

物流仓储

首次覆盖

评级:

无评级

2019.09.01

快递直营制与加盟制的理论研究初探

——快递行业首次覆盖



皇甫晓晗（分析师）

郑武（分析师）



0755-23976795

0755-23976528



huangfuxiaohan@gtjas.com

zhengwu@gtjas.com

证书编号

S0880518070005

S0880514030002

本报告导读:

快递直营制与加盟制的组织模式与市场需求属性存在本质区别。这种差异，使直营制与加盟制快递股票定价的核心问题完全不同。

摘要:

- **供给维度：产权安排的差异带来产能、成本、品牌差异。**直营制快递与加盟制快递组织模式的核心区别不是利益分配机制差异，而是产权安排差异。两者区别在于是否允许网络中出现独立产权——区域特许经营权。加盟制快递通过产权出让，虽然降低了服务的一致性，解决了产能弹性、本地化适应和考核管控三大难题。直营制快递则坚守企业边界，实现高品质服务的一致性，打造品牌并获取品牌溢价。
- **需求维度：安全、时效和价格敏感度差异。**商务快递“高安全与时效敏感度、低价格敏感度”的特征，需要服务的高度一致性，需要品牌信任，适合高成本和高稳定性的直营制网络。电商快递“低安全与时效敏感度、高价格敏感度”的特征并不依赖品牌，适合具有高度产能弹性的低成本加盟制网络。截然不同的需求特征，促使直营制与加盟制两种组织模式独立演化。
- **核心定价问题完全不同。**直营制快递服务于商务快递这一利基市场，市场规模相对较小，但中国市场规模已足够孕育直营制龙头公司。直营制快递具有建立品牌壁垒的条件，品牌壁垒的深度是直营制快递股票定价的核心。加盟制快递服务于电商快递这一大众市场，受限于高频 2B 的业务属性，难以建立品牌壁垒，但有极强的规模经济。通过拉开规模差异建立规模壁垒，是加盟制快递股票定价的核心问题。
- **直营制快递创造 EVA 的前提是“品牌溢价”。**直营制快递高冗余导致高成本和低周转，企业创造 EVA 的前提是品牌壁垒足够高，并且能够通过“品牌溢价”得到验证。在领先的直营制快递两大公司中，顺丰控股的品牌溢价已经得到充分的证明，而德邦控股的品牌壁垒仍在打造之中。德邦股份首次覆盖，评级中性。
- **风险因素。**直营制快递公司的风险在于行业规模与行业资本开支的匹配，竞争优势的持续性取决于企业对品质的坚守和对品牌扩张的审慎。加盟制快递公司的风险在于高度集中的上游，对快递行业格局演进的影响，竞争优势的持续性取决于快递公司在规模分化战斗中的持续竞争能力。

重点覆盖公司列表

代码	公司名称	评级
603056	德邦股份	中性
BEST	百世集团	增持

目 录

1. 快递组织模式核心差异.....	3
1.1. 直营与加盟的区别——是否存在特许经营权.....	3
1.2. 加盟的优势：融资与交易.....	4
1.3. 直营的优势：服务一致性.....	6
2. 不同快递需求匹配不同组织模式.....	6
2.1. 商务快递：“两高一低”，品牌定价.....	6
2.2. 电商快递：“两低一高”，成本加成.....	7
3. 两个进化方向.....	7
3.1. 直营制：在利基市场建立品牌壁垒.....	8
3.2. 加盟制：在大众市场建立规模壁垒.....	8
4. 风险因素.....	9
4.1. 直营制风险之一：市场规模被侵蚀.....	9
4.2. 直营制风险之二：扩张战略消耗品牌信任.....	9
4.3. 加盟制风险之一：成本难以分化，壁垒难以形成.....	9
4.4. 加盟制风险之二：下游过度集中，竞争中性被破坏.....	9

表：本报告覆盖公司估值表

公司名称	代码	收盘价	盈利预测 (EPS)			PE			评级	目标价
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
德邦股份	603056	2019.08.29 12.87	0.73	0.81	0.95	17.64	15.82	13.53	中性	12.54
百世集团	BEST	2019.08.29 30.17	-0.20	0.90	2.05	-	33.52	14.71	增持	8.04

备注：百世集团收盘价为 4.31 美元，按 7.0 的汇率计算，换算人民币为 30.17 元。目标价为 8.04 美元。

本篇报告，我们尝试从供给端的组织模式与需求端的敏感属性两个维度来系统地讨论快递加盟制与直营制的竞争优势，理解两类企业的定价核心问题与互相渗透的挑战。

1. 快递组织模式核心差异

从供给端视角，直营制快递与加盟制快递的核心区别在于是否允许网络中出现独立产权——区域特许经营权。

加盟制快递公司通过出让区域特许经营权，主动缩小了企业边界，将内部管理问题转变为市场交易问题。这种组织模式放弃了服务的一致性，但解决了产能弹性、本地化适应、考核管控三大难题。

直营制快递则坚守企业边界，坚守服务一致性，为品牌的树立创造可能。

1.1. 直营与加盟的区别——是否存在特许经营权

特许经营是一个“舶来词”，对应的英文单词是“franchise”。

特许经营最早的特许人是政府，按照《特许经营学》李维华教授的描述，封建帝王夏启（大禹的儿子）为了笼络臣子而将大片的土地封赏给王公将相，让他们各自负责自己片区的经营并向朝廷缴纳一定的贡税，这就是最早的政府特许经营的雏形。

商业领域的特许经营不免有些相似，最早在 1850 年前后起源于美国缝纫机行业。当时销售缝纫机既需要培训，又需要大量制造资本，胜家缝纫机中心创新实践，把销售与培训权利以一定的价格出售给当地商人，解决了这两个问题。

100 年后，随着大家熟知的 DQ、麦当劳等特许经营的兴起，美国特许经营模式得到了迅速的发展。

以往我们对加盟制快递的研究仅限于快递行业这个细分领域，而事实上，快递加盟制就是特许经营这一组织模式在快递这个服务类行业的应用。如果从特许经营学出发，或许能够对加盟制快递的组织模式特征得到更系统的认识。

表 1：美国特许经营发展阶段、与相应案例

时期	特许经营发展情况	相关企业
1850 年至 20 世纪初期	近代意义的特许经营首先出现并兴盛于美国。	麦尼考尼克收割机公司、胜家缝纫中心、可口可乐，汽车产业及配套相关服务
1924 年至 1950 年	美国企业开始出现商业模式特许经营。	艾德熊、迪士尼、本富兰克林、西部汽车供应商、Rexall、奶品皇后（DQ）、史努比
20 世纪 50 年代至 60 年代	美国法律开始允许特许人建立强大的复制型的经营模式，特许经营规模大爆炸。	餐饮类有肯德基、麦当劳、汉堡大王、汉堡大师傅、哈迪斯、玩偶盒、阿碧、罗伊·罗杰斯和丹尼斯、温迪屋、必胜客、索尼克、利特尔·恺撒、达美乐、赛百味等；房地产有 21 世纪、Re-Max、Better Homes and Cardens、ERA、Prudential 等，就业服务行业

数据来源：李维华《特许经营学》，国泰君安证券研究

1.2. 加盟的优势：融资与交易

通过对快递行业的实践观察与特许经营学系统的学习，我们认为特许经营模式为快递企业带来的最核心的两大优势是：融资与交易。

➤ 融资

考虑这样一个问题：直营体制下，如果增加员工奖金的比例和奖金与网点利润的相关性，甚至把网点盈利与员工薪酬 100% 绑定，是否直营制就变成了加盟制呢？

这个问题源自一种观点：即加盟制与直营制的核心区别在于工资和利润的分配问题。然而，分配问题并不是差异的全部，产权问题是系统地理解两者差异的关键。

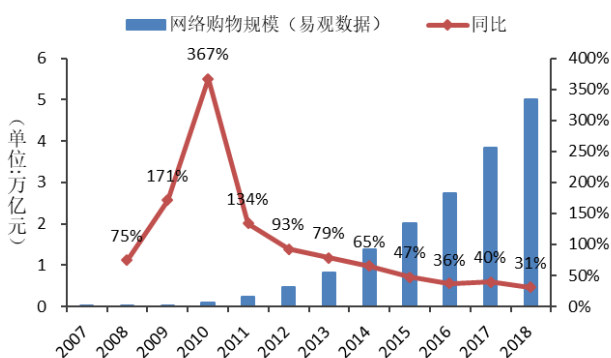
直营制员工付出的是个人劳动，获得的是劳动所得，即使员工薪酬与利润挂钩，直营员工并不付出资本，并不承担网点的亏损风险。

而加盟制则是由加盟商参与加盟店的实体投资（场地、设备、装修等），由加盟商进行日常经营和承担风险。特许人（公司总部）向被特许人（加盟商）收取特许经营费，并授予其使用商标、产品、专利技术、经营模式等无形资产的权利。

对加盟商而言，是购买产权，经营创业；对公司总部而言，是出让产权，获得融资。像其他行业的特许经营一样，这种制度安排既调动起了无数加盟商的企业家精神，又在短时间内吸引了大量社会资金，产能迅速且低成本的扩张才成为可能。

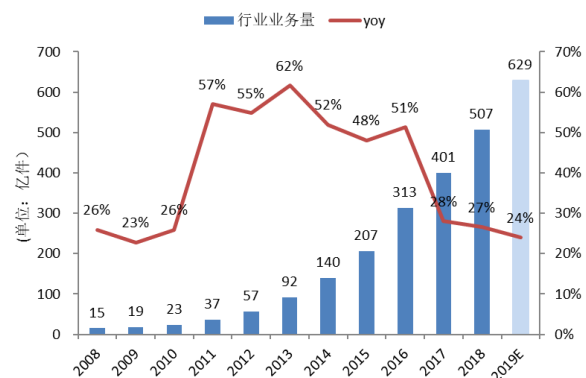
特许经营权的优势被快递行业的民营企业发挥到了极致。在这样的模式下，中国快递才得以完成 10 年 27 倍的产能扩张，支撑了 5 万亿以上的网购规模。

图 1：过去十年，网络购物规模爆发式增长



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 2：过去十年，快递行业业务量增长为 27 倍



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

➤ 交易

除了融资以外，独立产权还有另一个好处：交易。

与其他特许经营行业相比，快递行业有两个特征：1. 网络互连难题；2. 本地化适应难题。

与零售行业加盟连锁不同，快递行业难以建立单店模型，每一个网点是相互联系的。收件加盟商与派件加盟商需要共同完成一次服务，网络覆盖范围影响全网加盟商的业务量。这种依赖网络的特许经营组织，在起网阶段需要迅速增加网络覆盖率，对于每个地区，公司没有足够的时间逐个进行详细的事前调研。

而每个地区的本地化属性不同，一二线城市、三四线城市、县城、农村、小区、工厂、学校的收件与派送所适配的模式不尽相同。

不同的地区本地化属性与不够充分的本地化调研带来了考核管控的难题。当一个区域的加盟商业绩不好，是因为加盟商做的不够好，还是区域属性不够好？总部如何去做判断？

而在特许经营体系下，快递公司可以用市场经济解决这一内部管理问题：根据科斯定理，在产权明确的前提下，通过允许特许经营权交易转让，降低交易成本，可以使特许经营权自动落入最适合经营的人手中。这极大地减轻了总部的管理考核和投资决策风险，总部不需要做出复杂的绩效考核，网点的经营权通过不断地增值与交易，最终会流入对经营权估值最高、最有能力管理的加盟商手中。

这是一种“去中心化”的组织模式，中央大脑仅做有限的制度安排，而在网络的每一个节点，由市场自由竞争决定如何运营、谁来运营。

特许经营权在“去中心化”的体系中交易与流通，在加盟制快递过去十年的迅速发展中起到了至关重要的作用，解决了“网络互连难题”、“本地化适应难题”。但背后的代价，是放弃了服务一致性。

“去中心化”的模式是企业主动缩小了管理边界，允许一定范围内的“失控”。在失控的节点，会出现短暂的混乱，但基于市场经济的规律，又将逐渐恢复。通过反复的“混乱-恢复”的过程，网络逐渐达到最适结构。

行业增速越高、技术进步越快，“混乱-恢复”的过程就越多；行业增速接近 0，技术进步缓慢的阶段，“混乱-恢复”的过程便越少。

当前，在快递加盟制体系初步建立以后，行业逐渐开始加强精细化管理。各企业尝试实现“加盟式体制，直营化管理”，试图使中央大脑发挥更多的决策作用。

而通过以上原理以及对特许经营行业的一些案例学习，我们认为，加盟体系实现高标准的产品或服务一致性，往往发生于成熟期企业，而非成

长期企业中。基于当前快递市场的高增速，加盟制快递企业的精细化管理仍有很长的路要走。

1.3. 直营的优势：服务一致性

而加盟制尚未完成的服务一致性，恰好是直营制的优势。

通过公司统一的人员招聘、考核、管理，直营制快递更容易实现服务的标准化和一致性，而这是品牌建立的前提。

品牌的建立需要重复交易构造信任，需要时间，更是具有先发优势。直营制网络正是因为其在快递市场较早实现服务的高标准一致性，才得以占据品牌带来的先发优势，享受品牌定价能力。

而保持服务一致性的代价，便是保留一个“中央大脑”，对各种管理、投资政策作出统一决策。而由于“中央大脑”与各项业务细节之间始终存在信息不对称，较高的决策成本是直营制必须接受的代价。

2. 不同快递需求匹配不同组织模式

从需求端视角，商务快递拥有“两高一低”的需求属性，而电商快递拥有“两低一高”的需求属性。不同的需求属性，恰好适配不同的供给端组织模式，也加剧了直营制与加盟制企业组织模式的分化。

表 2：商务快递与电商快递需求属性对比

	商务快递		电商快递	
寄件人	公司/个人		卖家	
寄件内容	独特的文件/个人物品		可复制的电商商品	
	需求特征	原因	需求特征	原因
安全敏感度	高	物品不可复制，丢包损失不可控	低	商品可复制，丢包损失可控
时效敏感度	高	紧迫型需求无其他方式替代	低	紧迫型需求可选择其他购物渠道
价格敏感度	低	规模小，频次低，信息不对称	高	规模大，频次高，信息对称

数据来源：国泰君安证券研究

2.1. 商务快递：“两高一低”，品牌定价

商务快递的客户需求属性是高安全敏感、高时效敏感、低价格敏感（“两高一低”）。

➤ 安全敏感度

需求的安全敏感度，指客户对丢包、毁损等物流事故的敏感程度。主要取决于寄送物品是否可复制。

商务快递寄送的主要是非标准化的文件与个人物品，一旦丢失，价值难以衡量，对丢包和毁损非常敏感，需要供给端用高标准的一致性来完成服务。

➤ 时效敏感度

商务快递的客户，寄送不可复制的物品时，常常会产生紧迫型或准时型需求，且无其他替代途径。

➤ 价格敏感度

快递属于小额服务类产品，以 23 元的价格计算，即使获得 10% 的折扣，也仅仅省下 2.3 元，且商务快递（尤其是 2C 端的个人件）寄件频率较低，客户议价能力弱而议价收益低，对价格并不敏感。

“两高一低”的需求属性需要通过品牌来识别商业信任，同时又能够承担较高的价格，与直营制提供的高度一致性的服务和较高的成本投入是匹配的。

2.2. 电商快递：“两低一高”，成本加成

而电商快递的需求属性是低安全敏感、低时效敏感、高价格敏感（“两低一高”）。

➤ 安全敏感度

电商寄送的是可复制的商品，一旦出现丢包，损失可以用价格衡量。假设电商商品价格 200 元，丢包率万分之一，卖家平均发一万件货，丢失一件，那么长期而言，平均每件商品为丢包所付出的额外成本只有 0.02 元。换言之，假设 A 快递丢包率为 0.02%，B 快递为 0.01%，只要 A 快递价格比 B 便宜 0.03 元，卖家选择 A 快递总成本更低。

➤ 时效敏感度

可复制的商品有多种渠道可触达消费者。与线下购物、前置仓发货等方式相比，“单点发全国”的电商快递，所提供的本身便是一种较低时效、超低成本的触达方式。我们并不认为电商快递需要无穷尽地提升时效性，最佳时效性水平取决于消费者的选择，而消费者会根据需求场景与价格选择适当的购物方式。

➤ 价格敏感度

卖家的高频发货放大了价格敏感度。因发货规模大、频次高，单件快递价格的小幅变动大幅影响卖家的物流成本。

“两低一高”的需求属性并不要求快递服务具有高度一致性，而是要求快递能够提供充足的产能与更低的价格，加盟制快递的组织模式以产能与成本优势自然匹配了电商快递需求。

3. 两个进化方向

供给与需求相互促进，直营制与加盟制企业都在各自同类企业竞争中努力提升竞争优势，使得两类企业朝两个完全相反的方向不断进化。

任何一方若要去争夺另一方的市场，都面临着巨大的挑战。

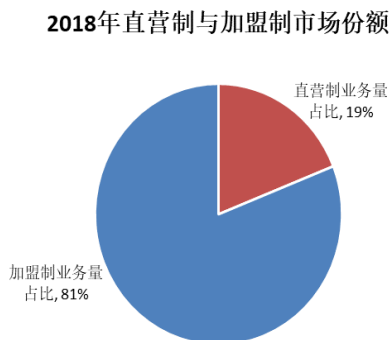
3.1. 直营制：在利基市场建立品牌壁垒

在中国整个快递市场中，由于电商的高度发展，商务快递市场份额相对较小，逐渐变成一个大市场中的小细分，即利基市场。

在利基市场内，直营制企业能够依赖品牌壁垒保持稳定价格。品牌定价能力是直营制企业的最核心竞争力。

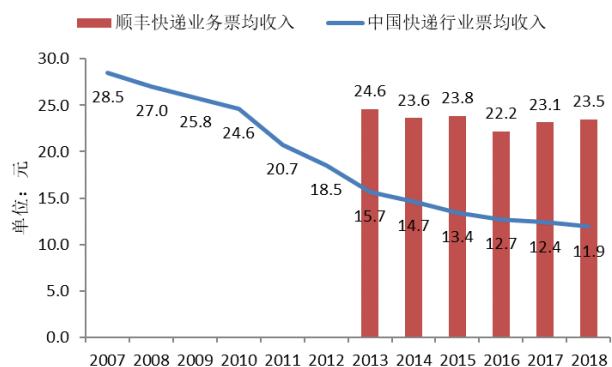
但大部分直营制企业不会甘心局限于利基市场，而是会尝试进入大众市场。然而，大众市场的需求特征与直营制供给的给端特征并不匹配，直营制企业进军大众市场的战略往往在企业愿望与需求现实之间反反复复。

图 3：2018 年直营制与加盟制市场份额比



数据来源：iResearch，中通快递官网，国泰君安证券研究

图 4：在快递行业价格普遍下行中，直营制快递价格稳定



数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究

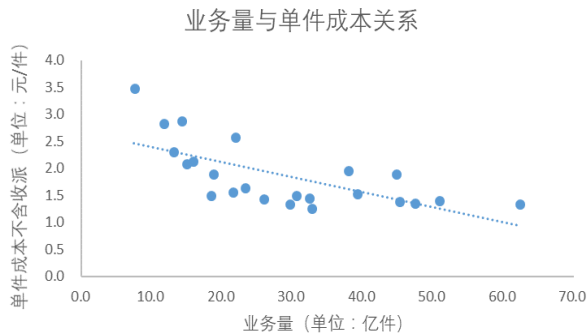
3.2. 加盟制：在大众市场建立规模壁垒

电商快递价格敏感的需求本质，决定了加盟制快递企业难以建立品牌壁垒，而需走向“成本领先”的进化方向。电商快递规模经济的供给特征，决定了加盟制快递企业“成本领先”的必要条件是“规模领先”。

加盟制快递企业在电商快递这一大众市场享受规模红利，但尚未产生规模端显著分化，尚未有一家企业建立起不可逾越的规模壁垒。

在电商快递日益下降的价格中，加盟制企业必须努力提升效率，参与激烈竞争。加盟制企业也尝试进入利基市场，但加盟制的组织模式决定其服务质量一致性的提升有待时日。当前，若要加入利基市场的争夺，必须单独起网。但利基市场内强大的品牌先发优势提高了后进入企业的资本门槛，对于尚未在大众市场建立稳固壁垒的加盟制企业来讲，进入利基市场对于自身现金流、资本投入、管理能力的挑战极大。

图 5: 快递行业成本端具有显著规模经济

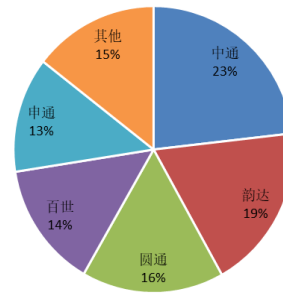


数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

备注: 1. 使用 2013-2017 年三通一达与百世物流的数据; 2. 申通的单件成本口径与其他几家不一致, 为了对比, 在数据处理时进行了口径的估算调整

图 6: 加盟制快递市场, 各家企业份额差异较小

2019H1 加盟制快递市场份额 (不含直营制市场)



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

本篇报告我们主要讨论了直营制与加盟制在当前阶段的优劣势。中国快递行业正处于快速发展期, 商业模式尚未固化。虽然直营与加盟模式在现阶段难以相互渗透, 但我们对未来的变化抱有期待。

4. 风险因素

4.1. 直营制风险之一: 市场规模被侵蚀

在利基市场与大众市场之间, 实际上存在一部分灰色地带。这部分快递虽然不属于电商快递, 但对时效与安全有较低的敏感度。若未来加盟制快递的服务一致性逐步提升, 同时因规模经济保持更低成本, 则直营制快递拥有的灰色地带的业务需面临加盟制企业的竞争。

4.2. 直营制风险之二: 扩张战略消耗品牌信任

直营制快递的品牌壁垒起源于利基市场, 而利基市场的规模相对有限, 企业将持续有愿望向其他市场扩张。在扩张的过程中若保持高标准的服务质量, 则成本难以有竞争力; 若放低服务质量标准, 或对原有品牌带来伤害。品牌壁垒是直营制生存的根基, 在对扩张战略的取舍上, 股东与职业经理人的利益未必一致, 这一矛盾是直营制企业战略管理风险的关键。

4.3. 加盟制风险之一: 成本难以分化, 壁垒难以形成

成本端在长期规模经济, 是加盟制企业龙头企业建立成本壁垒的前提假设。若行业规模经济遭遇瓶颈时, 各企业规模仍未分化, 则企业将更难以建立成本壁垒, 获得超额回报的概率将缩小。

4.4. 加盟制风险之二: 下游过度集中, 竞争中性被破坏

阿里巴巴平台业务量占加盟制快递企业业务量 50% 以上。目前为止, 阿里巴巴对快递企业保持竞争中性原则, 但过度集中的下游仍将长期对行业的自然演进带来威胁。

德邦股份 (603056)

优秀的管理，艰难的赛道

首次覆盖

评级: 中性

目标价格: 12.54

当前价格: 12.87

2019.08.30

皇甫晓晗 (分析师) 郑武 (分析师)
 0755-23976795 0755-23976528
 huangfuxiaohan@gtjas.com zhengwu@gtjas.com
 证书编号 S0880518070005 S0880514030002

本报告导读:

德邦股份是快运与大件快递市场领跑者，借力咨询，精细化管理长期走在行业最前列。

但大件市场的赛道属性决定了，领跑者长期仍需直面强大竞争者的挑战。

投资要点:

- **首次覆盖，评级“中性”。**德邦股份坚持直营为主的经营模式，深耕公路快运市场，探索大件快递业务，以优秀的管理与较早的起步时间领跑行业。与小件快递相比，大件市场较低的规模经济属性加大了竞争壁垒建立的难度，激烈的竞争也加大了分析师的预测误差。随着资本市场与潜在竞争者对大件市场的关注，德邦需做好准备，迎接挑战。我们预计 2019-21 年 EPS 为 0.81/0.95/1.19 元，按照 2019 年 15 倍 PE 和 2.7 倍 PB 估值，目标价 12.54 元，评级“中性”。
- **管理打造细节，直营树立口碑。**德邦股份借力咨询，注重细节，改善效率与成本，单公里油耗指标在全球居于领先地位。以直营为主的组织模式，在快运行业树立了时效与服务的标杆。德邦最先采用校园招聘，培养了完整的人才体系。在不断学习与创新中，德邦的管理能力在行业中独树一帜，为快递行业输送了优秀管理人才。
- **行业属性带来的挑战之一：规模经济与资本竞争。**相比小件快递，快运与大件快递拥有规模经济但并不足够显著。在领先企业获得高 ROE 时，容易吸引资本与新玩家加入竞争。小件快递企业的资本实力与网络覆盖都具备更大优势，随着小件快递行业增速逐渐下降与企业纷纷上市，德邦需持续面临强大竞争对手的降维挑战。
- **行业属性带来的挑战之二：电商需求与直营体系。**德邦在进入大件快递市场时延续了直营为主的组织模式，保证了服务与时效的稳定性。大件快递的电商属性与低频特征增加了实现品牌溢价的难度。成本与品牌之间的取舍，有待探索与取舍。
- **风险提示。**理财减值损失风险；潜在竞争者风险；直营成本上升风险。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	20,350	23,025	26,494	33,127	41,044
(+/-)%	20%	13%	15%	25%	24%
经营利润 (EBIT)	542	871	824	992	1,280
(+/-)%	76%	60%	-7%	20%	29%
净利润	547	700	781	913	1,140
(+/-)%	44%	28%	11%	17%	25%
每股净收益 (元)	0.57	0.73	0.81	0.95	1.19
每股股利 (元)	0.17	0.22	0.24	0.29	0.36
利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	2.7%	3.8%	3.1%	3.0%	3.1%
净资产收益率 (%)	17.8%	17.4%	17.1%	17.5%	19.0%
投入资本回报率 (%)	10.4%	13.9%	20.3%	24.5%	33.0%
EV/EBITDA	11.8	8.7	10.6	9.0	7.5
市盈率	22.6	17.6	15.8	13.5	10.8
股息率 (%)	1.3%	1.7%	1.9%	2.2%	2.8%

交易数据

52 周内股价区间 (元)	11.50-24.32
总市值 (百万元)	12,355
总股本/流通 A 股 (百万股)	960/218
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	23%
日均成交量 (百万股)	2.43
日均成交值 (百万元)	33.02

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,978
每股净资产	4.14
市净率	3.1
净负债率	-33.48%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.10	-0.05
Q2	0.22	0.16
Q3	0.16	0.26
Q4	0.25	0.44
全年	0.73	0.81

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	-12%	-45%
相对指数	-2%	-11%	-50%

模型更新时间: 2019.08.29

股票研究

工业

运输

德邦股份 (603056)

首次覆盖

评级: 中性

目标价格: 12.54

当前价格: 12.87

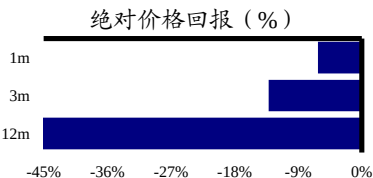
公司网址

www.deppon.com

公司简介

公司致力成为以客户为中心, 覆盖快递、快运、整车、仓储与供应链、跨境等多元业务的综合性物流供应商。

公司凭借坚实的网络基础、强大的人才储备、深刻的市场洞悉, 为跨行业的客户创造多元、灵活、高效的物流选择, 让物流赋予企业更大的商业价值, 赋予消费者更卓越的体验。



52 周价格范围

11.50-24.32

市值 (百万)

12,355

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

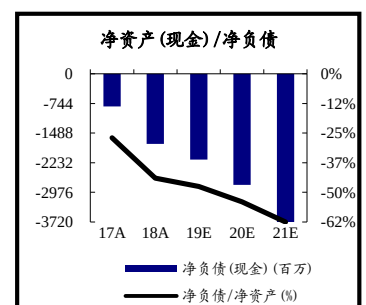
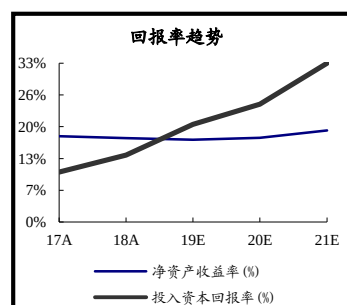
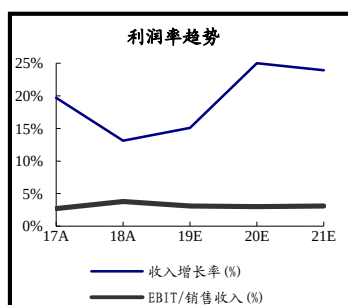
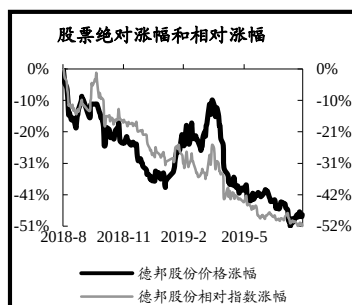
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	20,350	23,025	26,494	33,127	41,044
营业成本	17,640	19,779	23,067	28,897	35,773
税金及附加	65	66	58	73	90
销售费用	337	396	424	513	616
管理费用	1,756	1,901	2,120	2,650	3,284
EBIT	542	871	824	992	1,280
公允价值变动收益	0	0	10	12	15
投资收益	119	121	121	121	121
财务费用	107	130	107	105	102
营业利润	702	897	1,000	1,169	1,460
所得税	156	197	219	256	320
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	547	700	781	913	1,140
货币资金、交易性金融资产	1,899	2,756	3,152	3,792	4,721
其他流动资产	711	931	1,071	1,339	1,660
长期投资	0	58	58	58	58
固定资产合计	1,601	1,849	2,150	2,319	2,387
无形资产及其他资产	957	1,026	1,025	1,024	1,022
资产合计	6,521	8,221	9,298	10,835	12,702
流动负债	3,350	3,999	4,530	5,428	6,497
非流动负债	100	195	195	195	195
股东权益	3,071	4,027	4,574	5,212	6,010
投入资本(IC)	4,150	4,971	3,165	3,164	3,032
NOPLAT	430	690	643	775	1,000
折旧与摊销	584	657	436	491	491
流动资金增量	609	318	157	155	185
资本支出	-982	-804	-776	-676	-576
自由现金流	641	861	460	745	1,100
经营现金流	1,772	1,725	1,406	1,591	1,848
投资现金流	0	-918	-776	-676	-576
融资现金流	-660	50	-234	-274	-342
现金流净增加额	1,112	858	395	641	929
收入增长率	19.7%	13.1%	15.1%	25.0%	23.9%
EBIT 增长率	75.6%	60.1%	-6.6%	20.3%	29.0%
净利润增长率	43.9%	28.1%	11.4%	17.0%	24.8%
利润率					
毛利率	13.3%	14.1%	12.9%	12.8%	12.8%
EBIT 率	2.7%	3.8%	3.1%	3.0%	3.1%
净利润率	2.7%	3.0%	2.9%	2.8%	2.8%
净资产收益率(ROE)	17.8%	17.4%	17.1%	17.5%	19.0%
总资产收益率(ROA)	8.4%	8.5%	8.4%	8.4%	9.0%
投入资本回报率(ROIC)	10.4%	13.9%	20.3%	24.5%	33.0%
存货周转天数	0	0	0	0	0
应收账款周转天数	24	25	25	25	25
总资产周转天数	110	117	121	111	105
净利润现金含量	3.24	2.46	1.80	1.74	1.62
资本支出/收入		4%	3%	2%	1%
资产负债率	52.9%	51.0%	50.8%	51.9%	52.7%
净负债率	-26.7%	-43.6%	-47.0%	-53.5%	-61.9%
PE	22.6	17.6	15.8	13.5	10.8
PB	4.0	3.1	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	11.8	8.7	10.6	9.0	7.5
P/S	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3
股息率	1.3%	1.7%	1.9%	2.2%	2.8%



百世集团（BEST）

成本快速追赶，扣非利润为盈

——百世集团二季报点评

	皇甫晓晗（分析师）	郑武（分析师）
	0755-23976795	0755-23976528
	huangfuxiaohan@gtjas.com	zhengwu@gtjas.com
证书编号	S0880518070005	S0880514030002

本报告导读：

百世集团快递业务“做规模、降成本、提质量”的战略稳中有进，正从第二步向第三步迈进，当前估值极具吸引力，重申增持。

摘要：

- **二季度业绩符合预期，重申“增持”。**百世集团二季度收入增长 30.5%，Non-GAAP 净利润 650 万元，扭亏为盈，剔除店加业务的 Non-GAAP 净利润达到 1.07 亿元。快递业务量增长 49%，市场份额提升 1.7 个百分点至 12.2%。业绩符合我们的预期，我们维持百世集团 2019-21 年盈利预测 -0.8/3.5/8.1 亿元，维持目标价 8.04 美元，重申“增持”。
- **成本快速下降，跻身一线水平。**百世快递转运中心数量同比从 128 个降至 97 个。得益于网络优化与自动化率提高，快递业务成本同比快速下降 22.5%至 1.17 元，其中单件运输成本下降 18.4%至 0.71 元，单件转运中心成本下降 28.9%至 0.32 元，距行业龙头仅相差 0.16 元、0.01 元，已跻身一线水平。
- **服务质量提升决定未来盈利能力。**在各快递企业成本曲线接近的趋势下，服务质量对价格的影响有所增加。百世的加盟体系搭建较晚，尚未优化结束，服务质量与领先的同行仍有一定差距。“提质量”是百世赶超战略的最后一步，也是最为关键的一步。未来公司是否能够通过优化网络结构，提升时效与服务质量提升单件收入，是决定盈利能力的关键。
- **资本仍将是行业格局重要变量。**若快递行业增速下行，行业价格战或将更加激烈，一个强健的资产负债表将是行业“季后赛”中的重要竞争力。百世的生态布局完整，战略价值较为凸显，资本对于百世投入的边际改变更大，是不可忽视的关键变量。内部资本是企业生存发展的基础，外部资本则有可能深刻地影响行业生态的变迁。电商与快递在业务层面相互依赖，同时两个产业的总市值存在巨大差异，产业上下游资本实力的鸿沟，可能会影响快递行业自身的进化模式。
- **风险因素。**行业增速骤降、价格战大幅加剧、网络稳定性、现金流与资本。

评级：

增持

当前价格（美元）：

4.2

2019.08.29

交易数据

52 周内股价区间（美元）	3.77-7.95
当前股本（百万股）	393
当前市值（百万美元）	1649

相关报告

《探路物流生态，凸显战略价值》——百世集团首次覆盖 20190523

财务摘要（百万人民币）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,844	19,990	27,961	36,339	45,740	55,326
(+/-)%	45%	126%	40%	30%	26%	21%
毛利润	(532)	486	1,441	2,332	3,349	4,369
净利润	(1,363)	(1,228)	(508)	(80)	354	806
(+/-)%	-	-	-	-	-	128%
PE	-	-	-	-	32.1	14.1
PB	4.9	2.6	2.7	2.8	2.6	2.2

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。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		