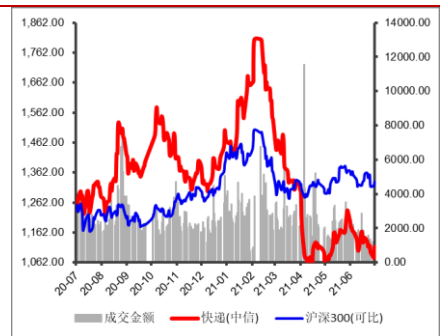


交通运输/快递

报告原因：投资策略

2021年7月7日

行业近一年市场表现



分析师：

张 湃

执业登记编码：S0760519110002

电 话：0351-8686797

邮 箱：zhangpai@sxzq.com

研究助理：

武恒：wuheng@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

快递行业 2021 年度投资策略

行业维持高景气度，格局优化聚焦龙头

维持评级

看好

行业研究/投资策略

投资要点：

电商红利持续，件量维持高增速。电商件是目前快递业务量的重要来源，网购渗透率不断提升、下沉市场潜力释放、直播电商等新增长点将持续为快递行业提供驱动力，服务保障能力持续增强支撑快递需求有效释放。总体来看，受益于我国电商的巨大红利，快递行业在未来一段时间仍将维持高景气度，下半年快递件量有望维持高速增长，预计全年快递业务量将超950亿件。

市场集中度提升，格局加速演变。极兔抢占可观市场份额，龙头表现分化。2021Q1行业CR6回落至80.2%，顺丰经济件持续发力，公司市占率上升至11.3%，而通达系市占率均有所下滑，主要原因是2020Q4开始极兔件量迅速增长，通达系业务量受到极兔分流。经粗略估算，极兔Q1市占率已达到8.2%，超越百世跻身行业前六位。若将极兔包含在内，2021Q1行业CR7已达到88.4%，市场集中度进一步提升。

行业监管强化，价格战阶段性缓和。浙江省政府第70次常务会议审议通过《浙江省快递业促进条例（草案）》，行业首次针对价格竞争立法。在义乌百世、极兔停业整顿及浙江省法规出台背景下，义乌价格战有所缓和，我们认为，行业监管加强有利于防范恶性价格竞争，一定程度上缓解价格战的强度，通达系有望迎来利润的改善。

资产开支提速，龙头壁垒加固。2020年疫情加速线上消费渗透，行业增速超预期，各家资本开支随之大幅提升，龙头资本开支持续领先。重资产筑就行业壁垒，龙头网络基础设施完善，产能储备充足，壁垒不断加固。从盈利水平来看，龙头公司一方面成本具有优势，另一方面拥有一定产品溢价，因此毛利率水平相对较高。后续来看，虽然行业监管强化有望阶段性缓和价格战，但是行业竞争仍在持续加剧，头部快递公司通过扩充产能、加速布局、提升自动化水平等手段抢占市场份额，其对资金的需求不减，因此龙头的融资能力或成为其在价格战中笑到最后的重要因素。

投资策略：2021下半年，快递板块选股建议遵循两条主线：一是主打中高端市场，产品结构完善、服务质量突出的直营制综合物流服务商；二是、市场份额持续领先、资产规模较大、成本优势显著的加盟制快递龙头。**建议关注：**顺丰控股、圆通速递、韵达股份。

风险提示：宏观经济下行；业务量增速不及预期；监管政策落地不及预期；竞争恶化，价格战超预期；末端网点退网。



目录

一、市场回顾	5
(一) 行情：交运行业跑赢大盘，细分行业分化显著	5
(二) 估值：估值低于历史均值，成分股表现分化	6
二、电商红利持续，件量维持高增速	7
(一) 高基数环境下，件量持续高增长	7
(二) 电商活力持续释放，为快递行业提供持续增量	8
(三) 服务质量整体提升，支撑快递需求有效释放	10
三、市场集中度提升，格局加速演变	11
四、行业监管强化，价格战阶段性缓和	15
五、资产开支提速，龙头壁垒加固	18
六、投资策略及重点标的	23
(一) 行业评级	23
(二) 投资策略	23
(三) 标的推荐	24
1、顺丰控股 (002352.SZ)：时效件重回高增速，特惠件持续放量	24
2、圆通速递 (600233.SH)：业务量持续高增长，航空、国际业务亮眼	24
3、韵达股份 (002120.SZ)：行业地位稳固，有望成为寡头	24
七、风险提示	25

图表目录

图 1：中信一级行业 2021 上半年涨跌幅（单位：% ，时间区间：2021.1.1-2021.7.6）	5
图 2：交运子行业（中信三级）2021 上半年涨跌幅（%）	5
图 3：快递板块成分股 2021 上半年涨跌幅（%）	6
图 4：快递板块成分股 2021 年上半年各月涨跌幅（%）	6
图 5：快递板块历史 PE（TTM）变化情况	6
图 6：快递板块历史 PB（LF）历史变化情况	6
图 7：板块成分股最近一个交易日 PE(TTM)情况	7
图 8：板块成分股最近一个交易日 PB（LF）情况	7
图 9：2011 年以来全国规上快递业务量情况（亿件，%）	7
图 10：2020 年单月规上快递业务量情况（亿件，%）	8
图 11：实物商品网上零售额增速表现（%）	8
图 12：网购渗透率情况（%）	8
图 13：拼多多过去 12 个月 GMV（亿元，%）	9
图 14：电商平台月活人数（亿）	9
图 15：直播电商市场规模（万亿，%）	10
图 16：直播电商渗透率（%）	10
图 17：快递公司业务量市场份额 CR6	12
图 18：快递行业及公司单季度件量增速	12
图 19：极兔速递网络搭建情况	14
图 20：极兔速递合作伙伴（部分）	14
图 21：行业单票价格变化（元，%）	15
图 22：义乌市快递业务量（万件，%）	17

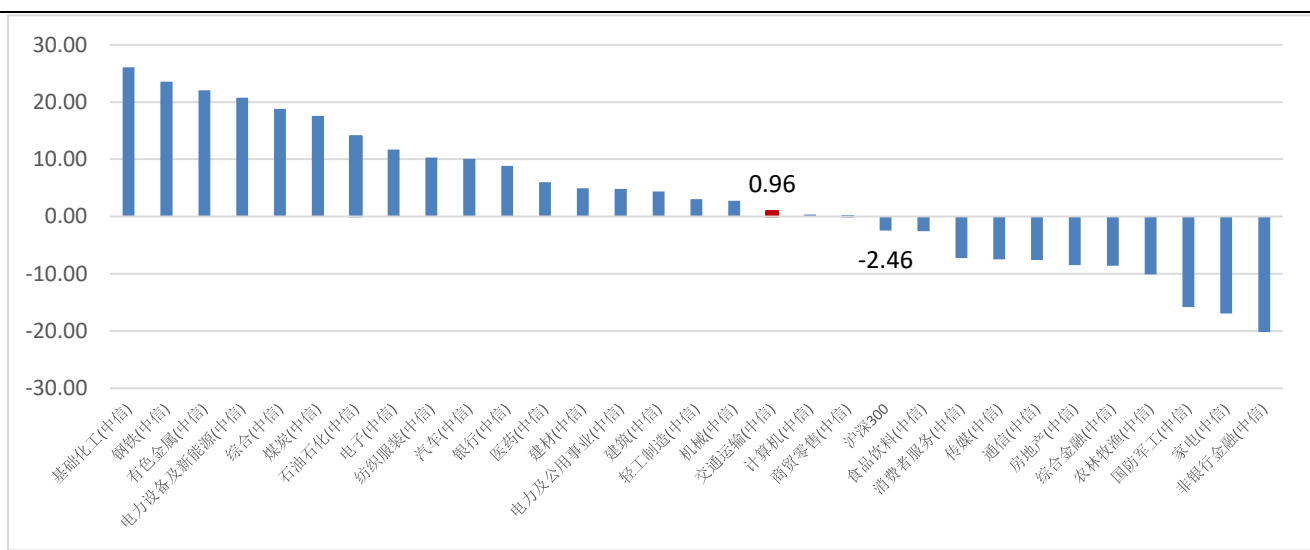
图 23：义乌市快递单票收入（元，%）	17
图 24：通达系单票价格变化（元，%）	17
图 25：通达系资本开支（亿元）	18
图 26：2020 年通达系主要固定资产账面价值（亿元）	20
图 27：可比单票运输成本（元）	20
图 28：可比单票中转成本（元）	20
图 29：主要快递公司毛利率情况对比（%）	21
图 30：主要快递公司单票扣非净利润（元）	21
图 31：各快递公司筹资活动净现金流（亿元）	22
表 1：2021 年上半年重点快递企业航空运输布局相关事件整理.....	11
表 2：极兔速递发展重要历程	13
表 3：2021 年 1-5 月主要城市数据	16
表 4：通达系网络强度变化	19
表 5：通达系主要固定资产账面价值（亿元）	19
表 6：2020 年快递上市公司经营情况	22
表 7：公司盈利预测、估值及投资评级	25

一、市场回顾

(一) 行情：交运行业跑赢大盘，细分行业分化显著

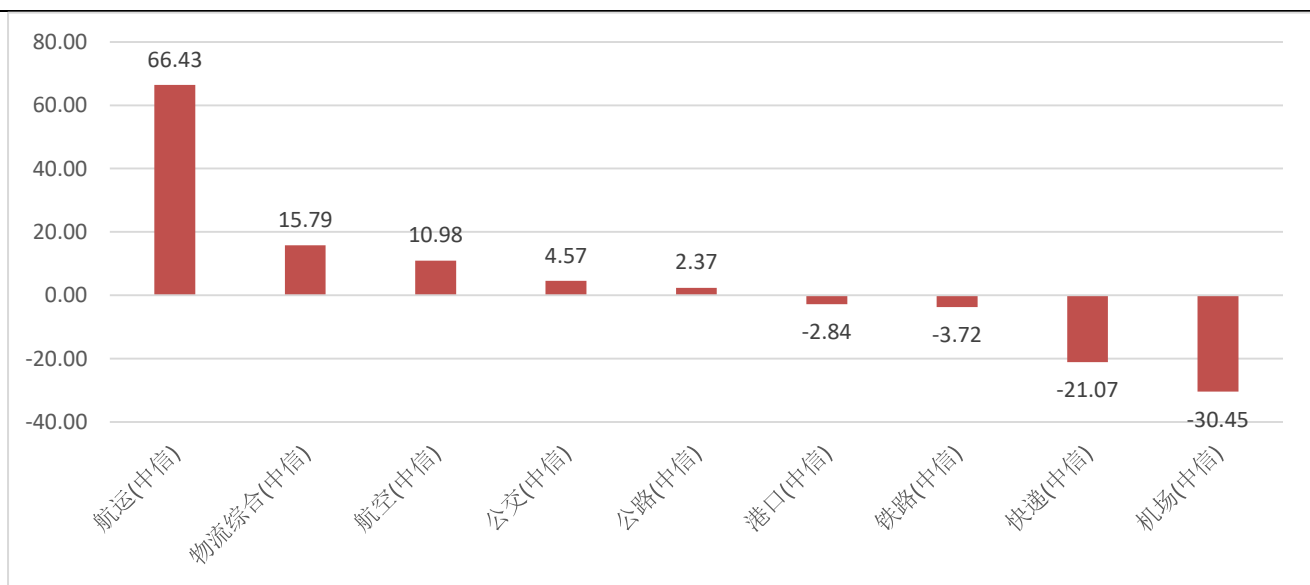
回顾 2021 上半年二级市场表现：沪深 300 下跌 2.46%，弱于 2020 年同期，中信分级 30 个一级行业涨跌不一，其中基础化工行业以 14.70% 的涨幅领涨，非银行金融行业以 20.19% 的跌幅领跌，交通运输行业上涨 0.96%，领先沪深 300 指数 3.42pct，领先 2020 年同期 0.89pct，在 30 个一级子行业中排名 18 位。

