东兴证券 DONGXING SECURITIES

通达系快递竞争格局分析：曲折的道路与光明的前景

2020 年 08 月 16 日

看好/维持

交通运输 | 行业报告

分析师	曹奕丰	电话：13761603579	邮箱：caoyf_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050005
研究助理	李蔚	电话：18505357988	邮箱：liwei_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119050016

投资摘要：

投资本身是一个通过在不确定中寻找确定性来获利的过程。本文从通达系快递的竞争格局出发，分析了行业众多的不确定性以及造成这些不确定性的深层原因，认为行业的整合将是一个曲折的过程；同时我们也强调行业确定性的变化，即行业不可避免的走向整合，留存的企业将通过寡头垄断获得溢价。

我们认为行业的不确定性主要来自于三个方面，分别是行业自身属性导致的比较严重的同质化竞争，强现金流以及资本市场加持导致的整合难度加大，以及上游电商企业的强势介入对行业进一步整合形成阻碍。我们将在文中简单论述这些不确定性的成因以及对未来的影响。

同时我们也需要认识到，很多行业属性对竞争格局的影响需要一分为二来看，就比如各企业物流网络的高度相似性一方面造成了行业内部的高强度竞争，但另一方面也造就了行业极高的进入壁垒；以及资本市场的加持虽然提升了短期行业整合的难度，但当因为马太效应，企业间估值出现分化的时候，资本市场将自我强化这一效应。行业的确定性与不确定性本是一体两面，区别是我们切入的角度。

在我们分析这些不确定性的过程中，我们获得了两个关键的确定性，一是行业本身将确定性的走向整合，因为高进入壁垒和强价格竞争会导致行业只出不进，集中度必然提升（行业层面的确定性）；二是马太效应对快递行业适用，因为头部企业掌握了价格战主导权，且在资本市场已经呈现出明显的估值溢价，故行业大概率会演绎强者恒强的故事（公司层面的确定性）。

在行业的确定性与公司的确定性叠加的情况下，“选择头部企业，以一个合理的价格买入，并长期持有”是投资快递行业的一个基本模式。

风险提示：行业政策出现重大变化、价格战烈度超预期、宏观经济增速下滑。

目 录

1. 走向寡头垄断是快递行业的必然趋势 4
1.1 遍布全国的完整物流网络是行业最大的进入壁垒 4
1.2 行业的末位淘汰在持续进行 5
1.3 百世快递艰难的追赶过程足以证明行业的高进入壁垒 6
1.3.1 百世作为行业较晚的介入者，组网扩张成本相当高 6
1.3.2 对于更晚的介入者来说，从头培育一个物流网络远没有直接投资一家上市公司划算 7
1.4 远期来看，一个只出不进的行业必然以走向寡头垄断为结局 8
2. 电商件的属性导致通达系企业获得垄断利润的条件较为苛刻 8
2.1 快递产品同质化的属性天生容易引发价格竞争 8
2.2 物流网络高度重复且依赖 B 端客户，导致电商件市场形成寡头垄断的难度较大 9
2.2.1 快递公司必须建设完整覆盖全国的物流网络，这使得快递企业的竞争不受地理区域的限制 9
2.2.2 电商件依赖 B 端客户的性质加剧了行业同质化的程度，使得行业更不容易形成寡头垄断格局 10
2.3 为应对短期的需求峰值，快递行业存在明显的产能冗余，加剧了行业竞争 10
2.4 电商件市场现有的集中度还不足以让企业获得稳定的寡头垄断溢价 11
2.4.1 电商件业务向寡头垄断演进的过程，是一个不断重复囚徒困境直到达成帕累托最优的过程 11
2.4.2 市场化强竞争领域，两强争霸和三足鼎立是比较常见的寡头垄断形式 12
3. 头部集中趋势难以逆转，但行业的高强度价格竞争还会继续 12
3.1 价格战的烈度与企业战略目的直接挂钩，后续价格战可能越发激烈 12
3.2 马太效应明显，头部集中的趋势一旦开始就很难逆转 14
3.2.1 行业龙头掌控价格战主动权 14
3.2.2 行业龙头从资本市场获得资金的能力更强 15
3.3 资本的加持提升了企业的抗打击能力，行业整合的过程可能进一步拉长 16
4. 电商系对快递的深度介入，会影响快递行业垄断利润的获取 17
4.1 电商企业乐见行业蛋糕做大，但不希望行业高度整合 17
4.2 阿里通过对“菜鸟物流”的投资提升物流话语权 17
4.3 阿里对通达系股权深度介入，避免行业出现“不受阿里影响的巨头” 18
5. 结语：曲折的道路与光明的前景 19
6. 风险提示 19
相关报告汇总 20

插图目录

图 1：几大快递企业的末端网点密度还在增长 4
图 2：几大快递企业的末端网点密度还在增长 4
图 3：行业单件收入持续下降 5
图 4：行业集中度持续提升（CR8） 5
图 5：企业固定资产规模持续提升 6
图 6：上市公司市场份额排名不断变化 6

图 7：百世实现了业务量（亿件）与市场份额的快速扩张 6
图 8：百世快递市场份额接近申通，但依旧处于亏损 6
图 9：百世快递 14 年以来累计亏损额（人民币亿元） 7
图 10：百世快递市值明显低于其他上市快递公司 7
图 11：美国快递行业 CR3 超过 90% 8
图 12：日本快递行业 CR3 高达 93% 8
图 13：行业有效申诉率不断下降 8
图 14：单票收入难以拉开差距 8
图 15：加盟制快递企业偏采取辐轴式网络布局 9
图 16：网络布局的高度相似性导致末端网点竞争加剧 9
图 17：商务件的物流发起者偏 C 端，而电商件的物流发起者是 B 端 10
图 18：行业峰值运量与日常运量差距极大 11
图 19：企业固定资产不断扩张，网络中转能力还在不断增强 11
图 20：今年 3 月起行业展开了极为激烈的价格战 13
图 21：圆通总部单件收入降至 2 元附近 13
图 22：行业业务量增速升至 35%以上 13
图 23：顺丰特惠件业务快速增长 13
图 24：中通快递多年来保持了较为明显的单件盈利优势 14
图 25：行业业务量增速开始趋同 14
图 26：市场份额较大的企业市值溢价非常明显 15
图 27：PE 层面，中通同样享受了估值溢价 15
图 28：行业利润向头部集中的趋势有助于推升行业龙头的估值 16
图 29：上市公司经营性现金流普遍较充裕 16
图 30：上市公司资金储备普遍较为丰厚 16
图 31：菜鸟通过天网与地网的布局加深快递企业对菜鸟的依赖性 18

表格目录

表 1：通达系快递公司网点数以万计，快递员以十万计，网络覆盖面遍布全国（空白为未披露） 4
表 2：百世集团作为后发者，需要依靠大量的融资实现业务规模的追赶 7

1. 走向寡头垄断是快递行业的必然趋势

一个行业远期将形成怎样的竞争格局是行业研究最为基础也是最为关键的切入点之一，对于快递行业亦如是。

对于这个问题，我们主要考虑两个方向：**1.新进入者的介入难度；2.行业是否存在有效的退出机制**。在快递行业未来格局推演的问题上，我们认为存在一个非常清晰的结论：快递行业**大概率走向寡头垄断的格局**。这个结论甚至无需参考国外已有快递企业的发展历程，直接从快递行业自身的发展逻辑就可以推导得出。

1.1 遍布全国的完整物流网络是行业最大的进入壁垒

现有几大快递公司都拥有完整的、遍布全国的物流网络。这些物流网络的网点数以万计，加盟商高达数千个，快递员以十万计，覆盖中国 98%以上的县级和乡级行政区。

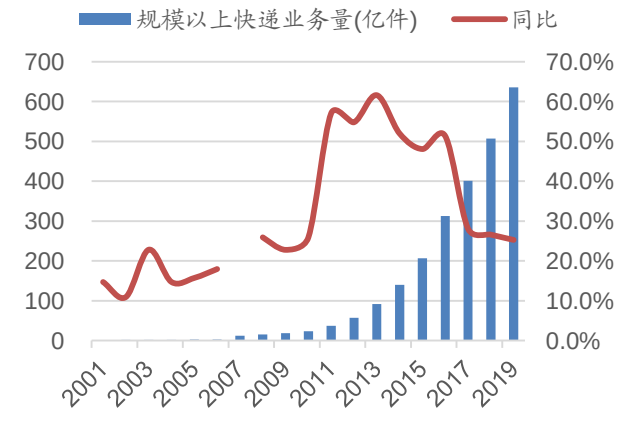
表1：通达系快递公司网点数以万计，快递员以十万计，网络覆盖面遍布全国（空白为未披露）

	转运中心/自营	加盟商	网点数量	员工人数	运输干线	干线车辆	市场份额
申通	68/61	3500	25500	124530	3226	5200	11.60%
圆通	73/67	4180	32005	-	-	6000+	14.35%
韵达	59/59	3728	27466	169300	-	5000+	15.80%
中通	91/82	-	30000+	-	-	6450	19.10%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

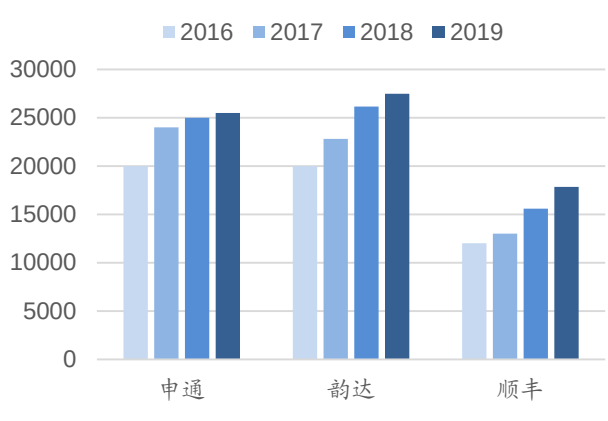
从中国快递的发展历程来看，行业早已度过了适合企业初创的成长期。从下图可以很明显的看出，快递业务规模发展最快的阶段大概在 2010 年开始的 5-6 年间，期间行业持续多年维持了 50%以上的增速。期间行业业务量规模从 2010 年的 23 亿件提升到 2016 年的 313 亿件。同时，大部分头部快递企业在 14-16 年间完成了上市融资。

图 1：几大快递企业的末端网点密度还在增长



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 2：几大快递企业的末端网点密度还在增长



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

现阶段市场份额超过 10%的几大快递公司中组建时间最晚的百世快递，成立于 2007 年，可谓赶的晚班车。而对于更晚的行业介入者来说，其介入的时间意味着他们会不可避免的部分错过这几年行业黄金期。

对于快递企业来说，快速组建起一个完整高效的，能够覆盖全国大部分地区的物流网络是公司存在最基础的物质条件。而在行业度过了高速成长期之后，随着价格竞争的加剧，快递企业吸纳新加盟商的能力明显下降，

组网成本快速攀升。现阶段如果行业不出现巨大的变革，那么假设新介入者想要分羹快递行业，首先就将面临组网成本高企这一非常现实的问题。

老牌的快递企业也在不断地强化其物流网络，以挤压其他竞争对手。上市快递企业中，申通、韵达与顺丰会在年报中披露其末端网点数量，可以看到网点数量还在不断增加。这种情况下，即使有新的行业介入者能够成功组网运营，其物流网络的覆盖能力短时间也难以与老牌企业相匹敌。

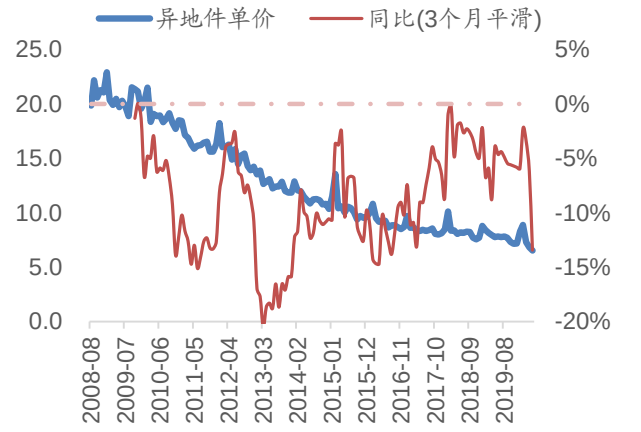
较高的进入壁垒下，现阶段的传统快递行业已经不太可能从零成长出有力的新竞争者，行业竞争将在存量玩家之间展开。

1.2 行业的末位淘汰在持续进行

传统快递行业很难再从零诞生有力的新竞争者；而对于存量的快递企业，残酷的末尾淘汰在持续进行。这两年，随着行业增速的放缓，我们可以很明显的感受到行业内部竞争的加剧，以及中小快递企业的不断退出。

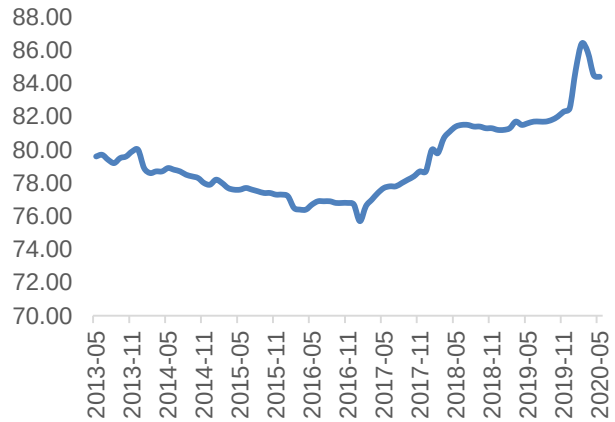
行业高速发展的情况下，价格竞争主要表现为大量新进入者对原有参与者的市场份额蚕食。从行业集中度来看，16 年之前行业 CR8 经历了一段较长时间的下降，那段时间快递行业业务量增速维持在 50%以上，给予了中小快递一定的发展空间。但 17 年开始，由于行业增速下移至 25%-30%一线，中小企业所面临的经营压力陡然增大，大量中小快递倒闭，CR8 转而上升。此时行业的价格竞争转变为几大老牌快递企业之间的竞争。

图 3：行业单件收入持续下降



资料来源：国家邮政局，东兴证券研究所

图 4：行业集中度持续提升（CR8）



资料来源：国家邮政局，东兴证券研究所

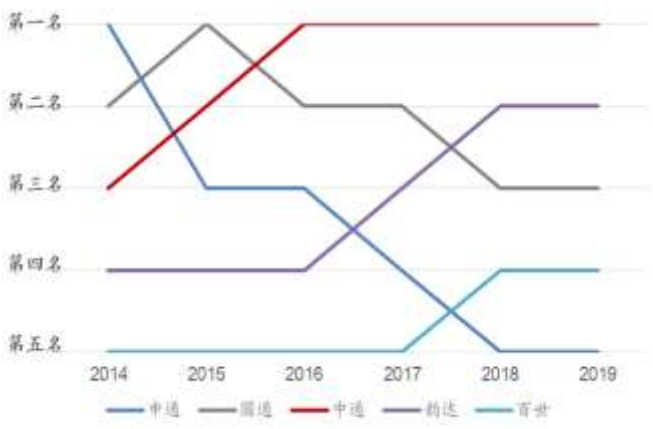
快递行业内部的价格竞争从未停息。从 08 年至今，快递异地件的平均单价已经从每件 20 元左右下降到现在的每件 7 元左右。行业巨大的竞争压力下，末位淘汰在持续进行，竞争力不足意味着掉队或者倒逼。即使是在几家老牌快递企业之间，市场份额排名也在不断变化，足以体现出竞争之激烈。

图 5：企业固定资产规模持续提升



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6：上市公司市场份额排名不断变化



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

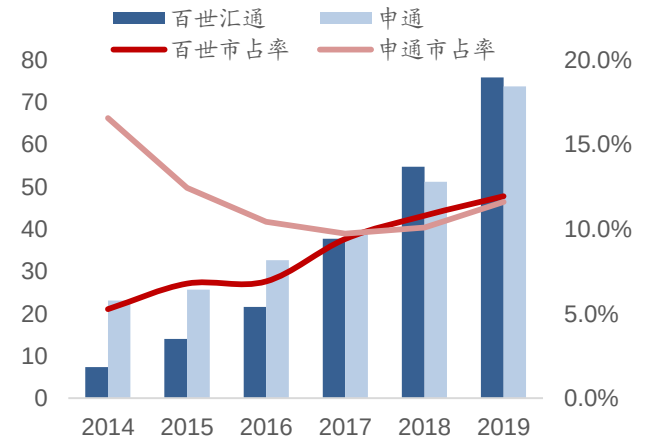
对于至今还未完成上市的快递公司，缺乏了资本市场的支持，在后续的竞争中将处于非常劣势的地位。各家快递企业上市后通过采购设备车辆等固定资产进一步提升自身竞争力，在配送效率与成本管控上，将与缺乏资本市场加持，只能轻资产运行的中小快递企业快速拉开差距。

1.3 百世快递艰难的追赶过程足以证明行业的高进入壁垒

1.3.1 百世作为行业较晚的介入者，组网扩张成本相当高

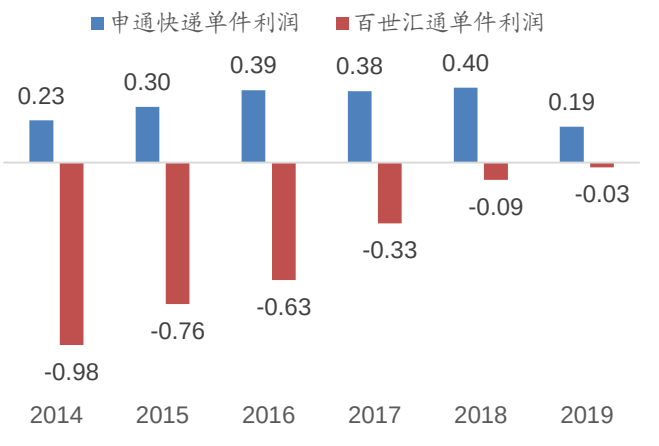
百世快递作为现在几大快递公司中成立最晚的一个，在维持自身竞争力方面做出了巨大的努力，才得以将市场份额提升到 10%以上。我们认为百世的追赶可以很好地反映出快递行业具有较高进入壁垒这一基本性质。

图 7：百世实现了业务量（亿件）与市场份额的快速扩张



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8：百世快递市场份额接近申通，但依旧处于亏损



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2018 年，百世快递业务量首次超越申通快递，市场份额超过 10%，标志着百世在业内基本站稳脚跟。但市场份额快速扩张的同时，我们也看到了百世作为行业后发者进行追赶所要付出的巨大代价：虽然依靠补贴烧出了市场，但长期的低价策略积累了大量相当价格敏感的客户，对自身的减亏形成了一定的阻力。虽然体量与申通已经相当，但单件盈利层面依然有一定差距。

1.3.2 对于更晚的介入者来说，从头培育一个物流网络远没有直接投资一家上市公司划算

百世快递的追赶历程离不开资本市场的持续投入。从 2007 年成立开始，百世就不断获得阿里巴巴等国内外资本的投资，到 IPO 为止累计募集资金近 20 亿美元。

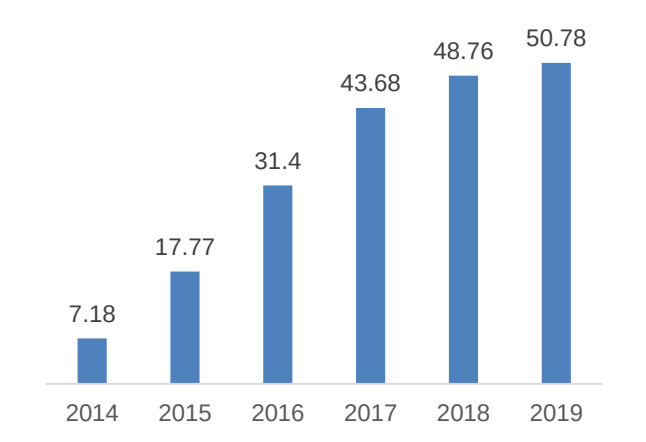
表2：百世集团作为后发者，需要依靠大量的融资实现业务规模的追赶

时间	轮次	金额	资方
2008 年	天使轮	1500 万人民币	阿里巴巴、富士康
2008 年	A 轮	1500 万美元	阿里巴巴、富士康
2009 年	B 轮	数千万美元	IDG 资本
2010 年	C 轮	数千万美元	鼎晖投资、阿里巴巴、汉能投资
2012 年	D 轮	数千万美元	崇德投资、华登国际投资
2014 年	E 轮	上亿美元	高盛
2015 年	F 轮	5.5 亿美元	阿里巴巴
2016 年	战略投资	7.6 亿美元	中信产业基金、菜鸟网络等
2017 年	IPO	4.5 亿美元	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

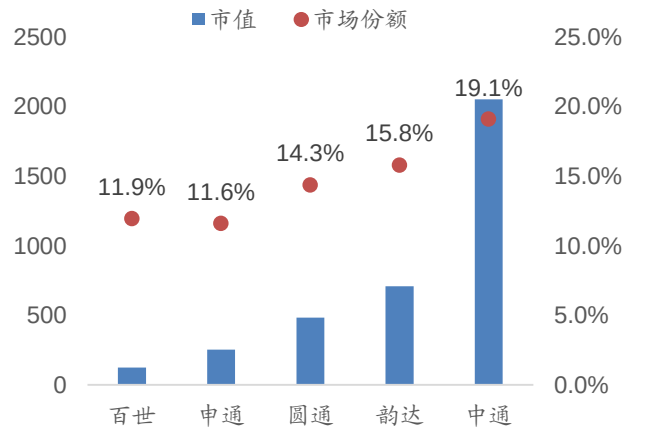
这些资金在百世对其他老牌快递企业的追赶过程中起到了非常关键的作用。从 2014 年算起，百世快递连年亏损累计亏损额超过 50 亿元，其中 14-17 年是亏损最为严重的几个年份，每年亏损额在 10 亿元以上。若缺乏资本市场持续的资金支持，这一追赶过程基本不可能实现。然而，即使已经在市场份额方面逐步赶上，百世的市值依旧与行业龙头的中通有巨大的差距。

图 9：百世快递 14 年以来累计亏损额（人民币亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 10：百世快速市值明显低于其他上市快递公司



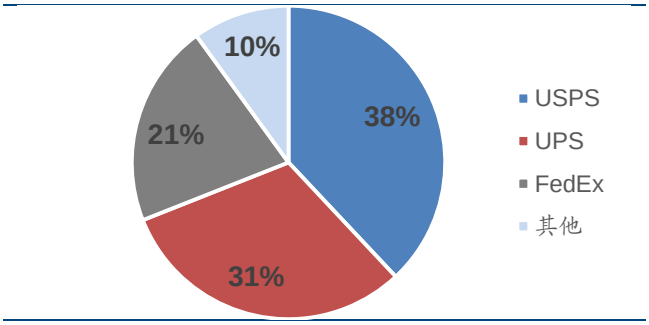
资料来源：WIND，东兴证券研究所

总的来说，快递是一个先发优势比较明显的行业，市场对于追赶者超越领先者不抱太大希望。特别是在发展的黄金期已经过去，行业内竞争越发激烈的现在，已经不太可能有新的玩家意图进入这个行业。即使有，也是以收购已有资产的形式（比如阿里对申通的股权投资），整个行业的竞争者总量不会增加，只会减少。

1.4 远期来看，一个只出不进的行业必然以走向寡头垄断为结局

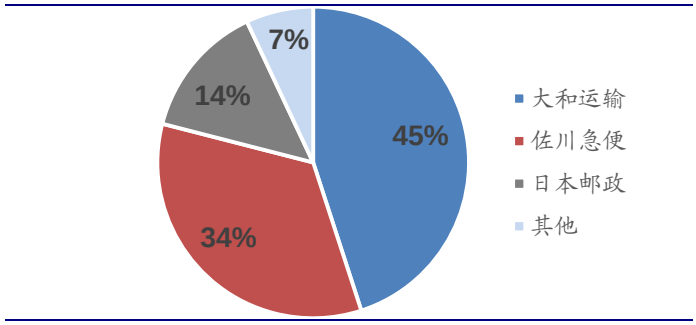
在现阶段行业竞争如此激烈的背景下，再从头培育一家快递公司的可能性微乎其微。而当一个行业的介入者不再新增，存量的参与者持续进行末位淘汰，行业的格局必然会逐渐走向寡头垄断。

图 11：美国快递行业 CR3 超过 90%



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 12：日本快递行业 CR3 高达 93%



资料来源：WIND，东兴证券研究所

虽然我国快递现阶段的格局离寡头垄断还有很大差距，但其他地区快递行业的格局基本都验证了这一事实。比如美国和日本，CR3 基本都在 90%或以上，这都是长期末位淘汰后形成的结果。不出意外地，我国快递行业未来的格局也会向寡头垄断发展。

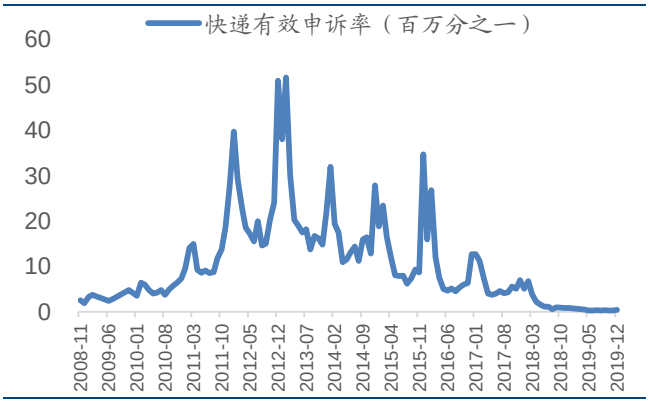
2. 电商件的属性导致通达系企业获得垄断利润的条件较为苛刻

对于快递行业，要论述其行业格局的最终形态并不困难，其通向寡头垄断所经历的过程反而更加值得论证，包括最后会剩下多少家企业，需要多长时间完成整合，以哪几家企业为核心进行整合，以及在通往整合的过程中行业的盈利情况会发生怎样的变化等等，都是需要重点分析的问题。

2.1 快递产品同质化的属性天生容易引发价格竞争

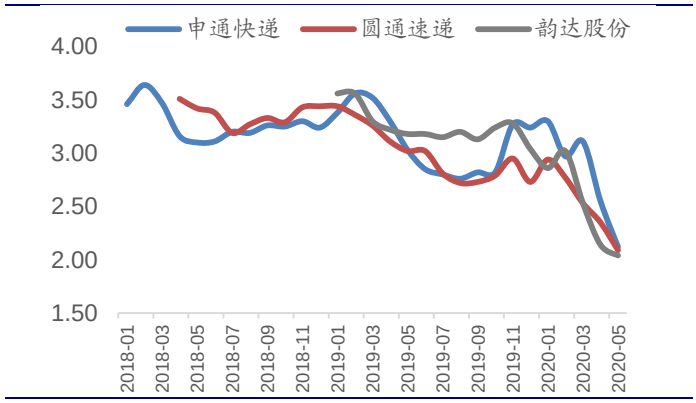
运输行业的本质是物体的位移，这是一个趋同性比较强的服务产品。物流企业可以通过各种附加服务形成一定的差异化，具体到快递这个细分品类，根本性的要素还是两个，一是更高的时效与物流稳定性，二是更低的破损率。但当这两个要素都趋同时，主导行业竞争的主要因素就转移至价格。

图 13：行业有效申诉率不断下降



资料来源：国家邮政局，东兴证券研究所

图 14：单票收入难以拉开差距



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

而从快递行业这两年的趋势来看，快递有效申诉率的大幅度下降，标志着快递企业在物流稳定性与货物破损率方面都已经实现长足的进步。整体不到百万分之一的有效申诉率也使得各家快递的配送质量在消费者层面变得很难区分。

在所提供的服务出现明显的同质化后，行业的价格竞争就会更加激烈。我们可以发现通达系总部的单件收入水平整体处于下降通道，且各企业之间很难拉开差距，行业处于较为激烈的价格竞争之中。

2.2 物流网络高度重复且依赖 B 端客户，导致电商件市场形成寡头垄断的难度较大

必须指出，并非产品或服务同质化就一定会导致激烈的价格竞争。大部分行业可以通过行业内部的子版块的细分，或者借助地理分割等一系列限制条件，在一个相对有限的领域内实现寡头垄断或者一家独大，并获得垄断利润。比如说，手机行业是一个竞争非常激烈的行业，但苹果可以通过自身的 IOS 生态获得垄断利润；在中国几乎没有人用的传音手机，可以通过针对性的优化占领非洲市场一半以上的份额。

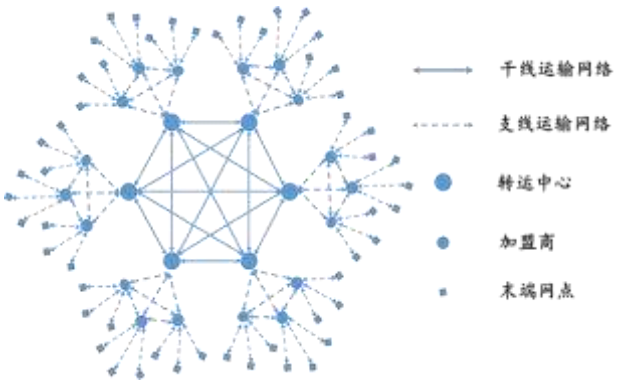
对于快递行业来说，从细分市场来看行业可以大致分为商务件与电商件两大类，商务件大部分由顺丰与 EMS 把持，而顺丰也的确通过对于商务件的寡头垄断获得了客观的垄断利润，其外在表现是顺丰的单件收入（约 18 元）远高于行业均值水平（7-8 元左右）。当然需要承认，顺丰为了保证商务件更优质的客户体验，单件快递所投入的成本也明显高于电商件。

而与商务件的一家独大相比，电商件市场的竞争就激烈得多，且至今离寡头垄断格局还有较大差距。我们认为电商件市场现在较为激烈的竞争格局是在快递行业的共性与电商件市场的特性二者共同作用下造成的。

2.2.1 快递公司必须建设完整覆盖全国的物流网络，这使得快递企业的竞争不受地理区域的限制

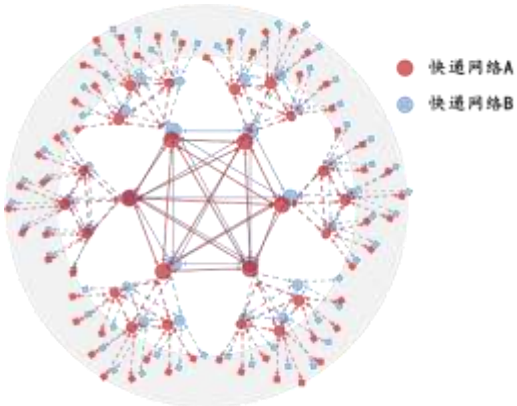
快递企业普遍非常注重物流网络的覆盖广度，因为**快递物流体系具有较强的网络效应**，其有效节点越多，整个物流网络能为客户创造的价值就越大。快递行业在竞争中发展至今，区域性的或者是网络覆盖度较低的快递企业早已被淘汰出局或被收购兼并，现有的快递公司早已实现了对全国绝大部分城乡的覆盖。

图 15：加盟制快递企业偏采取辐轴式网络布局



资料来源：东兴证券研究所

图 16：网络布局的高度相似性导致末端网点竞争加剧



资料来源：东兴证券研究所

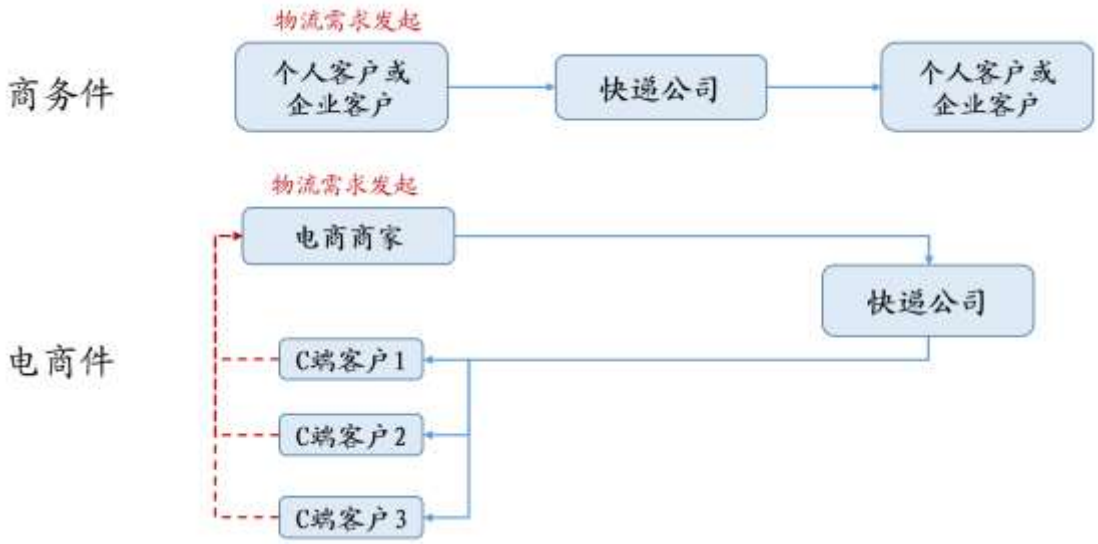
现阶段，各家快递企业都采取辐轴式的网络布局方式：以转运中心为核心物流节点，核心物流节点间以干线运输相连接；核心物流节点以支线物流网络连接到各加盟商以及更末端的终端网点。由于快递公司都需要对国土进行全面网络覆盖，可以想象各家快递公司的配送网络之间会存在较大的重合。这也就意味着，**任何一**

家快递公司在全国任何一个区域都面临着其他所有主流快递公司的竞争压力。行业的竞争（在国内）是不存在地理区位限制的。

2.2.2 电商件依赖 B 端客户的性质加剧了行业同质化的程度，使得行业更不容易形成寡头垄断格局

单纯的网络高度重复虽然会造成快递行业的同质化，但并不能对行业形成寡头垄断格局造成决定性阻碍，顺丰就成功地吃掉了商务件领域大部分的市场份额，实现了寡头垄断。然而，与顺丰基本同时起步（两者都成立于 1993 年）的申通在电商件领域打拼多年，却始终未能实现寡头垄断，反而是现在电商件领域形成了四通一达激烈竞争的局面。我们认为这与电商件业务本身的性质也有较大的联系。

图 17：商务件的物流发起者偏 C 端，而电商件的物流发起者是 B 端



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

简而言之，商务件比较依赖 C 端客户，更重服务；电商件由于物流发起者是 B 端用户，发货量大，主要从商业逻辑考虑，则更重性价比。

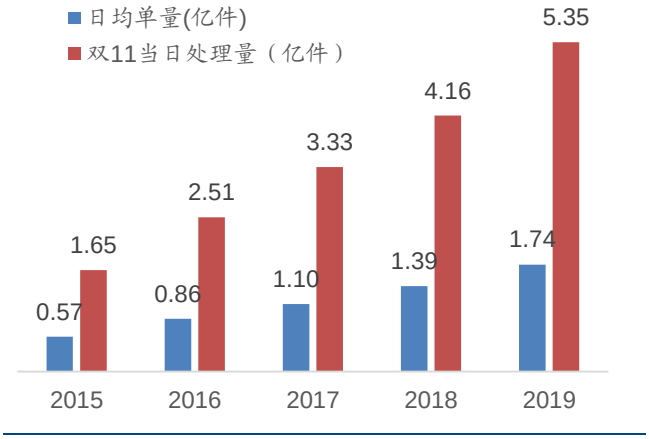
而事实证明，**以实用性与性价比作为主要考量要素的行业，都比较容易引发激烈的价格竞争**，在快递这种**结果高度同质化**（实现物体的位移）而**过程对客户不可见**（只要货物完整送到了，没有人在意你是怎么送的）的行业则更是如此。通达系快递公司对 B 端客户的依赖加剧了同质化竞争，这也使得电商件市场形成寡头垄断的难度较商务件市场大得多。

2.3 为应对短期的需求峰值，快递行业存在明显的产能冗余，加剧了行业竞争

快递行业大部分时间都处于产能过剩的状态下，这是电商行业的销售周期导致的。比较典型的就是电商双节（618 和双 11），特别是双 11 期间，快递订单量会在短期快速膨胀，给快递企业造成巨大的处理压力，而如果处理不好就会带来爆仓，如果观察邮政局发布的月度快递申诉率，就会发现以往每年 11 月起到次年 2 月春节期间都是快递投诉高发期。

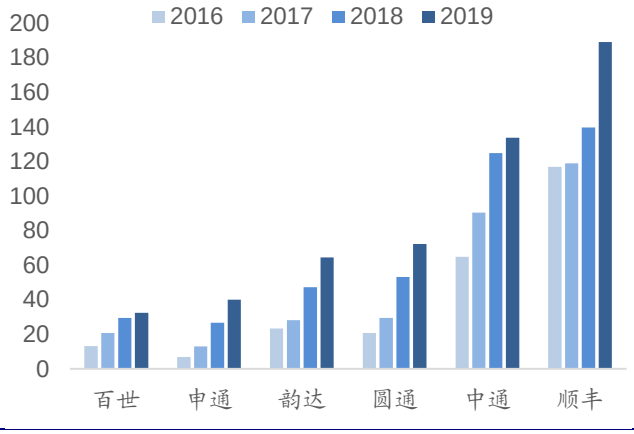
根据以往的经验，双 11 当日快递投送量与正常时段的日均快递投送量差距极大，一般会达到正常时期的三倍左右，如 19 年日均快递投送 1.74 亿件，而双 11 当日高达 5.36 亿件。

图 18：行业峰值运量与日常运量差距极大



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 19：企业固定资产不断扩张，网络中转能力还在不断增强



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从近几年不断走低的申诉率来看，行业已经基本消除了爆仓现象，这说明行业的快件处理能力已经足以应付双 11 期间的极端情况。但能够很好地处理峰值需求，就意味着在日常情况下会产生较大的冗余。

需求的周期波动是很多行业都会面临的问题，比较典型的如铁路的春运（类似的还有地铁上下班高峰问题等），经常出现一票难求的景象。铁路作为垄断部门，不太可能按照春运需求峰值设计线路运力，因为这会导致日常状态下产能利用率低下。最好的办法是在日常需求基础上给予一定的产能冗余，以应对特殊情况。

但对于快递这个强竞争性行业来说，企业追求短期经济效益最大化（有限度地提升转运中心产能），长期来看很可能会导致市场份额的永久性丢失，是不可接受的。因此，快递企业普遍采取大幅扩产的策略，直至能够基本应付需求峰值，出现整体性的冗余。

从快递企业固定资产投资的增长情况来看，为了应对持续增长的日常需求与峰值需求，各快递企业还在不断投入设备，对现有转运中心进行改造。可以预计的是，未来一段时间里，对电商件依赖较强的通达系快递还必须要维持一定程度的冗余产能，这也是导致电商件市场竞争加剧的一个重要因素。

2.4 电商件市场现有的集中度还不足以让企业获得稳定的寡头垄断溢价

根据邮政局统计数据，我国快递行业 CR8 约 84%，根据去年全年数据，上市的 5 家通达系快递市场份额合计达到 72.8%。单看电商件市场，我们预计 5 家通达系企业加上顺丰的特惠件业务，CR6 会在 85%左右。这样的集中度与很多行业相比都不能算低。但由于电商件市场难以通过地域或运输半径进行界线划分，也比较难通过产品特性再进行细分（可以区分高端与低端电商件，但界线并不明显），导致行业竞争依旧激烈。

2.4.1 电商件业务向寡头垄断演进的过程，是一个不断重复囚徒困境直到达成帕累托最优的过程

现阶段的价格战对于快递行业可以看作一个**不断重复的囚徒困境问题**，不论哪家企业主动发起价格战，其他企业基本都会选择跟进，而结果是行业整体利润的损失。这一过程在多年来不断上演。

理论上，由于在不断重复的价格战（囚徒困境）过程中，每个参与者都有机会去“惩罚”另一个参与者前一回合的不合作行为，这时合作就可能会作为均衡的结果而出现，从而导向一个对行业整体来说较优的结果（即不打价格战）。当这种共识产生并能够长期维持，行业就会拥有稳定的寡头垄断收益。

然而，这种**“合作”的共识必须建立在这个不断进行中的“囚徒困境”本身是稳定的基础上**。如果在不断的囚徒困境过程中，某个囚徒因为扛不住持续的亏损而彻底认损出局，那么其他的囚徒会非常乐意瓜分这个出局的囚徒留下的遗产，然后在此基础上形成一个新的“囚徒困境”。

这里我们会看到，要在这个不断进行中的“囚徒困境”中寻找到帕累托最优，需要考验两个参数：一是**现有“囚徒困境”被破坏的可能性**；二是**在这个囚徒困境中达成合作的可能性**。只有当囚徒困境的环境本身非常稳定，而达成合作的可能性又比较高的时候，这个帕累托最优才能够稳定存在。

2.4.2 市场化强竞争领域，两强争霸和三足鼎立是比较常见的寡头垄断形式

正常情况下，“现有囚徒困境被破坏的可能性”随着参与“囚徒”的数量下降而下降（即稳定性上升），因为经历了多轮囚徒困境的洗礼后，剩余囚徒的素质是久经考验的，不会再轻易出局。

而另一方面，“在囚徒困境中达成合作的可能性”随着参与“囚徒”的数量下降而上升。这个非常容易理解，在缺乏硬性约束的情况下，参与者越多，形成一个共识的难度就越大，反之亦然。

当参与的囚徒越来越少，囚徒困境的格局本身越发稳定，而合作的可能性则持续提升。当囚徒的数量少到一定程度，合作的可能性会明显超过囚徒困境被破坏的可能性，这时囚徒会自发形成合作，实现帕累托最优。为了实现这一过程，**剩余囚徒的数量需要足够的少**。

根据欧美日等地区快递行业整合的经验，以及大量其他强竞争性行业兼并整合的经验，一个细分领域内的企业要获得稳定的寡头垄断收益，一般需要这个**细分领域的 CR3 达到 90%或更高**。大量的行业最后形成两强争霸或者三足鼎立的状态，也就是最后“囚徒”的数量要控制在 3 个及以内。

我们认为这个规律在电商件领域大概率也是适用的。电商件市场是一个同质化竞争非常激烈的市场，价格战频发且烈度不低，这意味着行业“囚徒困境”的稳定性并不高，随时可能有体质较弱的“囚徒”认损出局，这一点在之前几年的价格战中也被持续验证。而在囚徒困境本身稳定性不足的情况下，为了实现帕累托最优，剩余的参与者数量就不能多，且每个参与者都必须有很强的抗打击能力。

也就是说，不考虑其他外部限制因素，现阶段的“四通一达”间的价格战还会继续上演。而**如果希望稳定获取寡头垄断溢价，很可能需要参与者数量整合到 3 家或以内**。这是笔者从逻辑推演与实际案例结合后得出的一个初步结论。

3. 头部集中趋势难以逆转，但行业的高强度价格竞争还会继续

不管未来行业最终会整合到几家，可以肯定的是，现在的电商件市场离稳态的寡头垄断格局还有比较大的差距，行业内部的整合还将持续较长的时间。

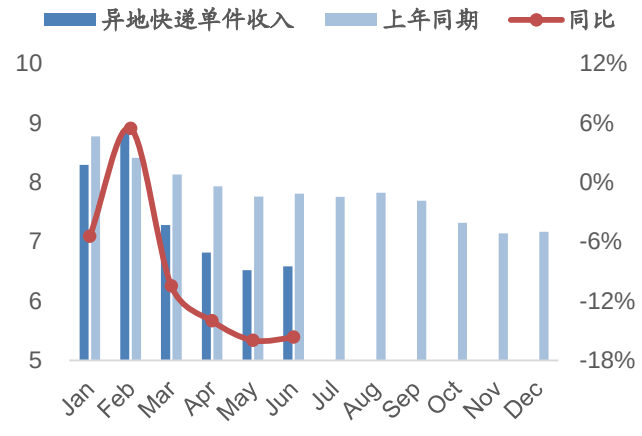
3.1 价格战的烈度与企业战略目的直接挂钩，后续价格战可能越发激烈

此前有观点认为，快递价格战的强度会随着行业集中度的提升而下降，但从行业过去几年的表现看，价格战的烈度和行业集中度没有直接关系，而是**根据发起价格战的目的不同而改变**。

举例来说，今年年初至今，在电商件领域爆发了极为激烈的价格战，异地件快递单件收入下滑高达 15%以上，单件收入较去年下降一元多。更为夸张的是各通达系快递总部的单件收入普遍从去年同期的 3 元以上跌至今年的 2 元出头，降幅也达到接近 1 元，同比降幅接近 30%。单价如此大的降幅系近几年来首次，且价格战的

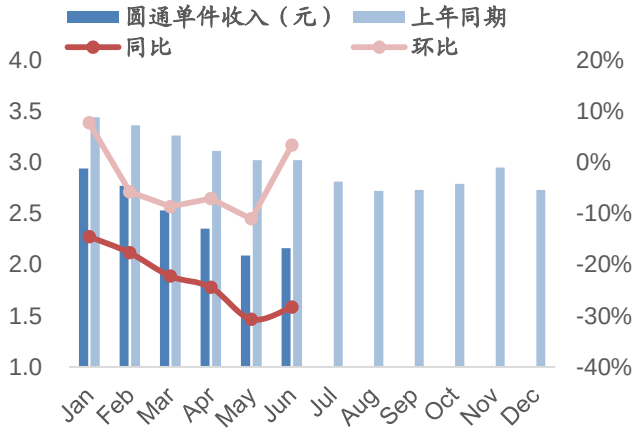
成本主要由通达系总部承担，各企业都下了血本（5 月高速公路免费政策已经结束，但价格不升反降，足见其烈度之强）。

图 20：今年 3 月起行业展开了极为激烈的价格战



资料来源：国家邮政局，东兴证券研究所

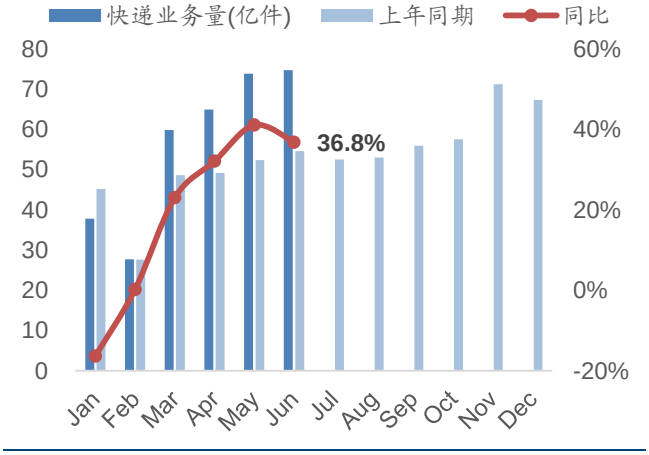
图 21：圆通总部单件收入降至 2 元附近



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

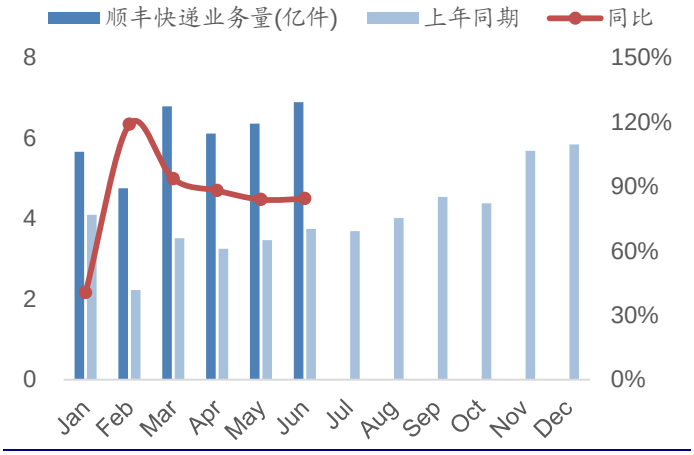
爆发如此激烈的价格战，用传统分析框架解释起来是比较吃力的。一方面，需求在疫情过后超预期反弹，4 月单量增速甚至超过了 40%，一般来讲需求超预期增长的情况下供需关系改善，价格战应该缓和才对；另一方面，全国刚刚经历疫情洗礼，紧急重启后的快递企业的现金流并不充裕，正常想来应该是休养生息回点血。所以很显然这并不是一场谋定而后动的价格战，而是行业在被疫情打乱阵脚之后的应激反应。

图 22：行业业务量增速升至 35%以上



资料来源：国家邮政局，东兴证券研究所

图 23：顺丰特惠件业务快速增长



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

回到我们的观点，价格战的烈度与其要达到的战略目的直接挂钩：今年由于疫情影响，所有公司除了顺丰，从 3 月开始都是一个关机重启的状态。经历了一个多月的服务断档，整个电商件市场面临一个地盘重新划分的危机；快递行业本身较大产能的冗余更是加剧了市场的混乱状态。在客户关系恢复到一个相对稳定的状态前，各企业必须要拼尽全力维护自己的客户资源，否则很容易面临市场份额下滑的危机。这才是今年价格战在 3 月到 5 月间愈演愈烈的主要原因。而随着客户关系的恢复，市场逐渐恢复稳定，价格战在 6 月开始降温。

即使排除今年因为疫情导致的特殊情况，我们也并不认为价格战会在近几年趋于缓和，反而存在烈度持续提升的可能性。还是从价格战目的性来说：以往的价格战，都是以挤压中小快递的生存空间为目的，不需要很大烈度的价格战就足以达到目标；而之后的价格战，都将是几大主流快递企业角力的体现，低烈度的价格战是无法达到效果的。**几年前的价格战与现在的价格战是预选赛和正赛的区别**。

因此，在行业格局正式步入寡头垄断状态之前，价格战的烈度很可能随着行业集中度的提升而加剧。市场化行业的并购整合之路一定是充满坎坷的，龙头闪耀的背后一定伴随着大量竞争对手的退场，我们需要正视这一过程。

3.2 马太效应明显，头部集中的趋势一旦开始就很难逆转

很多强竞争性行业在演化到一定阶段之后都会遵循强者恒强的马太效应。对于比较传统的、技术迭代较为缓慢的竞争性行业则更为明显。我们认为快递行业在不发生重大运输模式和经验模式变革的情况下，其演化路径大概率也会符合马太效应，**强者恒强是大概率事件**。

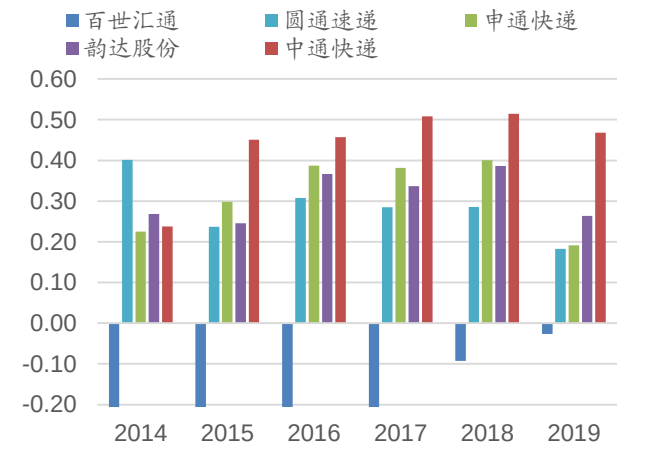
对于通达系快递企业来说，行业龙头相比其他的竞争者拥有两大优势，可以用于不断地巩固其领导地位，一是行业龙头拥有价格战的主动权，二是行业龙头更容易在资本市场获得资金支持以强化自身。

3.2.1 行业龙头掌控价格战主动权

从 18 和 19 两年的行业数据来看，中通显然已经掌握价格战的主动权。

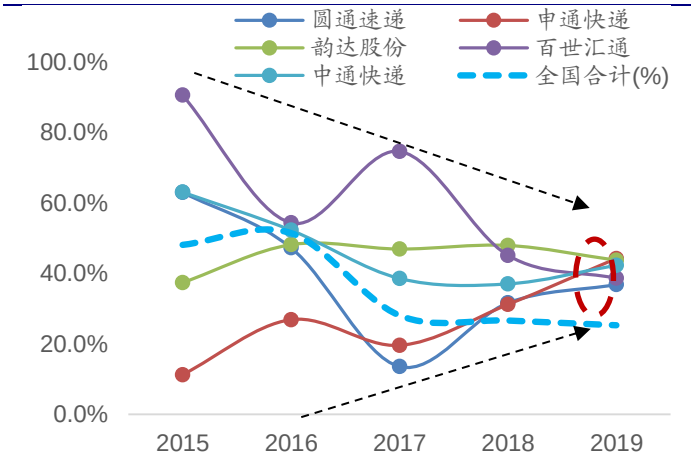
之前说到，行业业务量增速从 17 年开始有明显下坡，从 16 年的接近 50%降至 17 年的 30%左右，此后行业竞争进一步加剧。我们可以看到，2018 年之前，各家主流快递公司的业务量增速相差巨大，有明显高于行业增速的百世、韵达，也有低于行业平均增速的申通。这时候主流快递公司的生存压力不大，除了百世还处于亏损外，其他几家公司的单件盈利差距并没有明显拉开。

图 24：中通快递多年来保持了较为明显的单件盈利优势



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 25：行业业务量增速开始趋同



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

18 年之后，主流快递公司间展开激烈竞争，各家快递的经营策略逐渐趋同，都以市场份额的扩大为最优先，各公司的业务量增速快速趋同，即使是此前一直依靠高额补贴实现快速增长的百世快递，18 年起增速也有明显的放缓趋势。19 年，各快递公司上市时的业绩承诺皆已兑现完毕，价格战的一个硬约束消失，竞争加剧，各家快递公司的单件收入都出现较明显的下滑。

我们认为 19 年的单件盈利数据可以比较好地反映出各快递公司之间的盈利差距，因为这是在行业经营政策趋同，且竞争压力较大的情况下得到的结果。19 年的数据显示，中通相比韵达有近 2 毛的单件盈利优势，而韵达相比圆通与申通单件利润高 7 分钱左右。

考虑到各公司业务量增速相近，也就是各自能够维持自己的市场份额，但也很难侵蚀竞争对手的份额，那么可以认为各公司的产品在价格端并没有拉开差距，也就是说差距主要体现在成本端。几家通达系公司已经形成了成本梯队，其中第一梯队的中通明显领先于其他几家，成本最低；第二梯队的三家中韵达有相对优势，申通与圆通还未拉开差距；第三梯队的百世还在争取扭亏为盈。

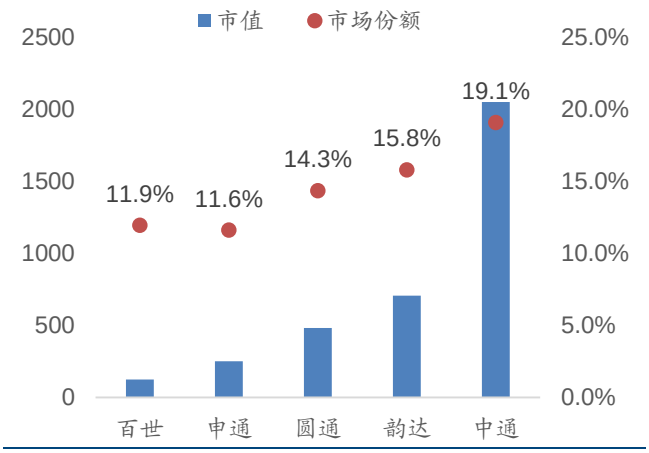
成本优势赋予了行业龙头价格战的主动权。一方面，任何其他企业意图主动发动价格战，成本优势企业只需要跟进就行，你降多少我降多少，最后先撑不住的是对方；另一方面，当成本优势企业主动发动价格战，其他企业只能选择跟进（不跟进会遭受市场份额损失），但会承受盈利和现金流层面的巨大压力。因此，当成本优势形成后，龙头企业就实质上掌握了价格战的主动权，使得其他企业处于被动。

3.2.2 行业龙头从资本市场获得资金的能力更强

我们可以很直观的看到，上市公司的市值水平与其市场份额是不成比例的。市场份额最大的中通，19 年业务量较第二的韵达高约 20%，但市值接近韵达的三倍。PE 估值层面也是如此，中通的美股 PE（TTM）估值约 38 倍，较 A 股的几家上市公司明显更高。

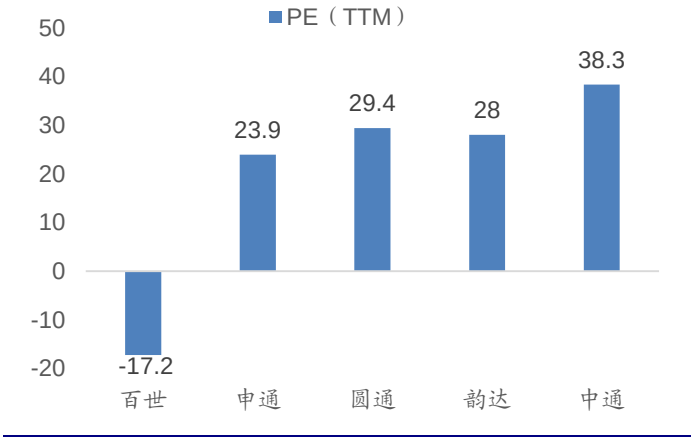
如果考虑到 A 股与美股估值体系的差异性，那么单看 A 股内部，这种差异依旧明显。A 股市值最高的韵达（约 700 亿）和最低的申通（约 250 亿）之间，也有 2 倍以上的市值差距，而 19 年韵达业务量较申通高出约 35%。

图 26：市场份额较大的企业市值溢价非常明显



资料来源：WIND，东兴证券研究所

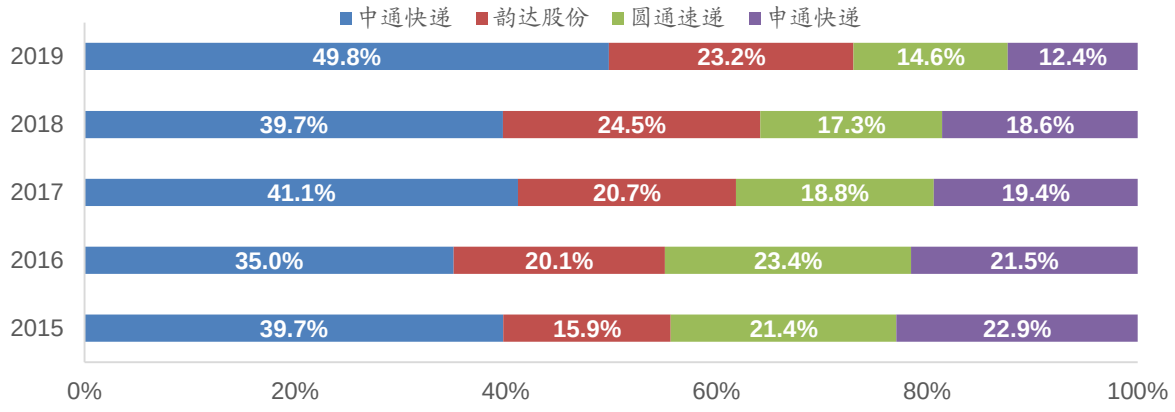
图 27：PE 层面，中通同样享受了估值溢价



资料来源：WIND，东兴证券研究所

我们暂且不争论 A 股与美股估值体系的差异，以及如此巨大的市值差异是否合理。这一事实至少体现了**资本市场主流投资者认同行业会产生明显的马太效应。**

图 28：行业利润向头部集中的趋势有助于推升行业龙头的估值



资料来源：WIND，东兴证券研究所

而事实上，利润向行业龙头集中的情况在这几年表现也的确比较明显。不考虑还在亏损的百世快递，如果我们把剩下 4 家通达系快递公司的利润总和看作一个整体，那么头部企业占整体利润的比例是明显上升的。19 年中通快递的利润已经接近 A 股三家上市公司之和。可以想象，如果价格战加剧，则利润的阶梯化可能会更加显著。而这种预期则会反过来进一步推升头部企业的估值水平。

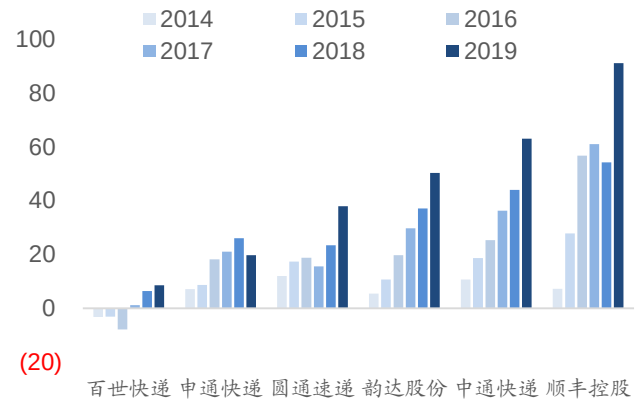
因此，对于头部企业来说，由于估值更高，其能够从资本市场得到的资金支持也会明显高于其他企业。雄厚的资金储备也将使得其在价格战中更容易处于优势地位。

3.3 资本的加持提升了企业的抗打击能力，行业整合的过程可能进一步拉长

虽然行业在持续的价格战下已经展现出较为明显的马太效应，但行业的整合并非是一个一蹴而就的过程，更多情况下属于拉锯战。对于一个主要参与者都已经实现上市融资的行业来说则更是如此。

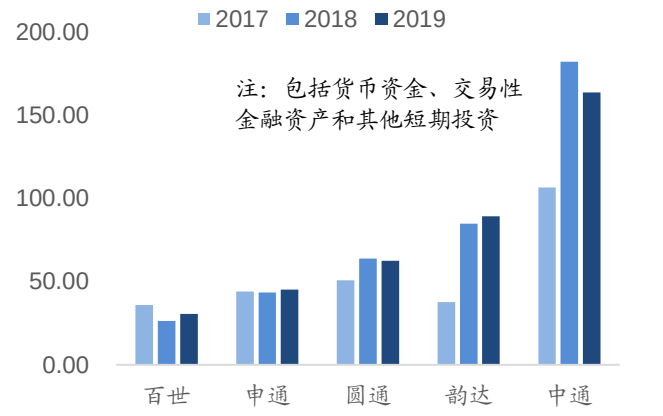
我们都知道，**对于企业的生存来说，利润并不是第一位的，现金流才是**。而从各家上市公司的报表来看，直到 2019 年年报为止，虽然价格战对行业整体的业绩增速已经带来了负面影响，但各企业现金流层面依旧较为充沛。从这个角度来说，虽然价格战打得很凶，但通达系快递总部的生存压力都不算大。

图 29：上市公司经营性现金流普遍较充裕



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 30：上市公司资金储备普遍较为丰厚



资料来源：WIND，东兴证券研究所

主流公司都实现了 A 股或美股上市，依靠股权融资获得了大量资金。从上市公司资金储备来看，各公司资金储备（包括货币资金、交易性金融资产和其他短期投资）都比较充足，而且各公司的资金储备量与市值有着明显的正相关性。

现阶段，各公司在多项经营指标层面虽然已经拉开梯队，但依靠着较为充沛的经营净现金流以及大量资金储备，生存层面短期无虞。而在最重要的市场份额指标上，这两年各企业互相之间寸土不让，业务量增速趋同，基本维持了原有的竞争格局，差距并未继续拉大。因此我们认为，在资本市场的加持之下，行业后续整合的过程将是一场拉锯战，注定还会持续较长时间。

4. 电商系对快递的深度介入，会影响快递行业垄断利润的获取

行业格局的成型主要由行业自身性质决定，但也不可忽略上下游产业链的影响。很明显地，**大型电商企业已经深度介入到快递行业格局塑造的过程中**。

4.1 电商企业乐见行业蛋糕做大，但不希望行业高度整合

在考虑上游大型电商企业对于行业整合进程的影响之前，我们必须明确电商企业对于现在主流通达系快递的整合抱有一种怎样的态度。

可以肯定的是，没有廉价的快递服务，中国的电商行业是无法得到如此迅猛的发展的；而反过来，网络购物的大发展则做大了快递企业的蛋糕，两者呈现一个螺旋上升的关系。网络购物的做大离不开快递，对于电商企业来说，只要是有利于快递企业提升配送效率、降低配送价格的行为，都是值得支持的。

在快递行业高速成长期，电商企业是乐见快递企业整合的。对于这时的快递行业，整合有利于筛选出最有竞争力的企业，规模效应和网络效应将帮助这些企业快速成长，有助于电商企业实现迅速提升配送效率，降低配送价格的目的。

然而，如果电商件市场真的完成了高度整合，则快递企业的议价能力会大幅提升，开始追求寡头垄断带来的超额收益，这很明显不符合电商企业“不断降低配送价格”的目的。显然电商企业是不希望看到快递行业的高度整合的。

因此，**电商企业乐见的快递行业整合是“有限的整合”**，其目的是在提升行业整体配送效率的同时，限制快递企业垄断利润的获取。在这一目标指引下，阿里系对于快递行业的投资都能够得到比较合理的解释。

4.2 阿里通过对“菜鸟物流”的投资提升物流话语权

电商与快递本身就是相互依存的关系，而如果要避免快递行业形成高额垄断利润，电商企业必须想办法在业务层面降低对快递的依赖度，同时提升快递企业对电商的依赖度。

实现这一目标的企业正是菜鸟物流。菜鸟的快递相关业务模式可以概括为“天网+地网”。“天网”指的是菜鸟物流根据天猫、淘宝的交易与物流信息搭建起一个数据网络；“地网”则是在全国重要物流节点搭建起数个巨大仓储转运中心，并在末端布局大量菜鸟驿站和快递柜。

图 31：菜鸟通过天网与地网的布局加深快递企业对菜鸟的依赖性



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

菜鸟物流向上直接对接电商平台，导入需求；向下对接快递公司的运力，并通过“天网”与“地网”的协同，帮助快递公司实现降本增效。故菜鸟在成功实现了电商平台与快递公司“双赢”的同时，也强化了阿里在电商物流链条中的话语权。

4.3 阿里对通达系股权深度介入，避免行业出现“不受阿里影响的巨头”

除了组建“菜鸟物流”，阿里巴巴也在加大对各主流快递公司的股权投资。

- **百世汇通：**作为百世的发起者之一，阿里始终持有大比例的百世快递股权。今年一季报显示，阿里巴巴增加对百世的持股，现持有百世集团 1.42 亿股，占百世 A 类股的比例为 37.2%，占百世总股本比例为 33%，为第一大股东。
- **申通快递**：2019 年阿里巴巴投资 46.6 亿元，入股申通快递，成为第二大股东。阿里巴巴还拥有以约定价格进一步收购 16.1%的上市公司股份的权利。虽然阿里巴巴至今未行使购股权，但一旦行使该权利，阿里将会成为申通快递的实际控制人。
- **圆通速递：**今年一季报显示，菜鸟供应链与阿里创投分别持有圆通速递 0.65%和 9.89%的股权，合计 10.54%，为第二大股东。
- **中通快递：**今年一季报显示，阿里巴巴持有中通快递 8.7%股权，拥有 2.6%的投票权，为第二大股东。
- **韵达股份：**今年一季报显示，阿里创投已成为韵达第七大股东，持股 2%。近期还不断有传言称阿里会继续收购韵达股权。

除了韵达，阿里在其他四家快递公司中都至少成为了第二大股东，对于申通与百世快递两家市值最低的公司则拥有着不输实控人的极强掌控力（阿里理论上随时可以成为申通实控人；阿里拥有百世 46.2%的投票权，与创始人周韶宁 46.4%几乎持平）。

从这个角度来看，阿里的策略已经非常明显，通过少量参股头部快递公司获得其内部一定的影响力；同时大比例的参股相对弱势的快递公司，对头部公司进行牵制。目标明确，为了避免行业出现不受阿里影响的巨头。

阿里的介入已经对快递电商件格局的发展造成了不可忽视的影响。长期来看，上游的介入有利有弊，利在于有助于产业链形成合力，快速做大市场蛋糕，弊在于上游强大的议价能力会降低下游超额利润的获取。

但即使阿里已经完成了深度的介入，也并不代表整合完成的快递行业面对上游电商企业时会失去议价能力，反而是，正因为担心整合完成后的快递企业拥有过强的议价能力，阿里才会如此重视对于自身话语权的扶植。

5. 结语：曲折的道路与光明的前景

对于快递行业的投资，我们需要看到远处光明的前景，同时也要看到近处曲折的道路。没有哪个市场化的行业能够轻松的实现高度整合的状态，但时间与努力会引导快递行业不断向着整合迈进。

我们在文中总结了通达系快递在整合过程中可能遇到或已经遇到的问题，包括行业自身属性导致容易陷入同质化竞争、资本力量加持下的价格拉锯战以及上游电商企业的强势介入等。这些都是投资快递的过程中需要注意的不确定性。

然而，投资本身就是一个通过在不确定中寻找确定性来获利的过程，研究行业的目的也是为了找寻确定性的变化。在分析这些问题的过程中，我们获得了两个相对确定性的结论，**一是行业本身将不断走向整合集中，二是马太效对快递行业适用。**在这种情况下，“选择头部企业，在一个合理的价格买入，并长期持有”是投资快递行业的一个基本模式。

6. 风险提示

行业政策出现重大变化、价格战烈度超预期、宏观经济增速下滑。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	快递行业 6 月数据点评：价格战暂时缓和，单价小幅回升	2020-07-19
行业普通报告	快递行业 5 月数据点评：价格战异常激烈，单件收入快速下行	2020-06-19
行业普通报告	快递行业 3 月数据点评：业务量恢复但价格竞争加剧，上市公司数据分化明显	2020-04-20
行业普通报告	快递行业 1 月数据点评：1 月单量下滑主要系春节错期；顺丰单量持续高增长	2020-02-27

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学金融数学硕士，5 年投资研究经验，2015-2018 年就职于广发证券， 2019 年加盟东兴证券研究所

研究助理简介

李蔚

中国人民大学金融学学士，英国曼彻斯特大学经济学硕士。2019 年 5 月加入东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5％～15％之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5％以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526