

快递公司加速进出口跨境电商物流能力建设，发力国际业务

核心观点

- 1) 中通与中免达成合作，邮政、顺丰离岛免税项目启动。本周，海南顺丰、邮政及中通先后与中免离岛免税项目已达成正式合作。中免集团在离岛免税业务中采用“源头集包，定制邮路”的方式，确保高峰期快递的顺畅流通。
- 2) 京东快递国际再开美洲、大洋洲 13 个国家寄递服务，近 1 月连拓超 30 国。近日，在持续拓展亚洲国家的同时，京东快递国际还进一步拓展了大洋洲、南美洲及北美洲国家的快递寄递服务。
- 3) 菜鸟与快手跨境合作进口物流。菜鸟与快手跨境在进口物流方面的合作已超过 3 年。凭借着优质的进口全场景物流供应链服务，菜鸟已是快手跨境商家的核心合作物流服务商。

行业动态信息

行业综述：从交运各子板块相对沪深 300 的表现来看，本周（11 月 4 日-11 月 8 日）交运板块整体上涨。其中：物流综合板块上涨 6.61%，其中快递板块涨幅 5.72%。

快递：快递公司加速进出口跨境电商物流能力建设，发力国际业务

中通与中免达成合作，邮政、顺丰离岛免税项目启动。中免离岛免税项目是中国海南省的重要商业项目，旨在促进离岛免税购物，吸引游客和消费者。本周，海南顺丰、邮政及中通先后与中免离岛免税项目已达成正式合作。中免集团在离岛免税业务中采用“源头集包，定制邮路”的方式，确保高峰期快递的顺畅流通。在“双 11”期间，三家快递公司为中免集团提供了高效的运作支持，成功完成了免税包裹的首单投递，展现了其快速响应和无缝对接的能力。

京东快递国际再开美洲、大洋洲 13 个国家寄递服务，近 1 月连拓超 30 国。近日，在持续拓展亚洲国家的同时，京东快递国际还进一步拓展了大洋洲、南美洲及北美洲国家的快递寄递服务，京东快递国际已完成三大洲 13 个国家的快递寄递服务，包括澳大利亚、新西兰、巴西、阿根廷、巴拿马、哥伦比亚、玻利维亚、厄瓜多尔、秘鲁、乌拉圭、智利、委内瑞拉、苏里南等国家，这些国家的消费者将能够收到来自中国的京东快递。

菜鸟与快手跨境合作进口物流。菜鸟与快手跨境在进口物流方面的合作已超过 3 年。凭借着优质的进口全场景物流供应链服务，菜鸟已是快手跨境商家的核心合作物流服务商。目前，快手电商在菜鸟进口供应链中心仓已有数千家跨境保税商家。目前在全球进口供应链业务方面，菜鸟已在全国超过 40 个保税区，布局了超过 100 个专业保税仓，运输网络覆盖全国 76 个收货城市，进而为品牌商家提供进口全场景物流供应链服务。

物流

维持

强于大市

梁骁

liangxiaobj@csc.com.cn

010-56135284

SAC 编号:S1440524050005

韩军

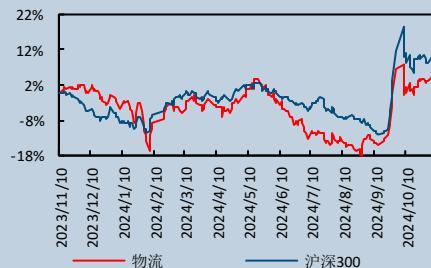
hanjunbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519110001

SFC 编号:BRP908

发布日期：2024 年 11 月 11 日

市场表现



相关研究报告

目录

一、行情综述：快递板块上涨.....	1
1.1 A 股市场：快递板块上涨.....	1
1.2 港股及海外市场：快递板块上涨.....	2
二、行业动态：快递公司加速进出口跨境电商物流能力建设，发力国际业务.....	3
2.1 件量：9 月快递业务量同比增长 18.7%.....	3
2.2 价格：9 月快递单票收入为 7.94 元/件，同比下降 7.08%.....	6
2.3 上游：9 月份实物商品网络零售额同比增长 6.4%.....	7
三、竞争格局：顺丰积极的量价策略带来较好的市占率提升.....	9
四、投资评价和建议.....	11
4.1 快递：维持中通快递和申通快递“买入”评级.....	11
4.2 跨境物流：跨境电商出海淘金大浪依旧，锁定拥有稀缺性资源的物流“卖水人”.....	12
风险分析.....	12

图目录

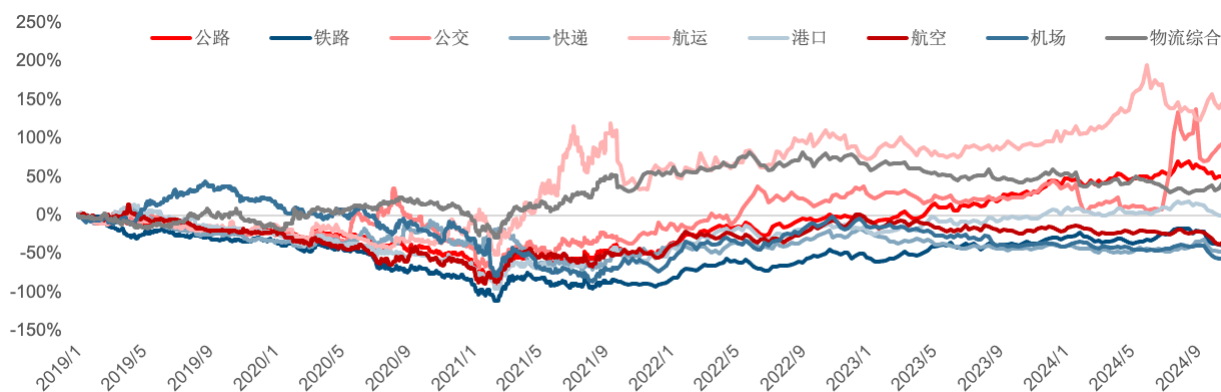
图 1: 交通运输行业各子板块与沪深 300 的超额收益.....	1
图 2: 交通运输行业涨跌幅股票排名前十（单位：%）.....	1
图 3: 快递板块涨跌幅表现（单位：%）.....	1
图 4: A 股市场快递物流板块主要标的股价表现及估值	1
图 5: 港股及海外市场快递物流板块主要标的股价表现及估值.....	2
图 6: 第 44 周邮政快递揽收/派送约 39.58/39.13 亿件，周环比下降 4.67%/下降 5.53%，周同比上涨 22.39%/上涨 28.17%；	3
图 7: 全国整车货运流量约为 2019 年日均值的 131.26%	3
图 8: 新疆整车货运流量约为 2019 年日均值的 176.58%	3
图 9: 甘肃整车货运流量约为 2019 年日均值 174.18%	4
图 10: 广西整车货运流量约为 2019 年日均值 171.09%.....	4
图 11: 11 月 8 日新疆、甘肃、广西整车货运流量同比分别提升 97.6pct、26pct、13.4pct.....	4
图 12: 规模以上快递业务收入同比增速（亿元，%）	4
图 13: 规模以上快递业务量增速（亿件，%）	5
图 14: 同城、异地、国际快递收入及同比（亿元，%）	5
图 15: 同城、异地、国际快递业务量及同比（亿件，%）	5
图 16: 东、中、西部地区快递收入及同比（亿元，%）	6
图 17: 东、中、西部地区快递业务量及同比（亿件，%）	6
图 18: 规模以上快递业务单票收入及同比（元，%）	6
图 19: 同城、异地快递业务单票价格变化（元，%）	6
图 20: 东、中、西部单票价格变化（元，%）	6
图 21: 中国社会消费品零售总额同比增速（%）	7
图 22: 中国实物网上零售额累计同比增速（亿元，%）	7
图 23: 实物商品网上零售额占比（%）	7
图 24: 网上商品零售额吃穿用累计同比增速（%）	7
图 25: 中国电商物流指数(ELI)	8
图 26: 快递服务品牌集中度指数 CR8（单位：%）	9
图 27: 快递企业增速出现分化（单位：%）	9
图 28: 快递企业月度市占率变化（单位：%）	9
图 29: 快递企业单票收入（元/票）	9
图 31: 2023 年 Q4 主要快递企业申诉情况.....	10
图 32: 2023 年 Q4 快递服务申诉情况.....	10
图 33: 全球主要快递企业 PE(TTM)变化情况.....	11
图 34: 全球主要快递企业 EV/EBITDA 变化情况	11

一、行情综述：快递板块上涨

1.1 A股市场：快递板块上涨

从交运各子板块相对沪深 300 的表现来看，本周（11 月 4 日-11 月 8 日）交运板块整体上涨。其中：物流综合板块上涨 6.61%，其中快递板块涨幅 5.72%。

图 1: 交通运输行业各子板块与沪深 300 的超额收益



数据来源: Wind, 中信建投

图 2: 交通运输行业涨跌幅股票排名前十（单位：%）

排名	证券简称	涨幅	证券简称	跌幅
1	海航控股	46.7	中远海控	-3.8
2	中信海直	35.3	德邦股份	-3.0
3	传化智联	29.5	大众交通	-2.4
4	西部创业	28.8	招商公路	-1.5
5	东方嘉盛	17.6	中远海能	-1.1
6	华鹏飞	17.6	中远海特	-0.5
7	申通地铁	17.0	招商港口	-0.2
8	重庆港	15.7		
9	ST锦港	15.6		
10	安通控股	14.4		

数据来源: Wind, 中信建投

图 3: 快递板块涨跌幅表现（单位：%）

排名	证券简称	涨幅	证券简称	跌幅
1	圆通速递	4.37%	德邦股份	-2.99%
2	韵达股份	3.99%		
3	申通快递	3.58%		
4	顺丰控股	2.21%		
5				

数据来源: Wind, 中信建投

图 4: A 股市场快递物流板块主要标的股价表现及估值

细分行业	上市公司	股票代码	市值 (亿元)	周涨跌幅	年初至今 涨幅	PE (TIM)	PB	EV/EBITDA
快递	顺丰控股	002352.SZ	2,163.43	2.21%	-18.09%	22.57	2.44	8.62
	申通快递	002468.SZ	172.52	3.58%	9.35%	22.34	1.83	10.50
	圆通速递	600233.SH	592.95	4.37%	-11.00%	14.85	1.94	8.49
	韵达股份	002120.SZ	249.62	3.99%	-38.64%	13.36	1.26	6.01
	德邦股份	603056.SH	146.44	-2.99%	-31.12%	18.50	1.82	4.75

数据来源: Wind, 中信建投

1.2 港股及海外市场：快递板块上涨

图 5: 港股及海外市场快递物流板块主要标的股价表现及估值

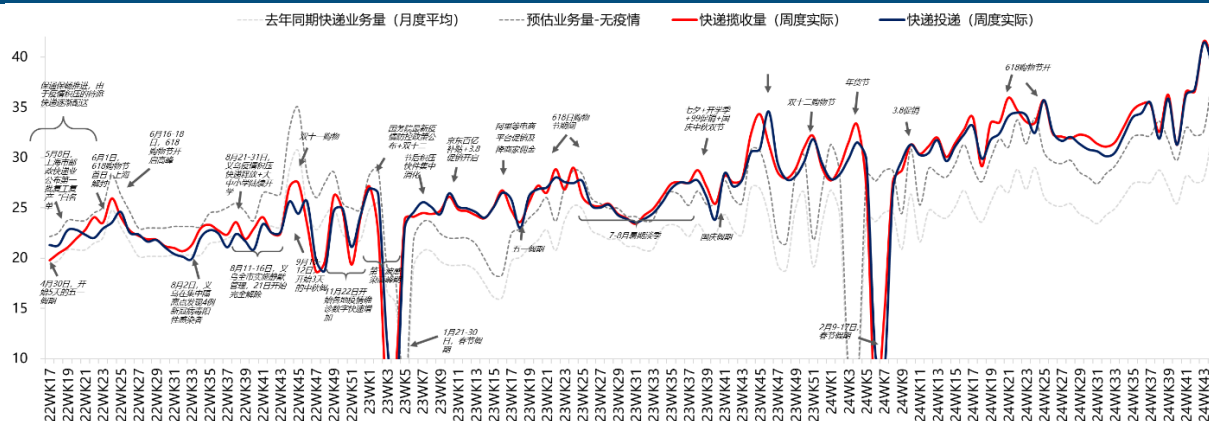
细分行业	上市公司	股票代码	市值 (亿美元)	周涨跌幅	年初至今涨幅	PE (TIM)	PB	EV/EBITDA
快递	联合包裹服务 (UPS)	UPS.N	1144.80	0.07	-11.65	20.20	8.03	10.94
	联邦快递 (FEDEX)	FDX.N	691.95	3.23	13.69	17.12	2.86	7.96
	中通快递	ZTO.N	184.51	-1.39	12.09	15.33	2.42	10.43
	百世集团	BEST.N	0.54	0.37	6.21	-0.53	0.17	-2.85
	中通快递	2057.HK	181.51	-4.18	12.53	15.02	2.37	10.22
	京东物流	2618.HK	136.57	0.38	63.80	27.54	2.29	6.35
	极兔速递-W	1519.HK	55,969,428,237.00	0.48	-60.24	-16.58	2.60	-12.27
快运	安能物流	9956.HK	12.04	-0.49	44.01	13.70	3.51	4.50
零担货运	统领货运线	ODFL.O	475.91	10.91	10.43	38.20	12.93	24.28
	TFI INTERNATIONAL	TFII.N	124.25	11.40	9.10	26.44	5.60	12.42
仓储物流	ESR	1821.HK	59.54	1.49	2.06	-19.49	1.52	15.26
跨境物流	中国外运	0598.HK	32.66	-1.42	16.11	5.89	0.63	
	嘉里物流	0636.HK	16.70	-2.97	-10.12	10.34	0.62	3.59
	嘉泓物流	2130.HK	1.38	1.70	-40.64	20.01	2.67	6.41
卡车运输	JB 亨特运输服务	JBHT.O	190.07	4.17	-4.95	33.41	6.10	11.80
	KNIGHT-SWIFT	KNX.N	93.06	8.60	0.65	248.32	1.42	10.86
	SCHNEIDER NATIONAL	SNDR.N	53.45	7.39	21.32	47.81	2.21	7.80
	沃纳企业	WERN.O	24.87	7.17	-3.94	39.43	1.87	
货运代理	DSV PANALPINA	0JN9.L	461.58	-0.68	26.41	26.05	4.33	
	Kuehne+Nagel (KNIN)	KNIN.SIX	282.62	-3.77	-24.77	21.80	7.73	9.38
	罗宾逊全球物流	CHRW.O	127.56	5.98	27.60	36.72	6.31	27.91
	XPO LOGISTICS	XPO.N						
合同物流	GXO LOGISTICS	GXO.N	175.28	15.66	71.91	47.37	15.40	29.71
车货匹配平台	满帮集团	YMM.N	72.19	3.14	-1.21	67.47	3.07	15.07

数据来源: Wind, 中信建投

二、行业动态：快递公司加速进出口跨境电商物流能力建设，发力国际业务

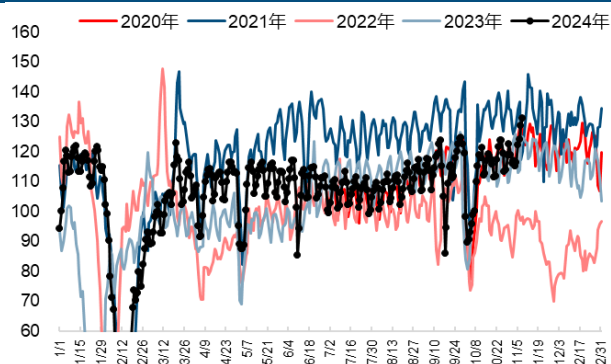
2.1 件量：9 月快递业务量同比增长 18.7%

图 6: 第 44 周邮政快递揽收/派送约 39.58/39.13 亿件，周环比下降 4.67%/下降 5.53%，周同比上涨 22.39%/上涨 28.17%;



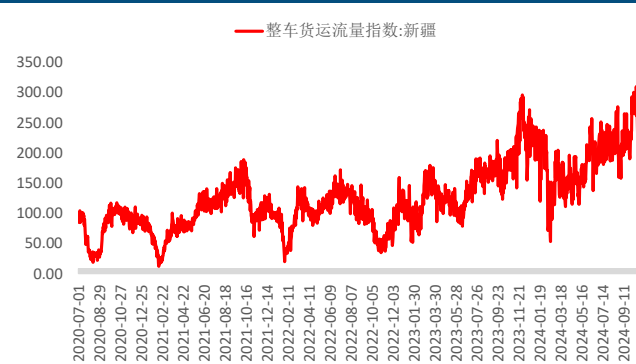
数据来源：交通运输部，中信建投；单位：亿件

图 7: 全国整车货运流量约为 2019 年日均值的 131.26%



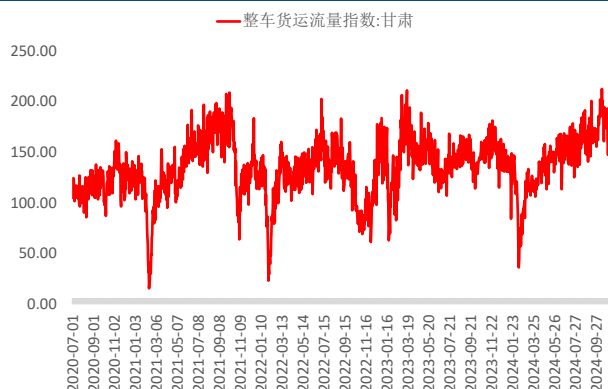
数据来源：G7 易流，中信建投

图 8: 新疆整车货运流量约为 2019 年日均值的 176.58%



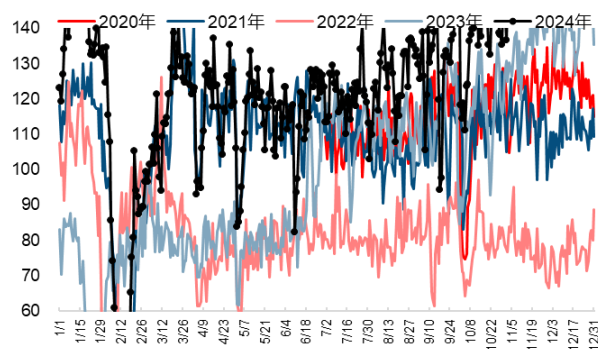
数据来源：G7 易流，中信建投

图 9:甘肃整车货运流量约为 2019 年日均值 174.18%



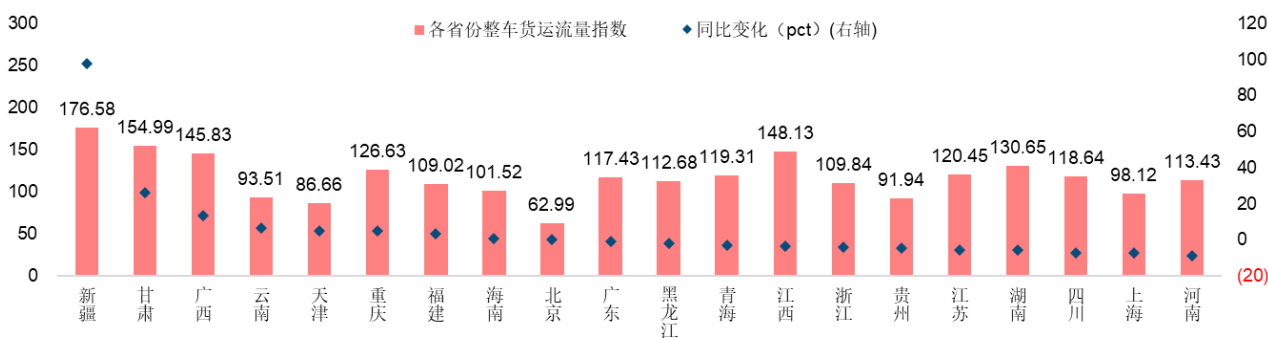
数据来源: G7 易流, 中信建投

图 10:广西整车货运流量约为 2019 年日均值 171.09%



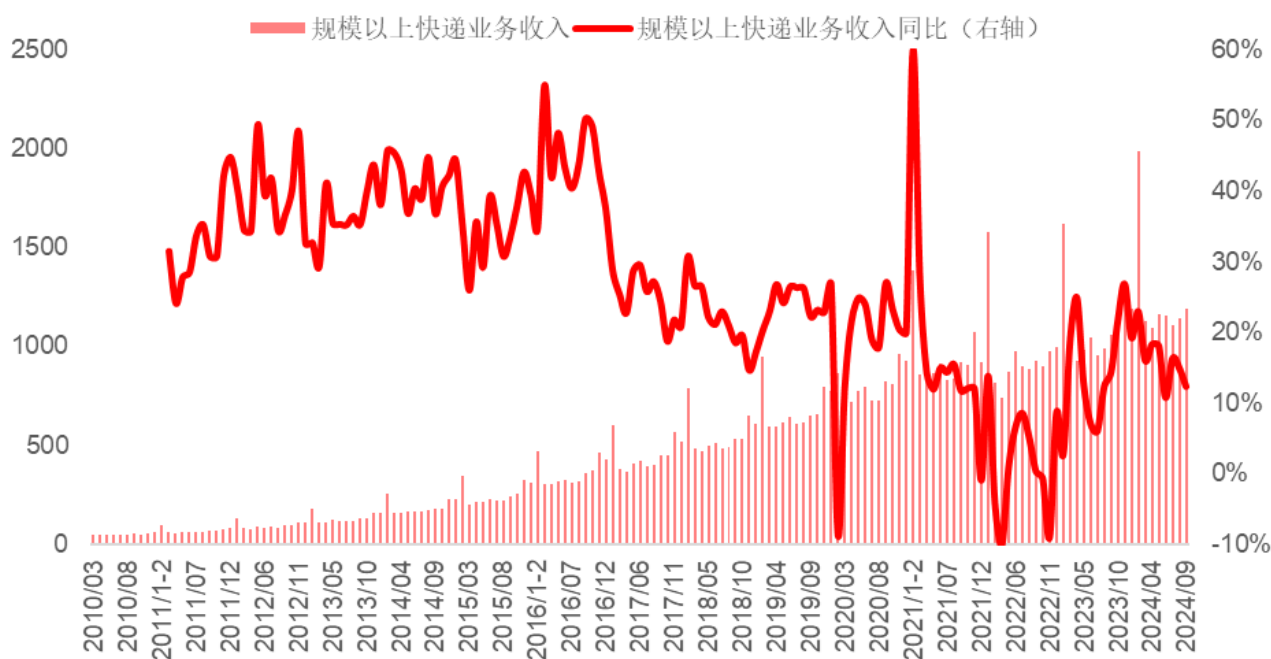
数据来源: G7 易流, 中信建投

图 11: 11 月 8 日新疆、甘肃、广西整车货运流量同比分别提升 97.6pct、26pct、13.4pct



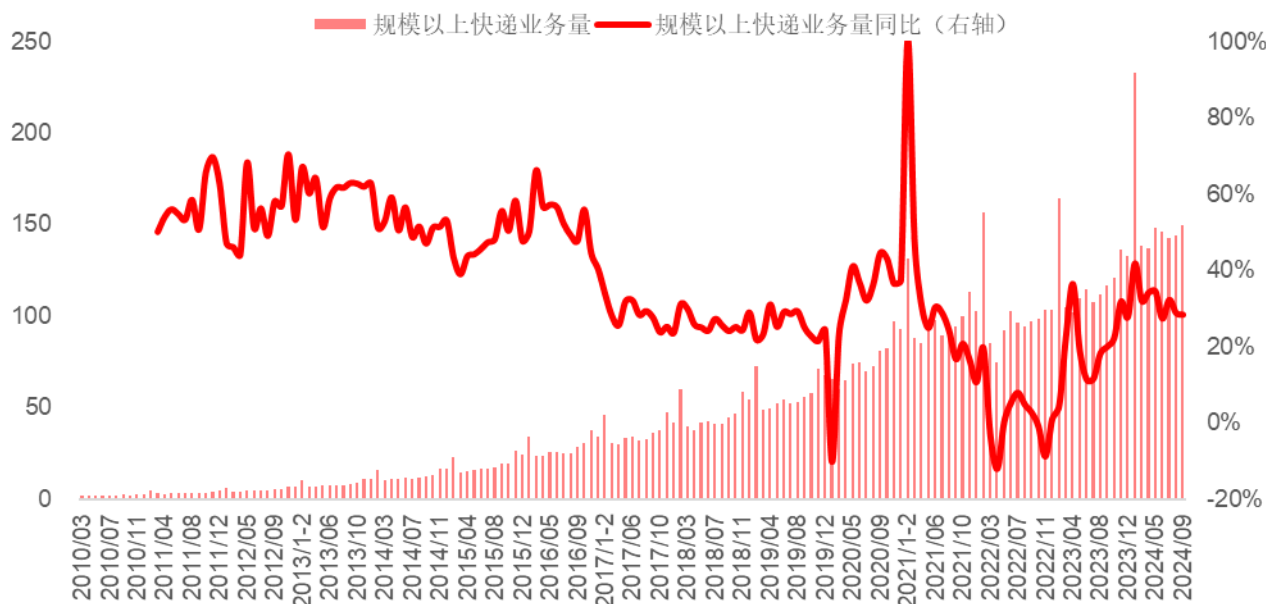
数据来源: G7 易流, 中信建投

图 12: 规模以上快递业务收入同比增速 (亿元, %)



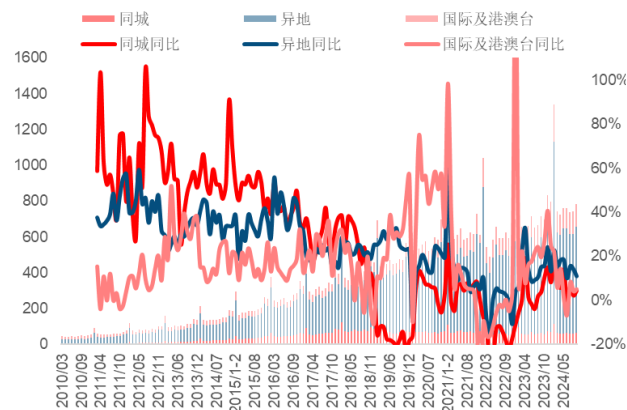
数据来源: Wind, 中信建投

图 13: 规模以上快递业务量增速（亿件，%）



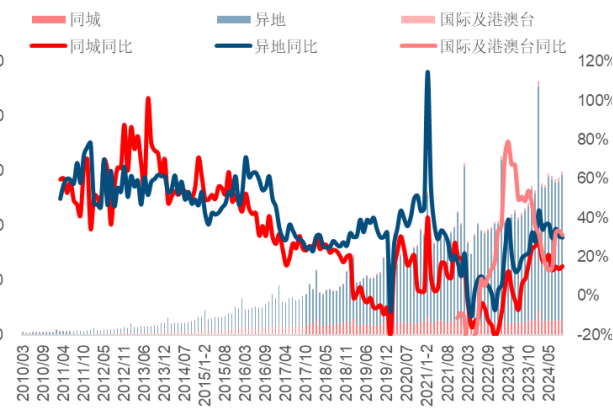
数据来源: Wind, 中信建投

图 14: 同城、异地、国际快递收入及同比（亿元，%）



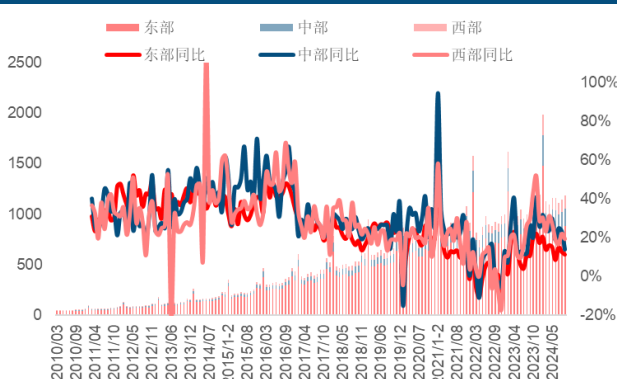
数据来源: Wind, 中信建投

图 15: 同城、异地、国际快递业务量及同比（亿件，%）



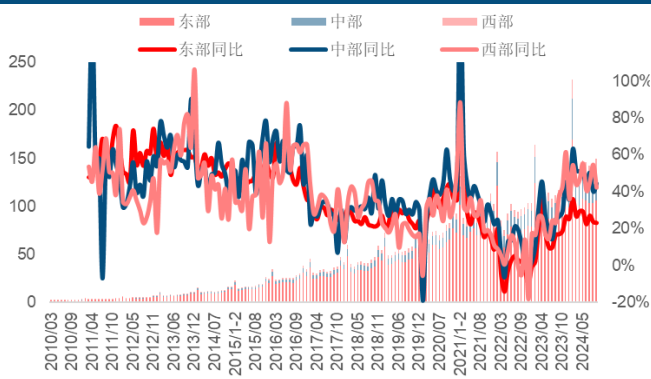
数据来源: Wind, 中信建投

图 16: 东、中、西部地区快递收入及同比（亿元，%）



数据来源: Wind, 中信建投

图 17: 东、中、西部地区快递业务量及同比（亿件，%）



数据来源: Wind, 中信建投

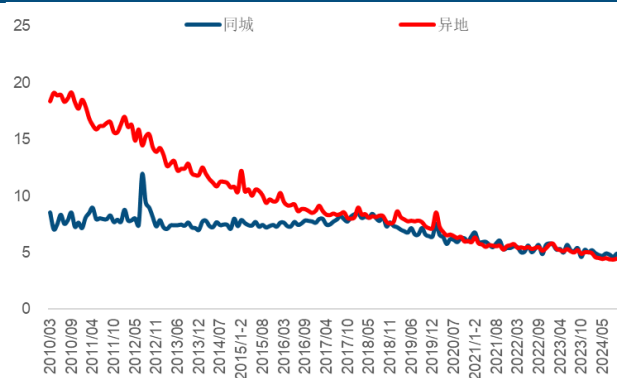
2.2 价格：9 月快递单票收入为 7.94 元/件，同比下降 7.08%

图 18: 规模以上快递业务单票收入及同比（元，%）



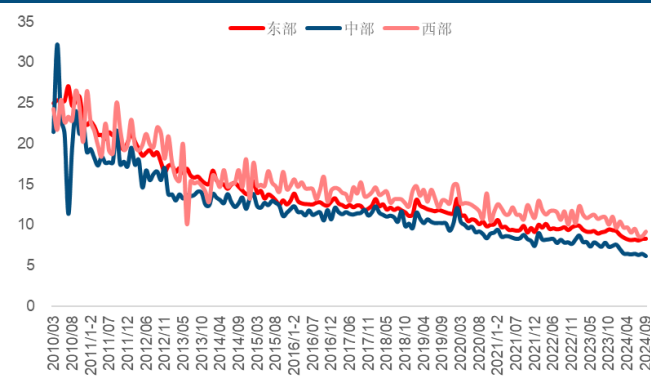
数据来源: Wind, 中信建投

图 19: 同城、异地快递业务单票价格变化（元，%）



数据来源: Wind, 中信建投

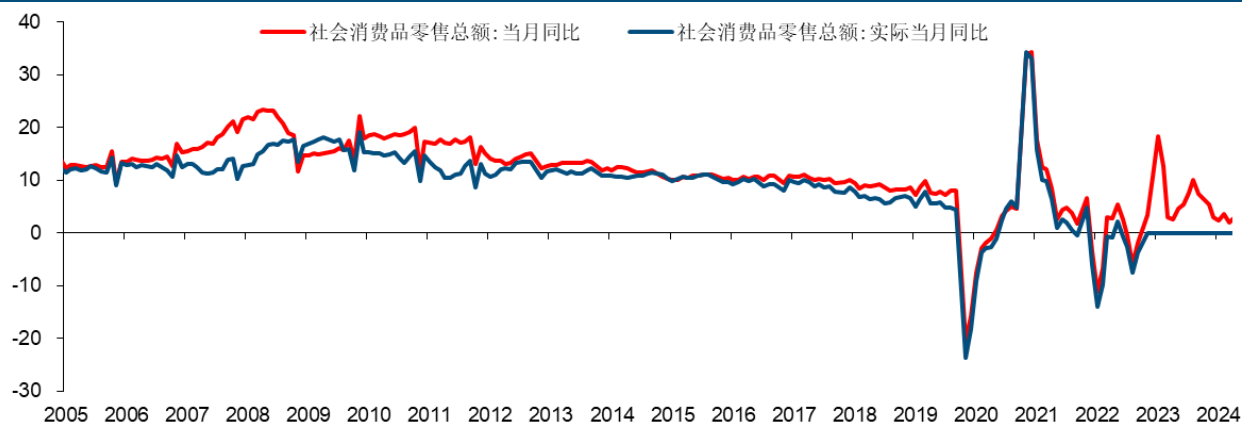
图 20: 东、中、西部单票价格变化（元，%）



数据来源: Wind, 中信建投

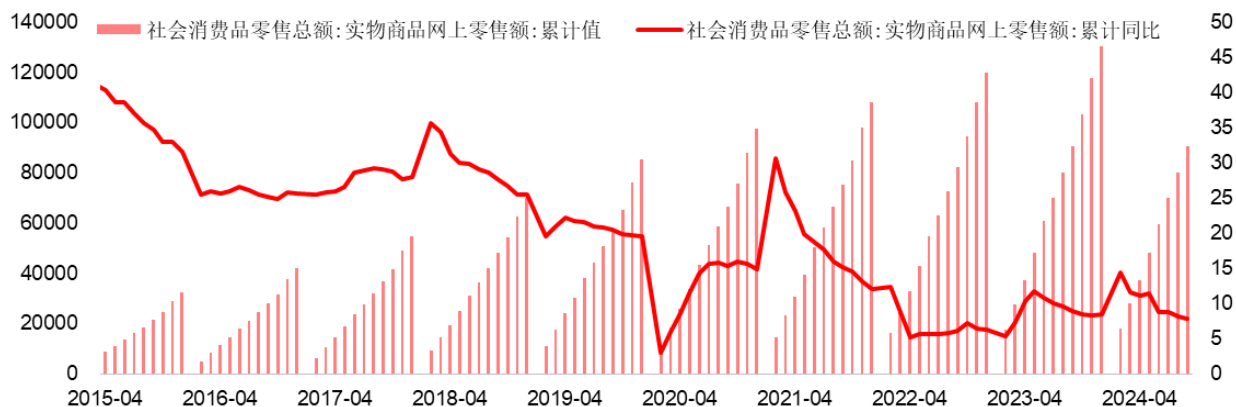
2.3 上游：9 月份实物商品网络零售额同比增长 6.4%

图 21: 中国社会消费品零售总额同比增速 (%)



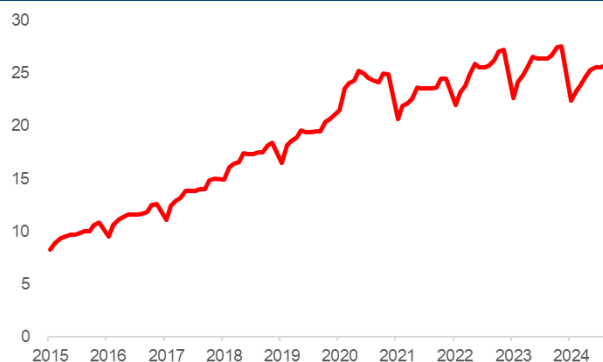
数据来源: Wind, 中信建投

图 22: 中国实物网上零售额累计同比增速 (亿元, %)



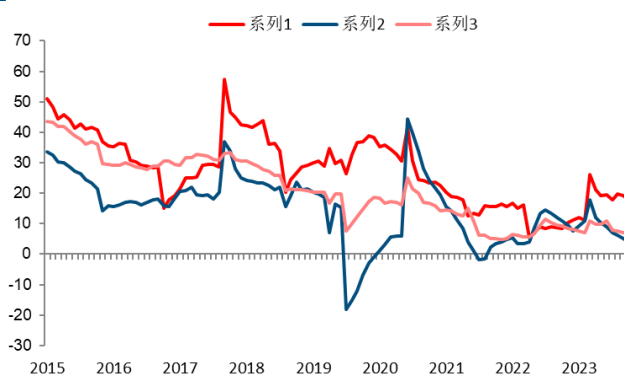
数据来源: Wind, 中信建投

图 23: 实物商品网上零售额占比 (%)



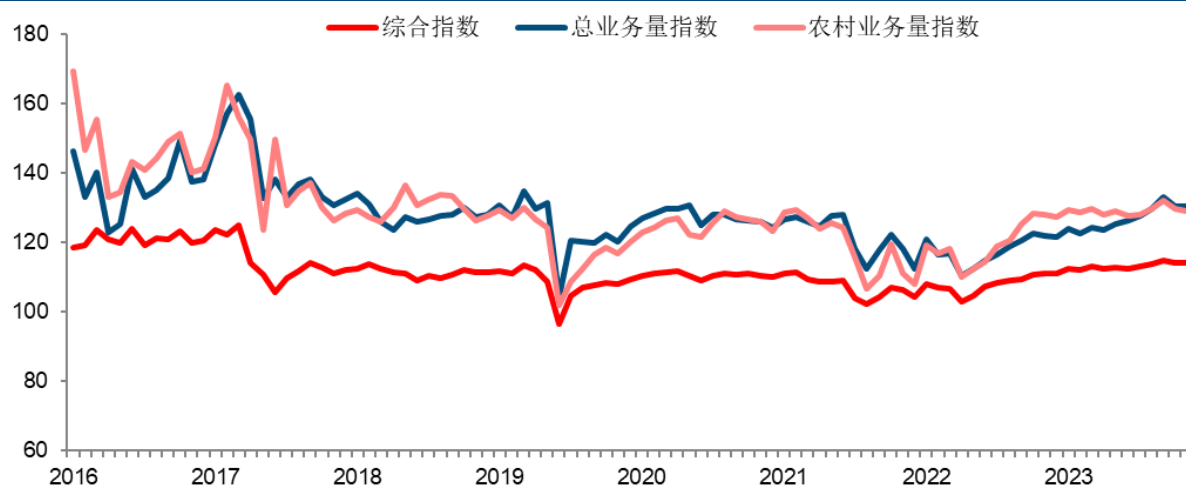
数据来源: Wind, 中信建投

图 24: 网上商品零售额吃穿用累计同比增速 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

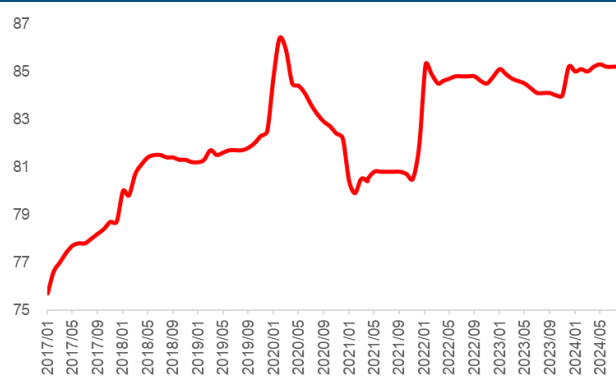
图 25: 中国电商物流指数(ELI)



数据来源: Wind, 中信建投证券

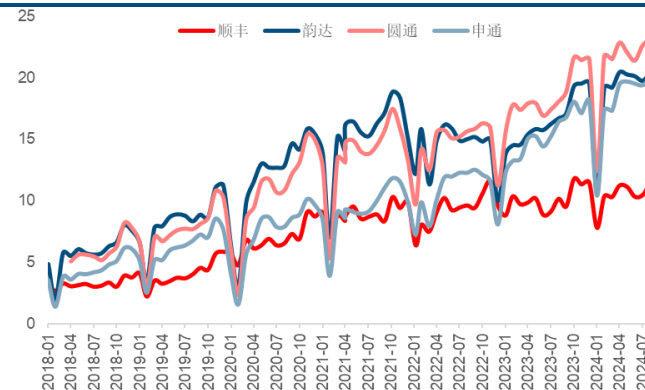
三、竞争格局：顺丰积极的量价策略带来较好的市占率提升

图 26: 快递服务品牌集中度指数 CR8（单位：%）



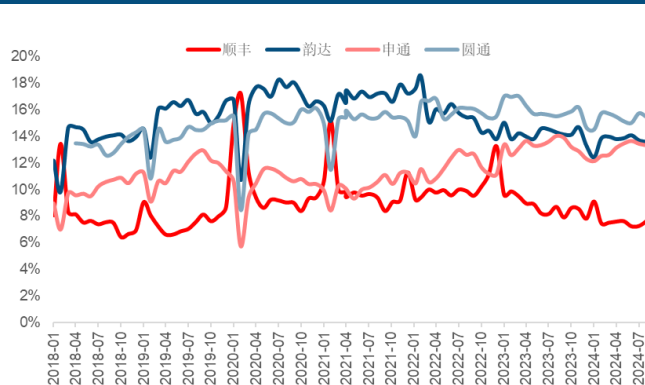
数据来源：Wind，中信建投

图 27: 快递企业增速出现分化（单位：%）



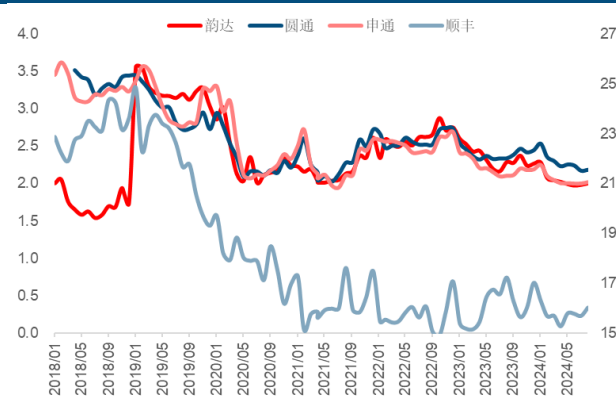
数据来源：Wind，中信建投

图 28: 快递企业月度市占率变化（单位：%）



数据来源：Wind，中信建投

图 29: 快递企业单票收入（元/票）



数据来源：Wind，中信建投

图 30: 快递行业上市公司月度经营数据（单票收入：元，业务收入：亿元，快递业务量：亿票）

	2023 9月	2023 10月	2023 11月	2023 12月	2024 1月	2024 2月	2024 3月	2024 4月	2024 5月	2024 6月	2024 7月	2024 8月	2024 9月	2024 累计
顺丰控股	单票收入	17.21	16.26	15.62	16.00	17.00	16.28	15.66	15.67	15.25	15.74	15.76	15.67	15.89
	当月同比	7.20%	8.13%	5.03%	0.72%	-0.33%	5.99%	3.35%	3.59%	-1.15%	-4.18%	-5.81%	-5.26%	-1.35%
	快递业务量	10.13	9.51	11.75	11.3	11.47	7.78	10.33	10.27	11.21	11.1	10.3	10.43	94.28
	当月同比	5.63%	1.28%	11.16%	-2.25%	19.85%	-11.49%	0.00%	6.10%	14.04%	9.14%	16.65%	14.62%	12.64%
	业务收入	174.32	154.68	183.52	180.75	195.01	126.66	161.8	160.96	170.97	174.7	162.28	163.46	1498.47
韵达股份	单票收入	2.29	2.28	2.38	2.24	2.27	2.29	2.08	2.05	2.03	2.00	1.98	1.99	2.06
	当月同比	-12.73%	-14.39%	-17.49%	-17.31%	-17.63%	-12.11%	-17.92%	-15.84%	-17.05%	-13.72%	-10.11%	-8.36%	-12.50%
	快递业务量	16.69	17.07	19.3	19.5	19.57	10.65	19.2	19.17	20.42	20.2	20.1	19.73	169.43
	当月同比	11.27%	12.52%	30.41%	30.26%	96.09%	-22.88%	32.60%	31.75%	32.68%	27.77%	27.78%	21.57%	21.99%
	业务收入	38.25	38.9	45.86	43.72	44.4	24.34	39.89	39.22	41.36	40.4	39.71	39.17	349.29
圆通速递	单票收入	2.34	2.38	2.46	2.42	2.45	2.53	2.35	2.30	2.23	2.25	2.24	2.17	2.29
	当月同比	-7.32%	-5.55%	-9.34%	-11.86%	-10.63%	-0.11%	-4.14%	-2.81%	-3.89%	-4.85%	-3.69%	-7.08%	-6.60%
	快递业务量	18.06	18.85	21.64	21.42	21.51	12.41	21.76	21.5	22.84	22	21.38	22.61	189.15
	当月同比	15.47%	-52.82%	32.92%	34.46%	91.88%	-20.40%	22.45%	23.78%	27.60%	22.77%	26.51%	29.87%	28.02%
	业务收入	42.21	44.93	53.34	51.77	52.61	31.44	51.24	49.48	50.93	49.6	47.92	49.08	432.8
申通快递	单票收入	2.11	2.11	2.20	2.18	2.19	2.25	2.10	2.05	2.01	2.00	2.00	2.00	2.06
	当月同比	-13.52%	-12.81%	-15.93%	-16.99%	-18.69%	-6.79%	-12.58%	-12.41%	-9.17%	-9.35%	-7.08%	-4.56%	-4.14%
	快递业务量	16.38	16.77	18.02	17.09	18.1	10.4	17.37	17.29	19.46	19.7	19.49	19.36	161.1
	当月同比	33.61%	34.05%	49.17%	47.20%	124.57%	-15.38%	31.49%	29.13%	29.47%	29.35%	35.44%	27.28%	21.98%
	业务收入	34.49	35.45	39.69	37.27	39.66	23.41	36.52	35.38	39.02	39.4	38.99	38.73	331.45
圆通速递	单票收入	2.11	2.11	2.20	2.18	2.19	2.25	2.10	2.05	2.01	2.00	2.00	2.00	2.06
	当月同比	-13.52%	-12.81%	-15.93%	-16.99%	-18.69%	-6.79%	-12.58%	-12.41%	-9.17%	-9.35%	-7.08%	-4.56%	-4.14%
	快递业务量	16.38	16.77	18.02	17.09	18.1	10.4	17.37	17.29	19.46	19.7	19.49	19.36	161.1
	当月同比	33.61%	34.05%	49.17%	47.20%	124.57%	-15.38%	31.49%	29.13%	29.47%	29.35%	35.44%	27.28%	21.98%
	业务收入	34.49	35.45	39.69	37.27	39.66	23.41	36.52	35.38	39.02	39.4	38.99	38.73	331.45
申通快递	单票收入	2.11	2.11	2.20	2.18	2.19	2.25	2.10	2.05	2.01	2.00	2.00	2.00	2.06
	当月同比	-13.52%	-12.81%	-15.93%	-16.99%	-18.69%	-6.79%	-12.58%	-12.41%	-9.17%	-9.35%	-7.08%	-4.56%	-4.14%
	快递业务量	16.38	16.77	18.02	17.09	18.1	10.4	17.37	17.29	19.46	19.7	19.49	19.36	161.1
	当月同比	33.61%	34.05%	49.17%	47.20%	124.57%	-15.38%	31.49%	29.13%	29.47%	29.35%	35.44%	27.28%	21.98%
	业务收入	34.49	35.45	39.69	37.27	39.66	23.41	36.52	35.38	39.02	39.4	38.99	38.73	331.45
申通快递	单票收入	2.11	2.11	2.20	2.18	2.19	2.25	2.10	2.05	2.01	2.00	2.00	2.00	2.06
	当月同比	-13.52%	-12.81%	-15.93%	-16.99%	-18.69%	-6.79%	-12.58%	-12.41%	-9.17%	-9.35%	-7.08%	-4.56%	-4.14%
	快递业务量	16.38	16.77	18.02	17.09	18.1	10.4	17.37	17.29	19.46	19.7	19.49	19.36	161.1
	当月同比	33.61%	34.05%	49.17%	47.20%	124.57%	-15.38%	31.49%	29.13%	29.47%	29.35%	35.44%	27.28%	21.98%
	业务收入	34.49	35.45	39.69	37.27	39.66	23.41	36.52	35.38	39.02	39.4	38.99	38.73	331.45
申通快递	单票收入	2.11	2.11	2.20	2.18	2.19	2.25	2.10	2.05	2.01	2.00	2.00	2.00	2.06
	当月同比	-13.52%	-12.81%	-15.93%	-16.99%	-18.69%	-6.79%	-12.58%	-12.41%	-9.17%	-9.35%	-7.08%	-4.56%	-4.14%
	快递业务量	16.38	16.77	18.02	17.09	18.1	10.4	17.37	17.29	19.46	19.7	19.49	19.36	161.1
	当月同比	33.61%	34.05%	49.17%	47.20%	124.57%	-15.38%	31.49%	29.13%	29.47%	29.35%	35.44%	27.28%	21.98%
	业务收入	34.49	35.45	39.69	37.27	39.66	23.41	36.52	35.38	39.02	39.4	38.99	38.73	331.45

数据来源：公司公告，中信建投

图 31: 2023 年 Q4 主要快递企业申诉情况

主要快递企业申诉情况统计表							
(单位：申诉件数/百万件快件业务量)							
企业名称	有效申诉率	申诉率	主要问题申诉率分布				申诉处理综合指数
			损毁	丢失短少	投递服务	延误	
京东快递	0.48	1.61	0.66	0.38	0.25	0.18	97.87
顺丰速运	0.58	2.96	1.87	0.57	0.19	0.18	97.12
邮政速递	1.25	3.55	0.35	1.38	0.97	0.70	86.36
中通快递	0.005	0.38	0.05	0.10	0.15	0.06	98.51
申通快递	0.02	0.68	0.09	0.16	0.21	0.10	97.31
韵达快递	0.02	0.69	0.09	0.22	0.20	0.13	98.68
极兔速递	0.04	0.41	0.05	0.12	0.14	0.08	99.01
圆通速递	0.05	0.86	0.16	0.25	0.26	0.10	94.75
德邦快递	0.22	8.30	5.20	1.32	0.71	0.46	99.67
主要快递企业平均	0.30	2.16	0.95	0.50	0.34	0.22	96.59
注：申诉处理综合指数，是对企业申诉处理工作质量的综合评价。综合指数考核参数包含一次结案率、逾期率、企业答复不规范率、企业答复不属实率、工作满意率等五个指标。（数据来源于系统自动生成）							

数据来源：国家邮政局，中信建投

图 32: 2023 年 Q4 快递服务申诉情况

快递服务申诉情况统计表					
序号	申诉问题	申诉情况		有效申诉情况	
		数量	占比(%)	数量	占比(%)
1	丢失短少	17529	25.42	4032	36.39
2	投递服务	16419	23.81	3046	27.49
3	损毁	16105	23.36	2065	18.64
4	延误	10986	15.93	1655	14.94
5	收寄服务	3815	5.53	194	1.75
6	违规收费	1168	1.69	36	0.32
7	其他	2934	4.26	53	0.47
合计		68956	100	11081	100
注：1. 申诉数量占比(%)=申诉问题数量/申诉总量。 2. 有效申诉数量占比(%)=有效申诉问题数量/有效申诉总量。					

数据来源：国家邮政局，中信建投

四、投资评价和建议

4.1 快递：维持中通快递和申通快递“买入”评级

1、整体估值中枢仍在底部，但带来左侧投资机会

不论是从 P/E 还是 EV/EBITDA 视角，快递板块估值仍处于历史低位水平：

（1）P/E 估值：2023 年估值倍数中枢为 15.4x，首次低于 20x，其中圆通速递不到 13x 的低估值水平；2024 年至今，除圆通估值修复外，快递公司 P/E 估值倍数为 12-14x，其中中通快递作为龙头已无溢价。

（2）EV/EBITDA 估值：2023 年估值倍数中枢 7.7x，首次跌破 8x，其中圆通速递 5.2x 的低估值水平，是近 7 年内全球快递行业的最低水平；2024 年韵达股份估值也跌破 6x，中通快递业跌破 10x。

图 33: 全球主要快递企业 PE(TTM)变化情况

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	过往 7 年平均	与估值中枢关系	2024 年	同比下 降力度
韵达	24.3	21.7	27.7	26.6	50.9	28.6	15.9	28.0	56.9%	12.5	-21.4%
圆通	32.5	17.3	17.7	21.7	42.9	17.6	12.9	23.2	55.5%	13.5	4.7%
中通	28.2	19.8	27.9	31.7	35.4	24.6	17.4	26.4	65.8%	14.1	-19.0%
申通	15.9	12.8	19.3	50.1	-67.3	-34.3	40	5.2	7.7倍	30.7	-23.3%
平均	25.2	17.9	23.2	26.7	43.1	23.6	15.4	20.7	74.4%	15.8	2.6%
顺丰	28.4	34.8	28.1	56.8	95.9	40.7	25.5	44.3	57.6%	19.7	-22.7%

数据来源：Wind，公司公告，中信建投

图 34: 全球主要快递企业 EV/EBITDA 变化情况

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	过往 7 年平均	与估值中枢关系	2024 年	同比下 降力度
韵达	20.5	11.9	15.9	14.8	15.1	9.8	6.0	13.4	44.7%	5.3	-11.8%
圆通	19.9	8.8	11.4	10.3	11.8	9.1	5.2	10.9	47.5%	7.1	36.6%
中通	16.3	14.0	15.2	23.2	18.2	14.7	11.8	16.2	73.0%	9.2	-21.9%
申通	16.2	7.0	11.4	17.8	38.2	10.2	8.6	15.6	54.8%	8.1	-5.7%
平均	18.2	10.4	13.5	16.1	15.1	11.2	7.7	14.1	54.6%	7.4	-3.3%
顺丰	22.3	15.2	13.7	25.2	17.3	10.5	7.9	16.0	49.3%	7.6	-4.1%

数据来源：Wind，公司公告，中信建投

2、快递板块估值中枢 2024 年有望迎来触底后，在 Q4 持续上扬且赔率低，Q3 是较好建仓观察时期

快递行业已由成长期向稳定期转变的“供给为王的新周期”，2024 年底到 2025 年初将是快递市场格局重塑的关键时期，2024 年下半年需求减弱及超预期降本会造成短期价格消耗竞争，但**迎来的新一轮产能周期扩张期和终端变革是快递板块加速重构快递行业同质化服务出清的分水岭**。其中，建议关注具备持续投入产能并拥有造血能力、推进终端模式变革或存在较大边际改善的公司。

头部公司中通快递作为电商快递的龙头公司，目前正处于度过产能峰值后的利润释放期，在产能投入具备较好的前瞻性，在第四轮产能周期来临时，拥有超过市场平均水平的单票盈利能力和潜在融资能力，具备较为充足的造血和抗风险能力，并且推进直链化和散单背后的终端模式变革又会让其领跑未来。中通快递股价自去年三季报业绩公布后，由于市场对看似无限制的产能增加和有限的需求之间带来持续价格战和出清预期受阻的反应。参考目前快递行业中通达系估值水平，公司以及韵达、圆通、申通过去五年平均数进行计算，P/E 平均水平 19.6x，但考虑现有悲观情绪约 6 成折价，假设修复到 15x，不考虑龙头公司 10-20%溢价，对应 2024 年市值预期仍有可观空间。因此，维持中通快递“买入”评级。

目前申通需求增长基本覆盖产能增速，最大限度减少短期折旧摊销和产能利用率爬坡带来的单票盈利影响，

改善空间较大。申通通过物流地产基金解决产能投融资问题。维持申通快递“买入”评级。

4.2 跨境物流：跨境电商出海淘金大浪依旧，锁定拥有稀缺性资源的物流“卖水人”

跨境电商 B2C 物流主要模式中，**专线（时效+价格综合优势）和三方海外仓（资源获取与合作成本难度低）模式优势逐年凸显。**

1、直邮模式：专线占直邮模式比例显著提升，凭借不断提升的性价比成为跨境直邮中更受欢迎模式；专线物流模式下，空运干线与尾程占专线收入比重最高，核心价值贡献环节在于空运干线。目前国内航空公司国际全货机，以及国际航线舱位资源供给稀缺且资源投入门槛较高。

（1）首先利好航空运力资源直接供给方，如拥有全货机资源的顺丰控股和圆通速递及东航物流等腹仓航空公司。

（2）其次利好具备整合资源，以轻资产模式运营并形成壁垒的运力侧货代公司，如华贸物流及中国外运。

2、海外仓模式：海外仓近年来蓬勃发展，欧美日等国家成为海外仓布局重地；三方海外仓的核心价值环节在于海外仓储和尾程配送，

（1）海外仓储壁垒在于拿仓能力和仓库运营效率。第三方海外仓行业已经度过跑马圈地的扩张期，建议具备科技实力的头部公司或资产持有公司，如京东物流及菜鸟网络。

（2）其次建议关注现阶段国内屈指可数具备海外最后一公里尾程配送的极兔速递。

风险分析

电商快递需求增长低于预期

快递件量较大部分来源于电商快递，需求增长存在低于预期风险。回顾 2020 年，经历了新冠疫情短暂冲击的快递行业受益于线上渗透率的加速提升，需求出现超预期增长；同时，电商平台间竞争加剧，各类促销活动频出，带动快递行业件量增速表现优异，后续电商平台营销费用存在不及预期风险，带来电商快递需求增长低于预期。

快递行业价格战愈演愈烈

当前各地快递价格监管政策下，快递行业价格战硝烟散去；但是快递企业产能扩张仍未完全落地，当快递行业需求不及预期，或处于淡季之中，无法满足快递行业整体产能利用率时，快递行业价格战存在愈演愈烈风险。

劳务用工成本提升超出预期

快递企业价格战期间，派费成本显著降低，导致快递一线员工收入下降。目前国内多地出台保障快递小哥收益相关政策，叠加劳务用工成本持续处于提升状态，快递企业劳务用工成本提升存在超出预期可能。

分析师介绍

梁骁

南开大学硕士，先后供职于中集集团物流板块、顺丰控股、京东物流，曾参与撰写《国家多式联运标准修订建议报告》并为交通物流相关十四五规划建言献策；多年受聘京东物流专家委员会顾问并参与 IPO 项目。具有丰富的交通运输行业研究经验以及资源，擅于把握和挖掘公司长期价值，覆盖快递快运/仓储运输/供应链物流/国际物流。

韩军

交通运输行业首席分析师，曾供职于上海国际航运研究中心，3 年政府规划与市场咨询经验，曾负责或参与为交通运输部、上海市交通委、港航企业等提供决策咨询服务二十余项。7 年交通运输行业证券研究经验，深入覆盖航运、港口、高铁、快递、物流板块，擅长把握周期性和政策性投资机会。2021 第十九届新财富最佳分析师交通运输行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk