



Research and
Development Center

快递深度框架：

成长空间犹在，盈利质量提升

— 快递行业深度

2024年03月12日

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

物流

投资评级 看好

上次评级

左前明 能源行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

联系电话：010-83326712

邮箱：zuoqianming@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

快递深度框架：成长空间犹在，盈利质量提升

2024年03月12日

本期内容提要：

➢ 快递行业整体分析框架

商业模式：快递行业的商业模式包括直营制及加盟制，直营制快递企业的发展，更加需要考虑服务溢价能力及成本管控能力；加盟制快递企业的发展，更加需要考虑份额提升能力及链路主体利益协同能力。

竞争壁垒：快递行业已逐步发展为大赛道，竞争壁垒主要在于资质、资产、份额及成本，这导致“大而美”的公司更有能力跑出超额优势。

盈利驱动：单量、单价及单票成本构成盈利的核心驱动要素。

市值驱动：上市公司股价提升的基本面驱动由份额这一单一因素逐步转向份额与单票盈利共振。

➢ 件量规模扩张增速仍在：电商业务关注商流赋能，时效业务期待供给侧变革的拉动

直播电商进一步崛起背景下，一方面网购消费渗透率进一步提升，另一方面网购消费行为的下沉化和碎片化推动了单快递包裹实物商品网购额的下行，快递行业相对上游电商仍有超额成长性。2023全年快递业务量同比实现19.4%的增长，2024年1月26日至2月17日全国邮政快递业揽收快递包裹较2023年春运同期增长30.8%至56.55亿件，投递快递包裹较2023年春运同期增长21%至59.94亿件，我们认为2024全年快递行业业务量或仍能维持13%-15%甚至更高的同比增长。

电商快递方面，建议着眼电商平台商流与物流企业合作深化对电商快递行业格局影响，具备高成长潜力的电商平台与行业内电商快递企业合作的深化，或将带来格局份额改善的预期。

时效快递方面，更加重视服务品质，服务品质的提升源于资产持续投放对于供给侧壁垒的不断夯实，这一细分市场高度集中、格局稳固，近似于寡头垄断市场，按2022年收入计，前两大时效快递服务提供商占中国市场份额的84.6%，其中顺丰控股市场份额占比达63.5%，未来的成长性主要看供给侧的变革拉动。顺丰的鄂州枢纽的投产，有望基于轴辐式网络的设计，推动公司利润基本盘的时效产品进一步推陈出新，打开产品分层的进一步空间。

➢ 单票盈利提质：价格竞争的边际变化偏中性，此外单票成本仍有下行空间

基于对政策、龙头意向及产能情况、新进入者三因素的综合研判，我们分析，从相对2023年的边际变化角度，未来行业价格竞争或将缓和。成本方面，加盟制快递的头部企业借力规模效应、资产替代及管理改善，仍有望实现单票成本优化；直营制快递龙头顺丰错位竞争具备品牌产品溢价，通过多网融通及末端变革等健康经营手段实现高确定性的成本费用收缩。展

望未来，价格和成本有望双向改善，或将带来快递盈利质量提升。

➤ **投资思考**

直营制方面，看好顺丰控股作为综合快递物流龙头，经营拐点及现金流拐点双重凸显，有望打开中长期价值空间。

加盟制方面，估值或已调整到位，重视经营改善机会，重点关注纳入港股通标的、流动性及估值有望改善的电商快递龙头【中通快递】，以及总部治理改善、对加盟商政策优化、提升对高质量包裹及服务重视程度、有望经营向好的【韵达股份】；此外关注圆通速递、申通快递。

➤ **风险因素**：实物商品网购需求不及预期；电商快递价格竞争恶化；末端加盟商稳定性下降。

目 录

一、快递行业整体分析框架.....	6
二、件量规模扩张增速仍在：电商业务关注商流赋能，时效业务期待供给侧对需求的拉动..	11
2.1 电商快递的成长性，重点关注上游商流及需求的赋能.....	11
2.2 时效快递的成长性，重点关注亚洲首座专业性货运机场枢纽投产带来的供给侧拉动	17
三、单票盈利提质：价格竞争的边际变化偏中性，此外单票成本仍有下行空间.....	22
3.1 政策、龙头、新进入者三因素综合研判，预计行业价格竞争的边际变化偏中性.....	22
3.2 龙头单票成本有望进一步下行.....	25
3.3 价格趋稳叠加单票成本下行，单票盈利仍有望提升.....	30
四、投资思考.....	32
4.1 直营制方面，看好顺丰控股双拐点重塑价值.....	32
4.2 加盟制方面，估值已到低位，重视经营改善机会，重点关注中通快递、韵达股份....	33
五、风险因素.....	34

表 目 录

表 1：核心直播电商平台对物流服务重视度趋于提升.....	16
表 2：顺丰时效快递产品在时效及增值服务等方面具备显著优势（上海-北京流向）.....	18
表 3：鄂州机场建设历程.....	19
表 4：通达系龙头对于经营策略前瞻及行业竞争判断的相关表述梳理.....	24
表 5：韵达股份 2023 年下半年重点工作及经营策略上重视管理改善.....	28
表 6：社保公积金补缴对加盟制代表企业的快递员覆盖率提升所可能产生的单票链路成本增量测算（2022 年情况静态测算）	29
表 7：加盟制快递重点公司估值表.....	33

图 目 录

图 1：快递公司履约流程解析.....	6
图 2：“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）.....	7
图 3：产能、规模、成本、价格相互作用.....	7
图 4：中国快递市场规模 17-22 年复合增速 16.3%，逐步发展为大赛道.....	7
图 5：快递行业盈利分析框架.....	8
图 6：中通件量份额与股价具备较高相关性.....	9
图 7：中通单票盈利与股价相关性自 2H20 以来增强.....	9
图 8：韵达件量份额与股价具备较高相关性.....	9
图 9：韵达单票盈利与股价相关性自 2H20 以来增强.....	9
图 10：圆通件量份额与股价具备较高相关性.....	9
图 11：圆通单票盈利与股价相关性自 2H20 以来增强.....	9
图 12：申通件量份额与股价具备较高相关性.....	10
图 13：申通单票盈利与股价具备较高相关性.....	10
图 14：2010 年后快递行业包裹量增长与网购市场规模增长的相关性逐步走强.....	11
图 15：电商快递企业单量成长性驱动框架.....	12
图 16：2023 年实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重同比提升 0.4pts.....	13
图 17：预计 23-26E 直播电商市场规模复合增长 18.4%.....	13
图 18：内容平台直播电商观看人次及购买转化率稳步提升.....	13
图 19：2023 年快递单包裹货值同比下降 8.9%（元）.....	14
图 20：2023 年以来快递件量与实物商品网购增速差逐步走扩.....	14
图 21：我国网民数量稳步提升.....	14
图 22：2022 年直播电商 GMV 份额同比提升 6 个百分点.....	15
图 23：2022 年抖音+快手 GMV 份额已经接近 15%.....	15

图 24: 抖音直播 GMV 高速增长 (亿元)	15
图 25: 直播电商为通达系快递包裹重要来源	16
图 26: 阿里系对通达系持股比例情况梳理	17
图 27: 顺丰固定及无形资产规模大于通达系 (截止 23Q3 末)	17
图 28: 顺丰资本开支规模大于通达系 (23Q1-Q3)	17
图 29: 2030 年鄂州机场货邮吞吐量将达到 330 万吨	20
图 30: 2030 年鄂州机场起降架次将达到 9.2 万架次	20
图 31: 鄂州枢纽航线切换后顺丰的航空次晨达城市数量有望提升	20
图 32: 1.5-2 小时飞行可覆盖经济人口占全国 90% 地区	21
图 33: 顺丰航空从“点对点”网络向“轴辐式”网络转变	21
图 34: 顺丰国际业务发展规划	21
图 35: 我国快递价格竞争经历“中小主导-头部主导-新进资本主导-政策规制”	22
图 36: 快递票单价与服务业居民物价指数呈背离趋势	23
图 37: 快递量收增速差自 2021 年以来有所收窄	23
图 38: 韵达、圆通和申通的产能利用倍数 2023 年以来已逐步爬坡至相对高位	24
图 39: 极兔中国快递包裹量增速放缓	25
图 40: 极兔中国单票亏损显著收窄	25
图 41: 中通快递为例, 快递履约全程成本由揽收、中转、运输、派送构成	26
图 42: 23 年末周我国公路运价指数累计同比 19 首周上涨 7.7%	27
图 43: 圆通及申通自有车辆数量稳步提升	27
图 44: 中通快递自有高运力卡车占比逐步提升	27
图 45: 申通快递自有大运力牵引车辆占比逐步提升	27
图 46: “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)	28
图 47: 韵达股份资本开支中占比最高为分拣中心	28
图 48: 顺丰拓宽融通场景, 持续降本增效	30
图 49: 顺丰 2023 年上半年营运模式变革进展	30
图 50: 中通快递 23 年前二季度快递单价降幅小于成本	31
图 51: 韵达股份 2023 年前三季度票均收入降幅小于成本	31
图 52: 顺丰控股业务框架	33

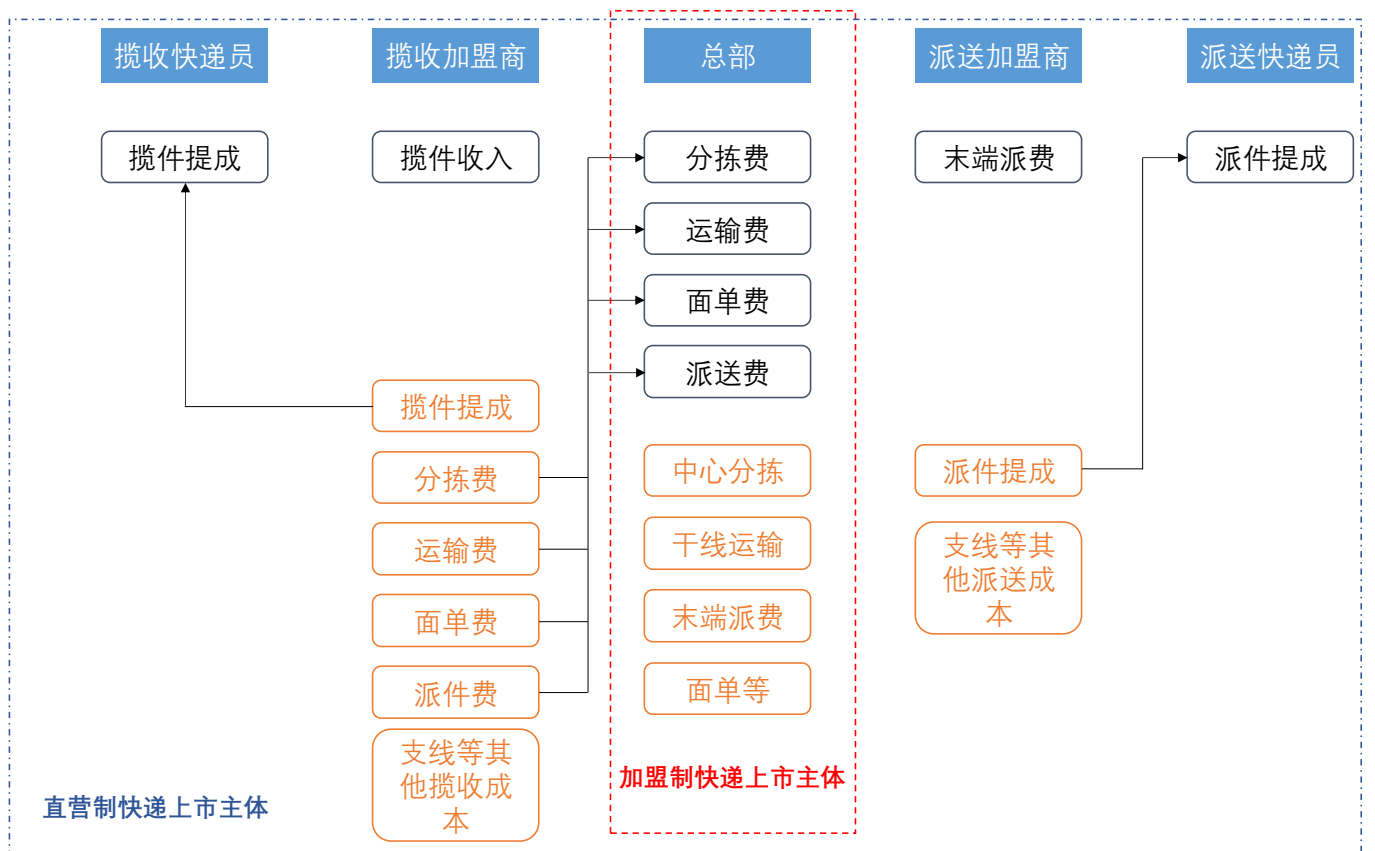
一、快递行业整体分析框架

商业模式：快递行业的商业模式包括直营制及加盟制。快递是指物流企业(含货运代理)通过自身的独立网络(直营制)或以联营合作(即加盟制)的方式,将用户委托的文件或包裹快捷而安全地从发件人送达收件人的门到门运输方式,具有高时效性、高劳动密集性、低差异化竞争程度等特点。

1) 对于直营制快递企业:对快递服务的揽收、分拣、运输、派送的全链路进行标准化的统一管理。直营制快递企业的发展,更加需要考虑服务溢价能力及成本管控能力。

2) 对于加盟制快递企业:自身总部主要负责分拣及干线运输,末端服务由加盟商负责运营提供,组织形式相对灵活,能够实现相对低成本的快速扩张。加盟制快递企业的发展,更加需要考虑份额提升能力及链路主体利益协同能力。

图1: 快递公司履约流程解析



资料来源: 信达证券研发中心

竞争壁垒：快递行业已发展为大赛道,竞争壁垒主要在于资质、资产、份额及成本,这导致“大而美”的公司更有能力跑出超额优势。

1) **资质壁垒：**根据交通运输部《快递业务经营许可管理办法》,经营快递业务,应当依法取得快递业务经营许可,并接受邮政管理部门及其他有关部门的监督管理;未经许可,任何单位和个人不得经营快递业务。

