



# 快递行业一季报点评：低价件竞争激烈，数据分化的背后是对价格与服务的侧重不同

2024年5月27日

看好/维持

交通运输

行业报告

分析师

曹奕丰 电话：021-25102904 邮箱：caoyf\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050005

## 投资摘要：

**快递业务量同比增速超预期，低价电商件大幅增长是主因，但也带动了单票收入的下滑。**今年一季度，行业件量维持了去年下半年以来的较高增速，超市场预期。新型直播电商和社交平台的蓬勃发展一方面刺激了大众的线上消费，带动了快递业务量的增长；另一方面也促成了低价电商件的比例上升。快递价格竞争进一步加剧。

**各企业经营策略分化明显，背后是对价格和服务的侧重不同。**低价电商件的快速增长使得各公司面临重要的决策窗口，面对单量巨大但盈利较为微薄的低价件，是重点押注，力争份额，还是战略放弃，保证盈利。不同公司给出了不同的方案，也因此造就了一季度通达系内部件量同比增速与单票收入同比增速的大幅分化。其中中通坚持不做亏损件的原则，基本没有参与低价件的价格竞争；圆通有选择性的吸纳了一部分业务，在保证自身市场份额稳定的同时也避免了单票收入的大幅下降；申通和韵达选择拥抱增量客户，并为此展开了激烈的价格战，业务量同比大幅提升，但单票收入下滑较明显。

**重价格和重服务需要因地制宜，但价格优先向价格与服务并重转变是行业的长期趋势。**重视价格和重视服务之间并没有优劣之分，本质上是各公司采取了更加适合自身的策略。从结果上看，一季度四家通达系上市公司皆实现了扣非归母净利润的增长。选择服务优先路线的龙头中通在业务量增速明显低于行业的情况下，调整后净利润同比增长 15.8%，利润份额较去年同期进一步提升；选择拥抱低价件的申通虽然单票收入明显下降，但扣非净利润反而同比增长 48.4%，单票盈利同比也略微提升，即便考虑盈利低基数的因素，表现依旧较为亮眼。

但从盈利的长期走势可以看出，通过提升服务获得盈利的公司，盈利更稳定，且在价格战期间抵御盈利波动的能力更强。在行业盈利空间被价格战持续压缩的背景下，收入端的溢价变的尤为重要。企业决策的有效性最终需要在利润上有所表现，因此我们认为，行业从低价优先向价格与服务并举的转变是不可逆的。对于目前以低价为主要竞争力的韵达与申通，也需要尽早服务质量上取得突破。

**目前价格战烈度较高，下半年有望缓和。**我们认为目前价格战的烈度已经处于较高水平。从今年上市公司月度数据来看，韵达与申通的单票收入已经降至 2 元附近，已经接近 2020-2021 年价格战最激烈时期的水平。而 20-21 年的价格战最终在政策的规范和行业自身的约束下得到缓和。价格战的缓和并不一定以上市公司亏损或盈利大幅下降为信号，即使在 20-21 年价格战期间，也仅有申通出现了亏损。加盟制快递的上市部分为总部，加盟商的情况并不体现在报表中。相比总部，加盟商才是承受价格战压力的主体。目前大幅下降的单票收入已经导致加盟商承压，因而过低的价格无法长期维持。

除了对加盟商的影响，对企业产能的考虑也是我们预计下半年价格战缓和的重要原因。22 年开始行业资本开支进入下行期，若今年下半年行业继续维持高增速，则业务量高增对现有产能的压力或逐渐显现。届时，受制于产能压力，低价电商件对于企业的吸引力会明显下降，也会带来价格战的缓和。

**投资建议：**目前行业表现出的价格战烈度已经处于较高的水平，烈度继续提升的空间有限。若价格战缓和，则行业中各公司业绩都会具备较大弹性。虽然市场普遍认为目前单票盈利较低的申通和韵达具备较高的盈利弹性，但我们认为申通和韵达单票收入的较大幅度下降意味着加盟商派费的压降，那么当价格战缓和时间也需要优先对派费进行补偿，以缓和加盟商经营压力；反观收入端较为稳定的中通和圆通则没有相关问题，收入提升可以较为直接的反映在总部利润上。因此我们建议重点关注行业龙头中通与圆通。

