

# 强于大市

| 公司名称    | 股票代码      | 股价        | 评级 |
|---------|-----------|-----------|----|
| 圆通速递    | 600233.SH | 人民币 15.73 | 买入 |
| 韵达股份    | 002120.SZ | 人民币 9.79  | 增持 |
| 中通快递-SW | 02057.HK  | 港币 209.20 | 买入 |
| 申通快递    | 002468.SZ | 人民币 11.22 | 增持 |

资料来源: Wind, 中银证券

以2023年7月18日当地货币收市价为标准

# 快递行业深度报告

## 万亿级市场持续增长, 高质量发展下头部公司更具优势

快递行业 2023 年迎来反弹, 全年快递业务量有望保持两位数增长。行业整体财务状况正在改善, 疫情结束和经济复苏为成本持续下行创造了利好条件。长期看高质量和差异化服务将成为快递行业发展的方向, 新型电商、快递进村、快递出海以及高端件细分市场或将为快递行业带来增量空间。

### 支撑评级的要点

- **快递业务量在 2023 年出现了显著的增长。**快递业务量累计增长率在第二季度后逐渐趋于稳定, 因此第二季度的增长数据是判断全年情况重要的风向标。23 年第一季度快递业务量同比增长达 11%, 23 年 5 月累计业务量同比增速达 17.4%, 奠定了高增长基调, 随着行业进入旺季我们判断 2023 全年快递业务量有望保持两位数增长。
- **快递行业整体财务状况得到改善, 现金流量稳定增长, 支持企业进行资产投资和扩大产能。**“价格战”期间业务量增速放缓单价下降, 快递行业在“烧钱模式”下偿债能力、盈利能力以及现金流量状况愈发紧张。随着疫情结束经济复苏叠加政策监管的大背景下, 行业整体财务状况得到改善。22 年中通、圆通、韵达和申通经营活动产生的现金流量净额分别为 114.92 亿元、73.91 亿元、52.91 亿元和 26 亿元, 同比分别增长 45.01%、82.13%、69.31% 和 35.4%; 平均增长了 58.50%。充盈的现金流得以支撑企业进行资产投资而扩大产能, 进一步加大头部玩家的壁垒优势。
- **油价下行、经济复苏与疫情结束三重因素利好成本持续下行:**疫情影响逐步消减, 经济复苏带动件量回升, 步入 2023 年 4 月快递业务量同比增速在 36.4%, 业务收入同比增速超过 23%, 规模效应下有利成本下行; 国际油价的下滑有望对快递运输成本产生积极影响。企业重资产投入后的成本管理能力和得到充分兑现。
- **高质量与差异化服务为未来快递行业发展方向。**受政策的监管限制, 业内价格战倾向较弱。随着头部快递企业的持续投入与规模的扩大, 货品加速向龙头快递企业集中, 2023 年 5 月我国快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8 已经达到 84.6, 低质效的二三线快递产能已基本出清, 头部企业之间由此前以低价竞争份额的发展格局逐步转向规模效应和利润平衡的高质量方向发展。
- **长期来看, 快递行业将呈现多元化的发展趋势, 新型电商、快递进村、快递出海以及高端件细分市场或为快递行业带来增量。**随着抖音、快手等新型电商平台的出现, 以及直播带货和社区团购等新型零售方式的不断发展, 乡村下沉市场的人均网购频次将会实现快速增长。跨境电商的快速发展使得未来出口需求持续向好, 国际业务方面仍有上涨空间。电商新业态+乡村广市场+国际大舞台将会给快递行业带来第二增长曲线。

### 重点推荐

- **重点推荐行业龙头中通快递 02057.HK (买入)、圆通速递 600233.SH (买入)、韵达股份 002120.SZ (增持) 和申通快递 002468.SZ (增持)**

### 评级面临的主要风险

- **经济不及预期; 油价与人工成本上涨; 监管政策变动, 价格战恶化。**

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

交通运输

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

联系人: 刘国强

guoqiang.liu\_01@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122070018

## 目录

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1 行业沿革：电商业态演进支撑万亿级市场，CR8 接近 85%下竞争持续</b> | <b>8</b>  |
| 1.1 规律特征：快递业务量增速远高于社会物流总额及 GDP 增速           | 8         |
| 1.2 驱动因素：国内电商交易规模稳步提升，快递行业业务量持续增长           | 9         |
| 1.3 动态变化：新冠疫情过后快递行业“量”与“质”稳步回暖              | 10        |
| 1.4 价格走势：近十年快递单票价格持续走低，价格战后单价呈现平稳趋势         | 12        |
| 1.5 结构特征：同城快递比重下降，国际快递业务量回暖态势明显             | 14        |
| 1.6 行业格局：CR8 接近 85%，存量竞争持续进行                | 15        |
| 1.7 历史演进：电商红利支撑高增长，价格战后有望进入高质量发展阶段          | 16        |
| <b>2 市场空间：三大增量因素，电商新业态+乡村广市场+国际大舞台</b>      | <b>23</b> |
| 2.1 电商新业态：直播电商 GMV 份额不断增长，快递行业与平台的接入将带来额外增量 | 23        |
| 2.2 乡村广市场：农村互联网普及率相对较低，下沉市场增长空间可期待          | 25        |
| 2.3 国际大舞台：跨境电商方兴未艾，国际业务有望成为第二增长点            | 27        |
| <b>3 盈利能力：精细化管控降本增效，头部企业毛利稳中有升</b>          | <b>33</b> |
| 3.1 商业模式：加盟制快递企业运行逻辑                        | 33        |
| 3.2 成本分析：油价上涨+疫情影响双重“外部”因素导致 2022 年单票成本承压   | 35        |
| 3.3 运输分析：车辆自有化、大型化、数字化抵御运价上行压力，单票运费同比基本持平   | 38        |
| 3.4 分拣分析：物流网络运行受阻，单票分拣成本略有上涨                | 40        |
| <b>4 未来展望：高质量发展背景下头部快递企业盈利能力有望持续修复</b>      | <b>42</b> |
| 4.1 业绩趋势：展望 2023 年，头部企业盈利能力有望持续修复           | 42        |
| 4.2 油价影响：油价下行利好成本修复                         | 43        |
| 4.3 件量走向：经济复苏带动件量增长                         | 43        |
| 4.4 格局分析：重资产壁垒下造就龙头领先优势，市场竞争格局逐渐清晰          | 44        |
| 4.5 财务状况：资本开支放缓负债降低，财务状况得到改善                | 44        |
| 4.6 监管因素：监管政策仍将在快递行业未来发展中扮演指导角色             | 45        |
| <b>5 风险提示</b>                               | <b>47</b> |
| 圆通速递  | 48        |
| 韵达股份  | 58        |
| 中通快递-SW                                     | 66        |
| 申通快递  | 74        |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1. GDP 总额和增速、社会物流总额增速以及快递业务量增速 .....  | 8  |
| 图表 2. 2017-01 至 2023-05 快递业务量增速 .....    | 9  |
| 图表 3. 2015-2022 中国网络零售额及增速 .....         | 9  |
| 图表 4. 2021-06 至 2023-04 中国网络零售额及增速 ..... | 9  |
| 图表 5. 中国国内主要电商 GMV 及增速 .....             | 10 |
| 图表 6. 快递发展指数与物流业景气指数 .....               | 11 |
| 图表 7. 快递服务质量指数及同比增长 .....                | 11 |
| 图表 8. 代表快递公司单票收入当月值（元） .....             | 11 |
| 图表 9. 2012-2022 年中国快递服务企业业务量及增速 .....    | 12 |
| 图表 10. 2022-01 至 2023-05 快递业务量及增速 .....  | 12 |
| 图表 11. 快递行业平均单价 .....                    | 12 |
| 图表 12. 圆通单票价格、同比及环比变化 .....              | 13 |
| 图表 13. 韵达单票价格、同比及环比变化 .....              | 13 |
| 图表 14. 申通单票价格、同比及环比变化 .....              | 13 |
| 图表 15. 中通单票价格、同比及环比变化 .....              | 13 |
| 图表 16. 2017-2022 年主要快递公司单票价格 .....       | 13 |
| 图表 17. 主要快递公司单票价格同比变化（月） .....           | 13 |
| 图表 18. 快递产品结构以异地为主 .....                 | 14 |
| 图表 19. 国际/港澳台快递业务量回暖态势明显 .....           | 14 |
| 图表 20. 分专业快递业务量比较（亿件） .....              | 14 |
| 图表 21. 2023 年第一季度邮政业务量 .....             | 14 |
| 图表 22. 2023 年第一季度中国快递业务量结构 .....         | 15 |
| 图表 23. 2023 年第一季度中国快递业务收入结构 .....        | 15 |
| 图表 24. 2023 年第一季度中国地区快递业务量结构 .....       | 15 |
| 图表 25. 2023 年第一季度中国地区快递业务收入结构 .....      | 15 |
| 图表 26. 2021-2022 年快递品牌集中度指数 CR8 .....    | 15 |
| 图表 27. 2016-2022 各快递公司市场份额变化 .....       | 15 |
| 图表 28. 快递行业历史沿革 .....                    | 16 |
| 图表 29. 民营企业业务量占全部快递市场比重持续提升 .....        | 16 |
| 图表 30. 快递收入与邮政行业业务收入占比 .....             | 16 |
| 图表 31. 民营快递相关政策 .....                    | 17 |
| 图表 32. 2010-2021 快递行业占邮政业收入比重 .....      | 17 |
| 图表 33. 实物网上零售额占社零总额比重逐年攀高 .....          | 17 |
| 图表 34. 实物商品网上零售总额与快递行业收入呈强相关性 .....      | 18 |
| 图表 35. 快递行业代表公司上市时间节点 .....              | 18 |
| 图表 36. 部分快递企业上市时间 .....                  | 18 |

|  |    |
|--|----|
| 图表 37. 2019-01 至 2023-05 义乌金华快递单票收入及增长 ..... | 19 |
| 图表 38. 2018-2022 行业单票毛利（元） .....             | 19 |
| 图表 39. 2019 年以来被并购的企业 .....                  | 20 |
| 图表 40. 2021 年以来出台的监管政策 .....                 | 20 |
| 图表 41. 2016 年以来关于物流数字化转型的政策 .....            | 21 |
| 图表 42. 社会物流总费用与 GDP 费用比例 .....               | 21 |
| 图表 43. 快递总收入与实物商品网上零售额比率 .....               | 21 |
| 图表 44. 韵达、中通、申通以及圆通的数字信息系统 .....             | 22 |
| 图表 45. 快递行业需求增长点 .....                       | 23 |
| 图表 46. 2017-2022 年电商直播市场规模 .....             | 24 |
| 图表 47. 直播电商用户规模 .....                        | 24 |
| 图表 48. 2021 年各电商业态 GMV 份额 .....              | 24 |
| 图表 49. 2022 年各电商业态 GMV 份额 .....              | 24 |
| 图表 50. 2017-2021 电商平台 GMV 占比变化情况 .....       | 25 |
| 图表 51. 2019-2022 直播电商 GMV 占比变化情况 .....       | 25 |
| 图表 52. 短视频 APP 行业月度人均使用时长趋势 .....            | 25 |
| 图表 53. 2022 年代表平台月活规模（亿人次） .....             | 25 |
| 图表 54. 2014-2022 农村电商网络零售额及增速变化 .....        | 26 |
| 图表 55. 中国城乡地区互联网普及率 .....                    | 26 |
| 图表 56. 农村居民人均消费支出持续增长 .....                  | 26 |
| 图表 57. 中国农村电商物流指数 .....                      | 26 |
| 图表 58. 2020-2022 年以来关于快递进村的相关政策 .....        | 26 |
| 图表 59. 2018-2023E 直播电商渗透率及预测 .....           | 27 |
| 图表 60. 中国农村网商数量（万个） .....                    | 27 |
| 图表 61. 2017-2023 中国农村、农产品网络交易规模统计及预测 .....   | 27 |
| 图表 62. 2013-2022 跨境电商市场交易规模 .....            | 28 |
| 图表 63. 2013-2022 中国跨境电商物流行业市场交易规模 .....      | 28 |
| 图表 64. 2018-2022 跨境电商进出口总值及贸易占比 .....        | 28 |
| 图表 65. 2022 中国跨境电商用户规模 .....                 | 28 |
| 图表 66. 相关政策鼓励快递出海 .....                      | 29 |
| 图表 67. 中国对其他 RCEP 成员国进出口总值（亿） .....          | 29 |
| 图表 68. 中国对东盟出口总额（百万） .....                   | 29 |
| 图表 69. 东南亚电商市场规模及预测 .....                    | 30 |
| 图表 70. 2022 年东南亚市场电商增长率 .....                | 30 |
| 图表 71. 2022 东南亚地区与其他国家电商渗透率对比 .....          | 30 |
| 图表 72. 中国快递企业国际化历程 .....                     | 31 |
| 图表 73. 顺丰、圆通和邮政全货机数量占比 .....                 | 31 |
| 图表 74. 2022 年顺丰、圆通和邮政航空机队数量（个） .....         | 31 |
| 图表 75. 圆通国际营业收入 .....                        | 32 |

|   |    |
|---|----|
| 图表 76. 顺丰收入结构及国际业务同比增速.....             | 32 |
| 图表 77. 加盟制快递揽派送逻辑.....                  | 33 |
| 图表 78. 加盟制快递企业各环节收入与成本结构.....           | 34 |
| 图表 79. 2016-2023Q1 行业毛利率变化.....         | 35 |
| 图表 80. 影响成本的因素.....                     | 35 |
| 图表 81. 2018-2022 代表公司单票成本（元）.....       | 36 |
| 图表 82. 2018-2022 各公司单票成本（剔除派费后）（元）..... | 36 |
| 图表 83. 2022 运输成本占比.....                 | 36 |
| 图表 84. 燃油成本占运输成本比重.....                 | 36 |
| 图表 85. 2022 年汽柴油市场价.....                | 36 |
| 图表 86. 2022 年代表公司剔除派费后成本结构.....         | 37 |
| 图表 87. 快递揽收运输链条.....                    | 37 |
| 图表 88. 2018-2022 单票运输成本（元）.....         | 38 |
| 图表 89. 运输成本同比变化（%）.....                 | 38 |
| 图表 90. 2018-2022 通达系自营车辆数量（个）.....      | 38 |
| 图表 91. 中通、圆通、韵达干线车辆自营比例.....            | 38 |
| 图表 92. 中通快递自有大车数量及占比.....               | 39 |
| 图表 93. 申通自有大车数量及占比.....                 | 39 |
| 图表 94. 2019-2022 年圆通单车装载数（个）.....       | 39 |
| 图表 95. 2018-2022 单票分拣成本（元）.....         | 40 |
| 图表 96. 分拣成本同比变化（%）.....                 | 40 |
| 图表 97. 2017-2022 各公司自营转运中心数量（个）.....    | 40 |
| 图表 98. 2017-2021 中转机器设备账面价值（亿元）.....    | 41 |
| 图表 99. 21 年单个中转中心业务处理量（万/天）.....        | 41 |
| 图表 100. 韵达投资状况分析.....                   | 41 |
| 图表 101. 申通投资状况分析.....                   | 41 |
| 图表 102. 2016-2022 各公司归母净利润（百万元）.....    | 42 |
| 图表 103. 2016-2022 各公司净利率.....           | 42 |
| 图表 104. 2016-2022 代表公司单票收入同比变化.....     | 42 |
| 图表 105. 2021-2023 代表公司单票收入（元）.....      | 42 |
| 图表 106. WTI 和布伦特原油价格.....               | 43 |
| 图表 107. 2021-2023 年全国快递业务量当月值与当月同比..... | 44 |
| 图表 108. 快递品牌集中度指数 CR8.....              | 44 |
| 图表 109. 2016-2022 代表公司经营现金流（亿）.....     | 45 |
| 图表 110. 2016-2022 代表公司资产负债率.....        | 45 |
| 图表 111. 快递行业主要监管政策体系.....               | 46 |
| 图表 112. 圆通速递历史沿革.....                   | 49 |
| 图表 113. 圆通速递股权结构图.....                  | 49 |
| 图表 114. 圆通速递十大股东.....                   | 50 |

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图表 115. 圆通总市值变化 (亿元)           | 50 |
| 图表 116. 圆通收入及归母净利润稳步向好         | 51 |
| 图表 117. 圆通业务量及增速               | 51 |
| 图表 118. 2018-2022 圆通各业务的收入结构占比 | 51 |
| 图表 119. 圆通各业务的毛利率情况            | 51 |
| 图表 120. 2018-2022 圆通单票成本结构 (元) | 52 |
| 图表 121. 圆通速递自有车辆数 (个)          | 52 |
| 图表 122. 圆通快递中转流程               | 52 |
| 图表 123. 圆通末端妈妈驿站数量 (个)         | 53 |
| 图表 124. 圆通速递信息化平台              | 53 |
| 图表 125. 圆通速递市占率变化              | 53 |
| 图表 126. 圆通国际业务服务网络已覆盖 6 大洲     | 54 |
| 图表 127. 分拆业务盈利预测 (人民币: 亿元)     | 55 |
| 图表 128. 分拆业务盈利预测 (人民币: 百万)     | 55 |
| 图表 129. 可比公司相对估值               | 56 |
| 图表 130. 韵达控股历史沿革               | 59 |
| 图表 131. 韵达控股股份有限公司             | 59 |
| 图表 132. 韵达控股十大股东               | 59 |
| 图表 133. 韵达总市值变化                | 60 |
| 图表 134. 公司收入增速下滑               | 60 |
| 图表 135. 公司归母净利润下滑              | 60 |
| 图表 136. 韵达快递业务量                | 61 |
| 图表 137. 公司单票收入 (元)             | 61 |
| 图表 138. 2018-2022 韵达单票成本结构 (元) | 61 |
| 图表 139. 韵达单票运输与中转成本 (元)        | 61 |
| 图表 140. 韵达股份各季度资本开支及变化         | 62 |
| 图表 141. 韵达股份各年度资本开支及变化         | 62 |
| 图表 142. 韵达股份快递业务量季度变化          | 62 |
| 图表 143. 韵达股份快递业务量月度变化          | 62 |
| 图表 144. 分拆业务盈利预测 (人民币: 亿元)     | 63 |
| 图表 145. 分拆业务盈利预测 (人民币: 百万)     | 63 |
| 图表 146. 可比公司相对估值               | 64 |
| 图表 147. 中通快递历史沿革               | 67 |
| 图表 148. 中通快递股权架构示意图            | 67 |
| 图表 149. 中通快递主要股东               | 67 |
| 图表 150. 中通总市值变化                | 68 |
| 图表 151. 2022 年中通营业收入及增长情况      | 68 |
| 图表 152. 毛利率持续上涨 (%)            | 68 |
| 图表 153. 公司单票收入同比增长趋势明显         | 69 |

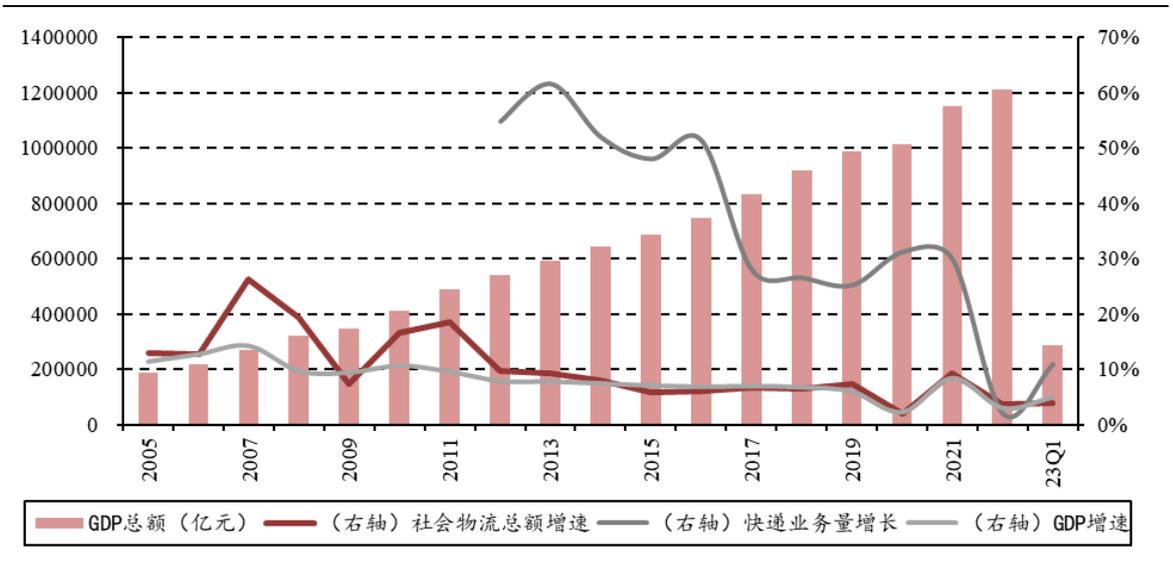
|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图表 154. 中通业务量增速高于行业平均水平.....       | 69 |
| 图表 155. 公司经营性利润与利润率季度数据.....       | 69 |
| 图表 156. 毛利和毛利率.....                | 69 |
| 图表 157. 中通快递业务成本结构（元）.....         | 70 |
| 图表 158. 公司财务状况（亿元）.....            | 70 |
| 图表 159. 中通单票成本下降趋势显著.....          | 70 |
| 图表 160. 分拆业务盈利预测（人民币：亿元）.....      | 71 |
| 图表 161. 分拆业务盈利预测（人民币：百万）.....      | 72 |
| 图表 162. 可比公司相对估值.....              | 72 |
| 图表 163. 申通快递历史沿革.....              | 75 |
| 图表 164. 申通快递股权架构示意图.....           | 75 |
| 图表 165. 申通快递十大股东.....              | 76 |
| 图表 166. 申通总市值变化.....               | 76 |
| 图表 167. 公司营业收入及增速.....             | 77 |
| 图表 168. 公司归母净利润及增速.....            | 77 |
| 图表 169. 公司快递业务量及增速.....            | 77 |
| 图表 170. 公司单票收入（元）.....             | 77 |
| 图表 171. 2018-2022 申通单票成本结构（元）..... | 78 |
| 图表 172 申通单票运输与中转成本（元）.....         | 78 |
| 图表 173. 代表公司中转中心业务处理量（个）.....      | 78 |
| 图表 174. 2018-2023 申通市占率.....       | 79 |
| 图表 175. 申通快递季度收入及增长变化.....         | 79 |
| 图表 176. 分拆业务盈利预测（人民币：亿元）.....      | 79 |
| 图表 177. 分拆业务盈利预测（人民币：百万）.....      | 80 |
| 图表 178. 可比公司相对估值.....              | 80 |

## 1 行业沿革：电商业态演进支撑万亿级市场，CR8 接近 85% 下竞争持续

### 1.1 规律特征：快递业务量增速远高于社会物流总额及 GDP 增速

后疫情时代经济复苏有望带动快递需求增长，2023 年的社会物流总额增速有望超过 5%。2022 年，社会物流总额超过 340 万亿元，同比增长 3.6%，增速较去年略有下降；GDP(按不变价格计算)总额共计 1210207 亿元，比上年增长 3%，受疫情影响增速放缓。近年来社会总额物流增速与全国生产总值（GDP）增速变化趋同，反映了物流行业是宏观经济发展的晴雨表。国务院在新一年的政府工作报告中指出，中国 2023 年 GDP 预期增长目标为 5% 左右，我们认为疫情缓和、经济复苏有望带动快递需求，2023 年的社会物流总额增速有望超过 5%。

图表1. GDP 总额和增速、社会物流总额增速以及快递业务量增速

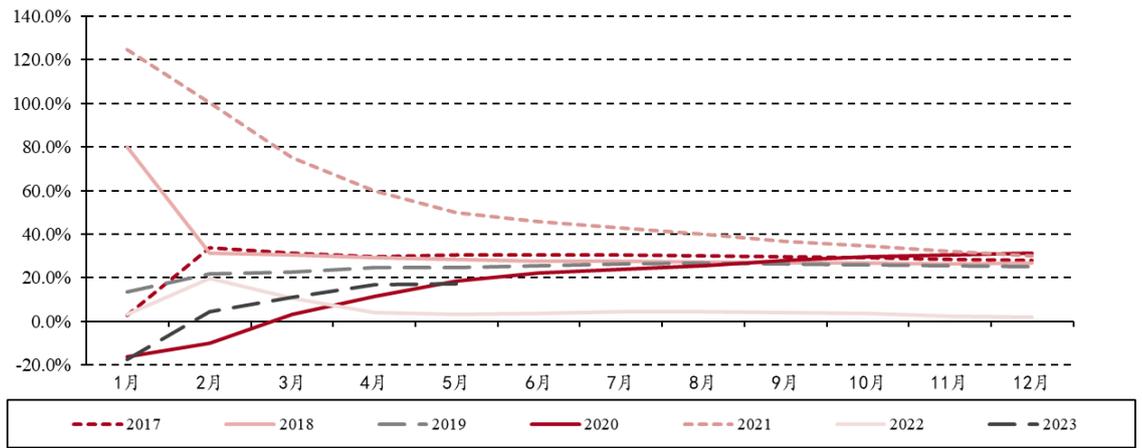


资料来源：IFIND，中银证券

**近几年快递业务量增速远高于社会物流总额及 GDP 增速。**从历史数据看（2017-2022）快递业务量复合增速达到 23%，而社会物流总额复合增速为 7%，快递业务是物流行业增长的主要支撑。2022 年快递业务量增速首次低于社会物流总额增速，这是疫情期间需求承压下出现的特殊情况。

**2023 年快递业务量有望实现两位数增长。**季度数据看，快递业务量累计增长率在第二季度后逐渐趋于稳定，因此第二季度的增长数据是判断全年情况重要的风向标。23 年第一季度快递业务量同比增长达 11%，23 年 5 月累计业务量同比增速达 17.4%，奠定了高增长基调，随着行业进入旺季，我们判断 2023 全年快递业务量有望保持两位数增长。

图表2. 2017-01至2023-05快递业务量增速

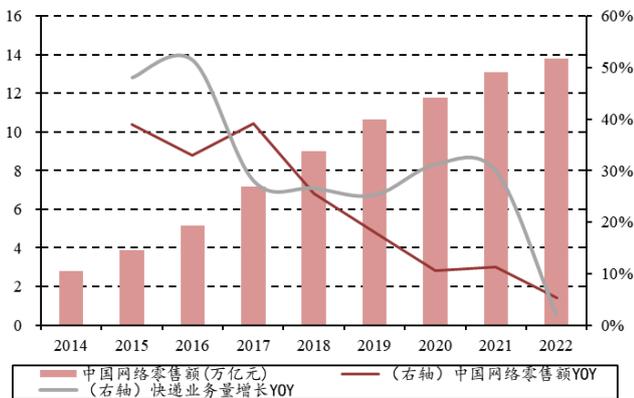


资料来源: IFIND, 中银证券

## 1.2 驱动因素：国内电商交易规模稳步提升，快递行业业务量持续增长

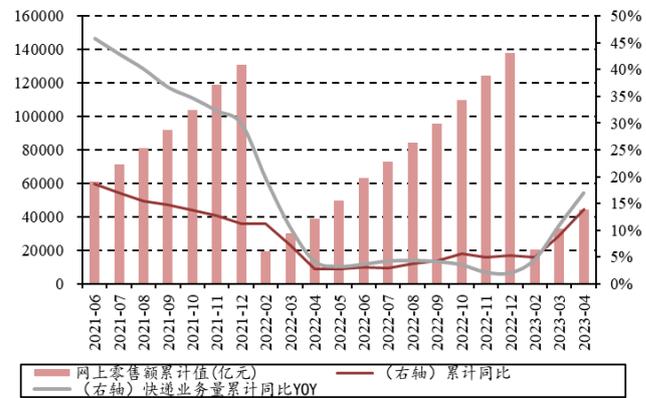
国内电商交易规模持续增长, 2022年同比增速为5.33%。2022年度中国网络零售额达13.79万亿元, 同比增速5.33%。2016-2022年, 阿里(天猫&淘宝)、京东、拼多多等主要电商的GMV总额复合增速达到26%。2016-2022年, 阿里巴巴GMV复合增速始终在20%左右, 贡献了最主要的GMV份额, 而拼多多、京东等平台的快速崛起带来了增量市场。2022年阿里巴巴、拼多多、京东的GMV分别达到了83170亿元、32000亿元、34700亿元。

图表3. 2015-2022中国网络零售额及增速



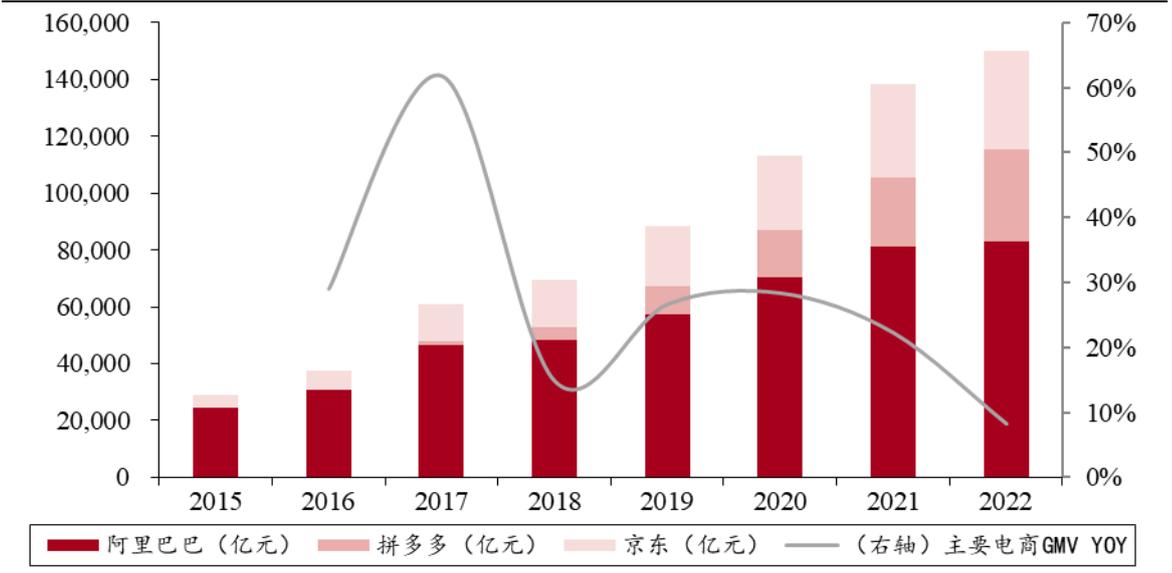
资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表4. 2021-06至2023-04中国网络零售额及增速



资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表5.中国国内主要电商GMV及增速



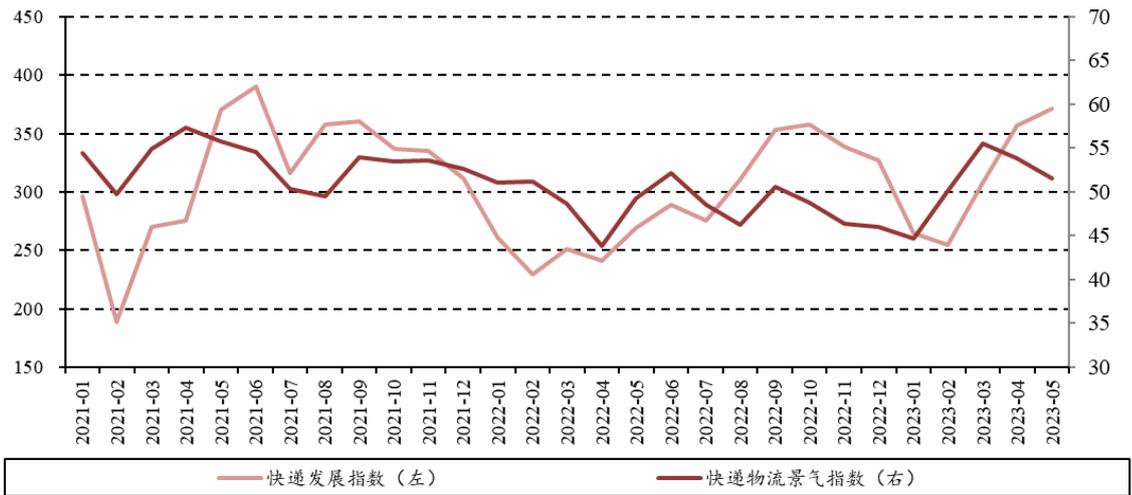
资料来源：各公司公告，中银证券

**电商交易规模与快递业务量形成共振，2023年第二季度件量增速有望触底反弹。**根据国家统计局数据，2021年中国网络零售额的月度增速保持在大约15%左右，2022年受到疫情封控影响增速开始下跌。从2022年4月份开始，网络零售额的增速下降到大约4%左右，并且持续在这个水平上徘徊。到了2023年4月份，网络零售额的累计增速达到了14%。快递业务量的增速也呈现出类似的趋势。在2022年4月，快递业务量的累计增速仅为4.2%，并在12月跌至谷底的2.1%。然而，随着2023年网络零售额增速的恢复，快递业务量迎来了强势反弹。截止2023年5月，快递业务量的累计增速达到了17.4%。

### 1.3 动态变化：新冠疫情过后快递行业“量”与“质”稳步回暖

**2023年第一季度物流供需加速恢复，运行向好基础得到有效巩固。**2022年全年物流业景气指数平均为48.6%，较2021年下降4.8个百分点，受到疫情影响，整体物流经济收缩。由于23年春节较早到来，受节假日影响1月份物流景气指数回落至44.7%，同比下降6.4个百分点，环比回落1.3个百分点，仍处于50%以下收缩区间。2023年国家邮政局5月快递发展指数报告指出，2023年5月份中国物流业景气指数为51.5%，继续保持在扩张区间；快递发展指数为370.9，同比提升37.8%；其中发展规模指数、发展能力指数和发展趋势指数分别为406.1、214.8和70.0，分别同比提升17.8%、8.3%和4.2%，服务质量指数为592.1，同比提升78.5%。一季度物流业景气指数平均水平较去年同期和四季度均有明显回升，反映出节后开工复工进度加快，行业服务质量与履约能力得到修复。

图表6. 快递发展指数与物流业景气指数



资料来源：国家邮政局，中银证券

**服务质量改善明显，快递“质量”追上“数量”。**根据 2023 年国家邮政局 5 月快递发展指数报告，23 年 5 月服务质量指数同比提升 78.5% 达到 592.1，从分指标来看，快递服务公众满意度预计为 81.3 分，同比提高 2.9 分。重点地区 72 小时准时率预计为 84.3%，同比提高 8.7 个百分点。

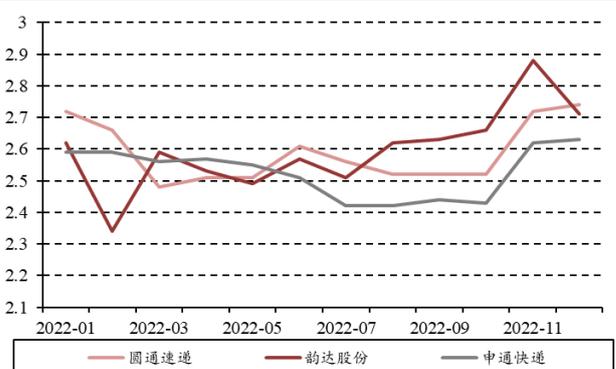
**快递行业在揽收端和派送端两个环节改善加速修复快递履约能力。**快递企业持续优化进厂服务，推动设施设备资源共用，在优化定制包装、仓配一体、数据共享等服务基础上，通过精准预测、精准补货，提升制造企业履约能力。快递企业聚焦大件服务，扩大大件货物上门服务覆盖范围，推动家电寄递“即送即装”，通过航空运输提升工业大件寄递时效。快递企业开通智能快递车揽收服务，实现揽派效率双提升；加大末端站点调配及开放力度，运用智能分单，满足消费者多样化派送需求。

图表7. 快递服务质量指数及同比增长



资料来源：国家邮政局，中银证券

图表8. 代表快递公司单票收入当月值 (元)



资料来源：各公司公告，中银证券

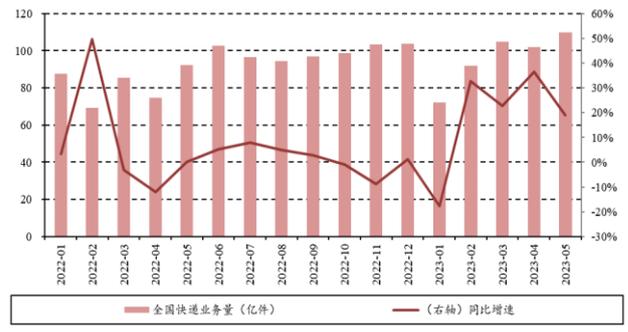
**2022 年业务量达 1105 亿件，万亿级市场持续增长。**新冠疫情冲击过后，快递业务量回暖趋势已现，国家邮政局数据显示，2022 年全国快递业务量完成 1105.8 亿件，同比增长 2.1%；业务收入完成 1.06 万亿元，同比增长 2.3%，业务量连续 9 年位居世界第一。行业最高日处理能力超 7 亿件，年人均快件量近 80 件。2022 年 Q4 受疫情影响，增速有所放缓，22 年 11 月受疫情影响最为严重，业务收入完成 978.5 亿元，同比 21 年下降 9%；22 年 12 月份增速迎来拐点，快递业务量完成 103.7 亿件，同比 21 年增长 1.2%，快递业务收入完成 996.9 亿元，同比增长 8.6%。**2023 年 1 月上旬在疫情余波冲击过后，快递业务量稳步提升，春节期间快递包裹揽收量与 2022 年同期相比增 5.1%；第一季度业务量达到 268.8 亿件，累计增速达 11%，回暖趋势已现。**

图表9. 2012-2022 年中国快递服务企业业务量及增速



资料来源：国家邮政局，中银证券

图表10. 2022-01至2023-05快递业务量及增速

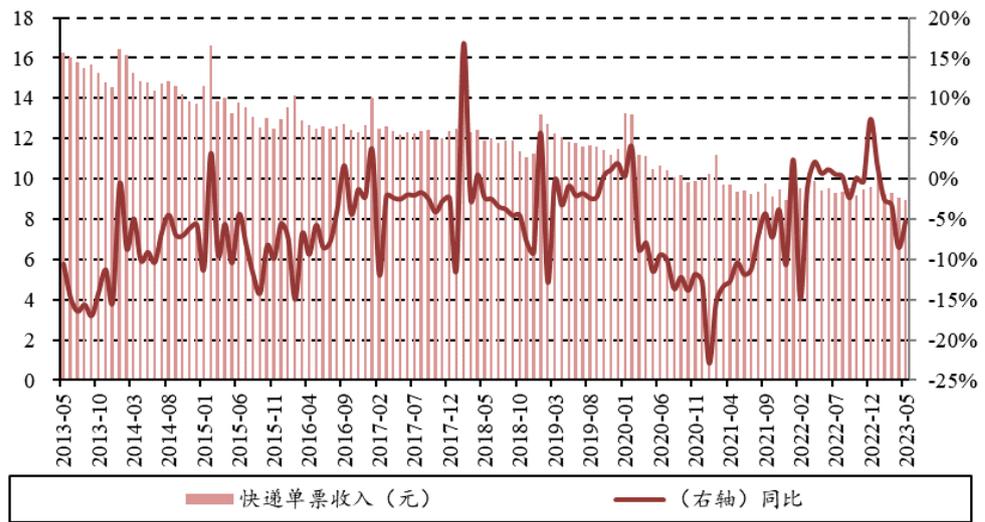


资料来源：国家邮政局，中银证券

### 1.4 价格走势：近十年快递单票价格持续走低，价格战后单价呈现平稳趋势

近十年快递单票收入持续走低。伴随着快递行业规模的扩大和成本不断优化，行业单票价格持续走低，从2013年的16.29元降至2023年的8.94元。

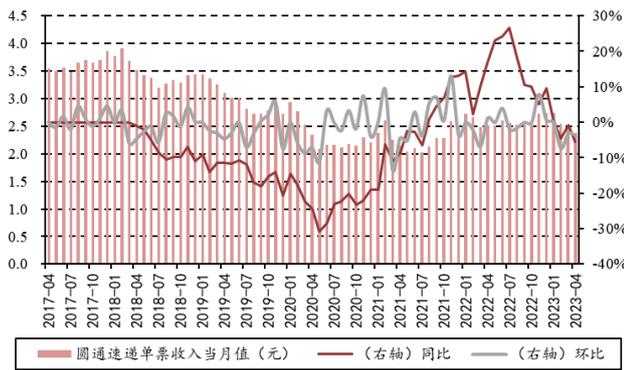
图表11. 快递行业平均单价



资料来源：国家邮政局，中银证券

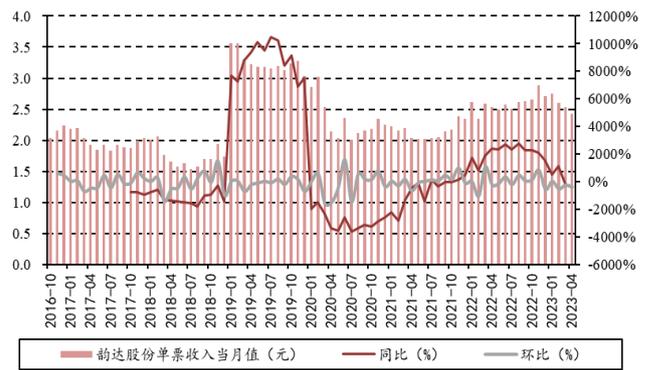
由于价格战的影响，行业的单票价格在2019-2020年间出现急剧下滑。2019年开始，在中通的主导下，快递行业发动价格战，行业加速进入出清整合阶段。价格战经过一年半时间，二三线快递公司陆续出清，一线快递龙头形成了寡头垄断的态势。在这一年半的价格战过程中，快递公司件量规模持续维持高增，但盈利空间受到了显著压制，快递行业也随之进入了“重格局、轻业绩”的份额竞争时代。据2020年中旬同比数据显示，单票价格下滑近13.6%。截至2021年5月，圆通、韵达、申通以及中通快递（不含派费）的单票收入分别为2.04元、2.02元、2.07元和1.29元，这一数据均已降至历史新低。

图表12. 圆通单票价格、同比及环比变化



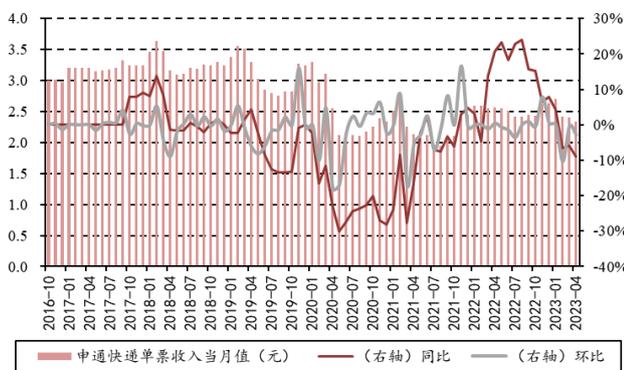
资料来源: IFIND, 中银证券

图表13. 韵达单票价格、同比及环比变化



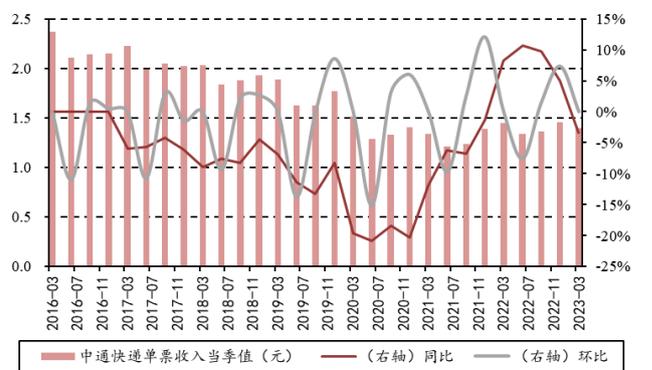
资料来源: IFIND, 中银证券

图表14. 申通单票价格、同比及环比变化



资料来源: IFIND, 中银证券

图表15. 中通单票价格、同比及环比变化



资料来源: IFIND, 中银证券

伴随价格监管政策推行, 恶性低价竞争出现趋缓信号。2021年初以来监管政策实施后, 快递行业价格战呈现出较为明显的趋缓势头。行业整体单票收入回暖, 至2022年12月圆通、韵达、申通以及中通(不含派费)单票价格为2.74、2.71、2.63和1.46, 同比分别增长9.6%、15.32%、7.79%以及5.04%。

图表16. 2017-2022年主要快递公司单票价格



资料来源: IFIND, 中银证券

图表17. 主要快递公司单票价格同比变化(月)

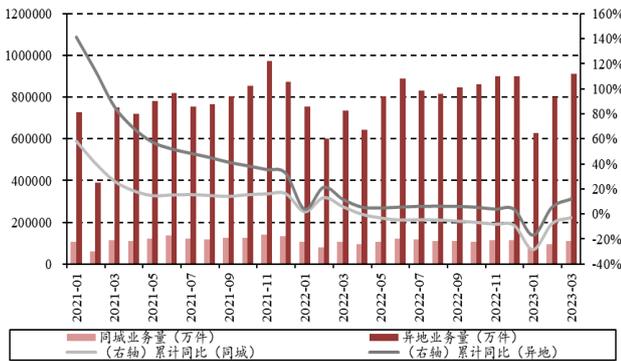


资料来源: IFIND, 中银证券

## 1.5 结构特征：同城快递比重下降，国际快递业务量回暖态势明显

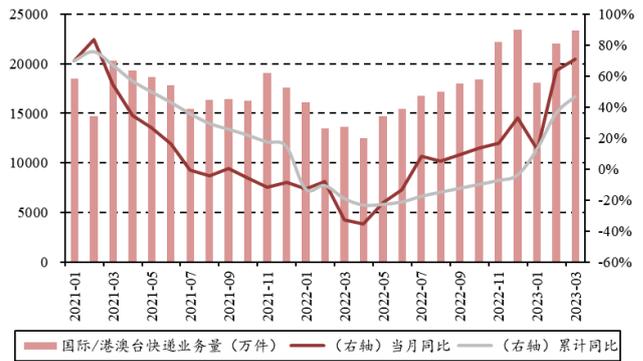
同城快递比重下降，国际/港澳台快递业务量回暖，产品结构仍以异地为主。2023年第一季度，同城、异地、国际/港澳台快递业务量分别占全部快递业务量的10.5%、87.1%和2.4%，与去年同期相比，同城快递业务量的比重下降1.5个百分点，异地快递业务量的比重上升0.9个百分点，国际/港澳台业务量的比重下降0.6个百分点。2023年第一季度业务收入分别占全部快递业务收入的6.0%、50.8%和10.9%。

图表18. 快递产品结构以异地为主



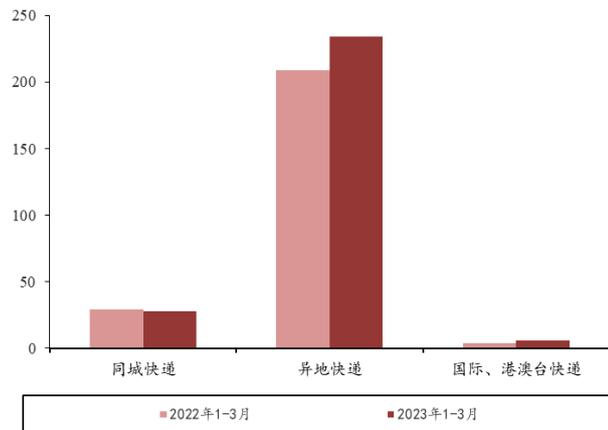
资料来源: IFIND, 中银证券

图表19. 国际/港澳台快递业务量回暖态势明显



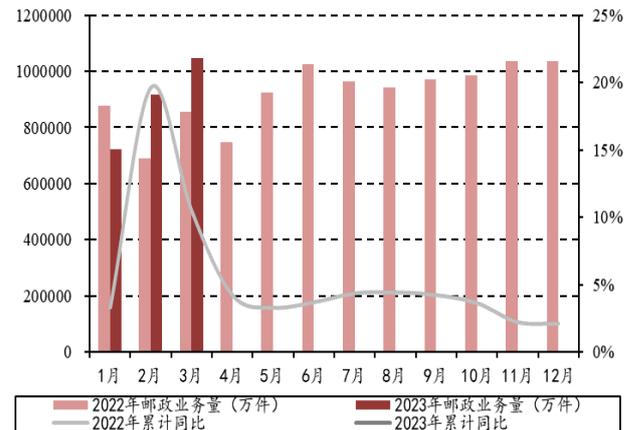
资料来源: IFIND, 中银证券

图表20. 分专业快递业务量比较(亿件)



资料来源: 国家邮政局, 中银证券

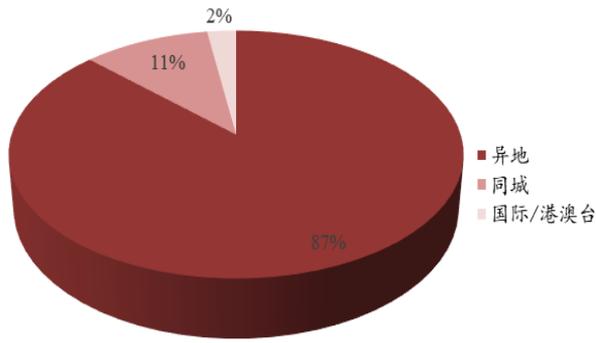
图表21. 2023年第一季度邮政业务量



资料来源: 国家邮政局, 中银证券

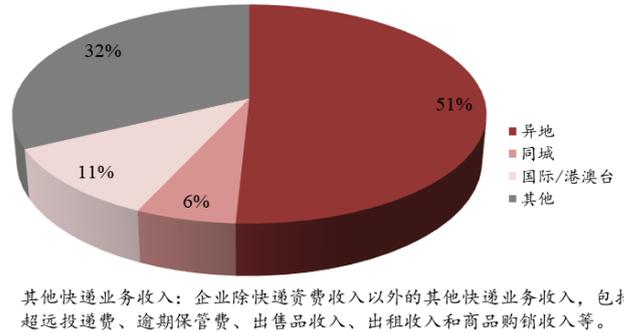
从地区结构来看，业务量与业务收入均呈现西升东降的趋势。2023年一季度，东、中、西部地区快递业务量比重分别为75.9%、16.2%和7.9%，业务收入比重分别为76.1%、14.1%和9.8%。与去年同期相比，东部地区快递业务量比重下降1.6个百分点，快递业务收入比重下降1.2个百分点；中部地区快递业务量比重上升1.0个百分点，快递业务收入比重上升0.7个百分点；西部地区快递业务量比重上升0.6个百分点，快递业务收入比重上升0.5个百分点。东部地区仍占占据整体业务的绝对主力。

图表22. 2023年第一季度中国快递业务量结构



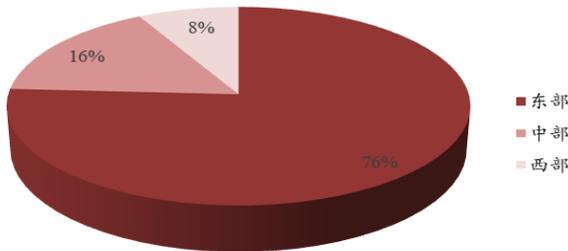
资料来源：国家邮政局，中银证券

图表23. 2023年第一季度中国快递业务收入结构



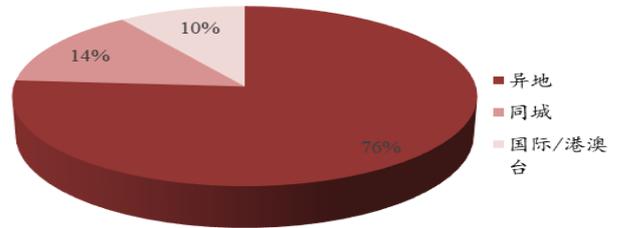
资料来源：国家邮政局，中银证券

图表24. 2023年第一季度中国地区快递业务量结构



资料来源：国家邮政局，中银证券

图表25. 2023年第一季度中国地区快递业务收入结构



资料来源：国家邮政局，中银证券

## 1.6 行业格局：CR8 接近 85%，存量竞争持续进行

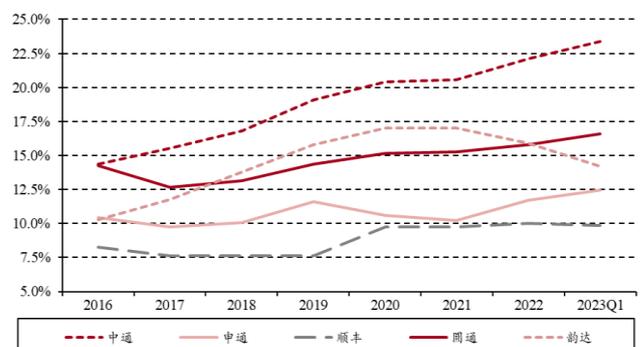
2022年，快递行业品牌集中度指数CR8为84.5%，中通、圆通、申通份额分别达到22.1%、15.81%和11.71%，均创下市场新高。韵达受疫情影响较大，2022年份额为15.92%，同比回落超过1pct，申通则实现份额与盈利双逆转，通过加快产能投放追赶头部企业份额。截至2023年Q1，中通、圆通、申通和韵达市占率分别达到23.40%、16.58%、12.48%和14.23%。2023年4月CR8达到84.7%，同比上升2pct。随着一线快递企业市场份额的增加，品牌集中度持续回升，行业格局向好发展。

图表26. 2021-2022年快递品牌集中度指数CR8



资料来源：IFIND，中银证券

图表27. 2016-2022各快递公司市场份额变化

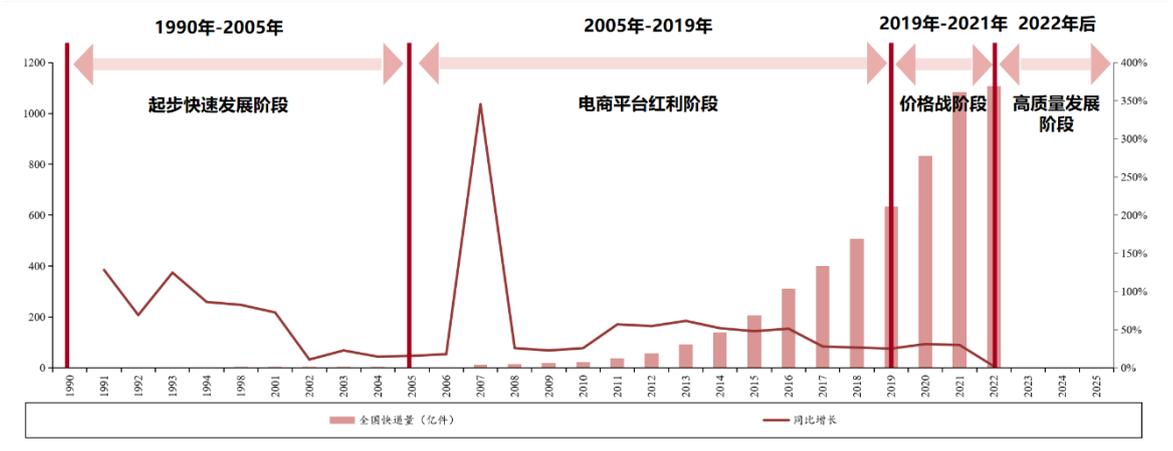


资料来源：IFIND，公司公告，中银证券

## 1.7 历史演进：电商红利支撑高增长，价格战后有望进入高质量发展阶段

快递行业过去近 20 年中，电商的扩张与物流网络的崛起形成了一个不断放大的“正循环”，物流网络带动快递产能的释放，并降低运输配送成本，促进了电商平台快速发展，电商平台营销渠道不断地扩充提供了源源不断的需求，两者相得益彰。在民营快递与电商平台的共振效应下，民营快递发展主要分为四个阶段：起步阶段、电商平台红利阶段、价格战阶段和高质量发展阶段。

图表28. 快递行业历史沿革

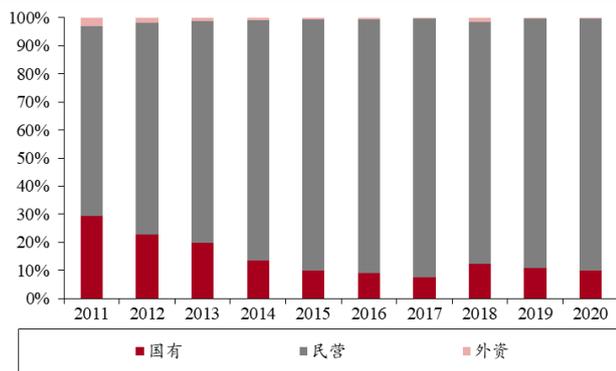


资料来源：IFIND，中银证券

### 1.7.1 起步时期 (1990-2005)

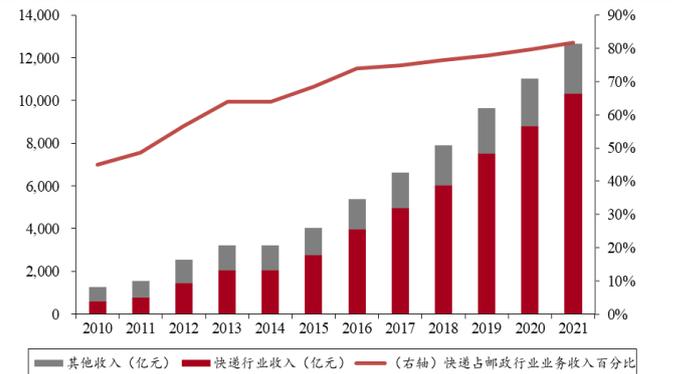
自 90 年代起，中国逐步扩大对外贸易，进出口贸易快速增长，商务快递和报关急件需求激增，在市场庞大的需求下民营快递企业开始登上历史舞台。1993 年，中国第一家民营快递公司申通在浙江成立，同年顺丰也在广东成立；韵达、圆通分别于 1999 年和 2000 年在上海成立。中国民营快递企业逐渐从珠三角、长三角地区崛起。然而，当时的邮政法规定信件和其他具有信件性质的物品只能由邮政企业专营，因此早年民营快递缺乏“合法”地位，政策方面缺乏支持，民营快递的运营在这段时期缺乏政策法规基础。

图表29. 民营企业业务量占全部快递市场比重持续提升



资料来源：国家邮政局，中银证券

图表30. 快递收入与邮政行业业务收入占比



资料来源：国家邮政局，中银证券

## 1.7.2 电商崛起+法规突破，带动快递行业早期生态建设（2005-2015）

2003年，淘宝网成立并于邮政建立合作关系。直到2005年，圆通速递成为国内第一家与淘宝网合作的快递企业，随后中通、申通、韵达和百世等快递企业也纷纷跟进与淘宝深度绑定。**2009年，新《邮政法》颁布实施，第一次在法律上明确了民营快递企业的法律地位**，并持续发布《快递业务经营许可管理办法》、《邮政普遍服务标准》、《快递市场管理办法》等配套法律法规，从此民营快递企业获得了合法地位，归国家邮政局统一管理。此时的民营快递企业拥有政府的背书，加上电商蓬勃的发展趋势推动下，市场份额逐渐提高。2010-2021年，快递行业占邮政业收入比重逐年提高。2021年中国快递行业的业务收入占邮政业总收入的81.73%，较2010年提高36.7pct。在**电商崛起和政策支撑的双重因素下，民营快递企业开始崛起。**

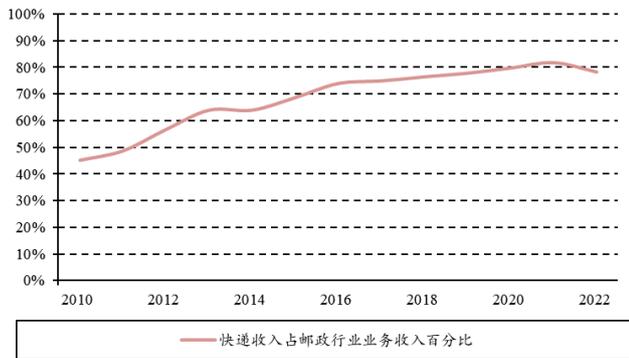
图表31. 民营快递相关政策

| 时间      | 发布单位          | 文件             | 内容  |
|---------|---------------|----------------|---|
| 2009-04 | 全国人民代表大会常务委员会 | 《中华人民共和国邮政法》   | 用法律的形式明确了快递企业的法律地位，确定了快递市场准入制度，扩大了民营快递企业的业务范围，为建立统一开放、竞争有序的邮政市场提供了法律保障。 |
| 2009-09 | 交通运输部         | 《快递业务经营许可管理办法》 | 对快递行业许可的申请与受理、审查与决定、变更与延续、注销与作废等程序作了细致规定。                               |
| 2009-09 | 国家邮政局         | 《邮政普遍服务》       | 规定了邮政普遍服务的基本内容、要求和服务规范。   |
| 2013-03 | 交通运输部         | 《快递市场管理办法》     | 加强快递市场管理，维护国家安全和公共安全，保护用户合法权益，促进快递业健康发展发挥了重要作用。                         |

资料来源：各政府部门官网，中银证券

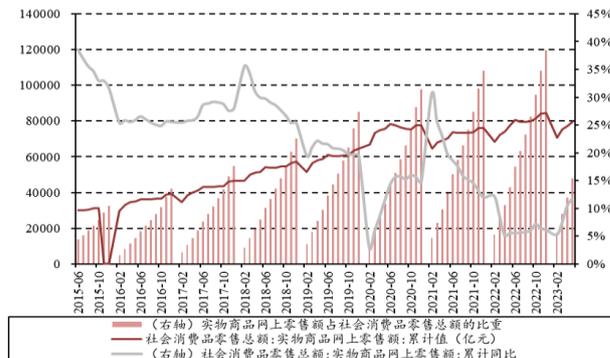
**2005-2019年，电子商务带动中国快递业继续保持快速增长。**电商的快速崛起和发展提供了庞大的发展空间，同时快递业的及时跟进和发展，又将成就电商更快速的发展，两者是相辅相成的。电商结构的转变也加速了线下购物向线上网购的转化，电商渗透率不断提高，2022年末电商渗透率已达27.2%。快递业在线上服务的支撑下将保持增长态势。

图表32. 2010-2021快递行业占邮政业收入比重



资料来源：IFIND，中银证券

图表33. 实物网上零售额占社零总额比重逐年攀高



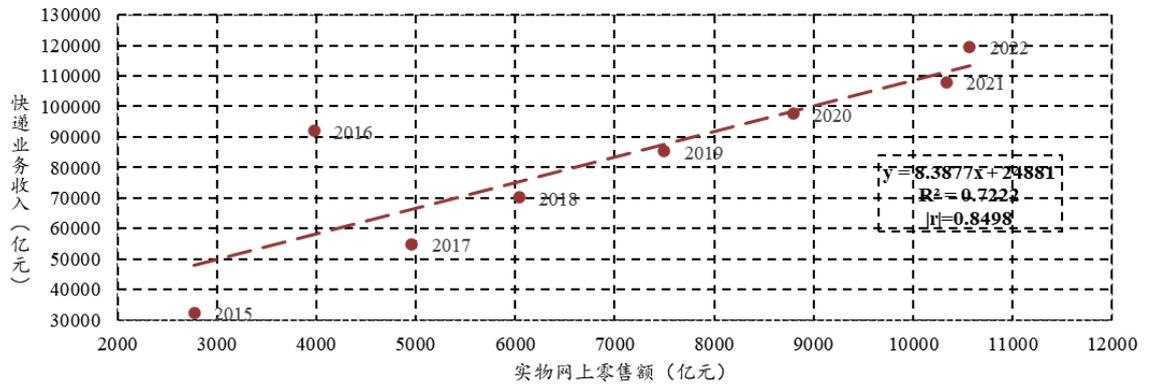
资料来源：IFIND，中银证券

## 1.7.3 电商业态变革贡献增量，民营快递公司陆续上市（2016-2019）

**电商 GMV 从 2016 年始快速增长，低货值包裹为业务量增长的主要支撑。**2015 年，拼多多进入零售电商行业，为电商快递提高新增量。根据拼多多年报数据，2015 年成立的拼多多作为下沉市场电商平台代表，在 2019 年电商订单包裹量已经达到了 197 亿，占中国快递总量的 31.01%，成为电商快递的重要来源。小件化趋势支撑短期快递量高速增长，**快递包裹的主要增量为中低货值的包裹。**

**实物商品网上零售总额与快递行业收入呈高度相关性。**电商件为快递件重要组成部分，快递行业增长与上游电商发展密切相关。数据表现来看，我们利用快递业收入与实物商品网上零售总额拟合，自 2015 年至今变化趋同，相关系数达到 0.85。

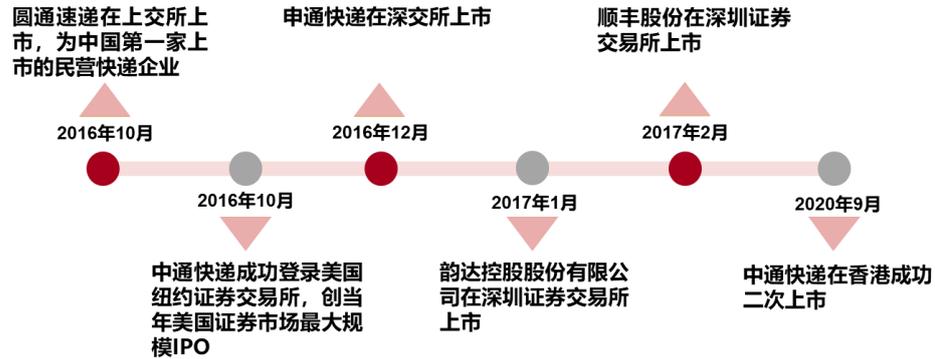
图表34. 实物商品网上零售总额与快递行业收入呈强相关性



资料来源: IFIND, 中银证券

需求的激增也让快递公司加大融资力度, 资本市场对快递公司投资热情较高, 龙头企业纷纷上市。圆通速递于2016年10月20日正式登录A股, 成为中国第一家上市的民营快递企业; 中通速递于2016年10月27日在美国纽约证券交易所上市, 融资14亿美元创当年美国证券市场最大规模IPO; 申通于2016年12月30日于深圳证券交易所正式上市; 顺丰股份在2017年2月24日在深圳证券交易所上市; 2020年9月29日, 中通快递在香港成功二次上市。在不到一年的时间里(2016年10月20日-2017年2月24日), 中国民营快递巨头先后登陆资本市场。

图表35. 快递行业代表公司上市时间节点



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表36. 部分快递企业上市时间

| 企业名称 | 成立时间       | 上市时间        | 现今市值 (亿元) |
|------|------------|-------------|-----------|
| 圆通   | 2000年5月28日 | 2016年10月20日 | 537.33    |
| 中通   | 2002年5月8日  | 2016年10月27日 | 1,570.26  |
| 申通   | 1993年      | 2016年12月30日 | 168.39    |
| 韵达   | 1999年8月    | 2017年1月18日  | 279.20    |
| 顺丰   | 1993年3月26日 | 2017年2月24日  | 2,313.96  |
| 京东物流 | 2007年      | 2021年5月28日  | 745.82    |

资料来源: 万得, 中银证券

市值为截至2023年7月13日数据, 港元兑人民币汇率为0.9151 (2023年7月13日20:05:51)

### 1.7.4 龙头企业加大份额诉求, 快递价格战全面开启 (2019-2021)

2019年2月, 义乌金华快递市场单票价格为4.14元, 同比下滑33.33%, 随后各快递公司调整价格应对低价竞争; 从2019年2月到2019年8月, 义乌金华单票价格连续7个月同比下滑超过25%。2020年3月, 极兔速递加入中国快递市场, 依靠深度捆绑拼多多系采取了激进的低价抢量策略, 加速市场低价竞争, 此时义乌金华快递单票价格为3.48元, 同比、环比分别下降9.92%和22.47%。

图表37. 2019-01至2023-05 义乌金华快递单票收入及增长



资料来源: IFIND, 中银证券

快递行业链末端逐渐受到影响，网点利润低下，快递员收入微薄，末端效率恶化，直接影响到用户的体验，此时快递服务受理投诉量激增。价格战虽然带来了业务收益，可日渐跌落的单票价格造成行业出现经营困难的局面。

单票收入大减之下，各家快递毛利率承压。2020年，圆通、韵达的快递业务毛利率分别为6.97%、7.78%，较上年分别减少5.08pct、3.57pct，申通快递服务毛利率为3.09%，较19年同期降低7.28pct。快递行业的运营成本也在不断上升，包括人工成本、物流成本、技术投入等，这也对企业的毛利率造成了压力。尽管快递业务量在增加，但由于价格竞争和成本上升的双重压力，各家快递企业的毛利率面临了严峻的挑战。

图表38. 2018-2022 行业单票毛利（元）



资料来源: IFIND, 公司公告, 中银证券

价格战导致尾部企业出清。在过去的三年中，我国快递行业一直保持着高速增长，但增速逐渐放缓。从2017年到2019年，快递行业的业务量增速分别为28%、26.6%和25.3%，较之前的增速下降了约20-30个百分点。尤其是在2019年，激烈的价格战导致行业利润受到侵蚀，许多尾部企业陷入了经营困境。尾部快递企业在业务规模方面远远不及龙头企业，在价格战与疫情的双重打击下，逐渐退出行业舞台。

图表39. 2019年以来被并购的企业

| 企业名称 | 成立时间 | 出清时间        | 事件   |
|------|------|-------------|--|
| 天天快递 | 1994 | 2017年1月2日   | 苏宁物流收购天天快递70%的股份，同时，在交割完成后的12个月内，以股权方式购买天天快递剩余30%股份。 |
| 如风达  | 2008 | 2019年3月12日  | 深圳通用物流电子商务有限公司收购如风达快递。                               |
| 国通快递 | 2003 | 2019年3月22日  | 国通快递由于经营困难，处于严重亏损状态，下发停工通知。                          |
| 优速快递 | 2009 | 2019年6月11日  | 壹米滴答收购优速快递。  |
| 速尔快递 | 2006 | 2021年5月1日   | 速尔快递宣布破产重组。  |
| 百世快递 | 2010 | 2021年10月26日 | 百世集团以68亿元向极兔速递转让其在国内的快递业务。                           |

资料来源：各公司公告，中银证券

2021年，监管部门出手遏制非理性价格战，Q2头部企业份额初现修复，Q3单票收入中枢开始回升，Q4盈利修复开启。2021年4月6日，义乌邮政管理局就“低价倾销”问题对部分快递企业发出警告并要求整改，百世、极兔速递部分分拨中心停业整顿。“价格战”在监管机构的干预下有所消退，单价得到政策支撑，未来快递行业再次出现恶性低价抢量的发生概率较低，行业的竞争重点将逐渐由价格转向服务体验，行业竞争格局将深度重构。进入2022年，随着快递行业价格战的逐渐减弱，一些快递企业的单票收入呈现改善的趋势。以韵达股份为例，2022年其单票收入达到2.6元，同比增幅高达20.78%，是增幅最大的企业；而圆通速递和申通快递在2022年的单票收入同比增长也都超过了10%。

图表40. 2021年以来出台的监管政策

| 文件名称                       | 发布单位          | 发布时间        | 事件   |
|----------------------------|---------------|-------------|--|
| 《关于维护行业平稳有序推进行业高质量发展的实施意见》 | 义乌邮管局         | 2021年3月5日   | 快递件量增速原则上对各网点量收考核上下浮动在10%以内；价格端单件重量在500克以下（含）的快件，各项费用扣除后每件派费不得低于0.8元。  |
| 《浙江省快递业促进条例（草案）》           | 浙江省邮管局        | 2021年4月26日  | 要求无正当理由不得低于成本价格提供快递服务；电子商务平台经营者不得利用技术手段阻断快递经营者正常服务；平台型快递经营者不得禁止或者附加不合理条件限制其他快递经营者进入；鼓励电商商家为收件人提供个性化、差异化的快递服务选择                         |
| 《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》     | 国家邮政局、人社部等七部门 | 2021年7月8日   | 制定派费核算指引、鼓励提高自有员工比例、制定劳动定额、推动企业为快递员购买人身意外保险、纠治差异化派费、遏制“以罚代管”等四个方面的举措；加强电商、快递协同；服务和保障快递领域投资行为   |
| 《快递末端派费核算指引》               | 国家邮政局、人社部等七部门 | 2021年12月29日 | 提出快递员派费应为“当地最低工资标准*倍数/（日派件数*26天）”，倍数一般为2-3倍，在此基础上确定总部对网点的单票派费，保障网点覆盖支出之外仍有利润   |
| 《快递市场管理办法（修订草案）》（征求意见稿）    | 国家邮政局         | 2022年1月17日  | 首次规定快递企业不得无正当理由以低于成本价格提供快递服务；强调保障快递小哥劳动报酬等合法权益；明确经营快递业务的企业及其从业人员不得与他人互相串通操纵市场价格；同时提出快递企业未经用户同意，不得代为确认收到快件，不得擅自将快件投递到智能快递箱、快递服务站等末端服务设施 |

资料来源：各政府部门官网，中银证券

### 1.7.5 数字化转型推动降本增效，监管强化高质量发展（2022-）

政策引导下推动行业进行数字化转型。我国快递产业的发展正在经历由小到强、由人工分拣向自动化操作、由粗放管理向数字化阶段转变。信息化、数智化、精细化管理能力差异决定了快递企业的末端资源建设与服务能力。《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》明确了传统物流行业需要实现数字化转型升级，对于智能化物流设备、智能化物流系统的应用都将助力物流行业持续稳定增长。智能化系统和设备在仓储供应链管理中的应用已经处于关键阶段，例如路线优化和仓储空间优化等方式，都满足了现代综合交通运输体系发展规划的要求。

图表41. 2016年以来关于物流数字化转型的政策

| 时间      | 发布单位        | 文件                    | 内容   |
|---------|-------------|-----------------------|--|
| 2018-12 | 国家发改委、交通运输部 | 《国家物流枢纽布局和建设规划》       | 到 2025 年，要“推动全社会物流总费用与 GDP 比率下降至 12%左右”。自动化物流装备的合理应用将有效提高现代物流系统作业效率、作业成本、作业质量和用户满意度。 |
| 2021-12 | 工信部等八部门联合发布 | 《“十四五”智能制造发展规划》       | 到 2025 年，70%的规模以上制造业企业基本实现数字化网络化，并实现智能制造装备和工业软件市场满足率分别超过 70%和 50%。                   |
| 2022-01 | 国务院         | 《“十四五”数字经济发展规划》       | 加快推进物流基础设施数字化改造。   |
| 2022-01 | 国务院         | 《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》 | 明确了传统物流行业需要实现数字化转型升级，对于智能化物流设备、智能化物流系统的应用都将助力物流行业持续稳定增长。                             |

资料来源：各政府部门官网，中银证券

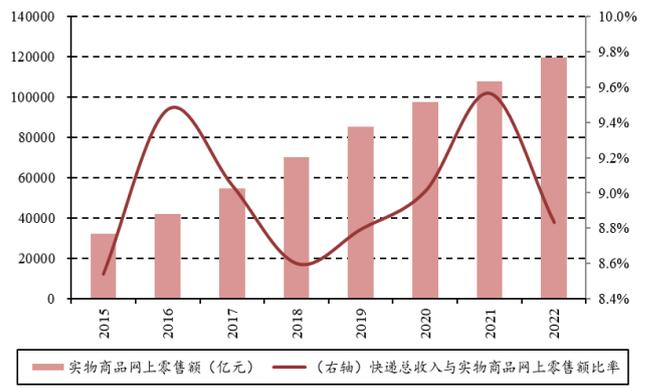
数字化转型是推动快递行业降本增效的关键一环，长期看物流行业在成本端仍有优化空间。《国家物流枢纽布局和建设规划》中明确了全社会物流总费用与 GDP 比率要在 2025 年下降至 12%左右。2022 年社会物流总费用 17.8 万亿元，同比增长 4.4%；社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.7%，同比提高 0.1pct；从结构看运输费用 9.55 万亿元，增长 4.0%；保管费用 5.95 万亿元，增长 5.3%；管理费用 2.26 万亿元，增长 3.7%。长期看物流行业在成本端仍有优化空间。

图表42. 社会物流总费用与GDP费用比例



资料来源：中国物流与采购联合会，中银证券

图表43. 快递总收入与实物商品网上零售额比率



资料来源：中国物流与采购联合会，中银证券

龙头企业加速布局数字信息系统，提升品质与时效。三通一达的数字化运营系统逐渐投入使用。申通昆仑系统实现了产能诊断、件量预测、网络规划以及成本管控；在快递全链路层面，相关产品已经全面覆盖揽派、运输、中转等实操场景，实现了对快件及时、准确、完整的状态感知，让快件的履约过程可计划和可监控，做到亿级包裹端上即时干预等技术手段，实现物流的信息化、自动化、智能化。圆通速递的金刚核心系统实现了对总部、客户、末端网点的整合，打造了完整的数字化生态，对运输、中转、末端等方面进行改善，有效提高时效兑现率。韵达以 IBM Cloud Pak for Security 和 Qradar 为核心，对快递运输链中各部分进行集成，通过统一的数据平台，韵达建立起统一的可视化安全管控平台，实现了在一个统一的控制中心实时监控各个业务环节，保证了业务的安全运营。

智能快递服务网络在服务质量与时效等方面已经体现明显作用，快递寄出寄达时效大幅增加。国家邮政局公开信息显示，2022 年全国重点地区快递服务全程时限为 58.82 小时，72 小时准时率为 77.82%。其中，寄出地处理时限为 7.56 小时，寄达地处理时限为 10.76 小时，基本保持了 2021 年时效水平。2022 年第三季度，快递服务全程时限为 56.74 小时，同比缩短 1.47 小时；72 小时准时率为 80.39%，同比提高 2.10 个百分点。高品质、快时效的快递服务已经成为大平台、大电商、高客单价 B 端遴选快递服务合作伙伴的首要维度，也是 C 端消费者对快递需求和服务评价的常态化预期。

图表44. 韵达、中通、申通以及圆通的数字信息系统

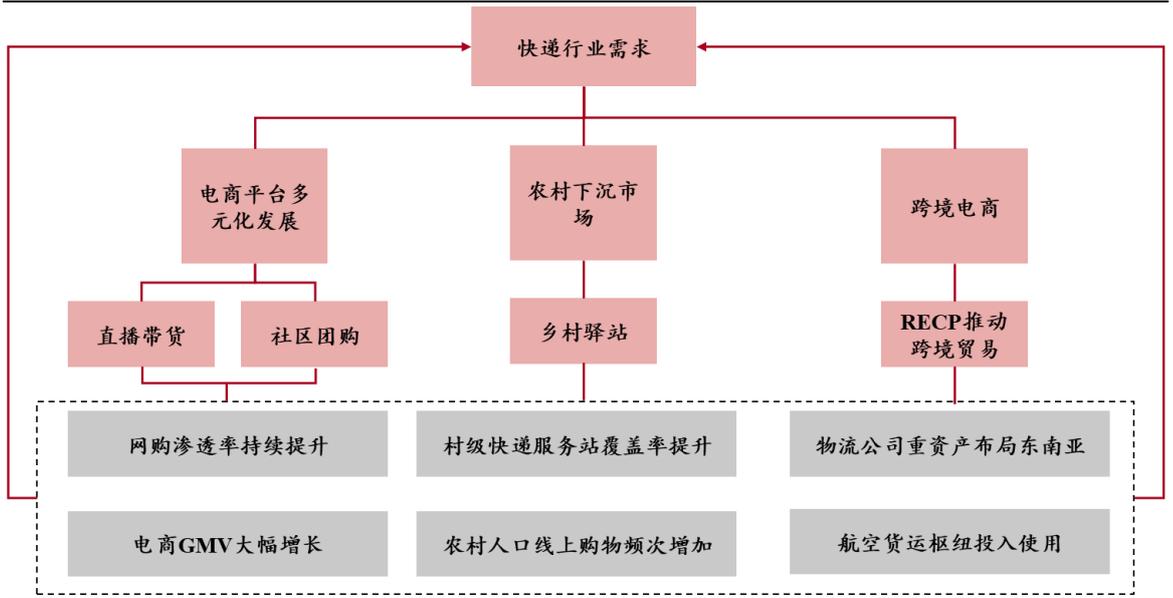


资料来源：各公司公告，中银证券

## 2 市场空间：三大增量因素，电商新业态+乡村广市场+国际大舞台

长期来看，快递行业将呈现多元化的发展趋势，新兴市场以及下沉市场仍有扩展的空间，新型电商、快递进村、快递出海以及高端件细分市场仍为快递行业带来增量。随着直播带货和社区团购等新型电商零售方式的不断发展，下沉市场的人均网购频次将会实现快速增长，这些新型电商形式的兴起将会持续地促进快递业务的增长。

图表45. 快递行业需求增长点

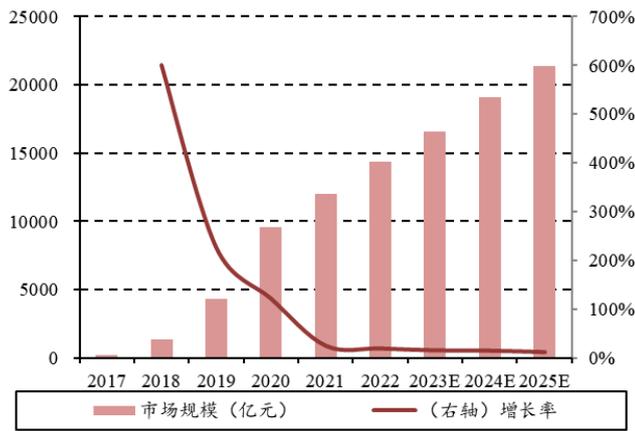


资料来源：中银证券

### 2.1 电商新业态：直播电商 GMV 份额不断增长，快递行业与平台的接入将带来额外增量

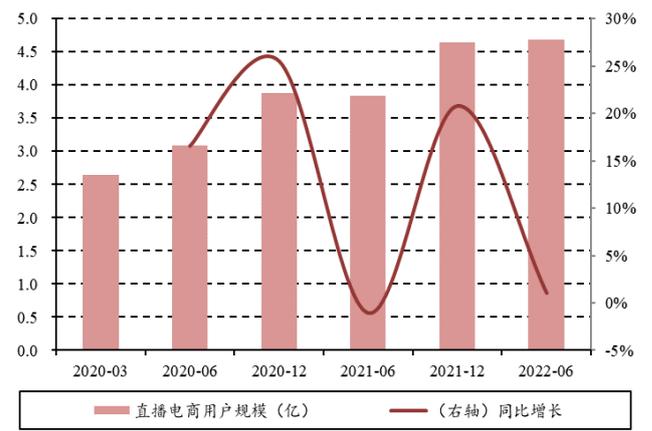
直播电商 GMV 份额增长迅速，2022 年直播电商市场交易规模保持着同比增长率达 19%。中国的直播电商市场在 2021 年达到了 1.20 万亿元的规模，2022 年达到了 1.44 万亿元，预计未来三年的年市场增长率能维持双位数增长，2025 年预测规模将达到 2.14 万亿元。截至 2022 年 6 月，我国电商直播用户规模已经达到 4.69 亿人，占网民整体的 44.6%，直播电商的渗透率也在不断提高，根据易观分析的数据显示，中国直播电商渗透率从 2018 年的 1.6% 增长至 2022 年的 25.2%。可以看出，直播电商已经成为一种广泛受到用户喜爱的新兴购物方式，发达的物流网络是直播电商不断开拓下沉市场的基础，直播电商较大的市场将为快递企业带来新的增量机会。

图表46. 2017-2022年电商直播市场规模



资料来源：艾媒数据中心，中银证券

图表47. 直播电商用户规模



资料来源：前瞻研究院，中银证券

**电商是快递行业的重要增长动力。**随着我国经济稳步恢复，消费线上化趋势强化固化，电子商务经济继续保持着蓬勃的发展态势呈现出了全新的、平台多元化的网络购物新生态。**未来新型电商有望形成快递件量新的支撑点。**

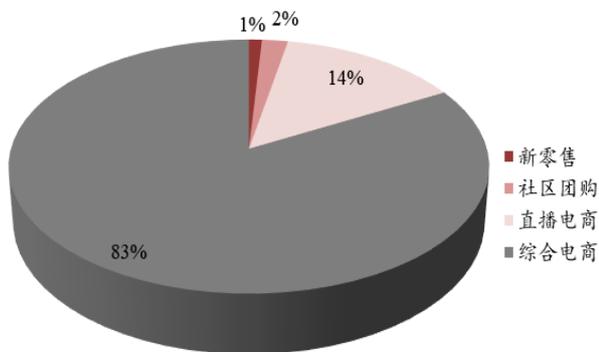
**第一阶段以大型综合电商平台为主，**淘系、京东、天猫在用户流量、全品类交易、渠道下沉方面贡献了主要增量与业务支撑。

**第二阶段以新型电商平台拼多多“团购社交电商”为主导的购物模式，**拼多多以社交工具为渠道快速传播团购的新模式，靠着低价吸引新客户，这大量释放了快递行业的包裹量。

**第三阶段为基于直播带货的综合“兴趣电商”平台，**以快手、抖音、哔哩哔哩等平台为主。2022年主流直播视频平台GMV均达到万亿级别，阿里巴巴年GMV超过8万亿；京东GMV近3.5万亿；拼多多2021年GMV近2.5万亿；快手GMV超过9,000亿元。随着电商行业蓬勃发展及电商的结构化变化，长期来看直播电商单件“小件化”和“GMV均衡化”的特点将促进快递包裹量稳步释放。

**相比传统电商平台，短视频电商在价格、用户来源方面更具优势，直播电商在持续重塑快递格局。**2021年全年来看，综合电商平台地位稳固，GMV份额占比达到83%；其次是直播电商，占比达到了14%；而新零售和社团团购板块占比较小。2022年直播电商进一步侵蚀综合电商份额，GMV份额占比达到了20%；而综合电商下降了8pct。从目前的快递业务量来看，阿里平台、抖音、快手、拼多多几乎占据了大部分的流量来源。

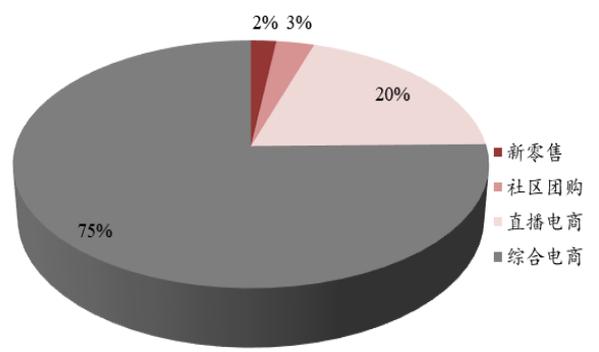
图表48. 2021年各电商业态GMV份额



资料来源：星图数据，中银证券

注：新零售是将线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合的零售新模式。

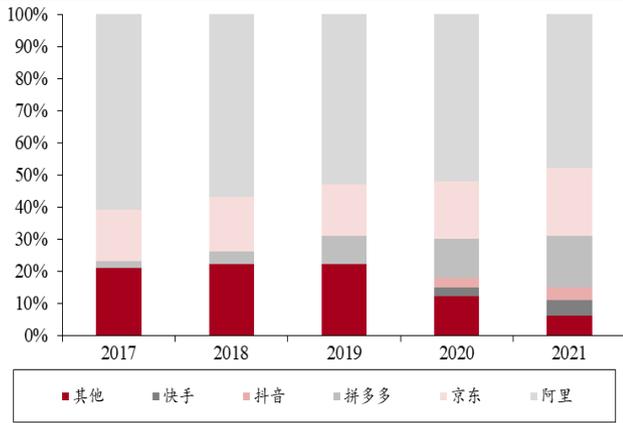
图表49. 2022年各电商业态GMV份额



资料来源：星图数据，中银证券

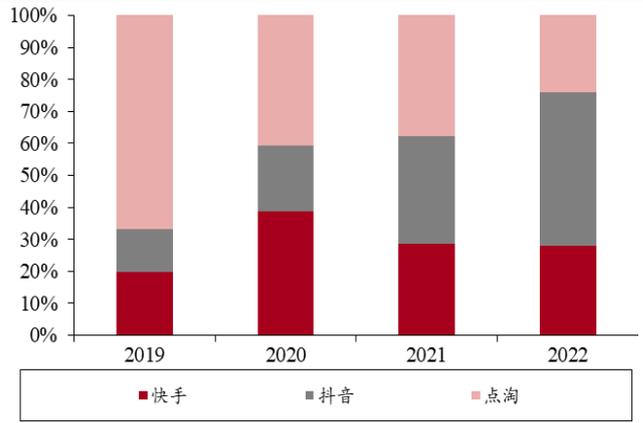
注：新零售是将线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合的零售新模式。

图表50. 2017-2021电商平台GMV占比变化情况



资料来源：星图数据，中银证券

图表51. 2019-2022直播电商GMV占比变化情况

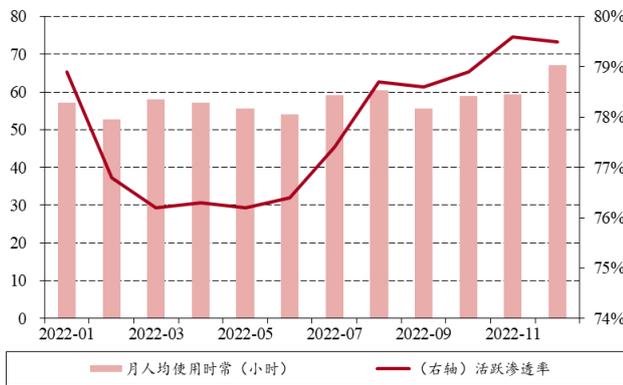


资料来源：星图数据，网经社，中银证券

**抖音增长迅速，2022年市场份额接近快手、点淘两者之和，优势持续扩大。**抖音平台2022年电商成交额达到1.5万亿元，GMV占比48%；快手平台成交交易额为8750亿元，GMV占比28%；点淘平台成交交易额为7500亿元，年GMV占比24%。

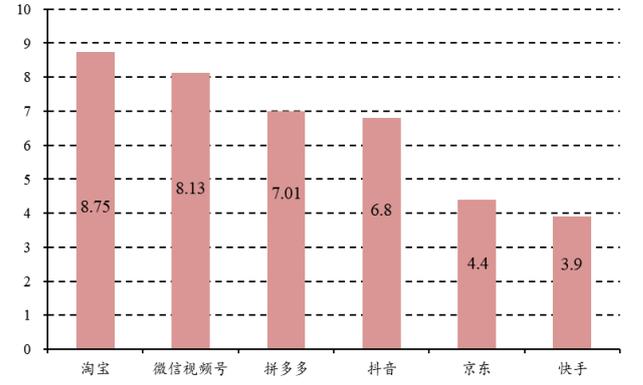
**直播电商竞争白热化，更多平台加入份额争夺战。**目前，新兴的直播平台像是微信视频号在月活量已经达到8.13亿，超越抖音的6.8亿，如果未来在用户时长和直播营业额方面加入竞争，直播电商的行业格局将发生变化，有可能给快递行业带来更多的流量。

图表52. 短视频APP行业月度人均使用时长趋势



资料来源：星图数据，中银证券

图表53. 2022年代表平台月活规模(亿人次)



资料来源：星图数据，中银证券

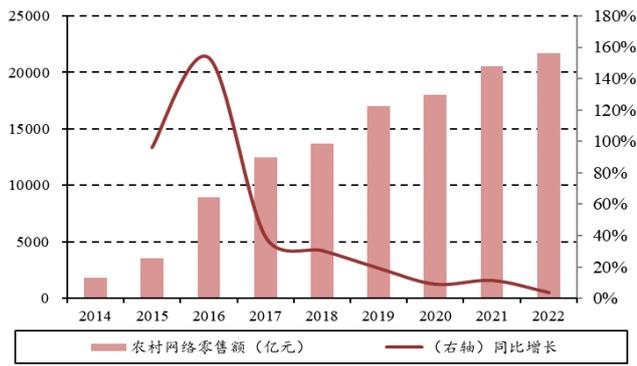
**随着活跃渗透率的增长，直播电商平台所带来的下沉市场红利将得到进一步释放。**短视频平台在兴趣电商、直播带货等赛道的布局效果显著，持续抢占用户的注意力，用户活跃度与使用时长稳步提升，日均使用时长超过1.9小时。

**快递企业与直播平台的接入将带来额外的增量。**直播平台份额之争将利好各快递企业。直播平台为了实现服务上的差异化，在物件配送方面进行了产品分层提升竞争力，抖音就推出了快递服务“音需达”，由抖音联合快递公司提供送货上门、末端优先派送、优先转运等服务。目前音需达接入了中通、圆通、韵达和顺丰等第三方快递企业，音需达等直播电商服务可以借助第三方快递点快速推广并下沉，将服务推向更具潜力的二三线市场，快递公司也能够借此扩大自身的业务量。

## 2.2 乡村广市场：农村互联网普及率相对较低，下沉市场增长空间可期待

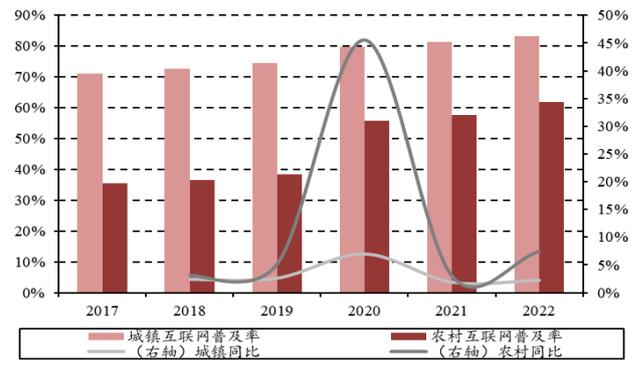
**农村互联网普及率相对较低，需求侧下沉市场空间可期待：**中国互联网络发展状况统计调查显示，与城镇地区相比，农村地区互联网普及率仍有上行空间。2022年我国农村网民规模为3.08亿，占网民整体的28.9%；城镇网民规模为7.59亿，占网民整体的71.1%，农村网民规模较2021年增长2371万。农村地区2022年互联网普及率达61.9%，低于城镇地区的83.1%，距离整体互联网普及率还有13.7%的差距。

图表54. 2014-2022农村电商网络零售额及增速变化



资料来源: 商务部大数据, 中银证券

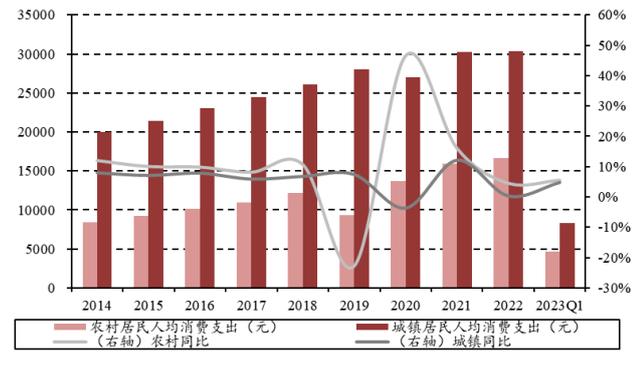
图表55. 中国城乡地区互联网普及率



资料来源: CNNIC, 中银证券

同时农村居民的人均消费支出增速明显超过城镇, 下沉市场的需求红利释放仍有持续性。一是农村数字化、互联网基础设施建设得到全面普及与强化。二是政策扶持快递体系进入农村市场, 加大物流服务供给力度。三是农村电商快速发展, 物流基础的巩固与农村数字化转型持续深化将打通城乡消费循环。

图表56. 农村居民人均消费支出持续增长



资料来源: IFIND, 中银证券

图表57. 中国农村电商物流指数



资料来源: 中国物流与采购联合会, 中银证券

政策支撑物流供给侧基础设施的建设, 农村下沉市场快递产能有望进一步提升。国家邮政局于2020年4月发布了《快递进村三年行动方案(2020-2022年)》, 明确到2022年底, 将加大农村综合物流服务供给力度, 基本实现符合条件的建制村的“村村通快递”, 各快递企业也积极响应政策, 近年来加速完善行业的最后一公里建设。根据菜鸟官网, 菜鸟截至2022年已经成功建设了超过3万个乡镇网点, 这将有助于提高农村地区的快递履约效率。

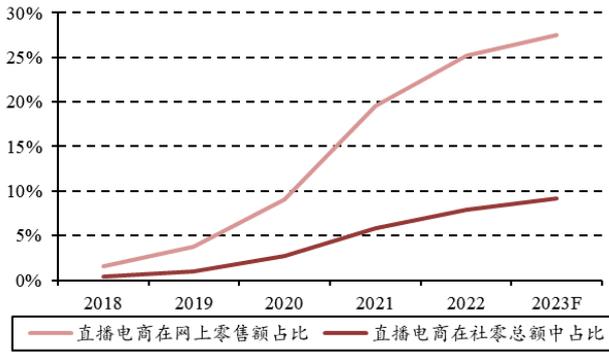
图表58. 2020-2022年以来关于快递进村的相关政策

| 时间      | 发布单位  | 文件   | 内容  |
|---------|-------|--|---|
| 2020-04 | 国家邮政局 | 《快递进村三年行动方案(2020-2022年)》                     | 2022年底, 将加大农村综合物流服务供给力度, 基本实现符合条件的建制村的“村村通快递”。  |
| 2022-01 | 国务院   | 《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》                        | 明确了传统物流行业需要实现数字化转型升级, 对于智能化物流设备、智能化物流系统的应用都将助力物流行业持续稳定增长。                                     |
| 2022-02 | 国务院   | 《中共中央国务院关于做好2022年全面推进乡村振兴重点工作的意见》2022年中央一号文件 | 加快农村物流快递网点布局, 实施“快递进村”工程, 鼓励发展“多站合一”的乡镇客货邮综合服务站、“一点多能”的村级寄递物流综合服务点, 推进县乡村物流共同配送, 促进农村客货邮融合发展。 |
| 2022--2 | 交通运输部 | 《城乡交通运输一体化示范县创建管理办法》                         | 聚焦农村客运公交化改造、农村客货邮融合发展、农村运输信息化服务等主题, 持续推进城乡交通运输基础设施、客运服务、货运与物流服务一体化建设。                         |
| 2022-12 | 国务院   | 《“十四五”现代物流发展规划》                              | 到2025年, 基本建成供需适配、内外联通、安全高效、智慧绿色的现代物流体系。   |

资料来源: 各政府部门官网, 中银证券

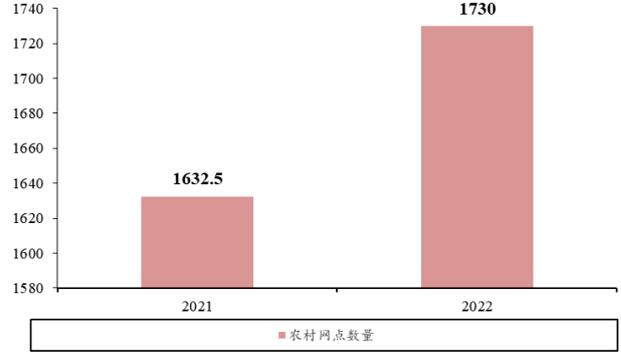
目前中国已建设了 506 个县级物流配送中心和 650 个乡镇快递物流站点，983 个县城综合商贸服务中心、3941 个乡镇“大集”和商贸中心得到建设和改造，农村网商(网店)达到了 1730.3 万家，同比增长了 6.2%，其中直播电商占比达到 33.1%，95% 的行政村已实现了快递直达，三分之一的快递能实现城乡间当日派送，大大加速城乡间消费循环。乡村振兴政策、城乡交通一体化将进一步推动将进一步完善乡村物流配送体系，即时零售、共同配送等新模式将助力激发下沉市场消费潜力。

图表59. 2018-2023E直播电商渗透率及预测



资料来源：易观分析，中银证券

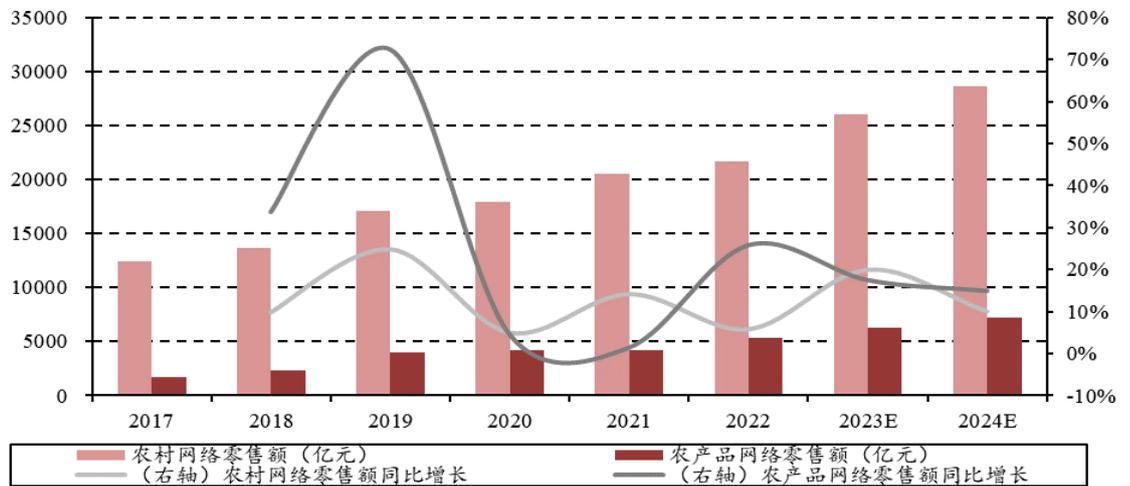
图表60. 中国农村网商数量（万个）



资料来源：国务院新闻办公室，中银证券

农产品与乡村电商结合的商业模式有可能转化出大量快递包裹。2022 年农村实物商品网络零售额 1.99 万亿元，其中农产品网络零售额 5313.8 亿元，同比增长 25.87%，增速较 2021 年提升 24.38 个百分点。随着供应链、冷链物流和仓储建设逐渐完善、农村快递网络的形成保证了农产品商贸流通渠道的畅通运行。

图表61. 2017-2023 中国农村、农产品网络交易规模统计及预测



资料来源：商务部，艾瑞咨询，中银证券

### 2.3 国际大舞台：跨境电商方兴未艾，国际业务有望成为第二增长点

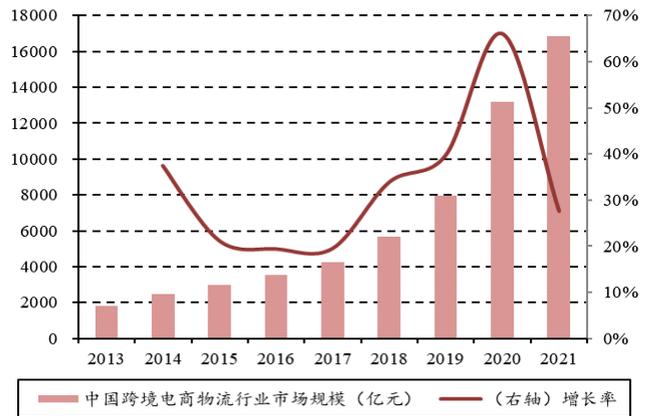
跨境电商已成为外贸的新特征业态，国际业务方面仍有上涨空间。2022 年我国跨境电商市场交易规模为 15.7 万亿元，同比增长 10.56%。探迹大数据显示，2021 年全国跨境电商物流行业市场规模达 1.68 万亿元，同比增长 27.58%。由于全球消费方式的转变，电商消费成为更为适宜的消费方式，再加上国内商品物美价廉的特点使得跨境电商能够逆风上行，预计全球跨境电商行业的市场规模将不断扩大。

图表62. 2013-2022跨境电商市场交易规模



资料来源: IFIND, 中银证券

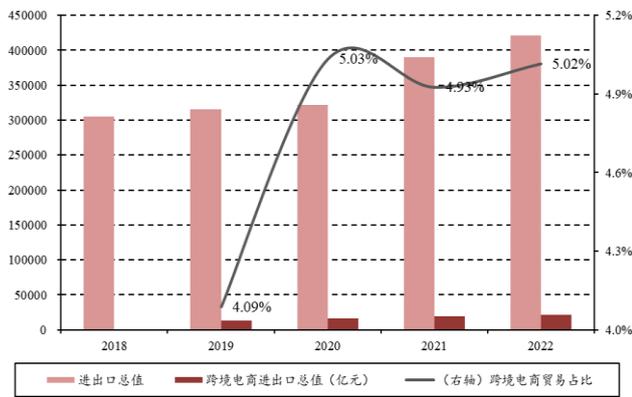
图表63. 2013-2022中国跨境电商物流行业市场交易规模



资料来源: 探迹大数据研究院, 中银证券

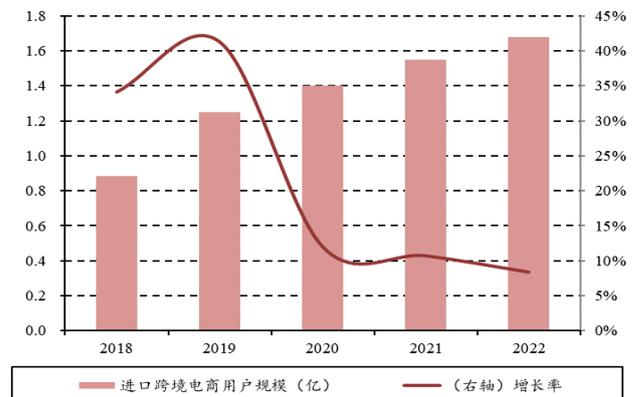
**跨境电商蓬勃发展:** 根据《国务院关于同意在廊坊等 33 个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》, 截至 2022 年底, 我国跨境电商综合试验区增至 165 个, 覆盖 31 个省市; 海外仓数超 1800 个。在全球物流基础设施持续完善, 政策兜底等因素的推动下跨境电商加速崛起。2022 年跨境电商用户规模达到 1.68 亿, 跨境电商贸易占比从 2019 年的 4.09% 增长到 2022 年的 5.02%, 成为对外贸易发展的新增长引擎。

图表64. 2018-2022跨境电商进出口总值及贸易占比



资料来源: IFIND, 中银证券

图表65. 2022 中国跨境电商用户规模



资料来源: 网经社, 中银证券

**跨境物流的发展潜力在政策支撑下有望进一步释放。**《“十四五”对外贸易高质量发展规划》提出, 要通过提升国际航空货运能力来推进国际物流保障, 推进多元化物流选择以适应外贸规模和发展水平。《关于促进内外贸一体化发展的意见》鼓励有条件的快递企业“走出去”, 支持跨国大型供应链服务企业, 提高国际竞争力。

伴随着中国产业链向东南亚等地的转移, 快递企业依托本国快递资源能力优势, 积极在海外市场建立起相配套的物流仓储能力, 两者相辅相成, 共同推动国内制造业的升级与转型, 快递企业在海外的布局将带来额外的增量。

图表66.相关政策鼓励快递出海

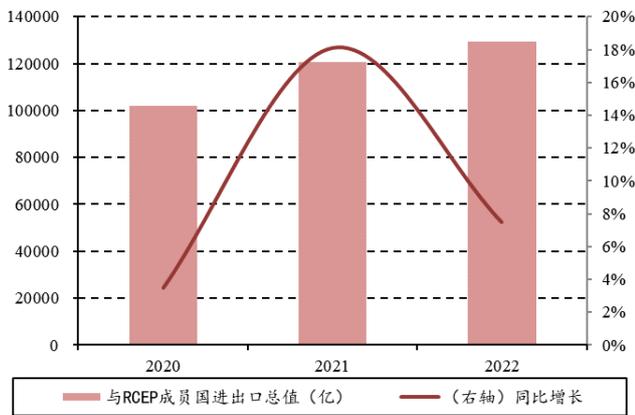
| 时间      | 发布单位        | 文件                                  | 内容  |
|---------|-------------|-------------------------------------|---|
| 2021-11 | 商务部         | 《“十四五”对外贸易高质量发展规划》                  | 强化国际物流保障，构建与外贸规模和发展水平相适应的国际物流体系；多渠道提升我国国际航空货运能力，推进畅通国际铁路、道路货运通道，发展集装箱铁水联运，为企业提供多元化物流选择。   |
| 2022-01 | 国务院         | 《关于促进内外贸一体化发展的意见》                   | 支持市场主体内外贸一体化经营。鼓励有条件的大型商贸、物流企业“走出去”，加强资源整合配置，优化国际营销体系，完善全球服务网络。                           |
| 2022-01 | 商务部、发改委等六部门 | 《区域全面经济伙伴关系协定》                      | 规定了对相关商品进行关税减免。   |
| 2023-01 | 杭州市人民政府办公厅  | 《关于加快推进跨境电子商务高质量发展的实施意见》            | 对通过跨境贸易电子商务、跨境电商 B2B（企业对企业）直接出口、跨境电商出口海外仓等海关监管模式开展跨境电商出口业务的企业，每年给予不超过 200 万元的资金扶持。        |
| 2023-02 | 成都市人民政府办公厅  | 《成都市推动跨境电商高质量发展三年行动计划（2023—2025 年）》 | 鼓励创新、绿色、高附加值产品借力跨境电商实现货物贸易与生产性服务贸易融合，通过“合作研发、定制生产、产品出口、售后维修”等方式推动产业链升级，加速“品质生产”向“品牌塑造”转化。 |

资料来源：国家发改委，国务院，杭州市人民政府办公厅，成都市人民政府办公厅，中银证券

**RCEP 的实施进一步推动了跨境贸易与物流效率。**RCEP《区域全面经济伙伴关系协定》2022 年 1 月 1 日生效实施后，通过关税减免等制度安排也进一步推动了跨境贸易，提升了跨境物流效率。2022 全年对 RCEP 其他成员国进出口额 129499 亿元，比上年增长 7.5%。同时，中国与“一带一路”沿线国家和地区的双边贸易额持续上升，也为跨境物流带来了广阔的发展空间。

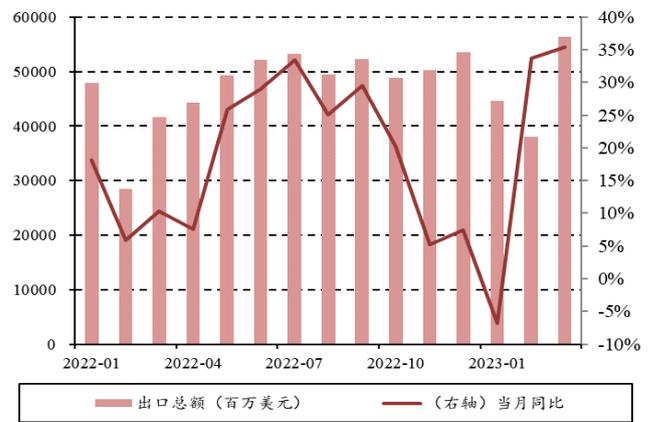
**东盟是我国在 RCEP 的重要贸易伙伴。**2022 年与东盟进出口 6.54 万亿元，增长 15%，其中出口 3.82 万亿元，增长 22.1%，进口 2.73 万亿元，增长 7.0%。东盟占我国外贸比重较 2021 年上升 1 个百分点，达到 15.5%，继续保持我国第一大贸易伙伴地位。

图表67. 中国对其他RCEP成员国进出口总值（亿）



资料来源：海关总署，中银证券

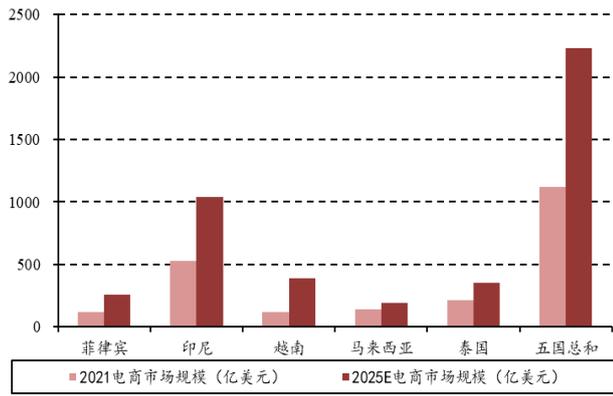
图表68. 中国对东盟出口总额（百万）



资料来源：IFIND，中银证券

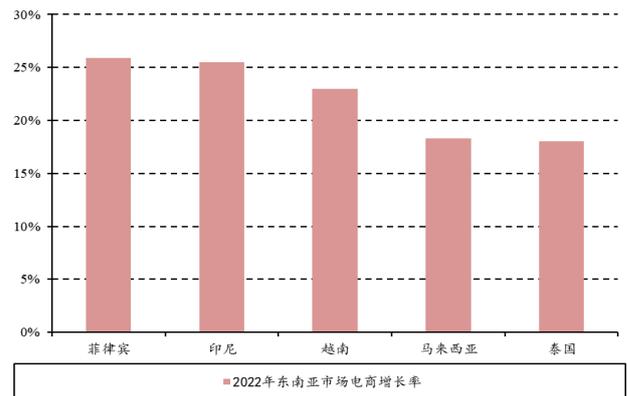
**2022 年东南亚五国电商增长率均超过 16%，可以看出东南亚正处于增量市场阶段，具备长线增长基础。**RCEP 从降低货物贸易关税、规范投资标准、知识产权保护、支持基础设施建设等方面为跨境贸易的发展提供了实际利好，因此跨境企业在东南亚市场发展势头迅速。

图表69. 东南亚电商市场规模及预测



资料来源：亿邦智库，eMarketer，中银证券

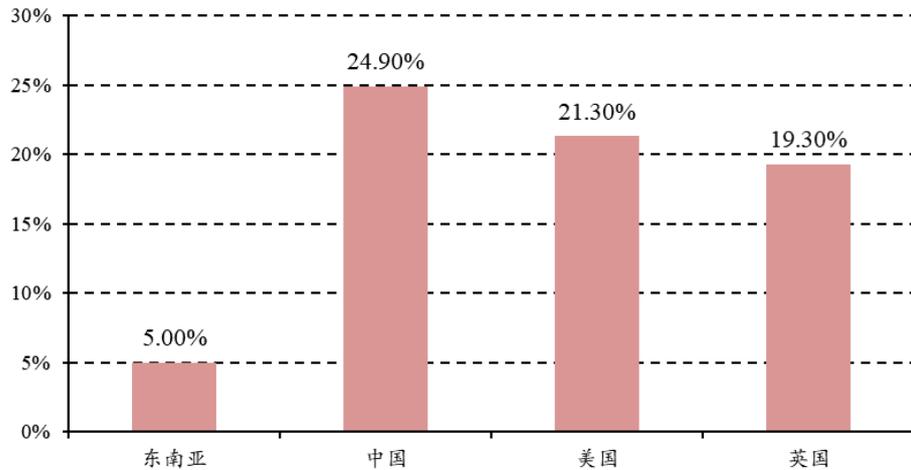
图表70. 2022年东南亚市场电商增长率



资料来源：亿邦智库，eMarketer，中银证券

当前东南亚电商渗透率仅为 5%，对标其他成熟市场仍有大幅的增长空间。在过去 5 年，东南亚一直是全球电子商务增长最快的地区之一。2020 年，东南亚日均电商订单数超过 500 万，电商活跃用户增长至 1.5 亿人，电商规模达 740 亿美元；2021 年电商规模超 1200 亿美元，同比增长 62%。但目前除了新加坡，东南亚零售电商渗透率均低于 5%，其中最大电商市场印尼的渗透率相对较高，达到 4.26%，但对标中国（24.9%）、美国（21.3%）和英国（19.3%）等成熟电商市场来看，我们认为东南亚电商市场潜力较大，渗透率仍存在 5 倍左右的提升空间。

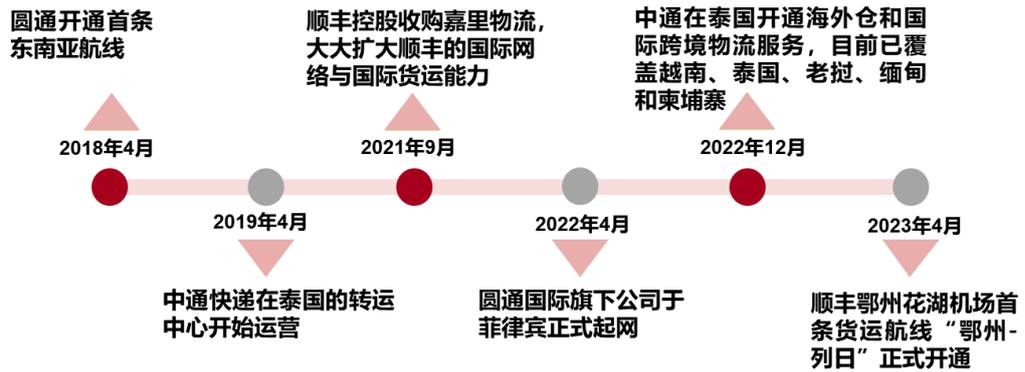
图表71. 2022 东南亚地区与其他国家电商渗透率对比



资料来源：eMarketer，中银证券

快递物流企业纷纷出海试图寻找新的业务增长机会，并进行重资产投资来提升竞争力，拉高竞争壁垒。随着国内电商流量红利逐渐减少，传统电商面临着发展放缓的境地，国内多家快递企业布局东南亚市场。其中，极兔速递推出了“东南亚干线陆运”，提供了比空运更省、比海运更快的运送服务。东南亚干线陆运项目具体包括中越一般贸易零担/散拼运输，中越一般贸易整车运输以及东南亚电商小包整车等产品。百世国际也在泰国新开拓海外仓，同时和百世快运联合推出中马大件跨境物流产品，试图凭借多元化、差异化的服务推动中国品牌的出海，而圆通国际和云南国际班列公司签署了战略合作协议，共同开拓中国老挝铁路货运市场，为日后辐射东南亚市场打下基础。

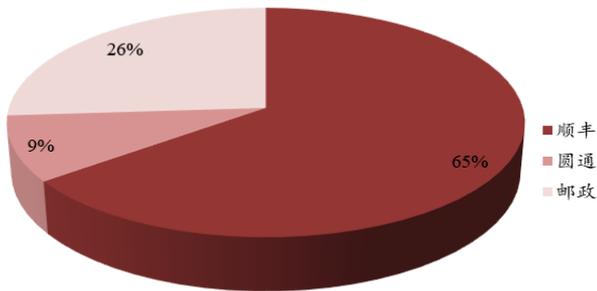
图表72. 中国快递企业国际化历程



资料来源: 各公司公告, 中银证券

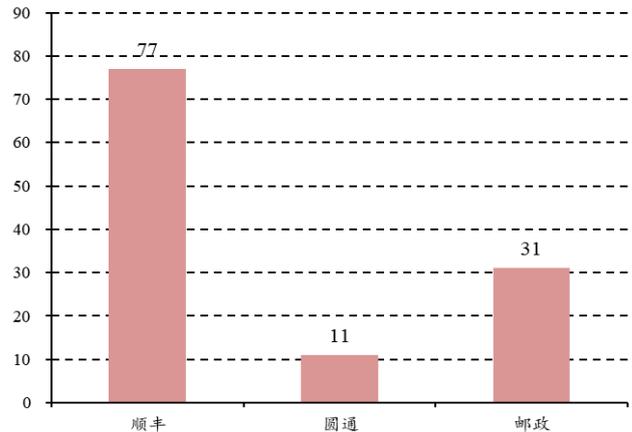
**物流公司重资产布局东南亚。**以顺丰为例, 截止到2022年, 顺丰拥有自营全货机77架; 全货机国际航线累计运营67条; 2022年全年全货机国际发货量超过19万吨。除此之外, 顺丰通过收购上市公司嘉里物流, 加强了自身终端配送网络优势、货代优势, 结合公司的货航资源和供应链经验, 顺丰的国际化业务得到逐步提升。其次是中国邮政, 拥有31架全货机。而圆通则拥有11架自有全货机累计开通国际航线超80条。此外, 根据嘉兴市政府官网, 圆通也在计划建设货机枢纽机场, 2050年由圆通投资建设的嘉兴全球航空物流枢纽货邮吞吐量可达到240万吨, 将成为国内重要航空货运枢纽。

图表73. 顺丰、圆通和邮政全货机数量占比



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表74. 2022年顺丰、圆通和邮政航空机队数量(个)



资料来源: 各公司公告, 民航资源网, 中银证券

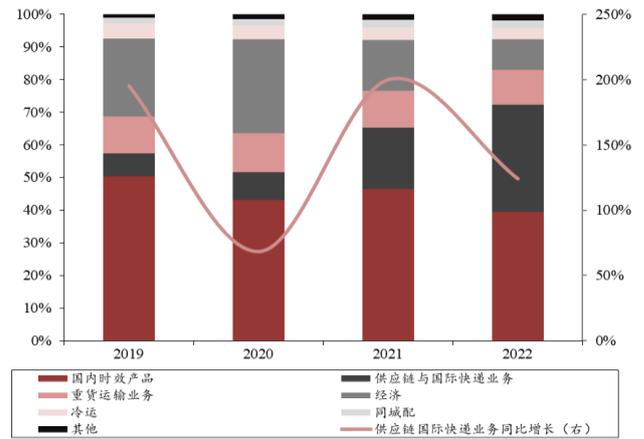
**国际营业收入占比逐渐上涨, 有望成为快递企业第二增长点。**收购嘉里物流后, 2022年顺丰控股供应链及国际业务实现不含税营收878.7亿元, 同比增长124.1%, 收入占比达32.8%。圆通速递海外

图表75. 圆通国际营业收入



资料来源: IFIND, 中银证券

图表76. 顺丰收入结构及国际业务同比增速



资料来源: IFIND, 中银证券

东南亚电商市场具有较大的潜力，与其他成熟市场相比，该市场仍有增长空间。政策的鼓励推动了电商和物流企业在海外拓展业务，而物流公司在海外的长期布局也促进了海外市场的持续增长。这三个因素共同作用，将促进物流企业国际业务的持续增长。

## 3 盈利能力：精细化管控降本增效，头部企业毛利稳中有升

### 3.1 商业模式：加盟制快递企业运行逻辑

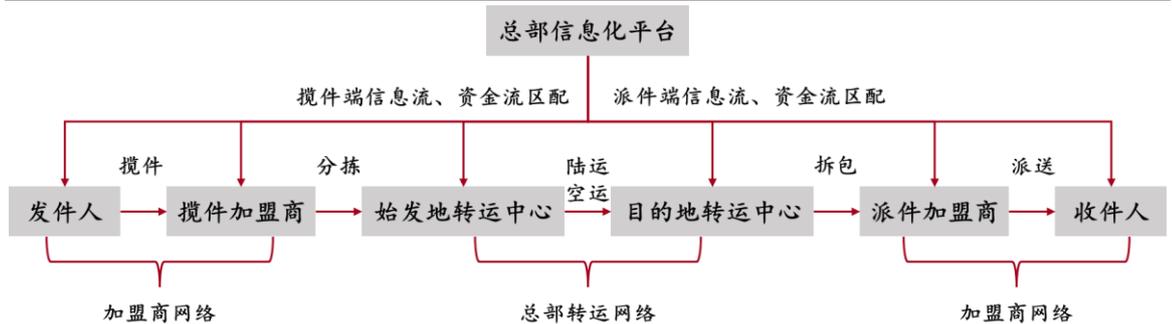
#### 3.1.1 加盟制快递揽收派送逻辑

每件快递从收件到派件，总共经过三大部分：收件端加盟商（快件揽收），总部干线（快件中转及干线运输），派件端加盟商（快件派送）。三个部分之间相互独立，每单快递从上一环节到下一环节都需要向其支付运费。

- 一、快件揽收：快件揽收主要由发件人所属区域的加盟商进行，揽件加盟商通过上门揽件、门店收取等方式进行快件揽收。
- 二、快件中转及干线运输：快件完成揽收环节工作并运送至始发地转运中心后，由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，并通过航空、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。
- 三、快件派送：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。

“三通一达”是最为典型的加盟制快递企业，在这个网络模式中，快件中转环节主要由公司自营枢纽转运中心体系承担，快件揽收和派送环节主要由加盟商网络承担。总部的客户是加盟商，加盟商通过揽件与派送与末端网络对接。

图表77. 加盟制快递揽派送逻辑

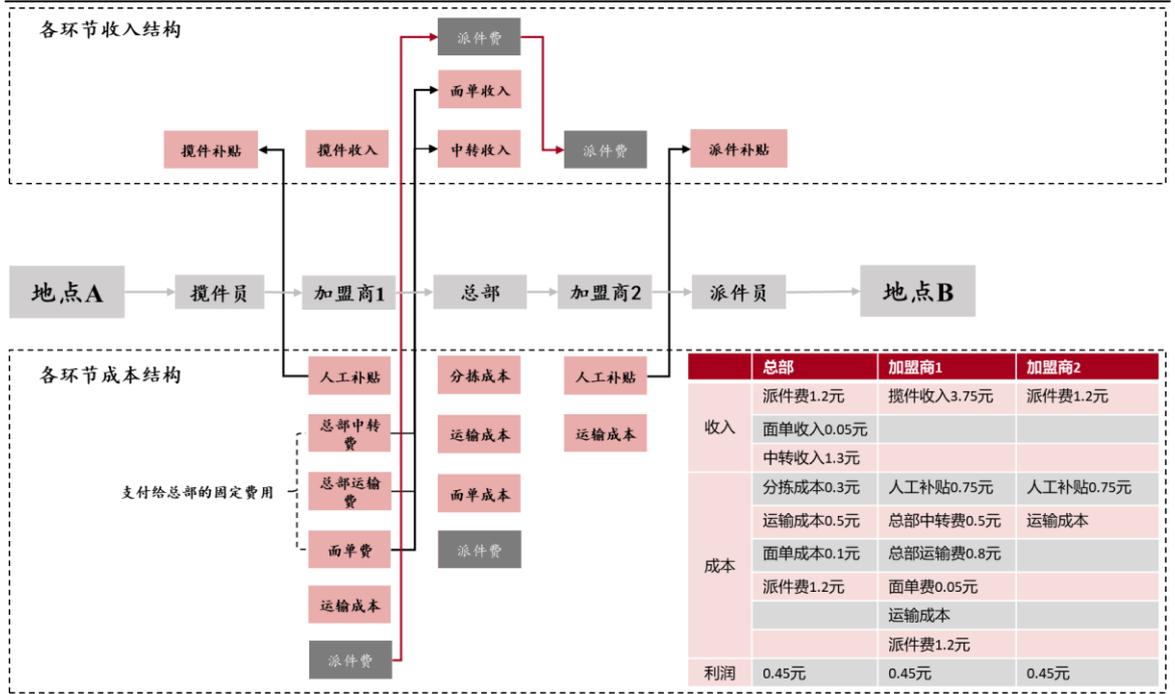


资料来源：圆通速递年报，中银证券

#### 快递收入成本拆分：

- 一、加盟商 1（揽收）：假设派件端 A 寄送一个快递，向客户收取揽件费 3.75 元，此时加盟商收入为揽件费 3.75 元，此时加盟商收入为揽件费 3.75 元；成本包括付给快递员的补贴 0.75 元，运到分拨中心的中转费 1.3 元，付给总部面单费 0.05 元、派件费 1.2 元。**加盟商单票毛利为：3.75（揽件收入）-0.75（给快递员的补贴）-1.3（中转费、运输费）-0.05（面单费）-1.2（派件费）=0.45 元**
- 二、总部（中转及运输）：总部向加盟商收取派件费 1.2 元、中转费 1.3 元以及面单费 0.05 元；成本包括干线运输成本 0.5 元，分拣成本 0.3 元、面单及其他成本 0.1 元以及支付给加盟商 1.2 元的派费。**总部单票毛利为：1.2（派件费）+1.3（中转费）+0.05（面单费）-0.5（干线运输成本）-0.3（分拣成本）-0.1（面单及其他成本）-1.2（派件费）=0.45 元**
- 三、加盟商 2（派送）：加盟商 2 向总部收取派件费 1.2 元，成本为支付给派件快递员的补贴 0.75 元。**加盟商单票毛利为：1.2（派件费）-0.75（给快递员的补贴）=0.45 元**

图表78. 加盟制快递企业各环节收入与成本结构



资料来源：中银证券整理

### 3.1.2 加盟商的盈利能力取决于自身揽件收入以及总部的让利空间

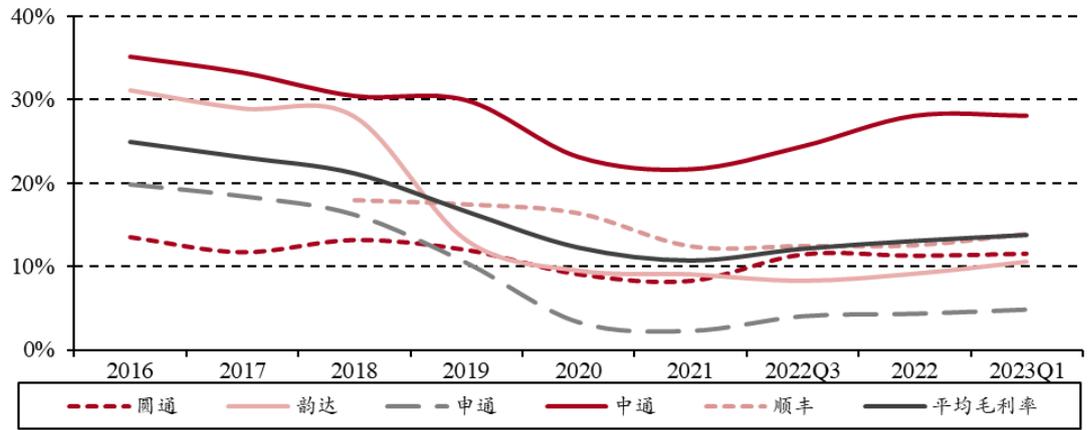
从收入成本拆分图可以看出，加盟商在揽件端的收入主要为揽件费，成本为交付给总部的一笔固定费用（中转费+派件费+面单费）。揽件收入的大小决定了加盟商在揽件端的利润，因此加盟商会自发地争相增加揽件量以追求利润和满足考核的要求。加盟商在派件端的收入为总部所支付的派送费，成本为将快递运送到末端所需要的费用（快递员人工成本+运输成本）。总部支付派送费的大小决定了加盟商的利润。总部在揽件端可以通过控制所收取的固定费用；在派件端控制派件费来控制加盟商在揽/派两端的利润。

保证加盟商利润最直接的方式就是降低加盟商向总部支付的中转费，增加对末端加盟商的派费补贴，在保证服务质量的情况下激励加盟商开拓市场。加盟商揽件后收取快递费，并支付给总部干线中转服务费。总部的快递成本越低，向加盟商收取的中转费也越低，从而使加盟商在市场中保持竞争力，激励加盟商开拓市场，促进单量稳步增长。良好的成本管控也能维持总部的利润率，实现总部/加盟商的双赢。归根结底，总部对中转运输和中心操作成本的管控决定了总部的盈利能力与让利空间，让利空间决定了全网利益的平衡度，保证量、利同增。

### 3.1.2 价格战期间揽件收入下降传导至总部，毛利大幅下滑

价格战导致揽件端收入下降，总部为抢占市场份额对加盟商补贴的增长导致总部毛利大幅下滑。在2019年，由于行业竞争激烈，导致整体毛利率大幅下滑，从2018年的21.2%降至2019年的16.6%。而在2020年，受到疫情影响以及新进入市场的极兔等因素影响，行业毛利率持续下滑至12.3%，再到2021年继续下滑至10.7%。直到2021年第四季度，行业出现小幅修复，毛利率有回升至12.7%。然而，由于疫情影响，2022年上半年修复节奏再次打断。值得注意的是，在2022年第三季度起，龙头企业整体毛利率显著回升至12.1%。这表明行业毛利率在经历了一系列波动后，开始出现积极的变化趋势。

图表79. 2016-2023Q1 行业毛利率变化



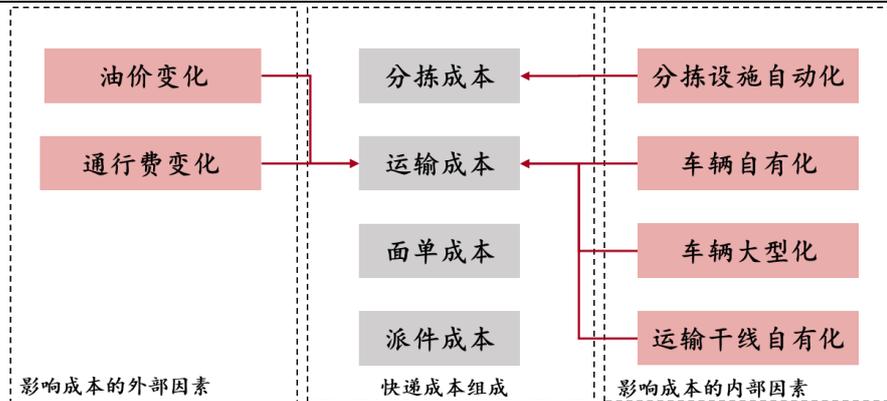
资料来源: IFIND, 中银证券

单票利润的提升离不开有效的成本控制措施。2022年单票快递产品毛利同比得到一定提升, 主要系单票快递产品收入提升及单票快递产品成本有效控制所致。成本变化主要受到两个因素的影响, 分别是“内部”和“外部”。

“内部”因素包括货运分拣设施自动化、车辆大型化、车辆自有化与运输路线自有化。车辆自有化程度可实现运输成本的可控性, 提升运营效率和盈利能力; 货运车辆的大型化有助于提高装载率, 从而提高单车的规模效益; 分拣设备的自动化能提升中转时效, 减少人工及时间成本。

“外部”因素则包括经济环境改变导致的油价与通行费的变化。关键在于内部的管控措施是否能够抵消外部的上涨压力, 这将决定成本的控制效果。因此, 合理的内部管控措施对于控制成本至关重要。通过大型车辆和运输路线的自有化, 以及提高中转枢纽的自动化程度, 可以有效降低运输成本和中转费用, 从而提升单票利润。

图表80. 影响成本的因素

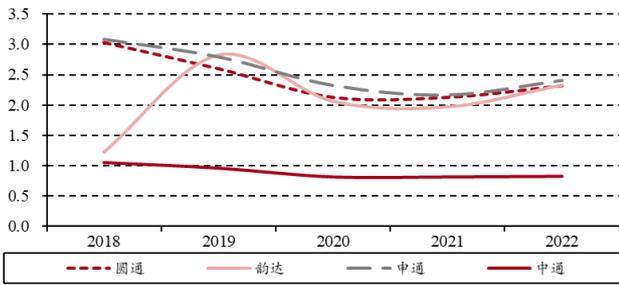


资料来源: 中银证券

### 3.2 成本分析: 油价上涨+疫情影响双重“外部”因素导致 2022 年单票成本承压

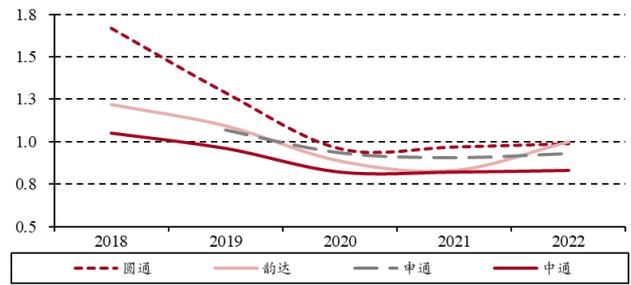
受外部因素影响, 22 年整体成本呈上升趋势。自 2018 年以来, 电商快递行业的单票成本持续下降, 直到 2021 年, 圆通、韵达、申通和中通 (不含派费) 的单票成本分别为 2.13 元、1.97 元、2.17 元和 0.82 元, 剔除派费后单票成本分别是 0.97 元、0.83 元、0.91 元和 0.82 元, 各公司都达到了成本端低位。与 2021 年相比, 2022 年代表公司的单票成本纷纷上涨, 圆通、韵达、申通和中通 (不含派费) 的单票成本分别为 2.32 元、2.33 元、2.41 元和 0.83 元, 剔除派费后单票成本分别是 0.99 元、1.00 元、0.93 元和 0.83 元, 其中韵达的单票总成本增加了 0.36 元, 增幅达到了 18.4%, 增幅最大; 而申通的单票总成本最高, 同比增长了 10.98%; 圆通的单票成本为 2.33 元, 同比增长了 8.92%。根据可比口径的单票总成本排名, 申通的单票成本最高, 圆通和韵达的单票成本接近, 而中通在剔除派费后的成本最低。

图表81. 2018-2022代表公司单票成本（元）



资料来源: IFIND, 中银证券

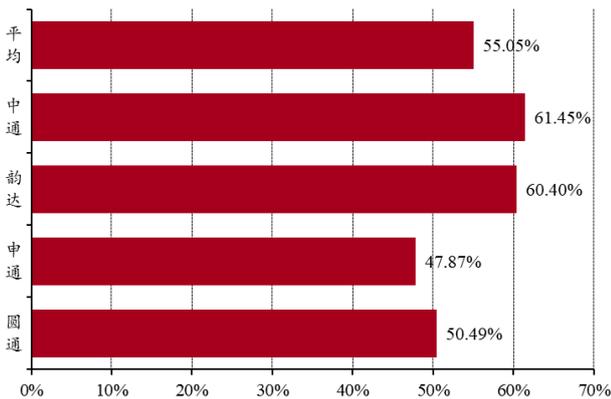
图表82. 2018-2022各公司单票成本（剔除派费后）（元）



资料来源: 公司公告, 中银证券

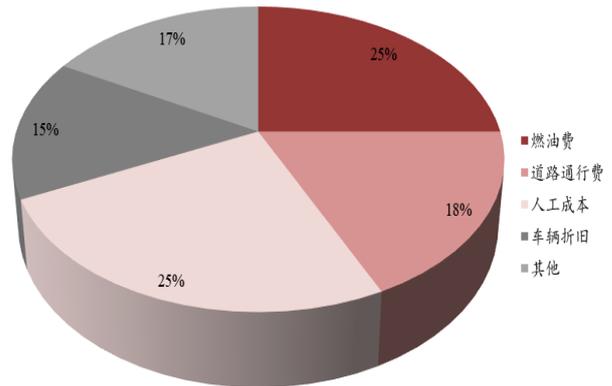
从成本结构的角度来看，通达系电商快递企业的成本主要包括中转运输成本、中心操作成本和面单成本。其中，运输成本是电商快递企业成本的主要组成部分。圆通、韵达、申通和中通 2022 年运输成本占总快递成本的比重分别为 50.49%、47.87%、60.40%和 61.45%，平均占比达到 55.05%。可见，运输成本是加盟制通达系的主要成本来源，占总成本超过一半，其中燃油成本占运输成本的比重约为 25%。2022 年国内汽柴油保持高位运行，22 年第四季度均价达 8342.01 元/吨，燃油成本的增加给运输成本带来了压力。根据交通运输部的通知，收费公路货车通行费在 22 年第四季度得到了 10% 的减免，这在一定程度上抵消了部分油价上涨所带来的成本。

图表83. 2022运输成本占比



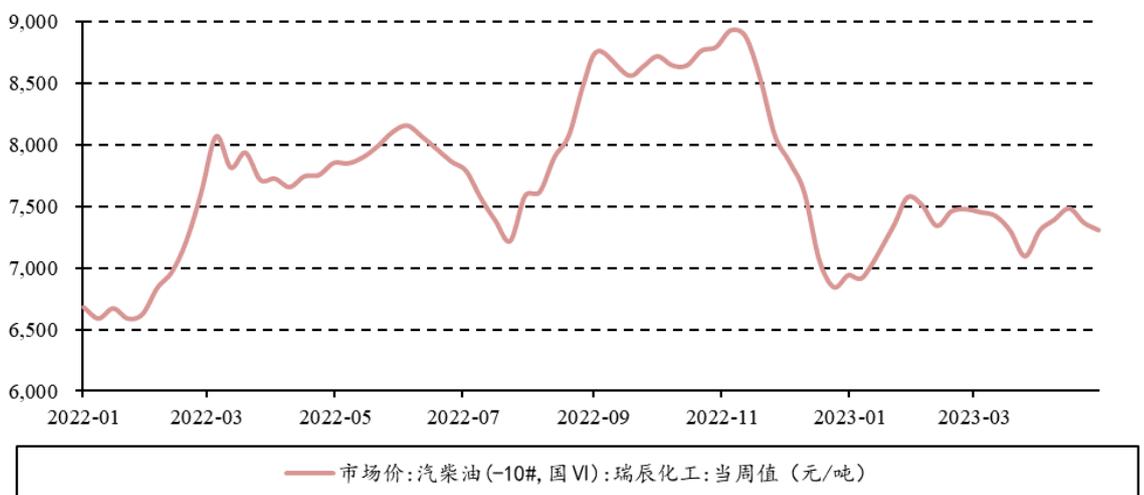
资料来源: IFIND, 公司公告, 中银证券

图表84. 燃油成本占运输成本比重



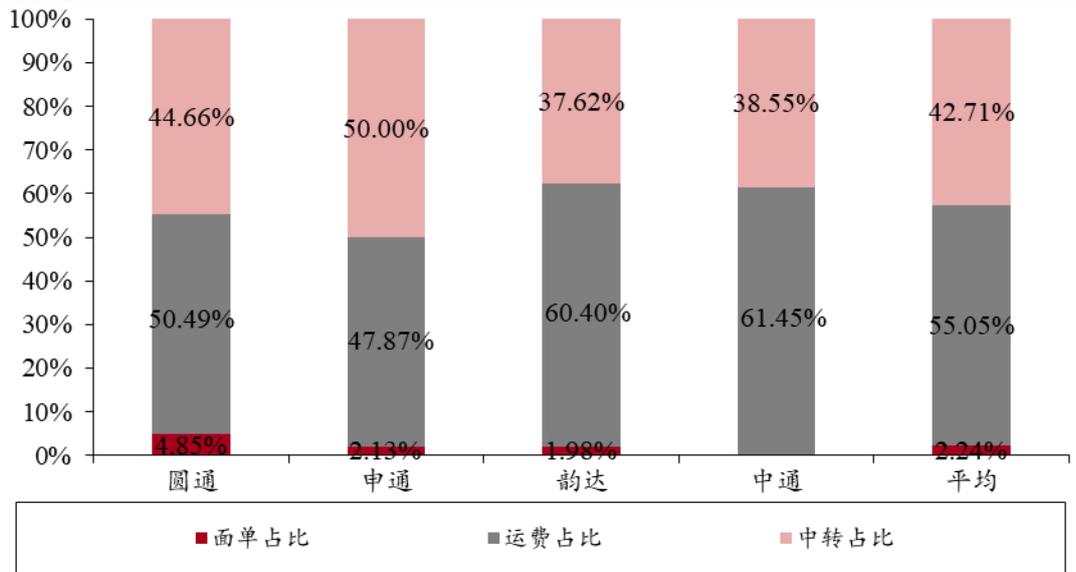
资料来源: 全国道路货运车辆公共监管与服务平台, 中银证券

图表85. 2022年汽柴油市场价



资料来源: IFIND, 中银证券

图表86. 2022年代表公司剔除派费后成本结构

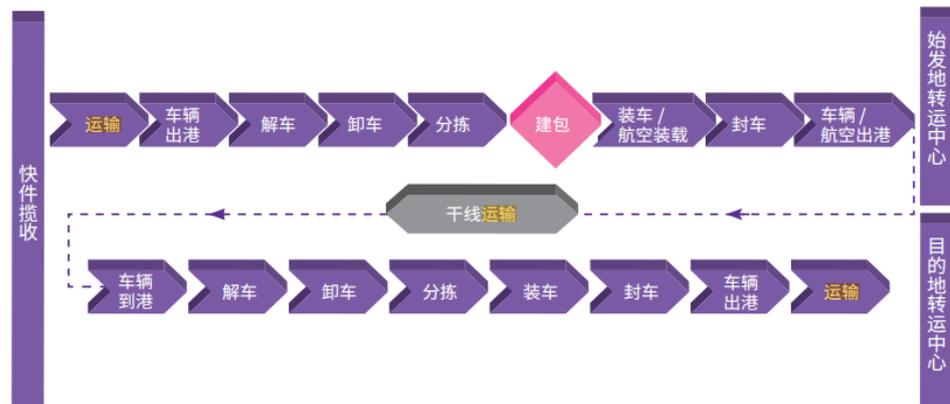


资料来源: IFIND, 中银证券

影响快递成本第二大因素是中转/分拣成本。圆通、韵达、申通和中通 2022 年中转成本占总快递成本的比重分别为 44.66%、37.62%、50.00%和 38.55%，平均占比达到 42.71%。

在中心分拨成本方面，由于受到 3 月和 11 月两波疫情的影响，2022 年同比略有上涨。从 3 月初开始，多地快递物流出现了阶段性延缓甚至中断。由于物流受阻，不仅是消费者买的东西迟迟不到，在电商平台上的一些经营者，也面临着货物积压和平台处罚带来的损失。这导致快递单量出现了进贷难、发货慢的现象，进而导致整体电商订单量下降明显，而转运中心出现疫情，也会影响物流公司的派件效率。截至 2022 年 12 月，由于疫情导致的物流阻塞，大量货物滞留在转运中心，同时中心操作员工和快递员的阳性案例急剧增加，导致在岗快递员严重短缺。这种情况下，中转环节和派送环节的运转面临着极大的压力。中心分拨成本主要包括人工成本、设备成本、能源成本和维护保养成本，而疫情对这些成本产生了明显的影响。人工成本上升和设备、仓储成本的增加，直接导致了整体分拨成本的上升。

图表87. 快递揽收运输链条



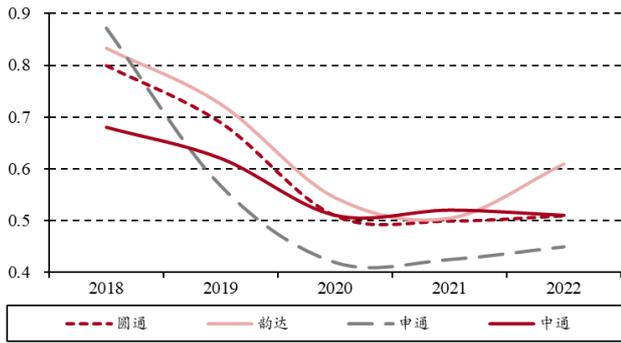
资料来源: 圆通公告年报, 中银证券

在 2022 年，尽管行业单票成本受到了外部因素的干扰而略有增加，但收入的增长有效地抵消了燃油成本的上涨以及业务量增长放缓所带来的单位成本压力，此外公司内部采取的有效管控措施也减轻了外部压力的影响。

### 3.3 运输分析：车辆自有化、大型化、数字化抵御运价上行压力，单票运费同比基本持平

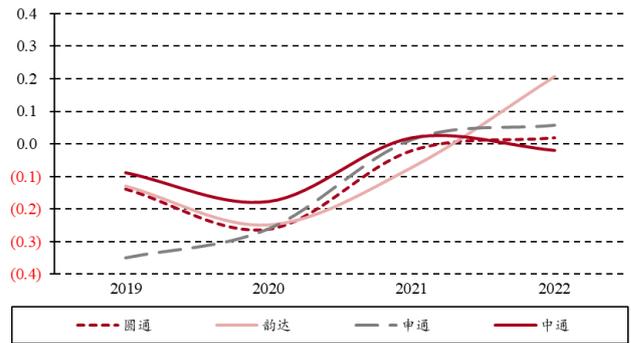
近两年来，行业的单票运输成本呈现稳定趋势（0.45-0.6 元/票）。自 2018 年以来，圆通的单票运输成本从 0.80 元下降到 2022 年的 0.51 元；中通从 0.68 元下降到 0.51 元；韵达从 0.83 元下降到 2022 年的 0.61 元。尽管在 2022 年受到油价上涨和疫情爆发等双重影响，运费市场波动较大，但龙头企业的运输价格仍保持在 0.52 元/票的水平，保持相对平稳。运输车辆自有化、大型化和数字化管理的推进，有效地抵御了运价上涨的压力。

图表88. 2018-2022单票运输成本（元）



资料来源：IFIND，公司公告，中银证券

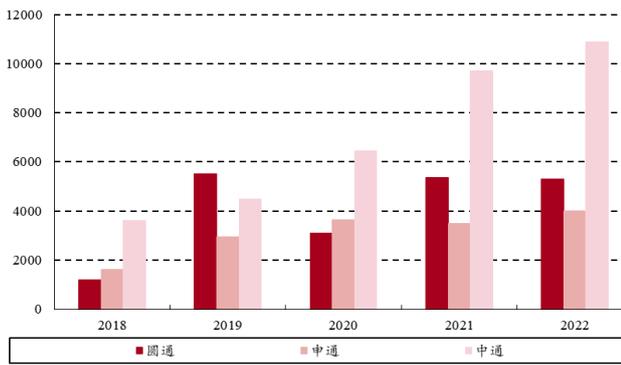
图表89. 运输成本同比变化（%）



资料来源：IFIND，公司公告，中银证券

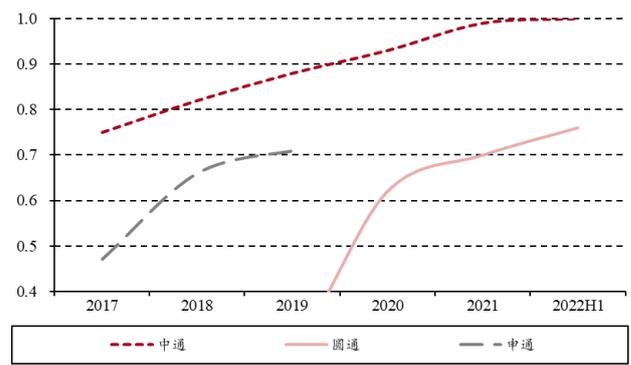
业务量到达一定程度下，车辆自有化程度增加成本可控程度。由于无需支付第三方物流公司的费用，运营成本可以得到有效控制，提升盈利能力。其次，快递公司可以更加灵活地安排运输时间和路线，从而更好地满足客户需求，减少运输时间和延误，运营效率得到提高。此外，自有车辆还能够加强快递公司的品牌形象，通过在车辆上印上公司的标志和广告，提升品牌曝光度，增强市场竞争力。拥有自有车辆，快递公司在成本控制、运营效率和品牌形象方面都能够获得明显优势。

图表90. 2018-2022通达系自营车辆数量（个）



资料来源：IFIND，公司公告，中银证券

图表91. 中通、圆通、韵达干线车辆自营比例



资料来源：IFIND，公司公告，中银证券

从 2018 年开始，通达系自营车辆的数量逐年上升。圆通自有干线运输车辆 2021 年达到 5370 辆，和 2018 年相比上涨了 347%；中通从 18 年的 2941 辆上升到 21 年的 4000 辆；中通在 2022 年拥有行业内最庞大的自有运输车队，车辆达到了 11000，相较 18 年增加了 6500 辆。

通达系公司的自有车辆比例逐渐提升，并且未来还有进一步上升的空间。以中通快递为例，干线运力自有比例从 2017 年的 75% 上升到 2022 年的 100%；而圆通速递的干线车辆自有率在 2022 年已达到 76%；中通快递在 2019 年就已经达到了 71% 的自有率。中通、圆通和韵达这些企业的车辆自营比率仍有望进一步上升。这种自有化的趋势为快递公司带来了更多的运营灵活性和成本控制的机会，同时也增强了他们在市场中的竞争力。中通、圆通和韵达的车辆自营比率仍有进一步上升的空间。

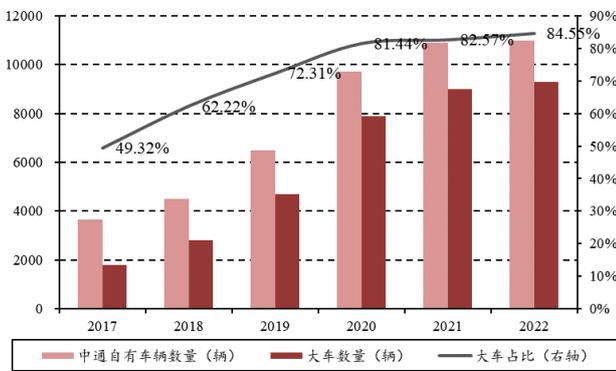
货运车辆大型化有助提升装载率，提高单车规模效益。近年头部快递企业开始提升自营车辆的大车比例，以降低运输成本。2019年申通自营大车占比达到了54.79%，到2021年提升至72.5%；而中通车辆中15-17米长尾甩挂车的比例也由2019年的72.31%，提升至2022年的84.55%，运输大车化在持续推进中。促成货运车辆大型化的趋势，可以从三个角度来解析：

一是能得到更高的车次规模效益。对于货物运输需求旺盛的物流企业而言，使用大型货运车辆能够获得更高的车次规模效益。在面对治超问题的情况下，使用载货量大的车辆能够在相同车次数量下，降低治超的风险，同时也能提升单车的经济收益与运输效率，从而更加划算。

二是运输专线的整合，通过整合运输专线，将原本分散的货物集中到一条路线上进行运输，从而实现单条运输路线的货量增加。这种方式能够有效减少路线之间的空驶和运力浪费，提高了货运车辆的利用率，推动了大型化趋势的发展。

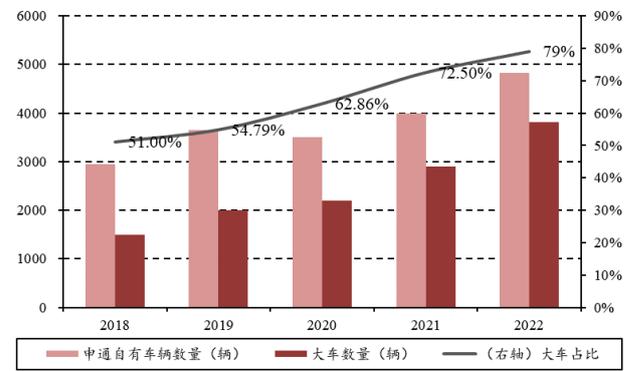
三是运输成本的降低。使用大型货运车辆可以在一定程度上降低燃料消耗和人力成本，从而降低了运输成本，提高了运输的经济效益。

图表92. 中通快递自有大车数量及占比



资料来源：公司公告，中银证券

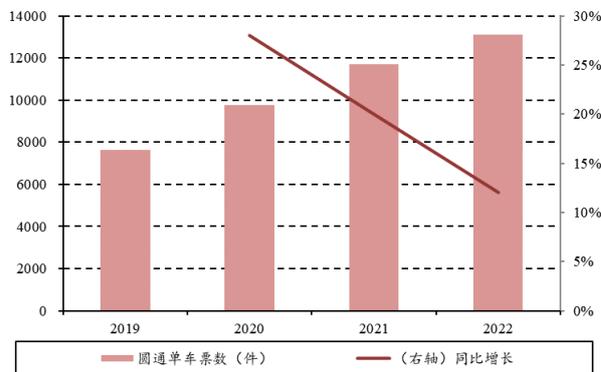
图表93. 申通自有大车数量及占比



资料来源：公司公告，中银证券

车辆的大型化、自有化以及干线运输的自营化提高了运输效率，提升自有运输车辆占比，运输体系的数字化提高自有车辆的综合利用率，公司干线运输车辆单车装载票数得到持续提升。圆通的单车装载数在2022年达到了13098票/车，较2019年上涨75.03%，装载率的提升分摊了票均成本。

图表94. 2019-2022年圆通单车装载数 (个)

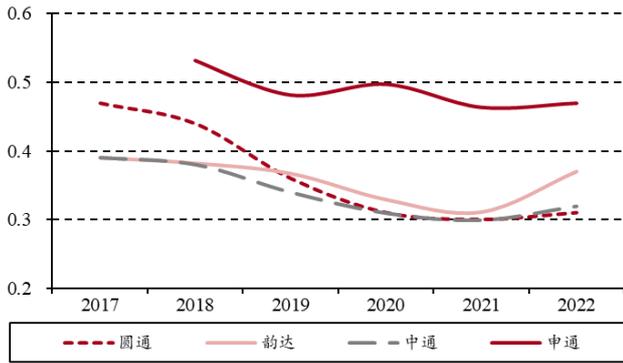


资料来源：圆通公告年报，中银证券

### 3.4 分拣分析：物流网络运行受阻，单票分拣成本略有上涨

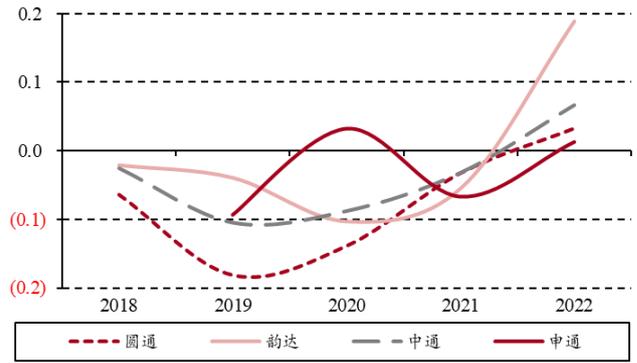
物流阻塞及人工成本上涨的影响下，22 年单票分拣成本略有上涨。自 2018 年以来，行业单票分拣成本逐年下滑。圆通的单票分拣成本从 0.44 元下降到 2021 年的 0.30 元；中通从 0.38 元下降到 0.3 元；韵达从 0.38 元下降到 2021 年的 0.31 元。而圆通和中通在 2022 年的分拣成本分别达到了 0.31 和 0.32 元，同比略有上涨。由于疫情导致物流阻塞，大量货物滞留在转运中心，中转站人工成本、设备维护成本和仓储成本增加，中转分拣效率受到影响。分拣的自动化程度、转运中心自营情况和时效系统的建设是降低中转分拨环节成本的关键因素。

图表95. 2018-2022单票分拣成本（元）



资料来源：IFIND，公司公告，中银证券

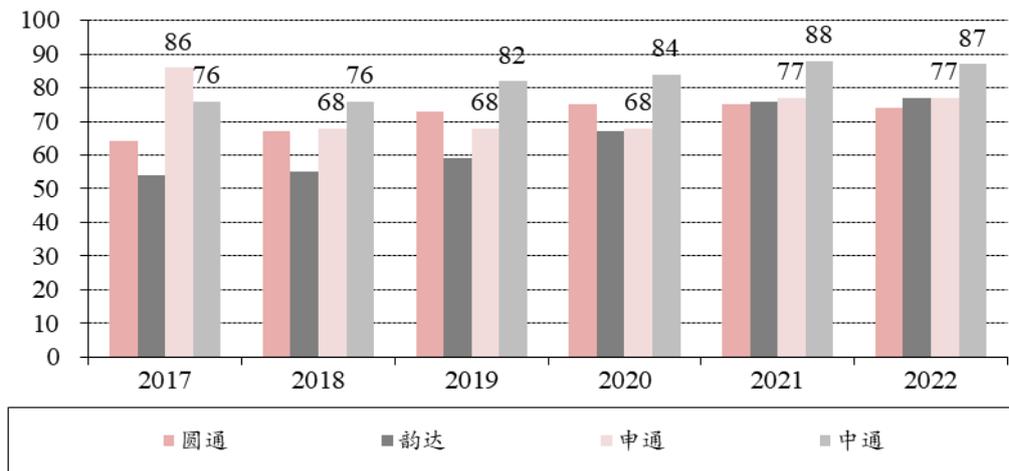
图表96. 分拣成本同比变化（%）



资料来源：IFIND，公司公告，中银证券

自营转运中心重资产模式，有助于加盟商降低中转分拨成本，增加业务量并提高效率。中通快递 22 年共有 98 家分拣中心，其中自营中心 87 家，中通转运中心自营数量多且比例高达 89%；韵达自营转运中心数量由 2017 年末 54 个上升至 2022 年中 77 个；圆通自营转运中心数量由 2017 年末 64 个上升至 2022 年中 74 个；申通快递拥有的直属转运中心在 2022 年达到 77 个。

图表97. 2017-2022各公司自营转运中心数量（个）

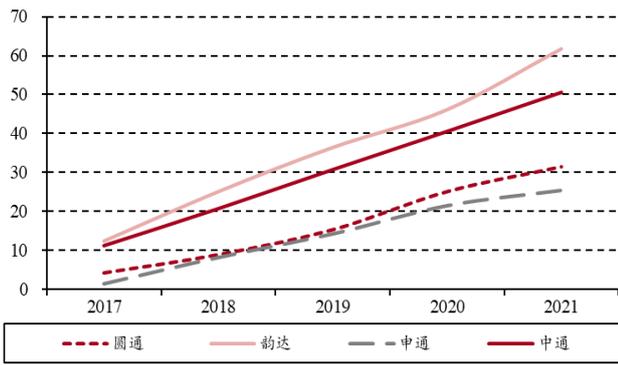


资料来源：公司公告，中银证券

由于转运中心在区域上处于核心的枢纽位置，在业务流程上也处于关键的环节，因此转运中心的运营管理对快递公司的全链路快递服务而言具有举足轻重的作用。近年来，快递公司持续加大对转运中心等基础设施方面投入，扩充转运中心产能，优化转运网络布局，提升直营中心比例，进一步完善中转运营体系建设。

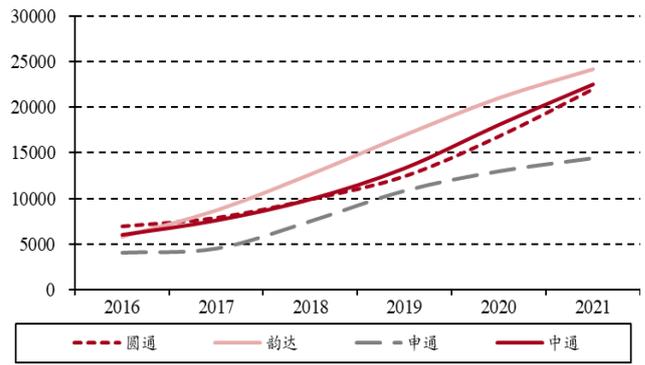
“三通一达”中转机器设备账面价值均有不同程度上升，分拨中心自动化水平不断提高。从中转机器设备账面价值看，韵达股份中转机器设备账面资产由 2017 年末 12.4 亿元提升至 2021 年末的 61.7 亿元；圆通速递由 2017 年末 4.2 亿元提升至 2021 年末 31.5 亿元；申通由 2017 年末 1.6 亿元提升至 2021 年末 25.4 亿元；中通则由 11.3 亿元提高到 50.6 亿元，通达系中转机器设备账面价值稳步提升。

图表98. 2017-2021年中转机器设备账面价值（亿元）



资料来源：IFIND，中银证券

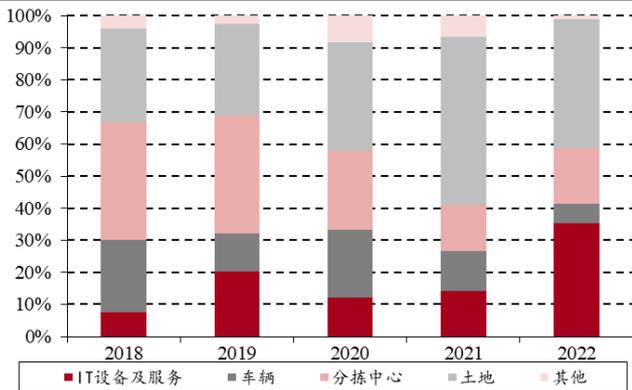
图表99. 21年单个中转中心业务处理量（万/天）



资料来源：IFIND，中银证券

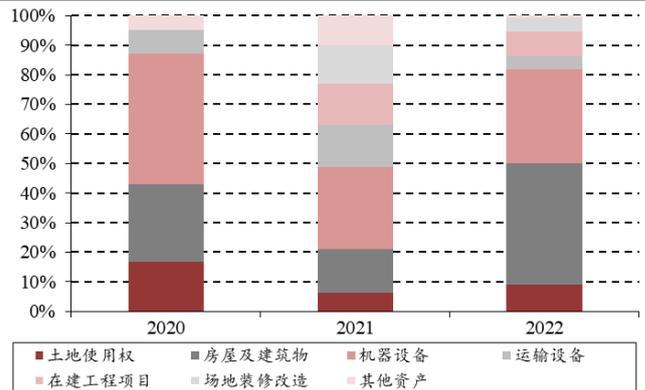
申通单个中转中心业务处理量不足，未能完全实现规模效益，导致其单票分拣成本高于行业平均水平。2021年末，圆通、韵达和中通的单个中转中心业务处理量分别是22057万件/天、24213万件/天和22515万件/天，均达到20000以上的水平。申通受制于业务规模量较小，单个中转中心业务处理量仅有14388万件/天，占通达系平均值的69.2%。除此之外，目前申通中转设备的投入相较同行也略有不足，自动化程度低且人工成本高，在疫情冲击和人工短缺的情况下分拨效率低。

图表100. 韵达投资状况分析



资料来源：IFIND，公司公告，中银证券

图表101. 申通投资状况分析



资料来源：IFIND，公司公告，中银证券

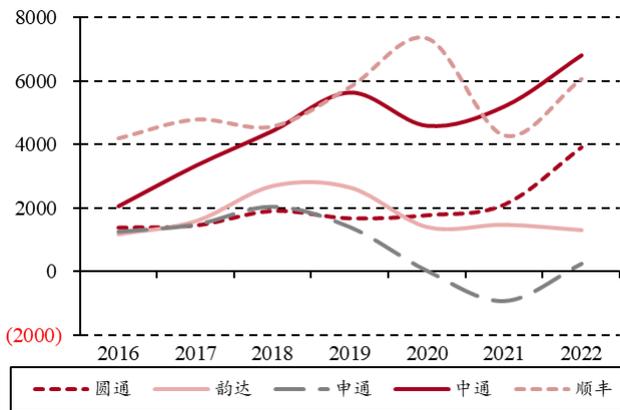
自有土地厂房替代租赁土地厂房能够对冲租金上涨风险，降低中转分拨环节的单票成本。韵达房屋及建筑物、土地使用权账面价值分别由2018年末10.18亿元、6.99亿元提升至2022年的66.08亿元、44.29亿元；圆通房屋及建筑物、土地使用权账面价值分别由2018年末22.72亿元、23.34亿元提升至2022年的103.34亿元、46.07亿元；申通房屋及建筑物、土地使用权账面价值分别由2018年末11.54亿元、10.12亿元提升至2022年的37.03亿元、17.71亿元。

## 4 未来展望：高质量发展背景下头部快递企业盈利能力有望持续修复

### 4.1 业绩趋势：展望 2023 年，头部企业盈利能力有望持续修复

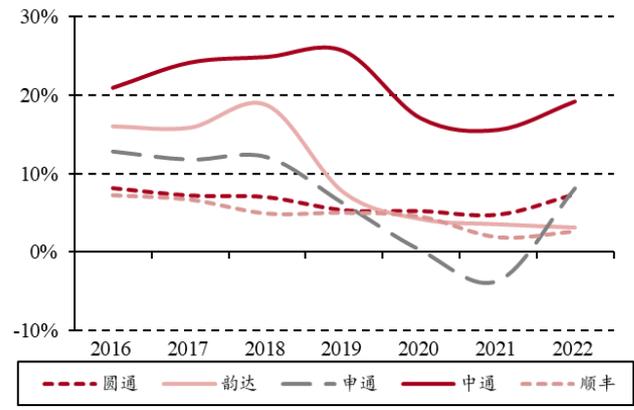
2022 年头部企业盈利能力得到修复，2023 年有望持续增长态势。2022 年中通、顺丰、圆通等公司在盈利规模上已经逐渐恢复到疫情前的 2019 年水平，显示出良好的业绩表现。中通 2022 年营收 353.77 亿元，同比增长 16.3%，调整后净利润同比增长 37.6% 至 68.06 亿元。顺丰归母净利润达到 61.73 亿元，增长 44.6%。圆通、韵达和申通的归母净利润分别达到了 39.2 亿元、14.83 亿元和 2.87 亿元，同比增长分别为 86.36%、0.42% 和 131.64%。

图表102. 2016-2022各公司归母净利润（百万元）



资料来源：公司公告，中银证券

图表103. 2016-2022各公司净利率



资料来源：公司公告，中银证券

**单票成本：**业务量达经济产能叠加自动化、数字化管理，有助进一步降本增效。2022 年受到物流阻塞、人工成本上涨和油价上涨的影响，运价略有上涨。快递行业在降低分拣和运输成本方面采取了一系列措施，包括提升自动化程度、转运中心自营比例、时效系统建设以及货运车辆大型化和自有化等，以保持成本的相对稳定和规模效益的提升。随着疫情结束经济复苏，快递单量的恢复所带来的规模效益将得到释放。

图表104. 2016-2022代表公司单票收入同比变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表105. 2021-2023代表公司单票收入（元）



资料来源：公司公告，中银证券

**单票收入：随着成本优化，单票收入将保持稳定。**2023年5月，顺丰、圆通、韵达、申通、中通（一季度数据）单月业务量分别同比变化+8.98%、+15.19%、+3.64%、+49.85%和+20.4%，行业平均增速达+18.9%；2023年5月，顺丰、圆通、韵达、申通、中通（一季度数据）平均单月单票收入分别为15.43元、2.32元、2.44元、2.21、1.40元，环比分别+0.30、-0.05、+0.01、-0.13和-0.06元，同比分别变化-0.13%、-7.57%、-2.01%、-13.33%和-3.45%。2023年第一季度顺丰、圆通、韵达、申通和中通市场份额分别约9.85%、16.58%、14.23%、12.48%和23.4%。**在业务量及收入增长的同时，成本优化以及行业淡季引起的短期价格竞争影响下行业单票价格出现了一定的下滑，预计未来单票收入将保持稳定。在政策与监管同时兜底的情况下，快递业价格战再起的可能性小。**

## 4.2 油价影响：油价下行利好成本修复

**油价下行将降低干线运输成本。**2023年2月中旬以来，由于国际油价整体变化幅度不大，国内成品油零售限价曾两次搁浅。2023年3月以来，原油市场利空消息不断，国际油价一路震荡下滑，美油和布伦特原油最大日跌幅一度超过12美元/桶，美油跌破了70美元/桶的大关。23年3月16日，国际油价再度大幅下挫，美油收于67.61美元/桶，单日跌幅达5.22%；布油收于73.69美元/桶，跌幅为4.85%。截至2023年3月17日收盘，美油小幅上升1.09%，收于68.35美元/桶；布油小幅上升0.81%，收于74.29美元/桶。**油价下行趋势有望对快递运输成本产生积极影响。**

图表106. WTI和布伦特原油价格

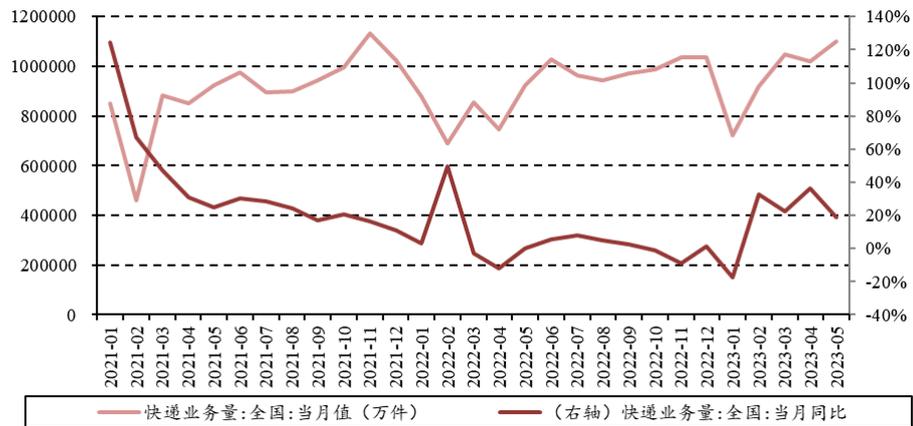


资料来源：公司公告，中银证券

## 4.3 件量走向：经济复苏带动件量增长

**疫情影响逐步消减，经济复苏带动件量回升，规模效应增强有望利好成本下行。**步入2023年第二季度，快递市场呈现快速恢复势头，服务质量巩固提升，服务能力进一步增强，行业呈现出较大的发展韧性。**快递件量迎来反弹：**2023年4月快递业务量为102亿件，单月同比增长达到36.40%，累计同比增长达17%，2023年5月快递业务量为109.89亿件，单月同比增长达18.90%，累计同比增长达17.4%。随着与快递行业进入旺季，我们预测23年全年件量增速将达到15%左右。

图表107. 2021-2023年全国快递业务量当月值与当月同比

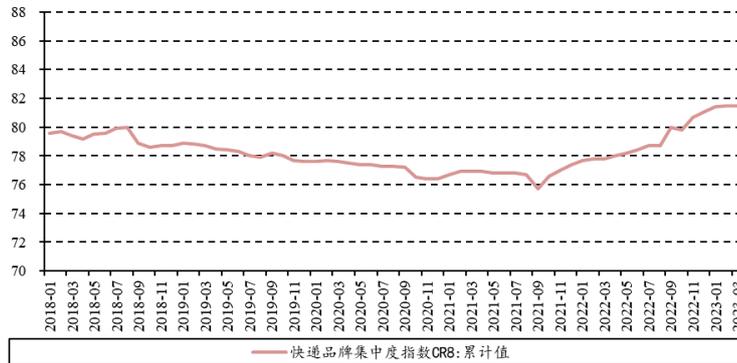


资料来源: 公司公告, 中银证券

#### 4.4 格局分析: 重资产壁垒下造就龙头领先优势, 市场竞争格局逐渐清晰

**市场竞争格局逐渐清晰:** 随着头部快递企业的持续投入与规模的扩大, 货品加速向龙头快递企业集中, 2023Q1 我国快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8 已经达到 84.9, 低质效的二三线快递产能已基本出清, 头部企业之间由此前以低价竞争份额的发展格局逐步转向规模效应和利润平衡的高质量方向发展。

图表108. 快递品牌集中度指数CR8

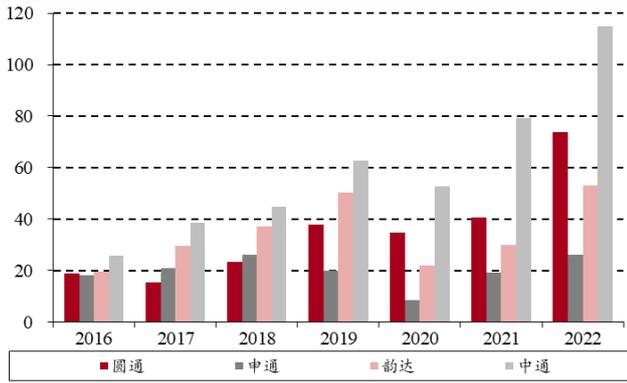


资料来源: IFIND, 中银证券

#### 4.5 财务状况: 资本开支放缓负债降低, 财务状况得到改善

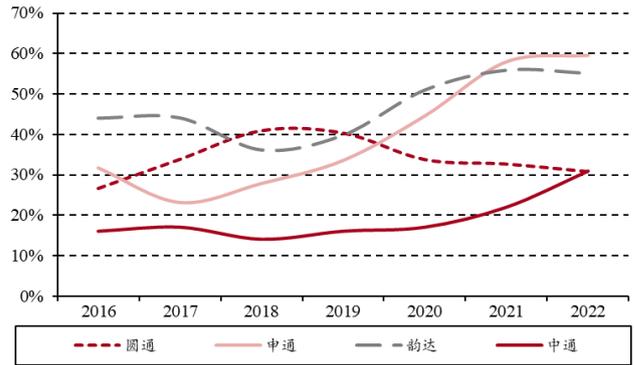
**充盈的现金流得以支撑企业进行资产投资而扩大产能, 进一步加大头部企业壁垒优势。** 由于 2019-2021 年“价格战”以及业务量增速放缓等原因, 快递行业在“烧钱模式”下偿债能力、盈利能力以及现金流量状况愈发紧张。中通 2020 年经营现金流较 2019 年末减少 16.34% 下降到 52.61 亿元, 到 2021 年资本开支一度达到 93 亿元; 2021 年韵达经营活动产生的现金流量净额 29.89 亿元, 负债率高达 56%。其他主要快递公司也出现经营性净现金流不足以支撑巨额资本开支的困境, 纷纷加速融资。随着疫情结束经济复苏叠加政策监管的大背景下, 行业整体财务状况得到改善。22 年中通、圆通、韵达和申通经营活动产生的现金流量净额分别为 114.92 亿元、73.91 亿元、52.91 亿元和 26.00 亿元, 同比分别增长 45.01%、82.13%、69.31% 和 77.02%; 平均增长了 58.50%。

图表109. 2016-2022代表公司经营现金流（亿）



资料来源：公司公告，中银证券

图表110. 2016-2022代表公司资产负债率



资料来源：公司公告，中银证券

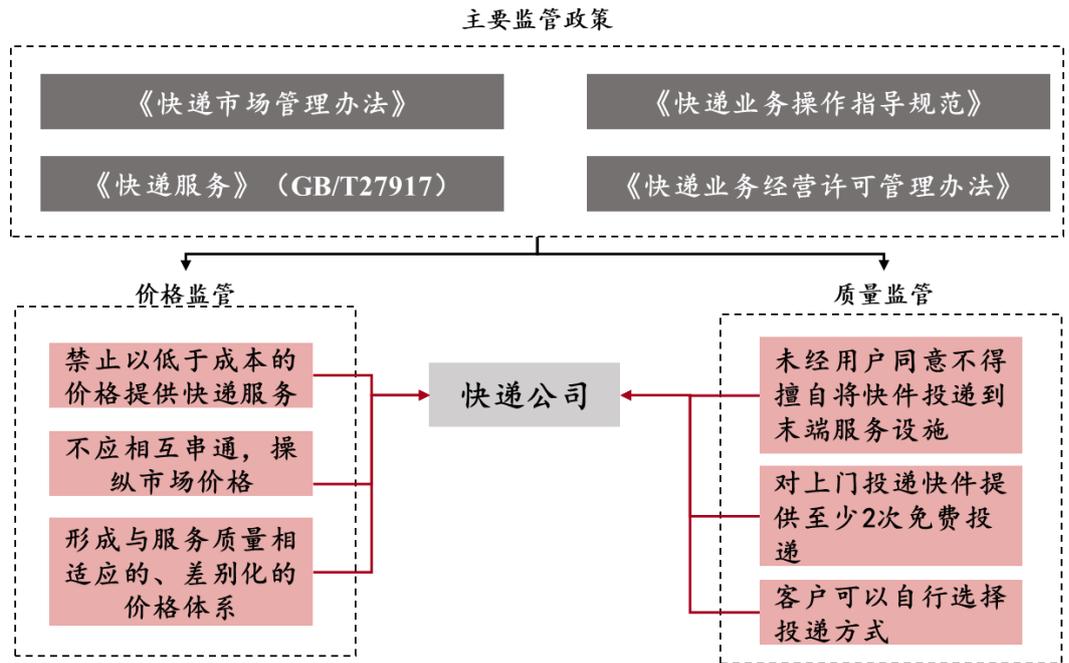
#### 4.6 监管因素：监管政策仍将在快递行业未来发展中扮演指导角色

**政策控制单价红线，快递企业无法以低于成本的价格提供服务。**《浙江省快递业促进条例》于2022年3月1日起正式实施。其中第三十六条要求快递经营企业无正当理由不得低于成本价格提供快递服务，从立法角度明确遏制远低于成本线定价的恶性价格竞争。而《快递市场管理办法(修订草案)》第二十七条规定了经营快递业务的企业无正当理由以低于成本价格提供快递服务。《快递服务》国家标准(征求意见稿)第2部分第十四条规定不应无正当理由以低于成本价格提供快递服务。随着国家标准的正式修订，政府对价格的监管将扩展到全国范围内。

**政策对服务质量提出了明确要求，保障末端运行质量。**《快递市场管理办法(修订草案)》第三十二条规定了经营快递业务的企业未经用户同意，不得代为确认收到快件，不得擅自将快件投递到智能快递箱、快递服务站等快递末端服务设施。收件人或者收件人指定的代收人不能当面验收快件的，经营快递业务的企业应当与用户另行约定快件投递服务方式和确认收到快件方式。《快递服务》国家标准(征求意见稿)第3部分第五条规定快递服务主体应对上门投递快件提供至少2次免费投递，并且规定了用户应在下单时可以自行选择投递方式，快递服务主体应按用户选择的投递方式提供投递服务。

**政策鼓励快递企业基于服务质量、时限发展产品分层，打造更加细化、差异化的价格体系。**《快递服务》国家标准(征求意见稿)第3部分第14条规定快递服务主体应根据产品种类、服务距离、运输方式、服务时限、投递方式、增值服务等因素，科学测算成本，综合考虑供需关系形成与服务质量相适应的、差别化的价格体系。

图表111. 快递行业主要监管政策体系



资料来源：各政府部门官网，中银证券

## 5 风险提示

- ①**价格战恶化。**快递公司 23 年第一季度单票价格出现普遍下滑，头部公司进入存量市场争夺阶段，有可能引起恶性价格战，对公司经营产生不利影响。
- ②**燃油价格大幅上升风险。**燃油成本的波动将影响快递公司的中转及运输成本，一定程度上波及到快递企业的利润水平。鉴于全球政治和经济形势日趋复杂，未来燃油价格的走势存在较大的不确定性，如果燃油价格上涨，将对公司的运输成本控制带来压力。
- ③**宏观经济不及预期。**宏观经济的衰弱将影响电商需求，将对快递业的发展以及公司的业绩造成不利影响。
- ④**监管政策出现变化。**如果监管法规或行业标准发生重大变化而企业未能及时作出相应调整，或者国家对快递行业的政策支持减少且现有支持政策的执行效果不如预期，都可能对企业的经营业绩产生不利影响。
- ⑤**人工成本增加。**人工成本上涨将对企业成本控制带来压力。

**600233.SH**
**买入**

市场价格:人民币 15.73

板块评级:强于大市

**股价表现**


| (%)    | 今年至今   | 1个月 | 3个月    | 12个月   |
|--------|--------|-----|--------|--------|
| 绝对     | (21.3) | 3.7 | (16.1) | (14.9) |
| 相对上证综指 | (23.9) | 6.0 | (10.3) | (12.5) |

|                    |           |
|--------------------|-----------|
| 发行股数 (百万)          | 3,442.23  |
| 流通股 (百万)           | 3,442.23  |
| 总市值 (人民币 百万)       | 54,146.21 |
| 3个月日均交易额 (人民币 百万)  | 228.56    |
| 主要股东               |           |
| 上海圆通蛟龙投资发展(集团)有限公司 | 30.3      |

 资料来源:公司公告, Wind, 中银证券  
 以2023年7月18日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 物流

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

## 圆通速递

敢为人先的快递行业元老

公司实行多元化布局战略,深耕快递主业的同时积极开拓国际航空业务,深度参与全球供应链一体化。公司持续推进全面数字化转型,培育公司核心竞争力,深化落实服务质量战略,实现经营业绩稳健增长。2023Q1公司完成业务量44.57亿票,同比增长20.04%,市占率同比提升1.25pcts至16.58%。我们预计公司2023-2025年件量增速为18.00%/13.00%/11.00%,单票收入增速为2.00%/2.00%/1.5%,对应2023-2025年营业总收入为609.87/687.59/763.76亿元。首次覆盖给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **经营业绩稳定增长,综合实力逐步提升:**公司2022年实现营业收入535.39亿元,同比增长18.57%;快递业务量完成174.79亿件,同比增长5.66%,实现归属于母公司股东净利润39.20亿元,同比增长86.35%,其中,公司航空业务以及国际业务共实现归属于母公司股东净利润2.68亿元。2023Q1,公司完成营业收入129.14亿元,同比增长9.19%;实现归母净利润9.06亿元,同比增长4.08%。2023年第一季度公司业务量增长迅速,盈利能力稳定。
- **自有运能基础扎实,运转效率领先行业。**2022年公司自有干线运输车辆达5306辆,自有航空机队数量11架,其中波音767-300共2架,波音757-200共9架,全国范围内共拥有自营枢纽转运中心74个,共布局完成自动化分拣设备183套。公司网络运行稳定性和服务能力根基稳固。
- **国际航空协同发展布局海外:**圆通速递国际充分利用已有物流网络和本土化站点资源等优势,积极拓展RCEP成员国、欧洲、南美等国家和地区网络布局,深度挖掘各地区物流服务市场潜力。

### 估值

- 考虑单票价格保持稳定以及公司持续降本增效,预计2023-2025年收入分别为609.87、687.59、763.76亿元,归母净利分别为42.10、50.98、58.99亿元;EPS分别为1.22、1.48、1.71元,对应12.9/10.6/9.2倍PE。首次覆盖给予**买入**评级。

### 评级面临的主要风险

- 宏观经济下滑、政策管控风险、价格战恶化。

### 投资摘要

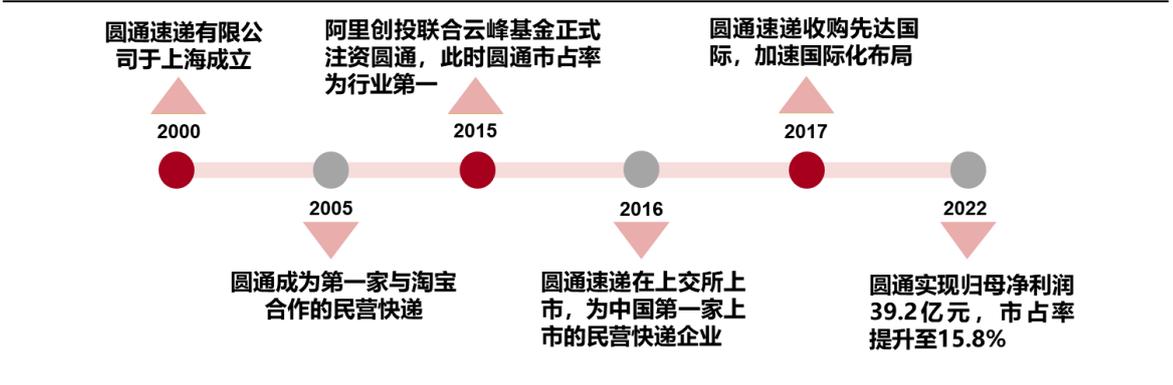
| 年结日: 12月31日     | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(人民币 百万)    | 45,155 | 53,539 | 60,987 | 68,759 | 76,376 |
| 增长率(%)          | 29.4   | 18.6   | 13.9   | 12.7   | 11.1   |
| EBITDA(人民币 百万)  | 4,186  | 6,593  | 7,969  | 9,013  | 10,081 |
| 归母净利润(人民币 百万)   | 2,103  | 3,920  | 4,210  | 5,098  | 5,899  |
| 增长率(%)          | 19.1   | 86.3   | 7.4    | 21.1   | 15.7   |
| 最新股本摊薄每股收益(人民币) | 0.61   | 1.14   | 1.22   | 1.48   | 1.71   |
| 市盈率(倍)          | 25.7   | 13.8   | 12.9   | 10.6   | 9.2    |
| 市净率(倍)          | 2.4    | 2.0    | 1.8    | 1.6    | 1.4    |
| EV/EBITDA(倍)    | 12.2   | 9.1    | 5.1    | 3.8    | 2.9    |
| 每股股息(人民币)       | 0.2    | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.4    |
| 股息率(%)          | 0.9    | 1.2    | 1.7    | 2.1    | 2.4    |

资料来源:公司公告, 中银证券预测

## 1. 历史沿革：拥抱电商，敢为人先的民营快递元老

**拥抱电商，敢为人先的民营快递元老：**圆通速递有限公司成立于2000年04月14日，注册地位于上海市青浦区华新镇华徐公路3029弄18号，法定代表人为喻会蛟。2005年，圆通成为第一家与阿里合作的民营快递。圆通接入淘宝电商平台后业务量得到大幅提升，快递边际成本随件量的扩大而递减，并进一步优化自身的业务模式，提高了市场竞争力和服务水平。2015年4月，阿里创投联合云峰基金注资圆通，此时圆通日均件量已超千万，市场占有率跃居行业首位。2016年，圆通登陆上交所成为通达系中首个上市的民营快递企业。2017年，圆通加速国际化布局，约定以现金方式收购出售方合计持有的先达国际股份，这让圆通进一步扩大了业务规模和服务范围。2022年，圆通归母净利润达到39.2亿元，市占率直追韵达。

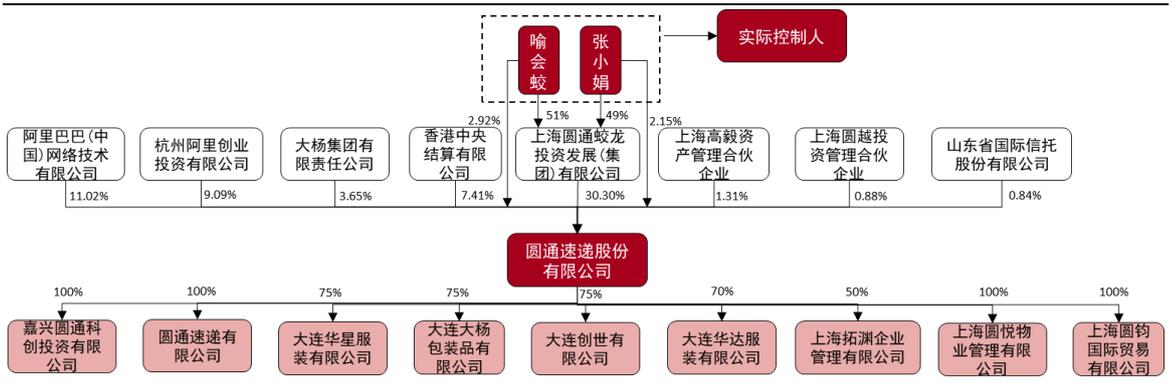
图表112. 圆通速递历史沿革



资料来源：公司公告，中银证券

**公司实控人为喻会蛟、张小娟夫妇，第二大股东为阿里巴巴：**公司控股股东上海圆通蛟龙投资发展有限公司持股占比为30.30%，实际控制人为喻会蛟、张小娟夫妇，二人及其控制企业合计持有股份占公司总股本的35.37%。喻会蛟先生为圆通速递的法定代表人，2019年4月辞去公司总裁职务，现任公司董事局主席。公司第二大股东为阿里巴巴(中国)网络技术有限公司，持股比例为11.02%，喻会蛟、张小娟夫妇与阿里合计持股比例为55.48%，截止2023年6月27日，公司前十大股东持股合计69.49%，股权较集中。

图表113. 圆通速递股权结构图



资料来源：公司公告，中银证券

时间截至2023年6月27日

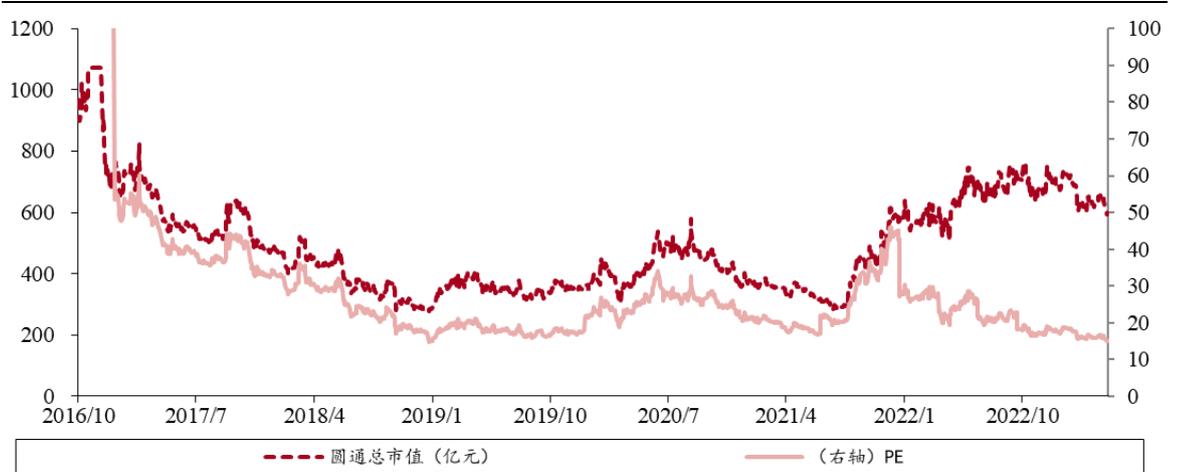
图表 114. 圆通速递十大股东

| 股东名称               | 持股数量       | 占总股本 (%) | 持股比例较上期变动 (%) |
|--------------------|------------|----------|---------------|
| 上海圆通蛟龙投资发展(集团)有限公司 | 10.43 亿    | 30.30    | (0.01)        |
| 阿里巴巴(中国)网络技术有限公司   | 3.79 亿     | 11.02    | -             |
| 杭州阿里创业投资有限公司       | 3.13 亿     | 9.09     | -             |
| 香港中央结算有限公司         | 2.54 亿     | 7.41     | 0.13          |
| 大杨集团有限责任公司         | 1.25 亿     | 3.65     | -             |
| 喻会蛟                | 1.01 亿     | 2.92     | (0.01)        |
| 张小娟                | 7,402.71 万 | 2.15     | -             |
| 上海高毅资产管理合伙企业       | 4,507.86 万 | 1.31     | -             |
| 山东省国际信托股份有限公司-山东信托 | 2,905.16 万 | 0.84     | -             |
| 上海圆越投资管理合伙企业(有限合伙) | 27,42.81 万 | 0.80     | -             |

资料来源: IFIND, 公司公告, 中银证券

时间截至 2023 年 6 月 27 日

图表 115. 圆通总市值变化 (亿元)



资料来源: IFIND, 中银证券

时间截至 2023 年 4 月 28 日

### 2016 至 2018 年期间, 自动化设备投入落后导致成本端恶化, 公司业绩下滑明显。

2016 至 2018 年期间, 公司资本投资以土地为主, 对机器设备的投入较低, 因此错失行业中转自动化红利, 导致成本端压力大。这导致圆通在末端网点收费方面缺乏优势, 而派费支出的减少令加盟商难以维持运营, 这两个因素导致圆通网点出现快件积压现象, 此时公司业务量受到较大影响, 市占率被中通以及韵达超过。

### 2018 至 2020 年期间, 公司在成本端追平同行, 公司业绩稳中有升。

2018 到 2020 年期间, 公司在中转和运输两个环节追赶同行, 公司拥有的定制化交叉分拣带增长到 2020 年底的 126 套, 覆盖了公司全部的枢纽中心; 与此同时, 公司自有车队占比节节攀升, 到 2020 年底干线车辆自有率达到了 62.1%, 公司 20 年单票运输成本降低到 0.51 元, 与同行基本持平。对动产的增投入以及管理方面的改善, 叠加规模效应让公司在成本端完成追赶, 公司估值成功止跌并保持稳定增长, 业绩弹性驱动市值增长。

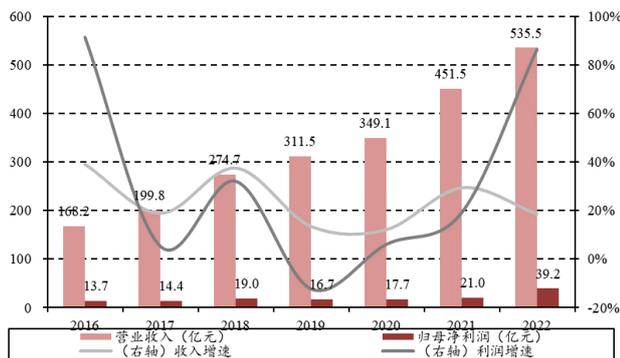
### 2021 年后, 网络稳定性以及末端定价能力的改善带来服务质量的提高, 价格战后业绩实现逆转。

随着价格战持续激化, 头部企业盈利状况恶化导致市值回落。监管政策施行后价格战迎来拐点, 公司前期数字化系统以及自动化设备的铺设提升了时效以及网络稳定性, 公司在此期间业绩持续改善, 2023 年第一季度市占率超越韵达重回行业第二。

## 2. 业务结构：快递业务为主，多元业务为辅，均匀布局利好长期发展

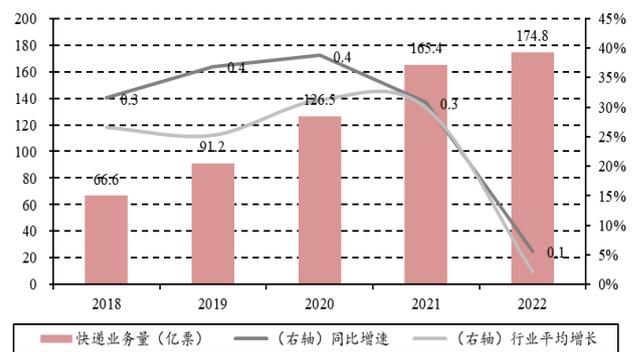
公司主营业务包括快递业务、货代业务以及航空业务；其中货代业务产生的收入主要系公司子公司圆通速递国际为全球客户提供跨国货运产生的货代收入。快递行业业务包含国内时效产品、国际快递及包裹服务、增值服务和仓储服务，其中增值服务是指公司为客户提供代收货款、到付件等增值服务。公司营业收入主要来自主营业务收入，2021年公司主营业务收入为441.08亿元，其中快递行业占主营业务收入的比例为86.31%，其他业务收入为10.47亿元，主要系辅料、包装物销售收入等，占营业收入的比例为0.24%。2022年公司实现营业总收入535.39亿元，同比增长18.57%；实现归属于上市公司股东的净利润39.20亿元，同比增长86.35%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润37.80亿元，同比增长82.93%。在疫情影响下，圆通仍实现经营业绩的快速增长，盈利能力改善，归母净利润进一步扩大。

图表116. 圆通收入及归母净利润稳步向好



资料来源：公司年报，中银证券

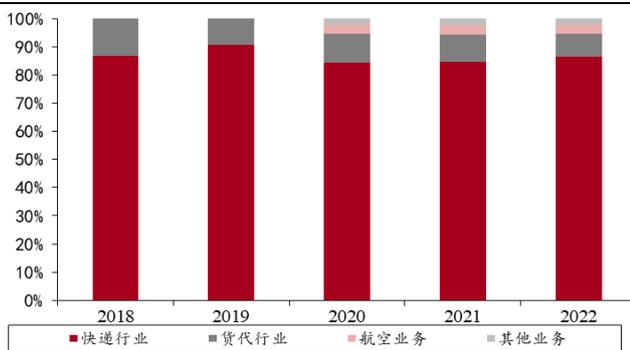
图表117. 圆通业务量及增速



资料来源：公司年报，中银证券

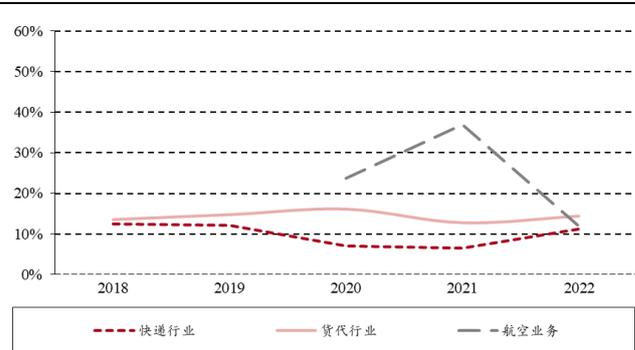
主营业务中，快递业务收入贡献了最多的增量。随着公司拓展了国际与航空业务，快递行业收入占总收入比率有所下降，但仍然是公司最主要的收入来源。2021年快递行业收入381.5亿元，同比增长30.2%，占总营业收入84.5%；货代行业收入44.1亿元，占总营业收入9.8%；航空业务收入15.4亿元，占总营业收入3.4%；其他业务收入10.47亿元，占总营业收入0.23%。2022年，快递行业收入461.4亿元，同比增长21.0%，占总营业收入86.19%；货代行业收入44.9亿元，占总营业收入8.4%；航空业务收入17.8亿元，占总营业收入3.3%；其他业务收入10.62亿元，占总营业收入2.0%。

图表118. 2018-2022圆通各业务的收入结构占比



资料来源：公司年报，中银证券

图表119. 圆通各业务的毛利率情况

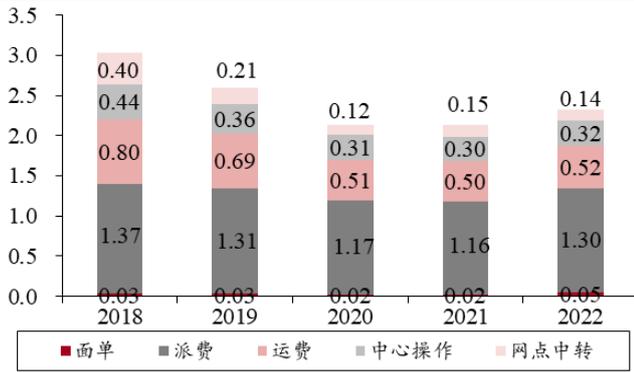


资料来源：公司年报，中银证券

## 3. 成本结构：“运”与“转”精细化管理效果显著

成本精细化管理效果显著，运输中转费用领先行业。从成本结构看，圆通单票运输成本与单票中转成本从2018年起逐年下降，直到2021年运费与中心操作费用分别是0.5元和0.3元，处于行业领先水平。而在受疫情与油价上涨双重影响下的2022年，单票成本也只有小幅的上涨，单票运费和单票成本分别为0.52元和0.32元。这要归功于公司对“运”、“转”两个环节的持续投入与精细化管理。

图表120. 2018-2022圆通单票成本结构（元）



资料来源：公司年报，中银证券

图表121. 圆通速递自有车辆数（个）



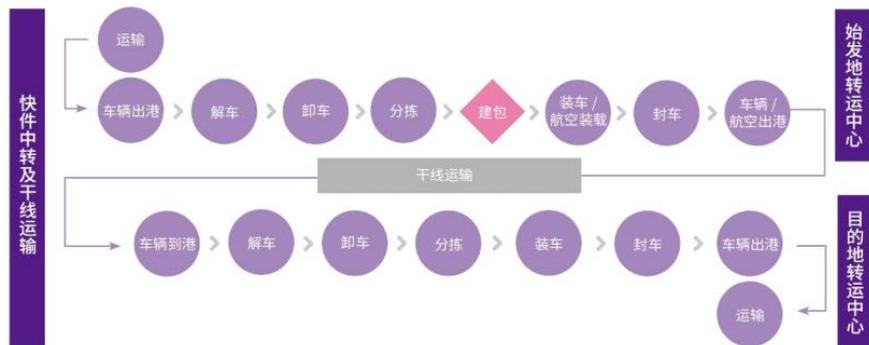
资料来源：公司年报，中银证券

公司采取了多种措施来提高运转效率。

- 一、增加双边运输车辆、大型运输车辆及甩挂车辆的比例，2022年，公司干线运输车辆单车装载票数同比提升近12%。
- 二、此外，公司将通过数字化平台实现快件流向的精细化管理，合理配置运力资源，动态优化干线路由。
- 三、公司将持续提升转运中心、城配中心的自动化、智能化水平，推广自动化分拣设备布局。2022年公司在全国范围内共拥有自营枢纽转运中心74个，自动化分拣设备183套，这减少了分拣次数，提高分拣操作效率及精准度，以进一步提高公司运转效率。
- 四、公司在转运中心逐步试点无人拉包、无人供包，打造无人中心，应用并推广柔性分拣，减少分拣次数，提高分拣操作效率及精准度。

自有运能基础扎实，运转效率领先行业。公司自有干线运输车辆达5306辆，自有航空机队数量11架，其中波音767-300共2架，波音757-200共9架，全国范围内共拥有自营枢纽转运中心74个，共布局完成自动化分拣设备183套。2022年公司转运中心人均效能同比提升超5%。

图表122. 圆通快递中转流程



资料来源：公司公告，中银证券

#### 4. 提质增效：多元化终端配送体系提升末端服务质量

数字化管理工具赋能加盟网络提质增效、扁平化的运营模式保证了公司末端服务质量。圆通通过信息化平台网络，加强对转运中心、加盟网络以及末端驿站的管控，提高业务覆盖范围并提升终端配送密度。截至2022年末，圆通在全国范围内拥有超80000家门店，妈妈驿站达到46000家，入柜率超过68%，配送效率得到提高。

图表123. 圆通末端妈妈驿站数量（个）



资料来源：公司年报，IFIND，中银证券

图表124. 圆通速递信息化平台

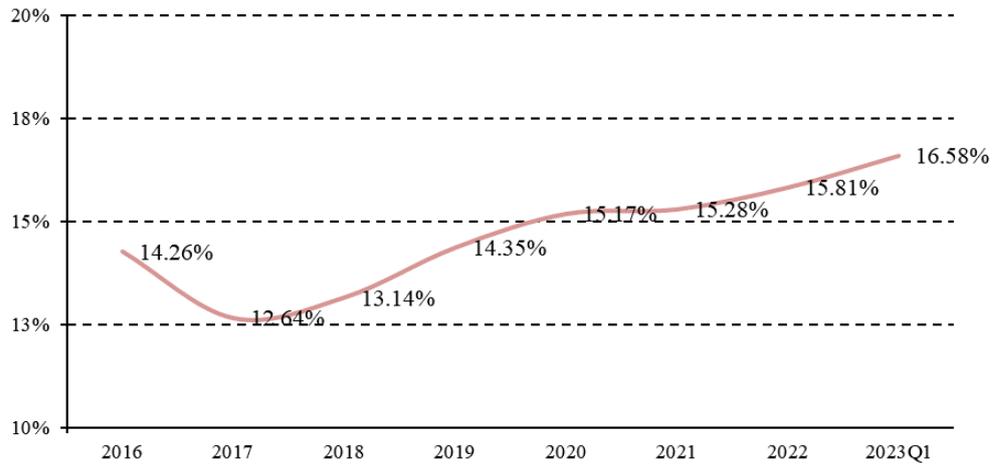


资料来源：公司年报，中银证券

## 5. 展望未来：以快递业务为核心稳步高速发展，深化推进国际化发展战略

2022年圆通盈利能力得到修复，2023年有望持续增长态势。2022年圆通在盈利规模上已经逐渐恢复到疫情前的2019年水平，显示出良好的业绩表现。圆通2022年营收535.39亿元，同比增长18.57%，归母净利润同比增长86.36%至39.20亿元。2023年5月，公司快递产品收入41.53亿元，同比增长6.43%；业务完成量17.90亿票，同比增长15.19%；快递产品单票收入2.32元，同比下降7.57%。在疫情结束、经济复苏的大背景下，业务量有望保持双位数增长，全年单票收入将保持稳定，快递业务收入及利润向好发展，市占率有望进一步提高。

图表125. 圆通速递市占率变化



资料来源：IFIND，公司公告，中银证券

国际业务有望为公司带来第二增长曲线。圆通通过自建自营、战略合作等逐步拓展国际网络覆盖和市场，快速提升公司全球网络覆盖率。截至2022年，圆通国际业务服务网络现已覆盖6个大洲、150多个国家和地区。圆通自有的航空机队加强了圆通速递国际与圆通航空的联动与协同。在跨境电商迅速发展的今天，圆通对东南亚、东亚、欧洲等“一带一路”沿线国家或地区的跨境物流的覆盖将为公司带来新的增量。

图表126. 圆通国际业务服务网络已覆盖6大洲



资料来源：公司公告，中银证券

## 6. 盈利预测与估值

①**快递业务**：2023 年快递行业增长仍具备较强韧性，业务量将保持双位数以上增长，公司 23Q1 业务量增速达 20%，基于此，我们假设 2023-2025 年件量增速为 18.00%/13.00%/11.00%。当前快递单票收入略有下滑，在监管政策兜底下我们认为单票收入短期内会有小幅波动，长期保持稳定，基于此我们预测单票收入增速为 -2.00%/1.00%/1.00%，对应 2023-2025 年快递业务收入为 522.84/596.72/668.98 亿元。

②**货代行业**：货代服务收入主要系公司子公司圆通速递国际为全球客户提供跨国货运产生的海运、空运等货代收入，考虑到国际空运、海运市场价格保持平稳，预计 23 年国际及航空业务将稳步发展，基于此，我们假设 2023-2025 年货代业务收入增速为 2.00%/2.00%/2.00%，对应 2023-2025 年货代业务收入为 45.77/46.68/47.62 亿元。

③**航空业务**：考虑到公司航空业务的业务结构持续优化，基于此我们假设 2023-2025 年航空业务收入增速为 2.50%/3.50%/4.50%，对应 2023-2025 年航空业务业务收入为 18.22/18.86/19.71 亿元。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年营业总收入为 609.87/687.59/763.76 亿元。

图表127. 分拆业务盈利预测 (人民币: 亿元)

|                      | 2019A   | 2020A   | 2021A  | 2022A   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(亿元)            | 311.51  | 348.65  | 451.55 | 535.39  | 609.87 | 687.59 | 763.76 |
| YOY(%)               | 13.42   | 11.92   | 29.51  | 18.57   | 13.91  | 12.74  | 11.08  |
| 总毛利(亿元)              | 37.40   | 31.13   | 37.43  | 60.70   | 74.02  | 87.03  | 99.17  |
| 毛利率(%)               | 12.01   | 8.93    | 8.29   | 11.34   | 12.14  | 12.66  | 12.98  |
| 国内时效产品+国际快递及包裹服务(亿元) | 270.25  | 287.10  | 373.44 | 452.13  | 522.84 | 596.72 | 668.98 |
| YOY(%)               | 36.78   | 38.76   | 30.80  | 5.66    | 18.00  | 13.00  | 11.00  |
| 毛利(亿元)               | 31.50   | 16.49   | 20.97  | 46.23   | 59.66  | 72.87  | 85.51  |
| 毛利率(%)               | 11.66   | 5.74    | 5.62   | 10.22   | 11.41  | 12.21  | 12.78  |
| 件量(亿)                | 91.15   | 126.48  | 165.43 | 174.79  | 206.25 | 233.06 | 258.70 |
| YOY(%)               | 36.78   | 38.76   | 30.80  | 5.66    | 18.00  | 13.00  | 11.00  |
| 单票收入(元)              | 2.95    | 2.27    | 2.26   | 2.59    | 2.53   | 2.56   | 2.59   |
| YOY(%)               | (14.24) | (23.05) | (0.60) | 14.46   | (2.00) | 1.00   | 1.00   |
| 增值服务(亿元)             | 0.43    | 0.39    | 0.71   | 1.56    | 1.87   | 2.25   | 2.70   |
| YOY(%)               | (32.50) | (10.77) | 84.11  | 119.81  | 20.00  | 20.00  | 20.00  |
| 毛利(亿元)               | 0.21    | 0.11    | 0.24   | 0.63    | 0.28   | 0.02   | (0.20) |
| 毛利率(%)               | 48.63   | 28.28   | 33.55  | 40.08   | 15.11  | 0.96   | (7.29) |
| 仓储服务(亿元)             | 0.15    | 0.07    | 0.15   | 0.05    | 0.06   | 0.08   | 0.10   |
| YOY(%)               | 393.00  | (50.76) | 99.88  | (65.65) | 28.00  | 25.00  | 25.00  |
| 毛利(亿元)               | (0.03)  | (0.20)  | 0.03   | 0.02    | 0.03   | 0.04   | 0.05   |
| 毛利率(%)               | (0.23)  | (2.71)  | 0.17   | 0.39    | 0.45   | 0.49   | 0.51   |
| 其他(亿元)               | 7.48    | 6.15    | 7.36   | 8.38    | 9.89   | 11.37  | 12.74  |
| YOY(%)               | 147.65  | (17.80) | 19.77  | 13.81   | 18.00  | 15.00  | 12.00  |
| 毛利(亿元)               | 5.46    | 3.58    | 4.28   | 4.95    | 5.77   | 6.43   | 6.80   |
| 毛利率(%)               | 73.06   | 58.28   | 58.10  | 59.01   | 58.32  | 56.50  | 53.40  |
| 货代行业(亿元)             | 28.62   | 36.23   | 44.06  | 44.87   | 45.77  | 46.68  | 47.62  |
| YOY(%)               | (18.95) | 26.61   | 21.60  | 1.83    | 2.00   | 2.00   | 2.00   |
| 毛利(亿元)               | 4.24    | 5.86    | 5.66   | 3.81    | 3.07   | 2.28   | 1.43   |
| 毛利率(%)               | 14.82   | 16.18   | 12.85  | 8.50    | 6.70   | 4.87   | 3.01   |
| 航空业务(亿元)             | 2.95    | 11.22   | 15.36  | 17.78   | 18.22  | 18.86  | 19.71  |
| YOY(%)               | 0.00    | 379.58  | 36.96  | 15.74   | 2.50   | 3.50   | 4.50   |
| 毛利(亿元)               | (0.96)  | 2.67    | 3.51   | 2.03    | 2.00   | 2.07   | 2.16   |
| 毛利率(%)               | (32.42) | 23.80   | 22.86  | 11.40   | 10.97  | 10.97  | 10.97  |
| 其他业务(亿元)             | 4.58    | 7.49    | 10.47  | 10.62   | 11.20  | 11.62  | 11.91  |
| YOY(%)               | (1.07)  | 63.52   | 39.71  | 1.47    | 5.50   | 3.70   | 2.50   |
| 毛利(亿元)               | 1.60    | 2.61    | 2.74   | 3.04    | 3.21   | 3.33   | 3.41   |
| 毛利率(%)               | 34.84   | 34.80   | 26.17  | 28.64   | 28.64  | 28.64  | 28.64  |

资料来源: 公司公告, 中银证券

根据以上盈利预测结果, 我们预计公司 2023-2025 年的营业收入为 609.87/687.59/763.76 亿元, 同比增长 13.91%/12.74%/11.08%。预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 42.10/50.98/58.99 亿元, 同比增长 7.40%/21.10%/15.70%, 预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 1.22/1.48/1.71 元/股, 对应 12.9/10.6/9.2 倍 PE。我们预计公司 2023-2025 的 PB 为 1.8 倍、1.6 倍、1.4 倍, 首次覆盖给予买入评级。

图表128. 分拆业务盈利预测 (人民币: 百万)

|                 | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(人民币 百万)    | 45,155 | 53,539 | 60,987 | 68,759 | 76,376 |
| 增长率(%)          | 29.4   | 18.6   | 13.9   | 12.7   | 11.1   |
| EBITDA(人民币 百万)  | 4,186  | 6,593  | 7,969  | 9,013  | 10,081 |
| 归母净利润(人民币 百万)   | 2,103  | 3,920  | 4,210  | 5,098  | 5,899  |
| 增长率(%)          | 19.1   | 86.3   | 7.4    | 21.1   | 15.7   |
| 最新股本摊薄每股收益(人民币) | 0.61   | 1.14   | 1.22   | 1.48   | 1.71   |
| 市盈率(倍)          | 25.7   | 13.8   | 12.9   | 10.6   | 9.2    |
| 市净率(倍)          | 2.4    | 2.0    | 1.8    | 1.6    | 1.4    |
| EV/EBITDA(倍)    | 12.2   | 9.1    | 5.1    | 3.8    | 2.9    |
| 每股股息(人民币)       | 0.2    | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.4    |
| 股息率(%)          | 0.9    | 1.2    | 1.7    | 2.1    | 2.4    |

资料来源: 公司公告, 中银证券  
股票价格截至 2023 年 7 月 18 日

可比公司估值对比方面，我们选取从事快递物流服务业务的公司，包括顺丰控股、韵达股份、中通快递、申通快递和德邦快递进行对比分析，得到其 2023-2025 年平均值 P/E 为 19.2 倍、14.3 倍、11.5 倍。对比圆通速递 2023-2025 年 P/E 分别为 12.9 倍、10.6 倍、9.2 倍，公司估值处于相对合理区间。

图表129. 可比公司相对估值

| 代码        | 简称   | PE    |       |       |       | ROE(%) |       |       |       |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|           |      | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E | 2022   | 2023E | 2024E | 2025E |
| 2057.HK   | 中通快递 | 22.96 | 18.43 | 15.33 | 12.96 | 12.60  | 13.60 | 14.23 | 14.58 |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 45.80 | 26.00 | 20.13 | 16.12 | 7.16   | 9.41  | 11.00 | 12.32 |
| 002120.SZ | 韵达股份 | 28.14 | 11.26 | 8.60  | 7.39  | 8.74   | 13.14 | 15.06 | 15.29 |
| 002486.SZ | 申通快递 | 54.96 | 23.48 | 14.66 | 10.41 | 3.52   | 8.33  | 12.17 | 14.85 |
| 603056.SH | 德邦股份 | 32.97 | 16.83 | 12.56 | 10.45 | 9.37   | 12.85 | 14.93 | 15.34 |
|           | 平均数  | 36.97 | 19.20 | 14.26 | 11.47 | 8.28   | 11.47 | 13.48 | 14.48 |
| 600233.SH | 圆通速递 | 13.81 | 12.86 | 10.62 | 9.18  | 14.70  | 14.05 | 15.02 | 15.30 |

资料来源：万得，中银证券

注：可比公司数据来自万得一致预测，截止时间2023年7月18日

## 7. 风险提示

- ①**价格战恶化**。快递公司 23 年第一季度单票价格出现普遍下滑，头部公司进入存量市场争夺阶段，有可能引起恶性价格战，对公司经营产生不利影响。
- ②**燃油价格大幅上升风险**。燃油成本的波动将影响快递公司的中转及运输成本，一定程度上波及到快递企业的利润水平。鉴于全球政治和经济形势日趋复杂，未来燃油价格的走势存在较大的不确定性，如果燃油价格上涨，将对公司的运输成本控制带来压力。
- ③**宏观经济不及预期**。宏观经济的衰弱将影响电商需求，将对快递业的发展以及公司的业绩造成不利影响。
- ④**监管政策出现变化**。如果监管法规或行业标准发生重大变化而企业未能及时作出相应调整，或者国家对快递行业的政策支持减少且现有支持政策的执行效果不如预期，都可能对企业的经营业绩产生不利影响。
- ⑤**人工成本增加**。人工成本上涨将对企业成本控制带来压力。

利润表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日    | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入          | 45,155 | 53,539 | 60,987 | 68,759 | 76,376 |
| 营业收入           | 45,155 | 53,539 | 60,987 | 68,759 | 76,376 |
| 营业成本           | 41,440 | 47,490 | 53,585 | 60,056 | 66,459 |
| 营业税金及附加        | 132    | 162    | 182    | 205    | 228    |
| 销售费用           | 141    | 228    | 225    | 253    | 281    |
| 管理费用           | 1,051  | 1,071  | 1,320  | 1,489  | 1,653  |
| 研发费用           | 32     | 50     | 59     | 66     | 74     |
| 财务费用           | 30     | 14     | (39)   | (125)  | (196)  |
| 其他收益           | 6      | 5      | 5      | 5      | 5      |
| 资产减值损失         | (43)   | (32)   | (37)   | (35)   | (36)   |
| 信用减值损失         | (1)    | (18)   | (21)   | (21)   | (21)   |
| 资产处置收益         | 1      | 40     | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益       | 36     | 108    | 1      | 1      | 1      |
| 投资收益           | (29)   | (41)   | (14)   | (21)   | (26)   |
| 汇兑收益           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润           | 2,851  | 5,102  | 5,590  | 6,745  | 7,800  |
| 营业外收入          | 24     | 59     | 42     | 51     | 46     |
| 营业外支出          | 109    | 109    | 109    | 109    | 109    |
| 利润总额           | 2,767  | 5,053  | 5,523  | 6,687  | 7,738  |
| 所得税            | 579    | 1,089  | 1,173  | 1,421  | 1,644  |
| 净利润            | 2,187  | 3,964  | 4,350  | 5,266  | 6,094  |
| 少数股东损益         | 84     | 44     | 139    | 169    | 195    |
| 归母净利润          | 2,103  | 3,920  | 4,210  | 5,098  | 5,899  |
| EBITDA         | 4,186  | 6,593  | 7,969  | 9,013  | 10,081 |
| EPS(最新股本摊薄, 元) | 0.61   | 1.14   | 1.22   | 1.48   | 1.71   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日      | 2021          | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>12,637</b> | <b>14,136</b> | <b>19,634</b> | <b>25,168</b> | <b>32,154</b> |
| 现金及等价物           | 6,128         | 7,390         | 15,391        | 21,577        | 27,388        |
| 应收帐款             | 1,627         | 963           | 1,987         | 1,340         | 2,356         |
| 应收票据             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 存货               | 73            | 82            | 93            | 103           | 114           |
| 预付账款             | 198           | 255           | 256           | 317           | 317           |
| 合同资产             | 96            | 26            | 111           | 42            | 128           |
| 其他流动资产           | 4,515         | 5,420         | 1,795         | 1,789         | 1,851         |
| <b>非流动资产</b>     | <b>21,585</b> | <b>25,121</b> | <b>24,398</b> | <b>23,843</b> | <b>23,110</b> |
| 长期投资             | 743           | 1,632         | 1,782         | 1,862         | 1,942         |
| 固定资产             | 12,575        | 15,103        | 14,550        | 13,906        | 13,166        |
| 无形资产             | 4,126         | 4,441         | 4,308         | 4,176         | 4,039         |
| 其他长期资产           | 4,142         | 3,945         | 3,757         | 3,897         | 3,963         |
| <b>资产合计</b>      | <b>34,222</b> | <b>39,257</b> | <b>44,031</b> | <b>49,011</b> | <b>55,263</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>10,137</b> | <b>11,268</b> | <b>12,549</b> | <b>13,465</b> | <b>14,877</b> |
| 短期借款             | 2,768         | 2,925         | 3,000         | 3,200         | 3,250         |
| 应付账款             | 4,365         | 4,218         | 5,467         | 5,388         | 6,624         |
| 其他流动负债           | 3,004         | 4,125         | 4,082         | 4,877         | 5,003         |
| <b>非流动负债</b>     | <b>1,026</b>  | <b>795</b>    | <b>863</b>    | <b>779</b>    | <b>821</b>    |
| 长期借款             | 0             | 275           | 175           | 175           | 175           |
| 其他长期负债           | 1,026         | 520           | 688           | 604           | 646           |
| <b>负债合计</b>      | <b>11,164</b> | <b>12,064</b> | <b>13,412</b> | <b>14,244</b> | <b>15,698</b> |
| 股本               | 986           | 993           | 993           | 993           | 993           |
| 少数股东权益           | 455           | 521           | 660           | 829           | 1,024         |
| 归属母公司股东权益        | 22,604        | 26,673        | 29,959        | 33,938        | 38,542        |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>34,222</b> | <b>39,257</b> | <b>44,031</b> | <b>49,011</b> | <b>55,263</b> |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日       | 2021           | 2022           | 2023E        | 2024E          | 2025E          |
|-------------------|----------------|----------------|--------------|----------------|----------------|
| 净利润               | 2,187          | 3,964          | 4,350        | 5,266          | 6,094          |
| 折旧摊销              | 1,871          | 2,104          | 2,411        | 2,379          | 2,457          |
| 营运资金变动            | (476)          | 1,249          | 222          | 1,255          | 244            |
| 其它                | 485            | 74             | 65           | (96)           | (120)          |
| <b>经营活动现金流</b>    | <b>4,068</b>   | <b>7,391</b>   | <b>7,048</b> | <b>8,804</b>   | <b>8,674</b>   |
| 资本支出              | (5,559)        | (4,736)        | (1,706)      | (1,713)        | (1,713)        |
| 投资变动              | (1,786)        | (1,732)        | 3,583        | (70)           | (70)           |
| 其他                | 219            | 721            | (34)         | (31)           | (36)           |
| <b>投资活动产生的现金流</b> | <b>(7,127)</b> | <b>(5,747)</b> | <b>1,843</b> | <b>(1,814)</b> | <b>(1,819)</b> |
| 银行借款              | 1,015          | 432            | (26)         | 200            | 50             |
| 股权融资              | 2,556          | (647)          | (924)        | (1,119)        | (1,295)        |
| 其他                | 934            | (227)          | 60           | 115            | 201            |
| <b>筹资活动现金流</b>    | <b>4,504</b>   | <b>(443)</b>   | <b>(889)</b> | <b>(804)</b>   | <b>(1,044)</b> |
| <b>净现金流</b>       | <b>1,446</b>   | <b>1,201</b>   | <b>8,002</b> | <b>6,186</b>   | <b>5,811</b>   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

| 年结日: 12月31日      | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>      |       |       |       |       |       |
| 营业收入增长率(%)       | 29.4  | 18.6  | 13.9  | 12.7  | 11.1  |
| 营业利润增长率(%)       | 28.6  | 78.9  | 9.6   | 20.7  | 15.6  |
| 归属于母公司净利润增长率(%)  | 19.1  | 86.3  | 7.4   | 21.1  | 15.7  |
| 息税前利润增长(%)       | 24.7  | 93.9  | 23.8  | 19.4  | 14.9  |
| 息税折旧前利润增长(%)     | 41.4  | 57.5  | 20.9  | 13.1  | 11.9  |
| EPS(最新股本摊薄)增长(%) | 19.1  | 86.3  | 7.4   | 21.1  | 15.7  |
| <b>获利能力</b>      |       |       |       |       |       |
| 息税前利润率(%)        | 5.1   | 8.4   | 9.1   | 9.6   | 10.0  |
| 营业利润率(%)         | 6.3   | 9.5   | 9.2   | 9.8   | 10.2  |
| 毛利率(%)           | 8.2   | 11.3  | 12.1  | 12.7  | 13.0  |
| 归母净利润率(%)        | 4.7   | 7.3   | 6.9   | 7.4   | 7.7   |
| ROE(%)           | 9.3   | 14.7  | 14.1  | 15.0  | 15.3  |
| ROIC(%)          | 10.7  | 19.4  | 25.4  | 34.2  | 42.0  |
| <b>偿债能力</b>      |       |       |       |       |       |
| 资产负债率            | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| 净负债权益比           | (0.1) | (0.1) | (0.4) | (0.5) | (0.6) |
| 流动比率             | 1.2   | 1.3   | 1.6   | 1.9   | 2.2   |
| <b>营运能力</b>      |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率           | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   |
| 应收账款周转率          | 30.3  | 41.3  | 41.3  | 41.3  | 41.3  |
| 应付账款周转率          | 10.4  | 12.5  | 12.6  | 12.7  | 12.7  |
| <b>费用率</b>       |       |       |       |       |       |
| 销售费用率(%)         | 0.3   | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| 管理费用率(%)         | 2.3   | 2.0   | 2.2   | 2.2   | 2.2   |
| 研发费用率(%)         | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| 财务费用率(%)         | 0.1   | 0.0   | (0.1) | (0.2) | (0.3) |
| <b>每股指标(元)</b>   |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)       | 0.6   | 1.1   | 1.2   | 1.5   | 1.7   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)    | 1.2   | 2.1   | 2.0   | 2.6   | 2.5   |
| 每股净资产(最新摊薄)      | 6.6   | 7.7   | 8.7   | 9.9   | 11.2  |
| 每股股息             | 0.2   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.4   |
| <b>估值比率</b>      |       |       |       |       |       |
| P/E(最新摊薄)        | 25.7  | 13.8  | 12.9  | 10.6  | 9.2   |
| P/B(最新摊薄)        | 2.4   | 2.0   | 1.8   | 1.6   | 1.4   |
| EV/EBITDA        | 12.2  | 9.1   | 5.1   | 3.8   | 2.9   |
| 价格/现金流(倍)        | 13.3  | 7.3   | 7.7   | 6.2   | 6.2   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

**002120.SZ**
**增持**

市场价格:人民币 9.79

板块评级:强于大市

**股价表现**


| (%)    | 今年至今   | 1个月   | 3个月    | 12个月   |
|--------|--------|-------|--------|--------|
| 绝对     | (33.0) | (2.9) | (21.0) | (38.4) |
| 相对深圳成指 | (31.7) | 0.1   | (13.5) | (25.9) |

|                   |           |
|-------------------|-----------|
| 发行股数 (百万)         | 2,902.26  |
| 流通股 (百万)          | 2,815.11  |
| 总市值 (人民币 百万)      | 28,413.16 |
| 3个月日均交易额 (人民币 百万) | 234.95    |
| 主要股东              |           |
| 上海罗顿思投资管理有限公司     | 52.05     |

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
 以2023年7月18日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 物流

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

# 韵达股份

**费用降低负债减轻, 阵痛后或体现长期竞争力**

公司积极改善履约能力与服务质量, 做大做强快递核心主业, 逐步优化客户结构, 剔除低质件量, 加强战略聚焦, 巩固并不断扩大标准快递业务的品牌优势、规模优势和市场优势。2023Q1公司完成业务量38.72亿票, 同比下降11.21%, 目前公司正主动优化客户与包裹结构, 因此我们假设2023-2025年件量增速为7.00%/8.50%/9.00%, 单票收入增速为4.50%/3.30%/4.90%, 对应2023-2025年营业收入为537.09/606.30/700.95亿元。首次覆盖给予**增持**评级。

## 支撑评级的要点

- **盈利能力得到改善:** 公司2022年实现营业收入474.34亿元, 同比增长13.65%; 快递业务量完成176.09亿件, 同比下降4.31%, 实现归属于母公司股东净利润14.83亿元, 同比增长0.4%, 2023Q1, 公司完成营业收入104.75亿元, 同比下降9.38%; 实现归母净利润3.59亿元, 同比增长2.96%。公司盈利能力得到修复, 业绩可期。
- **敏捷经营改善成本费用, 努力重塑成本领先优势:** 受疫情冲击影响, 公司2022年成本端表现不佳, 单票运费、中转费达到0.61元和0.38元, 同比分别上涨20.7%和22.1%。2023年公司积极改善客户结构, 对费用端进行优化, 2023年Q1单票管理费用下降0.088元/票, 单票扣非归母净利润稳定在0.090元/票。随着公司快递业务量的恢复, 规模效应下成本边际优势有望进一步扩大。
- **公司资本开支下降:** 公司23Q1资本开支为7.35亿元, 同比下降46.5%。资本开支规模趋于收窄。随着生产生活秩序的逐渐恢复, 公司转运中心人力成本费用也将同步优化, 单票人均成本有望重新回到下降通道, 公司期间费用有望逐步回到合理区间。

## 估值

- 考虑单票价格保持稳定以及公司持续降本增效, 预计2023-2025年收入分别为537.09、606.30、700.95亿元, 归母净利分别为26.00、32.21、45.34亿元; EPS分别为0.90、1.11、1.56元, 对应10.9/8.8/6.3倍PE。首次覆盖给予**增持**评级。

## 评级面临的主要风险

- 宏观经济下滑、政策管控风险、价格战恶化。

## 投资摘要

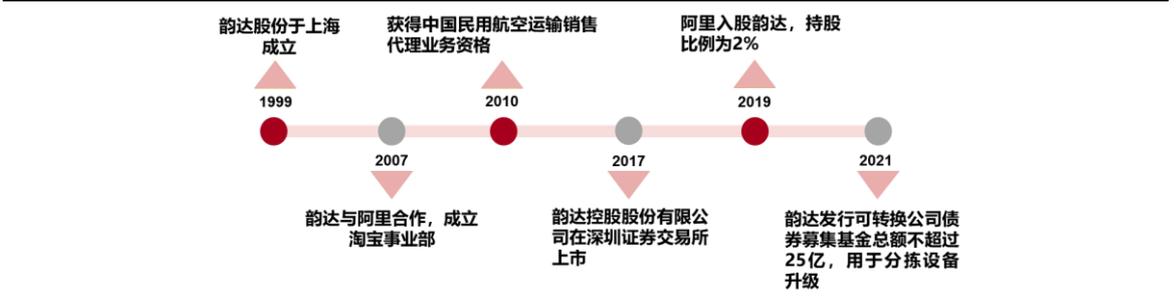
| 年结日: 12月31日     | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(人民币 百万)    | 41,729 | 47,434 | 53,709 | 60,630 | 70,095 |
| 增长率(%)          | 24.6   | 13.7   | 13.2   | 12.9   | 15.6   |
| EBITDA(人民币 百万)  | 3,902  | 4,525  | 6,870  | 7,674  | 8,968  |
| 归母净利润(人民币 百万)   | 1,477  | 1,483  | 2,600  | 3,221  | 4,534  |
| 增长率(%)          | 5.1    | 0.4    | 75.3   | 23.9   | 40.8   |
| 最新股本摊薄每股收益(人民币) | 0.51   | 0.51   | 0.90   | 1.11   | 1.56   |
| 市盈率(倍)          | 19.2   | 19.2   | 10.9   | 8.8    | 6.3    |
| 市净率(倍)          | 1.8    | 1.7    | 1.5    | 1.3    | 1.1    |
| EV/EBITDA(倍)    | 17.8   | 11.6   | 4.8    | 3.6    | 2.3    |
| 每股股息(人民币)       | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.2    |
| 股息率(%)          | 0.3    | 0.4    | 0.9    | 1.2    | 1.6    |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 1. 历史沿革：前期把握中转自动化红利，公司数智化能力殷实

公司成立于1999年8月8日，法定代表人为聂腾云。2007年，韵达与阿里合作，成立淘宝事业部。2010年，韵达获得中国民用航空运输销售代理业务资格。2013年，韵达开始应用自动化分拣设备，成为快递行业内第一家部署自动化中转设备的公司。2017年，韵达控股股份有限公司在深圳证券交易所上市。2019年，韵达在全网范围内对快递服务中原有派件服务模式进行了调整，增加了“派件服务”和“派费收入”，同年公司营收同比增长148.30%，但归母净利润同比下降了1.88%，体现了快递行业的激烈竞争。2019年阿里巴巴以2%的持股比例成为韵达的股东之一，加强了电商平台的合作。2021年，韵达发行可转换公司债券募集资金总额不超过25亿，用于分拣自动化设备的升级。

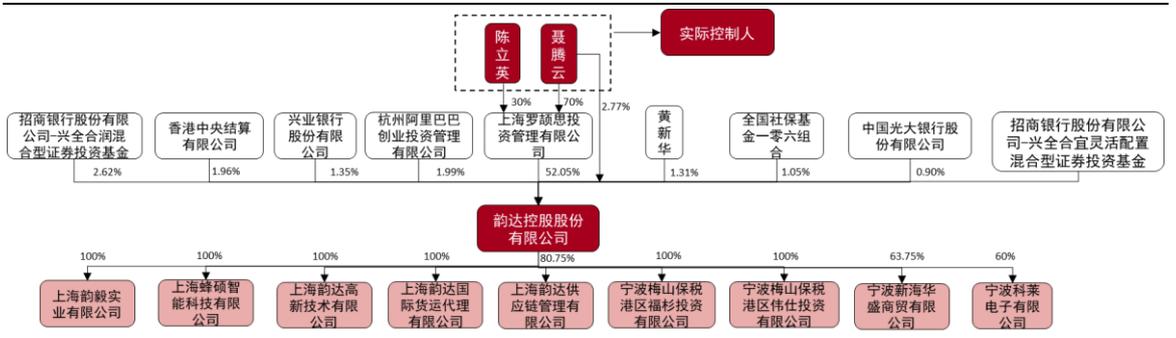
图表130. 韵达控股历史沿革



资料来源：公司公告，中银证券

公司实控人为聂腾云、陈立英夫妇，第二大股东为招商银行股份有限公司：截至2023年第一季度，公司控股股东上海罗颀思投资管理有限公司持股占比为52.05%，实际控制人为聂腾云、陈立英，二人及其控制企业合计持有股份占公司总股本的55.82%，聂腾云先生为韵达控股的法定代表人。公司第二大股东为阿里，持股比例为1.99%，聂腾云、陈立英夫妇与阿里合计持股比例为57.81%，截止2023年第一季度，公司前十大股东持股合计67.05%。

图表131. 韵达控股股份有限公司



资料来源：公司公告，中银证券

时间截至2023年3月31日

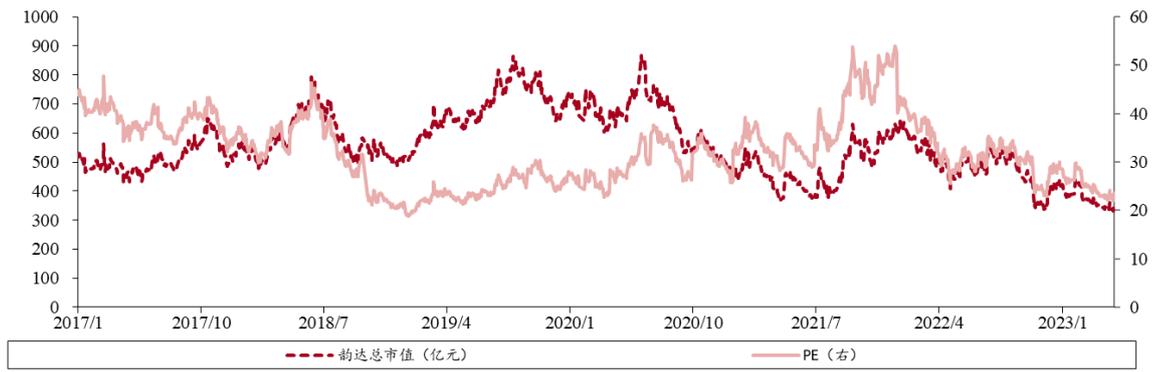
图表132. 韵达控股十大股东

| 股东名称                              | 持股数量       | 占总股本 (%) | 持股比例较上期变动 (%) |
|-----------------------------------|------------|----------|---------------|
| 上海罗颀思投资管理有限公司                     | 15.11 亿    | 52.05    | -             |
| 聂腾云                               | 8,036.17 万 | 2.77     | -             |
| 招商银行股份有限公司-兴全合润混合型证券投资基金          | 7,605.63 万 | 2.62     | 0.07          |
| 杭州阿里巴巴创业投资管理有限公司                  | 5,788.33 万 | 1.99     | -             |
| 香港中央结算有限公司                        | 5,682.57 万 | 1.96     | (0.10)        |
| 兴业银行股份有限公司-兴全趋势投资混合型证券投资基金        | 3,928.57 万 | 1.35     | (0.04)        |
| 招商银行股份有限公司-兴全合宜灵活配置混合型证券投资基金(LOF) | 3,842.63 万 | 1.32     | (0.07)        |
| 全国社保基金一零六组合                       | 3,035.66 万 | 1.05     | -             |
| 黄新华                               | 3,004.57 万 | 1.04     | -             |
| 中国光大银行股份有限公司                      | 2,613.60 万 | 0.90     | 新增            |

资料来源：公司公告，中银证券

时间截至2023年3月31日

图表 133. 韵达总市值变化



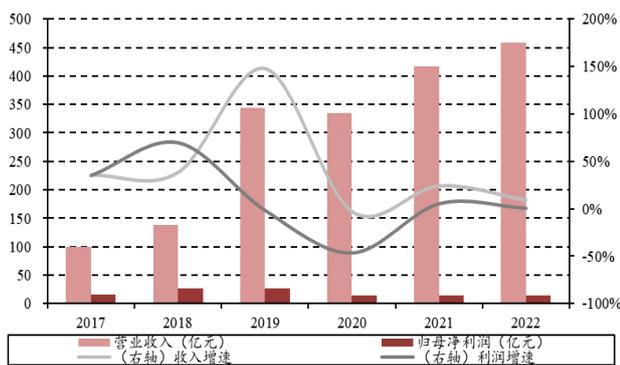
资料来源: IFIND, 中银证券

2016年, 韵达通过自动化和精细化措施, 成功实现规模效应的大幅释放。韵达对转运中心场地、自动化设备、干线车辆自有化的投资带来了具有竞争力的单票成本。2017年, 从固定资产构成来看, 此时韵达在机器设备以及运输设备方面的投资分别达到4.52亿元与0.75亿元。16-21年韵达机器设备资产账面值增长53.84亿元, 运输设备增长13.01亿元。韵达大力推进中转自动化以提升枢纽节点效率, 公司业务量在2018年超越圆通成为行业第二。

## 2. 盈利状况: 利润下滑幅度收窄, 经营环境改善、包裹结构优化下拐点可期

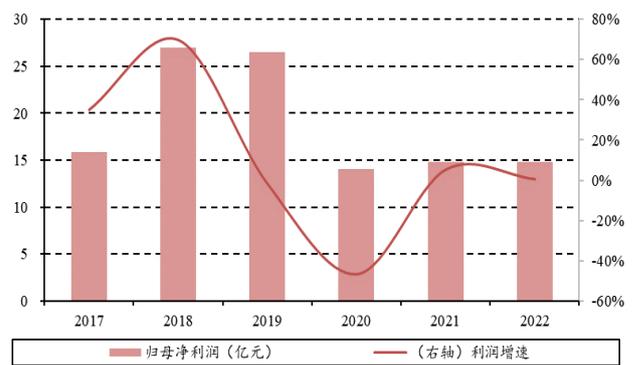
疫情冲击导致业务出现阶段性衰退。在业务量方面, 2022年快递单量约176亿件, 同比下降4.3%, 低于行业平均2.1%的增速。在2022年Q2期间韵达太原分拨中心和北京房山网点先后发生群聚性感染事件, 快递运输网络与供应链的稳定运行受到影响。疫情的影响也体现在网点数量上, 韵达的网点数从2021年12月的32274个下降到2022年6月的29844个, 这也间接造成了快递单量的进一步下滑。直到2022年12月, 公司快递单量同比下降18.5%, 低于行业平均增速。自2022年8月份以来, 公司加大在服务质量和服务时效方面管理力度, 狠抓服务质量和提升和恢复工作, 恢复公司持续稳定的服务口碑, 进而获取更多客户的信赖和包裹回流。

图表134. 公司收入增速下滑



资料来源: 公司年报, 中银证券

图表135. 公司归母净利润下滑

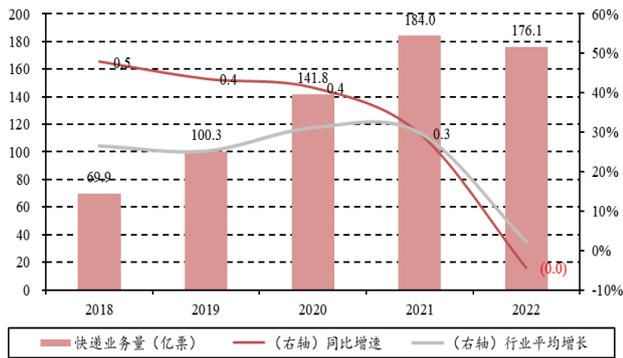


资料来源: 公司年报, 中银证券

收入增速下滑, 净利润出现负增长。公司2022年营业收入为474.34亿元, 同比增长13.65%, 低于上年同期增速(24.56%); 公司2022年归属于上市公司股东的净利润为14.83亿元, 较上年同期增长0.4%。扣除非经常性损益后的净利润为13.89亿元, 比上年同期(14亿元)下降0.94%。

2022年单票收入止跌。全口径单票收入约2.60元, 同比上涨约21%, 较上年同期止跌回升, 从2022年3月份开始, 韵达连续10个月单票收入的同比增速高达20%左右, 主要原因是公司积极改善客户结构和包裹结构, 以及菜鸟裹裹业务结算口径发生变化。

图表136. 韵达快递业务量



资料来源：公司年报，中银证券

图表137. 公司单票收入 (元)



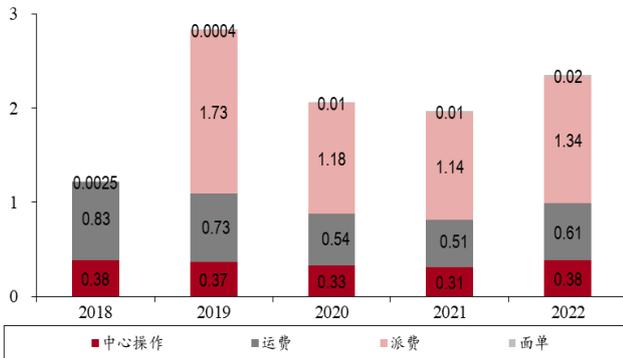
资料来源：公司年报，中银证券

**2023Q1 公司盈利能力得到修复。**2023Q1 公司完成业务量 38.72 亿票，同比下降 11.21%；完成营业收入 104.75 亿元，同比下降 9.38%；实现归母净利润 3.59 亿元，同比增长 2.96%。公司逐步优化客户结构，剔除低质件量，加强战略聚焦。公司短期以数量换质量，以数量换盈利。

### 3. 成本结构：努力重塑成本领先优势

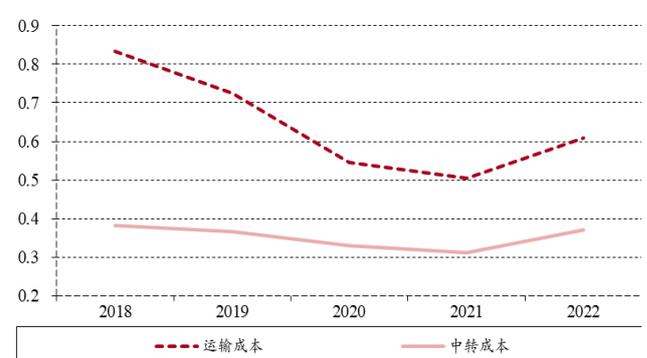
从成本结构看，韵达单票运输与中转成本从 2018 年起逐年下降，直到 2021 年运费与中心操作费用分别是 0.51 元和 0.31 元，与中通和圆通基本持平。韵达在中转和运输环节的持续投入提高了快递运转的效率，也降低了成本。公司 2022 年受疫情冲击影响，成本端表现不佳，单票运费、中转费达到 0.61 元和 0.38 元，同比分别上涨 20.73%和 22.08%。

图表138. 2018-2022韵达单票成本结构 (元)



资料来源：公司年报，中银证券

图表139. 韵达单票运输与中转成本 (元)



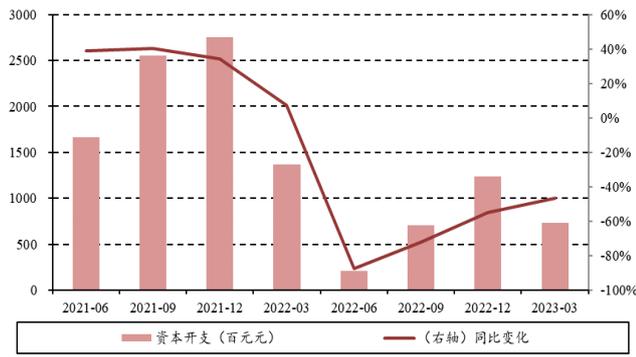
资料来源：公司年报，中银证券

2023 年，随着能源价格持续回落，以及疫情干扰业务运行等超预期因素的消退，公司单票人均成本有望重新回到下降通道，单票运输成本、固定资产折旧成本、单票人力成本有望得到优化。

随着公司业务量逐渐恢复，规模效应与集约效应有望释放产能优势，扩大成本边际优势。

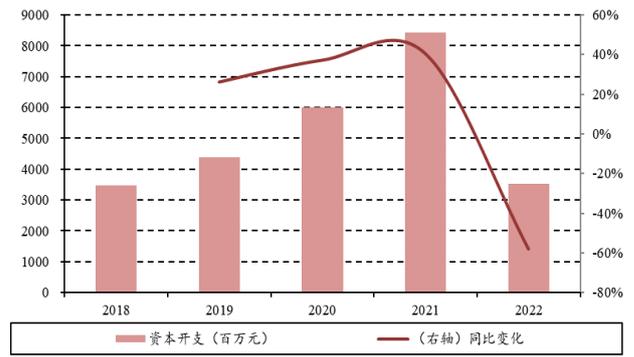
**公司资本开支与费用下降。**2021 年顺丰、中通、韵达、圆通、申通资本开支现金分别为 192.0、93.3、84.3、55.6 及 28.7 亿元，同比分别增长 56.5%、1.1%、40.4%、6.6%、19.8%，头部快递企业中通、圆通资本开支速度显著放缓。21 年的资本开支的高峰中，快递企业不断加大枢纽节点、新型数智化快递基础设施和综合立体式运输体系的建设力度，到 2022 年，资本开支规模逐渐放缓。2022 年韵达的资本开支为 35.24 亿元，同比下降 58.2%。2023 年 Q1 资本开支为 7.35 元，同比下降 46.4%，开支进一步放缓。

图表140. 韵达股份各季度资本开支及变化



资料来源：公司年报，中银证券

图表141. 韵达股份各年度资本开支及变化

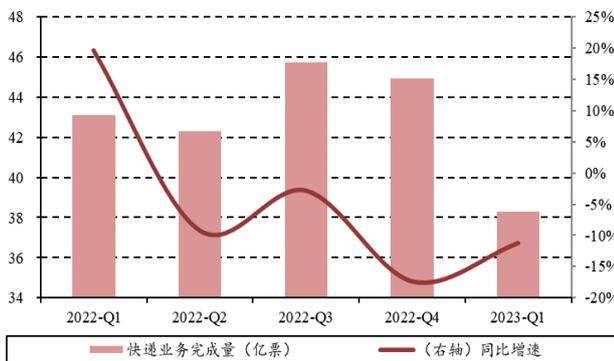


资料来源：公司年报，中银证券

#### 4. 展望：经济复苏+费用降低+负债减轻，阵痛后或体现长期竞争力

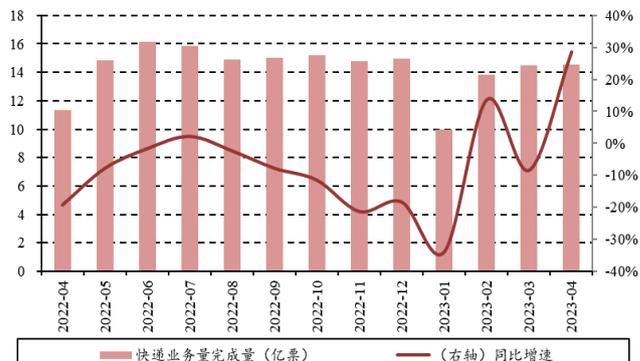
随着快递行业逐渐步入旺季，韵达盈利能力有望迎来拐点。步入23年3月，韵达仍未避免下滑趋势，快递业务收入与业务量继续受阻。3月，韵达快递服务业务收入为36.65亿元，同比下降10.65%；完成业务量14.48亿票，同比下降8.47%。但从23年第一季度整体来看，公司完成快递量38.27亿票，同比下降11.21%，与22年第四季度相比，同比下降的趋势逐渐缓和。截至2023年4月，公司快递业务量迎来增长拐点，当月快递业务量达到14.55亿票，同比增长28.53%，随着传统旺季的到来，公司今年第二季度业务量与收入的增长后劲可期。

图表142. 韵达股份快递业务量季度变化



资料来源：公司年报，中银证券

图表143. 韵达股份快递业务量月度变化



资料来源：公司年报，中银证券

投产周期结束，负债有望减轻。公司对枢纽转运中心、设备智能化、数字化信息化建设的投入逐渐见效，随着投产周期的结束，资本开支降低，资产负债率有望下行。公司于2023年4月11日拟募资总额不超过24.50亿元的可转债，将全部用于分拣设备自动化升级项目，主要用于交叉带设备的采购和升级，如可转债成功转股，将减少债务总量，降低财务费用，公司债务压力有望减轻。

2023年，预计公司派件综合服务成本方面不会有明显波动；随着油价运费的下行，运输成本有望改善；转运中心分拣效率的突破让单票中转成本将得到改善；在单价保持稳定的情况下，单票毛利有望回升，盈利能力将进一步修复。

#### 5. 盈利预测与估值

①快递业务：2023年快递服务行业增长仍具备较强韧性，行业业务量将保持双位数以上增长，由于公司去年关闭了大量网点，为了优化客户结构并剔除低质量业务，公司正在逐步加强战略聚焦，业务量增速。基于这一背景，我们进行以下假设：2023-2025年件量增速为7.00%/8.50%/9.00%，单票收入增速为4.50%/3.30%/4.90%，对应2023-2025年快递业务收入为502.53/563.04/643.61亿元。

②物料销售收入：考虑到快递业务的回暖将带动物料销售的增长，基于此，我们假设2023-2025年物料销售收入增速为5.00%/5.00%/5.00%。

基于以上假设，我们预测公司2023-2025年营业总收入为537.09/606.30/700.95亿元。

图表144. 分拆业务盈利预测 (人民币: 亿元)

|            | 2019A  | 2020A   | 2021A   | 2022A   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(亿元)  | 344.04 | 335.00  | 417.29  | 474.34  | 537.09 | 606.30 | 700.95 |
| YOY(%)     | 148.30 | (2.63)  | 24.56   | 13.67   | 13.23  | 12.89  | 15.61  |
| 总毛利(亿元)    | 45.24  | 31.80   | 37.78   | 43.32   | 64.40  | 74.41  | 95.32  |
| 毛利率(%)     | 13.15  | 9.49    | 9.05    | 9.13    | 11.99  | 12.27  | 13.60  |
| 快递服务收入(亿元) | 323.96 | 316.63  | 394.32  | 449.57  | 502.53 | 563.04 | 643.61 |
| YOY(%)     | 158.00 | (2.00)  | 25.00   | 14.00   | 12.00  | 12.00  | 14.00  |
| 毛利(亿元)     | 40.60  | 24.64   | 32.29   | 37.73   | 50.77  | 54.27  | 63.76  |
| 毛利率(%)     | 12.50  | 7.80    | 8.20    | 8.40    | 10.10  | 9.60   | 9.90   |
| 件量(亿)      | 100.30 | 141.44  | 184.02  | 176.09  | 188.42 | 204.43 | 222.83 |
| YOY(%)     | 43.59  | 41.02   | 30.10   | (4.31)  | 7.00   | 8.50   | 9.00   |
| 单票收入(元)    | 3.18   | 2.24    | 2.14    | 2.55    | 2.67   | 2.75   | 2.89   |
| YOY(%)     | 0.00   | (29.80) | (4.30)  | 19.20   | 4.50   | 3.30   | 4.90   |
| 物料销售收入(亿元) | 9.90   | 5.57    | 1.17    | 0.65    | 0.68   | 0.72   | 0.75   |
| YOY(%)     | 39.20  | (43.70) | (79.00) | (44.40) | 5.00   | 5.00   | 5.00   |
| 毛利(亿元)     | 5.80   | 3.94    | 0.53    | 0.15    | 0.28   | 0.40   | 0.50   |
| 毛利率(%)     | 58.60  | 70.70   | 45.30   | 23.10   | 41.40  | 55.30  | 66.00  |
| 其他收入(亿元)   | 10.18  | 12.80   | 21.80   | 24.12   | 33.88  | 42.54  | 56.59  |
| YOY(%)     | 73.72  | 25.74   | 70.31   | 10.64   | 40.48  | 25.56  | 33.02  |
| 毛利(亿元)     | 2.88   | 3.22    | 4.96    | 5.45    | 13.35  | 19.75  | 31.06  |
| 毛利率(%)     | 28.29  | 25.16   | 22.75   | 22.60   | 39.39  | 46.42  | 54.88  |

资料来源: 公司公告, 中银证券

根据以上盈利预测结果, 我们预计公司 2023-2025 年的营业收入为 537.09/606.30/700.95 亿元, 同比增长 13.2%/12.9%/15.6%。预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 26.00/32.21/45.34 亿元, 同比增长 75.30%/23.90%/40.80%, 预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.90/1.11/1.56 元/股, 对应 10.9/8.8/6.3 倍 PE。我们预计公司 2023-2025 的 PB 为 1.5 倍、1.3 倍、1.1 倍, 首次覆盖给予**增持**评级。

图表145. 分拆业务盈利预测 (人民币: 百万)

|                 | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(人民币 百万)    | 41,729 | 47,434 | 53,709 | 60,630 | 70,095 |
| 增长率(%)          | 24.6   | 13.7   | 13.2   | 12.9   | 15.6   |
| EBITDA(人民币 百万)  | 3,902  | 4,525  | 6,870  | 7,674  | 8,968  |
| 归母净利润(人民币 百万)   | 1,477  | 1,483  | 2,600  | 3,221  | 4,534  |
| 增长率(%)          | 5.1    | 0.4    | 75.3   | 23.9   | 40.8   |
| 最新股本摊薄每股收益(人民币) | 0.51   | 0.51   | 0.90   | 1.11   | 1.56   |
| 市盈率(倍)          | 19.2   | 19.2   | 10.9   | 8.8    | 6.3    |
| 市净率(倍)          | 1.8    | 1.7    | 1.5    | 1.3    | 1.1    |
| EV/EBITDA(倍)    | 17.8   | 11.6   | 4.8    | 3.6    | 2.3    |
| 每股股息(人民币)       | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.2    |
| 股息率(%)          | 0.3    | 0.4    | 0.9    | 1.2    | 1.6    |

资料来源: 公司公告, 中银证券

股票价格截至 2023 年 7 月 18 日

可比公司估值对比方面, 我们选取从事快递物流服务业务的公司, 包括顺丰控股、圆通速递、中通快递、申通快递和德邦快递进行对比分析, 得到其 2023-2025 年平均 P/E 为 19.4 倍、14.6 倍、11.8 倍。对比韵达股份 2023-2025 年 P/E 分别为 10.9 倍、8.8 倍、6.3 倍, 公司估值处于相对合理区间。

图表146. 可比公司相对估值

| 代码        | 简称   | PE    |       |       |       | ROE(%) |       |       |       |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|           |      | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E | 2022   | 2023E | 2024E | 2025E |
| 2057.HK   | 中通快递 | 22.96 | 18.43 | 15.33 | 12.96 | 12.60  | 13.60 | 14.23 | 14.58 |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 45.80 | 26.00 | 20.13 | 16.12 | 7.16   | 9.41  | 11.00 | 12.32 |
| 600233.SH | 圆通速递 | 17.63 | 12.29 | 10.28 | 9.05  | 14.70  | 14.63 | 15.32 | 15.32 |
| 002486.SZ | 申通快递 | 54.96 | 23.48 | 14.66 | 10.41 | 3.52   | 8.33  | 12.17 | 14.85 |
| 603056.SH | 德邦股份 | 32.97 | 16.83 | 12.56 | 10.45 | 9.37   | 12.85 | 14.93 | 15.34 |
|           | 平均数  | 34.86 | 19.41 | 14.59 | 11.80 | 9.47   | 11.76 | 13.53 | 14.48 |
| 002120.SZ | 韵达股份 | 19.16 | 10.93 | 8.82  | 6.27  | 8.74   | 13.46 | 14.51 | 17.26 |

资料来源：万得，中银证券

注：可比公司数据来自万得一致预测，截止时间2023年7月18日

## 6. 风险提示

- ①**价格战恶化**。快递公司 23 年第一季度单票价格出现普遍下滑，头部公司进入存量市场争夺阶段，有可能引起恶性价格战，对公司经营产生不利影响。
- ②**燃油价格大幅上升风险**。燃油成本的波动将影响快递公司的中转及运输成本，一定程度上波及到快递企业的利润水平。鉴于全球政治和经济形势日趋复杂，未来燃油价格的走势存在较大的不确定性，如果燃油价格上涨，将对公司的运输成本控制带来压力。
- ③**宏观经济不及预期**。宏观经济的衰弱将影响电商需求，将对快递业的发展以及公司的业绩造成不利影响。
- ④**监管政策出现变化**。如果监管法规或行业标准发生重大变化而企业未能及时作出相应调整，或者国家对快递行业的政策支持减少且现有支持政策的执行效果不如预期，都可能对企业的经营业绩产生不利影响。
- ⑤**人工成本增加**。人工成本上涨将对企业成本控制带来压力。

利润表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日    | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入          | 41,729 | 47,434 | 53,709 | 60,630 | 70,095 |
| 营业收入           | 41,729 | 47,434 | 53,709 | 60,630 | 70,095 |
| 营业成本           | 37,951 | 43,102 | 47,269 | 53,188 | 60,563 |
| 营业税金及附加        | 107    | 131    | 143    | 162    | 187    |
| 销售费用           | 317    | 413    | 438    | 495    | 572    |
| 管理费用           | 1,467  | 1,553  | 1,823  | 2,058  | 2,380  |
| 研发费用           | 267    | 308    | 340    | 384    | 444    |
| 财务费用           | 214    | 461    | 363    | 199    | 102    |
| 其他收益           | 5      | 5      | 5      | 5      | 5      |
| 资产减值损失         | 0      | (41)   | (20)   | (31)   | (25)   |
| 信用减值损失         | (27)   | (150)  | (97)   | (97)   | (97)   |
| 资产处置收益         | 56     | 9      | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益       | (95)   | 31     | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益           | 124    | 118    | 170    | 160    | 143    |
| 汇兑收益           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润           | 1,927  | 1,973  | 3,390  | 4,181  | 5,873  |
| 营业外收入          | 15     | 24     | 19     | 22     | 21     |
| 营业外支出          | 77     | 58     | 68     | 63     | 65     |
| 利润总额           | 1,865  | 1,939  | 3,342  | 4,140  | 5,828  |
| 所得税            | 369    | 438    | 708    | 877    | 1,234  |
| 净利润            | 1,496  | 1,501  | 2,634  | 3,263  | 4,594  |
| 少数股东损益         | 19     | 18     | 34     | 42     | 60     |
| 归母净利润          | 1,477  | 1,483  | 2,600  | 3,221  | 4,534  |
| EBITDA         | 3,902  | 4,525  | 6,870  | 7,674  | 8,968  |
| EPS(最新股本摊薄, 元) | 0.51   | 0.51   | 0.90   | 1.11   | 1.56   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日      | 2021          | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>11,680</b> | <b>12,918</b> | <b>17,570</b> | <b>22,767</b> | <b>30,799</b> |
| 现金及等价物           | 3,174         | 3,907         | 12,108        | 17,233        | 24,430        |
| 应收帐款             | 1,507         | 1,367         | 1,887         | 1,787         | 2,460         |
| 应收票据             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 存货               | 181           | 208           | 218           | 262           | 285           |
| 预付账款             | 284           | 424           | 353           | 521           | 474           |
| 合同资产             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动资产           | 6,535         | 7,011         | 3,004         | 2,965         | 3,150         |
| <b>非流动资产</b>     | <b>24,345</b> | <b>25,155</b> | <b>23,624</b> | <b>21,965</b> | <b>20,572</b> |
| 长期投资             | 2,201         | 2,283         | 2,433         | 2,513         | 2,593         |
| 固定资产             | 13,816        | 13,785        | 15,096        | 14,383        | 13,152        |
| 无形资产             | 4,227         | 4,308         | 4,176         | 4,054         | 3,930         |
| 其他长期资产           | 4,100         | 4,779         | 1,920         | 1,015         | 897           |
| <b>资产合计</b>      | <b>36,025</b> | <b>38,073</b> | <b>41,195</b> | <b>44,732</b> | <b>51,372</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>11,853</b> | <b>13,023</b> | <b>14,255</b> | <b>15,078</b> | <b>17,475</b> |
| 短期借款             | 2,028         | 1,895         | 2,000         | 2,000         | 2,000         |
| 应付账款             | 5,009         | 4,681         | 5,946         | 6,012         | 7,604         |
| 其他流动负债           | 4,816         | 6,446         | 6,309         | 7,066         | 7,870         |
| <b>非流动负债</b>     | <b>8,285</b>  | <b>7,966</b>  | <b>7,487</b>  | <b>7,265</b>  | <b>7,376</b>  |
| 长期借款             | 142           | 647           | 100           | 100           | 100           |
| 其他长期负债           | 8,143         | 7,319         | 7,387         | 7,165         | 7,276         |
| <b>负债合计</b>      | <b>20,138</b> | <b>20,989</b> | <b>21,742</b> | <b>22,343</b> | <b>24,851</b> |
| 股本               | 2,903         | 2,902         | 2,902         | 2,902         | 2,902         |
| 少数股东权益           | 96            | 107           | 141           | 184           | 243           |
| 归属母公司股东权益        | 15,790        | 16,976        | 19,312        | 22,205        | 26,278        |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>36,025</b> | <b>38,073</b> | <b>41,195</b> | <b>44,732</b> | <b>51,372</b> |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日       | 2021           | 2022           | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润               | 1,496          | 1,501          | 2,634          | 3,263          | 4,594          |
| 折旧摊销              | 2,309          | 2,790          | 3,292          | 3,459          | 3,142          |
| 营运资金变动            | (334)          | (71)           | 1,299          | 397            | 1,738          |
| 其它                | (482)          | 1,071          | 271            | 41             | (1)            |
| <b>经营活动现金流</b>    | <b>2,989</b>   | <b>5,291</b>   | <b>7,496</b>   | <b>7,160</b>   | <b>9,473</b>   |
| 资本支出              | (8,245)        | (3,524)        | (1,706)        | (1,713)        | (1,713)        |
| 投资变动              | (559)          | 4,031          | (70)           | (70)           | (70)           |
| 其他                |                | 281            | 151            | 150            | 134            |
| <b>投资活动产生的现金流</b> | <b>(5,857)</b> | <b>(3,802)</b> | <b>2,477</b>   | <b>(1,633)</b> | <b>(1,649)</b> |
| 银行借款              | 509            | 373            | (442)          | 0              | 0              |
| 股权融资              | (902)          | (1,184)        | (265)          | (328)          | (461)          |
| 其他                | 2,683          | 98             | (1,065)        | (74)           | (165)          |
| <b>筹资活动现金流</b>    | <b>2,290</b>   | <b>(713)</b>   | <b>(1,772)</b> | <b>(402)</b>   | <b>(626)</b>   |
| <b>净现金流</b>       | <b>(577)</b>   | <b>777</b>     | <b>8,201</b>   | <b>5,124</b>   | <b>7,197</b>   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

| 年结日: 12月31日      | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>      |      |      |       |       |       |
| 营业收入增长率(%)       | 24.6 | 13.7 | 13.2  | 12.9  | 15.6  |
| 营业利润增长率(%)       | 8.8  | 2.4  | 71.8  | 23.3  | 40.5  |
| 归属于母公司净利润增长率(%)  | 5.1  | 0.4  | 75.3  | 23.9  | 40.8  |
| 息税前利润增长(%)       | 4.6  | 9.0  | 106.2 | 17.8  | 38.2  |
| 息税折旧前利润增长(%)     | 31.1 | 16.0 | 51.8  | 11.7  | 16.9  |
| EPS(最新股本摊薄)增长(%) | 5.1  | 0.4  | 75.3  | 23.9  | 40.8  |
| <b>获利能力</b>      |      |      |       |       |       |
| 息税前利润率(%)        | 3.8  | 3.7  | 6.7   | 7.0   | 8.3   |
| 营业利润率(%)         | 4.6  | 4.2  | 6.3   | 6.9   | 8.4   |
| 毛利率(%)           | 9.1  | 9.1  | 12.0  | 12.3  | 13.6  |
| 归母净利润率(%)        | 3.5  | 3.1  | 4.8   | 5.3   | 6.5   |
| ROE(%)           | 9.4  | 8.7  | 13.5  | 14.5  | 17.3  |
| ROIC(%)          | 4.9  | 4.8  | 11.9  | 15.3  | 24.8  |
| <b>偿债能力</b>      |      |      |       |       |       |
| 资产负债率            | 0.6  | 0.6  | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 净负债权益比           | 0.5  | 0.4  | (0.1) | (0.3) | (0.5) |
| 流动比率             | 1.0  | 1.0  | 1.2   | 1.5   | 1.8   |
| <b>营运能力</b>      |      |      |       |       |       |
| 总资产周转率           | 1.3  | 1.3  | 1.4   | 1.4   | 1.5   |
| 应收账款周转率          | 38.2 | 33.0 | 33.0  | 33.0  | 33.0  |
| 应付账款周转率          | 9.5  | 9.8  | 10.1  | 10.1  | 10.3  |
| <b>费用率</b>       |      |      |       |       |       |
| 销售费用率(%)         | 0.8  | 0.9  | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
| 管理费用率(%)         | 3.5  | 3.3  | 3.4   | 3.4   | 3.4   |
| 研发费用率(%)         | 0.6  | 0.6  | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| 财务费用率(%)         | 0.5  | 1.0  | 0.7   | 0.3   | 0.1   |
| <b>每股指标(元)</b>   |      |      |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)       | 0.5  | 0.5  | 0.9   | 1.1   | 1.6   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)    | 1.0  | 1.8  | 2.6   | 2.5   | 3.3   |
| 每股净资产(最新摊薄)      | 5.4  | 5.8  | 6.7   | 7.7   | 9.1   |
| 每股股息             | 0.1  | 0.1  | 0.1   | 0.1   | 0.2   |
| <b>估值比率</b>      |      |      |       |       |       |
| P/E(最新摊薄)        | 19.2 | 19.2 | 10.9  | 8.8   | 6.3   |
| P/B(最新摊薄)        | 1.8  | 1.7  | 1.5   | 1.3   | 1.1   |
| EV/EBITDA        | 17.8 | 11.6 | 4.8   | 3.6   | 2.3   |
| 价格/现金流(倍)        | 9.5  | 5.4  | 3.8   | 4.0   | 3.0   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

**02057.HK**
**买入**

市场价格:港币 209.20

板块评级:强于大市

**股价表现**


| (%)    | 今年至今   | 1个月   | 3个月   | 12个月  |
|--------|--------|-------|-------|-------|
| 绝对     | (3.4)  | (3.0) | (7.4) | 0.5   |
| 相对恒生指数 | (13.0) | (3.0) | (7.4) | (5.4) |

|                         |            |
|-------------------------|------------|
| 发行股数 (百万)               | 827.77     |
| 流通股 (百万)                | 620.84     |
| 总市值 (港币 百万)             | 172,996.54 |
| 3个月日均交易额 (港币 百万)        | 23.60      |
| 主要股东                    |            |
| Zto Lms Holding Limited | 25.9       |

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券  
以2023年7月18日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 物流

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

# 中通快递-SW

电商快递行业优质标的, 产业链大而强

公司是电商快递行业龙头, 是一家以快递为核心业务, 集跨境、快运、商业、云仓、航空、冷链、金融、智能、兔喜社区生活服务、中快数字营销等生态版块于一体的综合物流服务企业, 市占率长期位于行业头名。2023Q1 公司完成业务量 62.97 亿票, 同比增长 20.4%, 我们假设 2023-2025 年件量增速为 17%/13%/11%, 单票收入增速为 2%/2%/2%, 对应 2023-2025 年营业收入为 418.72/479.88/541.42 亿元。首次覆盖给予买入评级。

## 支撑评级的要点

- **疫情阴影下业绩逆势上行, 公司盈利能力独占行业鳌头:** 公司 2022 年实现营业收入为 353.77 亿元, 同比增长 16.30%; 快递业务量完成 243.89 亿件, 同比增长 9.40%, 实现归属于母公司股东净利润 68.09 亿元, 同比增长 43.20%, 2023Q1, 公司完成营业收入 89.83 亿元, 同比增长 13.65%; 实现归母净利润 16.70 亿元, 同比增长 84.31%。公司是通达系中规模最大、盈利能力最强的企业。
- **快递网络大而强, 产能充足, 规模壁垒打造成本优势。** 截至 2022 年, 中通拥有网点数量 31000 余个, 分拣中心 97 个, 直接网络合作伙伴约 5900 名, 干线运输路线 3750 余条, 干线车辆数量超 11000 辆, 其中约有 9700 辆为车长 15 至 17 米的高运力车型。庞大的快递网络保证公司能够以低成本高效益运转, 2022 年中通单票快递成本为 0.83 元/票, 为行业领先水平。
- **公司资金状况良好, 得以支撑企业不断投资及扩充产能。** 公司 2022 年经营性现金流大幅增长, 从 2021 年的 72.2 亿元上升到 2022 年的 114.99 亿元, 增幅达 59%, 良好的资金状况得以支撑公司在未来进一步进行投资及扩充产能。

## 估值

- 考虑单票价格保持稳定以及公司持续降本增效, 预计 2023-2025 年收入分别为 418.72、479.88、541.42 亿元, 归母净利润分别为 79.27、98.14、114.99 亿元; EPS 分别为 9.58、11.86、13.89 元, 对应 19.98/16.13/13.77 倍 PE。首次覆盖, 给予**买入**评级。

## 评级面临的主要风险

- 宏观经济下滑、政策管控风险、价格战恶化。

## 投资摘要

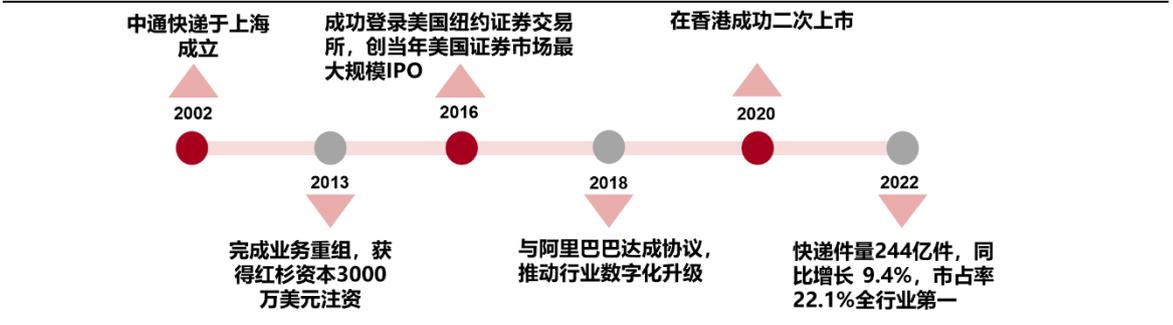
| 年结日: 12月31日     | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(人民币 百万)    | 30,406 | 35,377 | 41,872 | 47,988 | 54,142 |
| 增长率(%)          | 20.59  | 16.35  | 18.36  | 14.60  | 12.83  |
| EBITDA(人民币 百万)  | 7,780  | 10,509 | 15,895 | 18,274 | 20,356 |
| 归母净利润(人民币 百万)   | 4,755  | 6,809  | 7,927  | 9,814  | 11,499 |
| 增长率(%)          | 10.26  | 43.20  | 16.42  | 23.81  | 17.17  |
| 最新股本摊薄每股收益(人民币) | 5.74   | 8.23   | 9.58   | 11.86  | 13.89  |
| 市盈率(倍)          | 33.30  | 23.25  | 19.98  | 16.13  | 13.77  |
| 市净率(倍)          | 3.26   | 2.93   | 2.65   | 2.37   | 2.11   |
| 每股股息(人民币)       | 1.64   | 1.60   | 2.75   | 3.40   | 3.99   |
| 股息率(%)          | 0.86   | 0.84   | 1.44   | 1.78   | 2.09   |

资料来源:公司公告, 中银证券预测

## 1. 历史沿革：公司持续扩张产能，规规模效应下打造成本优势

2002年，中通快递在上海市闸北区普善路290号宣告成立。2013年，公司完成业务重组，获得红杉资本3000万美元注资。2016年，公司成功登录美国纽约证券交易所，创当年美国证券市场最大规模IPO。2020年，公司赴港上市成功，成为首家同时在美国、中国香港两地上市的快递企业。2022年，快递件量达到244亿件，同比增长9.4%，市占率领先行业。

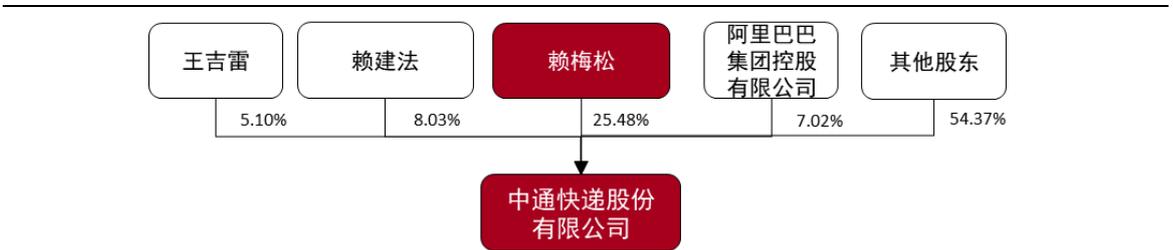
图表147. 中通快递历史沿革



资料来源：公司公告，中银证券

中通快递公司的实际控制人为赖梅松先生，阿里巴巴是公司的第二大股东。截至2023年3月31日，赖梅松先生持有公司合计股份占25.48%，投票权比例达77.6%，对中通拥有实际控制权。第二大股东赖建法先生持股数为6623.26万，占比为8.03%。阿里巴巴持股数为5787.04万，持股比例为7.02%。王吉雷先生持股数为4208.73万，持股比例为5.10%。

图表148. 中通快递股权架构示意图



资料来源：公司公告，中银证券

截至2023年3月31日

图表149. 中通快递主要股东

| 股东名称         | 持股数量       | 占总股本 (%) | 较上期变动 (%) |
|--------------|------------|----------|-----------|
| 赖梅松          | 2.10 亿     | 25.48    | (0.99)    |
| 阿里巴巴集团控股有限公司 | 5,787.04 万 | 7.02     | 0.25      |
| 赖建法          | 6,625.26 万 | 8.03     | (0.24)    |
| 王吉雷          | 4,208.73 万 | 5.10     | 0.78      |

资料来源：公司公告，中银证券

截至2023年3月31日

**后发制人：**中通的经营优势来源于对物流资产的持续投入与加盟商网络的管理。中通在2016年-2017年间大力推进中转自动化，分拣效率的提升带动了人工成本的降低，员工劳动强度大幅度下降，对于操作熟练度要求大幅度降低，改善了服务质量。中通中转自营率较高，这让转运中心的自动化与智能化更加容易推进，通过有效控制中转环节的效率和质量，公司降低了单件中心操作成本。中转运输方面，中通的干线运输自营率较高，这解决了外包运输车队运行不稳定、旺季车辆保障不足、单车装载率低以及运输时效慢等问题，自有车辆占比的提升保障了中转运输质量以及单位成本。

从设备投资的角度看，2016年到2017年中通在机械、运输及其他设备的投资高达28亿元，对资产的提前布局扩张了产能，在规模经济增强效应下迎来了成本端红利。中通在2014-2016年间陆续收购网络合作伙伴，主要加盟商转变为公司股东，同建共享机制将总部与加盟商绑定，除此之外中通定期对加盟商进行业绩考核保障加盟商服务质量。

图表 150. 中通总市值变化



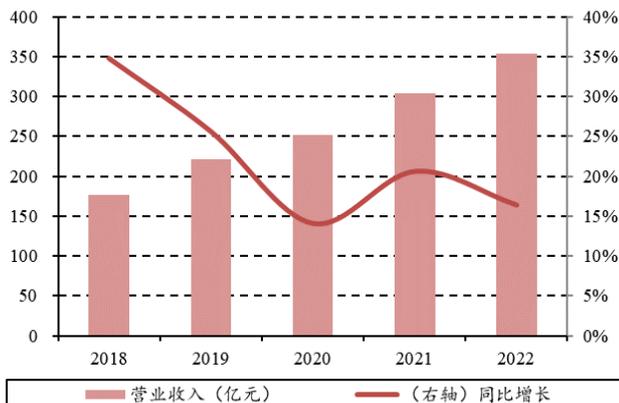
资料来源：IFIND，中银证券

中通拥有业内最高的业务量以及最低的单票成本，具备发动“价格战”的主动权。2020年中通市占率达到20.4%，快递业务量达到170亿件，比行业第二的韵达多28亿件。2020年第二季度开始，单票价格跌幅扩大，中通快递为了维持行业竞争力不断降低单票价格，这导致中通的包裹投递量上升的同时，利润并没有显著增长。公司20年第四季度营收为人民币82.571亿元，同比增长20.6%；净利润为人民币12.92亿元，较2019年同期23.17亿元人民币下降44.30%；毛利润为18.58亿元人民币，较2019年同期19.96亿元人民币下降6.90%。中通在业内具备最丰富的现金流以及良好的单件盈利能力，能够维持业务量的高速增长，在价格战的压力下，中通的盈利与现金流减少的幅度是最小的，这也体现在公司的市值上。

## 2. 盈利能力：公司盈利能力优秀，23年Q1毛利率达28.1%

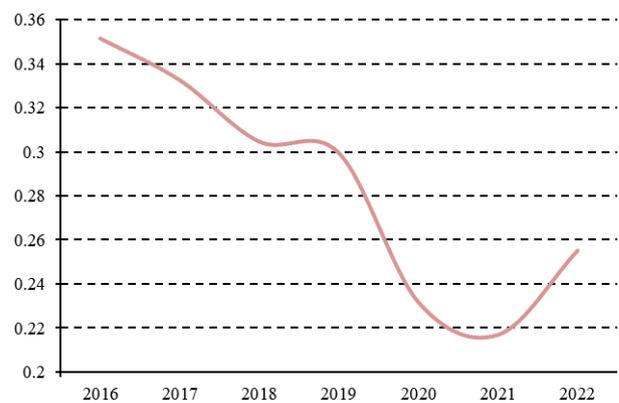
业绩逆势上行，疫情阴影下依旧表现优秀。2022年中通快递营业收入为353.8亿元，同比增长16.3%；毛利润为90.4亿元，同比增长37.2%，市场份额增加1.5个百分点至22.1%，独占行业鳌头。全国全年快递业务量完成1105.8亿件，行业平均增速为2.1%，而中通快递实现了244亿件的包裹量，同比增长9.4%，高于行业平均增速7.3个百分点。受疫情反复及外部环境影响下，行业整体增速放缓，面对多变的挑战，中通在保障运营网络稳定的情况下依旧实现业务量、市场份额及利润“三重增长”的目标。我们认为随着行业格局分化愈发明朗，中通快递将在服务质量、业务量及盈利上取得进一步优势。

图表 151. 2022年中通营业收入及增长情况



资料来源：公司年报，中银证券

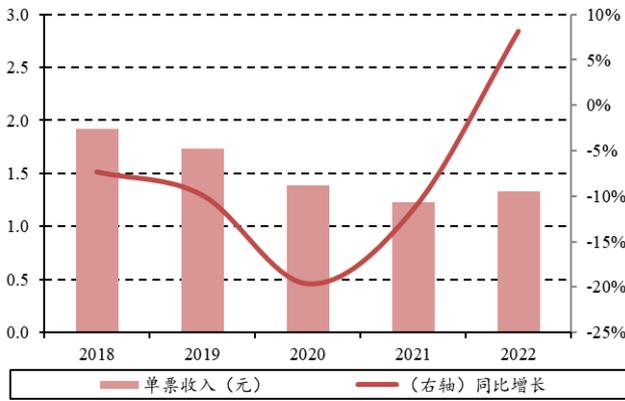
图表 152. 毛利率持续上涨 (%)



资料来源：公司年报，中银证券

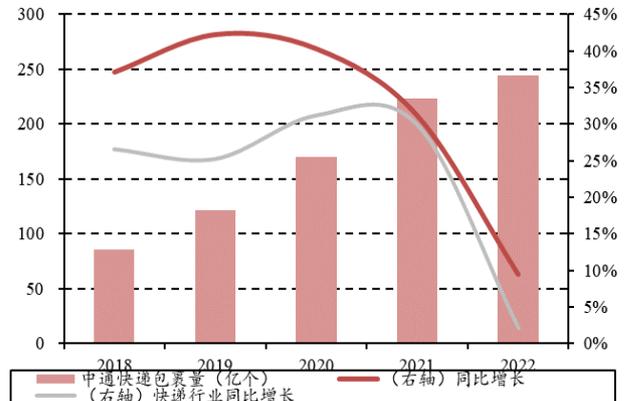
单票收入稳中有升，成本结构稳定。中通快递 22 年业务单票收入为 1.33 元，同比上涨一毛，增长 8.1%。单票收入的上涨抵消了燃油成本上涨及业务量增长放缓所致的单位成本 2 分钱的上涨，而管理费用占营收比重 5.4%，与 2021 持平。随着消费持续复苏，在规模效益的助力下单票经济效益将持续改善，在快递行业提质增效的发展基础上，快递单票价格将维持稳定。

图表153. 公司单票收入同比增长趋势明显



资料来源：公司年报，中银证券

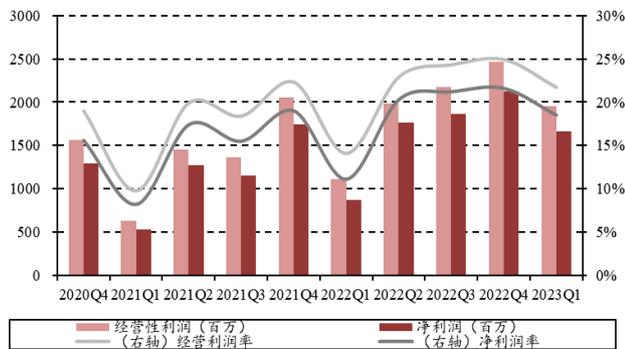
图表154. 中通业务量增速高于行业平均水平



资料来源：公司年报，中银证券

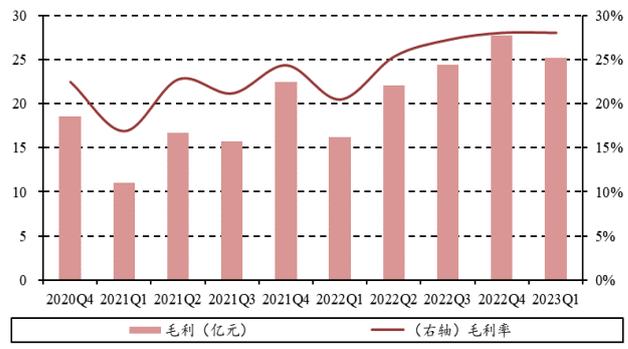
盈利能力和利润率保持坚挺，经营性利润与净利润皆有大幅上涨。2022 年公司毛利润为 90.4 亿元，同比增长 37.2%；经营性利润为 77.4 亿元，同比增长 40.6%；调整后净利润为 68.1 亿元，同比增长 68.1 亿元。分季度来看，公司各项盈利指标跟 21 年同期相比增长率也是有大幅提高，在疫情影响的大背景下依旧实现了盈利能力的修复，体现了公司的经营模式在突发事件中依旧稳定可靠。

图表155. 公司经营性利润与利润率季度数据



资料来源：公司年报，中银证券

图表156. 毛利和毛利率



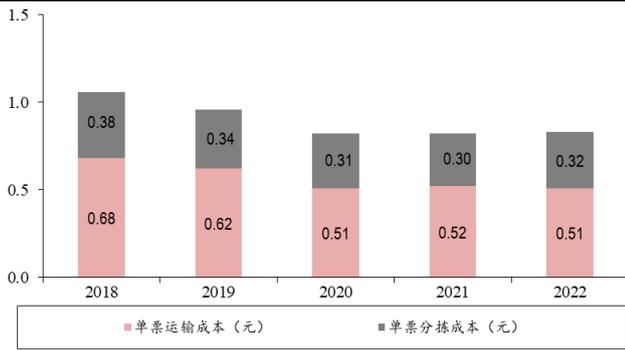
资料来源：公司年报，中银证券

公司毛利及毛利率的上涨主要因为 3 个利好因素：(1) 业务量的持续增长；(2) 单票收入的提升；(3) 成本效益提升。

### 3. 成本结构：规模壁垒打造成本优势

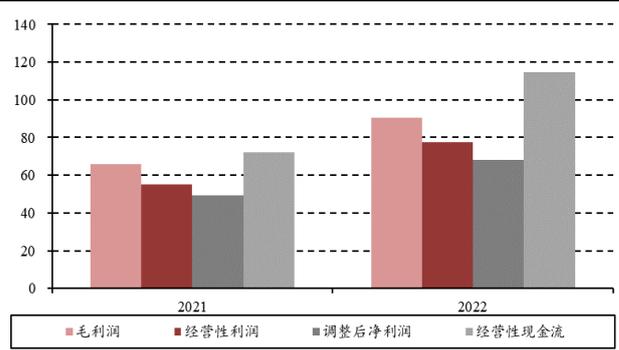
中通不断优化快递网络、扩充产能，保证公司能够以低成本高效益运转，形成经营性现金流、资本开支、单件成本降低的良性循环，强大的融资能力为公司提供了强大的资金支持。2022 年中通的单票快递成本为 0.83 元/票，跟 21 年持平。管理优势、资本投入的先发优势、积累的规模优势和稳定的财务和运营情况相互结合提高了企业的成本效率，让企业在价格战中占据优势，在价格战后能迅速进行利润修复。

图表157. 中通快递业务成本结构（元）



资料来源：公司年报，中银证券

图表158. 公司财务状况（亿元）



资料来源：公司年报，中银证券

成本方面公司在运输环节实现了自有高运力车辆占比、车辆装载率的提升，这抵消了油价上涨的影响，22年单票运输成本比21年下降了一分钱；而分拣成本方面由于临时工使用人数的减少、自动化分拣设备数量及场地增加导致的相关折旧与摊销成本增加和人均薪资上涨的影响下，导致单票分拣成本上升了两分钱，总体而言，公司在成本方面运行保持平稳。

公司资金状况良好，得以支撑企业不断投资及扩充产能。2022年经营性现金流大幅增长，从2021年的72.2亿元上升到2022年的114.79亿元，增幅达59%。资本开支方面，2022年公司对厂房、设备和车辆以及土地使用权的投资放缓，开支减少了20.94亿元，下降22%，从整体的资金状况来看，公司的资金（包括现金及现金等价物、限制性现金和长、短期投资）得到改善，2022年达到了256.64亿元。良好的资金状况得以支撑公司在未来进一步进行投资及扩充产能。

图表159. 中通单票成本下降趋势显著



资料来源：公司公告，中银证券

持续创新驱动成本及运营效率的领先地位。截至2022年，中通拥有网点数量31000余个，分拣中心98个，直接网络合作伙伴约5900名，干线运输路线3750余条，干线车辆数量超11000辆，其中约有9700辆为车长15至17米的高运力车型。公司还通过开发先进的软件，基于数据的算法、实时分析和校准来支持高速分拣。

#### 4. 盈利预测与估值

①**快递服务**：2023年快递行业增长仍具备较强韧性，业务量将保持双位数以上增长，公司2023Q1业务量保持高速增长，基于此，我们假设2023-2025年件量增速为17.00%/13.00%/11.00%，单票收入增速为2.00%/2.00%/2.00%，对应2023-2025年快递服务收入为388.76/448.08/507.32亿元。

②**货运代理服务**: 考虑到国际空运、海运市场价格保持平稳, 预计 23 年国际及航空业务将稳步发展, 基于此, 我们假设 2023-2025 年货代业务收入增速为 4.00%/4.00%/4.00%, 对应 2023-2025 年货代业务收入为 12.61/13.12/13.65 亿元。

③**物料销售服务**: 考虑到快递业务的回暖将带动物料销售的增长, 基于此, 我们假设 2023-2025 年物料销售服务收入增速为 8.40%/9.80%/10.20%, 对应 2023-2025 年物料销售服务收入为 15.00/16.48/18.16 亿元。

基于以上假设, 我们预测公司 2023-2025 年营业总收入为 418.72/479.88/541.42 亿元。

图表160. 分拆业务盈利预测 (人民币: 亿元)

|              | 2019A     | 2020A   | 2021A     | 2022A     | 2023E     | 2024E     | 2025E     |
|--------------|-----------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入(亿元)    | 221.10    | 252.14  | 304.06    | 353.77    | 418.72    | 479.88    | 541.42    |
| YOY(%)       | 25.59     | 14.04   | 20.59     | 16.35     | 18.36     | 14.60     | 12.83     |
| 总毛利(亿元)      | 66.21     | 58.37   | 65.89     | 90.39     | 109.73    | 131.17    | 150.81    |
| 毛利率(%)       | 29.95     | 23.15   | 21.67     | 25.55     | 26.21     | 27.33     | 27.85     |
| 快递服务收入(亿元)   | 196.06    | 219.00  | 274.51    | 325.76    | 388.76    | 448.08    | 507.32    |
| YOY(%)       | 27.31     | 11.70   | 25.35     | 18.67     | 19.34     | 15.26     | 13.22     |
| 毛利(亿元)       | 80.31     | 79.79   | 91.89     | 122.50    | 152.42    | 181.84    | 212.71    |
| 毛利率(%)       | 40.96     | 36.43   | 33.47     | 37.60     | 39.21     | 40.58     | 41.93     |
| 件量(亿)        | 121.21    | 170.03  | 222.89    | 243.89    | 285.35    | 322.45    | 357.92    |
| YOY(%)       | 42.20     | 40.28   | 31.09     | 9.42      | 17.00     | 13.00     | 11.00     |
| 单票收入(元)      | 1.62      | 1.29    | 1.23      | 1.34      | 1.36      | 1.39      | 1.42      |
| YOY(%)       | (10.47)   | (20.37) | (4.38)    | 8.45      | 2.00      | 2.00      | 2.00      |
| 货运代理服务收入(亿元) | 12.36     | 18.63   | 15.30     | 12.13     | 12.62     | 13.12     | 13.65     |
| YOY(%)       | (3.30)    | 50.70   | (17.90)   | (20.70)   | 4.00      | 4.00      | 4.00      |
| 毛利(亿元)       | 0.26      | 1.50    | 2.03      | 0.76      | 1.06      | 2.93      | 4.28      |
| 毛利率(%)       | 2.10      | 8.10    | 13.30     | 6.20      | 8.40      | 22.30     | 31.40     |
| 物料销售服务收入(亿元) | 10.90     | 11.34   | 12.31     | 13.85     | 15.00     | 16.48     | 18.16     |
| YOY(%)       | 34.10     | 4.00    | 8.60      | 12.50     | 8.40      | 9.80      | 10.20     |
| 毛利(亿元)       | 5.46      | 7.42    | 8.82      | 9.21      | 10.47     | 11.64     | 12.72     |
| 毛利率(%)       | 50.10     | 65.50   | 71.60     | 66.50     | 69.70     | 70.60     | 70.10     |
| 其他收入(亿元)     | 1.78      | 3.18    | 1.94      | 2.04      | 2.34      | 2.20      | 2.30      |
| YOY(%)       | 57.70     | 78.70   | (38.90)   | 5.10      | 15.00     | (6.30)    | 4.60      |
| 毛利(亿元)       | (19.82)   | (30.34) | (36.84)   | (42.08)   | (54.22)   | (65.24)   | (78.90)   |
| 毛利率(%)       | (1,114.7) | (955.0) | (1,898.6) | (2,063.0) | (2,312.6) | (2,969.0) | (3,433.0) |

资料来源: 公司公告, 中银证券

我们预计公司 2023-2025 年的营业收入为 418.72/479.88/541.42 亿元, 同比增长 18.36%/14.60%/12.83%。预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 79.27/98.14/114.99 亿元, 同比增长 16.42%/23.81%/17.17%, 预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 9.58/11.86/13.89 元/股, 对应 19.98/16.13/13.77 倍 PE。我们预计公司 2023-2025 的 PB 为 2.65 倍、2.37 倍、2.11 倍, 首次覆盖给予**买入**评级。

图表161. 分拆业务盈利预测 (人民币: 百万)

|                  | 2021A     | 2022A     | 2023E     | 2024E     | 2025E     |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业额              | 30,405.84 | 35,377.00 | 41,872.32 | 47,987.66 | 54,142.07 |
| 增长率(%)           | 20.59     | 16.35     | 18.36     | 14.60     | 12.83     |
| 归属于母公司股东利润       | 4,754.83  | 6,809.06  | 7,926.86  | 9,813.98  | 11,499.36 |
| 增长率(%)           | 10.26     | 43.20     | 16.42     | 23.81     | 17.17     |
| 每股收益 EPS(元)      | 5.74      | 8.23      | 9.58      | 11.86     | 13.89     |
| 每股股利 DPS(元)      | 1.64      | 1.60      | 2.75      | 3.40      | 3.99      |
| 每股净资产 BPS(元)     | 58.76     | 65.27     | 72.10     | 80.55     | 90.45     |
| 每股经营现金流(元)       | 8.72      | 13.87     | 18.85     | 20.48     | 22.66     |
| 销售毛利率(%)         | 21.67     | 25.55     | 26.21     | 27.33     | 27.85     |
| 销售净利率(%)         | 15.46     | 18.82     | 18.74     | 20.24     | 21.02     |
| 净资产收益率(ROE)(%)   | 9.78      | 12.60     | 13.28     | 14.72     | 15.36     |
| 投入资本回报率(ROIC)(%) | 14.42     | 16.42     | 16.12     | 20.55     | 25.68     |
| 市盈率(P/E)         | 33.30     | 23.25     | 19.98     | 16.13     | 13.77     |
| 市净率(P/B)         | 3.26      | 2.93      | 2.65      | 2.37      | 2.11      |
| 股息率(分红/股价)(%)    | 0.86      | 0.84      | 1.44      | 1.78      | 2.09      |

资料来源: 公司公告, 中银证券  
 股票价格截至 2023 年 7 月 18 日

可比公司估值对比方面, 我们选取从事快递物流服务业务的公司, 包括顺丰控股、圆通速递、韵达股份、申通快递和德邦快递进行对比分析, 得到其 2023-2025 年平均 P/E 为 17.97 倍、13.25 倍、10.68 倍。对比中通快递 2023-2025 年 P/E 分别为 19.98 倍、16.13 倍、13.77 倍, 公司估值处于相对合理区间。

图表162. 可比公司相对估值

| 代码        | 简称   | PE    |       |       |       | ROE(%) |       |       |       |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|           |      | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E | 2022   | 2023E | 2024E | 2025E |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 45.80 | 26.00 | 20.13 | 16.12 | 7.16   | 9.41  | 11.00 | 12.32 |
| 002120.SZ | 韵达股份 | 28.14 | 11.26 | 8.60  | 7.39  | 8.74   | 13.14 | 15.06 | 15.29 |
| 002486.SZ | 申通快递 | 54.96 | 23.48 | 14.66 | 10.41 | 3.52   | 8.33  | 12.17 | 14.85 |
| 603056.SH | 德邦股份 | 32.97 | 16.83 | 12.56 | 10.45 | 9.37   | 12.85 | 14.93 | 15.34 |
| 600233.SH | 圆通速递 | 17.63 | 12.29 | 10.28 | 9.05  | 14.70  | 14.63 | 15.32 | 15.32 |
|           | 平均数  | 35.90 | 17.97 | 13.25 | 10.68 | 8.70   | 11.67 | 13.70 | 14.62 |
| 2057.HK   | 中通快递 | 23.25 | 19.98 | 16.13 | 13.77 | 12.60  | 13.28 | 14.72 | 15.36 |

资料来源: 万得, 中银证券

注: 可比公司数据来自万得一致预测, 截止时间 2023 年 7 月 18 日

## 5. 风险提示

- ①价格战恶化。**快递公司 23 年第一季度单票价格出现普遍下滑, 头部公司进入存量市场争夺阶段, 有可能引起恶性价格战, 对公司经营产生不利影响。
- ②燃油价格大幅上升风险。**燃油成本的波动将影响快递公司的中转及运输成本, 一定程度上波及到快递企业的利润水平。鉴于全球政治和经济形势日趋复杂, 未来燃油价格的走势存在较大的不确定性, 如果燃油价格上涨, 将对公司的运输成本控制带来压力。
- ③宏观经济不及预期。**宏观经济的衰弱将影响电商需求, 将对快递业的发展以及公司的业绩造成不利影响。
- ④监管政策出现变化。**如果监管法规或行业标准发生重大变化而企业未能及时作出相应调整, 或者国家对快递行业的政策支持减少且现有支持政策的执行效果不如预期, 都可能对企业的经营业绩产生不利影响。
- ⑤人工成本增加。**人工成本上涨将对企业成本控制带来压力。

## 损益表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日    | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入          | 30,406 | 35,377 | 41,872 | 47,988 | 54,142 |
| 营业成本           | 23,816 | 26,338 | 30,899 | 34,871 | 39,061 |
| 毛利润            | 6,589  | 9,039  | 10,973 | 13,117 | 15,081 |
| 财务费用           | (181)  | (460)  | 394    | 288    | 243    |
| 营业利润           | 6,770  | 9,500  | 10,578 | 12,828 | 14,838 |
| 利润总额           | 5,739  | 8,286  | 9,469  | 11,719 | 13,729 |
| 所得税            | 1,038  | 1,627  | 1,623  | 2,005  | 2,346  |
| 净利润            | 4,701  | 6,659  | 7,847  | 9,715  | 11,383 |
| 少数股东损益         | (54)   | (150)  | (80)   | (99)   | (116)  |
| 归母净利润          | 4,755  | 6,809  | 7,927  | 9,814  | 11,499 |
| EBITDA         | 7,780  | 10,509 | 15,895 | 18,274 | 20,356 |
| EPS(最新股本摊薄, 元) | 6      | 8      | 10     | 12     | 14     |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2021    | 2022     | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流     | 7,220   | 11,479   | 15,603  | 16,950  | 18,755  |
| 投资活动现金流     | (8,757) | (16,042) | (2,936) | (1,936) | (1,436) |
| 筹资活动现金流     | (2,904) | 7,058    | (8,065) | (1,107) | (5,546) |
| 净现金流        | (4,591) | 2,834    | 4,601   | 13,908  | 11,774  |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

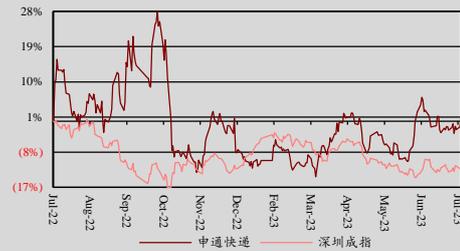
| 年结日: 12月31日 | 2021    | 2022     | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流     | 7,220   | 11,479   | 15,603  | 16,950  | 18,755  |
| 投资活动现金流     | (8,757) | (16,042) | (2,936) | (1,936) | (1,436) |
| 筹资活动现金流     | (2,904) | 7,058    | (8,065) | (1,107) | (5,546) |
| 净现金流        | (4,440) | 2,496    | 4,601   | 13,908  | 11,774  |
| 流动资产        | 18,666  | 24,475   | 30,386  | 46,220  | 59,932  |
| 现金及等价物      | 9,749   | 12,588   | 17,190  | 31,098  | 42,872  |
| 应收账款        | 933     | 819      | 1,165   | 1,335   | 1,506   |
| 存货          | 83      | 41       | 80      | 90      | 101     |
| 其他流动资产      | 5,136   | 8,050    | 8,517   | 9,760   | 11,012  |
| 非流动资产       | 44,106  | 54,049   | 50,018  | 44,752  | 38,868  |
| 固定资产        | 24,930  | 28,813   | 26,829  | 23,110  | 18,523  |
| 无形资产        | 6,268   | 6,281    | 5,234   | 4,187   | 3,140   |
| 其他长期资产      | 12,908  | 18,954   | 17,954  | 17,454  | 17,204  |
| 资产合计        | 62,772  | 78,524   | 80,404  | 90,972  | 98,801  |
| 流动负债        | 12,996  | 16,405   | 12,715  | 16,387  | 16,135  |
| 短期借款        | 3,459   | 5,394    | 0       | 2,000   | 0       |
| 应付账款        | 2,132   | 2,403    | 2,905   | 3,278   | 3,672   |
| 其他流动负债      | 7,405   | 8,608    | 9,810   | 11,109  | 12,463  |
| 非流动负债       | 848     | 7,646    | 7,646   | 7,646   | 7,646   |
| 长期借款        | 0       | 6,789    | 6,789   | 6,789   | 6,789   |
| 其他长期负债      | 848     | 857      | 857     | 857     | 857     |
| 负债合计        | 13,845  | 24,051   | 20,361  | 24,033  | 23,781  |
| 负债和股东权益合计   | 62,772  | 78,524   | 80,404  | 90,972  | 98,801  |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

**002468.SZ**
**增持**

市场价格:人民币 11.22

板块评级:强于大市

**股价表现**


| (%)    | 今年至今 | 1个月   | 3个月   | 12个月 |
|--------|------|-------|-------|------|
| 绝对     | 9.9  | (2.2) | (0.1) | 0.6  |
| 相对深圳成指 | 11.2 | 0.8   | 7.4   | 13.1 |

|                   |           |
|-------------------|-----------|
| 发行股数 (百万)         | 1,530.80  |
| 流通股 (百万)          | 1,492.05  |
| 总市值 (人民币 百万)      | 17,175.60 |
| 3个月日均交易额 (人民币 百万) | 116.74    |
| 主要股东              |           |
| 上海德域实业发展有限公司      | 25        |

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以2023年7月18日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 物流

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

## 申通快递

### 经营改善驱动业绩增长, 公司上行动力充足

公司聚焦快递主赛道, 坚定实施“三年百亿”产能提升计划。2022年全年实施82个产能提升项目, 推动公司常态吞吐能力站上了日均5000万单量级。2023年, 将继续坚定地投入基础设施建设, 全年计划实施37个产能提升项目, 预计到2023年底公司常态吞吐产能将达到日均5500万单。2023Q1公司完成业务量33.56亿票, 同比增长24.34%。我们假设2023-2025年件量增速为17.00%/15.00%/12.00%, 单票收入增速为1.21%/1.08%/1.02%, 对应2023-2025年营业收入为397.83/462.66/523.70亿元。首次覆盖给予**增持**评级。

#### 支撑评级的要点

- **转型升级迎来收获期叠加监管政策效果显著, 公司业绩扭亏为盈。**公司2022年实现营业收入为336.71亿元, 同比增长33.32%; 快递业务量完成129.48亿件, 同比增长16.87%, 实现归属于母公司股东净利润2.88亿元, 同比增长131.64%, 2023Q1, 公司完成营业收入87.4亿元, 同比增长22.25%; 实现归母净利润1.33亿元, 同比增长24.91%。公司业绩扭转后稳中有升。
- **公司实施网络化管理, 末端网点覆盖率得到提高。**公司深入实施了末端网点扁平化改革, 公司网点数量快速增长, 区域覆盖率得到显著提升。2022年末, 公司全网独立网点达到4850余家, 同比增长5.2%; 地市级区域网络覆盖率达100%, 区县级区域网络覆盖率达99.5%, 服务站点及门店达到45000余家, 全网常态快递员数量约16.11万人, 公司快递服务网络已遍及全国。
- **产能释放叠加规模优势, 公司业绩上行动力充足。**公司22年完成了82个产能提升项目, 吞吐产能拓展至5000万件/日, 为了提升产能利用率, 公司规模诉求较强。公司23年5月完成业务量录得15.03亿票, 同比增长49.85%, 件量带来的规模效应下有助于企业优化单票成本, 进一步推动产能的释放, 预计23年业绩进一步改善。

#### 估值

- 考虑单票价格保持稳定以及公司持续降本增效, 预计2023-2025年收入分别为397.83、462.66、523.70亿元, 归母净利润分别为7.57、9.39、13.85亿元; EPS分别为0.49、0.61、0.90元, 对应22.7/18.3/12.4倍PE。首次覆盖给予**增持**评级。

#### 评级面临的主要风险

- 宏观经济下滑、政策管控风险、价格战恶化。

#### 投资摘要

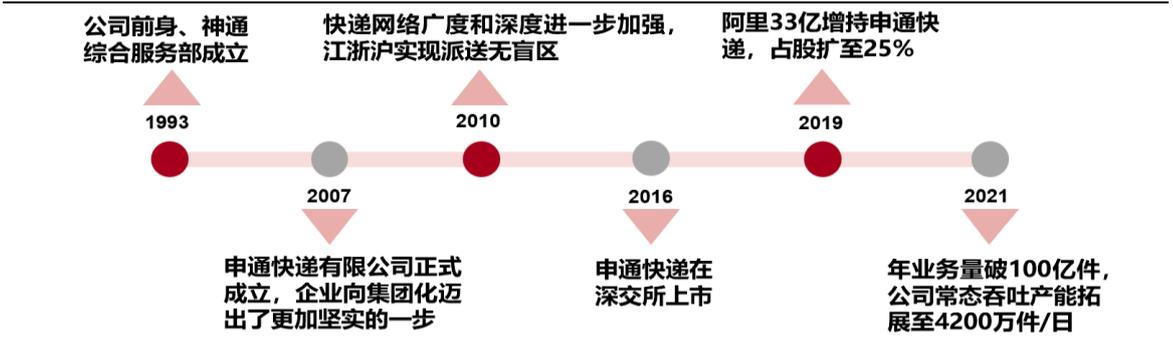
| 年结日: 12月31日     | 2021      | 2022    | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|-----------|---------|--------|--------|--------|
| 主营收入(人民币 百万)    | 25,255    | 33,671  | 39,783 | 46,266 | 52,370 |
| 增长率(%)          | 17.1      | 33.3    | 18.2   | 16.3   | 13.2   |
| EBITDA(人民币 百万)  | 327       | 1,794   | 3,009  | 3,362  | 4,051  |
| 归母净利润(人民币 百万)   | (909)     | 288     | 757    | 939    | 1,385  |
| 增长率(%)          | (2,603.2) | (131.6) | 163.0  | 24.0   | 47.5   |
| 最新股本摊薄每股收益(人民币) | (0.59)    | 0.19    | 0.49   | 0.61   | 0.90   |
| 市盈率(倍)          | (18.9)    | 59.7    | 22.7   | 18.3   | 12.4   |
| 市净率(倍)          | 2.2       | 2.1     | 2.0    | 1.8    | 1.6    |
| EV/EBITDA(倍)    | 52.8      | 12.9    | 6.9    | 5.4    | 4.0    |
| 每股股息(人民币)       | 0.0       | 0.0     | 0.1    | 0.1    | 0.2    |
| 股息率(%)          | 0.0       | 0.0     | 0.9    | 1.1    | 1.6    |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 1. 历史沿革：多年位居行业前列，持续夯实基础设施底盘

1993年，公司前身神通综合服务部成立。2007年，申通快递有限公司正式成立，企业向集团化迈出了更加坚实的一步。到了2014年，申通业务完成24亿元，同比增长50%，件量在规模性快递企业中保持领先。2016年，公司在深交所上市。2017年，申通快递与布达佩斯机场集团以及欧洲领先物流企业EKOL LOGISTICS共同签署战略合作谅解备忘录，共同打造“一带一路”中欧国际转运中心。2019年，阿里33亿增持申通快递，占股扩至25%，申通还与阿里围绕全链路数字化升级、国内国际供应链业务、末端网络优化等方面形成全面深度合作。2021年快递年业务量首破100亿件，年底公司常态吞吐产能拓展至4200万件/日。

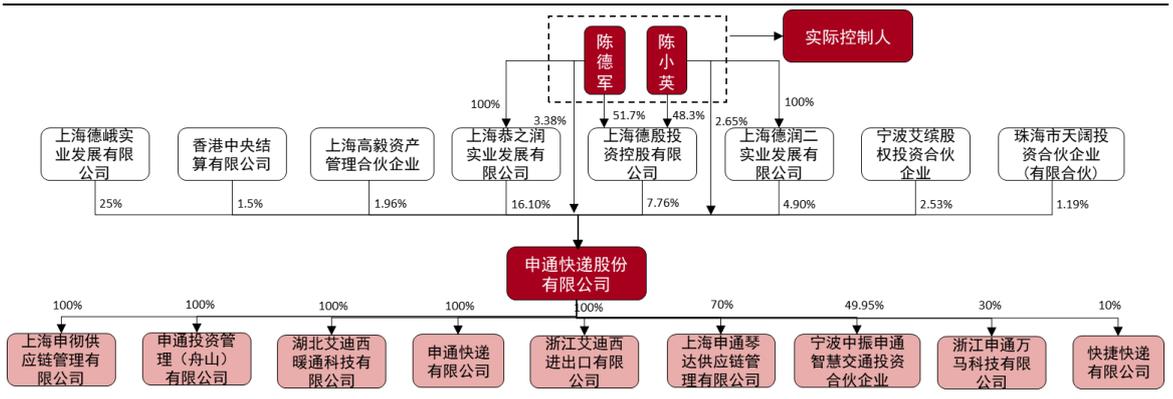
图表163. 申通快递历史沿革



资料来源：公司公告，中银证券

公司实控人为陈德英、陈小英，第一大股东为阿里实控的上海德峨实业发展有限公司，持股比例为25%。截至2022年3月31日，陈德英与陈小英合计持有公司股份34.79%，对申通拥有实际控制权。2022年12月27日，申通快递控股股东和实际控制人与阿里方面签署了《购股权延期协议》，将行权期限延长三年，行权价格从折合每股价格人民币20.80元调整至16.50元。若阿里全部行权，其将持有公司46%的股权，成为公司实际控制人。阿里申通此次再签约向市场释放出信号，阿里持续看好申通长期发展价值。

图表164. 申通快递股权架构示意图



资料来源：公司公告，中银证券

截至2023年3月31日

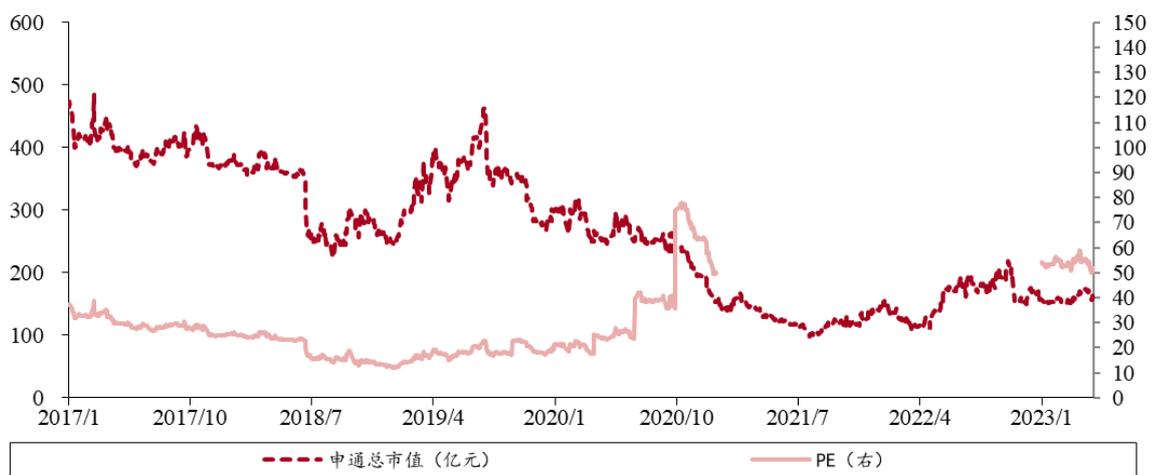
图表165. 申通快递十大股东

| 股东名称                      | 持股数量       | 占总股本 (%) | 持股比例较上期变动 (%) |
|---------------------------|------------|----------|---------------|
| 上海德峨实业发展有限公司              | 3.83 亿     | 25.00    | -             |
| 上海恭之润实业发展有限公司             | 2.45 亿     | 16.10    | -             |
| 上海德殷投资控股有限公司              | 1.19 亿     | 7.76     | -             |
| 上海德润二实业发展有限公司             | 7,500.93 万 | 4.90     | -             |
| 陈德军                       | 5,167.53 万 | 3.38     | -             |
| 陈小英                       | 4,058.91 万 | 2.65     | -             |
| 宁波艾缤股权投资合伙企业(有限合伙)        | 3,871.71 万 | 2.53     | -             |
| 上海高毅资产管理合伙企业 高毅邻山 1 号远望基金 | 3,000.00 万 | 1.96     | 新进            |
| 香港中央结算有限公司                | 2,298.44 万 | 1.50     | 0.07          |
| 珠海市天阔投资合伙企业(有限合伙)         | 1,825.93 万 | 1.19     | -             |

资料来源：公司公告，中银证券

截至 2023 年 3 月 31 日

图表166. 申通总市值变化



资料来源：IFIND，中银证券

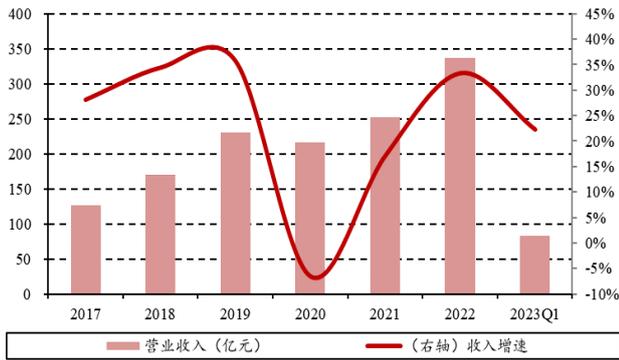
**2016-2019 年，基础设施投资力度不够和直营转型滞后导致申通产能不足。**申通在 2016 年有 80 个转运中心。2018 年申通自营转运中心数降至 68 个，此时申通和韵达的自营率分别为 91% 和 100%，均高于申通。加盟制令公司在中转机械设备方面的投入滞后于同行，导致转运中心在产能利用及中转效率上难以得到改善，产能的落后导致申通的市场占有率被持续挤压，从 2014 年的 16.5% 滑落到 2016 年的 10.4%，到 2022 年申通的市场份额已经跌至 11.7%。

**2019-2021 年，价格战叠加疫情冲击导致业务出现阶段性衰退。**2019 年由于行业发生激烈的价格战，行业单票收入显著降低，导致公司盈利能力受到明显影响。价格战叠加疫情影响，公司自 2020 年开始业绩下滑严重。申通快递 2020 年营业收入 215.7 亿元，营业收入同比下滑 6.6%；归母净利润为 3633 万元，同比下滑 97.4%；2021 年，申通营收 252.6 亿元，同比增加 17.1%，归母净利润亏损 9.09 亿元，同比下降 2625%，公司此时深陷亏损深渊，营业收入和净利润明显下滑，进入业绩低迷期。**四个因素叠加导致申通 21 年业绩承压。**一是价格战导致的单票收入有所下降；二是受场地搬迁、项目竣工延期等因素影响，整体单量吞吐规模受限，导致运营成本较高，产能利用率较低；三是公司当时加大了融资力度以扩大产能，导致财务费用上涨；四是公司对相关资产进行了减值，四重因素叠加导致公司出现大幅亏损。

2022 年至今，转型升级迎来收获期叠加监管政策效果显著，申通 2022 年迎来“拐点”。在当前快递行业同质化服务下，成本优势成为快递行业的核心竞争力，包括申通在内的快递巨头企业也正努力通过成本优化来打破低价格的桎梏，从而实现经营业绩的改善与市场份额的回升。为降低成本，在阿里的支持下，申通展开了数智化转型、产品体系优化和全方位的成本管控。为此，申通在转运中心直营、运力扩张、装备自动化、完善网点布局等方面都进行了大量的投入。2022 年，申通管理改善明显，同时加速产能布局，季度业绩环比修复。营收方面，在公司转运中心自营率不断提升的基础上，2021Q4 营收环比增速达到 41.6%，2022Q1 因受到疫情影响，环比增速有所下滑；利润方面，2022Q1 公司归母净利润达到 1.06 亿元，实现转正，在公司管理改善和行业单票回暖的双重影响下，公司盈利修复弹性较大。

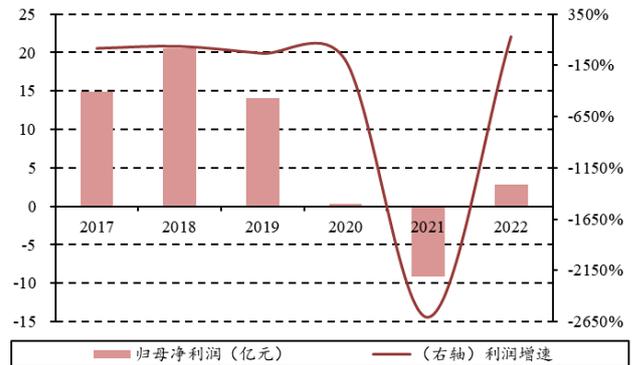
## 2. 盈利状况：至暗时刻已过，业绩迎来反弹拐点

图表167. 公司营业收入及增速



资料来源：公司年报，中银证券

图表168. 公司归母净利润及增速

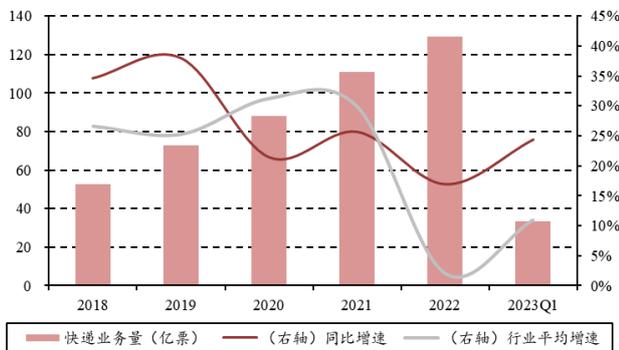


资料来源：公司年报，中银证券

随着单票收入逐渐上涨，申通 2022 年第一季度业绩有所回暖。申通 2022 年一季度实现扭亏为盈，归母净利润达到 1.06 亿元，同比增长 218.84%。盈利修复的势头也延续了全年，受益于业务量上涨，公司 2022 年实现归母净利润 2.88 亿元，同比增长达到 131.64%，单票收入 2.52 元，同比上涨约 13.46%，实现扭亏为盈。2023 年第一季度归母净利润达 1.33 亿元，同比上涨 24.91%。

公司业务量增速远超行业平均增速。2022 年，申通快递累计完成业务量 129.48 亿件，同比增长 16.9%，而行业平均业务量增速只有 2.10%，公司的增速是整个行业增速的 8 倍。2023 年第一季度，公司业务量达到 33.56 亿件，同比增长达到 24.34%。

图表169. 公司快递业务量及增速



资料来源：公司年报，中银证券

图表170. 公司单票收入 (元)



资料来源：公司年报，中银证券

## 3. 成本结构：当前规模下仍有优化空间

从成本结构看，申通单票运输与中转成本从 2018 年起逐年下降，直到 2021 年单票运费与单票中转费用分别是 0.43 元和 0.46 元。公司 2022 年受疫情冲击影响，成本端承压，单票运费、中转费达到 0.45 元和 0.47 元，同比分别上涨 5.8% 和 1.3%。

图表171. 2018-2022申通单票成本结构（元）



资料来源：公司年报，中银证券

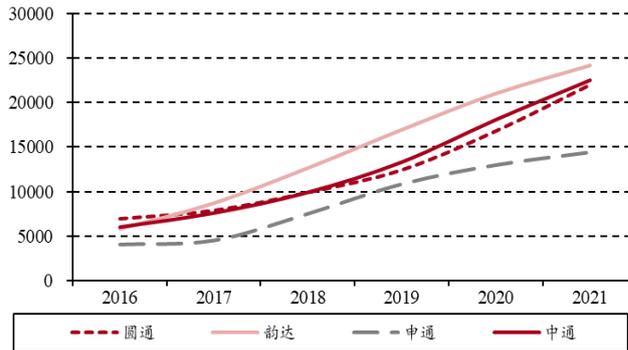
图表172 申通单票运输与中转成本（元）



资料来源：公司年报，中银证券

申通单个中转中心业务处理量不足，未能完全实现规模效益，导致其单票分拣成本高于行业平均水平。2021年末，圆通、韵达和中通的单个中转中心业务处理量分别是22057个、24213个和22515个，均达到20000个以上的水平。申通受制于业务规模量较小，单个中转中心业务处理量仅为14388件，仅为通达系平均值的69.2%。除此之外，申通在中转设备方面的投入晚于同行，导致短期内业绩承压，短时间内自动化程度低且人工成本高，在疫情冲击和人工短缺的情况下分拨效率低下。

图表173. 代表公司中转中心业务处理量（个）



资料来源：公司公告，中银证券

公司为改善运营效率，对快递网络进行了改革：

- 一、提高中转运输效率，加强在核心中转枢纽的重资产投入，提升中转分拣效率，加强枢纽吞吐能力；末端网点扁平化改革，整体成效明显。
- 二、对末端网点进行扁平化改革。扁平化之后公司的网点管理层级逐步缩减，网点数量快速增长，区域覆盖率得到显著提升。根据2022年公司年报，2022年末公司全网独立网点达到4,850余家，同比增长5.2%；全国地市级区域网络覆盖率达100%，区县级区域网络覆盖率达99.5%；全网服务站点及门店达45,000余家，公司全网常态快递员数量约16.11万人，已经形成了覆盖率较为全面的快递服务网络。

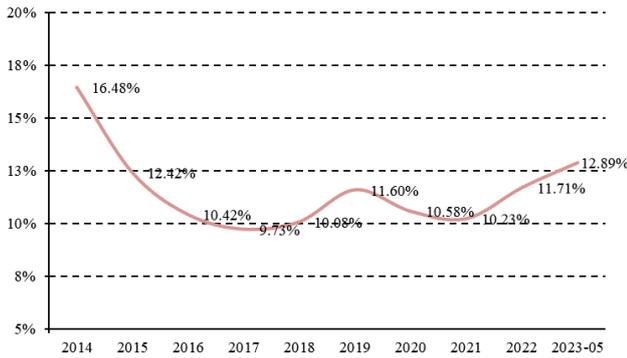
#### 4. 展望：产能释放叠加规模优势，公司业绩上行动力充足

2023年第一季度申通延续高增长势头，复苏态势显著。2023年5月申通完成业务量15.03亿票，同比增长49.85%；收入达到33.18亿元，同比增长29.96%，申通业务量增速与营收增速继续领跑行业。

业务量回暖将推动公司产能的释放。公司围绕“中转直营、网点加盟”的经营模式，通过新建以及升级改造转运中心的方式优化中转网络布局，持续投入基础设施建设，以扩充转运中心吞吐产能，做大做强枢纽转运能力。公司22年完成了82个产能提升项目，吞吐产能拓展至5000万件/日，为了提升产能利用率，公司规模诉求较强，随着行业进入旺季，快递件量将持续回暖，有助于企业优化单票成本，进一步推动产能的释放，预计23年业绩进一步改善。

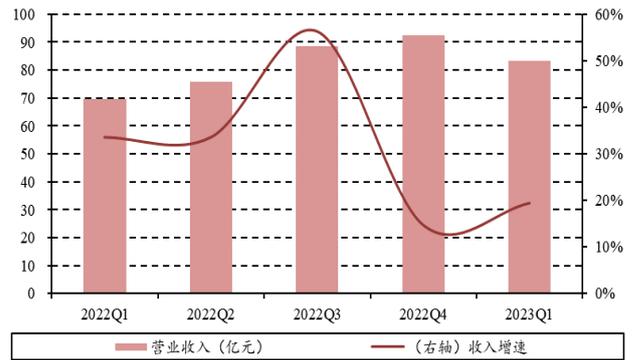
市占率稳步提升。得益于稳定的策略以及不断提升的产能，公司市占率均创下近四年新高，截至2023年5月，申通市占率达12.89%。

图表174. 2018-2023申通市占率



资料来源：公司年报，中银证券

图表175. 申通快递季度收入及增长变化



资料来源：公司年报，中银证券

## 5. 盈利预测与估值

**快递服务：**2023 年快递行业增长仍具备较强韧性，行业业务量将保持双位数以上增长。2023Q1 公司完成业务量 33.56 亿票，同比增长 24.34%，业务量增速远超行业平均水平。公司 23 年计划实施 37 个产能提项目，预计到 2023 年底公司常态吞吐产能将达到日均 5500 万单。基于此，我们假设 2023-2025 年件量增速为 17.00%/15.00%/12.00%，单票收入增速为 1.21%/1.08%/1.02%，对应 2023-2025 年快递服务收入为 385.77/448.44/507.37 亿元。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年营业总收入为 397.83/462.66/523.70 亿元。

图表176. 分拆业务盈利预测（人民币：亿元）

|            | 2019A  | 2020A   | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E   |
|------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业总收入(亿元)  | 230.89 | 215.65  | 252.54 | 336.71 | 397.83 | 462.66 | 523.70  |
| YOY(%)     | 35.72  | (6.60)  | 17.11  | 32.61  | 18.15  | 16.29  | 13.19   |
| 总毛利(亿元)    | 24.20  | 7.25    | 5.87   | 14.75  | 30.07  | 32.38  | 40.42   |
| 毛利率(%)     | 10.48  | 3.36    | 2.32   | 4.38   | 7.56   | 7.00   | 7.72    |
| 快递服务收入(亿元) | 226.10 | 210.90  | 245.98 | 325.77 | 385.77 | 448.44 | 507.37  |
| YOY(%)     | 35     | (7)     | 17     | 32     | 18     | 16     | 13      |
| 毛利(亿元)     | 22.89  | 5.61    | 5.39   | 13.80  | 34.40  | 41.17  | 52.19   |
| 毛利率(%)     | 10.1   | 2.7     | 2.2    | 4.2    | 8.9    | 9.2    | 10.3    |
| 件量(亿)      | 73.71  | 88.17   | 110.76 | 129.48 | 151.49 | 174.22 | 195.12  |
| YOY(%)     | 44.19  | 19.62   | 25.62  | 16.90  | 17.00  | 15.00  | 12.00   |
| 单票收入(元)    | 3.07   | 2.39    | 2.22   | 2.52   | 2.55   | 2.57   | 2.60    |
| YOY(%)     | (6.08) | (22.02) | (7.15) | 13.29  | 1.21   | 1.08   | 1.02    |
| 其他业务收入(亿元) | 4.79   | 4.75    | 6.56   | 10.94  | 12.06  | 14.22  | 16.33   |
| YOY(%)     | 51.1   | (0.8)   | 38.1   | 66.8   | 0.0    | 0.0    | 0.0     |
| 毛利(亿元)     | 1.32   | 1.64    | 0.48   | 0.95   | (4.33) | (8.78) | (11.77) |
| 毛利率(%)     | 27.5   | 34.6    | 7.4    | 8.7    | (35.9) | (61.8) | (72.1)  |

资料来源：公司公告，中银证券

根据以上盈利预测结果，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入为 397.83/462.66/523.70 亿元，同比增长 18.2%/16.3%/13.2%。预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 7.57/9.39/13.85 亿元，同比增长 163.04%/24.05%/47.55%，预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.49/0.61/0.90 元/股，对应 22.7/18.3/12.4 倍 PE。我们预计公司 2023-2025 年的 PB 为 2.0 倍、1.8 倍、1.6 倍，首次覆盖给予**增持**评级。

图表177. 分拆业务盈利预测 (人民币: 百万)

|                  | 2021A     | 2022A   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------------|-----------|---------|--------|--------|--------|
| 主营收入 (人民币 百万)    | 25,255    | 33,671  | 39,783 | 46,266 | 52,370 |
| 增长率 (%)          | 17.1      | 33.3    | 18.2   | 16.3   | 13.2   |
| EBITDA (人民币 百万)  | 327       | 1,794   | 3,009  | 3,362  | 4,051  |
| 归母净利润 (人民币 百万)   | (909)     | 288     | 757    | 939    | 1,385  |
| 增长率 (%)          | (2,603.2) | (131.6) | 163.0  | 24.0   | 47.5   |
| 最新股本摊薄每股收益 (人民币) | (0.59)    | 0.19    | 0.49   | 0.61   | 0.90   |
| 市盈率(倍)           | (18.9)    | 59.7    | 22.7   | 18.3   | 12.4   |
| 市净率(倍)           | 2.2       | 2.1     | 2.0    | 1.8    | 1.6    |
| EV/EBITDA (倍)    | 52.8      | 12.9    | 6.9    | 5.4    | 4.0    |
| 每股股息(人民币)        | 0.0       | 0.0     | 0.1    | 0.1    | 0.2    |
| 股息率 (%)          | 0.0       | 0.0     | 0.9    | 1.1    | 1.6    |

资料来源: 公司公告, 中银证券  
股票价格截至 2023 年 7 月 18 日

可比公司估值对比方面, 我们选取从事快递物流服务业务的公司, 包括顺丰控股、圆通速递、韵达股份、中通快递和德邦快递进行对比分析, 得到其 2023-2025 年平均 P/E 为 17.0 倍、13.4 倍、11.2 倍。对比中通快递 2023-2025 年 P/E 分别为 22.7 倍、18.3 倍、12.4 倍, 公司估值处于相对合理区间。

图表178. 可比公司相对估值

| 代码        | 简称   | PE    |       |       |       | ROE(%) |       |       |       |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|           |      | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E | 2022   | 2023E | 2024E | 2025E |
| 2057.HK   | 中通快递 | 22.96 | 18.43 | 15.33 | 12.96 | 12.60  | 13.60 | 14.23 | 14.58 |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 45.80 | 26.00 | 20.13 | 16.12 | 7.16   | 9.41  | 11.00 | 12.32 |
| 002120.SZ | 韵达股份 | 28.14 | 11.26 | 8.60  | 7.39  | 8.74   | 13.14 | 15.06 | 15.29 |
| 600233.SH | 圆通速递 | 17.63 | 12.29 | 10.28 | 9.05  | 14.70  | 14.63 | 15.32 | 15.32 |
| 603056.SH | 德邦股份 | 32.97 | 16.83 | 12.56 | 10.45 | 9.37   | 12.85 | 14.93 | 15.34 |
|           | 平均数  | 29.50 | 16.96 | 13.38 | 11.19 | 10.51  | 12.73 | 14.11 | 14.57 |
| 002486.SZ | 中通快递 | 59.70 | 22.69 | 18.30 | 12.40 | 3.52   | 8.63  | 9.86  | 13.03 |

资料来源: 万得, 中银证券

注: 可比公司数据来自万得一致预测, 截止时间 2023 年 7 月 18 日

## 6. 风险提示

- ①价格战恶化。**快递公司 23 年第一季度单票价格出现普遍下滑, 头部公司进入存量市场争夺阶段, 有可能引起恶性价格战, 对公司经营产生不利影响。
- ②燃油价格大幅上升风险。**燃油成本的波动将影响快递公司的中转及运输成本, 一定程度上波及到快递企业的利润水平。鉴于全球政治和经济形势日趋复杂, 未来燃油价格的走势存在较大的不确定性, 如果燃油价格上涨, 将对公司的运输成本控制带来压力。
- ③宏观经济不及预期。**宏观经济的衰弱将影响电商需求, 将对快递业的发展以及公司的业绩造成不利影响。
- ④监管政策出现变化。**如果监管法规或行业标准发生重大变化而企业未能及时作出相应调整, 或者国家对快递行业的政策支持减少且现有支持政策的执行效果不如预期, 都可能对企业的经营业绩产生不利影响。
- ⑤人工成本增加。**人工成本上涨将对企业成本控制带来压力。

### 利润表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日    | 2021    | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入          | 25,255  | 33,671 | 39,783 | 46,266 | 52,370 |
| 营业收入           | 25,255  | 33,671 | 39,783 | 46,266 | 52,370 |
| 营业成本           | 24,667  | 32,196 | 36,777 | 43,028 | 48,328 |
| 营业税金及附加        | 52      | 59     | 75     | 87     | 99     |
| 销售费用           | 155     | 178    | 227    | 264    | 299    |
| 管理费用           | 567     | 685    | 851    | 990    | 1,121  |
| 研发费用           | 108     | 124    | 186    | 217    | 245    |
| 财务费用           | 156     | 192    | 223    | 164    | 115    |
| 其他收益           | 2       | 3      | 3      | 3      | 3      |
| 资产减值损失         | (729)   | (73)   | (401)  | (237)  | (319)  |
| 信用减值损失         | (50)    | (78)   | (44)   | (44)   | (44)   |
| 资产处置收益         | (25)    | (24)   | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益       | 12      | (12)   | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益           | 103     | 104    | 75     | 87     | 92     |
| 汇兑收益           | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润           | (927)   | 487    | 1,076  | 1,324  | 1,894  |
| 营业外收入          | 21      | 32     | 27     | 29     | 28     |
| 营业外支出          | 94      | 156    | 125    | 141    | 133    |
| 利润总额           | (1,000) | 363    | 978    | 1,213  | 1,789  |
| 所得税            | (89)    | 90     | 164    | 203    | 300    |
| 净利润            | (911)   | 274    | 814    | 1,009  | 1,489  |
| 少数股东损益         | (2)     | (14)   | 57     | 71     | 104    |
| 归母净利润          | (909)   | 288    | 757    | 939    | 1,385  |
| EBITDA         | 327     | 1,794  | 3,009  | 3,362  | 4,051  |
| EPS(最新股本摊薄, 元) | (0.59)  | 0.19   | 0.49   | 0.61   | 0.90   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日      | 2021          | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>7,099</b>  | <b>5,203</b>  | <b>5,648</b>  | <b>7,863</b>  | <b>10,074</b> |
| 现金及等价物           | 2,235         | 2,166         | 2,560         | 4,446         | 6,428         |
| 应收帐款             | 851           | 935           | 1,175         | 1,279         | 1,499         |
| 应收票据             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 存货               | 55            | 44            | 68            | 63            | 85            |
| 预付账款             | 246           | 304           | 324           | 411           | 415           |
| 合同资产             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动资产           | 3,713         | 1,754         | 1,521         | 1,665         | 1,648         |
| <b>非流动资产</b>     | <b>11,668</b> | <b>15,129</b> | <b>14,230</b> | <b>13,431</b> | <b>12,353</b> |
| 长期投资             | 489           | 566           | 716           | 796           | 876           |
| 固定资产             | 5,663         | 7,357         | 8,046         | 7,976         | 7,682         |
| 无形资产             | 1,450         | 1,536         | 1,498         | 1,465         | 1,427         |
| 其他长期资产           | 4,067         | 5,670         | 3,970         | 3,194         | 2,368         |
| <b>资产合计</b>      | <b>18,767</b> | <b>20,332</b> | <b>19,878</b> | <b>21,293</b> | <b>22,427</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>8,309</b>  | <b>9,023</b>  | <b>9,793</b>  | <b>10,639</b> | <b>10,439</b> |
| 短期借款             | 3,672         | 1,909         | 3,104         | 2,000         | 2,000         |
| 应付账款             | 2,513         | 3,261         | 3,335         | 4,382         | 4,286         |
| 其他流动负债           | 2,123         | 3,853         | 3,354         | 4,257         | 4,153         |
| <b>非流动负债</b>     | <b>2,581</b>  | <b>3,102</b>  | <b>1,217</b>  | <b>967</b>    | <b>1,092</b>  |
| 长期借款             | 150           | 729           | 500           | 500           | 500           |
| 其他长期负债           | 2,431         | 2,373         | 717           | 467           | 592           |
| <b>负债合计</b>      | <b>10,890</b> | <b>12,125</b> | <b>11,010</b> | <b>11,606</b> | <b>11,531</b> |
| 股本               | 422           | 422           | 422           | 422           | 422           |
| 少数股东权益           | 49            | 38            | 95            | 165           | 269           |
| 归属母公司股东权益        | 7,828         | 8,169         | 8,773         | 9,522         | 10,627        |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>18,767</b> | <b>20,332</b> | <b>19,878</b> | <b>21,293</b> | <b>22,427</b> |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日       | 2021           | 2022           | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润               | (911)          | 274            | 814            | 1,009          | 1,489          |
| 折旧摊销              | 1,400          | 1,517          | 1,788          | 1,964          | 2,136          |
| 营运资金变动            | 422            | 654            | 78             | 1,315          | (277)          |
| 其它                | 1,010          | 156            | 573            | 302            | 348            |
| <b>经营活动现金流</b>    | <b>1,920</b>   | <b>2,600</b>   | <b>3,252</b>   | <b>4,591</b>   | <b>3,697</b>   |
| 资本支出              | (2,873)        | (3,592)        | (1,171)        | (1,306)        | (1,306)        |
| 投资变动              | (491)          | 2,335          | (71)           | (70)           | (70)           |
| 其他                | (332)          | 461            | 55             | 77             | 82             |
| <b>投资活动产生的现金流</b> | <b>(3,696)</b> | <b>(796)</b>   | <b>(1,187)</b> | <b>(1,299)</b> | <b>(1,294)</b> |
| 银行借款              | 1,453          | (1,184)        | 966            | (1,104)        | 0              |
| 股权融资              | (2,200)        | (1,566)        | (153)          | (190)          | (280)          |
| 其他                | 1,570          | 963            | (2,485)        | (111)          | (141)          |
| <b>筹资活动现金流</b>    | <b>824</b>     | <b>(1,788)</b> | <b>(1,672)</b> | <b>(1,405)</b> | <b>(421)</b>   |
| <b>净现金流</b>       | <b>(952)</b>   | <b>17</b>      | <b>393</b>     | <b>1,886</b>   | <b>1,982</b>   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 财务指标

| 年结日: 12月31日      | 2021      | 2022    | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-----------|---------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>      |           |         |       |       |       |
| 营业收入增长率(%)       | 17.1      | 33.3    | 18.2  | 16.3  | 13.2  |
| 营业利润增长率(%)       | (907.0)   | (152.5) | 121.0 | 23.0  | 43.1  |
| 归属于母公司净利润增长率(%)  | (2,603.2) | (131.6) | 163.0 | 24.0  | 47.5  |
| 息税前利润增长(%)       | 890.2     | (125.9) | 339.7 | 14.5  | 36.9  |
| 息税折旧前利润增长(%)     | (54.2)    | 448.5   | 67.7  | 11.7  | 20.5  |
| EPS(最新股本摊薄)增长(%) | (2,603.2) | (131.6) | 163.0 | 24.0  | 47.5  |
| <b>获利能力</b>      |           |         |       |       |       |
| 息税前利润率(%)        | (4.2)     | 0.8     | 3.1   | 3.0   | 3.7   |
| 营业利润率(%)         | (3.7)     | 1.4     | 2.7   | 2.9   | 3.6   |
| 毛利率(%)           | 2.3       | 4.4     | 7.6   | 7.0   | 7.7   |
| 归母净利润率(%)        | (3.6)     | 0.9     | 1.9   | 2.0   | 2.6   |
| ROE(%)           | (11.6)    | 3.5     | 8.6   | 9.9   | 13.0  |
| ROIC(%)          | (8.7)     | 1.3     | 8.2   | 11.0  | 16.0  |
| <b>偿债能力</b>      |           |         |       |       |       |
| 资产负债率            | 0.6       | 0.6     | 0.6   | 0.5   | 0.5   |
| 净负债权益比           | 0.5       | 0.5     | 0.3   | (0.0) | (0.2) |
| 流动比率             | 0.9       | 0.6     | 0.6   | 0.7   | 1.0   |
| <b>营运能力</b>      |           |         |       |       |       |
| 总资产周转率           | 1.5       | 1.7     | 2.0   | 2.2   | 2.4   |
| 应收账款周转率          | 27.9      | 37.7    | 37.7  | 37.7  | 37.7  |
| 应付账款周转率          | 10.1      | 11.7    | 12.1  | 12.0  | 12.1  |
| <b>费用率</b>       |           |         |       |       |       |
| 销售费用率(%)         | 0.6       | 0.5     | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| 管理费用率(%)         | 2.2       | 2.0     | 2.1   | 2.1   | 2.1   |
| 研发费用率(%)         | 0.4       | 0.4     | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 财务费用率(%)         | 0.6       | 0.6     | 0.6   | 0.4   | 0.2   |
| <b>每股指标(元)</b>   |           |         |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)       | (0.6)     | 0.2     | 0.5   | 0.6   | 0.9   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)    | 1.3       | 1.7     | 2.1   | 3.0   | 2.4   |
| 每股净资产(最新摊薄)      | 5.1       | 5.3     | 5.7   | 6.2   | 6.9   |
| 每股股息             | 0.0       | 0.0     | 0.1   | 0.1   | 0.2   |
| <b>估值比率</b>      |           |         |       |       |       |
| P/E(最新摊薄)        | (18.9)    | 59.7    | 22.7  | 18.3  | 12.4  |
| P/B(最新摊薄)        | 2.2       | 2.1     | 2.0   | 1.8   | 1.6   |
| EV/EBITDA        | 52.8      | 12.9    | 6.9   | 5.4   | 4.0   |
| 价格/现金流(倍)        | 8.9       | 6.6     | 5.3   | 3.7   | 4.6   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 3988 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371