

交通运输——2023年春节专题系列二

超配

2023年需要密切关注的数据-剖析快递业恢复双位数增长

核心观点

2023年快递数据观测具备显著意义。中国的社会消费品零售总额占GDP的比例超过了35%，而社会消费品中通过网购线上途径实现销售的比例又已经达到了27%，网购数据对于观察今年经济和消费复苏态势是具有重要意义的。而快递作为网购不可避免的交付环节，其需求表现在很大程度上可以反映网购的需求趋势，因此快递数据对于跟踪观测宏观经济以及居民消费的复苏趋势也是具有参考意义的。

春节不打烊保供给，1-2月累计业务量同比增速环比有望明显提升。春节假期是快递业一年当中的淡季，2021年以来主流玩家开启“春节不打烊”模式，为春节期间的快递供给提供有效保障。由于历年春节容易出现错月影响，单看1月和2月的业务量增速参考意义较小，因此我们建议投资者更多的关注1-2月的累计数据。随着疫情传染逐渐接近尾声，我们预计今年1-2月的快递累计业务量同比增速表现将明显优于2022年12月同比基本持平的件量表现。

疫情扰动下，直营模式优势凸显。在疫情大面积传染这种特殊时期，直营模式快递企业的竞争优势凸显——经营稳定性以及强管控力。因此虽然22年12月疫情达峰导致行业整体的业务量受损，但是由于加盟制快递无法配送的快递业务均会流向直营快递服务商，直营快递服务商的市场份额短期是大幅提升的。国家邮政局数据显示，12月17日—22日直营快递服务商京邦达和顺丰的业务量同比表现明显高于通达系。

2023年快递需求增长有望回归双位数。2022年全国快递业务量增速放缓至2%，增长乏力的原因主要是三方面，一是宏观经济增长承压，二是居民消费乏力，三是疫情防控导致快递企业经营效率下降。考虑到2022年导致快递需求受损的三大原因在2023年均有望明显改善，我们通过模型对2023年快递需求增长进行了测算，预计2023年全国快递件量增速有望回归双位数。

投资建议：首推顺丰控股，公司2023年有三大看点，一是时效快递增速回暖，二是资本开支继续下降、经营成本继续优化，三是鄂州机场航空转运中心投入运营。而且在疫情传染的扰动下，顺丰直营模式优势将更加凸显，叠加公司估值处于历史相对低位，因此给予重点推荐。其次看好圆通速递，圆通管理改善的逻辑仍然持续，其2023年利润维持较快增长的确定性高，且2023年15倍PE的低估值提供了安全边际。此外，建议紧密关注韵达股份和中通快递。

风险提示：疫情变化具有不确定性，电商需求不及预期，行业竞争加剧。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
002352	顺丰控股	买入	58.66	2872	1.32	1.90	44.4	30.9
600233	圆通速递	买入	20.40	702	1.14	1.35	17.9	15.1
002120	韵达股份	买入	13.20	383	0.63	0.99	21.0	13.3
2057.HK	中通快递	买入	220.6港币	1824亿港币	7.5	9.4	25.5	20.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

交通运输

超配·维持评级

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn luodan4@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：罗丹

021-60933142

S0980520060003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《交运中小盘行业周报-密尔克卫 GDR 发行获得受理，航空快递快速恢复》——2023-01-08
- 《交通运输——2023年春节专题系列——2023年需要密切关注的数据-春运》——2023-01-08
- 《交通运输行业2023年1月投资策略-看好快递、出行板块的疫后复苏》——2023-01-02
- 《2022年11月交运行业数据观察-无惧短期疫情扰动，看好复苏趋势》——2023-01-01
- 《交运中小盘行业周报-快递无惧达峰扰动，出行客流即将重回升势》——2022-12-26

内容目录

核心观点	4
2023 年春节快递数据观测	5
春节不打烊，快递数据表现可期	5
春节期间运营成本高企，终端将同步上调价格	6
春节错期影响明显，建议关注 1-2 月累计数据	7
2023 年全年快递需求展望	8
商务、消费同步复苏，23 年快递需求回暖	8
疫情达峰扰动，直营快递受益	11
投资建议	12
顺丰控股：多重因素边际向好，维持重点推荐	12
通达系：推荐圆通，紧密关注韵达和中通	14
风险提示	15

图表目录

图 1: 2019-2022 年春节 7 日全国快递揽收件量和投递件量	6
图 2: 2020-2022 年快递行业月度单价同比变化趋势	7
图 3: 2020-2022 年快递龙头企业月度单价同比变化趋势	7
图 4: 2019-2022 年快递行业月度件量同比增速	8
图 5: 2019-2022 年快递行业月度件量同比增速 (1-2 月数据做累计处理)	8
图 6: 2010-2022 年前三季度我国 GDP、社会消费品零售总额以及社零占 GDP 的比例	9
图 7: 2015-2022 前 11 个月实物商品网上零售额、同比及网购渗透率	9
图 8: 2021 年我国快递行业业务量结构分布	10
图 9: 2020 年以来全国月度快递业务量及同比	10
图 10: 全国快递日度揽收件量变化趋势	10
图 11: 我国实物商品网上零售额增速及指数趋势线	11
图 12: 我国历年快递业务量表现及 2023 年预测值	11
图 13: 直营快递与加盟制快递的经营模式区别	12
图 14: 2022 年 12 月 17-22 日国内疫情达峰阶段, 顺丰件量同比增速优于加盟快递商	12
图 15: 2020 年一季度国内疫情爆发, 顺丰件量同比增速环比改善明显	12
图 16: 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	13
图 17: 顺丰控股预测 PE (FY1) 以及 TTM PE 的历史变化趋势	13
图 18: 2022 年 Q3 圆通速递的市场份额追平韵达股份	14
图 19: 圆通速递预测 PE (FY1) 以及 TTM PE 的历史变化趋势	14
图 20: 韵达股份预测 PE (FY1) 以及 TTM PE 的历史变化趋势	14
图 21: 中通快递预测 PE (FY1) 以及 TTM PE 的历史变化趋势	14
表 1: 2021 年和 2022 年春节期间快递企业临时价格调整	7