**风险提示：**行业政策出现重大变化、价格战烈度超预期。

## 目 录

1. 行业件量增速超预期，但价格降幅也超预期 .....	3
2. 件量增速与单票收入增速分化明显 .....	3
3. 经营策略分化的背后是因地制宜的对价格端与服务端的侧重不同 .....	5
4. 持续高增长或对产能形成考验，下半年价格战有望缓和 .....	6
5. 企业市值与增速和份额逐渐脱钩，与盈利的关联度持续提升 .....	8
6. 风险提示 .....	8
相关报告汇总 .....	9

## 插图目录

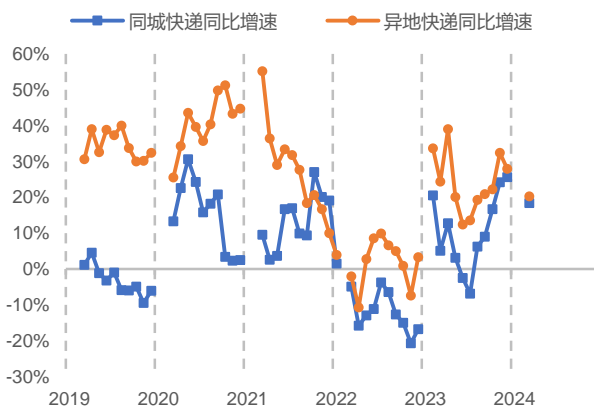
图 1： 快递行业业务量同比增速处于较高水平 .....	3
图 2： 一季度韵达与申通的单票收入同比降幅较高 .....	3
图 3： 上市公司业务量同比增速分化 .....	4
图 4： 单票收入同比降幅的走势分化 .....	4
图 5： 各公司业务量同比增速分化较为明显，中通较为罕见的低于行业增速 .....	4
图 6： 圆通韵达及申通市场份额较为接近 .....	5
图 7： 24Q1 各公司市场份额变化较大 .....	5
图 8： 一季度各公司扣非归母净利润同比皆有提升（亿元） .....	5
图 9： 一季度各公司单票净利润同比变化（元/票） .....	5
图 10： 上市公司盈利水平继续分化（亿元） .....	6
图 11： 上市公司单票盈利形成 2 个梯队（元/票） .....	6
图 12： 单票收入水平（元/票）显示通达系价格战烈度处于较高水平，与 21 年情况较为类似 .....	7
图 13： 通达系资本开支高峰期已过，目前缓慢下降（亿元） .....	7
图 14： 22 年后行业资本开支进入下行期（亿元） .....	8
图 15： 上市公司季度业务量较 21Q4 的比值 .....	8
图 16： 各公司股价走势大体趋同（以 23 年初为基准） .....	8
图 17： 上市公司单票市值与单票盈利高度相关（元/票） .....	8

## 1. 行业件量增速超预期，但价格降幅也超预期

今年一季度，行业件量维持了去年下半年以来的较高同比增速。如果说 23 年行业的高增速还有 22 年疫情影响的因素在，那么 24Q1 行业的同比增速确实超出行业预期。而在业务量超预期的同时，行业件单价也出现超预期的下降，行业的价格战并未缓和，反而是低价件领域的价格战有愈演愈烈的趋势。

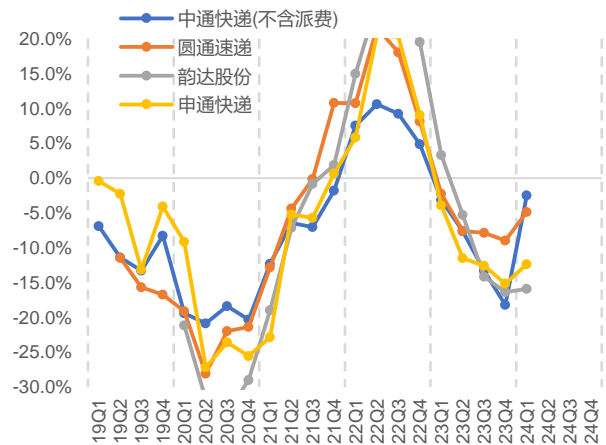
中通在财报中表示：新型直播电商和社交平台的蓬勃发展，一方面刺激了大众的线上消费，带动了快递业务量的增长；另一方面，也促成了低价电商件的比例上升。快递价格竞争进一步加剧，尤其在产粮区。行业里不盈利甚至亏损快件的占比更高。

