

**物流 II 行业**

# 价值修复进入本质期，底部反转将迎高弹性

## ——电商快递升级五问五答

✍️ : 匡培钦 执业证书编号: S1230520070003  
 ☎️ : 021-80106013  
 ✉️ : kuangpeiqin@stocke.com.cn

**行业评级**

物流 II

看好

**报告导读**

本报告针对现阶段投资者对于电商快递板块的五大热点关注问题进行逐一梳理解答，从而清理市场杂音。

整体上我们的核心观点在于，电商快递板块价值修复即将进入最为本质的盈利修复阶段，有望带来极高弹性，看好 A 股电商快递龙头韵达股份，同时关注数字化转型稳步推进的圆通速递，以及美股加港股上市的绝对单量盈利龙头中通快递。

**投资要点**
**□ 如何看价值修复当前层次阶段？三层次两阶段**

电商快递的价值修复不能一概而论，要区分三个层次，对应两个阶段。电商快递价值修复分为：1) 政策管控逐步趋严、2) 价格回归合理区间、3) 盈利修复底部反转三个层次。今年二三季度随着政策的出台，价格逐步呈现回归良性态势，在政策管控及价格回归之后，即将进入价值修复的最本质层次即盈利修复层次。相应地，我们判断此前股价走势已经反映第一阶段修复（体现政策管控及价格回归两个层次），后续将进入第二阶段修复（体现第三层次即盈利修复）。

**□ 前期的涨价到底如何分类推进？涨价区分三类**

电商快递的价格上涨不能一概而论。整体上，价格调整区分三个类型：1) 价格由成本线以下恢复到成本线以上、2) 提升末端派费，并向揽件支付前端传导、3) 传统快递旺季涨价。第一类提价属于区域性提价，能够带来总部及加盟商的利润修复；第二类提价属于全国性提价，主要带来加盟商利润修复；第三类提价属于全国性提价，能够带来总部及加盟商利润修复。

**□ 短中长期看价格如何继续推演？正轨行稳致远**

短期内看提价后绝对幅度仍在。2018-2020 年复盘显示，四季度电商促销及快递派送旺季过后，电商快递票单价普遍环比回落，但整体仍然高于进入旺季之前。我们认为旺季过后即使价格环比边际回落，绝对增量幅度依然存在，仍有望带来盈利增厚。

中长期内看成本推动，整体乐观维稳。展望 2022 年，在定价权再度回归龙头之后，我们对行业价格仍然保持乐观态度。若基于极其谨慎的态度，即使表现票单价明年出现回落，我们判断也将是基于单票成本的推动，那么行业仍将回归“规模-单票成本-单价”的正向循环健康出清路径，龙头盈利仍将领先。

**□ 未来盈利及业绩应该如何预判？毛利底部反弹**

从价格风险收窄向业绩端传导的逻辑看，由单量、单价及单票成本主导的经营毛利润反映盈利本质，单量规模增长配合单票盈利修复，有望带来底部反转的龙头利润高弹性：

1) 单量端：《综合运输服务“十四五”发展规划》预计 21-25 年我国快递单量年均增长 15.4%，叠加资源向龙头整合趋势，预计头部单量还有超额高增速。

**相关报告**

- 1 《<浙江省快递业促进条例>立法点评：快递立法加强监管，行业回归良性发展》  
2021.10.06
- 2 《电商快递核心十问十答：恶性价格风险持续收窄，盈利改善价值修复可期》  
2021.09.09
- 3 《韵达股份更新四问四答：回调创造买入机会，恶性竞争已止迎接价值修复》  
2021.07.24
- 4 《韵达股份（002120）六问六答：驱动仍在，风险收窄，拐点确立，价值重估》  
2021.07.10
- 5 《韵达股份深度：A 股加盟制快递龙头，价格风险收窄前景可期》  
2021.07.06
- 6 《快递行业深度研究：略过当下，放眼远方》  
2021.04.26

报告撰写人：匡培钦

联系人：冯思齐

2) **单价端**：短期内提价幅度相比淡季仍然维持，中长期内监管环境叠加龙头定调，我们对快递票单价依然保持乐观态度。

3) **单票成本端**：基于单量高增提升规模效应、全年波谷趋平产需逐步匹配以及资本开支高位回落的三大驱动，未来龙头单票快递成本有望进一步下行。

#### □ 快递行业远期格局究竟如何看？稳态盈利空间

上世纪 80-90 年代美国快递行业价格战带给我们如下三大启示：1) 行业定价权本质应当把握在龙头手中、2) 企业间整合若不具备协同性，则会导致份额外溢、3) 行业格局份额稳态后，盈利能力稳健。

**展望我国快递行业的远期格局**：1) 在路径层面，我们期待行业通过良性竞争消化落后产能，剩余的龙头玩家基于规模、利润和服务三者诉求的平衡形成自身最适份额，并保持稳态；2) 在结果层面，我们预期在终局稳态中，留存者已然具备极强的单量规模及快递网络效应，因而一方面单票成本持续下行，另一方面产品服务分层策略推进（边际成本极低）有望带来大幅超额利润增厚。

□ **风险提示**：政策实效不及预期；快递价格战恶化；实体网购增长回落。

## 正文目录

1. 如何看价值修复当前层次阶段？三层次两阶段 .....	4
2. 前期的涨价到底如何分类推进？涨价区分三类 .....	5
3. 短中长期看价格如何继续推演？正执行稳致远 .....	6
4. 未来盈利及业绩应该如何预判？毛利底部反转 .....	7
5. 快递行业远期格局究竟如何看？稳态盈利空间 .....	9
5.1. 复盘美国经验，终局形成行业自律稳态 .....	9
5.2. 我国快递行业远期格局稳态同样可期，有望带来可观盈利空间 .....	11
风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1: 电商快递价值修复应区分三层次两阶段 .....	4
图 2: 此前快递恶性价格战使加盟商生态承压（票单价单位：元） .....	5
图 3: 2018-2020 年年度票单价复合降幅 top15 省份 .....	5
图 4: A 股通达系往年旺季后单价整体仍然高于进入旺季前 .....	6
图 5: 我国快递单包裹货值持续下行（金额：元） .....	8
图 6: 我国快递单量相对实体网购额有超额增长 .....	8
图 7: 双 11 快递件量峰值较日常趋于边际平滑 .....	8
图 8: 快递龙头 3Q21 资本开支同比增速较 2020 全年回落 .....	8
图 9: 美国快递价格战期间，FedEx 航空件票单价及利润率明显下滑 .....	10
图 10: 美国航空件 1985 年 CR3 为 66% .....	10
图 11: 美国航空件 1994 年 CR3 为 70% .....	10
图 12: FDX 近年经营利润率稳定在 3%-8% 区间 .....	11
图 13: UPS 近年经营利润率稳定在 8%-13% 区间 .....	11
图 14: 2020 年美国快递行业包裹 CR3 达 78% .....	11
表 1: 2021 年以来快递行业相关监管情况梳理 .....	7
表 2: 美国快递行业两次价格战期间重点事件梳理 .....	9
表 3: 头部快递玩家如顺丰、中通、韵达等推进产品分层趋势已现 .....	12
附表: 我国主要电商快递上市公司盈利预测及估值情况 .....	12

## 1. 如何看价值修复当前层次阶段？三层次两阶段

对于电商快递恶性价格战后的价值修复，我们认为要区分三个层次：

- 1) **政策管控逐步趋严**：3月份，义乌邮政管理局发布《关于维护行业平稳有序 推进行业高质量发展的实施意见》；4月份，浙江省政府审议通过《浙江省快递业促进条例（草案）》；7月份，交通运输部、国家邮政局、国家发展改革委、人力资源社会保障部、商务部、市场监管总局、全国总工会联合印发《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》；9月份，浙江省第13届人民代表大会常务委员会第31次会议通过《浙江省快递业促进条例》，自2022年3月1日起施行。
- 2) **价格回归合理区间**：行业层面，快递主产区监管尤其强化之下，义乌地区行业快递10月票单价2.94元，自2020年2月份以来首次实现同比正增长，自2021年5月份以来已累计环比提升0.27元。企业层面，中通快递21Q3快递票单价1.17元（不含派费），环比二季度提升0.02元；韵达股份10月份快递票单价2.17元（含派费），自5月份以来已累计环比提升0.15元；圆通速递10月份快递票单价2.29元（含派费），自5月份以来已累计环比提升0.25元；申通快递10月份快递票单价2.11元（含派费），自5月份以来已累计环比提升0.04元。
- 3) **盈利修复底部反转**：龙头盈利能力已经筑牢底部拐点，中通快递21Q3销售毛利率21.2%，环比下降1.6pts，较18Q3下降10.1pts；韵达股份21Q3销售毛利率7.6%，环比下降1.3pts，较18Q3下降20.2pts；圆通速递21Q3销售毛利率6.5%，环比提升0.5pts，较18Q3下降6.6pts；申通快递21Q3销售毛利率0.2%，环比下降1.5pts，较18Q3下降15.7pts。伴随行业景气提升，盈利预计即将迎来底部反转。

今年二三季度随着政策的出台，价格逐步呈现回归良性态势，在政策管控及价格回归之后，即将进入价值修复的最本质层次即盈利修复层次。我们预期，21Q4以及2022年行业整体盈利拐点向上，单件盈利修复叠加规模增长或将带来业绩高弹性。

相应地，此前股价走势已经反映第一阶段修复（体现政策管控及价格回归两个层次），后续将进入第二阶段修复（体现第三层次即盈利修复）。

图 1：电商快递价值修复应区分三层次两阶段



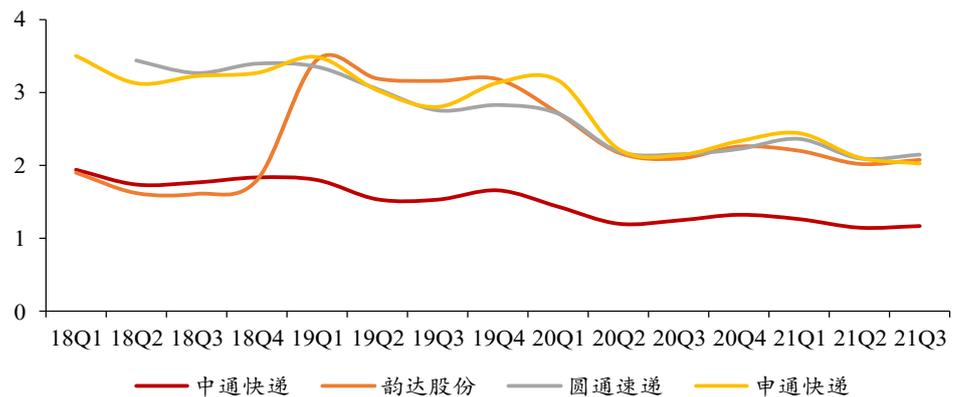
资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2. 前期的涨价到底如何分类推进？涨价区分三类

电商快递价格的上涨可梳理区分为三类：

- 1) 价格由成本线以下恢复到成本线以上。在部分竞争较为激烈的快递重点产粮区，此前存在严重的价格“内卷”现象，即定价低于实际成本，例如 2020 年 4 月份义乌地区出现“8 毛钱发全国现象”（根据腾讯网资讯），后续伴随价格战缓和而修复。此类提价属于区域性提价，能够带来总部及加盟商的利润修复。
- 2) 提升末端派费，并向揽件支付前端传导。典型例子为 2021 年 9 月 1 日起“四通一达”与极兔全网上调 0.1 元/票派费。此类提价属于全国性提价，由于提价范畴限于末端快递员派送费并向揽件支付前端传导，因此带来加盟商利润修复，对总部影响中性。
- 3) 传统快递旺季涨价。快递行业传统旺季一般在于每年电商平台购物节高度集中的四季度，由于单量骤增，资源投入加大相应阶段性推升快递价格。此类提价属于全国性提价，提价范畴为总部中转费和派费等，因此带来总部及加盟商利润修复。

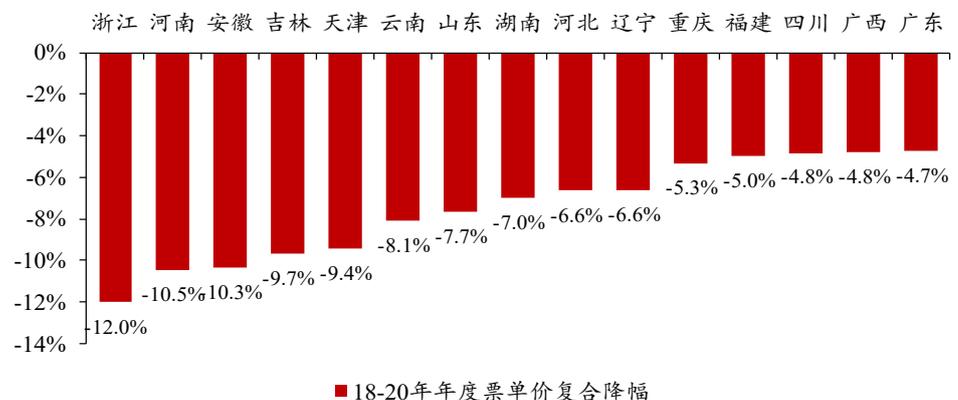
图 2：此前快递恶性价格战使加盟商生态承压（票单价单位：元）



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

备注：韵达自 19 年起单票收入包含派费；圆通及申通单票收入包含派费；中通单票收入不含派费

图 3：2018-2020 年年度票单价复合降幅 top15 省份

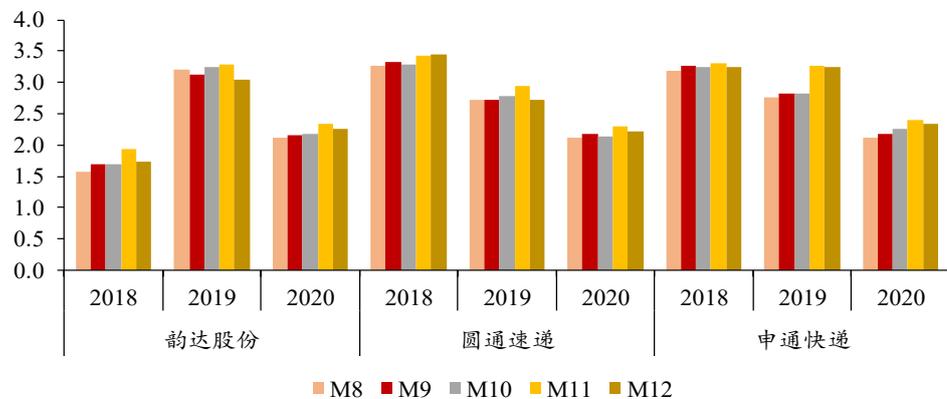


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3. 短中长期看价格如何继续推演？正轨行稳致远

**短期内看提价后绝对幅度仍在。**2018-2020年历史复盘显示，四季度电商促销及快递派送旺季过后，电商快递票单价普遍环比回落，但整体仍然高于进入旺季之前。以2020年为例，韵达股份12月票单价2.25元，环比回落0.09元，但较8月仍然提升0.13元；圆通速递12月票单价2.21元，环比回落0.09元，但较8月仍然提升0.10元；申通快递12月票单价2.33元，环比回落0.06元，但较8月仍然提升0.22元。我们判断今年旺季过后即使价格环比回落，绝对增量幅度依然存在，仍有望带来盈利增厚。

图 4：A 股通达系往年旺季后单价整体仍然高于进入旺季前



资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：韵达股份自2019年起单票收入包含派费收入；圆通速递及申通快递单票收入包含派费收入

**中长期内看成本推动，整体乐观维稳。**展望2022年，一方面鉴于监管环境驱使快递行业竞争趋于有序，另一方面鉴于电商快递龙一中通快递进一步公开强调做好质量、份额和盈利的平衡，在定价权再度回归龙头之后，我们对行业价格仍然保持乐观态度。若基于极其谨慎的态度，即使表观票单价明年出现回落，我们判断也将是基于单票成本的推动，那么行业仍将回归“规模-单票成本-单价”的正向循环健康出清路径，龙头盈利仍将领先。

**表 1：2021 年以来快递行业相关监管情况梳理**

时间	事件
2021.3	义乌邮政管理局发布《关于维护行业平稳有序 推进行业高质量发展的实施意见》，要求维护市场秩序、科学制定增速标准,以及保护合法权益、不得随意降低派费标准
2021.4	习近平总书记广西考察提出要完善多渠道灵活就业的社会保障制度，维护好卡车司机、快递小哥、外卖配送员等的合法权益
2021.4	马军胜局长上海调研强调切实保障快递小哥合法权益，稳定末端网点有序运行
2021.4	浙江义乌邮政管理局开始整治百世快递及极兔速递的“低价倾销行为”，主要措施为停运部分分拨中心
2021.4	浙江省政府审议通过《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
2021.6	湖南省邮政管理局就进一步规范快递市场秩序、整顿无序低价竞争等问题进行了部署
2021.6	马军胜局长就规范快递市场秩序、保障小哥合法权益问题与义乌一线从业者深入座谈，再次强调切实保障快递小哥合法权益
2021.6	宁波市邮管局约谈快递企业，要求被约谈企业下达的指标数不得高于 30%增速，各品牌要统一派费标准，义乌、广东件的派费不得低于 1 元并不得低于 2 年前的派费标准
2021.7	七部门联合印发《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》，提出要制定《快递末端派费核算指引》和《快递员劳动定额标准》，建立行业工资集体协商机制，引导电商平台和快递企业加强协同，进一步明确企业总部管理责任
2021.7	江苏省邮政管理局召开快递市场秩序整治暨快递服务质量提升联席会，提出要稳定思想，规范市场秩序、抵制低价竞争
2021.7	市场监管总局发布《价格违法行为行政处罚规定（修订征求意见稿）》，界定低价倾销行为及相应的处罚标准
2021.7	八部门联合印发《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》，以出行、外卖、即时配送、同城货运等行业平台企业为重点，指出各地要放开灵活就业人员在就业地参加基本养老、医保的户籍限制
2021.9	《浙江省快递业促进条例》经浙江省第 13 届人民代表大会常务委员会第 31 次会议通过，自 2022 年 3 月 1 日起施行
2021.12	马军胜局长主持召开快递企业电话座谈会，强调要坚持稳中求进总基调，更加注重发展质效、更加注重结构优化、更加注重补短板强弱项，推动邮政快递业高质量发展

资料来源：网络公开资料，浙商证券研究所

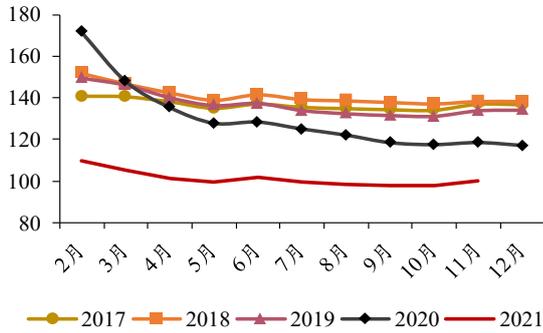
## 4. 未来盈利及业绩应该如何预判？毛利底部反转

从价格风险收窄向业绩端传导的逻辑看，由单量、单价及单票成本主导的经营毛利反映盈利本质：

- 1) 单量端：**基于实体网购统计口径低估、线上消费新形式新平台更趋多元及快递单包裹货值下行,我们判断行业整体单量依然维持相对高增长,根据交通运输部《综合运输服务“十四五”发展规划》预计,2021-2025 年我国快递业务量还将年均增长 15.4%。此外,行业资源向龙头整合趋势不可逆,因此龙头单量还有超额高增速。
- 2) 单价端：**如前文论述,短期内提价幅度相比淡季仍然维持,中长期内监管环境叠加龙头定调,我们对快递票单价依然保持乐观态度。
- 3) 单票成本端：**基于单量维持高增提升规模效应、全年波谷趋平产需逐步匹配以及资本开支高位回落的三大驱动,未来龙头单票快递成本有望进一步下行。

因此，单量规模增长配合单票盈利修复，有望带来底部反转的龙头利润高弹性。

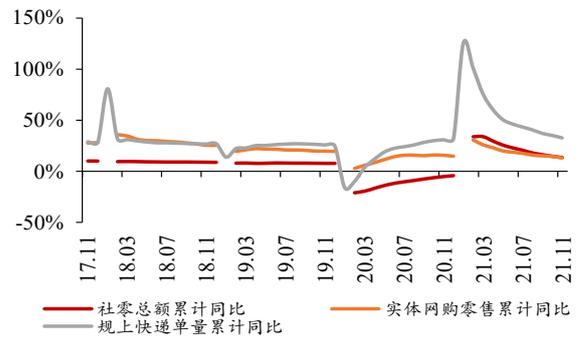
图 5：我国快递单包裹货值持续下行（金额：元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：快递单包裹货值=实物商品网上零售额/快递业务量

图 6：我国快递单量相对实体网购额有超额增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

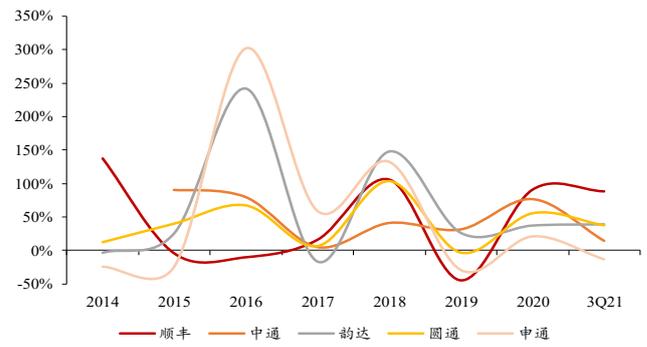
图 7：双 11 快递件量峰值较日常趋于边际平滑



资料来源：Wind，国家邮政局，浙商证券研究所

备注：2021 年行业日均单量按前 10 月已公布数据进行计算；邮政局公布口径 2016-2019 年“双 11”期间为 11.11-11.16 共 6 天，2020 及 2021 年“双 11”期间为 11.1-11.11 共 11 天

图 8：快递龙头 3Q21 资本开支同比增速较 2020 全年回落



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

备注：为非股权投资资本开支，即购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

## 5. 快递行业远期格局究竟如何看？稳态盈利空间

### 5.1. 复盘美国经验，终局形成行业自律稳态

美国快递发展历史上同样经历过价格竞争：

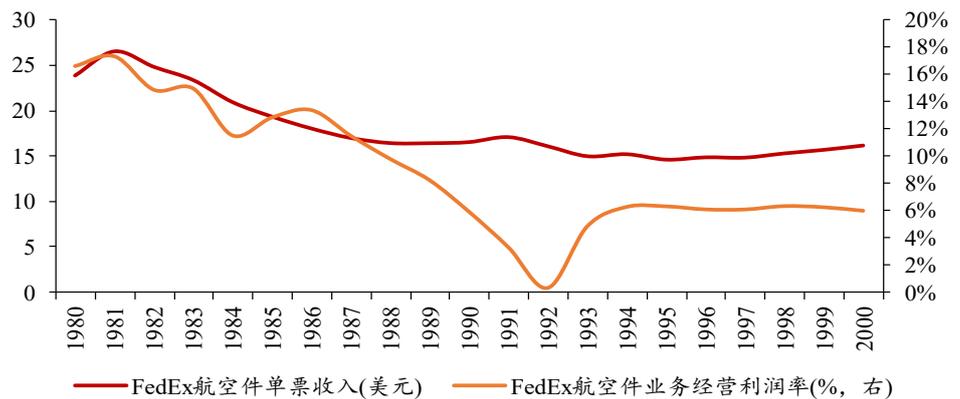
- 1) **第一次价格战：1982-1989年。**上世纪70年代末，美国民用航空局放开对航空物流企业定价限制及全货机购买限制，因此UPS得以通过布局自有全货机切入原由FedEx主导的隔夜件市场，并大幅压降产品定价，FedEx相应被动跟进，其余隔夜件主要玩家如Purolator、Emery、Gelco Courier等也同样跟进，导致行业普遍出现大幅亏损，带动尾部玩家出清。直至1989年1月，UPS在隔夜空运业务提价5%获得其他玩家跟随，宣告美国快递业第一次价格战结束。
- 2) **第二次价格战：1992-1995年。**1990-1991年美国宏观经济衰退导致航空快递业务需求萎缩，触发第二次价格战，本轮价格战聚焦于B端大客户，UPS和FedEx通过递次降价策略互相挖角各自存量客户。与第一次价格战类似，激进降价策略导致盈利能力被大幅削弱，随着1995年宏观经济复苏反弹、消费需求提振，UPS宣布提价，FedEx与Airborne跟随，第二次价格战结束。

表 2：美国快递行业两次价格战期间重点事件梳理

价格战轮次	事件
第一次价格战	1982年UPS购置24架波音727-100和4架DC-8，并于9月推出次日达产品，以时效吸引客户，而FedEx斥资1800万美元推出的时效性更强的产品反响一般，导致行业竞争方向由时效全面转至价格
	1983年3月，大部分主流快递物流公司效仿UPS给予大客户折扣，而Purolator、Emery、Gelco Courier三家公司进一步压低价格
	1983~1984年，FedEx的单个包裹收入下跌14%，而Emery的小型货物利润下跌15%。同时，客户开始形成组织寻求更低的团购价，几十家公司的需求叠加可能与快递公司商得四折优惠
	1985年，FedEx的市占率由两年前的45%下滑至37%，但UPS的市占率迅速提升至15%，Emery市占率为14%、Purolator市占率为10%、Airborne以及USPS市占率为8%。
	1986年，Emery、Purolator和USPS的航空货运产品均为亏损，而Airborne的利润早在1986年第一季度就下滑66%
第二次价格战	1988年10月，UPS进一步向大客户提供折扣时，同行自1983年以来首次没有跟随降价，而1989年1月，UPS的次日达服务六年来首次涨价5%，FedEx、Airborne和Consolidated Freightways跟随涨价
	1990至1991年的经济衰退对行业需求形成冲击，导致了新一轮降价和利润锐减，且即使在需求恢复之后，1992至1994年间业内多次涨价无法持续，本轮降价主要聚集于占全行业需求约75%的多家大型公司
	1994年，UPS通过大降价从FedEx抢来了家庭购物公司QVC和电脑邮购公司Gateway 2000，而FedEx同时以折扣从UPS抢来零售商Williams-Sonoma
	1995年晚期，随着经济形势逐渐变强，FedEx和Airborne跟随UPS涨价，使行业价格基本稳定

资料来源：《The Evolution of the Small Package Express Delivery Industry: 1973-2010》，浙商证券研究所

图 9：美国快递价格战期间，FedEx 航空件票单价及利润率明显下滑



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

备注：图中年份表示财政年度

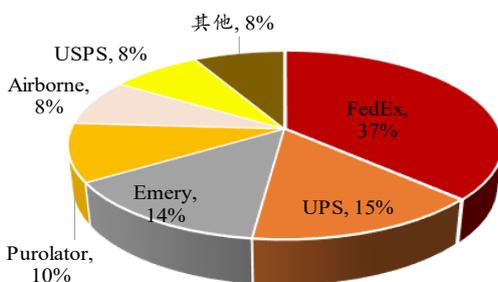
根据美国快递价格战期间及往后的推演，我们总结如下三点启示：

**启示一：行业定价权本质在于龙头手中。**美国两轮快递价格战起始由 UPS 压价、其他玩家跟进开启，末尾由 UPS 提价、其他玩家跟进结束，因此在没有资本扰动的情况下，快递作为规模及成本为核心壁垒的行业，理应是市占率龙头掌控定价权。如若龙头对盈利有一定诉求，那么行业头部玩家的盈利都有望因此受益。

**启示二：企业间整合若不具备协同性，则会导致份额外溢。**1987 年，Purolator 因经营不善率先被 Emery 收购，项目并购后管理协同仍不尽人意，因此 Emery 于 1989 年又被 Consolidated Freightways 收购。然而，管理协同性并未得到改善，同时 Consolidated Freightways 于 1989 年初向市场提出 4%-7% 加价无效，反而被竞争者侵蚀了业务份额。

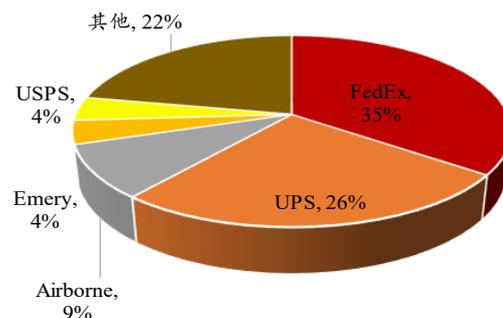
**启示三：行业格局份额稳态后，盈利能力稳健。**1998 年第二次价格战后，美国国内快递市场主体格局逐步形成，USPS、UPS、FedEx 占据主要市场份额，后列企业份额逐步萎缩。2020 年，USPS 占据美国快递总包裹 38% 的份额，UPS 及 FedEx 合计占据美国快递总包裹 40% 的份额，其余玩家合计仅占据 22% 的份额。稳态格局形成后，龙头盈利能力亦趋于稳定，2013-2020 年 UPS 经营利润率稳定在 8%-13% 区间，FedEx 经营利润率稳定在 3%-8% 区间。

图 10：美国航空件 1985 年 CR3 为 66%



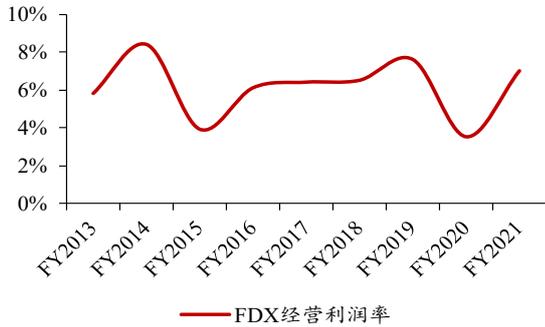
资料来源：《The Evolution of the Small Package Express Delivery Industry: 1973-2010》，浙商证券研究所

图 11：美国航空件 1994 年 CR3 为 70%



资料来源：《The Evolution of the Small Package Express Delivery Industry: 1973-2010》，浙商证券研究所

图 12: FDX 近年经营利润率稳定在 3%-8% 区间



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

备注: 图中年份表示财政年度

图 13: UPS 近年经营利润率稳定在 8%-13% 区间



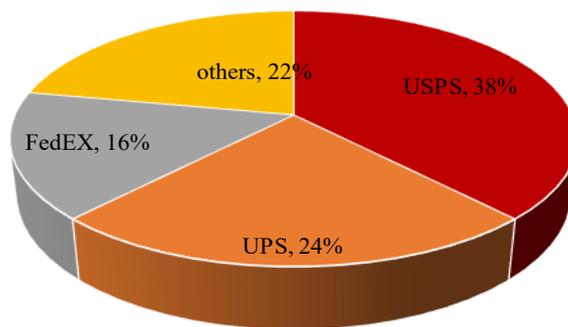
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 5.2. 我国快递行业远期格局稳态同样可期, 有望带来可观盈利空间

展望我国快递行业的远期格局:

- 1) 在路径层面, 我们期待行业通过良性竞争消化落后产能, 剩余的龙头玩家基于规模、利润和服务三者诉求的平衡形成自身最适份额, 并保持稳态。
- 2) 在结果层面, 我们预期在终局稳态中, 留存者已然具备极强的单量规模及快递网络效应, 因而一方面单票成本持续下行, 另一方面产品服务分层策略推进 (龙头拓展分层的边际成本极低) 有望带来大幅超额利润增厚。

图 14: 2020 年美国快递行业包裹 CR3 达 78%



资料来源: Pitney Bowes, 浙商证券研究所

**表 3：头部快递玩家如顺丰、中通、韵达等推进产品分层趋势已现**

公司	产品	高峰时效	正常时效	服务	价格(元)
顺丰 (时效)	专享急件	8-16 小时	8-16 小时	为个人用户提供可运输常温/温控货物、高价值货物的异城快件 高时效寄递服务；承运起重 30KG；提供全程路由监控、机场 停机坪监控装卸货、各环节节点实时短信反馈	N.A.
	顺丰特快	隔日 12:00 前	次日 22:00 前	1 小时上门收件；承诺时效；售后优先回应；免享部分包材； 准时保；高峰优先配送	33
	顺丰标快	隔日 18:00 前	隔日 12:00 前	基准服务	23
中通	中通标快	隔日 22:00 前	隔日 14:00 前	2 小时上门收件；免享部分包材；售后优先回应；承诺时效	19
	中通普件	-	-	基准服务	17
韵达	韵达特快	隔日 20:00 前	隔日 20:00 前	1-2 小时内上门收件；全年无休 9:00-20:00 专线客服；全链路优 先保障；专属时效承诺，超时最高赔付 5 元	20
	韵达标快	-	-	基准服务	19
圆通	即日达	当日送达	当日送达	客户无自主选项	18
	次日达	次日送达	次日送达		
	隔日达	后天送达	后天送达		
	三日达	72 小时内送达	72 小时内送达		
申通	同城当日	当日送达	当日送达	客户无自主选项	17
	次日达	次日送达	次日送达		
	隔日达	三日内送达	三日内送达		
	72 小时件	四日内送达	四日内送达		

资料来源：公司官网，公司官方微信小程序，浙商证券研究所

备注：异地件假设 2KG 文件由上海陆家嘴寄往北京金融街；高峰时效为 2021 年双十二期间查询承诺时效

## 风险提示

政策实效不及预期；

快递价格战恶化；

实体网购增长回落。

**附表：我国主要电商快递上市公司盈利预测及估值情况**

证券代码	证券简称	评级	市值				归母净利润(亿元)				PE			PB
			2021/12/21	20A	21E	22E	20A	21E	22E	TTM	21E	22E	LF	
002120.SZ	韵达股份	买入	579	14.04	13.64	19.67	41.23	49.68	42.46	29.44	3.84			
600233.SH	圆通速递	增持	586	17.67	13.19	16.68	33.15	43.87	44.40	35.11	3.31			
2057.HK	中通快递	-	1448	43.12	46.83	61.21	33.59	34.50	30.93	23.66	2.95			
002468.SZ	申通快递	-	134	0.36	-1.60	1.87	369.98	-	-	71.94	1.58			

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；除韵达股份及圆通速递采用浙商交运盈利预测外，其余公司为万得一致预期

## 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>