



Research and  
Development Center

## 24Q1 件量增速回归，单票净利环比旺季企稳

快递行业 2023 年报及 2024 年一季报总结

2024 年 05 月 07 日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（深度）

物流

投资评级 看好

上次评级 看好

左前明 能源行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

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

## 24Q1 件量增速回归，单票净利环比旺季企稳

2024年05月07日

### 本期内容提要：

#### ➢ 件量增速中枢稳步回升

**1)上游驱动:**2023年,实物商品网上零售额13.02万亿元,同比增长8.4%;2024年一季度,实物商品网上零售额2.81万亿元,同比增长11.6%。电商下沉化趋势或较明确,2023年单个快递包裹承接的实物商品网上零售额同比下降8.9%至98.56元,2024年一季度单个快递包裹承接的实物商品网上零售额同比下降27.0%至75.59元。

**2)行业件量:**2023年行业快递业务量同比增长19.4%至1320.72亿件;2024年一季度行业快递业务量可比口径同比增长25.2%至371.10亿件。快递业务件量增速中枢稳步回归,剔除22年疫情因素,2024年一季度行业快递业务量较21年同期复合增速接近20%。我们预计,2024年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,或有望延续超预期趋势。

**3)企业件量:**中通快递2023年快递业务量302.02亿件,同比增长23.8%,高出行业增速4.4个百分点;公司指引2024年自身快递业务量347.3亿件-356.4亿件,同比增长15%-18%。圆通速递2023年快递业务量212.04亿件,同比增长21.3%,高出行业增速1.9个百分点;2024年一季度快递业务量55.68亿件,同比增长24.9%,低于行业增速0.3个百分点。韵达股份2023年快递业务量188.54亿件,同比增长7.1%,低于行业增速12.4个百分点;2024年一季度快递业务量49.42亿件,同比增长29.1%,高出行业增速3.9个百分点。申通快递2023年快递业务量175.07亿件,同比增长35.2%,高出行业增速15.8个百分点;2024年一季度快递业务量45.87亿件,同比增长36.7%,高出行业增速11.5个百分点。顺丰控股2023年速运物流业务量119.0亿件,同比增长7.5%;2024年一季度速运物流业务量29.6亿件,同比增长3.1%。

#### ➢ 经营质量有望提升

**价格方面:**24Q1通达系票单价回落至与23Q3大约持平的水平,预计向下空间有限。24年一季度淡季电商快递价格环比整体微降,相较去年旺季提价前的第三季度整体稳住,或初步验证竞争秩序稳定。此外顺丰方面,剥离丰网、回归直营有望带来速运物流盈利质量进一步提升。

**单票盈利方面:**24Q1单票净利环比四季度旺季企稳,后续有望提升。中通快递2023年单票综合归母净利润0.29元,同比提升0.01元(+3.8%)。圆通速递2023年单票综合归母净利润0.18元,同比下降0.04元(-21.7%);24Q1单票综合归母净利润0.17元,同比下降0.03元(-16.6%),环比持平。韵达股份2023年单票综合归母净利润0.09元,同比提升0.01元(+2.3%);24Q1单票综合归母净利润0.08元,同比下降0.01元(-10.9%),环比持平。申通快递2023年单票综合归母净利润0.02元,同比下降12.4%;24Q1单票综合归母净利润0.04元,同比提升4.8%,环比提升0.02元

(+79.9%)。虽然价格整体有一定程度边际下行，头部通达系公司仍然受益规模效应增强、运输油价下行、资产布局完善、精益化管理推进等因素影响，单票成本费用改善较好地对冲单票价格下行，实现单票利润整体维稳。一季度作为快递行业相对淡季，规模效应较弱，头部企业仍能实现相较上年四季度单票净利的企稳，后续进一步提升可期。

**链路协同：电商快递企业总部对加盟商占款或改善。**在加盟制快递行业中，末端加盟商作为独立经营的主体，在总部的宏观政策调控下直接参与市场竞争，因此两者之间同时存在博弈与协作的关系，总部向揽收端加盟商获取收入并向派送端加盟商支付成本费用，可能对加盟商形成一定程度的款项占用。截止 2024 年 3 月末，圆通应付账款与营业成本(TTM)比值 8.3%，同比下降 0.1 个百分点；韵达应付账款与营业成本(TTM)比值 6.7%，同比下降 2.7 个百分点；申通应付账款与营业成本(TTM)比值 7.1%，同比下降 1.6 个百分点。

#### ➤ 行业思考：成长空间犹在，盈利质量提升

**1) 业务量方面：**电商快递件量规模扩张增速仍在，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，我们认为快递行业相对上游电商仍有超额成长性。

**2) 竞争秩序方面：**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。

#### ➤ 投资建议

**1) 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稳健龙头【中通快递】，以及份额巨头圆通速递、韵达股份、申通快递。

**2) 直营制方面，**看好顺丰控股作为综合快递物流龙头，经营拐点凸显，有望打开中长期价值空间。

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

## 目录

一、件量增速中枢稳步回升.....	6
1.1 行业：电商下沉叠加快递履约能力提升，件量增速有望延续超预期趋势.....	6
1.2 企业：件量增速有所分化，期待格局进一步明朗.....	8
二、经营质量有望提升.....	11
2.1 价格：24Q1 通达系票单价回落至与 23Q3 大约持平的水平，预计向下空间有限.....	11
2.2 盈利质量：24Q1 单票净利环比四季度旺季企稳，后续有望提升.....	13
2.3 链路协同：对加盟商占款或改善.....	15
三、整体判断：行业迈入高质量发展阶段，为龙头发展创造良好条件.....	16
3.1 电商快递仍有成长性.....	16
3.2 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.....	20
四、投资建议.....	24
4.1 加盟制快递：估值低位，或具备可观弹性，重点关注龙头公司.....	24
4.2 直营制快递：关注顺丰控股经营拐点延续打开中长期价值空间.....	24
五、风险因素.....	26
六、附录：重点公司 2023 年度及 2024 年一季度业绩情况.....	27

## 表目录

表 1：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.....	22
表 2：快递重点公司估值表.....	25
表 3：快递行业重点公司 2023 年度及 2024 年一季度业绩梳理（金额单位：亿元）.....	27

## 图目录

图 1：2010 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.....	6
图 2：24Q1 实物商品网上零售额同比增长 11.6%.....	7
图 3：2024 年前 3 月快递单包裹货值同比下降 27.0%（元）.....	7
图 4：24Q1 行业快递业务量同比增长 25.2%.....	7
图 5：24Q1 异地快递业务量占比 88.3%.....	7
图 6：2023 年中通快递业务量同比增长 23.8%.....	8
图 7：2023 年中通快递业务量份额 22.9%.....	8
图 8：24Q1 圆通快递业务量同比增长 24.9%.....	8
图 9：2023 年圆通快递业务量份额 16.1%.....	8
图 10：24Q1 韵达快递业务量同比增长 29.1%.....	9
图 11：2023 年韵达快递业务量份额 14.3%.....	9
图 12：24Q1 申通快递业务量同比增长 36.7%.....	9
图 13：2023 年申通快递业务量份额 13.3%.....	9
图 14：24Q1 顺丰速运物流业务量同比增长 3.1%.....	10
图 15：中通快递季度票单价走势.....	11
图 16：圆通快递月度票单价走势.....	11
图 17：韵达快递月度票单价走势.....	12
图 18：申通快递月度票单价走势.....	12
图 19：2023 年中通单票综合归母净利润 0.29 元.....	13
图 20：2023 年中通归母净利率 22.8%.....	13
图 21：24Q1 圆通单票综合归母净利润 0.17 元.....	13
图 22：24Q1 年圆通归母净利率 6.1%.....	13
图 23：24Q1 韵达单票综合归母净利润 0.08 元.....	14
图 24：24Q1 年韵达归母净利率 3.7%.....	14
图 25：24Q1 申通单票综合归母净利润 0.04 元.....	14

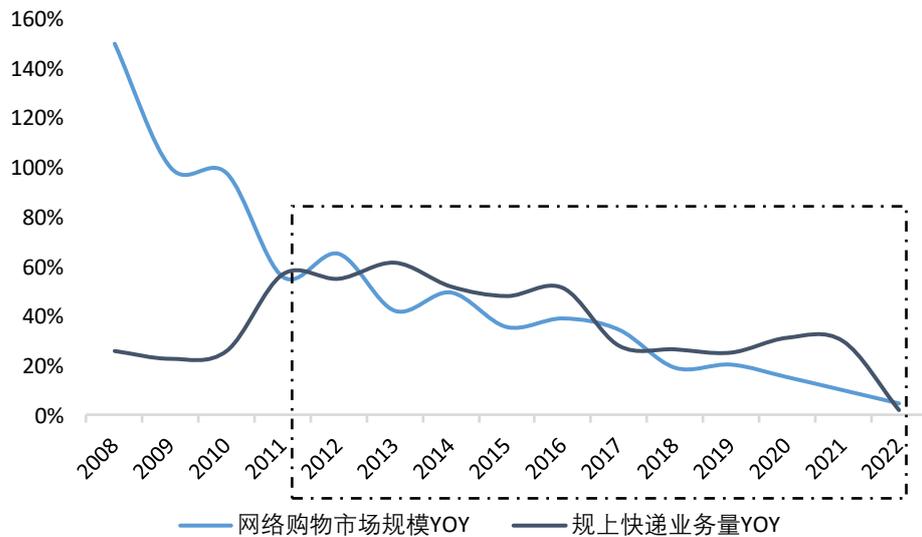
图 26: 24Q1 年中通归母净利率 1.9% .....	14
图 27: 圆通、韵达、中通应付账款与营业成本(TTM)比值呈下降趋势, 或表示对加盟商占款改善 .....	15
图 28: 电商快递企业单量成长性驱动框架 .....	16
图 29: 2023 年实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重同比提升 0.4pcts.....	17
图 30: 预计 23-26E 直播电商市场规模复合增长 18.4%.....	17
图 31: 内容平台直播电商观看人次及购买转化率稳步提升 .....	17
图 32: 2024 年前 3 月快递单包裹货值同比下降 27.0% (元) .....	18
图 33: 2023 年以来快递件量与实物商品网购增速差逐步走扩 .....	18
图 34: 我国网民数量稳步提升.....	18
图 35: 2022 年直播电商 GMV 份额同比提升 6 个百分点.....	19
图 36: 2022 年抖音+快手 GMV 份额已经接近 15%.....	19
图 37: 抖音直播 GMV 高速增长 (亿元) .....	19
图 38: 直播电商为通达系快递包裹重要来源.....	20
图 39: 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” (%) .....	21
图 40: 快递票单价与服务业居民物价指数呈背离趋势 .....	22
图 41: 快递量收增速差自 2021 年以来有所收窄 .....	22
图 42: 极兔中国快递包裹量增速放缓.....	23
图 43: 极兔中国单票亏损显著收窄 .....	23

## 一、件量增速中枢稳步回升

### 1.1 行业：电商下沉叠加快递履约能力提升，件量增速有望延续超预期趋势

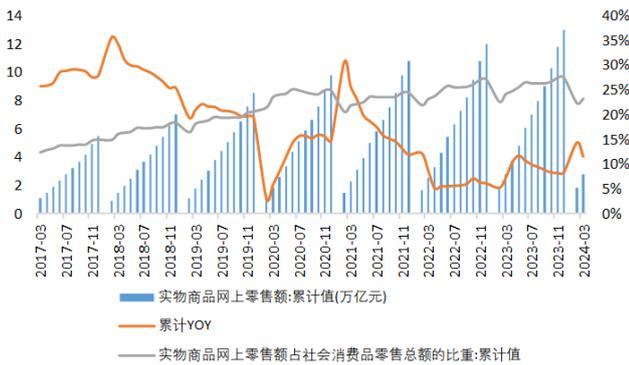
快递行业整体的成长性，从 2010 年之后与线上消费的相关性逐步走强。2010 年为我国电商以及电商物流发展的重要时间节点，当年阿里开始重视物流配送环节，正式对外宣布“淘宝大物流计划”，其中淘宝物流平台由淘宝联合仓储、快递、软件等企业组成服务联盟，提供一站式电子商务物流配送外包服务，解决商家货物配备（集货、加工、分货、拣选、配货、包装）和递送的难题。2013 年，阿里牵头银泰集团、复星集团、富春集团、顺丰、申通、圆通、中通、韵达以及资本金融机构组建菜鸟网络科技有限公司。我们分析，自 2010 年后，快递包裹中电商包裹的业务量占比逐步提升，当前或已占据主要的份额。

图1：2010 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

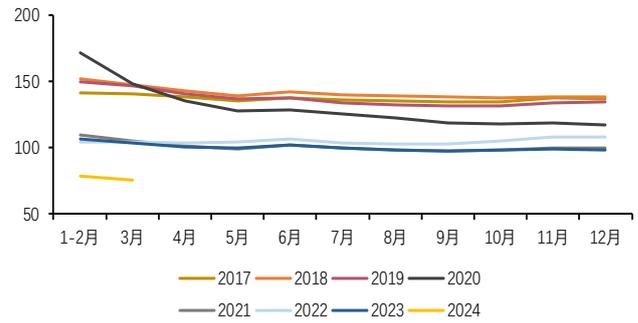


资料来源：Wind，信达证券研发中心

实物商品网购景气有望向好，赋能快递行业规模增长的原生驱动。2023 年，实物商品网上零售额 13.02 万亿元，同比增长 8.4%；占社零总额比重 27.6%，同比提升 0.4 个百分点。根据 2024 年《政府工作报告》提出的政府工作任务，要着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，更好统筹消费和投资，增强对经济增长的拉动作用。2024 年一季度，实物商品网上零售额 2.81 万亿元，同比增长 11.6%；占社零总额比重 23.3%，同比下降 0.9 个百分点。我们认为，电商下沉化趋势或较明确，2023 年单个快递包裹承接的实物商品网上零售额同比下降 8.9%至 98.56 元，2024 年一季度单个快递包裹承接的实物商品网上零售额同比下降 27.0%至 75.59 元。

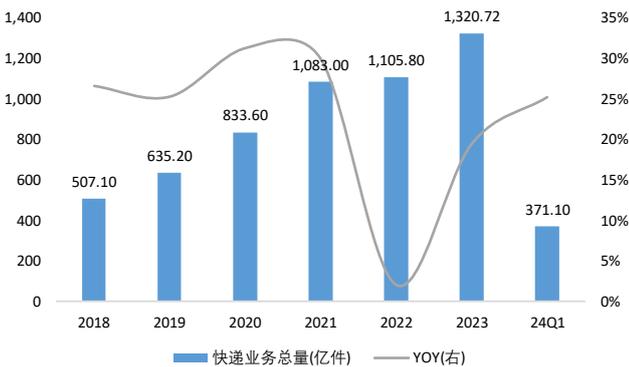
**图2：24Q1 实物商品网上零售额同比增长 11.6%**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

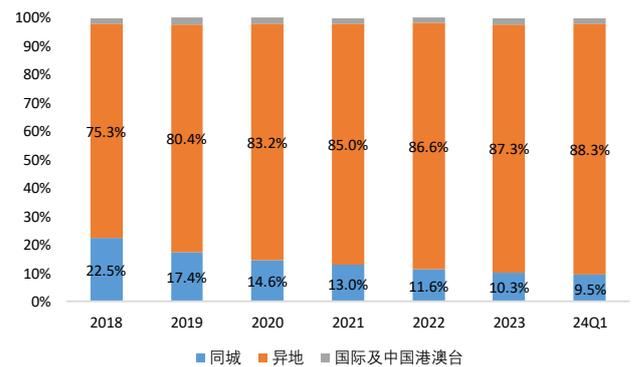
**图3：2024 年前 3 月快递单包裹货值同比下降 27.0%（元）**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

22 年疫情对行业履约能力的负面影响稳步出清，行业快递业务量增速逐步回归。2022 年新冠疫情对快递行业履约的揽运端及派送端形成负面影响，当年行业快递业务量同比增速仅 2.1%，较 2021 年增速大幅下滑 27.8 个百分点。疫情影响减退叠加电商下沉化趋势延续，2023 年行业快递业务量同比增长 19.4%至 1320.72 亿件，其中同城、异地、国际及中国港澳台快递业务量分别同比增长 6.6%、20.5%、52.0%至 136.44 亿件、1153.60 亿件、30.67 亿件；2024 年一季度行业快递业务量可比口径同比增长 25.2%至 371.10 亿件，其中同城、异地、国际及中国港澳台快递业务量可比口径分别同比增长 24.4%、25.2%、28.5%至 35.10 亿件、327.84 亿件、8.16 亿件。快递业务件量增速中枢稳步回归，剔除 22 年疫情因素，2024 年一季度行业快递业务量较 21 年同期复合增速接近 20%。我们预计，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，或有望延续超预期趋势。