核心观点

中国的社会消费品零售总额占 GDP 的比例超过了 35%，而社会消费品中通过网购线上途径实现销售的比例又已经达到了 27%，网购数据对于观察今年经济和消费复苏态势是具有重要意义的。而快递作为网购不可避免的交付环节，其需求表现在很大程度上可以反应网购的需求趋势，因此快递数据对于跟踪观测宏观经济以及居民消费的复苏趋势也是具有参考意义的。

春节快递数据表现：春节假期是快递淡季，2021 年以来，快递行业的充分竞争以及服务质量提升带动主流玩家均开启“春节不打烊”模式，为春节期间的快递供给提供了有效保障。2022 年农历春节 7 天全国邮政快递业共揽收和投递快递包裹件量为 7.5 亿件，同比增速为 16%，由于今年当前正处在疫情防控优化阶段的关键期，群众对药品、防疫物资、基本生活物资的寄递需求还是十分迫切的，所以预计今年春节对快递的需求同比去年农历春节有望保持增长态势。

春节期间件量少导致单位固定成本短期走高，叠加假日用工成本攀升，单票运营成本会明显高于平日，春节期间行业收费标准往往会上调。春节后，快递企业通常会取消节日服务费的收取，并恢复绝大部分产品的正常运营。

1-2 月快递累计数据是比较好的观察节点：春节容易出现错月影响，单看 1 月和 2 月的业务量增速波动会较大，参考意义较小，因此我们建议投资者更多关注 1-2 月的累计数据。随着疫情传染逐渐接近尾声，我们预计今年 1-2 月的快递累计业务量同比增速表现将明显优于 2022 年 12 月（12 月全国快递业务量同比基本持平）。

2023 年快递需求展望：我们根据产业发展逻辑、历史数据趋势以及这三年疫情具体情况，对 23 年快递件量增长做了估算和预测。首先，我们预判 2022 年压制快递需求的三大因素（宏观经济增长承压、居民消费乏力、疫情封控）均将明显改善；其次我们根据 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 2022 年快递经营供给没有受到疫情防控影响），然后用 2023 年的理论实物商品网上零售额除以 2022 年的实际值得到 2023 年网购增速的预测值约为 14%；最后，我们认为 2023 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高于 10%。

更加看好 2023 年直营快递的表现：在疫情传染高峰这种特殊时期，直营模式递企业会体现出自身的竞争优势——经营稳定性以及强管控力：1) 直营快递企业总部对经营各个环节均有强管控能力，在疫情传染过程中，总部可以更加合理的分配和安排各个环节上的人员分配和工作，尤其是针对网点负责的揽收和派件环节；2) 由于全国各个城市或区域的疫情达峰时间有错期，因此直营快递企业可以在不同区域之间进行员工调配、互帮互助。因此虽然疫情达峰导致行业整体的业务量受损，但是由于加盟制快递无法配送的快递业务均会流向直营快递服务商，直营快递服务商的市场份额短期是大幅提升的，从而表现为其业务量表现在这种特殊时期其实是受益的。国家邮政局数据显示，12 月 17 日—22 日直营快递服务商京邦

达和顺丰的业务量同比表现明显高于加盟制的通达系。

投资建议：首推顺丰控股，其在 2023 年有三大看点：1) 商务活动及高端消费复苏推动时效快递增速回暖，2) 资本开支继续下降、经营成本继续优化，3) 鄂州机场航空转运中心的运营。且在疫情传染的干扰下，顺丰直营模式的优势将更加凸显。我们预计顺丰明年的归母净利润有望实现 90 亿元左右，同比增长 35% 左右，对应 PE 估值在 30 倍左右，估值处于历史相对低位，因此给予重点推荐。其次看好圆通速递，在电商快递需求增速回升的大背景下，圆通管理改善的逻辑仍然可持续，其 2023 年利润维持较快增长态势的确定性高，且 15 倍左右的 2023 年 PE 估值提供了安全边际。

