

快递：通达系竞争加剧，顺丰 收入结构持续优化

虞楠（交通运输行业首席分析师）

SAC号码：S0850512070003

罗月江（交通运输行业分析师）

SAC号码：S0850518100001

2020年7月21日

1. 2020年上半年行业竞争格局分析
2. 2020年下半年竞争格局预判及投资建议
3. 风险提示

1. 2020年上半年行业竞争格局分析

第一节要点:

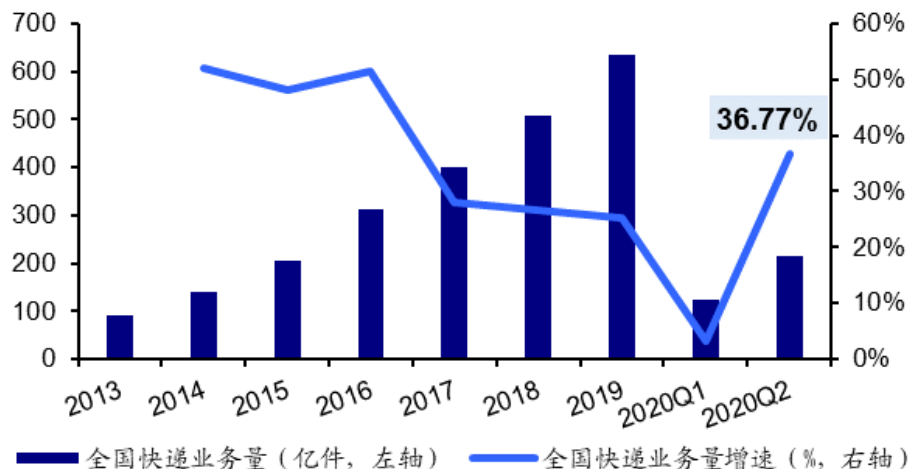
- 量&价：行业业务量增速前低后高，价格战激烈
- 收入&利润：主要上市快递公司收入、利润受疫情影响较大

1.2.量&价：业务量增速前低后高，价格战激烈



2020H1，全国快递业务量增速呈现出**前低后高**增长态势。2020Q1，新冠肺炎疫情爆发，春节后复工时间推迟，同时快递小哥复工意愿降低，快递供给端受影响较大，2020Q1快递业务量同比增速为3.21%。随着3月底快递公司员工逐步复工，供给与需求相匹配后，4、5、6月快递业务量增速提升，分别达到32.10%、41.10%和36.8%，2020H1，快递行业实现了22.1%的业务量增速和12.6%的收入增速。2013-2019年行业业务量复合增速为**38.02%**，2013-2019年行业收入复合增速为**31.63%**。

图2 2013-2020Q2全国快递业务量（亿件）

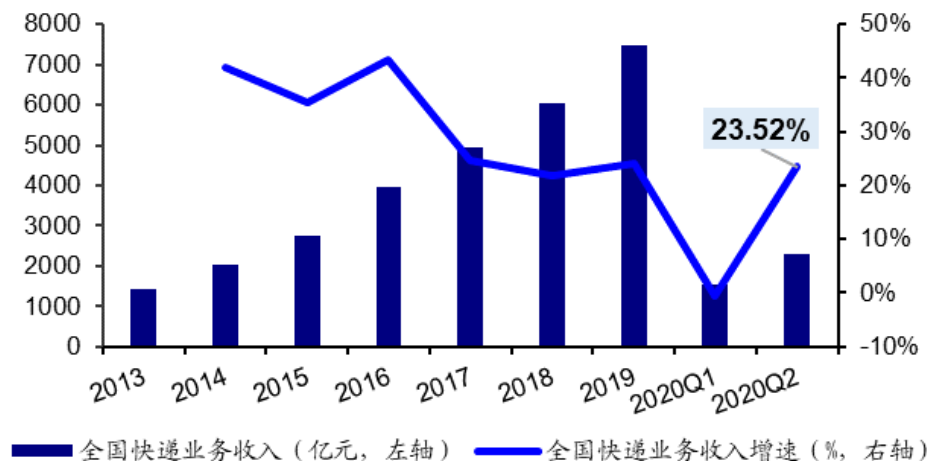


资料来源：国家邮政局，海通证券研究所

“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>

图3 2013-2020Q2全国快递业务收入（亿元）



资料来源：国家邮政局，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.2.量&价：业务量增速前低后高，价格战激烈



2016年底至2020Q1，快递行业集中度指数CR8和CR6呈现出逐渐上升的趋势。行业龙头的份额逐渐增长，二三线快递公司份额逐步丢失。2020H1，快递行业CR8指数提升至84.1，2020Q1，快递行业CR6指数提升至80.64。

2020Q1，5家通达系快递公司（中通、韵达、圆通、申通、百世）和顺丰的业务量增速为9.07%，高于行业增速3.21%，2020Q2，4家快递公司韵达、圆通、申通和顺丰的业务量增速为51.53%，高于行业增速36.77%。

我们预计2020Q1-Q4，随着CR8、CR6持续提升，通达系公司之间正面的份额战争不可避免。

图4 上市快递公司市场份额（%）

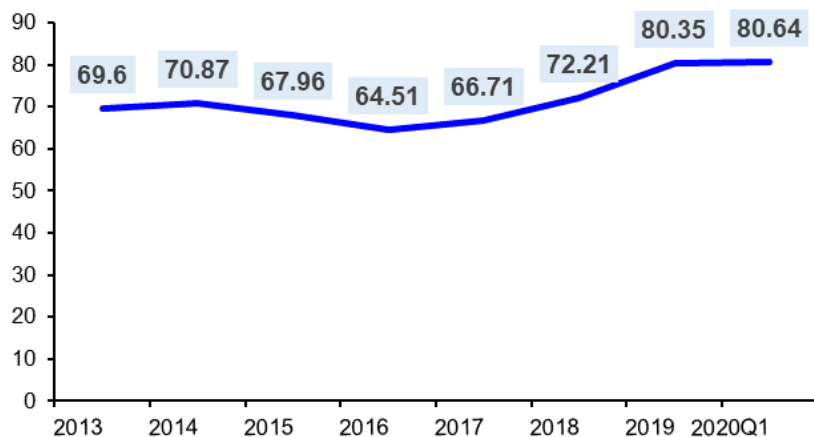
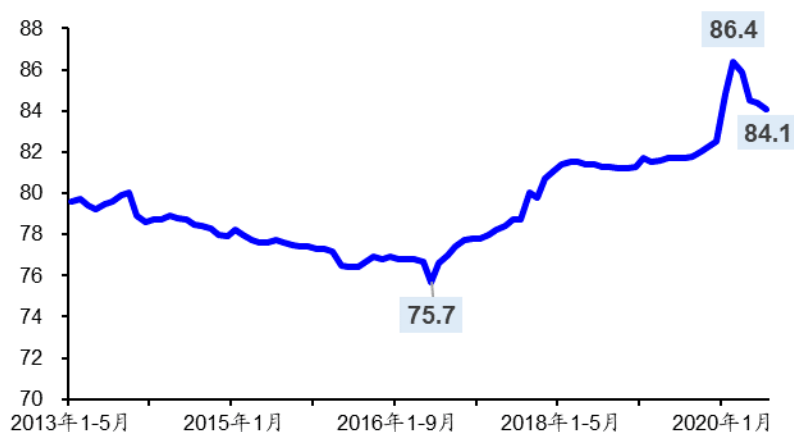


图5 快递服务品牌集中度指数CR8



资料来源：国家邮政局，顺丰控股、圆通速递、申通快递、韵达股份月度经营数据公告、中通快递、百世集团定期报告，海通证券研究所

资料来源：国家邮政局，海通证券研究所

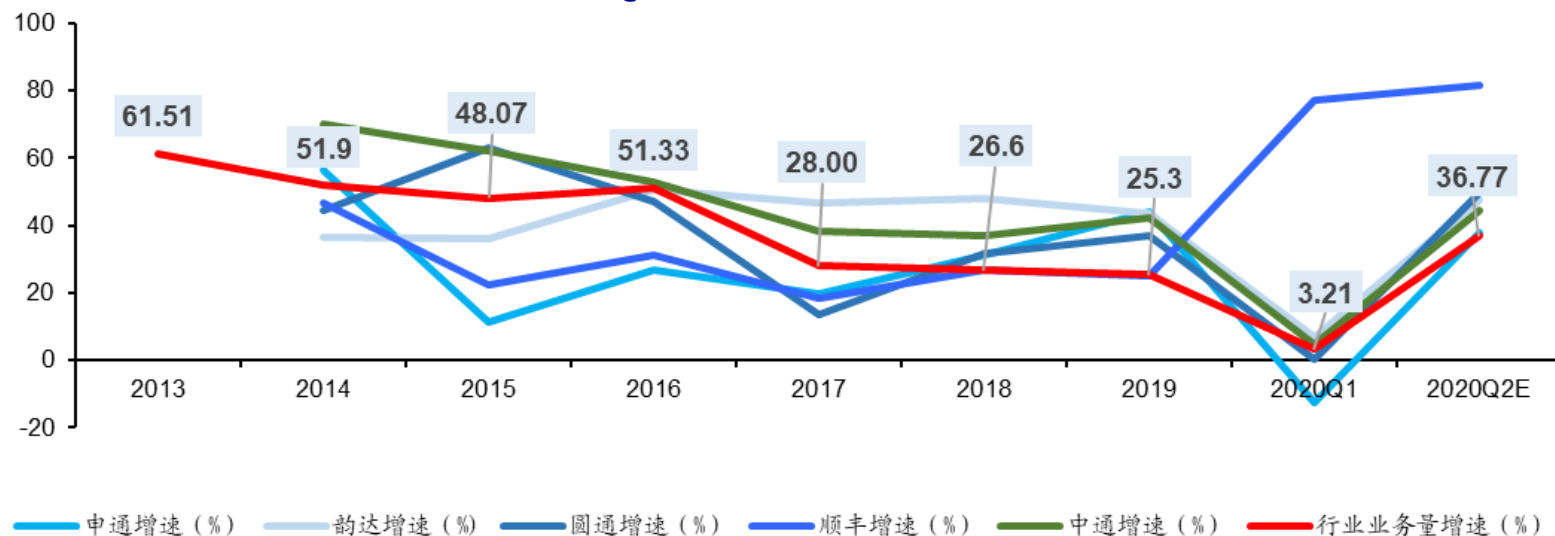
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.2.量&价：业务量增速前低后高，价格战激烈



在行业业务量增长降速后，通达系快递公司表现出较强的增长韧性，2018-2019年，通达系快递公司业务量增速均高于行业增速。2020Q1，受疫情影响，通达系快递公司业务量增速放缓，中通、韵达、圆通、申通、百世业务量增速分别为4.68%、7.06%、0.48%、-12.36%和1.54%。顺丰基于其直营模式、航空运件、服务优质、春节不打烊等优势，2020Q1业务量增速逆势提升达到77.14%。

图6 主要快递公司2014-2020Q2E业务量增速（%）



资料来源：中通快递招股说明书，鼎泰新材、艾迪西、新海股份、大杨创世资产重组说明书，顺丰控股、申通快递、韵达股份、圆通速递、中通快递定期报告，国家邮政局官网，海通证券研究所

注：申通、百世2020Q2数据为估计数据

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.2.量&价：业务量增速前低后高，价格战激烈



2014年至今，中通快递业务量增速一直高于行业平均水平，韵达股份从2017年以来也有同样趋势。

表1主要快递公司2013-2020Q2E业务量及增速明细

	申通 (亿件)	申通增速 (%)	韵达 (亿件)	韵达增 速 (%)	圆通 (亿件)	圆通增 速 (%)	顺丰 (亿件)	顺丰增 速 (%)	中通 (亿件)	中通增 速 (%)	百世 (亿件)	百世增 速 (%)	行业 (亿件)	行业业 务量增 速 (%)
2013	14.73		11.49		12.84		10.97		10.67		3.22		91.90	61.51
2014	23.06	56.56	15.68	36.45	18.57	44.68	16.10	46.76	18.16	70.20	7.35	128.20	139.60	51.90
2015	25.68	11.34	21.31	35.90	30.32	63.22	16.69	22.30	29.46	62.22	14.02	90.64	206.70	48.07
2016	32.60	27.00	32.14	50.84	44.60	47.12	25.80	31.03	44.98	52.68	21.66	54.45	312.80	51.33
2017	38.98	19.64	47.20	46.86	50.64	13.54	30.52	18.29	62.20	38.30	37.69	74.06	400.60	28.00
2018	51.12	31.12	69.85	47.99	66.65	31.62	38.69	26.77	82.25	37.10	54.70	45.10	507.10	26.60
2019	73.70	44.20	100.30	43.68	91.15	36.81	48.41	25.16	121.20	42.20	75.80	39.00	635.20	25.30
2019Q1	12.78	45.23	17.84	41.48	16.57	39.64	9.82	7.32	22.64	41.60	13.00	41.00	121.50	22.50
2019Q2	17.33	48.63	25.50	47.06	21.45	32.08	10.45	10.93	31.10	46.98	19.07	48.98	156.10	28.36
2020Q1	11.20	-12.36	19.10	7.06	16.65	0.48	17.20	77.14	23.70	4.68	13.20	1.54	125.30	3.21
2020Q2E	23.98	38.37	37.19	45.84	32.71	52.49	19.36	85.26	45	44.69	25	31.10	213.5	36.77
2013-2019CAGR		30.78		43.49		38.63		28.07		49.93		69.29		38.02

资料来源：中通快递、百世集团招股说明书，顺丰控股、中通快递、韵达股份、鼎泰新材、艾迪西、新海股份、大杨创世资产重组说明书，圆通速递、中通快递、百世集团定期报告，国家邮政局
 注：标绿为该项指标超出当年行业值，中通、百世2020Q2数据为估计数据
 请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.2.量&价：业务量增速前低后高，价格战激烈



顺丰控股2019年5月开始推出针对电商市场的**特惠专配**产品，该产品带动公司经济产品收入规模及市场占有率加速提升。顺丰控股业务量增速于2019年8月追上行业增速，10月达到行业第一，并且于2019年10月至2020年5月，业务量增速均为行业第一（中通快递和百世快递在美股上市，不公布月度数据）。

表2主要快递公司最近10个月月度业务量增速明细

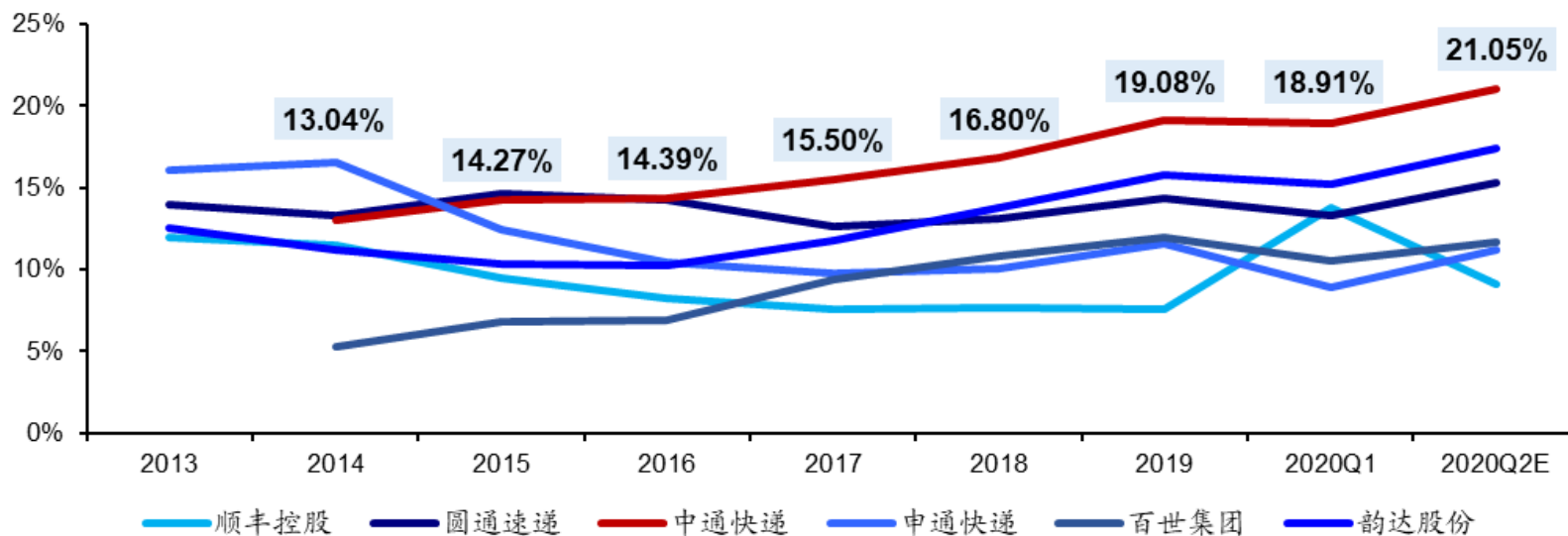
月度	申通快递 (亿件)	申通增速 (%)	韵达股份 (亿件)	韵达增速 (%)	顺丰控股 (亿件)	顺丰增速 (%)	圆通速递 (亿件)	圆通增速 (%)	行业业务 量(亿件)	行业增速 (%)
2019年9月	7.25	50.64	8.87	40.57	4.54	37.99	8.11	42.19	56.00	25.00
2019年10月	7.02	37.38	8.65	30.27	4.38	48.47	8.61	36.94	57.60	22.70
2019年11月	8.55	39.06	11.07	38.20	5.68	47.92	10.8	32.05	71.20	21.50
2019年12月	7.66	26.09	11.25	48.61	5.84	57.84	10.23	32.15	67.30	24.30
2020年1月	4.01	-21.45	6.33	-3.95	5.66	40.45	5.85	-10.68	37.80	-16.40
2020年2月	1.58	-32.26	2.97	-13.41	4.75	118.89	2.33	-21.90	27.70	0.20
2020年3月	5.61	8.54	9.80	25.32	6.79	93.45	8.47	20.36	59.80	23.00
2020年4月	6.80	31.61	11.50	45.20	6.11	88.00	9.41	40.89	65.00	32.10
2020年5月	8.52	42.74	12.99	49.65	6.36	83.82	11.56	61.06	73.80	41.10
2020年6月	8.66	39.69	12.70	42.70	6.89	84.22	11.74	54.56	74.70	36.81

1.2.量&价：业务量增速前低后高，价格战激烈



2020年，龙头份额战持续，截至2020Q1，中通快递市场份额达到18.91%，中通快递2016年至今，市场份额稳步提升，我们预计公司2022年市场份额有望达到25%。2020年6月，申通、韵达、圆通、顺丰控股市场份额分别达到11.59%、15.72%、17.00%和9.22%，相对去年同期均有提升，分别提升0.24%、1.81%、0.70%和2.37%。

图7 主要快递公司市场份额（按业务量）



资料来源：鼎泰新材、大杨创世、艾迪西、新海股份资产重组说明书，中通快递、百世集团招股说明书，各公司定期报告，海通证券研究所

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>

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

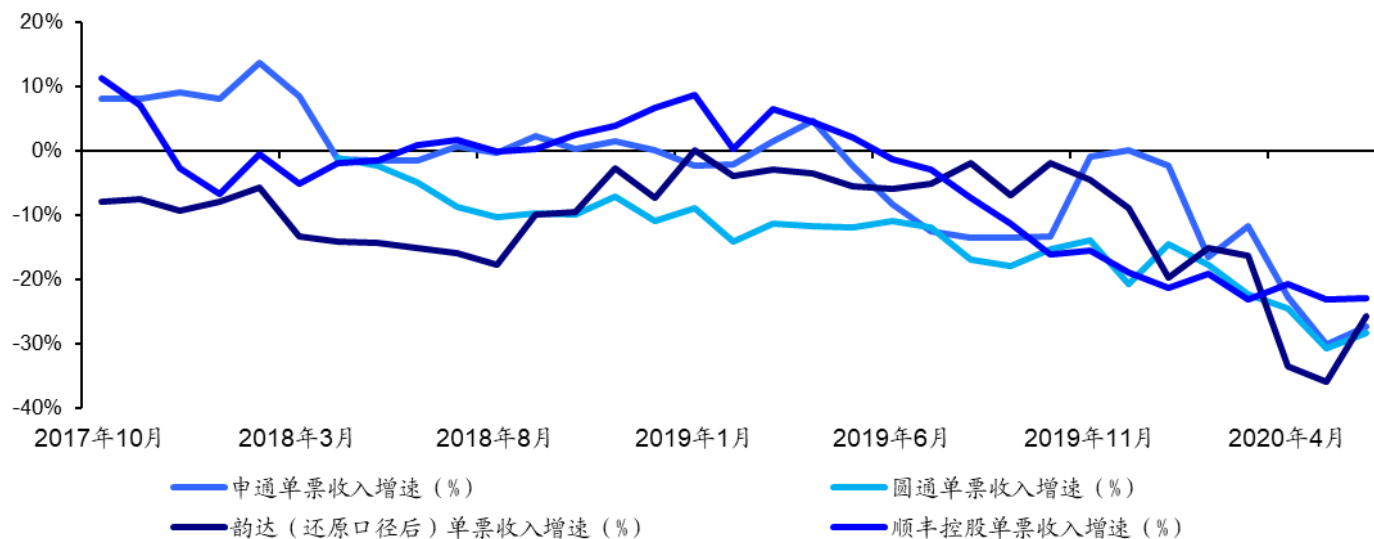
1.2.量&价：业务量增速前低后高，价格战激烈



2020H1，通达系快递公司价格竞争仍然激烈，6月行业单票收入为10.67元，同比下滑9.43%，环比5月10.46元的行业单票收入略有改善。申通、韵达、圆通、顺丰6月单票收入同比下滑达到27.37%、28.28%、25.79%和22.92%，除申通外，另外3家公司单票收入环比均有改善，反应出价格竞争略放缓的趋势。但我们判断，通达系快递公司之间的价格战主题仍将贯穿全年。

从2019年6月开始，**顺丰控股**单票收入同比下滑，主要与公司推出的单票价格较低的特惠**专配**产品在公司业务量中比例提升有较大关系。

图8 通达系快递公司单票收入情况



1. 2020年上半年行业竞争格局分析



第一节要点:

- 量&价：行业业务量增速前低后高，价格战激烈
- 收入&利润：主要上市快递公司收入、利润受疫情影响较大

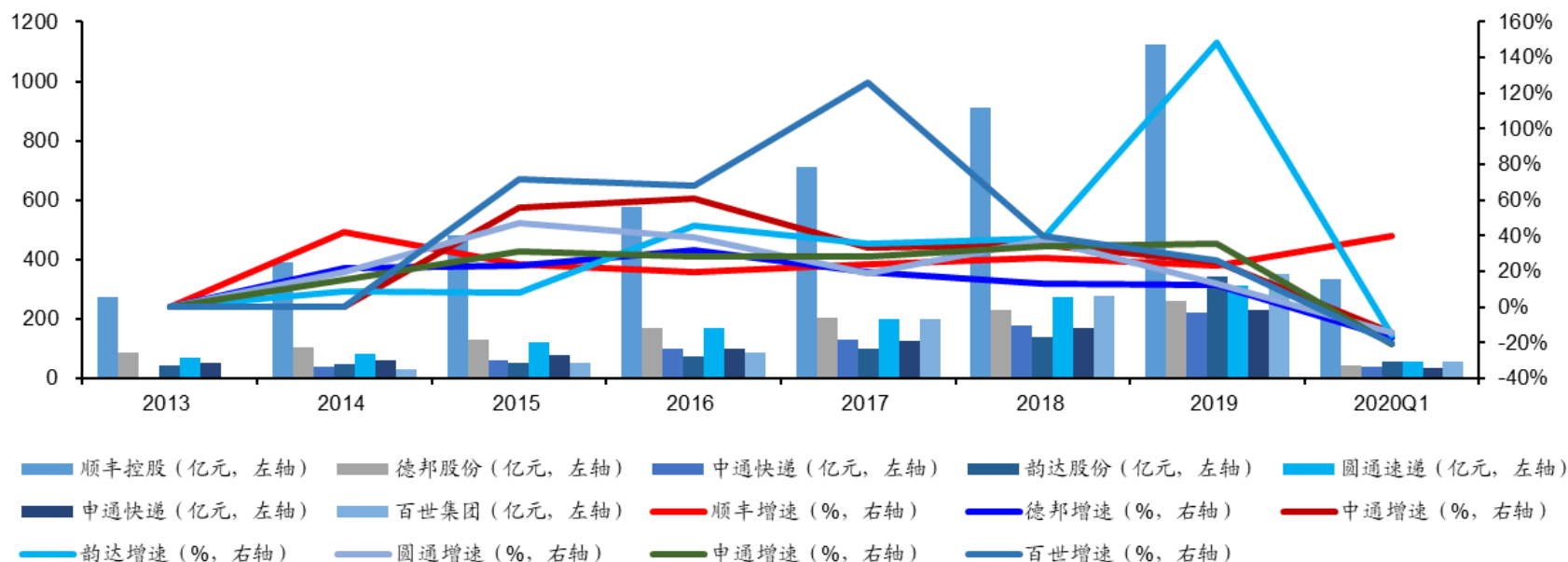
1.2.收入&利润：受疫情影响较大

2013-2019年，7家上市快递公司获得了30.46%的收入复合增速。

2017-2019年，7家公司的收入总和增速分别为31.42%、30.37%和30.38%，保持较为稳定。

2020Q1，快递行业整体受疫情影响较大，7家公司营业收入总和同比增长仅4.21%。

图9 7家上市快递公司2013-2020Q1营业收入及增速情况



资料来源：各公司招股说明书、借壳上市资产重组说明书、2016-2020Q1定期报告，wind，海通证券研究所

“12博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

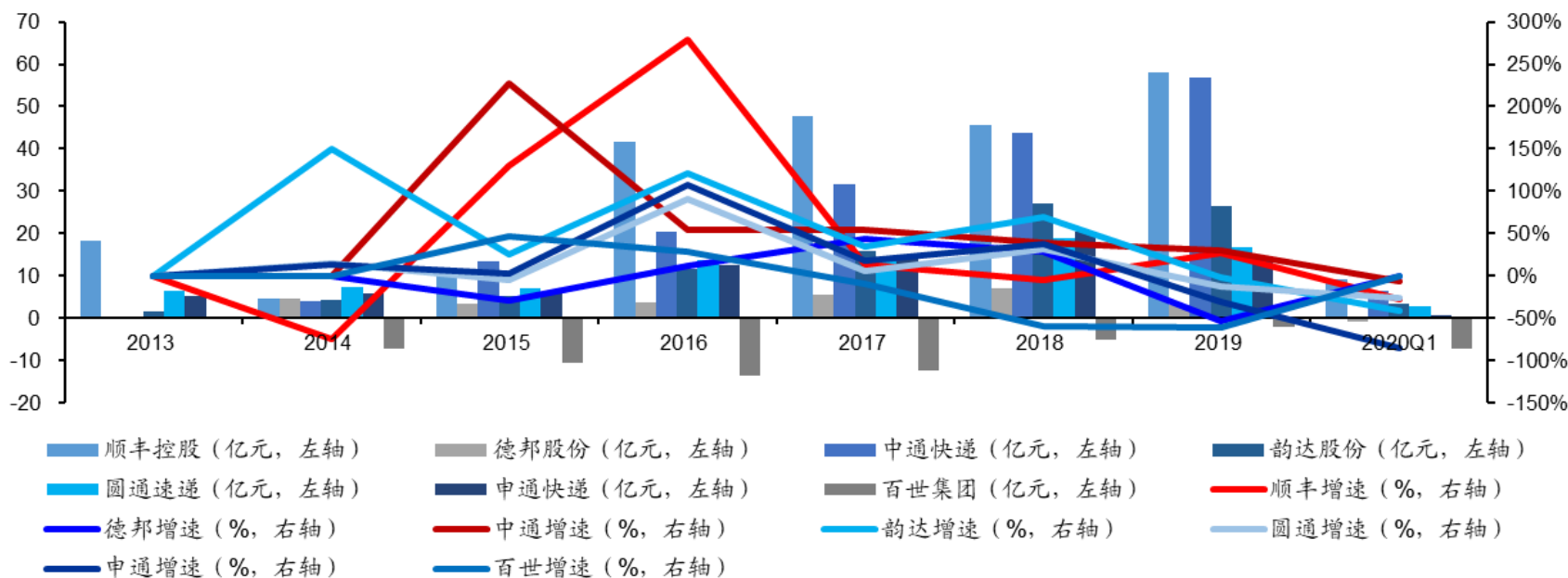
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.2.收入&利润：受疫情影响较大

2013-2019年，7家上市快递公司获得了40.38%的归母净利润复合增速。
2017-2019年，7家公司的利润总和增速分别为29.88%、34.10%和9.71%。2019年除顺丰控股、中通快递归母净利润实现20%以上正增长，其他上市快递公司都出现不同程度的下滑（百世集团继续亏损）。
2020Q1，快递行业受疫情影响较大，7家公司归母净利润总和同比下滑53.14%。

图10 7家上市快递公司2013-2020Q1归母净利润及增速情况



1. 2020年上半年行业竞争格局分析
2. 2020下半年竞争格局预判及投资建议
3. 风险提示

第二节要点:

- 行业格局：竞争加剧，行业整合
- 主要快递公司：强者恒强，龙头为王
- 重点关注：顺丰控股、韵达股份

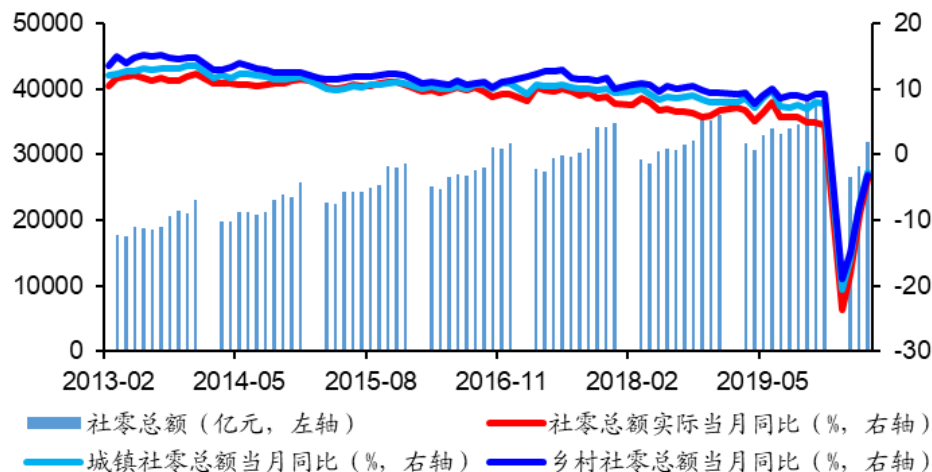
2.1.行业格局：竞争加剧，行业整合

2019年，社会消费品零售总额和双11全网销售规模增速放缓。网上零售额占社零比重达到23.6%，实物商品网上零售额占社零比重达到18.4%。

2019年双11全网销售额达到4101亿元，同比增长30.47%，相比2018年同期增速提升近7个百分点。

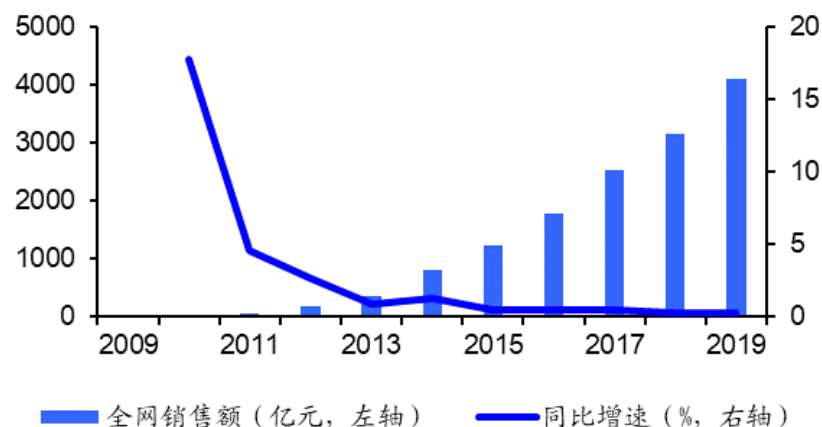
2020年2月，受疫情影响，社零总额实际当月同比下滑达20%以上，3-5月，同比下滑趋势减缓。

图11 月度社会消费品零售总额及增速



资料来源：国家统计局、wind，海通证券研究所

图12 历年双11全网销售规模及增速



资料来源：国家统计局、星图数据，海通证券研究所

2.1.行业格局：竞争加剧，行业整合

2018-2020H1，拼多多等新兴电商平台对快递行业，特别是对电商件占较大份额的加盟制快递公司（中通快递、韵达股份、申通快递、圆通速递等）业务量增长有较大支撑作用。

2019年5月，顺丰推出特惠专配产品，再度发力电商件市场。

表3 主要电商年度GMV情况（亿元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
阿里巴巴	6634	10772	16776	24437	30924	37670	48200	57270	70530
yoy (%)		62.4	55.7	45.7	26.5	21.8	28.0	18.8	23.2
京东					5906	9392	12945	16769	20854
yoy (%)						59.0	37.8	29.5	24.4
拼多多							1412	4716	10066
yoy (%)								234.0	113.4
苏宁易购（线上）	59	183	261	258	503	805	1267	2084	2388
yoy (%)	195.0	210.8	42.3	-1.1	94.9	60.1	57.4	64.5	14.6

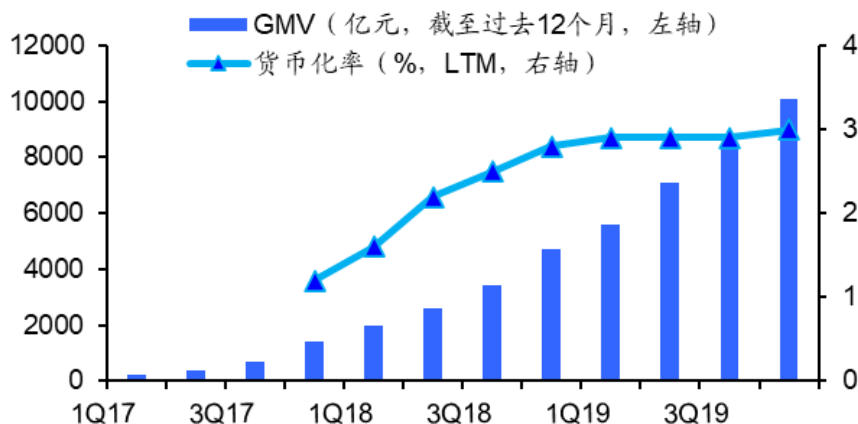
资料来源：各公司定期财报，阿里巴巴官网、京东投资者关系官网、拼多多投资者关系官网、苏宁易购投资者关系官网，海通证券研究所

2.1.行业格局：竞争加剧，行业整合

主要电商GMV增速仍然较高，拼多多作为消费降级群体聚集媒介，显示出强大增长动力。

虽然2019年有较高的基数，我们预计2020年拼多多等新兴电商平台对加盟制快递公司业务量增速仍然能提供较好的支撑。

图13 拼多多季度GMV及货币化率



资料来源：拼多多招股说明书及定期财报，海通证券研究所

图14 拼多活跃用户数、活跃买家数及单个活跃买家年消费额



资料来源：拼多多招股说明书及定期财报，海通证券研究所

2.1.行业格局：竞争加剧，行业整合

行业整合：一线快递巨头入局，二线快递加速洗牌，三线继续边缘化，新进入者起网

一般我们依据业务量情况把**通达系**（中通快递、韵达股份、圆通速递、申通快递、百世集团）、**顺丰控股**以及未上市的**中国邮政**、**京东物流**定义为**一线快递公司**。把**德邦快递**、**天天快递**、**优速快递**、**速尔快递**、**品骏快递**、**宅急送**、**苏宁易购**、**跨越速运**定义为**二线快递公司**。新进入者**极兔速递**、**众邮快递**均于2020年3月在国内起网。

图15 各线快递公司划分



2.1.行业格局：竞争加剧，行业整合

一线快递巨头入局：

2019年3月，**阿里巴巴**46.6亿元入股申通快递控股股东设立的子公司德殷德润，间接持有**申通快递**14.65%股份。

2019年8月，**阿里巴巴**与申通快递控股股东及实控人签署优先购股权协议，若在未来三年内行权，则阿里将间接持有**申通快递**46%股份。

表4 阿里入股上市快递公司相关情况

初次入股时间	公司	投资方式
2007年	百世集团	上市前获阿里系6轮融资，至2020年6月持股 33.03%
2015年	圆通速递	至2020年3月，阿里创投、云锋新创合计持股 13.79% （阿里创投占比9.89%，云峰新创占比3.90%）
2018年	中通快递	13.8亿美金获得10%左右股权，至2020年3月持股 8.70%
2019年	申通快递	46.64亿元获得 14.65% 股权
未来三年	申通快递	99.82亿元获得 31.35% 股权，与前次合计46%股权
2019Q4	韵达股份	阿里创投持股 2%

资料来源：各快递公司公告、物流时代周刊，海通证券研究所

“20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>

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.1.行业格局：竞争加剧，行业整合

二线快递加速洗牌：

2017年，苏宁物流全资收购**天天快递**，开启了天天快递转型升级的新征程。2018年，苏宁将原有物流业务与天天快递进行整合。

2019年11月25日，唯品会宣布与顺丰控股达成业务合作，唯品会将终止旗下自营快递**品骏**的快递业务，并委托顺丰提供配送服务。

三线快递继续边缘化：

目前我国，三线快递主要以外资快递为主。根据邮政行业发展统计公报，2011-2018年，外资快递合计业务量份额和收入份额呈现下降趋势。

外资快递2011年业务量份额和收入份额为3%和14.8%，2018年两项份额降至1.5%和5.4%。

2019年暂未披露外资快递份额数据，根据2020Q1快递行业CR8为85.9、CR6为81.47，我们推断2019-2020年，外资快递业务量、收入份额与2018年相比有进一步缩小的趋势。

2.1.行业格局：竞争加剧，行业整合

新进入者起网：

极兔速递：根据极兔速递官网，2015年8月，公司成立于印尼，很快与印尼主要电子商务平台展开全面合作，2017年11月，公司在印尼收件量突破30万件/天，成为当地排名第二的快递公司。2017年底，极兔进军越南、马来西亚，2018年进军菲律宾、泰国，2020年3月，极兔速递中国起网。公司现有转运中心79个，干线900余条，干线车辆700余辆，已初步建立覆盖全国的服务网络。

众邮快递：根据众邮快递官网和微信公众号，公司是一家专注下沉市场与经济型商业发展的快递公司，产品主要聚焦于3kg小件、电商包裹，2020年率先在广东全省、福建泉州、江苏苏州、无锡、常州及上海市内起网，首批一级网点设立约400家。公司联合社会合作资源，现有分拨中心180余个，干线1500余条，干线车辆4700余辆，三方协作网点10000家，实现全国99%的四级地址覆盖。

我们认为：快递行业已经进入到龙头份额战阶段，主要上市快递公司重资产化趋势明显。短期内新进入者对行业份额分配产生扰动，长期看，快递行业的壁垒仍在，在资金、技术、服务品质等方面将给新进入者带来重大考验。

第二节要点:

- 行业格局：竞争加剧，行业整合
- 主要快递公司：强者恒强，龙头为王
- 重点关注：顺丰控股、韵达股份

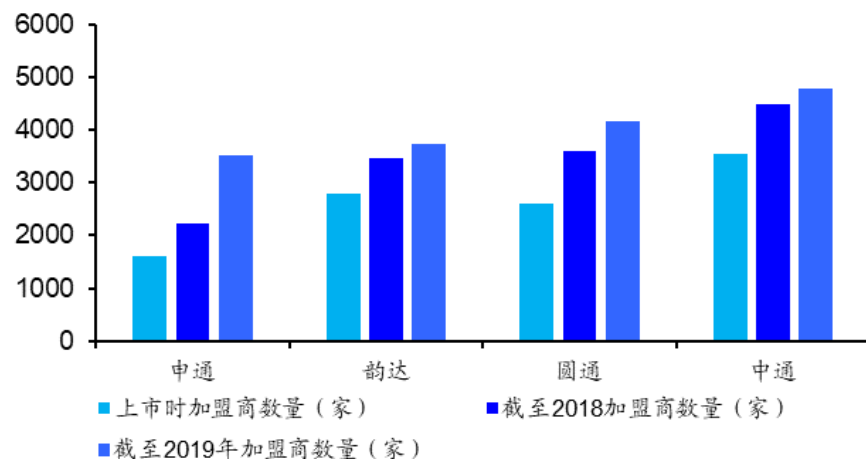
2.1.主要快递公司：强者恒强，龙头为王

主要快递公司基本情况对比：

2019年，主要快递公司加盟商数量相对上市时期有所增加，**申通快递**加盟商数量变化最为显著，与其2019年在合肥、济南等6市开展网点拆分工作有较大关系。

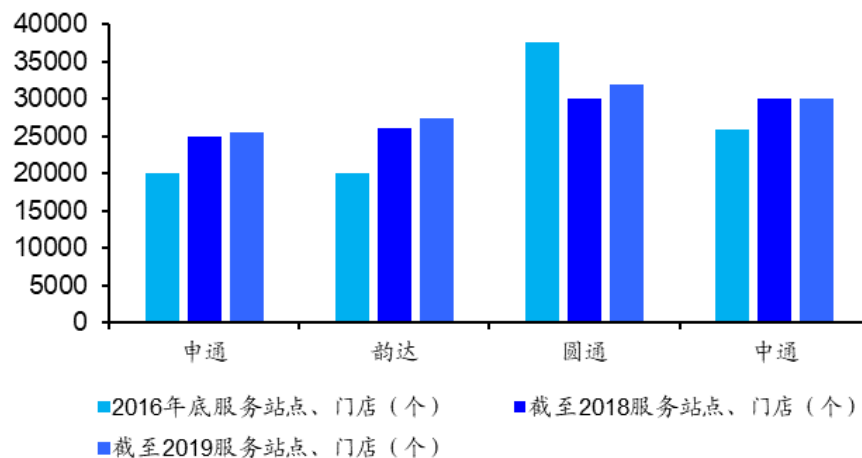
2018-2019年，主要快递公司服务站点、门店数量变化较小，我们推断与这4家在全国的站点、门店已经覆盖较全，服务较为稳定有较大关系。

图16 主要快递公司上市时、2018年、2019年加盟商数量变化情况



资料来源：各公司招股说明书、借壳上市资产重组说明书、2018-2019定期报告，海通证券研究所

图17 主要快递公司截至2016年底、2018年、2019年服务站点、门店数情况



资料来源：各公司招股说明书、借壳上市资产重组说明书、2018-2019定期报告，海通证券研究所

2.1.主要快递公司：强者恒强，龙头为王

主要快递公司基本情况对比：

2019年，主要快递公司转运中心自营比例均达到较高水平，圆通速递、申通快递相比上市时变化较为显著。

2019年，主要快递公司车辆总数均在不断提升，中通快递自营车辆比例最高。

图18 主要快递公司上市时、2018年、2019年转运中心自营比例情况

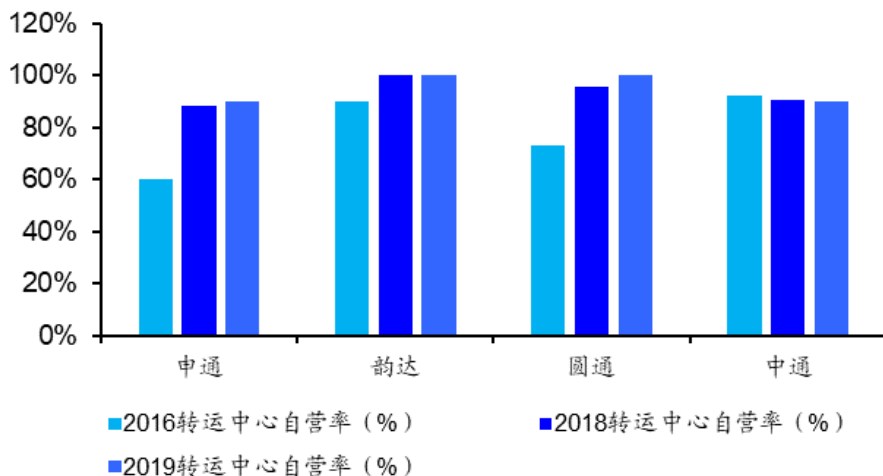
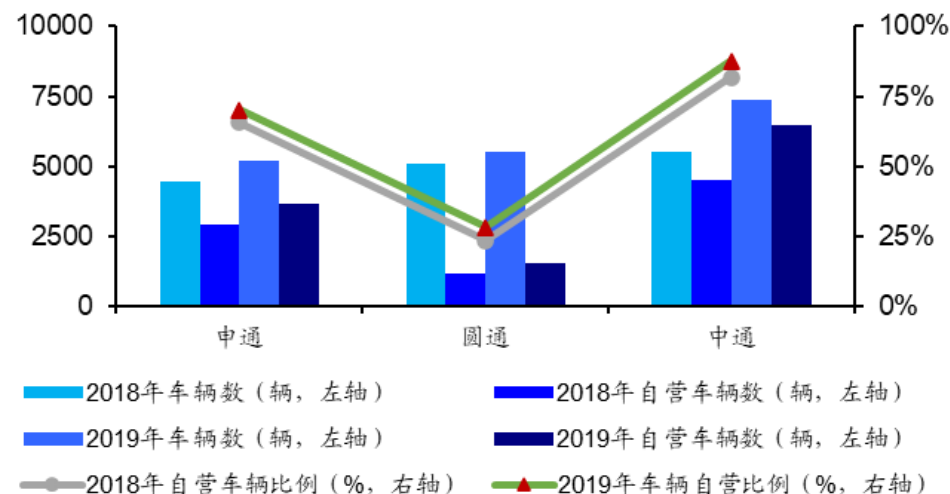


图19 主要快递公司2018-2019年自营车辆变化情况



资料来源：各公司招股说明书、借壳上市资产重组说明书、2018-2019定期报告，海通证券研究所

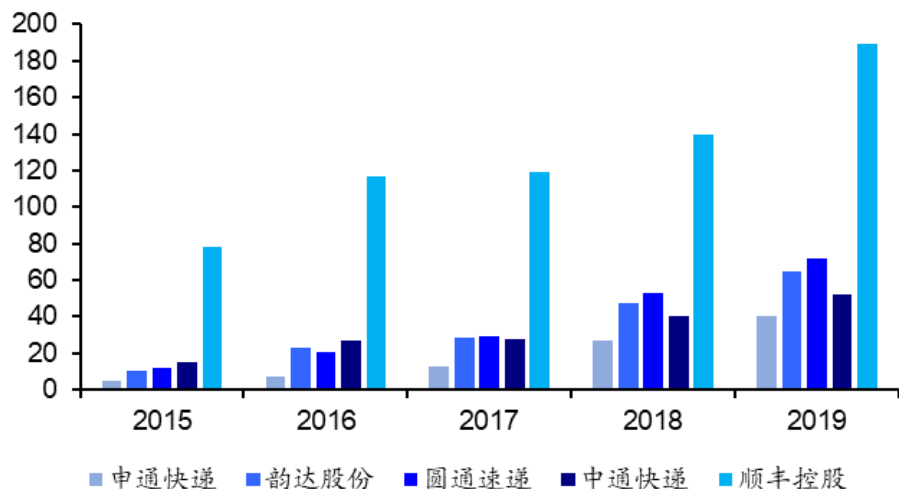
资料来源：各公司2018-2019定期报告，海通证券研究所

2.1.主要快递公司：强者恒强，龙头为王

主要快递公司核心资产对比：

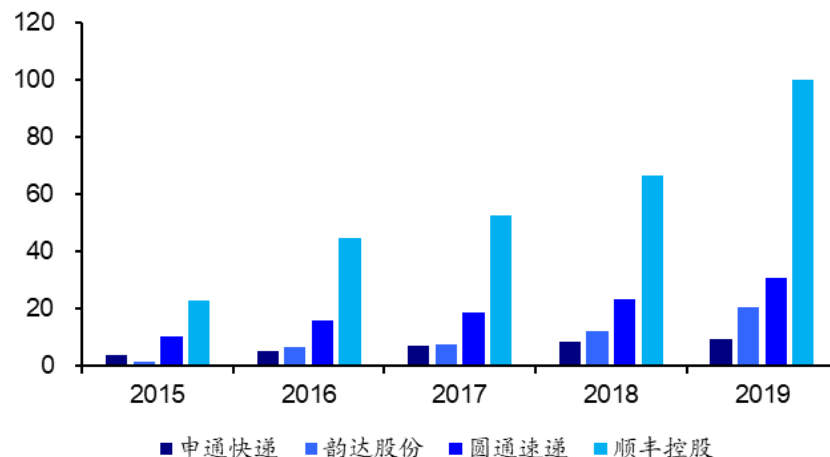
中通快递、圆通速递在固定资产和无形资产上有较好储备。韵达股份在无形资产上追赶较为迅速。

图20 主要快递公司2015-2019年固定资产情况（亿元）



资料来源：各公司招股说明书、借壳上市资产重组说明书、2016-2019定期报告，海通证券研究所

图21 主要快递公司2015-2019年无形资产情况（亿元）



资料来源：各公司招股说明书、借壳上市资产重组说明书、2016-2019定期报告，海通证券研究所

2.1.主要快递公司：强者恒强，龙头为王

韵达股份注重在**机器设备、电子设备**上加大投入；圆通速递注重在**房屋建筑**上加大投入。

表5 主要快递公司固定资产细项（亿元）

		运输设备	机器设备	房屋建筑	电子设备	办公设备	飞机及相关物
申通快递	2015	0.46	1.81	2.43		0.33	
	2016	2.08	1.37	3.10		0.31	
	2017	5.26	1.56	5.42		0.70	
	2018	10.47	8.32	6.91		0.96	
	2019	9.22	14.31	15.35		1.05	
韵达股份	2015	1.29	3.15	5.53	0.63	0.01	
	2016	7.82	7.89	6.71	0.89	0.0083	
	2017	6.99	12.41	7.46	1.32	0.0076	
	2018	8.55	25.08	10.09	3.44	0.0073	
	2019	11.00	36.39	10.58	6.43	0.0078	
圆通速递	2015	1.40	1.74	7.56	0.68	0.80	
	2016	0.94	3.14	14.82	0.65	0.15	1.069
	2017	1.17	4.18	20.75	0.8	0.21	2.29
	2018	5.55	8.91	32.17	1.44	0.18	4.43
	2019	6.26	15.31	42.90	2.2	0.24	4.73
顺丰控股	2015	15.79	12.61	14.55	7.72	10.72	16.86
	2016	14.87	16.01	37.21	8.79	12.87	27.04
	2017	14.39	15.86	32.43	8.44	15.16	32.67
	2018	18.58	17.64	32.72	11.86	19.48	39.38
	2019	15.75	21.42	66.79	12.61	20.30	52.17

资料来源：各公司招股说明书、借壳上市资产重组说明书、2016-2019定期报告，海通证券研究所

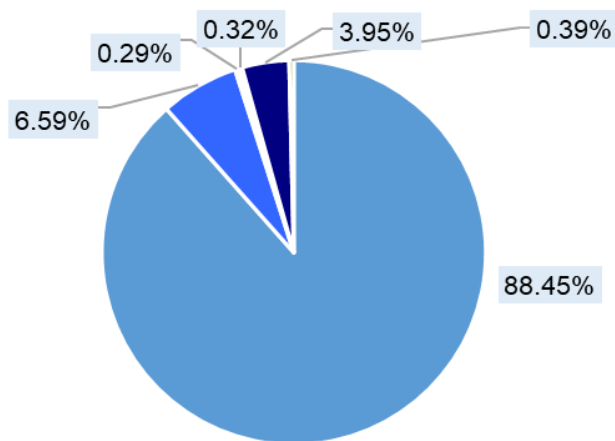
第二节要点:

- 行业格局：竞争加剧，行业整合
- 主要快递公司：强者恒强，龙头为王
- 重点关注：顺丰控股、韵达股份

2.2.重点公司：顺丰控股

顺丰控股 从2013年到2020Q1，顺丰控股的收入结构发生了巨大变化，时效产品收入占比从88.45%下降到47.6%，新产品收入合计占比达到17.2%。2019年5月，公司推出特惠专配产品，带动经济产品业务量总体提升，2019年底公司经济产品收入增速达到60%以上。2020年1-5月，在时效产品和经济产品的增速带动下，顺丰控股业务量增速稳居行业第一。

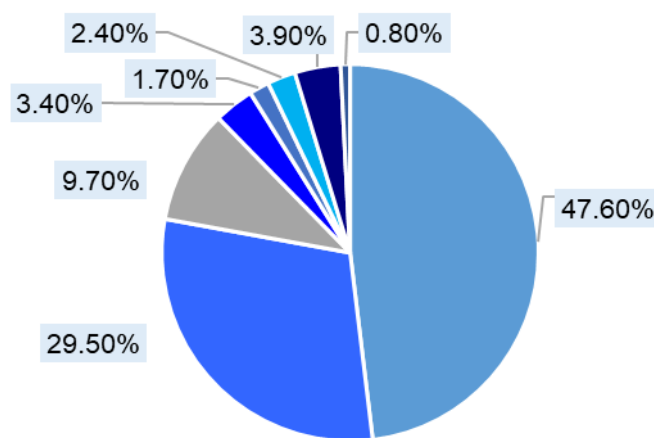
图22 顺丰控股2013年收入构成（按产品）



■ 顺丰标快 ■ 顺丰特惠 ■ 电商业务 ■ 物流普运 ■ 其他速运业务 ■ 其他业务

资料来源：鼎泰新材资产重组说明书，海通证券研究所

图23 顺丰控股2020Q1收入构成（按产品）



■ 时效 ■ 经济 ■ 快运 ■ 冷运及医药业务 ■ 同城配 ■ 国际 ■ 供应链 ■ 其他

资料来源：顺丰控股2020年一季报，海通证券研究所

2.2.重点公司：顺丰控股

顺丰控股 时效产品结构2020年1-4月，品牌电商客户（高客单价、高时效要求、粘性较大）的商户贡献的营收占时效件总营收比重提升到18%（去年同期为11.8%），贡献1-4月时效件增量的58%。2020年1-4月，四类消费品——**服装鞋帽、食品、家居用品、母婴用品**占时效件营收比重相比去年同期有显著提升。我们认为，2020年下半年该趋势将延续，品质化消费已经成为顺丰时效件增长的新动力。

图24 2019年2月-2020年4月时效件、经济件收入增速情况

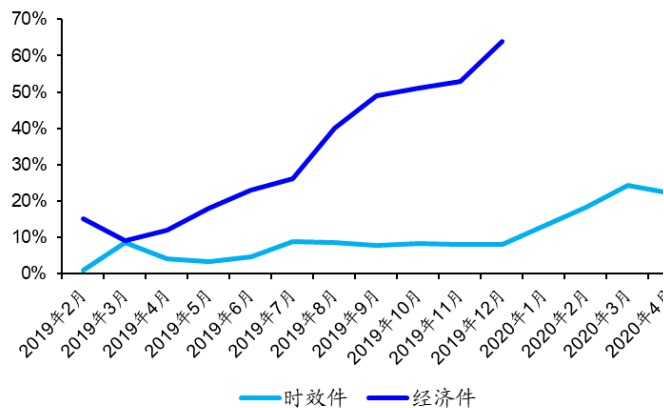


图25 2019年1-4月消费品营收占时效件收入比例

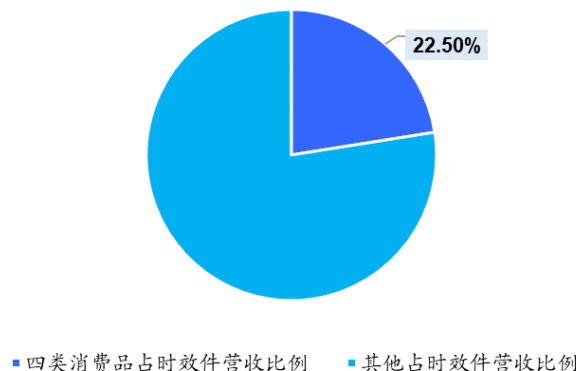
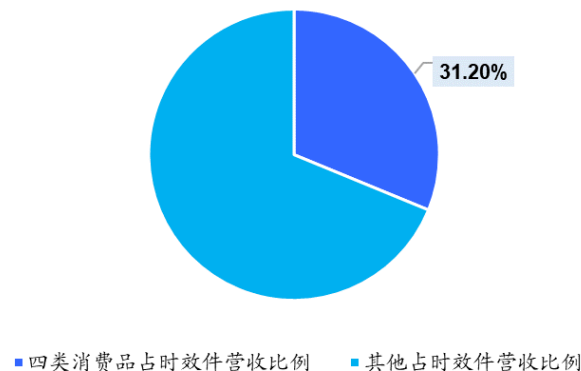


图26 2020年1-4月消费品营收占时效件收入比例



资料来源：顺丰控股2020Q1投资者关系宣传资料，海通证券研究所

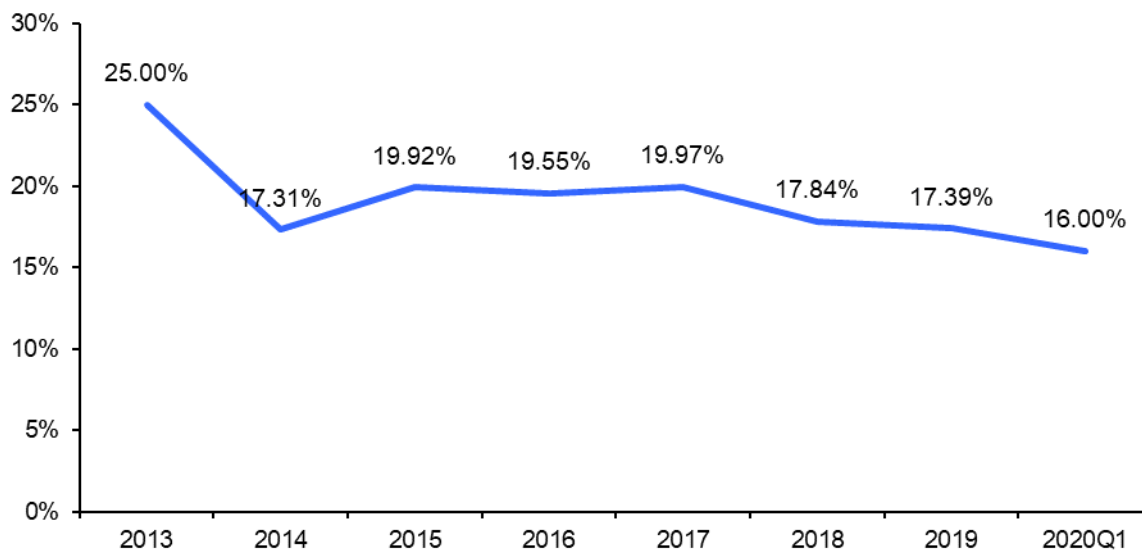
资料来源：顺丰控股2020Q1投资者关系宣传资料，海通证券研究所

资料来源：顺丰控股2020Q1投资者关系宣传资料，海通证券研究所

2.2.重点公司：顺丰控股

顺丰控股 我们认为，公司利用富余产能运营特惠专配产品，在没有相对应产能投入（转运中心、运输车辆）的情况下，对公司主营业务的毛利率有提升作用，但由于特惠专配单价低于普通经济件，在该产品业务量大幅提升，现有产能不能满足其发展，需要新增资本开支时，可能在短期内拉低公司主营业务毛利率。2020年，特惠专配业务的发展前景以及对公司毛利率的长远影响需要结合**速运业务**“收、派、转、运”环节经营效率的变化以及各项业务的协同情况考虑。

图27 顺丰控股2013-2020Q1毛利率情况（%）



资料来源：鼎泰新材资产重组说明书、顺丰控股2016-2019年年报、2020年一季报、海通证券研究所

2.2.上市快递公司：强者恒强，龙头为王

韵达股份 2015-2018年，公司华南地区收入占比相对较低（同行均高于20%），韵达股份正在积极弥补短板，2019年，该比例提升至**16.19%**，我们预期公司华南地区收入占比提升的趋势将延续，公司货源分布将更平衡。

表6主要通达系快递公司收入分区域占比

韵达股份收入分区域占比							
	华东	华北	华中	华南	西南	西北	东北
2015	69.68%	10.82%	3.16%	8.48%	1.86%	1.17%	1.49%
2016	64.47%	10.01%	2.86%	10.25%	2.23%	1.54%	1.80%
2017	58.48%	11.42%	3.81%	8.43%	3.81%	2.41%	3.18%
2018	57.01%	9.29%	3.51%	7.15%	4.52%	1.86%	3.41%
2019	51.60%	9.44%	5.78%	16.19%	3.23%	1.38%	5.29%

申通快递收入分区域占比								
	华东	华北	华中	华南	西南	西北	东北	海外
2015	48.85%	6.38%	7.45%	30.47%	2.59%	1.30%	1.95%	0.01%
2016	53.34%	6.70%	7.20%	27.52%	2.21%	1.17%	1.83%	0.03%
2017	57.41%	7.31%	7.80%	21.97%	2.34%	1.36%	1.76%	0.05%
2018	47.20%	7.36%	8.98%	32.17%	1.56%	0.90%	1.79%	0.04%
2019	47.18%	8.08%	9.12%	28.51%	3.70%	0.77%	2.60%	0.03%

圆通速递收入分区域占比											
	华东	华北	华中	华南	西南	西北	东北	国际	港澳台	海外	增值服务及其他
2015	49.20%	10.57%	5.76%	27.21%	3.74%	1.38%	2.14%				
2016	49.03%	10.37%	6.34%	26.60%	3.89%	1.71%	2.02%	0.05%			
2017	48.62%	9.91%	6.35%	24.56%	3.55%	1.33%	1.83%		1.92%	1.14%	0.79%
2018	46.79%	8.01%	6.17%	20.62%	3.24%	1.27%	1.91%		6.22%	4.41%	1.37%
2019	43.94%	8.68%	6.98%	22.22%	3.22%	1.18%	1.97%		5.40%	3.84%	2.58%

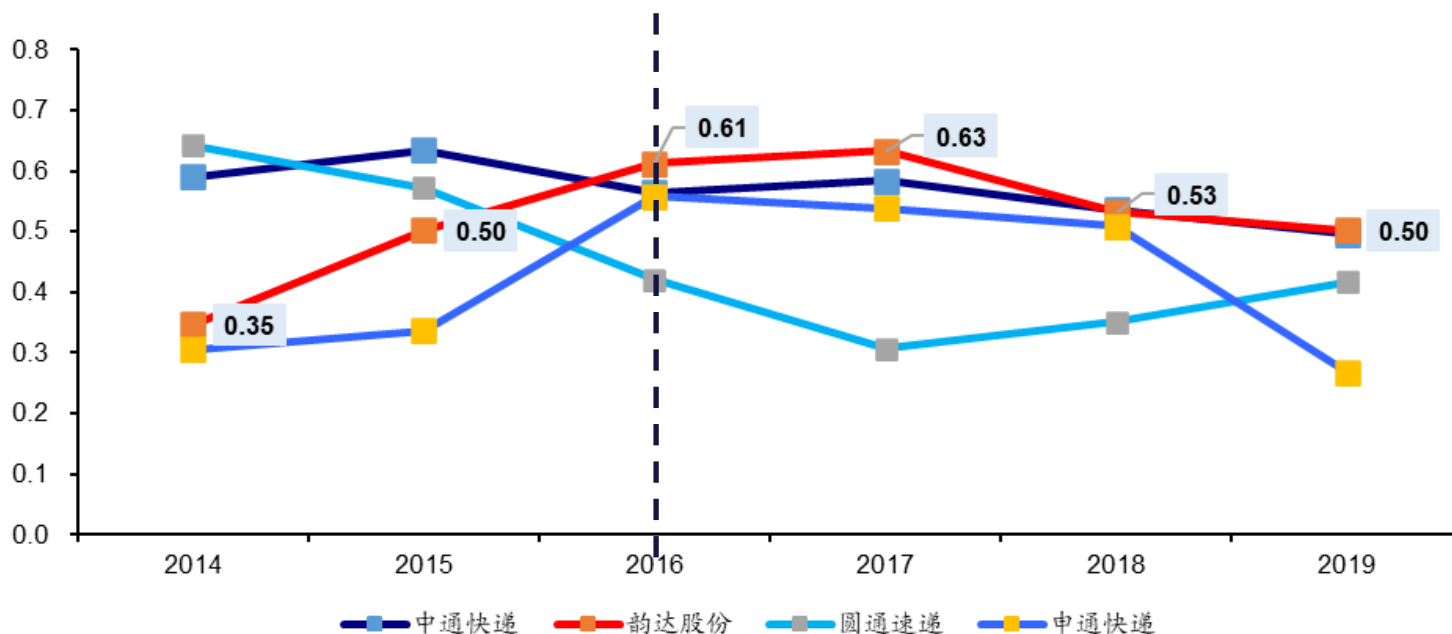
资料来源：各公司借壳上市资产重组说明书、2016-2019定期报告，海通证券研究所

2.2.重点公司：韵达股份

韵达股份 我们认为韵达股份市场份额提升、利润高速增长的关键在于公司进入了**产能扩张—业务量提升—成本降低—利润提升**的良性循环，而优质的现金创造能力是进入良性循环的重要条件。

韵达股份单票经营性现金流从**2016**年开始超越同行。

图28 主要快递公司2014-2019年单票经营性现金流情况（元）



资料来源：新海股份资产重组说明书、韵达股份2016-2019年年报，海通证券研究所

2.2.投资建议：强者恒强，龙头为王

表7 主要快递公司估值情况

简称	股票代码	市值（亿元）	收盘价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
韵达股份	002120	750	25.86	1.19	0.99	1.16	1.32	28	26	22	20
圆通速递	600233	496	15.69	0.59	0.66	0.72	0.80	22	24	22	20
申通快递	002468	267	17.46	0.92	0.99	1.13	1.27	21	18	15	14
顺丰控股	002352	2885	64.85	1.31	1.42	1.66	1.88	28	46	39	34
德邦股份	603056	141	14.71	0.34	0.49	0.66	0.75	33	30	22	20

资料来源：wind一致性预测（收盘价为2020年7月10日），海通证券研究所

3. 风险提示

风险提示:

- 1、宏观经济增速不达预期;
- 2、新兴电商平台带来的业务量增速不达预期;
- 3、人力成本大幅增加;
- 4、价格战愈演愈烈。

分析师声明

虞楠 罗月江

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

交通运输团队：

首席分析师

虞楠

SAC执业证书编号：S0850512070003

电话：021-23219382

Email: yun@htsec.com

分析师

罗月江

SAC执业证书编号：S0850518100001

电话：010-56760091

Email: lyj12399@htsec.com

投资评级说明

	类 别	评 级	说 明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。