**图4：24Q1 行业快递业务量同比增长 25.2%**


资料来源: Wind, 国家邮政局, 信达证券研发中心

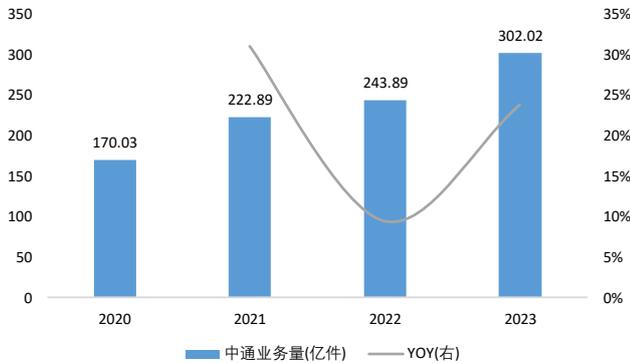
**图5：24Q1 异地快递业务量占比 88.3%**


资料来源: Wind, 国家邮政局, 信达证券研发中心

## 1.2 企业：件量增速有所分化，期待格局进一步明朗

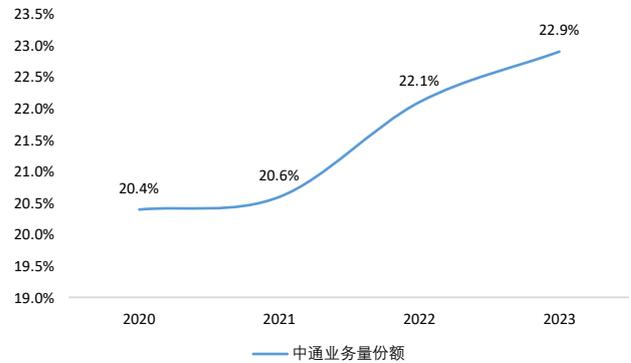
1) **中通快递**：2023 年快递业务量 302.02 亿件，同比增长 23.8%，高出行业增速 4.4 个百分点；公司指引 2024 年自身快递业务量 347.3 亿件-356.4 亿件，同比增长 15%-18%。

图6：2023 年中通快递业务量同比增长 23.8%



资料来源：Wind，中通快递公司公告，信达证券研发中心

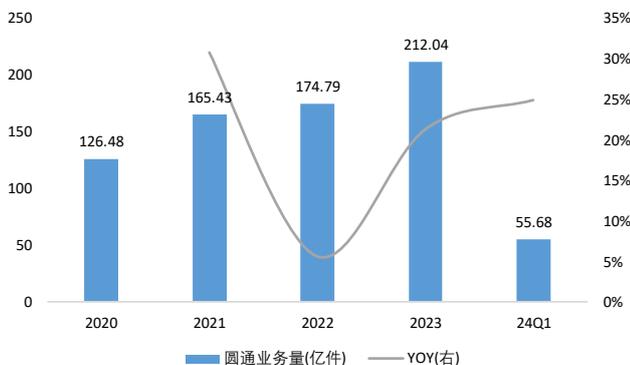
图7：2023 年中通快递业务量份额 22.9%



资料来源：Wind，中通快递公司公告，信达证券研发中心

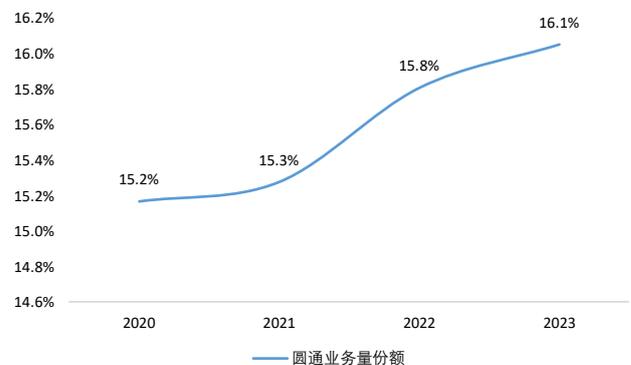
2) **圆通速递**：2023 年快递业务量 212.04 亿件，同比增长 21.3%，高出行业增速 1.9 个百分点；2024 年一季度快递业务量 55.68 亿件，同比增长 24.9%，低于行业增速 0.3 个百分点。

图8：24Q1 圆通快递业务量同比增长 24.9%



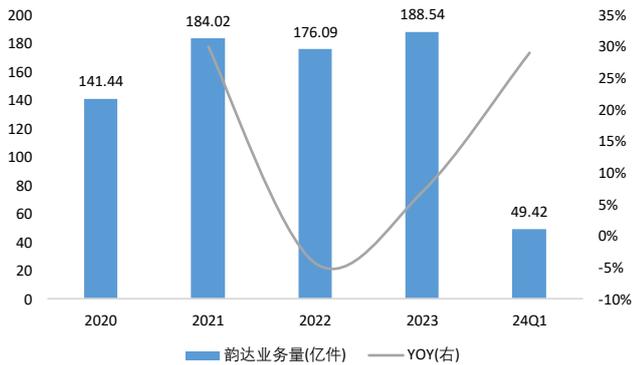
资料来源：Wind，圆通快递公司公告，信达证券研发中心

图9：2023 年圆通快递业务量份额 16.1%

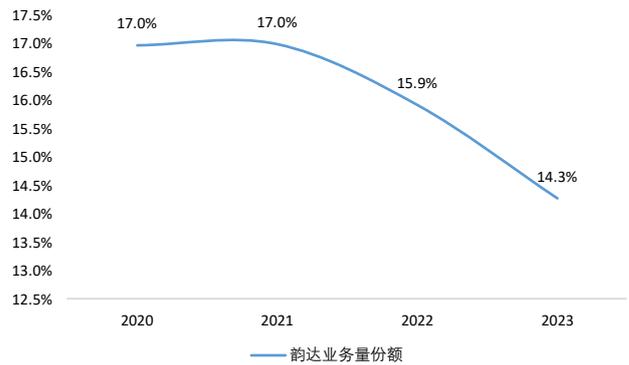


资料来源：Wind，圆通快递公司公告，信达证券研发中心

3) **韵达股份**：2023 年快递业务量 188.54 亿件，同比增长 7.1%，低于行业增速 12.4 个百分点；2024 年一季度快递业务量 49.42 亿件，同比增长 29.1%，高出行业增速 3.9 个百分点。

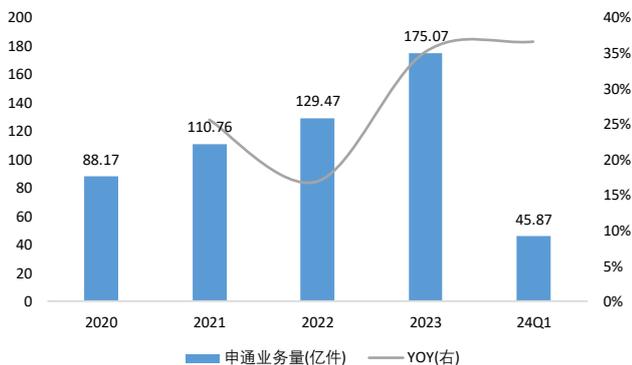
**图10：24Q1 韵达快递业务量同比增长 29.1%**


资料来源：Wind，韵达股份公司公告，信达证券研发中心

**图11：2023 年韵达快递业务量份额 14.3%**


资料来源：Wind，韵达股份公司公告，信达证券研发中心

**4) 中通快递：**2023 年快递业务量 175.07 亿件，同比增长 35.2%，高出行业增速 15.8 个百分点；2024 年一季度快递业务量 45.87 亿件，同比增长 36.7%，高出行业增速 11.5 个百分点。

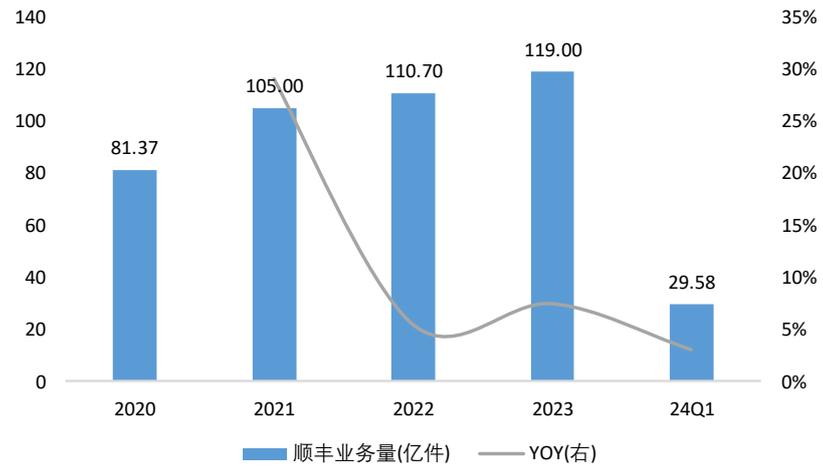
**图12：24Q1 中通快递业务量同比增长 36.7%**


资料来源：Wind，中通快递公司公告，信达证券研发中心

**图13：2023 年中通快递业务量份额 13.3%**


资料来源：Wind，中通快递公司公告，信达证券研发中心

**5) 顺丰控股：**2023 年速运物流业务量 119.0 亿件，同比增长 7.5%；2024 年一季度速运物流业务量 29.6 亿件，同比增长 3.1%。公司于 2023 年 6 月剥离运营亏损的加盟制网络丰网，产品矩阵上进一步聚焦直营体系，推动业务增长提质增效。

