

快递疫后如期反转，物流稳健延续成长

——物流行业更新深度分析

行业评级：看好

2023年2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、快递：度过用工短缺后履约如期修复，价格秩序稳定基础上件量及成本将有底部反转

- **快递履约能力如期修复。**2022年快递行业包裹同比增速2.1%（前2月增速19.6%，3-12月合计增速-0.3%），同期实物商品网上零售额同比增速6.2%，疫情主要影响快递履约。防疫优化后，快递履约能力恢复迅速，1月1日-2月18日行业包裹日均投递量2.93亿件（交通部日度口径），较22年1-2月合计日均包裹量（邮政局月度口径）增长10.1%。
- **竞争秩序改善驱动价格维稳，件量及成本将有底部反转。**综合考虑监管持续性、龙头发展战略及新进入者诉求，整体价格仍将稳中有升，淡季局部适度的灵活价格杠杆无需过度担忧。竞争环境稳定情况下：1) 件量端，龙头受益于履约修复、电商创新及份额集中等将有增长；2) 成本端，龙头受益于规模效应、油价下行、疫情支出平滑、总部资本开支收窄、末端成本下降等将有优化；3) 服务端，龙头受益于高质量发展共识、健全网络基础上的产品分层、全链路稳定性提升将有改善。
- **投资建议：区分赛道，看好超跌龙头价值修复。**加盟制方面，看好规模效应底部反转的韵达股份以及数字化驱动管理改善的圆通速递，关注中通快递；直营制方面，看好战略规划梳理清晰、综合大物流布局壁垒提升的顺丰控股，关注德邦股份。

2、大宗供应链：格局分散的宽广赛道，龙头多维结构优化实现盈利稳增长

- **大宗供应链更加强调服务稳定及运营精益，龙头有望加速突围。**2021年我国农产品与工业品物流总额高达304.60万亿元，头部四家大宗供应链龙头（厦门象屿、建发股份、厦门国贸、物产中大）同期营收合计占比0.7%，未来整合空间广阔。全程供应链模式发展及下游制造业格局集中趋势下，合作结构优化、服务环节延伸、数字化运营赋能、风控能力完善的龙头国企有望突围。
- **投资建议：重视运营经验丰富且稳中求变的低估值、稳增长、高分红国企龙头。**看好物流服务及资源整合能力突出的厦门象屿，以及供应链+房地产双主业稳健的建发股份，此外关注稳步聚焦供应链运营主业、发展健康科技业务的厦门国贸。

3、跨境物流：中国外贸供给端优势仍存，看好激励机制完备、有望穿越量价周期的央企龙头

- **全球贸易承压，我国跨境出口供给仍有韧性。**海外主要消费国滞胀预期叠加高库存环境、阶段性放大对我国出口冲击，22Q4我国美元计价出口金额同比下降6.6%，但2023年我国出口供给端优势仍有海外供给脆弱性提升、国内防疫优化及政企合作出海抢订单为韧性支撑。
- **投资建议：重视激励机制完备、有望穿越量价周期的央企龙头。**从集运运价景气看，2023年以来CCFI均值较22Q4均值下降28.2%，较22年同期下降67.1%，外贸景气阶段性下降，但市场化激励机制完备的央企龙头仍有望通过提升直客比例、延伸服务环节、整合内外部资源走出自身 α 曲线，看好短期盈利增长能力窗口期验证有望带来业绩估值双升、中长期品牌出海趋势下全链路物流服务壁垒提升的华贸物流。

风险提示

- 1、新冠感染反复扰动。
- 2、快递行业竞争秩序监管松动。
- 3、大宗商品价格大幅波动。
- 4、外贸景气大幅下降。

目录

CONTENTS

01

快递疫后如期反转

02

物流稳健延续增长

03

重点公司盈利预测估值

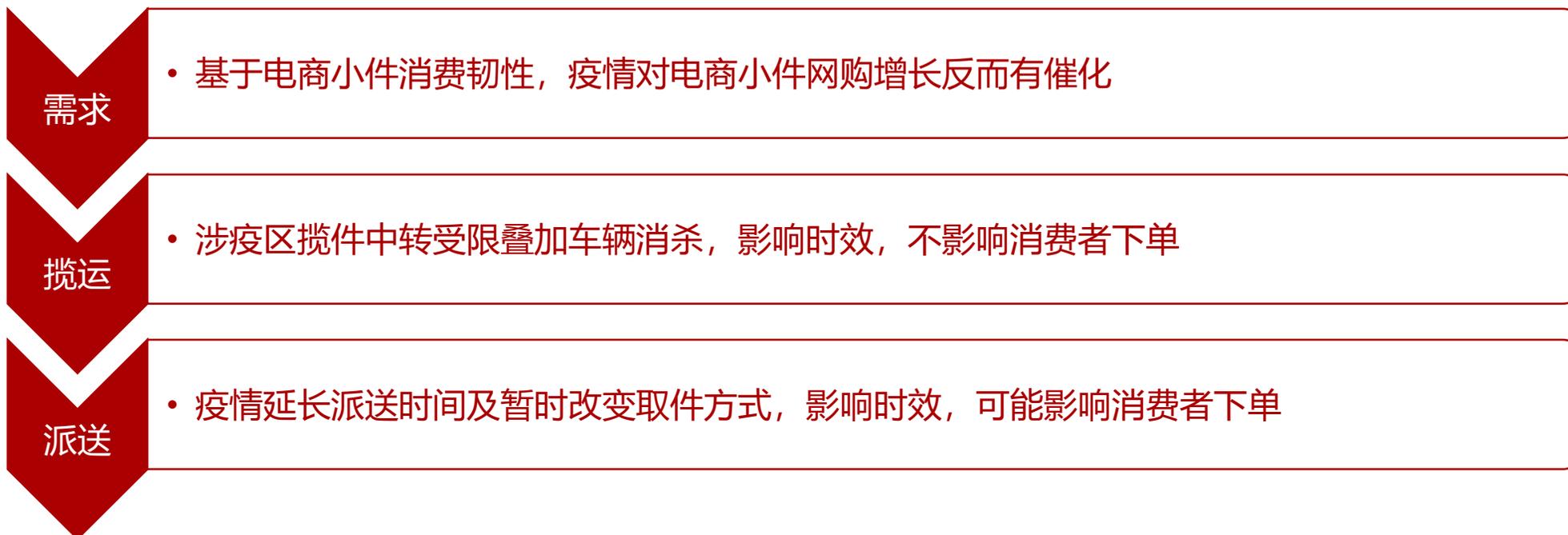
01

快递疫后反转

短期疫情主要影响快递履约的揽、运、派

- 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



22年疫情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）出现疫情，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日起出现疫情，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%。

防疫优化短期阵痛度过，快递履约能力加速修复

- 短期看，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；1月4日国常会要求持续保障交通物流大动脉、微循环畅通，关心关爱快递等人员，保障春节期间邮政快递稳定运行。1月1日-2月19日行业包裹日均投递量2.94亿件（交通部日度口径），较22年1-2月合计日均包裹量（邮政局月度口径）增长10.6%。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。

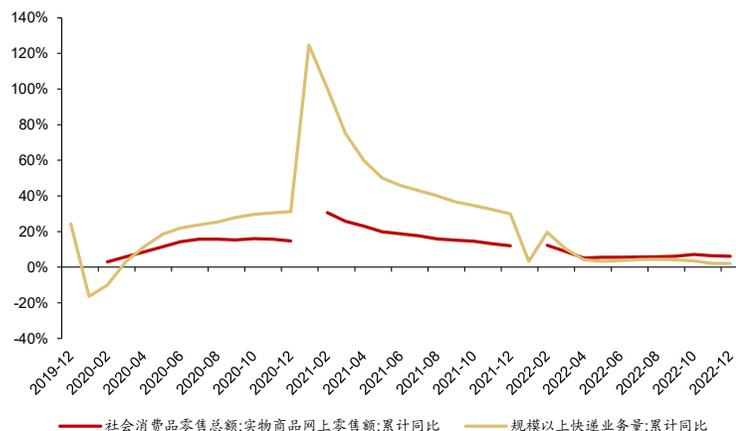
图：散发疫情影响2022年内快递履约



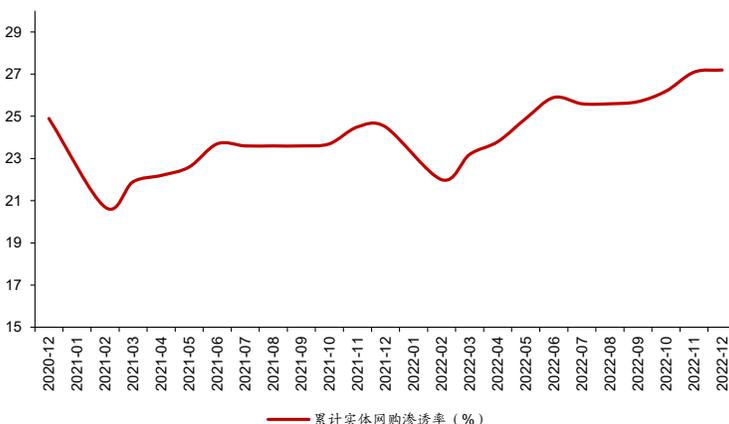
复盘看22年电商快递包裹增速目前主要受制于履约能力而非网购需求萎缩，因此后续或有较大弹性

- 2022年实物商品网上零售额11.96万亿元，同比增长6.2%，增速较社会商品零售总额高出6.4pts；实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重27.2%，同比提升2.7pts，环比提升0.1pts。但由于快递履约能力承压，2022年快递行业包裹量同比增速仅2.1%，低于实物商品网上零售额4.1pts。
- 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%。
- 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。

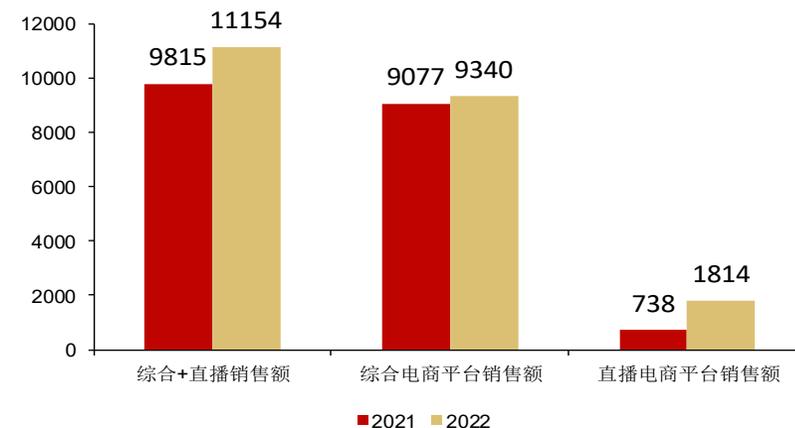
图：2022年快递件量累计增速暂时低于实体网购



图：2022年累计实体网购渗透率同比提升2.7pts



图：2022年双十一期间网购GMV同比增长14% (亿元)



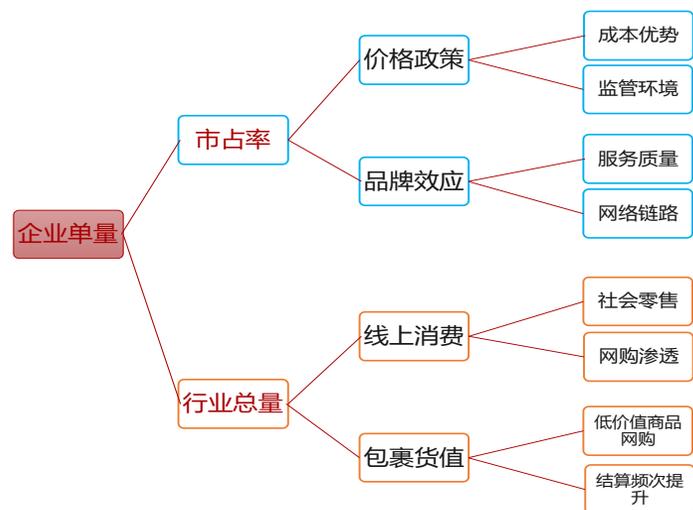
资料来源：Wind，星图数据，浙商证券研究所

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

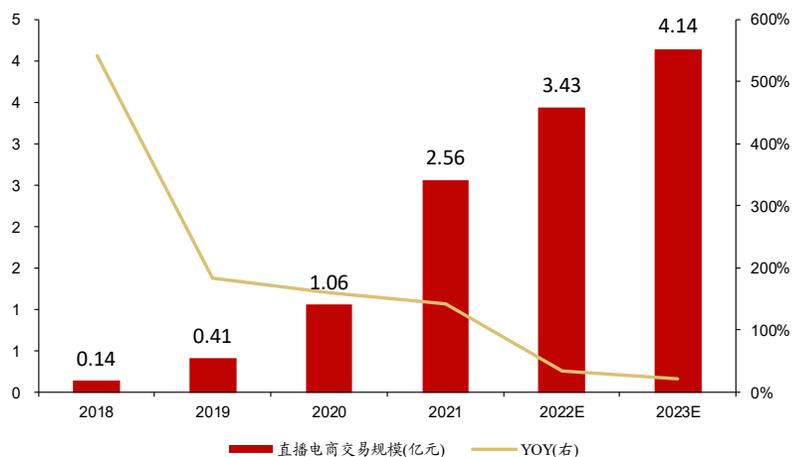
单量：新型电商驱动行业总量增长，叠加头部快递份额提升，带来单量高增长

- **直播电商最新接棒驱动实体网购新增长极。** 抖音快手等直播电商的崛起带来网购营销形式创新以及成交额增长新驱动，根据易观分析《中国直播电商发展洞察2023》，随着直播电商政策的完善以及抖快等平台电商生态的成熟，我国直播电商行业市场规模2018-2023E复合增速96.9%，渗透率由2018年1.6%提升至2023E的27.5%。
- **预计直播带货市场高增长态势中长期有望持续。** 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%；北京市经济和信息化局、北京市商务局于22年联合发布《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。

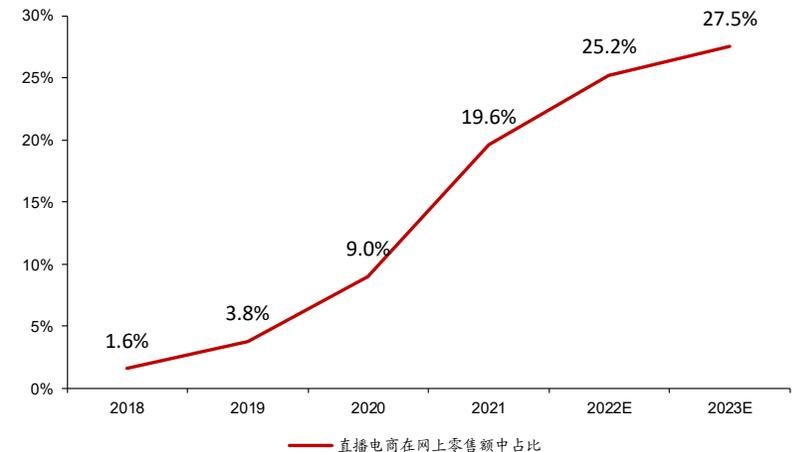
图：快递行业件量分析框架



图：易观分析预计2023年中国直播电商规模4.14万亿元



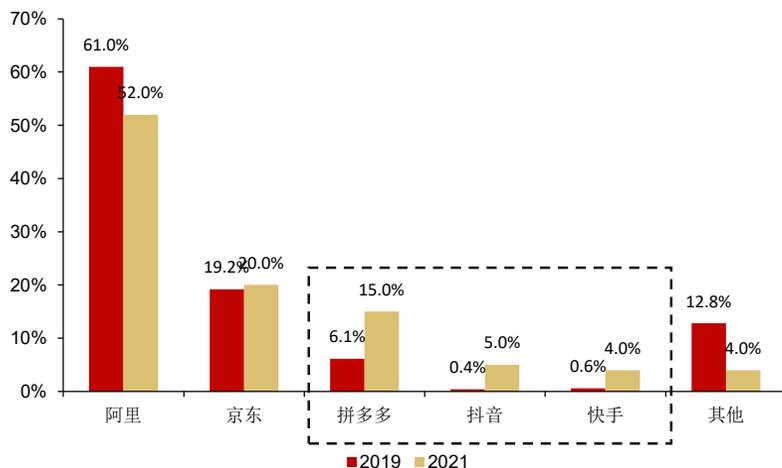
图：易观分析预计2023年直播电商占网上零售额比重27.5%



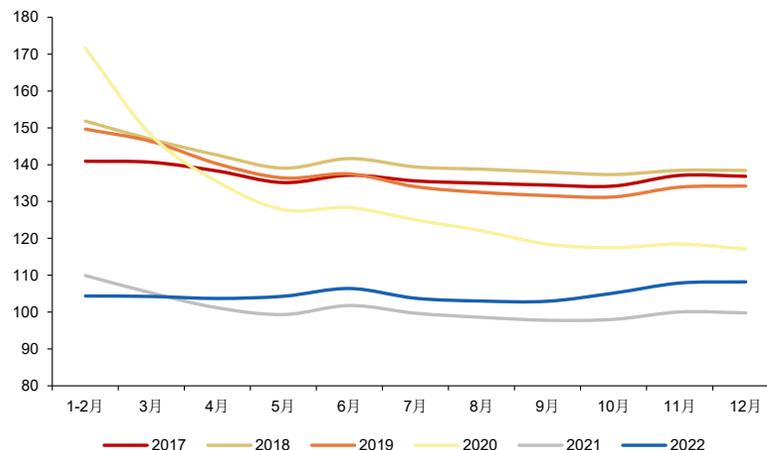
单量：新型电商驱动行业总量增长，叠加头部快递份额提升，带来单量高增长

- 快递单包裹货值下行是增量。**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年单包裹货值108.19元。一方面直播电商兴起带动电商平台格局多元化，电商报统计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”，使得快递包裹与上游网购GMV增速差不断扩大，后续预计单量相对实体网购超额增长仍将持续，快递单包裹货值仍有下降空间。
- 行业集中度提升，头部快递相对行业或有超额增长。**尾部中小快递仍在出清过程，由于头部快递成本优势显著，行业CR8由2016年的76.7%，持续提升至2022年的84.5%，行业A股公司CR4（根据韵达、圆通、申通、顺丰单量测算）2022年达53.6%，叠加行业整合事件的份额外溢，头部快递有望受益。

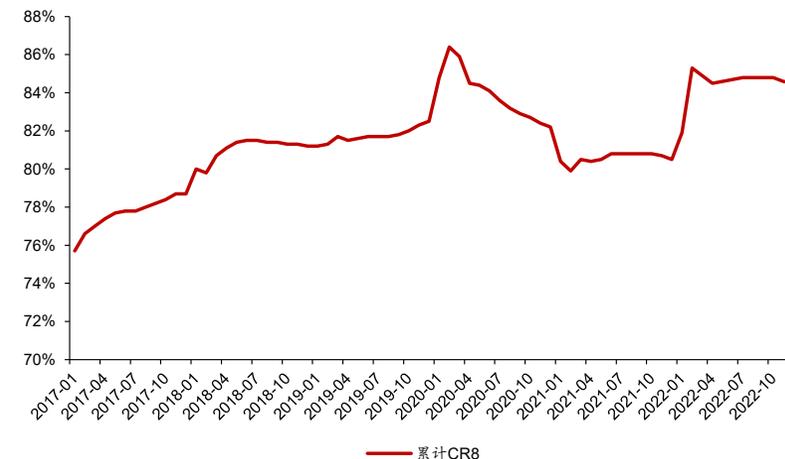
图：拼多多、抖快平台GMV份额提升明显



图：我国快递包裹货值趋于下行



图：快递服务品牌集中度指数CR8情况



疫后短期单量有望快速修复，中长期成长仍有驱动

- 结合圆通、申通、韵达等公司在公开渠道的观点表态，我们判断：
 - ✓ **短期看**，2022年行业单量增速放缓主要受疫情多点散发影响，防疫措施优化后，一方面，国家政策大力刺激和鼓励消费促进经济逐步复苏会带来消费回暖，另一方面，受疫情严重影响的快递企业履约能力有望快速修复，预计2023年行业单量增速有望明显回升、大概率实现双位数增长。
 - ✓ **中长期看**，新兴社交电商平台、直播带货等新型电商的蓬勃发展成为新的增长驱动，叠加快递单包裹货值下行，以及头部快递份额提升带来超额增长，行业单量中长期增长仍具备较强韧性。

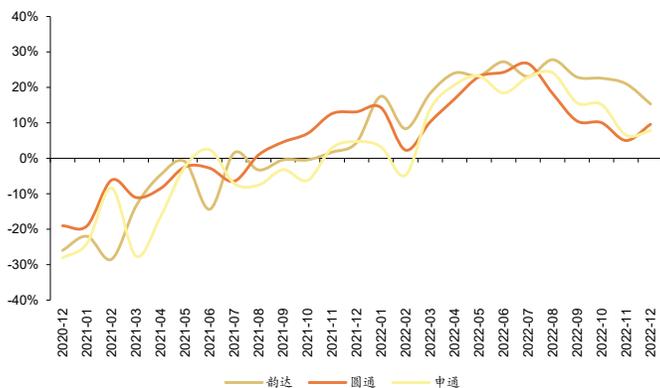
表：重点快递企业对行业单量观点梳理

企业	来源	时间	观点
圆通速递	投资者调研问答纪要	2023-1-31	<ul style="list-style-type: none"> • 得益于国家出台刺激和鼓励消费的各项政策，经济交流活动呈现稳步恢复态势。 • 新兴社交电商平台、直播带货等模式蓬勃发展，以及农村等下沉市场的消费潜力持续释放刺激行业增长。 • 公司预计2023年快递行业增长仍具备较强韧性，业务量将保持双位数以上增长。
申通快递	投资者调研问答纪要	2023-1-31	<ul style="list-style-type: none"> • 2022年，主要由于疫情多点散发导致物流供应链受阻一定程度上影响了快递业务量的增长，同时消费者一定程度上基于对宏观经济环境的担忧而抑制消费需求。 • 随着疫情后经济的逐步复苏，电商市场释放了较大的消费需求和潜力，网购渗透率也保持持续提升，按需配送等差异化服务为消费者提供了多元化的服务体验，2023年这些积极的变化都将推动快递行业稳步增长。 • 疫情放开后带来消费回暖及快递企业履约能力修复，公司预计2023年整个快递行业的单量增速将有望明显回升。
韵达股份	投资者调研问答纪要	2023-2-1	<ul style="list-style-type: none"> • 随着疫情低流行和防疫措施放开，公司谨慎乐观预计行业会回到“消费需求逐步恢复正常，包裹释放逐步恢复正常，快递服务能力恢复正常”的经营环境。 • 在以需求为引导、投资创造就业、居民收入稳步增长大背景下，预计2023年行业寄递业务量增长可能有两位数。

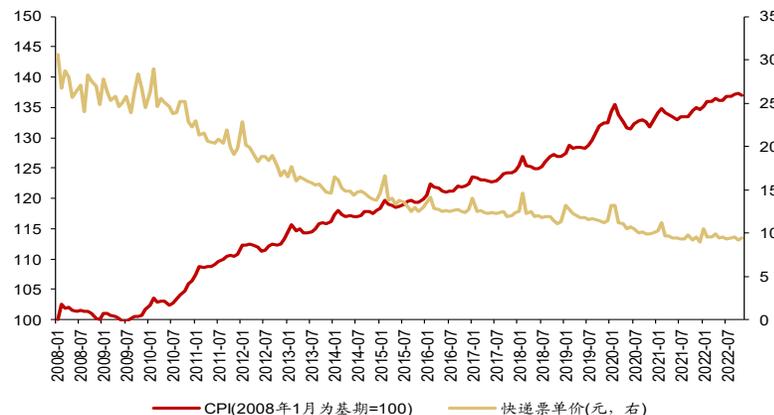
单价：价格驱动转向价值驱动，中长期提升或具备持续性

- 竞争策略由价格驱动转向价值驱动。**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。得益于监管政策的持续引导以及行业经营环境不断改善，快递行业逐步迈向价值驱动的高质量发展新时期。2022年12月，行业单月票单价9.62元，同比提升0.66元，全年单价同比+0.02元，行业价格已有边际改善。龙头来看，韵达22年12月票单价为2.71元，同比提升15.3%；圆通为2.74元，同比提升9.6%；申通为2.63元，同比提升7.8%。
 - 政策监管为核心驱动。**行业政策定调整体有行业秩序和基层权益两大方向，一方面要求遏制低价恶性竞争，另一方面要求保护末端快递员权益。
 - 短期价格上涨还有时间和区域双维空间。**从数据端看，义乌2022全年票单价2.90元，同比增长+0.02元。但浙江省外其他主要快递产粮区仍未充分享受到价格修复红利（如深圳2022全年票单价同比-0.47元、东莞同比-0.44元、泉州同比-0.01元），后续遏制快递恶性竞争的立法规制上升至全国层面，有望同时带动除浙江省外其他主要产粮区价格持续修复。
 - 长期看，考虑监管、龙头及新进者三方面因素，未来价格的博弈不再，提升或具备持续性。**

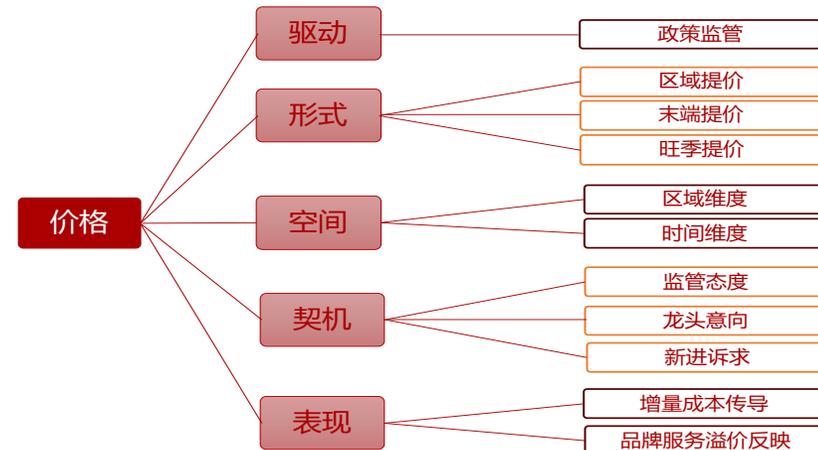
图：A股通达系票单价已实现持续同比正增长



图：2008年至今快递行业单价走势与CPI相背离



图：快递行业价格分析框架



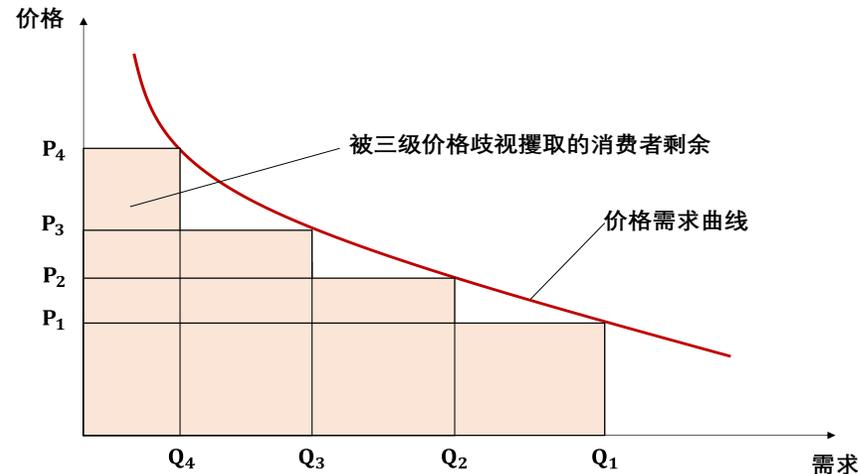
增量成本传导

- **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

受益监管持续和格局向好，2023年度行业价格预计稳中有升

- 结合圆通、申通、韵达等公司在公开渠道的观点表态，我们认为受益于监管政策的持续引导和经营环境的持续改善，主要快递服务企业的竞争策略由价格驱动向价值驱动转变，行业低价竞争已趋缓向好。
- 2022年12月，行业单月票单价9.62元，同比提升0.66元，全年单价同比+0.01元，行业价格整体呈现回暖趋势。展望未来，恶性价格战预计已不可持续，快递行业正逐步迈向价值驱动的高质量发展新时期。短期考虑淡季供给需求关系的变化以及网络均衡性，预计2023行业价格可能会有正常波动，但整体保持稳定向好态势。

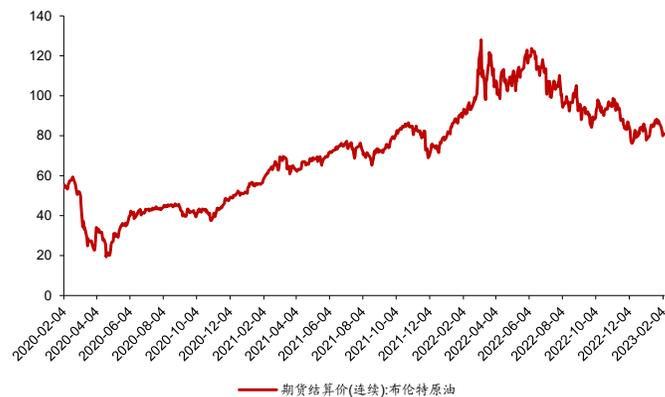
表：重点快递企业对行业单价观点梳理

企业	来源	时间	观点
圆通速递	投资者调研问答纪要	2023-1-31	<ul style="list-style-type: none"> 得益于监管政策的持续引导以及行业经营环境不断改善，主要快递服务企业的竞争策略由价格驱动向价值驱动转变，优化客户体验、提升综合竞争力将成为行业竞争主旋律，恶性价格竞争已不可持续，预计2023年行业价格将保持相对稳定态势。
申通快递	投资者调研问答纪要	2023-1-31	<ul style="list-style-type: none"> 价格方面，随着国家及地方政府相继出台行业监管政策以及相关的指导意见，过去一年来，快递行业在“稳中求进”的总基调基础上平稳运行，行业没有出现大范围的恶性竞争，行业整体呈现回暖。 未来，公司认为快递行业将朝着高质量发展的目标迈进，出现大规模价格竞争的概率较小，因此预计2023年行业整体价格仍将保持相对平稳。
韵达股份	投资者调研问答纪要	2023-1-31	<ul style="list-style-type: none"> 2021年下半年以来，随着行业各类鼓励高质量发展措施的推进，我国快递产业发展环境迎来新局面，服务竞争成为新的行业发展重心。 自2021年下半年开始及至目前，根据公司及行业公司披露的月度数据显示，行业快递价格有明显改善，并处于稳步向好的状态。 基于对行业发展环境变化的判断、广大消费者日益增长的多元化快递需求、电商平台出于提高客户粘性的考虑而推出的专项快递服务等综合因素考虑，预计2023年不太会出现比较大幅度的行业价格波动，在淡季出于供给需求关系的变化以及网络均衡性的考虑，市场价格可能有正常波动；在进入业务旺季时，快递企业为保障服务时效和服务质量，采购部分临时产能导致的临时成本上升，一般会与客户友好协商，通过终端价格向市场传递。

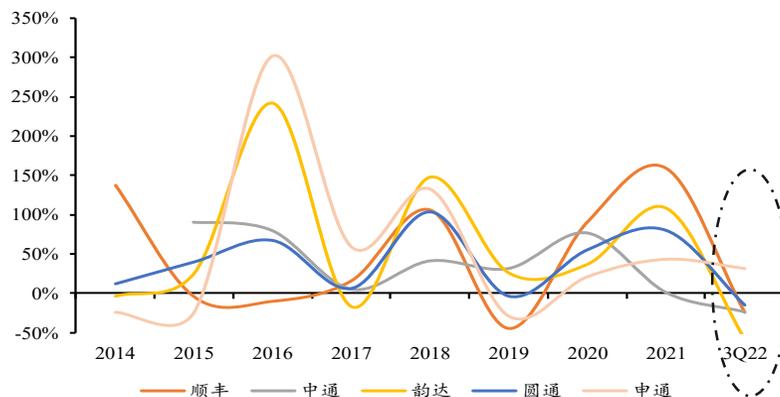
成本：短期具备下行驱动，长期具备优化空间

- 快递行业成本构成主要包括派费成本（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），其中派费成本及临时性成本可通过价格传导，核心干线及中转成本短长期可有自主优化。
- 短期看，规模效应方面，行业及头部单量还有成长，有望摊低单票成本；车辆替代方面，自有化叠加大型化推进，有望增强成本可控度；土地厂房替代方面，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；油价方面，国际油价或已进入下行通道将对干线成本造成正面影响。此外，防疫优化后因疫情相应增加的人员、费用会明显下降。
- 长期看，行业层面快递包裹波谷趋平，助力产需匹配度提升；公司层面快递龙头2021年资本开支已至阶段性高位，后续预计规模收窄。产能与需求匹配度的提升将带来中长期降本增效的空间。

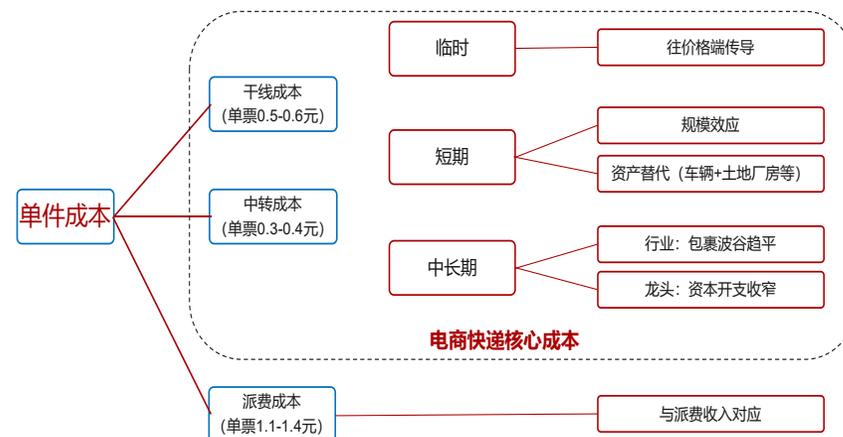
图：国际油价达到高位后进入下行区间



图：头部快递公司3Q22资本开支规模同比下降



图：快递行业成本分析框架



全链路降本增效或已成头部共识

- 结合圆通、申通、韵达等公司在公开渠道的观点表态，我们判断：
 - 行业来看**，伴随疫情放开后供给端和需求端得到充分释放，行业及头部单量成长有望摊低单票成本；油价下行及车辆利用率提升有望降低运输成本；精益生产、提高人均效能有望降低操作成本；疫情防控方面的成本费用有望大幅下降；同时，龙头资本开支预计规模性收窄，伴随成本费用端全链路优化提升，预计2023年成本费用有下行空间。
 - 重点企业来看**，圆通全面推进智能客服、网点管家渗透、加盟网络数字化转型，有望提升全链路运营效率、带来降本增效空间；韵达积极引导加盟商参与建设网格仓有望降低支线运输成本和末端分拣成本。

表：重点快递企业对行业成本费用观点梳理

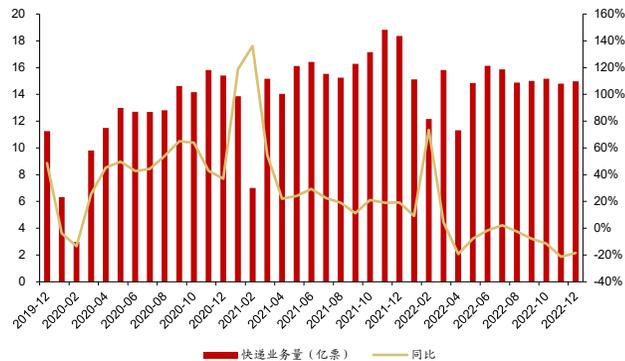
企业	来源	时间	观点
圆通速递	投资者调研问答纪要	2023-1-31	通过精细管控单车装载票数、提升车辆使用效率等降低运输成本；推广运用精益生产理念，通过提高操作效率、提升人均效能等降低操作成本；通过推进财务系统、智能客服等全网应用，降低加盟商运营成本，促进全网一体持续降本增效；公司将持续优化数字化系统各模块功能，进一步延伸对加盟商及末端网点客户服务、业务运营、人员管理等维度赋能，持续提升加盟网络经营管理能力，增强全网盈利能力。
申通快递	投资者调研问答纪要	2023-1-31	运输成本方面，国内油价出现下降对快递干线运输的用油成本带来了正向影响；继续加码自有运力投入，提升车辆装载率，降低单票运输成本；借助数智化能力如标准路径推荐算法、车辆智能驾驶等手段降低运输成本。操作成本方面，完善中心合理布局，有效降低快递中转次数；加强智能化设备投入和分拣人员管理，推行班组计件制，提高分拣人效，降低分拣操作成本。
韵达股份	投资者调研问答纪要	2023-2-1	<ul style="list-style-type: none"> 未来几年公司主要资本开支方向主要以核心资源维持为主，整体资本开支规模较2021年及之前将有明显收缩；公司进行战略聚焦，快递周边业务可能会有一定的收缩优化，会形成费用优化；综合的期间费用，随着后续专项调整措施的推进与落地，各项调整措施逐步落地，将对公司期间费用改善有明显帮助； 公司积极引导加盟商参与建设网格仓，探索重塑末端服务能力。通过发挥支线运输规模效应、提升末端装载率，来降低支线的运输成本；通过集中自动化操作，降低末端分拣成本。
		2023-1-30	<ul style="list-style-type: none"> 派件综合服务成本方面，剔除2022年因疫情影响导致的派费成本临时变动情况，预计2023年此项成本不太会有明显波动；运输成本方面，随着国内燃油油价格进入下行通道，油价变动将对公司运输成本改善有一定帮助作用。随着国内疫情得到有效控制，2023年快递供给端和需求端得到充分释放，规模效应也将是运输成本改善的重要支撑；转运中心成本方面，随着疫情得到控制，供给与需求两端得到释放，预计公司转运中心产能利用率和人均效能将逐步提升。公司大规模资本开支进行产能投放的工作基本完成，转运中心有关的单票固定成本将得到改善；疫情防控方面产生的成本费用，乐观预计同比会大幅下降。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

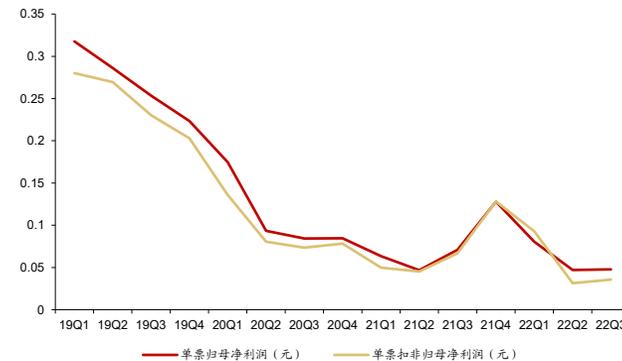
韵达股份：履约能力修复带来件量弹性，全链路效率重视度稳步提升，价值低估有望修复

- 件量增速回归驱动及规模效应单票盈利提升可期。**2022年公司受到疫情较大的外部影响，全年件量同比下降4.3%（行业同期同比增速2.1%），间接导致单票盈利承压。但22年业绩预告22Q4单票归母净利润0.12元-0.16元，环比高增0.07-0.12元，实现22Q4单票毛利和单票净利润同比、环比双升。我们分析履约能力修复将带来件量及单票盈利弹性。
- 建议重视公司成本费用改善能力。**成本方面，规模效应回升、燃油价格下行、防疫临时开支收窄、网格仓运营拓展等因素将驱动单票成本下行；费用方面，我们分析非相关业务优化、运输工具组织管理优化、资本结构优化等因素将驱动单票费用下行。
- 全链路效率重视度稳步提升。**公司积极推进网格仓建设运营赋能末端服务能力，网格仓通过发挥支线运输规模效应、提升末端装载率，降低支线的运输成本；通过集中自动化操作，降低末端分拣成本；通过缩短末端分拣派送时长、提升全链路时效；通过分拣直派模式，在一定程度上可以提高快递员幸福感，减少网点投资压力。
- 考虑到随着疫情影响逐步消减，我们预计公司2023、2024年归母净利润分别29.65亿元、40.37亿元，对应PE分别12倍、9倍。看好公司履约能力修复驱动估值修复，维持“买入”评级。**

图：韵达月度快递业务量



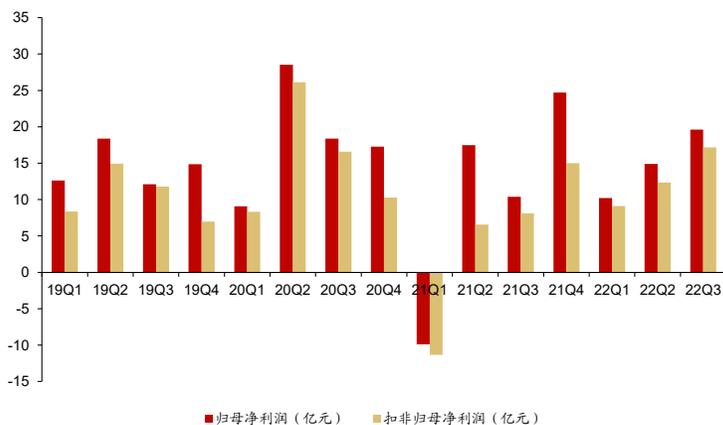
图：韵达季度单票净利润



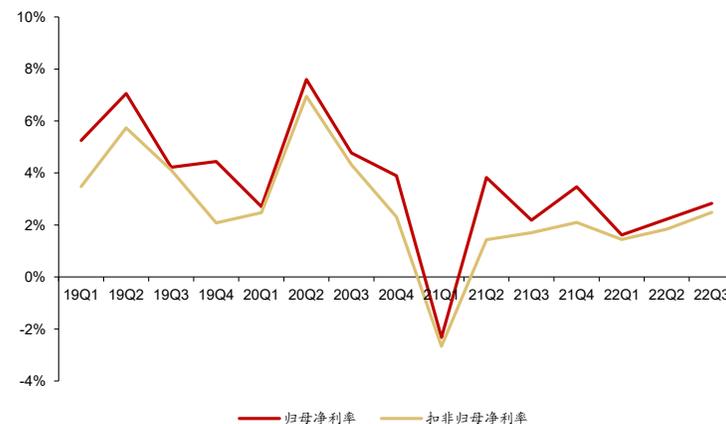
顺丰控股：战略思路脉络清晰，精益运营助力中长期发展，基于时效底盘扩张大物流版图成效可期

- **理清可持续健康发展战略思路脉络。**根据公司业绩预告，预计2022年扣非净利润52.5亿元~54.5亿元，同比大增186%~197%。我们认为公司通过产品及客户精细分层、产能精准投放复用等健康经营举措，未来有望实现主业盈利持续改善。
- **精益运营有望超预期释放盈利能力。**公司加强营运融通与变革，当前通过场地共建、中转融通、线路优化、网点共建等措施已经推动快递与快运资源复用彰显成效，未来多网融通推进叠加组织变革深化有望延续优化。此外末端受益于网点模式变革（仓内分拣前移、终端小站渗透扩张、中转场直发终端小站等）将提升服务效率。
- **时效底盘稳固，建议重视中长期大物流版图壁垒价值。**公司依托时效底盘有序扩张大物流版图，时效件方面，盈利仍将稳健增长，关注退换货业务增量；大件快运方面，宏观周期与赛道格局共振之下的量价双升将提升盈利弹性；国际供应链方面，鄂州花湖机场项目运营稳步推进，机场枢纽、自有机队、末端货代网络协同效应将超预期。
- **我们预计公司2023、2024年归母净利润分别90.57亿元、99.86亿元，对应PE分别30倍、27倍，维持“增持”评级。**

图：顺丰季度净利润



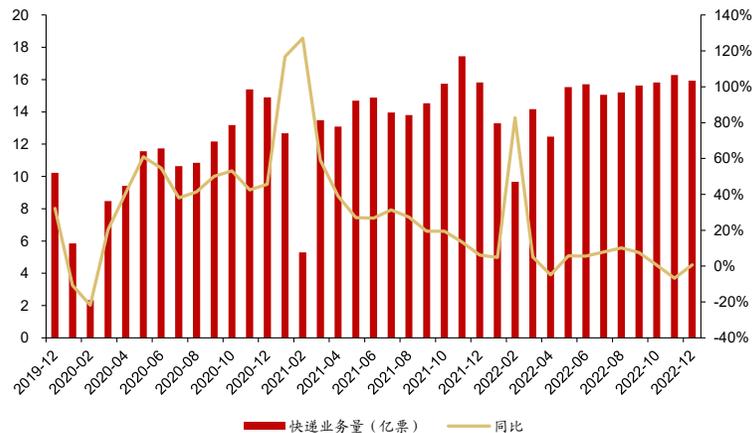
图：顺丰季度净利率



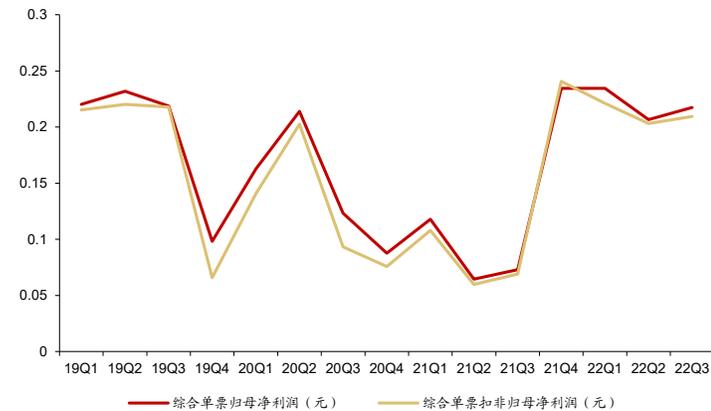
圆通速递：数字化赋能全链路降本增效，关注件量成长性对盈利贡献

- 公司全面推进数字化建设。**一方面通过客户管家全面链接客户，聚焦提升客服能力与效率，同时不断优化客户管理，推进营销政策精准投放并直达客户，深化营销模式创新；另一方面全面推进加盟网络数字化转型，对加盟商财务、运营、管理系统等进行赋能提升，有望提升全链路运营效率、带来降本增效空间。
- 件量增长有望驱动盈利稳健提升。**2022年疫情影响下，公司件量同比增长5.7%，高出行业同比增速3.6pts，具备经营韧性，单票盈利如期释放。我们认为公司件量增长后续仍受益于履约能力修复、直播电商崛起、格局继续集中，将带动盈利进一步上行。
- 考虑政策监管持续护航带来价格坚挺，疫情影响消减带来单量修复，叠加二期股权激励，我们预计圆通速递2023、2024年归母净利润分别43.79亿元、50.05亿元，对应PE分别14倍、12倍，维持“买入”评级。**

图：圆通月度快递业务量



图：圆通季度综合单票净利润



02

物流稳健成长

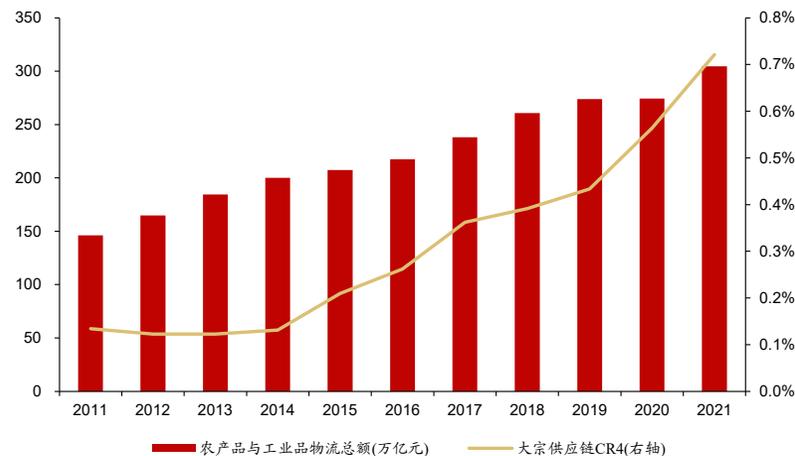
大宗商品供应链为格局分散的大赛道，具备整合空间

- “传统贸易商”向“供应链综合服务商”转型。**传统供应链服务商主要充当贸易商角色赚取价差收益，受大宗商品价格波动、产业周期波动影响较大，但随着制造业企业日益专业化、规模化，对原辅材料采购供应、产成品分销的需求由单纯追求“价格低廉”转为更加注重整体供应链“安全、高效”，大宗商品供应链服务商因“需”制宜，整合流通要素，拓展多元化增值服务，逐步转型成为集采购、运输、仓储、生产加工、金融、信息咨询等多种服务为一体的供应链综合服务商。
- 市场规模不断扩大，但市场格局分散，未来整合空间广阔。**近年来，制造业特别是大宗商品原辅材料供需两端制造业的飞速发展催生了对大宗供应链服务的庞大需求，我国大宗商品总体消费量和供应量维持高位。大宗商品市场容量巨大，但行业集中度极低，2021年CR4市场占有率仅为0.72%。随着供给侧结构性改革的持续推进、生产企业的兼并重组，大宗商品采购分销及物流业务将逐步向高效、专业的大企业集中和转移，市场集中度会得到进一步提升。

图：大宗商品供应和消费指数维持高位



图：中国大宗供应链龙头企业渗透率极低



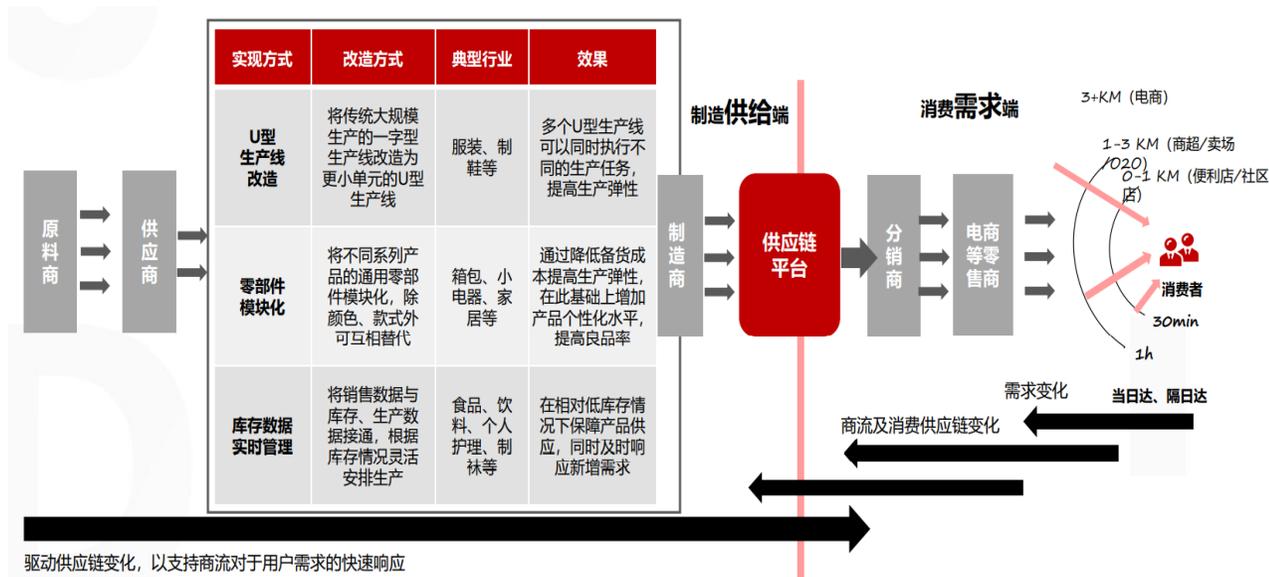
资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：大宗供应链CR4成分公司包括厦门象屿、建发股份、物产中大、厦门国贸，测算公式=营业收入合计/农产品与工业品物流总额

全程供应链模式发展及制造业格局集中化利好龙头服务商突围

- 制造业供应链消费需求驱动逐渐替代产能供给驱动，对全程供应链服务要求进一步提升。**
 - ✓ 从政策驱动来看，《中国制造2025》要求推动商业模式创新和业态创新，促进生产型制造向服务型制造转变，支持有条件的企业由提供产品向提供整体解决方案转变；
 - ✓ 从需求驱动来看，电商渗透与消费升级使得消费需求的变化传导至产业链条上端，末端需求的不确定性及其交付周期的高频化给制造业供应链带来C2M的更高要求，要求中游制造与原料供应链应更加柔性化，从而对综合、高效的全程供应链服务的需求进一步提升。
- 往后长期，需求侧变革背景下，管理智能化与服务全程化水平占优的大宗供应链企业将具备明显优势，一体化供应链服务能力的壁垒将进一步强化客户粘性，推动竞争格局优化。**

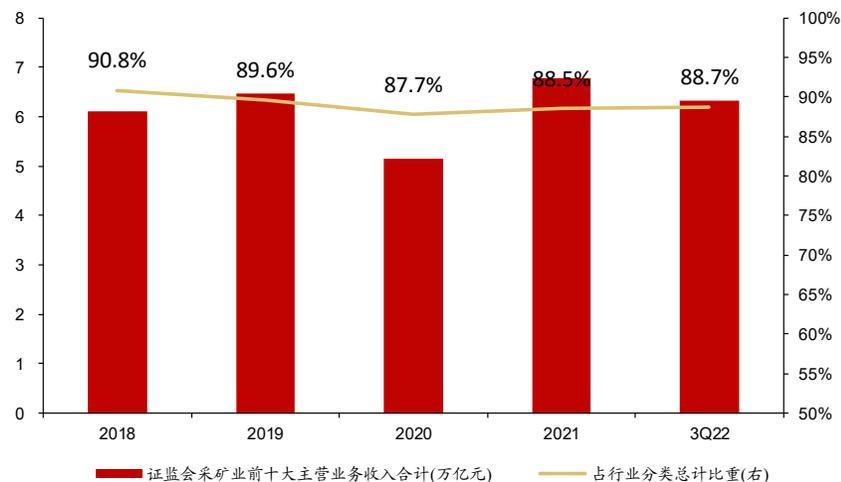
图：供应链对消费端的需求变动更为灵敏



全程供应链模式发展及制造业格局集中化利好龙头服务商突围

- 上游采矿业集中度高位维稳叠加下游制造业收入规模趋于集中催化规模匹配的原辅材料供应链服务商出现。
 - 从上游采矿业来看，2018年至2021年，证监会采矿业前十大主营业务收入合计占行业分类总计比重维持在接近90%左右高位。
 - 从下游制造业来看，民营制造业企业500强利润总额占制造业利润总额比重由2017年的13.9%快速增长至2021年的20.7%。
- 中长期来看，下游大客户的崛起需要规模更大的供应链服务商出现，上游龙头企业同样需要与之规模相匹配的供应链服务商，上下游集中度的提升会促使中游（供应链服务商）集中度的提升，头部供应链企业有望依托其竞争优势赢得更高的市场份额。

图：上游采矿业集中度高位维稳



图：下游制造业集中度不断提升



合作结构优化、服务环节延伸、数字化运营赋能、风控能力完善助力优质企业成长

- 合作结构逐步优化。**一方面，不断提高制造业客户比例。相比于贸易商客户，制造业企业客户具有资信更优、需求更多元且稳定性更高的特点，将制造业企业作为目标客户，构建起稳定的上下游渠道，能够确保经营需求和客户信用可控。以厦门象屿为例，2022H1公司制造业企业服务量占比已达到 50%以上。另一方面，提高长约客户占比比例。大宗供应链服务商交易收益受大宗商品价格波动、产业周期波动影响较大，与上游供应商签订长期合约，利于提升资源把控能力、控制成本、保障供应等，与下游客户签订长期合约，利于稳定供需双方预期、稳定价格等，能够有效降低风险，形成稳定的大宗供应链市场的消费格局。
- 龙头服务商在规模和全程供应链服务水平方面具有竞争优势，利于提高制造业客户和长约客户比例，优化客户结构，提高盈利稳定性。**例如，21年厦门象屿与中伟股份签约建立长期、稳定的镍、钴原材料供销关系，预计在2022年-2027年的5年期间，实现约8万吨镍金属量和1.5万吨钴金属量的镍、钴原材料供应合作。

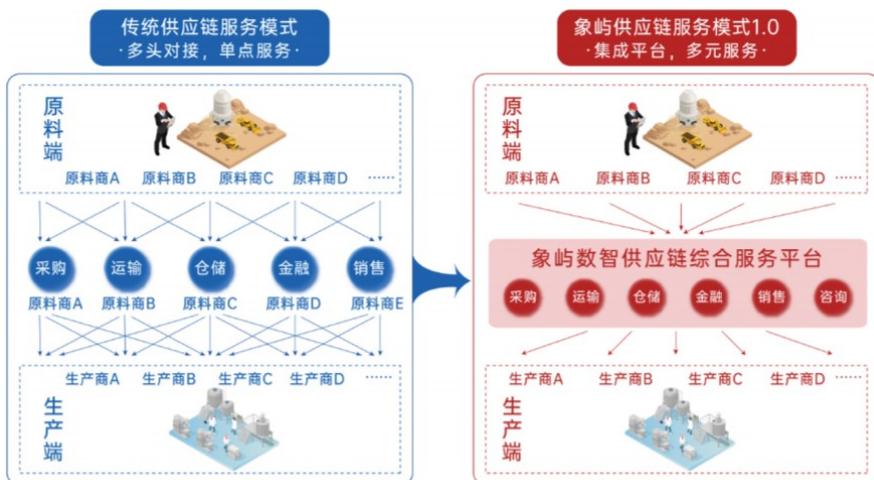
表：制造业客户与贸易商客户对比

对比项目	制造业企业客户	贸易商客户
客户资信	<ul style="list-style-type: none"> 有实体工厂和大量工人，违约成本高，违约风险相对较低，资信相对较好。 	<ul style="list-style-type: none"> 没有实体工厂，灵活程度高，违约成本低，违约风险相对较高，资信相对较差。
需求特点	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 需求多元：以采购分销、物流、供应链金融、信息咨询等一揽子服务为主； ✓ 需求稳定性高：为维持常态化生产，需要稳定的供应链服务。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 需求单点：以采购分销需求为主； ✓ 需求稳定性低：以赚取买卖价差为主，有价格机会时进入，没有价格机会时退出，需求稳定性差。

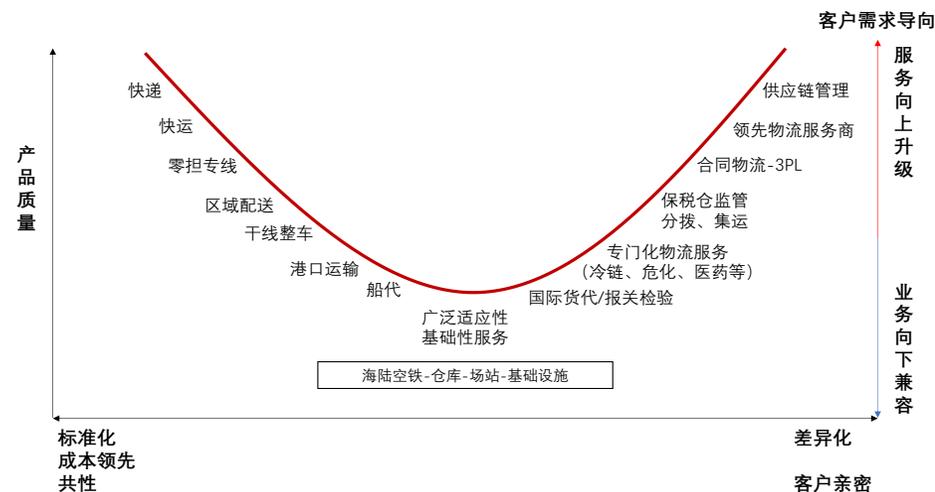
合作结构优化、服务环节延伸、数字化运营赋能、风控能力完善助力优质企业成长

- 服务环节全链条延伸。**传统供应链服务商大多提供流通环节的单点服务，服务收益单一且风险较大，伴随下游客户对全程供应链服务要求的进一步提升，龙头供应链服务商逐步向产业链上下游延伸提供“综合服务”，并在部分有赋能价值的领域介入生产制造环节，形成“供应链服务+生产制造”的产业链运营模式，提高全产业链的精细化服务能力。
 - 厦门象屿的粮食产业链服务项目在流通端依托7大粮食收购、仓储、物流平台和北粮南运物流服务体系，在农业种植、粮食收储、物流运输等各个环节发挥专业化运营优势，在生产端布局大豆压榨厂，通过产业链一体化整合，进一步提升了上下游议价能力，优化资金周转率，有效改善了公司现金流，该工厂也实现了当年投产、当年盈利。
 - 建发股份在纸浆行业上游参股永丰纸浆，目前已形成45万吨/年的竹浆生产能力；在钢铁行业下游围绕核心大客户投资建设卷板剪配中心、建材深加工和废钢加工中心，为终端客户提供深加工产品，有效拓展了供应链服务边界。

图：厦门象屿服务模式演化



图：物流微笑曲线



合作结构优化、服务环节延伸、数字化运营赋能、风控能力完善助力优质企业成长

- 数字化运营持续赋能。**一方面，数字化赋能业务运营，聚焦财务、人力、供应链、风险管控等内部运营环节，通过数字化技术提高管理运营效率，实现降本增效、加强风险控制能力。另一方面，数字化赋能业务拓展，供应链服务设计利益方众多且目前业务下游制造业客户高度分散，通过数字化技术可以链接用户、供应商、客户、银行等供应链利益各方，实现供应链多方协同，更好地满足当前客户多样化、个性化的需求，提供业务增量。
 - 厦门象屿搭建的“屿链通”服务平台，满足了企业尤其是中小企业的信用赋能以及资金方资金灵活使用的需求，截至22H1，公司通过“屿链通”服务平台，已为客户取得授信超 70 亿元。此外，公司还打造了串联粮食产业前段、中段、后段，以“粮食种植产业联盟、粮食仓点联盟、粮食流通产业联盟”为核心的“农业产业级互联网平台”。
 - 建发股份在纸浆行业推出的“纸源网”和“浆易通”产业互联网平台，有效解决了传统行业中交易繁琐、资金不足、储运困难，上下游信息不对称等问题。此外，建发股份还推出了“E钢联”、“农E点”、“E建单”等多个平台为不同行业客户提供更高效的综合服务。

图：厦门“屿链通”服务平台



图：厦门象屿农业产业级互联网平台



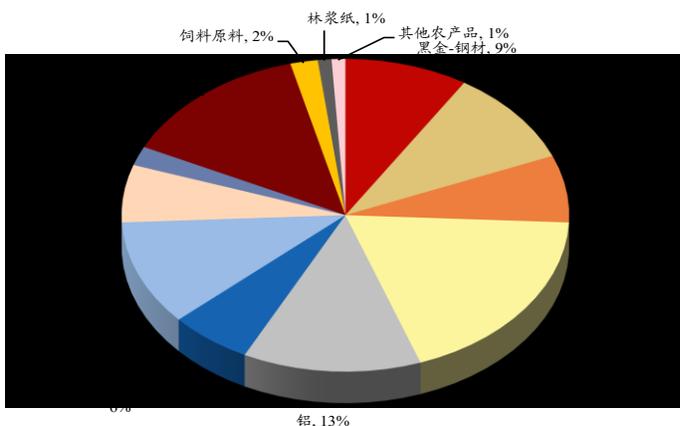
图：供应链数智化创新案例—建发“纸源网”



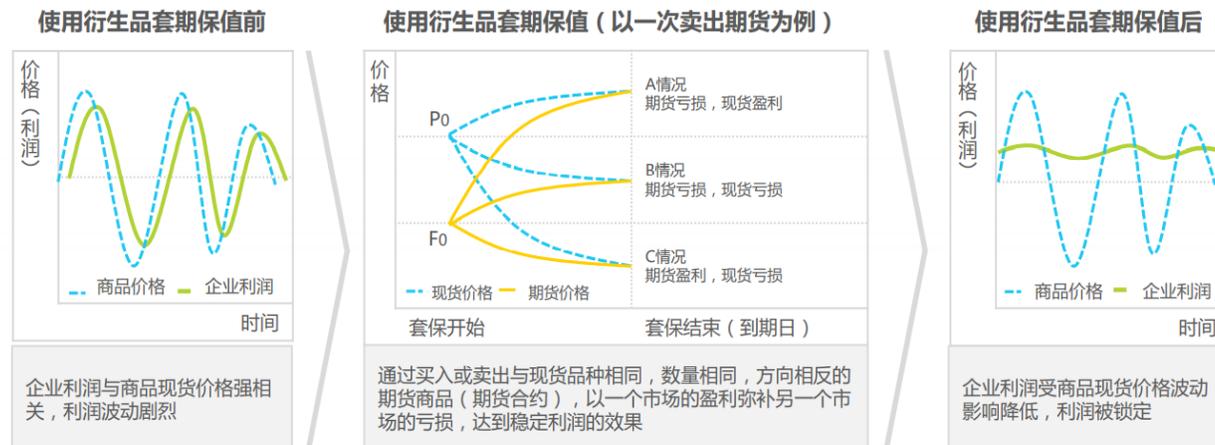
合作结构优化、服务环节延伸、数字化运营赋能、风控能力完善助力优质企业成长

- 风控能力日益完善。**头部企业在由“传统贸易商”向“供应链综合服务商”转型后，风险暴露已大大降低。在此基础上，企业还通过优化商品结构、套期保值、保证金制度等进一步完善风险控制能力。
 - 货品种类多元化布局对冲周期波动系统风险。**为有效应对部分货品周期波动的风险，龙头服务商通过多元化货品种类、均衡货品结构的方式推动商品组合优化，有效对冲系统风险的同时具有更好的增长潜力。
 - 套期保值对冲大宗贸易价格波动风险。**由于大宗商品自带金融属性的特点，基于大宗商品的衍生品可以使用套期保值的方法减少价格波动对企业利润的影响，大大降低风险敞口，目前厦门象屿、建发股份、厦门国贸等龙头企业都已引入大宗品期现套保机制，有效实现风险对冲。
 - 动态保证金制度应对价格波动风险。**龙头供应链服务商在与下游客户结算中通过动态保证金制度，在市场大幅波动时要求下游客户补交保证金，从而有效应对价格波动的风险。

图：厦门象屿 2022 H1经营商品毛利构成



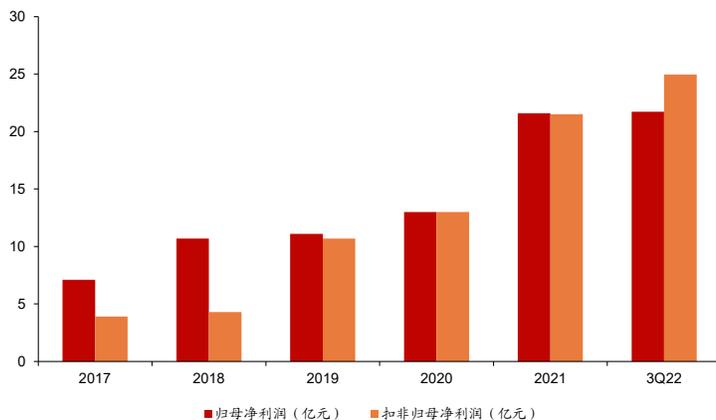
图：衍生品套期保值机制



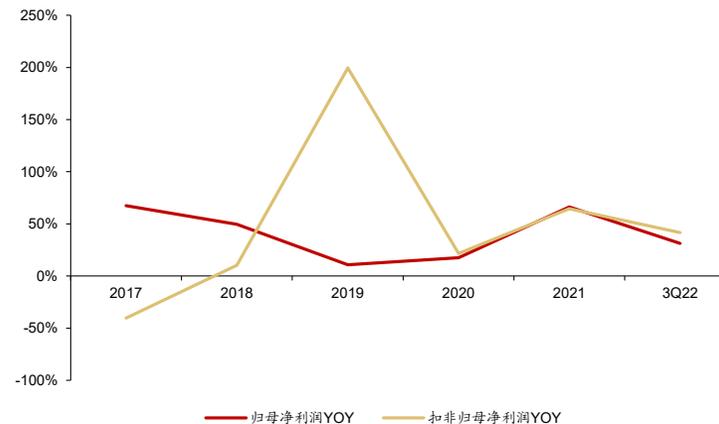
厦门象屿：大宗供应链巨头，结构优化驱动业绩高增长

- 依托保税区、自贸区等政策优势及国资背景，公司成为中国领先的供应链投资运营服务商，由厦门象屿集团有限公司控股49.8%（截止2022年三季报），公司拟定增引入山东省港口集团与招商局集团作为战投，具备强资源整合能力及物流服务能力。
- 多维结构优化驱动业绩高增长。产品结构方面，组合多元、结构均衡，核心产品市占率大多在2%-3%、且毛利占比均未超20%；客户结构方面，将广大的制造业企业作为主要目标客群持续优化客户结构，制造业企业服务量占比达到50%以上，其中黑色金属供应链占比达60%以上、不锈钢供应链占比达70%以上、新能源供应链占比达90%以上；服务环节方面，积极延伸服务环节，服务收益、金融收益、交易收益分别占比约40%、30%、30%。
- 我们预计公司2022-2024年归母净利润分别28.10亿元、33.81亿元、40.05亿元，对应PE分别9倍、8倍、6倍，2021-2024年盈利复合增速22.8%，PEG估值角度有所低估。此外股息收益方面，参考19-21年分红情况，假设22-24年分红比例维持50%，测算股息率分别5.5%、6.6%、7.9%。公司投资价值攻守兼备，维持“买入”评级。

图：厦门象屿2021归母净利润达21.6亿元



图：厦门象屿3Q22归母净利润同比+31.23%



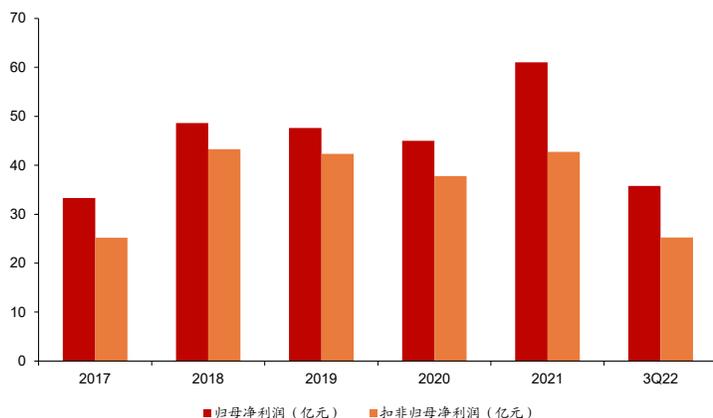
资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：市值金额单位为亿元人民币；盈利预测为浙商交运团队预测

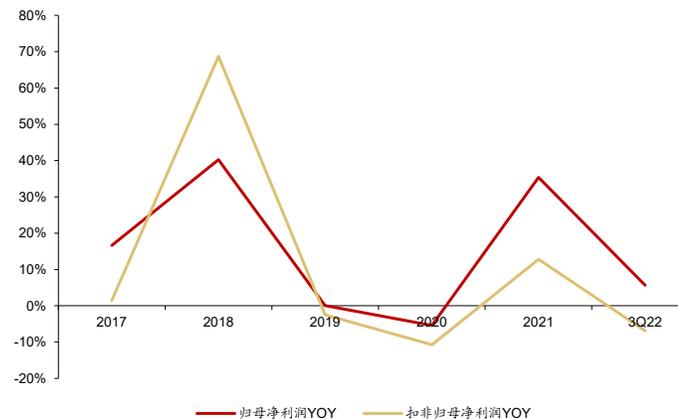
建发股份：供应链及房地产双主业并行，业绩增长稳健

- 建发股份是建发集团控股的上市公司，为集团旗下贸易、地产平台，由建发集团于1998年将集团本部与贸易相关的进出口部门及全资拥有的4家公司折股投入并公开发行人A股而成，截止2022年9月30日，建发集团持有建发股份45.1%股权，实控人为厦门市国资委。
- 供应链运营业务方面，受益于公司大宗商品LIFT体系核心能力延伸及消费品、新能源供应链业务拓展，3Q22分部归母净利润同比增长22.1%至29.14亿元。房地产业务方面，2022年行业整体需求下行情况下，通过推进合理销售及拿地策略制定，提前铺供排货，建发房产仍保持22全年及23年1月销售额行业第十排名（克而瑞数据），后续关注行业需求回暖节奏。
- 我们预计公司2022-2024年归母净利润分别65.10亿元、74.61亿元、82.71亿元，对应PE分别6倍、5倍、5倍，21-24年盈利复合增速10.7%，PEG估值角度有所低估，维持“增持”评级。

图：建发股份2021归母净利润达61.0亿元



图：建发股份3Q22归母净利润同比+5.67%



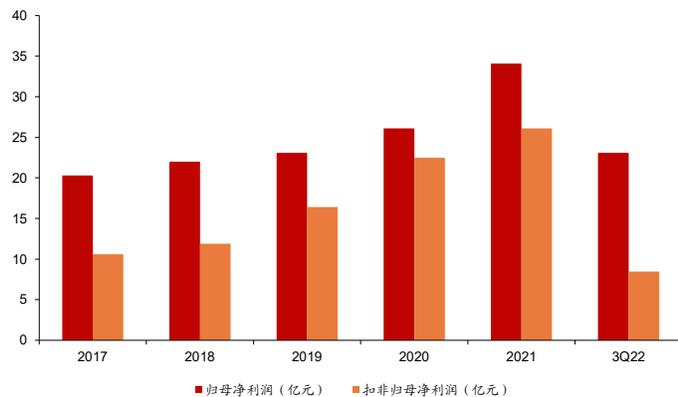
资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：市值金额单位为亿元人民币；盈利预测为浙商交运团队预测

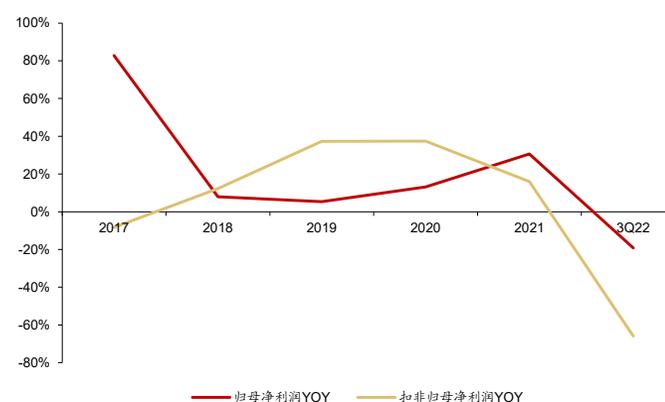
厦门国贸：聚焦供应链主业，发展健康科技第二曲线

- 公司是一家综合性企业，逐步退出房地产业务聚焦供应链管理核心主业，深化金融服务的协同作用，积极拓展健康科技新赛道。通过推动数字化与产业链的深度融合，打造核心竞争力，巩固并提升供应链行业第一梯队的优势地位。
- 供应链管理业务方面，从全产业链运营的视角提供定制化、一体化供应链服务方案，为生产制造企业降低成本、提高效率、优化服务，与产业链上下游8万余家合作伙伴共同分享价值增长收益。金融服务业务方面，公司通过参控结合拓展金融布局，业务范围涵盖普惠金融、产业金融、期货经纪、资产管理、风险管理等，其中产业金融服务主要有融资租赁、商业保理等，与供应链服务和健康科技板块强化协同，专注于为产业客户及消费者提供一站式、综合性金融服务。健康科技业务方面，在整合原有医疗设备、器械、试剂、耗材等医疗供应链业务的基础上，以创新投资为驱动，以创新发展模式整合资源，以科技赋能业务，布局医疗器械、养老服务、健康医疗大数据、健康服务等产业。
- 公司万得一致预期2022-2024年归母净利润分别34.40亿元、32.94亿元、38.08亿元，对应PE分别5倍、6倍、5倍。此外公司承诺2021-2023年每年现金分红比例30%，测算股息率分别5.7%、5.5%、6.4%。

图：厦门国贸2021归母净利润达34.1亿元



图：厦门国贸2021归母净利润同比+30.61%



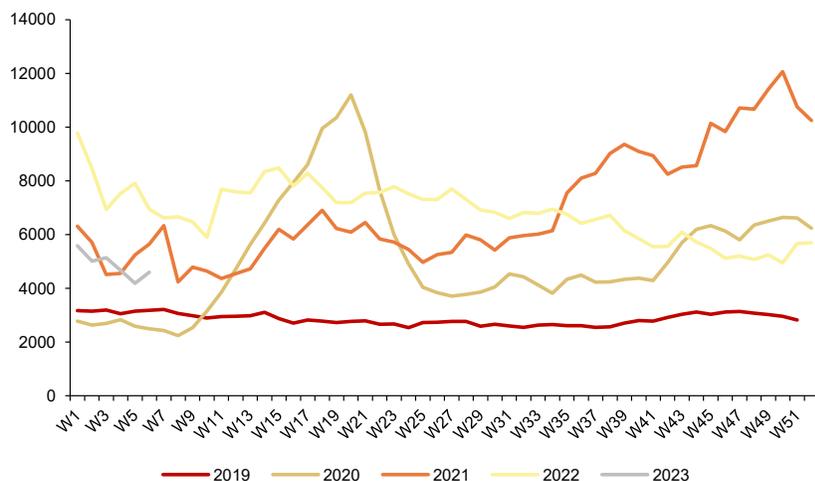
资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：市值金额单位为亿元人民币；盈利预测为万得一致预期值

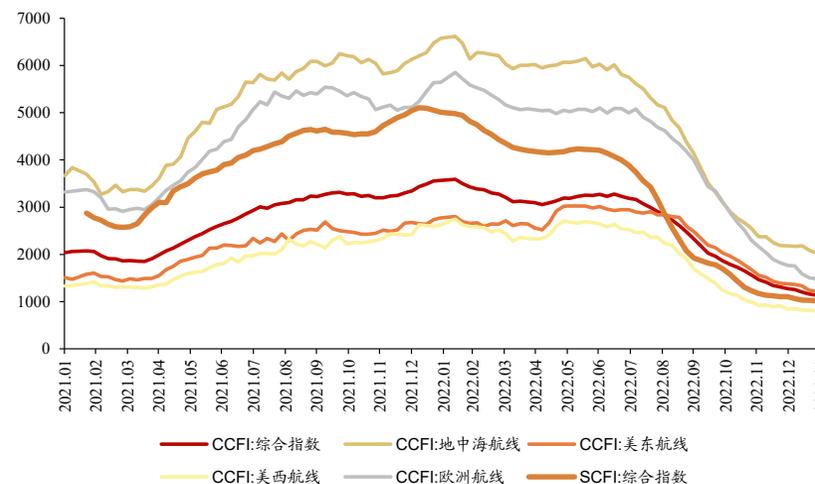
运价：波动下行，供给边际宽松或有助于国内跨境物流龙头提升服务稳定性

- 跨境空运及海运价格波动下行。** 23年1月BAI上海浦东出境航空货运运价指数周均环比下降8.7%，同比下降39.4%；中国出口集装箱运价综合指数CCFI周均环比下降11.2%，同比下降65.6%；上海出口集装箱运价指数SCFI环比下降7.9%，同比下降79.5%。
- 供给边际宽松或有助于国内跨境物流龙头提升服务稳定性。** 过去受跨境空运方面客机腹仓带货运力短缺、货机时刻短缺，海运方面集装箱供给紧缺等影响，运力供给短缺致使价格维持高位。当前供需差距逐步缩小，空海运价也相较此前高位回落。此外，供给端的边际宽松亦或有助于龙头企业获得更多运力资源，提升服务的稳定性。

图：23年1月波罗的海上海浦东出境航空货运运价指数同比下降



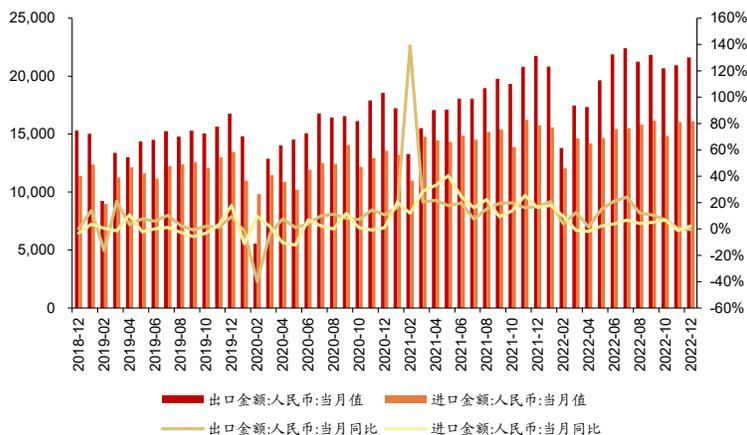
图：23年1月中国集装箱综合指数跌幅收窄



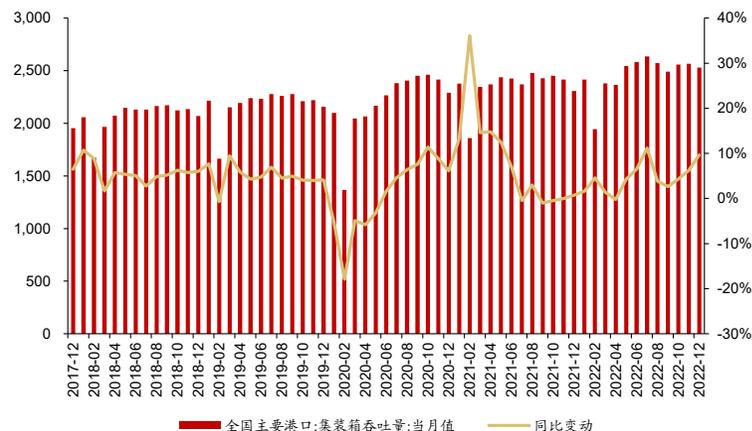
货量：宏观外贸有所承压，期待龙头走出 α 曲线

- 宏观外贸有所承压。** 进出口方面，2022年12月中国出口总额以人民币计价-0.5%，前值0.6%，中国进口总额以人民币计价2.2%，前值-1.1%；港口集装箱吞吐量方面，2022年12月全国主要港口集装箱吞吐量2530万标准箱，同比9.7%，环比-1.4%；民航货邮量方面，2022年12月国际航线民航货邮周转量同比-18.5%，环比-7.7%，国际航线民航货邮运输量同比-16.6%，环比-7.6%。
- 滞涨趋势叠加高库存冲击我国出口，内疫扰动内需进口有所下滑，期待龙头企业实现超额增长。** 出口方面，海外美欧等发达经济体高库存环境叠加滞胀趋势，对发达经济体的自身进口需求形成冲击，导致我国出口阶段性承压。进口方面，疫情多点散发扰动内需下降致使进口下滑，但随着优化疫情防疫措施的调整和疫情扰动下降后，内需渐进修复有助于稳进口。龙头企业具有全链条竞争优势，期待龙头依靠直客、大客户占比提升、服务环节延伸实现自身货量的超额增长。

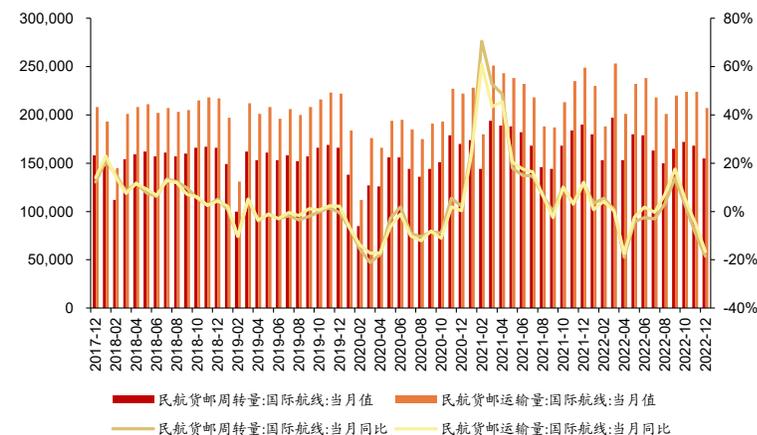
图：2022年12月进出口指标相对走弱



图：2022年12月港口集装箱吞吐量同比9.7%



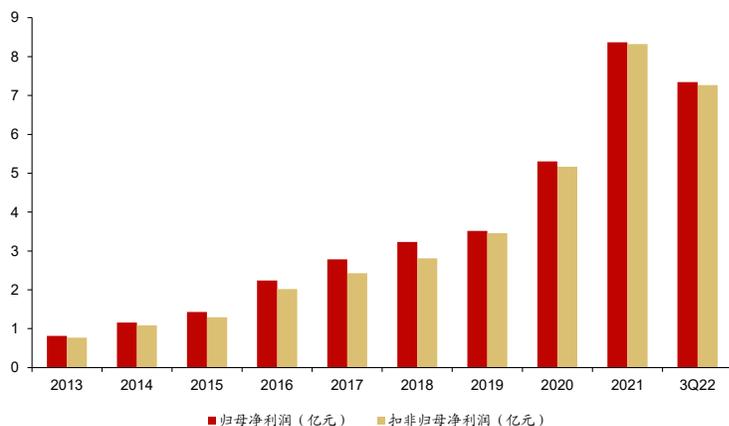
图：2022年12月国际航线民航货邮周转量和运输量同比下降



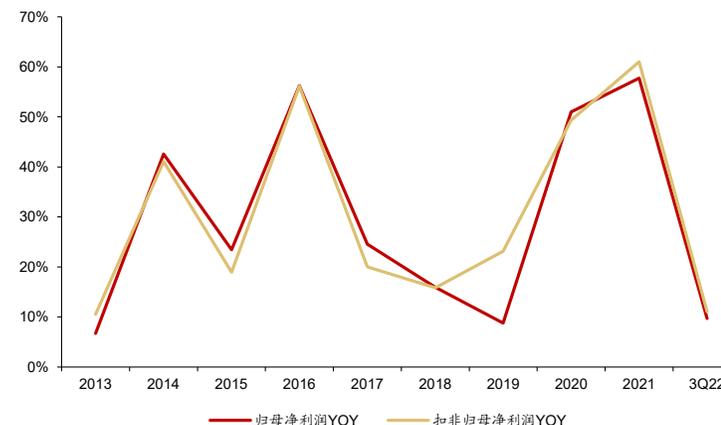
华贸物流：央企跨境物流巨头，市场化激励机制完备，客户结构优化叠加服务环节延伸有望推动利润增长

- 公司持续聚焦空海运主业，通过落实直客战略、建立合作关系和增加空海运输线路，夯实公司经营底盘。直客战略方面，当前公司已在高新科技、医疗医药、快消、化工、能源、电商、汽车、供应链领域建立起一大批稳定大客户，近期新增与比亚迪、建发股份等重要客户的合作；运力合作方面，公司积极与中国邮政、东航物流形成战略合作，借助其网络、运力优势，提升货物运输时效、容量水平，优化相应运营成本。空海运输线路方面，先后开通了成都-列日、昆明-吉隆坡，哈尔滨-莫斯科等货运航线，海运方面终端覆盖中国一、二线口岸及亚太口岸，航线覆盖欧美澳三地。
- 受益于直客、大客户占比提升以及业务结构中对低附加值、利润较低的品类优化，公司22Q3归母净利润逆势同比增长30.1%至2.54亿元，销售净利率同比提升1.4pts至4.7%，未来有望通过客户结构持续优化和服务环节延伸进一步推动利润增长。
- 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别9.46亿元、12.33亿元、15.46亿元，21-24年复合增速22.7%，对应PE分别14倍、10倍、8倍。公司空海货代基本盘稳健，且跨境电商物流构筑重要第二增长极，维持“增持”评级。

图：华贸物流2021归母净利润达8.4亿元



图：华贸物流2021归母净利润同比+57.7%



03

重点公司盈利 预测与估值

证券代码	证券简称	评级	市值	归母净利润(亿元)					PE					PB
			2023/02/20	21A	22E	23E	24E	21A	TTM	22E	23E	24E	LF	
002120.SZ	韵达股份	买入	369	14.77	14.38	29.65	40.37	24.99	25.27	25.67	12.45	9.14	2.24	
600233.SH	圆通速递	买入	617	21.03	37.23	43.79	50.05	29.32	15.73	16.56	14.08	12.32	2.41	
002352.SZ	顺丰控股	增持	2692	42.69	62.43	90.57	99.86	63.07	38.78	43.13	29.73	26.96	3.17	
002468.SZ	申通快递	-	151	-9.09	3.47	8.59	12.48	-16.66	-32.88	43.61	17.63	12.13	1.87	
603056.SH	德邦股份	-	198	1.43	6.32	11.01	14.17	138.68	44.45	31.37	18.01	14.00	3.00	
603128.SH	华贸物流	增持	129	8.37	9.46	12.33	15.46	15.44	14.34	13.66	10.48	8.36	2.29	
600057.SH	厦门象屿	买入	255	21.60	28.10	33.81	40.05	11.79	9.51	9.06	7.53	6.36	1.77	
600153.SH	建发股份	增持	386	60.98	65.10	74.61	82.71	6.34	6.14	5.94	5.18	4.67	0.89	
600755.SH	厦门国贸	-	180	34.12	34.40	32.94	38.08	5.27	6.28	5.23	5.46	4.72	0.89	

风险提示

- 1、新冠感染反复扰动。
- 2、快递行业竞争秩序监管松动。
- 3、大宗商品价格大幅波动。
- 4、外贸景气大幅下降。

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>