

交通运输

快递行业深度报告：
万亿空间群雄逐鹿，龙头降本增效筑壁垒

评级：增持

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

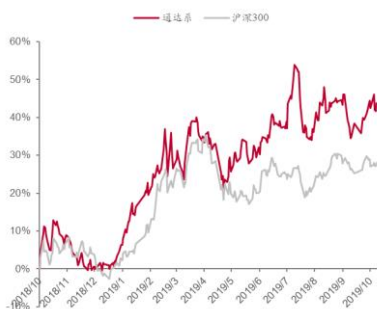
研究助理：徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	41
行业总市值(百万元)	562510
行业流通市值(百万元)	163128

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
韵达股份	31.89	1.31	1.5	1.27	1.55	35	25	21	17	0.28	未评级
圆通速递	12.84	0.51	0.6	0.74	0.86	33	17	15	12	0.46	未评级

注：盈利预测来自于 wind 一致预期。

投资要点

■ 如何看待快递接下来的增速？

■ 我们认为，未来 3-5 年快递行业仍将保持 15-20% 的复合增速，主要驱动力于：1) 长尾品类在传统电商的渗透率持续提升，传统电商预计维持 20% 增长；2) 新型电商平台崛起。如，拼多多带动快递市场快递下沉。3) 快递市场内部结构性增长贡献新增量。中西部区域以及跨境电商带动国际快递市场增长提速，跨境电商 18 年交易额保持 40% 较高增速。

■ 如何看待未来快递市场格局？

- 1) 行业特征：国内快递模式本身具备较强的进入壁垒和规模效应，构成市场集中度提升的基础。
- 2) 海外经验：参考美国快递行业的演变，价格战是快递行业走向集中的必经之路。龙头企业在价格战中以成本、服务为壁垒，行业不断整合，最终 CR3 达 70% 以上，形成寡头市场。
- 3) 国内市场：价格战下二线企业持续出清，一线格局初显。国内的快递单票价格从 2016 年开始持续走低，从趋势看，2019 年 5 月开始价格下行趋缓。在价格战中，全峰、天天、等二线快递出清，行业前八大市占率自 2017 年以来持续上行至目前 82%，其中头部增速快于行业。目前快递单票价格下行趋缓，龙头领先身位确立，有望持续稳健增长。

■ 如何看待快递行业竞争要素和头部企业竞争？

- 单票成本、加盟商管理和服务水平是快递行业三个核心竞争要素，在价格战冲击下，成本管控能力起决定作用。
- 竞争要素一：成本管控。1) 面单成本：均在 0.1 元以下，成本空间释放主要来自于运输环节和中转环节。2) 运输成本：中通凭借规模最大的自有车队、大运力牵引车和前端高快递量带来的规模效应，单票运输成本为业界最低，0.68 元/票。相应，韵达运输成本为 0.83 元/票，改善空间较大，具体改善来自于路由设计优化、区域单量平衡和车辆自有率提升。3) 中心操作成本：中通持续领先行业，为 0.38 元/票。韵达通过转运中心直营化和自动化设备持续投入，在中心操作成本上自 14 年起迅速下降，目前已与中通基本持平。
- 竞争要素二：加盟商管理。中通和韵达是最早开启小加盟、精细化管理的先河，背后反映管理层前瞻性决策。中通、韵达的商均网点量分别为 6.7 和 7.5 个，低于圆通 8.3 和中通 11.2，韵达前五大客户占比仅为 5.7%，低于中通的 29%。平衡的加盟网络与管理层的前瞻性决策有关，在扁平化的小加盟模式下，单一加盟商体量小，整体集中度低，有利于总部权威性的维持和对全网的管控。
- 竞争要素三：服务水平。本质是成本管控和加盟商管理的延伸。
- 整体看，在核心成本管控环节，中通和韵达已形成“资本开支扩大→服务

水平上升、成本下降→业务量上升→进而通过规模效应带来成本进一步下降“的良性循环，在快递单票价格下行趋缓的背景下，中通与韵达单票成本分别低于业界 21%、14%，后来者难以赶超。

- 投资建议：建议关注龙头领先身位确立、成本管控出色、营收增长稳健的中通快递、韵达股份；及边际改善，具备预期差的圆通速递。
- 风险提示：电商增速不及预期，价格战恶化，人工成本快速上升

内容目录

行业发展：电商驱动快递行业加速成长	- 6 -
中国网购成就全球最大快递市场	- 6 -
传统网购，持续扩容	- 7 -
渠道下沉，提供增量	- 8 -
跨境电商，初见蓝海	- 10 -
空间格局：万亿空间在集中，以史为鉴看格局	- 11 -
寡头市场或将成型，黎明前夕静待拐点	- 11 -
加盟模式更具备电商快递基因	- 14 -
万亿市场，寡头分食	- 18 -
龙头争霸：成本+管理+服务筑龙头护城河	- 19 -
盈利受压抢市场，成本管控为核心	- 19 -
小加盟强管理，直击模式痛点	- 24 -
精耕时代，服务至上	- 25 -
投资建议与盈利预测	- 26 -
韵达：降本增效筑优势，业绩估值共成长	- 26 -
圆通：管理变革初见成效，步入加速赶超通道	- 26 -
风险提示	- 26 -
宏观经济下行风险	- 27 -
行业价格战恶化风险	- 27 -

图表目录

图表 1：规模以上快递业务收入及增速（亿元）	- 6 -
图表 2：规模以上快递业务量及增速（亿件）	- 6 -
图表 3：我国快递量占全球一半以上（亿件）	- 6 -
图表 4：我国快递业务量约为美国三倍	- 6 -
图表 5：传统电商 GMV 增速放缓（亿元）	- 7 -
图表 6：快递业务量与网购规模增速高度相关	- 7 -
图表 7：互联网与网购渠道渗透率	- 7 -
图表 8：传统电商移动 APP 月活数及增速（万）	- 7 -
图表 9：网购渠道分品类渗透率（2017 年）	- 8 -
图表 10：快递市场地域结构（亿件）	- 8 -
图表 11：拼多多 GMV 快速增长（亿元）	- 9 -
图表 12：拼多多月活数快速增长（万人）	- 9 -
图表 13：2018 年中国移动网民城际分布	- 9 -
图表 14：2019 年拼多多用户城际分布	- 9 -

图表 15: 2019 年 6 月主流电商 APP 用户重合情况	- 10 -
图表 16: 快递行业细分板块构成 (按业务量, 亿件)	- 10 -
图表 17: 跨境进口 B2C 电商交易额 (亿元)	- 10 -
图表 18: 快递公司跨境电商服务模式	- 11 -
图表 19: 复盘美国快递价格战, 集中度提升势在必行	- 11 -
图表 20: 外卖平台市占率	- 12 -
图表 21: 即时配送服务商市占率	- 12 -
图表 22: 规模以上快递单价已处低位	- 12 -
图表 23: 快递单票价格降幅趋缓	- 12 -
图表 24: 快递行业 CR8 演变 (%)	- 13 -
图表 25: 快递有效申诉率演变	- 13 -
图表 26: 中美日快递行业 CR3 对比	- 13 -
图表 27: 国内快递行业 CR3 已处于上升通道	- 13 -
图表 28: Fedex 在价格战结束后股价迅速提升	- 14 -
图表 29: Fedex 在价格战后营业收入持续上升	- 14 -
图表 30: Fedex 在价格战前后杜邦分析	- 14 -
图表 31: Fedex 价格战前后盈利表现	- 14 -
图表 32: 快递业务流程示意图	- 15 -
图表 33: 2018 年中通电商快递价值链	- 15 -
图表 34: 加盟与直营模式优劣对比	- 16 -
图表 35: 直营模式服务水平更高	- 16 -
图表 36: 直营模式需要购置大量固定资产 (亿元)	- 16 -
图表 37: 主要快递企业类型对比	- 16 -
图表 38: 直营/加盟体系不同商业模式	- 17 -
图表 39: 2018 年不同快递体系市占率	- 17 -
图表 40: 2018 年快递公司上下游占款比率	- 18 -
图表 41: 快递行业市场空间与市场格局预测	- 19 -
图表 42: 快递单票价格持续下跌 (元)	- 20 -
图表 43: 快递业务量增速大于快递收入增速	- 20 -
图表 44: 中通单票运输成本常年占据优势 (元/票)	- 20 -
图表 45: 2018 年通达系运输设备账面净值 (亿元)	- 20 -
图表 46: 中通干线运输车辆自有率最高 (2018 年)	- 21 -
图表 47: 中通车辆自由率逐步提升	- 21 -
图表 48: 韵达、中通单票中转成本常年占据优势 (元)	- 21 -
图表 49: 2018 年通达系加盟中心自营化率 (个)	- 21 -

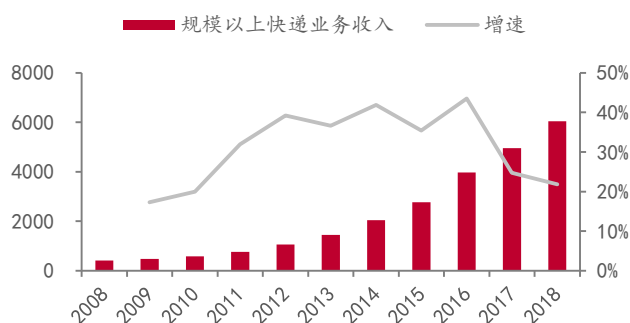
图表 50: 18 年行业自动化分拣设备账面价值 (亿元)	- 22 -
图表 51: 18 年单个转运中心处理件数 (亿件/年)	- 22 -
图表 52: 18 年快递行业人均能效 (万件/人)	- 22 -
图表 53: 18 年快递行业土地使用权账面价值 (亿元)	- 22 -
图表 54: 通达系面单成本 (元/票)	- 22 -
图表 55: 可比单票成本 (元/票)	- 23 -
图表 56: 快递公司毛利率变化	- 23 -
图表 57: 快递公司营收增加净额 (亿元)	- 23 -
图表 58: 快递公司扣非归母净利润率变化	- 23 -
图表 59: 18 年募集资金承诺投资项目 (亿元)	- 24 -
图表 60: 18 年通达系加盟商与网点数量 (个)	- 25 -
图表 61: 小加盟类直营化管理模式	- 25 -
图表 62: 龙头企业快递延误申诉率 (件/百万件)	- 25 -
图表 63: 龙头企业快递丢失/损坏申诉率 (件/百万件)	- 25 -
图表 64: 快递企业服务满意度排名	- 25 -
图表 65: 通达系格局逐渐明晰	- 25 -

行业发展：电商驱动快递行业加速成长

中国网购成就全球最大快递市场

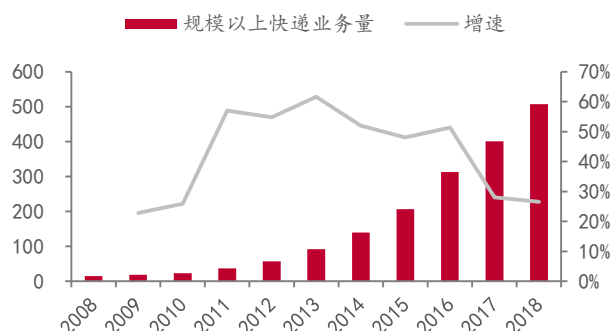
- 我国快递行业的发展最早可追溯至 1985 年成立的中国速递服务公司 (EMS), 但直到网购的逐渐普及, 国内快递行业才迎来爆发式增长。2008 至 2018 年, 我国规模以上快递业务收入从 408.4 亿元增长至 6038.4 亿元, CAGR 高达 30.9%。同期规模以上快递业务量则从 15.1 亿件增长至 507.1 亿件, CAGR 高达 42.1%。自 2014 年开始, 我国快递业务量连续 5 年稳居世界第一, 超过美、日、欧等发达国家总和, 快递业务量增速亦显著高于上述国家和全球平均水平。

图表 1: 规模以上快递业务收入及增速 (亿元)



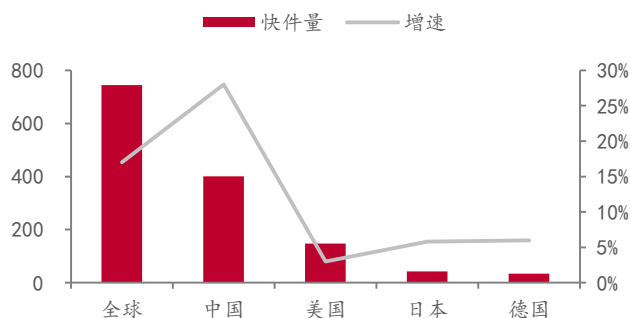
来源: 国家邮政局、中泰证券研究所

图表 2: 规模以上快递业务量及增速 (亿件)



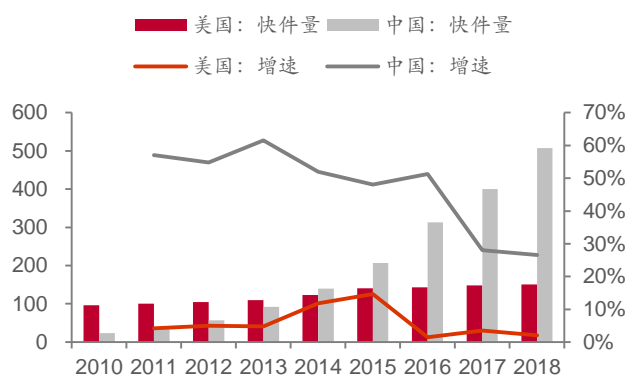
来源: 国家邮政局、中泰证券研究所

图表 3: 我国快递量占全球一半以上 (亿件)



来源: 中通研究院、中泰证券研究所

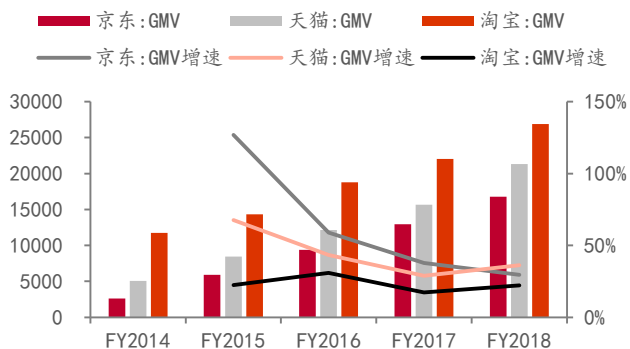
图表 4: 我国快递业务量约为美国三倍



来源: 中通研究院、中泰证券研究所

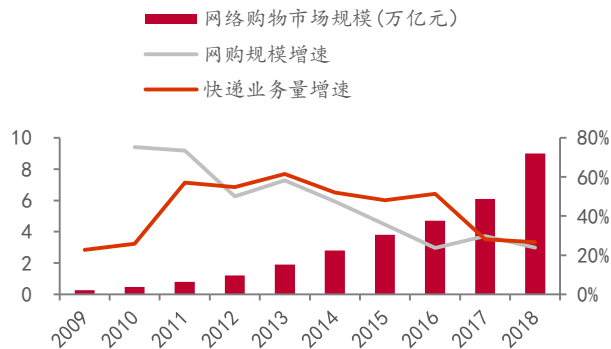
- 拆分需求看, 快递行业的需求主要来自电商件、商务件和个人散件。其中 2018 年电商件的占比已接近 80%。我们认为, 当前传统电商 GMV 增速稍有回落, 但中国互联网与网购渗透率尚有空间。电商消费下沉与跨境电商发展带来新增量, 电商件空间依旧可观: (1) 不同品类商品网购渗透率提升仍能推动传统电商平台实现较快速的增长; (2) 拼多多等新型电商进一步挖掘了中低端网购需求且正迅速扩张; (3) 快递市场内部结构发生变化, 中西部以及国际快递市场增长提速, 贡献新增量。

图表 5: 传统电商 GMV 增速放缓 (亿元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 6: 快递业务量与网购规模增速高度相关

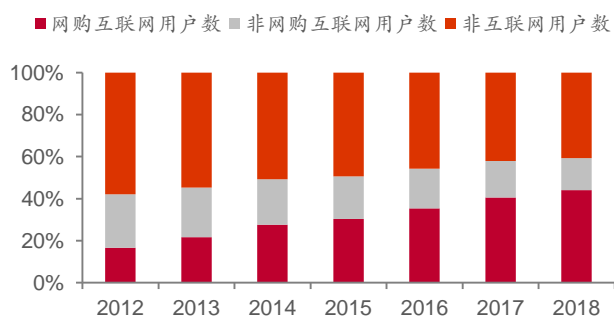


来源: 艾瑞咨询、国家邮政局、中泰证券研究所

传统网购, 持续扩容

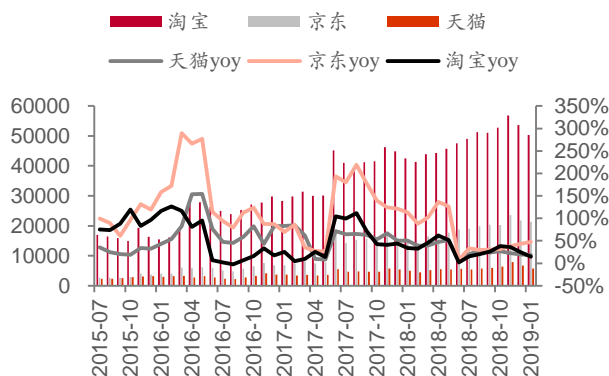
- **网购渗透率提升仍存空间, 传统电商的移动 APP 月活数保持稳定增长。** 目前中国互联网渗透率仅 59%, 其中网购渗透率 (网购用户/总网民) 74%, 仍具提升空间。截至 2019 年 9 月, 实物商品网上零售额占社零比重达 19.5%, 较 2015 年同期 10% 提升了一倍。淘宝、天猫和京东等传统电商 APP 在亿级别的大基数下, 月活数仍保持在 20% 以上的增速, 带来稳定的网购需求增量, 整体网购增速有望得到支撑。

图表 7: 互联网与网购渠道渗透率



来源: CNNIC、中泰证券研究所

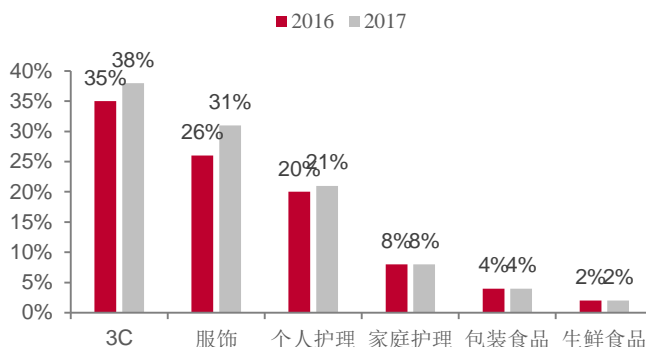
图表 8: 传统电商移动 APP 月活数及增速 (万)



来源: Wind、中泰证券研究所

- **分品类看, 多品类网购渗透率共提升。** 2018 年化妆品、食品和家具等品类线上零售额同比增长 36.2%、33.8% 和 30.1%; 3C 产品的线上销售同比增长超过 80%。但在 2017 年, 宠物护理、3C 产品、家电等领域, 单品渗透率均未超过 40%, 家具、食品饮料等品类网购渗透率不足 10%。伴随网购行为普及和物流业发展, 各品类渗透率加速提升。

图表 9：网购渠道分品类渗透率（2017 年）

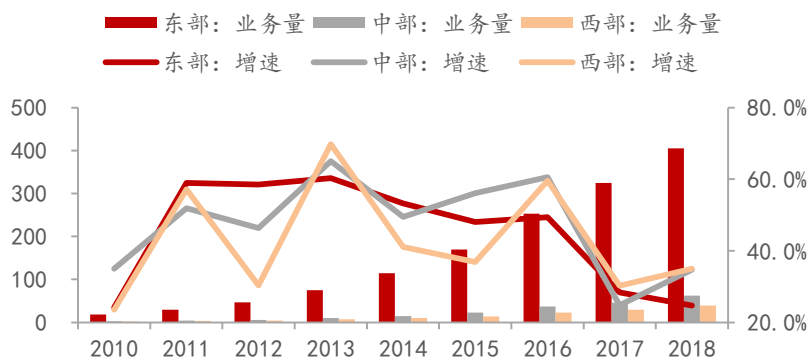


来源：产业信息网，中泰证券研究所

渠道下沉，提供增量

- **分市场看，快递市场需求以东部地区为主，中西部市场增速明显高于东部，低线城市需求增长韧性强。**2018 年，我国东部地区快递业务收入和业务量占比分别为 80%及 79.9%，是快递行业最主要的需求来源。同期东、中、西部快递业务收入增速分别为 20.4%、26.6%和 29.3%，业务量增速分别为 24.7%、34.7%及 35%。我们认为，伴随中西部经济的快速崛起及低线城市电商渗透率快速提升，中西部地区快递需求有望进一步释放。截至 2018 年 12 月，阿里系电商年度活跃用户 6.4 亿，较同期上涨 23.5%，其中 70%的新增用户来自三线以下城市。

图表 10：快递市场地域结构（亿件）



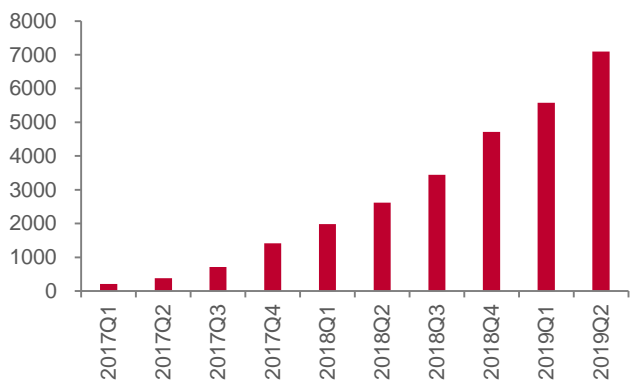
来源：国家邮政局，中泰证券研究所

- **拼多多贡献 6 成增量，新兴渠道超速崛起。**成立于 2015 年的拼多多凭借“拼团+社交”的新模式，快速吸引大量新用户，并依靠超低价的商品保持了目标用户的黏性。截至 2018 年，拼多多活跃买家数量 4.19 亿，年度 GMV 为 4716 亿元，同比增长 234%；订单量达 111 亿笔，同比增长 158.1%，同期快递行业完成业务量 507.1 亿件，同比增长 26.6%，拼多多快递量占比全行业 21.9%。增量边际贡献来看，拼多多 2018 年

贡献了行业新增快递量的 63.8%。

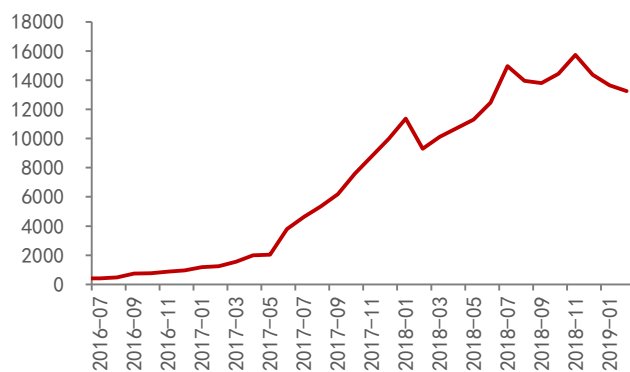
- 拼多多在其独特的经营模式下，以远低于业界水平客单价带来快递需求的超预期增加，同等 GMV 下，拼多多的订单量（快递需求）为其他平台的 4~5 倍。

图表 11：拼多多 GMV 快速增长（亿元）



来源：公司公告、中泰证券研究所

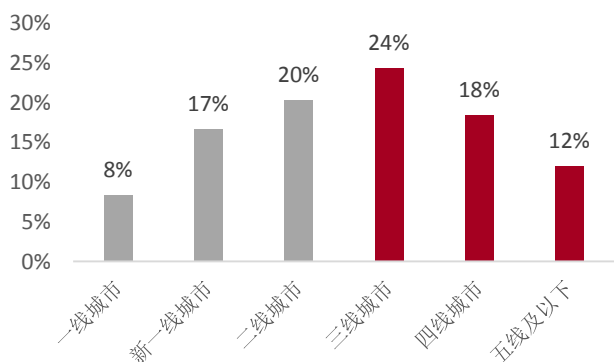
图表 12：拼多多月活数快速增长（万人）



来源：Wind、中泰证券研究所

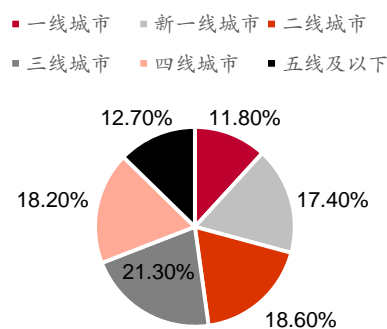
- **专注低线城市市场的拼多多，挖掘电商新需求。**对于头部平台而言，用户的重合不可避免，在这种情况下，平台用户对竞品安装比例在一定程度上能够反应平台竞争力。截至 2019 年 6 月，淘宝平台用户 46.2% 安装了拼多多，高于其他平台；京东平台用户中 46.6% 安装了拼多多，仅次于手机淘宝。此外，社交、内容分享型电商加速渗透导流，蘑菇街 2018 年 GMV 达到 144 亿元，值得买与小红书 GMV 均突破 100 亿，值得买 17 年、18 年增速达到 80%、67%。以拼多多为首的新型电商平台加速电商零售渠道及快递服务深度与广度的拓展。

图表 13：2018 年中国移动网民城际分布



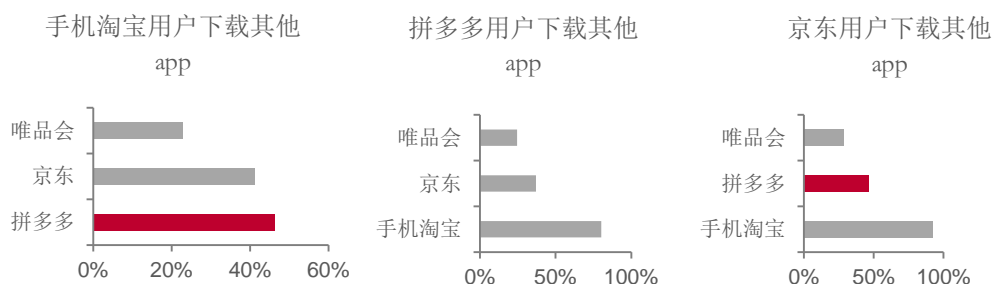
来源：QuestMobile、中泰证券研究所

图表 14：2019 年拼多多用户城际分布



来源：QuestMobile、中泰证券研究所

图表 15：2019 年 6 月主流电商 APP 用户重合情况

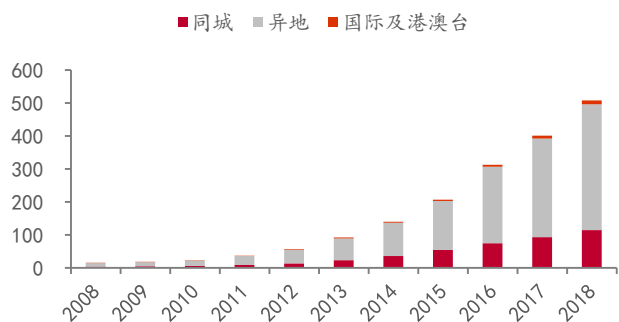


来源：QuestMobile、中泰证券研究所

跨境电商，初见蓝海

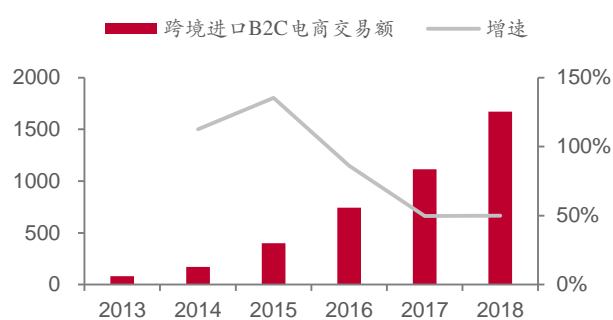
- **国际及港澳台快递市场蕴含较大潜力。**按运输距离由近及远，快递市场可细分为同城、异地和国际及港澳台三大板块，2018 年业务量占比分别为 22.5%、75.3%和 2.2%，同比增速分别为 23.1%、27.5%和 33.7%。居民收入水平的提高使得跨境电商市场方兴未艾，带动国际及港澳台快递市场的发展。2018 年，中国的 B2C 跨境电子商务交易额超过 200 亿美元，比上一年增长了 50%。其中，出口贸易额为 80 亿美元，比上一年增长 67%，进口贸易额约为 120 亿美元，同比增长 40%，远高于网购整体增速。

图表 16：快递行业细分板块构成（按业务量，亿件）



来源：国家邮政局、中泰证券研究所

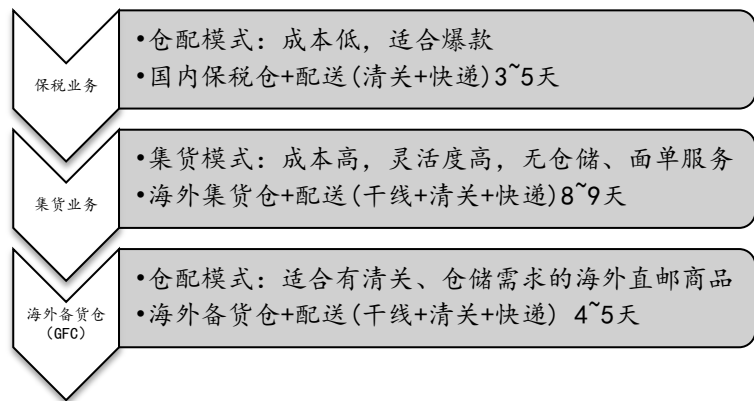
图表 17：跨境进口 B2C 电商交易额（亿元）



来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

- **快递公司纷纷布局跨境业务，新型保税仓、GFC 仓业务模式赋能快递市场。**截至 2019 年 6 月，韵达已有山东、香港等地自有保税仓；申通着重开拓了伯明翰、纽约、洛杉矶等地海外仓配分拨中心。

图表 18: 快递公司跨境电商服务模式



来源：菜鸟跨境业务说明书，天猫国际，中泰证券研究所

- **小结：**中国快递市场是全球最大的快递市场，以电商销售为主要驱动，且空间广阔：1) 传统电商仍在扩容中，网购渗透率与品类渗透率持续提升；2) 电商销售与快递业务持续下沉，以拼多多为首的新型电商平台贡献增量，实现 18 年快递件量超预期增长；3) 跨境电商近年兴起，快递为跨境电商提供基础设施，跨境快递业务总量虽小，增速超其他渠道。

空间格局：万亿空间在集中，以史为鉴看格局

寡头市场或将成型，黎明前夕静待拐点

- **复盘美国快递价格战，行业集中度提升势在必行。**美国快递行业在电子产品等高附加值小件运输需求激增的情况，在 1982-1989，1992-1995 这两段时间进行了快递行业两次洗牌，头部企业靠着**成本、服务优势**主动压价抢量，在价格战中存活，达成寡头稳态竞争格局，价格战后 CR3 达 70%以上。

图表 19: 复盘美国快递价格战，集中度提升势在必行

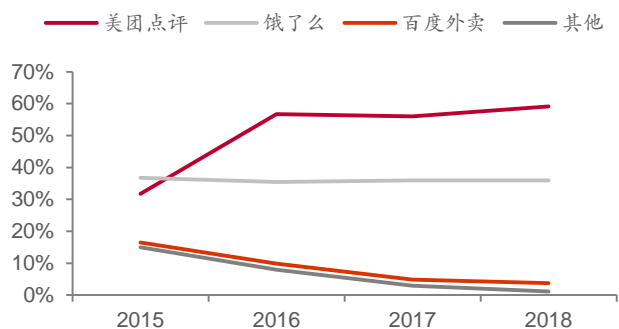
市场	需求	价格战时间	竞争方式	胜利者优势	战争号角吹响前	价格战过程	结束标志	结局
美国快递	高附加值产品、商务件等	1982-1989	末位淘汰	成本、资本、服务	航空管制放开，快递行业复合增速40%以上，吸引了Emery、Airborne, UPS, USPS等新进入者加入，新进入公司营收也加速增长。	UPS发起降价开始抢量，在价格战5年期间量件共增长150%，龙头迅速提升市场份额。行业内利润持续降低	再无降价跟随者，胜利者提价	末位公司亏损严重被迫出清，头部存活企业达成价格和解
		1992-1995	头部厮杀	成本、资本、服务	行业产品同质化严重，市场增速放缓，上次价格战胜利公司欲相互厮杀获取绝对市场领导权。	UPS发起降价，头部公司盈利状态出现分化	再无降价跟随者，胜利者提价	CR3达到70%以上形成寡头稳态格局
中国快递	主要为电商件	2013-	行业大混战	成本、资本、服务	行业持续高增速，头部公司两次易主，同质化竞争严重。	目前中通发起价格战头部抢量，并上调目标量件，明示战意	或为再无降价跟随者，胜利者提价	留存3家左右头部企业，市场增长大蛋糕

来源：Bloomberg，公司公告，Opinion Research Corporation，中泰证券研究所

- **同时参考急速整合的外卖行业现状，价格战后寡头垄断。**外卖平台、外卖即时配送服务与快递存在一定相似度：前期进入壁垒低，B2C 商业模

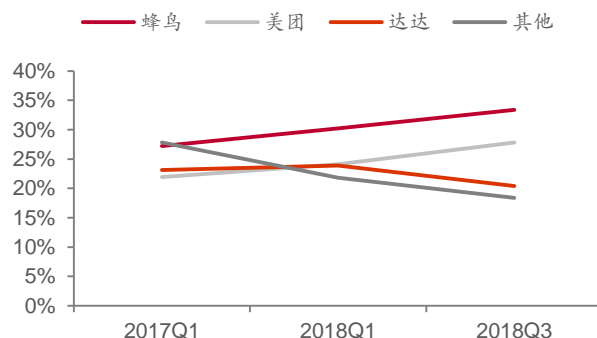
式下具有一定的规模效应；与移动互联网渗透率密不可分；在惨烈的价格战进行行业整合发展。就结果来看，可参考基本形成双寡头稳态竞争的外卖平台与外卖即时配送服务商，**快递行业或将迎来稳态竞争格局。**

图表 20：外卖平台市占率



来源：艾媒咨询、中泰证券研究所

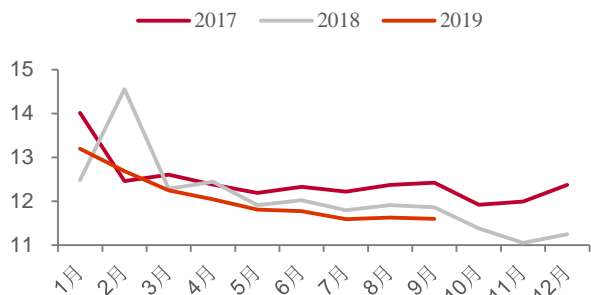
图表 21：即时配送服务商市占率



来源：艾媒咨询、中泰证券研究所

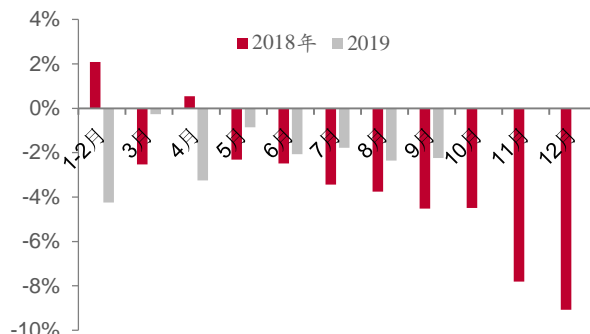
- 国内价格战现状：降幅趋缓，静待拐点。从 2016 年开始快递价格持续走低，2019 年至 9 月，快递单票价格已达同月历史最低位，5 月开始价格下行趋缓。

图表 22：规模以上快递单价已处低位



来源：wind、中泰证券研究所

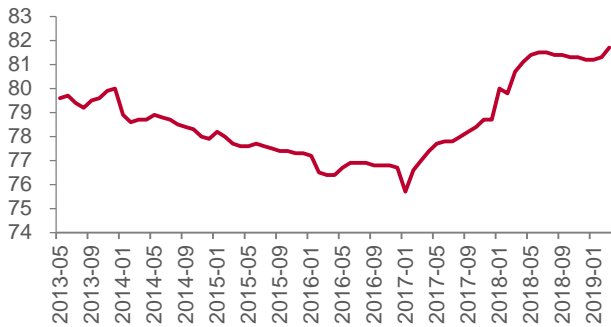
图表 23：快递单票价格降幅趋缓



来源：wind、中泰证券研究所

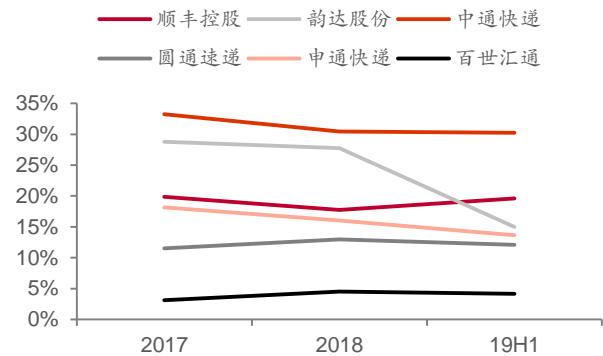
- 国内快递行业告别粗放式发展，快递龙头规模效应形成行业壁垒，二线快递已洗牌出清。2017 年开始，全峰、天天、国通等三线快递企业纷纷退出行业竞争；优速、安能、宅急送等二线快递受价格战压力影响退出电商快递竞争，转向快运、同城等其他物流赛道。
- CR8 占比持续提升，但部分一线快递触及盈亏平衡，快递市场进一步出清，静待行业拐点。快递行业中百世汇通市占率 14% 以上，但失败的成本管控能力让其在快递业务中黯然失色，毛利率仅为 3.8%，远低于其他 CR8 快递公司。成本压力或令百世无法跟随中通的带头降价节奏，参考美国快递行业经验，价格战恶化态势减弱，行业出清有助于龙头地位进一步巩固。

图表 24：快递行业 CR8 演变 (%)



来源：国家邮政局、中泰证券研究所

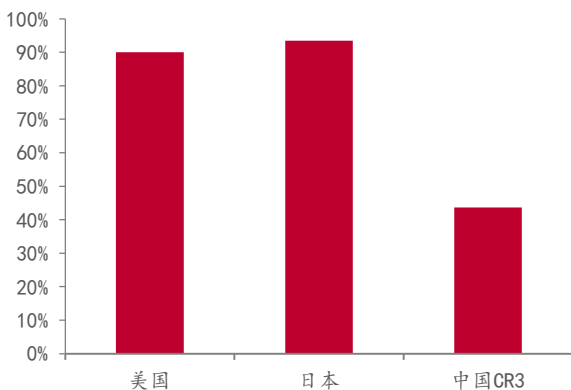
图表 25：快递有效申诉率演变



来源：Wind、中泰证券研究所

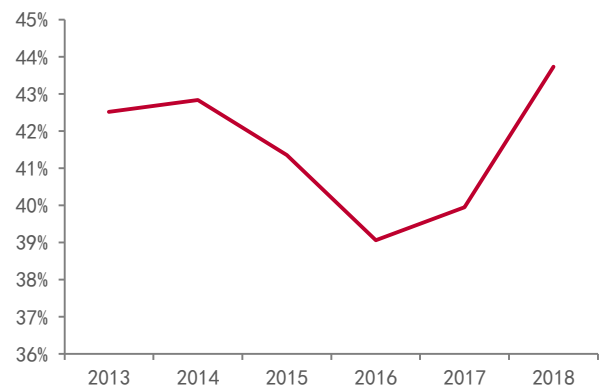
- **行业集中外生因素：**对比美日成熟经验，我国快递市场份额将进一步向龙头企业集中。2018 年快递行业 CR3 仅为 43.7%，明显低于美国的 90% 和日本的 93.49%。
- **行业集中内生因素：价格战恶化态势减弱，一线企业间将继续整合：**(1) 快递行业具有典型的规模效应，龙头企业成本优势明显。中转成本与运输成本边际毛利提升显著；(2) 消费者对快递服务质量的逐步重视，有利于提升龙头企业的壁垒；(3) 配送网络是快递行业主要的进入门槛，龙头企业已基本完成了对全国地级市和绝大部分乡镇的覆盖，总部对终端把控力更强，从而有效地在加盟系统内进行利益分配，提高加盟商积极性。事实上，自 2016 年来，CR3 已经处于明显的上升通道。

图表 26：中美日快递行业 CR3 对比



来源：Bloomberg、中泰证券研究所

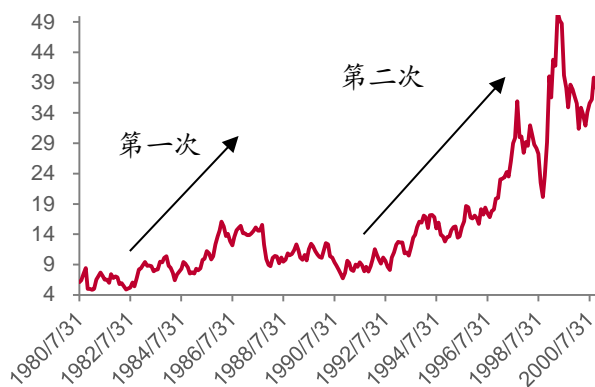
图表 27：国内快递行业 CR3 已处于上升通道



来源：国家邮政局、中泰证券研究所

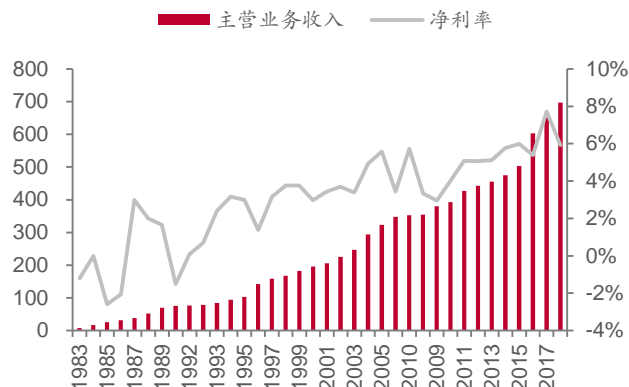
- **价格战未来走向：单票价格下行趋缓，二线出清，龙头格局初现端倪。**参考美国快递行业价格战价格战中，联邦快递的表现：**1) 市场表现：**龙头公司股价价格战中股价震荡上行，快递战结束后，寡头地位确定，股价拉升；**2) 价格战前后，市场规模持续扩张，营收利润持续增长。**

图表 28: Fedex 在价格战结束后股价迅速提升



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

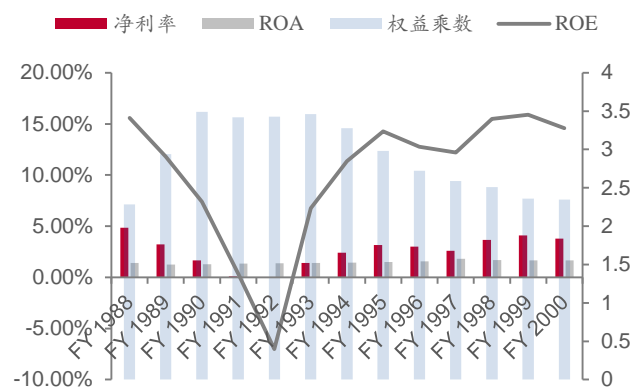
图表 29: Fedex 在价格战后营业收入持续上升



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

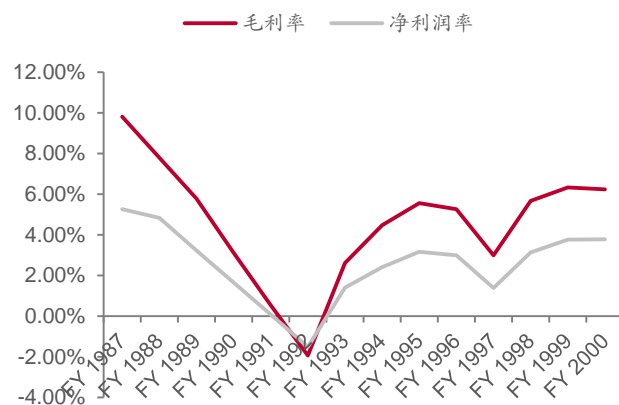
- 3) 价格战期间影响盈利能力和财报质量, 价格战后盈利修复。**1987年-1992年, 联邦快递毛利率、净利率、ROE 走低, 权益乘数放大, 但在快递战结束后, 盈利持续修复, 财务杠杆也有所优化。龙头企业价格战期间盈利受到影响, 但价格战利于行业出清, 价格战结束后, 龙头企业市场份额持续提升, 盈利估值双修复, 成本、服务护城河深厚的龙头企业最终走到最后。对应国内快递行业格局, 当前行业二线出清趋势确立, 头部企业之间的格局初现端倪 (CR3 加速集中), 最终有望产生类似联邦快递的市场寡头。

图表 30: Fedex 在价格战前后杜邦分析



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 31: Fedex 价格战前后盈利表现



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

加盟模式更具备电商快递基因

- 国内快递企业分加盟与直营两种模式, 分别主打电商件和商务件市场, 两者相互补充。**快递业务主要分为揽件、中转和派件三个环节。1) 在加盟模式下, 终端揽件和派送环节由加盟商及加盟网点完成, 转运环节

则由快递公司总部直营（少部分加盟）的转运中心负责。快递公司总部收入主要包括面单费（向揽件加盟商收取）、转运费和派送费（向派送加盟商收取）。2）直营模式中，从转运中心到网点均为总部自建，因此终端揽件收入均计入总部收入。

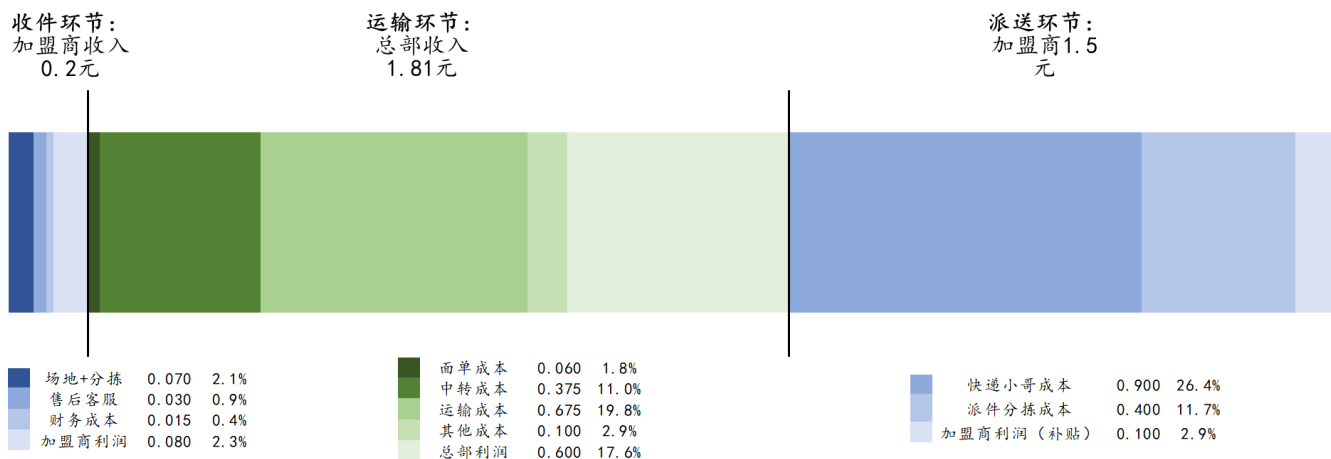
- 以中通为例，电商快递单件收入大致在 3.5-4 元左右；总部与加盟商收入基本持平分成。但是在市场激烈竞争下，加盟商收件利润微薄，仅占整条价值链 2.3%；派送基本是收入成本持平状态，加盟商配送环节利润基本靠总部补贴，约 0.1 元/单。电商件利润基本沉淀在总部渠道，总部毛利润约 0.6 元/件。

图表 32：快递业务流程示意图



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 33：2018 年中通电商快递价值链



来源：公司公告，中泰证券研究所测算

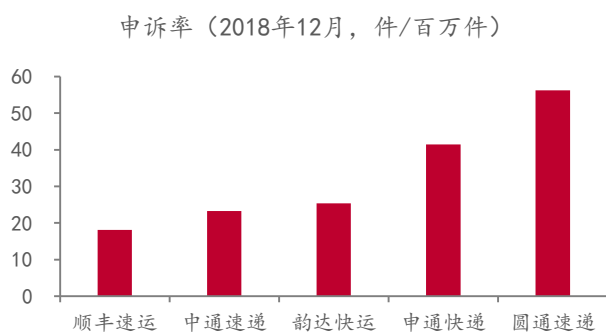
- **对比两类模式：**1) 加盟制有利于调动大量社会资本兴建快递网络从而实现快速扩张，例如在广阔的低线城市及乡村市场，加盟模式有利于企业快速站稳脚跟，抢占市场。但总部对加盟商缺乏约束则可能导致服务水平参差不齐。加盟模式适应单价较低且对时效性要求较低的电商业市场。

图表 34: 加盟与直营模式优劣对比

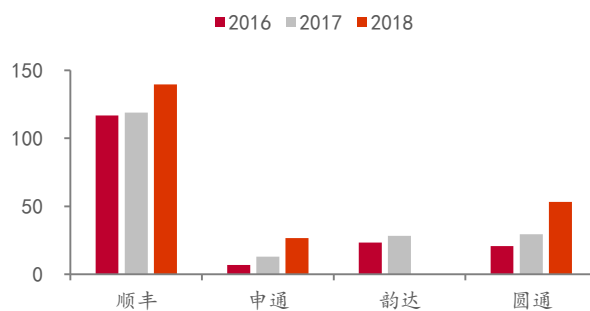
类型	直营模式	加盟模式
优势	企业统一形象，统一管理，统一服务	利用较少的资金较快地进行业务拓展
	管理效率高，总部指令能够很快传达到各分支机构	业务分包有利于激发加盟商拓展业务的动力
	整体信息化水平较高，操作规范，投递速度快	价格优势
劣势	用于组建团队、购买运输工具等资金需求量大	管理困难：总部指令执行程度不一，很难统一管理
	投资周期较长，需要时间来培育打造自己的品牌	利益多元化：加盟商各自为政，时有接私活的现象
	网络拓展速度相对较慢	业务处理能力不强，在开展增值业务方面存在极大风险
	管理成本高	加盟商缺少动力购置新设备，导致整体装备水平低，信息化技术落后

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 2) 直营模式下，总部拥有对网点的绝对掌控力，可以保持服务水平标准化及高效的执行效率，缺点则是需要大量资金自建网络。直营模式适应注重时效性和安全性、对价格不敏感的商条件市场。

图表 35: 直营模式服务水平更高


来源：国家邮政局、中泰证券研究所

图表 36: 直营模式需要购置大量固定资产 (亿元)


来源：Wind、中泰证券研究所

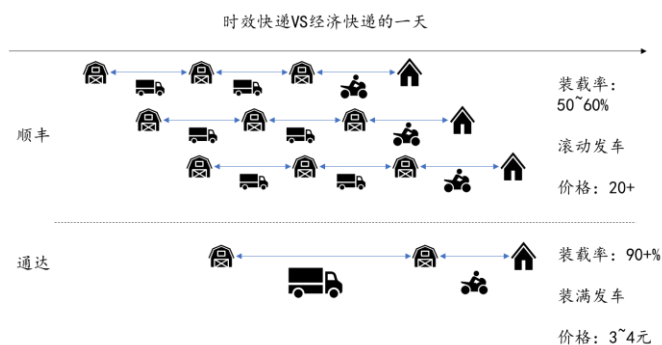
图表 37: 主要快递企业类型对比

企业类型	特征	价格	主营市场	运营模式	代表企业
外资快递企业	历史悠久,全球网络发达	高	国际件	直营	Fedex、UPS、DHL等
国有快递企业	网络完善,资源丰富	较高	公函、国企商务件等	直营	EMS
大型民营快递企业	服务优质,口碑好	高	国内商务快递和高端电商件	直营	顺丰速运
	竞争激烈,性价比高	低	电商件和个人件	加盟	三通一达
企业自建快递	服务高效,针对性强		满足企业自身发展	直营	京东快递、苏宁快递等

来源: 公开资料整理、中泰证券研究所

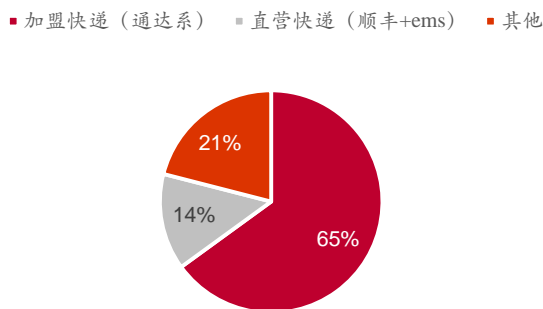
- 由于顺丰和通达系定位不同,故经营策略也不同。顺丰采用每日多频次滚动发车每车装载率为 50-60%,各级网点接力传输,多次分拨,以成本换高时效、高毛利;通达系以每日单频次为主,保障每辆车装载率在 90%以上,尽量减少分拨次数,以降低成本,以时效换低成本。
- 在这种不同的经营策略下,加盟快递模式显然更适应价格敏感、时效不敏感的,规模较大的电商件;直营时效快递更适合时效要求高、价格敏感的商务件/个人件。18 年加盟快递(通达系)市占率高达 65%,单票收入在 4 元以下;直营快递(顺丰和 EMS)市占率为 14%。

图表 38: 直营/加盟体系不同商业模式



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

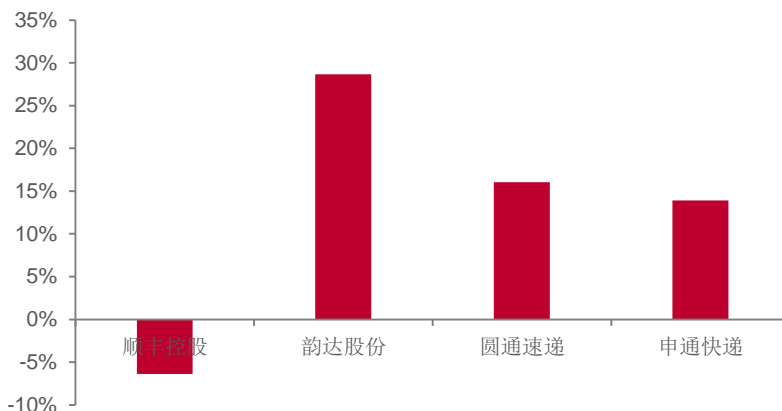
图表 39: 2018 年不同快递体系市占率



来源: 中国邮政局, 公司公告, 中泰证券研究所

- **快递是最具规模效应的物流赛道，加盟模式下的通达系更是具有天然电商快递基因。**
 - 1) **标准化、轻量化使快递在整个物流大板块中更易具规模优势，且同等载重下利润更高。**国内快递主要服务于 3kg 以下的电商小件，体积和重量相较于零担、整车、供应链等运输形状、重量、体积差异大货物的物流行业，快递行业在分拣自动化、运输装车等环节具有明显的规模优势，且同等重量收入利润更高。
 - 2) **客户为价格敏感型，电商大户偏爱高性价比的通达系，顺丰时效异地快递均价在 20 元以上，经济件走陆运，速度和通达系基本一致，价格也在 5~10 元左右。即便单票差 0.5 元/件，日发货量上万的电商每月可省下 15 万快递费，大电商自然倾向于 4 元以下的通达系，还会优中选优与最便宜的快递服务商签约。**
 - 3) **通达系模式更灵活，运输、派送成本更低。**直营模式下的顺丰是定时发车模式，而通达系则是装满即发。顺丰揽件派件要求是“下单一小时上门，下车两小时配送”；快递量较大的通达系每天不定时派件，菜鸟网络的安排下就近揽件：这直接导致了顺丰末端派件员业务完成量（2018 年日均派件 38 件）远低于通达系派件员（2018 年日均派件 135 件）。
 - 4) **加盟制度快递位处整条快递产业链利润最丰厚的环节，且预收款模式说明加盟总部具有强话语权，可以占用更多上下游资金（效果为零息放大经营杠杆），提升 ROE。**

图表 40: 2018 年快递公司上下游占款比率



来源：wind，中泰证券研究所

注：该指标计算方法为 占款比率=（应付款+预收账款-预付账款-应收款-存货）/净资产

万亿市场，寡头分食

- **万亿市场空间，寡头分而食之。**参考国内相似行业（外卖平台和即时配送企业）与海外成熟市场格局，经过价格战之后，快递行业或将迎来寡头稳态竞争格局。2017 年 2 月颁布的《邮政业发展“十三五规划”》中规划到 2020 年，我国快递业务量有望超过 700 亿件，快递业务收入达到 8000 亿以上。基于拼多多等新型电商平台加速辐射低线城市、跨境

电商的蓬勃发展，2018 年快递业务增速超过市场预期（25%），同时根据 2019 年 Q1-3 实际数据，我们测算，2021 年市场规模将超过万亿，CR3 达到 60%以上。

图表 41：快递行业市场空间与市场格局预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
全市场业务量（亿）	139.6	206.7	312.8	400.6	507.1	641.0	775.6	915.2	1052.5
yoy		48%	51%	28%	27%	26%	21%	18%	15%
单价（元）	14.7	13.4	12.7	12.4	11.9	11.7	11.4	11.3	11.4
yoy		-9%	-5%	-3%	-4%	-2%	-2%	-1%	1%
行业规模（亿元）	2045.4	2769.6	3974.4	4957.1	6038.4	7479.9	8869.6	10361.5	12034.9
		35%	44%	25%	22%	24%	19%	17%	16%
CR3 市占率	43%	41%	39%	40%	44%	50%	56%	62%	66%
中通市占率	13%	14%	14%	16%	17%	19%	22%	25%	27%
业务量	18.2	29.5	45.0	62.2	85.2	123.6	170.6	226.9	283.6
yoy		62%	53%	38%	37%	45%	38%	33%	25%
韵达市占率	11%	10%	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%
业务量	15.7	21.3	32.1	47.2	69.9	101.7	140.4	186.7	233.4
yoy		36%	51%	47%	48%	46%	38%	33%	25%
申通市占率	17%	12%	10%	10%	10%	12%	13%	15%	15%
业务量	23.1	25.7	32.6	39.0	51.1	76.3	103.8	132.9	159.4
yoy		11%	27%	20%	31%	49%	36%	28%	20%
圆通市占率	13%	15%	14%	13%	13%	14%	15%	16%	17%
业务量	18.6	30.3	44.6	50.6	66.6	92.2	119.9	149.9	179.8
yoy		63%	47%	13%	32%	38%	30%	25%	20%
顺丰市占率	12%	10%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	9%
业务量	16.1	19.7	25.8	30.5	38.7	48.9	61.1	76.4	95.5
yoy		22%	31%	18%	27%	26%	25%	25%	25%

来源：国家邮政局、公司调研、公司公告、中泰证券研究所

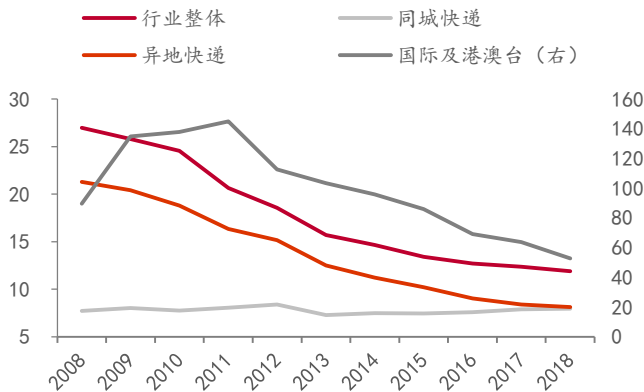
- **小结：**通过借鉴美国及国内外卖行业发展的趋势，我们认为未来国内的快递行业或将走向集中。目前国内快递行业的经营模式主要分为直营与加盟。相比起直营模式，加盟模式更适应于国内的电商驱动的快递行业需求，因此在未来行业趋于集中的趋势下，加盟模式的企业具有更多的竞争优势，其份额也将不断的提升。

龙头争霸：成本+管理+服务筑龙头护城河

盈利受压抢市场，成本管控为核心

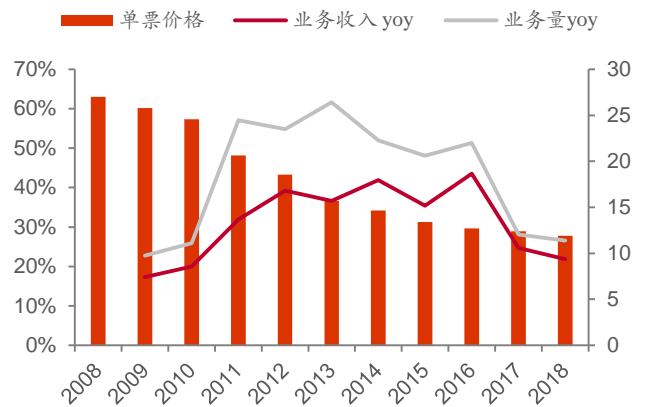
- **行业整合进行中，成本管控为企业核心竞争优势。**快递行业规模效应逐步突显、快递轻量化以及大加盟商直跑降低了总部成本，同时单票快递收入下降。行业整体看，快递业务量增速要远大于快递收入增速，说明行业中普遍存在为了抢占市场份额而压低价格的情况。

图表 42: 快递单票价格持续下跌 (元)



来源: 国家邮政局、中泰证券研究所

图表 43: 快递业务量增速大于快递收入增速



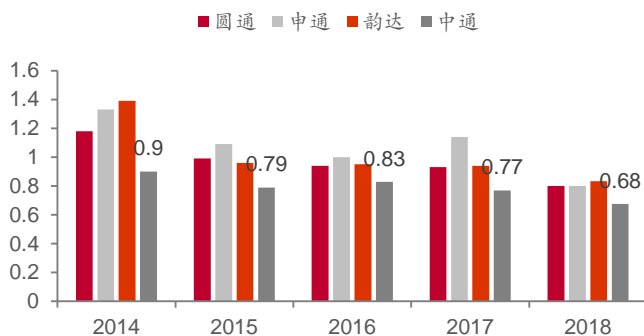
来源: 公司公告、中泰证券研究所

■ 当前单票市场价格已处历年每月低位, 成本管控能力强、现金流充裕的公司将在这场价格马拉松中胜出。快递总部成本可以拆分为运输、中转、面单成本, 我们对通达系的单票成本进行详细拆分、探究最有成本管控能力的快递公司。

1) 运输成本: 中通最优, 韵达改善空间大。中通凭借规模最大的自有车队、最高自营率、数量最多的大运力牵引车和最大快递量带来的规模效应, 中通单票运输成本成为业界最低。

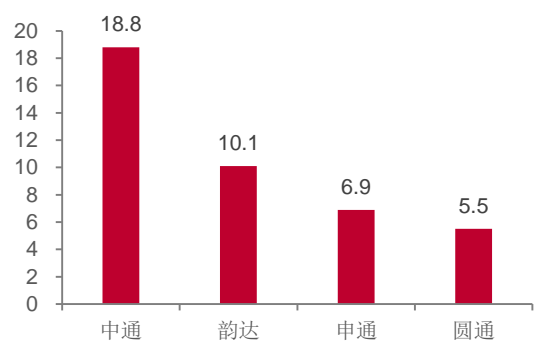
虽然韵达运输设备账面净值不低, 但由于自有车辆少, 三方承运多, 单票运输较中通高, 同时由于韵达业务量的区域分布不如中通平衡, 装载率也不如中通。但得益于精细管理, 韵达优秀的延误、丢件投诉率并未受到外包承运的影响, 若公司随着规模进一步扩大、区域平衡性增加, 提高车辆自有率, 则改善空间为通达系最大。

图表 44: 中通单票运输成本常年占据优势 (元/票)

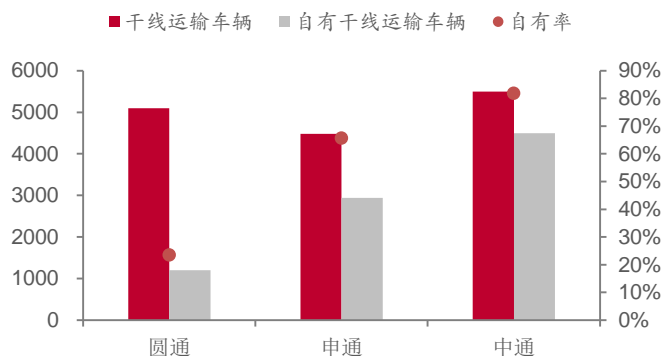


来源: 国家邮政局、中泰证券研究所

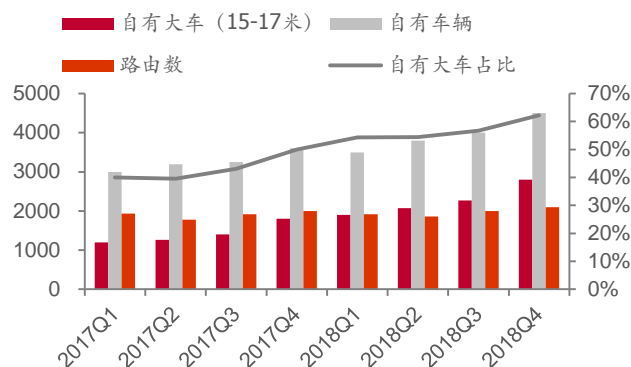
图表 45: 2018 年通达系运输设备账面净值 (亿元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

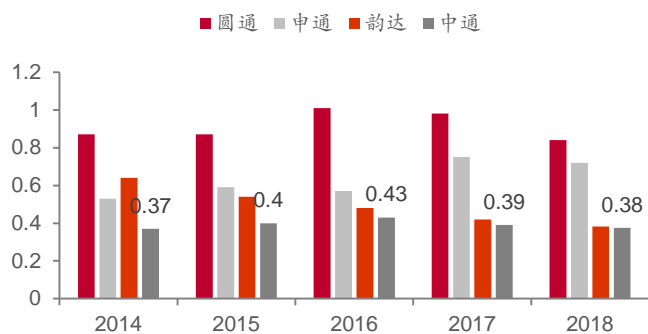
图表 46: 中通干线运输车辆自有率最高 (2018 年)


来源: 国家邮政局、中泰证券研究所

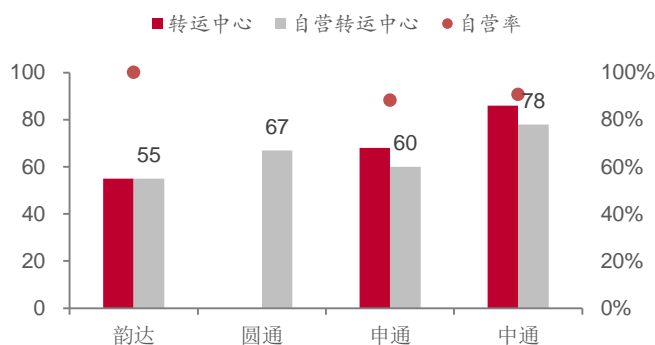
图表 47: 中通车辆自由率逐步提升


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 2) **中转成本: 中通持续最优, 韵达基本赶上, 圆通最具潜能。**韵达、中通自动化改革始于 2016 年先后展开, 目前韵达自动化设备账面价值最高。此外, 各大公司定增或发债筹资的项目中, 韵达募集资金超过 50% 都是分拣自动化设备的采购 (韵达 52%, 圆通 20%, 申通 12%)。同时, 韵达转运中心自营率在通达系中率先达到 100%, 利好韵达单票成本迅速降低。

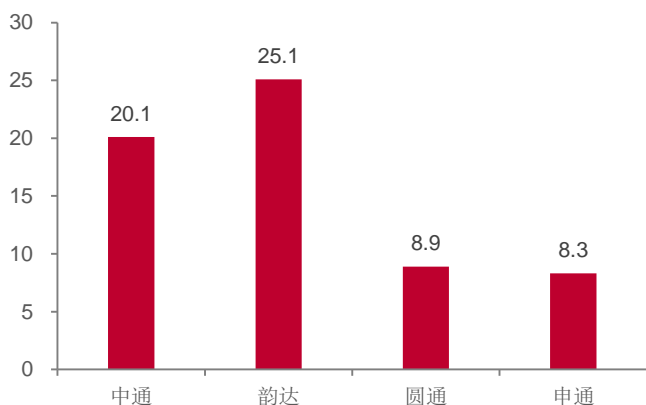
图表 48: 韵达、中通单票中转成本常年占据优势 (元)


来源: 国家邮政局、中泰证券研究所

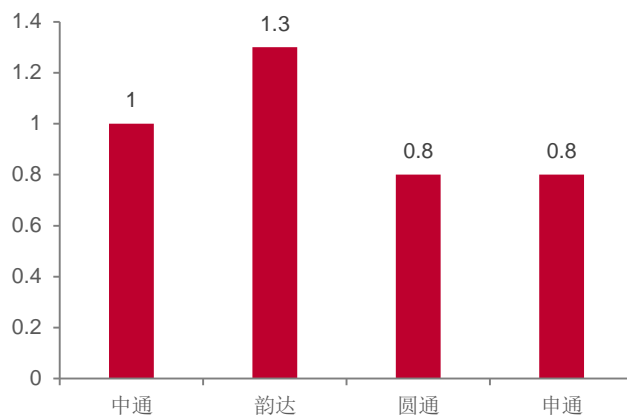
图表 49: 2018 年通达系加盟中心自营化率 (个)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

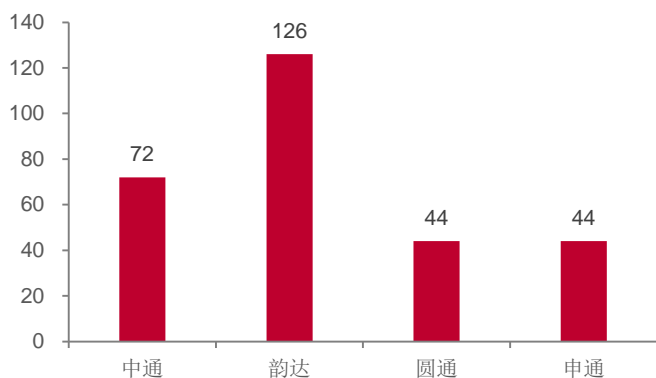
除了单票中转成本最具优势以外, 这两点优势还反映在韵达转运中心平均快递处理量最高, 达 1.3 亿件, 高于业界均值 0.88 亿件; 韵达处理中心人均能效 (总件量/公司总部操作人员数量) 也是最高, 达 126 万件/人, 高于行业平均水平 71.5 万件/人。土地使用权决定了公司转运中心以及仓储的发展潜能, 目前来看, 圆通的土地使用权储备最高为 21.7 亿, 中通紧随其后为 19.7 亿。

图表 50: 18 年行业自动化分拣设备账面价值 (亿元)


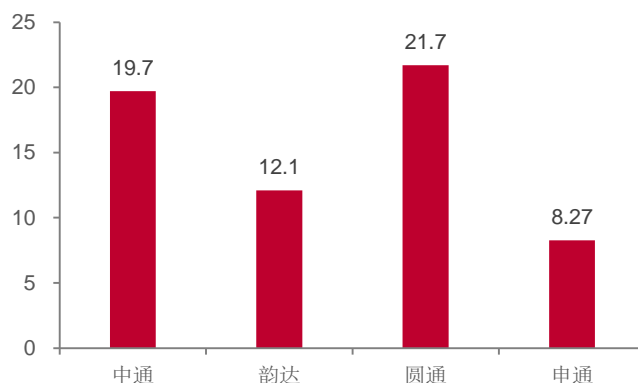
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 51: 18 年单个转运中心处理件数 (亿件/年)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

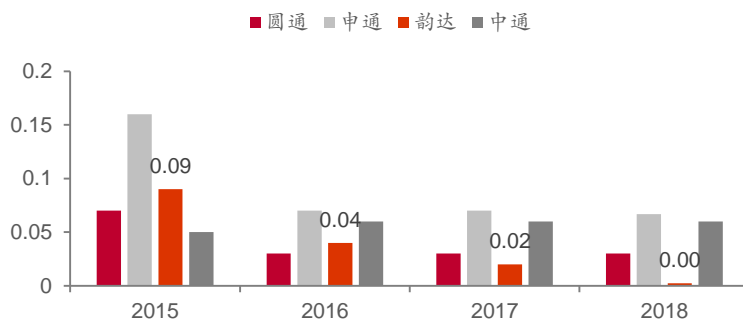
图表 52: 18 年快递行业人均能效 (万件/人)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 53: 18 年快递行业土地使用权账面价值 (亿元)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

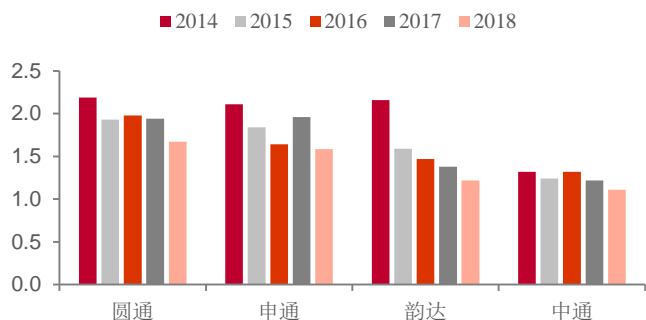
3) **面单成本: 韵达接近零成本, 其他公司单票面单成本均在 0.1 元以下。**随着电子面单普及, 面单成本在近年逐步下降, 各大公司的单票面单成本均在 0.1 元以下, 其中自动化、信息化最高的韵达单票面单近乎零成本, 而毛利率高达 99% 以上。

图表 54: 通达系面单成本 (元/票)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

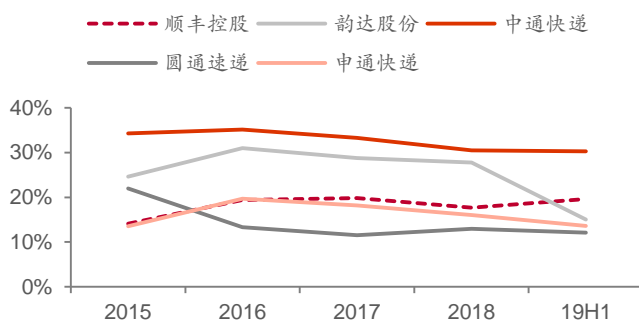
- **当前价格承压的快递市场，中通、韵达成本优势淋漓尽致展现。**结合对通达系单票成本的拆分与总结，中通单票成本最领先为 1.1 元，韵达比中通稍高，同时公司毛利也维持在行业领先地位。同时参考行业盈利指标，若市场持续价格下跌，中通与韵达最具竞争优势。

图表 55: 可比单票成本 (元/票)



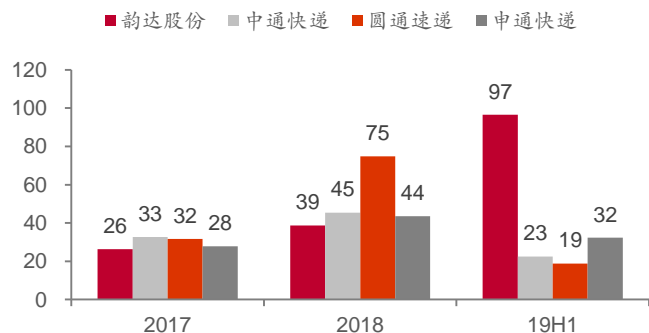
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 56: 快递公司毛利率变化



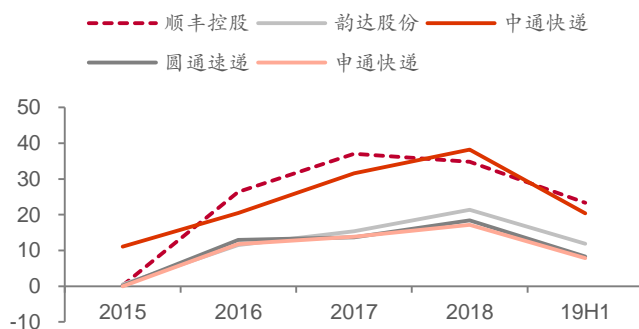
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 57: 快递公司营收增加净额 (亿元)



来源：公司公告、中泰证券研究所

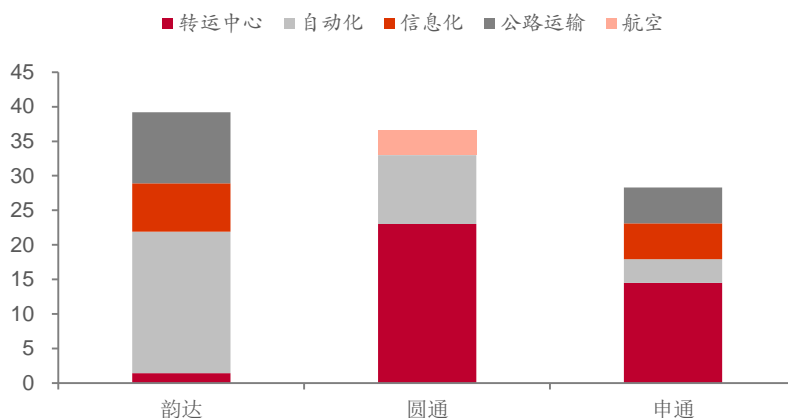
图表 58: 快递公司扣非归母净利润率变化



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **降本思路可复制，但尾部赶超难度较大。**从各大快递公司 18 年募集资金承诺投资项目来看，原本就具有成本优势的韵达承诺投资金额也超过圆通和申通，尤其是在信息化建设，韵达承诺募集投资金额 20.5 亿，远超圆通（10 亿）、申通（3.4 亿）。我们认为，中通和韵达已形成“资本开支扩大→服务水平上升、成本下降→业务量上升→规模效应带来成本进一步下降”的良性循环，后来者难以赶超。

图表 59: 18 年募集资金承诺投资项目 (亿元)

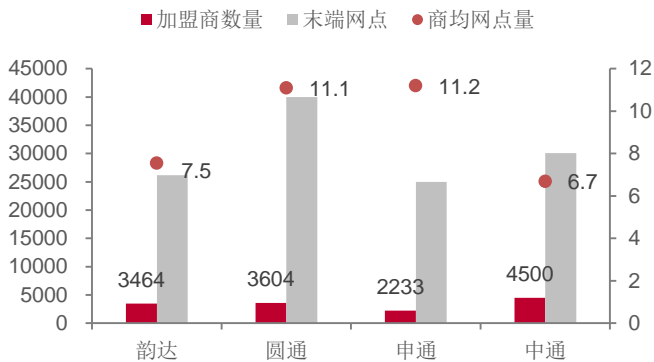


来源：公司公告，中泰证券研究所

小加盟强管理，直击模式痛点

- 加盟制快递公司由于加盟网点之密集，人员众多，利益关系复杂，在激烈的价格中，总部与加盟商收益被压缩，**如何管理、协同发展或成为改变格局的重要内生决定因素。**
- **小加盟制度：中通、韵达采取的“小加盟”（半加盟）制度旨在通过控制每个加盟商管理的网点数量，总部对加盟商增强培训与管理力度，提高加盟商与网点的业绩。**
- **小加盟制度+路由的创新引领韵达勇往直前。**韵达管理层较早开始收编各区域分公司，率先实现转运中心 100% 直营化。精细化的管理、强大的末端网点让韵达从 15 年开始件量加速增长，17、18、19 上半年增速高于业界约 19~20%，韵达 19H1 市占率已达 15.6%，同比提升 2.06%。
- **半加盟制度+合作共赢战略成就中通龙头地位。**公司对大加盟转运中心采取让渡股权的方式收购加盟转运中心，让加盟商与公司利害一致共进退。其次，中通推行了网络班车、有偿派费、二级中转补贴等措施，给予末端网点、快递员足够的支持。19 年年初，中通在公开投资者交流会宣布调整量件预期至超过行业 15%（2018 年目标为超行业 10%），中通市占率自 2016 年（14.38%）超过圆通之后一直稳坐第一把交椅，至 19H1 市占率为 19.3%。
- **韵达网点精细化管理水平位于业界顶尖水平：**上半年已在全国开展 8 期“网点经营提升班”，覆盖 2316 人；客服中心在全国开展了 26 场“客服系统全国培训”。

图表 60: 18 年通达系加盟商与网点数量 (个)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 61: 小加盟类直营化管理模式

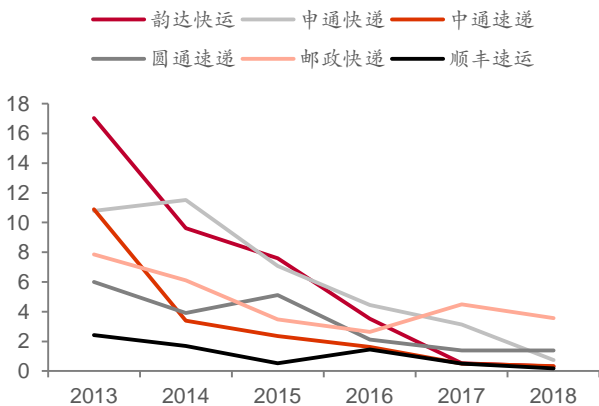


来源: 公司公告、中泰证券研究所

精耕时代, 服务至上

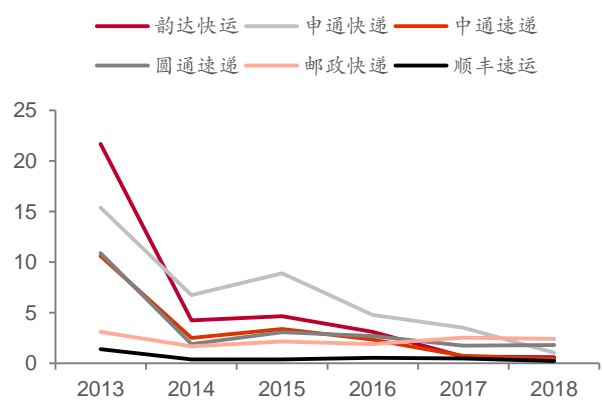
- **快递服务同质化以及低切换成本导致客户对服务水平高度敏感。**国内加盟制快递鼻祖申通快递, 由于服务水平改善滞后, 市场份额从 2014 年第一跌至 2018 年的第四。与此相反, 中通和韵达凭借持续提高的服务水平, 市场份额一路提升直至反超申通和圆通。

图表 62: 龙头企业快递延误申诉率 (件/百万件)



来源: 国家邮政局、中泰证券研究所

图表 63: 龙头企业快递丢失/损坏申诉率 (件/百万件)



来源: 国家邮政局、中泰证券研究所

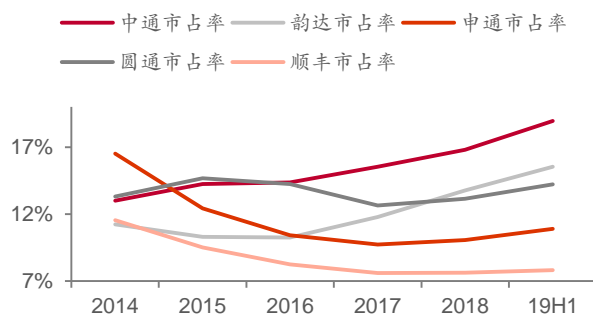
- **韵达、中通服务水平位于通达系绝对领先位置。**邮政局数据显示, 韵达、中通 2018 年月均延误申诉率为 0.30, 0.32 件/百万件, 逼近顺丰水平; 2018 年月均丢失、损坏申诉率为 0.61, 0.45 件/百万件, 略高于顺丰 0.23 件/百万件。中通、韵达服务满意度位于通达系头部。当成本、服务护城河不断加深, 通达系头部公司格局也逐渐明晰起来。

图表 64: 快递企业服务满意度排名

图表 65: 通达系格局逐渐明晰

	2014	2015	2016	2017	2018
1	顺丰	顺丰	顺丰	顺丰	顺丰
2	EMS	EMS	EMS	EMS	EMS
3	中通	中通	中通	中通	中通
4	圆通	申通	圆通	韵达	韵达
5	韵达	圆通	申通	圆通	圆通
6	申通	韵达	韵达	申通	百世
7	百世	百世	百世	百世	申通

来源：国家邮政局、中泰证券研究所



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **小结：**价格战是市场走向集中必不可少的一环，成本、服务与管理，构筑了中通与韵达的竞争壁垒，我们看好他们在龙头拉锯战中脱颖而出。

投资建议与盈利预测

- 推荐成本管控能力优秀，营收稳健增长的中通快递、韵达股份，建议关注边际改善明显的圆通速递。

韵达：降本增效筑优势，业绩估值共成长

- 我们推荐盈利能力优秀，确定性较强的韵达股份：1) 成本管控出色，件量、收入高增长；2) 直跑成熟+成本持续改善+剥离快运专注快递提盈利，公司增长可维持；3) 借鉴美国快递发展趋势，价格战后龙头尽享估值溢价，公司领先身位确立，有望持续稳健增长。
- 根据 wind 一致预期，公司 2019-2021 年预计实现营业总收入 338.34 亿元、437.58 亿元、554.94 亿元，同比增长 144%、29%、27%。预计归属于母公司净利润为 28.39 亿元、34.40 亿元、41.52 亿元，同比增长 5%、21%、21%，对应 EPS 为 1.27 元、1.55 元、1.86 元，当前股价对应 PE25X、21X、17X。

圆通：管理变革初见成效，步入加速赶超通道

- 建议关注边际改善明显的圆通：1) 转运中心直营化等管理变革效果显著，公司在“量”上已处于加速赶超通道；2) 公司大幅增加的资本开支有望有效降低单票成本；3) 相对同行的估值水平，公司仍存在较大预期差。
- 根据 wind 一致预期，公司 2019-2021 年预计实现营业总收入 328.65 亿元、396.69 亿元、476.95 亿元，同比增长 19%、21%、20%。预计归属于母公司净利润为 21.01 亿元、24.55 亿元、29.26 亿元，同比增长 10%、17%、19%，对应 EPS 为 0.74 元、0.86 元、1.03 元，当前股价对应 PE17X、15X、12X。

风险提示

宏观经济下行风险

- 当前经济下行压力仍然较大，且国际贸易形势尚不明朗。若宏观经济超预期下行，将导致电商增速大幅下滑，从而拖累快递行业增速。

行业价格战恶化风险

- 个别企业降价争夺市场份额可能引发。
- 行业性的价格战，从而显著降低企业盈利能力。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。