

把握当下着眼未来，从数字、战略两维度看快递

——快递行业深度研究

行业深度报告

◆核心观点：

根据产业生命周期理论，我们认为目前快递行业处于第三阶段高速发展期的中后期，当前快递板块需要同时关注**数据和战略**两个维度，这也是本篇报告的主要讨论落脚点。

数据层面：

一是上游数据，**通过电商的数据来判断行业需求**。其中包括行业数据，以及核心企业如淘宝天猫、京东、苏宁及后起之秀拼多多的数据。目前来看，电商上游增速情况良好，我们基于上游判断**未来5年行业复合增速仍能维持20%以上**。

二是快递行业自身的数据，**验证上游需求的落地**。其中包括反映公司竞争力的单量、收入及单价数据，反映溢价能力的单件毛利、毛利率数据等。目前来看，**快递盈利能力在向下**，尤其毛利率水平逐年下滑，体现了快递行业竞争压力。

战略层面：

主业的经营压力倒逼各快递公司从广度、深度进行拓展，目前形成了一些相对成熟的方向。其中包括：国际化、航空化、自动化、以及向外拓展快递相关产业如冷链、快运等。整体而言，我们认为：

- **当前自动化布局是快递公司形成竞争壁垒的重要手段，是龙头企业必须坚持的战略之一；**
- **航空件、冷链的业务利润率相对较高，比较适合快递公司投资；**
- **快运行业处于混战之中，虽然与快递协同性较高，但利润率不佳，我们认为快递企业在投资中需要相对谨慎；**
- **而国际件由于已经被外企垄断，且自营模式投资过大，不太适合国内加盟快递企业布局。**

鉴于近期市场回暖，成长性行业估值得到修复，我们上调快递行业评级至“买入”。个股方面，我们综合考量行业地位、业绩增速、战略方向以及估值，**重点推荐圆通速递（航空化+B网突围）、申通快递（低估值+增速改善），并建议关注目前增速领先韵达股份，以及最具独特性且经营壁垒雄厚的顺丰控股。**

◆风险分析：

1、经济下行影响消费者购物意愿，导致网络购物增速降低，进而导致快递单量增速下降，影响快递业务量；2、天猫、拼多多等大客户自身经营增速下滑的风险；3、加盟网络不稳定的风险，包含加盟商爆仓、分拨中心瘫痪等；4、重大安全事故风险；5、油价大幅提升带来运输成本的增加；6、劳工政策变化带来用工成本的增长。

快递：买入（上调）

分析师

陆达 (执业证书编号：S0930518120004)

021-52523798

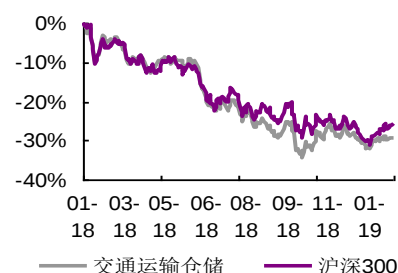
luda@ebsecn.com

程新星 (执业证书编号：S0930518120002)

021-52523841

chengxx@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

通达系齐头并进，头部企业或已出现分化——
快递行业 2019 年 1 月快递经营数据点评
..... 2019-02-19
降价提量，加盟快递龙头齐头并进——快递行业 2018 年 12 月经营数据点评
..... 2019-01-22
宏观经济降温，静待航空航运需求回暖——
交通运输行业 2019 年投资策略
..... 2018-12-26

投资聚焦

研究背景

2018 年快递行业数据出炉，整个行业继续保持高速增长。根据产业周期理论，我们认为当前快递行业处于产业周期中的第三阶段快速发展期的末期，对行业内各家公司而言，数据的验证和公司未来的战略同等重要，本篇报告将从这两个维度入手，深度剖析行业趋势，并对目前快递公司所涉及战略进行评价。

我们的创新之处

首先，本篇报告作为一篇框架性的报告，通过考察行业生命周期，判断快递行业目前处于成长期的末期，从数据、战略两个维度入手对快递行业内主要参与者进行分析和判断。

其次，我们在数据分析方面，创新性引入了回归分析，将上游电商数据对下游快递数据的影响更直观的展现给投资者，也为我们预测快递未来增速提供了一定的参考。同时，我们选取了增速、单价、毛利等核心数据，以辅助我们对整个行业进行判断，能够帮助我们对公司进行长期有效跟踪。

最后，在战略分析方面，我们分析了目前上市快递企业主要的战略布局，并通过数字化的方式对当前的战略进行了分析评价，综合下来我们认为，快递公司应更加重视信息化、自动化和冷链行业的布局，而减少国际化、快运行业的投入。

投资观点

看未来 5 年，即使面对边际上增速的下滑，快递行业仍能够保持收入增速超 20%，增速不达预期的风险亦相对较低。鉴于近期市场回暖，成长性行业估值得到修复，我们上调快递行业评级至“买入”。

我们综合考量行业地位、业绩增速、战略方向以及估值，重点推荐圆通速递、申通快递，并建议关注目前增速领先韵达股份，以及最具独特性且经营壁垒雄厚的顺丰控股。

圆通速递：航空机队+高端件 B 网的结合，帮助圆通在战略上小幅领先于加盟制快递，同时圆通目前 19 年预测 PE 仅为 15 倍，PEG 为 0.67，具备较强的成长性，估值具有性价比。

申通快递：公司是板块内估值最低的公司，19 年预测 PE 仅为 15 倍，PEG 为 0.86，预期差在于其内部管理改善带来公司利润率及净利润的提升。

目 录

1、 快递目前处于行业生命周期的成长期	6
1.1、 行业生命周期理论	6
1.2、 快递行业正从成长期迈入成熟期	6
2、 核心数据剖析	9
2.1、 聚焦增速：网络购物额与快递单量	9
2.2、 聚焦盈利能力：毛利率反映各公司经营实力	11
3、 战略层面剖析，谁将脱颖而出	15
3.1、 国际快递布局：想法很美好，现实很骨感	15
3.2、 机队+机场：走向高端的必由之路	17
3.3、 信息化、自动化：核心竞争壁垒之一	20
3.4、 快运、冷链等 2B 领域布局：竞争压力不亚于快递	22
3.5、 战略总结	31
4、 估值与投资建议	32
4.1、 圆通速递 (600233.SH)：看好航空及 B 网布局，首次给予“买入”评级	32
4.2、 申通快递 (002468.SZ)：估值修复空间最大，首次给予“买入”评级	35
4.3、 韵达股份 (002120.SZ)：增速名列前茅，首次给予“买入”评级	37
4.4、 顺丰控股 (002352.SZ)：重资产强壁垒，多元业务带来长期增长潜力，首次给予“增持”评级	37
5、 风险分析	43

图表目录

图 1：行业生命周期理论.....	6
图 2：快递行业基本流程.....	7
图 3：2007 年以来快递业务量及增速（万件）.....	8
图 4：2007 年以来快递收入及增速（亿元）.....	8
图 5：网民规模及增速经历高速发展期.....	9
图 6：网购交易规模增速边际下降（万亿）.....	9
图 7：顺丰快递月度单量及增速.....	11
图 8：顺丰控股成本结构（百万元）.....	11
图 9：顺丰快递业务毛利率情况（年报，及 2018H1）.....	12
图 10：快递行业集中度 CR8 进一步提升(%).....	13
图 11：已上市快递企业单量占全行业比重逐年提升.....	13
图 12：上市快递公司单量增速对比.....	13
图 13：上市快递公司收入增速对比.....	13
图 14：2017-2018Q3 快递公司毛利率一览.....	14
图 15：Fedex、UPS 单票收入.....	16
图 16：2017 年国际快递市场份额（以件数考量）.....	16
图 17：Fedex、UPS 毛利率一览.....	16
图 18：国内外快递公司货运机队布局（截止 2019 年 2 月底）.....	18
图 19：申通超高速交叉带分拣系统.....	20
图 20：顺丰自动化分拣中心.....	20
图 21：2016 年上市快递公司募投项目中信息化建设费用一览（单位：万元）.....	21
图 22：物流行业金字塔.....	22
图 23：2017 年快递、零担、整车行业市场规模一览（单位：万亿元）.....	23
图 24：2017 年零担行业收入排行榜（单位：亿元）.....	23
图 25：冷链行业规模及预测.....	28
图 26：冷链百强收入总量及行业占比.....	28
图 27：顺丰冷链产品种类一览.....	29
图 28：顺丰冷链收入规模保持高速增长（单位：亿元）.....	29
图 31：圆通速递历史估值（PE、最新年报）.....	34
图 32：申通快递历史估值（PE、最新年报）.....	36
图 33：韵达股份历史估值（PE、最新年报）.....	39
图 34：顺丰控股历史估值（PE、最新年报）.....	42
表 1：行业生命周期及各个阶段的核心关注点.....	6
表 2：快递、零担与整车在重量、货主等方面的差异.....	7
表 3：2008Q1-2018Q4 单季度网购数据及快递单量数据一览.....	9
表 4：一元回归分析结果.....	10

表 5：顺丰快递业务线情况一览（单位/元）	11
表 6：以 2017 年报为例，圆通单件毛利相对较弱（单位：元/件）	14
表 7：目前快递行业上市公司的部分战略选择	15
表 8：当前国际快递布局情况（单位：亿元）	15
表 9：Fedex 航空枢纽情况一览	17
表 10：顺丰控股、圆通速递飞机机队情况一览（截止 2019 年 2 月）	18
表 11：顺丰、圆通均有机场项目投资	19
表 12：单架飞机运营成本计算（以顺丰为例）（单位：元）	19
表 13：韵达快递、德邦重货单价及时效比较（以上海发货为例）	24
表 14：2017 年快运、快递企业盈利数据对比（单位：%）	24
表 15：2017 年以来快运一级市场投资情况整理	25
表 16：壹米滴答成立至今融资情况一览	25
表 17：壹米滴答业务数据一览	26
表 18：目前快递企业均已涉足快运行业	26
表 19：部分常见商品需要冷藏、速冻运输	27
表 20：2017 年三板冷链公司与快递、传统物流净利率对比	28
表 21：2017 年顺丰冷链位居市场第二	29
表 22：加盟快递企业冷链发展情况一览	30
表 23：快递公司现有战略总结	31
表 24：圆通速递业务拆分预测（百万元）	33
表 25：同行业可比公司估值（收盘价为 2019 年 3 月 22 日）	33
表 26：圆通速递财务数据和估值分析	34
表 27：申通快递业务拆分预测（百万元）	35
表 28：同行业可比公司估值（收盘价为 2019 年 3 月 22 日）	36
表 29：申通快递财务数据和估值分析	37
表 30：韵达股份业务拆分预测（百万元）	38
表 31：同行业可比公司估值（收盘价为 2019 年 3 月 22 日）	39
表 32：韵达股份财务数据和估值分析	39
表 33：顺丰控股业务拆分预测（百万元）	41
表 34：同行业可比公司估值（收盘价为 2019 年 3 月 22 日）	42
表 35：顺丰控股财务数据和估值分析	43

1、快递目前处于行业生命周期的成长期

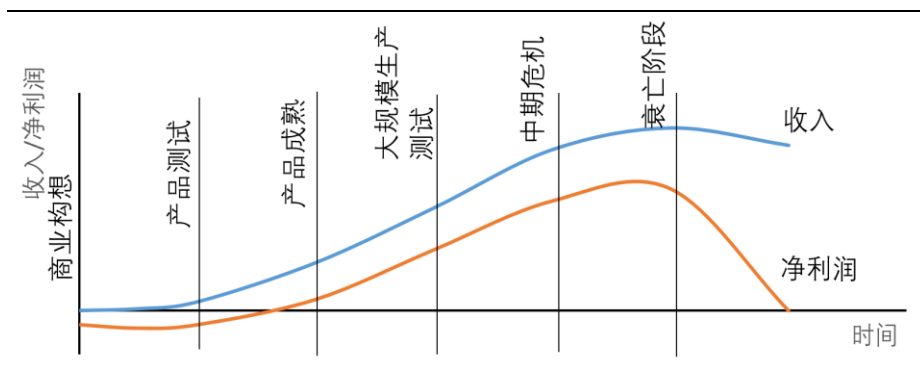
1.1、行业生命周期理论

生命周期理论认为，行业或公司与人一样，在发展的过程中，会经历形成、成长、成熟、衰退这几个阶段。在各个阶段公司的突破点不同，投资者需要关注的方向亦不同。

我们参考纽约大学金融学教授 Aswath Damodaran 的《估值与故事》中的观点，将生命周期分为创立、初期增长、高速增长、成熟增长、成熟稳定、衰退这六个阶段。

Aswath 认为，在公司的高速增长期，投资者应当更关注公司的营收增长和投资能力，公司需要同时注重战略和数字；而在成熟期，投资者则需要关注营业利润和资本回报率，数字的作用可能更大于战略的选择。

图 1：行业生命周期理论



资料来源：《估值与故事》（Aswath Damodaran 著），光大证券研究所

表 1：行业生命周期及各个阶段的核心关注点

	第一阶段 创立期	第二阶段 初期增长	第三阶段 高速增长	第四阶段 成熟增长	第五阶段 成熟稳定	第六阶段 衰退
基本描述	发现市场未被满足的需求	构建商业模式	创立公司，将构思转化为收入利润	行业内多数企业扭亏为盈	构建市场壁垒	行业内公司缩小公司规模
核心问题	需求的前景	模式的可信度	盈利能力	拓展能力	可持续性	可否笑到最后
衡量指标	规模、融资渠道	用户数量，用户积极性	用户参与度，营业收入	盈利能力，收入增长率	现金流、偿债能力	全部依赖数字
数字与战略	全部依赖长期战略	战略大于数字	战略与数字结合	数字大于战略	全部依赖数字	全部依赖数字
价值驱动	总体市场规模及市场份额	营收增长	营收增长和再投资	营业利润和资本回报率	分红，负债比例	对资产清算的假设不切实际
风险	高于市场份额的定价	错误的营收驱动预期	收入增长幻觉，即为考虑收入增长的代价	对可持续盈利能力构成威胁的因素	对资产清算的假设不切实际	对资产清算的假设不切实际