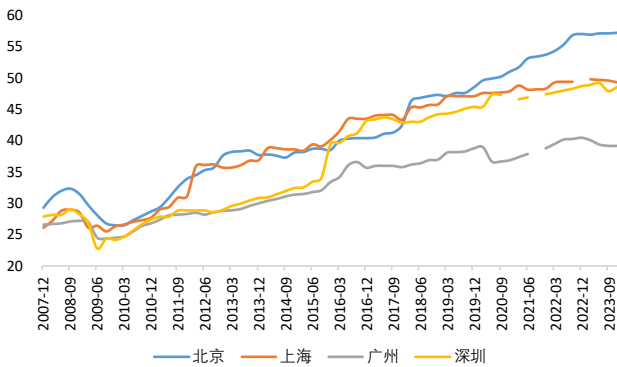
2) **资产壁垒：**快递服务的履约环节包括揽收、分拣、运输、派送等,涉及资产包括人员、土地厂房、运输工具、分拣设备等。以土地厂房类型的资产为例,布局成本呈刚性上升趋势,

因此早期布局到位的企业具备相对的先发优势。

3) 份额壁垒: 快递服务竞争维度相对简单, 主要比拼服务稳定性和服务价格, 这代表相对较低的竞争差异化程度, 那么具备经营许可资质且资产布局具备先发优势的头部企业有能力扩大和其余企业的份额差距, 在低差异化竞争的赛道属性背景下提升自身的份额壁垒。

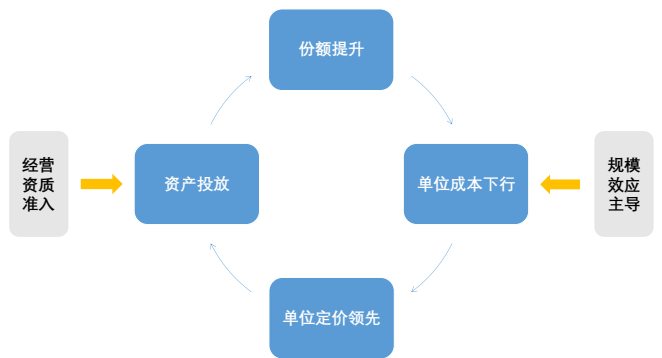
4) 成本壁垒: 土地厂房、运输工具和分拣设备等的单位折旧摊销, 以及单位人工成本, 有望通过份额提升带来的规模效应及路由规划优化能力实现下降, 那么份额领先的头部企业可以实现相对较低的单位成本, 从而具备较强的领先定价能力。

图2: “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)



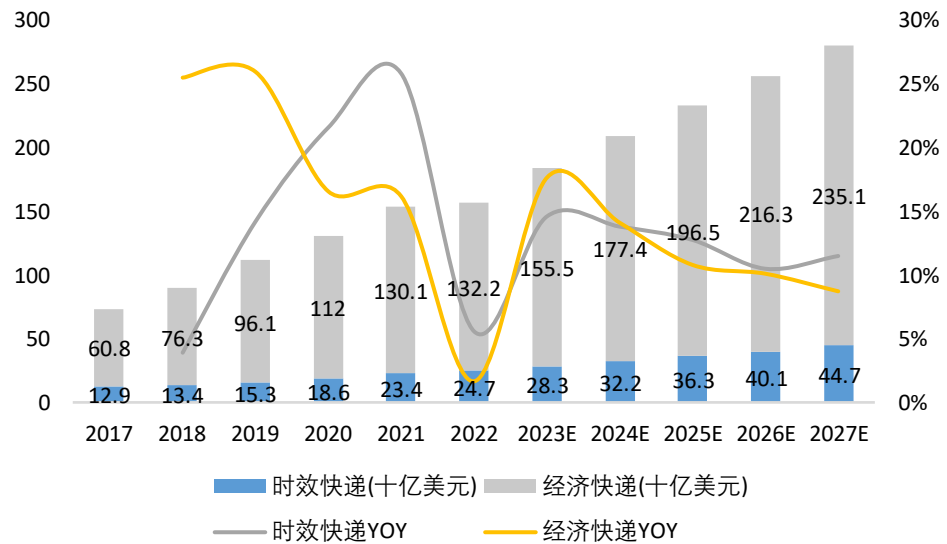
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图3: 产能、规模、成本、价格相互作用



资料来源: 信达证券研发中心

图4: 中国快递市场规模 17-22 年复合增速 16.3%, 逐步发展为大赛道



资料来源: 顺丰控股H股招股说明书, 国家邮政局, 国家统计局, 国家发改委, 弗若斯特沙利文, 信达证券研发中心

盈利驱动: 单量、单价及单票成本构成盈利的核心驱动要素。

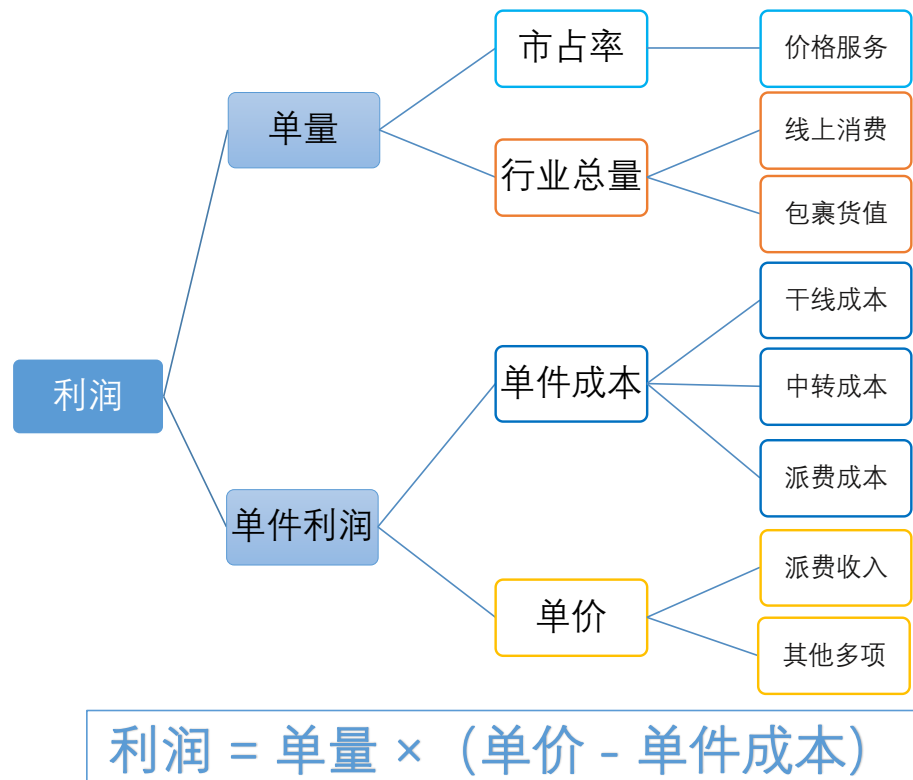
1) 单量: 指快递企业履约产生的包裹量。单量的增长直接带来规模与份额的提升, 此外随单票增长而逐步增强的规模效应也有望间接地对单票固定成本产生优化作用。

2) 单价: 指快递企业提供快递物流服务相应向客户收取的费用, 与货品结构、重量及运输

距离相关。其中，直营制快递企业（以顺丰、京东、邮政、德邦等为代表）直接向消费者收取全链路费用（收派、中转、运输等）形成总部的收入，加盟制快递企业（以中通、韵达、圆通、申通、极兔等为代表）向前端加盟商收取中间环节费用（中转、运输等）形成总部的收入。单票价格的变动趋势，是反映行业格局竞争情况的重要指标。

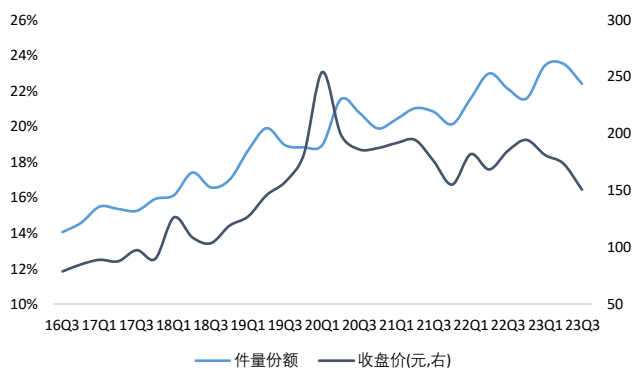
3) 单票成本：指快递企业提供快递物流服务相应需要付出的开支。其中，直营制快递企业（以顺丰、京东、邮政、德邦等为代表）总部产生的成本涵盖收派、中转、运输等全链路，加盟制递企业（以中通、韵达、圆通、申通、极兔等为代表）总部产生的成本仅涵盖中转、运输等中间环节。电商消费的常态化、行业规模效应的提升、车辆及土地资产的自有化、设备资产的自动化等有望驱动单票成本的下降。

图5：快递行业盈利分析框架

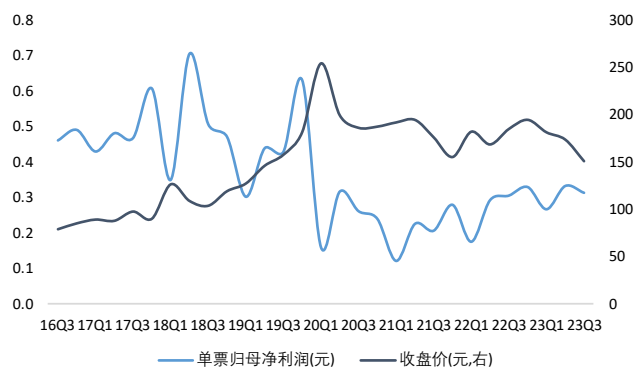


资料来源：信达证券研发中心

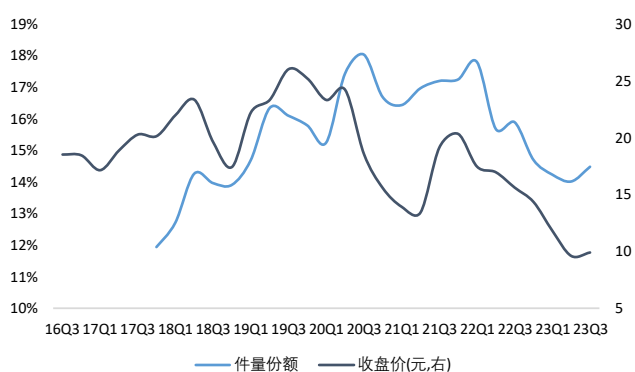
市值驱动：上市公司股价提升的基本面驱动由份额这一单一因素逐步转向份额与单票盈利共振。我们复盘中通快递（ZTO.N）、韵达股份、圆通速递、申通快递的季度频率的件量份额、单票盈利与期末收盘股价走势的相关性，发现件量份额一直以来都与公司股价走势具有较好的正相关性，我们认为这可能与市场持续关注电商快递行业的成长性以及此前行业维持相对持续的高增速红利有关；如果观察单票盈利与期末收盘股价走势的相关性，我们发现自2020年行业价格竞争加剧之后，单票盈利与公司股价走势的正相关性相较此前增强，我们认为这可能与行业增速中枢放缓背景下市场逐步新增关注企业利润及现金流质量有关。换言之，驱动股价走势的快递企业基本面因素，逐步由份额转向份额及单票盈利共振。

图6：中通件量份额与股价具备较高相关性


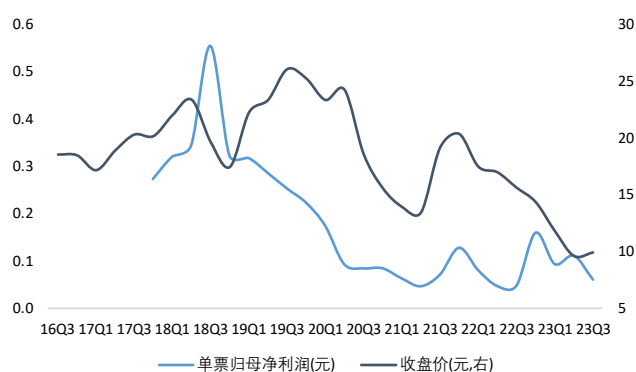
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图7：中通单票盈利与股价相关性自 2H20 以来增强


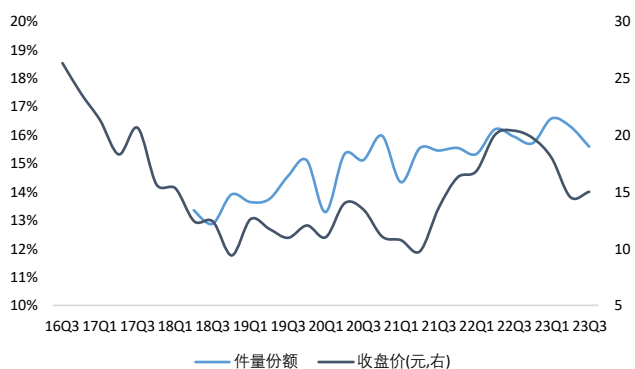
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图8：韵达件量份额与股价具备较高相关性


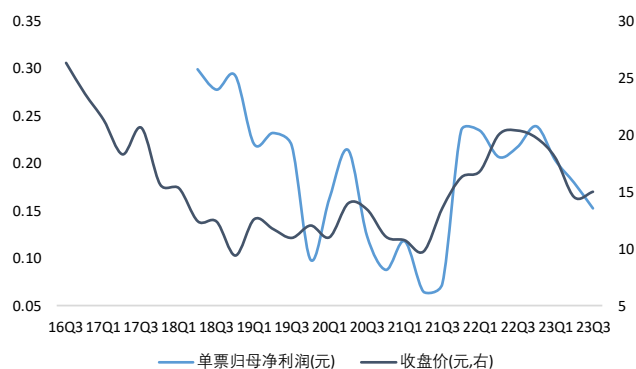
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图9：韵达单票盈利与股价相关性自 2H20 以来增强


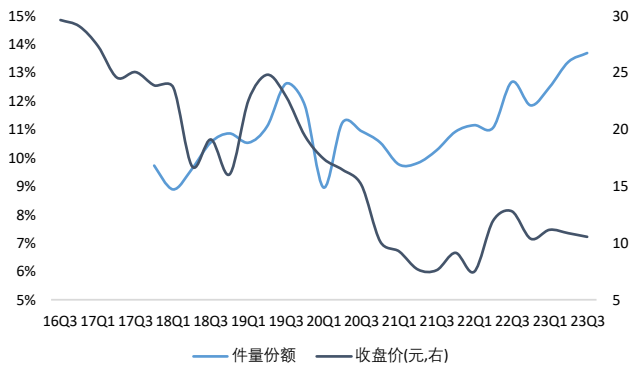
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图10：圆通件量份额与股价具备较高相关性