图1：快递行业业务量同比增速处于较高水平



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图2：一季度韵达与申通的单票收入同比降幅较高



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

低价电商件需求的快速增长使得各公司面临重要的决策窗口：面临单量巨大但盈利较为微薄的低价件，是重点押注，力争份额，还是战略放弃，保证盈利。对于这个问题，各公司用自己的一季报给出了答案，这使得今年快递的一季报非常具备分析价值。

## 2. 件量增速与单票收入增速分化明显

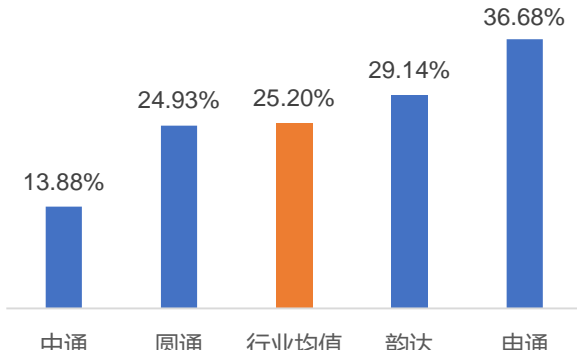
一直以来，市场普遍认为快递行业的同质性较强，但随着行业的发展，不同类型商家对于快递服务的要求逐渐细化，直接带来了电商件内部的分层。其中低端电商件主要对应货值较低的商品，商家对快递的诉求主要是低价；中高端电商件则对应货值较高的商品，商家不追求绝对低价，但是对于快递公司的时效，运输过程中的破损率以及逆向物流等有较高要求。

去年以来，消费降级等因素带来了低价电商件的超预期增长，低价电商件“薄利多销”的特点导致快递企业在经营策略上面临重要的抉择。积极拥抱低价件客户无疑可以拓展市场份额，并依靠规模摊薄成本；但低价件客户价格高度敏感，缺乏忠诚度，容易导致增量不增利的情况。

面对低价件超预期的需求增长，不同快递公司根据自身经营目标的不同，对低价件客户的接纳程度也表现出了较大的差异。这种差异最终则体现在了各公司件量增速和单票收入的差异上。可以看到，通达系上市公司不论是在件量增速还是在单票收入增速上分化都较为明显。

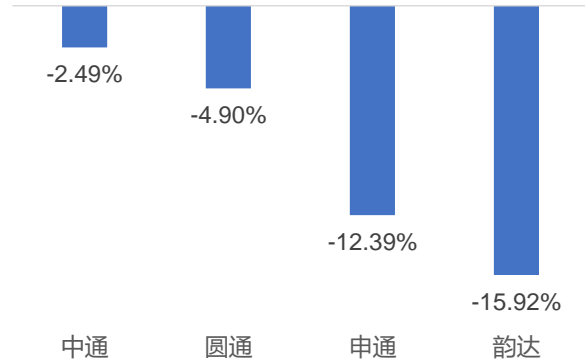
件量同比增速方面。中通、圆通、韵达和申通的业务量增速分别为 13.9%、24.9%、29.1%和 36.7%。差距较大。值得注意的是份额越高的公司增速越低，也就是各公司 Q1 的市场份额差距在缩小。同时，作为龙头且长期维持较高增长的中通 Q1 增速明显低于行业均值，结合中通季报中“坚持不做亏本件”的表态可以看出，中通一季度主动放弃了部分件量。

图3：上市公司业务量同比增速分化



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图4：单票收入同比降幅的走势分化

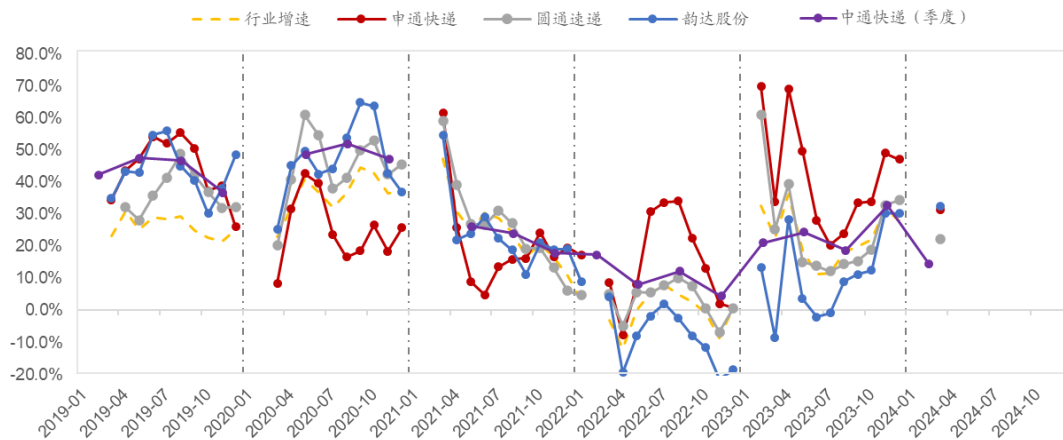


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

单票收入的走势也明显分化，其中中通与圆通的单票收入同比降幅分别为 2.5%和 4.9%，降幅较低；申通与韵达的单票同比降幅分别为 12.4%和 15.9%，降幅较高。

长期趋势看，申通同比增速自 22 年后就一直维持较高水平；韵达 23 年起增速底部回升；圆通与中通则长期保持着略高于行业均值的增速，波动较小。

图5：各公司业务量同比增速分化较为明显，中通较为罕见的低于行业增速

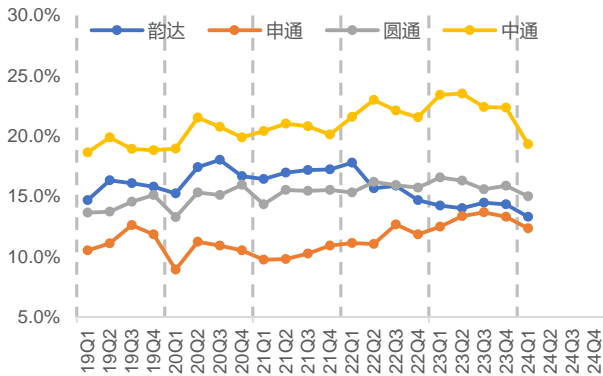


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

市占率方面，一季度各公司市场份额变化较大，其中中通份额同比下降 1.9pct，同比降幅最大，圆通维持份额持平，韵达和申通市场份额分别同比增长 0.4pct 和 1.0pct。

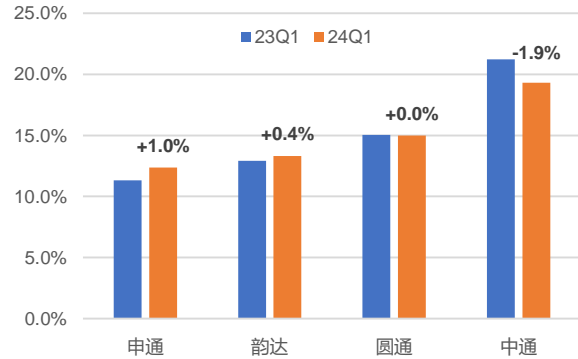
从市场份额曲线图可以看出，除中通份额有较明显优势外，圆通、韵达与申通三家的市场份额已经较为接近。但在电商件也逐渐分层的情况下，市场份额作为企业市场地位的参考因素之一，其重要性在逐渐下降。

图6：圆通韵达及申通市场份额较为接近



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图7：24Q1 各公司市场份额变化较大



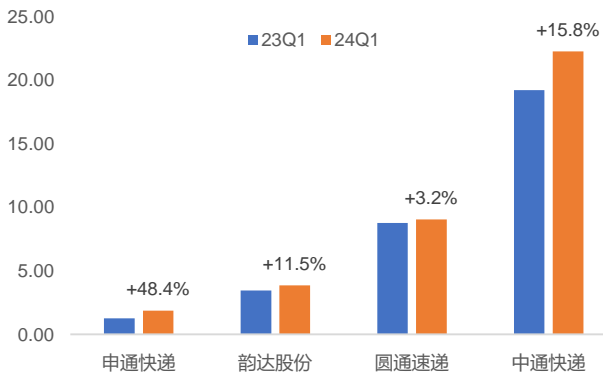
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

