



## 竞争加剧，盈利触底

### 投资要点

- **2020 年快递行业需求端受疫情冲击后快速复苏，行业整体以价换量。**量，全年快递行业完成件量 833.6 亿件，同比增长 31.2% (+6.0pp)。价，2020 年全国快递均价 10.55 元，同比下降 10.6% (-9.7pp)。上游电商方面，2020 年阿里、京东的净收入分别为 6442.1 亿元 (+31.8%)、7458 亿元 (+29.3%)，均保持较为稳定的增速。从年活跃用户数来看，阿里全年活跃用户数量达 7.8 (+19.1%) 亿，增速略高于 2019 年同期；京东达 4.7 (+30.4%) 亿，增幅超阿里。拼多多年活跃用户数超过阿里达到 7.9 亿 (+34.7%)，年度 GMV 达 16,676 (+65.7%) 亿元。

21Q1 全国快递业务量完成 219.3 亿件 (+75.0%)，疫情低基数下实现了高速增长。Q1 快递业务收入 2,237.7 亿元 (+45.9%)，行业维持以价换量趋势，2021Q1 快递单价 10.2 元，同比下降 16.7% (-13.1pp)。

- **极兔入局，竞争加剧，市场份额分化。**2020 年上市快递企业保持高强度产能投入同时“黑马”极兔杀出，行业整体供大于求，件量竞争白热化。加盟制快递方面，2020 年中通实现快递量 170 亿件 (+40.3%)，市占率提升至 20.4%；韵达实现件量 141.8 亿件 (+41.4%)，市占率提升至 17%；圆通实现快递件量 126.5 亿件 (+38.8%)，市占率提升至 15.2%，提升幅度低于中通和韵达。“通达系”中的申通和百世快递市占率下滑，申通市占率下降至 10.6%，百世下降至 10.2%。直营制快递方面，受益于高端消费线上化及公司产品线下沉，顺丰快递量增速 68.1%，市占率提升至 9.8%；

市场集中度方面，2020 年年底行业 CR8 系 82.2%，较去年同期下降 0.3pp。2021 年 2 月行业 CR8 下降至近两年来的最低点 (79.9%)，3 月 CR8 回升至 80.5%，集中度变化基本可由极兔件量的爆发式增长来解释。

- **价格竞争激烈，上市公司 ASP 降幅超 2 成。**2020 年邮政局口径行业快递单价 10.55 元，同比下降 10.6%。上市公司口径 ASP 降幅基本超过 20%，中通快递 ASP1.29 元 (-21.6%)，韵达快递 2.23 元 (-29.9%)，圆通快递 2.23 元 (-21.4%)，申通快递 2.39 元 (-22.0%)。直营快递顺丰 ASP 为 16.20 元 (-25.2%)。季度节奏来看，2020 年 2-3 季度激烈的价格战后 Q4 旺季价格战有所缓和，2021 年 Q1 行业 ASP 为 10.2 元，同比下降 16.6%。
- **2020 年上市快递企业单票成本继续下降，但降幅不及 ASP 降幅导致单票毛利均下降，毛利水平持续分化。**成本端，中通/圆通/韵达/申通单票成本分别为 0.82 (-14.3%)、2.15 (-18.5%)、2.06 (-27.1%)、2.33 (-15.9%) 元，圆通和韵达成本降幅领先。盈利端，2020 年中通、圆通、韵达、申通快递业务的单件毛利分别为 0.49 (-28.4%)、0.16 (-55.6%)、0.17 (-63.8%)、0.06 (-80.6%) 元，单票净利润分别为 0.25 (-45.8%)、0.12 (-27.8%)、0.09 (-64.6%)、0 (-101.2%) 元。整体看，通达系上市快递公司中圆通凭航空及国际业务实现业绩正增长，中通保持领先的盈利能力。

### 西南证券研究发展中心

分析师：陈照林  
执业证号：S1250518110001  
电话：13916801840  
邮箱：chzhil@swsc.com.cn

### 行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

股票家数	122
行业总市值 (亿元)	28,236.51
流通市值 (亿元)	25,938.86
行业市盈率 TTM	19.06
沪深 300 市盈率 TTM	13.7

### 相关研究

1. 快递行业 3 月份数据点评：行业集中度 CR8 环比回升 (2021-04-20)
2. 快递行业 2 月份数据点评：行业集中度 CR8 跌至 79.9% (2021-03-21)
3. 快递行业 1 月份数据点评：行业低基数高增速，顺丰保持环比增长 (2021-02-21)
4. 快递物流研究笔记之一：商流加持的物流巨头：菜鸟 VS 京东物流 (2021-02-03)
5. 快递行业 12 月份数据点评：价格战激烈，行业 ASP 降幅扩大至 12.7% (2021-01-19)
6. 快递行业 11 月份数据点评：电商渗透率突破 30% (2020-12-20)

2021 年一季度，通达系基本延续 2020 年盈利走势，韵达 Q1 实现扣非归母净利 1.8 亿元 (-31%)，圆通实现扣非归母净利 3.4 亿元 (+45%)。顺丰因网络建设及春节成本提升等因素导致短期亏损 (Q1 亏损 11.3 亿元)。



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

- **资产端，上市快递企业均保持高强度产能投入。**2020 年顺丰投资额 141.5 亿元 (+9.6%)，中通资本开支 92.1 亿元 (+76.2%)，韵达全年产能投入 60 亿元 (+37.2%)，圆通资本开支 52.1 亿元 (+55.2%)。季度节奏来看，中通则在 Q2 和 Q4 投入增速较高，韵达全年资本投入稳步上升，顺丰在 2020Q4 明显加快了资本开支速度。2021 年 Q1 顺丰资本开支达 39.7 亿元 (+107.6%)，圆通资本开支达 11 亿元 (+75.4%)，韵达资本开支达 12.8 亿元 (+36.2%)。
- **投资建议：**短期看，电商件快递市场激化的竞争带来了监管环境的变化，今年 4 月浙江省府审议通过的《浙江省快递业促进条例(草案)》规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务、亦对电商平台的快递选择的公平性进行管控，对于缓解快递业价格战囚徒困境释放了积极信号。中期看，极兔入局对电商件快递市场的冲击仍在演化中，监管介入、价格战阶段性缓和有望带来的快递板块估值修复，但我们认为当下电商系快递投资应该持产业视角：更多关注快递企业经营能力及市占率、淡化当期利润考量。对于顺丰，时效件增速放缓压制了公司利润基本盘，同时叠加网络升级及新业务拓展的投入期带来阶段性的利润低点，但我们认为顺丰长期竞争壁垒及成长空间并未受损，建议择机布局。
- **风险提示：**电商资本入局激化行业价格战、网购增速下滑、加盟商管控风险、人力成本大幅上涨。

