

## 疫情冲击可控，盈利弹性可期

### 投资要点

- **2021 年上游宏观经济阶段性承压，快递件量依旧保持中高速增长。**量，2021 快递行业完成件量 1082.9 亿件，同比增长 29.9%。价，2021 年快递行业 ASP 为 9.54 元，同比下降 9.6%。

2022Q1 全国快递业务量完成 242.3 亿件，同比增长 10.5%，传统淡季行业件量增速略有放缓。快递业务收入 2392.8 亿元，同比增长 6.9%；价格战缓和，22Q1 快递单价 9.88 元，同比下降 3.2%，降幅持续收窄。新监管周期下，快递行业持续靠近高质量发展，恶性价格战再次出现已无可能性，未来行业价格将持续向好。

- **22Q1 行业整合加速，件量外溢明显，头部快递公司从中受益。**2021 年韵达实现快递件量 184.0 亿件，同比增长 29.8%，市占率为 17.0%，为 A 股快递公司最高；圆通实现快递件量 165.4 亿件，同比上升 30.8%，市占率上升至 15.3%，较 2020 上升 0.1pp；中通实现快递件量 110.7 亿件，同比增长 25.6%，市占率达 10.2%；顺丰实现快递件量 105.5 亿件，同比上升 29.7%，市占率为 9.7%。相对于 2020 年，A 股上市快递公司市占率上升较缓，尽管存在行业整合，但新进入者对原有 A 股快递公司件量侵蚀仍然存在一定影响。

2022Q1 市场集中度提升明显。2022 年 1、2、3 月 CR8 分别为 81.9%、85.3%、84.9%，行业内整合加速，快递集中度持续提升。

- **2021 价格战持续缓解，全行业快递单价同比降幅收窄，22Q1 通达系实现正增长。**2021 年行业快递单价 9.54 元，同比下降 9.6%。顺丰实现 ASP 增长，圆通 ASP 降幅最小，韵达 2.14 元（同比-4.0%），圆通快递 2.31 元（-0.4%），中通快递 2.22 元（同比-7.1%）。得益于顺丰对产品结构的调优，直营快递顺丰 ASP 为 19.63 元（+3.7%）。2022Q1 行业快递单价 9.88 元，同比-3.2%（+0.6pp）。主要上市快递公司中，韵达 ASP2.53 元，同比+15.1%，圆通 ASP2.61 元，同比+10.5%，中通 ASP2.58 元，同比+5.8%，直营快递顺丰 ASP 为 16.29 元，同比+1.1%。

- **主要上市快递公司整体盈利情况差异较大。**2021 年，韵达扣非净利 14 亿元，同比增长 15.9%；圆通扣非净利 20.7 亿元，同比+34.2%；中通扣非净利 46.1 亿元，同比+30.1%；申通扣非净亏损 9.4 亿元，亏损扩大。

- **投资建议：疫情短期抑制快递需求叠加行业淡季，快递终端 ASP 承压，我们看好疫情后的需求回补，同时新监管周期下稳态竞争格局赋予快递业更好的成本传递能力，头部快递企业的业绩修复可期。**圆通 22Q1 业绩显示归母净利润 8.7 亿元，同比+134.9%；21Q4 中通单票净利 0.27 元，同比增长 3 分钱（+14.3%），环比提升 7 分钱，均验证稳态竞争格局下快递企业的利润修复，疫情及淡季对需求的短期抑制将在疫情后回补，监管催化下的估值重构仍将持续，行业从比拼肌肉（资本）竞争下的估值体系→比拼经营竞争下的估值体系。

- **投资策略：1）看多加盟制快递龙头，中通快递：绝对龙一，规模效应最强，**

### 西南证券研究发展中心

分析师：陈照林

执业证号：S1250518110001

电话：13916801840

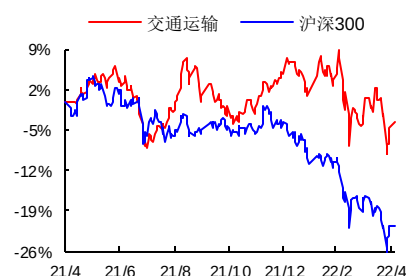
邮箱：chzh@swsc.com.cn

联系人：乐璨

电话：18280227875

邮箱：lec@swsc.com.cn

### 行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

|                |           |
|----------------|-----------|
| 股票家数           | 129       |
| 行业总市值(亿元)      | 29,663.41 |
| 流通市值(亿元)       | 26,554.46 |
| 行业市盈率 TTM      | 11.8      |
| 沪深 300 市盈率 TTM | 12.0      |

### 相关研究

1. 快递行业 3 月份数据点评：静待疫后需求回补，头部快递业绩修复 (2022-04-19)
2. 快递行业 1-2 月份数据点评：上市快递 ASP 同环比双增，业绩验证盈利修复 (2022-03-21)
3. 22 年春运出行与酒店数据回顾 (2022-02-27)
4. 航空业：后疫情出行需求恢复预期——以美国疫情受损股市值变化为线索 (2022-02-22)
5. 航空酒旅出行复苏 2 月数据跟踪 (2022-02-22)
6. 航空酒旅出行复苏 1 月数据跟踪 (2022-01-21)



