

2023年中期快递行业投资策略：选龙头，重反转

评级：推荐(维持)

许可(证券分析师)

S0350521080001

xuk02@ghzq.com.cn

周延宇(证券分析师)

S0350521090001

zhouyy01@ghzq.com.cn

钟文海(证券分析师)

S0350523050003

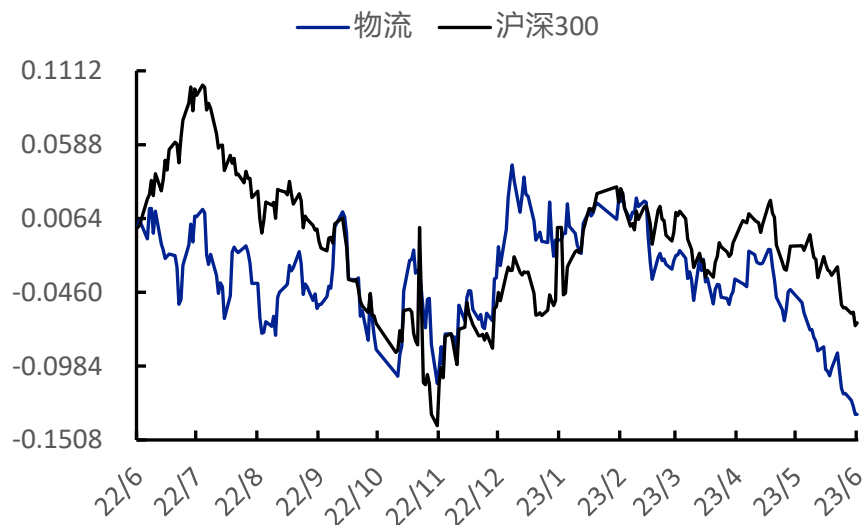
zhongwh@ghzq.com.cn

祝玉波(联系人)

S0350121120080

zhouyb01@ghzq.com.cn

最近一年走势



沪深300表现

表现	1M	3M	12M
物流	-9.3%	-11.5%	-13.3%
沪深300	-5.5%	-7.8%	-6.8%

相关报告

《——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

《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

《——长久物流（603569）公司动态研究：战略转型，尽享红利（增持）*物流*许可，周延宇，钟文海》——2023-05-24

《——物流事件点评：温和价格竞争，不改头部企业量利双升（推荐）*物流*许可，周延宇，钟文海》——2023-05-24

《——南方航空（600029）事件点评：拟定增不超过175亿元A股+29亿港元H股，优化资本结构迎接疫后复苏（买入）*航空机场*许可，李跃森》——2023-06-01

重点关注公司及盈利预测

重点公司代码	股票名称	2023/06/01	EPS			PE			投资评级
		股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
002352.SZ	顺丰控股	47.25	1.26	1.93	2.49	45.48	24.48	18.98	买入
02057.HK	中通快递-W	179.79	8.23	10.90	13.51	23.10	16.49	13.31	买入
600233.SH	圆通速递	15.68	1.14	1.26	1.50	17.62	12.44	10.45	买入
002120.SZ	韵达股份	11.45	0.51	0.97	1.18	28.20	11.80	9.70	买入
002468.SZ	申通快递	10.01	0.19	0.45	0.92	54.37	22.24	10.88	买入

资料来源：Wind资讯，国海证券研究所，货币单位均为人民币元，HKD/CNY=0.9062

◆ **回顾2022：外部环境的影响下，量及成本承压，涨价带来行情全面开花**

2022年是中国快递行业定价能力修复的红利期。全年快递行业在供需两弱（疫情限制供给、电商需求偏弱）、油价上行的压力环境下，业务量、成本受到冲击，但在政策监管+格局改善的背景下，价格涨幅>成本涨幅，价格对业绩弹性大，头部快递企业最终实现了出色的业绩表现，股价显著跑赢消费与交运指数。

◆ **展望2023：成本降幅内的价格竞争，头部企业有望实现量利双升**

2023年是中国快递行业供需修复、成本改善的红利期。全年快递行业供需两端将全面复苏，产能爬坡及油价均值回归将带来成本端的大幅改善，成本降幅>价格降幅，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，看好全年维度头部快递企业业绩高增长。

◆ **投资策略：选龙头，重反转**

展望2023年，随着疫情防控全面放开，供需修复带来增长弹性，产能爬坡+油价下行带来成本弹性，头部企业业绩弹性亦不可忽视。

自上而下看，2023年主要关注行业件量增速与成本降幅，高增长+成本下降有望成为快递企业业绩释放的关键。

自下而上看，个股均有潜在机会：优选龙头：管理领先（中通快递，圆通速递，逐季验证），第二曲线（顺丰控股，2023H2验证）；重视反转：困境反转（韵达股份，Q2验证），后发优势（申通快递，Q2验证）。

鉴于快递行业多条主线均存在布局的机会，维持行业“推荐”评级。

◆ **风险提示：行业景气度不及预期、价格战重启、监管政策变动、加盟网络不稳定、人工成本快速通胀、油价持续上涨、疫情封控冲击企业运营、互联网企业再度强制介入、重点关注公司业绩不达预期。**

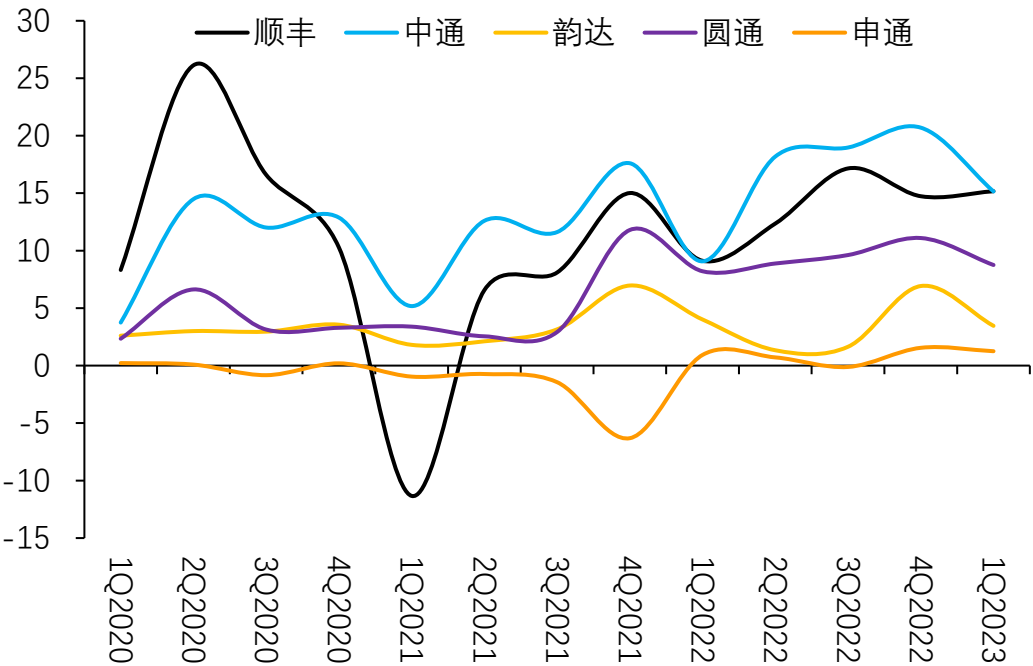
一、2022年回顾：外部环境影响下，量及成本承压，涨价带来行情全面开花

1.1 回顾：外部环境虽承压，行情全面开花

- 2022是过去数年来快递行业外部环境较差的一年，宏观经济与疫情封控的压力冲击快递企业的运营，干扰件量增长及产能周转。但从全年来看，头部快递企业仍实现了出色的利润表现（圆通、中通、申通均实现了近三年来的最佳全年业绩），股价表现也显著跑赢消费与交运指数（以圆通速递和申通快递为例，相对于交运指数的超额收益率分别为22.18%与13.95%）。
- 逆周期出色表现的背后，是政策监管+行业格局改善支撑下，企业定价能力的快速修复所致。

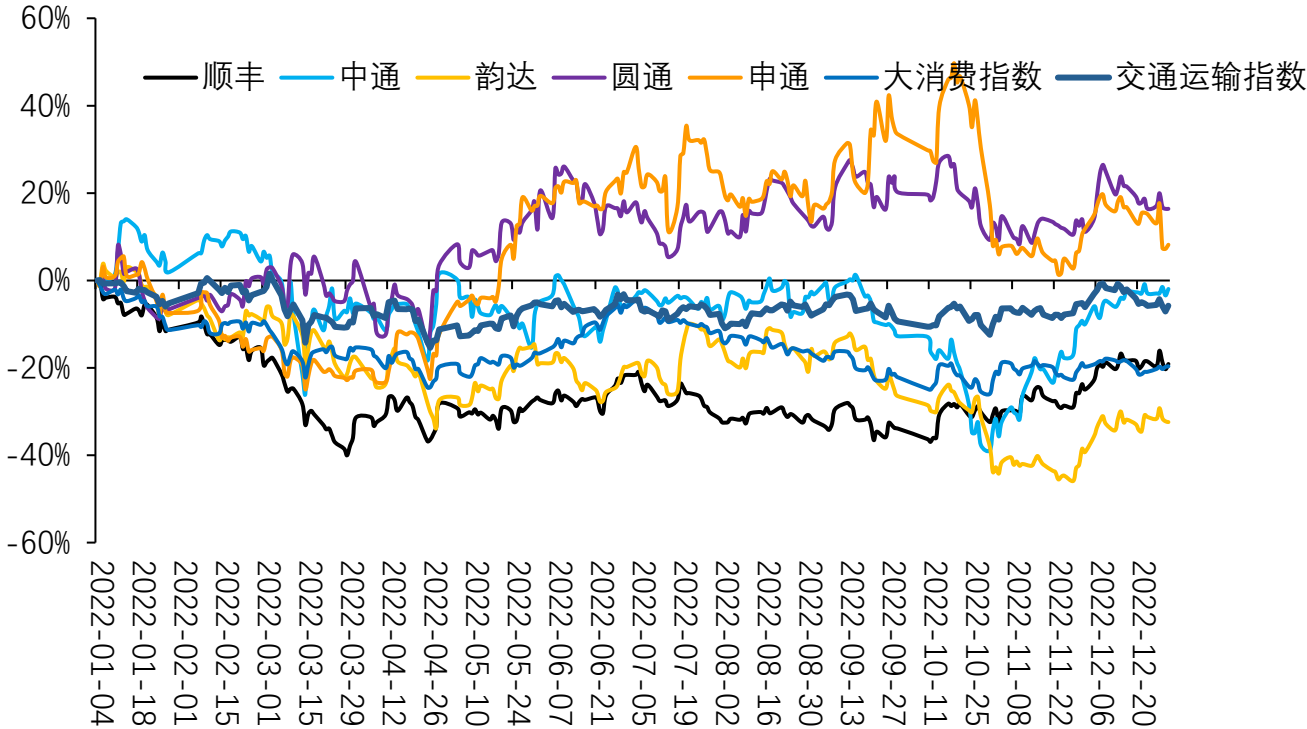
图表1：2022年各快递企业均实现近几年来最佳业绩

扣非归母净利润（亿元）



图表2：圆通、申通2022年的股价表现跑赢消费与交运指数

年初至今涨幅（%）



1.2 量：外部环境虽承压，快递行业加速分化

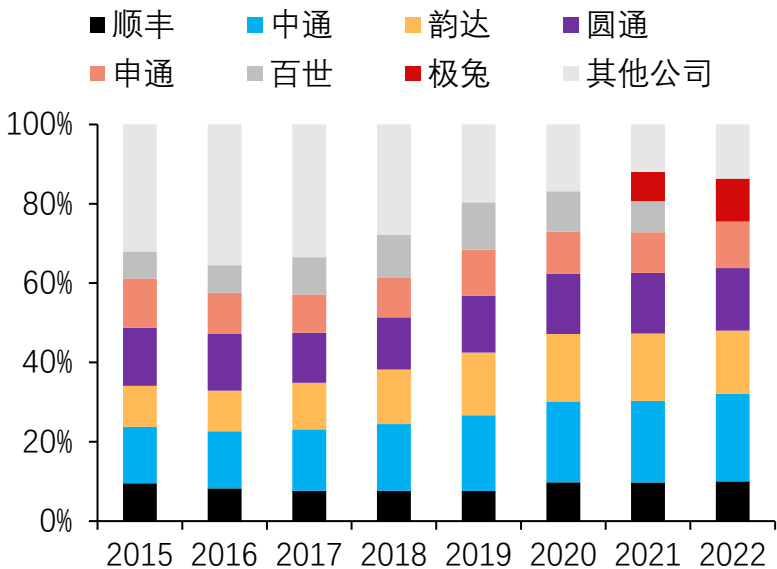
- **外部环境承压，行业增速降至个位数：**2022年，快递行业业务量同比仅增长2.10%，消费疲软、疫情封控等外部因素的影响下，行业业务量增速降至个位数。分企业来看，全年申通快递（+16.87%）、中通快递（+9.42%）、圆通速递（+5.66%）、顺丰控股（+5.12%）业务量同比增速高于行业增速，韵达股份（-4.31%）因疫情冲击，同比增速低于行业增速。
- **需求增速放缓的背景下，行业加速分化：**2022年，快递行业CR3达到53.79%，同比提升0.94pcts，CR5达到75.51%，同比提升2.71pcts。虽然行业整体降速，但集中度却加速提升。

图表3：2022年行业业务量增速降至个位数

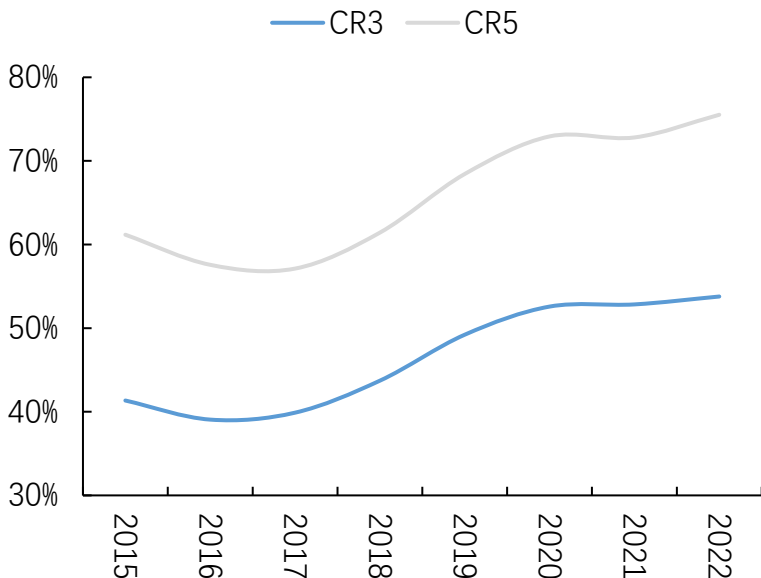
年份	2018	2019	2020	2021	1Q 2022	2Q 2022	3Q 2022	4Q 2022	2022
行业	27%	25%	31%	30%	10%	-2%	5%	-3%	2%
顺丰	27%	25%	68%	29%	-2%	1%	8%	13%	5%
中通	37%	42%	40%	31%	17%	7%	12%	4%	9%
韵达	49%	44%	41%	30%	20%	-9%	-3%	-17%	-4%
圆通	32%	37%	39%	31%	18%	2%	9%	-2%	6%
申通	33%	44%	20%	26%	26%	11%	30%	5%	17%

注：2022Q1-2022Q4为同比增速

图表4：2022年头部企业市占率稳步提升



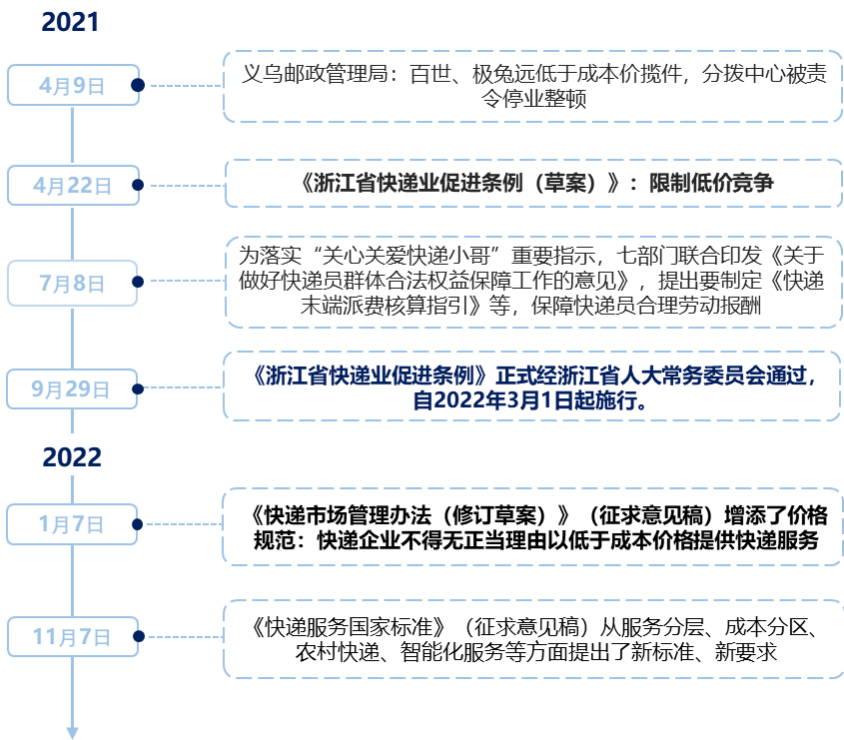
图表5：2022年国内快递行业CR5达到76%



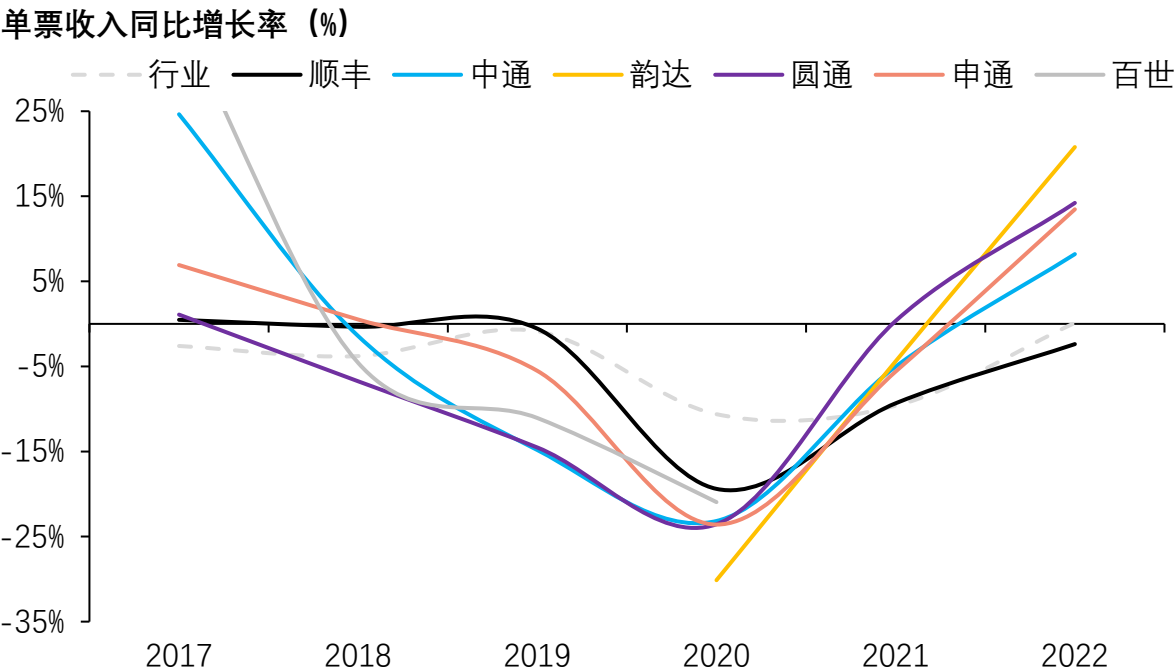
1.3 价：政策监管+格局改善，定价能力修复

- 政策监管+格局改善，单票收入同比维持高增长：2022年在政策监管、格局改善的背景下，行业单价持续修复。2022年我国快递行业单票收入为9.55元，同比修复趋势明朗。分公司看，2022年，中通快递、圆通速递、韵达股份与申通快递单票收入同比分别增长8.21%、14.22%、20.78%与13.46%。

图表6：行业政策梳理



图表7：2022年中通、韵达、圆通、申通单票收入同比维持高增长



1.4 成本：油价、防疫与产能扩张压力下，单票成本承压

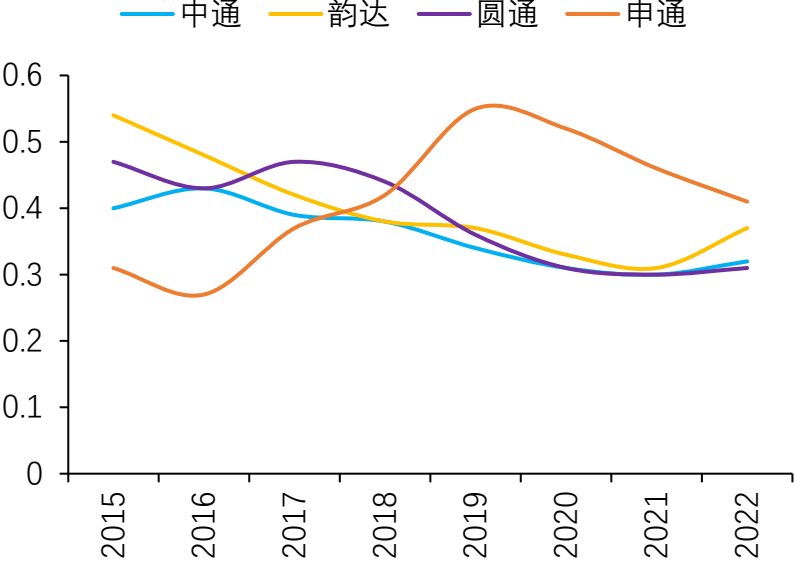
- 行业规模效应边际递减，外部因素对成本的影响变得更为显著，2022年各企业单票成本同比上行，具体来看：
- 2021年各企业资本开支力度相比前年有所增长，但量的个位数增长对产能利用率造成冲击，防疫成本的增加也带来额外成本。2022年中通/圆通/韵达/申通快递单票分拣成本分别为0.32/0.31/0.37/0.41元，在精细化管理和产能利用率不足的共同影响下，最终相比2021年分别+0.02/+0.01/+0.06/-0.05元。
- 国际油价高涨，柴油价格的不断上调使企业运输成本快速上升。2022年相比2021年，布伦特原油均价上涨40.46%，我国柴油均价上涨了28.81%，影响各家单票运输成本约0.03~0.04元。2022年中通/圆通/韵达/申通快递单票运输成本分别为0.51/0.51/0.61/0.46元，在精细化管理和油价上涨双重影响下，最终相比2021年同比-0.01/+0.01/+0.10/+0.03元，单票运输成本普遍上涨，短期承压。

图表8：2022年，油价高涨、防疫成本增加以及产能扩张压力下，各电商快递单票成本同比上行

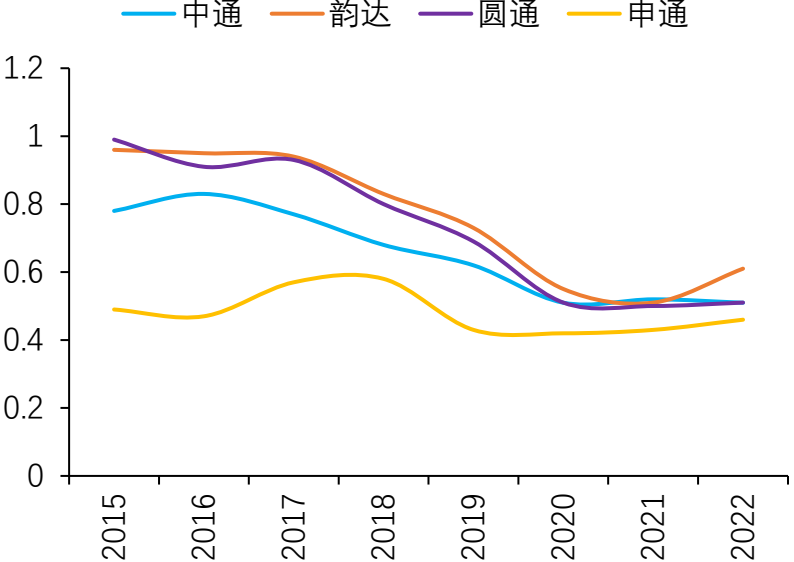
油价对单票成本影响（元）

企业	2021年基数			2022年 相比2021年	
	运输成本	燃油费占比	燃油费成本	柴油价格涨幅	单票成本影响
中通	0.52	25%	0.13	29%	0.04
圆通	0.50	25%	0.13	29%	0.04
韵达	0.51	25%	0.13	29%	0.04
申通	0.43	25%	0.11	29%	0.03

单票操作成本（元）



单票运输成本（元）



1.5 利：价格涨幅 > 成本涨幅，单票盈利能力改善

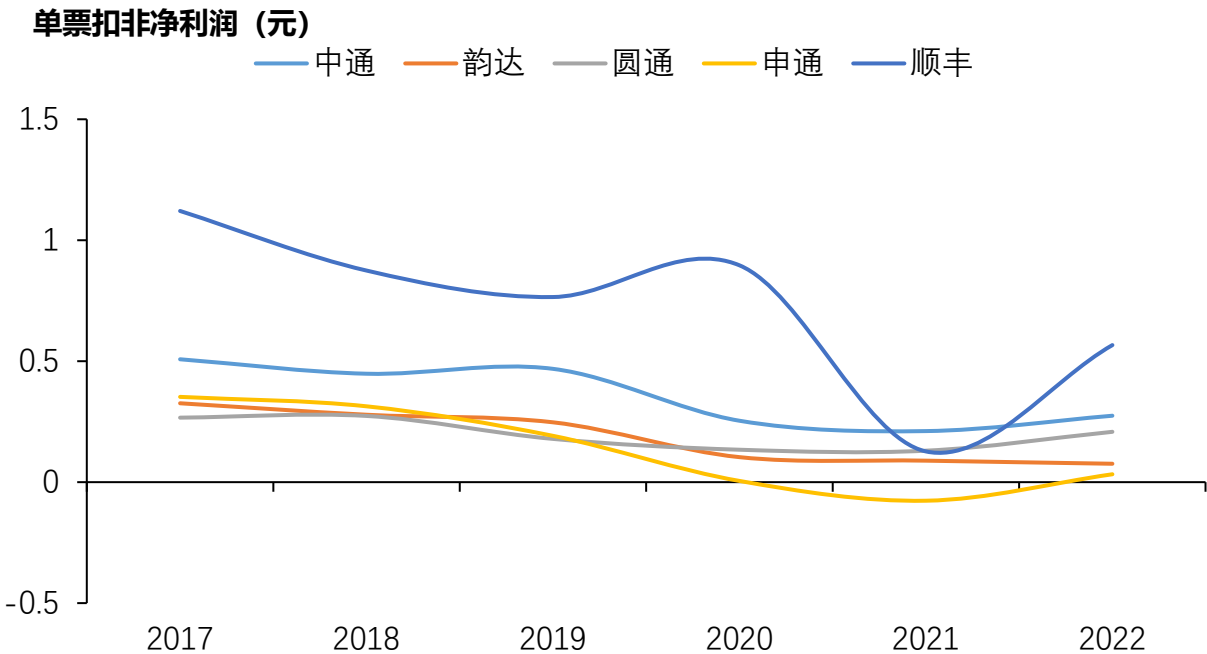
- 价格涨幅 > 成本涨幅，定价能力修复：**整体来看，2022年中通/圆通/韵达/申通单票快递收入同比+0.10/+0.32/+0.41/+0.25元，单票快递成本同比+0.02/+0.19/+0.37/+0.19元，各家单票快递收入涨幅普遍大于成本涨幅，单票毛利同比+0.08/+0.13/+0.04/+0.06元，单票毛利大幅改善，最终实现单票扣非净利同比+0.06/+0.08/-0.01/+0.11元，定价能力的修复推动头部企业业绩释放。

图表9：2022各家价格涨幅 > 成本涨幅

2022年	单票收入 同比涨幅	单票成本 同比涨幅	单票毛利 同比变化幅度
中通快递	+0.10元/票	+0.02元/票	+0.08元/票
圆通速递	+0.32元/票	+0.19元/票	+0.13元/票
韵达股份	+0.41元/票	+0.37元/票	+0.04元/票
申通快递	+0.25元/票	+0.19元/票	+0.06元/票

注：圆通为单票快递收入、成本，其他均为总收入、成本

图表10：2022各家单票利润回升明显



1.6 快递上市公司重点指标回顾：2022年涨价对业绩弹性大

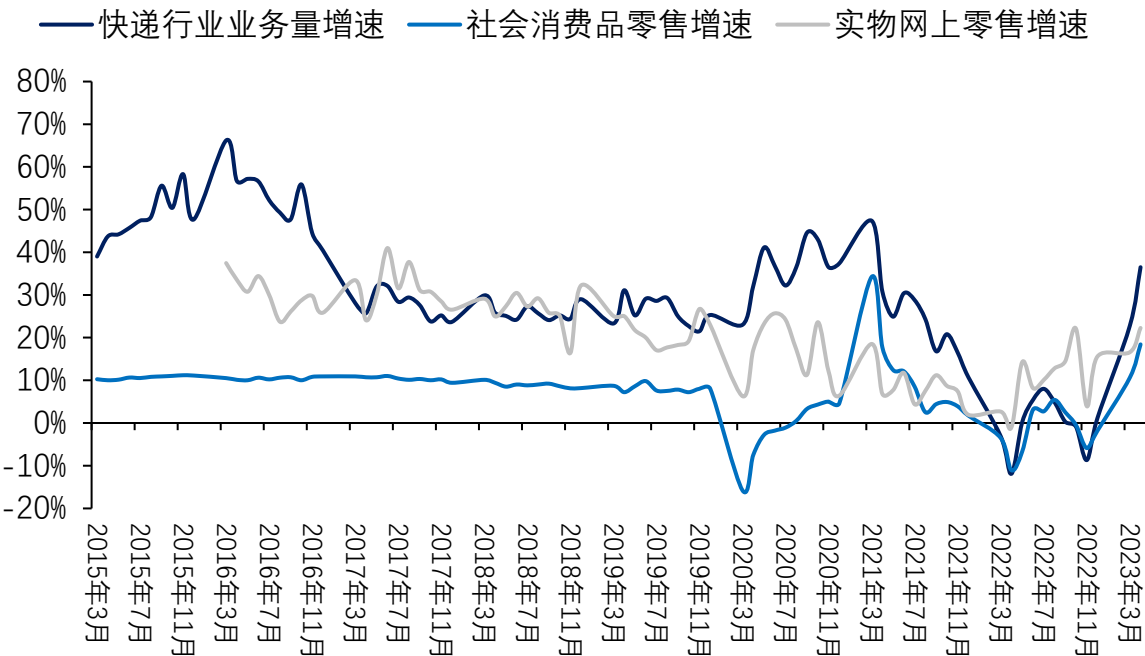
企业	重点指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
中通	单票收入 (元)	2.18	2.06	1.91	1.72	1.37	1.30	1.40
	业务量 (亿票)	44.99	62.19	85.63	121.10	170.02	222.90	243.90
	业务量增速 (%)		38.23%	37.68%	41.43%	40.40%	31.10%	9.42%
	单票成本 (元)	1.41	1.36	1.28	1.18	1.04	1.01	1.03
	单票扣非归母净利润 (元)	0.45	0.49	0.42	0.38	0.23	0.21	0.26
	单票扣非归母净利润增速 (%)		8.99%	-14.20%	-10.64%	-39.52%	-7.18%	23.84%
	扣非归母净利润 (亿元)	20.37	30.69	36.25	45.82	38.91	47.35	64.16
	扣非归母净利润增速 (%)		50.66%	18.14%	26.39%	-15.08%	21.69%	35.51%
圆通	单票收入 (元)	3.67	3.71	3.50	3.01	2.32	2.31	2.63
	业务量 (亿票)	44.60	50.64	66.65	91.15	126.48	165.43	175.15
	业务量增速 (%)		13.54%	31.62%	36.76%	38.76%	30.80%	5.88%
	单票成本 (元)	3.19	3.31	3.06	2.64	2.15	2.15	2.34
	单票扣非归母净利润 (元)	0.29	0.27	0.28	0.17	0.12	0.12	0.22
	单票扣非归母净利润增速 (%)		-7.10%	1.90%	-38.89%	-27.75%	2.58%	72.77%
	扣非归母净利润 (亿元)	12.99	13.71	18.38	15.36	15.40	20.66	37.80
	扣非归母净利润增速 (%)		5.49%	34.11%	-16.43%	0.25%	34.17%	82.93%
韵达	单票收入 (元)	2.28	2.11	1.98	3.43	2.37	2.27	2.69
	业务量 (亿票)	32.10	47.20	69.85	100.30	141.44	184.02	176.09
	业务量增速 (%)		47.04%	47.99%	43.59%	41.02%	30.10%	-4.31%
	单票成本 (元)	1.58	1.50	1.43	2.98	2.14	2.06	2.45
	单票扣非归母净利润 (元)	0.35	0.32	0.31	0.24	0.09	0.08	0.08
	单票扣非归母净利润增速 (%)		-7.54%	-5.48%	-21.26%	-64.46%	-10.94%	3.52%
	扣非归母净利润 (亿元)	11.23	15.26	21.35	24.14	12.10	14.02	13.89
	扣非归母净利润增速 (%)		35.96%	39.87%	13.06%	-49.88%	15.88%	-0.94%
申通	单票收入 (元)	3.03	3.25	3.33	3.18	2.45	2.28	2.55
	业务量 (亿票)	32.60	38.98	51.12	73.71	88.17	110.79	131.81
	业务量增速 (%)		19.57%	31.14%	44.19%	19.62%	25.65%	18.97%
	单票成本 (元)	2.43	2.65	2.79	2.78	2.36	2.23	2.44
	单票扣非归母净利润 (元)	0.36	0.36	0.34	0.26	0.00	-0.09	0.02
	单票扣非归母净利润增速 (%)		-1.98%	-5.36%	-24.20%	-101.38%	--	--
	扣非归母净利润 (亿元)	11.83	13.86	17.21	18.81	-0.31	-9.43	3.09
	扣非归母净利润增速 (%)		17.20%	24.12%	9.30%	-101.65%	--	--

二、2023年展望：成本降幅内的价格竞争，头部企业有望实现量利双升

2.1 量：疫后修复开启，2023年1-4月增长有韧性

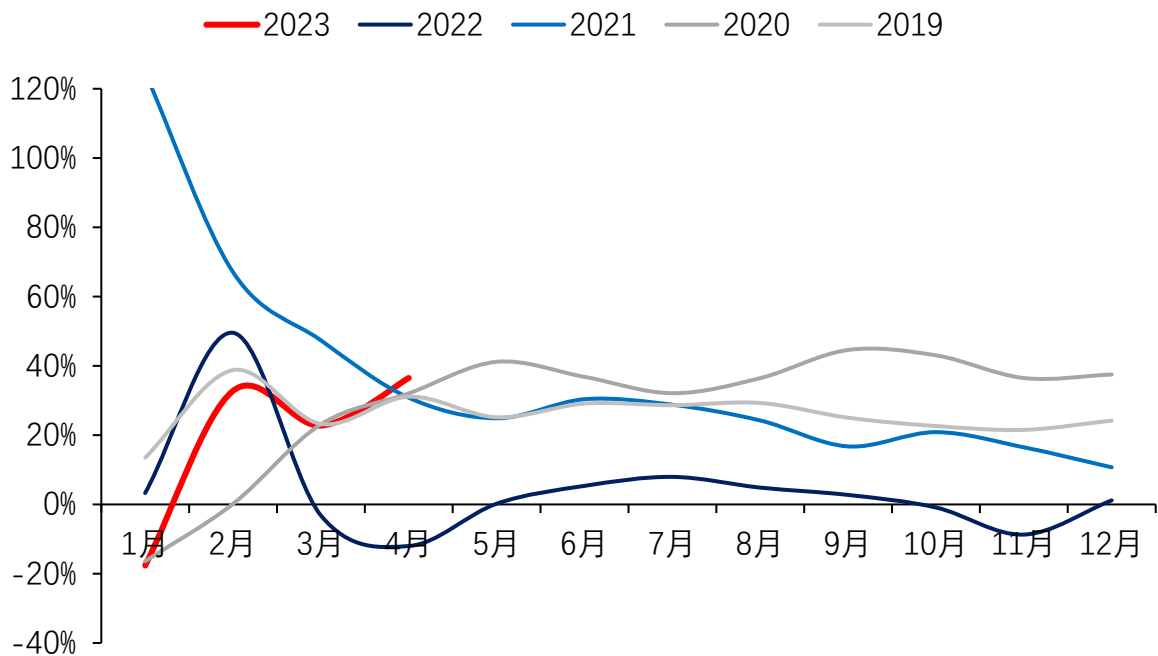
- 2023年1-4月，快递行业业务量累计为370.97亿票，同比增长17.01%。上下游对比看，快递行业业务量增速（17.01%）>实物商品网上零售额增速（10.40%）>社零增速（8.50%），随着供需两侧修复，快递行业业务量增速开始反弹。
- 2023年需求正在加速修复（1-3月行业业务量同比增速10.99%，4月修复至36.50%，1-4月整体实现17.01%的双位数增长），4月头部企业同比增速普遍在25%以上，行业及头部企业增长有韧性，看好全年行业及头部企业增速。

图表11：3月起快递业务量增速重回实物网上零售额增速之上



注：增速为当月同比增速

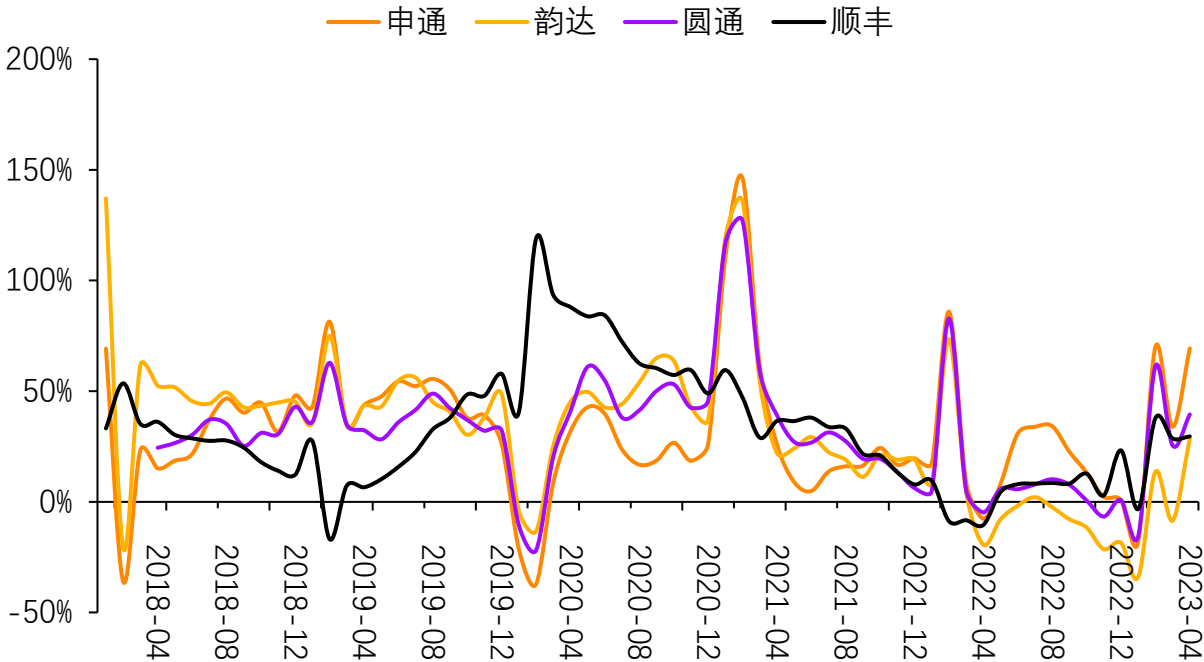
图表12：4月行业业务量同比增速修复至36.50%，2023年1-4月实现17%增长



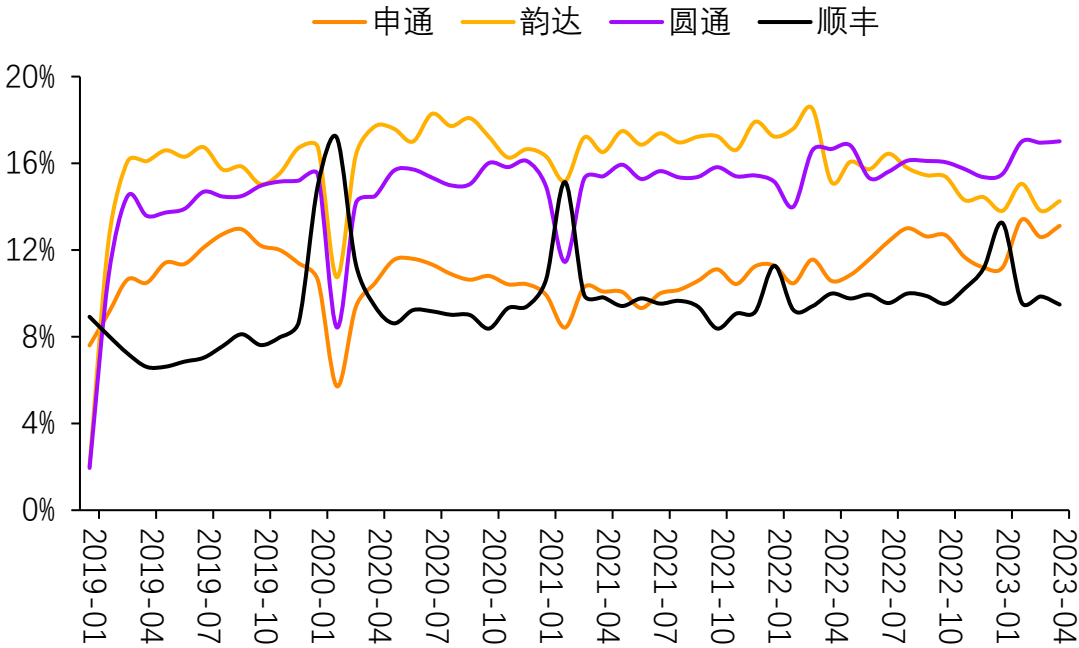
2.1 量：头部企业增速高于行业，继续保持分化

- 2023年1-4月，申通快递业务量同比上升34.53%至46.95亿票，市占率同比增加1.65pcts至12.66%；圆通速递业务量同比上升24.90%至61.94亿票，市占率同比增长1.06pcts至16.70%；顺丰控股业务量同比增长20.77%至38.37亿票，市占率同比上升0.32pcts至10.34%；韵达股份业务量同比下降2.94%至52.82亿票，市占率同比下降2.93pcts至14.24%。
- 头部企业市占率普遍提升，预计全年行业继续保持分化。

图表13：4月各快递企业业务量增速大幅修复



图表14：4月圆通、申通、韵达市占率均同比上升

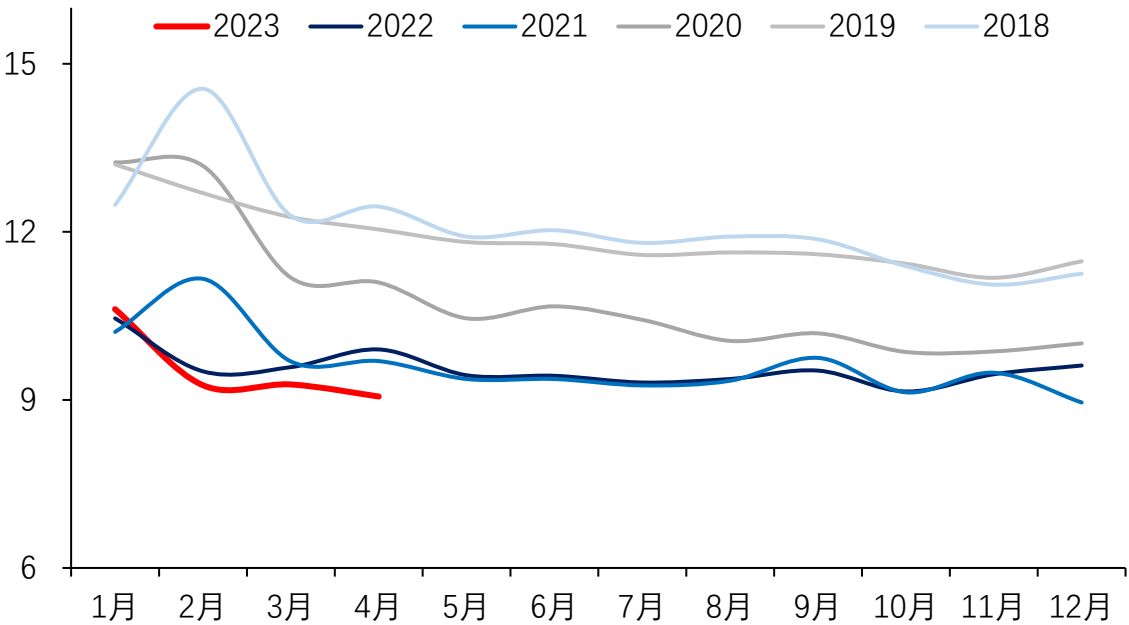


2.2 价：价格小幅调整，合理价格竞争

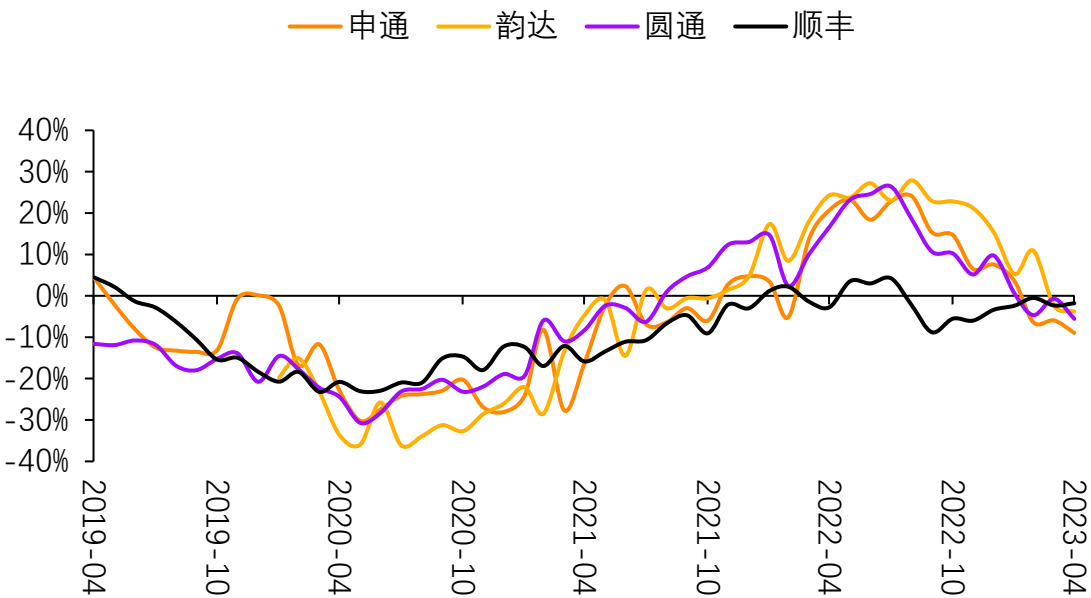
- 2023年1-4月，韵达股份单票收入为2.56元，同比上升1.34%；顺丰单票收入为15.67元，同比下降2.57%；圆通速递单票收入为2.50元，同比下降3.28%；申通快递单票收入为2.44元，同比下降5.43%。各快递企业单票价格同环比均有所调整，但整体降幅有限，相比2020年降幅显著收窄，属于行业正常价格竞争。
- 2023年4月17日《2022年度快递市场监管报告（送审稿）》的通过，再次强调了政策引导行业高质量发展的路径不变，行业价格竞争有底线。政策托底下的合理价格竞争，全年单价同比下降幅度可控。

图表15：2023年4月行业单票快递收入同比略有下降

单票快递收入（元）



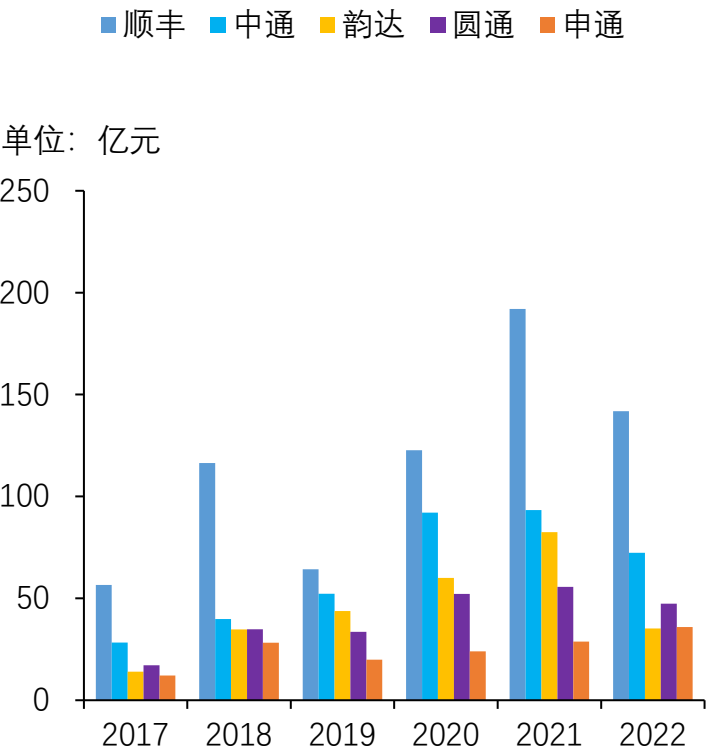
图表16：2023年4月各快递企业单票收入同环比略有调整



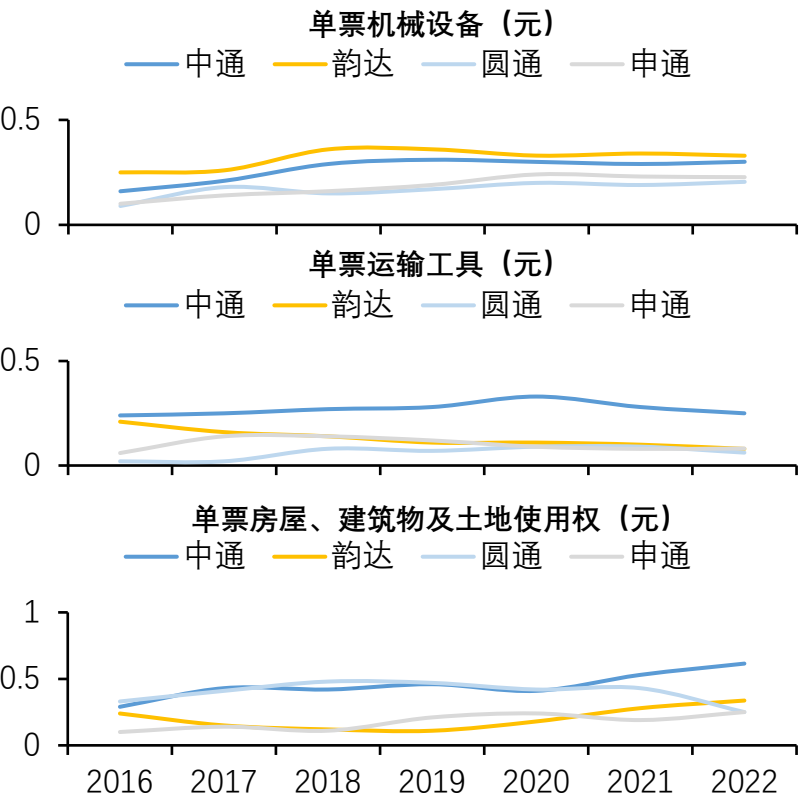
2.3 供给：2022年投入回落，资本开支达峰确认

- 2022年投入明显回落，2021年资本开支达峰逻辑初步验证：电商快递头部企业中通快递、韵达股份、圆通速递与申通快递4家资本开支共190.85亿元，同比下降26.61%，转运中心自营率、车辆自有率与分拣自动化率大幅提升后，电商快递企业产能扩张速度放缓。
- 综合物流企业，顺丰控股2022年资本开支达到141.84亿元，同比下降26.11%，其中针对土地的投资大幅下降，投资额同比下降92.16%，鄂州机场投建步入尾声以及业务扩张放缓的背景下，顺丰控股未来资本开支的规模、节奏与结构都将发生变化。

图表17：2022各家资本开支明显回落



图表18：电商快递企业产能扩张速度放缓，资本开支进入针对性投入补短板阶段

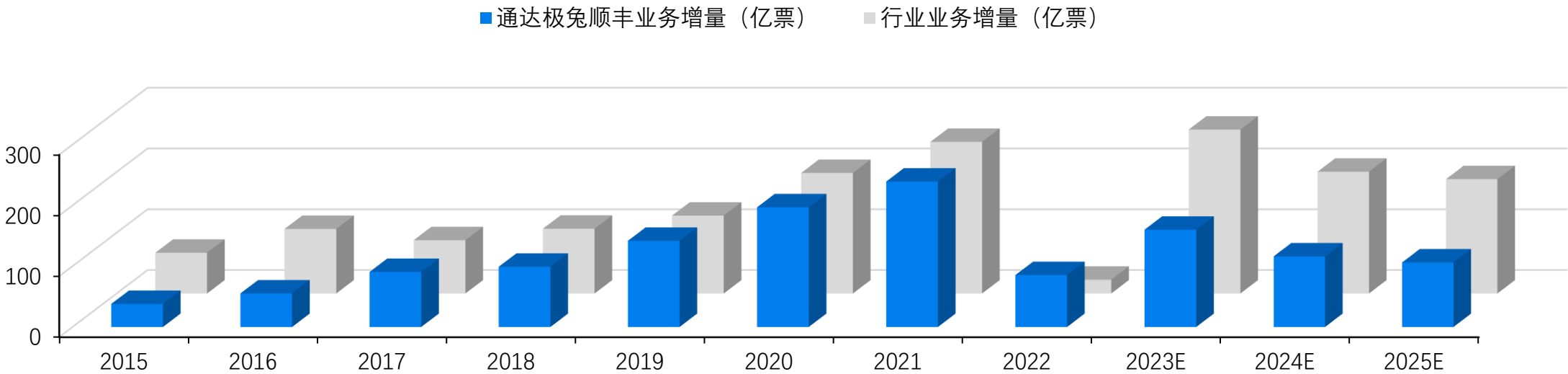


单位：亿元，2022	圆通	韵达	顺丰	中通	申通
转运中心/分拣中心	12.57	26.27	70.73		
仓库			15.64		14.37
总部基地建设	0.01				
办公综合楼			6.00	68.12	
飞机及设备	12.08		22.89		19.71
车辆	0.89	2.28	9.19		
IT设备及其他机器设备	1.84	3.06	8.25		
土地		3.51	1.14	4.22	1.06
其他（含股权投资）		1.16	59.60		0.78
合计	27.39	36.28	193.44	72.34	35.92

2.4 2023年起行业供需再平衡已启动

- **格局改善逻辑始于政策催化，成于供需关系。**2022年，快递行业首次出现供需双弱的情况，头部快递企业资本开支规模回落明显，但消费的疲软也使需求偏弱。展望未来，经营环境的改善有望推动需求逐步修复，而在资本开支达峰后，头部企业的供给扩张速度放缓。我们预计2023-2025年顺丰控股、中通快递、申通快递、圆通速递、韵达股份与极兔速递6家企业或将新增150亿票、116亿票、106亿票，而需求有望保持年化150亿票以上增长，快递行业供需再平衡或已启动。

图表19：预计2023-2025年需求增量超越供给增量，快递行业将进入供需再平衡的阶段

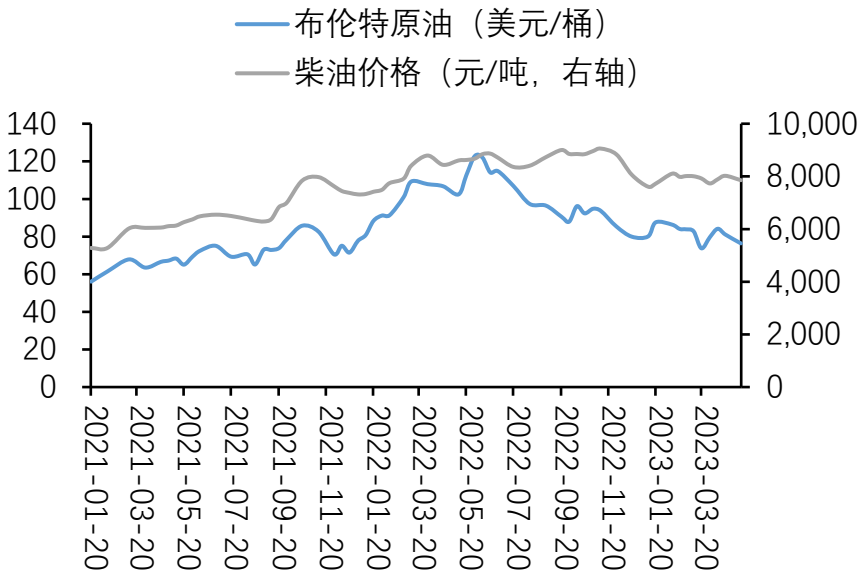


注：通达极兔顺丰指顺丰控股、中通快递、申通快递、圆通速递、韵达股份与极兔速递6家企业

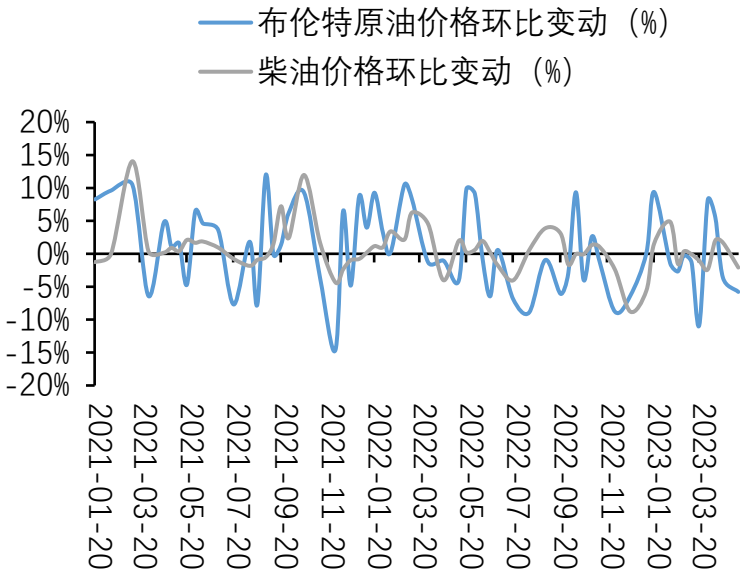
2.4 本：产能爬坡+油价下行，成本下行有看点

- 2022年全年，布伦特原油均价99.50美元/桶，同比增长40.76%；柴油价格均价8473.53元/吨，同比增长28.81%。油价大幅上升对快递企业成本端施加一定压力。但步入2023年，油价逐渐进入下行区间。2023年初至 5 月 10 日，布伦特原油均价同比下降17.76%，柴油价格同比下降6.81%。油价下行释放降本空间，假设全年油价降10%/20%/30%，单票成本有望降0.01~0.05元。
- 除油价影响外，去年因消费疲软、疫情封控等外部因素的影响，快递行业业务量同比仅增长2.10%， 增速降至个位数导致行业供需失衡，产能利用率不足。随着需求回暖产能爬坡降本空间也值得期待。

图表20：原油价格与成品柴油价格均开始下降



图表21：成本柴油价格将随原油下降



图表22：油价下行将释放降本空间

企业	2022年基数			2023年相比2022年成本影响弹性测算		
	运输成本	燃油费占比	燃油费成本	柴油价格降10%	柴油价格降20%	柴油价格降30%
中通	0.51	25%	0.13	0.01	0.03	0.04
圆通	0.51	25%	0.13	0.01	0.03	0.04
韵达	0.61	25%	0.15	0.02	0.03	0.05
申通	0.46	25%	0.11	0.01	0.02	0.03

2.5 利：成本降幅 > 价格降幅，头部企业有望实现量利双升

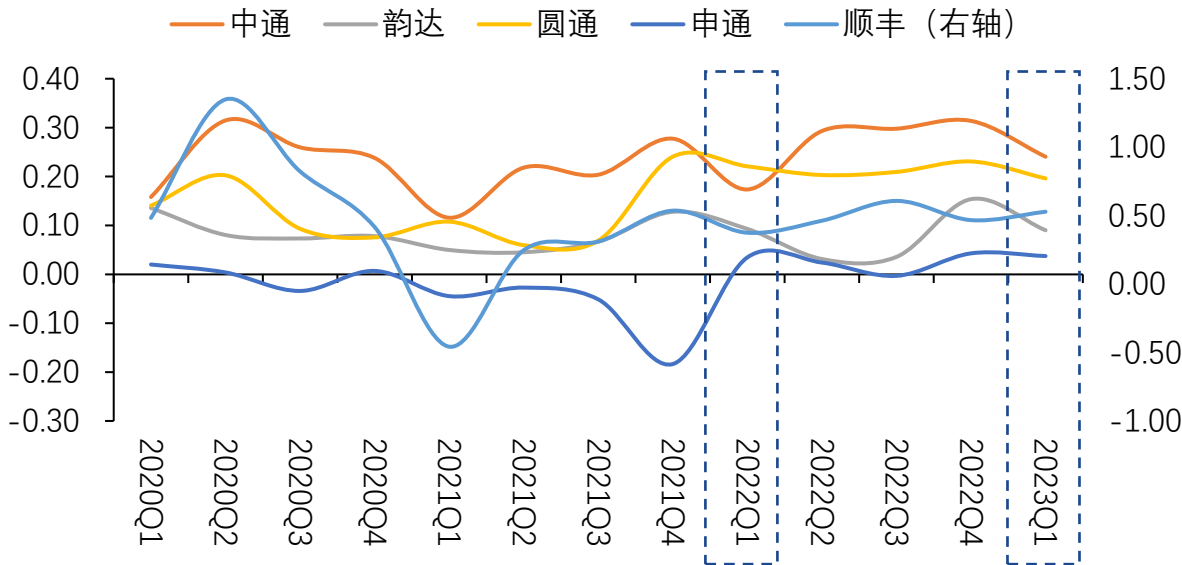
- 成本降幅 > 价格降幅，头部企业有望实现量利双升：2023年Q1中通/圆通/韵达/申通单票快递收入同比-0.05/-0.29/+0.06/-0.04元，单票快递成本同比-0.14/-0.24/+0.04/-0.05元，单票成本降幅有效对冲了单票收入降幅，单票毛利同比+0.09/-0.05/+0.01/+0.00，叠加费用改善，最终实现单票扣非净利同比+0.07/-0.02/0.00/0.00元，价格竞争下单票盈利基本稳定或大幅提升。中通/圆通/韵达/申通Q1业务量增速同比+20.49%/+20.04%/-11.21%/+24.34%，最终实现扣非归母净利润同比+82.1%/+6.62%/-13.80%/34.09%。
- 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，看好全年维度头部快递企业业绩高增长。

图表23：2023Q1圆通、申通单票成本降幅~价格降幅

2023年Q1	单票收入 同比变化幅度	单票成本 同比变化幅度	单票毛利 同比变化幅度
中通快递	-0.05元/票	-0.14元/票	+0.09元/票
圆通速递	-0.29元/票	-0.24元/票	-0.05元/票
韵达股份	+0.06元/票	+0.04元/票	+0.01元/票
申通快递	-0.04元/票	-0.05元/票	+0.00元/票

注：圆通为单票快递收入、成本，其他均为总收入、成本

图表24：2023各家单票扣非净利润有望稳中有升

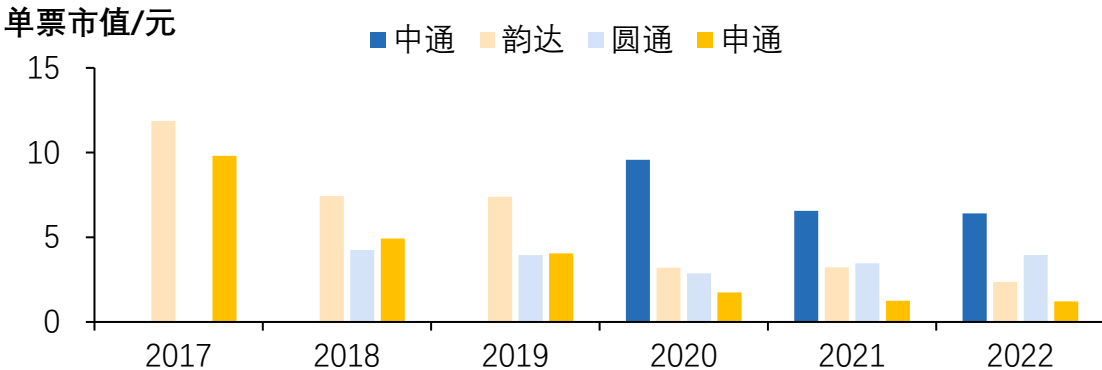
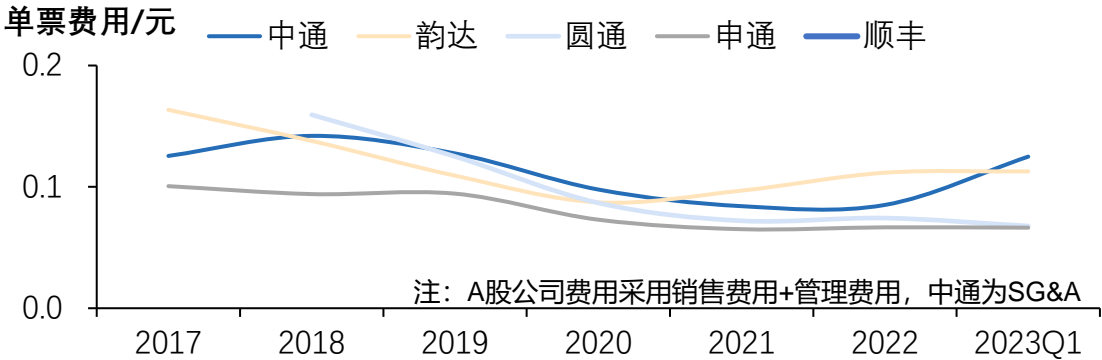
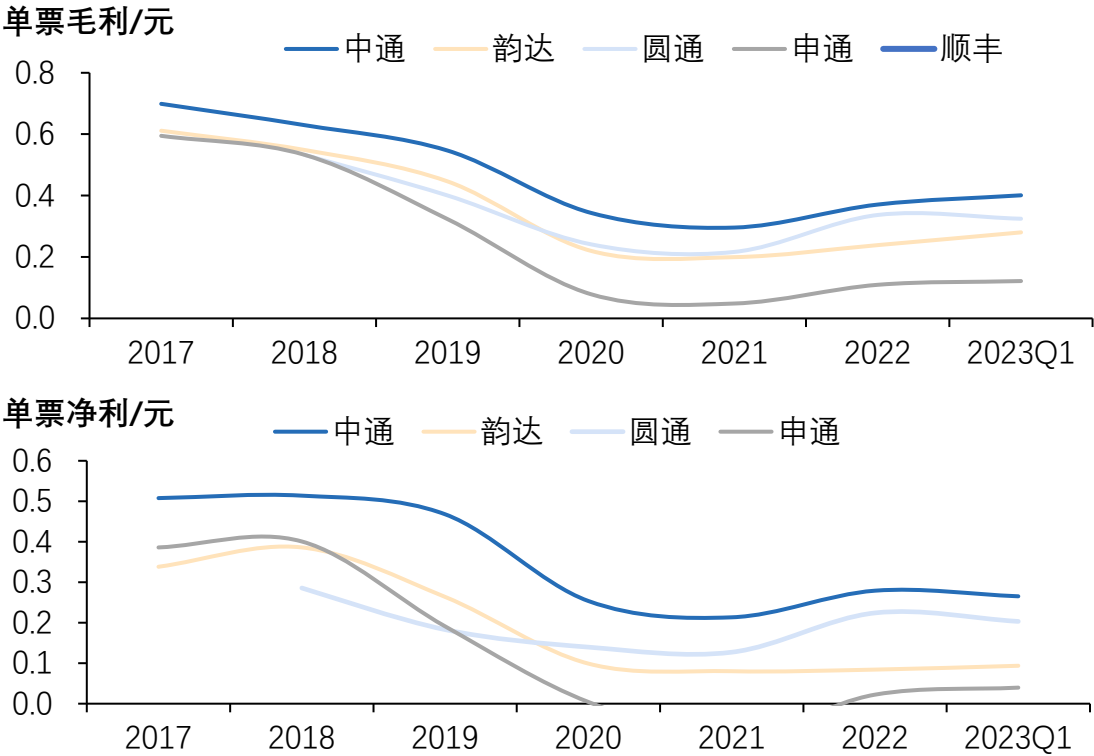


三、投资策略：选龙头，重反转

3.1 ①选龙头：中通行稳致远，圆通管理 α 凸显

- 在快递行业步入成长后期并向成熟期过渡的阶段中，管理差异逐渐替代规模效应成为决定企业竞争力的关键。
- 中通快递行稳致远，长期推荐。**公司为电商快递龙头，业务量及盈利能力行业领先，过去两年较大资本开支叠加疫情扰动产能利用率较为不足，导致单票盈利承压。但随着今年公司增长回暖及资本开支达峰回落，产能利用率逐渐重回正轨，成本有望大幅下降，降本空间内的价格竞争实现量利齐升，并释放业绩；
- 圆通速递管理 α 凸显，利润持续释放。**更好的服务与时效带来更强的定价能力改善，更精确的数字化管控与更合理的投入规划带来更优的成本效率，圆通速递2021Q4以来逐季释放的利润既反映了管理改善的成效，也证明了管理 α 的可持续性，持续推荐。

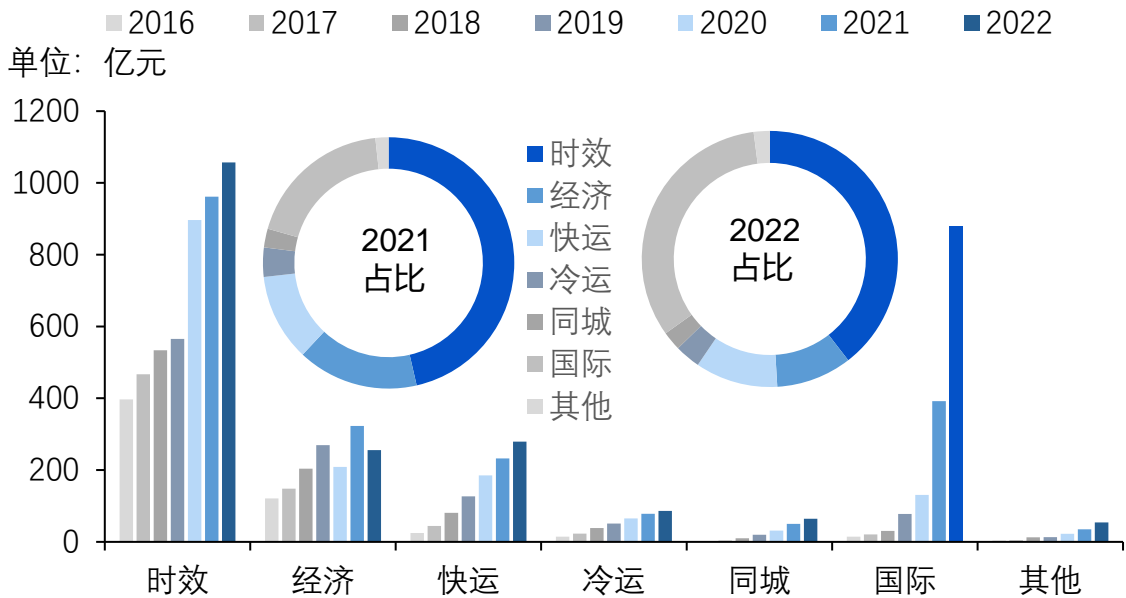
图表25：中通、圆通盈利能力领先，单票市值居前



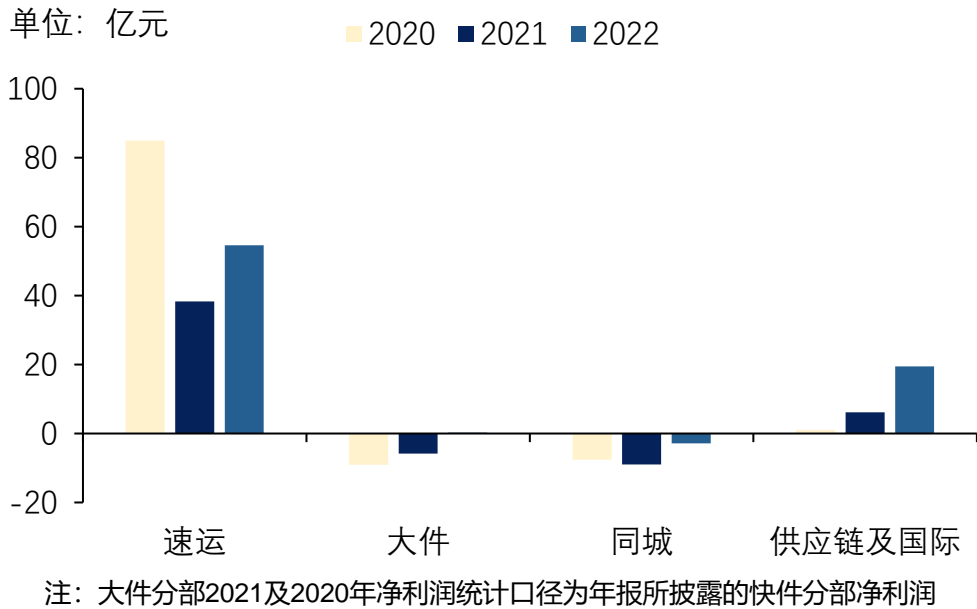
3.2 ①选龙头：顺丰第二曲线，增长&成本双拐点

- 多元化布局是快递企业增长的第二曲线，率先实现主营业务稳格局稳定的顺丰控股，凭借领先的资金优势与成熟稳定的时效大网于快运、冷链、同城、供应链、国际等多条赛道进行扩张。
- 2021年起，新业务的流量扩张基本完成后，顺丰控股进入平衡流量与盈利的新阶段，更加重视多网融通下的成本控制，而协同效应更强的快运与国际业务。高端快运赛道格局改善，2022年顺丰快运首次完成扭亏；嘉里物流的整合不仅贡献稳定的货代利润，并且补齐了国际赛道全链路资源，打开成长空间。伴随着鄂州机场的投产与宏观环境的改善下增长加速以及降本项目持续推进，顺丰利润有望逐季释放，进入基本面的右侧区间。

图表26：规模扩张基本完成，顺丰多元化业务布局将逐步进入变现期



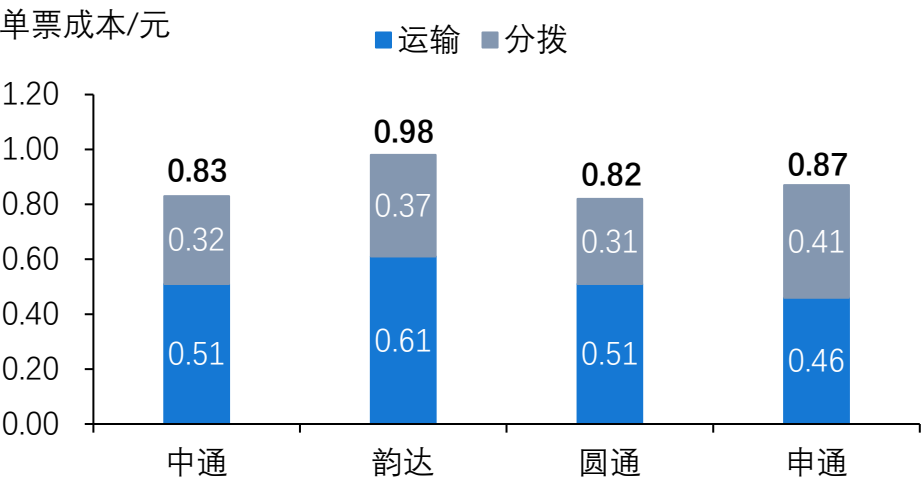
图表27：顺丰快运首次扭亏，国际业务增厚利润



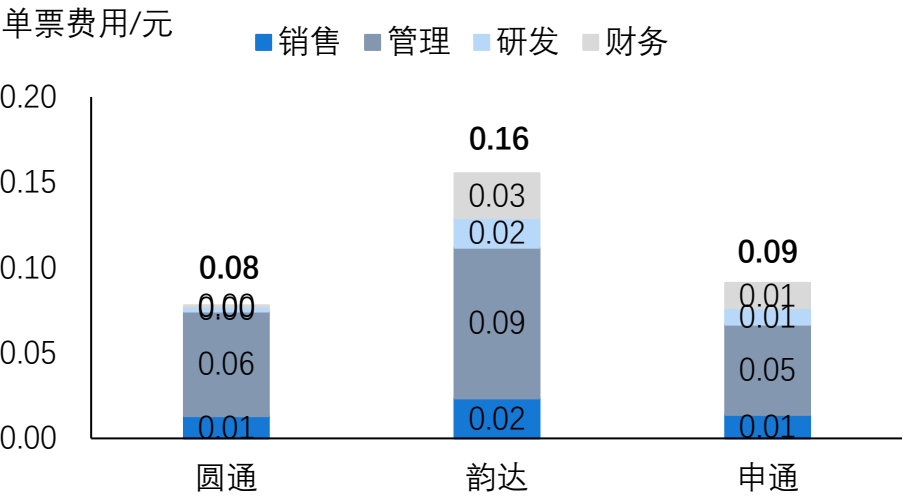
3.2 ②重反转：期待韵达“困境反转”，申通后发优势，业绩弹性大

- 韵达股份：2022Q4，韵达股份通过积极优化客户结构，单票利润达到0.16元，同比上升0.03元，环比上升0.11元，彰显单票盈利弹性。公司在成本、费用端仍有较大改善空间。成本端，公司2022年起扩张性资本开支已基本结束，随着需求反弹，韵达将充分发挥规模效应和集约效应，持续降低单票固定资产折旧成本和可变成本。费用端，目前公司正在进行战略聚焦快递，其他业务相应销售与管理费用优化。
- 申通快递：在三年百亿级产能提升项目以及时效专项基金的推进下，公司在成本、服务品质方面都或有大幅改善，产品竞争力提升也将为公司带来更多单量，形成良性循环。2023年公司在量（2023年1-4月申通快递维持高速增长）、价（产品力提升提高单票快递溢价）、成本（规模效应下产能爬坡降本）均有看点。
- 韵达股份成本费用改善，申通量、价、成本均有看点，单票盈利均有较大幅度的提升空间，重视韵达困境反转、申通后发优势带来的业绩弹性。

图表28：韵达、申通在成本端仍有较大改善空间（2022年数据）



图表29：韵达费用端有较大改善空间（2022年数据）



3.3 快递上市公司重点指标展望：2023年看点是成本和件量增速

企业	重点指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2022年Q1	2023年Q1	2023年E
中通	单票收入 (元)	2.18	2.06	1.91	1.72	1.37	1.30	1.40	1.45	1.40	1.36
	业务量 (亿票)	44.99	62.19	85.63	121.10	170.02	222.90	243.90	52.26	62.97	296.77
	业务量增速 (%)		38.23%	37.68%	41.43%	40.40%	31.10%	9.42%	16.78%	20.49%	21.68%
	单票成本 (元)	1.41	1.36	1.28	1.18	1.04	1.01	1.03	1.14	1.00	0.93
	单票扣非归母净利润 (元)	0.45	0.49	0.42	0.38	0.23	0.21	0.26	0.17	0.24	0.30
	单票扣非归母净利润增速 (%)		8.99%	-14.20%	-10.64%	-39.52%	-7.18%	23.84%	43.90%	37.84%	12.30%
	扣非归母净利润 (亿元)	20.37	30.69	36.25	45.82	38.91	47.35	64.16	9.13	15.16	87.67
	扣非归母净利润增速 (%)		50.66%	18.14%	26.39%	-15.08%	21.69%	35.51%	68.00%	66.09%	36.64%
圆通	单票收入 (元)	3.67	3.71	3.50	3.01	2.32	2.31	2.63	3.19	2.90	2.63
	业务量 (亿票)	44.60	50.64	66.65	91.15	126.48	165.43	175.15	37.13	44.57	203.67
	业务量增速 (%)		13.54%	31.62%	36.76%	38.76%	30.80%	5.88%	18.06%	20.04%	16.28%
	单票成本 (元)	3.19	3.31	3.06	2.64	2.15	2.15	2.34	2.89	2.65	2.31
	单票扣非归母净利润 (元)	0.29	0.27	0.28	0.17	0.12	0.12	0.22	0.22	0.20	0.21
	单票扣非归母净利润增速 (%)		-7.10%	1.90%	-38.89%	-27.75%	2.58%	72.77%	104.87%	-11.17%	-3.36%
	扣非归母净利润 (亿元)	12.99	13.71	18.38	15.36	15.40	20.66	37.80	8.21	8.75	42.48
	扣非归母净利润增速 (%)		5.49%	34.11%	-16.43%	0.25%	34.17%	82.93%	141.88%	6.62%	12.37%
韵达	单票收入 (元)	2.28	2.11	1.98	3.43	2.37	2.27	2.69	2.68	2.74	2.73
	业务量 (亿票)	32.10	47.20	69.85	100.30	141.44	184.02	176.09	43.10	38.27	194.77
	业务量增速 (%)		47.04%	47.99%	43.59%	41.02%	30.10%	-4.31%	19.62%	-11.21%	10.61%
	单票成本 (元)	1.58	1.50	1.43	2.98	2.14	2.06	2.45	2.57	2.61	2.40
	单票扣非归母净利润 (元)	0.35	0.32	0.31	0.24	0.09	0.08	0.08	0.09	0.09	0.14
	单票扣非归母净利润增速 (%)		-7.54%	-5.48%	-21.26%	-64.46%	-10.94%	3.52%	85.94%	-2.92%	75.57%
	扣非归母净利润 (亿元)	11.23	15.26	21.35	24.14	12.10	14.02	13.89	4.00	3.45	26.97
	扣非归母净利润增速 (%)		35.96%	39.87%	13.06%	-49.88%	15.88%	-0.94%	122.43%	-13.80%	94.20%
申通	单票收入 (元)	3.03	3.25	3.33	3.18	2.45	2.28	2.55	2.65	2.61	2.49
	业务量 (亿票)	32.60	38.98	51.12	73.71	88.17	110.79	131.81	26.99	33.56	156.55
	业务量增速 (%)		19.57%	31.14%	44.19%	19.62%	25.65%	18.97%	26.18%	24.34%	18.77%
	单票成本 (元)	2.43	2.65	2.79	2.78	2.36	2.23	2.44	2.62	2.57	2.35
	单票扣非归母净利润 (元)	0.36	0.36	0.34	0.26	0.00	-0.09	0.02	0.03	0.04	0.04
	单票扣非归母净利润增速 (%)		-1.98%	-5.36%	-24.20%	-101.38%	--	--	-177.70%	7.84%	78.87%
	扣非归母净利润 (亿元)	11.83	13.86	17.21	18.81	-0.31	-9.43	3.09	0.93	1.25	6.56
	扣非归母净利润增速 (%)		17.20%	24.12%	9.30%	-101.65%	--	--	-198.05%	34.09%	112.45%

3.4 投资建议及行业评级

◆ **回顾2022：外部环境影响下，量及成本承压，涨价带来行情全面开花**

2022年是中国快递行业定价能力修复的红利期。全年快递行业在供需两弱（疫情限制供给、电商需求偏弱）、油价上行的压力环境下，业务量、成本受到冲击，但在政策监管+格局改善的背景下，价格涨幅>成本涨幅，价格对业绩弹性大，头部快递企业最终实现了出色的业绩表现，股价显著跑赢消费与交运指数。

◆ **展望2023：成本降幅内的价格竞争，头部企业有望实现量利双升**

2023年是中国快递行业供需修复、成本改善的红利期。全年快递行业供需两端将全面复苏，产能爬坡及油价均值回归将带来成本端的大幅改善，成本降幅>价格降幅，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，看好全年维度头部快递企业业绩高增长。

◆ **投资策略：选龙头，重反转**

展望2023年，随着疫情防控全面放开，供需修复带来增长弹性，产能爬坡+油价下行带来成本弹性，头部企业业绩弹性亦不可忽视。

自上而下看，2023年主要关注行业件量增速与成本降幅，高增长+成本下降有望成为快递企业业绩释放的关键。

自下而上看，个股均有潜在机会：优选龙头：管理领先（中通快递，圆通速递，逐季验证），第二曲线（顺丰控股，2023H2验证）；重视反转：困境反转（韵达股份，Q2验证），后发优势（申通快递，Q2验证）。

鉴于快递行业多条主线均存在布局的机会，维持行业“推荐”评级。

四、风险提示

- 行业景气度不及预期：行业业务量增长不及预期或影响各快递企业业务量增速；
- 价格战重启：个别公司可能出现以低价抢占市场份额的情况，影响企业利润；
- 监管政策变动：行业监管政策发生变动可能导致行业格局发生变化；
- 加盟网络不稳定：加盟网络不稳定直接影响快递业务的收派环节正常开展；
- 人工成本快速通胀：作为主要成本之一，人工成本快速上升将会影响公司利润；
- 油价持续上涨：油价上涨将导致运输成本上涨，削弱企业盈利能力；
- 疫情封控冲击企业运营：疫情风控冲击行业供需、快递运输与枢纽运转，对快递企业营收影响较大；
- 互联网企业再度强制介入：互联网企业可能会以价格战的形式强制介入市场，扰乱正常经营；
- 重点关注公司业绩不达预期：快递公司的经营能力、成本管控、服务质量等均会影响公司业绩。

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，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

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述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。

国海证券 · 研究所 · 交运研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597