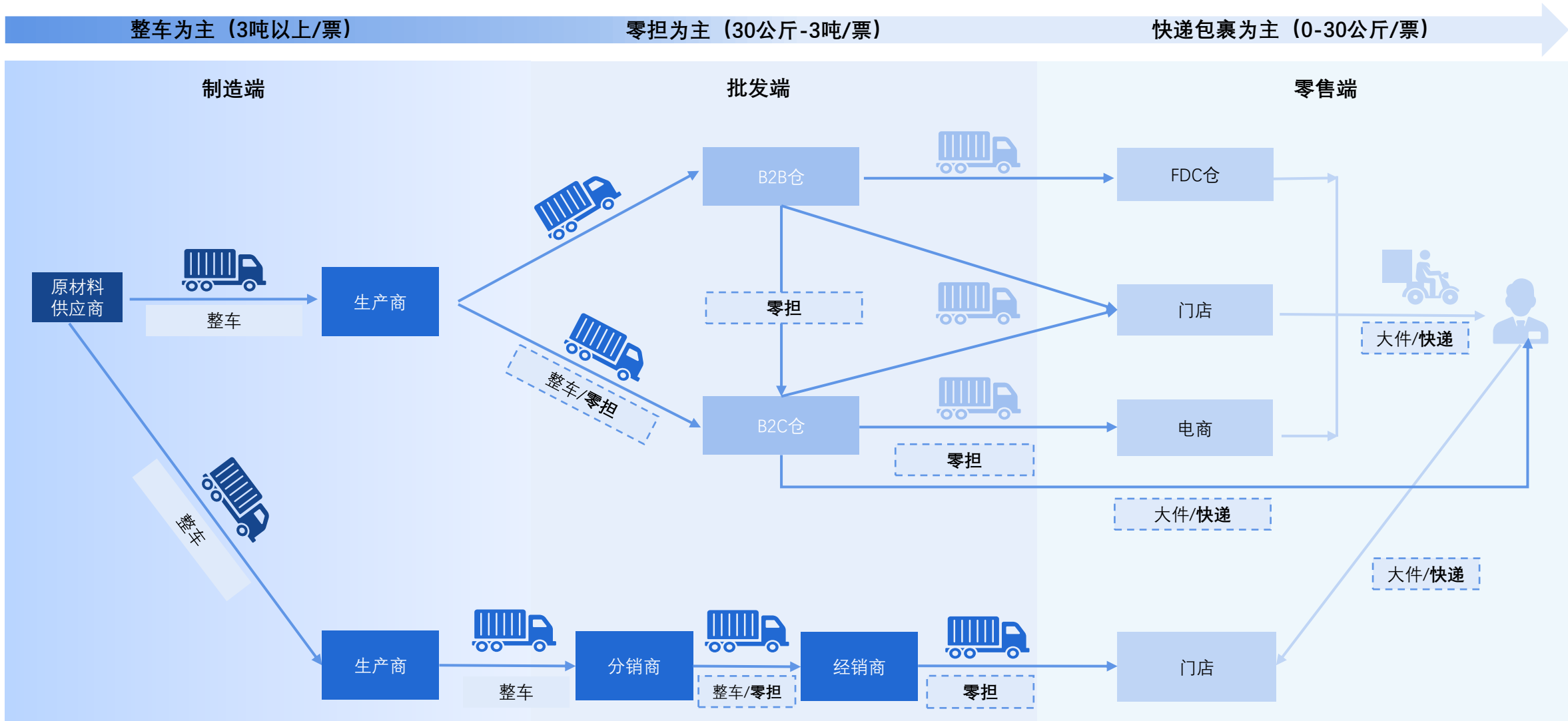
重点公司代码	股票名称	2023/06/16	EPS			PE			投资评级
		股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
603056.SH	德邦股份	14.43	0.63	1.01	1.35	32.55	14.29	10.69	买入
09956.HK	安能物流	5.26	-0.35	0.12	0.27	-	43.84	19.48	-
002352.SZ	顺丰控股	49.77	1.27	1.93	2.49	45.48	25.79	19.99	买入
02618.HK	京东物流	12.38	-0.21	-0.13	0.10	-	-	123.82	增持

资料来源：Wind资讯，国海证券研究所（安能物流盈利采用Wind一致预测，货币单位均为人民币元，HKD/CNY=0.9118）

1. 行业：供应链结构变迁，快运行业高速增长

1.1 零担货运商业模式：主要服务B端重货运输需求，赚取运费

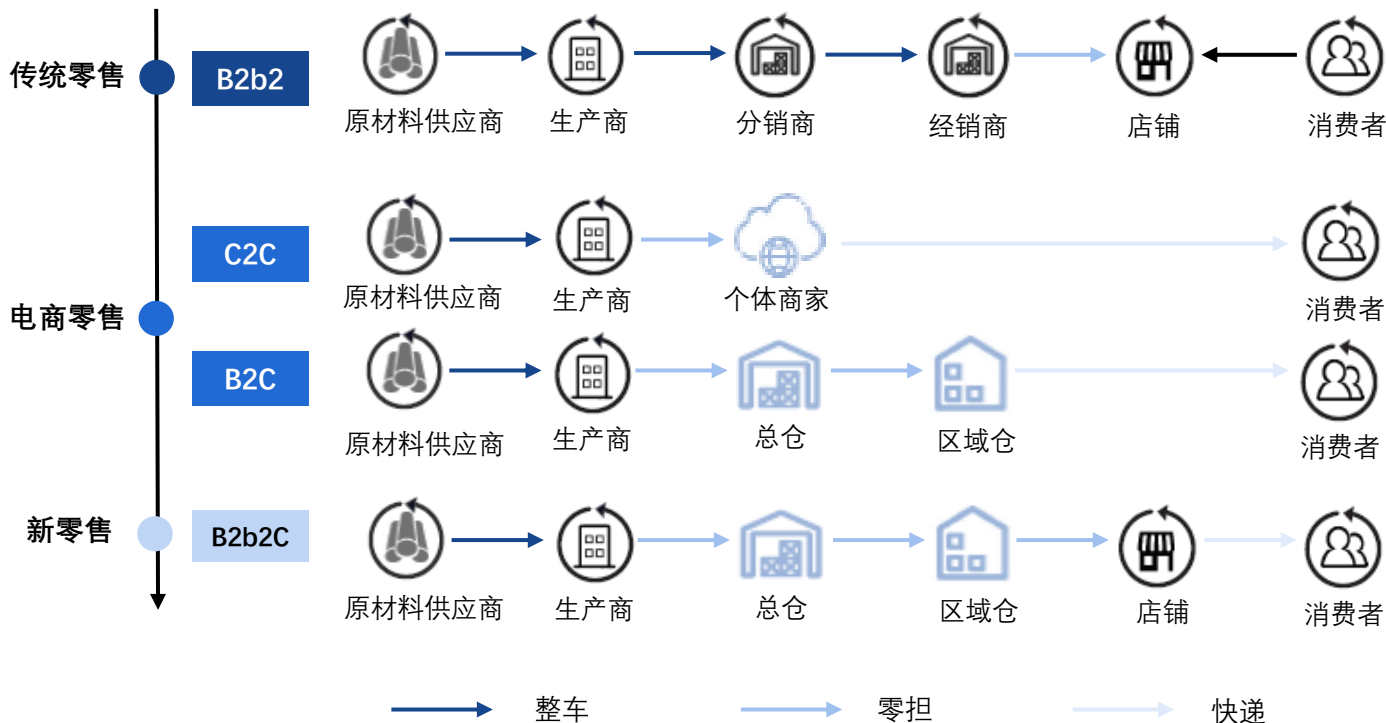
图表1：零担业务主要发生在批发、分销、经销以及零售端，主要服务B端客户，赚取运费



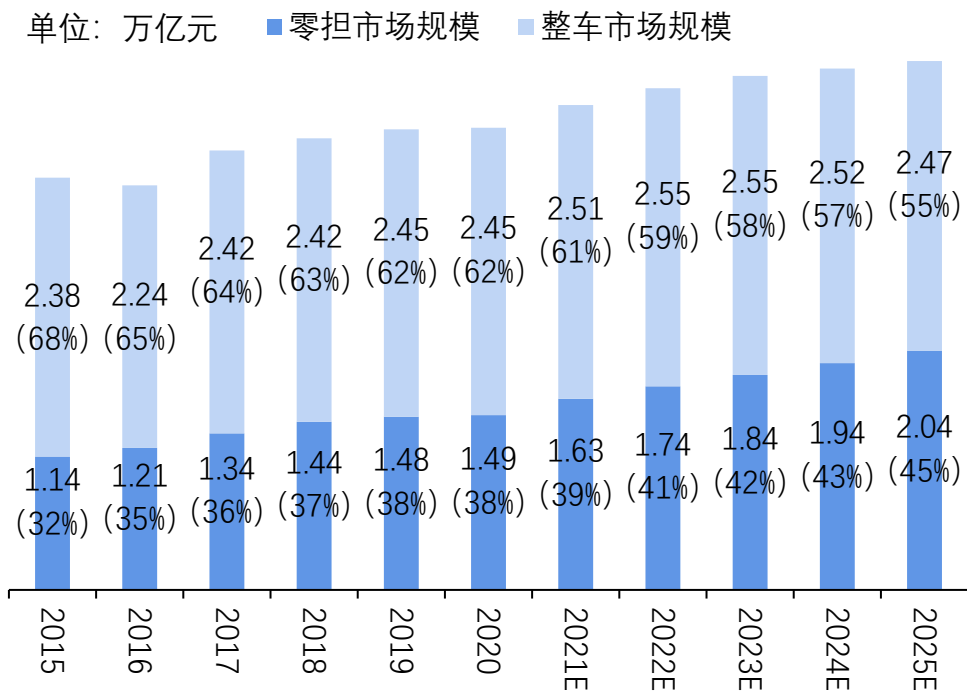
1.2 整车零担化趋势下，零担货运迎来发展

- **整车零担化：**随着电商的发展，电商渗透率的快速提升，改变了传统供应链的结构与环节。传统零售链条中，货物需经过生产商、分销商与经销商层层递进的集中移动，最终到达线下店铺进行销售，该中间环节的运输方式主要为整车运输。而电商与新零售的模式下，供应链变的更加柔性，货物的移动变得更加碎片化、高频化，新模式中的零担运输方式开始逐步替代整车运输方式，零担行业迎来发展。
- 据艾瑞咨询数据，2015-2021年零担市场规模CAGR为6.2%，远高于整车1.0%的增速，零担市场规模在零担+整车市场规模中占比持续提升。

图表2：零售的演变，带来供应链的重构，整车运输逐渐零担化



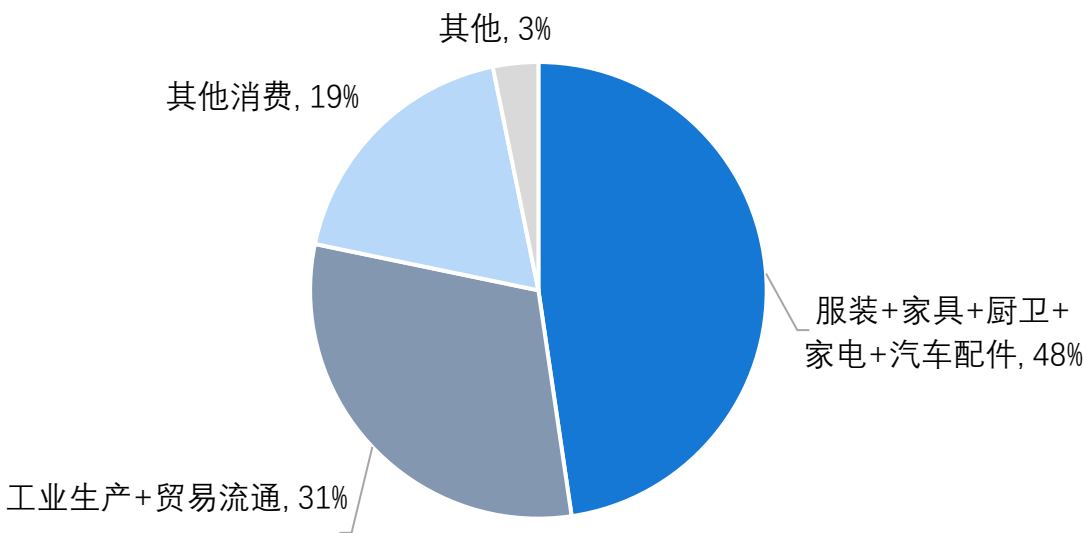
图表3：零担市场规模及占比持续提升



1.3 零担货运需求结构：挂钩工业及消费品增长

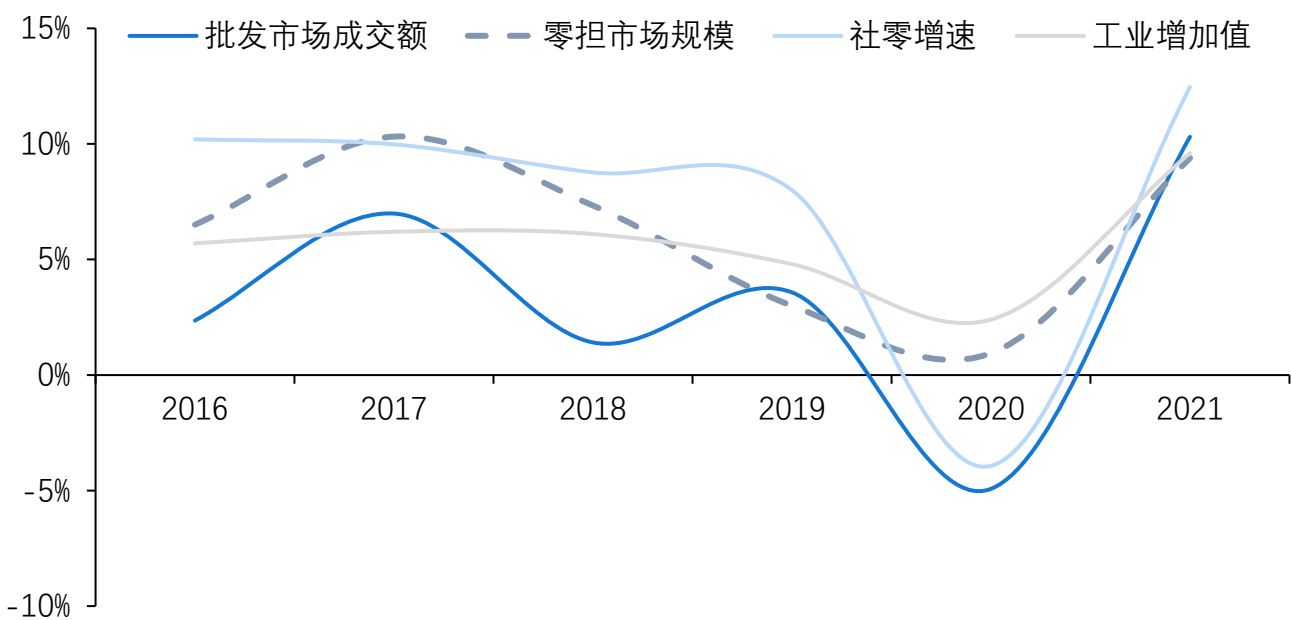
- 零担市场下游以消费批发、工业生产和贸易流通为主。据零担货运龙头德邦股份2022年的年报数据测算，约48%业务为服装、家具、厨卫、家电、汽配等消费行业，31%为工业生产和贸易流通。
- 因此零担市场增速与批发零售、工业增加值相关，增速介于二者之间，剔除2020年疫情影响，零担市场规模增速在5%–10%。

