



证券研究报告
2019年2月28日

行业深度报告
快递行业

新物流时代系列之二： 快递公司的未来，通往综合物流之路

首席分析师：许可 执业证书编号：S1220518090001 联系方式：138-2329-8608

联系人：李跃森 联系方式：185-0309-3683

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

- 回顾近百年来全球快递物流行业发展史，从投资角度看，快递物流业历来是**低利润率、护城河需要持续加深、商业模式不断演变、先发优势较容易被颠覆**的典型**二流商业模式**。但在这样的行业中，在**天才企业家**的领导之下，却诞生了像FedEx、UPS、DHL、yamato等伟大企业。
- 我国的快递物流行业起步于改革开放之后，目前仍处于成长期，中高端市场顺丰暂无对手，中低端市场通达系你追我赶，综合物流服务巨头之梦尚需时日，但为抢占赛道又必须投入资源开始布局。当前，时效件市场竞争者已经进场，电商件市场短期胜负难分，电商平台经过数年摸索储备，逐步跨界入局。
- 未来的中国版快递“三巨头”可能是谁？即将上演的时效市场竞争将如何演绎？电商件市场谁将是最终赢家？





- 资源受约束条件下，短期利润增长和长期战略布局之间，企业如何选择？
- 直营制快递企业如何破解成本困境，具有中国特色的加盟制企业又如何平衡总部与终端的关系？
- **直营系**：顺丰作为已经胜出的选手，在从优秀到卓越的过渡阶段，如何进行估值？快运市场集中度极低，中高端赛道的德邦，能否保持领先优势？
- **通达系**：为什么中通能够后来居上，展露巨头之象？为什么韵达上半年业务量增速远超通达系？为什么圆通、申通业务增速遭遇低谷，通过强力调整又能否追回差距？具有互联网基因的追赶者百世，能否持续缩小与行业第一之间的差距？
- **电商系**：菜鸟到底要做什么，如何盈利？自带流量的京东物流优势是什么，又将如何重塑第三方物流市场？
- 经过2018前三季度持续调整，行业估值逐步回归。当前时点，如何发掘快递行业投资价值？

方正交运“新物流时代系列”报告，给你答案！

- **长期逻辑：公路货运市场空间巨大，快递公司可以持续通过业务扩张获得高增速。**

长期来看，中国同样可以成长出诸如FedEx、UPS的综合物流服务巨头。根据行业属性推测，快递公司会按照快递、快运、供应链的综合物流服务之路依次扩张，公路货运市场的广阔空间可以保证快递公司在扩张中持续地保持高速发展。

- **中期逻辑：目前处于快递切入快运的发展阶段，拿下快运市场，便能在下一阶段保持领先。**

目前我国快递行业发展已经较为成熟，全行业增速逐步放缓。受益于专线整合以及电商大件渗透率提升的影响，快运市场可以替代快递成为各公司下一阶段快速增长的源头。从业务对比和行业属性来看，快运市场会加速走一遍快递发展之路。目前快运发展相当于快递2012年，刚步入高速发展的时点。

- **投资策略：综合长期战略布局和中期快运发展考虑，推荐中通、百世、顺丰。**

对比长期发展战略，百世、顺丰业务布局周全，向着综合物流服务巨头的目标发展。中通市场嗅觉敏锐，业务能力强，可以在出现新业务模式的第一时间做大做强。对比中期各家快运发展情况，百世、中通、顺丰优势较为明显。

- **风险提示：恶性价格战、国内经济失速、大件电商渗透率增速放缓、专线整合不及预期**



疑问：快递公司是否具备长期成长逻辑



现状：正处于快递迈向快运的第一步



机会：快运是下一个公路货运行业风口



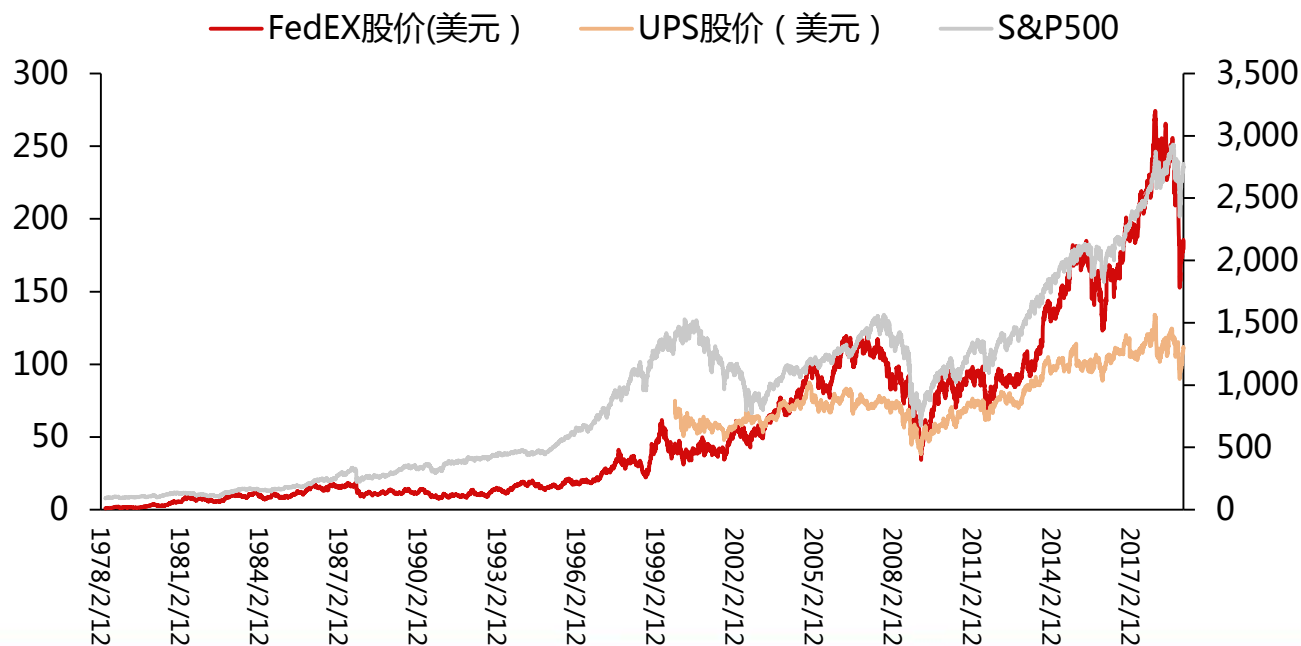
投资策略：长期看好中通快递、百世集团、顺丰控股

疑问：快递公司是否具备长期成长逻辑

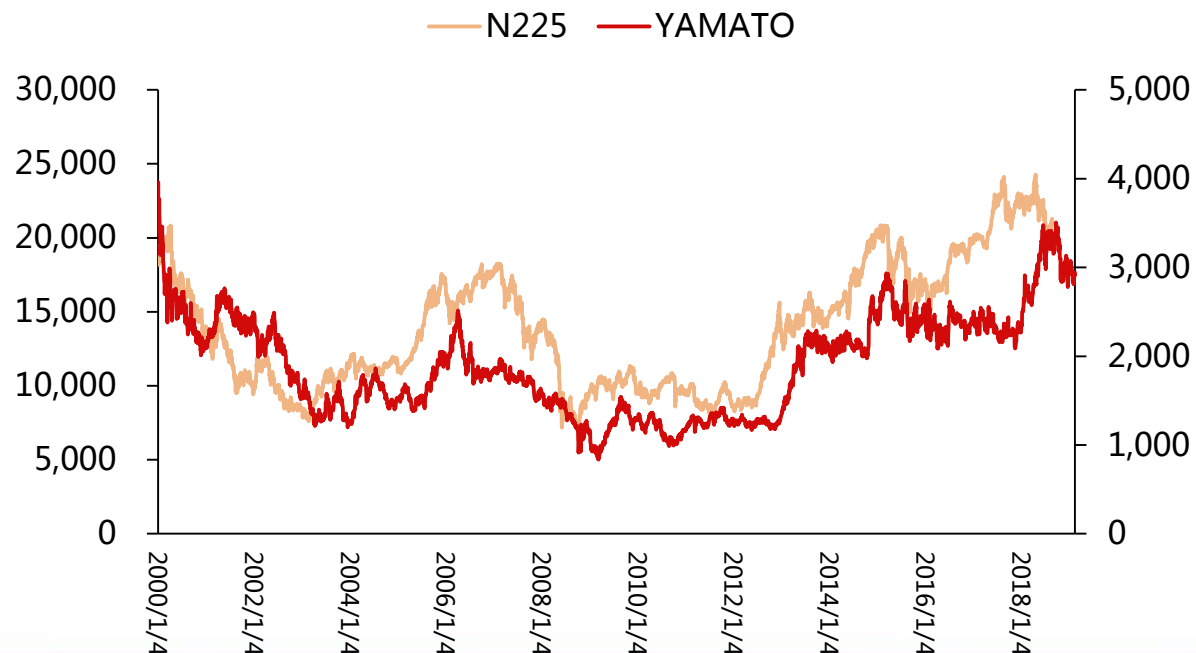
1.行业长期成长逻辑 | 快递上市公司是否存在长期成长逻辑？

- **现象**：自上市日起持有FedEx，时至今日年复合收益率为13.64%；持有Yamato，年复合收益率达到10.11%。可见，物流行业同样可以挖掘出近10倍涨幅的股票。
- **疑问**：相较美国市场，中国各快递上市公司尚且年轻，未来是否有可能成长为万亿市值的国际巨头？快递上市公司是否存在长期成长逻辑？

图表1：FedEx、UPS股价表现



图表2：Yamato股价表现



1.行业长期成长逻辑 | 中国物流市场足以生长出FedEx、UPS同一体量的公司

- **对比**：2017年，中国公路里程为477.35万公里，稍弱于美国同年，但共产生货运量367.95亿吨，同年比美国高50.31%。中国快递业务量达400.6亿件，是美国近3倍；社会物流费用12.08万亿，同年比美国高33.16%。社会物流费用占GDP比重14.71%，比美国高7.56%。
- **对比基本情况，中国广阔的市场空间足以生长出一家FedEx同体量的综合物流服务商。**那么未来市场格局会怎么演变？快递公司会怎么发展？

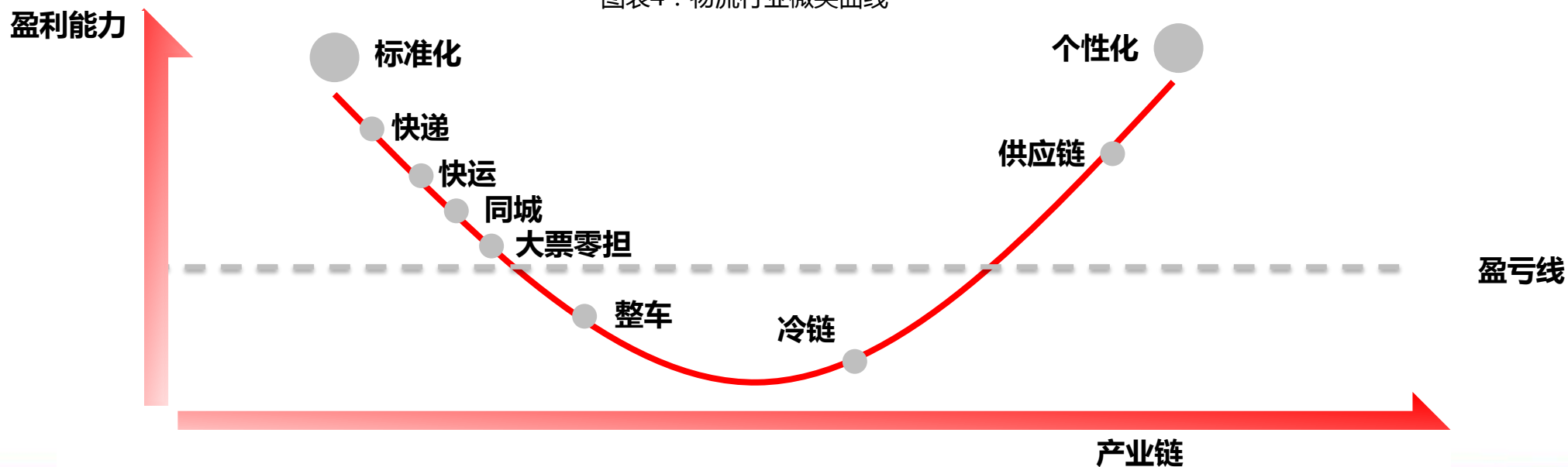
图表3：2017年中美基本情况对比

	中国	美国
总人口（亿人）	13.90	3.26
公路里程（万公里）	477.35	640.76
公路货运量（亿吨）	367.95	244.8
社会物流费用(亿元)	120,767	90,692.62
社会物流费用占GDP比重（%）	14.71	7.15
快递业务量（亿件）	400.6	148
快递业务收入（亿元）	4,957.1	7,879.13

1.行业长期成长逻辑 | 行业演变：产品“标准化”与“个性化”

- **微笑曲线**：极致标准化能够通过规模效应降本增效，极致个性化可以通过差异化的高附加值服务提高价格。能够做到极致标准化和个性化的产品利润率最高。FedEx和UPS的业务刚好处于曲线两端，未来快递公司业务扩张，同样是需要曲线两端寻找可以产生协同效应的业务。
- **标准化**：主要分为四个方面，1.时效标准化；2.路由标准化；3.价格标准化；4.流程标准化。
- **个性化**：在完成物流基本功能基础上,根据客户需求提供的各种延伸业务活动。包括但不限于仓储管理、物流信息化系统搭建，供应链金融等服务。

图表4：物流行业微笑曲线



1.行业长期成长逻辑 | 行业演变：向微笑曲线两端分化

- **标准化演变趋势**：快递行业率先实现标准化，而后随着科技发展，规则制定推进物、流、链、网四个环节标准化，快运，大票零担等行业也会逐步实现标准化。
- **个性化演变趋势**：随着线上线下边界模糊，去中间化商业模式兴起，厂商直接与商超、消费者联系在一起。大量的即时需求需要被满足，因此会出现个性化的柔性供应链；另一方面，高端制造业一般商品价值高，供应链流程复杂，客户往往更需要“一站式”解决方案。未来高端制造业崛起同样会带来物流服务个性化。
- **行业演变**：资本和科技的帮助下，公路货运市场会逐步地向曲线两头分化，最终形成一个成熟的沙漏状市场。换言之，盈亏线上市场会逐渐放大，德邦创始人崔维星提出的零担市场漏斗状，其中就暗合这层道理。

图表5：沙漏状演化趋势

中国17年市场收入结构

快递：9%

零担：25%

整车：66%



美国17年市场收入结构

快递：21%

零担：16%

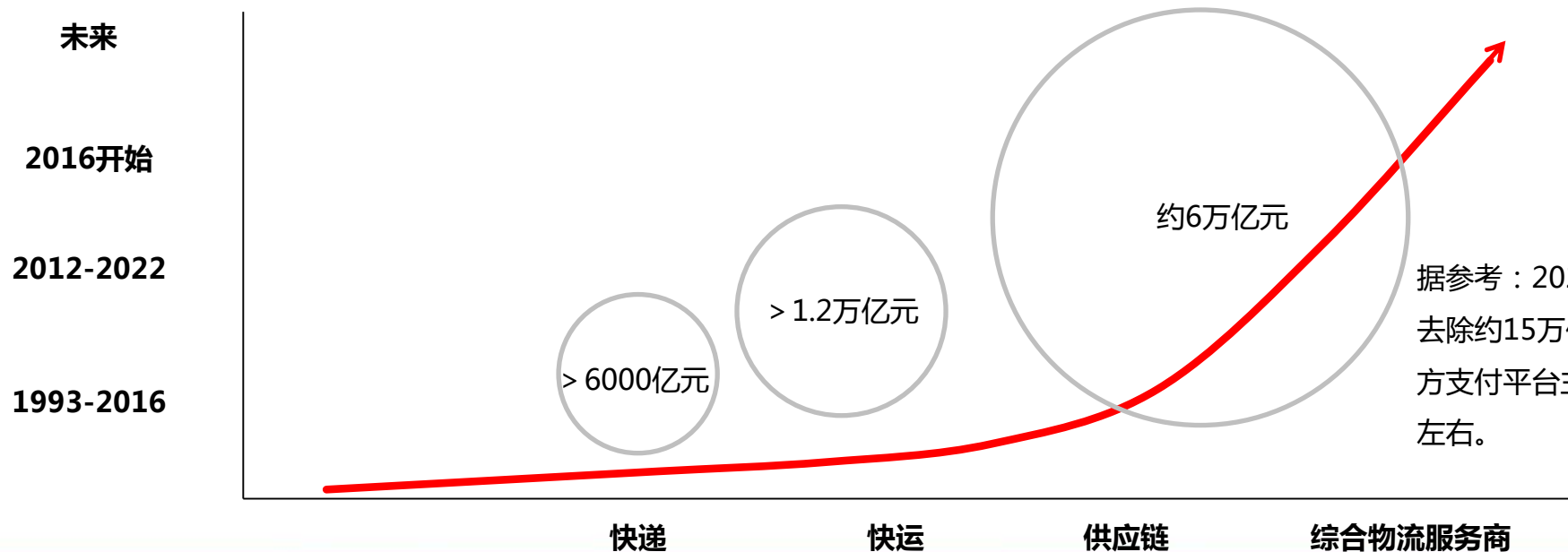
整车：63%



1.行业长期成长逻辑 | 发展路径：快递→快运→供应链

- **发展路径**：布局曲线两端业务，然后沿着曲线向下寻找市场集中度低并可以与快递产生协同的业务。从小重量扩张到大重量，单一运输服务扩张到综合物流服务，即快递→快运（大票零担）→供应链。
- **成长逻辑**：全零担市场（包括快运和大票零担）规模是快递的2倍，供应链市场规模约是快运的5倍，且目前零担与供应链市场集中度低，快递公司业务扩张过程中，仅行业内部整合便可帮助公司业务高速增长。广阔待整合的市场空间，是快递公司可以长期持续成长的基础。

图表6：市场发展路径图



1. 行业长期成长逻辑 | 发展路径不可逆

- **发展路径不可逆**：从后标准化的快运行业切入快递行业已经不太可能。
- **原因一 | 行业层面**：**率先标准化的行业，集中度会迅速提升。**业务标准化帮助公司实现规模效应，由一家大规模公司生产相较由几家小规模公司生产会更有效率。根据鲍莫尔（1982）提出的成本次可加理论，这种情况下，集中度会提升形成自然垄断。一方面总部实力不同，已自然垄断的公司相较小规模公司资源更多，较容易扩张整合。另一方面进入门槛不同，切入行业竞争格局的不同，切入红海市场很难。
- **原因二 | 业务层面**：快递加盟商基数远大于快运，且快递加盟网点人数多于快运，快递加盟网点业务员10-20人，快运可能3-4人。因此转化成本要低于快运。
- **判断**：安能与德邦切入小件快递会非常困难。

图表7：安能切入快递市场案例



1.行业长期成长逻辑 | 发展边界

- **为什么发展路径中没有冷链和同城配送？主要原因是难以产生协同效应。**
- **冷链：**主要原因有三方面，1.难以达到标准化，冷链行业标准化需要国家层面出台法规，且需要上游农户配合（如预冷环节）；2.难以产生协同效应，整条冷链其中运输、仓储等环节所需设备与快递截然不同；
- **同城配送：**主要原因有两方面，1.同城配送与快递业务模式不同，难以形成强协同效应；2.市场竞争格局稳定，进入难度较大。

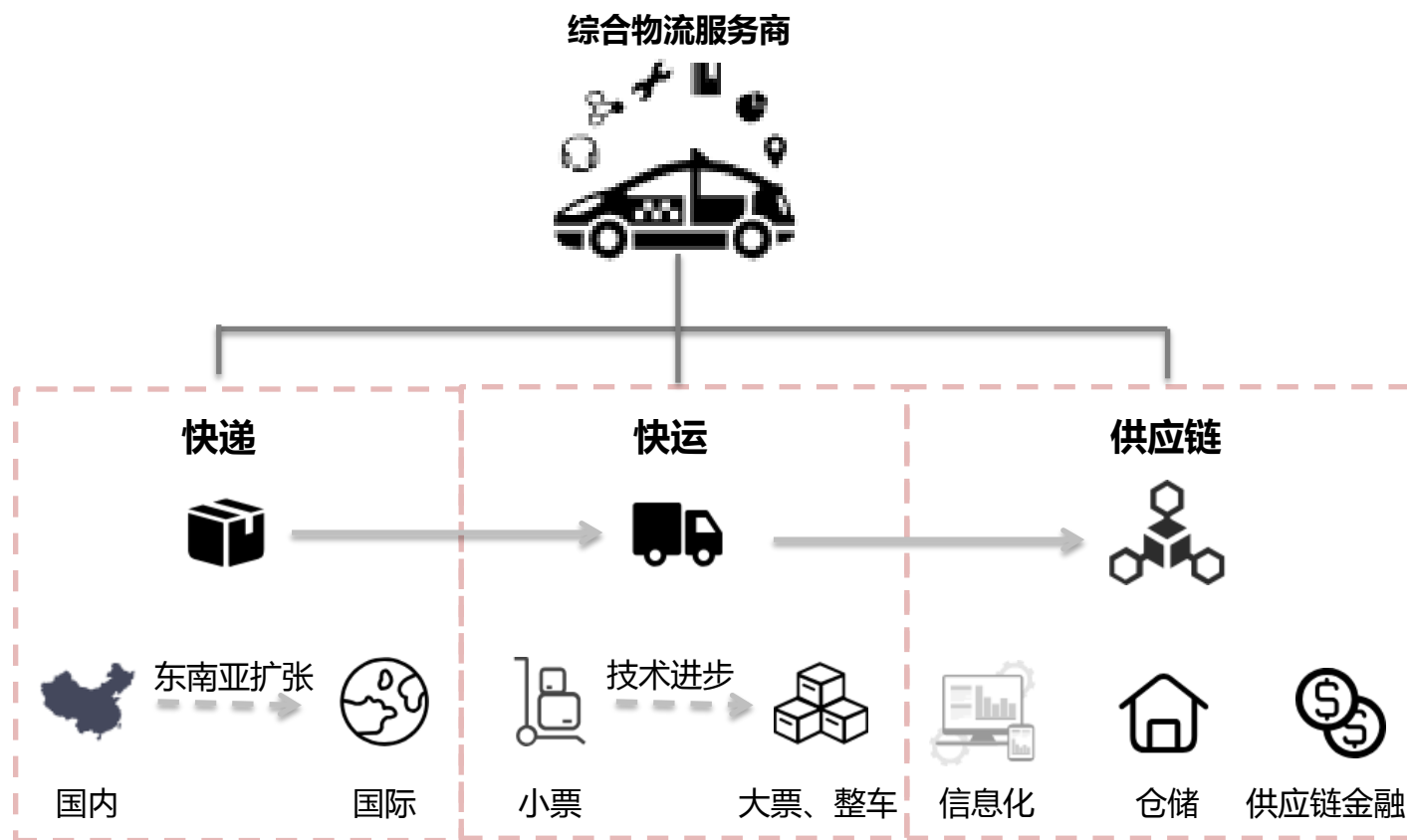
图表8：快递、冷链、同城配送业务模式



1.行业长期成长逻辑 | 综合物流最终形态设想

- **综合物流服务商业布局的最终形态应该是：**快递业务（国内、国际），快运业务（包括大票），供应链等相关增值业务。
- **快递发展：**国内快递市场发展较为成熟，向国际尤其是东南亚出口我国中低端加盟快递，是下一阶段大概率会出现的趋势。
- **快运发展：**大重量产品将逐步被标准化，纳入快递公司业务体系之内。
- **供应链发展：**例如，随着公司物流产品更加全面，公司可以具备提供一揽子物流服务的能力；B端客户数量大到一定规模，自然具备做供应链金融的信息、议价能力和资金规模等等

图表9：一家综合物流服务商业布局设想

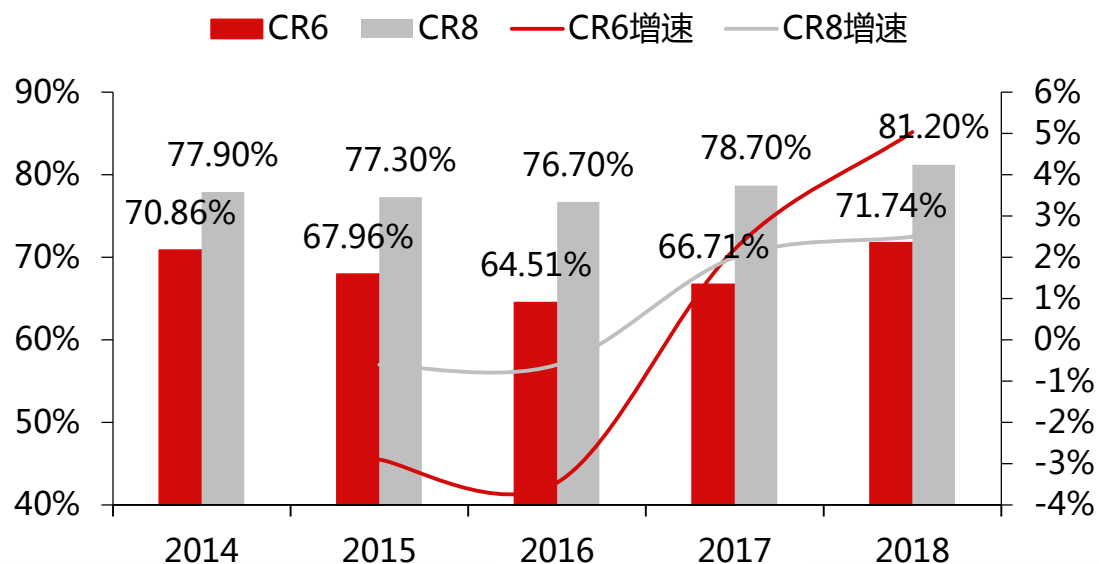


现状：正处于快递迈向快运的第一步

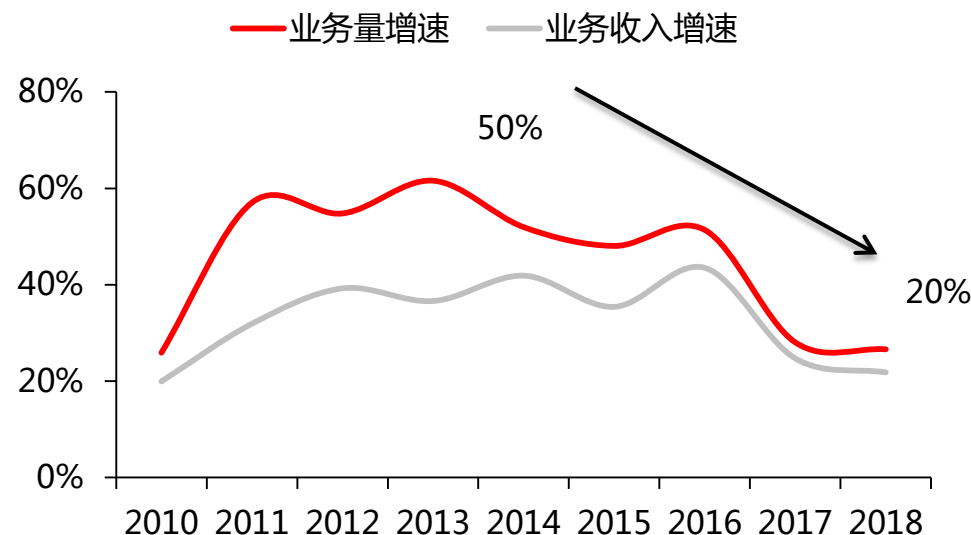
1.发展现状 | 快递行业增速放缓，各家公司寻找下一增长极

- **快递市场竞争格局明朗。** 快递市场集中度持续提升，截止2018年，CR6达到71.74%，CR8达到81.2%。中低端快递公司第一梯队也分化形成中通、韵达和圆通、申通、百世两个集团，公司之间的差距趋于稳定。
- **快递行业增速逐步减缓，稳定在20%左右。** 虽说拼多多成为下一个高速增长货源，但年500亿件如此大的基数，再难实现11-15年50%以上的高增速。
- 虽说头部快递公司仍可以通过整合二三线快递市场获得高过市场的增速，但长久之计是寻找快递之后下一个增长极。

图表10：快递行业集中度提升



图表11：快递行业增速逐渐减缓



1.发展现状 | 公司扎堆布局快运行业

- 百世快运：2012年成立，截至2017年12月，覆盖全国，9,500+ 个站点，100% 省市覆盖率，98% 区县覆盖率。
- 顺丰快运：2014年成立顺丰重货，2018年1月，顺丰重货推出20-100kg重货包裹和100-500kg小票零担；3月，收购广东新邦71%的股份，建立独立快运品牌“顺心捷达”，填充了500-3000kg产品线空白；8月，将重货业务更名为快运业务。
- 中通快运：2016年8月26日正式开业，目前已拥有超6600家网点，2018全年总出发货量近300万吨，结算营收超16亿元。
- 韵达快运：2017年10月成立，截止2018年底，已经拥有7000家网点，发货量近150万吨。
- 除此以外，韵达、中通、百世、京东等物流企业也逐渐进军快运行业。

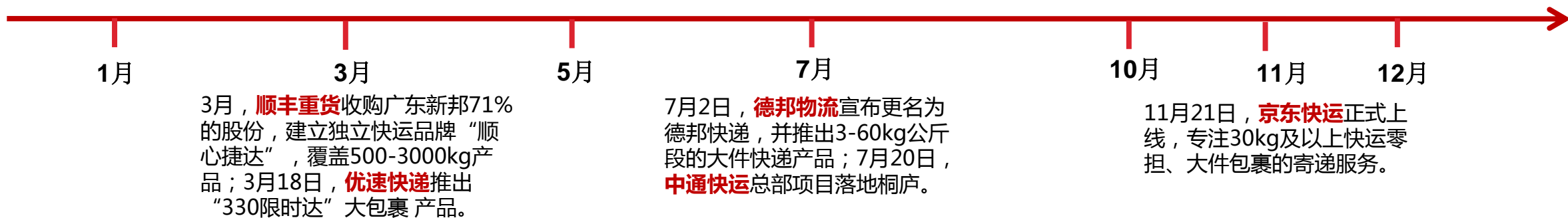
图表12：2018年各家公司参与布局快运详情

1月，**顺丰重货**推出重货包裹和小票零担业务。1月7日，**圆通**推出“三网并行”战略：A网经济快递，B网高品质快递，C网重货快运。

5月30日，**中通快运**获得红杉中国、鼎晖、云锋与中通快递联合投资的一亿多美元。

10月9日，**安能快递**宣布实行战略升级，重心转向大包裹市场。

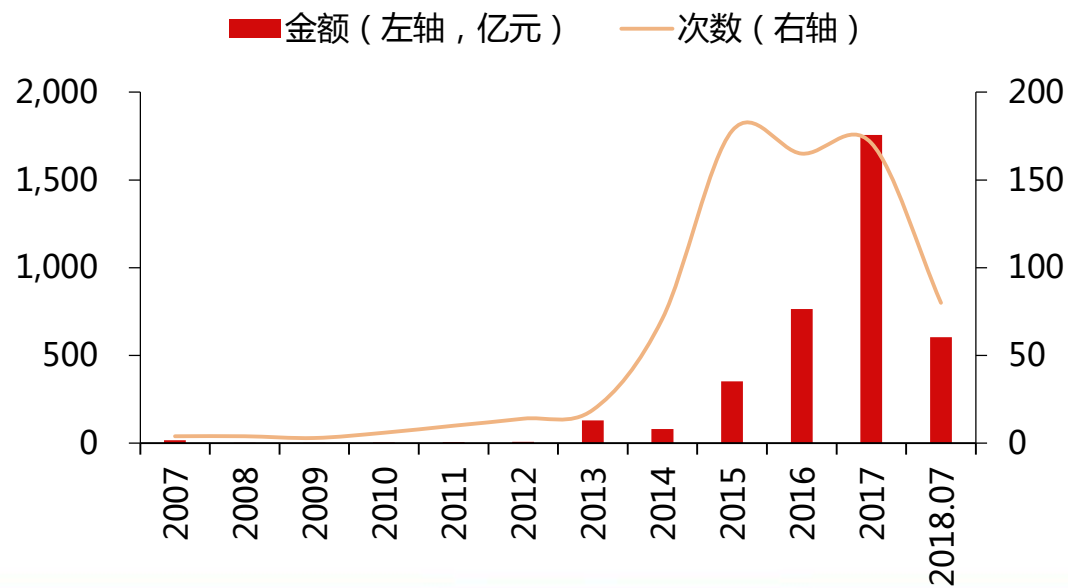
12月24日，**韵达快运**推出168大件，定位于10-68kg大件包裹。同日；中通快运总投资20亿元的全球创研中心项目正式开工。



1.发展现状 | 物流领域融资史上第二次高峰

- 过去10年，物流领域融资金额共有两次大幅跨越。第一次是2012年-2013年，融资金额从8亿跃升至130.8亿，同比增长15.35倍，单笔融资金额同比增长21.18倍。第二次是2016年-2017年，融资金额同比增长1.30倍，单笔融资金额增长1.22倍。这两次高峰分别对应着快递和快运行业增速大幅提升的年份。
- 大规模资本已经进入快运行业。从资本追逐热点的切换可以看出行业增长极的更迭，因而预计快运市场是公路货运领域的下一个风口。

图表13：物流领域近年来融资金额



图表14：近年快运领域大额融资整理

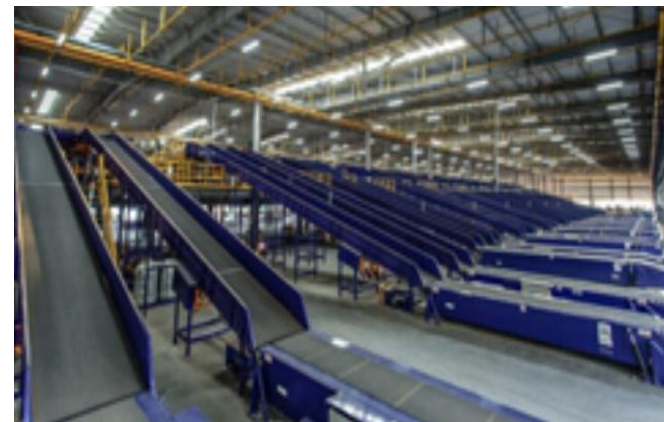
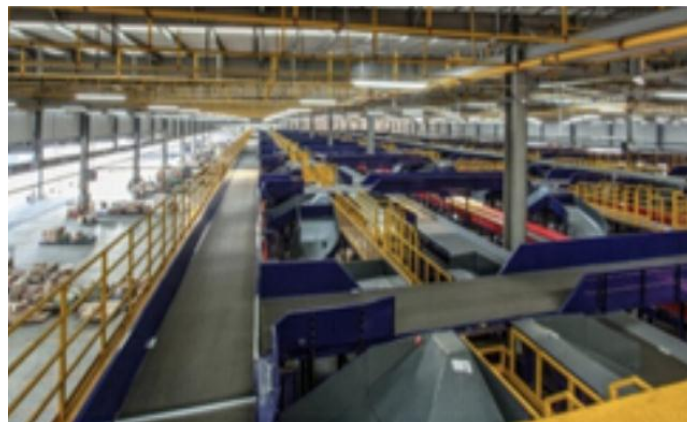
时间	公司名称	领投方	金额 (亿)
2017.1	运满满	Tiger老虎基金	7.85
2017.1	货拉拉	顺为资本	3.00
2017.5	货车帮	百度资本	10.21
2017.5	驹马物流	普洛斯GLP	4.50
2017.8	货车帮	全明星投资	3.70
2018.1	福佑卡车	京东物流	1.50
2018.4	优速	未公布	未公布
2018.4	壹米滴答	远洋资本	5.00
2018.6	中通快运	红杉中国	超1亿美元
2018.4	满帮	软银	19亿美元
2019.1	壹米滴答	博裕资本	18.00

机会：快运是下一个公路货运行业风口

1.快运市场 | 快递与快运的不同

- **快递与快运产品之间的本质区别是重量不同，由此主要带来两点操作上的不同。**
- **装卸、分拣环节难以标准化：**由于分拣传送带对快件大小和重量有一定要求。德邦可以通过传送带分拣的标准是40Kg，体积0.36立方以下；优速的标准是20Kg以内，单边长不超过1米。大部分大件均需要通过人工搬运装卸，用叉车进行分拣。
- **末端配送单人难以完成：**40Kg以下基本可以实现单人送货，40Kg以上主要借助设备或者添加人力。

图表15：德邦快递试点的大件快递多层立体装卸系统



1.快运市场 | 大件快递是否属于快运？

- **大件快递是快递和快运之间的一个中间段产品，大件快递是快运中最赚钱的部分。**各个大件快递的参与者有自己明确的重量划分标准，大致定位的话，3-30Kg段的运输商品可以算作大件快递。它是快运中最赚钱的部分，因而分离出来单独打造一个产品。
- **为何会出现大件快递？**过去快运领域工厂件占比较高，电商件相对空白。而随着家电、家居线上渠道渗透率的提升，电商大件让各家公司注意到大件快递市场。

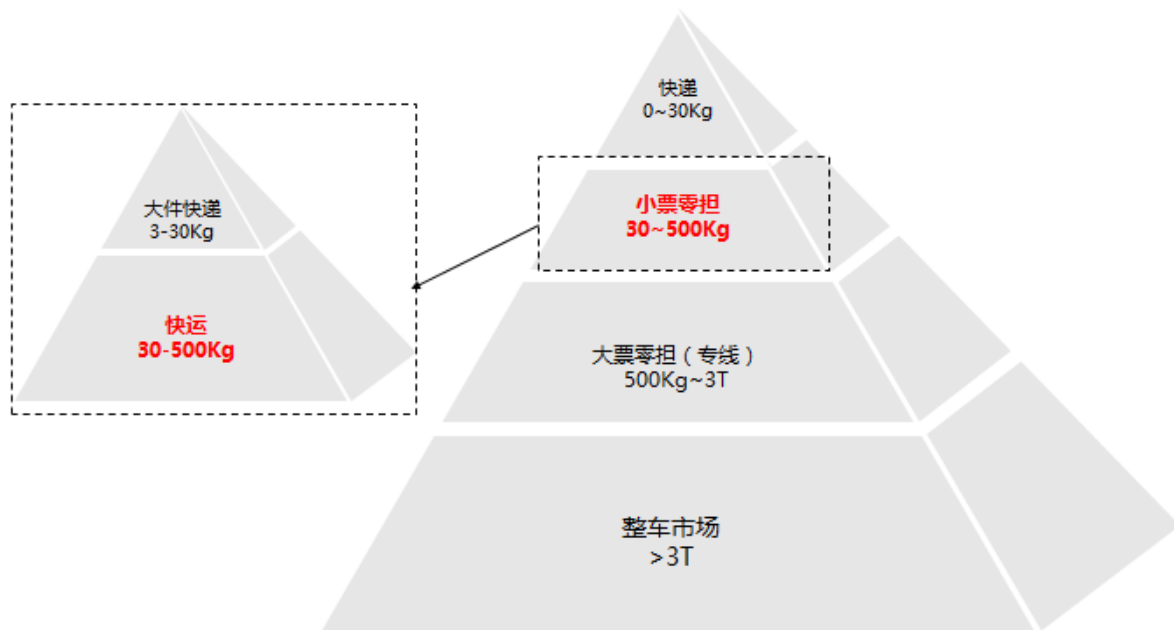
图表16：各大件快递参与者产品属性

公司	产品	重量	服务
德邦	大件快递3.60	3kg-60kg	首续重报价，包接包送，大小件齐发，件数和总重不限，60kg以下100%免费上楼。
安能	迷你小包	5~70kg	依托近17000余家网点，MiNi小包可以方便寄递，快速通达全国。
韵达	韵达168	10-68kg	优先转运派送;40KG以内免费送货上楼；闪电理赔，理赔金额≤1000元。
优速	330限时达	3-30kg	单票300kg以内的大包裹门到门产品，该产品优先中转，优先派送，承诺特定区域内限时未达，运费最高全退还。
壹米滴答	壹米小件	5~60KG	承诺“100%送货上楼，无忧入户”，小票优先中转，优先派送，单票40KG以内免费上楼。

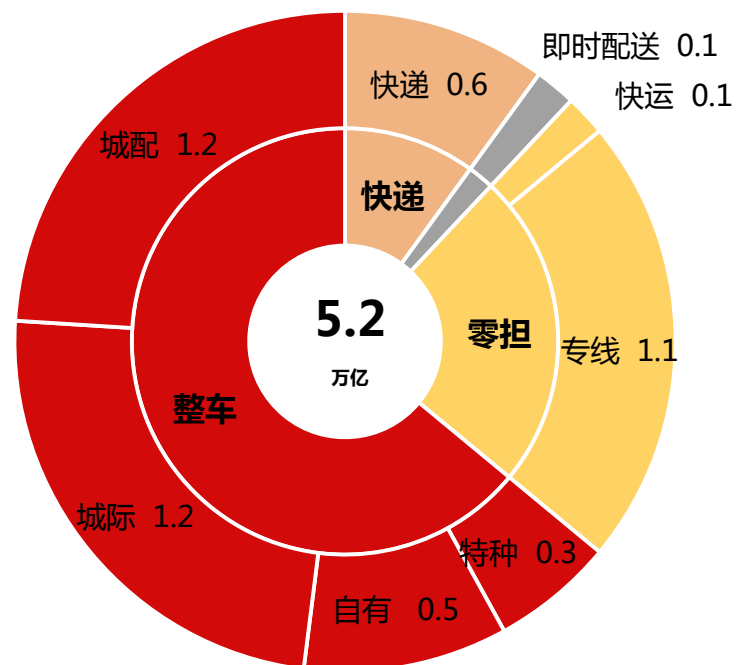
1.快运市场 | 位处零担行业金字塔尖

- **金字塔结构**：如果按照重量、市场规模由大到小依次排序为：整车、大票货、小票货、快运（包括大件快递）。越靠近金字塔尖的市场，产品越容易实现标准化，利润率也越高。
- **快运市场**：快运是有时效、品质要求、提供到门服务的全国网络型零担产品。所运输的货品主要在500Kg以内，2018年市场空间约1000亿，占整个零担体量的8.3%左右。

图表17：金字塔结构市场



图表18：2018年公路运输市场份额



1.快运市场 | 第二增长曲线源头

- **快运市场增速可达到40%以上。**2017年，头部快运公司的业绩增速很快，收入增速均普遍超过50%，由此推断全行业增速约可达到40%以上。**虽增速快，但行业仍处于激烈竞争中，行业格局极不稳定。**2017年收入排名前五除德邦外，其余均是后起之秀。
- **快运市场高增速主要来自三个方面：**1.快运公司对区域专线运输的整合；2.零担大票碎片化；3.大件电商渗透率提升。

图表19：各快运公司业务发展近况

公司	快运业务发展近况
顺丰重货	2018H1重货营收达34.5亿元人民币，同比增长 95.82%
德邦快递	大件快递业务2018H1实现收入44.55亿元人民币，同比增长 58.65%
中通快运	2018年全年预计营收16亿元人民币，同比增长 105% 左右
百世快运	2018H1营收达17.9亿元人民币，同比增长 33.8%

图表20：市场竞争激烈，收入排名前十变化不定

企业名称	2017		2016		2015
	排名	收入 (亿元)	排名	收入 (亿元)	排名
德邦	1	114.8	1	107	1
安能	2	56.7	2	37	6
顺丰重货	3	46.7	7	23.4	-
百世快运	4	33.4	12	16	12
壹米滴答	5	30	5	25.8	-
三志物流	6	25.3	14	12.1	14
盛丰物流	7	22	8	23	5
盛辉物流	8	21.8	11	20.6	7
天地华宇	9	21.3	6	24.6	3
远成快运	10	19.5	4	27	8

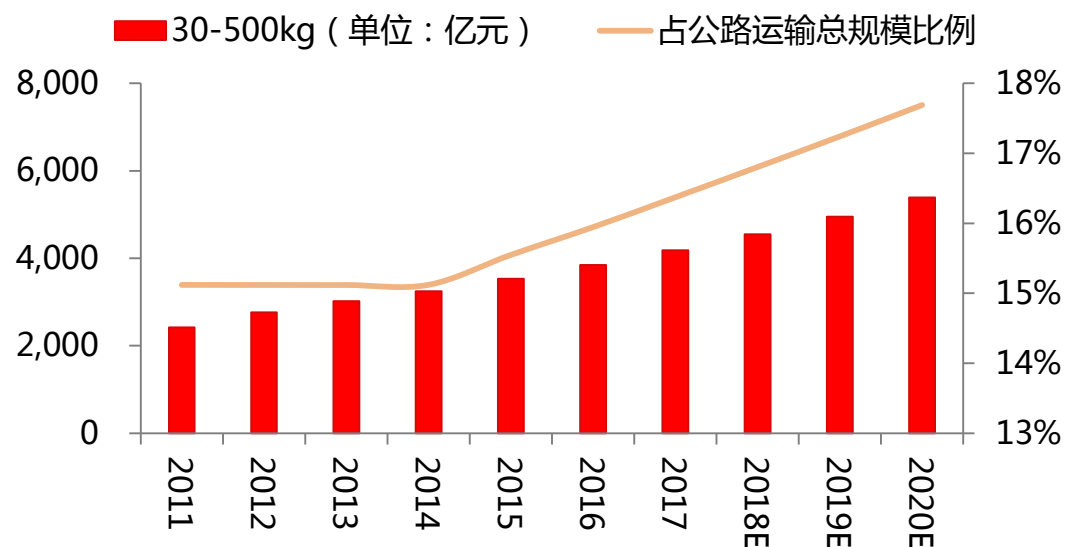
1.快运市场 | 内部增速——专线整合与大票碎片化

- **快运市场部分增速是由零担行业其他细分领域转化导致。**主要源于快运对专线市场的整合，以及大票碎片化趋势。
- **区域专线货源主要由三部分组成：**1.大批量、少批次的工厂货；2.小批量、多批次按件收的散货（30KG-500KG）；3.填仓货。其中利润最高，能带来现金流的散货被**两端服务更好，成本相仿甚至更低**的快运抢走了。
- **大批量，少批次的大票逐步碎片化。**一方面制造业为改善账期，平稳现金流，更多选择采取柔性供应链；另一方面，经销商衰落，电商平台崛起，**消费者对产品需求从少品种，大批量，少频次转变为多品种，小批量，多频次**，订单碎片化愈加明显。

图表20：50kg大件快递，自北京海淀到上海静安价格时效对比

	计价方式	价格	时效
中通快运	重货1.73元/kg，轻货345元/立方	86.5元	3天
德邦快递	首重99元，>30kg续重3元/kg	159元	2天
顺丰重货	首重66元，>20kg续重约3.5元/kg	168元	2天
壹米滴答	重货约3元/kg，轻货约300元/立方米	150	4天
专线【淘宝】	不含取、卸货费最低一票200元左右	220元	2-3天

图表21：零担行业小重量占比逐步提升



1.快运市场 | 外部增速——大件电商渗透提升

- **家电家居销售进入全渠道时代。**根据贝恩咨询发布的数据预测，大家电、家装等品类到2020年的电商渠道渗透率将分别达到55%、25%。受益于大件电商渗透率提升，电商大件市场5~30kg公斤段增速将达到25%，30~100kg公斤段增速将达到20%。预计5年内，这个细分市场规规模增速将保持在20%-40%之间。

图22：大家电及家具线上渗透率

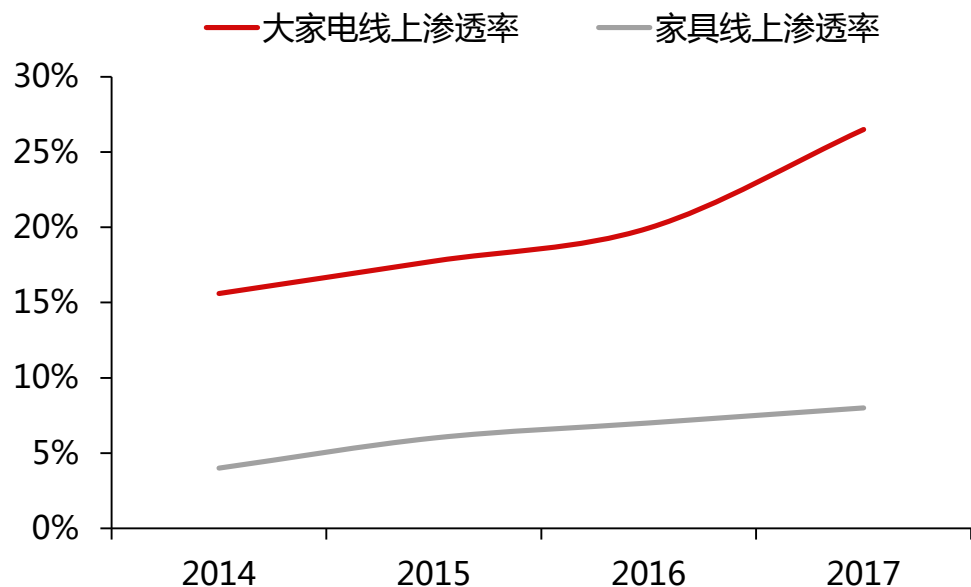
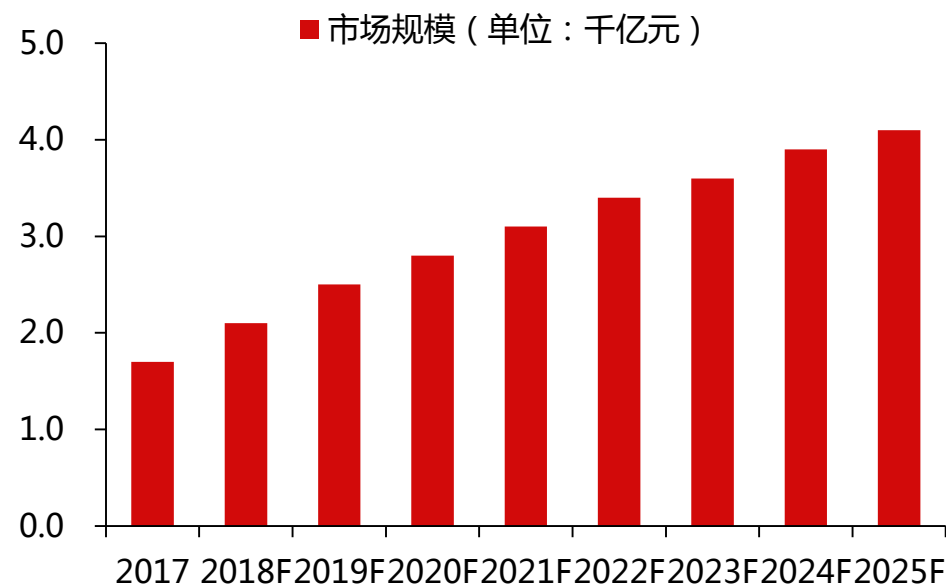


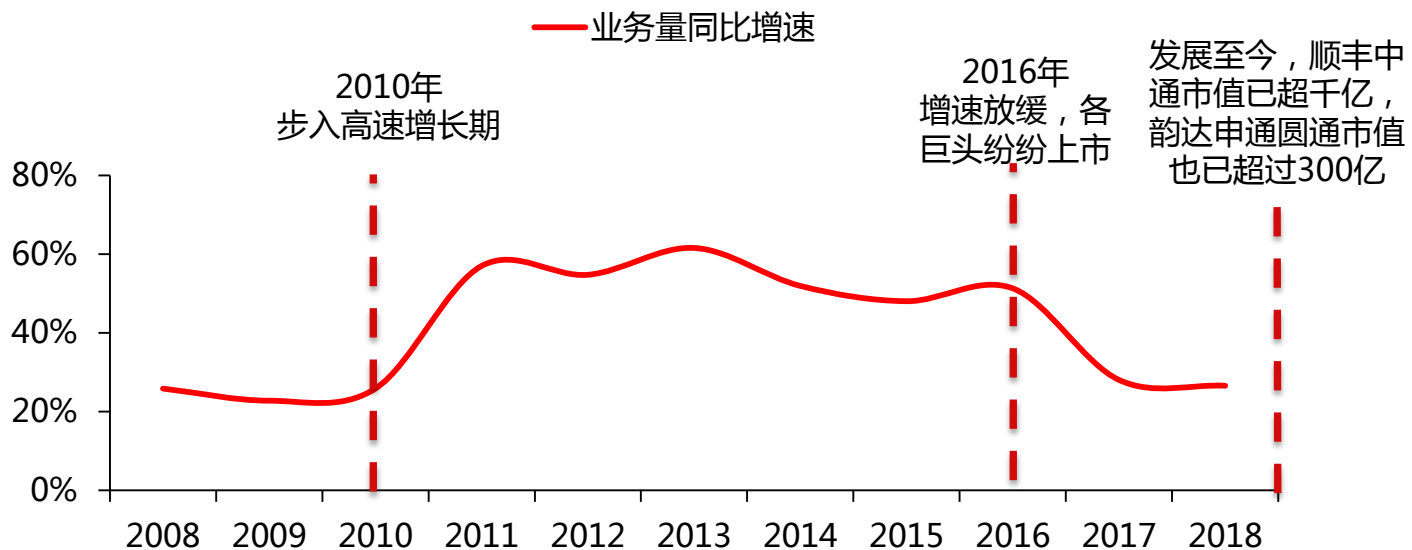
图23：2017-2025年中国大件配送市场规模预测



1.快运市场 | 足以再造快递高速增长神话

- **以上三因素说明两个问题：**1.快运市场规模上限高过快递市场；2.快运行业有足够的增长推力，足以保证3—5年以上高速发展。
- 虽说快运业务暂时因为重量，操作难度等制约难以形成快递业务一般的规模效应，利润率低于快递业务。但市场广度和增长速度这两个因素均不输于快递市场，足以复制2010年—2016年全行业高速增长的业绩神话。即在未来5年内，可能产生4-5家市值300亿至1000亿的快运上市公司。

图表24：发生在快递行业高速增长时期的上市潮



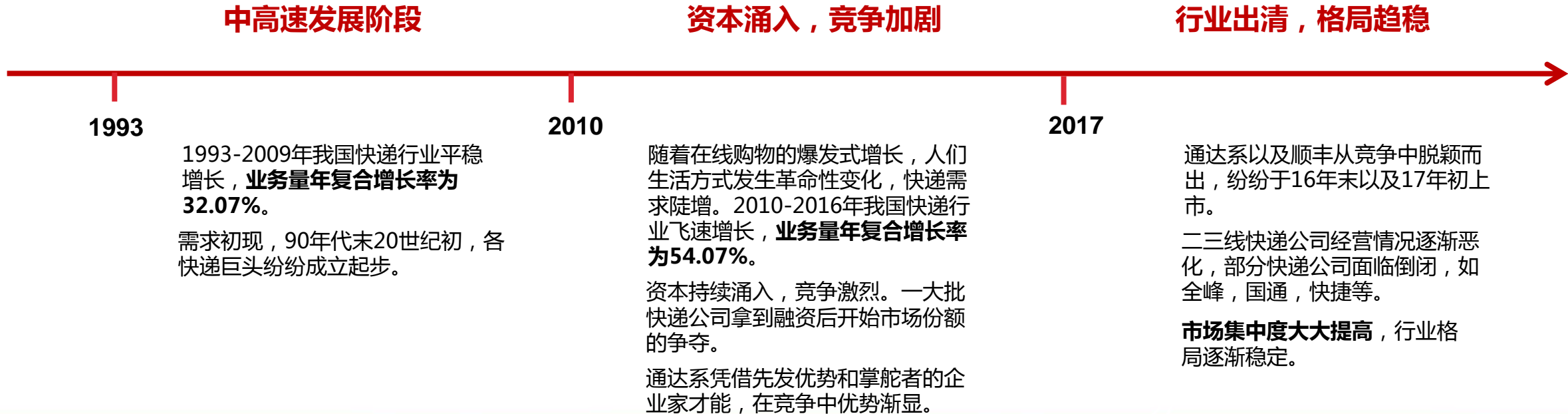
图表25：各快递巨头规模

公司	上市时间	现市值 (人民币)
顺丰	2017.2	约1600亿
中通	2016.10	约1000亿
韵达	2017.1	约600亿
申通	2016.12	约310亿
圆通	2016.10	约360亿

1.快运市场 | 加速走一遍快递发展之路

- **大致重温1993-2018的25年快递之路。**1993-2009：中高速发展，第一阶段区域竞争格局基本明朗；2010-2016：移动互联网时代电商拉动下高速发展，资本涌入，竞争激烈；2017-至今：二三线快递被淘汰，优质龙头脱颖而出，竞争回归有序。
- **为什么这条路快运可以加速走一遍？**1.许多快递网点都是做“快运”起家，快递基因中一直都包含着快运；2.加盟商已经积累许多客户资源，方便迅速转化。3.资金充沛，目前自有资金充足度和融资难度都比曾经的快递行业好很多。

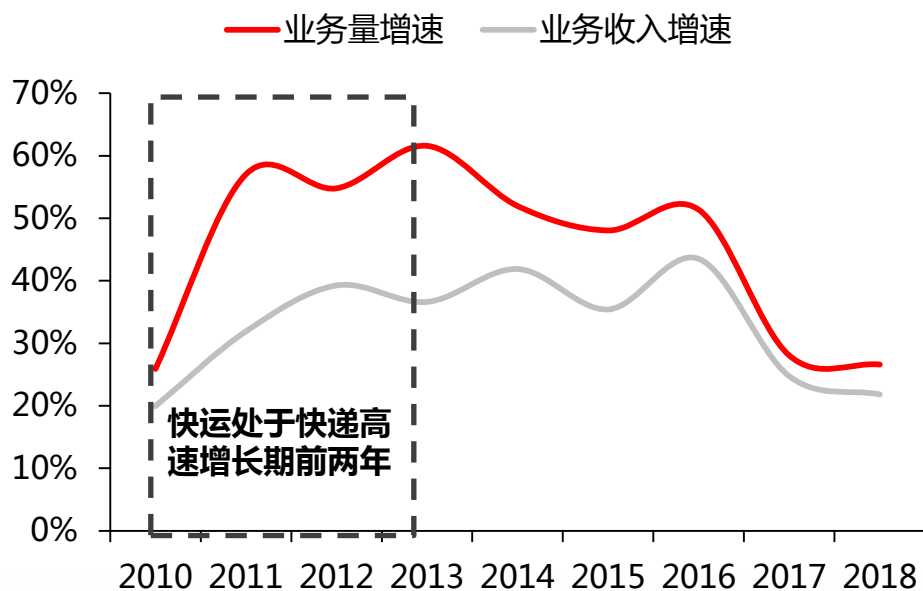
图表26：快递行业三阶段发展图



1.快运市场 | 目前快运处于快递2012年的节点

- **眼下快运市场可以当做2012年的快递市场来看待。**将2012年百世收购全际通当做快运发展元年，**从增速来看，目前快运行业处于刚迈步入高速发展期的前两年。**对应到快递市场，就是增速刚稳定在50%的2012年。
- **2012年快递市场竞争激烈，行业格局瞬息万变。**彼时中通仍徘徊在一线快递的边缘，资本开始零零散散地进入快递市场。接下来就是资本大举进入，快递公司纷纷上市，行业加速洗牌，龙头公司脱颖而出，**中通成为这5年快速发展中最大赢家。**

图表27：快递历年业务量、收入增速



图表28：近5年快递公司市占率变化图

	韵达市占率	申通市占率	圆通市占率	中市占率	百世市占率	顺丰市占率
2012	8.00%	12.00%	10.00%	6.00%		20.00%
2013	12.95%	16.00%	13.93%	11.65%		11.97%
2014	11.23%	16.52%	13.30%	13.01%	5.27%	11.53%
2015	10.31%	12.42%	14.67%	14.25%	6.78%	9.53%
2016	10.27%	10.42%	14.26%	14.38%	6.92%	8.25%
2017	11.78%	9.73%	12.64%	15.52%	9.41%	7.62%

- **快递市场从起步发展至成熟耗时25年，这条路预计快运10年便可以走完（至2022年）。**
- **目前快运处于行业高速增长中期，第一梯队基本形成。但第一梯队内部竞争格局仍不明朗，孰优孰劣未成定数。**
- **类比2012年的中通，接下来4年内快运行业极可能出现龙头，眼下是发掘成长股的最佳时机，如何识别下一个中通是关键问题。**
- **那么如何识别一家优质的快运公司？**

2.如何识别优质快运公司 | 中通成功带来的启示

- 2012年中通快递仍处在快递第一梯队末尾的边缘，从业绩、财务来看，均难以看出中通未来能否成长为中低端快递的龙头。因此行业高速发展初期，不应仅依靠短期业绩增速等摩擦型因素判断公司质地优劣，而要发掘决定公司内在价值的结构型因素。
- 2012年中通成功的主要因素有哪些？将中通放到6年前与其他快递公司对比，可以发现几处不同：**1.高专注度；2.加盟制；3.网络平衡；4.利益共享；5.注重服务；**

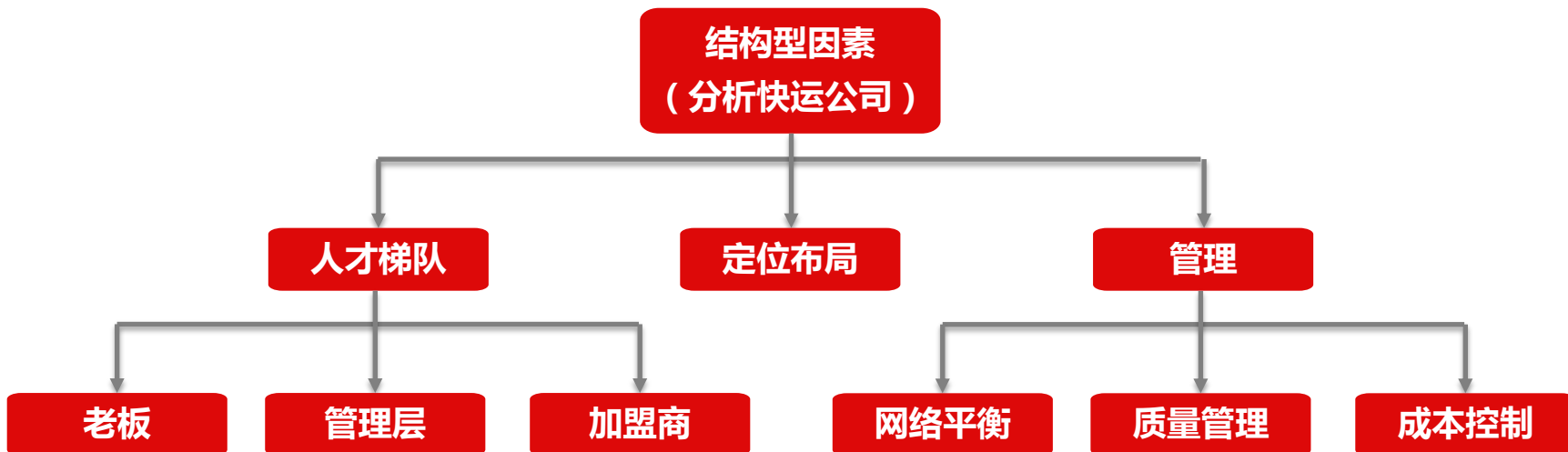
图表29：中通后来居上主要因素

直接因素	具体表现	结构型因素
专注度	▪ 2012-2016年各公司纷纷进行多元化尝试，中通选择低调务实地发展快递，小心谨慎地试水新业务。	领导风格
加盟制	▪ 选择加盟制深耕规模更大的中低端市场。	经营理念
网络平衡	▪ 全网实行派费制，确保派件网点依然能赚钱。	市场定位
利益共享	▪ 将股份稀释给加盟商和高管，形成利益共同体。	管理水平
注重服务	▪ 首创跨省际班车，提升各片区快件时效。	

2.如何识别优质快运公司 | 三类结构型因素

- **判断一家快运公司是否优质主要从三类结构型因素入手**：1.人才；2.定位和布局；3.管理
- **人才梯队**：主要包括老板、管理层、加盟商。老板需要格局大，有战略眼光；管理层需要懂业务，能拿得出执行方案；加盟商需要熟悉流程，可以提升工作效率。
- **定位和布局**：市场是分层的，定位在哪个市场决定日后的市场规模和经营模式。快运行业发展相较快递更快，布局地越晚，达到同样的效果需要付出越大。
- **管理**：管理主要包括**1.网络平衡**；**2.质量管理**；**3.成本控制**

图表30：三类结构型因素示意图



2.如何识别优质快运公司 | 人才梯队

- **从行事风格，性格特征和战略眼光分析各公司老板：**周韶宁和王卫前瞻性很强，同时百世和顺丰的战略布局最为完善。赖梅松、聂腾云、崔维星稳扎稳打，中通、韵达和德邦主业都很突出。
- **管理层和加盟网点对比：**中通和百世的优势较为明显，顺丰和德邦有优有劣。

图表31：各快运公司人才梯队对比表

	中通快运	百世快运	韵达快运	顺丰快运+顺心捷达	德邦快运
	赖梅松	周韶宁	聂腾云	王卫	崔维星
老板	1.亲民，深入一线，关心底层员工； 2.有勇气，敢于创新； 3. 专注主业，布局谨慎；	1.亲力亲为，非常具有人格魅力； 2.才华横溢，感染力强； 3.非常具有前瞻性和战略眼光；	1.非常熟悉快递业务； 2.低调务实； 3.稳扎稳打；	1.关爱底层员工； 2.低调专注，少说多做； 3.非常具有前瞻性，勇敢果断；	1.非常注重人才培养； 2.注重细节，坚持与咨询公司合作打磨管理体系； 3.对市场有正确认知，布局较为稳健；
管理层	以赖建法、唐建明为核心的管理团队在中通体系地位颇高，且对行业的认知度和把控度颇深。	人才梯队完善	无	顺心捷达的高管是新竹、老新邦和德邦组成，仍然需要时间磨合	高管团队平均35岁，磨合时间长，经验丰富有良好人才培养体系
加盟商	拥有大基数快递加盟商，从中容易挑选出优质加盟网点做快运	百世网点积累时间久，人才质量较高，后起网的公司喜欢挖百世的人	与中通快运情况相同	顺心捷达在有顺丰名誉背书的情况下，较容易吸引到优质加盟商	2015年尝试加盟制挽留优秀职业经理人，说明存在人才流失现象

2.如何识别优质快运公司 | 定位与布局

- **定位**：定位市场与主要产品决定市场规模。件量大一方面可以通过薄利多销完成积累，另一方面件量与降成本会通过规模效应形成正反馈。快运与快递一样，中低端市场是我国主体，因此中通、百世、韵达、顺心捷达相比之下，在定位上更具优势。
- **布局**：布局早晚决定操作难度，布局越晚，想达到同样的规模，难度就更大。一方面，快运优质加盟网点稀缺，先手挑选加盟商占一定优势；另一方面，起步晚难免会遇到竞争对手阻击，增大发展难度。因此百世和德邦具备一定先发优势。

图表32：各快运公司定位、布局对比表

	中通快运	百世快运	韵达快运	顺丰快运+顺心捷达	德邦快运
定位	中低端快运市场 主打10KG-300KG小票	中低端快运市场 产品线布局完善	中低端快运市场 主打30KG-100KG小票	中低端+高端市场 产品线布局完善	高端市场 产品线布局完善
布局	2016年成立 布局较晚	2012年成立 布局早 手握大量优质加盟网点	2017年成立 布局较晚	2014年成立顺丰重货 2018年成立顺心捷达 中低端市场布局较晚	1996年成立 高端市场龙头 没有布局中低端市场

2.如何识别优质快运公司 | 管理

- **网络平衡**：快运末端服务质量要求和难度甚至高于快递，对于加盟制公司，保证末端网点能赚钱是做好质量管理的首要条件。要确保服务统一和执行力，最核心的因素就是平衡利益。目前来看，中通和百世网络平衡做的最好。
- **质量管理**：快运核心竞争力是品质，越来越多公司意识到这一点，并且将着重打造服务和品质作为新策略。百世、中通、韵达、顺心捷达、德邦均对客户体验和服务质量非常看重。

图表33：各快运公司管理能力对比表

	中通快运	百世快运	韵达快运	顺心捷达	德邦（合伙人部分）
网络平衡	中通首创的“派费制”和“同建共享”均保证其利益分配在加盟制快递公司中做的最好	机构在百世上市前做过调研，虽然总部亏损，但发现加盟商赚钱，说明百世利益平衡得不错	无	顺心短时间快速起网，新旧网点利益难以平衡。且顺丰没有加盟制基因，处理起来有学习成本。	无
质量管理	2019年战略：“一切工作筹划都要围绕提升品质展开，一切工作落实都要以提升品质为根本标准”	将2019年定义为百世“质量元年”，提出要从规模竞争转移至价值竞争	优先转运，优先派送；40KG以内免费上楼；闪电理赔，优先赔付	顺心捷达： 主打时效牌、派件优先。例：要求12点钟之前清收完成90%，派件拿1.3的系数，低于80%，拿0.8的系数	把客户体验当做“命根子”，投入大量资金至末端配送。
成本控制	中通快运执行总裁唐建明在成本管控方面的经验非一般人能比。	无	无	无	定位中高端，没有刻意做成本控制

投资策略：长期看好中通快递、百世集团、顺丰控股

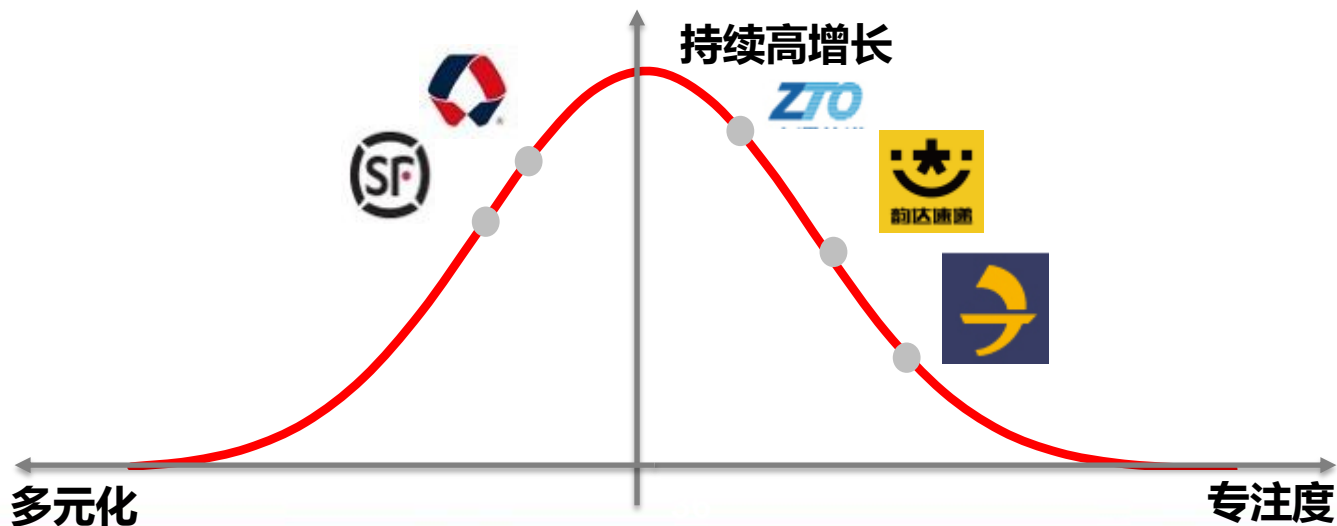
1. 长期成长逻辑 | 战略布局

- **布局多元化**：布局多元化越强，公司越大概率在长期发展中更持久地增长，并且率先取得某些领域的先发优势。但前期的资金、人力投入会导致资金流紧张，主业发展受影响。在错误方向投入大量精力而错过行业风口对公司发展产生的负面影响非常巨大。
- **布局专注度**：布局专注度越高，公司越大概率在中期大幅提升自身行业竞争力。但是在过渡期，可能会因为学习成本和路径依赖未能及时把握市场机会而落后。
- **战略布局**：布局的多元性和专注度此消彼长，只有在二者中取得平衡，才能保证长期持久地发展。百世多元化布局尺寸把握得不错，没有走太多歪路；顺丰布局很大，未来上限很高，但也可能因此走弯路，错过机会，发展不够平滑。中通专注度很高，稳扎稳打，市场嗅觉好，执行能力强，能迅速把握出现的市场机会。

图表34：公司战略布局详细情况对比

公司	业务布局
德邦	德邦快递、德邦快运、德邦仓储
韵达	韵达速递、韵达快运、优递爱
百世	百世供应链、百世快递、百世快运、百世店加、百世国际
顺丰	时效、经济、重货、冷运、国际、同城配
中通	中通快递（国内、国际）、中通快运、中通金融

图表35：公司战略布局详细情况对比



2.中期发展逻辑 | 快运发展

- **排序打分**：根据上文分析对6家有快运业务的上市公司进行排序打分，跟据得分由小到大进行排序。排序靠前说明更高概率是一家优质快运公司。
- **快运发展**：综合上文分析，预计未来快递上市公司快运发展的前景排名如下：百世快运 > 中通快运 > 顺丰（快运+顺心） > 德邦、韵达快运。

图表36：各快运公司排序打分对比图

		百世快运	中通快运	顺丰快运+顺心	韵达快运	德邦
人才梯队	老板	无明显优劣				
	管理层	2	1	2	3	1
	加盟商	1	2	3	4	4
	加总	3	3	5	7	5
	排序	百世快运、中通快运 > 顺心捷达、德邦 > 韵达快运				
定位布局	定位	1	1	1	1	3
	布局	1	2	3	3	1
	加总	2	3	4	4	4
	排序	百世快运 > 中通快运 > 顺丰、德邦、韵达快运				
管理	网络平衡	2	1	3	3	4
	质量管理	1	1	1	2	1
	成本控制	2	1	3	2	3
	加总	5	3	7	7	8
	排序	中通快运 > 百世快运 > 顺心捷达、韵达快运 > 德邦				
	综合排序	百世快运 > 中通快运 > 顺丰（快运+顺心） > 德邦、韵达快运				

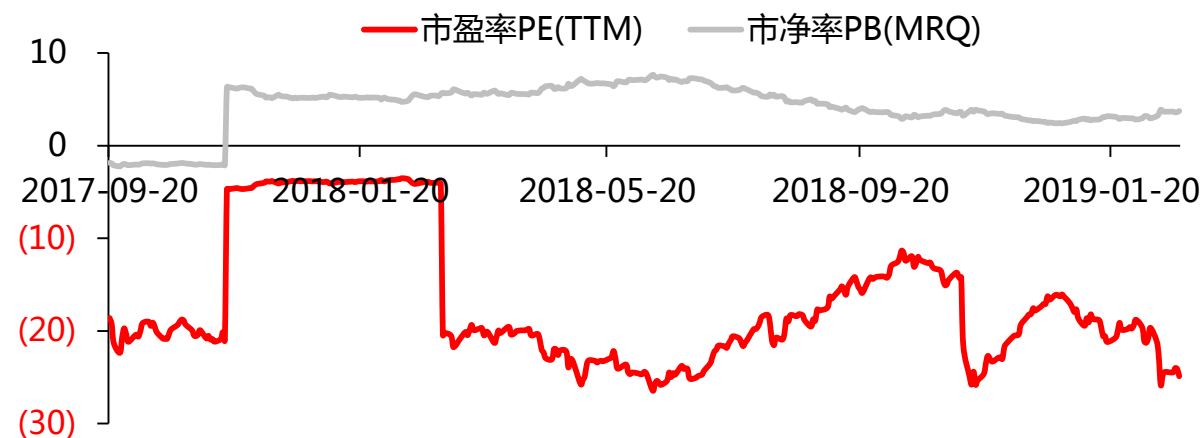
3.综合判断 | 长期看好中通快递、百世集团、顺丰控股

- 综合上文判断，长期推荐中通快递、百世集团、顺丰控股。

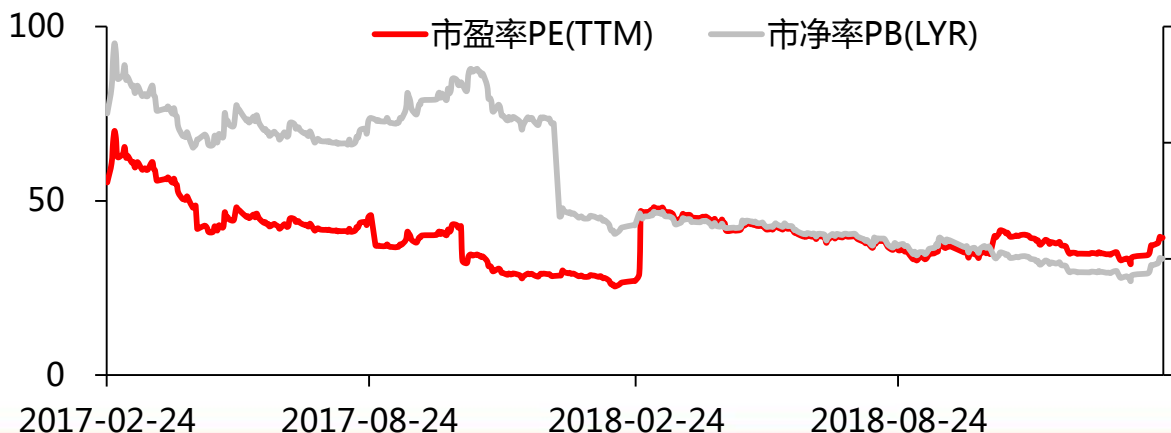
图表37：横向估值对比

代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(MRQ)	EV/EBITDA
002352.SZ	顺丰控股	1,638.04	1,638.04	39.44	4.70	20.79
ZTO.N	中通快递	1,036.56	765.16	24.53	3.21	25.13
002120.SZ	韵达股份	581.83	581.83	24.30	5.41	22.81
600233.SH	圆通速递	366.57	366.57	22.37	3.56	19.10
002468.SZ	申通快递	345.04	345.04	17.51	4.28	16.15
603056.SH	德邦股份	171.74	171.74	26.51	4.54	13.93
BEST.N	百世集团	150.89	93.74	--	3.74	(18.13)
平均值		612.95	566.02	25.78	4.21	14.25

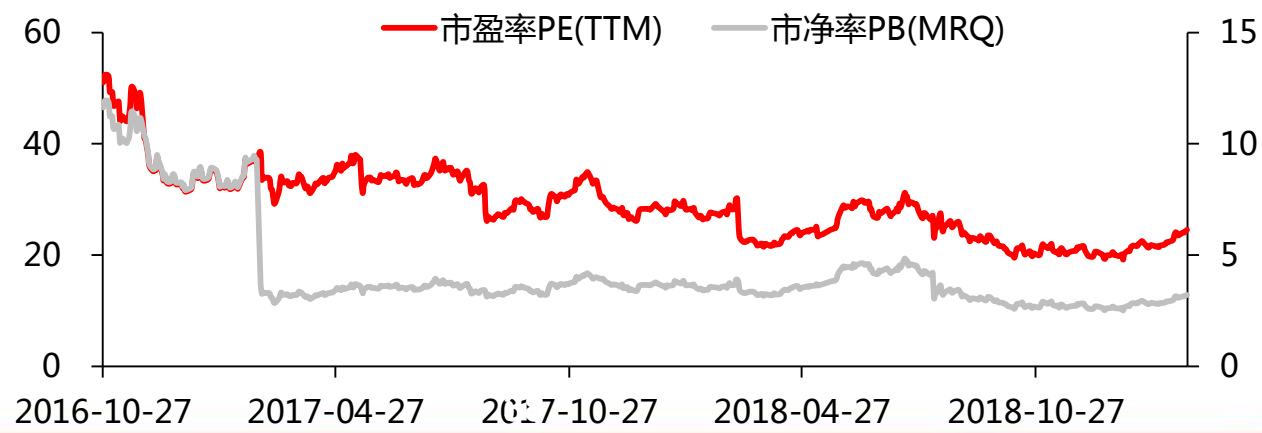
图表38：百世横向估值对比



图表39：顺丰纵向估值对比



图表40：中通横向估值对比



分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

致谢

感谢李然、许杰、彭钊琦对本报告做出的贡献。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。