具备强大且平衡的加盟网络，产能及现金储备充裕，21Q4单票净利0.27元，同比增长3分钱（+14.3%），环比提升7分钱，市占率环比提升至20.1%，成本管控显著，高油价影响下仍同比持平，显示出龙头的经营统治力。**韵达股份**：韵达系行业第二的市占率，管理上持续聚焦快递的战略定力强。对头部电商平台及零售企业的大客户战略体现出韵达管理和服务上的差异化能力，维持了优秀的件量增速（22Q1同比+19.6%）。**圆通速递**：公司业绩持续超预期，22Q1实现扣非归母8.2亿元，同比+141.9%；件量高增长（22Q1同比+18.1%）保持了对后位竞争者的规模领先。**2）推荐顺丰控股**，成本改善将是顺丰2022年最大基本面，同时期间费用的优化空间被市场低估，亦显著提升核心利润；长期看，鄂州机场投产为时效件增长注入新动能，行业政策引导下电商件提价亦将优化顺丰快递全产品线的盈利能力；携手嘉里物流有望将从管理团队、业务协同、资产复用等多方面打开顺丰国际业务新的增长曲线。

- **风险提示**：上游消费增长不及预期、网购增速下滑、加盟商管控风险、人力成本大幅上涨。

#### 重点公司盈利预测与评级

| 代码       | 名称   | 当前价格   | 投资评级 | EPS（元） |       |       | PE    |       |       |
|----------|------|--------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
|          |      |        |      | 2021A  | 2022E | 2023E | 2021A | 2022E | 2023E |
| 002120   | 韵达股份 | 15.58  | 买入   | 0.51   | 0.83  | 1.08  | 40.2  | 18.7  | 14.5  |
| 600233   | 圆通速递 | 18.69  | 买入   | 0.61   | 0.91  | 1.13  | 27.2  | 20.4  | 16.6  |
| 002352   | 顺丰控股 | 50.55  | 买入   | 0.87   | 1.44  | 1.95  | 79.2  | 35.1  | 25.9  |
| 02057.HK | 中通快递 | 176.53 | 买入   | 5.8    | 7.69  | 9.70  | 30.8  | 23.3  | 18.5  |

数据来源：聚源数据，西南证券

## 目 录

|                                          |          |
|------------------------------------------|----------|
| <b>1 价格战持续缓和，A股快递市占率格局环比上升</b>           | <b>1</b> |
| 1.1 2021 快递件量保持中高速增长，价格战缓和持续验证           | 1        |
| 1.2 2022 年起行业整合件量溢出，CR8 2022 年 3 月 84.9% | 1        |
| <b>2 行业竞争缓和</b>                          | <b>3</b> |
| 2.1 加盟制快递 ASP 降幅收窄                       | 3        |
| 2.2 公司盈利修复，圆通、韵达、中通盈利持续好转                | 4        |
| <b>3 新竞争趋势下，主要快递公司产能投入放缓</b>             | <b>6</b> |
| 3.1 产能投入增速放缓                             | 6        |
| 3.2 顺丰、中通资本开支降速                          | 6        |
| <b>4 投资建议</b>                            | <b>7</b> |
| <b>5 风险提示</b>                            | <b>8</b> |

## 图 目 录

|                                        |   |
|----------------------------------------|---|
| 图 1: 全国快递业务量同比增速 .....                 | 1 |
| 图 2: 全国快递均价同比增速 .....                  | 1 |
| 图 3: 快递公司月度快递量增速 .....                 | 2 |
| 图 4: 快递公司年度快递量增速 .....                 | 2 |
| 图 5: 全行业 CR8 变化 .....                  | 2 |
| 图 6: 快递公司快递单价年度及 2022Q1 变化 (元/票) ..... | 3 |
| 图 7: 快递公司快递单价同比增速 .....                | 3 |
| 图 8: 快递公司单票快递业务成本 (元) .....            | 3 |
| 图 9: 快递公司单票营业成本同比增速变化 .....            | 3 |
| 图 10: 快递公司单票快递毛利变化 (元) .....           | 5 |
| 图 11: 快递公司单票快递毛利同比增速变化 .....           | 5 |
| 图 12: 快递公司扣非归母净利润 (亿元) .....           | 5 |
| 图 13: 快递公司扣非归母净利润同比增速变化 .....          | 5 |
| 图 14: 快递公司单件扣非归母净利润 (亿元) .....         | 5 |
| 图 15: 主要快递公司年度资本开支 (单位: 亿元) .....      | 6 |
| 图 16: 主要快递公司季度资本开支 (单位: 亿元) .....      | 6 |
| 图 17: 2021 年顺丰年度资本开支明细 (单位: 亿元) .....  | 7 |
| 图 18: 2021 年顺丰资本开支明细占比 .....           | 7 |
| 图 19: 2021 年中通资本开支明细 (单位: 亿元) .....    | 7 |
| 图 20: 中通快递年度资本开支明细占比情况 .....           | 7 |

## 表 目 录

|                                        |   |
|----------------------------------------|---|
| 表 1: 快递量同比增速及市占率变化 .....               | 2 |
| 表 2: 通达系单票收入成本拆分 (单位: 元/件) .....       | 4 |
| 表 3: 通达系单票收入、成本及毛利情况汇总 (单位: 元/件) ..... | 4 |

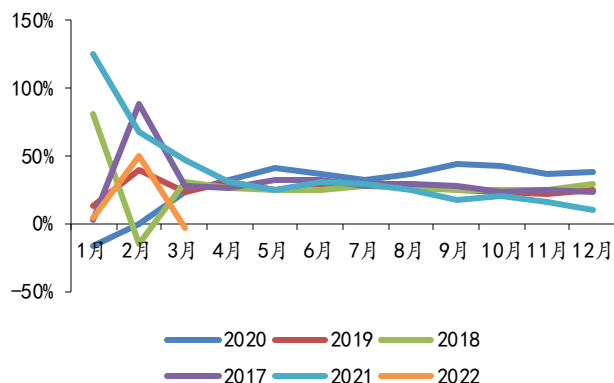
## 1 价格战持续缓和，A 股快递市占率格局环比上升

### 1.1 2021 快递件量保持中高速增长，价格战缓和持续验证

2021 全行业快递量 1082.9 亿件，同比增长 29.9%，受宏观经济波动影响，件量增速逐季递减。2021 年全行业快递量 1082.9 亿件，同比增长 29.9%，增速较去年同比下降 1.3pp；快递业务收入 10332.3 亿元，同比增长 17.5%，增速同比上升 0.2pp；全国快递均价 9.54 元，同比下降 9.6%（+1.0pp）。宏观经济波动影响，2021 年全年行业整体件量增速依旧保持中高速增长，但分季度看，季度同比增速呈现下降趋势，21Q1-Q4 增速分别为：75.0%、28.6%、23.0%、15.8%。

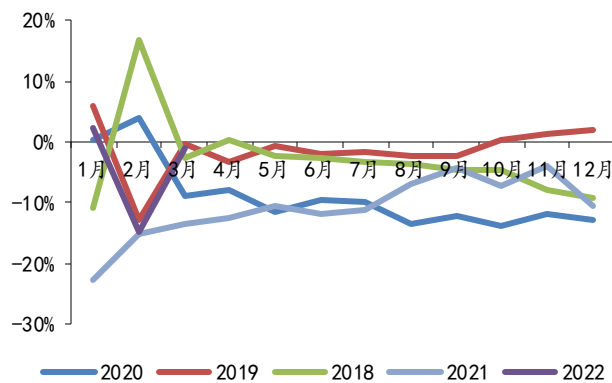
2022 年 Q1 全行业快递件量 242.3 亿件，同比增长 10.5%。2022 年第一季度全行业快递件量 242.3 亿件，同比增长 10.5%，行业件量增速持续放缓；快递业务收入 2392.8 亿元，同比增长 6.9%；价格战缓和，2022Q1 快递单价 9.88 元，同比下降 3.2%，降幅持续收窄。新监管周期下，快递行业持续靠近高质量发展，恶性价格战再次出现已无可能性，未来行业价格将持续向好。

图 1：全国快递业务量同比增速



数据来源：国家邮政局，西南证券整理

图 2：全国快递均价同比增速



数据来源：国家邮政局，西南证券整理

### 1.2 2022 年起行业整合件量溢出，CR82022 年 3 月 84.9%

2021 年下半年行业整合，全年看新进入者对原有 A 股快递公司市占率仍存在侵蚀影响。2021 年韵达实现快递件量 184.0 亿件，同比增长 29.8%，市占率为 17.0%，为 A 股快递公司最高；圆通实现快递件量 165.4 亿件，同比上升 30.8%，市占率上升至 15.3%，较 2020 上升 0.1pp；申通实现快递件量 110.7 亿件，同比增长 25.6%，市占率达 10.2%；顺丰实现快递件量 105.5 亿件，同比上升 29.7%，市占率为 9.7%。相对于 2020 年，A 股上市快递公司市占率上升较缓，尽管存在行业整合，但新进入者对原有 A 股快递公司件量侵蚀仍然存在一定影响。

受行业整合及短期疫情影响，顺丰件量增长承压，通达系件量持续增长，市占率持续提高。行业调研显示，2022 年初极兔整合百世持续加速，22Q1 数据显示，韵达实现快递件量 43.1 亿件，同比+19.6%，市占率为 17.8%，同比+1.4pp；圆通实现快递件量 37.1 亿件，同比+18.1%，市占率为 15.3%，同比+1.0pp；申通实现快递件量 27.0 亿件，同比+26.2%，

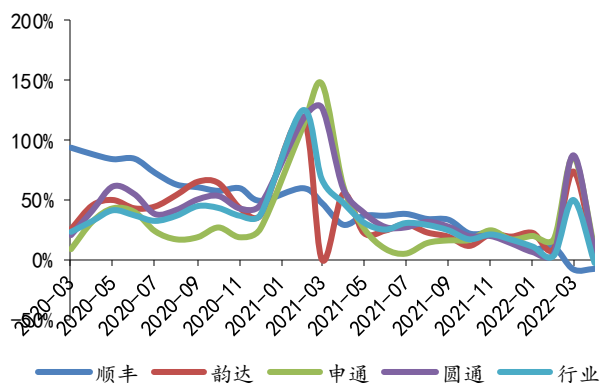
市占率为 11.1%，同比+1.3pp；顺丰实现快递件量 24.3 亿件，同比-1.5%，市占率为 10.0%，同比-1.2pp；

表 1：快递量同比增速及市占率变化

| 快递公司 | 快递量增速 YOY(%) |        | 市占率绝对值及同比变化 |        |        |
|------|--------------|--------|-------------|--------|--------|
|      | 2020         | 2021   | 2020        | 2021   | 同比变化   |
| 中通   | 40.30%       | 31.20% | 20.40%      | 20.60% | 0.20%  |
| 韵达   | 41.40%       | 29.76% | 17.01%      | 16.99% | -0.02% |
| 圆通   | 38.76%       | 30.79% | 15.17%      | 15.27% | 0.10%  |
| 申通   | 19.63%       | 25.62% | 10.58%      | 10.23% | -0.35% |
| 顺丰   | 48.97%       | 29.70% | 9.76%       | 9.70%  | -0.06% |
| 全行业  | 31.22%       | 29.92% | -           | -      | -      |

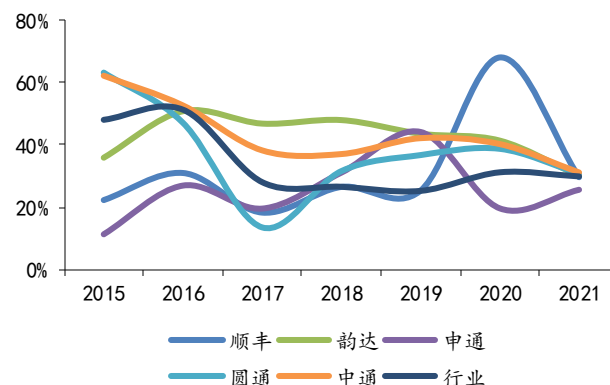
数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

图 3：快递公司月度快递量增速



数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

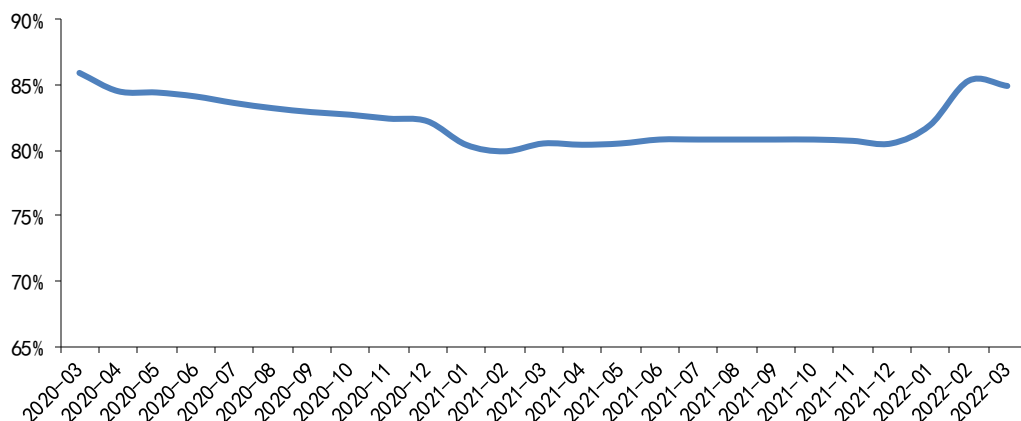
图 4：快递公司年度快递量增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

**2022Q1 市场集中度提升明显。**2022 年 1、2、3 月 CR8 分别为 81.9%、85.3%、84.9%，行业内整合加速，快递集中度持续提升。

图 5：全行业 CR8 变化



数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

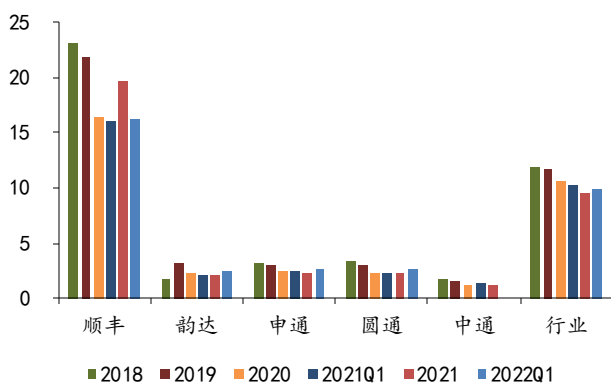
## 2 行业竞争缓和

### 2.1 加盟制快递 ASP 降幅收窄

2021 价格战持续缓解，全行业快递单价同比降幅收窄。2021 年全年价格战缓和明显，行业快递单价 9.54 元，同比下降 9.6% (+1.0pp)。主要上市快递公司中，顺丰实现 ASP 增长，圆通 ASP 降幅最小，韵达 2.14 元（同比-4.0%），圆通快递 2.31 元（-0.4%），申通快递 2.22 元（同比-7.1%）。得益于顺丰对产品结构的调优，直营快递顺丰 ASP 为 19.63 元（+3.7%）。

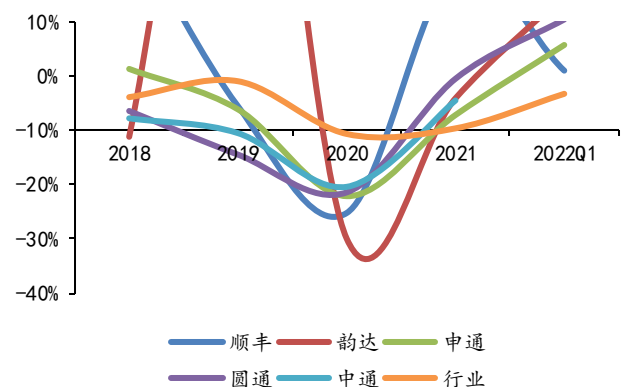
22Q1 看，行业降幅持续收窄，上市快递公司 ASP 实现增长。2022Q1 行业快递单价 9.88 元，同比-3.2% (+0.6pp)。主要上市快递公司中，韵达 ASP2.53 元，同比+15.1%，圆通 ASP2.61 元，同比+10.5%，申通 ASP2.58 元，同比+5.8%，直营快递顺丰 ASP 为 16.29 元，同比+1.1%。

图 6：快递公司快递单价年度及 2022Q1 变化（元/票）



数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

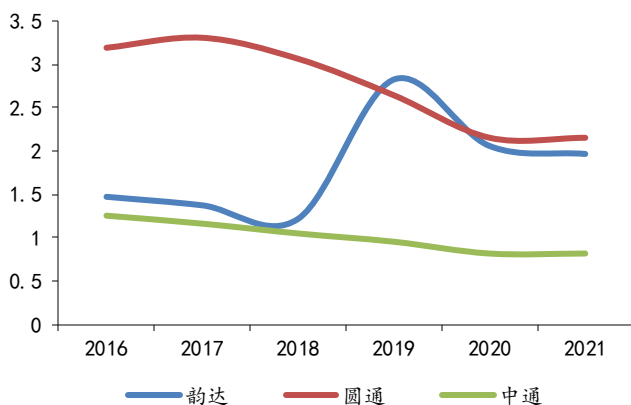
图 7：快递公司快递单价同比增速



数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

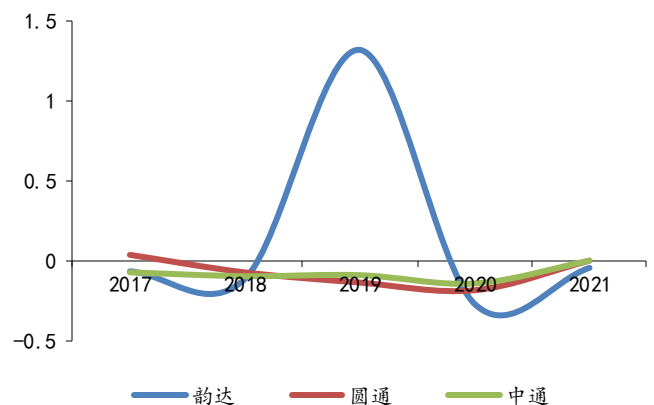
成本端，2021 年，韵达单票快递业务成本为 1.97 元（含派费），同比下降 4.4%，圆通单票快递业务成本 2.15 元（含派费），同比持平，中通单票快递业务成本 0.82 元，同比持平。单票快递业务成本略降，规模效应下公司成本管控良好。

图 8：快递公司单票快递业务成本（元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：快递公司单票营业成本同比增速变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 2：通达系单票收入成本拆分（单位：元/件）**

|         | 韵达     |        |         | 圆通     |        |          | 中通     |        |         |
|---------|--------|--------|---------|--------|--------|----------|--------|--------|---------|
|         | 2020   | 2021   | YOY     | 2020   | 2021   | YOY      | 2020   | 2021   | YOY     |
| 快递量（亿件） | 141.82 | 184.02 | 29.76%  | 126.48 | 165.42 | 30.8%    | 170.02 | 223.00 | 31.2%   |
| 市占率     | 17.0%  | 17.0%  |         | 15.2%  | 15.3%  |          | 20.4%  | 20.6%  |         |
| 单票营业收入  | 2.36   | 2.27   | -4.00%  | 2.76   | 2.73   | -1.09%   | 1.48   | 1.36   | -8.06%  |
| 单票快递收入  | 2.23   | 2.14   | -4.02%  | 2.32   | 2.31   | -0.42%   | 1.29   | 1.23   | -4.43%  |
| 单票营业成本  | 2.14   | 2.06   | -3.53%  | 2.51   | 2.51   | -0.2%    | 1.14   | 1.07   | -6.3%   |
| 单票毛利    | 0.22   | 0.21   | -8.46%  | 0.25   | 0.22   | -9.96%   | 0.34   | 0.30   | -13.93% |
| 单票三费    | 0.09   | 0.11   | 20.08%  | 0.09   | 0.07   | -13.83%  | 9.79   | 8.41   | -14.03% |
| 销售费用    | 2.29   | 3.17   | 38.35%  | 1.00   | 1.41   | 40.14%   |        |        |         |
| 管理费用    | 10.08  | 14.67  | 45.51%  | 9.97   | 10.51  | 5.42%    |        |        |         |
| 财务费用    | 0.45   | 2.14   | 376.10% | -0.13  | 0.30   | -323.50% |        |        |         |
| 单票归母净利  | 9.90   | 8.03   | -18.97% | 13.97  | 12.72  | -8.97%   | 25.36  | 21.32  | -15.93% |
| 综合毛利率   | 22.4%  | 20.5%  | -8.46%  | 24.9%  | 22.5%  | -2.5%    | 34.3%  | 29.5%  | -13.93% |
| 归母净利率   | 9.9%   | 8.0%   | -1.88%  | 14.0%  | 12.7%  | -1.3%    | 25.4%  | 21.3%  | -15.9%  |

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.2 公司盈利修复，圆通、韵达、中通盈利持续好转

2021 圆通、韵达、中通持续盈利，申通扣非归母持续亏损。2021 年，韵达扣非净利 14 亿元，同比增长 15.9%；圆通扣非净利 20.7 亿元，同比+34.2%；中通扣非净利 46.1 亿元，同比+30.1%；申通扣非净亏损 9.4 亿元，亏损扩大。

单票毛利看，2021 年，韵达单票毛利 0.21 元，同比下降 8.5%，毛利率 9.1%，同比下降 0.4pp；圆通单票毛利 0.22 元，同比下降 10.0%，毛利率 8.2%，同比下降 0.8pp；中通单票毛利 0.30 元，同比下降 14.0%。

单票归母净利看，2021 年，韵达单票归母净利 0.08 元，同比下降 19.0%，归母净利率 3.5%，同比下降 0.7pp；圆通单票归母净利 0.13 元，同比下降 9.0%；中通单票归母净利 0.21 元，同比-15.9%。

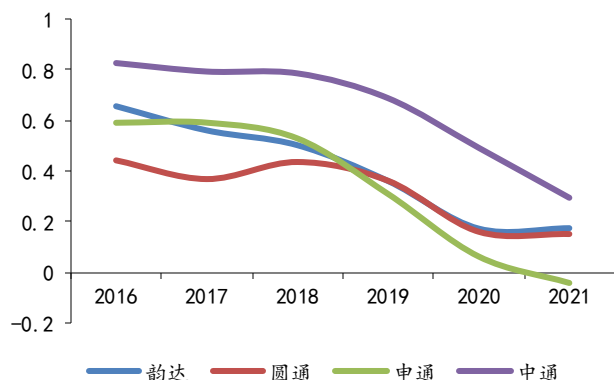
单票三费方面，2021 年，韵达单票三费 0.11，同比上升 20.1%，圆通单票三费 0.07，同比下降 13.8%。

**表 3：通达系单票收入、成本及毛利情况汇总（单位：元/件）**

| 项目     | 韵达   |      |       | 圆通   |      |        | 中通   |      |        |
|--------|------|------|-------|------|------|--------|------|------|--------|
|        | 2020 | 2021 | YOY   | 2020 | 2021 | YOY    | 2020 | 2021 | YOY    |
| 单票营业收入 | 2.36 | 2.27 | -4.0% | 2.76 | 2.73 | -1.1%  | 1.48 | 1.36 | -8.1%  |
| 单票快递收入 | 2.23 | 2.14 | -4.0% | 2.32 | 2.31 | -0.4%  | 1.29 | 1.23 | -4.4%  |
| 单票营业成本 | 2.14 | 2.06 | -3.5% | 2.51 | 2.51 | -0.2%  | 1.14 | 1.07 | -6.3%  |
| 单票综合毛利 | 0.22 | 0.21 | -8.5% | 0.25 | 0.22 | -10.0% | 0.34 | 0.30 | -14.0% |

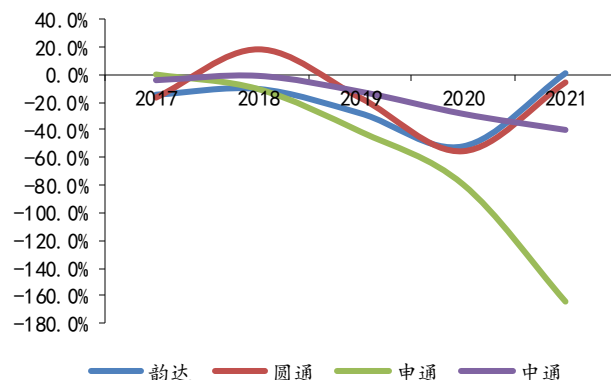
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：快递公司单票快递毛利变化（元）



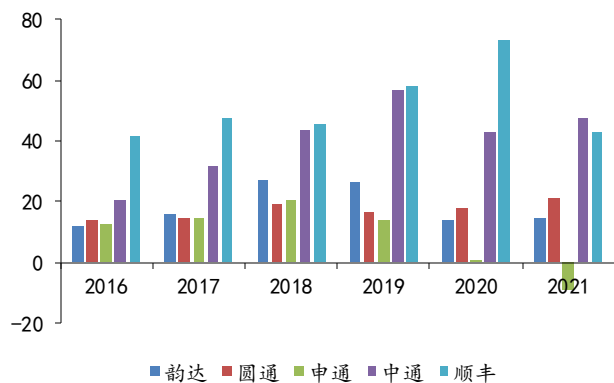
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：快递公司单票快递毛利同比增速变化



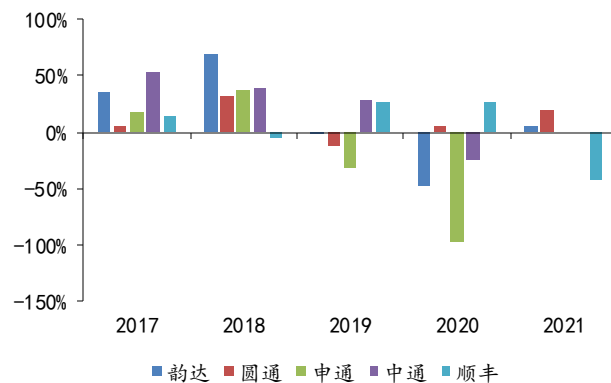
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：快递公司扣非归母净利润（亿元）



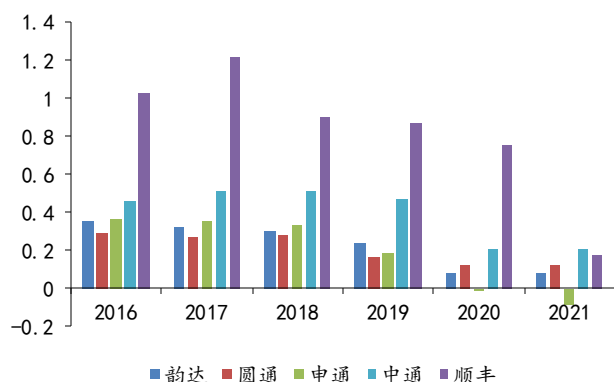
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：快递公司扣非归母净利润同比增速变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：快递公司单件扣非归母净利润（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

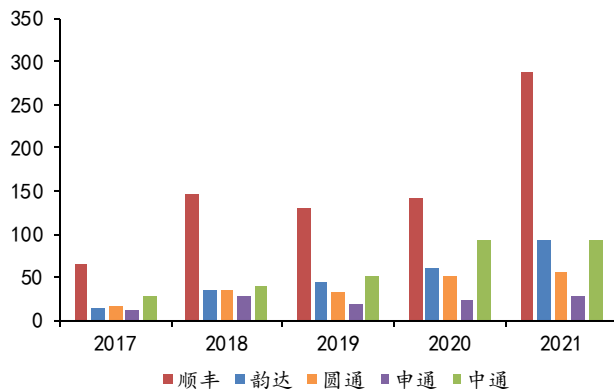
### 3 新竞争趋势下，主要快递公司产能投入放缓

#### 3.1 产能投入增速放缓

新监管周期下，主要上市快递公司资本开支增速放缓。2021 年顺丰资本投入 289 亿元，中通资本投入 93 亿元，同比上升 1%，为“通达系”快递公司中最低，且同比减少幅度大；韵达全年产能投入 92.2 亿元，同比上升 53.6%，圆通资本开支达到 55.6 亿元，同比上升 6.6%。从季度数据看，顺丰资本开支主要集中在第四季度，韵达资本开支逐季上升，圆通及中通资本开支集中在 Q3。

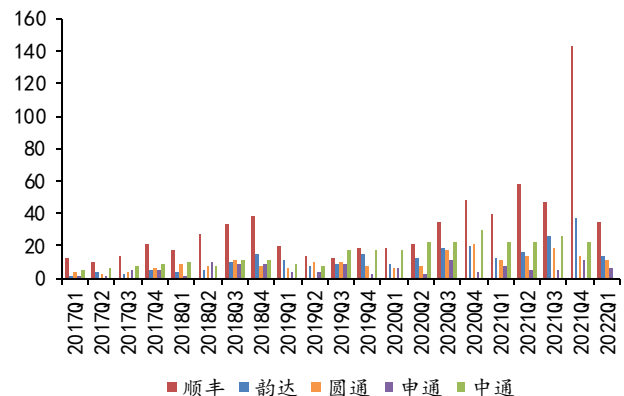
2021Q1 快递公司资本开支同比增幅高，圆通及顺丰资本投入增幅居前。2021 年 Q1 顺丰资本开支达 39.7 亿元，同比上升 107.6%，圆通资本开支达 11 亿元，同比上升 75.4%。相比于圆通，韵达资本开支基数较高，2021 年一季度资本开支达到 12.8 亿元，同比上升 36.2%。

图 15：主要快递公司年度资本开支（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：主要快递公司季度资本开支（单位：亿元）

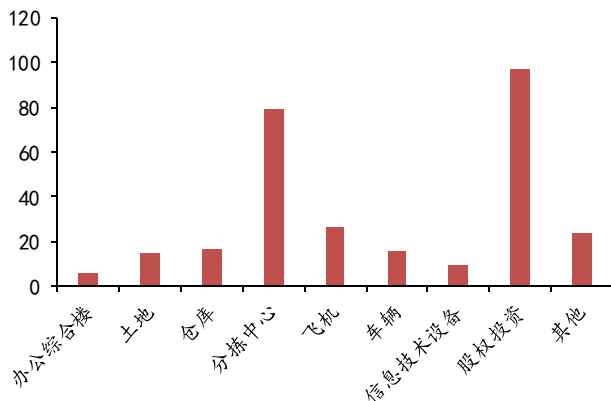


数据来源：公司公告，西南证券整理

#### 3.2 顺丰、中通资本开支降速

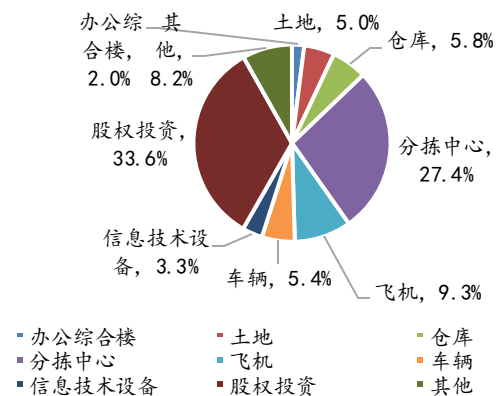
顺丰产能投入主要集中在股权投资及分拣中心建设，其他方面资本开支降速。2021 年顺丰在股权投资上的资本投入达到 97 亿元，占比最高，达到 33.6%。其次，公司在分拣中心的投入居前，资本开支达到 79.1 亿元，占比达 27.4%。飞机的资本开支投入为 27.0 亿元，占比达到 9.3%。在仓库、土地及车辆方面的资本开支分别为：16.8、14.5、15.6 亿元，占比分别为 5.8%、5.0%及 5.4%。

图 17：2021 年顺丰年度资本开支明细（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

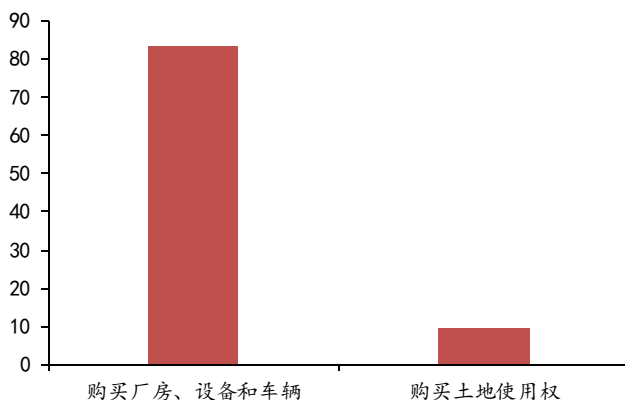
图 18：2021 年顺丰资本开支明细占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

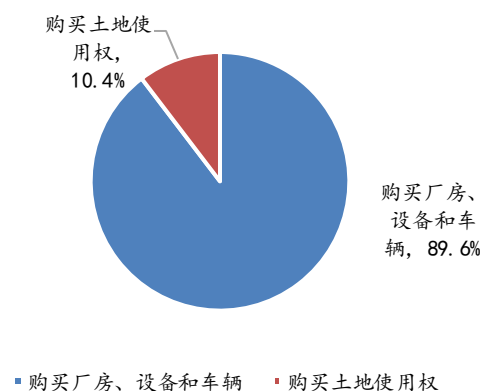
中通资本开支降速明显。2021 年中通快递资本开支主要用于厂房设备和车辆的购买，投入 83.6 亿元，占比达 89.6%；土地使用权投入达 9.7 亿元，占比为 10.4%。

图 19：2021 年中通资本开支明细（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：中通快递年度资本开支明细占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 投资建议

政策管制下快递行业体现政策底→单价底→盈利底的发展链条，价格战缓和+行业整合加速带来竞争格局变化，由此带来行业估值重构：比拼肌肉（资本）竞争下的估值体系→比拼经营服务竞争下的估值体系。行业已经步入总部利润修复的发展阶段，我们判断行业将进入长期缓步涨价的轨道来消化通胀成本/人力成本/制度成本（五险一金），油价和疫情短期冲击影响有限，利润弹性可期。

需求端宏观经济波动带来消费疲软、社零增速阶段性波动，快递行业增速换挡，具有必选消费属性的快递有一定的防守能力；短期疫情抑制快递需求，看好疫后快递需求回补。供给端价格战缓解逐步兑现叠加行业整合加速，2021 年业绩显示快递行业产能投入放缓已至，预计快递行业 2022 年产能投入大概率持续放缓，行业已迎来自由现金流创造的拐点。

疫情短期抑制快递需求叠加行业淡季，快递终端 ASP 承压，我们看好疫情后的需求回补，同时新监管周期下稳态竞争格局赋予快递业更好的成本传递能力，头部快递企业的业绩修复可期。

1) 全面看多加盟制快递板块。

**中通快递：**绝对龙一，规模效应最强，具备强大且平衡的加盟网络，产能及现金储备充裕，21Q4 单票净利 0.27 元，同比增长 3 分钱（+14.3%），环比提升 7 分钱，市占率环比提升至 20.1%，成本管控显著，高油价影响下仍同比持平，显示出龙头的经营统治力。

**韵达股份：**韵达系行业第二的市占率，管理上持续聚焦快递的战略定力强。对头部电商平台及零售企业的大客户战略体现出韵达管理和运营上的差异化能力，维持了优秀的件量增速（22Q1 同比+19.6%）。

**圆通速递：**公司业绩持续超预期，22Q1 实现扣非归母 8.2 亿元，同比+141.9%；件量高速增长（22Q1 同比+18.1%）保持了对后位竞争者的规模领先。

2) 推荐**顺丰控股**，成本改善将是顺丰 2022 年最大基本面，同时期间费用的优化空间被市场低估，亦显著提升核心利润；长期看，鄂州机场投产为时效件增长注入新动能，行业政策引导下电商件提价亦将优化顺丰快递全产品线的盈利能力；携手嘉里物流有望将从管理团队、业务协同、资产复用等多方面打开顺丰国际业务新的增长曲线。

## 5 风险提示

- 1) 上游消费增长不及预期
- 2) 网购增速下滑
- 3) 加盟商管控风险
- 4) 人力成本大幅上涨

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务              | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|-----------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理<br>销售总监   | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 黄滢  | 销售经理            | 18818215593  | 18818215593 | hying@swsc.com.cn    |
|    | 蒋俊洲 | 销售经理            | 18516516105  | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn  |
|    | 崔露文 | 销售经理            | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 陈慧琳 | 销售经理            | 18523487775  | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
|    | 王昕宇 | 销售经理            | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
| 北京 | 李杨  | 销售总监            | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监           | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 王兴  | 销售经理            | 13167383522  | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn    |
|    | 来趣儿 | 销售经理            | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
|    | 王一菲 | 销售经理            | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售经理            | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
| 广深 | 郑龔  | 广州销售负责人<br>销售经理 | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 陈慧玲 | 销售经理            | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 杨新意 | 销售经理            | 17628609919  | 17628609919 | xyy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理            | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 龚之涵 | 销售经理            | 15808001926  | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |