

物流

报告日期：2023年03月20日

1-2月单量合计同比增速逐步修复，关注重点产粮区价格回归

——快递行业专题报告

投资要点

□ 单价：监管高质量发展引导下竞争秩序依然稳定

行业层面：2月单月票单价9.86元，同比-0.25元，环比-1.36元。预期义乌地区价格3月起回暖。

1) 韵达：2月单价2.60元，环比-0.15元，同比+0.26元。公司同比价格增幅领跑行业，我们分析主要为件量结构优化所致。

2) 圆通：2月单价2.54元，环比-0.20元，同比-0.12元。

3) 申通：2月单价2.42元，环比-0.28元，同比-0.17元。

4) 顺丰：2月单价15.36元，环比-1.70元，同比-0.08元。我们分析或是电商退换货及丰网结构占比提升所致。

核心分析：2月单价略有波动主要为货重差异影响，整体价格秩序无需过度担忧，综合考虑监管持续性、龙头高质量发展共识及新进入者诉求，关注重点产粮区价格回归。

□ 单量：剔除春节错期后前2月单量合计同比增速逐步修复，看好趋势延续

上游驱动方面，1-2月实物商品网购零售额1.75万亿元，同比增长5.3%；占社零总额比重22.7%，同比提升0.7pts。

行业层面：1-2月快递业务量累计完成164.03亿件（日均2.78亿件），同比增长4.6%。

1) 韵达：1-2月合计日均单量4032万件，同比-12.8%。我们分析同比增速弱于同行，主要为件量结构优化后同比口径影响，预期3月份起件量增速有较明显改善。

2) 圆通：1-2月合计日均单量4542万件，同比+16.7%。

3) 申通：申通：1-2月合计日均单量3449万件，同比+18.9%。

4) 顺丰：1-2月合计日均单量3112万件，同比+12.8%。单量增速表现好于行业，我们分析主要为公司凭借直营制网络服务和资源调度能力有效保障客户寄递需求高峰。

核心分析：剔除春节错期影响，主要企业1-2月合计快递件量同比增速逐步修复。短期看，防疫优化仍会带来件量弹性；中长期看，直播电商崛起叠加单包裹货值下行，行业单量仍有成长性。

□ 2023快递主线思考：竞争秩序大概率维稳，件量及成本将有底部反转

时值快递淡季来临，板块波动加大来源于市场对竞争秩序的担忧。综合考虑监管持续性、龙头发展战略及新进入者诉求，我们认为整体价格仍将维稳，淡季局部适度的灵活价格杠杆无需过度担忧。那么，在整体竞争环境稳定的情况下，我们认为：1) 件量端，龙头受益于履约修复、电商创新及份额集中等将有增长；2) 成本端，龙头受益于规模效应、油价下行、疫情支出平滑、总部资本开支收窄、末端成本下降等将有优化；3) 服务端，龙头受益于高质量发展共识、健全网络基础上的产品分层、全链路稳定性提升将有改善。

□ 投资：区分赛道，看好龙头价值修复，优选韵达股份、顺丰控股、圆通速递

1) 韵达股份预期未来经营业绩随单量修复及成本费用管控深入优化有望改善，我们预计公司2023年归母净利润29.65亿元，对应PE仅12倍。

2) 顺丰控股利空出尽，2022年扣非净利润52.5~54.5亿元，同比增长186%~197%修复明显。公司作为快递物流龙头，新业务改善速度及时效业务利润率回升均有望超预期，将打开价值空间。

行业评级：看好(维持)

分析师：匡培钦

执业证书号：S1230520070003

kuangpeiqin@stocke.com.cn

研究助理：冯思齐

fengsiqi@stocke.com.cn

相关报告

1 《1月价格延续旺季韧性，剔除春节错期影响依然看好履约修复节奏——快递行业专题报告》

2023.02.20

2 《12月价格依然坚挺，2023年疫情缓和下履约能力加速修复——快递行业专题报告》

2023.01.29

3 《快递行业系列深度之综合篇：量价本三维度向好，看好龙头价值修复》 2023.01.04

3) 圆通速递业绩如期释放, 2022 年业绩快报归母净利润 39.20 亿元, 同比增长 86.3%, 单票盈利领先改善, 关注后续数字化建设深入叠加单量延续增长带来的业绩进一步超预期的可能。

