



中信证券研究部

核心观点



虞世民
物流和出行服务行业首席分析师
S1010519040004

短期疫情扰动导致快递件量低增速无需过度悲观，我们认为电商渗透率的提升源于下沉市场渠道红利持续释放和新兴电商平台（抖音、快手等）对用户非计划性需求、“兴趣需求”的挖掘。对比海外我国快递增长更具韧性，我们预计2023~25年全国快递件量CAGR有望超12%至1700~1800亿件。2022年旺季快递提价有望持续、10月下旬或将开启提价，同时资本开支高峰将过，助力快递龙头转向高质量发展。对比美国，航空及国际件放量驱动FedEx(1978~89年)件量CAGR38%，复盘海外，中期国际件有望成为我国快递龙头重要增长极，同时美国寡头格局成为快递市场有序竞争的重要基础。圆通速递推荐逻辑已从“预期差”转向“高确定性”，2022H2公司继续深化全面数字化转型，进一步推动加盟商融资、客服运营等数字化系统的应用。关注旺季临近快递龙头的配置机会。

■ 短期局部疫情扰动导致快递件量低增速无需过度悲观。8月义乌疫情冲击最大的一周，全国揽收件量日均环比下降3.6%，随着旺季临近，短期冲击有望逐渐出清。Q4仅考虑通行费优惠，我们测算头部三家相较于2021Q4单票盈利有望增厚5%~8%。4月以来受上海、义乌等地疫情防控的影响，快递件量的行业增速降至个位数，再次引发市场对增速换挡的担忧。电商平台商业模式嬗变驱动电商销售和快递件量的增速分化，(快递件量增速-实物网购额增速)由2018年1.2pcts提升至2021年17.9pcts，短期冲击导致件量低增速无需过度悲观。8月11日~17日义乌静默管理期间，全国日均快递单量环比减少1071万单(环比下降3.6%)，随着旺季临近，短期冲击有望逐渐出清。受益Q4通行费减免政策，我们测算通达系对应单票运输成本减少1.0~1.2分，头部三家相较于2021Q4单票盈利有望增厚5%~8%，叠加收入&成本端因素，通达系单票净利同比修复有望持续。

■ 他山之石：1978~89年间航空及国际件驱动FedEx CAGR达38%。复盘海外，中期国际件有望成为我国快递龙头重要增长极，同时寡头格局成为快递市场有序竞争的重要基础。美国快递业的发展经历大致可分为“商条件驱动—制造业驱动—航空与国际件驱动—电商驱动”几个阶段，其中1980s左右FedEx、UPS等企业先后布局航空隔夜快递市场和国际市场，FedEx日均件量由1978年3万单提升至1989年106万单左右，1999年进一步提升至326万单，其国际线收入占比由1986年4.5%提升至1991年34.2%。1978~89年间航空及国际件驱动FedEx CAGR达38%。2020年以来我国快递龙头加速布局海外，中期国际件有望成为快递件量的重要增长极。复盘美国快递业价格战，1994年航空快递市场FedEx、UPS航空快递市场市占率合计超过60%，寡头格局成为快递市场有序竞争的重要基础。

■ 对比海外我国快递增长更具韧性，我们预计2023~25年全国快递件量CAGR有望超12%至1700~1800亿件，龙头增速有望高于行业。2011~21年我国电商渗透率由4.7%快速提升至24.5%，而美国电商渗透率由5.1%增长至14.5%。性价比高的物流服务催生电商模式嬗变、充分挖掘潜在需求，同等GMV产生更多快递件量，对比海外我国快递增长更具韧性。电商渗透率的提升主要源于下沉市场渠道红利的持续释放和新兴电商平台（抖音、快手等）对用户非计划性需求、“兴趣需求”的挖掘。我们测算2023-2025年我国电商渗透率分别达26.5%、27.5%、27.8%，假设2023年-25年客单均价保持每年3%的降幅，我们测算2023~25年全国快递件量CAGR有望超12%至1700~1800亿件。

■ 2022年旺季快递提价有望持续、10月下旬或将开启提价，快递龙头资本开支

物流和出行服务行业

评级

强于大市（维持）

高峰将过，助力快递转向高质量发展。2021年3月以来政策升级为打破快递业内卷化竞争的最大变量，但截至2021年底义乌地区揽件价格提升幅度远高于全国水平，引发地方政府对需求增速的担忧。2022H1义乌、广州、揭阳等主要产粮区价格分化调整、实现整体平衡。预计2022年旺季快递提价有望持续、10月下旬或将开启提价。快递龙头经过3年资本开支高位强化竞争壁垒，2022H1中通、韵达、圆通资本开支分别同比下降26%/59%/4%，2023年快递头部玩家Capex规模或出现明显下调，预计将更加精准地优化网络结构，快递行业有望从高速增长转入高质量发展阶段。

- **风险因素：**宏观经济增速下行；电商网购需求放缓，旺季提价不及预期；价格竞争加剧超预期；油价、人工成本持续上涨；疫情影响超预期。
- **投资建议：**短期疫情扰动导致件量低增速无需过度悲观。8月义乌疫情冲击最大的一周，全国揽收件量日均环比下降3.6%。旺季临近，短期冲击有望逐渐出清。我们预计2022年全国快递件量同增6%~7%，但未来3年快递行业件量CAGR有望超12%至1700~1800亿件。电商渗透率的提升主要源于下沉市场渠道红利的持续释放和新兴电商平台（抖音、快手等）对用户非计划性需求、“兴趣需求”的挖掘，对比海外我国快递增长更具韧性。2022年旺季快递提价有望持续、10月下旬或将开启提价，同时龙头资本开支高峰将过，助力快递转向高质量发展。圆通速递推荐逻辑已从“预期差”转向“高确定性”，2022H2公司继续深化全面数字化转型，进一步推动加盟商融资、客服运营等数字化系统的应用。继续推荐单票盈利修复持续叠加产品分层，电商快递龙头优势明显的**中通快递**，数字化优势持续推进，业绩确定性强的**圆通速递**，产能投放阵痛期结束后迎来业绩回报期，2022年扣非净利有望大幅增长，估值仍颇具吸引力的**顺丰控股**。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	代码	收盘价	EPS				PE				评级
			21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E	
圆通速递	600233.SH	21.18	0.61	0.99	1.22	1.31	33	20	16	15	买入
顺丰控股	002352.SZ	45.70	0.87	1.35	1.86	2.47	56	36	26	20	买入
中通快递-SW	2057.HK	177.10	7.24	8.58	10.96	13.63	27	23	18	14	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2022年10月13日收盘价

目录

抖快或贡献主要增量，短期扰动渐出清、提价可期	1
模式嬗变驱动件量和电商销售额增速分化，抖快或接力贡献主要增量	1
旺季义乌件量负面影响逐渐出清，通行费减免或降通达运输成本 1~1.2 分	4
他山之石，中国快递增长更具韧性	7
航空及国际件驱动 FedEx(1978~89 年)CAGR38%，中国快递增长更具韧性	7
展望 2023-25 年，快递件量 CAGR 有望超 12%至 1700~1800 亿件	11
复盘美国快递价格竞争，寡头格局奠定有序竞争的基础	12
龙头资本开支高峰将过，高质量发展有序竞争可期	15
旺季提价渐行渐近，主要产粮区提价幅度趋于一致	15
资本开支高峰将过，逐渐转向寡头格局、有序竞争	17
风险因素	19
投资建议	19

插图目录

图 1: 2021 年以来实物商品网上零售与淘系增速分化.....	1
图 2: 剔除 2021Q1, 2020Q2~2022Q1 快递件量领先实物网上零售同比增速 10~25pcts	1
图 3: 实物电商客单均价 2019 年开始加速下调.....	2
图 4: 快递件量增速与(实物网购额增速-实物电商客单价增速)相关性 99.7%.....	2
图 5: 电商渗透率随着电商新模式的出现持续提升.....	3
图 6: 我国快递业务量变化与网购额高度相关.....	3
图 7: 2014 年移动互联网崛起后电商渗透率加快.....	3
图 8: 高性价比的快递网络支撑成为实物电商网上零售额提升的重要支点.....	4
图 9: 义乌快递件量约占全国件量的 10%-11%.....	4
图 10: 义乌全域静默期间全国日均快递揽收量环比-3.6%.....	4
图 11: 全国快递揽收量逐步恢复.....	5
图 12: 日均快递揽收量已恢复至 3 亿件以上.....	5
图 13: 中国快递件量弯道超车, 2021 年件量为美国 5 倍左右.....	7
图 14: 20 世纪 50 年代美国公路的发展为快递业奠定基础.....	7
图 15: FedEx 日均件量有 1978 年 3 万提升至 1989 年 106 万单左右.....	8
图 16: FedEx 国际线收入占比由 1986 年 4.5%提升至 1991 年 34.2%阶段性高点.....	8
图 17: 2020 年美国电商零售额增长 43%.....	9
图 18: 美国电商渗透率变化.....	9
图 19: UPS 航空经济件和陆运件日均件量增速情况.....	9
图 20: FedEx 航空经济件和陆运件日均件量增速情况.....	9
图 21: 受益于电商渗透率提升, 2020 年 USPS 包裹量增长 18%.....	10
图 22: 美国主要快递公司件量份额变化.....	10
图 23: 截至 2022.06 美国电商平台市场份额.....	11
图 24: 2009~2021 UPS 电商件量与非电商件量增长情况.....	11
图 25: 美国快递行业两次价格竞争过程复盘.....	13
图 26: 1985 年美国航空快递市场份额.....	14
图 27: 1991-1999 年, 航空件需求维持相对较高增速.....	14
图 28: 1986-96 主要快递公司营业利润率.....	14
图 29: 1994 年美国航空快递市场份额.....	14
图 30: 价格战后快递公司定价基本一致(1997 年隔夜件单价).....	15
图 31: 美国主要快递企业平均涨价幅度.....	15
图 32: 义乌快递单票价格同比增速.....	16
图 33: 义乌快递单票价格环比增速.....	16
图 34: 义乌快递单票价格变化.....	16
图 35: 义乌及广州平均快递单价变化(0.3 公斤段).....	17
图 36: 义乌、广州规模以上快递单票价格增速.....	17
图 37: 2014~2022H1 通达系资本开支情况(亿元).....	17
图 38: 2018 年通达系快递资本开支出现分化.....	17
图 39: 2020 年以来中通资本开支.....	18
图 40: 中通单票核心成本变化.....	18
图 41: 中通自有车辆季度新增情况.....	18
图 42: 圆通单票核心成本变化.....	19

图 43：面向总部、网点和客户的全面数字化管理..... 19

表格目录

表 1：快递件量与 GDP、人均消费支出、社零总额、实物网购额增速对比 1

表 2：“义乌七条”以来关于快递行业发展的主要政策梳理 5

表 3：Q4 通行费减免对快递公司单票利润的影响测算 6

表 4：美国快递业发展阶段梳理 7

表 5：实物网购额同比变化 11

表 6：主要平台 GMV 占比情况（不考虑其它电商平台） 12

表 7：快递件量增速测算 12

表 8：2020~2023 年通达快递公司单票净利及预测（元/件） 20

表 9：2020~2023 年通达快递公司业务量及预测（亿件） 20

表 10：2020~2023 年通达快递公司归母净利及预测（亿元） 21

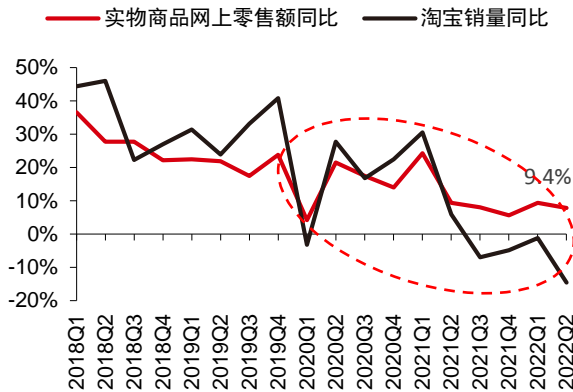
表 11：重点公司盈利预测、估值及投资评级 21

■ 抖快或贡献主要增量，短期扰动渐出清、提价可期

模式嬗变驱动件量和电商销售额增速分化，抖快或接力贡献主要增量

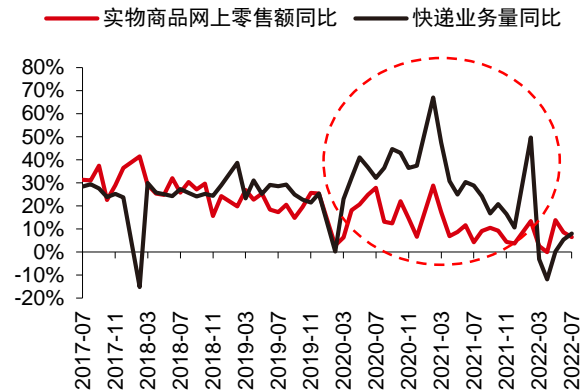
电商平台商业模式嬗变驱动电商销售和快递件量增速分化，(快递件量增速-实物网购额增速)由 2018 年 1.2pcts 提升至 2021 年 17.9pcts，短期局部疫情扰动影响件量低增速无需过度悲观。2022 年 1-8 月，全国快递行业完成件量同比增长 4.4%至 703 亿件。受上海、义乌等地疫情扰动影响，5-8 月对应件量增速分别为 0.2%/5.4%/8.0%/4.9%，再次引发市场对快递件量增速换挡的担忧。过去 10 年中国快递件量高成长受益于淘系、拼多多、抖快等线上消费平台的梯次崛起，其中 2016~18 年实物网购额增速 28%~25%，2019~21 年实物网购额增速 20%~12%，电商平台商业模式嬗变驱动电商销售和快递件量增速分化。受益于拼多多平台放量，(快递件量增速-实物网购额增速)由 2018 年 1.2pcts 提升至 2021 年 17.9pcts。剔除 2021Q1，2020Q2~2022Q1 快递件量领先实物网上零售同比增速 10~25pcts。2022Q1/Q2 受上海等多地疫情扰动，淘宝销售量同比下降 1.4%/14.6%，其中受益抖快等新电商模式的崛起，实物商品网上零售同比+10.5%/-1.7%，短期快递件量增速受局部疫情扰动不具可比性。一旦疫情防控政策缓和，压制的消费需求有望迎来反弹。

图 1：2021 年以来实物商品网上零售与淘系增速分化



资料来源：国家统计局，Wind，中信证券研究部

图 2：剔除 2021Q1，2020Q2~2022Q1 快递件量领先实物网上零售同比增速 10~25pcts



资料来源：国家统计局，国家邮政局，中信证券研究部

表 1：快递件量与 GDP、人均消费支出、社零总额、实物网购额增速对比

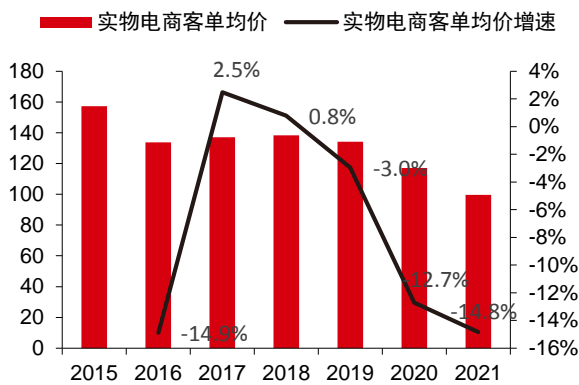
	GDP 增速	人均消费支出增速	社零总额增速	实物网购额增速	电商渗透率	快递件量增速	实物网购-快递件量增速差 (pcts)	快递业收入增速
2016	6.7%	6.8%	10.4%	25.6%	12.6%	51.4%	25.8	43.5%
2017	6.8%	5.4%	10.2%	28.0%	15.0%	28.1%	0.1	24.7%
2018	6.6%	6.2%	9.0%	25.4%	18.4%	26.6%	1.2	21.8%
2019	8.0%	5.5%	8.0%	19.5%	20.7%	25.3%	5.8	24.2%
2020	2.5%	-4.0%	-3.9%	14.8%	24.9%	31.2%	16.4	17.3%
2021	8.1%	13.6%	12.5%	12.0%	24.5%	29.9%	17.9	17.5%

	GDP 增速	人均消费支出 增速	社零总额 增速	实物网购额 增速	电商渗透率	快递件量 增速	实物网购-快递 件量增速差 (pcts)	快递业收入 增速
相关性	——	46.7%	46.0%	52.9%	——	——	——	——

资料来源：国家统计局，国家邮政局，Wind，中信证券研究部 注：相关性为季度数据，采用人均消费支出、社零总额和实物网购额增速与快递件量增速的相关性对比

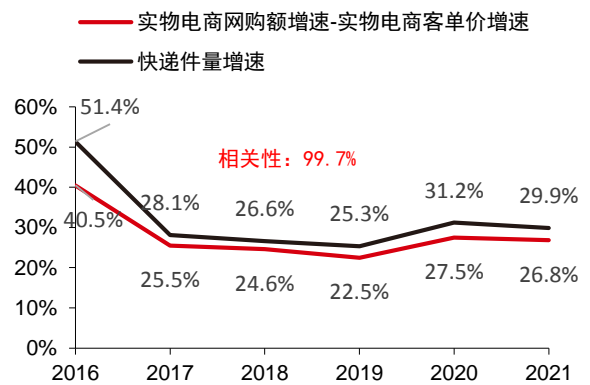
2019 年以来快递件量增速与实物电商增速差额扩大源于实物电商客单均价的下降，即同等电商增量带动更多的快递增量，与拼多多崛起基本契合。为探究 2015~2021 年实物电商客单均价变化趋势，我们利用实物网购额及快递业务量数据测算实物电商客单均价变化。经我们测算，2019 年实物电商客单均价开始加速下调，其中 2020 年、2021 年对应客单均价增速分别同比-12.7%和-14.8%。可以发现同等网购额下，快递件量与客单价的趋势呈负相关性。因此我们将实物网购额增速与实物电商客单价增速相减得到的数据与快递件量增速对比，发现两者增速趋势高度一致、相关性达 99.7%。

图 3：实物电商客单均价 2019 年开始加速下调



资料来源：国家统计局，Wind，中信证券研究部测算

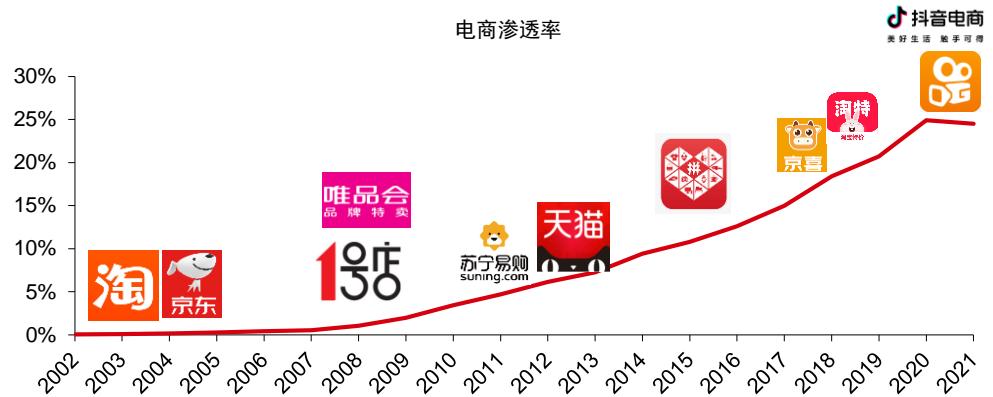
图 4：快递件量增速与(实物网购额增速-实物电商客单价增速)相关性达 99.7%



资料来源：国家统计局，国家邮政局，中信证券研究部

实物电商客单均价下降的背后是我国电商模式嬗变以及对下沉市场需求的持续挖掘，电商模式的不断演化带来持续的需求增量，电商平台多元化开辟新的快递包裹增量入口。2003 年以来淘系电商的崛起使得我国快递规模迅速提升，商流决定物流，物流影响商流，规模效应及高效组织管理带来快递单票成本和价格的持续下调。新兴直播平台的电商有望打破原有的竞争格局，抖音、快手等直播电商 2021 年以来逐渐崛起，平台多元化利好作为基础设施服务支撑的快递在产业链地位的提升。线上消费的可售产品的范围进一步扩大，拼多多崛起有助于降低通达系对阿里平台需求的依赖性，抖音、快手等直播电商有望为快递件量增长提供新动力。

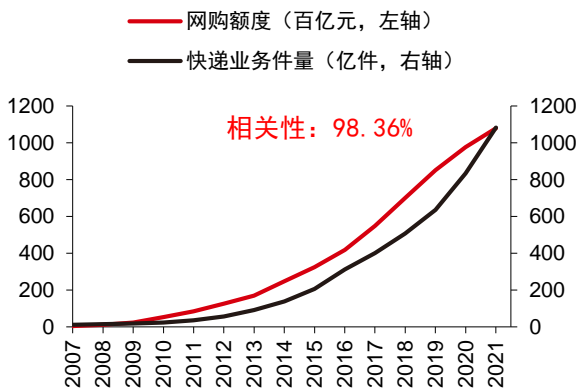
图 5：电商渗透率随着电商新模式的出现持续提升



资料来源：DCCI《中国电子商务蓝皮书》，国家统计局，Wind，中信证券研究部

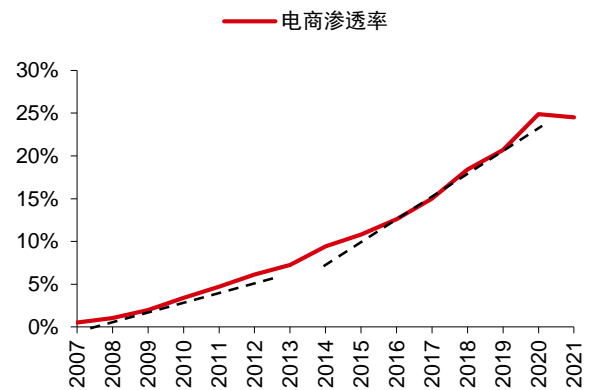
2018 年以前我国零售电商以淘系为主，贡献主要快递龙头件量 60%~70%以上。电商新业态不断为 GMV 增长提供新动力：拼多多改变淘宝传统的人找货模式，转变为货找人模式，2018~2021 年拼多多 GMV 的 CAGR 为 73%。随着拼多多对下沉市场的持续挖掘，需求红利韧性可期，但同时实物电商客单均价也不断下调；2020 年 H2 开始，抖音、快手等直播电商平台成为快递量增长的加速器。电商模式的不断演化带来的需求增量是支撑我国快递件量增长的基石。

图 6：我国快递业务量变化与网购额高度相关



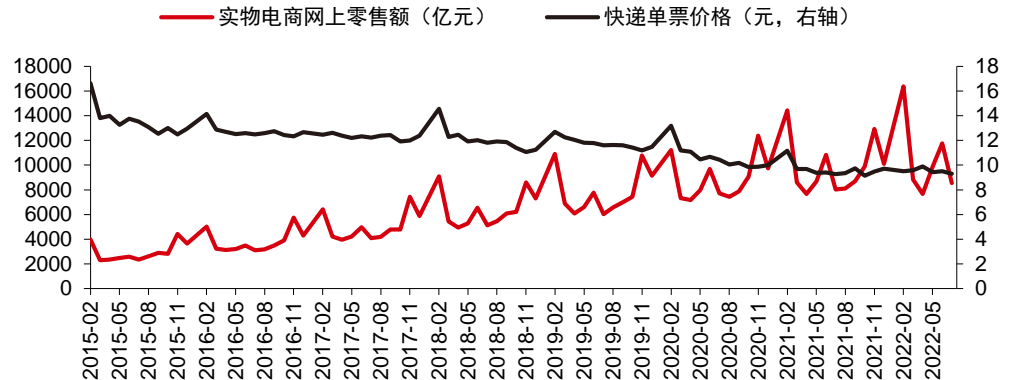
资料来源：DDIC，国家邮政局，中信证券研究部

图 7：2014 年移动互联网崛起后电商渗透率加快



资料来源：DDIC，国家统计局，中信证券研究部

图 8：高性价比的快递网络支撑成为实物电商网上零售额提升的重要支点



资料来源：国家统计局，国家邮政局，中信证券研究部

旺季义乌件量负面影响逐渐出清，通行费减免或降通达运输成本 1~1.2 分

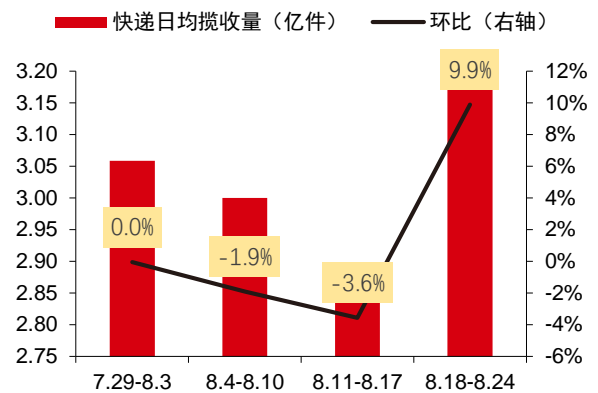
义乌作为我国快递业重点“产粮区”，件量约占全国快递总量的 10%，8 月义乌疫情导致件量受冲击，8 月 11 日~8 月 17 日义乌地区静默管理期间，全国日均快递单量环比减少 1071 万单（环比下降 3.6%）。8 月 3 日以来义乌地区出现疫情扰动，作为全国主要产粮区义乌地区 5 月、6 月日均单量 3308 万、3776 万单，占全国单量 11%左右。从 8 月 11 日 0 时起，义乌全市实施静默管理，快递暂停收发，快递站点、中转站暂停营业（除重点物资保障外），原定由义乌中转的快递包裹通过该省杭州、金华、诸暨等周边城市转运，8 月 18 日 0 时起，部分区域解除静默管理。8 月 11 日~8 月 17 日义乌地区静默管理期间，全国日均快递单量环比 8 月 4 日~8 月 10 日减少 1071 万单（环比下降 3.6%），环比 8 月 1 日~8 月 10 日减少 1441 万单（环比下降 4.7%）。义乌疫情影响最为严重的 8 月 11 日~8 月 14 日期间，全国日均快递揽收件量相较于 8 月上旬日均揽收件量减少 6.73%，对应件量 2045 万单。

图 9：义乌快递件量约占全国件量的 10%-11%



资料来源：Wind，中信证券研究部

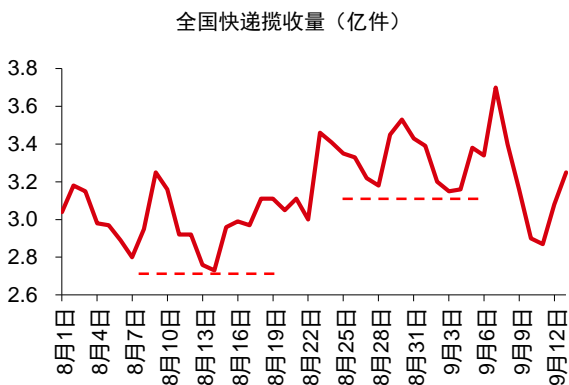
图 10：义乌全域静默期间全国日均快递揽收量环比-3.6%



资料来源：交通运输部，中信证券研究部

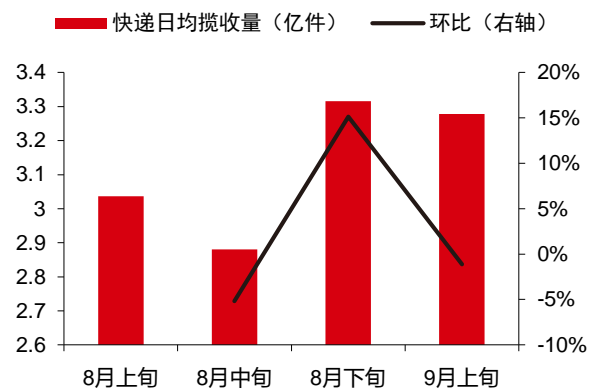
料 8 月义乌地区疫情扰动影响一周左右，义乌快递件量有望在旺季前完成修复，目前全国日均快递揽收量已恢复至 3 亿件以上。从 8 月 21 日 0 时起，义乌全域解除静默管理，义乌市快递业务也随之恢复收派服务，当天快递业务量达 3477 万件。8 月 22 日义乌发送快递业务量 3974 万件，与疫情前日均快递量相比增长 32.5%。目前义乌快递派送基本恢复正常。义乌实施静默期以来，部分快递无法及时处理，造成近期快递业务处理量暴增，这当中有不少是疫情期间积压的快递。从全国快递揽收数据看，目前日均揽收快递量已恢复至 3 亿件以上，8 月 21 日-8 月 31 日全国日均快递揽收量在 3.32 亿件，相较于 8 月 11 日-8 月 20 日增加 3635 万件，环比增长 12.3%，预计件量修复有望在旺季前完成。9 月 23 日义乌地区发生外地自驾病例，受益精准防控、迅速反应，9 月 24 日之后义乌地区无新增本土确诊病例，我们预计本次扰动对当地快递影响有限。

图 11：全国快递揽收量逐步恢复



资料来源：交通运输部，中信证券研究部

图 12：日均快递揽收量已恢复至 3 亿件以上



资料来源：交通运输部，中信证券研究部

浙江管局进行成本定价尝试，政策端仍维持偏紧状态。预计成本定价有望再进一步。前期义乌疫情管控客观增加履约成本，叠加传统旺季提价因素，提价节点或渐行渐近。政策端持续性可期，继《浙江省快递业促进条例》之后，国家邮政局出台了《快递市场管理办法(修订草案)》(征求意见稿)，其中明确规定“快递企业无正当理由不得以低于成本价格提供快递服务”。2022 年 9 月，浙江省快递行业高质量发展研讨会在舟山举行，根据浙江省邮政管理局新闻报道：“会议期间，浙师大经管学院教授团队就快递企业经营成本测算方法进行了讲授，分析了快递企业经营成本构成、快递成本控制方法，进一步增强了快递企业对运营成本的测算和控制能力”。在政策规定的“快递企业不得低于成本价提供快递服务”基础上或有更清晰的指引，成本定价有望再进一步。

表 2：“义乌七条”以来关于快递行业发展的主要政策梳理

时间	政策或法规	相关部门	主要内容
2021/3/15	《关于维护行业平稳有序推进行业高质量发展的实施意见》(“义乌七条”)	义乌邮政管理局、义乌快递协会	维护市场秩序、科学制定增速标准，保护合法权益、 不得随意降低派费标准。
2021/4/22	《浙江省快递业促进条例(草案)》	浙江省政府第 70 次常务会议审议通过	规定“快递经营者 不得以低于成本的价格 提供快递服务”
2021/6/23	《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》	国务院，交通运输部、国家邮政局、国家发展改革委、人力资源社会保障部、商务	明确了到“十四五”末期要实现的主要目标，即快递员群体合法权益保障的相关制度机制基本健全，快递员群体薪资待遇更趋合理，社保权益得以维护；提出了利益分配、劳动报酬、社会保

时间	政策或法规	相关部门	主要内容
		部、市场监管总局、全国总工会	险、作业环境、企业主责、规范管理、网络稳定、职业发展等八项任务措施，初步明确了做好快递员权益保障工作的路径。
2021/9/29	《浙江省快递业促进条例》	浙江省人大常委	规范快递业经营服务行为，保护消费者、快递从业人员和快递经营企业等各方主体合法权益，促进快递业高质量发展。第 36 条规定：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。
2021/12/3	国家邮政局召开快递企业座谈会	国家邮政局	快递企业要旗帜鲜明反对“内卷”， 防范不正当竞争 ，反对损害行业利益、损害员工利益的行为。
2022/1/7	《快递市场管理办法(修订草案)》(征求意见稿)	国家邮政局	快递企业 无正当理由不得以低于成本价格 提供快递服务。
2022/9/1	《国家邮政局关于支持浙江邮政快递业高质量发展助力建设共同富裕示范区的实施意见》	国家邮政局	工作目标明确，到 2025 年，浙江邮政快递业发展质量效益明显提升，服务能力、水平和品质迈上新台阶，行业高质量发展模式率先成型；邮政快递业创新试点取得标志性成果；快递员合法权益保障机制趋于成熟；高效能治理能力明显提升，形成一批可复制可推广的成功经验。
2022/9/8	浙江省快递行业高质量发展研讨会	浙江省快递协会、浙江邮管局、义乌邮管局、舟山邮管局	会议要求全省各主要快递品牌企业，一是要高度重视《浙江省快递业促进条例》的贯彻落实，切实推动行业绿色转型发展；二是要 科学经营，通过对快递运营成本测算，加强对企业运营成本的科学测算和控制 ；三是要加强行业自律，各企业要增强行业自律和规范经营意识，进一步推动全省快递行业的高质量发展。

资料来源：国家邮政局，浙江邮政管理局，中信证券研究部

Q4 通行费减免有望助力通达系上市公司单票运输成本下降 1.0~1.2 分，头部三家相较于 2021Q4 单票盈利有望增厚 5%~8%。 国务院第 189 次常务会议部署强化交通物流保通保畅和支持相关市场主体纾困政策，全国收费公路统一对货车通行费减免 10%，减免时间从 2022 年 10 月 1 日 0 时起至 12 月 31 日 24 时结束。运输成本为快递公司总部第一大成本项，通行费通常占快递公司运输成本的 25%~30%，假设 2022Q4 中通、韵达、圆通和申通件量同比分别增长 16%、4%、10%、26%，我们预计四季度中通/韵达/圆通/申通的单票运输成本在 0.52/0.56/0.52/0.42 元，政策优惠有望使得中通/韵达/圆通/申通的单票运输成本下降 1.2/1.1/1.2/1.0 分，头部三家相较于 2021Q4 单票盈利有望增厚 5%~8%。

表 3：Q4 通行费减免对快递公司单票利润的影响测算

	中通快递	韵达股份	圆通速递	申通快递
2021Q4 件量(亿件)	63.5	54.4	49.0	34.4
件量同比	16%	4%	10%	26%
2022Q4 件量(亿件)	73.9	56.5	53.9	43.4
预计运输成本(元/件)	0.52	0.56	0.52	0.42
通行费占比	30%	25%	30%	30%
通行费跌幅	10%	10%	10%	10%
税后单票运输成本减少	0.012	0.011	0.012	0.010
2021Q4 单票盈利	0.27	0.13	0.23	0.03
税后运输成本减少/21Q4 单票净利	5%	8%	5%	

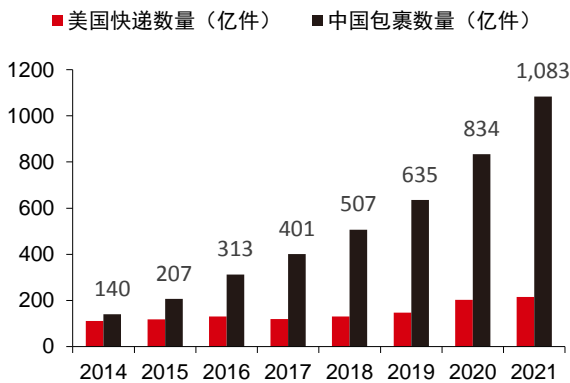
资料来源：各公司公告，中信证券研究部测算

■ 他山之石，中国快递增长更具韧性

1978~89 年间航空及国际件驱动 FedEx CAGR 达 38%，中国快递增长更具韧性

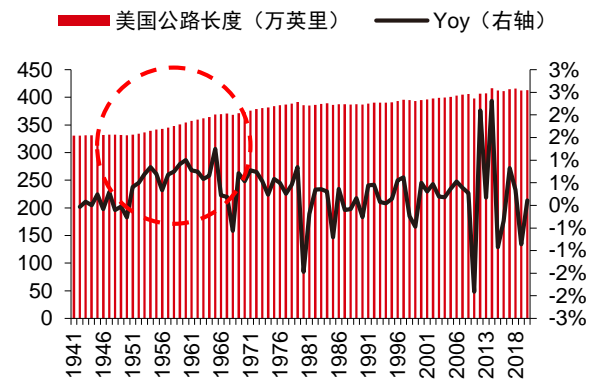
对比中美两国快递发展历史，电商崛起驱动中国快递弯道超车，高性价比的物流服务也成为催生电商模式嬗变和支撑中国制造出海的重要推动力。2014 年我国快递业务量实现 140 亿件，首次超过美国，跃居世界第一。2021 年我国快递业务量首次过千亿件，超美日欧洲等发达经济体的快递业务量总和。回顾美国快递发展史可以发现，美国快递业的发展经历大致可分为“商条件驱动—制造业驱动—航空与国际件驱动—电商驱动”的过程。而中国快递业高速发展更受益于淘系引领的电商消费的驱动，尤其随着线上实物渗透率的提升，快递业与电子商务成为协同进化的共同体、相互促进，高性价比的物流服务也成为催生电商模式嬗变和支撑中国制造出海的重要推动力。

图 13：中国快递件量弯道超车，2021 年件量为美国 5 倍左右



资料来源：Pitney Bowes，国家邮政局，中信证券研究部

图 14：20 世纪 50 年代美国公路的发展为快递业奠定基础



资料来源：CEIC，Wind，中信证券研究部

表 4：美国快递业发展阶段梳理

时间	阶段	运输方式	主要公司	运输品类
1839 年	发展初期	马帮、铁路	富国银行、First Express 等	贵重物品、异地 B2B 产品等
1850 年	头部崛起	铁路、轮船	America Express Company 等	贵重物品、票据等
1929 年	铁路快递	铁路	Railway Express Agency 等	机械零部件、建筑工业品等
1956 年	公路快递	公路、铁路	UPS 等现代快递龙头涌现	零部件、电子、生物医药等产品
1978 年	航空快递与国际化	公路、铁路、航空	UPS、FedEX 等	医药、计算机、精密仪器、跨境运输等
1995 年	电商发展	公路、铁路、航空	UPS、FedEX、USPS 等	电子产品、个人快递、电商快递等

资料来源：《A Brief History Of The Package Delivery Industry》(United States Postal Service)，中信证券研究部

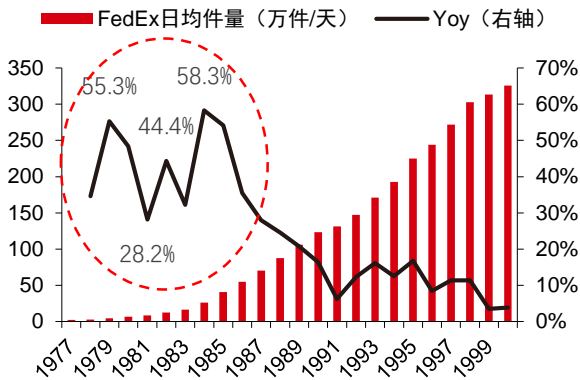
商条件驱动：19 世纪 30 年代，美国开始出现私营快递业务，主要运送贵重物品；19 世纪中期，随着美国经济增长和西部地区的淘金热，西进运动带来的人口迁徙催生大量的快递需求，本阶段主要是通过铁路、轮船运送贵重物品、票据、食品和工业品等。

制造业驱动：随着美国铁路网络的完善，20 世纪初美国快递业进入铁路时代，承运机器及零部件、建筑工业货物、旅客行李、食品等；20 世纪 50 年代，美国高速公路网络不断完善，与此同时，战后美国电子、机械等制造业飞速发展，生产企业为降低库存成

本倾向第三方物流，B 端客户的原材料及制成品运输时对时效提出更高的要求，推动美国快递业尤其是公路运输为主的快递龙头的迅速发展，干线网络布局全美 48 个州的 UPS 成为现代快递企业领跑者。

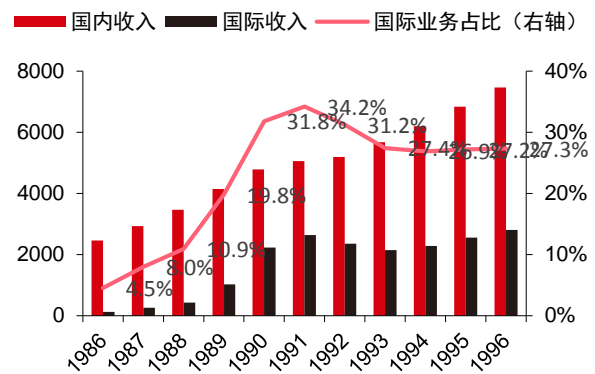
航空件与国际件驱动：《放松航空管制法案》打开现代快递的时效瓶颈，FedEx、UPS 先后布局、奠定美国快递市场寡头竞争的格局，同时伴随美国制造进军国际市场。 1978 年，美国国会通过《放松航空管制法案》，放开航空快递企业购买全货机的政策限制及产品定价限制。伴随着美国经济信息化的到来，计算机、精密仪器、生物医药等高价值产品产生大量快递需求，FedEx、UPS 等企业先后布局航空隔夜快递市场和国际市场，FedEx 日均件量由 1978 年 3 万提升至 1989 年 106 万单左右，1999 年进一步提升至 326 万单，其国际线收入占比由 1986 年 4.5%提升至 1991 年 34.2%阶段性高点。

图 15: FedEx 日均件量由 1978 年 3 万提升至 1989 年 106 万单左右



资料来源：FedEx 公告，中信证券研究部

图 16: FedEx 国际线收入占比由 1986 年 4.5%提升至 1991 年 34.2%阶段性高点

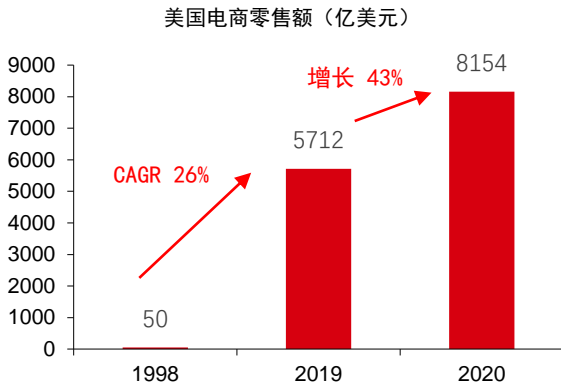


资料来源：FedEx 公告，中信证券研究部

电商需求驱动：20 世纪 90 年代开始，特别是 2010 年以后互联网的发展及美国快递业积累的网络基础成为网上零售发展的重要支撑。根据美国年度零售贸易调查（ARTS）的数据，美国电商销售额从 1998 年的 50 亿美元增长至 2020 年的 8154 亿美元，CAGR 为 26.06%。但从电商渗透率来看，对比我国，美国电商渗透率增长缓慢。**2011~2021 年，我国电商渗透率由 4.7%快速提升至 24.5%，而美国电商渗透率由 5.1%增长至 14.5%。**相较于中国，美国电商行业缺乏短期内迅猛增长阶段，导致快递件量增速较为温和。以电商包裹量占比较高的 USPS 为例，USPS 以其较低价格和广泛的网点覆盖深受美国电商企业青睐，在美国电商渗透率逐步提升的 2012-2021 年间，USPS 递送包裹量从 35 亿件增长至 76 亿件，CAGR 9%，远低于我国电商快递的增速水平。

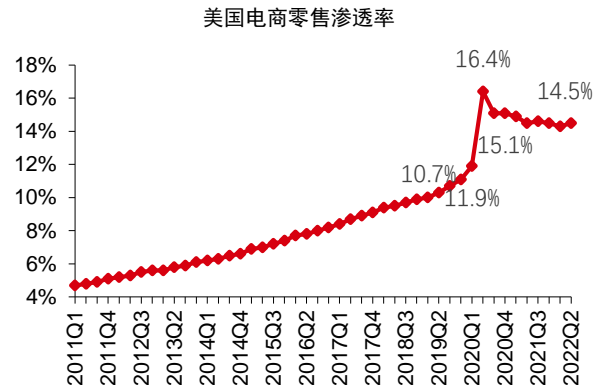
但新冠疫情促进美国电商阶段性提升，美国 2020 年电商销售额增长 43%主要是因为疫情加速消费线上渗透，2020Q3 美国电商渗透率达到历史高位 16.4%，电商驱动快递需求放量，2020Q2-21Q1 国际快递巨头件量增速维持近几年高位。

图 17: 2020 年美国电商零售额增长 43%



资料来源: U.S. Bureau of the Census, 中信证券研究部

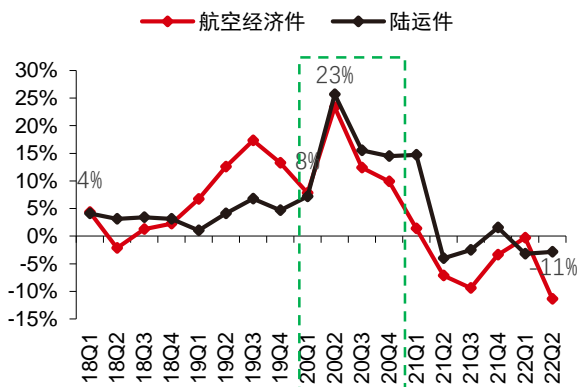
图 18: 美国电商渗透率变化



资料来源: FRED, 中信证券研究部

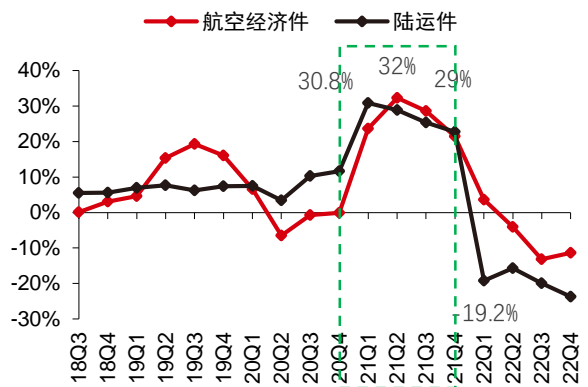
由于 2020 年电商渗透率快速提升, 快递包裹配送需求短期放量, 美国快递件量增速在 2020Q2 攀升至近几年高位。与中国市场不同, 受疫情刺激的电商需求可持续性不强, 2022Q2 美国电商渗透率回落至 14.5%。承载大量电商包裹的 USPS 及 UPS 和 FedEx 陆运件在 2020 年增速都明显提升。从快递件量份额看, 根据 Pitney Bowes 的数据, 2020 年以电商快递为主的 USPS 和 Amazon 份额均有增长。但 2021 年, 随着疫情影响减弱, 电商渗透率逐步回落, 2022 年以来 UPS 和 FedEx 陆运件增速均转负, 2021 年美国快递 CR4 升至 97%。对比美国, 我国快递增速虽然受疫情防控的影响, 2021 年、2022 年 1-8 月对应增速 29.9%、4.4%, 但整体增长更具韧性。

图 19: UPS 航空经济件和陆运件日均件量增速情况



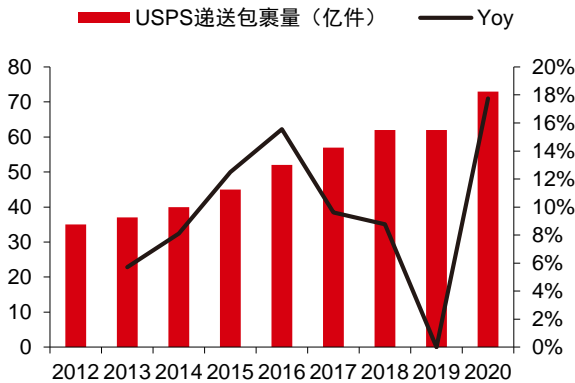
资料来源: UPS 公告, 中信证券研究部

图 20: FedEx 航空经济件和陆运件日均件量增速情况



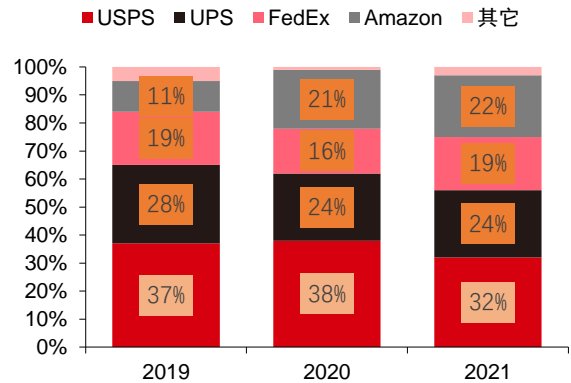
资料来源: FedEx 公告, 中信证券研究部 注: FedEx 一个财年是从 6 月开始, 因此 FY20Q4 为 2020 年 2-5 月, FY21Q1 为 2020 年 6-8 月

图 21: 受益于电商渗透率提升, 2020 年 USPS 包裹量增长 18%



资料来源: USPS 官网, 中信证券研究部

图 22: 美国主要快递公司件量份额变化



资料来源: 各公司财报, Pitney Bowes, 中信证券研究部

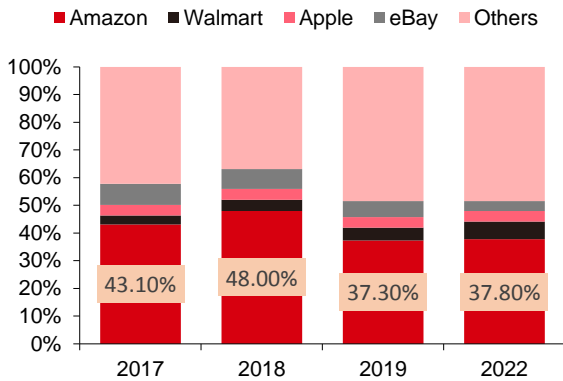
对比中美两国快递业发展历程可以发现:

1) 美国快递业的发展经历了“商条件驱动—制造业驱动—跨境业务驱动—电商驱动”的过程, 但受美国消费习惯影响, 美国电商行业缺乏短期内迅速增长的阶段, 电商渗透率提升弱于我国, 导致件量增长相对温和。

2) 美国电商亚马逊平台一枝独秀, 电商平台商业模式变化不大, 缺少拼多多等多元化电商消费模式、充分挖掘潜在需求, 较高的客单价使得相同 GMV 催生的快递需求效果弱于我国。美国电商同等 GMV 情况下催生的快递需求弱于我国电商市场, 其中 2017~2021 年亚马逊 GMV 占比 37.3%~48.0%。正如前文分析, 我国拼多多等低价电商平台使得客单价持续下降, 同等 GMV 催生了更多快递需求, 而性价比更高的物流服务也支撑电商模式嬗变挖掘潜在需求, 对比海外我国快递增长更具韧性。

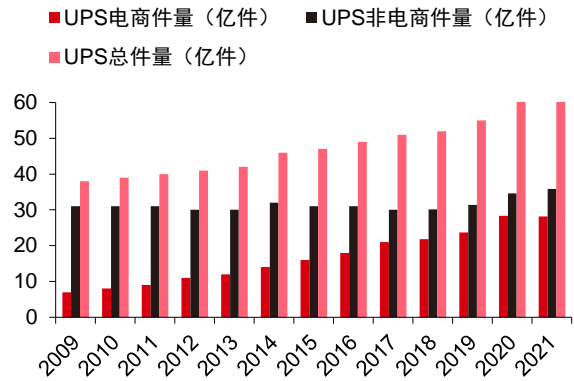
3) 美国非电商件基数大且增长缓慢, 高基数效应下, 占比不足 50% 的电商件对整体件量增长作用有限。美国快递业受益于 B 端制造业的崛起, 在美国电商发展之前, UPS、FedEx 等快递企业就已经具有较大规模。以 UPS 为例, 2010 年美国电商渗透率为 4.6%, UPS 快递业务总量为 39.4 亿件, 然而其中电商件约为 8 亿件, 占比仅为 20%, 在庞大的非电商件基数前, 电商带来快递增量对总量增长贡献有限。在快递件量高基数下, 伴随美国 B 端需求增长乏力, 电商件带来的增量使得性价比更高的 USPS 最为受益, 对快递行业驱动韧性与我国快递市场不可同日而语。

图 23: 截至 2022.06 美国电商平台市场份额



资料来源: eMarketer, Statista, 中信证券研究部 注: 2022 年数据截至 6 月

图 24: 2009~2021 UPS 电商件量与非电商件量增长情况



资料来源: UPS 年报, Pitney Bowes, 中信证券研究部测算

展望 2023-25 年, 快递件量 CAGR 有望超 12%至 1700~1800 亿件

受多地疫情扰动, 我们预计 2022 年快递件量同比增长 6%~7%, 但未来 3 年快递行业件量 CAGR 有望超 12%至 1700~1800 亿件。根据前文分析, 我国快递业务量增速与实物网购额增速和电商客单价增速高度相关, 目前“快递进厂”和“快递出海”带来的增量没有统一口径的可比数据, 因此在测算我国快递件量增速时, 我们结合邮管局对于未来 3 年的宏观经济增速判断和我们前文对于增量的分析进行测算。

对于实物电商网购额增速部分的估测, 我们通过对 2022-2025 年的 GDP、人均消费支出测算的增速数据对社零总额增速进行估算。从历史数据看, 社零总额增速相较于人均消费支出增速高 1pcts-2pcts。从社零总额增速推算实物电商网购额增速需要对电商渗透率进行判断。我们认为电商渗透率的提升主要源于下沉市场渠道红利的持续释放和新兴电商平台(抖音电商、快手等)对用户非计划性需求、“兴趣需求”的挖掘。经我们测算, 预计 2023-2025 年电商渗透率分别为 26.5%、27.5%、27.8%, 其中实物网购额增速分别为 7.3%、9.7%、7.5%。

表 5: 实物网购额同比变化

	GDP 增速	人均消费支出增速	社零总额增速	电商渗透率	实物网购额增速
2016	6.7%	6.8%	10.4%	12.6%	25.6%
2017	6.8%	5.4%	10.2%	15.0%	28.0%
2018	6.6%	6.2%	9.0%	18.4%	25.4%
2019	8.0%	5.5%	8.0%	20.7%	19.5%
2020	2.5%	-4.0%	-3.9%	24.9%	14.8%
2021	8.1%	13.6%	12.5%	24.5%	12.0%
2022E	4.5%	2.5%	3.5%	25.8%	9.0%
2023E	5.0%	3.5%	4.5%	26.5%	7.3%
2024E	5.5%	4.7%	5.7%	27.5%	9.7%
2025E	5.5%	5.3%	6.3%	27.8%	7.5%

资料来源: 国家统计局, 国家邮政局, 中信证券研究部预测

随着 2019 年以来拼多多和抖快电商 GMV 占比的提高，实物电商客单均价下降幅度逐步扩大。但目前客单均价已处于低位，考虑未来几年品牌商进行直播电商的比率提高，部分高客单价品类的渗透率或将提高，客单价降幅预计收窄。结合 2022 年 1-8 月数据，我们预计 2022 年客单价降幅为 2%，2023 年-2025 年客单均价降幅与疫情前的 2019 年一致，保持每年 3% 的降幅。

表 6：主要平台 GMV 占比情况（不考虑其它电商平台）

GMV 占比	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
阿里	84.6%	76.7%	72.4%	69.2%	63.8%	56.1%	50.3%
京东	15.4%	23.3%	24.9%	24.1%	23.2%	22.2%	22.1%
拼多多	-	-	2.7%	6.8%	11.2%	14.2%	16.4%
抖音电商	-	-	-	0.003%	1.06%	4.26%	6.71%
快手电商	-	-	-	0.001%	0.66%	3.24%	4.56%
拼多多+抖快占比	-	-	-	6.772%	12.940%	21.691%	27.636%
实物电商客单价增速	-	-	-	0.8%	-3.0%	-12.7%	-14.8%

资料来源：阿里财报、京东财报、拼多多财报、快手招股书、抖音官网、中信证券研究部测算

由于 2022 年以来上海、义乌多地疫情扰动，我们预计 2022 年快递件量同比增长 6%~7%。结合我们对于实物电商网购额增速和实物电商客单价增速的估算，我们预计 2023-2025 年快递件量增速分别为 13.3%、15.7%、13.5%，2025 年快递行业件量有望达到 1700~1800 亿件。

表 7：快递件量增速预测

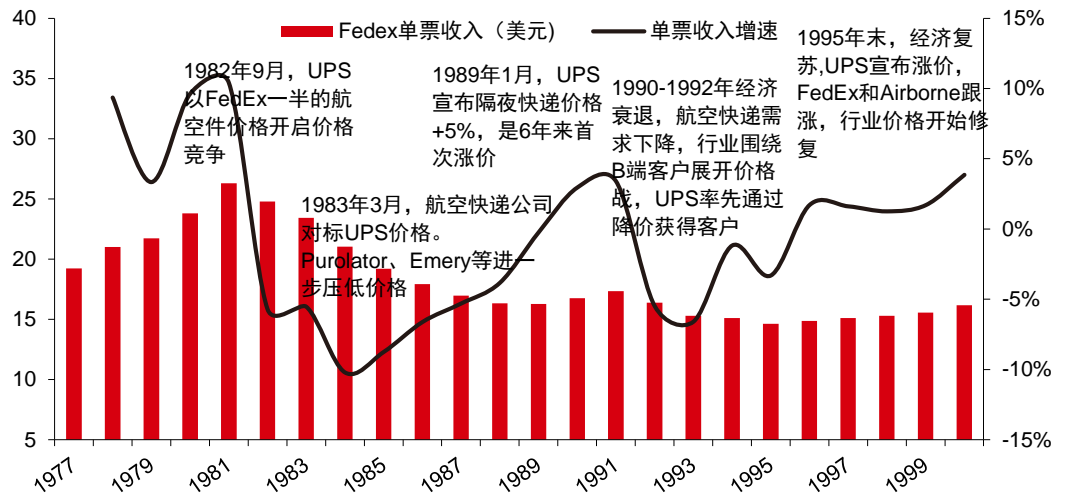
	实物电商网购额增速	实物电商客单均价增速	电商网购额增速-客单价增速	快递件量增速	快递件量（亿件）
2016	25.6%	-14.89%	40.5%	51.4%	313
2017	28.0%	2.47%	25.5%	28.1%	401
2018	25.4%	0.79%	24.6%	26.6%	507
2019	19.5%	-2.96%	22.5%	25.3%	635
2020	14.8%	-12.71%	27.5%	31.2%	834
2021	12.0%	-14.83%	26.8%	29.9%	1083
2022E	9.0%	-2.0%	11.0%	6.5%	1153
2023E	7.3%	-3.0%	10.3%	13.3%	1307
2024E	9.7%	-3.0%	12.7%	15.7%	1512
2025E	7.5%	-3.0%	10.5%	13.5%	1716

资料来源：国家邮政局、国家统计局、中信证券研究部预测

复盘美国快递价格竞争，寡头格局奠定有序竞争的基础

复盘美国快递价格，1982 年-1995 年，美国快递业也曾经历两轮激烈的价格竞争。

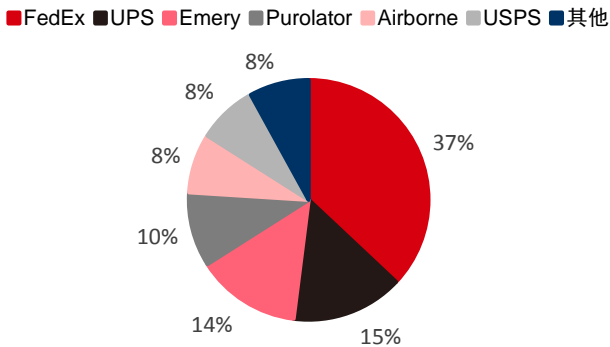
图 25：美国快递行业两次价格竞争过程复盘



资料来源：《The Evolution of The Small Package Express Delivery Industry, 1930-2010》(Charles W.L. Hill), 中信证券研究部

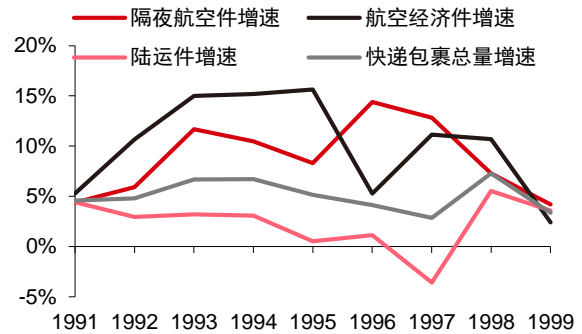
第一轮价格竞争发生于 1982~1989 年，1989 年 UPS 市占率或升至 20%~22%，结合自身市占率的提升和盈利诉求，UPS 宣布隔夜航空件涨价 5%，FedEx 和 Airborne 跟涨，行业第一轮价格竞争结束。1981 年 FedEx 推出隔夜快递，在美国航空快递需求高增长的背景下，FedEx 航空快递增速维持在 30% 以上。1982 年 9 月 UPS 以 FedEx 一半的价格参与隔夜件市场竞争；1983 年 3 月，航空快递市场其它参与者纷纷对标 UPS 价格，Purolator、Emery 和 Gelco Courier 甚至以更低的价格参与竞争。经过 3 年价格战，1985 年 UPS 在美国航空件市场排名第 2，市占率提升至 15%，而 FedEx 市占率由 45% 下降至 37%。1986 年，Airborne 利润在一季度下滑 66%，Emery、Purolator 和 USPS 航空快递业务均为亏损，FedEx 单票收入持续下降。1987 年，行业出现整合，Purolator 因经营不善被 Emery 收购，然而并购后并未实现良好协同；1989 年 4 月，Emery 又被 Consolidated Freightways 收购。1989 年初，Consolidated Freightways 提出涨价 4%-7%，但市场其它竞争者并未参与涨价，Consolidated Freightways 的市场份额受到蚕食。结合 1995 年市占率数据，我们判断 1989 年 UPS 市占率在 20%~22%，美国快递市场 CR4 在 70%~80%，寡头竞争格局基本形成。结合自身市占率的提升和盈利诉求，1989 年 1 月 UPS 宣布隔夜航空件涨价 5%，FedEx 和 Airborne 跟涨，行业第一轮价格竞争结束。

图 26：1985 年美国航空快递市场份额



资料来源：《The Evolution of The Small Package Express Delivery Industry,1930-2010》(Charles W.L. Hill)，中信证券研究部

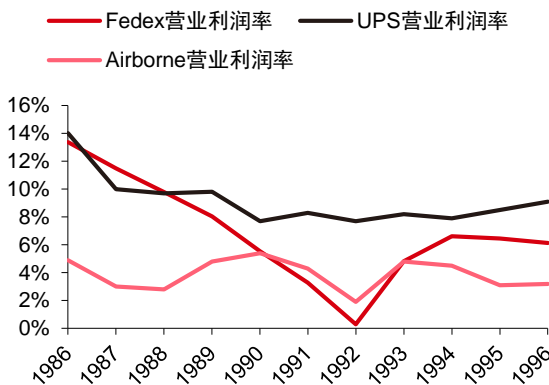
图 27：1991-1999 年，航空件需求维持相对较高增速



资料来源：SJ Consulting Group，中信证券研究部

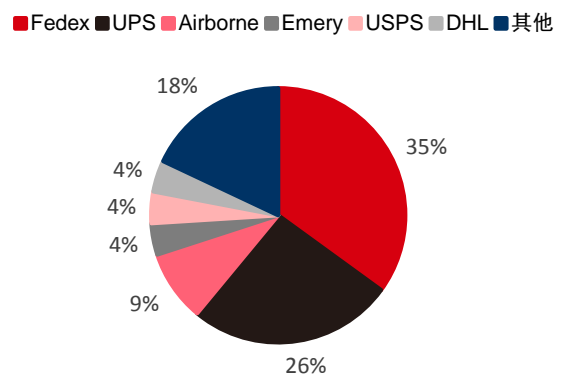
第二轮价格竞争发生于 1992~1995 年，头部玩家 UPS 和 FedEx 围绕 B 端客户展开价格竞争，互相抢夺对方客户，寡头格局背景下行业龙头转向有序竞争。1990~91 年美国金融危机导致需求受冲击，行业开始降价，尽管 1992 年开始需求有所复苏，但未能顺利实现涨价。1994 年，UPS 通过降从 FedEx 手中挖来了大客户 QVC 和 Gateway 2000，而 FedEx 也通过降价从 UPS 抢来 Williams-Sonoma。1995 年末行业头部玩家 FedEx 和 AirBorne 跟随 UPS 涨价，行业价格逐步修复稳定，公司利润率有所修复。1994 年 UPS 航空快递市场市占率提升至 26%，FedEx 市占率下降至 35%。

图 28：1986-96 年主要快递公司营业利润率



资料来源：Rivkin, Jan W. "Airborne Express." Harvard Business School Case 798-070, February 1998，中信证券研究部

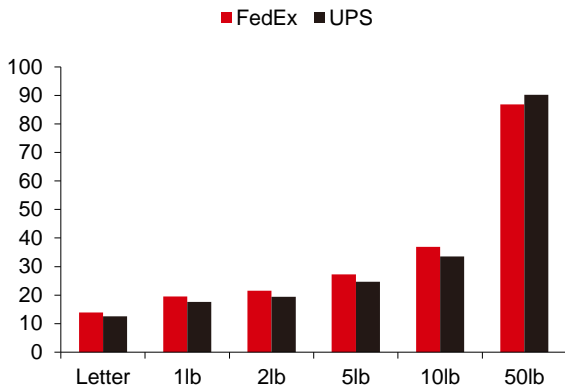
图 29：1994 年美国航空快递市场份额



资料来源：《The Evolution of The Small Package Express Delivery Industry,1930-2010》(Charles W.L. Hill)，中信证券研究部

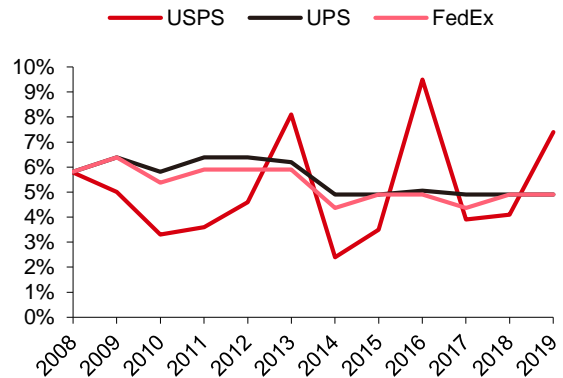
行业经过两轮价格战后，美国快递市场格局逐步稳定。1997 年 UPS 和 FedEx 隔夜件定价基本一致，2008 年-2019 年期间涨价节奏也趋于一致，行业进入寡头竞争阶段，快递龙头有序参与市场竞争。

图 30：价格战后快递公司定价基本一致（1997 年隔夜件单价）



资料来源：Rivkin, Jan W. "Airborne Express." Harvard Business School Case 798-070, February 1998, 中信证券研究部，注：UPS 和 FedEx 价格是不同距离价格的平均值

图 31：美国主要快递企业平均涨价幅度



资料来源：EcommerceBytes, 中信证券研究部

复盘美国快递价格竞争可以发现：

1、快递行业价格竞争通常发生于行业高速增长时期，市场参与者通过降价抢占市场份额。美国快递业价格战是在航空件需求高增长的背景下发生的，头部企业通过价格手段获取份额增长。随着行业需求趋于稳定，头部企业的市场份额得到提升，价格竞争意愿也受到抑制，行业将逐步摆脱单纯价格竞争。我国快递的激烈价格竞争发生在电商快递需求高速增长时期，快递企业通过低价竞争的方式“以价换量”，随着需求由高增速阶段过渡到中高增速增长阶段，行业 2019 年到 2021 年一季度的激烈价格竞争难以再现。

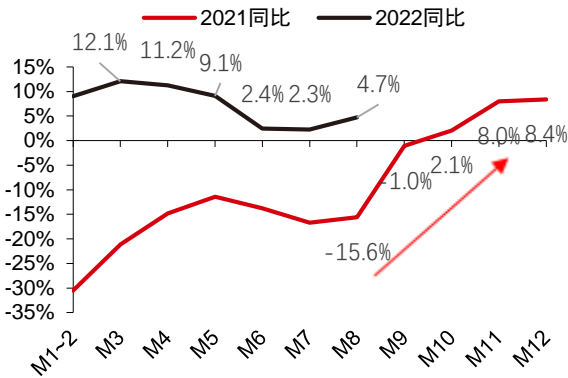
2、行业进入寡头竞争阶段后，企业行动一致性增强，从价格竞争发展到有序竞争。美国快递行业两次价格竞争后，行业进入寡头竞争阶段，UPS、FedEx 和 USPS 占据行业主要份额，三家企业定价及提价趋于一致，行动一致性增强。2021 年底，中国快递业 CR8 为 80%，2021 年 12 月极兔收购百世，行业出清，目前中国快递业 CR8 约为 85%。随着行业从龙头竞争向寡头竞争阶段过渡，快递企业将逐步从价格竞争过渡到有序竞争。

■ 龙头资本开支高峰将过，高质量发展有序竞争可期

旺季提价渐行渐近，主要产粮区提价幅度趋于一致

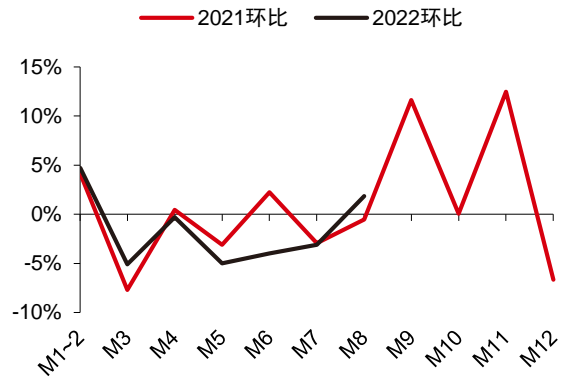
三重因素推动叠加 Q4 旺季件量催化，我们预计 10 月下旬或将开启提价。从历史数据看，Q4 旺季受电商平台购物节的影响，单量激增，成本端驱动快递价格提升。对比 2021 年数据，义乌快递单票价格于 2021 年 3 月开始同比提升、9 月开始加速，10-12 月同比增速分别为 2.1%/8.0%/8.4%，环比增速 0.1%/12.5%/-6.7%。受政策约束，防疫成本、油价上涨等刚性成本增加等因素影响，2022 年以来义乌快递单票价格同比 2021 年继续提升，3 月以来单票价格同比增速均为正，8 月单票价格同比增长 4.7%。三重因素推动叠加四季度旺季件量催化，我们预计 10 月下旬或将开启旺季提价。

图 32: 义乌快递单票价格同比增速



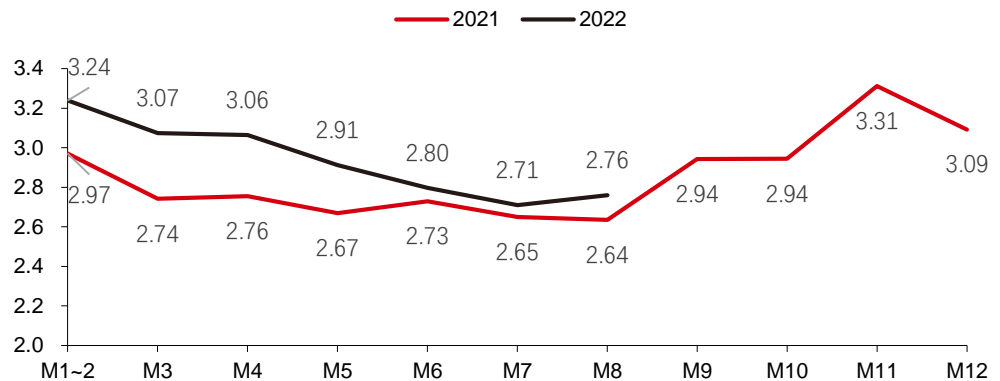
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 33: 义乌快递单票价格环比增速



资料来源: Wind, 中信证券研究部

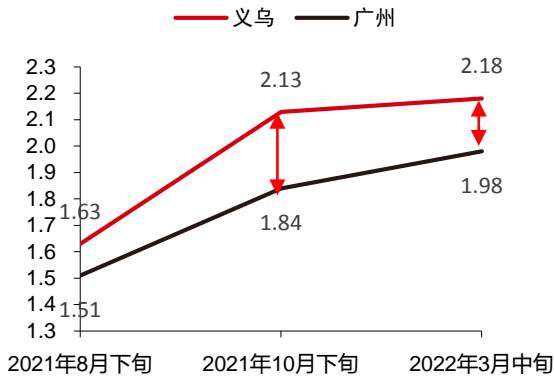
图 34: 义乌快递单票价格变化



资料来源: Wind, 中信证券研究部

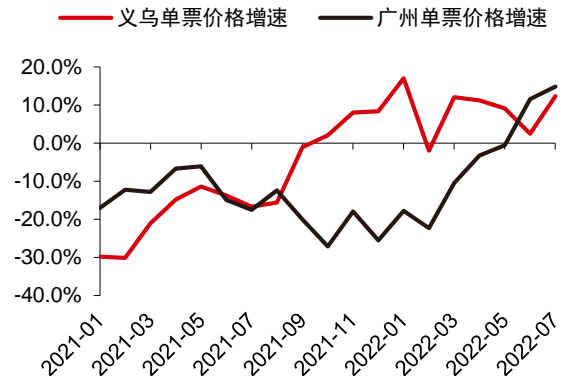
主要产粮区提价幅度趋于一致，义乌提价有望带动行业平均价格进一步提升，“价格洼地”有望持续修复，我们预计不存在产粮区旺季差异性提价的情况。选取主要产粮区义乌&广州进行对比，自 2021 年 3 月底以来，随着政策持续升级，义乌及广州地区平均单票价格逐步提升。在政策强监管下，义乌提价幅度相对更高。2021 年 10 月较 2021 年 8 月，义乌、广州终端平均价格分别提升 0.50 元/0.33 元；2022 年 3 月较 2021 年 8 月，义乌、广州终端平均价格分别提升 0.55 元/0.47 元，提价幅度差距收窄。2022 年 6 月以来，广州规模以上单票价格增速超过义乌，8 月份义乌/广州单票价格增速分别为 4.8%和 12.1%，广州地区提价明显。伴随着各省份推进邮政快递业高质量发展方案的落实和行业监管的加强，行业自律和规范化建设水平不断提高，价格洼地有望持续修复，行业潜在的无序竞争及流动需求将得到抑制，行业平均价格有望进一步提升。

图 35：义乌及广州平均快递单价变化（0.3 公斤段）



资料来源：中信证券研究部调研 注：网点草根调研数据，可能与实际有出入

图 36：义乌、广州规模以上快递单票价格增速

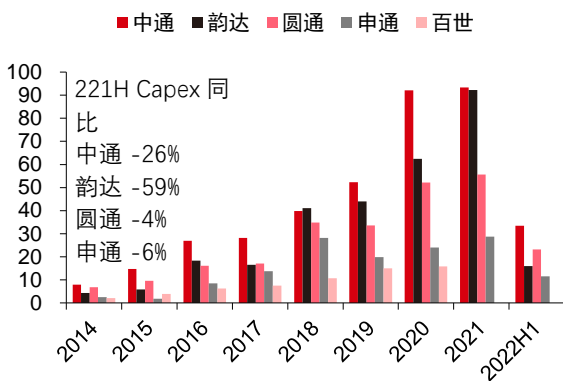


资料来源：邮政局，中信证券研究部

资本开支高峰将过，逐渐转向寡头格局、有序竞争

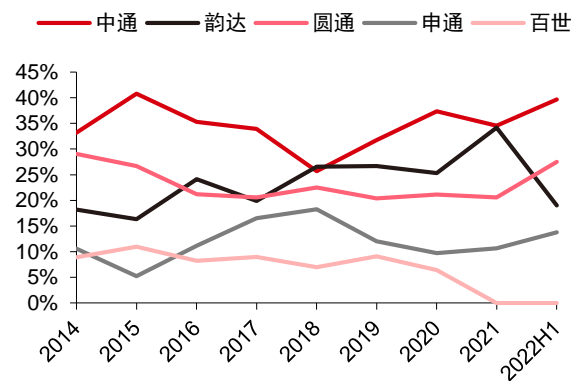
3 年资本开支高位强化竞争壁垒，未来两年资本开支或出现明显下调，料通达龙头将更加精准地优化网络结构。2020 年以来通达系头部 3 家加速推进车辆及物业的自有化以替代租赁，我们测算 Capex 中与土地和中转场建设相关的投入占比在 70%以上，驱动产能提升，龙头竞争优势持续深化。2022H1 中通、韵达、圆通资本开支分别同比下降 26%/59%/4%。2023 年快递头部玩家 Capex 规模或出现明显下调，料将更加精准地优化网络结构，快递行业有望从高速增长转入高质量发展阶段。

图 37：2014~2022H1 通达系资本开支情况（亿元）



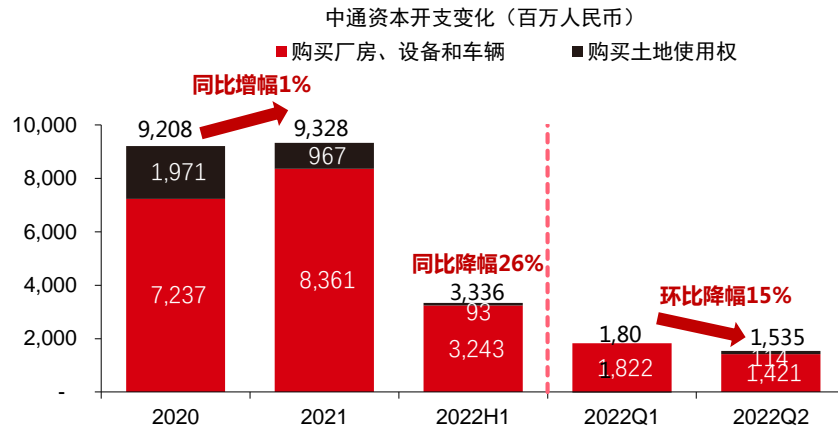
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 38：2018 年通达系快递资本开支出现分化



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

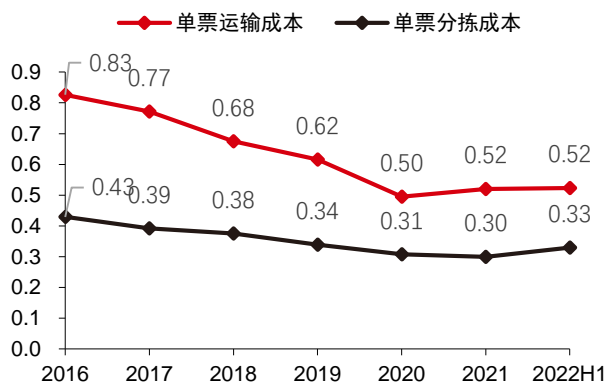
图 39：2020 年以来中通资本开支



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

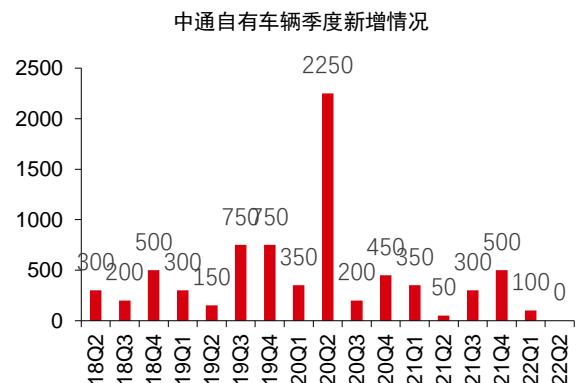
基础设施自有化强化降本增效能力，土地与厂房占据资本开支 70%。2020 年以来中通、韵达和圆通加速推进车辆及物业自有化替代租赁，资本开支中土地和中转场建设相关的投入或占比 70%以上，有利于增强降本增效能力。相比租赁运力及租赁土地，自有运力及自有土地最大优点在于自主可控程度高、成本低，除刚开始投入的购置资金外无其他费用，但租赁运力价格会在旺季上涨且可能存在运力紧缺情况。以中通为例，观察中通 2017~2021 年资本开支，可以发现厂房和设备的资本开支占据总资本开支 90%附近，土地自有化以及车辆自有化有利于成本下降。中通 2017~2020 年单票核心成本下降迅速，2020~2022H1 单票核心成本保持稳定，2022H1 单票运输成本主要受到油价大幅上涨的影响，预计随着油价逐渐回落，中通单票核心成本有望重新回到下降通道。2022H1 中通增加自有车辆 100 辆，未来随着规模效应的提升以及通达系龙头份额的不断集中，预计头部企业将不断优化成本结构，与尾部企业拉开差距。

图 40：中通快递单票核心成本变化



资料来源：中通快递公告，中信证券研究部

图 41：中通快递自有车辆季度新增情况

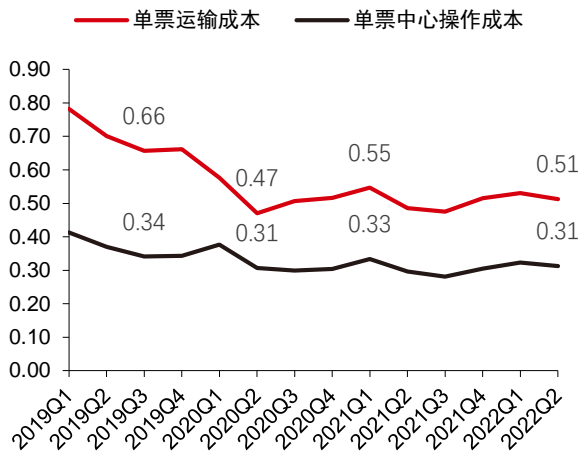


资料来源：中通快递公告，中信证券研究部

圆通速递推荐逻辑已从“预期差”转向“高确定性”，2022H2 公司继续深化全面数字化转型，进一步推动加盟商融资、客服运营等数字化系统的应用。2022H1 圆通速递资

本开支同比微降 4%至 23 亿左右，受益于上半年单票净利持续修复产生 10 亿左右自由现金流。8 月 9 日圆通客户管家新功能“直通总部”正式上线，客户管家是公司为客户研发的数字化管理工具，新功能针对急件加急、高价物品催件、理赔争议、理赔超时四类商家常见的“紧急”类型问题，商家客户可以通过“客户管家”直接联系总部处理疑难快件问题，为提高客户服务体验、优化客户结构再增数字化利器。料 2022H2 公司将继续深化全面数字化转型，进一步推动加盟商融资、客服运营等数字化系统的应用，继续赋能加盟商。2021 年 7 月圆通速递推荐逻辑更多为“预期差”，目前已转向“高确定性”。2021 年或为公司资本开支阶段高点，目前公司 70%~80%的转运中心完成自有化改造，2023 年资本开支规模有望进一步下调，单票净利持续改善的确定性强。

图 42：圆通速递单票核心成本变化



资料来源：圆通速递公告，中信证券研究部

图 43：面向总部、网点和客户的全面数字化管理



资料来源：圆通之家微信公众号

风险因素

1. 宏观经济增速下行；
2. 电商网购需求放缓，旺季提价不及预期；
3. 价格竞争加剧超预期；
4. 油价、人工成本持续上涨；
5. 局部疫情影响超预期。

投资建议

投资策略：短期疫情扰动导致快递件量低增速无需过度悲观，我们认为电商渗透率的提升源于下沉市场渠道红利的持续释放和新兴电商平台（抖音、快手等）对用户非注

划性需求、“兴趣需求”的挖掘。对比海外我国快递增长更具韧性，我们预计 2023~25 年全国快递件量 CAGR 有望超 12% 至 1700~1800 亿件。随着销售旺季到来，10 月下旬旺季快递提价或将开启，同时快递公司资本开支高峰将过，助力快递转向高质量发展。圆通速递推荐逻辑已从“预期差”转向“高确定性”，2022H2 公司继续深化全面数字化转型，进一步推动加盟商融资、客服运营等数字化系统的应用。

对比美国，1978~89 年间航空及国际件驱动 FedEx CAGR38%，复盘海外，中期国际件有望成为我国快递龙头重要增长极，同时寡头格局成为快递市场有序竞争的重要基础。继续推荐单票盈利修复持续叠加产品分层，电商快递龙头优势明显的**中通快递**，数字化优势持续推进，业绩确定性强的**圆通速递**，产能投放阵痛期结束后迎来业绩回报期，2022 扣非净利有望大幅增长，估值仍颇具吸引力的**顺丰控股**。

表 8：2020~2023 年通达快递公司单票净利及预测（元/件）

	中通	韵达	圆通	申通
20Q1	0.16	0.17	0.16	0.05
20Q2	0.32	0.09	0.21	0.01
20Q3	0.26	0.08	0.12	-0.03
20Q4	0.24	0.08	0.09	0.01
21Q1	0.12	0.06	0.12	-0.04
21Q2	0.22	0.05	0.07	-0.03
21Q3	0.20	0.07	0.07	-0.04
21Q4	0.27	0.13	0.23	0.03
2021	0.21	0.08	0.13	-0.02
22Q1	0.20	0.08	0.24	0.04
22Q2	0.28	0.05	0.20	0.03
22Q3 E	0.24	0.12	0.18	0.04
22Q4 E	0.25	0.14	0.18	0.04
2022 E	0.25	0.10	0.20	0.04
2023 E	0.26	0.14	0.20	0.05

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

表 9：2020~2023 年通达快递公司业务量及预测（亿件）

	中通	韵达	圆通	申通	中通 Yoy	韵达 Yoy	圆通 Yoy	申通 Yoy
20Q1	24	19	17	11				
20Q2	46	37	33	24				
20Q3	46	40	34	24				
20Q4	54	45	43	29				
21Q1	45	36	31	21	89%	89%	89%	91%
21Q2	58	47	43	27	26%	25%	30%	12%
21Q3	57	47	42	28	23%	17%	26%	15%
21Q4	64	54	49	34	17%	20%	13%	20%
2021	223	184	165	111	31%	30%	31%	26%
22Q1	52	43	37	27	17%	20%	18%	26%
22Q2	62	42	44	30	7%	-9%	2%	11%
22Q3 E	62	48	47	35	8%	3%	10%	25%
22Q4 E	71	59	55	45	12%	8%	12%	30%
2022 E	247	193	182	137	11%	5%	10%	23%
2023 E	284	221	210	171	15%	15%	15%	25%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

表 10：2020~2023 年通达快递公司归母净利润及预测（亿元）

	中通	韵达	圆通	申通	中通 Yoy	韵达 Yoy	圆通 Yoy
20Q1	3.7	3.3	2.7	0.6			
20Q2	14.5	3.5	7.0	0.1			
20Q3	12.0	3.4	4.2	-0.7			
20Q4	12.9	3.8	3.8	0.3			
21Q1	5.3	2.3	3.7	-0.9	42%	-32%	37%
21Q2	12.7	2.2	2.8	-0.8	-12%	-36%	-60%
21Q3	11.4	3.4	3.1	-1.1	-5%	0%	-26%
21Q4	17.2	7.1	11.4	1.0	33%	84%	200%
2020	43.1	14.0	17.7	0.4	-13%	-47%	-12%
2021	47.0	15.0	21.0	-1.8	9%	7%	19%
22Q1	10.5	3.5	8.9	1.0	98%	51%	141%
22Q2	17.6	2.0	9.2	0.8	38%	-13%	232%
22Q3 E	14.8	5.8	8.4	1.4	30%	72%	171%
22Q4 E	17.8	8.2	9.9	1.8	4%	16%	-13%
2022 E	60.7	19.4	36.4	5.0	29%	30%	73%
2023 E	73.9	31.0	40.9	8.5	22%	60%	12%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

表 11：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	代码	收盘价	EPS				PE				评级
			21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E	
圆通速递	600233.SH	20.75	0.61	0.99	1.22	1.31	33	20	16	15	买入
顺丰控股	002352.SZ	47.22	0.87	1.35	1.86	2.47	56	36	26	20	买入
中通快递-SW	2057.HK	188.30	7.24	8.58	10.96	13.63	27	23	18	14	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

备注：股价为 2022 年 10 月 9 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。