

# 国信证券交运团队

## 交通运输板块投资框架——快运+同城即配

行业研究 · 行业专题  
交通运输 · 物流板块

证券分析师：姜明  
021-60933128  
jiangming2@guosen.com.cn  
S0980521010004

证券分析师：罗丹  
021-60933142  
luodan4@guosen.com.cn  
S0980520060003

## 一、我国快运行业核心看点

我国公路货运中的零担市场为万亿级别的大市场，近几年维持着低速增长的态势，其中快运模式的渗透率持续提升，叠加宏观经济回暖和消费复苏的影响，快运需求有望维持较快增长态势。参考美国零担市场，我国零担快运市场的集中度还有较大提升空间。

目前，我国快运行业的龙头企业代表包括顺丰快运、德邦股份、安能物流等，2022年快运龙头企业的盈利情况明显好转。参考美国快运龙头企业，我国快运龙头企业的收入规模、盈利能力和利润规模均有较大的提升空间。

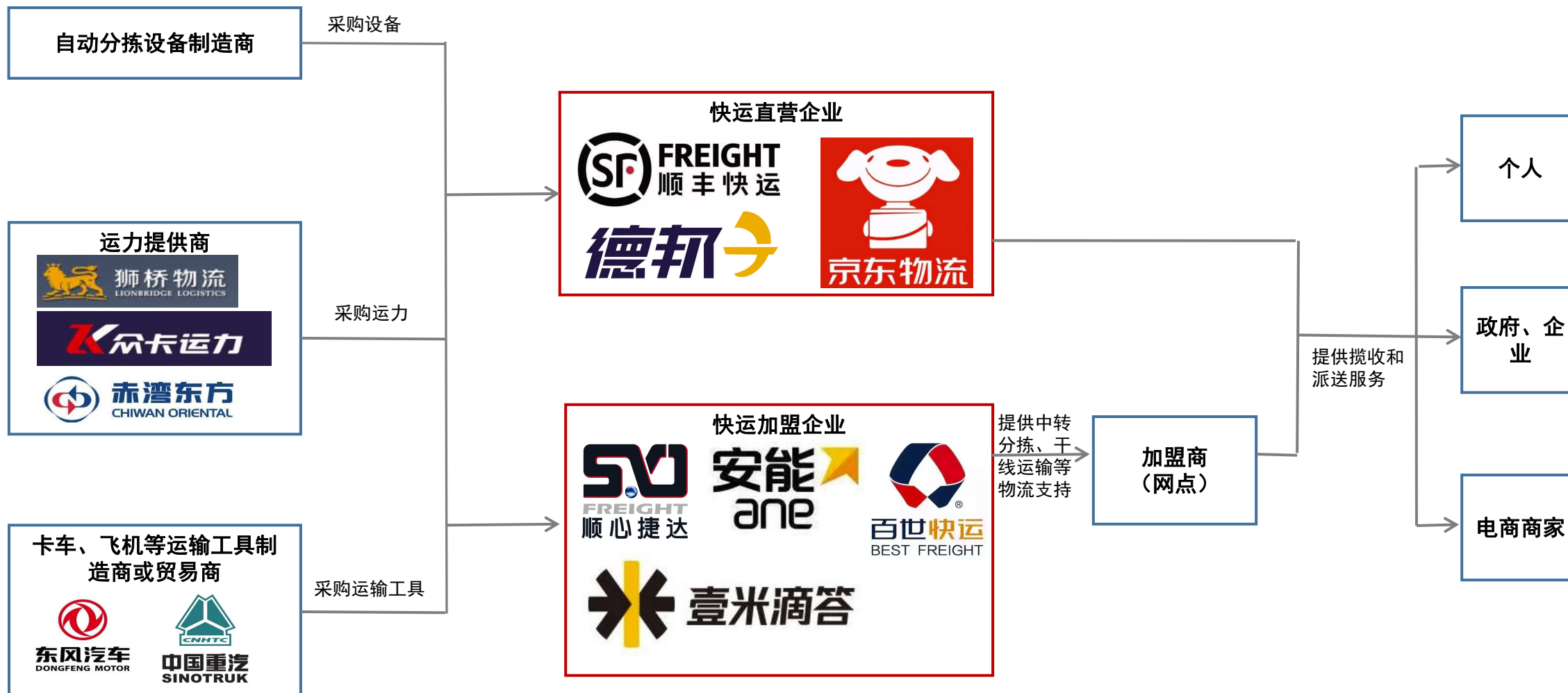
## 二、我国同城即配行业核心看点

随着外卖等新兴消费模式的兴起，我国催生出了千亿级别的同城即配市场，2022年我国即时配送订单预计超过400亿单，市场规模达到约2000亿元，同比增长30%左右，维持较高景气的趋势。其中，同城即配市场中第三方独立运力的占比呈稳步提升态势。

目前，我国同城即配行业的龙头企业代表包括顺丰同城和达达集团，随着规模效应的逐步显现，顺丰同城和达达集团均开始进入减亏周期，未来盈利成长空间可期。

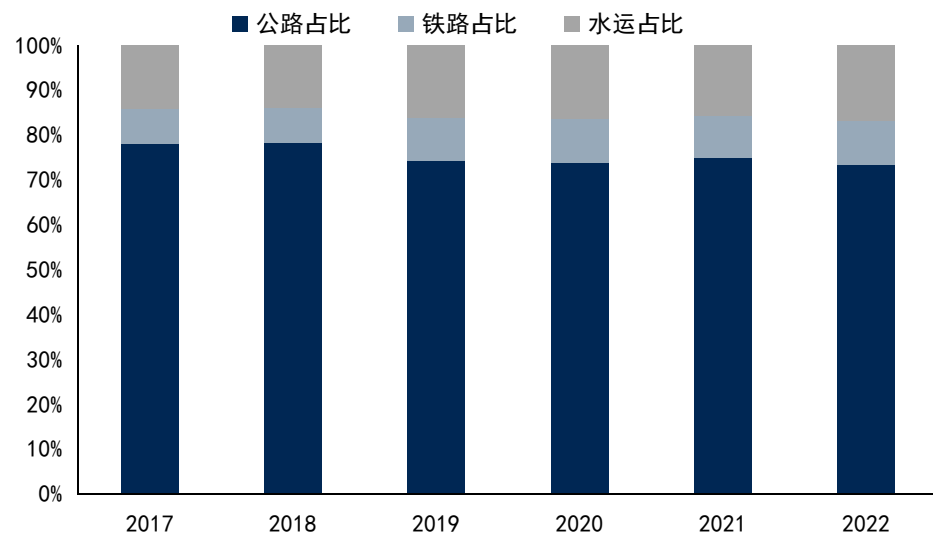
- [ 01 ] 我国快运行业概况及展望
- [ 02 ] 快运龙头企业基本面梳理
- [ 03 ] 我国同城即配行业概况及展望
- [ 04 ] 同城即配龙头企业基本面梳理

# 1. 我国快运产业链



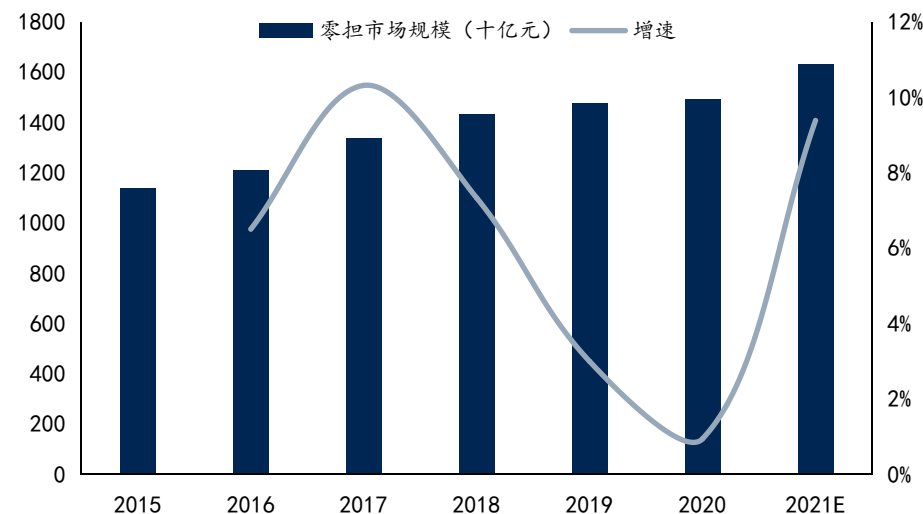
# 1. 我国快运行业概况及展望——规模及成长性

## ◆ 公路运输是我国货运最主要的运输方式（货运量占比）



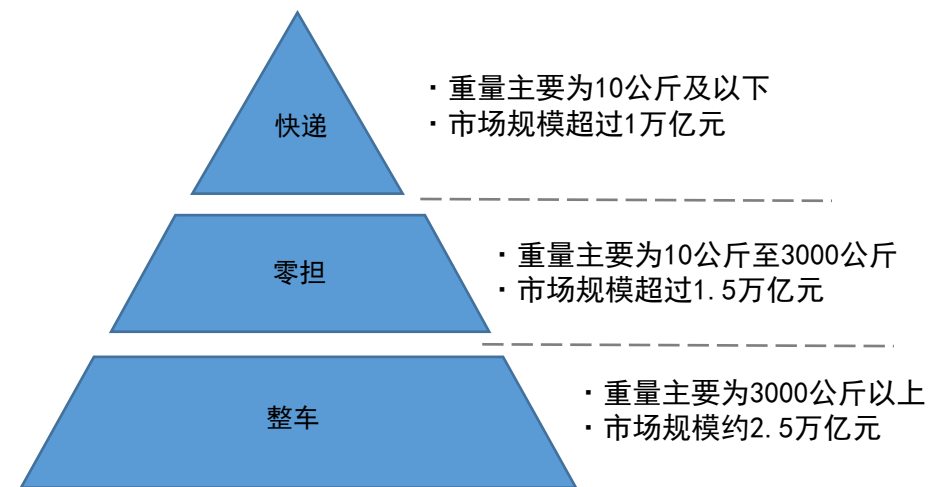
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

## ◆ 我国零担市场规模及增速



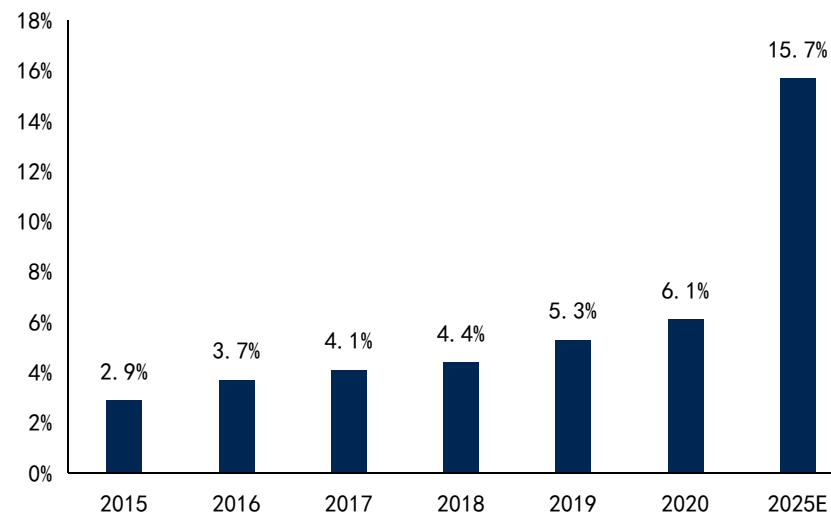
资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

## ◆ 公路货运根据运输货物重量的不同又分为快递、零担和整车市场



资料来源：运联传媒，国信证券经济研究所整理

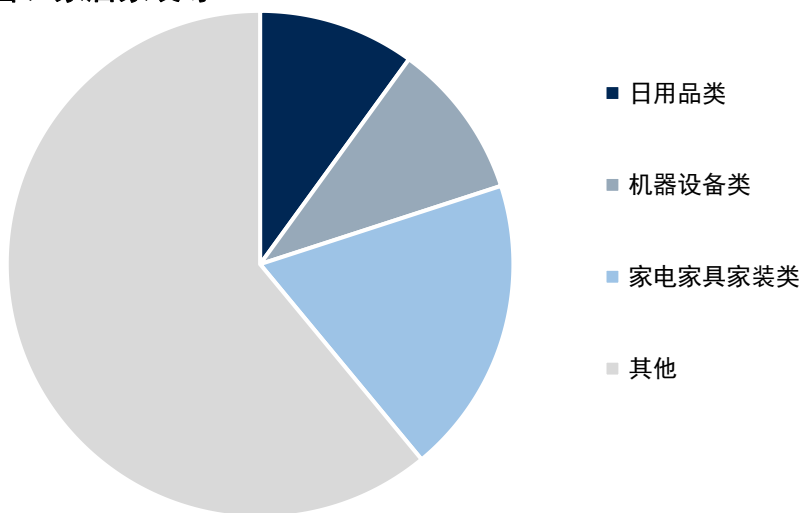
## ◆ 我国快运网络在零担市场的份额占比变化趋势



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

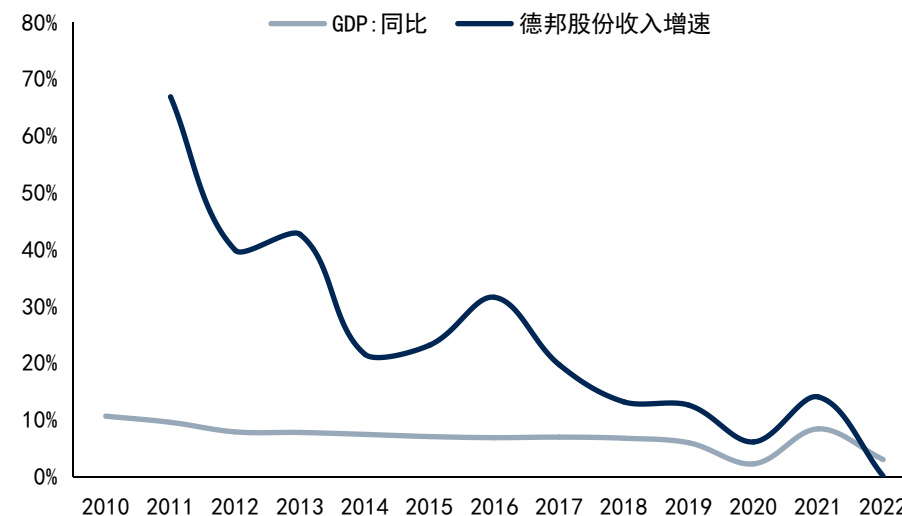
# 1. 我国快运行业概况及展望——规模及成长性

◆ 以德邦的收入结构为例，快运的下游需求众多，包括日用品、机器设备、家居家装等



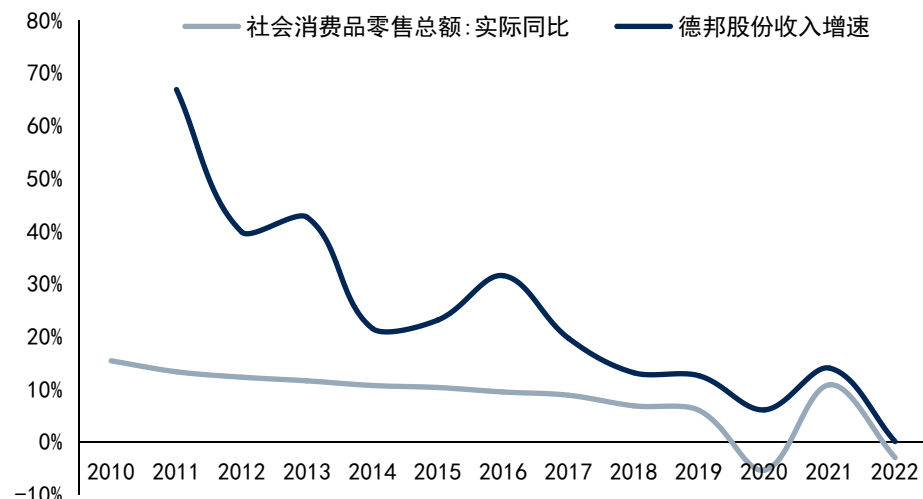
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 由于快运的下游需求众多，宏观经济的强弱会影响快运需求的表现



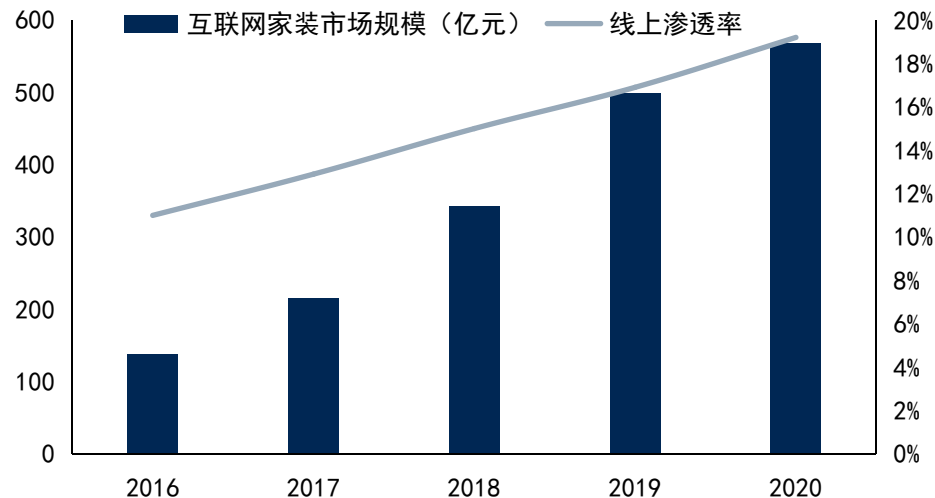
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 由于快运的下游需求有消费品，消费的强弱会影响快运需求的表现



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 大件物品的线上消费成为了快运的新兴下游需求



资料来源：CIC前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

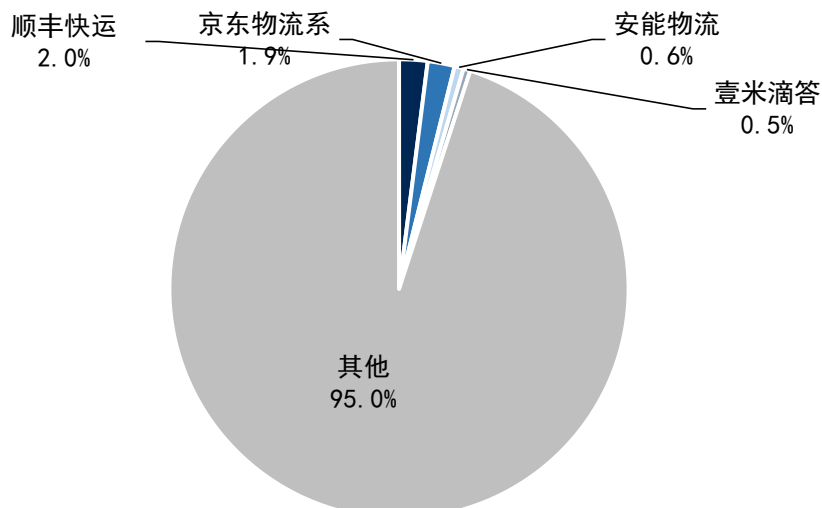
# 1. 我国快运行业概况及展望——竞争格局

## ◆ 我国零担快运企业的分类



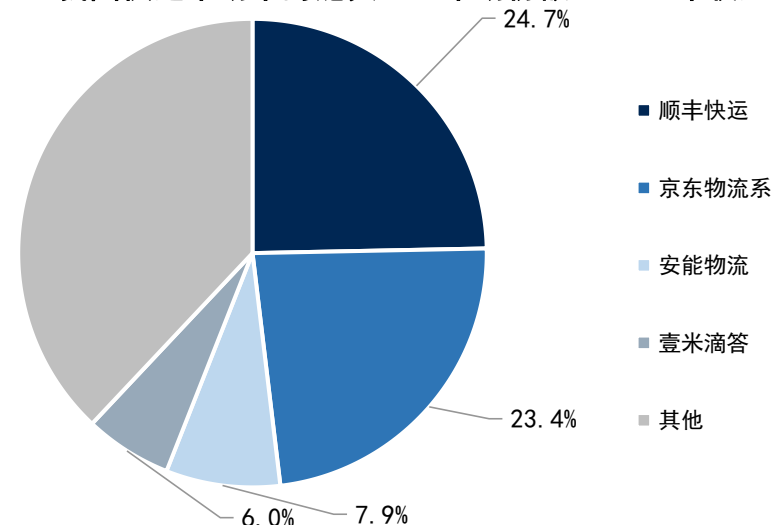
资料来源：运联传媒，国信证券经济研究所整理

## ◆ 我国零担市场中的龙头企业市场份额（2021年收入占比）



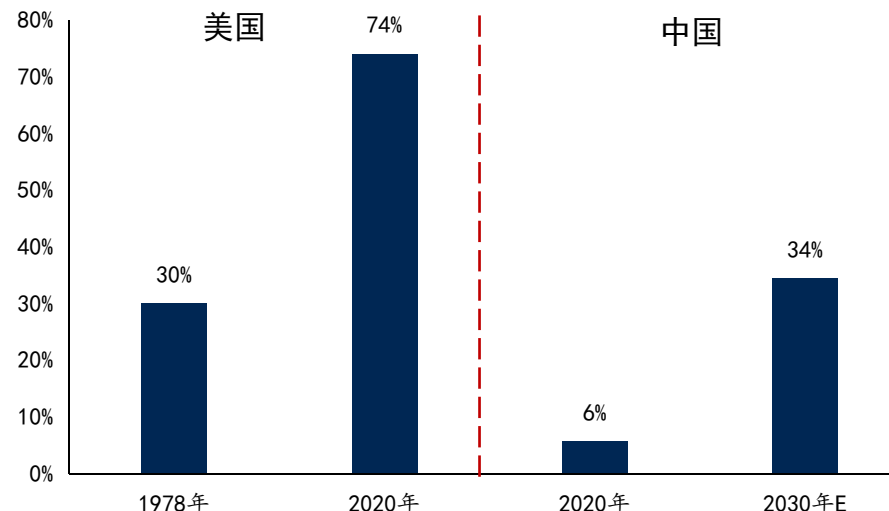
资料来源：运联传媒，公司公告，国信证券经济研究所整理

## ◆ 我国快运市场中的龙头企业市场份额（2021年收入占比）



注：京东物流系包括京东快运、德邦股份以及跨越速运  
资料来源：运联传媒，公司公告，国信证券经济研究所整理

## ◆ 美国和中国零担市场集中度CR10对比

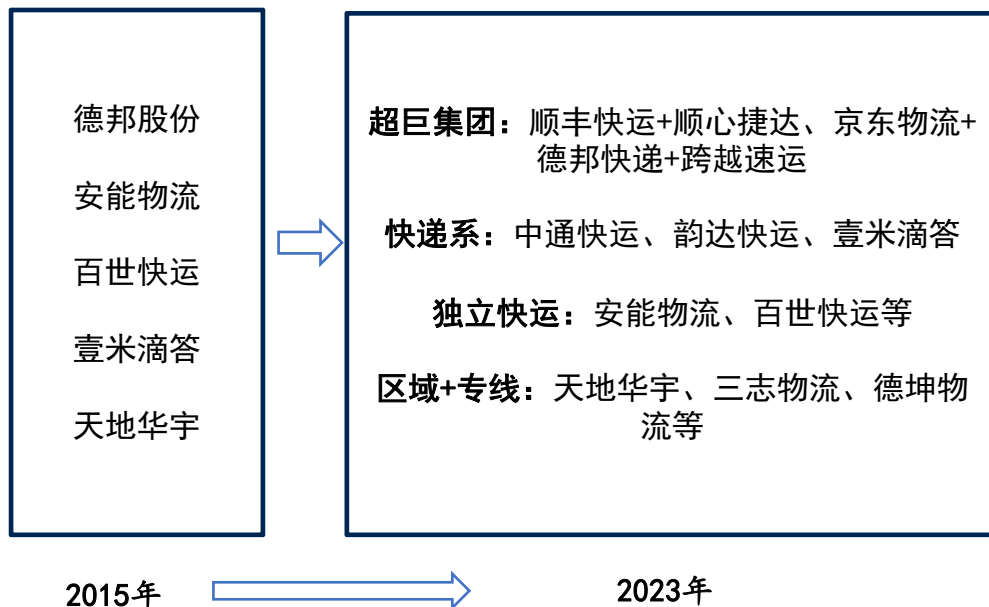


资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

# 1. 我国快运行业概况及展望——竞争格局

- ◆ 参考美国零担市场，长远来看，未来我国零担物流行业集中度将不断提升。数据显示，2016年-2021年我国零担物流CR10由2.9%提升至6.2%。在中国零担行业集中度提升这个过程中，龙头企业也是通过收购整合加速自身的市场份额提升，比如，1) 2018年3月，顺丰控股收购了广东新帮物流有限公司，并建立加盟制“顺心捷达”快运品牌，自此顺丰快运业务包括了两大品牌——顺丰自营的快运产品（针对高端市场）以及的顺心捷达（针对中端市场）；2) 京东物流于2020年8月订立最终协议，确认收购航空重货运输公司——跨越速运，然后又于2022年9月完成了对德邦股份的要约收购。

## ◆ 快运市场开始形成集团化的巨头企业



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## ◆ 我国收入规模排名前十的零担企业

排名	2019年		2020年		2021年	
	公司	收入（亿元）	公司	收入（亿元）	公司	收入（亿元）
1	顺丰快运	124.5	顺丰快运	207.8	顺丰快运	302.3
2	德邦快递	113.9	德邦快递	106.5	跨越速运	113
3	安能物流	89	安能物流	75.1	德邦快递	106.8
4	壹米滴答	75.5	壹米滴答	67.3	安能物流	96.5
5	百世快运	55.4	百世快运	52.2	壹米滴答	73.9
6	三志物流	42	三志物流	46	京东快运	67
7	跨越速运	40.2	中通快运	40.5	中通快运	64
8	德坤物流	27	德坤物流	33	三志物流	62
9	盛丰快运	25.5	韵达快运	19.1	百世快运	54.4
10	中通快运	24	宇鑫物流	15.7	德坤物流	44.8
CR10		4.2%		4.4%		6.2%

资料来源：运联传媒，国信证券经济研究所整理

## ◆ 我国货量规模排名前十的零担企业

排名	2019年		2020年		2021年	
	公司	货量（万吨）	公司	货量（万吨）	公司	货量（万吨）
1	壹米滴答	1015	安能物流	1025	顺丰快运	1465
2	安能物流	920	顺丰快运	1015	安能物流	1261
3	三志物流	710	壹米滴答	950	壹米滴答	1020
4	百世快运	698	百世快运	840	中通快运	925
5	顺丰快运	591	三志物流	820	百世快运	922
6	盛丰快运	550	德坤物流	656	德邦快递	450
7	中通快运	465	中通快运	652	韵达快运	402
8	德邦快递	459	德邦快递	463	京东快运	367
9	盛辉物流	432	宇佳物流	455	跨越速运	320
10	宇佳物流	360	长通物流	451	速通物流	155

资料来源：运联传媒，国信证券经济研究所整理

# 1. 我国快运行业概况及展望——竞争格局

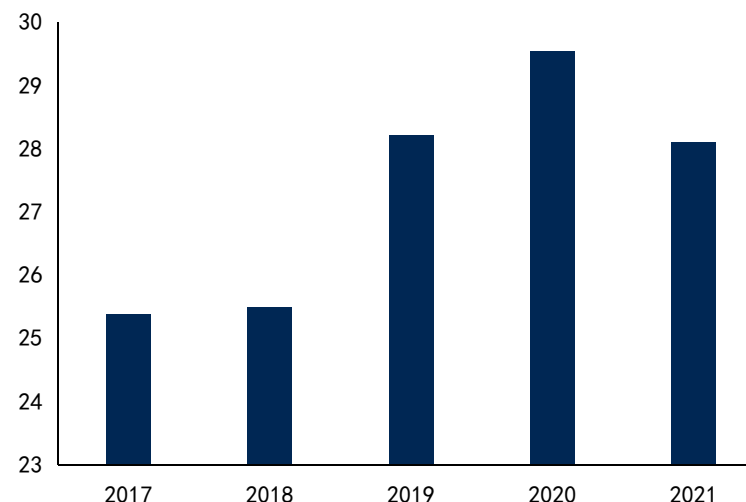
- ◆ 我国快运市场还可以分为高端市场和中低端市场。高端快运市场的集中度近三年提升明显，2020年以前高端快运市场的主流玩家包括顺丰快运、德邦股份、跨越速运、京东快运。自京东物流2020年收购了跨越速运、2022年收购了德邦股份后，高端快运市场由多强格局优化为双寡头格局，我们估计高端快运行业CR2已经超过八成。
- ◆ 竞争格局优化后，高端快运市场的价格竞争也开始呈现持续缓和趋势，2022年二季度，德邦股份的大件快递业务公斤单价便同比增长1.85%，快运业务公斤单价同比上涨8.69%；2022年三季度德邦大件快递公斤单价同比提升2.42%，快运业务公斤单价同比上升1.39%，快递快运单价双双回升。

## ◆ 京东物流通过收购跨越速运和德邦股份来完善自身的快运业务版图



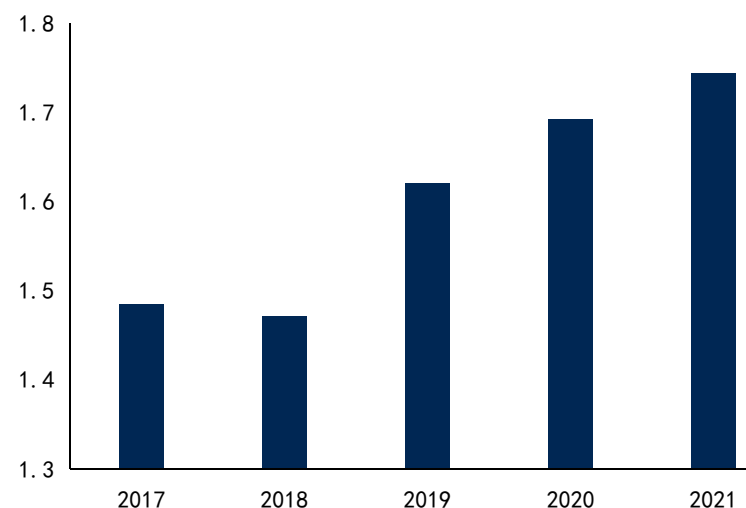
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

## ◆ 德邦股份的大件快递单位收入变化趋势（元/票）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## ◆ 德邦股份的快运业务单位收入变化趋势（元/斤）

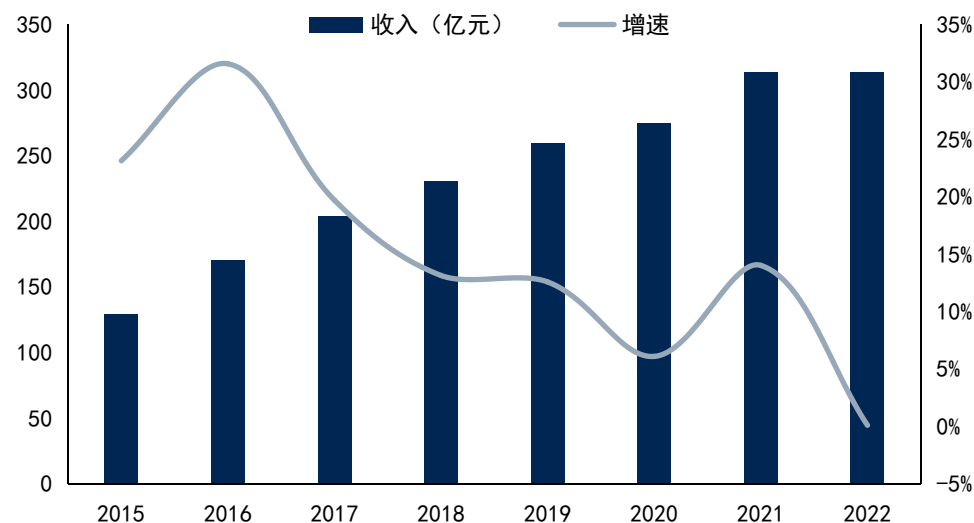


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2. 快运龙头企业基本面梳理——财务数据对比

- ◆ 顺丰控股的快运业务包括两个品牌——面向高端市场的直营制顺丰快运以及面向中端市场的加盟制顺心捷达。顺丰依托自身的经营优势和资金实力加速拓展快运市场，顺丰的快运业务收入规模自2015年的11.7亿元快速增长至2022年的279亿元，年复合增速为57%。
- ◆ 德邦股份主要经营两大业务——传统快运以及大件快递。得益于德邦大件快递业务的高增长，公司收入规模增长稳健。德邦收入规模自2015年的129亿元增长至2022年的314亿元，年复合增速为13.5%。
- ◆ 安能物流是中低端快运市场的龙头之一，经营稳健，其收入规模自2018年的53亿元增长至2022年的93亿元，年复合增速为15%。

### ◆ 德邦股份2015-2022年收入规模及增速

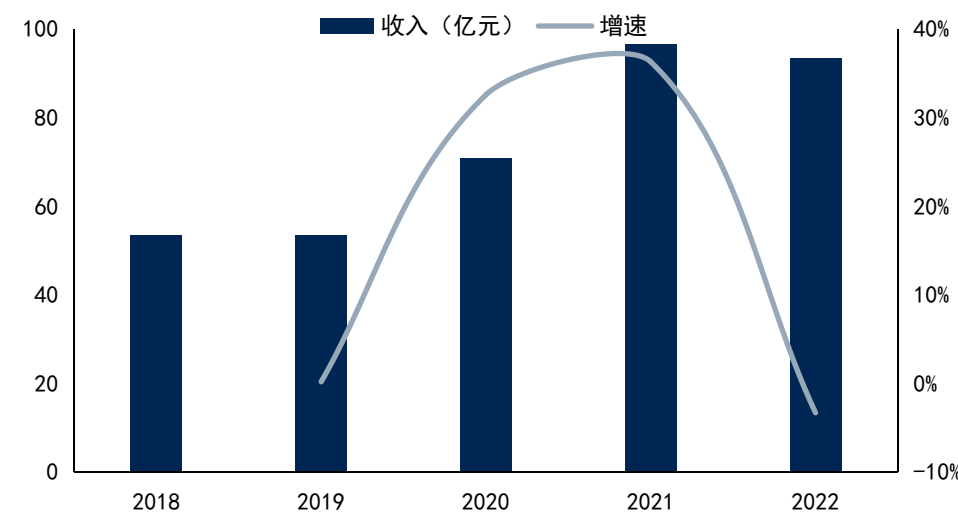


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 顺丰控股快运业务2015-2022年收入规模及增速

注：2022年快运业务收入规模的统计口径有调整，2022年增速为可比口径  
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 安能物流2018-2022年收入规模及增速

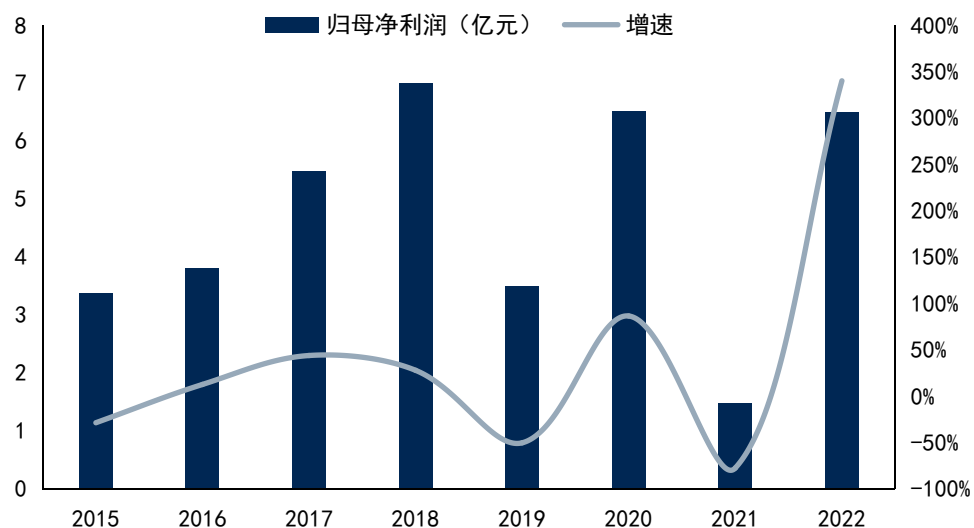


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2. 快运龙头企业基本面梳理——财务数据对比

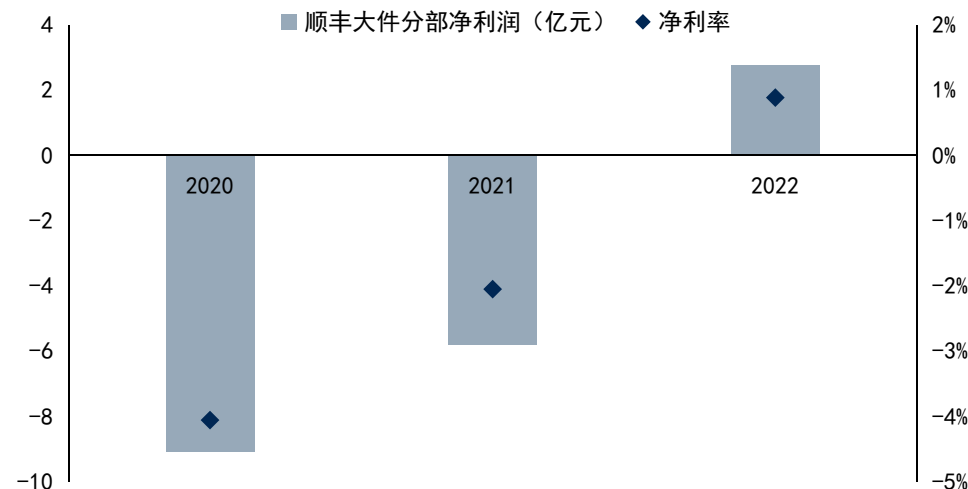
- ◆ 顺丰控股的大件分部包括快运业务和大件快递业务，近三年随着大件分部的规模快速扩大，顺丰大件分部依托规模效应以及成本精细化管控实现了盈利能力的提升，分部净利润自2020年的亏损9亿元提升至2022年的盈利2.8亿元。
- ◆ 德邦股份近几年虽然收入维持增长态势，但是利润却呈现波动态势，主要是因为利润的表现会受到资本开支投入节奏、行业价格竞争激烈程度、自身业务结构变化等因素的影响。2022年行业竞争明显缓和、公司资本开支投入减少，德邦归母净利润恢复至6.5亿元。
- ◆ 安能物流由于2021年上市后将可转换可赎回优先股转换为普通股，导致公允价值变动损失扩大至20.4亿元，剔除该影响，2019-2022年安能物流的净利润一直在盈亏平衡附近波动。

### ◆ 德邦股份2015-2022年归母净利润及增速

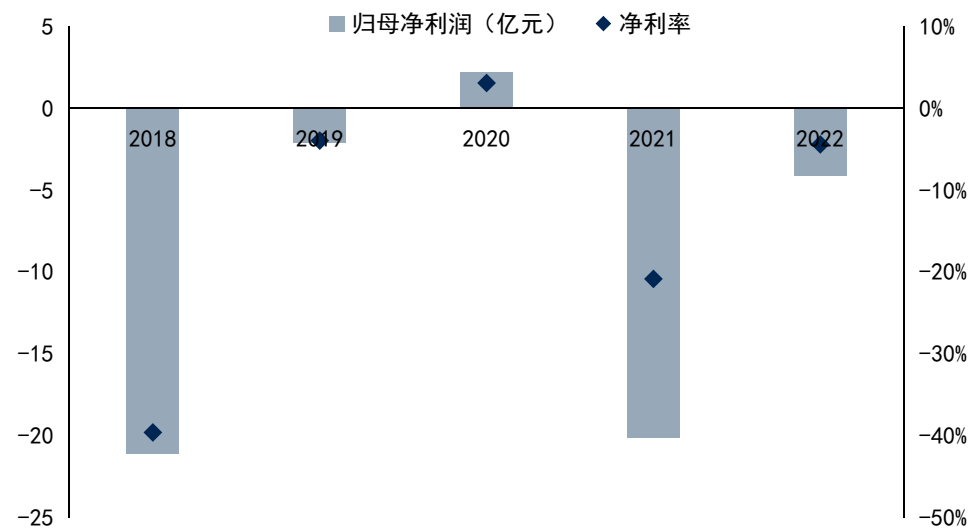


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 顺丰控股大件分部2020-2022年净利润及净利率

注：大件分部包括大件快递业务和快运业务  
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

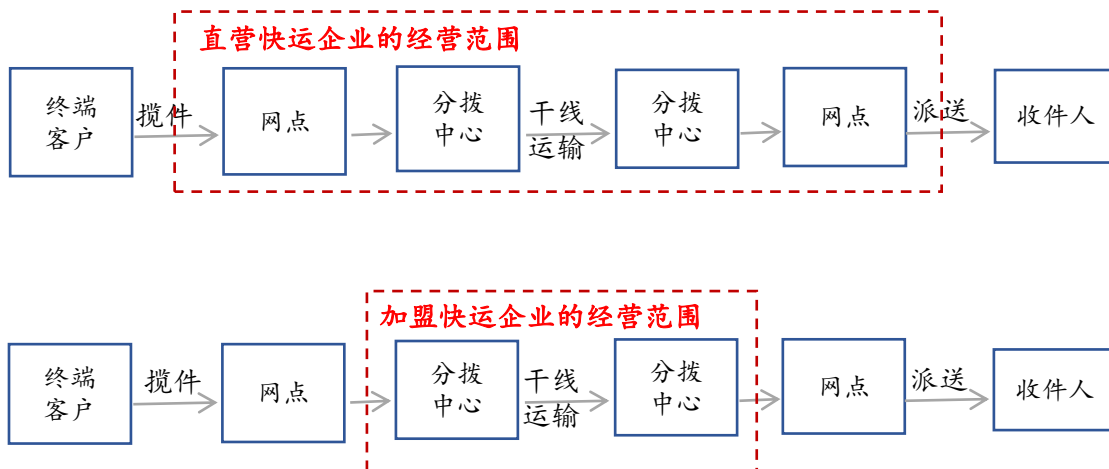
### ◆ 安能物流2018-2022年归母净利润及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

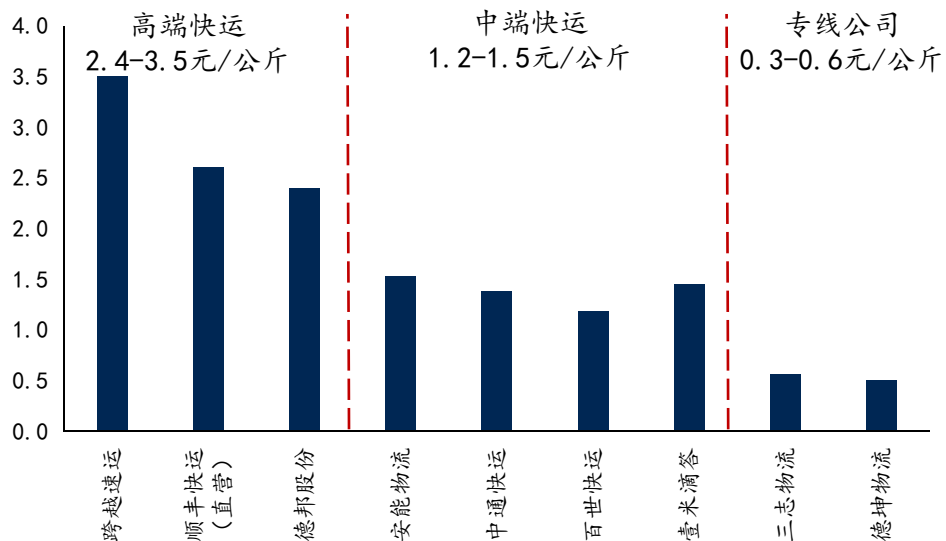
## 2. 快运龙头企业基本面梳理——产品对比

### ◆ 直营与加盟快运企业经营管控范围不同



资料来源：国信证券经济研究所整理

### ◆ 不同快运企业的快运产品单位价格对比



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

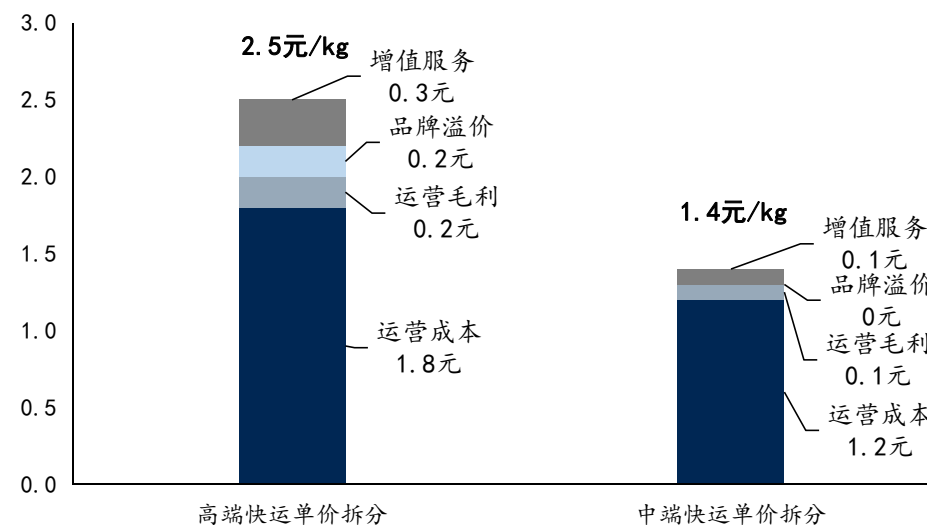
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### ◆ 快运龙头企业的产品矩阵

公司	大件快递产品	高端快运产品	小票快运产品	大票快运产品
德邦股份	大件快递 (3-60kg)	精准卡航、精准汽运、精准空运		
顺丰快运	顺丰卡航 (20kg以上)			
顺心捷达	顺心包裹 (0-130kg)	顺心零担 (130kg以上)		
跨越速运	当天达、次日达、隔天达产品 (3-500kg)			
安能快运	电商件 (10-70kg)	精准零担快运 (70-3000kg)		
中通快运	快运小件 (60kg)	标准快运 (60kg以上)		大票零担 (800kg以上)
百世快运	电商件 (0-70kg)	惠心件 (70-300kg)	小零担 (300kg-1T)	

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

### ◆ 高端和中端快运产品单价的结构组成对比



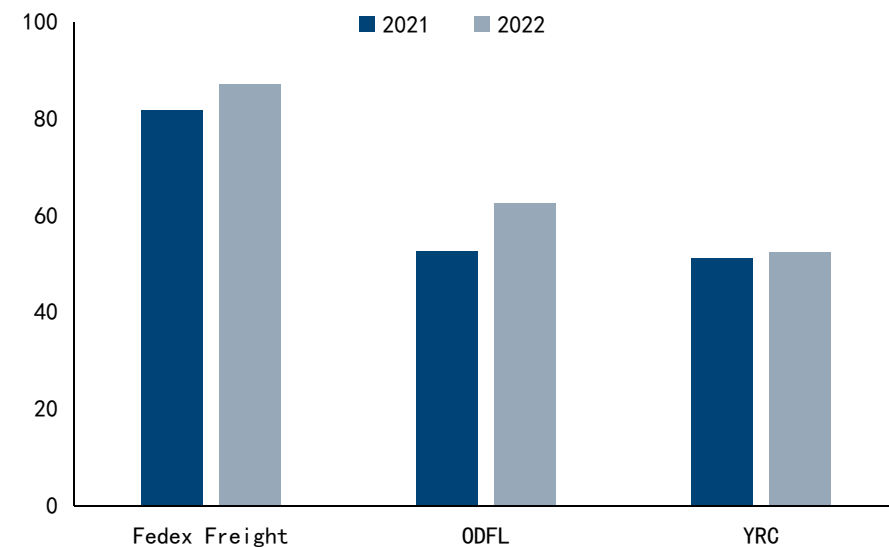
资料来源：运联研究，国信证券经济研究所整理

## 2. 快运龙头企业基本面梳理——与美国快运龙头对比

对比美国的快运巨头，中国快运龙头的收入规模、盈利能力水平、利润体量都还有很大的提升空间：

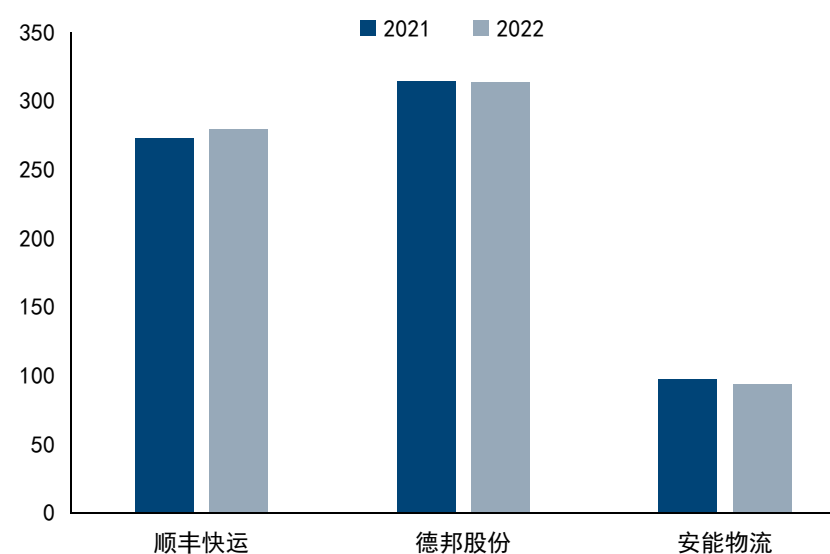
- ◆ 1) 从收入体量角度来看，美国的三大快运巨头Fedex Freight、ODFL、YRC 的收入规模分别为87.1亿美元（2022财年）、62.6亿美元（2022年）、52.5亿美元（2022年）；中国的快运龙头顺丰快运、德邦股份、安能物流2022年总部的收入规模分别为279亿元、314亿元、93亿元。
- ◆ 2) 从盈利能力角度来看，美国的三大快运巨头Fedex Freight、ODFL、YRC 的营运利润率（美国会计准则下的Operating margin）分别为17.4%（2022财年）、35%（2022年）、3.9%（2022年）；顺丰大件分部（包括大件快递和快运业务）的扣非净利率为1.0%（2022年），德邦股份和安能物流2022年的扣非净利率分别为1.0%、-4.3%。
- ◆ 3) 从利润体量来看，美国的三大快运巨头Fedex Freight、ODFL、YRC 的营运利润分别为16.6亿美元（2022财年）、18.4亿美元（2022年）、2.0亿美元（2022年）；顺丰大件分部（包括大件快递和快运业务）的净利润为2.8亿元（2022年），德邦股份和安能物流2022年的扣非净利润分别为3.1亿元、-4.2亿元。

### ◆ 美国快运龙头公司收入规模（亿美元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

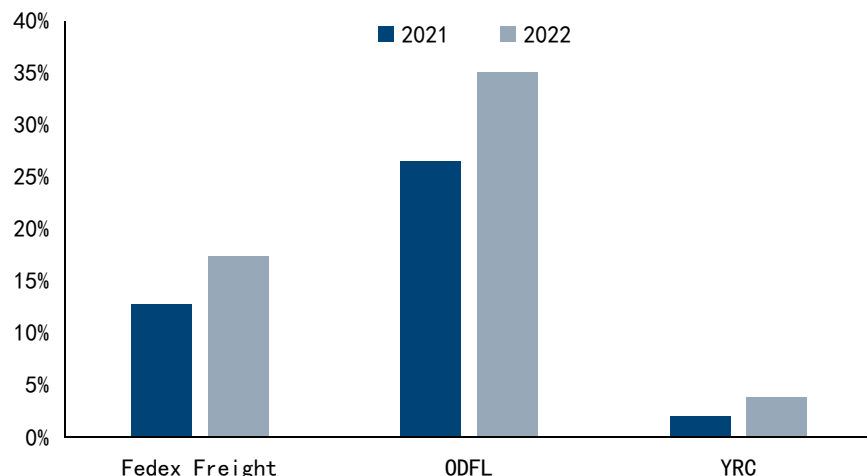
### ◆ 中国快运龙头公司收入规模（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

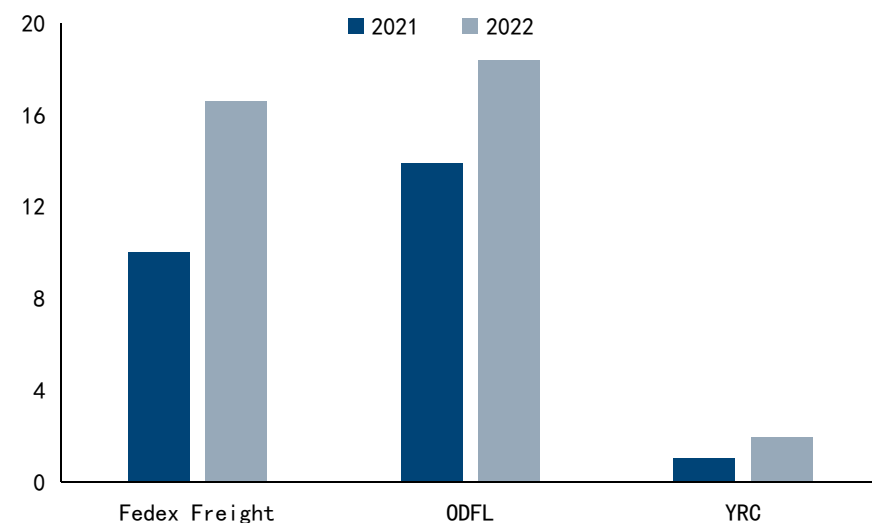
## 2. 快运龙头企业基本面梳理——与美国快运龙头对比

### ◆ 美国快运龙头企业营运利润率(美国会计准则下的Operating margin)



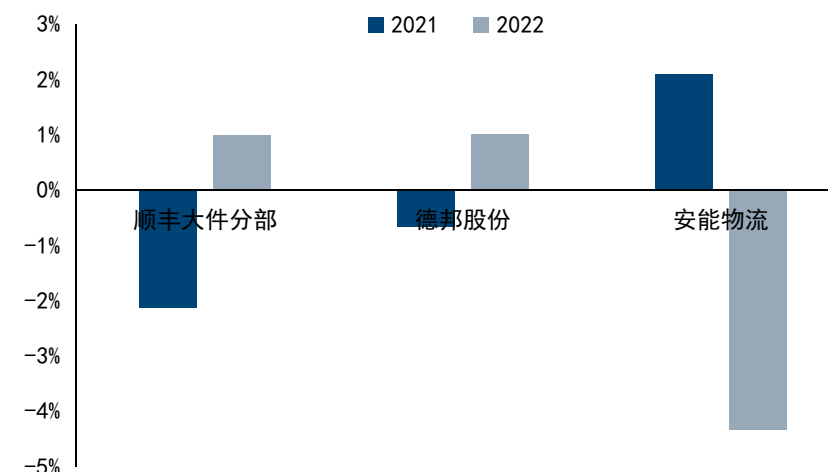
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 美国快运龙头企业营运利润规模（亿美元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

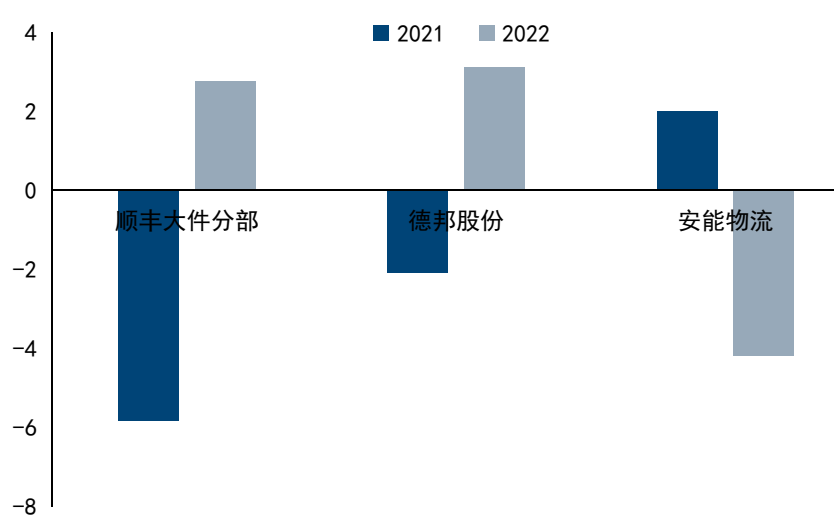
### ◆ 中国快运龙头企业扣非净利率



注：顺丰大件分部包括大件快递业务和快运业务

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 中国快运龙头企业扣非净利规模（亿元）



注：顺丰大件分部包括大件快递业务和快运业务

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

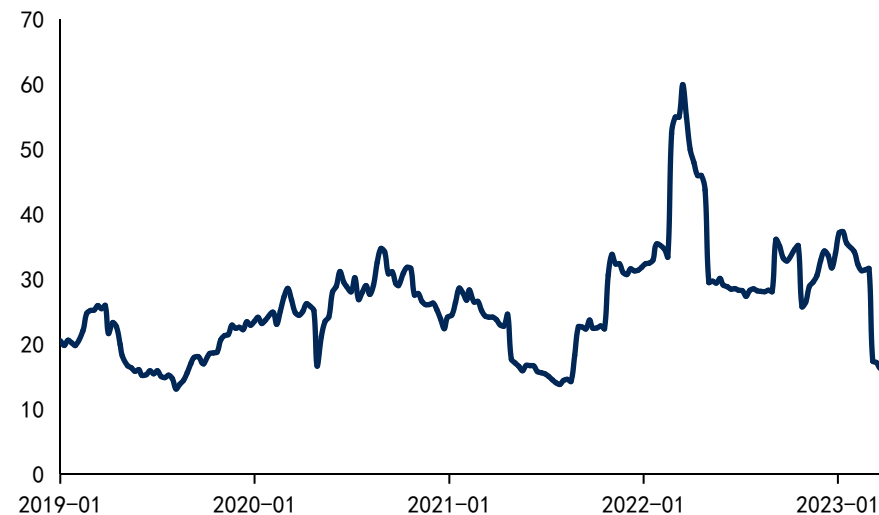
## 2. 快运上市公司的市值及估值表现

◆ 德邦股份市值变化趋势（亿元）



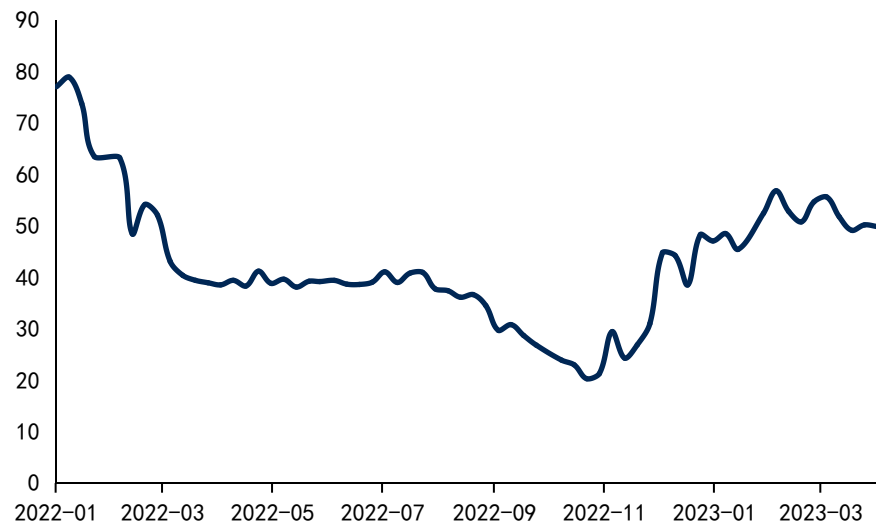
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 德邦股份预测PE（FY1）变化趋势



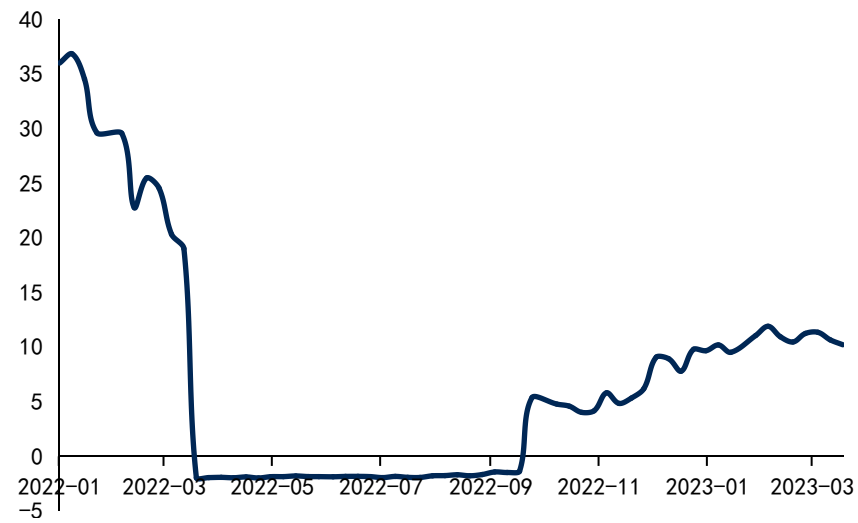
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 安能物流市值变化趋势（亿元）



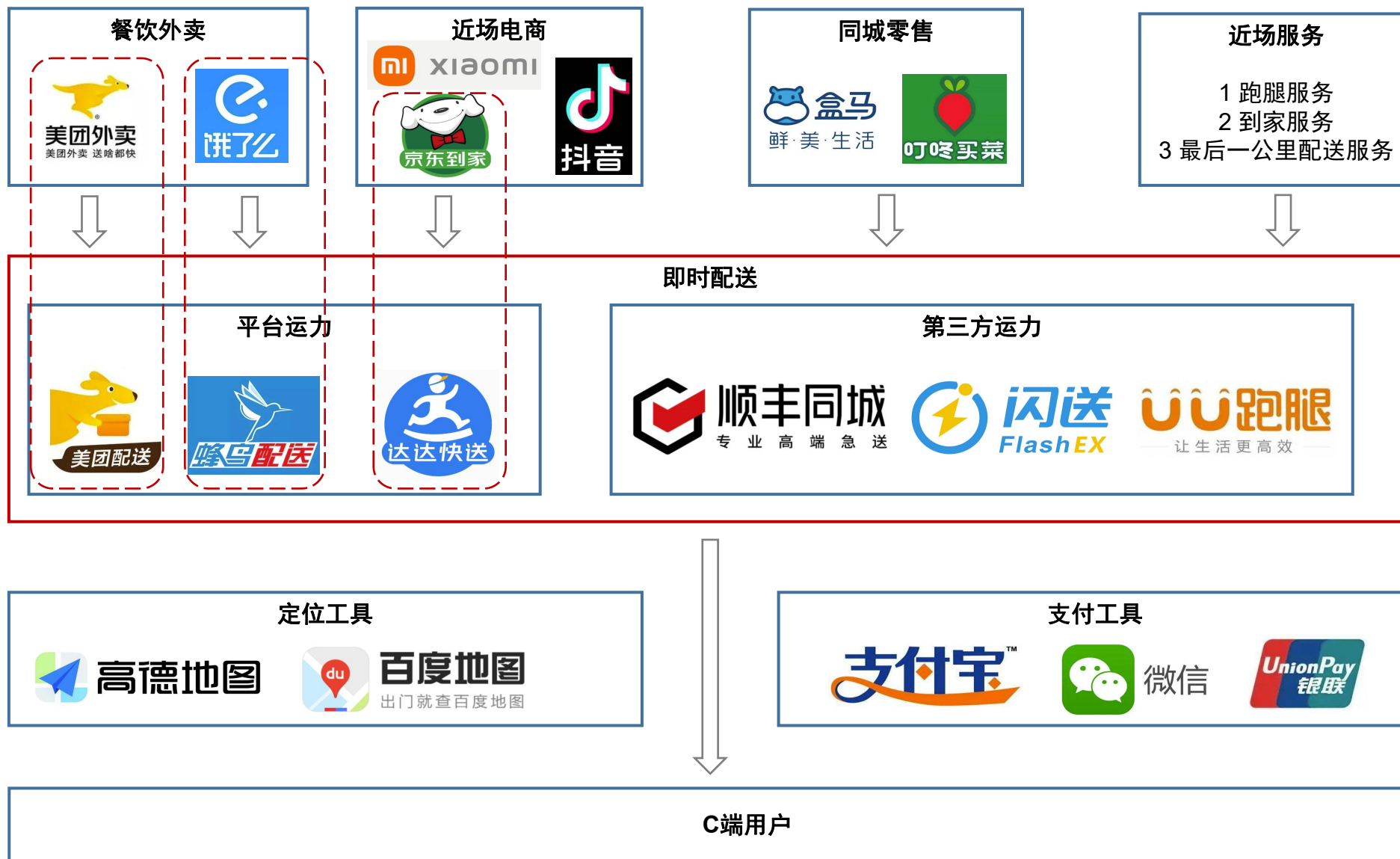
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 安能物流市盈率PE（TTM）变化趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 3. 我国同城即配产业链



资料来源：艾瑞咨询，公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 3. 我国同城即配行业概况及展望——规模及成长性

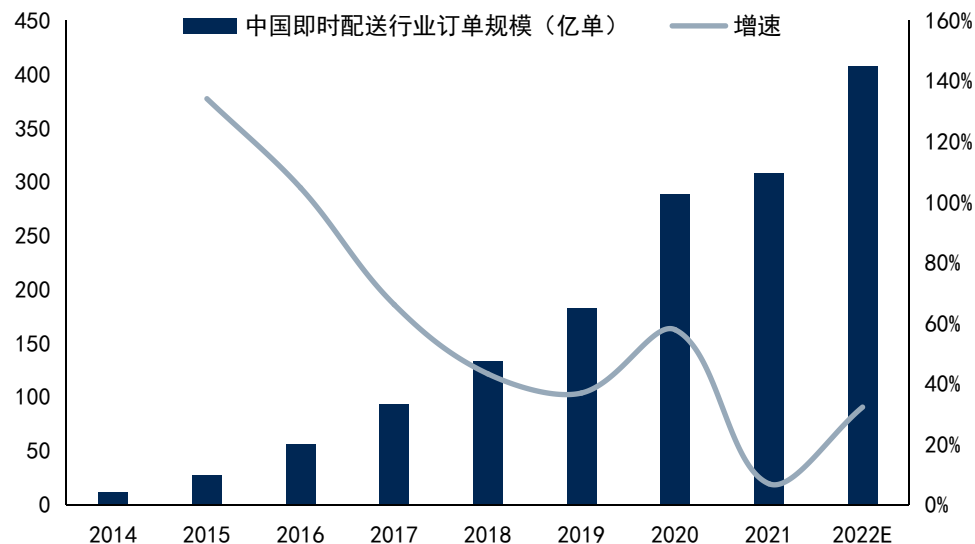
- ◆ 根据国家发改委经济贸易司估算数据，2022年我国即时配送订单预计超过400亿单，同比增长30%左右，市场规模达到约2000亿元。过去几年，我国即时配送行业一直呈现快速增长的态势，行业订单规模自2014年的11.7亿单增长至2022年的408亿单，年复合增速为56%；即时配送用户规模自2014年的1.2亿人增长至2022年的7.5亿人，年复合增速为26%。

#### ◆ 即时配送与不同快递模式的对比

配送模式	网络化快递模式	仓配一体化快递模式	同城即时配送
履约时效	一般	较强	强
履约方式	依赖各环节点对点运输	依赖前置仓集中履约	点对点即时履约
运力	快递员	快递员	众包和自建骑手
订单配送方式	驿站、快递柜、送货上门	驿站、快递柜、送货上门	专人专送

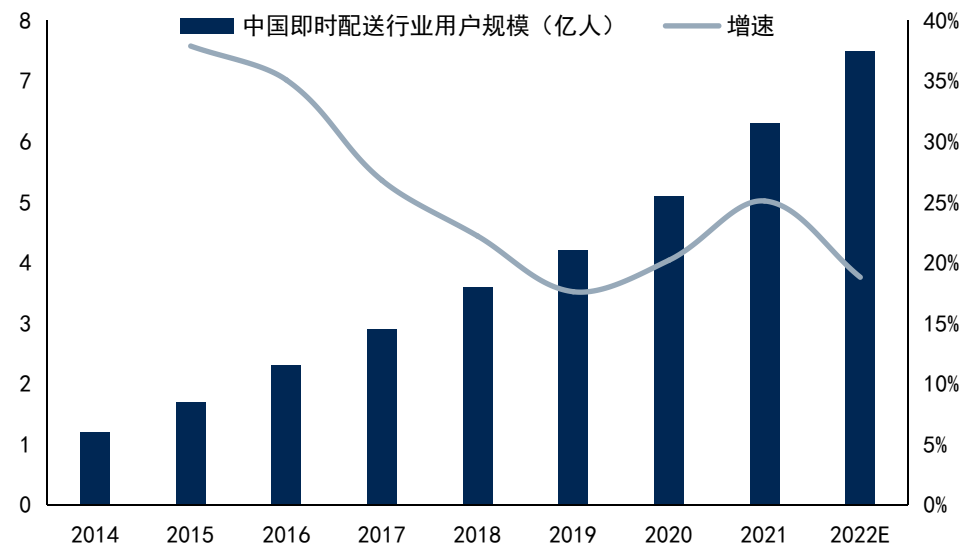
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 中国即时配送行业订单规模及增速



资料来源：Mob研究院，国信证券经济研究所整理

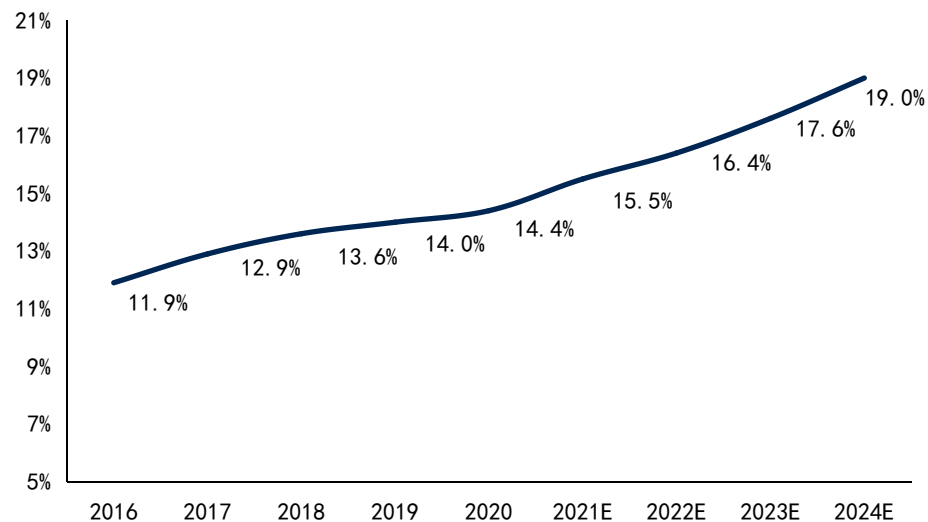
#### ◆ 中国即时配送行业用户规模及增速



资料来源：Mob研究院，国信证券经济研究所整理

### 3. 我国同城即配行业概况及展望——竞争格局

◆ 即时配送行业中独立第三方运力的渗透率变化趋势



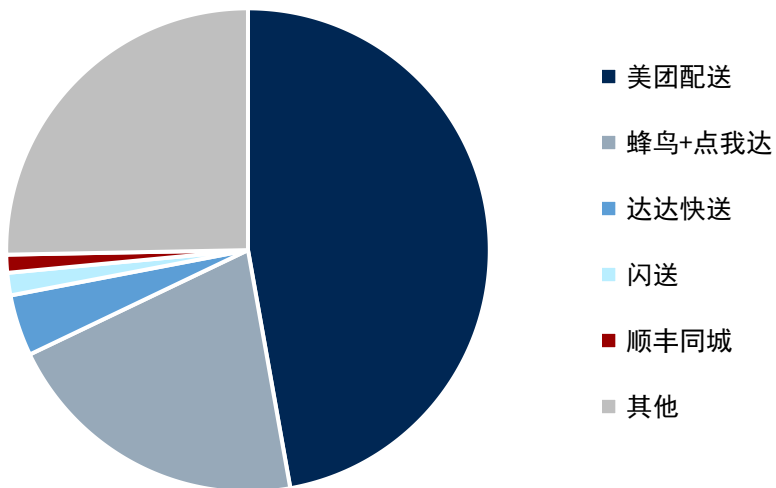
资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

◆ 第三方即时配送的订单量维持快速增长态势（亿单）



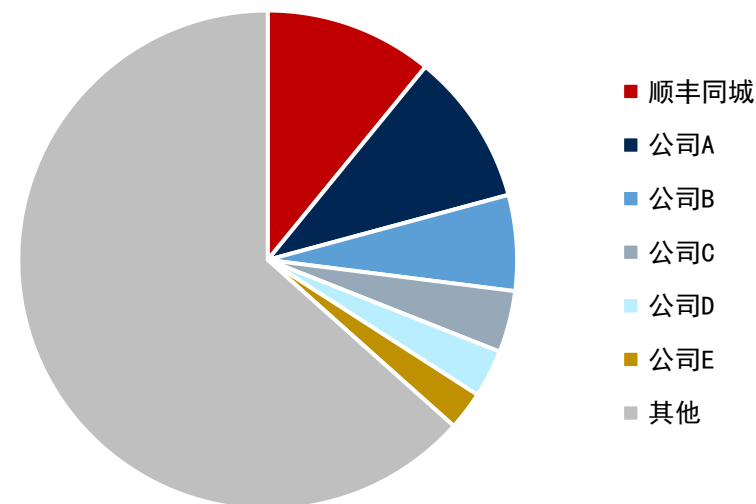
资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

◆ 2021年我国即时配送行业市场份额占比



资料来源：观研天下，国信证券经济研究所整理

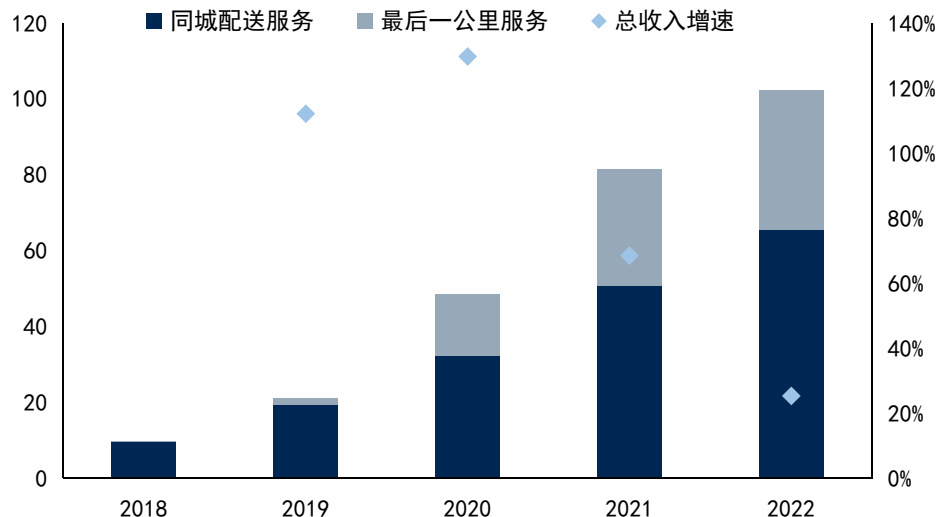
◆ 2021Q1第三方即时配送行业市场份额占比



资料来源：公司公告，艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

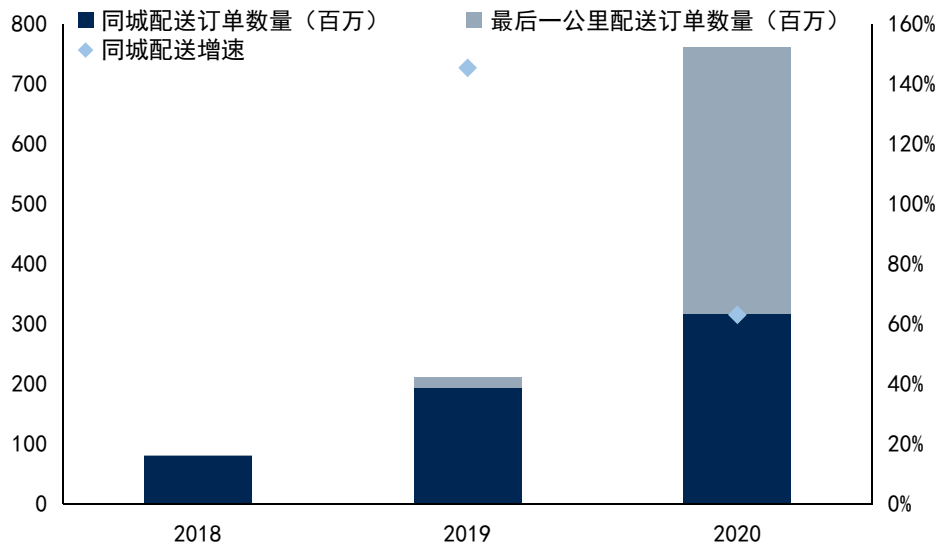
## 4. 同城即配龙头企业基本面梳理——财务数据对比

### ◆ 顺丰同城收入结构及收入增速（亿元）



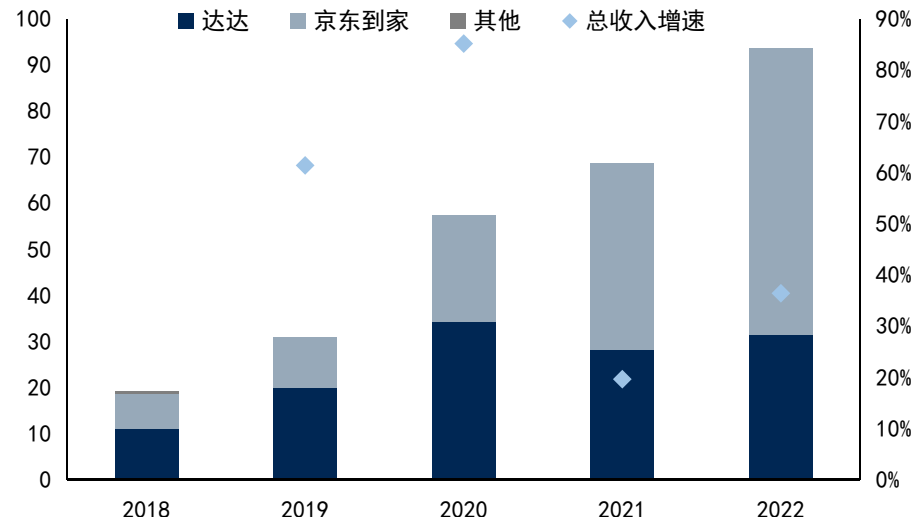
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 顺丰同城配送订单结构及其增速



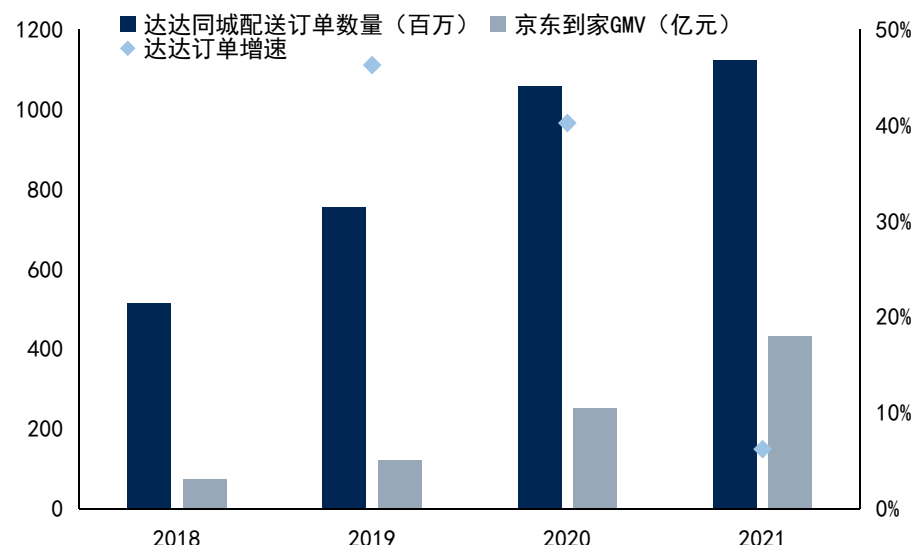
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 达达集团的收入结构及收入增速（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

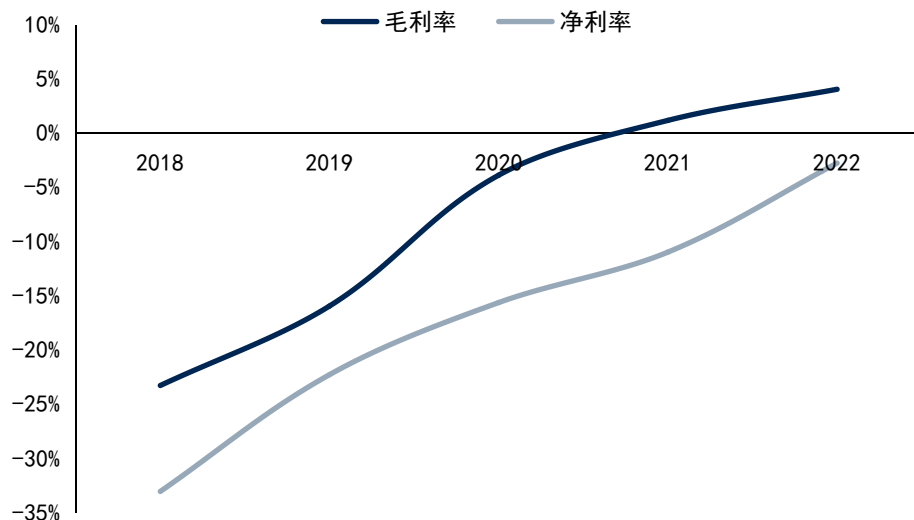
### ◆ 达达的配送订单数量、增速以及京东到家GMV



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

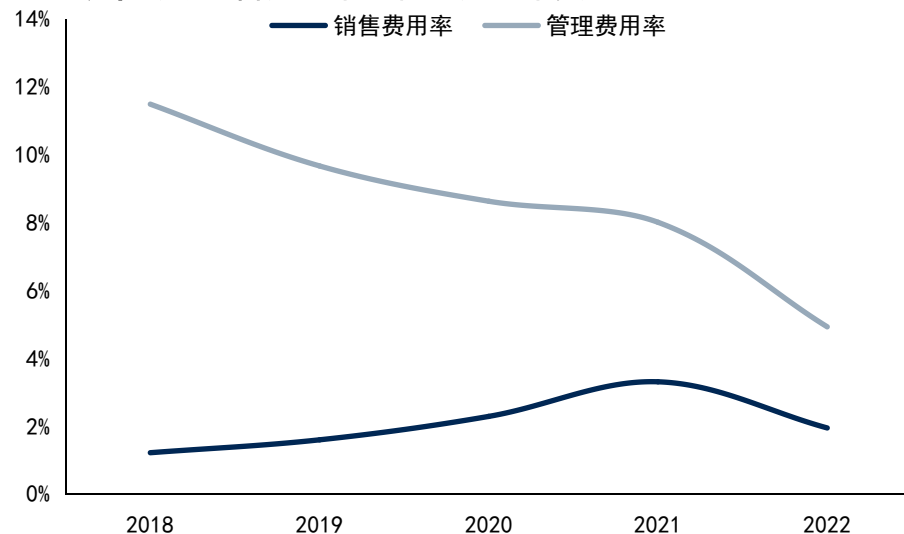
## 4. 同城即配龙头企业基本面梳理——财务数据对比

### ◆ 顺丰同城毛利率和净利率变化趋势



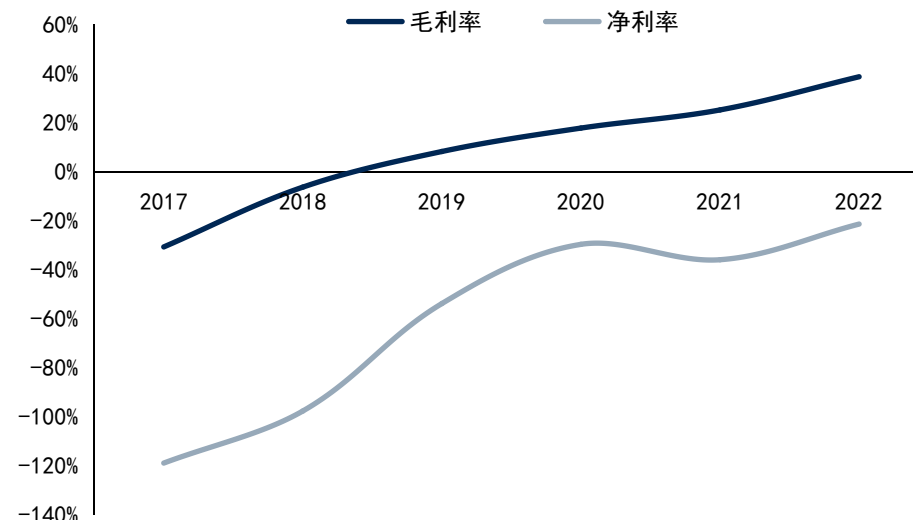
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 顺丰同城销售费用率和管理费用率变化趋势



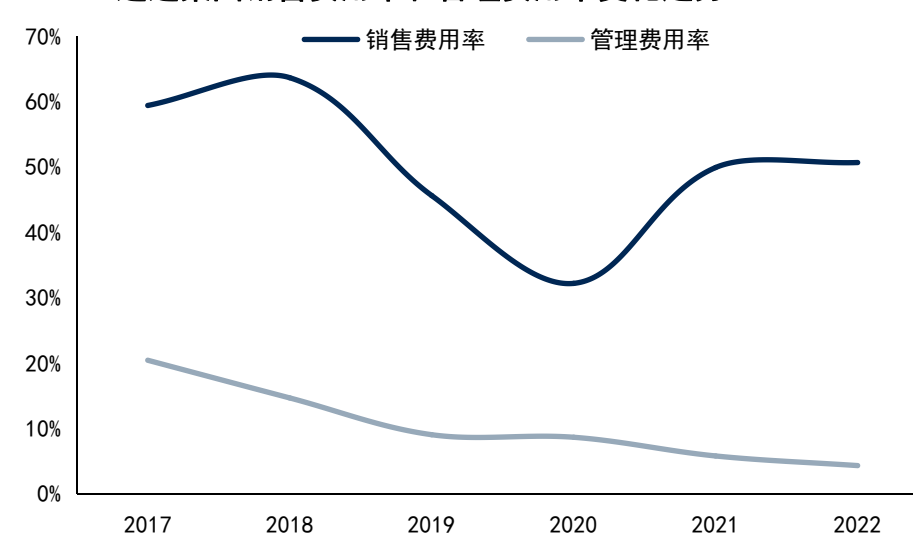
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 达达集团毛利率和净利率变化趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

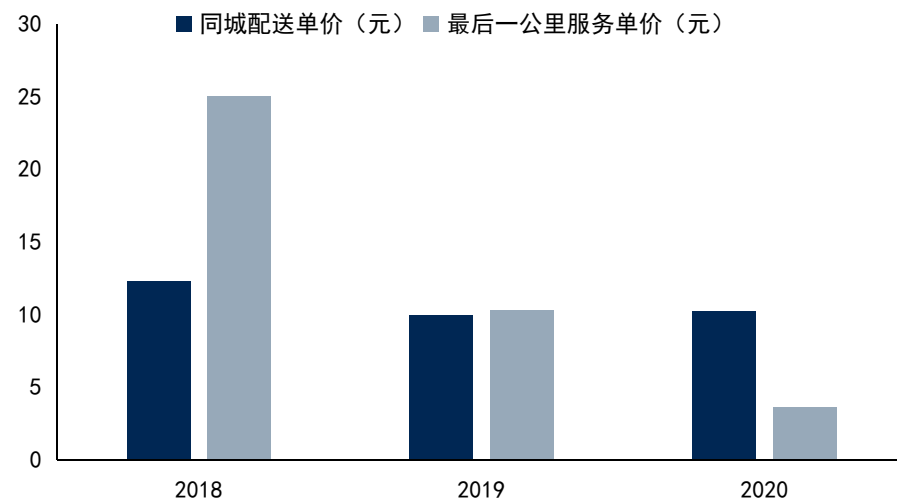
### ◆ 达达集团销售费用率和管理费用率变化趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

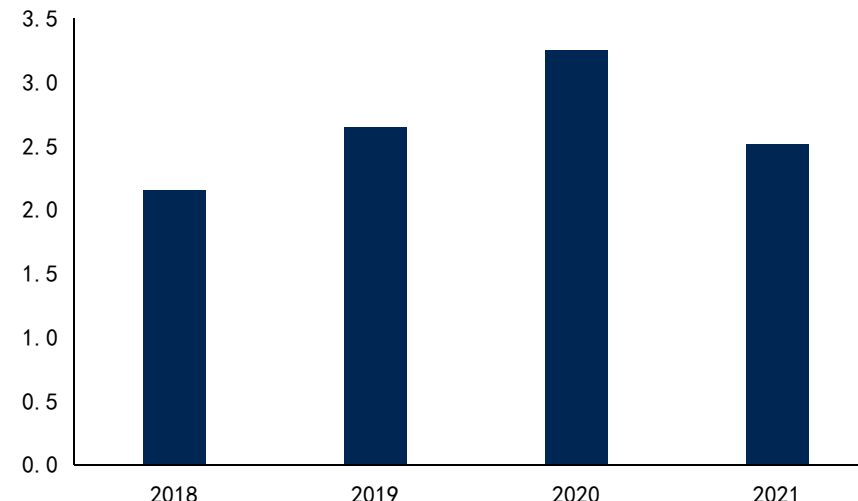
## 4. 同城即配龙头企业基本面梳理——财务数据对比

### ◆ 顺丰同城的产品单价情况



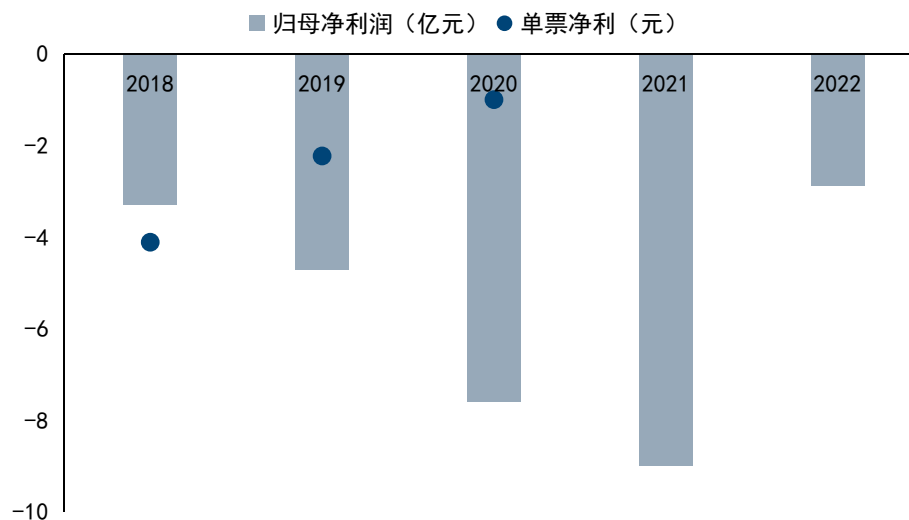
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 达达集团的同城配产品单价情况 (元)



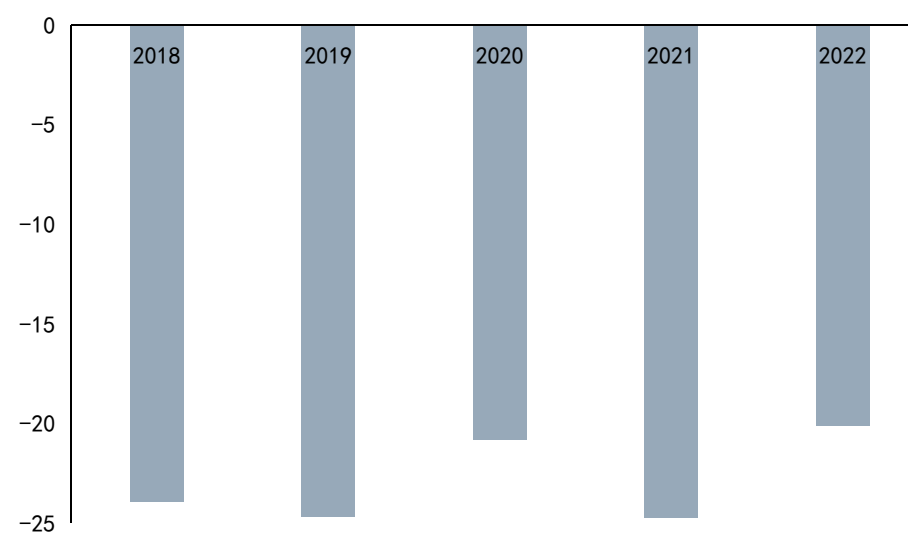
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 顺丰同城的单位净利及归母净利润情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

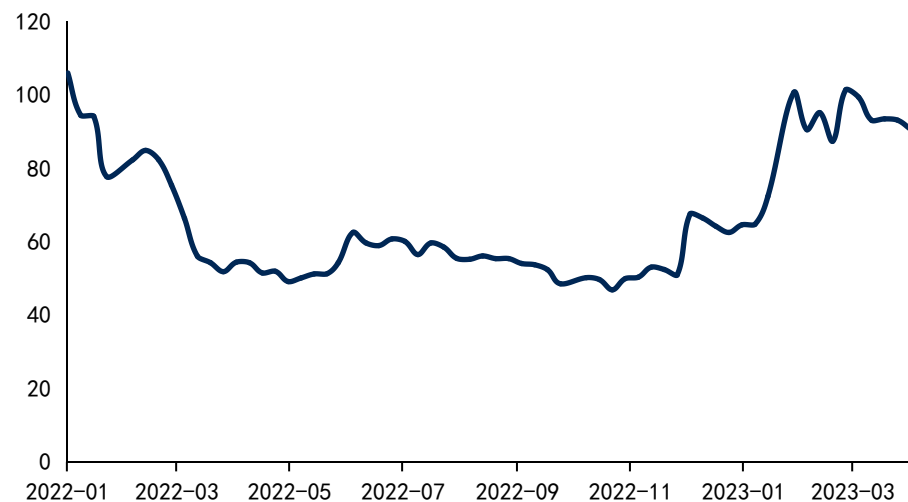
### ◆ 达达集团的归母净利润情况 (亿元)



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

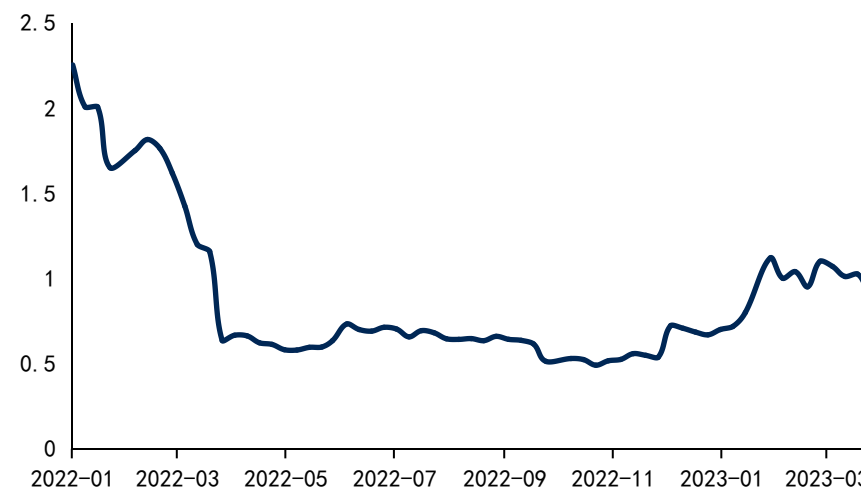
## 4. 同城即配上市公司的市值及估值表现

◆ 顺丰同城市值变化趋势（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 顺丰同城市销率PS（TTM）变化趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 达达集团市值变化趋势（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 达达集团市销率PS（TTM）变化趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 风险提示



一、宏观经济或消费需求不及预期的风险。由于去年疫情对宏观经济和居民消费均造成较明显的负面影响，2023年疫情影响将大幅缩减，我们预计宏观经济及线上消费需求将明显修复，但如果修复力度不及预期，最终会导致快运和同城即配行业的需求增长修复情况低于预期。

二、行业竞争加剧的风险。去年快运行业的竞争明显缓和，考虑到2023年快运需求将明显修复且龙头企业价格竞争诉求并不强烈，我们预计今年快运行业的价格有望维持稳定甚至回升，但如果行业降价幅度超出预期，最终会导致快运企业的业绩表现低于预期。

三、新冠疫情反复的风险。如果今年新冠疫情出现大面积范围的反复传染，则会对快运和即时配送行业的经营造成阶段性负面影响，最终会导致快运和即时配送行业的收入及业绩表现不及预期。

# 免责声明



国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032