

量价本三维度向好，看好龙头价值修复

——快递行业系列深度 之 综合篇

行业评级：看好

2023年1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、单量：短期单量将迎反弹，长期有望维持高增

- **短期看**，此前年内快递主要受疫情影响，度过短期感染阵痛后履约有望修复，有望加速快递经营回暖及件量增速回归。
- **中长期看**，直播电商崛起支撑网购原生增速且单包裹货值进一步下行，后期行业包裹增速或仍然向好。

2、单价：短期价格回暖，长期博弈不再

- **短期看**，受益于“产粮区”价格修复，预计近三年快递平均价格持续提升。
- **中长期看**，考虑监管、龙头及新进者三方面因素，未来价格博弈不再，提升或具备持续性。

3、成本：短期受益规模爬升，长期看好降本增效

- **短期看**，疫情后行业及头部单量还有成长，有望摊低单票成本；自有化叠加大型化车辆比例提升，增强干线运输成本可控度；自有土地厂房替代租赁有望锁定固定成本，优化中转分拨环节成本。
- **中长期看**，行业层面快递包裹波谷趋平，助力产需匹配度提升；公司层面龙头资本开支规模趋于收窄，以替代性资产投入为主，有望带来降本增效空间。

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。

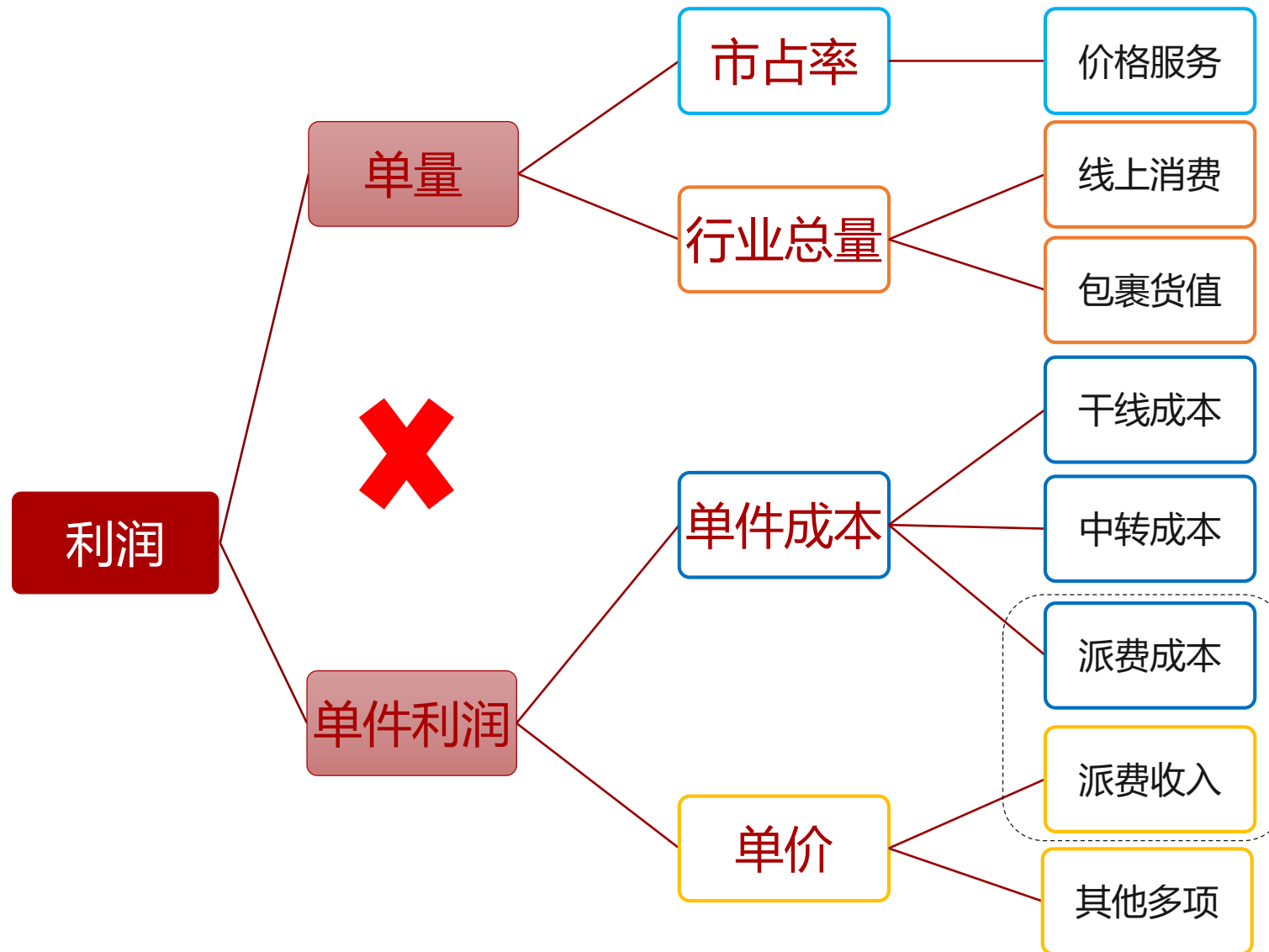
风险提示：网购需求不及预期；行业竞争秩序恶化；产能投放规模超预期。



风险提示

- 1、网购需求不及预期；
- 2、行业竞争秩序恶化；
- 3、产能投放规模超预期。

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

一

单量

二

单价

三

成本

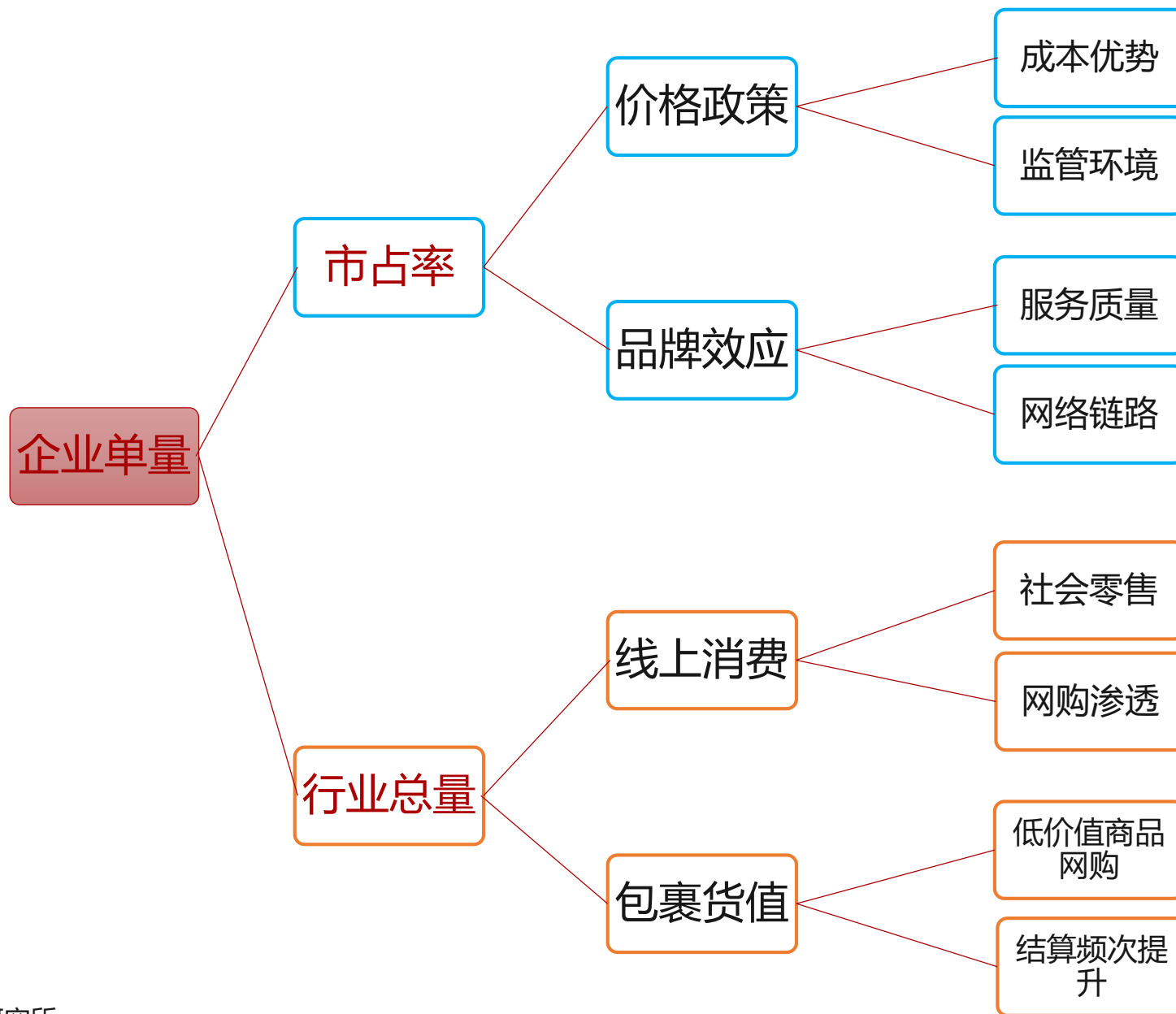
四

投资建议

一、单量

01

单量框架



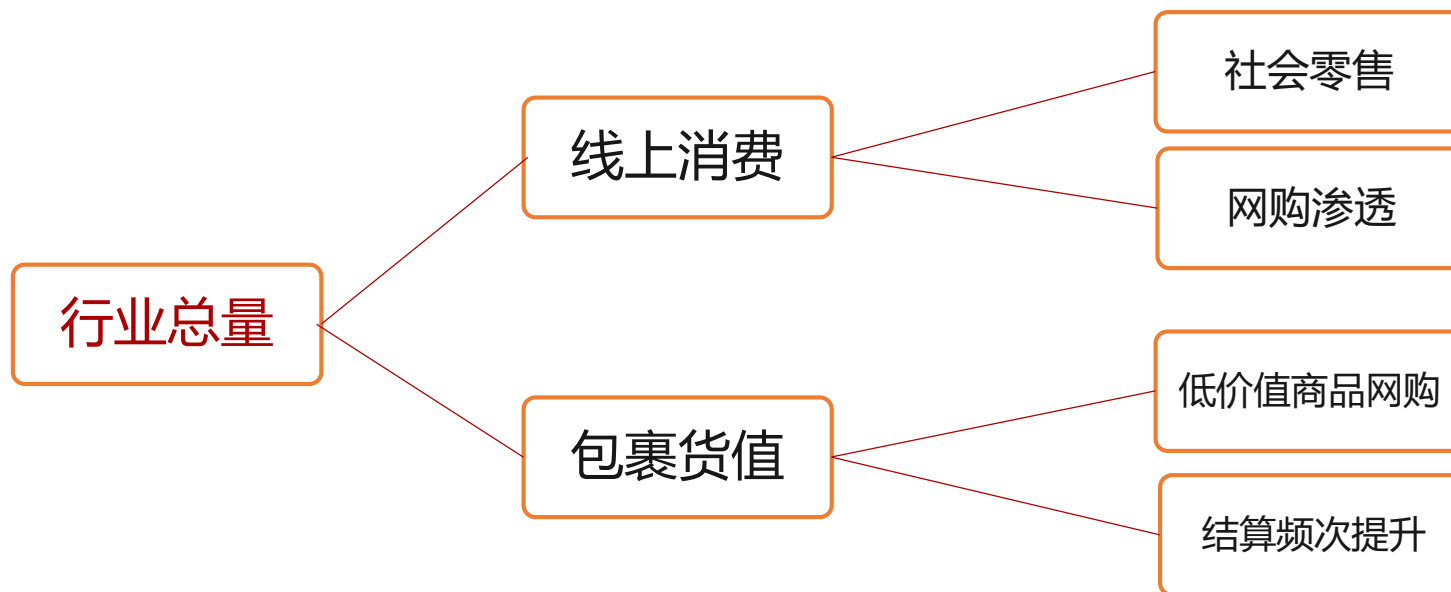
线上消费是原始驱动

- 社会零售总额的增长是基础；
- 网购渗透率的提升带来线上消费的驱动。

单包裹货值下行是增量

- 低价商品网购使得包裹增速高于上游网购GMV增速；
- 无购物车的拼团网购使得结算频次提升进而带来单包裹货值下降。

图：快递行业总量由线上消费及包裹货值共同驱动



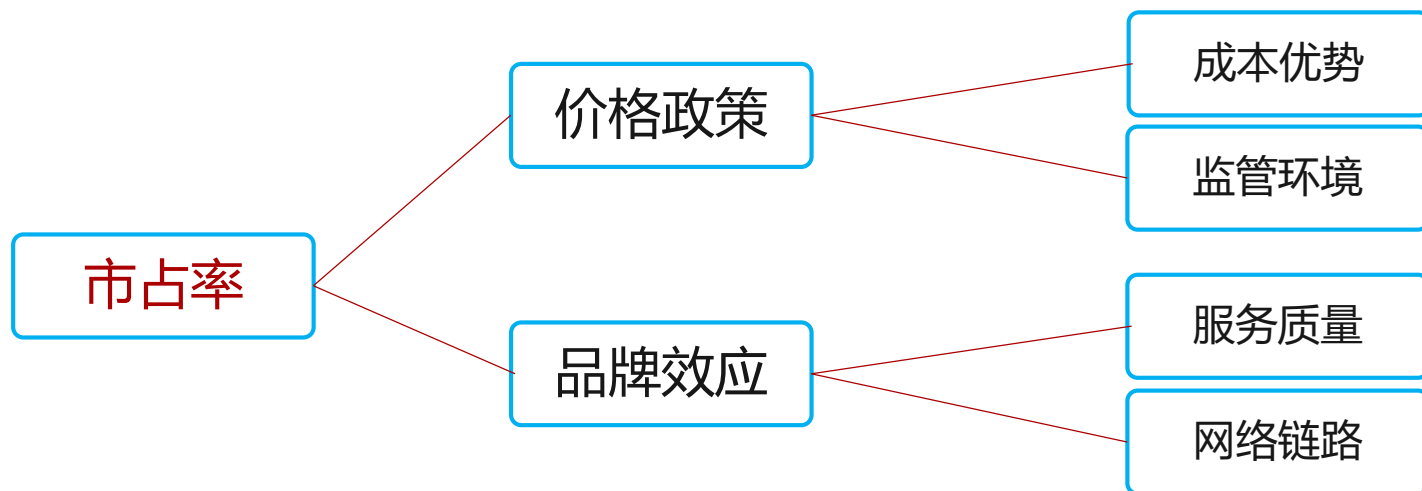
价格政策

- 快递在初始的同质化竞争阶段，上游客户仍对价格相对敏感；
- 监管趋严，多项政策严厉打击不正当的价格战。

品牌服务优势

- 快递需求的变化，已经逐步由完全的价格敏感性，转向服务敏感性；
- 快递网络链路稳定性及完善程度，是快递品牌服务的重要基础之一。

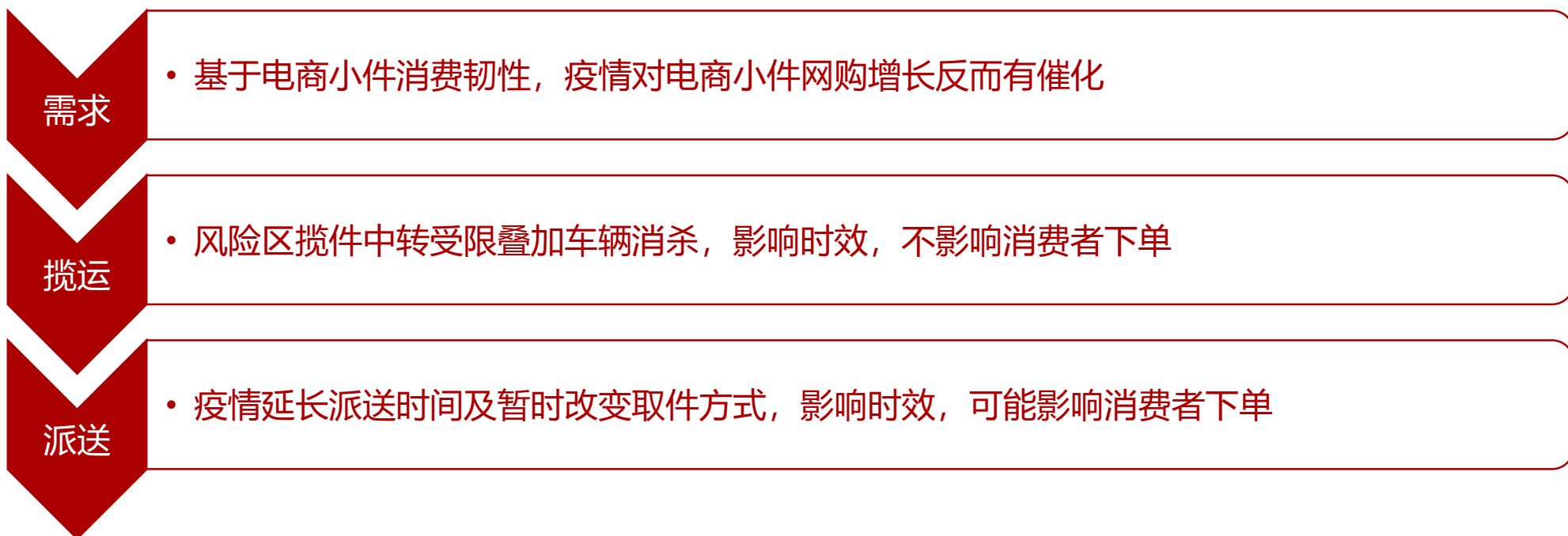
图：快递企业份额由价格政策及品牌效应共同驱动



此前疫情影响解析

- 从全链路看，快递分需求端、揽运端、派送端三个阶段；
- 疫情对需求端具有催化作用；
- 防疫政策对揽运端仅仅影响成本及一定的时效；
- 防疫政策对派送端的影响，主要在时效，间接影响需求。

