

新物流时代系列之六： 价格战背后，成本是关键

首席分析师：许可 执业证书编号：S1220518090001 联系方式：138-2329-8608

联系人：李跃森 联系方式：185-0309-3683

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

- 回顾近百年来全球物流行业发展史，从投资角度看，物流业历来是低利润率、护城河需要持续加深、商业模式不断演变、先发优势较容易被颠覆的典型二流商业模式。但在这样的行业中，在天才企业家的领导之下，却诞生了像FedEx、UPS、DHL、yamato等伟大企业。
- 我国的快递行业起步于改革开放之后，目前仍处于成长期，细分赛道众多，中高端市场顺丰暂无强力对手，低端市场通达系你追我赶，综合物流服务巨头之梦尚需时日，但为抢占赛道又必须投入资源开始布局。当前，时效件市场竞争者已经进场，电商件市场短期胜负难分，电商平台经过数年摸索储备，逐步跨界入局。
- 未来的中国版综合物流“三巨头”可能是谁？即将上演的时效市场竞争将如何演绎？电商件市场谁又将是最终赢家？



深度解读物流行业发展趋势



- 资源受约束条件下，短期利润增长和长期战略布局之间，企业如何选择？
- 直营制快递企业如何破解成本困境，具有中国特色的加盟制企业又如何平衡总部与终端的关系？
- **直营系**：顺丰作为已经胜出的选手，在从优秀到卓越的过渡阶段，如何进行估值？快运市场集中度极低，中高端赛道的德邦，能否持续扩大领先优势？
- **通达系**：为什么中通能够后来居上，展露巨头之象？为什么韵达上半年业务量增速远超通达系？为什么圆通、申通业务增速遭遇低谷，通过强力调整又能否追回差距？具有互联网基因的追赶者百世，能否持续缩小与行业第一之间的差距？
- **电商系**：菜鸟到底要做什么，如何盈利？自带流量的京东物流优势是什么，又将如何重塑第三方物流市场？
- 经过2018年持续调整，行业估值逐步回归。当前时点，如何发掘快递行业投资价值？

方正交运“新物流时代系列”报告，给你答案！

一、行业属性：成本最低，才能立于不败之地	6
市场决定论	7
行业格局	11
二、过去：通达系天然具备低成本属性	13
加盟制是通达系低成本的前提	15
人口红利是通达系低成本的重要原因	16
规模效应是当前降低成本的最优路径	17
精细化管理是控制成本的未来路径	18
三、现状：中通成本端占优，百世边际向好趋势清晰	19
成本构成	20
总成本比较	29
四、未来：规模效应和投资是短期观测指标	31
规模效应下通达系成本下降路径	32
规模是投资降成本的前提	33
投资投资逻辑：优选行业龙头中通、韵达和被严重低估的百世集团	34
附注：通达系单票成本标准化流程	37

- **中低端市场价格战的实质，是成本战**

服务于中低端电商客户、同质化服务就天然决定了通达系竞争落于成本赛道。目前通达系并未拉开实质性的差距，随着时效、服务差距逐渐收敛，价格和成本对通达系的影响被持续放大，**短期内成本下降能力直接决定通达系盈利能力和市占率水平。**

- **成本对比：行业内部出现分化，中通领先优势明显，百世边际改善最快**

对比通达系单票成本，行业内部出现分化，单票成本中通<韵达<申通<百世<圆通，且各公司呈现不一致的趋势。整体来看，中通领先优势明显，韵达紧随其后；申通、圆通于2018年出现向下趋势迹象；百世则后发追赶，成本追上圆通，实现从0到1的跨越。

- **投资逻辑：优选行业龙头中通、韵达和被严重低估的百世集团**

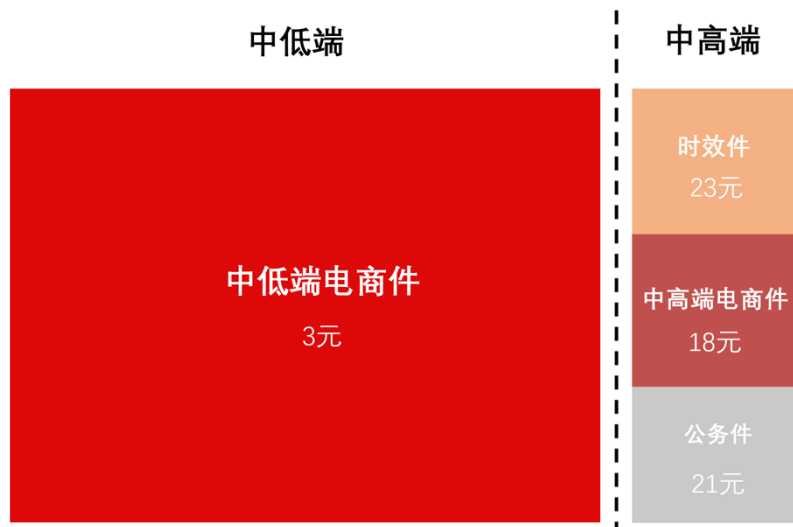
- ①中通作为行业龙头，具备全行业最高的市占率、最领先的基础设施和最低的单票成本，强者恒强，有望持续领跑。
- ②韵达经营稳健，成本不断改善，优质的管理有望创造 α 收益；
- ③百世机遇与风险并存，作为后发者，其业务量、成本均实现突破，且向好趋势不改，对于百世而言，只要其成本能够持续改善，盈利则只是时间问题。

行业属性：成本最低，才能立于不败之地

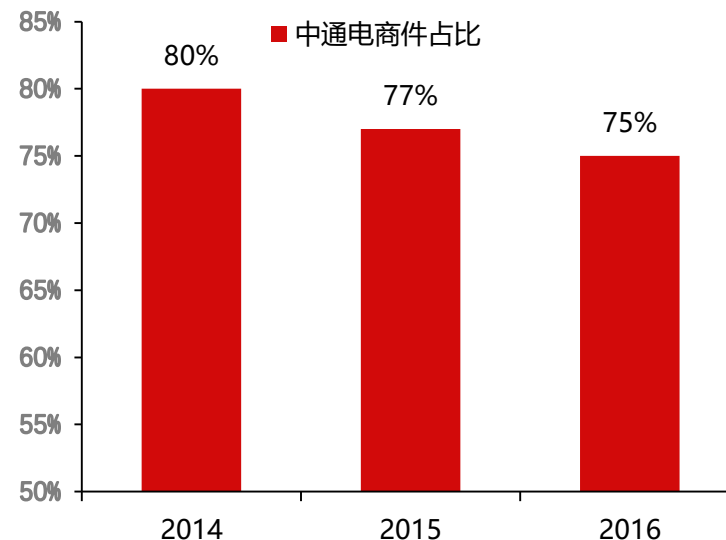
1.1.1 市场决定论 | 通达系所处的市场为中低端电商件市场

- **市场决定：**中国的快递市场可以划分为通达系主要竞争的中低端电商市场和顺丰、EMS主要竞争的商务件、信函市场。不同市场经营模式、盈利模式不同，**赛道的选择便决定公司发展的方向。**
- **通达系的市场为中低端电商件市场：**通达系公司所选择的赛道则是针对电商B端客户的**低净值、大数量、轻重量**的低端小票市场。从中通电商件的数据来看，截至2016年其电商件占比仍达到75%，电商件业务决定通达系的生死。

图表1：四大主流赛道产品跨省首重价格对比



图表2：中通电商件占比较高



1.1.2 市场决定论 | 电商件市场的主要竞争思路在于价格，价格的基础是成本

- 快递行业的竞争力可以从**价格、时效、末端服务**三个角度来分析。
- **电商件最大的特点是价格的高敏感性**：由于电商市场是充分竞争市场，低端电商件对价格的敏感性极高，因此电商客户天然对快递成本有很强的敏感性。
- 在当前行业的发展现状下，**通达系在时效和末端服务方面很难拉开差距**，价格仍是快递商最核心的竞争力，而价格调整的基础则是**成本**。

	价格	时效	末端服务
重要性	★★★★★	★★★	★★
原因	1.通达系下游客户以电商客户为主，价格敏感性较高 2.通达系之间提供的服务同质化严重	1.时效是快递服务的基石 2.在通达系现有的中转运营模式下，时效很难拉开质的差距	末端服务是满足价格和时效后的提升选项。

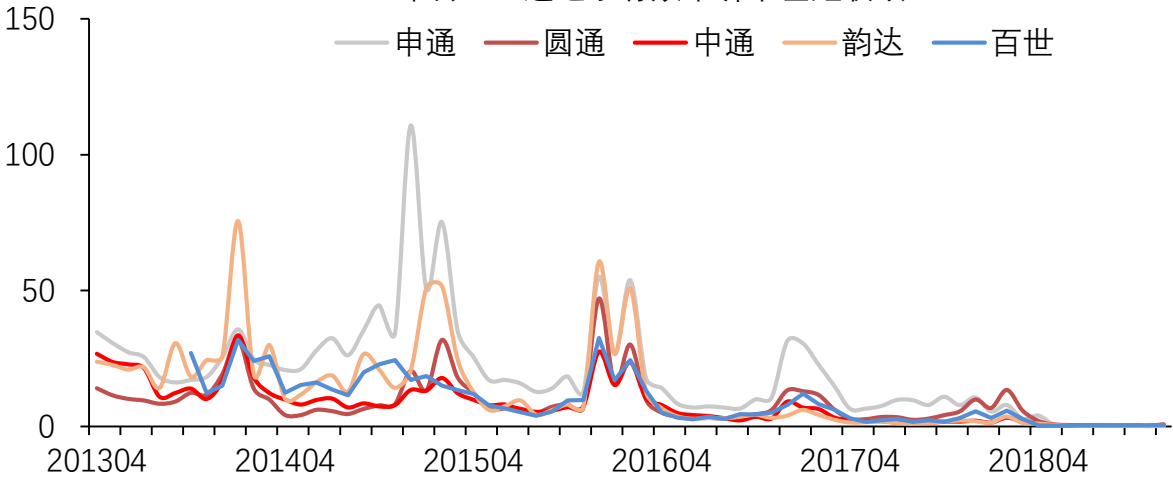
1.1.2市场决定论 | 电商件市场的主要竞争思路在于价格，价格的基础是成本

- 延误申诉率、平均时效、有效申诉率是反映通达系时效和末端服务的指标。
- 从三个指标来看，2018年以来，通达系在时效和末端服务方面差距逐渐缩小。**时效和末端服务差异的收敛是的价格的重要性更加凸显。**

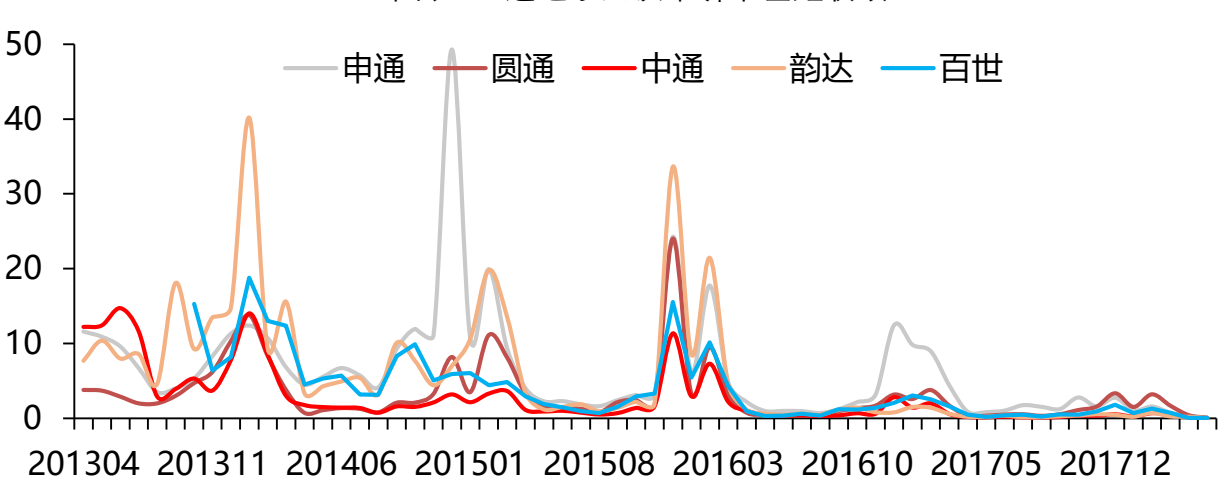
图表4：通达系主要城市平均时效差异收敛

平均时效 (天)	顺丰	中通	申通	圆通	韵达
深圳-北京	2	2.1	2	2.8	2
深圳-上海	1.4	1.8	1.8	1.8	1.8
上海-北京	1.4	1.8	1.8	1.8	1.8

图表3：通达系有效申诉率差距收敛

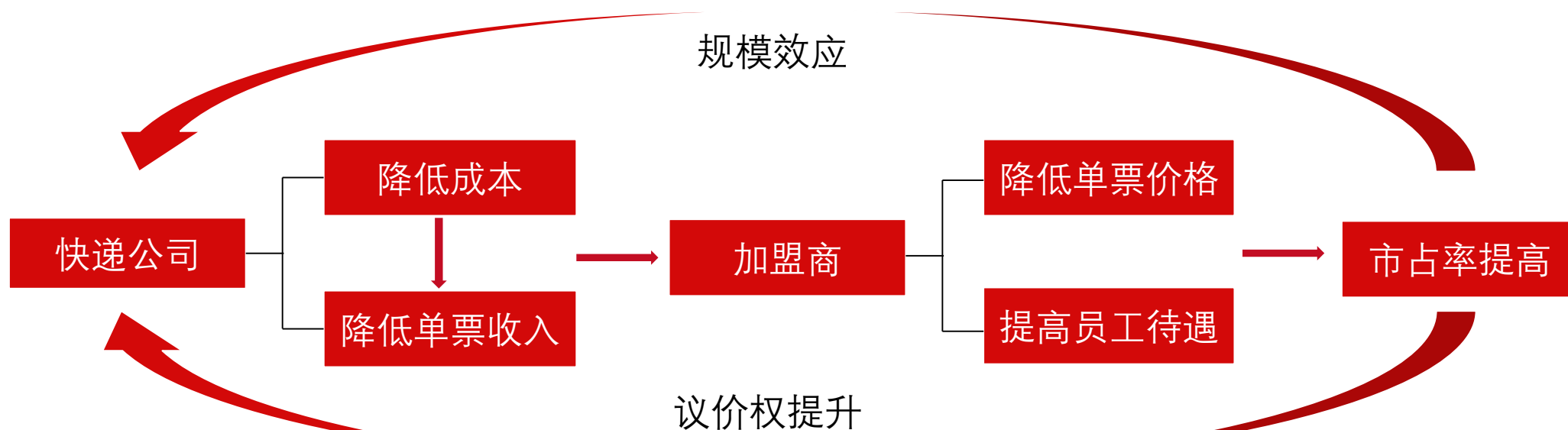


图表5：通达系延误申诉率差距收敛



1.1.3 市场决定论 | 低成本构筑通达系护城河

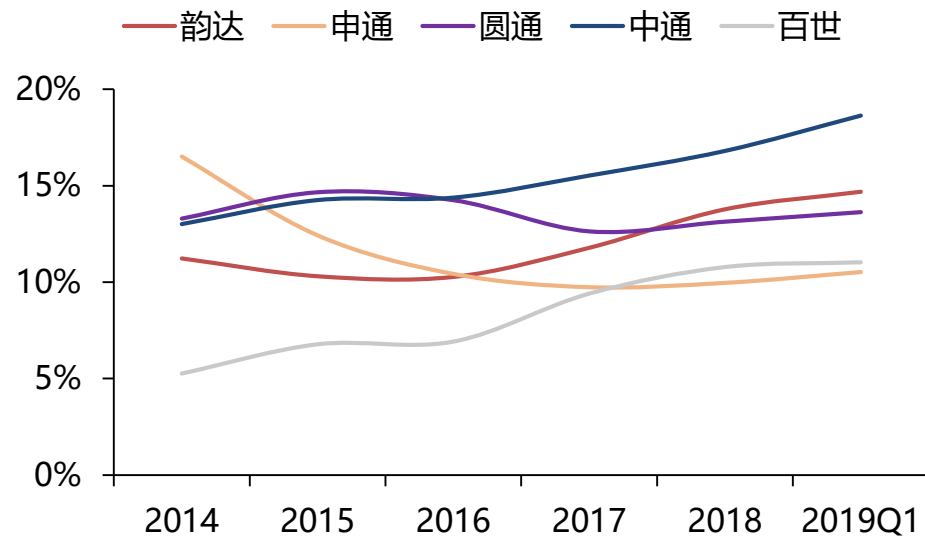
- **成本是贯穿通达系竞争历史的主赛道。**自通达系上市以来，其固定资产在短短三年内均实现一倍以上的增长，且新增的固定资产均以车辆、设备为主。新增的资产有助于快递行业发挥规模效应降低成本。
- **低成本构筑通达系护城河：**低成本是低价的前提，在当前行业价格战持续发酵的背景下，具备降价能力的公司在激烈的价格战中才能获得更大的优势，而低成本是降价的前提，也是公司盈利能力的保障。目前通达系以行业最低的成本水平构筑护城河，后来者在在规模效应和投资水平不足的情况下难以追赶。



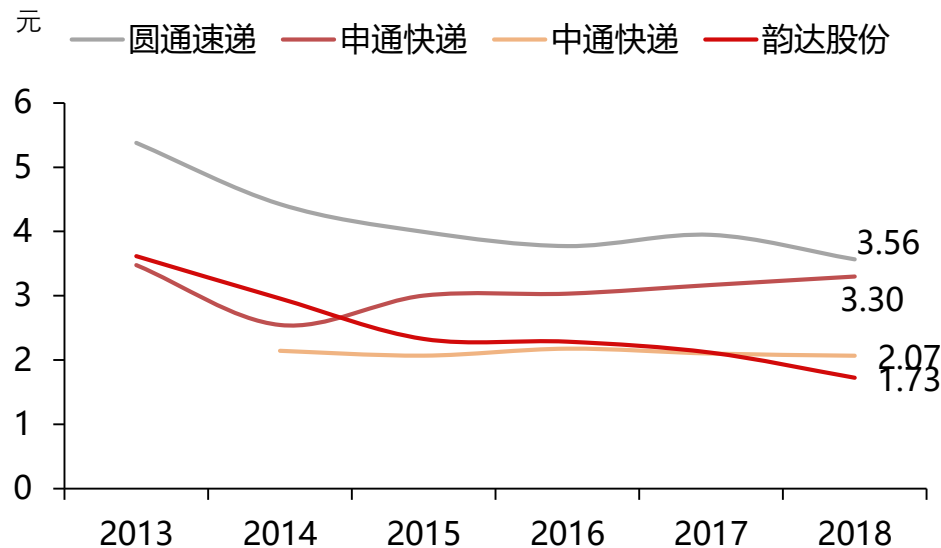
1.2.1 行业格局 | 行业格局头部集中,温和价格战局势成型

- **行业格局向头部集中**：2018年以来，通达系市占率持续保持稳健上升态势，二三线快递商逐渐出局。但同时通达系件的市占率水平并未拉开绝对性差距，行业格局转向头部竞争格局。
- **温和价格战局势成型**：温和价格战是指通达系之间采取温和的方式逐步降低单票收入以期在保持利润水平的基础上赢取市场份额。①行业格局转向头部竞争格局后，竞争将逐渐趋于理性。②通达系产品同质化的矛盾在短期难以解决，短期内价格仍是主要竞争形势。③通达系全部上市后，市场对其利润水平有更高的要求。综合以上三点，我们认为温和价格战局势成型。
- **成本是决定价格战降价的基础**：温和价格战背景下，通达系需保持其利润水平，因此通过降低成本预留降价空间将成为当前通达系的主要发展途径之一。成本的重要性被再次强调。

图表6：通达系市占率稳健上升



图表7：单票收入下滑趋势放缓



1.2.2行业格局 | 成本决定通达系的盈利能力

- 以2018年通达系业务数据基础，假设各公司业务量情况不变，单票成本不变，测算其单票收入变动的敏感性。
- 结果：单票收入每下浮0.1元，中通、圆通、韵达、百世、申通其毛利润分别减少8.52、6.67、6.98、5.47、5.04亿元，变动幅度-13.22%、-22.91%、-19.86%、-69.5%、-18.24%。
- 分析：最低的单票成本赋予了中通最强的盈利能力，假设价格战将不断持续，中通具备最强的利润安全垫，而百世则必须持续保持成本以确保其盈利的可行性。

图表8：价格战影响测算表

价格战影响测算					
公司	中通	圆通	韵达	百世	申通
2018业务量（亿件）	85.20	66.74	69.85	54.70	50.49
2018快递毛利润（亿元）	64.44	29.11	35.14	7.87	27.62
单票收入敏感性测算					
毛利变动（亿元） 假设：单票收入下降1毛，成本不变	8.52	6.67	6.98	5.47	5.04
对毛利润影响	-13.22%	-22.91%	-19.86%	-69.5%	-18.24%
价格战降价盈亏平衡点（毛）	7.56	4.36	5.03	1.43	5.48

过去：通达系天然具备低成本属性

2.1 通达系低成本的由来 | 规模效应是当前降低成本的最优路径

- 加盟制、人口红利、规模效应和精细化管理是通达系长久以来能够保持低成本的主要原因。
- 但随着行业发展的逐渐规范成熟，加盟制本身带来的优势已经被逐渐发挥，人口红利的下滑也是必然趋势。
- 在当前阶段，规模效应是降低成本的最优路径，但想要在未来的竞争中保持成本优势，仍需不断完善加盟制，提升科技水平，以精细化管理致胜。

加盟制

1. 加盟制是通达系低成本的前提。
2. 在加盟制的背景下，末端扩张的成本均由加盟商承担，通达系得以快速扩张。

人口红利

1. 在通达系成长阶段，作为中国民营企业的代表，是中国人口红利的受益者。
2. 通达系上市后，其薪酬体系逐渐完善，伴随着单位人工成本的提升，人口红利存在逐渐下滑的趋势。

规模效应

1. 快递是规模效应最为明显的行业之一。
2. 增加投资通过规模效应降低成本是目前通达系的降低成本主要方法。

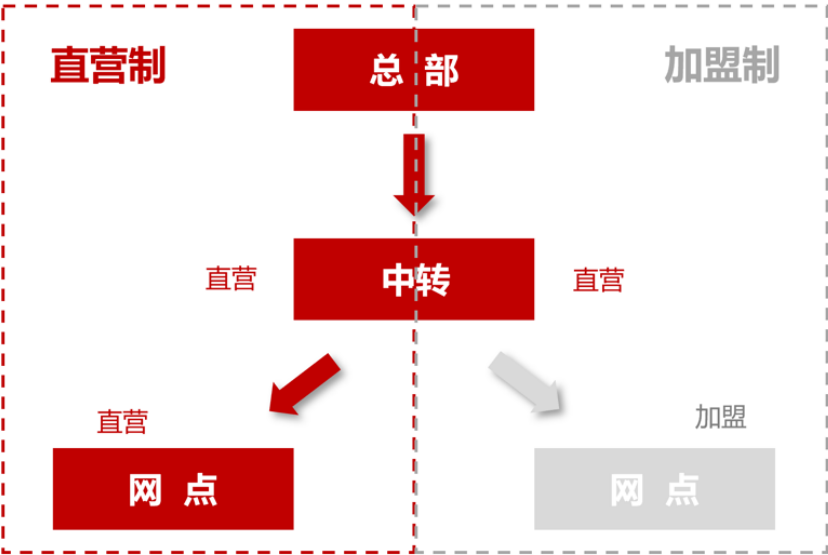
精细化管理

1. 精细化管理是通达系成本下滑进阶思路。
2. 对加盟制制度的优化和科技力量的推进是精细化管理的两大路径。

2.2加盟制 | 加盟制是通达系低成本的前提

- **中国电商市场的快速膨胀触发了快递行业加盟制的萌芽：**随着电商高速发展的时代的到来，快递企业依附于加盟制轻资产的特征，得以迅速在中国市场上进行网络扩张，并深化其布局。
- **加盟制结构奠定了快递行业低成本的基调：**加盟制下，末端成本分由加盟商承担，该结构从根本上使得加盟制快递企业可以拥有更低的成本，帮助其取得成本领先优势

图表9：加盟制快递业务流程图



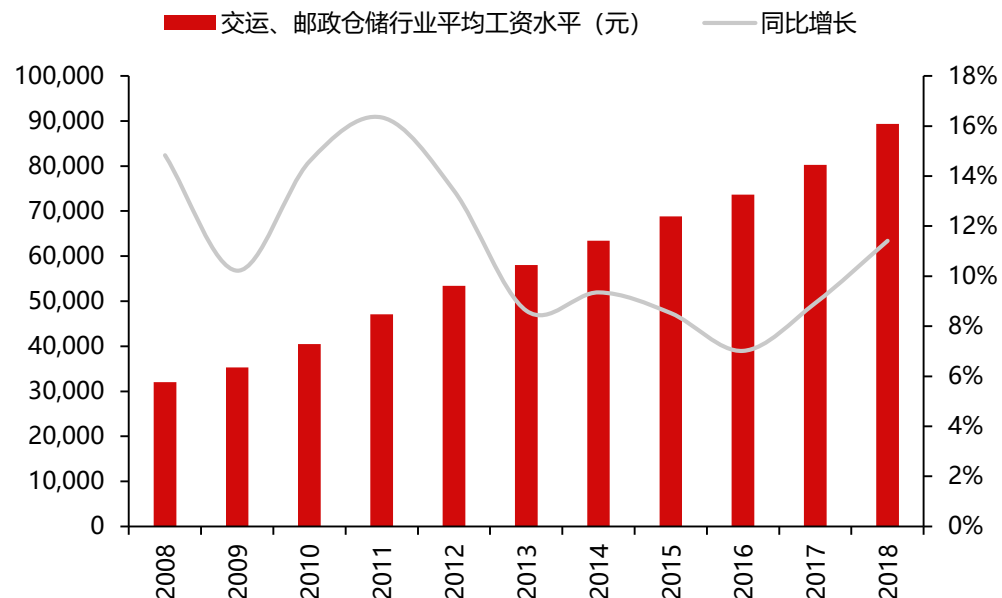
图表10：加盟制、直营制优劣势对比

	优点	劣势	收入成本结构	适用市场
加盟制	1.轻资产，扩张成本低，扩张速度快 2.成本低，价格竞争力强 3.网点自负盈亏，操作灵活	1.管控能力较差，网点容易出现异常 2.服务水平难以统一 3.战略布局难以实施，资源调配能力弱	收入端：总部的收入来源于向加盟商收取的面单收入、中转费以及派送费收入，其实质是快递总部与加盟商则共同分享向客户提供快递服务的全部收入。 成本端：快递企业主要承担干线运输、信息系统所产生的费用以及相应的外包支出（包括支付给加盟商的费用以及支付给承运商的费用）。	价格敏感度高 时效敏感度高 质量敏感度高
直营制	1.服务标准化，客户有良好体验 2.方便对全局战略部署，资源调配强 3.各业务网络共享，协同效应明显 4.提供物流供应链一揽子解决方案	1.扩张成本高，扩张速度慢 2.末端经营因为高度统一导致灵活性差	收入端：能够获得所提供快递服务的全部收入 成本端：整个快递网络的运营成本都要由快递企业承担	价格敏感度高 时效敏感度高 质量敏感度高

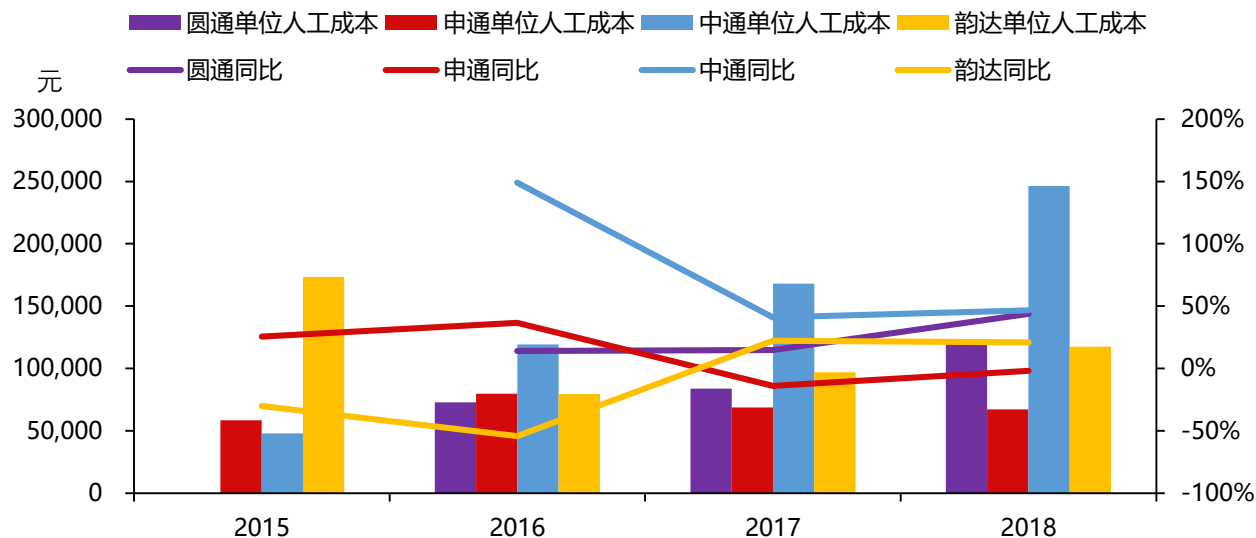
2.3 人口红利 | 人口红利是通达系低成本的重要原因

- **低人工成本优势逐渐消失：**过去低廉的劳动力是快递行业得以快速发展的重要因素之一，但近年来随着快递行业人工成本的上升以及通达系薪酬体制的完善，其劳动力成本优势逐渐丧失。以申通为例，2014-2016年其单位人工成本年均增幅超30%。
- 随着人口红利的下滑，规模效应成为当期通达系降成本的主要途径，通达系不断增加投资，提高自动化率，以期节省人力成本。

图表11：交通运输行业人均成本不断上涨



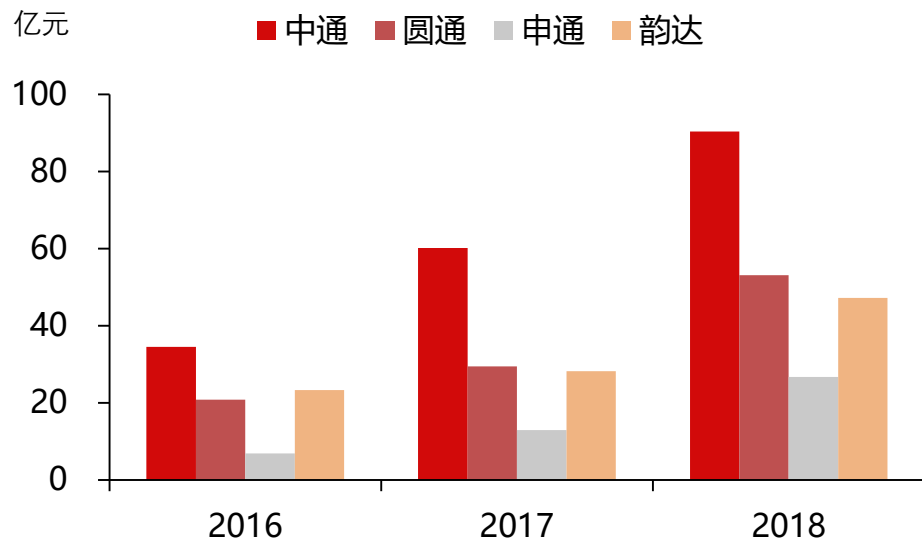
图表12：通达系单位人工成本整体呈上升趋势



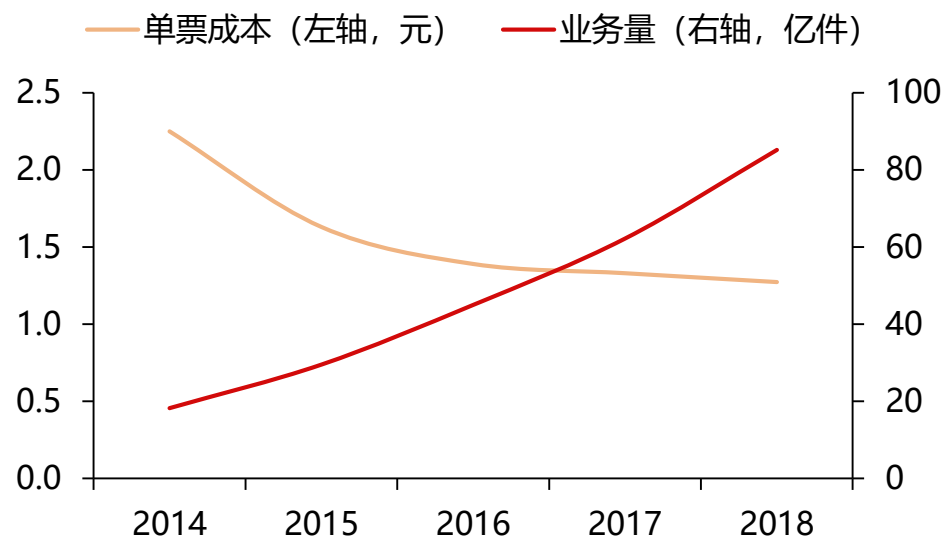
2.4规模效应 | 规模效应是当前降低成本的最优路径

- **快递行业是规模效应明显的行业：**快递行业拥有明显的规模效应，末端揽件、中转运输、末端配送环节均可发挥规模效应，目前以通达系为首的各大快递都纷纷通过增加投资、提升固定资产占比，利用规模效应降低成本，取得成本优势。
- **规模效应是通达系短期降低成本的最优的路径：**短期来看，通达系均采用中转+直营的加盟制模式，随着人口红利的逐渐消失，短期内在成本赛道上，规模效应是通达系降低成本的最优路径。但长期来看，由于“规模不经济”的存在，随着边际效应递减，若想继续在未来竞争中保持成本优势，快递行业未来必将踏上“精细化管理”的道路。

图表13：通达系固定资产高速增长



图表14：快递行业的规模效应（以中通为例）



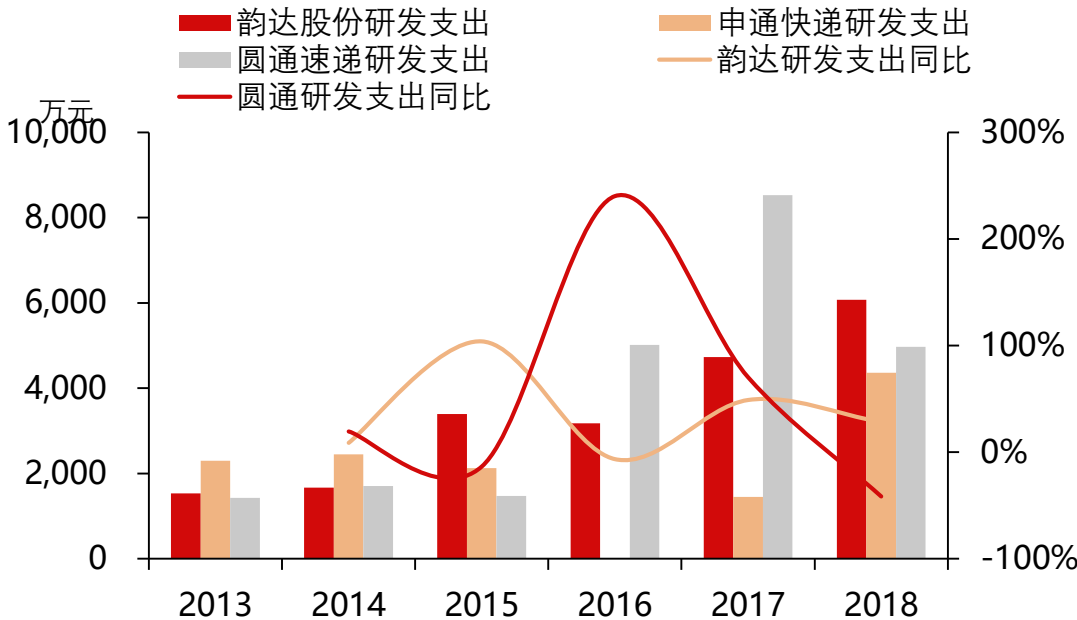
2.5精细化管理 | 精细化管理是控制成本的未来路径

- **精细化管理是未来快递行业控制成本的必然途径：**精细化管理是通达系下一阶段控制成本的必然路径，推动加盟制改革、提升科技力量是实现精细化管理的重要举措。
- 从岗位招聘情况来看，中通和顺丰对IT类人才需求较大，已经开始数据化科技化布局，而圆通、韵达、申通步伐相对缓慢；从研发支出的角度来看，目前韵达、圆通、申通研发支出均未到1亿，仍处于起步阶段，尚未形成竞争优势。

图表15：通达系IT类岗位招聘总结

公司	IT类岗位	IT类招聘人数
顺丰	数据、软件、算法工程师等	605人
中通	JAVA开发，前端开发，网络运维，算法工程师等共47个岗位	约548人
圆通	无	0人
韵达	技术员	2人
申通	无	0人

图表16：研发支出比较



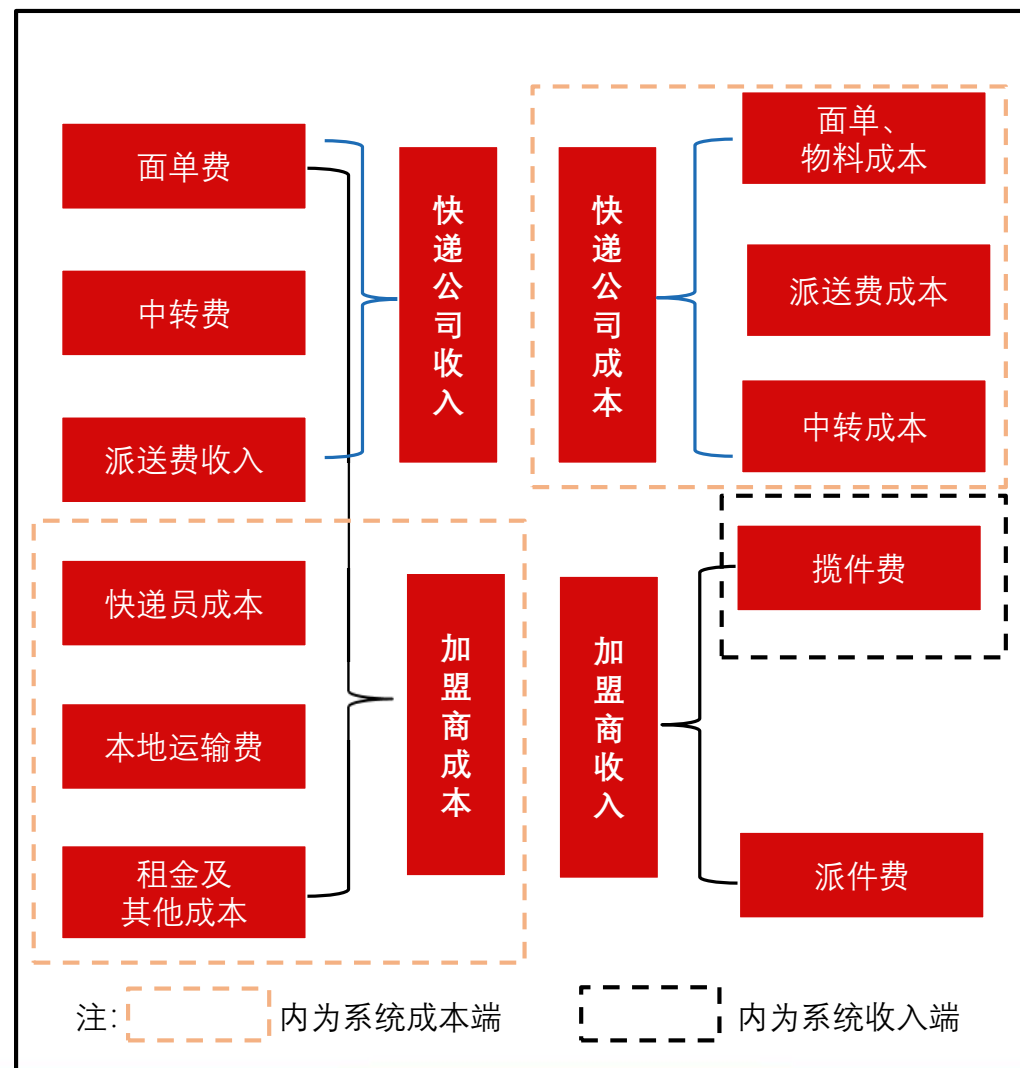
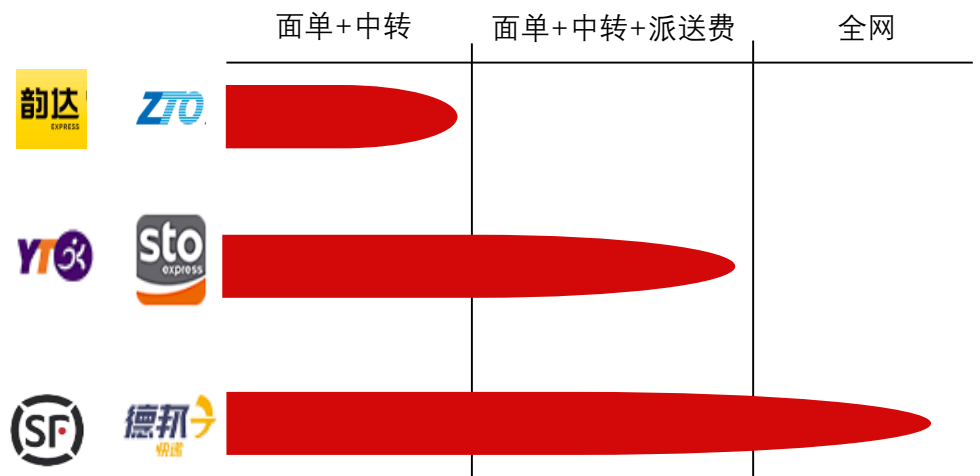
现状：中通成本端占优，百世边际向好趋势清晰

3.1 成本构成 | 通达系与顺丰是完全不同的成本构成体系

图表18：加盟制快递系统盈利结构图

- **通达系：**通达系采取加盟制的运营模式，主要产品构成为电商件。从右侧的加盟制快递系统盈利结构图来看，通达系加盟制快递公司其成本主要在核心中转环节产生，包括面单成本、中转成本（即运输和转运中心成本）和派送成本（通达系代加盟商代付的末端派送成本，对应派送费收入）。
- **顺丰：**顺丰采取直营的运营模式，主要产品为中高端商务件。直营快递商其成本构成为加盟制快递商的成本与加盟商成本之和，即面单物料成本、中转成本、末端成本（快递员成本、末端租金、本地运输费等）。

图表17：快递业务收入成本构成图



3.2成本构成 | 通达系内部口径亦存在差异

- **通达系内部：**成本口径亦存在差异，按照业务分类，成本可分为**面单成本、运输成本、中心操作成本、派送费成本、其他成本**
- **面单成本：**快递商电子面单、纸质面单及其他物料成本，通达系均包含此部分成本，由于会计口径问题，中通将此部分成本计入其他成本
- **运输成本：**中转运输环节产生的成本，通达系分别披露
- **派送费成本：**快递商代收代付的末端快递员派送成本，对应科目为派送费收入
- **中心操作成本：**主要由直营转运中心带来的人工成本、折旧摊销及其他成本构成
- **网点中转费：**圆通单独披露的成本，网点中转费主要包含支付给各地加盟商终端网点的各项中转费用和补贴成本。支付网点中转费只是一种变相的中转收费降价手段。
- **其他成本：**中通美股上市披露的数据，主要由面单成本、技术成本、派送费、税金及附加构成；

图表19：通达系成本构成图（报表口径）

申通 	圆通 	韵达 	中通 	百世 
面单成本 运输成本 ▪ 汽运费 ▪ 航空代理成本 中心操作成本 ▪ 职工薪酬 ▪ 折旧摊销 ▪ 其他中转成本 派送费成本	面单成本 运输成本 中心操作成本 网点中转费 派送费成本	面单成本 运输成本 中心操作成本 ▪ 职工薪酬 ▪ 装载扫描 ▪ 折旧摊销 ▪ 办公及租赁 ▪ 中转其他成本	运输成本 中心操作成本 其他成本 ▪ 纸质面单成本 ▪ 信息技术相关的成本 ▪ 直营业务给末端网点派送费 ▪ 税金及附加	(2018年前未进行拆分) 2018年后结构： 运输成本 中心操作成本 ▪ 人工成本 ▪ 租金成本 ▪ 其他成本 派送费成本

3.3成本构成 | 区分名义成本与实际成本

- 单票成本是比较通达系竞争力的重要指标，但由于通达系成本间会计口径、统计口径存在一定的差异性，且不同公司间运营模式亦存在差异化运营的区别，使用上市公司口径的单票成本难以进行横向比较。
- 为使得通达系单票成本指标可以实现横向对比，我们通过成本标准化流程，建立保守假设，将名义单票成本标准化为实际单票成本进行横向比较。

注：

名义单票成本：通达系总部未统一口径的单票成本数据。

实际单票成本：统一口径后，通达系直营业务量的单票成本数据。

图表20：名义单票成本与实际单票成本对比

公司	名义单票成本	实际单票成本
计算方法	快递业务总收入/快递业务量	直营快递业务收入/直营快递业务量
派送费及其他成本	包含	剔除影响
加盟商转运业务量	包含	剔除影响
加盟商自跑（总部直跑）	包含	剔除影响

3.4成本构成 | 成本标准化流程

统一计量口径

- **申通、圆通派件收支业务处理。**派送收支并非实际业务，总部派送收支差额为正，计入派送惩罚收入；派费收支差额为负，计作派送奖励成本。总部只是作为发件网点与揽件网点间派送费交收平台，派送收入并非实际营业收入。在实际运营中，派费用作激励派件加盟商保证派件质量的奖惩机制，因此总部派费收支一般并不相等，总部派送收支差额为负，是对加盟商的奖励，计入实际成本。总部派送收支差额为正，是对加盟商的惩罚，计入实际收入。
- **圆通网点中转费处理。**网点中转费并非实际成本。网点中转费主要包含支付给各地加盟商终端网点的各项中转费用和补贴成本。支付网点中转费只是一种变相收费降价手段，因此将网点中转费从快递业务收入、成本中一同扣除。

消除转运中心直营率不一影响

- 合理预测通达系快递企业各自每年自营转运中心业务量占比情况，然后由**名义单票中转收入、成本除以相应的占比，测算出实际单票中转收入、成本。**

消除特色快递业务影响

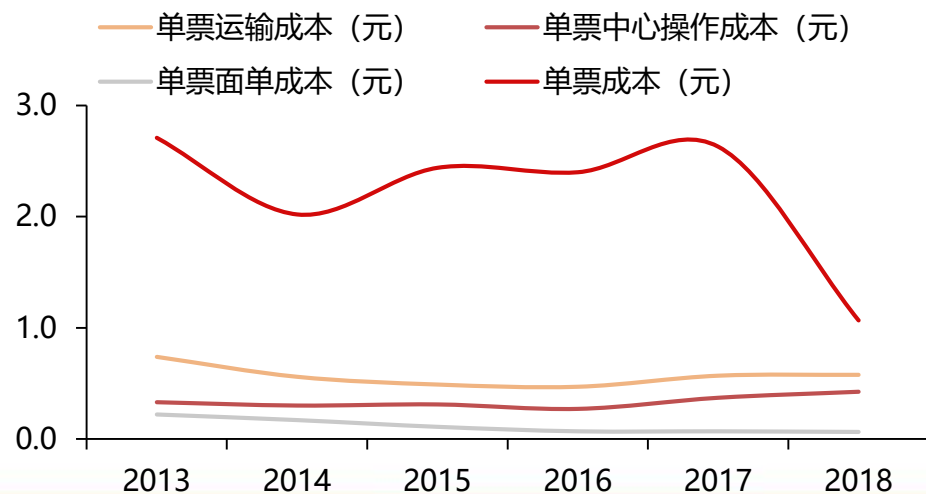
- **韵达加盟商自跑业务影响处理。**合理预测韵达每年加盟商自跑业务量占比情况，然后由名义单票中转收入、成本除以相应的占比，测算出实际单票中转收入、成本。
- **解决中通自营直跑业务影响问题。**合理预测中通每年自营直跑业务量占比情况，然后由名义单票中心操作收入、成本除以相应的占比，测算出实际单票中心操作收入、成本。

3.4.1 申通—标准化前后比较 | 单票成本呈下降趋势，实际值低于名义值

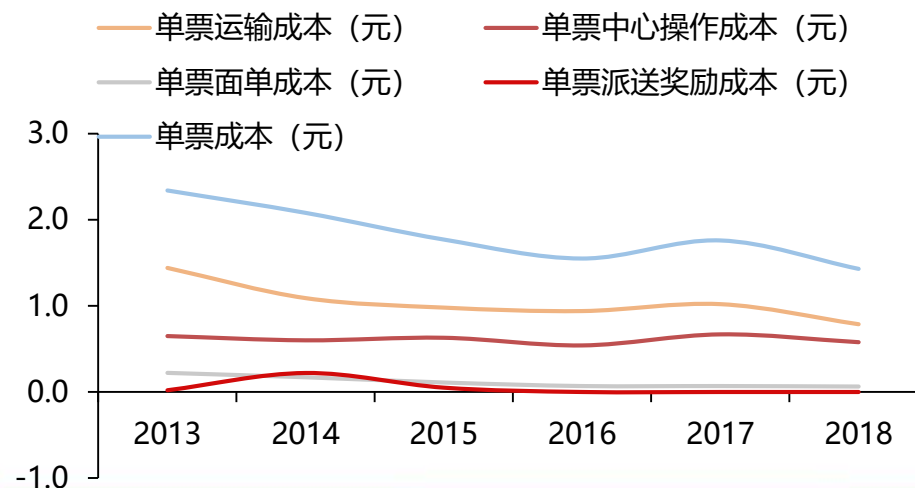
- **申通名义单票成本：**由单票派送成本、单票运输成本、单票中心操作成本、单票面单成本四部分构成，从趋势来看除单票面单成本呈下降趋势外，其他成本均呈稳定趋势。
- **申通实际单票成本：**由单票派送奖励成本、单票运输成本、单票中心操作成本、单票面单成本四部分构成，其中单票中心操作成本保持稳定，其他成本呈下滑趋势。
- **变化：**标准化前后，申通单票成本由保持平稳到重回下降通道
- **名义、实际成本出现差异的原因：**①申通不同年份派费制度的不同导致其派费成本波动较大②转运中心直营率的提升导致各项成本上升

注：单票派费奖励成本=（派送费成本-派送费收入）/业务量，if 派送费成本>派送费收入
0，if 派送费成本<派送费收入

图表21：申通名义单票成本拆分



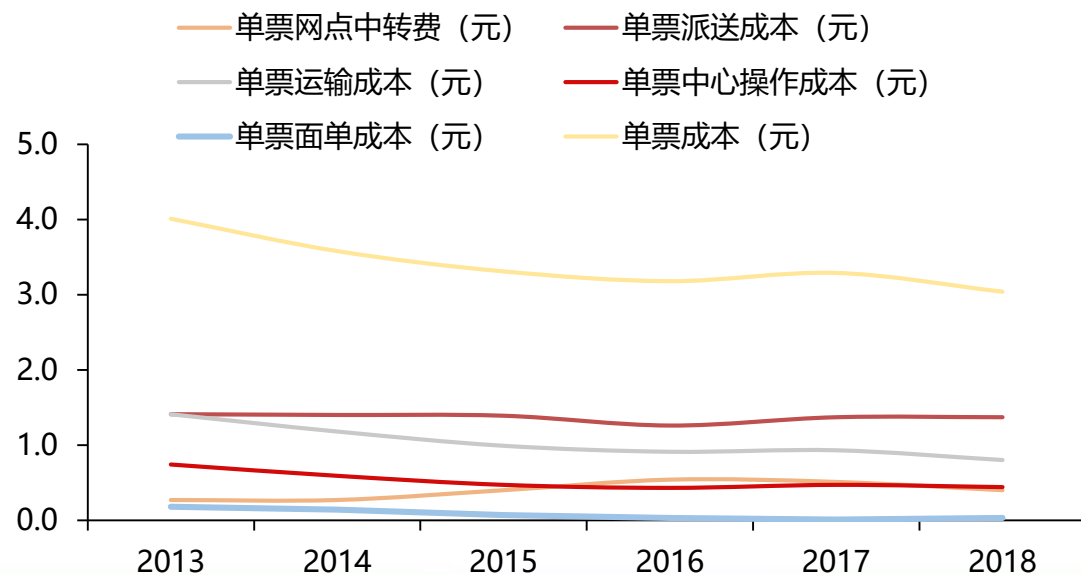
图表22：申通实际单票成本拆分



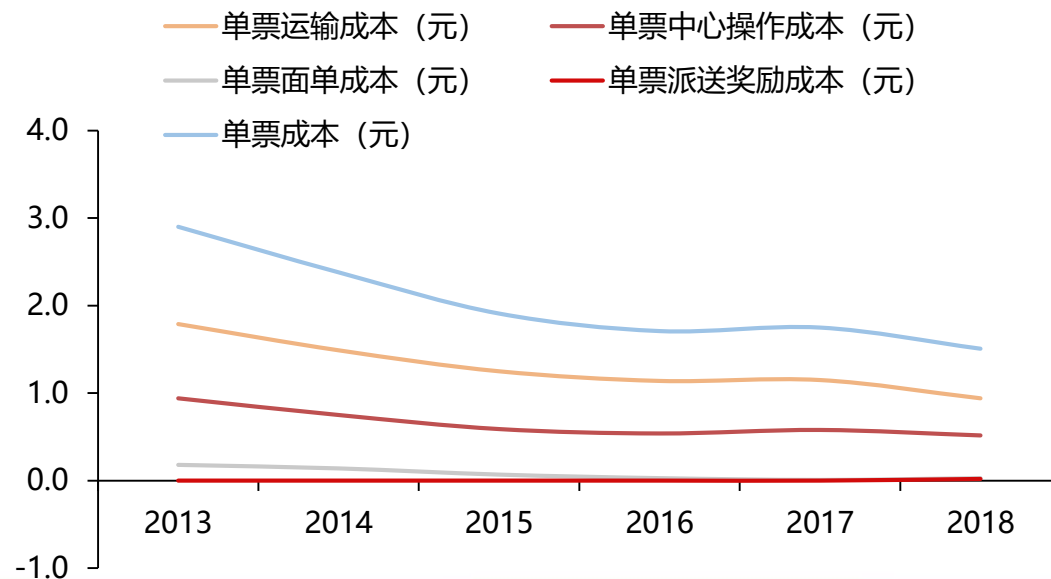
3.4.2圆通—标准化前后比较 | 单票成本呈下降趋势，实际值低于名义值

- **圆通名义单票成本：**由单票派送成本、单票运输成本、单票中心操作成本、单票面单成本、单票网点中转费五部分构成。相较于中通、韵达，由于圆通的成本构成中多出单票派送成本和单票网点中转费两部分，导致其单票成本高于行业均值。
- **圆通实际单票成本：**由单票派送奖励成本、单票运输成本、单票中心操作成本、单票面单成本四部分，其中网点中转费主要包含支付给各地加盟商终端网点的各项中转费用和补贴成本，可理解为一种变相的中转收费降价手段，因此实际单票成本中扣除。
- **变化：**标准化前后，圆通的单票成本大幅下滑，回归通达系单票成本均值附近
- **名义、实际成本出现差异的原因：**①去除了单票网点中转费和单票派送成本的影响

图表23：圆通名义单票成本拆分



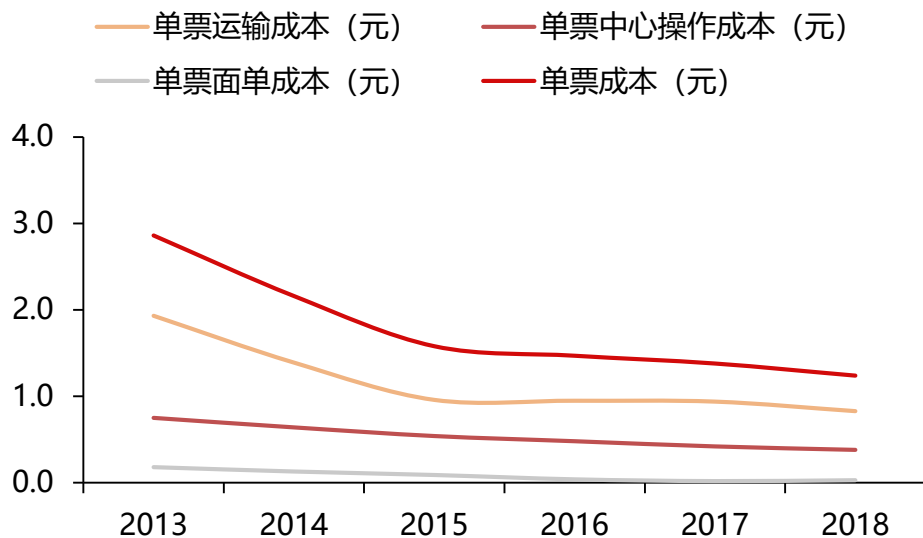
图表24：圆通实际单票成本拆分



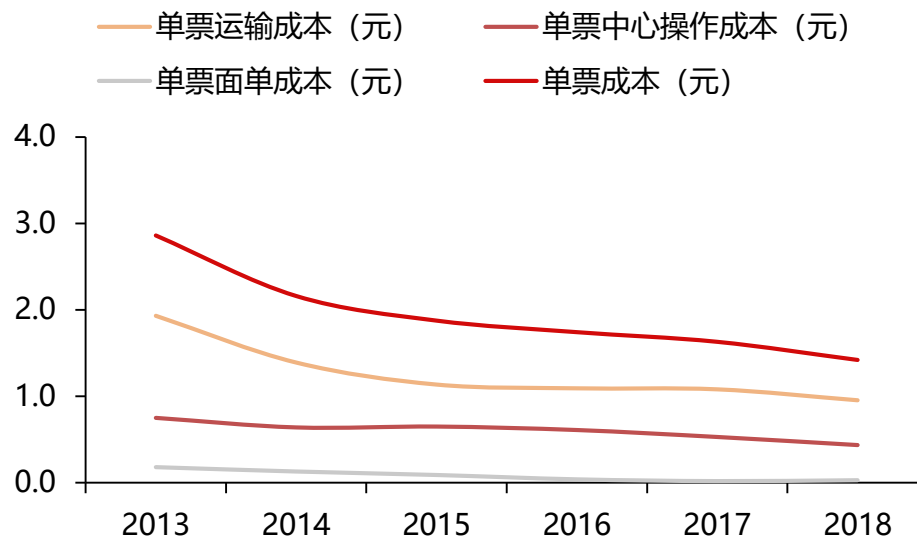
3.4.3韵达—标准化前后比较 | 单票成本呈下降趋势，实际值高于名义值

- **韵达名义单票成本：**单票运输成本、单票中心操作成本、单票面单成本三部分构成。
- **韵达实际单票成本：**由单票运输成本、单票中心操作成本、单票面单成本三部分，去除自跑影响。
- **变化：**标准化前后，韵达单票成本出现一定程度的上升。
- **名义、实际成本出现差异的原因：**去除加盟商自跑的影响使得单票成本的计算公式分母减少，使得实际单票成本高于名义单票成本

图表25：韵达名义单票成本拆分



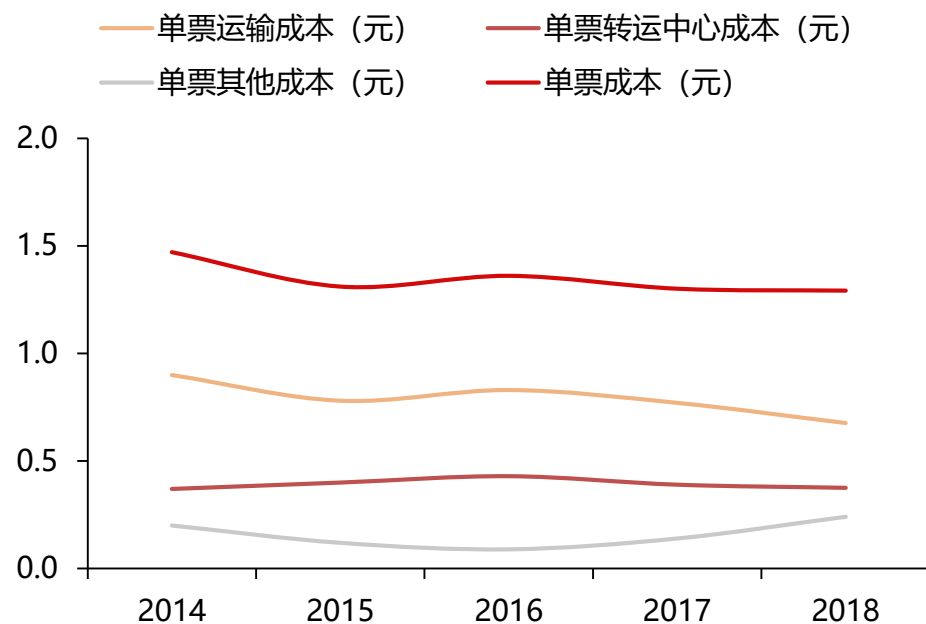
图表26：韵达实际单票成本拆分



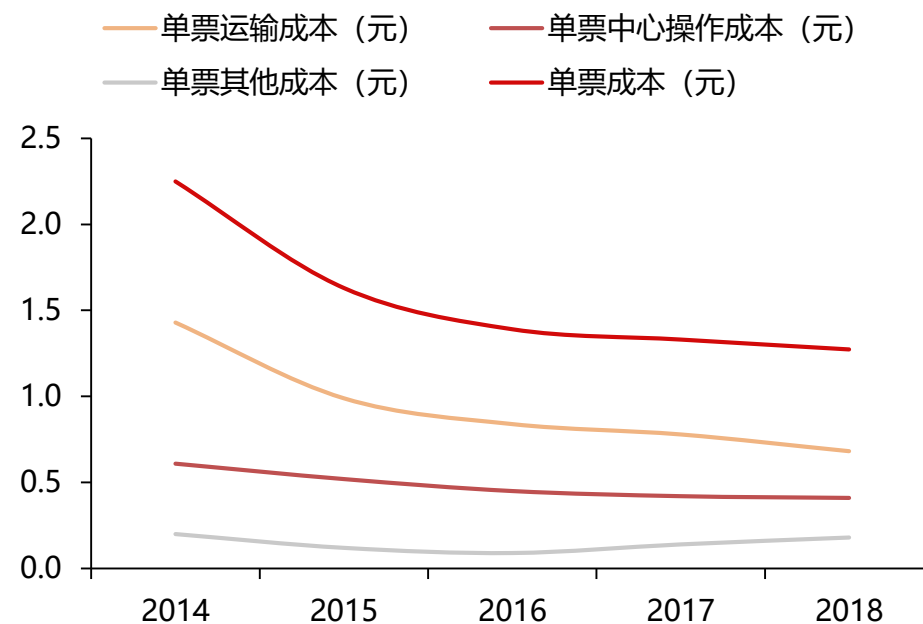
3.4.4中通—标准化前后比较 | 单票成本呈下降趋势，实际值高于名义值

- **中通名义单票成本：**单票运输成本、单票中心操作成本、单票其他成本三部分构成。
- **中通实际单票成本：**由处理后的单票运输成本、单票中心操作成本、单票其他成本三部分构成，去除自跑影响。
- **变化：**标准化前后，中通单票成本下滑趋势更为显著，实际单票成本略高于名义单票成本
- **名义、实际成本出现差异的原因：**①去除总部自跑的影响使得单票成本的计算公式分母减少，使得实际单票成本高于名义单票成本②其他成本中包含税金及附加项目

图表27：中通名义单票成本拆分



图表28：中通实际单票成本拆分

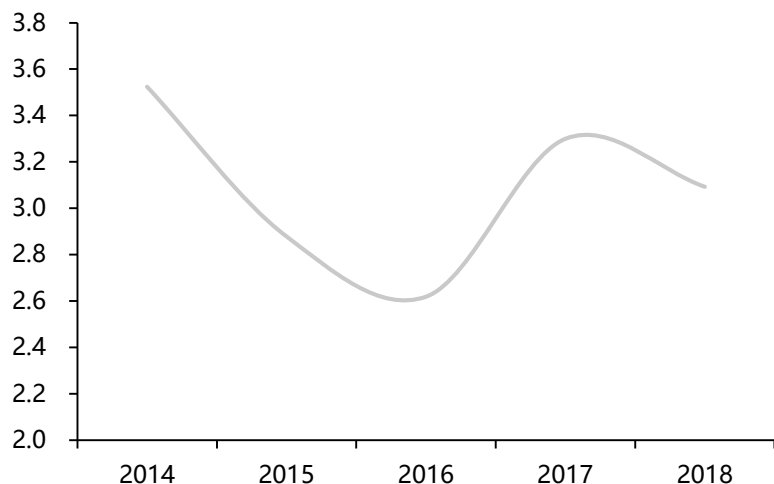


3.4.5百世—标准化前后比较 | 单票成本呈下降趋势，实际值高于名义值

- **百世名义单票成本：**单票运输成本、单票中心操作成本、单票其他成本三部分构成。
- **百世实际单票成本：**去除派送费成本所得，由于百世2018年前未披露其成本结构，故不能进行拆分
- **变化：**标准化后，百世单票成本呈直线下降趋势
- **名义、实际成本出现差异的原因：**2017年起百世成本开始计入派费导致成本端出现波动

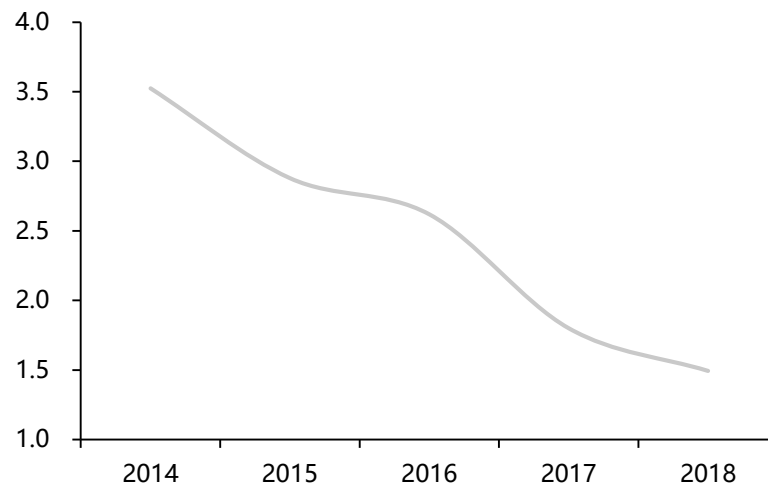
图表29：百世名义单票成本

——名义单票成本（元）



图表30：百世实际单票成本

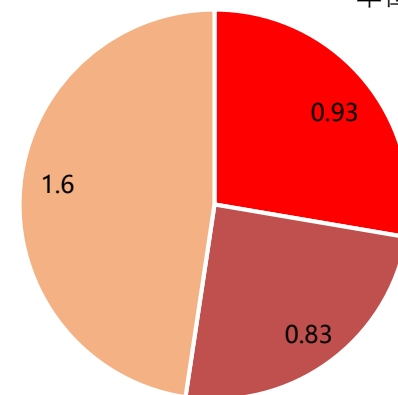
——除派费单票成本（元）



图表31：2019Q1百世单票成本结构

■ 运输成本 ■ 中心操作成本 ■ 派送费成本

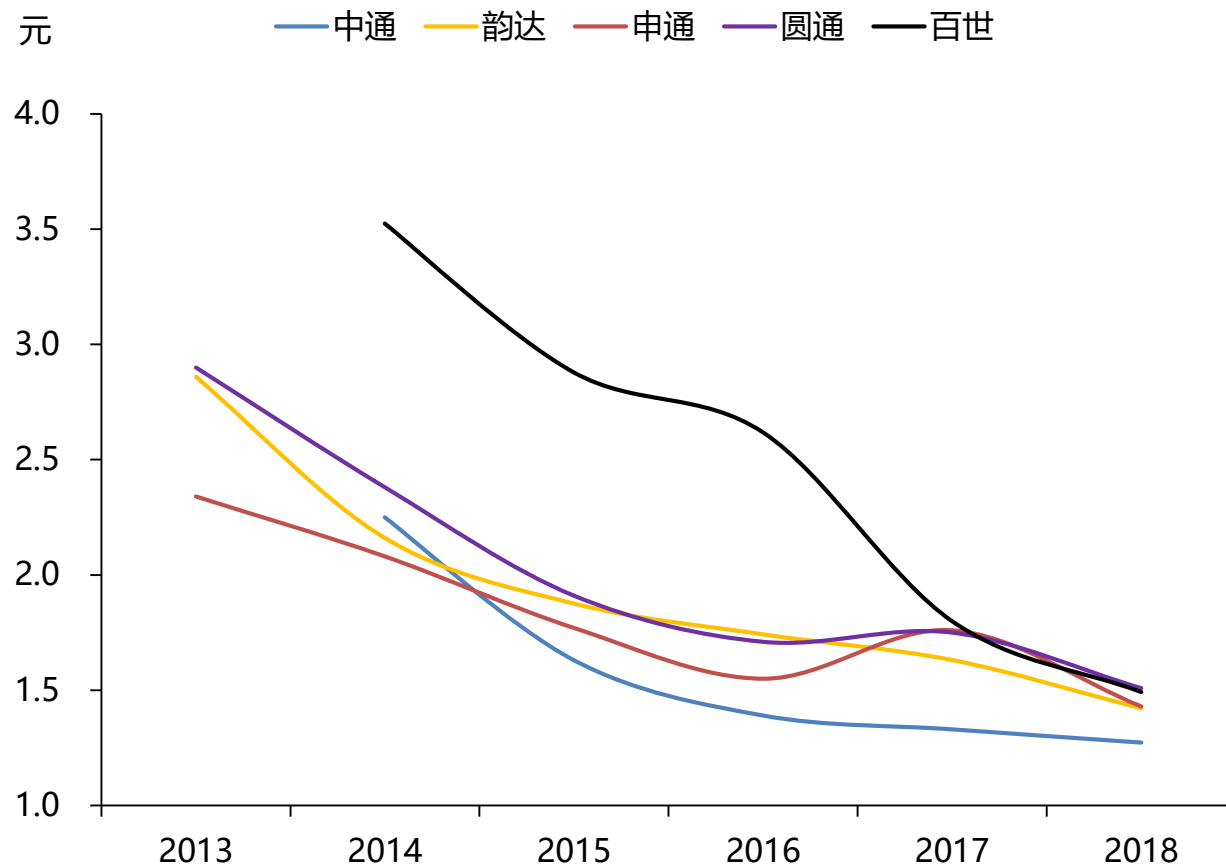
单位：元



3.5总成本比较 | 中通成本最低、百世下降速度最快

- 截至2018，单票成本由低到高分别为中通（1.27）、韵达（1.42）、申通（1.43）、圆通（1.51），百世（1.49）整体差距较大。
- 站在总量视角：**中通成本领先优势已经保持多年，但同行都在奋力追赶，韵达与申通接近，圆通与百世仍有较大提升空间。
- 站在趋势视角：**百世呈后发追赶之势，成本下降速度最为迅猛；其次是韵达，持续成本改善；申通由于近年来的战略调整，其成本出现波动，但绝对值仍保持较低水平；中通自2015年来成本下降速度放缓；圆通于2018年起成本重回下降通道。

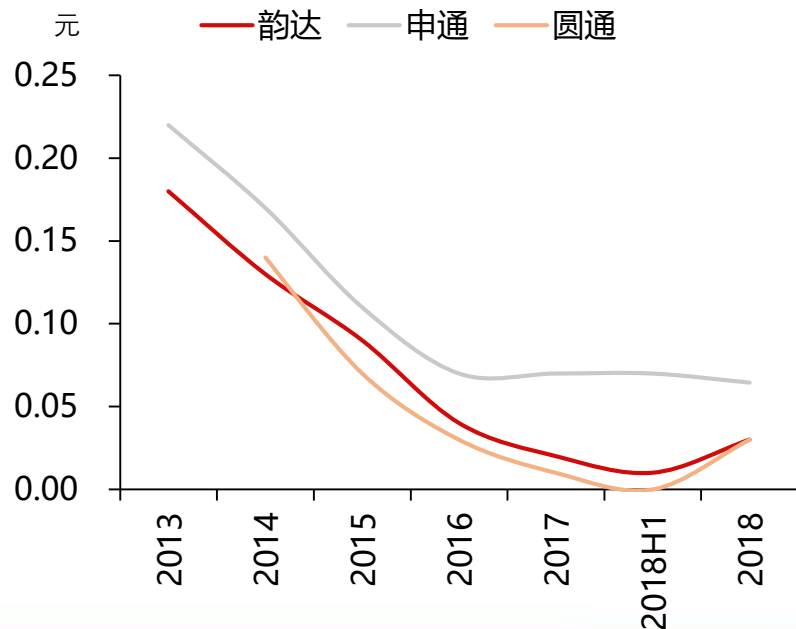
图表32：“通达系”单票成本实际状况



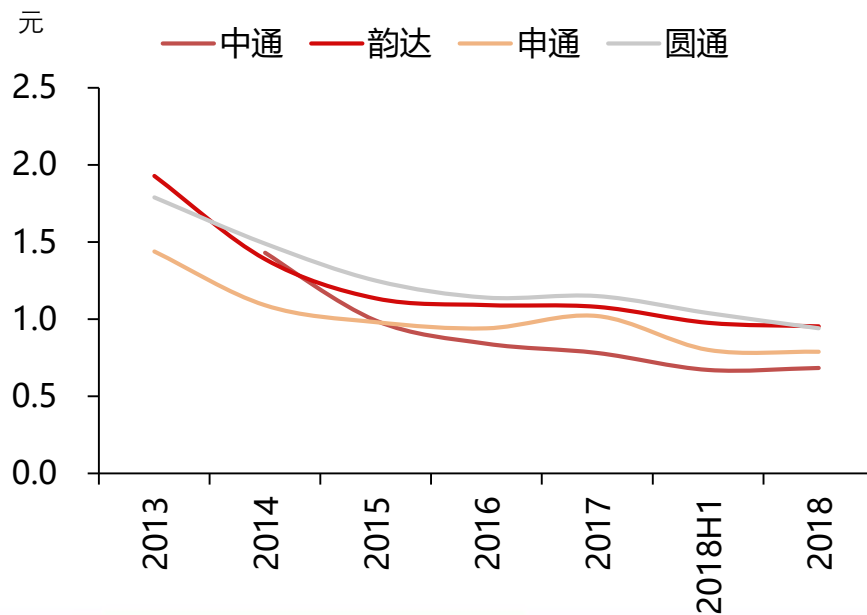
3.5总成本比较 | 中通领先优势明显，韵达紧随其后

- **面单成本接近极限：**目前通达基本都实现电子面单对纸质面单的全覆盖，面单成本已接近极限值。
- **运输成本中通领先：**对比通达单票运输成本，中通领先趋势明显，申通表现优异，韵达、圆通仍有提升空间。
- **中心操作成本中通领先：**中心操作成本各公司出现分化，中通和韵达明显优于申通和圆通，但申通经过调整也进入下降通道，圆通中心操作成本方面仍存在压力。

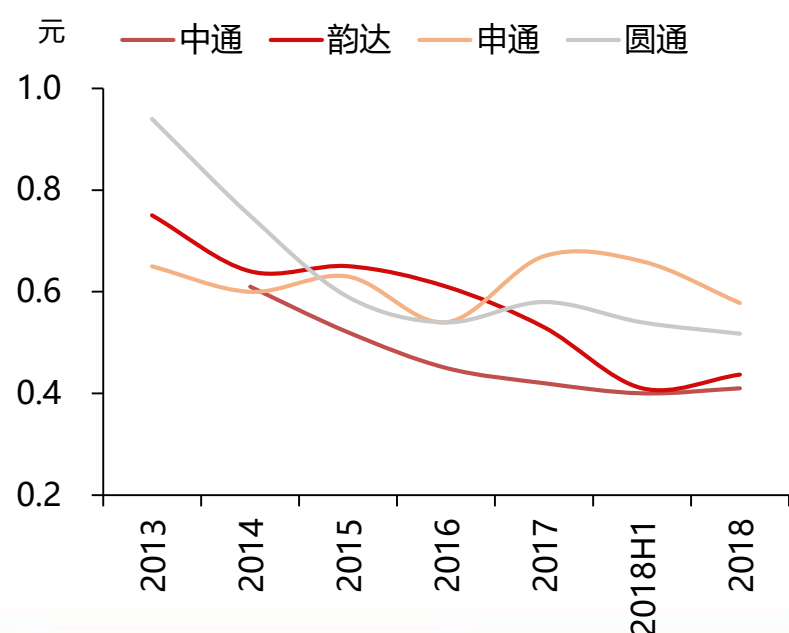
图表33：“通达系”单票面单成本状况



图表34：“通达系”单票运输成本状况



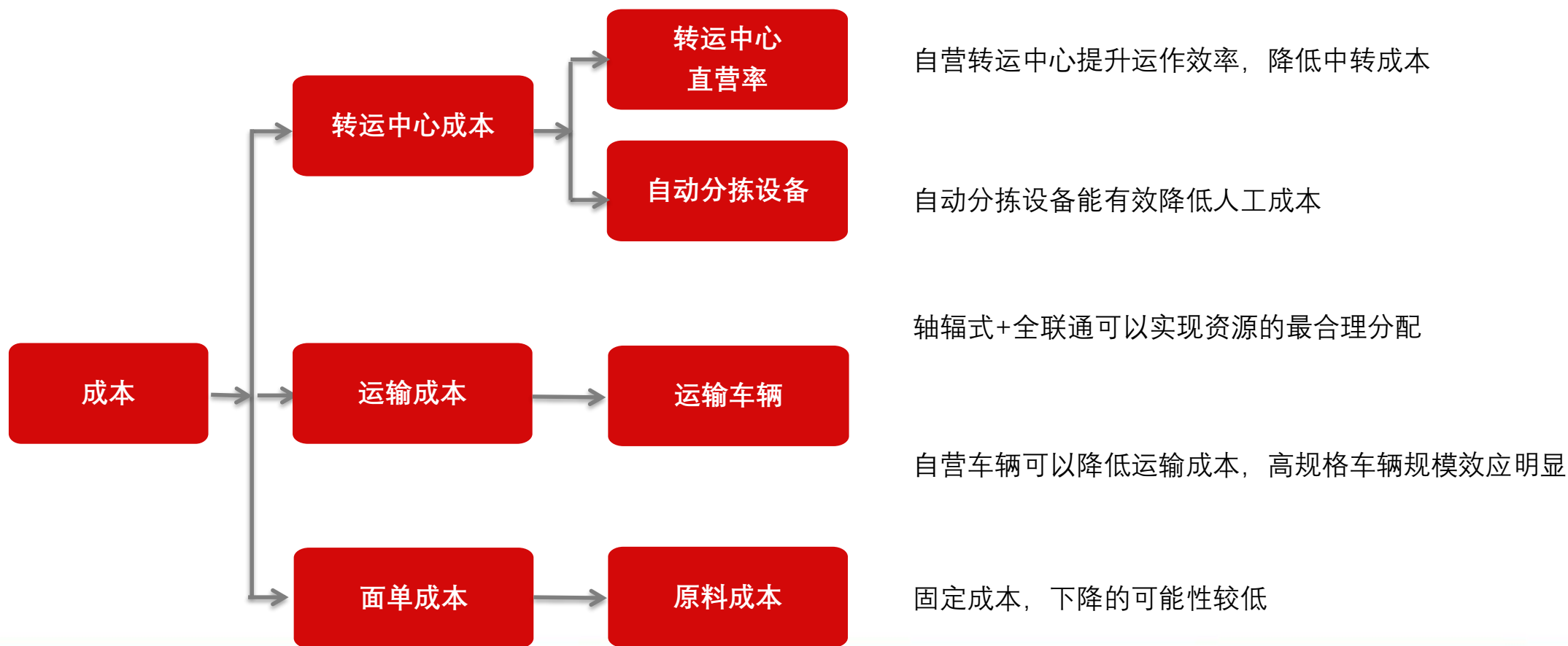
图表35：“通达系”中心操作成本状况



趋势：规模效应和投资是关注核心

4.1 规模效应下通达系成本下降路径

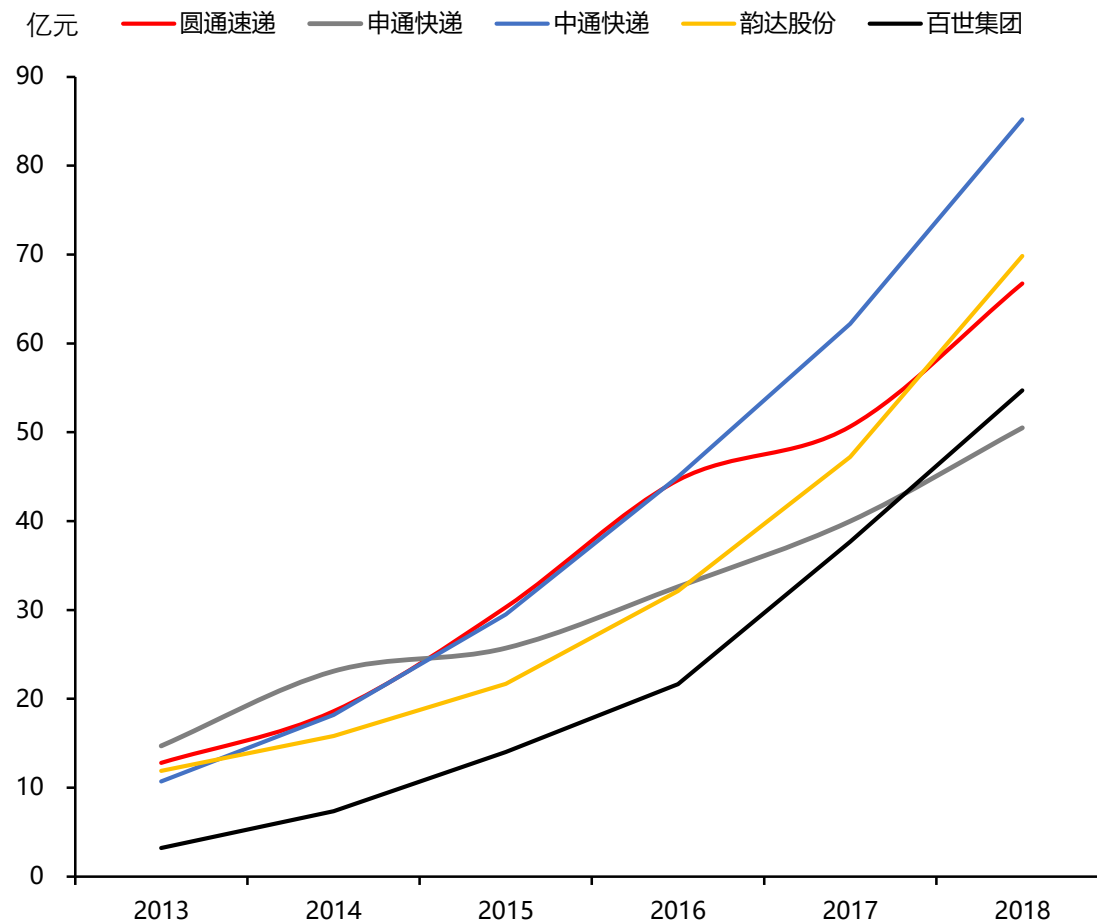
- 业务规模和投资决定企业成本的短期下降趋势，从企业目前的经营现状来看，中通、韵达呈领先优势，申通、圆通、百世持续追赶。



4.2业务规模 | 规模是投资降成本的前提

- **行业格局重塑：**从2013年到2017年，是快递行业高速增长的四年，在行业高增速的际遇下，中通、韵达、百世实现弯道超车，中通从行业第四突破至第一，韵达超越申通、圆通成为行业第二，百世则创造发后奇迹，业务量增长11.7倍，超越申通成为行业第四。
- **头部企业差距被放大：**在2013，如果不考虑百世，市占率最高的申通业务量为中通的1.37倍，而在2018年，市占率最高的中通业务量是申通的1.69倍，同样是头部企业，其市占率已经发生重大分化，在行业增速由高速向中高速切换的背景下，弯道超车的难度大幅提升。
- **规模是投资降成本的前提：**投资降成本，本质上是借助企业经营杠杆工具降成本。不管是转运中心自动化率的提升还是运输车规格提升，本质上都是用更高的业务量摊薄投资的固定成本，因此拥有更高业务量和更高业务增速的公司天然具备更强的成本下降动力。

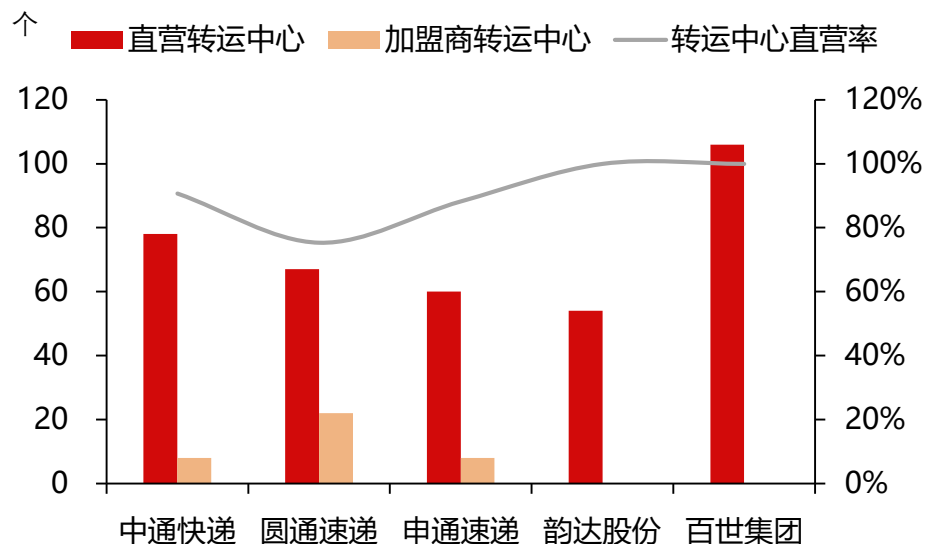
图表36：通达百世快递业务量分化



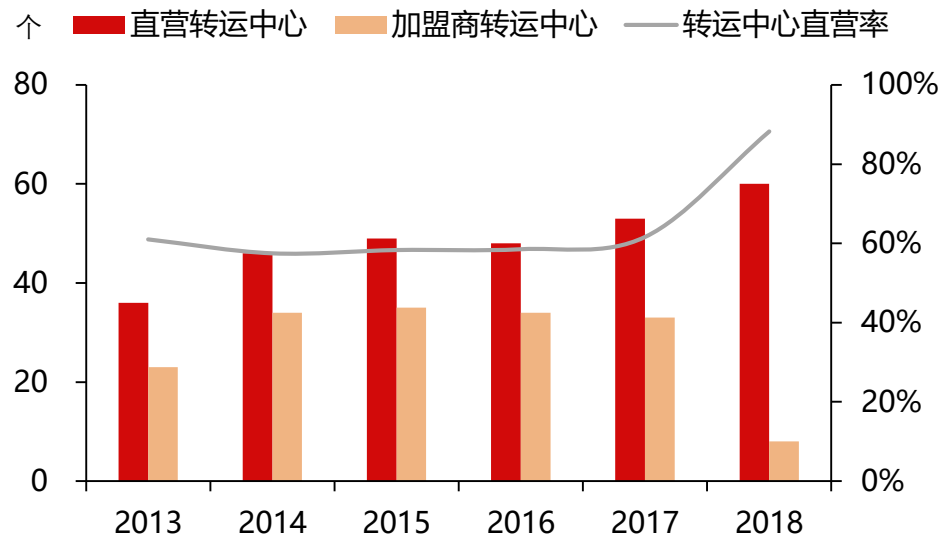
4.3.1 投资① | 企业直营化水平逐渐接近，申通直营化率快速提升

- 转运中心要看**数量和直营化水平**
- **转运中心的数量决定快递公司网络布局的运输能力**。过多的转运中心会提升运营成本，过少的转运中心会降低快递运送效率。目前来看，50-80个转运中心是合理的数量空间。
- **转运中心的直营化水平决定快递公司的管理能力**。转运中心直营率越高，表明总部对转运中心和全网的管控力越强，更高的转运中心直营比例有利于提高全网的效率和稳定性。
- **发展现状：韵达数量最少，申通提升最快**。自2018年来申通转运中心直营化开始加速，截至2018年9月9日，申通直营化转运中心数目达55个，直营化率由2017年的61%上升到81%，提升明显。

图表37：2018通达系转运中心直营情况



图表38：申通转运中心直营率快速提升



4.3.2投资② | 中通、韵达转运中心自动化水平领先

■ 自动化分拣设备

自动化设备是转运中心的配套设备，也是降低人工成本，提高已分拣效率的关键。快递运输对时效性有较高的要求，在装卸、分拣、装车等环节均需投入人力和设备，生产设备智能化对快递企业正常运转和成本控制至关重要。

■ 自动化分拣设备要看应用普及水平

目前针对转运中心的自动化设备多种多样，各行业龙头也针对自身经营情况对新设备进行研发。但自动化设备的关键在于普及水平，仅少数转运中心进行自动化改造对于总部来讲效果甚微。

■ 发展现状:中通和韵达转运中心自动化分拣设备普及率最高，这也是其转运中心操作成本较低的原因之一。

图表39：中通自动化分拣设备



图表40：通达系自动化分拣设备应用状况

快递公司	自动分拣设备应用状况
顺丰	2018H1，顺丰拥有33条全自动中转中心
圆通	2018，拥有自动化分拣设备39套
申通	2018，33个转运中心安装自动化分拣设备，在义乌、天津临沂安装小黄人自动分拣系统
韵达	2018，韵达54个转运中心均配备自动分拣设备
中通	2018，中通已投入使用120条自动化分拣流水线

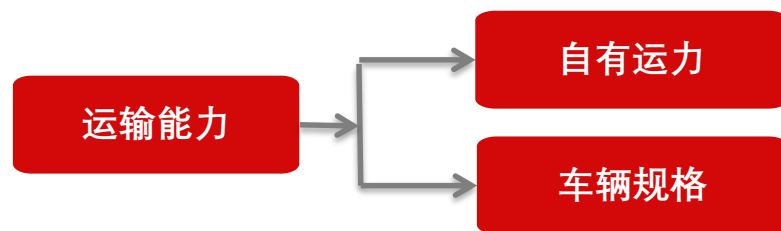
4.3.3投资③ | 中通自有车辆最多，圆通增长最快

■ 干线运输车辆：中通数量存在优势

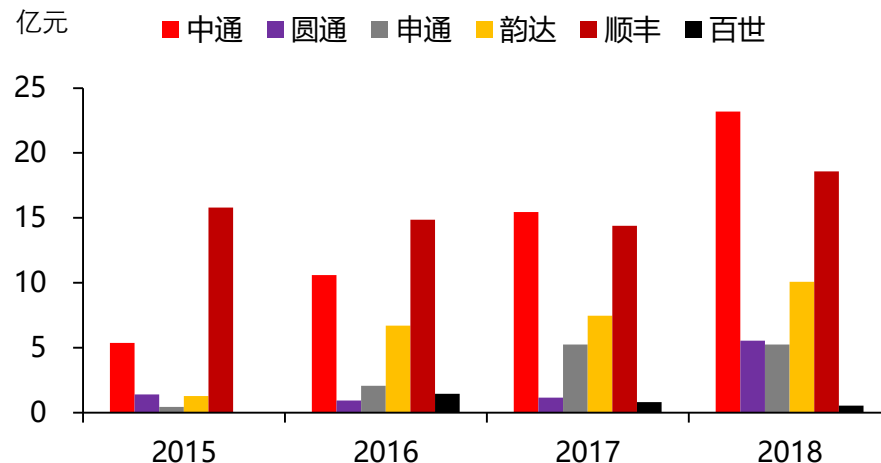
申通、中通的干线运输车辆相差不大，圆通未披露相关数据。但综合来看，中通自有干线运输车辆最多，自营占比最高，且2017年起其车辆资产超过顺丰，2018圆通的运输车辆资产增长最快，申通经理2017年的快速增长后，2018年期车辆资产保持平稳，百世则采取融资租赁的轻资产方式经营。

■ 车辆规格：中通大甩挂车数量最多

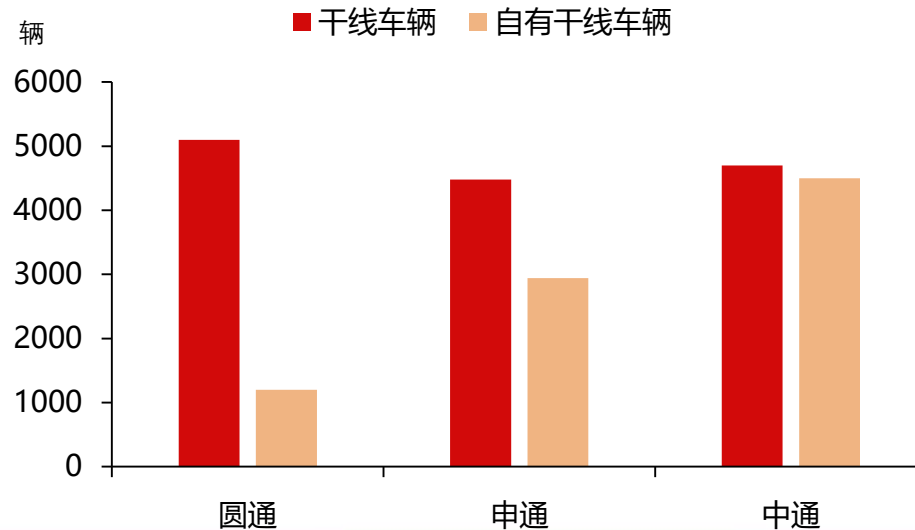
在中通自营干线车辆中，有2070辆高运力甩挂车（15-17米），不仅可以通过货箱分离实现甩挂运输，提高全网转运效率，而且降低自身的汽运成本。按照2015年四通一达自有干线车辆规格显示，中通无论是挂车比例、挂车的节能性和挂车配载都比较有优势。



图表41：通达系近年车辆运输设备资产比较



图表42：2018通达系干线车辆比较



附注：通达系单票成本标准化流程

5.1 标准化原因 | 多因素导致通达系成本、收入无法比较

一、计量口径不一，无法直接比较

- 申通计入了派件收入、成本
- 圆通成本计入了派件成本以及网点中转费，收入计入了派件收入
- 中通成本中计入了营业税金及附加成本

二、转运中心直营率不一，影响实际成本、收入的计量

- 通达系快递企业各自转运中心直营率不一
- 通达系快递企业转运中心直营率每年变动较大

三、存在特色快递业务，影响实际成本、收入的计量

- 韵达自2014年12月开始实行加盟商自跑业务，加盟商自行分拣、运输，不经转运中心转运，影响转运收入、成本的计量
- 中通一直存在自营直跑快递业务，总部直接进行快递运输至目的地，再经由当地网点派送，因为不经转运中心转运，影响转运收入、成本计量。
- 标准化处理后的单票收入、成本为企业自营的经过转运中心运输的包裹的数据。

5.2 解决方案 | 对各个因素逐个解决，测算实际成本、收入

解决统一计量口径不一问题

- 申通、圆通派件收支业务处理。派送收支并非实际业务，总部派送收支差额为正，计入派送惩罚收入；派费收支差额为负，计作派送奖励成本。总部只是作为发件网点与揽件网点间派送费交收平台，派送收入并非实际营业收入。在实际运营中，派费用作激励派件加盟商保证派件质量的奖惩机制，因此总部派费收支一般并不相等，总部派送收支差额为负，是对加盟商的奖励，计入实际成本。总部派送收支差额为正，是对加盟商的惩罚，计入实际收入。
- 圆通网点中转费处理。网点中转费并非实际成本。网点中转费主要包含支付给各地加盟商终端网点的各项中转费用和补贴成本。支付网点中转费只是一种变相收费降价手段，因此将网点中转费从快递业务收入、成本中一同扣除。

解决转运中心直营率不一问题

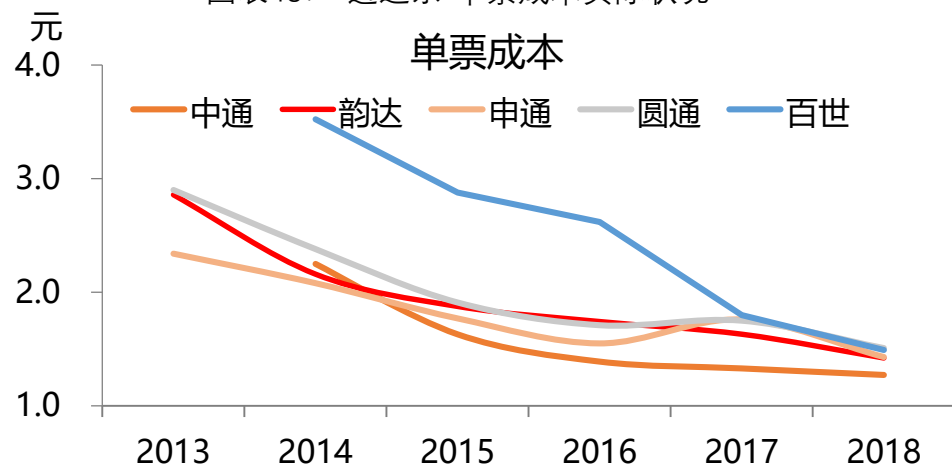
- 合理预测通达系快递企业各自每年自营转运中心业务量占比情况，然后由名义单票转运收入、成本除以相应的占比，测算出实际单票转运收入、成本。

解决特色快递业务影响问题

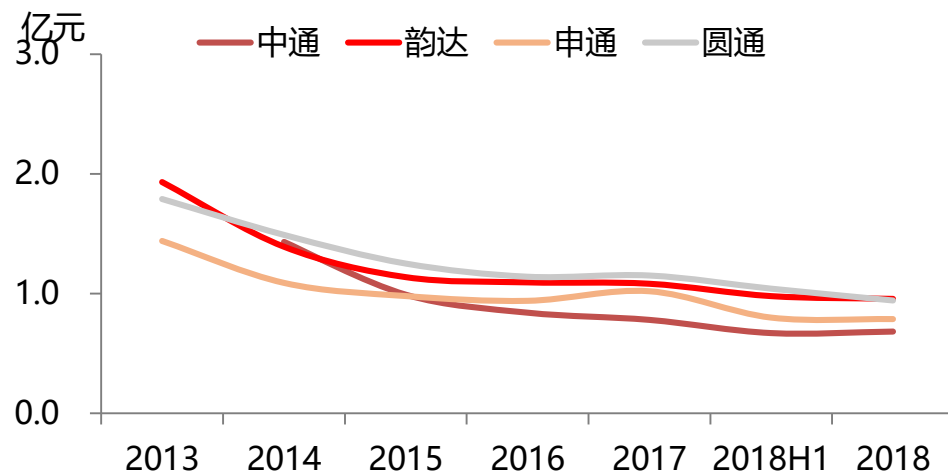
- 韵达加盟商自跑业务影响处理。合理预测韵达每年加盟商自跑业务量占比情况，然后由名义单票转运收入、成本除以相应的占比，测算出实际单票收入、成本。
- 解决中通自营直跑业务影响问题。合理预测中通每年自营直跑业务量占比情况，然后由名义单票中转收入、成本除以相应的占比，测算出实际单票中转收入、成本。

5.3成本 | 标准化处理结果

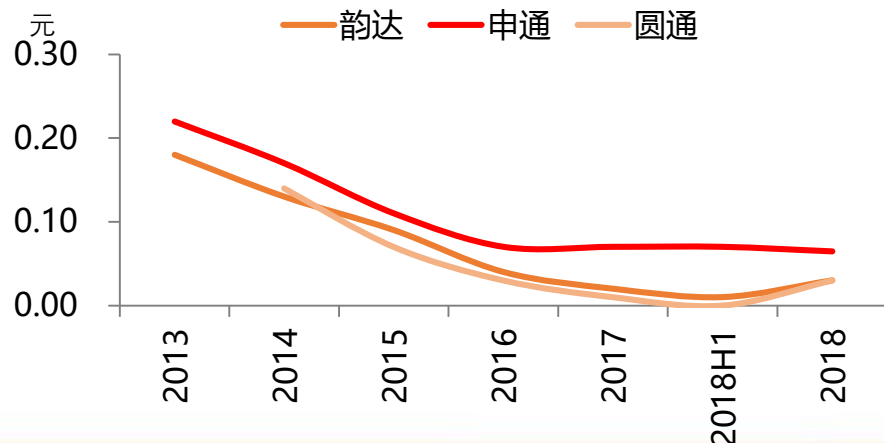
图表43：“通达系”单票成本实际状况



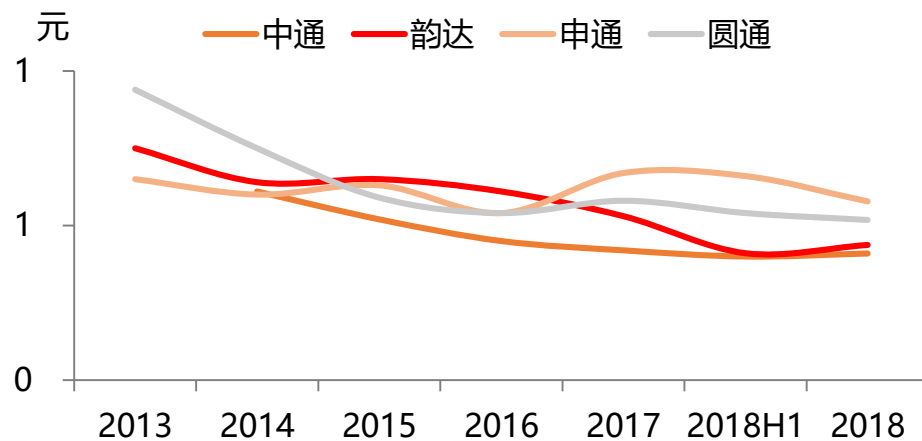
图表44：“通达系”单票运输成本状况



图表45：“通达系”单票面单成本状况



图表46：“通达系”中心操作成本状况



5.3.1 申通 | 消除转运中心非直营因素

- 2014、2015数据来源于上市报告书
- 2013年参考2014年数据，理由：时间相近，且各自当年转运中心直营率变动不大
- 2016年参考2015年数据，理由：时间相近，转运中心新建、改扩建项目较少，数量变动不大
- 2017年数据为 $\frac{2016\text{年占比}+2017\text{年直营率}}{2} = \frac{50.02\%+61.63\%}{2} = 55.82\%$ ，理由：转运中心新建、改造，分布较为均匀，转运中心直营率测算较为合理；新建、改造当年完成，假定经营时长为半年。
- 2018H1参考2017年直营率，理由：新建、改建项目半年内刚完成；上半年收购北京、武汉转运中心，且6月份完成交割。以上事件对上半年自营转运中心业务量影响不大。

前期转运中心分布结构不均，转运中心直营率测算不合理

- 申通经营“大加盟+轻资产”模式，核心城市转运中心大多由加盟商占据经营，转运中心直营率测算误差太大

后期转运中心新建、收购、改造，分布较为均匀，转运中心直营率测算较为合理

- 2017年，完成嘉定、浦东、嘉兴、洛阳、泉州、福州、哈尔滨等25个转运中心的改、扩建项目，完成孝感、金华、杭州、西安等10个新建项目
- 2018年，完成福州、襄阳、长沙、郑州、南昌、上海、临海、沈阳等9个地区的转运中心的新建及改建工作；截至9月4日，先后收购北京、武汉、深圳、广州、长沙、东莞、南昌、郑州、南宁、长春10个核心城市转运中心。

图表47：申通自营转运中心业务量预测占比情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
自营转运中心业务量占比(预测)	51.08%	51.08%	50.02%	50.02%	55.82%	58.00%	73.38%

图表48：申通转运中心直营率状况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
单票中转收入(元)	0.98	0.78	0.72	0.72	0.86	0.76	0.92
调整后(元)	1.92	1.53	1.44	1.44	1.54	1.18	1.25

5.3.1 申通 | 消除转运中心非直营因素

图表49：申通自营转运中心业务量预测占比情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
自营转运中心业务量占比(预测)	51.08%	51.08%	50.02%	50.02%	55.82%	58.00%	73.38%

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
调整前 单票运输成本(元)	0.74	0.56	0.49	0.47	0.57	0.49	0.57777
调整前 单票中心操作成本(元)	0.33	0.3	0.31	0.27	0.37	0.41	0.42408
调整后 单票运输成本(元)	1.44	1.09	0.98	0.94	1.02	0.8	0.78742
调整后 单票中心操作成本(元)	0.65	0.6	0.63	0.54	0.67	0.66	0.57797

- 根据测算的自营转运中心业务量占比，将单票运输成本、单票中心操作成本除以相应占比进行调整

5.3.1 申通 | 实际成本

图表51：申通实际成本情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
单票运输成本（元）	1.44	1.09	0.98	0.94	1.02	0.8	0.79
单票中心操作成本（元）	0.65	0.6	0.63	0.54	0.67	0.66	0.58
单票面单成本（元）	0.22	0.17	0.11	0.07	0.07	0.07	0.06
单票派送奖励成本（元）	0.02	0.22	0.05	0	0	0	0
单票成本（元）	2.34	2.08	1.77	1.55	1.76	1.52	1.43

运输成本

- 汽运费
- 航空代理成本

中心操作成本

- 职工薪酬
- 折旧摊销
- 其他中转成本

本文所用申通成本为扣除派送费的实际成本

- **派送费并非实际成本，派费收支差额为负，计作派费奖励成本。**总部只是作为发件网点与揽件网点间派送费交收平台，派送收入并非实际营业收入。在实际运营中，派费用作激励派件加盟商保证派件质量的奖惩机制，因此总部派费收支一般并不相等，**总部派送收支差额为负，是对加盟商的奖励，计入实际成本。**总部派送收支差额为正，是对加盟商的惩罚，计入实际收入。

5.3.2圆通 | 消除转运中心非直营因素

图表52：2015年圆通地区营收占比状况

地区	自营（个）	非自营（个）	营收占比	业务量占比（预测）
华东	26	9	49.20%	36.55%
华南	9	2	27.21%	22.26%
华北	4	0	10.57%	10.57%
华中	8	2	5.76%	4.61%
西南	7	3	3.74%	2.62%
东北	5	0	2.14%	2.14%
西北	1	6	1.38%	0.20%
合计	60	22	100.00%	78.94%

图表53：2015年底圆通转运中心分布状况



转运中心分布结构不均，转运中心直营率测算不合理

- 圆通自营转运中心大多处于东部经济较为发达地区，加盟商转运中心大多处于西部地区，转运中心直营率测算误差太大

参考各地区营收状况以及区域内转运中心结构测算较为合理

- 一般来讲营收与业务量成正比关系，通过各地区营收占比测算地区业务量占比
- 相同地区经济状况差异较小，根据各地区转运中心数量结构，等比例平分业务量，预测各地区中自营转运中心业务量占比

例如，华东地区自营转运中心业务量占比= $\frac{26}{26+9} \times 49.20\% = 36.55\%$

5.3.2 圆通 | 实际成本

图表54：圆通的实际成本状况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
单票运输成本 (元)	1.79	1.49	1.25	1.14	1.15	1.04	0.94
单票中心操作成本 (元)	0.94	0.75	0.59	0.54	0.58	0.54	0.52
单票面单成本 (元)		0.14	0.07	0.03	0.01	0	0.03
单票派送奖励成本 (元)	0	0	0	0	0	0.01	0.02
单票成本 (元)	2.9	2.38	1.91	1.71	1.75	1.6	1.51

本文所用圆通成本为扣除派送费、网点中转费的实际成本

- **派送费并非实际成本，派费收支差额为负，计作派费奖励成本。**总部只是作为发件网点与揽件网点间派送费交收平台，派送收入并非实际营业收入。在实际运营中，派费用作激励派件加盟商保证派件质量的奖惩机制，因此总部派费收支一般并不相等，**总部派送收支差额为负，是对加盟商的奖励，计入实际成本。**总部派送收支差额为正，是对加盟商的惩罚，计入实际收入。
- **网点中转费并非实际成本。**网点中转费主要包含支付给各地加盟商终端网点的各项中转费用和补贴成本。支付网点中转费只是一种变相收费降价手段。

5.3.2 圆通 | 消除转运中心非直营因素

图表55：2015年圆通地区营收占比状况

地区	自营 (个)	非自营 (个)	营收占比	业务量占比 (预测)
华东	26	9	49.20%	36.55%
华南	9	2	27.21%	22.26%
华北	4	0	10.57%	10.57%
华中	8	2	5.76%	4.61%
西南	7	3	3.74%	2.62%
东北	5	0	2.14%	2.14%
西北	1	6	1.38%	0.20%
合计	60	22	100.00%	78.94%

图表57：圆通转运中心数量状况

	2015	2016	2017	2018H1	2018
自营 (个)	60	62	64	64	67
加盟 (个)	22	-	-	-	-
合计 (个)	82	-	-	-	-

测算

- 参考2015年圆通各地区营收状况以及区域内转运中心结构，得出圆通自营转运中心业务量占比为78.94%。
- 2013、2014年占比参考2015年
- 2016、2017年占比分别比上一年增加1%。理由：圆通自营转运中心数量与16、17年分别增加2个。
- 2018H1占比参考2017年。理由：18年上半年转运中心无重大变化

图表56：圆通自营转运中心业务量预测占比状况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
自营转运中心业务量占比 (预测)	78.94%	78.94%	78.94%	79.94%	80.94%	80.94%	85.00%

图表58：圆通单票运输成本和单票中心操作成本调整状况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
调整前							
单票运输成本 (元)	1.41	1.18	0.99	0.91	0.93	0.84	0.80
单票中心操作成本 (元)	0.74	0.59	0.47	0.43	0.47	0.44	0.44
调整后							
单票运输成本 (元)	1.79	1.49	1.25	1.14	1.15	1.04	0.94
单票中心操作成本 (元)	0.94	0.75	0.59	0.54	0.58	0.54	0.52

调整

- 根据测算的自营转运中心业务量占比，将单票运输成本、单票中心操作成本除以相应占比进行调整

5.3.3韵达 | 消除加盟商自跑因素

图表59：韵达实际成本状况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
单票运输成本 (元)	1.93	1.39	1.14	1.09	1.08	0.98	0.95
单票中心操作成本 (元)	0.75	0.64	0.65	0.61	0.53	0.41	0.44
单票面单成本 (元)	0.18	0.13	0.09	0.04	0.02	0.01	0.03
单票成本 (元)	2.86	2.16	1.88	1.74	1.63	1.40	1.42

中心操作成本

- 职工薪酬
- 装载扫描
- 折旧摊销
- 办公及租赁
- 中转其他成本

测算

- 2013、2014年占比为0，理由：韵达自跑业务于2014年12月开始实行
- 2015年加盟商自跑业务量占比为15.46%，理由：年报披露
- 2016-2018H1年占比一直为15.46%，理由：自跑业务要求标准高，加盟商加入难

图表60：韵达自跑业务量预测占比状况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
自跑业务量占比 (预测)	0	0	15.46%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%

图表61：韵达单票运输成本和单票中心操作成本调整状况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
调整前 单票运输成本 (元)	1.93	1.39	0.96	0.95	0.94	0.85	0.83
调整前 单票中心操作成本 (元)	0.75	0.64	0.54	0.48	0.42	0.34	0.38
调整后 单票运输成本 (元)	1.93	1.39	1.14	1.09	1.08	0.98	0.95
调整后 单票中心操作成本 (元)	0.75	0.64	0.65	0.61	0.53	0.41	0.44

调整

- 根据测算的加盟商自跑业务量占比，将单票运输成本、单票中心操作成本除以相应占比进行调整

5.3.4中通 | 消除自跑业务影响

图表62：中通自营直跑业务量预测占比状况

	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
自营直跑收入占比	5.90%	5.10%	6.80%	9.60%	10.00%	12.50%
业务量占比 (预测)	2.95%	2.55%	3.40%	4.80%	5.00%	6.25%

测算

- 直营自跑业务量占比=0.5倍收入占比，理由：2018H1业绩发布会披露直营自跑业务量占比低于5%，一般来讲自营直跑营收与业务量成正比关系，0.5倍比例较为合理（实际可能倍数更低）。
- 2018H1直跑收入占比假定为10%

图表63：中通单票中心操作成本调整状况

	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
单票中心操作成本（元）	0.37	0.4	0.43	0.39	0.37	0.38
消除直跑业务后（元）	0.38	0.41	0.45	0.41	0.39	0.41

假设

- 直营自跑业务只影响中心操作成本
- 直营自跑业务其他项目成本与普通快递业务一致

调整

- 根据测算的直营自跑业务量占比，将单票中心操作成本除以相应占比进行调整

5.3.4中通 | 消除转运中心非直营因素

图表64：中通转运中心预测状况

	2013	2014	2015	2016	2016	2017	2018H1	2018
自营转运中心（个）	41	49	67	68	69	76	76	78
加盟商转运中心（个）	31	23	7	6	6	6	7	9
合计（个）	72	72	74	74	75	82	83	87
转运中心直营率	56.94%	68.06%	90.54%	91.89%	92.00%	92.68%	91.57%	89.70%

转运中心收购历程

- 2014年，以现金加股票总计23.8亿元收购8家
- 2015年，以现金加股票总计128.1亿元收购16家
- 2016年，收购1家

已知数据

- 2014年转运中心数量为72家
- 2016.03及以后转运中心数量数据

推测

- 根据中通转运中心收购历程进行反推，得出14、15年中通转运中心数量情况

图表65：中通自营转运中心业务量预测占比状况

	2014	2015	2016	2017	2018H1
自营转运中心业务量占比（预测）	62.50%	79.30%	98.99%	98.99%	98.99%

前期参考转运中心自营率测算较为合理

- 中通前期采用网络扁平化运营模式，加盟商规模较小，自营、加盟商转运中心业务量较为均衡，采用转运中心自营率测算业务量占比较为合理

测算

- 2014年占比 = $\frac{2013\text{年直营率} + 2014\text{年直营率}}{2} = \frac{56.94\% + 68.06\%}{2} = 62.50\%$ ，收购转运中心当年完成，假定自营时长为半年。
- 2015年占比 = $\frac{2014\text{年直营率} + 2015\text{年直营率}}{2} = \frac{62.50\% + 90.54\%}{2} = 79.30\%$ ，收购转运中心当年完成，假定自营时长为半年。

5.3.4中通 | 消除转运中心非直营因素

图表66：中通自营转运中心业务量预测占比状况

	2014	2015	2016	2017	2018
自营转运中心业务量占比 (预测)	62.50%	79.30%	98.99%	98.99%	98.99%

后期参考当年全国各省快递件量占比及中通各省内转运中心结构测算较为合理

- 一般来讲全国各省快递件量占比与中通各省快递件量占比相近，通过全国各省快递件量占比测算中通各省快递件量占比
- 同省内转运中心业务量差异较小，根据省内转运中心数量结构，等比例平分业务量，预测各省中加盟商转运中心业务量占比，求和后，从100%中扣除得出自营转运中心业务量占比。
- 例如，2016年广西省加盟商转运中心业务量占比=0.24%

图表67：2018年6月中通转运中心分布图



5.3.4中通 | 消除转运中心非直营因素

图表68：中通单票运输成本和单票中心操作成本调整状况

		2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
调整前	单票运输成本 (元)	0.9	0.78	0.83	0.77	0.66	0.68
	单票中心操作成本 (元)	0.38	0.41	0.45	0.41	0.39	0.41
调整后	单票运输成本 (元)	1.43	0.99	0.84	0.78	0.67	0.68
	单票中心操作成本 (元)	0.61	0.52	0.45	0.42	0.4	0.41

调整

- 根据测算的加盟商自跑业务量占比，将单票运输成本、单票中心操作成本除以相应占比进行调整

图表69：2016年全国各省快递件量占比及相关预测状况

省份	全国各省快递件量占比	中通加盟商转运中心业务量占比 (预测)
广西	0.73%	0.24%
海南	0.16%	0.16%
甘肃	0.19%	0.19%
青海	0.03%	0.03%
宁夏	0.10%	0.10%
新疆	0.28%	0.28%
合计	1.49%	1.01%

5.3.4中通 | 实际成本

图表70：中通实际成本状况

	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
单票运输成本（元）	1.43	0.99	0.84	0.78	0.67	0.68
单票中心操作成本（元）	0.61	0.52	0.45	0.42	0.4	0.41
单票其他成本（元）	0.2	0.12	0.09	0.14	0.17	0.072
单票成本（元）	2.25	1.63	1.39	1.33	1.24	1.16

其他成本

- 纸质面单成本
- 信息技术相关的成本
- 直营业务给末端网点派送费
- 营业税附加费

当前测算成本略高于实际成本

- 其他成本中包含着营业税附加费，因此当前所测算的单票成本要略高于实际成本。
- 直跑业务单票运输成本一般也略低于普通快递业务

5.3.5 百世 | 实际成本

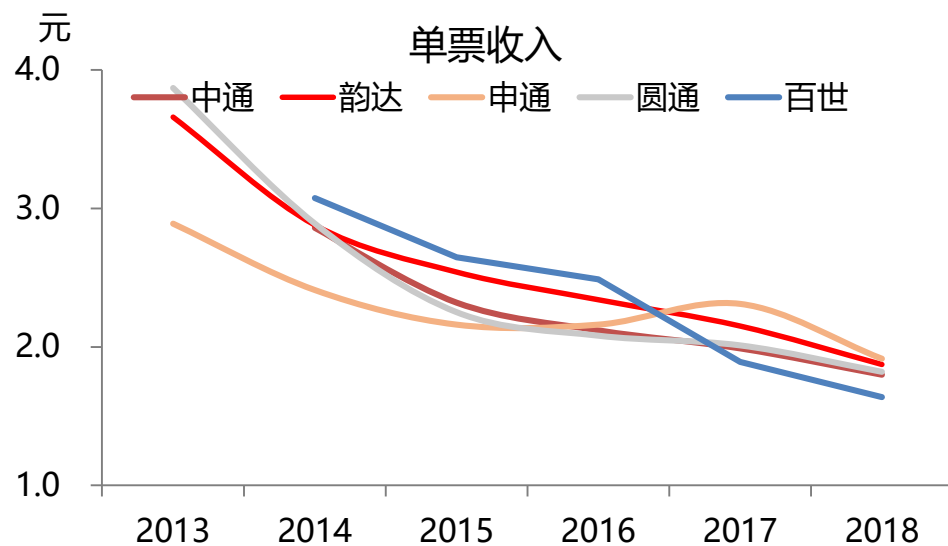
图表71:百世实际成本情况

	2014	2015	2016	2017	2018
名义单票成本（元）	3.52	2.88	2.62	3.30	3.09
派费（元）	-	-	-	1.50	1.60
实际单票成本（元）	3.52	2.88	2.62	1.80	1.49

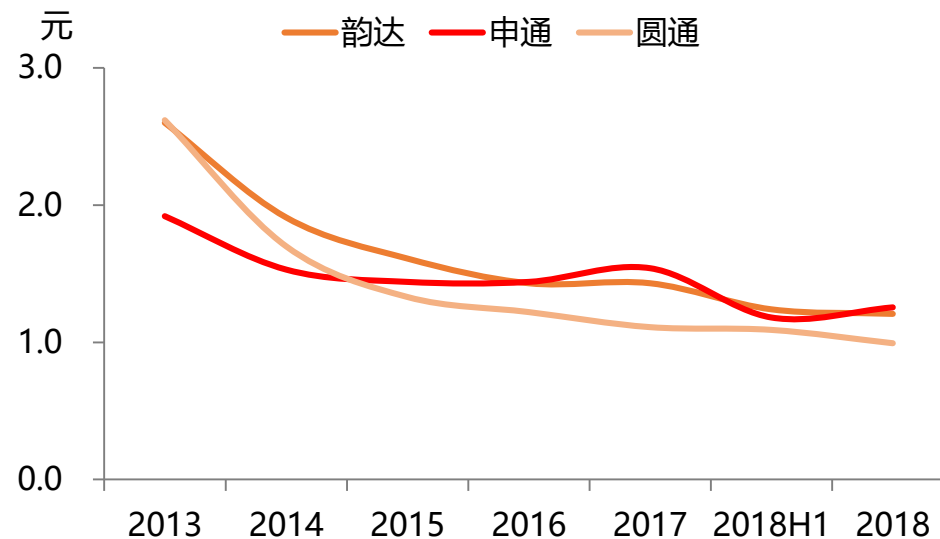
- 根据百世财报披露，2017年开始将派费收入及成本加入快递收入与成本中。
- 业绩会披露2018年四季度派费1.65，17年四季度1.55，这里根据趋势做了平均处理。
- 百世全国自营网点数量为个位数，可以忽略。

5.4收入 | 标准化处理结果

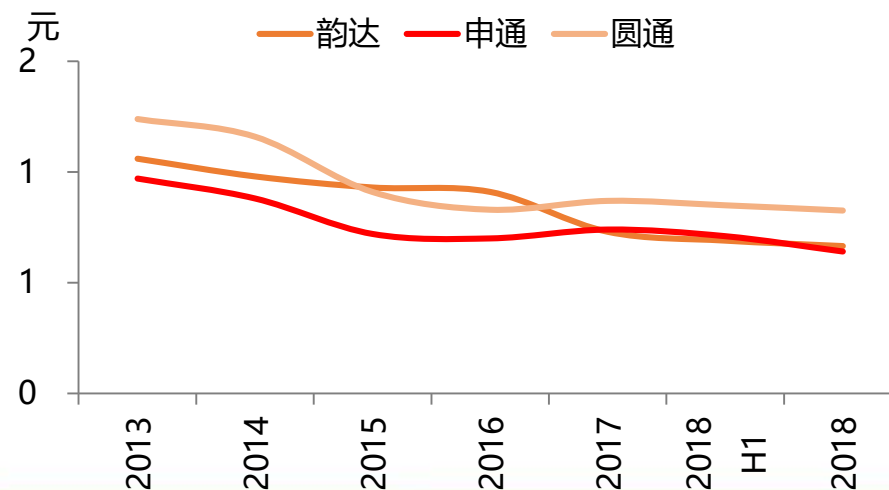
图表72：“通达系”单票收入实际状况



图表73：“通达系”单票中转收入实际状况



图表74：“通达系”单票面单收入实际状况



5.4.1 申通 | 消除转运中心非直营因素

图表75：申通自营转运中心业务量预测占比状况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
自营转运中心 业务量占比 (预测)	51.08%	51.08%	50.02%	50.02%	55.82%	58.00%	73.38%

图表76：申通单票中转收入调整状况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
单票中转收入 (元)	0.98	0.78	0.72	0.72	0.86	0.76	0.92
调整后 (元)	1.92	1.53	1.44	1.44	1.54	1.18	1.25

调整

- 根据测算的自营转运中心业务量占比，将单票中转收入除以相应占比进行调整

5.4.1 申通 | 实际收入

图表77：申通实际收入状况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
单票面单收入（元）	0.97	0.88	0.72	0.7	0.74	0.71	0.64
单票中转收入（元）	1.92	1.53	1.44	1.44	1.54	1.18	1.25
单票派送惩罚收入（元）	0	0	0	0.02	0.03	0.1	0.02
单票收入（元）	2.89	2.41	2.16	2.16	2.31	1.99	1.91

本文所用申通收入为扣除派送收入的实际收入

- **派送收入并非实际收入，派费收支差额为正，计作派费惩罚收入。**总部只是作为发件网点与揽件网点间派送费交收平台，派送收入并非实际营业收入。在实际运营中，派费用作激励派件加盟商保证派件质量的奖惩机制，因此总部派费收支一般并不相等，总部派送收支差额为负，是对加盟商的奖励补贴，计入实际成本。**总部派送收支差额为正，是对加盟商的惩罚，计入实际收入。**

5.4.2 圆通 | 消除转运中心非直营因素

图表78：圆通自营转运中心业务量预测占比状况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
自营转运中心业务量占比	78.94%	78.94%	78.94%	79.94%	80.94%	80.94%	85.00%

图表79：圆通单票中转收入调整状况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
单票中转收入(元)	2.06	1.34	1.05	0.98	0.9	0.88	0.84
调整后(元)	2.62	1.7	1.33	1.22	1.11	1.09	0.99

调整

- 根据测算的自营转运中心业务量占比，将单票中转收入除以相应占比进行调整

5.4.2圆通 | 实际收入

图表80：圆通实际收入状况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
单票面单收入 (元)	1.24	1.16	0.91	0.83	0.87	0.85	0.83
单票中转收入 (元)	2.62	1.7	1.33	1.22	1.11	1.09	0.99
单票派送惩罚收 入 (元)	0.01	0.03	0.01	0.02	0.03	0	0.00
单票收入 (元)	3.87	2.89	2.25	2.08	2.01	1.95	1.82

本文所用圆通收入为扣除派送收入、网点中转费的实际收入

- **派送收入并非实际收入，派费收支差额为正，计作派费惩罚收入。**总部只是作为发件网点与揽件网点间派送费交收平台，派送收入并非实际营业收入。在实际运营中，派费用作激励派件加盟商保证派件质量的奖惩机制，因此总部派费收支一般并不相等，总部派送收支差额为负，是对加盟商的奖励补贴，计入实际成本。**总部派送收支差额为正，是对加盟商的惩罚，计入实际收入。**
- **网点中转费不计入实际收入。**网点中转费主要包含支付给各地加盟商终端网点的各项中转费用和补贴成本。支付网点中转费只是一种变相中转收费降价手段，从中转收入中扣除，不计入实际收入。

5.4.3韵达 | 实际收入

图表81：韵达实际收入状况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
单票面单收入（元）	1.06	0.98	0.93	0.91	0.73	0.69	0.67
单票中转收入（元）	2.6	1.91	1.61	1.43	1.43	1.24	1.21
单票收入（元）	3.66	2.88	2.54	2.34	2.15	1.93	1.87

假设

- 韵达自2013年以来转运中心直营率一直为100%

图表82：韵达自跑业务量预测占比状况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
自跑业务量占比（预测）	0	0	15.46%	15.46%	15.46%	15.46%	13.00%

图表83：韵达单票中转收入调整状况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
单票中转收入（元）	2.60	1.91	1.36	1.21	1.21	1.05	1.05
调整后（元）	2.60	1.91	1.61	1.43	1.43	1.24	1.21

调整

- 根据测算的加盟商自跑业务量占比，将单票中转收入除以相应占比进行调整

5.4.4中通 | 实际收入

图表84：中通实际收入状况

	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
单票收入（元）	2.86	2.32	2.12	1.99	1.85	1.80

图表86：中通自营直跑业务量预测占比状况

	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
自营直跑收入占比（预测）	5.90%	5.10%	6.80%	9.60%	10.00%	12.50%
业务量占比	2.95%	2.55%	3.40%	4.80%	5.00%	7.50%

图表88：中通调整收入（消除自营直跑状况）

	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
调整前 单票转运中心收入（元）	0.37	0.40	0.43	0.39	0.37	0.68
调整前 单票收入（元）	2.08	2.00	2.10	1.96	1.82	0.41
调整后 单票转运中心收入（元）	0.38	0.41	0.45	0.41	0.39	0.68
调整后 单票收入（元）	2.09	2.01	2.11	1.98	1.84	0.41

假设

- 转运中心成本=转运中心收入
- 运输成本=运输收入
- 直营自跑业务量占比=0.5倍收入占比
- 直营自跑业务其他项目成本与普通快递业务一致

图表85：中通自营转运中心业务量预测占比状况

	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
自营转运中心业务量占比（预测）	62.50%	79.30%	98.99%	98.99%	98.99%	98.99%

图表87：中通调整收入（消除转运中心非直营状况）

	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018
调整前 单票转运中心收入（元）	0.38	0.41	0.45	0.41	0.39	0.39
调整前 单票运输收入（元）	0.90	0.78	0.83	0.77	0.66	0.66
调整后 单票转运中心收入（元）	0.61	0.52	0.45	0.42	0.40	0.4
调整后 单票运输收入（元）	1.43	0.99	0.84	0.78	0.67	0.67

调整

- 消除直营自跑营收影响。根据预测的直营自跑业务量占比情况，对单票转运中心收入除以相应占比进行调整
- 消除转运中心非直营因素影响。根据预测的自营转运中心业务量占比，对单票转运中心收入、单票运输收入分别除以相应占比进行调整

5.4.5 百世 | 实际收入

图表88:百世实际收入情况

	2014	2015	2016	2017	2018
名义单票成本（元）	3.08	2.65	2.49	3.39	3.24
派费（元）	-	-	-	1.50	1.60
实际单票成本（元）	3.08	2.65	2.49	1.89	1.64

- 假设派费收入与派费成本一致。
- 根据百世财报披露，2017年开始将派费收入及成本加入快递收入与成本中
- 业绩会披露2018年四季度派费1.65，17年四季度1.55，这里根据趋势做了平均处理。
- 百世全国自营网点数量为个位数，可以忽略。

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

致谢

感谢杨建亮、邓芳对本报告做出的贡献。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。