资料来源：《估值与故事》（Aswath Damodaran 著），光大证券研究所整理

1.2、快递行业正从成长期迈入成熟期

快递起源于邮政系统下的包裹业务，是物流领域的 B2C、C2C 层面的业务。我们常说的快递，主要指 30KG 以下商品的运输，相比于重货，快递及其内

含的商品重量较轻，内容较小，基本能通过手持进行配送，速度更快，单位运输成本更低，具有规模效应，客户也更注重时效。

表 2：快递、零担与整车在重量、货主等方面的差异

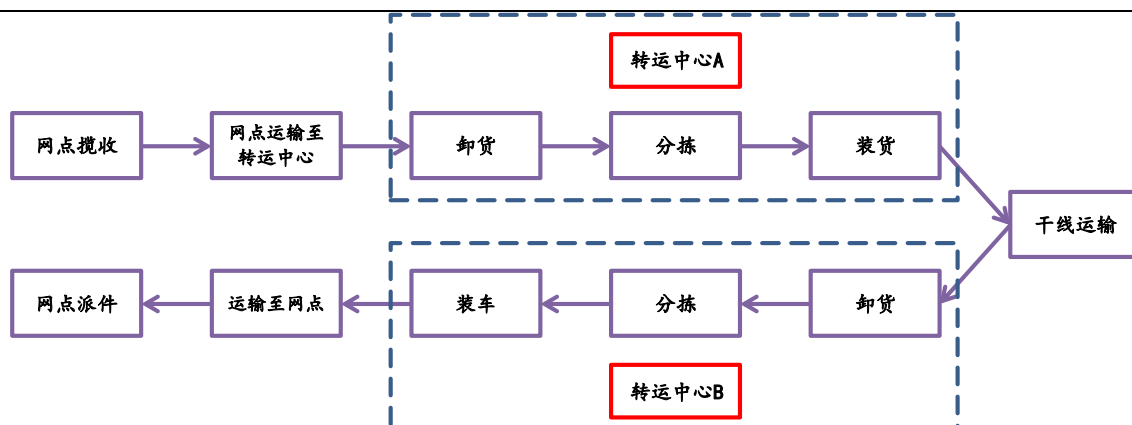
类型	单件重量(KG)	服务对象	货品	运输	代表企业
快递	30 以下	个人，电商，小企业	消费品	分拨	顺丰、通达系快递等
零担	30-3000	企业、合同物流	批量产成品	中转/直达	德邦、安能、卡行天下等
整车	3000 以上	大企业、合同物流	大量原材料/产成品	直达	长久物流等合同物流企业

资料来源：光大证券研究所整理

快递的完整流程，一般分为 3 个阶段

- **揽收**：快件揽收主要由发件人所属区域的加盟商进行，揽件加盟商通过上门揽件、门店收取等方式进行快件揽收，快件揽收完成后，揽件加盟商根据快件的目的地信息、尺寸和重量，进行初步分拣、建包，并运送至始发地转运中心。
- **中转**：快件完成揽收环节工作并运送至始发地转运中心后，由始发地转运中心对揽件加盟商运送的进港快件进行称重、进一步分拣、建包，并通过航空、汽运或铁路的干线运输方式实现从始发地转运中心至目的地转运中心间的运输；目的地转运中心对进港快件进行拆包，并根据不同的加盟商派送区域进行分拣，实现目的地转运中心与派送加盟商的准确对接。其中，根据线路不同，部分快递可能会经过 1-3 次中转。
- **派送**：目的地转运中心完成分拣后，由负责该派送区域的加盟商接收快件，并安排将快件送达至收件人。

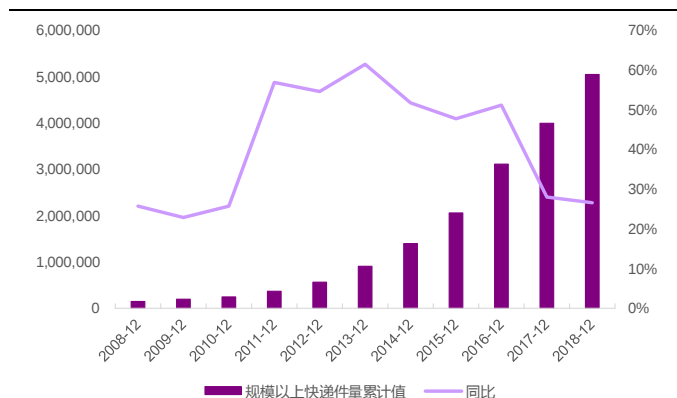
图 2：快递行业基本流程



资料来源：光大证券研究所整理

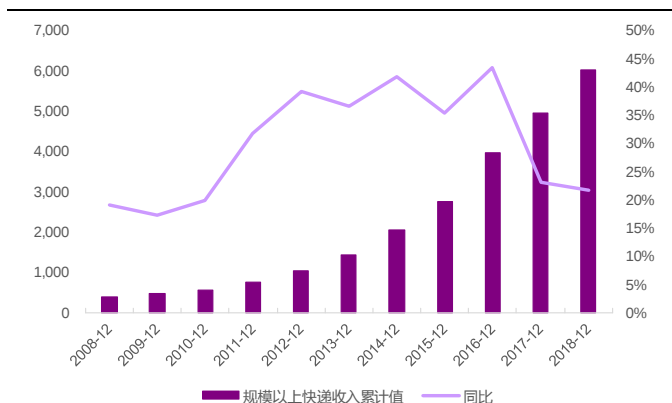
在 2010 年到 2016 年期间，快递行业迎来了历史性的发展机遇，快递增速一度达到 50% 以上。随着整体基数的提升，以及网购增速的下降，快递行业增速目前大致保持在 30% 左右，但由于基数较大及网购增速下滑的影响，快递单量增速呈下降趋势。

图 3：2007 年以来快递业务量及增速（万件）



资料来源：国家邮政局，光大证券研究所

图 4：2007 年以来快递收入及增速（亿元）



资料来源：国家邮政局，光大证券研究所

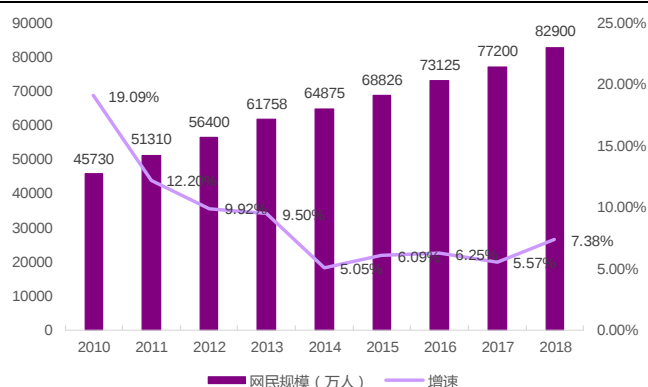
我们判断，高基数效应导致网购增速下降，同样导致快递增速逐步放缓，但考虑到渗透率进一步提升、手机网购的兴起，以及类似拼多多等新平台的兴起，保守来看，未来 5 年快递单量仍将维持 20% 以上的相对高增速。因此，我们判断目前快递行业仍处于高速成长期的尾声，即将进入成熟期；对于行业内各公司的发展来讲，不仅需要关注战略方向和经营数据，也需要同时关注增速和盈利能力。

2、核心数据剖析

2.1、聚焦增速：网络购物额与快递单量

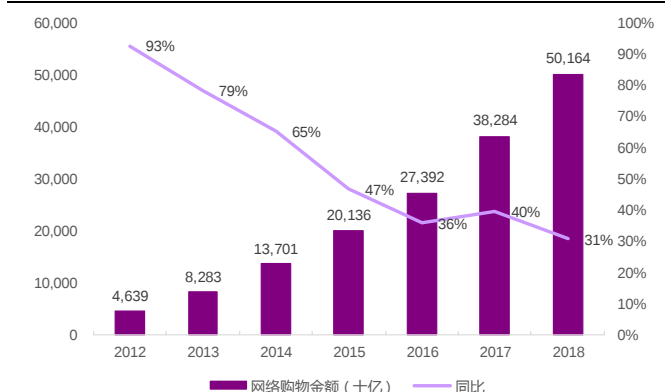
快递最核心的需求来自网络购物，智研咨询发布的数据显示，**2016 年网络购物对快递的贡献达到 72%，2007 年-2016 年 CAGR 达到 60%，同期非电商快递 CAGR 仅为 29%**。我们估计，近年来随着拼多多等新平台的崛起，网络购物对快递的贡献率或已接近 80%。

图 5：网民规模及增速经历高速发展期



资料来源：中国互联网信息中心，光大证券研究所

图 6：网购交易规模增速边际下降（万亿）



资料来源：易观咨询，光大证券研究所

那么，是否可以通过网络购物数据来预测快递的单量数据呢？我们将通过简单的一元回归分析来解决这一问题。

数据选择：

- 网络购物数据，我们使用易观发布的季度网络购物数据，单位使用十亿元以便于回归计算。
- 快递数据，我们使用邮政局发布的月度数据，并按照季度进行累计统计，单位为亿件。

表 3：2008Q1-2018Q4 单季度网购数据及快递单量数据一览

时间	网购数据 (十亿元)	快递单量 (亿件)	时间	网购数据 (十亿元)	快递单量 (亿件)
2008Q1	1.28	3.37	2013Q3	191.66	23.37
2008Q2	1.78	3.62	2013Q4	294.33	30.10
2008Q3	2.24	3.96	2014Q1	259.09	26.04
2008Q4	2.82	4.18	2014Q2	320.47	33.00
2009Q1	3.50	3.80	2014Q3	336.38	34.83
2009Q2	4.54	4.51	2014Q4	454.17	45.73
2009Q3	6.06	5.09	2015Q1	398.64	36.89
2009Q4	7.92	5.17	2015Q2	467.01	47.70
2010Q1	14.40	4.73	2015Q3	503.60	52.43
2010Q2	19.80	5.63	2015Q4	644.38	69.64
2010Q3	26.30	6.06	2016Q1	548.12	57.70
2010Q4	42.30	6.97	2016Q2	651.94	74.80

2011Q1	47.28	7.11	2016Q3	708.56	78.46
2011Q2	54.27	8.72	2016Q4	830.62	101.86
2011Q3	62.13	9.33	2017Q1	720.94	75.90
2011Q4	76.92	11.57	2017Q2	932.70	97.28
2012Q1	79.82	10.43	2017Q3	985.44	100.75
2012Q2	96.49	13.48	2017Q4	1,189.35	126.63
2012Q3	124.74	14.42	2018Q1	952.85	99.18
2012Q4	162.85	18.52	2018Q2	1,252.46	121.60
2013Q1	156.37	17.14	2018Q3	1,284.37	126.58
2013Q2	185.94	21.26	2018Q4	1,526.76	159.74

资料来源：Wind，光大证券研究所

我们得到一元回归结果：

$$Y(\text{快递单量}) = 0.101161X(\text{网购额}) + 2.807956$$

从回归结果来看，斜率的标准差为 0.01，截距的标准差为 0.8，R Square 为 0.9931，基本可以认为该回归方程的可信度较高。

表 4：一元回归分析结果

回归统计					
Multiple R	0.9966				
R Square	0.9931				
Adjusted R Square	0.9929				
标准误差	3.6228				
观测值	40				
方差分析					
	df	SS	MS	F	Significance F
回归分析	1	71975.25	71975.25	5484.021	1.06E-42
残差	38	498.7325	13.12454		
总计	39	72473.98			
	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	
Intercept	2.807956	0.806527	3.48154	0.00127	
X Variable 1	0.101161	0.001366	74.05418	1.06E-42	

资料来源：光大证券研究所

根据测算结果，我们可以得到网购增速与单量增速的定量的相关关系，有利于我们更好的对增速进行判断。

假设以 2018 年网购额 5.02 万亿作为基数，我们假设 2019 年网购额增速下降到 28%，则可测得快递单量为 652.31 亿件，同比 2018 增长 28.63%，可以认为，网购金额增速与快递单量增速基本一致，对快递需求的判断可以转为网购金额的判断。

2.2、聚焦盈利能力：毛利率反映各公司经营实力

快递的收入主要来自于包裹的运输服务，可以简单的用“收入=包裹量×单件收入”来进行计算，但在收入计算方式上，加盟和直营快递有一些不同，会直接导致其毛利率、净利率差异较大。

2.2.1、直营快递：以 GMV 方式计算收入，单件毛利遥遥领先

直营快递公司一般将所有快递收入计入为其收入项目，即以 **GMV 作为其收入总量**，“收入/快递量”能够真实反映其单价水平，其成本亦基本能反映实际的成本消耗。

顺丰作为主打高质量的直营快递企业，2018 年顺丰单票收入达到约 23.17 元，远高于加盟快递，顺丰通过差异化的产品，满足中高端快递客户的全方位需求。

表 5：顺丰快递业务线情况一览（单位/元）

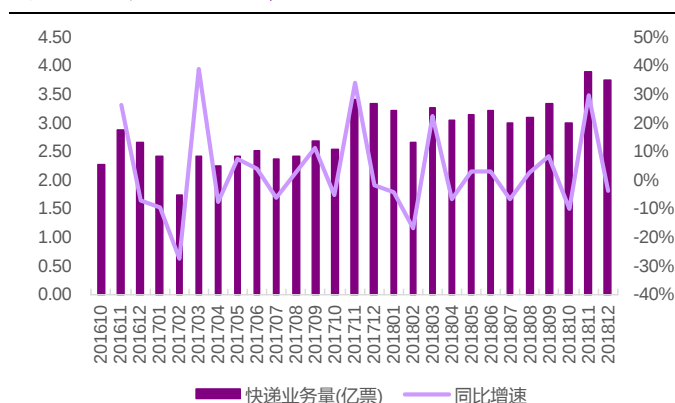
产品名称	描述/时效	苏州寄件到上海		北京寄件到上海	
		起价	每 KG 加价	起价	每 KG 加价
顺丰即日	当日寄件，当日送达	20	2	-	-
顺丰次晨	次日 12 点前送达	-	-	25	10
顺丰标快	次日 18 点前送达	12	2	23	10
顺丰特惠	三日内送达，时效性不强	-	-	18	5

资料来源：顺丰官网，光大证券研究所整理

成本上，以顺丰控股 2017 年报数据为参考，主要包括运输成本 15%，直接人工成本 18%，外包成本 49%（包括间接人工成本和外包运输成本等），虽然已有部分业务实现了外包，转移了一部分人工成本，但顺丰的人工成本绝对额仍远高于加盟快递。自有配送人员有效的提升了顺丰的服务水平，是顺丰高品质快递的最有力支撑，但在当前人力成本不断提升，福利政策进一步完善的大环境下，顺丰受到的成本压力将显著高于通达系快递，从结构上来看，**顺丰也在通过部分外包的方式，缩减直接人力成本。**

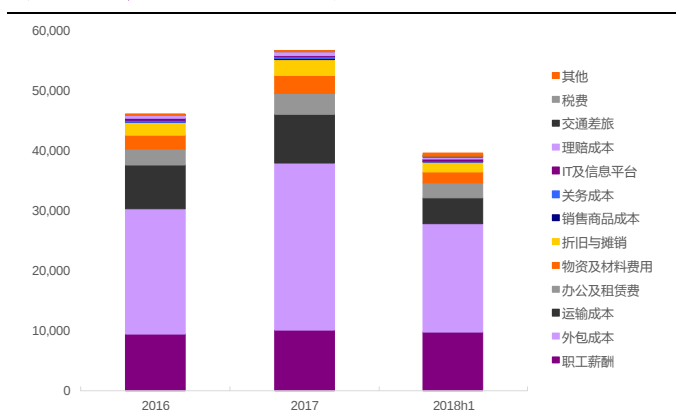
除人工成本外，由于顺丰坚持重资产布局，相比于其他加盟快递，其产生的设备折旧费用也相当之高。**全自营、重资产是顺丰的竞争壁垒、竞争优势，但也为公司带来一定的经营风险和财务压力。**

图 7：顺丰快递月度单量及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 8：顺丰控股成本结构（百万元）

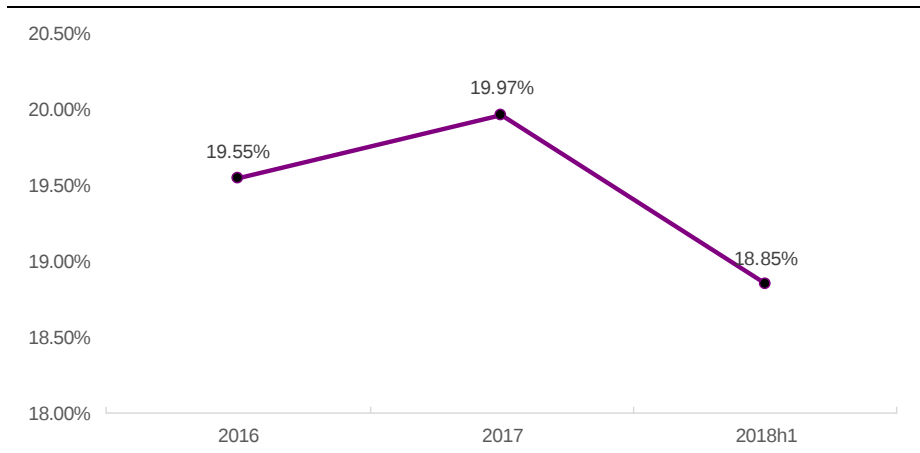


资料来源：公司公告，光大证券研究所

虽然在单量增速上，顺丰受到加盟制快递不小的竞争，但是从产品单价来看，顺丰近年来快递业务线各类产品的单价基本保持稳定，其高质高价的经营策略，依旧为公司带来了丰厚的毛利，根据 2018 中报 18.85% 的毛利率、以及 2018 全年每单 23.17 元均价计算，单件毛利达到 4.37 元。

我们认为，顺丰以自有模式构筑的竞争壁垒，将使得公司快递盈利能力长期维持在较高水平，并在未来的竞争中始终处于领先优势地位。

图 9：顺丰快递业务毛利率情况（年报，及 2018H1）



资料来源：Wind，光大证券研究所

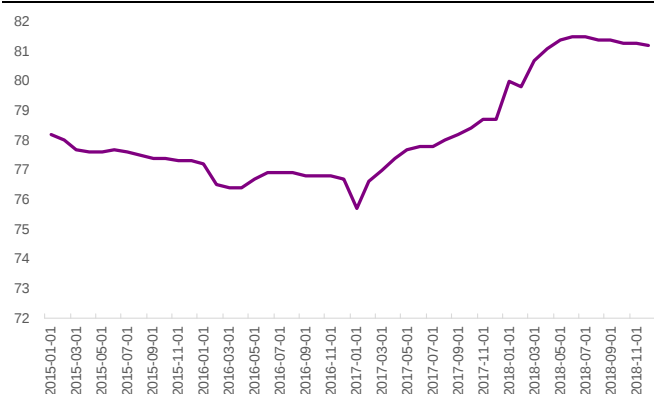
2.2.2、加盟快递：竞争激烈，高收入增速伴随毛利率下行

加盟快递一般仅将从加盟商处获得的收益计入其收入项目，因此存在 GMV 远高于其报表收入的情况，“收入/快递量”得到的数字无法反映真实快递发送方的成本。此外，由于韵达在 2019 年 1 月以前，并未将派费纳入收入及成本中，因此其与其他公司之间横向比较会存在较大差异。

在加盟快递中，我们主要关注公司的单量及收入增速，以及单价毛利。

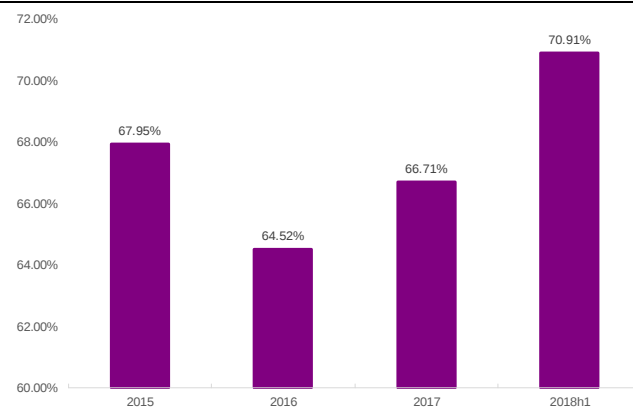
从行业发展趋势来看，目前快递行业处于集中度不断提升中，2019 年 1 月行业 CR8 达到 81.2%；2018 年已上市的快递企业占全行业单量的比重达 61%，上市后获得的资金补充及管理的规范化，使得这些公司在行业内获得了更强的竞争力。

图 10：快递行业集中度 CR8 进一步提升(%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

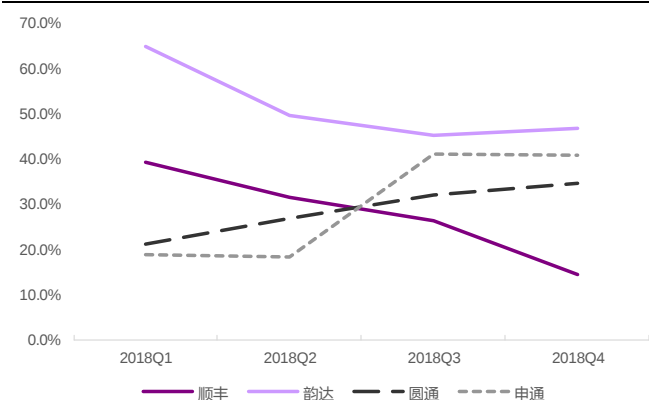
图 11：已上市快递企业单量占全行业比重逐年提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

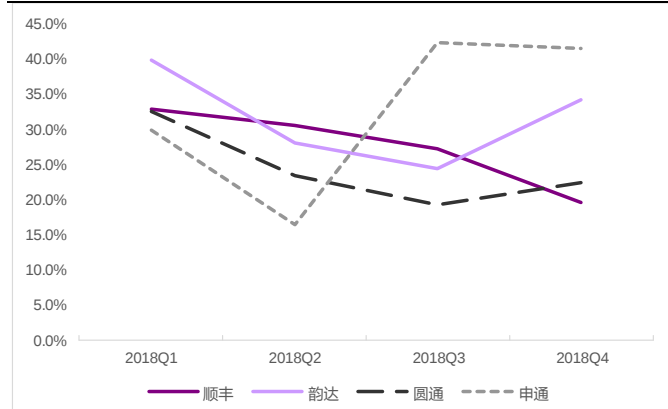
增速方面，目前中通、韵达领跑快递板块，从 2018 年 12 月开始圆通、申通在增速方面已经逐步接近第一梯队，我们认为以价换量可能是圆通、申通增速提升的原因之一，因此可以预计，如果 2019 年各家公司依旧进行价格竞争，增速方面的差距可能会远小于 2018 年。

图 12：上市快递公司单量增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 13：上市快递公司收入增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

单件利润方面，以 2017 年报数据为例，暂不考虑在美国上市的中通快递（会计准则不同），圆通、申通、韵达的单件毛利差距较大，分别为 0.39 元、0.60 元、0.56 元，单件毛利率分别为 10.60%、18.52%和 28.87%。

由于收入口径不同，仅从单件毛利的绝对额来看，圆通的盈利能力相对较弱，申通、韵达的单件毛利基本一致。

我们认为，对比各家单件成本，圆通的在运输成本上远高于申通，网点中转和中心操作成本亦较高，一方面反映出自有航空机队带来了运输成本的提升，另一方面也反映出公司在网点支持、运输网络维护上的花费相对更多。

表 6：以 2017 年报为例，圆通单件毛利相对较弱（单位：元/件）

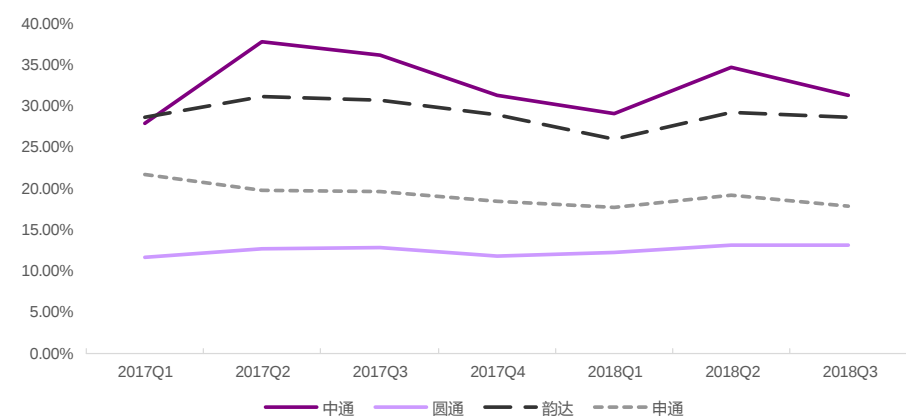
	圆通速递		申通快递		韵达股份		中通快递	
	单价	占收入比	单价	占收入比	单价	占收入比	单价	占收入比
收入拆分	3.68	100.00%	3.24	100.00%	1.94	100.00%	1.96	100.00%
—面单	0.87	23.64%	0.74	22.84%	0.67	34.54%	-	-
—派送	1.40	38.04%	1.65	50.93%	-	-	-	-
—中转	1.41	38.32%	0.86	26.54%	1.11	57.22%	-	-
—物料	-	-	-	-	0.10	5.15%	-	-
—其他	-	-	-	-	0.06	3.09%	-	-
成本拆分	3.29	89.40%	2.64	81.48%	1.38	71.13%	1.34	68.37%
—运输	0.93	25.27%	0.57	17.59%	-	-	0.77	39.29%
—派送	1.37	37.23%	1.61	49.69%	-	-	-	-
—网点中转	0.51	13.86%	-	-	1.25	64.43%	0.39	19.90%
—中心操作	0.47	12.77%	-	-	-	-	-	-
—薪酬	-	-	0.16	4.94%	-	-	-	-
—摊销折旧	-	-	0.05	1.54%	-	-	-	-
—其他	0.01	-	0.17	5.25%	0.12	6.19%	0.18	9.18%
单件毛利	0.39	10.60%	0.60	18.52%	0.56	28.87%	0.62	31.63%

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：由于四舍五入，单件计算出的毛利率与公司报表披露的毛利率稍有差距

纵向来看，从 2017Q1 至 2018Q3，各家公司毛利率基本保持了稳中有降的趋势。其中申通趋势较为明显，从 17Q1 的 21.78% 下降到 18Q4 的 15.87%，结合公司近期单量上的高速增长，我们基本可以认为公司以利换量的策略取得了一定的成效。

图 14：2017-2018Q3 快递公司毛利率一览



资料来源：Wind，光大证券研究所

3、战略层面剖析，谁将脱颖而出

本章节中，我们希望通过分析不同公司战略上的差异性，来探寻公司不同数据表现背后的真正原因。我们认为，除顺丰模式有明显不同外，通达系加盟快递之间的差异性不明显，但各家公司所选取的战略些许差异，这些差异会在未来5年逐步影响公司的行业竞争力。

目前我们看到的战略包括**国际化、航空化、自动化、相关产业的拓展**等，其中向外延伸拓展的行业，主要包含**重货快运、冷链**业务。

表 7：目前快递行业上市公司的部分战略选择

	顺丰控股	圆通速递	申通速递	韵达股份	中通速递	百世物流
国际化	√	√	√	√	√	√
航空化	√	√	—	—	—	—
自动化	√	√	√	√	√	√
低价竞争	—	√	√	√	√	√
产业拓展						
—重货快运	√	√	√	√	√	√
—冷链	√	√	√	—	√	√

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：“√”表示该项业务已取得一定规模，“—”代表该业务不够突出

3.1、国际快递布局：想法很美好，现实很骨感

布局国际件，是国内快递公司基本一致的战略方向，但是近年来各家快递公司中除了顺丰、圆通有较大的动作外，其他公司对国际件的投入并不是很大，同时也并未披露国际件发展细节。

表 8：当前国际快递布局情况（单位：亿元）

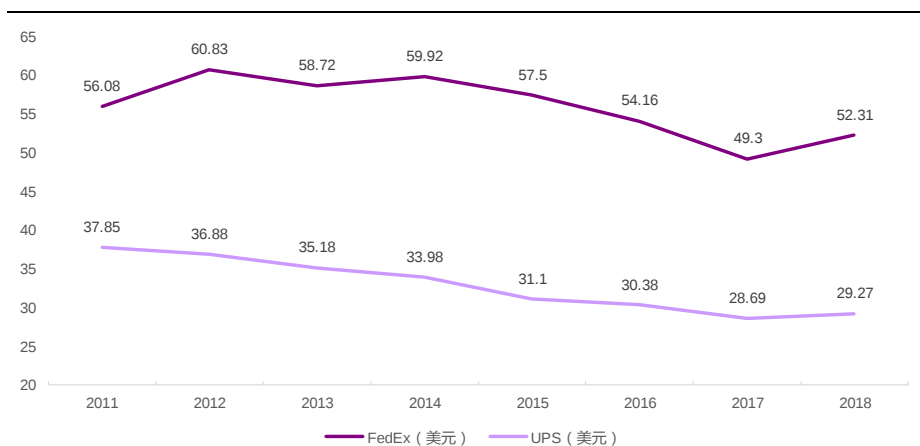
	顺丰控股	圆通速递	申通速递	韵达股份	中通速递	百世物流
定期报告						
—2017 年报营收	7.58	1.16	639.47 万	-	-	-
—2018 中报营收	2.59	0.70	335.42 万	-	-	-
市场进入						
—美国	√	√	√	√	√	√
—欧洲	√	√	√	√	√	√
—日本	√	√	√	√	√	√
—台湾地区	√	√	√	√	√	√

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：圆通国际快递收入包含港澳台

国际业务之所以受到各家的重视，一方面是为了满足全球华人的运输需求，一方面也是因为国际件拥有非常具有吸引力的单件价格。2018 年，航空件为主的 Fedex 单件收入达到 52.31 美元，UPS 单件收入达到 29.27 美元，远高于国内快递单件价格。

图 15: Fedex、UPS 单票收入

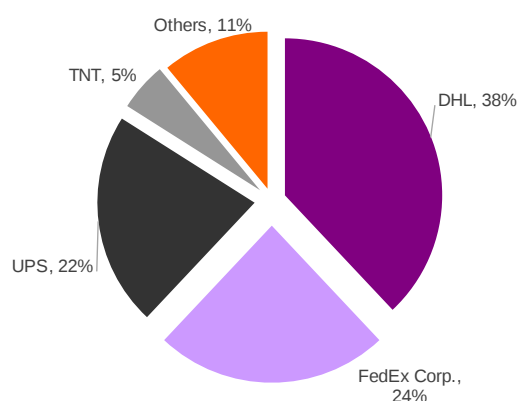


资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

但国际件业务同样竞争激烈:

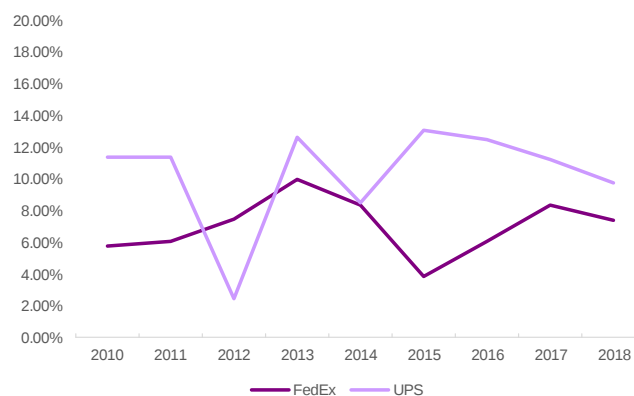
- 国际件需要全球网络布局, 同时需要熟悉各个国家的法律法规, 要取得其他国家的运输许可等, 有很高的竞争壁垒和投入; 2018 财年, Fedex、UPS 的毛利率分别为 6.42%、9.77%, 高额的单件收入同时伴随着高额的单件成本, 并没有带来很高的毛利率。
- 国际件已被 Fedex、DHL 等公司寡头垄断。
- 国际件面临全球化管理, 对公司的管理水平也提出了新的要求。
- 国际件多以全流程自营为主, 且客户多已经习惯这种相对高质量的服务模式, 这对以加盟模式为主的国内快递是一个挑战。

图 16: 2017 年国际快递市场份额 (以件数考量)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 17: Fedex、UPS 毛利率一览



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

国际件为主的外资快递公司的毛利率水平, 明显低于国内各快递公司。国际化对目前国内快递企业而言, 虽然在长期来看能够为公司拓展新的收入增长点, 但短期来看会对公司 ROE、毛利率等带来负面影响。

鉴于此，我们认为国际化看上去很美好，但是在国内参与者利润尚可的情况下，并不是值得其重点的发展方向，这也可以解释目前在国际化布局上，国内企业为何“雷声大雨点小”。

3.2、机队+机场：走向高端的必由之路

随着国内快递行业逐步由价格竞争转向服务质量竞争，以及国内快递企业的激烈竞争逐步从国内市场渗透至国际市场，已有部分公司开始布局快递货运机队。我们认为，快递公司布局货运机队，主要是基于以下几点考虑。

- 自有航空网络能提高公司产品的时效性，提升服务质量和用户体验；
- 自有航空网络的建立将促进公司产品结构进一步升级，开拓商务件、冷链食品鲜花等高附加值产品市场；
- 自有航空网络建立也是公司布局国际快递业务、拓展海外的重要基础。

以国际快递龙头 FedEx 和 UPS 为例，两家公司运营的自有机队已分别达到 670 架、248 架(UPS 加上其租赁飞机总运营数量为 581 架)，FedEx 航空更是全球第四大航空公司。

同时，两家公司在全球均有核心机场分拨中心布局，以 Fedex 为例，其通过租赁的方式，目前在全球拥有 13 个航空分拨中心，涉及全球经济较为发达的各个区域，加上航空机队的布局，能够确保公司高效、安全地将快件运输到全球各个地方。

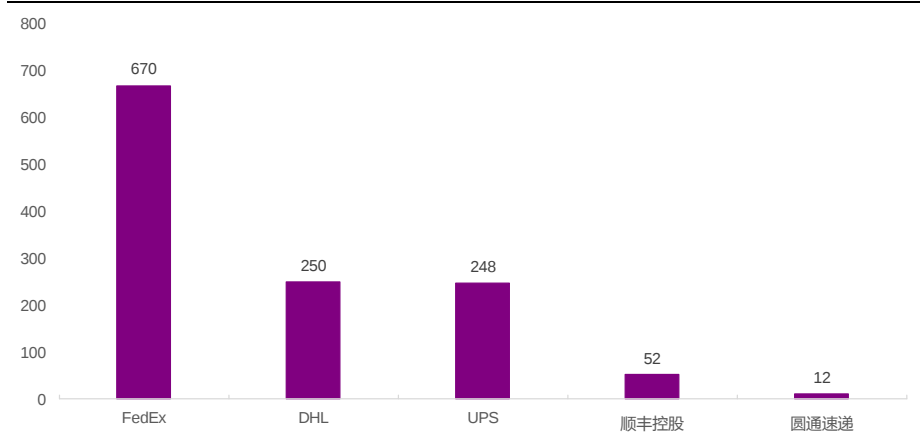
表 9：Fedex 航空枢纽情况一览

转运中心	占地面积 (公顷)	操作面积 (平方米)	处理速度 (件/小时)	出租方	租约到期年份
国家级					
孟菲斯，田纳西州	317.27	350090.7	484000	孟菲斯机场管理局	2036
印第安纳波利斯，印第安纳州	149.73	233093.7	216000	印第安纳波利斯机场管理局	2028
地区级					
沃斯堡市，德克萨斯州	67.99	88072.1	76000	沃斯堡机场管理局	2021
纽瓦克，新泽西州	28.33	55277.3	156000	纽约与新泽西港口管理局	2030
奥克兰，加州	30.35	41707.4	63000	奥克兰市政府	2036
格林斯博罗，北卡罗来纳州	66.77	55091.5	23000	埃蒙特机场管理局	2031
大都市级					
芝加哥，伊利诺伊州	21.85	44718.9	23000	芝加哥市政府	2028
洛杉矶，加州	13.76	28363.3	57000	洛杉矶市政府	2021/2025(2)
国际级					
安克雷奇，阿拉斯加	25.90	30843.8	25000	阿拉斯加州交通及公共设施部	2023
巴黎，法国	44.92	115014.0	63000	巴黎机场	2048
科隆，德国	4.45	30193.5	20000	科隆波恩机场	2040
广州，中国	62.73	81104.9	62000	广东机场管理集团	2029
大阪，日本	6.88	39502.9	9000	关西机场	2024

资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

目前国内拥有自有航空货运机队的民营快递企业只有顺丰和圆通两家。截止2019年1月，顺丰控股共在飞52架自有全货机。未来三年内顺丰控股自有机队规模预计达到80架，打造以737/747/757/767四种全货机机型为主的空运网络。圆通速递自有机队数量已达12架，其中实际投入运营9架。2016年圆通与波音签订了10架改装订单和10架承诺订单，预计“十三五”末圆通机队规模将达到27架。

图 18：国内外快递公司货运机队布局（截止 2019 年 2 月底）



资料来源：Bloomberg, Wind, 光大证券研究所整理

表 10：顺丰控股、圆通速递飞机机队情况一览（截止 2019 年 2 月）

机型	顺丰控股	圆通速递
波音 737	17	7
波音 747	2	-
波音 757	28	5
波音 767	5	-
总计	52	12

资料来源：公司公告，光大证券研究所

此外，**两家公司分别开始进行国内的航空枢纽的规划建设**。2017年12月13日，顺丰与湖北省政府签订《关于湖北国际物流核心枢纽项目合作协议》，设立湖北国际物流机场有限公司。项目计划总投资610亿元，规划用地75平方公里，预计2020年基本建成，2021年投入使用，到2025年、2030年、2045年年货运吞吐量分别达到245万吨、330万吨、765.2万吨。

圆通速递则在2018年7月30日与嘉兴市人民政府签署战略投资协议，集团将投资122亿元，在嘉兴机场建设全球航空物流枢纽。首期用地面积1454亩，总建筑面积60万平方米，总投资73亿元，项目于2018年动工，2021年投入使用。根据项目规划和运量测算，到2030年，圆通在嘉兴全球航空物流枢纽运营的自有全货机将达到50架，每年航空货邮量达110万吨；到2050年，每年航空货邮量将达240万吨。

表 11：顺丰、圆通均有机场项目投资

项目	顺丰控股	圆通速递
航空货运枢纽	湖北鄂州顺丰国际机场	浙江嘉兴机场
项目投资	610 亿	122 亿
项目启动	2017 年 12 月 13 日	2018 年 7 月 30 日
计划投入使用	2021 年	2021 年
规划占地面积	75 平方公里	一期 1454 亩

资料来源：公司公告，光大证券研究所

那么快递公司投资货运机队是一笔划算的买卖么？

我们用顺丰为基础，进行大致的航空运营收益的测算，其中不考虑飞行员培训、机场及跑道使用成本等。以 2018 年半年报的数据为基准，我们测算得出顺丰航空一架飞机每天包括飞机及发动机折旧、维护、飞行员薪资以及燃油费用合计 201,445 元，而平均每架飞机每天货运量为 31.57 吨，按照其官网北京-上海区间定价，可得收入约 315,713 元。即其航空货运单位运营成本约为 6.38 元/千克，单位营业收入约为 10 元/千克，营业利润为 3.62 元/千克。对顺丰而言，航空的毛利率可以达到 36%左右。

对圆通而言，由于其快递收费较低，因此货运机队布局短期将带来亏损；但货运机队的布局，帮助圆通逐步实现了其高端业务线，即 B 网的布局，迈出了与顺丰正面竞争的步伐。

表 12：单架飞机运营成本计算（以顺丰为例）（单位：元）

成本项目	价格	备注
飞机及发动机折旧	252,412,378.74	2018 半年报
飞机保养与检修	83,909,218.24	2018 半年报
飞行员薪酬	44,000,000.00	搜狐、网易等新闻整理
航空燃油	1,215,126,000.00	按照航空煤油价格 4750 元/吨计算
全年成本总计	1,595,447,596.98	
单架日均成本	201,445.40	不含飞行员培训、机场及跑道使用成本等
货机日均运输（吨）	31.57	
单位运营成本（元/kg）	6.38	
顺丰单价（元/kg） （以北京-上海为例）	10	
航空件营业利润率	36.2%	

资料来源：Wind，光大证券研究所

3.3、信息化、自动化：核心竞争壁垒之一

快递的标准化程度相对较高，同时运营流程全部是在内部实现，是物流领域内最适合自动化的子领域。我们认为快递分拣的自动化存在以下必要性。

- 实现基于自动化设备的大数据收集和处理。
- 增加分拣中心的使用效率，同时减少人为错误。
- 应对不断提升的综合人工成本，包括工资等福利性开支。

图 19：申通超高速交叉带分拣系统



资料来源：运联传媒，光大证券研究所

图 20：顺丰自动化分拣中心



资料来源：物流沙龙，光大证券研究所

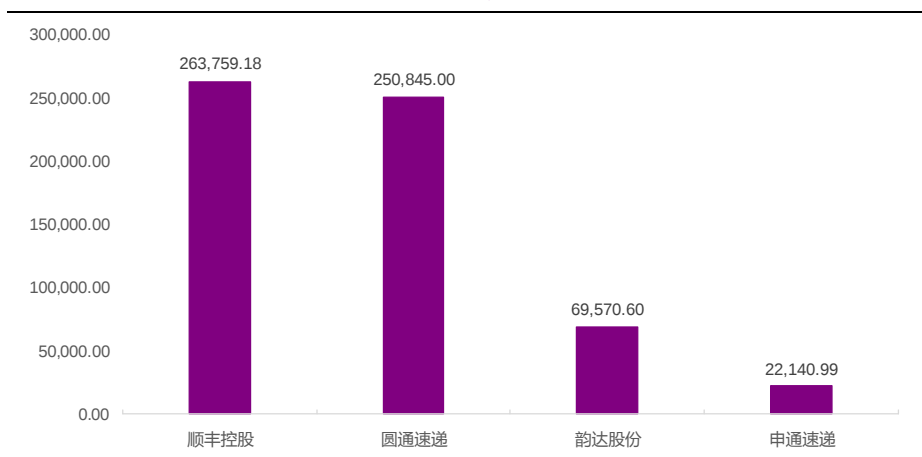
自动化伴随着标准化，以及信息的收集和处理。

- 任何的自动化设备都不是具备普适性的，由于扫描技术的限制，自动化设备的使用要求快递流水线上奇形怪状的包裹越少越好，大部分快递应当都是用标准容器装着的，非标包装很难实现自动化。
- 自动化高度依赖信息化，即快递的信息前置水平，目前通过电子面单的推进，信息前置化的问题已经得到一定程度的解决。
- 自动化设备高度依赖信息系统，并且需要拥有极快的反馈响应，需要通过分布式数据库将信息数据部署在当地，以实现极短时间内获取分拣目的地信息。

因此，表征上自动化的仅仅是分拣设备的投入，但实际上涉及整个流程的标准化、信息化，因此底层的电子面单、信息数据库的搭建需要大量投入。

目前在菜鸟的推动下，目前国内排名前 15 的快递公司已全部实现电子面单的普及使用，意味着占全国电商市场份额 90% 以上的主流快递企业全部完成了信息化的底层建设。

图 21：2016 年上市快递公司募投项目中信息化建设费用一览（单位：万元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

自动化设备有助于增加现有分拣中心的运营效率。

传统的分拣中心是纯人工，或辅助以传送带的半自动化分拣中心。目前快递公司多是白天揽收派送，加盟商在下午或夜间将揽收的快递运输到分拣中心，并从分拣中心取走第二天的派件。因此在传统的“揽收-分拣-派送”模式中，分拣中心为配合加盟商的揽收派送，一般仅在夜间分拣。

同时，随着城市面积扩大，郊区土地价格逐年攀升，导致过去布局在城郊的物流土地面临收储、租金大幅增长等压力。因此如何在有限的场地中增加转运的效率成为未来长期决定公司核心竞争力的问题。

自动化设备有助于减少公司日益增长的人工成本。

以申通南星桥公司的分拣中心为例，南星桥的整套自动化操作区域实际占用面积为 1260 平米，整套分拣设备宽 18 米，长 75 米，拥有 14 个上包工位，268 个格口，主要应用于进出港快件的操作，实际每小时能够处理 2.4 万-3.6 万票快件。自动化分拣设备可以节约 80 人的人力，按照保底工资来计算，可以节省 336 万的人工成本，这还不包括食宿、社保等相关成本。自动化设备也有效降低了主观上出错的可能性，同时降低了对人员的管理难度。

考虑到目前该分拣中心的作业时间仅为 18:30-22:30，自动化设备上线后，增加操作时间的边际成本将非常低，假设作业时间延长到次日的 0:30，增加的两个小时仅需要维持数量较低的操作员即可带来 50% 的分拣增量。

此外，随着人口红利的逐步消除，未来分拣所需单个人力成本仍有上升趋势，并且在“双十一”等传统旺季，可能会出现因“用工荒”导致的成本陡然上升，这些都可以通过自动化的布局来解决。

我们认为，自动化分拣设备的启用，未来很有可能改变目前的揽件派送格局，使得分拣不再成为限制单量的因素，即使出现季节性或突发性行情，也可以通过增加每日配送次数的方式化解，能够有效打开各公司单量的天花板。

3.4、快运、冷链等 2B 领域布局：竞争压力不亚于快递

目前快递公司开始从 B2C 的快递业务，逐步走向了 B2B 端的快运、冷链、供应链业务。从快递公司的角度看，这些新的领域与现有的快递网络可以有所结合，能够更好的发挥网点的经营效率，不仅是快递业务的补充，也能为公司带来收入和利润的增量。

整体而言，物流的 B2B 领域相对分散，竞争激烈程度并不亚于快递行业，因此对公司的管理水平要求更高；短期来看，各家公司在新业务上的布局，并未明显带来利润上的增长，但长期来看确实为公司获取了更多的增长可能。

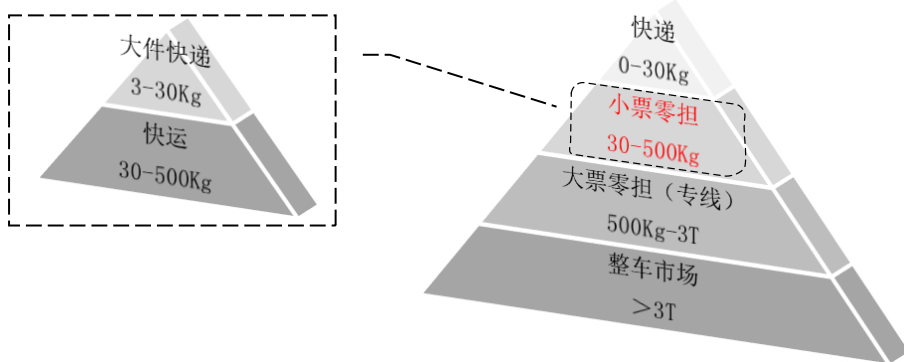
本段将对目前快递布局的几个行业进行简单分析，并尝试分析快递公司在新行业中的“胜率”。

3.4.1、快运：诸侯混战，各方均有登顶可能

物流金字塔反映了不同类型物流的形态和体量，越靠近顶部表示该子领域的单票收入较低，整体市场规模相对较小。

与快递相比，快运更加专注于 30-500KG 的产品，目前随着产品线的升级，部分快运公司的业务已经延伸到大件快递领域，加上部分快递公司逐步涉及大件快递和快运，快递与快运之间的界线正在逐渐走向模糊，当前市场仍主要通过单票重量来将两者进行区分。

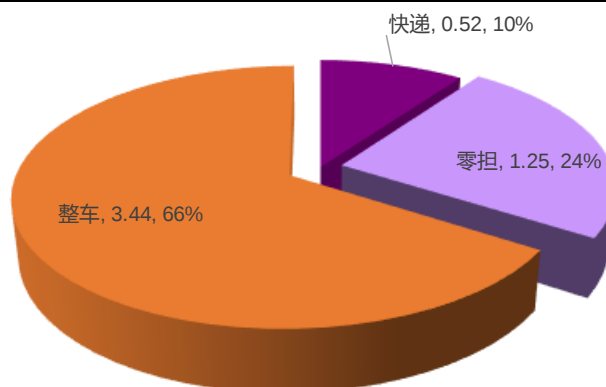
图 22：物流行业金字塔



资料来源：光大证券研究所

根据运联传媒测算，2017 年我国公路货运市场规模约 5 万亿，其中零担快运的规模为 1.25 万亿，占比 24%。据此我们假设零担增速为 10%，则 **2018 年零担快运的规模在 1.33 万亿左右**，按照 2018 年邮政局披露的快递营业收入 6000 亿来计算，快运营业规模是快递的两倍。

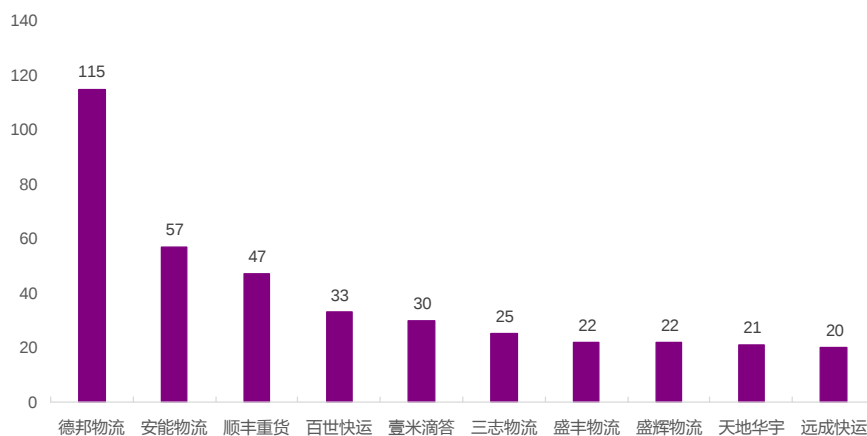
图 23：2017 年快递、零担、整车行业市场规模一览（单位：万亿元）



资料来源：运联传媒，光大证券研究所

但是与快递行业不同，快运行业十分分散。根据运联传媒数据，目前的行业龙头德邦股份 2017 年零担快运收入 117 亿元，份额不到整个零担行业的 1%；而其他几家紧随其后的公司，如安能、顺丰重货、百世快运、壹米滴答等，2017 年的营业收入均在 60 亿以下，**全行业 CR10 不足 3%**。

图 24：2017 年零担行业收入排行榜（单位：亿元）



资料来源：运联传媒，光大证券研究所

由于行业分散，快运公司的盈利情况并不好。从干线数据的效率来看，小而美的快递带来的经济效益远超过相对更重的快运，以官网披露的韵达、德邦的运费及时效数据为例，小型货车 2 吨载重吨从上海运往山东，满载快递将带来至少 1.6 万元收入，而满载物流重货，仅能带来 0.28 万元收入，相差约 5 倍，而且快递能够节省约一半的到货时间；而两者的干线运输成本基本没有区别，因此**剔除成本后的单车营业利润差距可能在 5 倍以上**。

表 13：韵达快递、德邦重货单价及时效比较（以上海发货为例）

区域	快递首重 1KG	快递续重 (每 KG)	时效 (小时)	物流重货单价 (每 KG)	物流重货时效 (小时)
江浙沪	6	1.5	24	0.6	24-48
安徽	8	4	24	0.85	36-60
山东	10	8	24	1.4	36-48
京津冀、华中、广东福建等	12	8	48	1.5	48-60
川晋琼、东三省	15	10	48	2.2-2.5	48-72
贵桂宁陕甘	18	12	48	2.2	60-72
内蒙、西藏	20	15	48	2.2-4	60-120
新疆	20	15	48	2.8	72-84

资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

快运相对更低的价格，导致其盈利能力明显弱于快递企业。虽然德邦目前已经开始布局快递业务，但其 70% 以上营业收入仍来自快运，因此我们这里将德邦作为快运行业标杆来考察其与快递企业的数据情况。

- 韵达是目前 A 股快递中盈利能力最好的公司，德邦在净利率、毛利率两项指标上均大幅落后于韵达，其中毛利率仅有韵达的一半左右，净利率仅为韵达的 1/5，当然除了行业本身外，也有两家公司收入计算方式不相同的原因。
- 顺丰、德邦均是以自营为主的公司，其收入计算方式基本相同，虽然德邦在 ROE 上小幅领先于顺丰，但毛利率仅有顺丰的 60%，净利率仅有约 1/3，很明显看出两家公司在盈利能力上的差距。

表 14：2017 年快运、快递企业盈利数据对比（单位：%）

项目	申通快递	韵达股份	圆通速递	顺丰控股	德邦股份	百世集团
净资产收益率	24.05	35.45	16.56	18.43	19.53	-
总资产净利率	17.74	19.71	11.43	9.34	8.94	-14.30
销售净利率	11.75	15.90	7.24	6.68	2.69	-6.14
销售毛利率	18.45	28.98	11.73	20.07	13.32	2.43

资料来源：Wind，光大证券研究所

很多投资者将快运市场类比为五年前的快递市场，导致大量资本进入，虽然快运企业目前盈利情况不佳。根据我们不完全统计，2017 年以来，一级市场对于快运公司融资总额已经超过 100 亿元。资本的进入，一方面加速了快运行业的整合，各路资本争相投资自己心目中未来的王者；另一方面，资本也使得目前的竞争更为激烈，以价换量、亏损运营在一级市场恐怕为常态，对稳健型的运营企业带来一定冲击。

表 15：2017 年以来快运一级市场投资情况整理

时间	公司名称	领投方	金额
2017.1	运满满	Tiger 老虎基金	7.85 亿元
2017.1	货拉拉	顺为资本	3 亿元
2017.5	货车帮	百度资本	10.21 亿元
2017.5	驹马物流	普洛斯 GLP	4.5 亿元
2017.8	货车帮	全明星投资	3.7 亿元
2018.1	福佑卡车	京东物流	1.5 亿元
2018.4	优速	未公布	未公布
2018.4	壹米滴答	远洋资本	5 亿元
2018.6	中通快运	红杉中国	超 1 亿美元
2018.4	满帮	软银	19 亿美元
2019.1	壹米滴答	博裕资本	18 亿元

资料来源：亿欧、光大证券研究所整理

以行业黑马壹米滴答为例，其创始于 2015 年，由几个区域专线龙头所创办，其于 2019 年 1 月 14 日宣布完成 D 轮 18 亿元融资，创中国零担物流单笔融资额记录的同时，已累计融资六轮，累计融资超过 30 亿元。

表 16：壹米滴答成立至今融资情况一览

时间	轮次	金额	投资方
2016.09.06	A 轮	近亿元	普洛斯隐山资本、源码资本、险峰长青
2016.12.06	A+轮	亿元及以上	凯辉基金、源码资本、普洛斯隐山资本、险峰长青
2017.07.16	B 轮	3 亿元	鼎晖投资、普洛斯隐山资本、源码资本、险峰长青、GVC、拓锋投资
2017.12.25	B+轮	亿元及以上	国开国际、联峰投资
2018.04.23	C 轮	5 亿元	远洋资本、厚朴投资、普洛斯隐山资本、源码资本
2019.1.14	D 轮	18 亿元	博裕资本、厚朴投资、普洛斯隐山资本、源码资本

资料来源：壹米滴答官网、光大证券研究所整理

扩张模式上，壹米滴答在运营模式、甚至门店布局上，都大幅借鉴德邦快运，通过股权置换、现金收购等措施，采取直营与加盟结合的模式，以直营的方式管理加盟商。

产品线上，2018 年 7 月，壹米滴答推出了小票拳头产品，即 5-60kg「壹米小件」和 60-150kg「滴答到门」的快运产品组合，聚焦于电商大包裹、小票零担、大票零担、整车物流等综合型物流服务，与德邦等龙头企业基本业务模式一致。

同时，大量资本的加持，使得壹米滴答飞速成长。2015 年起网之初，壹米滴答全网日均货量约 0.7 万吨；截至 18 年 6 月，已达 3.07 万吨，相比于 2015 年初创，实现了 4 倍多的增长。由此可见，由于市场看好快运未来发展，且行业集中度较低，资本进入意愿很强，这为快运行业短期的集中度、利润率等带来了更大的挑战，因此我们认为快运行业要实现寡头垄断，其路程可能比快递要漫长的多。

表 17：壹米滴答业务数据一览

	2015	2016	2017	2018	2019.03
省区	12	21	31	33	33
省区覆盖率 (%)			100	100	100
区县覆盖率 (%)			86	88	90
网点 (个)	912	1800	5150	10000	12000
区县 (个)	825		2000		
线路 (条)	1432	1600	3800	3800 以上	3800 以上
车辆		2600	3100	3700	5000
分拨点	8		130	179	189
操作场地 (万平方米)		60	60 以上	70 以上	70 以上

资料来源：壹米滴答官网，光大证券研究所

目前国内较大的公司均已加入快运竞争体系中，快运的网络和快递网络的形式上有很多的相似性，比如同样需要网络布局及终端配送，尤其是在干线上与快递有很强的协同性，大小件结合理论上能够有效提升干线运输装载率。

但是快运与快递也具有一些不可调和的差异性：

- 一方面，由于快运大部分重量和体积明显高于快递，且很难做到标准化，所以在物流流程，尤其在分拣上与快递存在比较大的区别，一般需要人工分拣，而目前快递正在从半自动化分拣，逐步推进到全自动化分拣，因此目前已建立的分拣设备可能无法在快运上进行使用。
- 另一方面，同样限制于重量和体积，快运在配送过程中一般需要使用物流车，配送成本较高，与当前快递的配送也有较大的差异。

表 18：目前快递企业均已涉足快运行业

参与时间	公司名称	产品
2012	百世快运	惠心件：5-60KG 大件物流，50KG 以下免费上楼 S3 电商大件：60-180KG S10 标准小票零担：180-600KG，王牌产品 T 托盘运输：600KG 以上
2015 2018	顺丰速运	重货快运：>20KG 的高端航空快运产品 重货专运：提供整车货物运输 重货包裹：20-100KG 大件包裹（高端） 小票零担：100-500KG 兼顾时效与价格（经济） 收购新邦物流，建立“顺心捷达”快运品牌：中低端
2016	中通快运	小票零担：10-300KG/大票零担：300KG 以上
2017	圆通速递	试运行快运业务
2017	韵达快运	电商大件：30-100KG 小票零担：100-500KG/大票零担：500KG 以上
2017	申通快递	携手快捷快递成立申通快运，次年 4 月暂缓推进

资料来源：公司公告，光大证券研究所

我们认为，快运行业竞争程度明显高于集中度较高的快递行业，除了要面临现有对手的冲击外，还要不断的面对资本市场支持的全新进入者的挑战。我们认同部分一级投资者的观点，即目前快运市场非常像五年前的快递市场，但我们认为由于集中度太低，其整合期会更长。

3.4.2、冷链物流：空间巨大，但缺乏标准化

冷链物流按照不同的温度区间，可以区分为冷藏（Chilled，2℃），冷冻（Frozen，-18℃）和速冻（Deep-Frozen，-29℃）。其适用商品主要有新鲜的农产品、海产品、冷冻食品、化学品和药品。此外，一些精密电子元器件有时也需要冷链物流提供支持。

表 19：部分常见商品需要冷藏、速冻运输

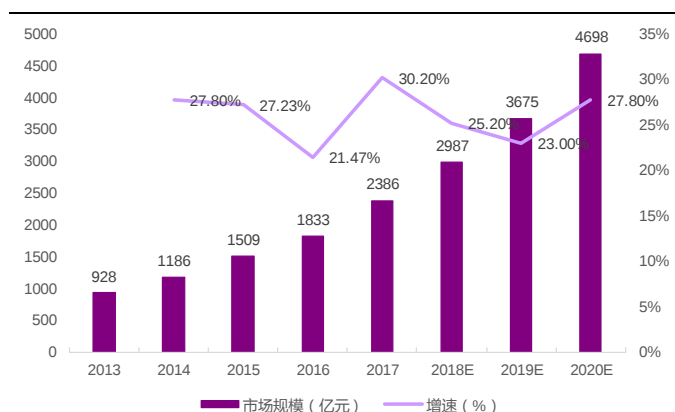
类型	产品	储存温度	运输温度		展售柜温度
			中长途直达运输	短途配送 (<5H)	
水果	草莓/葡萄/樱桃/李子/桃	0℃-3℃	0℃-3℃	5℃-12℃	0℃-3℃
蔬菜	菠菜/油菜/芥兰/大蒜	0℃-2℃	0℃-2℃	5℃-12℃	0℃-2℃
肉蛋制品	冷冻肉类/冷冻加工腌制肉/冷冻蛋品	-18℃以下	-18℃以下	-12℃以下	-12℃以下
	冷藏肉类-新鲜肉类/冷藏加工腌制肉/冷藏蛋品	4℃以下	4℃以下	4℃以下	4℃以下
水产品	冷冻水产品/冷冻水产加工品	-18℃以下	-18℃以下	-12℃以下	-12℃以下
	冷藏水产品/冷藏水产加工品/冷藏加工腌制品	4℃以下	4℃以下	4℃以下	4℃以下
	超低温冷冻水产品	-40℃以下	-40℃以下	-30℃以下	-30℃以下
其他类产品	冷冻调理食品/奶油	-18℃以下	-18℃以下	-12℃以下	-12℃以下
	冷藏调理食品/液态奶类/冷藏烘焙食品	5℃以下	5℃以下	5℃以下	5℃以下
	奶油	-18℃以下	-18℃以下	-12℃以下	-12℃以下
	冰淇淋	-25℃	-25℃	-23℃以下	-18℃以下

资料来源：天津市地方标准《冷链物流、温度检测与要求规范》，光大证券研究所整理

目前全球冷藏运输市场逐年成长，而随着国内消费能力的提升，以及生鲜电商依托移动互联网逐渐成熟，对于冷链的客观需求不断提升。**2017 年中国冷链物流市场规模为 2386 亿元**，根据《中国冷链发展报告》的预期，预计 2020 年，市场规模将达到 4700 亿元，**年增速保持在 25% 左右**。

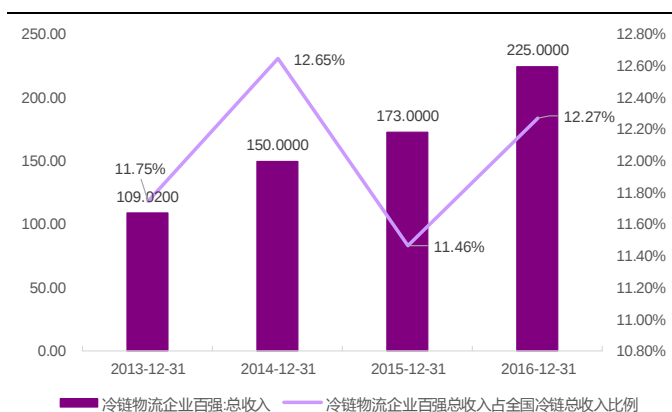
与快运类似，冷链物流的市场相当分散。中物联冷链委数据显示，**2016 年我国冷链物流百强企业总收入为 225 亿元，占全国冷链市场份额为 12.27%**，且此比例自 2013 年以来一直未有明显增加，另外目前我国沪深两市还没有以冷链物流运营为主营业务的企业，仅有部分企业在新三板上市，侧面证明当前冷链企业规模较小。

图 25：冷链行业规模及预测



资料来源：《中国冷链发展报告》

图 26：冷链百强收入总量及行业占比



资料来源：中物联冷链委，光大证券研究所

冷链运输的利润率低于快递，但显著高于传统物流板块，一定程度体现了冷链物流的经营壁垒。盈利能力方面，我们考察了三板部分公司 2017 年的净利润情况，三板冷链企业的净利率中位数为 5.88%，仅为快递企业净利润中位数的一半左右，但显著高于传统物流企业的 0.75% 净利率。

表 20：2017 年三板冷链公司与快递、传统物流净利率对比

冷链物流			快递行业			传统物流		
公司名称	毛利率	净利率	公司名称	毛利率	净利率	公司名称	毛利率	净利率
海航冷链	10.96%	5.03%	顺丰控股	20.07%	6.68%	怡亚通	6.51%	0.86%
小田冷链	27.27%	7.57%	中通速递	18.45%	11.75%	象屿股份	2.32%	0.49%
中冷物流	9.91%	0.62%	圆通快递	11.73%	7.24%	瑞茂通	7.43%	1.91%
浩嘉冷链	15.09%	1.05%	韵达股份	28.98%	15.90%	飞马国际	0.85%	0.52%
万泽冷链	25.73%	6.58%	中通快递	33.27%	24.19%	建发股份	6.43%	2.21%
星驿物流	31.94%	0.77%				物产中大	2.58%	1.06%
中位数	20.41%	3.04%		20.07%	11.80%		4.51%	0.96%
平均数	20.15%	3.60%		22.50%	13.16%		4.35%	1.18%

资料来源：Wind，光大证券研究所

冷链企业缺少标准化，龙头企业拥有制定更利于自己行业标准的潜在优势。

我国冷链物流行业发展滞后于美日等发达国家，我国冷链物流企业以运输、仓储和综合性企业为主，并且运输型企业也兼有仓储业务，仓储类企业也兼有运输业务，同时也提供分拣、配送、加工等服务，导致这些企业之间差异化不大，同质化严重，致使行业竞争激烈，在标准化程度低的情况下展现出无序化的竞争。而美国，其冷链物流水平处于世界前列，产业集中度很高，它的优势主要在于交通运输网络完备、冷链企业分工明确、科技水平高等方面。

这给予我们一些启示，冷链物流的龙头企业可以利用自己的市场、资金优势，率先布局运输网络，加大科技化投入，明确自身的竞争优势，发展其在产业中的优势业务以扩大市场份额。同时参与行业标准的制定，不仅能够实现行业的标准化，同时也能为自己获取一些潜在的竞争优势。

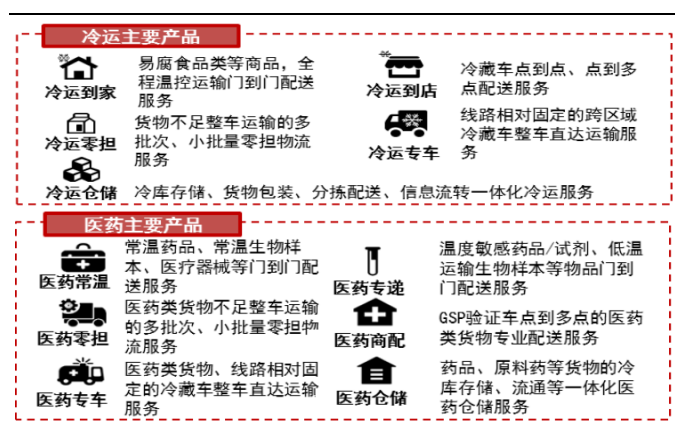
顺丰冷链 18H1 增速达到 47.71%，位列冷链企业第二。

截止 2018 年 6 月底，顺丰控股冷运网络已覆盖 139 个城市及周边地区，拥有 51 座食品冷库，食品冷库运营面积 23.4 万平米，拥有自有冷藏车 681 台、123 条食品运输干线。

顺丰控股医药网络覆盖 132 个地级市、962 个区县，拥有 3 个 GSP 认证医药仓，医药冷库运营面积 2.98 万平米，拥有 24 条医药运输干线，通过 GSP 验证医药自有冷藏车 209 台。

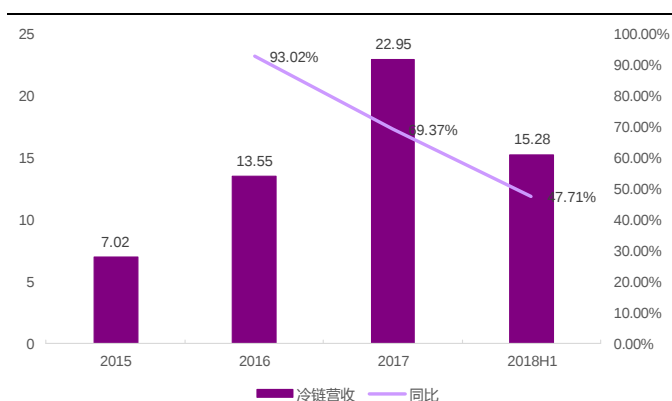
2018 年上半年，食品冷运及医药业务实现营业收入达 15.28 亿，占营收比重 3.60%，同比增长 47.71%，保持快速增长。

图 27：顺丰冷链产品种类一览



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 28：顺丰冷链收入规模保持高速增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 21：2017 年顺丰冷链位居市场第二

排名	2017 年百强前十	2016 年百强前十
1	希杰荣庆物流供应链有限公司	希杰荣庆物流供应链有限公司
2	顺丰速运有限公司	河南鲜易供应链股份有限公司
3	河南鲜易供应链股份有限公司	顺丰速运有限公司
4	上海郑明现代物流有限公司	漯河双汇物流投资有限公司
5	上海领鲜物流有限公司	上海领鲜物流有限公司
6	漯河双汇物流投资有限公司	上海安鲜达物流科技有限公司
7	上海安鲜达物流科技有限公司	海航冷链控股股份有限公司
8	夏晖物流（上海）有限公司	夏晖物流（上海）有限公司
9	海航冷链控股股份有限公司	大昌行物流
10	江苏辉源供应链管理有限公司	招商美冷（香港）控股有限公司

资料来源：中国物流与采购联合会，光大证券研究所

同时，加盟快递企业同样也在冷链方面有所布局，虽然目前体量都相对较少，但借助目前的网络优势，考虑到当前冷链需求的快速成长，我们认为冷链业务将成为顺丰未来新的增长点。

表 22：加盟快递企业冷链发展情况一览

快递公司	冷链发展情况
申通快递	2017 年度先后引进 8 家 B2B 仓储客户产品为牛羊肉、冰激凌、冷饮、鲜奶等。引进冷链配送类客户 75 家，分别为：商超类、经销商、仓储型、门店类等。目前配送方面，总发货车次 2700 车次，配送区域上海 95%，华东区域 4%，其他 1%。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 2100 余件，平均日出库量 2700 余件。
圆通速递	2017 年，圆通速递推出圆通冷运，通过“三大核心科技”“六大服务标准”打造“鲜仓”、“鲜运”、“鲜配”一站式冷链配送服务体系。据圆通官网数据显示，目前，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。主要产品有：圆通鲜仓——冷链仓储服务、圆通鲜运——B2B 同城低温运输、圆通鲜配——B2C 同城低温宅配。
中通快递	2016 年 7 月推出的“优鲜送”服务，区别于其他普通件的寄递服务，主要是对于生鲜、水果等具有较高时效和安全性要求较高的产品服务。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。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

我们认为，相比于快运而言，冷链的发展是值得期待的：

- 行业仍处于初期成长状态，很多参与者尚未形成完善的盈利模式，且大量的冷链需求尚未被满足。
- 行业具备一些门槛，包括制冷技术、稳定的客户资源等，前期参与者容易通过资本投资形成竞争壁垒。
- 行业尚未形成统一化和标准化，排名靠前的企业有大概率参与制定符合自身发展方向的行业标准。

3.5、战略总结

整体而言我们认为：

- 当前自动化布局是快递公司形成竞争壁垒的重要手段，是龙头企业必须坚持的战略之一。
- 航空件、冷链的业务利润率相对较高，比较适合快递公司投资。
- 快运行业处于混战之中，虽然与快递协同性较高，但利润率不佳，我们认为快递企业在投资中需要相对谨慎。
- 而国际件由于已经被外企垄断，且自营模式投资过大，不太适合国内加盟快递企业布局。

表 23：快递公司现有战略总结

	市场规模 (2017 年)	集中度	盈利情况 (毛利率)	是否值得投资 (1-5 分)
国际件	700 亿件	寡头垄断	10%左右	2
航空件	-	寡头垄断	36% (测算值)	4
自动化	-	-	-	5
快运	1.25 万亿	极度分散	10%-15%	3
冷链	0.24 万亿	极度分散	15%-25%	4

资料来源：Wind、运联传媒、光大证券研究所

注：打分存在分析师主观判断成分，仅供参考

4、估值与投资建议

看未来 5 年，即使面对边际上增速的下滑，快递行业仍能够保持收入增速超 20%，增速不达预期的风险亦相对较低。鉴于近期市场回暖，成长性行业估值得到修复，我们上调快递行业评级至“买入”。我们重点推荐圆通速递、申通快递，并建议关注韵达股份、顺丰控股。

4.1、圆通速递（600233.SH）：看好航空及 B 网布局，首次给予“买入”评级

圆通速递有限公司创立于 2000 年 5 月，于 2016 年借壳大杨创世上市，得以登陆 A 股市场，圆通速递位列“中国民营企业 500 强”、“中国民营企业服务业 100 强”，先后被评为国家 5A 级物流企业等，获得中国物流社会责任贡献奖等荣誉。

圆通自成立以来，在市场规模上一直处于前列，2016 年一度超越申通成为行业第一。2018 年圆通完成业务量 66.65 亿件，同比增长 31.62%，领先于行业增速；18Q3 公司实现收入 185.23 亿元，同比增长 44.74%，实现归母净利润 12.05 亿，同比增长 21.52%。

投资要点

圆通在战略层面独辟蹊径：一方面，圆通是目前国内除顺丰外唯一拥有航空机队的公司，在高端件、国际件领域明显步伐快于其他加盟快递；另一方面，圆通在体外培育高端件 B 网，未来势必将与顺丰直接竞争，有助于提升公司的盈利水平和竞争壁垒。

关键假设

- 1、2018 年业务量增速为 31.62%，考虑到单价下滑，收入增速应慢于单量增速，我们假设 2018-2020 年国内快递时效产品收入增速分别为 26%、25%、24%；
- 2、国际件 2017 年开始投入，目前处于快速发展期，假设 2018-2020 年国际快递产品收入增速分别为 50%、30%、25%；
- 3、货代业务同样为 2017 年新增，目前处于快速发展期，货代业务 18H1 已实现 15.84 亿收入，我们假设 2018 年全年货代收入为 31.68 亿，同时假设 2019、2020 年货代服务收入增速分别为 60%、50%。

业绩预测

我们预测圆通速递 2018-2020 年营业收入分别为 276 亿、357 亿、455 亿元，同比增速分别为 38.30%、29.07%、27.48%，毛利率分别为 12.42%、12.28%、12.14%。归母净利润分别为 17.70 亿、24.02 亿、30.41 亿，同比增速分别为 22.67%、35.76%、26.59%。

表 24：圆通速递业务拆分预测（百万元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
国内时效产品	16,214.00	18,505.00	23,316.30	29,145.38	36,140.27
YOY	39.90%	14.13%	26%	25%	24%
国际快递产品		11,600.00	17,400.00	22,620.00	28,275.00
YOY			50%	30%	25%
货代服务		669.00	3,168.00	5,068.80	7,603.20
YOY			374%	60%	50%
增值服务	80.00	74.00	66.60	63.27	62.00
YOY	-3.89%	-7.50%	-10%	-5%	-2%
其他业务	61.00	79.69	239.07	358.61	430.33
YOY	-17.70%	30.64%	200%	50%	20%
其他非主营业务	463.00	535.00	668.75	802.50	946.95
YOY	32.66%	15.55%	25%	20%	18%
收入合计	16,818.00	19,980.69	27,632.72	35,664.75	45,465.50
YOY	39.04%	18.81%	38.30%	29.07%	27.48%
总成本	14,539.57	17,636.75	24,199.97	31,286.75	39,946.05
YOY		21.30%	37.21%	29.28%	27.68%
毛利	2,278.43	2,343.94	3,432.75	4,378.00	5,519.44
毛利率	13.55%	11.73%	12.42%	12.28%	12.14%
净利润	1,371.94	1,442.69	1,769.71	2,402.48	3,041.21
YOY		5.16%	22.67%	35.76%	26.59%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

投资评级：

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 0.63、0.85、1.08 元，当前股价对应 PE 为 21X、15X、12X。公司 PE 估值低于同类可比公司平均估值，考虑到公司的高成长性，且未来有逐年下滑可能，给予公司 0.8 倍 PEG 估值，对应公司 2019 年 24 倍 PE 估值，目标价 20.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

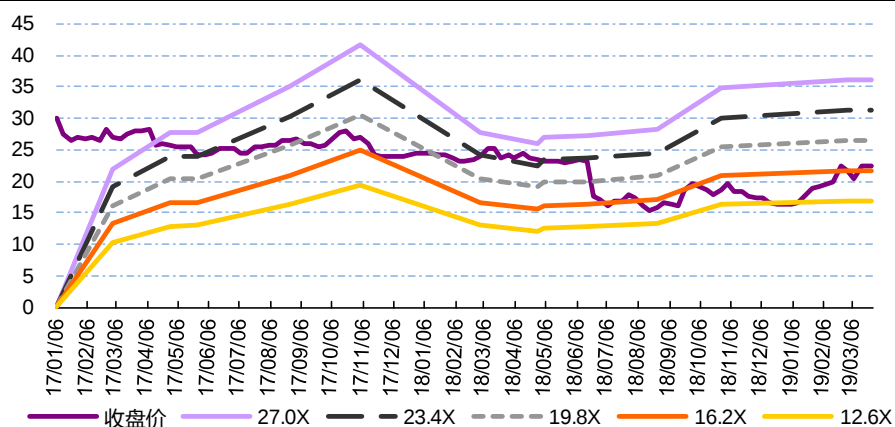
表 25：同行业可比公司估值（收盘价为 2019 年 3 月 22 日）

代码	证券	收盘价 (元)	EPS(元)				PE				18-20 CAGR	PEG
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
002120	韵达股份	36.50	1.31	1.45	1.52	1.86	28	25	24	20	13.35%	1.88
002352	顺丰控股	34.54	1.08	1.03	1.17	1.42	32	34	29	24	17.41%	1.93
002468	中通快递	22.55	0.97	1.39	1.47	1.75	23	16	15	13	12.35%	1.32
行业平均								25	23	19	14.37%	1.74
600233	圆通速递	13.05	0.51	0.63	0.85	1.08	26	21	15	12	30.93%	0.67

资料来源：Wind，圆通速递数据来自光大证券研究所预测，其余数据来自 Wind 一致预期

注：顺丰控股 2018 年报已披露，其余公司 2018 年 EPS 为预测值

图 29：圆通速递历史估值（PE、最新年报）



资料来源：Wind，光大证券研究所

风险分析

- 1、经济下行影响消费者购物意愿，导致网络购物增速降低，进而导致快递单量增速下降，影响快递业务量；
- 2、天猫、拼多多等大客户自身经营增速下滑的风险；
- 3、加盟网络不稳定的风险，包含加盟商爆仓、分拨中心瘫痪等；
- 4、重大安全事故风险；

表 26：圆通速递财务数据和估值分析

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	16,818	19,982	27,635	35,667	45,469
营业收入增长率	1752.63%	18.82%	38.30%	29.07%	27.48%
净利润（百万元）	1,372	1,443	1,770	2,402	3,041
净利润增长率	2938.96%	5.16%	22.67%	35.76%	26.59%
EPS（元）	0.49	0.51	0.63	0.85	1.08
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.72%	15.65%	16.54%	19.03%	20.14%
P/E	29	28	21	15	12
P/B	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 3 月 22 日

4.2、申通快递（002468.SZ）：估值修复空间最大，首次给予“买入”评级

申通快递创立于 1993 年，是最早成立的快递公司，可是目前加盟快递领域的“老大哥”。截至 2018 年 6 月，公司拥有独立网点及分公司超 2000 家，乡镇网点 15000 余家，直属与非直属转中心及航空部 90 余个，从业人员超过 30 万人，快递网络几乎覆盖全国各个区县。申通于 2016 年借壳艾迪西上市，登陆 A 股市场。

申通快递成立时间早，具有明显的先发优势，从创立到 2015 年市场规模一直排名第一。根据公司业绩预告，2018 年申通完成业务量 51.12 亿件，同比增长 31.14%，领先于行业增速；实现收入 170.14 亿元，同比增长 34.42%，实现归母净利润 20.45 亿，同比增长 38.08%。

投资要点

申通上市以来，通过理顺内部管理机制，并加强了对经销商的管理，能明显看到公司在 2018 年下半年开始单量增速明显回升，未来有望缩小在增速上与兄弟公司的差距。申通是加盟快递中估值最低的标的，是行业内的价值洼地，我们认为阿里近期入股申通，一方面看好申通的成长性，一方面也是认为申通当前估值较低值得投资。

关键假设

- 1、目前申通已经走出低谷，行业增速不断提升，19M1 收入增速已达到 39.71%，我们假设 2018-2020 年面单服务收入增速分别为 22%、28%、28%；
- 2、同理，我们假设 2018-2020 年派送服务收入增速分别为 19%、28%、28%；
- 3、公司自 2018 年起，减少物料搭售比例，以降低加盟商成本，导致物料收入有所下滑，我们假设 2018-2020 年物料收入增速分别为-15%、-10%、-8%。

业绩预测

我们预测申通快递 2018-2020 年营业收入分别为 151 亿、193 亿、247 亿元，同比增速分别为 19.46%、27.78%、27.85%，毛利率分别为 20.40%、19.24%、19.40%。归母净利润分别为 19.82 亿、23.74 亿、28.77 亿，同比增速分别为 33.20%、19.79%、21.20%。

表 27：申通快递业务拆分预测（百万元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
面单服务	2,131.48	2,784.51	3,397.10	4,348.29	5,565.81
YOY		30.64%	22%	28%	28%
派送服务	7,633.78	9,771.01	11,627.50	14,883.20	19,050.50
YOY		28.00%	19%	28%	28%
物料收入	111.59	90.27	76.73	69.06	63.53
YOY		-19.11%	-15%	-10%	-8%

其他收入	10.47	11.45	19.35	21.29	23.20
YOY	-77.22%	9.33%	69%	10%	9%
收入合计	9,887.32	12,657.24	15,120.69	19,321.84	24,703.05
YOY		28.01%	19.46%	27.78%	27.85%
毛利润	1,968.46	2,335.50	3,084.30	3,717.41	4,792.90
毛利率	19.91%	18.45%	20.40%	19.24%	19.40%
净利润	1,261.65	1,487.84	1,981.73	2,373.93	2,877.21
YOY		17.93%	33.20%	19.79%	21.20%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

投资评级：

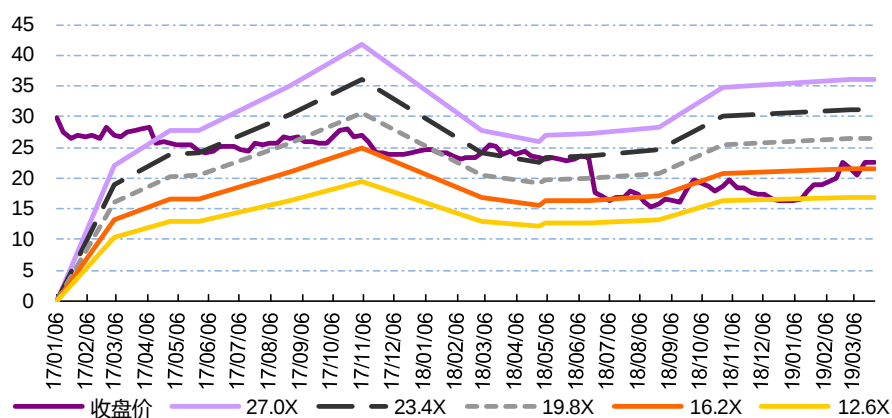
我们预计公司 2018-2020 年 EPS 1.30、1.55、1.88 元，当前股价对应 PE 为 17X、15X、12X。公司 PE 估值低于同类可比公司平均估值，我们认为阿里入驻后，会进一步提升公司经营管理水平，增速及利润率水平平均会有所提高。剔除 2018 年丰巢出售的非经常性损益，我们测算 2018-2020 年 CAGR 为 30.82%，考虑到公司的高成长性，且未来有逐年下滑可能，给予公司 0.8 倍 PEG 估值，即对应 2019 年 24 倍 PE 估值，目标价 37.20 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 28：同行业可比公司估值（收盘价为 2019 年 3 月 22 日）

代码	证券	收盘价 (元)	EPS(元)				PE				18-20 CAGR	PEG
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
002120	韵达股份	36.50	1.31	1.45	1.52	1.86	28	25	24	20	13.35%	1.88
002352	顺丰控股	34.54	1.08	1.03	1.17	1.42	32	34	29	24	17.41%	1.93
600233	圆通速递	13.05	0.51	0.63	0.76	0.90	26	21	17	15	19.85%	1.05
行业平均								27	24	19	16.87%	1.57
002468	中通快递	22.55	0.97	1.30	1.55	1.88	23	17	15	12	20.26%	0.86

资料来源：Wind，中通快递数据来自光大证券研究所预测，其余数据来自 Wind 一致预期

注：顺丰控股 2018 年报已披露，其余公司 2018 年 EPS 为预测值

图 30：中通快递历史估值（PE、最新年报）

资料来源：Wind，光大证券研究所

风险分析

- 1、经济下行影响消费者购物意愿，导致网络购物增速降低，进而导致快递单量增速下降，影响快递业务量；
- 2、天猫、拼多多等大客户自身经营增速下滑的风险；
- 3、加盟网络不稳定的风险，包含加盟商爆仓、分拨中心瘫痪等；
- 4、重大安全事故风险；

表 29：申通快递财务数据和估值分析

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	9,881	12,657	15,121	19,322	24,703
营业收入增长率	583.01%	28.10%	19.46%	27.78%	27.85%
净利润（百万元）	1,262	1,488	1,983	2,378	2,885
净利润增长率	32528.38%	17.93%	33.29%	19.93%	21.31%
EPS（元）	2.99	3.53	1.30	1.55	1.88
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.18%	22.03%	23.53%	22.69%	22.32%
P/E	27	23	17	15	12
P/B	1.9	1.5	1.2	1.0	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 3 月 22 日

4.3、韵达股份（002120.SZ）：增速名列前茅，首次给予“增持”评级

韵达快递成立于 1999 年，是快递行业领军企业之一。截止 2018 年 6 月，公司已开通网点 4444 家，较 2017 年底增长 62.37%，网络覆盖进一步加密，场地面积 25 万平米，开通线路 544 条，基本覆盖全国各个区县。韵达于 2016 年借壳新海股份上市，登陆 A 股市场。

韵达自上市以来，通过较强的管理能力和网络优化能力，实现了业务量、收入的大幅增长；公司 2016、2017、2018Q1-Q3 收入增速分别为 45.44%、35.86%、35.23%，扣非净利润增速分别达到 65.75%、33.71%、23.99%。2018 年公司完成快递单量 69.85 亿，同比增长 47.99%，领跑行业。

投资要点

从 2019M1 的经营数据来看，韵达依旧保持了强劲的增长势头，2019 年仍有望实现单量 40%以上的增长，继续领跑行业；深入来看，韵达的加盟商管理能力，优质客户的获取能力比较强，信息系统、自动化的建设也领先于申通、圆通，为其长期高速增长打下了坚实基础。

关键假设

- 1、面单收入与快递单量相关，参考 2018 年快递单量增速 47.99%，我们假设 2018-2020 年面单服务收入增速分别为 40%、37%、35%；

2、同样，参考 2018 年单量增速，以及 2018H1 中转服务增速 30%，我们假设 2018-2020 年中转服务收入分别为 35%、33%、30%；

3、参考 18H1 物料收入增速 19.10%，且公司未执行减少物料搭售的政策，我们假设 2018-2020 年物料收入增速分别为 25%、22%、28%；

4、2018-2020 年，借助现有网络，新开展的快运收入增速分别为 1272%、100%、50%；

5、2019 年起公司将派送收入纳入公司收入体系，参考公告披露的 1 月快递单价，我们假设派送收入纳入后整体收入将增加 70%，即 2019 年新增派送收入 130.66 亿，并假设 2020 年增长 35%。

业绩预测

我们预测韵达股份 2018-2020 年营业收入分别为 138 亿、317 亿、423 亿元，同比增速分别为 38.60%、129.29%、33.14%，毛利率分别为 29.90%、19.81%、20.68%。归母净利润分别为 26.19 亿、26.09 亿、38.67 亿，同比增速分别为 64.80%、-0.38%、48.23%。

表 30：韵达股份业务拆分预测（百万元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
派送收入 (2019 年新增)				13,066.64	17,639.96
YOY					35%
面单销售	2,923.18	3,429.95	4,801.93	6,578.65	8,881.17
YOY	48.26%	17.34%	40%	37%	35%
中转收入	3894.59	5,697.25	7,691.28	10,229.41	13,298.23
YOY	34.26%	46.29%	35%	33%	30%
特许收入	28.89	13.32	17.31	22.16	28.36
YOY	134.75%	-53.92%	30%	28%	28%
物料销售收入	318.39	488.99	611.24	745.71	954.51
YOY	132.47%	53.58%	25%	22%	28%
快运收入		22.70	311.50	623.00	934.49
YOY			1272.12%	100%	50%
其他收入	184.66	333.36	406.70	467.71	514.48
YOY	481.53%	80.52%	22%	15%	10%
收入合计	7,349.71	9,985.57	13,839.97	31,733.27	42,251.21
YOY	45.44%	35.86%	38.60%	129.29%	33.14%
毛利润	2,289.89	2,893.87	4,138.22	6,285.96	8,738.80
毛利率	31.16%	28.98%	29.90%	19.81%	20.68%
净利润	1,177.22	1,589.32	2,619.22	2,609.28	3,867.64
YOY		35.01%	64.80%	-0.38%	48.23%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（因收入计算方式变化，2019 年新增派送收入）

投资评级：

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 1.53、1.52、2.26 元，当前股价对应 PE 为 24X、24X、16X。虽然公司 PE 估值高于行业内其他公司，但是目前市场增速最快的快递公司；2018 年公司存在处置丰巢的一次性收益，剔除后我们预测 18-20 年 CAGR 为 33.28%，且看未来 5 年，利润增速有下滑可能，给予公司 0.8 倍 PEG 估值，对应 2019 年 27 倍 PE 估值，目标价 41.04 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 31：同行业可比公司估值（收盘价为 2019 年 3 月 22 日）

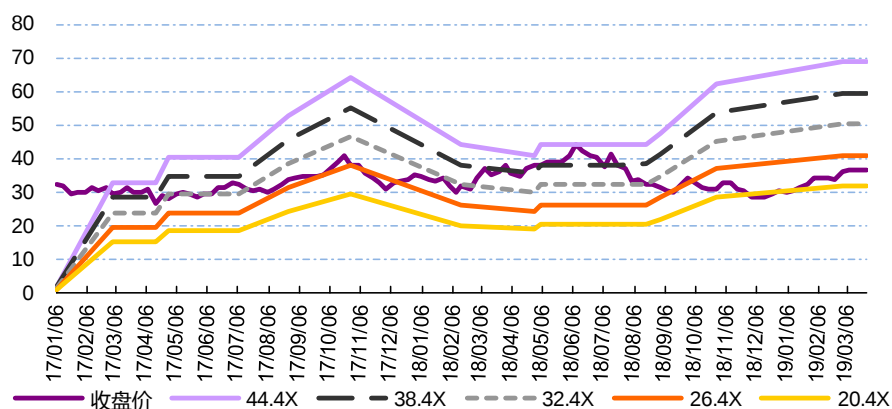
代码	证券	收盘价 (元)	EPS(元)				PE				18-20 CAGR	PEG
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
002468	申通快递	22.55	0.97	1.39	1.47	1.75	23	16	15	13	12.35%	1.32
002352	顺丰控股	34.54	1.08	1.03	1.17	1.42	32	34	29	24	17.41%	1.93
600233	圆通速递	13.05	0.51	0.63	0.76	0.90	26	21	17	15	19.85%	1.05
行业平均							24	21	17	17	16.53%	1.42
002120	韵达股份	36.50	1.31	1.53	1.52	2.26	28	24	24	16	21.52%	1.11

资料来源：Wind，韵达股份数据来自光大证券研究所预测，其余数据来自 Wind 一致预期

注：剔除 2018 年 6 月出售丰巢股权的一次性税后收益 4.4 亿，韵达 18-20CAGR 为 33.28%。

注：顺丰控股 2018 年报已披露，其余公司 2018 年 EPS 为预测值

图 31：韵达股份历史估值（PE、最新年报）



资料来源：Wind，光大证券研究所

风险分析

- 1、经济下行影响消费者购物意愿，导致网络购物增速降低，进而导致快递单量增速下降，影响快递业务量；
- 2、天猫、拼多多等大客户自身经营增速下滑的风险；
- 3、加盟网络不稳定的风险，包含加盟商爆仓、分拨中心瘫痪等；
- 4、重大安全事故风险；

表 32：韵达股份财务数据和估值分析

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	7,350	9,986	13,840	31,733	42,251
营业收入增长率	650.34%	35.86%	38.60%	129.29%	33.14%
净利润（百万元）	1,177	1,589	2,619	2,609	3,868
净利润增长率	2263.06%	35.01%	64.80%	-0.38%	48.23%
EPS（元）	0.69	1.31	1.53	1.52	2.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.53%	30.50%	34.68%	26.66%	29.23%
P/E	55	29	24	24	16
P/B	17.3	12.4	8.6	6.6	4.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 3 月 22 日

4.4、顺丰控股（002352.SZ）：重资产强壁垒，多元业务带来长期增长潜力，首次给予“增持”评级

顺丰成立于 1993 年，从创立初始就坚持全自营模式运营，形成了强大的竞争壁垒。经过多年潜心经营和前瞻性战略布局，顺丰控股已形成拥有“天网+地网+信息网”三网合一、业务覆盖全国 336 个地级市、2727 个县区级城市，近 1.4 万个自营网点。国际业务方面，国际标快/国际特惠业务涉及美国、欧盟、俄罗斯、加拿大、日本、韩国、东盟、印度、巴西、墨西哥、智利等 53 个国家；国际小包业务覆盖全球 225 个国家及地区。

- 天网：截止 2018 年底，公司共拥有 50 架全自由货机，租赁 16 架全货机，航线 65 条，覆盖 43 个国内主要城市及大阪、胡志明市、纽约、新加坡等 11 个国际站点，日均班次达到 4196 航次；航空合计发送 124 万吨，合计 8 亿票；
- 地网：顺丰控股拥有 9 个枢纽级中转场，49 个航空、铁路站点，143 个片区中转场，330 个集散点，其中 44 个中转场已投入使用全自动分拣系统，最大中转场全自动分拣设备分拣能力峰值可达 15 万件/小时，确保快件准时、安全送达。自营及外包干支线车辆合计约 3.5 万辆，末端收派车辆合计 7.6 万辆，开通干、支线合计超过 9.7 万条。此外，积极寻求与铁总合作，开通高铁线路 82 条，普列线路 127 条，陆运网络遍布全国。公司 2018 年陆路运输快递业务量为 30 亿票，占公司总快递业务完成量的 77.3%，铁路等其他运输方式完成业务 0.5 亿票，占公司总快递业务完成量的 1.2%。

在产品方面，顺丰以差异化的高端商务件为抓手，相比于加盟快递更重视运输速度和服务质量，打造了行业内的最高单价；同时，结束全自营网络，公司近年来也逐步开始拓展重货、冷链、同城配等业务，多点开花为公司长期盈利增长提供了新动能。

投资要点

顺丰作为主打高端产品的全自营快递，其优势在于单价、单件利润等数字大幅领先于行业，但劣势在于整体单量以及增速明显低于行业。目前顺丰一方面通过经济产品切入天猫电商领域，为部分重视配送质量的品牌方提供服务，一方面也积极进军快运、重货、冷链等领域，发展路径类似美国的 Fedex，最终目标是打造全产业链的物流企业，而非仅限于快递领域。

因此我们认为，顺丰短期会存在增速、估值的压力，但从长期看仍具有非常强的竞争力，且经营壁垒雄厚很难出现综合性的挑战者。

关键假设

- 1、商务件增速受到经济影响有所下滑，我们假设 2019-2021 年时效产品收入增速分别为 14%、13%、12%；
- 2、经济产品相对单价较低，主要为抢占部分电商份额，目前发展迅速，我们假设 2019-2021 年经济产品收入增速分别为 33%、31%、30%；
- 3、重货业务快速扩张，参考 2018 年增速 83%，我们假设 2019-2021 年重货收入增速分别为 70%、60%、50%；
- 4、冷链业务同样处于快速扩张，参考 2018 年增速 85%，我们假设 2019-2021 年冷运收入增速分别为 70%、60%、55%；
- 5、受益于自营模式，国际件发展远超同行，我们假设 2019-2021 年国际件收入增速分别为 30%、29%、28%；

业绩预测

我们预测顺丰控股 2019-2021 年营业收入分别为 1150 亿、1454 亿、1836 亿元，同比增速分别为 26.47%、26.45%、26.22%，毛利率分别为 16.64%、16.05%、15.71%。归母净利润分别为 50.67 亿、56.24 亿、64.13 亿，同比增速分别为 11.21%、11.01%、14.01%。

表 33：顺丰控股业务拆分预测（百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
时效	46,681.17	53,355.64	60,825.43	68,732.73	76,980.66
YOY	17.60%	14.30%	14%	13%	12%
经济	14,821.08	20,398.30	27,129.73	35,539.95	46,201.94
YOY	22.58%	37.63%	33%	31%	30%
重货	4,402.09	8,054.93	13,693.38	21,909.41	32,864.12
YOY	79.93%	82.98%	70%	60%	50%
冷运	2,295.48	4,243.89	7,214.62	11,543.39	17,892.25
YOY	59.70%	84.88%	70%	60%	55%
同城配	365.57	995.15	1,343.46	1,773.36	2,305.37
YOY	636.18%	172.22%	35%	32%	30%
国际	2,043.18	2,628.97	3,417.66	4,408.78	5,643.24
YOY	43.70%	28.67%	30%	29%	28%
商业销售	79.08	-	-	-	-
YOY	287.13%	-	-	-	-
其他	406.65	1,265.81	1,392.39	1,531.63	1,684.80
YOY	26.74%	211.28%	10%	10%	10%
收入合计	71,094.29	90,942.69	115,016.67	145,439.26	183,572.37
YOY	23.68%	27.92%	26.47%	26.45%	26.22%
毛利润	14,271.18	16,300.51	19,133.91	23,350.21	28,843.91

毛利率	20.07%	17.92%	16.64%	16.05%	15.71%
净利润	4,770.69	4,556.05	5,067.01	5,624.94	6,413.18
YOY	14.12%	-4.50%	11.21%	11.01%	14.01%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

投资评级:

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 1.15、1.27、1.45 元, 当前股价对应 PE 为 30X、27X、24X。顺丰由于使用全自营模式, 与其他 A 股快递企业的经营模式差距较大, 行业壁垒更深, 同时由于顺丰的产品更加高端, 使用人群相对较少, 收入、利润增速均低于行业, 从一定程度上限制了公司的估值。我们从两个维度考虑顺丰估值:

- 我们参考行业最高的韵达股份, 并给予公司经营壁垒 30% 的估值溢价, 即 2019 年 31 倍 PE 估值。
- 参考海外 UPS (2019 年 PE 为 22 倍), 并考虑到公司重货、冷链等业务处于高速成长期, 且拥有 A 股估值溢价, 综合溢价 50%, 即 2019 年 33 倍 PE 估值。

综上所述, 我们给予顺丰 32 倍 PE 估值, 目标价 36.80 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

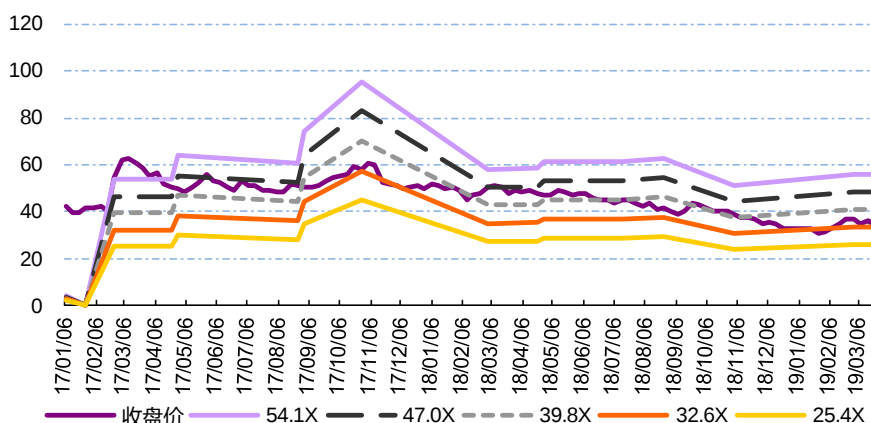
表 34: 同行业可比公司估值 (收盘价为 2019 年 3 月 22 日)

代码	证券	收盘价 (元)	EPS(元)				PE				18-20 CAGR	PEG
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
002468	中通快递	22.55	0.97	1.39	1.47	1.75	23	16	15	13	12.35%	1.32
002120	韵达股份	36.50	1.31	1.45	1.52	1.86	28	25	24	20	13.35%	1.88
600233	圆通速递	13.05	0.51	0.63	0.76	0.90	26	21	17	15	19.85%	1.05
行业平均								21	19	16	15.18%	1.37
002352	顺丰控股	34.54	1.08	1.03	1.15	1.27	32	34	30	27	11.04%	3.04

资料来源: Wind, 顺丰控股数据来自光大证券研究所预测, 其余数据来自 Wind 一致预期

注: 顺丰控股 2018 年报已披露, 其余公司 2018 年 EPS 为预测值

图 32: 顺丰控股历史估值 (PE、最新年报)



资料来源：Wind，光大证券研究所

风险分析

- 1、经济下行影响消费者购物意愿，导致网络购物增速降低，进而导致快递单量增速下降，影响快递业务量；
- 2、多元化业务布局导致经营效益不佳的风险；
- 3、重大安全事故风险，如航空货运风险；
- 4、其他加盟快递公司逐步开始布局高端件，可能对顺丰现有客户产生冲击

表 35：顺丰控股财务数据和估值分析

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	71,094	90,943	115,017	145,439	183,572
营业收入增长率	23.68%	27.92%	26.47%	26.45%	26.22%
净利润（百万元）	4,771	4,556	5,067	5,625	6,413
净利润增长率	14.12%	-4.50%	11.21%	11.01%	14.01%
EPS（元）	1.08	1.03	1.15	1.27	1.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.60%	12.46%	12.44%	12.36%	12.62%
P/E	32	34	30	27	24
P/B	4.7	4.2	3.7	3.4	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 3 月 22 日

5、风险分析

- 1、经济下行影响消费者购物意愿，导致网络购物增速降低，进而导致快递单量增速下降，影响快递业务量；如天猫、拼多多等对于快递单量影响相对较大，如果平台自身出现经营业绩下滑，同样会对快递业务量的增长产生负面影响；

- 2、加盟网络不稳定的风险，包含加盟商爆仓、分拨中心瘫痪等；从过往经验来看，加盟网络出现问题，不仅会影响当地的配送，业务导致其他地区客户选择更加“靠谱”的快递服务商。在当前相对竞争激烈的大环境下，经营的稳定性能够给公司带来相对优质和长期的客户。
- 3、重大安全事故风险，如货运机队风险、货车事故风险等；
- 4、油价大幅提升带来运输成本的增加；目前干线运输多以外包为主，油价上涨将会带来这部分成本的提升；
- 5、劳工政策变化带来用工成本的增长；快递的人工成本一般占到 30%以上，需要关注近期社保和税务整合后，社保政策的变化。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