

行业格局相对稳定，静待全球巨头诞生

快递行业 2019 年度策略

投资要点：

► 2018年A股快递上市公司经营概况

年内快递板块内部走势有所分化，韵达股份表现相对坚挺。行业业务量增速小幅放缓，但行业集中度维持高位，顺丰和圆通最近几年持续推进的多元化战略部分弱化了业务量增速水平，而在运输车辆和转运中心等方面持续加大投入的韵达和申通则在年内实现了明显超越行业平均的业务量增速。营收方面，上市快递公司营收表现好于行业平均值，圆通增速领先；净利润方面，丰巢股权投资收益导致快递上市公司之间盈利分化；毛利率方面，德邦毛利率水平持续改善，顺丰单票收入逆势提升；期间费用率方面，运营模式导致期间费用率差异，圆通资金管理能力突出。

► 业务量进入“新常态”，巨头布局“新引擎”

从2017年5月起全国快递服务企业日均快递业务量超过1亿件，标志着我国已经常态化进入单日快递“亿件时代”，今年“双11”当天主要电商企业全天共产生快递物流订单13.52亿件，首次突破10亿大关。按业务类别来看，随着跨境电商的蓬勃发展，跨境寄递网络逐步健全，跨境寄递需求持续激增，国际及港澳台快递业务量继续保持高速增长态势；按地区类别来看，中西部地区今年以来快递业务增速明显高于行业整体增速，对全国快递业务增长的贡献率继续提升，区域均衡度明显改善。随着传统电商带来的规模效应逐步减弱，已经形成规模优势的几家快递公司先后开始向一些未来市场空间巨大的细分领域布局，其中跨境电商、冷链物流与同城配送逐渐成为快递行业的新兴引擎。

► 投资建议

整体来看，当前快递市场进入一段格局相对稳定时期，各家企业前期大量投入的车辆、转运中心、自动化设备等资源开始逐步显现效应，随着规模效应的不断扩大以及管理效率的不断提升，单件成本得到持续摊薄，单价水平也出现缓慢回落，综合成本控制能力最终将体现到市场份额上。具体来看，德邦近两年快递业务持续扩张，中通、韵达为代表的小件化快递业务量继续维持较高增速，之前有所落后的申通、圆通等公司近期业务量增速水平明显回升，顺丰则继续朝着多元化生态圈模式不断推进，建议持续关注韵达、圆通、顺丰等未来有望成长为全球快递巨头的公司，优先推荐战略清晰且志存高远的顺丰控股(002352.SZ)作为长期配置标的。

► 风险提示

行业需求增速不及预期，行业内恶性竞争，新业务整合进度不及预期。

投资建议：

中性

上次建议：

中性

一年内行业相对大盘走势



陈晓

分析师

执业证书编号：S0590513120001

电话：0510-82833217

邮箱：chenx@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《美国对伊朗制裁落地，“双十一”再度成为市场焦点》
- 2、《伊朗制裁八国豁免，油运复苏逻辑不变》
《交通运输》
- 3、《汇率企稳油价下跌，航空板块强势反弹》
《交通运输》

正文目录

1.	2018 年 A 股快递上市公司经营概况.....	3
1.1.	年内快递板块内部走势有所分化	3
1.2.	快递行业业务量增速小幅放缓，行业集中度维持高位	3
1.3.	上市快递公司营收表现好于行业平均，圆通增速领先	6
1.4.	丰巢股权投资收益导致快递上市公司之间盈利分化	7
1.5.	德邦毛利率水平持续改善，顺丰单票收入逆势提升	8
1.6.	运营模式导致期间费用率差异，圆通资金管理能力突出	9
2.	业务量进入“新常态”，巨头布局“新引擎”	11
2.1.	单日“亿件时代”到来，“双 11”单日订单量首破 10 亿	11
2.2.	跨境寄递需求激增，中西部持续释放潜力	12
2.3.	快递巨头逐步布局新兴领域.....	13
3.	投资建议.....	18
4.	风险提示.....	19

图表目录

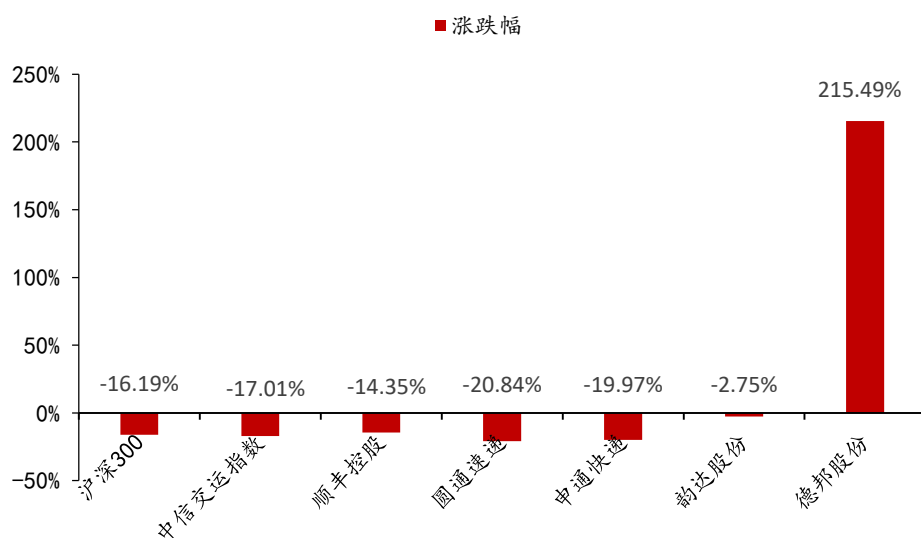
图表 1: 2018 年前三季度快递上市公司涨跌幅情况.....	3
图表 2: 2018 年国内快递行业业务量情况（累计）	4
图表 3: 快递行业集中度整体维持高位.....	4
图表 4: 顺丰单月业务量情况（亿件）	5
图表 5: 圆通单月业务量情况（亿件）	5
图表 6: 申通单月业务量情况（亿件）	5
图表 7: 韵达单月业务量情况（亿件）	5
图表 8: 4 家快递上市公司市场份额比较.....	6
图表 9: 2018 年国内快递行业营收情况（累计）	6
图表 10: 2018 年前三季度 5 家公司营收情况.....	7
图表 11: 2018 年前三季度 5 家公司净利润情况	7
图表 12: 5 家快递上市公司毛利率比较（%）	8
图表 13: 2018 年 4 家快递上市公司单票收入变动情况（元）	8
图表 14: 5 家快递上市公司净利率比较（%）	9
图表 15: 5 家快递上市公司期间费用率比较（%）	9
图表 16: 5 家快递上市公司销售费用率比较（%）	10
图表 17: 5 家快递上市公司管理费用率比较（%）	10
图表 18: 5 家快递上市公司财务费用率比较（%）	11
图表 19: 5 家快递上市公司 2018Q3 资产负债率（%）	11
图表 20: 2000-2017 年快递业务量情况（亿件）	12
图表 21: 2000-2017 年快递收入情况（亿元）	12
图表 22: 快递业务量同比（按业务）	13
图表 23: 快递业务量同比（按地区）	13
图表 24: 跨境电商试验区范围不断扩大.....	13
图表 25: 第三批 22 个跨境电商综合试验区地区分布图.....	14
图表 26: 2013-2021 年中国跨境进口零售电商行业市场规模.....	14
图表 27: 2013-2020 年中国生鲜电商市场规模.....	15
图表 28: 近几年同城配企业融资热情高涨.....	17
图表 29: 同城快递业务量占比较高（亿件）	18
图表 30: 近几年总量及同城业务量增速均有所放缓	18

1. 2018 年 A 股快递上市公司经营概况

1.1. 年内快递板块内部走势有所分化

截止到 2018 年三季度末，沪深 300 指数年内累计下跌 16.19%，中信交运指数年内累计下跌 17.01%，行业整体走势与大盘同步。单就快递行业内部来看，除年内新上市的德邦股份录得较大涨幅外，其余四家快递股价均出现下跌，但跌幅差异也较为明显，其中韵达股份表现坚挺，前三季度累计仅小幅下跌 2.75%，圆通速递与申通快递跌幅相对靠前，均在 20% 左右。

