

2018年09月04日

物流

## 龙头快递公司市占率持续提升，现金流将成为核心竞争要素

■ **龙头快递公司集中度进一步上升，竞争环境依旧严峻：**2018上半年龙头快递公司业务量增速持续超行业增速，顺丰、韵达、申通、圆通、中通及百世6家市占率从2018年第一季度的68.5%，上升至二季度的72.87%，市场份额持续向第一梯队集中。但各家单件毛利依旧呈现下降的趋势，市场竞争环境依旧有压力，单件收入下降速度快于单件成本；但得益于规模优势带来的单件三费的下降、其他业务的开展及投资收益的上升，大部分公司单件净利的降幅小于单件毛利降幅。

■ **资本开支节奏决定单件成本：**根据历年快递公司经营数据总结得出，资本开支当期成本或受经营成本及装载率问题短期上升，待产能培养成熟，则会因经营效率的提升及成本节省致使长期单件成本下降，最终将传导至业务量的提升。申通及圆通2017年下半年开始加速资本开支速度，年底或明年单件成本或将会有较明显下降，经营改善持续。

■ **现金流将成为未来一段时间快递核心竞争要素：**现阶段行业价格战依旧持续，各家公司开始加快资本开支，未来现金流将是制约企业在这轮竞争中是否有优势的重要要素之一。从目前现金生成能力来看，韵达一直在通达系中表现较突出，但各家快递公司现金生成能力随着市场竞争加剧在逐步减弱；从在手现金规模来看，韵达刚完成定增，在手资金充裕；圆通现拟公开发行可转债36亿，现金流无忧；而申通虽然在手资金规模相对薄弱，但其资产负债率目前最低，未来融资空间相对较大。

■ **投资建议：**2018上半年快递市场中龙头快递公司份额持续上升，但竞争环境依旧严峻；各家快递公司加速资本开支速度，未来将传导至单件成本下降；综合以上市场现象，现金流将成为未来快递市场核心竞争要素，重点关注现金充裕，现金生成能力较强的公司**顺丰控股、韵达股份、圆通速递及申通快递。**

■ **风险提示：**价格战持续升温，人工等刚性成本上升，社保新政对公司成本影响等。

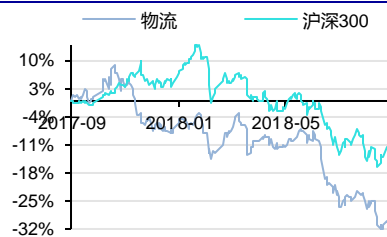
行业快报

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**  
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	1.91	11.24	14.03
绝对收益	2.49	-1.19	0.74

沙沫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060004  
shamo@essence.com.cn  
021-35082391

明兴

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040004  
mingxing@essence.com.cn

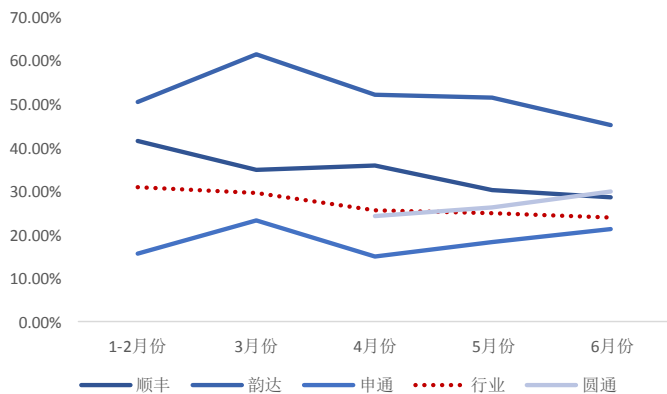
相关报告

- 7月快递数据点评：业务量增速环比回升，异地业务单价降幅收窄 2018-08-14
- 6月快递数据点评：618 边际效应减弱，影响短期部分业务单价水平 2018-07-13
- 5月快递数据点评：量增速平稳，单价下行，CR8 持续提升 2018-06-13
- 需求回暖，精选优质龙头——快递行业 2018 年中期投资策略 2018-05-29
- 4月快递数据点评：量增速略有回落，单价同比转正，CR8 创新高 2018-05-15

