



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告
2023年5月22日
行业：交通运输
增持（维持）

三张表解读快递公司核心数据

分析师：花小伟 SAC编号：S0870522120001

主要观点

2023年至今快递市场呈现逐步恢复势头，而头部快递公司，除了韵达，均保持着高于行业的业务量增速。全年来看，随着消费市场逐渐复苏，快递业务量有望继续保持双位数增长趋势。此外，消费升级以及制造业转型升级有望推动快递物流行业继续增长。在行业同质化的情况下，我们认为，差异化的竞争策略和优质服务能力是后续行业竞争中的胜负手，而头部企业持续投入的资产将成为保障其服务能力的基石，市场份额预计将逐渐向行业头部企业聚集。

对比各快递公司核心经营数据和固定资产，①23Q1顺丰单票扣非归母净利高达0.53元/件，通达系里中通保持0.30元的单票扣非净利优势；②中通在房屋、车辆和设备方面的投入居通达系首位；③顺丰在航空资产保持着较高的投入，逐步搭建起较高的壁垒。

未来十二个月内，维持交通运输行业“增持”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期；消费需求复苏不及预期；油价持续上涨；价格竞争加剧等



目录

Content

- 一、23Q1顺丰单票扣非归母净利高达0.53元/件，通达系里中通持续保持净利优势
- 二、中通在房屋、车辆和设备方面的投入居通达系首位
- 三、投资建议
- 四、风险提示

一、23Q1顺丰单票扣非归母净利高达0.53元/件，通达系里中通持续保持净利优势（1/2）

◆ 顺丰单票扣非归母净利实现大幅提升，从2021年的0.17元/件提升至2022年的0.48元/件，同比增长176.0%，且23Q1继续保持了上涨的趋势，达0.53元/件。同时，申通的单票扣非归母净利实现扭亏为盈，从2021年的-0.09元/件逐步提升至23Q1的0.04元/件。

◆ 中通的毛利率排名第一，始终保持超过20%的水平，且2021年-2023年Q1毛利率从21.7%提升至28.1%。

表1 2021-2023年快递公司营业收入、业务量等核心经营情况（单位：亿元、亿件、%）

	2021					2022					23Q1				
	中通	圆通	韵达	申通	顺丰	中通	圆通	韵达	申通	顺丰	中通	圆通	韵达	申通	顺丰
营业收入	304.1	451.5	417.3	252.5	2071.9	353.8	535.4	474.3	336.7	2674.9	89.8	129.1	104.7	87.4	610.5
YOY	20.6%	29.4%	24.6%	17.1%	34.5%	16.3%	18.6%	13.7%	33.3%	29.1%	13.7%	9.2%	-9.4%	22.3%	-3.1%
快递板块总收入	274.5	381.5	394.3	246.0	1697.7	325.8	461.4	449.6	325.8	1742.2	83.9	113.9	100.1	83.2	454.8
YOY	25.3%	30.2%	24.5%	15.1%	17.4%	18.7%	11.1%	14.0%	32.4%	2.6%	16.1%	17.3%	-8.3%	19.4%	14.9%
快递业务量	222.9	165.4	184.0	110.8	105.0	243.9	174.8	176.1	129.5	110.7	63.0	44.6	38.3	33.6	28.7
YOY	31.1%	30.8%	30.1%	25.6%	29.0%	9.4%	5.7%	-4.3%	16.9%	5.4%	20.5%	20.0%	-11.2%	24.3%	18.1%
市场份额	20.6%	15.3%	17.0%	10.2%	9.7%	22.1%	15.8%	15.9%	11.7%	10.0%	23.4%	16.6%	14.2%	12.5%	10.7%
全行业快递件量	1083.0	1083.0	1083.0	1083.0	1083.0	1105.8	1105.8	1105.8	1105.8	1105.8	268.9	268.9	268.9	268.9	268.9
营业成本	238.2	414.4	379.5	246.7	1815.5	263.4	474.9	431.0	322.0	2340.7	64.6	114.2	93.7	83.2	525.9
YOY	22.9%	30.5%	25.2%	18.4%	40.9%	10.6%	14.6%	13.6%	30.5%	28.9%	2.8%	10.6%	-9.4%	22.7%	-4.8%
毛利率 (%)	21.7%	8.2%	9.1%	2.3%	12.4%	25.6%	11.3%	9.1%	4.4%	12.5%	28.1%	11.6%	10.6%	4.9%	13.9%
归母净利润	47.5	21.0	14.8	-9.1	42.7	68.1	39.2	14.8	2.9	61.7	16.7	9.1	3.6	1.3	17.2
YOY	10.3%	19.1%	5.1%	-2603.2%	-41.7%	43.2%	86.3%	1.6%	131.6%	44.6%	84.3%	4.1%	3.0%	24.9%	68.3%
扣非归母净利润	49.5	20.7	14.0	-9.4	18.3	68.1	37.8	13.9	3.1	53.4	19.2	8.7	3.5	1.3	15.2
YOY	7.8%	34.2%	15.9%	-2943.8%	-70.1%	37.6%	82.9%	-0.9%	132.8%	191.0%	82.1%	6.6%	-13.8%	34.1%	66.4%
单票扣非归母净利 (元/件)	0.22	0.12	0.08	-0.09	0.17	0.28	0.22	0.08	0.02	0.48	0.30	0.20	0.09	0.04	0.53

