

快递物流行业研究 买入 (维持评级)

行业点评

苏宝亮

分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

黄凡洋

联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

圆通、申通边际有所改善，顺丰持续高增长

事件

- 6月各上市快递公司经营数据出炉。

评论

- 业务量：韵达增速领跑，圆通边际增速提升明显。**6月，行业整体业务量为42.29亿件，同比提升24.20%。2018年6月，顺丰速运完成业务量3.23亿件，同比增长28.69%；申通快递业务量完成4.02亿件，同比增长21.44%；韵达股份业务量完成5.95亿件，同比增长45.57%；圆通速递完成业务量5.59亿件，同比增长30.18%。顺丰、韵达、圆通业务量增速分别高出行业4.49pcts、21.37pcts和5.98pcts。上半年，顺丰、韵达、圆通上半年增速分别高于行业7.8pcts、24.8pcts、1.2pcts。圆通5月、6月业务量增速均高出行业平均水平，市场份额亦有所提升。我们认为，圆通在与加盟商的关系将顺后，成本优化及服务质量改善明显，叠加上一轮2016-2017年运转中心已经基本度过培育期，产能利用率有望加速提升，盈利能力释放在即。
- 单票收入：顺丰企稳回升，通达系战略分化致使单价变动不一。**顺丰速运单票收入为23.51元，同比上升0.99%，环比提升2.6%；申通快递单票收入3.11元，同比下滑1.58%，环比上升0.28%；韵达股份单票收入1.63元，同比下滑15.06%，环比上升2.85%；圆通速递单票收入3.38元，同比下滑5%，环比下滑1.17%。6月行业整体单票收入12.03，同比下滑2.49%，环比提升0.95%。单票收入增速上，顺丰、申通分别高出行业平均水平3.48pcts、0.91pcts，圆通、韵达低于行业平均水平2.51pcts、12.57pcts。顺丰Q2以来单票收入逐渐企稳回升。4月以来，顺丰单票收入逐月提高，止住了Q1的环比下滑趋势，在618电商促销的背景下，更体现出顺丰较强的定价能力和高顾客忠诚度。韵达的单票收入降幅大于圆通和申通，与其统计口径差异有一定关系，也与其近年来重点发展1公斤以下的小件快递，降低单位运输成本有一定关系。申通6月均价的下滑可能与其17年派费提升的基数效应消失和电商促销有关，上半年均价的抬升则主要与17Q2派费提升及纸质面单的费用提高有关。
- 整体收入：顺丰增速领先，韵达、圆通高于行业。**6月，顺丰速运实现业务收入75.95亿元，同增29.96%；申通快递实现业务收入12.47亿元，同增19.26%；韵达快递实现业务收入9.36亿元，同增23.65%；圆通快递实现业务收入18.91亿元，同增23.68%。从收入增速上看，顺丰、韵达及圆通增速领先，分别高出行业平均增速8.86pcts、2.55pcts和2.58pcts。此外，从业务量增速与收入增速的对比情况看，顺丰单票价格的企稳回升使其收入增速高于业务量增速；单票价格的下滑，使得申通、韵达和圆通的收入增速低于业务量增速。

投资建议

- 我们继续看好护城河最深、新业务成果初现、业务量增速加快的**顺丰控股**，同时推荐具备管理和资产优势的**中通快递**（目前，非通用会计准则市盈率25X，预计2018年非通用会计助阵盈利增速35%）。受累于17年个别网点经营调整的负面因素影响，圆通速递市场份额有所下滑，目前负面影响业已消除。圆通速递在与加盟商的关系将顺后，其成本优化及服务质量改善明显，叠加上一轮2016-2017年运转中心已经基本度过培育期，产能利用率有望加速提升，盈利能力释放在即。存在较大的预期差，有望估值业绩双升。申通快递在完成北京、武汉等城市的转运中心的资产收购，提升中转质量，提升服务质量，基本面有望持续改善，存在超预期可能。