#### 重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
002120.SZ	韵达股份	16.00	买入	0.48	0.61	0.67	33.3	26.2	23.9
600233.SH	圆通速递	11.67	买入	0.56	0.59	0.65	20.8	19.8	18.0
002352.SZ	顺丰控股	63.17	买入	1.61	1.99	2.20	39.2	31.7	28.7
02057.HK	中通快递	242.8	买入	5.42	5.50	7.36	44.8	44.1	33.0

数据来源：聚源数据，西南证券

## 目 录

<b>1 需求端稳健增长，供给端竞争激烈，行业供大于求、以价换量</b> .....	<b>1</b>
1.1 2020 全年行业中高速增长，2021Q1 受低基数影响.....	1
1.2 CR8 下降，极兔入局影响逐步深化.....	2
<b>2 行业盈利承压</b> .....	<b>4</b>
2.1 加盟制快递 ASP 降幅超过 20%，圆通和韵达单票成本降幅领先.....	4
2.2 上市公司单票毛利分化，中通优势明显.....	6
<b>3 上市快递企业产能投资节奏不同，行业整体资本开支维持高位</b> .....	<b>8</b>
3.1 产能投入进一步扩大，投资节奏差异显著.....	8
3.2 集中建设分拣中心，扩大运输工具投入.....	9
<b>4 投资建议</b> .....	<b>10</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>10</b>

## 图 目 录

图 1: 全国快递业务量同比增速 .....	1
图 2: 全国快递均价同比增速 .....	1
图 3: 阿里、京东的净收入同比变化 .....	2
图 4: 活跃用户同比变化 .....	2
图 5: 拼多多 GMV 及净收入同比变化 .....	2
图 6: 快递公司月度快递量增速 .....	3
图 7: 快递公司年度快递量增速 .....	3
图 8: 全行业 CR8 变化 .....	4
图 9: 快递公司快递单价年度及 2021Q1 变化 (元) .....	4
图 10: 快递公司快递单价同比增速 .....	4
图 11: 快递公司单票成本变化 (元) .....	5
图 12: 快递公司单票成本同比增速变化 .....	5
图 13: 快递公司单票快递毛利变化 (元) .....	7
图 14: 快递公司单票快递毛利同比增速变化 .....	7
图 15: 快递公司扣非归母净利润 (亿元) .....	7
图 16: 快递公司扣非归母净利润同比增速变化 .....	7
图 17: 快递公司单件扣非归母净利润 (亿元) .....	8
图 18: 主要快递公司年度资本开支 (单位: 亿元) .....	8
图 19: 主要快递公司季度资本开支 (单位: 亿元) .....	8
图 20: 2020 年顺丰年度资本开支明细 (单位: 亿元) .....	9
图 21: 2020 年顺丰资本开支明细占比 .....	9
图 22: 2020 年中通资本开支明细 (单位: 亿元) .....	9
图 23: 中通快递年度资本开支明细占比情况 .....	9

## 表 目 录

表 1: 快递量同比增速及市占率变化 .....	3
表 2: 通达系单票收入成本拆分 (年度、全口径; 单位: 元/件) .....	5
表 3: 通达系单票收入、成本及毛利情况汇总 (年度、总部口径; 单位: 元/件) .....	6

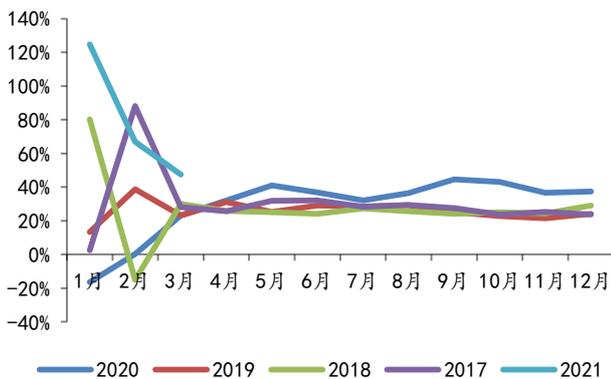
# 1 需求端稳健增长，供给端竞争激烈，行业供大于求、以价换量

## 1.1 2020 全年行业中高速增长，2021Q1 受低基数影响

2020 年全年全行业快递量 833.6 亿件，同比增长 31.2%，价格战激烈。2020 年全年全行业快递量 833.6 亿件，同比增长 31.2%，增速较去年同比上升 6.0pp；快递业务收入 8,795.4 亿元，同比增长 17.3%，增速较去年同比下降 6.9pp；受激烈价格战影响，全国快递均价 10.55 元，同比下降 10.6% (-9.7pp)。2020 年年初受疫情影响业务量同比下降，后国内疫情有所控制，增速缓慢回升，全年快递业务量增速提高。2020 年 1-2 月快递价格同比增速有所提高，后受激烈价格战影响同比增速整体保持下降趋势。