**图14：24Q1 顺丰速运物流业务量同比增长 3.1%**


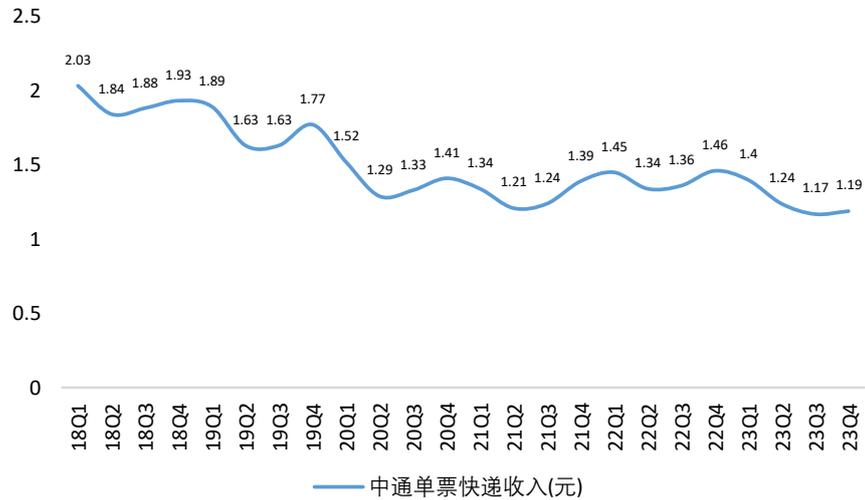
资料来源：Wind，顺丰控股公司公告，信达证券研发中心

## 二、经营质量有望提升

2.1 价格：24Q1 通达系票单价回落至与 23Q3 大约持平的水平，预计向下空间有限

1) **中通快递**：2023 年单票快递服务收入 1.18 元（不含派费口径），同比下降 0.16 元（-12.0%）。

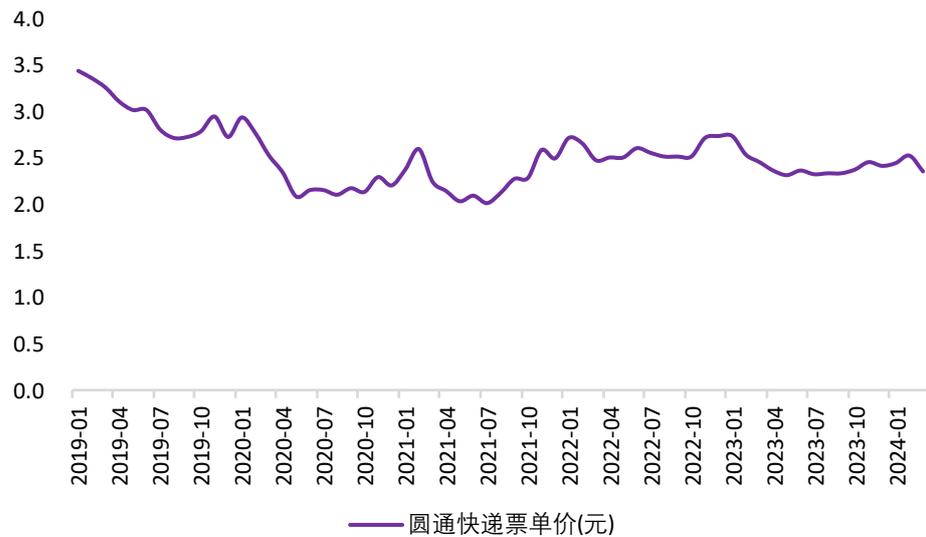
图15：中通快递季度票单价走势



资料来源：中通快递公司公告，信达证券研发中心

2) **圆通速递**：2023 年单票快递产品收入 2.41 元，同比下降 0.18 元（-6.7%）；24 年一季度快递票单价 2.43 元，环比提升 0.01 元（+0.3%），较 23Q3 提升 0.10 元（+4.1%），同比下降 0.13 元（-4.9%）。

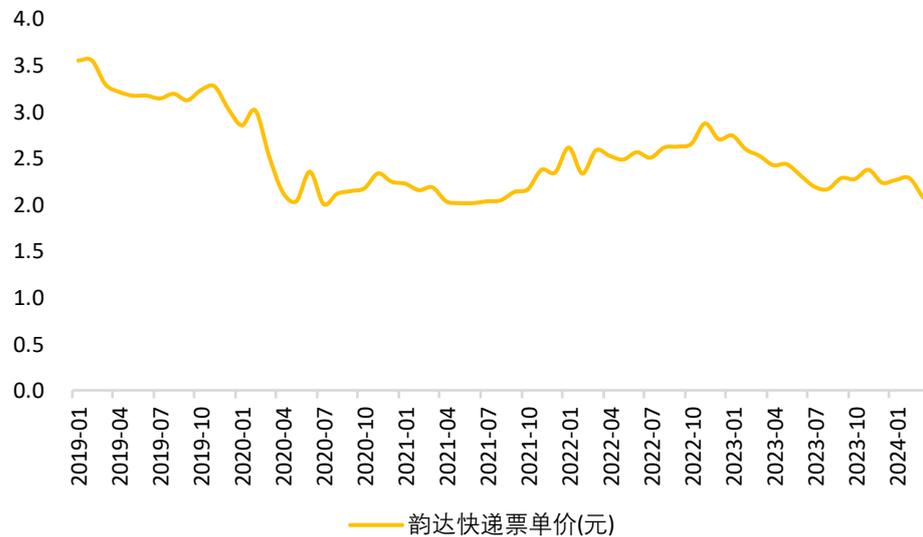
图16：圆通快递月度票单价走势



资料来源：Wind，信达证券研发中心

**3) 韵达股份:** 2023 年单票快递服务收入 2.30 元, 同比下降 0.26 元 (-10.1%); 24 年一季度快递票单价 2.20 元, 环比下降 0.10 元 (-4.4%), 较 23Q3 下降 0.02 元 (-1.0%), 同比下降 0.41 元 (-15.9%)。我们分析主要是一方面 23 年 6 月起公司调整平台件结算规则, 另一方面今年起公司调整对加盟商返点补贴入账方式, 上述因素部分影响单票收入和单票成本同时小幅下降, 但不影响单票毛利。

图17: 韵达快递月度票单价走势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**4) 申通快递:** 2023 年单票快递服务收入 2.23 元, 同比下降 0.28 元 (-11.2%); 24 年一季度快递票单价 2.17 元, 环比持平 (+0.2%), 较 23Q3 提升 0.05 元 (+2.5%), 同比下降 0.31 元 (-12.4%)。

图18: 申通快递月度票单价走势



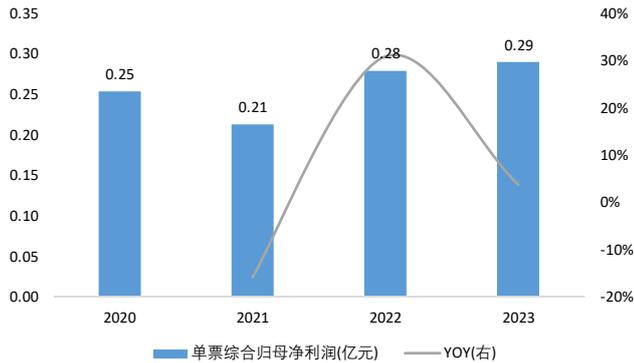
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**核心分析:** 24 年一季度淡季电商快递价格环比整体微降, 较去年旺季提价前的第三季度整体稳住, 或初步验证竞争秩序稳定。此外顺丰方面, 剥离丰网、回归直营有望带来速运物流盈利质量进一步提升。