□ **风险提示: 政策管控松动; 快递价格战恶化; 实体网购增长回落。**

正文目录

| | |
|--|----|
| 1 单价：监管高质量发展引导下竞争秩序依然稳定 | 5 |
| 2 单量：剔除春节错期后前 2 月单量合计同比增速逐步修复，看好趋势延续 | 7 |
| 3 2023 年快递主线思考：竞争秩序大概率维稳，件量及成本将有底部反转 | 9 |
| 4 投资策略：区分赛道，看好龙头价值修复 | 10 |
| 5 风险提示 | 11 |

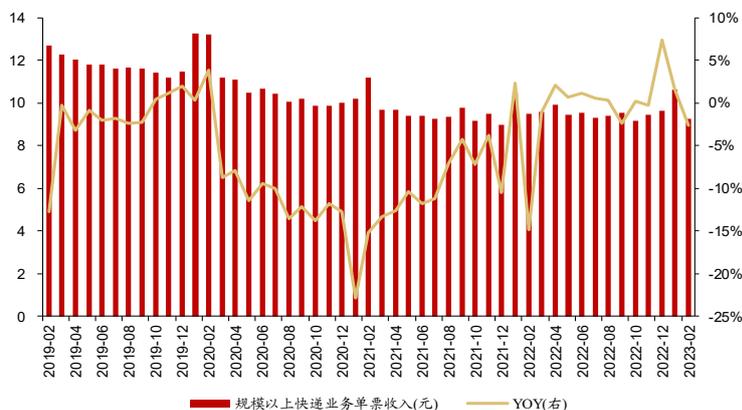
图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 2 月行业票单价同比下降 0.25 元..... | 5 |
| 图 2: 2 月义乌票单价同比下降 0.28 元..... | 5 |
| 图 3: 2 月广州票单价同比提升 0.14 元..... | 5 |
| 图 4: A 股电商快递公司月度票单价..... | 6 |
| 图 5: A 股电商快递公司月度票单价 YOY..... | 6 |
| 图 6: 2023 年前 2 月实物商品网上零售额同比增长 5.3%..... | 7 |
| 图 7: 2023 年前 2 月累计实体网购渗透率 22.7%..... | 7 |
| 图 8: 1-2 月行业件量同比增长 4.6%..... | 7 |
| 图 9: A 股快递公司单月单量情况 (亿件)..... | 8 |
| 图 10: 快递行业盈利分析框架..... | 9 |
| 表 1: 2023 年前 2 月各快递企业经营数据简析..... | 10 |
| 表 2: 我国主要快递上市公司估值情况 (2023/3/19)..... | 10 |

1 单价：监管高质量发展引导下竞争秩序依然稳定

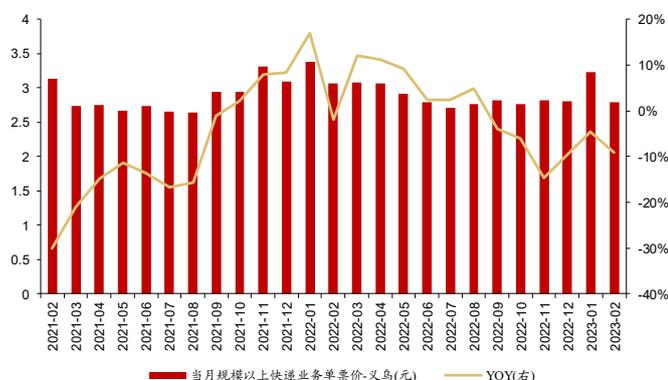
行业层面，2月单月票单价9.86元，同比-0.25元，环比-1.36元。其中，义乌单月票单价2.79元，同比-0.28元，环比-0.43元，预期3月份起回暖；广州单月票单价7.63元，同比+0.14元，环比-1.41元。

图1：2月行业票单价同比下降0.25元



资料来源：Wind，国家邮政局，浙商证券研究所

图2：2月义乌票单价同比下降0.28元



资料来源：Wind，国家邮政局，浙商证券研究所

图3：2月广州票单价同比提升0.14元



资料来源：Wind，国家邮政局，浙商证券研究所

1) **韵达**：2月单价2.60元，环比-0.15元，同比+0.26元。公司同比价格增幅领跑行业，我们分析主要为件量结构优化所致。

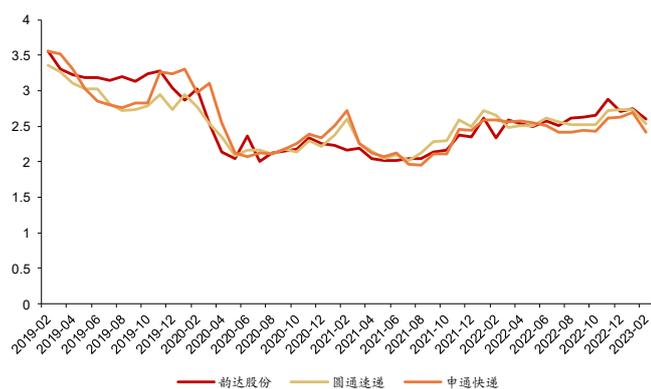
2) **圆通**：2月单价2.54元，环比-0.20元，同比-0.12元。

3) **申通**：2月单价2.42元，环比-0.28元，同比-0.17元。

4) **顺丰**：2月单价15.36元，环比-1.70元，同比-0.08元。我们分析或是电商退换货及丰网结构占比提升所致。

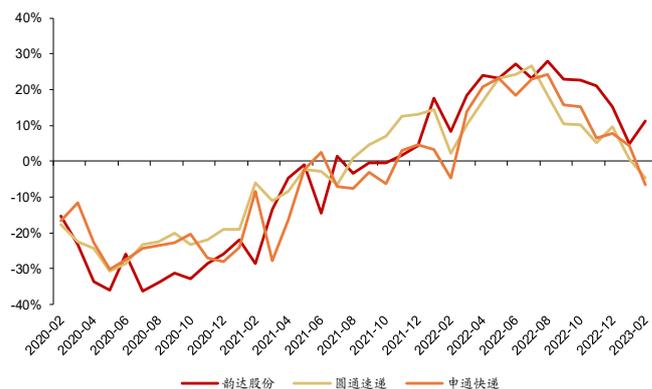
核心分析：2月单价略有波动主要为货重差异影响，整体价格秩序无需过度担忧，综合考虑监管持续性、龙头高质量发展共识及新进入者诉求，关注重点产粮区价格回归。

图4: A股电商快递公司月度票单价



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图5: A股电商快递公司月度票单价 YOY

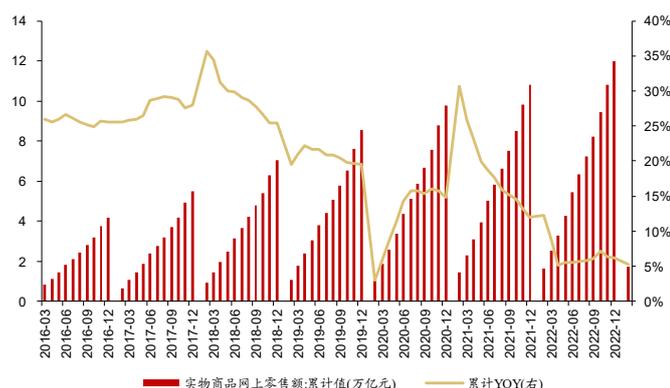


资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

2 单量：剔除春节错期后前 2 月单量合计同比增速逐步修复，看好趋势延续

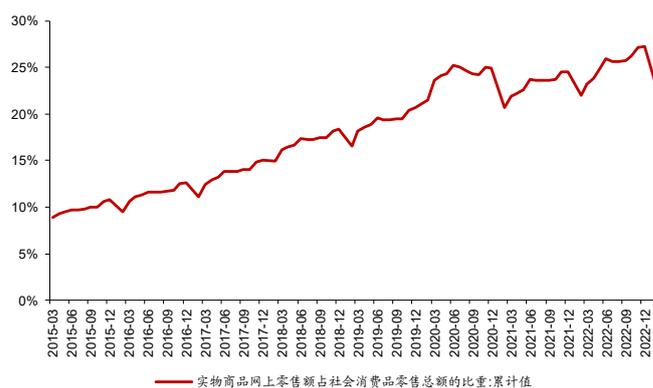
上游驱动端，2023 年前 2 月实物商品网上零售额 1.75 万亿元，累计同比增长 5.3%；累计实体网购渗透率 22.7%，同比提升 0.7pts，前期疫情扰动正在稳步修复。根据 2023 年政府工作报告提出的年度工作重点，着力扩大国内需求为首项任务，要把恢复和扩大消费摆在优先位置。多渠道增加城乡居民收入。稳定大宗消费，推动生活服务消费恢复。

图6： 2023 年前 2 月实物商品网上零售额同比增长 5.3%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

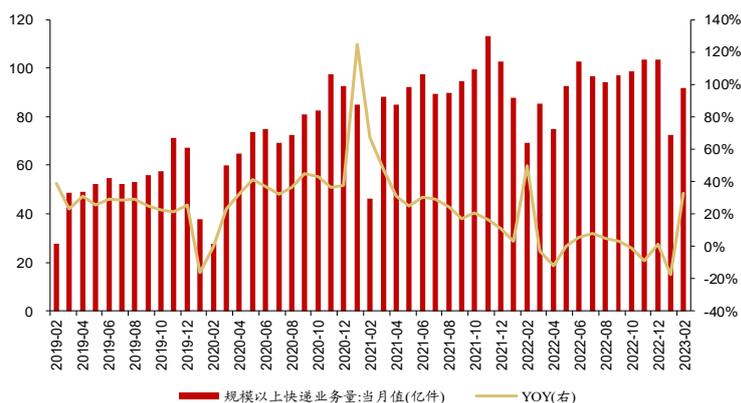
图7： 2023 年前 2 月累计实体网购渗透率 22.7%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

行业层面，1-2 月快递业务量累计完成 164.03 亿件（日均 2.78 亿件），同比增长 4.6%；其中，2 月单月快递业务量完成 91.75 亿件，同比增长 32.8%。

图8： 1-2 月行业件量同比增长 4.6%



资料来源：Wind，国家邮政局，浙商证券研究所

1) **韵达**：1-2 月合计日均单量 4032 万件，同比-12.8%。我们分析同比增速弱于同行，主要为件量结构优化后同比口径影响，预期 3 月份起件量增速有较明显改善。

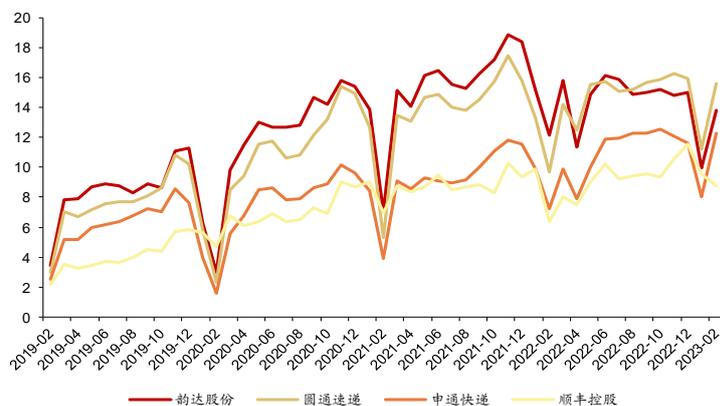
2) **圆通**：1-2 月合计日均单量 4542 万件，同比+16.7%。

3) **申通**：1-2 月合计日均单量 3449 万件，同比+18.9%。

4) 顺丰：1-2月合计日均单量3112万件，同比+12.8%。单量增速表现好于行业，我们分析主要为公司凭借直营制网络服务和资源调度能力有效保障客户寄递需求高峰。

核心分析：剔除春节错期影响，主要企业1-2月合计快递件量同比增速逐步修复。短期看，防疫优化仍会带来件量弹性；中长期看，直播电商崛起叠加单包裹货值下行，行业单量仍有成长性。

图9：A股快递公司单月单量情况（亿件）

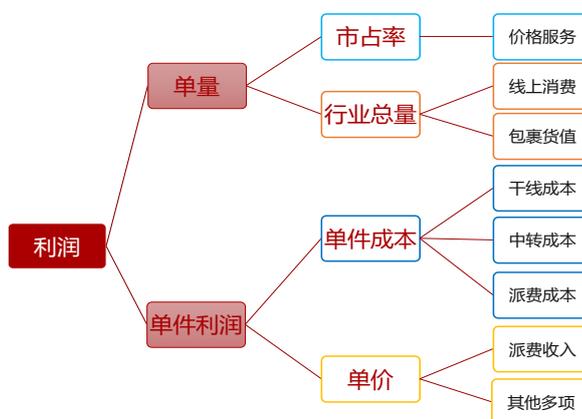


资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

3 2023 年快递主线思考：竞争秩序大概率维稳，件量及成本将有底部反转

时值快递淡季来临，板块波动加大来源于市场对竞争秩序的担忧。综合考虑监管持续性、龙头发展战略及新进入者诉求，整体价格仍将稳中有升，淡季局部适度的灵活价格杠杆无需过度担忧。那么，在整体竞争环境稳定的情况下，我们认为：1) 件量端，龙头受益于履约修复、电商创新及份额集中等将有增长；2) 成本端，龙头受益于规模效应、油价下行、疫情支出平滑、总部资本开支收窄、末端成本下降等将有优化；3) 服务端，龙头受益于高质量发展共识、健全网络基础上的产品分层、全链路稳定性提升将有改善。

图10： 快递行业盈利分析框架



资料来源：浙商证券研究所

4 投资策略：区分赛道，看好龙头价值修复

2023 年以来快递履约能力加速修复，单量增速持续回升。3 月 1 日-3 月 16 日行业包裹日均投递量 3.66 亿件（交通部日度口径），较 22 年 3 月日均包裹量（邮政局月度口径）增长 32.7%。我们分析原生网购需求有韧性，此前快递履约主要受防疫影响，因此防疫放开度过短期感染高峰、人员短缺的阵痛后，未来快递件量增速有望迎来加速修复。中长期看，直播电商崛起支撑网购原生增速且单包裹货值进一步下行，后期行业包裹增速或仍然向好，叠加产区价格洼地进一步修复，有望带来景气提升。

依然看好快递 2023 年业绩弹性：

1) 韵达股份预期未来经营业绩随单量修复及成本费用管控深入优化有望改善，我们预计公司 2023 年归母净利润 29.65 亿元，对应 PE 仅 12 倍。

2) 顺丰控股利空出尽，2022 年扣非净利润 52.5~54.5 亿元，同比增长 186%~197% 修复明显。公司作为快递物流龙头，新业务改善速度及时效业务利润率回升均有望超预期，将打开价值空间。

3) 圆通速递业绩如期释放，2022 年业绩快报归母净利润 39.20 亿元，同比增长 86.3%，单票盈利领先改善，关注后续数字化建设深入叠加单量延续增长带来的业绩进一步超预期的可能。

表1：2023 年前 2 月各快递企业经营数据简析

| 指标 | 韵达股份 | 圆通速递 | 中通快递 | 顺丰控股 |
|---------------|--------|-------|-------|-------|
| 前 2 月日均单量(万件) | 4032 | 4542 | 3449 | 3112 |
| 前 2 月同比 | -12.8% | 16.7% | 18.9% | 12.8% |
| 2 月当月票单价(元) | 2.60 | 2.54 | 2.42 | 15.36 |
| 同比增减(元) | -0.15 | -0.20 | -0.28 | -1.70 |
| 环比增减(元) | 0.26 | -0.12 | -0.17 | -0.08 |

资料来源：公司公告，国家邮政局，浙商证券研究所

备注：自 2021 年 10 月起，顺丰快递业务不再包含国际业务板块

表2：我国主要快递上市公司估值情况（2023/3/19）

| 证券代码 | 证券简称 | 评级 | 市值 | | | | PE | | PB |
|-----------|------|----|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | 2023/3/19 | 22E | 23E | TTM | 22E | 23E | LF |
| 002120.SZ | 韵达股份 | 买入 | 367 | 14.38 | 29.65 | 25.13 | 25.53 | 12.38 | 2.23 |
| 600233.SH | 圆通速递 | 买入 | 642 | 39.20 | 43.79 | 16.38 | 16.38 | 14.66 | 2.51 |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 买入 | 2570 | 62.61 | 84.52 | 37.01 | 41.05 | 30.41 | 3.03 |
| 2057.HK | 中通快递 | - | 1489 | 69.09 | 79.06 | 23.93 | 23.57 | 20.00 | 3.27 |
| 002468.SZ | 申通快递 | - | 160 | 3.29 | 8.49 | - | 48.53 | 18.82 | 1.98 |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：市值金额单位为亿元人民币；韵达股份、顺丰控股、圆通速递采用浙商交运盈利预测，其余为万得一致预期；圆通速递 2022 年归母净利润为业绩快报值

5 风险提示

政策管控松动；快递价格战恶化；实体网购增长回落。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>