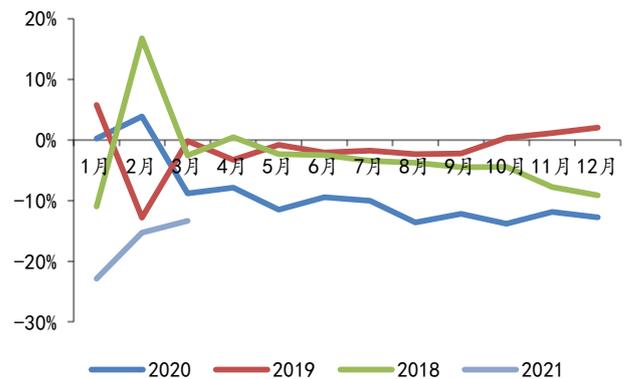
2021 年 Q1 受低基数影响增速高，全行业快递件量 399.3 亿件，同比增长 219.7%。2021 年第一季度全行业快递件量 399.3 亿件，同比增长 219.7%，较去年增速提高 215.6pp，主要系低基数效应导致；快递业务收入 2237.7 亿元，同比增长 45.9% (46.5pp)；价格战持续，2021Q1 快递单价 5.60 元，同比下降 54.2% (-50.6pp)。2021 年 1 月及 2 月受低基数和春节不打烊活动影响，快递业务量同比增速大幅提升。2021 年 1-3 月快递单价同比下降，价格战维持。

图 1：全国快递业务量同比增速



数据来源：国家邮政局，西南证券整理

图 2：全国快递均价同比增速

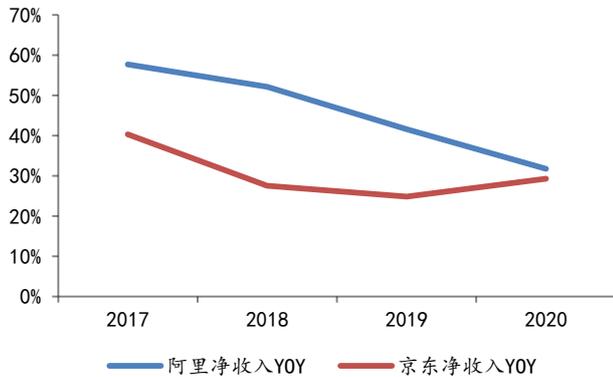


数据来源：国家邮政局，西南证券整理

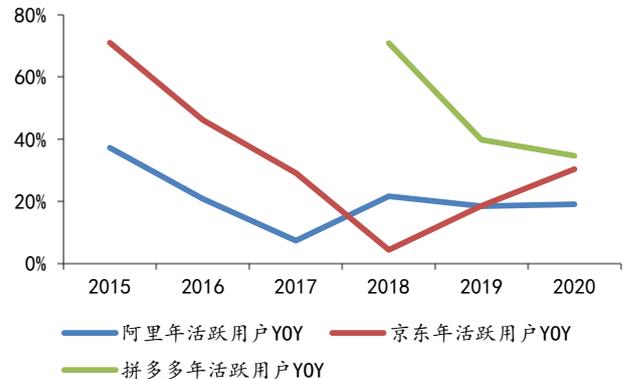
2020 年电商营收增速稳健收入增速普遍环比回升，活跃用户数均稳步增长。从三大电商巨头阿里、京东和拼多多的财务经营数据来看，业绩特征有所分化：

- 1) 阿里年活跃用户数稍有增长，2020 年全年活跃用户达 7.8 亿，同比上升 19.1%；2020 年全年收入达到 6442.1 亿元，同比增长 31.8%。整体消费状况趋好。
- 2) 京东稳步推进下沉进程，2020 年年活跃用户数增长加快，短期获客效果明显，全年活跃用户数量达到 4.7 亿，同比上升 30.4%。收入方面增速稳步提升，2020 净收入达 7458 亿元，同比增加 29.3%。
- 3) 2020 年拼多多活跃用户保持强劲增长，全年活跃用户数达 7.9 亿，较去年同期增加 34.7%，增速超过京东和阿里，用户规模逐步逼近阿里。2020 年拼多多 GMV 增速有所放缓，全年实现 16676 亿元，同比增长 65.7%。

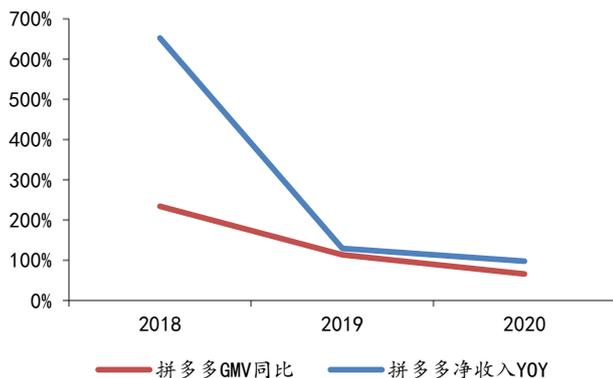
总的来看，2020 年全年电商行业复苏强劲，受疫情影响下线上消费、直播带货、电商扶贫等新增因素的驱动，整体业绩增长超预期。持续稳健的电商业务量增长也为快递业务注入动力，确保了快递业务量全年的增长。

**图 3：阿里、京东的净收入同比变化**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 4：活跃用户同比变化**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 5：拼多多 GMV 及净收入同比变化**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 CR8 下降，极兔入局影响逐步深化

行业格局受新进入者影响，部分快递公司市占率下降。2020 年全年行业内竞争加剧，受到新进入者极兔速递的影响，申通、百世两家快递公司的市占率下降。2020 年中通快递实现快递量 170 亿件，同比上升 40.3%，市占率提升至 20.4%，电商件龙头地位维持；受消费线上化，直播带货等影响，顺丰快递量增速提升超预期，达到 68.1%，市占率提升至 9.8%；韵达快递 2020 年全年实现 141.8 亿件，同比上升 41.4%，市占率稳步提升至 17%；圆通 2020 年全年快递件量 126.5 亿件，同比增长 38.8%，市占率提升至 15.2%，提升速度慢于中通和韵达；相比于其他“通达系”快递公司，申通和百世快递受新进入者及价格战影响大，市占率均有所下降，申通市占率下降至 10.6%，百世下降至 10.2%。

