



Research and  
Development Center

# 快递行业五问五答：稳增长、低估值，推荐龙头

快递行业专题报告

2024年08月13日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

物流

投资评级 看好

上次评级 看好

匡培钦 交通运输行业首席分析师  
执业编号：S1500524070004  
邮箱：kuangpei Qin@cindasc.com信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座  
邮编：100031

# 快递行业五问五答：稳增长、低估值，推荐龙头

2024年08月13日

## 本期内容提要：

### ➢ 快递单量未来增长如何？

**或仍有高增长。**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，快递行业相对上游电商或仍有超额成长性。24年上半年快递行业业务量增速中枢稳步回归，我们预计，2024全年快递行业业务量或仍能维持15%-20%甚至更高的同比增长。此外恶性价格竞争受到监管有效规制的大背景下，我们分析头部企业基于规模效应-成本优势-定价策略的正向循环，有望实现业务量份额集中度的稳步提升。

### ➢ 快递成本是否仍能下行？

**或仍能进一步下行。**最为核心的降本逻辑仍看规模效应，快递行业规模成长性仍在、且份额有望逐步向头部集中，头部公司基于业务量的稳健增长带来的干线车辆装载率提升及转运中心操作效率提升，有望进一步摊薄单票快递业务经营成本。此外运输工具和土地厂房的升级置换，及管理改善（数字化推广、职业经理人制度建设、网络凝聚力提升等）也有望赋能单票成本优化。

### ➢ 快递价格博弈如何看？

**良性竞争或不损伤单票盈利能力，且或有助于行业健康出清。**快递行业价格博弈或可被归纳为两种类型：1) 良性博弈。龙头基于成本优势对价格策略进行调整，带来份额提升、格局改善的同时不影响自由现金流及单票盈利；2) 恶性竞争。企业将单票价格降至明显低于成本线水平，导致自由现金流及盈利受损、“造血能力”下降。我们认为，快递头部企业的单票成本费用仍有望在规模效应、资产替换、管理改善及或有的末端无人化履约渗透率提升驱动下进一步优化，那么基于单票成本费用的下行，快递头部企业将拥有更加灵活的单价调节能力，如若单票价格降幅不高于单票成本降幅，那么单票盈利仍有望维持稳健或向上提升。

### ➢ 快递盈利能力如何看？

**单量成长性仍在，单票盈利稳健，我们预计利润有望维持相对可观增速。**单量方面，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，快递业务量仍有较强的成长性；单票盈利方面，单票成本费用端仍有望在规模效应、资产替换、管理改善及或有的末端无人化履约渗透率提升驱动下进一步优化，单票价格端考虑到政策监管托底、龙头产能偏紧且重视发展质量、新进入者战略重心转移等因素，因此即使企业将部分单票成本费用端下行降幅让利前端，也有望带来单票盈利的稳健或增

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

长。综合业务量规模的扩张（我们预计 2024 全年快递行业业务量同比增速或达 15%-20%，且头部企业或有超额增长）和单票盈利的稳健提升，我们认为头部企业利润仍有望维持可观增速。

➤ **快递估值如何看？**

**成长性角度，PE 估值相对未来盈利增长或有所低估。**根据我们的盈利预测，中通快递-W、韵达股份、圆通速递 2023-2026 年归母净利润复合增速分别为 16.0%、27.7%、17.1%，根据 iFinD 一致预期申通 2023-2026 年归母净利润复合增速为 60.4%，而当前各公司 24 年预测市盈率分别仅为 11.00 倍、8.87 倍、11.47 倍、16.15 倍（算术平均值为 12 倍），或相对有所低估。

**历史估值角度，PE 估值相对 2020 年以来中枢或有所低估。**2020-2021 年为行业恶性价格竞争十分激烈的阶段，考虑恶性价格战期间内股价及估值下跌的因素后，中通快递-W、圆通速递、韵达股份 PE(TTM)历史均值分别为 25.66 倍、20.68 倍、27.60 倍，各家企业最新的 PE(TTM)估值较上述历史估值分别低 46.6%、35.4%、56.3%。

**红利角度，头部企业 2023 年分红比例较此前提升，股息收益或具备一定吸引力。**中通快递-W、韵达股份、圆通速递 2023 年分红比例分别为 41%、30%、32%，同比分别提升 11 个百分点、20 个百分点、10 个百分点。根据中通快递-W 的 2023 年第四季度及 2023 财政年未经审计财务业绩公告，公司规划 2024 年股息支付率不低于 40%，假设中通快递-W 的 2024 年分红比例为 40%，韵达股份、圆通速递 2024 年分红比例同比持平，对应我们的盈利预测，测算中通快递-W、韵达股份、圆通速递 2024 年预测股息率分别为 3.6%、3.4%、2.6%，股息收益或同样具备一定吸引力。

**市场比较角度，基于利润的超额增长预期，中通快递-W、圆通速递、韵达股份预测市盈率或具备相对的安全边际。**与沪港深 500 指数对比，我们预计中通快递-W 23-26 年归母净利润复合增速 16.0%，高于指数，而 24 年预测市盈率仅 11.00 倍，低于指数；与中证 800 指数对比，我们预计圆通速递、韵达股份 23-26 年归母净利润复合增速分别为 17.1%、27.7%，高于指数，而 24 年预测市盈率仅 11.47 倍、8.87 倍，低于指数。

➤ **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、快递单量未来增长如何？	5
二、快递成本是否仍能下行？	7
三、快递价格博弈如何看？	11
四、快递盈利能力如何看？	13
五、快递估值如何看？	14
风险因素	16

