

航空货运与物流行业

2018-9-3

行业研究 | 点评报告

评级 **看好** 维持

从快递生命周期看竞争格局变化： 龙头优势显现，成本管控为王

报告要点

■ 事件描述

快递公司 2018 年上半年财报披露完毕，我们对快递公司中报进行梳理分析。

■ 事件评论

- **上半年行业增速稳健，年中价格跌幅扩大。**2018 年上半年，全国快递业务量同比增长 27.5%，低于去年同期约 3.2 个百分点；单票价格同比下跌 1.3%，跌幅同比缩窄。从月度数据来看，6、7 月份单票价格同环比跌幅均小幅扩大，表明行业竞争有所加剧。**集中度提升，份额战加剧。**上半年 CR8 和 CR4 均呈现加速提升的趋势，表明行业从梯队分层向龙头分化演绎，马太效应持续加强，但二季度圆通速递、申通快递的业务量增速回升，龙头公司的业务量增速差有所缩窄，份额战有所加剧。
- 2018 年上半年，受益于行业快速增长与集中度提升，**上市快递公司整体收入表现较好**，剔除主动收缩整车业务的德邦股份，其他快递公司基本维持 20% 以上增速。盈利方面，由于竞争加剧，叠加成本上涨，**上市快递公司归属净利润增速普遍低于营收增速，板块盈利有所承压。**环比来看，**二季度板块业绩季节性改善。**
- **成本为王，强者恒强。**2018 年上半年，通达系单票成本持续优化，其中，中通快递、韵达股份受益于包裹轻量化、自动化升级、自有车队规模扩大等因素，单票成本降幅行业领先。根据测算，剔除派费并进行全网还原后的单票毛利率同比基本持平，这表明加盟制总部单票收入亦随单票成本下降而下降。因此，总部价格具备优势的加盟商也将享有价格竞争优势。受益于此，中通快递、韵达股份上半年业务量保持高速增长，市占率分别同比提升 1.4 和 2.2 个百分点。值得注意的是，**中通快递凭借超低的单票成本带来超额利润，在单票收入下降的趋势下，仍能够实现单票毛利率的大幅提升**（同比提升约 4.1 个百分点），单票毛利润同比维持 0.78 元。
- **产能升级追赶步伐加速，份额战或有所加剧。**从资本开支角度来看，上市快递公司的资本开支同比进一步加大。行业竞争加剧背景下，申通快递与圆通速递产能升级的追赶步伐明显加速，产能的加速升级与结构调整，将有效降低运营成本，并提升运营效率和服务质量，而场地的改扩建亦为下半年旺季提供产能储备。**预计下半年快递龙头间的份额战或将有所加剧。**

风险提示：

1. 快递需求增速大幅下降；
2. 加盟商管理风险；
3. 行业竞争加剧。

分析师 韩轶超

☎ (8621) 61118710

✉ hanyc@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512020001

联系人 冯启斌

☎ (8621) 61118710

✉ fengqb@cjsc.com.cn

联系人 鲁斯嘉

☎ (8621) 61118710

✉ lusj@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

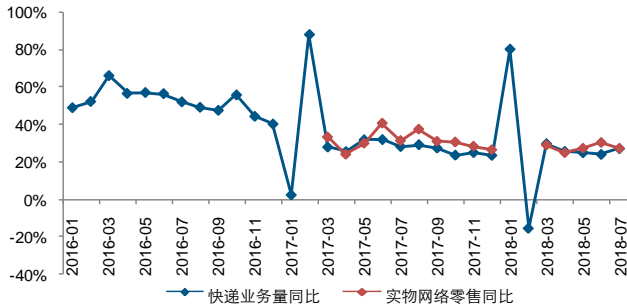
相关研究

- 《“拼多多”效应与龙头份额战——7 月快递行业数据点评》2018-8-18
- 《从“顺丰-夏晖”合作，看中国快递业的综合化转型之路》2018-8-13
- 《大行业准有大公司？——零担行业的解局与破局》2018-6-15

行业综述：增速稳健，集中度提升

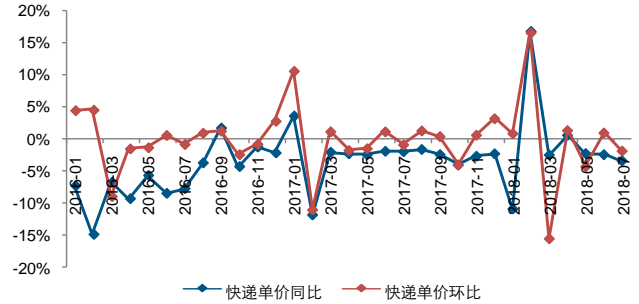
上半年行业增速稳健，年中价格跌幅扩大。2018 年上半年，全国快递业务量同比增长 27.5%，低于去年同期约 3.2 个百分点；上半年单票价格同比下跌 1.3%，跌幅同比缩窄，但从月度数据来看，6、7 月份单票价格环比跌幅均小幅扩大，表明行业竞争有所加剧。

图 1：全国快递业务量同比增速与实物网络零售同比增速趋势一致



资料来源：Wind，长江证券研究所

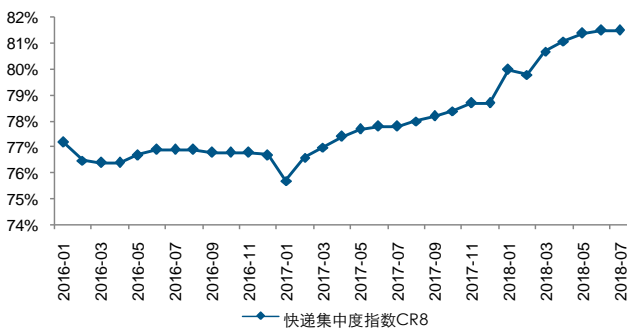
图 2：全国快递单价二季度跌幅有所扩大



资料来源：Wind，长江证券研究所

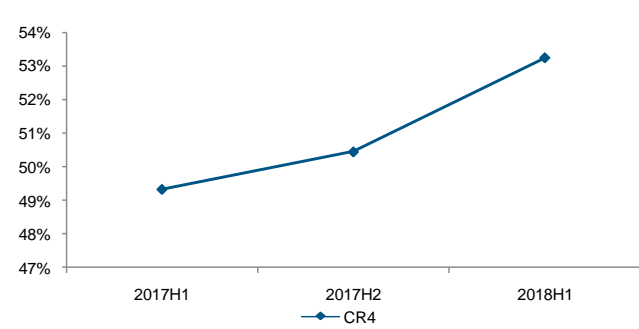
集中度提升，份额战加剧。快递行业 CR8 从今年 1 月底的 80.0% 提升至目前的 81.5%，CR4 也从 2017 年下半年的 50.4% 提升至 2018 年上半年的 53.2%。整体来看，上半年 CR8 和 CR4 均呈现加速提升的趋势，表明行业从梯队分层向龙头分化演绎，马太效应持续加强，但从二季度来看，圆通速递、申通快递业务量增速回升，龙头公司的业务量增速差有所缩窄，份额战有所加剧。

图 3：快递集中度指数 CR8 今年以来大幅提升



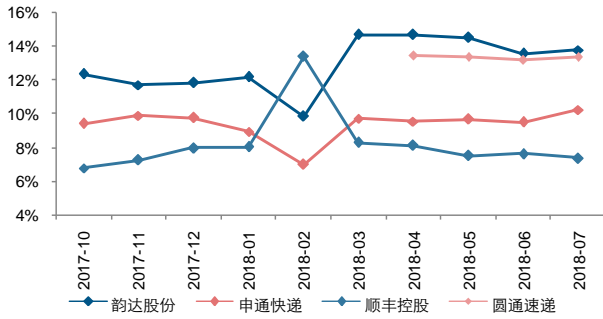
资料来源：Wind，长江证券研究所（注：CR8 以收入为统计口径）

图 4：快递行业 CR4 持续提升



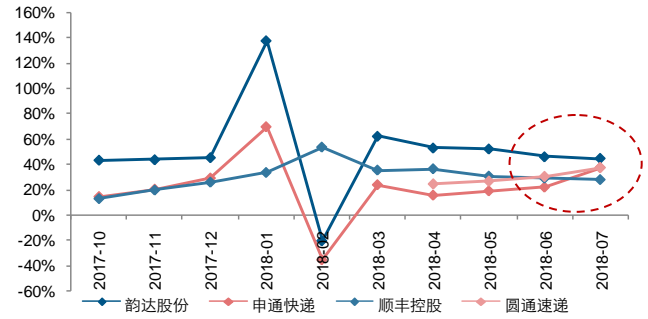
资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：CR4 以业务量为统计口径）

图 5: 快递公司市占率走势



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 6: 快递公司业务量同比增速



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

公司分析：收入增速较好，盈利有所承压

2018年上半年，受益于行业快速增长与集中度提升，上市快递公司整体收入表现较好，剔除主动收缩整车业务的德邦股份，快递公司收入基本维持20%以上增速。

盈利方面，由于龙头份额战加剧、价格持续承压，叠加人工、场地成本上涨，上市快递公司归属净利润增速普遍低于营收增速，板块盈利有所承压。

表 1：2018 年上半年重点快递公司经营情况（单位：亿元）

公司	营业收入			归属净利润			经营活动现金净额		
	2017H1	2018H1	同比	2017H1	2018H1	同比	2017H1	2018H1	同比
顺丰控股	321.6	425.0	32.2%	18.8	22.3	18.6%	18.1	22.8	26.3%
圆通速递	82.1	120.7	47.0%	6.9	8.0	15.7%	3.1	6.2	102.8%
韵达股份	43.1	59.0	37.0%	7.5	10.0	33.8%	7.8	8.8	12.7%
申通快递	55.6	66.4	19.4%	7.5	8.7	16.2%	4.8	3.6	-26.2%
德邦股份	92.7	101.9	10.0%	1.2	3.1	159.6%	5.8	9.1	57.0%
中通快递	55.9	77.4	38.6%	12.2	20.5	67.8%	12.3	16.9	36.9%
百世集团	81.0	117.4	44.8%	-6.2	-4.3	-N.A	0.2	-1.8	-960.2%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

环比来看，二季度板块业绩季节性改善。由于一季度为行业传统淡季，受益于行业季节性回暖，上市快递公司二季度营收、利润均环比增加。

表 2：重点快递公司单季度经营情况（单位：亿元）

公司	营业收入			归属净利润			经营活动现金净额		
	2018Q1	2018Q2	环比	2018Q1	2018Q2	环比	2018Q1	2018Q2	环比
顺丰控股	205.7	219.3	6.6%	9.9	12.4	24.5%	0.8	22.0	2706.6%
圆通速递	53.4	67.2	25.9%	3.2	4.9	54.0%	-3.9	10.2	N.A
韵达股份	26.6	32.5	22.2%	4.0	6.0	47.8%	1.5	7.3	401.0%
申通快递	29.1	37.4	28.6%	3.8	4.9	29.5%	-3.7	7.3	N.A
德邦股份	47.0	54.9	16.8%	1.0	2.1	107.3%	1.8	7.3	305.2%
中通快递	35.4	42.0	18.4%	5.6	14.9	167.8%	2.1	14.8	589.1%
百世集团	50.0	67.3	34.5%	-3.4	-0.9	-N.A	-6.1	4.3	N.A

资料来源：公司公告，长江证券研究所

量价分析：运营为基，成本为王

成本为王，强者恒强。2018 年上半年，通达系单票成本持续优化，其中，中通快递、韵达股份受益于包裹轻量化、自动化升级、自有车队规模扩大等因素，单票成本降幅行业领先，分别同比下降 0.19 元和 0.18 元至 1.03 元和 1.21 元。

表 3：通达系单票结构拆分

	圆通速递			韵达股份			申通快递			中通快递		
	18H1	17H1	同比	18H1	17H1	同比	18H1	17H1	同比	18H1	17H1	同比
单票面单费				0.69	0.77	-9.96%	0.71	0.72	-1.84%			
单票面单成本	0.00	0.02	-77.29%				0.07	0.07	-3.39%			
单票面单毛利							0.64	0.65	-1.17%			
单票派送费							1.75	1.66	5.66%			
单票派送服务支出	1.39	1.31	5.88%				1.65	1.60	2.97%			
单票派送毛利							0.10	0.06	72.24%			
单票中转收入				1.05	1.22	-14.15%	0.76	0.82	-7.40%			
单件中转成本小计	1.78	1.88	-5.32%				0.90	0.90	-0.07%	1.03	1.22	-15.48%
其中：单票运输成本	0.84	0.93	-9.32%				0.49	0.48	2.80%	0.66	0.82	-19.19%
其中：单件转运中心成本(a+b)	0.94	0.95	-1.05%							0.37	0.41	-8.02%
单票网点中转费*(a)	0.50	0.51	-2.30%									
单票中心操作成本(b)	0.44	0.44	0.71%				0.41	0.42	-3.33%	0.37	0.41	-8.02%
单件中转毛利							-0.14	-0.08	75.14%			
单票收入	3.07	3.12	-1.60%				3.22	3.20	0.63%			
单票成本	2.68	2.70	-0.74%				2.61	2.57	1.74%			
单票毛利	0.39	0.42	-6.24%				0.61	0.63	-3.90%			
单票毛利率	12.70%	13.46%	-0.76%				18.81%	19.69%	-0.89%			
剔除派费												
单票收入	1.68	1.81	-7.18%	1.74	1.99	-12.46%	1.47	1.54	-4.55%	1.82	2.00	-9.34%
单票成本	1.29	1.39	-7.19%	1.21	1.38	-12.74%	0.97	0.97	-0.31%	1.03	1.22	-15.48%
单票毛利	0.39	0.42	-7.14%	0.53	0.60	-11.81%	0.50	0.57	-11.73%	0.78	0.78	0.30%
单票毛利率	23.21%	23.20%	0.01%	30.65%	30.42%	0.22%	38.54%	39.42%	-0.87%	43.06%	38.92%	4.14%
考虑自营率												
单票收入	1.68	1.81	-7.18%	1.74	1.99	-12.46%	2.00	2.11	-5.29%	1.82	2.00	-9.34%
单票成本	1.29	1.39	-7.19%	1.21	1.38	-12.74%	1.59	1.59	-0.21%	1.03	1.22	-15.48%
单票毛利	0.39	0.42	-7.14%	0.53	0.60	-11.81%	0.41	0.52	-20.97%	0.78	0.78	0.30%
单票毛利率	23.21%	23.20%	0.01%	30.65%	30.42%	0.22%	20.43%	24.48%	-4.05%	43.06%	38.92%	4.14%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

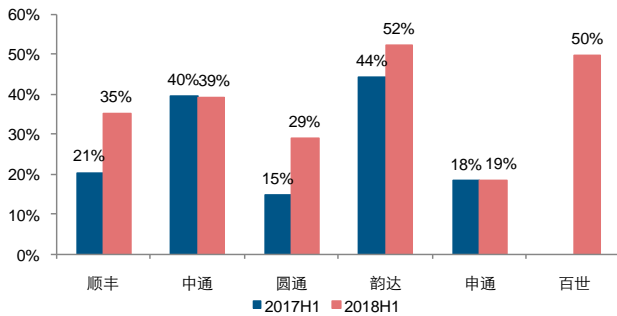
注 1：申通快递的单票中转收入与单票中转成本均按照 59%的转运中心自营率进行还原；

注 2：圆通速递单票收入与单票成本均剔除网点中转费，即网点补贴。

总部成本优化，提升加盟商竞争力。根据我们的测算，剔除派费并进行全网还原后的单票毛利率同比基本持平。这表明加盟制总部在进行干线运输、中转环节成本优化后，单票收入亦随单票成本下降而下降。加盟制总部的单票收入，可视为加盟商的单票结算成本，因此，总部价格具备优势的加盟商也将享有价格竞争优势。受益于此，中通快递、韵达股份上半年业务量保持高速增长（分别增长约 39%和 52%），市占率分别同比提升 1.4 和 2.2 个百分点。

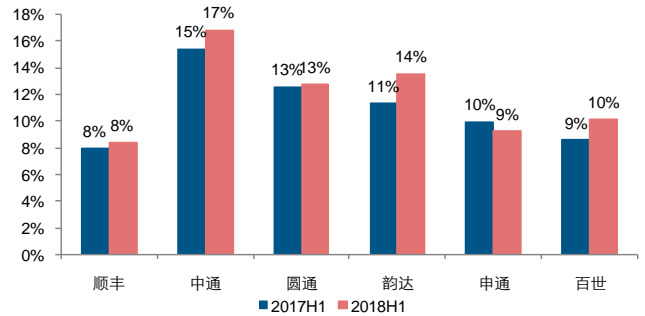
超低成本带来超额利润。值得注意的是，中通快递凭借业内绝对领先的成本优势（2018 年上半年单票成本为 1.03 元），在单票收入下降的趋势下，仍能够实现单票毛利率的大幅提升（同比提升约 4.1 个百分点），单票毛利润同比维持 0.78 元。

图 7：快递公司业务量同比增速对比



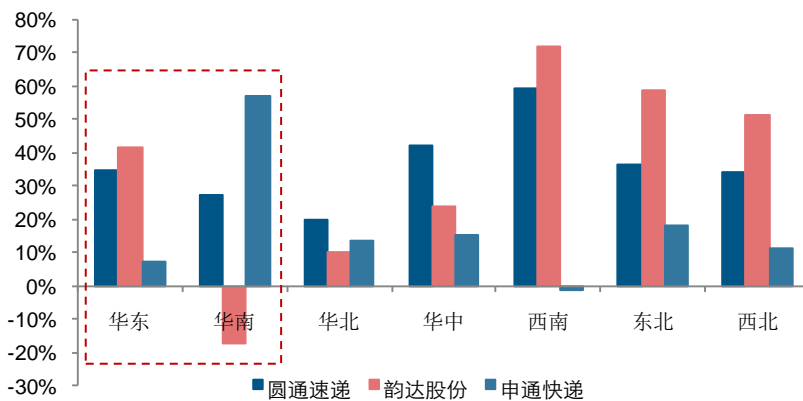
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 8：快递公司市占率对比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 9：2018 年上半年快递公司分地区收入同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

资本开支：产能升级，成本挖潜

从资本开支角度来看，上市快递公司的资本开支同比进一步加大。行业竞争加剧背景下，加盟制快递公司正在加速核心资产的重资产化和产能升级，一方面，能够进行成本挖潜，提升全网运营效率；另一方面，能够加强全网管控能力，提升服务品质。

表 4：上市快递公司资产变化情况（单位：亿元）

公司	项目	2017H1	2018H1	Δ2017H1	Δ2018H1
申通快递	固定资产	7.1	13.8	0.2	0.9
	在建工程	2.8	4.8	1.1	2.0
	无形资产	5.1	7.8	-0.1	2.1
	合计	15.0	26.4	1.2	5.0
圆通速递	固定资产	23.3	37.1	2.5	7.7
	在建工程	6.3	9.1	-0.2	1.9
	无形资产	16.2	21.1	0.5	2.3
	合计	45.8	67.3	2.8	11.9
韵达股份	固定资产	23.6	29.8	0.3	1.6
	在建工程	1.3	2.5	0.3	0.9
	无形资产	6.8	8.8	0.3	0.8
	合计	31.7	41.1	0.9	3.3
中通快递	固定资产	51.6	72.6	10.9	7.8
	商誉及无形资产	41.6	43.0	0.0	0.0
	土地使用权	14.7	18.6	1.7	1.3
	合计	107.8	134.1	12.6	9.1
顺丰控股	固定资产	117.0	121.5	0.2	2.6
	在建工程	8.8	30.2	0.4	7.1
	无形资产	48.2	55.2	3.4	4.4
	合计	174.0	206.9	4.0	14.1

资料来源：公司公告，长江证券研究所

今年上半年，申通快递与圆通速递产能升级的追赶步伐明显加速，整体来看，加盟制快递公司之间产能结构差距有望缩小。

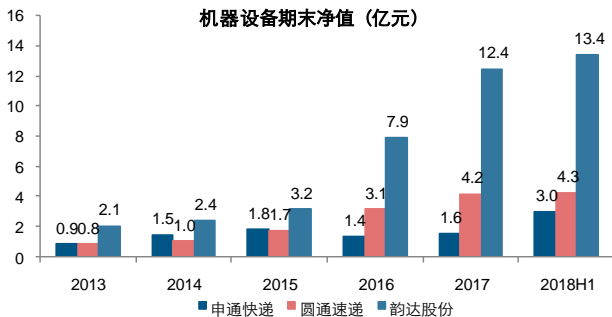
➤ 转运设备方面

申通快递上半年末转运设备资产净值（以机器设备净额概算）较年初增加 1.4 亿元，年化单票转运设备资产原值较 2017 年提升 0.04 元至 0.12 元，表明分拣环节的自动化水平有所提升。公司上半年单票中转操作成本同比小幅下降 3.3%，预计随着下半年旺季逐渐启动，单票中转操作成本有望随着设备产能利用率的提升而继续下降。

韵达股份上半年末转运设备资产净值较年初增加 1.0 亿元至 13.4 亿元，年化单票转运设备资产原值为 0.26 元，继续维持通达系分拣环节自动化水平的领先优势。

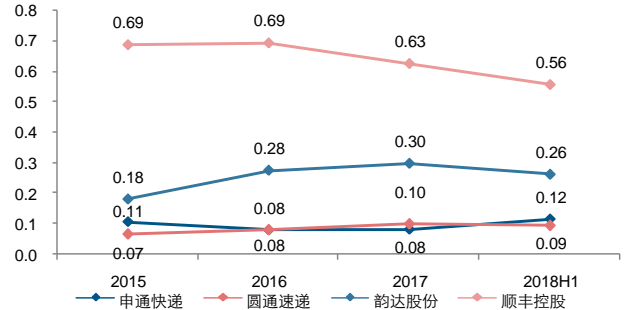
圆通速递上半年对济南、烟台、海口、郑州等枢纽转运中心完成改造、扩建，共布局完成自动化分拣设备 15 套，且多个转运中心的自动化设备改造升级正在稳步推进。

图 10: 申通快递、韵达股份 2018 年上半年转运设备增加较多



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 11: 单件快递对应转运设备原值 (元/件)



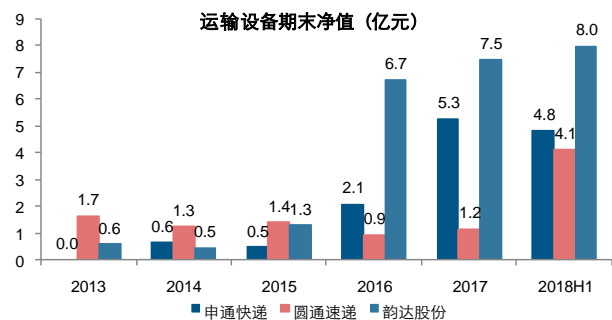
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 (2018H1 数据经过年化处理)

干线运输方面

圆通速递上半年末自有车辆资产净值 (以运输设备期末净值概算) 较年初增加约 2.9 亿元, 年化单票自有车辆资产原值较 2017 年提升 0.05 元至 0.11 元, 表明自有车队规模占比提升 (截至 2018 年 6 月末, 公司自有运输车辆达 1244 辆, 实际投入运营车辆 740 辆)。公司上半年单票运输成本同比下降 9.3%, 预计随着下半年旺季逐渐启动, 单票运输成本有望随着装载率提升以及包裹轻量化而继续下降。

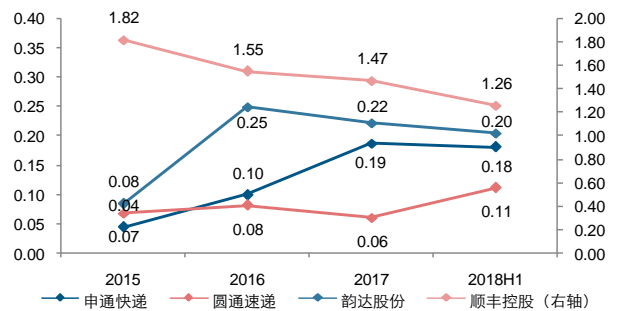
申通快递截至 2018 年上半年底, 累计开通干线运输线路 2231 条, 较 2017 年年底增加 401 条; 开通路由达到 9453 条, 较 2017 年年底增长 84.0%。公司自有干线运输车辆 2347 辆, 较 2017 年底 (1618 辆) 新增 729 辆, 干线运输车辆自营率达 57.9%。

图 12: 圆通速递 2018 年上半年自有车辆资产增加较多



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 13: 单件快递对应自有车辆资产原值 (元/件)



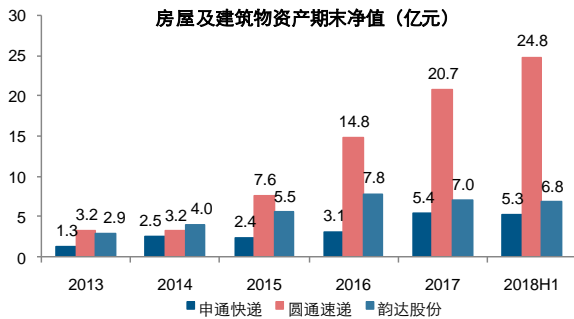
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 (2018H1 数据经过年化处理)

土地及场站方面

圆通速递与中通快递的土地使用权规模上半年持续保持领先。随着未来 1-2 年, 行业基本完成自动化升级, 未来限制产能扩张的瓶颈将是场地。圆通速递与中通快递的自用土地与场站数量较多, 具备更低的土地成本, 并能够有效缓解场地租金的上涨压力。

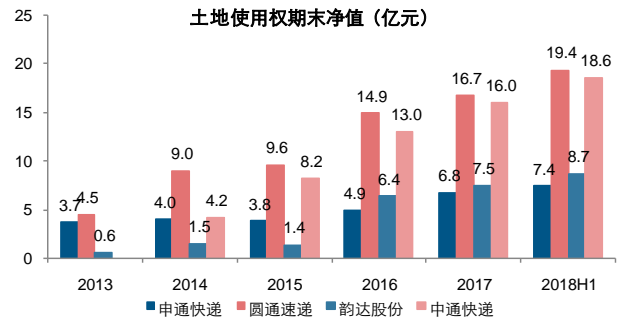
请阅读最后评级说明和重要声明

图 14: 圆通速递 2018 年上半年房屋增加较多



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 15: 圆通速递、中通快递 2018 年上半年土地使用权增加较多



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

今年上半年, 申通快递启动收购北京、深圳、武汉等核心区域的加盟转运中心, 三次收购金额累计达 12.99 亿元, 转运中心自营率有望大幅提升至 80%。

向后看, 产能的加速升级与结构调整, 将有效降低运营成本, 并提升运营效率和服务质量, 而场地的改扩建亦为下半年旺季提供产能储备。预计下半年快递龙头间的份额战或将有所加剧。

表 5: 申通快递收购加盟转运中心梳理

收购标的	收购价 (亿元)	交割时间
北京申通快递服务有限公司		
北京多元申通快递服务有限公司	2.89	
北京申通联晟物流有限公司		2018 年 5 月 31 日
湖北申通物流有限公司	1.24	
武汉申通快递有限责任公司		
深圳市全通达申通快递有限公司		
深圳市粤申通快递有限公司	2.38	
深圳市宏扬申通快递有限公司		2018 年 6 月 30 日
深圳市环球申通快递有限公司		
广东申通物流有限公司	3.45	
湖南申通快递有限公司	0.62	
东莞市瑞佳申通速递有限公司	0.80	
东莞市全通达申通快递有限公司		
南昌盛彤快递有限公司	0.20	
河南申通实业有限公司	0.81	2018 年 8 月 31 日
广西南宁申通速递服务有限公司	0.26	
长春申通快递有限公司	0.33	

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。