

2025年中期策略： 聚焦供需优化与末端赋能，布局航空及直营快递

分析师：郑树明 执业编号：S1130521040001

分析师：王凯婕 执业编号：S1130522070001

2025/6/24

- **行业策略：聚焦供需优化与末端赋能，布局航空及直营快递。**2025H1交运各板块表现分化，关税扰动“抢出口”集运港口阶段性高景气，快递件量高增长但价格竞争仍未结束，上游企业经营承压影响ToB物流，出行链航空铁路出行量继续增长。2025H2我们推荐交运板块两条投资主线：**1、供给侧增长受限，建议关注供需持续优化的航空板块。2、末端持续赋能，建议关注直营快递板块。**
- **推荐组合：**中国国航H+A、南方航空H+A、春秋航空、吉祥航空、顺丰控股。
- **航空：供给侧增长受限，建议关注供需持续优化的航空板块。**2025年以来行业供需继续优化，预计旺季产能利用率将继续超2019年。（1）供给端：当前存量订单较少，且波音、空客产能仍未恢复，导致订单积压（波音6500+架、空客8600+架），影响未来新订单交付，预计未来飞机引进速度仍为低个位数，叠加PW1100发动机维修问题，有效运力进一步下降。（2）需求端：我国经济保持着平稳发展态势，叠加各项入境签证政策优化将推动国际线旅客大幅增长，预计民航旅客量将保持高个位数增长。供需拐点有望于年内实现，预计2025年供给同比增长3%，累计较2019年增长18%；需求同比增长7%，累计较2019年增长18%，产能利用率接近2019年。供需优化后，票价将提升，航司利润将释放。
- **物流：末端持续赋能，建议关注直营快递板块。**无人物流车应用可助力快递末端降本增效，直营快递有望直接受益。看好直营快递顺丰控股：（1）直营快递板块格局较好，时效件市场顺丰市占率达64%，且直营快递面向中高端客户，可避免陷入加盟快递的价格竞争；（2）利用直营优势激活组织活力，获取高于行业的件量增长；（3）持续深化营运模式变革、加强网络融通和资源精益化管理，实现结构性降本；（4）资本支出下降，现金流增长为分红及股份回购奠定了良好的基础。
- **风险提示：**宏观经济不及预期、油价大幅上涨风险、人民币汇率贬值风险。

目录

一

回顾：抢出口推动航运港口高景气，出行链客流保持增长

二

航空：供给侧增长受限，建议关注供需优化的航空板块

三

物流：末端持续赋能，看好直营快递板块

四

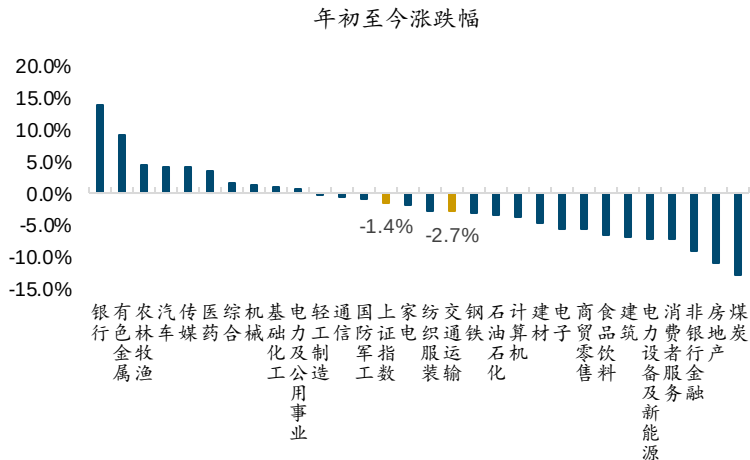
投资建议

01 回顾：抢出口推动航运港口高景气，出行链客流保持增长

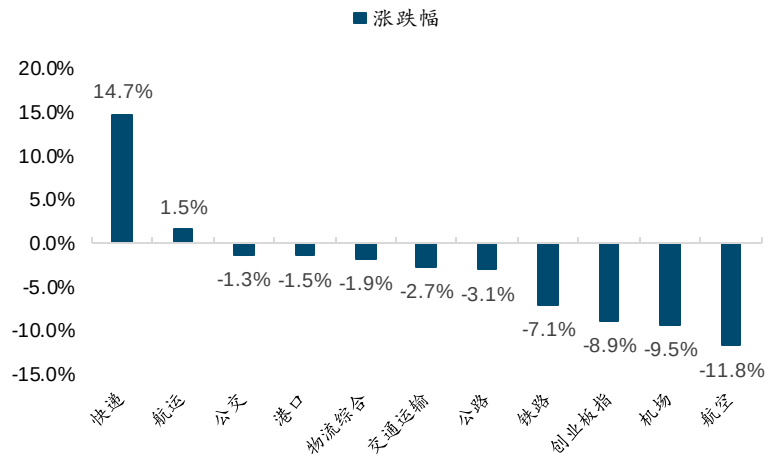
1 交运板块跑输上涨指数，各板块基本面分化

- 复盘交运板块2025年股价表现，年初至今板块下跌2.7%，跑输上涨指数1.4pct，细分板块中快递板块涨幅最大，涨幅为14.7%，主要系顺丰控股上涨带动；其次为航运，涨幅为1.5%，或与近期“抢出口”有关。

图：交运板块年初至今涨跌幅为-2.7%



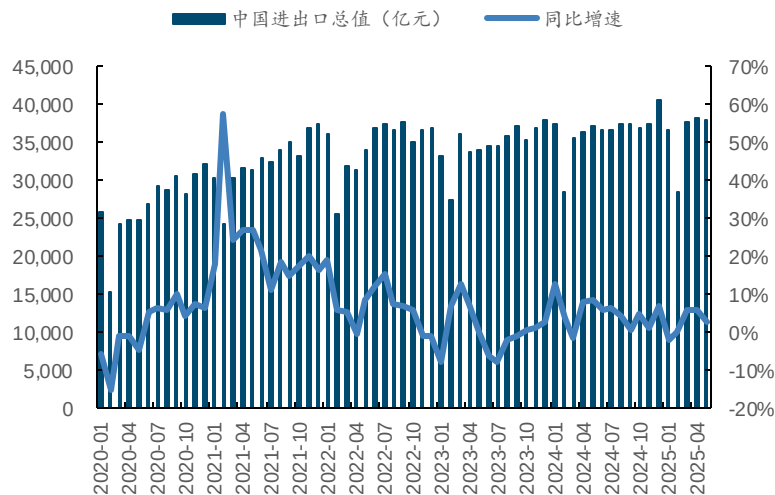
图：交通运输细分领域快递上涨较多



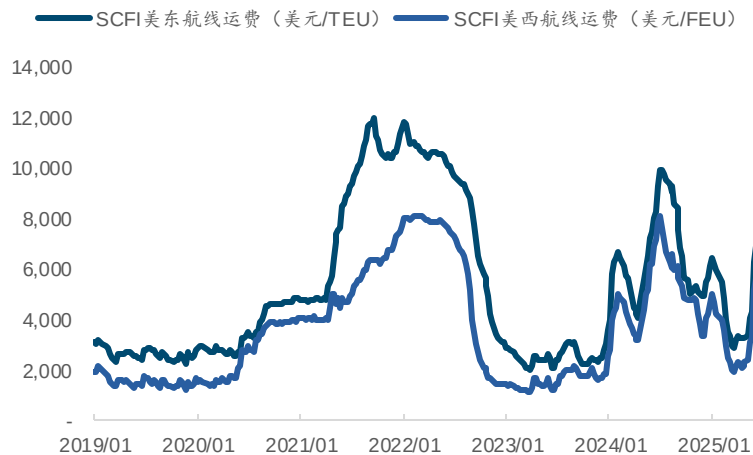
1.1 集运：“抢出口”推动美线运价上涨

- 2025年以来我国进出口总值维持增长，且5月12日后部分贸易商采取出口抢运行为（中美贸易谈判后约定90天内下调关税），对美线运价产生了显著的推动作用，航运港口板块阶段性呈现高景气。
- 2025年5月至今，集运CCFI指数增长显著。2025年5月美东航线运费环比上涨37%，美西航线运费环比上涨57%。

图：2025年1-5月我国进出口总值同比增长2.5%



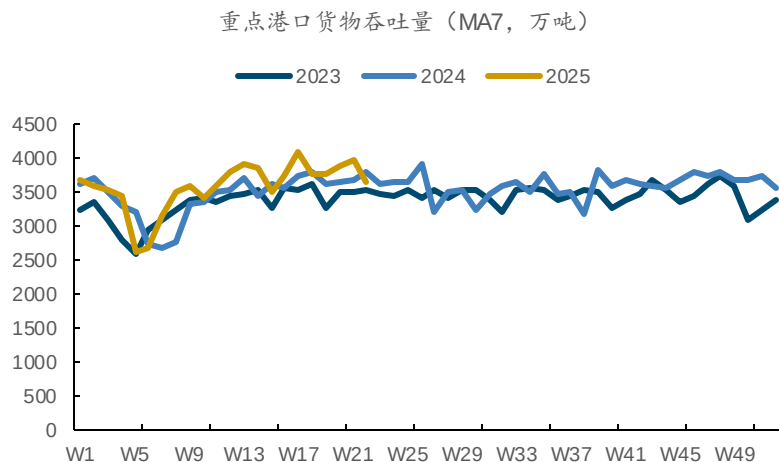
图：2025年5月美线SCFI运价上涨



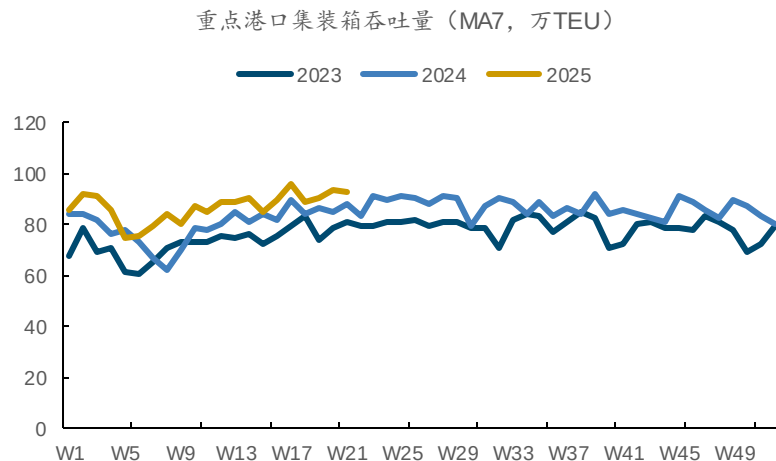
1.2 港口：“抢出口”推动港口货物及集装箱吞吐量增长

- 由于部分贸易商采取出口抢运行为，港口货物及集装箱吞吐量均实现增长。2025年以来（截至6月22日），港口货物吞吐量同比增长3.6%，集装箱吞吐量同比增长8.3%。

图：2025年重点港口货物吞吐量增长



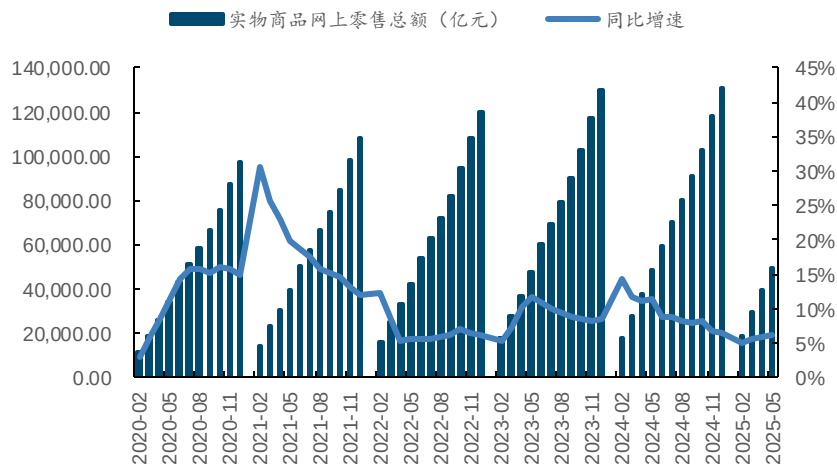
图：2025年重点港口集装箱吞吐量增长



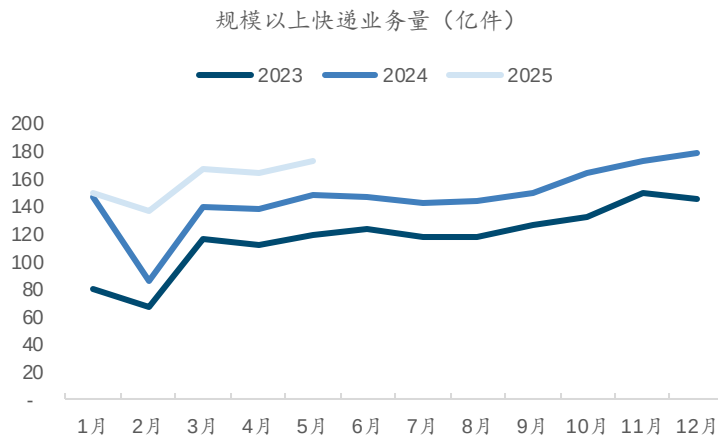
1.3 快递：网上销售额同比增长，快递量维持高增速

- 消费总额同比增长，快递业务量增速超预期。2025年1-5月我国实物商品网上零售额同比增长6%，伴随着直播电商、下沉市场增量、快递小件化发展趋势，快递业务量增长超市场预期。2025年1-5月，我国快递业务量累计完成787.7亿件，同比增长20.1%。