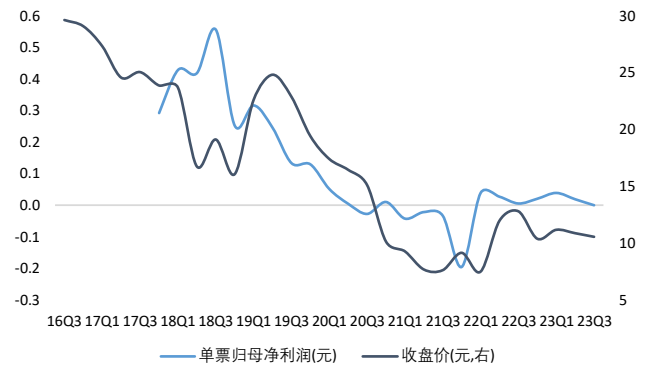
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图11：圆通单票盈利与股价相关性自 2H20 以来增强


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图12: 申通件量份额与股价具备较高相关性


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图13: 申通单票盈利与股价具备较高相关性


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

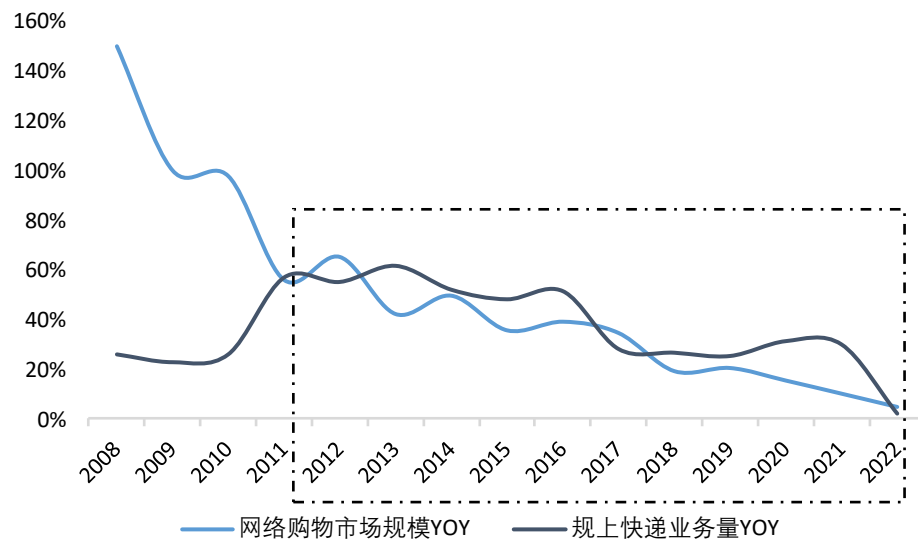
二、件量规模扩张增速仍在：电商业务关注商流赋能，时效业务期待供给侧对需求的拉动

2.1 电商快递的成长性，重点关注上游商流及需求的赋能

2.1.0 总量的增长，叠加份额提升，带来电商快递头部企业单量相对高增长

电商快递行业整体的成长性，从 2010 年之后与线上消费的相关性逐步走强。2010 年为我国电商以及电商物流发展的重要时间节点，当年阿里开始重视物流配送环节，正式对外宣布“淘宝大物流计划”，其中淘宝物流平台由淘宝联合仓储、快递、软件等企业组成服务联盟，提供一站式电子商务物流配送外包服务，解决商家货物配备（集货、加工、分货、拣选、配货、包装）和递送的难题。2013 年，阿里牵头银泰集团、复星集团、富春集团、顺丰、申通、圆通、中通、韵达以及资本金融机构组建菜鸟网络科技有限公司。我们分析，自 2010 年后，快递包裹中电商包裹的业务量占比逐步提升，当前或已占据主要的份额。

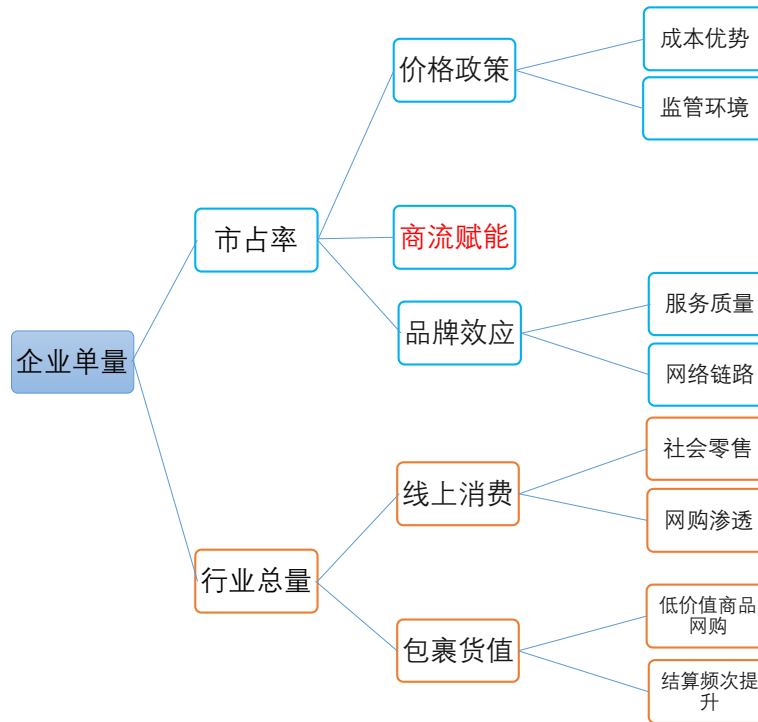
图14：2010年后快递行业包裹量增长与网购市场规模增长的相关性逐步走强



资料来源：Wind，信达证券研发中心

对于总业务量的增长，主要得益于线上消费增长及单包裹货值下行。一方面线上消费构成原始驱动，其中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；另一方面单包裹货值下行构成增量，而单包裹货值的下行由网购订单碎片化趋势驱动。

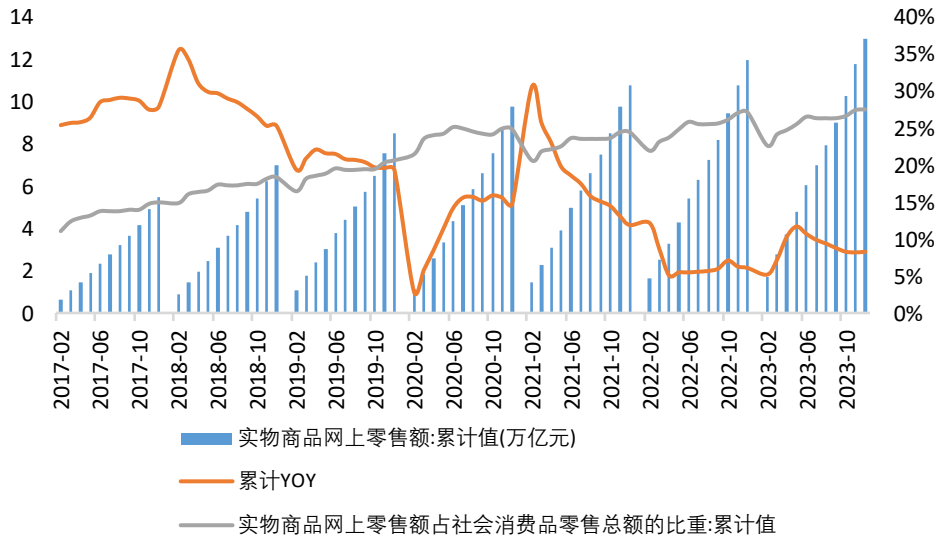
对于快递头部企业的份额提升，主要得益于品牌服务能力及低成本带来的价格策略优势。一方面快递需求的变化已经逐步由完全的价格敏感转向服务敏感，快递网络链路稳定性及完善程度是快递品牌服务的重要基础之一；另一方面，龙头资产储备具备先发优势，较强的规模效应能够带来较为灵活的价格杠杆调节能力。此外，我们认为电商快递企业份额驱动因素的关键边际增量在于上游电商平台的商流赋能。

图15：电商快递企业单量成长性驱动框架


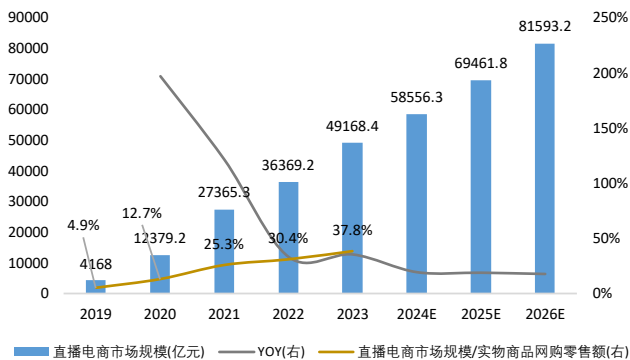
资料来源：信达证券研发中心

2.1.1 网购渗透率提升叠加单包裹货值下行，有望驱动电商快递业务总量增长

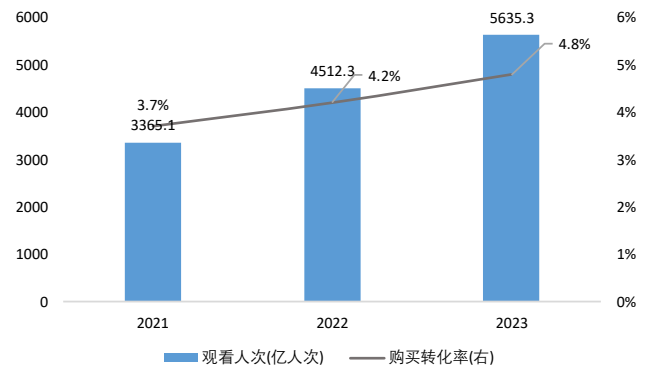
实物商品网购增长仍有驱动。2023年，我国实物商品网上零售额13.02万亿元，同比增长8.4%，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重27.6%，同比提升0.4pts（2017年实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重仅15.0%）。我们认为，未来直播电商或将成为整体实物商品网购的重要增长驱动，根据艾瑞咨询《2023年中国直播电商行业研究报告》预计，我国直播电商行业市场规模2023-2026E年复合增速18.4%，渗透率由2019年4.9%提升至2023年37.8%，其中2023E市场规模同比增长35.2%至4.92万亿元。北京市经济和信息化局、北京市商务局也于2022年联合发布《北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达2万亿元（为2023年全国直播电商市场规模的40.7%）。

图16：2023年实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重同比提升0.4pts


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图17：预计23-26E直播电商市场规模复合增长18.4%


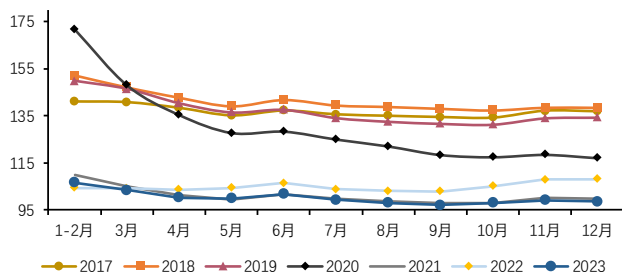
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图18：内容平台直播电商观看人次及购买转化率稳步提升


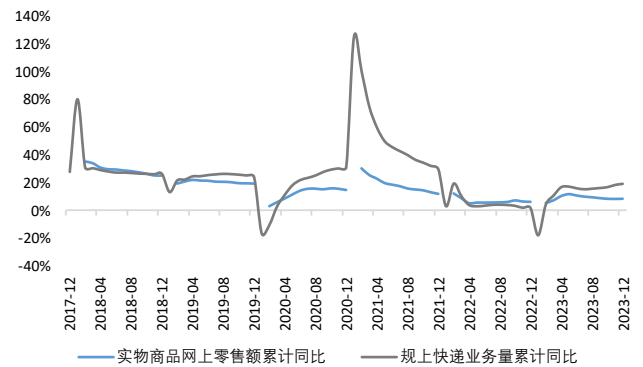
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

备注：购买转化率=购买人次/观看人次

单个快递包裹承接的实物商品网购货值逐步下行。受到社交电商无购物车模式带动结算频次提升以及直播电商发展共同带来的电商平台订单碎片化影响，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，2023年单包裹货值98.56元。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YOY为29.9%、实体网购YOY为12.0%，增速差逐步扩大；2022年疫情暂时性影响快递履约能力，实体网购YOY高出快递单量YOY4.1个百分点；2023年疫情影响减弱后，快递行业件量相对实体网购增速差恢复走扩，23年YOY增速差达11.0pts。我们预计，后续直播电商进一步崛起背景下，一方面网购消费进一步下沉化，另一方面网购消费进一步冲动化（根据电商报，直播电商平均退货率为30%-50%，高于传统电商退货率的10%-15%），快递单包裹货值仍有持续下降空间。

图19：2023 年快递单包裹货值同比下降 8.9%（元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

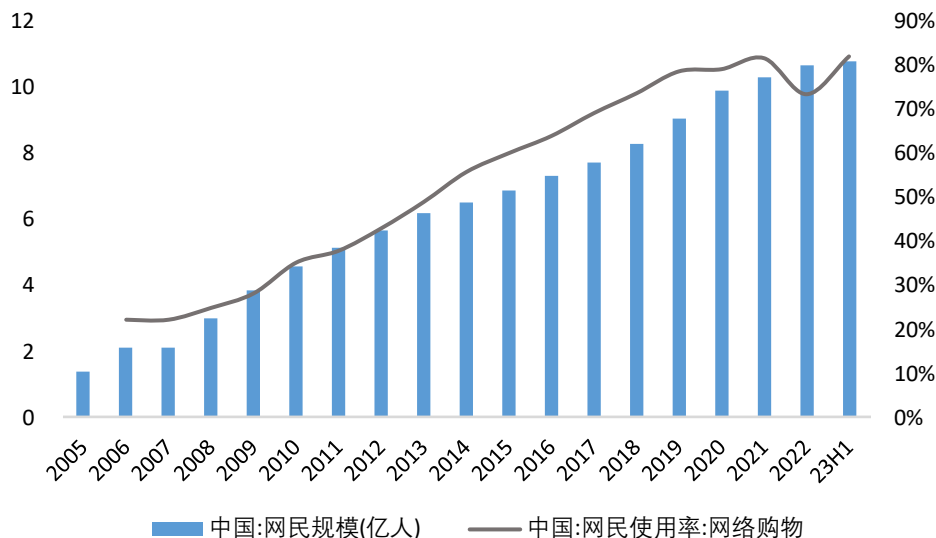
图20：2023 年以来快递件量与实物商品网购增速差逐步走扩


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.1.2 电商快递格局分化或并非快变量，重视商流的赋能

上游驱动电商行业经历三次变革，直播电商有望最新接棒：

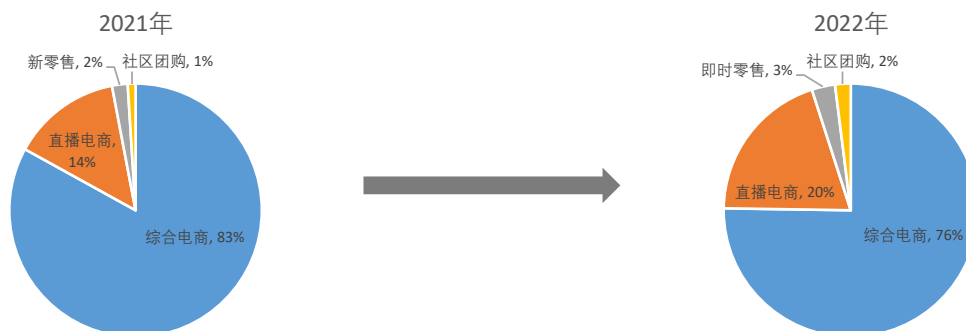
- 1) 2005-2017 年：通讯科技（智能手机、支付技术等）完善，淘系、京东网购的崛起驱动快递行业的发展。**此阶段，网购的基本盘形成，拓宽了我国居民的消费渠道，网民数量由 1.37 亿人提升至 7.72 亿人。
- 2) 2018-2020 年：网购普及度进一步提升，拼多多社交拼团的崛起驱动快递行业的发展。**此阶段，社交拼团带动了网购的下沉，实物商品网购渗透率由 18.4% 提升至 24.9%。
- 3) 2021 年至今：网购营销创新，抖音快手等直播电商的崛起驱动了快递行业的发展。**此阶段，直播带货作为一种重要的网购营销新形式崛起，通过立体化的营销策略进一步带动了网购下沉及冲动消费。

