

证券研究报告  
2020年6月24日

# 宿命与反抗：快递行业投资框架

分析师：许可 执业证书编号：S1220518090001  
联系人：周延宇、李跃森、李然

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。  
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

## 1. 快递行业的三个周期：竞争周期是核心矛盾

- (1) 快递企业的基本面受三个周期影响：需求周期、产能周期和竞争周期。
- (2) 其中需求周期决定短期机会，产能周期波动不明显，而竞争周期逐渐强化，是当下行业的核心矛盾。

## 2. 竞争周期：小格局看成本，大格局看商流

与美国快递行业不同，中国快递行业极大的依赖于电商需求，因而中国快递行业格局需划分为为两个层次的格局去观察。

- (1) 第一层次的格局是快递行业内部格局，遵循自然出清的原则，小格局看成本，成本看管理，中通建立绝对优势。
- (2) 第二层次的格局是电商行业格局，随着电商快递军团化作战格局正式形成，商流将成为决定中国快递行业格局的重要力量。

## 3. 投资建议：拥抱确定性和安全边际，到2025年市值尚有一倍空间

- (1) “看不清”业绩，不妨关注边际变化：应挑选边际改善明显，业绩确定性最强的企业，推荐具备 $\alpha$ 的圆通。
- (2) “看不清”格局，不妨把握安全边际：盈利不确定性上升，中期需警惕行业估值中枢下移的风险。
- (3) “看不清”未来，不妨守住企业价值：到2025年市值仍有一倍空间，偏离企业实际价值的波动正是长周期布局的良机，长期坚定看好中国快递行业的发展潜力和投资回报，推荐中通、韵达。

**风险提示：价格战加剧、行业景气度不及预期、上下游整合带来的并购风险、加盟商爆仓**

## 一、快递行业的三个周期

---

# 1.1 快递行业的三个周期：竞争周期、需求周期、产能周期

图表1：周期视角看快递

		中通	韵达	圆通	申通	百世		中通	韵达	圆通	申通	百世
<b>行业属性</b> ①利他性 物流行业通过降低成本创造价值，利润率无法持续提升  ②成长性 派生需求，市场空间巨大，能够持续增长  ③规模效应 小件规模效应极强，美日均已实现寡头垄断	<b>资产负债表</b>						<b>利润表</b>					
	固定资产(亿)	178.30	84.65	101.28	49.13	44.95	单票收入(元)	1.61	1.61	1.48	1.42	1.36
	有息负债(亿)	0	7.11	30.75	10.65	71.36	单票成本(元)	1.02	1.24	1.17	1.25	1.22
	财务费用(亿)	-5.85	0.09	0.52	-0.69	-0.16	单票中转成本(元)	0.37	0.39	0.39	0.50	0.46
	净资产(亿)	383.03	135.34	132.21	92.11	39.21	单票运输成本(元)	0.63	0.85	0.74	0.71	0.76
	<b>供给</b>						单票毛利(元)	0.59	0.37	0.31	0.17	0.14
	分拨中心数量	91	59	73	68	98	单票费用(元)	0.13	0.13	0.14	0.1	0.27
	土地所有权(亿)	25.09	20.25	29.09	9.2	-	所得税率	17.45%	24.57%	24.30%	22.61%	-
	房屋资产(亿)	55.94	10.58	42.9	15.35	-	单票净利(元)	0.44	0.24	0.2	0.18	-0.03
	自动化设备(亿)	37.79	36.39	15.31	14.31	25.72	净利润(亿)	52.92	24.14	17.93	13.43	-2.05
自有车辆(辆)	6450	-	1555	3650	-	<b>修正ROE</b>	26%	65%	26%	26%	-5.10%	
车辆资产(亿)	33.67	11	6.26	9.22	0.05	扣派净利率	22%	14%	8%	13%	-0.60%	
CAPEX(亿)	52.26	43.77	33.59	19.87	14.98	扣派扣现资产周转率	0.87	1.47	1.31	1.12	2.21	
11月日均业务量(亿票)		0.37	0.36	0.29		扣现权益乘数	1.33	3.10	2.51	1.76	3.85	
<b>需求</b>						<b>ROIC</b>	15.03%	20.08%	10.96%	14.41%	-1.12%	
<b>需求周期—以业务量形式呈现</b> (短周期的关键变量) 派生需求，波动取决于渗透率和消费增长，需求周期同时影响竞争周期和产能周期	业务量(亿票)	121.2	100.3	91.15	73.7	75.76	<b>现金流量表</b>					
	业务量增速	42.25%	43.59%	36.76%	44.17%	38.50%	加盟商网点数量(个)	4800	3728	4180	3525	5200
	年份	2015	2016	2017	2018	2019	自由现金流(亿)	10.80	6.59	4.40	-0.11	-6.45
	社零增速	10.68%	10.43%	10.21%	4.02%	8.05%	经营活动现金流(亿)	63.06	50.36	37.99	19.76	8.53
	实物网上零售额增速	31.60%	25.60%	28.00%	25.40%	19.50%	应收账款(亿)	6.76	6.89	11.96	8.63	12.29
	电商渗透率	10.77%	12.62%	14.96%	18.43%	20.71%	应付账款(亿)	14.75	42.94	34.92	24.18	33.9

**竞争周期—以价格形式呈现**  
 (长周期的关键变量)  
 受行业格局、供需关系影响，影响单票收入，波动较大，难以预测

**产能周期—以成本形式呈现**  
 (影响在逐渐增强)  
 资产越来越重、经营杠杆增加，随着需求增速放缓，产能周期会更加明显

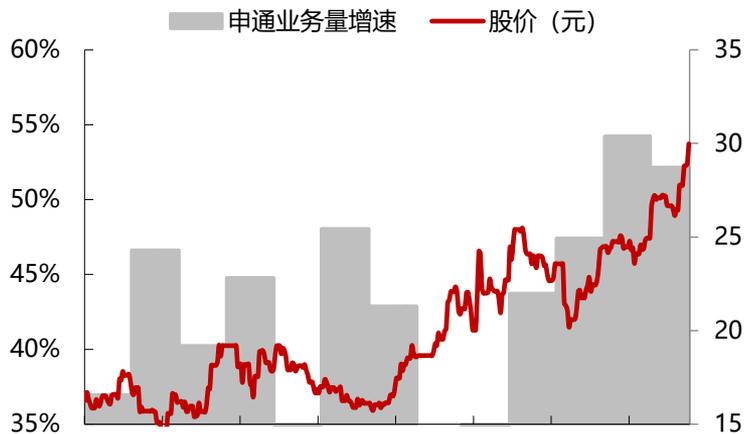
**商业模式—以加盟制呈现**  
 ①中转直营，网点加盟的模式使得快递行业资产结构更灵活。  
 ②加盟商具备“蓄水池”功能，是价格战一线“缓冲带”，快递总部因此现金流极佳、利润波动也可以保持相对稳定。

注：单票收入、成本、毛利为标准化数据

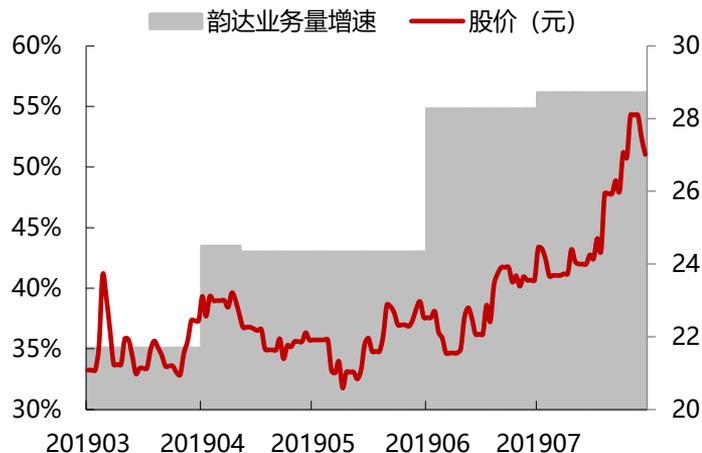
## 1.2需求周期：短周期的关键变量

- 需求周期持续向上是快递企业历年业绩高速增长的核心原因。自电商需求2008年爆发以来，行业景气度已维系超12年（业务量12年CAGR39%），而中通、韵达、圆通、申通作为行业景气度的直接受益者，2019年其扣非归母净利润较2014年分别提升13.97、5.68、2.06、2.28倍。
- 具备阿尔法的个股叠加向上的需求周期，带来极大地想象空间，而个股行情往往伴随着持续验证的高业务量增速启动。

图表2：复盘申通——业务量增速驱动股价上行



图表3：复盘韵达——业务量增速驱动股价上行



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

## 1.2需求周期：影响逐渐弱化

- 2019年开始，需求周期出现弱化信号。虽然2019行业依然维持高增长（yoy25%），但企业盈利首次分化，2019Q4行业旺季韵达、圆通、申通业绩首次同时负增长。

图表4：2019Q4通达百世利润出现重大分化

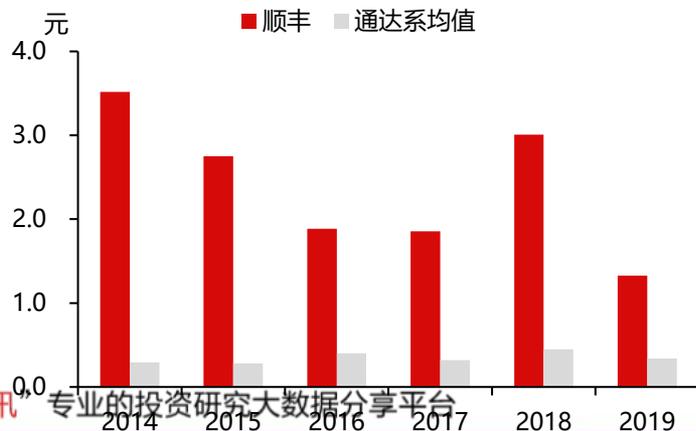
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4		
毛利润 (百万元)	中通	730.65	1,123.91	1,137.77	1,353.26	1,032.13	1,457.25	1,325.31	1,550.19	1,259.59	1,768.57	1,596.94	1,996.00	
	yoy					41.26%	29.66%	16.48%	14.55%	22.04%	21.36%	20.50%	28.76%	
	百世	-88.07	110.74	130.64	19.13	30.00	226.44	217.90	309.04	126.00	234.09	244.49	413.76	
	yoy						104.48%	66.79%	1515.72%	320.00%	3.38%	12.20%	33.89%	
	韵达	542.36	802.30	762.75	786.46	691.14	1,034.93	930.21	1,225.88	1,042.03	1,312.40	1,133.14	1,036.24	
	yoy					27.43%	29.00%	21.95%	55.87%	50.77%	26.81%	21.82%	-15.47%	
	圆通	408.91	636.51	616.13	683.27	657.45	923.58	858.71	1,191.24	780.49	940.47	975.84	1,042.60	
	yoy					60.78%	45.10%	39.37%	74.34%	18.71%	1.83%	13.64%	-12.48%	
	申通	474.16	629.97	575.53	655.84	513.90	757.14	708.06	783.83	660.92	699.24	517.32	542.87	
	yoy					8.38%	20.19%	23.03%	19.52%	28.61%	-7.65%	-26.94%	-30.74%	
	扣非净利润 (百万元)	中通	503.12	730.42	730.72	1,265.37	757.20	1,095.69	1,058.50	1,289.73	966.44	1,375.90	1,318.48	1,631.53
		yoy					50.50%	50.01%	44.86%	1.93%	27.63%	25.57%	24.56%	26.50%
百世		-422.75	-201.06	-467.39	-136.69	-339.60	-93.75	-51.20	-23.44	-231.06	-22.37	-3.482	51.48	
yoy														
韵达		269.12	446.46	421.57	402.57	362.01	569.35	478.64	725.01	499.85	687.21	598.09	628.73	
yoy						34.52%	27.52%	13.54%	80.10%	38.08%	20.70%	24.96%	-13.28%	
圆通		243.23	396.59	351.88	378.97	298.80	470.67	435.68	633.07	356.79	472.60	511.52	452.00	
yoy						22.84%	18.68%	23.81%	67.05%	19.41%	0.41%	17.41%	-28.60%	
申通		289.79	418.09	366.55	311.90	336.28	493.47	432.18	458.73	372.02	410.14	266.64	293.94	
yoy						16.04%	18.03%	17.90%	47.07%	10.63%	-16.89%	-38.30%	-35.92%	
快递业务量 (亿票)		中通	11.75	14.93	15.36	20.15	15.99	21.16	20.96	27.14	22.64	31.07	30.58	36.92
		yoy					36.09%	41.73%	36.47%	34.69%	41.59%	46.83%	45.90%	36.04%
	百世	5.71	9.17	10.11	12.70	9.50	12.80	13.71	18.68	13.41	19.07	18.91	24.38	
	yoy					66.46%	39.59%	35.68%	47.13%	41.04%	48.98%	37.92%	30.48%	
	韵达	8.10	11.57	12.16	15.13	12.61	17.34	17.68	22.22	17.84	25.50	25.99	30.70	
	yoy					55.68%	49.87%	45.40%	46.86%	41.48%	47.06%	47.00%	38.16%	
	圆通	9.82	12.78	12.34	16.49	11.86	16.24	16.30	22.21	16.57	21.45	23.49	29.64	
	yoy					20.77%	27.07%	32.09%	34.69%	39.71%	32.08%	44.11%	33.45%	
	申通	7.40	9.85	8.99	12.30	8.80	11.66	12.70	17.33	12.78	17.33	19.31	24.29	
	yoy					18.97%	18.40%	41.23%	40.89%	45.23%	48.63%	52.05%	40.16%	

注：圆通2019年存在商誉减值，其扣非归母净利润为方正交运团队还原测算结果；百世、中通扣非归母净利润为调整后净利润。

## 1.3 产能周期：周期波动不明显

- 加盟制的商业模式决定了中低端快递企业的产能周期波动并不明显。
- 一方面，历史上加盟制快递整体资产较轻，每年资本开支远低于直营制企业。
- 另一方面，快递行业维持高景气度，业务量的高速增长直接熨平了快递行业的产能周期。

图表5：单票资本开支-顺丰是通达系的4-10倍



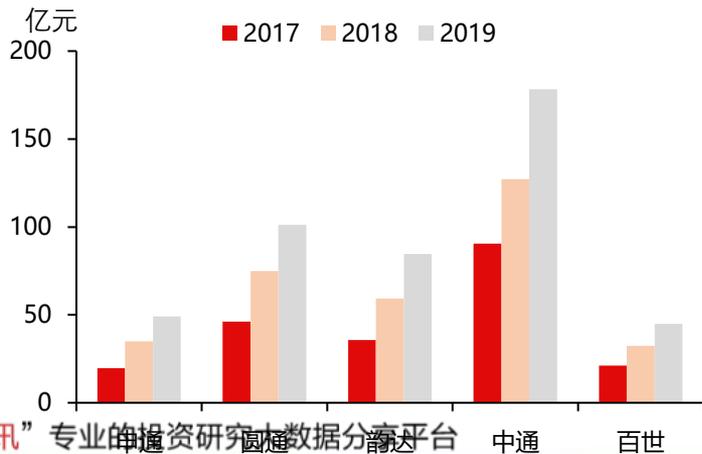
图表6：每年日均业务量与前一年Q4业务量接近



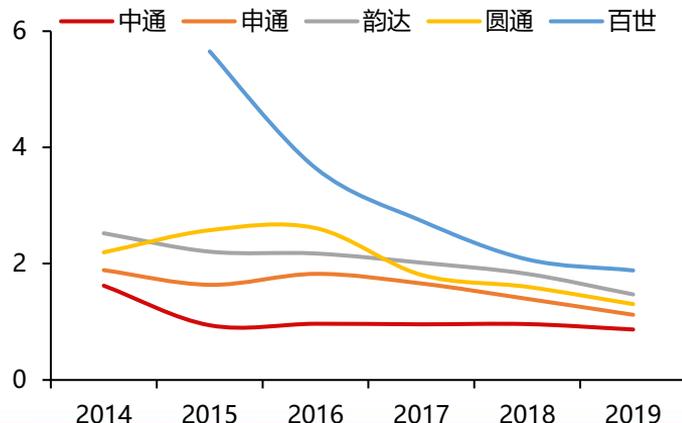
## 1.3 产能周期：经营杠杆增加，仍不是核心矛盾

- 随着加盟制快递企业资产逐渐加重，其经营杠杆逐渐增加：在行业高景气度时我们可能难以观察到产能周期对利润的影响，一旦景气度下行，快递企业所受冲击会更加明显。
- 但当下产能周期并不是影响快递企业基本面的核心矛盾：产能周期主要影响企业的单票成本，而快递行业单票成本的控制已经相对成熟，平均以每年10%的速度下降，短期内没有较大波动的可能。

图表7：近三年通达百世固定资产明显加重



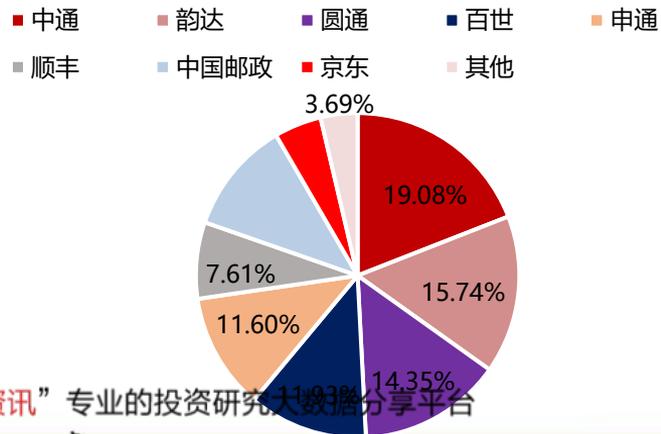
图表8：近三年通达百世扣派资产周转率仍在下行通道



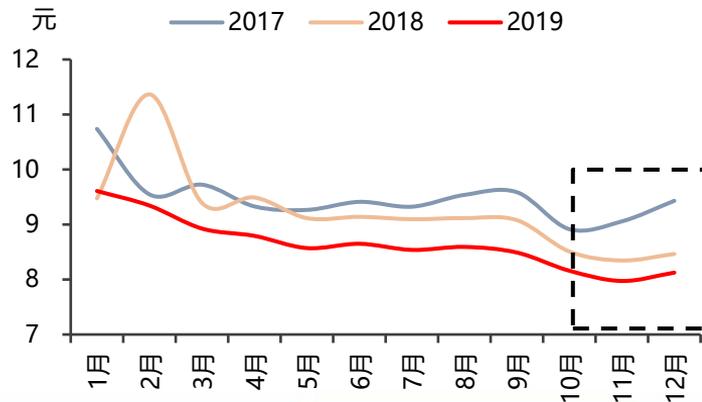
# 1.3竞争周期：持续强化，定价逐渐脱离成本由格局决定

- 过去5年，企业盈利能力并未出现明显下滑：虽然有关快递价格战的负面报道近五年来充斥在整个行业，但如果我们观察头部企业的盈利能力，价格战对快递巨头的冲击几乎都被成本消化掉了，成本决定了快递企业的盈利能力。
- 价格战下的稳盈利是有两方面原因共同决定的：最本质的原因是，在尾部企业尚未出清之前，优质供给具备稀缺性，头部企业在价格、服务、时效方面存在多重优势，行业表面上竞争激烈，但其实头部企业的优质供给是小于需求的（3年前双十一爆仓、快递运营压力大其实就是供需不平衡的体现），因此中通、韵达等巨头阶段性的拥有成本加成定价的能力。其次，加盟制这种特殊的经营模式能够将价格压力部分传导至加盟商，进一步缓解总部盈利。
- 而近期业绩分化的表象背后，是快递行业定价模式的变化：短期格局没有出清信号，产品定价逐渐脱离成本由行业格局决定。

图表9：2019年行业格局测算——通达百世的外部整合空间只有3.69%



图表10：快递行业单价——旺季价格翘尾效应已经消失



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

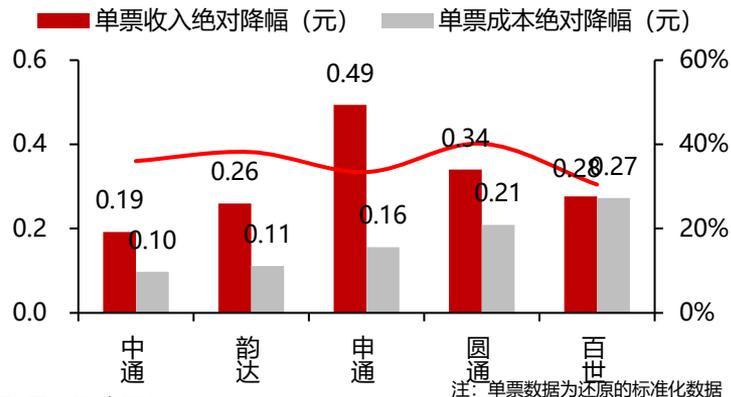
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

资料来源：公司公告，方正证券研究所

# 1.3 竞争周期：单票收入替代单票成本成为影响企业业绩的核心因素

- 快递企业单票成本的降幅基本可预期，定价模式变化后，企业单票收入的波动幅度变大，单票收入替代单票成本成为影响企业业绩的核心因素。
- 2019年，通达百世各家的成本降幅在0.1-0.27元的区间内，整体均符合预期，但收入绝对降幅更大（0.19-0.49元区间），单票收入的波动是导致企业业绩不及预期的最主要原因。

图表11：2019年单票收入影响超过单票成本



图表12：单票扣非净利润——通达百世扣非净利润出现不同程度下滑

公司	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
中通	0.47	0.52	0.51	0.48	0.43	0.44	0.43	0.44
yoy	10.59%	5.84%	6.15%	-24.33%	-9.86%	-14.48%	-14.62%	-7.01%
百世	-0.36	-0.07	-0.04	-0.01	-0.17	-0.01	0.00	0.02
yoy								
韵达	0.29	0.33	0.27	0.33	0.28	0.27	0.23	0.20
yoy	-13.59%	-14.91%	-21.91%	22.63%	-2.40%	-17.92%	-15.00%	-37.23%
圆通	0.25	0.29	0.27	0.29	0.22	0.22	0.22	0.15
yoy	1.71%	-6.61%	-6.27%	24.03%	-14.53%	-23.98%	-18.53%	-46.50%
申通	0.38	0.42	0.34	0.26	0.29	0.24	0.14	0.12
yoy	4.6%	-0.31%	-16.52%	4.39%	-23.83%	-44.08%	-59.42%	-54.28%

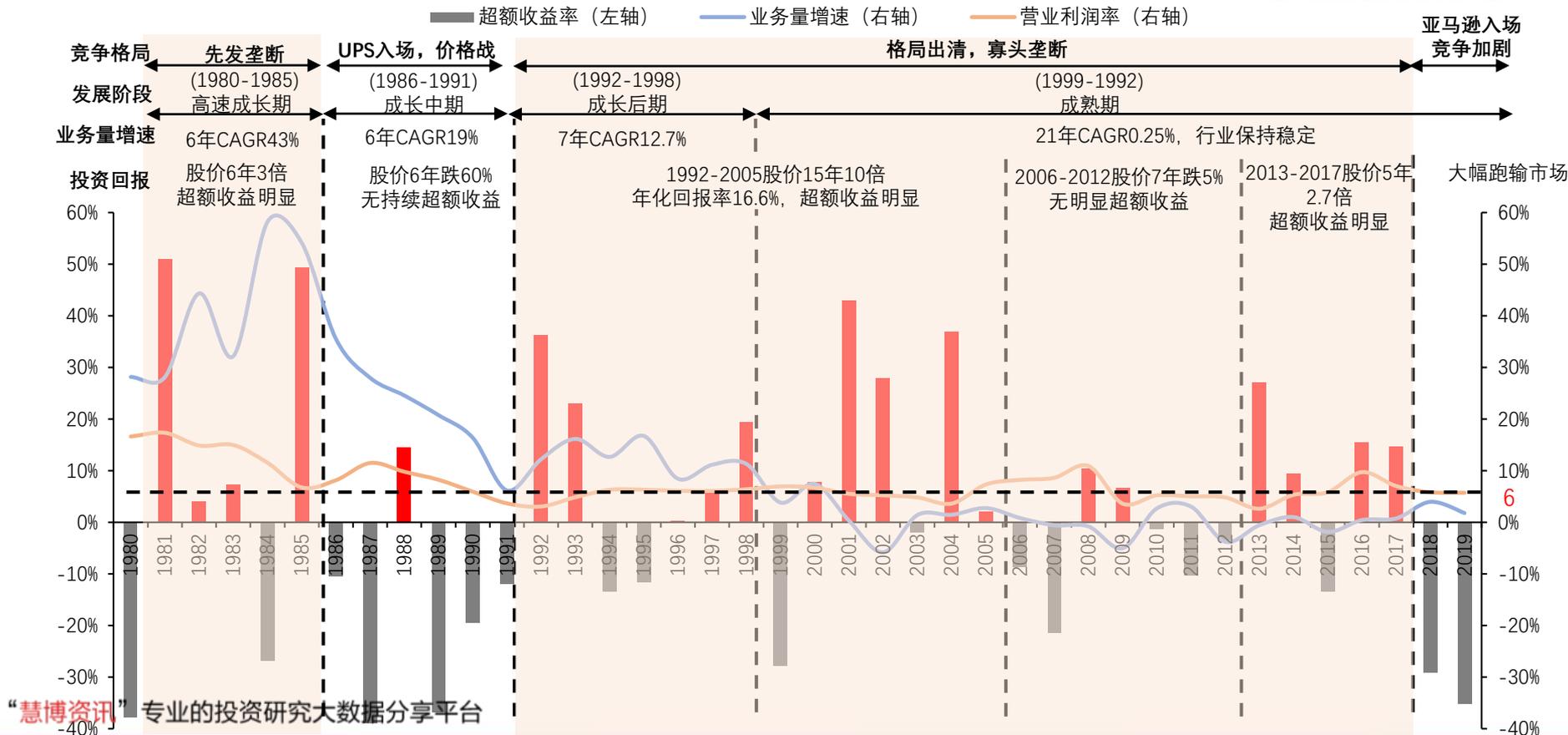
## 二、竞争周期：小格局看成本，大格局看商流

“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>

## 2.1 美国经验：格局是当前快递发展取得的超额收益的最核心要素

图表13: Fedex复盘——成长期中后期格局取代需求成为取得超额收益的最核心的因素



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击超收益率柱状图中, 红色表示正超额收益率, 灰色表示负超额收益率

资料来源：公司公告，方正证券研究所

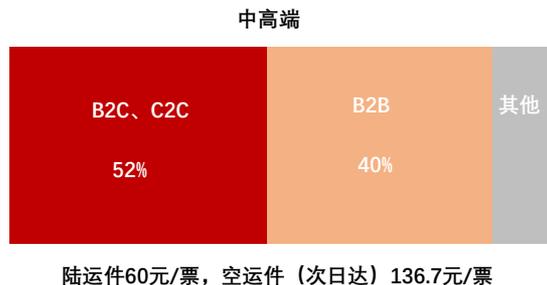
## 2.1美国经验：格局是当前快递发展取得的超额收益的最核心要素

- 复盘Fedex50年发展历史，格局是投资Fedex取得超额收益的最核心要素。
  
- 持续取得超额收益的三个阶段：
  - (1) 1981-1985年：先发垄断格局，高速成长期，股价6年3倍
  - (2) 1992-2005年：自然出清寡头垄断，成长后期，Ground业务带来利润增量，股价15年10倍
  - (3) 2013-2017年：寡头垄断，在快运业务价格战中胜出，盈利能力提升，股价5年2.7倍
  
- 投资回报率最低的三个阶段：
  - (1) 1986-1991：格局恶化，成长中期新竞争者入场
  - (2) 2006-2012：寡头垄断，油价持续大幅上涨，快运业务价格战激烈导致快运业务持续亏损
  - (3) 2018-2019：收购荷兰TNT、中美贸易战、亚马逊自建物流冲击
  
- 格局是决定企业竞争周期的核心要素，目前我国快递行业格局发展到了哪个阶段？该如何判断？

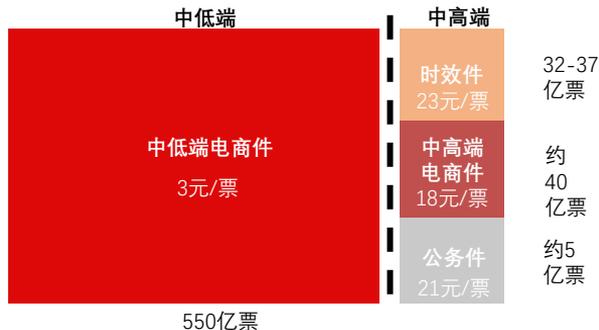
## 2.1两个视角看中国快递企业格局

- 美国快递需求以B2B为主，B2C为辅，快递上游集中度较低，企业自然竞争实现出清。中国快递行业需求以中低端电商快递为主，上游电商集中度较高，因此中国快递行业的发展必须考虑两个层次的格局变化。
- 第一个层次的格局为快递行业内部的格局衍化，遵循市场竞争的原则，企业核心竞争力由成本主导。
- 第二个层次的格局为电商行业格局，电商与物流是“上半身”与“下半身”的关系，“下半身”怎么走还要依赖于“上半身”的引导。上游电商市值规模大，战略布局广，资本实力雄厚，在同质化竞争的快递行业，有可能成为压倒骆驼的最后一根稻草。

图表14：美国快递市场——B端客户为主

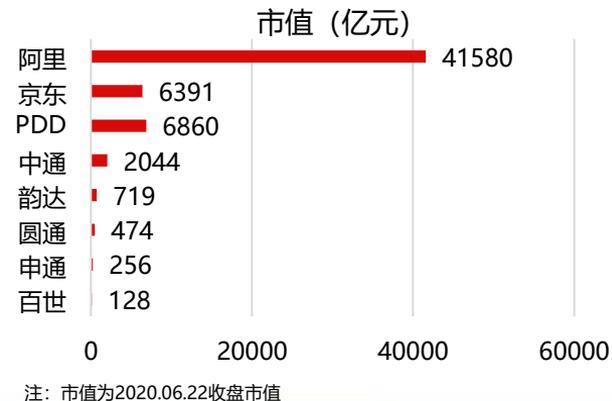


图表15：中国快递市场——中低端为核心



注：市占率按照2019年业务量数据测算

图表16：上下游——快递市值远低于上游企业



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

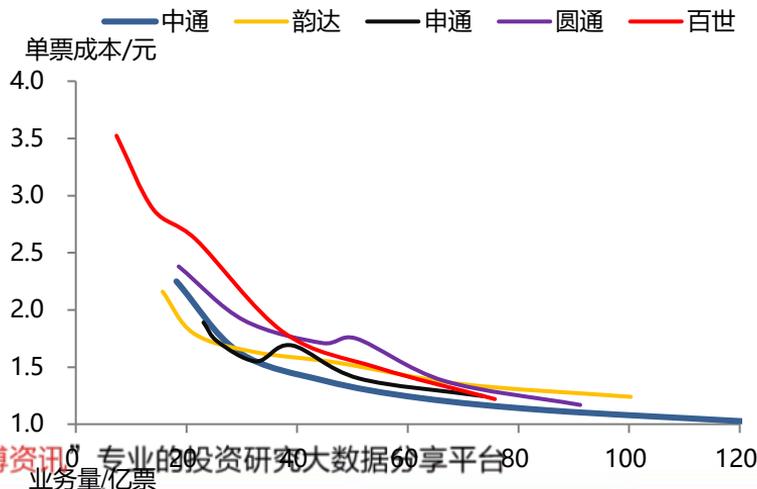
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

资料来源：公司公告，Wind，方正证券研究所

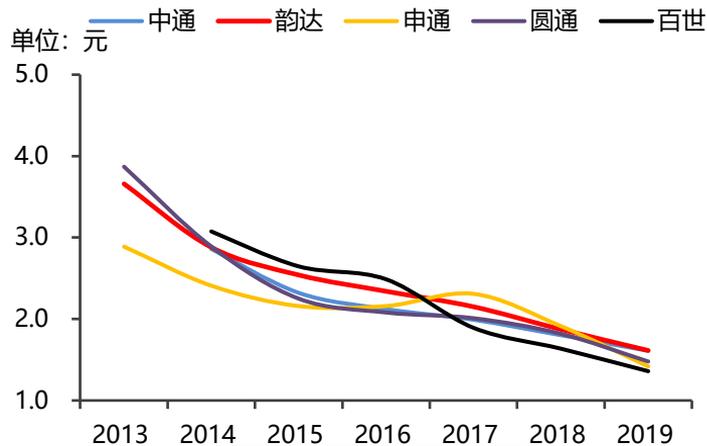
## 2.2小格局看成本：价格战的本质是成本战，中通领先优势明显

- 价格战的本质是成本战。但快递行业追求的低成本并非是无视时效、服务的低成本，而是低成本下绝对的性价比，这也就意味着：
  - ① 相同的规模下，成本更低的企业效率更高，竞争力更强。
  - ② 相同的成本下，时效服务更好的企业议价能力更强，单票收入更多，受价格战冲击越小。
- 综合单票收入成本考虑来看，中通领先优势明显（单票收入最高，单票成本最低），其次是韵达（单票收入最高，单票成本中等）和圆通（单票收入中等，单票成本次低），申通（单票收入次低，单票成本中等）和百世（单票收入最低，单票成本较低）。

图表17：相同的业务量规模下，中通成本最低



图表18：单票收入——分化仍在持续



## 2.2.1 竞争：快递行业重资产，更重管理

- **快递行业重资产，更重管理：**虽然投资降成本已经成为行业共识，但相同的投资在不同的激励模式和管理体系下，降本效果也会拉开差异，快递行业已经进入以分甚至以厘为单位的成本竞争环境，企业成本的差异正是由管理间的点滴差异汇聚而成的。

图表19：近两年快递行业管理层变动情况梳理

公司	管理层离职、调任情况	管理层入职情况
申通	①2019.4陈向阳重回管理层担任总经理，离职期间曾担任天天快递常务副总裁、苏宁物流副总裁 ②董事陈光华，董事、副总经理王明利辞职（分别于2016、2014年加入申通）	2019.4原德邦轮值CEO韩永彦加入担任副总裁
圆通	2019.4副总裁邓小波辞职辞去副总裁职务 2020.4副总裁张树洪辞去副总裁职务	2019.4原云锋基金董事总经理、圆通董事潘水苗担任公司总裁 2019.4升任华东管理区总经理兼浙江省区总经理闻杭平为公司副总裁（2005年加入圆通）
百世	①2019.6CFO、高级副总裁兼百世金融总经理郭蕾（Alice）辞职，聘任Gloria Fan为公司CFO ②2020.3高级副总裁兼百世国际总经理周建辞职	
顺丰	2019.3董事张锐、副总经理罗世礼、副总经理梁翔辞职	2019.7原百世集团CFO郭蕾加入担任顺丰快运CFO
德邦	①2019.3副总经理黄华波、董事兼副总经理韩永彦辞职 ②2019.4副总经理、财务负责人单剑林辞职 ③2019.5董事黄华波辞职	

## 2.2.1 竞争：快递行业重资产，更重管理

- **最重要的资产依然是人：**目前快递巨头均以实现上市，融资渠道丰富，企业产能扩张容易，人才培养难。2019年来我们看到各大快递企业高管变动较多，**快递行业不仅业务量进入存量竞争时代，人才也进入了存量竞争时代。**随着极兔和众邮逐渐起网，快递中高层人才竞争会更加激烈，管理稳定、激励充沛的团队其经营稳定性、企业竞争力更强。
- **2020年韵达、圆通分别推行股权、期权激励计划，彰显其对人才管理的重视程度。**其中韵达股权激励计划授予数量为423万股，绩效考核目标为2020、2021年扣非净利润较2019年增速分别不低于10%、21%。圆通4期期权激励计划授予期权1640万份，考核目标为2020、2021年扣非净利润分别不低于24、26亿元，对应2020年扣非净利润增速56.25%。

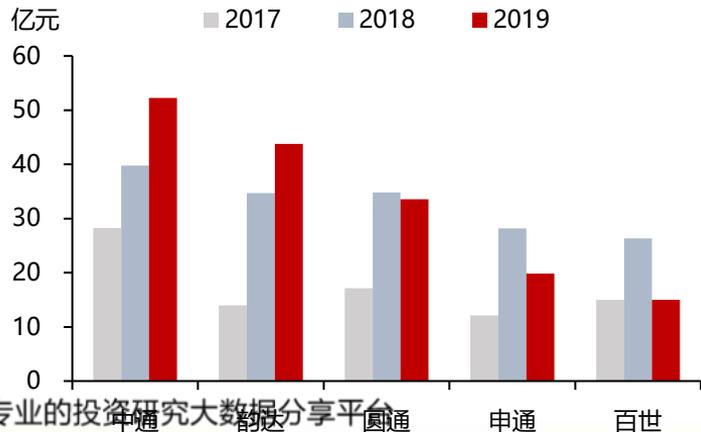
图表20：韵达、圆通持续推进股权、期权激励计划

	草案发布时间	授予/行权价格	参与人数	参与员工结构	授予数量	占总股本比例	绩效考核目标
韵达	2020.3.	15.63元/股	362人	公司及控股子公司董事，中、高级管理人员，核心业务（技术）人员	423万股股票	0.19%	2020、2021年扣非净利润较2019年增速分别不低于10%、21%
圆通 (第四期)	2020.4	12.3元/股	191人	核心业务人员、技术人员及骨干员工	1640万份期权	0.52%	2020、2021年扣非净利润分别不低于24、26亿元
圆通 (第三期)	2019.4	6.89元/股	284人	核心业务人员、技术人员及骨干员工	543.11万股股票	0.19%	2019、2020年扣非净利润分别不低于22、24亿元

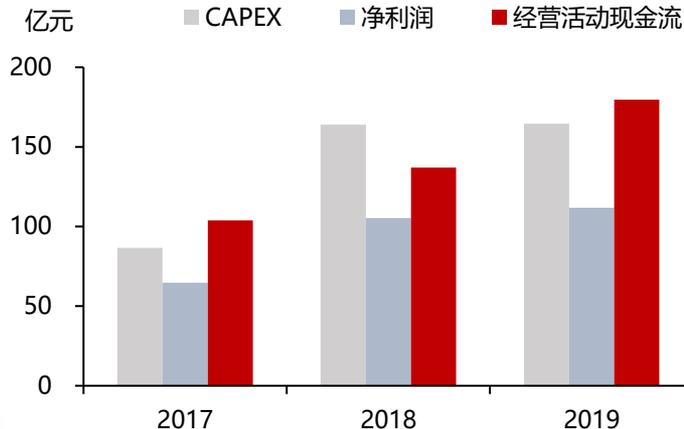
## 2.2.2竞争：资产越来越重、经营杠杆增加

- **投资规模增加，企业间出现分化：**2019年全年通达百世资本开支小幅增加至164.5亿，分别是当年企业净利润和经营活动现金流总额的1.47、0.92倍。分企业看，2019中通、韵达CAPEX增速31%、26%，而圆通、申通、百世CAPEX规模相对收缩。
- **资产越来越重，经营杠杆增加：**截止2019年，通达百世非流动资产占总资产比重均超过50%，资产越来越重。一方面重资产有助于提升企业经营管理的稳定性，但另一方面，非流动资产占比的提升也意味着企业经营杠杆增加，对于业务量的敏感性提升，进而加剧价格战。

图表21：中通、韵达资本开支扩张明显



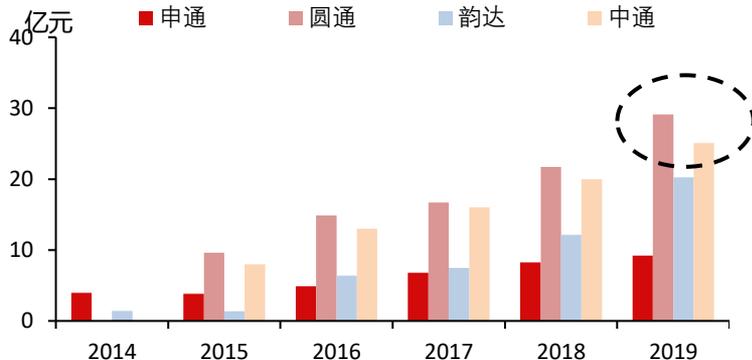
图表22：通达百世资本开支均超净利润



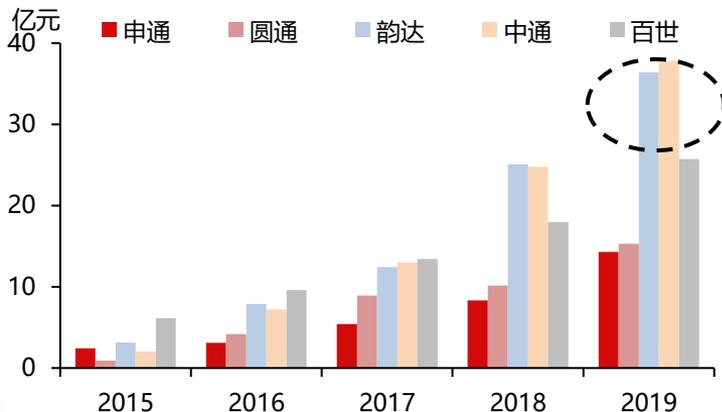
## 2.2.2 中转 | 买地、买楼、买设备仍是主流

- 中转环节，机械设备投入是短期中转降成本最有效的策略，而土地则是偏向于长期的降本增效策略。
- 中转机械设备投资规模：中通>韵达>百世>圆通>申通，但各家明显都扩大了自动化设备的投入，差异化不明显，预计2020年各家分拣成本都能进一步下降。
- 房屋建筑+土地所有权投资规模：中通>圆通>韵达>申通：中通和圆通是最早采取土地储备扩张策略的企业，储备了丰富的土地资源。土地属于不可复制的稀缺资源，是影响快递行业的重要长期变量，但自有土地转化成转运中心需要2-3年的过渡时间，短期对成本影响有限。

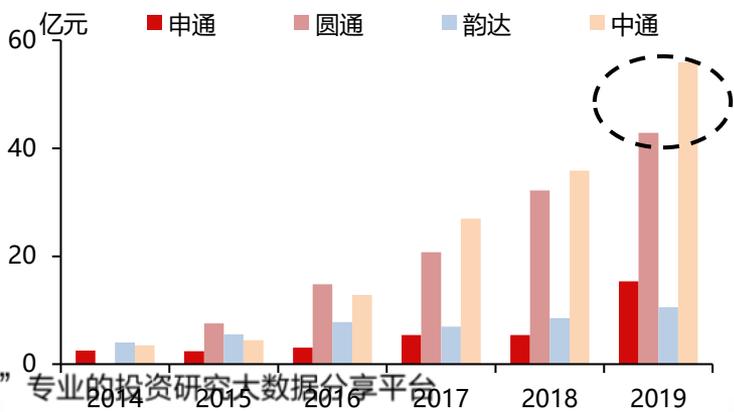
图表23：土地所有权——韵达加速购买土地



图表25：机械设备资产——中通、韵达明显领先



图表24：房屋及建筑物资产——中通、圆通明显领先



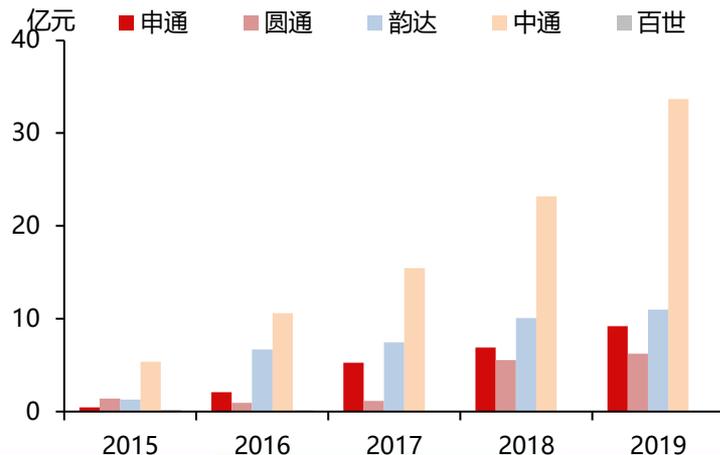
## 2.2.2 运输 | 管理分化明显，中通处于绝对领先地位

- 与中转环节各类资产不同，运输车队的管理难度更高，企业间的分化也更为明显，中通处于绝对领先地位。
- 2019年车辆资产规模：中通>韵达>申通>圆通，但韵达、申通、圆通之间并未形成绝对的分化，差距并不明显，各家企业运输成本存在明显的下降空间。

图表26：中通自有车辆最多、规格最高

	运输车辆总计	自有车辆数量	15-17米大车数量	13.5米大车数量	车辆资产 (亿元)
中通	7350	6450	4650	/	33.67
圆通	/	1555	/	/	6.26
申通	5200	3650	/	13.5以上共计2500	9.22
韵达	/	/	/	/	11.00

图表27：车辆资产——中通一枝独秀



## 2.3大格局看商流：军团式作战格局初步形成

- 随着阿里入股韵达，极兔众邮起网，顺丰唯品会合作，快递上下游军团式作战格局正式形成。
  - 菜鸟系：**阿里提供流量，丹鸟作为中高端运力，中通、韵达、圆通、申通、百世作为中低端运力，菜鸟提供仓储物流和科技支持
  - 京腾系：**拼多多和京东提供流量，京东物流提供中高端运力和仓储物流，极兔和众邮提供中低端运力
  - 顺丰系：**唯品会提供流量，顺丰提供中高端运力

图表28：快递行业军团作战格局形成



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

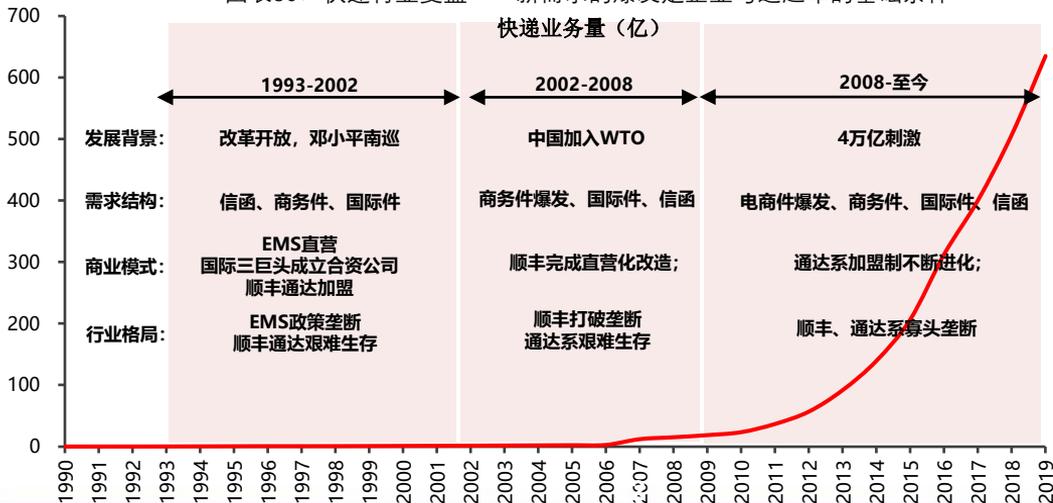
## 2.3.1 京腾系：新运力的组建在势必会对行业造成冲击

- 2008年后国内再没有新成立的快递公司能进入第一梯队，极兔和众邮是运营逻辑上行不通但商业逻辑上必须要去做的事情。虽然我们无法预测京腾系破局的思路，但京腾系运力的组建势必会在短期内对行业造成冲击。
- **运营逻辑行不通**：即使一家新的中通也不可能在相同的赛道上击败老中通。顺丰、通达系的崛起都是天时（新需求释放）地利（直营制和加盟制恰好适应新需求特点）人和（团队多年拼搏）的结果。目前行业需求侧并无重大变化，极兔和众邮在商业模式和运营体系上和通达系没有质的区别，突破难度极大。
- **商业逻辑必须做**：京腾系不可能长期将中低端运力交给竞争对手投资的企业去做。极兔和众邮是京腾系在中低端赛道的第一次尝试，但绝不是最后一次。

图表29：快递企业成立时间树（海外企业为进入中国市场的时间）



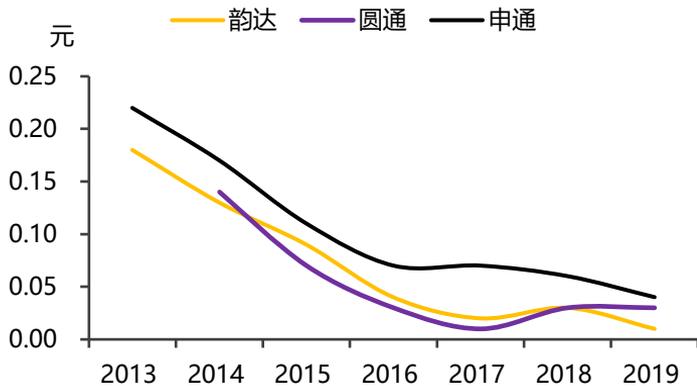
图表30：快递行业复盘——新需求的爆发是企业弯道超车的基础条件



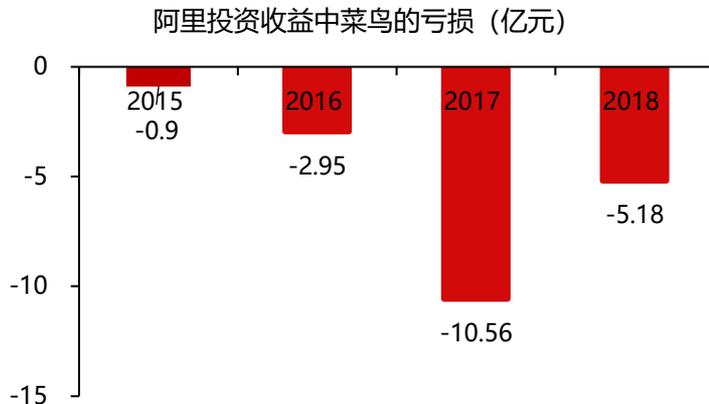
## 2.3.2阿里系：菜鸟将加快行业整合的步伐

- “专门利人，毫不利己”的菜鸟具备很强的利他性。在拼多多崛起之前，阿里在中低端电商市场维系一家独大的局面，菜鸟通过科技赋能通达系不断提升其经营效率，降低其运营成本，进而强化淘宝在电商赛道的竞争力。仅电子面单一项，近年来就帮助通达系节约成本100亿以上，同时菜鸟自身却一直保持亏损状态，目前尚未实现盈利。
- 菜鸟将加快行业整合的步伐。随着电商行业格局的转变，PDD和网络带货贡献越来越多的行业增量，菜鸟辛苦扶持的通达系越来越多的服务阿里的竞争对手。截至2019年，PDD订单包裹量197亿票，考虑到PDD和淘宝的GMV增速差异，PDD有可能在2022年包裹量超过淘系，因此2020-2021年是菜鸟加快整合、提升盈利进程的窗口期。

图表31：通达系使用菜鸟电子面单后，单票面单成本下降约0.15元



图表32：菜鸟仍在持续亏损的路上



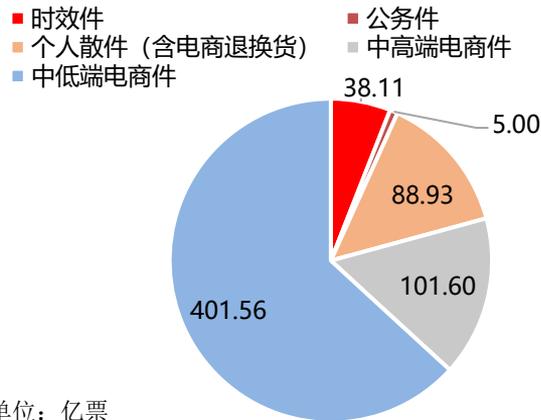
## 2.3.3顺丰系：中高端电商件新赛道红利释放，对中低端赛道冲击有限

- 顺丰“特惠专配”产品开辟了中高端电商件的新赛道。此前快递行业没有专门针对中高端电商件赛道的产品出现，需求处于长期被抑制的状态，而顺丰特惠专配产品平均定价在5-7元，恰好成为该赛道的引爆点。目前中高端电商件赛道仍处于红利释放期，维系高速增长状态。
- 对中低端赛道冲击有限，通达百世所处的赛道定价区间为2-3.5元，与中高端电商件赛道仍有2元以上的价格差异。考虑到中高端电商件赛道的市场规模在100亿票左右，规模相对较少，短期对中低端赛道冲击有限。

图表33：特惠专配推出以来顺丰业务量增速持续环比增长



图表34：2019年快递市场结构拆分

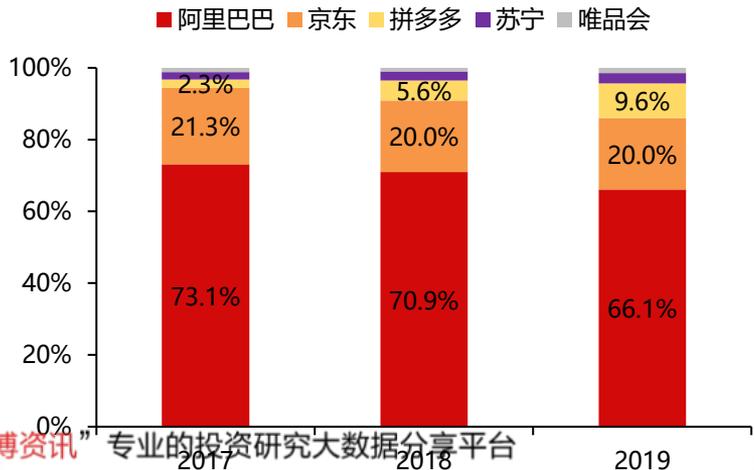


单位：亿票

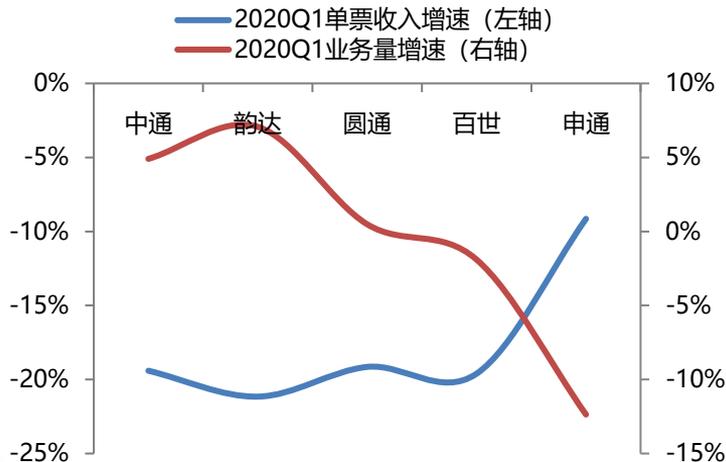
## 2.4总结：商流将成为决定快递行业格局的重要力量

- 长周期看快递行业，成本效率必然是决定企业能否突围的最核心因素。但行业出清的困境在于，同质化的商业模式和学习能力极强的竞争对手导致企业间难以拉开质的差距。目前只有中通凭借同建共享的特殊体制实现了绝对的领先优势。
- 企业自然出清相对缓慢的情况下，外力将逐渐成为影响行业格局的重要力量，商流将潜移默化的改变快递行业格局。
- 综合看快递行业格局，我们认为中国快递更接近1988年的美国快递，一方面需求增速旺盛，小格局已经相对清晰，但另一方面竞争周期启动，价格战仍在持续，格局存在不确定性。“看不清”的情况下该如何看待快递行业的投资机会？

图表35：电商市占率——阿里在下降，PDD在崛起



图表36：疫情下快递企业经营状况也出现分化



### 三、投资建议：拥抱确定性和安全边际，到2025年市值尚有一倍空间

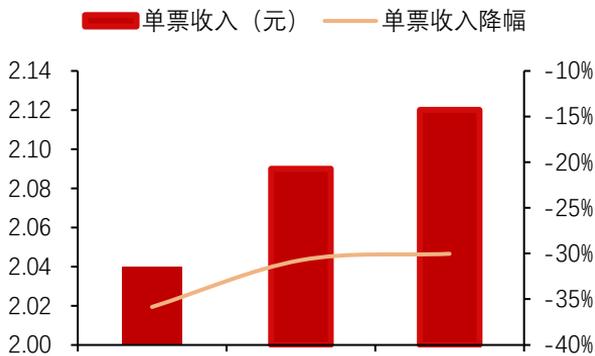
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

## 3.1 “看不清” 业绩，不妨关注边际变化

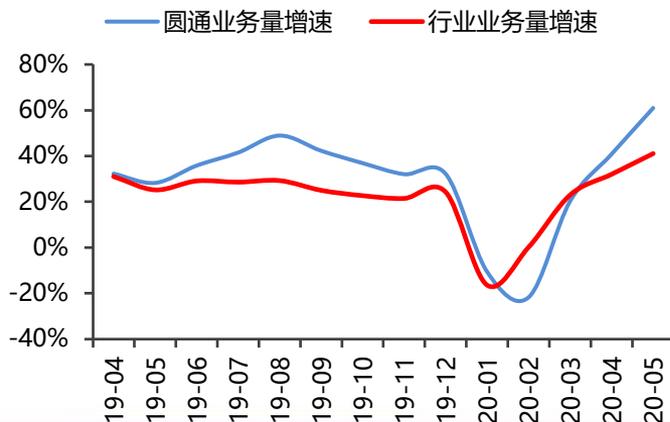
- “看不清业绩”，寻找需求周期向上的机会：价格战叠加疫情影响，快递行业的单票收入、单票成本短期内都属于难以预测的状态。竞争高压下，5月6日高速公路恢复收费后，企业能否涨价仍需打个问号。所以短期看快递行业，应该寻找既受益于行业高景气度，短期又有边际向好变化，业绩确定性最强的企业，尽量避免业绩不确定性带来的风险。
- 航空货运涨价，推荐圆通速递。疫情冲击下，民航局“五个一”政策极大的限制了航空货运供给，航空运力极度稀缺的背景下，航空货运市场阶段性由买方市场转变为卖方市场，拥有全货机的圆通直接受益。

图表37：5月快递行业单票收入降幅均超30%

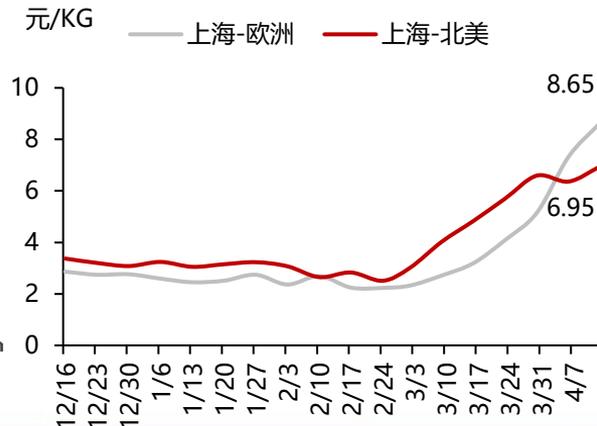


“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

图表38：2020年5月圆通业务量反弹明显



图表39：受疫情影响部分航线Q2航空货运涨价超3倍



## 3.2 “看不清” 格局，不妨把握安全边际

- “看不清格局”：格局决定企业的盈利中枢，在企业格局和盈利尚未稳定之前，应当把握足够的安全边际。
- 加盟制快递企业资产仍在由轻向重的转变过程中，其资产结构尚未达到成熟状态，这也意味着行业ROE尚未达到稳态，资产周转率和净利率的拐点尚未到来。

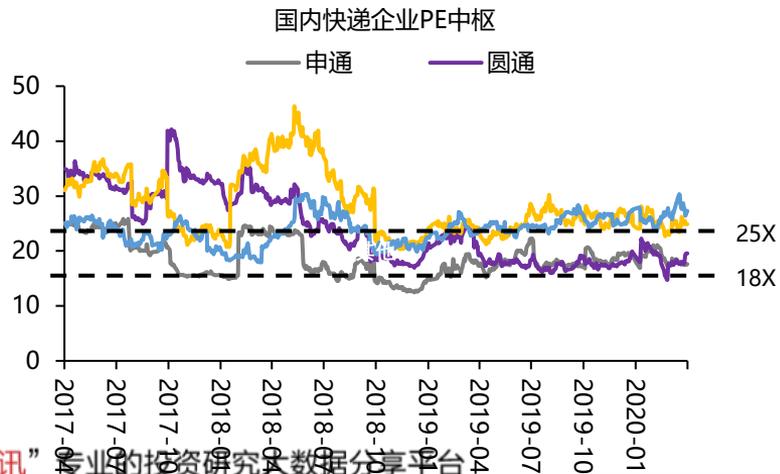
图表40：快递企业的ROE拐点尚未到来

年份	2017	2018	2019
中通			
<b>修正ROE</b>	<b>33%</b>	<b>29%</b>	<b>26%</b>
扣派净利率	24%	22%	22%
扣派资产周转率 (扣除货币资金和理财产品)	0.96	0.96	0.87
权益乘数 (扣除货币资金和理财产品)	1.42	1.37	1.33
韵达			
<b>修正ROE</b>	<b>113%</b>	<b>98%</b>	<b>65%</b>
扣派净利率	15%	15%	14%
扣派资产周转率 (扣除货币资金和理财产品)	2.02	1.83	1.47
权益乘数 (扣除货币资金和理财产品)	3.62	3.47	3.10
圆通			
<b>修正ROE</b>	<b>43%</b>	<b>40%</b>	<b>26%</b>
扣派净利率	11%	10%	8%
扣派资产周转率 (扣除货币资金和理财产品)	1.81	1.60	1.31
权益乘数 (扣除货币资金和理财产品)	2.24	2.45	2.51
申通			
<b>修正ROE</b>	<b>102%</b>	<b>63%</b>	<b>26%</b>
扣派净利率	24%	25%	13%
扣派资产周转率 (扣除货币资金和理财产品)	1.66	1.39	1.12
权益乘数 (扣除货币资金和理财产品)	2.56	1.83	1.76

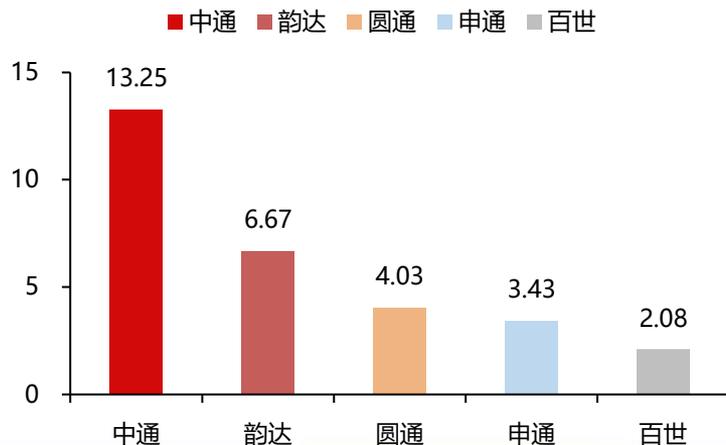
## 3.2 “看不清” 格局，不妨把握安全边际

- **增量竞争向存量竞争转变，新估值中枢可能会出现。**2019Q4业绩分化，是快递行业跨入新格局的体现，增量竞争格局变为存量竞争。历史上由于通达系利润增速相对稳定，行业估值中枢更多依赖于格局指标（市占率、业务量增速），但新格局下，行业价格战风险增加，业绩增速差异分化，企业盈利将成为决定行业估值中枢的重要因素。**疫情之下，企业盈利无法真实反映企业真实的经营情况，估值中枢仍维持去年水平，此时需把握好安全边际，警惕疫情过后估值中枢下移的风险。**

图表41：上市以来快递企业一直在消化估值



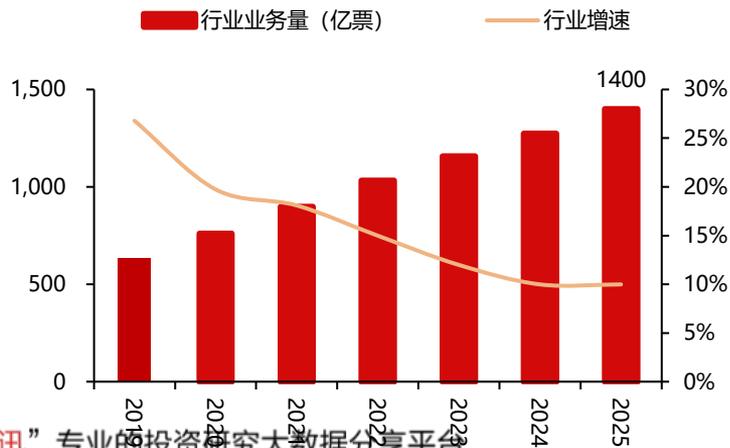
图表42：2019年中通单票市值最高



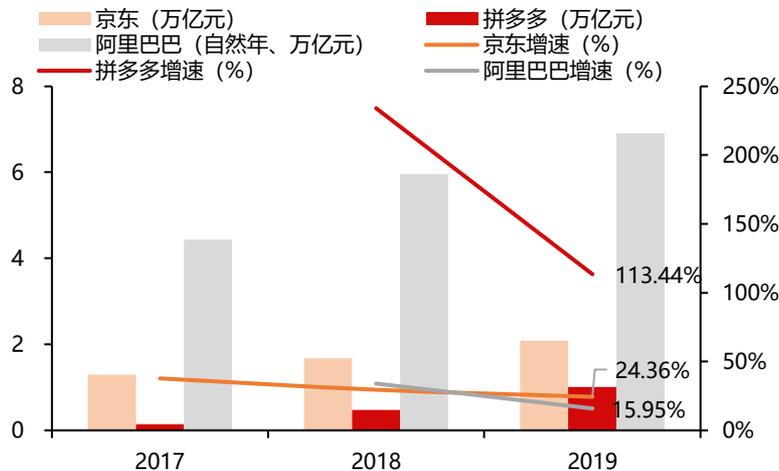
### 3.3 “看不清未来”，不妨守住企业内在价值

- “看不清”未来，不妨守住内在价值。价格战的力度我们无法预期，但企业长期价值的底线我们可以尝试去把握。加盟制快递企业的长逻辑，其量价都有想象空间，量的增长主要受益于电商需求的大发展，价的增长则源于总部和加盟商两方面。
- 量的判断：2025年全行业1400亿票，对应2020-2025CAGR14%。
- 物流需求是实体经济派生出来的，快递行业大发展的隐藏逻辑是中国电商行业的大发展，更是中国经济的大发展。目前新兴电商企业增长依然强劲，快递行业量的增长是最具确定性的预测指标。

图表43：2025年行业业务量有望达1400亿票



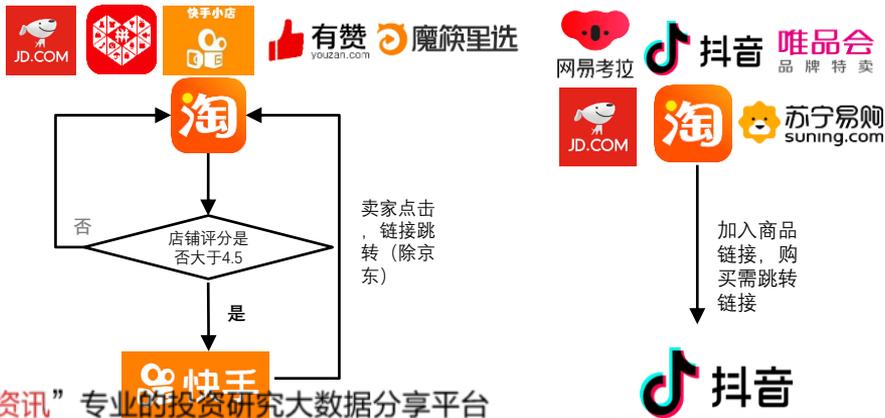
图表44：电商三巨头的增长依然强劲



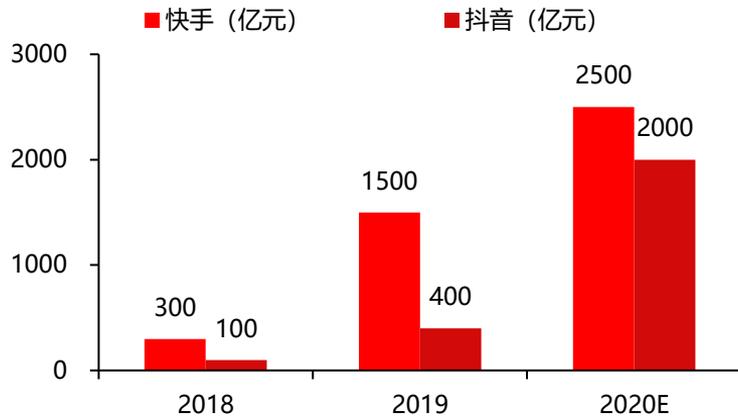
### 3.3 “看不清未来”，不妨守住企业内在价值

- 新的增量已经出现，2020年“网红带货”有望贡献45亿包裹增量，贡献行业额外7%的增速，如果该需求高增长趋势维持，行业中高速增长中枢有望延续2-3年。
- 抖音、快手带货是近两年才兴起的电商需求，历经2年的消费习惯养成后，2020年在“疫情”背景下爆发式增长。从总量规模上看，我们预计2020年仅抖音、快手带货GMV有望达4500亿，按件均GMV50元算，贡献包裹90亿件。考虑到带货模式有两种：短视频平台导流至电商平台的消费模式和短视频平台自建网店的模式，假设短视频自建网店在2020年贡献的GMV占比为50%，则2020年“网红带货”有望贡献45亿包裹增量，贡献行业额外7%的增速。

图表45：抖音、快手均开通了自营小店和第三方商流接口



图表46：2020年快手和抖音带货GMV有望达4500亿

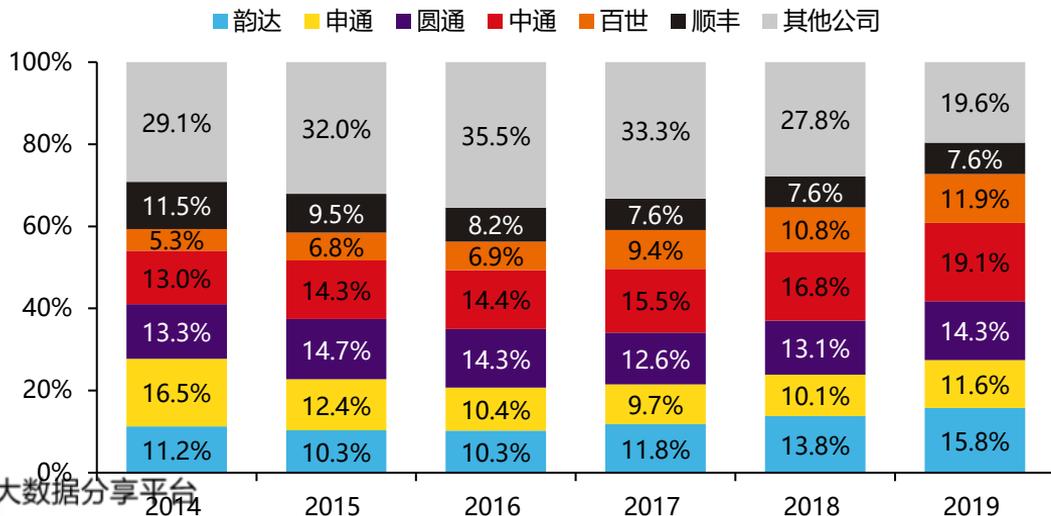


### 3.3 “看不清未来”，不妨守住企业内在价值

▪ 价的判断：行业进一步出清背景下，未来总部单票利润能达到2毛，龙头甚至可以达到3毛，单票利润由以下三部分构成：

- ①采用成本加成的方法倒推总部单票利润，2025年单票成本1元的背景下，总部单票利润能达到1.17元。
- ②随着总部与加盟商利益再平衡后，加盟商能给总部额外贡献1毛钱的单票利润。
- ③假设①、②为行业平均水平，龙头议价能力更强、同时有望享受到税收减免等政策，单票利润有望达到3毛。

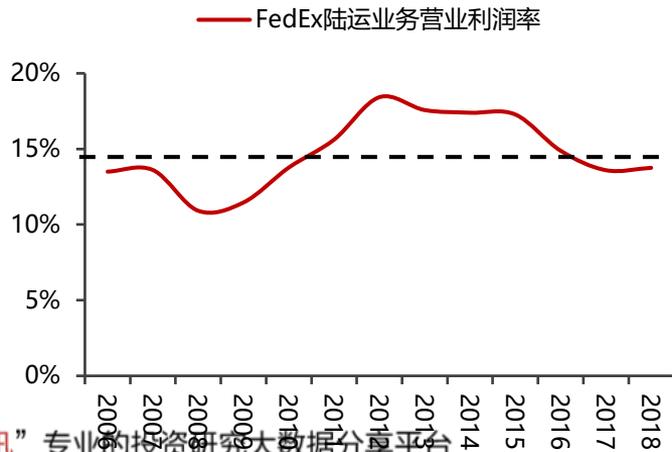
图表47：2019CR3 49.2%，快递行业还需进一步出清才有望达到价格稳态



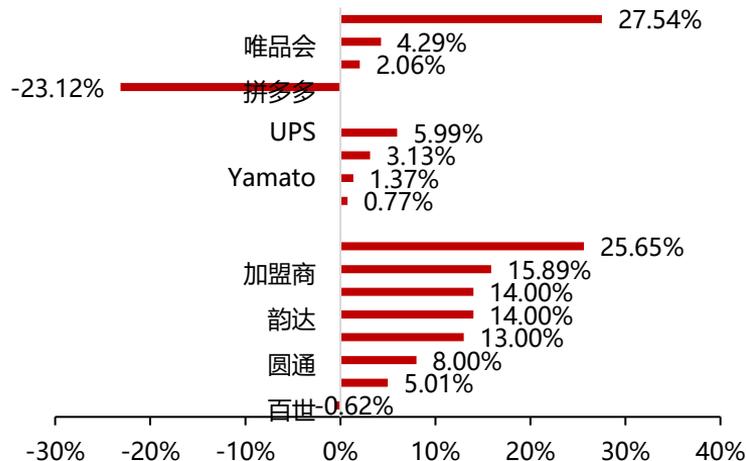
### 3.3判断①：中国加盟制快递的利润率超过美国，成熟期单票利润超1毛

- 相同的商业模式，中国快递行业的规模效应是美国难以企及的。2019年中通121亿票的业务量，这一数量与全美2018年的快递包裹数量相同，中国快递行业拥有着美国难以企及的规模效应优势。
- 假设2025年中低端快递格局出清，规模效应更强的中国快递企业其利润率理应超过美国，考虑到FedEx加盟制陆运业务的营业利润率中枢为15%左右，那极度保守情况下中国中低端快递龙头净利率也能达到10%的水平。采用成本加成的方法倒推总部单票利润，2025年单票成本1元的背景下，总部单票利润能达到1.17元。

图表48：加盟制的FedEx陆运业务营业利润率中枢15%



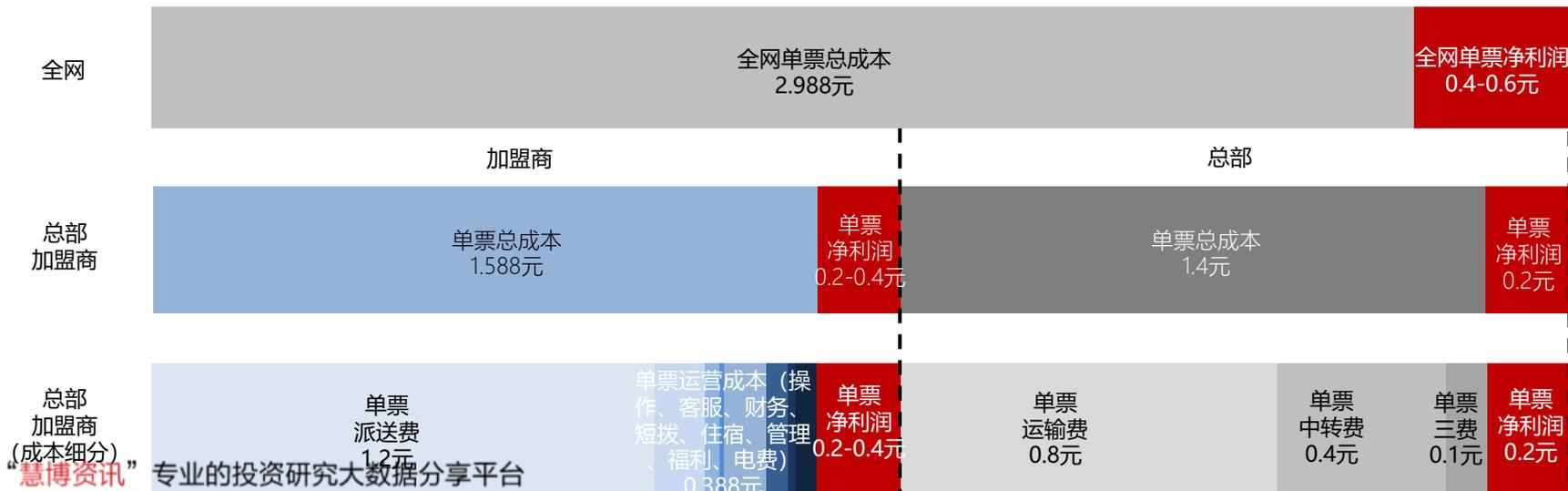
图表49：加盟制快递的利润率中枢较高



### 3.3判断②：未来加盟商能给总部额外贡献1毛钱的单票利润

- 互联网行业为我们判断加盟商的盈利情况提供了很好的研究案例：PDD虽然是持续亏损的，但PDD商户一定大多是盈利的。盈利多少对于总部来讲是战略问题，对于快递加盟商而言，却是生存问题。
- 我们认为加盟商作为直面价格战的载体，比总部承担更大的经营风险从而获取超额的风险补偿。当行业格局改善后，其经营风险下降，加盟商能够接受更稳定但同时也更低的盈利水平，而此时总部将收获胜利的果实，每票额外获得1毛钱的收益。

图表50：中低端电商件市场——加盟制快递产业链利润分布



### 3.3长期价值判断：保守估计2025年中低端TOP3市值可达5670亿

- 考虑两种情景，保守假设决定行业的安全边际，积极假设决定行业的向上空间。
- **保守假设：**2025年快递行业格局和TOP3市占率假设，2025年行业前三名市值空间分别为3150亿、1400亿、1120亿，而截至2020年6月22日，中低端快递TOP3（中通、韵达、圆通）市值为3150亿，**对应当前市值每年的预期回报率12.47%**。考虑另外两种场景，预期回报率15%、18%的要求下，对应TOP3市值分别为2763亿、2429亿，即分别对应当前市值向下13%、23%，具备一定安全边际。
- **积极假设：**2025年快递行业格局和TOP3市占率假设，2025年行业前三名市值空间分别为5022亿、2990亿、1754亿，而截至2020年6月22日，中低端快递TOP3（中通、韵达、圆通）市值为3150亿，**对应当前市值每年的预期回报率25.39%**。考虑另外两种场景，预期回报率20%、22%的要求下，对应TOP3市值分别为3925亿、3613亿，**即分别对应当前市值向上25%、15%**。

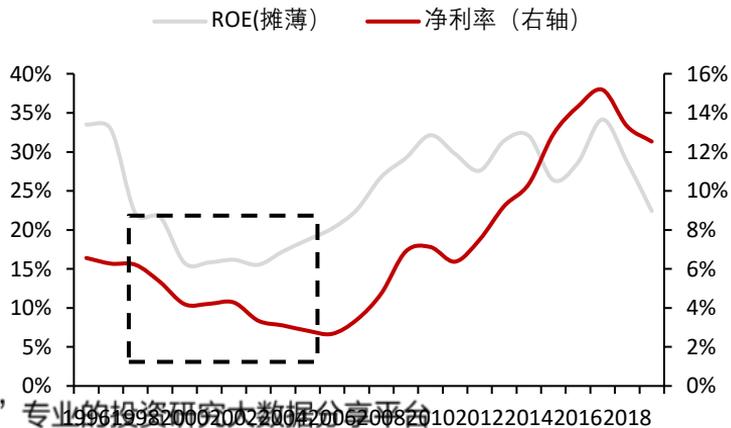
图表51：2025年快递价值测算

保守假设 (2025年行业1400亿票)						
	市占率	业务量 (亿票)	单票利润 (元)	净利润	PE	市值空间 (亿元)
第一名	30%	420	0.3	126	25	3150
第二名	25%	350	0.2	70	20	1400
第三名	20%	280	0.2	56	20	1120
积极假设 (2025年行业1594亿票)						
	市占率	业务量 (亿票)	单票利润 (元)	净利润	PE	市值空间 (亿元)
第一名	30%	478.32	0.35	167	30	5022
第二名	25%	398.60	0.30	120	25	2990
第三名	20%	318.88	0.25	80	18	1754

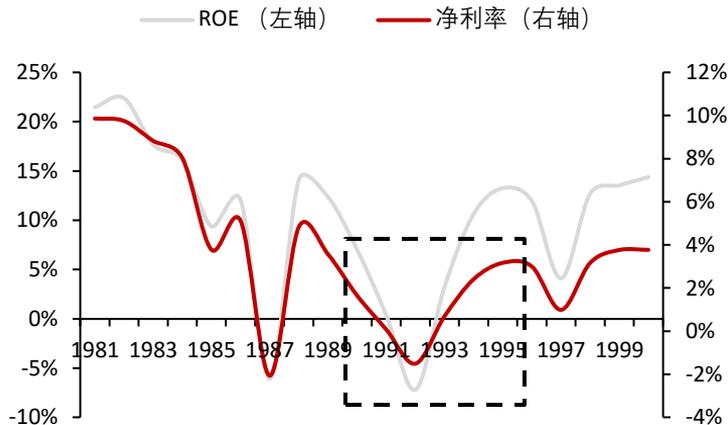
### 3.4 坚定看好中国快递行业的发展潜力和投资回报

- 价格战的至暗时刻是格力、FedEx等优秀企业最佳的投资时点。中国快递行业格局未定，我们无法判断行业出清的过程中价格战会发酵至什么程度，但企业的长期价值是由行业属性和企业管理共同决定的，不会随价格战的加剧而出现过多的波动。
- 保守、积极假设下，快递企业TOP3未来5年预期回报率分别为12%，25%，已经初具性价比。虽然行业中期存在较大波动的风险，但偏离企业实际价值的波动正是长周期布局的良机，长期坚定看好中国中低端快递行业的发展潜力和投资回报。

图表52：格力案例——2006年是格力净利率和股价的拐点



图表53：Fedex案例——1993年是FedEx净利率和股价的拐点



- 价格战加剧的风险
- 行业景气度不及预期的风险
- 上下游整合带来的并购风险
- 快递加盟商爆仓的风险

## 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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。本研究报告仅供方正证券的客户使用，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。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

## 致谢

“慧博资讯”感谢实习生钟琪对本报告的贡献。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### **公司投资评级的说明**

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### **行业投资评级的说明**

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

# 专注 专心 专业

联系人：周延宇 邮箱：zhouyanyu@foundersc.com



## 方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市浦东新区新上海国际大厦33层

广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

“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>