



量增价减，盈利分化

投资要点

- **2019Q2 行业增速超预期。**量，2019H1 行业完成件量 277.6 亿件，同比增长 25.7% (-1.8pp)，其中 2019Q2 全国快递量同比达到 28.4% (+3.4pp)，远超市场之前增速将环比降速的预期。价，19H1 全国快递均价 12.24 元，同比下降 0.20 元 (-1.6%)。上游电商方面，阿里/京东的净收入保持较为稳定的增速 (42%/23%)，拼多多的 GMV 和活跃用户二季度分别同比增长 139% 和 88%，电商消费尤其是下沉市场需求表现出极强的韧性。
- **市场集中度进一步提升，龙头快递公司出现分化。**2019H1 行业 CR5（加盟制的通达及百世）的件量增速 43% 远超行业，2019 年二季度全行业 CR6 达到 80.0% (+7.1pp)，市场集中度进一步提升。龙头快递公司间的市占率出现分化，CR5 中的中通和韵达两家齐头并进，后三家逐渐趋同，呈现出“2+3”的格局。
- **价格战背景下单票盈利水平平均下滑。**成本端，韵达/申通口径调整单票成本可比性较差，中通/圆通单票成本分别下降 12%/8%。盈利端，中通/韵达/圆通/申通单件快递毛利分别为 0.73/0.47/0.38/0.38 元，分别下降 11%/13%/3%/39%，单票净利润分别为 0.38/0.29/0.23/0.28 元，分别下降 30%/11%/21%/35%。
- **产能投资节奏不同，补短板仍系长期工作。**从快递公司新增固定资产原值的变化来看，韵达同比下降 6.3%，圆通和申通分别同比增长 26.9% 和 73.6%。整体来看，各家快递公司都在着手补齐资产短板。前期在机器设备及运输设备落后的圆通和申通，在增加投入后均缩小了与韵达的差距。韵达和申通也逐渐加大了在房屋及建筑物方面的投入。非快递业务方面，韵达和申通的毛利有所增长，圆通货代收入出现回落，整体看快递公司新业务仍非常不稳定。
- **投资建议：**我们预计全行业 2019 年总件量约 630 亿件（对应 19H2 增量 66 亿件，同比+23%），能满足 CR5 快递龙头 35% 以上的增速，行业的集中度、龙头企业的规模护城河仍在提高，电商系快递依旧是享受中国电商下沉红利的最佳标的。当前竞争格局下，快递行业 ASP 降幅略超成本端的降幅，行业正处于出清阶段。我们认为非成本定价型行业讨论价格战行业 ASP 下限缺乏逻辑基础，但是优秀的龙头公司的加盟商管理能力与总部成本端优化仍能保持单件毛利降幅可控，快递业务利润有望维持 20% 以上增长。推荐战略定力强、精细化管理能力突出的韵达股份，关注成本端改善、盈利能力有望提升的申通快递、圆通速递。
- **风险提示：**价格战激化、电商增速下滑、人力成本大幅上涨。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002120	韵达股份	38.11	买入	1.60	1.29	1.58	23.82	29.54	24.12
002468	申通快递	22.88	增持	1.34	1.30	1.51	17.07	17.60	15.15
600233	圆通速递	11.1	增持	0.67	0.70	0.80	16.45	15.86	13.87
002352	顺丰控股	39.95	增持	1.03	1.46	1.84	38.79	27.36	21.71

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

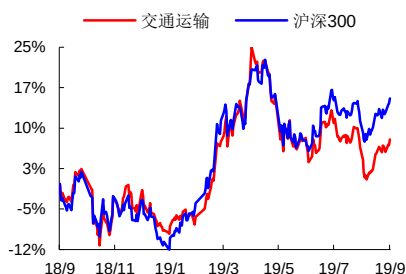
分析师：陈照林

执业证号：S1250518110001

电话：13916801840

邮箱：chzhl@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	116
行业总市值(亿元)	22,871.96
流通市值(亿元)	20,373.18
行业市盈率 TTM	16.6
沪深 300 市盈率 TTM	12.1

相关研究

1. 快递行业系列报告一：龙头竞争 剩者为王 (2019-08-04)

目 录

1 电商红利仍未褪去，上半年行业增速超预期	1
1.1 上半年全行业快递量增速 25.7%，二季度增速高于去年	1
1.2 电商巨头增速稳健，电商红利仍未褪去	1
1.3 市场整体集中度进一步提升，2+3 的格局逐渐形成	2
2 价格战背景下盈利水平出现分化	4
2.1 加盟制快递单价降幅扩大，中通和圆通成本管控效果显著	4
2.2 毛利水平出现分化，归母净利增速下降	7
3 产能投资节奏不同，龙头着手补短板	9
4 非快递业务：韵达、申通毛利增长，圆通货代收入回落	10
5 投资建议	11
6 风险提示	12

图 目 录

图 1: 全国快递业务量同比增速	1
图 2: 全国快递均价同比增速	1
图 3: 阿里、京东的净收入及活跃用户同比变化	2
图 4: 拼多多 GMV 及活跃用户同比变化	2
图 5: 快递公司月度快递量增速	3
图 6: 快递公司季度快递量增速	3
图 7: 全行业 CR6 变化	3
图 8: 快递公司季度市占率变化	3
图 9: 快递公司快递单价季度变化 (元)	4
图 10: 快递公司快递单价同比增速	4
图 11: 快递公司单票成本变化 (元)	5
图 12: 快递公司单票成本同比增速变化	5
图 13: 快递公司单票运输成本同比增速变化	5
图 14: 快递公司单票中心操作成本同比增速变化	5
图 15: 快递公司单票毛利变化 (元)	8
图 16: 快递公司单票毛利同比增速变化	8
图 17: 快递公司归母净利润 (亿元)	8
图 18: 快递公司归母净利润同比增速变化	8
图 19: 快递公司 2019H1 固定资产账面价值 (亿元)	9
图 20: 快递公司 2019 上半年资本支出变化 (亿元)	9
图 21: 韵达和申通 2019 上半年资本支出情况 (百万元)	10

表 目 录

表 1: 快递量同比增速及市占率变化	2
表 2: 通达系单票收入成本拆分 (半年度, 全口径)	5
表 3: 通达系单票收入成本深度拆分 (半年度, 总部口径, 剔除派费)	6
表 4: 通达系分季度业绩数据 (单票快递收入单位: 元, 其余为亿元)	7
表 5: 快递公司新增固定资产原值 (百万元)	9
表 6: 韵达、申通非快递业务业绩 (亿元)	10
表 7: 圆通非快递收入业绩 (亿元)	11

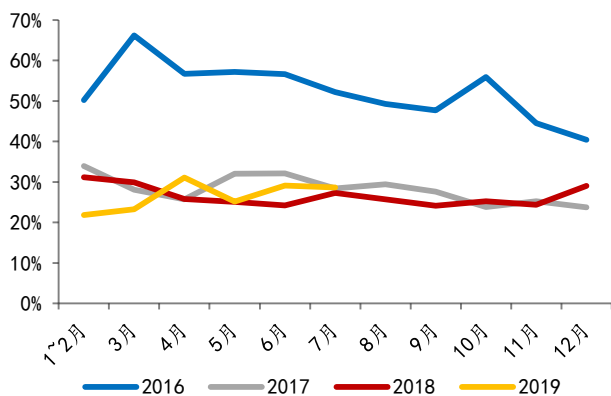
1 电商红利仍未褪去，上半年行业增速超预期

1.1 上半年全行业快递量增速 25.7%，二季度增速高于去年

2019 年上半年全国快递业务量完成 277.6 亿件，同比增长 25.7%，较去年同期增速下降 1.8pp；快递业务收入 3396.7 亿元，同比增长 23.7%；上半年全国快递均价 12.24 元，同比下降 0.20 元（-1.6%）。

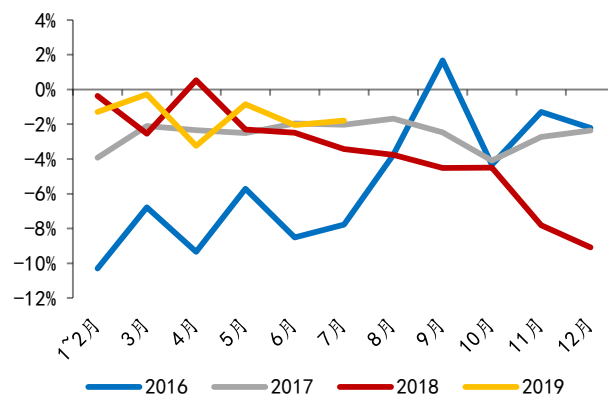
分季度来看，2019Q1 全国快递量同比增速仅 22.5%，较去年同期下降 8.2pp，2019Q2 快递量增速反弹，同比达到 28.4%，较去年同期增长 3.4pp。全国快递均价在今年 4 月份有显著下降，导致上半年整体降幅较去年同期降幅扩大 0.3pp。

图 1：全国快递业务量同比增速



数据来源：国家邮政局，西南证券整理

图 2：全国快递均价同比增速



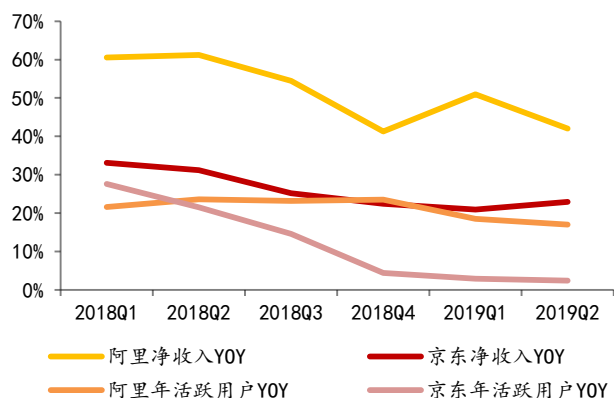
数据来源：国家邮政局，西南证券整理

1.2 电商巨头增速稳健，电商红利仍未褪去

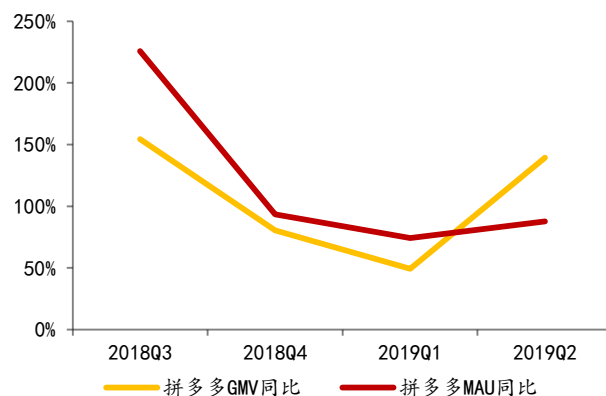
从电商三巨头阿里、京东和拼多多的财务经营数据来看，老大哥与下沉市场龙头拼多多的业绩特征有所分化：

1) 2019H1 阿里和京东的活跃用户数增速均有放缓，但净收入仍然保持较为稳定的增速，说明人均消费仍有增长潜力。

2) 拼多多的 GMV 和活跃用户在上半年依然维持高速增长，其中二季度分别同比增长 139.3% 和 88%，下沉市场需求表现出极强的韧性。

图 3：阿里、京东的净收入及活跃用户同比变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：拼多多 GMV 及活跃用户同比变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 市场整体集中度进一步提升，2+3 的格局逐渐形成

2019 年上半年，加盟制快递上市公司“三通一达+百世”的快递量增速均远高于行业的 25.7%。2019H1 行业 CR5 增量 59.7 亿件，超过全行业总增量 56.8 亿件，体现出中小快递公司加快退出。

其中，中通、韵达、百世和申通四家的快递量增速较为接近，均领先圆通近 10 个百分点。分季度来看，2019Q1 申通快递量增速最高，另外四家十分接近；2019Q2 圆通增速明显掉队，另外四家则显示齐头并进的态势。

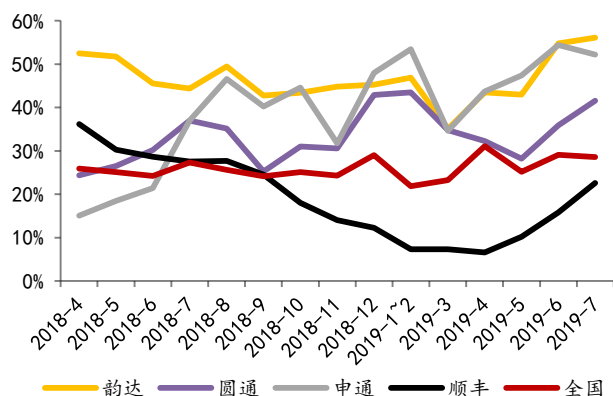
直营快递公司顺丰的件量增速表现出极强的季度差异：2019Q1 快递增速腰斩，2019Q2 增速有所回升，我们注意到 7 月份顺丰的件量增速恢复到 22.6%，可以看出从 5 月份以来顺丰在电商件产品分层及定价策略上取得了不错的进展，但我们认为直营体系下短期件量的波动对业务发展来说影响有限，产品分层更重要的是收入与成本的匹配，这方面的业务逻辑与加盟制快递是不同的。

表 1：快递量同比增速及市占率变化

快递公司	快递量 YOY			市占率绝对值及同比变化		
	2019Q1	2019Q2	2019H1	2018H1	2019H1	同比变化
中通	41.6%	46.8%	44.6%	16.8%	19.3%	2.5pp
韵达	41.5%	47.1%	44.7%	13.6%	15.6%	2.0pp
圆通	39.2%	32.1%	35.1%	12.7%	13.7%	1.0pp
百世	41.2%	49.0%	45.7%	10.1%	11.7%	1.6pp
申通	45.2%	48.6%	47.3%	9.3%	10.8%	1.5pp
顺丰	7.3%	10.9%	8.6%	8.4%	7.3%	-1.1pp
全行业	22.5%	28.4%	25.70%			

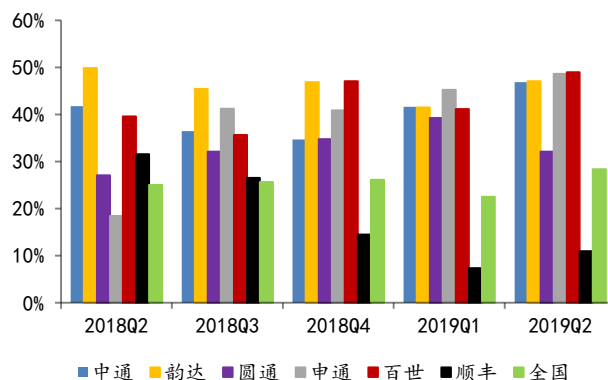
数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

图 5：快递公司月度快递量增速



数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

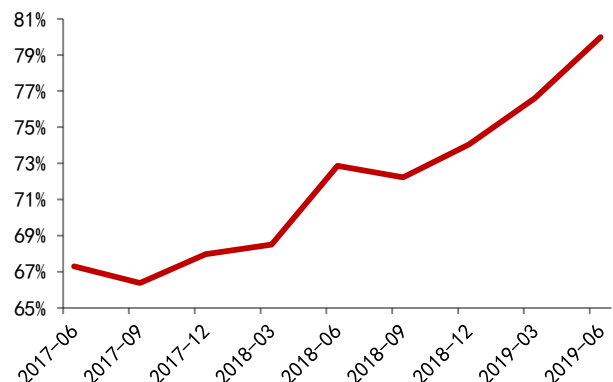
图 6：快递公司季度快递量增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

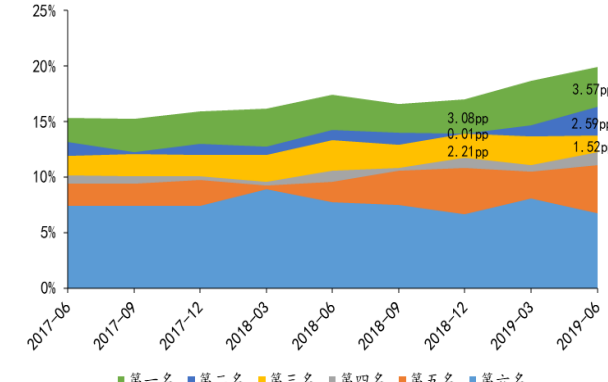
2019 年二季度全行业 CR6 达到 80.0%，较去年同期上升 7.1pp，市场集中度进一步提升。与快递量增速的情况一致，龙头快递公司间的市占率也逐渐出现分化，中通和韵达两家齐头并进，圆通、百世、和申通三家逐渐趋同，呈现出“2+3”的格局，韵达的市占率提升是这一格局变化最鲜明的指标：从 2018Q4 到 2019Q2，韵达与圆通之间的差距从 0.01pp 扩大到 2.59pp，百世与圆通的差距则从 2.21pp 缩小至 1.54pp。

图 7：全行业 CR6 变化



数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

图 8：快递公司季度市占率变化



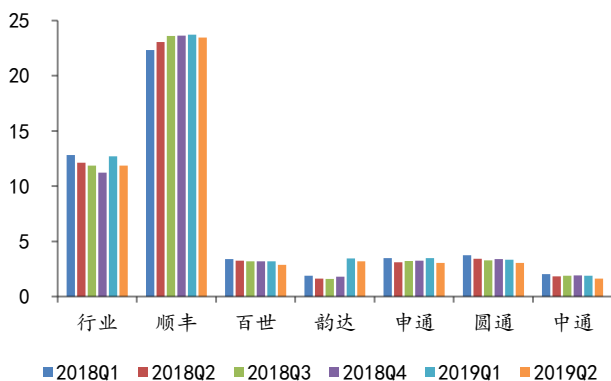
数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

2 价格战背景下盈利水平出现分化

2.1 加盟制快递单价降幅扩大，中通和圆通成本管控效果显著

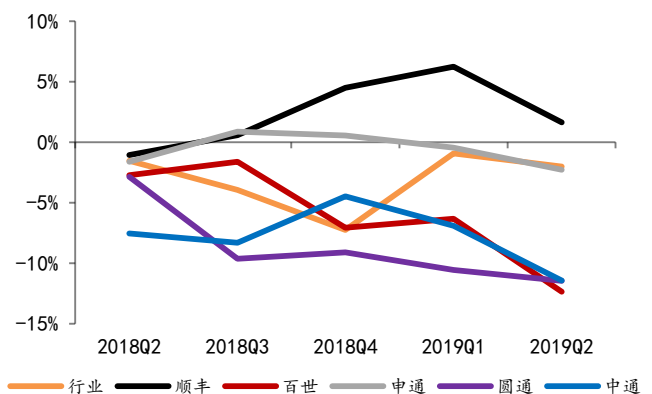
2019 年上半年，中通、韵达、圆通、百世和申通快递单价分别同比下降 0.18 元(-9.3%)、0.04 元（剔除派费，-2.3%）、0.38 元（-10.6%）、0.33 元（-10.0%）和 0.04 元（-1.1%），其中圆通、百世和中通降幅均明显扩大。环比来看，通达系快递单价在二季度相较一季度均有明显下降，降幅在 10% 左右（不含派费口径）。

图 9：快递公司快递单价季度变化（元）



数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

图 10：快递公司快递单价同比增速



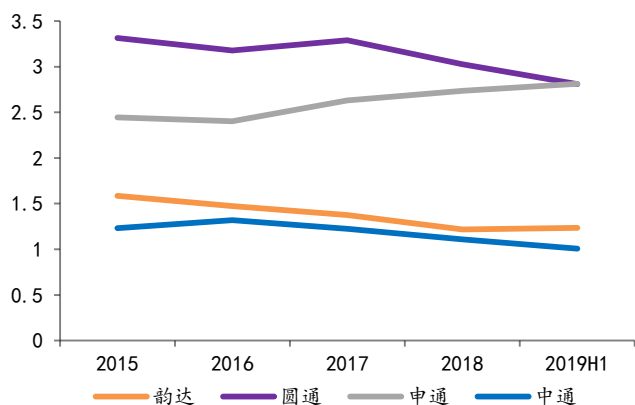
数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

成本端，韵达由于派费的影响与去年同期不可比，假设派费对单票成本的影响与收入相同（+1.60 元），则剔除这部分影响后韵达的快递单票成本同比增长 0.02 元（+1.65%）。

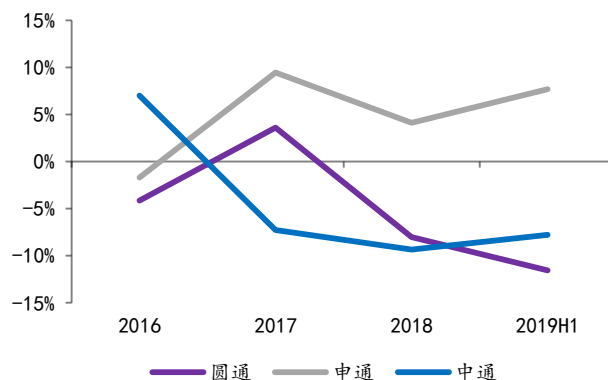
圆通 2019 年上半年公司单票快递成本为 2.81 元，同比下降 11.6%；剔除补贴和派费后单票快递成本为 1.17 元，同比下降 9.3%。其中面单成本增长 0.04 元，主要系 2018 年 8 月起调整面单计费规则所致。运输成本和中心操作成本分别同比下降 0.11 元（-12.5%）和 0.05 元（-11.3%）。

中通快递单票成本同比下降 0.08 元（-7.8%），得益于自有干线车队和线路的持续优化，以及转运中心自动化的推进，单票运输成本和中心操作成本分别同比下降 0.05 元（-7.3%）和 0.03 元（-8.1%）。

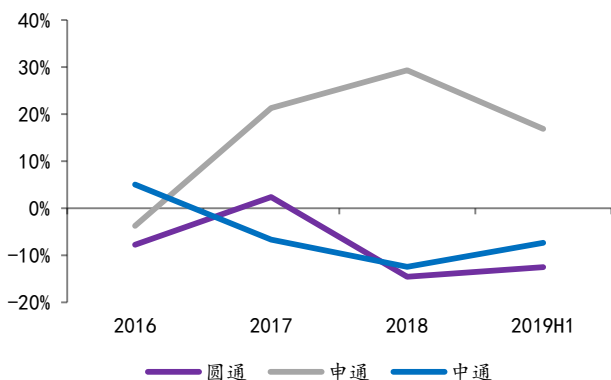
申通单票成本同比增长 0.20 元（+7.7%），剔除派费后单票成本同比增长 0.22 元（+22.6%）。受到转运中心自营后并表的影响，申通中转收入与成本俱增。申通单票运输成本增长 0.08 元（+16.9%），中心操作成本中的人工成本同比增长 0.09 元（+48.9%），折旧摊销同比增长 0.04 元（+135.2%）。

图 11: 快递公司单票成本变化 (元)


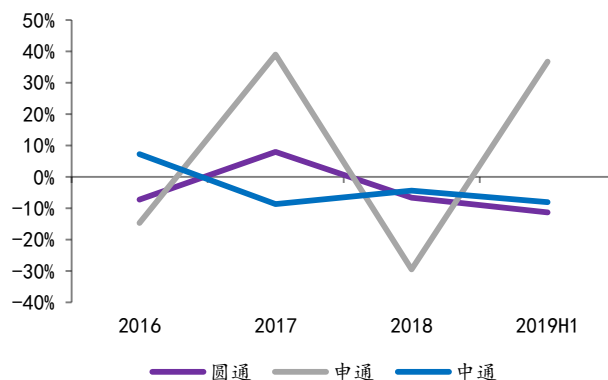
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12: 快递公司单票成本同比增速变化


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 快递公司单票运输成本同比增速变化


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 快递公司单票中心操作成本同比增速变化


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 2: 通达系单票收入成本拆分 (半年度, 全口径)

项目	韵达			圆通			申通			中通		
	2018H1	2019H1	YOY	2018H1	2019H1	YOY	2018H1	2019H1	YOY	2018H1	2019H1	YOY
快递量 (亿件)	29.95	43.34	44.7%	28.14	38.03	35.1%	20.45	30.11	47.2%	37.15	53.71	44.6%
市占率	13.6%	15.6%		12.7%	13.7%		9.3%	10.8%		16.8%	19.4%	
单票营业收入	1.97	3.59	82.1%	4.29	3.67	-14.4%	3.25	3.28	0.9%	2.08	1.86	-10.7%
单票快递收入	1.74	3.30	89.5%	3.57	3.19	-10.6%	3.23	3.19	-1.1%	1.91	1.74	-9.3%
面单收入	0.69	0.73	6.5%				0.72	0.53	-26.0%	0.10	0.09	-3.7%
中转收入	1.05	0.96	-7.9%				0.76	1.05	38.2%	1.82	1.64	-9.6%
派送收入	0.00	1.60					1.75	1.61	-8.0%			
单票其他收入	0.23	0.29	26.5%	0.72	0.48	-33.5%	0.02	0.04	104.0%	0.17	0.13	-26.2%
单票营业成本	1.39	3.05	118.4%	3.73	3.22	-13.8%	2.63	2.83	7.6%	1.41	1.30	-8.2%
单票快递成本	1.21	2.83	134.7%	3.18	2.81	-11.6%	2.61	2.81	7.7%	1.09	1.01	-7.8%
面单成本				0.00	0.04	906.4%	0.07	0.05	-20.8%	0.06	0.05	-11.0%
中转成本				1.78	1.47	-17.6%	0.90	1.13	25.8%	1.03	0.96	-7.6%
其中: 运输				0.84	0.74	-12.5%	0.49	0.57	16.9%	0.66	0.61	-7.3%

项目	韵达			圆通			申通			中通		
	2018H1	2019H1	YOY	2018H1	2019H1	YOY	2018H1	2019H1	YOY	2018H1	2019H1	YOY
中心操作				0.44	0.39	-11.3%	0.40	0.55	36.7%	0.37	0.34	-8.1%
补贴				0.50	0.34	-31.5%						
派送成本				1.39	1.30	-6.6%	1.65	1.63	-1.0%			
单票其他成本	0.19	0.22	14.3%	0.55	0.41	-25.8%	0.02	0.03	115.1%	0.32	0.29	-9.7%
单票毛利	0.58	0.54	-5.7%	0.56	0.45	-18.9%	0.62	0.45	-27.3%	0.67	0.56	-15.9%
单票快递毛利	0.53	0.47	-12.7%	0.39	0.38	-2.9%	0.61	0.38	-38.5%	0.82	0.73	-11.3%
面单毛利							0.65	0.48	-26.5%	0.04	0.04	7.0%
中转毛利							-0.14	-0.08	-43.4%	0.78	0.69	-12.2%
派送毛利							0.10	-0.02	-121.9%			
单票其他毛利	0.04	0.08	79.4%	0.17	0.07	-58.2%	0.01	0.01	79.0%	-0.20	-0.22	7.0%
单票三费	0.14	0.15	2.5%	0.18	0.16	-12.4%	0.07	0.09	32.9%			
销售费用	0.03	0.02	-11.3%	0.01	0.01	19.0%	0.02	0.02	2.4%			
管理费用	0.11	0.12	10.4%	0.18	0.14	-19.4%	0.07	0.08	5.2%			
财务费用	0.00	0.00		0.00	0.01		-0.03	-0.01	-61.6%			
单票归母净利	0.33	0.30	-10.4%	0.28	0.23	-20.4%	0.42	0.28	-34.8%	0.55	0.38	-30.2%
单票扣非归母净利	0.31	0.27	-11.9%	0.27	0.22	-20.2%	0.41	0.26	-36.0%			
单票经营性净现金流	0.29	0.38	29.6%	0.22	0.29	30.1%	0.17	0.27	54.8%	0.45	0.49	7.5%
综合毛利率	29.2%	15.1%	-14.1pp	13.0%	12.3%	-0.7pp	19.1%	13.8%	-5.4pp	32.2%	30.3%	-1.9pp
快递业务毛利率	30.6%	14.1%	-16.5pp	11.0%	12.0%	1.0pp	19.1%	11.8%	-7.2pp	42.9%	42.0%	-1.0pp
归母净利率	16.9%	8.3%	-8.6pp	6.6%	6.2%	-0.5pp	13.1%	8.4%	-4.6pp	26.4%	20.7%	-5.8pp

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：通达系单票收入成本深度拆分（半年度，总部口径，剔除派费）

项目	韵达			圆通			申通			中通		
	2018H1	2019H1	YOY	2018H1	2019H1	YOY	2018H1	2019H1	YOY	2018H1	2019H1	YOY
单票快递收入	1.74	1.70	-2.2%	未公布派费收入			1.48	1.58	7.0%	1.91	1.74	-9.3%
面单收入	0.69	0.73	6.5%				0.72	0.53	-26.0%	0.10	0.09	-3.7%
中转收入	1.05	0.96	-7.9%				0.76	1.05	38.2%	1.82	1.64	-9.6%
单票快递成本	1.21	1.23	1.65%	1.28	1.17	-9.1%	0.96	1.18	22.6%	1.09	1.01	-7.8%
面单成本				0.00	0.04	906.4%	0.07	0.05	-20.8%	0.06	0.05	-11.0%
中转成本				1.78	1.47	-17.6%	0.90	1.13	25.8%	1.03	0.96	-7.6%
其中：运输				0.84	0.74	-12.5%	0.49	0.57	16.9%	0.66	0.61	-7.3%
中心操作				0.44	0.39	-11.3%	0.40	0.55	36.7%	0.37	0.34	-8.1%
单票快递毛利	0.53	0.47	-12.1%	未公布派费收入			0.51	0.40	-22.1%	0.82	0.73	-11.3%
面单毛利							0.65	0.48	-26.5%	0.04	0.04	7.0%
中转毛利							-0.14	-0.08	-43.4%	0.78	0.69	-12.2%
快递业务毛利率 (剔除派费)	30.5%	27.4%	-3.1pp				34.8%	25.3%	-9.5pp	42.9%	42.0%	-1.0

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 毛利水平出现分化，归母净利增速下降

通达系快递公司的单票毛利都有着不同程度的下降，但降幅差异较大，毛利水平出现分化。其中中通单票快递毛利同比下降 0.23 元(-38.5%)，剔除派费后同比下降 0.11 元(-22.1%)。快递业务毛利率同比下降 7.2pp，剔除派费后同比下降 9.5pp，均为通达系中降幅最大。环比来看，公司二季度综合毛利率相比一季度下降 1.0pp。

韵达单票快递毛利同比下降 0.06 元 (-12.7%，不完全可比)，快递业务毛利率同比下降 3.2pp。2019Q2 综合毛利率相比一季度环比下降 0.2pp。

中通单票快递毛利同比下降 0.09 元(-11.3%)，快递业务毛利率同比下降 1.0pp，2019Q2 综合毛利率环比增长 10.4pp。

圆通单票毛利同比下降 0.01 元 (-2.9%)，在通达系中降幅最小。快递业务毛利率同比增长 1.0pp，是通达系中唯一保持正增长的。2019Q2 公司综合毛利率环比增长 1.0pp。

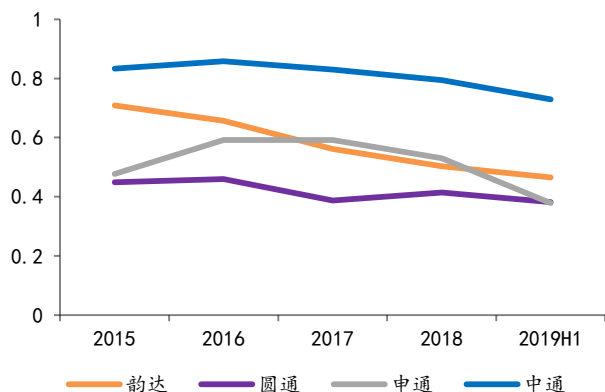
总体来看，中通和韵达的单票毛利绝对值仍然处于领先。在考虑派费后的可比口径下，韵达的毛利率高于圆通和申通。

单票三费方面，圆通 2019H1 同比下降 0.02 元(-12.4%)。韵达同比增长 0.01 元(+2.5%)，与去年同期基本持平。申通同比增长 0.02 元 (+32.9%)，增幅最大。综合来看，通达系快递公司的单票盈利水平均有较大幅度的下降，而现金流状况都有着较大的改善。

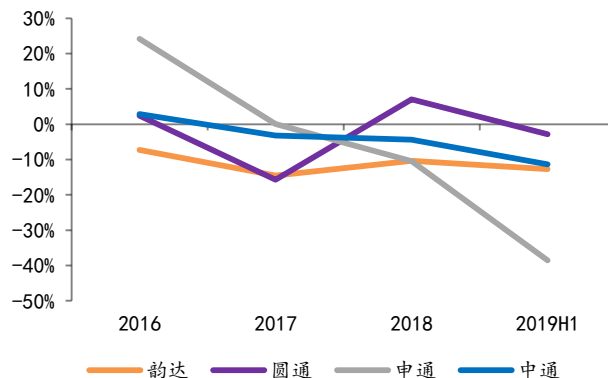
表 4：通达系分季度业绩数据（单票快递收入单位：元，其余为亿元）

项目	韵达			圆通			申通			中通		
	2019Q1	2019Q2	环比	2019Q1	2019Q2	环比	2019Q1	2019Q2	环比	2019Q1	2019Q2	环比
快递量(亿件)	17.84	25.5		16.57	21.45		12.78	17.33		22.64	31.07	
市占率	14.7%	16.3%		13.6%	13.7%		10.5%	11.1%		18.6%	19.9%	
单票快递收入	3.45	3.19	-7.5%	3.35	3.04	-9.1%	3.48	3.05	-12.3%	1.89	1.63	-13.8%
营业收入	66.8	88.7		64.4	75.1		45.1	53.6		45.7	54.2	
营业成本	56.4	75.6		56.6	65.7		38.5	46.7		33.2	36.6	
毛利率	18.5%	17.4%	-1.1%	13.8%	14.3%	0.5%	17.2%	15.0%	-2.2%	38.0%	48.4%	10.4%
归母净利润	5.7	7.3		3.7	5.0		4.1	4.3		6.8	13.7	
归母净利率	8.5%	8.2%	-0.2pp	5.7%	6.6%	1.0pp	9.0%	8.0%	-1.0pp	14.9%	25.2%	10.3pp

数据来源：公司公告，西南证券整理

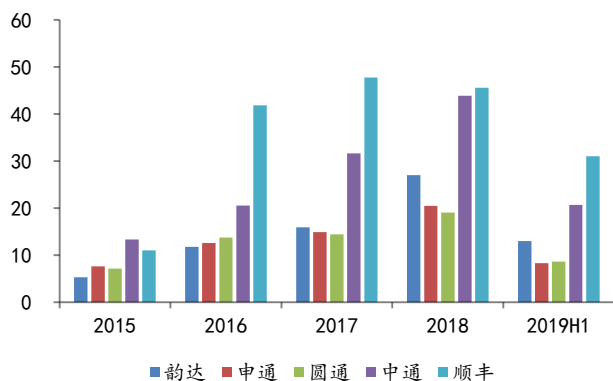
图 15: 快递公司单票毛利变化 (元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

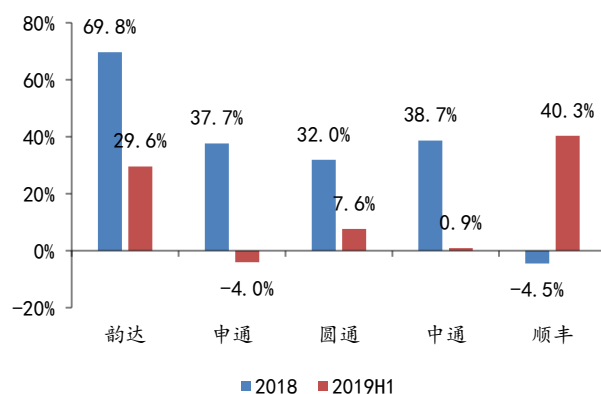
图 16: 快递公司单票毛利同比增速变化


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

从盈利情况来看, 2019 年上半年韵达归母净利润同比增长 29.6%, 在通达系中涨幅最大。圆通归母净利润同比增长 7.6%, 中通净利润与去年同期基本持平, 主要原因是上年同期净利润包括了处置丰巢等税后投资收益 4.25 亿, 调整后净利润同比增速也达到 26.4%。但总体来看, 通达系快递公司的净利润同比增速以及归母净利率均有所下降。

图 17: 快递公司归母净利润 (亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18: 快递公司归母净利润同比增速变化


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 产能投资节奏不同，龙头着手补短板

从快递公司新增固定资产原值的变化来看，韵达同比下降 6.3%，圆通和申通分别同比增长 26.9%和 73.6%。韵达各方面固定资产的增长比较均衡，其中房屋及建筑物较去年显著增长（去年同期新增为 0）。圆通的固定资产新增主要集中在房屋及建筑物，此外机器设备和电子设备相比去年同期均有显著的增长，产能投资带来的成本端下降效果非常显著。申通本期对固定资产的投资显著加大，新增房屋建筑物和运输设备均较去年同期有明显增长。

整体来看，各家快递公司都在着手补齐资产短板。例如前期在机器设备及运输设备落后的圆通和申通，在增加投入后均缩小了与韵达的差距。韵达和申通也逐渐加大了在房屋及建筑物方面的投入。

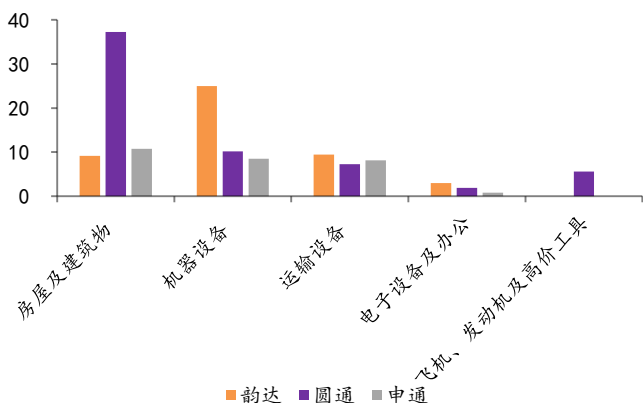
表 5：快递公司新增固定资产原值（百万元）

项目	韵达			圆通			申通		
	2018H1	2019H1	YOY	2018H1	2019H1	YOY	2018H1	2019H1	YOY
房屋及建筑物		84		474	600	26.5%	4	54	1361.5%
机器设备	171	129	-24.8%	48	187	287.0%	174	107	-38.6%
运输设备	182	141	-22.7%	333	263	-21.0%	33	227	584.9%
电子设备及办公	68	41	-39.3%	25	65	162.3%	26	23	-10.2%
飞机、发动机及高价工具				80	104				
合计	421	394	-6.3%	960	1219	26.9%	237	411	73.6%

数据来源：公司公告，西南证券整理

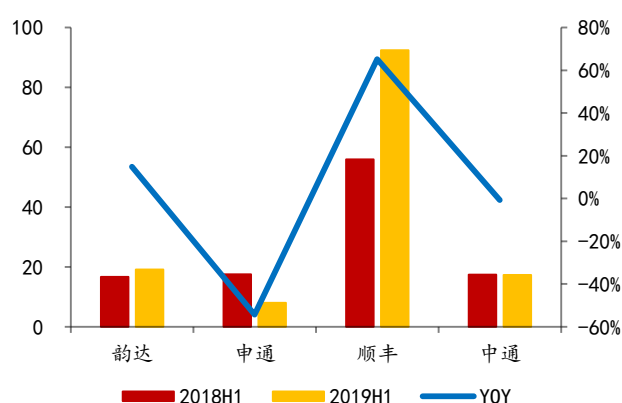
从资本支出来看，快递龙头间节奏各不相同。其中韵达和中通与上期基本持平，申通则有所放缓，但通过在建工程转入固定资产的金额较多。顺丰由于收购敦豪供应链完成交割，本期资本支出有显著增长。

图 19：快递公司 2019H1 固定资产账面价值（亿元）



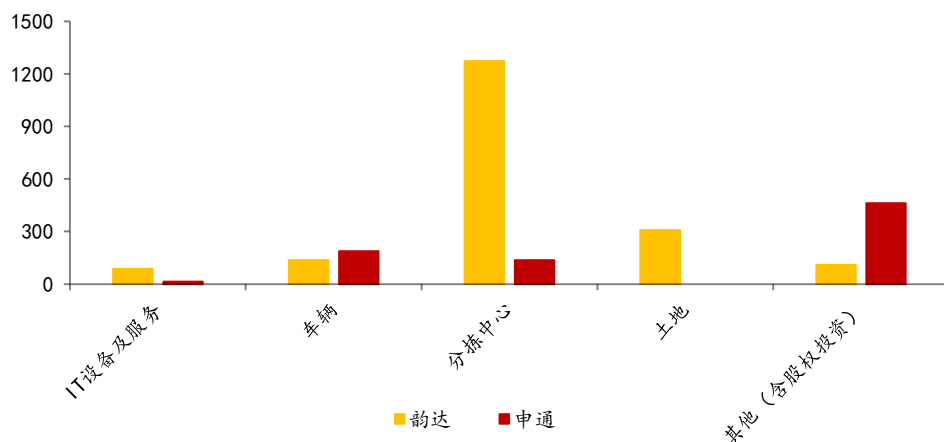
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：快递公司 2019 上半年资本支出变化（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：韵达和申通 2019 上半年资本支出情况（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 非快递业务：韵达、申通毛利增长，圆通货代收入回落

我们对通达系公布的非快递业务经营数据进行了整理。其中韵达和申通都将非快递业务归类为物料销售业务和其他业务。韵达的非快递业务为公司贡献 5.77 亿增量收入和 2.08 亿增量毛利，毛利率同比增长 7.8pp，达到 26.6%，高于快递业务毛利率。申通的非快递业务占比很低，相比去年，今年上半年实现正的毛利，毛利率为 27.0%，同样高于快递业务毛利率。

表 6：韵达、申通非快递业务业绩（亿元）

项目	韵达			申通		
	2018H1	2019H1	YOY	2018H1	2019H1	YOY
非快递业务收入	6.95	12.72	83.1%	0.45	1.34	200.4%
物料销售收入	3.08	4.08	32.8%	0.32	0.51	60.1%
其他业务收入	3.87	8.63	123.1%	0.13	0.83	544.8%
非快递业务成本	5.64	9.33	65.4%	0.60	0.98	63.2%
物料销售成本				0.26	0.41	57.5%
其他业务成本				0.34	0.56	67.7%
非快递业务毛利	1.30	3.38	159.6%	-0.15	0.36	-335.3%
非快递业务毛利率	18.8%	26.6%	7.8pp	-34.4%	27.0%	61.4%

数据来源：公司公告，西南证券整理

圆通则非快递业务划分为货代业务和其他业务，其中货代收入同比下降 6.1%，毛利率同比微增 0.9pp。其他业务收入和成本变化的波动较大。总体来看，2019 年上半年圆通非快递业务毛利率同比下降 5.7pp，拖累公司整体毛利水平。

表 7：圆通非快递收入业绩（亿元）

项目	2018H1	2019H1	YOY
非快递业务收入	15.40	14.46	-6.1%
货代行业	15.25	13.17	-14%
其他行业	0.16	1.29	716%
非快递业务成本	13.04	13.06	0.2%
货代行业	13.04	11.14	-15%
其他行业	0.00	1.93	2175521%
非快递业务毛利	2.37	1.40	-41.0%
货代行业	2.21	2.03	-8.0%
其他行业	0.16	-0.64	-501.1%
非快递业务毛利率	15.4%	9.6%	-5.7pp
货代行业	14.5%	15.4%	0.9pp
其他行业	99.9%	-49.1%	-149.1pp

数据来源：公司公告，西南证券整理

5 投资建议

我们预计全行业 2019 年件量约 630 亿件（19H2 增量 66 亿件，同比+23%），能满足 CR5 快递龙头 35%以上的增速，行业的集中度、龙头企业的规模护城河仍在提高，电商系快递依旧是享受中国电商下沉红利的最佳标的。

当前竞争格局下，快递行业 ASP 降幅略超成本端的降幅，行业正处于出清阶段。我们认为非成本定价型行业讨论价格战行业 ASP 下限缺乏逻辑基础，但是优秀的龙头公司的获客能力与成本端优化仍能保持单件毛利降幅可控，快递业务利润有望维持 20%以上增长。

推荐战略定力强、精细化管理能力突出的韵达股份，关注成本端改善、盈利能力有望提升的申通快递、圆通速递。

6 风险提示

价格战激化风险：快递企业对于掌握流量的电商平台缺乏议价能力，而行业内规律及外部资本市场的诉求均会强化参与者市占率竞争的意愿。2018 年下半年申通、圆通的发力追赶及 2019 年开始中通的发力挤压，行业的竞争边际加剧。我们对未来行业单件净利润的预测隐含了价格战温和可控的假设，若出现恶性价格竞争，行业盈利将低于我们的预期。

加盟商管控风险：加盟制快递采用总部中心直营+末端加盟的经营模式，上市公司利润取决于全网效率及总部在全链路上的利益分配格局。若总部为了短期财务/业务量目标而对加盟商采取激进的管理政策，则存在如末端爆仓、加盟商跑路的可能，对公司地区甚至全网经营产生负面影响，相应的经营成果可能得而复失。

电商增速波动风险：电商行业短期增速很大程度上取决于电商寡头资本的意愿，存在较大幅度波动的可能。

阿里深度介入的风险：虽然当前阿里对通达系的申通、百世、中通、圆通均有持股，亦尚未在经营层面干预快递公司，但是不排除阿里深度介入、并通过扶持后位者的方式减缓行业分化出清的速度，使得行业龙头脱颖而出的难度加大。

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn