

加盟争量看格局，直营求变问利润

2020下半年交通运输中期策略-物流快递

证券分析师：闫海 A0230519010004

联系人：闫海 yanhai@swsresearch.com

2020.6.12



■ 结论和投资建议

- 受益于上游电商仍有持续增长空间，快递行业未来仍将保持快速增长，行业已经基本完成二线快递公司出清，将进入一线快递公司出清阶段。行业将以“业务量”为核心，围绕价格展开激烈竞争，未来快递公司增速将明显分化。
- **对于加盟快递，我们应更关注业务量及增速的变化而非短期利润的波动。**建议选择业务量规模&增速领先，单票成本优化趋势明显且资本开支能力较强的中通、韵达、圆通三家公司。**并且密切关注当业务量产生分化的时间点，优先选择业务规模及增速领先并与竞对明显拉开差距的标的。**
- **对于直营快递，我们应直接关注利润及其增长空间，而非无效的规模增长。**当前顺丰控股和德邦股份利润增长空间均不明确，德邦快递建议关注与韵达合作带来的优化。而顺丰布局完整，且供应链业务有望长期提供利润增量，短期内经济件也可能带来一定利润增长，建议关注直营快递龙头顺丰控股。

■ 关键假设点

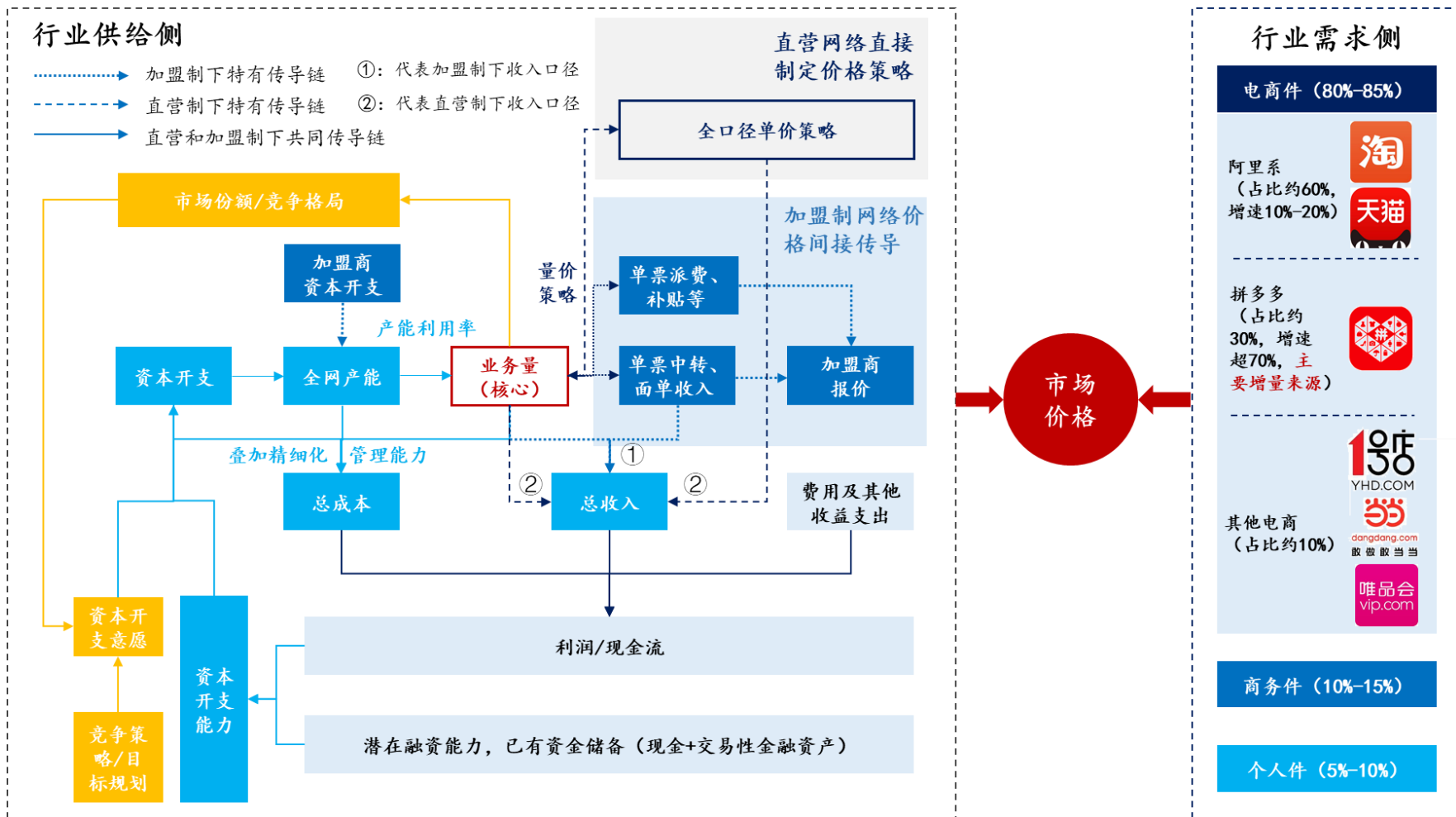
- 需求端，我们预计下半年旺季推动行业需求，全年快递行业业务量有望保持25%左右增速增长，全年达到790亿件。
- 供给端，我们认为（1）龙头公司公司业务量保持高于行业增速10%-15%增长，单票成本将持续优化，优化空间在8%-10%；（2）排名靠后的一线快递公司增速与头部公司逐步分化，增速逐步落后于头部公司；（3）行业集中度CR6提升4%-5%。

■ 有别于大众的认识

- 市场认为：（1）今年价格战异常激烈仅是突发疫情影响；（2）行业利润不及预期仅是疫情叠加价格战影响，或者今年龙头公司短期价格策略；（3）顺丰经济件的快速扩张能带来利润和估值的提升。
- 我们认为：（1）快递行业已经进入第三阶段，即一线快递公司之间激烈竞争阶段。**全新阶段的竞争必然伴随业务量分化和价格竞争全面升级两大特征，因此今年价格战激烈的情形明后年仍将持续（甚至进一步升级）。**（2）对于加盟快递，**利润下调不仅是疫情影响，更是市场竞争升级后的必然结果，明后年利润依然难有增长，但公司中长期价值并不受影响。核心关注指标是业务量增速和规模、单票成本下降趋势以及资本开支能力。新竞争形势下胜者才有机会尽享垄断利润和长期估值提升。**（3）**直营快递顺丰经济件的利润增量空间并不大，顺丰未来利润增长的核心驱动来自供应链业务；经济件和快运仅是短期观察指标。**

行业供需分析框架

- 资本开支是发动机，推动业务量增长—降低成本—价格策略—再度扩大业务量的逻辑持续成立，业务量是当下关注的核心。



主要内容

1. 需求侧：行业高韧性增长有望持续
2. 供给侧：巨头竞争新阶段拉开帷幕
3. 加盟快递：关注业务量而非短期利润
4. 直营快递：聚焦利润而非无效规模

上半年回顾：股价走势分化明显，中通、顺丰领涨

- 近半年来，突发疫情对行业形成强烈冲击，市场判断的**预期差**主要体现在：
 - （1）上半年行业价格战规模和激烈程度超预期；（2）以顺丰、京东物流为代表的直营网络表现超预期；（3）疫情后快递业务量增速反弹程度超预期。
- 上半年板块直营网络优势明显的顺丰，加盟快递龙头优势明显的中通股价和估值明显抬升；其余快递公司今年以来股价并无明显表现。
- 我们认为当前市场对最新趋势的判断和不同类型公司估值观测核心指标理解尚未清晰。

图1：2019下半年以来顺丰、中通股价领涨

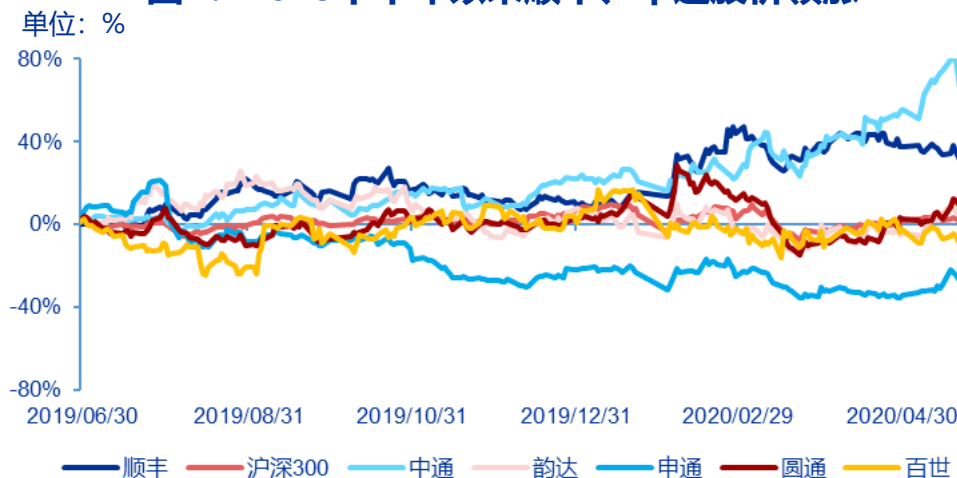
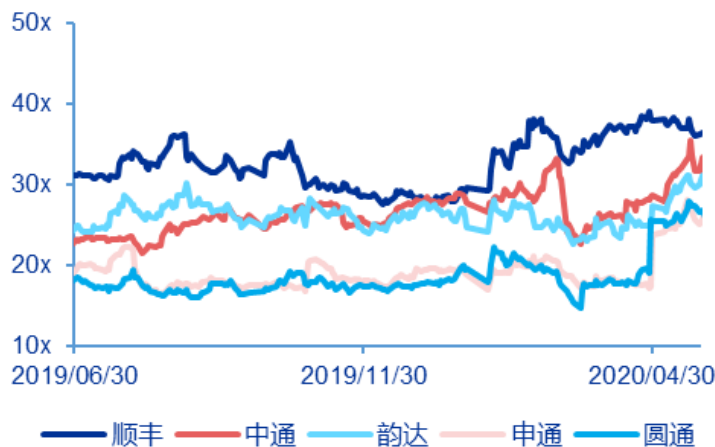


图2：2019下半年以来快递公司PE (TTM) 指标变化



1.1短期视角：疫情对行业的冲击即将过去

- 新冠疫情显著影响快递供需，但是3月以来行业业务量迅速恢复到正常增长轨道。快递物流作为社会基础设施的重要性和自身增长韧性得到初步验证。
- 电商件为主体格局下，行业政策支持、上游电商持续景气推动行业4月业务量超预期增长；预计下半年大量促销活动和消费复苏两条主线，带动快递行业保持高速增长态势。
- 产品结构来看，19年以来首次同城、异地、国际及港澳台三类业务均回归高速增长通道，且高速增长态势有望持续。

图3：2017-2020年快递月度业务量变化

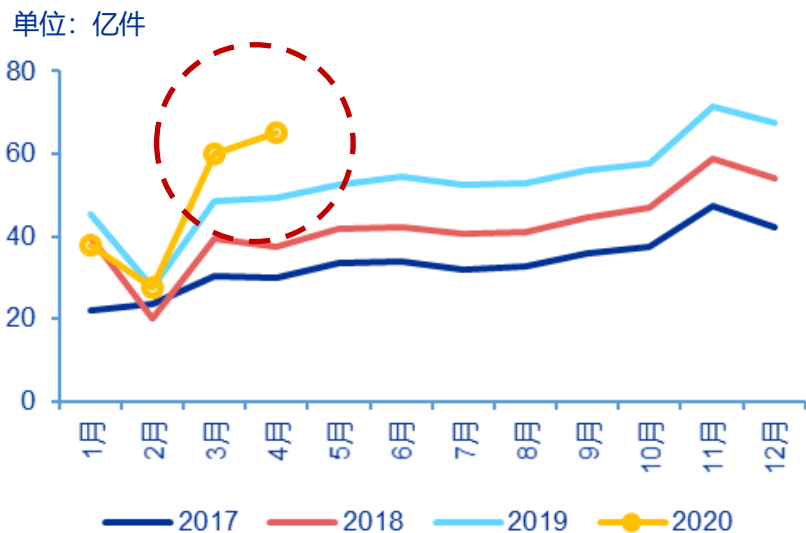
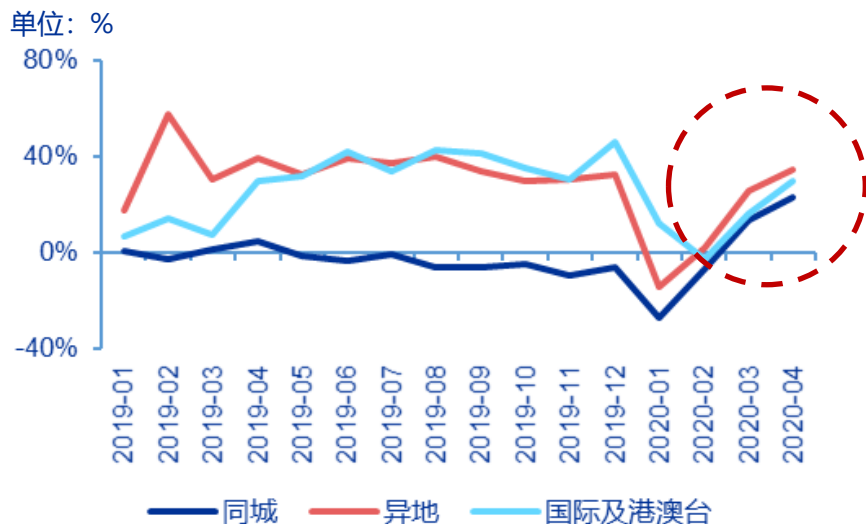


图4：快递产品结构业务量同比增速



1.1短期视角：疫情对行业的冲击即将过去

- 新冠疫情催化行业价格战提前爆发；本次价格战规模、激烈程度和持续时长均超往年。
- 价格战情况的本质取决于行业供需差和竞争格局变化。今年行业供需差明显提升叠加行业格局变化导致价格战升级，行业单票收入绝对额和降幅超过往年。
- 预计随着行业增速持续回暖，价格战有望提前结束，行业或迎来估值修复投资机会。

图5：2017-2020年快递月度单票收入变化

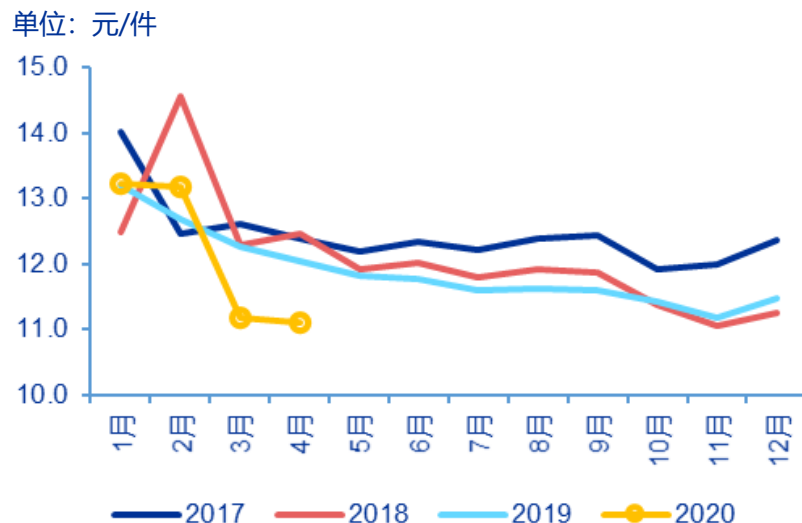
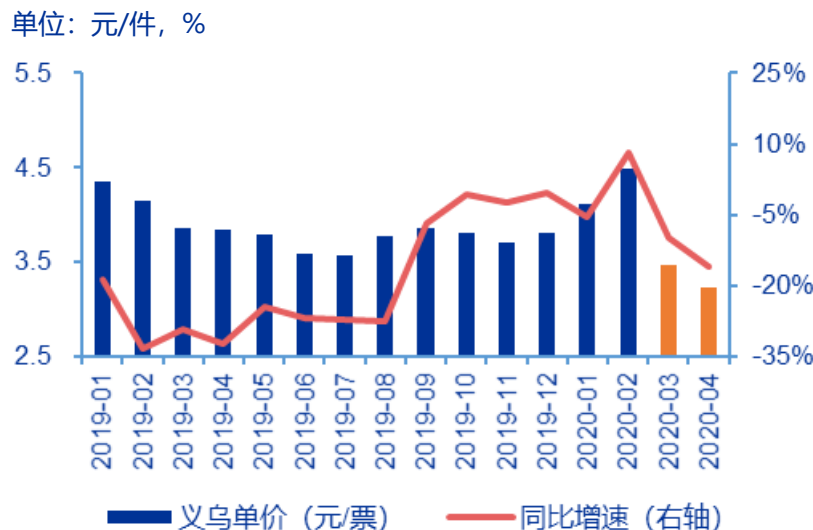


图6：重点地区（义乌）快递单价及同比增速



1.2 中长期视角：疫情促进线上化和消费渠道变革

- 新冠疫情主要冲击线下零售渠道；中长期看，疫情将从消费习惯、商家资源渠道投放比例等角度推动网上零售渗透率加速提升，推动快递行业业务量持续增长。
- 我们认为，尽管国内疫情已经基本控制，但随着境外输入、地区反复等风险持续存在，预计线下零售渠道恢复或会慢于预期；需求相对刚性背景下，线上渠道消费习惯有望加速养成，商家对于线上渠道的资源投入亦有望保持提升，从而利好快递行业电商件的持续增长。
- 数据基本印证以上判断，线下渠道负增长仍未结束，3月以来网上零售渗透率加速提升趋势明显。

图7：社零及网上实物零售额同比增速情况

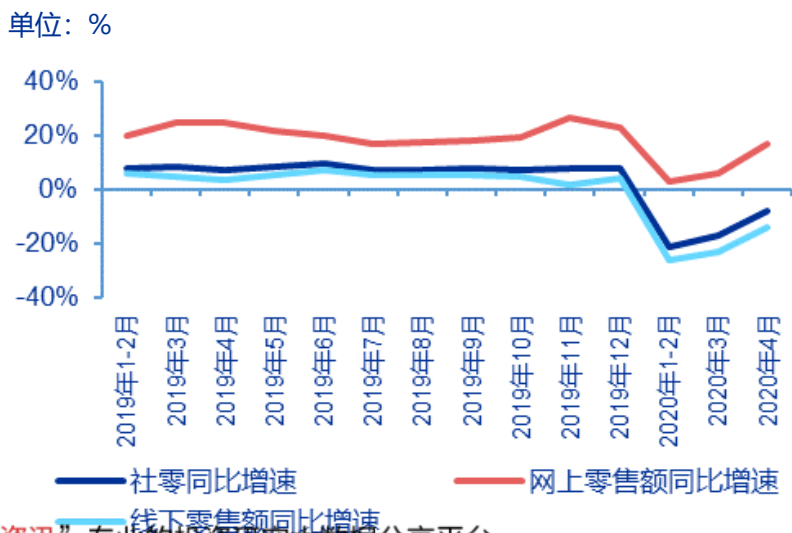
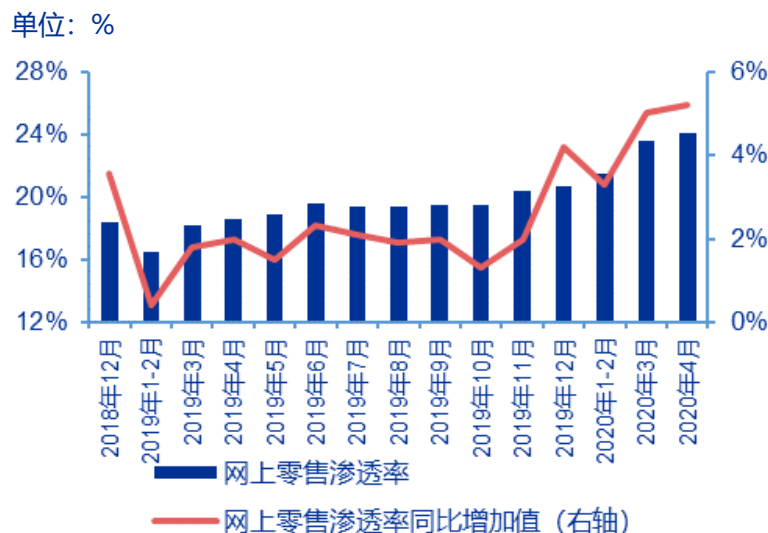


图8：网上零售渗透率及同比增加值情况



1.3 上游电商空间仍然广阔，有望支持行业持续增长

- 2017年以来，下沉市场用户拓展带动行业增长；人均消费金额提升则相对滞后，空间仍然较大。总体来看上游电商增长空间仍然广阔，有望持续支持快递业务量保持提升。
- 2017年以来拼多多、聚划算、京喜等头部平台加快电商下沉布局，行业迎来大量下沉市场用户，网购用户数持续高增长。品类上，生鲜、大件家具、小家电等品类线上渗透持续提升，增加网购用户的人均消费金额。展望未来，电商将覆盖更广阔用户的基础上，人均消费金额还将持续提升。
- 电商快速增长带动快递业务量持续拓展。2019年快递行业完成业务量635亿件，同比增长25.3%。我们预计2020-2022年行业业务量将保持高于20%增速增长，2022年有望达到全年1,100亿件。

图9：网购用户在互联网用户中渗透情况

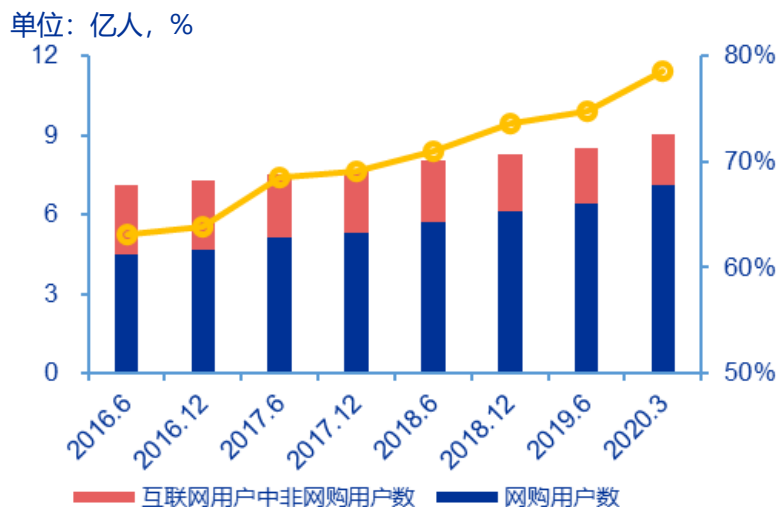


图10：网上实物零售额增速在用户数量和人均消费额两个维度的分解



1.4直播、农村电商等新趋势出现，推动快递行业变革

- **商流决定物流。**商流端直播电商、C2M、下沉等新趋势将对下游快递行业提出新的、更高的要求。
- 新的商流和供应链模式下，对于快递行业在**网点布局、网络能力提升、包裹均重和流向变化、末端能力的构建**等多个方面提出新的、更高的要求；也将反向推动快递物流企业做出新的调整和应对。
- 《2020年政府工作报告》中提到：支持电商、**快递进农村**，拓展农村消费。要多措并举扩消费，适应群众多元化需求。**农村快递网络的建设将成为未来几年焦点，关注如何针对农村市场运距远，人口疏，服务质量管控难的特点，设计小批量运输、智能化、经济可管控的物流解决方案。**

图11：我国农村电商网络零售额及增速

单位：亿元，%

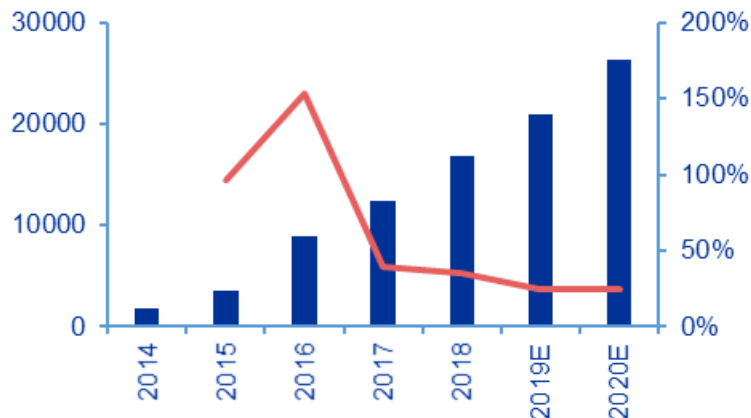
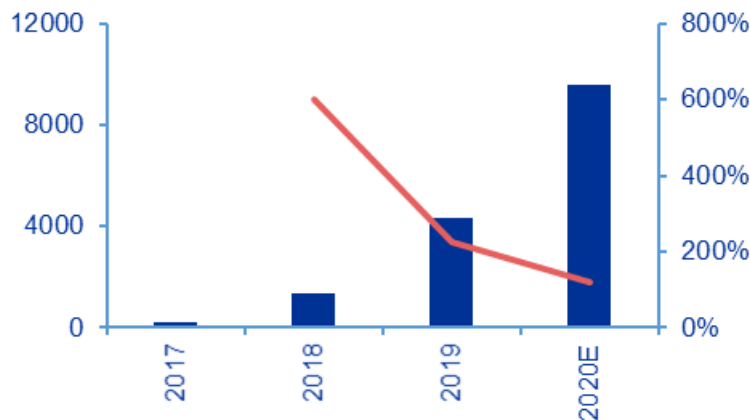


图12：我国直播电商行业规模及增速变化

单位：亿元，%



主要内容

1. 需求侧：行业高韧性增长有望持续
2. 供给侧：巨头竞争新阶段拉开帷幕
3. 加盟快递：关注业务量而非短期利润
4. 直营快递：聚焦利润而非无效规模

2.1 竞争格局：二线快递公司市场出清已接近尾声

- 17年以来历时三年，二线快递公司基本实现出清，一线快递公司差距尚未明显拉开。
- 2017年以前，行业保持高速增长，属于快递基础能力和网络构建的第一阶段；
- 2017-2019年，行业进入二线快递加速出清的第二阶段。特征包括：（1）业务量增速回落到25%左右的区间；（2）一线快递公司均保持远高于行业平均的增速增长，竞争优势明显；（3）二线快递陆续退出、出清，行业CR6占比快速提升。其中，2019年是二线快递公司关停高潮时期。

图13：2013-2019年快递行业市占率变化

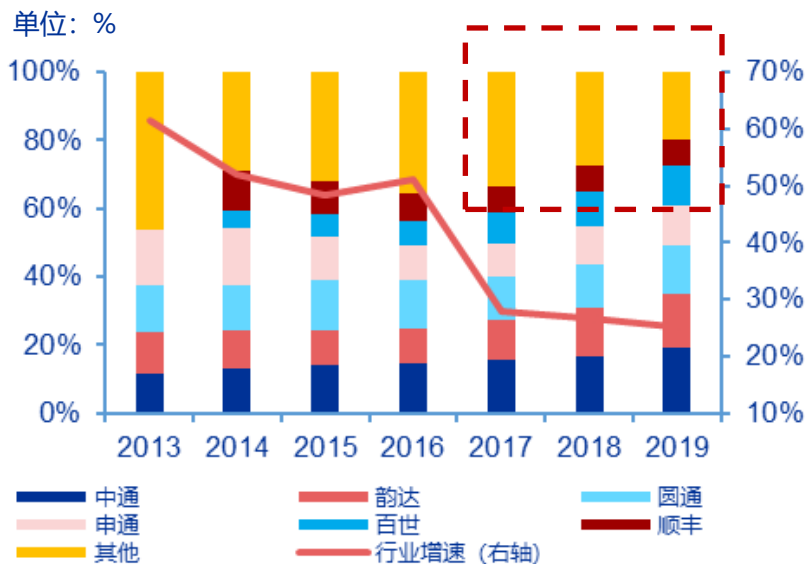
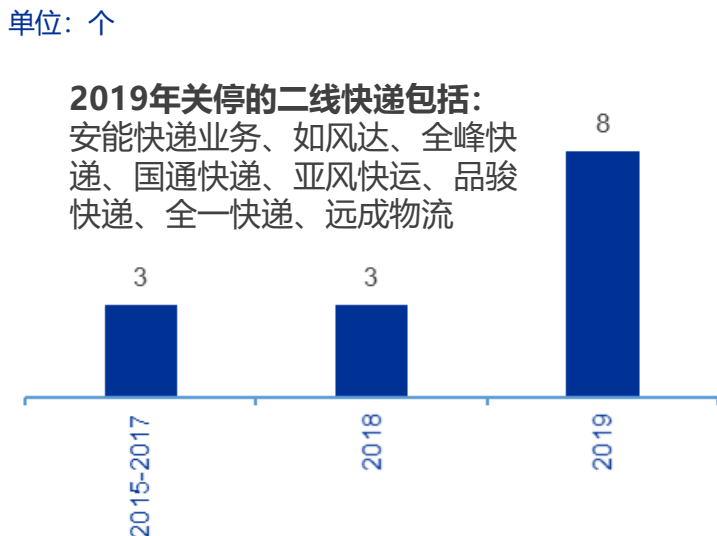


图14：二线快递公司退出数量（不完全统计）



2.2竞争格局：价格和服务质量是实现出清的重要手段

- 价格和服务质量成为两道核心护城河，不断强化一线快递的竞争优势，实现市场出清。
- 快递行业高标准化服务的特征规模效应显著，使得一线快递公司通过扩大规模—分拨干线投入—降低单票成本—提升服务质量—再度扩大规模，保持领先的手段，迅速积累优势，抢夺市场份额，最终实现二线快递公司的出清。

图15：2015年以来快递有效申诉率变化情况

单位：件/百万件

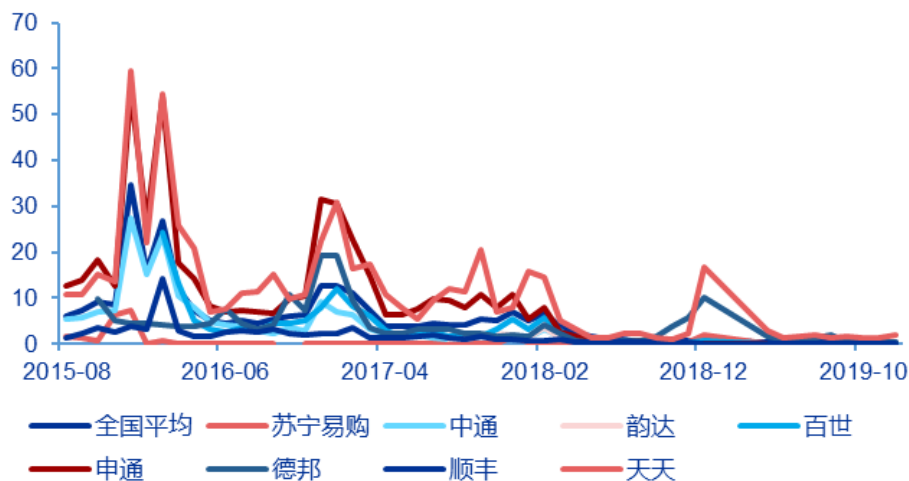
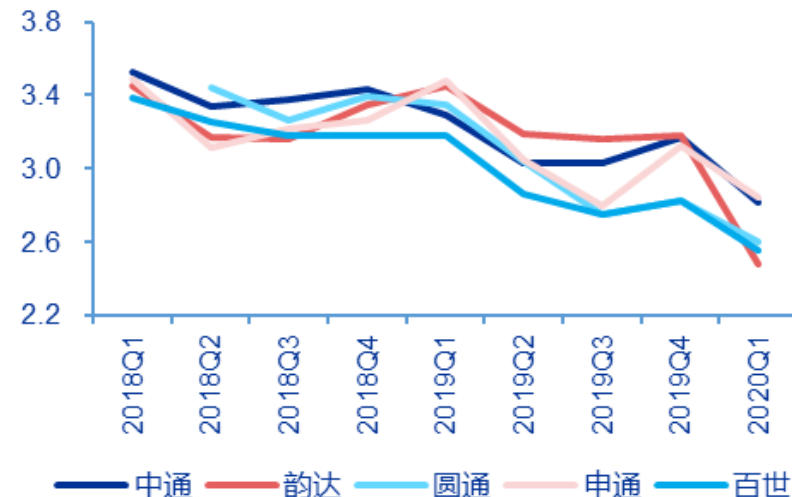


图16：一线快递公司单票收入（派费还原后）

单位：元/票



2.3竞争格局：行业迎来一线快递加速竞争的新阶段

■ 行业迎来第三阶段：一线快递公司巨头竞争出清，行业从CR6向CR2/CR3过渡。

■ 一线快递之间激烈竞争格局将必然出现。核心逻辑在于：

(1) 一线快递持续攀升的资本开支，导致行业产能持续过剩；(2) 头部快递公司维持自身竞争优势的必然选择；(3) 高标准化和强规模效应的行业属性决定，寡头垄断竞争格局是必然结局。

——因此，一线巨头之间“量”的争夺将不可避免，行业已经迈入第三竞争阶段。

图17：通达系快递公司资本开支情况

单位：亿元

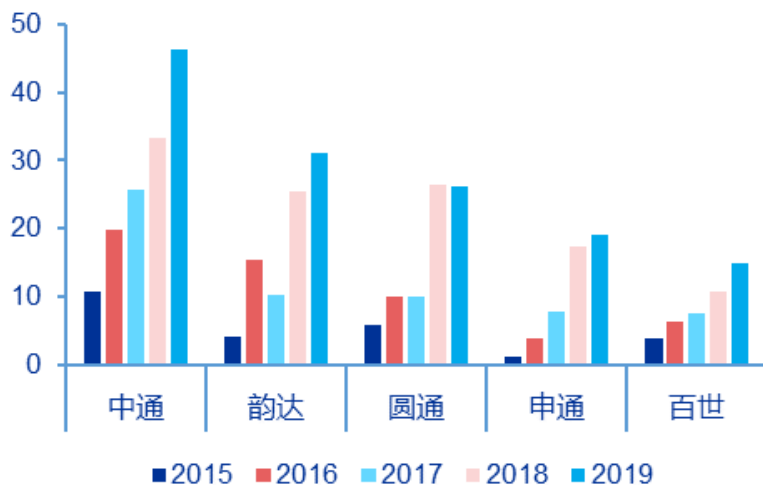
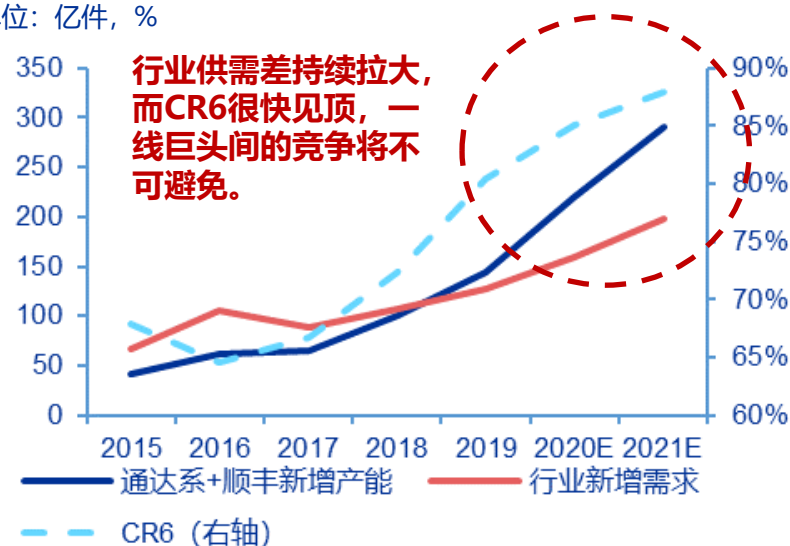


图18：通达系+顺丰新增产能和行业新增需求对比

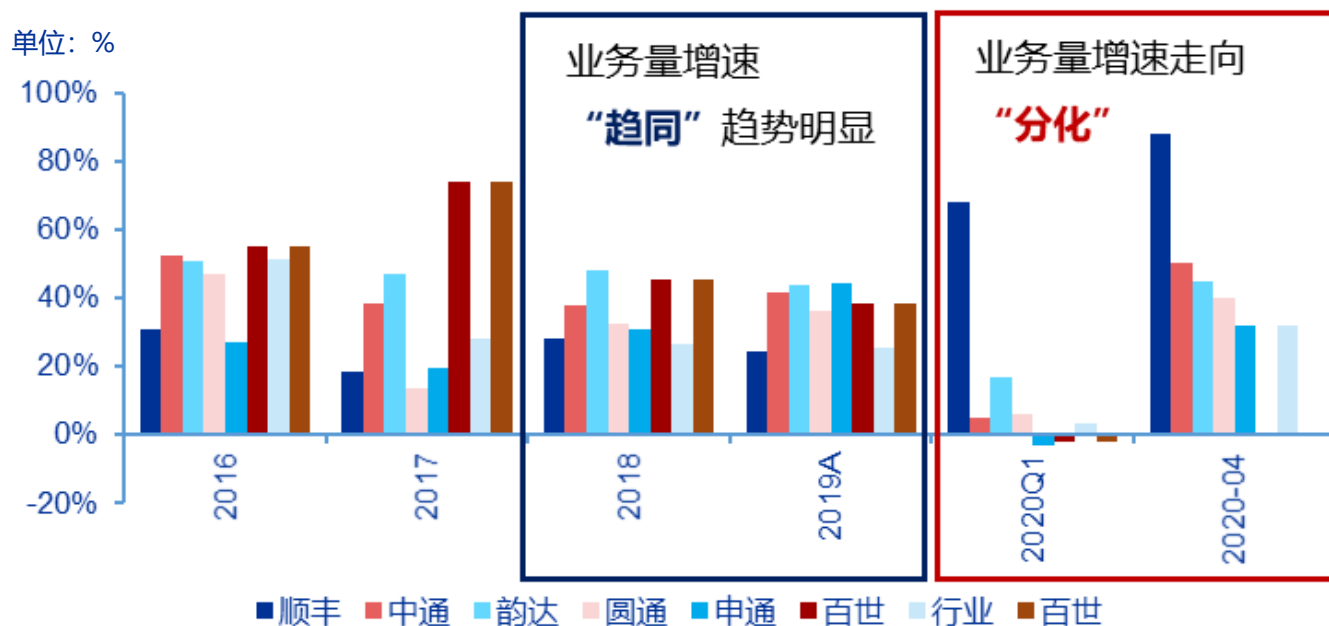
单位：亿件，%



2.4新阶段展望：增速分化是预兆，竞争升级是趋势

- **增速分化是预兆：增速分化预示以“量”为核心的第三阶段竞争已全面开始。**
- **规模效应较强背景下，竞争的核心依然是“量”。**预计未来，巨头仍将围绕业务量展开争夺，逐步集聚市场份额，打造规模优势。
- **预计未来几年巨头围绕业务量不断争夺，最终业务量、收入增速/规模的分化加剧，实现市场格局的逐步清晰。**

图19：一线快递巨头业务量同比增速变化



2.4新阶段展望：增速分化是预兆，竞争升级是趋势

- **竞争升级是趋势：**新阶段行业竞争将更为激烈，价格战规模和持续时长均会增加；“增量不增利”、甚至“增量不增收”或将成为常态。
- 一线快递公司均实现上市，且相互之间服务质量和成本差距较小；因此实现市场格局根本性改变所面临的价格竞争必然更为激烈。
- 行业服务同质化背景下，第三阶段竞争短期内削弱快递行业整体的议价能力，单票成本和费用优化部分“超额让渡”给前端商流，表现为单票扣非净利润持续下滑。从中长期看，行业集中度提升或利好行业格局和议价能力的改善。

图20：通达系快递公司单票扣非净利润持续下滑

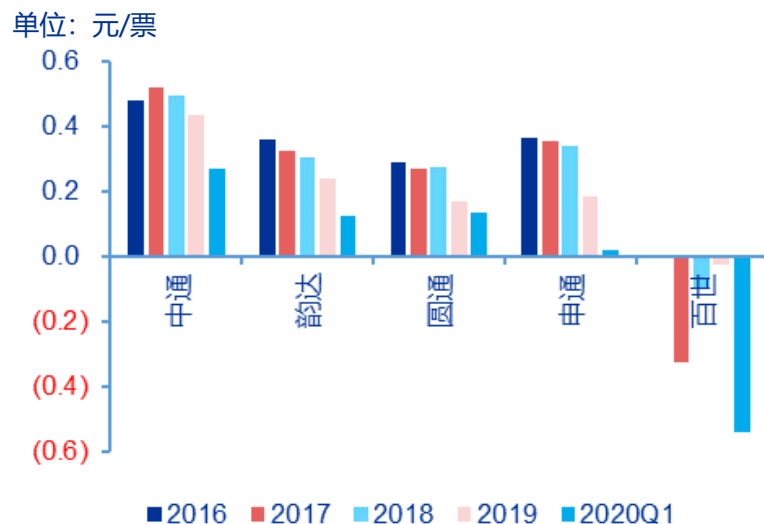
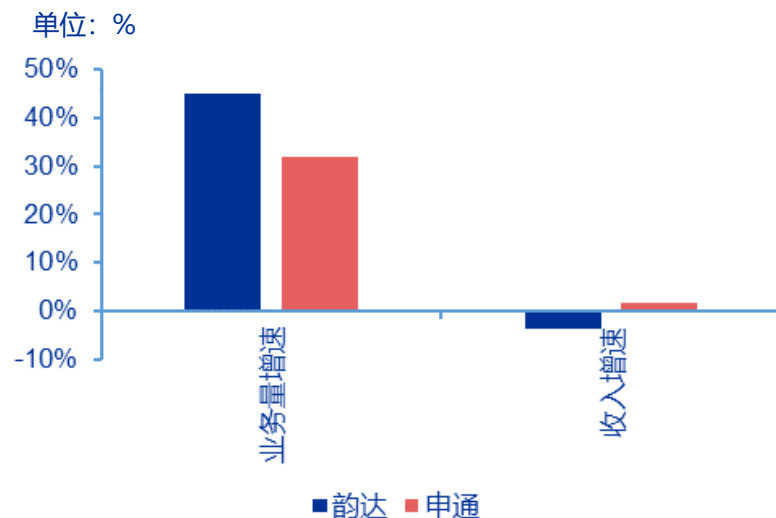


图21：2020年4月韵达、申通出现“增量不增收”



2.5新进入者频现，行业格局或有“新变数”

- 快递行业分层日渐清晰，板块相互渗透和新进入者加剧竞争程度，也为行业格局变化带来新的变量。高端电商件与主流电商件两个领域市场竞争进入白热化阶段。



2.5新进入者频现，行业格局或有“新变数”

- 新进入者极兔和众邮快递具备一定的资源背景和实力，均基本实现迅速起网。但是也面临一定问题和挑战，叠加快递行业壁垒已经较高，短期内仍无法动摇行业格局

表1：极兔、众邮最新情况介绍和优劣势分析

公司名称	基本情况/最新进展	核心优势/资源	核心问题/挑战
	• 东南亚快递巨头，东南亚日均票件量达到300万，占据东南亚近20%市场份额 • 不到6个月时间，已经接入除阿里系以外的16家合作伙伴，包括拼多多、当当、苏宁易购、蘑菇街、抖音、快手等 • 目前极兔的区县覆盖率为98%，乡镇覆盖率为90%，已经快速完成了初步组网	1、成熟的快递运营经验，包括自营+加盟混合经验 2、OPPO网点和渠道的人员、资金、场地支持。前期快速起网起到重要帮助作用 3、据悉，知名基金拟战略入股，首轮融资资金或可以到位	1、淘系缺席背景下，价值业务量的来源 2、市场高壁垒和激烈竞争环境下，资金需求庞大，来源仍不明确 3、分拨中心、网点资源短期提升困难，布局选址等面临压力
	• 广东开始组网，广东省内参与首轮起网的加盟商大概有160余个，分布在全省各地，这些加盟商大部分有着快递运营经验 • 目前拥有分拨中心等场地180余个，干线1500余条，车辆4700余辆，三方协作网点10000家，实现全国99%的四级地址覆盖	1、背靠京东资金、物流和商流业务资源、品牌形象支持	1、关键取决于京东自身商流的拓展；自身商流不足背景下，切入淘系和拼多多难度仍较大 2、市场高壁垒和激烈竞争环境下，资金需求庞大，来源仍不明确 3、无加盟快递运营经验，管理难度较大

主要内容

1. 需求侧：行业高韧性增长有望持续
2. 供给侧：巨头竞争新阶段拉开帷幕
3. 加盟快递：关注业务量而非短期利润
4. 直营快递：聚焦利润而非无效规模

3.1 短期不看利润，业务量为首要观察指标

- 行业竞争激烈程度升级背景下，牺牲短期利润增长以加速业务规模扩张，从而巩固并提升领先优势（即“以量为先”）成为龙头公司核心战略。
- 我们认为，市场完成第三轮出清后，龙头公司议价能力提升才能带动利润快速增长；当前行业格局未定，价格竞争激烈导致龙头公司利润难以明显增长；因此，短期利润不应作为当前判断公司价值的核心指标。而业务量的规模和增速在现阶段直接影响网络的成本效率，进而影响市场最终的格局；从解释力和观察频次角度，业务量更能体现公司价值变动，因此应作为首要观察指标。
- 具体来看，近年来快递公司PE（TTM）的波动较大，而且原因复杂，很难清晰表现公司实际的估值水平及变化原因；但是【P/票件量】和【P/票件量/票件量增速】指标更稳定且解释力更强。（如2018年下半年韵达股价抬升，原因在于其业务量增速明显高于竞对，从PE看似估值偏高；但其实从另外两个指标看，是业务量和业务量增速提升带动的估值合理上调。）

图22：上市快递公司PE（TTM）变化

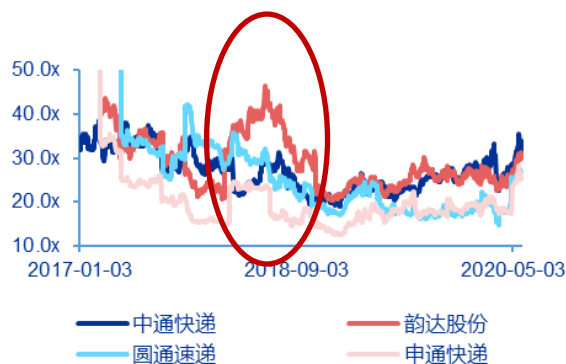


图23：上市快递公司P/票件量变化



图24：上市快递公司P/票件量/票件量增速变化



3.2业务量背后：降成本筑壁垒是目的，关注降本空间和驱动变化

- 只有促进单票成本持续下行的业务规模拓展才对龙头公司强化竞争能力有帮助，因此需密切关注单票成本下降情况，以判断龙头公司壁垒是否实质性提升。
- 近年来头部快递公司（以韵达为例）随着业务规模提升，单票成本明显下降，但是下降边际减缓，说明现有资源投入规模和成本的自然边界（即现阶段单票变动成本）即将到达。尽管单票成本降幅下降，但是由于票件规模扩大，细微的单票成本优化所带来的利润影响依然巨大。
- 我们认为，现阶段龙头通过固定成本摊薄驱动的成本节约在运输端仍有一定优化空间，但也即将完全释放；而“新一轮自动化水平提升”和“变动成本的精细化管理”将成为降本关键。

图25：韵达单票成本结构与业务量变化关系

单位：元/票，亿票

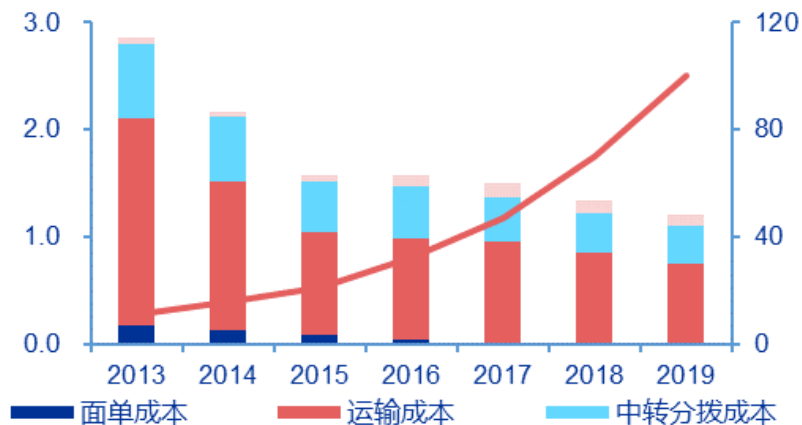
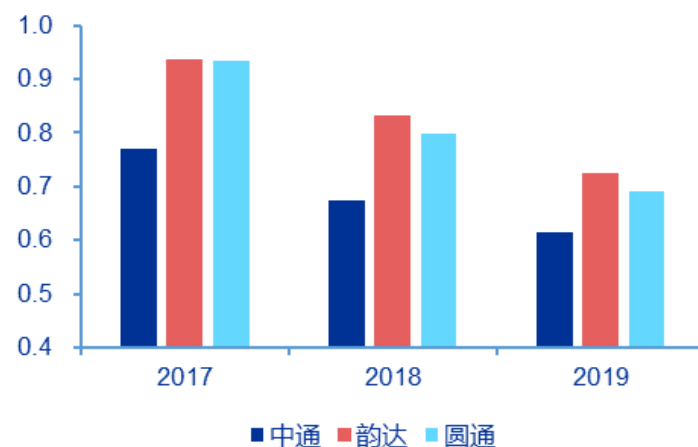


图26：中通/韵达/圆通单票运输成本比较

单位：元/票



3.3业务量背后：资本开支是发动机，关注持续资本开支能力

- 持续有效的资本开支支持业务规模持续提升，我们认为潜在资本开支能力将决定公司在激烈竞争环境下，持续扩张并最终胜出的可能性。
- 潜在资本开支能力包括**当前现金储备**（公司的现金、交易性金融资产），**潜在融资能力**（资产负债率等），**主营业务的经营性现金净流入**三个方面。
- 横向对比来看，**中通领先优势明显；韵达和圆通其次；申通百世则相对较弱**。鉴于当前各快递公司“以量为先”的竞争思路以及其市场份额提升空间仍然巨大，我们预计未来公司资本开支仍会不断上升，无法跟上资本开支节奏的公司大概率会掉队。

图27：公司现金及交易性金融资产总和、资产负债率

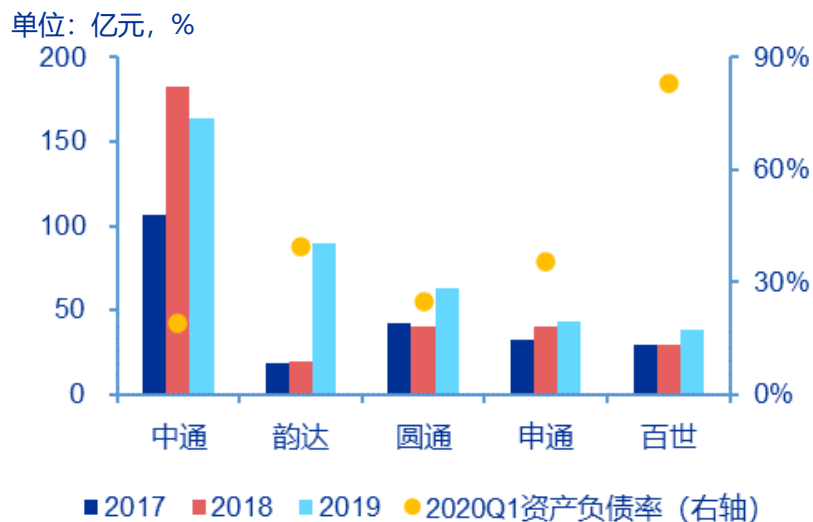
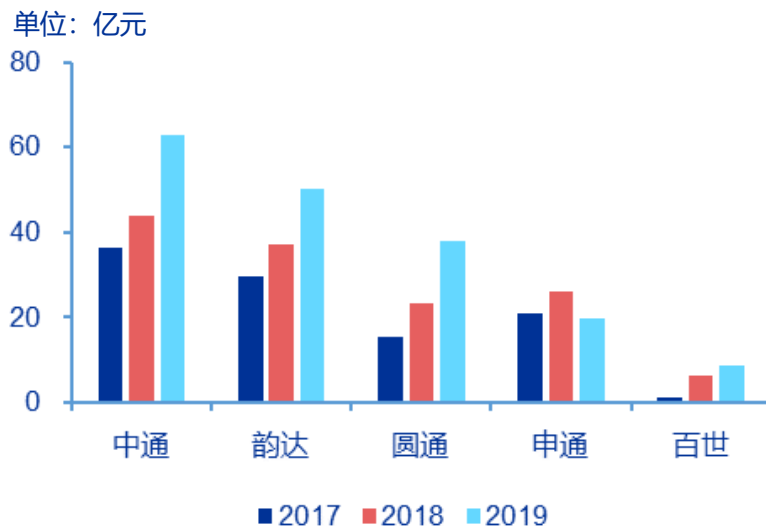


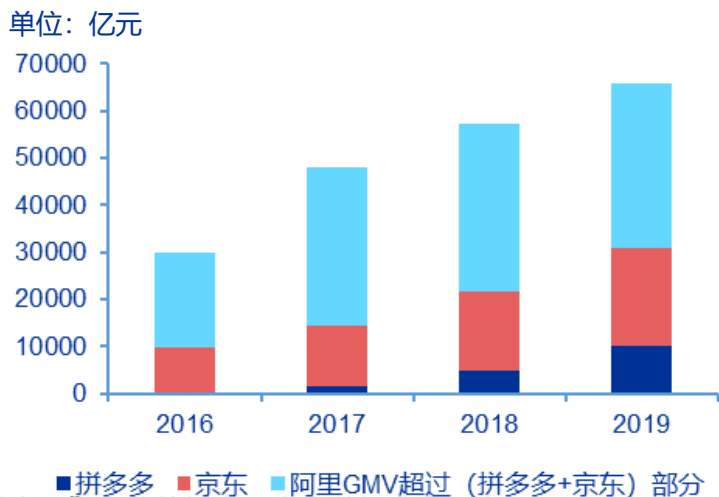
图28：上市快递公司经营性现金流净额



3.4未知变量：阿里战略思路或有转变，加强行业控制力是趋势

- 商流层面激烈竞争使阿里更倾向加强快递行业控制力，导致行业格局不确定性增加。
- 商流端竞争加剧，拼多多和京东GMV增速持续超预期，合计占比逐步接近阿里，威胁其垄断地位。
- 物流布局态度转变：从防御性“赋能”到进攻性“收编”。我们认为，商流竞争加剧背景下，快递作为电商核心履约体系，阿里加强管控是战略需要和未来方向。近期入股扶持申通、收编韵达，输血百世等说明布局态度有所转变，未来不排除继续提升持股比例的可能，对行业影响深远。
- 行业影响判断：短期将减缓行业出清，一定程度提升末位快递公司竞争能力；以目前的支持力度和必要性，长期仍难以改变行业集中度提升的客观规律和现有龙头公司的竞争优势。

图29：京东和拼多多占阿里GMV比重逐步提升



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

图30：阿里对通达系持股情况及近期动态



主要内容

1. 需求侧：行业高韧性增长有望持续
2. 供给侧：巨头竞争新阶段拉开帷幕
3. 加盟快递：关注业务量而非短期利润
4. 直营快递：聚焦利润而非无效规模

4.1 聚焦利润增量空间，无利润业务谨慎估值

- 直营快递市场格局基本确定，且成本较为刚性，利润及其增量空间为估值判断的第一指标。当前顺丰、德邦开展新业务所带来的的利润增量仍不明显。
- 顺丰、德邦等直营快递公司均通过新业务来拓展业务规模，寻求二次增长；
- 目前在业务量和收入端初具成效。但是利润贡献增不明显，未来增长空间仍不确定。

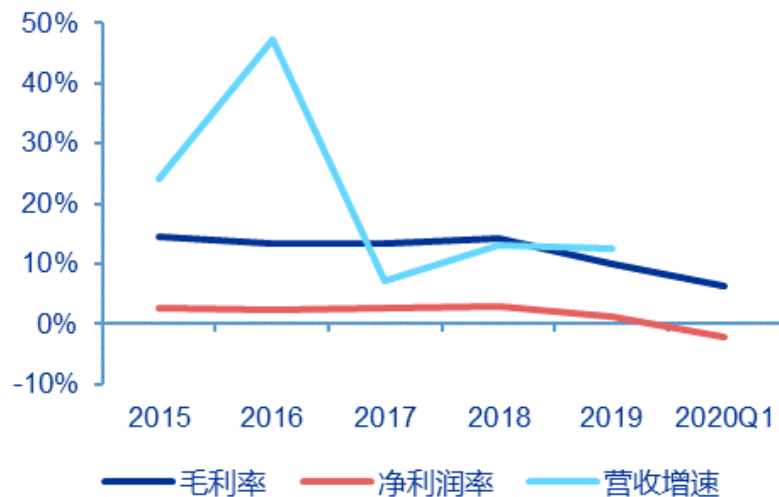
图31：顺丰单票扣非净利润和收入增速变动

单位：元/票，%



图32：德邦收入增速、毛利率及净利润率变化

单位：%



4.2 顺丰：传统时效件格局稳定，增速放缓明显

- **传统时效件：与宏观经济环境高度相关，收入增速放缓趋势明显，已触碰行业天花板**
- 传统时效件业务核心客户为头部B端公司的公文、合同等强时效性寄递需求。随着时效件市场格局稳定（CR2超过80%），顺丰龙头地位已经稳固。
- 但未来时效件增速将随着宏观经济增速而逐步放缓，进入年增长5%-8%的平稳阶段，行业天花板明显。

图33：2019年4月以前顺丰月度业务量增速与PMI高度相关

单位：%，亿件

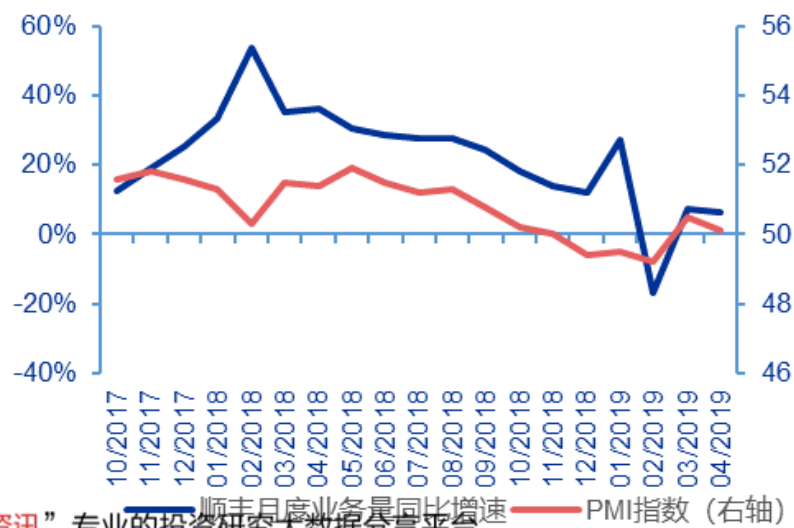
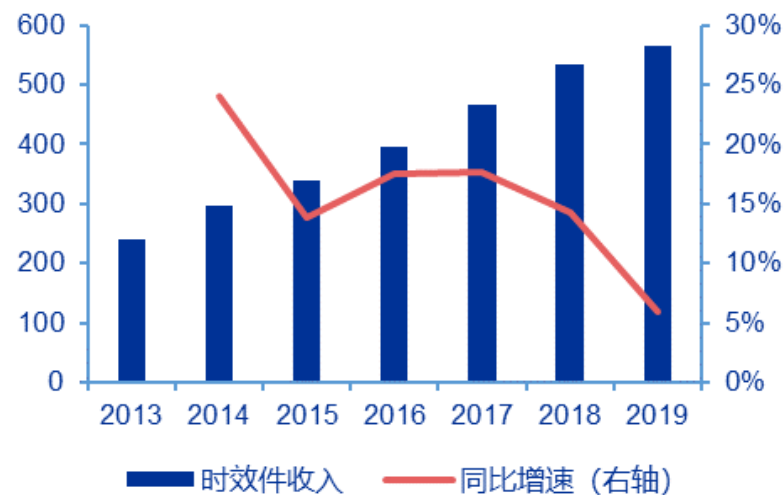


图34：顺丰传统时效件业务收入增速放缓

单位：亿元，%



4.2 顺丰：短期关注电商特惠件、中长期看供应链

- **电商特惠件：19年下半年大规模进入高端电商件市场，行业空间仍较大支撑公司业务量与高速增长，但激烈竞争背景下，利润空间相对有限。**
- **规模：**顺丰切入电商特惠件后，业务量保持超高速增长，2020年Q1同比增长75%。根据我们测算，该2020-2022年行业规模约为100-150亿件，对比当前规模，顺丰未来三年仍有较大增长空间。
- **利润：**我们认为，**低单票收入（5-8元）与激烈市场竞争**使得电商件2022年净利润率预计能达到1%-3%，依据当前收入规模预测（2022年市占率达28%），**对利润增量能达到2.5-7.6亿元之间。**

表2：顺丰电商特惠件估算表

	单位	2019	2020E	2021E	2022E
行业规模	亿件	635	794	976	1172
yoy(%)	%	25%	25%	23%	20%
电商件规模	亿件	527	675	849	1031
电商件占比	%	83%	85%	87%	88%
高端电商件规模	亿件	105	121	138	155
高端电商件占比	%	20%	18%	16%	15%
yoy(%)	%		15.2%	13.3%	12.4%
顺丰业务量	亿件	14.6	24.1	33.7	43.8
yoy(%)	%	80%	65%	40%	30%
顺丰高端电商件中市占率	%	14%	20%	25%	28%
单票收入	元/件	6.5	6.2	6.0	5.8
顺丰电商件总收入	亿元	94.9	149.4	202.4	254.3

资料来源：公司公告、申万宏源研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

图35：顺丰电商特惠件对净利润的影响区间测算

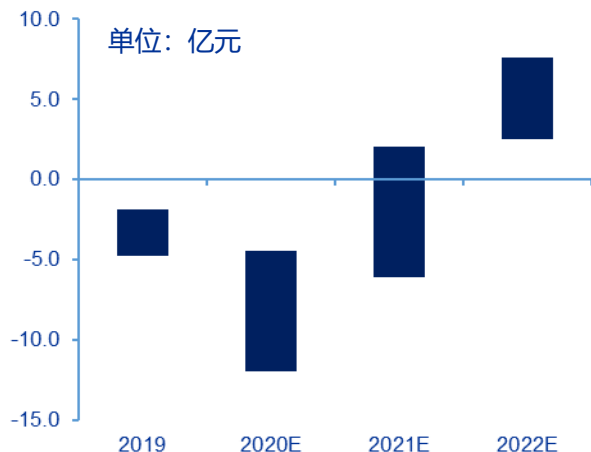


表3：顺丰电商特惠件利润率假设表

核心假设	2019	2020E	2021E	2022E
净利润率下限	-5%	-5%	-3%	1%
净利润率上限	-2%	-3%	1%	3%

资料来源：申万宏源研究

4.2 顺丰：短期关注电商特惠件、中长期看供应链

- **其他新业务：快运、冷链、同城短期难出利润，中长期利润增长依赖供应链业务**
- **快运业务：**顺丰快运模式主要市场聚焦高端小票零担，高端市场空间有限且面临同样直营的德邦竞争；我们认为快运仍然会以规模扩张作为核心目标，利润层面大概率仅保持零或负贡献。
- **冷运及医药：医药领域，**通过与医院/药店/互联网医药平台合作拓展冷运业务；**食品生鲜领域，**持续开展农产品直发等。**考虑到冷链行业当前市场特征和属性，短期规模盈利难度较高。**
- **同城即时配送：**当前仅处于产品试验阶段，行业竞争激烈且尚不存在稳定的盈利模式。
- **供应链业务：**行业空间大，是物流行业中少数能保持较高净利润率的板块，顺丰三方综合物流公司叠加品牌效应优势明显，**但是2B业务规模拓展较慢，预计未来有望成为顺丰主要利润增长来源。**

表4：顺丰主要行业板块规模、增速、利润率估算

单位：亿元	行业规模	未来3年平均行业增速	行业平均净利润率	2019顺丰收入规模	2019顺丰收入增速	备注
时效件	1000-1200	8%-10%	6%-10%	565	5.9%	
经济件	800-1200	10%-15%	-5%-5%	269	32.0%	
快运（小票零担）	1500	10%-15%	-10%-3%	127	57.2%	
冷运及医药	3500	15%-25%	-5%-3%	51	32.5%	
同城即时配送	2000	20%-30%	-5%-1%	20	96.1%	
国际件	800	20%-30%	3%-6%	28	8.0%	
供应链	万亿	10%左右	6%-8%	49	1100.0%	去年DHL并表

4.3德邦：直营成本匹配的市场空间仍有限且竞争趋于激烈

- **有限市场空间叠加激烈竞争背景下，如何发挥直营网络优势，提升市占率同时发挥规模效应是实现盈利增长的关键。**
- 德邦大件快递主要由**家电物流**和**家居物流**两大板块构成。家电物流中，渠道商自建物流（京东、苏宁、国美安迅），品牌商自建物流（日日顺）是主要竞争方；**除渠道商之外市场为主要争夺空间**，据测算当前有效行业规模约225-300亿；未来上游大家电零售额下滑，叠加各渠道商集中度提升，大件快递行业增量空间相对有限。
- **家居及其他2B物流市场：市场空间更大，仅家居物流2019年达到4400亿，但行业属性和竞争情况使得利润空间受限。**主要面临（1）中低端业务为主，高端业务少；（2）专线物流价格竞争激烈；（3）产品非标，装载率提升难；（4）其他物流服务商切入等多方挑战，**利润空间仍不明确。**

图36：2019大家电渠道份额情况（零售额口径）

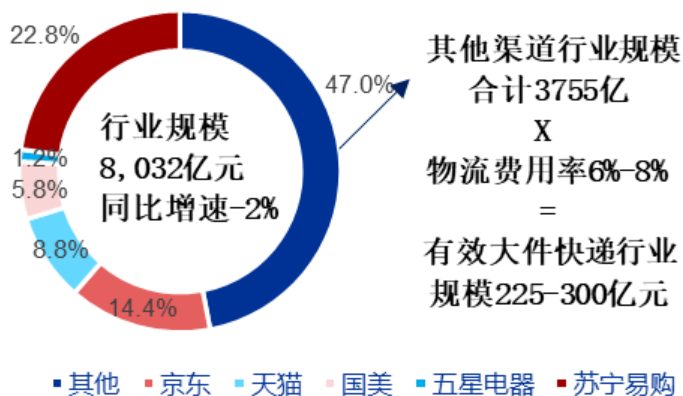
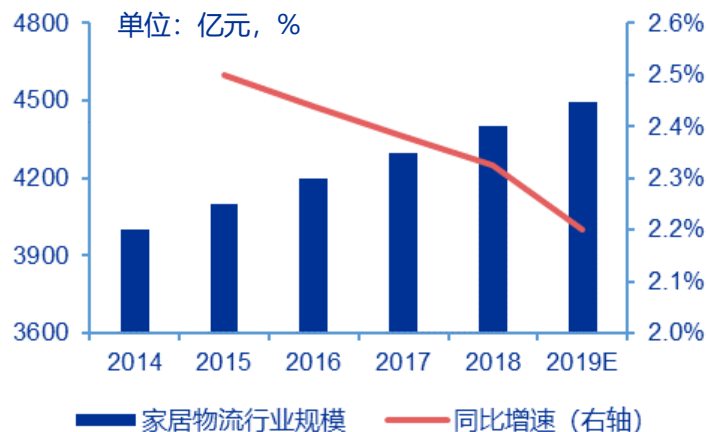


图37：家居物流行业规模及同比增速



4.3德邦：利润增长短期来自降本，关注与韵达合作落地情况

- **韵达牵手德邦，核心逻辑是激烈竞争市场下的“抱团取暖”，能“抱的多紧”很关键。**
- **(1) 收入端：优势互补，共同拓展业务规模。**双方结合自身网络特性共同拓展业务，但是激烈市场竞争背景下，合作的执行程度以及联合的产品竞争力仍面临较大不确定性。
- **(2) 成本端：网络线路优化，资源共享，提升整体效率。**成本端的核心逻辑在于资源整合提升利用率，主要分为干线运输、分拨中转和末端三个方面。这项合作可行性相对较高，网络整合程度决定成本优化空间。当前德邦运费+房租合计93亿元，如果通过整合线路和末端网点，节约3%-8%，则预计能增加3-7亿利润。
- **(3) 集中采购，降低采购成本。**双方集中采购各类装备和材料，包括IT设备、包装材料以及其他辅助设备等，实现规模化集采降本，降低采购成本，短期内可实施性最大。

图38：德邦韵达快运收入和运输成本

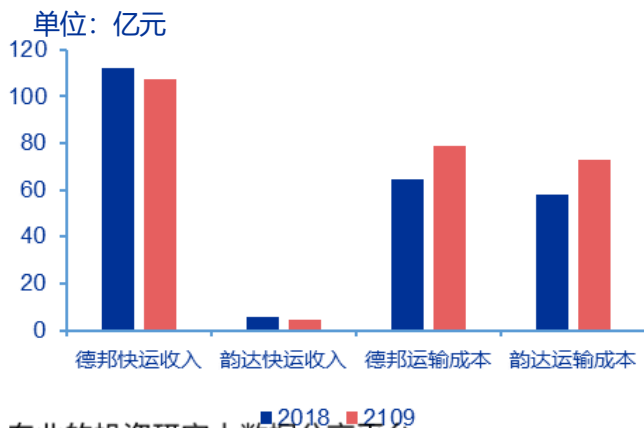
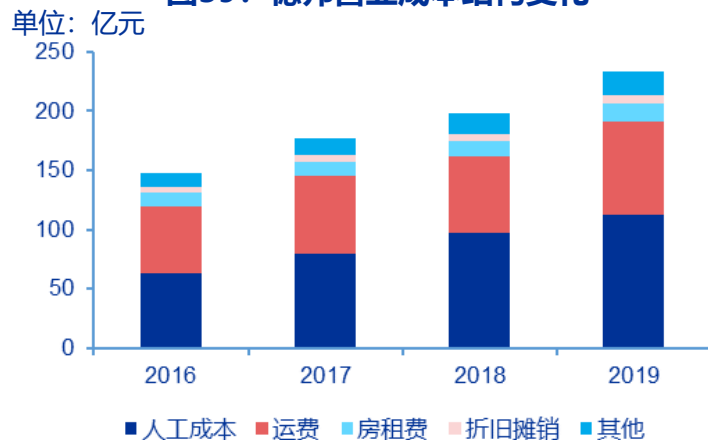


图39：德邦营业成本结构变化



- 疫情、宏观经济变化及电商需求不及预期
- 阿里、拼多多等对行业影响超预期
- 新进入者业务规模拓展速度超预期

表5：快递行业重点公司估值表

证券代码	证券简称	投资评级	2020/6/11		PB	申万预测归母净利润(亿元)					PE		
			收盘价(元)	总市值 (亿元)	2019A	2019A	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
002120	韵达股份	买入	28.77	839	6.1	26.5	24.3	28.9	31.0	35	29	27	
002352	顺丰控股	买入	52.98	2,339	5.5	58.0	60.7	69.7	80.2	39	34	29	
600233	圆通速递	买入	15.78	499	3.5	16.7	18.1	18.6	21.9	28	27	23	

资料来源：Wind、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	梁皓凯	0755-23832050	18188609757	lianghaokai@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)：	：股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	：股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	：股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

闫海
yanhai@swsresearch.com