图表 1：2018 年前三季度快递上市公司涨跌幅情况



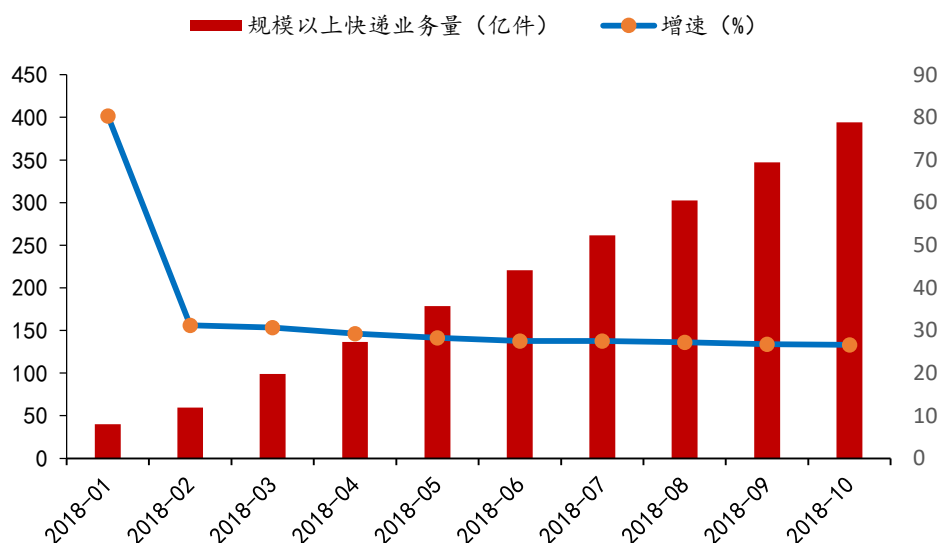
来源：Wind，国联证券研究所

1.2. 快递行业业务量增速小幅放缓，行业集中度维持高位

2018 年 1-9 月国内快递行业实现业务量 347.4 亿件，同比增长 26.8%，增速呈现放缓趋势。A 股快递上市公司方面，顺丰控股、韵达股份、申通快递、圆通速递 4 家快递公司 1-9 月共实现业务量 153.88 亿件，同比增长 35%，其中 2018 年三季度 4 家公司共实现业务量 56.8 亿件，同比增长 37.6%（德邦股份未披露月度经营数据）。

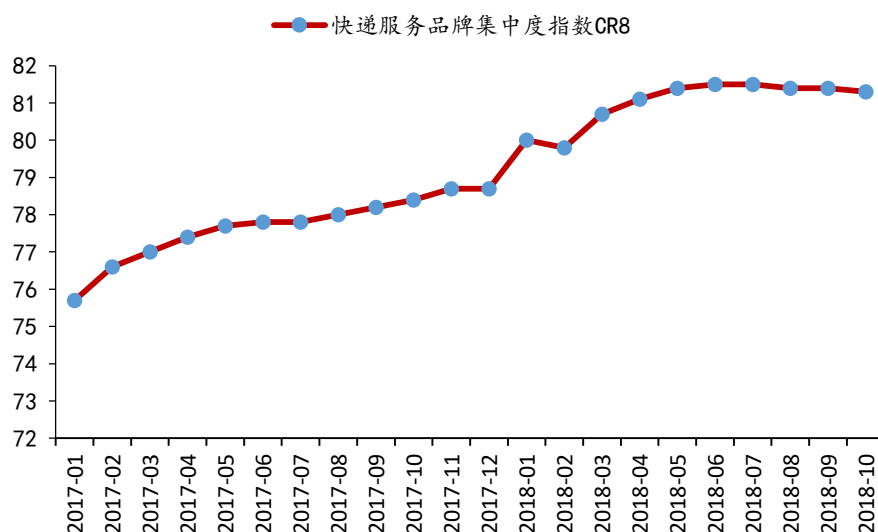
从行业集中度情况来看，近两年市场竞争格局加速演变，行业 CR8 指数持续攀升，2018 年 6 月指数首次达到 81.5，随后维持高位运行，显示当前行业格局已相对稳定，市场份额及要素加速向重点企业集中。

图表 2：2018 年国内快递行业业务量情况（累计）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 3：快递行业集中度整体维持高位



来源：Wind，国联证券研究所

按照单月业务量数据分析 4 家上市公司。

顺丰：2 月业务量增速一度高达 53.45%，公司表示主要受益于春节前业务高峰带来票件量的增长，但自 3 月起单月业务量增速持续回落，9 月时增速已跌至 24.54%。

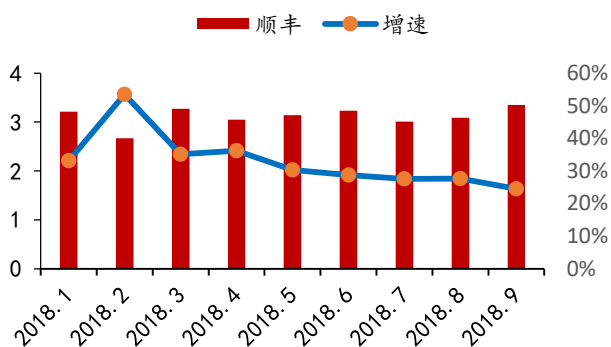
圆通：1-3 月业务量数据未公布，4 月起单月业务量增速开始反弹，7 月增速反弹至 37.01%，8 月起逐步回落，9 月增速为 25.23%。

申通：年内单月业务量增速波动较大，受 2017 与 2018 年春节假期错开的影响，申通 1 月和 2 月业务量增速分别为 69.18%和-36.02%，3 月起增速恢复正常并逐步提升，8 月时业务量增速达到 46.63%，9 月小幅回落至 40.24%。

韵达：2018 年前两月业务量情况同申通较为类似，1 月、2 月业务量增速分别为 137.07%和-20.65%，3 月增速迅速反弹至 61.73%后逐步平稳回落，但基本维持在 50%的水平附近，在 4 家 A 股快递上市公司内增速居前。

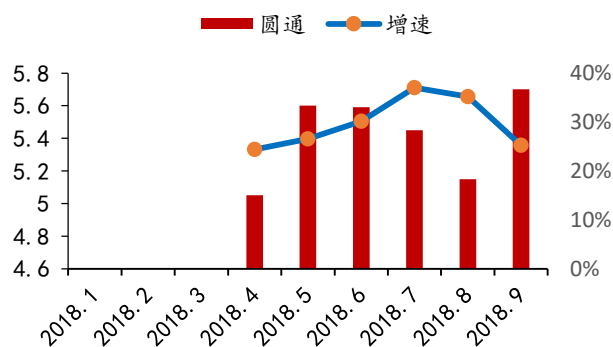
整体来看，顺丰和圆通最近几年持续推进的多元化战略部分弱化了业务量增速水平，而在运输车辆和转运中心等方面持续加大投入的韵达和申通则在年内实现了明显超越行业平均的业务量增速。

图表 4：顺丰单月业务量情况（亿件）



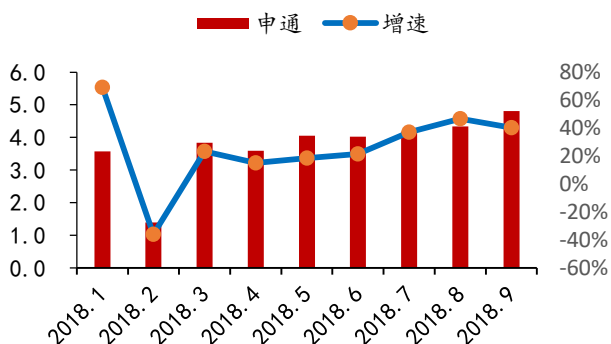
来源：公司公告，国联证券研究所

图表 5：圆通单月业务量情况（亿件）



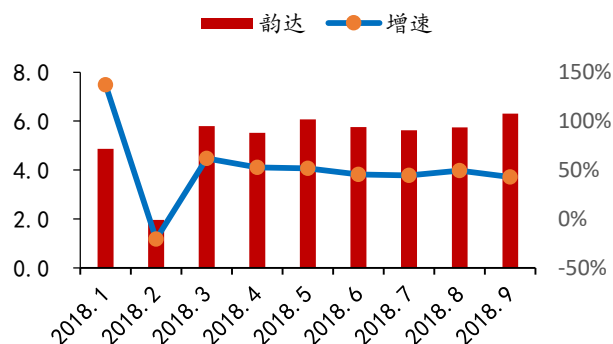
来源：公司公告，国联证券研究所

图表 6：申通单月业务量情况（亿件）



来源：公司公告，国联证券研究所

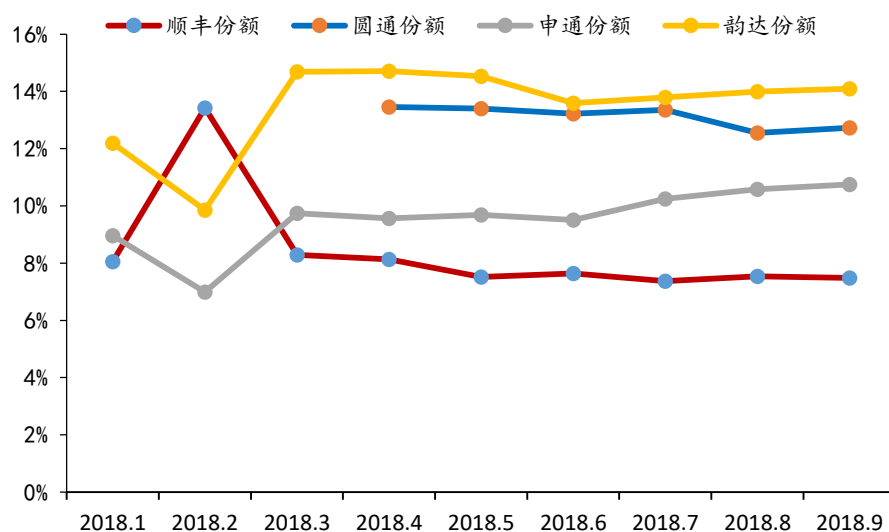
图表 7：韵达单月业务量情况（亿件）



来源：公司公告，国联证券研究所

从快递行业市场份额变动情况来看，年内申通和韵达表现上佳，市场份额从年初的 8.96%和 12.19%分别提升至 9 月时的 10.75%和 14.10%；顺丰年内市场份额出现了小幅下滑，从年初的 8.05%回落至 9 月时的 7.48%；圆通 9 月时的市场份额为 12.73%，排名仍然靠前。

图表 8：4 家快递上市公司市场份额比较

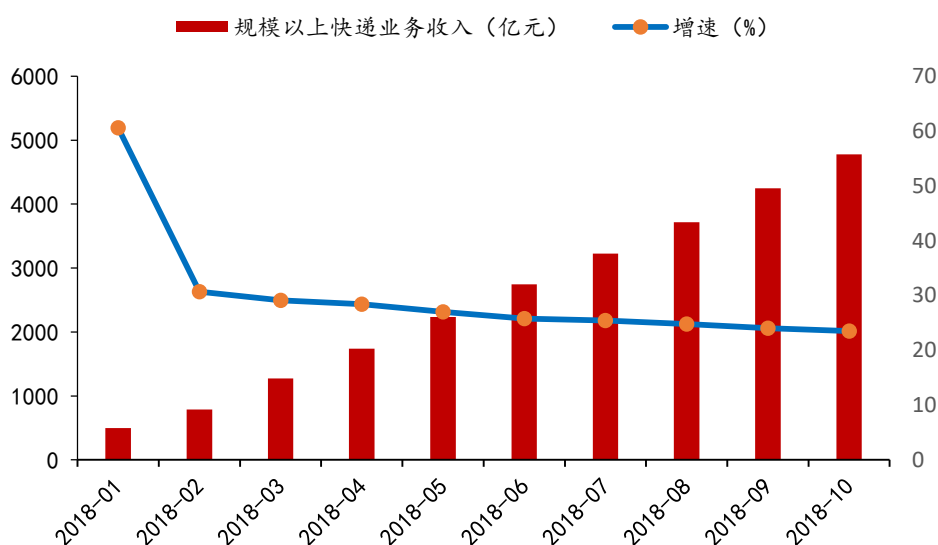


来源：Wind，国联证券研究所

1.3. 上市快递公司营收表现好于行业平均，圆通增速领先

2018 年 1-9 月国内快递行业实现营收 4246.3 亿元，同比增长 24%。A 股快递上市公司方面，5 家快递公司 1-9 月共实现营业收入 1203.94 亿元，同比增长 29.82%，整体跑赢行业平均水平，其中 2018 年三季度 5 家快递公司共实现营业收入 430.84 亿元，同比增长 29.65%。

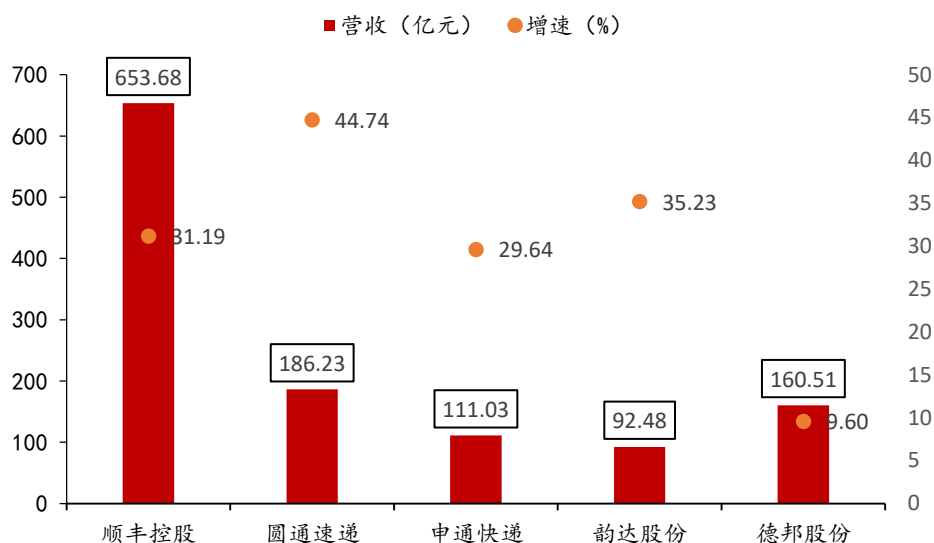
图表 9：2018 年国内快递行业营收情况（累计）



来源：Wind，国联证券研究所

具体来看，前三季度 5 家快递公司中圆通的营收增速表现相对较好，达到 44.74%，顺丰、申通、韵达营收增速均维持在 30% 左右，相对来说德邦营收增速放缓明显，前三季度仅 9.60%，主要受到其传统快运业务拖累，年内公路物流运价呈下降趋势，公路运力持续供过于求。

图表 10：2018 年前三季度 5 家公司营收情况

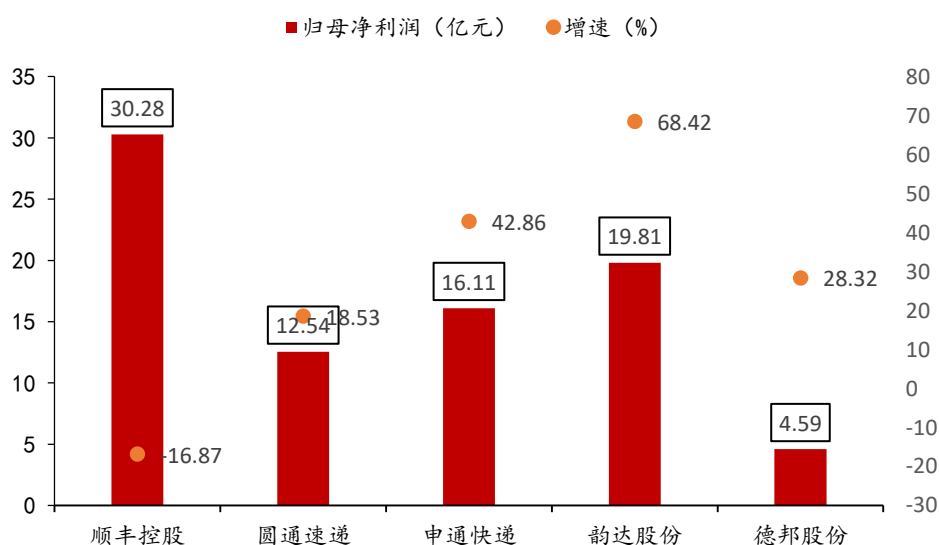


来源：Wind，国联证券研究所

1.4. 丰巢股权投资收益导致快递上市公司之间盈利分化

2018 年 1-9 月 5 家主要快递公司共实现净利润 83.33 亿元,同比增长 12.53%。具体来看,韵达前三季度盈利表现最为突出,净利润增速高达 68.42%,主要由于年内处置丰巢股权投资收益,扣非后净利润增速为 23.99%;申通同样因为处置丰巢股权的原因前三季度净利润增速达到 42.86%,扣非后净利润增速 17.81%;圆通前三季度净利润增速为 18.53%,扣非后增速达到 21.52%;顺丰前三季度净利润同比出现下滑,增速为-16.87%,主要由于去年同期处置丰巢股权投资收益导致基数过高,扣非后净利润增速为 6.49%。

图表 11：2018 年前三季度 5 家公司净利润情况

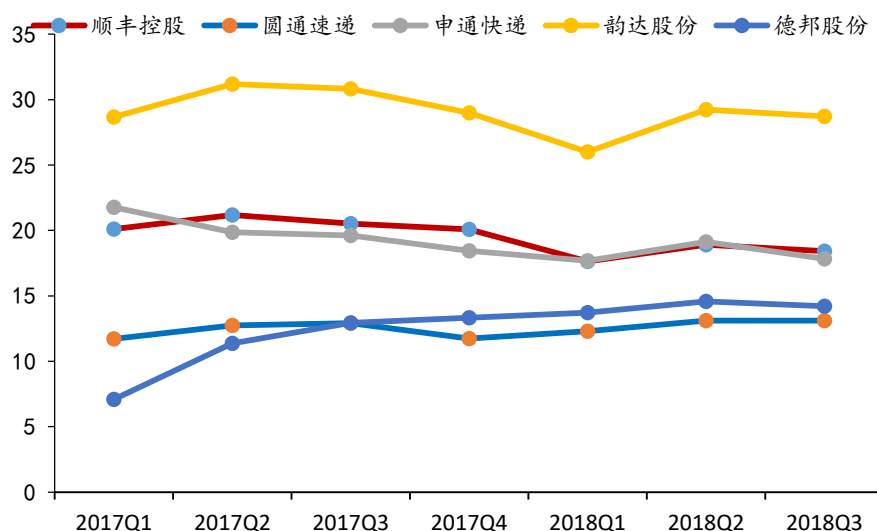


来源：Wind，国联证券研究所

1.5. 德邦毛利率水平持续改善，顺丰单票收入逆势提升

与去年同期相比，2018Q3 圆通和德邦毛利率水平有所提升，顺丰、申通、韵达则不同程度下滑。其中德邦毛利率水平改善程度较为明显，从 2017Q3 的 12.93% 提升至 2018Q3 的 14.20%，主要由于公司近两年毛利率水平相对较高的快递业务占比持续提升，拉高了公司整体毛利率水平。

图表 12：5 家快递上市公司毛利率比较 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

从年内单票收入表现来看，4 家公布月度经营数据的快递公司中仅顺丰整体呈现提价趋势，其余 3 家通达系公司单票收入年内均不同程度下滑，一方面显示传统电商件业务领域终端价格竞争仍较为明显，另一方面也反映出随着前期运输车辆、转运中心、智能分拣设备等资本投入的不断积累，部分快递公司已逐步产生规模效应，单票成本开始下行，在成本控制得当的前提下适当下调终端价格有助于进一步扩大市场份额。以韵达为例，9 月单票收入从年初的 2 元附近持续下滑至 1.7 元，7 月时一度跌至 1.54 元，但公司 2018Q3 毛利率水平则较 2018Q1 提升了 0.77pct。

图表 13：2018 年 4 家快递上市公司单票收入变动情况 (元)

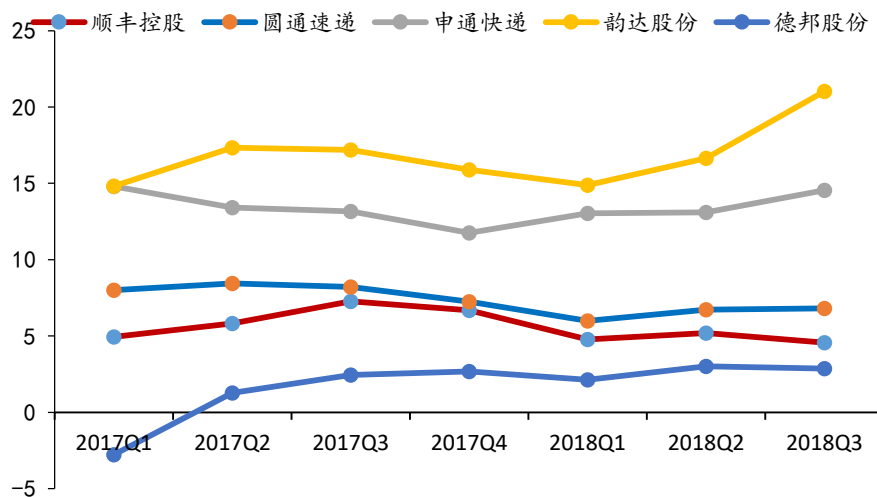
单票收入	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月
顺丰	22.87	22.22	21.90	22.74	22.91	23.51	23.27	23.12	24.35
圆通				3.51	3.42	3.38	3.19	3.27	3.33
申通	3.46	3.64	3.47	3.16	3.1	3.11	3.20	3.19	3.26
韵达	2.01	2.06	1.76	1.66	1.58	1.63	1.54	1.58	1.70

来源：公司公告，国联证券研究所整理

比较 5 家快递上市公司年内净利率水平变动情况，韵达和申通由于年内处置丰巢股权取得大额投资收益，2018Q3 净利率水平同比和环比均大幅提升；德邦年内净利率水平也有小幅改善；顺丰和圆通由于近两年持续推进多元化战略导致短期资本开支

较高，2018Q3 净利率水平同比出现下滑，顺丰叠加去年处置丰巢股权收益的高基数因素年内净利率水平下滑幅度更为明显。

图表 14：5 家快递上市公司净利率比较 (%)

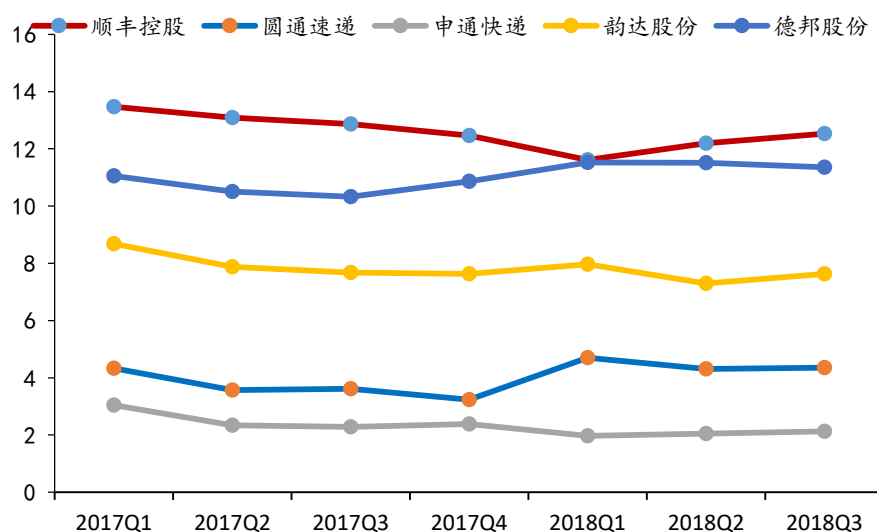


来源：Wind，国联证券研究所

1.6. 运营模式导致期间费用率差异，圆通资金管理能力突出

采取直营模式的顺丰和德邦整体期间费用率水平较高，长期在 10% 以上，采取加盟模式的申通、韵达、圆通期间费用率水平相对较低，其中申通三费占比最低，维持在 2% 左右。

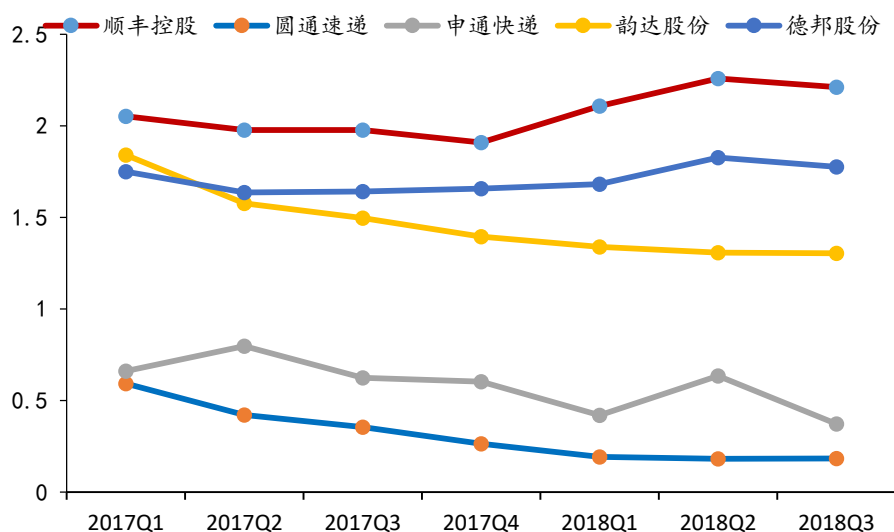
图表 15：5 家快递上市公司期间费用率比较 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

顺丰和德邦的销售费用率相对较高，且年内还呈上升趋势，圆通销售费用控制得当，2018Q3 销售费用率为 0.18%。

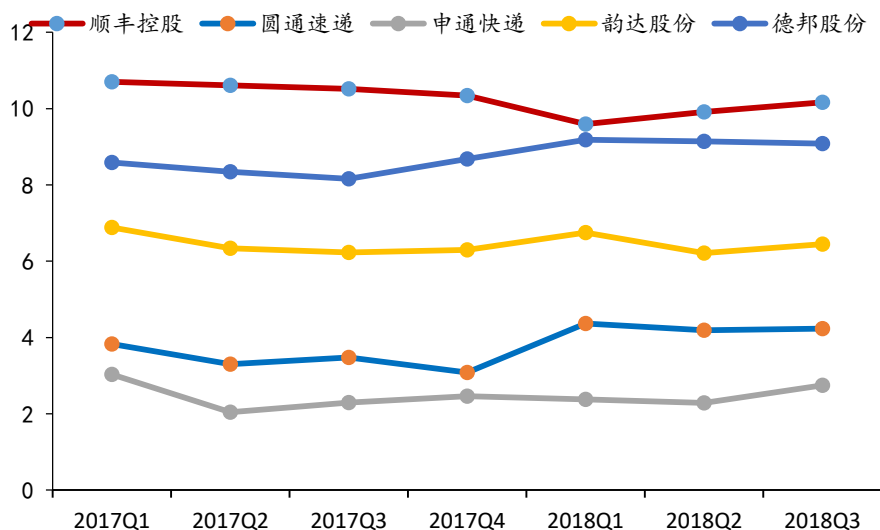
图表 16: 5 家快递上市公司销售费用率比较 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

同样由于直营和加盟的模式区别, 顺丰和德邦的管理费用率明显高于其他几家快递上市公司, 2018Q3 顺丰和德邦管理费用率分别为 10.17% 和 9.08%, 其余几家则均未超过 7%。

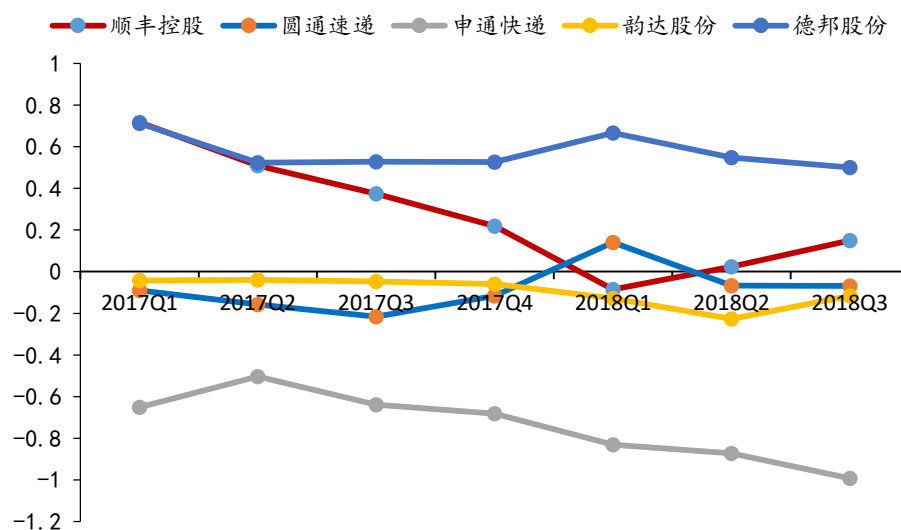
图表 17: 5 家快递上市公司管理费用率比较 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

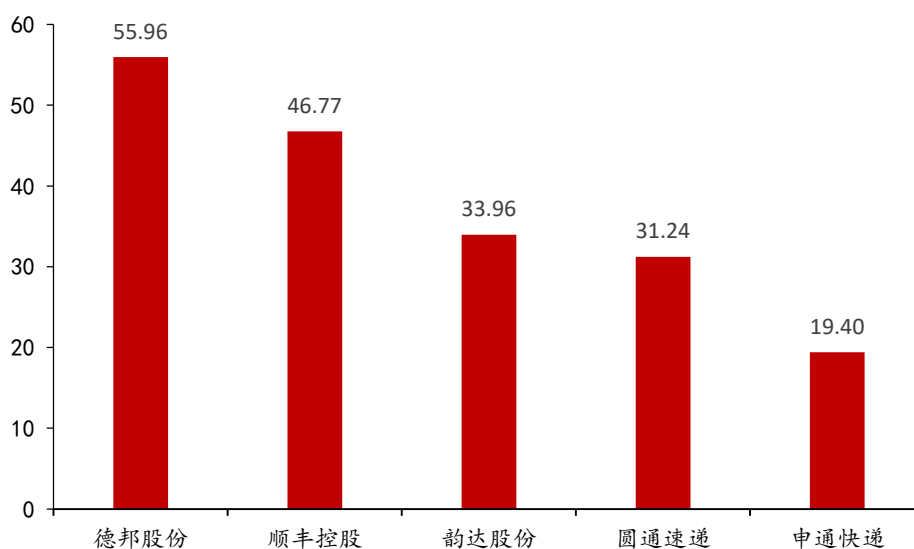
德邦作为快运行业龙头公司, 习惯于在经营过程中使用相对较高的财务杠杆, 且公司近两年处于快递业务的高速扩张期, 2018Q3 财务费用率为 0.50%, 资产负债率为 55.96%, 均明显高于其余几家快递公司。相对来说, 圆通、韵达、申通财务风险较小, 2018Q3 财务费用率均为负值, 特别是圆通在近两年多元化扩张过程中资本支出急剧增加, 在此背景下能够实现年内财务费用率下降表明公司资金管理能力强, 公司后续即将发行 36.5 亿元可转债, 开创快递上市公司先河, 有望进一步优化财务状况。

图表 18: 5 家快递上市公司财务费用率比较 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 19: 5 家快递上市公司 2018Q3 资产负债率 (%)



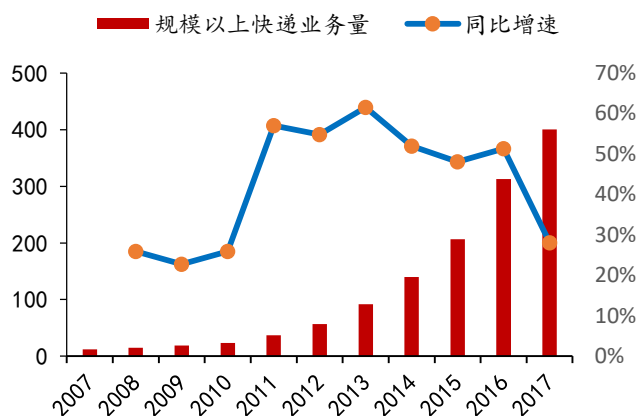
来源: Wind, 国联证券研究所

2. 业务量进入“新常态”，巨头布局“新引擎”

2.1. 单日“亿件时代”到来，“双 11”单日订单量首破 10 亿

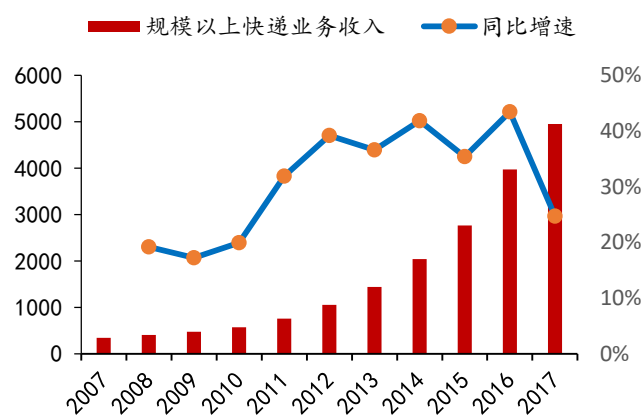
2010 年起，中国快递行业在电商蓬勃发展的大背景下开始高速发展，2010 年以来我国快递业务量年均复合增长率达到 50.05%。随着基数的不断积累，近两年业务量及收入增速有所下滑，但整体来看快递行业仍呈现出高位运行的发展态势，市场结构持续优化，资源要素加速集聚，网络稳步向下延伸，服务能力显著增强。值得一提的是，从 2017 年 5 月起全国快递服务企业日均快递业务量超过 1 亿件，标志着我国已经常态化进入单日快递“亿件时代”，今年“双 11”当天主要电商企业全天产生快递物流订单量首次突破 10 亿大关，达到 13.52 亿件。

图表 20：2000-2017 年快递业务量情况（亿件）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 21：2000-2017 年快递收入情况（亿元）



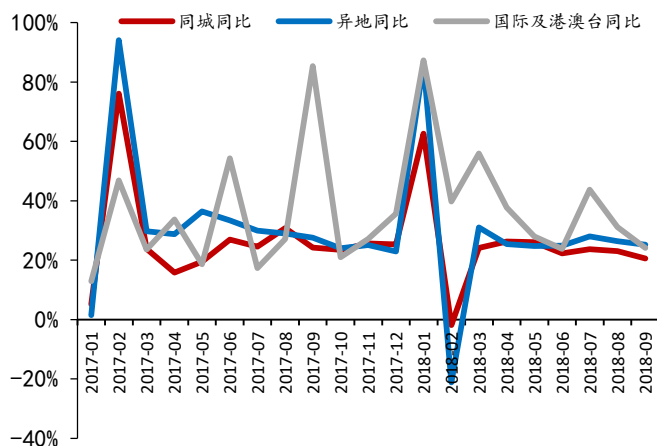
来源：Wind，国联证券研究所

2.2. 跨境寄递需求激增，中西部持续释放潜力

按业务类别来看，异地及国际/港澳台业务比重持续上升。1-9 月，同城、异地、国际/港澳台快递业务量分别占全部快递业务量的 22.9%、74.8%和 2.3%；业务收入分别占全部快递收入的 15.3%、51.1%和 10.1%。与去年同期相比，同城快递业务量的比重下降 0.4 个百分点，异地快递业务量的比重上升 0.2 个百分点，国际/港澳台业务量的比重上升 0.2 个百分点。从分业务业务量增速也能明显看出，随着跨境电商的蓬勃发展，跨境寄递网络逐步健全，跨境寄递需求持续激增，国际及港澳台快递业务量继续保持高速增长态势。

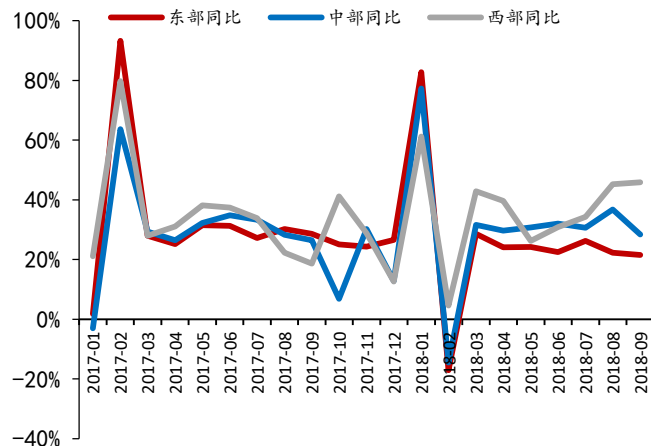
按地区类别来看，中西部地区持续释放增长潜力。1-9 月，东、中、西部地区快递业务量比重分别为 80%、12.1%和 7.9%，业务收入比重分别为 80%、11.2%和 8.8%。与去年同期相比，东部地区快递业务量比重下降了 1 个百分点，快递业务收入比重下降了 0.9 个百分点；中部地区快递业务量比重和快递业务收入比重均上升了 0.4 个百分点；西部地区快递业务量比重上升 0.6 个百分点，快递业务收入比重上升 0.5 个百分点。整体来看，中西部地区今年以来快递业务增速明显高于行业整体增速，对全国快递业务增长的贡献率继续提升，区域均衡度明显改善。其中，内蒙古、广西、重庆、四川、云南、宁夏等省份成为西部地区快递业务的重要增长极，东部地区的北京、天津、上海等一线城市业务量受新业态和新模式等因素影响增速较低，对全国快递业务量增长的贡献度下降。

图表 22：快递业务量同比（按业务）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 23：快递业务量同比（按地区）



来源：Wind，国联证券研究所

2.3. 快递巨头逐步布局新兴领域

快递行业竞争日趋激烈，首批上市的快递公司先发优势明显。随着传统电商带来的规模效应逐步减弱，东部地区一二线城市市场渐趋饱和，近几年部分快递巨头开始把战略目标瞄准三四线城市，比如与拼多多等新兴电商平台合作以拓展市场。除此之外，已经形成规模优势的几家快递公司先后开始向一些未来市场空间巨大的细分领域布局，其中跨境电商、冷链物流与同城配送逐渐成为快递行业的新兴引擎。

跨境电商：经济全球化的发展使得各国之间的商贸往来更加频繁，世界各国向海外出口优势产品并进口所需产品，成为促进本国经济社会发展的重要举措。互联网的出现为全球经济发展带来巨变，越来越多的生产者可以通过互联网实现“脱媒”化发展，利用互联网可以减少流通环节中的节点，从而实现点对点的产品直达。随着我国经济发展进入新常态时代，跨境电商物流作为国民经济增长的新亮点，引起了国家和企业界的重视。政策层面上，过去三年政府密集出台监管政策，着眼于优化跨境电商经营环境和完善规则，且预计未来几年政策红利仍将持续释放。

图表 24：跨境电商试验区范围不断扩大

第一批跨境电商综合试验区于 2015 年 3 月批准设立，仅有杭州一个城市。

2016 年 1 月，国务院常务会议决定在天津、上海等 12 个城市设立第二批跨境电商综合试验区。

2018 年 7 月 13 日，国务院召开常务会议，决定设立第三批跨境电子商务综合试验区，持续推进对外开放、促进外贸转型升级。会议决定，推动跨境电商在更大范围发展，择优选择电商基础条件好、进出口发展潜力大的地方，并向中西部和东北地区倾斜，在北京、呼和浩特、沈阳、长春、哈尔滨、南京、南昌、武汉、长沙、南宁、海口、贵阳、昆明、西安、兰州、厦门、唐山、无锡、威海、珠海、东莞、义乌等 22 个城市新设一批跨境电商综合试验区。

来源：国联证券研究所整理

图表 25：第三批 22 个跨境电商综合试验区地区分布图

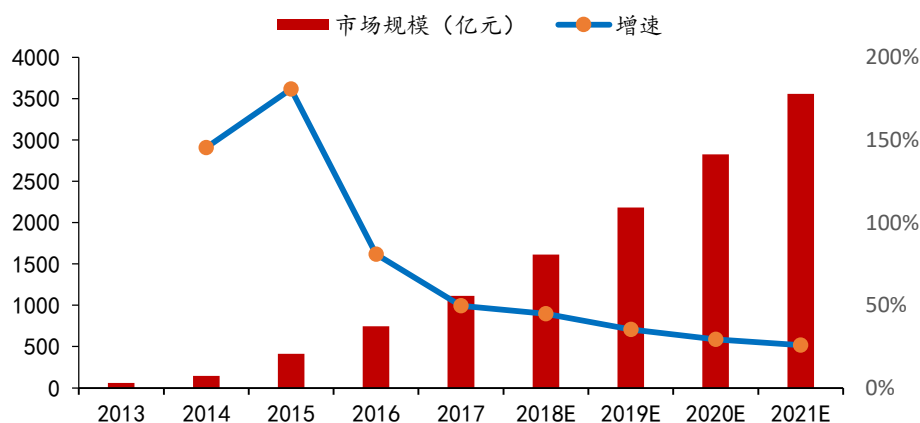


来源：国联证券研究所

电子商务在我国开展的历史较短，大规模电子商务兴起于 2008 年以后。随着国内电商的发展，电商企业开始将其商务活动延伸到海外市场，而一些从事外贸出口的企业则将传统的外贸发展方式与电子商务相结合，进一步促进了互联网在电商领域的应用，由此产生了跨境电子商务。对于国内中小企业而言，跨境电子商务更是倍受推崇，因为其一方面可以增加更多的海外市场机会，另一方面会使国内市场变得更加丰富。