图表4：零担下游以工业制造、贸易流通、消费批发为主



注：数据以零担货运龙头德邦股份2022年年报数据为例

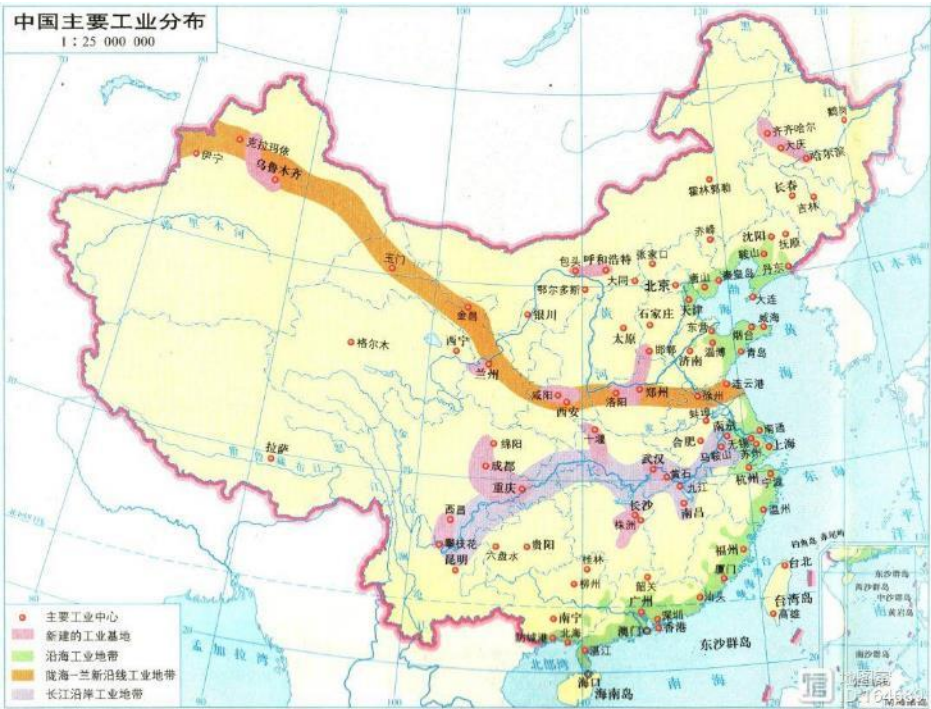
图表5：零担市场规模增速介于批发市场成交额、工业增加值增速之间



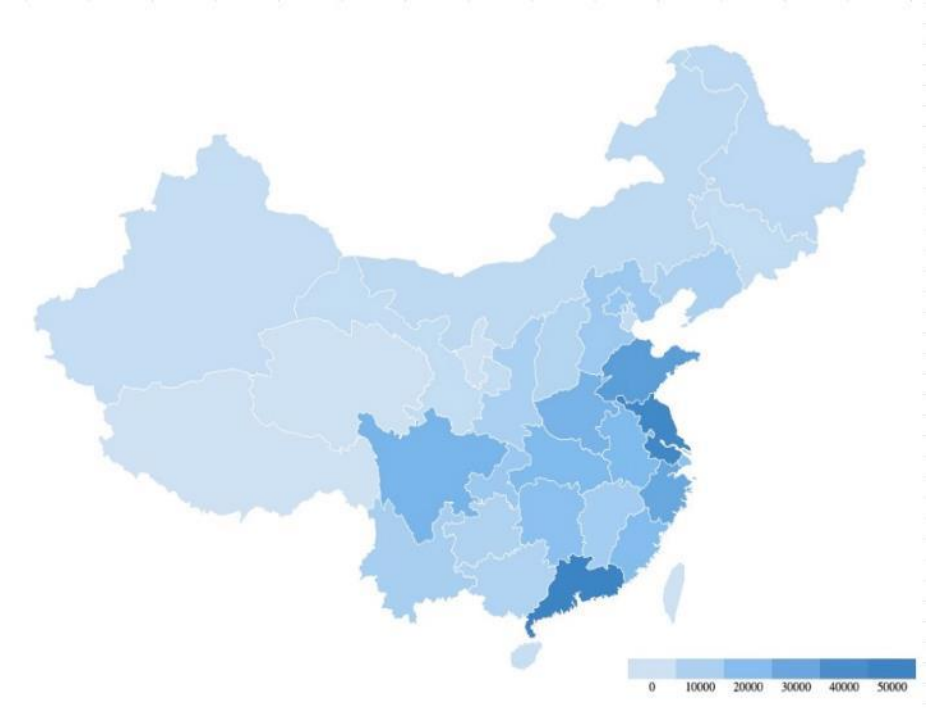
1.3 零担货运需求结构：产量区顺应工业集群与消费中心

- 顺应下游，零担行业需求分布跟随中国工业集群与消费中心，客户遍布全国，产量区主要集中于沿海地区以及长江一带。

图表6：中国各省工业中心分布



图表7：中国各省份消费情况分布

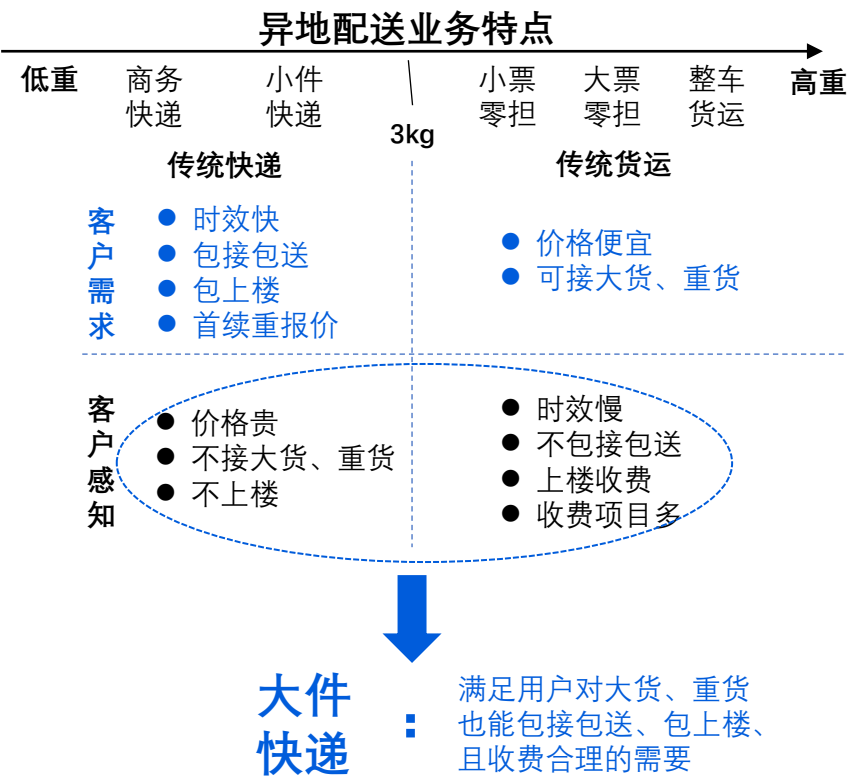


注：采用2021年中国各省份及地区社会消费品零售总额(亿元) 衡量消费情况

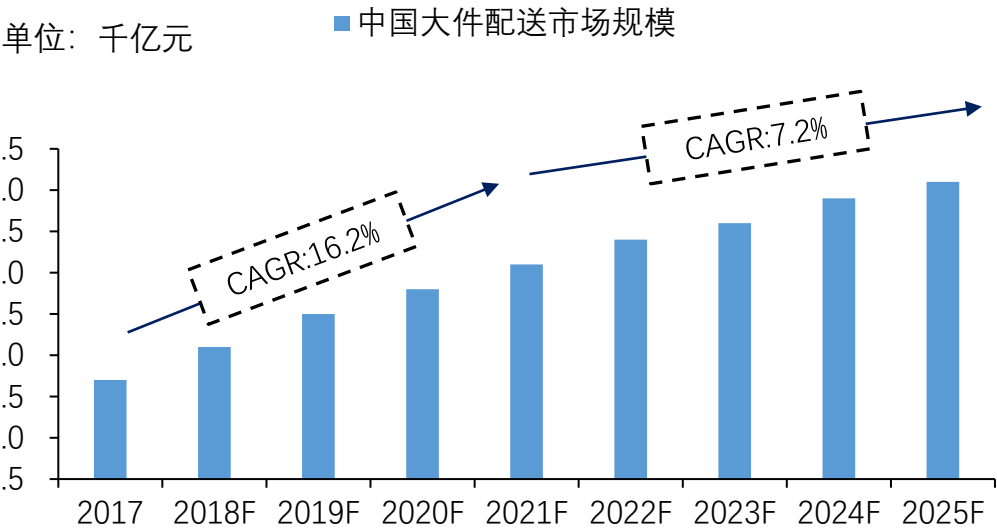
1.4 零担服务快递化趋势下，快运行业应运而生

- 快运行业是零担服务快递化的一种运输形式。随着供应链结构的变迁，零担两端更接近末端，客户也更加重视末端服务，对零担企业揽派环节也提出新的要求，此前部分品类的配送选择夹在“快递”与“零担”产品之间，进则快递业务价格高昂且可能被拒收过重货物，退则零担业务时效缓慢且无法实现“门到门”服务。
- 针对从点到点“自送自提”到全网的“门到门”的新需求，零担企业逐步推出快递化服务的产品（新供给），我国大件配送市场规模持续增长，做该类业务的网络公司——全网快运公司应运而生，并迎来发展机遇。

图表8：新需求下推动零担服务快递化



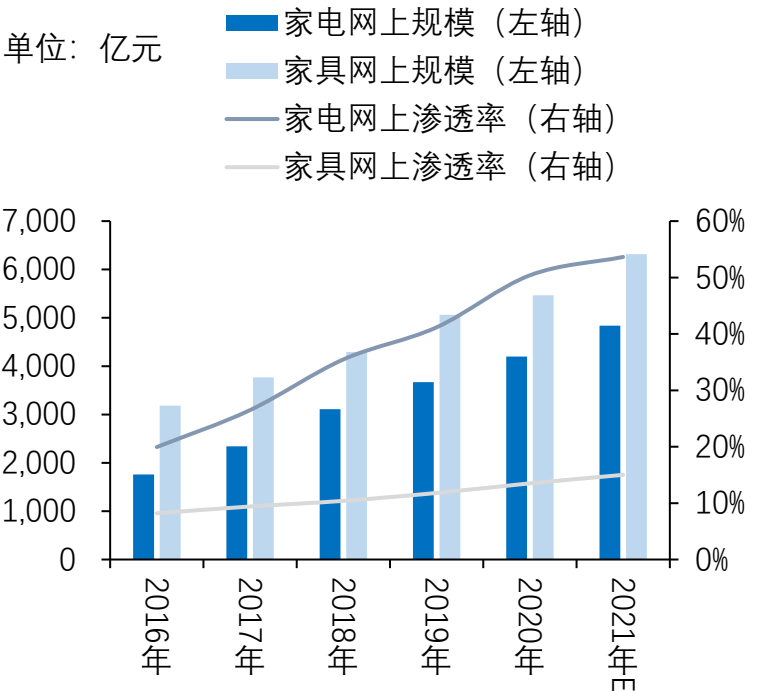
图表9：中国大件配送市场规模持续增长



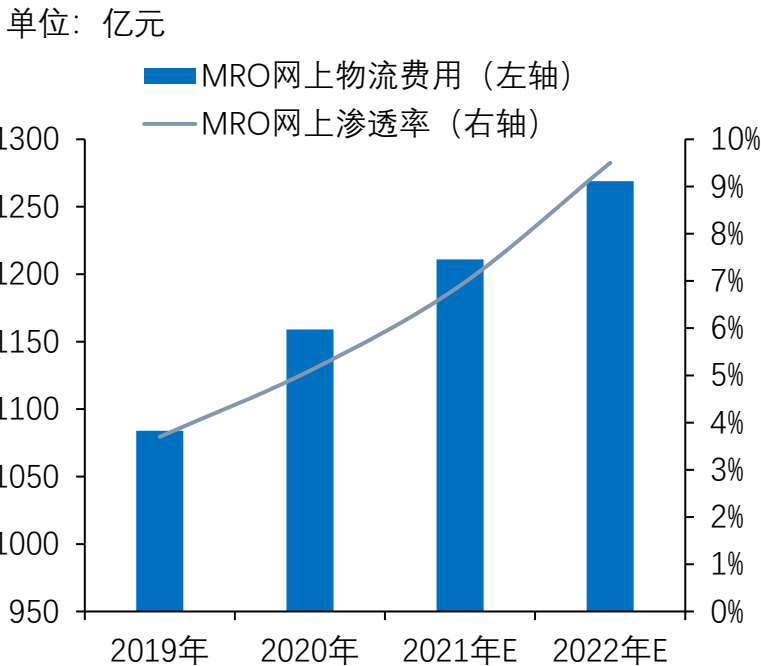
1.5 零担服务快递化需求在增加，全网快运企业保持高速增长

- 近几年来，电商销售渠道的不断完善，零担品类线上渗透率逐步提升。据中国电子信息产业发展研究院及前瞻产业研究院数据预测，2021年，2C家电和家具的线上渗透率已分别达到53.6%和15.0%。据物流一图Plus预测，2022年2B的MRO工业品线上渗透率也达到了9.5%。零担品类网上渗透率不断提升，“门到门”的零担快递化需求也在持续增加。
- 在零担服务快递化趋势下，2015-2021年全网快运企业收入CAGR达到28.38%，高于同期零担行业增速6.2%。
- 在电商渗透率持续提升，供应链结构不断升级的趋势下，全网快运企业仍将保持高速增长。结合快运企业2021年收入及艾瑞咨询对2025年零担市场规模及快运渗透率测算，我们预计2021-2025年快运行业收入复合增速为25.75%，仍保持高速增长。

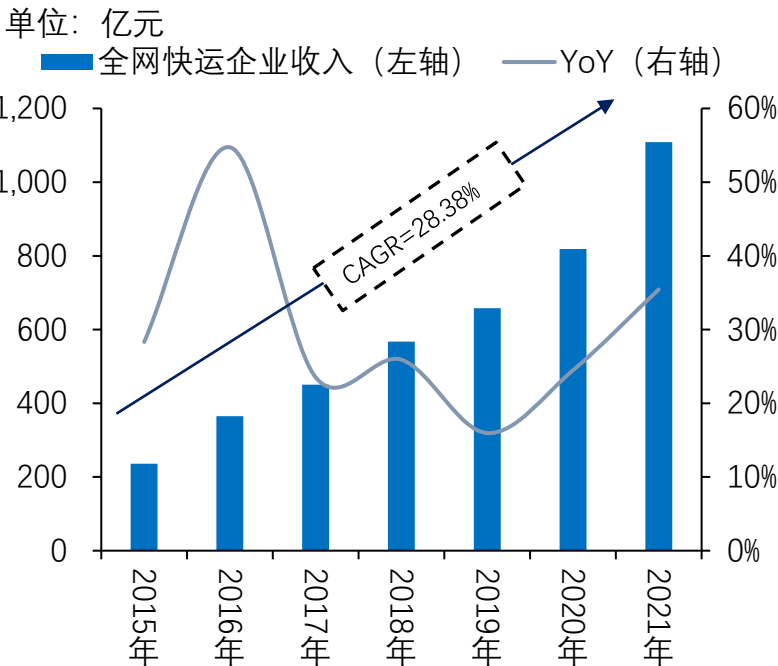
图表10：大家电、大家居线上渗透率持续提升



图表11：MRO工业品电商渗透率持续提升



图表12：全网快运企业收入增长中枢28%

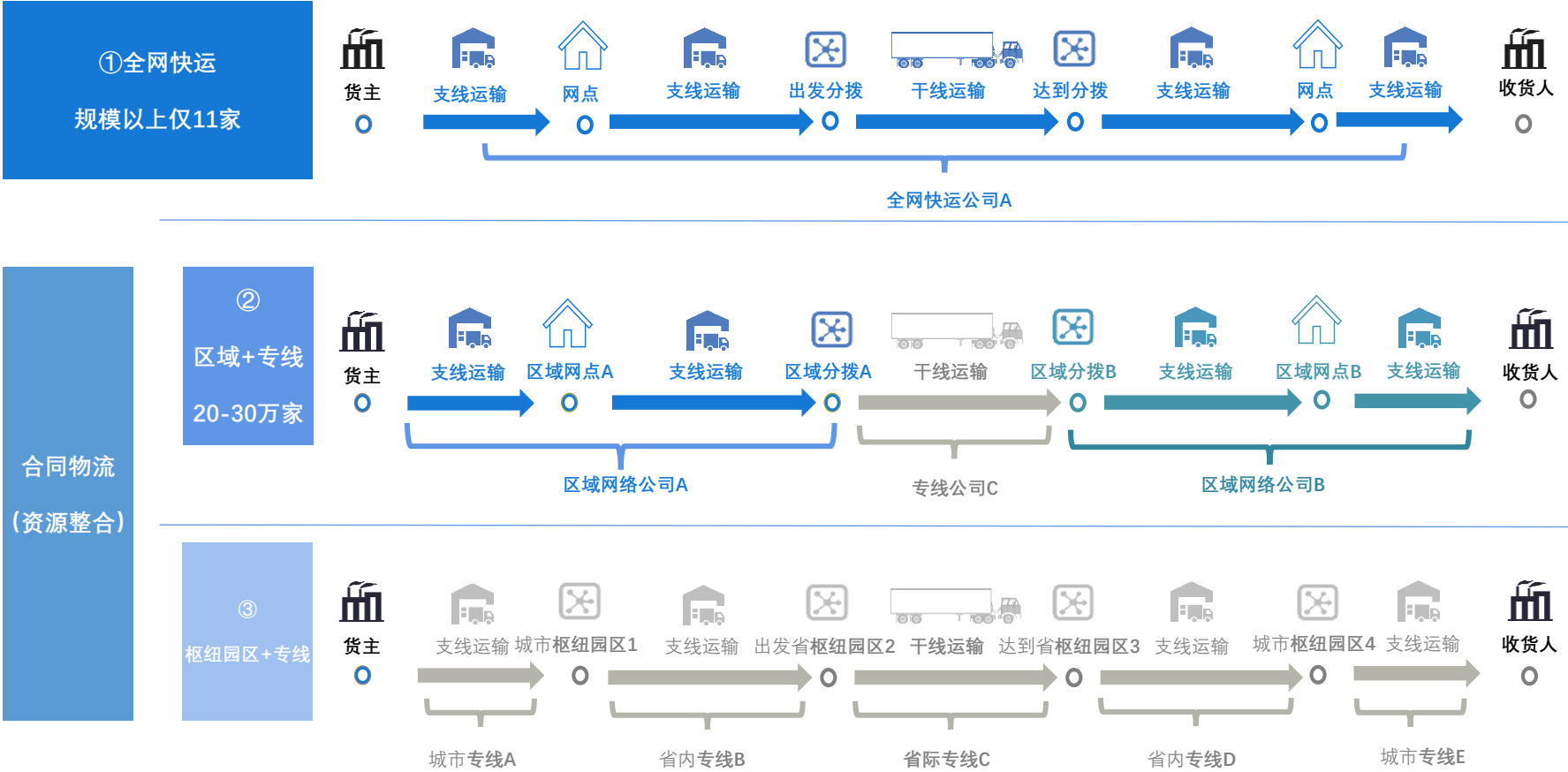


二、格局：顺应产业发展，快运企业加速集中

2.1 零担货运三种组织形式：全网快运、区域网+专线、枢纽园区+专线

- 零担货运可以大致分为三种基础组织形式：①全网快运企业：自行组织全网资源，完成货物运输全流程；②区域+专线：通过区域网络和专线协作的方式，完成货物运输全流程。③通过多个专线和枢纽组合，完成货物运输全流程。其中后两种组织形式也可交由合同物流进行资源整合并提供服务。

图表13：零担货运三种组织形式对比



2.2 全网快运30年发展历史，形成11家规模以上网络

- 发展30年至今，全网快运行业经历了三个阶段：①1992-2011年，老牌直营快运德邦股份、天地华宇、新邦物流快速发展；②2012开始，百世快运、安能物流、壹米滴答相继以加盟模式进军快运市场；③2014年至今，快递企业开始渗透快运市场，包括直营的顺丰快运和京东快运、及加盟制的中通快运、韵达快运、顺心捷达。
- 最终行业形成了以德邦股份、顺丰快运、京东快运、跨越速运、天地华宇为代表的直营快运公司，以及以安能物流、百世快运、壹米滴答、中通快运、韵达快运、顺心捷达为代表的加盟快运公司的二元市场结构。截止2021年，规模以上全网快运公司（年收入超过10亿的）共有11家。

图表14：中国快运30年格局演变

		1992年	1994年	1995年	1996年	1998年	2000年	2001年	2003年	2004年	2005年	2007年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年		
直营模式	华宇、佳吉	老牌快运天地华宇、佳吉物流等高速发展陆运													融资开始网络扩张，突破收入瓶颈			佳吉逐渐聚焦细分领域			2018年天地华宇被上汽安吉收购							
	德邦	德邦做空运货代						德邦开始做陆运				德邦融资后开始网络扩张				发展大件快递业务，开始公司第二增长曲线						去门店运营模式优化		2022年德邦股份被京东物流收购				
	新邦									新邦开始做陆运		新邦对标德邦网络扩张				逐渐掉队				2018年新邦物流被顺丰收购改名顺心捷达								
	跨越												2007年成立快速发展											2020年跨越速运被京东物流收购				
加盟模式	百世													收购汇通快运，加盟模式与安能齐头并进								集团出售快递，快运成主业						
	安能												以航空货代专线起家			网络迅速扩张，成为货量王（整合专线）			进军小件快递		停止快递业务，回归快运 2020年完成上市			管理改善 重回正轨				
	壹米	各地区域网络苗长成长																	整合小霸王（整合区域）		自建+收购		招商加盟，开启 全网加盟模式		2021年壹米滴答被汇森全球收购			
快递渗透	顺丰快运（直营）																顺丰开始尝试重货业务				正式发力直营快运				扭亏为盈			
	顺心捷达（加盟）																						2018年被顺丰收购 改名顺心捷达发力加盟快运					
	京东快运（直营）																						开始发展京东快运业务					
	中通快运（加盟）																			中通进军快运业务								
	韵达快运（加盟）																				韵达进军快运业务							

2.3 头部企业百亿规模，并相继完成上市或关键融资

- 2021年，根据运联智库及各公司披露数据显示，货量方面，TOP2的顺丰快运与安能物流，货量是排名6–10名的3–10倍，是10名外的10–20倍；收入方面，TOP2的德邦股份和顺丰快运是6–10名的5–10倍，是10名外的10–30倍。排名前列的快运企业与其他企业已出现明显分化，并相继完成上市或关键融资。

图表15：2021年快运公司货量、收入排行

排名	公司名称	货量 (万吨)	与TOP1倍差	排名	公司名称	收入 (亿元)	与TOP1倍差
1	顺丰快运	1465	1	1	德邦股份	314	1
2	安能物流	1261	1.2	2	顺丰快运	284	1.1
3	壹米滴答	1020	1.4	3	跨越速运	113	2.8
4	中通快运	925	1.6	4	安能物流	96	3.3
5	百世快运	922	1.6	5	壹米滴答	74	4.2
6	德邦快运	450	3.3	6	京东快运	67	4.7
7	韵达快运	402	3.6	7	中通快运	64	4.9
8	京东物流	367	4	8	三志物流	62	5.1
9	跨越速运	320	4.6	9	百世快运	54	5.8
10	速通物流	155	9.5	10	德坤物流	45	7
11	天地华宇	147	10	11	韵达快运	30	10.5
12	铁中快运	70	20.9	12	黑豹物流	16	19.6
				13	宇鑫物流	16	19.6
				14	天地华宇	13	24.2
				15	长通物流	12	26.2

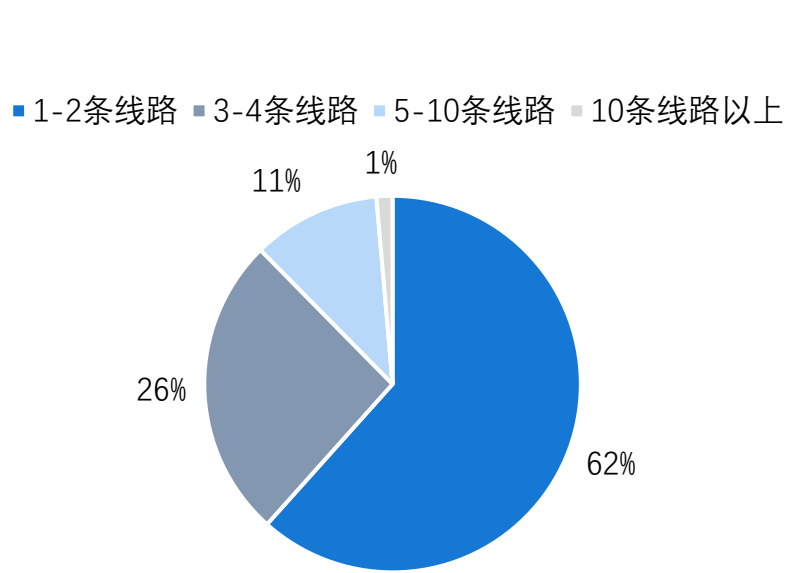
图表16：头部快运企业相继完成上市或关键融资

公司	百世集团	德邦股份	顺丰快运	壹米滴答	安能物流	中通快运
时间轴	9月	1月	2月	2月	11月	12月
	2017	2018	2020	2021		
融资情况	纽约证券交易所上市	IPO	可转债融资	D+轮	香港主板上市	B轮
融资金额	4.5亿美元	4.84亿人民币	3亿美金	10亿人民币	10.09亿港元	3亿美元

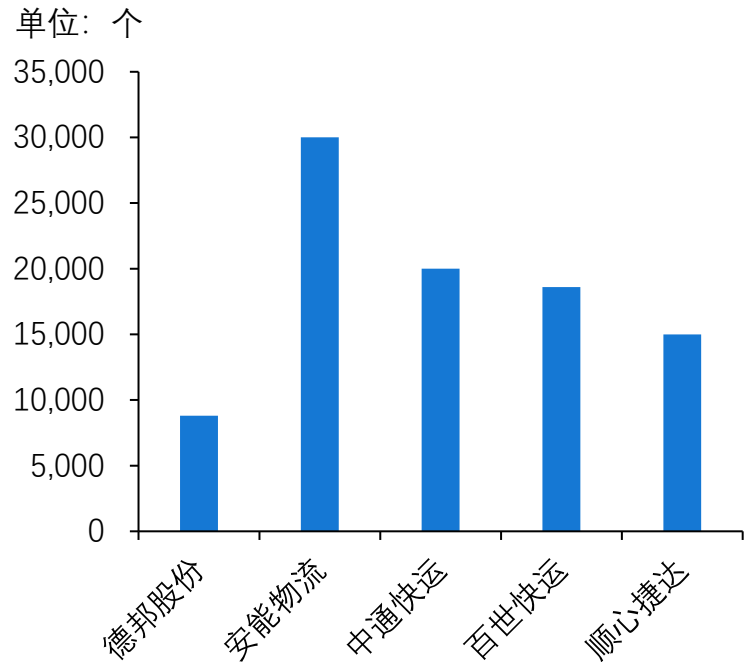
2.4 头部企业网络壁垒已经形成

- 据运联智库数据统计，2018年我国货运市场中62%的专线公司仅有1-2条线路，而数万网点或加盟商、大量分拨场地、干线车辆共同组建的全网快运服务网络，构成行业坚实的进入壁垒。对加盟制企业而言，总部与加盟商的信任关系更是一笔重要的无形资产。

图表17：62%的专线仅有1-2条线路（2018年）



图表18：头部企业网点数量（2022年）



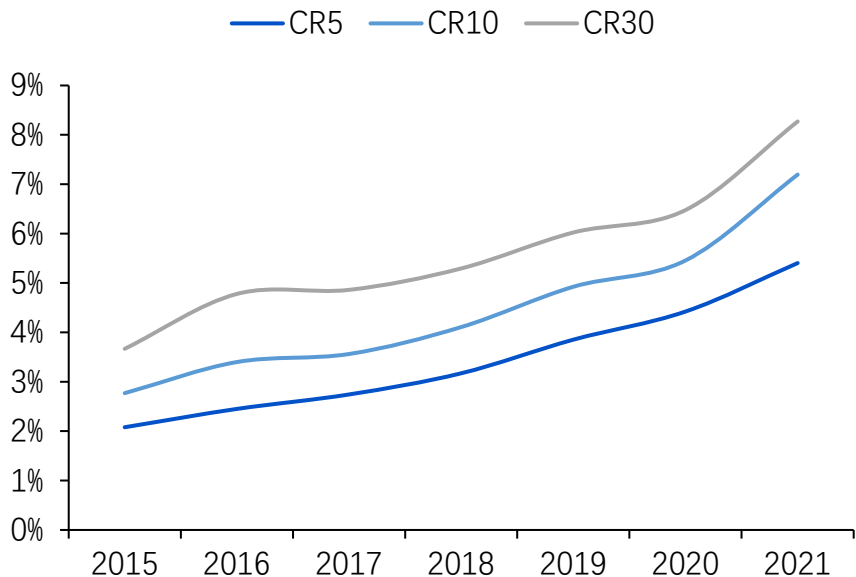
图表19：头部企业分拨车量数（2022年）

企业	分拨（个）	车辆（辆）
德邦股份	132	22160
安能物流	136	10200
中通快运	70	9400
百世快运	99	--
顺丰快运	157	--

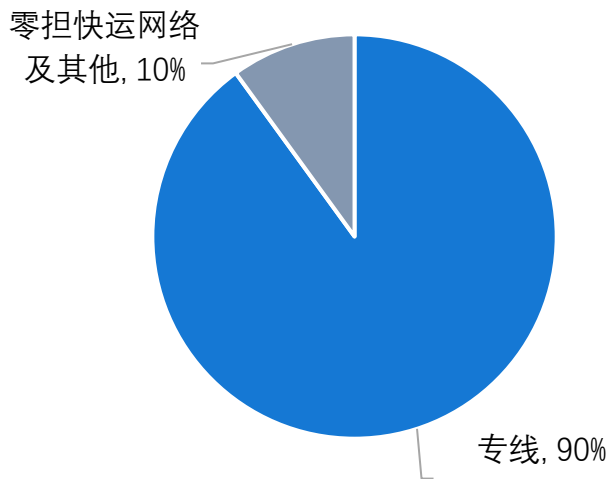
2.5 零担行业容量大，仍有较大渗透空间

- 虽然头部企业规模不断提升，呈现集中的趋势，但全行业来看，零担货运行业整体仍有较大渗透空间，CR10仅有7.19%（2021年），而据运联智库数据统计，零担市场中超过有90%的货物由专线公司承运。参考美国零担货运行业的市场集中度CR10=39.03%（2021年），我国市场集中度仍有较大的提升空间。

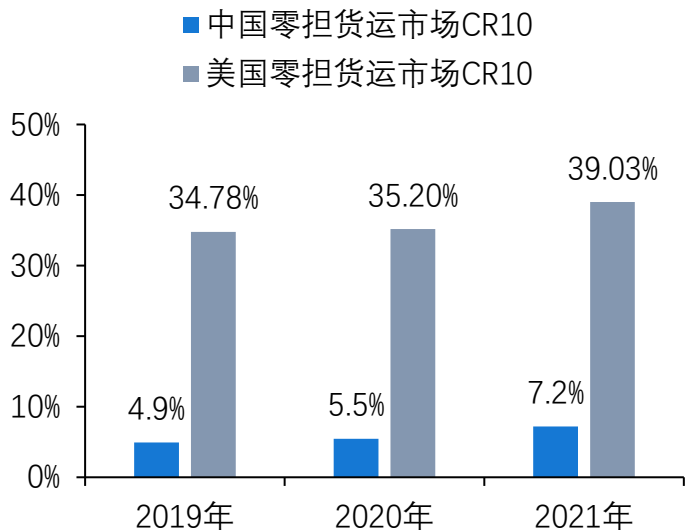
图表20：CR10份额持续提升，但集中度仍较低



图表21：我国零担市场的货量90%+由专线承运（2022年）



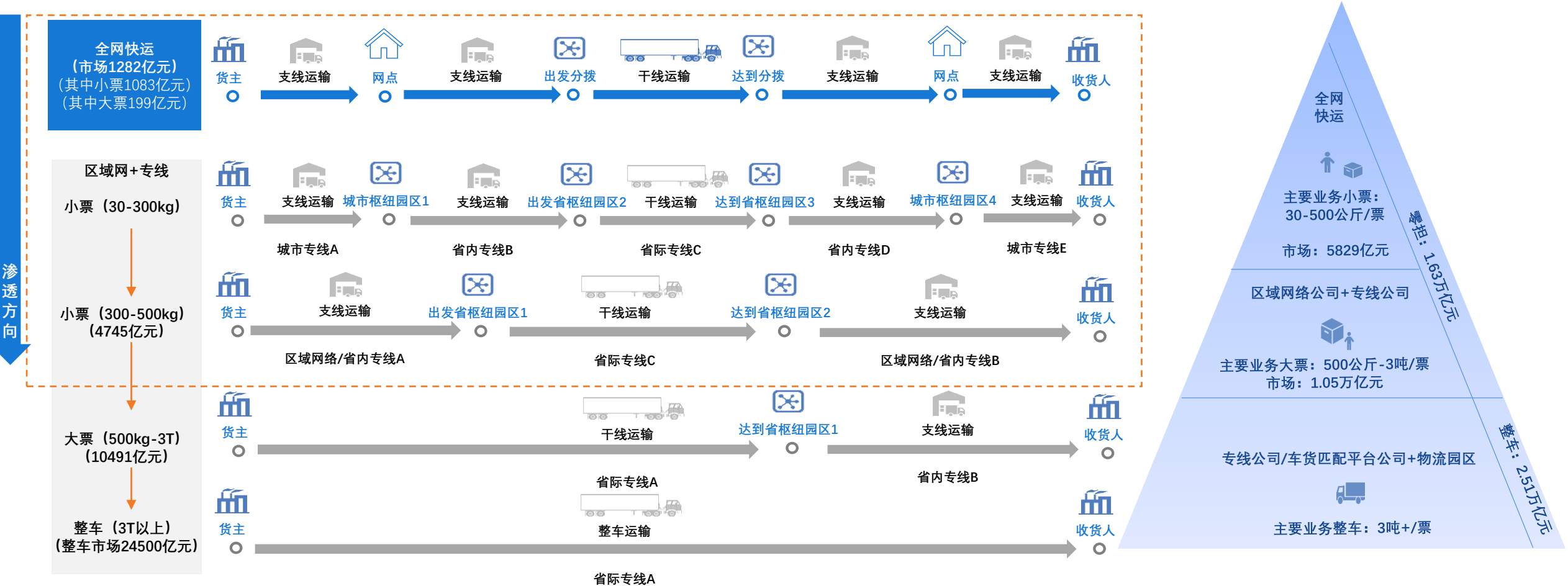
图表22：中美零担货运市场集中度比较



2.6 规模效应网络效应下，全网快运企业持续向更高公斤段渗透

- 随着供应链结构变迁，全网快运在网络效应下有效匹配客户全国发货的需求，在规模效应下成本继续下行，持续渗透区域网和专线市场。
- 在零担市场中，小票零担需要更多环节集货和运输动作，节点较多，全网快运全链条管控能力更强，且交易成本更低，因此全网快运企业率先加速渗透小票零担市场，**2021年已渗透小票零担19%的市场份额**。在规模效应和网络效应下，将继续渗透小票、大票零担市场。

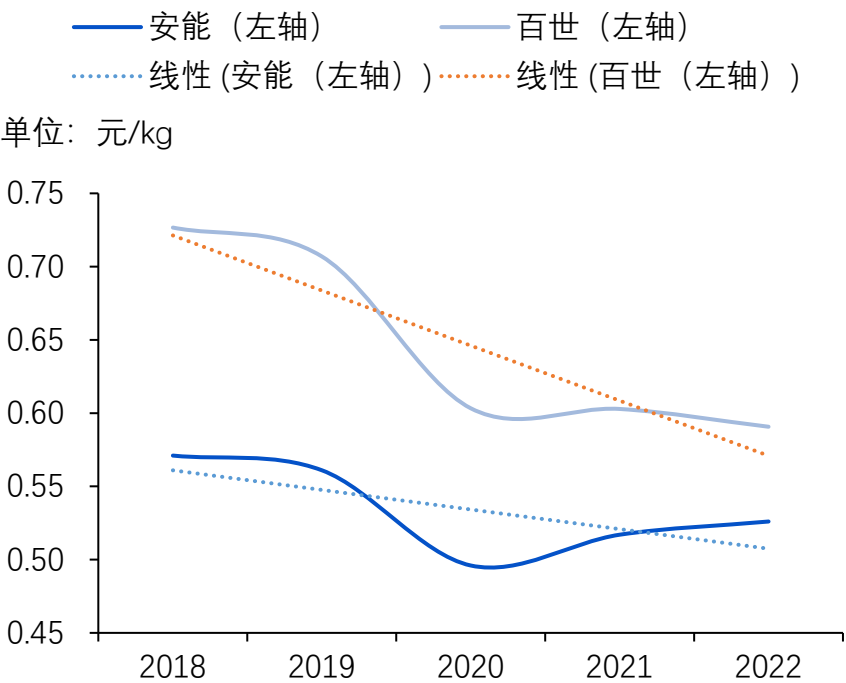
图表23：全网快运企业持续向小票、大票零担市场渗透



2.7 规模效应下，全网快运成本将持续下行

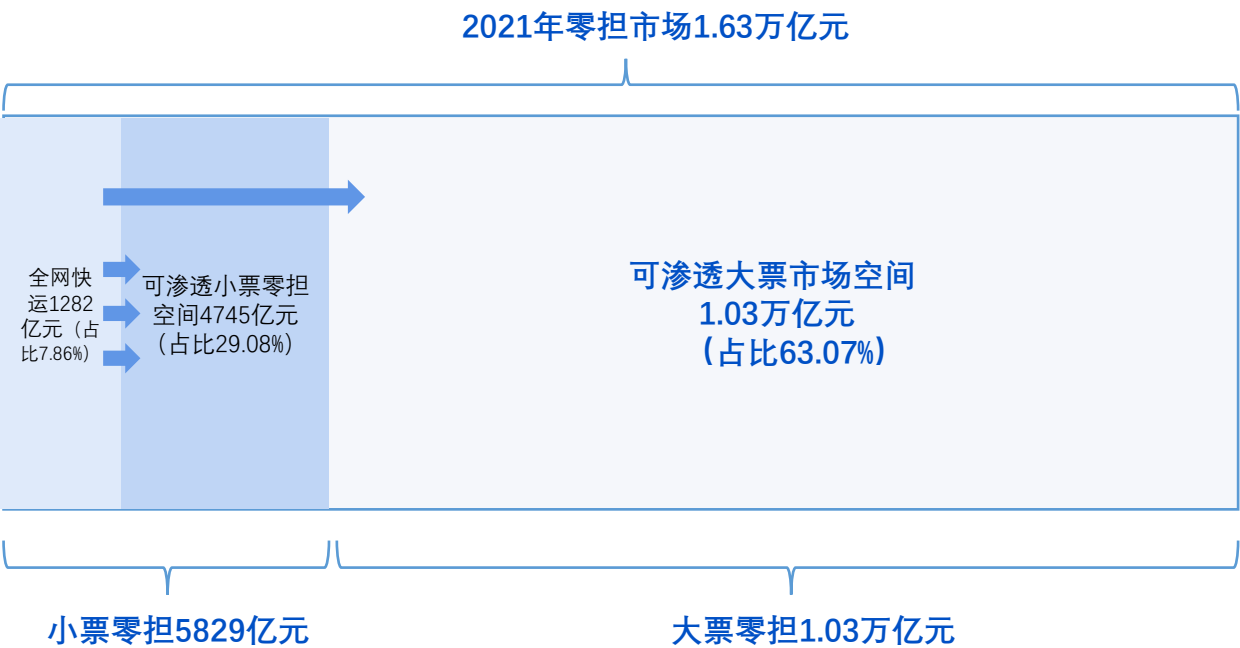
- 在规模效应下，过去4年（2019–2022年），安能、百世单公斤成本复合增速分别为–2.03%和–5.05%。随着快运企业规模效应下成本持续下降，全网快运企业将率先完成小票零担渗透，并逐渐渗透到大票零担万亿市场。

图表24：零担货运单公斤成本持续优化



注：2020年路桥费减免影响、2022年受疫情及油价上行影响，成本波动较大

图表25：规模效应成本下降，全网快运企业持续率渗透零担市场



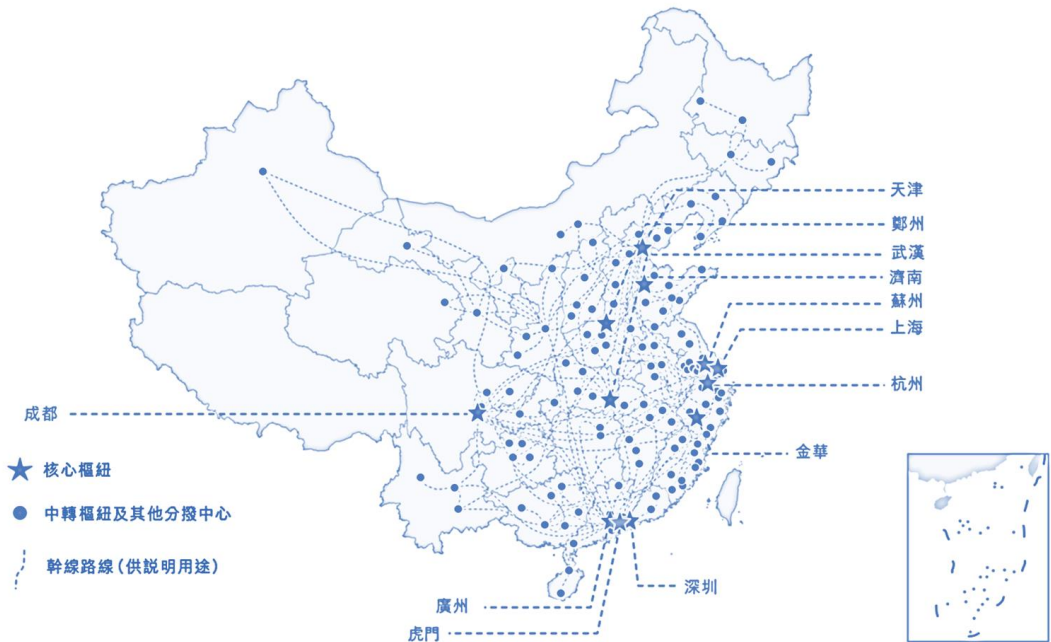
2.8 网络效应下，全网快运服务优势逐渐凸显

- 全网快运企业与区域网、专线公司横向对比，全网快运企业密度更高的网点和突出的收派能力可以满足客户全网的运送需求，且低遗失破损率、可视化实时追踪、时效达成率高的标准化产品，也能够更好地满足客户高质量的需求。

图表26：全网快运企业以与专线及区域货运运营商主要特点对比

		全网快运企业	区域网络及专线公司
运营模式		✓ 轴辐式网络模式 ✓ 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	• 区域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乡镇的全国性网络	• 点点直达
托运服务	全国覆盖	✓ 全国性的网络覆盖	• 有限干线运输路线
	端到端	✓ 大量网点以相对低的成本进行揽件和派送	• 自提或与市内物流公司合作
	综合性	✓ 提供各类产品满足不同需求	• 单一类别产品
	可靠性	✓ 实时追踪	• 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	• 由于缺乏标准化，无法保证始终如一的及时交货
	品质	✓ 通过标准化运营保持一致的服务质量	• 能够提供定制服务，但服务质量参差不齐
进入壁垒及行业集中度		✓ 在建立稳定网络方面有较高进入壁垒 ✓ 目前运营的快运网络仅十余个	• 准入壁垒较低，目前有20万-30万家运营中的专线及区域货运运营商

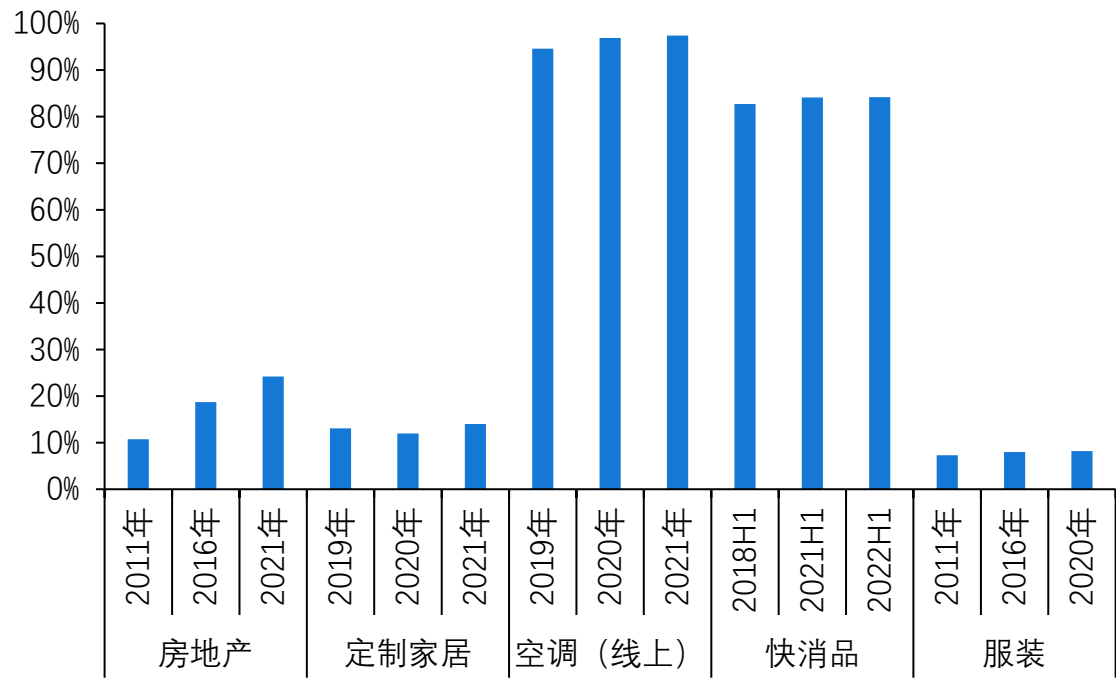
图表27：全网快运企业全国分拨及线路示意图



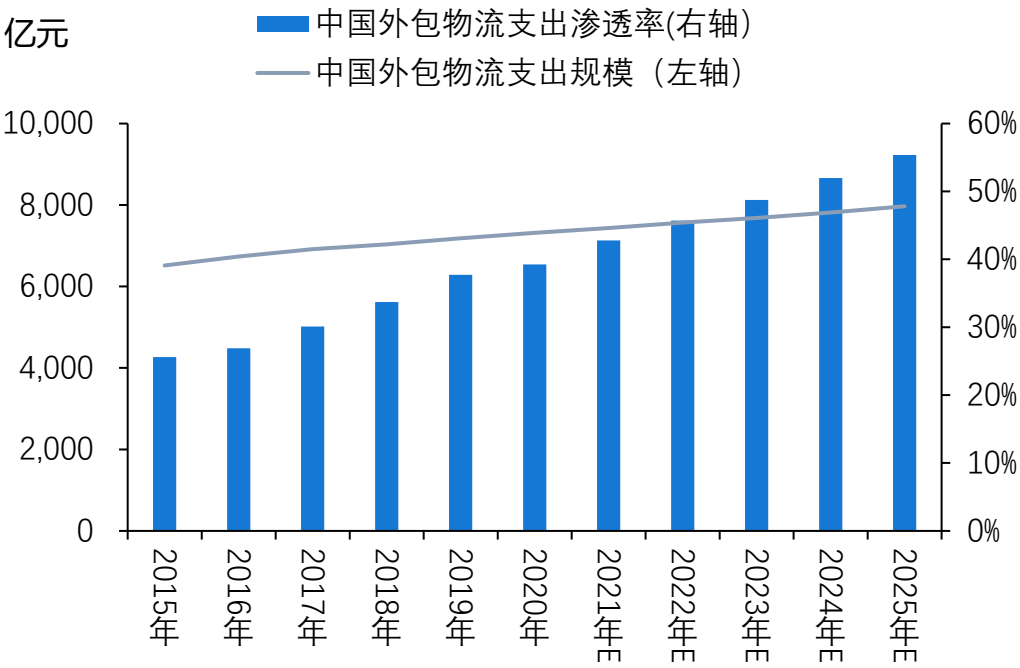
2.9 顺应产业发展，全网快运份额加速提升

- 过去，传统的零担货运需求由生产制造企业自行管理，针对不同的线路选择对应的专线或合同物流。但随着生产制造企业的发展和集中度提升，面对不断增加且日益复杂的客户需求，生产企业逐渐专注于其核心业务，而不是处理复杂且消耗资源的物流计划过程，中国外包物流支出规模及渗透率持续提升。
- 根据灼识咨询测算，预计到2025年，中国外包物流支出规模将达到9.2万亿元，外包物流服务渗透率也将接近50%。随着客户结构变化和产业环境的发展，全网快运企业的优势将更加凸显，从而获得更多订单。

图表28：快运下游行业CR10市场集中度持续提升



图表29：中国外包物流支出规模及渗透率持续提升



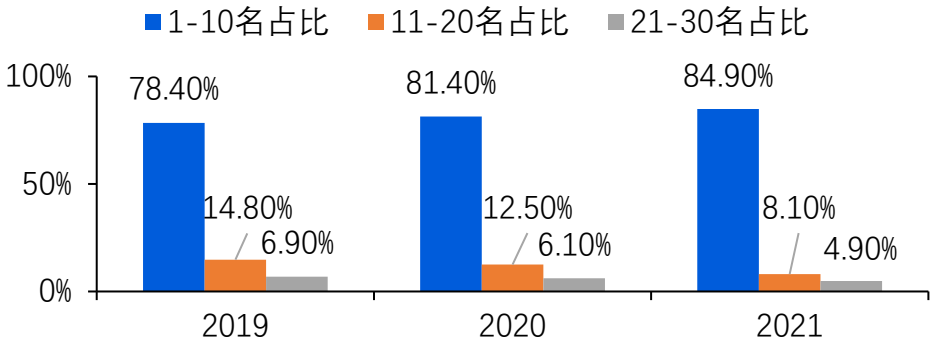
2.9 顺应产业发展，全网快运份额加速提升

- 发展至今，成功起网的全网快运企业虽然仅有10家，但全网快运凭借规模效应降本，以及网络效应下点发全国的标准化服务，提供给客户高性价比的产品，逐步抢占专线和区域网的零担货运市场。
- 据运联智库数据统计，2021年，零担货运企业TOP30中TOP10的收入占比已达到84.9%，而TOP10中有8家是全网快运企业；据艾瑞咨询预测，顺应行业发展趋势，2025年全网快运在中国零担市场份额将提升至15.7%，2030年达到34.6%。

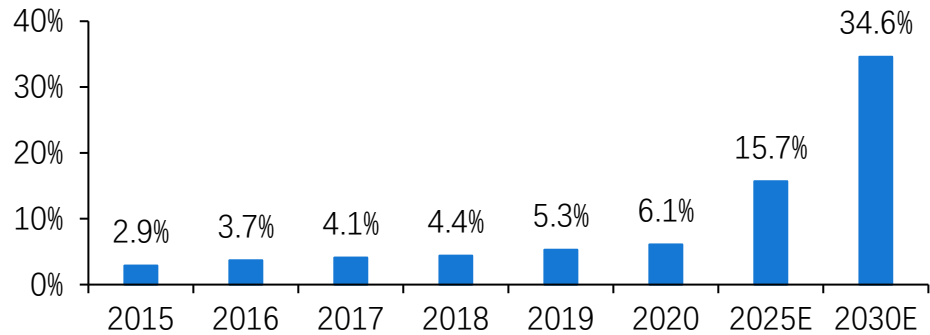
图表30：运联智库2021年零担企业收入TOP30

排名1-10	企业名称	收入（亿元）	分类	排名11-20	企业名称	收入（亿元）	分类	排名21-30	企业名称	收入（亿元）	分类
1	德邦股份	313.59	全网直营	11	韵达快运	30.1	全网加盟	21	辽西物流	6.0	区域网
2	顺丰快递	283.56	全网直营	12	黑豹物流	15.9	区域网	22	豪翔物流	5.5	区域网
3	跨越速运	113	全网直营	13	宇鑫物流	15.5	区域网	23	龙兴物流	5.4	区域网
4	安能物流	96.5	全网加盟	14	天地华宇	13.0	全网直营	24	长吉物流	5.3	区域网
5	壹米滴答	73.9	全网加盟	15	长通物流	12.1	区域网	25	速通物流	5.2	区域网
6	京东快递	67	全网直营	16	永昌物流	11.0	区域网	26	方圆物流	4.2	区域网
7	中通快运	64	全网加盟	17	宇佳物流	8.7	区域网	27	腾达物流	4.2	区域网
8	三志物流	62	专线网	18	巴蜀物流	8.0	区域网	28	联达物流	3.8	区域网
9	百世快运	54.4	全网加盟	19	鸿泰物流	7.6	区域网	29	丰和园物流	3.5	区域网
10	德坤物流	44.8	专线网	20	云聚物流	6.9	区域网	30	达利园物流	3.2	区域网

图表31：零担企业TOP10占比扩大，快运渗透率上升



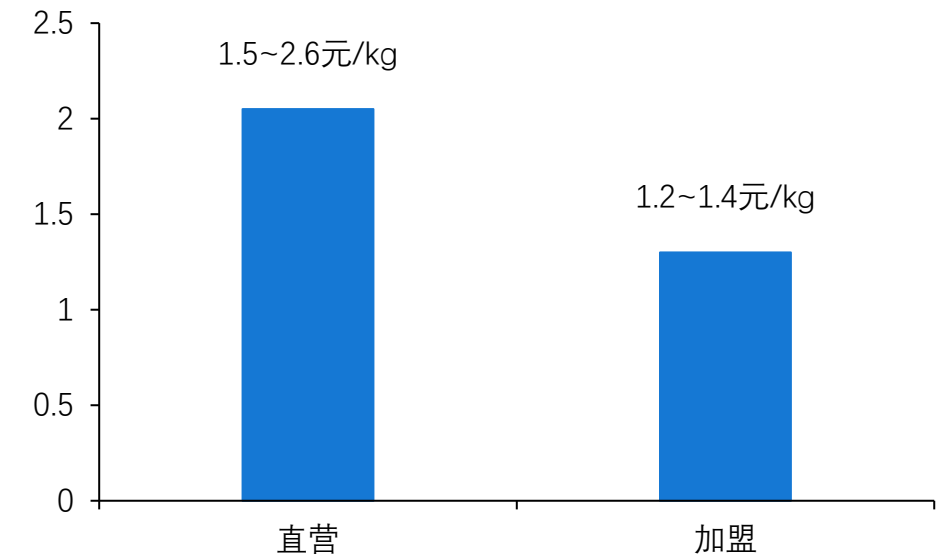
图表32：全网快运中国零担市场份额（以终端客户支出计）



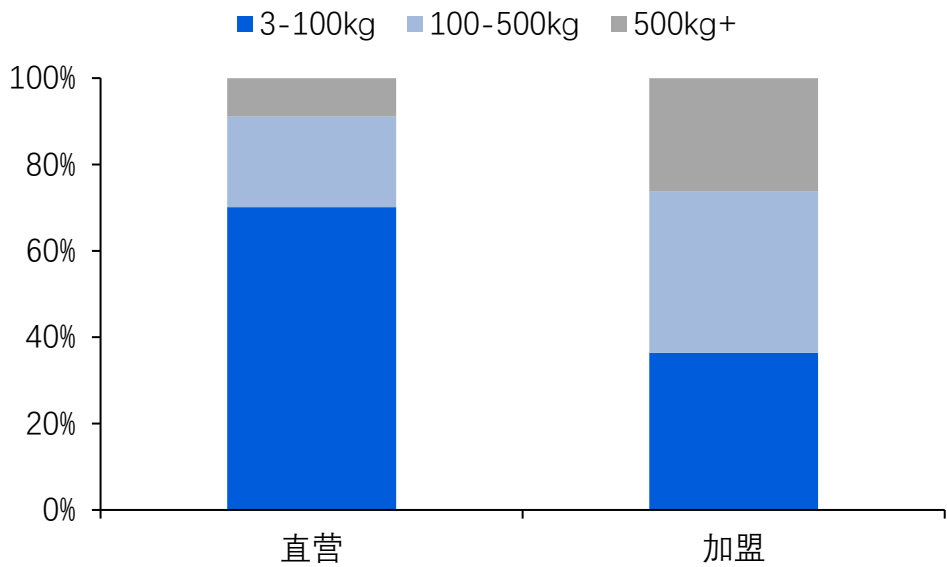
2.10 竞争优势分化：两条赛道，两个方向

- 聚焦全网快运，与快递行业类似，多年发展分化出直营制和加盟制两种运营模式，两种模式无优劣之分，直营制满足高时效、高履约标准的运送需求，而加盟制满足追求性价比的运送需求。
- 直营制快运深耕相对低公斤段的大件市场，通过高服务品质换取高产品溢价，以此获得更强的盈利能力。
- 加盟制快运公斤段分布更加均匀，凭借高性价比渗透区域与专线市场，通过规模效应和管理能力增厚利业绩。

图表33：直营制快运与加盟制快运单价对比（2022年）



图表34：直营制主打低公斤段，加盟制公斤段分布更均匀（2021年）



三、直营快运：格局拐点已至，产业升级助力长期成长

3.1 聚焦中高端，直营快运细分赛道

- 与直营制快递一样，直营制快运主要满足高货值、高履约标准的运送需求，主要面向生产端与消费端有大件配送、批量运输需求的客户。
- 直营快运针对3-500kg公斤段的货物提供限时达、送货上门、送装一体等服务，提供高履约标准服务。一方面公司已通过网点、分拨、车辆的投入构筑壁垒，建立了稳定的网络，且拥有了适应重货的揽派工具、中转设备等；另一方面，我国高端产业正处发展期，公司的目标货品仍在持续扩张。**多重因素造就直营快运这条中高端细分赛道，持续精进服务能力、高端产业发展配合是直营快运未来发展方向。**

图表35：快递、快运产品服务对比

业务	名称	公斤段	产品服务
快递产品	小件快递	<3kg	标准快递：标快产品、稳定准时、安全可靠 特快专递：高时效、高品质
	大件快递	3-60 kg	免费上楼、包接包送、件数不限
快运产品	精准卡航		汽运快时效产品、全网覆盖、安全可视
	精准汽运		普通时效产品、高性价比、全网覆盖
	精准空运	>60kg	最快零担产品、最快8-16小时送达、长距离
	整车运输		针对直发客户、单票500kg以上、时效保障
	重包入户		主打60-200kg、包接包送、提供入户服务

图表36：中高端细分赛道的直营制货量小于加盟 但创造更高的营收



注：收入均为客户终端收入，其中直营企业中德邦股份收入为总收入，包含快递产品（0-60kg）及快运产品（60kg以上）的收入；直营企业顺丰快运取顺丰控股快运分部收入。

3.2 格局决定定价中枢，直营快运双寡头格局已成

- 快运行业产品同质化程度高，规模效应仅次于快递，因此竞争格局为影响行业定价的核心因素。
- 聚焦直营快运细分赛道，2015年顺丰控股布局快运业务，彼时拥有时效件创造丰厚利润的顺丰控股更加重视流量的扩张，价格战为当时主要的竞争手段，直营快运企业利润空间迅速压缩，尾部企业开始出清。
- 进入2022年，多年扩张后顺丰控股发展战略调整为平衡流量与利润，顺丰快运进入新的发展阶段；同时京东物流连续收购跨越速运与德邦股份，直营快运赛道仅剩两位玩家，行业格局进入“双寡头”阶段。

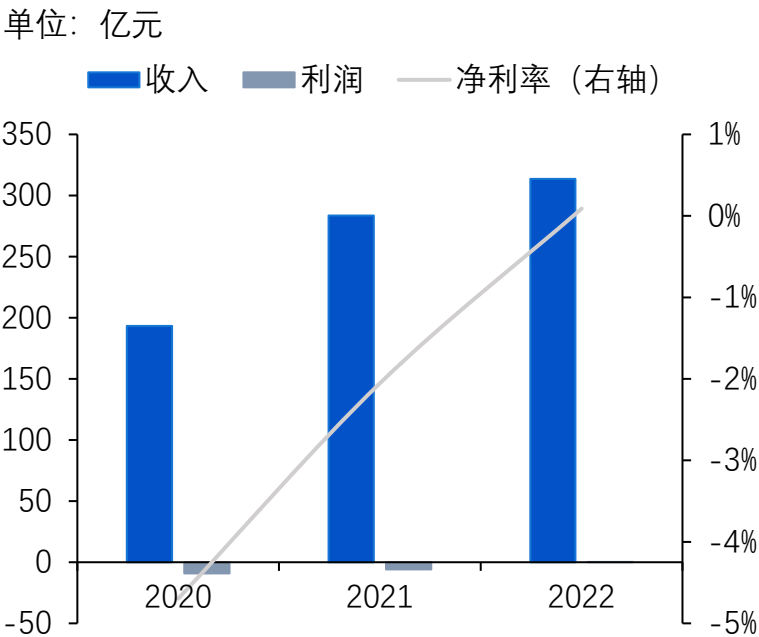
图表37：价格战导致利润空间压缩，尾部企业开始出清，直营快运显现“双寡头”格局

收入（亿元）	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	收购
德邦股份	170.0	203.5	230.3	259.2	275.0	313.6	313.9	京东物流2020年8月收购跨越速运、2022年3月要约收购德邦股份
跨越速运	0.0	0.0	51.5	40.2	--	113.0	--	
京东快运	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0	67.0	--	2021年德邦+跨越+京东快运收入合计494亿元
顺丰快运	24.5	44.0	80.5	126.6	193.4	283.6	313.5	2018年3月收购新邦物流改名顺心捷达
新邦物流	10.0	9.2	6.4	--	--	--	--	2022年顺丰快运分部（含顺心）收入313.5亿元
天地华宇	24.6	21.3	19.0	14.3	14.5	13.0	--	2018年10月被安吉物流收购
佳吉快运	21.0	19.0	14.0	7.8	--	--	--	收入体量较小

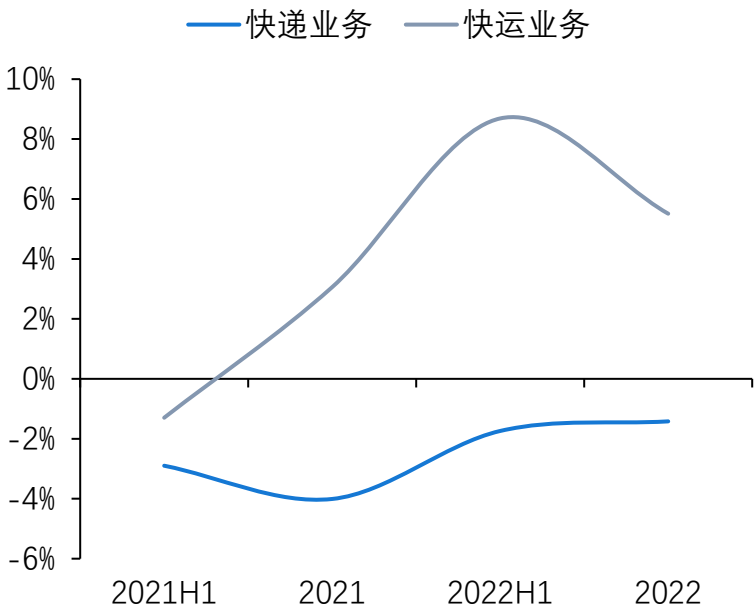
3.3 格局拐点已至，企业定价能力修复

- 稳定的格局下，直营快运赛道的定价能力开始修复。
- 2022年，顺丰快运首次实现扭亏为盈；同年，德邦快递业务公斤单价同比下降1.42%（降幅明显收窄），快运业务公斤单价提升5.51%，单价逆周期上行。整体来看，德邦股份盈利能力修复，利润持续释放，格局改善逻辑持续验证。

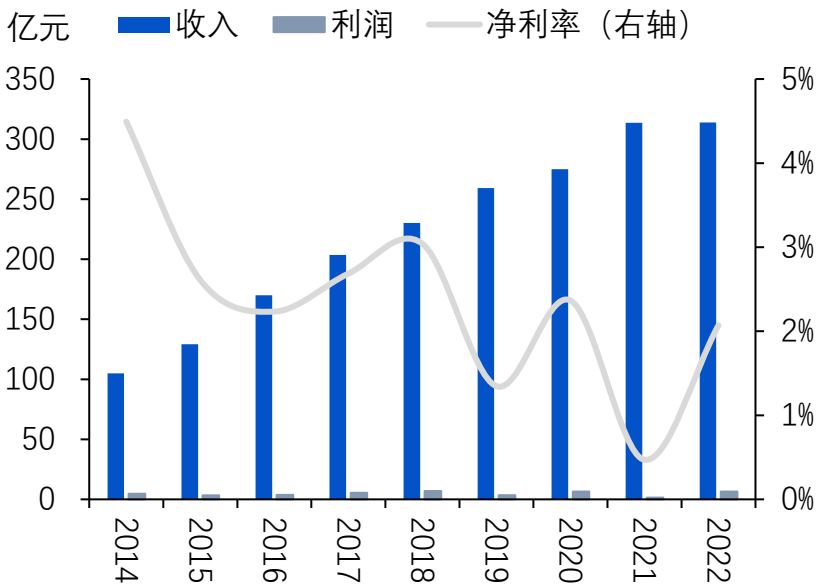
图表38：顺丰快运2022年首次扭亏为盈



图表39：德邦股份2022快递业务公斤单价降幅收窄，快运业务公斤单价保持增长



图表40：德邦股份2022业绩大幅修复



3.4 直营制拼服务能力，企业均进入提升产品力的阶段

- 从资产布局来看，顺丰控股与整合后的京东物流+德邦股份+跨越速运资产布局已趋同。顺丰背靠时效大网，航空资源领先的同时拥有成熟的陆铁运、转运中心以及末端资源；而京东物流背靠商流，拥有领先的仓储网络，且收购后也补齐了航空能力以及成熟的快运网络。
- 资产布局+货量规模接近的情况下，企业的成本管控更看管理——即顺丰如何进一步融合网络资源，京东物流如何整合与赋能收购资产。
- 因此，在稳定的格局下，面对高履约标准、高货值需求的直营制快运企业，差异化拼服务能力将是持续提升盈利能力的主要方向，各企业均进入提升产品力的新阶段。

图表41：直营制企业资产布局趋同

分类	顺丰	德邦	京东	跨越
陆运	全球运用管理货车超9.5万辆，其中国内运输线路超13万条，末端收派车辆超9万辆	设计2182条干线线路，自有运营车辆超2.2万辆，自营车占比61.46%	自营车队拥有超1.9万辆卡车	运输车辆超1.7万台
铁运	高铁产品开通563个流向，普列开通线路130条，拥有特快班列4对8列	-	可利用铁路路线超400条，其中高铁路线超200条	-
空运	运营全货机86架，国内散航航线2114条，国际散航航线8800条	-	航空货运航线超1000条	货运包机17架
中转场	运营中转场118个，其中枢纽级中转场40个、片区中转场78个	分拣中心132个	运营约210个分拣中心	-
网点	国内自营网点超2.1万个，国内末端合作网点超16.8万个，海外自营&合作网点超2万个	营业网点8801个	运营超7600个配送站	服务网点超3000家

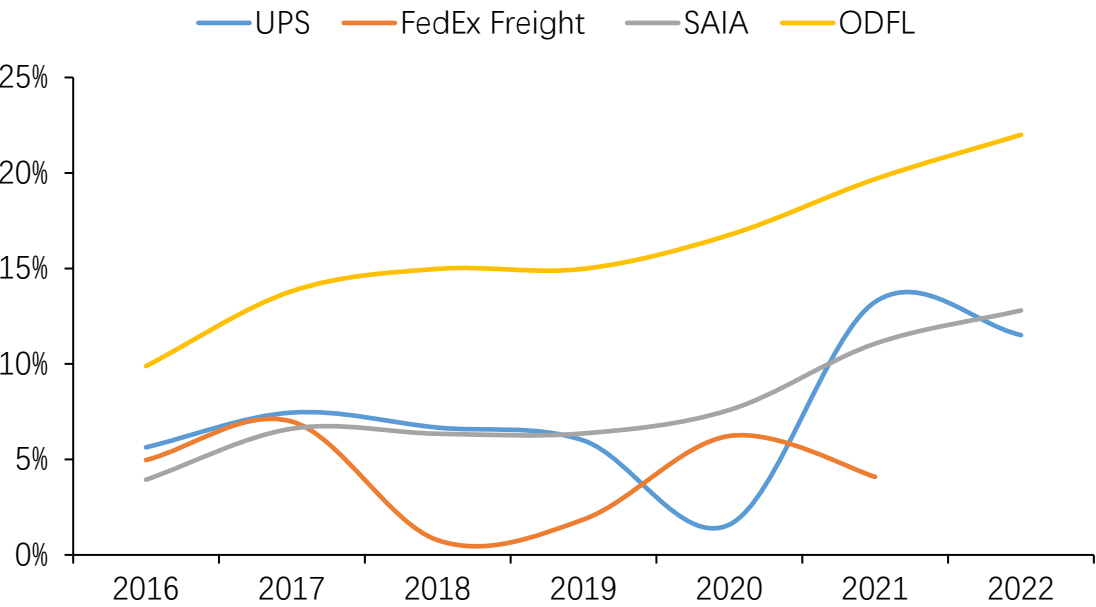
图表42：直营快运顺丰大件的差异化定位



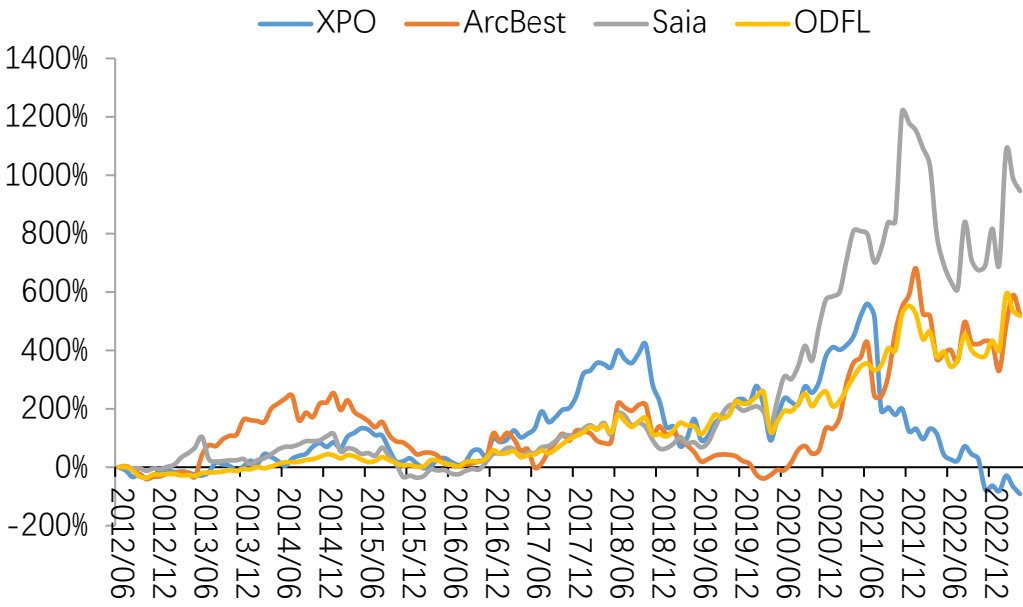
3.5 海外经验：格局相对集中，利润率持续提升

- 参考美国零担货运行业，高集中度背景下，龙头企业凭借优秀的盈利能力兑现了出色的业绩表现，最终带来了高额的超额收益率。
- 进入21世纪，并购整合与市场竞争下，美国零担货运行业集中度不断提升。2021年，美国零担货运CR10达到39%，集中度水平远超中国零担行业7%。
- 在集中度提升的过程中，2015年起，龙头企业利润率持续提升，其中ODFL表现最为突出，2016-2021平均利润率达到15.01%，在此期间也实现了年化18.23%的回报率。

图表43：美国零担货运龙头利润率



图表44：美国快运企业10年股价超额收益率

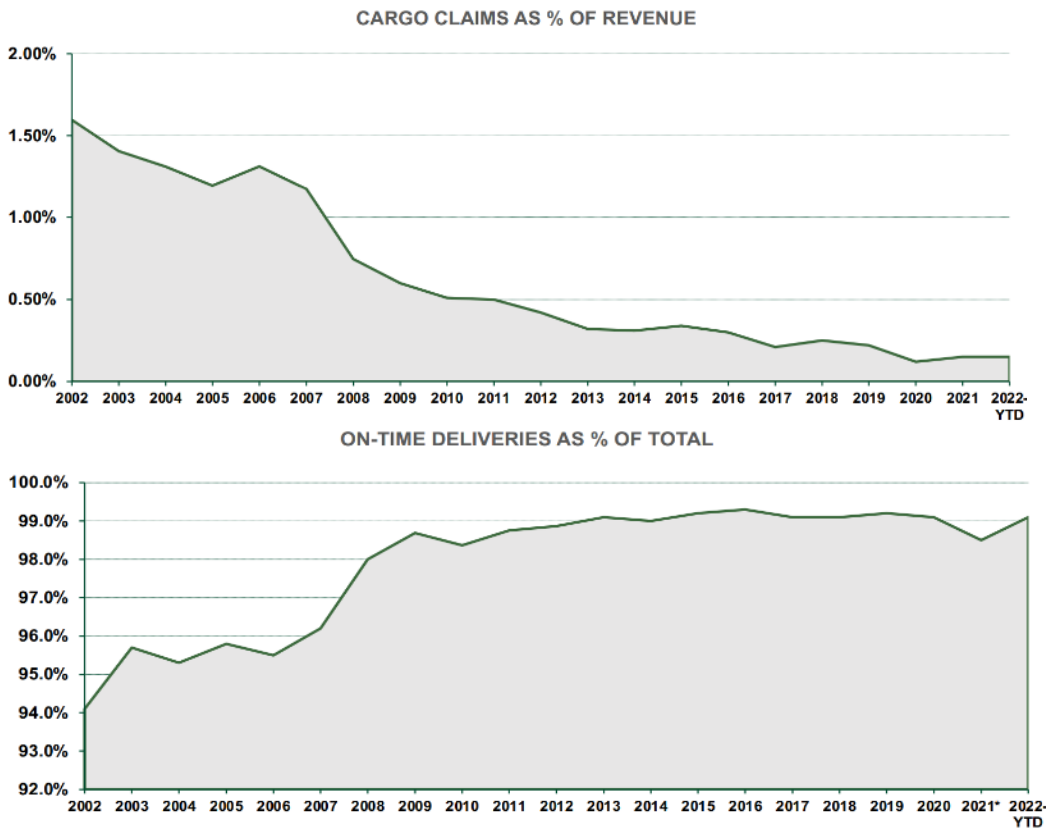


注：以道琼斯指数为基准

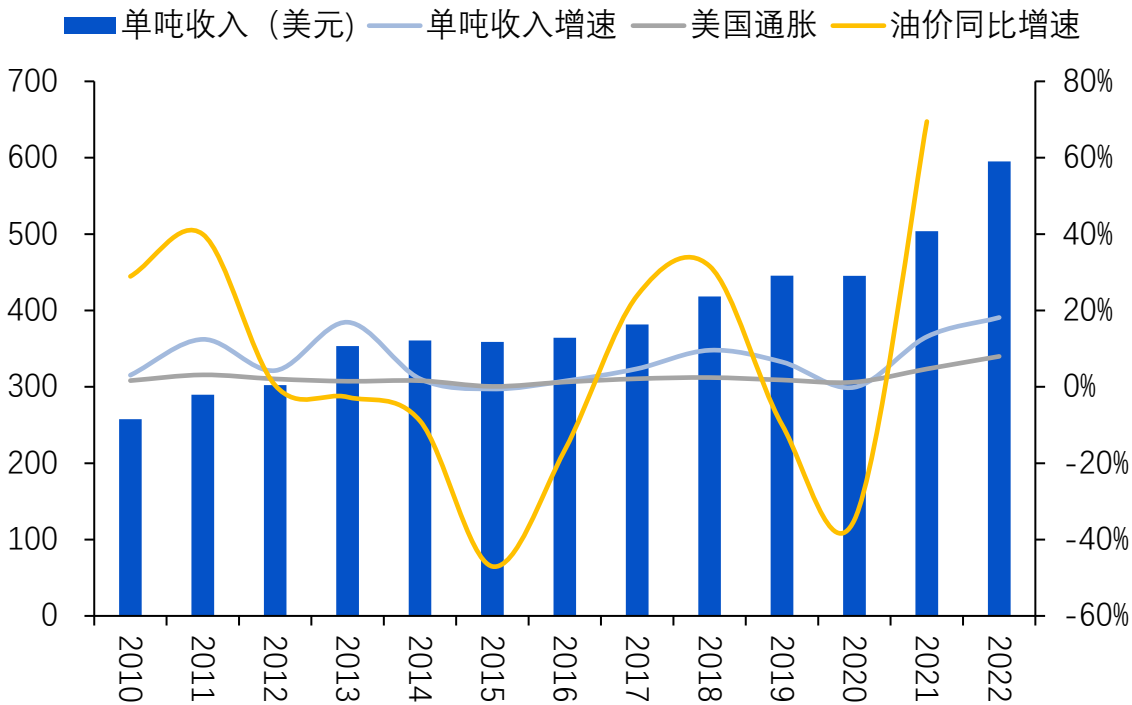
3.5 海外经验：拼服务+大客户化战略实现明显超额利润

- 2012-2022，美国头部零担企业转运中心数量下滑8%，扩张停滞。在稳定格局的支撑下，直营制经营的ODFL采取差异化拼服务+绑定大客户的发展战略。
- 差异化拼服务：**2002年到2022年，ODFL货物索赔占营收比从1.5%降到0.2%，时效兑现率从94%提升至99%。**强服务能力带来了强定价能力，近十年来，公司持续通过提价将通胀、油价波动以及再投入成本等传导至下游。**

图表45：ODFL产品索赔率占营收比和准时率不断优化



图表46：ODFL强定价能力带动单吨收入持续增长



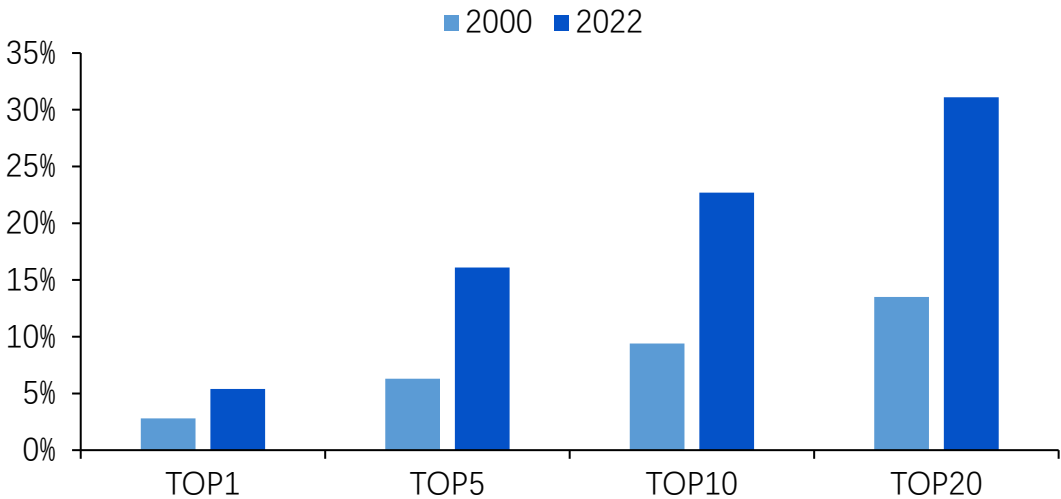
3.5 海外经验：拼服务+大客户化战略实现明显超额利润

- 大客户绑定：**不断优化的服务能力也增强了客户粘性，ODFL持续推进大客户绑定，TOP5客户贡献收入占比从2000年的6.3%提升至2022年的16.1%，受益于持续深化的客户关系，公司票量实现快速增长，2022年ODFL日均票量相比2012年增长68%，增速领先全行业。
- 量价齐升支撑下，**ODFL完成明显的超额利润，过去十年，公司净利润CAGR为23.50%，归母净利润率中枢达到14.39%。

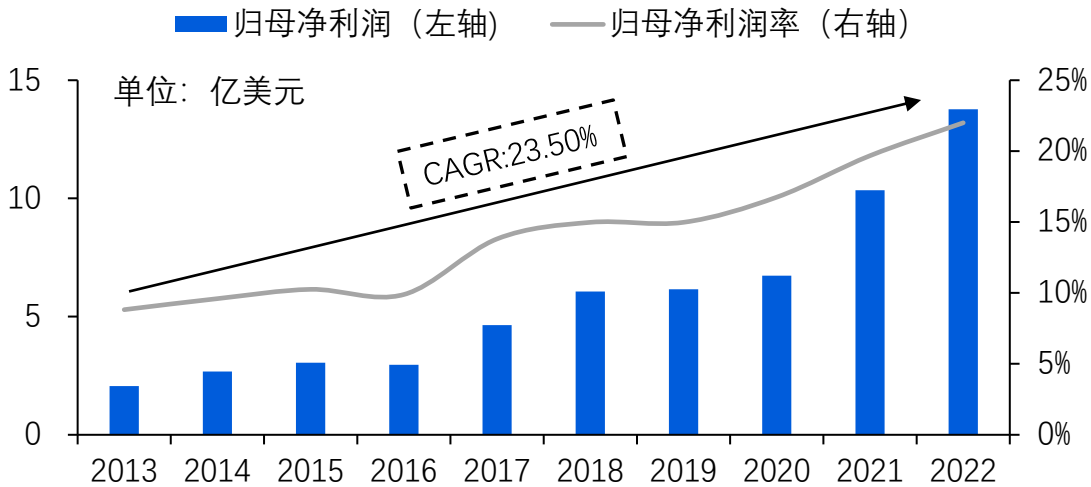
图表47：ODFL日均票量增长明显快于行业日均票量

日均票量（票）	2012	2022	%change
YELLOW	86,480	54,863	-37%
FedEx Freight	84,856	111,699	32%
XPO	58,595	49,257	-16%
ArcBest	17,837	19,895	12%
TForce Freight	40,063	27,099	-32%
Saia	25,177	30,423	21%
ODFL	29,327	51,341	75%
Total	342,335	344,577	1%

图表48：ODFL更加注重服务大客户



图表49：近十年，ODFL归母净利润持续增长



3.5 海外经验：期待产业升级带动发展，开启直营快运高端化

- **企业横向对比看**，顺丰快运、安能物流、壹米滴答货量已突破1000万吨，规模接近美国头部企业FedEx、YRCW以及ODFL。但单吨收入方面，中国直营快运顺丰与德邦快运业务单吨收入均在2000元/吨附近，距离FedEx与ODFL超过3000-4000元/吨的水平仍有不小差距。
- **单吨收入是中国直营快运企业与美国零担龙头的核心差异点**。在网络布局基本完成，直营快运格局稳定的背景下，单吨收入将会是龙头发展的主逻辑。
- 但在差异化拼服务外，收入逻辑还依靠下游产业的升级发展。以ODFL为例，其下游客户多来自于能源业、化工业与高端制造业，而中国零担需求，以德邦股份为例，主要由普通消费品、工业品构成，期待制造业转型升级打开中国直营快运的增长空间。

图表50：2021年，中国快运企业货量初具规模，但单吨收入较美企仍有差距

企业	零担货量 (万吨)	零担业务收入 (亿元)	单吨收入 (元/吨)	单吨利润 (元/吨)	毛利率 (%)	市占率 (%)
UPS Freight	467.2	68.63	1469.0	-	-	1.23%
FedEx Freight	1330	545.54	4101.8	504.7	12.8%	9.36%
SAIA	540.1	147.62	2733.2	400.3	14.6%	2.64%
YRCW	1242.4	297.07	2391.1	53.8	2.3%	5.32%
ODFL	1011.9	339.02	3350.3	1131.4	33.8%	6.07%
Arcbest	325.4	256.71	7889.3	556.9	7.1%	4.59%
顺丰快运	1465	283.6	1935.6	-39.7	-2.1%	1.74%
德邦快运业务	612	106.8	1745.1	212.1	12.15%	0.65%
安能物流	1261	96.5	765.3	85.0	11.11%	0.59%
壹米滴答	1020	73.9	724.5	-	-	0.45%

注：美国企业零担业务市占率由：零担业务营收/美国零担行业规模（5588.7亿元）计算得出
 中国企业零担业务市占率由：零担业务营收/中国零担行业规模（1.63万亿元）计算得出
 加盟制企业安能物流、壹米滴答为结算收入

图表51：ODFL下游客户集中于化工业、高端制造业等

ODFL客户所在行业	代表企业
化工业	Dupont De Nemours Inc、Eastman Chemical Co
能源业	Conocophillips、Exxon Mobil Corporation
工业制造	Illinois Tool Works Inc
医疗设备	3m Company
半导体	Kinder Morgan Inc
天然气公用事业	Seaboard Corporation、Bunge Limited
食品加工业	Nike Inc
服装配饰	Applied Materials Inc、Daktronics Inc

四、加盟快运：性价比逐渐凸显，加速渗透零担市场

4.1 针对性价比客户，加盟快运拥有更大渗透空间

- 加盟制快运主要满足追求性价比和履约标准的客户需求，加盟快运产品覆盖公斤段更广，能满足不同客户广泛需求。加盟快运成本更低，在规模效应和网络效应的驱动下，逐渐渗透区域公司和专线公司的零担市场。

图表52：安能物流与百世快运产品

公司	产品名称	公斤段	服务内容
安能物流	Mini小包	10-70kg	主要面向电商卖家、中小企业及个人消费。
	精准零担快运	70kg-3t	标准定价与标准操作流程，提供安全准时、精准高效、高性价比的门到门物流服务。
	普惠达	3-10t	具有价格便宜、多样化计抛、末端大车直送的优势。
	定时达	--	"安全、准时、服务、经济"的公路运输，服务品质堪比航空和快递，价格三分之一。
	安心达	--	"安全、品质、呵护"的运输服务，一次性解决易碎品和贵重品的安全运输问题
百世快运	电商件	0-70kg	服务于大中小电商客户，操作流程标准化，优转优派，货物轨迹全程可追溯
	惠心件	70-300kg	为各商企客户提供一站式服务的放心产品，价格优惠，发货省心
	小零担	300kg-1t	提供业内标准的小型零担货运服务，实时跟踪，货物安全有保障
	大零担	1-3t	提供业内标准的大型零担货运服务，货物轨迹信息全程推送，安全放心
	共享卡航	3-10t	提供业内首创直提直派式公路货运服务

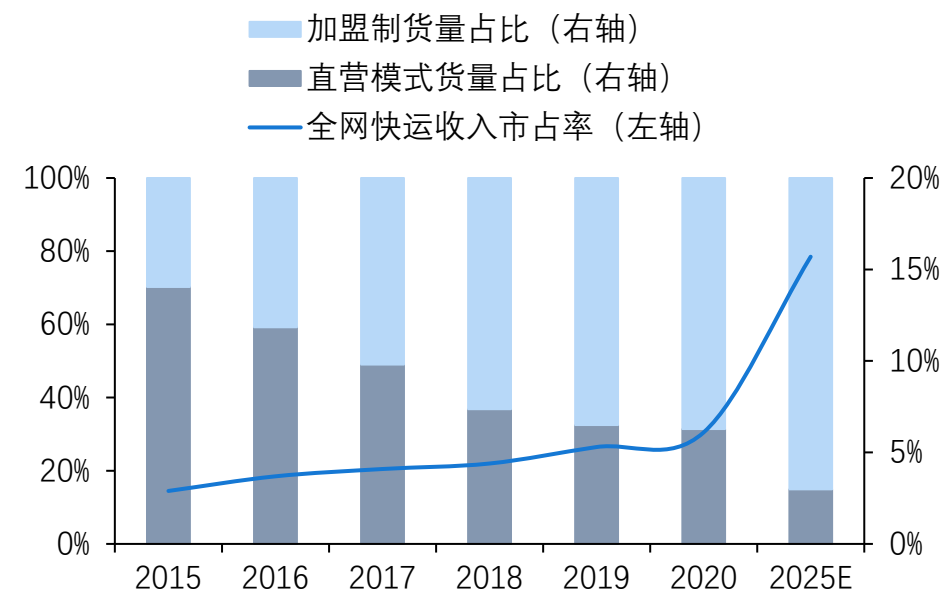
图表53：加盟制收入规模尚小但可渗透空间更大



4.2 性价比逐步提升，加盟快运渗透加速

- 当前我国全网加盟快运品牌主要有6家：加盟起网的安能物流、百世快运；区域联盟起网的壹米滴答；快递向下布局起网的中通快运、韵达快运与顺心捷达。
- 近年来，加盟快运货量快速增长，货量规模扩张速度超过直营快运，整体市场规模不断扩大。加盟制快运产品性价比不断提升，向专线与区域网络加速渗透，成为催化全网快运市占率提升的主力军。

图表54：全网快运市占率持续提升，加盟制是渗透主力军



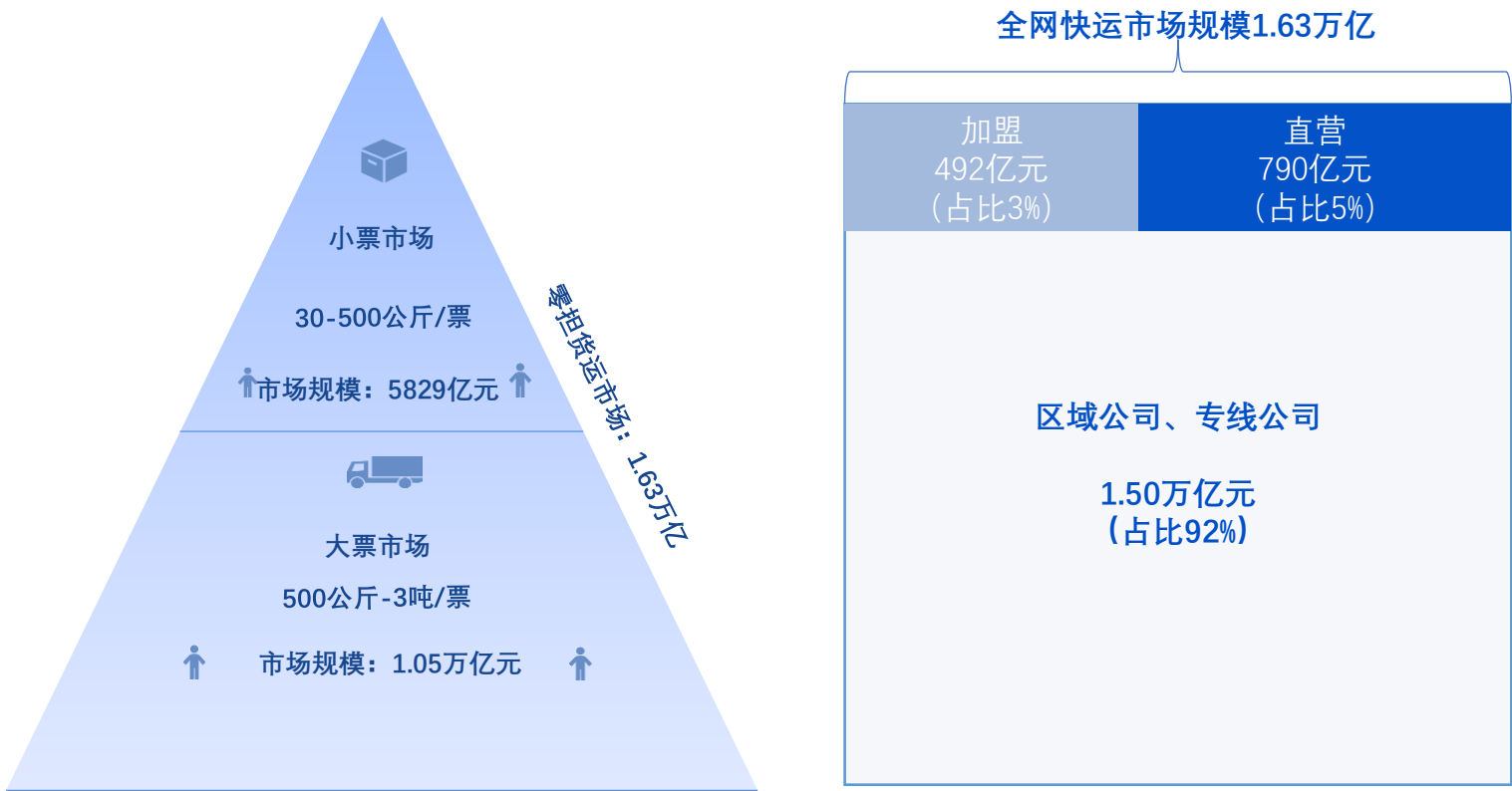
图表55：加盟全网零担快运企业收入、货量排名(2021年对比2019年)

排名	货量（万吨）	2019年	2021年	增速	排名	收入（亿元）	2019年	2021年	增速
1	安能物流	814	1261	48.87%	1	安能物流	89.0	96.5	8.43%
2	壹米滴答	1015	1020	0.49%	2	壹米滴答	75.5	73.9	-2.12%
3	中通快运	465	925	98.92%	3	中通快运	24.0	64.0	166.67%
4	百世快运	698	922	32.09%	4	百世快运	55.4	54.4	-1.81%
5	韵达快运	--	402	--	5	韵达快运	4.6	30.0	552.17%
6	顺心捷达	--	--	--	6	顺心捷达	--	--	--

4.3 渗透方向：小票为主，大票填仓

- 公斤段细分看，2021年我国零担货运市场规模为1.63万亿元，按传统的公斤段可划分为小票零担市场（30-500kg，约5829亿元）与大票零担市场（500kg-3t，约1.05万亿元）。而全网快运的2021年市场规模仅为1282亿元，意味着仅小票零担就仍有约4546亿元的渗透空间支撑收入和利润增长，加盟快运通过率先渗透小票零担拉动增长，并通过更高公斤段的大票零担填仓科学配载，让成本更优。

图表56：加盟快运“小票为主，大票填仓”的发展路径清晰



注：收入均为客户终端收入，其中直营企业中德邦股份收入为总收入，包含快递产品（0-60kg）及快运产品（60kg以上）的收入；直营企业顺丰快运取顺丰控股快运分部收入。

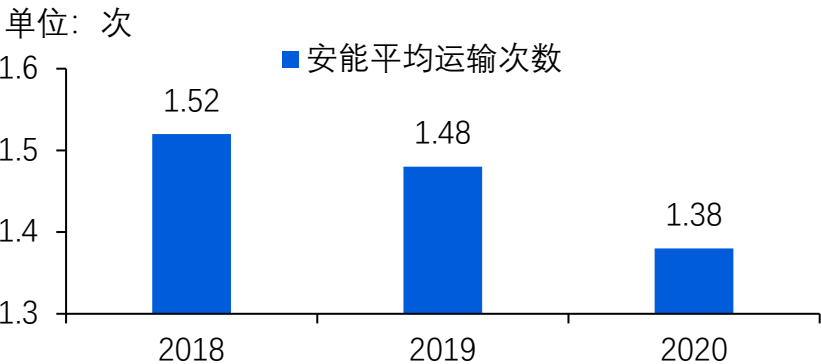
4.4 成本端不断优化，优势公斤段逐步扩大

- 随着货量规模的不断扩大，加盟快运企业也通过资本开支放大规模效应。自上市以来，安能物流持续增加转运中心与自有车队投资，近4年资本开支达到28.36亿元，为增长做好了充足准备。
- 随着货量增长规模效应下，中小分拨减少，直发线路增加，货物的平均运输次数逐年下降，公司单公斤成本持续优化。

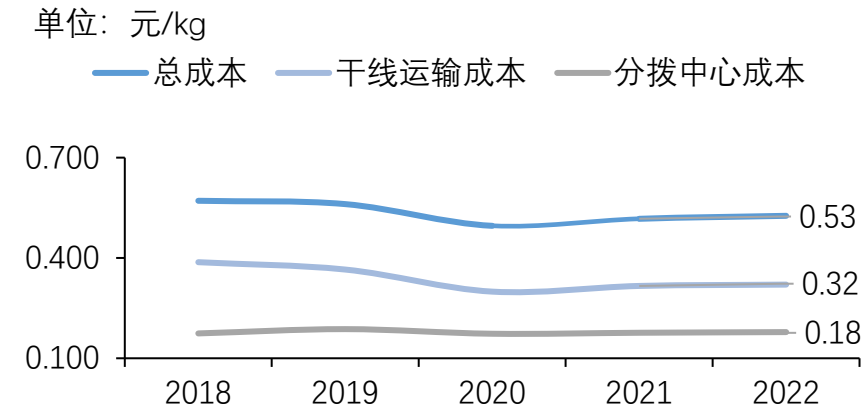
图表57：安能物流加大挂车投入，并减少中小分拨和干线数量

网络情况		2020	2021	2022	变化
分拨中心	核心枢纽	10	11	12	0
	中转枢纽	45	44	43	0
	其他分拨	92	107	81	-26
	总计	147	162	136	-26
车队情况	干线高运力卡车（辆）	1500	4000	4000	0
	挂车（辆）	>2700	>4600	>6200	+1600
路线情况	干线运输路线（条）	2700	3100	2900	-200

图表58：安能物流平均运输次数减少，运输效率提升



图表59：安能物流成本不断优化



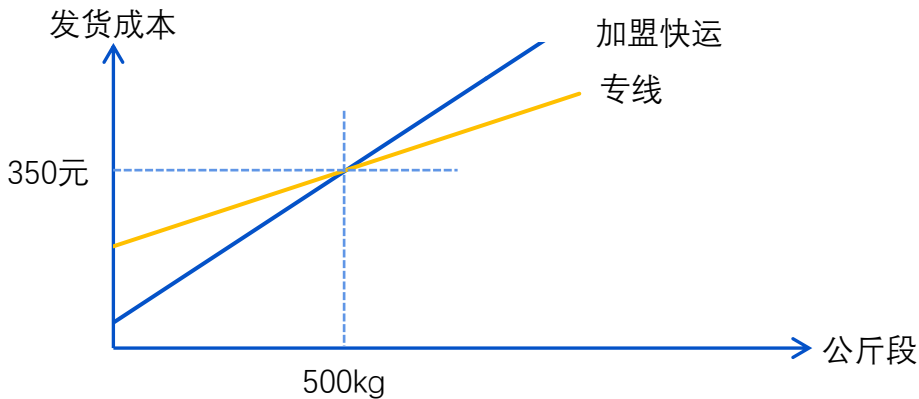
4.4 成本端不断优化，优势公斤段逐步扩大

- 伴随着规模效应下成本端不断优化，加盟快运产品性价比与专线、区域网相比已初具优势，随着加盟快运中转、运输成本持续优化（通过提升自营车占比，提高中转自动化率，减少中转次数等方式），加盟快运的优势公斤段将逐步扩大。
- 根据运联智库的平衡公斤段公式，快运与专线的成本被合并为干线与收派两大项，假设某条线路专线干线成本为每公斤0.30元，快运为每公斤0.60元，快运收派为每票50元，专线每票为200元，则两者的平衡点是500kg。即500kg以下快运成本占优，500kg以上专线成本占优。2022年，安能物流干线成本（转运+增值）为0.53元/kg，按照相同假设测算，安能物流的优势公斤段已扩展至664kg。

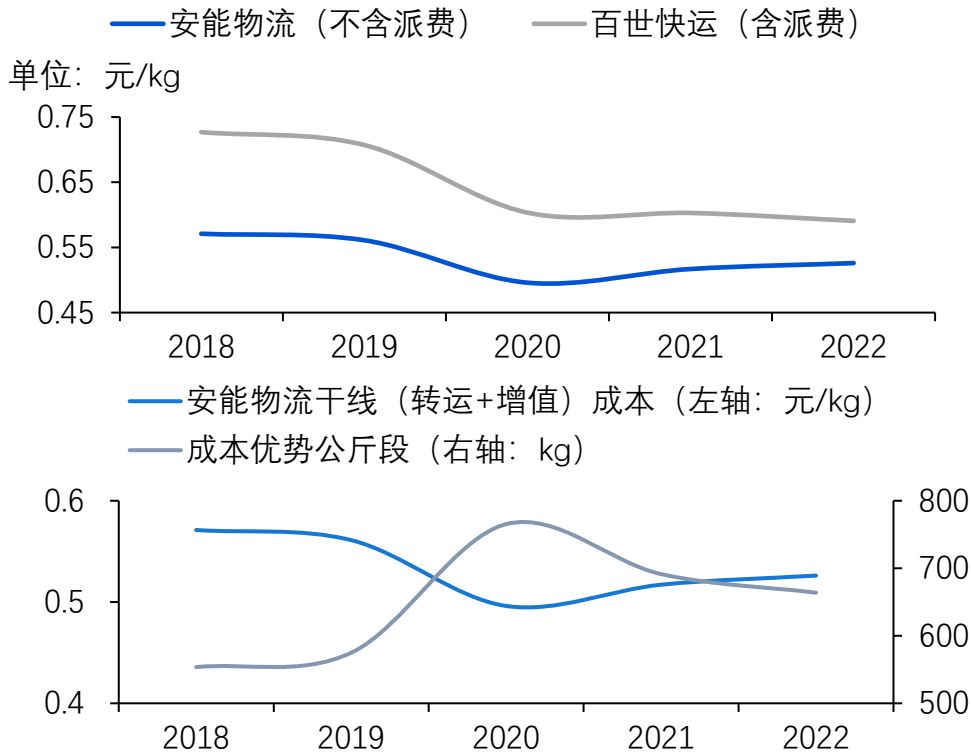
图表60：运联智库平衡公斤段公式

平衡公斤段公式： $aX + b = cX + d$ （X为单票公斤数）

业态	干线成本 (元/kg)	收派成本 (元/票)
快运	a	50 (b)
专线	0.3 (c)	200 (d)



图表61：加盟快运单公斤成本下降带动优势公斤段上升

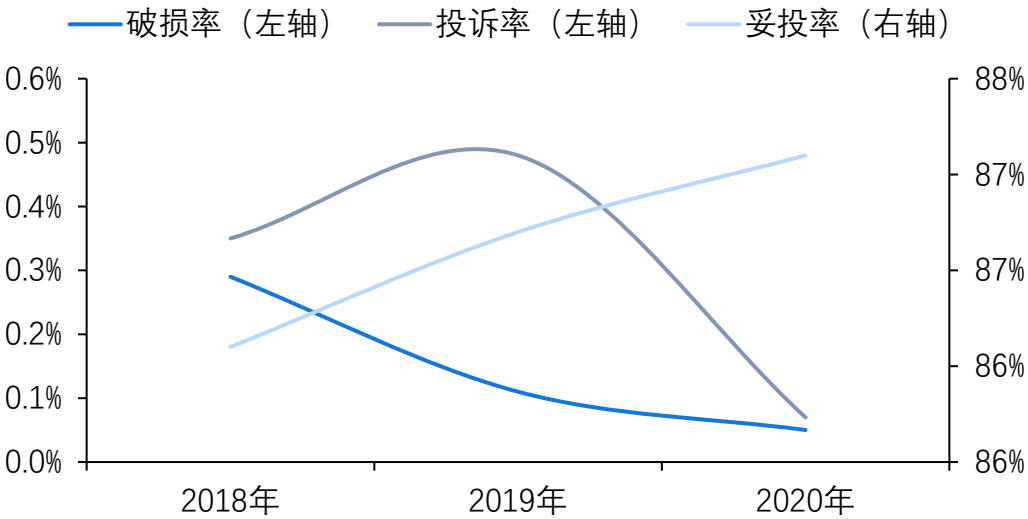


注：2020年路桥费减免影响、2022年受疫情及油价上行影响，成本波动较大

4.5 品质端持续升级，溢价能力提升

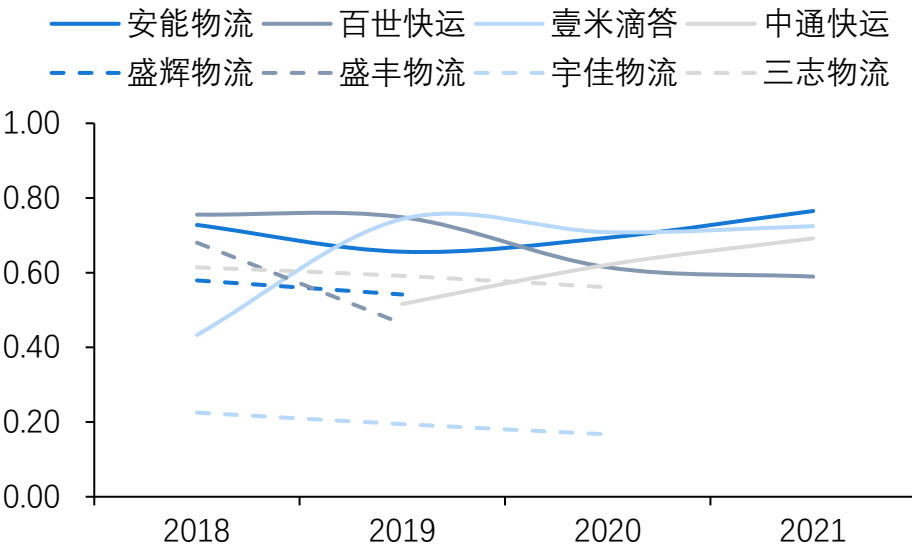
- 安能物流上市已三年，2020年公司开始转向精细化管理，根据2020年披露数据，破损率从2018年0.29%降至0.05%，投诉率从0.35%降至0.07%，妥投率从86.1%提升至87.1%，遗失率仅为0.001%，品质数据明显改善。网络稳定性方面，安能物流头部合作方保留率在2020-2022年一直维持在95%以上，网络稳定性强。
- 随着安能物流品质的持续升级，溢价能力也在不断提升，2020起安能物流单公斤结算价格开始改善。从2019年的0.66元/kg提升到了2021年的0.77元/kg。

图表62：安能物流服务品质相关数据持续改善



图表63：安能物流、中通快运溢价能力持续提升

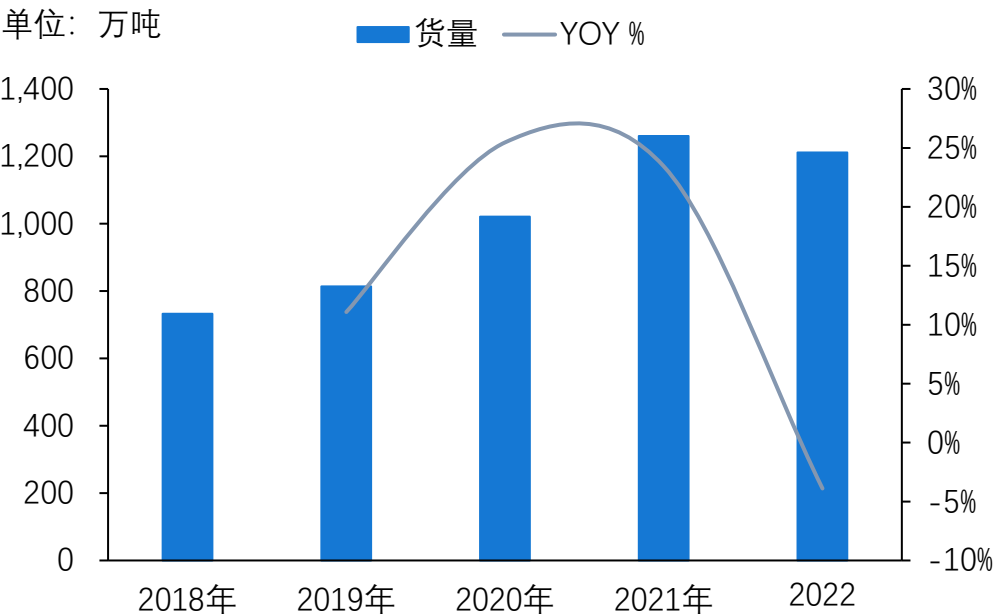
单位：元/kg



4.6 性价比凸显，保证长期稳定增长

- 在成本改善及品质提升的双重作用下，安能物流货量在2020-2021年保持20%以上的高速增长。根据安能物流招股说明书，2020年全网加盟快运中安能物流市占率已达到17.3%。
- 分产品看，安能物流零担业务包括精准零担、mini小包及其他增速较快，占比持续提升。安能物流规模效应下成本持续下行，网络效应下服务质量提升，性价比持续凸显，加速渗透零担市场有望让公司保持长期稳定增长。

图表64：2020-2021年安能物流货量保持20%以上增长



注：2022年受疫情影响供给受阻，增长压力较大

图表65：安能物流零担业务高速增长

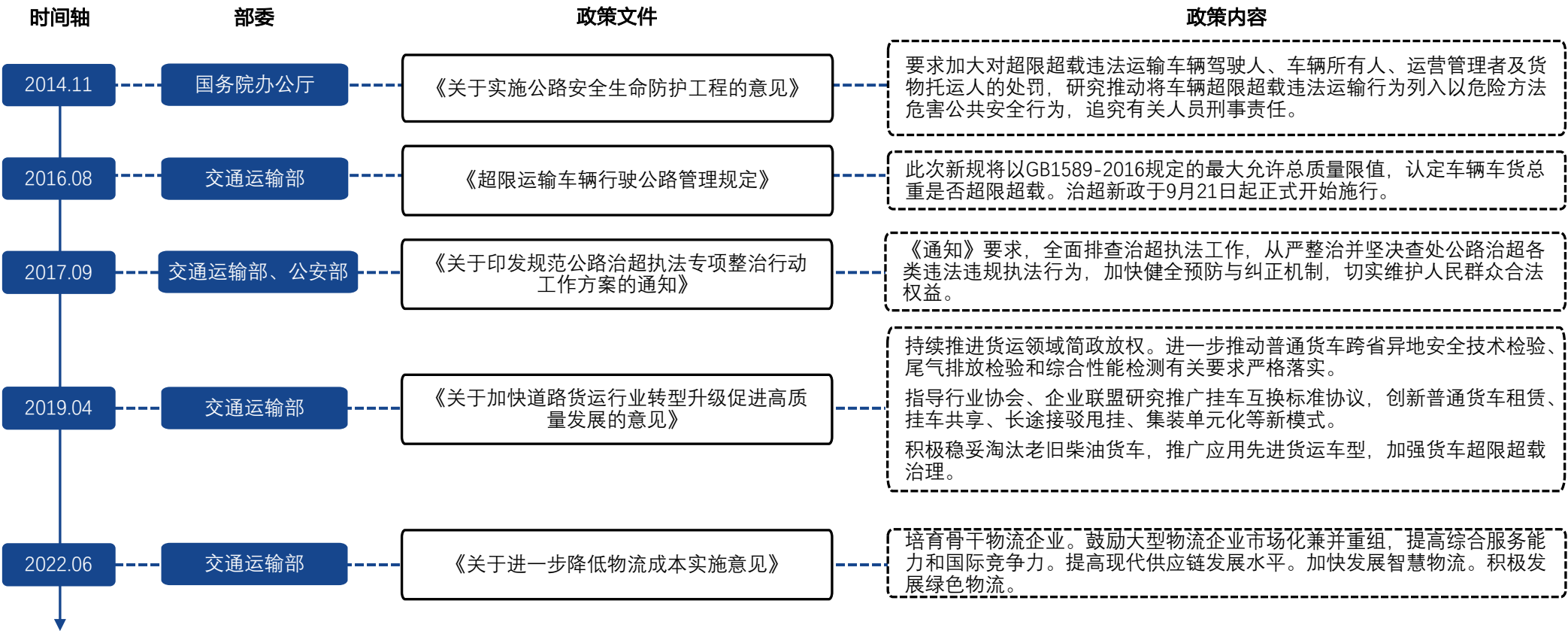
产品	产品类型	2018	2019	2020	2021M4
总货量 (万吨)	--	733	810	1021	360
精准零担 (万吨)	70kg-3T零担业务	520	570	750	270
mini小包及其他 (万吨)	10-70kg零担业务	15	19	57	18
普惠达 (万吨)	3T以上整车业务	198	221	214	72
精准零担占比	70kg-3T零担业务	71.0%	70.4%	73.5%	75.0%
mini小包及其他占比	10-70kg零担业务	2.0%	2.4%	5.6%	5.1%
普惠达占比	3T以上整车业务	27.0%	27.2%	21.0%	19.9%

五、投资建议：直营格局拐点，加盟成长性强，首次覆盖，给予快运行业“推荐”评级

5.1 公路货运监管趋严，促进行业高质量发展

- 公路货运是我国物流体系中的支柱行业，2021年我国公路运输货运量在中国运输总量占比75%。近年来，监管部门对于运输车辆的管控逐渐严格，整治超限超载、尾气排放，淘汰老旧柴油货车，推动先进货运车型等要求相继出台，提高行业经营门槛，促进行业高质量发展。

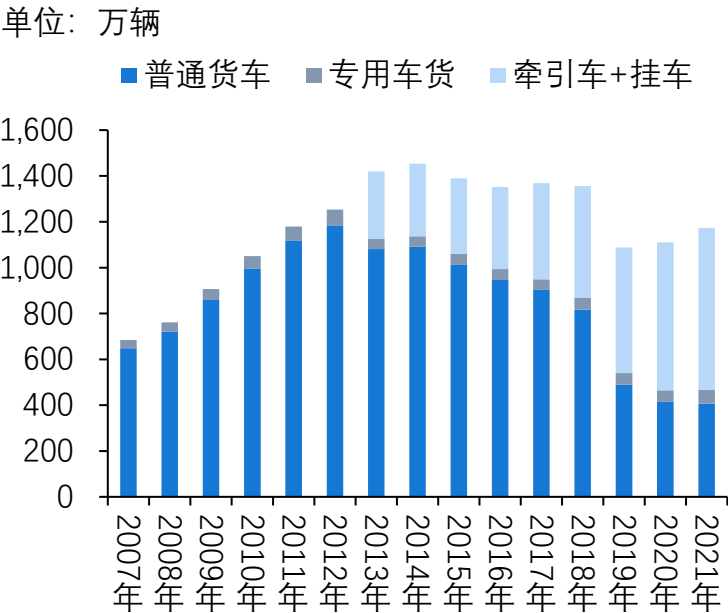
图表66：公路货运监管相关政策梳理



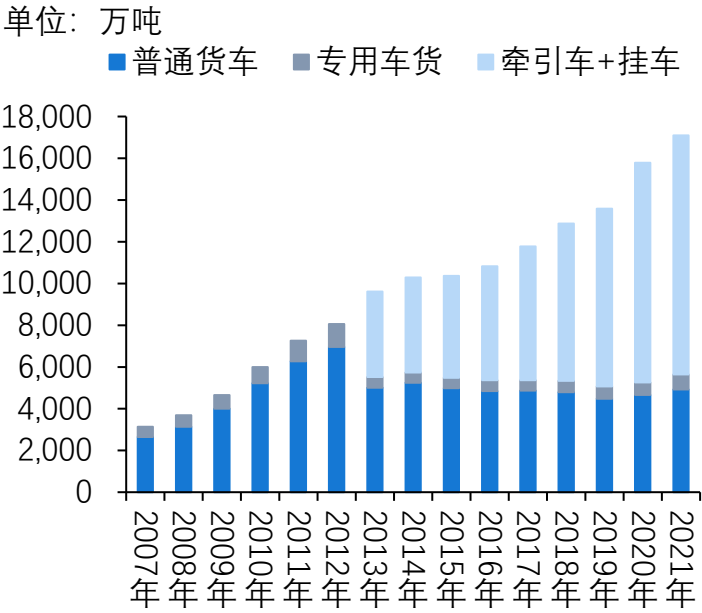
5.2 行业运力结构持续优化，优质运力稀缺

- 2014年“货车治超”后普通货车数量和吨位数持续减少，而牵引车和甩挂车数量和吨位数持续增加；2019年高质量发展再次加速淘汰普通货车，并催化牵引车和甩挂车数量和吨位数的快速增加。
- 2015年后公路货运量增速持续高于载货汽车数量增速，与载货汽车吨位数增速相当，不合规运力出清，将有利于正规快运公司的定价能力提升，全网快运公司拥有广阔的发展空间。

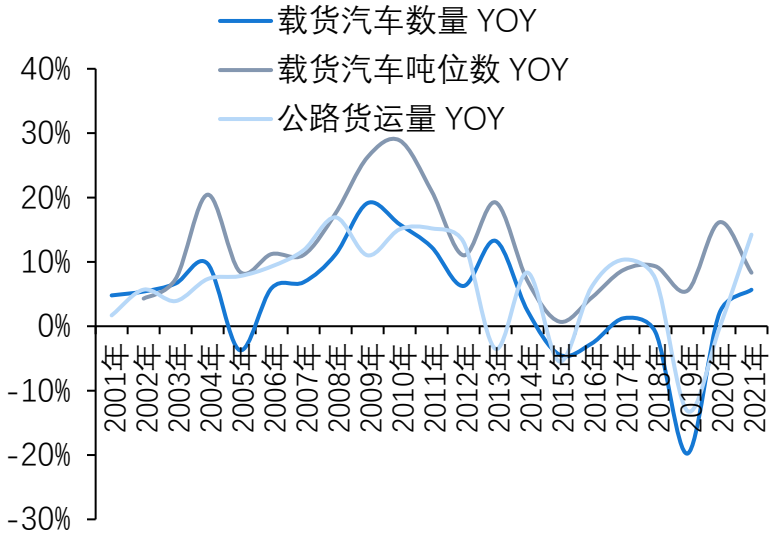
图表67：牵引车和甩挂车数量占比持续提升



图表68：牵引车和甩挂车吨位数占比持续提升



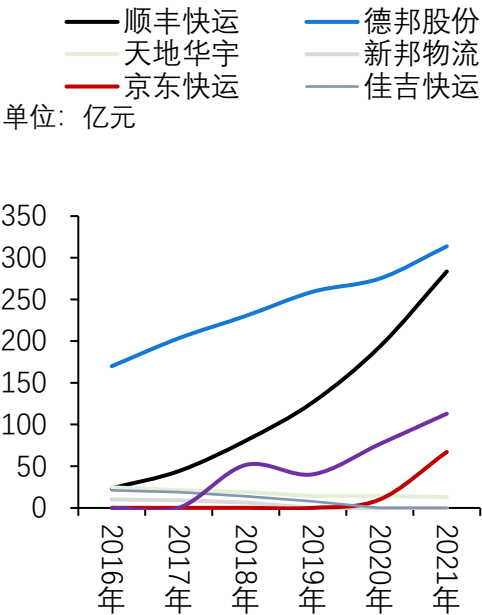
图表69：2021年公路货运量同比增长14.2%，高于载货汽车数量、吨位数增速



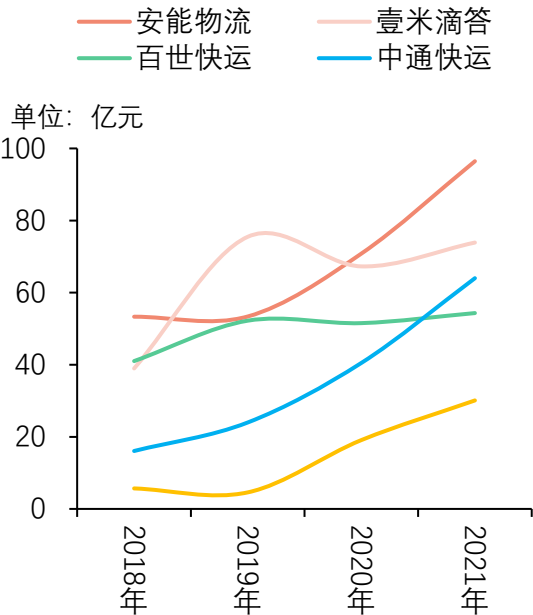
5.3 分化加速供给收缩，头部企业价格开始修复

- 全网快运企业收入已明显分化，直营快运京东系（德邦股份+跨越速运+京东快运）、顺丰快运与尾部企业收入规模分化明显。加盟快运安能物流、中通快运增速明显高于其他加盟快运企业。
- 供给收缩：2022全年，德邦股份资本开支15.96亿元，同比下降50.42%。安能物流资本开支共5.79亿元，同比下降58.49%；百世集团资本开支1.43亿元，同比下降10.63%。龙头产能率先停止扩张。2023年将成为各家快运企业资本开支的重要拐点，行业进入资本开支存量替代的阶段，供需关系开始改善。
- 行业分化加速叠加健康的供需关系，从2021年起，快运板块头部企业单公斤收入均开始修复。

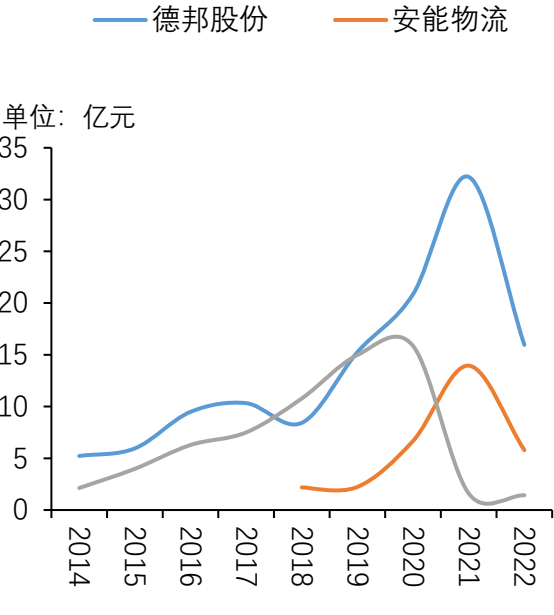
图表70：直营快运收入分化



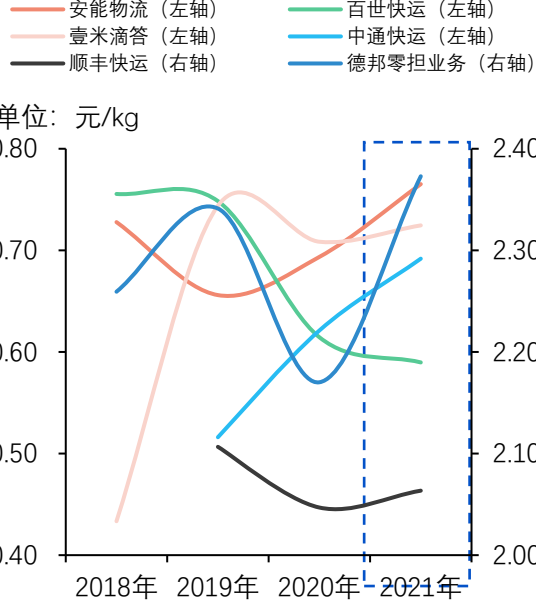
图表71：加盟快运收入分化



图表72：头部快运资本开支收缩



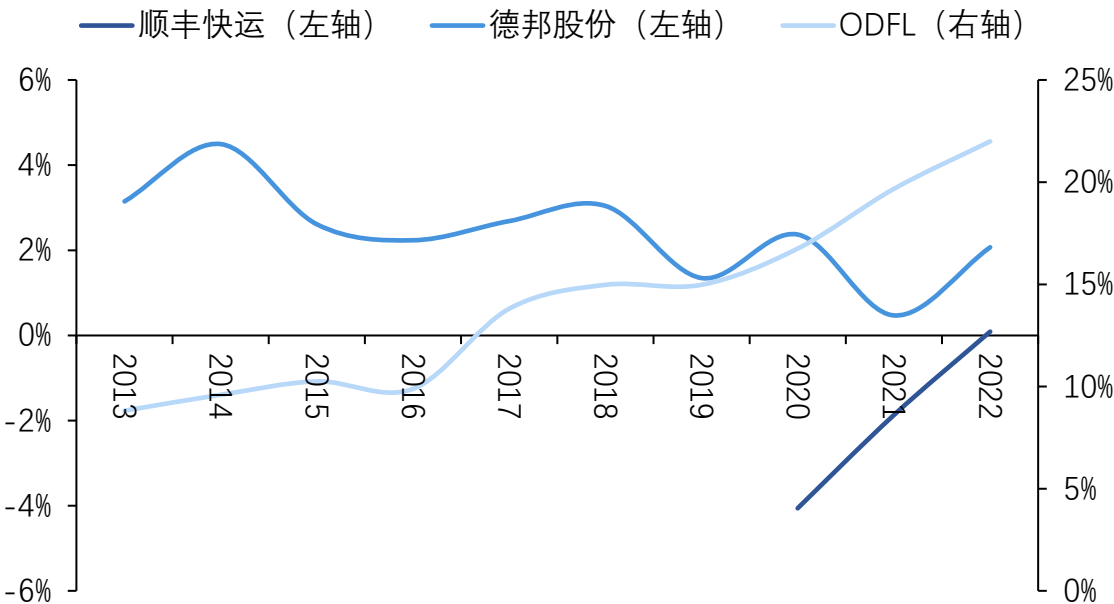
图表73：头部快运定价能力修复



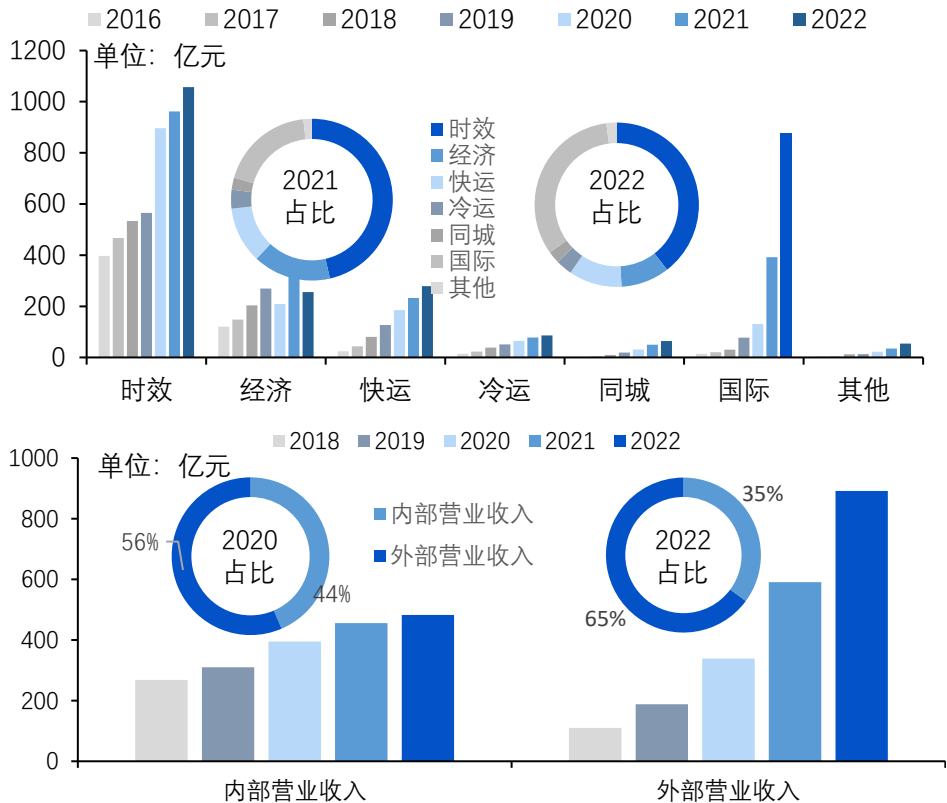
5.4 直营快运：德邦有望长期释放业绩，快运助力综合物流

- **格局拐点已至，长期释放业绩：**中短期伴随“双寡头”格局下价格上行，2022年，德邦股份实现出色的业绩表现（扣非归母净利同比+250.03%）；展望2023年，涨价红利叠加京东物流整合导流，公司利润有望持续释放。中长期随着我国制造业转型升级，也将打开中国直营快运的收入和利润增长空间。
- **直营快运进入新阶段，助力综合物流：**对于扩张发展的综合物流而言，快运市场的盈利代表着新业务与利基市场间已逐步找到平衡点，从协同效应最强的快运市场开始，向国际、同城、供应链等市场复制。展望未来，新业务盈利使顺丰控股与京东物流的利润率开启回升。

图表74：2021年以来，德邦利润率触底反弹



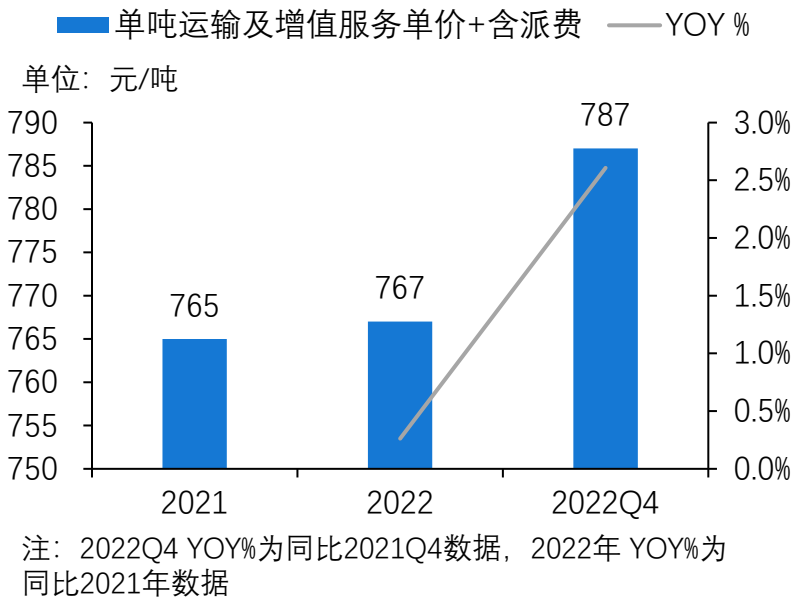
图表75：综合物流企业快运营收不断增长



5.5 加盟快运：安能物流困境反转，长期成长性强

- 加盟快运拥有广阔的扩张空间，行业投资方法主要关注增长与盈利的平衡。在收入货量高增长的基础上，品质改善溢价能力提升，规模效应及精细化管理降本，将带动量利齐升及业绩的不断释放。**2022年Q4安能物流开始优化定价方案，公司单吨收入已提升至787元/吨。**随着资本开始收紧产能爬坡，以及油价回归，成本亦有看点，从2022年下半年起，公司毛利率及业绩已出现拐点。
- 展望2023年，压制业绩的管理因素已渐渐消除，有效规模增长战略下价格有望继续回升，宏观环境逐步修复下产能爬坡及优化回归下降本有看点，中短期重点关注安能物流策略调整及管理改善带来的利润表修复，中长期关注赛道渗透后带来的长期成长空间。

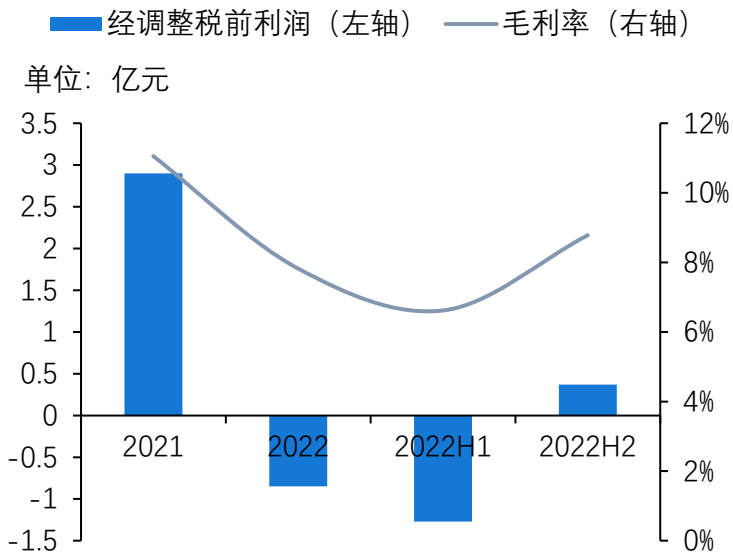
图表76：2022年Q4单吨收入（不含派费）提升



图表77：产能爬坡及油价回归，成本有看点

成本拆分 (元/吨)	2018	2019	2020	2021	2022	2022相比2021年 上升原因
干线运输	387	365	299	316	320	①疫情影响产能利用率 ②油价影响26元/吨
分拨中心	174	187	173	176	178	疫情影响产能利用率
增值服务	10	9	24	25	28	疫情期间额外补贴
派送成本	2	1	94	163	165	稳定
总成本	573	562	590	680	691	主要为短期疫情影响

图表78：2022H2毛利率及经调整税前利润拐点已至



1. 行业：供应链结构变迁，快运行业高速增长

随着我国电商的发展，改变了传统供应链结构，货物移动变得更加碎片化、高频化，产成品货运需求也随之呈现整车零担化、零担服务快递化的趋势，进而催生新细分赛道——快运行业。2015–2021年我国快运行业收入CAGR高达28.38%，随着我国供应链结构的持续变迁，据艾瑞咨询和运联智库的数据预测，2021–2025年快运行业收入CAGR 25.75%，仍将保持高速增长。

2. 格局：顺应产业发展，快运企业加速集中

全网快运行业发展30年，头部企业最终实现百亿规模，并与其他企业明显分化。但我国零担市场空间大，全网快运企业仍有渗透空间，随着规模效应网络效应的发挥，以及生产端物流外包趋势的发展，据艾瑞咨询数据预测，2025年/2030年全网快运零担市场份额将达到16%和35%，渗透率加速提升。

3. 直营快运：格局拐点已至，产业升级助力长期成长

直营快运主要满足高货值、高履约标准运送需求，属于货运市场中高端赛道，目前行业格局已进入“双寡头”阶段，稳定的格局下，直营快运赛道定价能力开始修复，并进入提升产品力阶段。高端产业发展配合是直营快运未来的发展方向，制造业转型升级将助力赛道长期成长。

4. 加盟快运：性价比逐渐凸显，加速渗透零担市场

加盟制快运主要面向追求性价比的客户，随着电商的发展，零担服务快递化趋势愈发明显，将拥有更大的客群和渗透空间。加盟快运轻资产模式下，成本优势大，服务品质的持续改善，性价比逐渐凸显，有望加速渗透零担市场，并在规模效应下保证量利双升。

5. 投资建议：直营格局拐点，加盟成长性强，首次覆盖，给予快运行业“推荐”评级。

公路货运监管趋严，不合规运力正加速出清，促进行业高质量发展，有利于全网快运公司规模扩张及定价能力提升，行业正迎布局期：

- ①直营制快运中短期格局拐点，中长期制造业转型升级，龙头德邦股份增收和盈利有较大提升空间，已迎来长期投资机遇；
- ②加盟制快运性价比逐渐凸显，龙头安能物流加速渗透零担市场，在规模效应基础上，通过管理优化带动利润率修复和业绩释放，建议重点关注。

相关公司：德邦股份、安能物流、顺丰控股、京东物流、百世集团、中通快运、韵达快运、壹米滴答。

六、风险提示

- 经济复苏不及预期：经济复苏不及预期可能导致B端需求不及预期，导致快运市场增长放缓。
- 价格战重启，行业竞争加剧：个别企业可能以低价抢占市场，开启行业价格战，导致公司收入与利润受损。
- 重点关注公司业绩不及预期：营收增长、成本费用管控、行业景气度等不及预期均可导致公司业绩不及预期。
- 快运行业产能扩张不及预期，快运行业成本优化进度放缓：快运行业产能扩张或不能按计划完成，快运行业产能爬坡阶段不确定性大，快运行业成本优化进度受到其他因素干扰等。

交运小组介绍

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，4年交运行业研究经验，坚持以实业思维做研究，寻找优质公司，挖掘行业本质，主攻机场、航空等出行板块。

周延宇：交通运输行业资深分析师，兰州大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会，主攻快递、快运、跨境物流、化工物流、大宗物流等板块。

李然：交通运输行业资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，3年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。

祝玉波：交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

钟文海：交通运输行业分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，2年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

王航：交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）硕士，深度价值导向，主攻机场航空板块。

分析师承诺

许可，周延宇，钟文海，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%～20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 交运研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597