

2019-6-29

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

## 航空货运与物流行业

# 竞争、博弈与再进化

## ——长江交运快递生命周期系列（二）

## 报告要点

### 长期：电商快递——“长跑冠军”的确定性赛道

超级大国的电商基础设施、最具规模效应的物流赛道，是长江交运相信电商快递未来能够走出“长跑冠军”的两大基础论据，也是我们对电商快递长期乐观的基础条件。只有人口和互联网意义上的超级大国，才有可能凭借广阔的国内市场孕育出万亿级的电商快递。在短短 10 多年的时间里，超级电商与超级快递的协同演进，成就了中国民营经济的两大奇迹。作为最具规模效应的物流赛道，面对未来仍有翻倍以上空间，我们有理由相信，电商快递能够走出“长跑冠军”。

### 中期：从龙头到寡头，竞争关键窗口期

长江交运团队提出的“快递生命周期”，是我们对中国快递产业中长期发展路径的判断，2019 年行业有望进入“龙头竞争”的新阶段，即“龙头”向“寡头”转变的过程。改革往往都是倒逼的，当下，电商快递面临的三方面挑战——1) **电商红利的隐忧**：阿里、京东、拼多多构成的电商三元格局，用户重叠度或许已经达到 70%，中性假设下，网购用户数将在 2022 年与互联网用户数持平，这意味着电商流量增长将面临天花板；2) **领先龙头的焦虑**：成本曲线的平坦化，以及后发者的学习效应，使得领先者的成本优势难以持续扩大；3) **模式创新的瓶颈**：加盟制快递的成功，也是组织创新的成功。当快递总部通过收购分拨、升级设备完成转运层级的 2.0 版本迭代后，网点层级的迭代优化成为摆在通达系面前待解的难题——**将加速行业整合拐点的到来。**

### 盈利：格局非稳态，ROE 有支撑

经验表明，双寡头格局往往是成熟行业的稳态竞争结构。当前非稳态的竞争结构，将驱动通达系对市场份额的追求，伴随着的是持续的价格竞争。但保持较低的电商快递价格，的确有利于电商与快递之间达到帕累托最优。不过这并不妨碍通达系依赖周转率以及杠杆率提升，实现“Costco”式的高 ROE。

### 投资：估值处于合理区间，亦可胜而后求战

经过两年多的连续调整，通达系估值已消化至合理区间。对于风险偏好较高的投资者，尽管行业竞争格局难言清晰，但在理性的价格竞争下，投资者依然能够分享高件量增速带来的业绩稳健增长。对于风险偏好较低的投资者，胜而后求战不失为更好的选择。我们的排序逻辑：1、具备长期成本优势或优异管理能力的公司市值空间更大；2、基本面边际显著改善的公司，短期股价弹性更大。

**风险提示：**

1. 电商需求出现大幅下滑；电商监管加强对行业短期构成负面影响；
2. 阿里对竞争格局的超预期影响；
3. 民生就业阻碍通达系出清式整合。

分析师 韩轶超

☎ (8621) 61118745

✉ hanyc@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512020001

联系人 冯启斌

☎ (8621) 61118710

✉ fengqb@cjsc.com.cn

分析师 鲁斯嘉

☎ (8621) 61118710

✉ lusj@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490519060002

## 行业内重点公司推荐

| 公司代码   | 公司名称 | 投资评级 |
|--------|------|------|
| 002120 | 韵达股份 | 买入   |
| 002352 | 顺丰控股 | 增持   |
| 002468 | 申通快递 | 买入   |
| 600233 | 圆通速递 | 买入   |
| 603056 | 德邦股份 | 买入   |

## 市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

## 相关研究

《细分市场分化加剧，总部末端价格背离》  
2018-12-19

《中部竞争加剧，细分市场分化——10 月快递行业数据点评》2018-11-20

## 目录

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 引言                    | 4  |
| 长期：电商快递——“长跑冠军”的确定性赛道 | 4  |
| 超级大国的电商基础设施           | 4  |
| 最具规模效应的物流赛道           | 5  |
| 中期：从龙头到寡头，竞争关键窗口期     | 7  |
| 电商红利的隐忧——增速趋势性下行      | 7  |
| 领先龙头的焦虑——成本曲线平坦化      | 8  |
| 模式创新的瓶颈——组织变革持续中      | 10 |
| 盈利：格局非稳态，ROE 有支撑      | 12 |
| 非稳态竞争格局的份额追求          | 12 |
| 价格战是市场出清必经之路          | 13 |
| 周转率与杠杆或可支撑 ROE        | 15 |
| 投资：估值处于合理区间，亦可胜而后求战   | 16 |
| 风险提示                  | 18 |
| 附录                    | 19 |

## 图表目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 1：中国实物网上零售额占社零总额比重接近 20%      | 4  |
| 图 2：中国快递业务量约为美国的三倍              | 4  |
| 图 3：中通快递网络覆盖全国                  | 5  |
| 图 4：海外快递市场大多为寡头竞争格局             | 5  |
| 图 5：美国快递公司市值远高于其他细分领域物流公司       | 6  |
| 图 6：中国快递公司市值同样高于其他细分领域物流公司      | 6  |
| 图 7：中国电商快递市场仍有翻倍以上空间            | 6  |
| 图 8：网购渗透率潜在提升空间较大               | 7  |
| 图 9：中性假设下，中国电商流量 2020 年左右将面临天花板 | 7  |
| 图 10：中国处于移动互联网时代                | 8  |
| 图 11：中国智能手机出货量自 2017 年连续负增长     | 8  |
| 图 12：电商平台用户重叠度大幅提升              | 8  |
| 图 13：快递车辆日均装载件数近 1800 件         | 9  |
| 图 14：通达系单票运输成本                  | 9  |
| 图 15：全国路网平均长度呈现下降趋势             | 9  |
| 图 16：通达系单票中转成本                  | 9  |
| 图 17：快递末端网点密度已处于较高水平            | 9  |
| 图 18：通达系成本曲线平坦化                 | 9  |
| 图 19：加盟制快递重大创新与改革梳理             | 10 |

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图 20: 茅台主要经销商渠道分类统计 (截至 2019 年 6 月 27 日) | 11 |
| 图 21: 当前格力销售体系已经十分成熟                     | 11 |
| 图 22: 通过股权转让, 2007 年后经销商持股格力             | 11 |
| 图 23: 2018 年电商快递市场竞争结构 (按件量口径测算)         | 12 |
| 图 24: 经历价格战后, 格力电器 2005 年左右市占率开始明显提升     | 13 |
| 图 25: 格力电器净利率随着竞争格局改善而提升                 | 13 |
| 图 26: 经历价格战后, 伊利股份 2008 年左右市占率开始明显提升     | 13 |
| 图 27: 伊利股份净利率随着竞争格局改善而提升                 | 13 |
| 图 28: 通达系月度件量增速差逐步收敛                     | 14 |
| 图 29: 通达系全网 ASP 呈现下降趋势                   | 14 |
| 图 30: 通达系总部及加盟商网点单票税前扣非净利润               | 14 |
| 图 31: 拼多多平台爆款纸巾收入、成本及利润结构                | 15 |
| 图 32: 中低端电商需求客单价在 50 元左右                 | 15 |
| 图 33: 通达系总资产周转率仍有提升空间                    | 15 |
| 图 34: 通达系资产负债率处于较低水平                     | 15 |
| 图 35: 中通快递 PE-Band                       | 16 |
| 图 36: 韵达股份 PE-Band                       | 16 |
| 图 37: 圆通速递 PE-Band                       | 16 |
| 图 38: 申通快递 PE-Band                       | 16 |
| 图 39: 格力电器股价表现回顾                         | 17 |
| 图 40: UPS 和 FedEx 股价表现回顾                 | 17 |
| 表 1: 国外大众消费品大多形成双寡头垄断                    | 12 |
| 表 2: 低净利率、高 ROE 模式的几个典型代表                | 16 |
| 表 3: 电商快递未来空间及增速测算                       | 19 |

## 引言

超级大国的电商基础设施、最具规模效应的物流赛道，是长江交运相信电商快递未来能够走出“长跑冠军”的两大基础论据，也是我们对电商快递长期乐观的基础条件。

根据长江交运“快递生命周期”理论，2019 年行业有望进入“龙头竞争”的新阶段，即“龙头”向“寡头”转变的过程。当下，电商快递面临的三方面挑战——电商红利的隐忧、领先龙头的焦虑和模式创新的瓶颈——将加速行业整合拐点的到来。

非稳态的竞争结构，将驱动通达系对市场份额的追求，伴随着的是持续的价格竞争。但保持较低的电商快递价格，的确有利于电商与快递之间达到帕累托最优。不过，这并不妨碍通达系依赖周转率以及杠杆率提升，保持较高 ROE 水平。

## 长期：电商快递——“长跑冠军”的确定性赛道

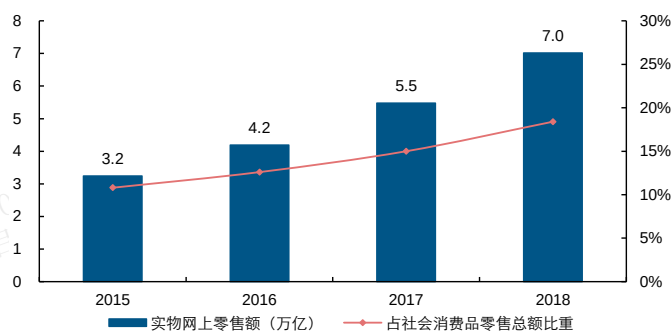
只有人口和互联网意义上的超级大国，才有可能凭借广阔的国内市场孕育出万亿级的电商快递。我们相信，在这条最具规模效应的物流赛道上，能够走出“长跑冠军”。

## 超级大国的电商基础设施

“庞大的人口聚居”、“繁荣的移动互联网”、“高效的快递网络”三大条件，造就了全球最大的网上零售市场——中国电商市场。

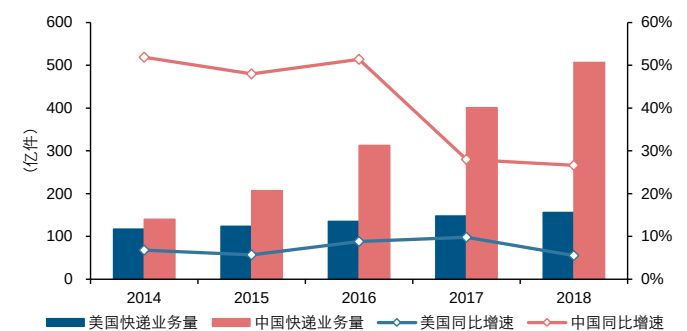
在短短 10 年多的时间里，超级电商与超级快递的协同演进，成就了中国经济的奇迹。快递作为电商最核心的基础设施之一，支撑了中国近 20% 的零售额；而电商也贡献了中国快递业近 80% 的件量。电商的成功，某种意义上也是通达系为代表的电商快递的成功。

图 1：中国实物网上零售额占社零总额比重接近 20%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：中国快递业务量约为美国的三倍



资料来源：Wind，运联传媒，长江证券研究所

图 3：中通快递网络覆盖全国

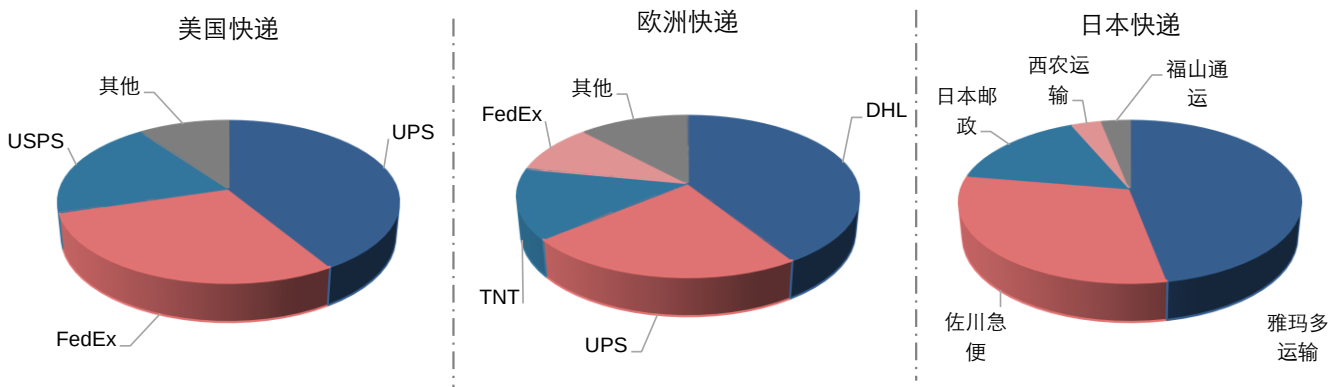


资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 最具规模效应的物流赛道

“网络型产品”、“标准化操作”、“轻公斤段定位”决定了快递可能是物流领域最具规模效应的赛道。从海外成熟市场的发展经验看，快递行业大多形成了寡头垄断的竞争格局。

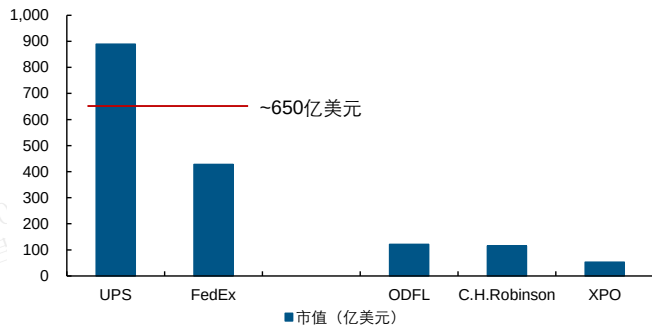
图 4：海外快递市场大多为寡头竞争格局



资料来源：公司公告，长江证券研究所

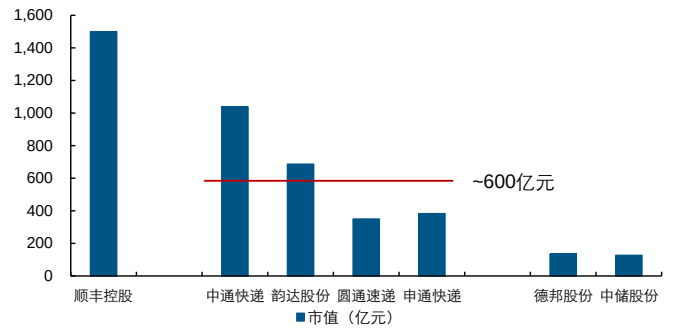
从物流子版块对比来看，快递是诞生大市值公司的确定性赛道。市场定位、经营模式都与顺丰相似的零担业龙头德邦股份，同样经历了 20 多年的发展，但市值却仅有顺丰的十分之一，可见赛道的选择比努力更重要。同样地，UPS、FedEx 等美国快递公司的市值也都数倍于零担、货代等细分领域龙头。尽管中国快递件量规模已全球领先，是第二名美国市场的三倍之多，但在中性假设下，2023 年中国电商快递将逼近 1000 亿件，较 2018 年仍有翻倍以上空间。我们有理由相信，在这条最具规模效应的物流赛道上，能够走出“长跑冠军”。

图 5：美国快递公司市值远高于其他细分领域物流公司



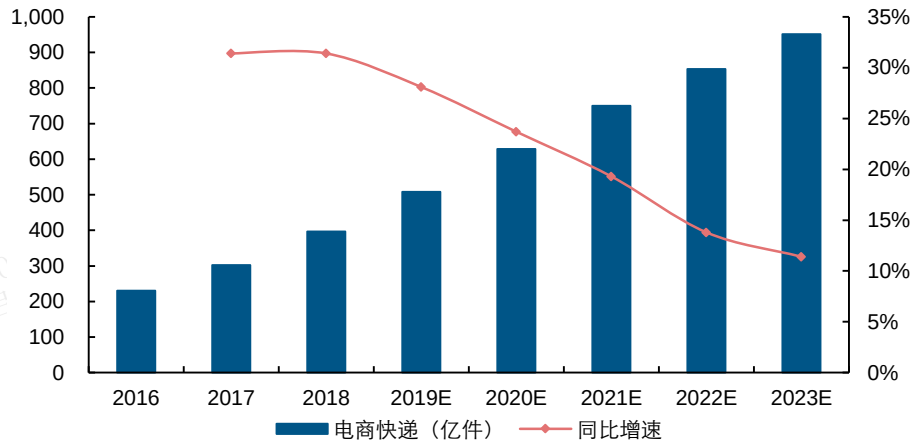
资料来源：Wind, 长江证券研究所（数据截至 2019 年 6 月 28 日）

图 6：中国快递公司市值同样高于其他细分领域物流公司



资料来源：Wind, 长江证券研究所（数据截至 2019 年 6 月 28 日）

图 7：中国电商快递市场仍有翻倍以上空间



资料来源：Wind, CNNIC, 国家邮政局, 长江证券研究所测算

## 中期：从龙头到寡头，竞争关键窗口期

长江交运团队去年 4 月 7 日发布行业深度报告《从快递企业到综合物流服务商——中国快递迎来龙头竞争时代》提出的“快递生命周期”，是我们对中国快递产业中长期发展路径的判断。2017 年，快递从“完全竞争阶段”进入“龙头竞争阶段”；2019 年，有望进入“龙头竞争”的新阶段，即“龙头”向“寡头”转变的过程。

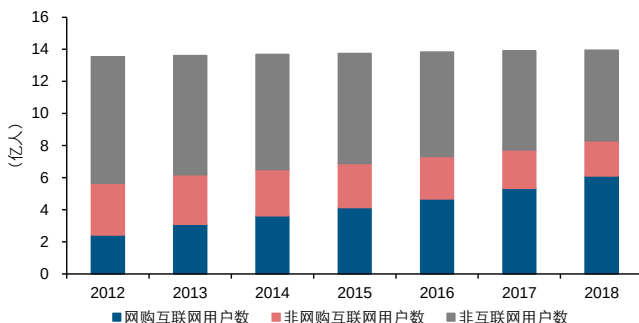
产业演化自有内生动力，但外部因素确是重要催化剂——毕竟改革往往都是倒逼的。当下，电商快递面临的三方面挑战——电商红利的隐忧、领先龙头的焦虑和模式创新的瓶颈——将加速行业整合拐点的到来。

## 电商红利的隐忧——增速趋势性下行

当前中国互联网渗透率为 59%，其中网购渗透率（网购用户数/互联网用户数）约为 74%，电商发展未来仍有相当大的潜在空间。

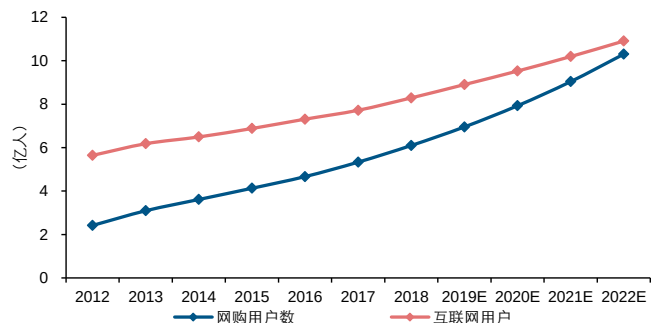
从结构上来看，电商增长动能正从一二线城市切换至下沉市场。今年 6·18 期间，阿里、京东的部分交易数据显示，下沉市场订单同比分别增长 176%、122%；而拼多多则有七成订单来自下沉市场。

图 8：网购渗透率潜在提升空间较大



资料来源：Wind, CNNIC, 长江证券研究所

图 9：中性假设下，中国电商流量 2020 年左右将面临天花板



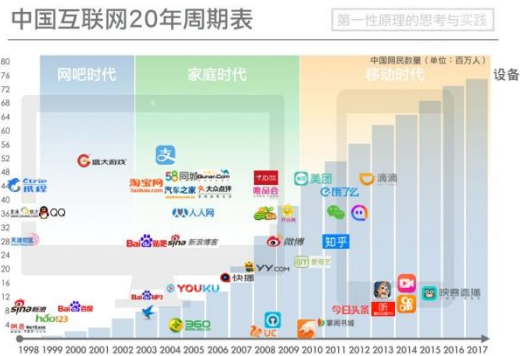
资料来源：CNNIC, 长江证券研究所测算

不过，连续两年负增长的智能手机出货量，不免令人担忧流量红利退坡。阿里、京东、拼多多构成的中国电商三元格局下，用户重叠度或许已经达到 70%。中性假设下，中国网购用户数将在 2022 年与互联网用户数持平，这意味着电商流量增长将面临天花板。