## 表目录

表 1：韵达股份 2023 年下半年及后续重点工作及经营策略上重视管理改善	9
表 2：圆通速递高级管理人员情况梳理	10
表 3：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	11
表 4：电商快递重点公司估值表（2024/8/12）	14
表 5：通达系龙头 2024 年测算股息率情况（2024/8/12）	15
表 6：电商快递重点企业预测市盈率情况与可比市场预测市盈率情况对比梳理（2024/8/12）	15

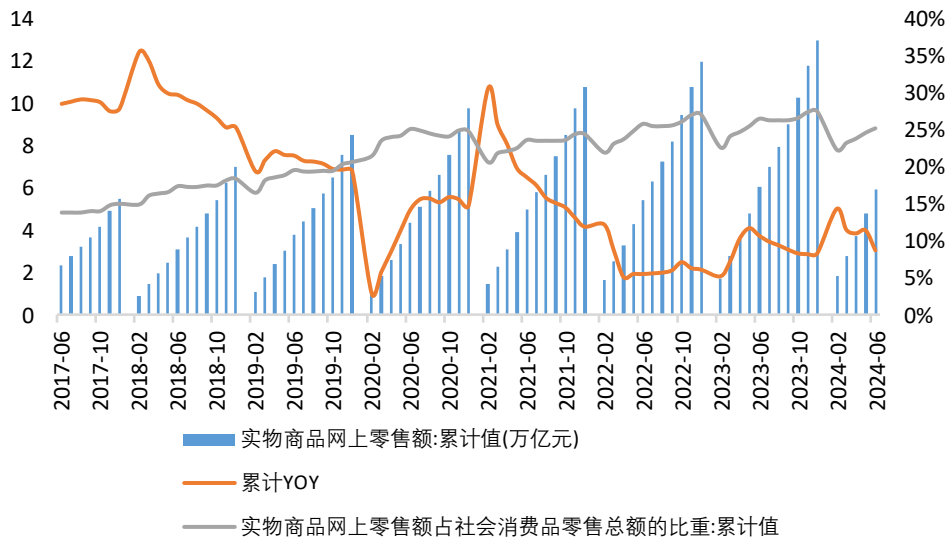
## 图目录

图 1：2024 年前 6 月实物商品网上零售额同比增长 8.8%	5
图 2：2024 年前 6 月快递单包裹货值同比下降 12.5%（元）	5
图 3：2023 年以来快递件量与实物商品网购增速差逐步走扩	5
图 4：24 年前 6 月行业快递业务量同比增长 23.1%	6
图 5：24 年前 6 月异地快递业务量占比 88.7%	6
图 6：快递品牌集中度指数累计 CR8 自 2024 年以来稳步提升	6
图 7：中通、圆通、韵达日均单量与单票干线成本（万件、元）	7
图 8：中通、圆通、韵达日均单量与单票分拣成本（万件、元）	7
图 9：24 年 8 月首周公路运价指数累计同比 19 首周上涨 7.8%	7
图 10：圆通及申通自有车辆数量稳步提升	7
图 11：中通快递自有高运力卡车占比逐步提升	8
图 12：申通快递自有大运力牵引车辆占比逐步提升	8
图 13：“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）	8
图 14：圆通的数字化工程包括管理驾驶舱、网点管家、客户管家等核心模块	9
图 15：电商快递头部企业单票自由现金流相较 2020-2021 年显著改善（元）	11
图 16：中通快递 2023 年单票收入降幅小于单票成本降幅	12
图 17：韵达股份 2023 年单票收入降幅小于单票成本降幅	12
图 18：电商快递头部企业归母净利润情况（亿元）	13
图 19：中通快递-W 最新 PE(TTM)较上市以来均值低 46.6%	14
图 20：圆通及韵达最新 PE(TTM)较 20 年初以来均值低 35.4%、56.3%	14
图 21：圆通相对中证 800 的盈利增速差与估值差相背离	15
图 22：韵达相对中证 800 的盈利增速差与估值差相背离	15

## 一、快递单量未来增长如何？

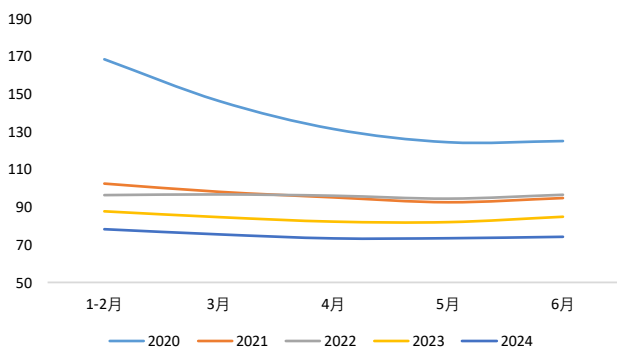
**直播带货崛起驱动实物商品网购增长，且单包裹实物网购货值延续下行趋势。**2024年前6月实物商品网购零售额5.96万亿元，同比增长8.8%，增速高出社零总额同比增速5.1个百分点，占社零总额比重25.3%。我们认为，未来直播电商或将成为整体实物商品网购的重要增长驱动，根据艾瑞咨询《2023年中国直播电商行业研究报告》预计，我国直播电商行业市场规模2023-2026E年复合增速18.4%，渗透率由2019年4.9%提升至2023年37.8%，其中2023年市场规模同比增长35.2%至4.92万亿元。此外单包裹实物网购货值方面，受到社交电商无购物车模式带动结算频次提升以及直播电商发展共同带来的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，2024年前6月，快递单包裹货值同比下降12.5%至74.34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1：2024年前6月实物商品网上零售额同比增长8.8%



