

短期受益规模爬升，长期看好降本增效

——快递行业系列深度 之 成本篇

行业评级：看好

2022年12月

分析师
邮箱
证书编号

匡培钦
kuangpeiqin@stocke.com.cn
S1230520070003

研究助理
邮箱

冯思齐
fengsiqi@stocke.com.cn

1、成本框架

- **成本构成：**派费成本（对总部盈利影响不大）、干线成本（影响总部盈利）、中转成本（影响总部盈利）。
- **核心观点：**临时及派费成本可传导，核心成本短长期可优化。

2、短期驱动

- **规模效应：**疫情后行业及头部单量还有成长，有望摊低单票成本。
- **车辆替代：**自有化叠加大型化比例提升，增强干线运输成本可控度。
- **土地厂房替代：**自有替代租赁有望锁定固定成本，优化中转分拨环节成本。

3、长期驱动

- **行业层面：**快递包裹波谷趋平，助力产需匹配度提升。
- **公司层面：**资本开支规模趋于收窄，以替代性资产投入为主，有望带来中长期降本增效空间。

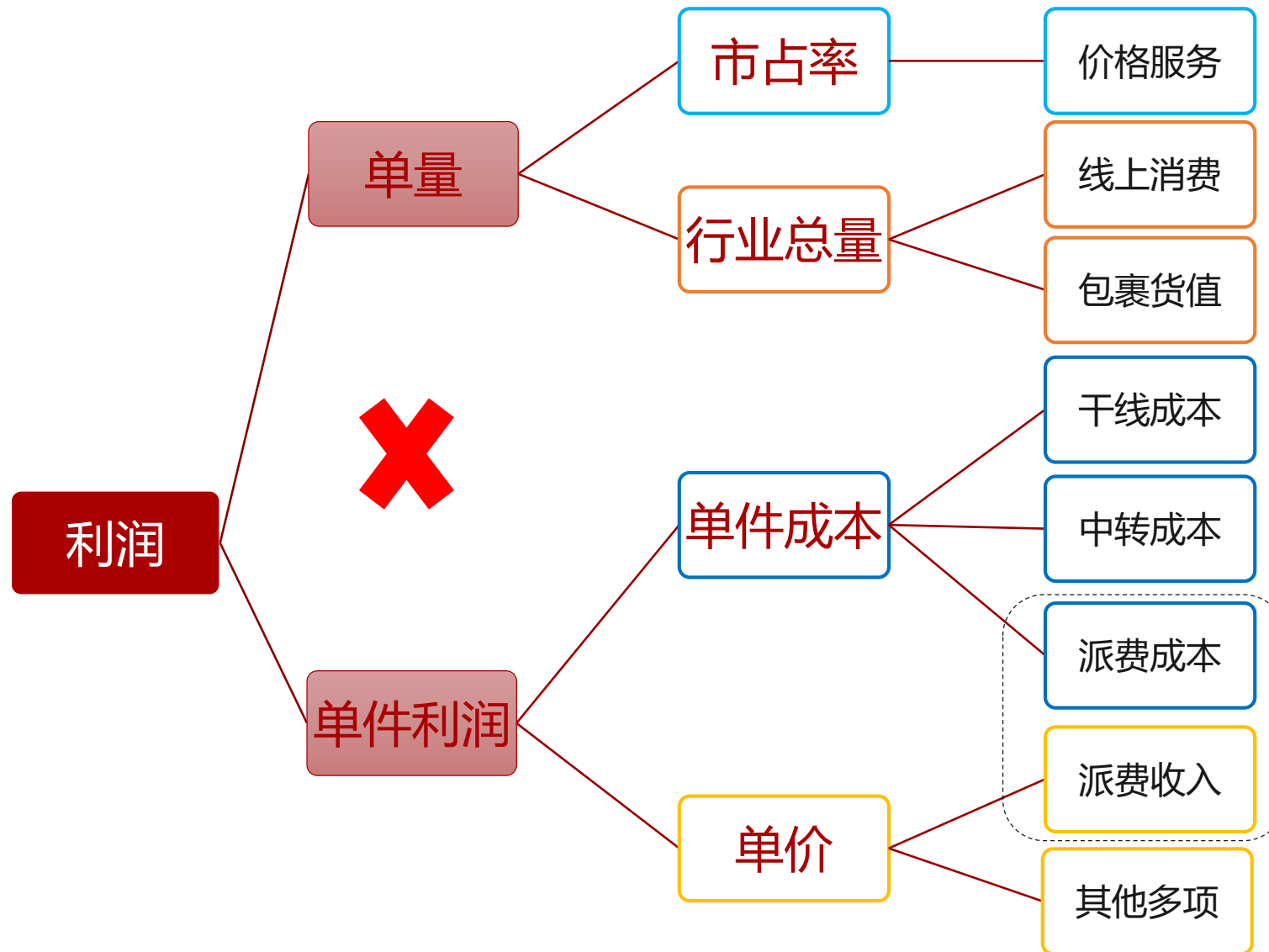
4、投资建议：投资区分赛道，超跌龙头价值凸显

- **通达系方面，**看好韵达股份价值超跌底部修复，关注数字化建设彰显成效的圆通速递。
- **直营制方面，**顺丰控股悲观情绪已释放，看好主业壁垒深厚叠加新兴业态完善带来的中长期价值修复。

风险提示

- 1、资本开支投放超预期
- 2、业务量规模不及预期
- 3、资产替代推进程度不及预期

盈利分析框架：核心关注单量、单价、单件成本等三个因素



$$\text{利润} = \text{单量} \times (\text{单价} - \text{单件成本})$$

目录

CONTENTS

01 成本框架

02 短期驱动

03 长期驱动

04 投资建议

01

成本框架

派费成本：当前单件1.1-1.4元左右

- 目的地转运中心完成分拣后，由负责该派送区域的加盟商接收快件并安排将快件送达至收件人，派件费由总部支付给下游加盟商，同时向上传导。
- 此项对快递总部盈利影响不大。

