

超配

# 快递行业点评

## 疫情防控优化，件量快速修复，投资价值显现

### ◆ 行业研究·行业快评

证券分析师： 姜明  
证券分析师： 罗丹

021-60933128  
021-60933142  
jiangming2@guosen.com.cn  
luodan4@guosen.com.cn

### ◆ 交通运输·物流

### ◆ 投资评级：超配(维持评级)

执证编码：S0980521010004  
执证编码：S0980520060003

### 事项：

根据交通运输部数据，全国快递日度揽收件量自11月28日的2.5亿件逐步提升至了12月13日的4.36亿件。

**国信交运观点：**1) 11月我国快递业务量收预计出现一定幅度下降，尤其是11月下旬，疫情多点散发，对行业在生产端的揽收和消费端的派送带来较大压力。但11月底以来疫情防控措施加速优化，快递网点从此前暂停运营、快件积压，到迅速反弹、复苏提速。因此我们看到全国快递件量快速修复，全国日度快递揽收件量自11月28日的低点2.5亿件提升至了12月13日的4.36亿件，去年12月份日均件量为3.42亿件，我们预计12月份快递需求增长将明显反弹，有望弥补11月的部分件量损失。

2) 我们根据产业发展逻辑、历史数据趋势以及这三年的疫情具体情况，首先拟合出了明年实物商品网上零售额的增速，然后认为明年没有疫情防控因素干扰的情况下，快递业务量增速将和网购增速趋同，预计明年行业快递件量同比增速将重回双位数且明显优于10%。

3) 聚焦到各上市公司自身情况，我们首先看好顺丰控股，原因有三，其一是在疫情管控放开、宏观经济和消费增长边际改善的背景下，我们认为时效快递增速有望明显优于今年；其二是公司今明两年已经进入资本开支下降通道，随着资源投入减少、优质业务量稳步提升，公司明年的盈利能力将继续提升；其三是鄂州机场的航空转运中心将于明年下半年投产运营，经营效果将逐步显现，有望形成强催化剂。其次看好圆通、韵达和中通，在疫情管控放开、宏观经济和消费增长边际改善的背景下，明年电商快递需求增长将修复明显，竞争将仍然维持缓和，圆通、韵达和中通作为龙头电商快递企业，量和利润增长情况有望好于行业，对应明年PE估值分别为16X、17X、20X，均处于历史估值的低位水平。重点推荐顺丰控股，继续看好圆通速递、韵达股份以及中通快递。

### 评论：

#### ◆ 近期快递需求情况：疫情防控措施加速优化，快递件量半个月内快速修复

11月我国快递业务量收预计出现一定幅度下降，主要因为双十一大促之后，线上消费需求回落，快递业务量降中趋稳，11月下旬，疫情多点散发，对行业在生产端的揽收和消费端的派送带来较大压力。

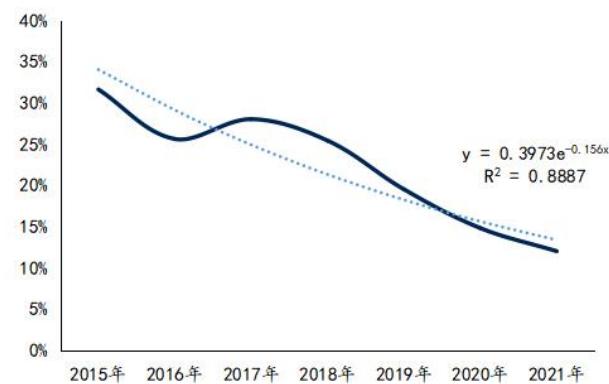
但11月底以来疫情防控措施加速优化，12月7日国务院联防联控机制综合组还出台了《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，紧接着12月9日国务院物流保通保畅工作领导小组办公室印发了《科学精准做好交通物流保通保畅工作的通知》，文中明确：（1）全面取消各地设立的公路、航道、船闸防疫检查点，（2）全面取消货运车辆闭环管理要求，（3）全面取消跨区域流动货车司乘人员“落地检”等。随着优化管控措施的落地，近期国内部分地区的快递转运中心和网点快速解封，快递经营效率提升，部分快递网点从此前暂停运营、快件积压，到迅速反弹、复苏提速。因此我们看到全国快递件量快速修复，全国日度快递揽收件量自11月28日的低点2.5亿件提升至了12月13日的4.36亿件，去年12月份日均件量为3.42亿件，我们预计12月份快递需求增长将明显反弹，有望弥补11月的部分件量损失。

**图 1：2022 年全国日度快递揽收件量变化趋势**


资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

### ◆ 2023 年快递需求展望：疫情影响因素消除，快递需求增长有望明显提升

我们根据产业发展逻辑、历史数据趋势以及这三年的疫情具体情况，对明年我国的快递件量增长做了估算和预测，我们预计明年行业快递件量同比增速将重回双位数且明显优于 10%。具体来说，由于今年奥密克戎病毒的传播力强于 2020 年的新冠病毒株，政府今年对疫情扩散地区的快递经营会进行管制（而 2020 年 4-12 月份全国快递一直维持正常经营），因此今年快递供给受限是导致快递业务量增速大幅放缓的主要原因之一。我们首先根据 2015-2021 年实物商品网上零售额的增速用指数趋势拟合出 2022 年和 2023 年的理论增速（假设快递经营供给没有受到疫情防控影响），然后用明年的理论实物商品网上零售额除以今年的实际值得到明年网购增速的预测值约 14%。其次，我们认为明年没有疫情防控因素干扰的情况下，快递业务量增速将和网购增速趋同，因此得出明年快递需求增速有望明显优于 10%。

**图 2：我国实物商品网上零售额增速及指数趋势线**


资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所整理

**图 3：我国历年快递业务量表现及 2023 年预测值**


资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所估算

**表1：2022年对快递经营造成明显影响的重大疫情事件梳理**

<b>2022年4月下旬</b>	配合疫情管理，上海市快递企业公司暂停运转。
<b>2022年6月1日</b>	上海市邮政快递有序恢复处理中心和营业网点，逐步全面恢复个人寄递服务。
<b>2022年8月10日</b>	配合疫情管理，义乌市快递公司暂停运转。
<b>2022年8月18日</b>	义乌市快递企业开始有序放开，各大快递企业开始为全面复运储备足够人力及车辆，网点也开始小批量收件。
<b>2022年11月</b>	受疫情影响，全国范围内快递停发区域不断扩大，包括广东、甘肃、黑龙江、辽宁、新疆等多个省市的部分区域。
<b>2022年12月2日</b>	国家邮政局要求对于已经关停的邮政快递基础设施，满足解封条件的要尽快有序解封，对于承担防疫物资、民生物资和重要生产生活物资寄递的，要按程序优先解封。相关快递企业及时做好网络调度，对已经积压的邮件快件积极推动动态疏解。
<b>2022年12月初</b>	广东、湖北、新疆、青海等地区均宣布邮政快递服务有序恢复。

资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所整理

## ◆ 投资建议：看好快递板块复苏机会，重点推荐顺丰控股

### 1) 顺丰控股投资建议

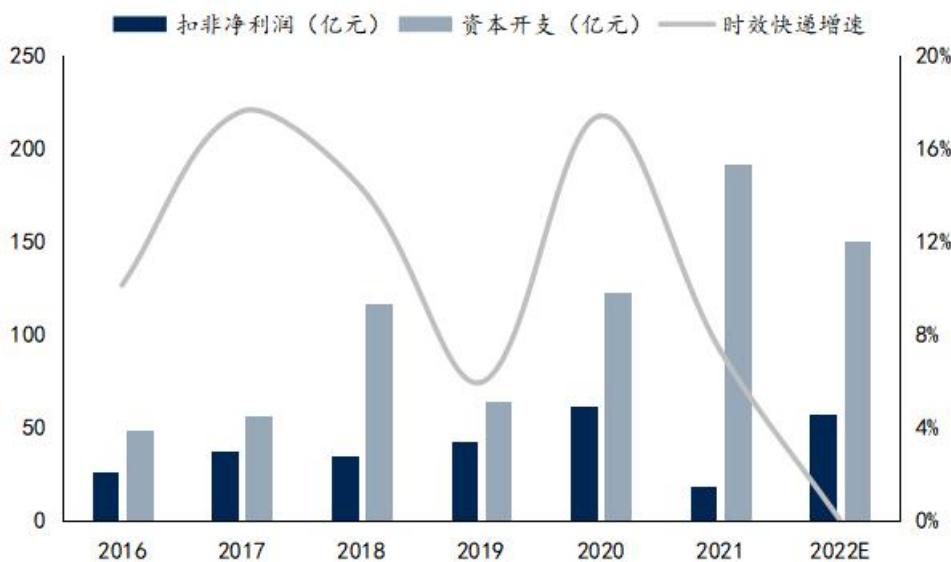
未来一年来看，顺丰的核心变量在于时效快递的增长、鄂州机场航空转运中心的运营以及经营成本优化：

a. **就时效快递增长来说**，时效快递是顺丰收入占比最高、盈利能力最强、对利润影响最大的一块业务，时效快递的下游需求主要是三类——消费、文件以、工业及其他，其中消费类占比近一半、文件占比近三成、剩下为工业及其他。今年以来由于受到宏观经济承压以及消费疲软的影响，时效快递增长表现一直在微幅下滑和个位数正增长区间内震荡（剔除受疫情影响最大的3、4月份，且不包括退货件的影响）。在明年宏观经济和消费复苏有望边际改善的背景下，我们认为时效快递增速有望明显优于今年。

b. **就鄂州机场来说**，机场于今年下半年开始正式运营，目前机场可用于客运和批量货运，而等到明年年中航空转运中心投入运营以后，快递空运才能使用鄂州机场。我们认为等明年年中顺丰的快递业务可以开始利用鄂州机场以后，鄂州机场对于顺丰的正面效应才会真正体现。一方面在于，快递航空网络利用鄂州机场后可以覆盖更多的城市，从而拉动快递业务收入增长提速；另一方面在于，利用鄂州机场调整优化航空网络布局后，单位航空运输成本有望下降。

c. **就经营成本优化来说**，受本身商业模式的限制，顺丰业绩表现对于资产利用率极其敏感，因此公司的利润往往波动较大、具有一定的周期属性。从历史数据来看，公司2018年和2021年近六年来利润同比出现下滑的两年，这两年利润表现较差主要就是因为宏观经济承压导致时效快递需求较弱以及公司资本开支正处于高位水平，从而导致公司资产利用率明显下滑；而2017年和2020年公司利润增长表现亮眼也正是因为时效快递需求强同时资本开支规模也有所控制，使得整体资产利用率有所提升。

综上来看，顺丰控股的三个核心变量明年都有边际改善的趋势，我们预计顺丰明年的归母净利有望实现80亿元以上，同比增长有望达到30%以上，对应PE估值在30倍左右，处于历史估值水平的低位，给予重点推荐。

**图 4：顺丰控股时效快递增速、资本开支以及扣非净利过去几年的表现对比**


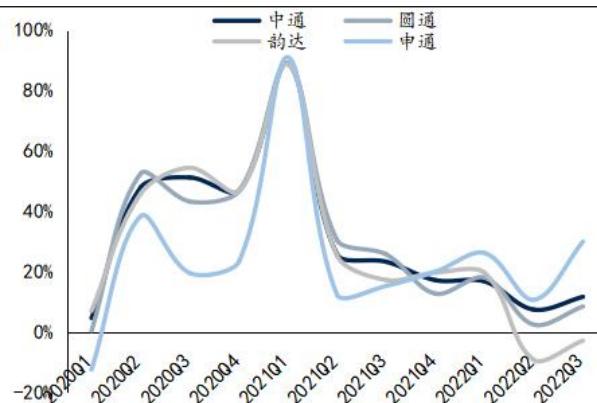
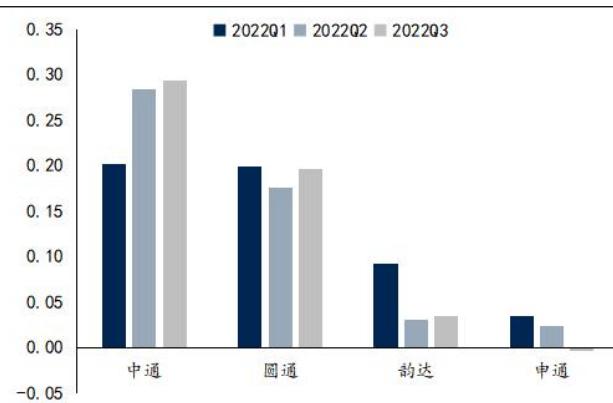
注：时效快递统计口径不包括退货件

资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所估算

## 2) 通达系投资建议

未来一年来看，通达系公司的核心变量在于电商快递需求增长以及价格变化：1) 虽然电商消费增速的趋势是下降的，但是今年由于疫情影响快递需求是低基数的状态，明年疫情防控优化后，快递需求增长将明显改善；2) 通达系及极兔之间的竞争已经回归理性状态，电商快递之间的价格竞争将维持缓和状态，明年快递单价有望维持稳定。

综上，两个核心变量中有一个明年将有边际改善；同时考虑到领先者具有长期成长逻辑且PE估值仍然处于历史低位（圆通、韵达和中通2023年的PE估值分别为16倍、17倍、20倍），维持对圆通、韵达和中通的推荐。

**图 5：通达系公司季度业务量增速变化趋势**

**图 6：通达系公司单票快递净利对比 (元)**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**◆ 风险提示：**

疫情发展具有不确定性，电商需求低于预期，行业竞争加剧。

**相关研究报告：**

《10月快递数据点评-疫情散发导致快递需求波动，价格表现稳定》——2022-11-21

《8月快递数据点评-快递需求具有韧性，价格竞争整体可控》——2022-09-20

《7月快递数据点评-件量增速稳步恢复，淡季致价格环比下滑》——2022-08-22

《6月快递数据点评-6月件量增速持续提升，价格表现仍然稳定》——2022-07-19

《5月快递数据点评-5月件量如期修复，疫情影响接近尾声》——2022-06-20

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032