



中信证券研究部

核心观点



刘正
首席交运分析师
S1010511080004

我们之前专题报告解构了通达终极之战的价格路径。而终极之战将在何时发生或者预演？随着增长路径的差异显现，今年通达公司之间的绝对规模预计将会达 60 亿件数量级差距，2021 年可超过 100 亿件，或意味着达 50-70 亿元的利润差距。而此时每家公司均会更加焦虑而更加积极扩张市场。

■ 高度标准化与规模化将行业推向高度集中不可逆转。我国快递件大部分重量在 1kg 左右，从形成大规模收件、集转运和派送的高度标准化操作流程。快递头部公司拥有较强的快递件量处理能力，高峰日处理量达 5000 万件，目前日均处理量超过 3000 万件，预计 2019 年可达 4000 多万件。美国、欧洲及国际快递市场均已形成长期市场地位稳固的竞争格局，UPS、DHL 和 FedEx 成为最典型代表，中国市场演变可能也不例外。

■ 2019 年能否成为通达格局拐点？如果低规模竞争对手无法实现高速增长，2019 与龙头的规模差距预计可达 60 亿件，达到 UPS 的年业务量规模，接近 FedEx 的 2 倍。即使未来三年各自实现均衡增长，也会出现渐进式的差距扩大，2020 年仍能够产生 24-55 亿件的差距区间，百世可能会出现超过 70 亿的差距。低规模者如果实现 50% 的超高速增长，第二和第三可能规模维持持平，与第一的差距约 20-30 亿件，但是规模幅度差异不算明显。这种情况下，竞争实力拉近，行业整合需要更长的时间。

■ 头部焦虑：来自第二名的赶超风险和第三名的焦虑。假设韵达如 2018 年一样每年增速领先中通 10 个百分点，预计大约在 2 年后追平；如果韵达每年增速领先中通 6 个百分点，则大约在 3 年后追平。**中通将不会容忍第二名市场份额的无限接近，因此面临第二名持续不断的冲击大概率将会改变竞争策略。**圆通 2018 年被韵达反超 3.2 亿件，对应 5% 的规模差距。如果圆通 2019 年增速领先 6% 韵达，即可大致追平规模差距。但如果按照 2018 年的增速差，则 2019 年末韵达与圆通的差距将扩大至近 15 亿件，相比 2016 年，相对幅度变化将接近 30 亿件。

■ 细分市场 CR2 可在 2021 年实现 60% 以上。目前阿里平台快递占比大约 55-60%，拼多多 10-15%。按照 70% 的电商比例测算，2019 年 CR2 可达 50%，2020 和 2021 年将分别达到 56% 和 61%，距离双寡头龙头的格局近在咫尺。价格加速下跌的背景下，一线快递企业的盈利能力、服务质量、加盟商的盈利状况将会出现分化，行业拐点或随之到来。

■ 风险因素：电商增长放缓；人工成本和租金上涨等。

■ 投资建议：当前规模差距的逐渐拉大、行业增量增速由正转负将加快格局的定型。期间恢复性增长（申通、圆通等）将使得低规模者获得期间的估值提升或者缩小与领先者的市值差距，预期向上修正；头部公司（中通、韵达）能否实现持续性的领先增长至关重要。当前优质赛道下通达 14-20 倍的 PE 提供了估值弹性，建议首选中通快递和韵达股份，关注申通快递、圆通快递恢复性增长态势的中期变化趋势。

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
中通快递	121.93	4.43	6.07	6.79	28	20	18	买入
韵达股份	31.21	0.93	1.48	1.50	34	21	21	买入
顺丰控股	33.18	1.08	1.07	1.09	31	31	30	买入
德邦股份	16.03	0.57	0.75	0.93	28	21	17	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 1 月 21 日收盘价

目录

行业特征：标准化与规模化的网络壁垒	1
特征一：快递行业的高度标准化	1
特征二：快递行业的规模壁垒	2
2019 年：通达系的拐点之年？	3
规模之间的差异或在今年展现	3
2021 年净利润差距可达 30-50 亿元，将加快分化	7
头部焦虑：来自第二名的赶超风险和第三名的焦虑	7
行业高增长下，快递行业宝座屡次易位	7
行业格局虽难大变，第二名对头名的追赶仍需关注	8
寡头垄断何时降临？	9
通达市场的 CR2（中通和韵达）	9
风险因素	11
投资建议：认清格局仍然是长期布局的关键	11

插图目录

图 1: 快递行业揽收-中转-派送高标准化操作流程	1
图 2: 中通快递持续购置大容量牵引车	1
图 3: 2018 年以来申通快递持续加速转运中心自营化	1
图 4: 快递行业规模效应的良性循环	2
图 5: 2008~2017 年美国快递行业件量三足鼎立的竞争格局	3
图 6: 2010~2016 年国际快递件三足鼎立的竞争格局	3
图 7: 2016 年以来快递上市公司（一线梯队）件量市场份额占比持续提升	3
图 8: 2018 年 12 月韵达、圆通、申通业务量增速差异缩小	5
图 9: 2013 年以来通达系排名多次变动	7
图 10: 2016 年以来中通和韵达保持了较高的件量增速	8
图 11: 2016 年以来韵达件量市场份额占比持续追赶中通	8
图 12: 电商件 CR2 持续攀升	9
图 13: 2018 年申通和圆通件量增速逐月提速	10
图 14: 2018 年申通和圆通每月申诉率同比改善明显	10
图 15: 2018 年快递价格单月跌幅明显较 2017 年扩大	11

表格目录

表 1: 中通总件量与各家快递公司之差逐年变动情况	4
表 2: 情景 1 的增速假设	4
表 3: 情景 1 的中通总件量与各家快递公司之差逐年变动情况	4
表 4: 情景 1 的中通日均件量与各家快递公司之差逐年变动情况	5
表 5: 情景 2 的增速假设	5
表 6: 情景 2 的中通总件量与各家快递公司之差逐年变动情况	6
表 7: 情景 3 的增速假设	6
表 8: 情景 3 的中通总件量与各家快递公司之差逐年变动情况	6
表 9: 假设韵达增速件量每年领先中通 6pcts 则预计 3 年后件量追平	8
表 10: 重点跟踪公司盈利预测	11

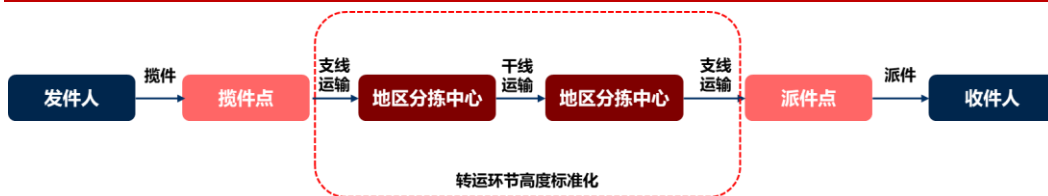
■ 行业特征：标准化与规模化的网络壁垒

特征一：快递行业的高度标准化

相比零担、整车、供应链等物流行业，快递行业具有高度标准化的特点。由于零担和专车运输的货物较重、重量区间较宽、形状大小不一，导致物流操作流程难以标准化；而对于供应链行业，其具有不同行业不同物流方案的特点，标准化几无可能。

而国内快递行业主要服务的是 3kg 以下的电商小件，其体积和重量差异性较小，平均重量大约 1kg，容易进行经营流程的标准化。目前快递行业已经形成大规模收件、集转运和派送的高度标准化操作流程。

图 1：快递行业揽收-中转-派送高标准化操作流程

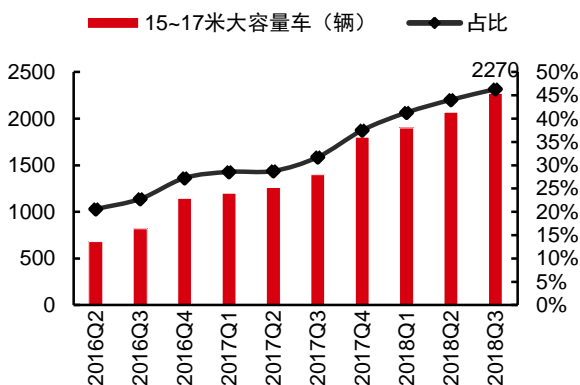


资料来源：中信证券研究部

为了推进行业操作标准化，快递公司持续地建设自动化分拣线、投入使用 17 米大容量牵引车、加快转运中心自营化。

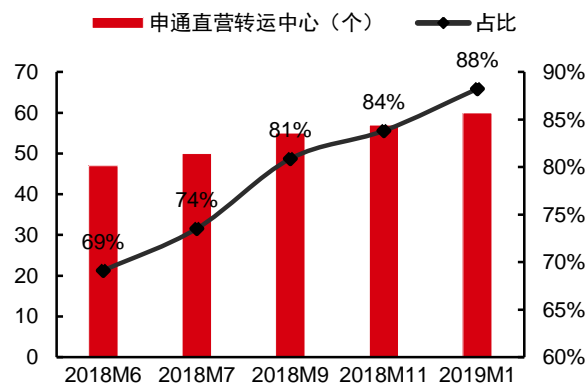
在长期的竞争与流程的标准化中，国内快递头部公司拥有了较强的快递件量处理能力，高峰日处理量达 5000 万件，目前日均处理量超过 3000 万件，预计 2019 年可达 4000 多万件。

图 2：中通快递持续购置大容量牵引车



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：2018 年以来申通快递持续加速转运中心自营化



资料来源：Wind，中信证券研究部

特征二：快递行业的规模壁垒

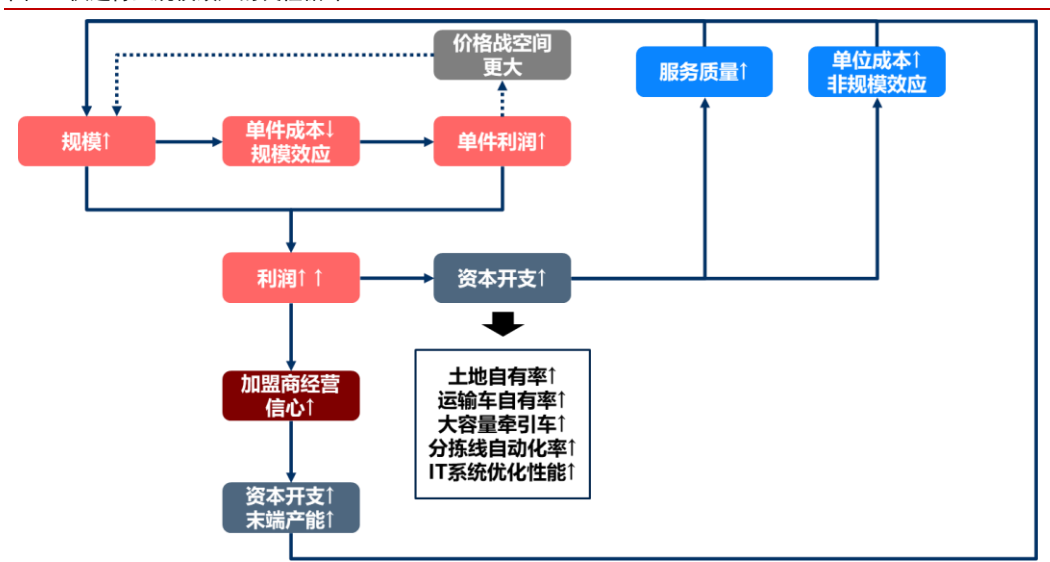
快递行业的高度标准化决定了行业的高度规模化特点。行业规模化的前期一定是建立在行业标准化之上，快递行业揽件-转运分拨-派件的高度标准化操作流程为行业带来了规模化特点，其最鲜明的表现之一就是快递件量规模越大，单件成本越低。

快递规模的差异将导致行业壁垒的出现与竞争对手之间的分化。规模更大的头部公司单件成本更低（规模效应），从而带来较高的单票净利。

而较高的单票净利：1）可以为头部公司提供价格战的有力支撑，在极端行业价格战之下，竞争对手陷入盈亏平衡困境下，头部公司仍能保持净利；2）单票净利高、规模大将为头部公司带来更多净利，从而支持公司进行更大力度的资本开支与研发投入，进一步降低单件成本（非规模效应）并提升服务质量，最终带来份额持续提升的良性循环。

同时，在大规模、低成本、好服务、高净利的头部公司领导下，加盟商对总部未来经营充满信心，愿意投入设备，提高末端揽、派产能。

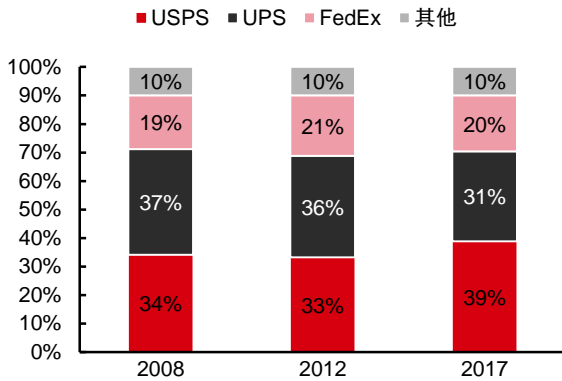
图 4：快递行业规模效应的良性循环



资料来源：中信证券研究部

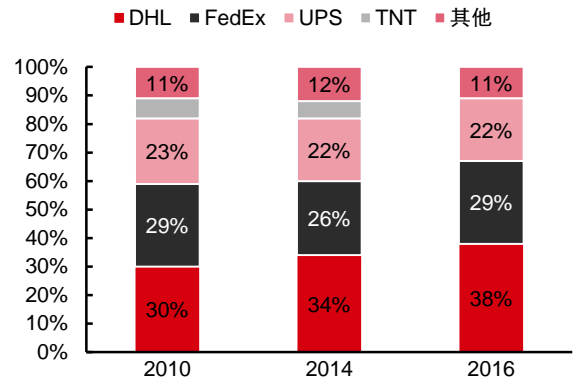
海外成熟经验：美国国内和国际市场的长期稳定性。美国国内快递市场和全球国际快递市场经过几十年甚至上百年的发展目前已经形成了三足鼎立的寡头垄断竞争格局，且格局稳定，最近 10 年没有发生明显变化。2018 年前三季度，国内件量份额占比最高的中通快递为 16.7%，因此国内快递行业集中度提升仍有较大空间。

图 5：2008~2017 年美国快递行业件量三足鼎立的竞争格局



资料来源：USPS、UPS 和 FedEx 年报，Pitney Bowes，中信证券研究部测算注：不包括收发地均不在美国的快递件

图 6：2010~2016 年国际快递件三足鼎立的竞争格局



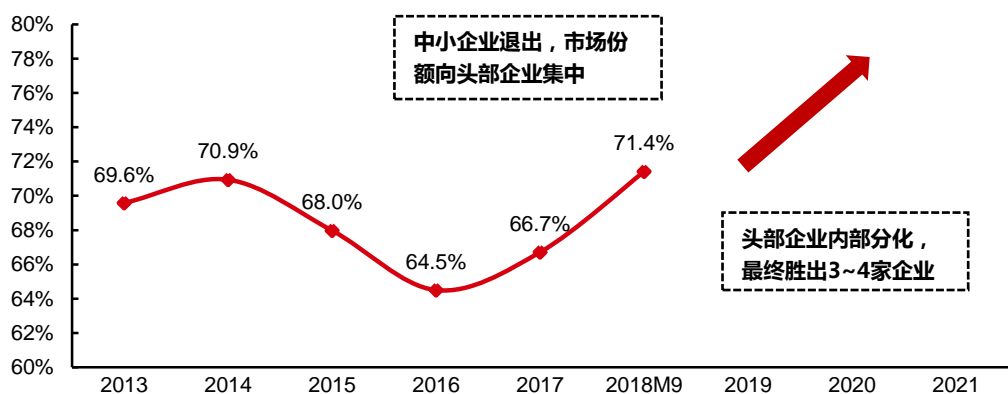
资料来源：DHL 年报，中信证券研究部测算注：TNT 在 2016 年被 FedEx 收购

2019 年：通达系的拐点之年？

规模之间的差异或在今年展现

快递行业整合基本完成第一阶段——二三线企业逐步退出。2017~2018 年，行业目睹了二三线快递企业的转型与消失。1) 全峰、天天、国通、快捷等二三线快递企业要不退出行业竞争，要不经营困难，抑或被其他公司收购但整合效果欠佳；2) 优速、速尔、安能、宅急送等二线快递企业因为日均处理量已经与第一梯队差距太大，其在单件成本、服务质量、覆盖区域等方面无法与一线企业竞争，逐步退出电商小件行业，转向大件包裹、同城配送等其他快递细分领域。

图 7：2016 年以来快递上市公司（一线梯队）件量市场份额占比持续提升



资料来源：Wind，中信证券研究部

快递行业整合第二阶段早已开始，整合影响预计从 2019 年起逐步显现。快递行业整合的第二阶段表现为头部企业之间逐渐分化，市场份额最终持续向 3~4 家企业集中。

目前快递行业整合第二阶段已经有了初步结果——中通和韵达作为后起之秀，先后超越前面的快递公司，目前件量排名行业第一和第二。其中，中通是在业务增长的相对稳定性方面最为卓越。扣掉百世，其作为后来者，从落后的规模在 2014 年连续超越顺丰和韵达，2015 年超越申通，2017 年超越圆通而成为件量规模第一名。

中通快递 2017 年的规模优势并不明显，领先圆通 11.6 亿件，领先韵达 15 亿件。2018 年，预计中通将领先申通 36 亿件，领先圆通超 20 亿件，而韵达由于保持了较高增速从而维持了 15 亿件的差距，规模差距没有被拉大，且相对差距在缩小。

表 1：中通总件量与各家快递公司之差逐年变动情况（亿件）

	顺丰	韵达	圆通	申通	中通	百世
2013	-0.3	-0.8	-2.2	-4.1	0	7.5
2014	2.1	2.5	-0.4	-4.9	0	10.8
2015	9.9	8.2	-0.8	3.5	0	15.5
2016	19.2	12.9	0.4	12.4	0	23.3
2017	31.7	15.00	11.6	23.2	0	31.9
2018E	45.9	15.2	20.3	35.9	0	43.7

资料来源：Wind，中信证券研究部测算，注：正数代表中通的领先数量，负数代表中通的落后数量，下同

未来三年的竞争趋势无外乎三种情形：1、中通和韵达继续快速领衔增长；2、通达系实现较为均衡的增长；3、圆通和申通出现修复性增长或者快速追赶。

情景模拟 1：过去三年规模前二的高速增长者继续延续领先增长态势，落后规模者未能实现增速升档。

如果低规模竞争对手难以实现高速增长的话，测算发现这种差距可能迈入了 60 亿件量级，达到 UPS 的年业务量规模，接近 FedEx 的 2 倍，也大约相当于圆通和韵达 2018 年的业务规模。

而 60 亿件的规模差距也使得后面企业追赶规模领先者变得非常困难。而 2020-2021 年，除第二名外，预计其他一线企业与第一名的件量差距将会达到 80-110 亿量级，届时整合第二阶段将基本完成，格局将逐步垄断。

表 2：情景 1 的增速假设

	顺丰	韵达	圆通	申通	中通	百世
2018E	26.8%	48.1%	31.7%	31.1%	36.0%	35.0%
2019E	22.0%	38.0%	18.0%	15.0%	35.0%	25.0%
2020E	20.0%	33.0%	15.0%	15.0%	28.0%	20.0%
2021E	15.0%	28.0%	15.0%	15.0%	25.0%	10.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

表 3：情景 1 的中通总件量与各家快递公司之差逐年变动情况（亿件）

	顺丰	韵达	圆通	申通	中通	百世
2018E	45.9	14.7	17.9	33.5	0.0	43.7
2019E	67.0	17.8	35.5	53.9	0.0	63.1
2020E	89.6	17.9	55.7	76.9	0.0	84.8
2021E	117.6	18.6	78.7	103.0	0.0	115.2

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

换算成日均的概念：2019 年，日均差距可达 1500-1700 万件，2020 年达 2000-2300 万件，而 2021 年可达 3000 万件级别。

表 4：情景 1 的中通日均件量与各家快递公司之差逐年变动情况（万件/天）

	顺丰	韵达	圆通	申通	中通	百世
2013	-8	-22	-59	-111	-	204
2014	56	68	-11	-134	-	296
2015	270	223	-23	95	-	424
2016	526	352	11	340	-	640
2017	868	411	317	637	-	874
2018E	1,256	417	556	983	-	1,197
2019E	1,834	506	1,050	1,554	-	1,728
2020E	2,451	517	1,615	2,194	-	2,324
2021E	3,220	541	2,258	2,924	-	3,157

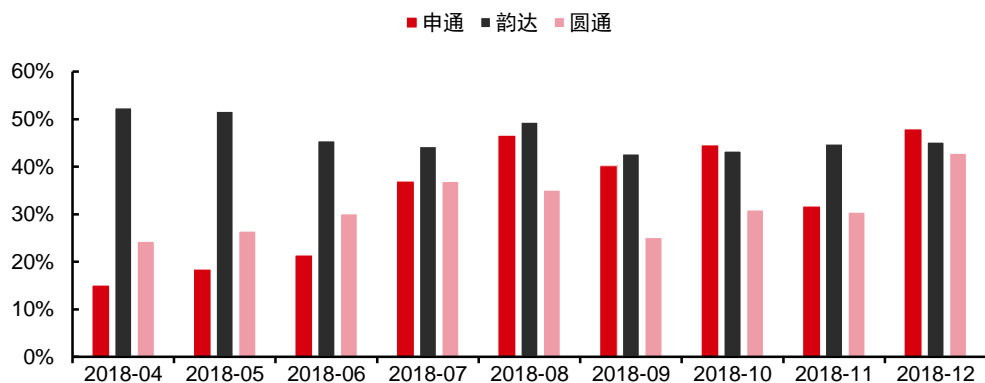
资料来源：Wind，中信证券研究部测算

情景模拟 2：通达公司全部实现相对均衡的增长。

但实际上，规模落后者会发现差距的扩大会带来竞争上的劣势，也会传导到市值上的明显差距。因此落后者会选择调整自身经营战略和策略，无论是对网络调整还是对加盟商的激励政策，以求实现更快的增长。领先者也想尽快的甩开距离，面对竞争者可能并不会松懈，因此未来 2 年也可能会出现略快于行业的均衡式增长。

2018 年 12 月的增速已经出现了这种情况，申通、韵达、圆通均实现了大约 45% 的业务量增长，中通或也是同等级别增长。

图 8：2018 年 12 月韵达、圆通、申通业务量增速差异缩小



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 5：情景 2 的增速假设

	顺丰	韵达	圆通	申通	中通	百世
2018E	26.8%	48.1%	31.7%	31.1%	36.0%	35.0%
2019E	22.0%	30.0%	30.0%	15.0%	30.0%	25.0%
2020E	18.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	20.0%
2021E	15.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

这种情况下，出现了渐进式的差距扩大，但 2020 年仍能够产生 24-55 亿件的差距区间，百世可能会出现超过 70 亿的差距。

表 6：情景 2 的中通总件量与各家快递公司之差逐年变动情况（亿件）

	顺丰	韵达	圆通	申通	中通	百世
2018E	45.9	14.7	17.9	33.5	0.0	43.7
2019E	62.8	19.1	23.3	43.6	0.0	58.8
2020E	81.8	23.9	29.1	54.5	0.0	76.1
2021E	100.9	28.7	34.9	65.4	0.0	91.3

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

快递行业的总体增长速度料在未来 3 年迈入 20% 以内的增长，边际增量或将出现负增长。同时，二三四线快递公司已经基本退出市场，无法继续让出市场份额。

每个竞争者为了实现更快的增长，也可能会加剧竞争。这种不稳定的竞争可能使得经营更加激进，或者内生能力跟不上市场竞争的步伐，而造成突然的突变。所以某种程度看可能会经历一段时间后行业会加快变化。

竞争的核心手段之一就是加盟商的激励，也即变相的价格竞争，这种价格竞争的路径及对利润影响，我们已经呈现在 2018 年 10 月 30 日研究报告《交通运输行业物流专题研究报告系列二：通达终极之战——解构价格路径》中。

情景模拟 3：落后规模者调整应对策略，提升竞争能力，以求实现弯道追赶。

1、这种情况下，申通和百世为了减少与领先者的差距，保持 50%+ 的增长速度，领先第一增速超过 20 个百分点；

2、第二和第三增速与第一名保持基本相同，与第一的差距升至 20-30 亿件，但是规模差异不明显。

3、这种情况下，竞争实力拉近，行业整合需要更长时间。

表 7：情景 3 的增速假设

	顺丰	韵达	圆通	申通	中通	百世
2018E	26.8%	48.1%	31.7%	31.1%	36.0%	35.0%
2019E	22.0%	32.0%	38.0%	32.0%	30.0%	25.0%
2020E	18.0%	28.0%	30.0%	30.0%	28.0%	20.0%
2021E	15.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	20.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

表 8：情景 3 的中通总件量与各家快递公司之差逐年变动情况（亿件）

	顺丰	韵达	圆通	申通	中通	百世
2018E	45.9	14.7	17.9	33.5	0.0	43.7
2019E	62.8	17.7	18.0	39.5	0.0	58.8
2020E	85.1	22.7	21.1	49.1	0.0	79.4
2021E	111.9	28.4	26.4	61.4	0.0	102.3

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

2021 年净利润差距可达 30-50 亿元，将加快分化

绝对规模差距将决定企业之间较大的利润差距。快递行业当前单件净利润在 0.3-0.5 元，则 100 亿件的件量差距对应净利润差距为 30-50 亿元。

假设 100 亿件差距的规模效应可以降低龙头公司 0.2 元/件的成本（刚性成本摊低、汽车转载率提升等），则影响约 20 亿元的利润，100 亿件的件量规模差距或将对应 50-70 亿元的净利差距。

而规模占优的龙头公司凭借每年多出的 50-70 亿元的净利，可以比其他竞争对手进行更多的资本开支和研发投入，从而提升服务质量和降低运营成本，进一步扩大自己与竞争对手的优势，最终使得竞争对手与自己的差距将被越拉越大。

■ 头部焦虑：来自第二名的赶超风险和第三名的焦虑

行业高增长下，快递行业宝座屡次易位

快递行业在 2017 年之前保持高速增长，快递行业第一位置发生多次变动。2017 年快递行业在电商高增长的推动下保持了高增速，虽然快递服务同质化严重，但竞争战略、管理者水平、全网管控以及对市场的认知差异导致了企业之间增速差异较大，最终表现为你追我赶的混乱竞争局面。

2009 年之前 EMS 件量规模最大，而随后最大的快递民企申通实现了对邮政 EMS 的超越，市场份额升至第一；之后几年申通增长放缓明显，圆通趁机反超申通夺得第一；然而 2017 年初的网点爆仓时间严重拖累了圆通的增速，中通则保持较高增长，顺势成为行业第一，并维持到现在。

图 9：2013 年以来通达系排名多次变动（服务质量为申诉率，单位：次/百万件）

排名	2013年		2014年		2015年		2016年		2017年		2018M11	
	件量排名	服务质量	件量排名	服务质量	件量排名	服务质量	件量排名	服务质量	件量排名	服务质量	件量排名	服务质量
1	申通	29.4	申通	39.6	圆通	14.1	中通	6.5	中通	2.4	中通	0.8
2	圆通	16.0	圆通	10.1	中通	10.7	圆通	7.4	圆通	5.5	韵达	0.6
3	韵达	32.1	中通	11.4	申通	26.9	申通	15.0	韵达	2.0	圆通	2.2
4	中通	22.0	韵达	21.9	韵达	18.3	韵达	7.9	申通	11.2	百世	1.1
5	百世	37.3	百世	18.3	百世	12.0	百世	6.8	百世	3.8	申通	1.5

资料来源：Wind，国家邮政局，中信证券研究部

快递增速降档，行业格局再度巨变愈发困难。随着快递行业增速常态化降到 20%~30%，甚至 10%~20%，行业格局再度大幅变动越来越困难。2017 年之前，行业件量增速持续维持在 50%以上，落后者可以各种竞争手段争抢大量的电商增量件实现对前面公司的赶超。同时面对前所未有的短期爆发的电商快递市场，快递企业经营较易犯错，最终导致行业内出现名次持续变动的局面。

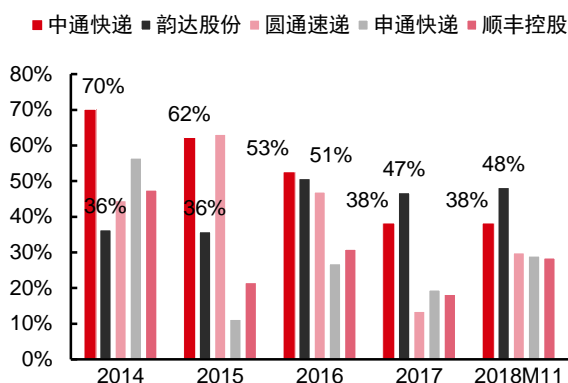
而随着时间的推移，快递企业基础设施与网络逐步成熟，并且管理层经过多年经营吸取了经验与教训，再次犯错的概率大大降低；同时快递行业件量增速降档，增量件的蛋糕

相比存量市场越来越小，落后者几乎无法通过吸收溢出产能的增量件来获得弯道超车的机会。因此我们认为未来快递行业格局再度巨变的概率较低。

行业格局虽难大变，第二名对头名的追赶仍需关注

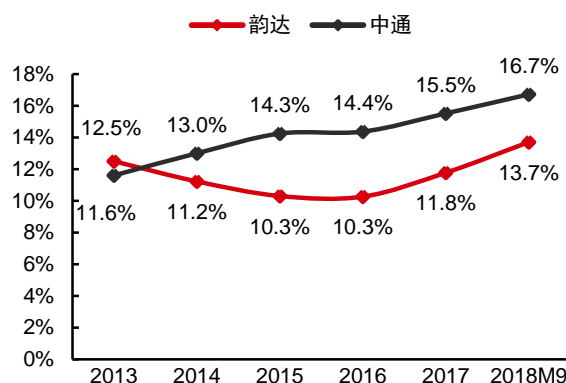
中通稳守第一，韵达持续追赶。2013-2015年，韵达在持续推进网络优化和管理提升后，件量增速和服务质量都得到了大幅提升。通过2017-2018两年的连续追赶，韵达目前件量已经攀升至行业第二，并且韵达已经连续24个月件量增速保持在40%+，2018年件量增速超过行业增速20pcts，过去2年每年超过中通约10pcts。持续较高的增长使得韵达市场份额与中通的差距持续被缩小。

图 10：2016 年以来中通和韵达保持了较高的件量增速



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：中通 2018 年 11 月件量增速是前三季度累计增速

图 11：2016 年以来韵达件量市场份额占比持续追赶中通



资料来源：Wind，中信证券研究部

假设韵达每年增速领先中通 10 个百分点，预计大约在 2 年后追平；如果韵达每年增速领先中通 6 个百分点，则大约在 3 年后追平。

表 9：假设韵达增速件量每年领先中通 6pcts 则预计 3 年后件量追平

年份	件量		件量增速 (%)		件量差
	中通	韵达	中通	韵达	中通-韵达
2018E	84	69			15
2019E	112	97	33	40	15
2020E	147	133	32	38	14
2021E	192	181	30	36	10
2022E	243	241	27	33	2

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

前两名差距持续缩小，头部企业定有动作。从业务规模看，快递前两名企业的件量差距可能并没有想象中的大，并且绝对件量差距占比各自总件量的比例实际在明显缩小。作为连续两年稳住行业第一的中通，其面临的挑战可想而知。

我们认为在 2019 年，中通将不会容忍第二名在市场份额的无限接近，因此面临第二名持续不断的冲击预计大概率将会改变竞争策略，或将转变以往领先行业件量增速 10pct 并平衡净利的较保守竞争策略，转而采取更为积极的价格竞争等策略，获取更多的件量。

规模第二、三名的争夺。圆通在 2018 年末，被韵达反超 3.2 亿件，或对应 5% 的规模差距。如果 2019 年圆通件量增速反超韵达约 6%，则圆通可大致追平件量差距。但如果按照 2018 年的增速差，则 2019 年末韵达与圆通二者的件量差距将扩大至近 15 亿件，相比 2016 年，相对幅度变化接近 30 亿件。因此，2019 年对于第三名来讲也将至关重要。

■ 寡头垄断何时降临？

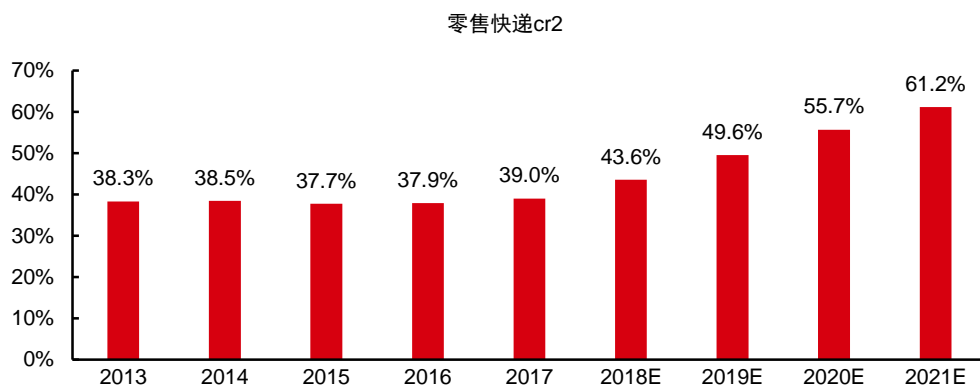
通达市场的 CR2（中通和韵达）

市场较为稳定的竞争结构为双寡头龙头，这种竞争结构存在于多种成熟行业中。如果扣除政府下的 USPS，美国的核心快递服务企业只有两家 UPS 和 FedEx。

通达所处的零售快递市场经历了持续的高速增长，即将步入成熟期。从全市场份额看，通达前两名公司的合计份额远没有达到 60% 的市场比例。

但如果就细分市场看，可能这种市场结构变化会超出预期。目前阿里平台带来的快递比例大约 55-60%，拼多多 10-15%。按照 70% 的电商比例测算，2019 年 CR2 可达 50%，2020 和 2021 年将分别达到 56% 和 61%，距离双寡头龙头的格局近在咫尺。

图 12：电商件 CR2 持续攀升



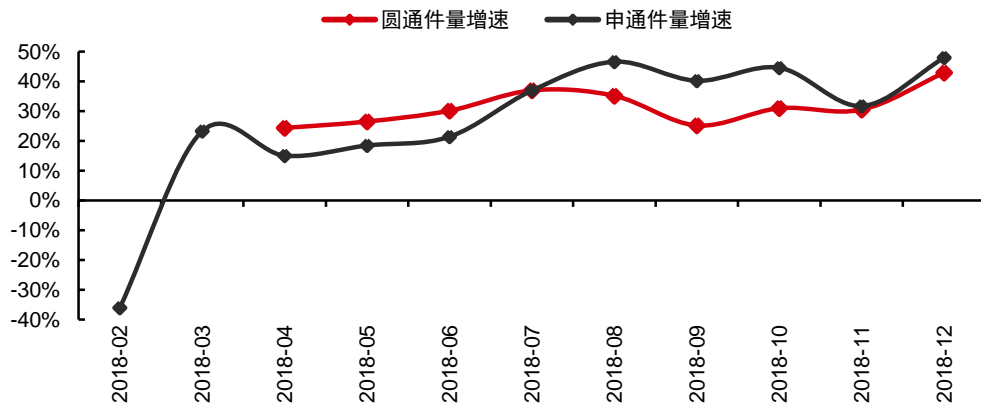
资料来源：国家邮政局，Wind，中信证券研究部预测

头部两名竞争激烈叠加后面者奋力追赶，2019 年将是决定未来几年格局走向的关键一年：

- 1) **头部竞争激烈推动行业加速整合。**随着件量第二的韵达连续 20 个月强势保持件量增速 40%+，其与件量第一的中通之间的差距正在持续收窄。面对头名之争愈发激烈，预计中通在 2019 年将大概率采取更为积极的竞争策略。
- 2) **3-5 名的紧追不舍进一步加速行业拐点的到来。**除了头部两名的竞争，3-5 名公司的全面追赶也是加速行业拐点到来的催化剂。曾经做过行业第一的申通和圆通，目前都在全力拼搏，在提高网络稳定、服务质量的同时，持续提高件量增速。而 3-5 名公司如果想要追上头部两名，可能需要 50% 以上的件量增速。不排除在

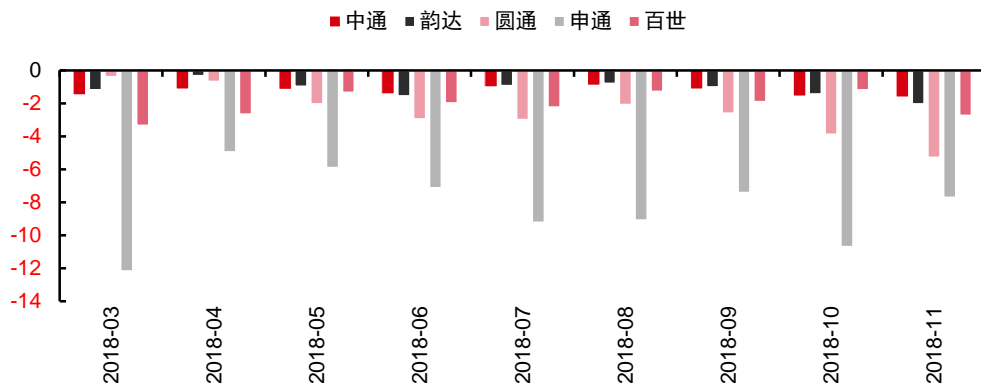
2019 年，为了获得比头部两年更高的件量增速，3~5 名的快递公司采取较为激进的竞争策略。

图 13：2018 年申通和圆通件量增速逐月提速



资料来源：Wind，中信证券研究部

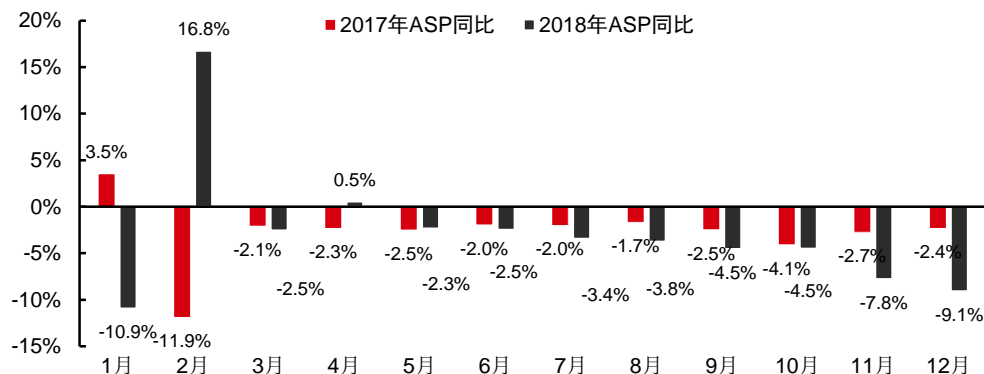
图 14：2018 年申通和圆通每月申诉率同比改善明显（次/百万件）



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

头部竞争外加落后者的步步追赶，预计 2019 年快递行业的价格战将持续蔓延，价格下跌甚至会加速。价格加速下跌的背景下，一线快递企业的盈利能力、服务质量、加盟商的盈利状况将会出现分化，行业拐点或随之到来。

图 15：2018 年快递价格单月跌幅明显较 2017 年扩大



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

■ 风险因素

1. 宏观经济下行，电商网购放缓；
2. 油价上涨超预期，人力成本持续上涨；
3. 价格竞争加剧。

■ 投资建议：认清格局仍然是长期布局的关键

高度标准化、规模化特征决定了行业最终走向寡头垄断，当前规模差距的逐渐拉大、行业增量增速由正转负将加快格局的定型。

我们对格局的推演和对价格路径的解构显示，持续性的均衡增长可能只在短期内出现，但出现的时间越长将会拉长行业整合的阶段。

期间恢复性增长（申通、圆通等）将使得低规模者获得期间的估值提升或者缩小与领先者的市值差距，预期向上修正；头部公司（中通、韵达）能否实现持续性的领先增长至关重要，否则将面临预期向下修正。但最终“剩者为王”——胜利属于那个最终通过持续性竞争活下来的公司，其市值将获得最大的向上弹性。

因此，通达系首选中通快递和韵达股份，关注申通快递、圆通快递恢复性增长态势的中期变化趋势。当前优质赛道下通达 14-20 倍的 PE 提供了估值弹性

表 10：重点跟踪公司盈利预测

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				评级
		17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E	
中通快递	121.93	4.43	6.07	6.79	8.37	28	20	18	15	买入
韵达股份	31.21	0.93	1.48	1.50	1.77	34	21	21	18	买入
顺丰控股	33.18	1.08	1.07	1.09	1.34	31	31	30	25	买入

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE			评级
		17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	
德邦股份	16.03	0.57	0.75	0.93	1.19	28	21	17	13 买入

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2019-1-21 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。

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。	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

其他声明

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”。

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.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；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会员）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：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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas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载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies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。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

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：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且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的内容。

一般性声明

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。

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所包含的材料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、价值及收益可能会受汇率影响而波动。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。

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 2019 版权所有。保留一切权利。