## 2.2 盈利质量: 24Q1 单票净利环比四季度旺季企稳, 后续有望提升

1) **中通快递:** 2023 年单票综合归母净利润 0.29 元, 同比提升 0.01 元 (+3.8%)。

图19: 2023 年中通单票综合归母净利润 0.29 元



资料来源: Wind, 中通快递公司公告, 信达证券研发中心

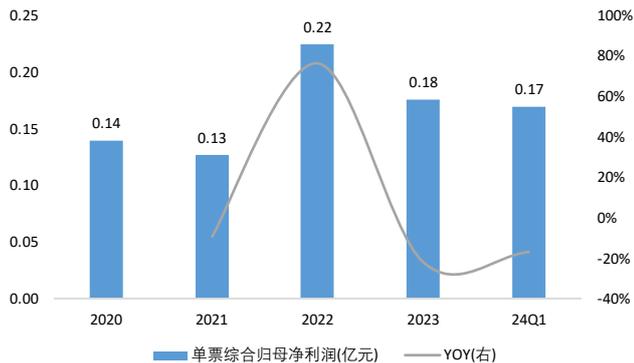
图20: 2023 年中通归母净利率 22.8%



资料来源: Wind, 中通快递公司公告, 信达证券研发中心

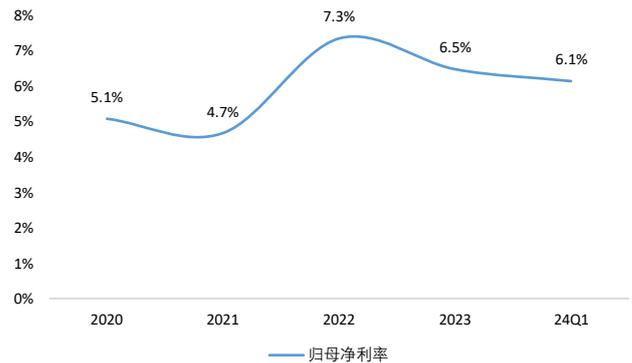
2) **圆通速递:** 2023 年单票综合归母净利润 0.18 元, 同比下降 0.04 元 (-21.7%); 24Q1 单票综合归母净利润 0.17 元, 同比下降 0.03 元 (-16.6%), 环比 23Q4 持平。

图21: 24Q1 圆通单票综合归母净利润 0.17 元



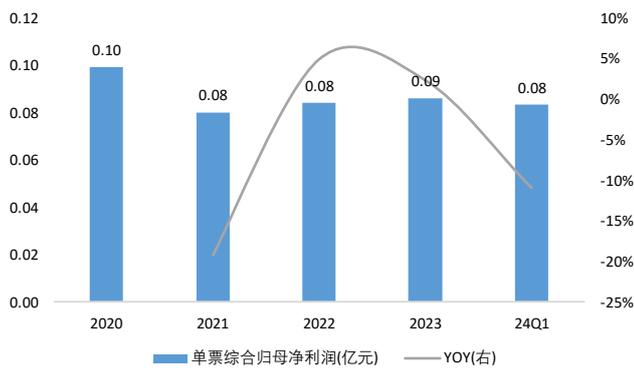
资料来源: Wind, 圆通速递公司公告, 信达证券研发中心

图22: 24Q1 年圆通归母净利率 6.1%



资料来源: Wind, 圆通速递公司公告, 信达证券研发中心

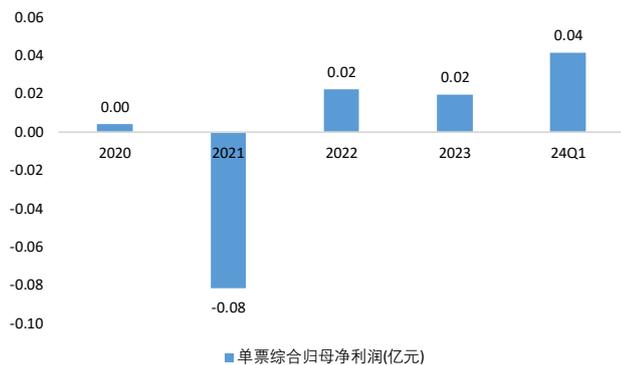
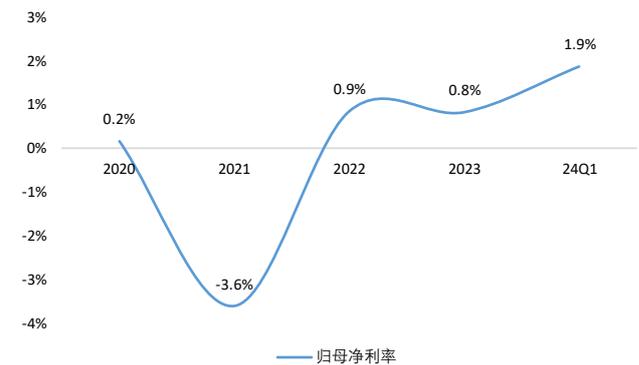
3) **韵达股份:** 2023 年单票综合归母净利润 0.09 元, 同比提升 0.01 元 (+2.3%); 24Q1 单票综合归母净利润 0.08 元, 同比下降 0.01 元 (-10.9%), 环比 23Q4 持平。

**图23：24Q1 韵达单票综合归母净利润 0.08 元**

**图24：24Q1 年韵达归母净利率 3.7%**


资料来源：Wind，韵达股份公司公告，信达证券研发中心

资料来源：Wind，韵达股份公司公告，信达证券研发中心

**4) 申通快递：2023 年单票综合归母净利润 0.02 元，同比下降 12.4%；24Q1 单票综合归母净利润 0.04 元，同比提升 4.8%，环比 23Q4 增长 0.02 元 (+79.9%)。**

**图25：24Q1 申通单票综合归母净利润 0.04 元**

**图26：24Q1 年申通归母净利率 1.9%**


资料来源：Wind，申通快递公司公告，信达证券研发中心

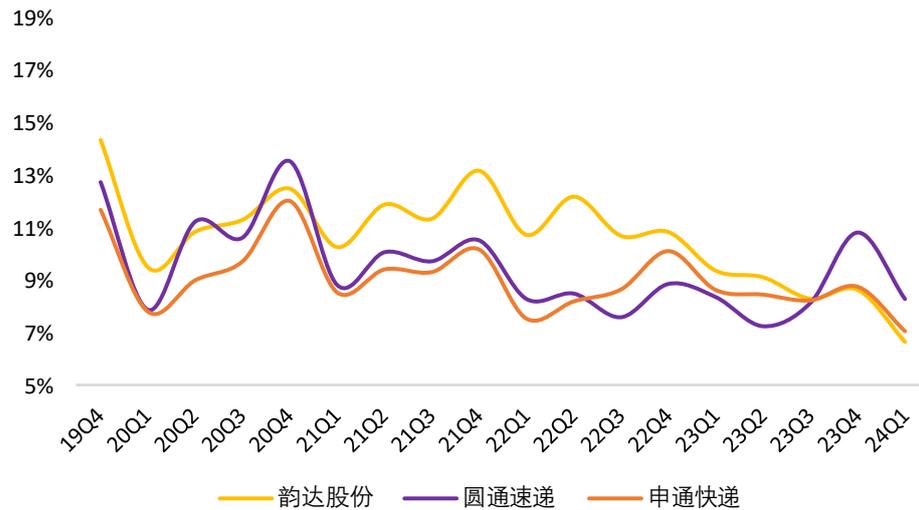
资料来源：Wind，申通快递公司公告，信达证券研发中心

**核心分析：**虽然价格整体有一定程度边际下行，头部通达系公司仍然受益规模效应增强、运输油价下行、资产布局完善、精益化管理推进等因素影响，单票成本费用改善较好地对冲单票价格下行，实现单票利润整体维稳。一季度作为快递行业相对淡季，规模效应较弱，头部企业仍能实现相较上年四季度单票净利的企稳，后续进一步提升可期。

## 2.3 链路协同：对加盟商占款或改善

**电商快递企业总部对加盟商占款或进一步改善。**在加盟制快递行业中，末端加盟商作为独立经营的主体，在总部的宏观政策调控下直接参与市场竞争，因此两者之间同时存在博弈与协作的关系，总部向揽收端加盟商获取收入并向派送端加盟商支付成本费用，可能对加盟商形成一定程度的款项占用。截止 2024 年 3 月末，圆通应付账款与营业成本(TTM)比值 8.3%，同比下降 0.1 个百分点；韵达应付账款与营业成本(TTM)比值 6.7%，同比下降 2.7 个百分点；申通应付账款与营业成本(TTM)比值 7.1%，同比下降 1.6 个百分点。

图27：圆通、韵达、申通应付账款与营业成本(TTM)比值呈下降趋势，或表示对加盟商占款改善



资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 三、整体判断：行业迈入高质量发展阶段，为龙头发展创造良好条件