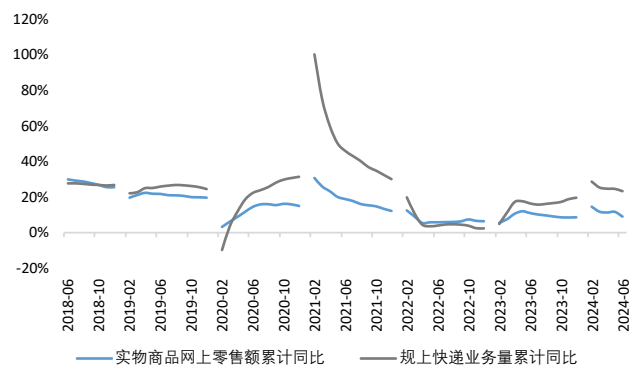
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图2：2024年前6月快递单包裹货值同比下降12.5%（元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

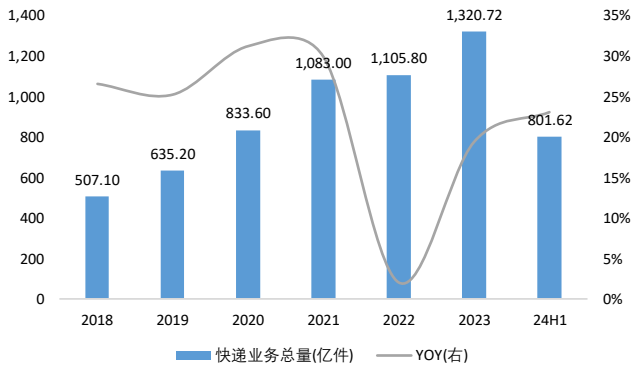
图3：2023年以来快递件量与实物商品网购增速差逐步走扩



资料来源：Wind，信达证券研发中心

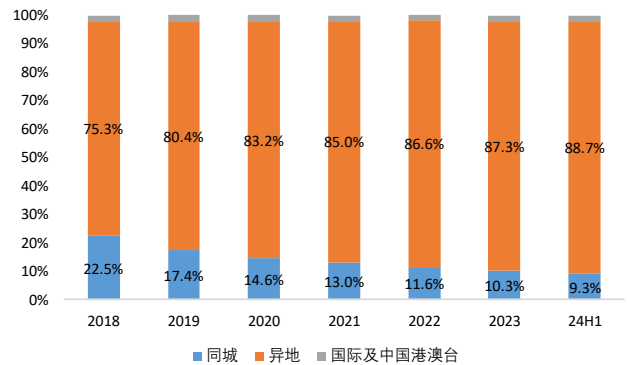
疫情后时代电商消费的下沉化及直播电商的增长，有望带来行业件量增速中枢的超预期上移。快递行业业务量 2018-2021 年年均增速维持在 25% 以上，2022 年受疫情及区域封控影响，当年度件量增速下滑至 2.1%；2023 年基于相对低基数及防疫优化，行业件量同比增长 19.4%，但较 2021 年同期复合增速仅为 10.4%。24 年前 6 月，行业件量同比增长 23.1%，实物商品网上零售额同比增长 8.8%，高出 14.3 个百分点，剔除 22 年疫情影响因素，24 年前 6 月行业快递业务量较 21 年同期复合增速接近 20%。结合中通快递首席财务官颜惠萍女士在中通快递 2024 年第一季度未经审计财务业绩公告中的指引，我们预计，2024 全年快递行业业务量或仍能维持 15%-20% 甚至更高的同比增长。

图4：24 年前 6 月行业快递业务量同比增长 23.1%



资料来源：Wind，国家邮政局，快递杂志微信公众号，信达证券研发中心

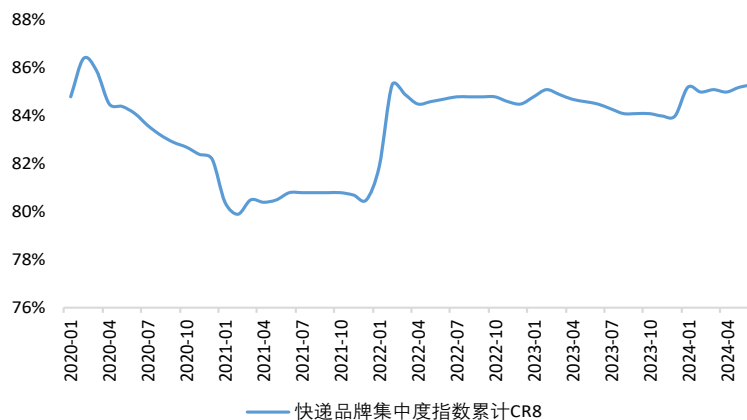
图5：24 年前 6 月异地快递业务量占比 88.7%



资料来源：Wind，国家邮政局，快递杂志微信公众号，信达证券研发中心

行业格局集中度趋于提升。恶性价格竞争受到监管有效规制的大背景下，头部企业基于规模效应-成本优势-定价策略的正向循环，有望实现业务量份额集中度的稳步提升。2024 年上半年，圆通、韵达、申通的快递业务量同比增速分别较行业同比增速高出 1.7 个百分点、6.9 个百分点、9.4 个百分点。根据国家邮政局数据，2024 年上半年我国快递品牌集中度指数 CR8 为 85.3%，同比提升 0.8 个百分点。