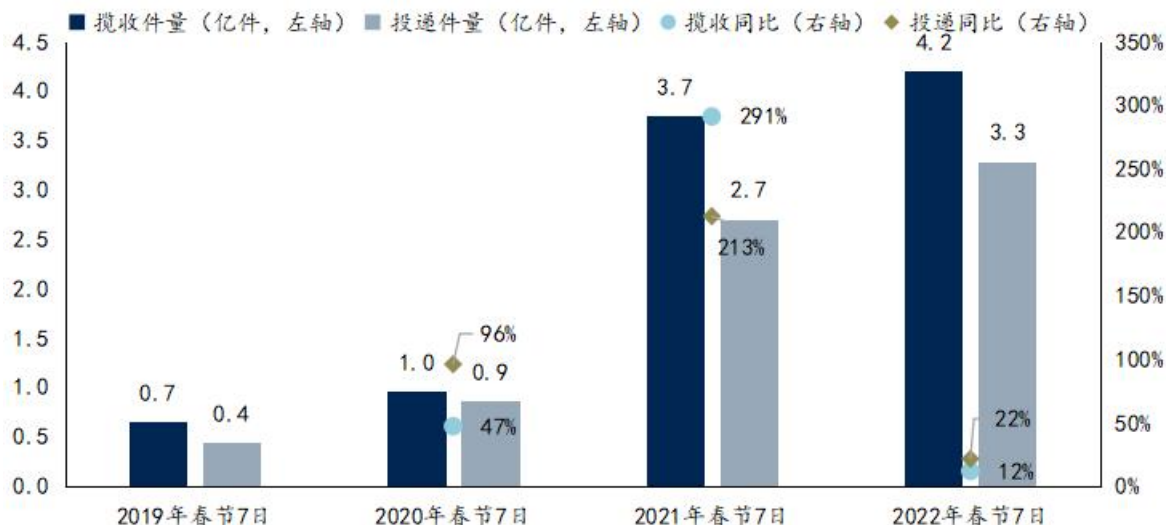
2023 年春节快递数据观测

春节不打烊，快递数据表现可期

春节假期是快递业一年当中的淡季。春节期间，随着大量人员返乡过年、外出旅游，群众对快递服务的需求会显著下降。根据近两年的数据反映，2021 年、2022 年春节假期 7 天平均单日业务量相当于全年平均单日业务量的 15% 左右。

当前正处在疫情防控优化阶段的关键期，群众对药品、防疫物资、基本生活物资的寄递需求较为刚性，预计今年春节期间快递需求同比去年有望保持增长态势。2019-2022 年农历春节 7 天全国邮政快递业共揽收和投递快递包裹件量分别为 1.1 亿件、1.8 亿件、6.5 亿件以及 7.5 亿件，2020-2022 年农历春节 7 天件量同比分别为 +67%、+254%、+16%。2021 年农历春节的快递件量同比实现爆发式增长主要是因为：2021 年以前春节期间快递运营的主力只有中国邮政速递物流（EMS）、顺丰、京邦达（京东）、品骏（已终止运营，业务转至顺丰）这四家企业，它们承担了春节期间超过八成的快递业务量。在行业竞争白热化的背景下，2021 年春节除了 EMS、顺丰和京东以外，中通、韵达、圆通、申通、极兔等加盟制快递也加入了“春节不打烊”行列。自此以后，快递行业春节不打烊也成为了常态，近期顺丰、京东、EMS、通达系、极兔等主流快递服务商家均已经宣布 2023 年春节不打烊，春节期间的快递需求将得到有效保障。

图1：2019-2022 年春节 7 日全国快递揽收件量和投递件量



资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所整理

春节期间运营成本高企，终端将同步上调价格

覆盖短期上浮的经营成本，快递企业春节期间收费标准往往会上调。春节期间单票快递运营成本会明显高于平日，由于政策规定需要对春节期间在岗员工依法支付加班工资、落实相关的稳岗补贴，行业人力成本高企。2022 年春节，京东集团宣布将投入超过 4 亿元；顺丰宣布 5 亿元重奖“不打烊”员工；菜鸟也表示将投入超 3 亿元激励补贴；申通表示为一线员工提供亿元补贴。二是因为春节期间件量少导致单位固定成本也会短期高企。春节后，快递企业又会取消掉节日服务费的收取，并恢复绝大部分产品的正常运营。

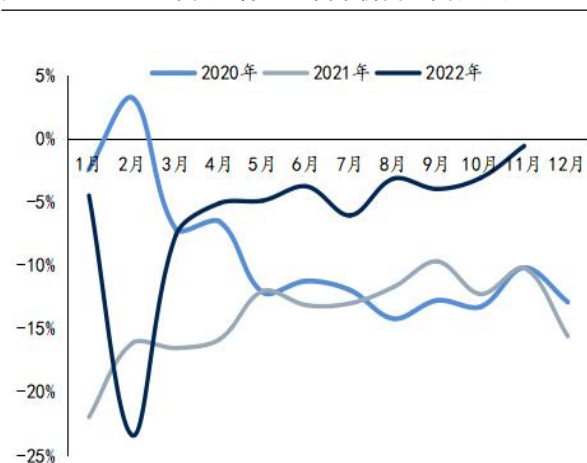
我们预计 2023 年全年快递行业价格竞争将维持理性竞争态势，行业及公司单价同比来看将维持稳健。

表1: 2021 年和 2022 年春节期间快递企业临时价格调整

品牌	2021 年春节期间	2022 年春节期间
顺丰	对主要城市互寄服务加收不低于 10 元的资源调节费。	资源调节费会依据不同会员等级收取资源调节费：寄递重量小于 20 千克，铂金、黄金散单客户收 5 元/票，黄金以下的散单客户收 10 元/票；重量在 20 到 50 千克之间，铂金、黄金散单客户收 10 元/票，黄金以下的散单客户收 20 元/票；重量大于 50 千克，所有散单用户自 50 元起，收取 1 元/千克。
中通	散户和协议客户，在正常价格基础上，按首重 1kg（含）内增加 3 元/单，续重增加 1 元/kg。	春节期间的指导价格为：快件重量在 1 千克以内的，涨幅不超过 1.5 元/单；快件重量在 1 千克以上的，首重（1 千克）报价涨幅不超过 1.5 元/单，续重报价涨幅不超过 0.3 元/kg。
韵达	1kg 以内的电商快件，涨幅不超过 4 元/单；超过 1kg 的电商快件，首重涨幅不超过 4 元，续重涨幅不超过 1 元/kg。	
圆通	收费按首重 1kg 加收 3 元，续重加收 1 元/kg 执行。	
申通	发往北京票件额外另加派费 1.5 元/票；发往上海、广州、深圳、杭州、南京地区的票件额外另加派费 0.5 元/票。而发往非上述目的地的报价，严格按照申通官方公布价收费，详细价格请咨询当地网点，且不承诺发货时效。	