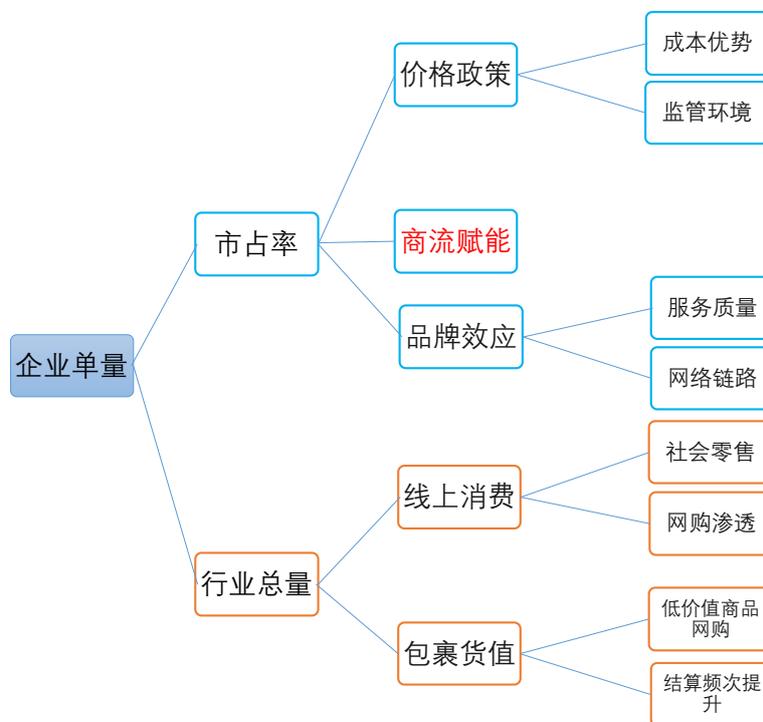
#### 3.1 电商快递仍有成长性

##### 3.1.0 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

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28：电商快递企业单量成长性驱动框架



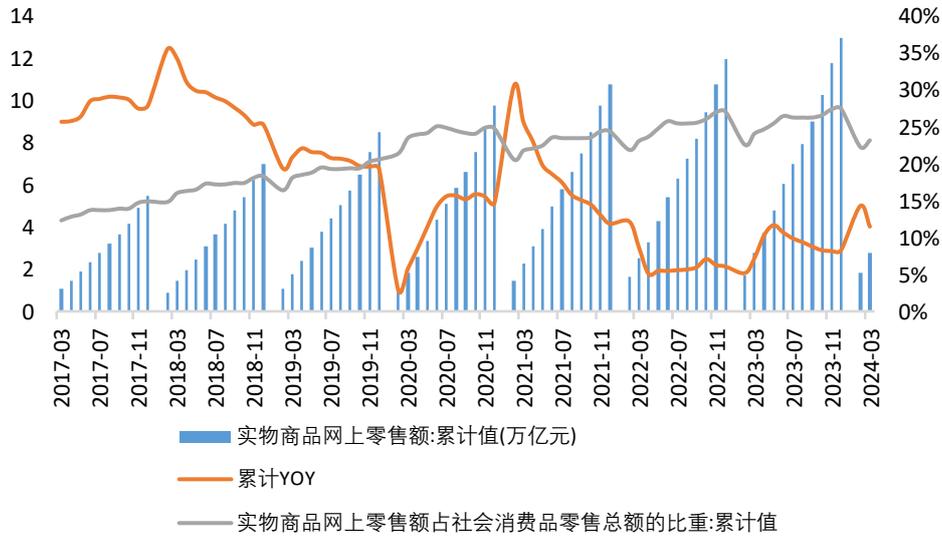
资料来源：信达证券研发中心

##### 3.1.1 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0.4pcts（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

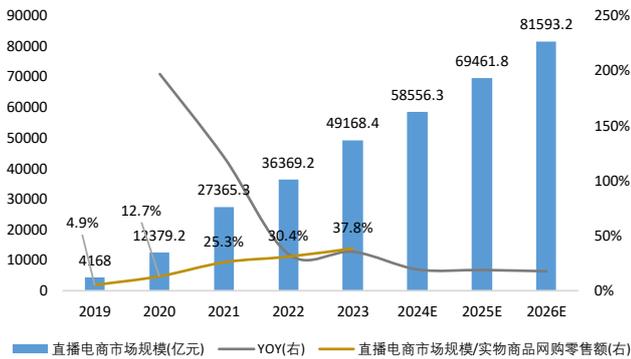
模的 40.7%)。

图29：2023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 0.4pcts



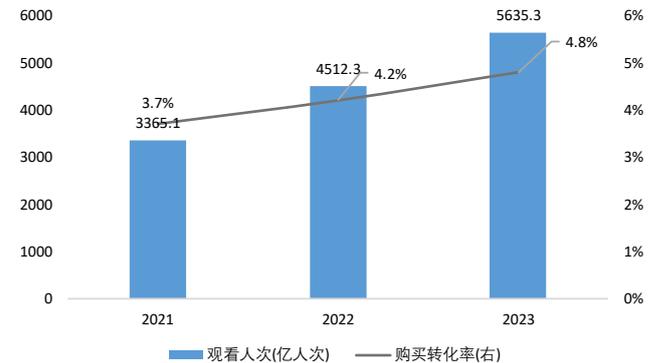
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图30：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31：内容平台直播电商观看人次及购买转化率稳步提升



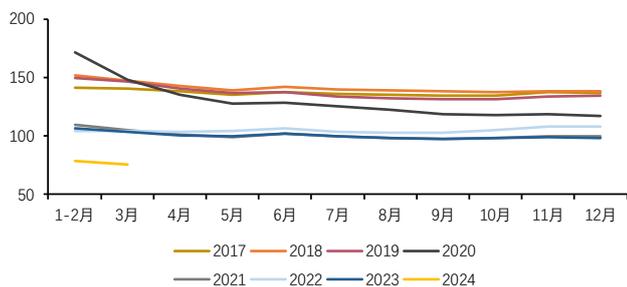
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

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11.0pcts；2024年前3月，快递单包裹货值同比下降27.0%至75.59元。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

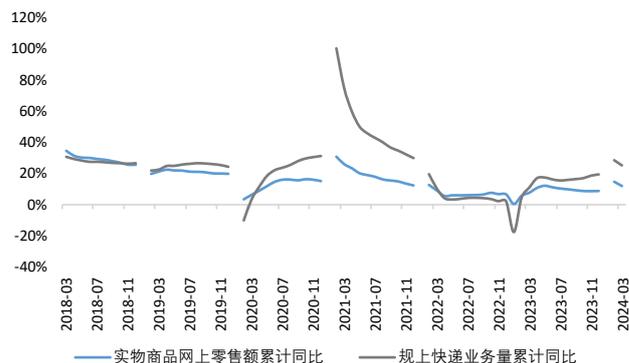
空间。

图32：2024年前3月快递单包裹货值同比下降27.0%（元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图33：2023年以来快递件量与实物商品网购增速差逐步走扩



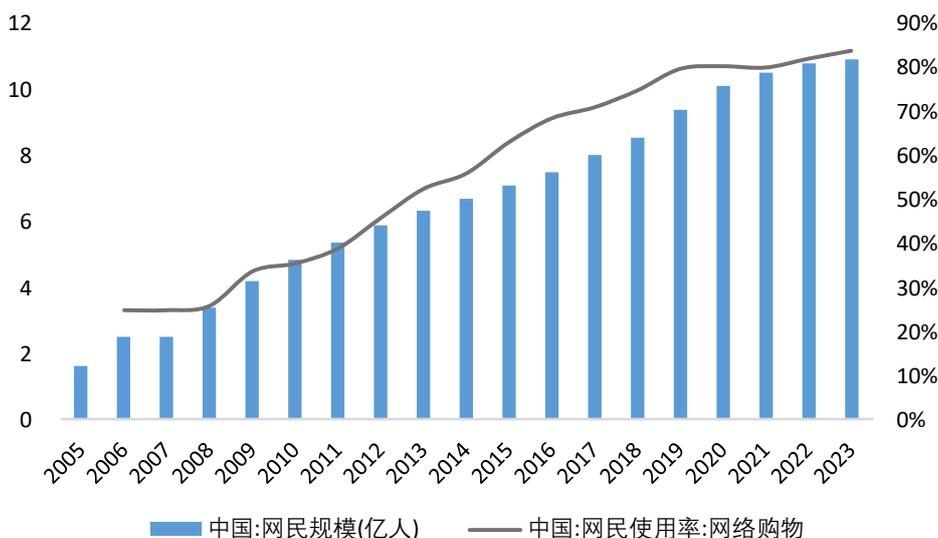
资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 3.1.2 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1.11亿人提升至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。

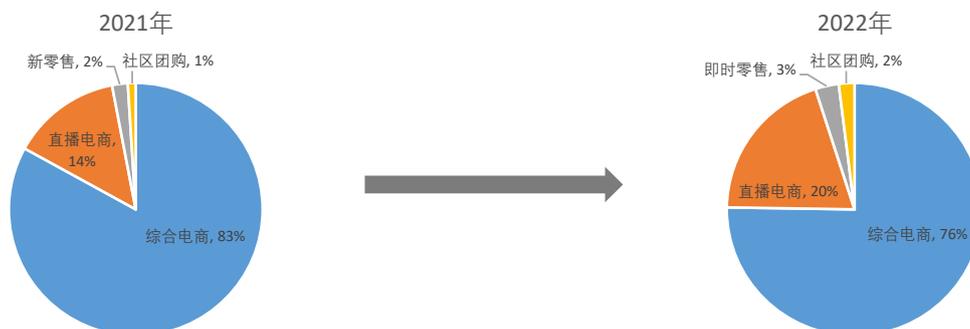
图34：我国网民数量稳步提升



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35：2022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36：2022年抖音+快手 GMV 份额已经接近 15%

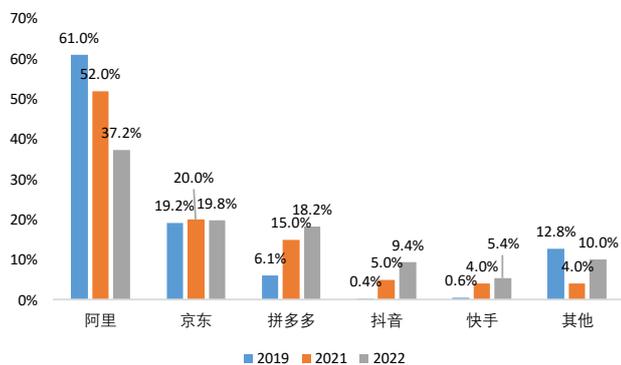
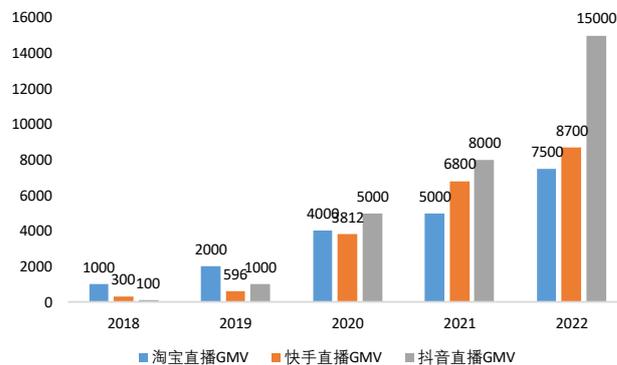


图37：抖音直播 GMV 高速增长（亿元）

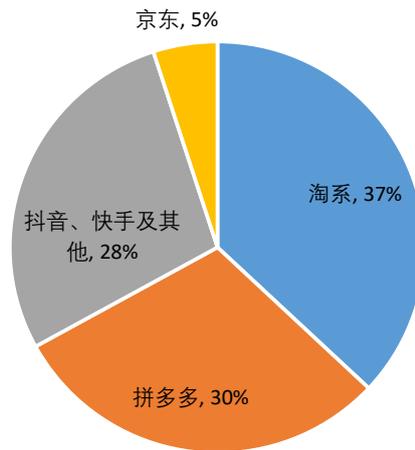


资料来源：电商报，星图数据，驱动中国官方微博，信达证券研发中心

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38：直播电商为通达系快递包裹重要来源

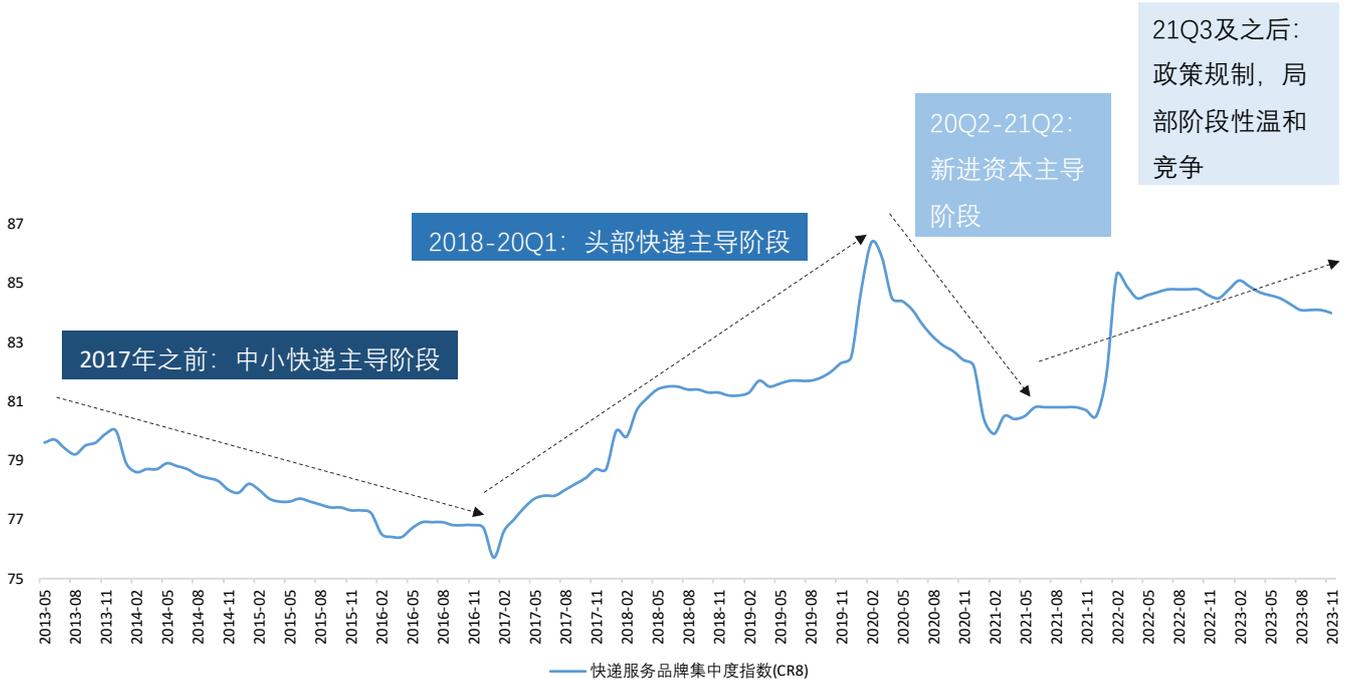


资料来源：招商银行研究院，信达证券研发中心

### 3.2 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39：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”（%）**


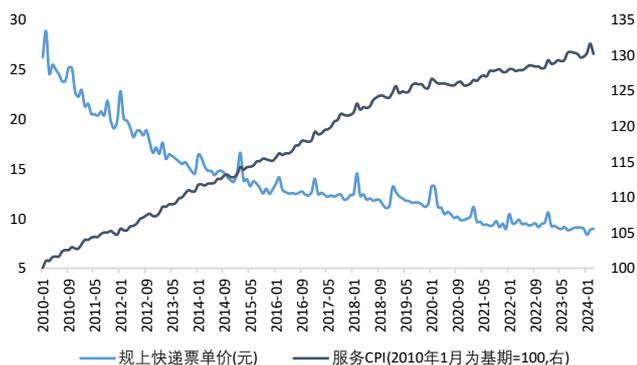
资料来源：Wind，信达证券研发中心

基于对政策、龙头意向、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：

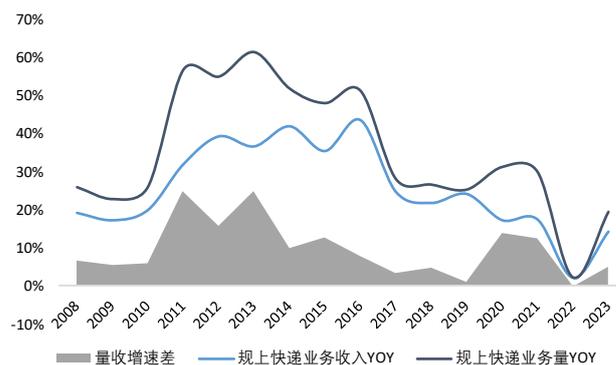
### 1、政策监管

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，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，价格仍有望维持稳定。

**图40：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41：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

**份额（件量增速）与盈利都是重要的考量因素，我们判断龙头或将有所兼顾。**以中通快递为例，公司在 2022 年第四季度及 2022 财政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际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1：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 年第四季度未经审计财务业绩公告	多年来，我们坚持一贯的策略，有效平衡服务质量、业务量和利润之间的增长。尽管长短期宏观经济及行业发展仍存在不确定性，我们对中通多年累积的竞争优势充满信心
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	2024 年 4 月 26 日圆通速递投资者调研会议纪要	行业主要竞争策略正由价格竞争转向价值竞争，服务质量、客户体验、成本管控、业务创新等综合能力更强的企业将进一步获得竞争的主动权。2024 年，公司将继续坚定深耕快递主业，持续改善服务质量和客户体验，多维提升品牌溢价，并运用和融合人工智能等新兴技术推动数字化转型全面升级创新，实现数字化时代向人工智能时代的转变，夯实综合竞争力
申通快递	2024 年 4 月 25 日投资者关系活动记录表	2024 年，公司仍会坚持“业务规模、服务体验及利润”三驾马车并驾齐驱、均衡发展。2024 年，公司定位为“聚焦体验年”，继续聚焦全链路时效提升以及服务质量改善，基于数智化管控工具以及业务规模提升的视角实施精细化管理

资料来源：中通快递、韵达股份、圆通速递、申通快递公司公告，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“低价倾销”且整改未达要求，

极兔义乌的部分分拨中心被整治停运。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 2023 年同比增速分别放缓至 44.3%、27.6%；从单票盈利的减亏节奏看，2020-2023 年极兔中国单票毛利分别为-0.28 美元、-0.15 美元、-0.06 美元、+0.004 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，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42：极兔中国快递包裹量增速放缓

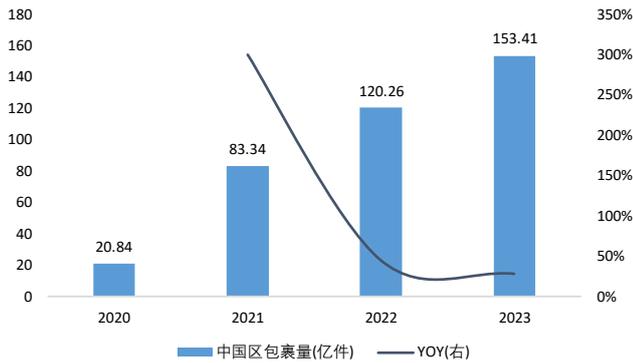
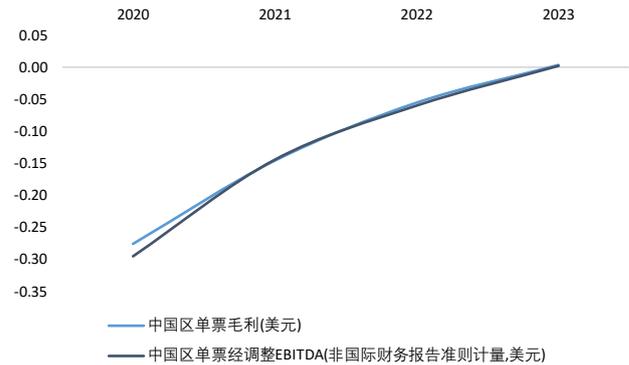


图43：极兔中国单票亏损显著收窄



资料来源：极兔速递招股说明书，信达证券研发中心

资料来源：极兔速递招股说明书，信达证券研发中心

## 四、投资建议

### 4.1 加盟制快递：估值低位，或具备可观弹性，重点关注龙头公司

此前市场对成长性及竞争秩序的分歧导致电商快递板块估值调整至低位，中通、圆通、韵达、申通 2024 年市盈率平均仅 13 倍左右。对电商快递行业过度悲观的预期或应得到改善。我们认为，行业件量规模的增长性基于电商变革的推动或会好于市场预期；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。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稳健龙头【中通快递】，以及份额巨头圆通速递、韵达股份、申通快递。

### 4.2 直营制快递：关注顺丰控股经营拐点延续打开中长期价值空间

**公司扣非盈利能力稳步提升。**公司 2023 年扣非归母净利率 2.8%，同比提升 0.8 个百分点，其中 23Q4 扣非归母净利率 2.3%，同比提升 0.1 个百分点；24 年一季度扣非归母净利率 2.5%，同比基本持平。健康发展彰显成效，推动公司扣非业绩稳健增长。一方面收入端，公司始终坚持可持续健康发展的经营基调，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；此外伴随国际空海运输需求回稳及运价同比提升，以及公司深化业务融通不断开拓供应链及国际市场，24 年一季度供应链及国际业务收入同比恢复正增长。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。

#### 利润基本盘依然稳健，新业务改善拐点向上：

1) 速运及大件分部方面，2023 年分部净利润 84.53 亿元，同比大幅增长 54.6%；分部净利率 4.2%，同比大幅提升 1.2 个百分点。我们预计，今年起时效业务在鄂州轴辐式枢纽投产后产能利用率的提升、经济业务剥离丰网对业务品质的提升、大件业务融通后盈利的扩大对分部盈利能力的提升或均有持续性贡献。

2) 同城即时配送分部方面，通过业务结构优化、精细化管理及科技驱动实现转盈，2023 年分部净利润同比扭亏至 0.51 亿元(22 年同期亏损 2.87 亿元)；分部净利率 0.4%，同比大幅提升 3.20 个百分点。我们预计，今年起同城业务或进一步扩大盈利。

3) 供应链及国际分部方面，受国际空海运景气周期影响，2023 年分部净亏损 5.35 亿元，嘉里物流的业绩情况好于此前预期(23 年贡献归母净利润 2.10 亿元，同比下降 84.6%)，我们预计今年起分部业绩或恢复稳态增长。

**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，短期带来一定的折旧摊销及运营成本压力，但我们预计影响有限，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。

**23 年分红比例提升，24-28 年有望在此基础上稳步提高。**公司 2023 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比下降 12.1%至 124.72 亿元，此外根据公司 2023

年利润分配预案，2023 年度每股派息金额同比增长 140%至 0.60 元（含税）。2023 年度公司现金分红总额占当年归母净利润比例约为 35%，同比提升约 15 个百分点，根据公司未来五年（2024 年-2028 年）股东回报规划，2024 年度-2028 年度现金分红比例将在 2023 年度基础上稳步提高，在符合现金分红条件的前提下公司原则上每年至少进行一次现金分红。在有条件的情况下可根据实际经营情况进行中期分红。我们认为，公司长期股东回报规划的编制，体现了公司对自身发展战略、发展阶段、经营状况、资本开支计划、现金流量等方面因素的考量，分红的提升有助于积极回报投资者。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 96.22 亿元、121.57 亿元、145.90 亿元，对应 PE 分别 19 倍、15 倍、12 倍。公司作为综合快递物流龙头，中长期价值空间广阔，维持“买入”评级。

表2：快递重点公司估值表

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					市盈率			
		2024/5/6	23A	24E	25E	26E	23A	TTM	24E	25E	26E
002352.SZ	顺丰控股	1,818	82.34	96.22	121.57	145.90	22.08	21.58	18.90	14.95	12.46
2057.HK	中通快递-W	1,249	87.49	102.28	119.81	135.18	14.27	14.23	12.21	10.42	9.24
002120.SZ	韵达股份	237	16.25	22.88	28.05	30.55	14.58	14.11	10.35	8.44	7.75
600233.SH	圆通速递	548	37.23	44.17	51.91	59.29	14.73	14.58	12.42	10.56	9.25
002468.SZ	中通快递	144	3.41	8.04	11.41	13.87	42.15	36.07	17.87	12.59	10.35

资料来源：Wind，信达证券研发中心

备注：顺丰控股 24-26 年归母净利润为信达交运团队预测，其余为万得一致预期

## 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。

**电商快递价格竞争加剧：**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。

## 六、附录：重点公司 2023 年度及 2024 年一季度业绩情况

表3：快递行业重点公司 2023 年度及 2024 年一季度业绩梳理（金额单位：亿元）

证券代码	公司简称	2023 年度				2024 年一季度			
		营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY
002352.SZ	顺丰控股	2,584.09	-3.4%	82.34	33.4%	653.41	7.0%	19.12	11.1%
2057.HK	中通快递-W	384.19	8.6%	87.49	28.5%	未披露			
002120.SZ	韵达股份	449.83	-5.2%	16.25	9.6%	111.56	6.5%	4.12	15.0%
600233.SH	圆通速递	576.84	7.7%	37.23	-5.0%	154.27	19.5%	9.43	4.1%
002468.SZ	申通快递	409.24	21.5%	3.41	18.4%	101.32	15.9%	1.90	43.2%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。