



# 快递行业：价格内卷有望缓解，高质量发展带动利润提升

2024年9月26日

看好/维持

交通运输

行业报告

分析师

曹奕丰 电话：021-25102904 邮箱：caoyf\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050005

## 投资摘要：

**低价件需求旺盛叠加快递小件化，行业件量超预期增长但单价下降。**今年上半年，快递行业件量增速始终维持在较高水平。行业出现超市场预期变化主要系新型直播电商和社交平台的蓬勃发展刺激了大众的线上消费。但于此同时，这也导致了低价电商件比例的上升，并加速了快递小件化的进程。为了争夺业务增量，行业价格战烈度明显提升。从单票收入可以明显看出，除中通外，几家通达系快递单票收入水平同比都有一定程度的下滑。

**各公司都实现了利润增长，但增长的内在逻辑并不相同。**值得注意的是，虽然上半年行业价格竞争激烈，但各公司盈利水平并未受到负面影响，反而实现增长。二季度，中通、圆通、韵达和申通的扣非后归母净利润分别同比提升 10.9%、9.3%、0.7% 和 160.1%。这说明各公司根据自身的实际情况采取了适合自身的策略，并取得了较好的效果。

申通与韵达的盈利增长与公司产能利用率的显著提升有较大关联，通过吸纳大量低价件填补空仓，申通与韵达解决了淡季产能不饱满的问题，实现单票成本摊薄。中通的利润增长则主要以服务驱动，更高的单票收入意味着中通和其目标客户群体的关系越发稳定，其明显高于其他公司的单票盈利水平也证明了客户愿意为中通更优质的服务支付额外的价格。

**从行业产能利用率角度考虑，四季度价格战缓和可期：**与以往价格战时行业单票价格普降不同，今年龙头中通的单票收入水平并未下降，圆通单票收入与韵达和申通也拉开了明显差距。可以判断出，今年快递的价格下降存在较大的结构性的差异，降价更多的集中在竞争最激烈的低价件领域。结合行业的需求增长与产能投放周期会发现，行业产能释放在 22-23 年达到的高峰。但 22-23 年受疫情影响，行业的件量增速处于低谷。产能与需求增长的不匹配导致上市公司产能利用率在 23 年之后普遍不饱满，企业迫切需要通过规模效应摊薄成本，从而加速了价格战的发生。

但也正是从行业产能周期考虑，我们预计四季度价格战有望出现明显缓和。今年件量超预期的增长很大程度缓和了快递公司产能不饱满的问题。快递需求具有很强的季节性，四季度是件量高峰，业务量明显高于前三季度。由于行业资本开支高峰已过，若四季度业务量继续维持高增长，现有产能可能会快速接近饱和，届时通过规模效应摊薄成本的空间会显著缩小，低价电商件对于企业的吸引力下降，价格战自然会迎来缓和。

**邮政局定调“反内卷”，长期增长重点看服务溢价：**在快递公司不惧价格战，都取得盈利增长的背景下，也需要关注到，各公司的单票盈利水平已经拉开了较大差距，分化明显。行业龙头中通 22 年以来单票净利一直维持在 0.25 元以上，是通达系中盈利表现最好且最稳定的公司；圆通 22 年以来的大部分时间里，单票净利维持在 0.15 元以上。韵达和申通单票净利则大部分时间不超过 0.1 元。在 19 年行业盈利整体下行之后，决定公司盈利走向的因素逐渐由业务量转向单票利润，在行业整体利润空间受到压缩时，收入端的溢价变的尤为重要。

国家监管部门显然也对这一趋势长期关注。8 月邮政局召开规范市场秩序、提升服务质量专题会议，要求快递企业努力构建快递市场良性竞争生态，坚决防止“内卷式”恶性竞争，着力提升快递服务质量竞争力，以及持续提高创新发展能力。与之配套的，邮政局还将于 9-12 月期间，在全国范围内组织开展快递服务质量突出问题专项整治行动。

我们认为这是邮政局为快递行业的后续发展方向进行的一次明确定调，要将重心放在高质量提高质量与效益上。不管是行业自发的转型，还是邮政局的政策导向，都证明了行业从重视价格向价格与服务并举的转变是不可逆的，而目前行业优化的重点则显然是服务端。在这一点上，中通与圆通走在前列，占据先发优势。而对于以低价为主要竞争力的韵达与申通，则需要尽早从服务质量上取得突破。

**投资建议：**目前行业表现出的价格战烈度已经处于较高的水平，烈度继续提升的空间有限，反而是邮政局反内卷的表态以及企业持续提升的产能利用率预示着四季度价格战可能出现缓和。考虑到行业高质量发展的大趋势，我们重点推荐服务质量走在行业前列的中通与圆通。

**风险提示：**行业政策出现重大变化、价格战烈度超预期。

## 目 录

1. 低价件需求旺盛叠加快递小件化，行业件量超预期增长但单价快速下降 .....	3
2. 各公司因地制宜采取了不同的经营策略，但都实现了利润的增长 .....	3
3. 从行业产能利用率角度考虑，四季度价格战缓和可期 .....	6
4. 邮政局定调“反内卷”，长期增长重点看服务溢价 .....	7
5. 企业市值与盈利的关联度持续提升，盈利修复伴随投资机会 .....	9
6. 风险提示 .....	9
相关报告汇总 .....	10

## 插图目录

图 1： 快递行业业务量同比增速处于较高水平 .....	3
图 2： 二季度韵达与申通的单票收入同比降幅较高 .....	3
图 3： 24Q2 上市公司业务量同比增速分化明显 .....	4
图 4： 24Q2 上市公司单票收入同比降幅分化明显 .....	4
图 5： 中通上半年业务量增速明显低于行业均值，主要系未介入低价件竞争 .....	4
图 6： 二季度各公司扣非归母净利润同比皆有提升（亿元） .....	5
图 7： 二季度各公司单票净利润（扣非）同比变化（元/票） .....	5
图 8： 圆通韵达及申通市场份额较为接近 .....	5
图 9： 24Q2 各公司市场份额同比变化 .....	5
图 10： 单票收入水平（元/票）显示通达系价格战烈度处于较高水平 .....	6
图 11： 20-21 年是通达系资本开支高峰期，目前明显回落（亿元） .....	6
图 12： 22-23 年低增长导致产能不饱和，24 年产能不饱和问题显著缓解（以 21Q4 件量为 100%） .....	7
图 13： 上市公司盈利水平分化较明显（亿元） .....	8
图 14： 中通和圆通依靠优质服务实现更高的单票净利（元/票） .....	8
图 15： 各公司股价走势大体趋同（以 23 年初为基准） .....	9
图 16： 上市公司单票市值与单票盈利高度相关（元/票） .....	9

## 1. 低价件需求旺盛叠加快递小件化，行业件量超预期增长但单价快速下降

今年上半年，快递行业件量增速始终维持在较高水平，截至8月底数据，快递业务量累计完成1088.0亿件，同比增长22.5%。而在业务量超预期的同时，行业单票收入同比也出现较明显的下降。

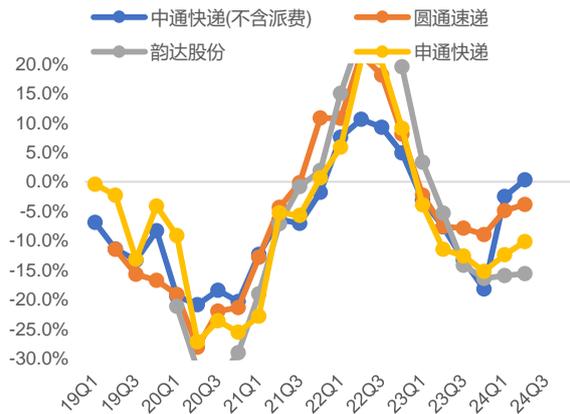
行业出现超市场预期的变化主要系新型直播电商和社交平台的蓬勃发展刺激了大众的线上消费。但于此同时，这也导致了低价电商件比例的上升，并加速了快递小件化的进程。为了争夺业务增量，行业价格战烈度明显提升。从单票收入可以明显看出，除中通外，几家通达系快递单票收入水平同比都有一定程度的下滑。

图1：快递行业业务量同比增速处于较高水平



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图2：二季度韵达与申通的单票收入同比降幅较高



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

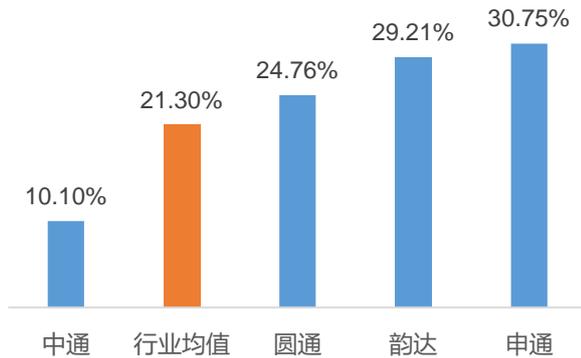
今年低价电商件的快速增长使得各公司面临重要的决策窗口：对量大利薄的低价件，是重点押注，优先力争市场份额，还是有所取舍，优先保证盈利？对此不同的公司根据自身情况采取了不同的策略，这使得上半年不同上市公司的经营数据呈现出明显分化。但有意思的是，虽然上半年快递行业价格战十分激烈，上市公司的盈利表现并没有因此而出现明显下滑，反而是扣非净利润都有一定提升，这一现象值得注意。

## 2. 各公司因地制宜采取了不同的经营策略，但都实现了利润的增长

二季度四家上市公司的件量增速分化明显，其中中通、圆通、韵达和申通的业务量增速分别为10.1%、24.8%、29.2%和30.8%，行业增速则是21.3%。可以看到中通业务量增速明显低于均值，而申通和韵达明显高于均值。

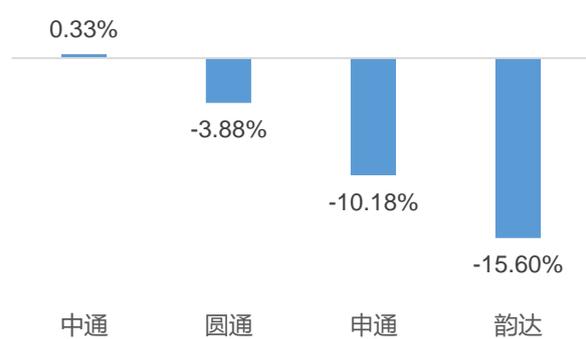
二季度不同公司单票收入的走势也明显分化。其中中通的单票收入逆势增长0.3%，圆通单票收入同比下降3.9%，降幅较低；申通与韵达的单票同比降幅分别为10.2%和15.6%，降幅较高。

图3：24Q2 上市公司业务量同比增速分化明显



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

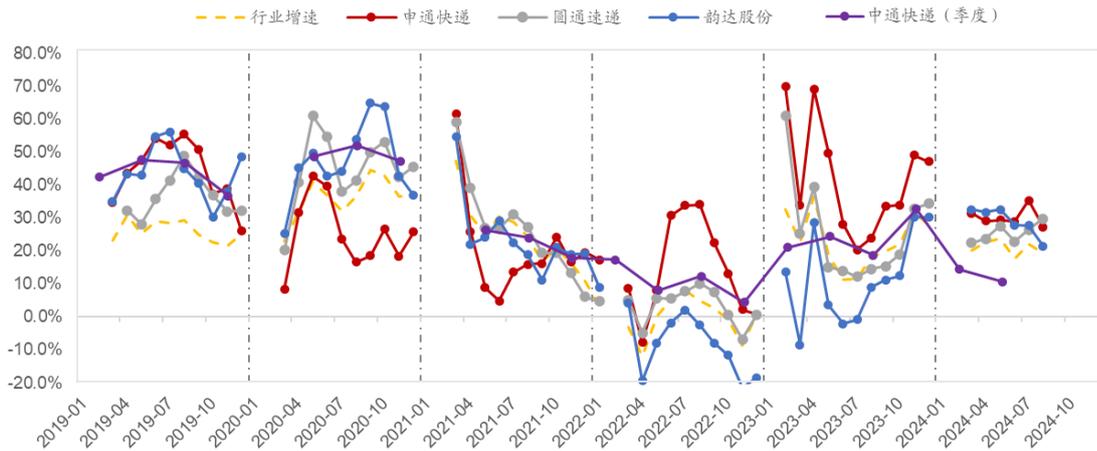
图4：24Q2 上市公司单票收入同比降幅分化明显



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

总体来看，二季度上市公司的经营数据分化与一季度的情况较为类似，中通依旧维持了其不做亏本的原则，单票收入同比持平微增；圆通兼顾了件量和价格，没有过度参与价格竞争；申通和韵达则优先提升市场份额，导致价格竞争下单票收入下行较明显。

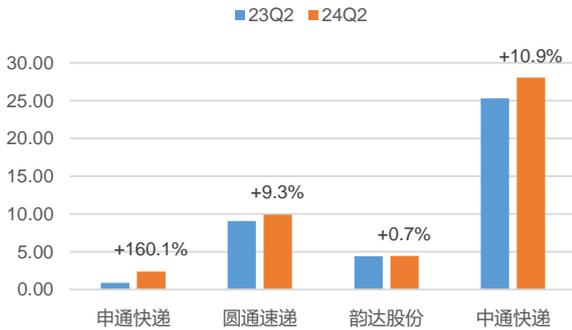
图5：中通上半年业务量增速明显低于行业均值，主要系未介入低价件竞争



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

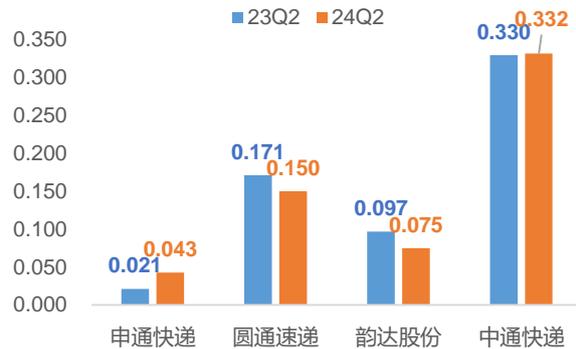
值得注意的是，虽然上半年行业价格竞争激烈，但各公司盈利水平并未受到负面影响，反而实现增长。二季度，中通、圆通、韵达和申通的扣非后归母净利润分别同比提升10.9%、9.3%、0.7%、和160.1%。这说明各公司在竞争加剧的背景下，根据自身的实际情况采取了适合自身的策略，并取得了较好的效果。

图6：二季度各公司扣非归母净利润同比皆有提升（亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图7：二季度各公司单票净利润（扣非）同比变化（元/票）



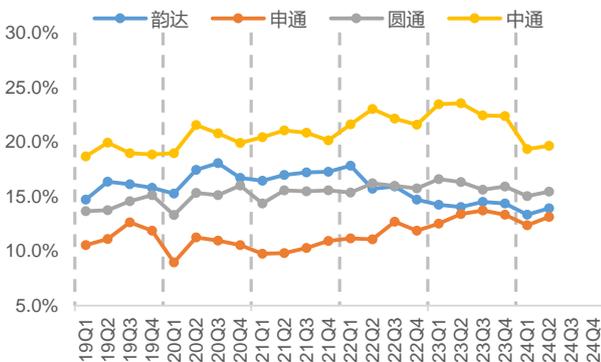
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

不同公司盈利提升的逻辑差异较大。申通与韵达在单票收入降幅较大的情况下实现盈利增长，我们认为与公司产能利用率的显著提升有较大关联，通过吸纳大量低价件填补空仓，申通与韵达解决了淡季产能不饱满的问题，实现单票成本摊薄，因此盈利增长的驱动力更多来自于规模效应与成本下降。可以看到，市占率方面申通和韵达 Q2 市占率分别提升 0.8% 和 1.0%，与第二名圆通的市场份额差距持续缩小。两者中又属申通受益更加明显，在业务量大幅提升的同时，公司单票扣非净利润从 0.02 元提升至 0.04 元，因而 Q2 扣非净利润大幅提升。

中通业务量增长并不突出，Q2 市场份额同比下降 2.0%，但单票收入与单票盈利维持在较高水平。更高的单票收入意味着中通和其目标客户群体的关系越发稳定。中通方面希望筛选出对服务质量有更高要求，不会因为价格因素就轻易流失的高价值客户，而中通明显高于其他公司的单票盈利水平也证明了其客户愿意为中通更优质的服务支付额外的价格。因此中通 Q2 的利润增长主要是以服务驱动的。

圆通的策略则介于两者之间，希望能够兼顾价格与市场份额的变化。从结果来看，圆通的经营策略也迎合了自身的优势区间，以单票利润小幅度的下滑换来了市场份额与盈利的稳定增长。

图8：圆通韵达及申通市场份额较为接近



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图9：24Q2 各公司市场份额同比变化



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

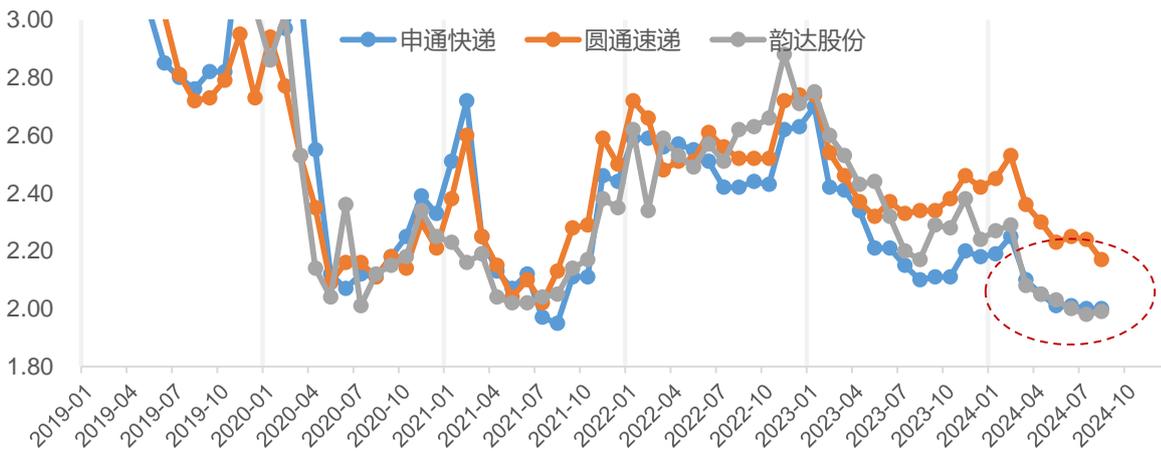
总的来说，现阶段快递行业的价格战虽然激烈，但依旧处于可接受的范围内，与 21 年时极致的价格内卷存在明显区别。只要各公司明确自身定位，服务好优势的客户群体，就依然能够实现盈利的增长。

### 3. 从行业产能利用率角度考虑，四季度价格战缓和可期

今年价格战与 2021 年的价格战有相似之处，也有明显的不同。分析两者之间的差异，有助于我们对价格战的后续变化做出预测。

首先需要承认的是，现阶段价格战的烈度已经处于较高水平。可以看到，申通和韵达的单票收入已经多个月维持在 2 元/票的底部区域，与 21 年价格战最激烈的时候较为类似。但与当年不同的是，目前快递公司的单票核心成本在信息化与规模效应的加持下，相比 21 年肯定是明显下降的，因此虽然单票收入已经降至较低水平，但对上市公司、加盟商以及快递员造成的经济压力会明显弱于 21 年同期，价格战处于可控的状态。

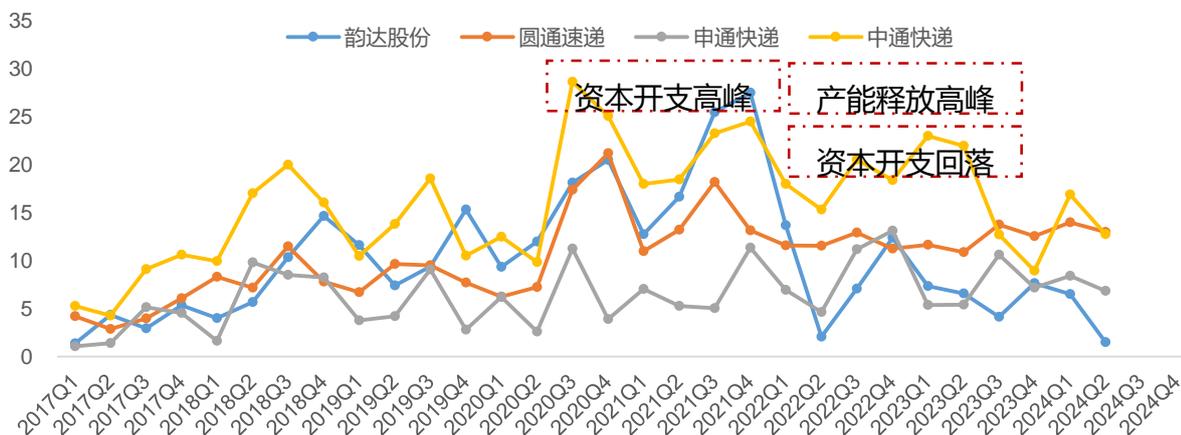
图10：单票收入水平（元/票）显示通达系价格战烈度处于较高水平



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

第二个主要的不同点在于，21 年的价格战表现为所有公司的单票收入和单票盈利水平普降，而今年可以发现行业龙头的中通的单票收入水平并未下降，圆通单票收入与韵达和申通也拉开了明显差距。因此可以判断出，今年快递的价格下降并非普降，而是存在较大的结构性的差异。结合今年低价件的快速增长，很明显今年的价格战主要集中在低价件领域，这也解释了上半年业务量增速高的韵达和申通单票收入下滑幅度也明显更大。

图11：20-21 年是通达系资本开支高峰期，目前明显回落（亿元）



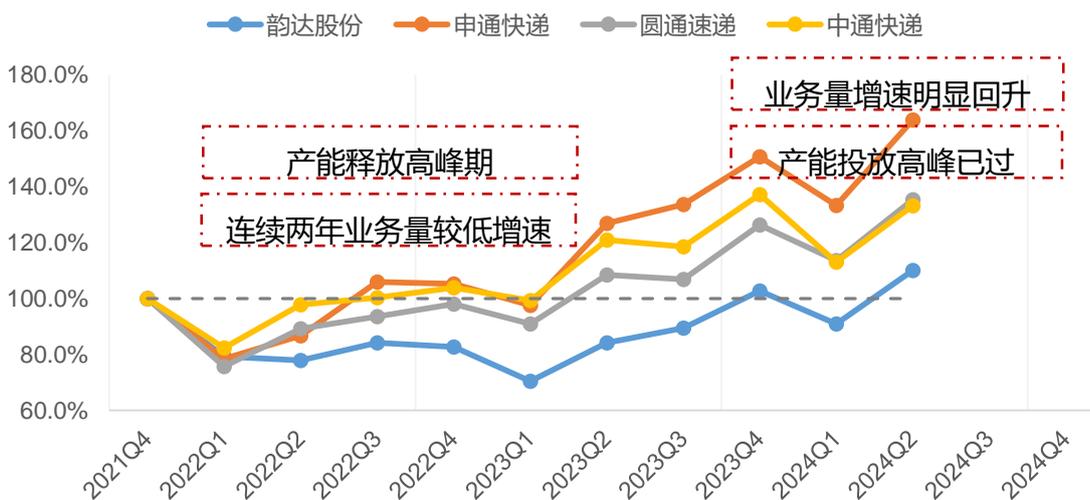
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

我们认为，结合行业的需求增长与产能投放周期看，上半年低价件的价格战也确实很难避免。行业的资本开支在 21-22 年达到峰值。由于产能的释放较资本开支存在一定的滞后，22-23 年实际上是行业产能释放的高峰期。但与新增产能投放对应的是，22-23 年受疫情影响，行业的件量增速处于低谷。产能与需求的不匹配导致行业产能利用率在 23 年之后普遍不饱和，上市公司迫切需要提升件量，通过规模效应摊薄成本，从而加速了价格战的发生。

以韵达为例，公司 22-23 年的业务量增速是四家通达系公司中最低的，23Q4 的业务量仅与 21Q4 基本持平，因此韵达也是对件量诉求最强的上市公司。而业务量的快速增长也确实为公司带来了显著的成本改善。根据公司业绩说明会发布的数据，公司 24 年上半年单票快递运输成本为 0.39 元，同比下降 27.61%；单票中转成本 0.31 元，同比下降 19.81%。成本端的大幅优化成为了快递公司降价的底气。

从产能周期角度看，也更容易理解今年不同公司之间经营策略的差异。今年对件量诉求较强的两家公司，一家是市场份额较低且资本开支还处于相对高位的申通，一家是 22-23 年业务量增速最低的韵达，两家公司都非常需要规模效应来优化成本。中通和圆通由于市场份额已经较高且件量增长稳健，对规模效应的诉求相对较弱，因而愿意将业务重心放在稳定单票收入上。

图12：22-23 年低增长导致产能不饱和，24 年产能不饱和问题显著缓解（以 21Q4 件量为 100%）



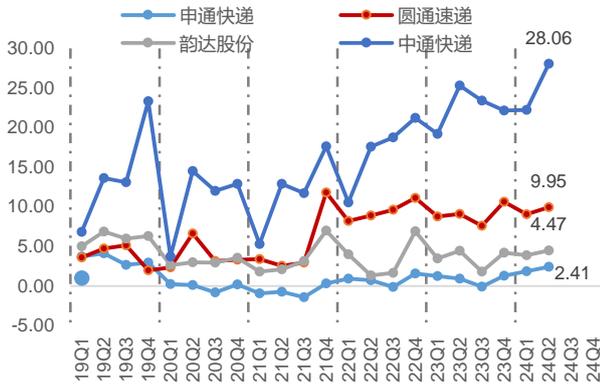
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

也正是从行业产能周期考虑，我们预计四季度价格战有望出现明显缓和。今年件量超预期的增长很大程度缓和了快递公司产能不饱和的问题，而快递需求具有很强的季节性，四季度是需求高峰，业务量明显高于前三季度。由于行业资本开支高峰已过，若四季度业务量继续维持高增长，现有产能可能会快速接近饱和，届时通过规模效应摊薄成本的空间会显著缩小，低价电商件对于企业的吸引力下降，价格战自然会迎来缓和。

#### 4. 邮政局定调“反内卷”，长期增长重点看服务溢价

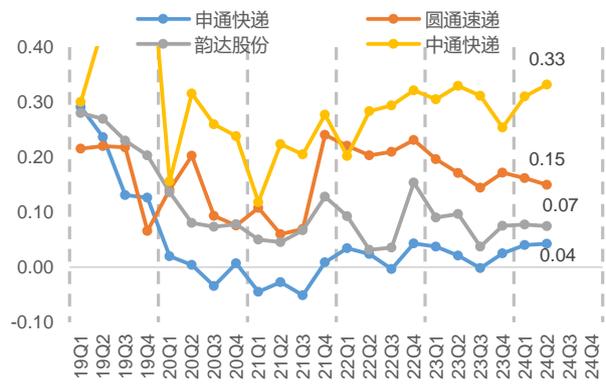
在快递公司不惧价格战，都取得盈利增长的背景下，也需要关注到，各公司的单票盈利水平已经稳定拉开了差距，分化较为明显。行业龙头中通 22 年以来单票净利维持在 0.25 元以上，是通达系中盈利表现最好且最稳定的公司；圆通 22 年以来的大部分时间里，单票净利维持在 0.15 元以上。韵达和申通单票净利则相对较低，大部分时间不超过 0.1 元。

图13：上市公司盈利水平分化较明显（亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图14：中通和圆通依靠优质服务实现更高的单票净利（元/票）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从过去几年的情况可以看出，在 19 年行业盈利整体下行之后，决定公司盈利走向的因素逐渐由业务量转向单票利润，在行业整体利润空间受到压缩时，收入端的溢价变的尤为重要。

国家监管部门显然也对这一趋势长期关注。8月22日国家邮政局召开规范市场秩序、提升服务质量专题会议。会议要求快递企业要强化大局意识、风险意识、责任意识，努力构建快递市场良性竞争生态。

一是坚决防止“内卷式”恶性竞争。良性的市场竞争追求技术创新、质量提升、效益提高，而非单纯价格和业务量的竞争。快递企业要认真自查自省，强化行业自律，发挥自身比较优势，不断丰富服务产品，推动开展差异化竞争，促进市场竞争良性发展，共同把“蛋糕”做大做好，形成多赢局面。

二是着力提升快递服务质量竞争力。行业必须把推动发展的立足点转到提高质量和效益上来，推动快递服务从“有没有”向“好不好”转变，以高品质服务助力高质量发展。快递企业要不断增强服务质量第一意识，不断创新服务内容和形式，全方位多层次提升快递服务品质。

三是持续提高创新发展能力。创新是提升快递服务质量的核心要素，也是摆脱“内卷式”恶性竞争的根本出路。快递企业要进一步强化创新意识，进一步激发劳动、知识、技术、管理、数据和资本等生产要素活力，凝聚高质量发展的内生动力。

按照会议部署，国家邮政局还将在今年 9 月至 12 月期间，在全国范围内组织开展快递服务质量突出问题专项整治行动，重点聚焦加强快递末端服务规范管理、规范快递服务作业流程、提升快递服务服务质量、强化合规经营意识、维护服务网络稳定等五个方面。

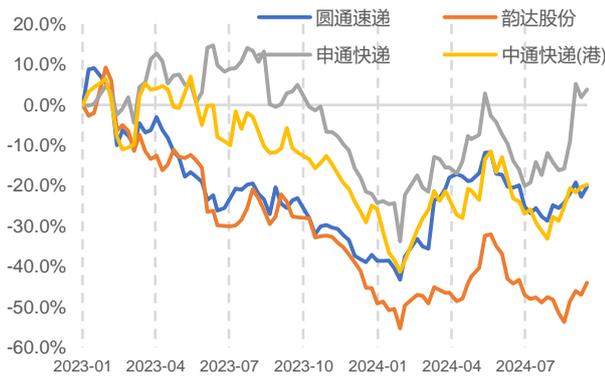
可以看到，邮政局为快递行业的后续发展进行了明确的定调，要将重心放在高质量提高质量与效益上。这同样有助于后续价格战的缓和。我们认为，不管是行业自发的转型，还是邮政局的政策导向，都证明了行业从重视价格向价格与服务并举的转变是不可逆的，而目前行业优化的重点则显然是服务端。在这一点上，中通与圆通走在前列，占据先发优势，而对于以低价为主要竞争力的韵达与申通，则需要尽早在服务质量上取得突破。

## 5. 企业市值与盈利的关联度持续提升，盈利修复伴随投资机会

23年以来，各快递公司股价走势大体趋同。今年市场对于快递公司的业绩预期筑底，7月至今，随着上市公司业绩的释放，以及邮政局定调反内卷后价格战缓和的可能性逐步加大，相关企业股价普遍迎来回升。

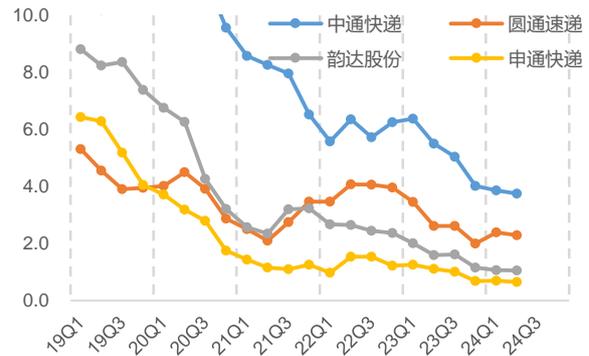
目前来看，企业市值与业务量增速和市场份额的关联度持续下降，而单票市值与单票盈利的相关性逐渐提升，这代表了市场对行业估值的考量从重数量向重质量的转变，也比较符合行业从重价格向重服务转型的趋势。

图15：各公司股价走势大体趋同（以23年初为基准）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图16：上市公司单票市值与单票盈利高度相关（元/票）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

目前行业表现出的价格战烈度已经处于较高的水平，烈度继续提升的空间有限，反而是邮政局反内卷的表态以及企业持续提升的产能利用率预示着四季度价格战可能出现缓和。考虑到行业高质量发展的大趋势，我们重点推荐服务质量走在行业前列的中通与圆通。

## 6. 风险提示

行业政策出现重大变化、价格战烈度超预期。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	快递 8 月数据点评：单票收入降幅收窄，圆通增速领跑	2024-09-23
行业普通报告	快递 7 月数据点评：淡季业务量维持高增，价格降至底部区域，期待后续边际改善	2024-08-22
行业深度报告	交通运输行业 2024 半年度展望：重视快递板块边际改善，高股息个股有望持续强势	2024-07-30
行业普通报告	快递 6 月数据点评：618 峰值前移导致件量增速下降，价格依旧处于底部	2024-07-23
行业普通报告	快递 5 月数据点评：业务量维持高增长，单票价格继续下探	2024-06-21
行业深度报告	快递行业一季报点评：低价件竞争激烈，数据分化的背后是对价格与服务的侧重不同	2024-05-27
公司普通报告	圆通速递 (600233.SH)：成本持续优化，盈利与市场份额稳步提升	2024-09-03
公司普通报告	中通快递-W (02057.HK)：持续提升收入质量，单票盈利表现优异	2024-08-22
公司普通报告	中通快递-W (02057.HK)：坚持不做亏本件，单票盈利逆势提升	2024-05-17
公司普通报告	圆通速递 (600233.SH)：单票利润稳健，成本持续优化	2024-04-30

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，8年投资研究经验，2015-2018年就职于广发证券发展研究中心，2019年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：  
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：  
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526