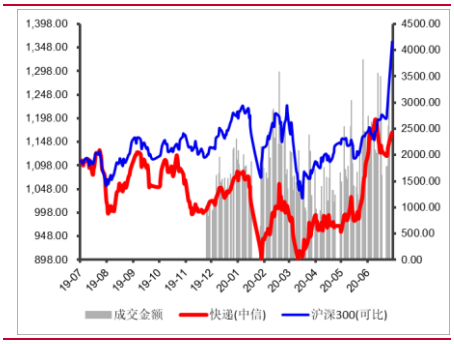
交通运输/快递 快递行业深度报告 首次评级

报告原因：深度报告 行业格局加速演变，壁垒加固聚焦龙头 看好

2020 年 7 月 7 日 行业研究/深度报告

快递板块近一年市场表现



分析师：

张 湃

执业登记编码：S0760519110002

电 话：0351-8686797

邮 箱：zhangpai@sxzq.com

研究助理：

武恒：wuheng@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **快递行业持续高增长，规模显著提升。**我国快递行业法律制度不断完善，服务主体、产品品类、物流渠道等多元化发展，市场分化加剧，同时国内网络购物逐渐普及，线上零售业务快速发展带动电商快递服务需求提升，快递行业空间不断加大，业务总量显著提升。2009 年至 2019 年，我国规上快递业务量从 18.58 亿件增至 635.20 亿件，年复合增长率 42.36%。
- **网购兴起有望带动行业持续高增长。**电商件为快递业务提供主要增量，一是基于社零总额高基数考虑，网上零售额占比持续提升，电商件需求仍有增量空间，二是线上购物品类多元化，有望刺激线上购物需求进一步释放，三是疫情催生消费需求从线下向线上转移，有望为行业提供持续增量。我们预测，根据目前电商需求的高增长趋势，未来三年内快递行业将拥有 CAGR23%左右的快递业务量增长空间。
- **下沉市场潜力巨大，快递需求有待释放。**我国快递业务地区分布不均衡，经济落后地区与经济发达地区业务量差距、需求增速快，同时电商平台对下沉市场持续开发，低线城市快递需求增长有较强的确定性，下沉市场有望为行业增长持续提供驱动力。
- **行业竞争加剧，寡头局面加速成形。**一方面，行业价格战愈演愈烈，中小企业在难以获得更多市场份额的情况下，难以通过规模效应降本，头部企业差距逐步加大，电商入局不改长期整合趋势，二线企业加速出清。另一方面，对比加盟与直营模式，直营模式在中高端市场具备竞争优势，而加盟制目前更适合电商件，而电商特惠件的持续发力，助力顺丰缩小快递业务量与通达系的差距。
- **龙头筑造成本壁垒，单价下行凸显马太效应。**成本端来看，行业目前仍然存在降本空间，龙头公司拥有成本领先优势。固定资产来看，中通综合实力雄厚，韵达自动化程度领先。
- **行业评级：**一是**线上消费潜力不断释放，下沉市场持续为行业提供增量，行业规模稳定高增长；**二是**快递行业产能出清，行业加速整合，优势企业具备长期投资价值。**我们认为快递行业具备板块性投资机会，首次行业评级为“看好”。

投资策略：我们认为快递行业选股应当关注两条主线：一是**业务量市场份额持续领先、规模效应显著、拥有成本优势的加盟制快递龙头**；二是**主打中高端市场，单票收入高，产品结构完善、服务质量突出的直营龙头服务商。推荐关注：**1）件量和盈利持续增长、成本管控能力强、服务质量行业领先的**韵达股份**；2）电商件放量、时效件拥有绝对优势的**顺丰速运**。

风险提示：宏观经济下行，快递行业增速降低；竞争恶化，价格战超预期；末端网点退网。

目录

1. 国内快递行业快速发展，业务总量显著提升 6

2. 驱动因素：网购需求+下沉市场，行业有望维持高增长 7

2.1 网购兴起，带动我国快递行业持续高增长 7

2.2 下沉市场潜力巨大，快递需求有待释放 10

3. 行业竞争格局 12

3.1 行业整合，中小企业出清 12

3.2 业务差距拉大，市场聚焦龙头 15

3.3 通达系之争与顺丰搅局 17

3.3.1 加盟与直营模式对比：加盟目前更适合电商件 17

3.3.2 顺丰搅局通达系，抢夺电商市场份额 19

3.4 整合下半场，行业格局加速演变 21

4. 龙头筑造成本壁垒，单价下行凸显马太效应 23

4.1 成本分析：行业存在降本空间，龙头成本优势领先 23

4.2 固定资产对比：中通综合实力雄厚，韵达自动化程度领先 25

4.3 盈利分析 27

5. 行业评级及投资策略 29

5.1 行业评级 29

5.2 投资策略 29

5.3 行业估值 29

5.4 重点标的 30

5.4.1 韵达股份（002120.SZ）：成本优势显著，业务规模持续扩大 30

5.4.2 顺丰速运（002352.SZ）：精准定位中高端市场，长期竞争优势显著 31

6. 风险提示 32

图表目录

图 1：规模以上快递业务收入情况 6
图 2：规模以上快递业务量情况 6
图 3：快递业务量拆分 8
图 4：实物商品网上零售额增速高于社零总额增速 8
图 5：网上零售额占社会消费品零售总额比重（%） 8
图 6：月度规上快递业务收入情况 9
图 7：月度规上快递业务量情况 9
图 8：快递业务收入地区分布 10
图 9：快递业务量地区分布（亿件） 11
图 10：拼多多过去 12 个月 GMV 11
图 11：2019 年拼多多用户城市等级分布 12
图 12：中国主要快递公司 13
图 13：一线快递公司三足鼎立格局 14
图 14：快递行业单价变化情况（元） 14
图 15：出清快递公司 15
图 16：各公司近三年业务量差距（亿件） 16
图 17：快递公司业务量市场份额 CR6 16
图 18：快递行业集中度 CR5、CR8 17
图 19：加盟制经营模式 18
图 20：直营经营模式 18
图 21：通达系和顺丰单票收入（元） 19
图 22：顺丰速运收入结构 20

图 23：部分公司快递业务量及增速（亿件） 20
图 24：顺丰业务量及市场份额（亿件） 21
图 25：部分公司单票收入及增速（元） 22
图 26：部分公司快递业务收入及增速（亿元） 22
图 27：部分公司面单成本对比（元） 23
图 28：部分公司转运相关成本对比（元） 24
图 29：通达系转运中心数量及自营率 24
图 30：募集资金使用情况（从外到内依次为韵达、申通、圆通） 25
图 31：通达系干线运输车辆数量及自营率 25
图 32：2019 年通达系主要固定资产账面价值（亿元） 26
图 33：主要快递公司毛利率情况对比（%） 27
图 34：主要快递公司扣非净利润（亿元） 27
图 35：主要快递公司单票扣非净利润（元） 28
图 36：快递行业估值 29
图 37：成分股估值 30
图 38：成分股近五年 PE 均值 30
图 39：2015-2019 年韵达股份业务量及增速 31
表 1：中国快递行业重大事件整理 6
表 2：当前快递行业主要时效件 7
表 3：快递行业规模以上快递业务量预测（亿件） 9
表 4：各公司快递业务量（亿件）及增速 15
表 5：二线快递出清事件 17
表 6：国家邮政局快递企业满意度排名 19

表 7：通达系主要固定资产账面价值（亿元） 26

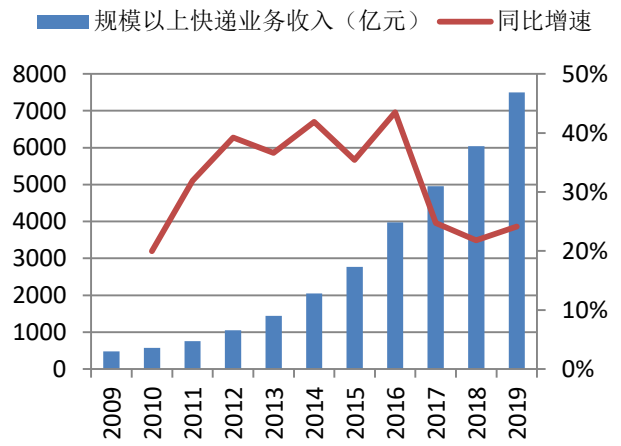
表 8：各公司关键盈利指标对比（%） 28

表 9：公司盈利预测、估值及投资评级 32

1. 国内快递行业快速发展，业务总量显著提升

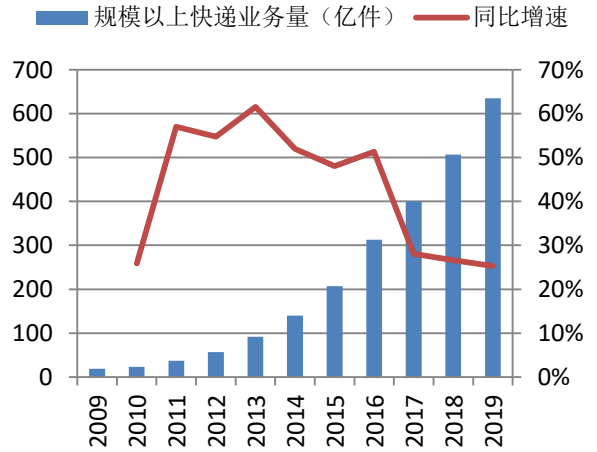
国内快递行业快速发展，业务量稳居世界第一。20 世纪 70 年代末至 90 年代初，我国快递行业处于发展初期，国内及国际快递业务开始布局，此时的行业需求主要是商务件、信件递送。20 世纪 90 年代以来，民营企业相继成立，服务主体、产品品类、物流渠道等逐步多元，行业法律制度不断完善，我国快递行业迈入成长期，同时国内网络购物逐渐普及，线上零售业务快速发展带动电商快递服务需求提升，快递行业空间不断加大，业务总量显著提升。2009 年至 2019 年，我国规模以上快递业务收入从 479.0 亿元增长至 7497.8 亿元，年复合增长率 31.66%；规模以上快递业务量从 18.58 亿件增长至 635.20 亿件，年复合增长率 42.36%。2019 年，我国快递业务量超过美、日、欧等发达国家经济体总和，连续 6 年稳居世界第一。

图 1：规模以上快递业务收入情况



资料来源：国家邮政局，山西证券研究所

图 2：规模以上快递业务量情况



资料来源：国家邮政局，山西证券研究所

表 1：中国快递行业重大事件整理

时间	事件
1979 年	中国对外贸易运输公司成为中国第一个经营快递服务业务的企业。
1980 年	中国邮政开展全球邮政特快专递业务。
1985 年	中国邮政成立了经营速递业务的企业——中国速递服务公司(EMS)，成为我国第一家专业经营快递业务的企业。
1993 年	申通、顺丰分别在浙江和广东成立，民营企业无法获得营业牌照，被称为“黑快递”。
1994-2002 年	詹际盛和詹际炜、聂腾云、喻渭蛟、赖梅松分别创立天天、韵达、圆通和中通。
2003 年	顺丰开辟航运市场，与扬子江快运签下合同，扬子江快运的 5 架 737 全货机全部由顺丰租下，其中 3 架用于承运快件。顺丰成为国内第一家使用全货运专机的民营速递企业。
2007 年	京东自建物流，电商正式进入快递业。
	我国首次快递服务统计调查结果于 2007 年 7 月 24 日公布，自此我国拥有了较为健全和完善的快递统计制度。

2009 年	新《中华人民共和国邮政法》出台，首次明确快递企业的法律地位。至此，民营快递拥有合法营业牌照。
2009 年 11 月 11 日	淘宝平台首次推行网销打折活动，当天的销售额达到 5200 万，众多快递企业来不及反应，严重爆仓，耗费几周时间才降所有快件处理完毕。
2013 年	马云投资 3000 亿元建立菜鸟网络。
2015 年 9 月 16 日	申通、天天快递宣布重大战略重组，两家企业将展开在运营、产品、信息技术、快件最后一公里等领域的资源整合，其目的是加快推进企业的服务水平，提升企业的服务能力。
2015 年 11 月 11 日	快递运送速度大有改观，“双十一”后的一周内有超过 94%的物流订单已经发货，累积 2.4 亿个包裹完成签收。
2016 年	圆通速递借壳大杨创世，正式登陆 A 股。同年，申通快递在深交所上市。
2017 年	韵达和顺丰先后在深圳证券交易所上市。

资料来源：根据新闻整理，山西证券研究所

品类多元，市场分化，拓宽行业业绩边际。快递业由订单集约处理、集中货物、运输、分类拣货、装卸搬运、末端配送等环节组成，是基于若干特点划分物流行业而得到的我国市场化程度较深的细分行业。随着快递行业服务质量不断提升，降本增效不断推进，行业上下游协同效应逐步增强，为了满足更多消费者的多样化需求，产品品类多元化发展，快递市场分化加剧。其中，低端市场以快递公司电商件、邮政小包为主，低价是这部分客户的核心需求，高端市场主要包括中高端电商件、公务件，以及各种时效件，服务及时效性是这部分客户的核心需求。

表 2：当前快递行业主要时效件

快递产品	产品特性
即日达	当日收取，当日送达
次晨达	当日收取，次日上午 12:00 前送达
次日达	当日收取，次日送达
隔日达	当日收取，第三天送达

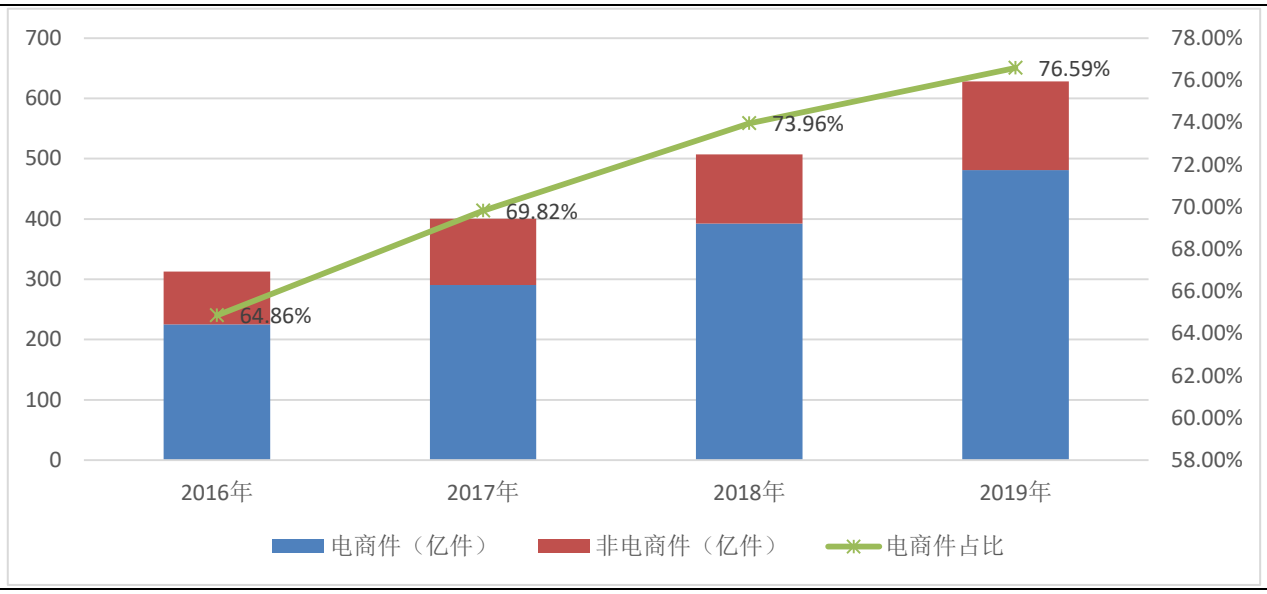
资料来源：文献资料，山西证券研究所

2. 驱动因素：网购需求+下沉市场，行业有望维持高增长

2.1 网购兴起，带动我国快递行业持续高增长

电商件为快递业务提供主要增量。2003 年非典事件后，网络购物逐渐普及。2007 年，京东自建物流，电商正式进入快递业。随着淘宝、京东等电商平台快速发展，线上零售需求逐步从传统零售的补充向传统零售的重要替代转换。随着网购需求的快速增长，电商件逐步成为了支撑快递业务增长的主导因素。截至 2019 年，电商件在快递业务中的占比接近 80%。

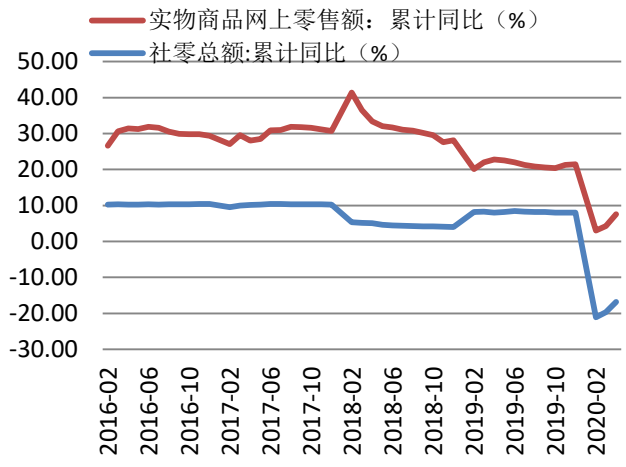
图 3：快递业务量拆分



资料来源：公司公告，山西证券研究所

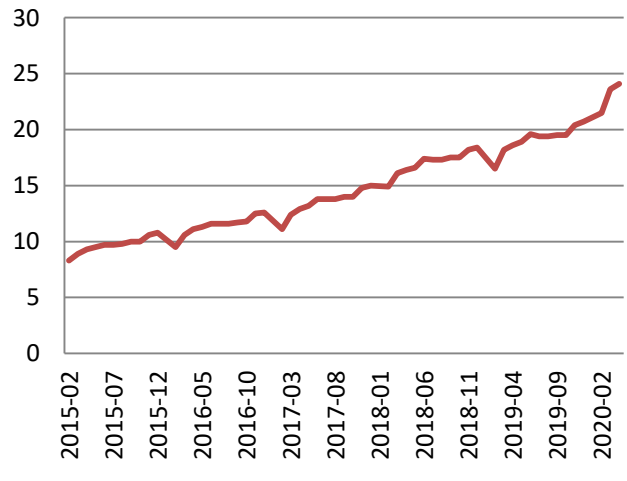
网购保持高增长，快递行业增长空间巨大。近年来，尽管实物商品网上零售总额增速与社会消费品零售总额增速之差有所收窄，但网购增速仍然显著高于社零整体增速，且电商渗透率逐年攀升。根据《2019 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2019 年我国全年实物商品网上零售额 85,239 亿元，同比增长 19.5%，占社会消费品零售总额的比重为 20.7%，比上年提高 2.3 个百分点。目前来看，网购需求表现出较强的增长潜力，未来一段时间仍然有望维持高增速，进而带动电商件快递需求持续增长。

图 4：实物商品网上零售额增速高于社零总额增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：网上零售额占社会消费品零售总额比重（%）

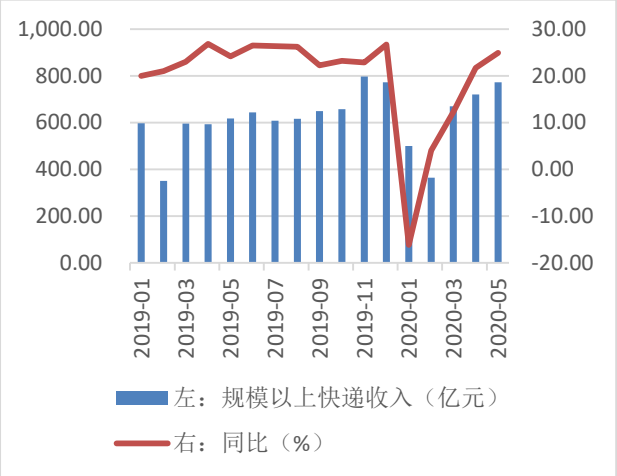


资料来源：wind，山西证券研究所

网购品类完善，疫情催生需求增长，有望加速电商需求进一步增长。一方面，随着供应链不断完善，

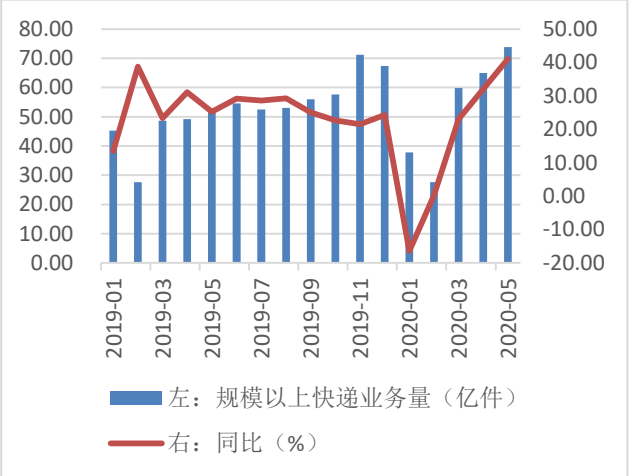
快递可服务的产品逐步向生鲜、农产品延伸，而“双十一”、“618”等购物节以及直播等形式大大提升了电商的带货能力，越来越多的线下商家布局网上零售，线上购物品类多元化，有望刺激线上购物需求进一步释放。另一方面，2020 年初新冠肺炎疫情爆发，大大抑制了消费者的出行需求，进而带动购物需求从线下向线上转移，后续随着快递业复工复产，快递行业业务量快速恢复，2020 年 2 月规模以上快递业务量即实现同比转正，且同比增幅持续扩大，随着防控形势常态化发展，我们认为，消费习惯的延续性，有望为电商需求提供持续增量。

图 6：月度规上快递业务收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：月度规上快递业务量情况



资料来源：wind，山西证券研究所

整体而言，一是基于社零总额高基数考虑，网上零售额占比持续提升，电商件需求仍有增量空间，二是线上购物品类多元化，有望刺激线上购物需求进一步释放，三是疫情催生消费需求从线下向线上转移，有望一定程度为行业提供持续增量。

我们预测，根据目前电商需求的高增长趋势，未来三年内快递行业将拥有 CAGR23%左右的快递业务量增长空间。2017-2019 年，我国规模以上快递业务量平稳增长，同比增速曲线较为线性，我们以此为依据，假设未来业务量同比增速较 2019 年线性减少，并排除 2020 年疫情的影响。根据《2019 年中国快递发展指数报告》预计，2020 年疫情影响下快递业务量增速为 18%，全年业务量超过 740 亿件。

表 3：快递行业规模以上快递业务量预测（亿件）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2020-2022 CAGR
规模以上快递业务量	400.60	507.10	635.20	749.54	921.49	1125.15	
同比增速	28.07%	26.59%	25.26%	18.00%	22.94%	22.10%	23%
同比增速降幅		1.48pct	1.32pct	7.26pct	（4.94pct）	0.84pct	

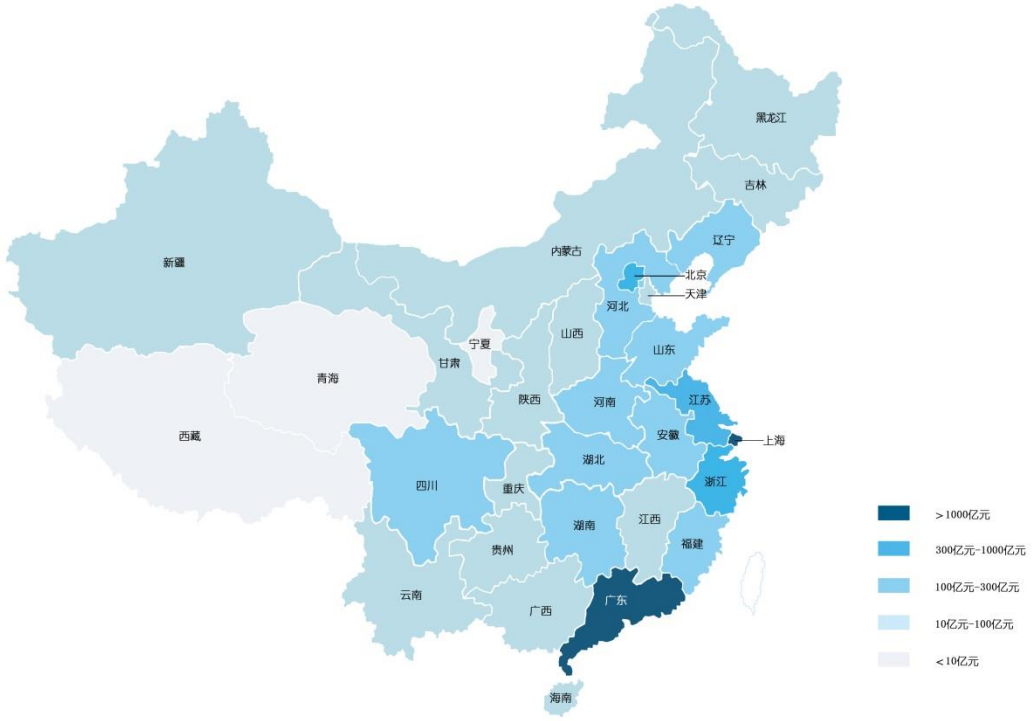
资料来源：国家邮政局，山西证券研究所

2.2 下沉市场潜力巨大，快递需求有待释放

我国快递业务地区分布不均衡，发达地区业务比重大。我国快递行业具有明显的区域性特征，快递业务主要集中在东部发达地区，例如长三角、珠三角以及京津冀等地区。国家邮政局统计数据显示，2019 年我国东、中、西部地区快递业务量比重分别为 79.7%、12.9%和 7.4%，业务收入比重分别为 80.2%、11.3%和 8.5%。

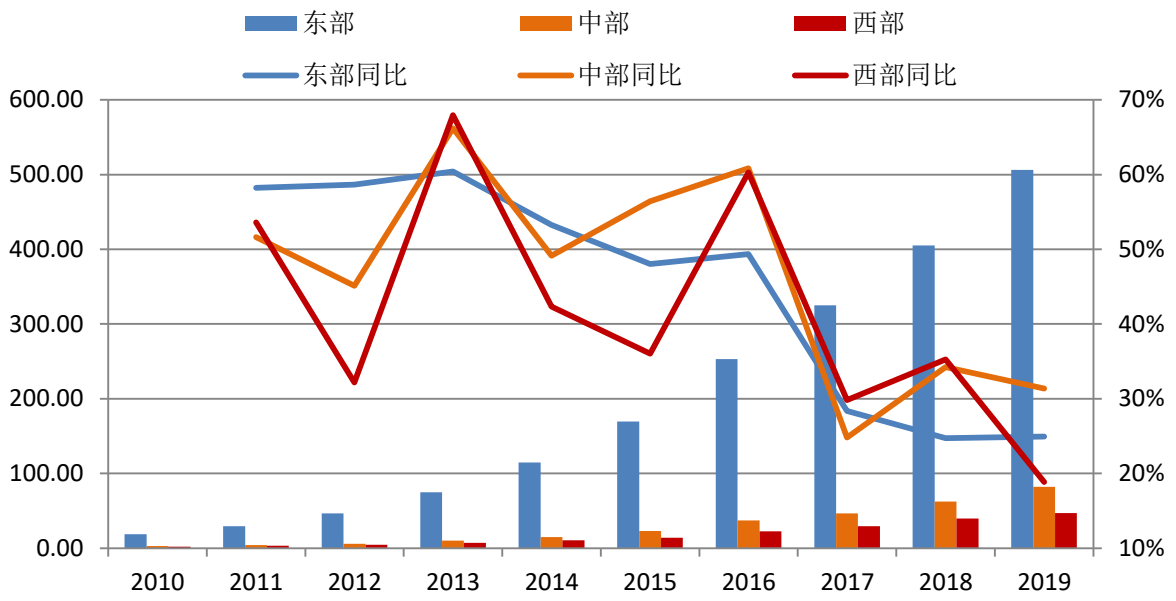
经济落后地区需求增速快，有望为行业增长持续提供驱动力。中西部地区经济发展水平较低，快递业务占比远小于东部地区，但需求增长潜力巨大，近年来快递业务量增速有超过东部地区的趋势。2018 年西部地区快递业务量增速最高，而 2018、2019 年中部地区快递业务量增速连续两年高于东部。

图 8：快递业务收入地区分布



资料来源：wind，山西证券研究所

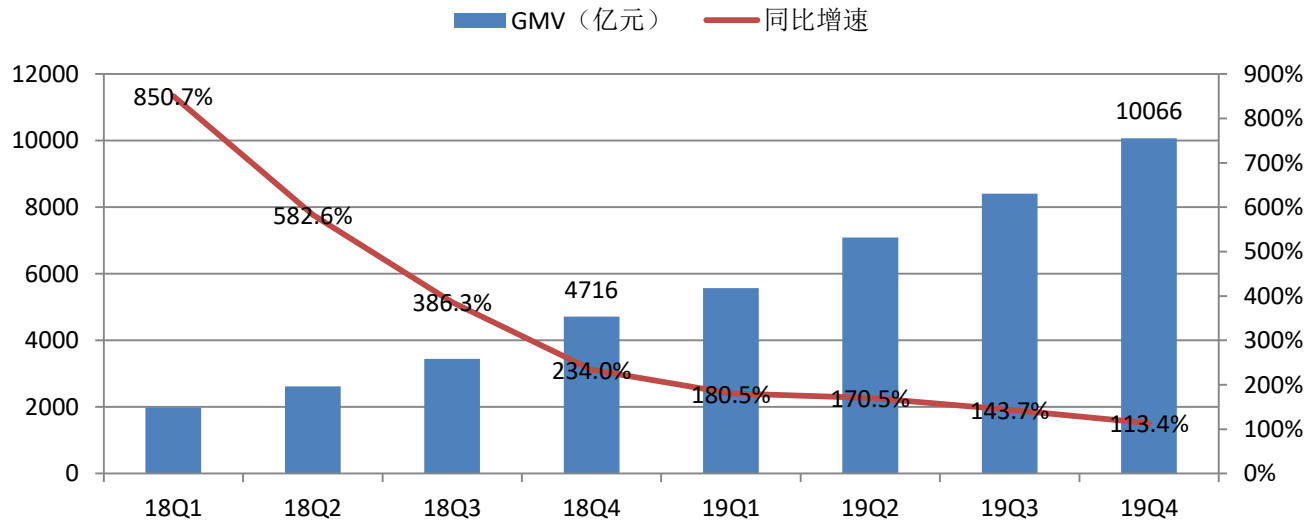
图 9：快递业务量地区分布（亿件）



资料来源：wind，山西证券研究所

拼多多崛起带动电商渠道下沉，低线城市潜力不断释放。拼多多凭借“低价拼购+社交”的模式，在成立后的短短几年内迅速吸引大量用户，公司规模呈现爆发式增长，跻身阿里、京东之列，成为中国电商三巨头之一。2019 年拼多多成交额突破万亿大关，全年实现 GMV10066 亿元，同比增长 113%；年活跃买家用户达到 5.85 亿，超越京东 3.62 亿，继续向阿里巴巴的 7.11 亿靠近；平台产生快递业务量 197 亿单，同比增长 77%，远高于快递行业业务量 25.26%增速，边际贡献率高达 67.14%。

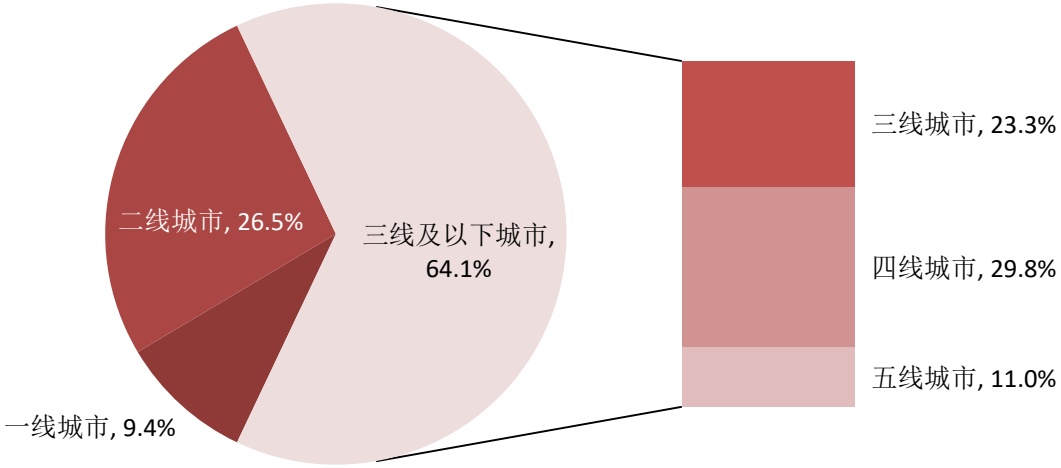
图 10：拼多多过去 12 个月 GMV



资料来源：公司公告，山西证券研究所

拼多多的成功，得益于对下沉市场巨大潜力的挖掘。资料显示，拼多多三线及以下城市用户占比达到64.1%。下沉市场在国土面积和人口规模中占多数，随着网络基础设施的完善，移动互联网持续下沉，逐步打通贫困地区“最后一公里”，低线城市手机网购渗透率不断提升，拼多多站在了风口上。

图 11：2019 年拼多多用户城市等级分布



资料来源：Mobtech，山西证券研究所

老牌电商平台纷纷布局，加码下沉市场。面对拼多多的快速崛起，阿里巴巴、京东为代表的老牌电商平台也纷纷抓紧在下沉市场进行布局，分别推出聚划算、淘宝特价版和京喜等主打性价比的平台 APP，争夺下沉市场份额。2019 年财报显示，阿里巴巴年 Q3 和 Q4 有分别超过 70%和 60%的新增年度活跃消费者来自欠发达地区，而京东 2019 年下半年新增用户中有大约 70%来自低线城市。随着老牌电商先后入场，我国下沉市场有望快速打开，带动三线及以下城市快递业务量提升，进而支撑快递行业持续增长。

整体而言，我们预计伴随着电商平台对下沉市场持续开发，低线城市快递需求增长有较强的确定性，进而有望支撑行业维持高景气度。

3. 行业竞争格局

3.1 行业整合，中小企业出清

根据业务量的规模，快递公司通常可以分为三档，**一线快递公司**包括“通达系”、百世快递、顺丰控股、中国邮政+EMS 以及京东物流，**二线快递公司**包括德邦快递、苏宁易购、跨越速运、宅急送、天天快递、优速快递和速尔快递，**三线快递公司**主要是以 DHL、Fedex 为代表的外资公司，这类公司快递业务量较少，市场份额较低，在国内快递行业竞争中不断边缘化。

图 12：中国主要快递公司



资料来源：物流一图，山西证券研究所

我们认为，电商入局快递公司并不改变长期整合趋势。在 4 月底韵达披露的 2019 年年报中，阿里巴巴以 2%的持股比例成为韵达股份第八大股东，至此，“四通一达”全部进入阿里生态圈，一线快递企业形成了以菜鸟系、顺丰以及京东为代表的三足鼎立格局。事实上，阿里入股通达系是为了加强电商平台与快递公司的战略合作，通过菜鸟的技术优势提供数据协同，为快递企业提供精细化管理、降低成本，同时卡位竞争对手，掌控更多的物流资源。但长期来看，通达系公司之间并不会发生订单量分配的不均衡，最终对快递服务的选择权仍然归商家所有，所以快递行业本身的整合趋势不会因此受到阻碍。

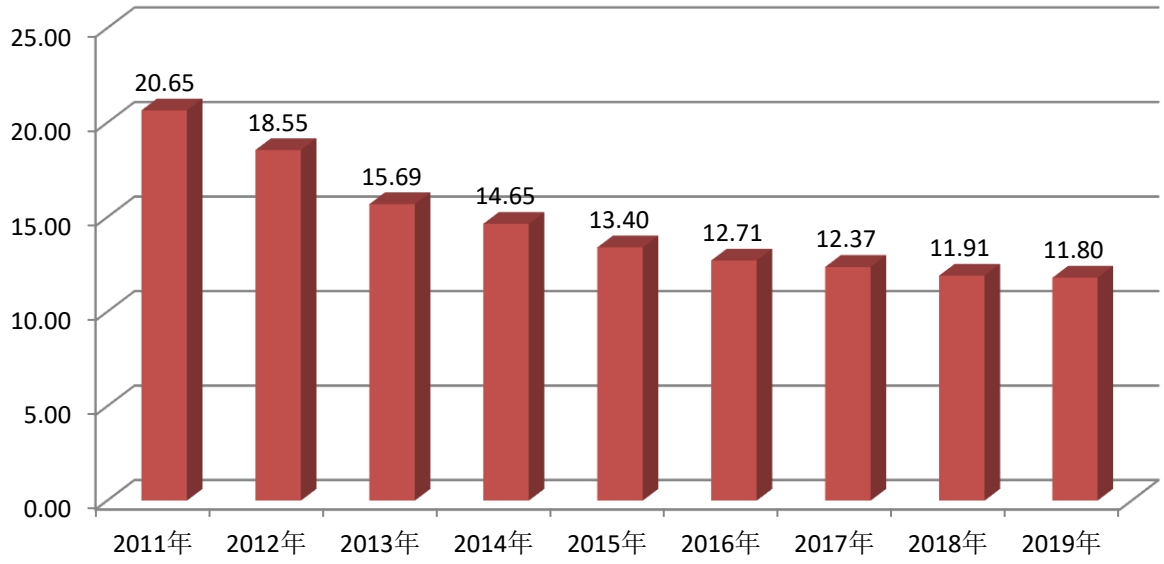
图 13：一线快递公司三足鼎立格局



资料来源：根据新闻整理，山西证券研究所

价格战持续，二线企业加速出清。快递行业产品同质化严重，随着市场体量不断变大，快递行业规模效应愈加显著，快递单价持续下行，价格战愈演愈烈，中小企业在难以获得更多市场份额的情况下，难以通过规模效应降本，多家二线快递公司破产清算、被收购重组或是转向其他物流细分行业。

图 14：快递行业单价变化情况（元）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 15：出清快递公司



资料来源：物流一图，山西证券研究所

3.2 业务差距拉大，市场聚焦龙头

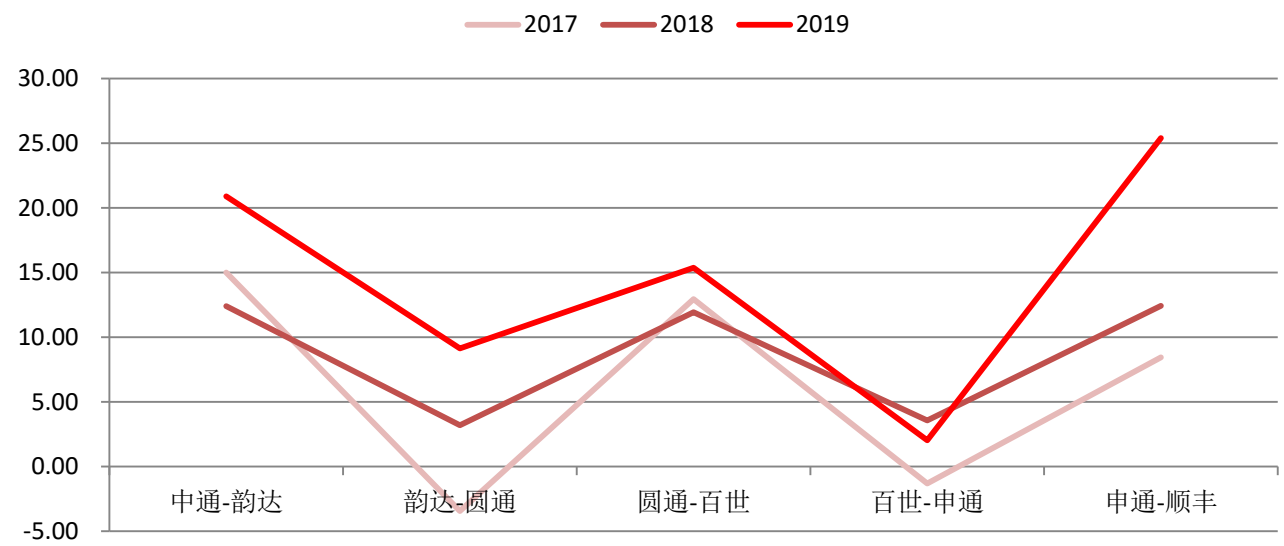
伴随业务量增长，头部公司差距逐步拉大。从业务量来看，2019 年中通、韵达两家龙头业务量突破百亿规模，分别达到 121.2 亿件、100.3 亿件，但是业务量排名相比 2018 年未发生变化，各家市场地位趋于稳定。从业务量增速来看，在行业整体业务量增速下行的背景下，中通、圆通、申通三家件量增速均较 2018 年有所提升，业务量增速表现优于行业，其中中通、韵达、申通增速超过 40%，高出行业 15 个百分点以上。此外，各家业务量差距也在不断拉大，头部公司之间竞争愈演愈烈。

表 4：各公司快递业务量（亿件）及增速

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中通	18.2	29.5	45.0	62.2	82.3	121.2
同比增速	70.20%	62.22%	52.68%	38.30%	37.10%	42.20%
韵达	15.7	21.3	32.1	47.2	69.9	100.3
同比增速	36.45%	35.90%	50.84%	46.86%	47.99%	43.59%
圆通	18.6	30.3	44.6	50.6	66.7	91.2
同比增速	44.68%	63.22%	47.12%	13.54%	31.62%	36.78%
百世	7.4	14.0	21.7	37.7	54.7	75.8
同比增速	128.20%	90.64%	54.45%	74.06%	45.10%	38.50%
申通	23.1	25.7	32.6	39.0	51.1	73.7
同比增速	56.56%	11.34%	27.00%	19.64%	31.12%	44.19%
顺丰	16.1	16.7	25.8	30.5	38.7	48.3
同比增速	46.76%	22.30%	31.03%	18.29%	26.77%	25.84%

资料来源：各公司年报，山西证券研究所

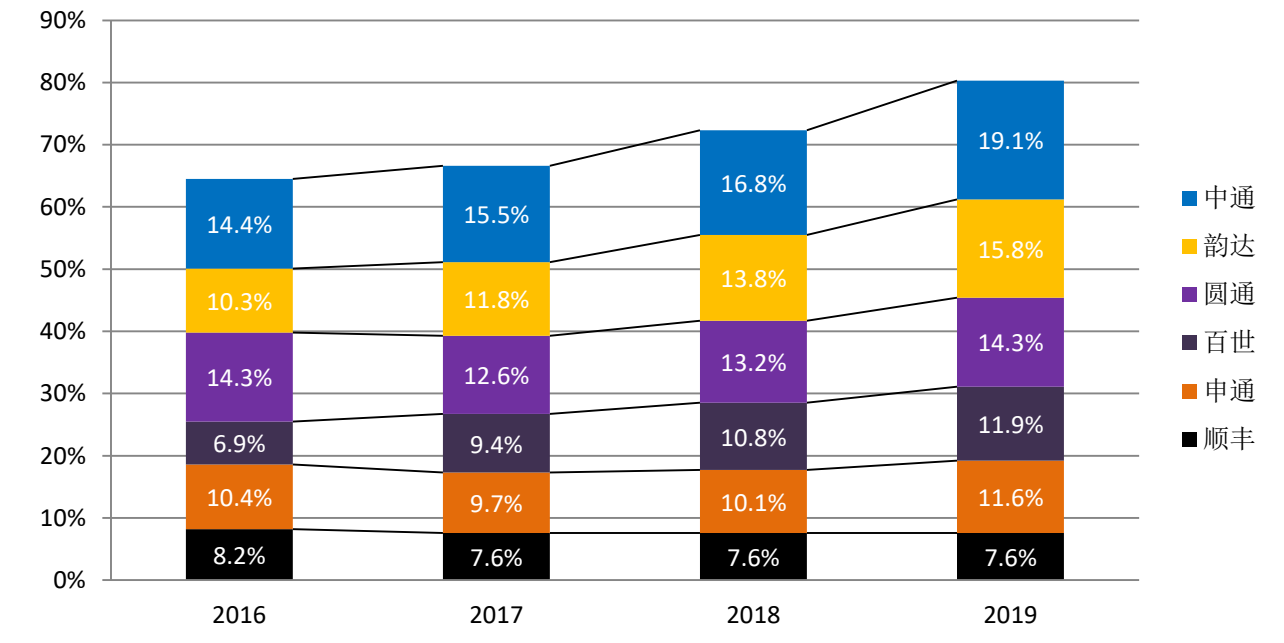
图 16：各公司近三年业务量差距（亿件）



资料来源：各公司年报，山西证券研究所

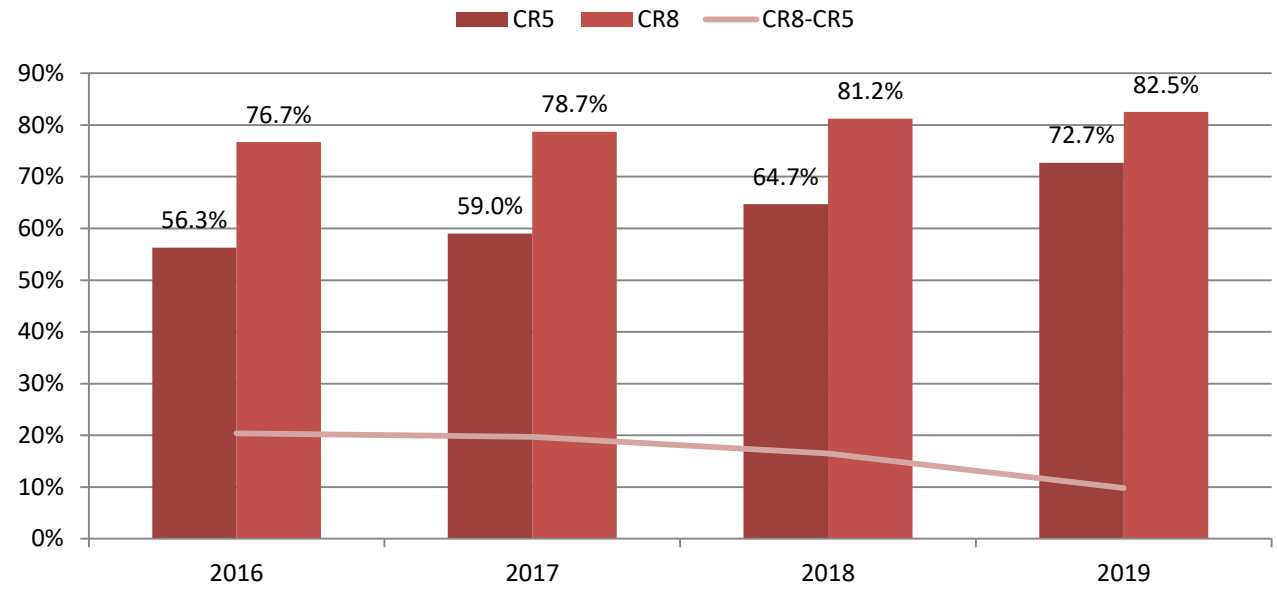
行业加速向头部集中。随着二线快递不断出清，行业 CR6、CR8 进一步提升。2016-2018 年，CR8 从 76.7%提升至 82.5%，CR6 从 56.3%提升至 72.7%，CR8 与 CR6 之差则呈现收窄趋势，同时，顺丰快递市场份额在 2017、2018、2019 三年中未发生变化，因此，二线快递出清让出的市场份额几乎被通达、百世瓜分。2019 年，中通、韵达两家巨头的市占率提升达到 2%以上，行业加速向头部公司集中。

图 17：快递公司业务量市场份额 CR6



资料来源：各公司年报，山西证券研究所

图 18：快递行业集中度 CR5、CR8



资料来源：国家邮政局，公司年报，山西证券研究所

表 5：二线快递出清事件

时间	事件
2017 年 12 月	全峰快递被青旅物流收购。
2018 年 4 月 18 日	快捷快递通过微信公众号发布《关于快捷快递暂停运营的公告》。
2019 年 3 月 11 日	如风达快递宣布业务暂停。
2019 年 3 月 22 日	国通快递停工。
2019 年 3 月	安能快递转型快运业务。
2019 年 11 月	全一快递停止运营。
2019 年 11 月 25 日	唯品会宣布与顺丰达成业务合作，终止旗下自营快递品骏的快递业务。

资料来源：根据新闻整理，山西证券研究所

3.3 通达系之争与顺丰搅局

3.3.1 加盟与直营模式对比：加盟目前更适合电商件

我国快递公司有两种经营模式，分别是以通达系为代表的“枢纽分拨自营与末端网络加盟”的加盟模式和以顺丰为代表的直营模式。快递业务分揽收、分拣、转运、派送四个环节，加盟制目前分拣和转运环节以自营为主，揽件和派件由加盟商完成；直营制下所有环节均由公司自建，统一管理。

对比两种模式，**加盟制目前更适合电商件：**

一是**加盟制具有天然的成本优势。**加盟制快递总部布局网络时无需投入大量自有资金，直营模式下所有的末端揽派网点均需自建，因此加盟制构建网络成本远低于直营，给予单票价格很大的下降空间。

二是**电商件客户对价格敏感，但对时效敏感度相对较低。**顺丰时效件单票均价超过 20 元，价格最低的电商特惠件均价也在 5-8 元之间，同为陆运与通达系时效并无太大差异，但通达系单票均价已降至 3 元以下，电商件量规模庞大，商家选择通达系能够节约可观的运费成本。

图 19：加盟制经营模式



资料来源：韵达股份年报，山西证券研究所

图 20：直营经营模式



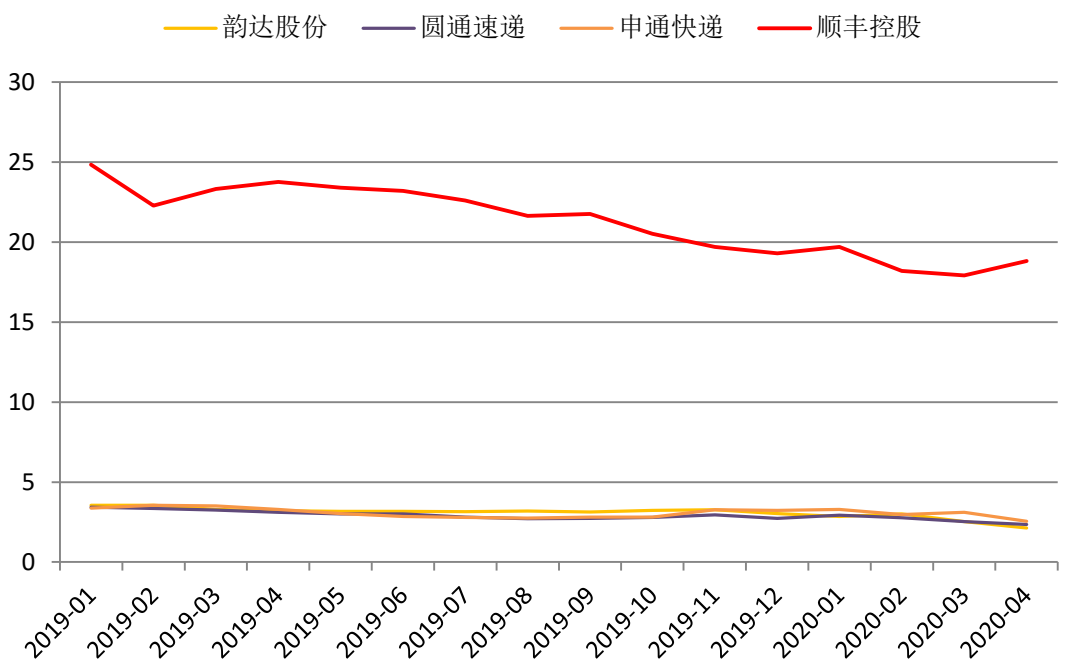
资料来源：顺丰控股年报，山西证券研究所

相较而言，**直营模式的优势在于：**

一是**总部对各环节具有绝对控制力**，公司战略保持统一，从而提升服务质量和效率。国家邮政局公布的快递企业满意度调查结果显示，直营制的顺丰和 EMS 多年稳居行业前二。

二是**在中高端市场竞争中更具优势。**通达系主营电商件，产品同质化严重，只能通过打价格战一条路以获取更多的市场份额，以价换量，甚至不惜亏本补贴，因此单票价格不断走低；顺丰产品线丰富，快递主打中高端市场，面向对价格不敏感而更加注重时效的客户群体，单票价格远高于通达系，且能够根据市场需求调整产品结构，因此其盈利受通达系价格战影响较小。

图 21：通达系和顺丰单票收入（元）



资料来源：wind，山西证券研究所

表 6：国家邮政局快递企业满意度排名

排名	2015	2016	2017	2018	2019
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	韵达
4	申通	圆通	韵达	韵达	中通
5	圆通	申通	圆通	圆通	百世
6	韵达	韵达	申通	百世	申通
7	百世	百世	百世	申通	圆通

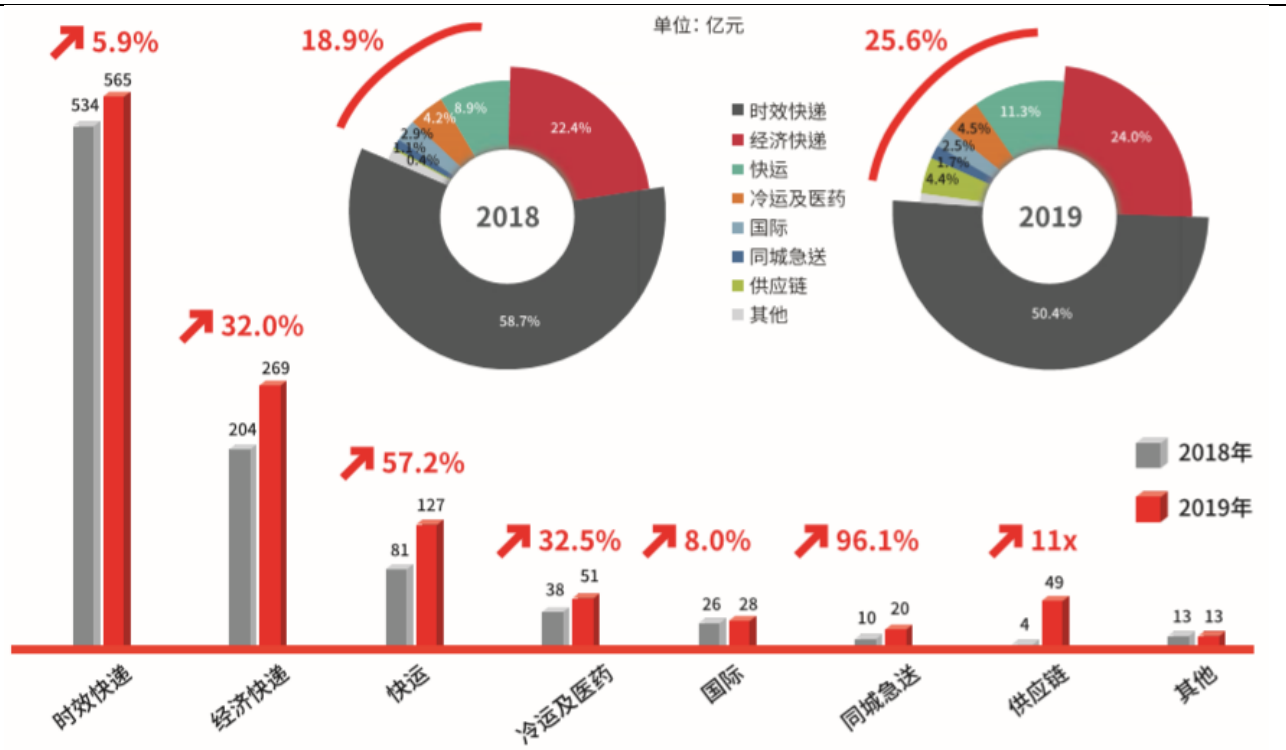
资料来源：国家邮政局，山西证券研究所

3.3.2 顺丰搅局通达系，抢夺电商市场份额

顺丰在 2019 年上半年国内市场需求减弱，公司传统业务收入增速放缓的背景下，灵活调整策略，从 5 月起针对电商市场推出特惠专配，产品推出后迅速带动经济产品板块业务量增长，下半年经济板块收入同比增长 47.54%，全年实现业务收入 269.19 亿元，同比增长 31.96%。

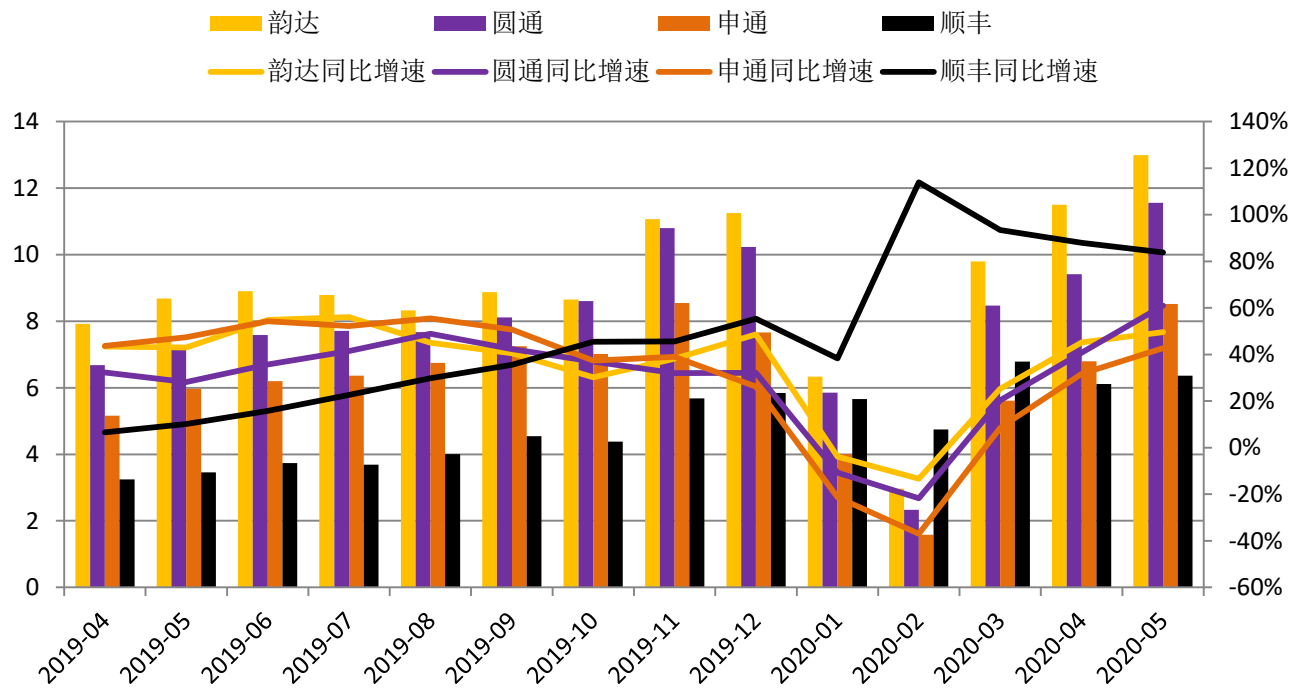
电商特惠件持续发力，帮助顺丰缩小快递业务量与通达系的差距。自 2019 年 10 月进入旺季起，顺丰快递业务量增速反超通达系，今年一季度电商特惠件增长进一步维持顺丰业务高增量。

图 22：顺丰速运收入结构



资料来源：顺丰速运公司年报，山西证券研究所

图 23：部分公司快递业务量及增速（亿件）

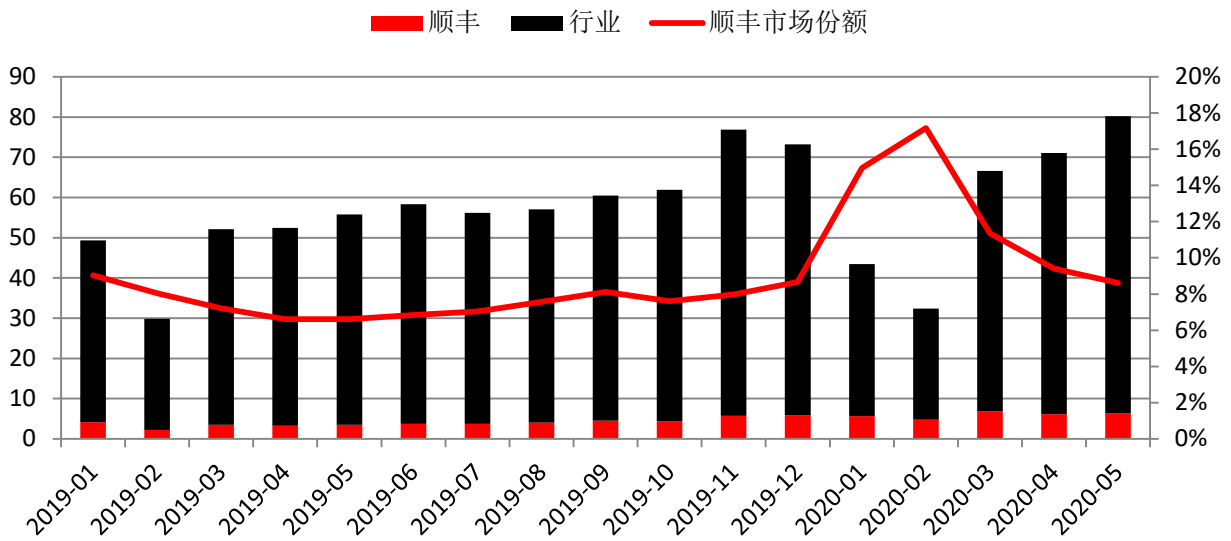


资料来源：wind，山西证券研究所

通过业务量市场份额变化可以看出，2019 年 5 月电商特惠件推出后顺丰市占率稳步提升，在 2019 年底

网购旺季达到 8.67%。春节以及疫情期间顺丰受益，市占率水平明显高于去年同期，但进入 4、5 月份后恢复正常水平。我们认为，乐观情况下，顺丰未来市占率能够达到 9%左右；悲观预期下则降至近三年平均值 7.6%。

图 24：顺丰业务量及市场份额（亿件）



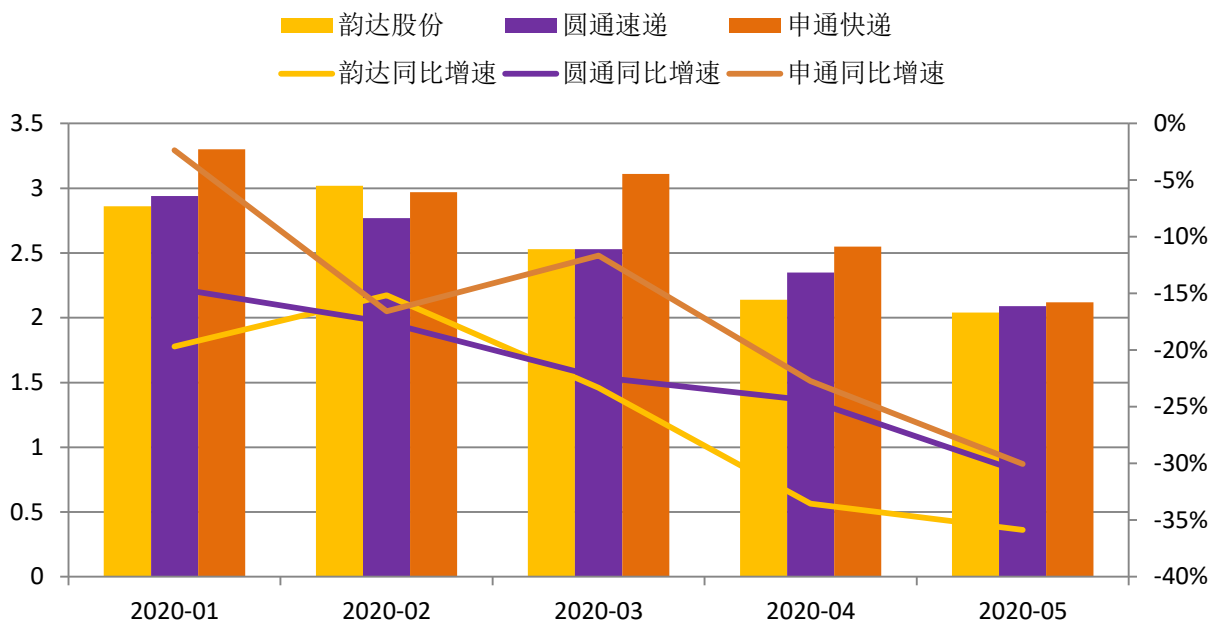
资料来源：wind，山西证券研究所

3.4 整合下半场，行业格局加速演变

价格战超预期，寡头局面加速形成。2020 年一季度，新冠肺炎疫情爆发，通达系复工复产推迟，快递业务量出现下滑，需求向不停工的顺丰速运转移，由此顺丰业务量出现逆势增长。二季度，随着疫情防控形式好转，行业整体在 4、5 月恢复往年高增长，与此同时，通达系新一轮价格战打响，激烈程度空前，5 月份韵达、圆通、申通三家单票收入跌幅超过 30%，虽然件量增速均达到 40%以上，但收入出现不同程度的下滑，韵达、申通更是出现负增长，快递业务收入分别减少 4.10%、0.39%。作为中高端市场霸主，顺丰整体收入受通达系价格战影响相对较小，速运业务营收 114.54 亿元，同比增长 41.46%，但由于特惠电商件业务比重上升速运业务单票价格也因此被拉低，顺丰 5 月单票收入 18.01 元，同比下降 23.03%。

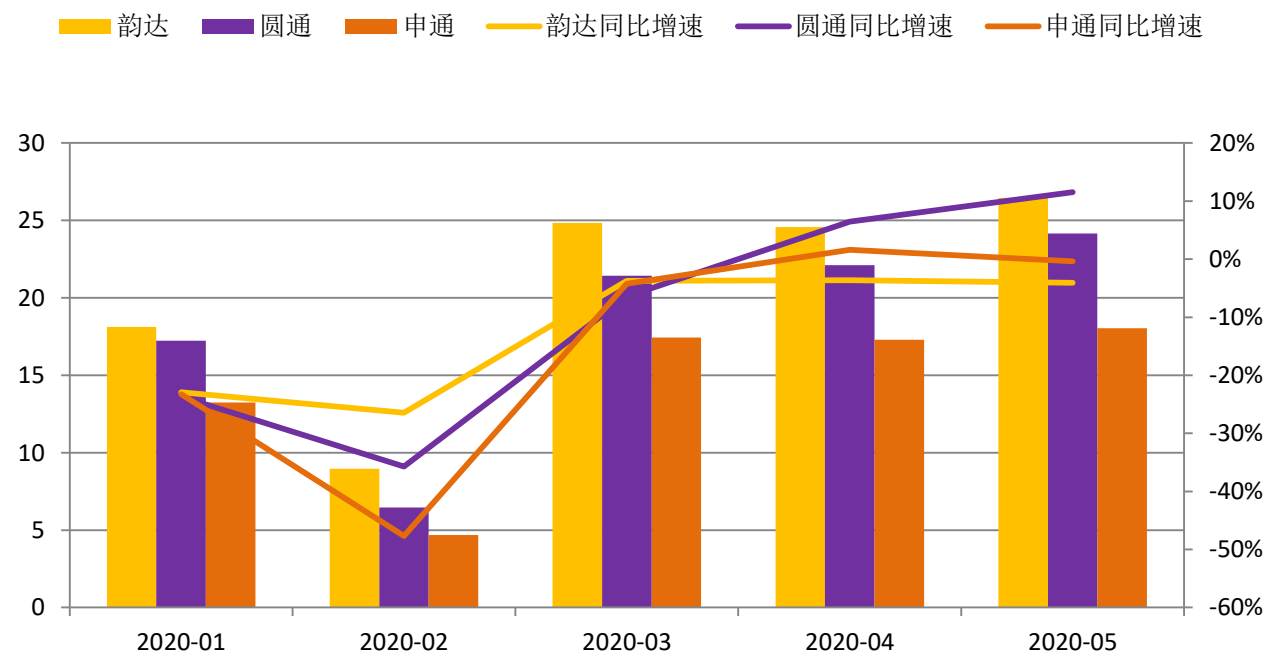
激烈的价格战下，拥有价格优势的公司获票能力更强，件量差距进一步拉大，行业格局由龙头迈向寡头的拐点或将提前到来，预计彼时寡头将拥有更好的行业红利。

图 25：部分公司单票收入及增速（元）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 26：部分公司快递业务收入及增速（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

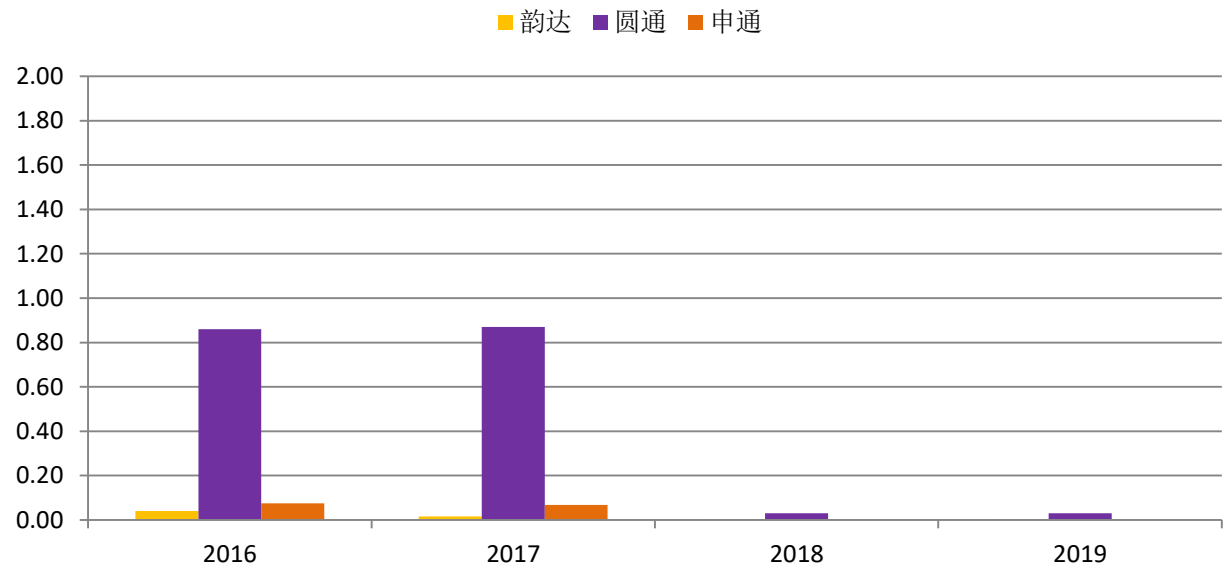
4. 龙头筑造成本壁垒，单价下行凸显马太效应

4.1 成本分析：行业存在降本空间，龙头成本优势领先

快递成本主要包括面单成本、派费、干线运输成本、转运费、中心操作成本（分拣成本）等，其中**派费及转运相关成本所占比重最大，转运相关成本中的干线运输成本、中转成本是目前各家公司主要的降本方向。**

面单成本曾是营业成本中较为可观的部分，但近两年随着电子面单出现，各快递公司电子面单逐渐普及，目前使用率基本达到 99%以上，面单成本相对较高的圆通近两年面单成本也降至 0.03 元，而韵达面单接近零成本，几乎不存在降本空间。

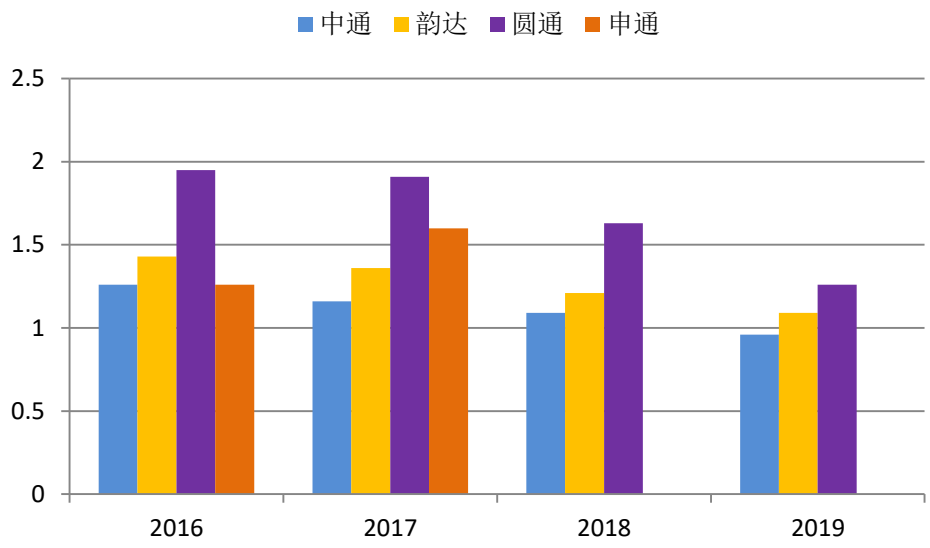
图 27：部分公司面单成本对比（元）



资料来源：公司年报，山西证券研究所

目前行业在干线运输和中转成本方面仍然存在降本空间，为了降低营运成本，快递服务企业需要不断加大转运中心建设、投入干线运输车辆、布局自动化分拣设备、优化信息技术平台和加强精细化管理。由于各家财报中计费方式有所区别，为方便比较，我们将统计口径统一为“干线运输成本+中转成本”。运输及中转是快递过程的重要组成部分，其在通达系公司成本中所占比例仅次于派费。中通、韵达两家龙头在该项成本中具有领先于行业的优势，这得益于较大的件量规模、转运中心数量和自动化程度、庞大的干线运输车队数量，从而产生更好的规模效应，降低单票成本。

图 28：部分公司转运相关成本对比（元）

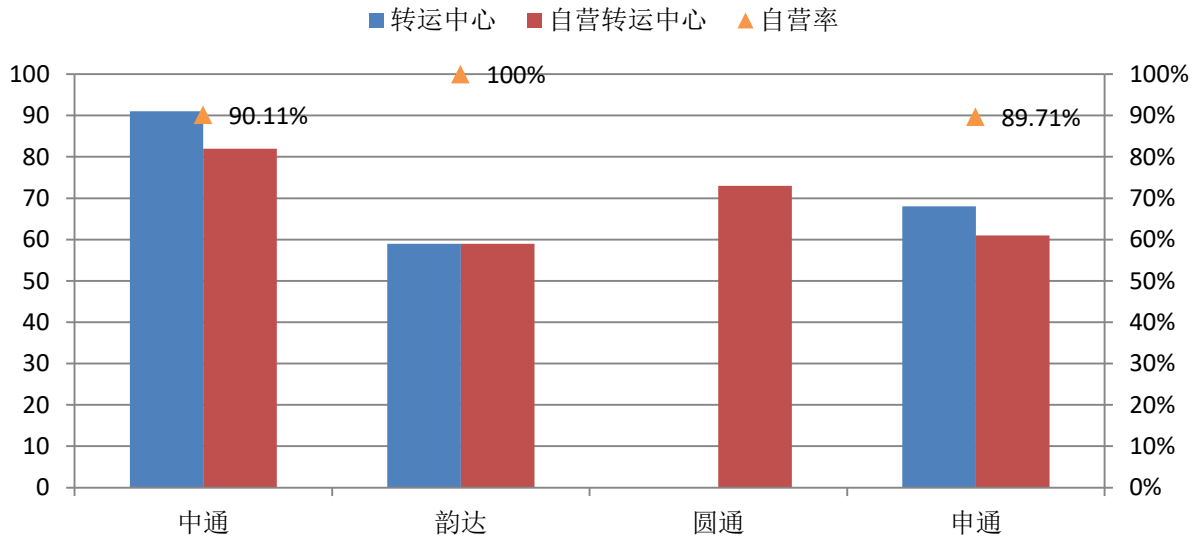


资料来源：公司年报，山西证券研究所

中通在全国转运中心数量达到 91 个，其中自营转运中心 82 个，自营率高达 90.11%。韵达的转运中心数量仅 59 个，落后于可比公司，但韵达是通达系第一家实现转运中心 100%自营的公司，并且在分拣设备自动化方面投入了大量资金，截至 2019 年 12 月 31 日，公司募集资金累计使用 35.17 亿元，其中转运中心自动化升级项目 20 亿元，占比达 56.9%，高于行业内其他公司。

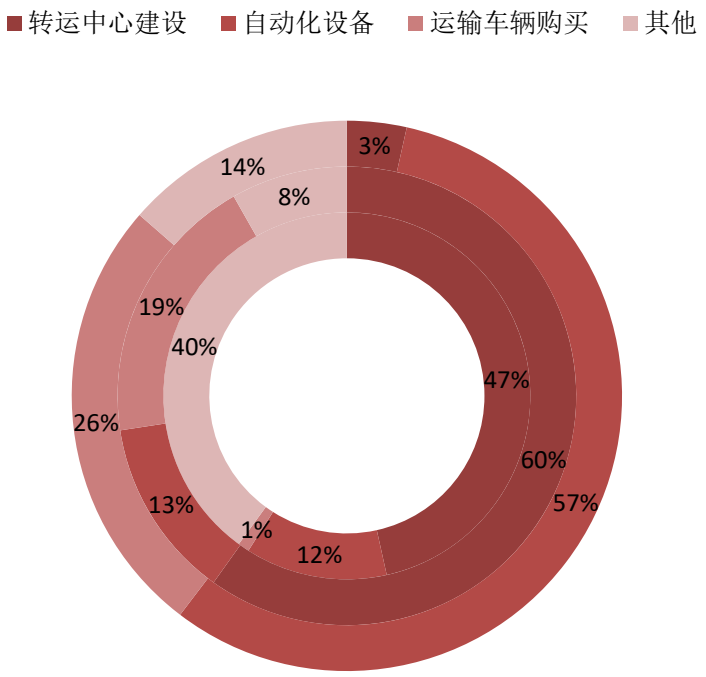
干线运输车辆方面，中通同样在行业中处于领先地位，自营车辆 6450 辆，自营率高达 87.76%。韵达虽然总量达到 5500 余辆，但多为外包，自有车辆很少，若提高运输车辆自营率，则运输成本有望进一步降低。

图 29：通达系转运中心数量及自营率



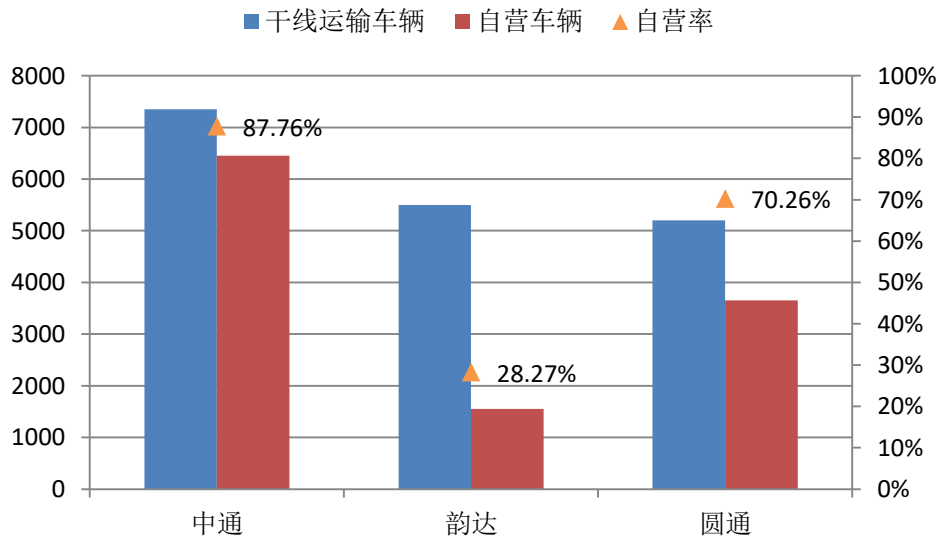
资料来源：公司年报，山西证券研究所

图 30：募集资金使用情况（从外到内依次为韵达、申通、圆通）



资料来源：公司年报，山西证券研究所

图 31：通达系干线运输车辆数量及自营率



资料来源：公司年报，山西证券研究所

4.2 固定资产对比：中通综合实力雄厚，韵达自动化程度领先

固定资产账面价值可以直观体现一家公司的实力水平，是公司产生规模效应的基础。各家财报中的房

屋及建筑物反映的是拥有的转运中心数量，机器设备反映分拣自动化水平，而运输设备代表干线运输车辆的数量。

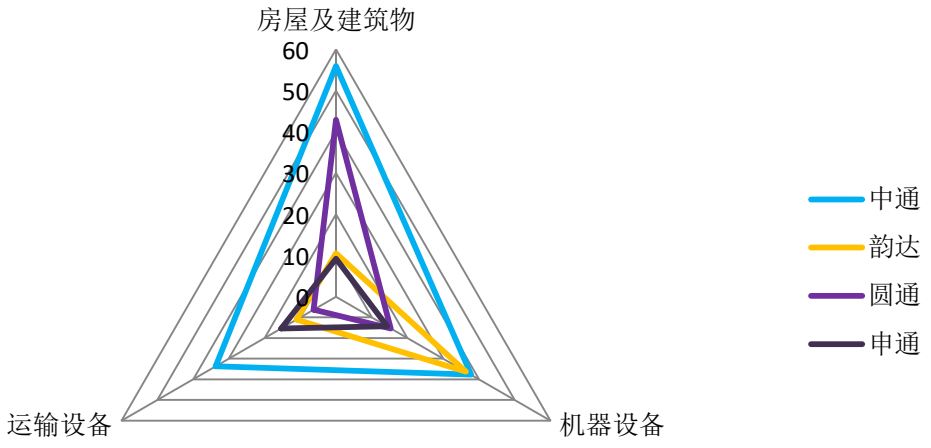
从通达系固定资产的统计中不难看出，中通房屋、机器设备、运输设备三项均行业领先，产能储备充足；韵达机器设备账面价值突出，这是转运中心自动化程度较高所致；圆通的自营转运中心数量达到 73 个，所以房屋及建筑物账面价值较高，公司也将自动化升级改造作为重点发展战略，随着自动化程度的不断提高，转运成本降低存在空间。

表 7：通达系主要固定资产账面价值（亿元）

	年份	房屋及建筑物	机器设备	运输设备	固定资产合计
中通	2017	26.97	13.00	15.46	64.73
	2018	35.87	24.76	23.19	90.36
	2019	55.94	37.79	33.67	124.71
韵达	2017	7.46	12.41	6.99	28.20
	2018	8.55	25.08	10.09	47.17
	2019	10.58	36.39	11.00	64.41
圆通	2017	20.75	4.18	1.17	29.40
	2018	32.17	8.91	5.55	53.13
	2019	42.90	15.31	6.26	72.18
申通	2017	5.42	1.56	5.26	12.95
	2018	6.91	8.32	10.47	26.67
	2019	9.22	14.31	15.35	39.92

资料来源：公司年报，山西证券研究所

图 32：2019 年通达系主要固定资产账面价值（亿元）



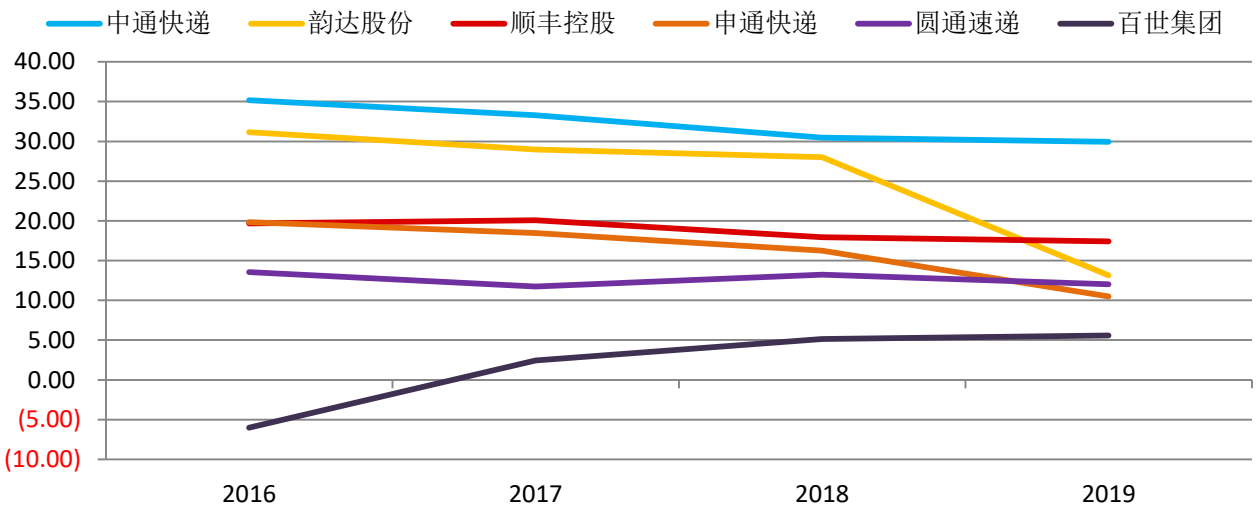
资料来源：公司年报，山西证券研究所

4.3 盈利分析

通过对比各家快递公司的经营数据，可以看出：

1）各公司毛利率水平基本与其市场份额排名一致，龙头拥有一定的品牌溢价。

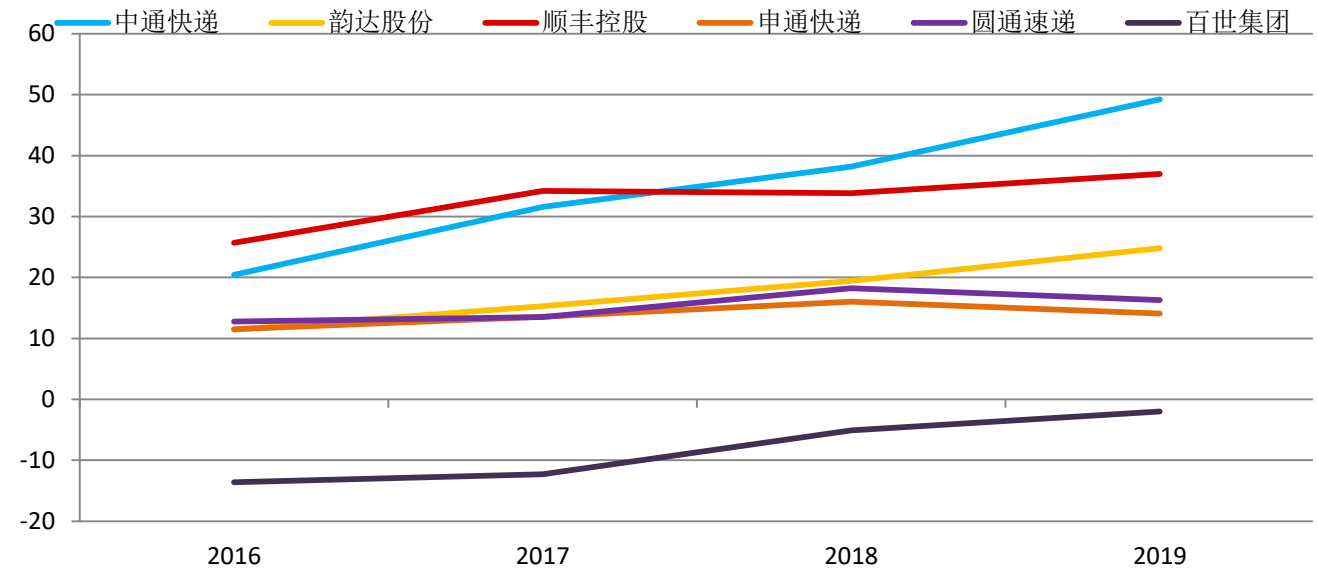
图 33：主要快递公司毛利率情况对比（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

2）由于快递件量持续增长，近几年快递行主要公司扣非净利润出现了不同程度的增长。其中，中通、韵达增速领先行业，中通在 2018 年扣非净利润反超顺丰；百世为获取市场份额，补贴力度较大，多年处于亏损状态，但亏损程度逐步减小，目前接近盈亏平衡。

图 34：主要快递公司扣非净利润（亿元）

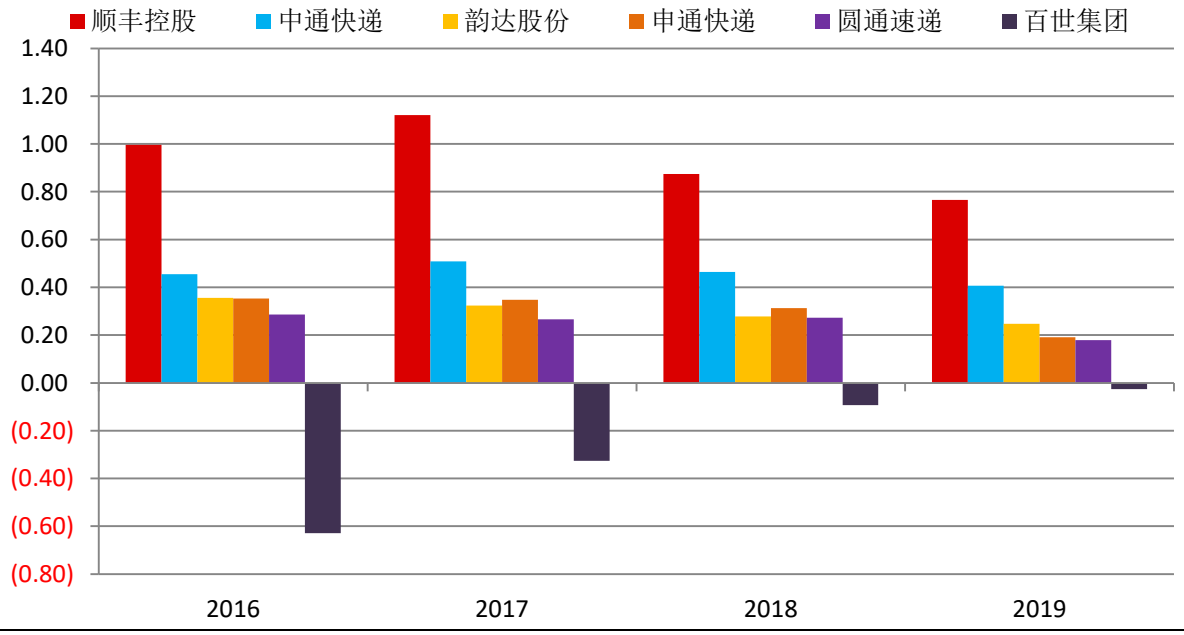


资料来源：wind，山西证券研究所

3）顺丰依然存在较大的降本空间。顺丰虽然扣非净利润总体落后于中通，但由于定位不同，其主营业务中时效件收入占比超五成，而时效件定价高于经济件，因此顺丰单票扣非净利润远超通达系。

4）除百世外，尽管各家快递公司利润实现增长，但单票扣非净利润均呈现下降趋势。这是由于持续的价格战正不断侵蚀行业利润，压缩快递公司的盈利空间，率先出现亏损的公司将面临出清，让出的市场份额不断向龙头聚集，最终形成寡头局面。

图 35：主要快递公司单票扣非净利润（元）



资料来源：wind，山西证券研究所

表 8：各公司关键盈利指标对比（%）

证券代码	证券简称	毛利率			净利率			扣非归母净利润增速		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
ZTO.N	中通快递	33.27	30.47	29.95	24.19	24.93	25.65	54.56	20.91	28.85
002120.SZ	韵达股份	28.98	28.02	13.15	15.90	18.78	7.62	33.65	27.13	27.45
002352.SZ	顺丰控股	20.07	17.92	17.42	6.68	4.91	5.01	33.07	-1.10	9.33
002468.SZ	申通快递	18.45	16.24	10.48	11.75	12.06	6.15	18.01	17.97	-11.94
600233.SH	圆通速递	11.73	13.22	12.01	7.24	7.03	5.40	5.77	35.05	-10.57
BEST.N	百世集团	2.43	5.15	5.57	-6.14	-1.82	-0.62	-9.94	-58.63	-60.15

资料来源：wind，山西证券研究所

5. 行业评级及投资策略

5.1 行业评级

综上所述，一方面，**线上消费潜力不断释放，下沉市场持续为行业提供增量，行业规模稳定高增长；**另一方面，**快递行业产能出清，行业加速整合，优势企业具备长期投资价值。因此，**我们认为快递行业具备板块性投资机会，首次行业评级为“看好”。

5.2 投资策略

综上所述，我们认为快递行业选股应当关注两个方向：

一是**业务量市场份额持续领先、规模效应显著、拥有成本优势的加盟制快递龙头：**

1.快递行业龙头通过网络和服务质量获票，利用规模效应进一步降本，始终保持市场份额领先优势，不断加深行业护城河，马太效应加剧，行业加速转向寡头格局，龙头有望获得更多市场红利；

2.成本优势能够加大公司在价格战中的主动权，进而提升在价格敏感性高的电商市场中的获票能力。

二是**主打中高端市场，单票收入高，产品结构完善、服务质量突出的直营龙头服务商：**

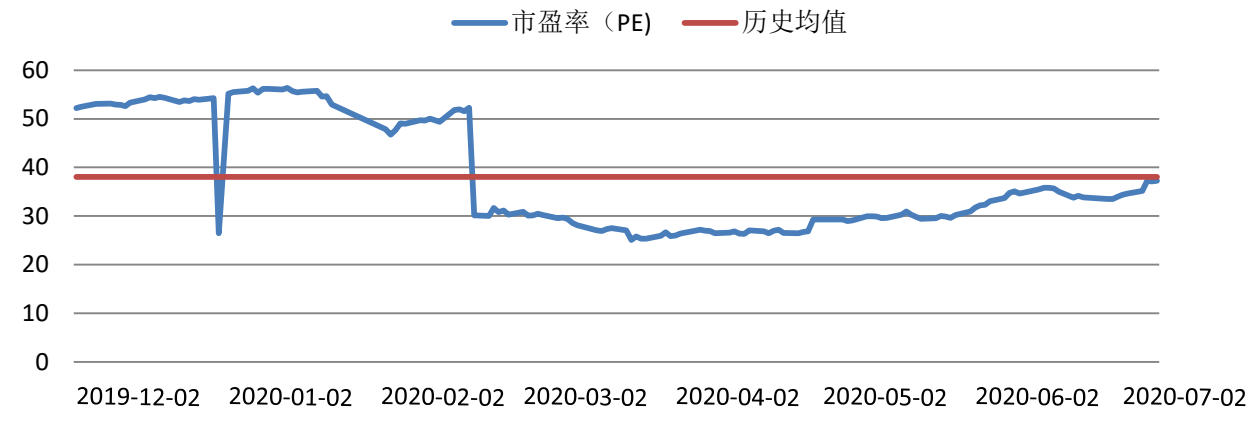
1.直营模式下在中高端市场更具竞争优势，而更高的单票价格有望提升公司盈利能力；

2.以时效件为主，产品线更加丰富的综合物流服务商受通达系价格战影响较小，更具长期竞争优势。

5.3 行业估值

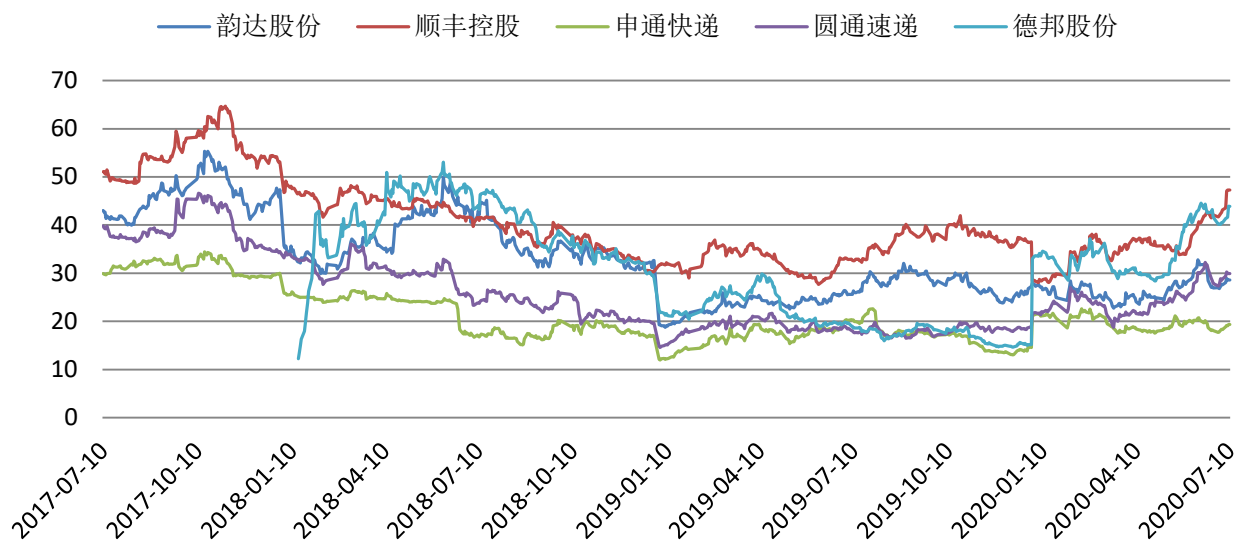
对比快递行业及其成分股历史 PE，目前位于历史中位，且估值整体呈上升趋势，叠加快递业务量持续高增长，我们认为行业估值有望进一步提升。

图 36：快递行业估值



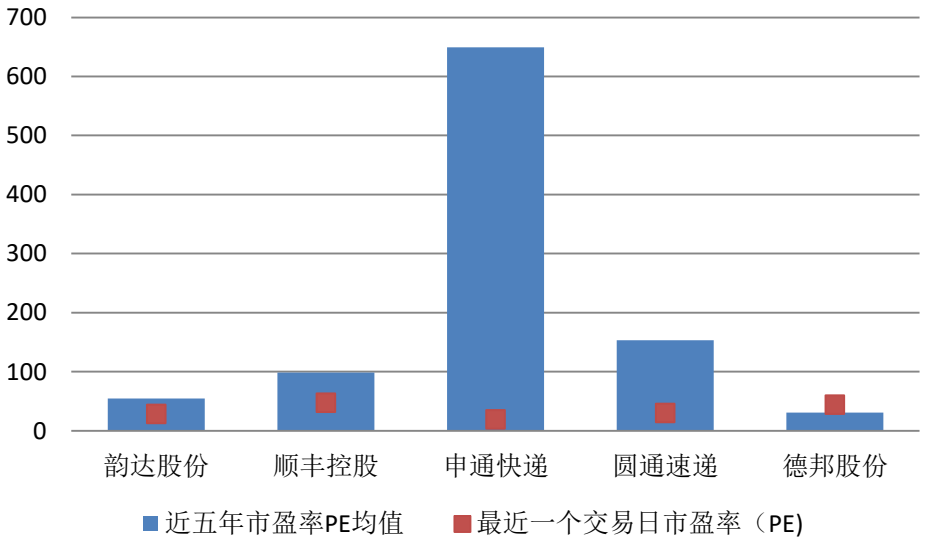
资料来源：wind，山西证券研究所

图 37：成分股估值



资料来源：wind，山西证券研究所

图 38：成分股近五年 PE 均值



注：德邦股份无法追溯近五年数据，取 2018 年上市以来均值

资料来源：wind，山西证券研究所

5.4 重点标的

5.4.1 韵达股份（002120.SZ）：成本优势显著，业务规模持续扩大

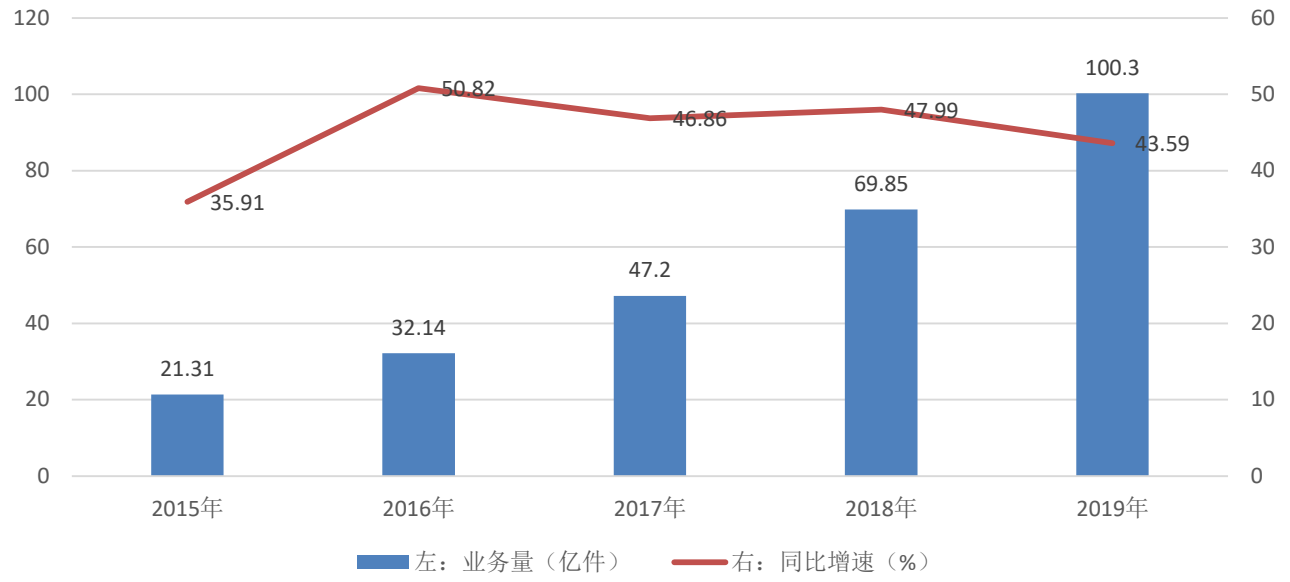
业绩回顾：2019 年，公司实现快递业务收入 319.6 亿，同比增长 165.91%，扣除派费收入，同口径下 2019 年快递业务收入同比增加 36.58%，较上年同期增加 5.07pct，近三年 CAGR 为 34.02%；完成快递业务

量 100.3 亿件，近三年 CAGR 为 39.59%；由于派费收入统计口径调整，公司 2019 年快递业务毛利率为 11.35%，较 18 年同期减少 17.88pct。

投资逻辑：

1.作为快递 A 股上市公司龙头，韵达件量持续高增长，从目前的业务量规模来看，2019 年全年韵达（100.3 亿件）＞圆通（91.2 亿件）＞申通（73.7 亿件）＞顺丰（48.3 亿件）；2019 年公司快递业务量同比增长 43.59%，高出行业平均增速 18.29 个百分点，快递市场份额达 15.79%，较去年同期提高 2.02 个百分点，快递市场份额仅次于中通。

图 39：2015-2019 年韵达股份业务量及增速



资料来源：韵达股份公司年报，山西证券研究所

2.韵达已拥有稳定的成本优势，在 2020 年新一轮的价格战中，韵达保持着 A 股通达系公司中最低的单票价格，业务量也因此保持领先优势。而作为 A 股快递公司中自动化程度最高，转运成本最低者，若继续补齐运输车辆短板，成本优势将更为显著。

3.目前韵达已形成“服务质量提升—业务量增加—规模效应降成本”良性循环。在国家邮政局公布的快递公司满意度调查中，韵达首次超过中通，成为通达系服务质量口碑最好的公司。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2020 年、2021 年，每股收益分别为 1.12、1.39 元/股，对应 PE 分别为 22.52、18.09 倍，首次评级为“买入”。

5.4.2 顺丰速运（002352.SZ）：精准定位中高端市场，长期竞争优势显著

业绩回顾：2019 年，公司速运业务收入 1059.83 亿元，同比增长 18.71%，较上年同期减少 9.30pct，近

三年 CAGR 为 22.52%；完成快递业务量 48.31 亿件，近三年 CAGR 为 25.81%；2019 年公司毛利率 17.42%，较去年同期下降 0.5 个百分点。

投资逻辑：

1.顺丰精准定位中高端市场，开展时效快递、经济快递、同城、快运、冷链物流、国际业务等全方位综合物流服务。顺丰科技实力雄厚，“天网+地网+信息网”全面覆盖，终端网点、分拨中心、运输队伍等资源强大，在快递行业是“快”、“准时”和“安全”的代名词，自国家邮政局 2009 年首次公布快递服务满意度排名以来，顺丰连续 11 年蝉联第一。

2.相比通达系，顺丰凭借品牌以及产品溢价拥有更强的议价能力，整体收入受通达系价格战影响相对较小，我们看好顺丰盈利持续增长。通达系今年价格战激烈程度超出预期，5 月份韵达、圆通、申通三家单票收入跌幅超过 30%，虽然件量增速均达到 40%以上，但收入出现不同程度的下滑，韵达、申通快递业务收入分别减少 4.10%、0.39%。反观顺丰 5 月单票收入 18.01 元，同比下降 23.03%；速运业务营收 114.54 亿元，同比增长 41.46%。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2020 年、2021 年，每股收益分别为 1.48、1.69 元/股，对应 PE 分别为 37.99、33.30 倍，首次评级为“买入”。

表 9：公司盈利预测、估值及投资评级

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002120. SZ	韵达股份	25. 64	1. 19	1. 12	1. 39	27. 61	22. 52	18. 09
002352. SZ	顺丰控股	56. 78	1. 31	1. 48	1. 69	43. 15	37. 99	33. 30
002468. SZ	申通快递	17. 40	0. 92	0. 99	1. 13	21. 20	17. 07	14. 92
600233. SH	圆通速递	15. 51	0. 59	0. 66	0. 72	21. 56	22. 97	20. 99
603056. SH	德邦股份	13. 95	0. 34	0. 49	0. 66	32. 96	28. 10	20. 56

注：基于 2020 年 7 月 6 日收盘价
资料来源：wind，山西证券研究所

6. 风险提示

1.宏观经济下行；
2.快递行业增速降低；
3.竞争恶化，价格战超预期；
4.末端网点退网。

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5～20%

中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336