事实上，近几年在消费升级的大趋势下，“海淘族”队伍迅速壮大。数据显示，国内自 2008 年起开始出现跨境进口零售电商交易，2015 年交易规模达到 411.6 亿元，增速高达 180.8%，此后增速虽有所回落，但交易整体规模仍在不断扩大。2017 年，中国跨境进口零售电商市场的规模约为 1113.4 亿元，同比增长 49.6%。未来几年，在政策基本面保持利好的情况下，预计进口电商零售市场仍将保持平稳增长，2021 年中国跨境电商的市场规模有望突破 3000 亿元。

图表 26：2013-2021 年中国跨境进口零售电商行业市场规模



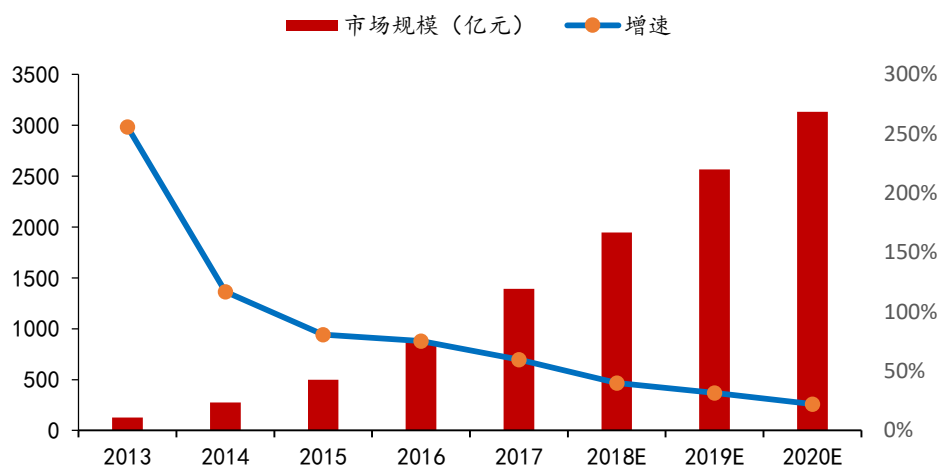
来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

跨境电商的蓬勃发展也为快递企业的业务注入了新活力。自 2013 年 9 月起，顺丰布局美国转运市场后，国内主要快递企业纷纷布局跨境物流。2014 年，圆通联合菜鸟网络针对中国台湾的淘宝买家开通了官方直运，使得物流时效缩短一半时间，成本降低三分之一以上。2015 年 3 月 19 日，圆通速递开通国际物流航线，以点对点包机形式运输中韩两国间的电商包裹。这条国际物流航线打通了中国内地—韩国、香港—内地之间的跨境快件，最快 1 个多小时就能将货物从韩国运到中国。同样在 2015 年，韵达的跨境电子商务平台优递爱（UDA）网上购物商城平台正式上线，优递爱定位全球中高端消费者，其汇合全球知名大中型品牌商、生产商，整合国内外优质产品资源，依托于韵达速递现有全球服务网络，能为全世界品牌零售商提供基于互联网的全球整合供销仓储服务。

冷链物流：我国是一个农产品生产、消费和贸易大国，农产品生产经营模式的升级、农业生产与现代化大流通及城市大市场的有效衔接，是实现我国食品安全及全面农业现代化发展的重要保障。生鲜产品在常温下运输配极易腐烂变质，容易造成生鲜产品品质低下、损耗率高的结果，对物流配送客观上有更高的要求，而发展冷链物流是解决生鲜产品配送的一个重要途径。

近年来，随着人们消费能力的提升以及互联网普及率的提高，人们的网购商品逐步由 3C 数码家电、服装、化妆品等延伸到鲜花、蔬果等生鲜产品。在此背景下，我国生鲜市场发展迅猛，2017 年中国生鲜电商市场交易规模已达 1391.3 亿元，同比增长 59.7%，生鲜电商的崛起，带动了冷链物流的高速发展。

图表 27：2013-2020 年中国生鲜电商市场规模



来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

面对如此巨大的市场，许多传统物流企业纷纷向此分支重磅加码，开始携资本和上下游的资源自建冷链物流，快递企业亦是如此。

顺丰：早在 2014 年 11 月，顺丰成立了独立的冷链物流事业部，统筹管理全系统中的冷链物流业务，实施垂直一体化管理，对食品、药物等成立专门的事业部，并为此设计了专门的冷链解决方案，目前已经开拓了冷运到家、冷运到店、冷运零担、冷运专车、冷运仓储等具体化业务。截至 2018 年上半年，顺丰冷运网络已覆盖 139

个城市及周边区域，拥有 51 座食品冷库，食品冷库运营面积达到 23.4 万平方米；并在设备上配备先进的自动化制冷设备、智能温湿度监控系统、管理与配送一体化冷库；在干线运输上拥有冷藏车 681 台、123 条食品运输干线，贯穿东北、华北、华东、华南、华中等核心城市；包装上具有高蓄能冷媒温控技术、湿度异常预警监测系统等；并通过公司自主研发的 GROUND 陆运资源交易平台衔接车辆 GPS 全球定位系统及车载温控实时监测系统，与顺丰冷链网络无缝对接。

中通：2016 年 7 月中通推出“优鲜送”服务，区别于其他普通件的寄递服务，主要是对生鲜、水果等具有较高时效和安全性要求较高的产品服务。中通虽然没有顺丰那样强大的运力、技术支持，但是在“优鲜送”服务上，中通可以通过与其他企业合作来完成运输，再者就是在运输过程中加快中转效率。其中，最大的亮点就是贴有“优鲜送”面单的快件，在运送、转运、配送等各个环节都享有优先权，空运、陆运等各种运力资源以及个转运中心、网点必须全力配合，通过在揽收、中转和派送的巴枪提醒，第一时间将产品转入下一环节，以最快的速度完成整个寄递过程，确保生鲜物品能够最大限度地保持新鲜的姿态。

圆通：2016 年 10 月，圆通速递正式启动“2016 大闸蟹项目”，进军冷链市场，并正式推出全新板块——圆通冷链。圆通冷链主要是依据自身的“三大核心科技”（智慧冷链物流系统、可视化监控、温控技术包装），为生鲜物流提供一站式配送服务体系，整合圆通现有的空运、陆运、仓储资源，并利用国家工程实验室研发的优势，为客户提供安全、高效、智能的全程冷链服务。目前，圆通冷链运营范围覆盖江浙沪地区及北京、广州、深圳、杭州、武汉、长沙、郑州、大连、沈阳、福州、厦门、重庆、昆明等城市的多条干线；圆通冷链自建车队，自有冷藏车 30 辆，可协调社会资源车辆超 500 辆；日均运送货物达 150 吨。

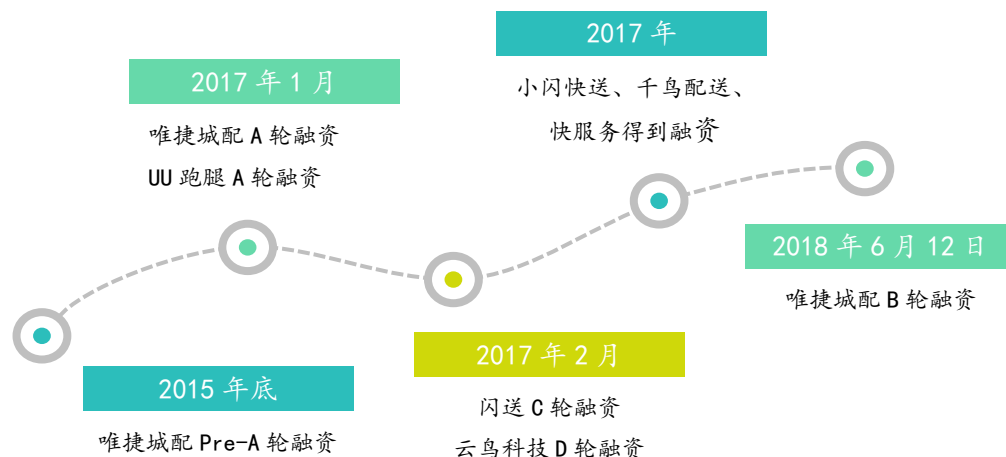
申通：2017 年，申通开始拓展冷链业务，并在同年 4 月成立子公司上海申雪，提供冷藏、冷冻仓储并提供冷链当日配、次日配、隔日配等供应链服务。申雪的成立结合了母公司申通庞大的物流配送体系，专注于第三方冷链仓储+配送服务，帮助生鲜客户解决供应链环节出现的需求问题，为客户提供快速、安全的消费体验。在冷链服务过程中，申雪更加细化了冷链服务，从入库监测、分拣、存储到装卸、包装、配送等细小过程逐一排查隐患；在经营设施上，没有自身投入的技术加码，通过采购立体式货架冷库、国际化冷库叉车、东风国五冷藏车辆等保持冷链环节上的保温操作。截至 2018 年上半年，申通冷链业务覆盖范围主要集中在华东的上海、苏州、宁波、南通等城市；冷库仓储方面，平均库存 SKU 达 700 余个，库存利用率 84.25%，平均日入库量 2,100 余件，平均日出库量 2,700 余件；配送方面，总发货车次 2,700 余车次。

同城配送：新零售、新业态的快速发展，为同城配送带来巨大增量，当下越来越多的企业开始介入该领域，同城配送行业的发展前景愈发受到资本关注，同城配送成为了又一个潜在的竞争市场模式。

2015 年底，唯捷城配完成了 Pre-A 轮融资后，于 2017 年 1 月又完成了数千万元的 A 轮融资。同年 1 月，UU 跑腿完成 9600 万元 A 轮融资；2 月，闪送完成 5000

万美元 C 轮融资，云鸟科技完成 1 亿美元的 D 轮融资；货拉拉更是连续完成了 B、C 轮融资，总融资金额合计达到 1.3 亿美元。此外，小闪快送、千鸟配送、快服务等新玩家也在这一年接到了资本递来的橄榄枝。2018 年 6 月 12 日，同城配送 B2B 平台唯捷城配宣布完成 B 轮 1.16 亿融资。

图表 28：近几年同城配企业融资热情高涨



来源：国联证券研究所整理

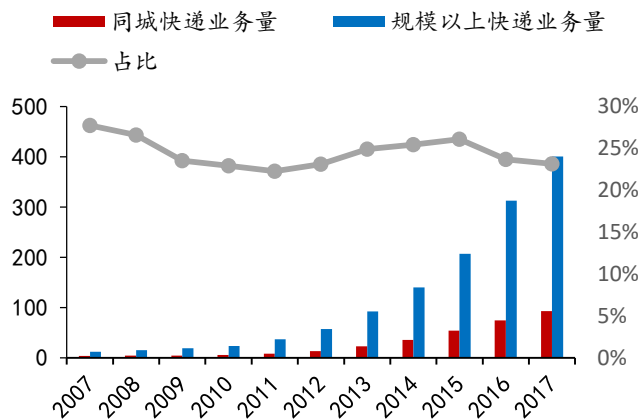
同城配送领域屡屡出现大额融资的背后，是规模不断壮大的同城物流市场。但值得注意的是，此领域面对的是基数庞大的 C 端与需求多样的 B 端，要如何把握这一机遇，值得身处其中的企业细细思量。对于传统快递企业来讲，企业前期投入成本较高，是典型的劳动力密集型重资产行业，因此同城配送业务的核心竞争优势在于形成规模经济，只有通过扩大规模降低单位成本才能在激烈的竞争中得以生存，在行业中取得一席之地。同城快递与同城即时配送虽在操作模式和处理流程上有部分差异，但完善的网点布局、雄厚的资金、熟练的操作团队以及设备齐全的硬件设施，都是快递企业进军即时配送领域所拥有的良好基础。

作为同城配送的老玩家，近几年很多快递系企业都推出了相关产品。以顺丰为例，其早在 2016 年 8 月就开始做同城配送业务，名为“即刻送”，目标用户主要是商超和连锁快餐，为其提供围绕店铺周边 3 或 5 公里内的同城专人即拿即送服务。最近，顺丰又将同城急送的服务品类扩充至商务文件、客户订单、私人物品等，锁定高端消费人群，但这类服务价格普遍高于普通快递服务。除顺丰外，其他国内快递巨头也在陆续行动，例如圆通已经启动了“闪电行动”、全峰快递与宅急送则分别推出“即时配”与“O2O 闪送”业务等。

在快递行业连续多年高速增长的同时，同城配送的市场规模不知不觉中已经非常惊人。2017 年我国规模以上快递业务量突破 400 亿件，其中同城快递业务量达到 92.7 亿件，业务量占比超过 23%，2017 年同城快递业务量增速达到 25.1%，虽然近几年增速有所放缓，但整体来看在基数不断积累的前提下基本维持了高速增长。特别值得注意的是，早期顺丰、圆通等快递系物流因为鲜花、文件配送成本太高而战略性放弃抢先开发市场的动作，而现今快递系依靠自身形成的良好基础，也慢慢地试水即时配

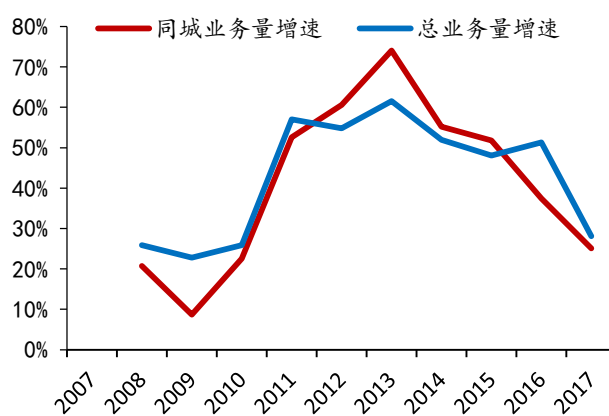
送领域，市场培育成熟以后，快递系有望大规模布局，同城快递业务量实现二次腾飞成为可能。

图表 29：同城快递业务量占比较高（亿件）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 30：近几年总量及同城业务量增速均有所放缓



来源：Wind，国联证券研究所

3. 投资建议

随着行业集中度的不断提升，行业规模经济效应持续显现，市场竞争格局加速演变，市场资源和要素加快向重点快递企业集中，行业已进入几大巨头之间争夺的新局面。与此同时，社会资本加速进入快递物流领域，促进了资源整合优化，快递企业加快与上下游企业战略合作，构建起快递生态体系，使服务产品更加专业化，促进了快递服务能力的提升。整体来看，当前快递市场进入一段格局相对稳定时期，各家企业前期大量投入的车辆、转运中心、自动化设备等资源开始逐步显现效应，随着规模效应的不断扩大以及管理效率的不断提升，单件成本得到持续摊薄，单价水平也出现缓慢回落，综合成本控制能力最终将体现到市场份额上。具体来看，德邦近两年快递业务持续扩张，中通、韵达为代表的小件化快递业务量继续维持较高增速，之前有所落后的申通、圆通等公司近期业务量增速水平明显回升，顺丰则继续朝着多元化生态圈模式不断推进，建议持续关注韵达、圆通、顺丰等未来有望成长为全球快递巨头的公司，优先推荐战略清晰且志存高远的顺丰控股作为长期配置标的。

顺丰控股（002352.SZ）

作为国内快递行业的龙头企业，顺丰坚持采用集中差别化战略与直营制的管理模式定位中高端市场。经过二十多年的经营与变革，顺丰在快递行业内已经成为了“快速”、“准时”、“安全”与“高端”的代名词，渐渐成为中高端企业和个人客户的首选品牌。

凭借以机场为枢纽的全货机+散航+无人机组成的空运“天网”、全国数万的营业网点、中转分拨网点、陆路运输网络等组成的“地网”，以及由智能设备、智慧服务等组成的“信息网”，顺丰形成了快递行业控制力最强、稳定性最高、最独特稀缺的“天网+地网+信息网”三网合一的高品质服务网络。

近日顺丰宣布收购 DHL 在华供应链业务，再度证明公司发展目标早已超出传统

快递市场，在供应链领域从传统的 C 端为主全面拓展到 B 端客户。中国供应链市场目前还处于起步初期，行业分散但市场空间广阔，纵观国际几大快递巨头，均是走快递物流融合、提供全能物流服务如合同物流、供应链金融、货代等业务的路线。

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.12 元、1.31 元和 1.67 元，对应当前股价 PE 分别为 33.75X、28.88X 和 22.61X，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

行业需求增速不及预期，行业内恶性竞争，新业务整合进度不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。

所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810