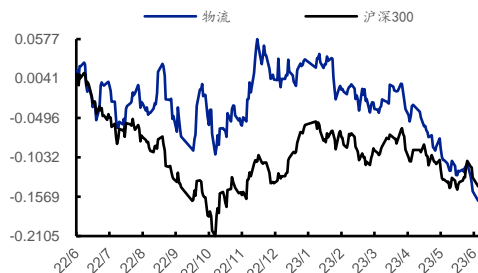


研究所
 证券分析师： 许可 S0350521080001
 xuk02@ghzq.com.cn
 证券分析师： 周延宇 S0350521090001
 zhouyy01@ghzq.com.cn
 证券分析师： 钟文海 S0350523050003
 zhongwh@ghzq.com.cn
 联系人： 祝玉波 S0350121120080
 zhouyb01@ghzq.com.cn

行业价格降幅收窄，业务量增速进一步修复

——物流事件点评

最近一年走势



行业相对表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|--------|-------|--------|--------|
| 物流 | -6.3% | -13.0% | -15.0% |
| 沪深 300 | -1.1% | -5.4% | -13.3% |

相关报告

《新物流时代系列之一：破茧成蝶，跨境电商重塑百年货代新格局（推荐）*物流*周延宇，许可》
 ——2021-09-06

《——物流行业深度研究：油价上涨，快递企业成本影响几何？（推荐）*物流*许可，周延宇》
 ——2022-03-12

《快运行业深度报告：直营格局拐点，加盟强成长性——快运行业投资框架（推荐）*物流*许可，钟文海，周延宇》
 ——2023-06-19

事件：

快递行业 5 月运行情况及快递企业 5 月经营数据均已公布。

① 行业方面：

量：5 月份，全国快递业务量完成 109.90 亿件，同比增加 18.94%；其中异地快递业务量达到 96.51 亿件，同比增加 20.08%。

价：5 月份，全国快递单票收入为 8.94 元，同比下降 5.31%，环比下降 1.33%；其中，异地快递单票收入为 5.11 元，同比下降 5.04%，环比下降 1.99%。

② 个股方面：

量：5 月份，按业务量同比增速排序

申通快递完成业务量 15.03 亿票，同比上升 49.85%；圆通速递完成业务量 17.90 亿票，同比上升 15.19%；顺丰控股完成业务量 9.83 亿票，同比上升 8.98%；韵达股份完成业务量 15.39 亿票，同比上升 3.64%。

价：5 月份，按单票收入同比增速排序

顺丰控股单票收入 15.43 元，同比下降 0.13%，环比上升 1.98%；韵达股份单票收入 2.44 元，同比下降 2.01%，环比上升 0.41%；圆通速递单票收入 2.32 元，同比下降 7.57%，环比下降 2.11%；申通快递单票收入 2.21 元，同比下降 13.33%，环比下降 5.56%。

投资要点：

■ 行业价格降幅收窄，步入旺季环比有望回升

2023 年 5 月，为 618 活动的预售月份，行业单票收入同比下降 5.31%，环比下降 1.33%，同环比虽仍继续调整，但行业降幅比 4 月有所缩窄（4 月行业单票收入同比下降 8.49%，环比下降 2.33%），且各家快递公司普遍单票收入降幅仍在个位数。按照过去两年价格波动，预计随着步入 6 月旺季，行业单票收入有望环比回升。

■ 业务量增速进一步修复，快递行业增速仍具韧性

1-5 月，行业业务量累计同比增速达到 17.45%，快递业务量整体复苏节奏快于消费数据（2023 年 1-5 月社会消费品零售总额累计同比增速为 9.30%，其中实物商品网上零售额累计同比增速为 11.80%）。网上渗透率继续提升，快递小件化趋势持续，有望继续支撑行业高速增长。

■ 高增长企业规模效应进一步发挥，有望实现业绩持续释放

2022 年以来，快递行业资本开支一直处于收缩状态，供给增速平稳，2023 年需求正持续修复（1-4 月行业业务量同比增速 17.01%，5 月进一步修复至 17.45%），行业供需将进入再平衡的阶段，新投入产能有望被恢复的需求逐步消化，企业将会通过合理的价格竞争以实现更优的产能利用率。更有效、更具针对性的价格策略将加速行业的分化，并且产能爬坡及油价均值回归会带来成本端的改善，成本节降空间内的价格调整反而能使头部企业实现量利双升。

以电商快递头部企业中通快递、申通快递为例，2023Q1 中通快递、申通快递单票收入同比分别下降 0.05 元/票和 0.04 元/票，实现业务量同比增速 20.49%及 24.34%，在公司精细化管理，叠加强劲的业务增长带来规模效益的进一步发挥下，一季度单票成本同比分别下降 0.14 元/票和 0.05 元/票，单票成本降幅大于价格降幅，最终实现单票毛利同比提升，量利双升下带来业绩释放。

2023 年 1-4 月，申通快递业务量同比增速 34.53%，比行业高出 17.52%（快递行业 1-4 月业务量同比增速为 17.01%）。5 月申通快递业务量继续实现同比 49.85%的高速增长，比行业高出 30.91%（快递行业 5 月业务量同比增速为 18.94%），远高于行业的增速有望充分消化申通快递产能，规模效应发挥有望实现业绩持续释放。

行业评级及投资策略 供需再平衡伴随行业持续分化，高增速头部企业将持续受益，利润有望不断释放。维持行业“推荐”评级。

■ **重点推荐个股** 申通快递、中通快递-W、圆通速递、韵达股份、顺丰控股。

■ **风险提示** 价格竞争加剧的风险、行业景气度不及预期的风险、监管政策变动带来的风险、快递加盟商爆仓的风险、推荐公司业绩不达预期的风险。

重点关注公司及盈利预测

| 重点公司 | 股票 | 2023/06/26 | | EPS | | | PE | | | 投资 |
|-----------|--------|------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|----|----|
| 代码 | 名称 | 股价 | 2022 | 2023E | 2024E | 2022 | 2023E | 2024E | 评级 | |
| 600233.SH | 圆通速递 | 14.30 | 1.14 | 1.26 | 1.50 | 17.62 | 11.35 | 9.53 | 买入 | |
| 02057.HK | 中通快递-W | 182.65 | 8.23 | 10.90 | 13.51 | 23.10 | 16.76 | 13.52 | 买入 | |
| 002120.SZ | 韵达股份 | 9.47 | 0.51 | 0.97 | 1.18 | 28.20 | 9.76 | 8.03 | 买入 | |
| 002468.SZ | 申通快递 | 11.02 | 0.19 | 0.45 | 0.92 | 54.37 | 24.49 | 11.98 | 买入 | |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 47.08 | 1.26 | 1.93 | 2.49 | 45.48 | 24.39 | 18.91 | 买入 | |

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

注: 上述股价及对应 EPS 财务数据均为人民币, HKD/CNY=0.9201

内容目录

| | |
|--|----|
| 事件: | 6 |
| 评论: | 6 |
| 1、 快递行业: 1-5 月行业业务量同比增速 17.45%, 价格降幅收窄 | 6 |
| 2、 快递企业: 申通快递增速领先, 市占率大幅提升 | 8 |
| 3、 行业价格降幅收窄, 业务量增速进一步修复 | 10 |
| 3.1、 行业价格降幅收窄, 步入旺季环比有望回升 | 10 |
| 3.2、 业务量增速进一步修复, 快递行业增速仍具韧性 | 10 |
| 3.3、 高增长企业规模效应进一步发挥, 有望实现业绩持续释放 | 11 |
| 4、 行业评级及投资策略 | 11 |
| 5、 重点推荐个股 | 11 |
| 6、 风险提示 | 12 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 2023 年 5 月行业业务量稳定增长 | 7 |
| 图 2: 2023 年 5 月义乌、广东业务量同比上升 | 7 |
| 图 3: 2023 年 5 月行业单价降幅收窄 (单位: 元) | 7 |
| 图 4: 2023 年 5 月义乌单票价格环比下降, 广东单票价格环比略有上升 (单位: 元) | 8 |
| 图 5: 2023 年 5 月义乌与广东单票价格同比降幅收窄 | 8 |
| 图 6: 2023 年 5 月各快递企业业务量均同比正增长 | 8 |
| 图 7: 2023 年 5 月申通市占率同比上升 | 9 |
| 图 8: 2023 年 5 月顺丰、韵达单票收入环比上升, 圆通、申通单票收入环比下降 (单位: 元) | 9 |
| 图 9: 2023 年 5 月各快递企业单票价格均同比下降 | 10 |

事件:

快递行业 5 月运行情况及快递企业 5 月经营数据均已公布。

① 行业方面:

量: 5 月份, 全国快递业务量完成 109.90 亿件, 同比增加 18.94%; 其中异地快递业务量达到 96.51 亿件, 同比增加 20.08%。

价: 5 月份, 全国快递单票收入为 8.94 元, 同比下降 5.31%, 环比下降 1.33%; 其中, 异地快递单票收入为 5.11 元, 同比下降 5.04%, 环比下降 1.99%。

② 个股方面:

量: 5 月份, 按业务量同比增速排序

申通快递完成业务量 15.03 亿票, 同比上升 49.85%; 圆通速递完成业务量 17.90 亿票, 同比上升 15.19%; 顺丰控股完成业务量 9.83 亿票, 同比上升 8.98%; 韵达股份完成业务量 15.39 亿票, 同比上升 3.64%。

价: 5 月份, 按单票收入同比增速排序

顺丰控股单票收入 15.43 元, 同比下降 0.13%, 环比上升 1.98%; 韵达股份单票收入 2.44 元, 同比下降 2.01%, 环比上升 0.41%; 圆通速递单票收入 2.32 元, 同比下降 7.57%, 环比下降 2.11%; 申通快递单票收入 2.21 元, 同比下降 13.33%, 环比下降 5.56%。

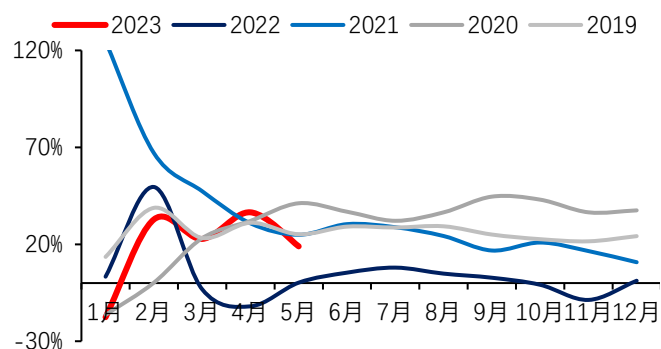
评论:

1、 快递行业: 1-5 月行业业务量同比增速 17.45%, 价格降幅收窄

业务量方面: 2023 年 5 月, 快递行业完成业务量 109.90 亿票, 同比增加 18.94%, 其中异地快递业务量 96.51 亿票, 同比增加 20.08%; 同城快递业务量 10.93 亿票, 同比增加 3.15%; 国际快递业务量 2.46 亿票, 同比增加 67.44%。2023 年 1-5 月, 快递行业业务量同比增加 17.45%, 行业增长仍具韧性, 看好全年行业业务量增速。

产粮区方面, 2023 年 5 月, 义乌快递业务量达到 11.42 亿票, 同比上升 11.33%; 广东快递业务量达到 30.26 亿票, 同比上升 16.15%。

图 1：2023 年 5 月行业业务量稳定增长



资料来源：国家邮政局，Wind，国海证券研究所

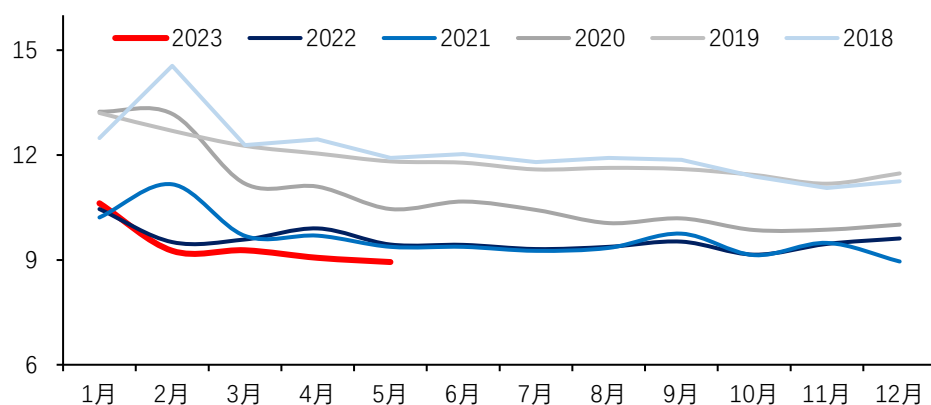
图 2：2023 年 5 月义乌、广东业务量同比上升



资料来源：国家邮政局，Wind，国海证券研究所

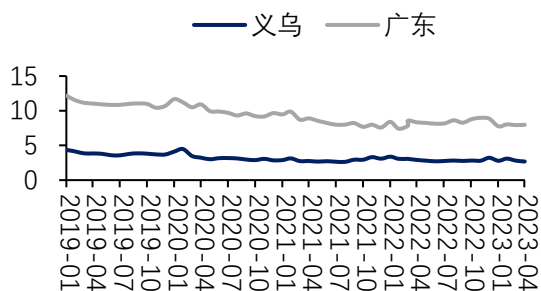
价格方面：2023 年 5 月，快递行业单票收入为 8.94 元，同比下降 5.31%，环比下降 1.33%，价格降幅收窄。产粮区来看，义乌快递单票收入为 2.68 元，同比下降 7.89%，环比下降 4.60%；广东快递单票收入为 7.97 元，同比下降 4.30%，环比上升 0.51%。

图 3：2023 年 5 月行业单价降幅收窄（单位：元）



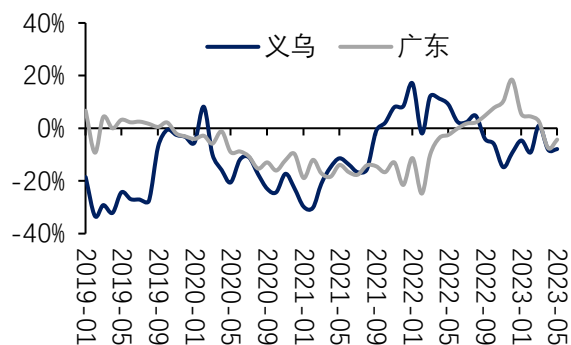
资料来源：国家邮政局，Wind，国海证券研究所

图 4：2023 年 5 月义乌单票价格环比下降，广东单票价格环比略有上升（单位：元）



资料来源：国家邮政局，Wind，国海证券研究所

图 5：2023 年 5 月义乌与广东单票价格同比降幅收窄

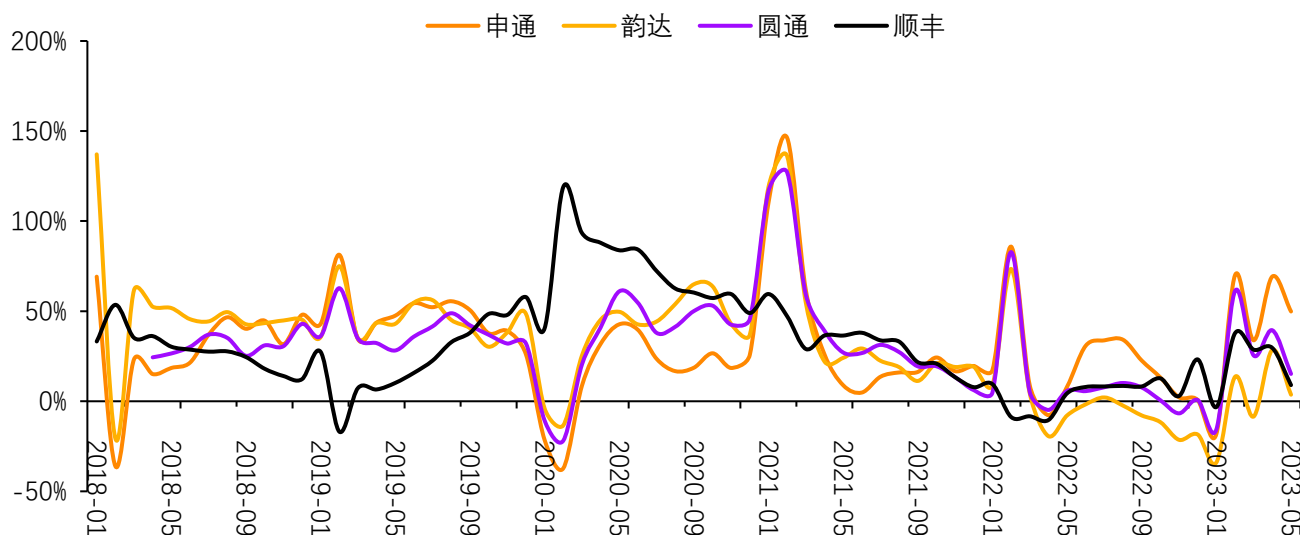


资料来源：国家邮政局，Wind，国海证券研究所

2、快递企业：申通快递增速领先，市占率大幅提升

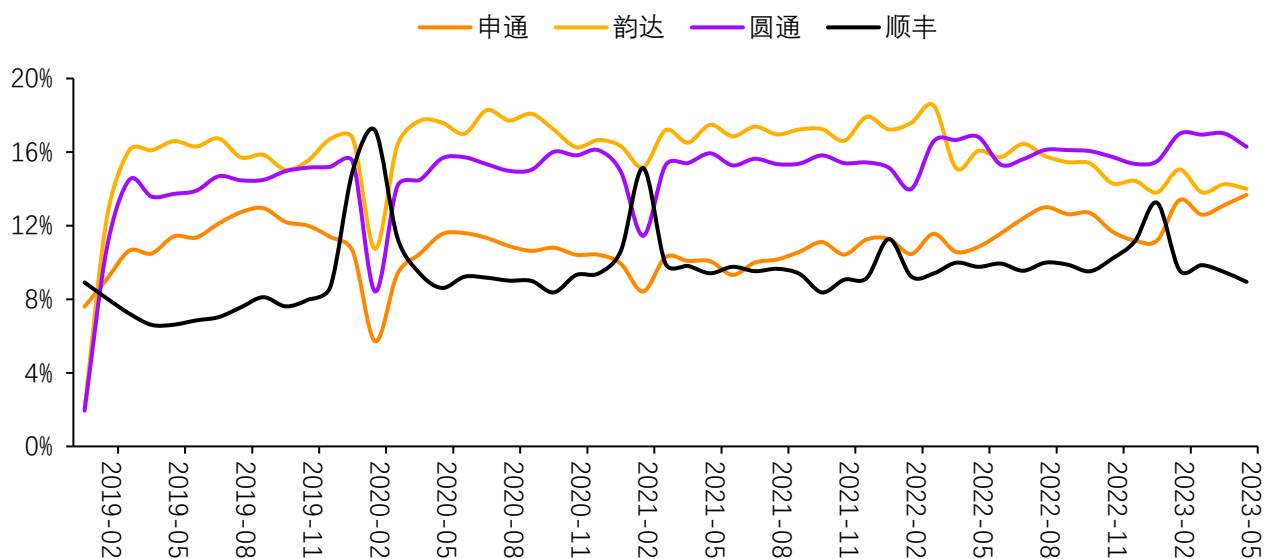
业务量方面：申通快递业务量同比上升 49.85%至 15.03 亿票，市占率同比增加 2.82pcts 至 13.68%；圆通速递业务量同比上升 15.19%至 17.90 亿票，市占率同比下降 0.53pcts 至 16.29%；顺丰控股业务量同比增长 8.98%至 9.83 亿票，市占率同比下降 0.82pcts 至 8.94%；韵达股份业务量同比上升 3.64%至 15.39 亿票，市占率同比下降 2.07pcts 至 14.00%。

图 6：2023 年 5 月各快递企业业务量均同比正增长



资料来源：各公司公告，Wind，国海证券研究所

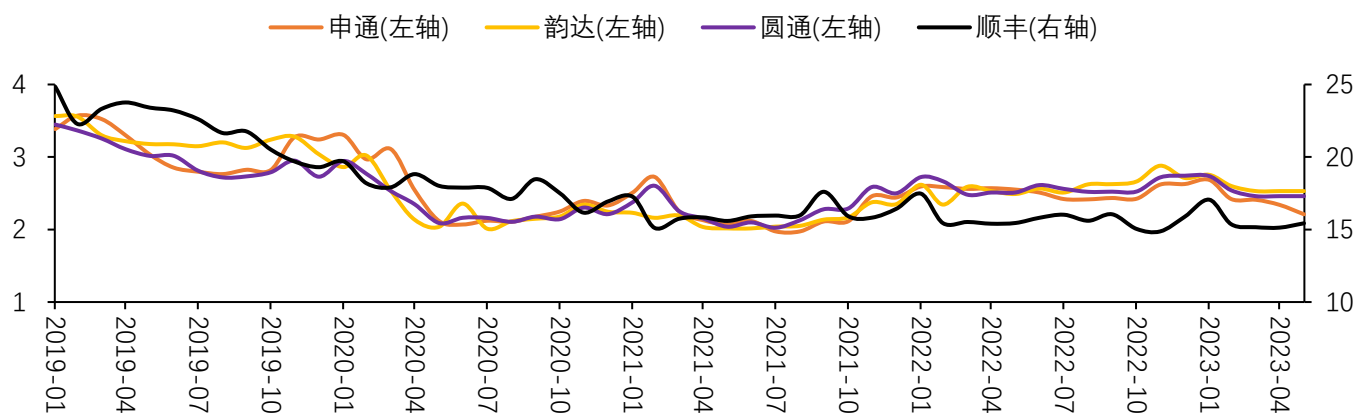
图 7：2023 年 5 月申通市占率同比上升



资料来源：国家邮政局，各公司公告，Wind，国海证券研究所

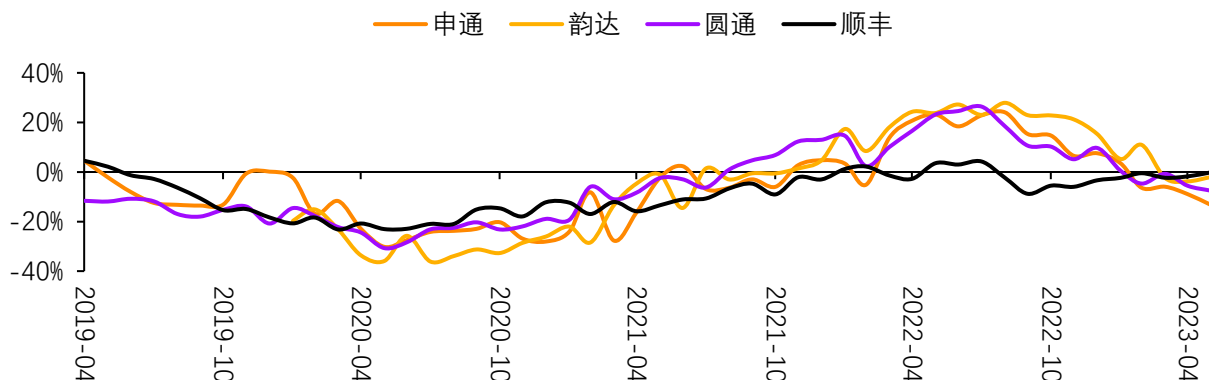
价格方面，2023 年 5 月，顺丰单票收入为 15.43 元，同比下降 0.13%，环比上升 0.30 元；韵达股份单票收入为 2.44 元，同比下降 2.01%，环比上升 0.01 元；圆通速递单票收入为 2.32 元，同比下降 7.57%，环比下降 0.05 元；申通快递单票收入为 2.21 元，同比下降 13.33%，环比下降 0.13 元。

图 8：2023 年 5 月顺丰、韵达单票收入环比上升，圆通、申通单票收入环比下降（单位：元）



资料来源：各公司公告，Wind，国海证券研究所

图 9：2023 年 5 月各快递企业单票价格均同比下降



资料来源：各公司公告，Wind，国海证券研究所

3、行业价格降幅收窄，业务量增速进一步修复

3.1、行业价格降幅收窄，步入旺季环比有望回升

2023 年 5 月，为 618 活动的预售月份，行业单票收入同比下降 5.31%，环比下降 1.33%，同环比虽仍继续调整，但行业降幅比 4 月有所缩窄（4 月行业单票收入同比下降 8.49%，环比下降 2.33%），且各家快递公司普遍单票收入降幅仍在个位数。按照过去两年价格波动，预计随着步入 6 月旺季，行业单票收入有望环比回升。

3.2、业务量增速进一步修复，快递行业增速仍具韧性

2023 年 1-5 月，行业业务量累计同比增速达到 17.45%，快递业务量整体复苏节奏快于消费数据（2023 年 1-5 月社会消费品零售总额累计同比增速为 9.30%，其中实物商品网上零售额累计同比增速为 11.80%）。网上渗透率持续提升，快递小件化趋势持续，有望继续支撑行业高速增长。

3.3、高增长企业规模效应进一步发挥，有望实现业绩持续释放

2022 年以来，快递行业资本开支一直处于收缩状态，供给增速平稳，2023 年需求正持续修复(1-4 月行业业务量同比增速 17.01%，5 月进一步修复至 17.45%)，行业供需将进入再平衡的阶段，新投入产能有望被恢复的需求逐步消化，企业将会通过合理的价格竞争以实现更优的产能利用率。更有效、更具针对性的价格策略将加速行业的分化，并且产能爬坡及油价均值回归会带来成本端的改善，成本节降空间内的价格调整反而能使头部企业实现量利双升。

以电商快递头部企业中通快递、中通快递为例，2023Q1 中通快递、中通快递单票收入同比分别下降 0.05 元/票和 0.04 元/票，实现业务量同比增速 20.49%及 24.34%，在公司精细化管理，叠加强劲的业务增长带来规模效益的进一步发挥下，一季度单票成本同比分别下降 0.14 元/票和 0.05 元/票，单票成本降幅大于价格降幅，最终实现单票毛利同比提升，量利双升下带来业绩释放。

2023 年 1-4 月，中通快递业务量同比增速 34.53%，比行业高出 17.52%（快递行业 1-4 月业务量同比增速为 17.01%）。5 月中通快递业务量继续实现同比 49.85% 的高速增长，比行业高出 30.91%（快递行业 5 月业务量同比增速为 18.94%），远高于行业的增速有望充分消化中通快递产能，规模效应发挥有望实现业绩持续释放。

4、行业评级及投资策略

供需再平衡伴随行业持续分化，高增速头部企业将持续受益，利润有望不断释放。维持行业“推荐”评级。

5、重点推荐个股

中通快递、中通快递-W、圆通速递、韵达股份、顺丰控股。

| 重点公司 | 股票 | 2023/06/26 | | EPS | | | PE | | | 投资 |
|-----------|--------|------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|----|----|
| 代码 | 名称 | 股价 | 2022 | 2023E | 2024E | 2022 | 2023E | 2024E | 评级 | |
| 600233.SH | 圆通速递 | 14.30 | 1.14 | 1.26 | 1.50 | 17.62 | 11.35 | 9.53 | 买入 | |
| 02057.HK | 中通快递-W | 182.65 | 8.23 | 10.90 | 13.51 | 23.10 | 16.76 | 13.52 | 买入 | |
| 002120.SZ | 韵达股份 | 9.47 | 0.51 | 0.97 | 1.18 | 28.20 | 9.76 | 8.03 | 买入 | |
| 002468.SZ | 申通快递 | 11.02 | 0.19 | 0.45 | 0.92 | 54.37 | 24.49 | 11.98 | 买入 | |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 47.08 | 1.26 | 1.93 | 2.49 | 45.48 | 24.39 | 18.91 | 买入 | |

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

注：上述股价及对应 EPS 财务数据均为人民币，HKD/CNY=0.9201

6、风险提示

- 1) 价格竞争加剧的风险;
- 2) 行业景气度不及预期的风险;
- 3) 监管政策变动带来的风险;
- 4) 快递加盟商爆仓的风险;
- 5) 推荐公司业绩不达预期的风险。

【交运小组介绍】

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，4年交运行业研究经验，坚持以实业思维做研究，寻找优质公司，挖掘行业本质，主攻机场、航空等出行板块。

周延宇：交通运输行业资深分析师，兰州大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会，主攻快递、快运、跨境物流、化工物流、大宗物流等板块。

李然：交通运输行业资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，3年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。

祝玉波：交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

钟文海：交通运输行业分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，2年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻物流板块。

王航：交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）硕士，深度价值导向，主攻机场航空板块。

【分析师承诺】

许可，周延宇，钟文海，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】**行业投资评级**

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告

所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。