图21：我国网民数量稳步提升


资料来源：Wind，信达证券研发中心

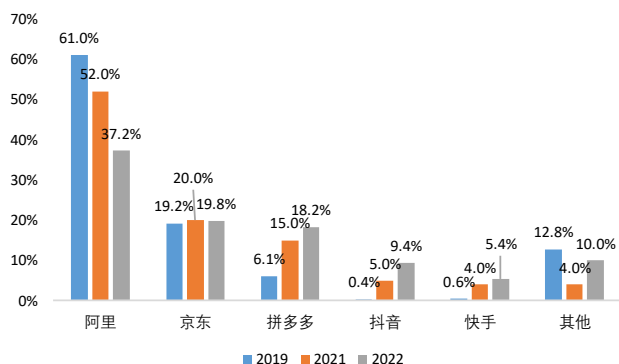
直播电商在电商平台中的话语权稳步提升。2022年，直播电商 GMV 占整体电商市场 GMV 比重达 20%，同比提升 6 个百分点；其中，抖音及快手合计 GMV 份额达 14.8%（2019 年合计仅为 1.0%）。抖音直播电商 2022 年 GMV 高达 1.5 万亿元，2018-2022 年复合增速高达 250.0%。

图22：2022 年直播电商 GMV 份额同比提升 6 个百分点



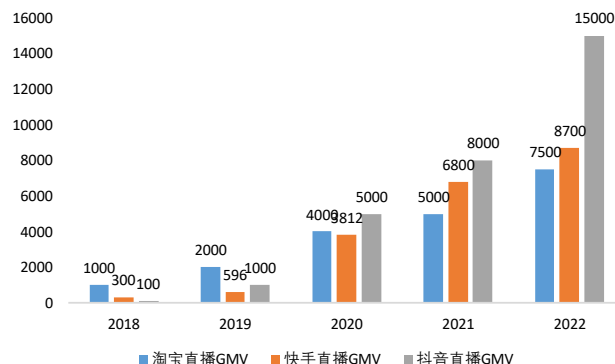
资料来源：星图数据，信达证券研发中心

图23：2022 年抖音+快手 GMV 份额已经接近 15%



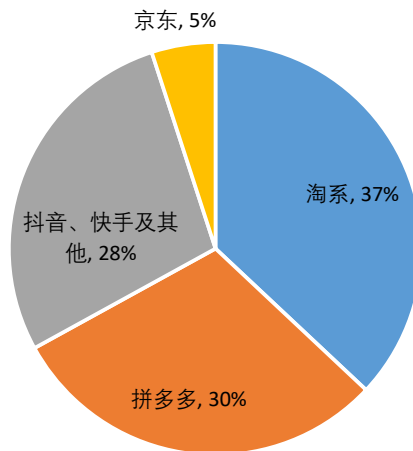
资料来源：电商报，星图数据，信达证券研发中心

图24：抖音直播 GMV 高速增长（亿元）



资料来源：招商银行研究院，星图数据，信达证券研发中心

对应下游电商快递行业包裹量结构，直播电商有望贡献显著增量。根据招商银行研究院统计，通达系快递企业包裹件量中，阿里系（淘宝+天猫）占比 37%，拼多多占比 30%，抖音快手及其他占比 28%。从结构趋势的变动上看，我们分析阿里系包裹量占比较此前有一定下降，与此同时抖音快手等直播电商包裹量占比较此前有一定提升。展望未来，伴随着直播电商相对高增速的持续，抖音、快手等直播电商对电商快递包裹量的贡献程度有望进一步提升。

图25：直播电商为通达系快递包裹重要来源


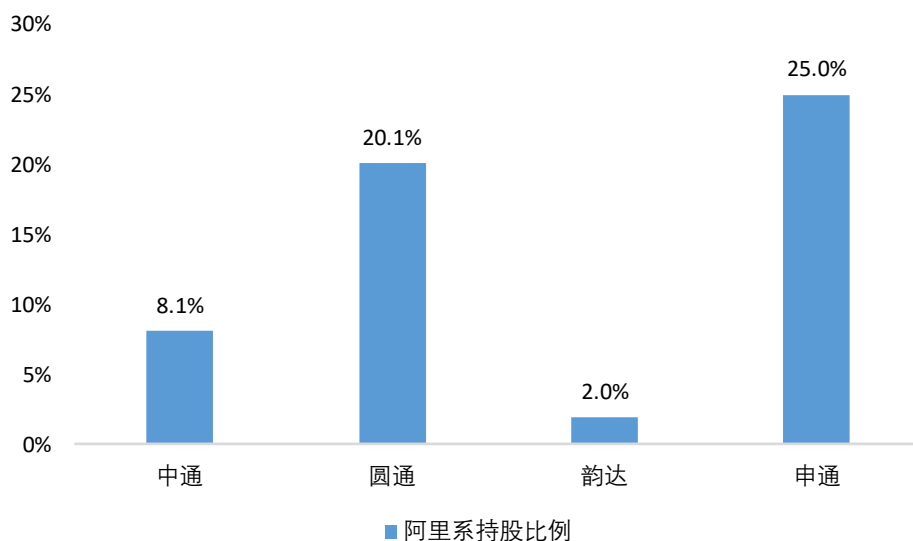
资料来源：招商银行研究院，信达证券研发中心

因此，建议重点关注电商平台商流与电商物流企业合作深化对快递行业格局影响。我们分析电商快递企业与上游商流的合作或主要包括以下几种形式：1) 股权合作：例如阿里对通达系快递企业的股权投资；2) 业务导流：例如抖音指数排名靠前的物流服务企业能够获得一定的流量倾斜；3) 服务补贴：例如抖音电商此前对快递“送货上门”服务给予一定补贴。展望未来，电商平台格局竞争趋于激烈的背景下，为了留存优质商家及消费者，平台对于服务能力的重视程度或将进一步提升，而物流服务将会是关键枢纽。我们判断自建物流或并非平台最优选择，与优质的第三方物流服务企业深化合作有望成为行业风向。对于电商快递行业本身格局来讲，具备高成长潜力的电商平台与企业合作的深化，或将带来格局份额改善的预期。

表1：核心直播电商平台对物流服务重视度趋于提升

平台	时间	举措
抖音	2021年8月	推出字节自己的物流电子面单系统，从此平台客户将无法使用菜鸟和拼多多等电子面单号段
	2022年1月	数字化物流整合服务平台“音需达”测试，并于9月正式上线，链接了顺丰、京东物流、中邮速递、圆通、韵达、中通等多家快递物流企业
	2022年3月	韵达成为首家抖音平台认证快递服务商，为抖音电商提供产品分层保障、客服专线等服务，提供优先揽收、优先中转、优先派送的绿色通道，为商家履约提供物流运营保障
	2023年9月	韵达宣布牵手飞书，全面推进线上线下一体化数字化变革，助力打通抖音电商数据，通过系统对接，实时同步数据并下达工单到省区、分拨、网点、业务员，实现降本增效
快手	2022年3月	对“按需派送”服务进行试水，是快手电商推出的“头等舱”商家产品中的服务项目之一，该项目是通过平台与快递公司达成合作进行商家匹配，从而在末端配送环节为消费者提供按照客户诉求派送的一种尊享服务
	2023年11月	快手电商双11购物节正式开启，京东物流成为了快手官方特邀物流合作伙伴，将在双11期间为快手商家提供物流运营保障，并为快手用户提供众多优质配送服务

资料来源：物流产品网，电商报，亿豹网，信达证券研发中心

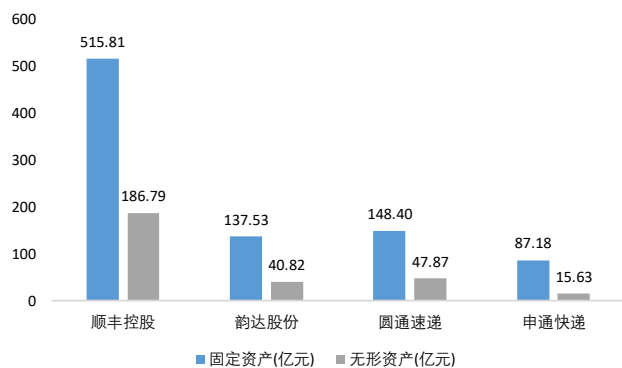
图26: 阿里系对通达系持股比例情况梳理


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

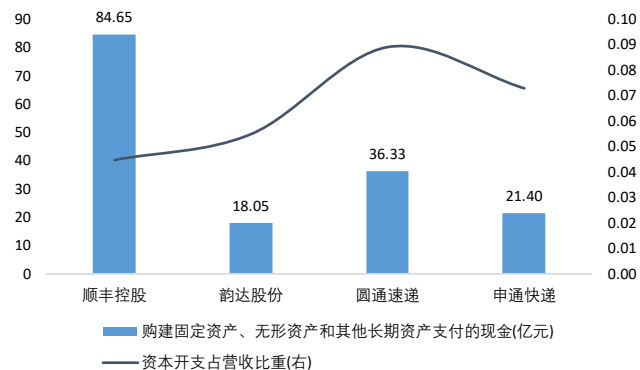
备注: 中通为2023年中报情况; 圆通、韵达、申通为2023年三季度报情况

2.2 时效快递的成长性, 重点关注亚洲首座专业性货运机场枢纽投产带来的供给侧拉动

时效快递更加重视服务品质, 服务品质的提升源于资产投放对于供给侧壁垒的不断夯实。根据顺丰控股H股招股说明书, 时效快递一般是保证在特定的预定时间内送达的快递服务, 提供精准及固定的配送窗口, 就国内配送而言一般为数小时至最多2个工作日。考虑投入及回报情况, 时效快递业务具有高门槛, 主要体现在: 1) 高密度的快递物流网络; 2) 稀缺的节点资产资源(自有机队、航空枢纽、航权时刻等); 3) 丰富的运营经验和全链路管理能力; 4) 面对客户的品牌力。因此, 时效业务这一细分市场高度集中、格局稳固, 近似于寡头垄断市场, 按2022年收入计, 前两大时效快递服务提供商占中国市场份额的84.6%, 其中顺丰控股市场份额占比达63.5%, 我们认为其未来的成长性主要看供给侧的变革拉动。

图27: 顺丰固定及无形资产规模大于通达系(截止23Q3末)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图28: 顺丰资本开支规模大于通达系(23Q1-Q3)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从面向个人客户的快递产品来看，直营制快递具备比较明显的服务优势。

1) **揽收时效方面**：直营制时效快递的最快上门时间在 1 小时内；加盟制电商快递的最快上门时间在 2-3 小时内，中通未承诺上门揽收时效。

2) **派送时效方面**：直营制时效快递的预计送达时间根据细分产品的不同，最早在次日 18 点前送达，最晚在大后天 20 点前送达；加盟制电商快递的预计送达时间，除了韵达的高端产品智橙网承诺隔日 20 点前送达之外，其余大部分未作承诺。

3) **增值服务方面**：直营制时效快递的增值服务涵盖定时性、安全性等差异化需求的满足；加盟制电商快递的增值服务相对简约。

4) **产品定价方面**：直营制时效快递定价水平较高，且不同产品之间的定价存在比较明显的区隔；加盟制电商快递定价水平相对较低，不同产品之间的定价实际上并不存在比较明显的区隔。

表2：顺丰时效快递产品在时效及增值服务等方面具备显著优势（上海-北京流向）

公司	产品	首重 (元/kg)	续重 (元/kg)	最快上门时间	预计送达时间	增值服务
顺丰	特快	23	10	1 小时内	次日 18 点前	定时派送、密钥验证、代收货款、签单返还
	标快	18	5	1 小时内	隔日 12 点前	定时派送、密钥验证、代收货款、签单返还
京东	特快送	18	8	1 小时内	次日 20 点前	保价服务、代收货款、包装服务、签单返还、指定签收等
	特惠送	16	6	1 小时内	隔日 22 点前	保价服务、代收货款、包装服务、签单返还、指定签收等
邮政 EMS	特快	21	10	1 小时内	隔日 20 点前	预约返单、密码签收
	标快	16	6	1 小时内	大后天 20 点前	预约返单、密码签收
中通	尊享件	12	5	-	-	派前电联
	普通件	12	8	-	-	-
韵达	智橙网	14	7	2 小时内	隔日 20 点前	代收货款、签单返回
	标快	13	7	2 小时内	-	代收货款、签单返回
圆通	圆准达	13	6	2 小时内	-	-
	普快件	12	6	2 小时内	-	-
申通	闪电寄	12	5	3 小时内	-	-
极兔	兔优达	13	6	2 小时内	-	隐私面单、专属面单、绿色通道、优转优派、派前电联
	标准快递	12	6	2 小时内	-	隐私面单

资料来源：各家快递企业官方微信小程序，信达证券研发中心

鄂州花湖机场（亚洲首座专业性货运枢纽机场，顺丰参股 46%）及顺丰自营配套鄂州转运中心都已投运。据鄂州市政府网，鄂州花湖机场于 2022 年 7 月正式投入运营，从规划至投运共经历 8 年时间，工程总投资概算达 308.4 亿元，其中顺丰泰森持股比例 46%，此外顺丰自建鄂州机场转运中心。2022 年 11 月 27 日，顺丰航空全货机在鄂州枢纽通航。2023 年 7 月，顺丰航空货运航线转场工作正式启动。2023 年 9 月转场工作正式完成，国际国内货运航线总数近 50 条，一张以鄂州花湖机场为中心，以深圳、北京、杭州、成都等地机场为区域枢纽，覆盖华北、华东、华南大部分地区的“轴辐式”货运航空网络已基本形成，随着货运航线转场工作的完成，顺丰转运中心也已投入使用，至此鄂州花湖机场转运中

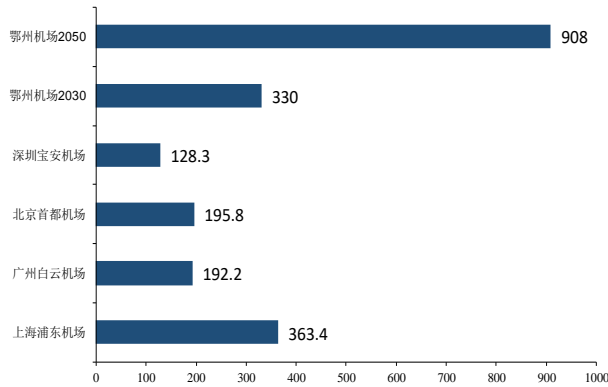
心成为顺丰在全国最大的中转分拣中心，我们预计未来鄂州机场将有更多的航班接入，形成覆盖全国的高效物流网络。

表3：鄂州机场建设历程

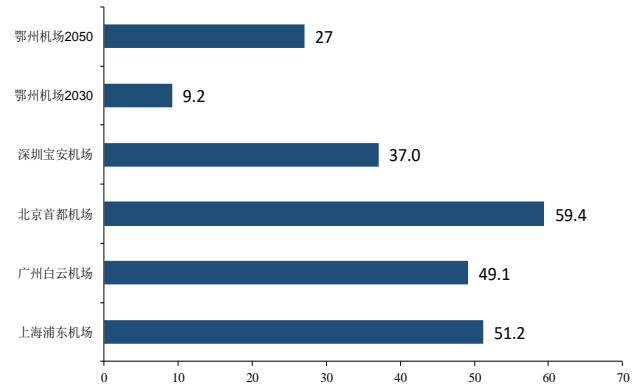
时间	项目进展
2013.06	顺丰初步规划在中国中部地区建设货运门户枢纽机场
2015.01	湖北省政府与顺丰控股签署了战略合作协议，共同谋划推进湖北国际物流核心枢纽项目
2016.04	鄂州机场建设项目选址方案获得民航局批准，确定项目场址为鄂州燕矶
2017.12	1) 湖北交投、顺丰（子公司顺丰泰森）、农银投资按 49: 46: 5 的比例出资成立湖北国际物流机场有限公司，其中顺丰拟以自有资金出资 23 亿元，持股比例为 46% 2) 明确由顺丰组织实施机场相关设施的规划、设计、投资、建设和运营，以及机场周边产业开发（包括物流园区、航空公司基地、物流基地、飞机维修基地以及航空服务体系等项目）
2019.01	《可行性研究报告》和《总体规划》获批 1) 可研：项目总投资 320.63 亿元，由机场工程、转运中心及顺丰航空公司基地工程、供油工程三部分组成 2) 总体规划：近期 2030 年旅客吞吐量 150 万人次、货邮吞吐量 330 万吨、飞机起降 9.2 万架次，远期 2050 年旅客吞吐量 2000 万人次、货邮吞吐量 908 万吨、飞机起降 27 万架次
2019.03	1) 机场工程初步设计及概算的批复，投资概算核定为 148.12 亿元（工程直接费 99.96 亿元、工程其他费用 35.88 亿元、基本预备费 4.43 亿元、建设期贷款利息 7.56 亿元、铺底流动资金 3000 万元） 2) 明确资金来源为中央预算内投资 8.2 亿元，民航发展基金 16.4 亿元，湖北省财政资金 26.8 亿元，农银投资 2.73 亿元、顺丰泰森 25.16 亿元、银行贷款 68.83 亿元
2020	机场航站楼、供油工程、顺丰航空基地等项目依次开工，将鄂州机场建成中国乃至亚洲首座专业货运枢纽机场上升为国家战略
2021	花湖机场高速公路一期工程、顺丰航空物流产业园全面开工，12 月底鄂州花湖机场建成校飞
2022	7 月鄂州花湖机场正式投运
2023	4 月首条国际货运航线“鄂州-比利时列日”正式开通，7 月鄂州机场顺丰航空货运航线转场工作正式启动，9 月转场工作正式完成，转运中心三季度投运

资料来源：公司公告，鄂州市人民政府，鄂州花湖机场公众号，鄂州市临空经济区公众号，信达证券研发中心

鄂州机场 2030 年规划货邮吞吐量将达 330 万吨。作为全国乃至亚洲唯一航空物流核心枢纽，规划近期 2030 年旅客吞吐量 150 万人次、货邮吞吐量 330 万吨、飞机起降 9.2 万架次，远期 2050 年旅客吞吐量 2000 万人次、货邮吞吐量 908 万吨、飞机起降 27 万架次。根据荆楚网，2023 年鄂州花湖机场完成货邮吞吐量 26.5 万吨，其中国际货邮吞吐量 4.9 万吨，未来仍有可观的产能利用率提升空间。

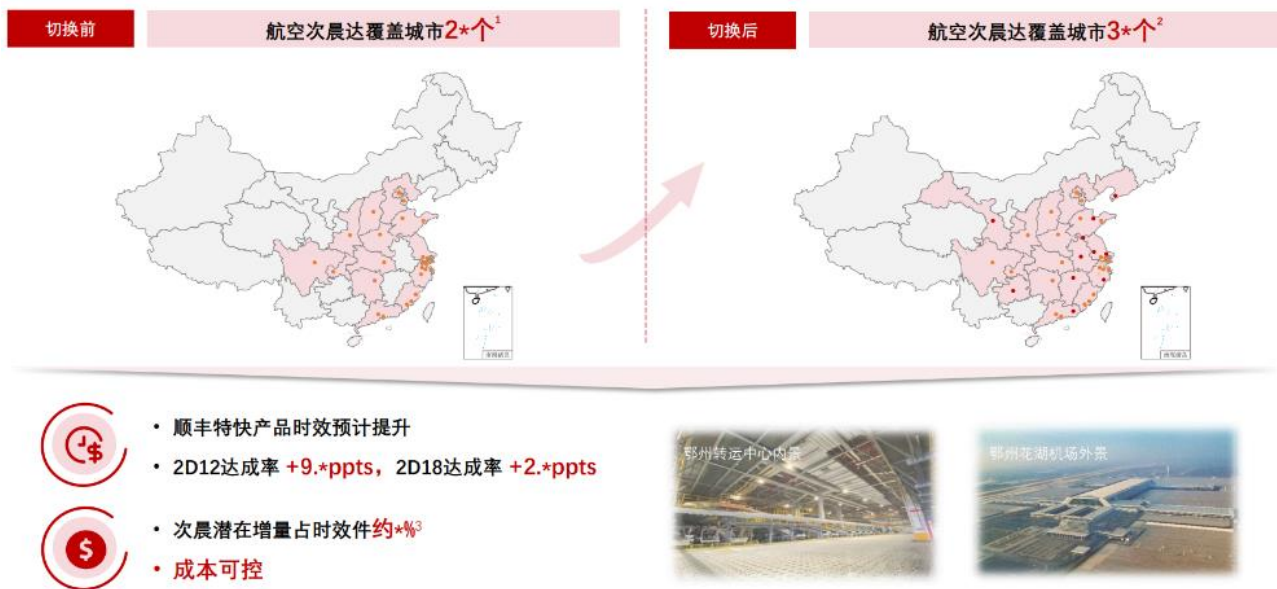
图29：2030年鄂州机场货邮吞吐量将达到330万吨


资料来源：Wind，新浪湖北，中国航空报，信达证券研发中心
 备注：宝安、首都、白云、浦东机场为2019年数据

图30：2030年鄂州机场起降架次将达到9.2万架次


资料来源：Wind，新浪湖北，中国航空报，信达证券研发中心
 备注：宝安、首都、白云、浦东机场为2019年数据

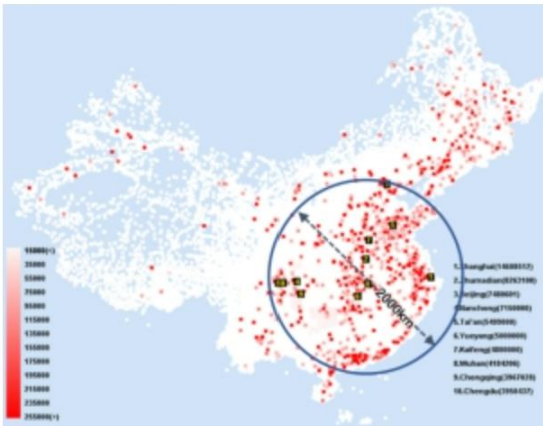
国内时效业务方面，航空覆盖度提升驱动存量陆运快件升级，同时打开产品分层细化的空间。鄂州机场转运中心投入运营后，枢纽逐步向中部转场将进一步增加航空特快件覆盖区域，截止24年2月18日花湖机场已开通48条国内货运航线。我们预计，航线加密下时效再强化，时效提升或推动目前部分城市的存量陆运快件升级成高价值的航空特快件，同时在飞行时效稳定后或有能力推出进一步细化的时效产品分层，从而推动时效件票单价及利润能力进一步提升。根据顺丰控股2022年度推介材料，鄂州枢纽航线切换后，航空次晨达城市有望由原来20余个提升至30余个。

图31：鄂州枢纽航线切换后顺丰的航空次晨达城市数量有望提升


注1：指数至2022年底800KM以上流向涉及的航空次晨达城市（含直飞）；注2：指鄂州枢纽建成后800KM以上流向涉及的次晨达城市（含直飞），新增11个城市，撤销3个城市；注3：基于次晨达新增覆盖城市历史时效数据估算

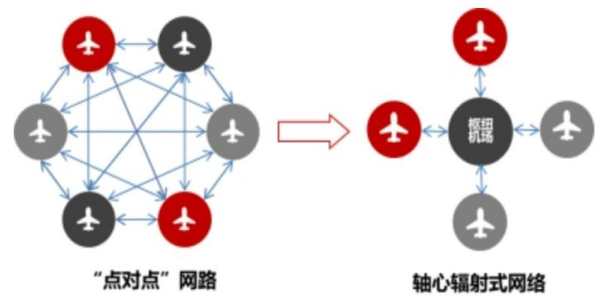
资料来源：顺丰控股公司官网，信达证券研发中心

图32: 1.5-2 小时飞行可覆盖经济人口占全国 90%地区



资料来源: 中国民航网, 民航新型智库, 牟凯《鄂州货运枢纽机场选址分析对完善航空货运枢纽网络的启示》, 信达证券研发中心

图33: 顺丰航空从“点对点”网络向“轴辐式”网络转变



资料来源: 中国民航网, 民航新型智库, 牟凯《鄂州货运枢纽机场选址分析对完善航空货运枢纽网络的启示》, 信达证券研发中心

国际时效业务方面, 鄂州货运枢纽的投产及相应国际航线的拓展, 配合末端货代网络资源及自有机队储备, 有望加速龙头出海步伐。2021年9月末, 顺丰以176亿港元收购嘉里物流约51.5%股份, 依托其亚洲健全的物流设施、成熟的陆运网络及本土化的快递运营经验和资源, 历经2年时间实现交叉销售、联合产品开发等深度融通合作; 2023年11月, 顺丰集团与嘉里物流达成协议, 由嘉里物流持股51%共同成立顺嘉航服, 正式接手鄂州花湖机场顺丰国际货站的运营, 承担鄂州花湖机场国际货运航班的进出口地面保障工作。截止24年2月18日花湖机场已经开通14条国际货运航线, 鄂州枢纽优质的航权时刻、轴辐式网络架构, 协同嘉里物流的货代网络及顺丰自有机队(截止23H1末顺丰运营全货机99架, 其中自营达83架), 有望打开未来中高端时效快递业务出海的广阔空间。

图34: 顺丰国际业务发展规划



资料来源: 顺丰控股公司官网, 信达证券研发中心

三、单票盈利提质：价格竞争的边际变化偏中性，此外单票成本仍有下行空间

3.1 政策、龙头、新进入者三因素综合研判，预计行业价格竞争的边际变化偏中性

我国快递价格竞争经历“中小主导-头部主导-新进资本主导”阶段，而后监管介入形成规制，价格竞争的秩序边际有所改善。

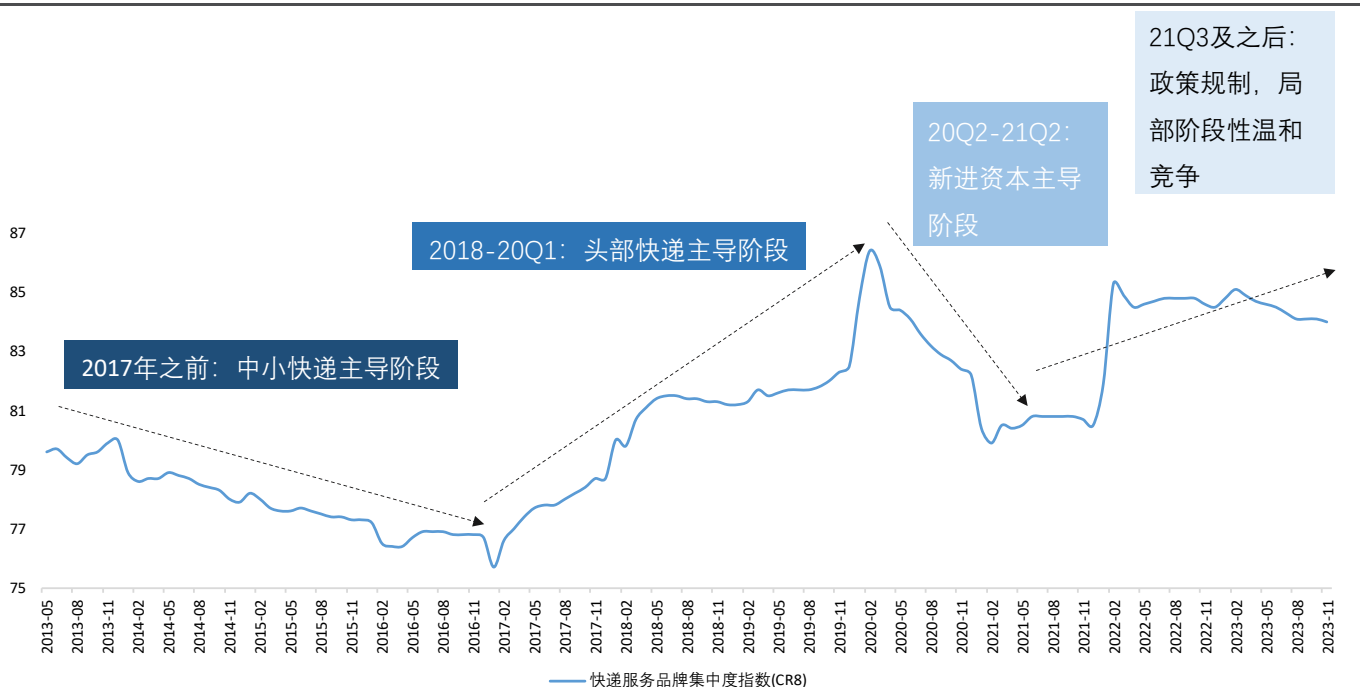
1) 2017年之前：中小快递主导阶段。价格竞争主要由中小快递发起，行业集中度下降。

2) 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。

3) 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。

4) 21Q3 及之后：监管政策“托底”之下恶性竞争结束，23 年以来局部区域在局部时间段仍有一定程度的偏温和的价格竞争。

图35：我国快递价格竞争经历“中小主导-头部主导-新进资本主导-政策规制”



资料来源：Wind，信达证券研发中心

基于对政策、龙头意向及产能情况、新进入者三因素的综合研判，我们分析，从相对 2023 年的边际变化角度，未来行业价格竞争激烈程度或偏稳定：

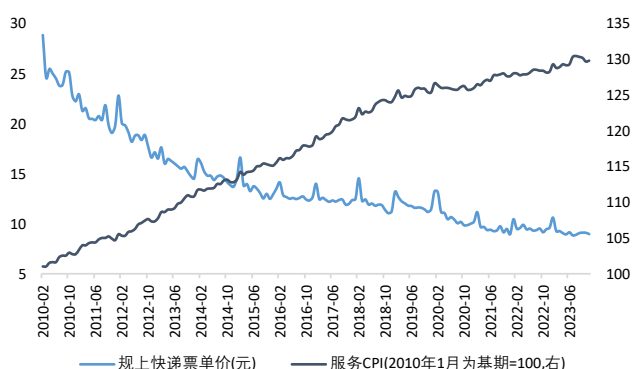
1、政策监管

政策监管的工作重点是提升快递行业的发展质量。我国 2023 年快递行业单量 1320.72 亿件，2018-2023 年复合增速超过 20%。2023 年 12 月，新《快递市场管理办法》正式公布，根据《〈快递市场管理办法〉解读》，随着快递业高质量发展进程不断加快，快递业务量持续增长，人民群众对快递服务的期望不断提高，快递业高质量发展产生了一些成熟经验和制度需

求，需要上升为制度安排，为快递市场建立明确的制度预期，修订后的《快递市场管理办法》主要内容包括：明确促进快递发展的保障措施，建立绿色低碳发展的制度导向，优化快递市场秩序的规制方式，加强消费者使用快递服务的权益保护，体现快递安全发展的制度要求，完善快递行业治理的制度手段等。2024年1月，市场监管总局（国家标准委）发布《快递包装重金属与特定物质限量》《快递服务》《快递循环包装箱》等五项国家标准，进一步规范邮政行业发展，提升快递服务质量水平。

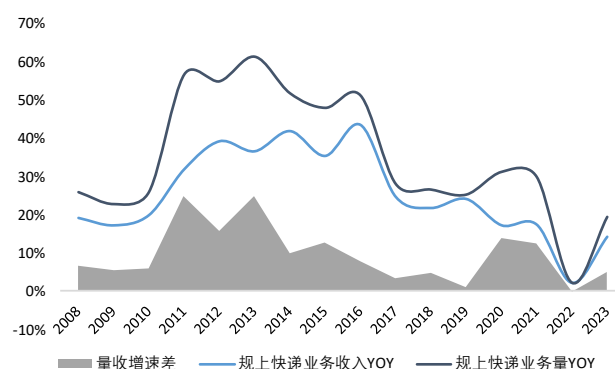
考虑到快递行业特性，我们认为监管的“托底”或具备持续性，护航行业相对健康的发展步调。快递行业具备明显的劳动密集属性，拥有大量的末端揽派从业人员，从业人员的稳定关系到社会的稳定。因此，党中央、国务院就保障快递员、外卖配送员权益多次作出重要指示，要求完善多渠道灵活就业的社会保障制度，维护好快递员、外卖配送员等的合法权益。2021年6月，经国务院同意，交通运输部、国家邮政局、国家发展改革委、人力资源社会保障部、商务部、市场监管总局、全国总工会联合印发《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》；2024年1月，国家邮政局召开全国快递行业推进劳动合同制度动员部署电视电话会议，深入学习贯彻习近平总书记关心关爱快递员群体重要指示批示精神，宣贯国家邮政局、人力资源社会保障部《快递行业推进劳动合同制度专项行动方案》，切实提升快递员群体的获得感、幸福感、安全感。我们分析，监管的“托底”或具备持续性，2023年监管价格竞争秩序的手段相对灵活，主要是在局部时间、局部区域定点消除“跑冒滴漏”现象，预计2024年从边际的角度，仍有望维持稳定。

图36：快递票单价与服务业居民物价指数呈背离趋势



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图37：快递量收增速差自2021年以来有所收窄



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2、龙头意向及产能

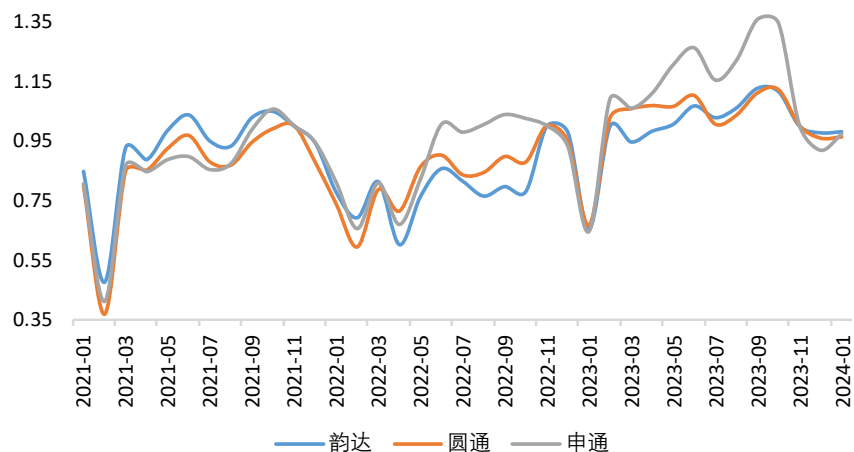
意向方面，份额（件量增速）与盈利都是重要的考量因素，我们判断龙头会有所兼顾。以中通快递为例，公司在2022年第四季度及2022财年未经审计财务业绩公告中提出，2023年要在保持服务质量和客户体验的同时，继续领跑行业，目标市场份额提升至少1.5个百分点，但在实际经营的过程当中价格策略的权衡调整效果不及预期，基于对质、量、利平衡发展的要求，公司在2023年第三季度未经审计财务业绩公告中指出“原本全年增长1.5个百分点的市场份额目标已经不合理”。展望未来1-2年的时间维度，考虑行业规模增速中枢边上的放缓以及头部电商快递公司的表态及经营举措，我们认为龙头或会对份额及盈利的增长目标有所兼顾。

表4：通达系龙头对于经营策略前瞻及行业竞争判断的相关表述梳理

公司	公告	表述
中通快递	2023年第三季度未经审计财务业绩公告	中通有能力实现质、量、利的平衡发展，我们不受外部短期事件的干扰或内部绩效压力追求的压力，始终关注服务质量的稳步提升，把握不做亏本件的底线，坚持获取有盈利的业务增量
韵达股份	2023年10月30日投资者关系活动记录表	公司将充分利用网络持续改善的经营惯性，发挥协发委的作用及网格仓的优势，加强网络的服务能力，实现网络的均衡发展，积极做大做强快递核心主业，把优质的服务品质进行流量转化，不断扩大标准快递业务，在做有质量、有价值、有利润的优质包裹的同时，合理兼顾产能利用率和边际效应
圆通速递	2023年10月27日圆通速递投资者调研会议纪要	公司认为，快递行业竞争格局将逐渐清晰，未来行业竞争格局将进一步分化，市场价格预计将相对平稳且保有合理弹性的趋势
申通快递	2023年5月16日投资者关系活动记录表	未来，我们认为快递行业将朝着高质量发展的目标迈进，出现普遍性恶性价格竞争的概率较小，行业整体价格仍将保持相对平稳，但因为淡旺季、货品结构以及流量流向不同可能会有一定范围的价格波动。公司坚持“业务规模、服务体验及利润”三驾马车并驾齐驱、均衡发展

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

产能方面，我们判断 2022 年疫情后电商快递龙头的产能利用率已逐步爬坡至相对高位，产能空间相对有限的情况下，采取极度激进价格策略的概率可能并不大。考虑到快递行业具备淡旺季，且快递企业会倾向于锚定 11 月电商大促期间潜在峰值情况投放产能，我们以第 T-1 年 12 月以及第 T 年前 10 月各月度日均业务量除以第 T-1 年 11 月月度日均业务量，从而近似地来衡量该月份的快递产能利用情况（定义为产能利用倍数），发现韵达、圆通、申通 2024 年 1 月的产能利用倍数分别为 0.98、0.96、0.97，高于 2018 年 1 月以来的历年同期值。我们认为，这或许意味着 2022 年疫情后电商快递龙头的产能利用率已逐步爬坡至相对高位，那么在产能空间相对有限的情况下，能够实际消化的边际包裹增量可能并不太明显，相应采取极度激进价格策略的概率可能并不大。

图38：韵达、圆通和申通的产能利用倍数 2023 年以来已逐步爬坡至相对高位


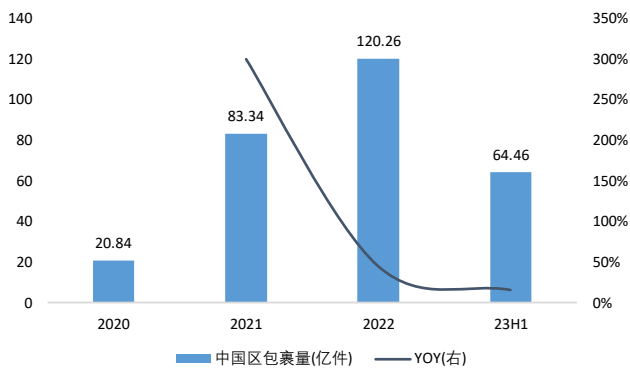
资料来源：Wind，信达证券研发中心

3、新进入者

极兔战略重心转移，其余潜在新进入者未来或难有契机再度发起恶性竞争。2020 年极兔通

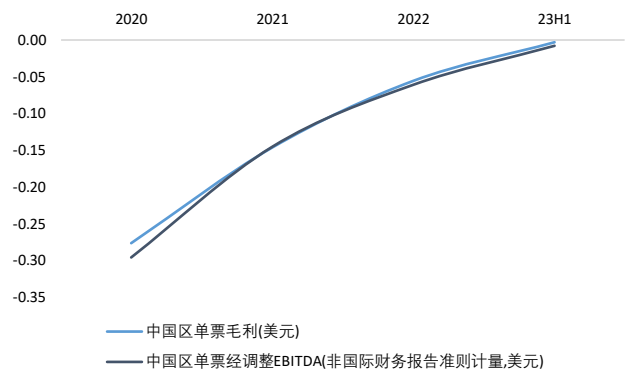
过收购中国龙邦快递，获得国内快递运营资质牌照，在国内正式起网运营，日均单量由 2020 年的 569 万件高增至 2021 年的 2283 万件。2021 年 4 月，由于用远低于成本价格进行倾销，极兔义乌转运中心被当地邮管局责令停业整顿。从单量的增长节奏看，2021 年极兔国内快递件量同比增速达 300.0%，2022 年及 23H1 同比增速分别放缓至 44.3%、15.1%；从单票盈利的减亏节奏看，2020-23H1 极兔中国单票毛利分别为 -0.28 美元、-0.15 美元、-0.06 美元、-0.003 美元。事实上，2022 年 6 月极兔武汉大客户交流会上，高管披露极兔的未来，是希望在全球运营最后一公里，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，我们认为未来极兔国内电商快递业务或会更加重视提质增效。此外，在行业高质量发展成为重点的大背景下，其余潜在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，未来或难有契机再度发起恶性竞争。

图39：极兔中国快递包裹量增速放缓



资料来源：极兔速递招股说明书，信达证券研发中心

图40：极兔中国单票亏损显著收窄



资料来源：极兔速递招股说明书，信达证券研发中心

3.2 龙头单票成本有望进一步下行

3.2.1 加盟制快递：规模效应为基、资产替代及管理改善助力

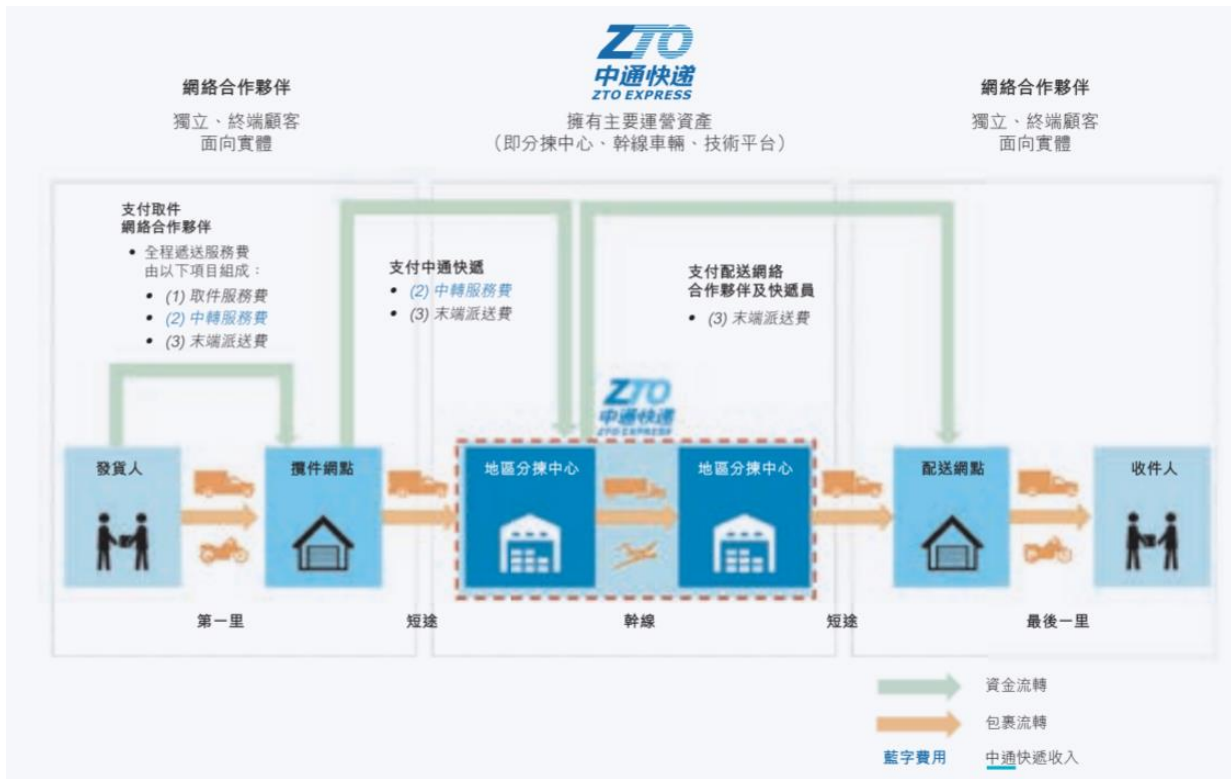
快递成本主要三方面：派费成本+干线成本+分拣成本。对于核心单票成本的优化，规模效应是基础，规模的扩张能够有效摊薄单票成本中的固定成本部分。

1) **派费成本**：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。此项对电商快递总部盈利影响不大。

2) **干线成本**：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。此项影响电商快递总部盈利。

3) **分拣成本**：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。此项影响电商快递总部盈利。

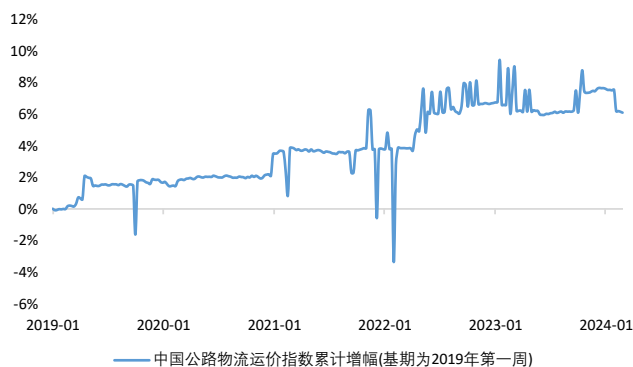
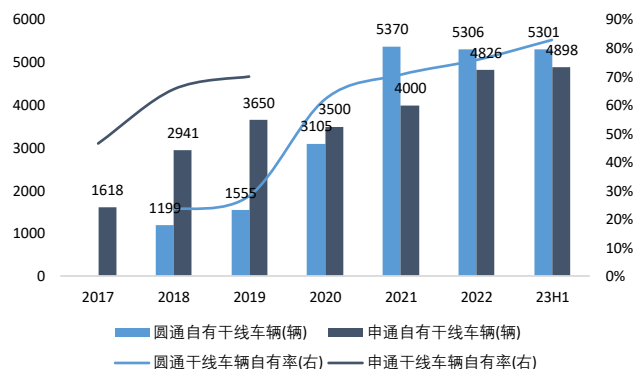
图41：中通快递为例，快递履约全程成本由揽收、中转、运输、派送构成



资料来源：中通快递公司公告，信达证券研发中心

运输工具替代：自有化叠加大型化，增强成本可控度。

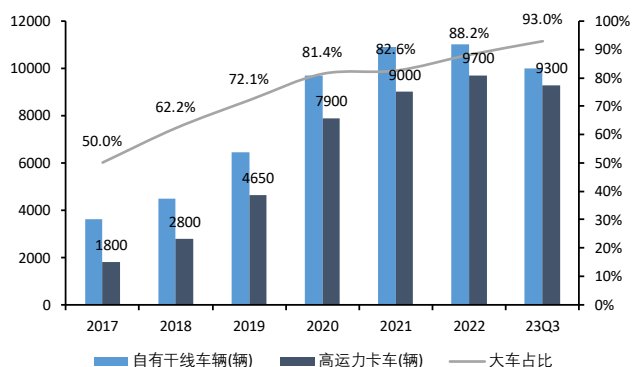
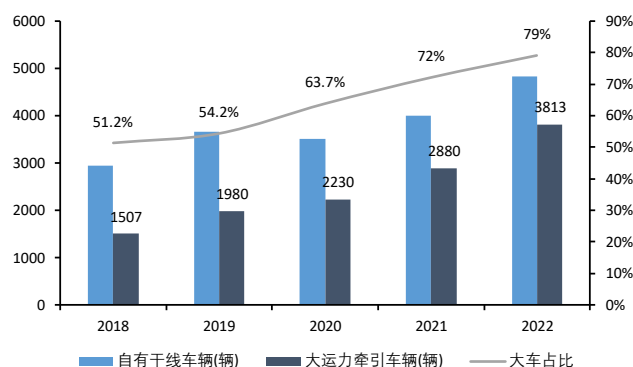
1) 自有车辆替代外协车辆有助于保证干线运力稳定性可控,对第三方车队也有更多议价权,降低干线运输环节的单票成本。公路物流运价呈刚性上涨态势。根据中物联,2019年第一周我国公路运价指数966.01点,而2023年12月最后一周我国公路运价指数1040.0点,累计同比上涨7.7%。通达系车辆自有化比例稳步提升,圆通速递干线车辆自有率由2018年末23.5%提升至2023年6月末82.8%。

图42：23年末周我国公路运价指数累计同比 19 首周上涨 7.7%

图43：圆通及申通自有车辆数量稳步提升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

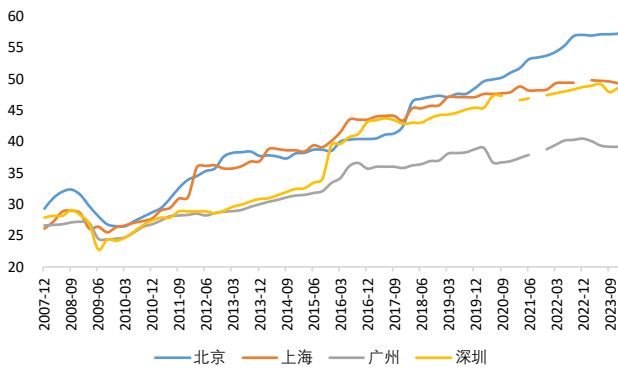
2) 大型车辆替代小型车辆能够在提升装载率的同时减少发车频次, 降低干线运输环节的单票成本。头部电商快递企业具备明显领先的网络管理经验及能力, 推广大型运力车辆同时借力智慧车辆运行监控系统、智慧路由系统等一系列数字化管控工具, 可以优化路由规划和线路拉直率, 在干线运输环节推动降本增效。例如, 中通快递自有高运力卡车由 2017 年末 1800 辆提升至 2023 年 9 月末 9300 辆, 自有大车占比提升至 93%; 申通快递大运力牵引车辆占比由 2018 年末 51.2% 提升至 2022 年末约 79%。

图44：中通快递自有高运力卡车占比逐步提升

图45：申通快递自有大运力牵引车辆占比逐步提升


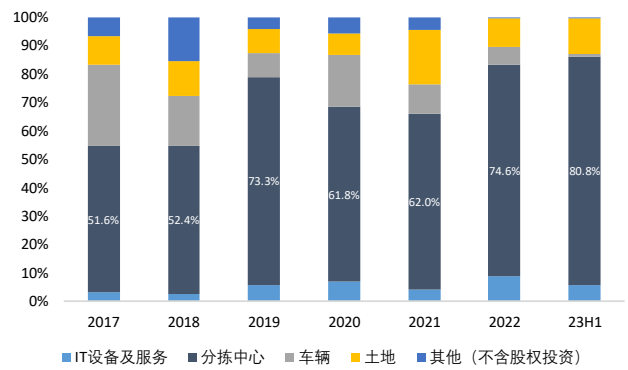
资料来源: 中通快递公司公告, 信达证券研发中心

资料来源: 申通快递公司公告, 信达证券研发中心

土地厂房替代：自有替代租赁有望锁定固定成本。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 2023 年三季度末 88 个; 韵达自营转运中心数量由 2017 年末 54 个上升至 2023 年中 75 个; 圆通自营转运中心数量由 2017 年末 64 个上升至 2023 年中 70 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 23H1 的 80.8%, 土地资本开支占比由 2017 年的 10.2% 提升至 23H1 的 12.5%。

图46：“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）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图47：韵达股份资本开支中占比最高为分拣中心


资料来源：Wind，韵达股份公司公告，信达证券研发中心

管理改善：职业经理人制度推进、加盟商利益协同及数字化工程等有望赋能降本增效。加盟制快递行业的商业模式决定了总部和加盟商之间的利益需要得到协同，其中需要总部治理的优化、对加盟商政策的优化、以及网络管理工具的优化。中通快递通过“同建共享”机制实现稳定的管理，业内首家推行“有偿派费”；韵达股份2023年开始加速深化管理改善，推动职业经理人制度的建设、管理思想及工具变革、网点“协发委”制度建设及数字化战略；圆通速递着力打造“非直管的直营化管理体系”，全面推进“一号工程”——“加盟网络数字化、标准化、绩效化”在全网落地。头部通达系公司逐步意识到管理改善在快递经营中的重要性，且降本增效的思路已经从总部为主改进至全链路。

表5：韵达股份2023年下半年重点工作及经营策略上重视管理改善

维度	举措
总部治理	1) 期权激励计划和员工持股计划将充分调动公司核心团队的工作积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，确保公司发展战略和经营目标的落实 2) 公司引入 OKR 管理思想，结合线上的管理手段和管理工具，建设高效的经营体系，提升市场竞争力和经营执行力
加盟商利益协同	1) 继续挖掘网点“协发委”的组织力量和职能，让优秀的加盟商参与快递管理，给总部提供意见，共同提升网络经营水平 2) 坚持“全网一体、共建共享”的发展理念，通过管理数字化、服务标准化等各种赋能措施，持续帮助网点降成本、提服务、增利润；同时，随着公司优化定价机制，网络服务能力提升，网点拓客信心增强，总部与网络伙伴通力协作共同开拓品牌、做大客户规模、借助网点“协发委”的组织力量和职能，公司与网络伙伴共同维护韵达品牌，持续优化产品结构
数字化	深入推进“全面移动实时数字化”战略，充分发挥数字化经营工具功能，在分拨运营、车辆管理、车载匹配、路由线路优化、末端服务能力等各个环节提升精细化管理水平，减少生产损耗、提升人均效能、提高车辆装载率，通过数字化精细化管理，不断提升末端服务能力，提高快递服务履约交付质量

资料来源：韵达股份公司公告，信达证券研发中心

此外，对于加盟制快递企业来说，行业推进劳动合同制度对单票快递全链路成本及总部口径成本的影响或相对有限，且在竞争秩序稳定的情形下或可向前端进行传导。2024年1月19日，国家邮政局召开全国快递行业推进劳动合同制度动员部署电视电话会议，宣贯国家邮政局、人力资源社会保障部《快递行业推进劳动合同制度专项行动方案》，要求全系统全行业把贯彻落实《方案》作为当前和今后一段时期的重点任务，按照“一年初见成效、两年进步明显、三年巩固提高”的目标扎实稳妥推进。我们以披露全网员工情况的韵达、申通两家加盟制快递企业为例，测算补缴社保公积金对快递员覆盖率提升所可能产生的单票链路成本增

量（2022 年情况静态测算），假设：1）快递员年收入情况与全国就业人员平均工资持平；2）需补缴社保公积金的快递员占全网快递员总数的 50%；3）公司缴纳比例系数按照法定最低比例。在这样的情况下，我们测算补缴社保公积金带来 2022 年韵达、申通单票增量全链路成本（总部及加盟商合计承担口径）分别 0.10 元、0.12 元，占原当年度单票快递业务成本（总部口径）比重分别 4.3%、5.1%，占比较低。

表6：社保公积金补缴对加盟制代表企业的快递员覆盖率提升所可能产生的单票链路成本增量测算（2022 年情况静态测算）

品牌	2022 年末全网快递员数量（万人）	假设需补交社保快递员比例	2022 年全国就业人员平均工资（万元/年）	公司缴纳比例系数	2022 年快递业务量（亿件）	2022 年单票全链路增量成本（元）	2022 年单票快递业务成本（元）	单票增量成本占单票快递业务成本比重
韵达	18	50%	9.25	21.2%	176.09	0.10	2.34	4.3%
申通	16	50%	9.25	21.2%	129.47	0.12	2.41	5.1%

资料来源：公司公告，公司官网，Wind，人社部，中国政府网，信达证券研发中心

备注：韵达及申通的全网快递员数量为公司公告披露值；公司缴纳比例系数为假设值，可能存在测算偏差

3.2.2 直营制快递：重视健康经营大背景下的网络融通深化及末端运营模式变革

网络融通实现协同性较强环节的资源互用，同时保障末端差异化服务体验。直营制公司典范顺丰控股自 2020 年末、2021 年初重新审视各业务战略和具体运营手段之间的匹配关系，开始推动快递网、快运网、仓网及加盟网的网络融通及资源互用，努力在保障客户体验差异化的前提下实现运输网络规模化。快递与快运网络的融通在场地共建、中转融通、线路优化及网点共建等方面已经有所成效，在策略上按照两端分，中间合的思路，底层逻辑在于实现可协同性较强的物流仓储环节的资源共享，从而通过提升规模效应及网络效应实现人工、运输成本的双优化。

融通战略稳步推进，降本增效成本收缩可期。截止 2023 年上半年，顺丰网络融通推进已稳步彰显成效，在中转端提升分拣效率，77%的场地新增需求根据“同场地、同园区、同区位”三种类型择优布局建设，82 个仓与中转场实现了场地融通，实现日峰值 76%的大件由大件网络自主完成转运操作，日均释放小件场地产能超过 100 万票；在运输端优化线路，实现线路整合、干支线资源重复利用；在末端实行网点共建，建设具备同时处理小件和大件的能力的综合网点，此外通过收派协同提高可派送大件的末端网点覆盖率至 93.8%、通过中转直派推行中转场分拣+配送直达客户的模式优化。展望未来，网络融通有望向多网进一步拓展深化，不断夯实公司经营底盘，在提高旺季运营稳定性的同时实现降本增效、成本收缩。

图48：顺丰拓宽融通场景，持续降本增效

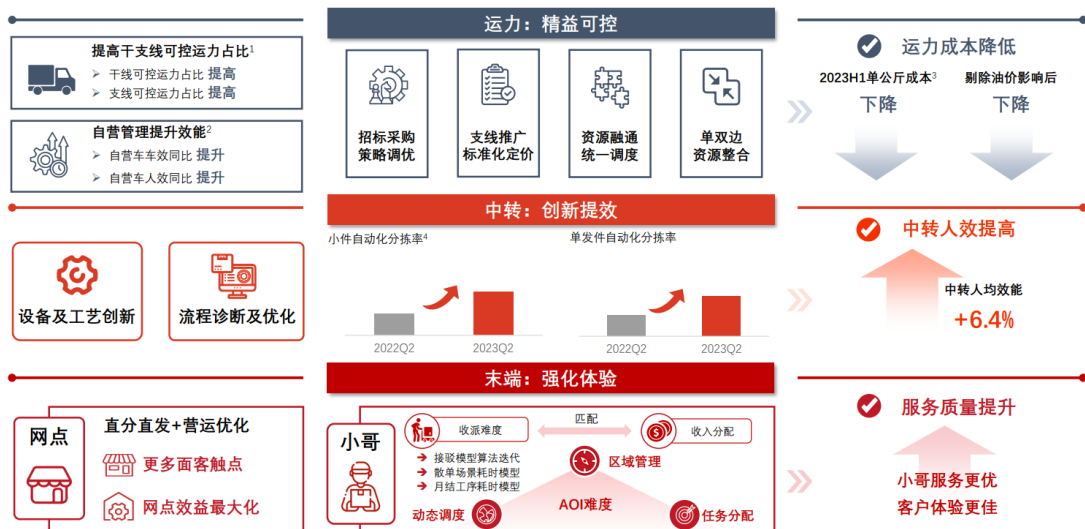


注1：场地融通和仓配协同为2023年上半年数据；注2：高峰大件入网率为2023年6月高峰日大件收件量中进入大件中转场操作的件量占比；注3：指末端小件网点中具备大件服务能力网点占比；注4：节省成本为 融通后 vs 假设不融通 成本降低程度，剔除了部分非融通因素影响

资料来源：顺丰控股 2023 半年度推介材料，信达证券研发中心

运营模式变革优化末端网点布局。顺丰推动运营模式优化，利用容器集装并从中转场直接分拣+直接发货至终端小站点，节约收派员往返网点时长，减轻收派员劳动强度，增加面客时长及创收机会，同时促进末端场地面积退减租、末端资源（比如接驳、仓管等）分流退出，从而带动末端网点效益最大化。

图49：顺丰 2023 年上半年运营模式变革进展



注1：可控运力资源指公司自有车辆、共建车队及租赁车辆等由公司自主管控与调用的运力；注2：自营车车效指自营车日均行驶载货里程数，自营车人效指自营车司机日均行驶里程数；注3：指管报口径，大小件干线支线运输单公斤成本；注4：3KG以下且体积偏小的轻小件，生鲜等特定品类除外

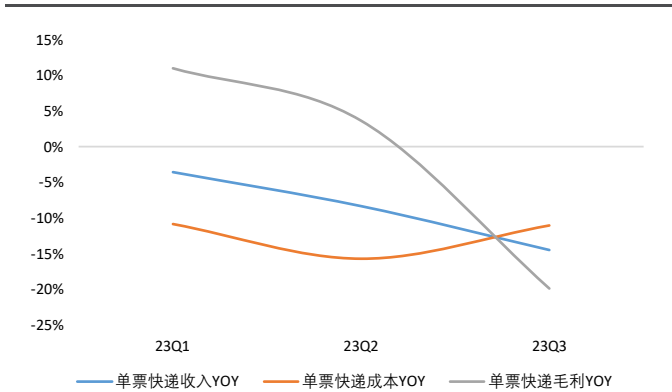
资料来源：顺丰控股 2023 半年度推介材料，信达证券研发中心

3.3 价格趋稳叠加单票成本下行，单票盈利仍有望提升

龙头单票成本仍有下行空间，如果叠加价格在边际上相对稳定，那么单票盈利仍有望提升。复盘 2023 年，从边际的角度，市场竞争激烈程度相较 2022 年有所提升，因此电商快递企业票单价同比出现了一定程度的下降，但龙头通过单票成本的降本增效，仍能在一定程度上对冲票均价格的同比降幅。以中通为例，23 年前两个季度的单票快递业务收入降幅均小于单票快递成本降幅；以韵达为例，23 年第一季度单票综合营收增幅大于单票营业成本增幅，且 23 年第二、三季度单票综合营收降幅小于单票营业成本。展望 2024 年，如果快递价格

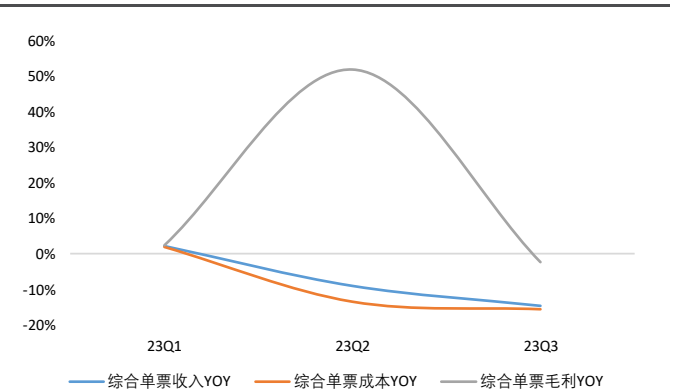
竞争如我们推演从边际变化的角度相对稳定，且单票成本还有下行空间，那么依然看好电商快递龙头的经营及盈利质量的改善。

图50：中通快递 23 年前二季度快递单价降幅小于成本



资料来源：Wind，中通快递公司公告，信达证券研发中心

图51：韵达股份 2023 年前三季度票均收入降幅小于成本



资料来源：Wind，信达证券研发中心

四、投资思考

4.1 直营制方面，看好顺丰控股双拐点重塑价值

顺丰控股为我国快递物流综合性龙头，具备经营+现金流双拐点，我们认为标的交易逻辑或有望由“交易时效件增速”逐步转向“交易整体经营利润及现金流改善预期”，或打开价值空间。

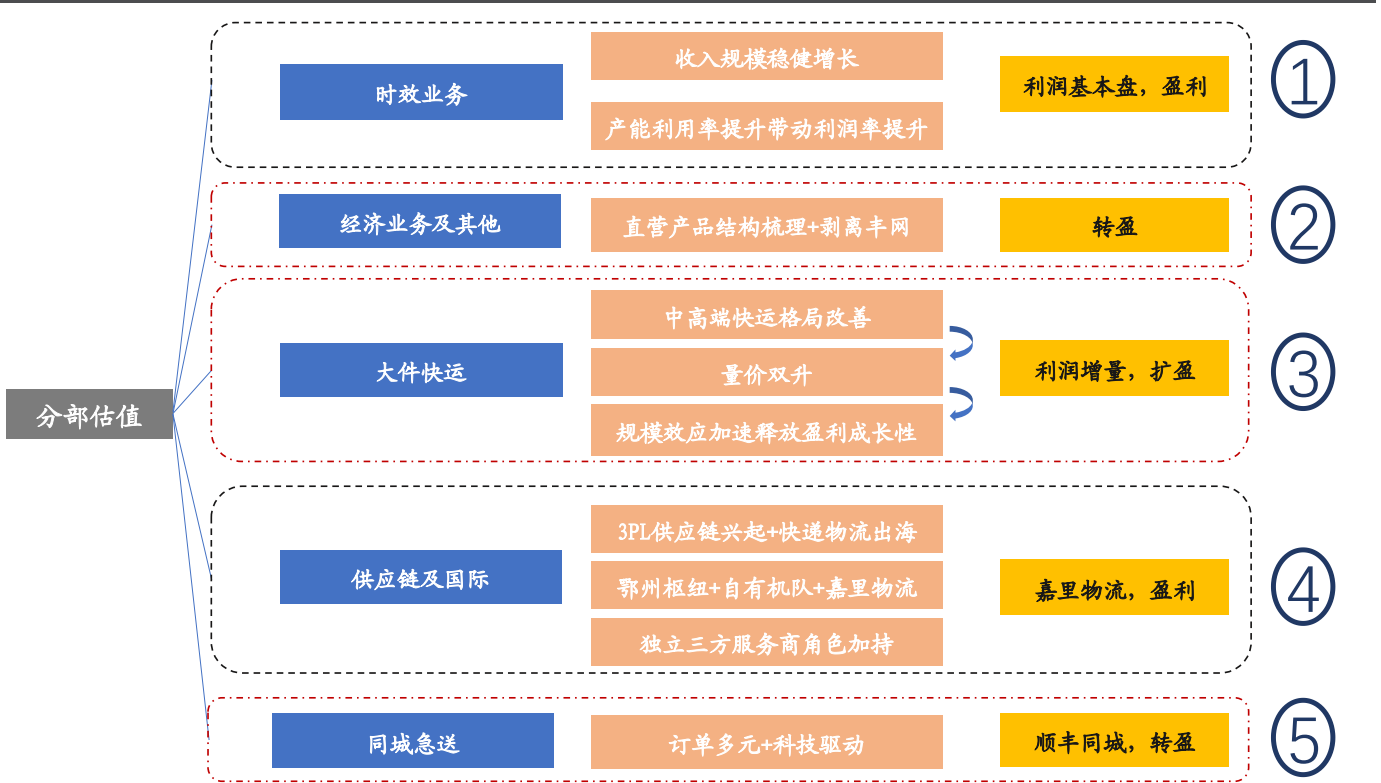
健康经营成效稳步彰显，推动扣非业绩增长。一方面收入端，公司追求高质量的业务和收入增长，经济业务回归直营体系，于2023年6月剥离加盟制丰网。另一方面成本费用端，公司通过持续推动多网融通、运营模式变革、精准资源规划等手段，延续降本增效，单三季度扣非归母净利率2.8%，同比提升0.4pts。

公司新业务经营拐点有望延续。1) 经济业务回归聚焦直营。产品结构多次调优，21H2起陆续清理特惠专配及23年6月剥离亏损丰网后，主打“电商标快”直营体系产品；2) 快运或加速利润释放。22年起受益网络融通实现净利润0.28亿元，格局好转及履约修复双轮驱动，我们预计23年进入业务稳健增长与盈利加速释放的新阶段；3) 同城首次实现扭亏。公司层面，多元化订单提升韧性，科技赋能降本增效，顺丰同城经营持续优化，23H1同比扭亏，我们预计23全年有望盈利。

公司自由现金流拐点有望延续。剔除与经营无关的税费返还因素之后，公司自由现金流自2021年-40亿元转正至2022年128.70亿元，23H1自由现金流同比增长49.8%至78.75亿元，23Q3自由现金流同比增长14.8%至38.06亿元。展望未来，我们分析一方面公司业务规模增长有望带来经营性现金流持续增长，另一方面鄂州项目投产后公司资本开支或已达高峰、未来或逐步收窄，整体自由现金流有望延续增长。

鄂州项目有望带来超额催化。公司鄂州机场转运中心于2023年三季度投产，短期带来一定的航线切换、折旧摊销等压力，但我们预计影响有限且或已较充分得到反映，未来航空产能利用率提升仍有望驱动单位成本下行；此外收入端，轴辐式网络搭建完毕且运营稳定后，航空特快件渗透率有望进一步提升、同时也有望为时效业务进一步产品分层夯实基础。

我们预计公司2023-2025年归母净利润分别85.22亿元、110.80亿元、146.03亿元。公司作为综合快递物流龙头，经营拐点及现金流拐点双重凸显，我们认为当前估值安全边际较为充足，中长期价值空间广阔，维持“买入”评级。

图52：顺丰控股业务框架


资料来源：信达证券研发中心

4.2 加盟制方面，估值已到低位，重视经营改善机会，重点关注中通快递、韵达股份

对成长性及竞争秩序的分歧导致板块估值调整至低位，中通、韵达、圆通、申通 2024 年市盈率平均仅 10-11 倍左右，当前过度悲观的预期或应得到改善。我们认为，行业件量规模的成长性基于电商变革的推动或会好于市场预期，企业份额格局方面关注直播电商商流赋能的外生变量；此外价格竞争从边际变化的角度或趋于稳定，基于单票成本的下行，龙头的单票盈利仍然具有增长能力。投资标的方面，重点关注纳入港股通标的、流动性及估值有望改善的电商快递龙头【中通快递】，以及总部治理改善、对加盟商政策优化、提升对高质量包裹及服务重视程度、有望经营向好的【韵达股份】；此外关注圆通速递、申通快递。

表7：加盟制快递重点公司估值表

证券代码	公司简称	市值	归母净利润					市盈率			
		(亿元)	2024/3/11	22A	23E	24E	25E	22A	TTM	23E	24E
2057.HK	中通快递-W	1,185	68.09	89.22	106.40	125.40	17.41	13.75	13.29	11.14	9.45
002120.SZ	韵达股份	206	14.83	18.28	25.66	31.62	13.88	10.94	11.26	8.02	6.51
600233.SH	圆通速递	458	39.20	38.41	45.76	52.69	11.68	12.03	11.92	10.01	8.69
002468.SZ	申通快递	122	2.88	4.22	8.85	12.31	42.51	41.07	28.95	13.81	9.94

资料来源：Wind，信达证券研发中心

备注：盈利预测为万得一致预期

五、风险因素

实物商品网购需求不及预期：实物商品网购是快递业务量发展的上游驱动，若实物商品网购需求不及预期，快递业务量的提升或不及预期。

电商快递价格竞争恶化：电商快递行业服务差异化程度相对较低，若各家电商快递企业采取过度激进的价格竞争策略，或影响企业的经营利润及现金流情况。

末端加盟商稳定性下降：电商快递加盟商负责末端包裹的揽派以及支线运输，如果因为激励政策等原因导致末端不稳，或影响企业履约的质量。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。