我们不确定未来电商会以怎样的方式挖掘剩余流量，但现阶段日益增长的线上获客成本确实对部分线上品牌的持续增长构成了阻碍。

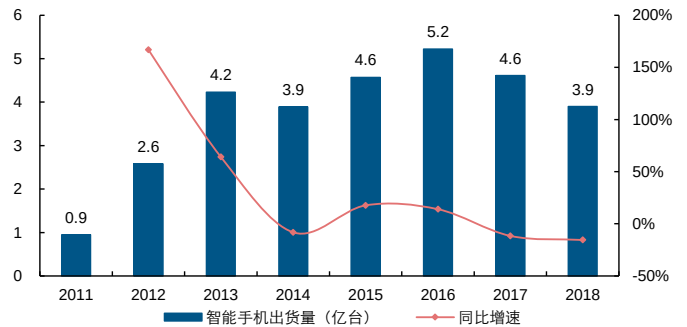


图 10：中国处于移动互联网时代



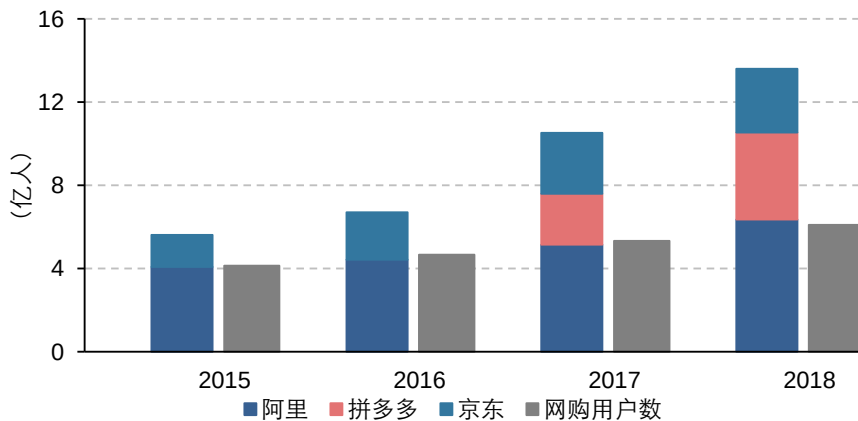
资料来源：《互联网20年商业史和演变逻辑》，长江证券研究所

图 11：中国智能手机出货量自 2017 年连续负增长



资料来源：工业和信息化部，长江证券研究所

图 12：电商平台用户重叠度大幅提升



资料来源：公司公告, CNNIC, 长江证券研究所

## 领先龙头的焦虑——成本曲线平坦化

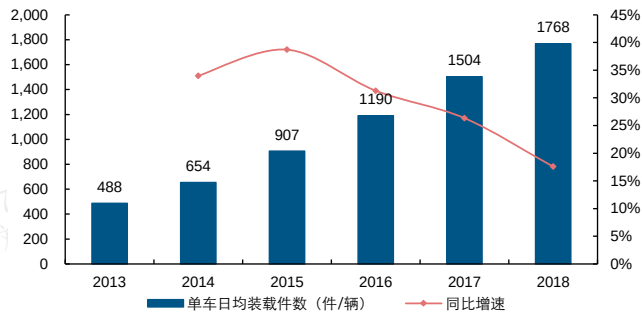
如果说复购率的提升尚且能够延缓流量退坡对电商快递的冲击，但未来 1-2 年可见的自动化设备红利消失，将足够引起龙头企业的焦虑。

2016 年中通、韵达率先开启的自动化设备升级，带领加盟制快递进入精细化管理时代。自动化设备红利带来的成本效率优化，奠定了中通、韵达目前的竞争力基础。

不过，成本曲线的平坦化，以及后发者的学习效应，使得领先者的成本优势难以持续扩大，因此，未来快递竞争力的构建将更多依赖组织创新和结构性优化。

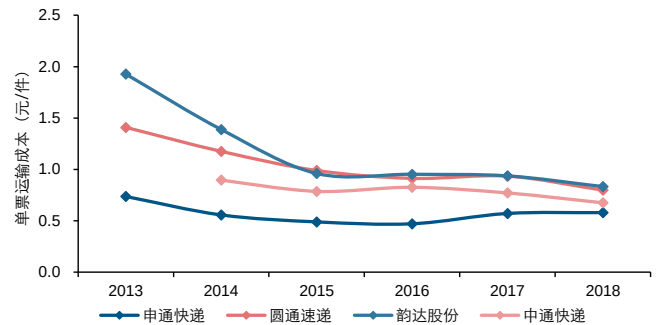


图 13: 快递车辆日均装载件数近 1800 件



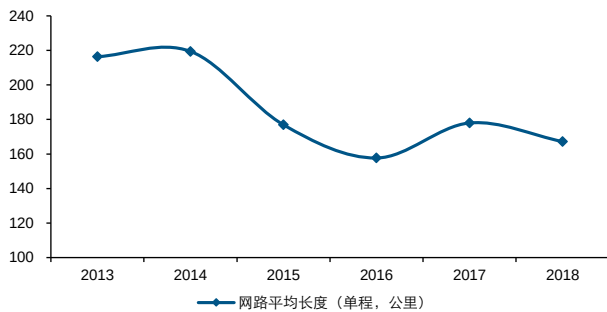
资料来源: 国家邮政局, 长江证券研究所 注: 假设揽收、运输件量比约为 1:3

图 14: 通达系单票运输成本



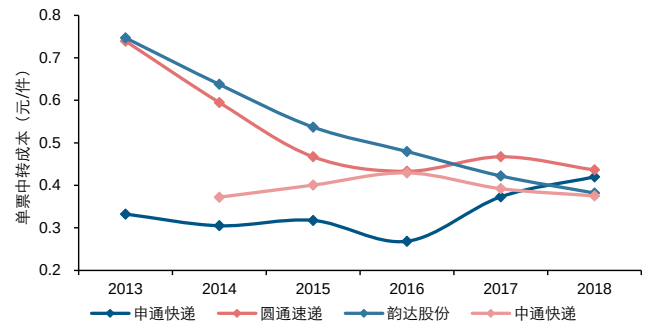
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 15: 全国路网平均长度呈现下降趋势



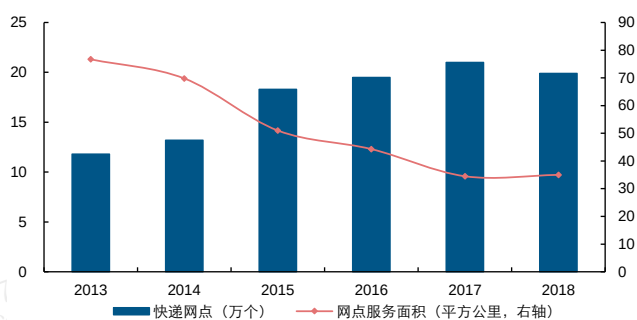
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 16: 通达系单票中转成本



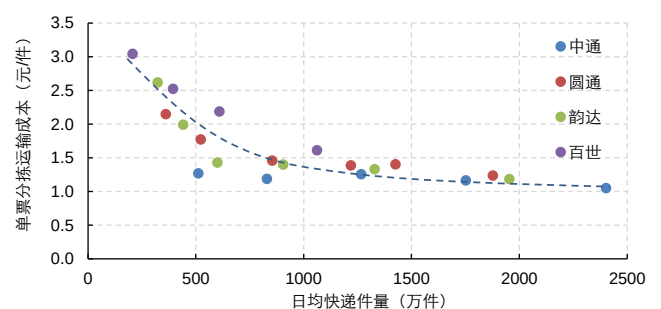
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 17: 快递末端网点密度已处于较高水平



资料来源: 国家邮政局, 长江证券研究所

图 18: 通达系成本曲线平坦化



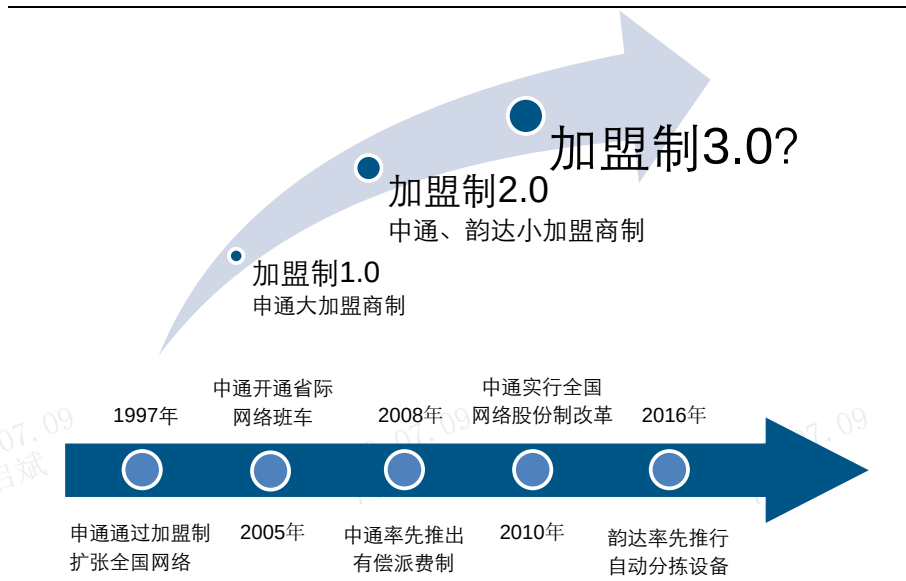
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 模式创新的瓶颈——组织变革持续中

加盟制快递的成功，不仅是超级电商的红利，更是组织创新的结果。

中国特色的加盟制快递，借用冯仑先生的话来概括，就是“小组织、自驱动，低成本、高回报”。无论是 1990 年代，申通开创的大加盟制；还是 2010 年代，中通实行的全网股份制改革，加盟制快递应对行业变化所展现出的强大自适应力，由此可见一斑；而末端组织的柔性更是经典的群众智慧。

图 19：加盟制快递重大创新与改革梳理



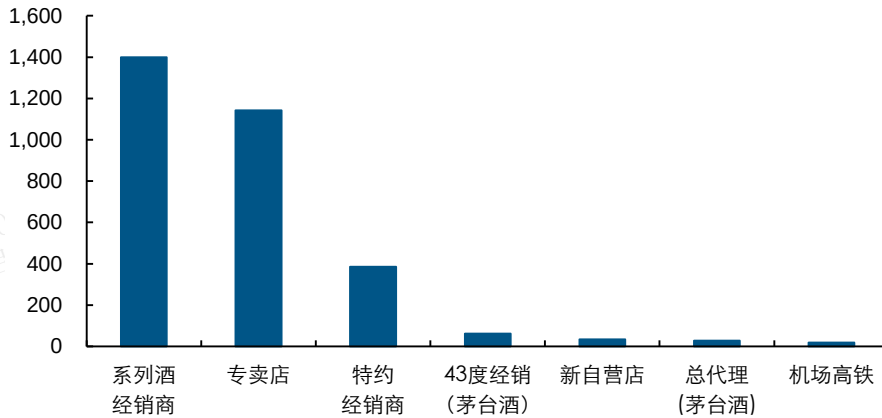
资料来源：公司官网，《快递中国》，长江证券研究所

**局部最优并非最优解，全局最优仍需迭代优化。**当快递总部通过收购分拨、升级设备完成了转运层级的 2.0 版本迭代后，网点层级的迭代优化成为摆在通达系面前待解的难题。而快递总部之间、加盟商之间的双重博弈和利益制衡，深刻考验着管理层的智慧。

某种程度上讲，加盟商是电商快递的渠道商——从总部批发面单，再向客户提供快递服务。从典型消费业和制造业的发展经验来看，从跑马圈地的春秋时代，进入群雄并起的战国时代，企业的胜出，离不开对渠道的有力管控。**无论是贵州茅台的小经销商模式，还是格力电器组建销售公司，与经销商形成利益共同体，都表明优秀的渠道管理是企业从成功走向卓越的必要条件。**

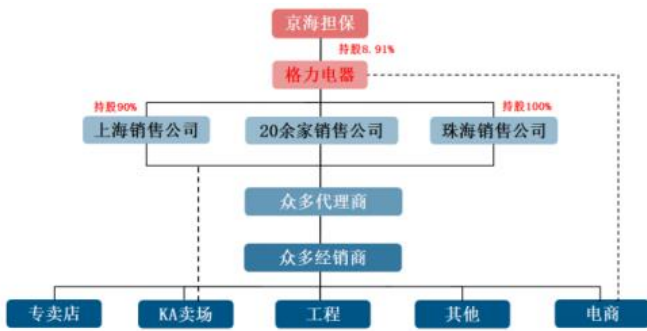
我们有理由相信，下一轮组织创新和渠道变革的先行者，将再次领跑快递行业。

图 20：茅台主要经销商渠道分类统计（截至 2019 年 6 月 27 日）



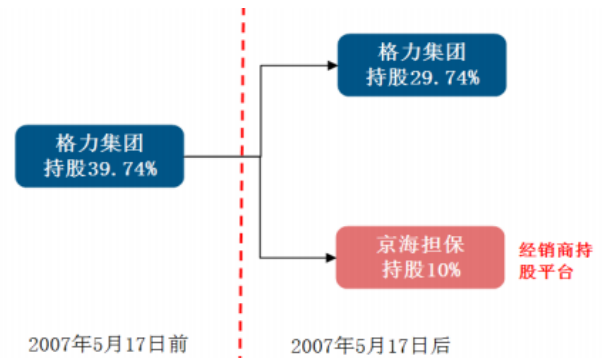
资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 21：当前格力销售体系已经十分成熟



资料来源：公司公告，长江证券研究所家电组

图 22：通过股权转让，2007 年后经销商持股格力



资料来源：公司公告，长江证券研究所家电组

## 盈利：格局非稳态，ROE 有支撑

2018 年以来，圆通、申通加速变革推动件量增速恢复，龙头间的件量增速差逐步收敛。非稳态的竞争结构，将持续驱动通达系对市场份额的追求，伴随着的是持续的价格竞争。但保持较低的电商快递价格，的确有利于电商与快递之间达到帕累托最优。不过，这并不妨碍通达系依赖周转率以及杠杆率提升，保持较高 ROE 水平。

### 非稳态竞争格局的份额追求

无论是以 UPS 和 FedEx 为双寡头的美国快递业，还是空调、高端白酒、乳制品、软饮料等经典消费品行业，都表明双寡头格局往往是成熟行业的稳态竞争结构。

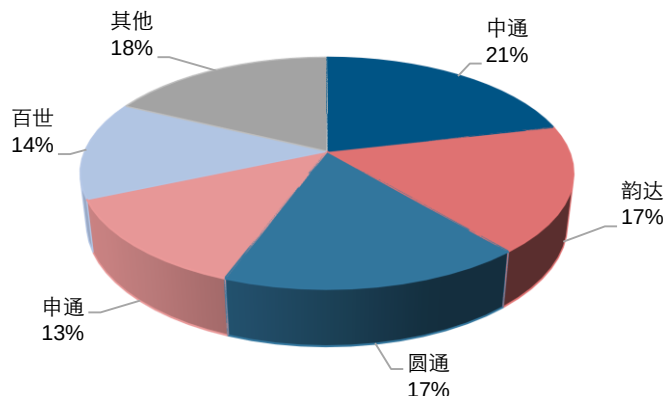
从细分市场看，2018 年电商快递市场的 CR2（中通和韵达）接近 40%，似乎已趋近双寡头格局。但行业格局仍存变数：一方面，通达系间的市占率仍未形成实质性差距；另一方面，未来数年，行业仍有望保持双位数增长。这种非稳态的竞争结构，将持续驱动通达系对市场份额的追求。

表 1：国外大众消费品大多形成双寡头垄断

| 行业   | 市场 | 竞争格局                                                        |
|------|----|-------------------------------------------------------------|
| 烟草   | 北美 | 2018 年高特利和雷诺烟草各占 42.3% 和 31.7%，远超第三名 Imperial Brands 的 8.6% |
| 口香糖  | 北美 | 2018 年玛氏和亿滋国际各占 51.5% 和 22.6%，远超第三名好时的 9.1%                 |
| 碳酸饮料 | 北美 | 2018 年可口可乐和百事各占 36.8% 和 26.5%，第三名胡椒博士占 17.4%                |
| 彩妆   | 北美 | 2018 年欧莱雅和雅诗兰黛各占 29.3% 和 20.8%，高于第三名科蒂的 9.8%                |
| 巧克力  | 北美 | 2018 年好时和玛氏各占 28.7% 和 25.1%，远超第三名瑞士莲的 8.8%                  |

资料来源：Bloomberg，长江证券研究所（数据截至 2018 年 6 月 30 日）

图 23：2018 年电商快递市场竞争结构（按件量口径测算）



资料来源：Wind，国家邮政局，公司公告，长江证券研究所测算

## 价格战是市场出清必经之路

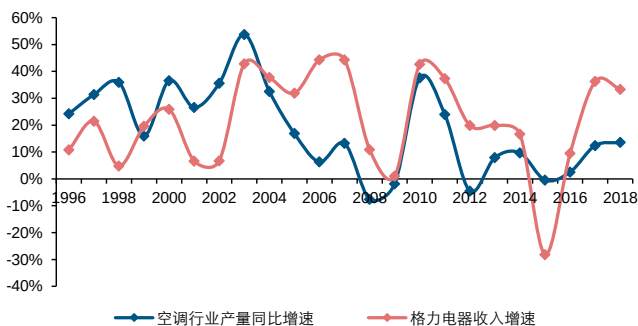
“包邮”制度的存在，使得快递的消费与定价决策分离——大多数情况是：消费者尽管是快递服务的接受方和支付方，但快递供应商只能由电商商家代为抉择。

不同于直营制快递，加盟制快递的歧视性定价，造成了“大客户，低（不）盈利；小客户，高盈利”的利润结构。

产业链相对地位决定定价权归属。投资者需要认识的是，中国电商快递本质上是 toB 业务，价格谈判的双方，是电商商家和区域加盟商。电商品牌化的发展趋势使得订单向头部商家集中，而快递网点扁平化的趋势使得加盟商规模下降，定价权的天平再次向商家倾斜。

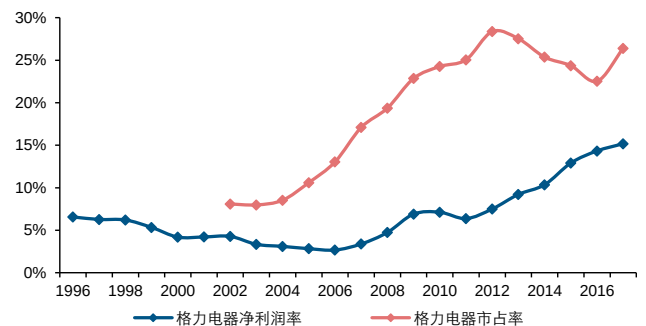
产品固然是企业立身之本，但价格却是最有效的竞争策略。空调、乳制品等同质化大众消费品，无一不是通过价格战手段，实现市场的出清，进而享受寡头竞争格局带来的盈利提升。

图 24：经历价格战后，格力电器 2005 年左右市占率开始明显提升



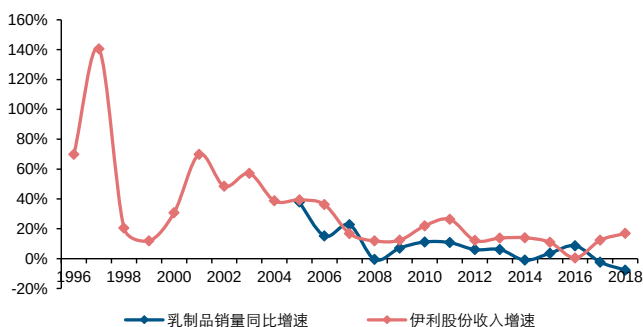
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 25：格力电器净利率随着竞争格局改善而提升



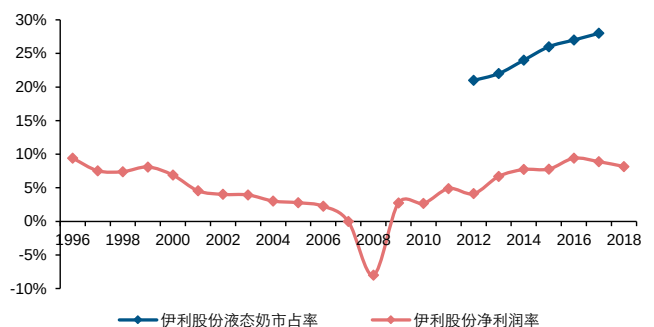
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 26：经历价格战后，伊利股份 2008 年左右市占率开始明显提升



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

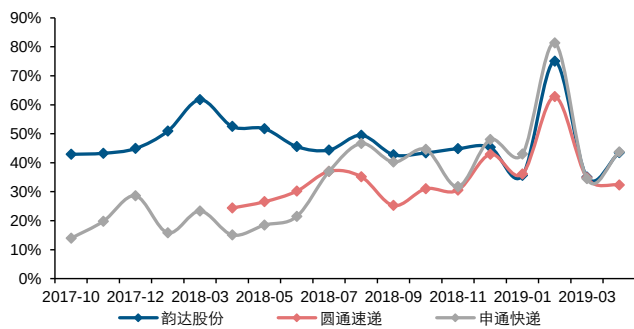
图 27：伊利股份净利率随着竞争格局改善而提升



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

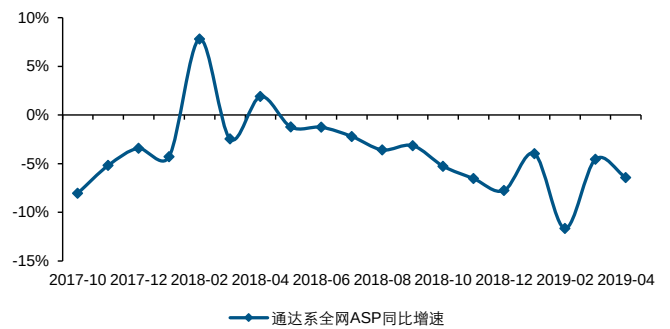
因此，价格战同样也是电商快递的有效竞争策略。2019 年上半年，电商市场价格（扣除其他快递收入、国际件、顺丰影响）跌幅仍维持 2018 年下半年以来的水平，价格竞争并未缓和。我们认为，在稳态竞争结构形成之前，快递行业的价格竞争仍将持续。

图 28：通达系月度件量增速差逐步收敛



资料来源：公司公告，长江证券研究所

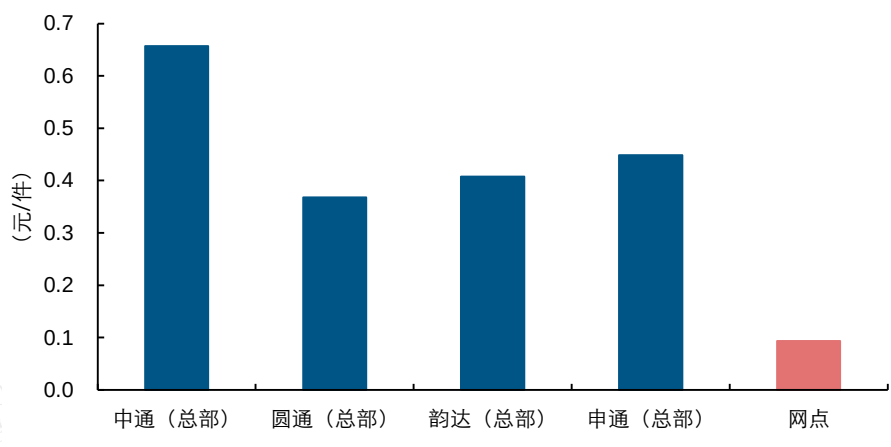
图 29：通达系全网 ASP 呈现下降趋势



资料来源：公司公告，长江证券研究所测算

从全网盈亏平衡点角度考虑，基于 2018 年通达系 0.35-0.45 元的单票税前净利润（中通单票税前净利润约 0.6），以及加盟商接近 0.1 元的单票税前利润，我们认为，电商快递 ASP 的降幅极限在 0.45-0.55 元，这意味着，若 ASP 降幅超过 0.6 元，将出现全网净亏损（不考虑成本持续优化的情况）。

图 30：通达系总部及加盟商网点单票税前扣非净利润

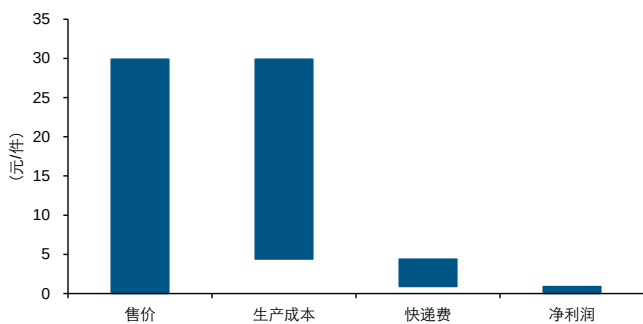


资料来源：公司公告，长江证券研究所测算

## 周转率与杠杆或可支撑 ROE

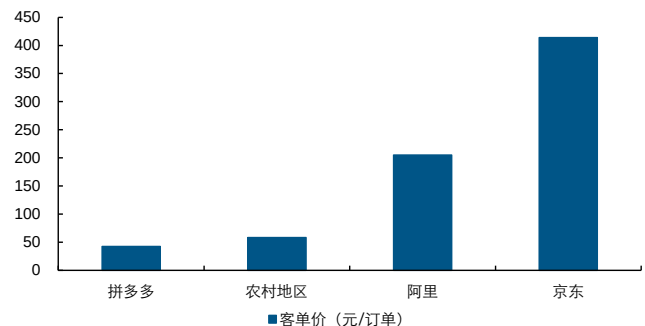
“低展示成本”、“低支付成本”、“低交付成本”是驱动线上零售向线下渗透的三大条件。若交付成本大幅上涨，将一定程度上损害商家利润，甚至消灭部分中低端电商需求。在件量贡献占比 20% 左右的拼多多平台上，平均售价 29.9 元的爆款纸巾，生产成本为 25.5 元，卖家净利润仅为 0.9 元，不难理解，低至 3 元左右的拼多多快递费对商家的重要性。某种程度上来看，保持较低的电商快递价格，有利于电商与快递之间达到帕累托最优。

图 31：拼多多平台爆款纸巾收入、成本及利润结构



资料来源：新京报，长江证券研究所

图 32：中低端电商需求客单价在 50 元左右



资料来源：公司公告，长江证券研究所测算

注 1：拼多多客单价采用 2018 年全年 GMV 及订单量测算

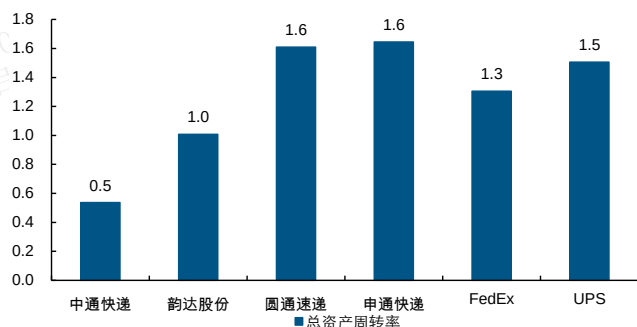
注 2：农村地区客单价采用 2018 年全年农村地区收投件量及农产品进城及工业品下乡金额测算

注 3：阿里客单价采用 2018 年双十一全天成交额及物流订单量测算

注 4：京东客单价采用 2016 年全年 GMV 及实体商品订单量测算

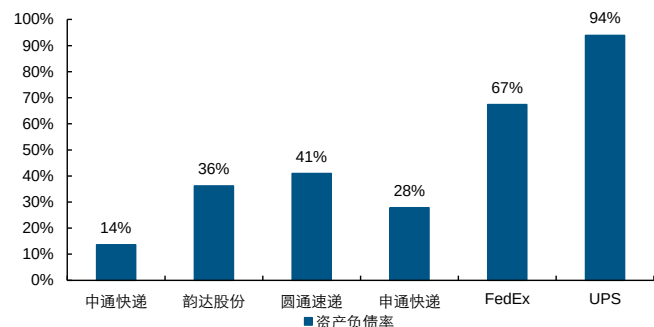
通达系位于电商产业链微笑曲线底端，定价权的缺失，使其难以获得显著超额利润。即便是作为美国快递双寡头之一的 FedEx，定位中高端航空快递市场，其平均净利率也不超过 5%。不过，这或许并不妨碍电商快递保持较高的 ROE 水平。正如零售领域的 Costco 和沃尔玛 (WalMart)，亦或是食品供应链的 Sysco，还是制造业领域的富士康，都是低净利率、高 ROE 的典型代表——通过提升资产周转率和财务杠杆，实现丰厚的回报。

图 33：通达系总资产周转率仍有提升空间



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 34：通达系资产负债率处于较低水平



资料来源：Wind，长江证券研究所



表 2：低净利率、高 ROE 模式的几个典型代表

| 公司      | 净利率  | 资产周转率 | 资产负债率 | ROE |
|---------|------|-------|-------|-----|
| Sysco   | 2.4% | 3.4   | 68.9% | 28% |
| Costco  | 1.9% | 3.6   | 60.9% | 18% |
| WalMart | 3.2% | 2.4   | 59.7% | 19% |
| 工业富联    | 4.8% | 2.4   | 58.4% | 30% |

资料来源：Wind，长江证券研究所

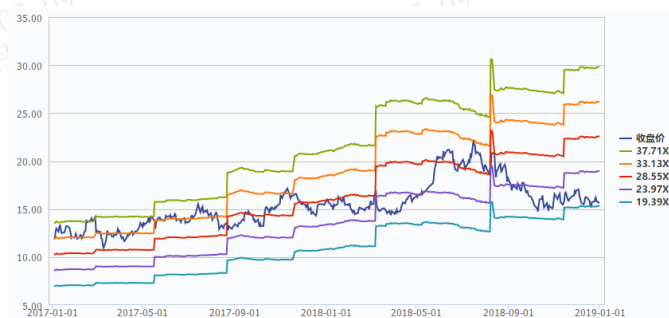
注 1：Sysco、Costco、Walmart 各指标采用过去十年平均值；

注 2：ROE 采用扣非后 ROE（摊薄）

## 投资：估值处于合理区间，亦可胜而后求战

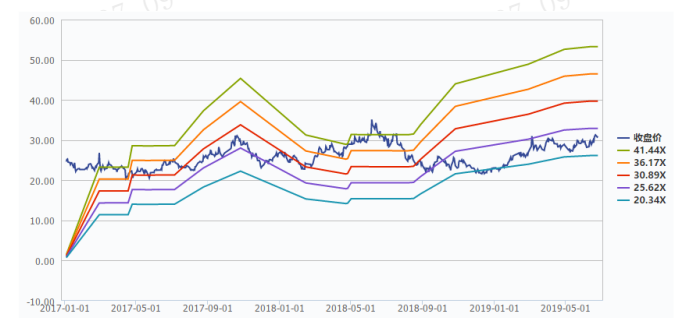
UPS、FedEx 成熟期的 PE 估值在 15-25 倍区间，基于中国电商快递更高的成长空间（超级大国的电商基础设施）、更好的商业模式（加盟制总部预收制），可以认为经过两年多的连续调整，通达系估值已消化至合理区间。对于风险偏好较高的投资者，尽管行业竞争格局难言清晰，但在理性的价格竞争下，投资者依然能够分享高件量增速带来的业绩稳健增长。

图 35：中通快递 PE-Band



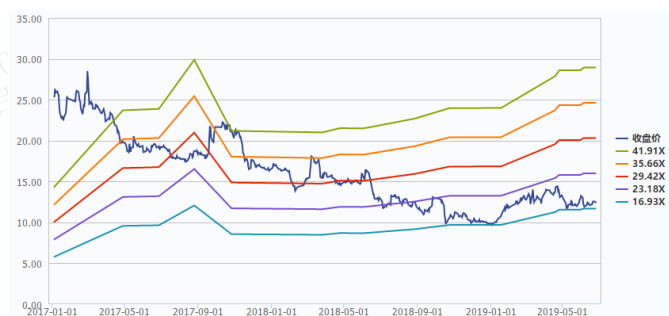
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 36：韵达股份 PE-Band



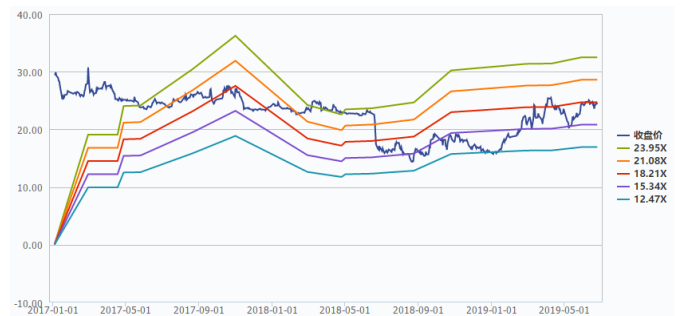
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 37：圆通速递 PE-Band



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 38：申通快递 PE-Band



资料来源：Wind，长江证券研究所

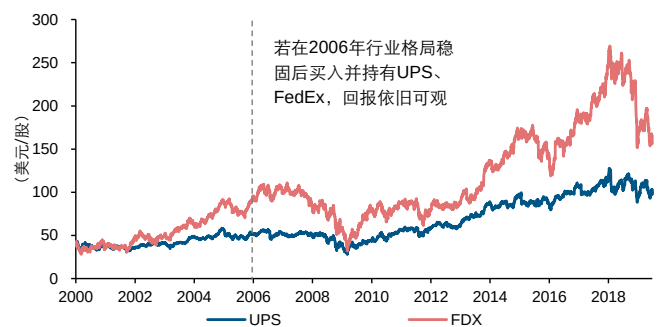
对于风险偏好较低的投资者，胜而后求战不失为更好的选择。目前快递竞争格局依旧充满不确定性，不妨等待行业“内战”结束，赢家产生后再做投资。正如邱国鹭先生在《投资中最简单的事》中所说：“许多投资者担心在胜负已分的行业中买赢家会太迟，其实，腾讯、百度、格力、茅台等在十年前就已经是各自行业里的赢家了，但是十年来的涨幅依然惊人。”1998-2006年，在Airborne、BAX、Emery、RPS等第二梯队快递相继被兼并收购后，UPS、FedEx确立了双寡头垄断格局，此后同样给投资者带来丰厚的回报。

图 39：格力电器股价表现回顾



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 40：UPS 和 FedEx 股价表现回顾



资料来源：Wind，长江证券研究所

我们对电商快递的排序逻辑：1、具备长期成本优势或优异管理能力的公司市值空间更大；2、基本面边际显著改善的公司，短期股价弹性更大。A 股方面，建议关注韵达股份、圆通速递和申通快递。

## 风险提示

### ➤ 电商需求出现大幅下滑

目前线上零售获客成本快速上升，若未来电商需求大幅下滑，将显著影响快递行业增速中枢。

### ➤ 阿里对竞争格局的超预期影响

阿里通过入股的方式，持续加大对电商快递的影响力，这对判断行业格局走势造成巨大不确定。阿里是影响电商快递格局发展最大的外部变量。

### ➤ 民生就业阻碍通达系出清式整合

目前我国快递行业带动就业超百万人，间接带动就业超千万人，每家通达系企业的全网快递员规模在数十万人量级。若通达系出现出清式整合，或对数十万人的就业形成巨大影响。

### ➤ 电商监管加强对行业短期构成负面影响

对电子商务售假、刷单炒信行为的监管加强，将对电商快递短期构成一定负面影响。

## 附录

表 3：电商快递未来空间及增速测算

|             | 2016   | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 社零（亿元）      | 332316 | 366262 | 380987 | 413371 | 447681 | 483943 | 522658 | 564471 |
| YoY         | 10.4%  | 10.2%  | 4.0%   | 8.5%   | 8.3%   | 8.1%   | 8.0%   | 8.0%   |
| 实物网络零售（亿元）  | 41944  | 54806  | 70198  | 88566  | 108452 | 129335 | 150135 | 172307 |
| YoY         |        | 30.7%  | 28.1%  | 26.2%  | 22.5%  | 19.3%  | 16.1%  | 14.8%  |
| 实物零售渗透率     | 12.6%  | 15.0%  | 18.4%  | 21.4%  | 24.2%  | 26.7%  | 28.7%  | 30.5%  |
| 国内快递（亿件）    | 307    | 392    | 496    | 615    | 744    | 873    | 985    | 1092   |
| YoY         | 51.6%  | 28.0%  | 26.4%  | 24.1%  | 20.9%  | 17.4%  | 12.8%  | 10.8%  |
| 其中：电商快递（亿件） | 230    | 302    | 397    | 508    | 629    | 750    | 853    | 951    |
| YoY         |        | 31.4%  | 31.4%  | 28.1%  | 23.7%  | 19.3%  | 13.8%  | 11.4%  |
| 占比          | 75.0%  | 77.0%  | 80.0%  | 82.6%  | 84.5%  | 85.8%  | 86.6%  | 87.0%  |
| 电商客单价（元/件）  | 182.4  | 181.4  | 176.9  | 174.3  | 172.5  | 172.5  | 176.0  | 181.2  |
| YoY         |        | -0.5%  | -2.5%  | -1.5%  | -1.0%  | 0.0%   | 2.0%   | 3.0%   |

资料来源：Wind，长江证券研究所测算

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

|      |                      |
|------|----------------------|
| 看 好: | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数  |
| 中 性: | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| 看 淡: | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数  |

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

|      |                             |
|------|-----------------------------|
| 买 入: | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%     |
| 增 持: | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间 |
| 中 性: | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间  |
| 减 持: | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%      |

无投资评级: 由于我们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, 致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明:** A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知合规范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。