

城头变换大王旗，成本品质定乾坤

——再论护城河之复盘通达系快递

华创证券交通运输与供应链

吴一凡 S0360516090002

2018年12月

本报告由华创证券有限责任公司编制

报告仅供华创证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。华创证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

■ 2019年度策略中，我们提出**护城河策略框架：需求潜力定行业，护城河要素选公司**。本篇主要探讨电商快递，我们认为通达系作为整体已构筑一定程度的成本优势护城河，进入可观察期。

■ **需求潜力定行业：网民数量增长*网购渗透率提升*购买频次增加*网购品类拓展**，尤其拼多多等新型电商平台的出现挖掘了行业被忽视的需求，换言之意味着行业需求仍具备十足潜力。

■ **复盘过去通达系快递：看过往，城头变幻大王旗。**

2014年之前申通十年王者，2015年圆通取而代之，2016-18年的中通三连冠，同时18年韵达从通达系小弟追至榜眼，百世超越了申通。如此变化印证护城河的常见误区之规模（市占率）。

申通：率先成网，网络优势构筑十年王者。需求高增长下，加盟制低成本快速扩张是最优选择。申通领先的十年是民营快递从无到有，电商崛起的红利十年，需求的超高增长，快递公司所做的就是不断扩大网点。**网络之辩：**快递网络不具备排他性，网络不构成电商快递的强护城河，在后续资本密集推动行业发展时，优势逐步消退。

圆通：规模效应降低成本，电商最火时代的受益者。2005年圆通率先绑定淘宝系，以低价-巨大单量-规模经济-成本降低-低价获取单量的良性循环，在2015年超越申通位居第一。**规模优势之辩：**体量足够大之后，边际效应会递减，而不以成本优化为驱动带来的价格下降，会有损全网稳定性。

中通：精细化管理推动降本增效下的领军者。资本开支领先同行2-3年换来2016年依据登顶，获得三连冠。**可比口径下，中通单票成本1.09元，韵达为1.21元次之，中通领先韵达10%，领先其他公司超30%；**由于成本控制得当，使得加盟商微利时代，公司对平衡全网利益更游刃有余。同理，紧跟中通降成本的韵达也在2018年升至第二。

■ **展望未来：成本品质定乾坤**

1) 我们认为**成本优势结合服务品质会构建电商快递的核心护城河。**

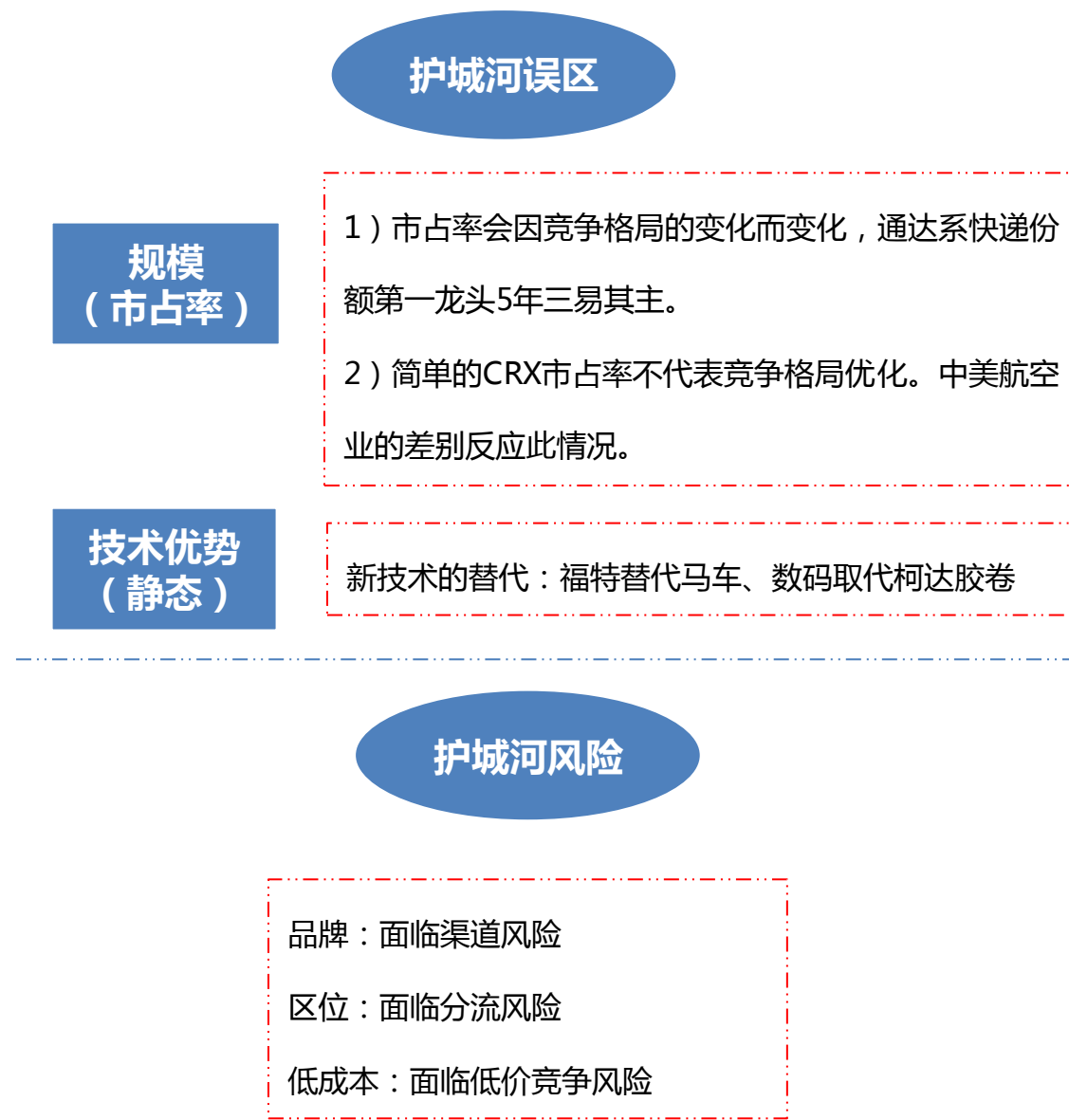
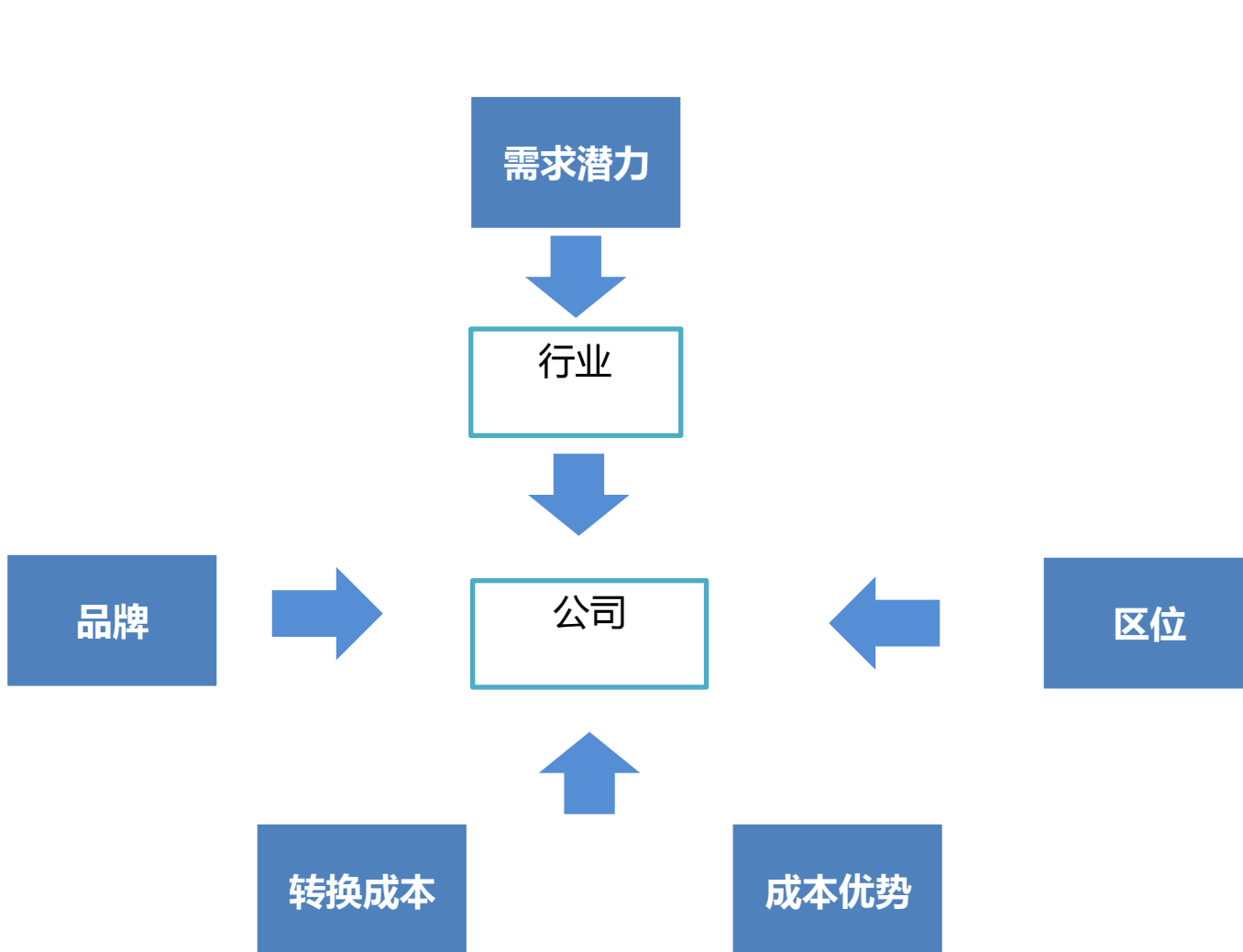
2) **新进入者威胁降低：**成本优面临最大的风险在于低价竞争。而百世17Q3以来增速的下降已经表明该策略将不复有效，同时一级市场对“新”快递的热情淡化也难以出现第二个百世模式。

（百世的扩张来自于低价竞争，一方面定价低于自身成本，另一方面定价甚至低于通达系快递的成本价。）

■ **投资建议：**未来通达系之间的竞争还将持续，但在新进入者威胁降低情况下，我们认为通达系本身构筑了一定程度的成本优势护城河，此后的竞争一方面来自于区域性价格策略，另一方面在于成本品质的平衡与分层，持续看好A股中，**当前成本品质领先，业务量增速超越行业的韵达，以及估值具备吸引力的申通快递。**

■ **风险提示：**经济大幅下滑将对行业营收与利润产生冲击；价格战超预期影响公司净利率水平；社保等新规带来成本端超预期影响。

护城河策略框架：需求潜力定行业，护城河要素选公司



- 从需求潜力角度出发，我们筛选出航空、机场以及快递三个景气向上的子行业；
- 从品牌、区位、转换成本以及低成本（成本优势）等维度，我们选择航空、机场、顺丰；以及观察廉航代表春秋航空与通达系快递。

图表1：升级版护城河要素

	品牌	区位	转换成本	成本优势
强化因子	具有渠道完备性	具有排他性		竞争格局稳定，差异化赛道清晰
顺丰控股	快、准时、安全，口碑带来溢价	(鄂州机场投产后将具备区位优势，同时在需要满足时效的市场中保持绝对领先，客户黏性提升)		
航空公司		航线时刻资源的稀缺价值	黄金时刻的溢价 (常旅客会员体系)	
机场		独享的区位垄断		
仍待观察				
(春秋航空)				低成本、高客座率
(通达系快递)				性价比是产品的核心竞争力，具备绝对成本优势方能稳居龙头