资料来源：各公司公告，上海证券研究所



一、23Q1顺丰单票扣非归母净利高达0.53元/件，通达系里中通持续保持净利优势（2/2）

- ◆ 对比通达系的单票情况，2020-2022年中通单件快递收入分别为1.29元、1.23元和1.34元，和圆通/韵达/申通相比较低，主要由于口径原因中通在收入和成本端均没有包含派送相关的费用。但从单票毛利的情况来看，2020-2022年中通的单票毛利分别为0.47元、0.41元和0.50元，持续显著高于其他三家的单票毛利。但从增速的角度来看，2022年圆通和申通的单票毛利同比大幅增长，分别为0.27元和0.11元。
- ◆ 监管政策和行业都在转向注重“服务能力”，但小幅的价格竞争在较为同质化的快递行业里预计无法避免，而中通较高的单票净利将给予公司较大的优势。

表2 2020-2022年通达系快递公司单票情况（单位：亿件、元/件、%）

	2020				2021				2022			
	中通	圆通	韵达	申通	中通	圆通	韵达	申通	中通	圆通	韵达	申通
包裹量	170.03	126.48	141.44	88.17	222.89	165.43	184.02	110.76	243.89	174.79	176.09	129.47
YOY	40.3%	38.8%	41.0%	19.6%	31.1%	30.8%	30.1%	25.6%	9.4%	5.7%	-4.3%	16.9%
单件快递收入	1.29	2.27	2.24	2.42	1.23	2.26	2.14	2.22	1.34	2.59	2.55	2.52
YOY	-20.4%	-22.9%	-29.8%	-22.1%	-4.4%	-0.6%	-4.3%	-8.4%	8.5%	14.6%	19.2%	13.3%
单件快递成本	0.82	2.13	2.06	2.35	0.82	2.13	1.97	2.17	0.83	2.32	2.34	2.41
YOY	-14.3%	-18.1%	-26.9%	-15.8%	0.1%	0.1%	-4.7%	-7.5%	1.7%	8.9%	18.9%	10.9%
单件毛利	0.47	0.14	0.17	0.07	0.41	0.13	0.17	0.05	0.50	0.27	0.21	0.11
YOY	-29.2%	-59.0%	-52.0%	-76.8%	-12.2%	-11.2%	0.6%	-35.1%	21.9%	111.2%	22.4%	119.1%
单件归母净利	0.25	0.14	0.10	0.00	0.21	0.13	0.08	-0.08	0.28	0.22	0.08	0.02
YOY	-45.8%	-23.7%	-62.4%	-97.8%	-15.9%	-9.0%	-19.2%	-2092.6%	30.9%	76.4%	5.0%	127.1%
单件扣非归母净利	0.27	0.12	0.09	0.00	0.22	0.12	0.08	-0.09	0.28	0.22	0.08	0.02
YOY	-38.2%	-27.8%	-64.5%	-101.9%	-17.8%	2.6%	-10.9%	-2323.0%	25.7%	73.1%	3.5%	128.0%