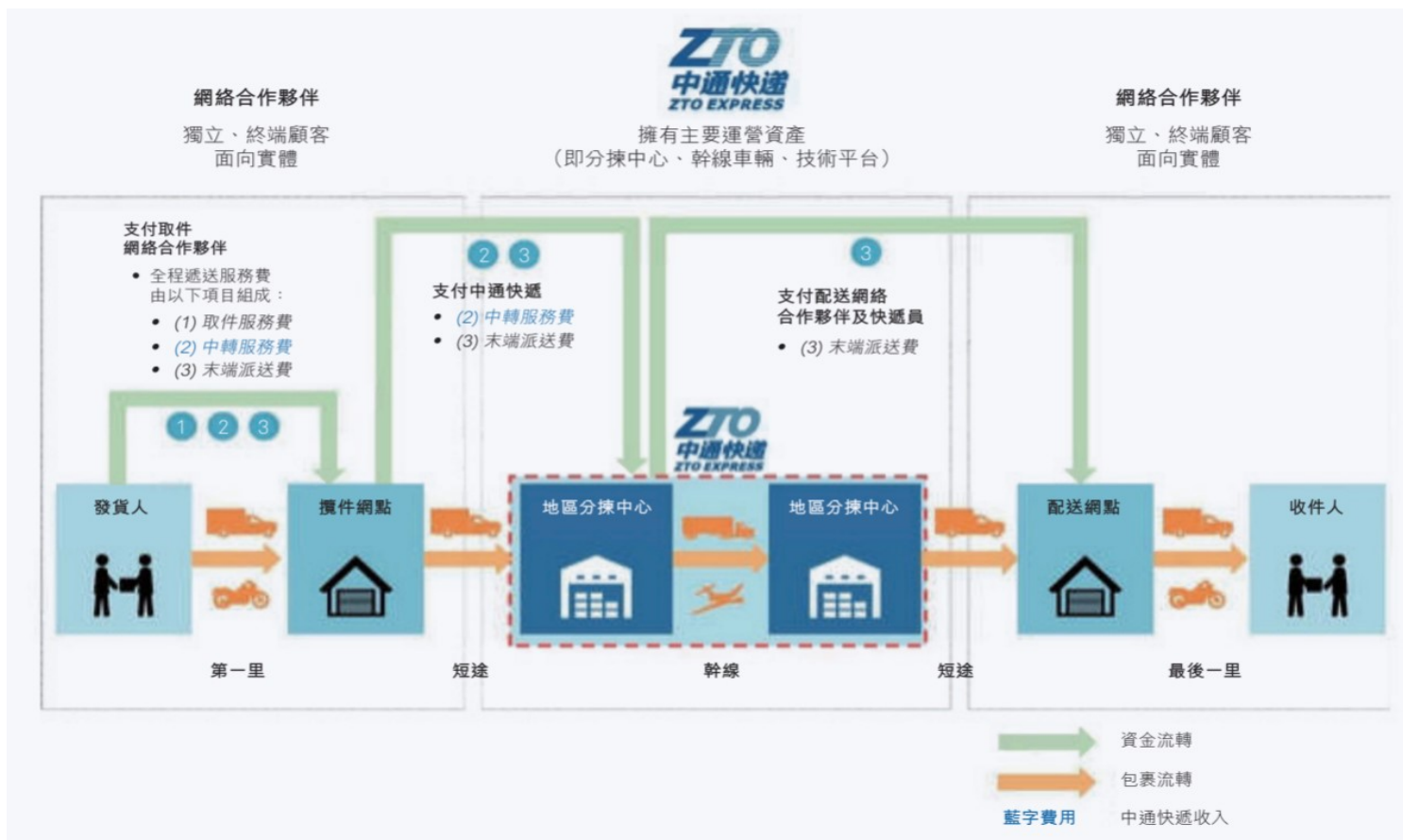
干线成本：当前单件0.5-0.6元左右

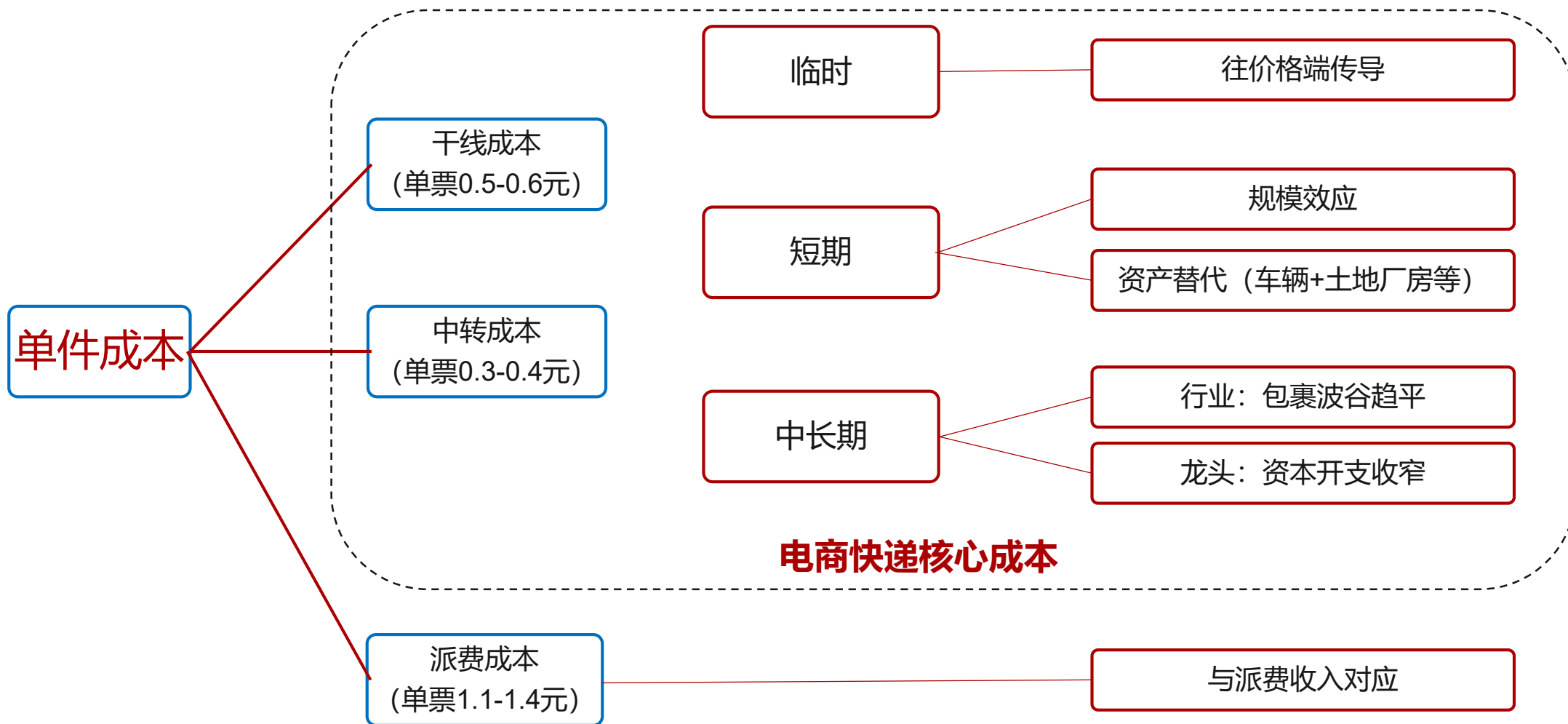
- 总部为通过航空、汽运或铁路等干线运输方式实现从始发地转运中心至目的地转运中心间的运输所支付的成本。
- 此项影响快递总部盈利。

中转成本：当前单件0.3-0.4元左右

- 总部为始发地转运中心对揽件加盟商运送的进港快件进行称重、拆包、分拣、建包，以及目的地转运中心对进港快件进行拆包并根据不同的加盟商派送区域进行分拣所支付的成本。
- 此项影响快递总部盈利。

图：中通快递为例，快递履约全程由揽收、中转、运输、派送构成





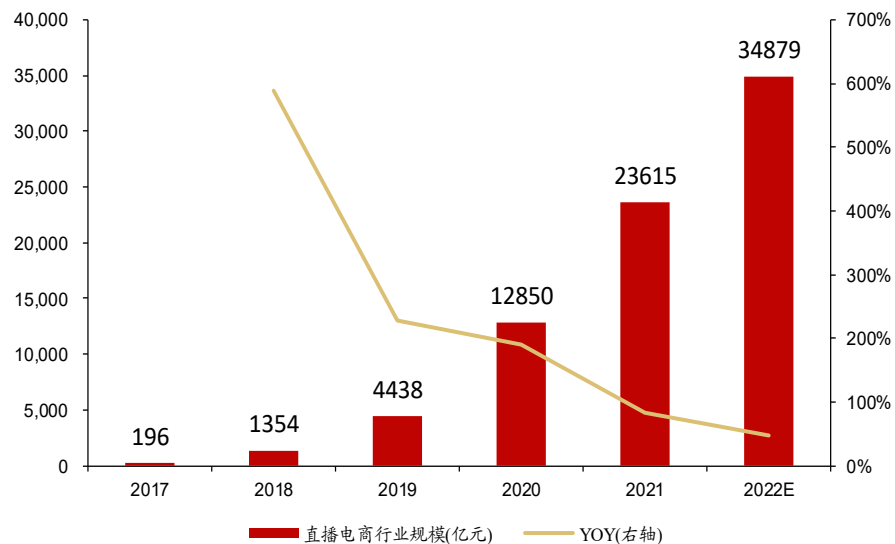
02

短期驱动

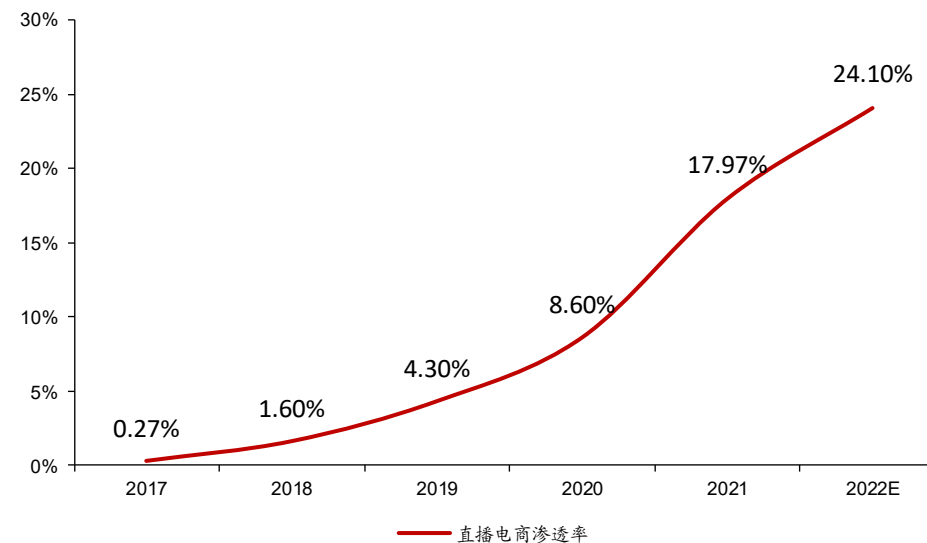
上游驱动方面：实体网购成长性仍在，直播电商空间广阔、增速可观

- **直播带货市场已经经历高增速阶段，已具备可观市场规模。**根据网经社《2022年(上)中国直播电商市场数据报告》，我国直播电商行业市场规模2017-2021年复合增速231.1%，渗透率由2017年0.27%提升至18.0%，预计2022年市场规模同比增长47.7%至3.49万亿元，渗透率进一步提升至24.1%。根据星图数据统计，22年双十一期间（10月31日20:00-11月11日23:59）综合电商平台总计销售额为9340亿元，同比增长2.9%，直播电商销售额为1814亿元，同比大增146.1%。
- **高增长态势有望延续。**在2021年快手电商引力大会中，快手电商负责人笑古表示至2025年全国直播电商市场规模可达6万亿元，据此推算21-25E复合增速26.3%；此外北京市经济和信息化局、北京市商务局也于2022年内联合发布《北京市数字消费能级提升工作方案》，提出到2025年北京市直播电商成交额超过2万亿元。

图：网经社预计2022年中国直播电商规模3.49万亿元



图：网经社预计2022年直播电商渗透率24.1%



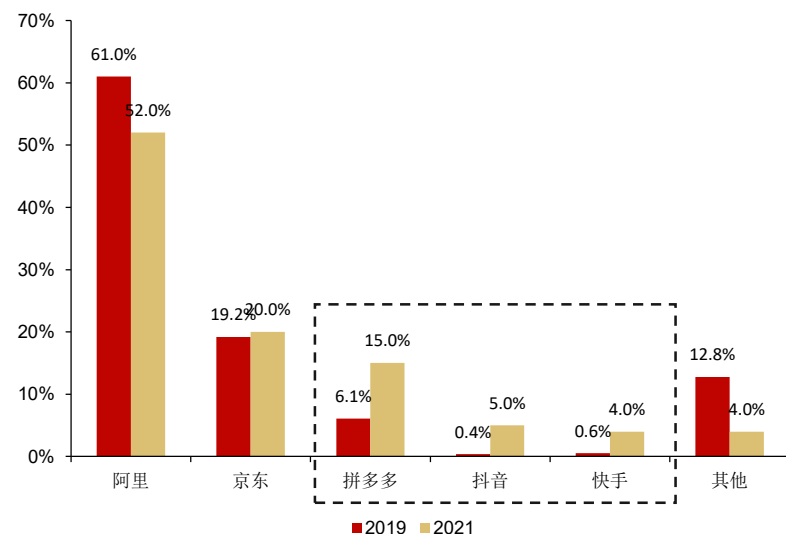
快递单包裹货值方面：持续下行，带来快递单量相对电商网购GMV超额增长

- **快递单包裹货值持续下行。**我们以累计实体网购零售额除以累计快递单量测算，2017年快递单包裹货值136.82元，2022年前10月单包裹货值105.16元。
 - ✓ 一方面，直播电商兴起带动电商平台格局多元化，2021年抖音+快手GMV份额占比已接近10%；
 - ✓ 另一方面，社交电商拼多多无购物车带动结算频次提升、增强“拆包效应”。
- **单量相对实体网购超额增长预计持续。**2017年快递单量同比增速与实体网购同比增速都为28%左右，而后至2021年快递单量YOY29.9%、实体网购YOY12.0%，增速差逐步扩大；22年4-11月份疫情暂时性影响快递履约能力，预计后续单包裹货值仍有持续下降空间。

图：拼多多、抖快平台GMV份额提升明显

图：拼多多无购物车功能或带来拆包效应

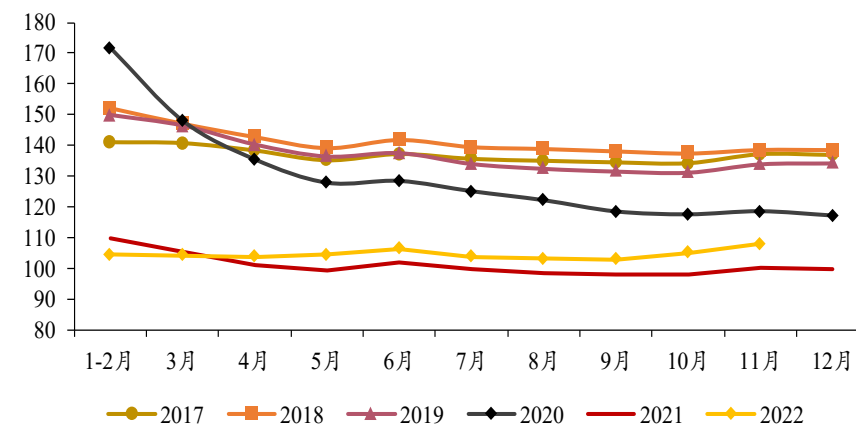
图：我国快递单包裹货值持续下行（金额：元）



淘宝：有购物车功能栏



拼多多：无购物车功能栏



尾部中小快递仍在出清过程

- 头部快递成本优势显著，CR8由1M17的75.7%，持续提升至11M22的84.6%。

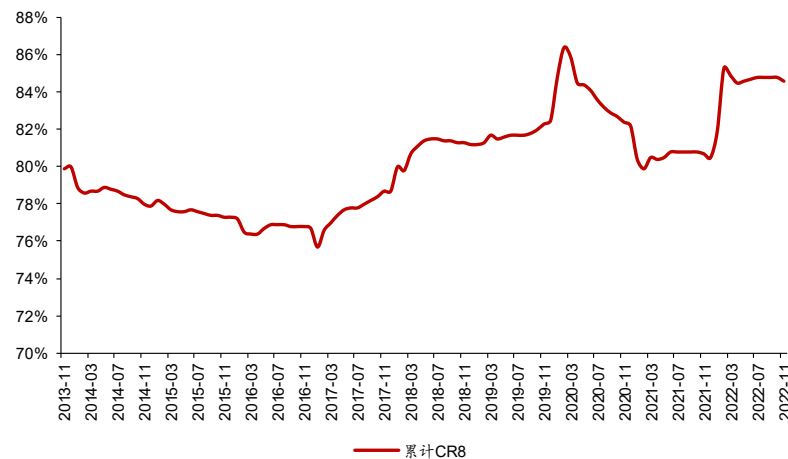
行业整合带来头部快递受益

- 极兔收购百世，份额或有外溢，头部快递有望受益。

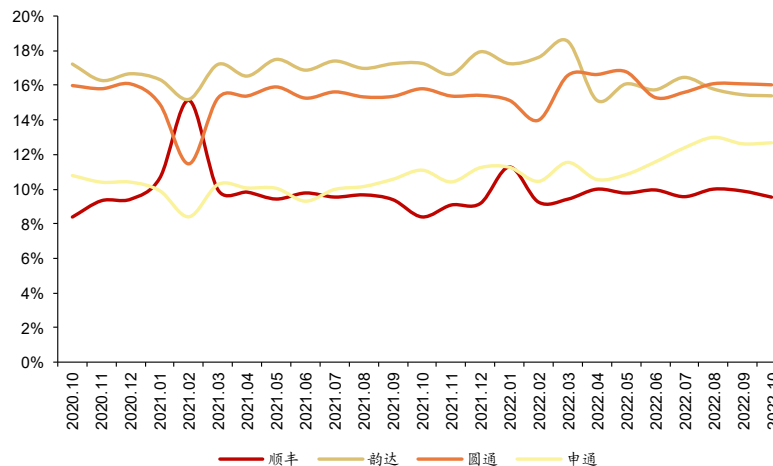
头部快递市占率提升

- 2022年前11月行业A股公司CR4（根据韵达、圆通、申通、顺丰单量测算）达53.6%，同比提升1.5pts。

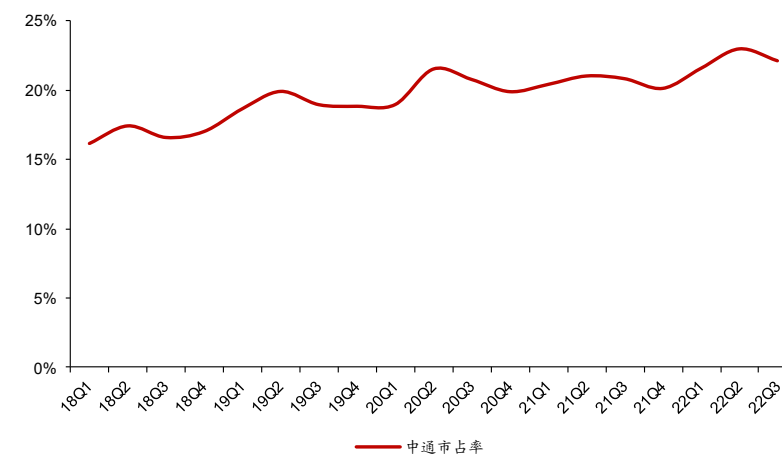
图：快递服务品牌集中度指数CR8情况



图：A股快递公司市占率情况



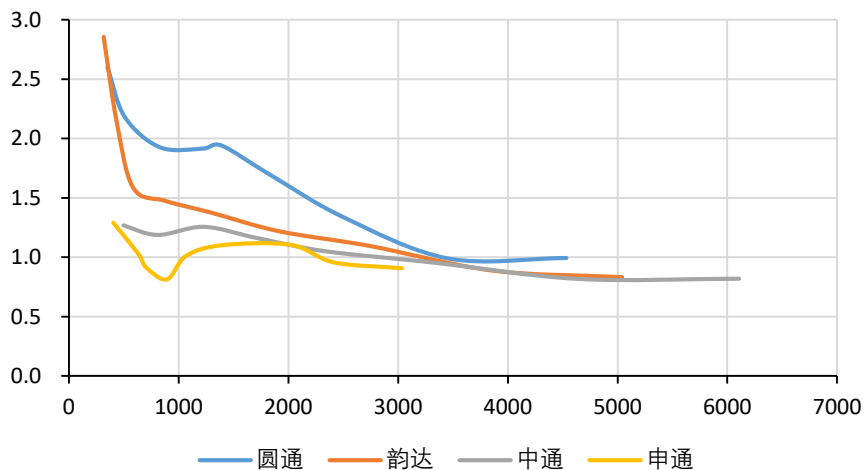
图：中通快递市占率情况



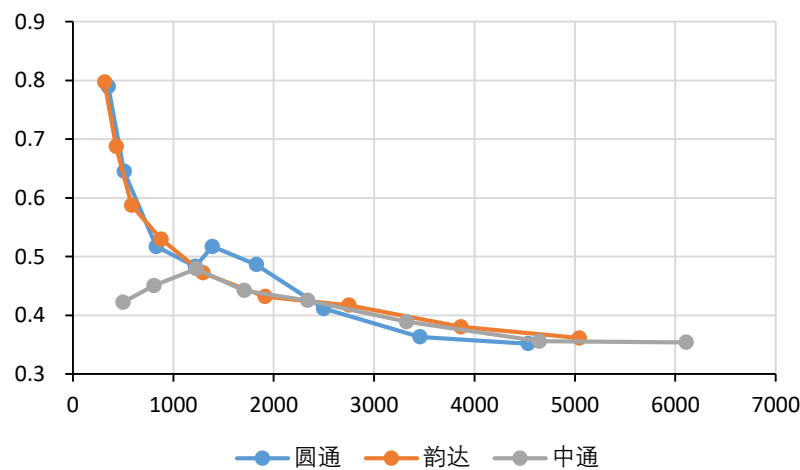
规模效应能够通过单量的增长有效摊薄单票固定成本

- 快递总量盘子维持相对高增叠加份额持续向龙头集中，我们判断头部公司单量仍将维持相对高增长，规模效应有望增强，从而摊薄单票快递固定成本。
- 从过去数据测算：
 - 14-21年中通日均单量复合增长43.1%，对应单票剔派后快递成本复合下降6.1%。
 - 13-21年韵达日均单量复合增长41.4%，对应单票剔派后快递成本复合下降14.3%。
 - 13-21年圆通日均单量复合增长37.6%，对应单票剔派后快递成本复合下降11.3%。
 - 13-21年申通日均单量复合增长28.7%，对应单票剔派后快递成本复合下降4.3%。

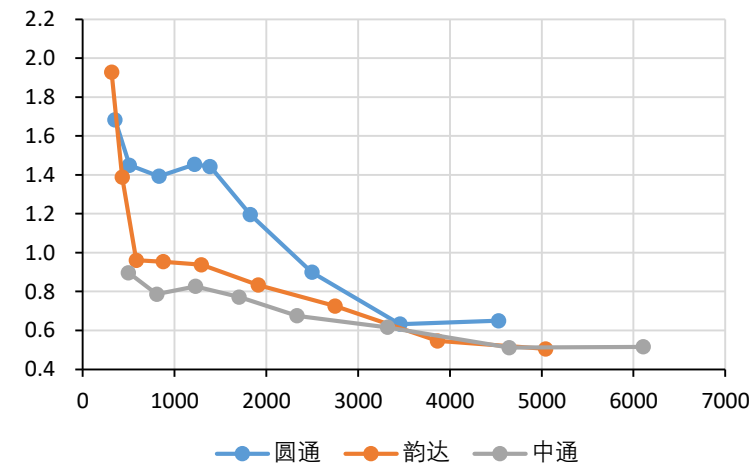
图：通达系单票剔派后快递成本随日均单量上升而下降
(13-21年)



图：通达系单票中转成本随日均单量上升而下降
(13-21年)



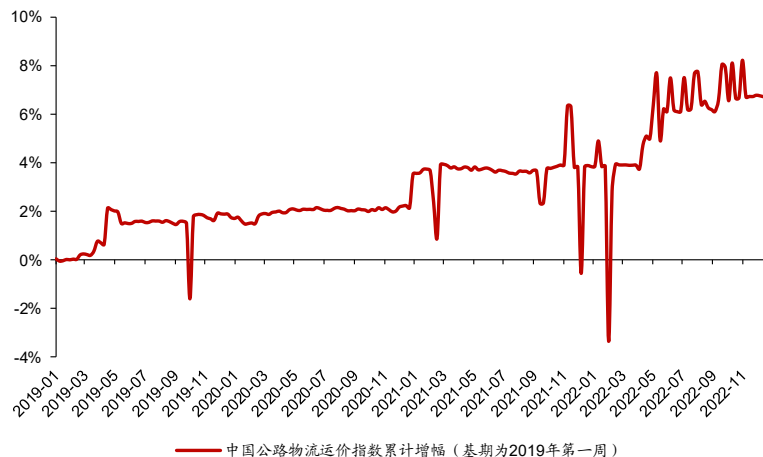
图：通达系单票运输成本随日均单量上升而下降
(13-21年)



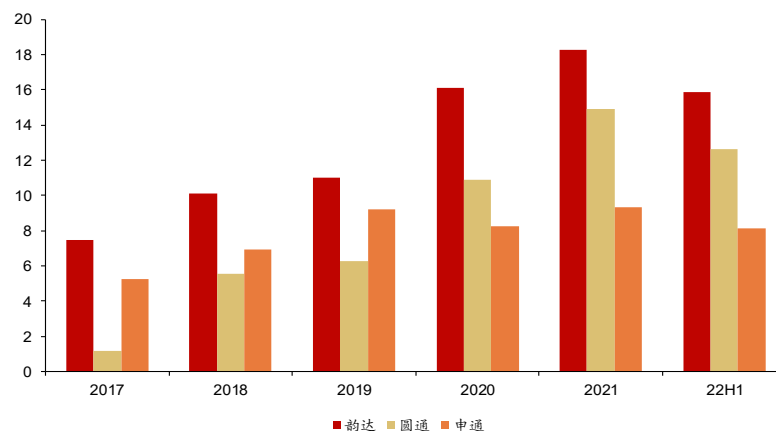
自有车辆替代外协车辆能够保证干线运力稳定性可控，对第三方车队也有更多议价权，降低干线运输环节的单票成本

- **公路物流运价刚性上涨。**根据中物联，2019年第一周我国公路运价指数966.01点，而2022年12月第二周我国公路运价指数1030.27点，累计同比上涨6.7%。
- **通达系运输设备账面价值稳步提升。**韵达股份运输设备账面资产由2017年末7.46亿元提升至2022年6月末15.85亿元；圆通速递运输设备账面资产由2017年末1.17亿元提升至2022年6月末12.65亿元；申通快递运输设备账面资产由2017年末5.25亿元提升至2022年6月末8.14亿元。
- **通达系车辆自有化比例稳步提升，预计韵达圆通仍有上升空间。**中通快递干线车辆自有率自2021年末起已经达到100%，圆通速递干线车辆自有率由2018年末23.5%提升至2022年6月末76.2%，我们分析韵达股份干线车辆自有率同样处于相对高位区间，但后续仍有进一步提升空间。

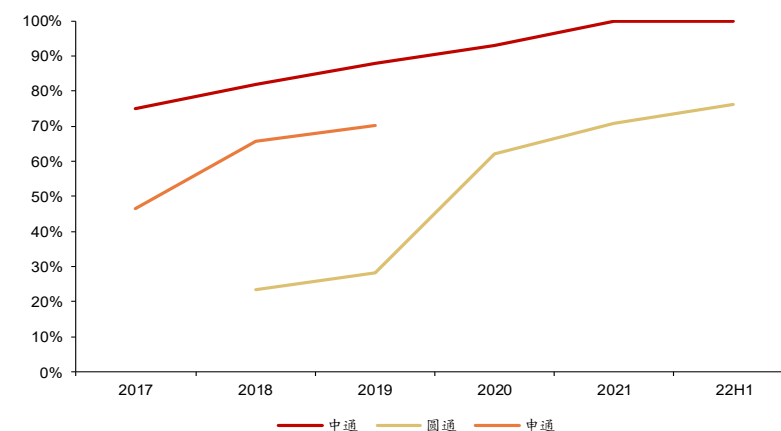
图：自2019年以来我国公路物流运价整体上涨



图：A股通达系运输设备账面价值稳步提升（单位：亿元）



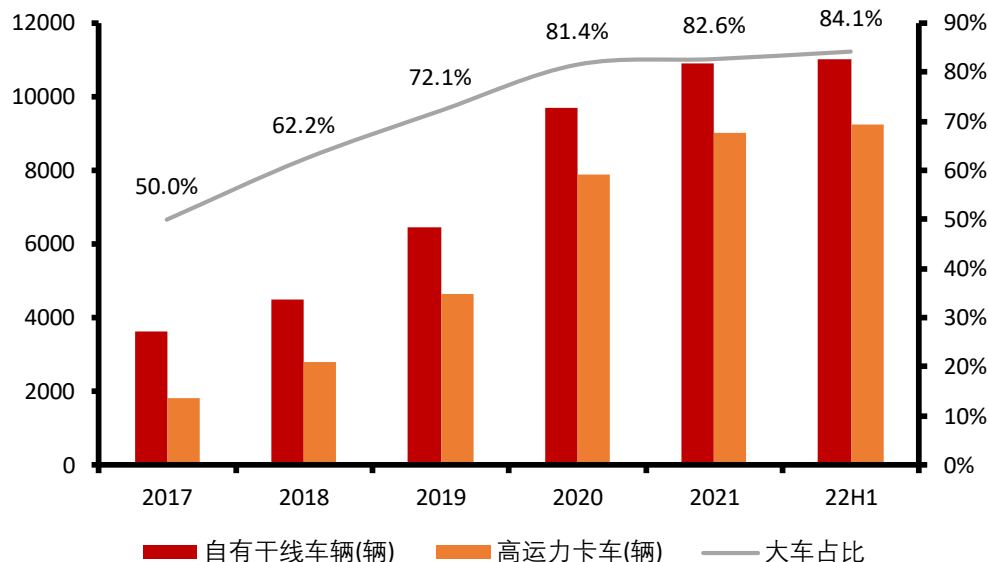
图：通达系车辆自有率稳步提升



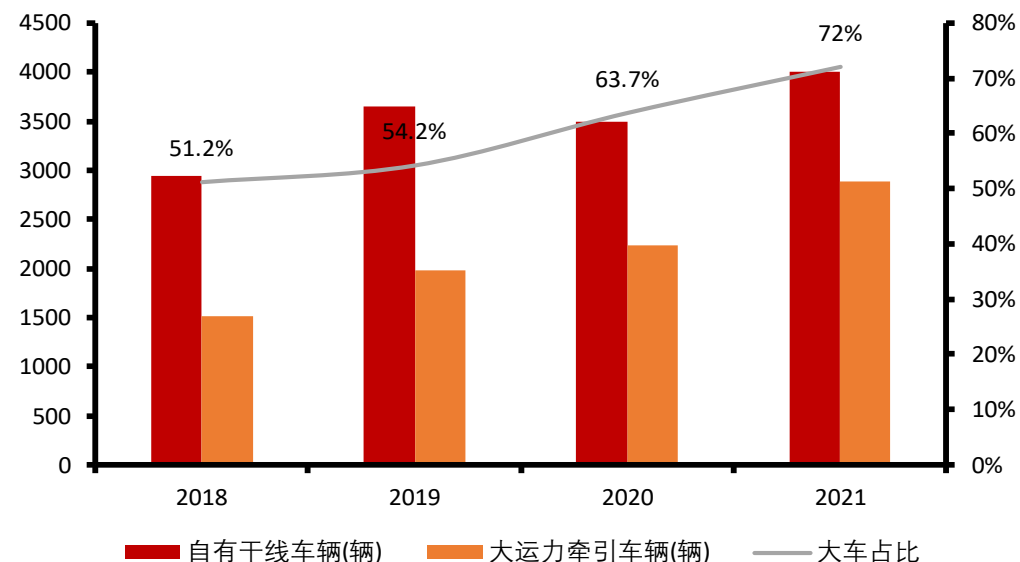
大型车辆替代小型车辆能够在提升装载率的同时减少发车频次，降低干线运输环节的单票成本

- **数字化管控赋能下，大型车辆替代小型车辆能够在提升装载率的同时减少发车频次。**头部快递企业具备明显领先的快递网络管理经验及能力，推广大型运力车辆同时借力智慧车辆运行监控系统、智慧路由系统等一系列数字化管控工具，可以优化路由规划和线路拉直率，在干线运输环节推动降本增效。
- **头部公司大型车辆自有比例稳步提升。**中通快递自有高运力卡车由2017年末1800辆提升至2022年6月末9250辆，自有大车占比提升至84.1%；申通快递大运力牵引车辆占比由2018年51.2%提升至2021年约72%。

图：中通快递自有大车占比已经达到84.1%



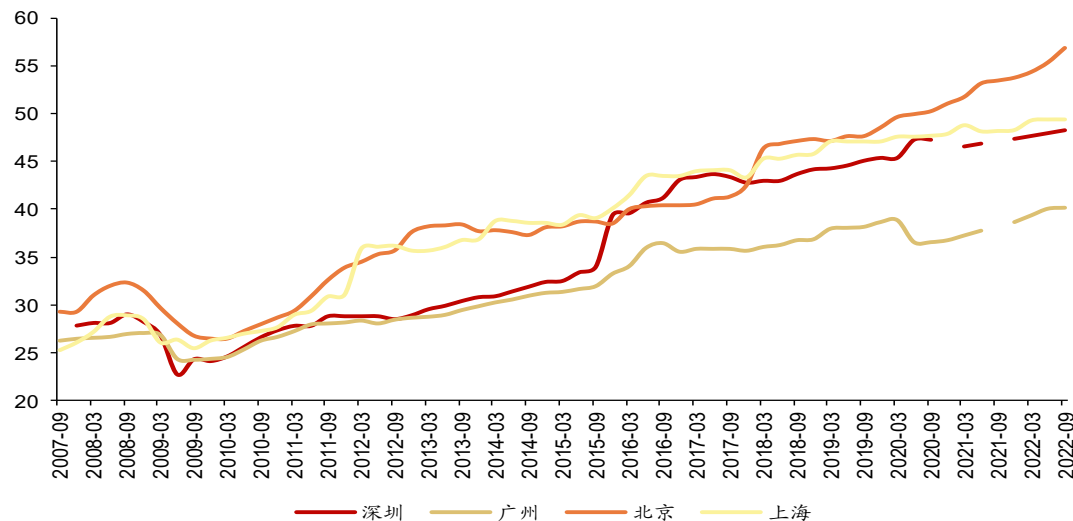
图：申通快递自有大车占比已经达到72%



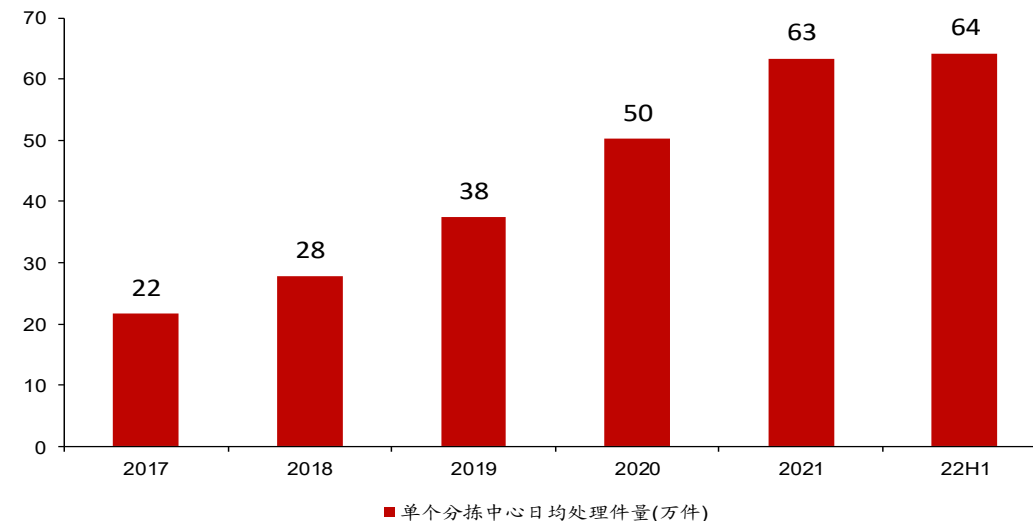
自有土地厂房替代租赁土地厂房能够对冲租金上涨风险，降低中转分拨环节的单票成本

- **供需失衡导致土地及厂房租金大概率刚性上涨。**供给端看，根据艾瑞咨询统计，2019年日本人均现代物流地产为4.0平方米/人，美国为3.7平方米/人，中国为0.7平方米/人，我国物流地产供给偏紧。需求端看，随着快递物流消费端对服务品质要求的提升，快递分拨中转环节的稳定运营重要性日益凸显。
- **考虑到我国物流仓储工业地产租金趋于上升（北京、上海、深圳、广州单位租金12Q3-22Q3分别累计同比上涨59.1%、36.5%、69.5%、41.1%），对于快递分拨中心的土地使用权及房屋建筑，如果实现自有化则年均折旧摊销成本相对固定，并可保证分拨中转环节的稳定运营。**

图：“北上广深”物流仓储工业地产租金持续上涨（单位：元/平方米/月）



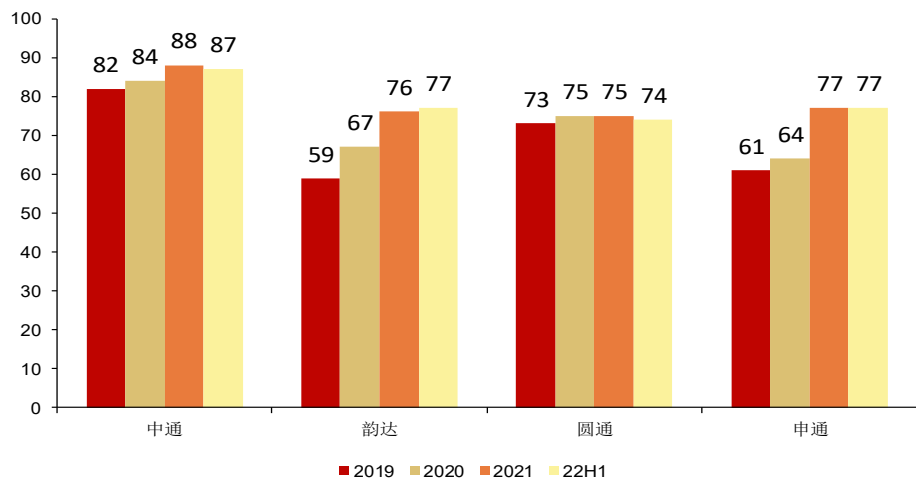
图：中通单分拣中心日均处理单量逐步上升，对稳定性要求提升



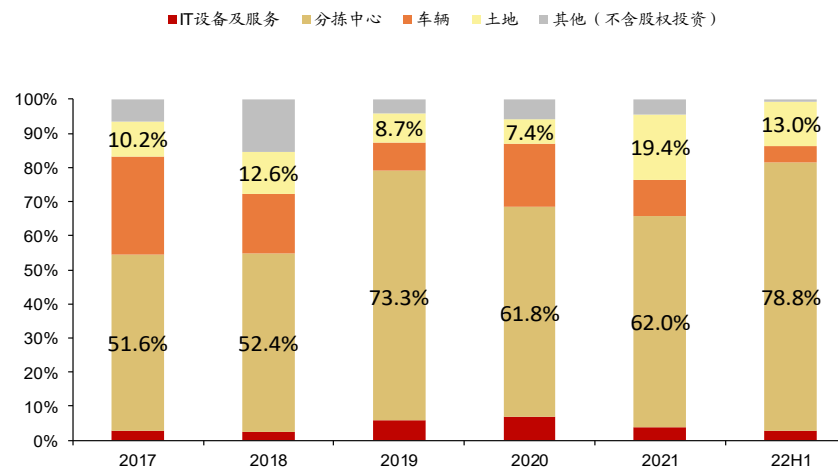
自有土地厂房替代租赁土地厂房能够对冲租金上涨风险，降低中转分拨环节的单票成本

- **从转运中心自营情况看**，中通自营转运中心数量由2017年末76个上升至2022年中87个；韵达自营转运中心数量由2017年末54个上升至2022年中77个；圆通自营转运中心数量由2017年末64个上升至2022年中74个。
- **从资本开支投放重心看**，以韵达为例，分拣中心资本开支占比由2017年的51.6%提升至22H1的78.8%，土地资本开支占比由2017年的10.2%提升至22H1的13.0%。
- **从相关资产账面价值看**，韵达房屋及建筑物、土地使用权账面价值分别由2017年末6.99亿元、7.49亿元提升至22年6月末50.69亿元、41.29亿元；圆通房屋及建筑物、土地使用权账面价值分别由2017年末20.75亿元、16.71亿元提升至22年6月末75.00亿元、40.50亿元；申通房屋及建筑物、土地使用权账面价值分别由2017年末5.42亿元、7.02亿元提升至22年6月末23.44亿元、14.43亿元。

图：“三通一达”自有转运中心数量均有不同程度上升



图：韵达股份对分拣中心及土地资本开支占比提升

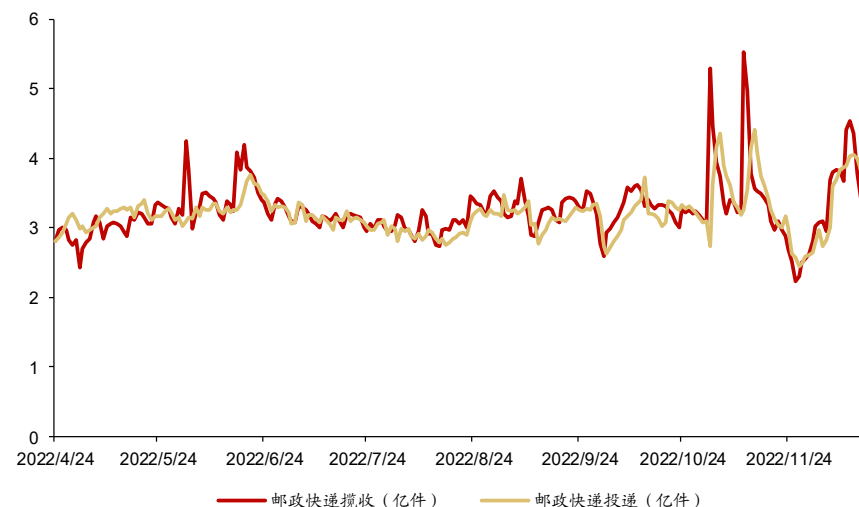


- **国际油价或已进入下行通道。**2022年10月3日-12月19日国际布伦特原油期货结算均价88.94美元/桶，较2022年三季度（均价97.70美元/桶）回落9.0%，较年内油价高点127.98美元/桶回落30.5%。如若油价下行，将对快递公司干线运输成本带来正面影响。
- **防疫宽松且度过短期感染高峰阵痛后，件量回升有望增强规模效应。**12月7号“新十条”发布，截至12月11日全国关停邮政快递分拨中心已经清零，12月1日-18日全国快递日均揽收量3.49亿件，较11月下半月提升22.8%；日均投递量3.38亿件，较11月下半月提升13.4%。我们分析原生网购需求有韧性，此前快递履约主要受防疫影响，因此防疫优化度过劳动力短缺的阵痛后，未来快递件量增速有望迎来加速修复。

图：国际油价整体下行



图：行业日度件量仍受疫情影响



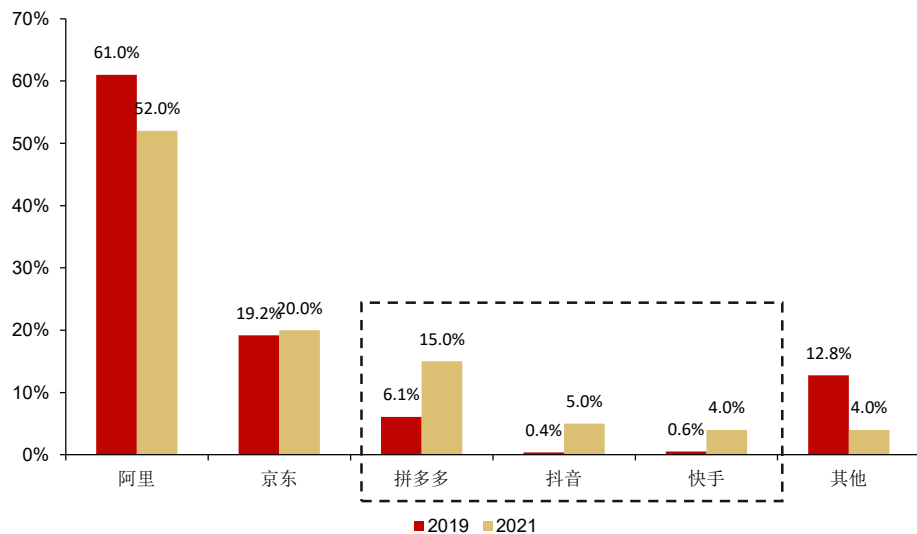
03

长期驱动

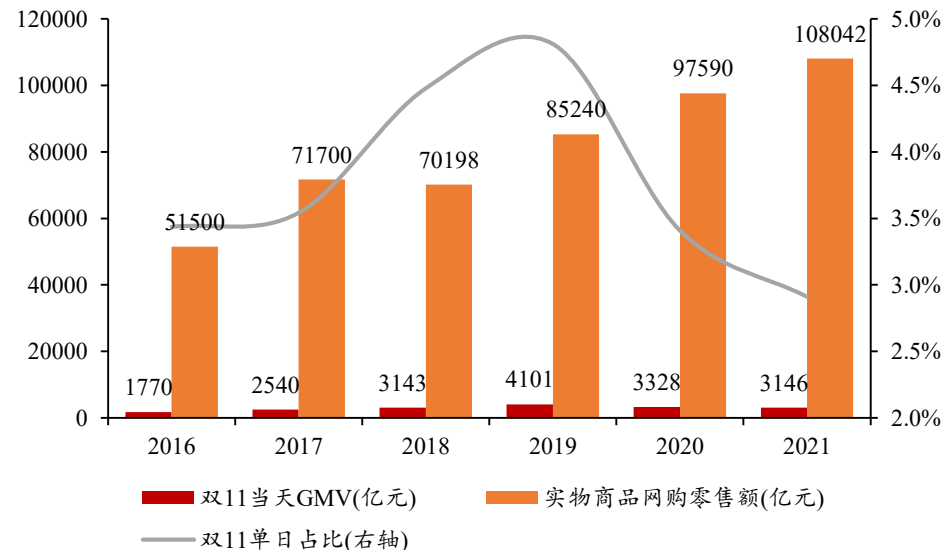
实体网购消费趋于常态化，电商GMV波谷趋平

- 新兴平台崛起，带动我国实体网购消费常态化。**我国实物商品网上零售额由2019年8.52万亿元提升至2021年10.80万亿元，累计增速26.8%，与此同时电商平台份额趋于多元，根据电商报数据，拼多多GMV份额由2019年6.1%提升至2021年15.0%，抖音GMV份额由2019年0.4%提升至5.0%，快手GMV份额由2019年0.6%提升至4.0%。新兴平台与新兴直播带货形式的崛起，有效带动了实体网购的普及渗透。
- 电商GMV波谷趋平。**根据星图数据，2021年双11当天电商平台实现交易额3146亿元；同时根据国家统计局，2021全年实物商品网购零售额10.80万亿元，据此测算2021年双11当天电商GMV占全年比重2.9%，同比下降0.5pts，较疫情前2019年下降1.9pts，说明我国实体网购消费逐步常态化。

图：拼多多、抖快平台GMV份额提升明显



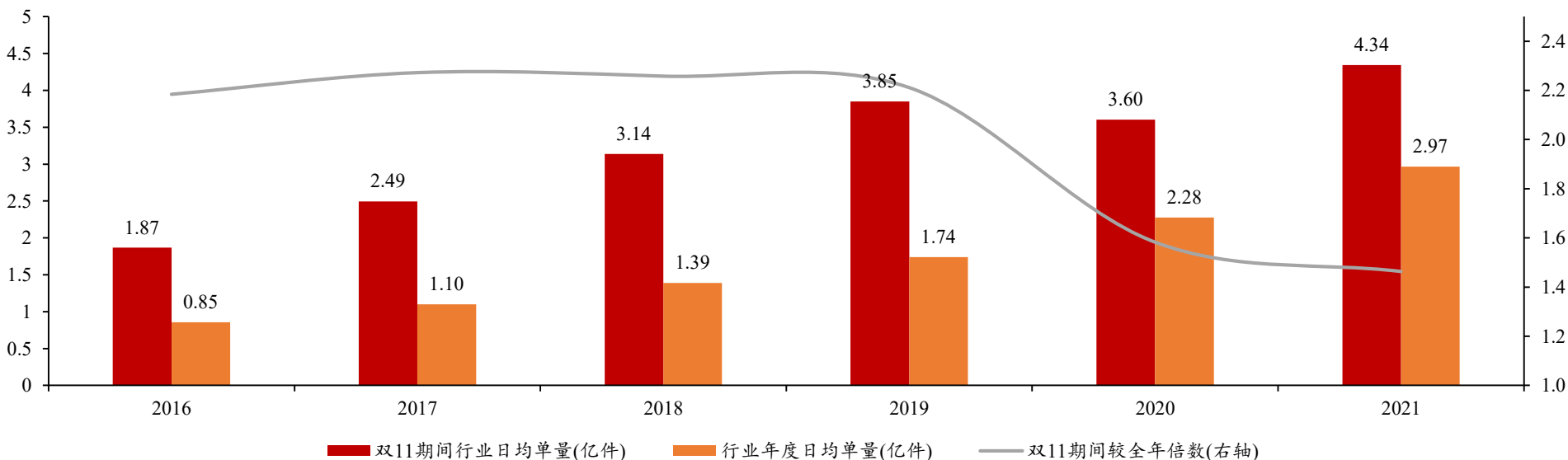
图：双11当天电商GMV占全年比重趋于下降



双11期间快递件量较日常有所平滑，有助产能效率优化降本增效

- 2021年双11期间（11.1-11.11）快递单量仍有相对高增长，国家邮政局数据显示全国邮政、快递企业共处理快件47.76亿件，同比增长20.5%，其中双11当天处理快件6.96亿件，再创历史新高，其中我们更加强调全年单量平稳性层面的边际改善，也即双11快递件量相对平时全年日均单量趋于平滑，两者相对倍数由2016年的2.18倍下降至2020年的1.58倍，2021年进一步下降至1.46倍。换言之，2016年“双11”期间快递单量峰值较全年日均高出118%，2021年“双11”期间快递单量较全年日均高出46%，波峰与均值之间的差距趋于平缓。
- 鉴于此前快递公司产能投放大多对标双11极限高值，我们认为这有利于产能利用效率的优化，从而助力中长期成本端降本增效。

图：双11当天电商GMV占全年比重趋于下降



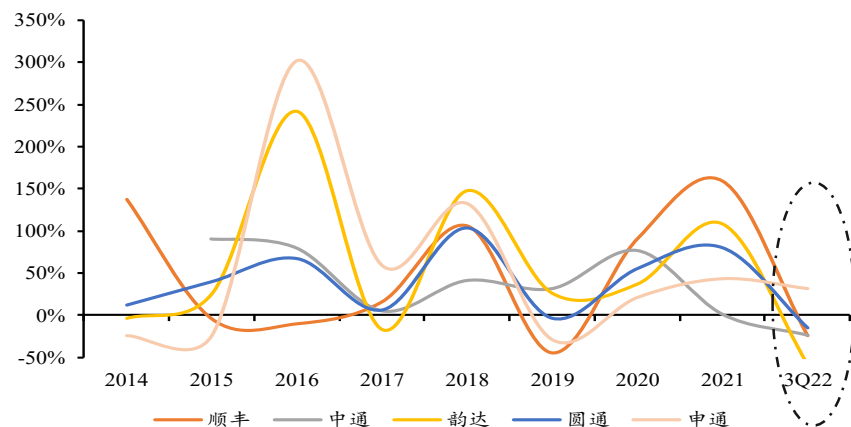
资料来源：Wind，国家邮政局，浙商证券研究所

备注：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

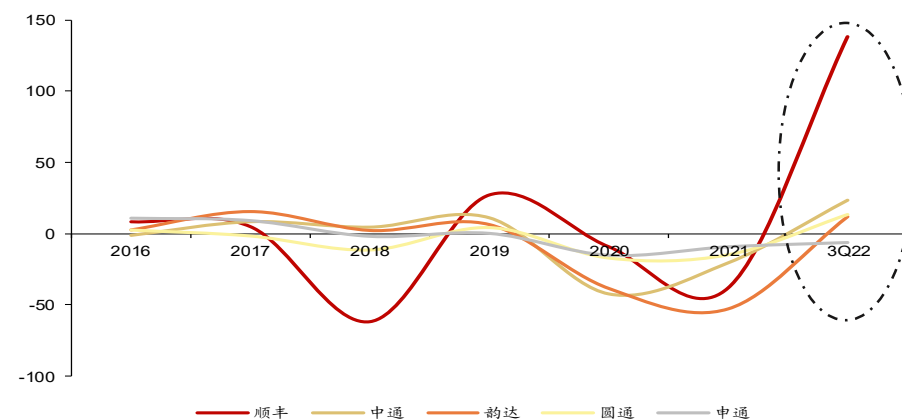
龙头2021年资本开支已至阶段性高位，后续预计规模收窄

- 中通3Q22资本开支54亿元，同比下降23.7%；韵达3Q22资本开支22.86亿元，同比下降58.4%；圆通3Q22资本开支36.11亿元，同比下降14.9%；顺丰3Q22资本开支105.45亿元，同比下降24.4%。
- 结合中通、韵达及顺丰等公司在公开渠道的表态，伴随通达系格局份额座序趋于稳定以及顺丰精细化管理推进，我们判断快递龙头2021年资本开支已到阶段性高峰，后续预计规模收窄。

图：头部快递公司3Q22资本开支规模同比下降



图：快递公司3Q22经营性净现金流与资本开支差额转正（亿元）



表：中通、韵达及顺丰等公司已在公开渠道对未来资本开支趋势做出展望

| 公司 | 来源 | 展望时间 | 展望表述 |
|------|-----------|------------|--|
| 中通快递 | 2021年四季报 | 2022/3/17 | “我们合理预计2022年的经营性现金流将超过资本开支金额” |
| 韵达股份 | 深交所互动易 | 2021/12/31 | “公司预计近两年将能够基本完成分拨中心替代性建设和运力运能自有化比例提升，未来产能储备计划以匹配实际业务需求为目的” |
| 顺丰控股 | 投资者关系活动记录 | 2022/8/30 | “去年是资本开支投入高峰期，今年计划比去年有所下降。今年全年资本开支主要投向：1) 鄂州工程项目及鄂州自动化、2) 产业园工程建设、3) 飞机和车辆的运力购置。面对外界复杂的经营环境，公司内部‘算账’会更加精准，需要做更多的研究分析，所以投入偏向谨慎” |

04

投资建议

弹性看电商快递，对应PE估值具备性价比

- 通达系方面，看好A股电商快递龙头韵达股份，关注圆通速递。
- 考虑到随着疫情影响逐步消减，韵达股份如果2023年经营回归正常增长，若以股权激励23年行权目标归母净利28亿元看，PE也仅15倍处于低位，股价超跌有望修复。此外若快递履约能力修复超预期，或有望驱动业绩进一步向上弹性。

顺丰控股利空出尽，中长期价值恢复，对应分部估值空间广阔

- 直营制方面，顺丰控股悲观情绪释放，主业壁垒深厚叠加新兴业态完善带来的价值修复；
- 利润增长及价值拆分关注：1) 时效件利润、2) 经济件利润、3) 快运利润、4) 国际利润、5) 同城等其他。

表：重点快递公司盈利预测及估值

| 证券代码 | 证券简称 | 评级 | 市值 | 归母净利润(亿元) | | PE | | | PB |
|-----------|------|----|------------|-----------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | 2022/12/23 | 22E | 23E | TTM | 22E | 23E | LF |
| 002120.SZ | 韵达股份 | 买入 | 425 | 17.29 | 35.96 | 29.07 | 24.56 | 11.81 | 2.57 |
| 600233.SH | 圆通速递 | 买入 | 691 | 37.23 | 43.85 | 17.63 | 18.57 | 15.76 | 2.71 |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 增持 | 2848 | 70.14 | 90.21 | 41.02 | 40.60 | 31.57 | 3.36 |

- 1、**资本开支投放超预期。**如若资本开支投放规模大幅提升，将导致固定资产账面价值增加，带动固定折旧摊销成本增长。
- 2、**业务量规模不及预期。**如若业务量增长不及预期，将导致规模效应下降，单票固定成本承压。
- 3、**资产替代推进程度不及预期。**如若资产替代推进程度不及预期，将导致中转分拨操作效率下降以及土地租赁成本刚性提升。

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

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>