图 1：中信一级行业 2021 上半年涨跌幅（单位：% ，时间区间：2021.1.1-2021.7.6）



资料来源：wind，山西证券研究所

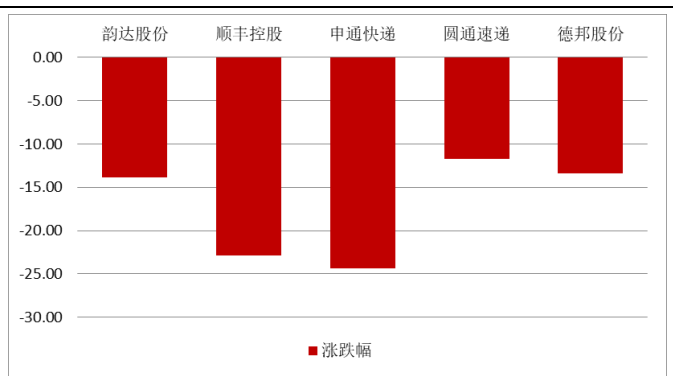
图 2：交运子行业（中信三级）2021 上半年涨跌幅（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

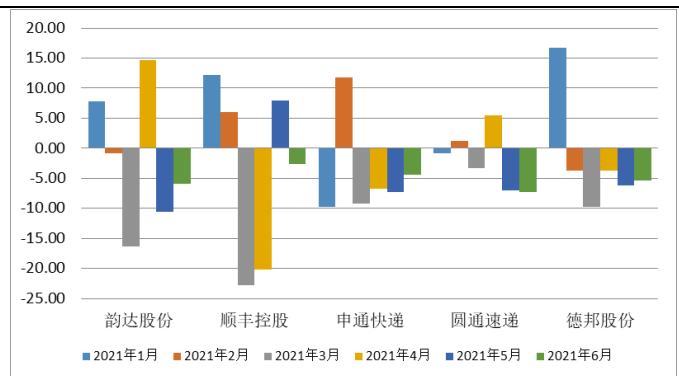
就细分行业而言，交通运输行业 9 个子行业（中信三级）2021 上半年，涨跌幅差异较大，其中航运、物流综合、航空、公交、公路板块上涨，其余板块下跌，其中快递板块下跌 23.95%，在 9 个子行业中排在第 8 位。从个股来看，2021 年初至 7 月 7 日，快递板块 5 只成分股均下跌。

图 3：快递板块成分股 2021 上半年涨跌幅（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：快递板块成分股 2021 年上半年各月涨跌幅（%）

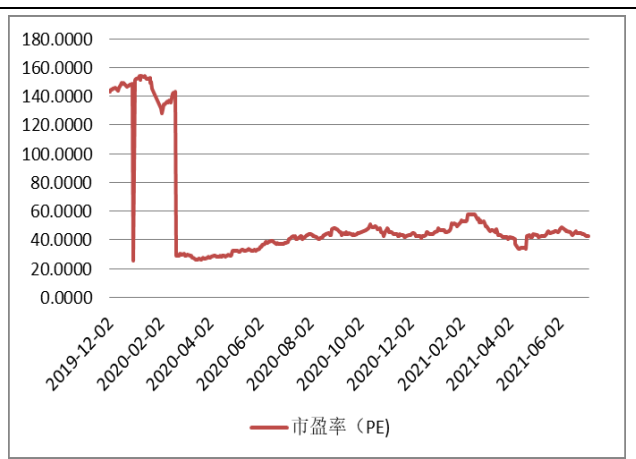


资料来源：wind，山西证券研究所

（二）估值：估值低于历史均值，成分股表现分化

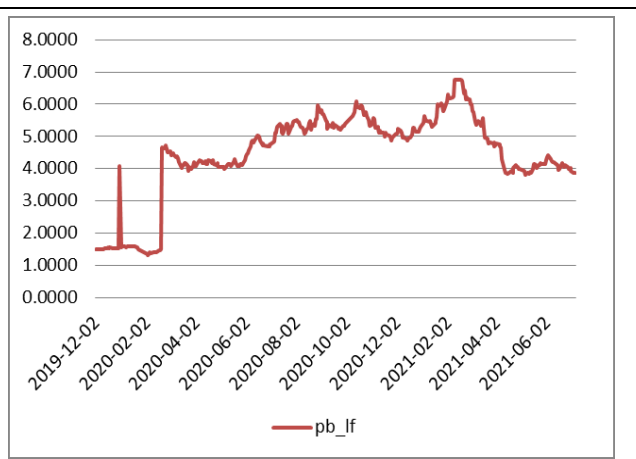
对比行业估值历史数据：就快递板块（中信）的估值情况而言，快递板块最近一个交易日 PE（TTM）、PB（LF）均低于历史均值。后续来看，快递行业维持高景气度，而监管强化有望缓和价格战，带动上市公司利润回升，我们认为行业估值有望进一步提升。

图 5：快递板块历史 PE（TTM）变化情况



资料来源：wind，山西证券研究所

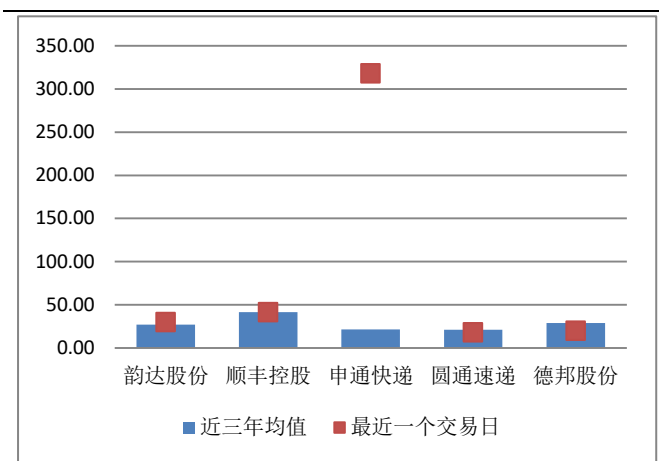
图 6：快递板块历史 PB（LF）历史变化情况



资料来源：wind，山西证券研究所

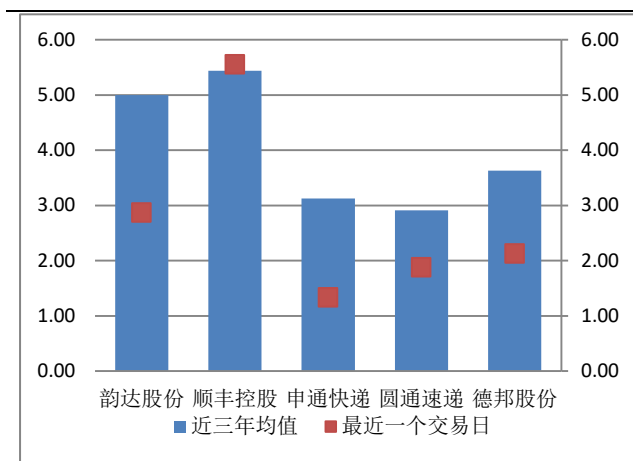
就成分股而言，成分股表现分化。其中，中通快递 PE(TTM)偏高，最近一个交易日表现远超过历史三年均值，韵达股份最近一个交易日 PE(TTM)略高于历史三年均值，顺丰控股、圆通速递、德邦股份均最近一个交易日 PE(TTM)略低于历史均值。

图 7：板块成分股最近一个交易日 PE(TTM)情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：板块成分股最近一个交易日 PB (LF) 情况



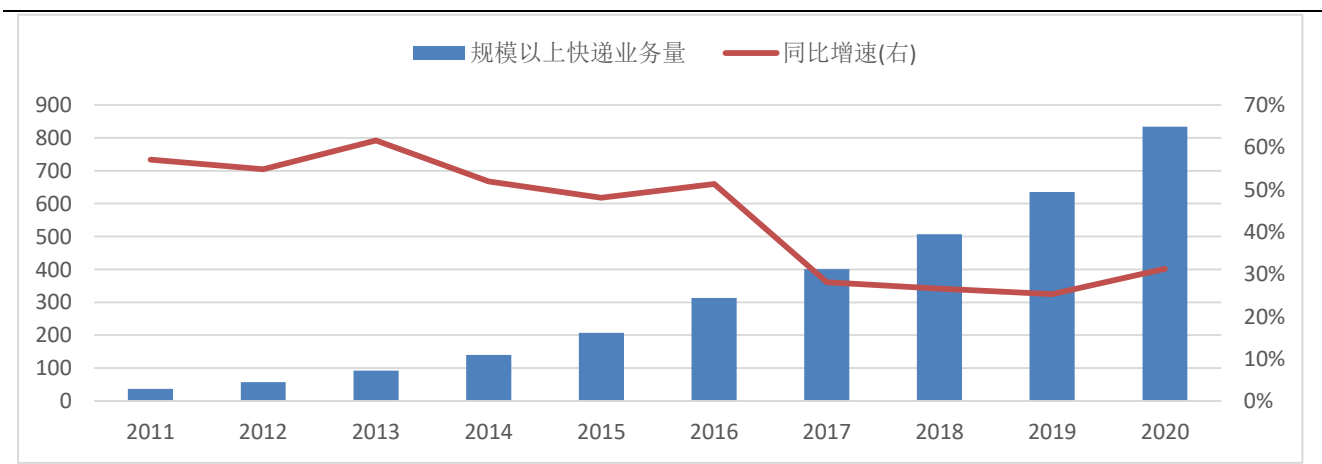
资料来源：wind，山西证券研究所

二、电商红利持续，件量维持高速增长

(一) 高基数环境下，件量持续高增长

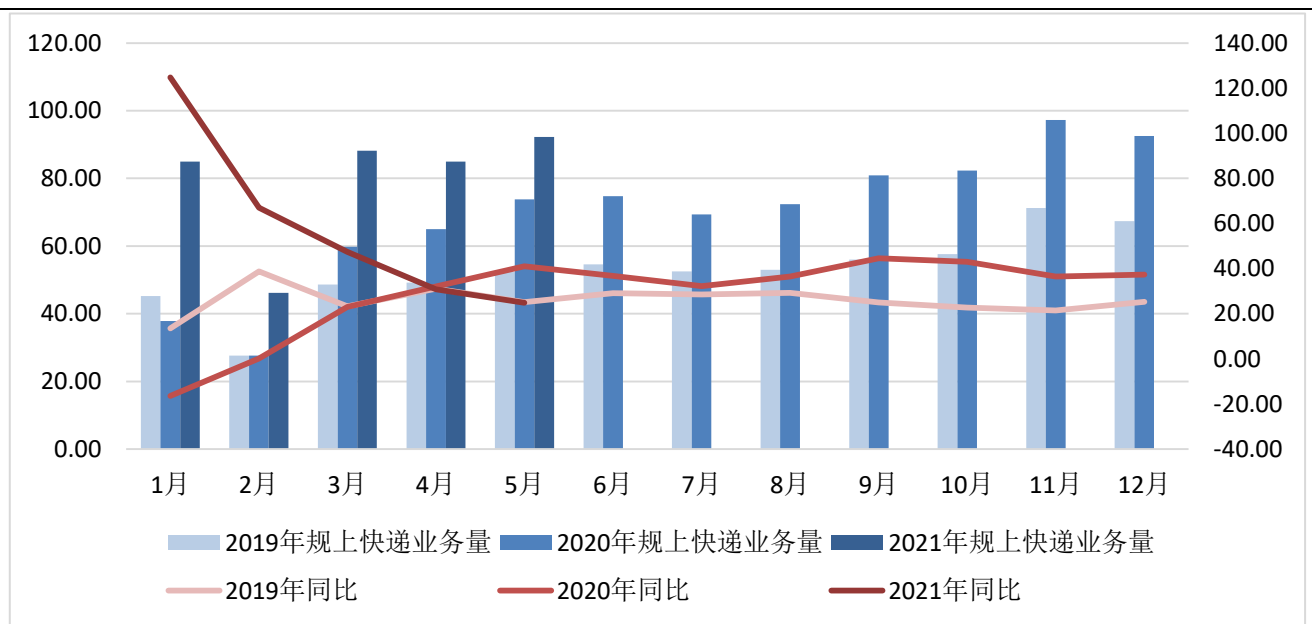
疫情影响消散，高基数下件量维持高速增长。2020 年，除一季度受复工推迟影响外，月度快递业务量增速均高于 2019 年同期。2020 年我国规模以上快递业务量 833.60 亿件，同比+31.23%，增速重回 30%以上。2021Q1，在行业“春节不打烊”和同期低基数双重因素影响下，全国完成规上快递业务量 219.31 亿件，同比增长 75.02%，4-5 月业务量增速回落，与 2019 年同期基本持平。国家邮政局数据显示，截至 6 月 1 日，我国快递业务量突破 400 亿件，比 2017 年我国快递业务量首次达到 400 亿件提前 7 个月，比 2020 年提前 2 个月，高基数环境下，我国快递业务量依然保持高速增长，行业发展空间可观，预计全年快递业务量将超 950 亿件。

图 9：2011 年以来全国规上快递业务量情况（亿件，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：2020 年单月规上快递业务量情况（亿件，%）

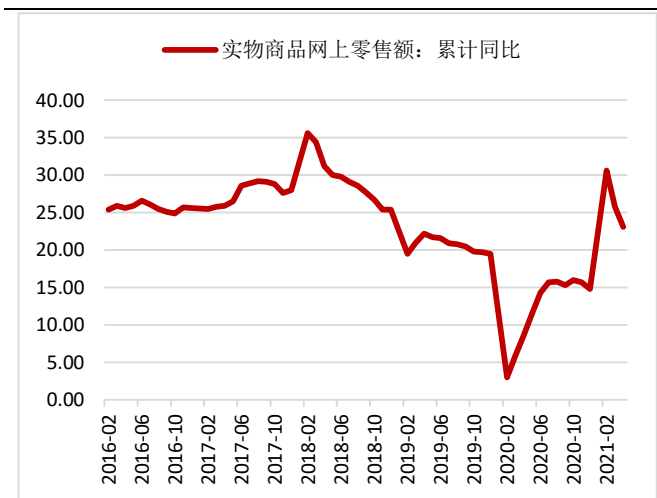


资料来源：wind，山西证券研究所

（二）电商活力持续释放，为快递行业提供持续增量

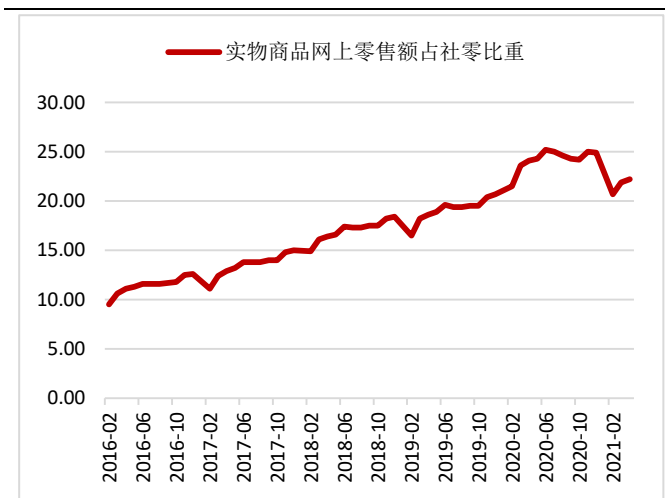
网购渗透率有所回落，长期来看有望进一步提升。2020 年疫情加速消费向线上转移，实物商品网上零售额占社零总额的比重曾高达 25%。随着国内疫情常态化，2021 年我国网购渗透率略有回落，但相较疫情前仍有提升。长期来看，一是网上购物环境趋好，消费服务逐步升级，叠加购物平台促销活动，加速线上零售需求从传统零售的补充向传统零售的重要替代的转换速度，二是疫情环境，部分消费需求从线下向线上转移，这部分需求有望得到延续，我们认为网购渗透率仍有提升空间。

图 11：实物商品网上零售额增速表现（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

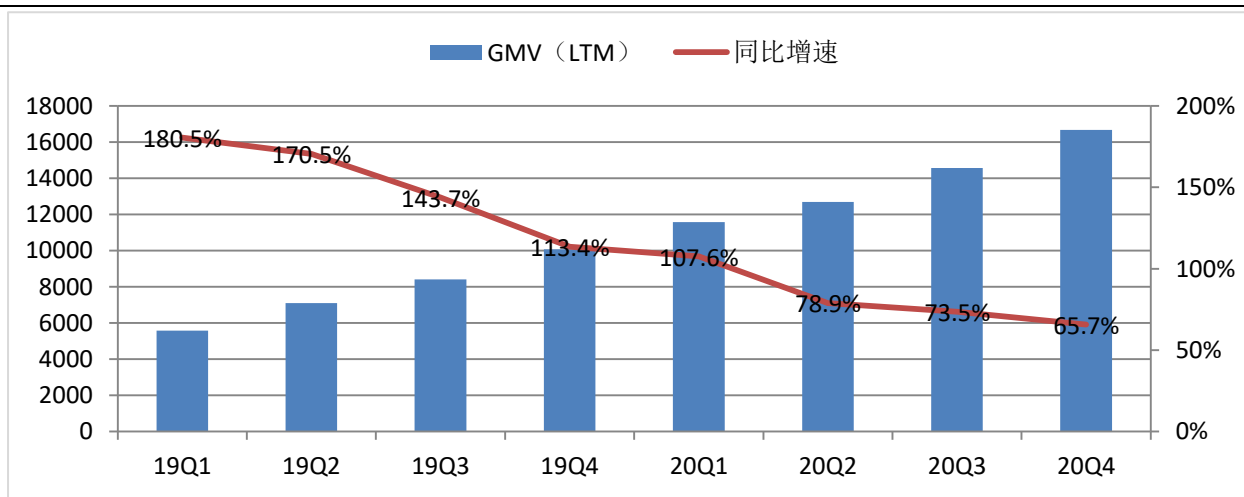
图 12：网购渗透率情况（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

拼多多多年活跃用户数量登顶，为行业提供巨大增量。拼多多 2021 年一季报显示，截止 2021 年 3 月 31 日，公司年活跃用户数量达 8.24 亿，相比去年增加同比增长 31%，超过阿里巴巴 8.11 亿用户数，登顶国内用户规模最大电商平台。截止 2021 年 4 月，拼多多移动端月活数达到 7.04 亿，仅次于淘宝的 7.51 亿。2020 年公司 GMV 达到 16676 亿元，相比 2019 年末增加 6610 亿元，同比增长 65.67%；平台产生订单量 383 亿单，同比增长约 94%，远高于快递行业业务量增速，边际贡献率高达 93.75%，为行业提供巨大增量。

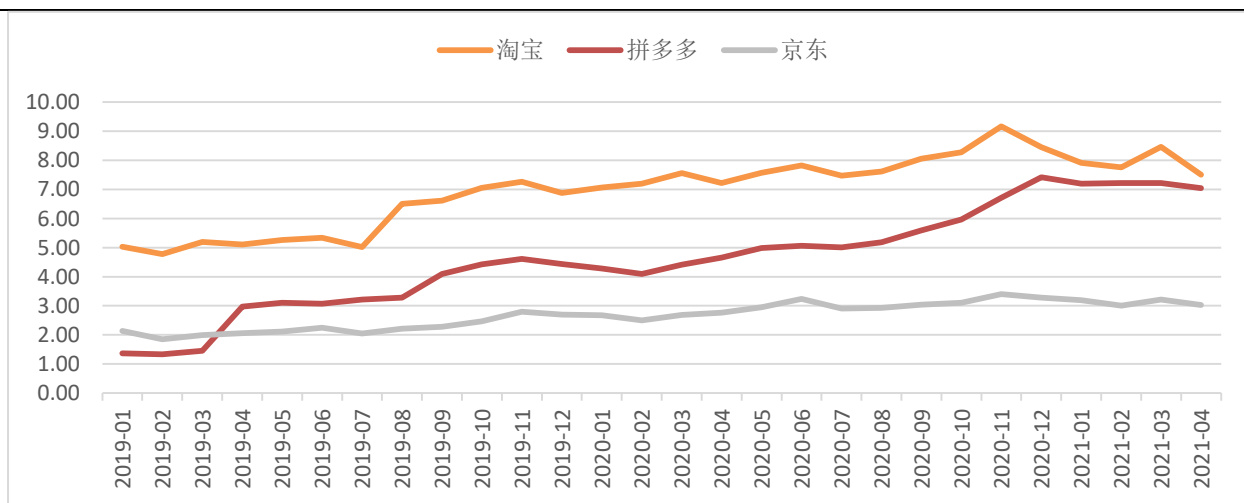
图 13：拼多多过去 12 个月 GMV（亿元，%）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

电商平台争夺流量，下沉市场潜力持续释放。据阿里巴巴和京东披露，2020 年两者新增用户中，分别有约 80%、70%来自于下沉市场；而拼多多以农产品业务起家，2020 年农副产品成交额为 2700 亿元，占公司 GMV 总额的 16.2%，公司已成为全国最大的农产品上行平台。随着电商平台加速渗透三线以下城市，下沉市场成为中国消费潜力最大的主体，未来有望持续释放红利，支撑快递业务量高速增长。

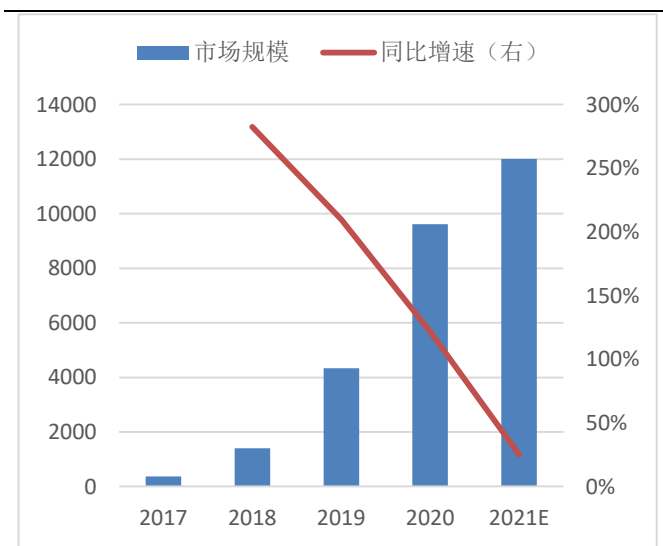
图 14：电商平台月活人数（亿）



资料来源：wind，山西证券研究所

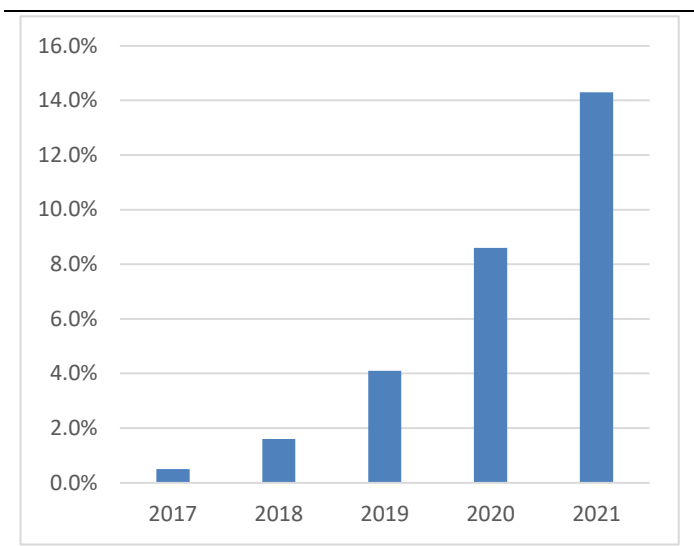
直播电商市场规模超万亿，新兴平台成为新增长点。据中国互联网络信息中心发布的第 47 次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2020 年 12 月，中国直播电商用户规模为 3.88 亿，在电商直播中购买过商品的用户已经占到整体电商直播用户的 66.2%。据艾媒咨询研究报告显示，2020 年中国直播电商市场规模达 9610 亿元，2021 年有望达到 12012 亿元。除直播电商龙头淘宝外，抖音、快手用户数量及成交额也在快速增长，与淘宝形成“三足鼎立”局面。阿里巴巴财报显示，截至 2020 年 12 月 31 日止 12 个月淘宝直播带来的 GMV 超过人民币 4000 亿元；据《晚点 LatePost》消息，抖音 GMV 超 5000 亿元；根据快手全年业绩公告，2020 年，快手全年 GMV 为 3812 亿元人民币。新兴平台快速发展，有望进一步扩大电商受众，为快递业务量持续提供增长点。

图 15：直播电商市场规模（万亿，%）



资料来源：艾媒咨询，山西证券研究所

图 16：直播电商渗透率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

（三）服务质量整体提升，支撑快递需求有效释放

2021 年以来，快递行业从基础设施建设、运输网络、末端派送等各方面多点齐下，整体提升快递业务保障能力和服务质量，进而为快递需求释放提供坚实有力的保障，具体来看主要体现在如下几个方面。

一是各个快递企业不断优化应急机制，提升保障能力，提高综合运能，不仅对于部分疫情反复的地区快速畅通运输渠道，保障物资运送，还在春节期间通过“春节不打烊”行动及网络动态管理保障服务质量；

表 1：2021 年上半年重点快递企业航空运输布局相关事件整理

企业	航班开设	运力投放
中国邮政航空	开通“西宁-南京”、“南京-大阪”货运航线	
圆通航空	增开航班，并开通“杭州-（韩国）首尔”、“杭州-（马来西亚）吉隆坡”、“义乌-（菲律宾）马尼拉”、“昆明-印度”等多条国际货运航线	
圆通国际	开通“杭州-吉隆坡”快递专线	
顺丰航空	开通“西安-东京”、“成都-（孟加拉国）达卡”、“武汉-（越南）河内”、“深圳-（马来西亚）沙巴”、“深圳-马尼拉”、“昆明-新加坡”等航线	第 64 架全货机投运
极兔速递		海外首架全货机起航
跨越速运	开通“杭州-深圳”货运航线	第 15 架全货机完成首航

资料来源：根据国家邮政局官网各月快递发展指数报告整理，山西证券研究所

二是多条货运航线开通投运，多家快递企业加大运力投放，航空运输网络进一步加密，国内外航空货运能力整体增强；

三是基础设施建设持续推进，一方面鄂州航空物流产业园、南航顺丰智慧生产基地、顺丰国际海南国际生鲜港、中通快递西南（昆明）智能科技电商产业园、中通快递西南总部生态产业园、圆通广西柳州智创园、圆通速递赣南智创园、韵达电子商务物流园等众多国内物流产业园项目有力推进，增强国内业务的保证能力，另一方面递四方速递增设法国仓、扩增波兰仓，韵达迪拜德拉旗舰店正式营业，海外布局加大，进而拓宽海外业务服务渠道，带动跨境服务创新升级；

四是末端服务能力整体提升，蜂巢增设服务站项目，百世发布“暖风行动”，顺丰医药与赛生药业控股有限公司携手打造医药企业至 C 端患者用户的供应链服务方案，韵达同城开通“线上买”功能等，多措并举提升末端服务能力、扩大服务边界、提升服务质量。

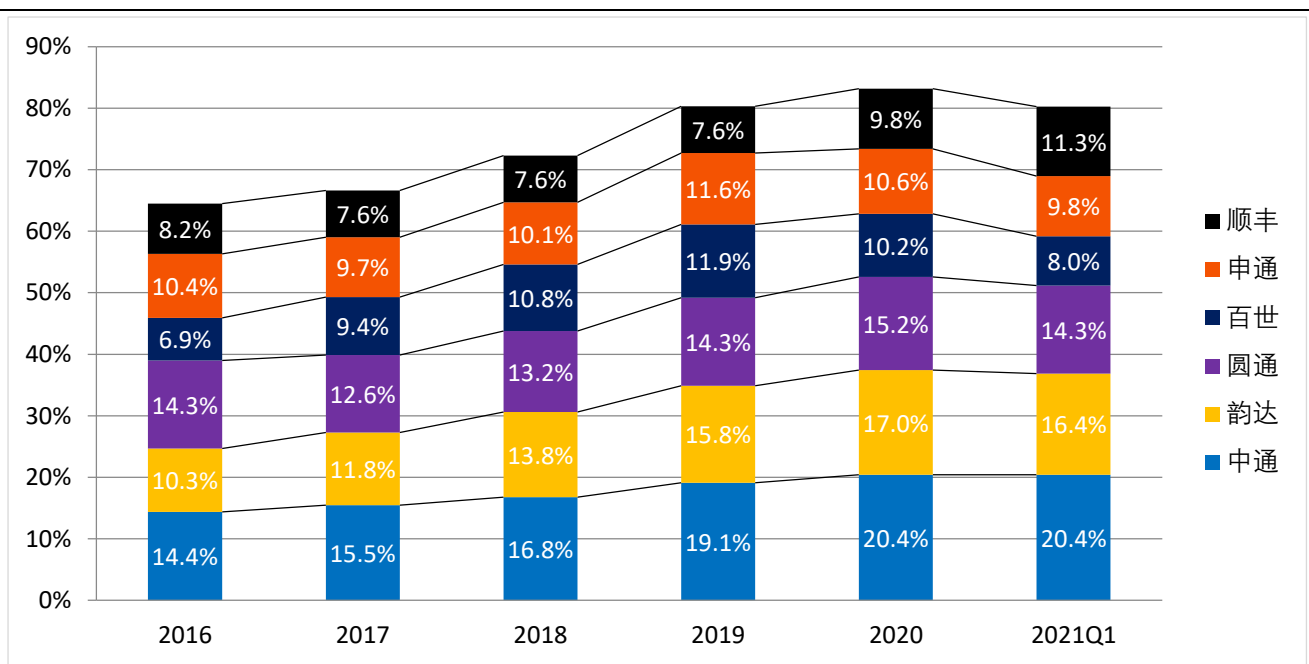
整体而言，电商件是目前快递业务量的重要来源，网购渗透率不断提升、下沉市场潜力释放、直播电商等新增长点将持续为快递行业提供驱动力，服务保障能力持续增强支撑快递需求有效释放。总体来看，受益于我国电商的巨大红利，快递行业在未来一段时间仍将维持高景气度，下半年快递件量有望维持高速增长，预计全年快递业务量将超 950 亿件。

三、市场集中度提升，格局加速演变

市场集中度进一步提升，极兔抢占可观市场份额，龙头表现分化。2020 年，行业业务量 CR6 达到 83.2%，相比 2019 年提升 2.9pct，中通、韵达、圆通、顺丰市占率继续上升，但申通和百世近年来首次出现市占率下滑。在 2019 年二线快递企业先后出清后，行业的整合进度已在一线企业中展开，2020 年下半年，申通和

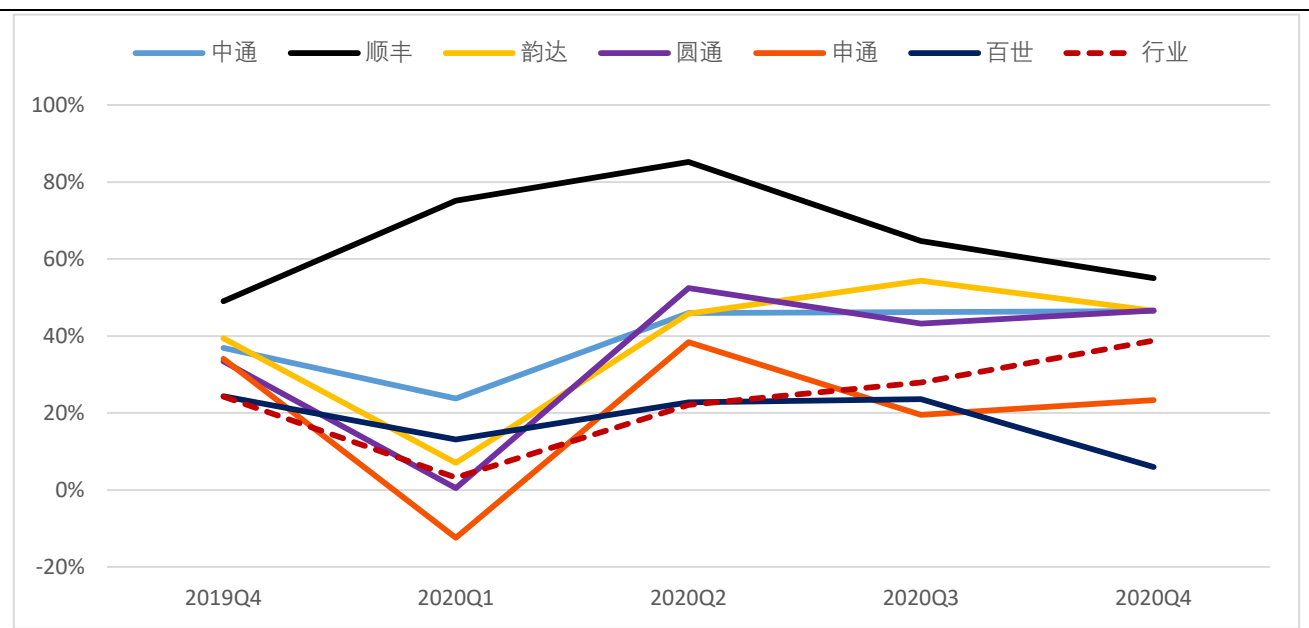
百世业务量增速持续低于行业平均水平。2021Q1，行业 CR6 回落至 80.2%，顺丰经济件持续发力，公司市占率上升至 11.3%，而通达系市占率均有所下滑，主要原因是 2020Q4 开始极兔件量迅速增长，通达系业务量受到极兔分流。据统计，极兔在年初日均单量已突破 2000 万，经粗略估算，极兔 Q1 市占率已达到 8.2%，超越百世跻身行业前六位。若将极兔包含在内，2021Q1 行业 CR7 已达到 88.4%，市场集中度进一步提升。

图 17：快递公司业务量市场份额 CR6



资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 18：快递行业及公司单季度件量增速



资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所

极兔迅速崛起改变市场格局。极兔 2015 年在印尼成立，主要覆盖东南亚地区快递业务，成为东南亚第二大快递品牌，2020 年 3 月进入中国市场以来发展势头迅猛，5 月全网日单量就突破 100 万件，7 月平均日单量超 500 万单，8 月日均超过 700 万单，双十一当天突破 1600 万单，2021 年年初日均单量已突破 2000 万。作为对比，2021Q1，中通、韵达、圆通、申通、百世的日均单量分别为 4972 万、4003 万、3494 万、2377 万、1952 万，极兔市占率目前与申通、百世相当，已经成为通达系无法忽视的竞争对手，甚至被通达系全网禁止代理业务，但依然无法阻止极兔业务量爆发式增长。由于极兔创始人也是 OPPO 印尼的创始人，极兔起网前期大部分一级加盟商也是 OPPO 和 vivo 渠道商，且极兔订单大部分由拼多多贡献，据极兔加盟商表示，目前派送的快件中超过 90%都是来自拼多多的商品，因此极兔很可能与拼多多的物流战略布局有关。此外，根据官网资料，极兔在全国拥有近 20 个快速下单渠道，包括 3 个官方渠道和 14 个电商渠道，其中包括抖音、快手、蘑菇街这样的直播电商平台，直播电商市场规模迅速增长有望给极兔提供巨大增量。

超预期扩张的背后，极兔一直处于“烧钱”状态。4 月 7 日，据《晚点 LatePost》消息，极兔完成了一轮由博裕资本领投，红杉资本、高瓴资本跟投的总额 18 亿美元的融资，投后估值 78 亿美元。目前来看，强大的资本实力能够维持极兔低价换量的竞争策略，作为通达系的竞争对手，极兔的存在必然会加速行业过剩供给的出清。但从长期角度而言，通过加强网络基础设施建设，发挥规模效应降本增效，提高时效和服务质量是公司在竞争激烈的快递市场中扭亏为盈的保障。

表 2：极兔速递发展重要历程

时间	事件
2015.8	J&T Express 在印尼成立，借助 OPPO 网点起网。
2017.11	J&T express 印尼收件量突破三十万票/天，成为当地排名第二的快递公司。
2017.11	J&T Express 越南、马来西亚成立。
2018.6	J&T Express 菲律宾、泰国成立。
2019.9	J&T Express 收购上海龙邦速运，获得国内快递经营许可证。
2020.3	J&T 极兔速递在国内起网。
2020.4	龙邦速运更名上海极兔速递有限公司。
2020.9	J&T 极兔速递网络实现全国省市覆盖。

资料来源：公司官网，根据新闻整理，山西证券研究所

图 19：极兔速递网络搭建情况



资料来源：公司官网，山西证券研究所

图 20：极兔速递合作伙伴（部分）

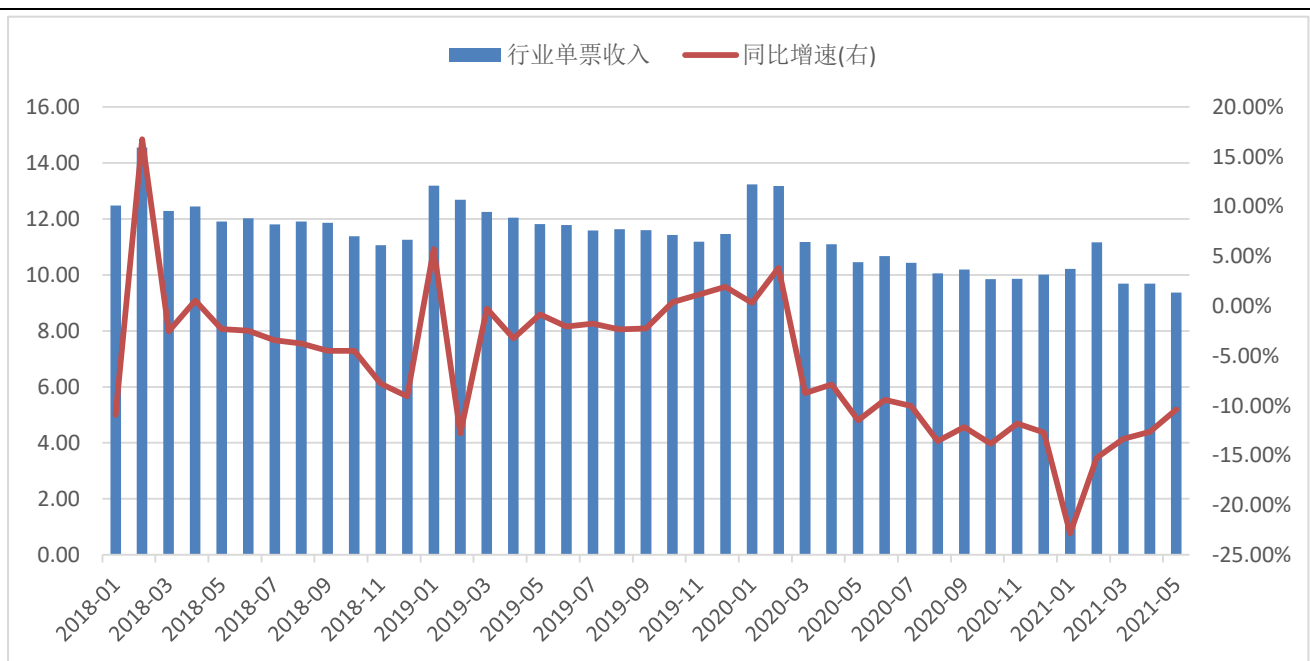


资料来源：公司官网，山西证券研究所

四、行业监管强化，价格战阶段性缓和

2020 年疫情之后，行业价格战加剧。2020 年 1、2 月份，行业件量受疫情影响较大，价格略有回升，疫情过后行业业务量增速恢复甚至超过近几年同期水平，但 5 月以来价格跌幅超预期。我们认为价格战超预期主要是两个方面的原因：一是通达系希望争夺疫情期间停工带来的件量损失，二是从 2 月 17 日起全国收费公路免收通行费，使得快递企业运输成本大幅下降，进而拥有了更多的降价空间，虽然 5 月份公路恢复收费，但龙头引领价格战、促使行业出清的脚步并未停歇。

图 21：行业单票价格变化（元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

主要产粮区价格战激烈，新进入者加速价格下行。根据国家邮政局数据，2021 年前 5 个月，快递业务量排名前十的城市业务量合计占比 45.1%，义乌市、广州市业务量长期位列全国前两位，快递业务量全国占比分别达到 10.8%、9.0%，广州市由于国际件相对较多，总体单价较高，而义乌价格为全国最低，2021 年 1-5 月平均单票收入仅 2.8 元，同比降幅达 18.1%。由于主要产粮区业务量较大，件量占比较高，更容易发挥规模效应，进而带动全网成本下行，因此是各家开展价格战最重要的战场，而义乌代表着快递行业价格竞争的风向标。2020 年极兔进入后以极低的价格抢占市场，在义乌的发货价格一度降至 1 元以下，导致通达系价格战强度进一步增强。

表 3：2021 年 1-5 月主要城市数据

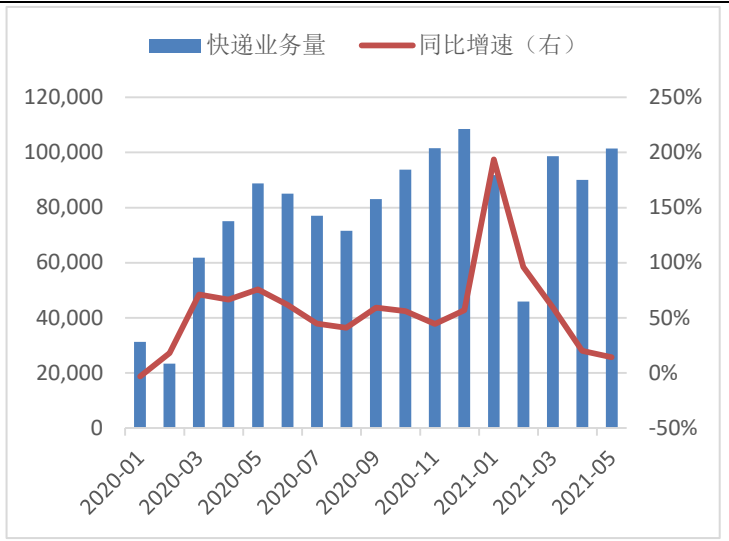
排名	2021 年 1-5 月	业务量 (万件)	全国占比	业务收入 (万元)	单票收入 (元)	单票收入同比
1	金华 (义乌市) 市	427949.9	10.8%	1198876.9	2.8	-18.1%
2	广州市	356329.7	9.0%	3077935.3	8.6	-9.8%
3	深圳市	225952.5	5.7%	2610567.1	11.6	-11.1%
4	上海市	146081.7	3.7%	6484931.5	44.4	4.2%
5	杭州市	140089.4	3.5%	1476130.7	10.5	-16.3%
6	揭阳市	129165.8	3.3%	639679.2	5.0	-26.5%
7	东莞市	102157.3	2.6%	1111053.4	10.9	-14.5%
8	苏州市	87619.6	2.2%	937213.8	10.7	-10.7%
9	北京市	87330.6	2.2%	1247502.4	14.3	-2.8%
10	泉州市	85356.3	2.2%	514731.0	6.0	-18.3%
	前十名合计	1788032.8	45.1%			
	全国	3965161.5				

资料来源：国家邮政局，山西证券研究所

监管政策趋严，行业价格法规首落地。由于 2020 年来价格战强度持续加大，产粮区竞争白热化，低价倾销、乱下指标、乱降派费、乱罚款等乱象频出，致使网点稳定性下降、客户体验每况愈下、行业环境恶化。2021 年 4 月 6 日，义乌市邮政管理局下发警示函，指出极兔速递、百世快递以远低于成本价格进行倾销，并于 4 月 9 日责令部分转运中心停业整顿。2021 年 4 月 22 日，浙江省政府第 70 次常务会议审议通过《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，电子商务平台经营者不得利用技术手段阻断快递经营者正常服务，平台型快递经营者不得禁止或者附加不合理条件限制其他快递经营者进入。这一草案是行业首次针对价格竞争立法，2021 年前 5 个月浙江省快递业务量在全国占比达到 21.22%，浙江省价格战缓和有望带动全行业价格战趋缓。

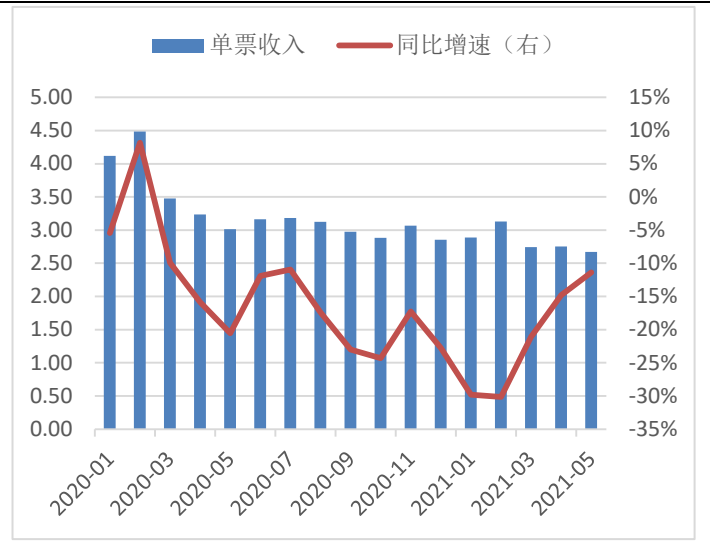
义乌价格企稳回升，通达系价格战阶段性缓和。在义乌百世、极兔停业整顿及浙江省法规出台背景下，义乌价格战有所缓和，4 月单票收入 2.76 元，较 3 月提升 0.02 元，环比上升 0.46%；同比降幅收窄，4 月、5 月义乌快递业务单票收入同比降幅分别收窄至 14.83%、11.40%。5 月，韵达、圆通、申通单票价格同比分别下降 0.98%、2.39%、2.36%，降幅明显收窄，除监管强化外，一定程度上也受同期低基数影响。我们认为，行业监管加强有利于防范恶性价格竞争，一定程度上缓解价格战的强度，通达系有望迎来利润的改善。

图 22：义乌市快递业务量（万件，%）



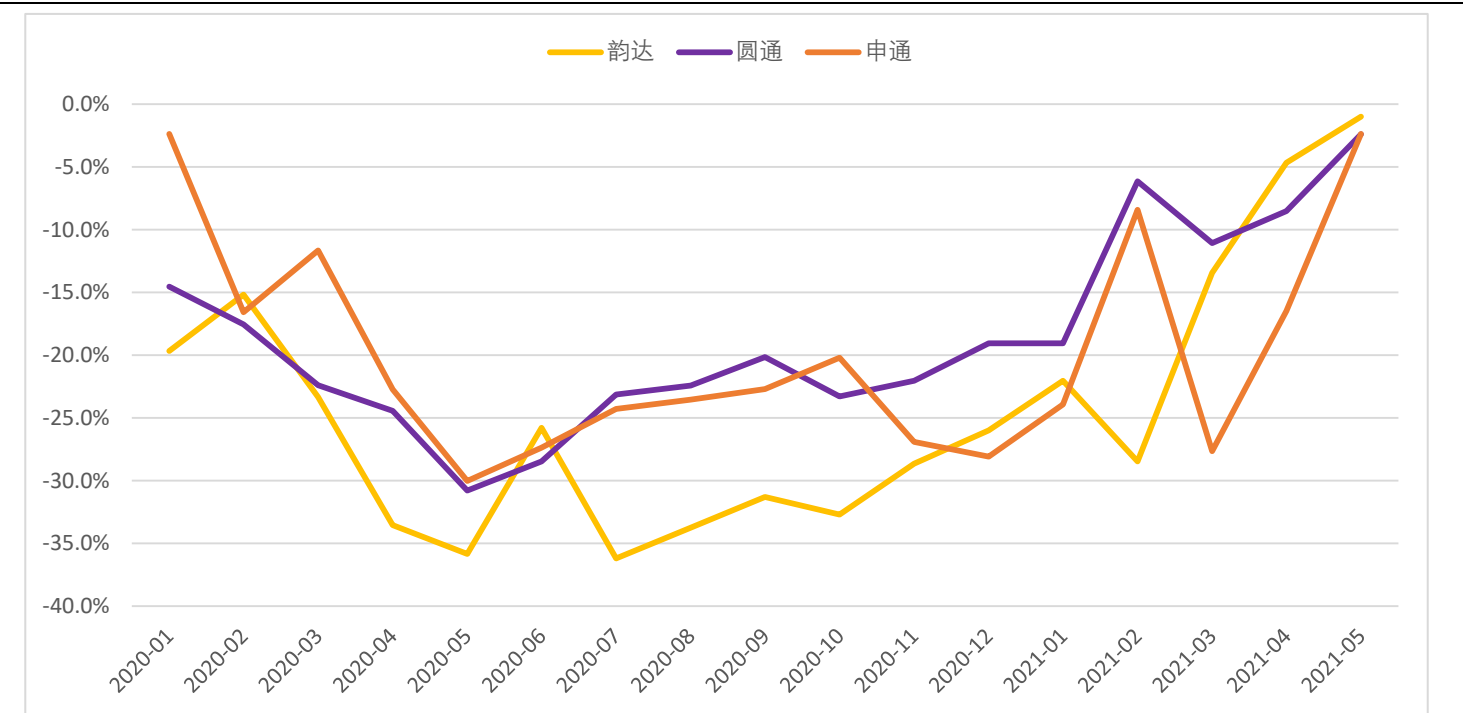
资料来源：国家邮政局，山西证券研究所

图 23：义乌市快递单票收入（元，%）



资料来源：国家邮政局，山西证券研究所

图 24：通达系单票价格变化（元，%）

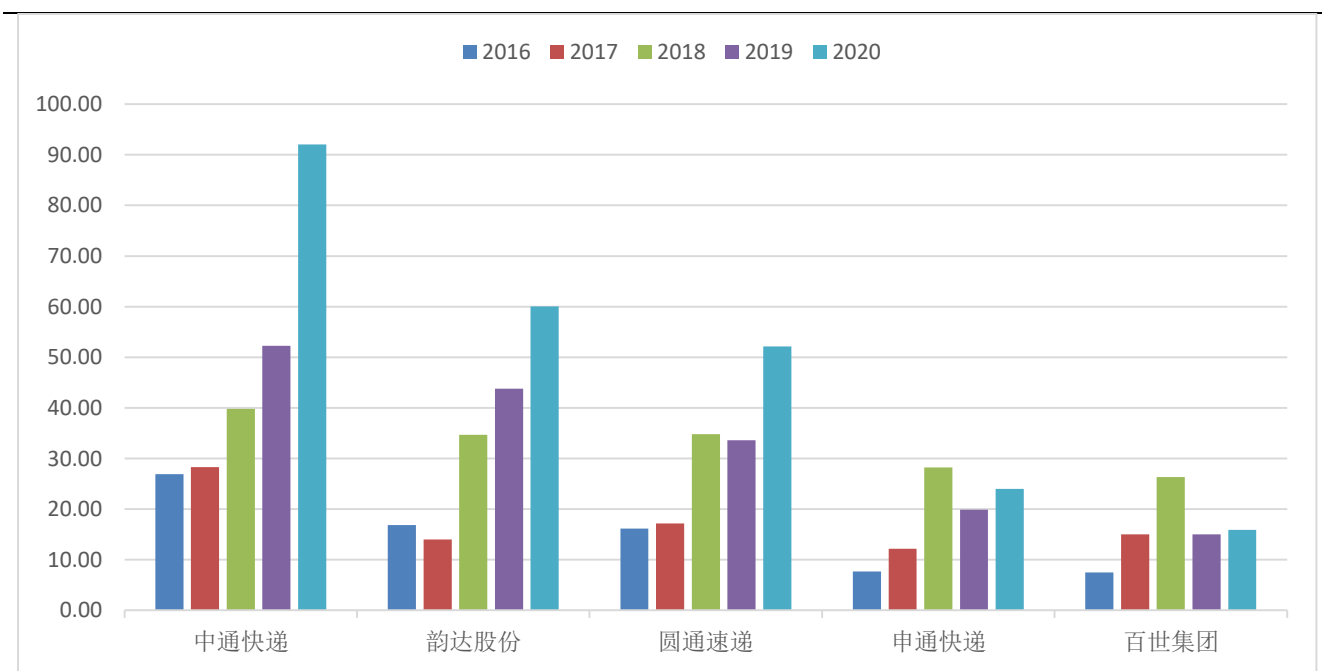


资料来源：wind，山西证券研究所

五、资产开支提速，龙头壁垒加固

疫情加速行业增长，龙头资本开支持续领先。尽管激烈的价格战导致企业利润不断下滑，但在行业格局稳定前，行业“降价-获取份额-加大资产投入-产生规模效应-降价”的循环始终不会停歇。马太效应加速市场份额向头部集中，龙头公司必须不断加大资本开支力度、提升产能储备，从而强化规模效应、加固行业壁垒。当行业中的落后者利润不断下滑时，由于资金消耗殆尽，产能投入受限，需要采购外部产能匹配需求，这将导致成本上升，企业无力跟随龙头价格。2020年疫情加速线上消费渗透，行业增速超预期，各家资本开支随之大幅提升，2020年中通、韵达、圆通、申通、百世资本开支分别为92.08亿元、60.04亿元、52.13亿元、23.98亿元、15.87亿元，同比分别增长76.18%、37.16%、55.19%、20.72%、5.66%，龙头资本开支持续领先。

图 25：通达系资本开支（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

重资产筑就行业壁垒，龙头壁垒牢固。从网络基础设施来看，中通转运中心和干线运输车辆均处于行业领先低位，2020年，中通在全国转运中心数量达到94个，其中自营转运中心84个，自营率89.36%，干线运输车辆大约10450辆，其中9700辆为自营；圆通拥有75个转运中心，数量仅次中通，且全部为自营；韵达转运中心全部为自营，在数量上处于劣势，但韵达自动化程度较高，截至2020年12月31日，公司募集资金累计使用38.87亿元，其中转运中心自动化升级项目20.12亿元，占比达51.76%，高于行业内其他公司。

从固定资产账面价值来看，中通房屋、机器设备、运输设备三项均行业领先，产能储备充足；韵达在分拣设备自动化方面投入了大量资金，机器设备账面价值突出，但转运中心数量相对较少，2020 年公司明显加大了房屋及建筑物的投入；圆通的房屋及建筑物账面价值仅次于中通，公司将自动化升级改造作为重点发展战略，2020 年机器设备账面价值大幅提升，此外，作为通达系唯一拥有自建机队的公司，圆通获得了拓展国际业务的先发优势。

表 4：通达系网络强度变化

公司简称		中通		韵达	圆通		申通		百世
		合计	自营		合计	自营	合计	自营	
转运中心	2019 年	91	82	59	73	73	68	61	59
	2020 年	94	84	67	75	75	68	64	55
干线运输车辆	2019 年	7350	6450		5500	1555	5200	3650	
	2020 年	10450	9700		5000	3105		3500	

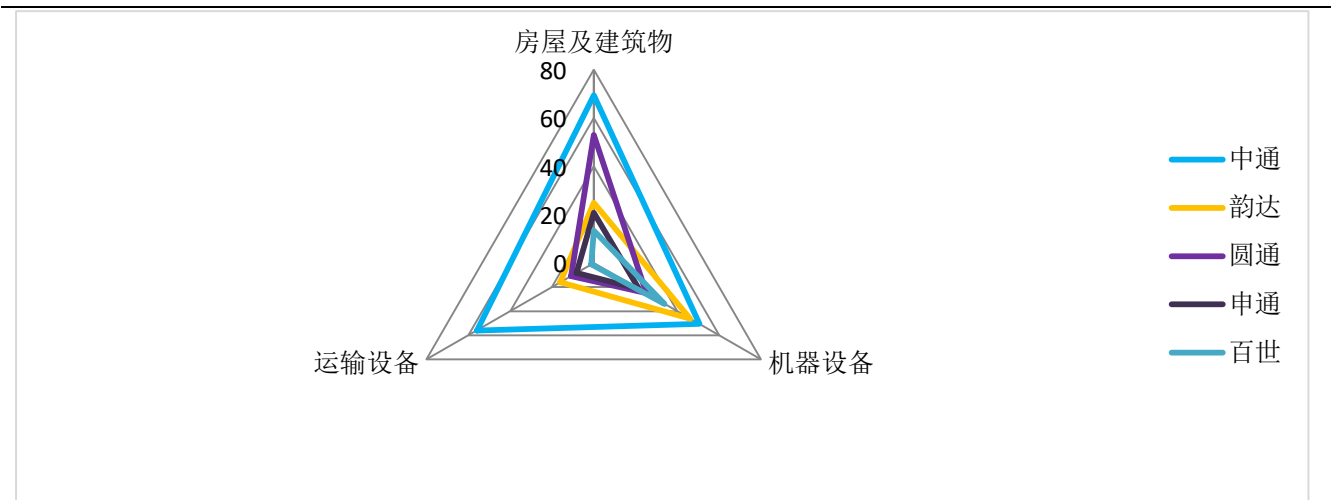
资料来源：公司年报，山西证券研究所

表 5：通达系主要固定资产账面价值（亿元）

	年份	固定资产合计	房屋及建筑物	机器设备	运输设备	飞机及发动机
中通	2017	64.73	26.97	13.00	15.46	
	2018	90.36	35.87	24.76	23.19	
	2019	124.71	55.94	37.79	33.67	
	2020	185.65	69.40	50.56	55.91	
韵达	2017	28.20	7.46	12.41	6.99	
	2018	47.17	8.55	25.08	10.09	
	2019	64.41	10.58	36.39	11.00	
	2020	94.81	24.93	46.11	16.10	
圆通	2017	29.40	20.75	4.18	1.17	2.13
	2018	53.13	32.17	8.91	5.55	4.43
	2019	72.18	42.90	15.31	6.26	4.73
	2020	96.86	53.02	25.06	10.86	4.22
申通	2017	12.95	5.42	1.56	5.26	
	2018	26.67	10.47	8.32	6.91	
	2019	39.92	15.35	14.31	9.22	
	2020	51.53	20.80	21.53	8.24	
百世	2017	13.07	5.43	13.43	0.08	
	2018	20.65	9.52	17.95	0.05	
	2019	29.39	11.93	25.72	0.05	
	2020	40.79	13.31	33.91	1.21	

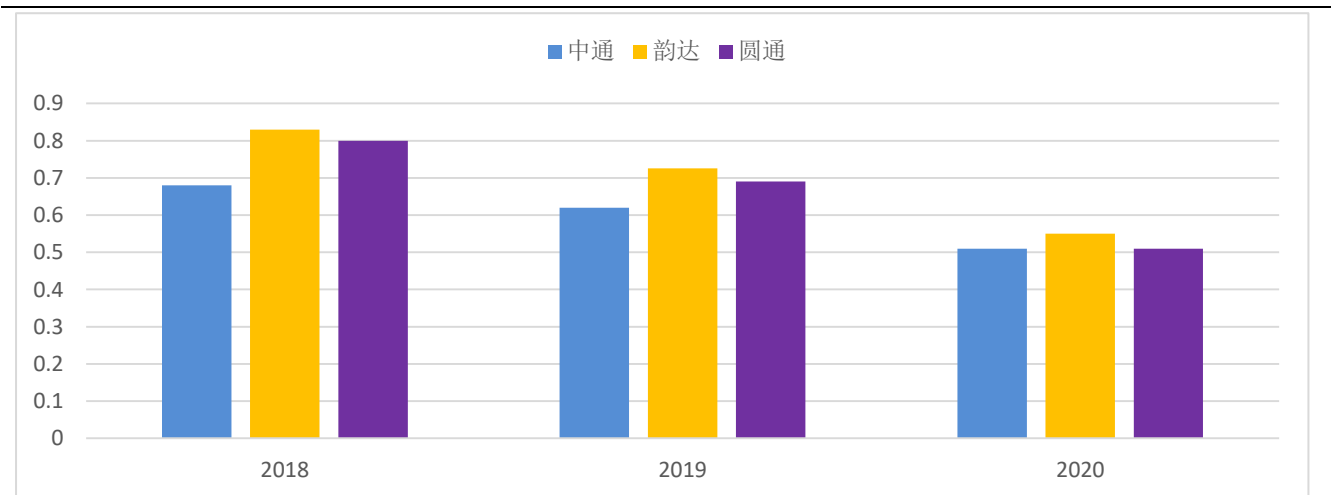
资料来源：公司年报，山西证券研究所

图 26：2020 年通达系主要固定资产账面价值（亿元）



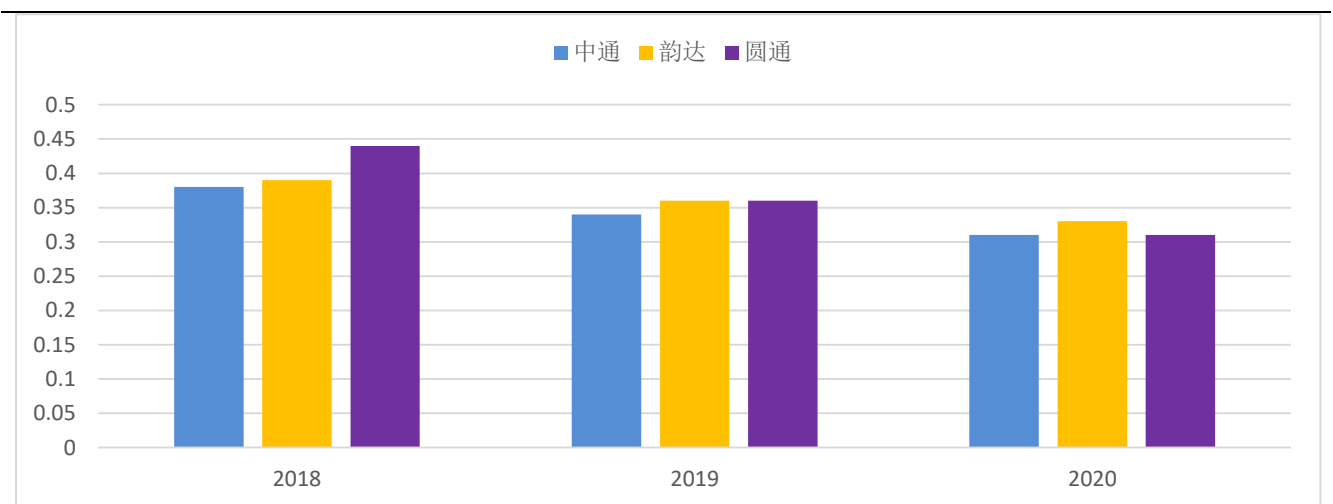
资料来源：公司年报，山西证券研究所

图 27：可比单票运输成本（元）



资料来源：公司年报，山西证券研究所

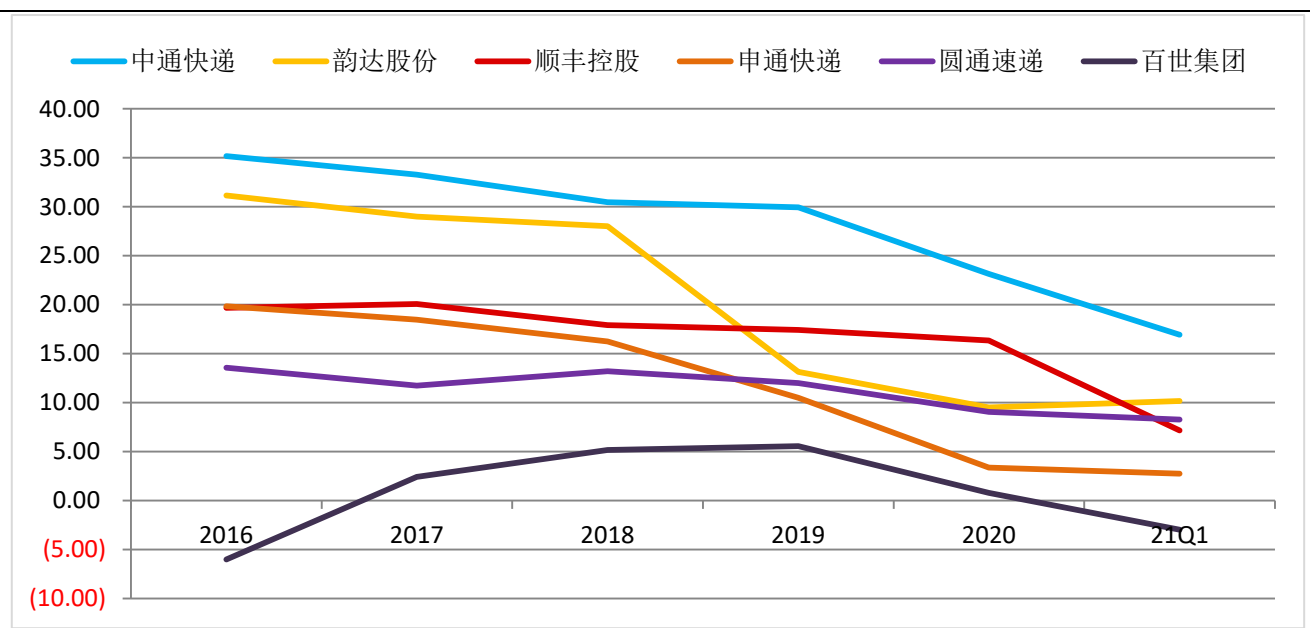
图 28：可比单票中转成本（元）



资料来源：公司年报，山西证券研究所

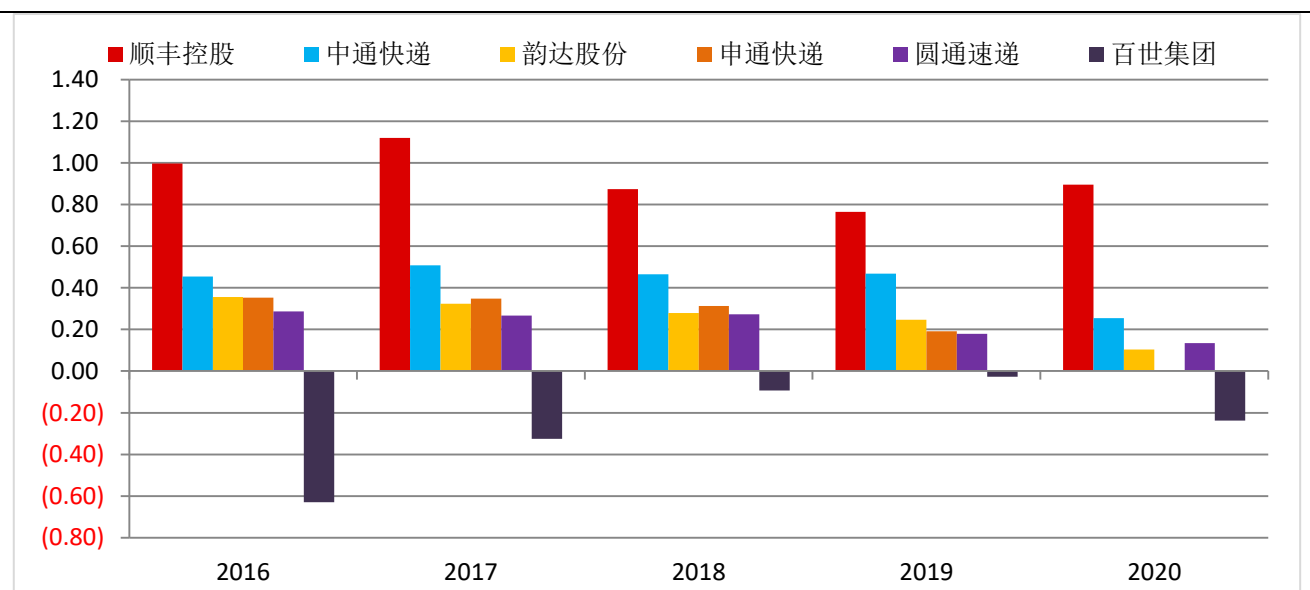
一线快递企业利润分化，但总体呈下降趋势。从盈利水平来看，龙头公司一方面成本具有优势，另一方面拥有一定产品溢价，因此毛利率水平相对较高。具体来看，中通的毛利率和单票扣非净利润始终保持领先；韵达自 2019 年起为保住市场份额，降价幅度一直较大导致了利润的牺牲；百世在 2019 年前单票扣非净利润正不断改善，但 2020 年、2021Q1 价格战导致了其亏损扩大；此外，申通 Q3 单票扣非净利-0.03 元，首次出现亏损情况，2020 年、2021Q1 亏损扩大。总体来看，近几年行业利润受价格战影响整体均在下滑，而通达系公司毛利率、单票扣非净利润排名基本与其市场份额排名一致。

图 29：主要快递公司毛利率情况对比（%）



资料来源：公司年报，山西证券研究所

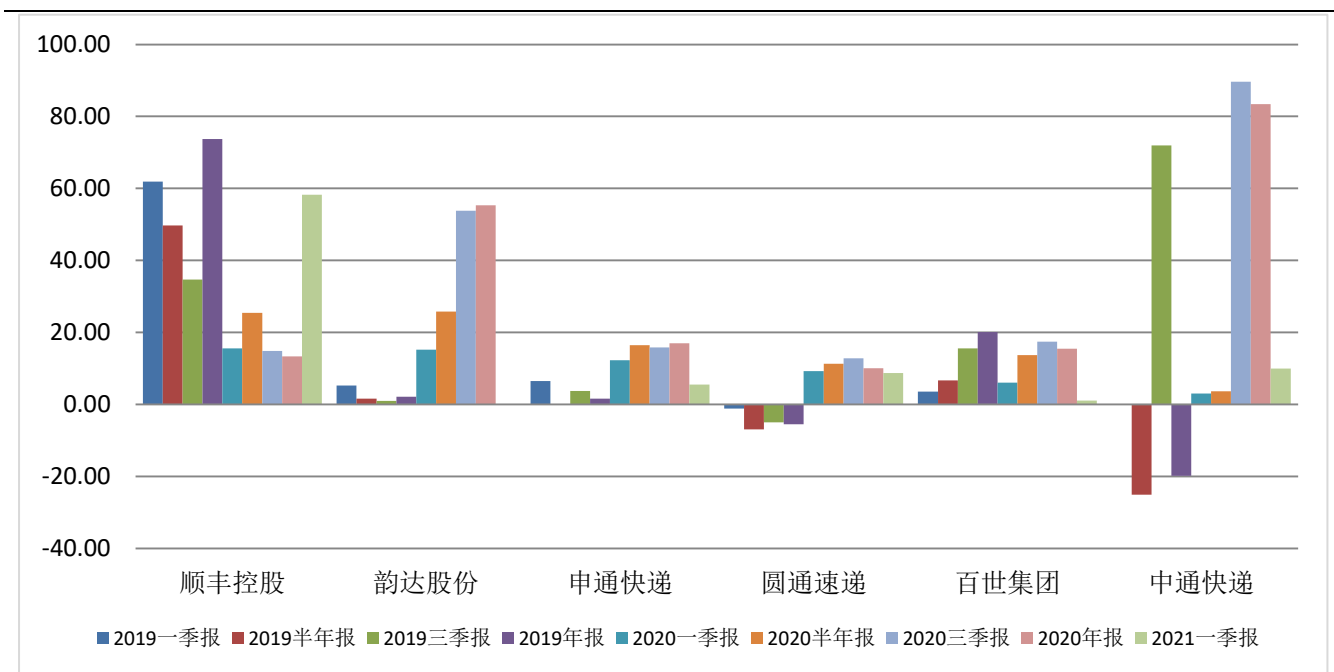
图 30：主要快递公司单票扣非净利润（元）



资料来源：wind，山西证券研究所

未来价格战深入将更加考验企业融资能力。行业价格战不断消耗企业现金，通达系为争夺市场份额进行产能扩张，对资金的需求强烈，因此各家积极进行外部融资。截至 2020 年底，顺丰控股、韵达股份、申通快递、圆通速递、百世集团、中通快递筹资活动净现金流分别为 13.32 亿元、55.30 亿元、16.98 亿元、10.07 亿元、15.48 亿元、83.37 亿元；截至 2021 年 3 月底，顺丰控股、韵达股份、申通快递、圆通速递、百世集团、中通快递筹资活动净现金流分别为 58.26 亿元、0.07 亿元、5.52 亿元、8.69 亿元、1.01 亿元、9.94 亿元。后续来看，虽然行业监管强化有望阶段性缓和价格战，但是行业竞争仍在持续加剧，头部快递公司通过扩充产能、加速布局、提升自动化水平等手段抢占市场份额，其对资金的需求不减，因此龙头的融资能力或成为其在价格战中笑到最后的重要因素。

图 31：各快递公司筹资活动净现金流（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

表 6：2020 年快递上市公司经营情况

	圆通速递	韵达股份	顺丰控股	申通快递
快递业务收入(亿元)	285.68	319.47	1,446.39	207.35
同比增速	6.08%	-1.22%	36.27%	-8.58%
快递业务量(亿票)	126.48	141.82	81.37	88.18
同比增速	38.76%	41.40%	68.09%	19.65%
单票收入(元)	2.26	2.25	17.78	2.35
同比增速	-23.55%	-30.14%	-18.93%	-23.59%

注：根据各公司披露月度数据计算

资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所

表 7：2021 年 1-5 月快递上市公司经营情况

	圆通速递	韵达股份	顺丰控股	申通快递
快递业务收入(亿元)	132.38	140.38	666.81	89.58
同比增速	44.90%	36.38%	21.45%	26.67%
快递业务量(亿票)	59.23	66.19	41.80	39.24
同比增速	57.44%	51.85%	40.88%	47.96%
单票收入(元)	2.24	2.12	15.95	2.28
同比增速	-7.97%	-10.18%	-13.80%	-14.39%

注：根据各公司披露月度数据计算

资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所

六、投资策略及重点标的

（一）行业评级

网购渗透率不断提升、下沉市场潜力释放、直播电商等新增长点将持续为快递行业提供驱动力，服务保障能力持续增强支撑快递需求有效释放，2021 下半年快递件量有望维持高速增长。同时行业竞争持续加剧，但监管强化，价格战有望阶段性缓和，头部企业有望改善盈利能力，加固壁垒，维持行业“看好”评级。

（二）投资策略

综上所述，我们认为 2021 下半年，快递板块选股建议遵循两条主线：

➤ 一是**主打中高端市场、产品结构完善、服务质量突出的直营制综合物流服务商**：

①疫情下高端电商需求爆发，中高端市场单票毛利更高，时效件高增长大幅增厚利润；

②产品结构完善，层次丰富，受低端市场价格战影响相对较小，可以通过差异化的产品提高服务质量，建立品牌效应，进而拥有长期竞争优势。

➤ 二是**市场份额持续领先、资产规模较大、成本优势显著的加盟制快递龙头**：

①对产品同质化严重、价格敏感度高的电商快递行业而言，获票能力是关键，目前通达系市场份额座次已基本稳定，强者恒强；

②行业监管强化，价格战有望阶段性缓和，而龙头企业有望依托其现有优势改善盈利能力；

③行业落后者未来资金消耗殆尽将无力跟进价格战，而龙头凭借其在资产规模、成本、资金方面的优

势胜出，最终形成寡头局面，迎来盈利拐点。

（三）标的推荐

1、顺丰控股（002352.SZ）：时效件重回高增速，特惠件持续放量

业绩回顾：2020年，公司实现营业收入1539.87亿元，同比增长37.25%；归属于上市公司股东的净利润73.26亿元，同比增长26.39%。2021年一季度，公司实现营业收入426.20亿元，同比增长27.07%；归属于上市公司股东的净利润-9.89亿元，同比下降209.01%。

投资逻辑：市场竞争持续加剧环境下，公司市占率在2021Q1进一步提升。公司作为中高端市场龙头，时效件业务收入一直是公司最重要的收入来源，随着未来高端电商线上渗透率不断上升，顺丰时效件收入有望稳定增长。公司目前面临较大的成本压力，但是随着产能、运能释放，公司压力有望逐步缓解。同时，公司作为国内最大的综合物流服务商，不断延伸业务布局，完善物流网络基础设施，目前公司在物流行业的细分领域快运、冷运及医药、同城、供应链等均占据龙头地位，具备长期竞争优势。

盈利预测及投资建议：预测公司在2021年、2022年，每股收益分别为1.01、1.61元/股，对应PE分别为66.47、41.62倍，维持公司“买入”评级。

2、圆通速递（600233.SH）：业务量持续高增长，航空、国际业务亮眼

业绩回顾：2020年，公司实现营业收入349.07亿元，同比增长12.06%；归属于上市公司股东的净利润17.67亿元，同比增长5.94%。2021年一季度，公司实现营业收入89.60亿元，同比增长61.91%；归属于上市公司股东的净利润3.71亿元，同比增长36.69%。

投资逻辑：公司业务量持续高增长，且业务量增速整体领先行业。公司不断深入全链路、全流程的成本精细化管控，加强自身成本管控能力。同时，圆通积极发挥自身航空货运优势，持续加大布局，公司航空、国际板块有望成为长期增长点。

盈利预测及投资建议：预测公司在2021年、2022年，每股收益分别为0.55、0.73元/股，对应PE分别为18.39、13.81倍，维持“买入”评级。

3、韵达股份（002120.SZ）：行业地位稳固，有望成为寡头

业绩回顾：2020年，公司实现营业收入335.00亿元，同比下降2.63%；归属于上市公司股东的净利润14.04亿元，同比下降46.94%。2021年一季度，公司实现营业收入83.30亿元，同比增长48.10%；归属于上市公司股东的净利润2.29亿元，同比下降31.57%。

投资逻辑：公司是通达系A股龙头，业务量持续高增长，2018年以来，公司市占率稳居行业第二位，

仅次于中通。公司自动化程度较高，拥有稳定的成本优势，单票价格始终保持在行业最低水平，同时公司持续增加产能储备，在转运中心、自动化设备、运力等核心环节均具备先发优势，价格战阶段性缓和背景下，公司有望依托自身优势，改善盈利能力，进一步扩大优势。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2021 年、2022 年，每股收益分别为 0.53、0.69 元/股，对应 PE 分别为 27.04、21.07 倍，维持“增持”评级。

表 7：公司盈利预测、估值及投资评级

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE			评级
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
002120.SZ	顺丰控股	66.81	1.61	1.01	1.61	41.55	66.47	41.62	买入
600233.SH	圆通速递	10.10	0.56	0.55	0.73	18.06	18.39	13.81	买入
002120.SZ	韵达股份	14.45	0.48	0.53	0.69	29.86	27.04	21.07	增持

注：基于 2021 年 7 月 7 日收盘价

资料来源：wind，山西证券研究所

七、风险提示

- 1) 宏观经济下行；
- 2) 业务量增速不及预期；
- 3) 监管政策落地不及预期；
- 4) 竞争恶化，价格战超预期；
- 5) 末端网点退网。

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

