

行业一般研究

2018年8月11日

快递股：从商业模式看投资框架

国泰君安交运

姓名：皇甫晓晗（分析师）

邮箱：huangfuxiaohan@gtjas.com

电话：0755-23976795

证书编号：S0880518070005

姓名：郑武（分析师）

邮箱：zhengwu@gtjas.com

电话：0755-23976528

证书编号：S0880514030002

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

 国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

01

快递股为什么值得研究？

02

商业模式，如何决定长期定价能力？

03

商业模式，如何决定长期壁垒？

04

何时买？买什么？

01

快递股为什么值得研究？

02

商业模式，如何决定长期定价能力？

03

商业模式，如何决定长期壁垒？

04

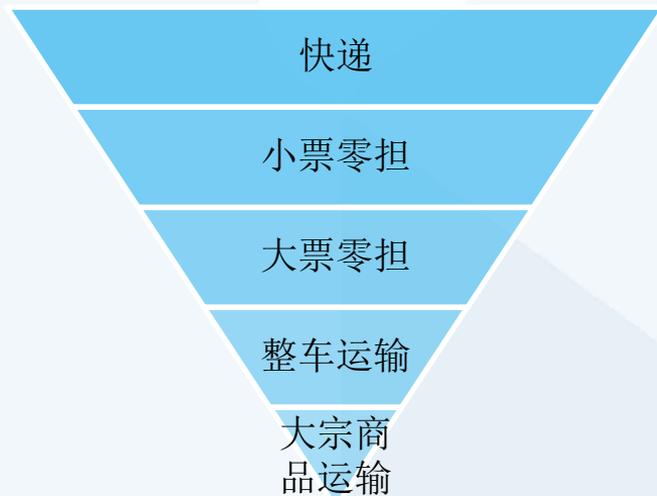
何时买？买什么？

碎片化产生极强规模经济：快递行业具备孕育大市值公司的潜力。

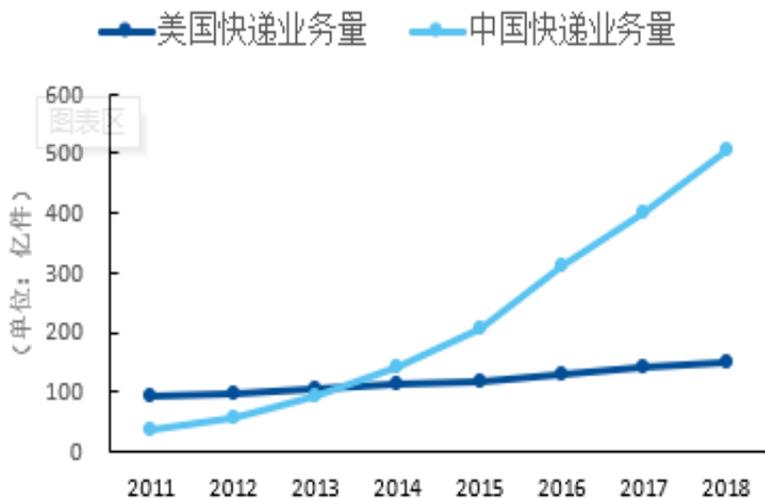
市场规模



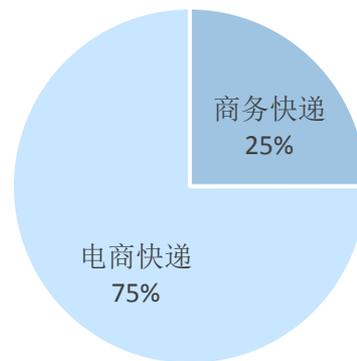
企业市值



中国快递规模已全球遥遥领先，又与美国有许多不同之处。



中国快递市场份额



01

快递股为什么值得研究？

02

商业模式，如何决定长期定价能力？

03

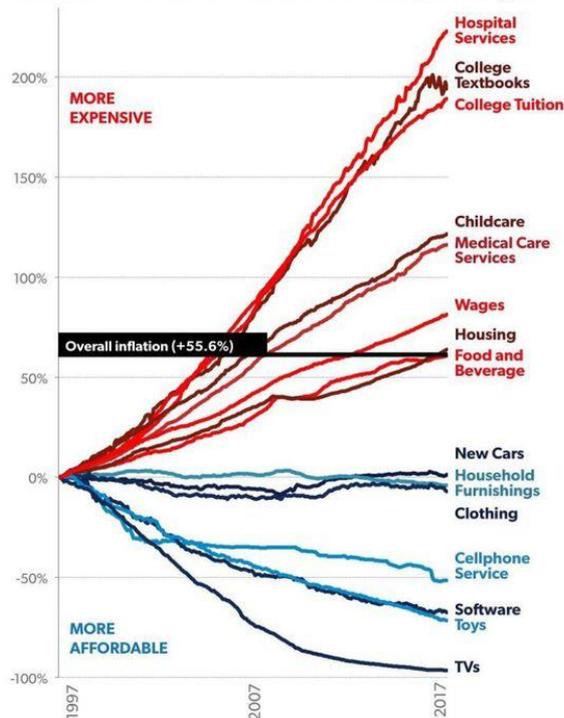
商业模式，如何决定长期壁垒？

04

何时买？买什么？

Price changes (Jan. 1997–Dec. 2017)

Selected US Consumer Goods and Services, and Wages



Source: BLS

Carpe Diem AFI

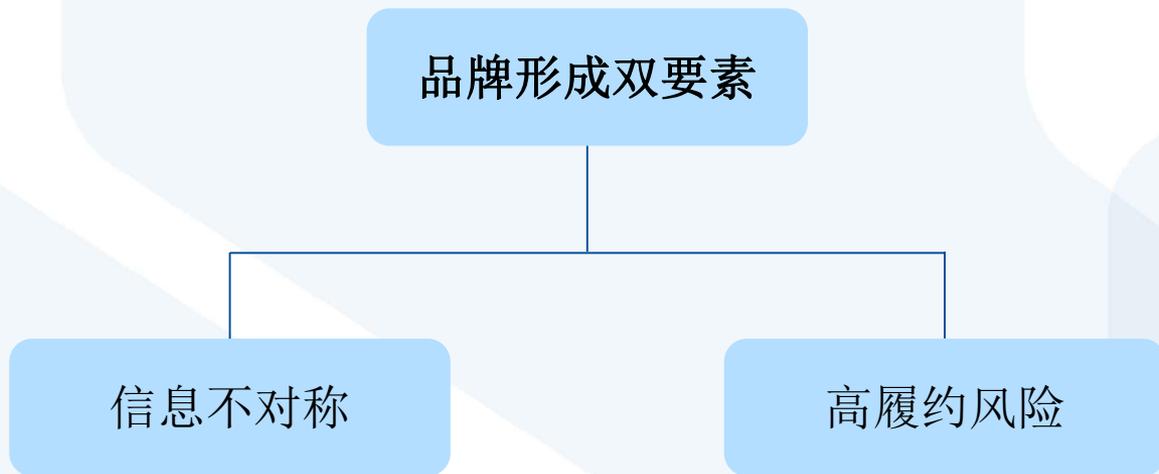
过去七年，商务快递价格稳定，电商快递降价幅度超过70%。



一个行业，两门生意。

	进化方向	投资属性
商务快递	品牌领先	类消费品
电商快递	成本领先	类制造业

为什么电商快递不可以走品牌领先战略？



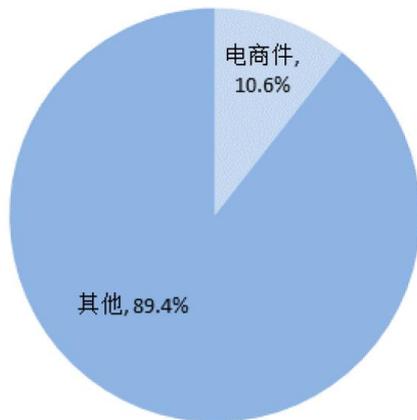
不是通达做不出品牌，是电商快递不需要品牌。

电商快递需要低成本。

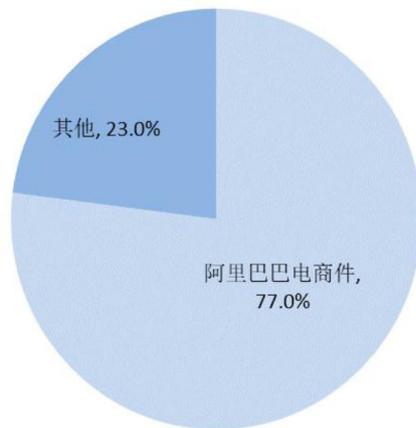
	客户	信息不对称程度	寄送物品	履约风险
商务快递	2C	高	不可复制	大
电商快递	2B	低	可复制	小

经过四年时间，两类公司业务结构几乎没有改变

顺丰电商件业务量占比仅 10.6%（2015 年）



中通阿里平台电商件占比 77%（2015 年）

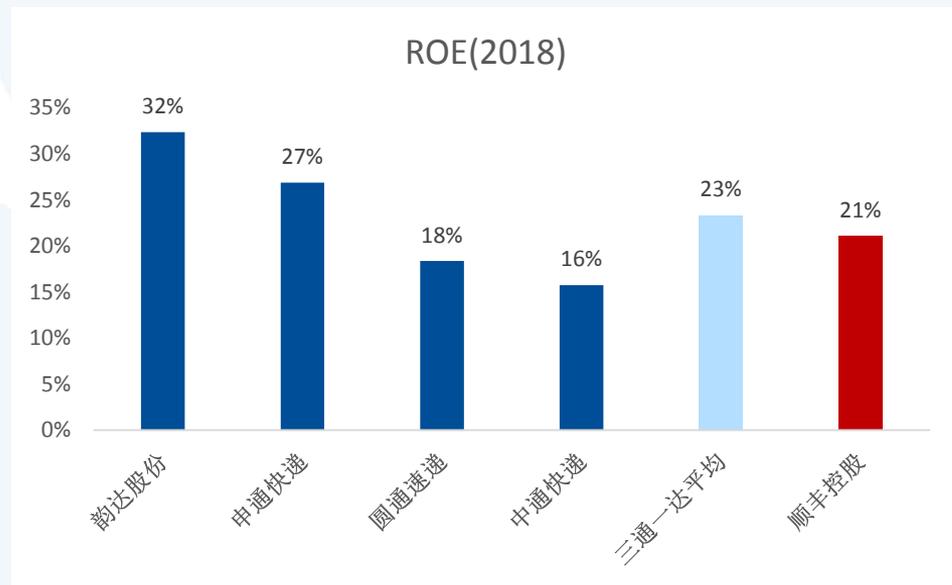


商业模式决定，长期视角下，值得研究的主要问题不同：

- 商务快递：核心不是降成本，核心是品牌定价力
- 电商快递：价格战是永续的，核心是成本比较优势

这两个核心问题，决定了投资风险，决定了估值贴现率的不同。

电商快递价格战：不会结束，还没开始



部分地区快递已经可以做到1.5元以内全国包邮。《快递股：从商业模式看投资框架》



01

快递股为什么值得研究？

02

商业模式，如何决定长期定价能力？

03

商业模式，如何决定长期壁垒？

04

何时买？买什么？

3

快递企业是否已形成壁垒？

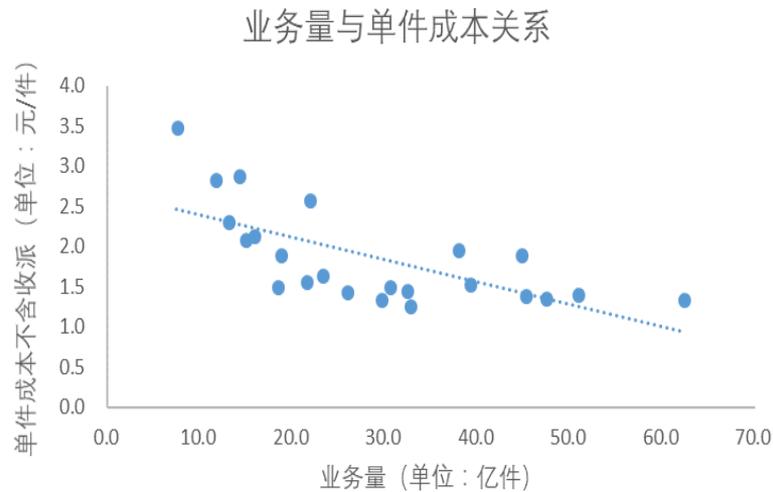
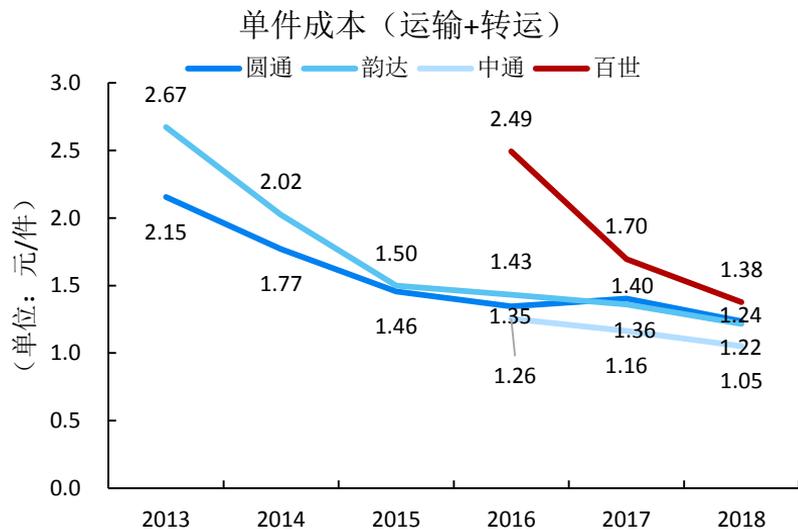
顺丰借助内资保护期，已形成品牌壁垒。

电商快递2009年后崛起，尚未有企业形成成本壁垒。

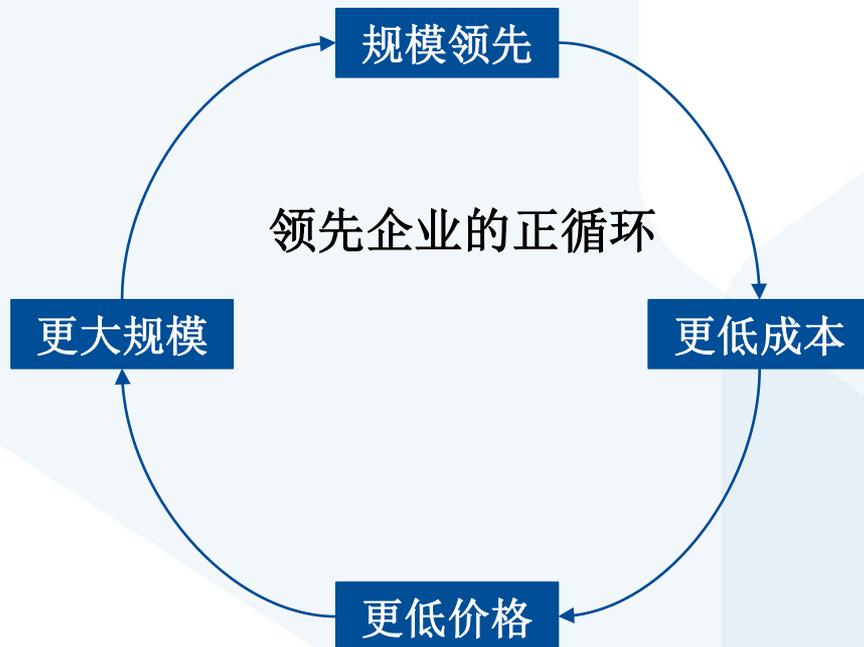
电商快递成本优势有没有可持续性？——一个框架

- 长期优势看规模
- 中期优势看投资
- 短期优势看管理

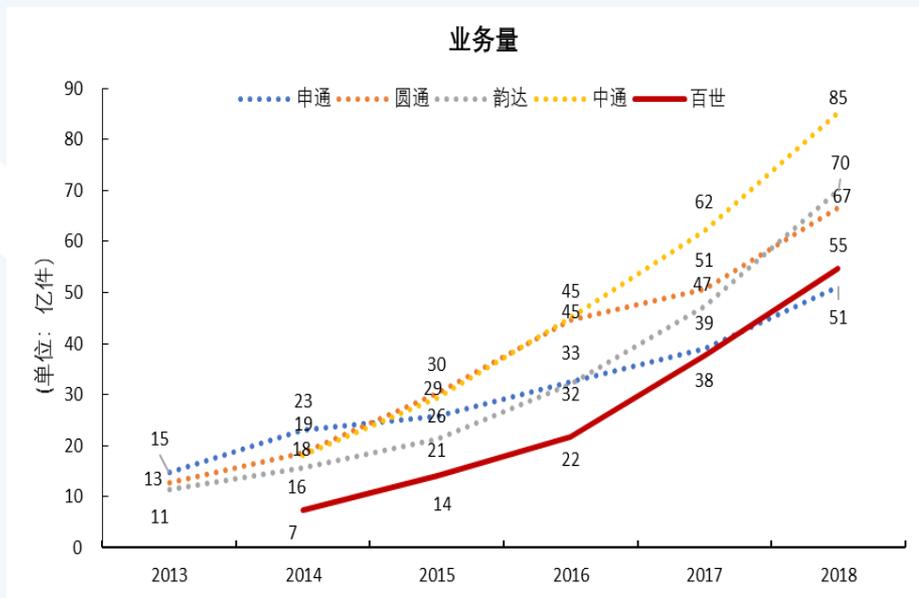
规模不同，成本差异极大。



规模领先的正反馈



规模尚未拉开差距，长期成本壁垒尚未形成。



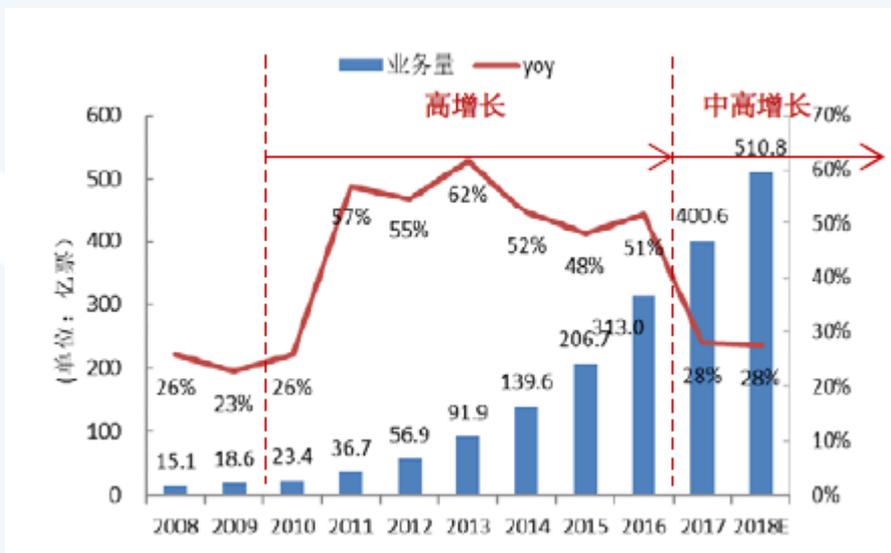
3

快递企业是否已形成壁垒？

《快递股：从商业模式看投资框架》

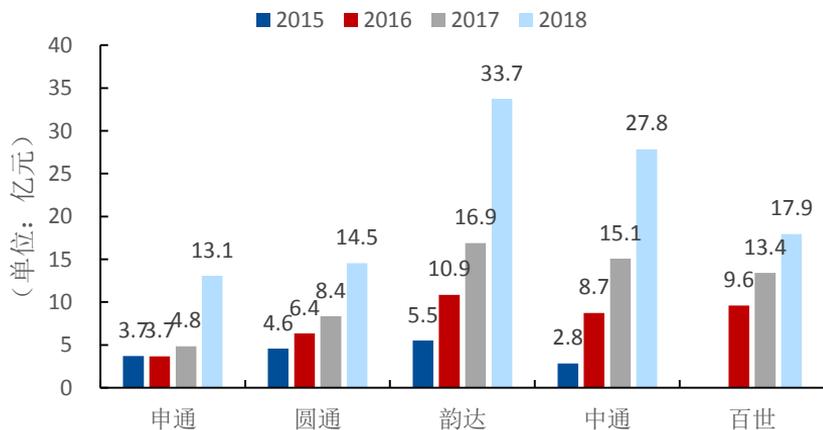
拉开规模差距的必要条件：行业低增长

当行业高增长，领先企业产能扩张最大速度 < 行业增速 + 拉开差距的必要增速差

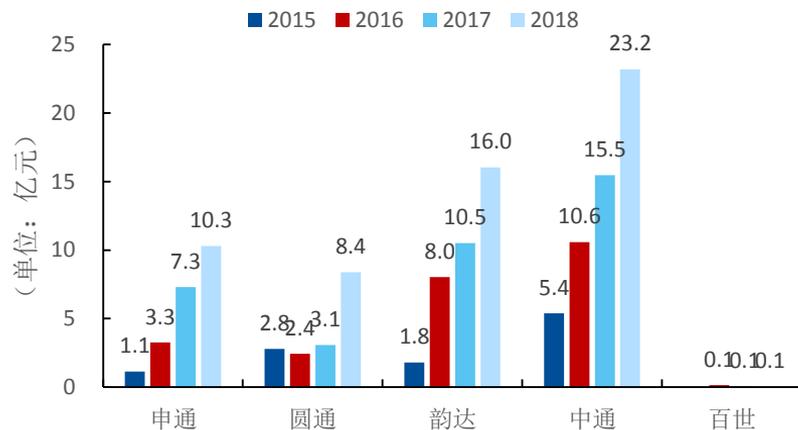


中期优势看投资：各企业进入自动化红利的节奏不同

机器设备+电子设备原值



运输设备原值



3

快递企业是否已形成壁垒？

短期优势看管理

- 组织模式相似，文化相似
- 具体管理措施容易模仿

当前电商快递的成本差异主要由投资与管理带来，龙头有中短期优势。但规模尚未分化，龙头的长期成本优势未确立。

01

快递股为什么值得研究？

02

商业模式，如何决定长期定价能力？

03

商业模式，如何决定长期壁垒？

04

何时买？买什么？

4

何时买？买什么？

	主题	行业增速	巨人份额
春秋时期	消灭小国	中高增速	你追我赶
战国时期	巨人之战	低增速	强者恒强

电商快递投资二阶段：春秋与战国。

春秋时期，强者难以建立壁垒，个股估值在箱体波动

战国时期，有望拉开永久性差距，个股估值出现长期分化

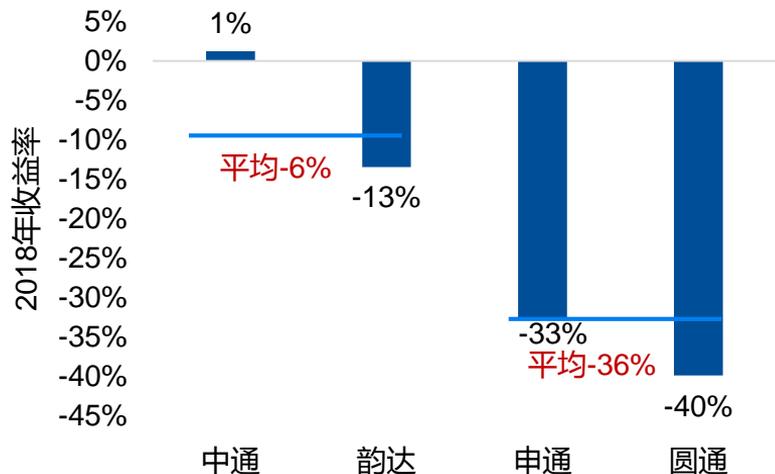
当前处于春秋后期

4

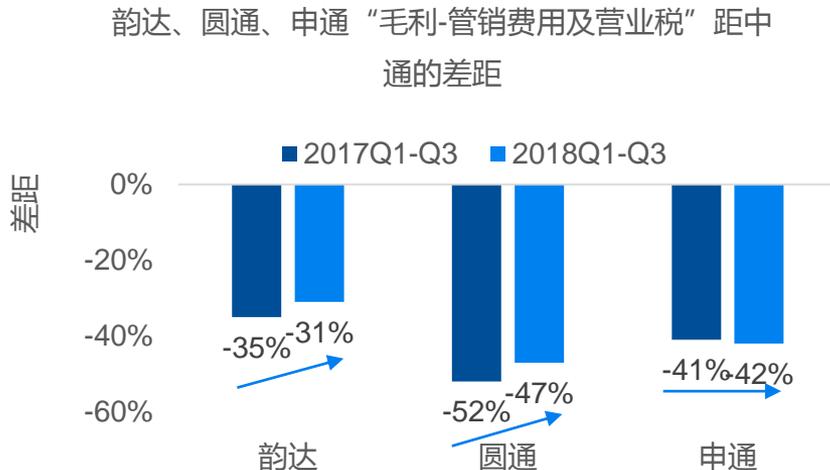
何时买？买什么？

2018年四季度看，个股预期分化，基本面却在收敛。

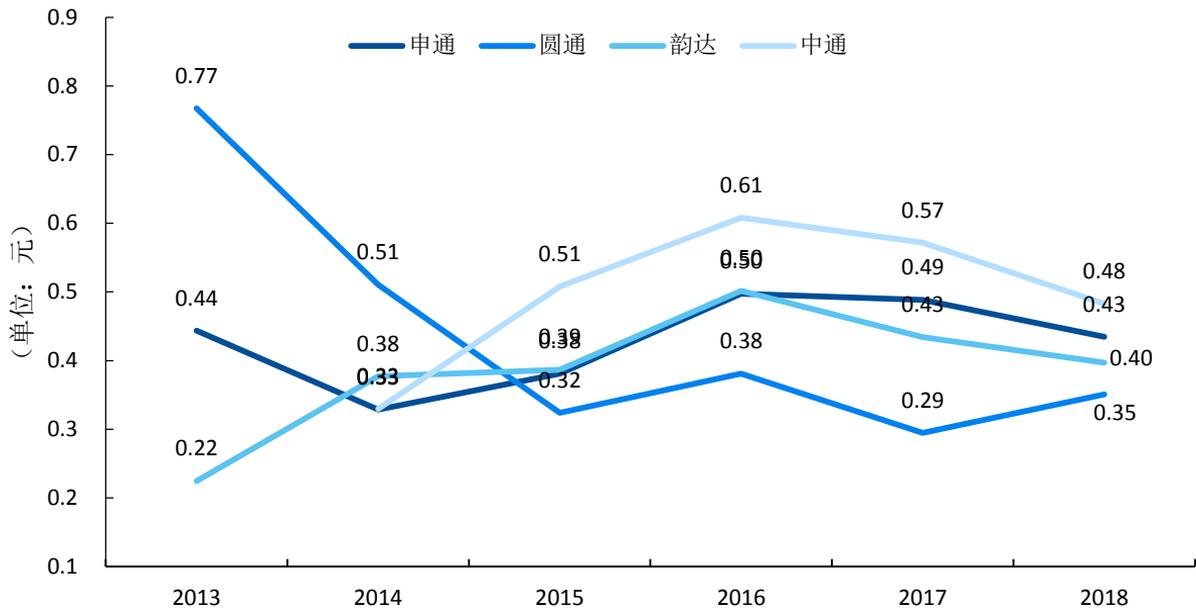
2018年，通达系个股预期持续分化



2018年通达系基本面差距在缩小



(只考虑快递业务) 单件毛利-营销费用及营业税



国泰君安交运团队

Thank you for listening

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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，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。

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。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。

本公司利用信息隔离墙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作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。