

物流

变中求胜，坚定龙头 ——2020 快递策略

竞争与格局一直是通达系的主题，我们从行业景气度、行业竞争格局、估值变化机会三个维度来看通达系快递在 2020 年的投资机会。而对顺丰，我们更多是考虑公司在探索下沉电商业务时会产生积极变化。具体来看：

持续挖掘三四线潜能，我们对行业景气度表示乐观

快递行业仍然是一个快速成长的增量市场，自上而下看，我们认为网络零售渗透率的提升空间依然很大；自下而上，随着拼多多占行业比重扩大，“拼系件”对行业的带动效应也在增强，我们对 2020 年各大电商平台件量增长做出假设，预计明年行业增速大概率在 20-25% 区间。

竞争深化，网络能力成关键

由于一线公司之间盈利能力仍然相差较大，我们认为价格竞争将会在 2020 年继续，随着一线快递成本线的收敛，明年真正拉开上市公司之间盈利差距的变量是价格，因此公司对快递网络能力的挖潜将会举足轻重，研究预测的重点需从利润表层面深化至资产负债表。而从长期来看，更强的全网能力与更高的单价水平互为因果，能够支撑公司的长期成长与估值。

估值受到格局牵动与电商的事件性刺激，波动较大提供个股机会

由于行业的长期投资主线基于未来的龙头预期，牵动估值的主线为格局变化，市场对于月度的业务量增速和利润差距都极为敏感。由于快递股在年内的估值水平波动较大，数据引导的预期变化往往能够创造出个股机会。另外，随着阿里巴巴与拼多多在电商市场中的竞争加剧，电商龙头存在提升快递业影响力的诉求，我们认为 2020 年，与之相关的事件性因素有可能成为估值催化。

顺丰蓄力下沉，品牌力与助推需求，需求带动规模效应，正向变化有望带动股价

我们认为突破电商业务+兼顾 2B 物流拓展，将会延续为 2020 年顺丰的投资主线。顺丰的品牌力使其在电商市场中享有高于竞争对手的溢价，成为推动需求的积极因素，叠加与中大型平台如唯品会的合作深化，我们对明年顺丰特惠件的增长较为乐观，我们认为规模的快速增长将会成为成本管控的积极因素，预期差很可能由此而来。

投资建议

2020 年的通达系投资中，我们认为应该紧盯公司间市占率与利润能力差距的变化所带来的估值变动，关注年初行业景气度可能超预期以及估值切换带来的行情，关注圆通、申通、韵达。顺丰方面，我们依然看好公司的长期投资价值，2020 年特惠件规模效应有超预期可能。

风险提示：行业增速低于预期；行业竞争格局快速恶化；顺丰特惠价进展不及预期

证券研究报告

2019 年 12 月 10 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

黄盈 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080007
huangying1@tfzq.com

姜明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002
jiangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《物流-行业点评:旺季将至价格有望环比修复，看好顺丰三季报业绩》 2019-10-19
- 《物流-行业点评:旺季快递涨价如约而至，重视 Q3 与年末估值切换行情》 2019-10-16
- 《物流-行业点评:顺丰增速超 30%，行业单价环比修复》 2019-09-19

内容目录

1. 快递行业基本面	4
1.1. 我们的观点	4
1.2. 行业景气度展望：增长 20%+，百亿以上增量	4
1.3. 格局：2019，份额向一线公司集聚的一年	6
1.3.1. 利润：核心把握公司单价，全网盈利能力为关键	7
1.3.2. 总部成本：成本仍有红利，差距正在缩小	9
1.3.3. 总部单价：拉开盈利差距，网络能力是核心	10
2. 电商系快递估值展望：结合基本面与估值，赚钱空间在哪里	13
2.1. 不断变动的业绩预测，2019 下半年赚业绩的钱	13
2.2. 投资与估值：格局变动与事件刺激	14
2.3. 附：通达系快递历史估值特点统计	16
3. 顺丰：期待规模效应发挥作用，品牌溢价进一步体现	17
3.1. 基本面：2020，业务下沉为主题，规模效应将发挥作用	17
3.2. 估值弹性较大，市场对正向变化反应积极	18

图表目录

图 1：2018 年至今快递业务量 YOY (%) VS 实物商品网络零售 YOY (%)	4
图 2：2017 年主要类目线上渗透率 (%)	4
图 3：2016-10M2019 快递行业业务量、增量（亿件）及增速 (%)	5
图 4：2013 年至今快递行业综合业务量 YOY (%)	6
图 5：1Q2018-3Q2019 通达系快递公司业务量增速 (%)	6
图 6：1Q2018-3Q2019 行业增量与上市快递的增量（亿件）	7
图 7：1Q2018-3Q2019 通达系快递公司季度业务增量（亿件）	7
图 8：1Q2018-3Q2019 上市快递公司市占率变化 (%)	7
图 9：1Q17-3Q19 通达系快递公司中，单位毛利额最高值/最低值/极差（元/票）	7
图 10：1Q2017-3Q2019 通达系快递公司单票毛利额（元/件）VS 通达系平均单票毛利额（元/件）	8
图 11：4Q2018-3Q2019 通达系上市公司扣非净利润（亿元）	8
图 12：2016-3Q2019 通达系快递公司单票净利润（元/件）	8
图 13：截止 2018Q3、2018 年末与 2019Q3 公司经营性现金流（亿元）	9
图 14：截止 20190930 快递公司在手货币资金+其他流动资产+交易性金融资产总额（亿元）	9
图 15：2013-3Q2019 通达系快递公司成本比较（元/票，剔除派费）	10
图 16：2013-3Q2019 通达系快递公司成本降幅比较（元/票）	10
图 17：2015-1H2019 通达系上市公司物业及设备净值（亿人民币）	10
图 18：2015-1H2019 通达系上市公司土地使用权净值（亿人民币）	10
图 19：201801/201812/201910 快递行业异地、同城、国际及其他收入占比 (%)	11
图 20：2019 年 10 月行业异地/同城/国际/其他/综合单价同比变化（元/票）	11

图 21: 当年 10 月单价比 3 月单价降幅 (元/票)	11
图 22: 2019 年 10 月快递公司单价 (元/票)	11
图 23: 2019 年以来国家邮政局快递公司申诉率 (件/百万件)	11
图 24: 1Q2018-3Q2019 快递公司应收账款变化及横向对比 (亿元)	12
图 25: 1-3Q2019 快递公司研发费用横向对比 (亿元)	13
图 26: 20190101/20190502/20190902/20191102 四个时段, 6 家快递公司 2019 年市场一致净利润预期	13
图 27: 按照以上四个时段的市场一致预期, 计算的各时点通达系估值 (2019 Forward-PE)	14
图 28: 2019 年通达系快递公司的月度增速差距不大 (%)	15
图 29: 2019 年 1-3Q 中通、韵达、圆通、申通单季度扣非净利润及增速 (%)	15
图 30: 2017-2019 中通估值最大/最小/中位/平均/极差数 (x)	16
图 31: 2017-2019 申通估值最大/最小/中位/平均/极差数 (x)	16
图 32: 2017-2019 韵达估值最大/最小/中位/平均/极差数 (x)	16
图 33: 2017-2019 圆通估值最大/最小/中位/平均/极差数 (x)	16
图 34: 2019 年逐月顺丰业务量 (亿件)/业务增量 (亿件)/业务量增速 (%)	17
图 35: 2019 年逐月顺丰单价 (元/票)/业务增量 (元/票)/单价同比 (%)	17
图 36: 2013-2018 唯品会订单量 (百万) 及其增速 (%)	18
图 37: 快递股年内估值极差对比 (x)	18
图 38: 2019 年年初至今顺丰市值走势 (以 2019 年 1 月 1 日为基数)	19
图 39: 2019 年年初至今顺丰 Forward-PE 走势	19
表 1: 2018-2020E 年中国快递业务量来源分拆	5
表 2: 2018 年一线快递加盟商数量 (家)、公司业务总量 (百万件) 与单位加盟商处理快递量 (万件/家)	12
表 3: 阿里巴巴与拼多多的各种交锋	15
表 4: 2018-2019 快递股 Forward PE 区间 (2018/2019 年分别考虑 2018/2019 年市场一致预期, 包含非经常性损益)	16
表 5: 顺丰电商特惠均价计算过程	17

1. 快递行业基本面

1.1. 我们的观点

竞争与格局一直是通达系的主题，我们从行业景气度、行业竞争格局、估值变化机会三个维度来看通达系快递在 2020 年的投资机会。而对顺丰，我们更多是考虑公司在探索下沉电商业务时会产生积极变化。具体来看：

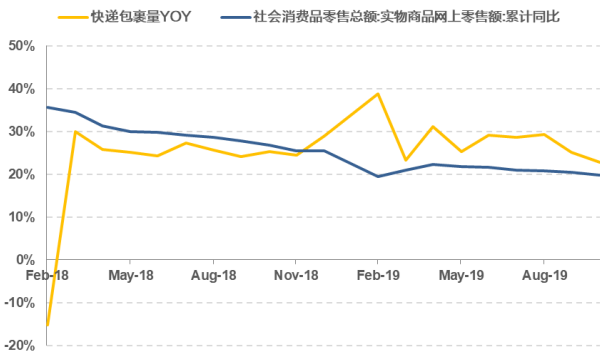
- **持续挖掘三四线潜能，我们对行业景气度表示乐观：**快递行业仍然是一个快速成长的增量市场，自上而下看，我们认为网络零售渗透率的提升空间依然很大；自下而上，随着拼多多占行业比重扩大，“拼系件”对行业的带动效应也在增强，我们对 2020 年各大电商平台件量增长做出假设，预计明年行业增速大概率在 20-25% 区间。
- **竞争深化，网络能力成关键：**由于一线公司之间盈利能力仍然相差较大，我们认为价格竞争将会在 2020 年继续，随着一线快递成本线的收敛，明年真正拉开上市公司之间盈利差距的变量是价格，因此公司对快递网络能力的挖潜将会举足轻重，研究预测的重点需从利润表层面深化至资产负债表。而从长期来看，更强的全网能力与更高的单价水平互为因果，能够支撑公司的长期成长与估值。
- **估值受到格局牵动与电商的事件性刺激，波动较大提供个股机会：**由于行业的长期投资主线基于未来的龙头预期，牵动估值的主线为格局变化，市场对于月度的业务量增速和利润差距都极为敏感。由于快递股在年内的估值水平波动较大，数据引导的预期变化往往能够创造出个股机会。另外，随着阿里巴巴与拼多多在电商市场中的竞争加剧，电商龙头存在提升快递业影响力的诉求，我们认为 2020 年，与之相关的事件性因素有可能成为估值催化。
- **顺丰蓄力下沉，品牌力与助推需求，需求带动规模效应，正向变化有望带动股价：**我们认为突破电商业务+兼顾 2B 物流拓展，将会延续为 2020 年顺丰的投资主线。顺丰的品牌力使其在电商市场中享有高于竞争对手的溢价，成为推动需求的积极因素，叠加与中大型平台如唯品会的合作深化，我们对明年顺丰特惠件的增长较为乐观，我们认为规模的快速增长将会成为成本管控的积极因素，预期差很可能由此而来。
- **投资建议：**2020 年的通达系投资中，我们认为应该紧盯公司间市占率与利润能力差距的变化所带来的估值变动，关注年初行业景气度可能超预期以及估值切换带来的行情，关注圆通、申通、韵达。顺丰方面，我们依然看好公司的长期投资价值，2020 年特惠件规模效应有超预期可能。

1.2. 行业景气度展望：增长 20-25%，百亿以上增量

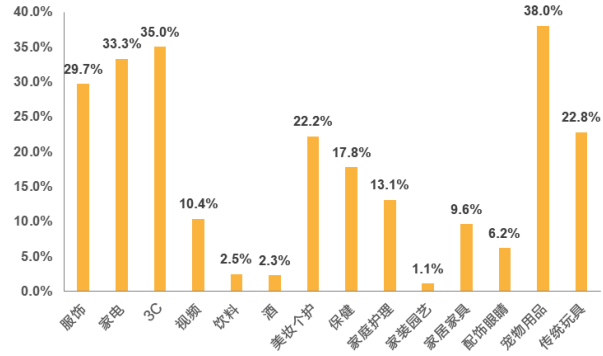
中国快递业最重要的拉动力为网络零售，随着过去几年网络零售增长逐步下台阶，快递行业增长也处在缓慢降速过程，当前社零中实物网络零售额增速在 20% 左右，而 2019 年，快递行业增速经历了前高后低的过程，从年初的 29-30% 左右降至 10 月的 23%，快递行业增速略高于网络零售，反映行业本身需求仍然较旺盛。**自上而下看，我们认为线上零售还有很大的挖掘空间，不论是高渗透类目的拓展，还是 3C、服装鞋帽、家电这些传统强势类目的渗透率都有提升空间。**

图 1：2018 年至今快递业务量 YOY (%) VS 实物商品网络零售 YOY (%)

图 2：2017 年主要类目线上渗透率 (%)



资料来源：国家邮政局，国家统计局，天风证券研究所



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

拼多多依然是行业增量的重要来源，尽管拼多多平台 GMV 增长在降速，但随着拼多多的基数放大，我们认为拼多多对快递行业增量支柱作用将有增无减。我们对此进行了粗略的估算：

- 1) 2018：结合往年双十一与公司招股书等数据，我们分别估算了 2018 年三大平台的单个包裹消费金额，从而计算出淘系、京东与拼多多件占快递行业业务量比重，分别为 54.2%、6.5%与 20.2%；
- 2) 2019E：天猫平台 1-3Q 的 GMV 成交增速分别为 31%、34%与 26%，考虑淘宝平台增速可能更慢以及客单价的上行，我们给予全年包裹增长 18%的保守估计；拼多多截止 3Q2019 的 GMV（过去四季度累计）增速为 144%，考虑放慢的增速和百亿补贴带来的客单价提升，我们给予全年包裹 75%增长的保守估计；京东方面由于停止披露 GMV 指标，我们同样保守预计全年包裹量增长 23%。**按照全年行业 25%增速推算，淘系、京东与拼多多件量占比分别为 51.2%、6.4%与 28.3%；**
- 3) 2020E：我们依然对明年的快递市场做出保守假设，即对淘系、京东、拼多多平台所贡献的包裹量分别给予 16%、22%与 40%的估算，**则来自前三大平台的包裹增长为 24.4%。若三大平台外的快递件量不增长，按此假设，则明年的快递业务量增长将为 22.6%。可见电商平台对快递行业增长的权重逐年放大。**

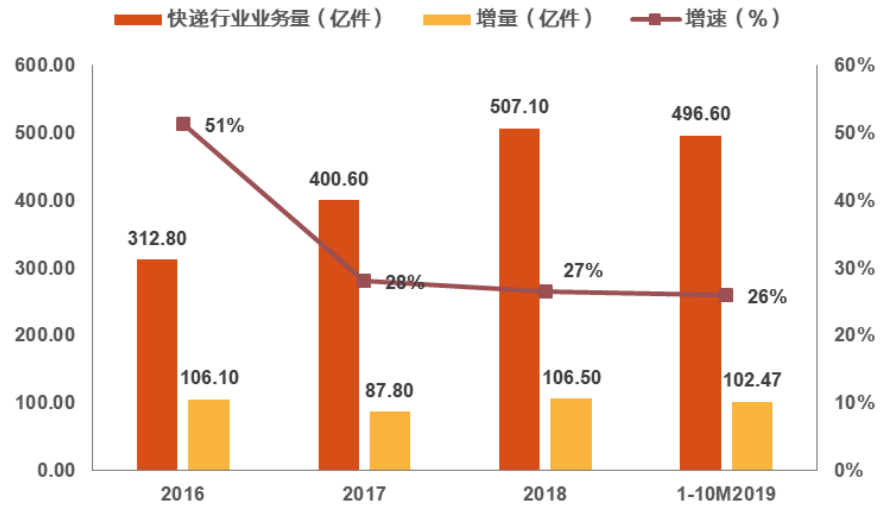
由于假设项众多，因而我们对快递行业的增量预测很难力保准确，因此若将此增速预测上下调整 2 个百分点，我们认为明年快递行业的增长，大概率落在 20-25%区间内。该预测能够为明年的增速提供量化指引：受益于拼多多基数放大，快递行业 2020 年将继续保持较快行业增长，全行业增量在百亿以上。

表 1：2018-2020E 年中国快递业务量来源分拆

年份	2018				2019E			2020E		
	GMV (亿元)	包裹金额 (元/票)	包裹数量 (亿件)	占快递业比 (%)	包裹数量增长 (%)	包裹数量 (亿件)	占快递业比 (%)	包裹数量增长 (%)	包裹数量 (亿件)	占快递业比 (%)
天猫+淘宝	58627	214	275	54.2%	18.0%	325	51.2%	16.0%	376	48.4%
京东	16572	500	33	6.5%	23.0%	41	6.4%	22.0%	50	6.4%
拼多多	4716	46	103	20.2%	75.0%	179	28.3%	40.0%	251	32.3%
前三大平台合计	79914.5	235	419	80.95%	29.95%	545	85.90%	24.36%	677	87.13%

资料来源：国家统计局，阿里巴巴、京东、拼多多公告，星图数据，天风证券研究所估算

图 3：2016-10M2019 快递行业业务量、增量（亿件）及增速（%）



资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

1.3. 格局：2019，份额向一线公司集聚的一年

业务量是快递的基石。上市三年以来，关于快递公司的精细化管理已有诸多讨论，但大部分的管理改善，均是基于在中转环节用自有资产（自有大车、分拣设备等）来替代人力，本质是用偏固定成本代替人工成本，以放大快递的规模优势，这一切需要基于足够大的业务体量。

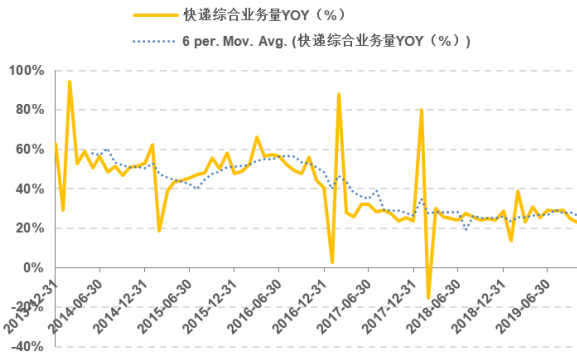
回顾 2019，我们看到：

- 1) **行业：**快递业增速缓步下行，受益于拼多多件的拉动 2018-2019 年稳定在 25% 左右水平。年内增速形态，由于下半年电商集中活动带来基数效应，增速前高后低；
- 2) **增速：**一线公司增速差距开始收敛。2019 年三季度，几乎所有公司的业务量单季增速都在 40% 以上，而百世的增速也有 38%。我们认为业务量增速的收敛，一方面源于行业主流竞争者采用类似的价格策略刺激单量，另一方面则是基数放大、产能差距减小带来的结果。
- 3) **格局：**行业的增量集中到一线公司，我们对比行业增量与通达系快递增量，发现从 2019 年 1 季度开始，前 5 大快递合计增量已超行业增量，这意味着所有的二线快递公司都在经历萎缩。而在一线快递公司内部，2019 年是中通在增量上继续拉开差距的一年。

因此从结果上看，截止最新的一个季度，行业呈现出业务量市占率排序为中通（18.9%）>韵达（16.1%）>圆通（14.5%）>申通（12.6%）>百世（11.7%）>顺丰（7.6%）的局面。与此同时，我们也观察到，尽管公司之间单位盈利的差距较前几个季度有所缩小，但差距仍然较大，因此我们认为，2020 年行业竞争的主线不变。

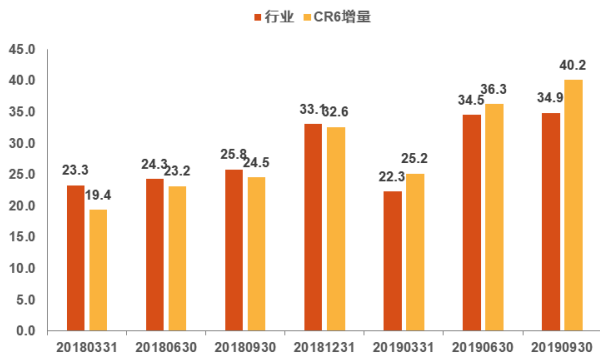
图 4：2013 年至今快递行业综合业务量 YOY (%)

图 5：1Q2018-3Q2019 通达系快递公司业务量增速 (%)



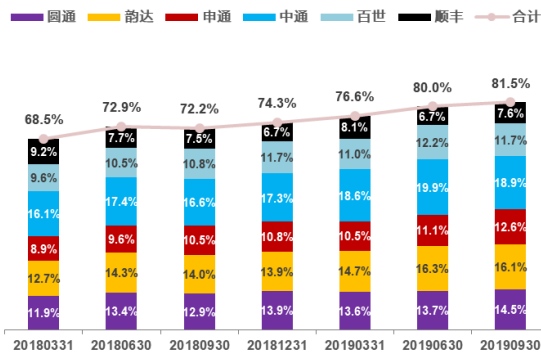
资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

图 6：1Q2018-3Q2019 行业增量与上市快递的增量（亿件）

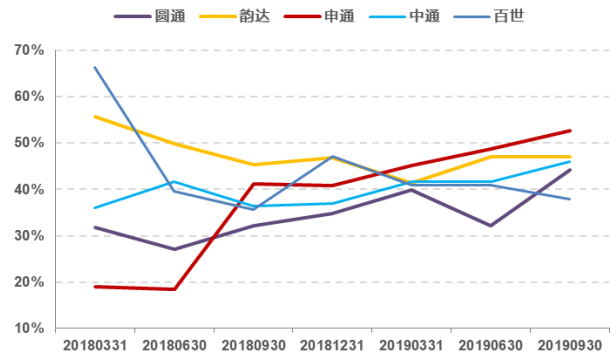


资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：1Q2018-3Q2019 上市快递公司市占率变化 (%)

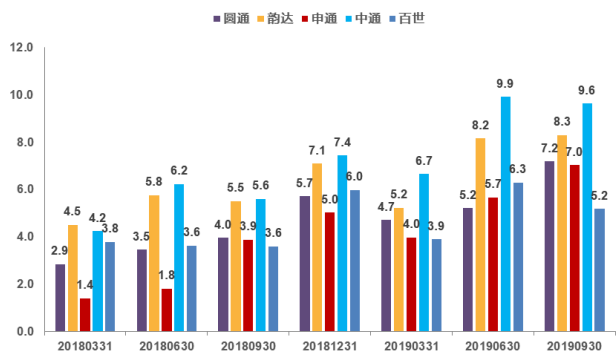


资料来源：公司公告，国家邮政局，天风证券研究所



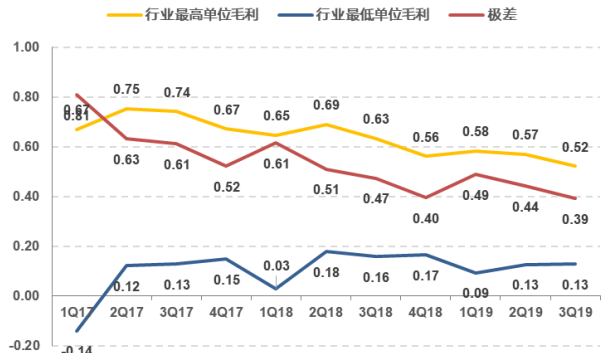
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：1Q2018-3Q2019 通达系快递公司季度业务增量（亿件）



资料来源：公司公告，国家邮政局，天风证券研究所

图 9：1Q17-3Q19 通达系快递公司中，单位毛利额最高值/最低值/极差 (元/票)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

过去我们衡量一家快递公司的方法，是沿着“服务同质→价格竞争→成本竞争→对比利润与现金流”的思路，尽管这一条主线仍然成立，但随着今年一线快递快速放量，几家公司成本的差距开始缩小，价格和网络盈利对上市公司盈利能力的支撑力量更显突出。我们将在以下几小节中做出回顾。

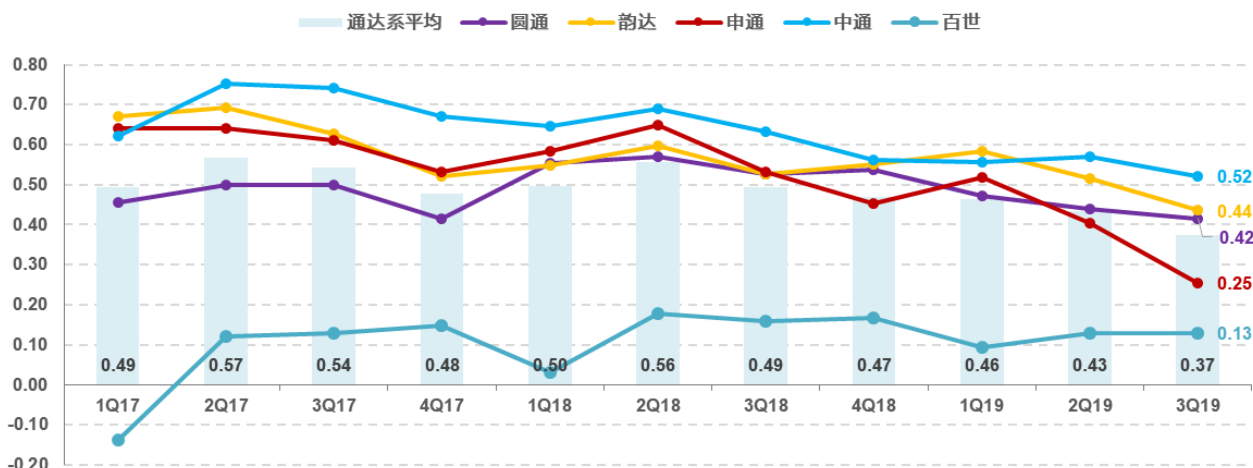
1.3.1. 利润：核心把握公司单价，全网盈利能力为关键

我们在这一部分选择先从上市公司的利润入手，即先看结果。

电商快递单位毛利额的下行已经持续数个季度。我们计算了过去 11 个季度通达系快递平均单位毛利额，顶点出现在 2Q2017，但随后即从最高时的平均每件 0.57 元/票下降至 3Q2019 的 0.37 元/票，降幅 35.09%。

毛利额的变化主要是单价下行的结果。考察各公司与行业自身的价格趋势，每年年末比年初的价格降幅至少在 0.2 元/票，而 2019 年随着头部公司对业务量的诉求提升，以价换量的做法更趋于普遍，每一家公司的单价下降幅度都远高于 2018 年，但成本却无法追赶上单价的降幅，因此出现了单位毛利水平的下滑，这一点在 2019 年尤为明显。**如果横向看公司情况，在今年的第三季度，呈现出中通 > 韵达 > 圆通 > 申通 > 百世的顺位，相比年初，申通的单位毛利能力大幅度向下。**

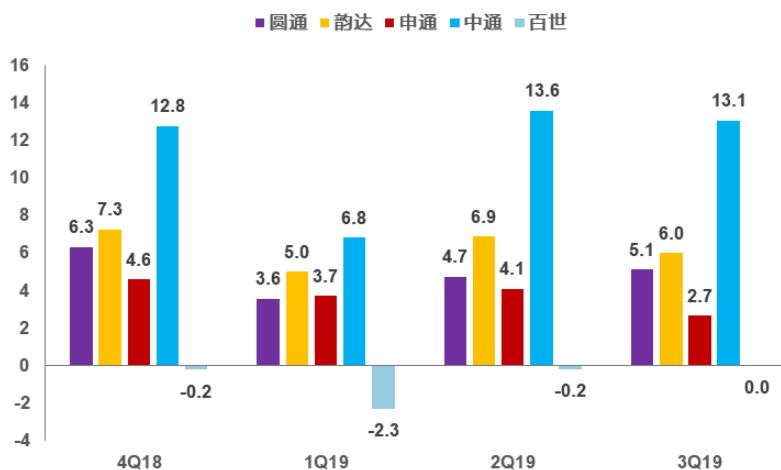
图 10：1Q2017-3Q2019 通达系快递公司单票毛利额（元/件） VS 通达系平均单票毛利额（元/件）



资料来源：wind，天风证券研究所

注：通达系平均单票毛利额的计算方式，为中通、韵达、圆通、百世、申通 5 家公司的毛利润总额除以其业务量总额；由于百世业务板块较为复杂，此处仅保留了百世的快递板块毛利额。因此本图表中，其他快递公司的单位毛利额包含其他业务如货代、快运等，但由于货代快运等业务体量较小，夸大程度较低。

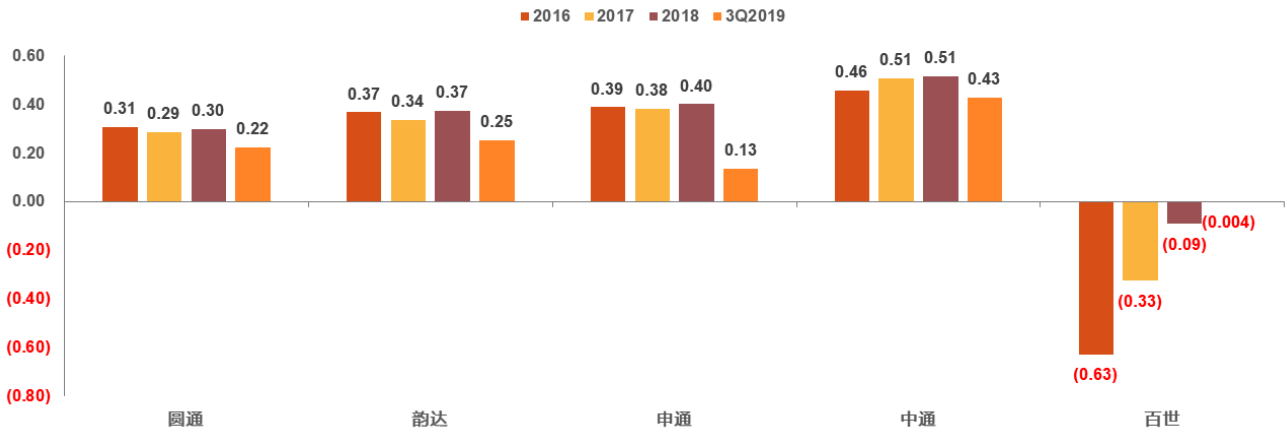
图 11：4Q2018-3Q2019 通达系上市公司扣非净利润（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

相应地，伴随着毛利变化，2019 年几家快递公司迎来了单位净利能力不同程度的下滑。其中环比 2018 全年，降幅最少的为中通与圆通，降幅分别为 0.08 元/票，其次为韵达的 0.12 元/票，而申通的降幅则最为剧烈，达到 0.27 元/票。

图 12：2016-3Q2019 通达系快递公司单票净利润（元/件）

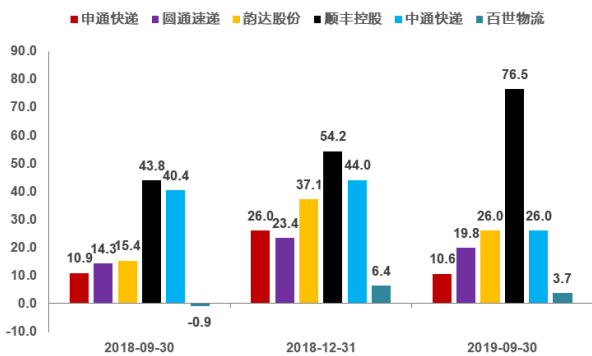


资料来源: wind, 天风证券研究所

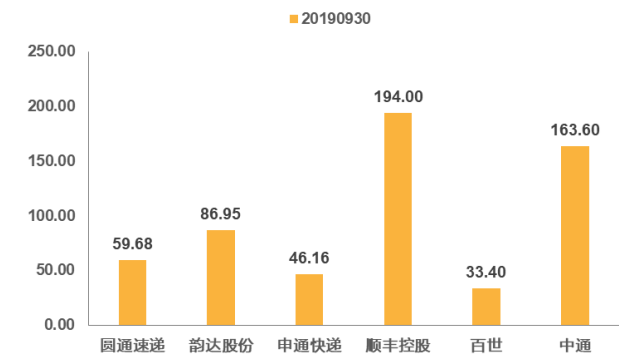
经营性现金流和在手现金规模则是公司利润能力的结果。我们可以看到, 经营性现金流排序与公司利润排序符合, 而在手现金规模更受公司融资能力的影响, 中通在通达系公司中的领先优势明显, 而每家公司基本都有十分充裕的现金储备。

图 13: 截止 2018Q3、2018 年末与 2019Q3 公司经营性现金流(亿元)

图 14: 截止 20190930 快递公司在手货币资金+其他流动资产+交易性金融资产总额(亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

那么每家公司盈利能力的差别出现在哪里? 过去的研究中, 我们非常看重快递公司精细化运营的能力, 即成本管控, 但 2019 年, 通达系龙头公司的成本管理已经非常接近, 真正拉开差距的是公司的定价, 即网络能力。

1.3.2. 总部成本: 成本仍有红利, 差距正在缩小

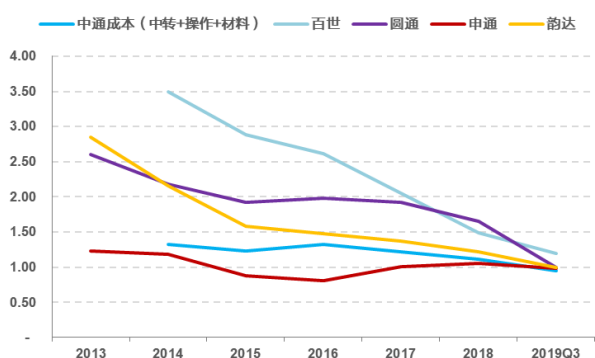
总部成本的高低是其价格竞争最重要的武器。快递公司成本下降的方法论是行业共知的, 即沿着“中转中心自动化→干线运输自有→优化网络结构→保护加盟商盈利能力”的路径, 几条主线大部分时候并行, 但有难易上的先后顺序。

对于成本, 我们有一个大体的结论, 核心结论指向龙头公司的成本差距正在且将会维持较小差距:

- 1) 成本依然有进一步的下降空间: 中转上, 快递公司尚未彻底完成自动化设备升级, 且早年投入的设备也存升级空间; 干线运输, 每一年都有推出全新车型, 对油耗、人力、维修等方面的成本节约还有余地; 另外在网络结构上, 随着货量提升, 包裹中转次数的减少和装载率的提升是必然方向, 各区域包裹流向的平衡化也有利于装载率提升。上市公司的成本红利还未达到瓶颈。

- 2) 但成本下降斜率最快的红利期已经过去：随着中转中心和干线运输能力已经经历了过去数年的强化，尽管后续仍有下降空间，但幅度与前几年的规模效应红利期无法相提并论。除却今年网络管理大幅变动的圆通外，过去成本下降最快的百世快递在今年也开始将成本降幅收敛至 0.3 元/票，而更多公司的成本优化程度集中在 0.1-0.2 元/票。
- 3) 龙头公司的成本差距正在快速收敛：因此看当前几家公司的快递成本线，最高的百世与最低的中通差距仅在 0.24 元/票，而中通、圆通、韵达、申通之间的差距仅在每票几分钱。我们认为未来几家公司的成本降幅将会稳定在这个区间，上市公司之间的成本差异将会一直很小。

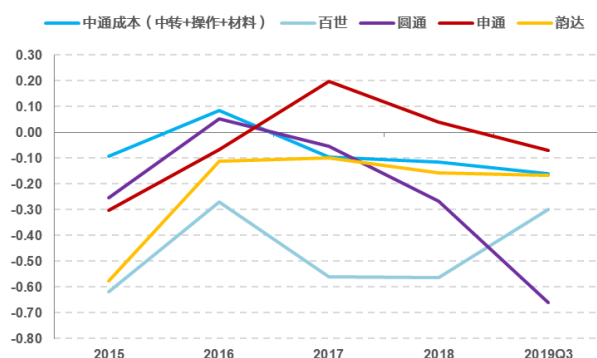
图 15：2013-3Q2019 通达系快递公司成本比较（元/票，剔除派费）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

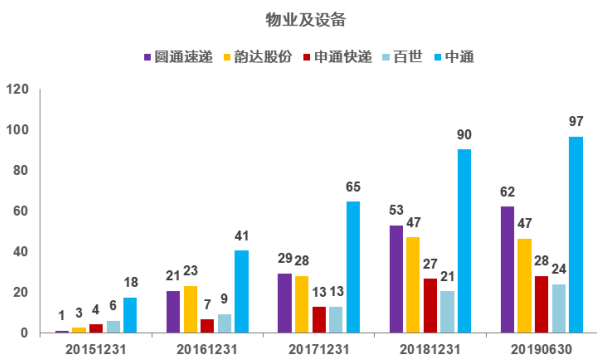
注：2019Q3，A 股通达系快递公司成本水平为估算值

图 16：2013-3Q2019 通达系快递公司成本降幅比较（元/票）



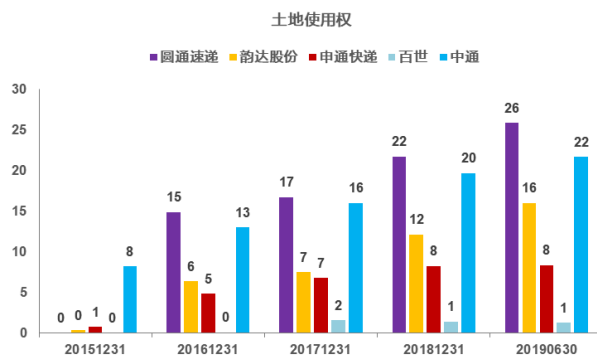
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：2015-1H2019 通达系上市公司物业及设备净值(亿人民币)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：2015-1H2019 通达系上市公司土地使用权净值（亿人民币）



资料来源：wind，天风证券研究所

1.3.3. 总部单价：拉开盈利差距，网络能力是核心

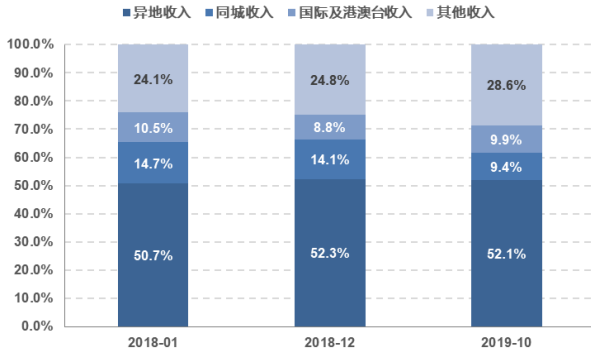
对上市公司而言，单位收入与成本决定了利润和现金流，而后者影响上市公司给予加盟商释放的价格和激励水平。

考察单价水平，粗看之下，今年呈现出行业跌幅与公司跌幅不匹配的假象，但若看分项，我们会看到行业单价的真实跌幅被正增长“其他收入”所掩盖。按照邮政行业统计报表制度，其他收入囊括了 1) 快递中转收入；2) 快递投递；3) 快递代收货款；4) 快递运单销售收入四项，其他收入在统计上对真实的单价数字造成了扰动。

剔除其他收入，只看异地件和同城件的跌幅，今年价格跌幅大于去年，且行业跌幅高于公司，因此依然是上市公司和加盟商分摊价格下行。年内价格下行幅度最大的为申通，最小为韵达，次小为中通，这也造就了截止 3 季度时，公司单价水平的分布：可比公司中的单

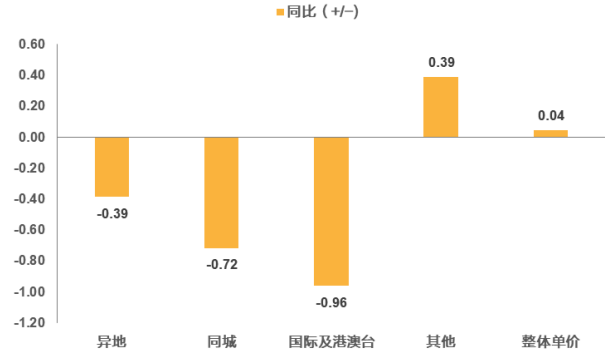
价水平为韵达 > 申通 > 圆通 > 百世，由于中通未披露派费，我们预计其含派费单价在 3.1-3.2 元/票区间内。除中通借助更低的成本在单位毛利上排名第一，其他公司单价水平的排序基本就是公司盈利能力的排序。

图 19：201801/201812/201910 快递行业异地、同城、国际及其他收入占比 (%)



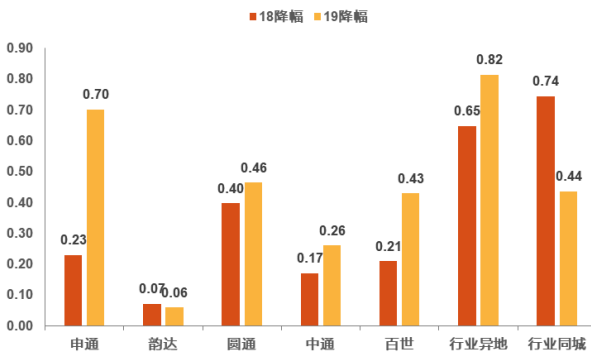
资料来源：公司公告，国家邮政局，天风证券研究所

图 20：2019 年 10 月行业异地/同城/国际/其他/综合单价同比变化 (元/票)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

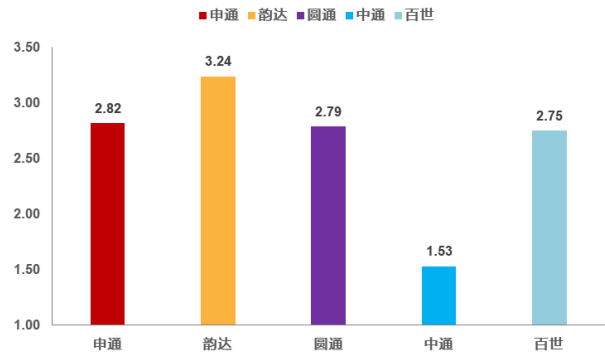
图 21：当年 10 月单价比 3 月单价降幅 (元/票)



资料来源：公司公告，国家邮政局，天风证券研究所

注 1：由于美股公司不提供月度高频数据，我们在此处以中通百世 Q1 单价代替 1 月单价，Q3 单价代替 10 月单价
注 2：选择 3 月而非 1 月的单价，是由于春节错峰带来的单价基数不一致，故我们采用春节后的 3 月作为年初价格基准

图 22：2019 年 10 月快递公司单价 (元/票)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

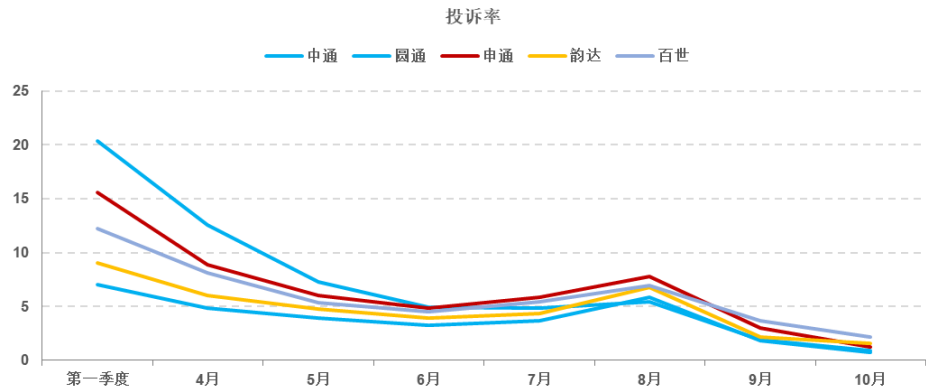
注 1：中通的单价口径小于其他公司，当前通达系所有快递公司中，仅有中通的单价中不包含派送费
注 2：由于美股公司不提供月度高频数据，我们在此处以中通百世 Q1 单价代替 1 月单价，Q3 单价代替 10 月单价

公司的利润能力和现金储备是公司单价水平的束缚，结合加盟商盈利，共同决定了公司单价的下限；但同样，公司单价的上限则由加盟商的盈利能力所束缚。

加盟商的盈利能力则取决于几点：

- 1) 快递公司的品牌在末端是否有溢价，这是快递公司品牌经营所力求的结果。加盟商在末端若能获取更高的价格，说明其有更高的溢价或质地更优的客户，质地更优、客单价更高的电商客户可以给予末端加盟商更高的价格。当前国家邮政局的投诉率受到投诉流程影响较大，我们认为邮政局指标可以结合菜鸟指数（淘宝商家账号可看）共同观测快递公司的服务水平；

图 23：2019 以来国家邮政局快递公司申诉率 (件/百万件)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2) 加盟商的成本线，与公司逻辑相同，规模效应、网点位置、自动化能力等都是加盟商降本增效的核心；

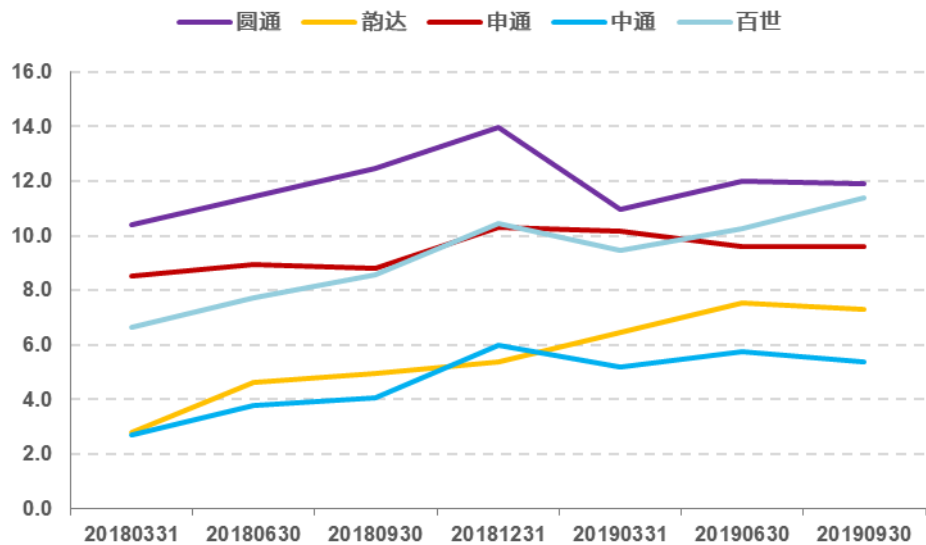
表 2：2018 年一线快递加盟商数量（家）、公司业务总量（百万件）与单位加盟商处理快递量（万件/家）

	韵达	圆通	申通	中通
加盟商数量（家）	3,464.00	3,604.00	2223	4500
公司业务量（百万件）	6985	6664	5112	8525
加盟商处理快递量（万件/家）	201.65	184.91	229.96	189.44

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3) 总部对该区域的激励政策和增长要求，我们认为在当前这种竞争格局下，大部分快递总部对于量的追求都是正确的，补贴、奖励等都是对加盟商的正向刺激。但随着价格竞争逐步走向深水区，加盟商的现金流或多或少也会受到影响，我们认为上市公司应收账款的变化趋势和绝对金额，一定程度上代表了加盟商的现金回款能力，是需要重点观测的指标。

图 24：1Q2018-3Q2019 快递公司应收账款变化及横向对比（亿元）

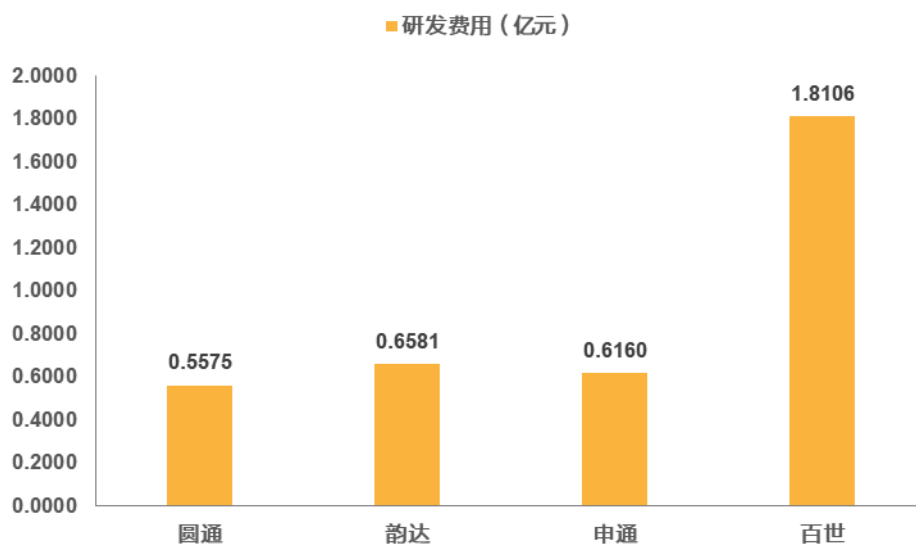


资料来源：wind，天风证券研究所

4) 加盟商的现金储备，由于大部分快递公司全国至少 3000-4000 个一级加盟商，这一点我们较难跟踪到全网情形。

我们可以看到，加盟商的盈利能力是一个最模糊的指标，我们很难找到若干个完美指标，以描绘全网情形并做出横向对比。但对于**快递公司的总部而言，要对加盟商的盈利能力实现准确监测并灵活调整，意味着公司除了在分拣运输端投入研发费用外，还需要进一步打通与加盟商对接的管理体系。我们在今年开始显著感受到快递公司总部对于加盟商盈利能力的重视与日俱增。**

图 25：1-3Q2019 快递公司研发费用横向对比（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

注：中通研发费用并未单独披露；百世业务较多，包括快递、货运、店+、供应链等，研发费用分摊在各个领域

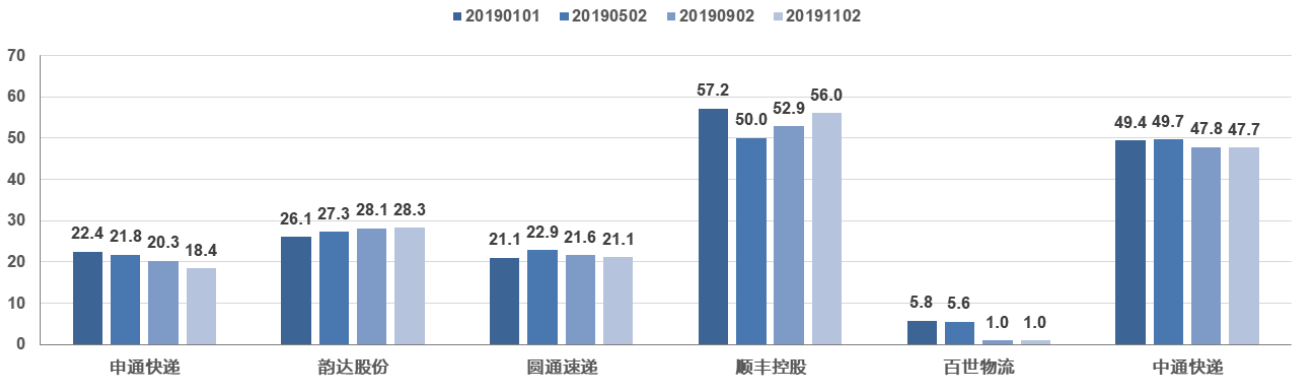
2. 电商系快递估值展望：结合基本面与估值，赚钱空间在哪里

由于快递行业本身尚未进入成熟阶段，行业基本面变动较快，市场对于快递股的观点变化也相当剧烈：1) 业绩预测能够实时根据公司披露的高频数据迅速调整；2) 估值角度，过去也呈现出与增速、业绩预期同步上下修的特点，估值极差大部分在 9-10 之间，因此往往能够创造出较多的波段性机会。

2.1. 不断变动的业绩预测，2019 下半年赚业绩的钱

我们回顾了 2019 年 4 个时间段，分别为 20190101、20190502、20190902、20191102 四个时间（即年初和每个财报发布后 2 天），市场对于快递公司 2019 年净利润的一致预期，发现变动情况较大，即年初对于快递股的业绩预测很难准确，其中从一季报后预测上调的为韵达顺丰，而这也是下半年 A 股市场中表现最好的快递股。

图 26：20190101/20190502/20190902/20191102 四个时段，6 家快递公司 2019 年市场一致净利润预期（亿元）

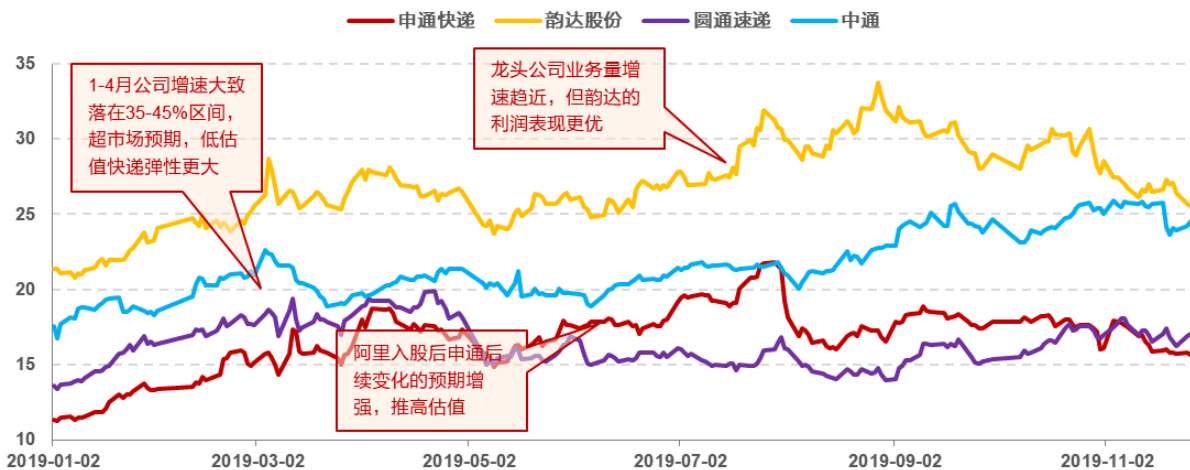


资料来源: wind, 天风证券研究所

2.2. 投资与估值：格局变动与事件刺激

快递股的估值在 2019 年受到两大因素的影响，其一是格局及关于格局预期的变化，其二是互联网公司入股带来的事件性刺激。估值对于上述因素的反应均较为剧烈，因此股价弹性也较大。**快递股较大的预期差，将会给股价带来较多机会。**

图 27：按照以上四个时段的市场一致预期，计算的各时点通达系估值（2019 Forward-PE）



资料来源: wind, 天风证券研究所

我们分项来看：

- 1) **格局预期**：由于我国快递市场竞争格局尚未成熟，当前上市公司的盈利潜力尚未得到释放，也没有出现于市值堪比 UPS、FedEx 的超级巨头，两者在 2019 年 12 月 6 日的市值分别为 7096 亿与 2876 亿。但中国是全球最大的快递市场，远期看一旦格局改善，龙头公司的盈利能力存在快速修复的可能，因此板块内公司，尤其是通达系公司的估值折价/溢价均是基于格局的变动。

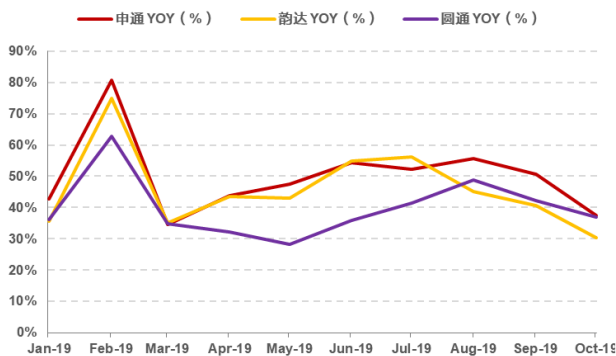
而牵动格局的，依然是关于量价业绩的跟踪。回顾 2019 年的估值变动：

年初整个快递板块跟随大盘进行了一波估值修复，从 1 月 2 日至 4 月 10 日，A 股中估值波动分别为：申通（从年初 11.3x 涨至 18.4x）、圆通（从年初 13.6x 涨至 19.0x）、韵达（从年初 21.4x 涨至 27.8x），我们认为这一轮的估值修复，一方面来源于 2019 年初行业景气度的超预期，而对于申通与圆通而言，则更多是公司增速超出市场预期，因此估值的弹性更大。

进入 2019 年中，韵达的估值开始继续向上抬升。我们认为这是季度业绩与高频增速共振的结果，**以格局为主导的投资逻辑使得市场对通达系公司的“差距”非常敏感，“差距”的表观指标即是利润能力与业务量增长，较为趋近的业务量增速和拉开差距**

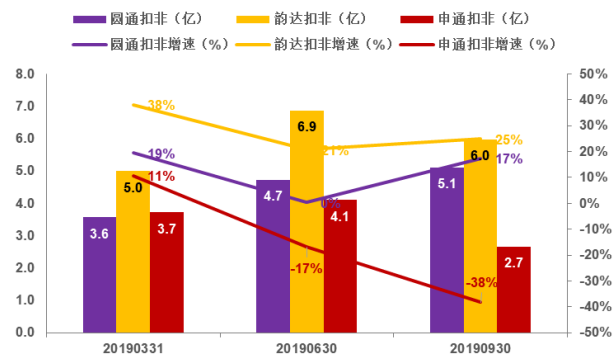
的业绩表现，使得韵达获得了更多的估值溢价。但我们认为市场对于当前的快递企业要求较高，即龙头公司需要同时满足增速和业绩的领先，才可保持其估值溢价。

图 28：2019 年通达系快递公司的月度增速差距不大（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：2019 年 1-3Q 中通、韵达、圆通、申通单季度扣非净利润及增速（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- 2) **事件刺激**: 电商龙头对行业的参与则成为了行业估值的新变量。3 月阿里巴巴入股后，申通估值开始显著抬升，主要是基于未来阿里持股比例继续提升的预期。
我们认为电商巨头入股快递的时间或预期将会继续影响快递行业的估值。因为当前电商领域的大主题是阿里巴巴与拼多多的竞争，随着拼多多成为阿里最大的潜在威胁者，阿里已经开始有针对性地调整自身战略，如包括关于“二选一”的 PR 战、收购趣头条、重启聚划算等。
而物流是拼多多最为薄弱的环节。对电商而言，物流刺激复购和周转，从而更好地服务用户和卖家。其次，物流在数据上也能够补充数据闭环。当前，京东自营物流已经积累了大量资源口碑；阿里巴巴则通过建立菜鸟、入股快递公司、开发电子面单等方式从数据、仓库、快递等多维度加强对物流能力的把控；但拼多多作为电商新兵，并不具备自有物流设施的布局，数据上，其电子面单的开发也是行业中最晚的，为 19 年 3 月。
物流成为电商巨头 PK 的下一战场。当前拼多多的弱项为物流能力，随着其订单量所占份额继续扩大，大概率会深化物流领域的布局，对快递业的影响、与快递企业加强合作的诉求都将增强。与此同时，站在阿里巴巴视角，强化快递领域影响力的可能性也很大。因此我们认为快递业或将成为电商巨头竞争的延伸战场，快递公司与电商平台的合作深化在明年可能成为估值催化剂。

表 3：阿里巴巴与拼多多的各种交锋

事件	涉及店铺	详情
阿里投资趣头条	-	3 月 28 日，趣头条发布消息称，将接受阿里巴巴集团价值 1.71 亿美元的可转换贷款。这些贷款将转换称趣头条 A 类普通股，相当于每 ADS15 美元。如果转换，趣头条将向阿里巴巴发行约占总股本 4% 的新股。趣头条也被称为“资讯界拼多多”。用户主要集中在三、四线及以下城市的下沉用户，通过“阅读赚金币”和“收徒”模式迅速裂变，积累大量用户。
淘宝重启聚划算	-	19 年 3 月，蒋凡宣布重启聚划算，并将其全面升级为“阿里集团品质‘惠经济’战略窗口，全球消费者品质惠生活首选购物平台”。阿里巴巴方面表示，作为淘宝天猫最重要的营销阵地，聚划算将在“618”期间成为品牌商家加速下沉的最大利器，进一步放大品牌拉新第一平台的威力。如今聚划算重新被置于手淘广场中央。
二选一舆论战	赵大喜	4 月 2 日，网红店主赵大喜在微博发布文章《请停止你们的盗窃行为！》，称拼多多“大喜服饰旗舰店”店铺信息及货品均为“假冒”。对此，拼多多方面回应称，拼多多“大喜服饰旗舰店”打七折在售商品均为正品促销，同时披露了疑似天猫和淘宝要求品牌商关闭拼多多店铺的截图，并隔空喊话“停止对拼多多的污蔑”。
	格兰仕	6 月 17 日，家电企业广东格兰仕生活电器商业有限公司在其官方微博和微信发布《关于格兰仕在天猫平台出现搜索异常的声明》称，自 2019 年 5 月 28 日格兰仕拜访拼多多以来，格兰仕在天猫平台的搜索端陆续出现异常，导致正常销售遭遇严重影响。

电子面单	致股东信中，黄峥隐晦指出在物流行业，阿里方面也对电子面单采取了“二选一”策略：“虽然其他主流电子面单系统到现在都要求自身体系商户只能使用其唯一指定面单，但拼多多允许商户选择其他的电子面单系统。”
阿里 PR 主席王帅表态	针对“二选一”事件，阿里集团市场公关委员会主席王帅回应称，这本来就是正常的市场行为，也是最朴素的商业规则，不愿配合某些企业进行炒作。平台不是土豪，成本也不是大风刮来的，大促活动的各项资源天然稀缺，只能向最有诚意最积极参与大促活动的品牌商家倾斜，这是最朴素的商业规则。
拼多多联合创始人回应	2019 年 10 月 20 日，拼多多联合创始人达达公开回应了上周阿里巴巴市场公关委员会主席王帅关于“二选一是正常市场行为”的言论，称“虽然关于提高商家佣金和返点等尚可以称为正常市场行为，但要求商家去微博上炮轰其他平台的商品均未授权则无法认同。”

资料来源：澎湃新闻等，天风证券研究所

2.3. 附：通达系快递历史估值特点统计

考察 2017-2019 三年，通达系快递处于估值下滑通道内，公司的最大、最小值 PE 都在下降，与此同时，2019 年除申通外，公司的估值波动（PE 极差）也略有收敛。

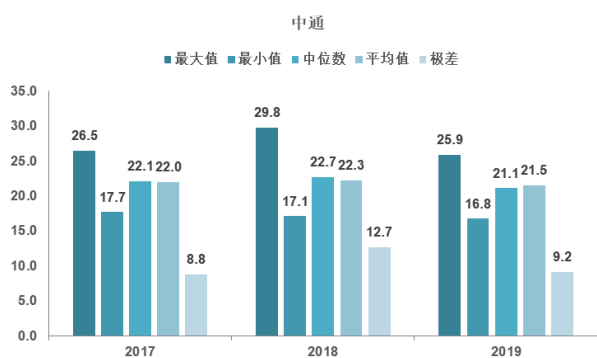
表 4：2018-2019 快递股 Forward PE 区间（2018/2019 年分别考虑 2018/2019 年市场一致预期，包含非经常性损益）

	20180101-20181231					20190101-20191126				
	顺丰控股	申通快递	韵达股份	圆通速递	中通快递	顺丰控股	申通快递	韵达股份	圆通速递	中通快递
最大值	67.3	22.8	37.2	28.3	29.8	43.6	21.8	33.8	19.9	25.9
最小值	41.5	13.1	22.3	15.2	17.1	26.9	11.2	20.8	13.4	16.8
中位数	57.0	17.0	26.1	20.3	22.7	33.5	17.2	26.9	16.1	21.1
平均值	56.0	18.1	27.2	21.0	22.3	34.6	16.7	27.0	16.3	21.5
扣非净利润同比 (%)	-5.9	24.1	38.7	34.1	20.9	24.5	-16.9	26.6	11.3	31.6

资料来源：wind，天风证券研究所

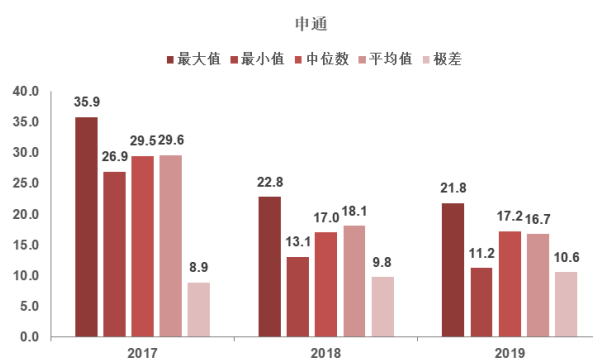
注：由于百世的净利润一直处于 0 上下，因此 PE 估值较大，不适宜在此讨论

图 30：2017-2019 中通估值最大/最小/中位/平均/极差数 (x)



资料来源：wind，天风证券研究所

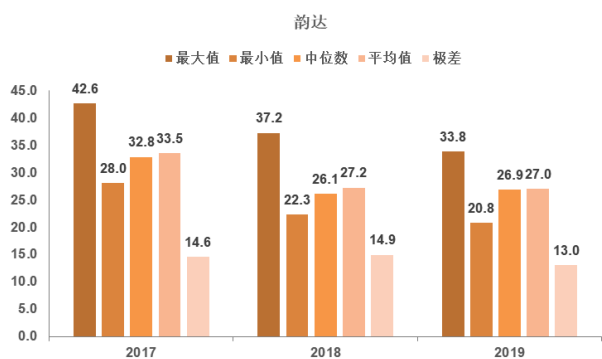
图 31：2017-2019 申通估值最大/最小/中位/平均/极差数 (x)



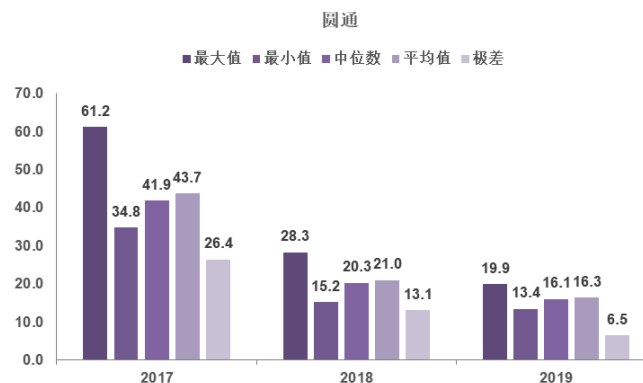
资料来源：wind，天风证券研究所

图 32：2017-2019 韵达估值最大/最小/中位/平均/极差数 (x)

图 33：2017-2019 圆通估值最大/最小/中位/平均/极差数 (x)



资料来源: wind, 天风证券研究所



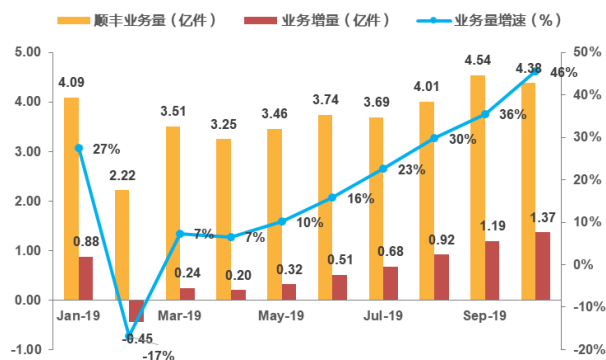
资料来源: wind, 天风证券研究所

3. 顺丰：期待规模效应发挥作用，品牌溢价进一步体现

3.1. 基本面：2020，业务下沉为主题，规模效应将发挥作用

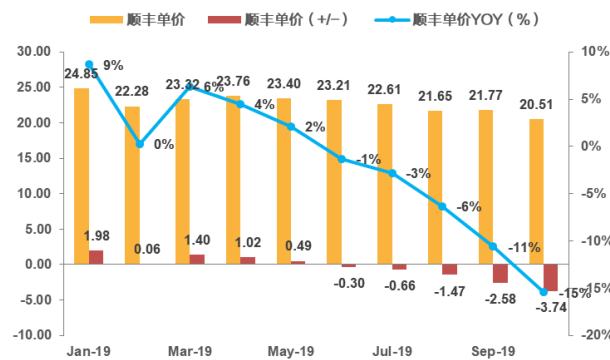
顺丰在 2019 经历了业务规模与业绩大举修复。公司于 Q2 推出了特惠件，同时具备探索下沉市场与填补产能的作用，特惠件推出之后需求旺盛，随着体量逐步扩大，开始拉动公司月度增速上行，公司 7-8 月业务量增速分别突破 20%与 30%，与此同时对价格也有所影响。但整体来说，由于特惠件业务的“填仓属性”，顺丰今年的利润水平也经历了快速修复。

图 34：2019 年逐月顺丰业务量（亿件）/业务增量（亿件）/业务量增速（%）



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 35：2019 年逐月顺丰单价（元/票）/业务增量（元/票）/单价同比（%）



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

顺丰在进行下沉业务的时候的优势是品牌溢价。按照公司 2019 年 10 月所披露的经营数据，我们假设公司除电商特惠以外的价格与去年相同，电商特惠业务量为日均 300 万件，则可计算得出，公司电商特惠业务的均价为 6.17 元，考虑我们这种计算方式中存在误差，预计特惠业务的实际价格水平在 6-8 元/票之间，**该价格有力地将顺丰的产品渗透到客单价更低但范围更广的电商商家中，同时顺丰也确实享有较通达系快递的溢价水平。我们认为以顺丰的品牌溢价，特惠件在短期内依然能够保有较快的需求和成长势头。**

表 5：顺丰电商特惠均价计算过程

电商特惠量 (万/月, 假设)	9000
其他业务量 (万/月)	34800
其他业务单价 (元/件, 假设, 按 2019 年 10 月数据)	24.25
其他业务收入 (万/月)	843871.10
电商特惠收入 (万/月)	55528.90

电商特惠单价（元/件）

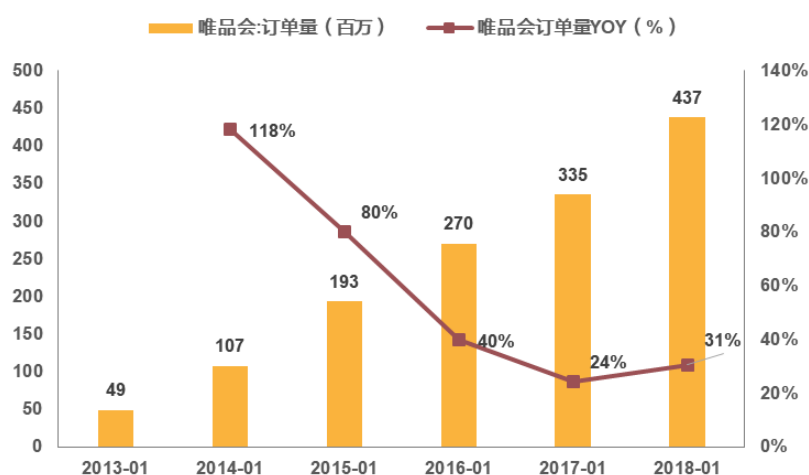
6.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：该计算方式直接假设公司电商特惠件量与其他业务单价，可能存在较大误差，仅供参考

当前市场对于顺丰最关心的，则是特惠产品对盈利的影响。2019年，顺丰能够实现业务量与业绩的“双击”，重要原因为公司利用了空余产能，利用低边际成本实现业务量扩张。但随着顺丰面对较强的电商客户需求，同时开始接管唯品会订单，**我们预计随着唯品会自身业务的自然增长，2020年将达到日均200万的体量，叠加顺丰自身特惠件的增长，经济业务的快速增长使得“填仓”越来越困难，因此2020年公司业绩展望的核心，将是特惠件的盈利能力。**

图 36：2013-2018 唯品会订单量（百万）及其增速（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

针对特惠件，我们认为不能以顺丰当前的成本结构简单推算其盈利能力，**顺丰过去在机队、干支线网络上的布局都是向时效倾斜，这也使得公司运输成本中有大量飞机开支，同时干线车队的体积大小、包裹分拨次数、装载率等都与通达系公司存在差距，而之所以出现差距**，一方面由于快递的成本-时效-服务相互制约，而本质则是业务量有限时优先选择了时效和品牌。

但特惠件与顺丰其他的传统业务不同：

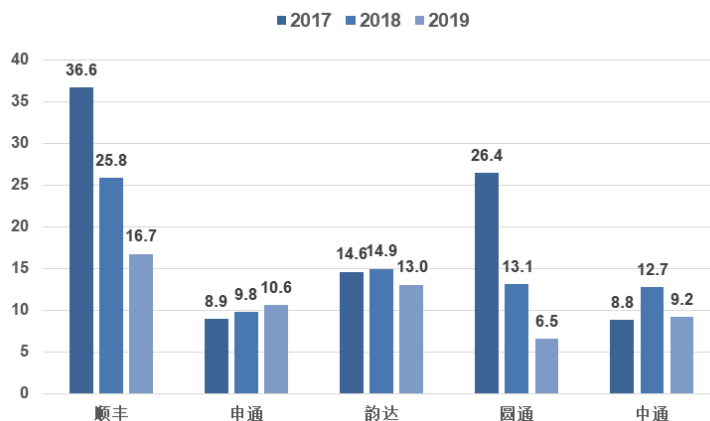
- 1) 首先区别于时效快递，特惠件的增速远远更高；
- 2) 其次相比顺丰过去几年快速发展的快运业务，快递本身的轻小特点决定了快递的规模效应远高于快运。

因此特惠件上量后，如果能借助更大的车辆与更少的分拨，**我们认为特惠件上量期间对顺丰整体盈利能力的冲击将会快速减弱，明年将会是规模效应在顺丰发挥作用的关键之年。**

3.2. 估值弹性较大，市场对正向变化反应积极

历史上看，顺丰的估值水平一直是几家快递中极差最大、波动最大的，该特征一方面与上市之初估值溢价过高、需要消化估值有关，另一方面，顺丰的品牌溢价、广泛布局和网络价值，也使得顺丰在今年年中股价下行之后修复的弹性较高。**以此推演，我们认为在当前市场对顺丰特惠件给予不确定性折价的当下，一旦2020年特惠件的体量超预期、或是盈利冲击低于预期，则顺丰的股价弹性依然较大。**

图 37：快递股年内估值极差对比（x）



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 38: 2019 年年初至今顺丰市值走势 (以 2019 年 1 月 1 日为基数)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 39: 2019 年年初至今顺丰 Forward-PE 走势



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

4. 投资建议

2020 年的通达系投资中, 我们认为应该紧盯公司间市占率与利润能力差距的变化所带来的估值变动, 关注年初行业景气度可能超预期以及估值切换带来的行情, 关注圆通、申通、韵达。顺丰方面, 我们依然看好公司的长期投资价值, 2020 年特惠件规模效应有超预期可能。

5. 风险提示

行业增速低于预期, 快递公司增速低于预期, 影响估值与业绩;
行业竞争格局快速恶化, 单价超预期下行;
顺丰特惠价进展不及预期

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com