

2019年06月12日

物流行业分析框架：需求如何推动行业发展？

——申万物流系列深度报告之一

看好

相关研究

本期投资提示：

- **公路货运是中国最主要的货物流通模式，细分为快递、零担、整车。**2018年中国公路物流占运输总量的76.9%，超过美国的71%（美国铁路以货运为主，铁路货运量占比超过了10%，而中国铁路以客运为主）。对于零担和整车的划分，基本上是以一票货装满一车作为整车运输，多票货拼满一车则为零担货运。按照《公路汽车货物运输规则》规定，行业内按照30公斤、3000公斤为界限将公路货运分出了快递、零担、整车三个细分子行业。
- **快递：始于商务需求，兴于网络购物。**第一阶段快递主要需求来自商务活动，如外贸活动对样品、函证递送需求，内外贸商务活动共同成为行业增长动力；第二阶段快递主要需求来自于网络购物领域，此阶段主要有两个触发点：一是2003年非典爆发触发了网络购物的兴起，二是2009年底新《邮政法》正式给予民营快递合法化身份，自此电商件逐渐成为快递行业增长的主要动力。从当前阶段来看，快递行业的需求主要来自电商件、商务件、个人散件，其中2018电商件占比已到78%右。
- **快运：由需求催生出的一个货运高端细分行业。**快运行业的形成主要来源于零售两个新的变化，一个是网络购物的品类开始向大件渗透，另一个则是互联网平台对线下零售渠道的改造之后，线下零售渠道开始出现对时效要求较高的“仓-店”、“店-店”的调配货需求，这两部分构成当前阶段快运的主要需求。回顾货运行业的发展历程，每一次新兴细分行业的形成都有新需求或新技术力量的推动。
- **零担：市场规模已超万亿元。**根据银联传媒测算，2016年零担市场规模为1.1万亿元。从零担行业内部来看，中小零担公司（以零担专线为主）多数服务能力较差。随着产业结构的调整，行业运营成本上升、企业融资难等问题将进一步压缩这类公司的生存空间，并将经历1980年代美国零担行业那样洗礼，优秀的企业脱颖而出，然后行业集中度逐渐提升。
- **整车：大行业，小公司。**根据《中国公路货运市场研究》，中国公路货运市场规模已超过5万亿，整车则达到了70%、3.5万亿左右。行业自身门槛最低，企业小而分散，而所对应的客户相对最集中，因此行业整体议价能力最弱，整车是公路物流行业最差的赛道，所以即使整车行业体量在3.5万亿左右，但也很难出现大公司。
- **投资建议：优选具有消费属性的电商件公司。**从细分行业来看，按照盈利能力强弱的排序为：快递、快运、零担和整车，快递直接面对C端，也是规模效应最明显的细分行业，因此也是最容易出现大公司的领域。从快递行业来看，其持续高增长的驱动力主要来自电商。在经济下行预期下，从2018Q4、2019Q1业务量增速数据来看，能够验证当前阶段淘宝件、拼多多件需求的韧性。而从电商件快递公司内部之间来看，单件成本下降幅度仍然是当前阶段观察电商件快递的核心指标。因此上半年电商快递我们看好的是单票成本下降最确定的圆通速递、业绩成长性最稳定的韵达股份。

证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

游道柱 A0230118010008
youdz@swsresearch.com

联系人

游道柱
(8621)23297818×7434
youdz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

目录

1.物流行业：以公路货运为主，由需求推动发展	6
1.1 公路货运是中国最主要的货物流通模式	6
1.2 需求变化推动物流业态不断迭代.....	6
2.快递行业：始于商务需求，兴于网络购物	8
2.1 量：网购仍将是快递行业持续增长的主要驱动力.....	8
2.2 价与集中度：价格战加速行业集中度的提升	11
3.快运行业：由需求催生出的货运高端细分行业	14
3.1 需求端：主要来自线下配货及线上大件网购需求.....	14
3.2 供给端：当前行业正处于整合期前夕	17
4.零担行业：从粗放向集中过渡	20
4.1 市场规模：超万亿，但龙头市占率低.....	20
4.2 以德邦为例，成就德邦“零担之王”的核心因素是什么？	24
5.整车行业：大行业，小公司	28
6.投资建议：优选具有消费属性的电商件快递.....	28

图表目录

图 1：2018 年中国货运量结构（按照运输方式）	6
图 2：2018 年中国货运周转量结构（按照运输方式）	6
图 3：不同阶段公路物流行业所包含的细分行业	7
图 4：公路货运市场的细分行业	7
图 5：各个细分行业集中度 VS 客户行业集中度	7
图 6：申万快递行业分析框架	8
图 7：2013-2018 年业务量及增速	8
图 8：2013-2018 电商件增速及电商增速	8
图 9：国内零售供应链复杂且冗余	9
图 10：2013-2018 年网络实物零售额复合增速 37%	9
图 11：拼多多的拼团购物模式	10
图 12：拼多多用户分布情况	10
图 13：拼多多过去 12 个月累计 GMV（亿元）	10
图 14：拼多多过去 12 个月累计贡献快递单量（亿件）	10
图 15：年度同城件与异地件综合均价（元/件）	12
图 16：主要产粮区均价走势（以义乌为例，元/件）	12
图 17：电商件业务量占比变化趋势（%）	12
图 18：电商件均价走势（元/件）	12
图 19：“面单成本+干线运输成本+转运中心操作成本”的统一口径单票成本比较	13
图 20：2018 年统一口径单票成本	13
图 21：2018 年各家单量（亿单）	13
图 22：CR5 单量市占率同比提升了 10 个百分点	14
图 23：货运细分行业	15
图 24：快运是一个新兴的细分货运行业	15
图 25：申万快运行业分析框架	15
图 26：大家电行业市场规模（亿元）	16
图 27：家居行业市场规模（万亿元）	16

图 28 : 改造前线下零售供应链体系	16
图 29 : 互联网改造后线下零售供应链体系	16
图 30 : 前 5 名快运市占率情况 (%)	18
图 31 : 快递龙头进军快运时间及规模图	18
图 32 : 顺丰重货发展经历了四个阶段	18
图 33 : 顺丰重货产品矩阵	19
图 34 : 顺丰重货营业收入及增速	19
图 35 : UPS 供应链与货运部门收入占比情况	20
图 36 : UPS 供应链与货运部门收入构成 (亿美元)	20
图 37 : 零担的市场结构	21
图 38 : 网络型零担的组织模式	21
图 39 : 2017 年各个细分行业市场份额 (%)	21
图 40 : 2018-2020 年零担市场规模预测 (亿元)	21
图 41 : 德邦汽运与卡航业务毛利率对比	23
图 42 : 中国运输物流行业发展阶段	23
图 43 : 2019-2016 年中国零担企业数量 (家)	23
图 44 : 零担专线运营模式	24
图 45 : 公司覆盖全国的网络	25
图 46 : 主要公司包裹和物品完整率情况	25
图 47 : 历年咨询费支出情况 (亿元)	26
图 48 : 借力咨询 , 与国内外知名咨询机构合作	26
图 49 : “精准定位 , 专一聚焦” 的经营哲学	26
图 50 : 单位人员效益呈现提升态势	27
图 51 : 单位运输成本呈现下降态势 (元/吨公里)	27
图 52 : 主要龙头上市后 , CR8 从 2017 年开始反弹并于 2018 年逐月破新高	27
表 1 : 2018-2020 年快递行业业务量规模及增速测算	11
表 2 : 2018-2020 年快运市场规模测算	17
表 3 : 快递与零担的区别	21

表 4：2017 年中国零担企业前 10 强..... 22

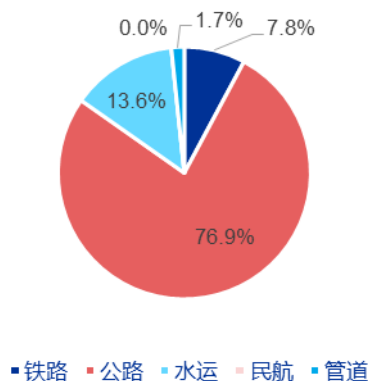
表 5：物流行业重点公司估值表 29

1. 物流行业：以公路货运为主，由需求推动发展

1.1 公路货运是中国最主要的货物流通模式

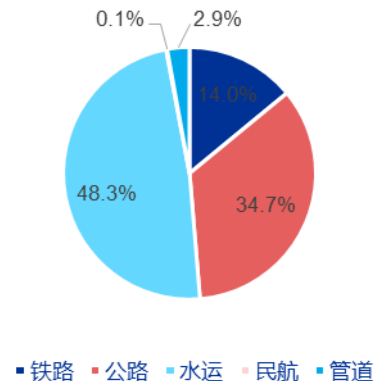
公路运输因其具有门到门直接运输、容易装车、适合近距离运输等特点，一直是陆域面积较大国家的首选物流方式。在中国公路基础设施不断完善的背景下，公路运输在各种货运物流方式中也占据了主导地位，**2018 年中国公路物流占运输总量的 76.9%**，超过美国的 71%（美国铁路以货运为主，铁路货运量占比超过了 10%，而中国铁路以客运为主）。

图 1：2018 年中国货运量结构（按照运输方式）



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 2：2018 年中国货运周转量结构（按照运输方式）

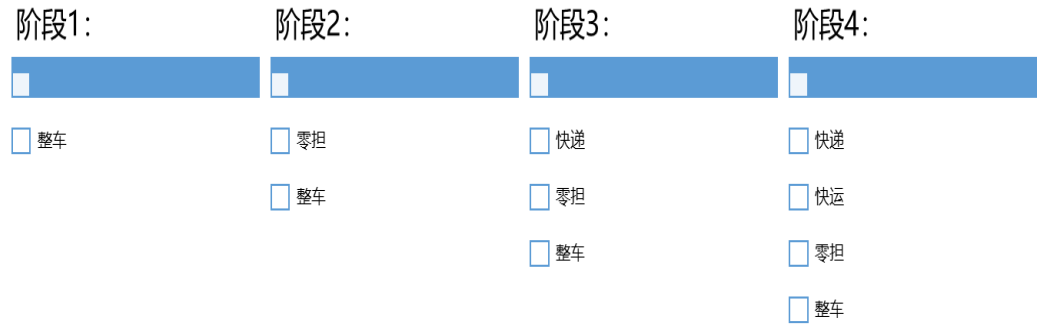


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1.2 需求变化推动物流业态不断迭代

需求变化推动物流业态不断迭代。纵观物流行业的发展历程，基本处于一个“需求变化-物流业态不断迭代”的过程。最初的公路物流以满足生产资料的运输需求为主，细分行业仅整车；1978 年随着改革开放的推进，加之高速公路网的不断完善，国内货物贸易催生出零担需求，整车或零担运输的服务范围一直指店到店或门到门；2003 年网络购物兴起后，电商物流呈现“门到门”、碎片化和快速化的特点，这一阶段起，公路物流行业细分为快递、零担和快运；近年来，随着 4G 的应用，移动互联网进一步影响消费端的商业模式，行业呈现快递大件化，零担快递化，公路物流行业进一步细分为快递、快运、零担和整车。

图 3：不同阶段公路物流行业所包含的细分行业

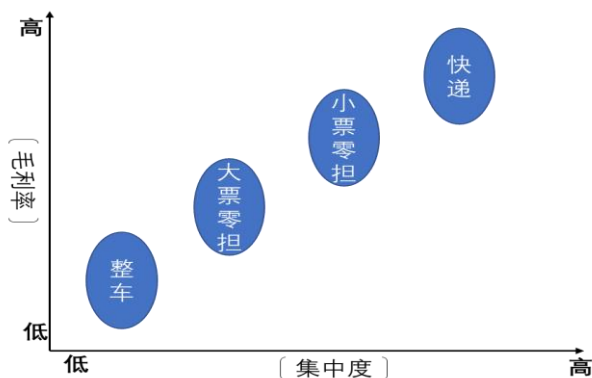


资料来源：申万宏源研究

快递、零担、整车三分公路货运行业。在实际的市场操作中，对于零担和整车的划分，基本上是一票货装满一车作为整车运输，多票货拼满一车则为零担货运。按照《公路汽车货物运输规则》规定，行业内按照 30 公斤、3000 公斤为界限将公路货运分出了快递、零担、整车三个细分子行业：

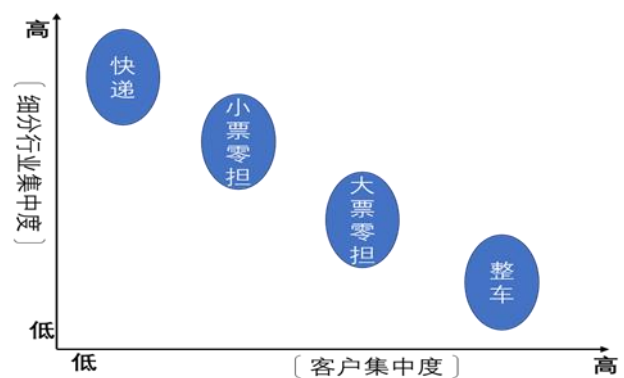
- 单票 0-30 公斤。基本采用快递公司承运，且随着主要快递网络快递公司上市，行业集中度逐渐提高。
- 单票 30-500 公斤。属于小票零担，标准化相较于大票零担高，且对时效要求相对较高，基本采用网络型零担公司承运。典型公司包括德邦股份、天地华宇、佳吉快运等。
- 单票 500-3000 公斤。基本属于制造企业的大票货，且个性化需求，因此一般通过合同物流的形式由物流专线公司承担。
- 单票 3000 公斤以上。基本属于整车市场，由于这块运力 90%以上属于个体户车辆，且规模化效应难以体现，因此整车是公路货运毛利率最低的细分行业。

图 4：公路货运市场的细分行业



资料来源：运联传媒，申万宏源研究

图 5：各个细分行业集中度 VS 客户行业集中度



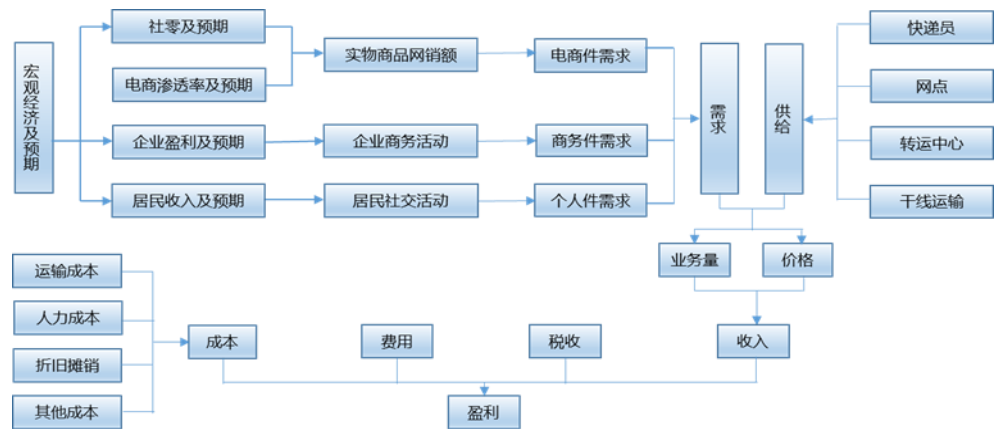
资料来源：运联传媒，申万宏源研究

2. 快递行业：始于商务需求，兴于网络购物

2.1 量：网购仍将是快递行业持续增长的主要驱动力

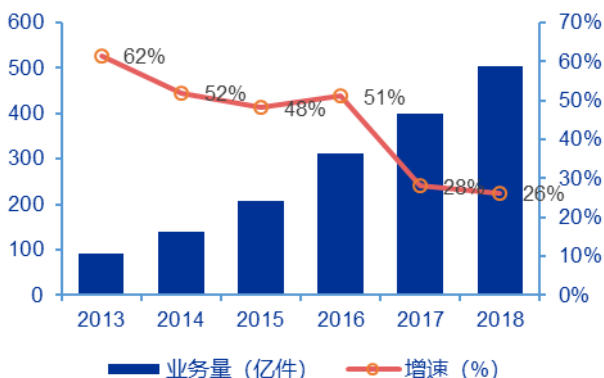
快递始于商务需求，兴于网络购物。第一阶段快递主要需求来自商务活动，如外贸活动对样品、函证的递送需求，并随着国内经济的发展，内外贸商务活动共同成为行业增长动力；第二阶段快递主要需求来自于网络购物领域，此阶段主要有两个触发点：一是 2003 年非典爆发触发了网络购物的兴起，二是 2009 年底新《邮政法》正式给予民营快递合法化身份，自此迎来网络购物与快递行业的快速发展期，电商件逐渐成为快递行业增长的主要动力。从当前阶段来看，快递行业的需求主要来自电商件、商务件、个人散件，其中 2017 年电商件占比已到 75% 左右。

图 6：申万快递行业分析框架



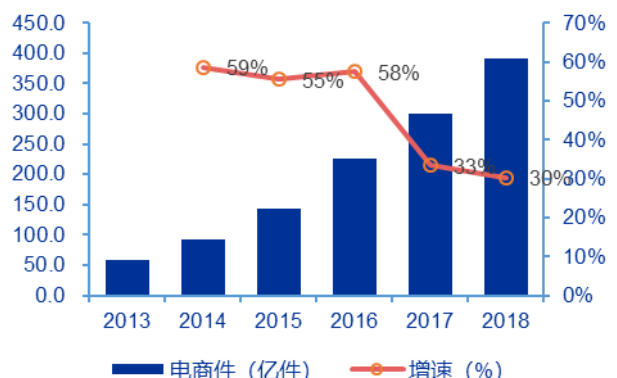
资料来源：申万宏源研究

图 7：2013-2018 年业务量及增速



资料来源：国家邮政管理局，申万宏源研究

图 8：2013-2018 年电商件增速及电商增速



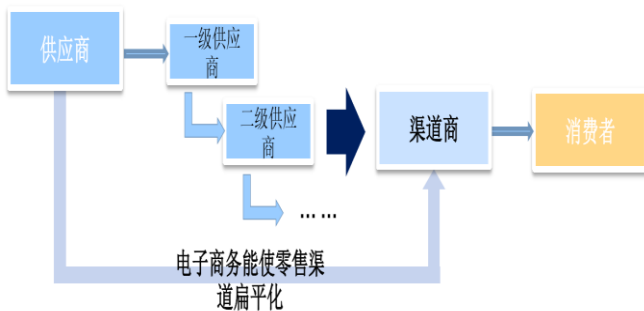
资料来源：国家邮政管理局，申万宏源研究

追根溯源，国内网络购物持续高增长的原因是什么？2013-2017 年我国网络购物复合增速高达 37.2%。2017 年我国网购渗透率（实物商品网络零售额占社会消费品零售额比）

达到 15%，同期美国为 7%左右。对比中美零售体系，国内零售供应链复杂且冗余、区域分割的流通体制阻碍实体零售业跨区域扩张，这些可以归结为国内网络购物持续高速增长的主要原因。从长期定位来看，国内网络购物市场规模自 2011 年已超过传统零售的重要渠道大卖场的规模，显然已不是传统零售的补充，而是一种重要替代，并终将成为一个更为重要的零售渠道。

- **国内零售供应链复杂且冗余。** 与比较成熟的美国零售体系相比，国内的线下零售渠道比较复杂，往往中间会涉及到多层中间商和批发商，经过中间环节的层层加价之后，消费者很难在线下享受到更低的商品价格。而电子商务与传统零售相比，最核心的优势是信息透明及时，能够让零售供应链变得更短，结果是给消费者提供更低的商品价格。
- **区域分割的流通体制阻碍实体零售业跨区域扩张。** 中国实体零售成本高昂，传统零售业扩张速度缓慢，覆盖范围依然有限，表现在三、四线城市的产品丰富度不高，其消费者无法享受到一、二线城市的商品多样性。而在网络购物的模式下，中国三、四线城市消费者与一、二线城市的消费者变得“平等”，面对着同样丰富的购物世界。

图 9：国内零售供应链复杂且冗余



资料来源：《零售世界》，申万宏源研究

图 10 2013-2018 年网络实物零售额复合增速 37%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

新型电商平台的崛起拓宽了网络购物市场的广度。以拼多多为例，截止到 2018 年三季度，过去 12 个月 GMV 合计为 3448 亿元，同比增长 386%，环比增长 32%。按照过去 12 个月 GMV 来测算，2017Q1-2018Q3 复合增速高达 42.5%。总体来看，拼多多主要呈现以下两个特点：

- **拼多多 APP 近 65%的用户分布在三线及以下城市。** 我们认为，低线城市拼多多的购物需求，更多来自于从线下到线上的转换，主要推动力是千元级别智能手机的普及提升了低线城市的上网率，而微信红包则提供了支付手段；
- **相较于阿里和京东，更低的客单价。** 根据拼多多招股说明书，2017 年的 GMV 为 1412 亿元，共计产生订单总数为 43 亿单，依此测算 2017 年拼多多客单价仅为 32.8 元，远低于阿里与京东 200-220 元的客单价。我们认为拼多多更低客单价的

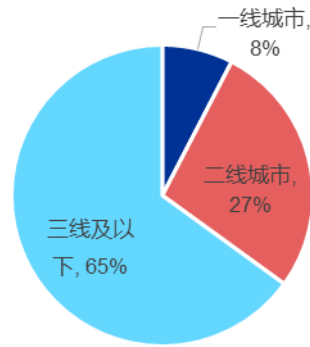
原因主要包括：一是拼团模式快速形成规模效应。强势规模效应，获取对厂家的较强议价能力，而超低价格反过来又吸引更多消费者购买，进一步增加购量，形成正向循环；二是深入源头，产家直销+农产地直采。直接与工厂和农产地签订战略合作，一手的货源最终大幅降低产品价格；三是厂家过季库存、残次品等，满足低价低质客群需求。

图 11：拼多多的拼团购物模式



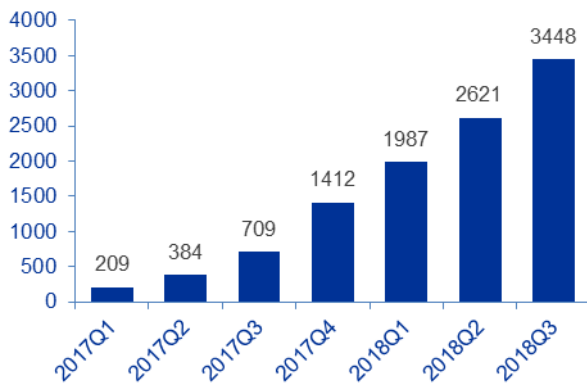
资料来源：拼多多 APP，申万宏源研究

图 12：拼多多用户分布情况



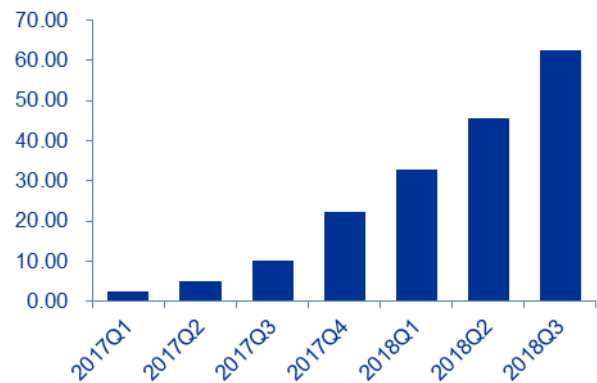
资料来源：易观，申万宏源研究

图 13：拼多多过去 12 个月累计 GMV (亿元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14：拼多多过去 12 个月累计贡献快递单量(亿件)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们预计 2018-2020 年快递业务量复合增速 22.3%。网络购物部分，我们根据申万宏观的观点，保守预计 2018-2020 年社会消费品零售总额增速分别为 9.3%、9.8%、9.2%（2019 年考虑减税效应对消费的促进作用），实物商品网络零售渗透率分别为 17.4%、19.4%、21%，则 2018-2020 年实物商品网络零售额增速为 28.1%、22.2%、20.2%。考虑到传统电商近几年呈现小额多频次的特点、以及拼多多件对整体客单价的拉低，假设 2018-2020 年客单价分别为 178 元、174 元、170 元 则电商件增速分别为 31.2%、25.0%、23.1%；非电商件部分，假设增速是当年 GDP 增速的 1.5 倍到 2 倍。依次测算，2018-2020 年快递行业整体增速分别为 26.59%、21.65%、20.03%。

表 1：2018-2020 年快递行业业务量规模及增速测算

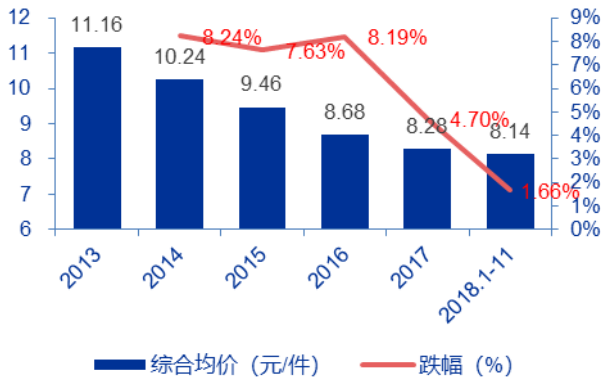
	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
行业业务量 (亿件)	91.9	139.6	207	312.8	400.6	507.1	616.9	740.5
YOY (%)		51.90%	48.10%	51.20%	28.10%	26.59%	21.65%	20.03%
1.1 电商件部分：								
社会消费品零售总额 (亿元)	242842.8	271896.1	300930.8	332316.3	366261.6	399225.1	437550.8	477367.9
YOY (%)		12.0%	10.7%	10.4%	10.2%	9.0%	9.6%	9.1%
实物商品网络零售额 (亿元)	14327.7	21751.7	32424.0	41944.0	54806.0	70198.0	85759.9	103111.5
YOY (%)		51.8%	49.1%	29.4%	30.7%	28.1%	22.2%	20.2%
电商渗透率 (%)	5.9%	8.0%	10.8%	12.6%	15.0%	17.6%	19.6%	21.6%
客单价 (元/件)	247.0	236.4	226.7	186.2	182.4	178.0	174.0	170.0
电商件业务量 (亿件)	58.0	92.0	143.0	225.3	300.5	394.4	492.9	606.5
YOY (%)		58.6%	55.4%	57.6%	33.4%	31.2%	25.0%	23.1%
1.2 非电商部分：								
GDP 增速 (%)	7.80%	7.30%	6.90%	6.70%	6.90%	6.70%	6.40%	6.40%
非电商件业务量 (亿件)	33.9	47.6	64.0	87.5	100.1	112.7	124.0	133.9
非电商件增速 (%)		40.4%	34.5%	36.7%	14.4%	12.6%	10.0%	8.0%

资料来源：国家统计局，国家邮政管理局，申万宏源研究

2.2 价与集中度：价格战加速行业集中度的提升

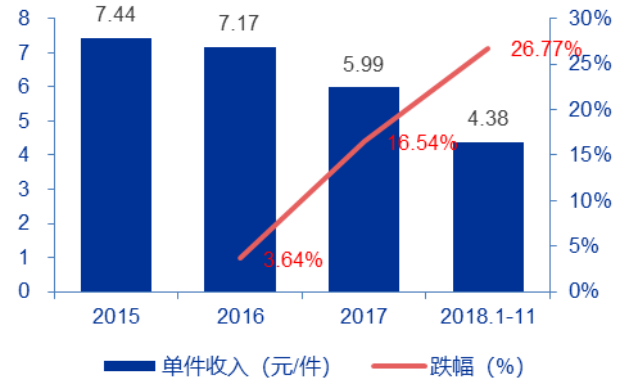
电商件占比的提升以及收费标准的降低是行业均价连年下滑的主要原因。考虑到快递公司主要从事国内快递业务，我们以同城件与异地件综合均价来刻画行业末端价格的变化情况。2017 年同城件与异地件综合均价为 8.28 元，相较 2013 年下降幅度高达 25.8%。大幅下降主要两个原因：一是电商件均价大幅下滑，从 2013 年的 8.12 元下滑至 2017 年的 6.31 元；二是电商件占比大幅提升，2013-2017 年占比提升超过了 10 个百分点。

图 15：年度同城件与异地件综合均价（元/件）



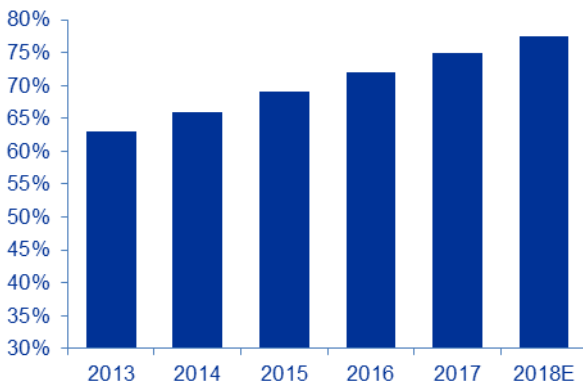
资料来源：国家邮政管理局，申万宏源研究

图 16：主要产粮区均价走势（以义乌为例，元/件）



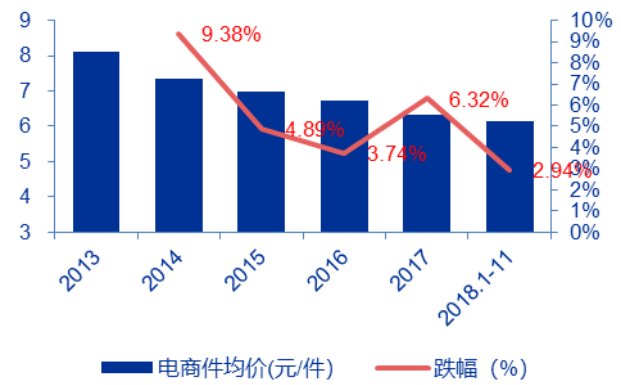
资料来源：国家邮政管理局，申万宏源研究

图 17：电商件业务量占比变化趋势（%）



资料来源：国家邮政管理局，申万宏源研究

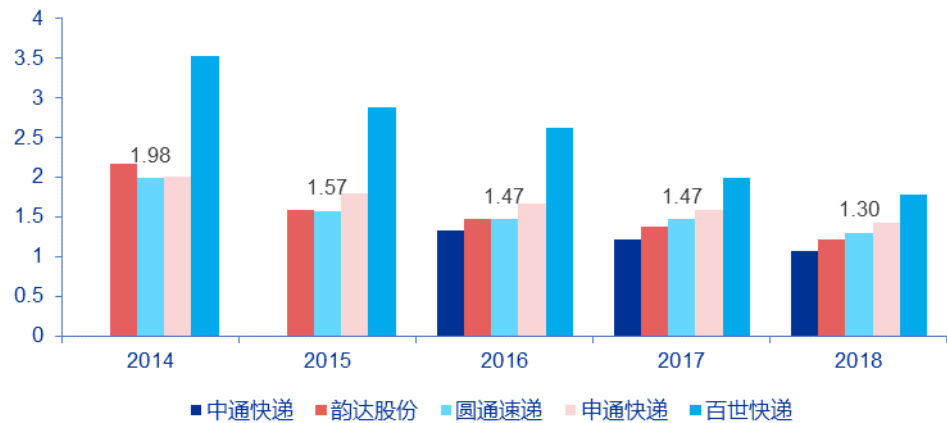
图 18：电商件均价走势（元/件）



资料来源：国家邮政管理局，申万宏源研究

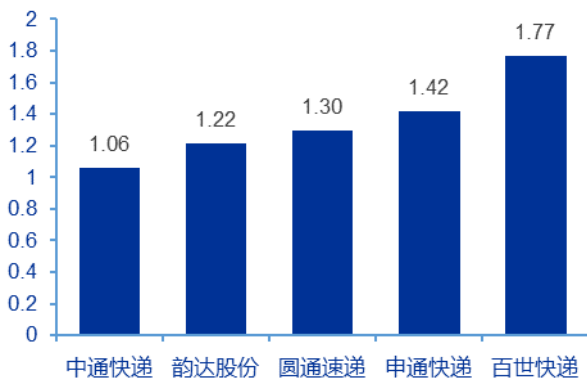
从通达系角度来看，单件成本的控制能力直接关系到末端揽件能力。按照“面单成本+干线运输成本+转运中心操作成本”的统一口径比较单票成本，百世快递>申通快递>圆通速递>韵达股份>中通快递，而单量市占率基本则是按照“单票成本较低者最高”的排序（百世快递亏钱打市场例外）。

图 19：“面单成本+干线运输成本+转运中心操作成本”统一口径单票成本比较（元/件）



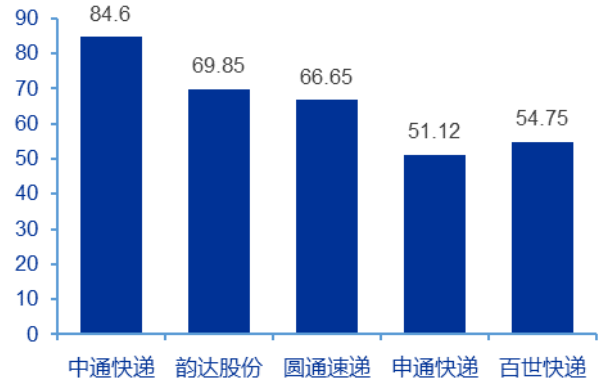
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：2018 年统一口径单票成本（元/单）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 21：2018 年各家单量（亿单）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

价格战加速行业集中度的提升。2019Q1 前 5 名的单量市占率，从去年同期的 59%，提升到今年的 69%，前 5 名合计市占率提升了 10 个百分点。行业集中度提升的背后仍然是二三线快递在掉队，进入 2019 年以来，已经有三家中小快递公司陆续退出小包裹市场，包括安能、如风达和国通快递，持续下行的单价是推动这些公司加快离场的主要原因。对于中小快递公司而言，自身业务规模达不到自动化分拣所需要的最小单量，人工成本的上升，使得这些公司进入“单量市占率下降-单件成本上升”的循环，再叠加单件收入持续下降，中小快递公司生存状况愈发艰难。

图 22：CR5 单量市占率同比提升了 10 个百分点



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 快运行业：由需求催生出的货运高端细分行业

3.1 需求端：主要来自线下配货及线上大件网购需求

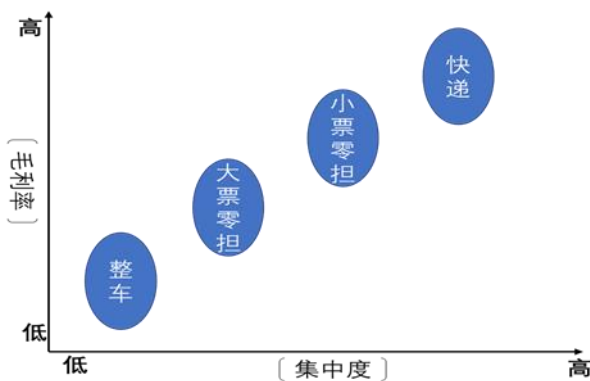
快运是由需求催生出的一个货运高端细分行业。快运行业的形成主要来源于零售两个新的变化，一个是网络购物的品类开始向大件渗透，另一个则是互联网平台对线下零售渠道的改造之后，线下零售渠道开始出现对时效要求较高的“仓-店”、“店-店”的调配货需求，这两部分构成当前阶段快运的主要需求。回顾货运行业的发展历程，每一次新兴细分行业的形成都有新需求或新技术力量的推动。按照通信技术的主要手段划分，主要分为以下几个阶段：

- 第一个阶段是邮政通信阶段，这一阶段邮政递送的业务主要是单证、合同等文件或个人信件，满足的是企业之间商业活动或个人之间的社交活动需求，虽然满足当前阶段的“快递”的定义，但仍划归邮政通信业务的范畴。信息流节奏的相对缓慢，使得无论是生产端或消费端对货运的时效要求都不高，此时货运行业主要细分为零担与整车两个细分行业。
- 第二阶段是信息互联网阶段，尤其是电子邮箱等互联网通信技术的成熟，过去属于邮政业务的文件或信件开始部分被替代。信息流通速度的加快，开始初步提升供应链的效率，无论是生产端还是消费端还是出现了部分对时效要求较高的货运需求，因此这一阶段虽然货运细分市场仍然只包括零担与整车，但是部分物流公司开始提供高时效产品来满足这部分需求，如德邦股份的精准卡航/城运业务，这部分业务可以说是早期快运行业的雏形。
- 第三阶段是消费互联网阶段，支付技术的成熟之间促进了网络购物的发展，尤其是 2009 年底新邮政法给予快递合法身份之后，网络购物与快递行业在互相推动中均迎来高速发展。同样，在快递时效逐渐提高、寄件成本逐年下降的背景下，个人之间的包裹递送需求也同样迎来较快发展。至此，货运行业开始细分出快递

这个新兴的子行业，但考虑到网络购物这块的渗透往往都是从小件、标准商品开始，因此在这一阶段前期的快递还只是以 1-3kg 包裹为主，尤其是通达系快递公司基于经营效率的考虑，也均选择了轻量化的策略。在这一阶段仍然出现了两个新的变化，一个是网络购物的品类开始向大件渗透，另一个则是互联网平台对线下零售渠道的改造之后，线下零售渠道开始出现对时效要求较高的“仓-店”、“店-店”的调配货需求，这两部分构成当前阶段快运的主要需求。

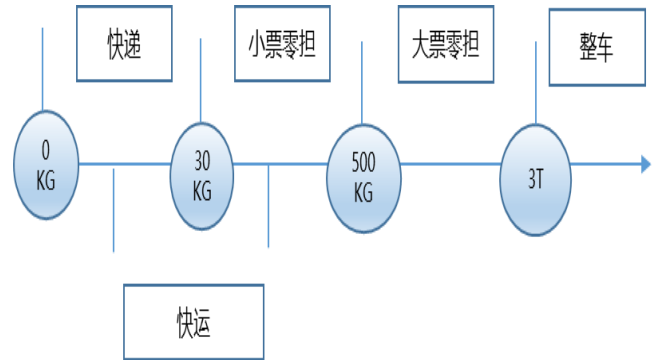
- 第四阶段将是工业互联网阶段（5G 实现商用之后），互联网将进一步提升供应链效率，线下零售供应链将进一步扁平化，在“工厂-零售末端-个人消费者”或“工厂-个人消费者”模式下，消费物流将进一步碎片化，如整车零担化、零担快递化，从整个货运市场来看，快递、快运占比将进一步提高。

图 23：货运细分行业



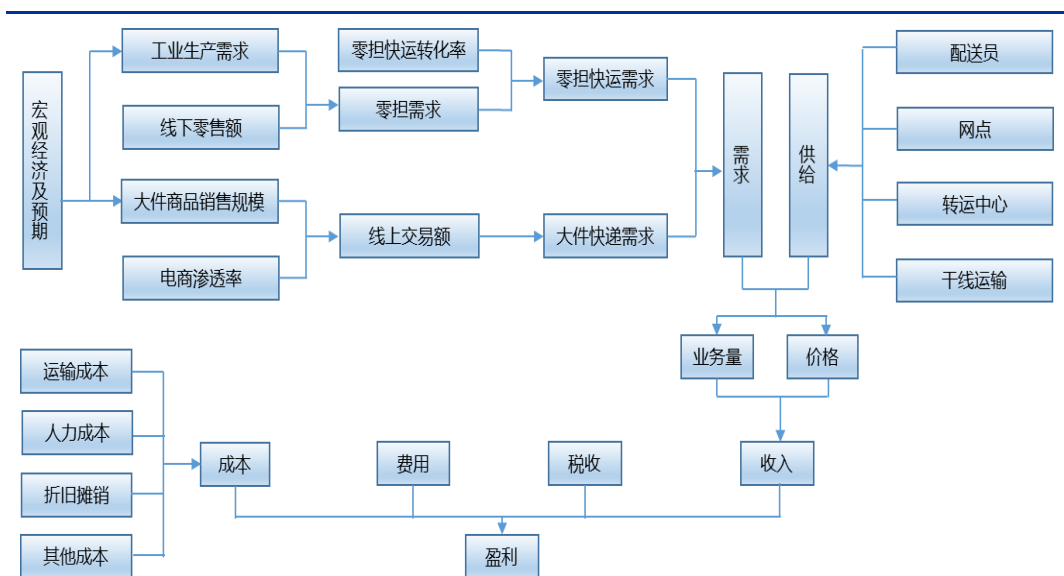
资料来源：申万宏源研究

图 24：快运是一个新兴的细分货运行业



资料来源：申万宏源研究

图 25：申万快运行业分析框架

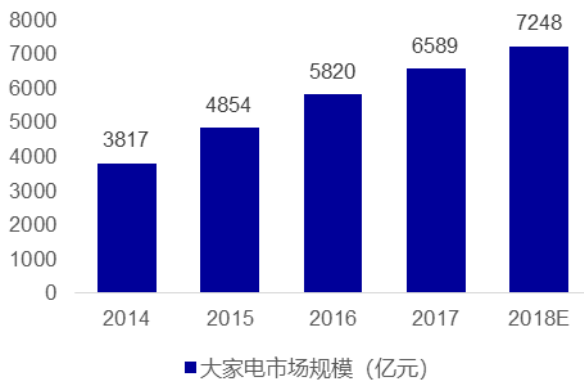


资料来源：申万宏源研究

大件电商风起，大件快递助力。大件快递主要来自于大家电和家居行业的电商需求，其中大家电包括传统四大家电和厨卫电器；家居主要包括家具、卫浴、建材、运动器材等。过去大件商品网购渗透率较低的一个重要原因，便是大件快递供应能力不足。

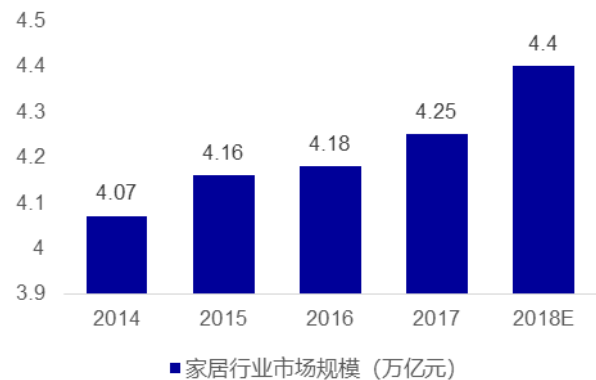
- 据工业和信息化部赛迪研究院数据显示，2017年大家电行业整体规模达6589亿，线上渗透率达26.5%。其中，电视、空调、冰箱、洗衣机等四大传统家电的线上销售额达到1746亿元，同比增长50.4%，远超电商增速。
- 据亿欧智库发布的《2017年中国家居建材产业研究报告》数据显示，2017年家居建材市场规模为4.25万亿元，线上渗透率为5%。目前家居网购比例最高的是日本，占比为20.5%；其次是美国占比为19.8%。

图 26：大家电行业市场规模（亿元）



资料来源：赛迪研究院，申万宏源研究

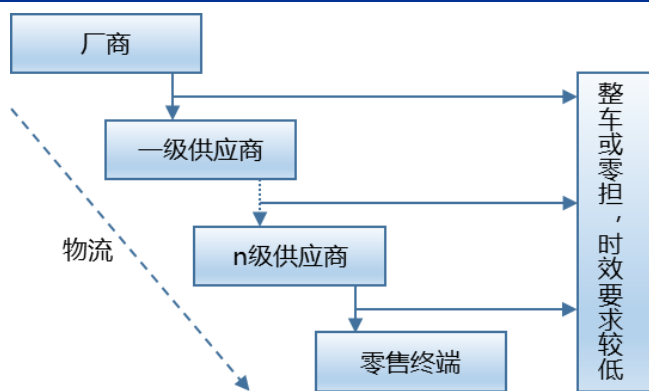
图 27：家居行业市场规模（万亿元）



资料来源：亿欧智库，申万宏源研究

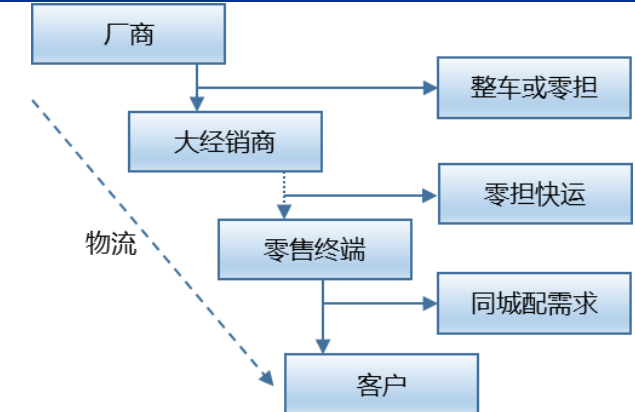
互联网对线下零售供应链体系的改造，催生了线下稳定高时效的配货需求。在国内传统线下零售供应链体系下，由于各个渠道均有一定库存，货物从厂家到各个层级渠道商之间的运输基本采用整车或零担的形式，且对时效及服务的稳定性要求相对不高。但是消费互联网的兴起同样也推动线下零售供应链体系的扁平化，对应物流需求开始呈现碎片化。由于渠道库存的减少，碎片化的物流需求将对时效及服务稳定性要求提高，即整车零担化、零担小票化，进而促进部分零担业务转化为零担快运业务。

图 28：改造前线下零售供应链体系



资料来源：申万宏源研究

图 29：互联网改造后线下零售供应链体系



资料来源：申万宏源研究

预计 2018-2020 年快运市场的复合增速 20.2%。快运市场增长的动力主要来自于两个方面：一是大件商品网购渗透率的提升，基于物流费用率 10% 的假设，并且剔除掉商家自建物流部分，我们测算出 2018-2020 年大件电商物流市场规模分别为 400.17 亿元、565.89 亿元、744.20 亿元；二是来自于传统零担快运转化，互联网对线下零售供应链体系进行扁平化改造后，线下商业融入商品快速迭代的电商模式，线下零售终端将出现对时效要求较高的货运需求，如调货、补货等，该部分货运需求可理解为传统小票零担快运化。

表 2：2018-2020 年快运市场规模测算

	2016	2017	2018	2019E	2020E
1.大件电商物流（亿元）	95.21	243.17	400.17	565.89	744.20
1.1 大家电市场规模（亿元）	5820	6589	7116	7571	8056
同比增长（%）	19.90%	13.21%	8.00%	6.40%	6.40%
大家电网购渗透率（%）	19.95%	26.50%	30.00%	35.00%	40.00%
大家电网购规模（亿元）	1161	1746	2135	2650	3222
商家物流自营率（%）	90.00%	80.00%	75.00%	70.00%	65.00%
大家电电商物流规模（亿元）	11.61	34.92	53.37	79.50	112.77
1.2 家居建材市场规模（亿元）	41800	42500	43350	44217	45101
同比增长（%）	0.48%	1.67%	2.00%	2.00%	2.00%
家居建材网购渗透率（%）	2.00%	4.90%	8.00%	11.00%	14.00%
家居建材网购规模（亿元）	836.00	2082.50	3468.00	4863.87	6314.19
家居建材电商物流规模（亿元）	83.60	208.25	346.80	486.39	631.42
2.零担快运（亿元）	1216	1470	1702.93	1954.97	2232.29
小票零担市场规模（亿元）	3800	4200	4481.4	4768.21	5073.38
GDP 增速（%）	6.70%	6.90%	6.70%	6.40%	6.40%
同比增长（%）	8.57%	10.53%	6.70%	6.40%	6.40%
快运转化率（%）	32.00%	35.00%	38.00%	41.00%	44.00%
3.快运市场规模（亿元）	1311.21	1713.17	2103.10	2520.86	2976.49
同比增长（%）		30.66%	22.76%	19.86%	18.07%

资料来源：运联传媒，申万宏源研究

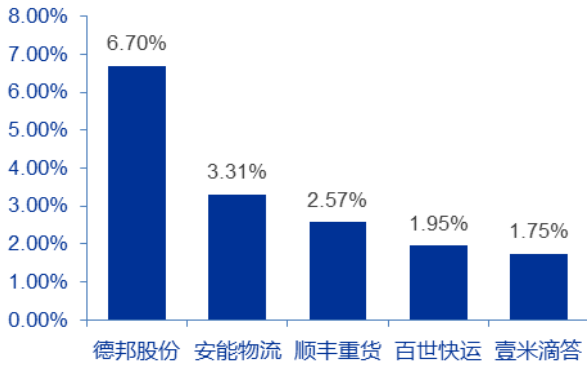
3.2 供给端：当前行业正处于整合期前夕

当前快运行业正处于整合期前夕：

- **龙头企业的市占率仍然较低。**根据易观分析，2017 年快运市场规模大约 1700 亿元，前五名市占率仅 16.28%，市场格局仍然相对比较分散。排名第一名的德邦物流市占率达到 6.7%，优势相对比较明显。但是作为快运市场后起之秀的顺丰控股，2017、2018H1 快运业务同比增速高达 80%、83%，尤其是 2018 年通过收购新邦物流，顺丰快运将会迎来持续提市占率的过程。
- **产业资本的涌入将加快行业集中度提升的速度。**以 2017 年为例，涉及零担快运的融资案例便高达 10 余起，资本流入的速度开始加快，而这将会为行业的集中化提供动力。此外，快递龙头切入快运也将推动行业加速集中化。2012 年百世快递

率先通过收购全际通杀入快运业务，顺丰也在 14 年开始涉足重货，两者为快递进军快运的先行者并已初具规模。

图 30：前 5 名快运市占率情况 (%)



资料来源：运联传媒，申万宏源研究

图 31：快递龙头进军快运时间及规模图



资料来源：驿站，申万宏源研究

典型案例：顺丰控股—全产品布局，以快递标准做重货

顺丰重货体系已基本实现快运市场的产品全覆盖。顺丰重货业务是从 2014 年开始，具体来说，顺丰重货产品体系其实经历了四个阶段，分别在 2014 年推出物流普运，2015-2016 年陆续推出重货专运（整车）和重货快运（空运）；2017 年 6 月份推出针对专业市场直发的专线普运；2018 年 1 月推出 20-100kg 的重货包裹和 100-500kg 的小票零担。

图 32：顺丰重货发展经历了四个阶段



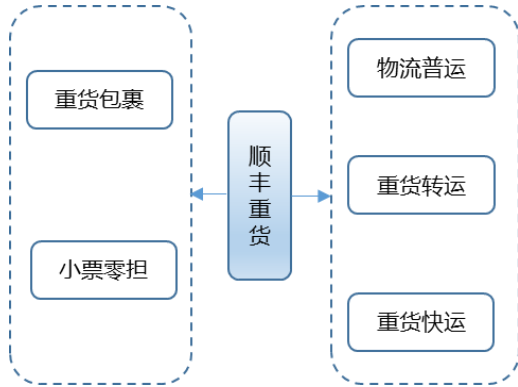
资料来源：物流一图，申万宏源研究

顺丰重货业务特点：全产品布局+金字塔结构

- 一是全产品线布局。比如，重货快运、重货专运、重货包裹、小票零担、物流普运等，分别针对不同重量级的包裹，以及客户对时效性的不同要求而开发。
- 二是金字塔结构。顺丰重货业务板块既包括顺丰自有重货业务，也有顺心捷达，后者主打加盟制。顺丰重货处于金字塔顶部，做高端业务。顺丰快运与顺心快运

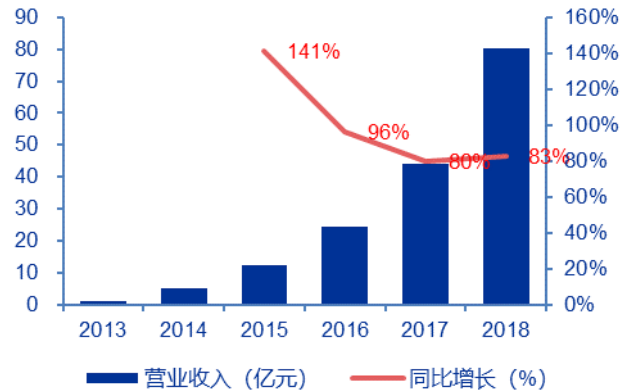
共同构成顺丰重货业务的金字塔结构。在消费者能看到的方面，是两个不同的品牌，在消费者看不见的地方，比如底盘能力是打通和共享的。

图 33：顺丰重货产品矩阵



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 34：顺丰重货营业收入及增速



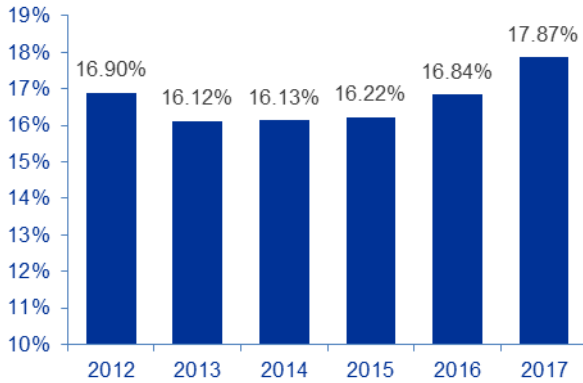
资料来源：公司公告，申万宏源研究

顺丰控股开展重货业务具备哪些优势？从当前阶段来看，顺丰控股切入快运领域最大的优势在于品牌，同时快递的基因能够节约末端成本，网络优势能够保证顺丰控股的服务质量。此外今年对 DHL 大中华区供应链业务的收购，一方面能够带来收入增长点，另一方面则将会与其他业务板块产生协同，如重货业务为供应链客户提供货运服务。

- 一是顺丰的品牌优势。评价物流服务无非是三个指标，即时效、服务稳定性、货物安全性，而顺丰在小件快递已经形成了高质量的服务口碑。从快递到快运，顺丰这个招牌既是开拓业务的利器，又能够继续获得品牌溢价。
- 二是顺丰控股的快递基因。快递一直就是门对门，而传统的重货快运公司是点对点，对很多快运公司来说是靠线下开设大量的门店来获取业务的，而顺丰是靠几十万遍布全国各地的快递小哥门对门服务，既节约了门店的成本，也给用户更便捷的服务体验。
- 三是顺丰的网络优势。顺丰重货业务可以依托顺丰大网优势，尤其是顺丰航空这个在同行中独一无二、遥遥领先的天网系统，让顺丰重货的速度领先于同行，做到“物流的价格+快递的服务”。2015 年才正式介入重货市场的顺丰，截至 2018 年 6 月 30 日，已经拥有 899 个重货网点，整体重货场地面积超过 88.3 万平方米，业务覆盖全国 31 个省 291 个主要城市及地区，车辆 1 万余台。

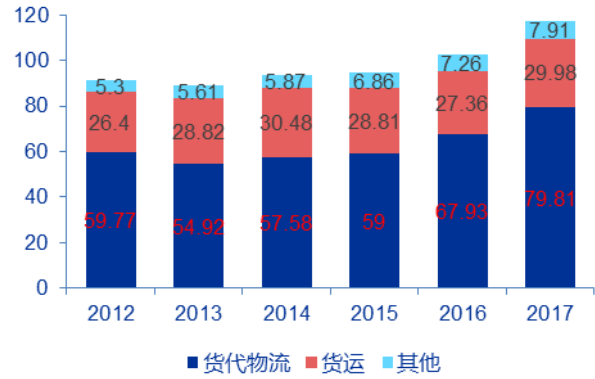
从国外的历史来看，海外巨头均是快递做强之后开始向综合物流提供商转型。以 UPS 为例，供应链与货运部门主要包括货代、货运这两个板块，货运则包括整车与零担，2017 年供应链与货运部门营业收入达到 117.70 亿美元，占营业收入比重为 17.87%。

图 35：UPS 供应链与货运部门收入占比情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 36：UPS 供应链与货运部门收入构成（亿美元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

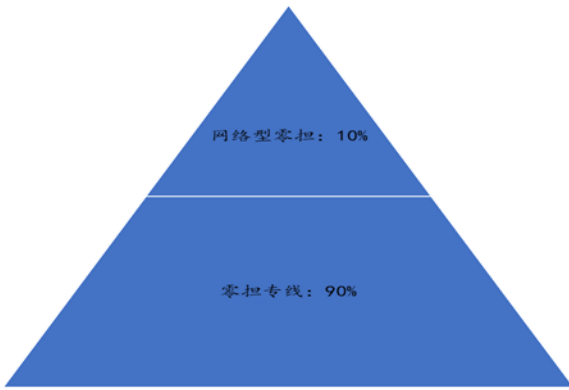
4. 零担行业：从粗放向集中过渡

4.1 市场规模：超万亿，但龙头市占率低

网络型零担企业和专线企业是零担货运的两大细分领域：

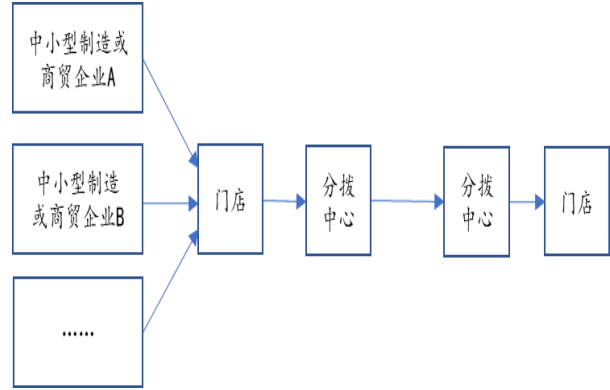
- 零担专线是最常见的零担运输公司经营模式，由于规模有限，一般集中力量专做成熟货源地之间的业务，经营“点对点”或者“点对面”的零担专线运输。这类企业的创立门槛低、规模小，主要服务大票零担。由于国内零担市场规模庞大且尚未完成整合，这类企业占据了市场的大头，目前的市场占有率在 90%左右。
- 网络型零担是用快运的运力组织形式与快递的网络相结合，以网络规模保证业务，以快运保证时效和服务的经营模式。特点是网络遍布全国、中转站点全部自有并附带提供其他运输方式。目前规模较大的只有德邦、天地华宇和佳吉，主要服务于小票零担和高价值大票零担，这类企业目前的市场占有率低于 10%。

图 37：零担的市场结构



资料来源：物流沙龙，申万宏源研究

图 38：网络型零担的组织模式



资料来源：申万宏源研究

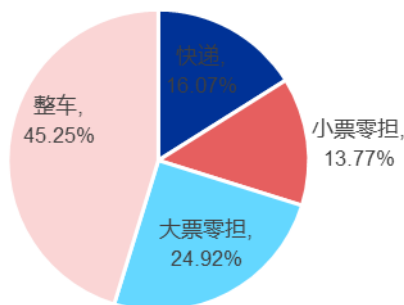
表 3：快递与零担的区别

客户类型	前台设备	后台设备	组织模式
快递 B2B、B2C、C2C	人力车、小货车	自动/半自动分拣	门到门
零担 B2B，企业客户为主	货车、托盘、叉车、多人装卸	叉车+托盘，人工分拣	点到点

资料来源：申万宏源研究

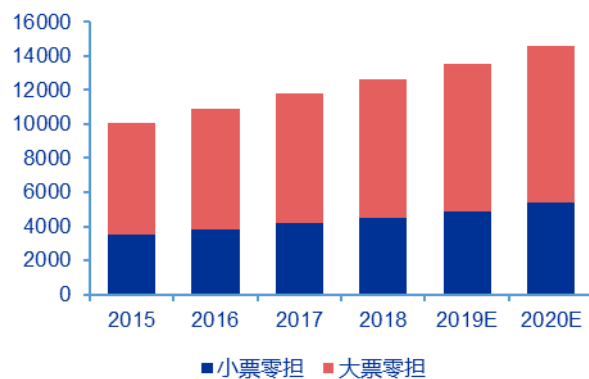
大行业：零担市场规模已超万亿元。根据运联传媒测算，2016 年零担市场规模为 1.1 万亿元。根据运联传媒发布的《中国零担运输研究报告》测算，2016 年零担市场规模为 1.09 万亿元，2017 年为 1.18 万亿元，同比增长 8.26%。

图 39：2017 年各个细分行业市场份额（%）



资料来源：《中国零担运输研究报告》，申万宏源研究

图 40：2018-2020 年零担市场规模预测（亿元）



资料来源：《中国零担运输研究报告》，申万宏源研究

群龙无首，但德邦股份领先优势明显。根据运联传媒统计，2017 年零担行业排名前 10 名的企业市场份额占比仅 3.29%，市场竞争格局分散。排名第一的德邦股份零担业务市占率仅为 0.97%，可以说万亿市场规模的零担行业仍然群龙无首，但相较于排名第二、第三及以后的公司，德邦股份的领先优势仍然比较明显。

表 4：2017 年中国零担企业前 10 强

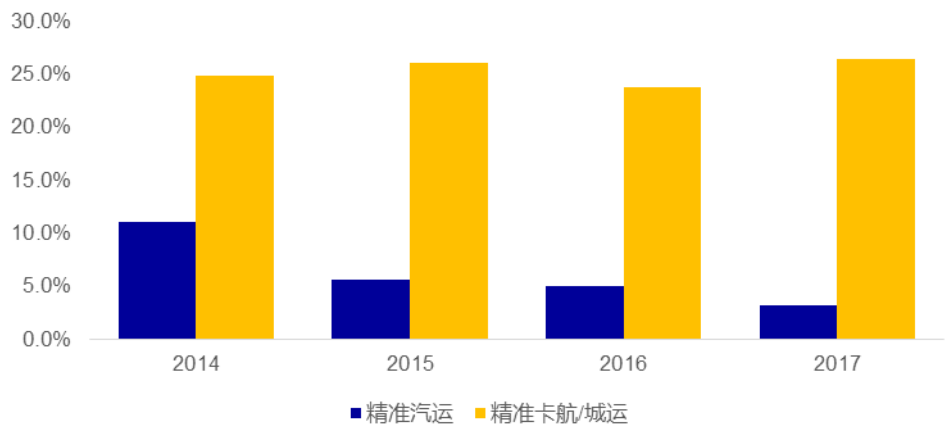
排名	公司	2017 年零担收入 (亿元)	2016 年零担收入 (亿元)	2017 年市场份额
1	德邦股份	114.80	107.00	0.97%
2	安能物流	56.70	37.00	0.48%
3	顺丰重货	44.00	24.50	0.37%
4	百世快运	33.40	16.00	0.28%
5	壹米滴答	30.00	25.80	0.25%
6	三志物流	25.30	12.10	0.21%
7	盛丰物流	22.00	23.00	0.19%
8	盛辉物流	21.80	20.58	0.18%
9	天地华宇	21.30	24.60	0.18%
10	远成快运	19.50	27.00	0.17%

资料来源：运联传媒，申万宏源研究

为何当前的零担行业群龙无首？我们认为主要以下几个原因：

- 首先，从需求端来看，零担行业的客户以制造业、商贸业等企业客户为主。尤其是大票零担客户的运输需求相对比较个性化、定制化，零担企业的规模效应很难释放出来。而德邦成立之初便将服务对象定位为以小票零担需求为主的“小 B”，专吃蛋糕顶端的奶油部分，这也是德邦股份能够长年市场第一、并且营业收入是第二名 2-3 倍的主要原因。
- 其次，零担行业的低毛利率制约了行业集中度提升的速度。集约化是行业整合的必由之路，而集约化的发展则需要前期大量的资本积累。以德邦股份的精准汽运为例，毛利率仅为 5%-6%。零担行业由于进入门槛低，行业毛利率相对于快递行业而言存在明显差距，以美国为例，2012-2014 年间，美国零担运输行业的毛利率分别为 4.04%，4.82%和 6.08%，而快递行业的毛利率分别为 12.9%，11.7%和 12.1%。零担运输行业的平均毛利率仅为快递行业的一半。
- 再次，零担企业普遍服务方式单一，核心竞争力不足。现在很多专线公司产品过于单一，而提供的运输服务也基本相同，导致各个专线都没形成差异化的优势。所以对于客户来说，使用哪家公司运输都一样，相互可以取代。这种情况下，专线企业的竞争力普遍都很弱。在公路货运业陷入同质化竞争时，德邦推出高端产品—精准卡航和精准城运，因此在 2008-2009 年整个物流行业急剧震荡，德邦股份却实现了逆势增长、一跃成为行业第一。

图 41：德邦汽运与卡航业务毛利率对比

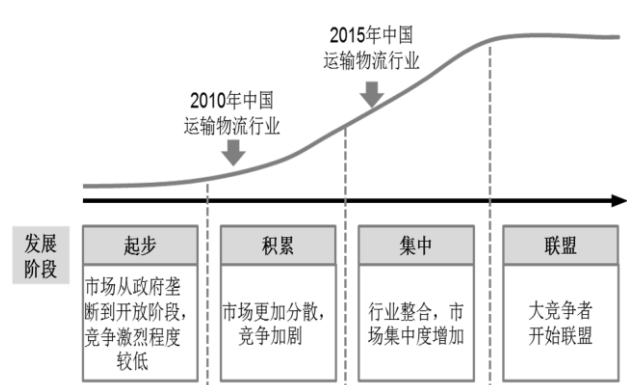


资料来源：公司公告，申万宏源研究

它山之石可以攻玉，美国零担市场当年如何演绎？

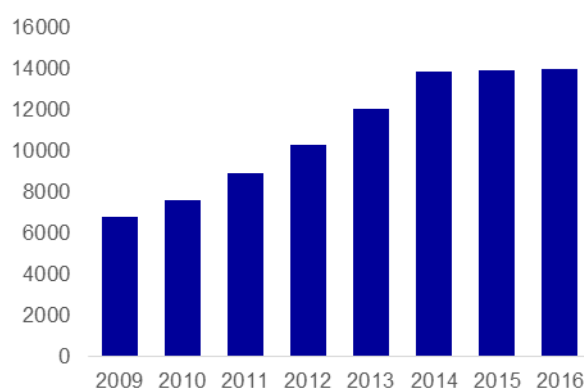
- 行业从“小散乱”向“大集专”过渡。尤其是 1980 年《公路运输解禁法案》的颁布，公路运输业进入门槛消失、价格管制破除，大批竞争者涌入公路运输业。1979 年-1987 年，企业数量从 1.7 万家飙升到 3.8 万家，零担运输价格下降 20%，同时大量的企业倒闭。在经历了 80 年代的洗礼之后，公路货运业从简单的价格竞争阶段进入了健康发展阶段，大量公司（约 60 家）在 90 年代选择了上市，优秀的企业脱颖而出，而 2000 年以后则进入了整合期，并购不断出现，优秀的公司获得并购与做大的机会。从 2016 年数据来看，前五名市占率已经达到 54%。与此对应的是，2009 年交通费改税之后，公路货运市场实现完全市场化，此后零担物流企业数量迎来较快增长。
- 行业龙头基本通过并购形成集约化。以美国零担企业 ODFL 为例，其成立之初仅仅是位于佛吉尼亚州的一家区域专线货运公司。自 1980 年美国国会放松对汽车运输的管制后，ODFL 开始进入扩张期，如先后收购 Fredrickson Motor Express、Goggin Truck Line、Skyline，强化了公司零担运输巨头的地位，并于 1991 年成功上市。与此对应的是，德邦股份登陆 A 股，安能物流也在筹划美股上市。

图 42：中国运输物流行业发展阶段



资料来源：《中国物流行业发展展望》，申万宏源研究

图 43：2019-2016 年中国零担企业数量（家）

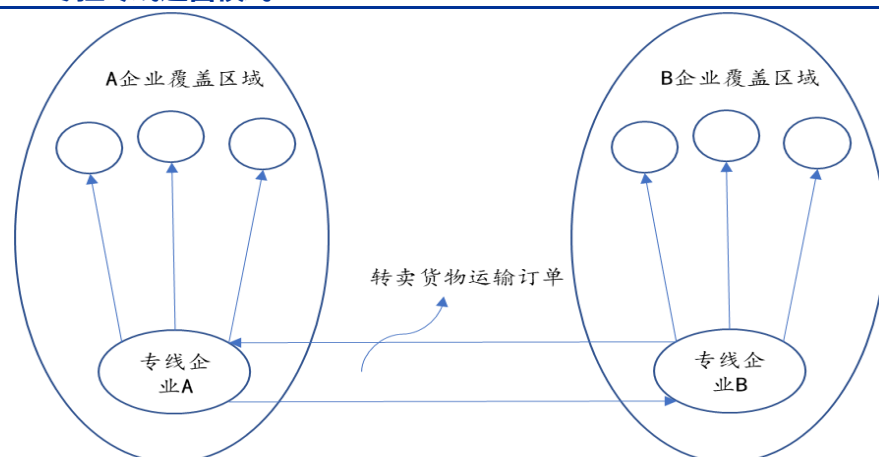


资料来源：中研普华，申万宏源研究

从零担行业内部来看，中小零担公司（以零担专线为主）多数服务能力较差。中小公司是零担行业中一个极其庞大的群体，规模不等，大到百人，小到一人一车，服务能力参差不齐。随着产业结构的调整，行业运营成本上升、企业融资难等问题将进一步压缩这类公司的生存空间，并将经历 1980 年代美国零担行业那样的洗礼，优秀的企业脱颖而出，然后行业集中度逐渐提升。

- 服务难标准化。中小公司一般价格优势明显，为了节约成本，需要凑齐货品才能够出货，运输的时效性很大程度依赖货品的集散速度。
- 经营能力差。专线物流市场通常有代收货款的惯例，且现金交易的比例高，2015 年专线物流市场频发跑路事件。
- 不确定性大。专线物流通常是点对点的形式运输，行内相关企业以转卖货物运单的形式覆盖更广的服务距离，但这给整个环节增添了很多不确定因素。

图 44：零担专线运营模式



资料来源：鲸略咨询，申万宏源研究

4.2 以德邦为例，成就德邦“零担之王”的核心因素是什么？

在竞争激烈的零担快运市场中，德邦股份能够脱颖而出，连续多年位居行业第一名，并被誉“零担之王”，我们认为其核心竞争优势主要包括以下几个方面：

以直营网络为主的经营模式为高品质服务奠定基础。自成立以来，德邦股份便坚持直营化的管理运营模式，公司以直营网络为主，运输网络的覆盖程度及货物运输的安全性和时效性构成了业务的核心竞争力。

- ✓ 营业网点：网点 10087 个，其中直营网点 5278 个，已基本实现全国省级行政区、地级、区级城市的全覆盖，其中乡镇覆盖率达到 81.1%。
- ✓ 分拨中心：共有 130 个分拨中心，其中枢纽中心 2 个，转运场 56 个，集配站 32 个，运作部 25 个，集散中心 15 个。

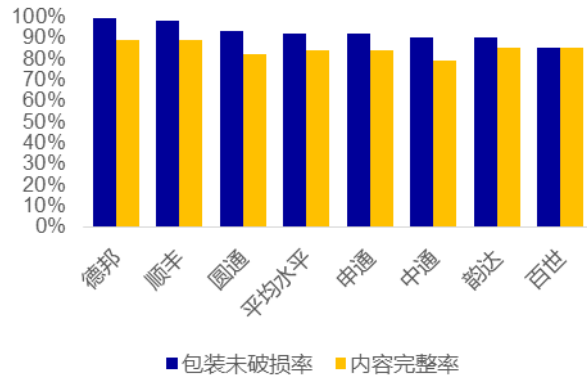
✓ 运输线路：已开设 1370 条运输干线，全网航空线路 1700 多条。

图 45：公司覆盖全国的网络



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 46：主要公司包裹和物品完整率情况

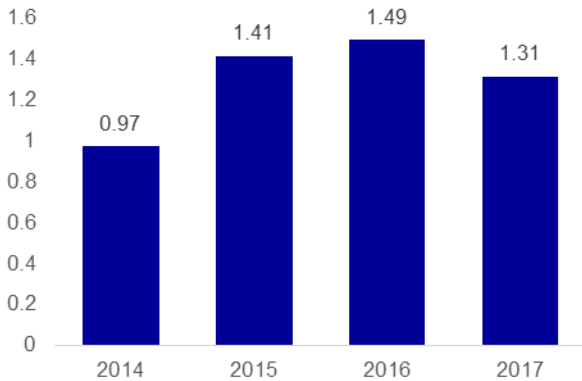


资料来源：中消协，申万宏源研究

借力咨询，提升管理能力，为德邦零担业务提供软实力：

- 高学历的人才引进提升德邦对外服务质量。多年来德邦坚持进行校园招聘，并对大学生进行重点培养。目前，德邦股份大学本科及以上学历员工约占 19.53%，大专及以上学历员工达 41.5%。2005 年在同行业最早启动校园招聘以来，德邦股份 13 年余间累计招聘 1 万多名硕博应届毕业生。配以独特的人才培训选拔体系，德邦 2012-2017 年连续 5 年荣获中国年度最佳雇主，高素质人才进一步激励员工专注提升客户服务体验。
- 借力咨询，打造物流行业的“黄埔军校”。从 2011 年起，德邦开始引入麦肯锡、IBM、美世等世界顶尖咨询公司的力量，借助咨询公司的专业性及成熟的方法论补足德邦人才的短板，并开拓德邦人才的视野。迄今为止，德邦共投入 4 亿多元，借助外部咨询公司的力量实施了 53 个项目。借力咨询成就了德邦史上规模扩张最为迅速的阶段，网络门店数量从 1 000 家飙升至 6000 多家，员工总数从 2 万人增至 9 万人；德邦的营业收入也从 20 多亿元提高到 100 多亿元，并开始涉足快递业务领域并迅速站稳脚跟。

图 47：历年咨询费支出情况（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 48：借力咨询，与国内外知名咨询机构合作

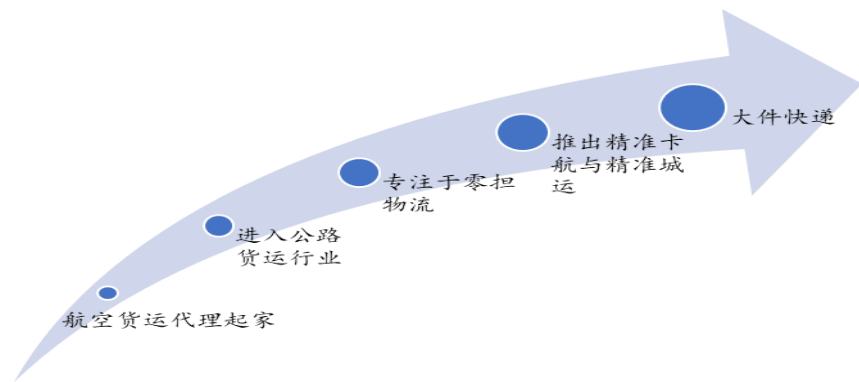


资料来源：公司公告，申万宏源研究

始终坚持“精准定位，专一聚焦”的经营哲学。从公司历史来看：

- 德邦是做航空货运代理起家的，但是做航空货运代理，不仅本小利薄，而且处处受航空公司的牵制，再加上国家对空运代理人的审批政策放宽，空运代理人竞争越来越激烈，点对点的空运利润急速下降。而当时的汽运市场却正在迎来一场前所未有的发展契机。由此，德邦抓住时机，果断进入了公路货运领域。
- 进入公路货运行业后，德邦意识到 30 公斤以下的运输可能快递公司做得更专业，1 吨以上的可能做整车业务或者服务大客户的人做得更专业，自己应该把 30 公斤-1 吨之间比较零散货物的运输作为自己的专长，将目光锁定于广大中小客户，由此开始开辟出一片真正属于自己的蓝海——公路零担物流。
- 随着大小物流公司蜂拥进入汽运行业，造成行业塞车。激烈的竞争让许多小货运企业不惜一切代价，争相压低价格。德邦决定打差异化之战，不仅不能降价打价格战，而且走高端路线。这种产品的价格比汽运高一点，但速度不能比空运慢太多，突出“快速和准时”，于是便推出精准卡航和精准城运业务。

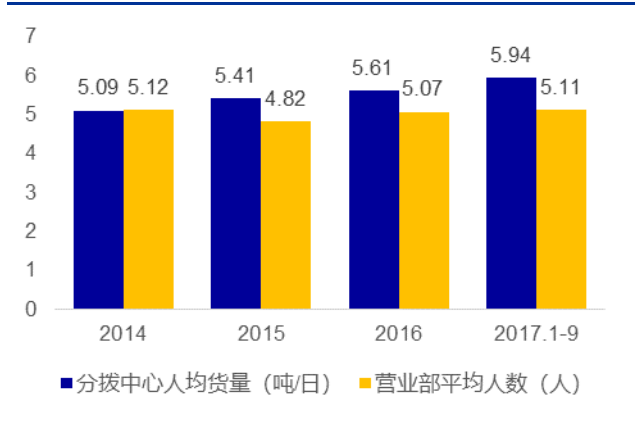
图 49：“精准定位，专一聚焦”的经营哲学



资料来源：《借力咨询-德邦成长背后的秘密》，申万宏源研究

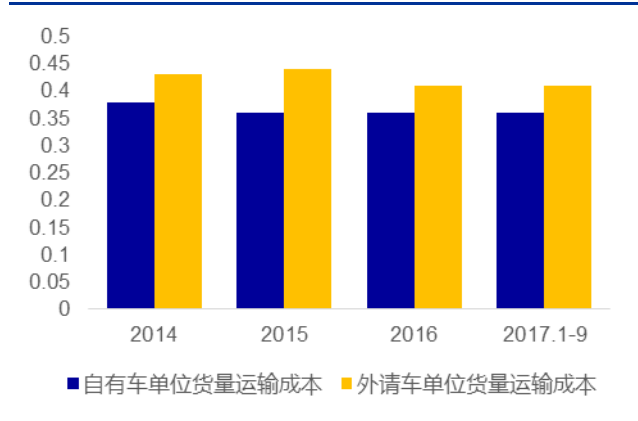
规模经济和成本管控助力公司零担业务持续增长。一方面，通过优化营业部和分拨中心人员配比、对工作流程重新梳理等方式有效地提升了单位人员效益。另一方面，随着业务规模的提升，自有车与外请车单位货量运输成本均呈现下降态势。

图 50：单位人员效益呈现提升态势



资料来源：公司公告，申万宏源研究

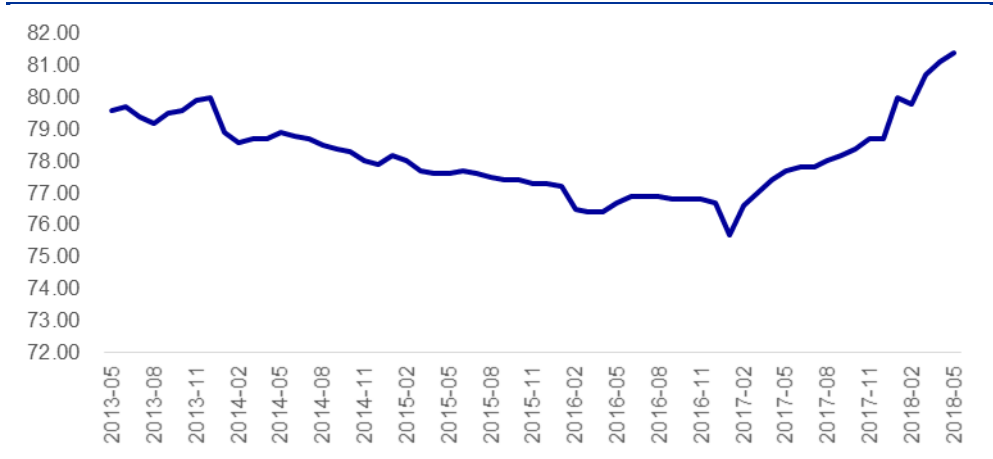
图 51：单位运输成本呈现下降态势 (元/吨公里)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

率先登陆资本市场的优势。参考快递行业，从 2016 年底第一家完成借壳上市的圆通速递登借壳上市以来，国内主要快递公司先后登陆资本市场。在资本市场的助力之下，快递行业集中度 (CR8) 从 2017 年年初开始反弹，并且进入 2018 年后呈现逐月破新高的态势。作为第一家上市的零担公司，德邦股份是从事公路零担行业内高端部分的公路快运业务的部分领先企业，未来将凭借其市场地位引导行业内的持续整合，市占率将逐步提高。

图 52：主要龙头上市后，CR8 从 2017 年开始反弹并于 2018 年逐月破新高 (%)



资料来源：wind，申万宏源研究

5. 整车行业：大行业，小公司

总体来看，整车是公路物流行业最差的赛道，行业自身门槛最低，企业小而分散，而所对应的客户相对最集中，因此行业整体议价能力最弱。所以即使整车行业体量在 3.5 万亿左右，但也很难出现大公司。

特征一：货运市场中规模最大

根据《中国公路货运市场研究》，2017 年中国公路货运市场规模超过 5 万亿，其中零担占 25% 左右，整车则达到了 70%，则依此测算，整车市场规模在 3.5 万亿左右。

特征二：进入门槛低，企业小而分散

整车运输一般都是单对单的模式，基本不存在规模效应，进入门槛非常低。根据统计，目前道路货运公司平均拥有 1.6 辆车，只有一辆车的公司占 40% 左右；中小公司占 90 以上，90% 以上的运力掌握在个体运营司机手中，行业集中度非常之低。

特征三：客户相对集中，议价能力弱

以美国为例，整车运输的客户集中度往往要高于零担，即使是行业排名前 5 的 SWIFT 和 WERNER，前 5 大客户的收入占比也达到了 25%，可以预见行业议价能力十分有限。再以德邦股份为例，毛利率最高的是精准卡航/城运，而整车的毛利率最低。

6. 投资建议：优选具有消费属性的电商件快递

从细分行业来看，按照盈利能力强弱的排序为：快递、快运、零担和整车，快递直接面对 C 端，也是规模效应最明显的细分行业，因此也是最容易出现大公司的领域。因此，从投资的角度，我们的细分行业排序是快递、快运、零担和整车。

从快递行业来看，其持续高增长的驱动力主要来自电商。在经济下行预期下，电商件需求具有很强的韧性。以 2018 年为例，行业业务量同比增长 26.6%，从快递主要需求端来看，2018 年 1-12 月实物商品网上零售额同比增长 25.4% 其中吃类商品同比增长 36.3%，增速低于快递业务增速的背后则是平均客单价的下降。以 11 月为例，平均客单价从去年同期的 159.4 元下降至 149.2 元，下降幅度达 6.4%。我们认为客单价持续下降的背后，反应的是电商消费结构的变化，在经济下行和消费放缓的预期下，需求具有韧性的淘宝件、拼多多件拉低了整体客单价。而以淘宝件、拼多多件为主要业务来源的圆通速递、韵达股份、申通快递，从 2018Q4、2019Q1 业务量增速数据来看，同样能够验证当前阶段淘宝件、拼多多件需求的韧性。**基于此，我们在当期阶段持续优选具有消费属性的电商快递。**

从电商件快递公司内部之间来看，单件成本下降幅度仍然是当前阶段观察电商件快递的核心指标。以圆通速递为例，从固定资产和无形资产来看，圆通速递的土地使用权和房屋建筑等长期资产一直领先同行，但是在自有车辆与机器设备方面落后于同行，说明圆通速递的早期资产投入一直着眼于长期布局。但是从 2018 年初开始，圆通速递开始加大自动化分拣和运输车辆的投入。根据圆通速递 2018 年报业绩数据，公司 2018Q4 业绩大幅超

市场预期的核心原因，便是运输车辆和自动化分拣设备的投入，使得旺季 Q4 的单件成本得到极大的改善。总体来看，我们判断中小公司退出市场的速度将会超过市场预期，而总部成本管控能力最终影响末端的揽件竞争力，仍然是短期内投资通达系快递股重要的观察指标。因此上半年电商快递我们看好的是单票成本下降幅度最大的圆通速递、业绩成长性最稳定的韵达股份。

表 5：物流行业重点公司估值表

证券代码	证券简称	投资评级	2019-06-11		PB	申万预测 EPS				PE		
			收盘价(元)	总市值(亿元)	2018A	2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002010	传化智联	增持	7.95	259	2.1	0.25	0.41	0.63	0.86	19	13	9
002120	韵达股份	买入	38.79	864	5.8	1.58	1.61	1.94	2.27	24	20	17
002352	顺丰控股	买入	29.56	1,306	3.6	1.03	1.14	1.40	1.72	26	21	17
002468	申通快递	增持	25.07	384	4.5	1.34	1.44	1.76	-	17	14	-
600233	圆通速递	买入	12.44	352	3.1	0.67	0.81	1.02	1.20	15	12	10
601598	中国外运	增持	4.89	362	1.3	0.45	0.37	0.39	0.41	13	13	12
603056	德邦股份	增持	14.26	137	3.4	0.73	0.89	1.22	1.49	16	12	10
603128	华贸物流	增持	8.82	89	2.3	0.32	0.37	0.43	-	24	21	-
603871	嘉友国际	增持	28.32	44	2.0	2.41	2.77	3.13	-	10	9	-

资料来源：Wind 资讯、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。