图：2025年1-5月我国实物商品网上零售总额同比增长6%



图：2025年以来快递件量大幅增长

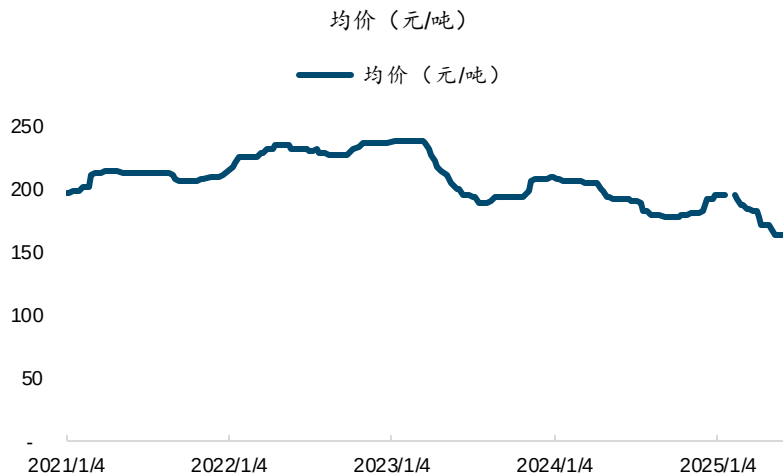


资料来源：wind，交通运输部，国金证券研究所

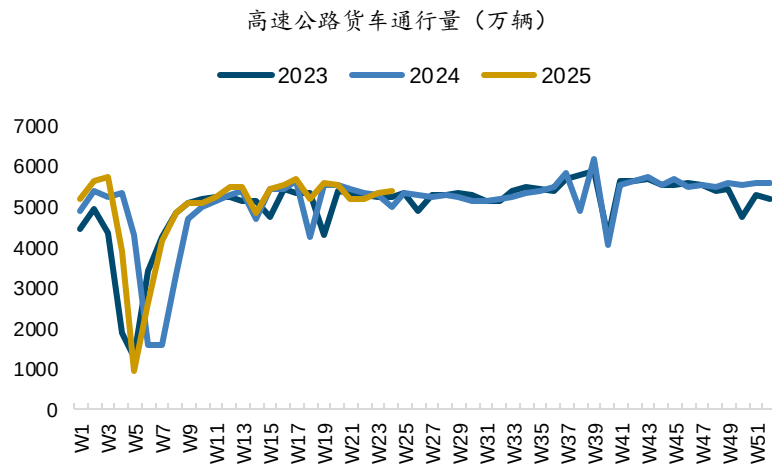
1.4 物流：危化品物流承压，公路货运表现稳健

- 受上游化工行业影响，危化品物流整体承压，水运价格同比回落。
- 公路货运表现稳健，2025年以来（截至6月22日），高速公路货车通行量同比小幅增长3.2%。

图：危化品水运均价持续承压



图：2025年以来高速公路通行量增幅为3.2%

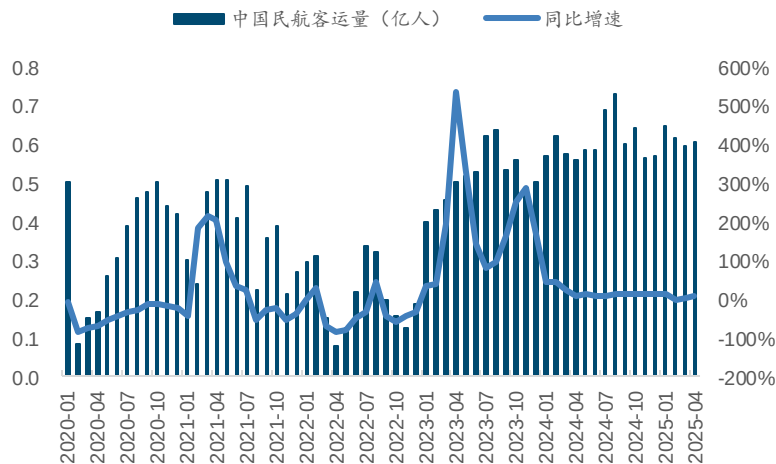


资料来源：沛君航运，wind，交通运输部，国金证券研究所

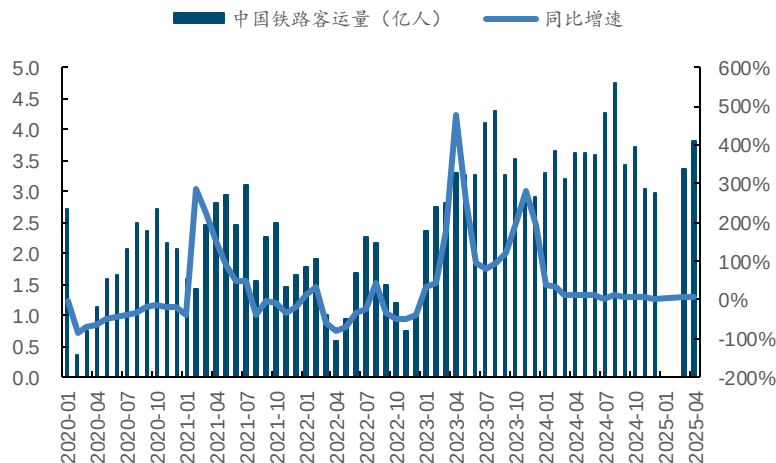
1.5 出行链：民航铁路客运量均同比增长

- 出行需求旺盛，民航铁路客流持续增长。2025年1-5月，全国民航旅客量累计3.1亿人，同比增长6.3%；2025年1-4月全国铁路发送旅客14.6亿人、同比增长5.9%。

图：2025年以来民航客运量同比增长



图：2025年以来铁路客运量同比增长

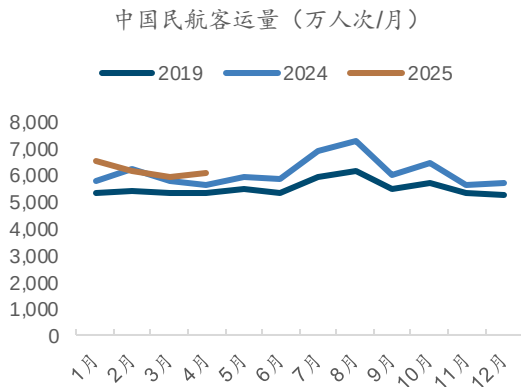


02 供给侧增长受限，建议关注 供需优化的航空板块

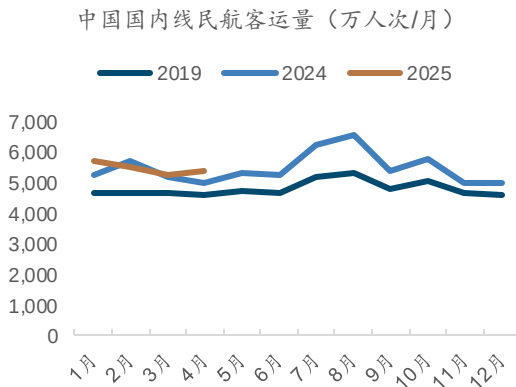
2.1 回顾：需求端国际客流增速快，旺季表现突出

- 2025年客运量增长由国际线拉动，且旺季更旺。2025年1-5月民航旅客量同比增长6%，较2019年增长16%，其中国内线同比增长4%，国际线同比增长26%，较2019年增长1%。其中，春运期间（1月14日—2月22日），全国民航日均运输旅客225.5万人次，较2024年同期增长7.4%；五一期间（5月1日-5日），全国民航日均运输旅客223万人次，比2024年增长11.8%，增速均高于淡季。

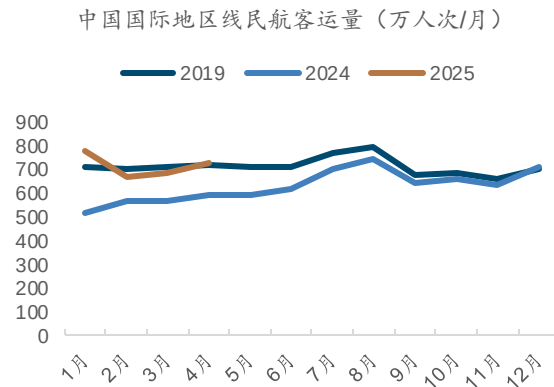
图：2025年1-6月整体客运量同比增长6%



图：2025年1-5月国内客运量同比增长4%



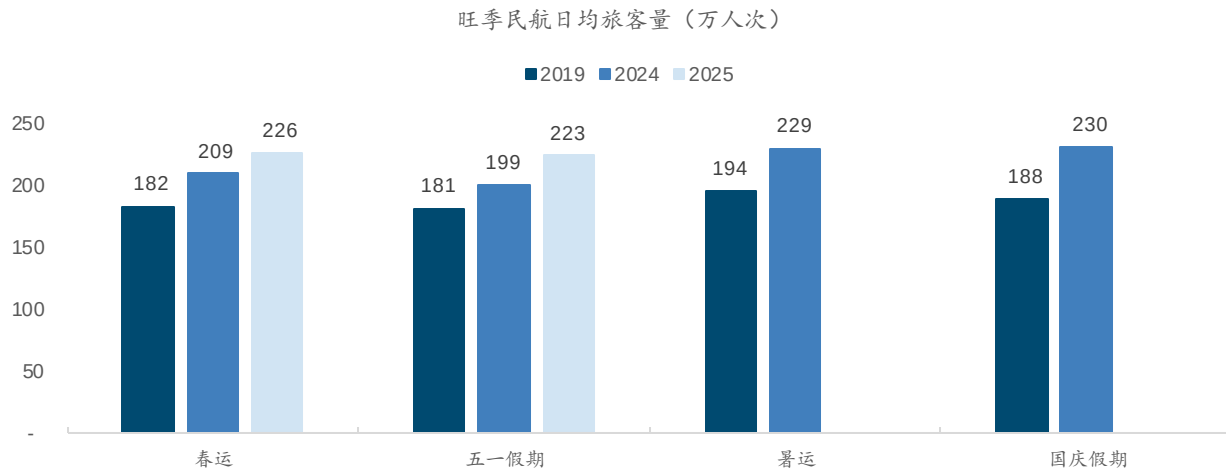
图：2025年1-5月国际地区客运量超2019年



2.1 回顾：需求端国际客流增速快，旺季表现突出

- 2025年客运量增长由国际线拉动，且旺季更旺。2025年1-5月民航旅客量同比增长6%，较2019年增长16%，其中国内线同比增长4%，国际线同比增长26%，较2019年增长1%。其中，春运期间（1月14日—2月22日），全国民航日均运输旅客225.5万人次，较2024年同期增长7.4%；五一期间（5月1日-5日），全国民航日均运输旅客223万人次，比2024年增长11.8%，增速均高于淡季。

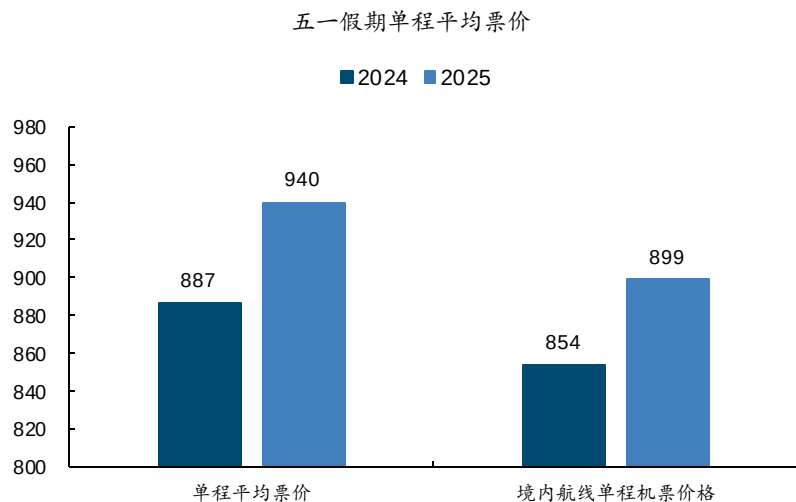
图：旺季民航旅客量增速更明显



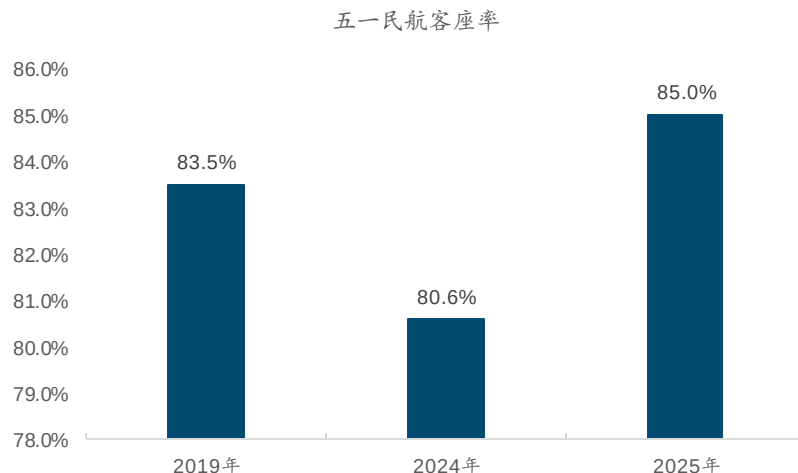
2.1 回顾：需求端国际客流增速快，旺季表现突出

- 5月以来行业景气上行：（1）五一假期：首个未出现票价临期跳水的旺季，主要系需求大幅增长叠加航司旺季收益管理策略改善（预售价格定价合理，客座率提升），后续暑运有望票价继续提升；（2）五一假期后的淡季：行业供需优化，票价降幅较2019年持续缩窄。

图：五一假期国内票价同比提升



图：五一假期民航客座率85%，高于2019年及2024年

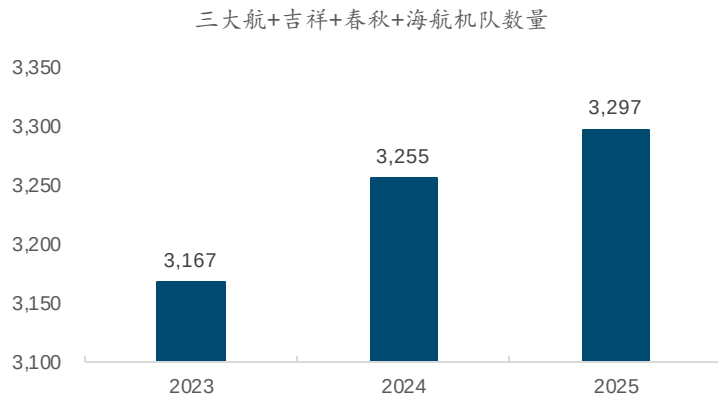


数据来源：民航局，携程等，国金证券研究所

2.1 回顾：供给端飞机引进速度保持低位

- 2025年机队规模延续低增速。2025年1-5月，三大航、海航、春秋、吉祥等6家航司的机队规模总数是3297架，较上年末仅增长1.3%。同时，行业航班量增幅较为有限，截至2025年6月15日，航班量同比增速仅为4%，低于旅客量增速。

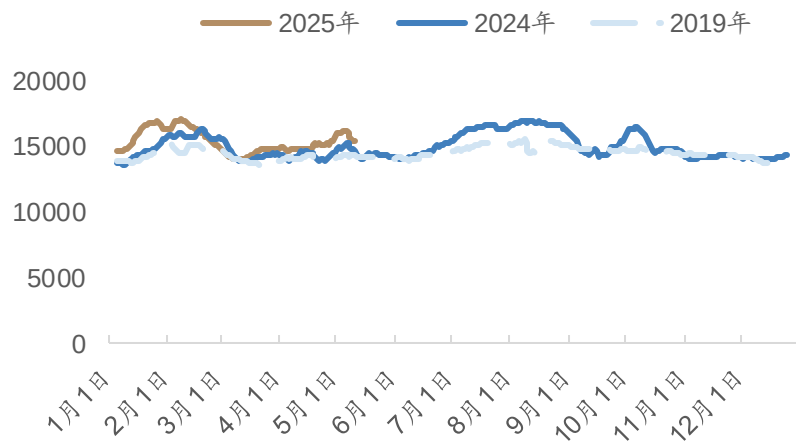
图：截至2025年5月主要航司飞机数量仅较上年末增长1.3%



数据来源：Wind，国金证券研究所

注：2025年为截至2025年4月数据

图：2025年以来整体航班量增速较慢，低于旅客量增速

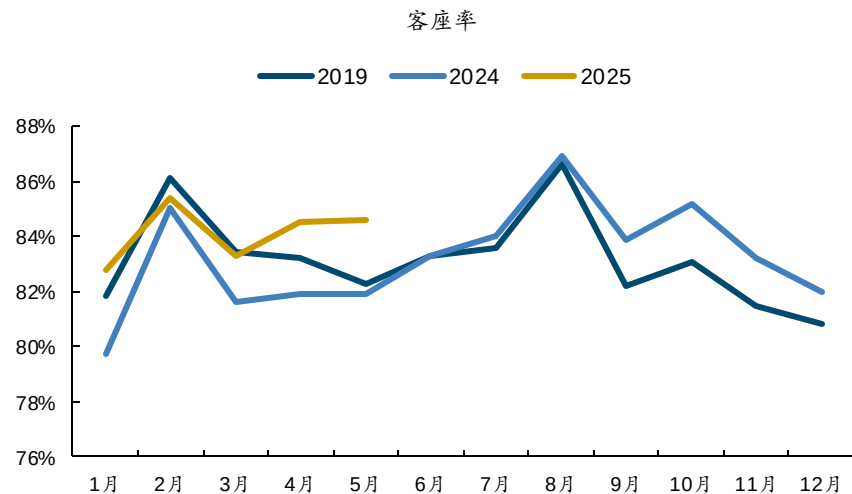


注：航班量包括国内航及国外航。

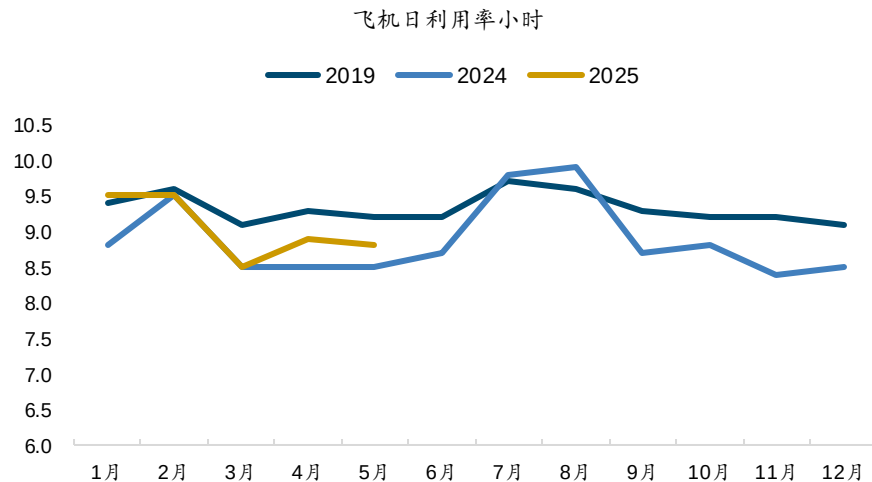
2.1 回顾：客座率超2019年，日利用率持续提升

- 产能利用率同比提升，较2019年持续缩窄。2025年1-5月，全行业累计客座率为84.1%，同比+2.1pct，较2019年+0.8pct；全行业累计飞机日利用率为9小时，同比+0.2小时，较2019年-0.3小时。

图：2025年以来行业客座率超过2019年



图：2025年以来行业飞机日利用率较2019年仅-0.3小时

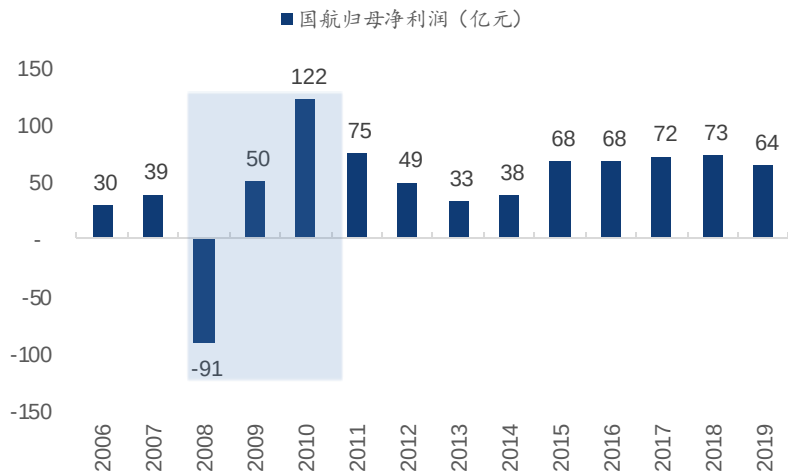


2.2 展望：供给低增长，需求持续增长逐步达到供需拐点

2.2.1 航空大周期中，供需优化起到决定性作用，油汇因素“锦上添花”

- 供需逆转是业绩改善的必要条件。以国航为例，2008-2010年，2014-2015年，航空业经历2轮大的景气周期，国航利润大幅改善。我们将供需逆转定义为RPK增速超过ASK增速，2008-2010年以及2014-2015年，对应期间的RPK-ASK增速均由负转正。

图：2008-10年、2014-15年国航业绩增长



数据来源：Wind，国金证券研究所

图：业绩增长时对应供需增速逆转



2.2 展望：供给低增长，需求持续增长逐步达到供需拐点

- 油价汇率是供需关系下的次要矛盾。（1）油价：2015年油价大幅下降有助于增厚利润，但油价波动可通过强需求传导，2010年公商务出行需求爆发，可通过燃油附加费或高票价传导油价。（2）汇率：2轮周期中汇率波动影响有限。航司的外币负债在期末调整时会形成汇兑损益，汇率波动直接影响当期利润，汇率波动也影响当期航油采购价格。

图：航空景气周期供需、油汇因素回顾

景气周期	供需（RPK-ASK）	油价	汇率
2009-2010	2009年：2.8% 2010年：5.8% 原因：金融危机之后中国经济的率先复苏、世博会和亚运会等大事件推动需求增长	2010年油价均价为80美元/桶，同比增长28%	2009年：6.83 2010年：6.77 小幅升值
2014-2015	2014年：0.4% 2015年：1% 原因：低油价、旅游消费升级等多个利好因素，以及2015年航权大量释放、国际航线快速增加带动国际旅游增长	2014年油价均价为99美元/桶，同比下降9% 2015年油价均价为54美元/桶，同比下降46%	2014年：6.16 2015年：6.29 小幅贬值

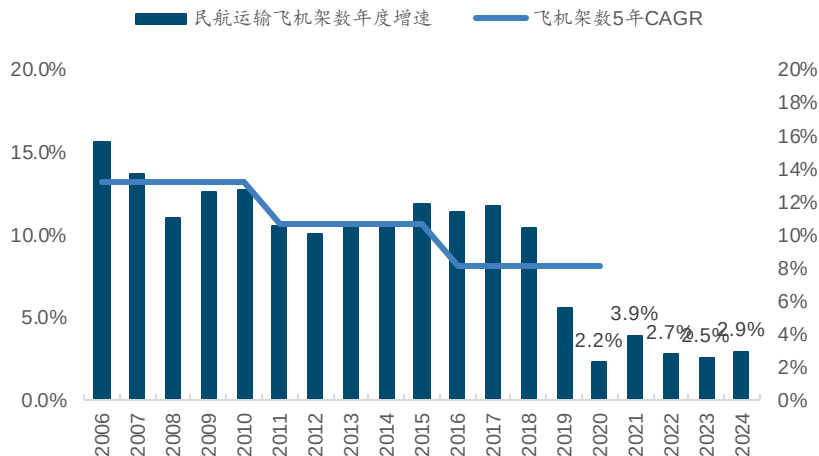
2.2 展望：供给低增长，需求持续增长逐步达到供需拐点

2.2.2 行业供给增速放缓的确定性高

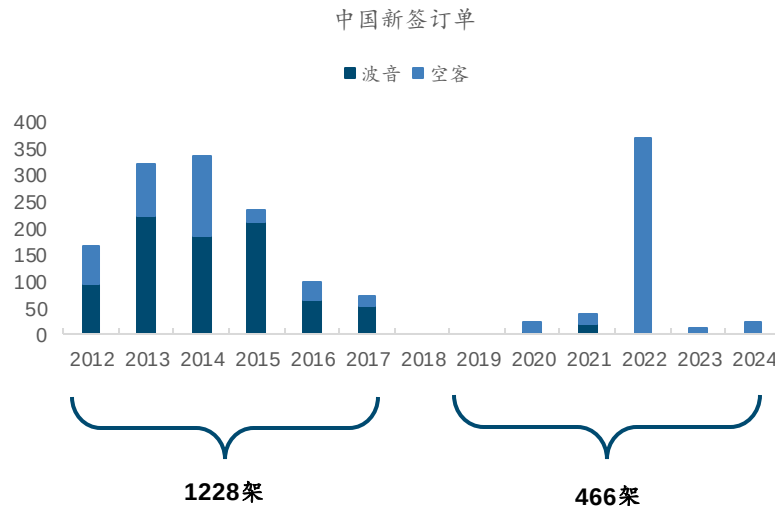
(1) 现有订单不足，缺乏新订单

- 过去5年仅2022年三大航披露计划引进300+架空客飞机，暂无其他新签大单，相较于2012-2017年，订单数量明显较少。此外即使有新增订单，考虑当前制造商的产能问题，实际引进时间可能延后。预计2025年行业机队引进依然是低个位数（3%左右）。

图：过去几年我国民航业机队维持3%的低增速



图：本轮订单数量较以往偏少



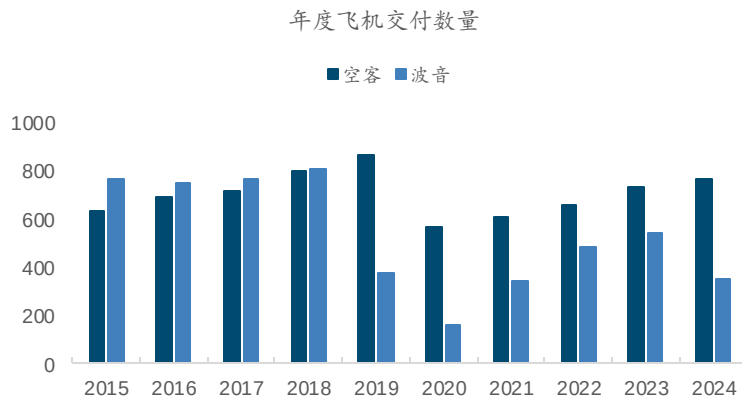
数据来源：wind，波音，国金证券研究所 备注：空客新签订单根据三大航订单数量

2.2 展望：供给低增长，需求持续增长逐步达到供需拐点

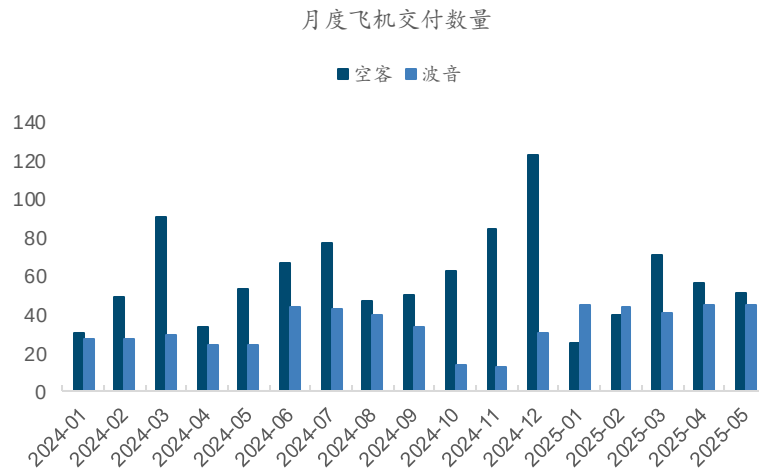
(2) 制造商产能下降问题未得到解决

- 波音年产量高点为2018年的806架，空客年产量高点为2019年的863架。目前两家飞机制造商产量仍未恢复至过去高点，波音较历史的差距更大，主要因劳动力短缺以及上游供应商的交付出现问题，以2024年为例，波音、空客仅恢复至高点的43%和89%。2025年1-5月空客和波音的月均交付量分别为49架、44架，距离历史高点仍有差距，产能问题没有得到解决。

图：2020年以来波音空客年产量下降



图：2025年1-5月波音月产量仍然较低



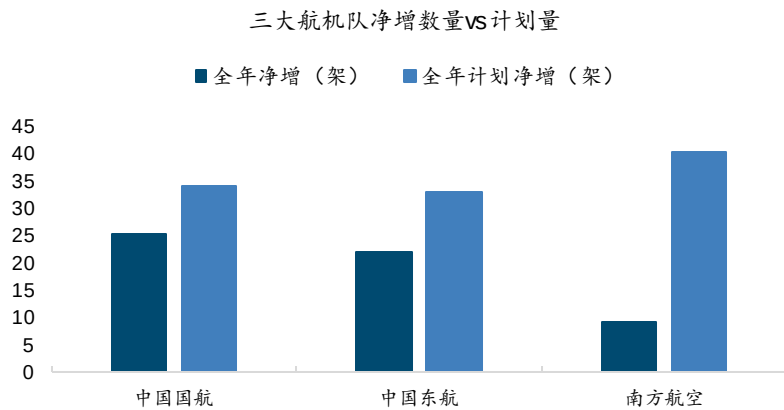
数据来源：空客、波音，国金证券研究所

2.2 展望：供给低增长，需求持续增长逐步达到供需拐点

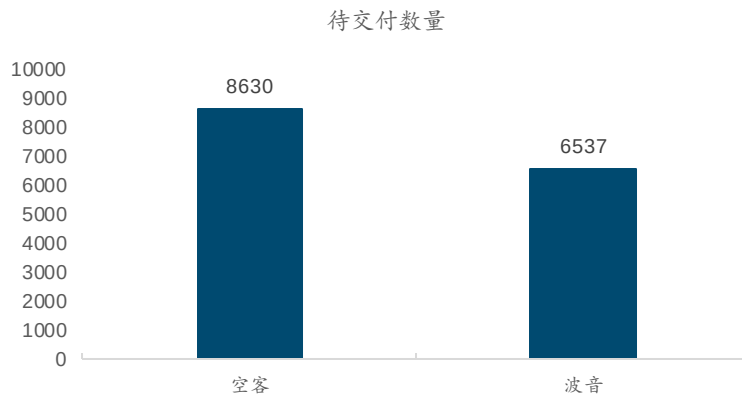
(2) 制造商产能下降问题未得到解决

- 由于飞机制造商产能问题，实际飞机交付量低于计划量。例如，三大航2024年飞机净增数量远低于先前披露的计划量，而同时波音空客待交付订单继续积压，截至2025年空客待交付飞机超过8600架、波音待交付飞机超过6500架。

图：2024年三大航机队引进速度低于计划



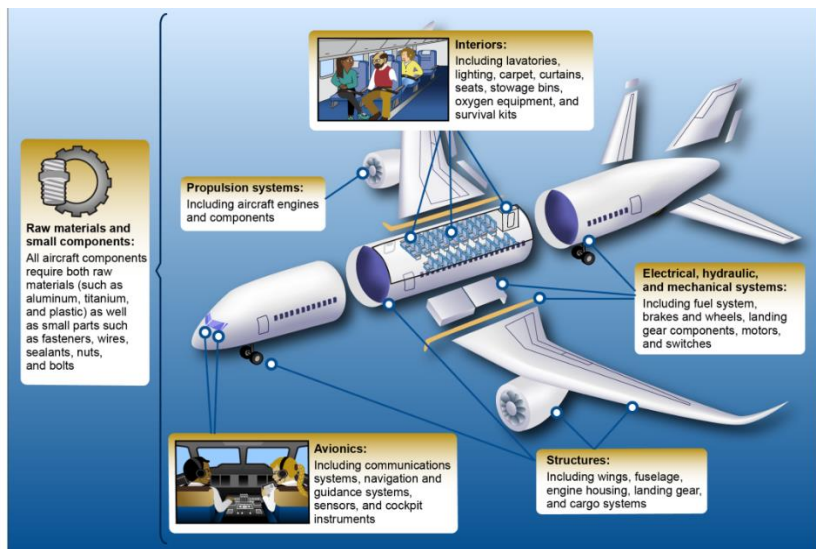
图：波音空客待交付订单积压（截至2025.5）



(2) 制造商产能下降问题未得到解决

- 波音空客交付延迟与多种零部件交付量下降有关，问题短期内难以解决。飞机制造具有高度精密与高度复杂的特点。一架波音飞机有300多万个零部件，一旦某一环节的供应链出现问题，通常需要较长时间缓解。

图：飞机零部件示意图

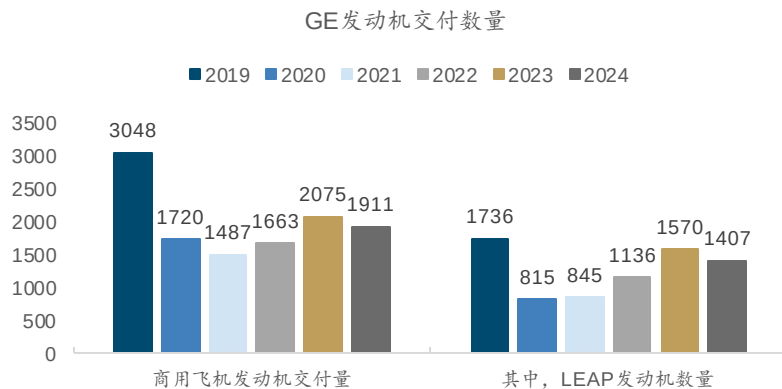


2.2 展望：供给低增长，需求持续增长逐步达到供需拐点

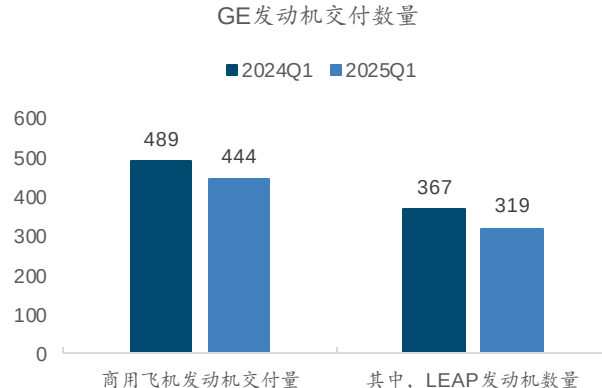
(2) 制造商产能下降问题未得到解决

- 头部发动机制造商产能下降。CFM为全球飞机发动机第一大生产商，市占率为57%，CFM国际是赛峰飞机发动机公司与GE航空航天50/50平股合资公司。GE（含CFM）2024年发动机交付量为1911台，为2019年同期63%；2025Q1 GE交付数量同比更是进一步下降，主要原因为上游零部件如（锻件、铸件等）及人工的短缺等。

图：GE 发动机交付量尚未恢复至2019年



图：2025Q1 GE 发动机交付量同比下降



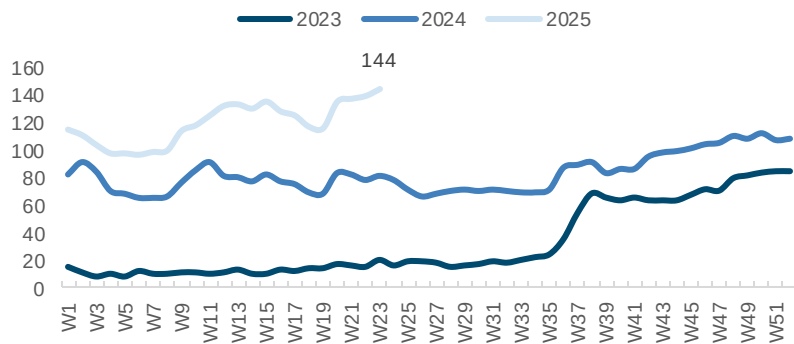
2025年展望：供给低增长，需求持续增长逐步达到供需拐点

(3) 维修问题导致有效运力下降

- 部分发动机检修导致飞机停场现象增多。2023年9月，普惠发现部分波音737MAX飞机上的PW1100发动机出现问题，风扇叶片出现了异常磨损，这可能导致发动机的性能降低，甚至影响到飞行安全，搭载该款发动机的飞机需返厂维修。
- 我国搭载PW1100发动机的客机总共278架，分布于9家航司中，占比大约6.3%，最新数据显示，上述飞机中52%停飞（144架），预计整体供给减少3.3%。

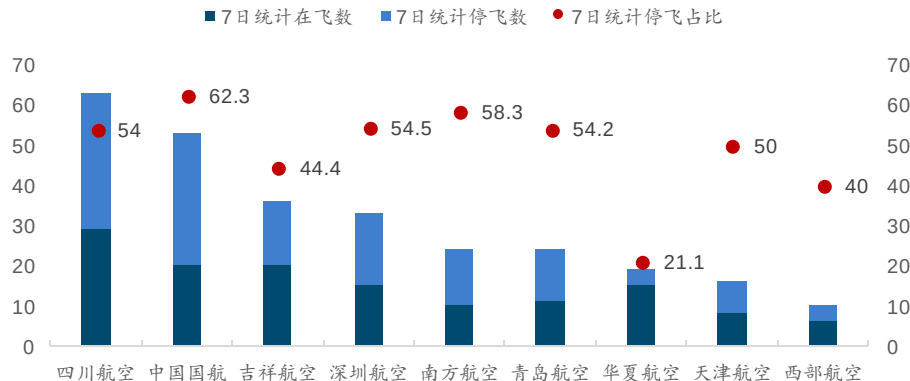
图：搭载PW1100发动机的客机停飞数量持续攀升

搭载PW1100发动机飞机的停场数量（MA7）



图：搭载PW1100发动机的客机停飞情况

PW1100发动机分航司客机数分布



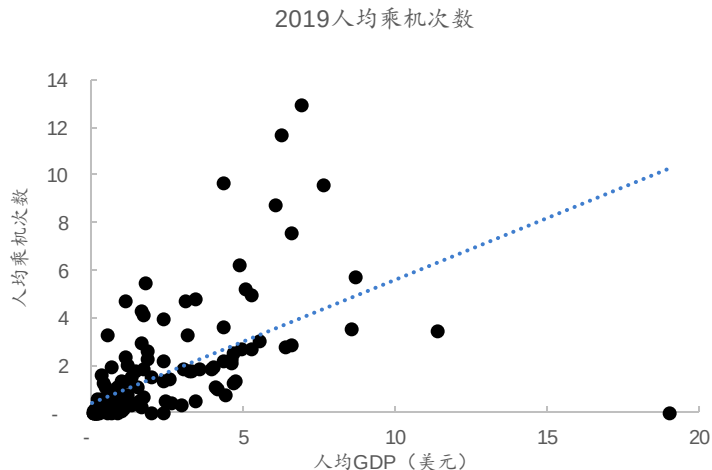
2.2 展望：供给低增长，需求持续增长逐步达到供需拐点

2.2.3 民航出行需求将持续增长

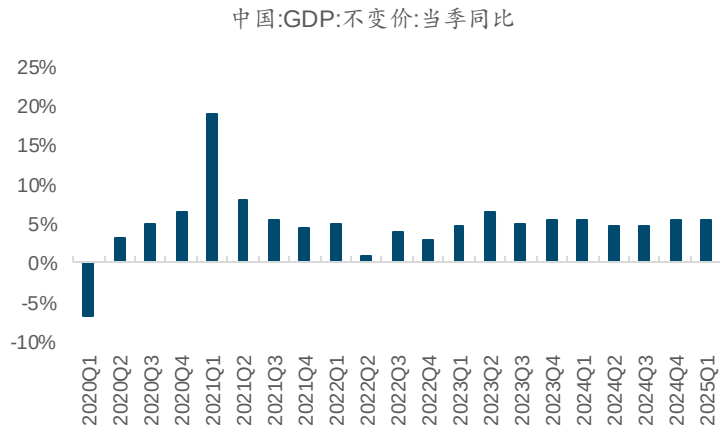
(1) 经济发展的稳定性将带动民航旅客量需求不断增加

- 航空需求与经济密切相关，参考历史经验，人均乘机次数与GDP正相关。当前我国经济持续保持着平稳发展的态势，预计航空出行需求将维持高个位数增长。

图：人均乘机次数与人均GDP正相关



图：我国经济持续保持着平稳发展的态势



2.2 展望：供给低增长，需求持续增长逐步达到供需拐点

(2) 签证/消费政策推动入境游需求增长

- 免签“朋友圈”持续扩容。截至2025年6月9日，我国对47个国家持普通护照人员来华可免签30天。目前中国与泰国、新加坡、马来西亚、格鲁吉亚等国实行双边免签政策。与我国互免签证的新加坡、马来西亚等国家航班量显著超过2019年，我国与欧洲之间的航班量亦基本恢复至2019年。

图：免签政策国家范围不断扩大

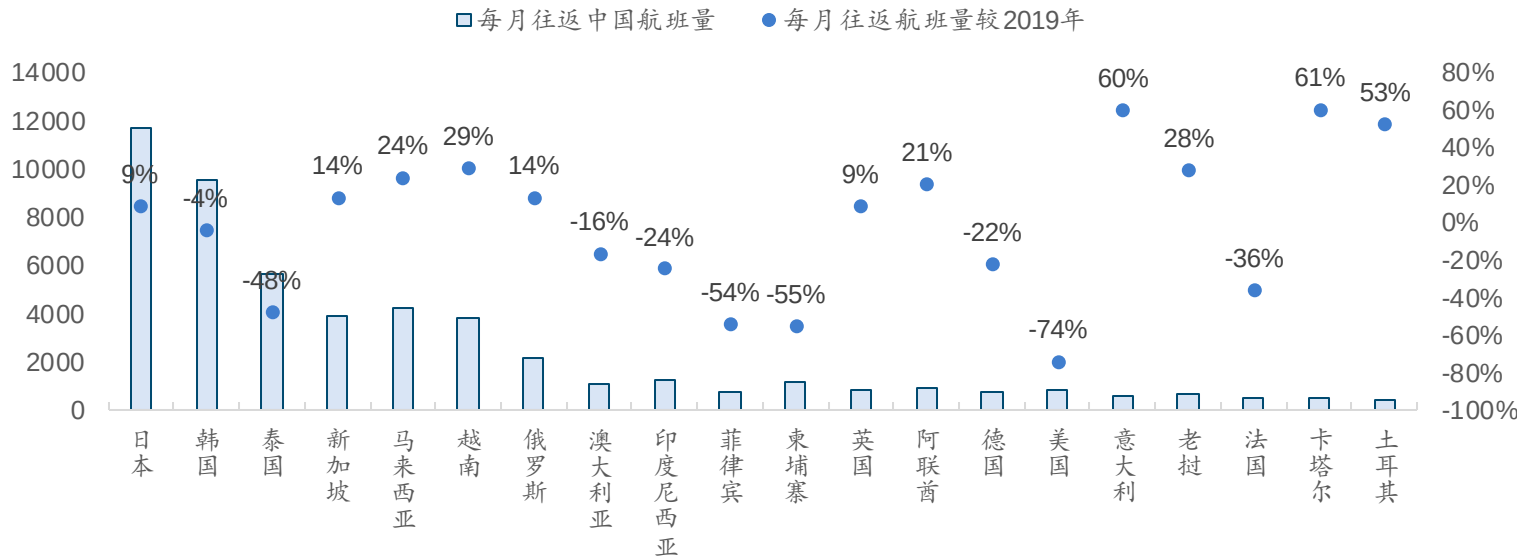
发布日期	免签政策内容
2023年12月1日	中国对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚6个国家持普通护照人员试行单方面免签政策
2024年2月9日	中国与 新加坡 互免签证
2024年3月1日	中国与 泰国 永久互免签证
2024年3月7日	中国宣布对瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡6个国家持普通护照人员试行免签政策
2024年5月28日	中国与 格鲁吉亚 互免签证
2024年6月17日	中国宣布将把 澳大利亚 纳入单方面免签国家范围
2024年6月24日	中国宣布对 波兰 实施15日单方面免签政策
2024年9月30日	中国对葡萄牙、希腊、塞浦路斯、斯洛文尼亚持普通护照人员试行实行15天免签政策
2024年11月8日	中国对斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、韩国持普通护照人员试行15日单方面免签政策
2024年11月22日	中国对保加利亚、罗马尼亚、克罗地亚、黑山、北马其顿、马耳他、爱沙尼亚、拉脱维亚、日本持普通护照人员试行免签政策
2025年4月17日	中国与 马来西亚 互免签证
2025年6月1日	中国对巴西、阿根廷、智利、秘鲁、乌拉圭持普通护照人员试行免签政策
2025年6月8日	中国对沙特、阿曼、科威特、巴林持普通护照人员试行免签政策

2.2 展望：供给低增长，需求持续增长逐步达到供需拐点

(2) 签证/消费政策推动入境游需求增长

- 免签“朋友圈”持续扩容。截至2025年6月9日，我国对47个国家持普通护照人员来华可免签30天。目前中国与泰国、新加坡、马来西亚、格鲁吉亚等国实行双边免签政策。与我国互免签证的新加坡、马来西亚等国家航班量显著超过2019年，我国与欧洲之间的航班量亦基本恢复至2019年。

图：我国至日本、马来西亚、新加坡等国家的航班量超2019年（2025年5月）



2.2 展望：供给低增长，需求持续增长逐步达到供需拐点

(2) 签证/消费政策推动入境游需求增长

- 全面放宽优化过境免签政策，2024年12月17日起过境免签外国人在境内停留时间延长为240小时（10天），近期新增印尼，适用国家增至55个。
- “即买即退”政策全国推广。“即买即退”将退税环节提前，有利于旅客在购物现场领取退税款用于再消费，此外中国产品在海外的售价较高，“即买即退”政策将便利和刺激外国人来华购物，有助于国际线恢复增长。

图：过境免签政策持续优化

发布日期	相关政策内容
2023年11月17日	即日起中国72/144小时过境免签政策适用国家范围增至54国
2024年12月17日	即日起全面放宽优化过境免签政策，将过境免签外国人在境内停留时间由原72小时和144小时均延长为240小时（10天），同时新增21个口岸为过境免签人员入出境口岸，并进一步扩大停留活动区域。符合条件的俄罗斯、巴西、英国、美国、加拿大等54国人员，从中国过境前往第三国（地区），可从24个省（区、市）60个对外开放口岸中任一口岸免签来华，并在规定区域停留活动不超过240小时
2025年6月12日	自2025年6月12日起，印度尼西亚公民可适用240小时过境免签政策便捷来华，中国240小时过境免签政策适用国家增至55国

图：“即买即退”政策全国推广

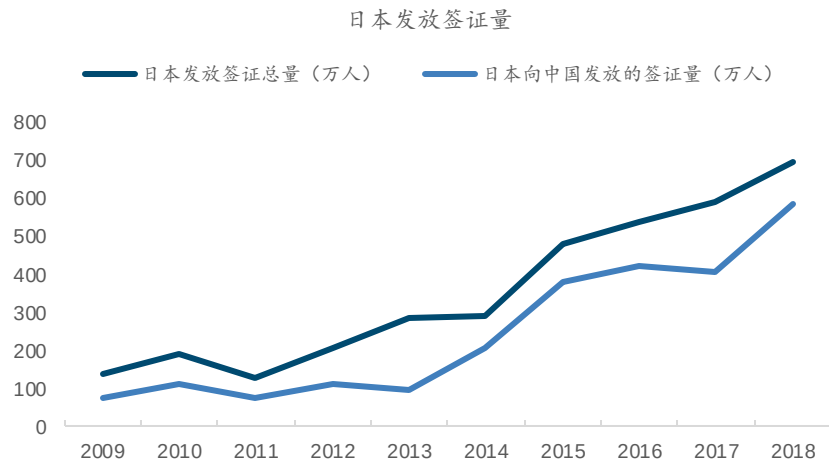
发布日期	相关政策内容
2025年4月8日	国家税务总局发布《关于推广境外旅客购物离境退税“即买即退”服务措施的公告》，宣布在全国推广离境退税“即买即退”服务。《公告》指出，境外旅客在“即买即退”商店购买退税物品，办理信用卡预授权后，即可在现场领取等额退税款。

2025年展望：供给低增长，需求持续增长逐步达到供需拐点

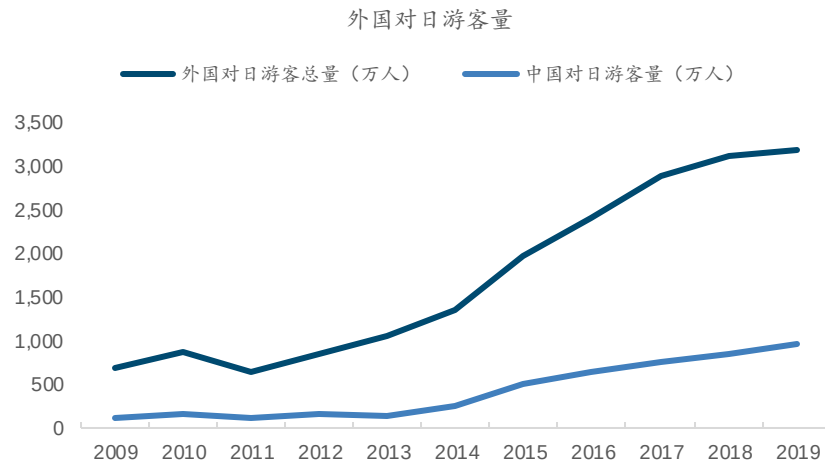
(2) 签证/消费政策推动入境游需求增长

- 参考海外经验，逐步放宽签证政策后，入境旅客数量大幅增长。2012年日本发放签证总量开始增长，其中2014年日本向中国公民发放了205万件赴日签证，同比增长111%。相应地，外国对日游客总量从2011年622万人增加至2019年3188万人，其中中国对日游客量从2013年的131万人增加至2019年的959万人。

图：2014年起日本对中国发放签证数量大幅上升



图：中国对日游客量从2013年的131万人增加至2019年的959万人

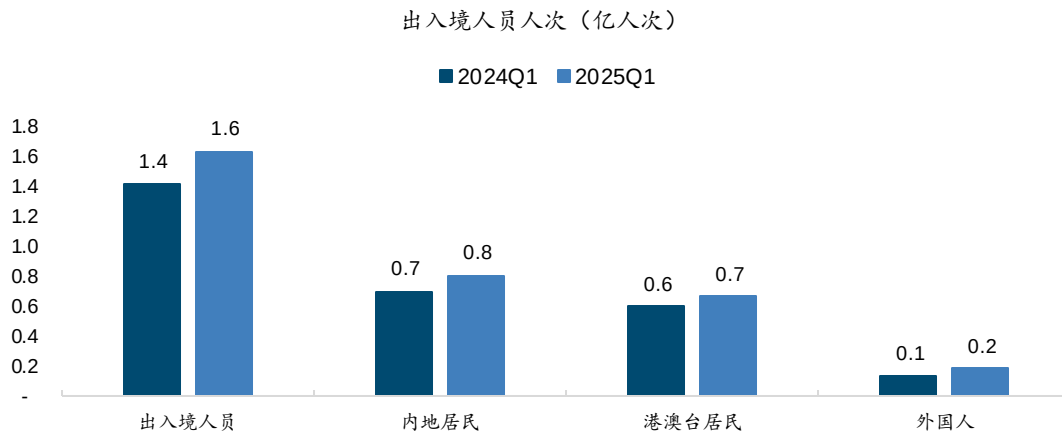


2025年展望：供给低增长，需求持续增长逐步达到供需拐点

(2) 签证/消费政策推动入境游需求增长

- 出入境外国人数量增速更快。2025Q1累计查验出入境人员1.63亿人次，同比上升15.3%；其中内地居民8027.2万人次、港澳台居民6572.4万人次、外国人1743.7万人次，同比分别上升15.4%、11.2%、33.4%。从入境看，截至2025年3月31日，全国各口岸入境外国人921.5万人次，较2024年同期增长40.2%；其中免签入境657万人次，占比71.3%。

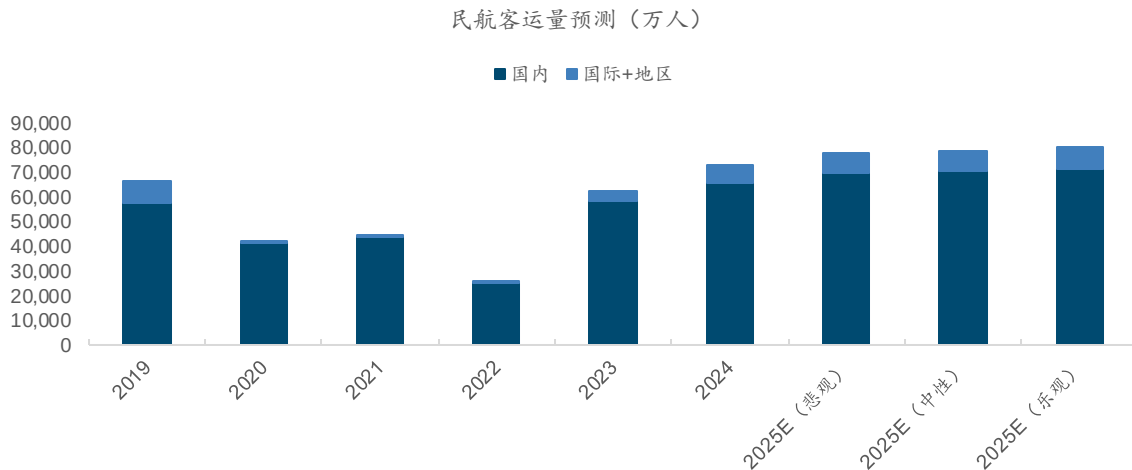
图：2025Q1累计查验出入境人员上升15.3%，其中外国人增速高达33%



2.2 展望：供给低增长，需求持续增长逐步达到供需拐点

- **预计需求端保持高个位数增长。**过去正常年份我国民航客运量增速为双位数，考虑民航客运量自然增长，预计中期增速将降低至高个位数。考虑当前增速，对2025年旅客量作出如下假设：（1）悲观假设：预计2025年民航客运量为2019年的117%，同比增长5%，其中假设国内客运量同比增长5%，国际地区客运量为2019年95%（国内航司口径，下同）；（2）中性假设：预计2025年民航客运量为2019年的118%，同比增长7%，其中假设国内客运量同比增长6%，国际地区客运量为2019年100%；（3）乐观假设：预计2025年民航客运量为2019年的120%，同比增长8%，其中假设国内客运量同比增长7%，国际地区客运量为2019年105%。

图：2025E民航客运量预测

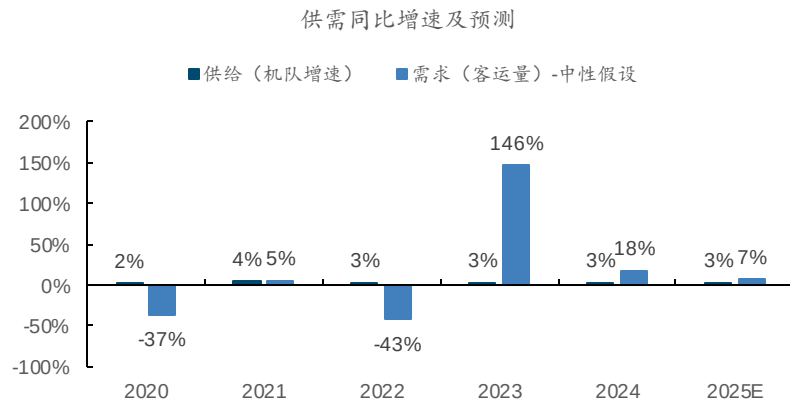


2.2 展望：供给低增长，需求持续增长逐步达到供需拐点

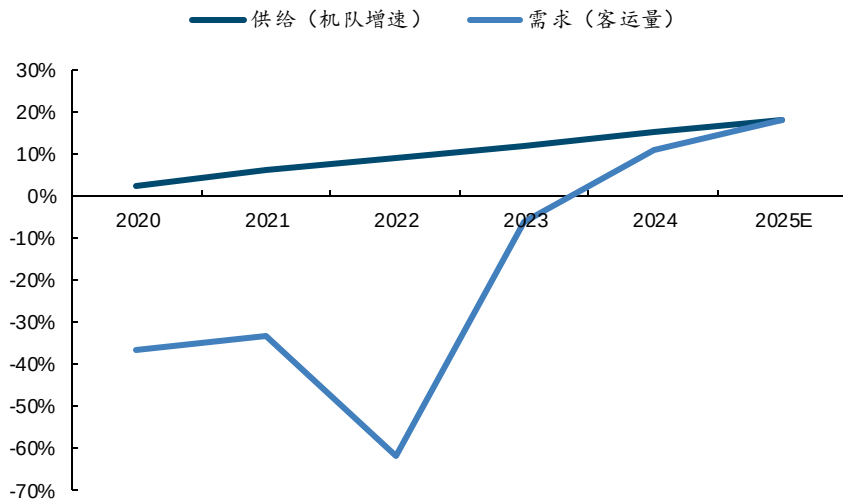
2.2.4 供需拐点将至

- 中性假设下，2025年行业有望实现供需拐点。预计2025年，供给同比增长3%，需求同比增长7%；2025年供给累计较2019年增长18%（考虑有效供给），需求累计增长18%，产能利用率接近2019年。

图：过去几年需求增速波动，未来有望逐步超过供给



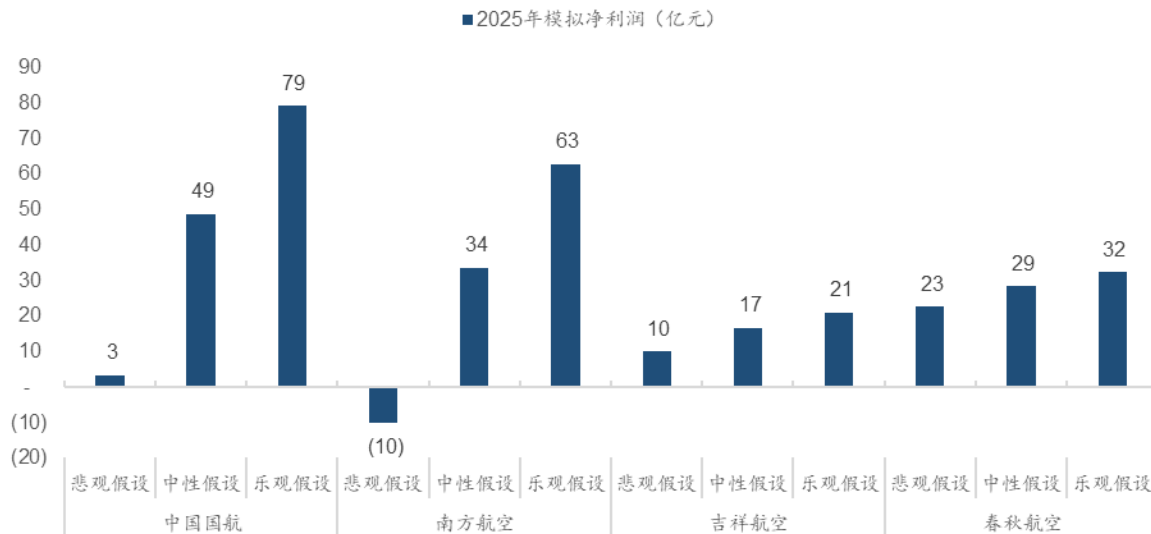
图：2025年供需拐点可期



2.3供需改善票价有望提升，航空盈利弹性大

- 航司业绩测算：假设悲观、中性、乐观情境下航司裸票价分别较2024年+0%、+3%、+5%。以2024年扣汇净利润为基数，则2025年中国国航、南方航空、吉祥航空、春秋航空的模拟净利润分别为49亿元、34亿元、17亿元、29亿元。

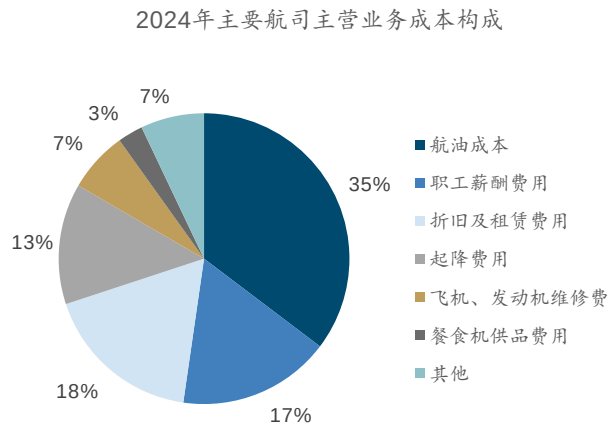
图：航司业绩弹性测算



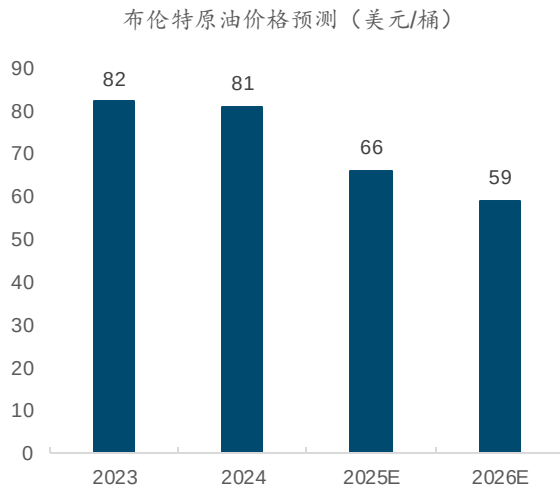
2.3供需改善票价有望提升，航空盈利弹性大

- 油汇因素或改善。（1）油价：航司*成本中燃油成本占比约三至四成，根据EIA预测，2025年航司燃油成本有望降低。对于大航1%的油价下降可降低4-5亿燃油成本，油价下降将释放当期利润。（2）汇率：截至目前人民币升值1.6%，对三大航人民币兑美元升值1%可增加2-3亿利润。

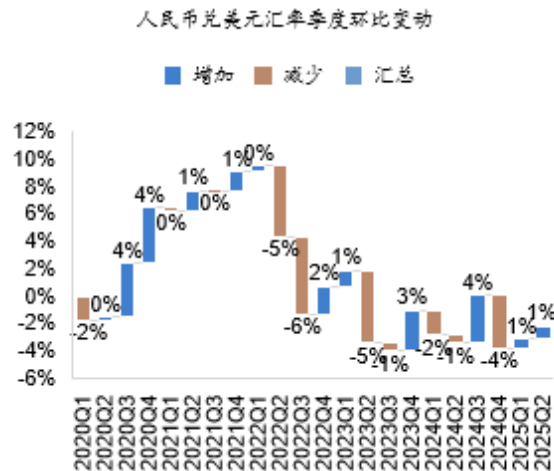
图：航司成本中燃油成本占比约35%



图：EIA预测2025年油价将下降19%



图：截至目前人民币升值1.6%

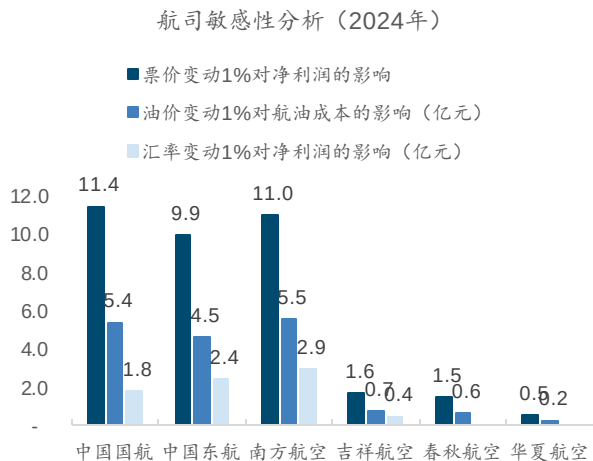


数据来源：wind，EIA，国金证券研究所 备注：航司包括中国国航、中国东航、南方航空、春秋航空、吉祥航空、华夏航空

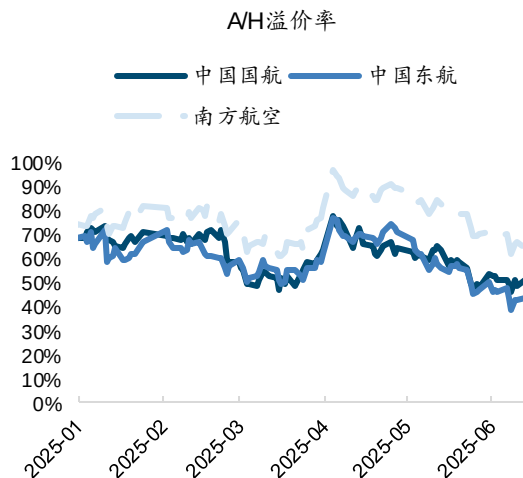
2.3投资组合：中国国航H+A、南方航空H+A、吉祥航空、春秋航空

- 投资组合：三大航对票价、油价敏感性更高，且AH溢价率高，推荐中国国航H+A、南方航空H+A；民营航司盈利增长确定，推荐吉祥航空、春秋航空。

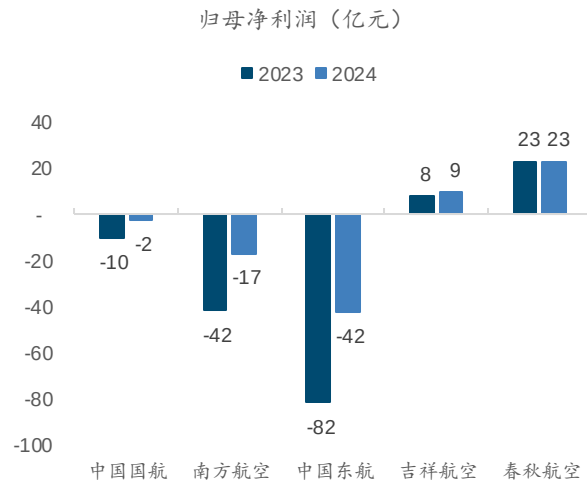
图：三大航票价、油汇敏感度高



图：三大航A/H溢价率高



图：近两年民营航司率先盈利

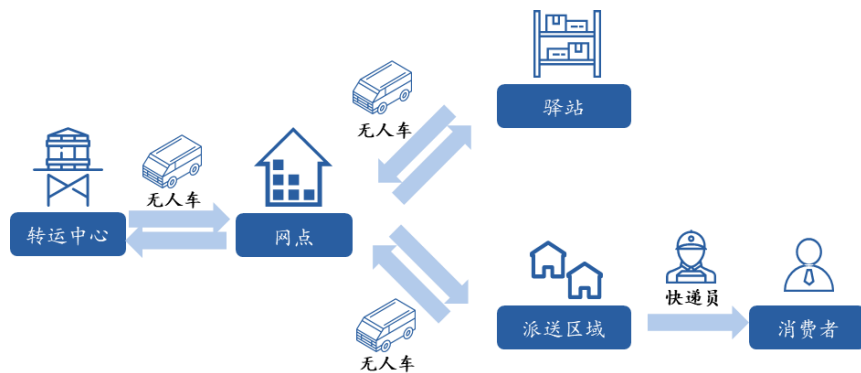


03 末端持续赋能，看好直营快 递板块

3.1无人物流车降本增效显著，直营快递直接受益

- 无人物流车的应用助降本增效。无人物流车目前主要应用于快递快运末端配送（如网点到社区驿站），部分无人物流车价格大幅下降。2025年5月27日，九识正式发布全新E系列无人物流车平台及首款车型E6，正式售价19800元，FSD（完全智能驾驶）月度订阅服务，低至1800元/月。
- 该款车辆的单月使用成本仅为0.25万元（包括车辆折旧、FSD服务费、电费），低于传统物流车的0.77万元（包括车辆折旧、司机工资、油费），若单日票数为2000票，单票配送成本可降低至0.04元。

图：无人物流车在快递行业的应用：中转场往返网点、网点往返驿站、网点往返派送区域



图：经测算无人车单车成本降低0.5万元/月，单票成本降低0.09元

	无人车	面包车
售价（万元）	2.0	7.0
折旧（年）	5	5
月折旧（万元）	0.03	0.12
FSD服务费/司机收入（万元）	0.18	0.5
能源费（万元）	0.04	0.15
月成本（万元）	0.25	0.77
载重	6m ³	6m ³
日均票数	2,000	2,000
单票配送成本（元）	0.04	0.13

3.1无人物流车降本增效显著，直营快递直接受益

- 无人物流车应用将助力快递企业降本增效。对直营快递公司（顺丰控股、德邦股份等），使用无人物流车可直接获得成本节省；对加盟制快递公司（圆通速递、韵达股份、申通快递、中通快递、极兔速递等）使用无人物流车帮助加盟商直接降本，加盟快递总部通过降低政策成本，实现利润释放。根据测算，假如无人配送渗透率达100%，则顺丰控股、德邦股份利润增厚46亿元、14亿元；加盟制快递公司则可增厚整体利润约14-25亿元不等。
- 应用无人物流车，直营快递公司可直接受益。

图：部分受益标的弹性测算

代码	股票名称	单车每月节约成本（元）	末端车辆（万辆）	无人配送渗透率	无人配送增厚利润（亿元）	2025E 归母净利润（亿元）	盈利弹性
002352. SZ	顺丰控股	5137	10	100%	46. 2	121	38%
603056. SH	德邦股份	5137	3. 11	100%	14. 4	10	148%

代码	股票名称	单票节约成本（元）	快递业务量（亿件）	无人配送渗透率	无人配送增厚利润（亿元）	2025E 归母净利润（亿元）	盈利弹性
600233. SH	圆通速递	0. 09	306	100%	19. 6	43	46%
002120. SZ	韵达股份	0. 09	273	100%	17. 6	20	87%
002468. SZ	申通快递	0. 09	261	100%	16. 8	14	123%
1519. HK	极兔速递-W	0. 09	228	100%	14. 6	25	58%
2057. HK	中通快递-W	0. 09	391	100%	25. 1	90	28%

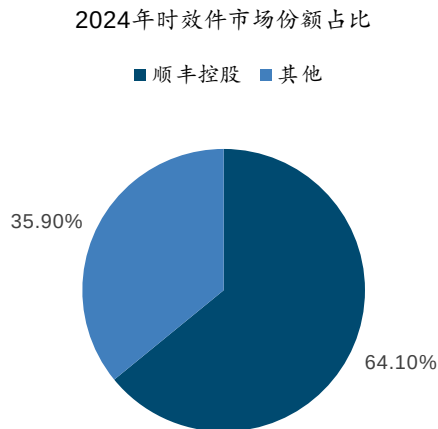
资料来源：wind，国金证券研究所

备注：圆通、韵达、申通、极兔为一致预期，其他为国金交运预测。股价日为2025年6月20日。

3.2 顺丰控股：直营快递板块格局较好

- 直营快递板块格局较好，可对价格起到支撑作用。2024年时效件市场顺丰控股市场份额占比达到64%，呈现单寡头格局。
- 在过往几年经济弱复苏背景下，各大直营快递企业从对规模的追求转向对盈利的追求，同时高端市场客户也更加注重服务品质，价格敏感程度不高，因此直营快递市场较好的竞争格局可以对运价起到支撑作用。

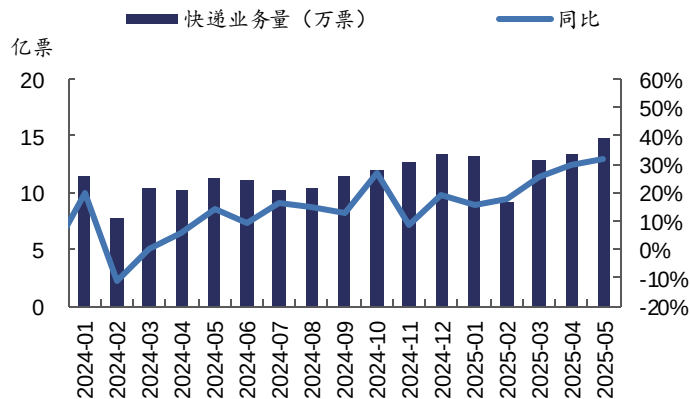
图：时效件市场呈现单寡头格局



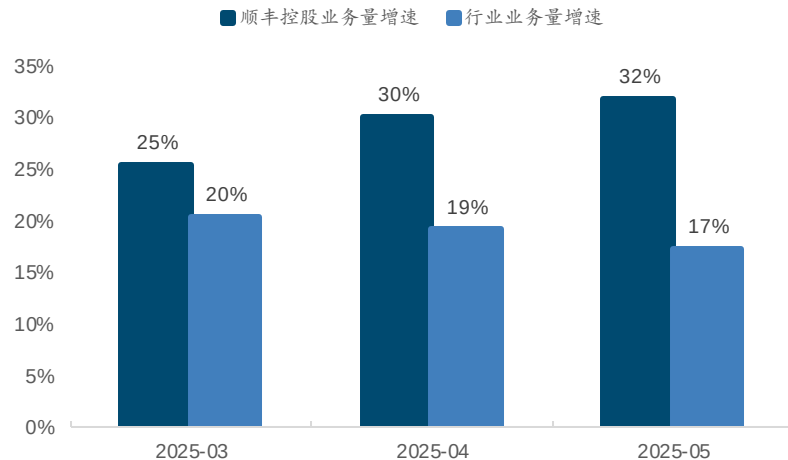
3.2 顺丰控股：发挥网络特点激发组织活力，业务量增速超行业

- 激发组织活力效果显现。顺丰控股在末端拥有自有员工，通过激励小哥开拓业务，业务量同比实现快速增长。以2025年5月为例，顺丰控股的业务量同比增长32%，显著高于行业增速（17%）。

图：激活组织活力，顺丰控股业务量增速加快



图：2025年3月起顺丰控股业务量增速高于行业



3.2 顺丰控股：降本增效，盈利有望持续提升

- 顺丰控股秉承精益经营理念，持续深化营运模式变革、加强网络融通和资源精益化管理，致力于实现结构性降本。
- 营运模式变革：在支线端，公司结合笼车装运，让快件从中转场分拣后直接发到小哥收派区域，同时借此调优网点布局，加密末端触点，退租部分临街网点。在干线端，公司建成了行业首个无人化笼车转运中心，实现“熄灯工厂”作业模式。此外，公司已投入了超800台无人车，覆盖支线接驳、工业园区以及校园收派等多样化场景。

图：顺丰控股持续进行营运优化

中转环节	运输环节	末端环节
- 建设高效的中转网络 - 提高中转场经营效益 - 打造行业首个无人化快件容器转运中心	- 优化陆网线路规划 - 调优运力资源结构	- 提高网点效率 - 激励小哥创收 - 提升小哥效率

图：顺丰控股多网融通降本效果显著

末端直分直发 ¹	干线笼车转运
- 调优网点布局，释放降本效益 成本节省超过增量投入 - 小哥往返距离缩短38%² 员工满意带动客户满意	行业首个无人化 笼车转运中心 全网均值4倍 年化1600万+³ 中转效能可达 单个场地成本节降

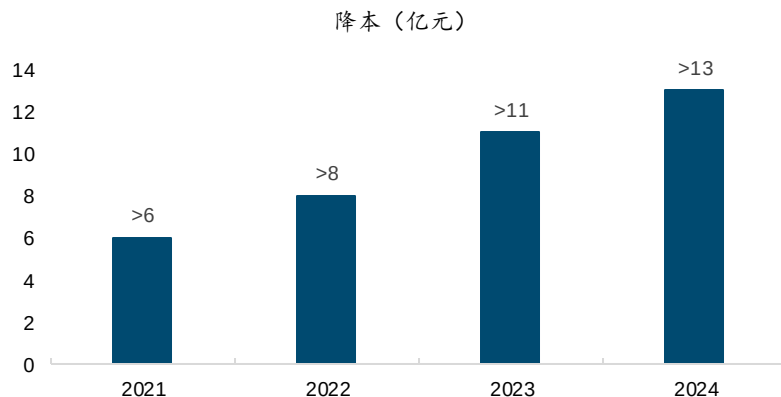
3.2 顺丰控股：降本增效，盈利有望持续提升

- 顺丰控股秉承精益经营理念，持续深化营运模式变革、加强网络融通和资源精益化管理，致力于实现结构性降本。
- 多网融通：过去四年里，公司多网融通降本效果逐年放大，2024年降本超13亿元，随着激活经营逐步落地，2025年公司将鼓励前线经营主体自主发现和挖掘融通机会点，多网融通进入常态化阶段。

图：顺丰控股多网融通步入常态化新阶段



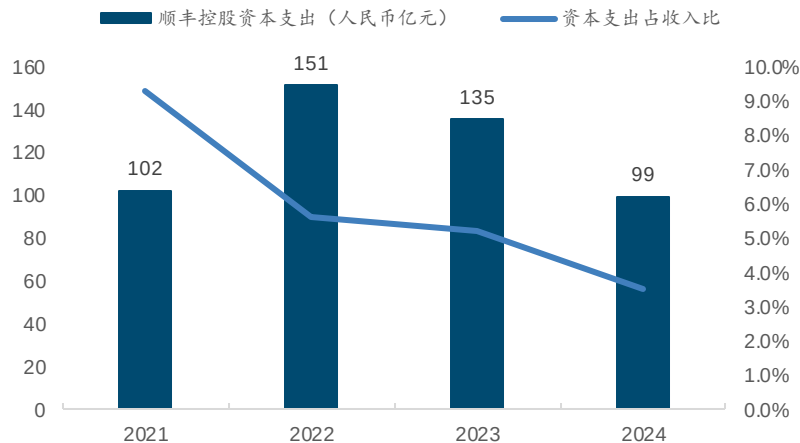
图：顺丰控股多网融通降本效果显著



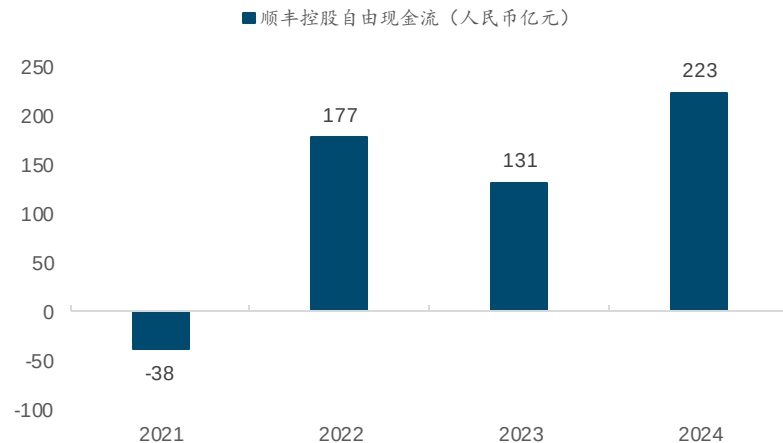
3.2 顺丰控股：资本开支放缓，自由现金流增加分红提升

- 资本开支下降，自由现金流增加。顺丰控股CAPEX高峰期已过，并持续关注投入产出效率，使得CAPEX金额逐年下降，2024年资产类支出为99亿元，同比下降27%，同期自由现金流大幅提升70%，达到223亿元，强劲的自由现金流为分红及股份回购奠定了良好的基础。

图：顺丰控股资本开支金额逐年下降



图：顺丰控股自由现金流持续增长

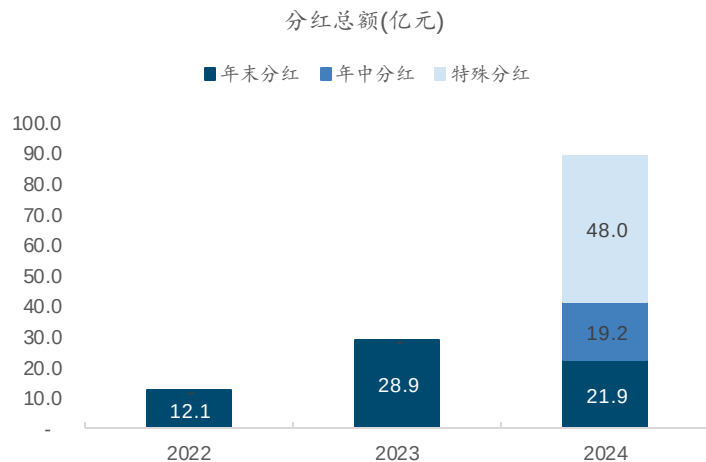


资料来源：顺丰控股官网，国金证券研究所

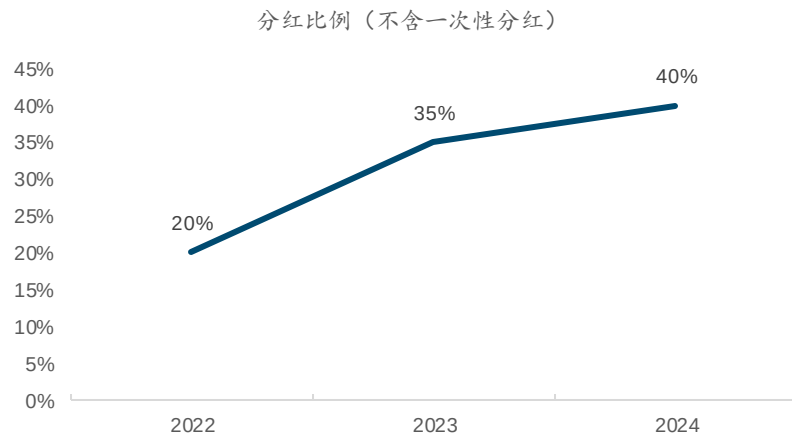
3.2 顺丰控股：资本开支放缓，自由现金流增加分红提升

- 公司分红率稳中有升。2024年顺丰实施多次分红。中期分红：每10股派发现金股利4元（含税），2024年中期分红总额约为19.18亿元。特别分红：在港股IPO之前，对A股股东实施一次性特别现金分红，每10股派发现金股利10元（含税），分红总额约为47.95亿元。末期分红：每10股派发现金股利4.4元（含税），2024年末期分红总额约为21.85亿元。股息支付率合计约88%，不含特别分红为40%，较过去两年稳中有升。

图：顺丰控股分红金额（不含一次性）持续增长



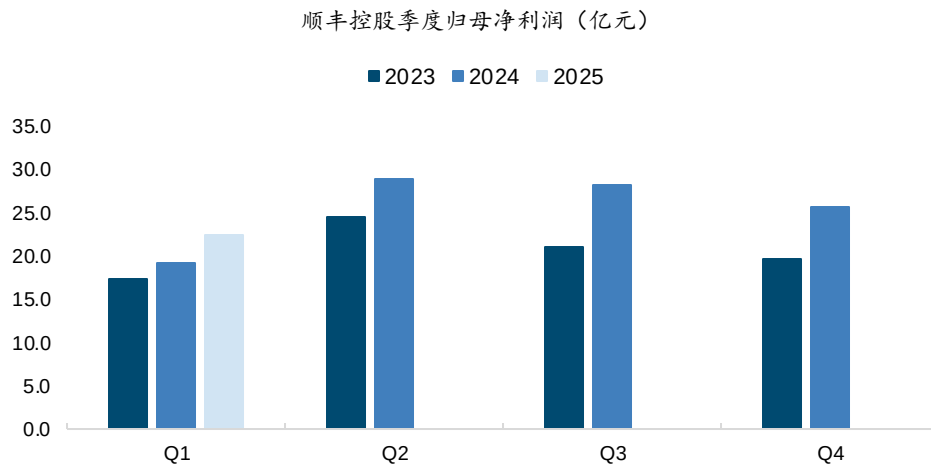
图：顺丰控股分红比例稳中有升



3.3投资组合：顺丰控股

- 投资组合：考虑经营韧性、降本增效、股东回报提升等，推荐顺丰控股。

图：顺丰控股利润持续增长



04 投资建议

投资建议：建议关注航空及直营快递板块

- **航空：供给侧增长受限，建议关注供需持续优化的航空板块。**2025年以来行业供需继续优化，截至5月主要航司机队较上年末增速仅1.3%，维持低增长，客座率已超2024年及2019年，产能利用率较2019年缩窄，预计旺季产能利用率将继续超2019年。展望未来，行业供给低增长，需求持续增长逐步达到供需拐点：（1）供给端：当前存量订单较少，且波音、空客产能仍未恢复，导致订单积压（波音6500+架、空客8600+架），影响未来新订单交付，预计未来飞机引进速度仍为低个位数，叠加PW1100发动机维修问题，有效运力进一步下降。（2）需求端：我国经济保持着平稳发展态势，叠加各项入境签证政策优化将推动国际线旅客大幅增长，预计民航旅客量将保持高个位数增长。供需拐点有望于年内实现，预计2025年供给同比增长3%，累计较2019年增长18%；需求同比增长7%，累计较2019年增长18%，产能利用率接近2019年，年内实现供需平衡。未来供需进一步优化，票价将提升，航司利润将释放。三大航对票价、油价敏感性更高，且AH溢价率高，推荐中国国航H+A、南方航空H+A；民营航司盈利增长确定，推荐吉祥航空、春秋航空。
- **物流：末端持续赋能，建议关注直营快递板块。**无人物流车应用可助力快递末端降本增效，经测算，无人物流车的单月使用成本仅为0.25万元（包括车辆折旧、FSD服务费、电费），低于传统物流车的0.77万元（包括车辆折旧、司机工资、油费），若单日票数为2000票，单票配送成本可降低至0.04元。直营快递有望直接受益，看好直营快递顺丰控股：（1）直营快递板块格局较好，时效件市场顺丰市占率达64%，且直营快递面向中高端客户，可避免陷入加盟快递的价格竞争；（2）利用直营优势激活组织活力，获取高于行业的件量增长，2025年5月顺丰控股的业务量同比增长32%，显著高于行业增速（17%）；（3）持续深化营运模式变革、加强网络融通和资源精益化管理，实现结构性降本，2024年降本超13亿元；（4）2024年资产类支出为99亿元，同比下降27%，同期自由现金流大幅提升70%，达到223亿元，强劲的自由现金流为分红及股份回购奠定了良好的基础，2024年公司不含特别分红的股息支付率为40%，较过去两年稳中有升。

- 宏观经济增速低于预期风险。交运行业是与经济、贸易环境状况密切相关的行业，宏观经济景气度直接影响经济活动的开展、居民可支配收入和进出口贸易额的增减，进而影响交运需求。
- 人民币汇率贬值风险。航司有大量外币负债，汇率波动将直接影响当期利润。
- 油价上涨风险。运输类企业燃油成本占比较高，若油价大幅上涨，运输类企业成本将大幅提升。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题