### 3. 经营策略分化的背后是因地制宜的对价格端与服务端的侧重不同

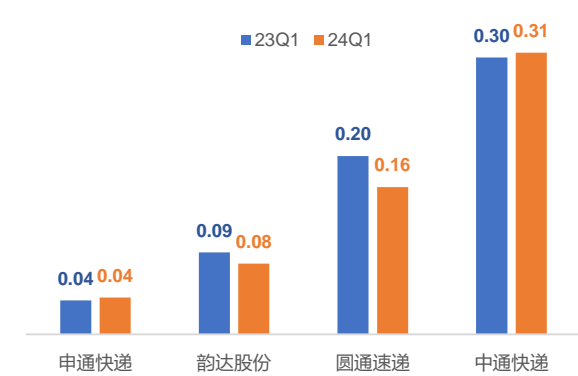
从件量增速和单票收入的差异可以看出，面对超预期增长的低价件市场，中通坚持了其不做亏损件的原则，基本没有参与低价件的价格竞争；圆通有选择性的吸纳了一部分业务，保证了自身市场份额的稳定，但没有过多介入，单票收入同比降幅可控；申通和韵达选择拥抱增量客户，并为争夺这部分增量客户展开了激烈的价格战，单票收入下滑较明显。

我们认为企业经营策略分化的背后的是价格路线与服务路线的差异。重视价格和重视服务之间并没有优劣之分，本质上是各公司采取了更加适合自身的策略。从结果上看，一季度四家通达系上市公司皆实现了扣非归母净利润的增长。选择服务优先路线的龙头中通在业务量增速明显低于行业的情况下，调整后净利润同比增长 15.8%，利润份额较去年同期进一步提升；选择拥抱低价件的申通虽然单票收入明显下降，但扣非净利润反而同比增长 48.4%，单票盈利同比也略微增长，即便考虑盈利低基数的因素，表现依旧较为亮眼。

图8：一季度各公司扣非归母净利润同比皆有提升（亿元） 图9：一季度各公司单票净利润同比变化（元/票）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所



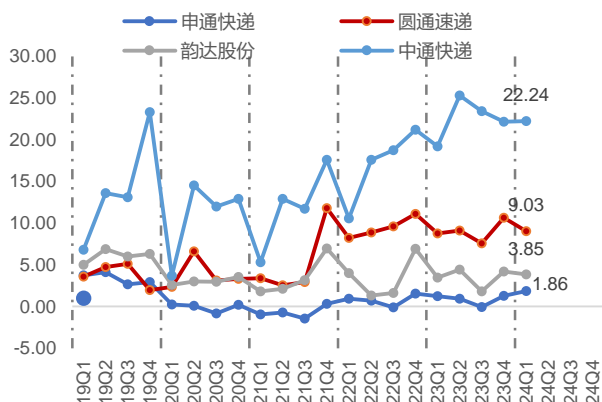
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

虽然结果上各公司都取得了盈利的增长，但盈利提升的逻辑却不完全相同。申通与韵达在单票收入降幅较大的情况下实现盈利增长，我们认为与公司产能利用率的显著提升有较大关联，通过吸纳大量低价件填补空仓，申通与韵达解决了淡季产能不饱满的问题，实现单票成本摊薄，因此盈利增长的驱动力更多来自于规模效应与成本下降。中通业务量增长并不突出，其盈利提升除了依靠常规的成本优化外，与其他公司最主要的差异

在于收入的维持，因此我们认为一季报中通的利润增长更多是服务驱动的。

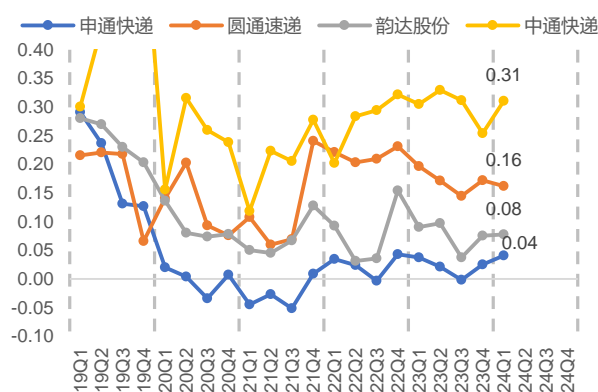
在各公司一季度都取得盈利增长的背景下，也需要关注到，各公司的单票盈利水平已经稳定拉开了差距，形成了高低两个梯队。行业龙头中通 22 年以来单票盈利维持在 0.25 元以上，是通达系中盈利表现最好且最稳定的公司；圆通 22 年以来的大部分时间里，单票盈利维持在 0.15 元以上。韵达和申通单票收入则相对较低且不稳定，受价格战影响较大，大部分时间单票盈利不超过 0.1 元。

图10：上市公司盈利水平继续分化（亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图11：上市公司单票盈利形成 2 个梯队（元/票）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从过去几年的情况可以看出，在 19 年行业盈利整体下行之后，决定公司盈利走向的因素逐渐由业务量转向单票利润，在行业整体利润空间受到压缩时，收入端的溢价变的尤为重要。企业决策的有效性最终需要在利润上有所表现，因此我们认为，行业从重视价格向价格与服务并举的转变是不可逆的。对于目前以低价为主要竞争力的韵达与申通，也需要尽早服务质量上取得突破。

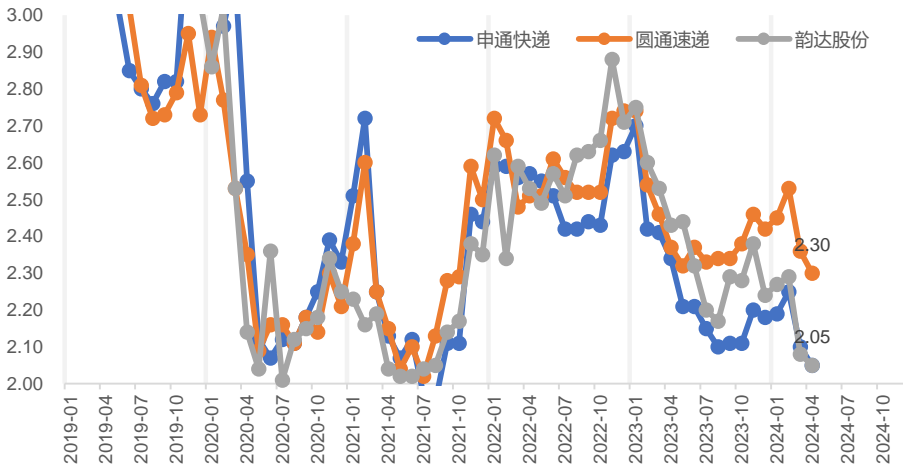
#### 4. 持续高增长或对产能形成考验，下半年价格战有望缓和

我们认为目前价格战的烈度已经处于较高水平。从今年上市公司月度数据来看，韵达与申通的单票收入已经降至 2 元附近，已经接近 2020-2021 年价格战最激烈时期的水平。

20-21 年的价格战最终在政策的规范和行业自身的约束下得到缓和。在 20-21 年期间，仅有申通出现了亏损，但也必须意识到，加盟制快递的上市部分仅为总部，加盟商的情况并不体现在报表中。行业自发的缓和价格战说明虽然快递总部依旧盈利，但各家公司的加盟商部分都承受了相当大的压力，过低的价格无法长期维持。

21 年下半年价格战缓和后，圆通、申通与韵达的单票收入的从之前的接近 2 元/票提升至 2.5 元/票附近，单票收入提升明显，但单票盈利的提升除圆通外都不超过 0.1 元/票，这说明由于加盟商在价格战中承担的压力大于总部，在价格战缓和后，收入提升的部分也主要通过派费提升的方式被用于缓解加盟商与基层快递员

图12：单票收入水平（元/票）显示通达系价格战烈度处于较高水平，与 21 年情况较为类似

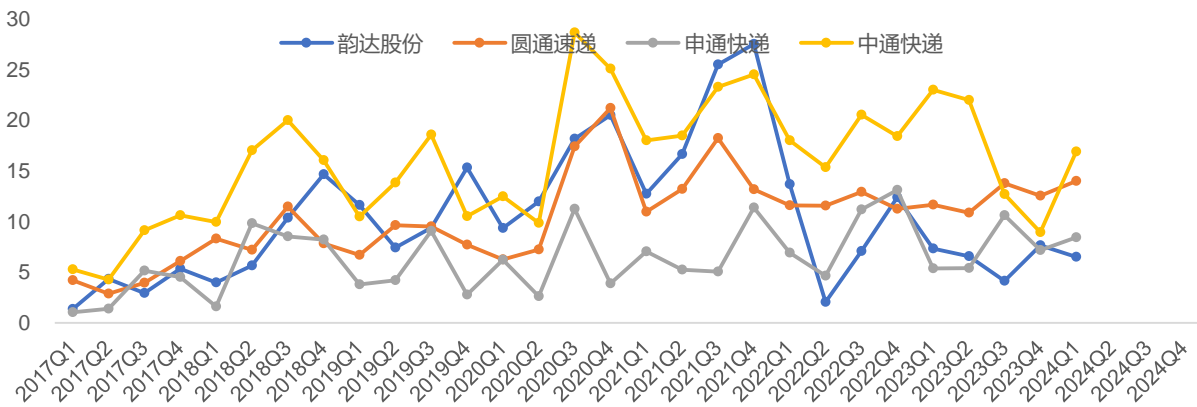


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

展望后续，我们预计下半年价格战有望出现缓和。这一判断一方面是因为我们认为目前价格战的强度会对加盟商形成较大的压力，因而难以长期持续；另一方面则是出于对企业产能的考虑。

通达系的资本开支在通达系公司上市融资后进入快速上升期，并在 2021 年末达到高点，后续开始进入下行通道，这主要是因为经过长期的投资，快递行业的基础设施布局逐渐完善，同时行业竞争加剧也使得企业现金流压力加大，能够用于资本开支的资金规模有所下降。

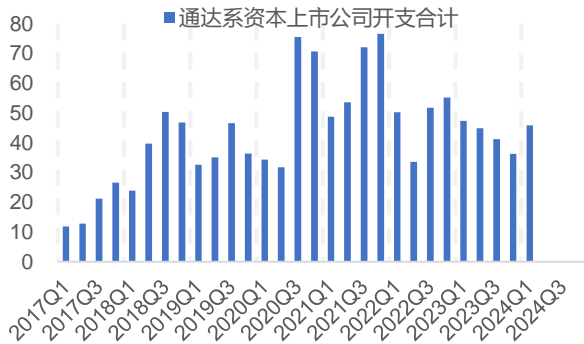
图13：通达系资本开支高峰期已过，目前缓慢下降（亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

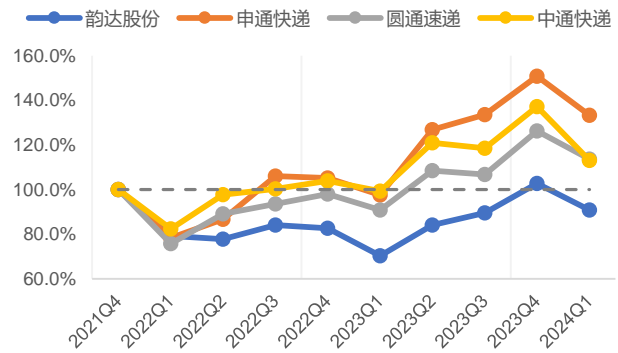
快递行业每年四季度为旺季，四季度的业务量为年内最高水平。我们以 21 年 Q4 各公司的业务量为基准，申通、圆通、中通与韵达在 24 年 Q1 的业务量分别相当于 21Q4 的 133%、114%、113%和 91%。由于 22 年行业受疫情影响增长率很低，快递行业 21 年以来的业务量复合增长率并不高。即使 22 年之后行业资本开支进入下降通道，目前行业的产能也足够支撑现有件量。但若今年下半年行业继续维持高增长，则业务量高增对现有产能的压力或逐渐显现。届时，受制于产能压力，低价电商件对于企业的吸引力会明显下降，并带来价格战的缓和。

图14：22年后行业资本开支进入下行期（亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图15：上市公司季度业务量较21Q4的比值



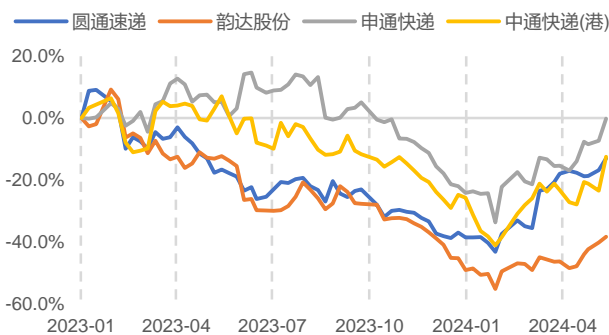
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

## 5. 企业市值与增速和份额逐渐脱钩，与盈利的关联度持续提升

23年以来，各快递公司股价走势大体趋同，在经历了23年一年的下跌后，市场对于快递公司的业绩预期筑底，今年一季度虽未迎来价格战的实际缓和，但由于市场预期和PE估值足够低，且价格战缓和的可能性在加大，相关企业股价普遍迎来回升。

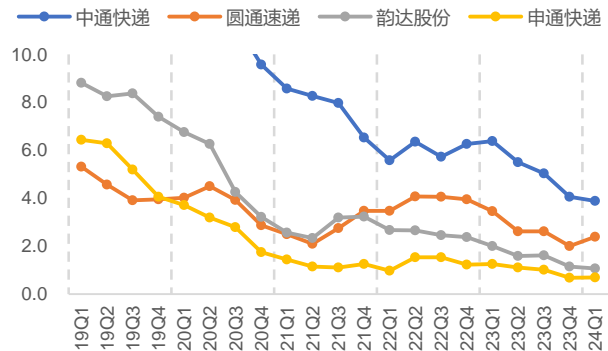
目前来看，企业市值与业务量增速和市场份额的关联度持续下降，而单票市值与单票盈利的相关性逐渐提升，这代表了市场对行业估值的考量从重数量向重质量的转变，也比较符合行业从重价格向重服务转型的趋势。

图16：各公司股价走势大体趋同（以23年初为基准）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图17：上市公司单票市值与单票盈利高度相关（元/票）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

目前行业表现出的价格战烈度已经处于较高的水平，烈度继续提升的空间有限。若价格战缓和，则行业中各公司业绩都会具备较大弹性。虽然市场普遍认为目前单票盈利较低的申通和韵达具备较高的盈利弹性，但我们认为申通和韵达单票收入的较大幅度下降意味着加盟商派费的压降，那么当价格战缓和时也需要优先对派费进行补偿，以缓和加盟商经营压力；反观收入端较为稳定的中通和圆通则没有相关问题，收入提升可以较为直接的反映在总部利润上。因此我们建议重点关注行业龙头中通与圆通。

## 6. 风险提示

行业政策出现重大变化、价格战烈度超预期。



## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	快递行业 4 月数据点评：件量增速超预期，价格依旧处于底部区域	2024-05-22
行业普通报告	快递行业 3 月数据点评：通达系公司维持较高增速，低端件价格降幅略超预期	2024-04-23
行业普通报告	快递行业 1-2 月数据点评：低基数下维持较高增速，价格竞争或将逐步缓解	2024-03-25
行业普通报告	快递行业 12 月数据点评：增速维持较高水平，价格端仍然承压	2024-01-24
公司普通报告	中通快递-W (02057.HK)：坚持不做亏本件，单票盈利逆势提升	2024-05-17
公司普通报告	圆通速递 (600233.SH)：单票利润稳健，成本持续优化	2024-04-30
公司普通报告	中通快递-W (02057.HK)：业绩符合预期，派息提升值得关注	2024-03-25
公司普通报告	【东兴交运】圆通速递(600233.SH)：三季度淡季业绩承压，后续有望迎来旺季修复	2023-11-01

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，8年投资研究经验，2015-2018年就职于广发证券发展研究中心，2019年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。现兼任东兴证券能源与材料组组长。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：  
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：  
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层	虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层	福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526