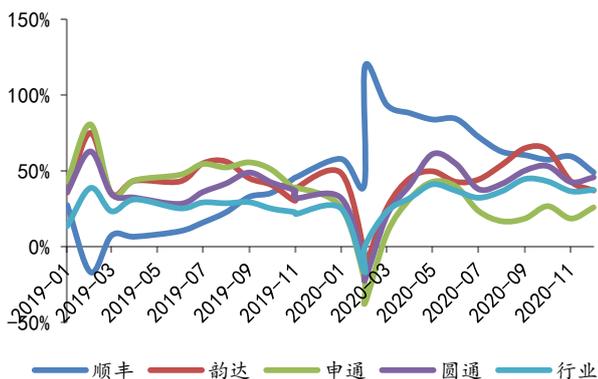
2020 年 1 月，行业整体快递量增速-16.4%，“通达系”快递均处于负增长，仅顺丰维持正向增长。得益于直营制快递领先复工优势，2020 年顺丰快递业务量在 2 月增速大幅提升，

整体快递量增速达 118.9%，直至 7 月仍然维持在 70% 以上的高速增长，7-12 月增速有所放缓，整体增速维持在 40% 以上。“通达系”快递公司在疫情初期快递量增速放缓，甚至出现负增长，随疫情得到控制及复工复产，行业需求趋于稳定，2020 年 3 月，各家快递公司实现正增长，韵达 (+25.3%) 及顺丰 (+93.5%) 均处于行业增速之上。

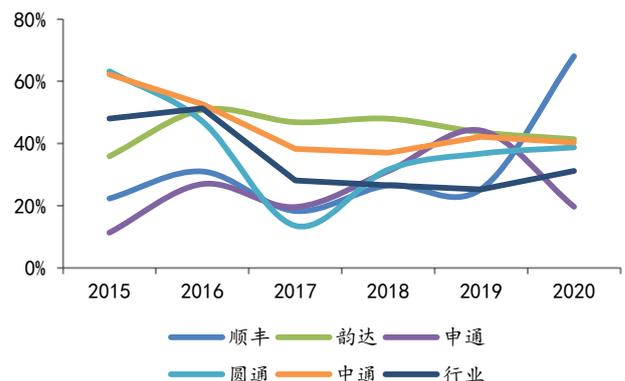
**表 1：快递量同比增速及市占率变化**

快递公司	快递量增速 YOY(%)			市占率绝对值及同比变化		
	2018	2019	2020	2019	2020	同比变化
中通	37.10%	42.18%	40.30%	19.08%	20.40%	1.32%
韵达	48.00%	43.60%	41.40%	15.79%	17.01%	1.22%
圆通	31.60%	36.80%	38.80%	14.35%	15.17%	0.82%
申通	31.10%	44.20%	19.60%	11.60%	10.58%	-1.02%
百世	45.10%	38.50%	12.70%	11.93%	10.24%	-1.69%
顺丰	26.50%	25.30%	68.10%	7.62%	9.76%	2.14%
全行业	26.60%	25.30%	31.20%	-	-	-

数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

**图 6：快递公司月度快递量增速**


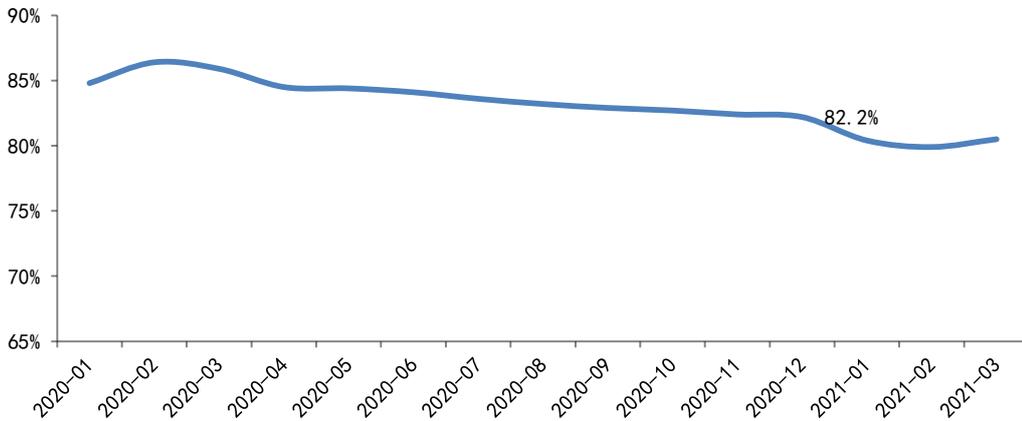
数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

**图 7：快递公司年度快递量增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**2020 年全年市场集中度下降。**2020 年 12 月 CR8 的市占率达到 82.2%，较去年同期下降 0.3pp，受新进入者影响，2020 年全年市场集中度持续下降。

**2021 年 Q1 市场集中度回升。**2021 年 2 月，全行业 CR8 下降至最低点 (79.9%)，2021 年 3 月，回升至 80.5%，新进入势头强劲，不断侵占原有 8 家快递公司的位置。

**图 8：全行业 CR8 变化**


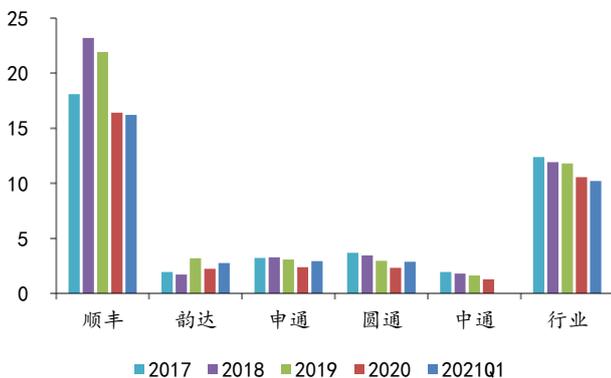
数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

## 2 行业盈利承压

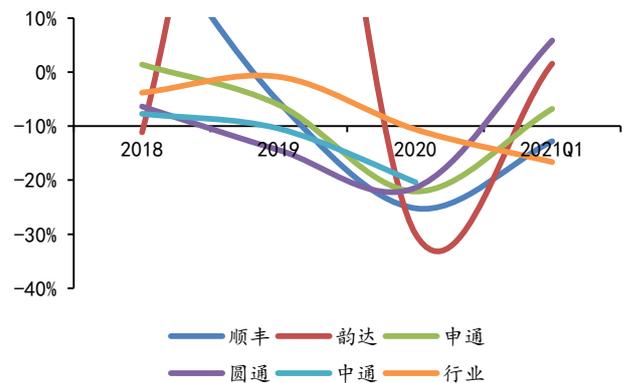
### 2.1 加盟制快递 ASP 降幅超过 20%，圆通和韵达单票成本降幅领先

2020 年价格战影响明显，全行业快递单价始终保持下降趋势。2020 年行业快递单价 10.55 元，同比下降 10.6%。上市公司 ASP 降幅基本超过 20%，中通快递 ASP1.29 元 (-21.6%)，韵达快递 2.23 元(-29.9%)，圆通快递 2.32 元(-23.0%)，申通快递 2.39 元(-22.1%)。直营快递顺丰 ASP 为 16.20 元 (-25.2%)。

2021 年 Q1 价格战进一步恶化。2021 年 Q1 行业 ASP 为 10.2 元，同比下降 16.6%，下降幅度进一步扩大，行业价格竞争进一步激化。

**图 9：快递公司快递单价年度及 2021Q1 变化 (元)**


数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

**图 10：快递公司快递单价同比增速**


数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

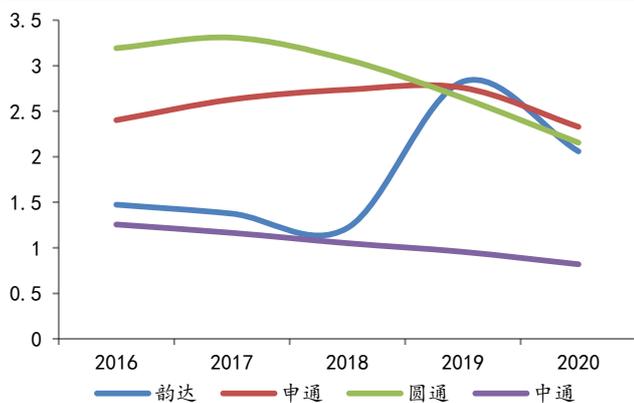
成本端，2020 年中通快递单票成本 0.82 元，同比下降 0.14 元 (-14.3%)。

韵达 2020 年快递单票成本为 2.06 元，快递单票成本为同比下降 0.77 元 (-27.1%)；得益于公司不断优化网络管理及运输管理，提升装载率，公司中转成本 0.87 元，同比下降 20%，其中运输成本 0.54 元 (-26%)，中心操作 0.33 元 (-10.8%)。

圆通 2020 年公司单票快递成本为 2.15 元，同比下降 18.5%；剔除补贴和派费后单票快递成本为 0.86 元，同比下降 20.4%。受益于公司持续完善运能体系建设与管控，提升自有运输车辆占比和利用率，继续推行创新的车辆管理模式，优化承运商结构与体系，完善承运商考核机制和结算模式，网点中转费较去年同期下降 0.06 元 (-82.6%)，其中运输成本和中心操作成本分别同比下降 0.18 元 (-26.3%) 和 0.05 元 (-13.4%)。

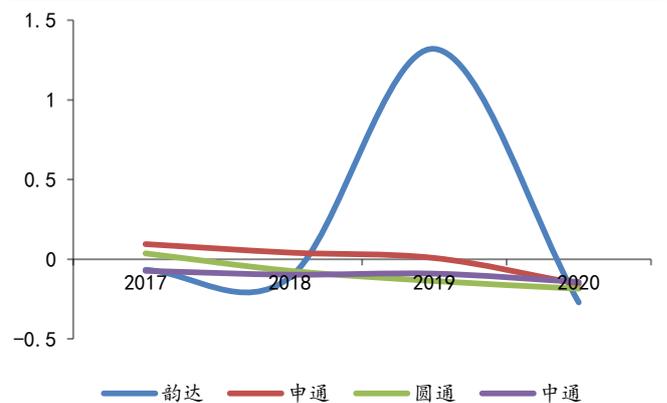
2020 年，申通单票成本为 2.33 元 (-15.9%)，剔除派费后单票成本同比下降 0.33 元 (-30.6%)。申通单票运输成本降低 0.04 元 (-8.7%)，中心操作成本提高至 0.5 元。

图 11：快递公司单票成本变化（元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：快递公司单票成本同比增速变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：通达系单票收入成本拆分（年度、全口径；单位：元/件）

	韵达			圆通			申通		
	2019	2020	YOY	2019	2020	YOY	2019	2020	YOY
快递量 (亿件)	100.3	141.8	41.40%	91.2	126.5	38.80%	73.7	88.2	19.60%
市占率	15.8%	17.0%		14.3%	15.2%		11.6%	10.6%	
单票营业收入	3.43	2.36	-31.2%	3.42	2.76	-19.3%	3.13	2.40	-23.3%
<b>单票快递收入</b>	3.19	2.23	-30.1%	3.01	2.32	-23.0%	3.08	2.39	-22.4%
单票其他收入	0.24	0.13	-45.8%	0.47	0.44	-6.4%	0.05	0.01	-80.0%
单票营业成本	2.98	2.14	-28.2%	3.01	2.51	-16.6%	2.80	2.36	-15.7%
<b>单票快递成本</b>	2.83	2.18	-23.0%	2.60	2.15	-17.3%	2.77	2.33	-15.9%
面单成本	0.00	0.01	2113.9%	0.03	0.02	-33.3%	0.04	0.02	-50.0%
中转成本	1.09	0.87	-20.0%	1.26	0.95	-24.6%	1.03	1.39	35.0%
其中：运输	0.73	0.54	-26.0%	0.69	0.51	-26.1%	0.46	0.42	-8.7%
中心操作	0.37	0.33	-10.8%	0.36	0.31	-13.9%	0.28	0.50	78.6%
补贴				0.21	0.12	-42.9%			
派送成本	1.73	1.18	-32.2%	1.31	1.17	-10.7%	1.69	0.92	-45.6%

	韵达			圆通			申通		
	2019	2020	YOY	2019	2020	YOY	2019	2020	YOY
单票其他成本	0.15	0.08	-46.7%	0.41	0.36	-12.2%	0.03	0.03	0.0%
单票毛利	0.45	0.22	-51.1%	0.41	0.25	-39.0%	0.33	0.08	-75.8%
<b>单票快递毛利</b>	0.36	0.17	-52.0%	0.36	0.16	-55.6%	0.31	0.06	-80.6%
单票其他毛利	0.09	0.05	-44.4%	0.07	0.08	14.3%	0.02	-0.02	-200.0%
<b>单票三费</b>	0.11	0.09	-18.2%	0.01	0.01	0.0%	0.08	0.07	-12.5%
销售费用	0.02	0.02	0.0%	0.12	0.08	-33.3%	0.02	0.02	0.0%
管理费用	0.09	0.07	-22.2%	0.01	0.00	-100.0%	0.07	0.06	-14.3%
财务费用	0.00	0.00		0.01	0.01	0.0%	-0.01	0.00	-100.0%
<b>单票归母净利</b>	0.26	0.10	-62.1%	0.18	0.14	-22.2%	0.19	0.01	-94.7%
<b>单票扣非归母净利</b>	0.24	0.09	-62.6%	0.17	0.12	-29.4%	0.19	0.00	-100.0%
<b>单票经营性净现金流</b>	0.50	0.15	-69.3%	0.42	0.28	-33.3%	0.18	0.00	-100.0%
<b>综合毛利率</b>	13.1%	9.5%	-3.6%	12.0%	9.0%	-3.0%	10.5%	3.4%	-7.1%
<b>快递业务毛利率</b>	11.3%	7.8%	-3.5%	12.1%	7.0%	-5.1%	10.1%	2.7%	-7.4%
<b>归母净利率</b>	7.7%	4.2%	-3.5%	5.4%	5.1%	-0.3%	6.1%	0.2%	-5.9%

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.2 上市公司单票毛利分化，中通优势明显

2020 年全年通达系快递公司的单票毛利均有着不同程度的下降，但降幅差异较大，毛利水平持续分化。申通、韵达、圆通三家单票快递毛利同比降幅均达 50% 以上，而中通降幅明显低于行业平均水平，与去年同期相比仅下降 28.4pp，单票盈利优势进一步扩大。

具体来看，其中申通单票快递毛利为 0.06 元，同比下降 80.6%，降幅最高。快递业务毛利率为 2.7%，同比下降 7.4pp，均为通达系中降幅最大。韵达单票快递毛利 0.17 元，同比-63.8%，快递业务毛利率为 7.8%，同比下降 3.5pp。圆通单票快递毛利为 0.16 元，同比-55.6%，快递业务毛利率为 7%，同比下降 5.1pp。中通单票快递毛利为 0.49 元，同比-28.4%。

总体来看，2020 年全年通达系快递单票利润均呈下滑趋势，但中通的单票毛利绝对值仍然处于领先，申通的快递毛利率持续垫底三通一达。

单票三费方面，2020 年圆通较去年同期持平。韵达同比下降 0.02 元 (-18.2%)，申通同比下降 0.01 元 (-12.5%)。综合来看，通达系快递公司的单票盈利水平均有较大幅度的下降。

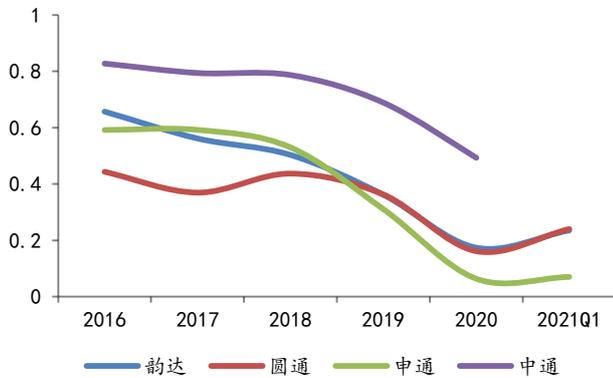
表 3：通达系单票收入、成本及毛利情况汇总（年度、总部口径；单位：元/件）

项目	韵达			圆通			申通			中通		
	2019	2020	YOY									
<b>单票快递收入</b>	3.19	2.23	-30.1%	3.01	2.32	-23.0%	3.08	2.39	-22.4%	1.64	1.29	-21.5%
<b>单票快递成本</b>	2.83	2.06	-27.2%	2.6	2.15	-17.3%	2.77	2.33	-15.9%	0.96	0.82	-14.3%
<b>单票快递毛利</b>	0.47	0.17	-63.8%	0.36	0.16	-55.6%	0.31	0.06	-80.6%	0.69	0.49	-28.4%

数据来源：公司公告，西南证券整理

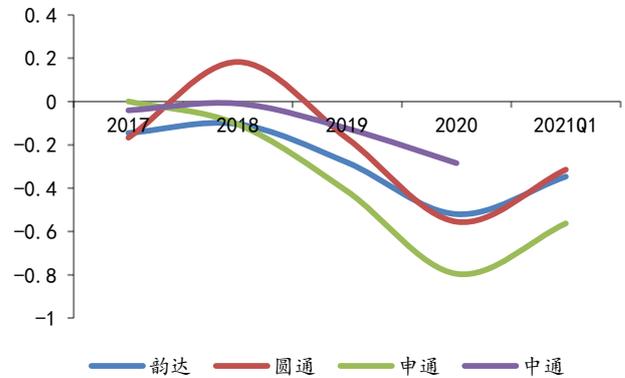
2021 年 Q1，“通达系”快递公司单票盈利情况仍然保持下降趋势。韵达单票毛利 0.24，同比-34.7%，圆通 0.24，同比-31.4%，申通 0.07，同比-56.3%。

图 13：快递公司单票快递毛利变化（元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：快递公司单票快递毛利同比增速变化

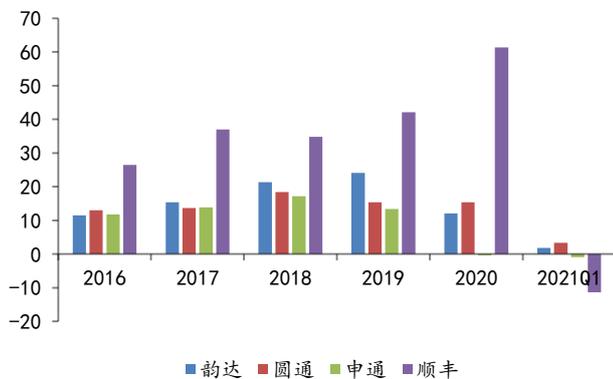


数据来源：公司公告，西南证券整理

2020 年全年主要上市快递公司整体盈利情况差异较大，基本较去年同期下滑。中通归母净利润达 43.1 亿元，同比下降 24%，盈利能力凸显。圆通扣非归母净利润为 15.4 亿元，同比上升 0.3%，为“通达系”快递公司中唯一实现扣非归母净利润增长的公司。韵达实现扣非归母净利润 12.1 亿元，同比下降 49.9%。申通扣非后亏损 0.3 亿元，同比下降 102.3%，“通达系”中降幅最大。顺丰 2020 年全年盈利情况较好，全年实现扣非归母净利润 61.3 亿元，同比上升 45.7%。从单票情况看，中通单票归母净利润 0.25 元/件（-45.8%），韵达单票扣非归母净利润 0.09 元（-64.6%），圆通单票扣非归母净利润 0.12 元（-27.8%），2020 年受疫情和价格竞争影响快递公司整体盈利情况下滑，当前中通盈利情况优于同行，在竞争压力下仍然保持可观盈利。

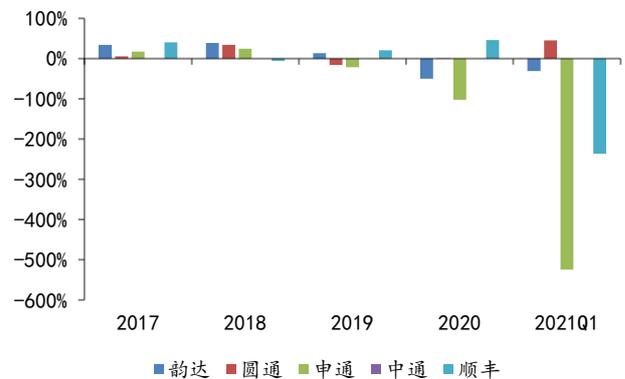
2021Q1 顺丰利润承压，同比降幅居前。2020Q1 韵达实现扣非归母净利润 1.8 亿元，同比下降 30.8%，圆通扣非归母净利润 3.4 亿元，同比上升 45%。顺丰 2021 年 Q1 业绩承压，顺丰一季度亏损 11.3 亿元，同比下降 236.3%。

图 15：快递公司扣非归母净利润（亿元）

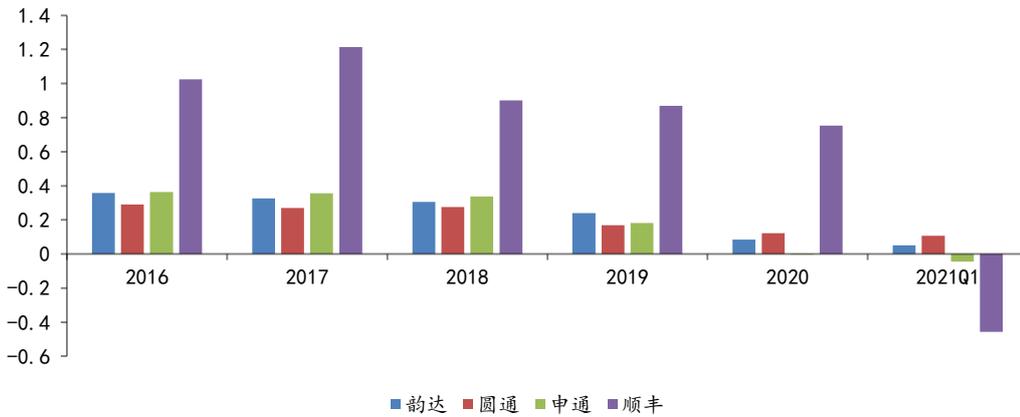


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：快递公司扣非归母净利润同比增速变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 17: 快递公司单件扣非归母净利润 (亿元)**


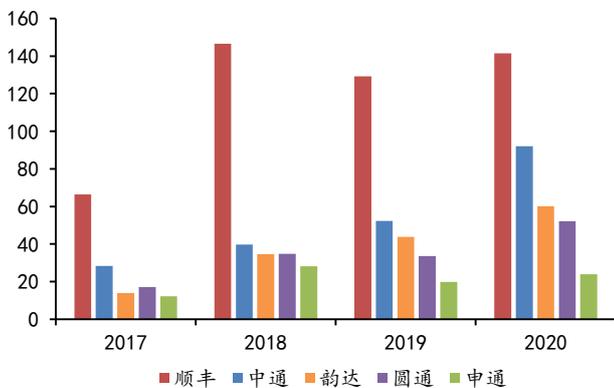
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3 上市快递企业产能投资节奏不同, 行业整体资本开支维持高位