风险提示

- 电商增速不及预期。**作为目前快递行业增长重要推动因素的电商，如果发展进入瓶颈，将导致快递行业无法保持较高增速；
- 出现大规模价格战。**快递公司所提供服务的同质性，若发生价格战抢占份额，降低行业盈利水平；
- 加盟商网点不稳定。**若快递公司对于加盟商管理不善，再次出现加盟商网店停止营业、爆仓等情况，将对快递公司业务运行造成极大伤害。

内容目录

上市快递公司 6 月经营数据点评.....	3
业务量：韵达领跑，圆通边际增速提升明显.....	3
单票收入：顺丰企稳回升，三通一达战略分化致使变动不一.....	4
整体收入：顺丰增速领先，韵达、圆通高于行业.....	6
投资策略.....	6
风险提示.....	7

图表目录

图表 1：各大上市快递公司 6 月、上半年业务量对比.....	3
图表 2：各大快递公司业务量增速对比.....	4
图表 3：顺丰 18 年上半年业务量增速情况.....	4
图表 4：业务量口径市场份额变动.....	4
图表 5：各大上市快递公司 6 月、上半年单票收入对比.....	5
图表 6：顺丰单票收入及增速变动.....	5
图表 7：各大快递公司单票价格走势对比（口径存在差异）.....	5
图表 8：各大上市快递公司收入增速对比.....	6
图表 9：全国规模以上快递业务量 6 月同增 24.2%.....	6
图表 10：全国规模以上快递业务收入 6 月同增 21.2%.....	6
图表 11：快递行业品牌集中度 CR8 自 2017 年以来加速提升.....	7
图表 12：相关快递公司估值表.....	7

上市快递公司 6 月经营数据点评

业务量：韵达领跑，圆通边际增速提升明显

- **6月**：6月，行业整体业务量为 42.29 亿件，同比提升 24.20%。2018 年 6 月，顺丰速运完成业务量 3.23 亿件，同比增长 28.69%；申通快递业务量完成 4.02 亿件，同比增长 21.44%；韵达股份业务量完成 5.95 亿件，同比增长 45.57%；圆通速递完成业务量 5.59 亿件，同比增长 30.18%。**顺丰、韵达、圆通业务量增速分别高出行业 4.49pcts、21.37pcts 和 5.98pcts。**
- **Q2 季度**：受季节性因素及电商促销影响，快递公司 Q2 季度业务量普遍高于 Q1 季度，从环比增速上看，顺丰提升 2.95%，申通、韵达、圆通增速分别为 32.5%、37.51%和 36.59%。
- **上半年**：国内快递业务量达 220.8 亿件，同比增长 27.5%，较 2017 年同期下滑 3.2pcts。顺丰、韵达、圆通上半年增速分别高于行业 7.8pcts、24.8pcts、1.2pcts，申通低于行业 8.9pcts。以业务量口径计算的市场份额看，上半年顺丰 8.4%、申通 9.3%、韵达 13.6%、圆通 12.7%，与 2017Q4 的市场份额相比，顺丰、韵达份额分别提升 3.05pcts、1.65pcts，申通下滑 0.41pcts。

图表 1：各大上市快递公司 6 月、上半年业务量对比

	顺丰	申通	韵达	圆通	行业平均
6 月业务量	3.23	4.02	5.95	5.59	42.29
同比增速	28.69	21.44	45.57	30.18	24.20
环比增速	2.87%	-0.74%	-1.98%	-0.18%	1.21%
与行业增速相比	4.49	-2.76	21.37	5.98	0.00
市场份额	7.64%	9.62%	14.24%	13.22%	100.00%
2018 年上半年业务量	18.57	20.46	29.95	28.13	220.78
同比增速	35.3%	18.6%	52.3%	28.7%	27.5%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **各大快递公司表现**：顺丰今年以来业务量增速边际上有所提升，业务量增速自 2 月份开始持续高于行业平均水平，我们认为这可能与以下因素有关：1) 在 2017 年仓储初步完成技术体系的搭建之后，仓干配一体化服务和综合物流解决能力不断提高，顺丰经济件增速有所提升；2) 顺丰的新业务和快递主业之间存在业务量的相互拉动。国际经验表明，在快递公司布局新业务发展初期，处于对原有客户存量开发，或者提供部分供应链物流服务（只提供销售端或生产端），所以业务量增速提升并不十分明显；但当业务处于成熟情况下，新增的供应链业务会带来全供应链业务量，所以对业务量的拉动作用将更明显。我们认为，顺丰新业务与主业之间有良好的协同性，定位物流综合供应商的路径将沿着“快递主业引流→新业务起量→全供应链业务量提升→量价齐升，得到整体定价权”的路径发展。

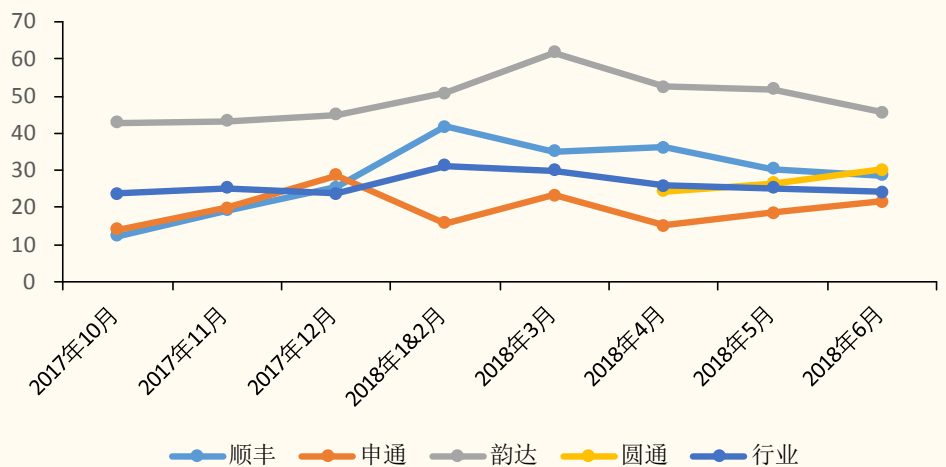
圆通：边际提升明显，战略调整效果明显。圆通 2017 年上半年对加盟商的管控不严等管理问题凸显后，进行战略调整，对发展质量提出新要求，并重新梳理业务结构，形成 ABC 网+冷链、航空五大板块。从数据上看，圆通 5 月、6 月业务量增速均高出行业平均水平，市场份额亦有所提升。我们认为，圆通在与加盟商的关系将理顺后，成本优化及服务质量改善明显，叠加上一轮 2016-2017 年运转中心已经基本度过培育期，产能利用率有望加速提升，盈利能力释放在即。

中通：美股的中通快递披露的 2018Q1 的数据显示，Q1 实现业务量 16.0 亿件，同比增长 36%，显著高于行业增速。中通独有的加盟商及员工持股模式提供了有效的激励机制，有利于中通业务量的快速增长和服务品质的持续提升。

申通：业务量增速持续提升，6 月业务量 4.02 亿票，同比环比均有回升；上半年累计 20.5 亿件，同比增长 18.6%，增速低于行业平均，但 Q2 以来增速差持续缩窄（4 月：-10.7pcts；5 月：-6.6pcts；6 月：-2.76pcts）。18 年以来，申通完成北京、武汉等城市的转运中心的资产收购，提升中转质量，提升服务质量，基本面有望持续改善，存在一定的预期差。

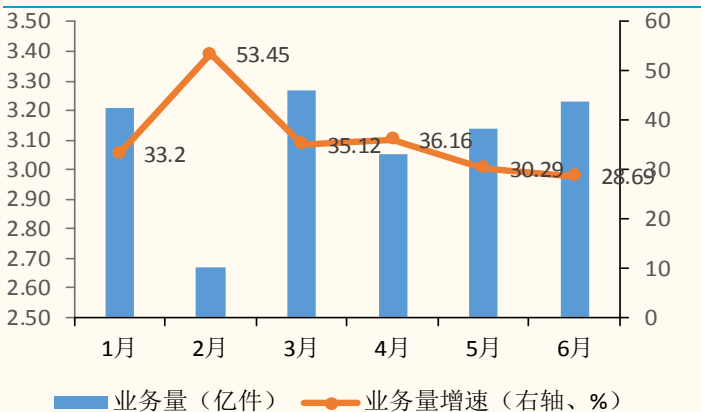
韵达：业务量增速继续领跑行业。上半年累计业务量 29.95 亿件，同比增长 52.3%，市场份额亦持续提高。拆分看，Q2 的业务量增速较 Q1 有所放缓，但韵达对加盟商的高管控制力、持续的 IT 和研发投入，使得 2017 年韵达的业务量增速持续远高于行业，我们认为这一趋势有望持续。

图表 2：各大快递公司业务量增速对比



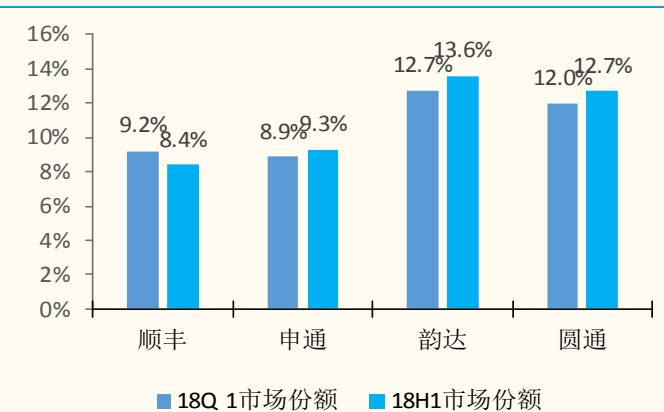
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：顺丰 18 年上半年业务量增速情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：业务量口径市场份额变动



来源：Wind，国金证券研究所

单票收入：顺丰企稳回升，三通一达战略分化致使变动不一

- 6 月：顺丰速运单票收入为 23.51 元，同比上升 0.99%，环比提升 2.6%；申通快递单票收入 3.11 元，同比下滑 1.58%，环比上升 0.28%；韵达股份单票收入 1.63 元，同比下滑 15.06%，环比上升 2.85%；圆通速递单票收入 3.38 元，同比下滑 5%，环比下滑 1.17%。6 月行业整体单票收入 12.03，同比下滑 2.49%，环比提升 0.95%。单票收入增速上，顺丰、申

通分别高出行业平均水平 3.48pcts、0.91pcts，圆通、韵达低于行业平均水平 2.51pcts、12.57pcts。

美股的中通 2018 年 Q1 单票收入价格为 1.93 元（不含派费），同比下滑 9.7%，主要是公司产品结构发生调整，单票产品重量推动单价下降。

图表 5：各大上市快递公司 6 月、上半年单票收入对比

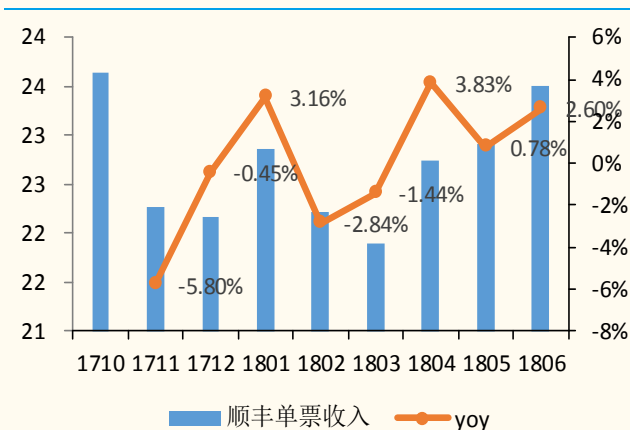
	顺丰	申通	韵达	圆通	行业平均
6 月单票收入	23.51	3.11	1.63	3.38	12.03
单票收入同比增速	0.99%	-1.58%	-15.06%	-5%	-2.49%
单票收入环比增速	2.60%	0.28%	2.85%	-1.17%	1.00%
2018H1 单票收入	22.70	3.28	1.74	3.63	12.43
2018H1 单票收入同比增速	-2.6%	3.1%	-12.5%	-1.2%	-1.3%
2018H1 单票收入环比增速	23.31	3.18	1.99	3.67	12.60

