

交运护城河系列（五）

电商快递再探讨：“价格战的边界”与“通达系”的空间

推荐（维持）

- **通达系整体已构成一定程度护城河，价格竞争良性循环路径已具备基础。** 1) 现阶段下，电商快递驱动核心仍是“以量为先”，性价比是核心竞争力，其量价循环：降价→业务量增加→单位成本下降→降低价格。我们预计单票价格的降低在未来两三年内仍然会持续。2) 但该循环可走良性（即单票价格与成本下降幅度相匹配，毛利水平不受明显影响），有两个前提：其一是行业本身增量可观，其二是没有价格杀手式的低价竞争策略。3) 18年12月中旬我们发布《护城河系列报告之复盘通达系快递》中，明确表达对电商快递更为积极的态度，正是基于我们认为两大边际变化：其一需求端，拼多多等新型电商平台依旧被低估，其对行业的贡献占比越来越高（2018年产生件量111亿件，占比22%，我们测算Q4占比已达27%），拼多多等的快速增长使得行业增速可维持在20-25%的景气区间。其二从竞争格局上，我们认为百世为代表的低价竞争策略的后来者因规模优势难以充分再现，未来也难有复制者出现，新进入者的威胁降低，通达系作为整体已经构筑了一定程度的成本优势护城河。这两点的边际重要变化，直指上述量价循环的关键前提。
- **通达系之间的价格竞争，也会有边界。** 1) 加盟商：即无降价动力，也缺乏降价能力，以3.5元江浙沪发全国非偏远地区的揽件加盟商为例，单票毛利约0.3元，相当于毛利率约8.6%，若终端价降幅超过10%，则加盟商将出现亏损。2) 总部：单票毛利是总部价格的重要约束因素。3) 从悲观假设情境出发，即不考虑成本改善，价格战的边界为：[二线快递总部毛利，一线快递以及加盟商最大的承受范围]，即二线快递单票毛利0.12元（百世为代表）构成一个界限，一线快递单票毛利与加盟商可承受的最大约束（即接近于圆通的单票毛利0.39元）构成另一个界限，价格战的界限会介于0.12-0.39元之间。4) 我们同时测算2021年中通、韵达、申通、圆通较18H1单票成本可分别下降0.13、0.22、0.28及0.38元，幅度分别为12%、18%、15%及21%，其中圆通0.38元的成本下降与其当前可承受的单票收入下降幅度基本相同，因此在良性循环中，一线快递的单票下行或并不导致单票毛利的明显波动。
- **通达系的空间探讨。** 1) **通达系业务量的预测：**预计2021年占比可由当前的56%提升至67%。2018年快递行业507亿件，通达系市占率56%，为284亿件，假设2019-2021年行业增速分别为22%、21%、20%，同时我们预计通达系整体增速较行业分别高出10、7及5个百分点，则2019-2021年行业件量分别为619、748及898亿件，通达系业务量分别为375、480及600亿件，占行业比重则分别为60.6%、64.1%及66.8%。2) **通达系价格水平的预测：**预计单票价格的终极降幅在3.5-11.5%之间，假设均以包含派费的口径来测算，预计通达系单票收入约3.4元，此前我们假设行业价格战的边界会在0.12-0.39元之间，终端价格降低3.5%-11.5%，即3-3.28元。3) **通达系市值的区间预测：**我们对价格做分类假设，分别降幅0、3.5%及11.5%，2021年通达系整体收入将分别为2039、1967及1804亿元，考虑净利率水平在10%左右，即与FdxGround类似，利润分别为204、197及180亿元，给与行业20倍PE，则通达系市值为3609、3935及4078亿，当前市值2098亿元，较当前72%、88%及94%，相当于年均24-31%的空间。给与行业18倍PE，则通达系较当前55-75%的空间，相当于年均18%-25%的涨幅。继续推荐A股中当前成本品质领先，业务量增速超越行业的韵达股份，以及改善明显、估值具备吸引力的申通快递。
- **风险提示：**经济大幅下滑，消费大幅下降，价格战恶性竞争的演绎。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
韵达股份	34.3	1.46	1.48	1.84	23.49	23.18	18.64	11.27	推荐
申通快递	19.05	1.37	1.51	1.77	13.91	12.62	10.76	4.32	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年02月01日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

联系人：肖祎

电话：021-20572553

邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

联系人：王凯

电话：021-20572538

邮箱：wangkai@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	40	1.12
总市值(亿元)	4,918.65	0.96
流通市值(亿元)	2,159.67	0.58

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-1.26	-15.82	-28.1
相对表现	-7.81	-13.8	-9.04



相关研究报告

《快递行业10月数据点评：连月改善的申通增速居首，顺丰业务量增速放缓、但单票收入同比增长》

2018-11-20

《快递行业11月数据点评：通达系表现整体显著优于行业，单票收入环比明显提升，同比降幅收窄》

2018-12-19

《快递行业12月数据点评：业务量增速回升，为18年4月以来最高，通达系增速均超40%，继续推荐韵达与申通》

2019-01-19

目录

一、基于两大边际重要变化，我们对通达系快递态度更为积极.....	4
（一）现阶段下，电商快递驱动核心仍是“以量为先”.....	4
（二）两大边际变化推动我们对电商快递态度更为积极.....	4
1、边际重要变化一：拼多多等新型电商平台贡献行业新增量.....	4
2、边际重要变化二：“新”进入者威胁降低.....	6
二、“价格战”的边界在何处？.....	9
（一）加盟商：既无降价动力，也缺乏降价能力.....	9
（二）总部：单票毛利是总部价格的重要约束因素.....	10
（三）价格战的边界：[二线快递总部毛利，一线快递以及加盟商最大的承受范围].....	11
三、通达系的空间探讨.....	12
（一）通达系市占率的变迁：16年后见底回升，18年加速上行.....	12
（二）通达系空间探讨.....	13
1、通达系业务量的预测：预计2021年占比可由当前的56%提升至67%.....	13
2、通达系价格水平的预测：预计未来数年单票价格的终极降幅在3.5-11.5%之间.....	13
3、通达系市值的区间预测.....	14
附：一线快递成本还具备改善空间.....	15
四、投资建议：看好电商快递，继续推荐韵达与申通.....	17
五、风险提示.....	18

图表目录

图表 1	电商快递需求分解图.....	5
图表 2	拼多多 GMV（向前滚动一年累计数）.....	6
图表 3	拼多多贡献快递件量及行业占比（单位：亿件）.....	6
图表 4	拼多多与其他电商平台的重合用户比例较低.....	6
图表 5	拼多多用户年度支出具备提升空间（单位：元）.....	6
图表 6	2014-2017 年，百世业务量增速均领先于同行.....	7
图表 7	2014-2017 年百世单票收入接近或低于单票成本.....	7
图表 8	百世可比单票收入接近或低于同行可比成本.....	7
图表 9	2017Q3-2018Q3，百世业务量增速放缓.....	7
图表 10	百世份额变化.....	7
图表 11	2014-2017 年，百世可比单票收入接近或低于同行可比单票成本.....	8
图表 12	2018 年 H1，百世低价优势不再明显.....	8
图表 13	2018 年以来，中小快递企业的融资活跃度下降.....	8
图表 14	通达系快递产业链收入分布（以终端均价 3.5 元为例）.....	10
图表 15	快递总部的单票毛利水平（计算毛利无需对收入及成本做可比口径还原）.....	10
图表 16	快递总部的单票毛利水平变化.....	11
图表 17	电商快递市占率变化.....	12
图表 18	13-18Q3 业务量前两名.....	12
图表 19	通达系与 CR8 市占率.....	13
图表 20	二通一达市占率（圆通申通韵达）.....	13
图表 21	快递行业业务量预测.....	13
图表 22	通达系空间测算.....	14
图表 23	上市以来通达系市值表现.....	14
图表 24	上市以来通达系市值占比.....	15
图表 25	上市以来通达系市值表现.....	15
图表 26	中转成本差距较大.....	15
图表 27	运输成本差距较大.....	15
图表 28	通达系单票成本拆分与测算（2013-2019 年 H1E）.....	16

一、基于两大边际重要变化，我们对通达系快递态度更为积极

（一）现阶段下，电商快递驱动核心仍是“以量为先”

我们认为，当前阶段下，电商快递的驱动核心仍是“以量为先”，性价比是电商快递的核心竞争力，在此基础上，电商快递企业的量价循环：**降价→业务量增加→单位成本下降→降低价格**

这样的循环走良性（单票价格下降与成本下降幅度相匹配，即单位毛利率水平不受明显影响）**有两个前提：其一是行业本身增量可观，其二是没有竞争者采取价格杀手式的低价竞争策略。**

（此前市场担忧在于行业业务量增速放缓+价格竞争加剧，尤其 2018 年 6 月-11 月市场的预期达到悲观状态）

2018 年 12 月中旬我们发布《护城河系列报告之复盘通达系快递》中，明确表达对电商快递更为积极的态度，正是基于我们认为行业的**两大边际变化：**

其一从需求端，我们认为拼多多等新型电商平台依旧被低估，而其对行业的贡献占比越来越高，（2018 年产生件量 111 亿件，占比 22%，我们测算 Q4 占比已达 27%），拼多多等的快速增长使得行业增速可维持在 20-25%的景气区间。

其二从竞争格局上，我们认为百世为代表的低价竞争策略的后来者因规模优势难以充分再现，未来也难有新公司出现，新进入者的威胁降低，通达系作为整体已经构筑了一定程度的成本优势护城河。

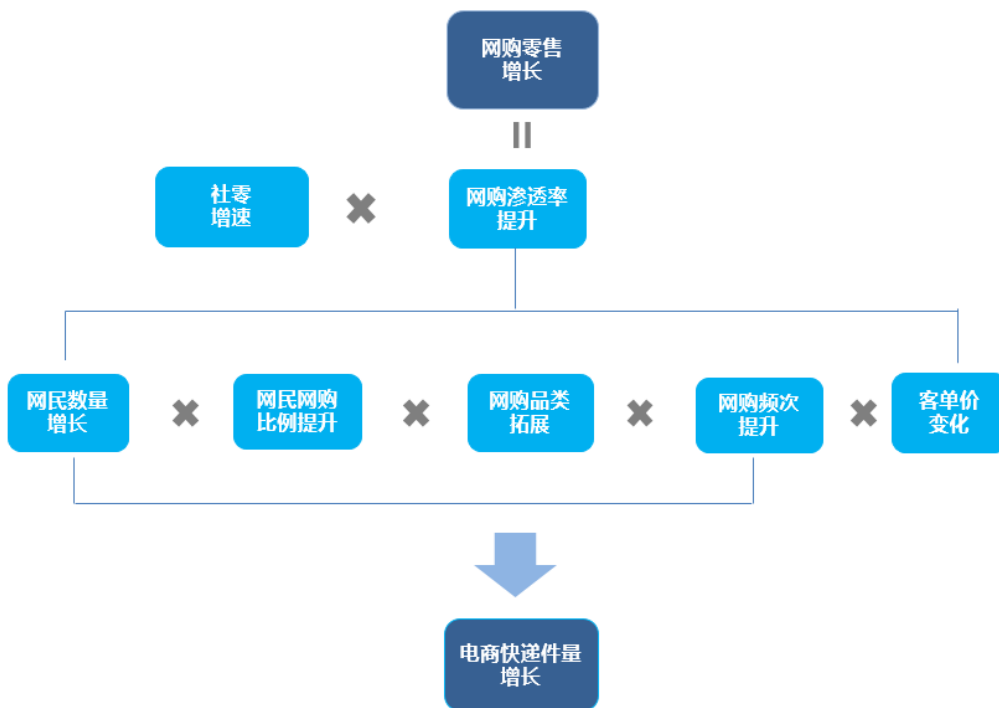
而这两点的边际重要变化，直指上述量价循环的关键前提。

（二）两大边际变化推动我们对电商快递态度更为积极

1、边际重要变化一：拼多多等新型电商平台贡献行业新增量

交运护城河策略框架：需求潜力定行业，护城河要素选公司。前述报告中，我们认为快递行业需求潜力来自：网民数量增长*网购渗透率提升*购买频次增加*网购品类拓展，尤其拼多多等新型电商平台的出现挖掘了行业被忽视的需求，换言之意味着行业需求仍具备十足潜力，同时也将**孕育巨头诞生。**

图表 1 电商快递需求分解图



资料来源：Wind、华创证券

拼多多的增长：2018 年平台 GMV 达 4716 亿元，同比增长 234%，活跃买家数达到 4.19 亿，同比 71%。

对快递单量贡献：2017 年拼多多客单价约 32.8 元，产生订单量约 43 亿件，占行业比重的 11%（行业 401 亿件），2018 年产生订单量 111 亿件，占行业比重的 21.9%（行业 507 亿件），平均客单价提升至 42.5 元，

我们测算，2018Q1 客单价已提至 38.9 元，单量占行业比重为 17%，假设 Q3 客单价 40 元，则产生单量占行业 24%，Q4 达到了 43.8 亿件，占比 27.4%，是行业非常重要的增量贡献。

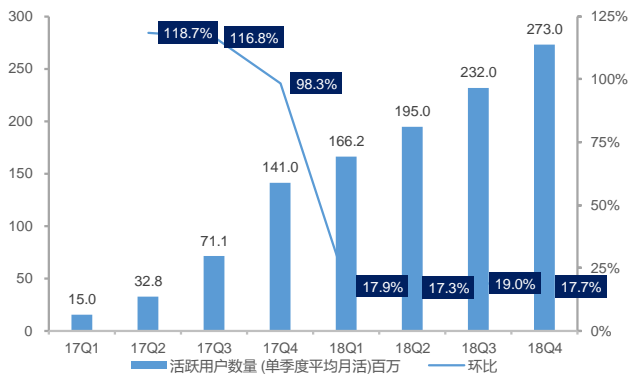
拼多多的潜力：测算 2018 年拼多多单用户贡献 1127 元，同比增长 102%，但距离京东（5130 元）及阿里（8854 元）还有极大的空间，同时拼多多目前与其他平台的用户重合比例还较低。

拼多多的占比提升，为行业带来两大变化：

一是由于占比不断提升，其增速超越传统阿里系等，快递行业业务量增速得到支撑，尤其我们认为在 19 年上半年，特别一季度尤为明显；

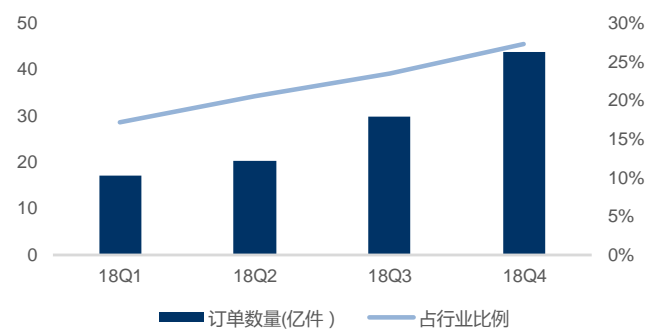
其二在于拼多多平台产品以日用品为主，轻量化会使得行业终端价格呈现下降（快递收费是首重+续重模式），但终端价格下降并不意味着价格战加剧（18 年 11 月有明显的行业与公司单票收入背离的现象，行业单票价格跌幅扩大而上市公司收窄，即有相当因素为拼多多占比提升带来）。

图表 2 拼多多 GMV (向前滚动一年累计数)



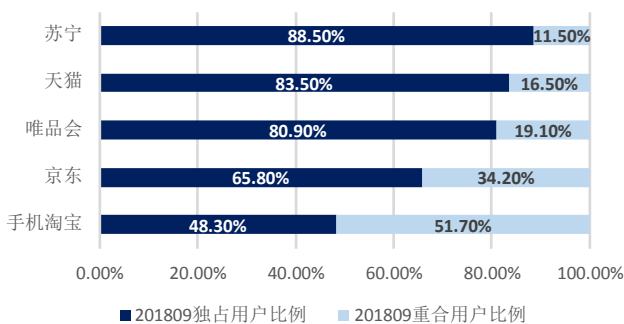
资料来源: Wind、华创证券

图表 3 拼多多贡献快递件量及行业占比 (单位: 亿件)



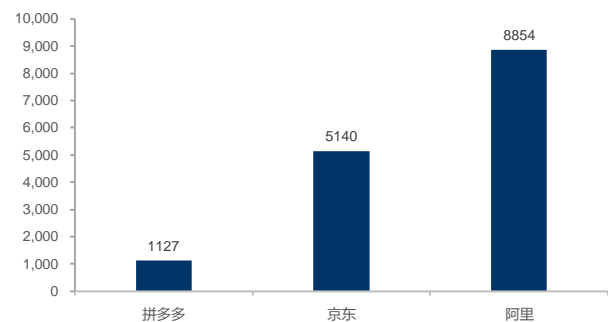
资料来源: Wind、华创证券

图表 4 拼多多与其他电商平台的重合用户比例较低



资料来源: Wind、华创证券

图表 5 拼多多用户年度支出具备提升空间 (单位: 元)



资料来源: Wind、华创证券

2、边际重要变化二：“新”进入者威胁降低

百世快递是这两年最典型的价格挑战者，然而观察 17-18 年的表现，我们认为百世“低价”模式面临压力，而市场也难出现第二个“百世”。

前文所述，成本优势面临最大的风险在于低价竞争。（我们认为每一种护城河都有自身会面临的风险，而价格杀手是成本优势最大的敌人，即市场出现不计成本低价竞争时，在某一阶段亦会使得领先者出现困难。）

百世 17Q3 以来增速的下降已经表明该策略将不复有效，同时一级市场对“新”快递的热情淡化也难以出现第二个百世模式。（百世的扩张来自于低价竞争，一方面定价低于自身成本，另一方面定价甚至低于通达系快递的成本价。）

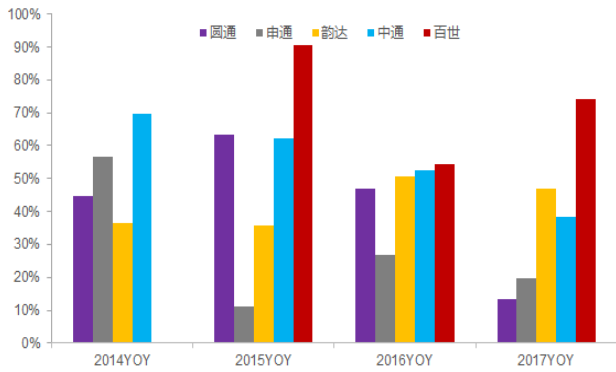
2014-2017 年，百世快速增长 背后的低价竞争策略：

自身亏损参与竞争：2014-2016 年，百世单票收入低于单票成本；上市之后定价才略高于成本。

贴近同行成本的定价策略：我们测算扣除派费后的可比收入与成本，发现 2014-2016 年，百世单票收入接近甚至低于同行可比单票成本。如 2016 年我们测算百世单票收入 1.02 元，而通达系中单票成本最低的中通成本亦有 1.32 元，即便 2017 年其定价亦低于圆通与申通。

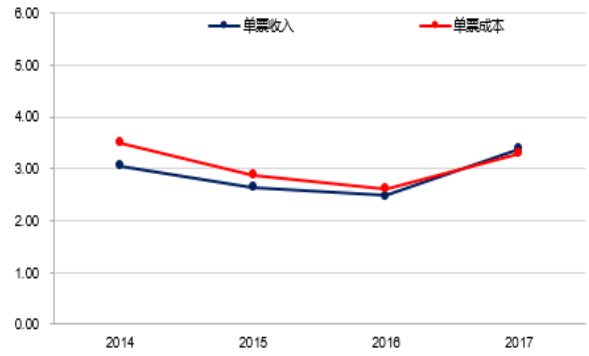
业务量快速增长: 2014-17年, 业务量复合增速高达50%, 2017年增速74%, 市场份额从14年的5.3%提升至17年的9.4%, 甚至于18Q3达到10.1%, 超越了申通成为行业第四。

图表 6 2014-2017年, 百世业务量增速均领先于同行



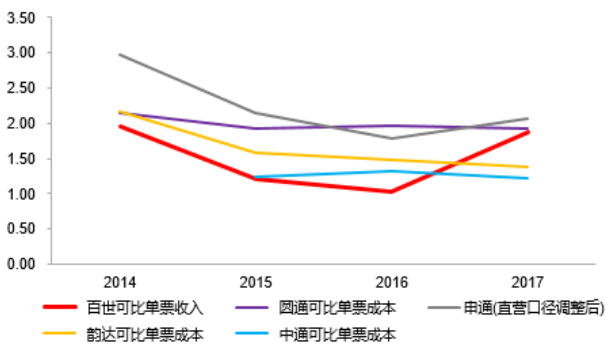
资料来源: Wind、华创证券

图表 7 2014-2017年百世单票收入接近或低于单票成本



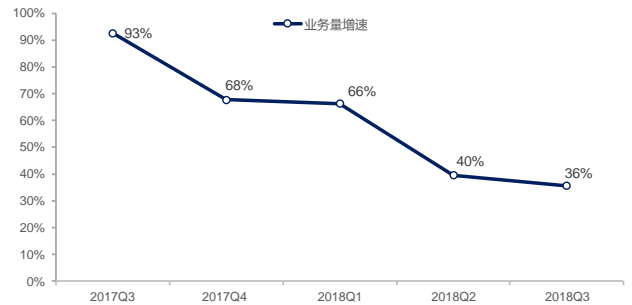
资料来源: Wind、华创证券

图表 8 百世可比单票收入接近或低于同行可比成本



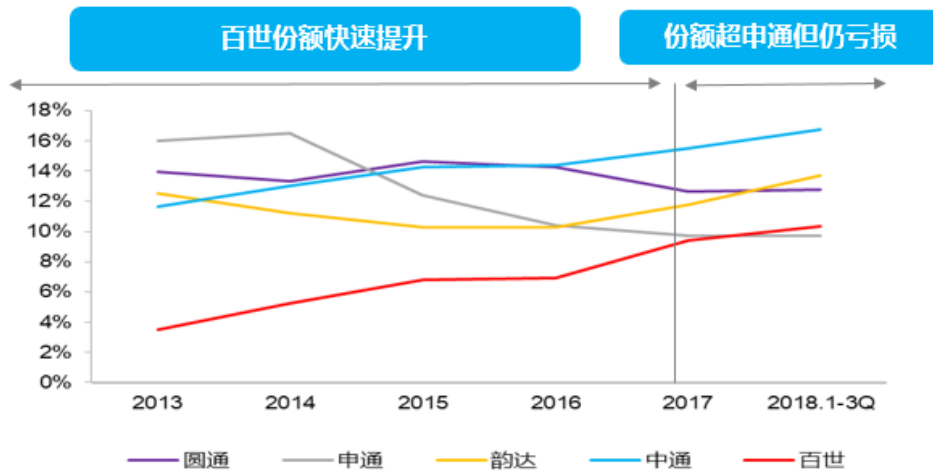
资料来源: Wind、华创证券

图表 9 2017Q3-2018Q3, 百世业务量增速放缓



资料来源: Wind、华创证券

图表 10 百世份额变化



资料来源: Wind、华创证券

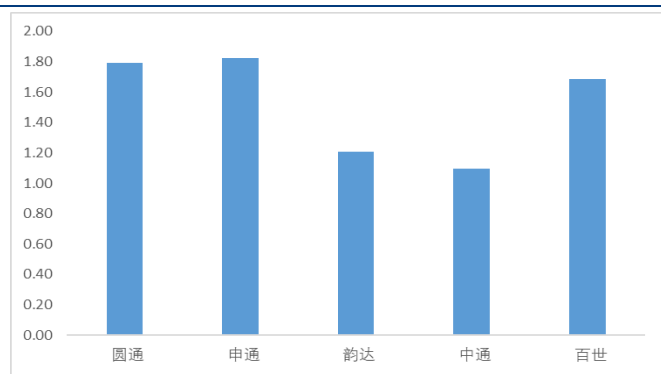
17Q3-18Q3, 百世业务量增速开始放缓, 尤其到 18Q3 公司业务量增速仅为 36%, 低于韵达。我们分析, 公司业务量放缓, 主要有以下原因:

原因 1: 公司上市后有利盈利压力, 低价策略或难持续:

原因 2: 业务量急速扩张下未带来规模优势, 2018Q1 百世份额超越申通, 仍为亏损, 且公司单票成本相比较通达系仍然属于偏高状态。

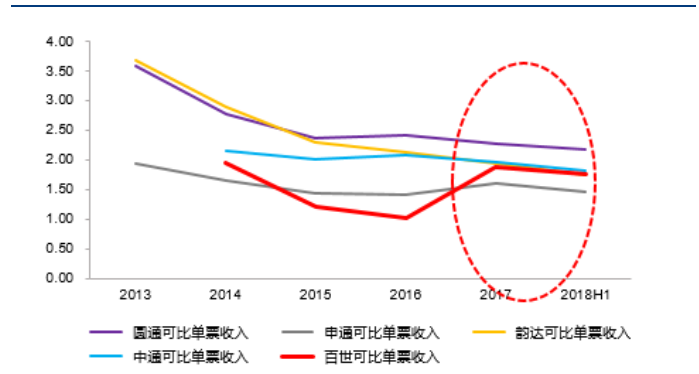
原因 3: 公司低价优势不再明显: 近年来通达系降本增效过程中, 行业价格处于下行状态, 百世可比单票收入与同行的差距在缩小, 低价优势不明显后, 件量增速放缓。

图表 11 2014-2017 年, 百世可比单票收入接近或低于同行可比单票成本



资料来源: Wind、华创证券

图表 12 2018 年 H1, 百世低价优势不再明显



资料来源: Wind、华创证券

此外, 一级市场对快递行业的融资热度也趋于下降。根据公开报道, 我们观察到安能物流、全峰快递、快捷快递、国通物流、远成物流等中小型快递, 2018 年至今均未再融资事件消息。未来预计难以有新低价竞争者出现。

图表 13 2018 年以来, 中小快递企业的融资活跃度下降

公司	近况
安能物流	创建于 2010 年 6 月, 在 2013 年接连获得红杉资本和华平资本的 A、B 轮融资;2014 年, 华平投资集团继续追加投资 5000 万美元;2015 年, 凯雷、高盛和华兴增资安能 1.7 亿美元;2016 年, 鼎辉投入 1.5 亿美元后, 此后无安能物流融资的消息。
全峰快递	2018 年 3 月, 全峰快递出现个别地区网络瘫痪、分拨停工、员工讨薪等新闻。7 月 11 日, 北京二中院执行法官对北京全峰快递有限责任公司进行强制执行。此后无全峰快递融资的消息。
快捷快递	2018 年 5 月, 快捷快递发布《关于快捷快递近期重组情况的公告》。此后无快捷快递融资的消息。
国通快递	2018 年, 根据《每日经济新闻》报道: 在安徽、四川等地, 出现了部分国通末端网点暂停运营的现象。
远成物流	2018 年 11 月, 供销大集公告终止发行股份收购远成物流股权。

资料来源: 运联传媒、驿站、物流沙龙、《每日经济新闻》, 华创证券整理

二、“价格战”的边界在何处？

上文我们回顾此前观点：即通达系快递已经构筑了一定程度的成本优势护城河，在行业有增量，竞争有优化的情形下，通达系快递会走向良性循环。

但市场仍会担心第二个问题：即通达系之间的竞争是否会加剧？又将走向何处？

本章节我们从加盟制快递链条上不同主体（加盟商、总部、一二线）来探讨价格战的边界在何处。

（一）加盟商：既无降价动力，也缺乏降价能力

1、规模加盟商降价获量的动力不强

加盟商的理想路径：业务量提升→收入增长→成本增幅低于收入→毛利上涨。即：希望业务量增长带来毛利增长，但需要有产能来承接业务量的提升，一旦业务量规模上台阶，超过此前预留产能，则新增业务量带来的毛利水平较低，加盟商不具备要量的动力；

另一方面遇到瓶颈，加盟商会面临产能扩张需求，但盈利能力整体处于较低水平，也会导致加盟商的资本开支意愿不强，由此规模加盟商的降价获量的动力并不强。

2、加盟商缺乏降价能力

2018年行业单票收入11.9元，其中同城8元，异地8.1元，国际/港澳台52.7元，我们预计电商快递终端价格介于3-5元。

我们对江浙沪加盟商的草根调研，我们模拟通达系加盟制快递链条的收入分布模型：

假设客户支付电商件终端均价3.5元（江浙沪日均单量1000件以上的电商卖家，1公斤以内发往全国非偏远地区支付的价格），

总部：获取1.05元（30%），包括入网0.75元以及转运0.3元

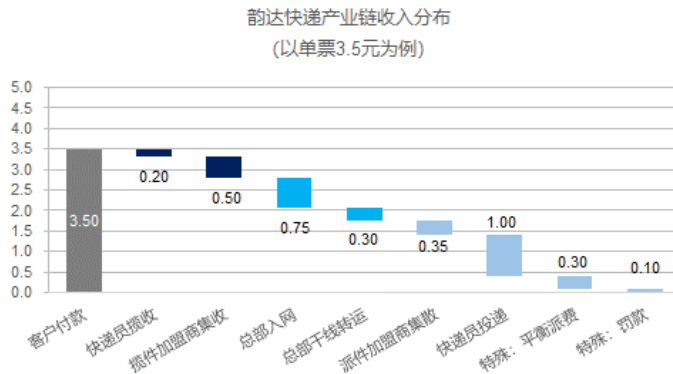
加盟商：揽件加盟商0.5元（14%）；派件加盟商0.35元（10%）

快递员：揽件快递员0.2元（6%）；派件快递员1元（29%）

此外，还有0.3元的平衡派费项以及0.1元的预留罚款。

以揽件加盟商为例，在扣除总部收费与自身成本后，单票毛利约0.3元，相对于3.5的终端价格而言，相当于毛利率约8.6%，**若终端价降幅超过10%，则加盟商毛利将出现亏损**，因此加盟商对价格的下降不具备很强的支撑力，换言之加盟商缺乏降价能力。

图表 14 通达系快递产业链收入分布（以终端均价 3.5 元为例）



资料来源: Wind, 华创证券

（二）总部：单票毛利是总部价格的重要约束因素

在加盟商缺乏降价能力与降价动力情况下，如若行业发生“价格战”，理论上将会由总部更多承担主要降幅，因此降价幅度的最大约束则来自总部的单票毛利。

以 2018 年上半年的单票毛利来看，中通 0.73 元居首，申通 0.61、韵达 0.53、圆通 0.39 元，百世单票毛利回升至 0.12 元。

2017 年开始百世的毛利水平由负转正（净利依旧亏损），一定程度反映其对盈利的压力，因此 0.12 元的单票水平应成为降幅的约束，而通达系之间的竞争会以圆通 0.39 元作为极限，与加盟商最大可承受的力度已经接近。

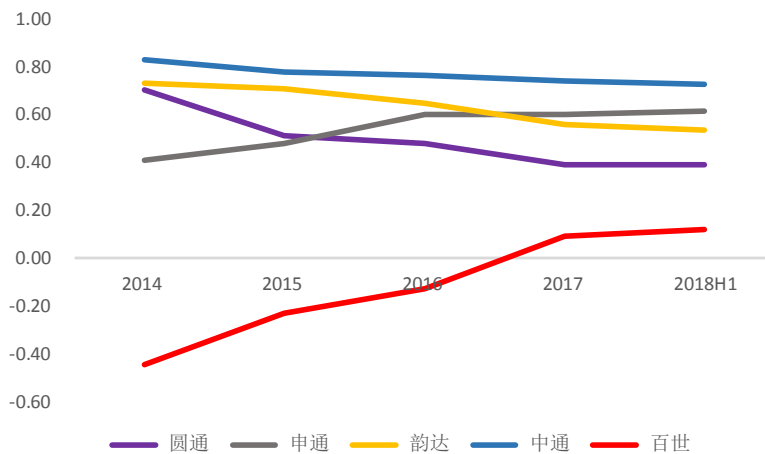
图表 15 快递总部的单票毛利水平（计算毛利无需对收入及成本做可比口径还原）

	2014	2015	2016	2017	2018H1
单票收入					
圆通（含派费）	4.28	3.82	3.75	3.68	3.57
申通（含派费）	2.43	2.92	3.03	3.25	3.22
韵达	2.89	2.29	2.12	1.93	1.74
中通	2.15	2.01	2.08	1.96	1.82
百世（含派费）	3.05	2.65	2.48	3.39	3.32
单件成本					
圆通	3.58	3.31	3.27	3.29	3.18
申通	2.02	2.44	2.43	2.65	2.61
韵达	2.16	1.58	1.47	1.38	1.21
中通	1.32	1.23	1.32	1.22	1.09
百世	3.50	2.88	2.61	3.30	3.20
单票毛利					
圆通	0.70	0.51	0.48	0.39	0.39
申通	0.41	0.48	0.60	0.60	0.61

	2014	2015	2016	2017	2018H1
韵达	0.73	0.71	0.65	0.56	0.53
中通	0.83	0.78	0.76	0.74	0.73
百世	-0.45	-0.23	-0.13	0.09	0.12

资料来源：公司公告，华创证券

图表 16 快递总部的单票毛利水平变化



资料来源：Wind，华创证券

（三）价格战的边界：[二线快递总部毛利，一线快递以及加盟商最大的承受范围]

随着执行低价竞争策略的选手逐步消退，行业回归商业本质，各快递公司的单票收入降幅均不会超过自身的单票毛利水平。

当前二线快递公司正面临盈利压力与融资压力，快递行业的成本改善依托于业务量，一线龙头的增速超越行业一个台阶，也意味着二线快递的增速弱于龙头，成本改善速度也将慢于一线快递，这种情况下，二线快递则采取提价减亏策略的可能性较大。若如此，则会导致业务量增速下降，份额进一步向一线快递集中。

反过来看，因一线快递的单票毛利仍支撑价格下调，一旦一线快递的价格降幅大于二线快递的单票毛利，二线快递则更难跟进，由此一线快递又可以获取可观份额增长。但在消化这部分份额之前，一线快递继续降价的必要性不明显。

考虑快递公司本身具备继续降低成本的能力，我们认为良性的循环下，快递公司单票收入降低的幅度会与成本下降相匹配，但从悲观的假设情境出发，即不考虑成本的改善，则价格战的边界为：

- 1) 二线快递单票毛利构成一个界限，即 0.12 元（以百世为代表）。
- 2) 一线快递单票毛利与加盟商可承受的最大约束，即接近于圆通的单票毛利 0.39 元。

因此我们认为价格战的界限会介于 0.12-0.39 元之间。

三、通达系的空间探讨

（一）通达系市占率的变迁：16年后见底回升，18年加速上行

在《复盘通达系快递》报告中，我们提出：**看过往，城头变幻大王旗。**

2014年之前申通十年王者，2015年圆通取而代之，2016-18年的中通三连冠，同时18年韵达从通达系小弟追至榜眼，百世超越了申通。

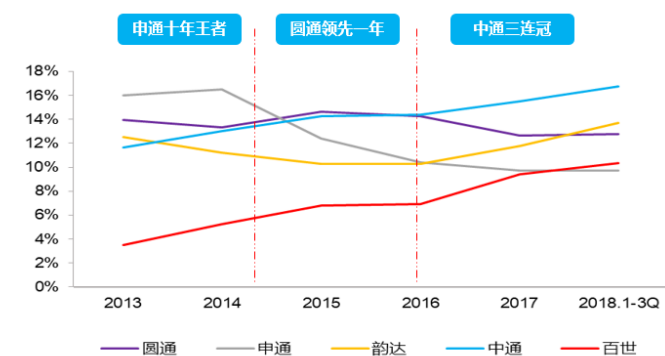
申通：率先成网，网络优势构筑十年王者。需求高增长下，加盟制低成本快速扩张是最优选择。申通领先的十年是民营快递从无到有，电商崛起的红利十年，需求的超高增长，快递公司所做的就是不断扩大网点。**网络之辩：**快递网络不具备排他性，网络不构成电商快递的强护城河，在后续资本密集推动行业发展时，优势逐步消退。

圆通：规模效应降低成本，电商最火时代的受益者。2005年圆通率先绑定淘宝系，以低价-巨大单量-规模经济-成本降低-低价获取单量的良性循环，在2015年超越申通位居第一。**规模优势之辩：**体量足够大之后，边际效应会递减，而不以成本优化为驱动带来的价格下降，会有损全网稳定性。

中通：精细化管理推动降本增效下的领军者。资本开支领先同行2-3年换来2016年依据登顶，获得三连冠。可比口径下，中通单票成本1.09元，韵达为1.21元次之，中通领先韵达10%，领先其他公司超30%；由于成本控制得当，使得加盟商微利时代，公司对平衡全网利益更游刃有余。同理，紧跟中通降成本的韵达也在2018年升至第二。

截止2018年12月，韵达市占率13.8%，圆通13.1%，申通10.1%，中通仅披露截止Q3数据为16.6%，我们预计中通2018年全年市占率达到16.8%左右。

图表 17 电商快递市占率变化



资料来源：Wind、华创证券

图表 18 13-18Q3 业务量前两名

	市占率第一	市占率	市占率第二	市占率	差距
2013	申通	16.0%	圆通	14.0%	2.0%
2014	申通	16.5%	圆通	13.3%	3.2%
2015	圆通	14.7%	中通	14.3%	0.4%
2016	中通	14.4%	圆通	14.3%	0.1%
2017	中通	15.5%	圆通	12.6%	2.9%
2018.1-3Q	中通	16.6%	韵达	13.7%	2.9%

资料来源：Wind、华创证券

此前报告我们提出观点将通达系作为一个整体来观察，我们观察 CR8 与三通一达市占率的变化，会发现：

2013-2018 年，CR8 从 80% 先降至 16 年的 76.7%，而后升至 18 年的 81.2%，

通达系整体市占率则由 54.2% 降至 16 年的 49.3%，而后升至 56%，

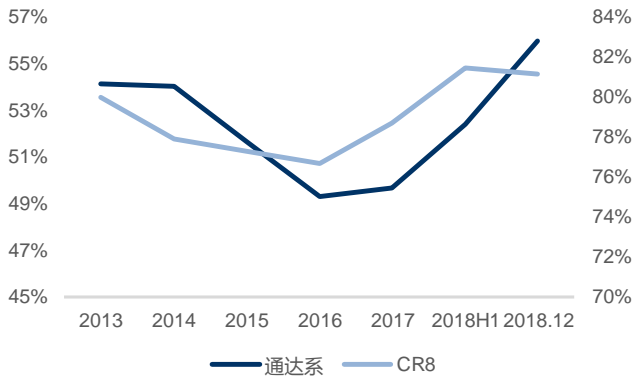
两者的趋势相同，而 16 年开始出现集中度提升的拐点，一个重要因素是通达系在 16 年纷纷登陆资本市场，最晚的中通在 2016 年 10 月上市。

这轮提升中，通达系较低点提升 6.7 个百分点，而 CR8 提升 4.5 个百分点，通达系的提升超越 CR8。

进一步去比较，我们以披露月度数据的圆通、申通与韵达来看，二通一达市占率的低点在 2017 年的 34.2%，但到 18 年底已经提升至 39.5%，一年之内提升了 5.3 个百分点，远超 CR8 提升的 2.5%，同时我们观察到在 18 年下半年开始明显提速，半年提升了 3.89 个百分点，而 CR8 在下半年下降了 0.3。

这其中申通在直营化提速后带来的改善，也有拼多多占比越来越高对通达系的增量贡献，同时也意味着通达系之外公司的件量增速放缓，包括前文提及的百世，以及商务件市场受经济影响后对顺丰业务量的影响。

因此，我们认为将通达系作为整体来观察的意义也会越来越强。

图表 19 通达系与 CR8 市占率


资料来源: Wind、华创证券

图表 20 二通一达市占率 (圆通申通韵达)


资料来源: Wind、华创证券

(二) 通达系空间探讨

1、通达系业务量的预测: 预计 2021 年占比可由当前的 56% 提升至 67%。

2018 年快递行业 507 亿件, 收入 6038 亿元, 单票价格 11.91 元, 我们预计商务件占比约 14%, (类) 电商件占比 86%, 则 (类) 电商件业务量 436 亿件, 通达系市占率 56%, 为 284 亿件,

假设 2019-2021 年行业增速分别为 22%、21%、20%, 同时假设商务件增速分别为 8%、9% 及 10%, 则电商件增速为 24.3%、22.7% 及 21.3%,

同时我们预计通达系整体增速较行业分别高出 10、7 及 5 个百分点,

则 2019-2021 年行业件量分别为 619、748 及 898 亿件, 通达系业务量分别为 375、480 及 600 亿件, 占行业比重则分别为 60.6%、64.1% 及 66.8%。

图表 21 快递行业业务量预测

亿件	2018	2019E	2020E	2021E
行业业务量	507	619	748	898
增速	26.6%	22%	21%	20%
其中: 电商件	436	542	665	806
增速		24.3%	22.7%	21.3%
其中: 商务件	71	77	84	92
增速		8%	9%	10%
通达系	284	375	480	600
增速		32%	28%	25%
通达系占比	56%	60.6%	64.1%	66.8%

资料来源: Wind、华创证券

2、通达系价格水平的预测: 预计未来数年单票价格的终极降幅在 3.5-11.5% 之间

2018 年快递行业终端单票价格 11.91 元, 其中国内件 (同城及异地) 为 8.09 元, 商务件约 22 元左右, 我们测算国内电商件终端价格在 5.5-6 元区间。

我们以包含派费的口径来测算, 预计通达系含派费单票收入约 3.4 元, 此前我们假设行业价格战的边界会在 0.12-0.39

之间，即百世为代表的二线快递单票毛利至圆通可承接的最大毛利变动，相当于终端价格降低3.5%-11.5%（不考虑成本端的变化）。

3、通达系市值的区间预测

假设三年后行业单票价格降低到该水平，则介于3-3.28元之间，

我们做分类假设，分别降幅0、3.5%及11.5%，

2021年通达系整体收入将分别为2039、1967及1804亿元，考虑净利率水平在10%左右，即与FDX Ground业务类似，利润分别为204、197及180亿元，（因口径不同，18Q3中通、韵达、申通、圆通净利率水平分别为26%、21%、15%及6.8%，平均17%，因我们的测算在收入端将派费还原，更接近于申通与圆通的综合水平，10%考虑较现在水平有所下降）

给与行业20倍PE，则通达系市值水平应于3609、3935及4078亿，当前市值2098亿元，较当前72%、88%及94%，相当于年均24-31%的空间。

给与行业18倍PE，则通达系较当前55-75%的空间，相当于年均18%-25%的涨幅。

图表 22 通达系空间测算

价格				通达系			市值			空间	
价格	降价	降幅	单票价格	业务量(亿件)	收入(亿元)	净利润(亿元)	20倍PE	18倍PE	当前市值	20倍PE	18倍PE
0	0	0	3.40		2039	204	4078	3670		94%	75%
3.4	0.12	3.50%	3.28	600	1967	197	3935	3541	2098	88%	69%
	0.39	11.50%	3.01		1804	180	3609	3248		72%	55%

资料来源: Wind、华创证券

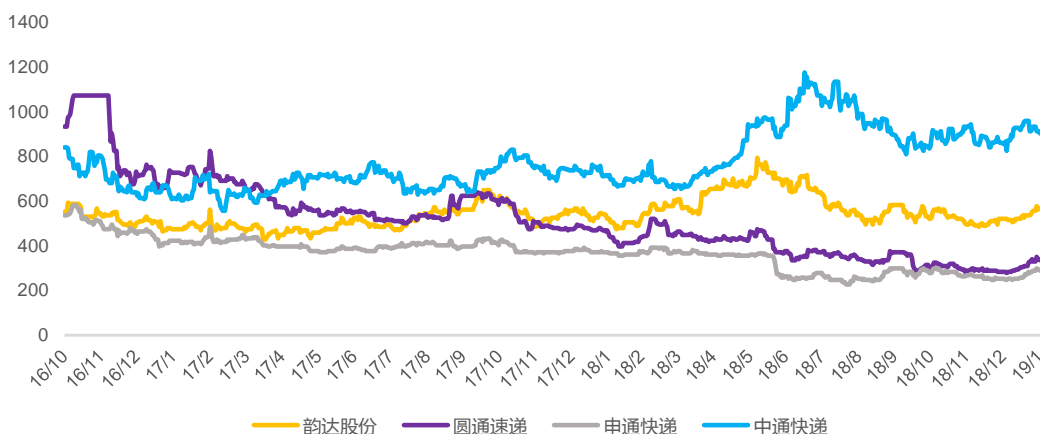
注: 上市以来，以A股打开连续涨停首日计，美股当天收盘市值计作为首日，通达系首日合计市值达到2511亿元，中通上市当天（即通达系均上市）计，合计市值2863亿元，当时市值占比，圆通33%、中通29%、韵达与申通分别19%

最高市值为2016年11月3日的3015亿，中通、韵达、圆通、申通占比分别为26%、35%、20%及19%

最低市值为2018年12月10日的1888亿，中通、韵达、圆通、申通占比分别为45%、26%、15%及14%。

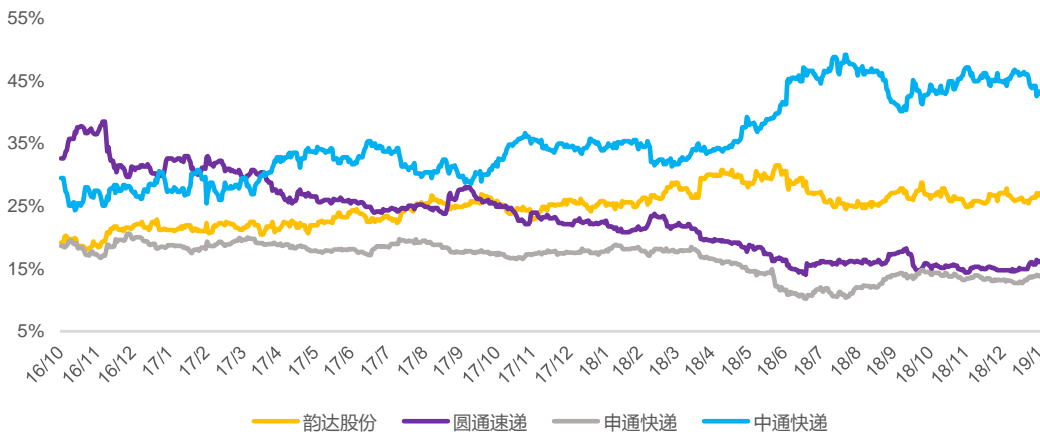
截止2019年1月31日，合计市值2098亿，中通占比43%，韵达占比27%，圆通16%，申通14%。

图表 23 上市以来通达系市值表现



资料来源: Wind、华创证券

图表 24 上市以来通达系市值占比



资料来源: Wind、华创证券

图表 25 上市以来通达系市值表现

标志	日期	市值 (亿元)					占比			
		韵达股份	圆通速递	申通快递	中通快递	通达系合计	韵达股份	圆通速递	申通快递	中通快递
上市首日		405	561	725	821	2511	16%	22%	29%	33%
全部上市	2016/10/28	551	935	534	843	2863	19%	33%	19%	29%
最高	2016/11/3	589	1059	578	789	3015	20%	35%	19%	26%
最低	2018/12/18	493	290	254	869	1907	26%	15%	13%	46%
最新	2019/1/31	567	337	291	903	2098	27%	16%	14%	43%

资料来源: Wind、华创证券

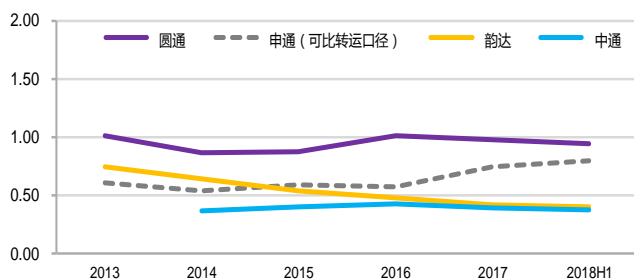
附：一线快递成本还具备改善空间

我们认为快递公司的价格竞争会走向良性循环，即单票收入的下降与成本下降相匹配，而由于一线快递业务量的增速快于其他，因此一线快递成本改善幅度也更有优势。

可比口径下，截止 18H1，中通单票成本 1.09 元，韵达为 1.21 元次之，中通领先韵达 10%，领先其他公司超 30%；由于成本控制得当，使得公司对平衡全网利益更游刃有余。

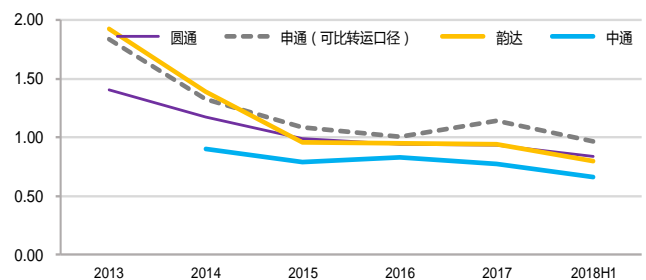
细拆各项成本看，由于面单成本趋近于 0，关键在中转与运输成本。其中中通中转成本领先第二名的韵达 10%，运输成本则领先第二名的圆通达 21%。

图表 26 中转成本差距较大



资料来源: Wind、华创证券

图表 27 运输成本差距较大



资料来源: Wind、华创证券

申通：从成本拆分看，2018年H1公司单票可比成本1.82元，比通达系龙头中通高0.73元左右，改善空间较大，从运输和中转成本拆分看，中转高出0.43，运输高出0.3元，预计公司2019年H1全年单票可比成本可下降至1.55元（下降0.27元，降幅15%）。（备注：为了保证可比性，申通2018年Q3成本、2019年成本还原了转运口径）

韵达：韵达与中通的成本差异主要为运输成本差异。2017年，公司单票运输成本为0.94元，高于中通0.17元，我们测算2018年H1该成本降至0.82元，与中通仍有0.16元差距。我们判断该成本差距有望缩小。

一方面，我们预计公路外包成本将下降，因此运输成本中外包占比高的公司受益将更明显，根据2018中报韵达披露的应付运费余额，我们分别假设了平均4-6月账期，总运输成本假设为25.89亿元，则外包占比分别为43%-65%，平均值高于中通同期值。另一方面，旺季运输成本改善将更明显。由于快递行业业务量季节性波动大，旺季产能中固定部分增加受到约束，否则在来年淡季容易亏损，导致旺季外包比例高于淡季。预计韵达2018年Q4单票运输成本改善较前三季度更为明显，该趋势有望延续至2019年上半年。预计公司2019年H1单票可比成本可下降至0.99元（下降0.22元，18%）。

圆通：从成本拆分看，2018年H1公司单票可比成本比中通高0.7元左右，改善空间较大，从运输和中转成本拆分看，预计公司2019年H1单票可比成本可下降至1.40元（下降0.38元，21%，与单票收入下降幅度基本相同）。（备注：为了保证可比性，圆通2018年Q3成本、2019年成本还原了网点中转费口径）

上述测算中，我们认为到2021年中通、韵达、申通、圆通较18H1单票成本可分别下降0.13、0.22、0.28及0.38元，幅度分别为12%、18%、15%及21%，其中圆通0.38元的成本下降与其当前可承受的单票收入下降幅度基本相同，因此在良性循环中，一线快递的单票下行或并不导致单票毛利的明显波动。

图表 28 通达系单票成本拆分与测算（2013-2019年H1E）

可比单票成本拆分及预测	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018Q3	2021E	较18H1改善	
	面单成本								下降	降幅
圆通	0.18	0.14	0.07	0.03	0.01	0.00	0.00	0.00		
申通	0.31	0.25	0.16	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07		
韵达	0.18	0.13	0.09	0.04	0.02	0.02	0.02	0.00		
中通		0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06		
	中转成本									
圆通	1.01	0.87	0.87	1.01	0.98	0.94	0.72	0.68	-0.26	-28%
申通（可比转运口径）	0.60	0.53	0.59	0.57	0.75	0.80	0.81	0.70	-0.10	-12%
韵达	0.75	0.64	0.54	0.48	0.42	0.36	0.32	0.27	-0.09	-26%
中通		0.37	0.40	0.43	0.39	0.37	0.37	0.35	-0.02	-6%
	运输成本									
圆通	1.41	1.18	0.99	0.94	0.93	0.84	0.79	0.72	-0.12	-14%
申通（可比转运口径）	1.84	1.33	1.09	1.00	1.14	0.96	0.90	0.78	-0.18	-19%
韵达	1.93	1.39	0.96	0.95	0.94	0.82	0.80	0.72	-0.10	-13%
中通		0.90	0.79	0.83	0.77	0.66	0.65	0.55	-0.11	-17%
附										
申通处理前中转成本	0.24	0.22	0.26	0.27	0.37	0.41				
申通处理前运输成本	0.74	0.56	0.49	0.47	0.57	0.49				
申通转运口径	40%	42%	45%	47%	50%	53%				
	成本合计									
圆通	2.60	2.18	1.93	1.98	1.92	1.78	1.51	1.40	-0.38	-21%
申通（可比转运口径）	2.76	2.11	1.84	1.65	1.96	1.82	1.78	1.55	-0.28	-15%
韵达	2.86	2.16	1.58	1.47	1.38	1.21	1.16	0.99	-0.22	-18%
中通		1.32	1.23	1.32	1.22	1.09	1.08	0.96	-0.13	-12%

资料来源：Wind、华创证券。备注：圆通、申通、韵达2018年Q3、2019年成本为假设值。中通2019年成本为假设值。

四、投资建议：看好电商快递，继续推荐韵达与申通

1、通达系整体已构成一定程度护城河，价格竞争良性循环路径已具备基础

- 1) 现阶段下，电商快递驱动核心仍是“以量为先”，性价比是核心竞争力，其量价循环：降价→业务量增加→单位成本下降→降低价格。我们预计单票价格的降低在未来两三年内仍然会持续。
- 2) 但该循环可走良性（即单票价格与成本下降幅度相匹配，毛利水平不受明显影响），有两个前提：其一是行业本身增量可观，其二是没有价格杀手式的低价竞争策略。（此前市场担忧在于行业业务量增速放缓+价格竞争加剧，尤其18年6月-11月市场的预期达到悲观状态）。
- 3) 18年12月中旬我们发布《护城河系列报告之复盘通达系快递》中，明确表达对电商快递更为积极的态度，正是基于我们认为两大边际变化：其一需求端，拼多多等新型电商平台依旧被低估，其对行业的贡献占比越来越高（2018年产生件量111亿件，占比22%，我们测算Q4占比已达27%），拼多多等的快速增长使得行业增速可维持在20-25%的景气区间。其二从竞争格局上，我们认为百世为代表的低价竞争策略的后来者因规模优势难以充分再现，未来也难有新公司出现，新进入者的威胁降低，通达系作为整体已经构筑了一定程度的成本优势护城河。这两点的边际重要变化，直指上述量价循环的关键前提。

2、通达系之间的价格竞争，也会有边界

- 1) 加盟商：即无降价动力，也缺乏降价能力，以3.5元江浙沪发全国非偏远地区的揽件加盟商为例，单票毛利约0.3元，相当于毛利率约8.6%，若终端价降幅超过10%，则加盟商将出现亏损。
- 2) 总部：单票毛利是总部价格的重要约束因素。
- 3) 从悲观假设情境出发，即不考虑成本改善，价格战的边界为：[二线快递总部毛利，一线快递以及加盟商最大的承受范围]，即二线快递单票毛利0.12元（百世为代表）构成一个界限，一线快递单票毛利与加盟商可承受的最大约束（即接近于圆通的单票毛利0.39元）构成另一个界限，价格战的界限会介于0.12-0.39元之间。
- 4) 我们同时测算2021年中通、韵达、申通、圆通较18H1单票成本可分别下降0.13、0.22、0.28及0.38元，幅度分别为12%、18%、15%及21%，其中圆通0.38元的成本下降与其当前可承受的单票收入下降幅度基本相同，因此在良性循环中，一线快递的单票下行或并不导致单票毛利的明显波动。

3、通达系的空间探讨

- 1) **通达系业务量的预测**：预计2021年占比可由当前的56%提升至67%。2018年快递行业507亿件，通达系市占率56%，为284亿件，假设2019-2021年行业增速分别为22%、21%、20%，同时我们预计通达系整体增速较行业分别高出10、7及5个百分点，则2019-2021年行业件量分别为619、748及898亿件，通达系业务量分别为375、480及600亿件，占行业比重则分别为60.6%、64.1%及66.8%。
- 2) **通达系价格水平的预测**：预计单票价格的终极降幅在3.5-11.5%之间，假设均以包含派费的口径来测算，预计通达系单票收入约3.4元，此前我们假设行业价格战的边界会在0.12-0.39之间，终端价格降低3.5%-11.5%，即3-3.28元。
- 3) **通达系市值的区间预测**：我们对价格做分类假设，分别降幅0、3.5%及11.5%，2021年通达系整体收入将分别为2039、1967及1804亿元，考虑净利率水平在10%左右，即与FDX Ground类似，利润分别为204、197及180亿元，（因口径不同，18Q3中通、韵达、申通、圆通净利率水平分别为26%、21%、15%及6.8%，平均17%，因我们的测算在收入端将派费还原，更接近于申通与圆通的综合水平，10%考虑较现在水平有所下降），给与行业20倍PE，则通达系市值水平应于3609、3935及4078亿，当前市值2098亿元，较当前72%、88%及94%，相当于年均24-31%的空间。给与行业18倍PE，则通达系较当前55-75%的空间，相当于年均18%-25%的涨幅。

- 4、继续推荐A股中当前成本品质领先，业务量增速超越行业的韵达股份，以及改善明显、估值具备吸引力的申通快递。其中韵达股份作为华创交运Q1金股今年涨幅13.2%。

五、风险提示

社保征收部门转换对劳动密集型行业的或有影响。

经济大幅下滑，消费大幅下降。

价格战恶性竞争的演绎，包括：二线快递的成本改善幅度快于一线快递，快递龙头中通发起激烈价格战等。

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名，2017 年金牛奖交运行业第五名。

分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理研究员：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，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、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500