## 1. 一线快递公司市占率持续提升

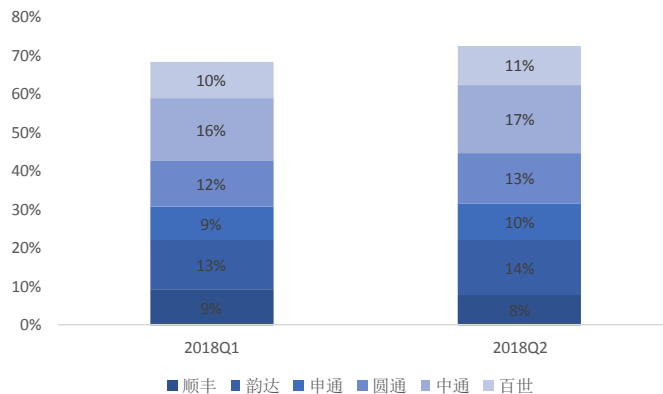
从业务量上来看，上半年一线快递公司均表现比较亮眼，尤其是去年表现欠佳的圆通及申通自年初开始出现明显改善，到二季度业务量增速均开始达到或超过行业增速。龙头快递公司持续超行业增速，导致市场集中度进一步升高，2018年上半年顺丰、韵达、申通、圆通、中通及百世6家市占率从2018年第一季度的68.5%，上升至第二季度的72.87%。

图1：各家上半年业务量增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

图2：上半年各家市占率变化



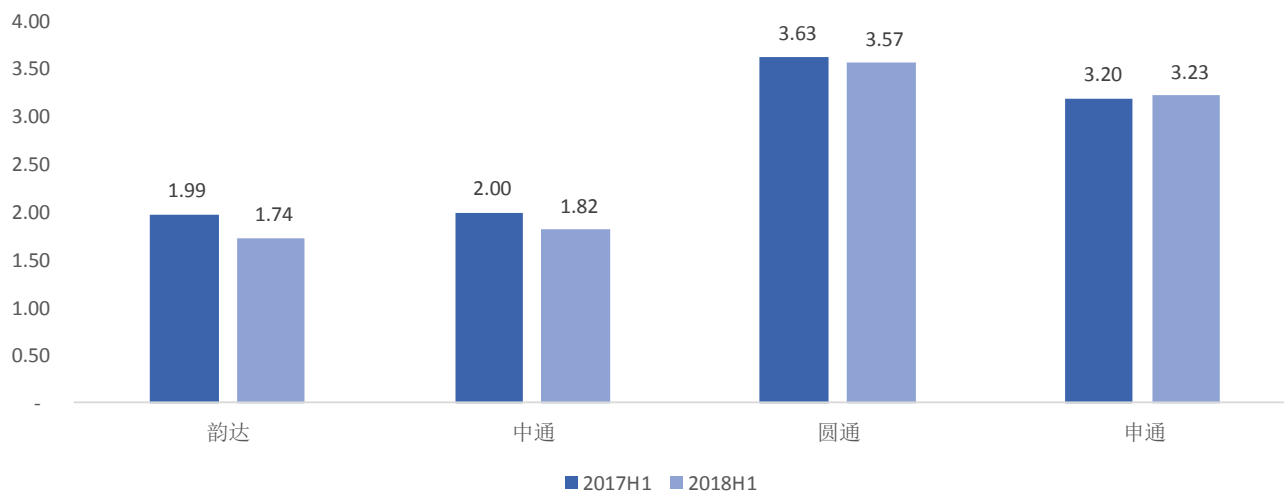
资料来源：安信证券研究中心

## 2. 单件毛利呈下降趋势，市场竞争依旧承压

### 2.1. 单件收入

综合比较申通、圆通、中通及韵达单件快递收入的变化，2018上半年单件派费较平稳，单件面单+中转均开始下降。

图3：“三通一达”半年度单件收入比较



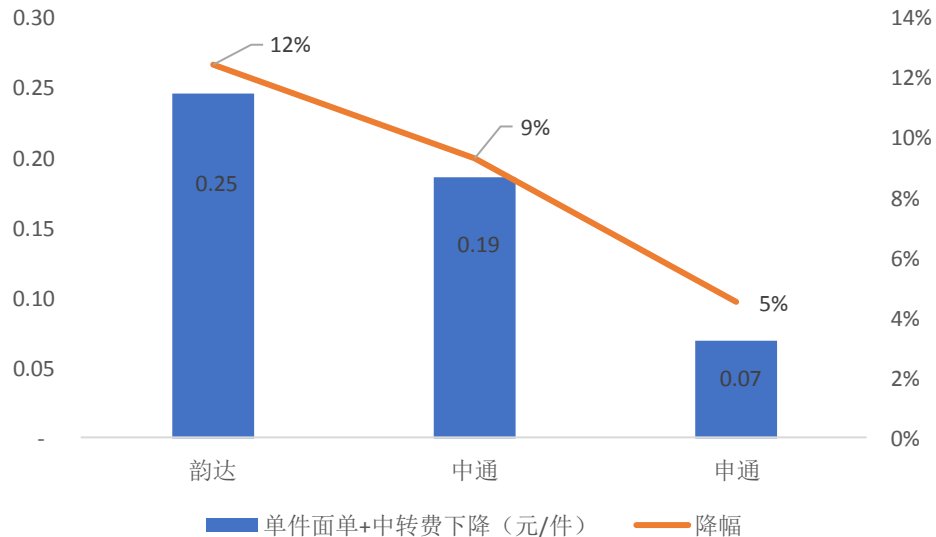
资料来源：各公司年报，安信证券研究中心

单件派费：仅有申通及圆通收入中含有派费，从申通公布细节数据来看，上半年其单件派费从1.66元/件上升至1.75元/件，公司解释主要是调整核心城市派费标准，调整大货派费；圆通单件派费成本从去年同期1.27元/件上升至1.39元/件，单件派费收入或维持1.31-1.39左右。

单件面单+中转费：该部分为快递公司实际收入来源，呈下降趋势；韵达、中通、申通该部

分上半年同比分别下降 0.25、0.19、0.07 元/件，降幅达 12%、9%、5%。该部分下降主要原因系（1）快递小件化趋势持续，韵达披露上半年单件重量同比下降 14%；（2）快递市场竞争持续，部分区域依旧存在价格战。

图 4：“三通一达”单件面单+中转下降幅度



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

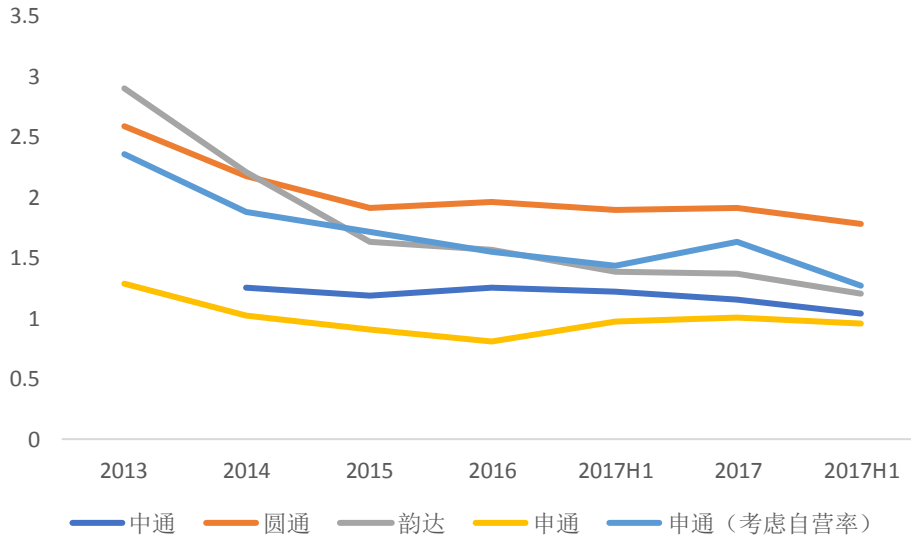
## 2.2. 单件成本

加盟制快递公司单件成本包含单件面单及单件中转（单件运输+单件中心操作成本；一般把营业成本中的职工薪酬+装卸扫描+折旧摊销+办公租赁+中转其他成本分为中心操作成本）

从长期趋势来看，单件成本受益于公司经营效率的提升及规模优势将持续下降，但自 2016 年起，各公司的单件成本下降幅度开始收窄，并且并非所有公司都表现为连续下降趋势。

2018 上半年，“三通一达”扣除派送费后的单件成本均出现不同程度的下跌，其中中通及韵达下跌幅度较大，分别较上半年同期下降 0.19 及 0.18 元/件，由于中通快递本身单件成本为通达系最低，所以其降幅也相对较大。圆通及申通上半年成本分别下降约 0.11 及 0.01 元/件，倘若申通考虑一年内的直营率变化情况，单件成本下降幅度预计超过 0.15 元/件。

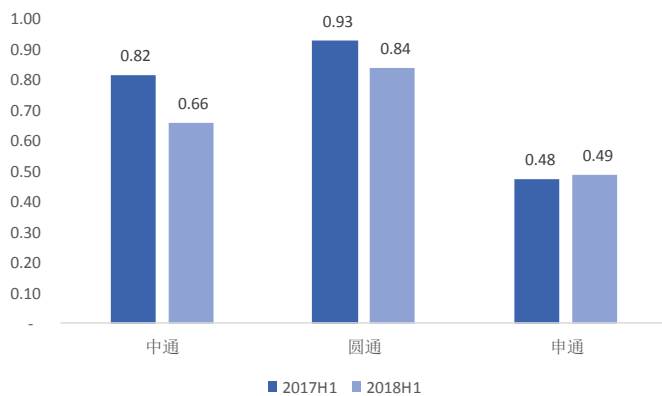
图 5：单件成本（扣除派送费）下降趋势（元/件）



资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

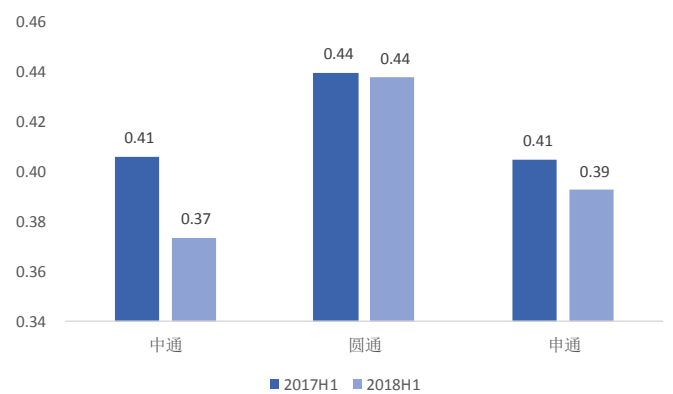
而各家公司成本主要下降空间来自于单件运输成本的下降, 主要得益于干线自营车占比提升、装载率提升、规模优势; 在披露公司数据中, 单件中心操作成本也均出现明显下降, 预计得益于中转中心机械化水平提升及规模优势。

图 6: 单件运输成本



资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

图 7: 单件中心操作成本

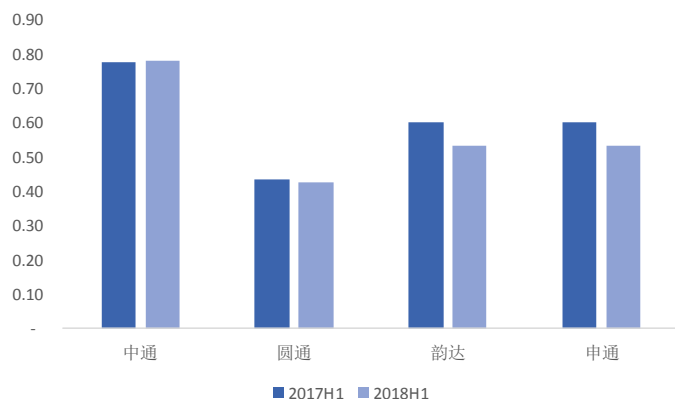


资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

单件成本另外一组成要素为单件面单费, 伴随电子面单普及成熟, 各家面单成本约降到 0.02 元/件以下, 未来下降空间有限。(除申通依旧为 0.07 元/件除外)

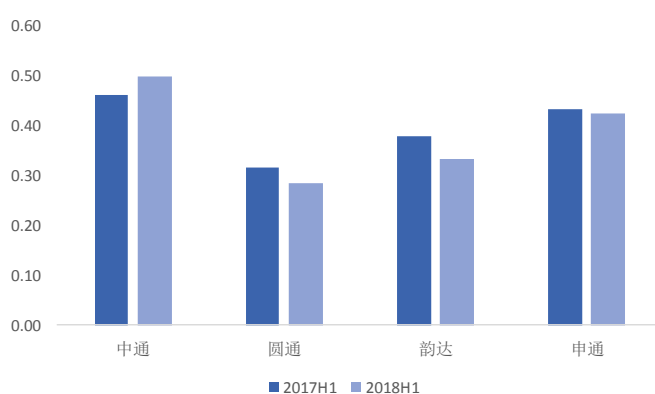
结合单件收入及单件成本变化, 单件毛利在 2018 年上半年均呈现下降的情况, 可见市场竞争环境依旧有压力, 使得公司被动降价, 单件收入下降速度快于单件成本; 但得益于规模优势带来的单件三费的下降、其他业务的开展及投资收益的上升, 大部分公司单件净利的降幅均小于单件毛利。

图 8：单件快递毛利（扣派费，元/件）



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 9：单件净利（元/件）



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

### 2.3. 资本开支与成本相关性

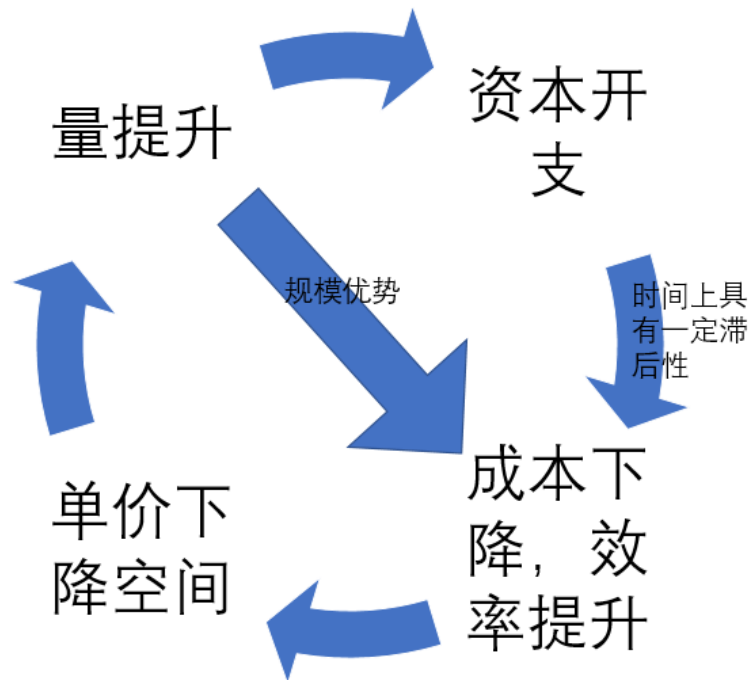
比较各家单件运输成本数据，动态排序为申通（处理后口径）>韵达>圆通>中通，单件中心操作成本排序为圆通>韵达>中通；我们认为快递公司该部分成本与公司当期投入资本开支及本身基建资产规模相关。

从快递公司经营角度来讲，在干线运输上，在装载率相同的情况下，使用自有车辆成本相对较低；在中转中心运营过程中，机械化水平越高，节省的人工成本越多，网络效能越高，相对成本越低。

但在动态经营过程中，新增资本开支投入由于需要一段时间培养，所以短期成本或上升，待培养成熟时成本会回归到常态水平。

根据以上经营经验，我们得出在车辆或机械化设备上的资本开支在未来将带来成本下降及效率提升，公司将具备更大的降价或利润空间，更便宜的单价或稳定的网络将带来业务量的提升，业务量上升使整个网络享有规模优势。（所以存在资本开支传导至成本与效率传导至业务量的逻辑关系，但并不一定会完全传导，所以资本开支是未来业务量上升的必要不充分要素。）

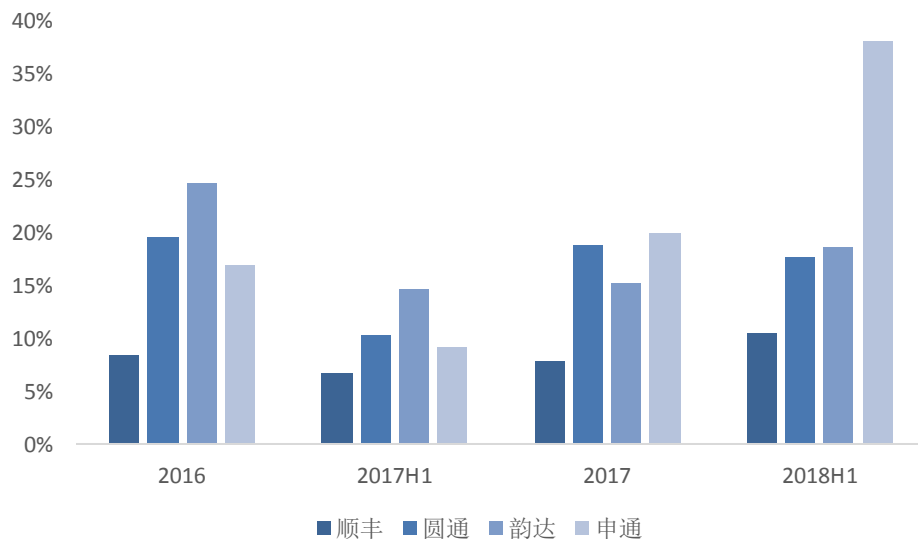
图 10: 资本开支到业务量传导图



资料来源: 安信证券研究中心

从历年资本开支规模来看, 2017 年上半年以前韵达资本开支占比最高, 随后圆通及申通赶上, 尤其申通在资本开支的追赶速度上较快; 2018 年上半年除韵达外, 顺丰、圆通及申通现金流量表中购买固定资产、无形资产所支出的现金均比去年同期增长一倍以上。从资本开支结构来看, 本期在股权投资上各家均加大投入, 另外申通本期较关注中转中心投入、圆通更重视车辆投入; 从结果上, 圆通上半年自有车辆达到 1244 辆, 占比 30%左右, 申通转运中心自营率也达到了 74%。另外 2017 年, 申通在自有车队的投入加速较明显, 当年自有车辆达到 2347 辆, 自营率为 58%。而韵达主要车辆及中转中心投入集中在 2016 年。

图 11: 资本开支占营收比 (进行营收可比口径调整)



资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

表 1: 资本开支结构变化 (亿元)

	2018H				2017			
	圆通	韵达	申通	顺丰	圆通	韵达	申通	顺丰
固定资产新增	4.09	2.91	1.52	10.40	2.21	4.80	5.20	19.32
房屋	0.93			0.93	0.02	0.63	0.26	
飞机				0.53				5.90
机器设备	0.37	0.50	0.96	0.42	1.04	0.80	0.38	0.47
运输设备	2.40	1.78	0.33	4.11	0.69	2.91	4.00	7.53
电子设备	0.22	0.63	0.21	3.85	0.30	1.00	0.47	4.40
其他								
在建工程新增	4.40	0.33	2.49	14.20	7.57	0.58	3.28	28.00
无形资产新增	2.86	1.31	0.77	1.62	2.61	1.32	2.00	5.50
开发支出				3.26				4.86
长投	4.89	6.69	4.30	9.54	2.20	2.60	2.33	11.00
总计	16.24	11.24	9.08	39.02	14.59	9.30	12.81	68.68

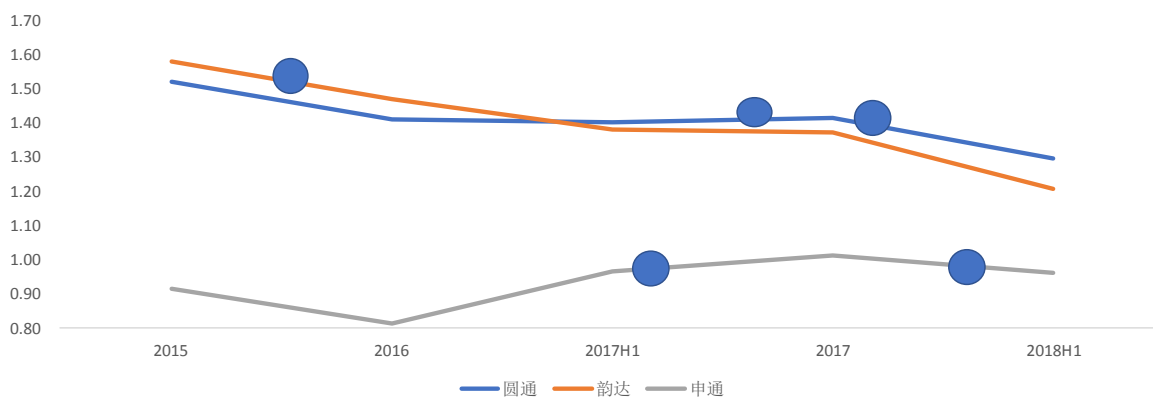
资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

### 资本开支与当期成本对应来看

2016 年韵达成本下降幅度弱于圆通及申通主要由于当年大量新增车辆及机械设备导致运营成本上升, 但 2017 年上半年开始其成本出现明显下降, 降幅较年初达 6%, 但圆通及申通并未出现明显成本下降。

反倒由于 2017 年下半年, 圆通及申通均开始注意到中转中心及运输车辆投入的重要性, 导致当期资本开支加速, 成本上升。但经历半年培养, 2018 年上半年圆通及申通单件成本较年初都有明显下降。

图 12: 单件成本变化与资本开支关系 (不含派送, 圆通不含网点中转费; 蓝色圆圈为资本开支加速的时间)



资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

综上, 资本开支当期成本或受经营成本及装载率问题短期上升, 待产能培养成熟, 则会因经营效率的提升及成本节省致使长期单件成本下降。所以本期申通圆通资本开支速度较快, 年底或明年单件成本将会有较明显下降。

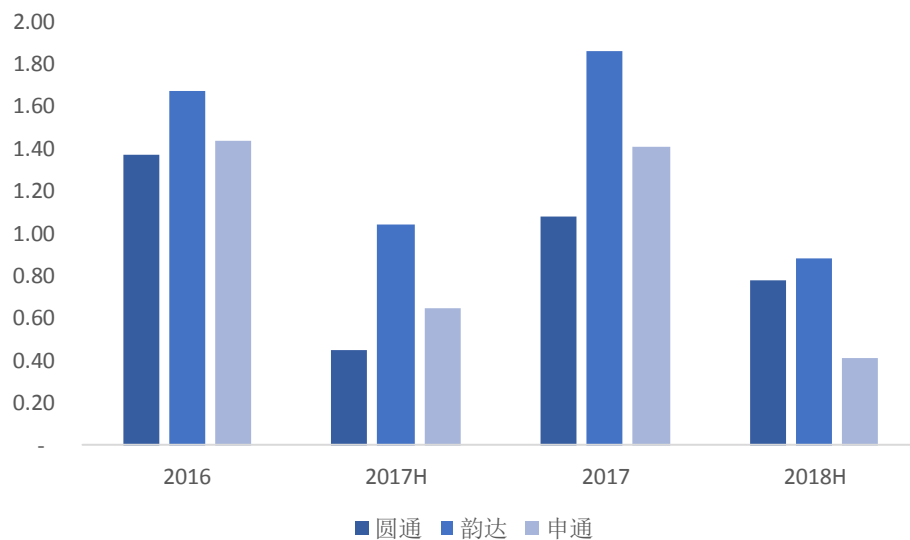
### 3. 现金流将成为未来快递公司核心竞争要素

现金流反映一家公司的现金生成能力，加盟制快递公司现金流状况一般都比较好，主要由于其预付的经营模式；但现阶段行业价格战依旧持续，各家公司开始加快资本开支，未来现金流将是制约企业在这轮竞争中是否有优势的重要要素之一。

#### 3.1. 现金生成能力

从现金生成能力来看，纵向比较，韵达一直表现较突出，在圆通、申通、韵达三家公司中是最强的；横向比较，半年报经营性现金流入表现不如年报时表现得良好，可能与公司考核制度相关；另外时间趋势上来看，现金生成能力随着市场竞争加剧在逐步减弱（圆通 2017 年上半年由于网点问题导致现金生成能力较弱为例外项），主要可能公司在对加盟商的应收和预收账款天数上会给予一定的宽松，保障其在竞争环境下依旧保持网络稳定性。

图 13: 现金生成能力 (经营性现金流净额/归母净利润)



资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

从应收账款周转天数来看，韵达及申通 2017 年下半年开始处于持续微幅上升状态，主要应收账款来自大客户或加盟商；预收账款周转天数来看，圆通及韵达持续上升，而申通则持续下降，该指标代表公司向加盟商提前预收面单费及其他款项规模；综合来看，申通近两年在现金流方面对加盟商相对韵达及圆通变得更宽松一些；或许是申通 2018 年上半年现金生成能力下降较多的主要原因。

图 14: 应收账款周转天数 (圆通 2017 并表先达影响)

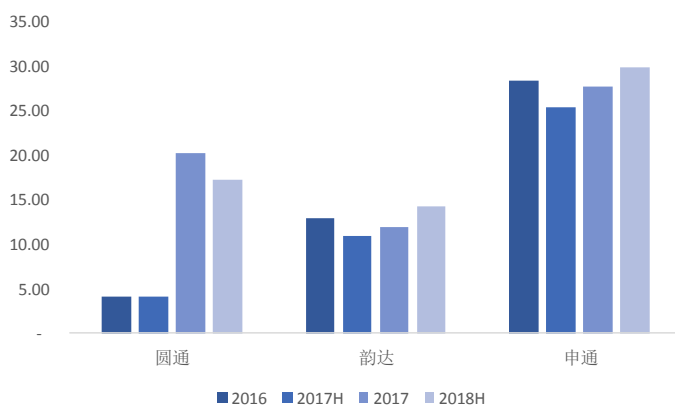
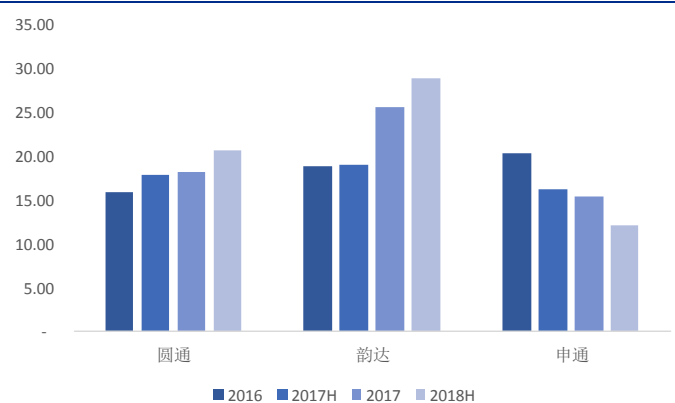


图 15: 预收账款周转天数 (营收不含网点中转)





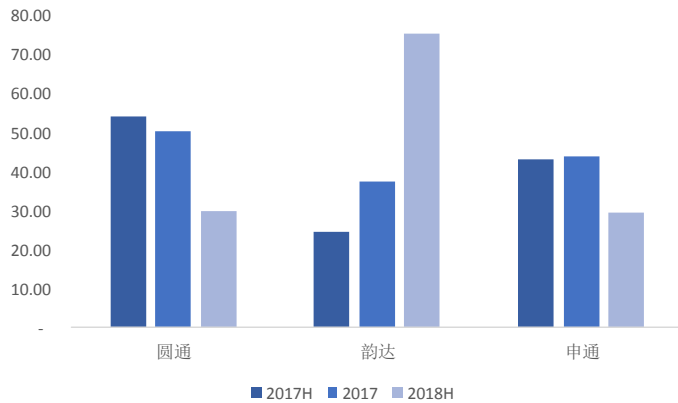
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

资料来源：公司财报，安信证券研究中心

### 3.2. 现金流储备

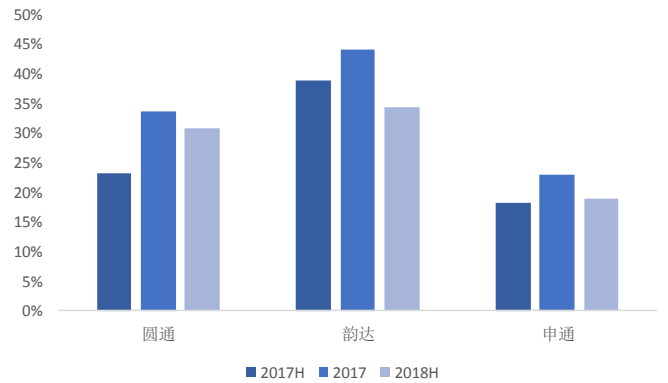
2018 年上半年圆通和申通由于大幅资本开支增加，在手现金规模出现明显下降，资产负债率水平较去年同期提升；韵达由于期初收到定增资金，现金状况有明显好转。从现在资产负债情况来看，韵达在手资金充裕；圆通在手资金及负债率均处于中间位置，现拟公开发行可转债 36 亿，现金流无忧；而申通虽然在手资金规模相对薄弱，但其资产负债率目前最低，未来融资空间相对较大。

图 16：可用现金规模（货币资金+理财产品）亿元



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 17：资产负债率



资料来源：wind，安信证券研究中心

## 4. 投资建议

2018 上半年快递市场中龙头快递公司份额持续上升，但竞争环境依旧严峻；各家快递公司加速资本开支速度，未来将传导至单件成本下降；综合以上市场现象，现金流将成为未来快递市场核心竞争要素，重点关注现金充裕，现金生成能力较强的公司顺丰控股、韵达股份、圆通速递及申通快递。

## 5. 风险提示

价格战持续升温，人工等刚性成本上升，社保新政对公司成本影响等。

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

沙沫、明兴声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034