来源：公司公告，国金证券研究所

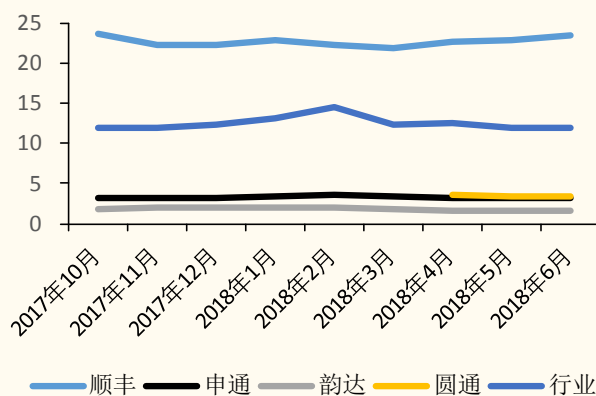
- 上半年，行业单票收入 12.43 元，同比下降 1.3%。顺丰控股单票收入 22.7 元，同比下滑 2.6%；申通快递单票收入 3.28 元，同比提升 3.1%；韵达股份单票收入 1.74 元，同比下滑 12.5%；圆通速递单票收入 3.63 元，同比下滑 1.2%。其中，申通、圆通单票收入变动分别较行业平均增速高出 4.4pcts、0.1pcts，顺丰、韵达分别低于行业平均增速 1.3pcts、11.2pcts。
- 顺丰：Q2 以来单票收入逐渐企稳回升。4 月以来，顺丰单票收入逐月提高，止住了 Q1 的环比下滑趋势。在 618 电商促销的背景下，更体现出顺丰较强的定价能力和高顾客忠诚度。

通达系：受各大快递公司今年以来对网点补贴有所抬升、电子面单占比提升及单票重量下降等因素影响，圆通、申通和韵达的单票收入均有所下滑。其中，韵达的单票收入降幅大于圆通和申通，与其统计口径差异有一定关系，也与其近年来重点发展 1 公斤以下的小件快递，降低单位运输成本有一定关系。得益于单位成本的更快下降，单件盈利及净利率提升明显。申通 6 月均价的下滑可能与其 17 年派费提升的基数效应消失和电商促销有关，上半年均价的抬升则主要与 17Q2 派费提升及纸质面单的费用提高有关。

图表 6：顺丰单票收入及增速变动



图表 7：各大快递公司单票价格走势对比（口径存在差异）



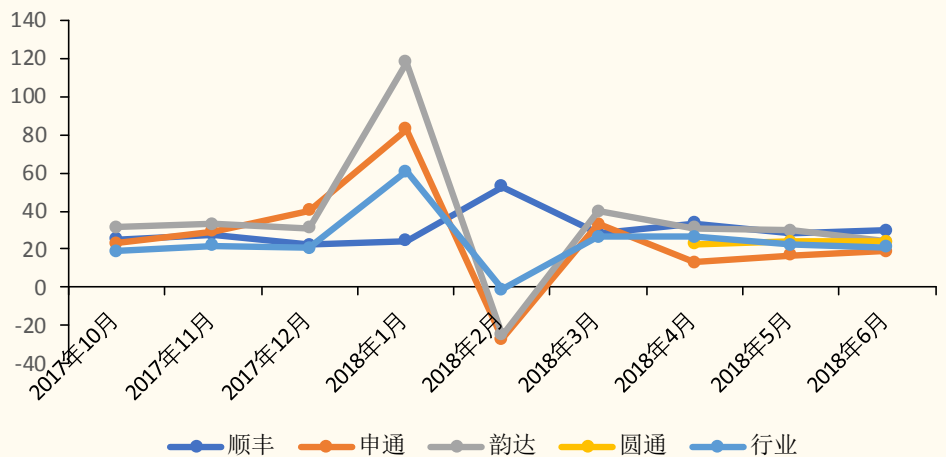
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

整体收入: 顺丰增速领先, 韵达、圆通高于行业

- 6月, 顺丰速运实现业务收入 75.95 亿元, 同比增长 29.96%; 申通快递实现业务收入 12.47 亿元, 同比增长 19.26%; 韵达快递实现业务收入 9.36 亿元, 同比增长 23.65%; 圆通快递实现业务收入 18.91 亿元, 同比增长 23.68%。从收入增速上看, 顺丰、韵达及圆通增速领先, 分别高出行业平均增速 8.86pcts、2.55pcts 和 2.58pcts。
- 从业务量增速与收入增速的对比情况看, 顺丰单票价格的企稳回升使其收入增速高于业务量增速; 单票价格的下滑, 使申通、韵达和圆通的收入增速低于业务量增速。

图表 8: 各大上市快递公司收入增速对比

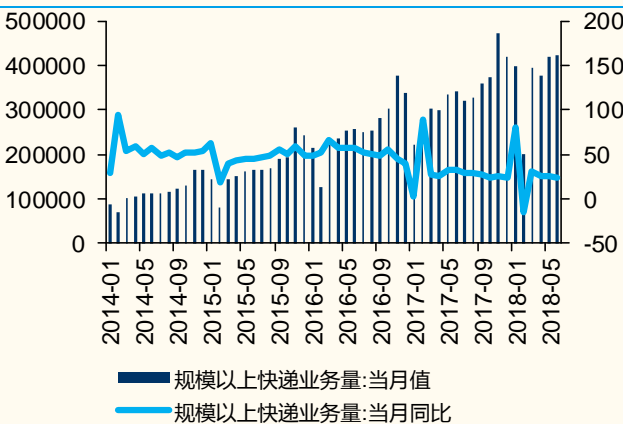


来源: 公司公告, 国金证券研究所

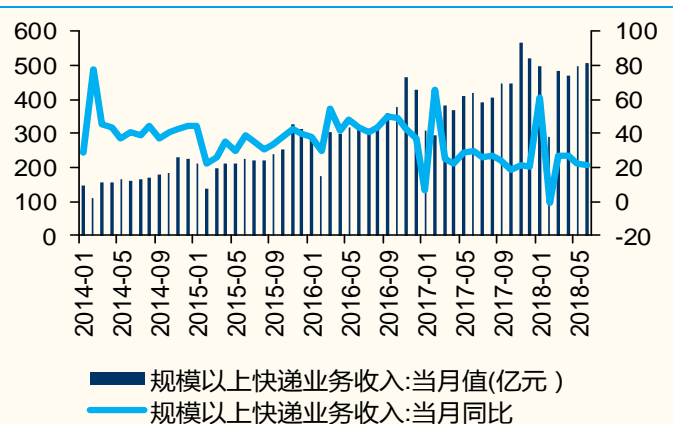
投资策略

- 从行业整体情况看, 上半年累计完成快递业务量 220.8 亿件, 超过我国 2015 年的全年快递业务量, 净增量 47.6 亿件, 相当于日本 2016 年的快递业务量。我们认为, 快递业务量仍处于高位运行状态, 中西部地区和国际件有望贡献重要增量。而拼多多、跨境电商等电商平台的崛起, 也正在不断拓宽快递行业的新版图, 未来行业需求有望保持高增长。

图表 9: 全国规模以上快递业务量 6 月同增 24.2%



图表 10: 全国规模以上快递业务收入 6 月同增 21.2%

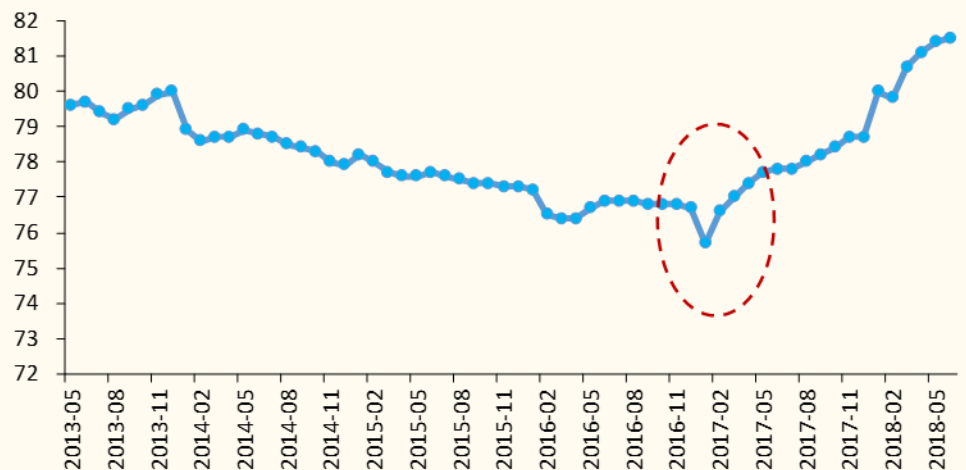


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

- 行业集中度自 2017 年初开始不断提高, 龙头公司的产品出现一定分化, 成本管控能力强、服务质量优秀的龙头公司有望持续扩大市场份额。

图表 11：快递行业品牌集中度 CR8 自 2017 年以来加速提升



来源：wind，国金证券研究所

- 从估值水平看，截至 2018 年 7 月 19 日，顺丰、韵达、申通和圆通收盘价分别对应 41X、42X、17X 和 26X。

图表 12：相关快递公司估值表

公司名称	股票代码	币种	股价	市盈率				市净率				净资产收益率				PEG (18E)
				2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E	
中通快递	ZTO.US	RMB	22	55.7	34.9	25	20.3	6.1	5.3	3.3	2.9	15.7	15.7	16	15.4	0.9
韵达股份	002120.SZ	RMB	54.5	60.9	45.1	33	26.9	19.2	13.6	6.6	5.4	43.3	35.5	27.2	22.2	1
申通快递	002468.SZ	RMB	16.4	19.9	16.9	13	11.4	4.6	3.7	3	2.5	40.6	24.4	25	23.9	0.6
顺丰控股	002352.SZ	RMB	45	47.5	41.6	40	32.2	9.7	6.1	5.4	4.7	23.6	17.5	14.3	15.6	2.4
圆通速递	600233.SH	RMB	13.5	-	34.5	27	17.1	-	5.16	4.15	3.78	16.72	15.65	16.12	16.8	0.8

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们继续看好护城河最深、新业务成果初现、业务量增速加快的**顺丰控股**，同时推荐具备管理和资产优势的**中通快递**（目前，非通用会计准则市盈率 25X，预计 2018 年非通用会计助阵盈利增速 35%）。受累于 17 年个别网点经营调整的负面因素影响，圆通市场份额有所下滑，目前负面影响业已消除。**圆通速递**在与加盟商的关系捋顺后，其成本优化及服务质量改善明显，叠加上一轮 2016-2017 年运转中心已经基本度过培育期，产能利用率有望加速提升，盈利能力释放在即。存在较大的预期差，有望估值业绩双升。**申通快递**在完成北京、武汉等城市的转运中心的资产收购，提升中转质量，提升服务质量，基本面有望持续改善，存在超预期可能。

风险提示

- **电商增速不及预期。**作为目前快递行业增长重要推动因素的电商，如果发展进入瓶颈，将导致快递行业无法保持较高增速；
- **出现大规模价格战。**快递单票收入仍处于较低水平，快递公司所提供服务存在同质性，不排除快递公司间进行价格战抢占份额，降低行业盈利水平；
- **加盟商网点不稳定。**若快递公司对于加盟商管理不善，再次出现加盟商网店停止营业、爆仓等情况，将对快递公司业务运行造成极大伤害。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH