

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

电商快递步入行业旺季，业务量增速申通逼近韵达

事件

- 国家邮政局公布 2018 年 10 月快递行业运行数据。10 月快递业务量为 46.9 亿件，同比增长 25.2%，环比 9 月提升 1.3pcts；10 月行业单价为 11.39 元，同比下降 4.5%，环比持平。

评论

- 行业整体收入增速略有提高；业务量增速同比 25.2%，增速同比提升 1.3pcts；单件快递收入为 11.39 元/-4.50%，源于国际件单价跌幅缩小。①10 月行业收入 534.2 亿元，同比增长 19.6%，环比增速提高 1.1pct。1-10 月实现收入 4780.5 亿元，同增 23.5%。②10 月快递件量增速同比和环比均出现提升，并且高于此前邮政局 20% 的增速预期。环比提升，源于进入 10 月份，年内快递旺季的逐步临近；同比提升，或源于必需品的消费需求对快递业务量支撑意义更大。③单件快递收入为 11.39 元/-4.50%，源于国际件单价跌幅缩小。10 月单票价格 11.39 元/件，同比下降 4.50%，跌幅比去年同期扩大 0.4pcts，环比 9 月持平，主要源于国际件单价跌幅大幅减小 (-8.5%)。④集中度：1-10 月集中度指数 CR8 为 81.3%，同比上升 2.9pcts。目前行业龙头的业务量增速基本超过行业平均水平，快递的件量份额向网络稳定、具备规模效应和良好服务水平的第一梯队的龙头企业集中的趋势有望继续延续并强化。
- 分公司看业务量：申通圆通持续改善，韵达保持高位，顺丰短期承压。①公司业务量增速：申通 (+44.6%) > 韵达 (+43.41%) > 圆通 (+30.02%) > 行业平均 (+25.2%) > 顺丰 (+18.04%)。②韵达：业务量持续高增长，10 月份业务量 6.64 亿票/+43.41%，环比提高 5.23pcts，连续 8 个月维持件量增速 40% 以上。③申通：10 月业务量 5.11 亿票/+44.60%，环比提升 6.24pcts，业务量增速高出行业平均水平 19.4pcts。基本面改善明显，业务量增速持续提升，产能投资提速转化为市场份额回升。④圆通：10 月份业务量 6.29 亿票/+31.02%，环比提升 10.16pcts，业务量增速高出行业平均水平 5.82pcts。圆通在与加盟商的关系捋顺后，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⑤顺丰：10 月份业务量 3.01 亿票/+18.04%，环比下滑 10.15pcts。顺丰件量增速明显放缓，或源于商条件受宏观经济增速下滑影响更加明显。Q3 季度，时效件业务 Q3 增速 (16%) 较 H1 的 18% 的增速明显放缓，业务量和业绩表现或短期承压。但随着新业务规模扩大，规模效应逐步显现有望带来盈利能力提升
- 分公司看单票价格：韵达跌幅明显收窄，顺丰单价基本平稳。韵达股份、申通快递、圆通速递和顺丰控股分别环比变化 -0.59%、-0.31%、-1.2% 和 -0.41%。考虑到韵达单票收入不包含单票派送费，假设单票派送费为 1.5 元，统一口径下韵达单票收入为 3.2 元。韵达单票收入的下降源于成本端改善后加大对网点补贴、电子面单占比提升及单票重量下降等多方面因素影响。顺丰：10 月单价 24.25 元/+2.58%，环比下滑 0.41pcts，单边走势基本平稳。

投资建议

- 快递行业需求的景气度仍然较高，我们预计明年行业有望保持 20% 以上增速，且长期市场份额明显提升、全网运营效率高的快递公司将获得更大发展空间。推荐综合物流业务发展顺利，具备高客户忠诚度的顺丰控股、兼具管理优势与成本优势的韵达快递以及产能投资提速转化为业务量增速和市场份额回升的申通快递。

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存在同质性，不排除公司间进行价格战，降低行业盈利水平；
- 加盟商网点不稳定。若加盟商管理不善，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

行业整体：收入增速略有提高.....	3
量：10月业务量增速同比 25.2%，，增速同比提升 1.3pcts.....	3
价：单件快递收入为 11.39 元/- 4.50%，源于国际件单价跌幅缩小.....	4
集中度：1-10 月集中度指数 CR8 为 81.3%，同比上升 2.9pcts.....	5
分公司：通达系步入四季度业务量旺季，顺丰业务量增速略有下滑.....	6
量：申通圆通持续改善，顺丰短期承压.....	6
价：韵达跌幅明显收窄，顺丰单价基本平稳.....	7
投资建议	8
风险提示	8

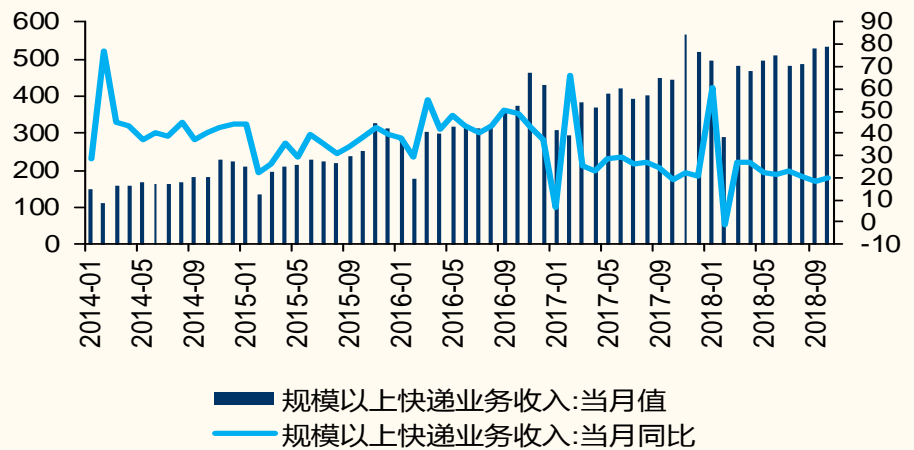
图表目录

图表 1：10 月行业整体业务收入增速略有提高.....	3
图表 2：全国规模以上快递业务量 10 月同增 25.2%.....	4
图表 3：10 月异地件业务量增速 27.4%.....	4
图表 4：分业务类型的快递行业结构变动.....	4
图表 5：10 月单票价格同比跌幅为 4.5%.....	5
图表 6：10 月国际件单价跌幅缩小.....	5
图表 7：快递行业品牌集中度 CR8 自 2017 年以来加速提升	6
图表 8：10 月各大快递公司业务量增速对比	7
图表 9：10 月各大快递公司业务量（亿件）及增速.....	7
图表 10：6 月份以来各大快递公司市占率变化.....	7
图表 11：10 月上市快递公司单票价格变动对比.....	8

行业整体：收入增速略有提高

- **行业整体收入增速略有提高。**10月行业收入534.2亿元，同比增长19.6%，环比增速提高1.1pct。1-10月实现收入4780.5亿元，同增23.5%，1-9月收入同增24%，增速环比延续下滑，环比增速减少0.5pct，也低于去年同期增速29.1%。
- **国际/港澳台收入大幅增长拉动行业收入增速提高。**收入环比增速提高的原因，主要系国际/港澳台收入增速大幅提高，10月收入49.2亿元，同比提高20%，而9月同比下滑5.4%，环比收入增长6.5%。异地收入增速略有提高1pct，同城收入增速大幅放缓，10月同比增速较9月下13.4pct至10.7%。区域结构方面，东、西快递量增速分别提高2.1、1.1pct，而中部收入增速下滑6.7pct。

图表 1：10月行业整体业务收入增速略有提高

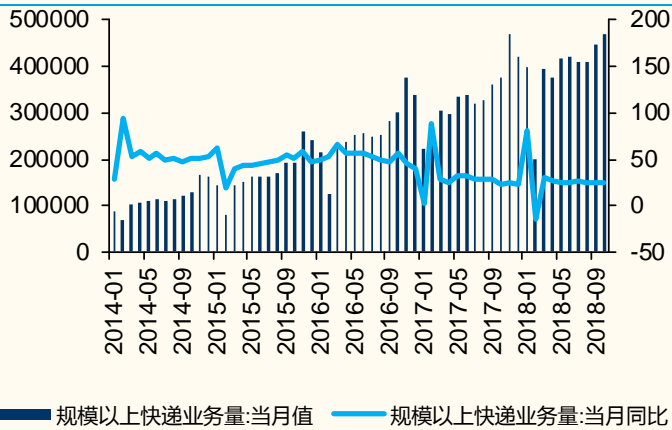


来源：wind，国金证券研究所

量：10月业务量增速同比25.2%，增速同比提升1.3pcts

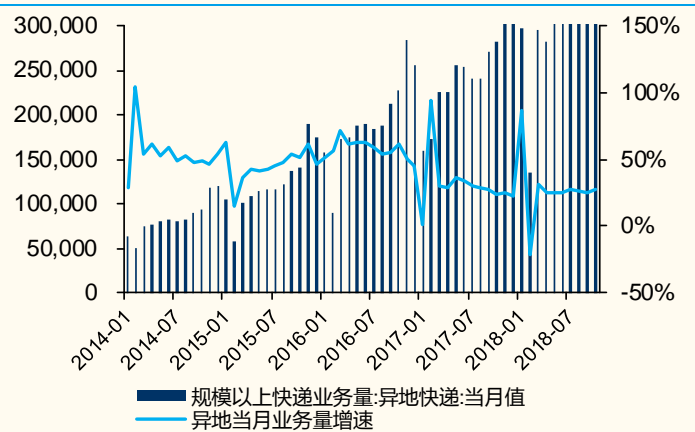
- **10月快递量增速环比提高1.1pct。**国际/港澳台增速、异地增速环比提高，同城增速略降；东部、西部增速回落，中部增速显著提高。快递业务量为46.9亿件，同比增长25.2%，环比9月提高1.1pcts。分业务类型看，异地/同城/国际件增速分别为+27.4%/+17.4%/+31.1%，环比变动+2.2pcts/-3.1pcts/+7pcts。分地区看，东/中/西部地区业务量增速分别为+21.1%/+49.1%/+35.5%，环比变动-0.5pcts/+20.7pcts/-10.5pcts。
- **10月数据件量增速同比和环比均出现提升，并且高于此前邮政局20%的增速预期。**环比提升，源于进入10月份，年内快递旺季也逐步临近；同比提升，或源于必需品的消费需求对快递业务量支撑意义更大。财富下行期间，网购所具备的成本优势和价格优势更加明显，并对快递的需求端构成重要支撑。

图表 2：全国规模以上快递业务量 10 月同增 25.2%



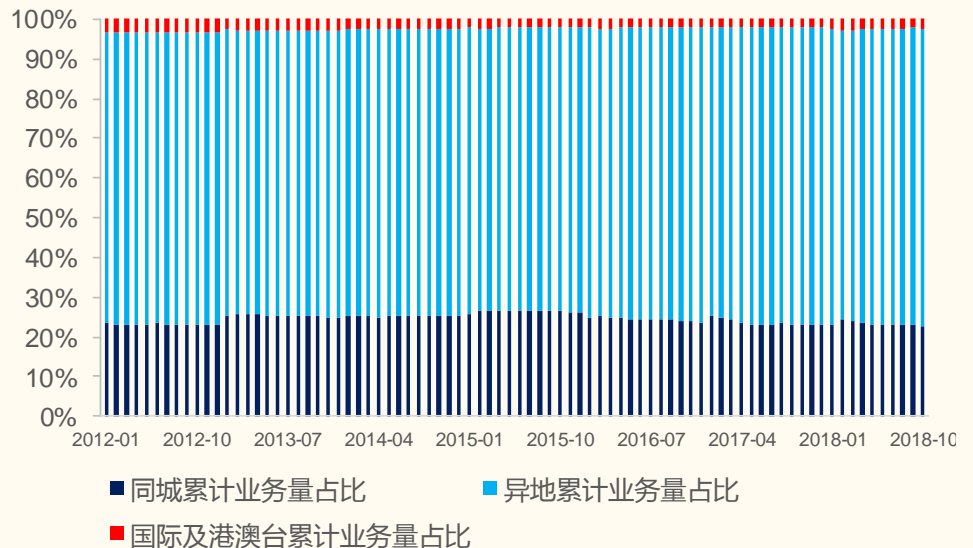
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：10 月异地件业务量增速 27.4%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：分业务类型的快递行业结构变动



来源：wind，国金证券研究所

价：单件快递收入为 11.39 元/-4.50%，源于国际件单价跌幅缩小

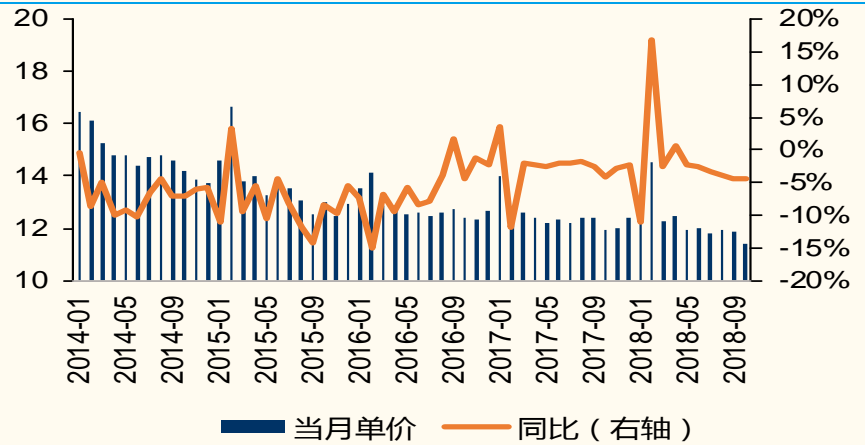
- 10 月单票价格 11.39 元/件，同比下降 4.50%，跌幅比去年同期扩大 0.4pcts，环比 9 月持平，主要源于国际件单价跌幅大幅减小 (-8.5%)。异地件/同城件/国际件平均单价分别同比-4.1%/-5.7%/-8.5%。国际快递价格环比略有下跌-0.2%，同比增速环比提高 17pcts。异地快递单价环比下跌 6.2%，同比增速环比小幅下降 0.3pcts。

国际和同城件业务，或成为快递公司之间竞争的新战场。国际业务：近年来，圆通加大布局航空，开展跨境并购进入国际市场，逐步构建资产壁垒，2017 年，中通快递收购秀驿国际物流，陆续开通开通欧盟专线、美国专线、澳洲新西兰专线、日韩专线、中东专线、东盟专线等国家和地区的包裹寄递业务，快递公司持续加码国际快递市场。同城业务：美团、饿了么和点我达等时效城配企业持续加码同城快递市场，为竞争格局带来更多变数。

- 快递巨头涨价，目前来看，并未传导到终端价格。中通、圆通、申通、韵达、百世将全部于 10 月 1 日调整派费。其中，韵达、圆通、申通也向各网点发布“调整到达上海地区快件派费”通知，将各网点到达上海地区的快件派费上调 0.5 元/票。异地件需求增速环比提高的情况下，异地件平均单价增速环比跌幅扩大 0.3pct，上调派费目前并未传导到终端价格。长期看，

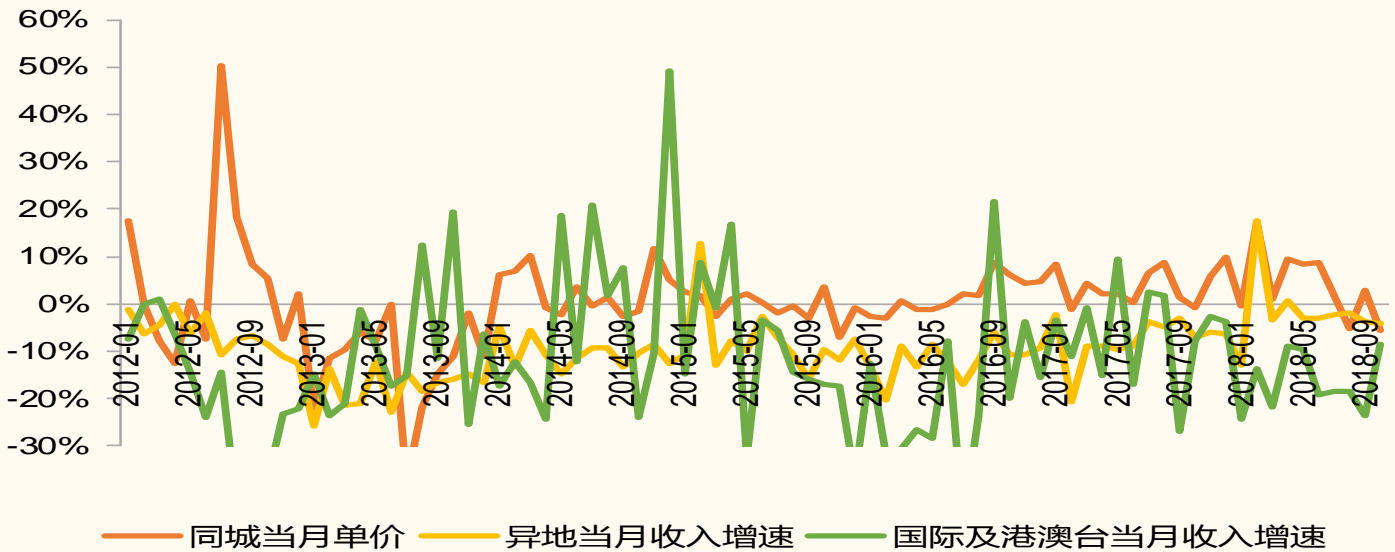
我们认为终端涨价是大势所趋，但仍需竞争格局的改善和消费者心理预期的适应双因素改善，往年“双十一”后，快递公司通常会将价格调回，此次旺季提价后续价格表现仍需观察。

图表 5：10 月单票价格同比跌幅为 4.5%



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：10 月国际件单价跌幅缩小



来源：wind，国金证券研究所

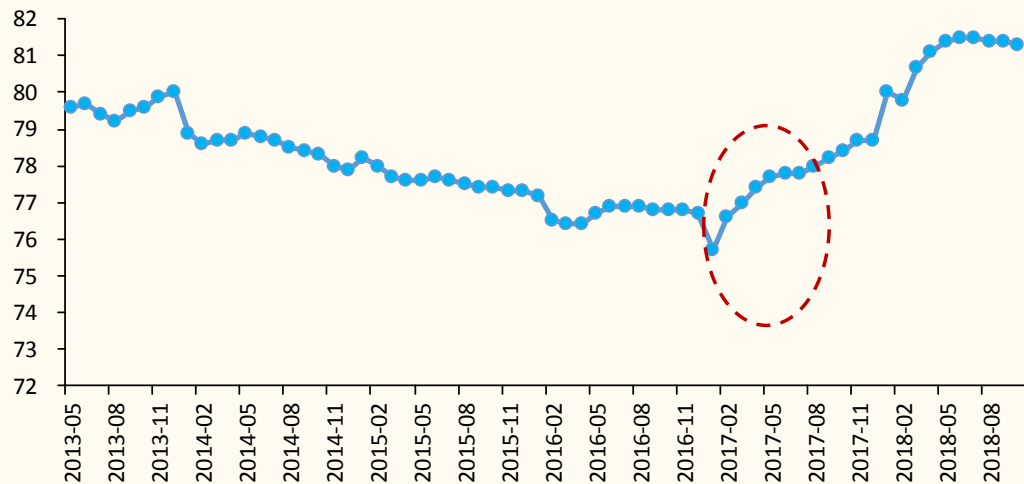
集中度：1-10 月集中度指数 CR8 为 81.3% 同比上升 2.9pcts

- 从 2018 年 6 月开始，CR8 环比持平或下降，CR8 能够抢占 CR8 以外的快递企业空间有限，除申通外，顺丰、圆通、韵达月度快递量增速呈下降趋势。龙头之间的竞争仍旧非常激烈，CR8 内部的竞争在加剧。

但目前行业龙头的业务量增速基本超过行业平均水平，当前市场集中度尚未达天花板上限，快递的件量份额向网络稳定、具备规模效应和良好服务水平的第一梯队的龙头企业集中的趋势有望继续延续并强化，1-9 月行业快递增速 26.8%，韵达、顺丰、圆通增速均高于行业增速 22.5、5.5、2.7pcts。

但由于目前行业仍处于增量市场而非存量竞争阶段，且集中度也在不断提升，即便淡季价格有一定向下压力，爆发全面价格战的概率也非常低。

图表 7：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

分公司：通达系步入四季度业务量旺季，顺丰业务量增速略有下滑

量：申通圆通持续改善，顺丰短期承压

- 公司业务量增速：申通 (+44.6%) > 韵达 (+43.41%) > 圆通 (+30.02%) > 行业平均 (+25.2%) > 顺丰 (+18.04%)。

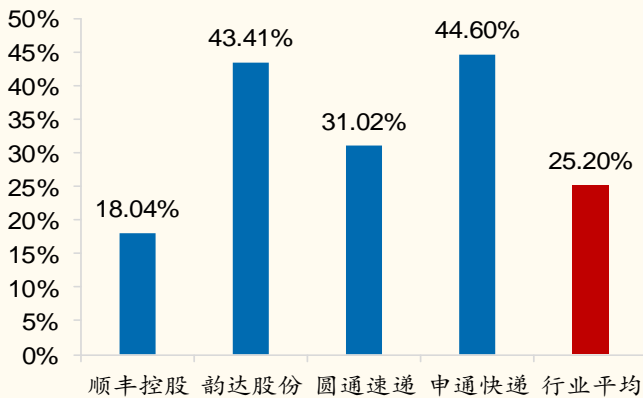
横向对比看，通达系企业中，韵达、中通持续巩固竞争优势，申通、圆通加速追赶。业务量口径，韵达、圆通、申通和顺丰市占率目前分别为 14.16%、13.41%、10.9%和 6.42%。跟年初相比，韵达超圆通、百世超申通。CR6 集中度提高，中小快递加速出局，头部快递企业之间也出现分化。我们看好全网运营效率高，业务规模持续扩大的快递公司。规模占优的快递企业，有望步入“业务量提升—降低单票成本—反哺加盟商—更高业务量”的正向循环。未来，单票毛利率提升是核心观测指标，届时市场份额将进一步向头部集中。

- 韵达：业务量持续高增长，10 月份业务量 6.64 亿票/+43.41%，环比提高 5.23pcts，连续 8 个月维持件量增速 40%以上。10 月份，公司业务量增速高出行业平均水平 18.2pcts。年初至今，韵达业务量增速持续领跑行业，市场份额为 14.1%，同比提升 1.8pcts。我们认为，一方面，韵达在信息化管理和自动化设备投入方面走在行业前列，科技赋能全网，利于降本增效。服务质量持续提升，9 月申诉率仅 0.2。韵达通过转运中心自营、信息化+智能化投入、优化路由和运输模式，保持较强的成本管控力；另一方面，韵达也在积极培育新增长点。今年以来，公司持续拓展快运、同城、跨境和仓配等新业务板块，打造坚实两翼。18H1，快运业务实现业务量 44.2 万吨，收入 1.56 亿元（占总营收 2.6%），分别较期初增长 585.27%和 587.14%；韵达联合仓仓储业务量较去年增长 200%；国际业务上，公司进口业务同比增长 111%，出口业务同比增长 68%。
- 申通：10 月业务量 5.11 亿票/+44.60%，环比提升 6.24pcts，业务量增速高出行业平均水平 19.4pcts。基本面改善明显，业务量增速持续提升，产能投资提速转化为市场份额回升。2018Q2 以来，公司业务量增速差持续收窄直至超出行业平均（4 月：-10.7pcts；5 月：-6.6pcts；6 月：-2.76pcts；7 月：+9.66pcts，8 月：+20.73pcts，9 月：+16.1pcts，10 月：19.4pcts）。今年以来，公司完成北京、武汉、深圳等城市的转运中心的资产收购。直营化改造有助于提高公司对核心资产的控制力、全网的运营效率和派件时效性。
- 圆通：10 月份业务量 6.29 亿票/+31.02%，环比提升 10.16pcts，业务量增速高出行业平均水平 5.82pcts。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。此外，2018 年开始公司大力提高自有干线运输车辆数量、加强转运中心自动化建设和转运中心自有率、拓宽航空运力壁垒，实现经营效率、成本和服务质量的全面优化。从数据上看，圆通业务量增速连续 5 个月均高出行业平均水平。我们认为，圆通在与加盟商的关系捋顺后，成本优化及服务质量改善明显，叠加上一轮 2016-2017 年转运中心已经基本度过培育期，产能利用率有望加速提升。

- **顺丰：10 月份业务量 3.01 亿票/+18.04%环比下滑 10.15pcts。**顺丰件量增速明显放缓，或源于商务件受宏观经济增速下滑影响更加明显。从 Q3 季度业绩情况看，Q3 件量 9.45 亿件，同比增速放缓至 26.5%；前三季度公司时效/经济/重货/冷链/国际件营收分别同增 16%/48%/90%/78%/35%，估算相应业务 Q3 营收分别同增 12%/38%/79%/133%/25%。其中，时效件业务 Q3 增速较 H1 的 18%的增速明显放缓，业务量和业绩表现或短期承压。但随着新业务规模扩大，规模效应逐步显现有望带来盈利能力提升。

图表 8：10 月各大快递公司业务量增速对比



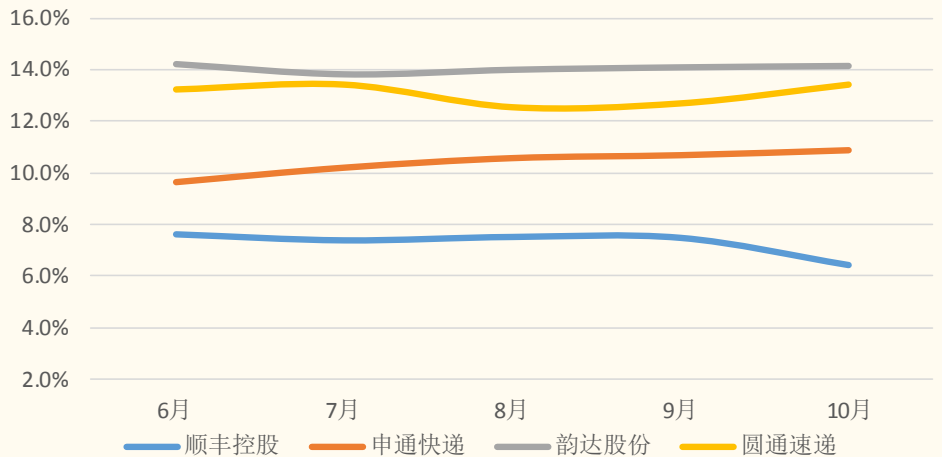
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：10 月各大快递公司业务量（亿件）及增速

	当月值	同比	环比	Q3 业务量	环比
顺丰控股	3.01	18.04%	-10.15%	9.45	3.2%
韵达股份	6.64	43.41%	5.23%	17.68	8.0%
圆通速递	6.29	31.02%	10.16%	16.31	4.3%
申通快递	5.11	44.6%	6.24%	13.33	14.3%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：6 月份以来各大快递公司市占率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

价：韵达跌幅明显收窄，顺丰单价基本平稳

- **公司层面，韵达股份、申通快递、圆通速递和顺丰控股分别环比变化-0.59%、-0.31%、-1.2%和-0.41%。**
- **韵达：10 月单票收入 1.69 元/-9.53%，但环比降幅缩窄-0.59pcts，**考虑到韵达单票收入不包含单票派送费，假设单票派送费为 1.5 元，统一口径下韵达单票收入为 3.2 元。10 月份，韵达、申通和圆通单票收入为 3.2、3.25 和 3.29 元。韵达单票收入的下降源于成本端改善后加大对网点补贴、电子面单占比提升及单票重量下降等多方面因素影响。

- **申通**：10月单价 3.25 元/+1.88%，环比下滑 0.3pcts。假设公司单票派送费为 1.6 元，则剔除新增转运中心收入和派费影响后，公司单价跌幅在 15%-18%左右，跌幅仍然较大。
- **顺丰**：10月单价 24.25 元/+2.58%，环比下滑 0.41pcts,单价走势基本平稳。

图表 11：10 月上市快递公司单票价格变动对比

	当月值	同比	环比	Q3 单价	环比
顺丰控股	24.25	2.58%	-0.41%	23.6	2.3%
韵达股份	1.69	-9.53%	-0.59%	1.61	4.8%
圆通速递	3.29	-9.87%	-1.2%	3.25	-5.2%
申通快递	3.25	1.88%	-0.3%	3.21	3.2%

来源：wind，国金证券研究所

投资建议

- 快递行业增速依旧较快，第一梯队业务量增速出现分化，将更多精力投入提升中转中心效率和服务质量的公司，产生良性循环，推动业务量增速领跑行业。推荐综合物流业务发展顺利，具备高客户忠诚度的**顺丰控股**、兼具管理优势与成本优势的**中通快递**以及产能投资提速转化为业务量增速和市场份额回升的**申通快递**。

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的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