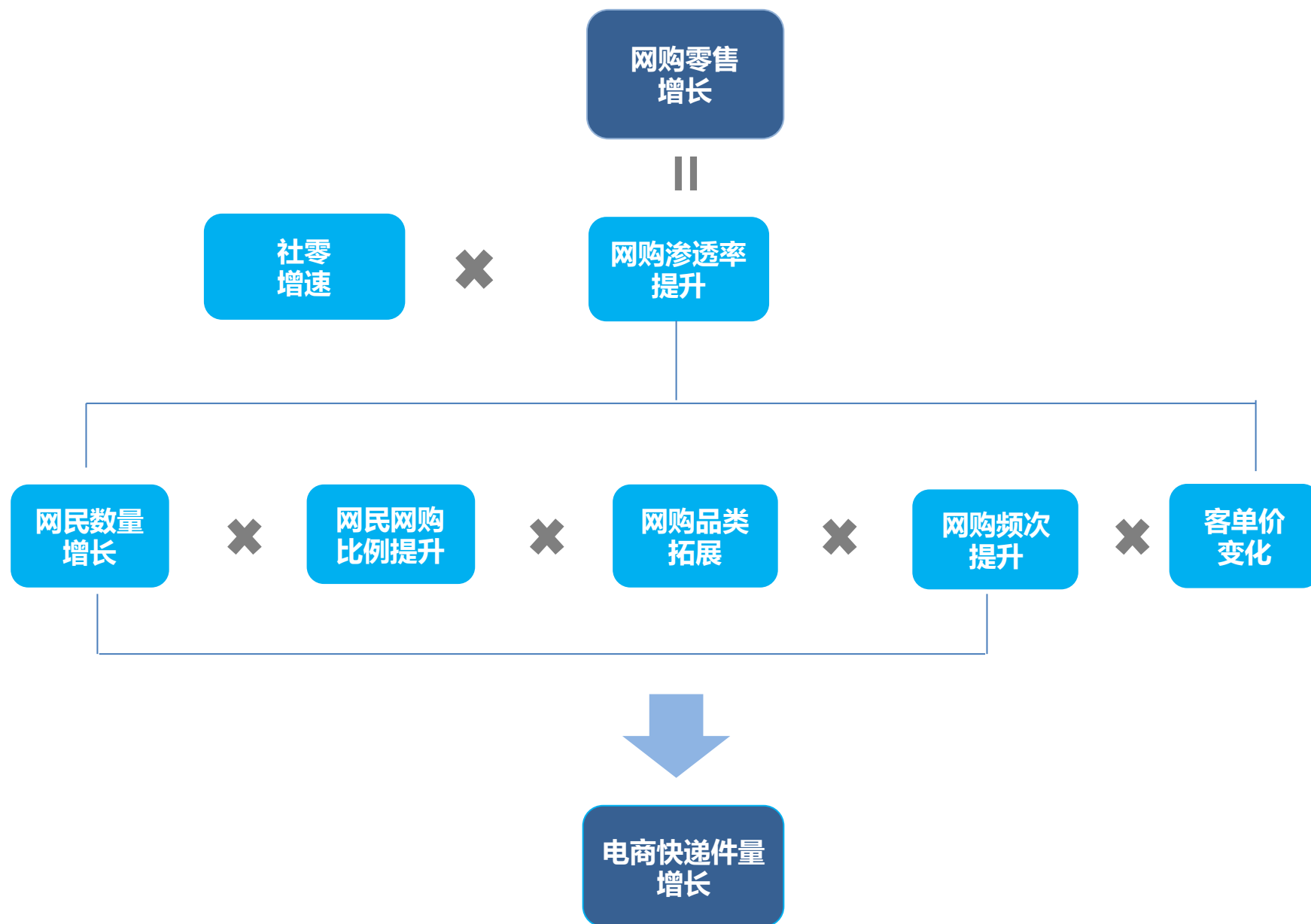
注：括号内为我们认为仍待观察，或未来达到某些条件后可具备护城河的要素

资料来源：华创证券

SECTION 1

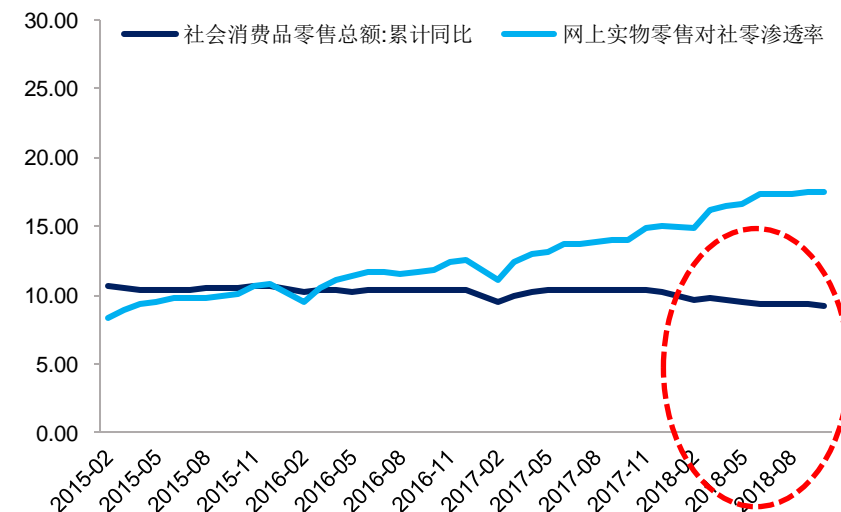
需求：成长性将孕育行业巨头诞生

需求潜力定行业：成长性将孕育巨头诞生



■ 尽管今年以来社零销售额增速放缓，但网络零售对社零的渗透率在提升，反应行业需求潜力使得网购维持了明显高于社零的增速。

图表2：网购渗透率加速上行



资料来源：Wind、华创证券

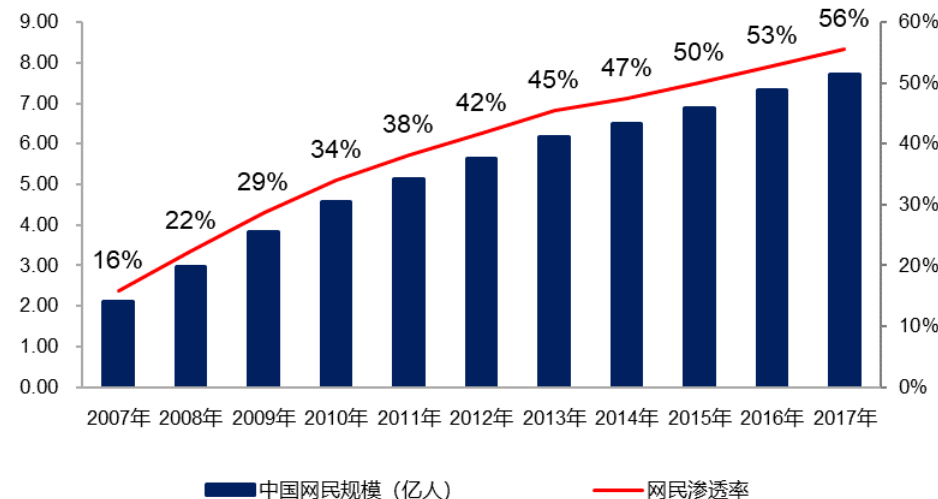
网民数量增长和网民网购渗透率提升

- 2007-17年，中国网民渗透率从16%提升至56%，其中网购用户渗透率从22%提升至71%。
- 2014年以来尽管网民规模增速降至6%左右，但智能手机的使用比例提升、移动支付的便捷，使得手机购物超越PC端成为主流购物模式，从而拓展了更多的网络购物场景，使得网购频率从低频向高频转变。

网购频次提升

- 2010-15年人均交易次数由20次提升至62次，增长2.1倍
- 移动端网购占比由2011年的2%已经提升至17年的81%，而移动端购买频率高于PC端，半个月内发生购买行为的占比50.2%，PC端为44.6%。
- 15-17年每月购买2次以上的比例从83%提升到了98%。

图表3：中国网民渗透率（2007-2017年）



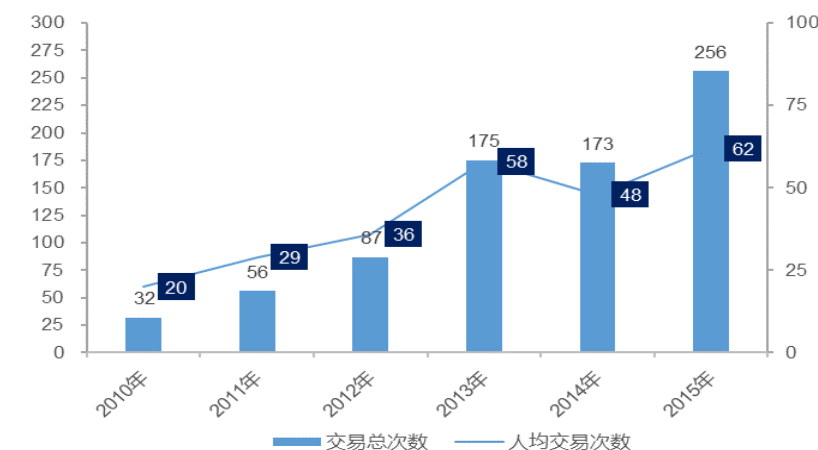
资料来源：Wind、华创证券

图表4：中国网民的网购渗透率



资料来源：Wind、华创证券

图表5：网购用户的人均交易次数持续增长（2010-2015年）

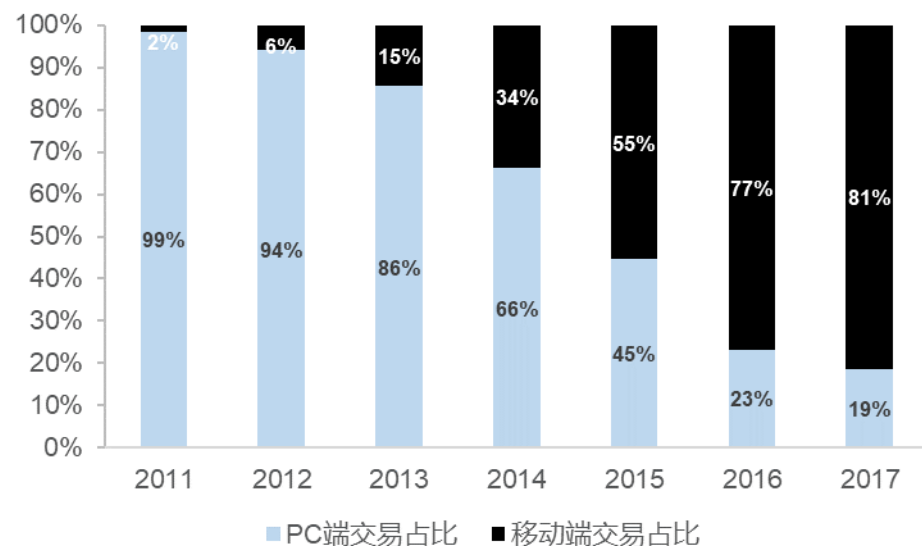


资料来源：普华永道咨询，艾瑞咨询，华创证券

网购频次提升

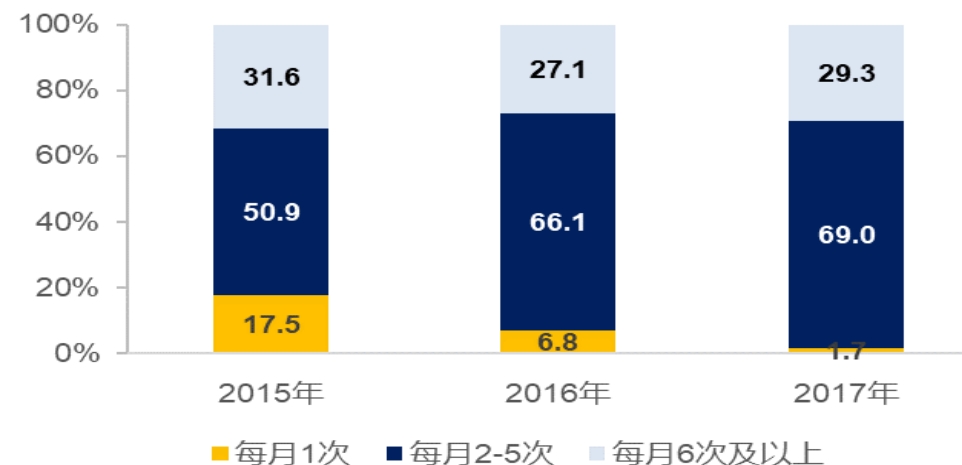
- 移动端网购占比由2011年的2%已经提升至17年的81%，而移动端购买频率高于PC端，半个月内发生购买行为的占比50.2%，PC端为44.6%。
- 15-17年每月购买2次以上的比例从83%提升到了98%。

图表6：中国网购交易规模PC、移动端占比（2011-2017年）



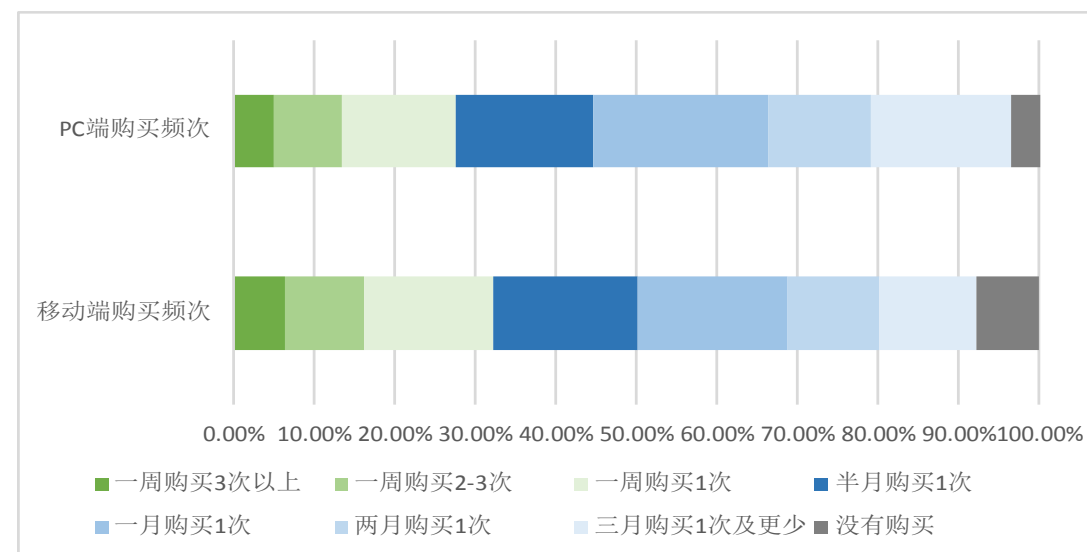
资料来源：艾瑞咨询、Wind、华创证券

图表7：中国网购频次（2015-2017年）



资料来源：艾瑞咨询、Wind、华创证券

图表8：网购用户移动端网购频率高于PC端

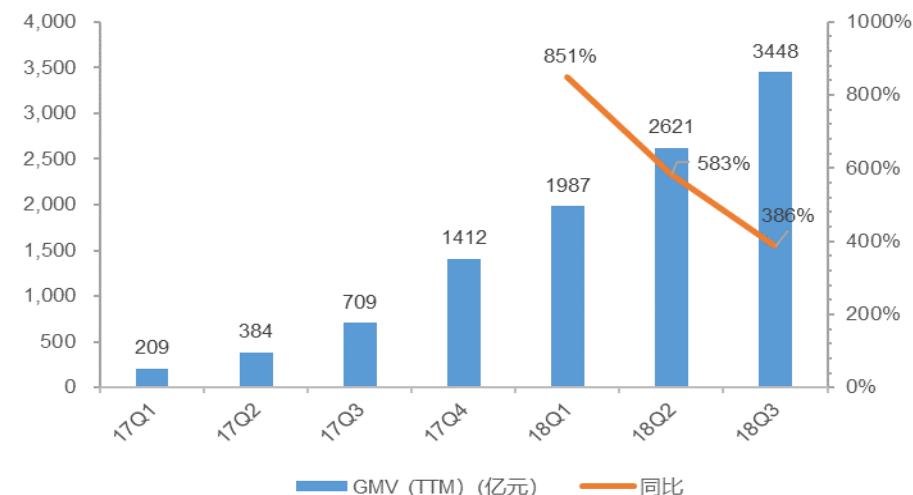


资料来源：艾瑞咨询、Wind、华创证券

新型电商品台挖掘新消费场景，拓展新品类

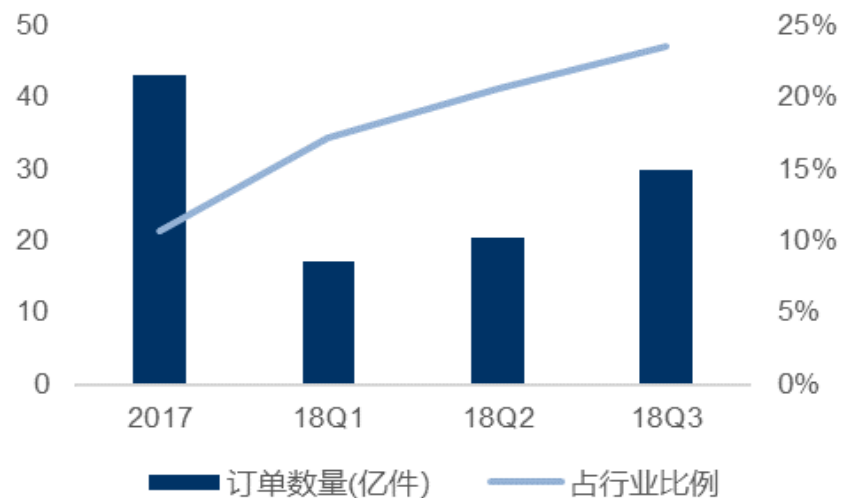
- 拼多多的增长**：截止18Q3的12个月期间，其平台GMV已达3448亿元，同比386%，活跃买家数达到3.86亿，同比144%。
- 对快递单量贡献**：2017年拼多多客单价约32.8元，产生订单量约43亿件，占行业比重的11%，2018Q1客单价已提至38.9元，单量占行业比重为17%，假设Q3客单价40元，则产生单量占行业24%，成为重要的组成力量。
- 拼多多的潜力**：拼多多单用户贡献894元，同比增长99%，但距离京东（5140元）及阿里（8854元）还有极大的空间，同时拼多多目前与其他平台的用户重合比例还较低。

图11：拼多多GMV（向前滚动一年累计数）



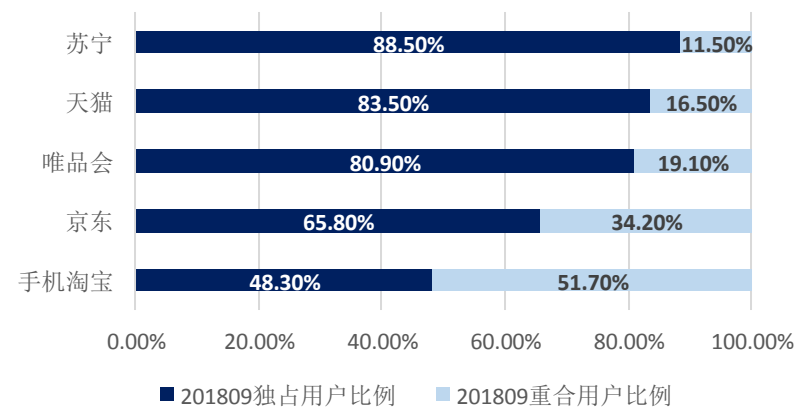
资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图9：拼多多贡献的快递件量及行业占比（单位：亿件）



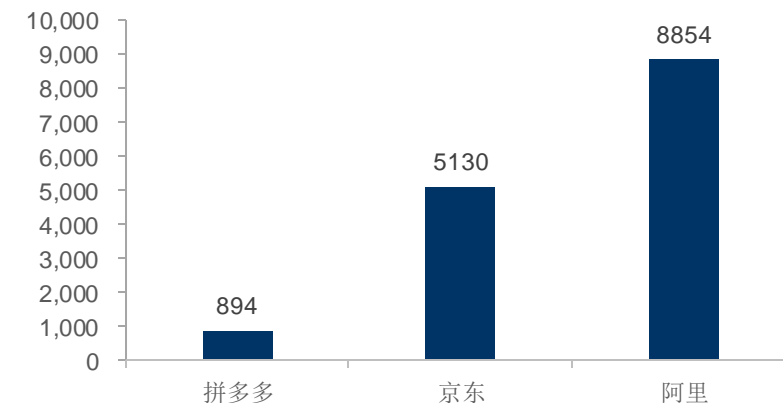
资料来源：Wind，华创证券

图10：拼多多与其他电商平台的重合用户比例较低



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图12：拼多多单用户的年度支出具备提升空间（单位：元）

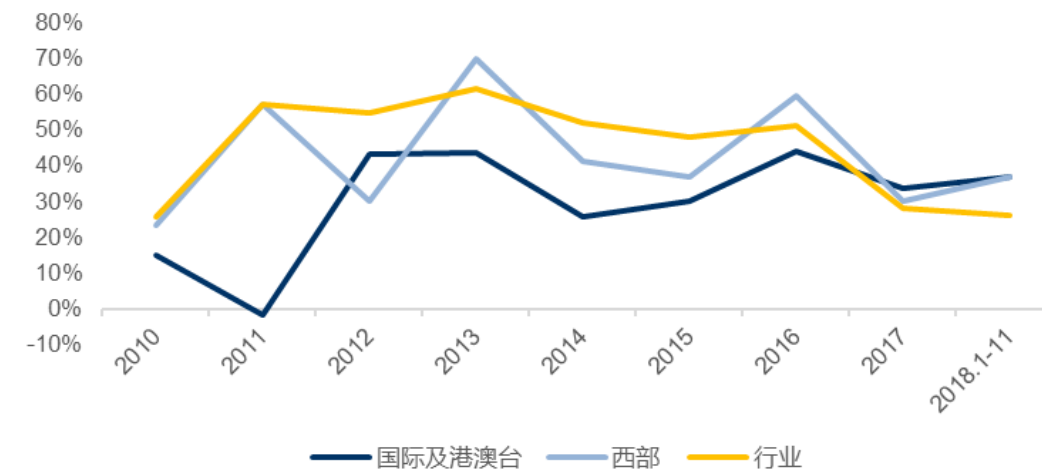


资料来源：公司公告，Wind，华创证券

新消费场景拓展新品类

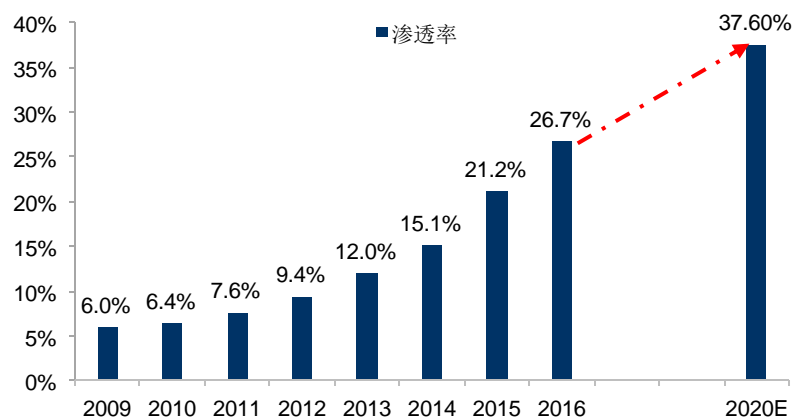
- **跨境电商**作为中国与全球贸易的新连接方式，正进入快速成长期。根据阿里研究院预测，2020年跨境电商渗透率将提升至进出口贸易总额的37.6%，规模将增长至12万亿，复合增速为17%。
- **农村电商**作为向西向下渠道下沉，一方面激活农村消费力，另一方面将农产品特色商品输出到城市。
- 体现在快递业务中，跨境业务与西部地区业务量增速近年来开始高于行业。

图表14：快递业务量增速



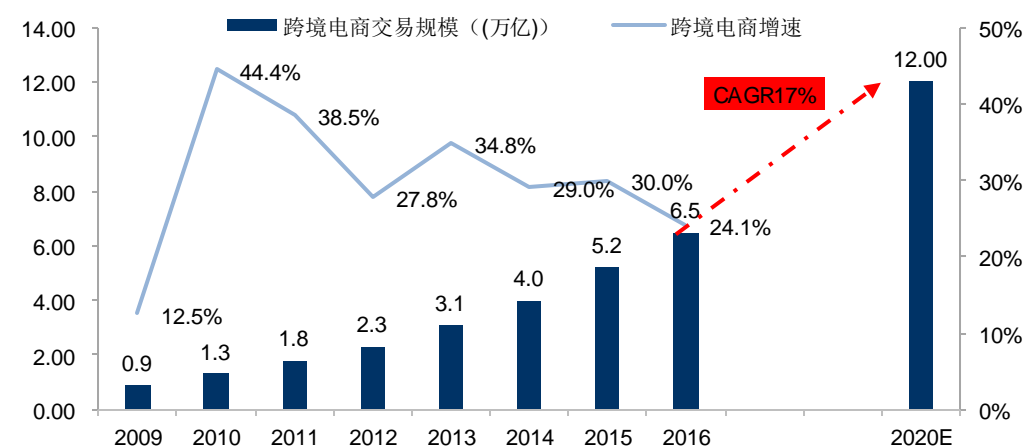
资料来源：Wind、华创证券

图表13：中国跨境电商对贸易总额的渗透率提升空间



资料来源：中国电子商务研究中心、阿里研究院、国家邮政局、华创证券

图表15：中国跨境电商交易规模及增速



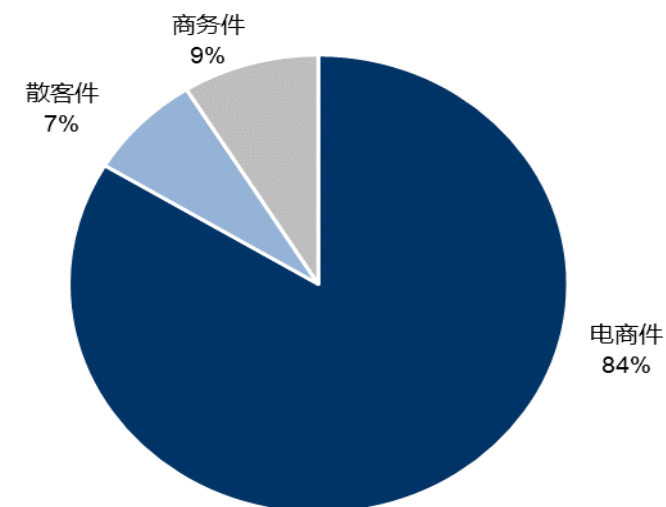
资料来源：Wind、华创证券

■ 2008-17年十年间业务量增长25.5倍，从15亿件达到401亿件，复合增速38.8%，收入增长11倍，从408亿增长至4957亿，复合增速28.4%，单票价格则从27元下降至12.4元，复合下降7.5%。

■ 2018.1-11月快递行业收入增速22.3%，业务量增速26.3%，单票收入11.99元，同比下降3.15%。

■ 其中2011-13年是行业增速最快的三年，也是价格跌幅最大的三年，系因电商蓬勃发展的红利期，电商件单价低于商务件，目前电商件占据了行业约74%的份额。通达系快递中电商件占比更高达80%以上。

图表18：通达系业务结构



图表16：快递行业收入增速



资料来源：Wind、华创证券

图表17：快递行业业务量及增速



资料来源：Wind、华创证券

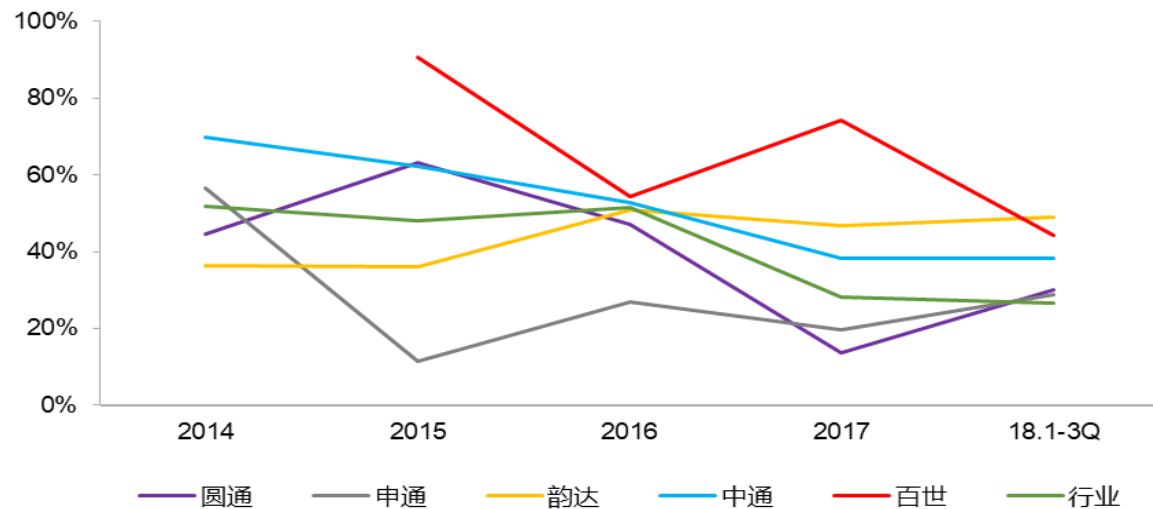
图表19：快递行业单票收入及增速



资料来源：Wind、华创证券

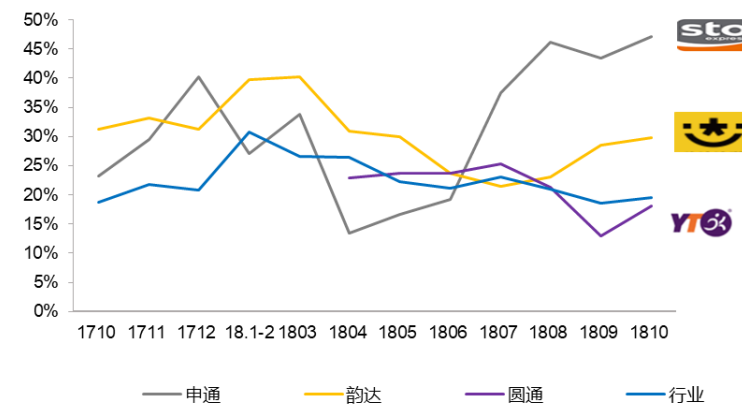
■ 2018年1-10月，通达系中韵达业务量增速48.9%居首，圆通30.1%及申通28.7%，均超越行业增速。

图表20：通达系业务量增速（年度）



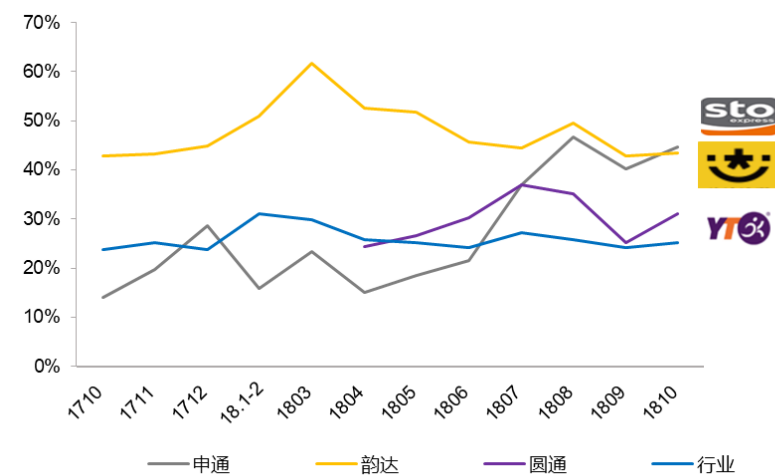
资料来源：Wind、华创证券

图表21：通达系收入增速



资料来源：Wind、华创证券

图表22：通达系业务量增速



资料来源：Wind、华创证券

SECTION 2

复盘过去：城头变幻大王旗

图表23：电商快递发展历程



■萌芽阶段：90年代初

背景：进出口贸易快速增长，商务快递、香港报关急件需求旺盛。而邮政难以满足外贸行业对报关材料、样品等快速传递的需求。

■黄金阶段：2003年后

背景：淘宝网成立，电商GMV爆发式增长推动电商快递黄金时期开启。

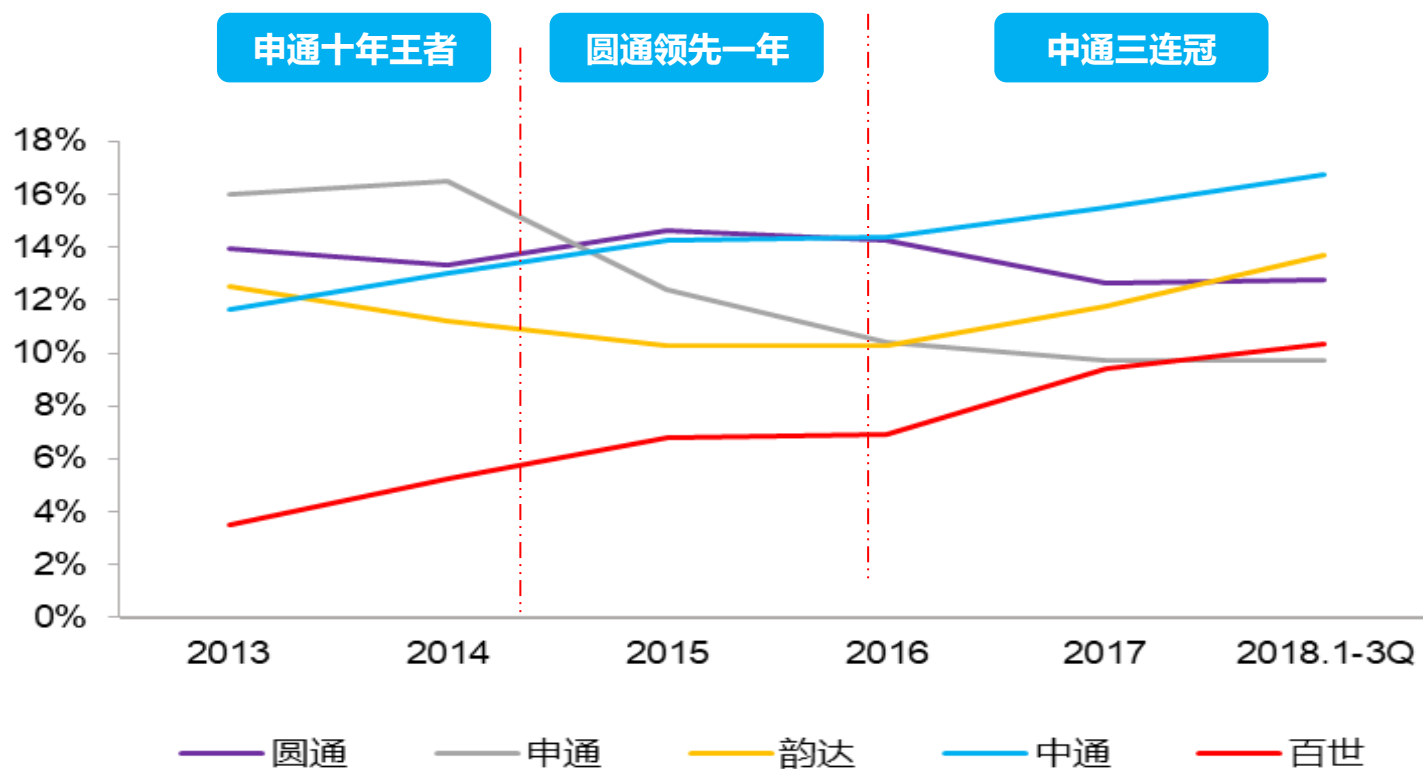
■资本阶段：2009-2016

背景：民营快递获得合法身份，快递公司加大融资，资本市场对快递公司投资热情较高。龙头公司纷纷上市。

■后红利阶段：当前

背景：电商整体规模庞大，增速放缓。快递行业集中度提升，但巨头间竞争分化，从粗放式扩张转向精细化管理与品质化竞争。

图表24：电商快递份额变动回顾（2013-2018Q3）



资料来源：公司公告、华创证券整理

从快递公司公布数据算，
13-14年申通占据份额头名；
15年圆通榜首；
16-18年则是中通三连冠。
2018年韵达从通达系小弟追至榜眼；
百世超越了申通。

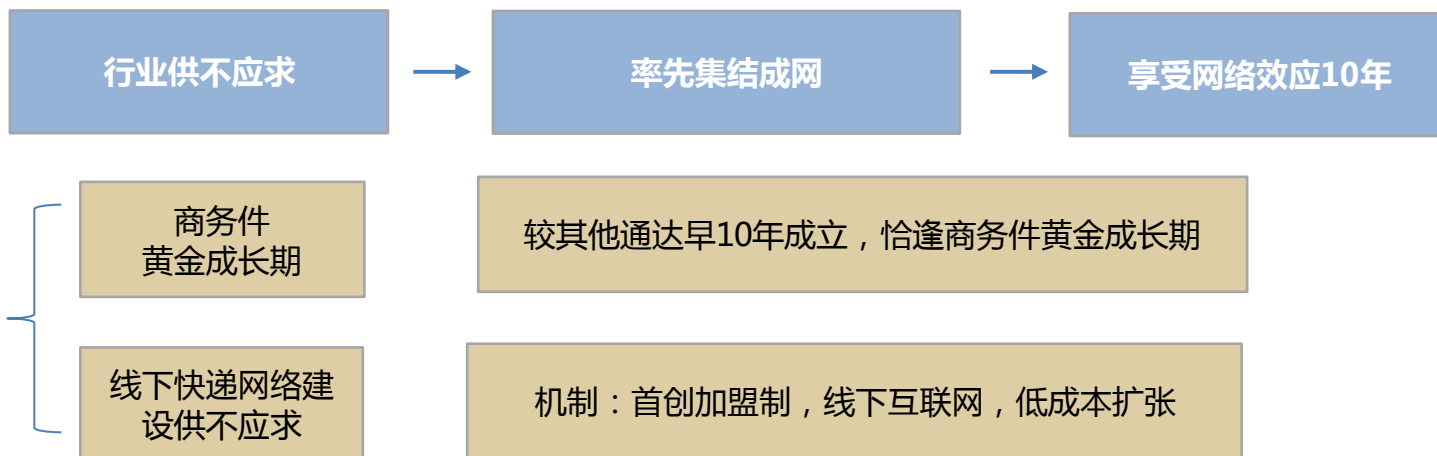
图表25：13-18Q3业务量前两名

年份	市占率第一	市占率	市占率第二	市占率	差距
2013	申通	16.0%	圆通	14.0%	2.0%
2014	申通	16.5%	圆通	13.3%	3.2%
2015	圆通	14.7%	中通	14.3%	0.4%
2016	中通	14.4%	圆通	14.3%	0.1%
2017	中通	15.5%	圆通	12.6%	2.9%
2018.1-3Q	中通	16.6%	韵达	13.7%	2.9%

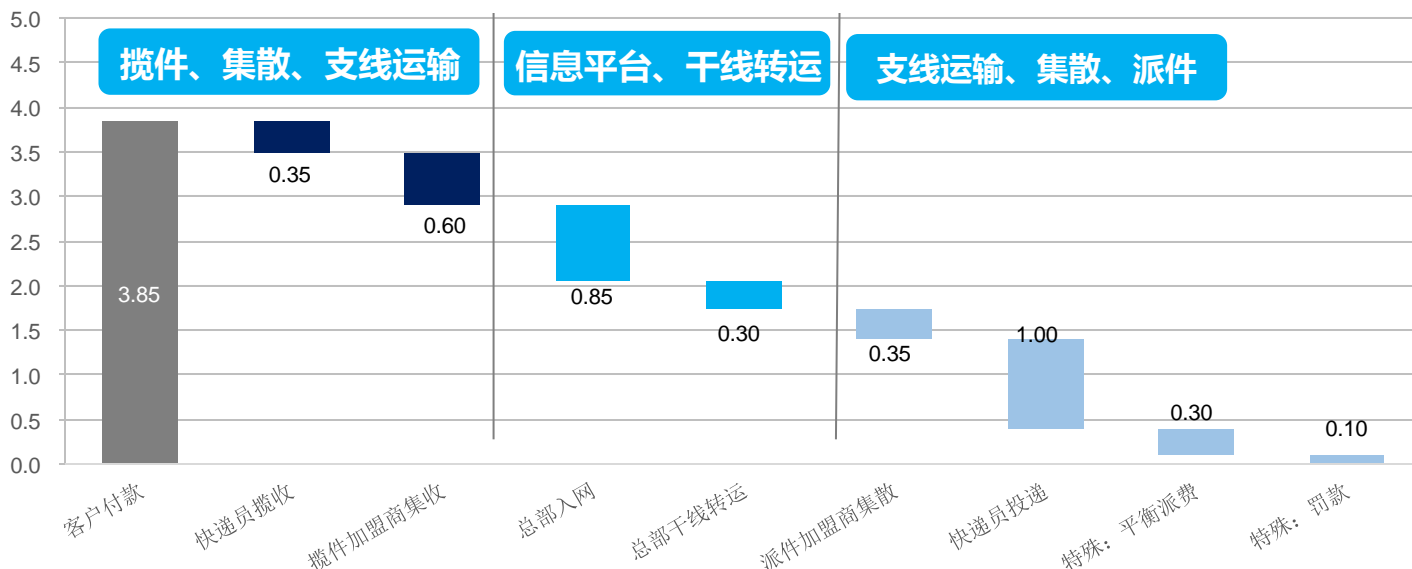
资料来源：公司年报、Wind、华创证券

申通十年王者：率先成网，网络护城河见成效

■ 2014之前的十年间，申通快递始终保持最高市占率，最先成网，网络效应的护城河显现卓越效果。



图表26：加盟制快递的运作模式（以票均收入3.85为例）



资料来源：Wind、华创证券

申通享受网络效应先发力

■ 90年代初，进出口贸易快速增长，商务快递、香港报关急件需求旺盛，而邮政难以满足外贸行业对报关材料、样品等快速传递的需求。民营快递迅速崛起。

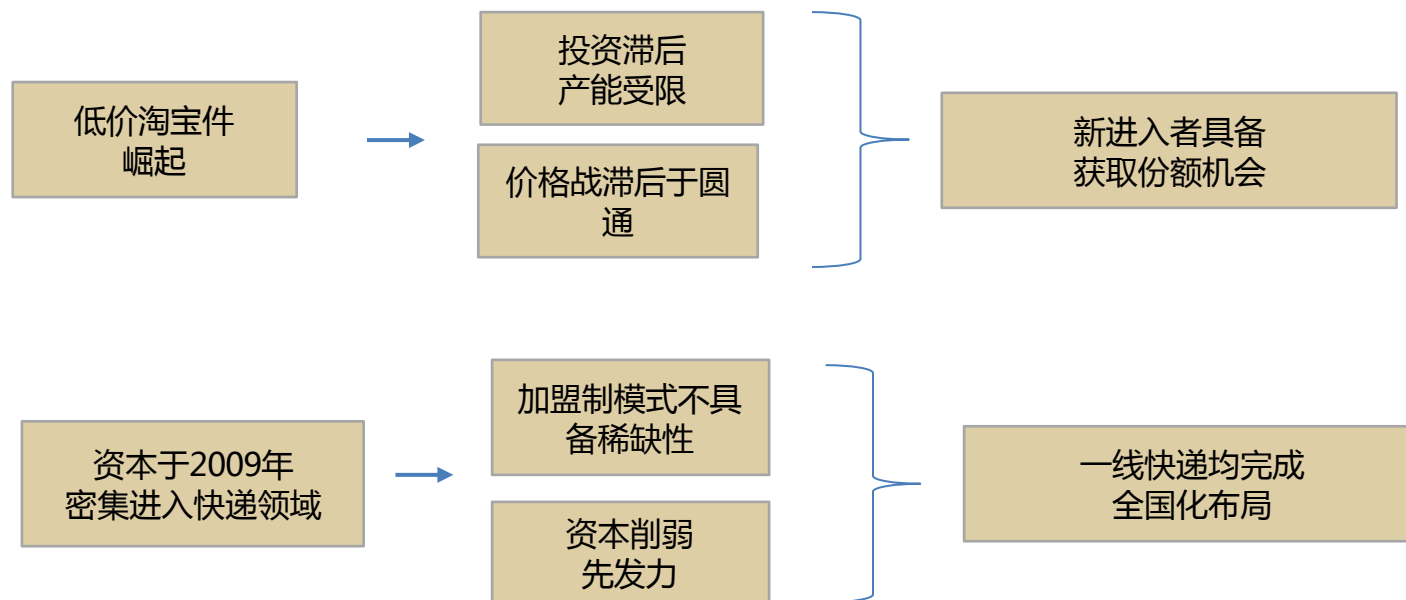
■ **网络效应是快递行业的基本特征**：网络搭建完成后，可以在同一个网络中服务不同的客户，每增加一个网点，都将有助于扩大其他网点的可派件区域，并增加可分发至其他网点的业务。网络越密集，业务量越领先，规模效应越明显。

■ **初期的发展逻辑：布点建网**。因需求快速增长，而网络覆盖滞后，谁率先建网，就能享受流量红利。

■ **申通在业内首创加盟模式**。加盟模式使得公司以低成本迅速扩张规模，同时因为资本市场的不发达，增强了网络效应的先发优势。

加盟制具备较强的扩张性、资源配置弹性、利益分配机制直接等特征。

电商件崛起，商务件份额下降



- 2010-2014年，全国快递服务网点年均增长19.3%，到2014年增长到13.2万个，国内重点快递企业在直辖市和省会城市网点覆盖率达到90%以上，省辖市网点覆盖率达到80%以上；农村快递网点发展到近5万个，快递网点的乡镇覆盖率超过60%。

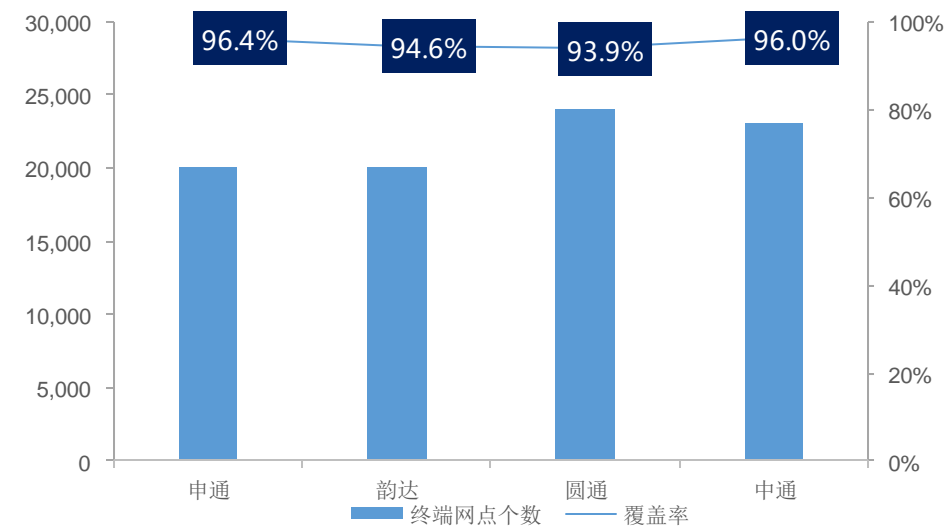
- 可以认为一线快递在2014年均完成全国化布局。

资本密集进入，先发网络优势消退

资本于2009年开始密集进入快递领域：

- 2009年，阿里投资百世；
- 2011年，复星投资韵达；
- 2013年，顺丰与中信资本、元禾控股、招商局集团签订协议，这些机构投资者共同投资顺丰25%的股权。
- 2015年，阿里巴巴集团与云峰基金对圆通快递进行了战略投资。

图表27：2016年一线快递的网络覆盖率接近



资料来源：Wind、华创证券

互联网打法，运用巨大单量的规模效应

■ 圆通晚申通七年成立，在成立十五年后赶超申通。在初期商务件市场的网络效应红利消退时，圆通抓住了电商件市场的风口，并采用“互联网打法”，充分运用了巨大单量的规模效应，实现份额提升。

电商爆发增长

- 中国零售电商GMV从2007年的500多亿，到2016年的5万亿，复合增速65%。
- 快递企业事前难以预判到淘宝网的巨大单量。2005年淘宝规模尚小。

产生巨大单量

- 受零售电商GMV爆发式增长驱动，10年间电商件复合增速达62%，电商件成为快递行业的主流，全部快递件量翻了32倍，复合增速达44%。
- 电商件改变了快递行业生态：**低价需求；巨大单量。**

2005年率先与淘宝签约，导入巨大单量

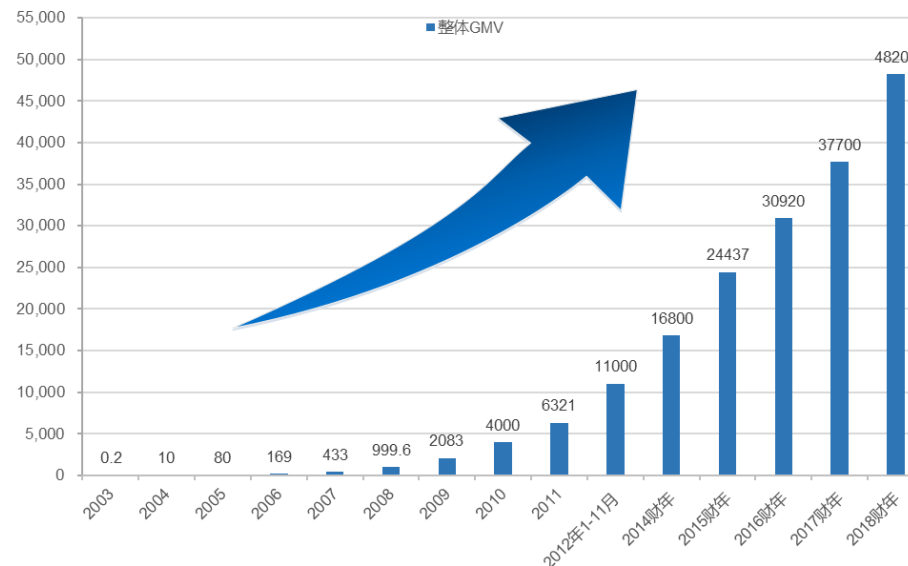


率先发起激进价格战，吸引单量跨越式增长



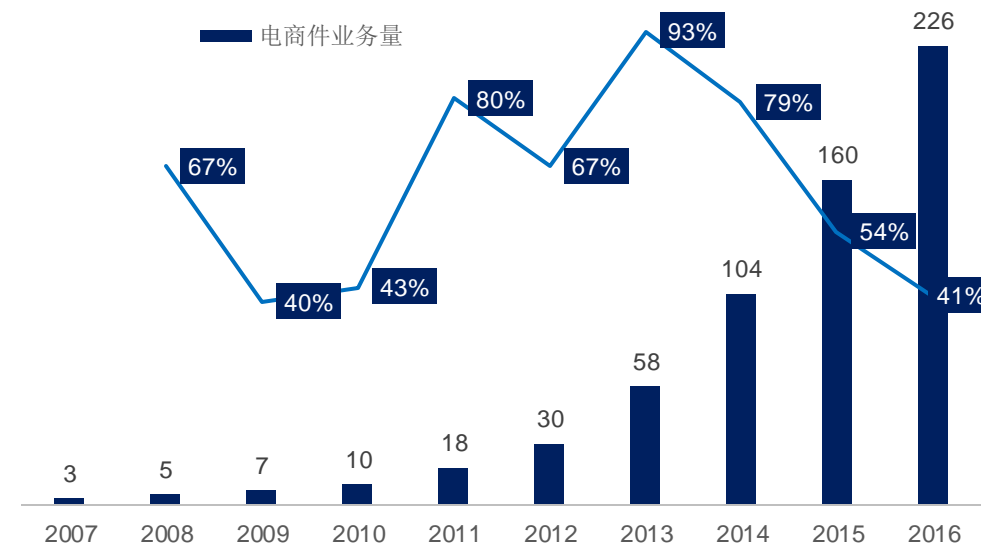
大力投资扩大产能，承接巨大单量

图表28：淘宝GMV增速



资料来源：公司公告、华创证券

图表29：电商件业务量增长情况（2007-2016）



资料来源：艾瑞咨询、华创证券

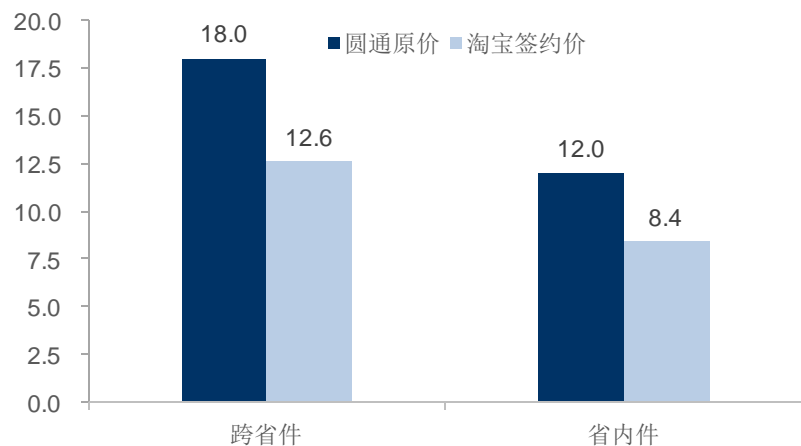
率先发起激进价格战，吸引单量跨越式增长

■ 圆通2005年成为第一家与淘宝签约的国内快递企业，将快递价格砍掉1/3。2005-2008年，圆通网络的淘宝日均件量从2000件暴增到28万件，年均件量72万件到1.02亿件，2008年淘宝件占圆通件量47%，2008年圆通市场份额达18%，成功崛起。

依靠规模效应降本增效，扩大产能

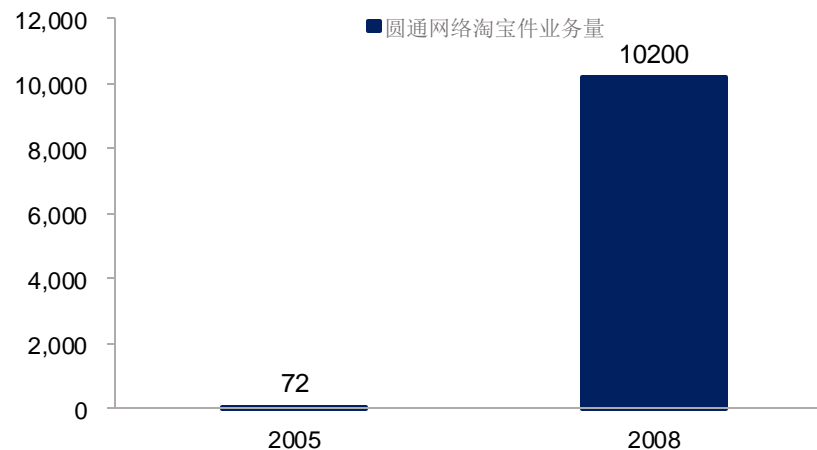
- **巨大单量的规模效应，可以自然提升效率，消化价格下降。**2005年淘宝规模尚小，而当时单件快递费起步价在20元左右，签约合作必须降低快递费用。圆通将跨省件价格从18降至12.6元。2004年之前申通网络以商务件为主，参与低价电商件的动力不强。
- **规模也使得公司敢于扩大产能：**根据2013-2014年数据，圆通与中通的资本开支在同行中处于领先水平。具体投向看，圆通更多投向了土地、转运中心建设，设备和车辆投入较少。

图表30：价格的巨大下降空间



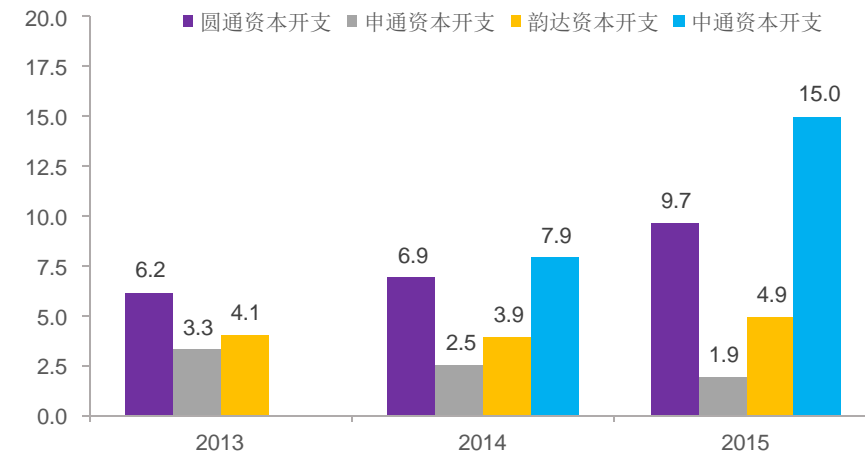
资料来源：朱晓军，杨丽萍等：《快递中国》、华创证券

图表31：价格战带来的巨大单量增长



资料来源：朱晓军，杨丽萍等：《快递中国》、华创证券

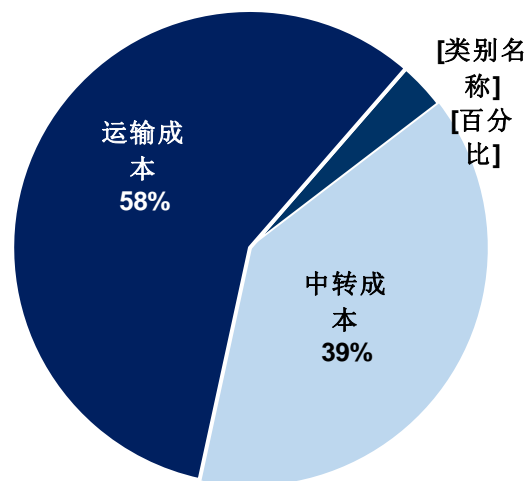
图表32：2013-2015公司与同行的资本开支差距



资料来源：Wind、华创证券

- 2015-2016年，虽然行业业务量仍然快速增长，但降价→业务量增长→规模增加→规模效应→自然降低成本→消化价格的路径，因当业务量足够大，规模效应的边际影响逐渐递减。
- 2016年，一线快递日均件量约900-1200万单，干线运输的每条线路、单个转运中心、单个加盟商、单个网点等全部业务环节，对应的日均业务量均已足够大，规模效应已经发挥得非常充分。
- 2014-2016年，圆通单票成本的降幅放缓，并降幅低于韵达。

图表33：通达系快递单票成本结构（2016年）



资料来源：公司公告、华创证券

图表34：2016年，一线快递的运输、中转环节业务量已经足够大

日均业务量	全网（万单）	对应单条线路（单）	对应单个转运中心（万单）	对应单个自营转运中心（万单）	对应单个加盟商（单）	对应单个终端网点（单）
圆通	1222	3516	14.9	19.7	4712	324
申通	893	6505	10.89	18.6	5400	447
韵达	881	2097	15.45	16.0	2935	440
中通	1232	6224	16.43	17.9	3423	474

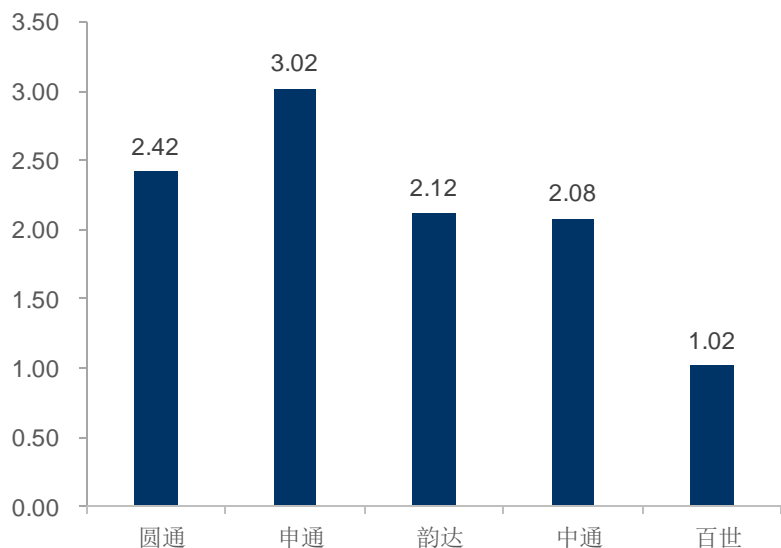
资料来源：公司公告、华创证券

揽件加盟商：2016年，圆通对揽件加盟商的可比单票收费，处于同行中偏高水平，且上调了2%，同期行业终端均价下降了5%，削弱了揽件加盟商的利润空间；

派件加盟商：2016年，公司继续下调派费，申通上调派费，二者派费支出差距增加，削弱了派件加盟商盈利能力，部分位于城区、以派件为主的加盟商，经营困难增加

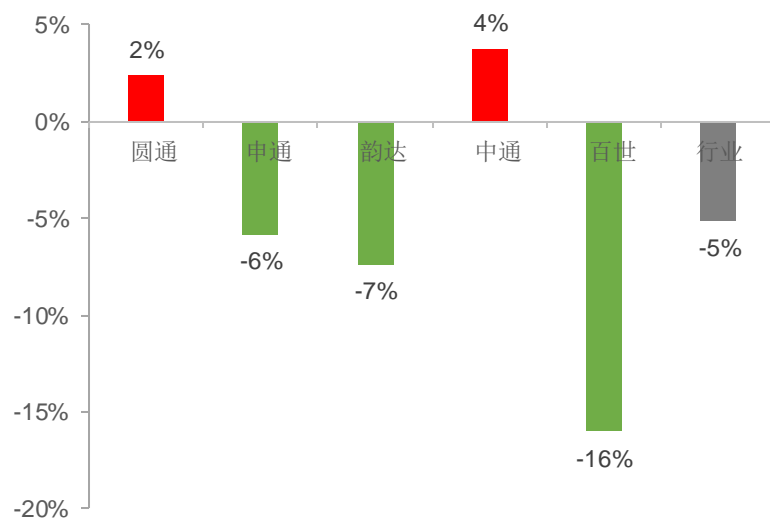
对揽件加盟商的收费未能及时下调

图表36：圆通的可比单票收费高于同行（2016年）



资料来源：公司公告，华创证券

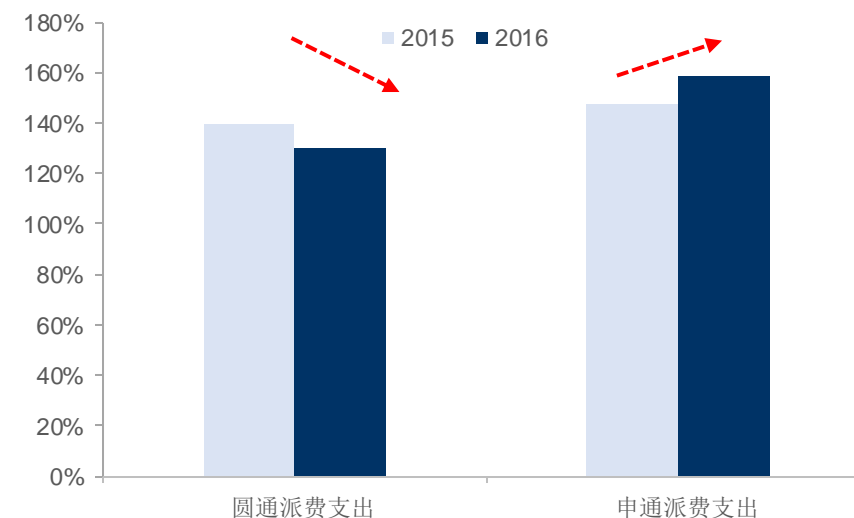
图表37：圆通的可比单票收费未能及时调整(2016年)



资料来源：Wind、华创证券

对派件加盟商的支出未能及时上调

图表38：圆通的派费支出低于申通(2015-2016年)

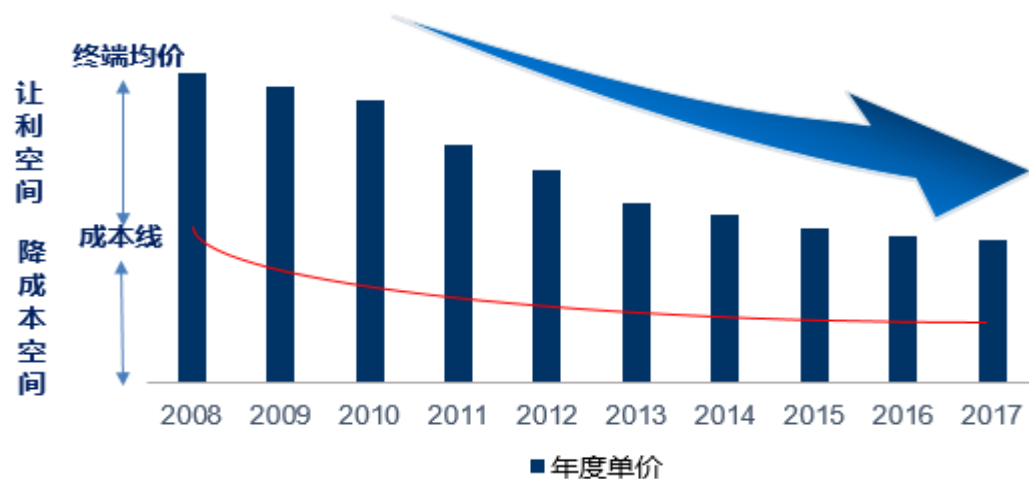


资料来源：Wind、华创证券

中通三连冠：成本优势构建核心竞争力

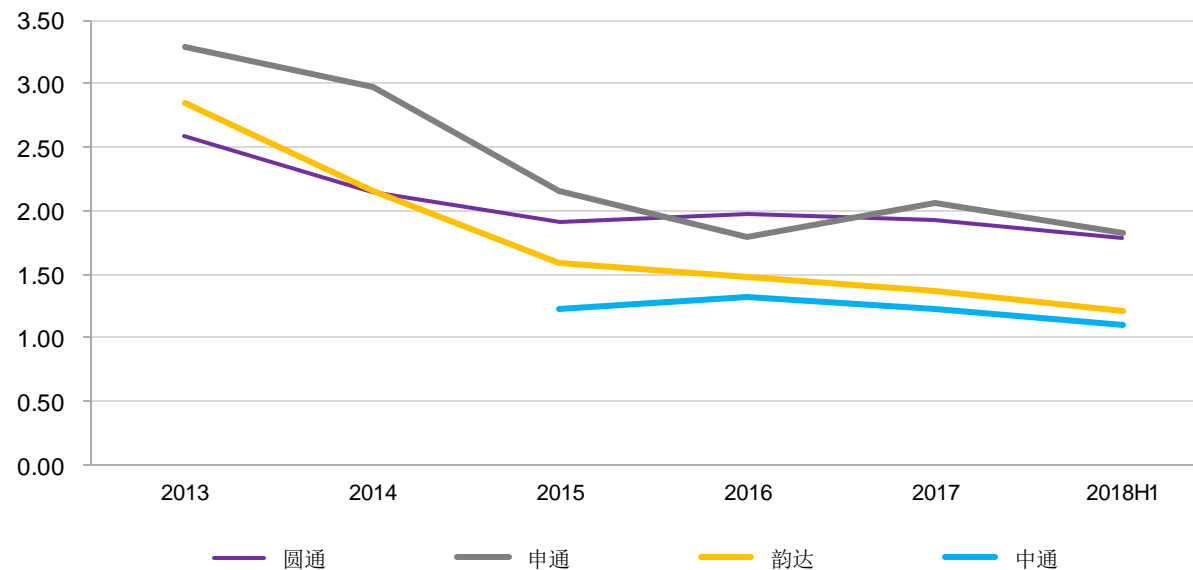
- **申通崛起的阶段**：商务件需求快速增长，民营快递从无到有，以“加盟制”布点建网成为公司发展逻辑，完善的网络，实现产品可获得性；
- **圆通崛起的阶段**：电商件处于市场风口，电商快递的发展逻辑为以“激进价格战+扩产能”提升规模，巨大单量的规模效应自动提升效率，消化价格与产能，实现产品性价比。因较大让利空间、显著的规模效应，低成本控制能力不是核心竞争力；
- **中通崛起的阶段**：规模效应带来的自然降本面临边际弱化，更强调总部加深对干线渗透，通过资本开支和精细化管理主动提升效率，实现产品性价比持续提升。因让利空间缩小、规模效应边际影响降低，低成本控制能力成为核心竞争力。

图表39：低成本控制能力演变为核心竞争力



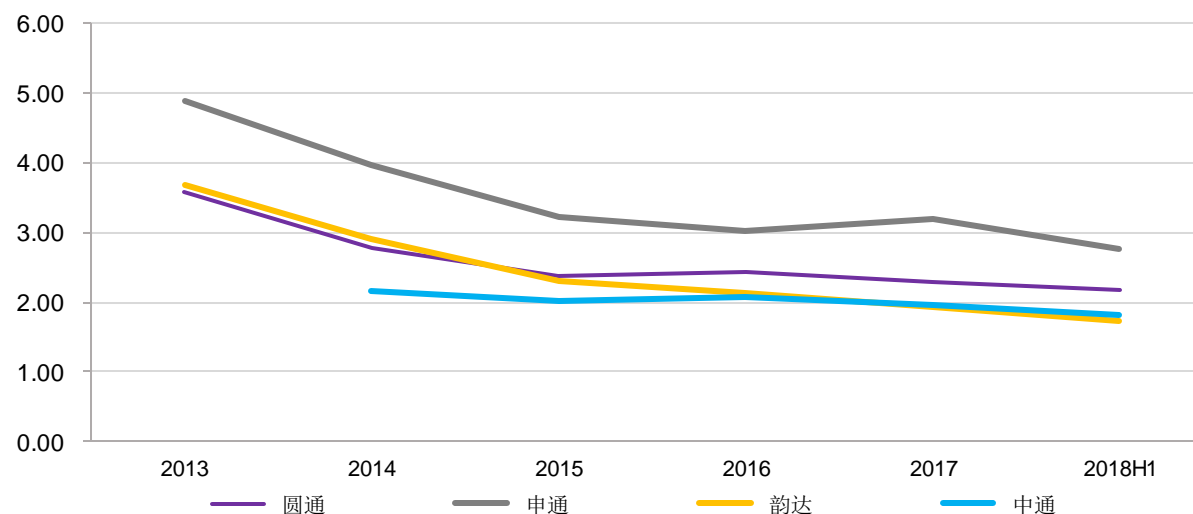
资料来源：公司公告、华创证券

图表40：电商快递的可比单票成本对比：中通最低（2013年-2018年H1）



资料来源：Wind、华创证券

图表41：电商快递的可比单票收费对比：中通处于较低水平（2013年-2018年H1）



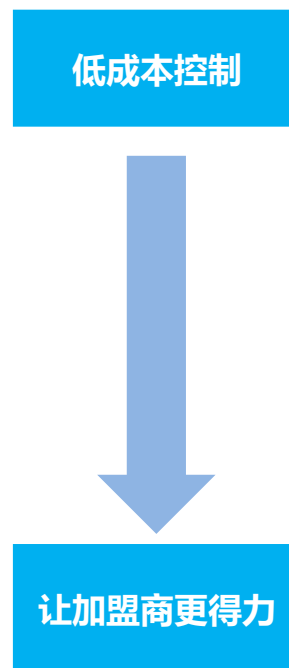
资料来源：Wind、华创证券

中通三连冠：成本控制构建核心竞争力

- 可比口径下，中通单票成本1.09元，韵达为1.21元次之，中通领先韵达10%，领先其他公司超30%；由于成本控制得当，使得公司对平衡全网利益更游刃有余

图表42：中通具备业内最低单票成本（2013-2018H1）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
单件成本						
圆通	4.01	3.58	3.31	3.27	3.29	3.18
申通	2.71	2.02	2.44	2.43	2.65	2.61
韵达	2.86	2.16	1.58	1.47	1.38	1.21
中通		1.32	1.23	1.32	1.22	1.09
百世		3.50	2.88	2.61	3.30	3.20
处理1：派费口径						
圆通派费支出	1.43	1.43	1.40	1.30	1.37	1.39
申通派费支出	1.39	0.77	1.48	1.59	1.62	1.64
百世派费（假设圆通申通平均值）		1.10	1.44	1.44	1.49	1.52
处理2：转运口径						
申通	40%	42%	45%	47%	50%	51%
可比单票成本						
圆通	2.58	2.15	1.92	1.97	1.92	1.79
申通	3.28	2.98	2.15	1.79	2.06	1.82
韵达	2.86	2.16	1.58	1.47	1.38	1.21
中通			1.23	1.32	1.22	1.09
百世		2.40	1.45	1.17	1.81	1.68



图表43：中通对加盟商的单票收费处于同行中较低水平，仅次于韵达百世

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
单件收入						
圆通	5.15	4.28	3.82	3.75	3.68	3.57
申通	3.34	2.43	2.92	3.03	3.25	3.22
韵达	3.68	2.89	2.29	2.12	1.93	1.74
中通		2.15	2.01	2.08	1.96	1.82
百世		3.05	2.65	2.48	3.39	3.32
处理1：派费口径						
圆通派费	1.43	1.43	1.40	1.32	1.40	1.39
申通派费	1.39	0.77	1.48	1.61	1.65	1.75
百世派费（假设圆通申通平均值）		1.10	1.44	1.47	1.53	1.57
处理2：转运口径						
申通转运口径	40%	42%	45%	47%	50%	53%
可比单票收入						
圆通	3.58	2.78	2.36	2.42	2.28	2.18
申通	4.87	3.95	3.21	3.02	3.20	2.77
韵达	3.68	2.89	2.29	2.12	1.93	1.74
中通		2.15	2.01	2.08	1.96	1.82
百世		1.95	1.21	1.02	1.87	1.75

资料来源：公司公告、华创证券，百世可比单票成本为单票成本扣除派费，圆通、申通可比单票成本为单票成本扣除派费。百世未公告派费，假设为圆通申通派费平均值

资料来源：公司公告、华创证券，百世可比单票收入为单票收入扣除派费，圆通、申通可比单票收入为单票收入扣除派费。百世未公告派费，假设为圆通申通派费平均值

中通三连冠：成本控制构建核心竞争力

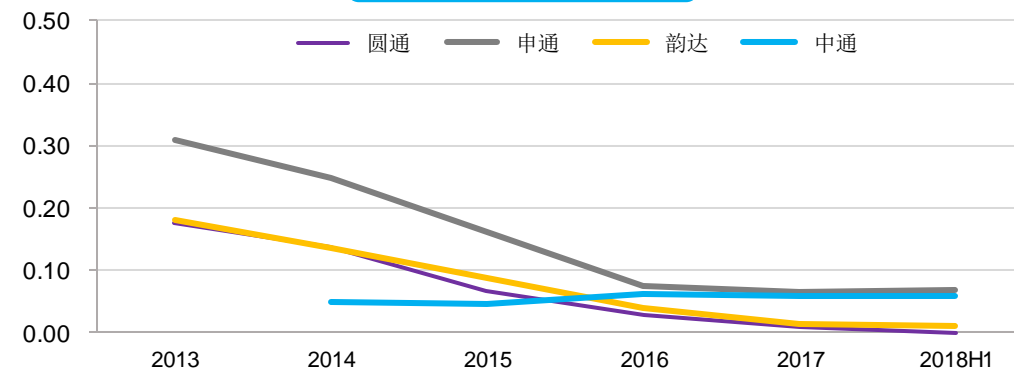
- 细拆各项成本看，由于面单成本趋近于0，关键在中转与运输成本。
- 其中中通中转成本领先第二名的韵达10%，运输成本则领先第二名的圆通达21%

图表44：中通与同行的成本差距主要在中转成本、运输成本

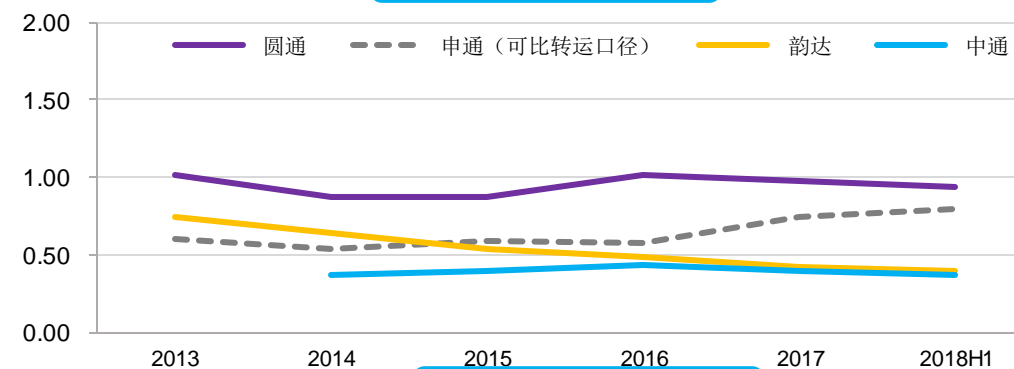
运输成本	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
面单成本						
圆通	0.18	0.14	0.07	0.03	0.01	0.00
申通	0.31	0.25	0.16	0.07	0.07	0.07
韵达	0.18	0.13	0.09	0.04	0.02	0.01
中通		0.05	0.05	0.06	0.06	0.06
中转成本						
圆通	1.01	0.87	0.87	1.01	0.98	0.94
申通（可比转运口径）	0.60	0.53	0.59	0.57	0.75	0.80
韵达	0.75	0.64	0.54	0.48	0.42	0.40
中通		0.37	0.40	0.43	0.39	0.37
运输成本						
圆通	1.41	1.18	0.99	0.94	0.93	0.84
申通（可比转运口径）	1.84	1.33	1.09	1.00	1.14	0.96
韵达	1.93	1.39	0.96	0.95	0.94	0.80
中通		0.90	0.79	0.83	0.77	0.66

资料来源：公司公告、华创证券，百世可比单票成本为单票成本扣除派费，圆通、申通可比单票成本为单票成本扣除派费。百世未公告派费，假设为圆通申通派费平均值

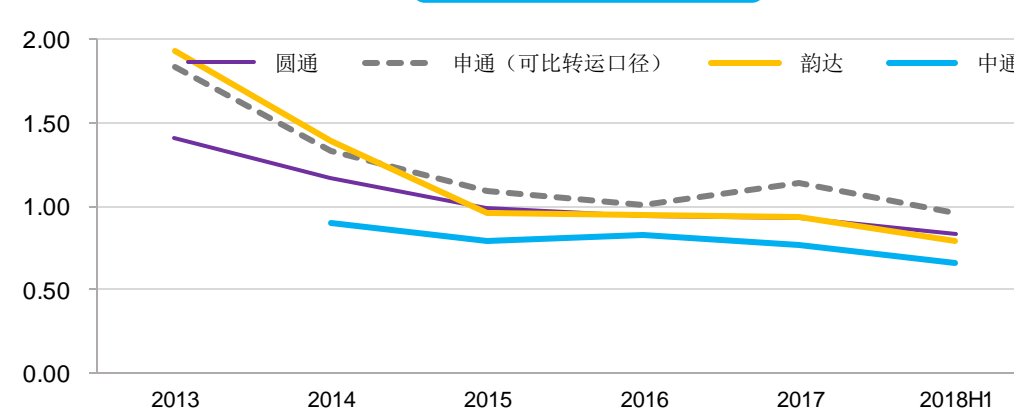
面单成本趋近于0



中转成本差距较大



运输成本差距较大



中通的低成本控制能力使得公司实现了量、质、利循环增长

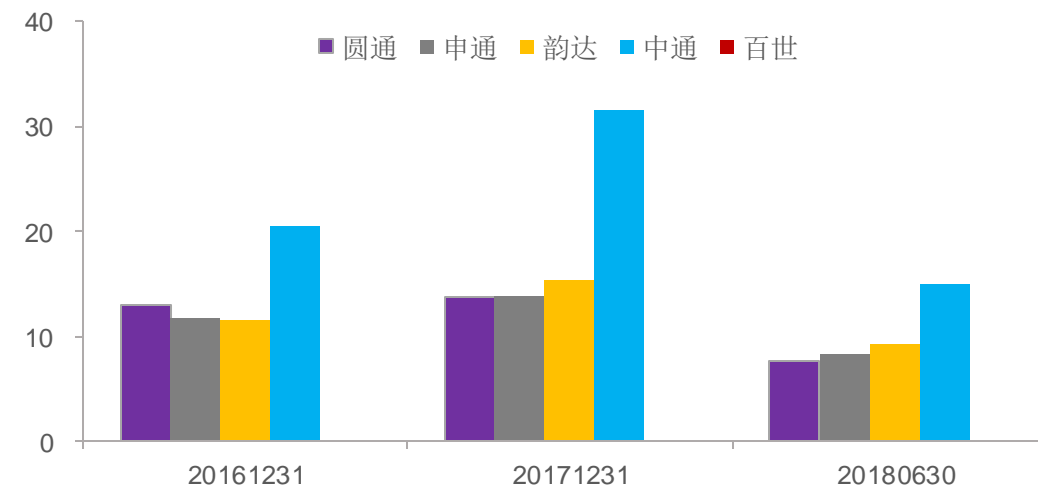
- **稳定的服务质量**：中通加盟商2017年换手率低于5%，较低的换手率确保了网络的稳定性。稳定的加盟商和大而强的干线，使得中通能够提供稳定的服务质量。2016-2018年H1，公司的申诉率指标均保持在同行内较低水平。
- **强劲的件量增长**：在最低单票成本基础上，公司得以降低对加盟商收费，增强了加盟商的盈利能力和揽件动力，反过来刺激了网络件量的增长。
- **盈利的快递增长**：最高的单票净利、最大的市场份额，领先的业务量，使得公司实现了盈利的快速增长。强大的盈利能力使得公司有能力进行资本开支，继续提升运营效率。

图表45：电商快递的申诉率比较

	2016年均值	2017年均值	2018年6月值
圆通	8.46	5.72	0.57
申通	16.70	12.12	0.40
韵达	10.36	2.20	0.26
中通	7.57	2.68	0.52
百世	7.84	4.20	0.30

资料来源：公司公告、华创交运

图表46：2016年-2018年H1电商快递的扣非净利增长情况



资料来源：公司公告、华创交运

SECTION 3

展望未来：新进入者威胁降低，成本品质定乾坤

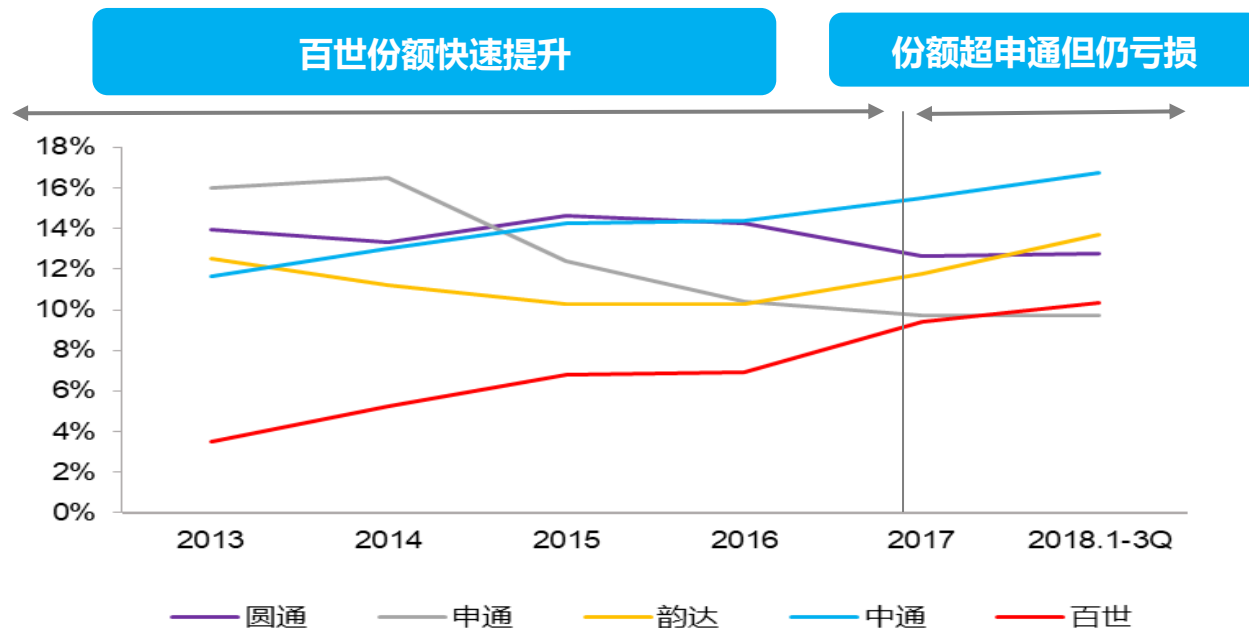
成本优势护城河最大的敌人“价格杀手”

- 我们认为每一种护城河都有自身会面临的风险，而价格杀手是成本优势最大的敌人，即市场出现不计成本低价竞争时，在某一阶段亦会使得领先者出现困难。
- 百世快递是这两年最典型的挑战者，然而观察17-18年的表现，我们认为百世“低价”模式行将终结，而市场也难出现第二个“百世”。

资本推动的“价格杀手”——百世快递

- 2007年，百世集团在杭州成立；
- 成立-上市前8次融资，阿里参与6次，最终阿里+菜鸟持有29%股权；
- 2017年，百世集团在美国上市，总融资额4.5亿美元，发行时市值约为39亿美元，当前市值16.6亿美元。
- 百世2017-2018年的亏损额：合计17亿元。

图表47：百世份额变化（2013年-2018年9月）



图表48：百世物流上市前融资情况（2008-2016年）

时间	轮次	资金	投资方
2008/1/1	天使轮	1500万人民币	阿里巴巴、富士康
2008/6/18	A	1500万美元	阿里巴巴、鸿海集团
2009/7/25	B	数千万美元	IDG资本
2010/11/25	C	数千万美元	鼎晖投资、阿里巴巴、汉能投资
2012/12/31	D	数千万美元	华登国际投资、崇德投资
2014/1/25	E	上亿美元	高盛
2015/1/15	F	5.5亿美元	阿里巴巴
2016/9/8	战略投资	7.6亿美元	中信产业基金、菜鸟网路、国开国际投资、复星国际、鼎晖投资、高盛等

“新”进入者：百世的价格威胁

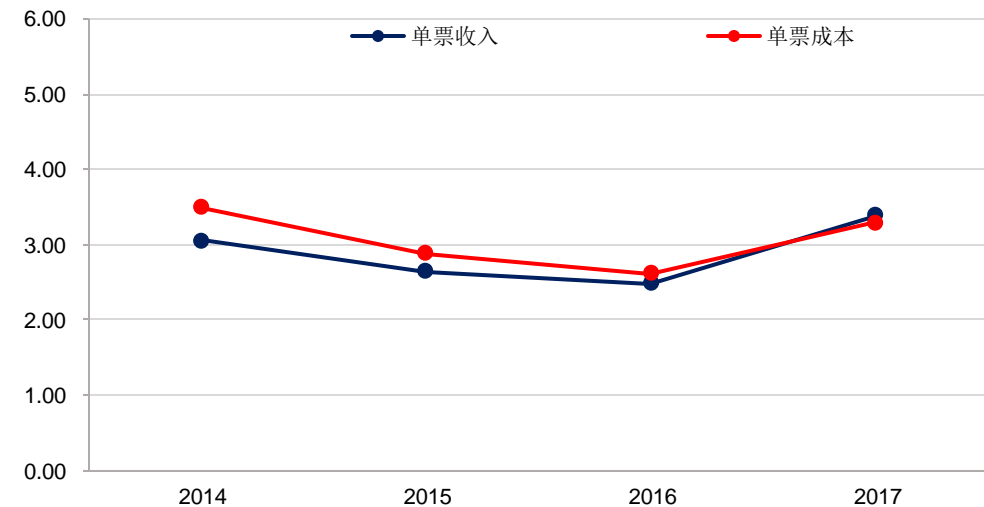
■ 2014-2017年，百世快速增长背后的低价竞争策略

■ **业务量快速增长**：2014-17年，业务量复合增速高达50%，2017年增速74%，市场份额从14年的5.3%提升至17年的9.4%，甚至于18Q3达到10.1%，超越了申通成为行业第四。

■ **自身亏损参与竞争**：2014-2016年，百世单票收入低于单票成本；上市之后定价才略高于成本。

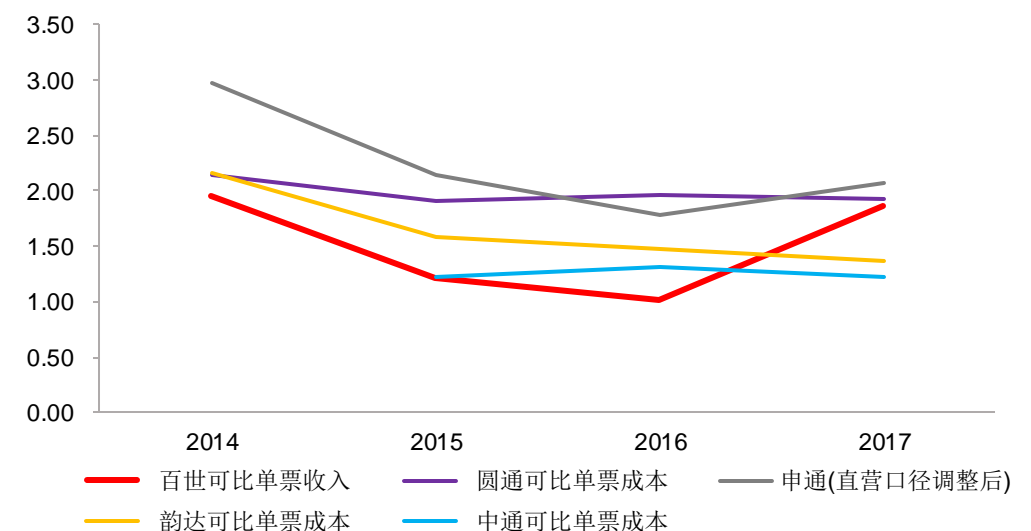
■ **贴近同行成本的定价策略**：我们测算扣除派费后的可比收入与成本，发现2014-2016年，百世单票收入接近甚至低于同行可比单票成本。如2016年我们测算百世单票收入1.02元，而通达系中单票成本最低的中通成本亦有1.32元，即便2017年其定价亦低于圆通与申通。

图表50：2014-2017年，百世单票收入接近或低于单票成本



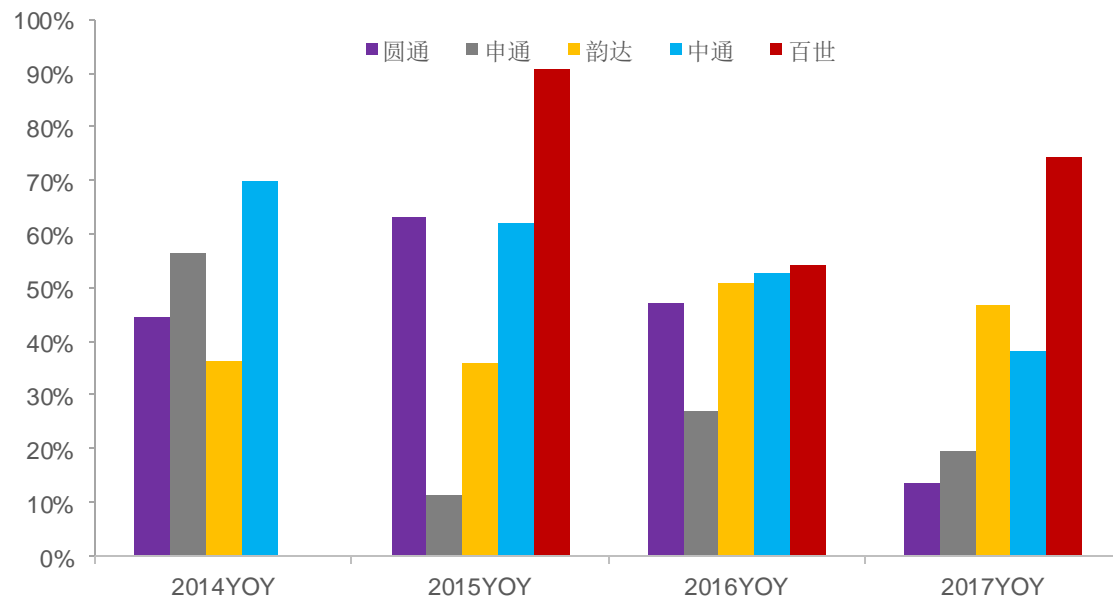
资料来源:公司公告、华创交运

图表51：2014-2017年，百世可比单票收入接近或低于同行可比单票成本



资料来源：公司公告、华创交运，百世可比单票收入为单票收入扣除派费，圆通、申通可比单票成本为单票成本扣除派费。百世未公告派费，假设为圆通申通派费平均值

图表49：2014-2017年，百世业务量增速均领先于同行

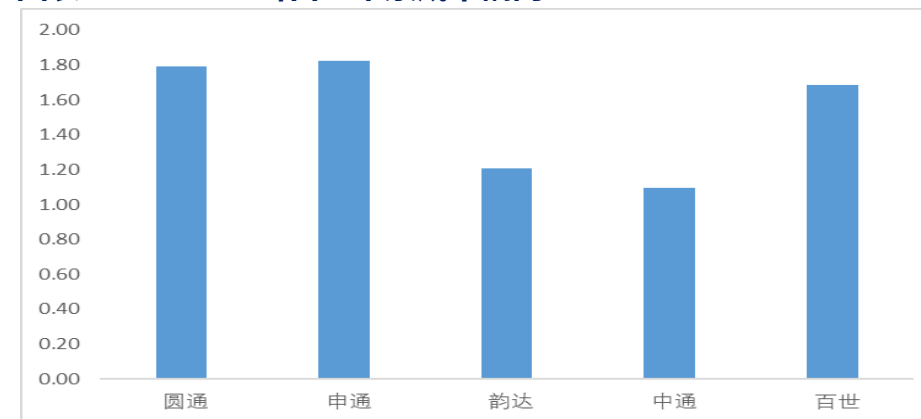


资料来源:公司公告、华创交运

“新”进入者：百世的增速已经放缓

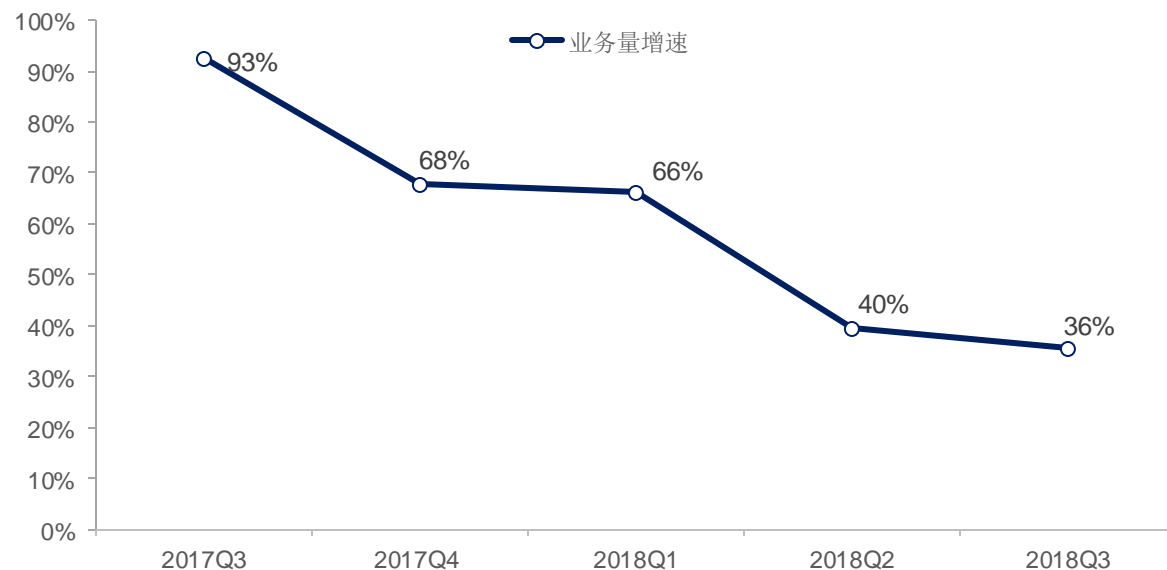
- 17Q3-18Q3，百世业务量增速开始放缓，尤其到18Q3公司业务量增速仅为36%，低于韵达。
- 原因1：公司上市后有盈利压力，低价策略或难持续：
- 原因2：业务量急速扩张下未带来规模优势，2018Q1百世份额超越申通，仍为亏损，且公司单票成本相比较通达系仍然属于偏高状态。
- 原因3：公司低价优势不再明显：近年来通达系降本增效过程中，行业价格处于下行状态，百世可比单票收入与同行的差距在缩小，低价优势不明显后，件量增速放缓。

图表53：2018H1,百世单票成本偏高



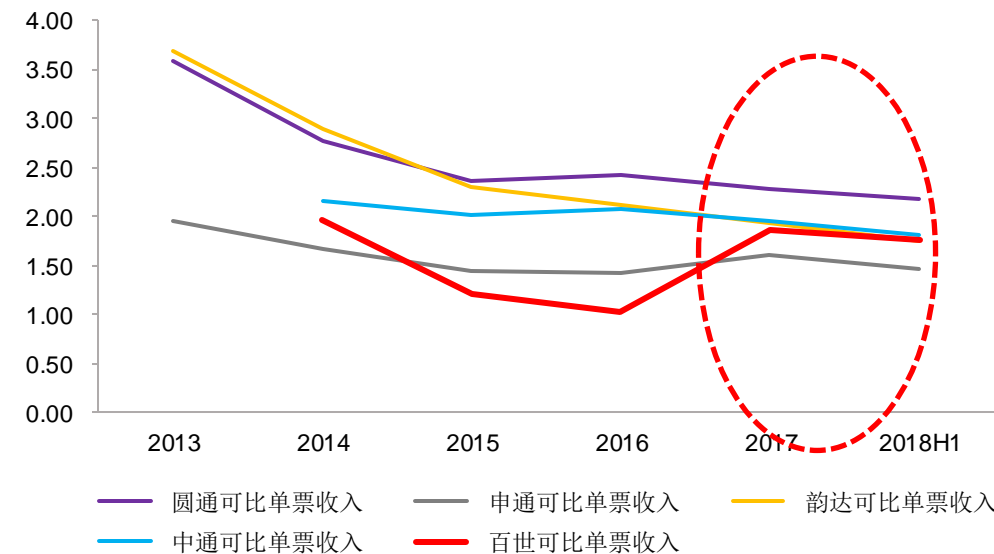
资料来源：公司公告、华创交运，百世派送费公司未公告，假设为圆通申通派费均值。

图表52：2017Q3-2018Q3，百世业务量增速放缓



资料来源：投资界、华创交运

图表54：2018年H1，百世低价优势不再明显



资料来源：公司公告、华创证券，百世可比单票收入为单票收入扣除派费，圆通、申通可比单票收入为单票收入扣除派费。百世未公告派费，假设为圆通申通派费平均值，申通转运口径未做还原。

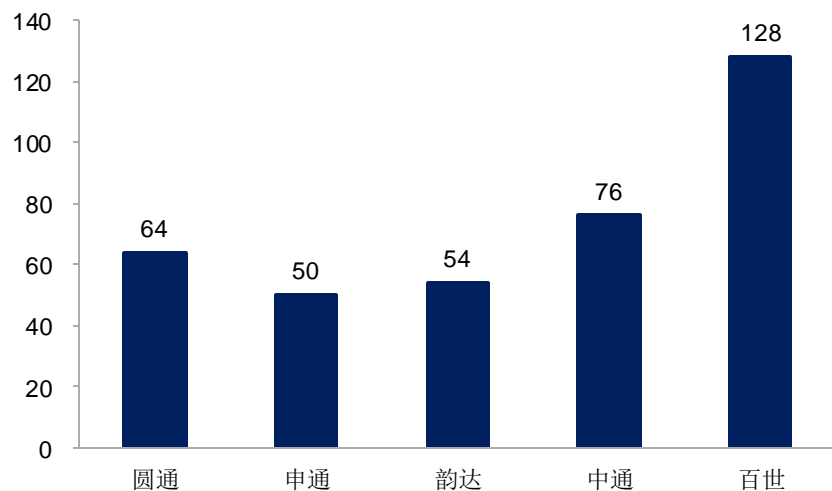
百世的转运中心数量持续下降

■ 百世作为后来者，为吸引加盟商入网，经营了远多于同行的转运中心，也导致了较高的单票成本。而加盟制对于后发者，由于网络构建时间晚，不仅总部较长时间将处于亏损状况，加盟商也将较长时间属于难盈利状态，会削弱加盟商的投入意愿。这部分减少的投入只能总部自己弥补。

资本对于新快递热情逐渐消退

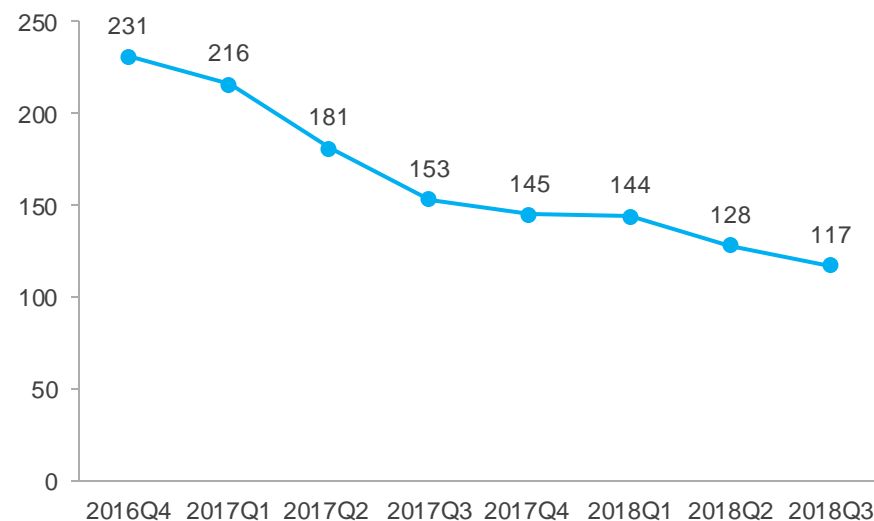
■ 纵观今年来，一级市场的投融资活跃度下降，百世的投入，反映了快递行业后来者构建一张物流网络的巨大成本。一级市场对快递行业的融资热度也趋于下降，未来预计难以有新低价竞争者出现。

图表55：百世物流与同行的转运中心数量对比（18H1）



资料来源：公司公告、华创证券

图表56：百世物流的转运中心数量持续下降（2016-18Q3）

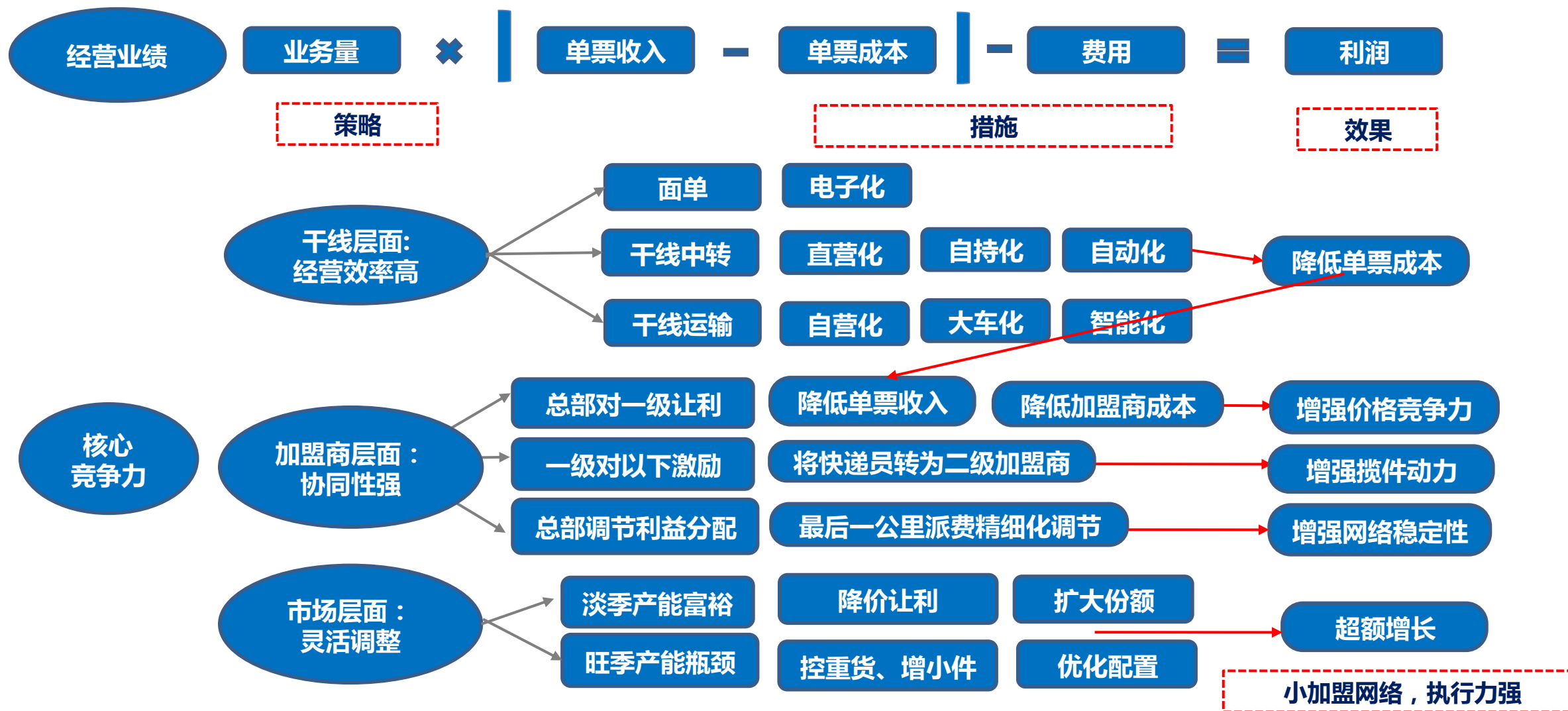


资料来源：公司公告、华创证券

图表57：2018年以来，中小快递企业的融资活跃度下降

公司	近况
安能	创建于2010年6月，在2013年接连获得红杉资本和华平资本的A、B轮融资;2014年，华平投资集团继续追加投资5000万美元;2015年，凯雷、高盛和华兴附增资安能1.7亿美元;2016年，鼎辉投入1.5亿美元后，此后无安能物流融资的消息。
全峰快递	2018年3月，全峰快递出现个别地区网络瘫痪、分拨停工、员工讨薪等新闻。7月11日，北京二中院执行法官对北京全峰快递有限责任公司进行强制执行。此后无全峰快递融资的消息。
快捷快递	2018年5月，快捷快递发布《关于快捷快递近期重组情况的公告》。此后无快捷快递融资的消息。
国通快递	2018年，根据《每日经济新闻》报道：在安徽、四川等地，出现了部分国通末端网点暂停运营的现象。
远成物流	2018年11月，供销大集公告终止发行股份收购远成物流股权。

资料来源：公司公告、华创证券



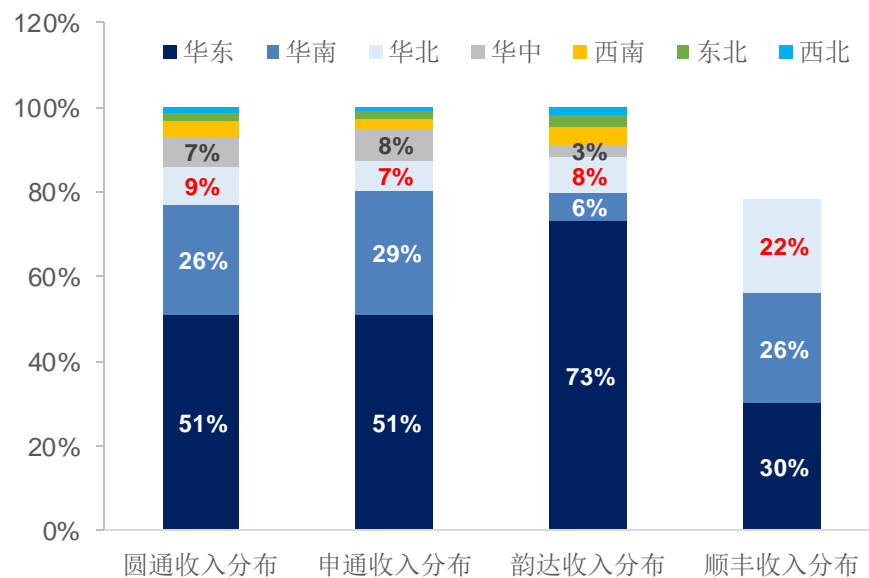
趋势：干线直营化、终端扁平化、公司平台化

区域性价格策略而非全网价格竞争或将延续

■ **通达系快递均有相对强势和弱势区域，而区域增速与区域市场份额强相关**：我们发现，区域业务规模领先的公司倾向于在该区域获得更高的收入增速，在区域竞争中表现更强势。比如韵达在华东区业务量排序第1，收入增速居于首位；申通在华南区业务量排序第2且十分接近第1位的圆通，收入增速居于首位；圆通在华北区业务量排序第1，收入增速也居于首位。

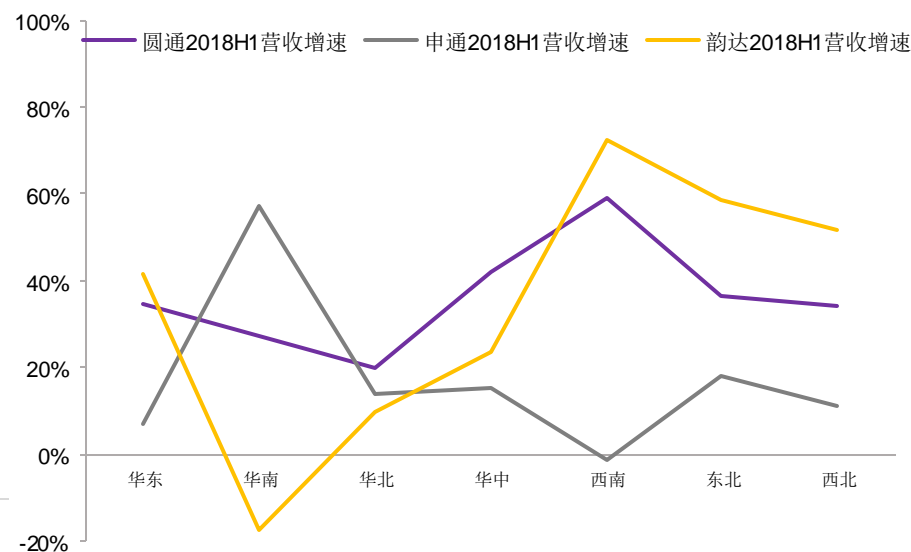
■ **因此我们认为未来看到快递的价格竞争应属于区域性策略，而非全网**。当前我们测算，华东区市场份额排序：韵达>圆通>申通；华南区业务量排序：圆通>申通>韵达；华北区业务量排序：圆通>韵达>申通。

图表58：快递公司收入的区域分布（2018H1，剔除国际业务）



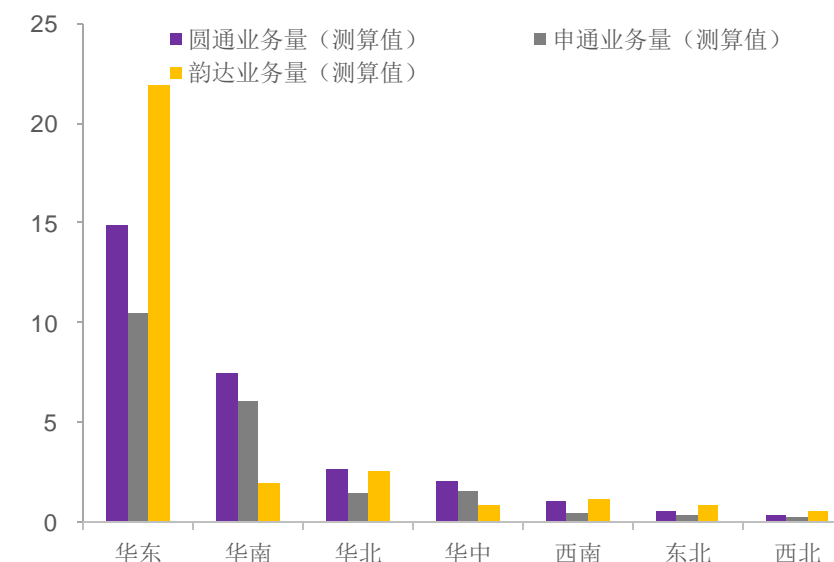
资料来源：公司公告、华创证券

图表59：通达系快递分区域收入增速（2018H1，剔除国际业务）



资料来源：公司公告、华创证券

图表60：通达系快递的分区域业务量分布（2018H1）



资料来源：Wind、华创证券

- A股4家上市公司2016、2017年均超额完成了业绩承诺，2018年将是业绩承诺的最后一年。
- 当年韵达、申通、圆通对应2018年扣非PE分别为25、14及18倍，2019年分别为21、11及14倍。
- 在新进入者威胁降低情况下，我们认为通达系本身构筑了一定程度的成本优势护城河，此后的竞争一方面来自于区域性价格策略，另一方面在于成本品质的平衡与分层，持续看好当前成本品质领先，业务量增速超越行业的韵达，以及估值具备吸引力的申通快递。强调韵达及申通“推荐”评级。

图表61: 快递公司承诺业绩与完成业绩比较(2016-2018E)

	承诺扣非业绩			完成业绩			完成比例		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018E	2016	2017	2018E
圆通	11.0	13.3	15.5	13.1	13.6	16.5	119%	102%	106%
申通	11.7	14.0	16.0	11.8	14.5	18.0	101%	104%	113%
韵达	11.3	13.6	15.6	11.5	15.9	19.2	102%	117%	123%

资料来源：公司公告、华创证券

图表62：盈利预测及估值

	归属净利			对应PE			扣非归属净利			对应PE		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
圆通	17.6	21.4	25.5	16.3	13.5	11.3	16.5	20.2	24.3	17.5	14.2	11.8
申通	20.9	25.4	30.2	12.2	10.0	8.4	18.0	24.3	29.8	14.1	10.5	8.5
韵达	25.0	25.4	31.5	19.5	19.2	15.5	19.2	23.0	28.0	25.4	21.2	17.4

资料来源：公司公告、华创证券

风险提示

- 经济大幅下滑将对行业营收与利润产生冲击
- 价格战超预期影响公司净利率水平
- 社保等新规带来成本端超预期影响

分析师联系信息

吴一凡：交通运输组组长、首席分析师

S0360516090002

电话：021-20572560

Email: wuyifan@hcyjs.com

刘阳：分析师

电话：021-20572578

Email: liuyang@hcyjs.com

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。