资料来源：各公司公告，上海证券研究所



二、中通在房屋、车辆和设备方面的投入居通达系首位

◆ 对比各家快递企业2020-2022年固定资产和无形资产，①中通在房屋、土地使用权、运输设备和机器设备这四个方面均位居通达系首位，其中，房屋、车辆和设备这三个关键方面中通的投入更是明显高于通达系其余三位公司；②顺丰在航空资产保持着较高的投入，逐步搭建起较高的壁垒。

表3 2020-2022年各快递公司资本开支和增速、及核心资产价值 (单位: 亿元、%)

	2020					2021					2022				
	中通	圆通	韵达	申通	顺丰	中通	圆通	韵达	申通	顺丰	中通	圆通	韵达	申通	顺丰
资本开支	92.1	52.1	60.0	24.0	122.7	93.3	55.6	82.4	28.7	192.0	74.1	47.4	35.2	35.9	141.8
YOY	76.2%	55.2%	37.2%	20.7%	91.0%	1.3%	6.6%	37.3%	19.8%	56.5%	-20.5%	-14.8%	-57.3%	25.0%	-26.1%
固定资产及土地使用权拆分	中通	圆通	韵达	申通	顺丰	中通	圆通	韵达	申通	顺丰	中通	圆通	韵达	申通	顺丰
房屋	69.4	53.0	24.9	20.8	68.7	117.3	71.3	51.8	21.0	134.6	150.0	87.7	59.4	32.4	185.3
土地使用权	43.6	36.3	24.3	12.7	55.2	53.4	38.9	40.6	13.7	65.5	54.4	41.4	41.2	14.2	67.5
运输设备	55.9	10.9	16.1	8.2	17.9	61.8	14.9	18.3	9.3	25.8	61.0	10.7	14.1	10.6	25.2
机器设备	50.6	25.1	46.1	21.5	32.8	63.8	31.5	61.7	25.4	65.0	73.3	35.9	58.0	29.4	78.4
计算机及电子设备	6.2	2.6	7.7	1.0	12.8	7.7	2.6	6.4	0.8	16.3	8.5	2.2	6.3	1.2	15.5
办公设备及其他设备		0.3	0.0		34.7		0.3	0.0		60.1		0.4	0.0		54.6
飞机、飞机发动机及高价工具等		5.0			56.7		5.1			67.5		14.2			77.7

资料来源: 各公司公告, 上海证券研究所



未来十二个月内，维持交通运输行业“增持”评级。

2023年至今快递市场呈现逐步恢复势头，而头部快递公司，除了韵达，均保持着高于行业的业务量增速。全年来看，随着消费市场逐渐复苏，快递业务量有望继续保持双位数增长趋势。此外，消费升级以及制造业转型升级有望推动快递物流行业继续增长。在行业同质化的情况下，我们认为，差异化的竞争策略和优质服务能力是后续行业竞争中的胜负手，而头部企业持续投入的资产将成为保障其服务能力的基石，市场份额预计将逐渐向行业头部企业聚集。

- ◆ **顺丰控股：**公司深耕中高端快递市场，单票盈利能力表现亮眼。同时，公司资本开支高峰期已过，随着鄂州花湖机场投运后产能逐步爬坡，有望进一步降低公司运输成本并释放业务协同效应，看好公司成本端的持续改善和单季度业绩逐步修复。
- ◆ **中通快递：**公司单票盈利能力位居通达系首位，且核心资产投入明显高于通达系其余公司，为公司优越的服务能力奠定扎实的基础。同时，公司业务布局多元化，展现综合物流的联动效应，预计公司有望继续发挥规模效应。



四、风险提示

1. 宏观经济复苏不及预期：若国际、国内宏观经济环境不及预期，则可能导致全球贸易下滑、消费需求下滑等。
2. 消费需求复苏不及预期：若消费市场需求复苏不及预期，将影响快递市场需求端的修复。
3. 油价持续上涨：若油价持续上涨，则快递公司的运输成本将同步增长。
4. 价格竞争加剧：若快递公司之间的价格竞争持续加剧，则不利于快递企业的经营。



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