图6：快递品牌集中度指数累计 CR8 自 2024 年以来稳步提升



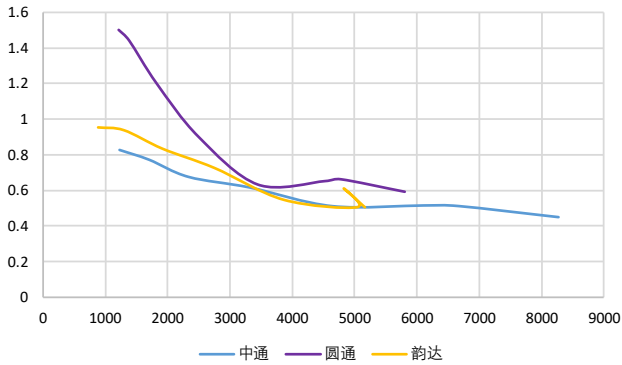
资料来源：iFinD，信达证券研发中心



## 二、快递成本是否仍能下行？

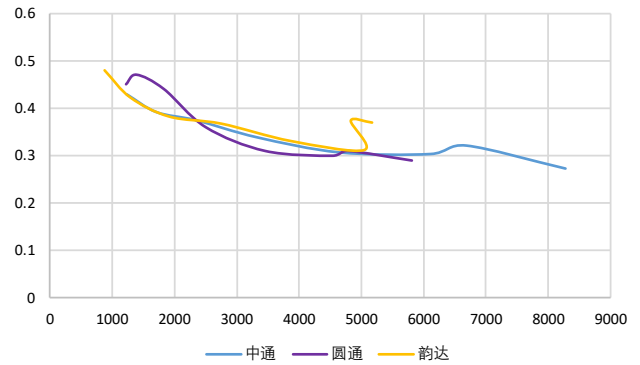
规模效应下，快递业务量的增长有效摊薄单票快递经营成本。快递行业相对上游电商仍有超额成长性，且业务量格局份额逐步集中。基于业务量的稳健增长带来的干线车辆装载率提升及转运中心操作效率提升，我们认为头部快递公司规模效应有望延续增强，从而进一步摊薄快递业务经营成本。

图7：中通、圆通、韵达日均单量与单票干线成本（万件、元）



资料来源：各公司公告，Wind，信达证券研发中心

图8：中通、圆通、韵达日均单量与单票分拆成本（万件、元）

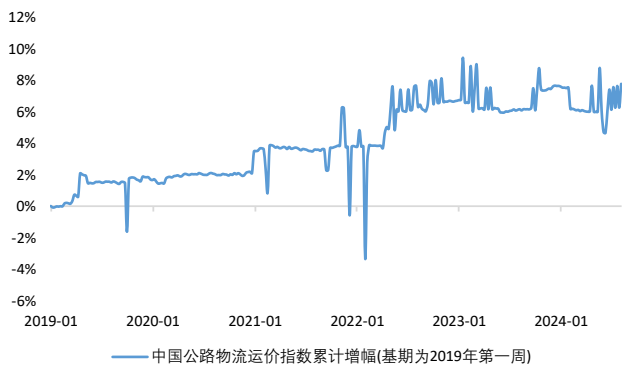


资料来源：各公司公告，Wind，信达证券研发中心

运输工具替代：自有化叠加大型化，增强成本可控度。

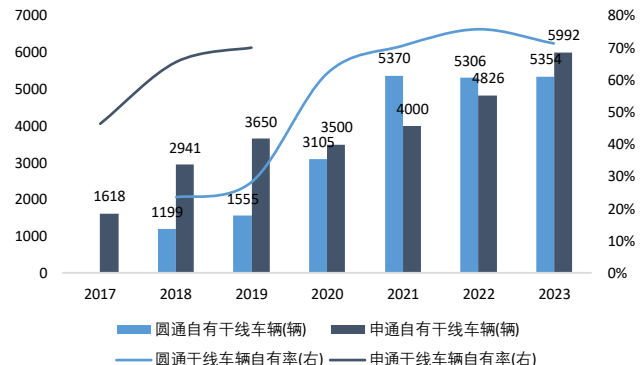
1) 快递业务在国内的揽收区位结构趋于集中，推动车辆直营化及大型化的必要性提升，且直营车辆在运输成本、稳定性、时效性等方面相较外协车辆具备优势。广东省、浙江省快递业务量占全国比重由2001年的11.8%、6.5%提升至2023年的26.2%、19.9%，快递揽收区位结构的集中化，一方面提升对大型快递运输车辆的需求，另一方面考虑需求刚性化背景下专线车队议价力的提升，快递公司车辆直营化的必要性也有望提升。在运价方面，外协车辆需要考虑运输淡旺季的季节性条款，价格波动幅度相对较大；在稳定性方面，如属于单边外协车辆，司机需要自行寻找回程货，因此不同的线路履约的意愿有所差异，稳定性相对较弱；在时效方面，外协车辆可能同时携带其他货品，装卸及运输时效较难以把握；在利润率方面，外协车队或需要保障一定的利润率，报价可能相对较高，大型车辆的自有化，能够较好地缓解上述外协车辆的痛点。

图9：24年8月首周公路运价指数累计同比19首周上涨7.8%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

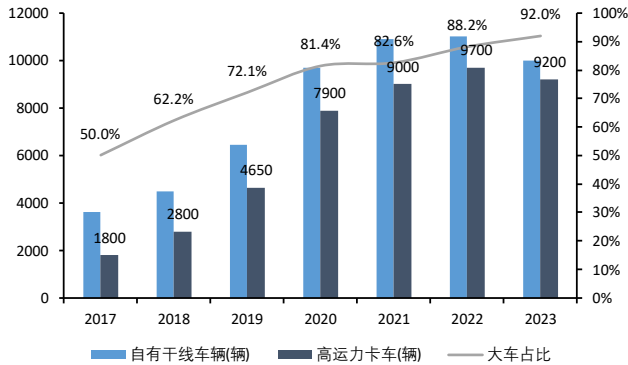
图10：圆通及申通自有车辆数量稳步提升



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

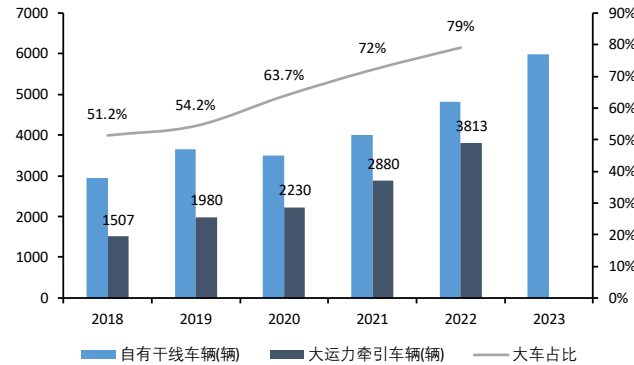
2) 大型车辆替代小型车辆能够在提升装载率的同时减少发车频次,降低干线运输环节的单票成本。根据交通运输部,甩挂运输与传统运输相比,成本更低,效率更高,车辆周转更快,节能减排效果更好,采用甩挂运输可提高效率 30%至 50%,降低成本 30%至 40%,减少油耗 20%至 30%。头部电商快递企业具备明显领先的网络管理经验及能力,推广大运力甩挂车辆同时借力智慧车辆运行监控系统、智慧路由系统等一系列数字化管控工具,可以优化路由规划和线路拉直率,在干线运输环节推动降本增效。

图11: 中通快递自有高运力卡车占比逐步提升



资料来源: 中通快递公司公告, 信达证券研发中心

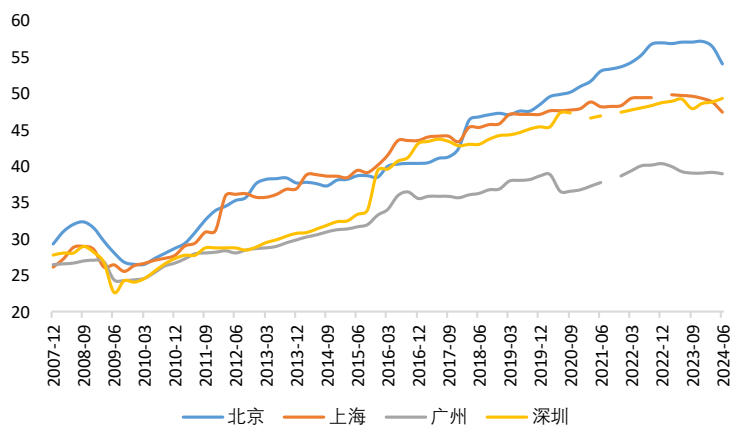
图12: 中通快递自有大运力牵引车辆占比逐步提升



资料来源: 中通快递公司公告, 信达证券研发中心

**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有望对冲租金上涨风险,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 年末 91 个;韵达自营转运中心数量由 2017 年末 54 个上升至 2023 年末 76 个;圆通自营转运中心数量由 2017 年末 64 个上升至 2023 年末 73 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 2023 年的 78.6%。

图13: “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



**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“非直营的直营化管理体系”，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1：韵达股份 2023 年下半年及后续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 3) 加快门店驿站、网格仓等基础设施建设，分别提升进驿站、派前电联、择时派送等差异化服务的能力
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

**图14：圆通的数字化工程包括管理驾驶舱、网点管家、客户管家等核心模块**



资料来源：圆通速递公司公告，信达证券研发中心

**表2：圆通速递高级管理人员情况梳理**

职务（2017）	姓名	背景	职务（2023）	姓名	背景
董事	潘水苗	曾任浙江万马总裁；云锋创投董事总经理	总裁	潘水苗	曾任浙江万马总裁；云锋创投董事总经理
副总裁	相峰	曾任 UPS 中国区公共事务总监、亚太区副总裁；通用汽车（中国）副总裁	副总裁	相峰	曾任 UPS 中国区公共事务总监、亚太区副总裁；通用汽车（中国）副总裁
副总裁	叶锋	曾任新华社上海分社长三角采访部主任	副总裁	叶锋	曾任新华社上海分社长三角采访部主任
副总裁	喻志贤	创始员工	副总裁	彭科	曾任高德软件公共事务部总经理；阿里巴巴集团公共事务部总监
副总裁	张益忠	曾任申通快递宁波分公司总经理	副总裁	葛程捷	曾任汉力国际微电子（杭州）系统集成部总监；上方能源技术（杭州）系统集成部总监
副总裁	张树洪	创始员工	副总裁	王勇	曾任顺丰速运华东分拨区营运高级经理；杭州百世网络技术有限公司汽运总监
副总裁	苏秀锋	曾任浙江长龙货运航空公司总裁兼首席执行官			
副总裁	郝文宁	曾任中外运空运发展股份有限公司副总经理			
副总裁	邓小波	曾任德邦物流董事副总裁；天地华宇集团总裁			
副总裁	许张清	曾任顺丰集团速运 BG 总部人力资源部负责人			
副总裁兼财务负责人	林凯	曾任韵达货运财务副总裁	副总裁兼财务负责人	王丽秀	曾任毕马威华振会计师事务所上海分所审计高级经理；顺丰控股股份有限公司财务总监、国际事业部首席财务官
董事局秘书	朱锐	曾任国泰君安证券投资银行部执行董事	董事局秘书	张龙武	曾任国泰君安证券投资银行部高级经理

资料来源：圆通速递公司公告，信达证券研发中心

### 三、快递价格博弈如何看？

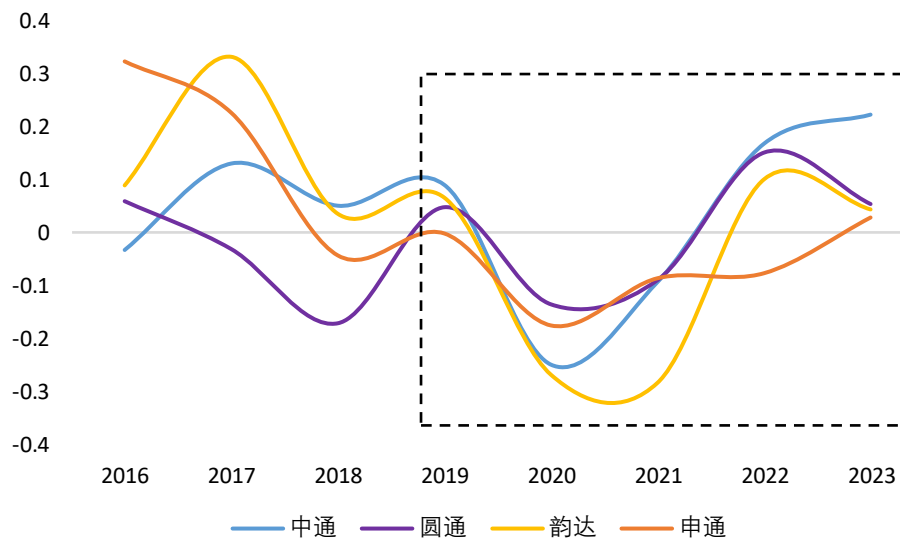
快递行业价格博弈或可被归纳为两种类型：**1) 良性博弈**。龙头基于成本优势对价格策略进行调整，带来份额提升、格局改善的同时不影响自由现金流及单票盈利；**2) 恶性竞争**。企业将单票价格降至明显低于成本线水平，导致自由现金流及盈利受损、“造血能力”下降。我们认为，对于快递企业而言，单票价格降幅小于成本降幅即为良性发展态势。

表3：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	2024 年第一季度未经审计财务业绩公告	公司相信中国经济将逐步企稳向好，快递行业的长期发展前景依旧广阔。专注自身、打造差异化的产品和服务，是中通可持续健康发展、长期创造价值的必然选择。公司预计今年的行业增速在 15%-20%之间，基于不做亏本快件的原则，公司接受市场份额在一定范围内回落
韵达股份	2024 年 5 月 6 日投资者关系活动记录表	在以高质量发展为引领的新时代，单纯依靠降价抢量的策略是行不通的。公司通过恢复加盟商的市场竞争能力、恢复公司产品能力、恢复服务履约能力等方面持续提升综合实力，建立良好的市场口碑，获取更多客户和消费者选择
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、成本控制、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：各公司公告，信达证券研发中心

图15：电商快递头部企业单票自由现金流相较 2020-2021 年显著改善（元）



资料来源：各公司公告，iFinD，Wind，信达证券研发中心

单票成本费用优化、单票价格降幅可控基础上，单票盈利或仍维持稳健。举例来看，2023 年行业价格竞争相对比较激烈的背景下，中通当年单票营业收入同比降幅 12.3%，但单票营业成本同比降幅达 18.0%，带动单票毛利和单票调整后归母净利润同比分别增长 4.2%和 4.5%；韵达当年单票营业收入同比降幅 11.4%，但单票营业成本同比降幅为 11.8%，叠加费用端开支的收缩，带动单票归母净利润同比增长 2.3%。我们分析，快递头部企业

的单票成本费用仍有望在规模效应、资产替换、管理改善及或有的末端无人化履约渗透率提升驱动下进一步优化，那么基于单票成本费用的下行，快递头部企业将拥有更加灵活的单价调节能力，如若单票价格降幅不高于单票成本降幅，那么单票盈利仍有望维持稳健或向上提升。

图16：中通快递 2023 年单票收入降幅小于单票成本降幅

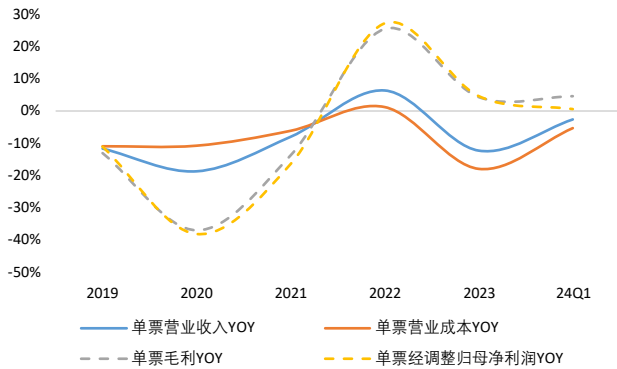
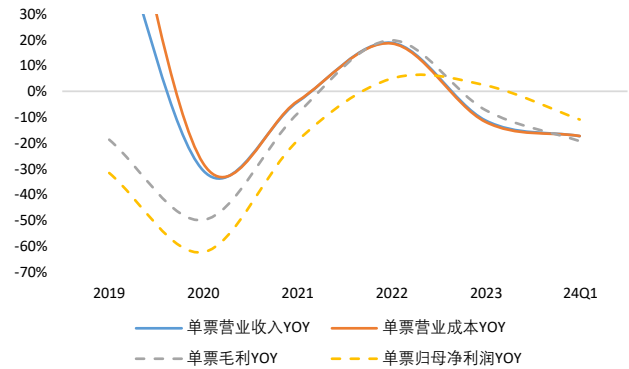


图17：韵达股份 2023 年单票收入降幅小于单票成本降幅



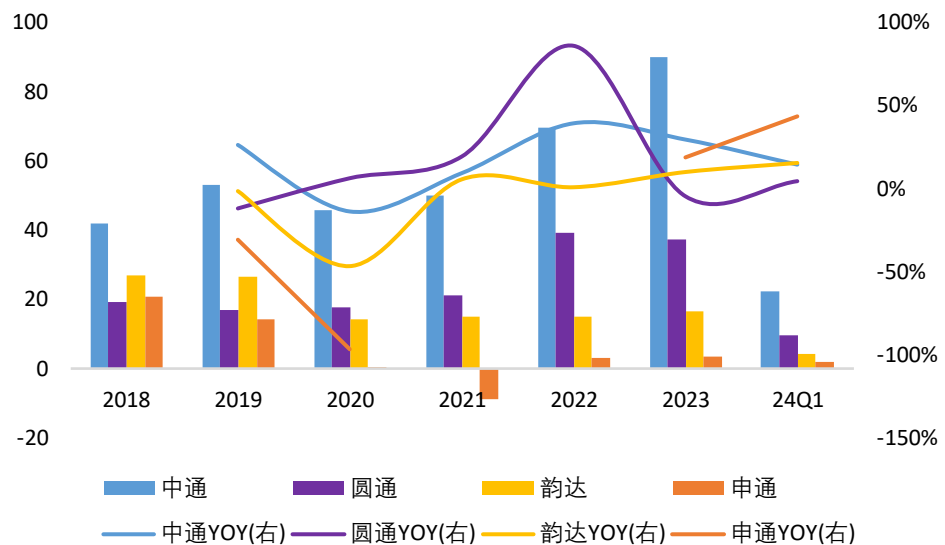
资料来源：iFinD，中通快递公司公告，信达证券研发中心

资料来源：iFinD，韵达股份公司公告，信达证券研发中心

## 四、快递盈利能力如何看？

单量成长性仍在，单票盈利稳健，我们预计利润有望维持相对可观增速。单量方面，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，快递业务量仍有较强的成长性；单票盈利方面，单票成本费用端仍有望在规模效应、资产替换、管理改善及或有的末端无人化履约渗透率提升驱动下进一步优化，单票价格端考虑到政策监管托底、龙头产能偏紧且重视发展质量、新进入者战略重心转移等因素，因此即使企业将部分单票成本费用端下行降幅让利前端，也有望带来单票盈利的稳健或增长。综合业务量规模的扩张（我们预计 2024 全年快递行业业务量同比增速或达 15%-20%，且头部企业或有超额增长）和单票盈利的稳健提升，我们认为头部企业利润仍有望维持可观增速。

图18：电商快递头部企业归母净利润情况（亿元）



资料来源：各公司公告，iFinD，信达证券研发中心

备注：中通快递数据为调整后归母净利润

## 五、快递估值如何看？

**成长性角度，PE 估值相对未来盈利增长或有所低估。**根据前文分析，综合业务量规模的扩张（我们预计 2024 全年快递行业业务量同比增速或达 15%-20%，且头部企业或有超额增长）和单票盈利的稳健提升，我们认为头部企业利润仍有望维持可观增速。根据我们的盈利预测，中通快递-W、韵达股份、圆通速递 2023-2026 年归母净利润复合增速分别为 16.0%、27.7%、17.1%，根据 iFinD 一致预期申通 2023-2026 年归母净利润复合增速为 60.4%，而当前各公司 24 年预测市盈率分别仅为 11.00 倍、8.87 倍、11.47 倍、16.15 倍（算术平均值为 12 倍），或相对有所低估。

表4：电商快递重点公司估值表（2024/8/12）

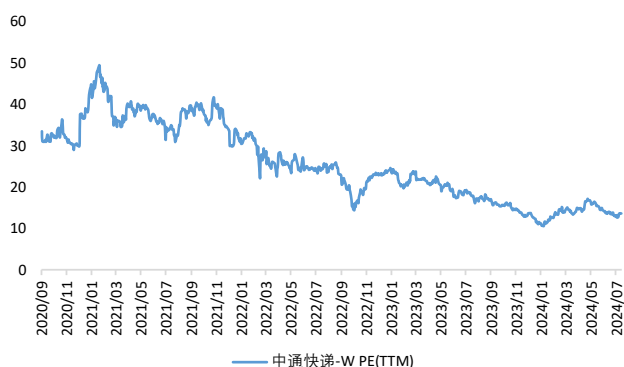
证券代码	公司简称	评级	市值	归母净利润（亿元）					市盈率			
			(亿元)	2024/8/12	23A	24E	25E	26E	23A	TTM	24E	25E
2057.HK	中通快递-W	买入	1,157	87.49	105.26	120.10	136.55	13.23	13.70	11.00	9.64	8.48
002120.SZ	韵达股份	买入	203	16.25	22.85	28.42	33.85	12.47	12.07	8.87	7.13	5.99
600233.SH	圆通速递	买入	502	37.23	43.79	51.54	59.82	13.49	13.36	11.47	9.75	8.40
002468.SZ	申通快递	-	130	3.41	8.04	11.49	14.05	38.10	32.61	16.15	11.30	9.24

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

备注：中通快递-W、韵达股份、圆通速递 24-26 年归母净利润为信达交运团队预测，申通快递为 iFinD 一致预期

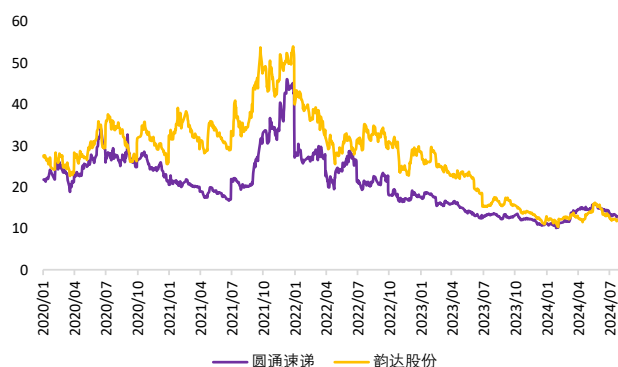
**历史估值角度，PE 估值相对 2020 年以来中枢或有所低估。**2020-2021 年为行业恶性价格竞争十分激烈的阶段，考虑恶性价格战期间内股价及估值下跌的因素后，中通快递-W、圆通速递、韵达股份 PE(TTM)历史均值分别为 25.66 倍、20.68 倍、27.60 倍，各家企业最新的 PE(TTM)估值较上述历史估值分别低 46.6%、35.4%、56.3%。

图19：中通快递-W 最新 PE(TTM)较上市以来均值低 46.6%



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图20：圆通及韵达最新 PE(TTM)较 20 年初以来均值低 35.4%、56.3%



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**红利角度，头部企业 2023 年分红比例较此前提升，股息收益或具备一定吸引力。**中通快递-W、韵达股份、圆通速递 2023 年分红比例分别为 41%、30%、32%，同比分别提升 11 个百分点、20 个百分点、10 个百分点。根据中通快递-W 的 2023 年第四季度及 2023 财政年未经审计财务业绩公告，公司规划 2024 年股息支付率不低于 40%，假设中通快递-W 的 2024 年分红比例为 40%，韵达股份、圆通速递 2024 年分红比例同比持平，对应我们的盈利预测，测算中通快递-W、韵达股份、圆通速递 2024 年预测股息率分别为

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 14



3.6%、3.4%、2.6%，股息收益或同样具备一定吸引力。

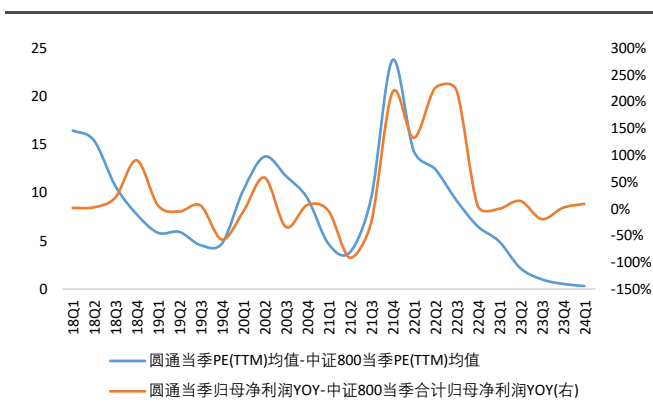
表5：通达系龙头 2024 年测算股息率情况（2024/8/12）

公司简称	每股派息（元）					分红比例					股息率
	2020	2021	2022	2023	2024E	2020	2021	2022	2023	2024E	2024E
中通快递-W	1.62	1.59	2.55	4.47	5.18	30%	27%	30%	41%	40%	3.6%
韵达股份	0.05	0.05	0.05	0.17	0.24	10%	10%	10%	30%	30%	3.4%
圆通速递	0.15	0.15	0.25	0.35	0.38	27%	25%	22%	32%	30%	2.6%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

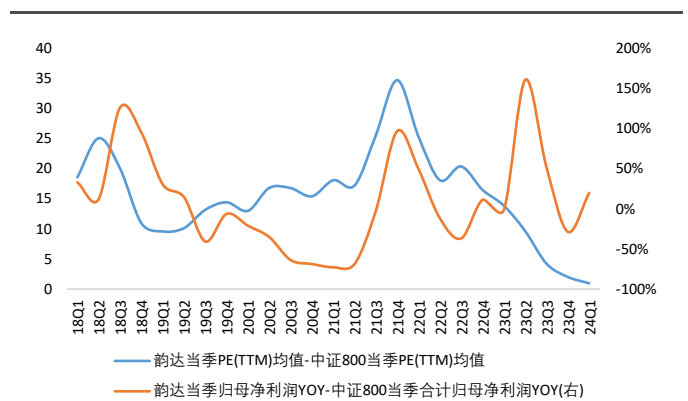
市场比较角度，基于利润的超额增长预期，中通快递-W、圆通速递、韵达股份预测市盈率或具备相对的安全边际。与沪深深 500 指数对比，我们预计中通快递-W 23-26 年归母净利润复合增速 16.0%，高于指数，而 24 年预测市盈率仅 11.00 倍，低于指数；与中证 800 指数对比，我们预计圆通速递、韵达股份 23-26 年归母净利润复合增速分别为 17.1%、27.7%，高于指数，而 24 年预测市盈率仅 11.47 倍、8.87 倍，低于指数。

图21：圆通相对中证 800 的盈利增速差与估值差相背离



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图22：韵达相对中证 800 的盈利增速差与估值差相背离



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

表6：电商快递重点企业预测市盈率情况与可比市场预测市盈率情况对比梳理（2024/8/12）

代码	简称	归母净利润（亿元）				23A-26E CAGR	市盈率
		2023A	2024E	2025E	2026E		2024E
2057.HK	中通快递-W	87.49	105.26	120.10	136.55	16.0%	11.00
H20455.CSI	沪港深 500	77501.93	69565.71	76781.23	83846.62	2.7%	11.37
600233.SH	圆通速递	37.23	43.79	51.54	59.82	17.1%	11.47
002120.SZ	韵达股份	16.25	22.85	28.42	33.85	27.7%	8.87
002468.SZ	申通快递	3.41	8.04	11.49	14.05	60.4%	16.15
000906.SH	中证 800	48236.28	54941.16	60909.39	66941.54	11.5%	14.39

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

备注：中通快递-W、韵达股份、圆通速递 24-26 年归母净利润为信达交运团队预测，申通快递、沪港深 500、中证 800 为 iFinD 一致预期

## 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

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

## 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。