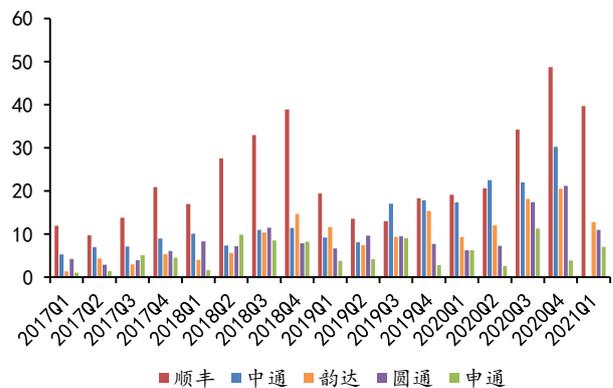
#### 3.1 产能投入进一步扩大, 投资节奏差异显著

**2020 年快递公司资本开支增大, 投资节奏差异显著。**2020 年顺丰资本投入 141.5 亿元, 中通资本投入 92.1 亿元, 同比上升 76.2%, 为“通达系”快递公司中最高, 且增长幅度大; 韵达全年产能投入 60 亿元, 同比上升 37.2%, 圆通资本开支达到 52.1 亿元, 同比上升 55.2%。从季度数据看, 顺丰资本开支主要集中在第四季度, 中通则在 Q2 和 Q4 加大资本投入, 韵达全年资本投入稳步上升, 圆通在 Q3 和 Q4 投入较多。

**2021Q1 快递公司资本开支同比增幅高, 圆通及顺丰资本投入增幅居前。**2021 年 Q1 顺丰资本开支达 39.7 亿元, 同比上升 107.6%, 圆通资本开支达 11 亿元, 同比上升 75.4%。相比于圆通, 韵达资本开支基数较高, 2021 年一季度资本开支达到 12.8 亿元, 同比上升 36.2%。

**图 18: 主要快递公司年度资本开支 (单位: 亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

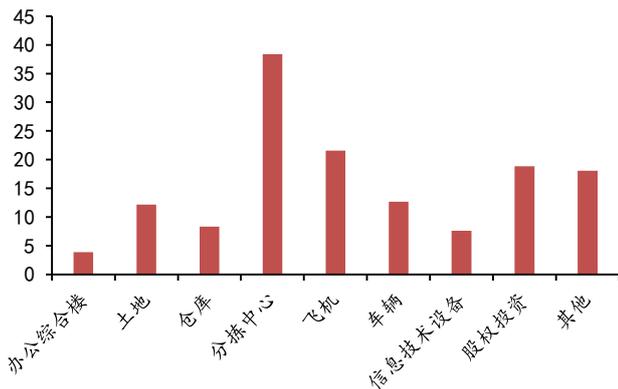
**图 19: 主要快递公司季度资本开支 (单位: 亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3.2 集中建设分拣中心，扩大运输工具投入

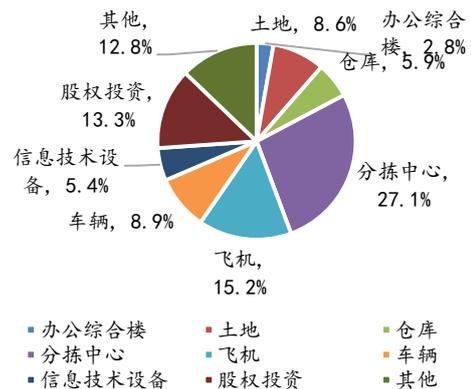
顺丰产能投入主要集中在分拣中心及运输工具建设。2020 年顺丰在分拣中心建设的资本投入达 38.4 亿元，占比最高，达到 27.1%。运输工具如车辆及飞机的资本投入居前，2020 年全年飞机资本开支达到 21.6 亿元，占比达到 15.2%，车辆资本开支 12.7 亿元，占比达到 8.9%。顺丰也在信息化及土地建设上发力，全年土地资本投入达 12.2 亿元，占比达 8.6%，信息技术设备投入为 5.4%。

图 20：2020 年顺丰年度资本开支明细（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

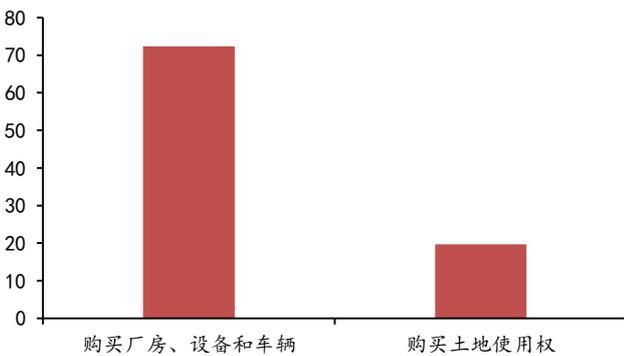
图 21：2020 年顺丰资本开支明细占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

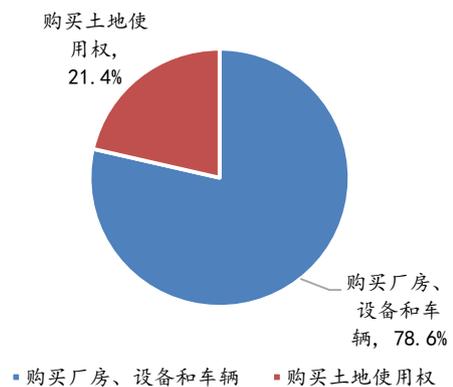
中通资本开支用于土地购买和厂房设备及运输工具的购买。2020 年中通快递资本开支主要用于厂房设备和车辆的购买，投入 72.4 亿元，占比达 78.6%；土地使用权投入达 19.7 亿元，占比为 21.4%。

图 22：2020 年中通资本开支明细（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：中通快递年度资本开支明细占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 投资建议

短期看，电商件快递市场激化的竞争带来了监管环境的变化，今年 4 月浙江省府审议通过的《浙江省快递业促进条例（草案）》规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务、亦对电商平台的快递选择的公平性进行管控，对于缓解快递业价格战囚徒困境释放了积极信号。中期看，极兔入局对电商件快递市场的冲击仍在演化中，监管介入、价格战阶段性缓和有望带来的快递板块估值修复，但我们认为当下电商系快递投资应该持产业视角：更多关注快递企业经营能力及市占率、淡化当期利润考量。对于顺丰，时效件增速放缓压制了公司利润基本盘，同时叠加网络升级及新业务拓展的投入期带来阶段性的利润低点，但我们认为顺丰长期竞争壁垒及成长空间并未受损，建议择机布局。

## 5 风险提示

- 1) 电商资本入局激化行业价格战
- 2) 网购增速下滑
- 3) 加盟商管控风险
- 4) 人力成本大幅上涨

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn