

加盟快递看成本控制，直营快递看边际改善

2019下半年交通运输投资策略-快递

证券分析师：闫海 A0230519010004

研究支持：游道柱 A0230118010008

2019.7.8



砥砺前行 · 申万宏源2019夏季策略会

Forge Ahead · SWS 2019 Summer Strategy Conference

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

主要内容

1. 单量：电商件快递延续高增长态势
2. 竞争格局：价格战加速行业集中度提升
3. 加盟快递：降成本是硬道理
4. 直营快递：关注边际改善带来业绩弹性

1.1 网购仍是快递行业持续高增长的主要动力

- **快递始于商务需求，兴于网络购物：**
- 第一阶段快递需求来自商务活动；第二阶段快递主要需求来自于网络购物领域。从当前阶段来看，快递行业的需求主要来自电商件、商务件、个人散件，其中2018年电商件占比已到78%左右。

图1：2013-2018年业务量及增速



资料来源：国家邮政管理局，申万宏源研究

图2：2013-2018年电商件增速及电商增速

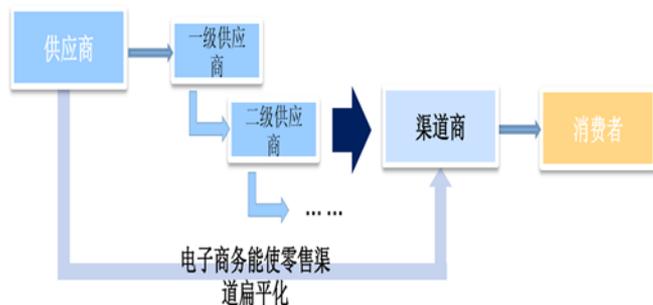


资料来源：国家邮政管理局，申万宏源研究

1.1 网购仍是快递行业持续高增长的主要动力

- **追根溯源，国内网络购物持续高增长的原因是什么？**
- 对比中美零售体系，国内零售供应链复杂且冗余、区域分割的流通体制阻碍实体零售业跨区域扩张，这些可以归结为国内网络购物持续高增长的主要原因。**从长期定位来看，国内网络购物市场规模自 2011 年已超过传统零售的重要渠道大卖场的规模，显然已不是传统零售的补充，而是一种重要替代，并终将成为一个更为重要的零售渠道。**

图3：国内零售供应链复杂且冗余



资料来源：《零售世界》，申万宏源研究

图4：2013-2018年网络实物零售额复合增速37%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1.2 新型电商平台的崛起拓宽了网络购物市场的广度

■ 以拼多多为例，2018年GMV同比增长234%

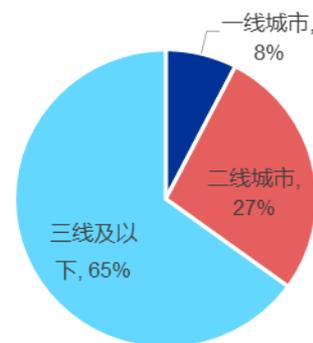
- 拼多多近 65%的用户分布在三线及以下城市；
- 相较于阿里和京东，更低的客单价。根据拼多多招股说明书，2017年的GMV为1412亿元，共计产生订单总数为43亿单，依此测算2017年拼多多客单价仅为32.8元，远低于阿里与京东200-220元的客单价。

图5：拼多多的拼团购物模式



资料来源：拼多多APP，申万宏源研究

图6：拼多多用户分布情况



资料来源：易观，申万宏源研究

1.2 新型电商平台的崛起拓宽了网络购物市场的广度

■ 分季度来看:

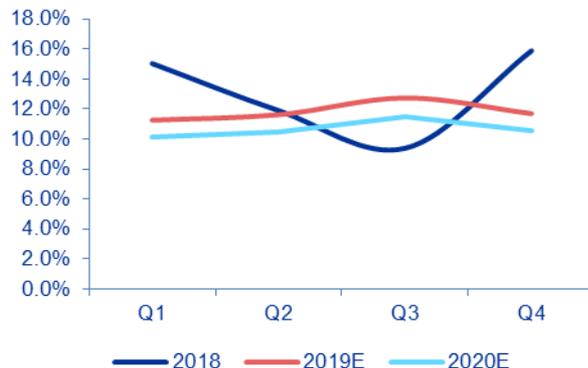
- ① 2018年拼多多包裹量占比18.9%，之前市场高估了行业对拼多多的依赖度（21.9%）；
- ② 2019年拼多多包裹增速为77.8%（2018年为161%），非拼多多为9.9%。假设2020年拼多多包裹量增速降至50%，非拼多多包裹降至6%，则2020年包裹增速为19.2%。

图7：单季度单量增速情况（%）



资料来源：国家邮政局，申万宏源研究

图8：非拼多多快递增速情况（%）



资料来源：wind，申万宏源研究

1.3未来电商仍将带动快递行业持续高增长

■ 从年度来看:

- ①增速分化：2019-2020电商件增速23-25%，但非电商件增速仅7-10%；
- ②增速分化在2019Q1更加明显：通达系增速为40-45%，而以商务件为主的顺丰仅7.3%。

表1：2018-2020年快递行业业务量规模及增速测算

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
行业业务量 (亿件)	91.9	139.6	207	312.8	400.6	507.1	616.9	740.5
YOY (%)		51.90%	48.28%	51.11%	28.07%	26.59%	21.65%	20.04%
1.1电商件部分：								
社会消费品零售总额 (亿元)	242842.8	271896.1	300930.8	332316.3	366261.6	399225.1	437550.7	477367.8
YOY (%)		12.0%	10.7%	10.4%	10.2%	9.0%	9.60%	9.10%
实物商品网络零售额 (亿元)	14327.7	21751.7	32424	41944	54806	70198	85759.9	103111.5
YOY (%)		51.8%	49.1%	29.4%	30.7%	28.1%	22.2%	20.2%
电商渗透率 (%)	5.9%	8.0%	10.8%	12.6%	15.0%	17.6%	19.60%	21.60%
客单价 (元/件)	247	236.4	226.7	186.2	182.4	178	174	170
电商件业务量 (亿件)	58	92	143	225.3	300.5	394.4	492.9	606.5
YOY (%)		58.6%	55.4%	57.6%	33.4%	31.2%	25.0%	23.0%
1.2非电商部分：								
GDP增速 (%)	7.80%	7.30%	6.90%	6.70%	6.90%	6.70%	6.40%	6.40%
非电商件业务量 (亿件)	33.9	47.6	64	87.5	100.1	112.7	124.0	133.9
非电商件增速 (%)		40.4%	34.5%	36.7%	14.4%	12.6%	10.00%	8.00%

资料来源：国家统计局，国家邮政局，申万宏源研究

主要内容

1. 单量：电商件快递延续高增长态势
2. 竞争格局：价格战加速行业集中度提升
3. 加盟快递：降成本是硬道理
4. 直营快递：关注边际改善带来业绩弹性

2.1 电商件产品同质化导致行业均价连年下滑

■ 行业均价逐年下滑:

- 2018年同城件与异地件综合均价为8.14元，相较2013年下降幅度高达25.8%；
- 以产粮区义乌为例，2018年行业均价同比下降近27%。

图9：年度同城件与异地件综合均价（元/件）



资料来源：国家邮政管理局，申万宏源研究

图10：主要产粮区均价走势（以义乌为例，元/件）



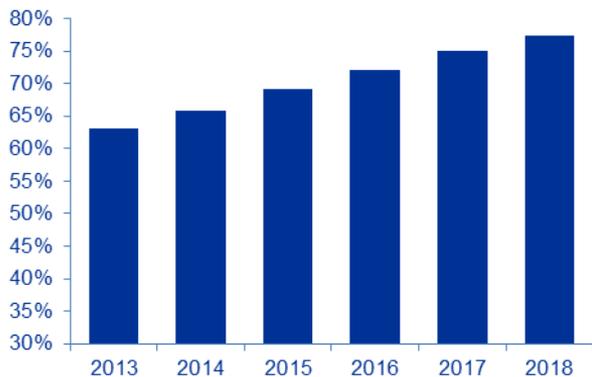
资料来源：国家邮政管理局，申万宏源研究

2.1 电商件产品同质化导致行业均价连年下滑

■ 电商件占比提升也是行业均价逐年下滑原因之一：

- 电商件占比大幅提升，2013-2018年占比提升超过了10个百分点；
- 剔除掉国际件以及顺丰、EMS等影响，电商件均价仅为同城件与异地件综合均价70%左右。

图11：电商件业务量占比变化趋势（%）



资料来源：国家邮政管理局，申万宏源研究

图12：电商件均价走势（元/件）



资料来源：国家邮政管理局，申万宏源研究

2.2 价格战加速行业集中度的提升

■ 价格战加速行业集中度的提升:

- ①CR5单量市占率：2019Q1提升至69%，较2018Q1增加10个百分点；
- ②对于龙头公司：“降低单件收费-更高单量规模-更低单位成本-（更有能力让利末端）”

图13：CR5单量市占率同比提升了10个百分点



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 直营快递以服务取胜，平均单价处于高处稳定状态

■ 以顺丰控股为例:

- ①顺丰在运营上区别于“通达系”的价低竞争，不参与低端快递的价格战；
- ②2013-2017年平均单件收入基本在22-24之间，均远高于行业的同城件与异地件综合均价。

图14：顺丰控股单件收入远高于行业（通达系为终端价格，元/件）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

主要内容

1. 单量：电商件快递延续高增长态势
2. 竞争格局：价格战加速行业集中度提升
3. 加盟快递：降成本是硬道理
4. 直营快递：关注边际改善带来业绩弹性

3.1 “规模效应-成本壁垒”是现有电商快递龙头成长路径

■ 由于业务模式趋于同质化，通达系产品没有明显的区别：

- 从通达系电商快递公司过去十多年的发展来看，也基本延续着“适当降价—更大市场份额—规模效应—成本壁垒”这样的成长路径。

图15：韵达股份历年单量、单件收入与成本



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图16：圆通速递历年单量、单件收入与成本



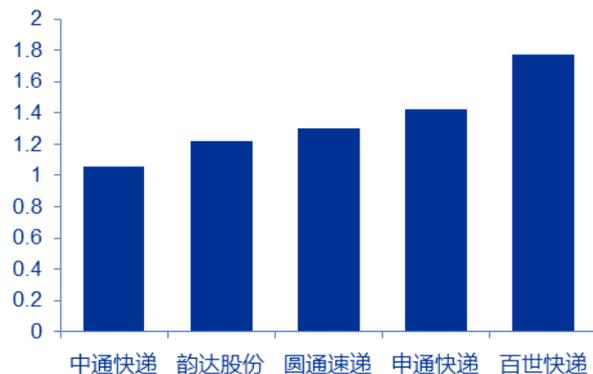
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.1 “规模效应-成本壁垒”是现有电商快递龙头成长路径

■ 从通达系角度来看，单件成本的控制能力直接关系到末端揽件能力：

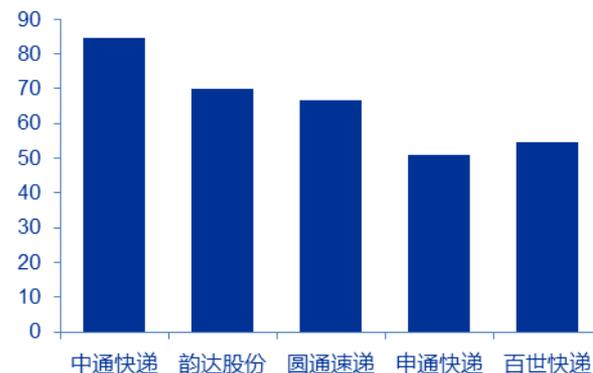
- 按照统一口径比较单票成本，百世快递 > 申通快递 > 圆通速递 > 韵达股份 > 中通快递，而单量市占率基本则是按照“单票成本较低者最高”的排序（百世快递亏钱打市场例外）。

图17：2018年统一口径单票成本（元/单）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图18：2018年各家单量（亿单）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.1 “规模效应-成本壁垒”是现有电商快递龙头成长路径

■ 成本较低的公司获得更高估值:

- 以A股三家电商件快递公司为例，过去两年（2017年6月23日-2019年6月18日），韵达股份PE（TTM）的平均数为29.1倍、圆通速递为26.2倍、申通快递为18.3倍。可以看出，成本较低的韵达股份获得了更高的估值。

图19：A股三家电商件快递公司PE（TTM）对比



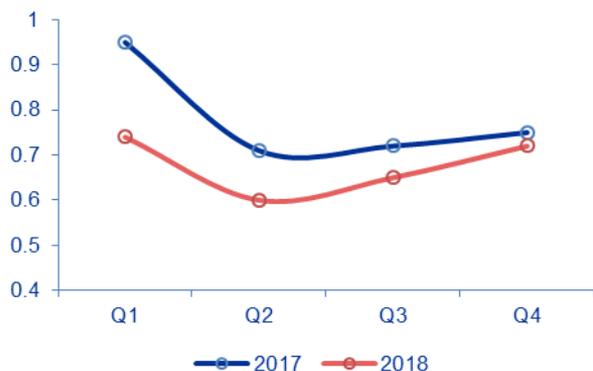
资料来源：wind，申万宏源研究

3.2 对于成本暂时领先者，优化资产带来成本继续下降

■ 以中通快递为例:

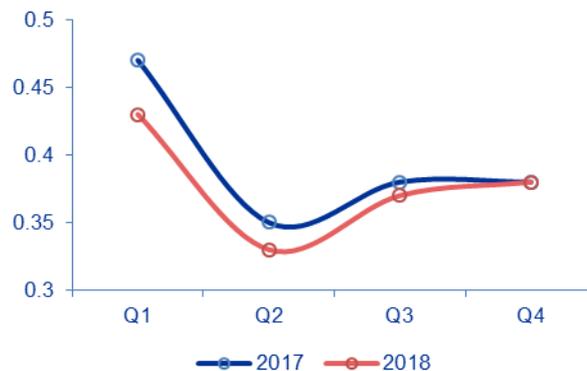
- 我们按照自有卡车运输比例达到90%，则在有人驾驶条件下，中通快递的单票干线运输成本极限值为0.50元。
- 按照同等条件自动化单票分拣成本下降30%、未来自动化分拣处理包裹比例上升到90%测算，则中通快递的单票分拣成本极限值为0.33元。

图20：中通快递单票运输成本情况（元/件）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图21：中通快递单票分拨成本情况（元/件）



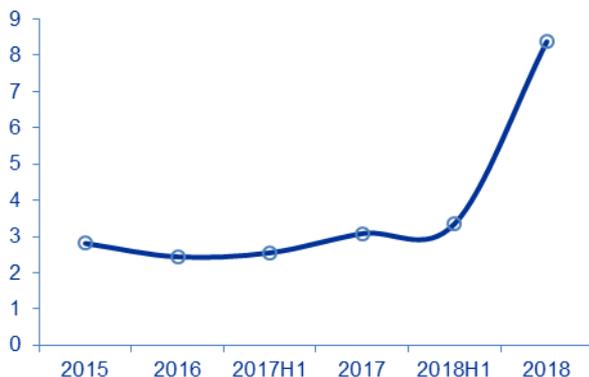
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 对于成本暂时落后者，“补资产短板”是降成本核心

■ 以圆通速递为例:

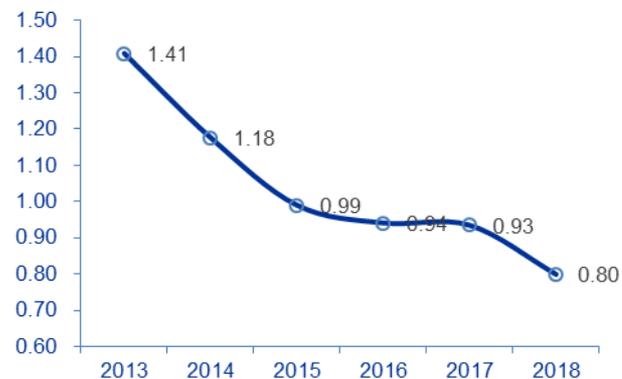
- 未来干线运输成本的主要措施仍然是卡车大型化、提高自有卡车比列。
- 如果圆通速递能够继续保持在自动化分拣方面“补短板”的节奏，那么单票分拨成本有望在2019年、2020年迎来更加确定性的下降。

图22：圆通速递运输工具账面原值（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图23：圆通速递干线运输成本情况（元/件）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

主要内容

1. 单量：电商件快递延续高增长态势
2. 竞争格局：价格战加速行业集中度提升
3. 加盟快递：降成本是硬道理
4. 直营快递：关注边际改善带来业绩弹性

4 直营快递关注边际改善带来的业绩弹性

■ 以顺丰控股为例:

- 从顺丰控股自身来说，成本费用比较刚性，收入增速不及预期或超预期，业绩弹性均较大。
- 从今年开始，顺丰控股主动开始调整，开源节流。节流体现在成本管控上，从今年一季报来看，毛利率增加了0.4个百分点；开源体现在公司针对下游客户需求的情况，主动对现有产品进行分层，5月份开始单量增速出现环比改善。

图24：顺丰控股单季度单量及增速情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

- 从电商件快递公司内部之间来看，单件成本下降幅度仍然是当前阶段观察电商件快递的核心指标。资产投入不同是现有电商快递龙头成本差异的核心原因，对于成本暂时落后者，“补资产短板”是未来降成本的核心。**长期看好业绩成长性最稳定的韵达股份、补短板在成本端取得明显成效的圆通速递，关注阿里入股后有望迎来效率提升的申通快递。**
- **顺丰控股：开源节流，收入、成本费用端改善带来业绩弹性。**节流体现在成本管控上，从今年一季报来看，毛利率增加了0.4个百分点；开源体现在公司针对下游客户需求的情况，主动对现有产品进行分层，5月份开始单量增速出现环比改善。

表2：重点公司估值表

代码	公司名称	评级	当前股价		EPS			PE		
			2019/7/5	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
002120	韵达股份	买入	30.99	1.58	1.24	1.49	20	25	21	
002468	申通快递	增持	27.09	1.34	1.44	1.76	20	19	15	
002352	顺丰控股	买入	33.93	1.03	1.14	1.40	33	30	24	
600233	圆通速递	买入	12.48	0.67	0.81	1.02	18	15	12	
603056	德邦股份	增持	14.37	0.74	0.89	1.22	19	16	12	

资料来源：wind，申万宏源研究

- 行业价格战超预期；
- 阿里对行业格局的影响超预期；
- 电商需求不及预期。

信息披露

证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华南	赵馨睿	0755-28332823	13530336936	zhaoxr@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

“慧博资本”报告采用领先的“投资研究大数据”数字平台

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

闫海
yanhai@swsresearch.com