图：疫情对快递影响区分需求、揽运、派送三层次



02

短期有反弹

疫情不改网购热度：

- 2020年淘宝、京东、抖音、快手月活用户维持高位增长。

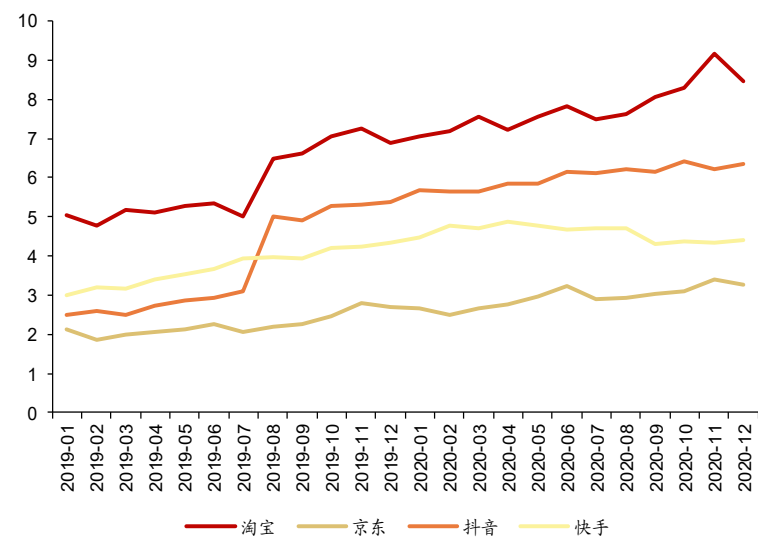
疫情催化网购需求：

- 2020年实体网购渗透率由前2月21.5%提升至全年24.9%。

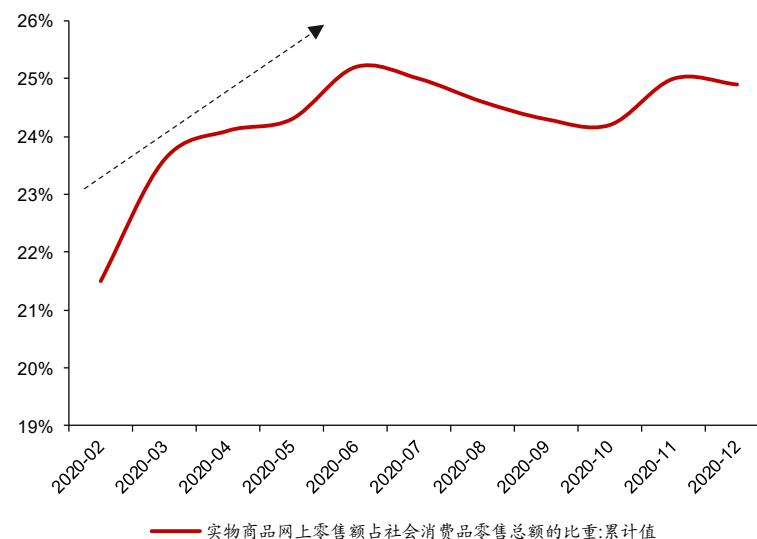
履约修复推升件量：

- 2020年快递行业件量同比增速由前2月-10.1%推升至全年31.2%。

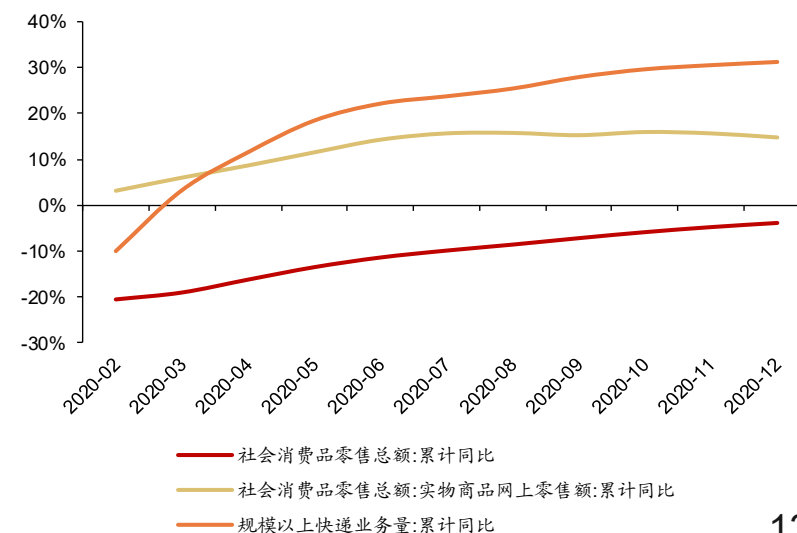
图：2020年电商月活基本不受疫情冲击



图：2020年实体网购渗透率大幅提升



图：2020年快递及网购修复具备明显韧性



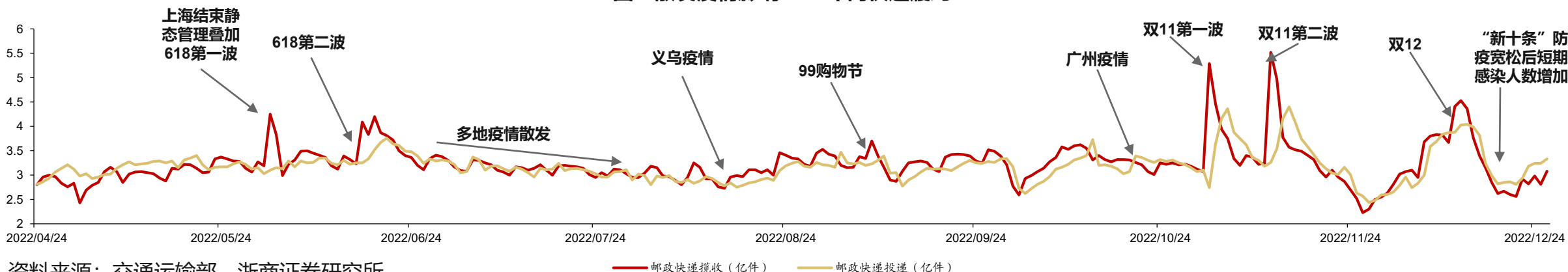
疫情会直接影响产粮区及重点消费地的快递履约

- 深圳（3月）、上海（4-5月）、北京（5-6月）出现新冠感染，北上深属于主要快递消费地，派送环节短期中断从而间接影响需求。
- 金华义乌8月2日起出现新冠感染，根据浙江邮管局，8月3日义乌单量约2600万件，而7月份义乌日均单量3589万件；8月11日0时起开始连续3天静态管理，必要物流物资保障车辆可正常通行。义乌属于小商品经济产地，我们分析主要是揽运层次受影响。
- 广州10月下旬起出现新冠感染，10月日均单量同比下降17.2%、环比下降2.2%。

防疫优化，快递履约能力将加速修复

- 短期看，截至12月11日全国关停邮政快递分拨中心已经清零；12月15日交通部印发《关于进一步畅通邮政快递服务保障民生物资运输的通知》，要求进一步做好政快递保通保畅工作；元旦假期(2022年12月31日至2023年1月2日)，全国揽收快递包裹10.6亿件，同比去年增长15.2%，投递快递包裹10.7亿件，同比增长11.5%，在安全平稳运行的同时实现了恢复性增长。中长期看，管控改善后直播电商崛起支撑网购原生增速且单包裹货值进一步下行，后期行业包裹增速或仍然向好。

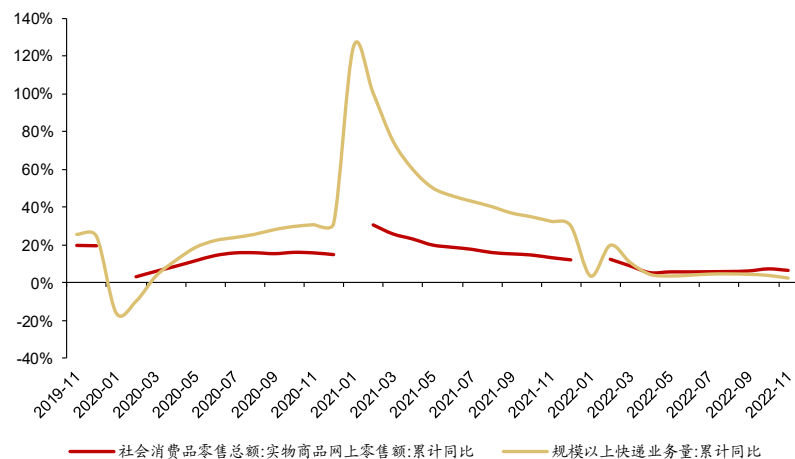
图：散发疫情影响2022年内快递履约



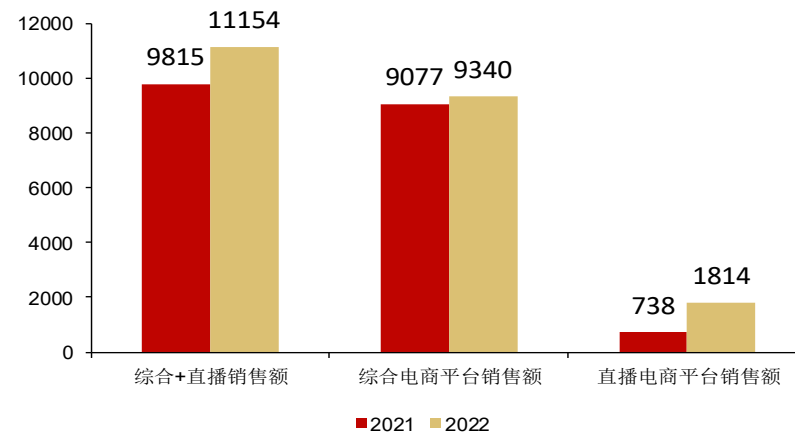
复盘看22年电商快递包裹增速目前主要受制于履约能力而非网购需求萎缩，因此后续或有较大弹性

- 2022年前11月，实物商品网上零售额10.81万亿元，同比增长6.4%，增速较社会商品零售总额高出6.5pts；实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重27.1%，同比提升2.6pts，环比提升0.9pts。但由于快递履约能力承压，前11月快递行业包裹量同比增速仅2.2%，低于实物商品网上零售额4.2pts。
- 双十一期间，根据星图数据统计，10月31日20:00-11月11日23:59综合电商平台、直播平台累积销售额为11154亿元，同比增长13.7%，其中综合电商平台（如天猫、京东、拼多多等）销售额9340元，同比增长2.9%，直播电商平台（如抖音、点淘、快手等）销售额1814亿元，同比大增146.1%。但受局部地区防疫影响，11月1日至16日快递揽收量62.05亿件（国家邮政局统计），同比下降8.8%。
- 我们认为电商快递包裹增速目前主要受制于履约能力而非网购需求萎缩，后续或有较大弹性。

图：前11月快递件量累计增速暂时低于实体网购



图：2022年双十一期间网购GMV同比增长14%（亿元）



资料来源：Wind，星图数据，浙商证券研究所

备注：星图数据统计双十一网购销售额时间区间为10月31日20:00-11月11日23:59

03

长期有空间

2005-2017年：通讯科技（智能手机、支付技术等）完善，带动淘系、京东网购的崛起驱动

- 网购的基本盘：新消费渠道。网民数量由1.11亿人提升至7.72亿人，复合增速17.5%。

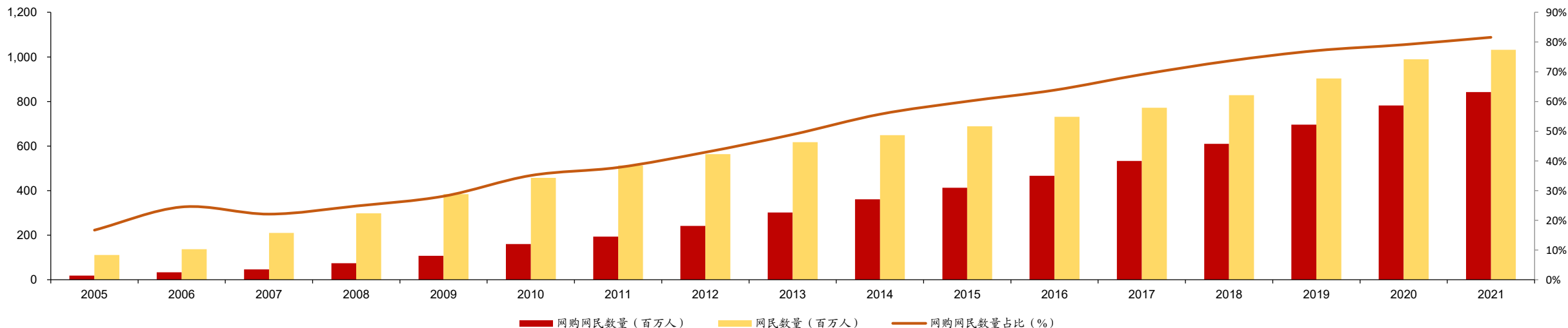
2018-2020年：网购普及率提升，拼多多社交拼团的崛起驱动

- 网购的下沉：社交网购。实物商品网购渗透率由18.4%提升至24.9%，网购网民数占网民总数比重由73.6%提升至79.1%。

2021年至今：网购营销创新，抖音快手等直播电商的崛起驱动

- 网购的新形式：立体网购。据电商报数据，抖音GMV份额提升至2021年5%（2019年0.4%），快手GMV份额提升至2021年4%（2019年0.6%）。

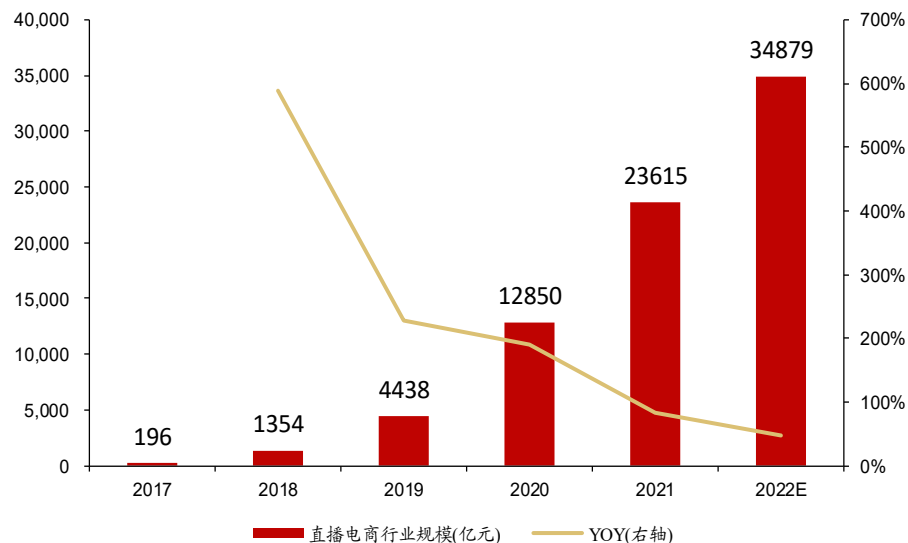
图：我国网购及网民规模稳步增长



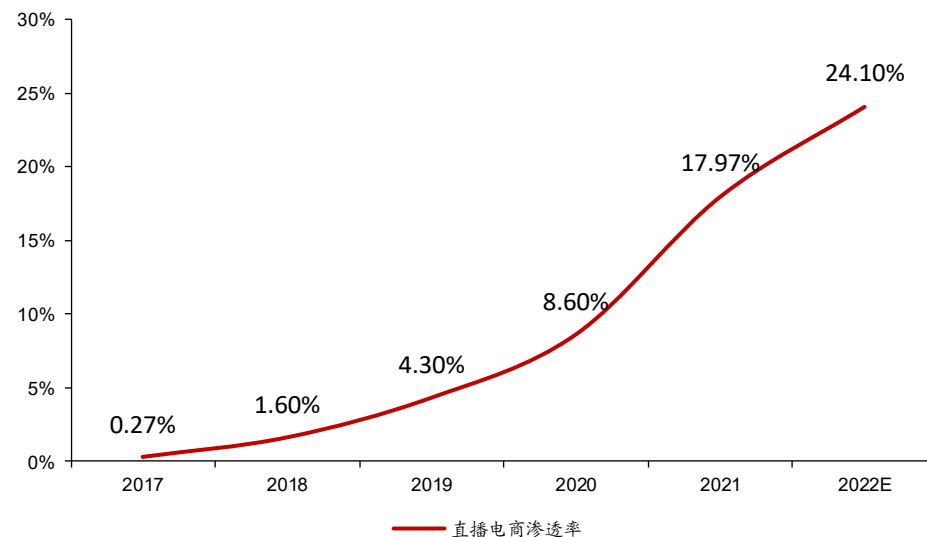
直播电商空间广阔、增速可观

- **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2.36万亿元，渗透率进一步提升至24.1%。
- **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%



国家统计局对社零数据中实体网购统计口径，或导致直播带货增量低估：

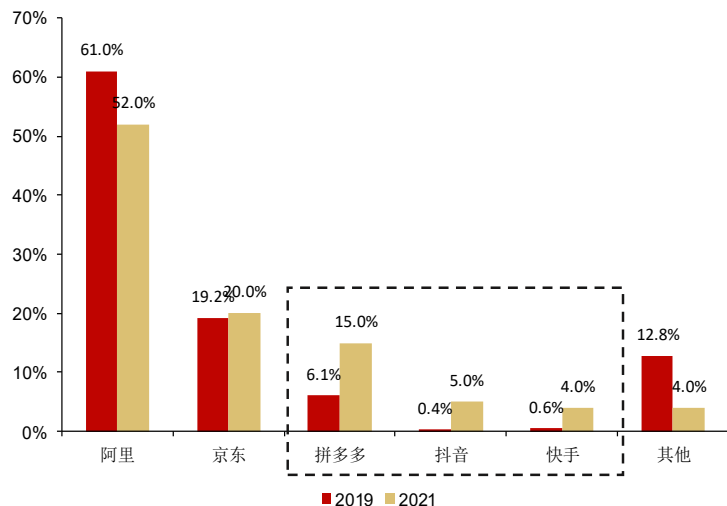
- 对于规模较大的限额以上企业单位及个体经营户（收入2000万元及以上的批发企业、500万元及以上的零售业企业、200万元及以上的住宿和餐饮业企业），实行全额调查；
- 对于规模较小、但有营业执照的限额以上企业单位及个体经营户，通过抽样调查进行统计；
- 对于无营业执照、无法包含在统计名录内的企业，通过大数据挖掘及与有关电商平台合作搜集网购信息。直播带货属于新兴网购营销模式，规模较小的企业及个体户可能因统计偏差及误差等原因未被计入口径。

图：我国直播电商方兴未艾，逐步进入爆发期

快递单包裹货值持续下行，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11月单包裹货值107.87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

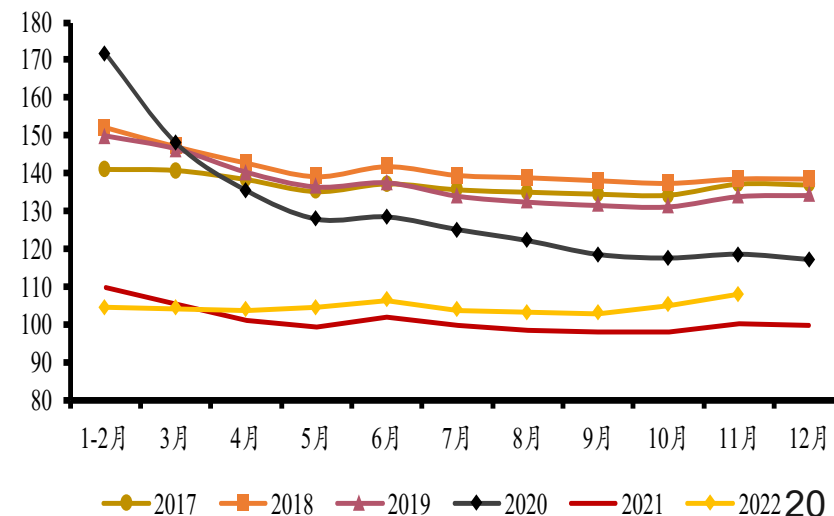


淘宝：有购物车功能栏



拼多多：无购物车功能栏

图：我国快递单包裹货值持续下行（金额：元）



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%。

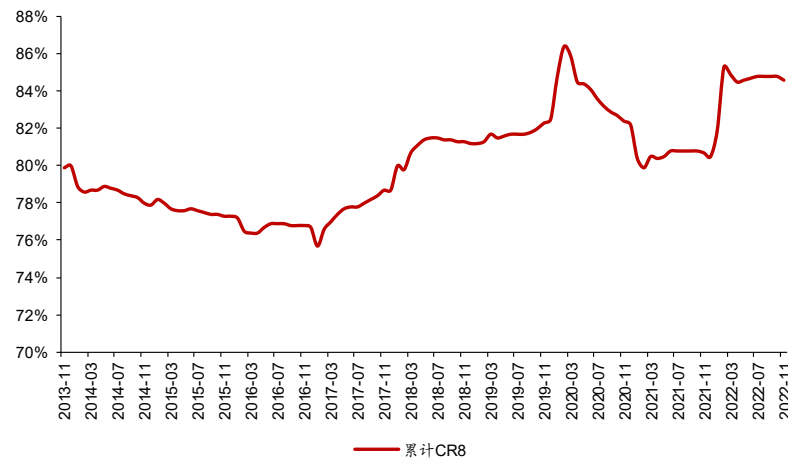
行业整合带来头部快递受益

- 极兔收购百世，份额或有外溢，头部快递有望受益。

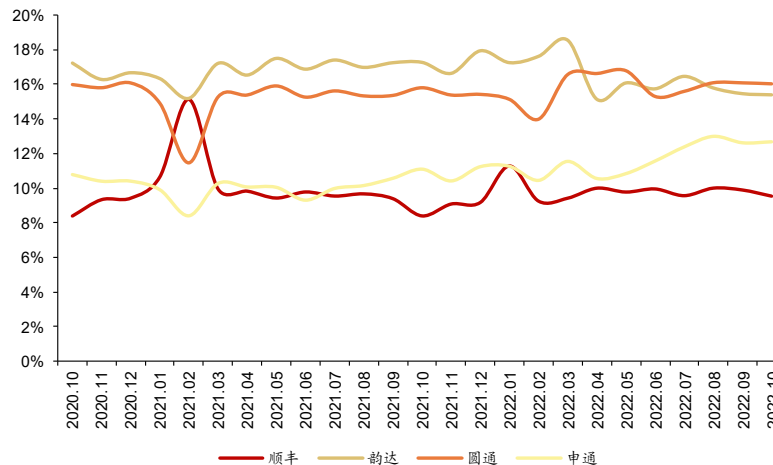
头部快递市占率提升

- 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。

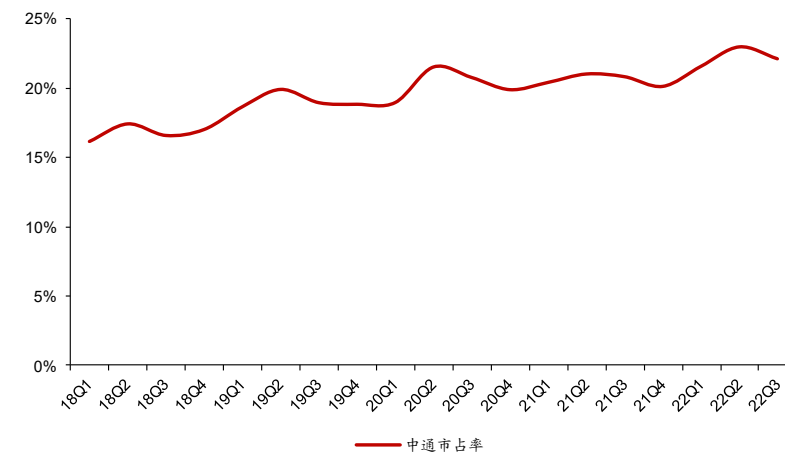
图：快递服务品牌集中度指数CR8情况



图：A股快递公司市占率情况



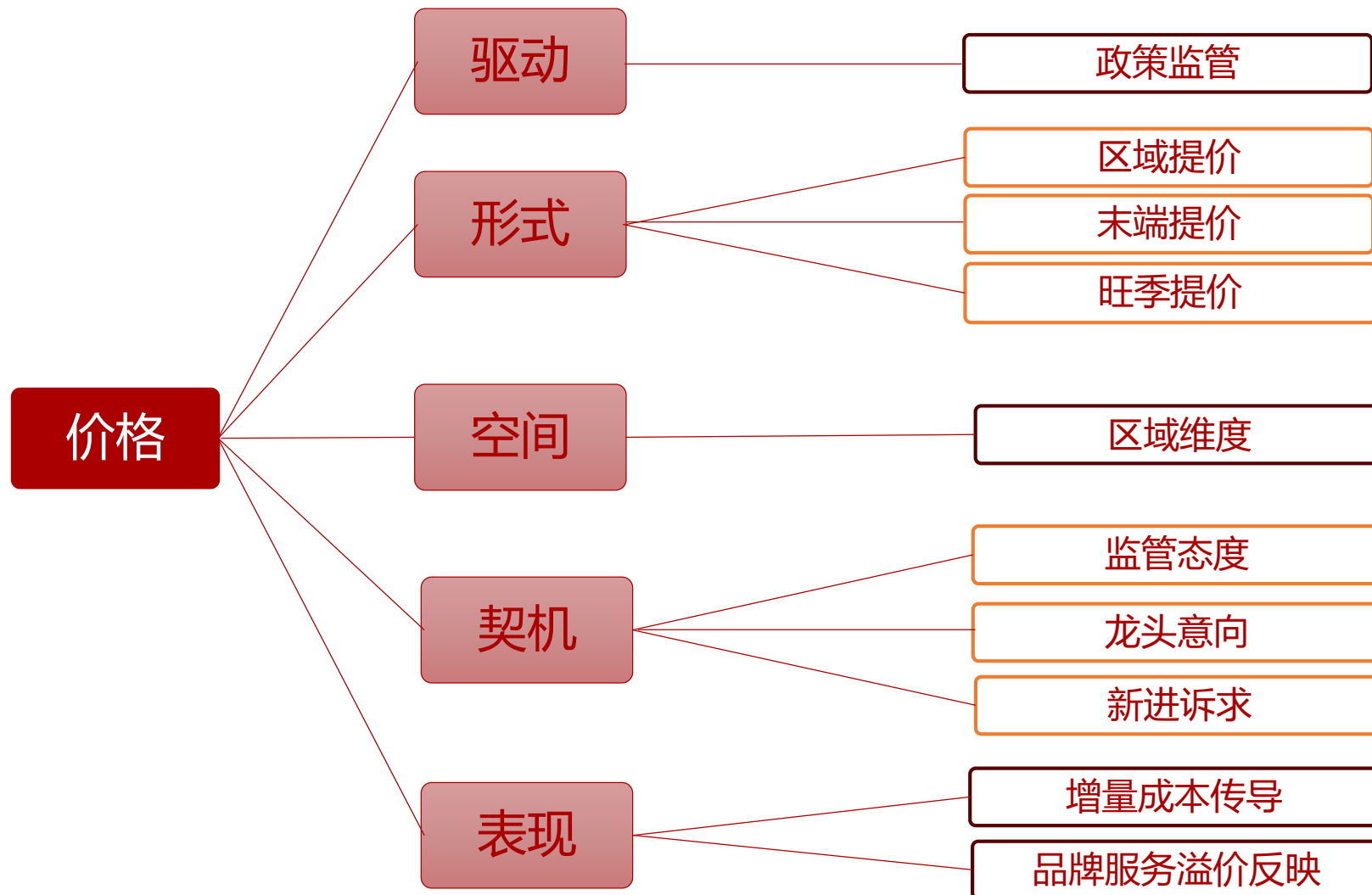
图：中通快递市占率情况



二、单价

01

单价框架



政策监管是核心驱动

- 政策端监管立法推进，遏制无序低价现象。
- 龙头经营得到保障。

定调总体分为基层权益及行业秩序两大方向

- 要求保护末端快递员权益。
- 要求遏制低价恶性竞争。

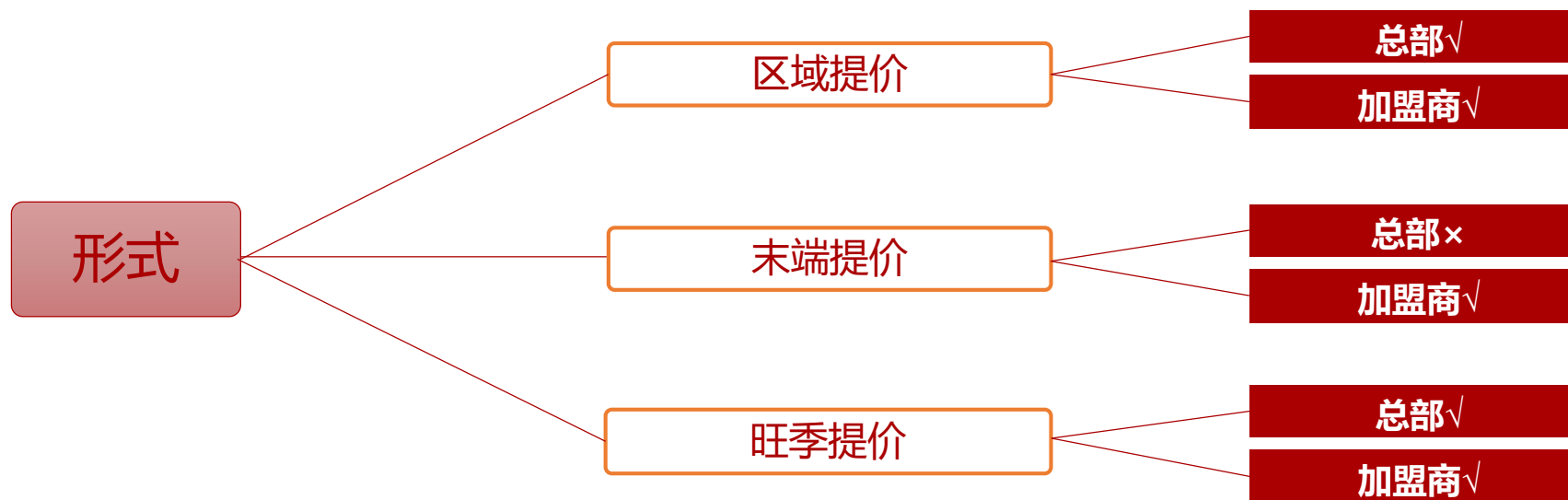
图：价格竞争改善受益政策监管对于基层权益及行业秩序的规制



电商快递价格的上涨可梳理区分为三类

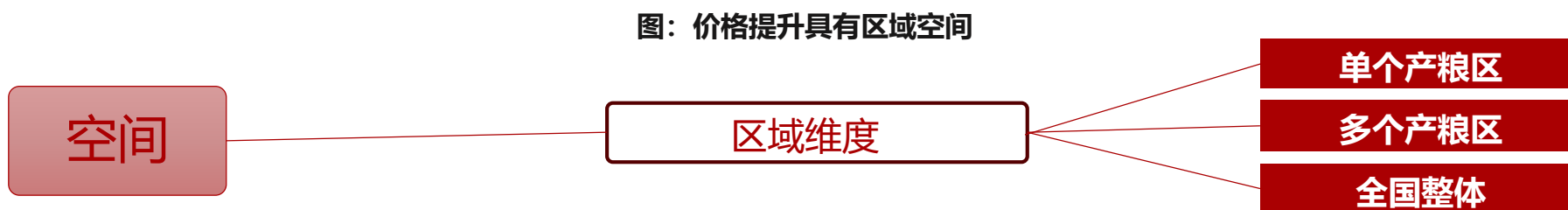
- 价格由成本线以下恢复到成本线以上。
- 提升末端派费，并向揽件支付前端传导。
- 传统快递旺季涨价。

图：价格提升区分区域、末端、旺季三种形式



电商快递价格的上涨还有区域空间

- 浙江（义乌）快递票单价已逐步修复。
- 广深华南区域等地快递票单价有待修复。



监管态度

- 重心由量增变为质增。
- 预期严监管持续。

新进诉求

- 2020年恶性价战争发起者具备资金诉求。
- 未来新入局者难有契机。

龙头意向

- 响应监管号召。
- 注重盈利质量。

图：价格提升区分区域、末端、旺季三种形式



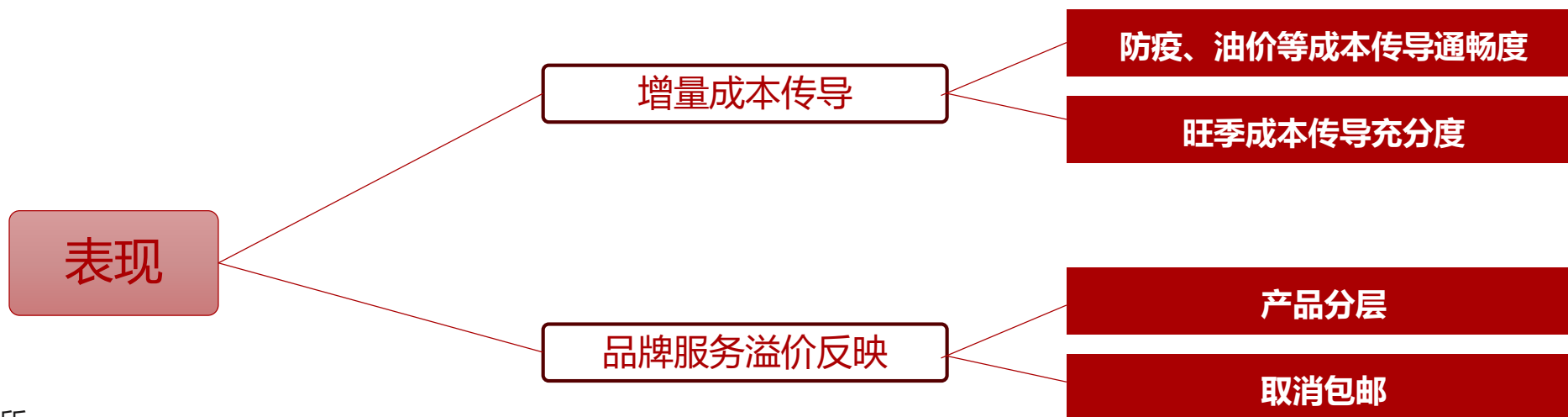
增量成本传导

- 防疫、油价等临时成本能够往前端传导。
- 旺季临时成本充分往前端传导。

品牌服务溢价反映

- 产品分层攫取更多消费者剩余。
- 中远期或有取消包邮赋予C端选择权。

图：价格提升未来有望同时充足反映增量成本及质量溢价



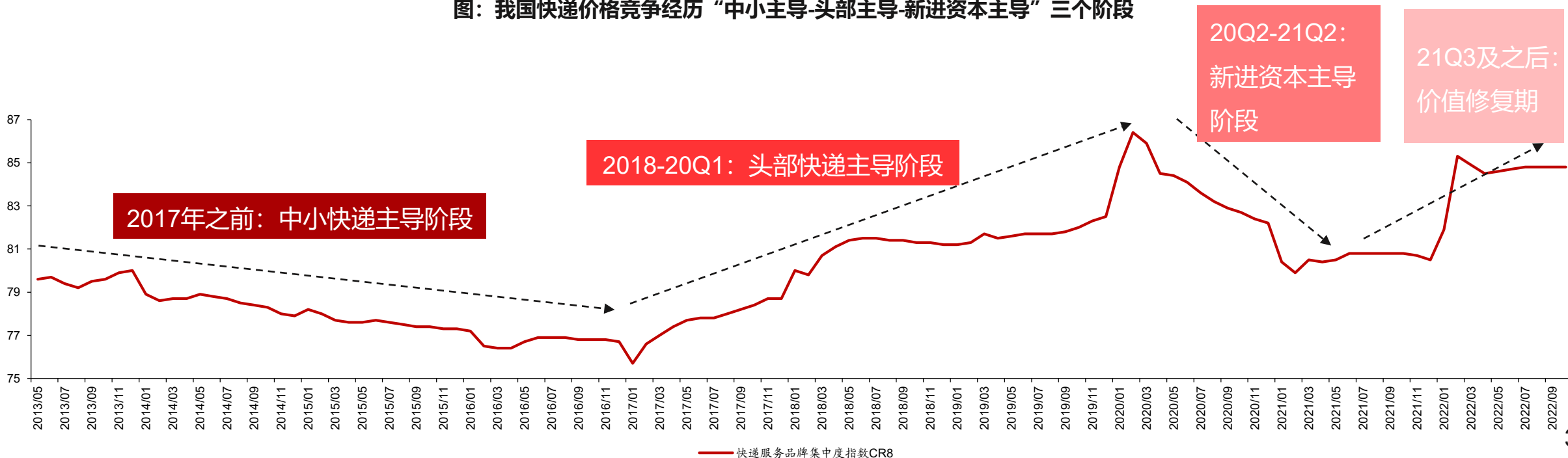
02

竞争复盘

我国快递价格竞争经历“中小主导-头部主导-新进资本主导”三个阶段，而后监管介入形成有效规制

- 2017年之前：中小快递主导阶段。价格竞争主要由中小快递发起，行业集中度下降。
- 2018-20Q1：头部快递主导阶段。价格竞争主要由头部快递主导，行业集中度提升，不影响龙头盈利及现金流。
- 20Q2-21Q2：新进资本主导阶段。极兔进入中国市场，行业集中度下降，龙头盈利及现金流受损。
- 21Q3及之后：恶性竞争结束，进入价值修复期。

图：我国快递价格竞争经历“中小主导-头部主导-新进资本主导”三个阶段



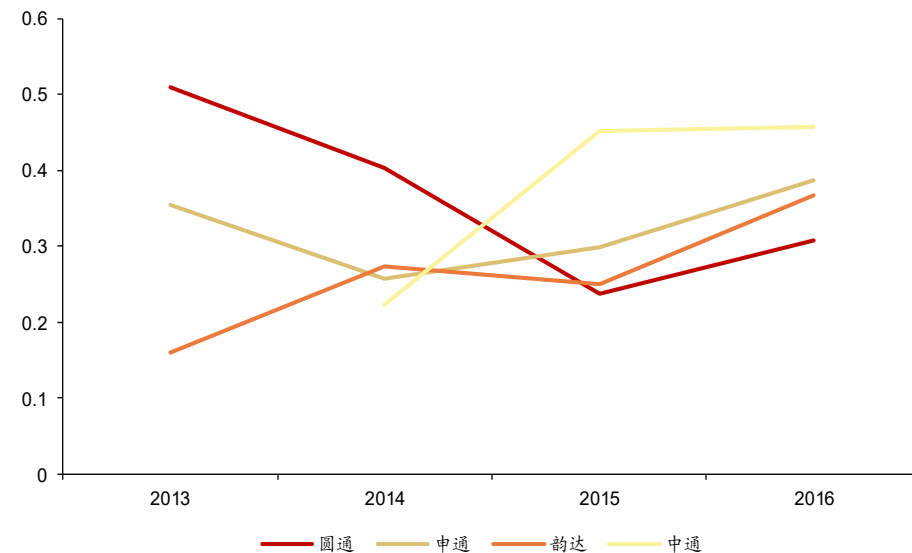
阶段一：2017年之前：中小快递主导阶段

- 2009年，修订后的《邮政法》首次明确了包括民营快递在内的非邮政快递企业的法律地位。
- 2011年，国家发改委《产业结构调整指导目录（2011年本）》首次将快递服务纳入国家鼓励发展产业目录。
- 民营及国际快递公司活力释放，市场新进入者众多、竞争趋于激烈。邮政局快递服务品牌CR8由2013年5月79.6%下滑至2017年1月75.7%。

表：2009-2016年我国快递重点事件梳理

时间	事件
2009	修订后的《邮政法》首次明确了包括民营快递在内的非邮政快递企业的法律地位，使快递企业依法经营和政府依法监管有了明确的法律依据和保障；“双11”购物节诞生
2010	中国邮政速递物流公司完成股份制改造，成立“中国邮政速递物流股份有限公司”，国家邮政局批准中国邮政速递物流的快递业务经营许可
2011	国家发改委新修订的《产业结构调整指导目录（2011年本）》中，快递服务首次被纳入国家鼓励发展的产业目录
2012	FedEx、UPS等国际快递企业获许经营国内快递业务
2013	“四通一达”基本完成通达全国的网络布局并开启价格战；京东开始搭建干线运输网络；阿里巴巴成立菜鸟网络
2014	全国邮政管理工作会议提出启动“快递下乡”工程，推进“快递西进”工程；第十二届人大会议，快递业首次被写入政府工作报告
2015	2015版《中华人民共和国职业分类大典》颁布，快递员作为新职业被纳入其中
2016	10月20日圆通速递上交所上市，10月27日中通快递纽交所上市，12月23日韵达股份深交所上市，12月30日申通快递深交所上市

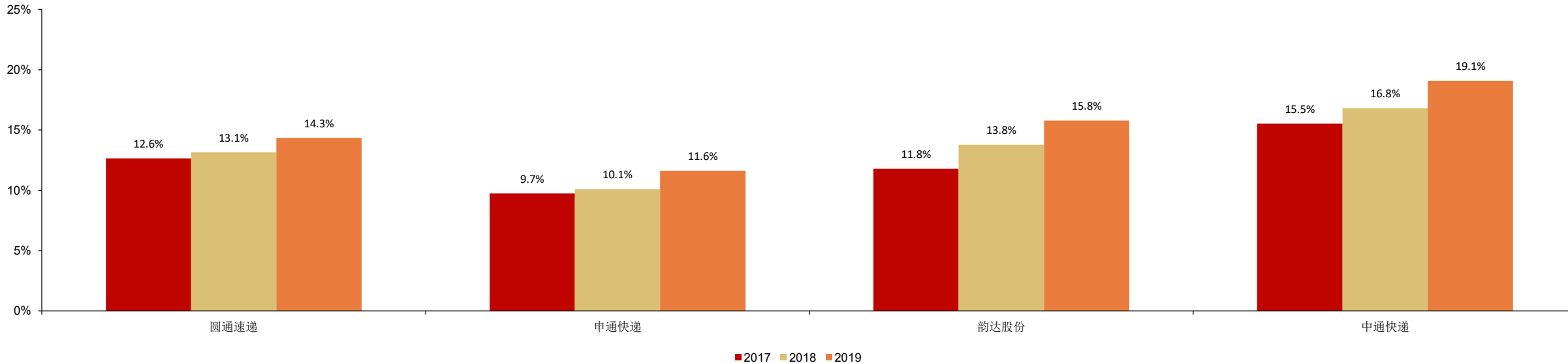
图：2013-2016年通达系单票综合归母净利润受影响不大



阶段二：2018-20Q1：头部快递主导阶段

- 自2017年顺丰及通达系快递企业相继完成上市后，资本赋能、融资造血逐步扩大头部公司与同行差距。
- 头部企业份额增长，17-19年中通、韵达、圆通、申通市占率分别累计提升3.6pts、4.0pts、1.7pts、1.9pts。
- 行业集中度提升，邮政局快递服务品牌CR8由2018年1月80.0%提升至2020年3月85.9%。

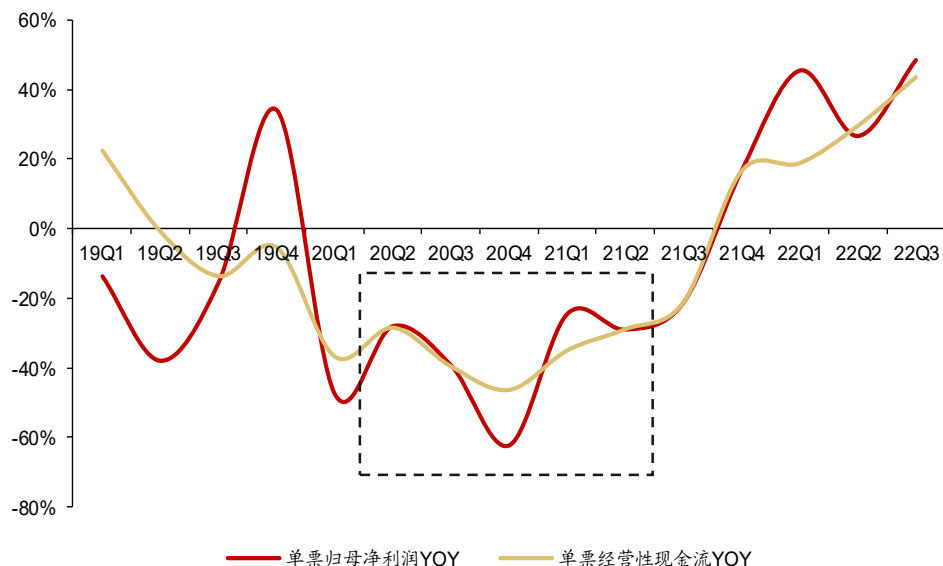
图：2017年完成上市后“通达系”份额提升



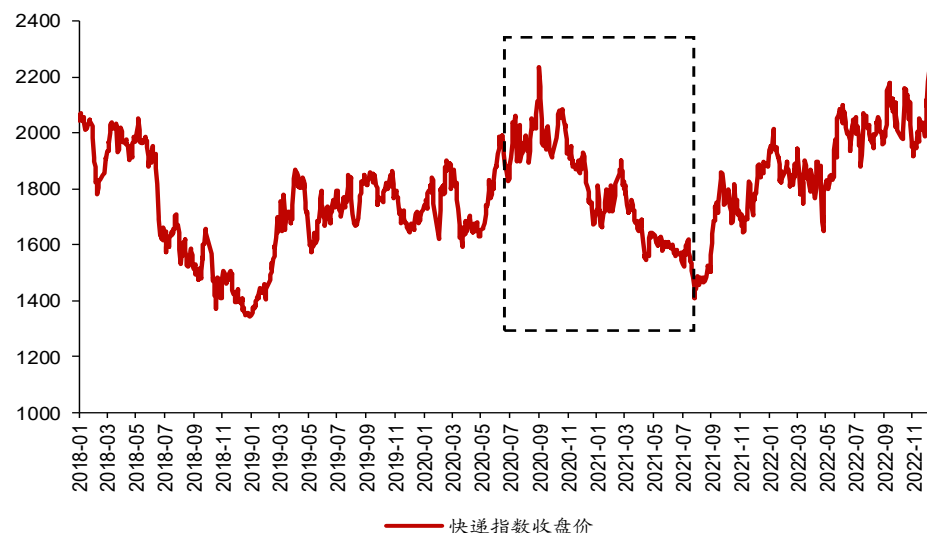
阶段三：20Q2-21Q2：新进资本主导阶段

- 资本介入之下，行业中部分企业甚至将票单价降至大幅低于成本线水平。
 - 行业龙头经营现金流受损、“造血能力”下降。中通单票归母净利润20Q2-21Q2分别同比-28.0%、-39.2%、-62.2%、-24.4%、-29.0%，单票经营性净现金流20Q2-21Q2分别同比-28.5%、-39.7%、-46.5%、-35.1%、-29.0%。
 - 相应市值表现下杀。根据快递指数（884818.WI），板块收盘价自2020.7.1-2021.6.30累计下跌15.9%。
- 21Q3及之后：恶性竞争结束，进入价值修复期

图：20Q2-21Q2期间中通单票盈利及现金流明显下滑



图：20Q2-21Q2期间快递板块市值表现明显下滑



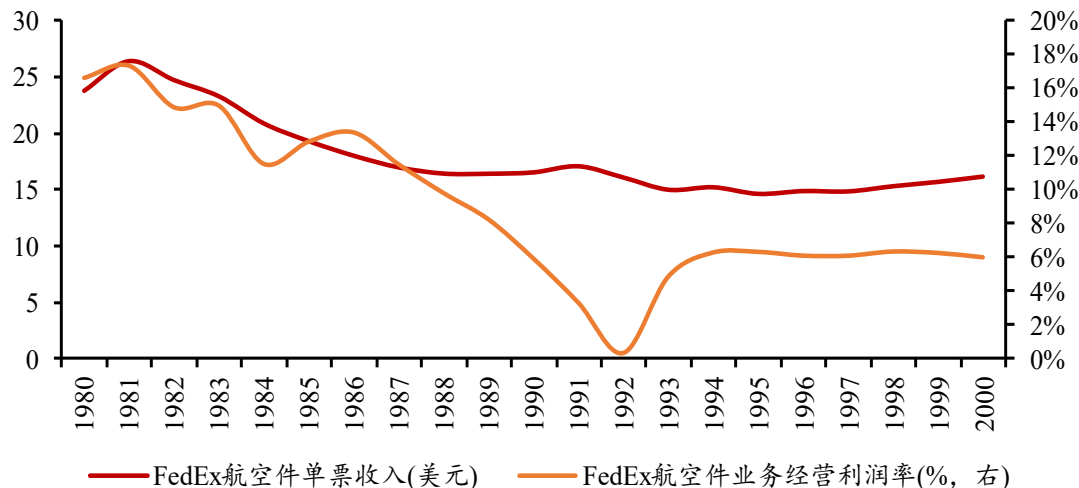
美国快递发展历史上同样经历过价格竞争

- 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。
- 第二次价格战：1992-1995年。**1990-1991年美国的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：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，本轮降价主要聚焦于占全行业需求约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

图：美国快递价格战期间，FedEx航空件票单价及利润率明显下滑

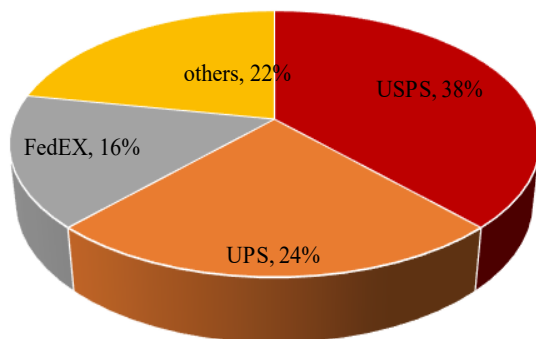


资料来源：《The Evolution of the Small Package Express Delivery Industry: 1973-2010》，公司公告，浙商证券研究所

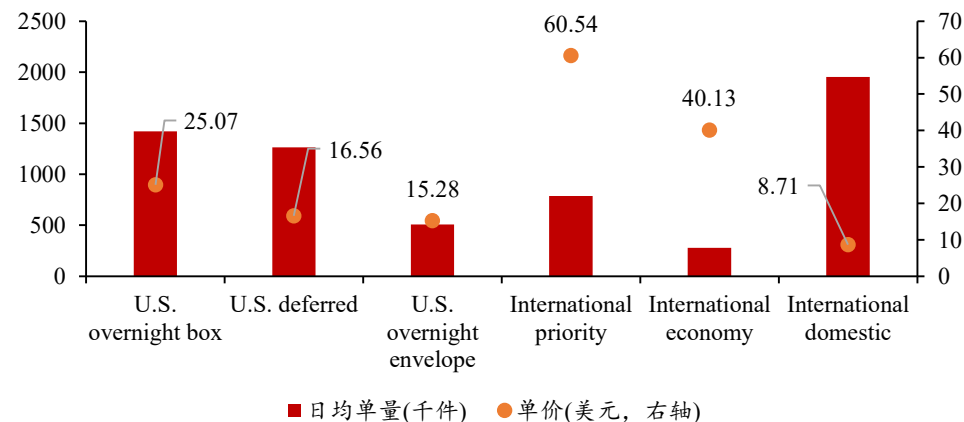
备注：图中年份表示财政年度

- 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況下，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：2020年美国快递行业包裹CR3达78%



图：FEDEX快递分部产品已实现有效分层 (FY2022)



03

政策梳理

价格战看两个属性：

1、良性博弈

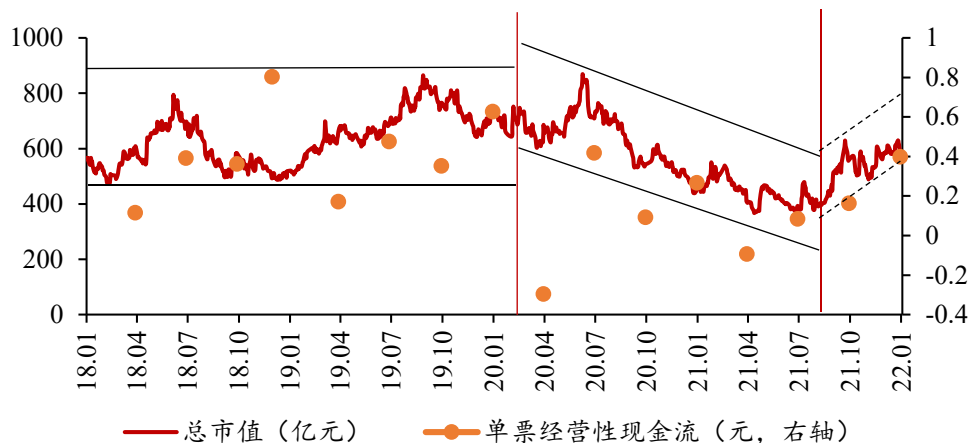
- 龙头基于低成本优势压低价格出清尾部企业的价格博弈属于良性竞争，带来龙头份额集中的同时并不影响现金流增长。2018-2019年期间快递行业正是处于良性博弈阶段。

2、恶性竞争

- 资本介入之下，行业中部分企业甚至将票单价降至大幅低于成本线水平，导致龙头经营现金流受损、“造血能力”下降。2020年至2021年上半年快递行业正是处于恶性竞争阶段，此阶段伤及企业现金流、市场情绪承压。

➤ 恶性竞争初步结束，进入价值修复期。

图：韵达为例的头部快递市值表现



政策定调总体上有两大方向，根源在于保障行业高质量发展

- 一方面，要求遏制低价恶性竞争。例如国家邮政局《快递市场管理办法（征求意见稿）》规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务，以及经营快递业务的企业及其从业人员不得与他人相互串通操纵市场价格、损害其他经营快递业务的企业或者用户的合法权益。
- 另一方面，要求保护末端快递员权益。例如2021年7月，七部委联合印发《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。2021年12月29日，中国快递协会印发《快递企业末端派费核算指引》，已在安徽、四川等地试点，并自2022年3月1日起在全行业各省市推广。

表：2021年以来快递行业相关监管政策梳理

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	马军胜局长在上海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
2022.1	国家邮政局就《快递市场管理办法（修订草案）》开始公开征求意见，以促进快递业高质量发展为主线，坚持问题导向，从而适应快递市场监督管理工作实际，更加有效规范市场主体经营行为，促进快递业持续健康发展
2022.2	浙江局党组书记、局长魏遵红带队赴义乌，提出要进一步加强对重点区域的快递市场监督管理，持续抓好突出问题治理，维护好公平竞争市场秩序
2022.3	国家邮政局在浙江义乌召开寄递企业座谈会，听取了义乌邮政管理局关于市场秩序整治工作情况汇报以及有关寄递企业的意见建议，局党组成员、副局长陈凯指出，维护好义乌快递市场的公平竞争环境，对于进一步促进行业高质量发展、维护从业人员合法权益、提升治理效能具有重要意义
2022.4	中共中央国务院印发《关于加快建设全国统一大市场的意见》，依法查处不正当竞争行为。对市场主体、消费者反映强烈的重点行业和领域，加强全链条竞争监管执法，以公正监管保障公平竞争
2022.7	江苏省邮政管理局印发《2022年全省快递市场秩序整顿专项行动工作方案》，着力整治快递“黄牛”、利用快递服务“刷单”、低价无序竞争、快递末端服务不规范等突出问题。
2022.9	国家邮政局发布《关于支持浙江邮政快递业高质量发展 助力建设共同富裕示范区的实施意见》，提出在浙江创建邮政快递高质量发展先行区、协调发展引领区、改革创新试验区 and 美好用邮服务展示区4个方面16项重点任务

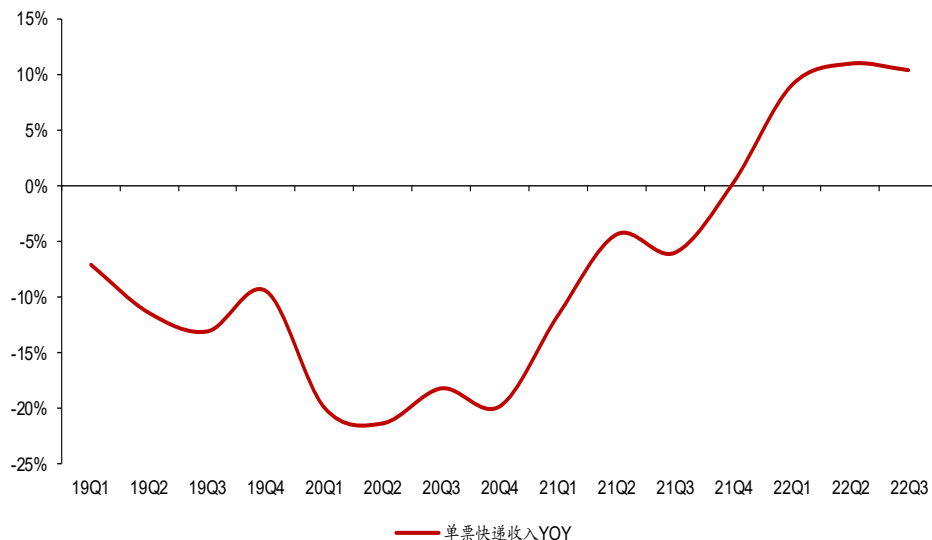
资料来源：中国政府网，国家邮政局，义乌邮政管理局，江苏省邮政管理局，浙商证券研究所

价格修复在政策引导下已逐步验证

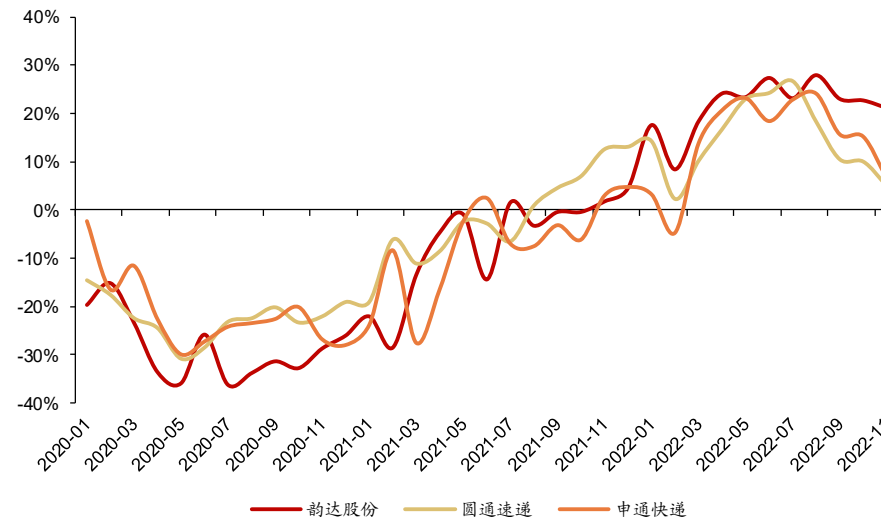
• 电商快递龙头方面：

- **中通**3Q22快递票单价1.32元（不含派费），同比提升10.3%；22Q3快递票单价1.30元，同比提升10.4%。
- **韵达**22年11月份快递票单价2.88元（含派费），同比提升21.0%；前11月累计票单价2.59元，同比提升21.5%。
- **圆通**22年11月份快递票单价2.72元（含派费），同比提升5.0%；前11月累计票单价2.57元，同比提升14.8%。
- **申通**22年11月份快递票单价2.62元（含派费），同比提升6.5%；前11月累计票单价2.51元，同比提升14.3%。

图：中通快递票单价2022年以来持续同比正增长



图：A股通达系票单价已实现持续同比正增长

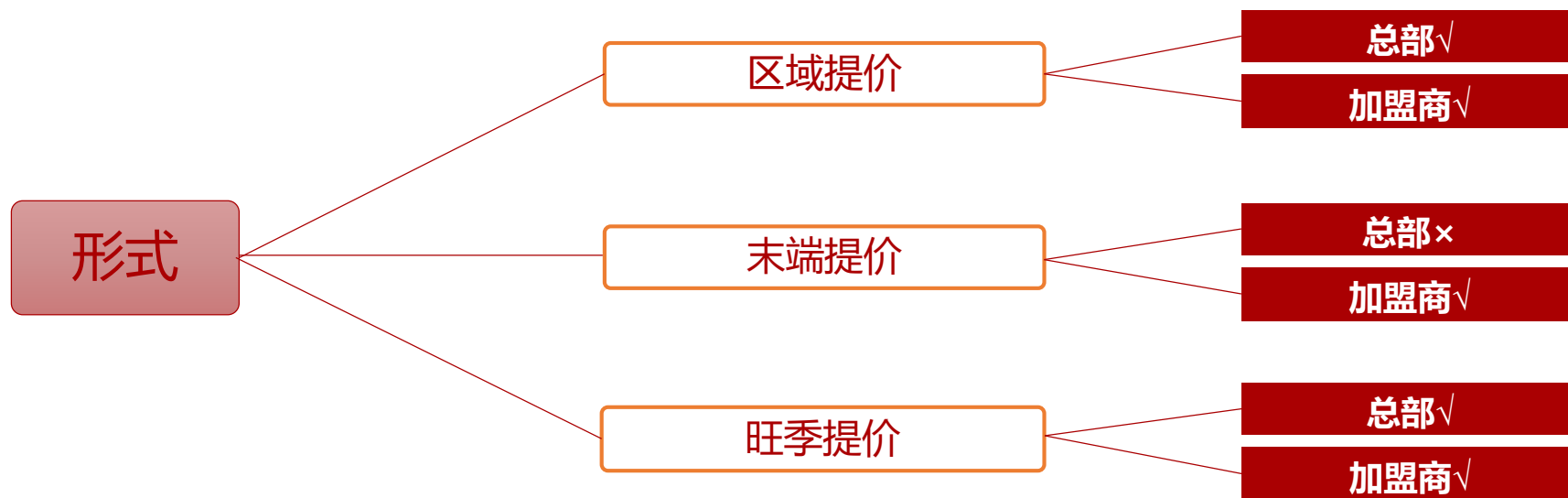


04

价格展望

- **区域：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。
- **末端：提升派费，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。
- **旺季：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：价格提升区分区域、末端、旺季三种形式



浙江经验开始向全国推广，政策监管力度有望进一步扩张渗透

- **华东“产粮区”层面：**2021年4月22日，浙江省政府审议通过《浙江省快递业促进条例（草案）》，2021年9月29日，《条例》正式立法，其中第三十六条要求快递经营企业无正当理由不得低于成本价格提供快递服务，对浙江省内（特别是重点产粮区义乌）快递竞争秩序形成法律规范。2022年7月，江苏省邮政管理局印发《2022年全省快递市场秩序整顿专项行动工作方案》，着力整治快递“黄牛”、利用快递服务“刷单”、低价无序竞争、快递末端服务不规范等突出问题。
- **全国层面：**2022年1月7日，国家邮政局就《快递市场管理办法（修订草案）》开始公开征求意见，征求意见稿第二十七条规定，经营快递业务的企业及其从业人员不得无正当理由以低于成本价格提供快递服务。这一表述口径与《浙江省快递业促进条例》相同，系浙江经验的全国性推广，有望推动全国范围内、特别是快递重点产粮区竞争秩序进一步回归健康理性。

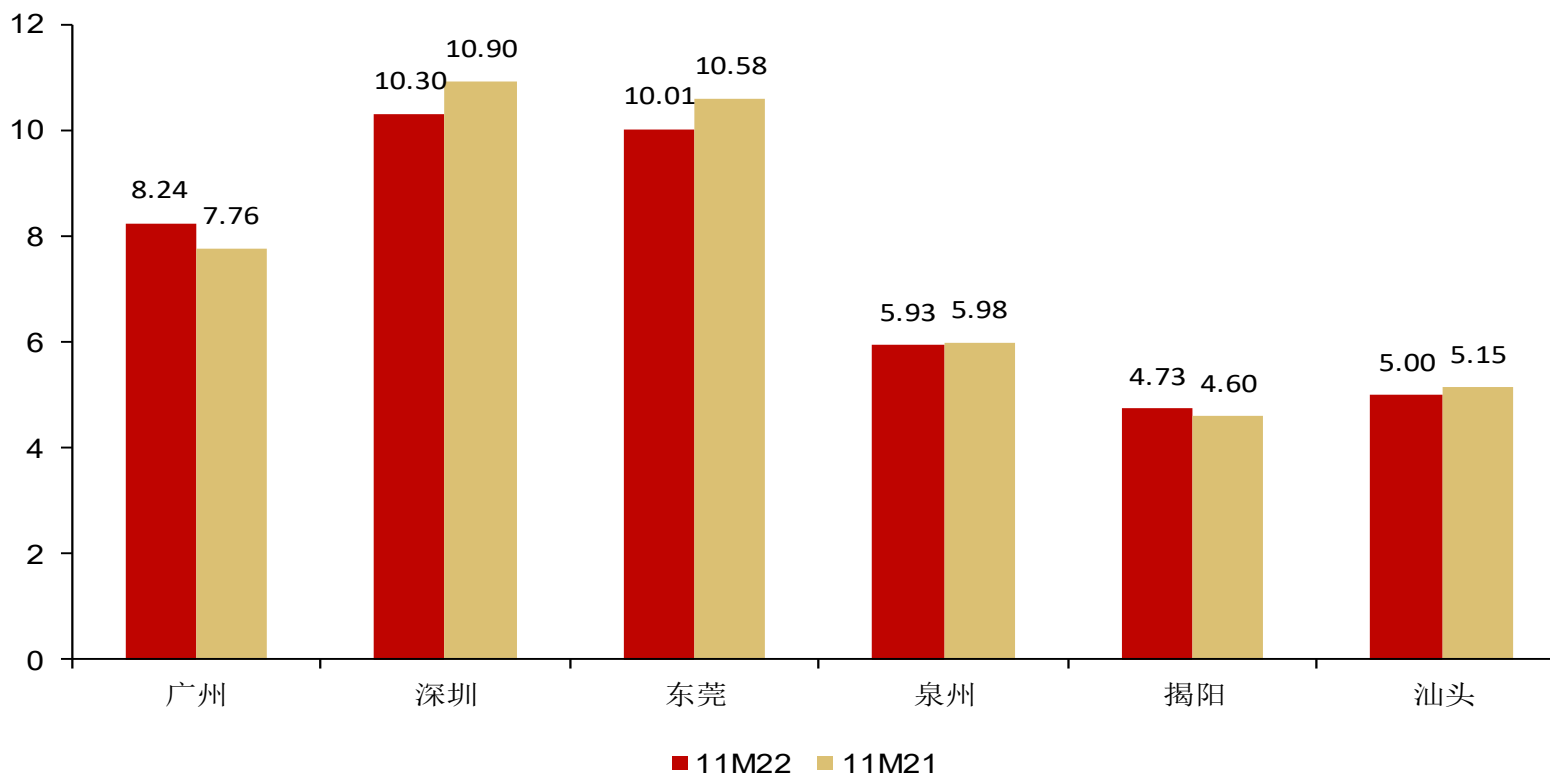
表：国家邮政局《快递市场管理办法（征求意见稿）》要点梳理

概括	方向	内容
一核心	推动快递业全国性高质量发展	以促进快递业高质量发展为主线，坚持问题导向，从而适应快递市场监督管理工作实际，更加有效规范市场主体经营行为，不断提升快递服务质量和安全水平，促进快递业持续健康发展
两维度	竞争秩序维度	专门设立市场秩序章节，对快递企业业务及地域范围、业务许可资质、经营禁止范围等进行明确规范
	服务质量维度	对快递经营企业服务质量要求进一步具象化（事前制度及事中揽运派全覆盖），此外首次赋予邮政管理部门就快递服务品牌直接关联企业服务行为发生异常、在特定地域范围内不具备提供正常服务的能力和条件情况下公开发布快递服务异常信息的权利
三重点	禁止低于成本线的价格竞争	经营快递业务的企业及其从业人员不得无正当理由以低于成本价格提供快递服务
	整治串通操纵价格及虚构快递信息现象	经营快递业务的企业及其从业人员不得与他人相互串通操纵市场价格，损害其他经营快递业务的企业或者用户的合法权益；不得虚构快递服务信息或者配合他人非法活动提供快递服务
	保障快递从业人员合法权益	专门设立从业人员权益保障章节，要求经营快递业务的企业应当依法保障快递从业人员劳动报酬、劳动条件、劳动保护、职业培训、职业发展、社会保险等方面的合法权益

“产粮区”快递价格修复，仍有时间及区域双维空间

- **区域维度**，从数据端情况看华南区域主要快递产粮区仍未充分享受到价格修复红利（如深圳11M22票单价同比下降5.5%、东莞11M22票单价同比下降5.4%、泉州11M22票单价同比下降0.8%、汕头11M22票单价同比下降2.9%），后续遏制快递恶性竞争的立法规制上升至全国层面，有望同时带动华南等重点产粮区价格持续提升。

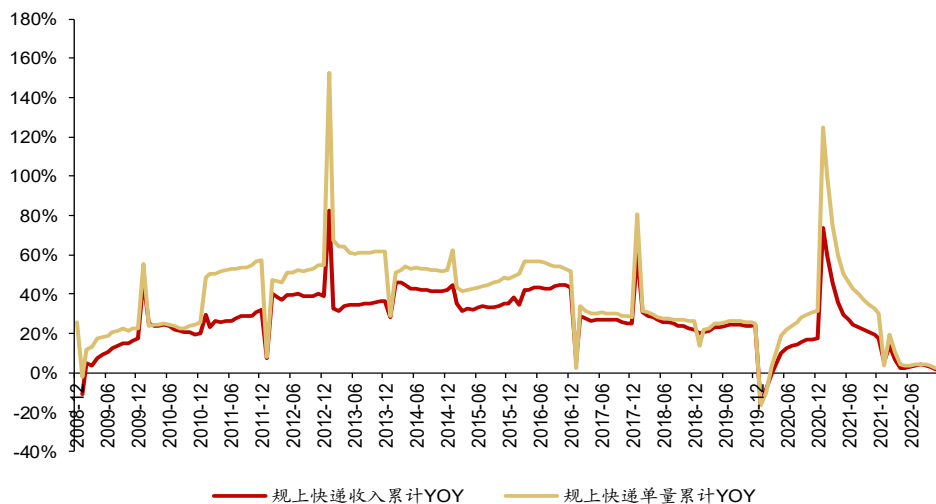
图：深圳、东莞、泉州、汕头22年前11月累计票单价仍为同比负增长（元/票）



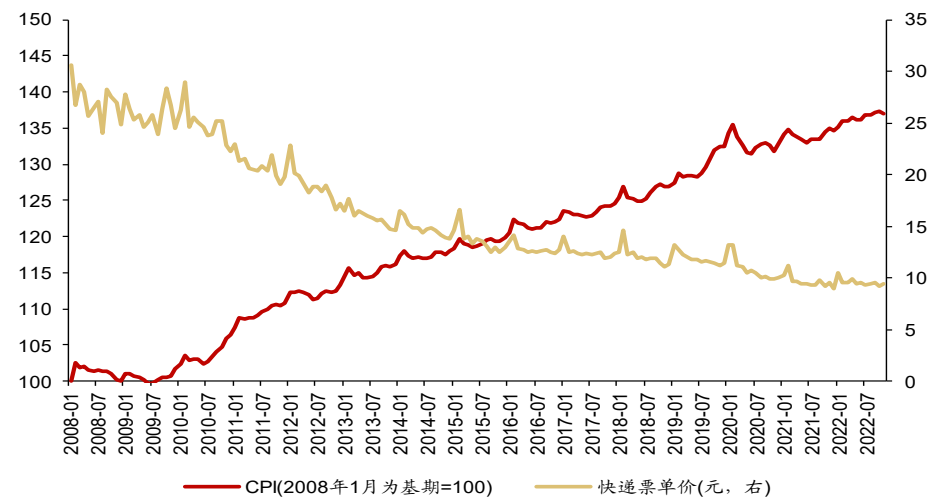
1) 监管态度

- 重点由规模增长逐步转变为质量提升。**2021年，我国快递行业单量首次迈过千亿件大关，当年单量1082.96亿件，同比增长29.9%，2018-2021年复合增速达28.8%。国家邮政局在《<快递市场管理办法（修订草案）>说明》指出，随着快递业在服务经济社会发展中的作用日益凸显，党中央、国务院对快递业高质量发展提出了新的要求；同时，人民群众日益增长的多元化寄递服务需求，对更优质快递服务提出了新的期待，为此需要进一步完善快递业管理法规制度。
- 预期严监管具备持续性。**习近平总书记就保障快递小哥、外卖配送员权益多次作出重要指示，要求完善多渠道灵活就业的社会保障制度，维护好快递小哥、外卖配送员等的合法权益；经国务院同意，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》。自上而下驱动下，我们预期行业严监管具备持续性。

图：2008年底至今快递行业收入YOY大部分时间低于件量YOY



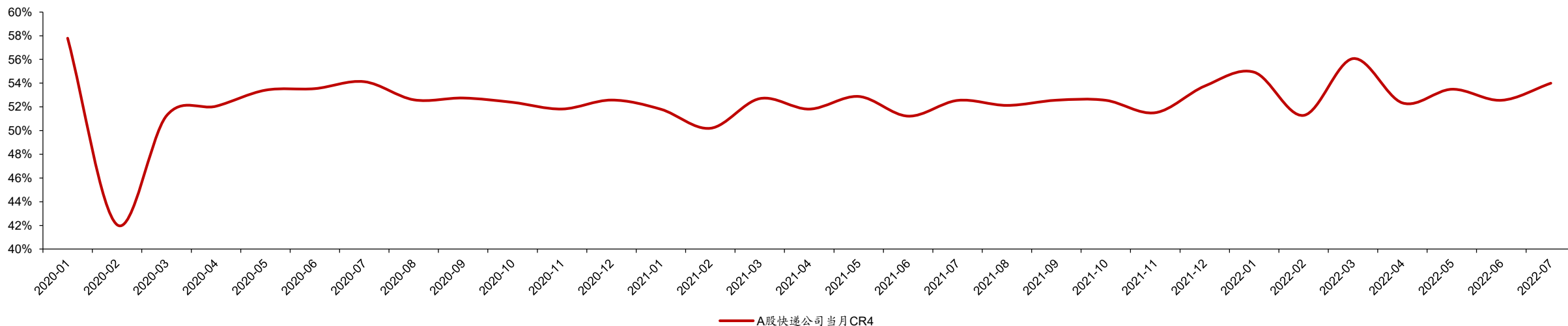
图：2008年至今快递行业单价走势与CPI相背离



2) 新进诉求

- **2020年恶性价战发起者战略重心转变。**2019年，极兔通过收购中国龙邦快递，获得国内快递运营资质牌照；2020年3月，极兔在国内正式起网运营，5月日均单量突破100万单，当年双十一期间日均单量突破1600万单。但由于利用远低于成本价格进行倾销，2021年4月极兔义乌分拨中心被责令停业整顿。而后极兔战略有所转变，根据新浪财经，2022年6月，极兔武汉大客户交流会上，高管披露极兔的未来，是希望在各国运营最后一公里，成为集合快递、快运、冷链、高端商务件和各国相互跨境的综合物流服务商；根据界面新闻，2022年8月极兔速递与海航货运签订战略合作框架协议，双方将在全球范围内开展航空物流领域的合作。
- **未来其他新进入者难有契机。**在政策趋严大环境下，竞争秩序整顿为行业监管重点，新进入者通过过去的“低价-份额扩张-融资-低价”传统路径实现规模增长的逻辑链路已经不被允许。

图：A股快递单月CR4自2021下半年以来趋于提升



3) 龙头意向

• 积极响应监管的号召的同时注重盈利质量的提升。

- 中通快递3Q22单票综合归母净利润0.26元，同比提升39.1%；22Q3单票综合归母净利润0.30元，同比提升48.5%。
- 韵达股份因自身疫情影响，3Q22单票综合归母净利润0.06元，同比下降3.2%；22Q3单票综合归母净利润0.05元，同比下降32.8%。
- 圆通速递3Q22单票综合归母净利润0.22元，同比提升166.8%；22Q3单票综合归母净利润0.22元，同比提升198.1%。
- 申通快递3Q22单票综合归母净利润0.02元，同比提升172.4%；22Q3单票综合归母净利润0.01元，同比提升118.6%。

表：各家通达系对监管号召及盈利改善形成共识

公司	公告	表述
中通快递	2022年二季度报	我们将专注自身，继续扩大市场份额、提升盈利能力，同时支援和赋能网络合作伙伴以改善其盈利质量，这将从根本上保障我们全网未来多年的可持续发展
韵达股份	2022年半年报	通过遏制快递行业恶性竞争、规范市场公平竞争秩序、遏制部分地区快递服务收入非理性下行，单一“价格战”竞争模式基本结束，旗帜鲜明反对“内卷”、产品分类、服务分层、高质量发展已逐渐成为头部企业发展新共识
圆通速递	2022年半年报	国家邮政局提出要旗帜鲜明反对“内卷”，防范不正当竞争，不断净化健康有序的发展环境，并在《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》《浙江省快递业促进条例（草案）》等一系列监管政策和指导意见的规范、引导下，快递行业发展环境得到较大改善，高质量发展逐步成为行业共识
申通快递	2022年半年报	随着主管部门的介入及行业监管政策的落地实施，单一的“价格战”竞争模式告一段落，头部快递企业纷纷开始调整竞争策略，发力打造差异化竞争优势

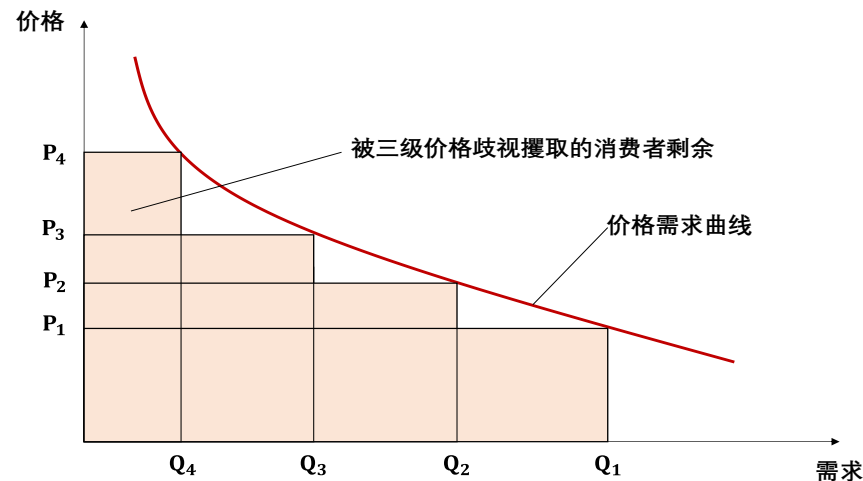
增量成本传导

- **防疫、油价等临时成本能够往前端传导。**以中通为例，22Q2全国0号柴油市场价同比提升35.1%，但中通单票干线成本同比仅提升2.0%，远低于油价增幅，因而单票综合归母净利润同比仍大幅增长26.6%。
- **旺季临时成本充分往前端传导。**快递具备典型季节性特征，旺季件量相较淡季上浮，对于场地及人力需求提升，因而催生部分临时成本，基于竞争改善大环境，我们认为临时成本能够持续充分往前端传导。

品牌服务溢价反映

- **产品分层攫取更多消费者剩余。**龙头基于明显更加健全的网络资产及管理机制，能够以明显更低的边际成本推动产品分层，当前韵达已推出特快、直客、电商增值服务等快递分层产品；圆通逐步打造“普遍服务-圆准达-高端时效产品”的差异化产品与服务体系。
- **中远期或有取消包邮赋予C端选择权。**《浙江省快递业促进条例》要求电子商务经营者应当在销售商品的页面标明提供快递服务的企业，且鼓励为收件人提供个性化、差异化的快递服务选择。

图：服务分层攫取更多消费者剩余



图：若未来取消包邮有望增强快递服务溢价

前提

- C端消费者价格敏感度明显低于B端商家
- C端消费者具备更高服务敏感度

事件

- 若包邮政策取消
- 全权由消费者选择快递服务商及其服务品质类型
- 由消费者支付快递费

趋势

- 消费者将倾向于选择行业内服务品质居前的快递服务商及其旗下时效性及稳定性领先的高端产品

三、成本

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。

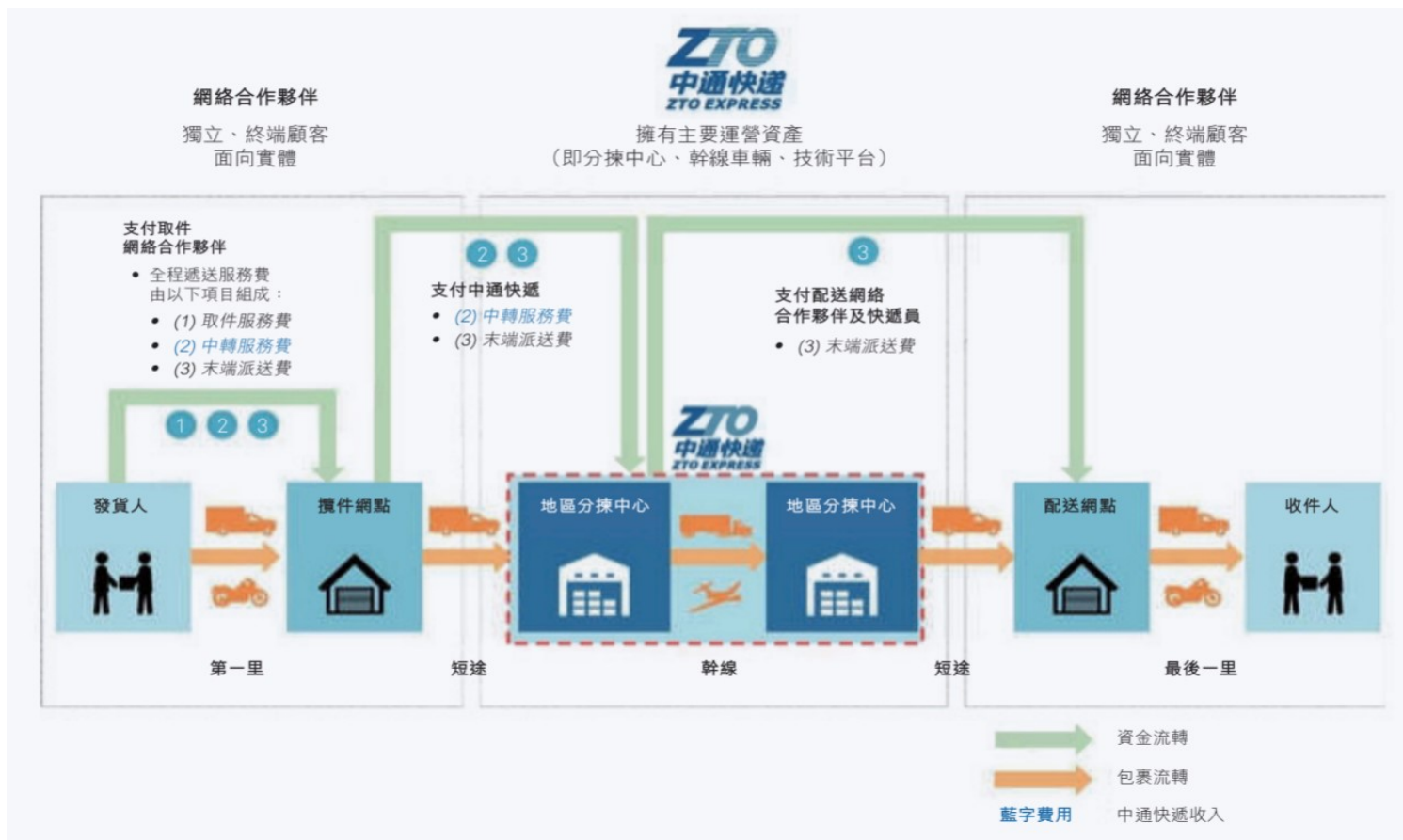
干线成本：当前单件0.5-0.6元左右

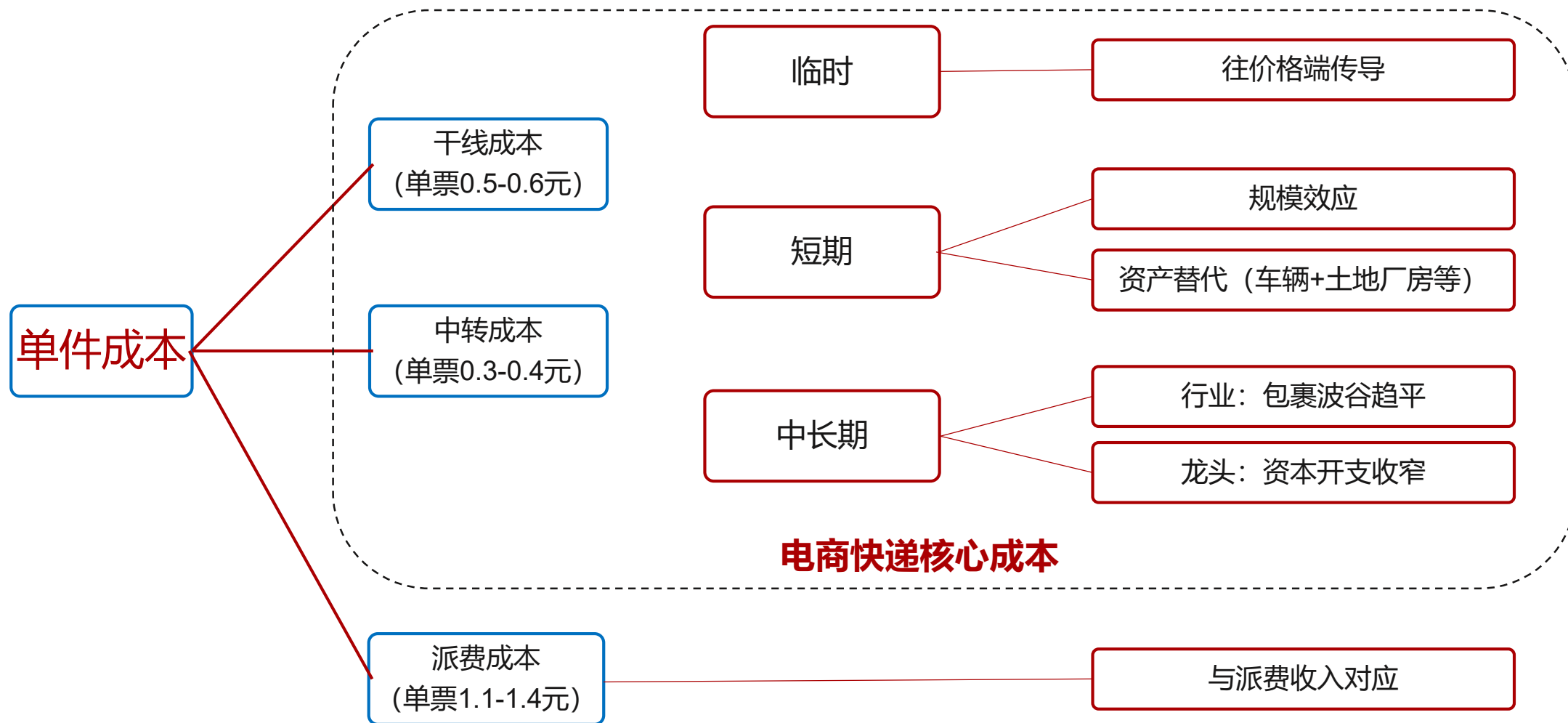
- 总部为通过航空、汽运或铁路等干线运输方式实现从始发地转运中心至目的地转运中心间的运输所支付的成本。
- 此项影响快递总部盈利。

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





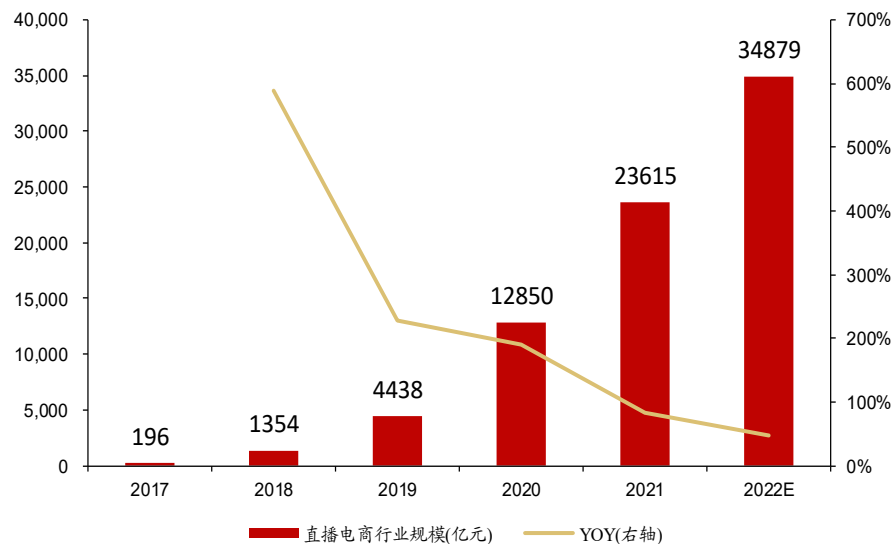
02

短期驱动

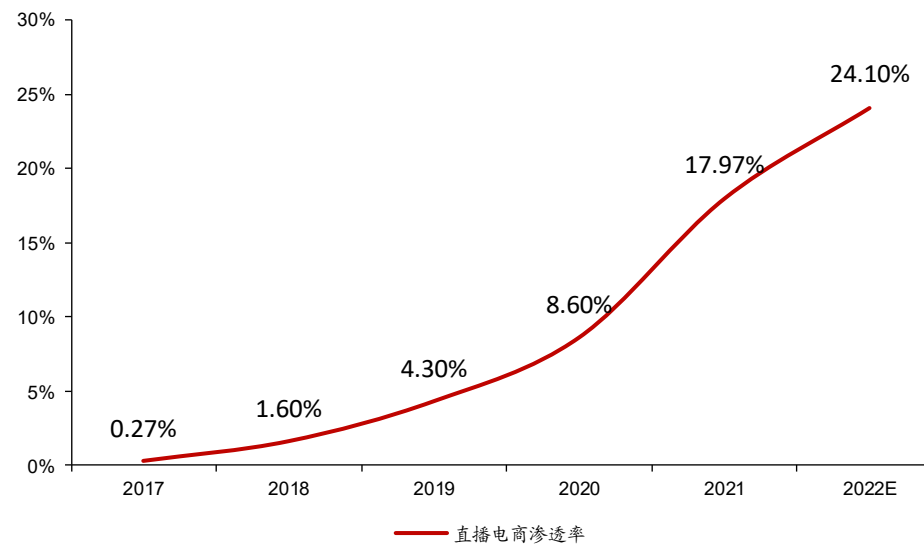
上游驱动方面：实体网购成长性仍在，直播电商空间广阔、增速可观

- **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



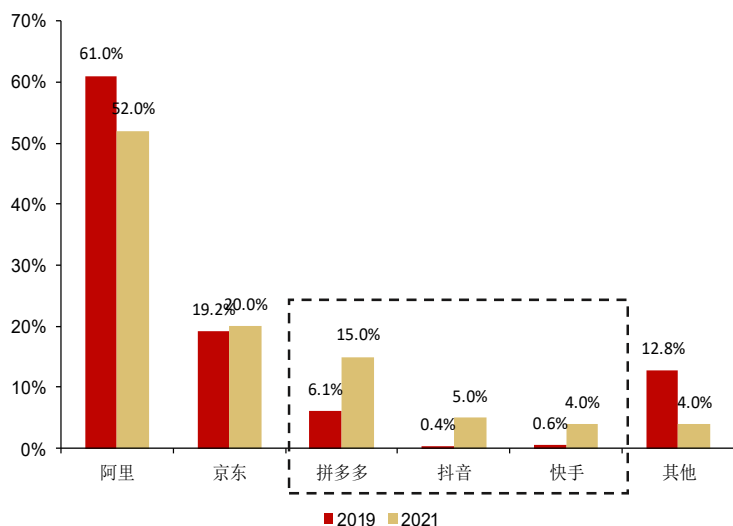
图：网经社预计2022年直播电商渗透率24.1%



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

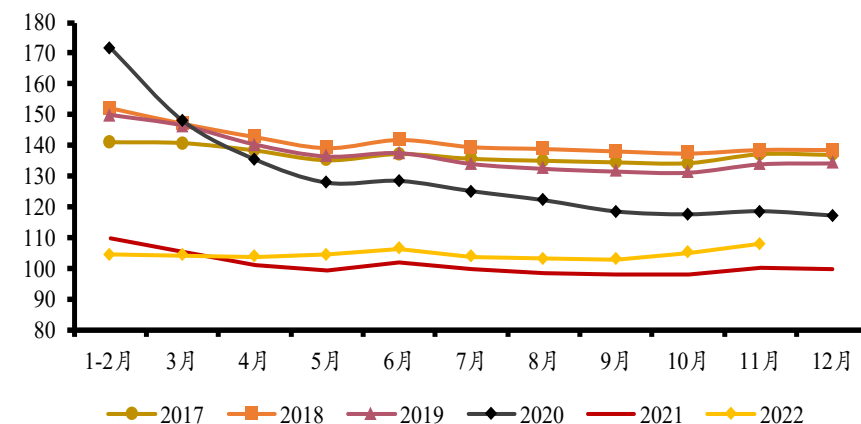


淘宝：有购物车功能栏



拼多多：无购物车功能栏

图：我国快递单包裹货值持续下行（金额：元）



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%。

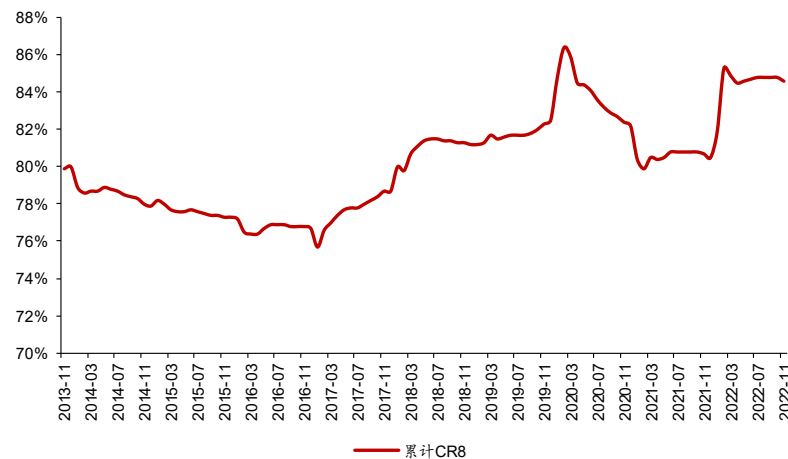
行业整合带来头部快递受益

- 极兔收购百世，份额或有外溢，头部快递有望受益。

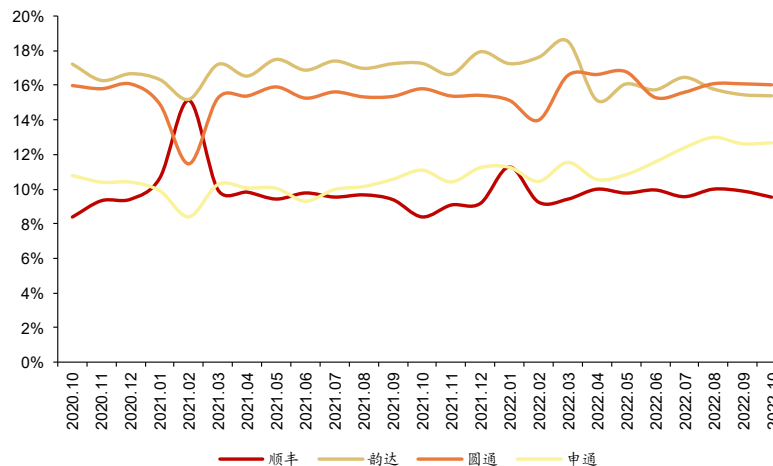
头部快递市占率提升

- 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。

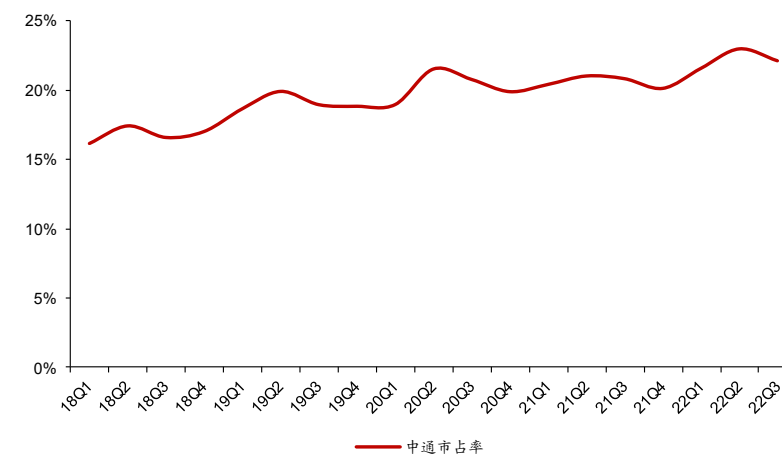
图：快递服务品牌集中度指数CR8情况



图：A股快递公司市占率情况



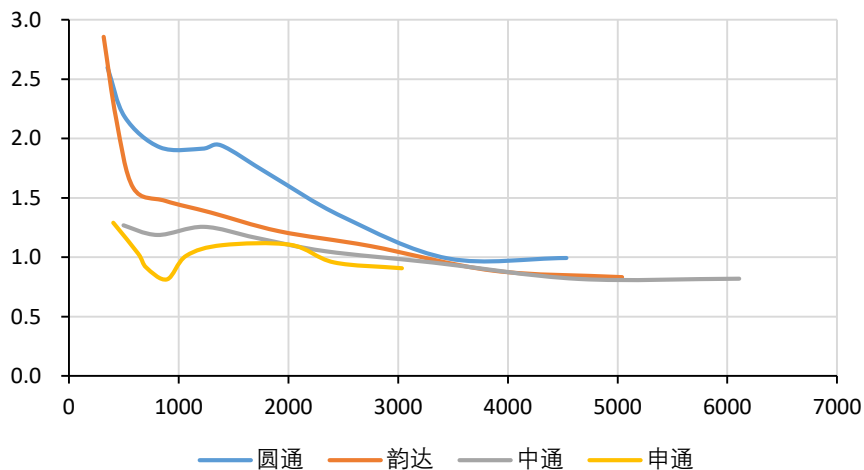
图：中通快递市占率情况



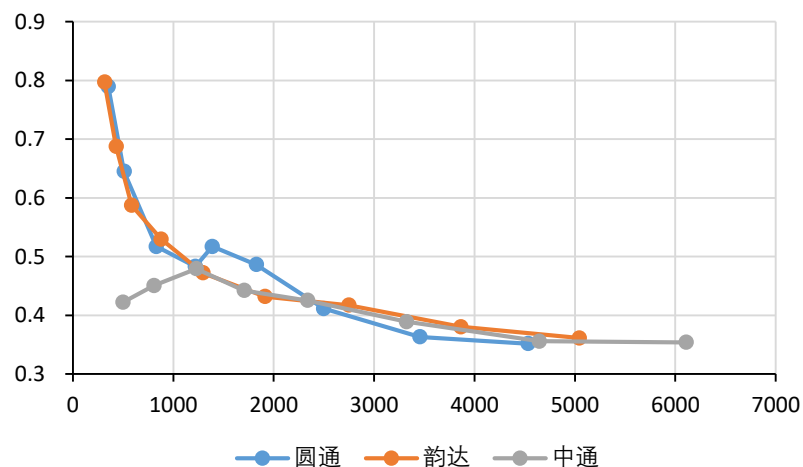
规模效应能够通过单量的增长有效摊薄单票固定成本

- 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%。

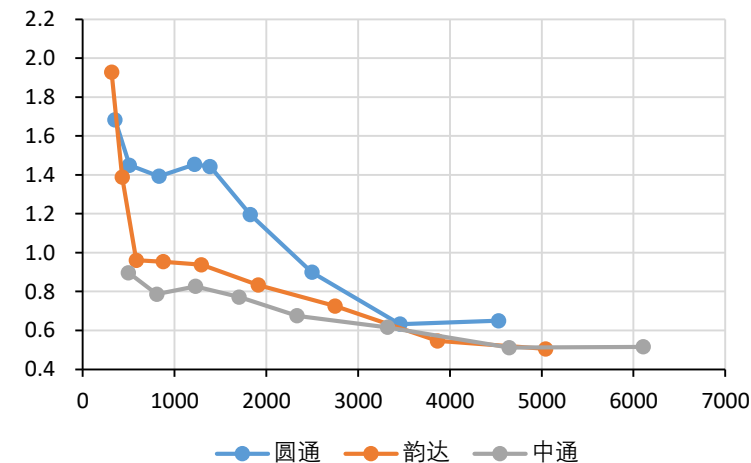
图：通达系单票剔派后快递成本随日均单量上升而下降
(13-21年)



图：通达系单票中转成本随日均单量上升而下降
(13-21年)



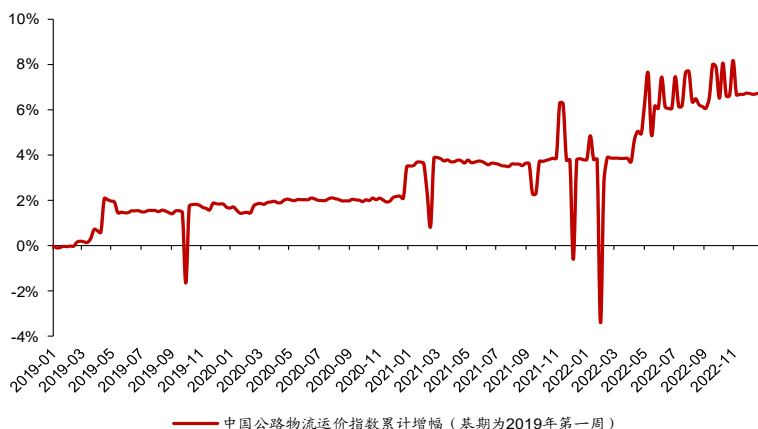
图：通达系单票运输成本随日均单量上升而下降
(13-21年)



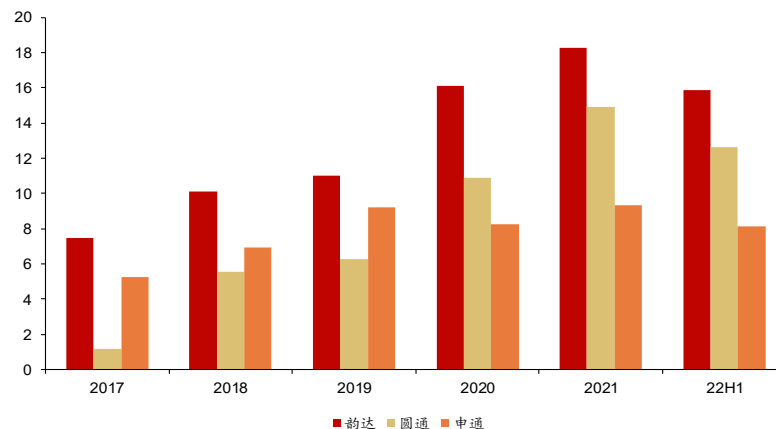
自有车辆替代外协车辆能够保证干线运力稳定性可控，对第三方车队也有更多议价权，降低干线运输环节的单票成本

- **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月最后一周我国公路运价指数1030.87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。

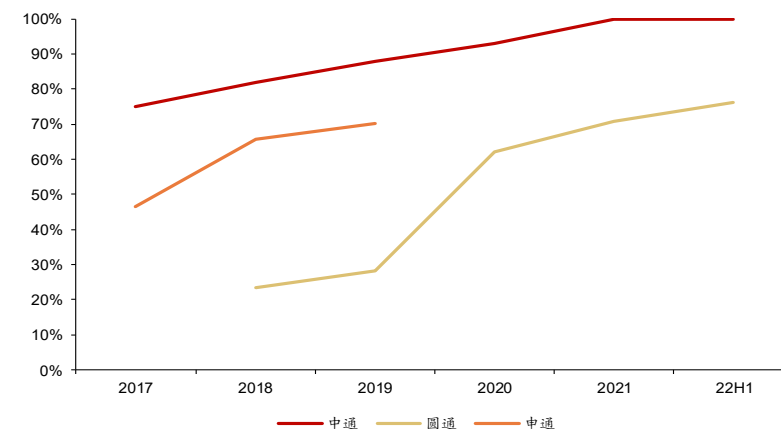
图：自2019年以来我国公路物流运价整体上涨



图：A股通达系运输设备账面价值稳步提升（单位：亿元）



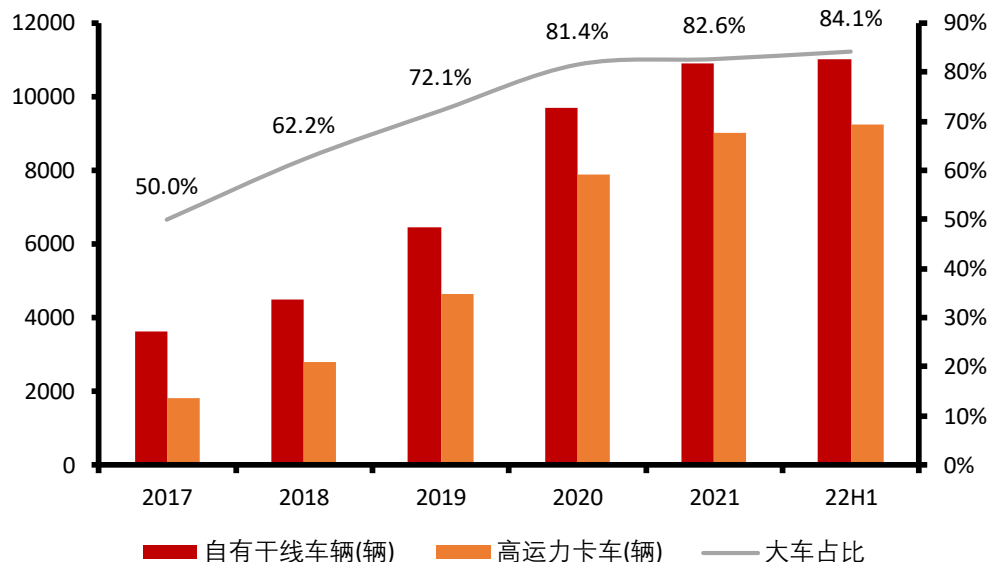
图：通达系车辆自有率稳步提升



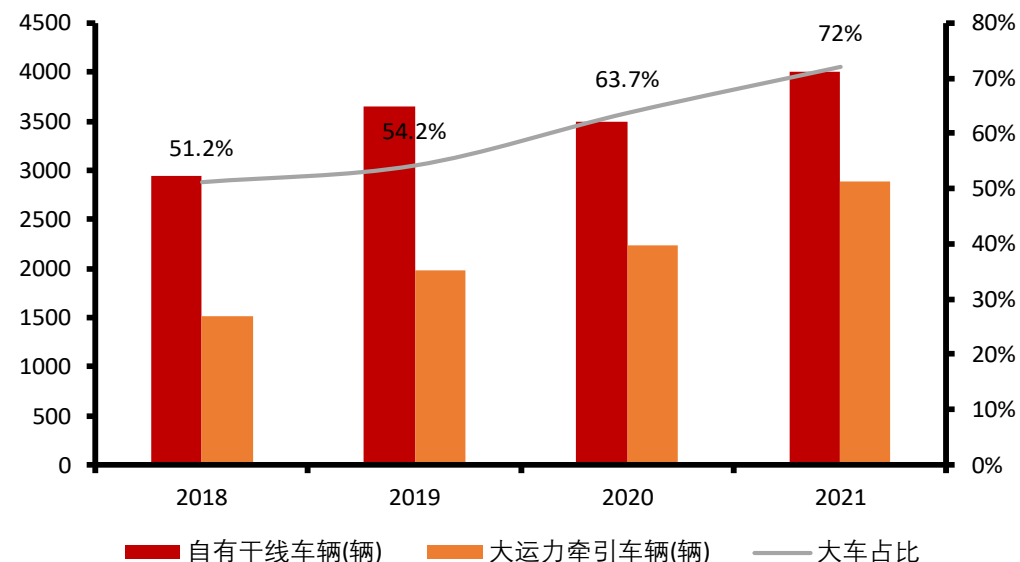
大型车辆替代小型车辆能够在提升装载率的同时减少发车频次，降低干线运输环节的单票成本

- **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%



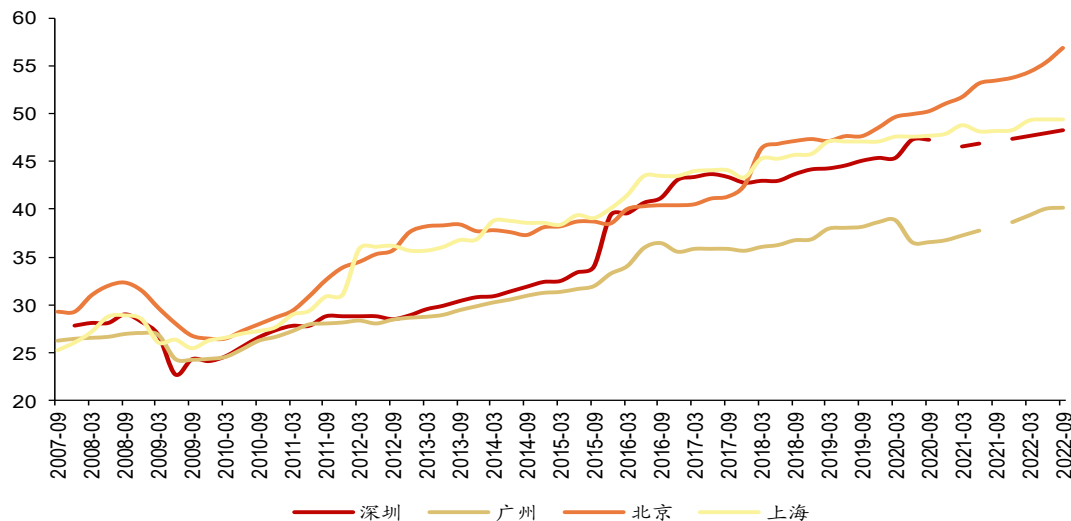
图：申通快递自有大车占比已经达到72%



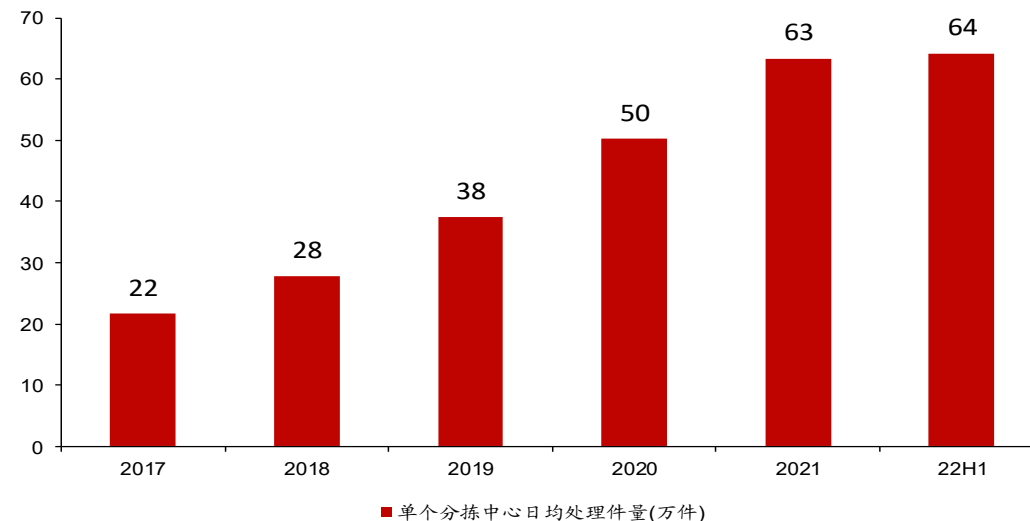
自有土地厂房替代租赁土地厂房能够对冲租金上涨风险，降低中转分拨环节的单票成本

- **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）



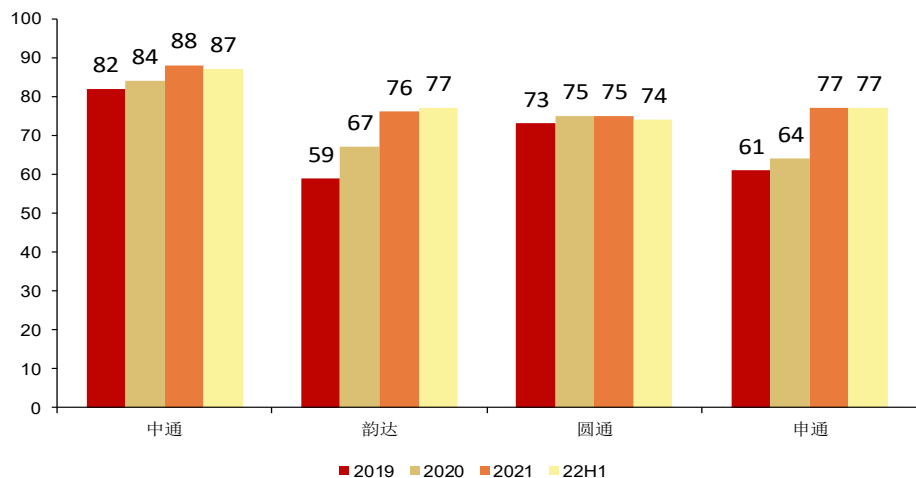
图：中通单分拣中心日均处理单量逐步上升，对稳定性要求提升



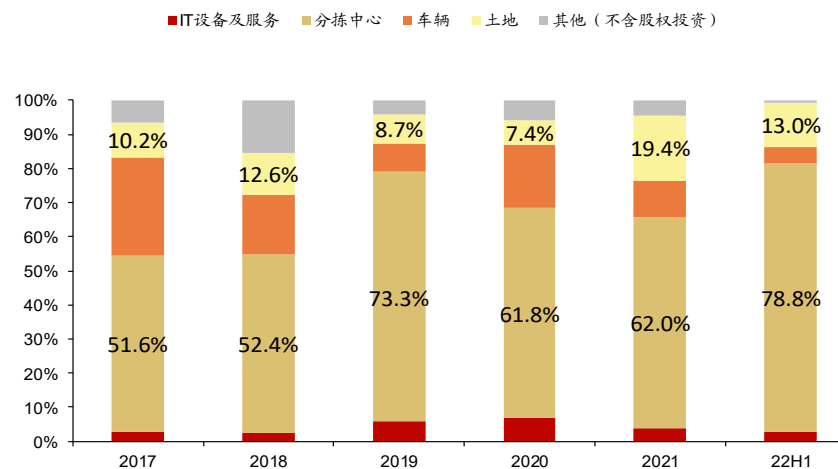
自有土地厂房替代租赁土地厂房能够对冲租金上涨风险，降低中转分拨环节的单票成本

- **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

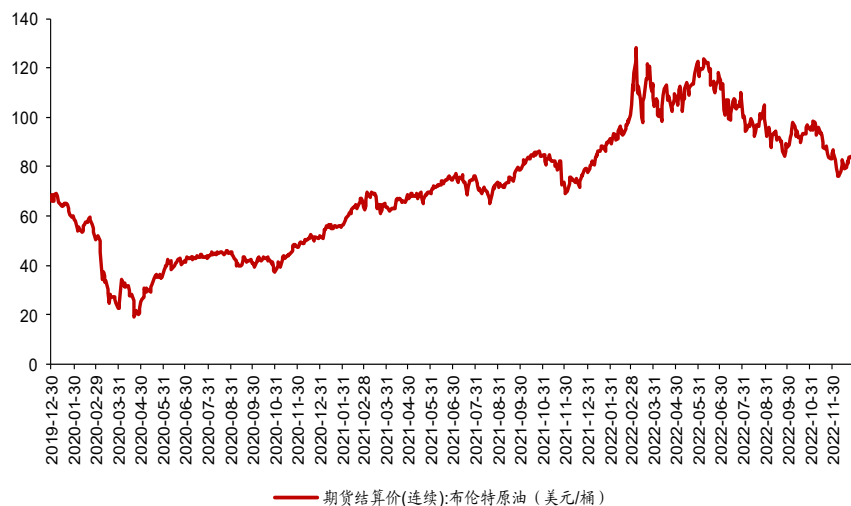


图：韵达股份对分拣中心及土地资本开支占比提升



- 国际油价或已进入下行通道。**2022年10月3日-12月30日国际布伦特原油期货结算均价88.63美元/桶，较2022年三季度（均价97.70美元/桶）回落9.3%，较年内油价高点127.98美元/桶回落30.7%。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，元旦假期(2022年12月31日至2023年1月2日)，全国揽收快递包裹10.6亿件，同比去年元旦假期增长15.2%，投递快递包裹10.7亿件，同比去年元旦假期增长11.5%。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：国际油价达到高位后进入下行区间



图：行业日度件量仍受疫情影响



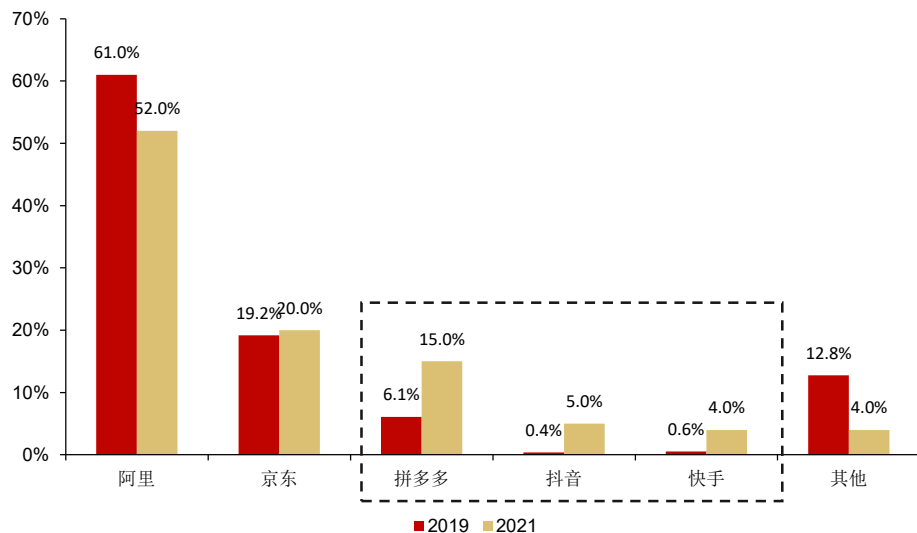
03

长期驱动

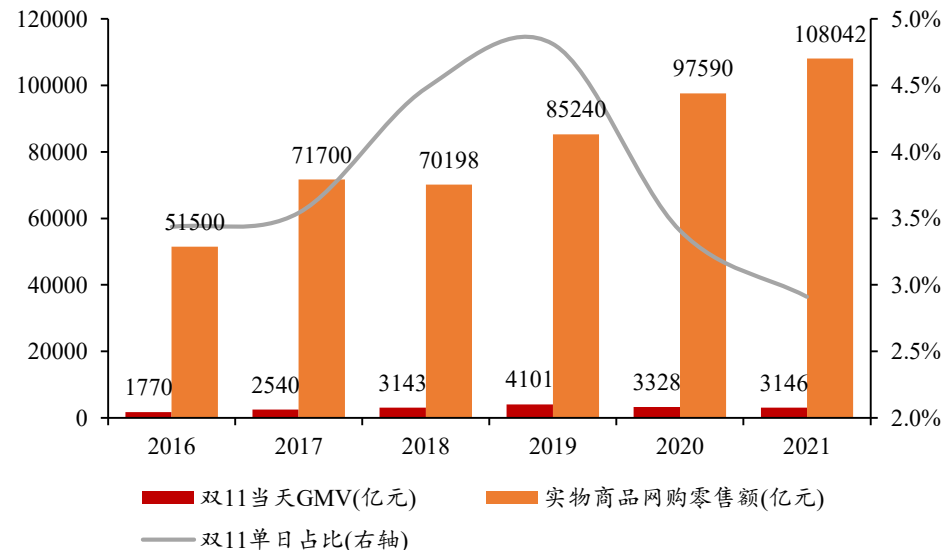
实体网购消费趋于常态化，电商GMV波谷趋平

- 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



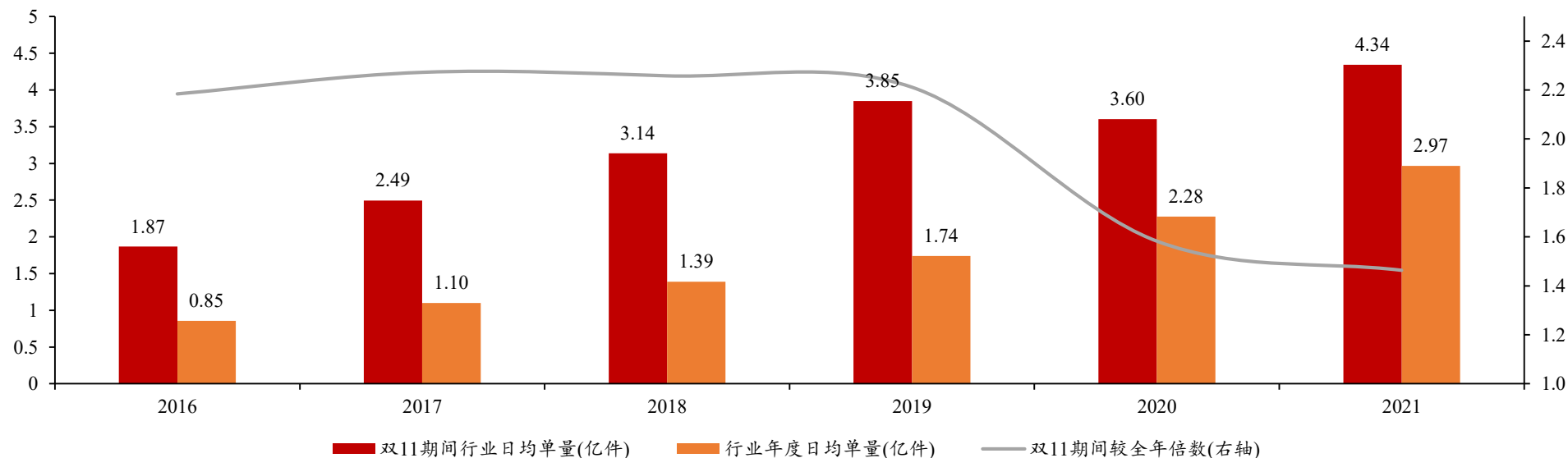
图：双11当天电商GMV占全年比重趋于下降



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



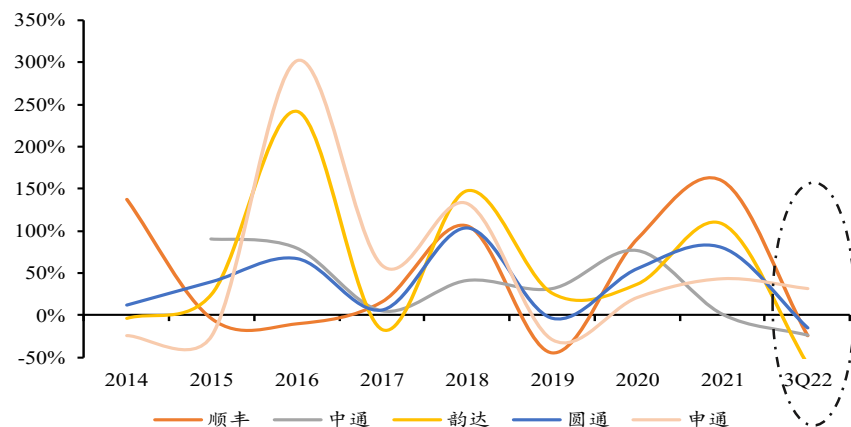
资料来源：Wind，国家邮政局，浙商证券研究所

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

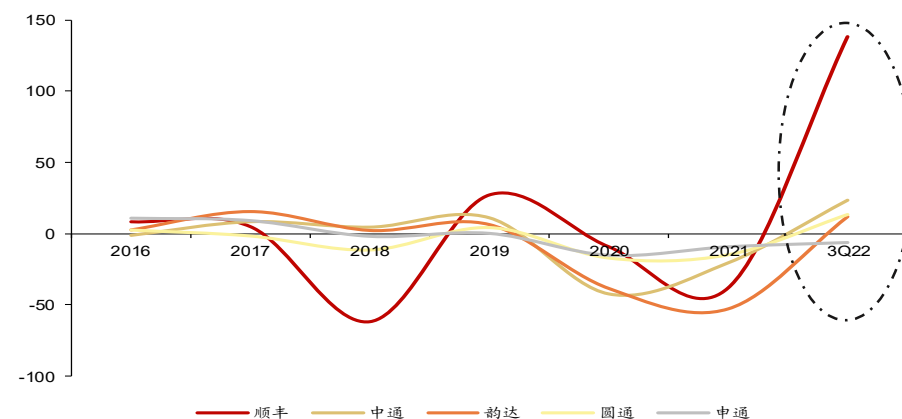
龙头2021年资本开支已至阶段性高位，后续预计规模收窄

- 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”

四、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（2023/1/3）

证券代码	证券简称	评级	市值	归母净利润(亿元)		PE			PB
			2023/1/3	22E	23E	TTM	22E	23E	LF
002120.SZ	韵达股份	买入	424	17.29	35.96	29.03	24.52	11.79	2.57
600233.SH	圆通速递	买入	687	37.23	43.85	17.53	18.46	15.68	2.69
002352.SZ	顺丰控股	增持	2828	70.14	90.21	40.74	40.33	31.35	3.33

风险提示

- 1、网购需求不及预期；
- 2、行业竞争秩序恶化；
- 3、产能投放规模超预期。

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>