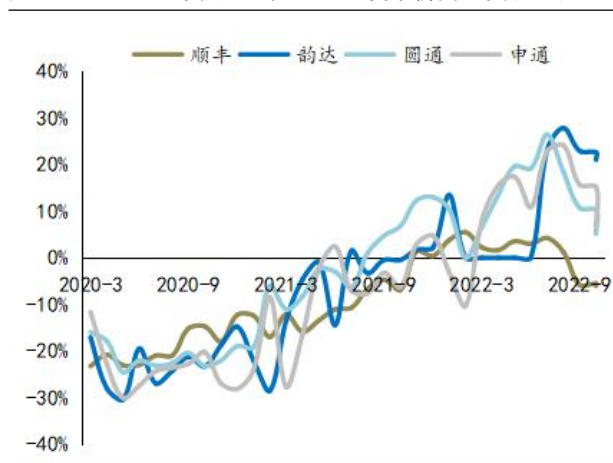
资料来源：公司官网，国家邮政局，国信证券经济研究所整理

图2: 2020-2022 年快递行业月度单价同比变化趋势



资料来源：国家邮政局，国信经济研究所整理

图3: 2020-2022 年快递龙头企业月度单价同比变化趋势

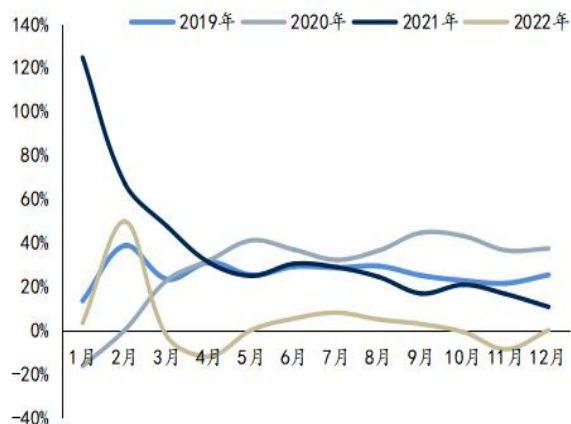


资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

春节错期影响明显，建议关注 1-2 月累计数据

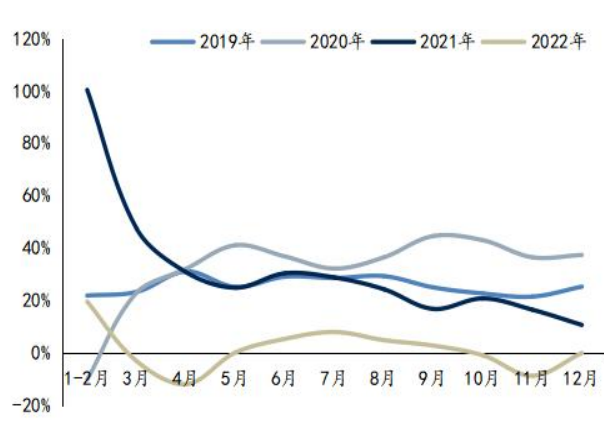
2022 年春节落在 2 月初（1 月 31 日至 2 月 6 日），2023 年春节落在 1 月下旬（1 月 21 日至 1 月 27 日），由于春节期间是快递业的淡季，因此去年 2 月和今年 1 月的快递业务量表现均会受到春节的拖累，我们预计今年 1 月快递业务量同比增速将是全年的相对低点，而 2 月快递业务量同比增速有望成为全年的高点，单月参考意义较小，因此我们建议投资者更多的关注 1-2 月的累计数据。随着疫情传染逐渐接近尾声，我们预计今年 1-2 月的快递累计业务量同比增速表现将明显优于 2022 年 12 月（12 月全国快递业务量同比基本持平）。

图4: 2019-2022 年快递行业月度件量同比增速



资料来源: 国家邮政局, 国信经济研究所整理

图5: 2019-2022 年快递行业月度件量同比增速(1-2 月数据做累计处理)



资料来源: 国家邮政局, 国信经济研究所整理

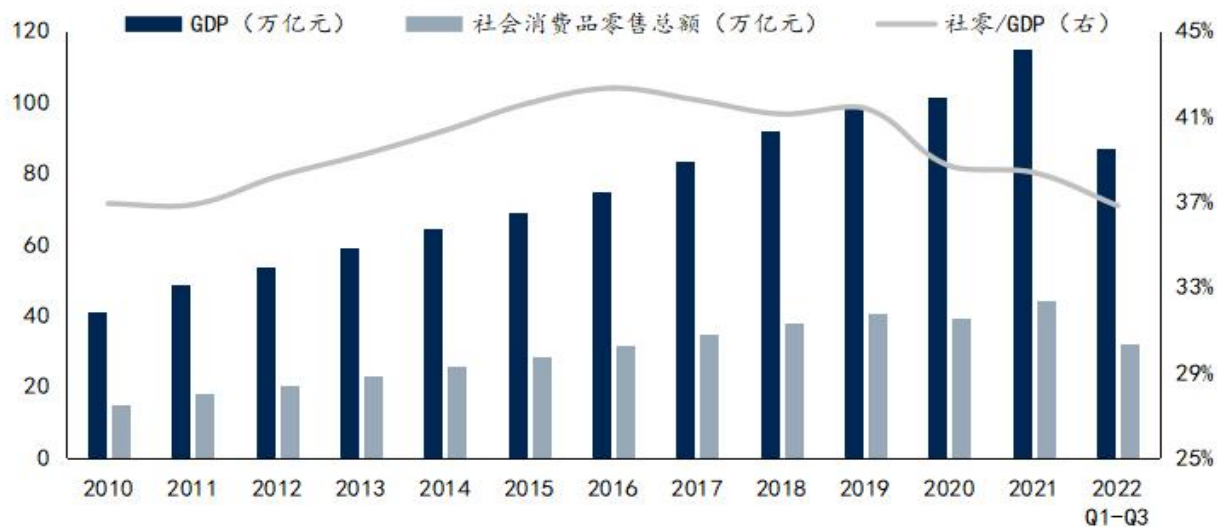
2023 年全年快递需求展望

商务、消费同步复苏, 23 年快递需求回暖

中国的社会消费品零售总额占 GDP 的比例超过了 35%, 而社会消费品中通过网购途径实现线上销售的比例已达 27%, 网购数据对于观察今年经济和消费复苏态势是具有重要意义的。而快递作为网购不可避免的交付环节, 其需求表现在很大程度上可以反应网购的需求趋势, 因此快递数据对于跟踪观测宏观经济以及居民消费的复苏趋势是有参考意义的。

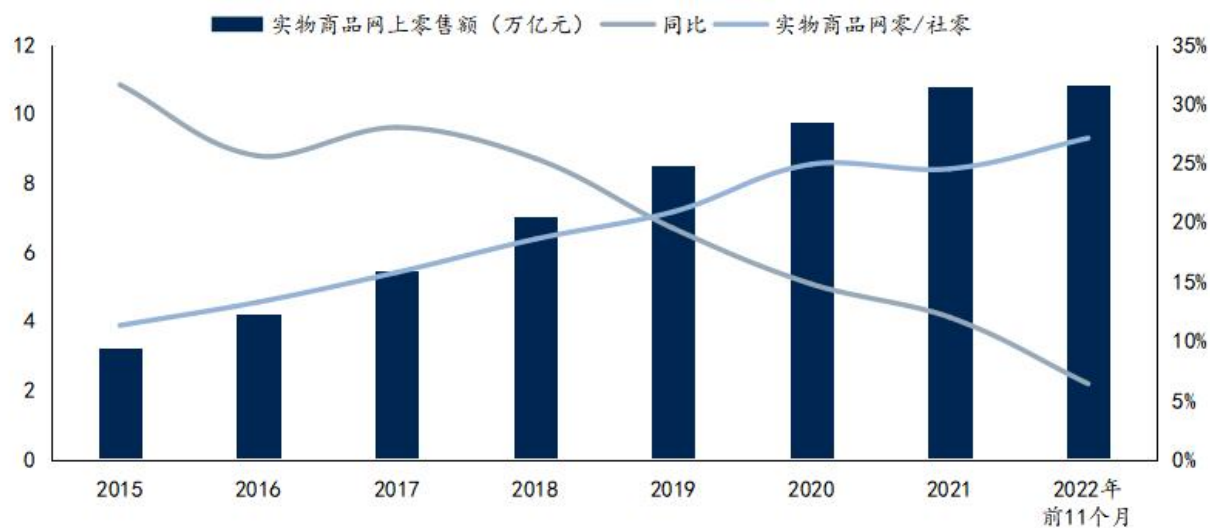
我国快递下游需求按照需求主体不同主要分为两部分——网购及其他（其他包括商务文件、工业件、个人件等需求），其中近两年网购需求占比估计约九成左右。2022 年快递增长乏力的原因主要是三方面，一是 2022 年宏观经济增长承压，商务活动减少，商务快递需求也受到压制，二是在 2022 年居民收入持续承压的背景下，虽然直播电商新模式兴起，但是综合电商平台增长乏力仍然导致网购整体需求增长是明显放缓的，三是疫情防控导致快递企业经营效率下降，2022 年奥密克戎病毒的传播力强于 2020 年的新冠毒株，政府 2022 年对疫情扩散地区的快递经营会进行管制（而 2020 年 4-12 月份全国快递一直维持正常经营）。

图6: 2010-2022 年前三季度我国 GDP、社会消费品零售总额以及社零占 GDP 的比例



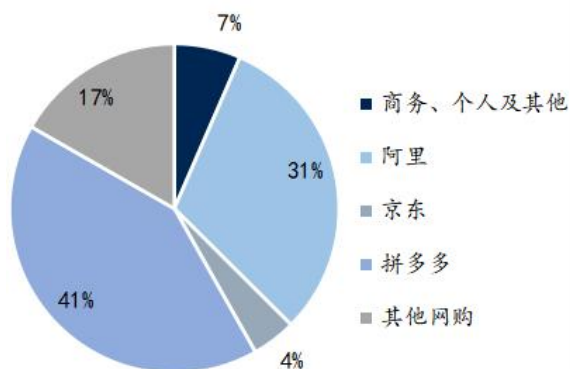
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图7: 2015-2022 前 11 个月实物商品网上零售额、同比及网购渗透率



资料来源: 国家邮政局, 国信证券经济研究所整理

图8: 2021 年我国快递行业业务量结构分布



资料来源: 国家邮政局, 公司公告, 国信经济研究所整理

图9: 2020 年以来全国月度快递业务量及同比



资料来源: 国家邮政局, 国信经济研究所整理

疫情传染接近尾声, 1 月初以来快递需求恢复趋势良好。12 月我国快递业务量收预计与去年基本持平, 17 日-25 日, 部分地区疫情相继进入高峰时段, 部分从业人员被感染, 导致邮政快递网络运行受到影响, 行业规模有所下滑, 日揽收量均低于 3 亿件。国家邮政局高度重视, 全力应对, 密集调度, 全行业共同努力, 自 26 日起, 行业服务能力逐渐恢复至常态, 日揽收量重回 3 亿件以上。1 月初以来, 随着疫情流行高峰进入尾声, 快递用工紧缺状态已经得到缓解, 积压件的数量较前期已经出现了大幅削减, 1 月前 5 天全国快递业务量日均数据已经修复到了 3.7 亿件, 与去年同期相比增长了 16.7%。

图10: 全国快递日度揽收件量变化趋势

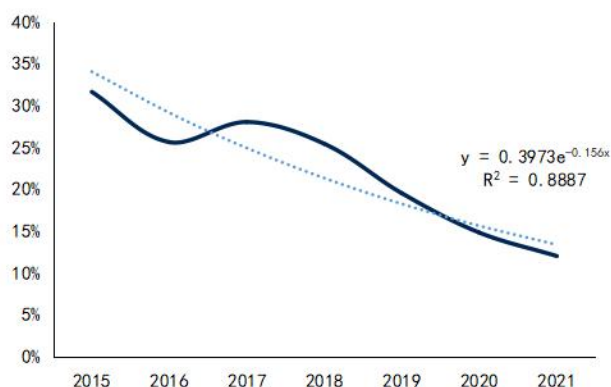


资料来源: 交通运输部, 国信证券经济研究所整理

2023 年快递需求增长有望回归双位数。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。首先，我们预判 2022 年压制快递需求的三大因素（宏观经济增长承压、居民消费乏力、疫情封控）均将明显改善；其次我们根据 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 2022 年快递经营供给没有受到疫情防控影响），然后用 2023 年的理论实物商品网上零售额除以 2022 年的实际值得到 2023 年网购增速的预测值约为 14%；最后，我们认为 2023 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高于 10%。

图11：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12：我国历年快递业务量表现及 2023 年预测值



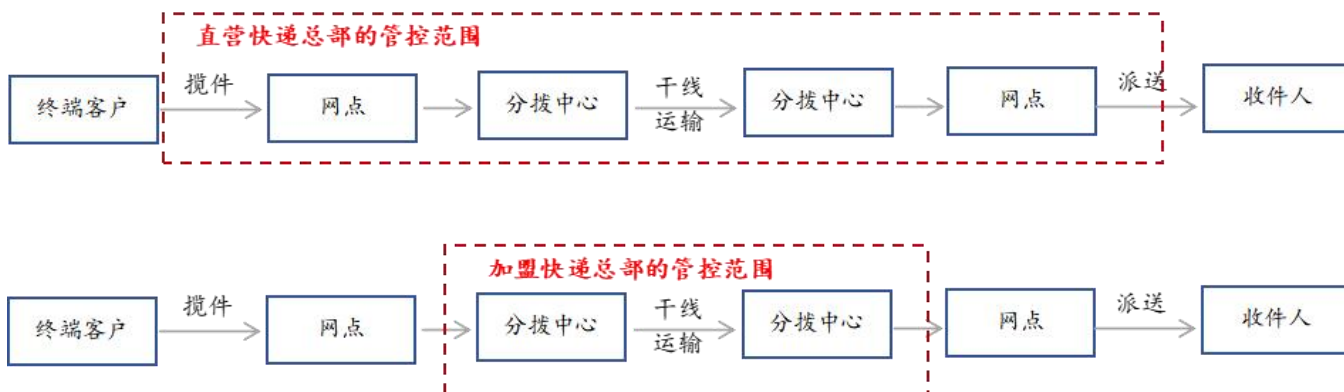
资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所估算

疫情达峰扰动，直营快递受益

在优化疫情防控“新十条”发布并全面实施后，12月中下旬全国各地在一波又一波的“阳峰”冲击下，很多城市的供应链短期被击溃，局部甚至出现瘫痪。尤其是“最后一公里”的配送环节，由于快递小哥大面积感染请假导致人力供给大幅缩减，快递件积压严重，很多“阳居”民众购买的药品、抗原、口罩等急用物资也迟迟无法派送。

在疫情传染高峰这种特殊时期，直营模式快递企业体现出了自身的竞争优势——经营稳定性以及强管控力：1) 直营快递企业总部对经营各个环节均有强管控能力，在疫情传染过程中，总部可以更加合理的分配和安排各个环节上的人员分配和工作，尤其是针对网点负责的揽收和派件环节；2) 由于全国各个城市或区域的疫情达峰时间有错期，因此直营快递企业可以在不同区域之间进行员工调配、互帮互助。因此虽然疫情达峰导致行业整体的业务量受损，但是由于加盟制快递无法配送的快递业务均会流向直营快递服务商，直营快递服务商的市场份额短期是大幅提升的，从而表现为其业务量表现在这种特殊时期其实是受益的。国家邮政局数据显示，12月17日—22日直营快递服务商京邦达和顺丰的业务量同比表现明显高于加盟制的通达系。

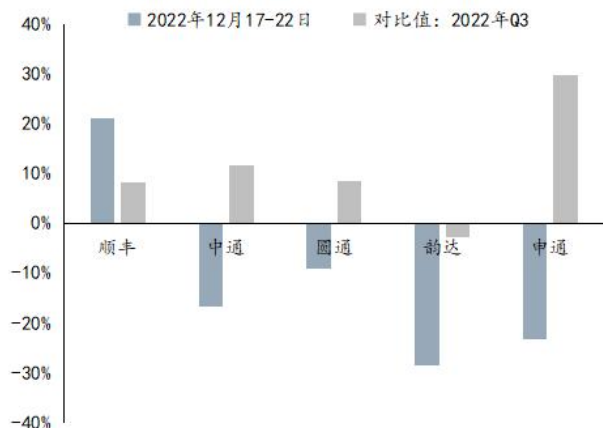
图13: 直营快递与加盟制快递的经营模式区别



资料来源: 国信证券经济研究所整理

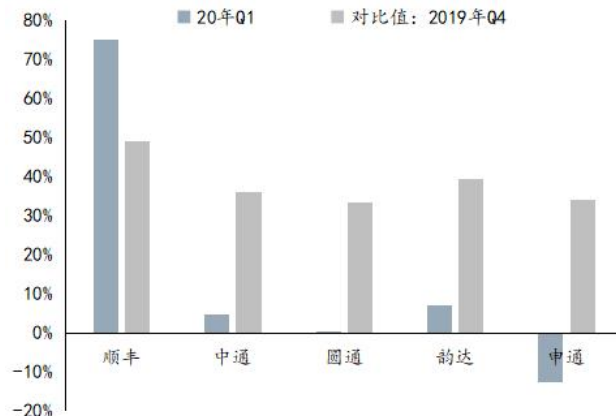
在大环境不稳定的时期，直营快递服务商的表现往往会优于加盟制快递服务商。除了在 2022 年 12 月疫情传染达峰时期，顺丰业务量增速表现明显优于通达系，2020 年一季度在国内新冠疫情刚爆发的时候，直营快递顺丰当时也是依托自身稳定的经营网络保障快递物流供给，从而在 20 年 Q1 实现了业务量 17.2 亿件、同比增长 75.2%，而同期中通、圆通、韵达和申通的业务量同比增速仅分别为+4.7%、+0.5%、+7.1%和-12.4%。我们认为 2023 年如果疫情传播有反复，那么顺丰将从中继续受益。

图14: 2022 年 12 月 17-22 日国内疫情达峰阶段，顺丰件量同比增速优于加盟快递商



资料来源: 国家邮政局, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图15: 2020 年一季度国内疫情爆发，顺丰件量同比增速环比改善明显



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议

顺丰控股：多重因素边际向好，维持重点推荐

展望未来一年来看，顺丰基本面的三大核心变量均将呈现向好的趋势，三大核心变量是时效快递的增长、经营成本的优化以及鄂州机场航空转运中心的投入运营：

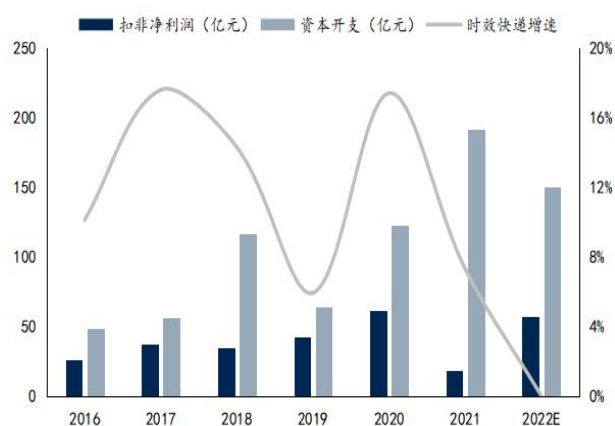
首先，就时效快递增长来说，时效快递是顺丰收入占比最高、盈利能力最强、对利润影响最大的一块业务，时效快递的下游需求主要分为三类——消费品、商务文件以及工业品和个人散件。2022 年由于受到宏观经济承压以及消费疲软的影响，剔除退货件的影响，我们估计时效快递增长同比基本持平。在 2023 年宏观经济和消费复苏大概率兑现的背景下，我们预计时效快递增速有望修复至双位数，将明显优于 2022 年表现，时效快递增长的大幅修复将是公司利润增长的最大安全保障。

其次，就经营成本优化来说，顺丰自身的商业模式导致其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，2018 年和 2021 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同时公司资本开支又正处于高位水平，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的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。2022 年和 2023 年是公司资本开支大幅下滑的两年，预计分别在 150 亿元和 100 亿元左右，而 2022 年和 2023 年公司业务量仍然维持较快增长态势，所以我们预计 2023 年公司的资产利用率将继续提升，从而带动盈利能力提升。

最后，就鄂州机场航空转运中心来说，机场本身已经于 2022 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 2023 年下半年航空转运中心投入运营以后，顺丰的快递空运才能真正使用上鄂州机场。我们认为等 2023 年下半年顺丰的快递业务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开始体现，有望构成股价上涨的强催化剂。正面效应，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。

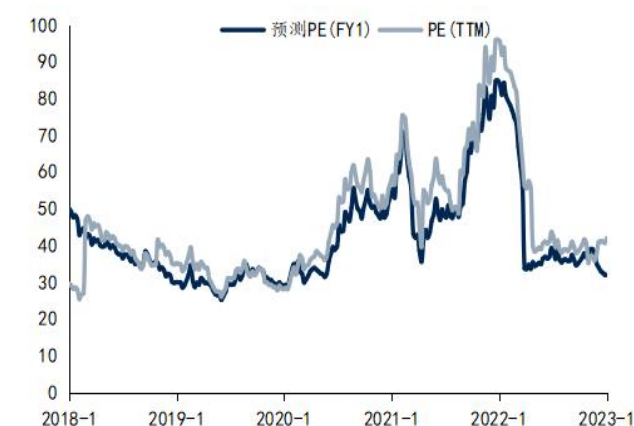
综上，顺丰控股的三个核心变量明年都是向好的，我们预计顺丰明年的归母净利润有望实现 90 亿元左右，同比增长 35% 左右，对应 PE 估值在 30 倍左右，处于历史估值水平的低位，我们给予重点推荐。

图16: 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



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图17: 顺丰控股预测 PE (FY1) 以及 TTM PE 的历史变化趋势



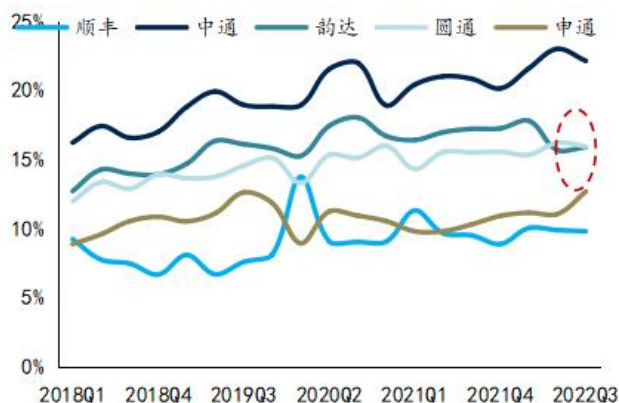
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

通达系：推荐圆通，紧密关注韵达和中通

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) 2023 年宏观经济回暖、居民消费复苏以及快递经营效率提升，叠加 22 年快递需求低基数，电商快递需求增长将明显回暖；2) 通达系、极兔之间的恶价格战一去不复返，虽然竞争格局尚未出清，但是电商快递龙头之间的竞争将维持理性，2023 年价格有望保持稳健，甚至于表现超预期。

通达系上市公司中，我们优先推荐圆通速递，主要原因在于：1) 公司管理改善逻辑持续，近两年圆通充分发挥数字化转型优势，通过数字化工具赋能加盟网络，以及优化网络质量，盈利核心指标持续向同行领先者看齐、市占率稳步提升；2) 公司呈现强增长低估值的特征，2023 年我们预计公司的扣非归母净利润同比增速有望达到 20%，而目前股价对应的 2023 年 PE 估值仅 15 倍。此外，建议紧密关注韵达股份和中通快递。

图18: 2022 年 Q3 圆通速递的市场份额追平韵达股份



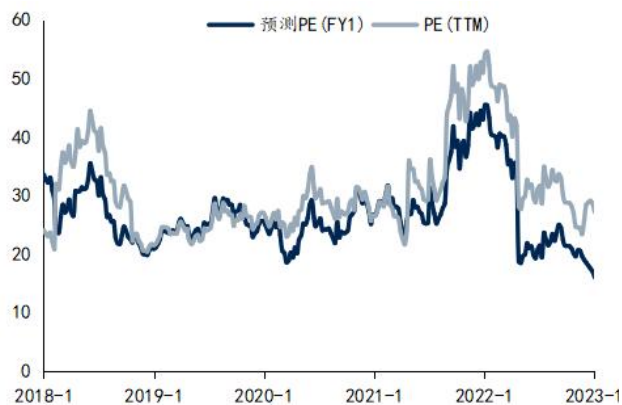
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图19: 圆通速递预测 PE (FY1) 以及 TTM PE 的历史变化趋势



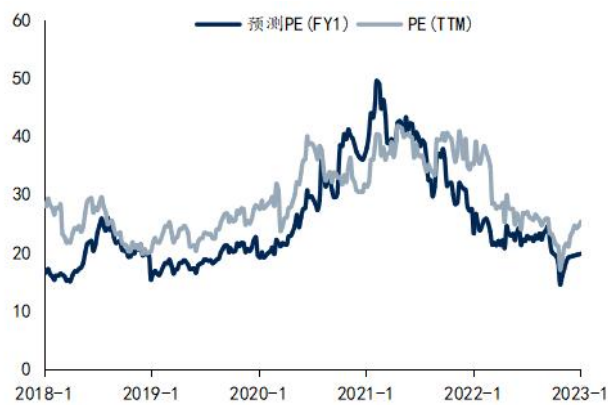
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图20: 韵达股份预测 PE (FY1) 以及 TTM PE 的历史变化趋势



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图21: 中通快递预测 PE (FY1) 以及 TTM PE 的历史变化趋势



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

疫情变化具有不确定性，电商需求不及预期，行业竞争加剧。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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所提及的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