



行业深度报告
快递行业

证券研究报告
2018年9月11日

新物流时代系列之六： 价格战的背后——成本是关键

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

联系人：李跃森 联系方式：185-0309-3683

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

- 回顾近百年来全球快递物流行业发展史，从投资角度看，快递物流业历来是**低利润率、护城河需要持续加深、商业模式不断演变、先发优势较容易被颠覆**的典型**二流商业模式**。但在这样的行业中，在**天才企业家**的领导之下，却诞生了像FedEx、UPS、DHL、yamato等伟大企业。
- 我国的快递物流行业起步于改革开放之后，目前仍处于成长期，一超多强格局初现，中高端市场顺丰暂无对手，低端市场通达系你追我赶，综合物流服务巨头之梦尚需时日，但为抢占赛道又必须投入资源开始布局。当前，时效件市场竞争者已经进场，电商件市场短期胜负难分，电商平台经过数年摸索储备，逐步跨界入局。
- 未来的中国快递“三巨头”可能是谁？即将上演的时效市场竞争将如何演绎？电商件市场谁将是最终赢家？



深度解读物流行业发展趋势



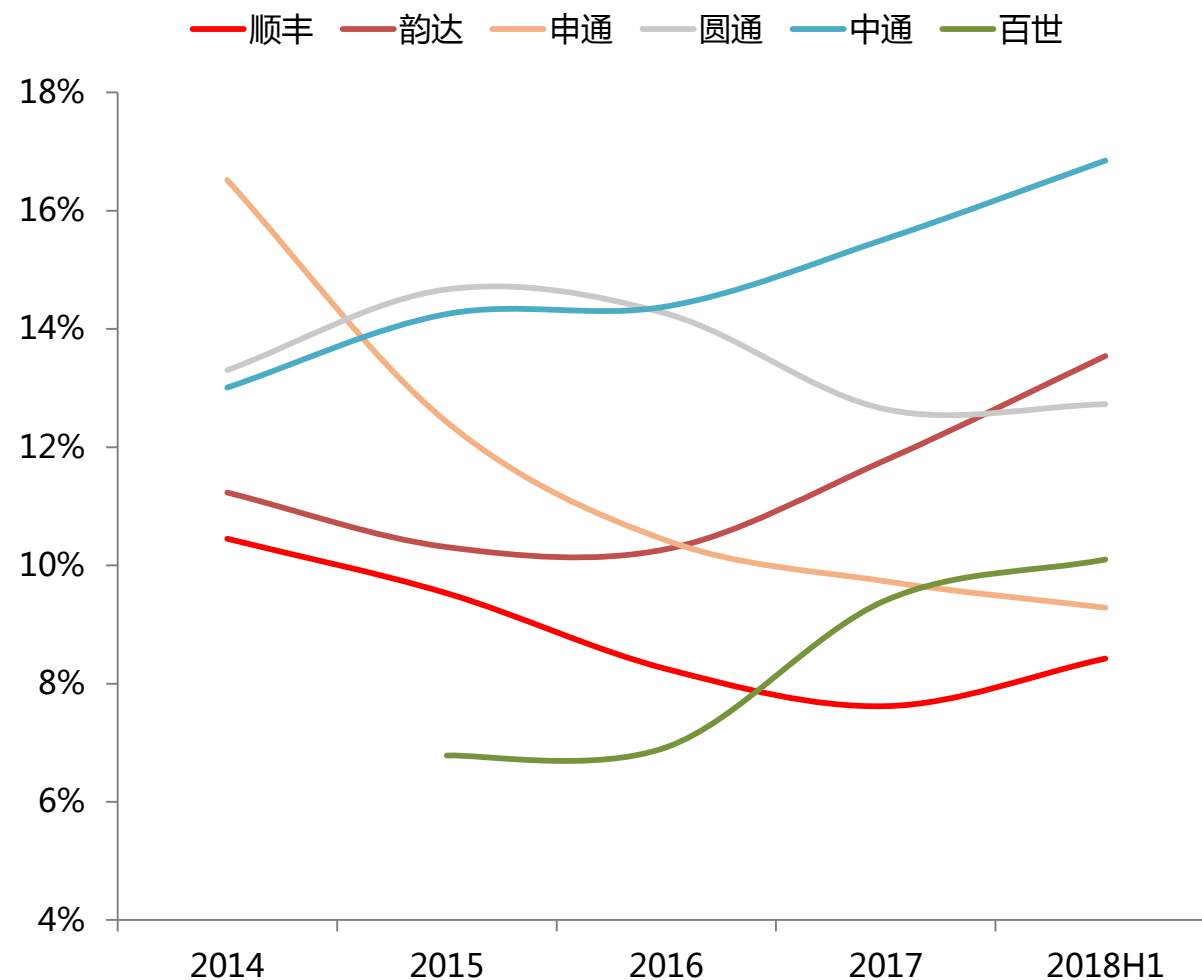
- 资源受约束条件下，短期利润增长和长期战略布局之间，企业如何选择？
- 直营制快递企业如何破解成本困境，具有中国特色的加盟制企业又如何平衡总部与终端的关系？
- **直营系**：顺丰作为已经胜出的选手，在从优秀到卓越的过渡阶段，如何进行估值？快运市场集中度极低，德邦作为领头羊，能否持续扩大领先优势？
- **通达系**：为什么中通能够后来居上，展露巨头之象？为什么韵达上半年业务量增速远超通达系？为什么圆通、申通业务增速遭遇低谷，通过强力调整又能否追回差距？具有互联网基因的追赶者百世，能否持续缩小与行业第一之间的差距？
- **电商系**：菜鸟到底要做什么，如何盈利？自带流量的京东物流优势是什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

方正交运 “新物流时代系列” 报告，给你答案！

- 通达系并未拉开实质性的差距，随着效率、服务差距逐渐收敛，头部企业竞争仍以**价格战**为主。
- **中通**：截至2018H1，中通拥有行业最低的单票收入和成本。低成本优势和网络稳定性使中通近年来业务量保持高增速，市占率自2016年来稳居行业第一，在未来竞争中依然掌握绝对主动权。
- **申通**：2014年申通市占率行业第一。2016年派费改革取消后，申通陷入失去的3年，市占率不断下滑。自2017年来，申通管理层发生重大变化，随即开始战略转型。截至2018年9月，申通转运中心直营化率大幅提升了20%，同期加盟制转运中心减少15个。申通在经营层面已经发生实质变化，7月业务量增速的数据即是验证，**短期来看申通具备最强的增长动力**。
- **韵达**：韵达和中通类似，其单票收入和单票成本都仅次于中通。**凭借强大的成本管理能力和稳定的经营，近年来市占率不断提升**，截至2018H1其市占率已超越圆通跃居行业第二，目前仍在快速提升。
- **圆通**：2015年圆通市占率行业第一。受2017来年网点不稳定影响，圆通市占率出现较大滑坡。根据2018H1业绩发布会，圆通目前针对和加盟商的矛盾采取一系列对策，**2018年7月业务量已经出现回暖迹象**。

-  **通达系是否已经拉开质的差距？**
-  **利益平衡基础上，得成本者得天下**
-  **通达系成本下降路径**
-  **估值：中通估值合理，申通估值较低**

图表1：主要快递企业市占率变化

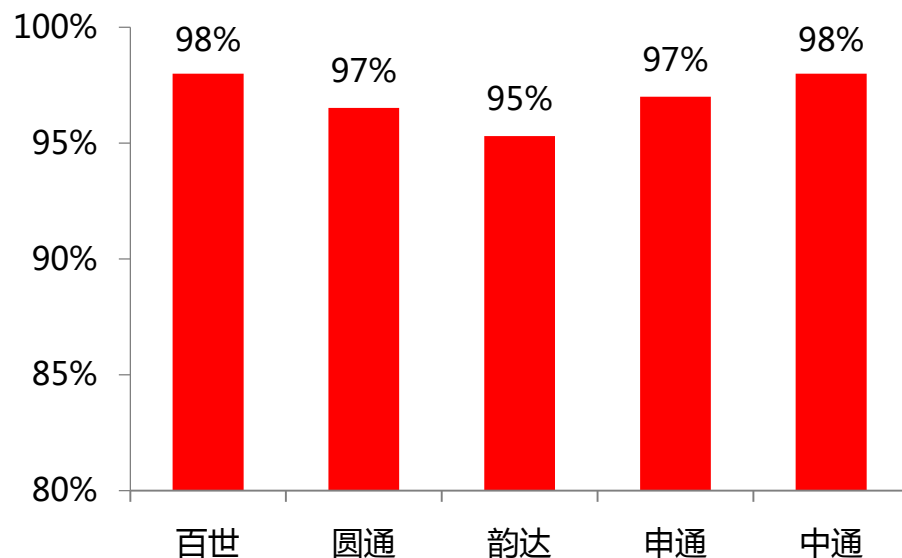


随着通达系市占率逐渐分化，**是否**
通达系已经拉开质的差距？

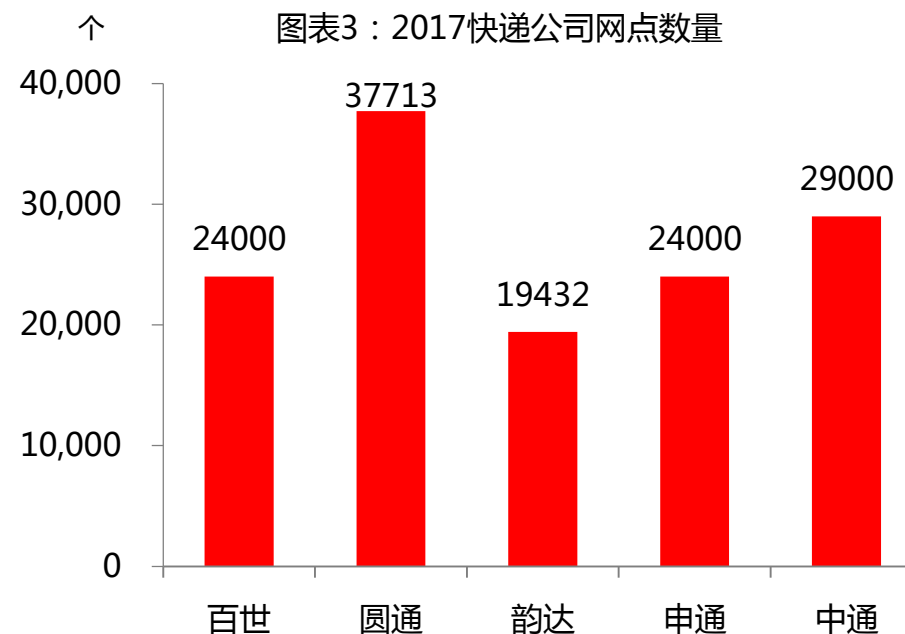
网络布局完善，无明显差距

- 通达系全国网络均布局完善，网络覆盖无明显差距。
- 从快递网络覆盖情况来看，各大快递公司均录得95%以上的县区覆盖率，网络布局完善。
- 从网点数量来看，通达系均拥有1.9万以上网点，网点数量充足。除圆通网点数量较多外，其他四家快递公司网点数量差距不明显。

图表2：2017快递公司县区覆盖率



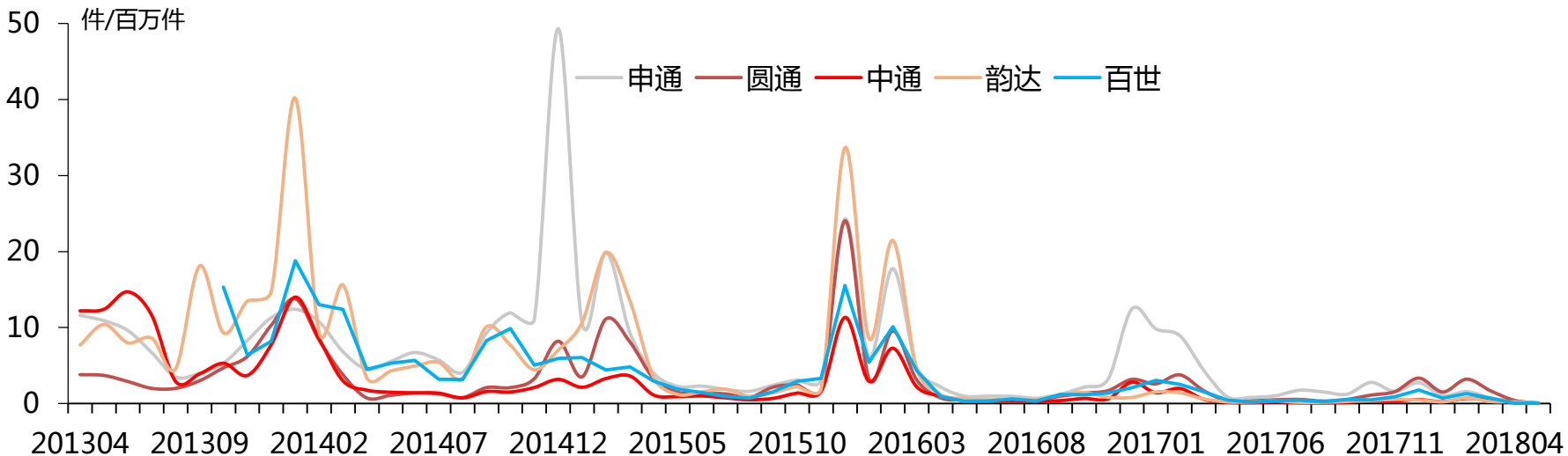
图表3：2017快递公司网点数量



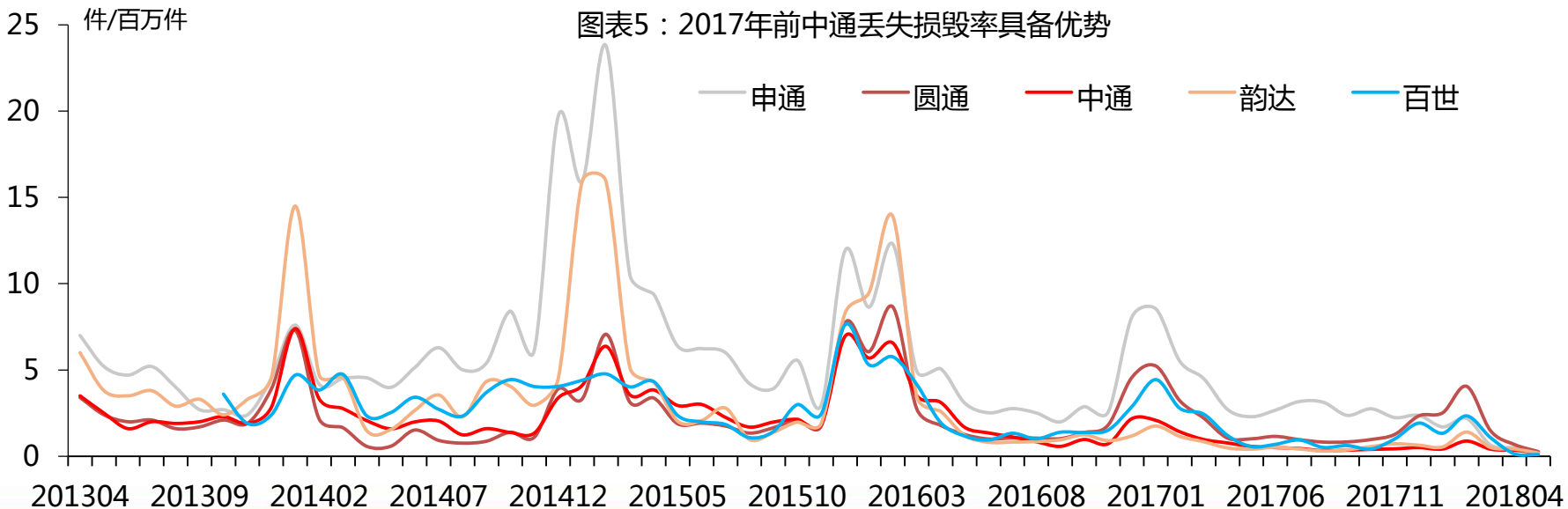
效率差距收敛，中通曾存在优势

- 延误申诉率、丢失损毁申诉率，既反映快递企业的服务质量，也能够有效反应快递企业的运营效率和运营质量。
- **2017年前，服务效率差异明显，中通占优**
- 2017年以前，可以看到，中通的延误申诉率、丢失损毁申诉率一直处于“通达系”快递企业的较低水平，反映出中通较高的运营效率和质量，尤其是在每年的第四季运营度，快递企业旺季，更为显著。而其他通达系公司表现不一，**申通申诉率最高**。

图表4：2017年前中通延误申诉率具备优势



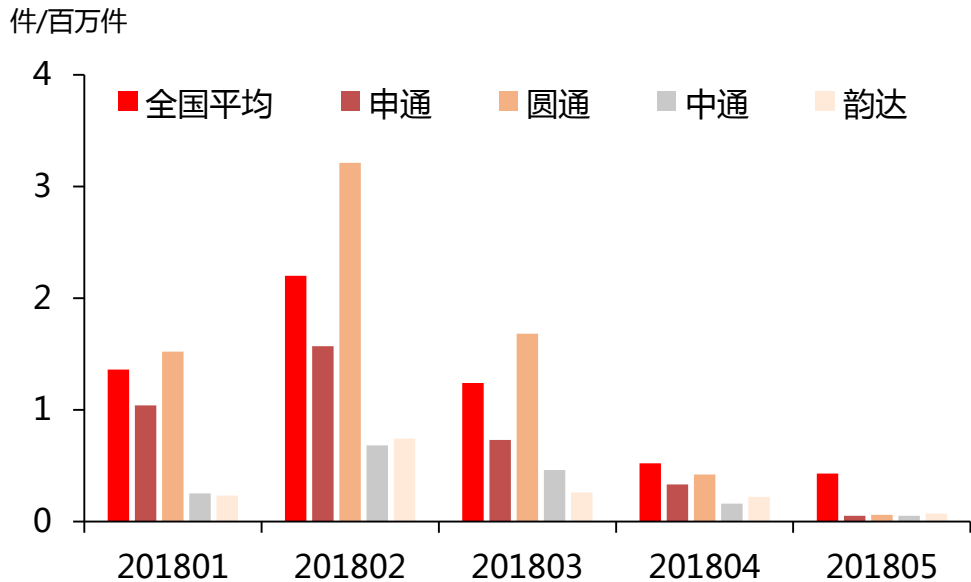
图表5：2017年前中通丢失损毁率具备优势



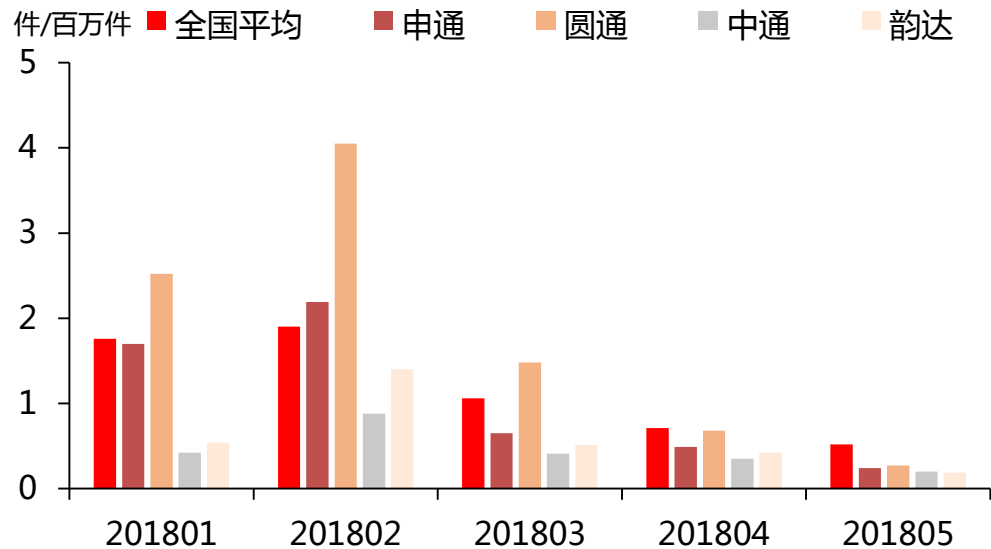
2018年效率差异不再明显，申通提升最为明显

- 2018年来，随着通达系对运输效率和服务质量的重视程度不断提高，目前通达系延误率、丢失损毁率均处于历史低位且差异不明显。
- 从具体变化来看，申通各项申诉率下降最为明显。

图表6：2018年来通达系延误率均保持较低水平

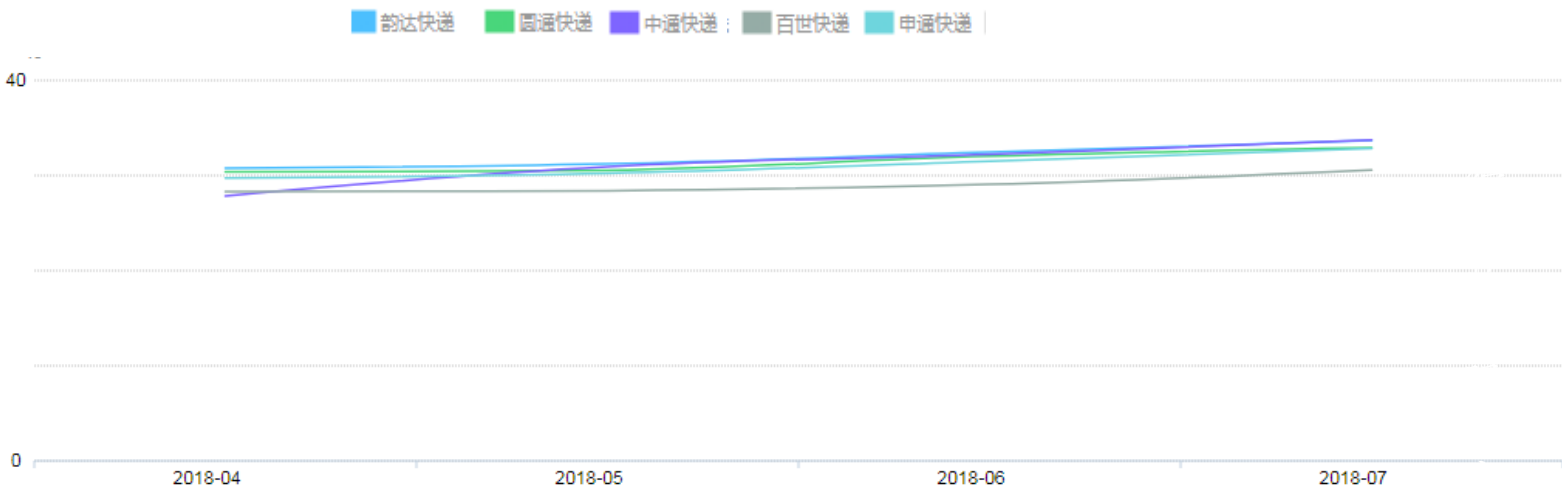


图表7：2018年来通达系丢失损毁率均保持较低水平



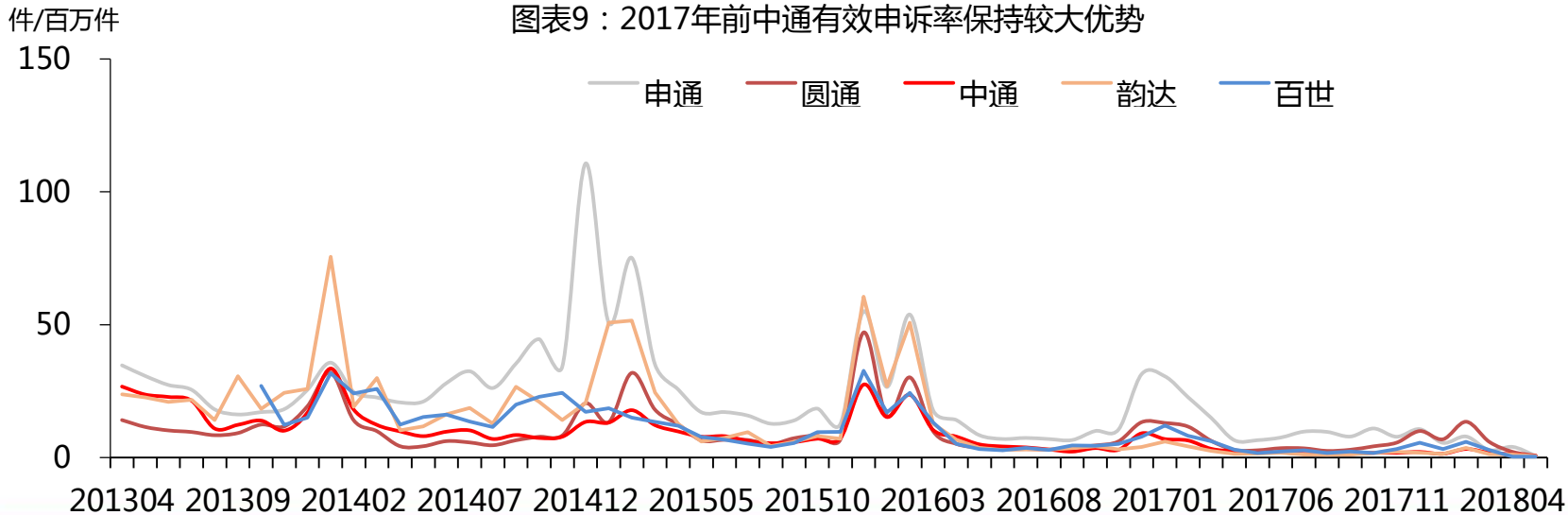
服务差距收敛，中通曾存在优势

图表8：目前通达系菜鸟指数均保持相近的水平



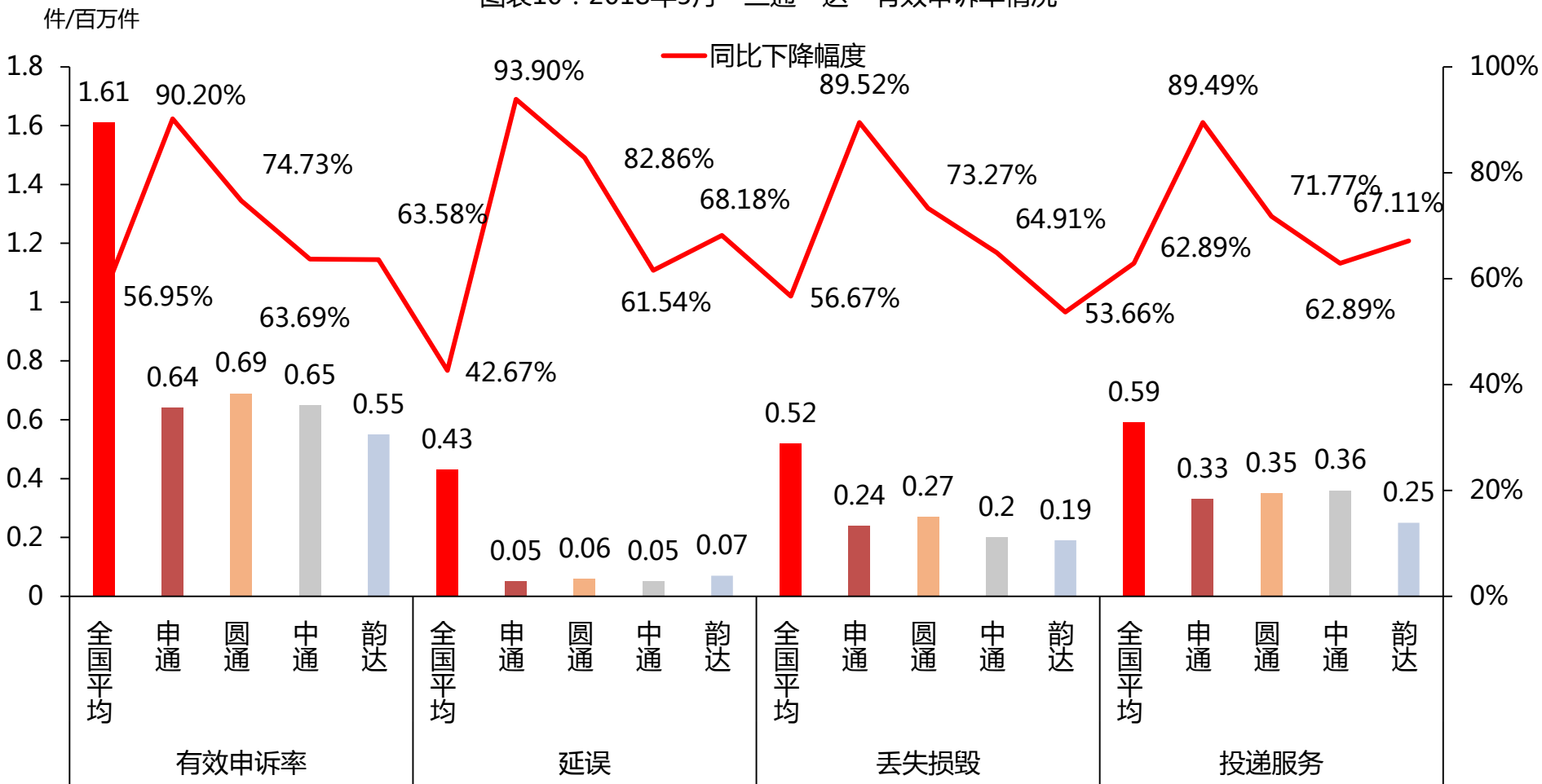
- 2017年前服务水平差异明显，中通占优。
- 2017年以前，通达系服务质量参差不齐，而中通的有效申诉率一直处于“通达系”快递企业的较低水平，领先其他通达系公司。
- 2017年后通达系有效申诉率差异逐渐缩小。

图表9：2017年前中通有效申诉率保持较大优势



2018年服务水平接近，申通提升最快

图表10：2018年5月“三通一达”有效申诉率情况



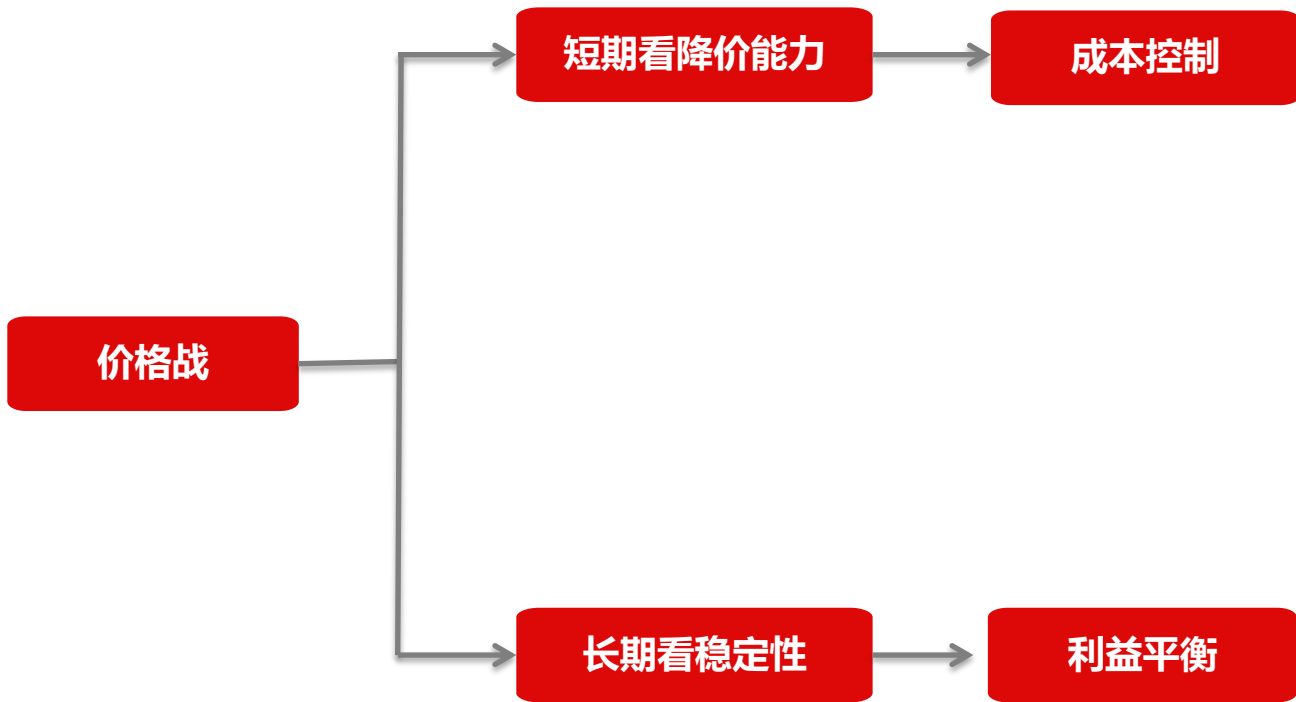
- 2018年开始，服务水平差异收敛，中通服务优势不再显著。随着“通达系”快递企业不断加强运营管理，提高服务质量，三通一达有效申诉率都大幅度下降，服务水平显著提升，服务水平之间的差距逐渐减小。
- 具体来看，申通有效申诉率下降最为明显。

利益平衡基础上，得成本者得天下

价格战

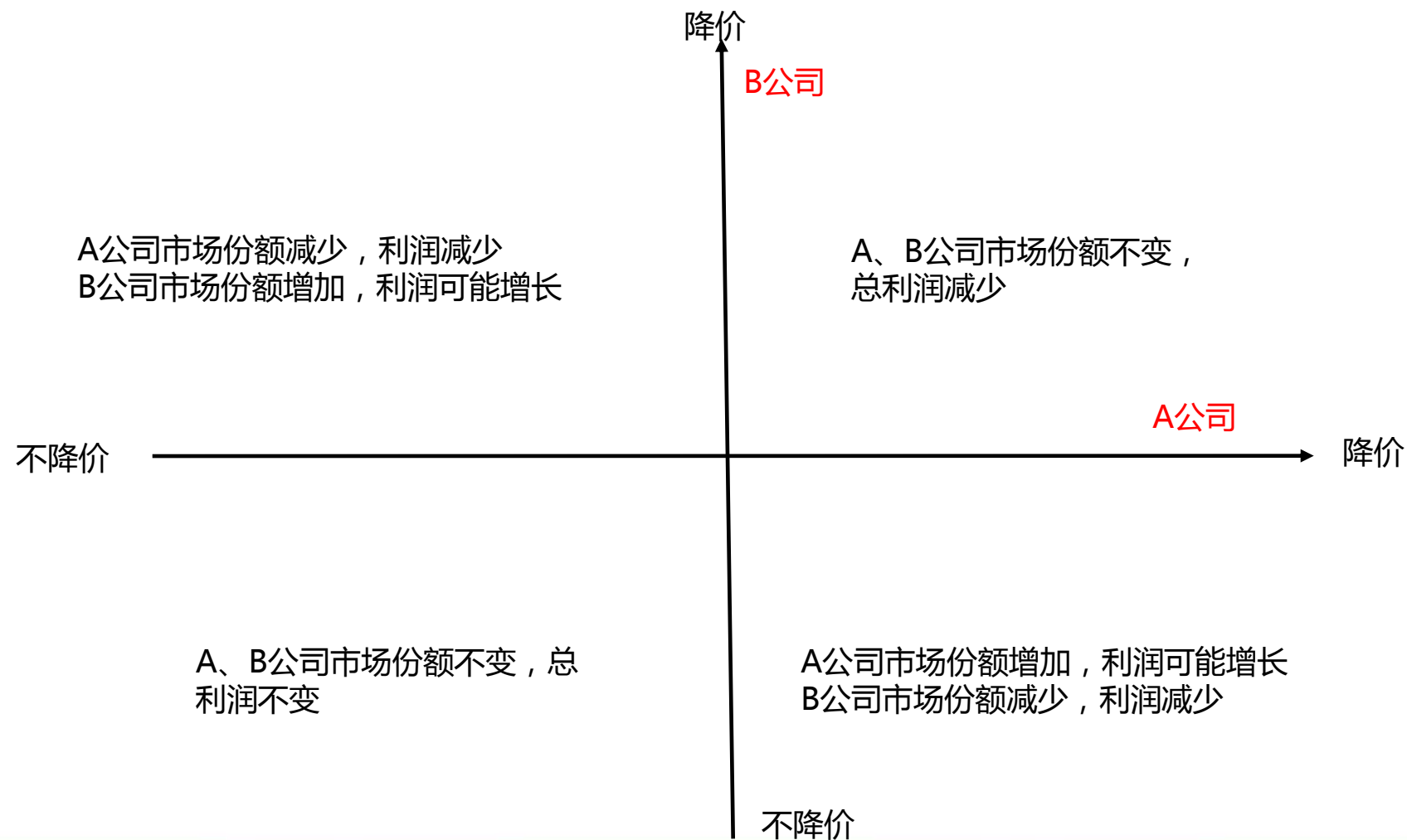
价格战战略 | 短期看降价能力、长期看稳定性

通达系目前并无产生质的差距，随着快递行业效率和服务差距逐渐差距逐渐收敛，未来其竞争将持续在价格方面。价格战背景下谁能脱颖而出？



价格战发生的必然性 | 囚徒困境

图表11：囚徒困境示意图



价格战

盈利模式 | 关键在于系统内部的利益分配

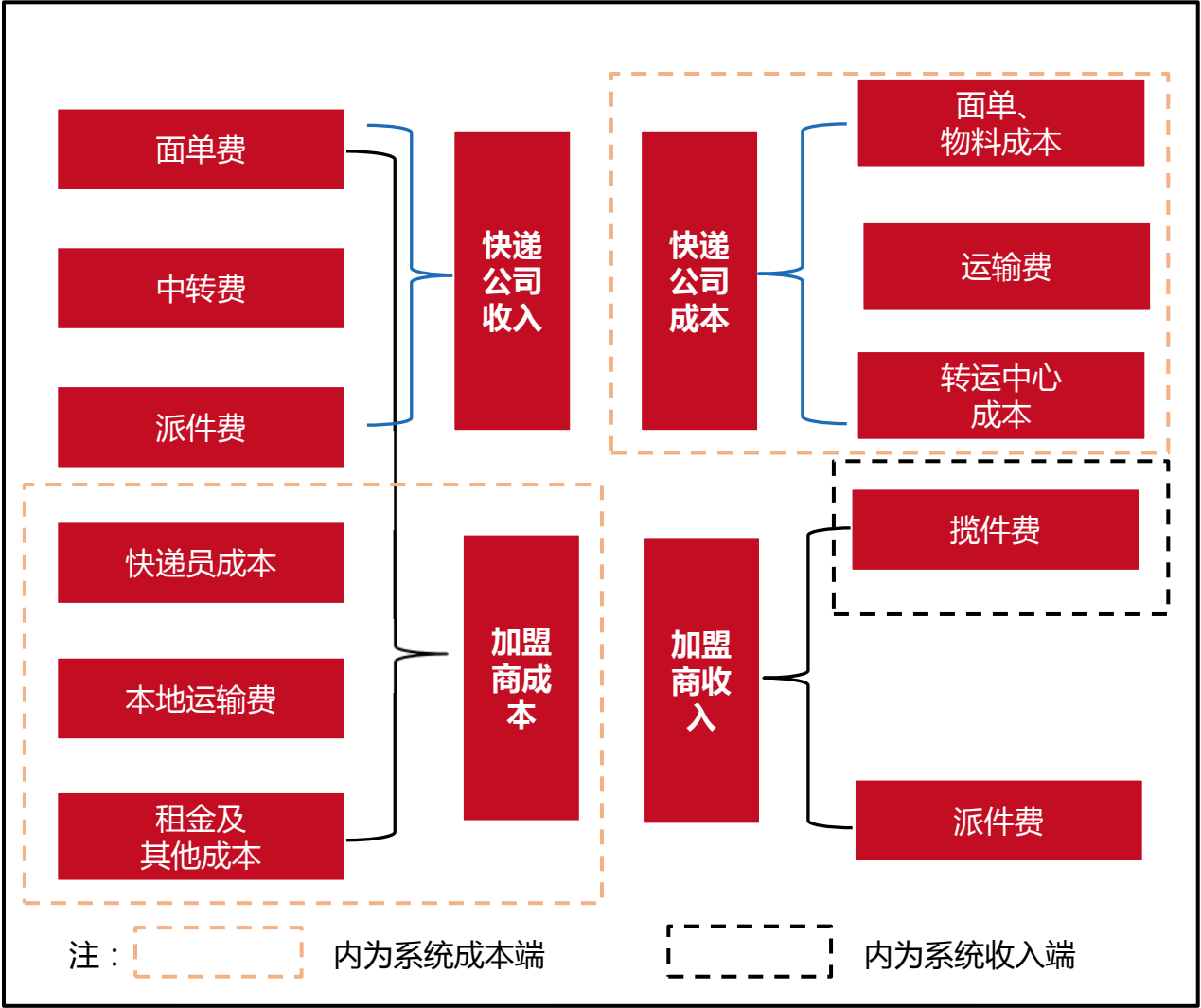
图表12：加盟制快递系统盈利结构图

■ 加盟制快递公司：盈利模式有其特殊性

加盟制快递公司通过向加盟商收取**面单费、中转费、派件费**（相当于代收，基本没有利润空间）来获取收益，表面上来看其收入与B、C端客户不发生直接联系，不受价格战影响。但实际上快递公司的收入与业务量成正比，而快递业务量又由加盟商和快递公司同时决定。因此，分析快递公司的盈利模式，**要从快递公司和加盟商整体快递系统角度去观察。**

■ 快递系统：关键是利益分配和平衡问题

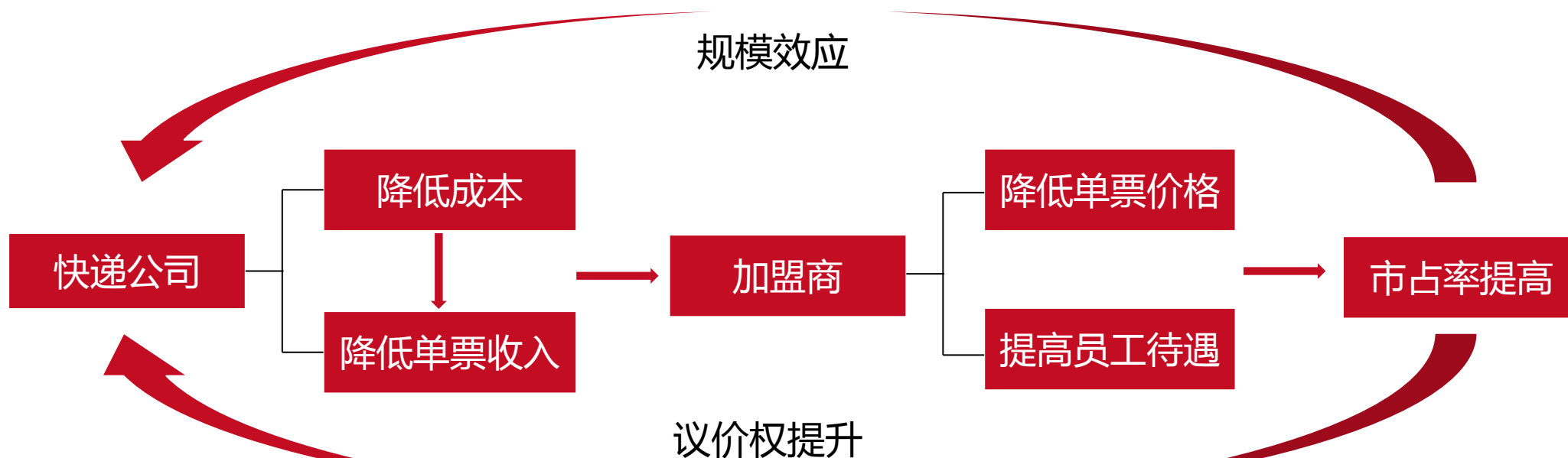
纵观整个快递系统的盈利结构，系统的收入端是加盟商的揽件费，成本端则为快递公司和加盟商的部分成本。因此对于整个系统而言，价格的高低和业务量的多少直接决定系统的营收水平。就系统内部而言，快递公司的收入端是加盟商成本端的重要构成，**因此其利益结构是天然冲突的。**因此，在系统收入和成本达到平衡的情况下，**快递公司的收入水平由系统内部的利益分配和平衡机制决定，而平衡机制决定系统的稳定性。**



短期

短期看降价能力 | 单票收入低的公司是好公司

- 通达系业务发展逻辑如下图所示：由于加盟制特殊的业务模式，加盟商和网点直接决定一家公司价格战的效果。而快递公司主要通过两个方面影响其加盟商：①通过降低单票收入的方式给加盟商降低成本，创造利润空间和价格战降价空间。②通过适当的管理激励方式激励及基层员工，提高及的服务质量和揽件积极性。
- 因此，在保持利润水平不变的情况下：①单票收入低的公司拥有着更强的成本控制能力②单票收入低的公司其加盟商拥有更大的盈利空间③单票收入的低的公司抢占市场空间的能力更强。
- 综上，可得出判断：单票收入低的公司是好公司，低单票收入的基础是低单票成本。

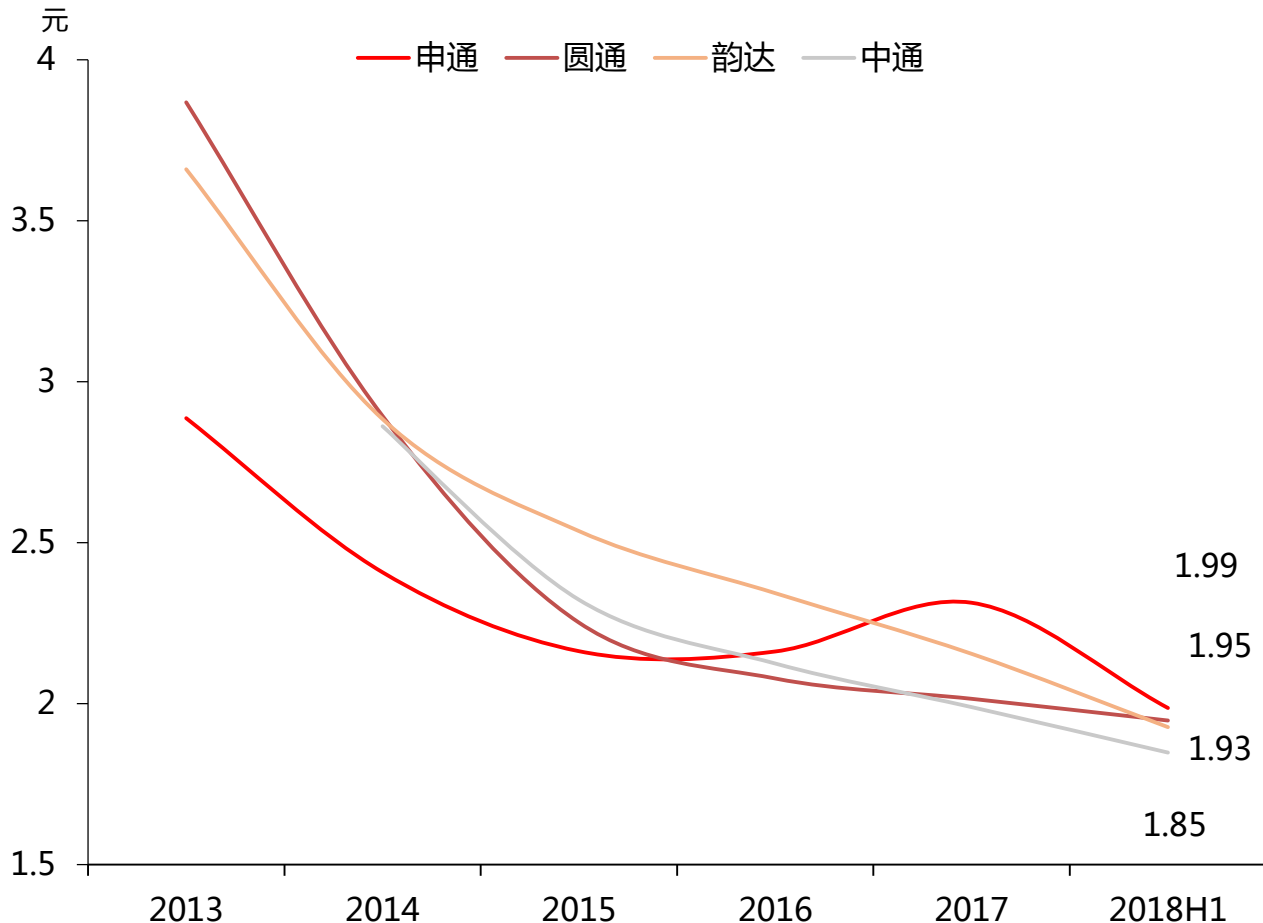


收入 | 通达系单票收入差距较小

- 截至2018H1，单票收入由低到高分别为中通（1.85）、韵达（1.93）、圆通（1.95）、申通（1.99），整体差距较小。
- 从单票收入趋势来看，通达系单票收入均呈下降趋势。
- 中通**：近年来中通单票收入一直保持通达系中较低的水平，稳定的网络和先进的设施构筑了中通的单票收入优势，
- 韵达**：近年来单票收入稳定下滑，一方面由于其单票包裹重量变轻，另一方面由于其优秀的成本管理带来的降价空间。目前韵达单票收入仅次于中通，具备一定优势。
- 圆通**：2015、2016年圆通具备较强的价格优势，也使得圆通2016年市占率达到市场第一，2017由于网点风波业务增速下滑，2018年出现回暖迹象。
- 申通**：申通自2015年派费改革政策取消开始，市占率不断下滑，近年来直营化加速，随着成本下滑，仍有降价空间。

注：由于通达系业务模式、直营业务比例不同，其单票收入原始数据不存在可比性，本报告中的单票收入、成本数据均为经过标准化处理后的数据。

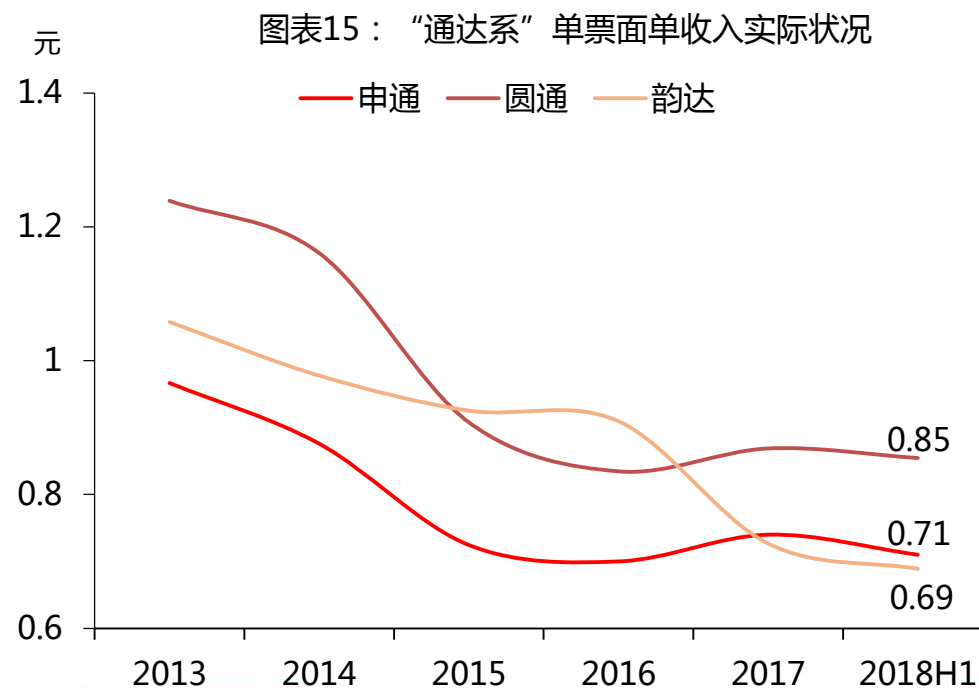
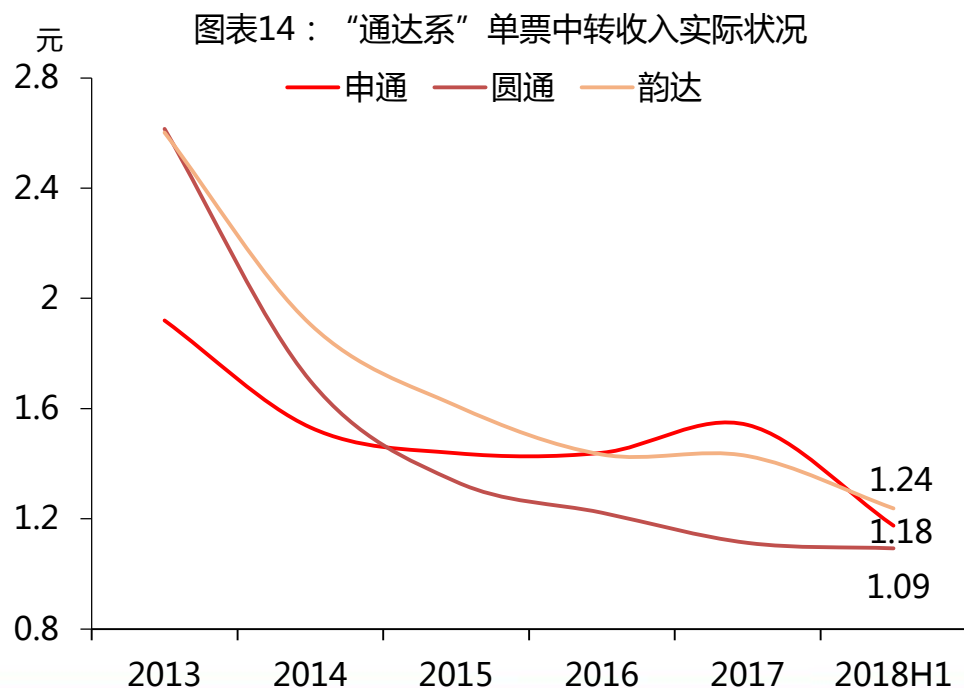
图表13：“通达系”单票收入实际状况



短期

收入 | 通达系单票收入差距较小

- 单票收入由**单票中转收入**和**单票面单收入**两部分构成。
- 单票中转收入**：中转收入是快递包裹转运运输环节收取的费用。单票中转费近年来下降较快，体现了快递公司中转成本端的下降趋势，**截至2018H1，申通、圆通、韵达单票收入端未拉开绝对差距。**
- 单票面单收入**：面单收入相当于快递公司收取的品牌使用费。随着电子面单的普及，面单成本逐渐下降，通达系面单收入也不断下调。
- 整体来看：通达系均处于充分竞争市场，其竞争和业务模式同质化，在市场的调节下，通达系单票收入维持在一个相对平衡的状态。**



资料来源：公司年报，方正证券研究所

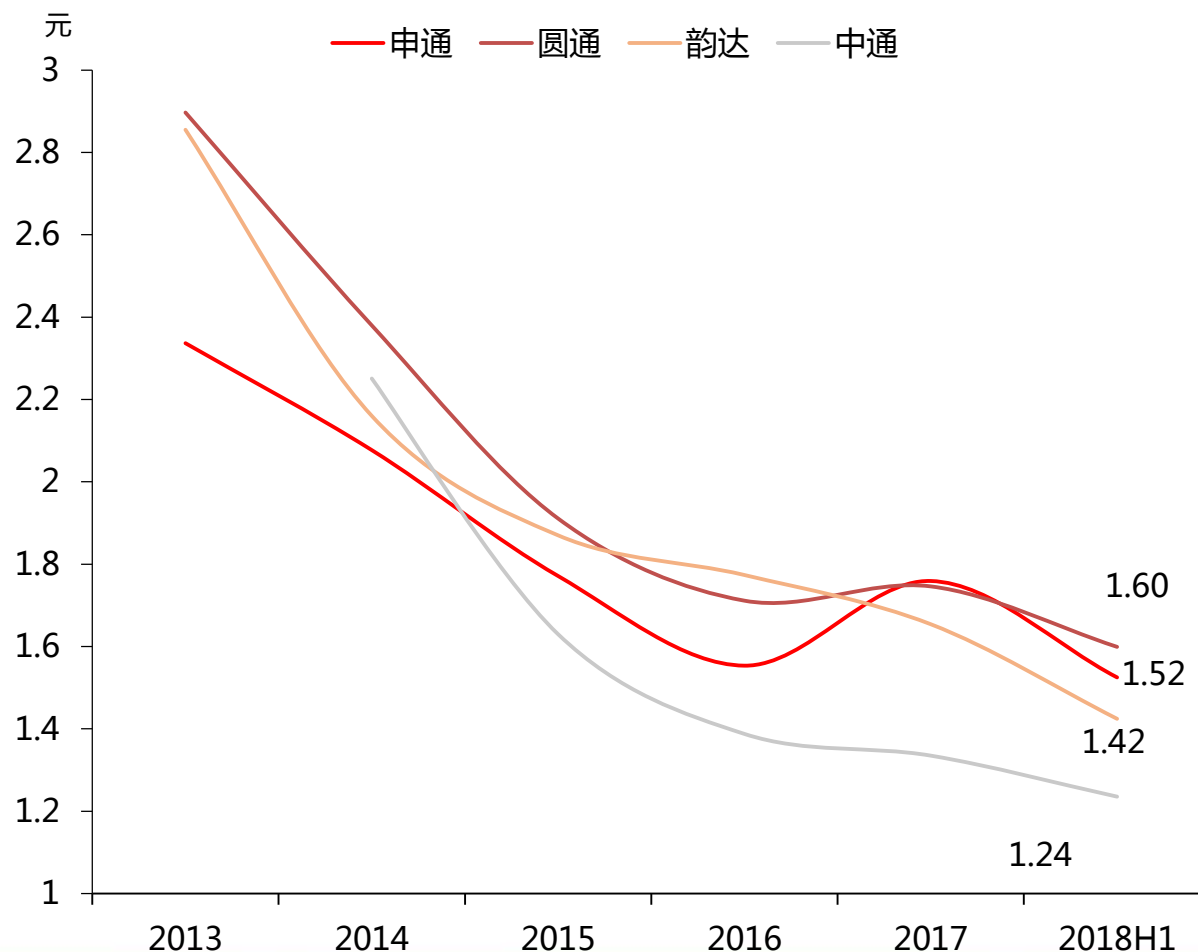
短期

成本 | 中通成本最低、申通重回下降通道

- 截至2018H1，单票成本由低到高分别为中通（1.24）、韵达（1.42）、申通（1.52）、圆通（1.59），整体差距较大。
- 从单票成本趋势来看，通达系单票成本均呈下降趋势。
- 中通**：近年来中通单票成本一直保持通达系中最低的水平，**低成本赋予了中通最强的降价能力和盈利能力。**
- 韵达**：作为后来居上者，韵达的单票成本呈稳定下降趋势，目前其单票成本仅次于中通。
- 圆通**：圆通成本端略逊色于其他通达系，但考虑到圆通的航空件占比最高，其单票成本存在虚高的可能。
- 申通**：申通自2015年派费改革政策取消开始，市占率不断下滑，近年来直营化加速，一改颓势，**短期内有成本下降的动力。**

注：由于通达系业务模式、直营业务比例不同，其单票成本原始数据不存在可比性，本报告中的单票收入、成本数据均为经过标准化处理后的数据。

图表16：“通达系”单票成本实际状况

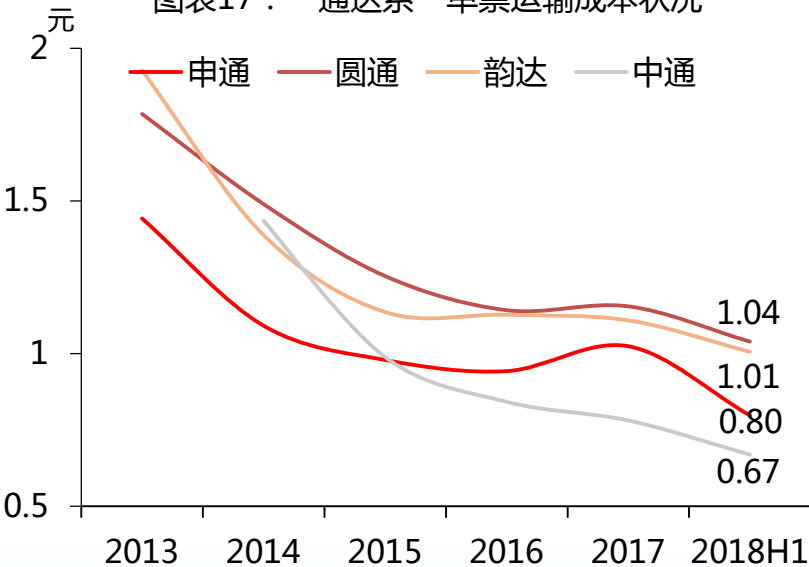


短期

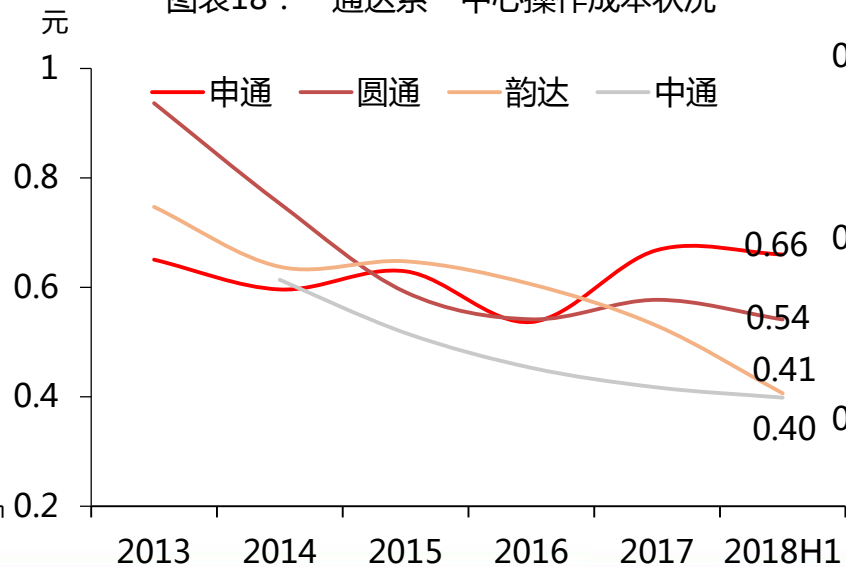
成本 | 中通运输成本最低、韵达转运中心成本最低

- 单票收入由**单票运输成本**、**单票中心操作成本**和**单票面单成本**三部分构成。
- 单票运输成本**：中通拥有全行业最多的自营车辆（包含最多的高规格甩挂车），较强的规模效应使得**中通拥有最低的单票运输成本**。申通的运输成本亦存在一定的优势。
- 单票中心操作收入**：中心操作成本是转运中心的分拣成本，**中通和韵达拥有较高的转运中心直营率和领先的分拣设备**，其中心操作成本最低。申通由于正处于直营化过渡阶段，中心操作成本较高，但随着近期的不断改革，其成本下降动力较强。
- 单票面单成本**：随着电子面单的普及，面单成本下降是必然趋势。**目前圆通和韵达已经下降至最低点，申通仍有下降空间。**
- 整体来看**：**通达系成本端出现差异，中通在运输和分拣环节都出于领先地位，韵达分拣领先，申通运输领先，圆通次之。**

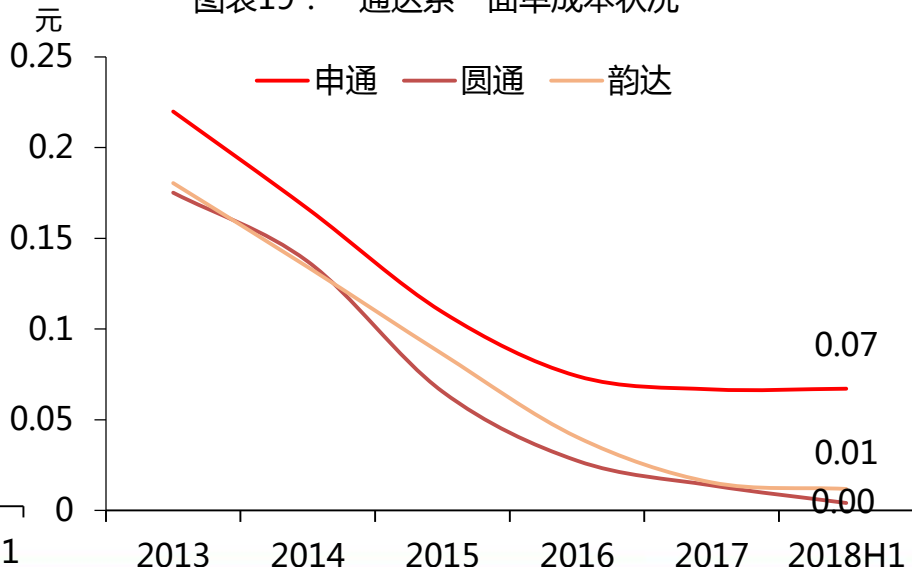
图表17：“通达系”单票运输成本状况



图表18：“通达系”中心操作成本状况



图表19：“通达系”面单成本状况

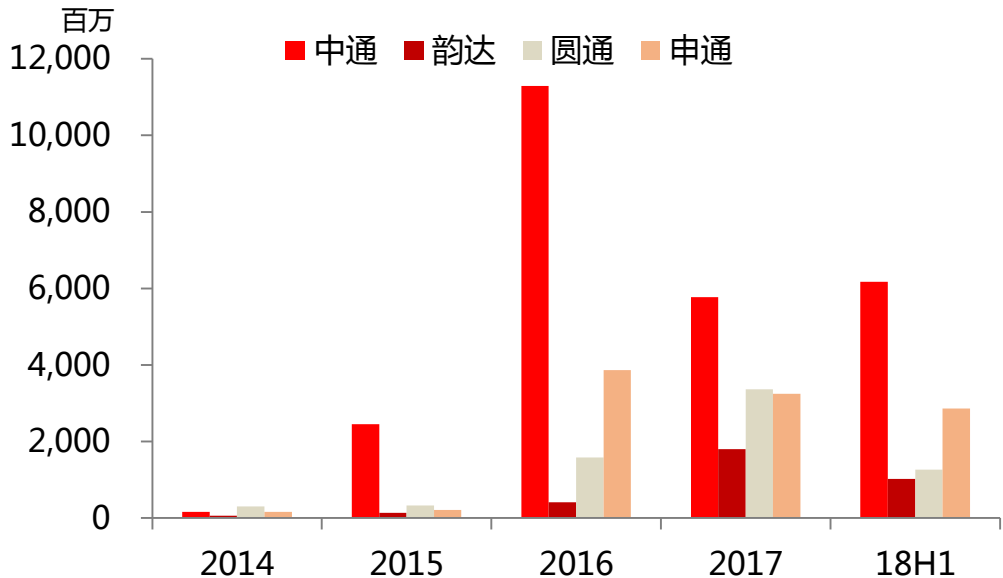


长期

长期看稳定性 | 价格战或是持久战

- 通达系上市后，现金流充足，短期内无扩张资金压力。
- 圆通、申通、韵达于A股借壳上市，上市时签订业绩承诺，2018年业绩承诺到期后，快递公司盈利压力减小，为了抢占市场，价格战或进一步加剧
- 长期来看，通达系尚未出现本质区别，未来竞争仍将以价格战为主，价格战或将是持久战。
- 在价格战是持久战的背景下，对于快递公司而言，具备长期打价格战的能力是输赢的关键，**成本优化为公司提供了降价能力，而利益平衡则为快递公司提供长期经营的稳定性。**

图表20：通达系现金流丰富



图表21：2018年业绩承诺期结束

年份	项目	申通			圆通			韵达		
		业绩承诺 (亿元)	实际实现 (亿元)	完成率	业绩承诺 (亿元)	实际实现 (亿元)	完成率	业绩承诺 (亿元)	实际实现 (亿元)	完成率
2016	扣非净利润	11.7	11.83	101%	11	13.09	119%	11.3	11.53	102%
2017	扣非净利润	14	14.52	104%	13.33	13.62	102%	13.6	15.86	117%
2018	扣非净利润	16	-	-	15.53	-	-	15.59	-	-

利益平衡 | 股权结构

- 从6大快递公司控股股东持股比例来看，由于股权结构差异，美股上市的百世和中通控股股东持股比例较低，其中，中通控股人赖梅松持股比例较低，为29.7%，顺丰以及通达系其他企业控股股东持股均超过50%；
- 由于控股股东持股比例低，**中通加盟商股份制改制形成天然优势，也一定程度上解释了员工股权激励力度远超其他企业的原因。**

图表22：6大快递公司控股股东持股情况

控股股东持股情况	
顺丰	A股借壳上市，王卫夫妇通过深圳明德控股有限公司绝对控股顺丰集团，共计占有顺丰61.22%的股份，其中王卫妻子以0.1%股份持股深圳明德控股有限公司
百世	美股上市，采用了A、B、C三类股权结构，C类股权由创始人周韶宁100%持有，投票权30X，截至2017年底，创始人周韶宁控制约46.6%的投票权
中通	美股上市，采用双层股权结构，由A类和B类组成，赖梅松持股29.7%，拥有80.7%的投票权
申通	A股借壳上市，陈德军陈小英夫妇共计持股59.25%
韵达	A股借壳上市，聂腾云夫妇及其父亲共计持股60.42%，其中聂腾云持股41.94%
圆通	A股借壳上市，喻会蛟夫妇共计持股59.3%

利益平衡 | 股权激励

- 从时间上来看，中通从2016年开始实施员工股票激励计划，为“三通一达”中最早将员工激励落入行动的企业，体现了中通的“共建共享”理念，有助于企业的良性发展；
- 从限制性股权授予比例来看，中通用于员工激励的股票达到总股本的1.26%,远高于顺丰和通达系其他企业。通过强有力的股权激励制度，中通能够有效发挥员工凝聚力和创造力，增强员工的归属感，从而提高产出。

图表23：5大快递公司股权激励情况

股权激励情况	
顺丰	一位高管持股，向公司1181名核心人才共授予542.1881万股限制性股票占总股本比例0.12%
中通	包括赖梅松在内，共4名高管持股，员工激励奖励池在2017年底达到900万股a类股，占总股本的1.26%
韵达	共4名高管持股，向284民中层管理人员和核心业务人员授予176.88万股限制性股票，占总股本的0.1344%，预留14.8万股
圆通	仅喻会蛟夫妇持股，向共计247名核心员工授予529.3634万股限制性股票，占总股本0.19%，预留64.92万股
申通	截止2017年底无员工持股计划

长期

利益平衡 | 网络稳定性

■ 合理平衡利益是加盟制快递企业持续发展的关键

在加盟制模式下，总部与加盟商、区域加盟商之间、各级加盟商之间存在着利益冲突。这些利益冲突严重威胁快递网络的稳定性，如何合理进行利益分配、平衡，是加盟制快递企业必然面临的问题，也是加盟制快递企业持续发展的关键。合理地平衡利益，缓解甚至化解利益冲突，有利于促使加盟商与总部更为齐心，提高运营效率和服务质量，降低运营成本，推动企业良性发展。利益分配失衡，很可能促使利益冲突加剧，带来运营效率和服务质量的恶化，增加运营成本，甚至造成快递网络的瘫痪。

图表24：近年来通达系快递网点停摆情况总结

通达系快递网点停摆情况	
圆通	2016年年底，圆通宝鸡分公司网点“停工”； 2017年2月初，圆通合肥分公司十多个网点“联合停工”； 2017年2月13日，圆通北京花园桥网点关门，积压快递上万件
申通	2014年6月，申通南京公司因资金问题停摆 2016年春节前，合肥多个申通快递站点突然停止运作 2017年2月13日，上海申通卢湾公司，由于快递员辞职，快件无人派送，公司倒闭 2018年初，申通德州网点停摆
韵达	2013年“双11”期间，韵达快递北京金融街站点却遭遇了一场加盟网点的“停摆”风波 2014年6月，因韵达快递济南9家加盟公司集体罢工，导致韵达快递济南地区业务从23日下午开始停摆，造成万余快件积压
中通	2017年8月，中通快递西安市临潼区网点被曝因管理不善被换加盟商，导致大量快件滞留

长期

利益平衡 | 中通是利益平衡大师

利益平衡机制

总部与加盟商

股份制改制，逐步从多个利益主体向共同利益主体转变。

- 2010年，启动“全网一体化”发展战略，在行业率先推出全国网络股份制，对全国进行股份制改革。赖梅松出让部分干股，加盟商入股，加盟商与总部利益共享。
- 2014年、2015年和2016年分别以股份和现金方式收购了8家、16家和1家加盟商。

公司与员工

推行利益共享机制，实现内部分层级红利共享。

- 股权激励，目前用于中通股权激励的股数占比1.26%；
- 员工入股运输公司，员工按照级别和贡献投资入股；
- 中通优选P2P金融平台，员工可以投融资；
- 增设创业基金，扶持员工开设基层网点。

各级网点间

平衡网点利益机制，维护末端市场竞争力

- 派费调整机制，平衡区域的利益差异，调动收件业务量偏低网点的积极性；
- 经济补贴平衡机制，激发不同地区基层网点的服务意愿。
- 派费体制改革，派费直达快递员。总部把派费直接转入快递员的私人账号，解决各级加盟商派费截留问题。

稳定的快递网络

- 2017年加盟商换手率低于5%

长期

价格战影响测算 | 不可低估价格战的影响

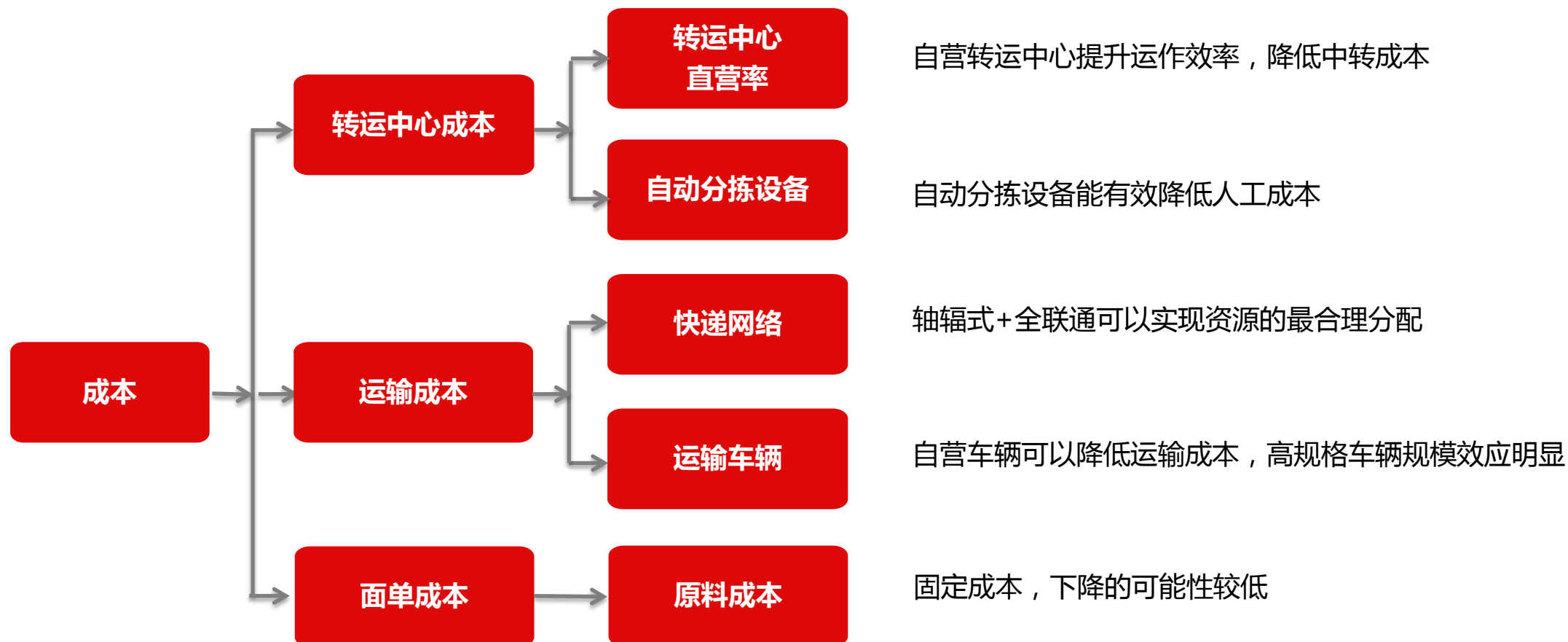
- 以2017年通达系业务数据基础，假设各公司业务量情况不变，单票成本不变，测算其单票收入变动的敏感性。
- 申通因为其直营率较低，数据不具备可比性，因此未纳入。
- 结果：单票收入每下浮0.1元，中通、圆通、韵达、百世、申通其毛利润分别减少6.22、5.06、4.72、3.77、3.90亿元，变动幅度-12.6%、-25.06%、-17.90%、-107.47%、-17.56%。
- 分析：**中通盈利的确定性最强，受价格战影响最小**，假设价格战将不断持续，中通具备最强的逆境生存能力。而游走在盈亏线边缘的百世则受影响最大，单票收入下降0.1元，百世将转盈为亏。

图表25：价格战影响测算表

价格战影响测算					
公司	中通	圆通	韵达	百世	申通
2017业务量（亿件）	62.19	50.64	47.2	37.69	38.98
2017快递毛利润（亿元）	49.37	20.21	26.37	3.51	22.20
单票收入敏感性测算					
毛利变动（亿元） 假设：单票收入下降1毛，成本不变	6.22	5.06	4.72	3.77	3.90
对毛利润影响	-12.60%	-25.06%	-17.90%	-107.47%	-17.56%
价格战降价盈亏平衡点（毛）	7.94	3.99	5.59	0.93	5.55

通达系成本下降路径

成本下降路径

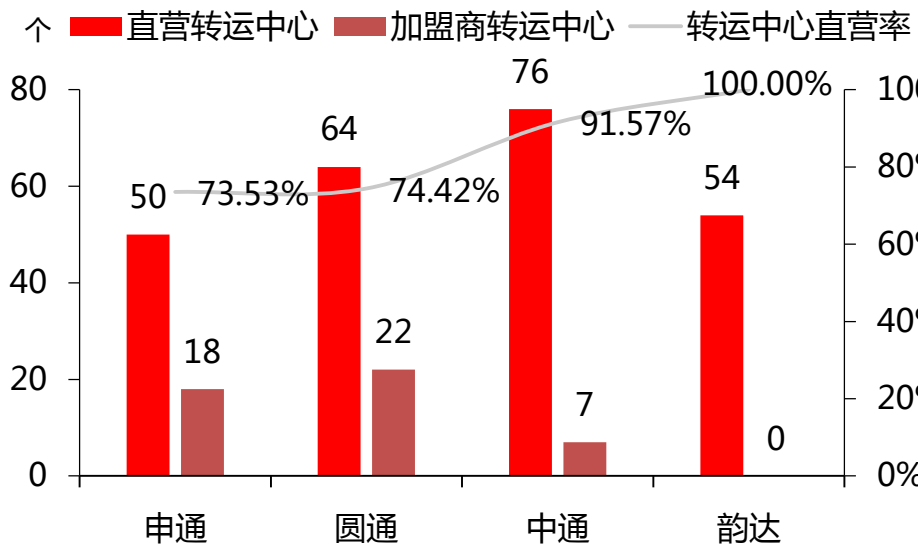


短期

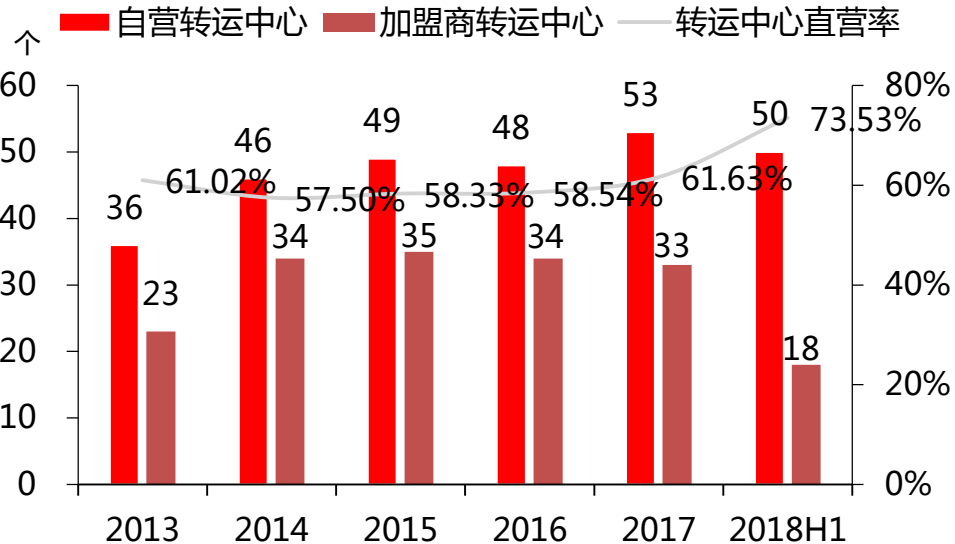
基础设施 | 转运中心是加盟制快递公司最核心资产

- 转运中心要看**数量和直营化水平**
- **转运中心的数量决定快递公司网络布局的运输能力**。过多的转运中心会提升运营成本，过少的转运中心会降低快递运送效率。目前来看，50-80个转运中心是合理的数量空间。**转运中心的直营化水平决定快递公司的管理能力**。转运中心直营率越高，表明总部对转运中心和全网的管控力越强，更高的转运中心直营比例有利于提高全网的效率和稳定性。
- 发展现状：韵达数量最少，申通提升最快。自2018年来申通转运中心直营化开始加速，截至2018年9月9日，申通直营化转运中心数目达55个，直营化率由2017年的61%上升到81%，提升明显。

图表26：2018H1通达系转运中心直营情况



图表27：申通转运中心直营率快速提升



短期

基础设施 | 自动化分拣设备

■ 自动化分拣设备

自动化设备是转运中心的配套设备，也是降低人工成本，提高已分拣效率的关键。快递运输对时效性有较高的要求，在装卸、分拣、装车等环节均需投入人力和设备，生产设备智能化对快递企业正常运转和成本控制至关重要。

■ 自动化分拣设备要看应用普及水平

目前针对转运中心的自动化设备多种多样，各行业龙头也针对自身经营情况对新设备进行研发。但自动化设备的关键在于普及水平，仅少数转运中心进行自动化改造对于总部来讲效果甚微。

- 发展现状:中通和韵达转运中心自动化分拣设备普及率最高，这也是其转运中心操作成本较低的原因之一。

图表28：中通自动化分拣设备



图表29：通达系自动化分拣设备应用状况

快递公司	自动分拣设备应用状况
顺丰	2018H1，顺丰拥有33条全自动中转中心
圆通	2018H1，拥有自动化分拣设备15套
申通	截至2017，20个转运中心安装自动化分拣设备，在义乌、天津、临沂安装小黄人自动分拣系统
韵达	2018H1，韵达54个转运中心均配备自动分拣设备
中通	2018H1，中通已投入使用64条自动化分拣流水线

短期

运输能力 | 中通和韵达均存在自跑业务

图表30：快递网络差异性对比

情景	模式	单票运输成本		单票中心操作成本		时效性
		空载率	运输距离	分拣成本	装卸仓储成本	
节点流量小	轴辐式网络	低	长	低	高	差
	全连通网络	高	短	低	低	好
节点流量大	轴辐式网络	低	长	低	高	差
	全连通网络	低	短	高	低	好

- 中通和韵达是轴辐式+全联通网络，均有自跑业务。
- 全联通网络优势：
 - 点对点转运，提升了运送的时效性；
 - 给特定企业服务，一般单量规模较大，运输空载率较低，而且不经转运中心，中转成本较低。

图表31：2018H1通达系网络运营模式比较

公司	转运模式	转运中心（个）	干线数量（条）	干线年均业务量(万件)	转运中心年均业务量（百万件）
圆通	轴辐式	86	3475	145.73	58.88
韵达	轴辐式+全网通	54	4300	109.77	87.41
申通	轴辐式	86	1830	213.01	45.33
中通	轴辐式	82	2000	310.95	75.84

短期

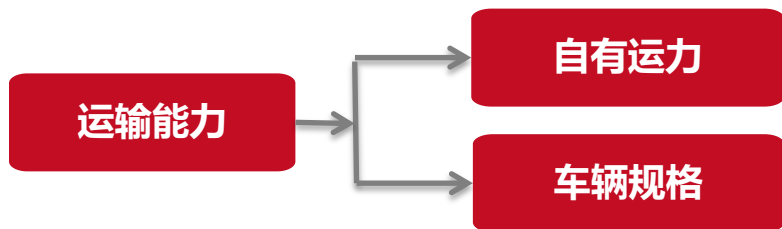
运输能力 | 自有车辆和车辆规格

■ 干线运输车辆

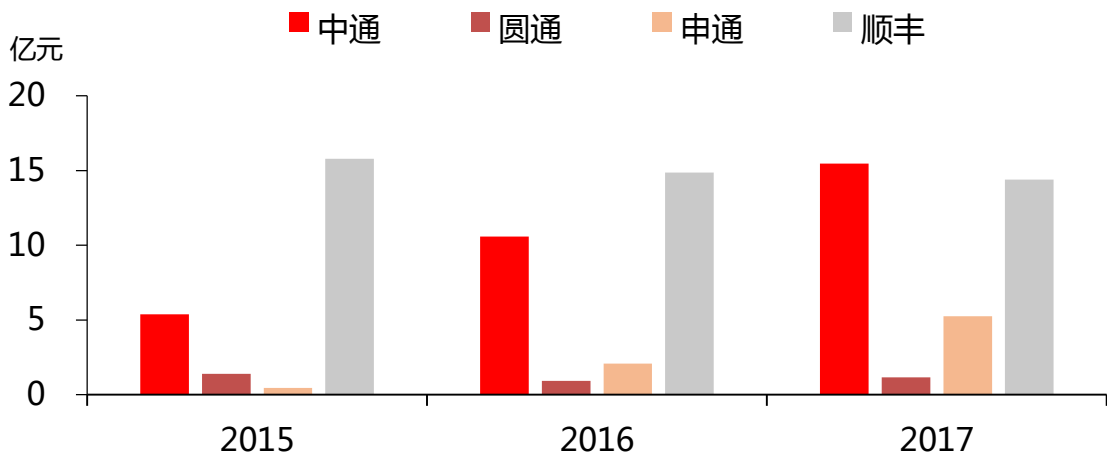
申通、中通的干线运输车辆相差不大，圆通未披露相关数据。但综合来看，**中通自有干线运输车辆最多，自营占比最高**。与干线运输外包较多其他“通达系”快递相比，中通在干线运输业务的管控能力较强，能够更为有效的对干线运输进行组织协调，因而拥有较高的运营效率。从固定资产的角度来看，**中通2017年车辆资产超过顺丰，申通增长速度最快**。

■ 车辆规格

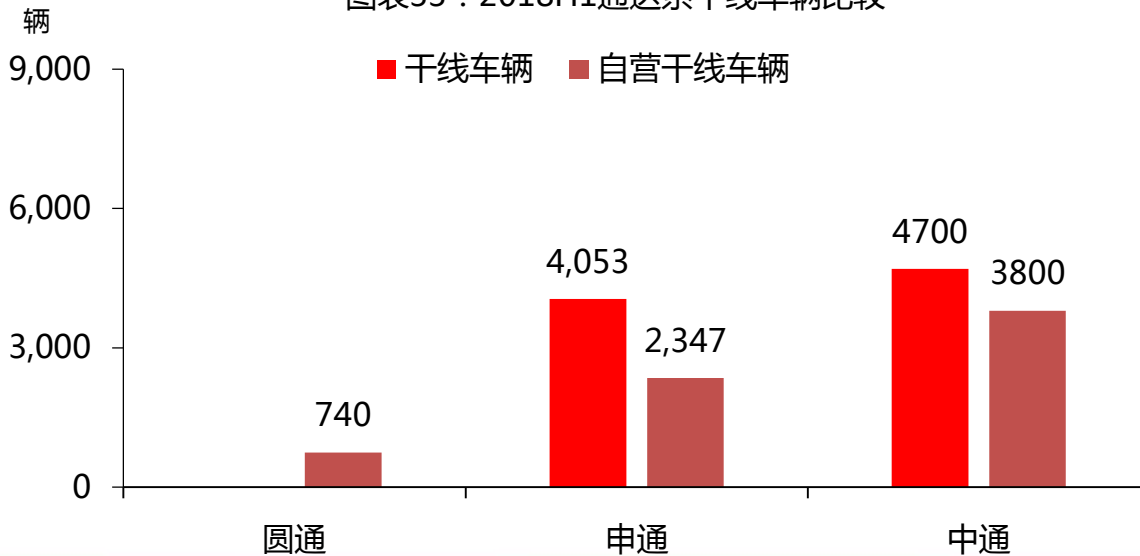
在中通自营干线车辆中，有2070辆高运力甩挂车（15-17米），不仅可以通过货箱分离实现甩挂运输，提高全网转运效率，而且降低自身的汽运成本。按照2015年四通一达自有干线车辆规格显示，中通无论是挂车比例、挂车的节能性和挂车配载都比较有优势。**同时申通共有13.5米以上的干线运输车辆1750辆**，车辆规格亦存在一定优势，圆通未披露相关数据。



图表32：通达系近年车辆运输设备资产比较



图表33：2018H1通达系干线车辆比较



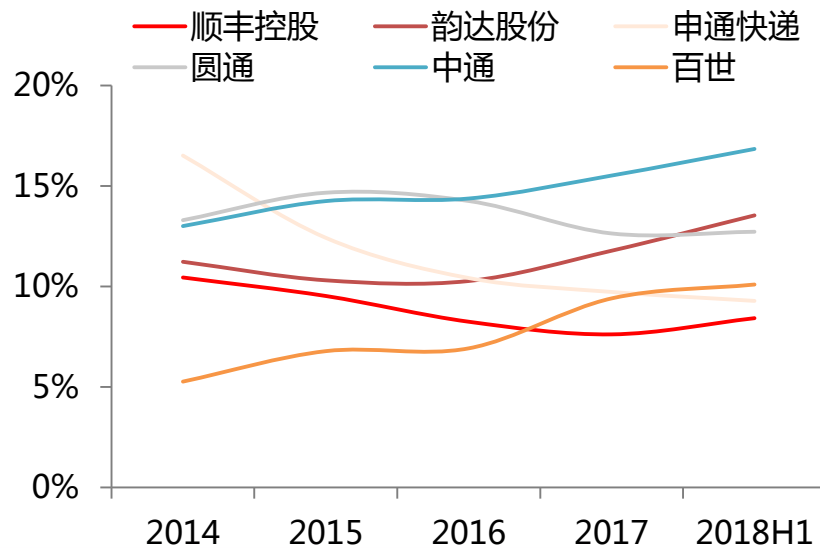
估值：申通估值最低，中通估值合理

估值

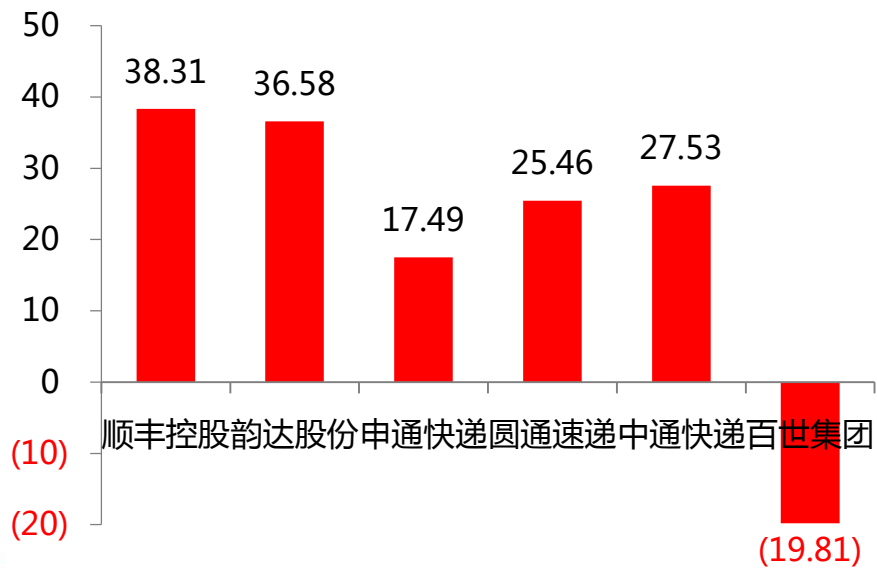
PE、PB | 中通估值合理、申通估值较低

- **市占率**：中通是全国快递企业市占率第一的公司，且目前仍保持较高增速发展，其市场份额仍在不断扩张。
- **PE**：快递行业目前仍处于成长期，在经历长达一年的估值回归后，目前行业PE均值29.07（不含百世），中通估值略低于行业平均水平。
- **PB**：目前主要快递龙头均是轻资产经营企业，目前行业PB均值5.07，仍处于偏高的水平，中通略低于行业平均水平。
- **小结**：受益于行业高增速和大空间，快递行业估值水平仍处于高位。但作为行业霸主的**中通**，拥有最高的市占率和盈利能力，其估值水平均略低于行业均值。未来即使价格战持续发酵，中通仍可享受市占率提升带来的估值溢价和高毛利带来的盈利确定性，**目前中通估值水平相对合理**。而受前两年业务量增速不及预期的影响，申通估值水平明显低于其他公司。但申通本质上与其他公司并未拉开差距，价格、成本均具备一定竞争力，**短期来看，申通增长无忧，存在较大的被低估的可能**。

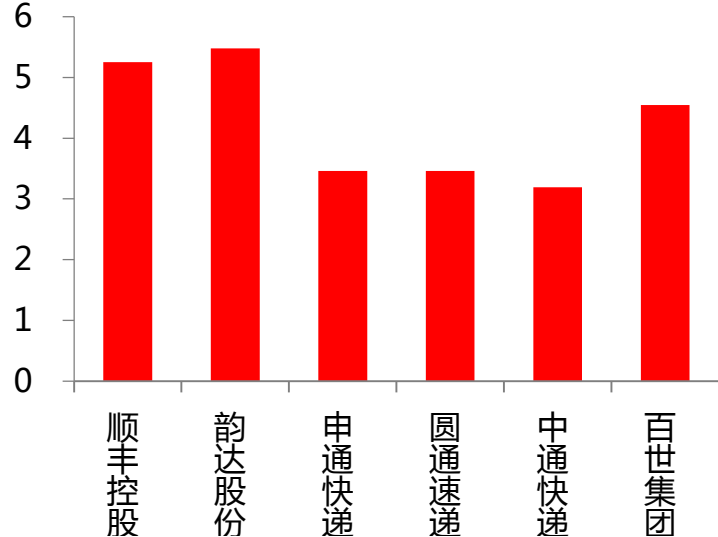
图表34：主要快递公司市占率情况



图表35：主要快递公司PE对比（2018.08.31）

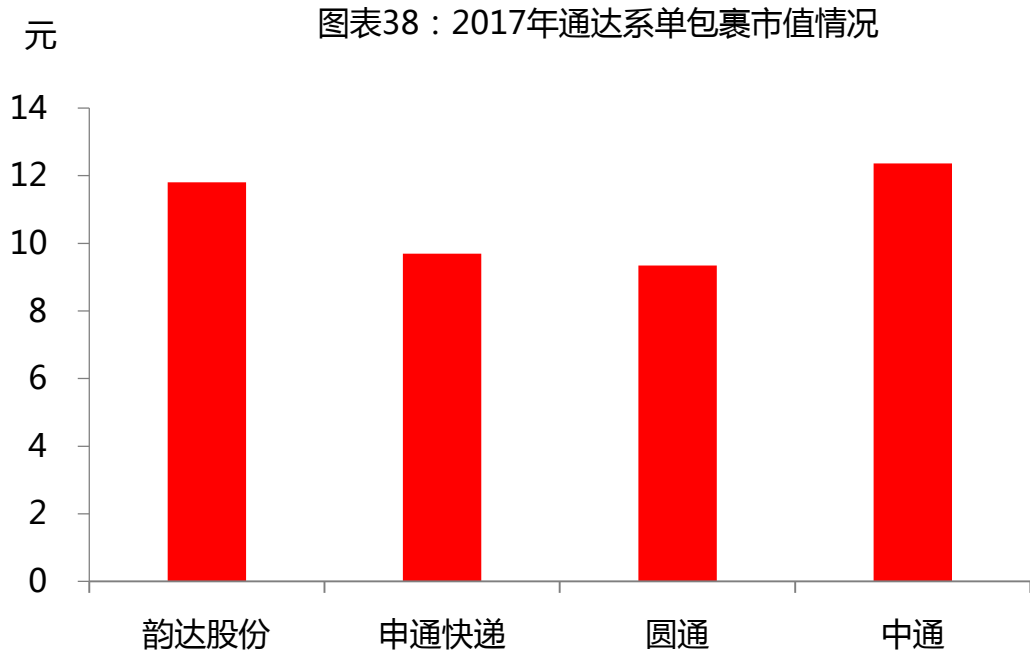
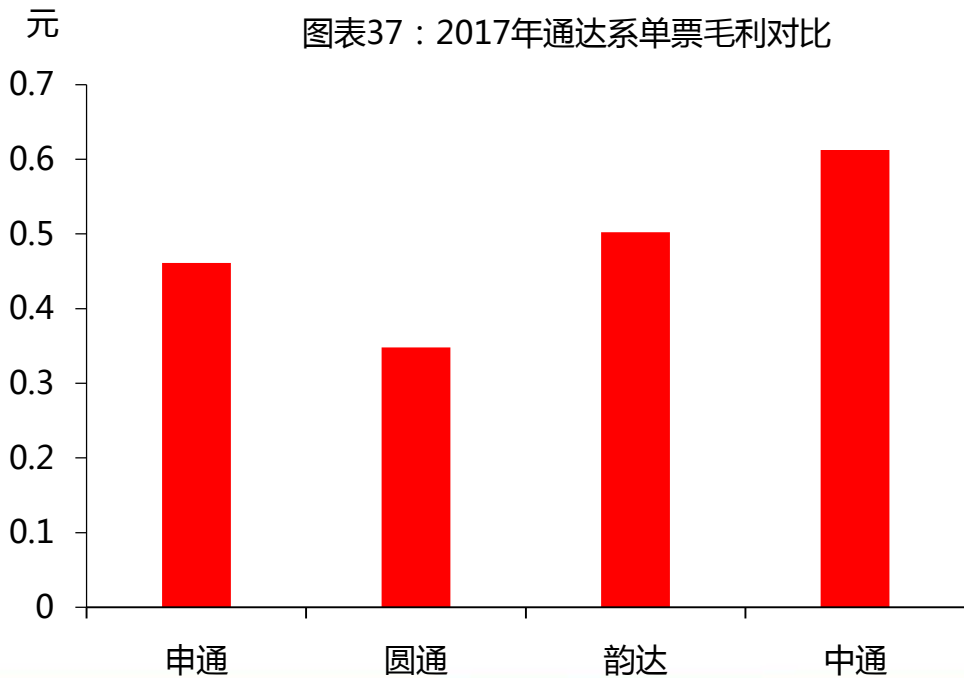


图表36：主要快递公司PB对比（2018.08.31）



单票市值 | 中通单票市值最高

- 单票市值反应的是市场对于当下和未来每票快递业务所赋予的价值。
- 中通的单票市值在通达系排第一，同时其单票毛利也排在快递市场首位。**反应的是市场对于中通每票业务价值的认可和对其未来发展的肯定，结合中通的发展情况来看，其单票市值最高的现象是合理估值。
- 整体来看，通达系的单包裹市值基本符合其单票毛利情况，市场定价相对合理。



分析师声明

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

免责声明

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

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

致谢

感谢杨建亮、邓芳对本报告做出的贡献。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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

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

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

THANKS

方正证券 正在你身边

联系人：许可 138-2329-8608



方正证券股份有限公司

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦B座11层

11F, Pacific Insurance Building, No.28 Fengsheng Lane, Taipingqiao Street,
Xicheng District, Beijing, China