

# 物流

证券研究报告

2018年12月19日

## 旺季大考，头部公司表现较好，行业单价出现压力

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

**姜明** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516110002  
jiangming@tfzq.com

**黄盈** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518080007  
huangying1@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《物流-行业点评:行业稳健增长,公司增速分化》 2018-11-20
- 2 《物流-行业点评:业务量增速 24.1%,金华泉州单价下降》 2018-10-16
- 3 《物流-行业点评:业务量增速 25.7%,单价环比稳中微升》 2018-09-13

### 事件

11月快递行业数据经营披露完成:11月全行业实现业务量58.6亿件,同比增长24.4%;业务收入完成648.3亿元,同比增长14.6%。单价11.06元/票,环比下跌0.33元/票,同比下滑0.93元/票。韵达以44.9%的月度包裹量增长重回增速第一的位置,申通略有放缓,增速31.8%,圆通增速30.5%,11月单量超过韵达,顺丰增速14.0%。

### 增速:国际业务增速回落,CR8不变

11月行业实现包裹量58.6亿件,日均业务量1.95亿件,业务量整体增长24.4%,增速上相比10月有所回落,下降0.8个百分点。按照产品类型,呈现出异地(+25.6%YOY)>国际(+25.4%YOY)>同城(+20.2%YOY)的特征。11月的CR8指数为81.3%,环比保持不变。

公司方面,按照增速依次排序,韵达以44.9%的月度包裹量增长重回增速第一的位置,申通略有放缓,增速31.8%,圆通增速30.5%,11月单量超过韵达,顺丰增速14.0%,我们认为顺丰10月的业务量增速下降,与商务活跃程度以及公司对旺季来临前的客户选择有关。旺季之际,各家公司同比增长与当期实际产能关系密切。

### 单价:同比环比跌,区域分化

2018年11月,行业综合单价达到11.06元/票,同比去年-0.93元/票,环比上月-0.33元/票。分拆其中几个子项目,我们发现:

**同比异地件单价和同城下降,国际件单价大幅下降:**异地件单价7.56元/票(同比-0.43元/票,环比-0.14元/票),同时国际及港澳台件单价44.91元/票,同比下降13.69元/票,同城件下降至7.64元/票,同比减少0.53元/票;

尽管同比仍在下降,但尤其韵达与圆通降幅明显缩小,且除了顺丰之外,所有通达系公司的环比单价均有所回升,这与几家公司先前提高旺季派件费的举措有关。顺丰方面,同比单价水平涨4.0%,时效件议价能力强。11月上市公司与行业的单价趋势不一致,我们认为可能与邮政局统计方法(接受申报为主)、同比去年拼多多多件占比提升但未传导至上市公司费率等因素有关。

**区域体现出较大不同:**我们在快递发送量最大的十座城市中,选取了7座代表性城市,计算其年当月单价水平,并与去年同期数字进行比较,发现:

- 1) 苏州区域单价下滑持续,环比单票价格下滑幅度达到1.42元/票;
- 2) 电商发货地集中的金华(义乌)单价平稳,环比仅跌0.03元/票,但同比下跌1.05元/票;
- 3) 11月,先前价格坚挺的上海、杭州与北京均现较大程度的环比跌幅,其中上海-1.74元/票,杭州-0.79元/票,北京-1.13元/票;

### 区域增速格局

11月收入增速方面,三地增速都有所下降,整体呈现出西部(+22%YOY)>中部(+19%YOY)>东部(+13%YOY)的格局。西部累计收入占比已经从去年同期的8.3%下降至本月的7.9%,中部累计收入占比也提升1.4个pct至11.2%。

### 投资建议

快递股估值在一段时间有所回调,当前来看,估值上申通与圆通较低,而两家公司都在2018年有所修复;韵达尽管估值较高,但能够在过去的竞跑中持续地增速领先;另外长期看好布局清晰、壁垒深厚的龙头顺丰。

**风险提示:**行业增速低于预期;行业竞争格局恶化

## 1. 事件

11月快递行业数据经营披露完成：

**行业方面**，11月全行业实现业务量 58.6 亿件，同比增长 24.4%；业务收入完成 648.3 亿元，同比增长 14.6%。单价 11.06 元/票，环比下跌 0.33 元/票，同比下滑 0.93 元/票。

**公司同时公布月度经营数据**，韵达以 44.9%的月度包裹量增长重回增速第一的位置，申通略有放缓，增速 31.8%，圆通增速 30.5%，11月单量超过韵达，顺丰增速 14.0%。

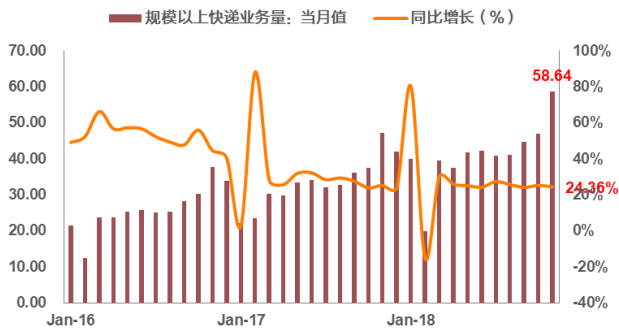
链接：[http://www.spb.gov.cn/xw/dtxx\\_15079/201812/t20181211\\_1715374.html](http://www.spb.gov.cn/xw/dtxx_15079/201812/t20181211_1715374.html)

## 2. 增速：国际业务增速回落，CR8 保持不变

### 2.1.1. 行业

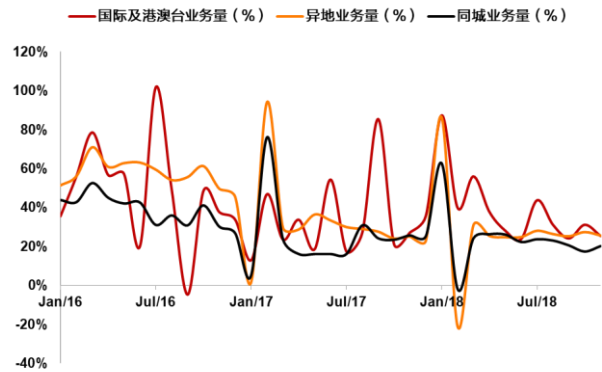
11月行业实现包裹量 58.6 亿件，日均业务量 1.95 亿件，业务量整体增长 24.4%，增速上相比 10月有所回落，下降 0.8 个百分点。按照产品类型，呈现出异地（+25.6% YOY）> 国际（+25.4% YOY）> 同城（+20.2% YOY）的特征，其中国际业务较上月增速大幅回落 5.7 个百分点，同城业务增速则是连续 6 个月跑输。

图 1：2016.1-2018.11 快递行业业务量（亿件）及其增速（%）



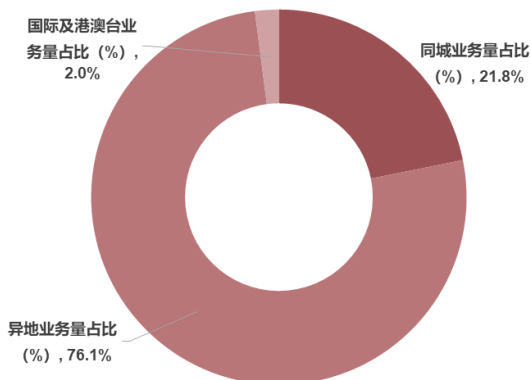
资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

图 2：2016.1-2018.11 快递同城、异地、整体业务量增速对比（%）



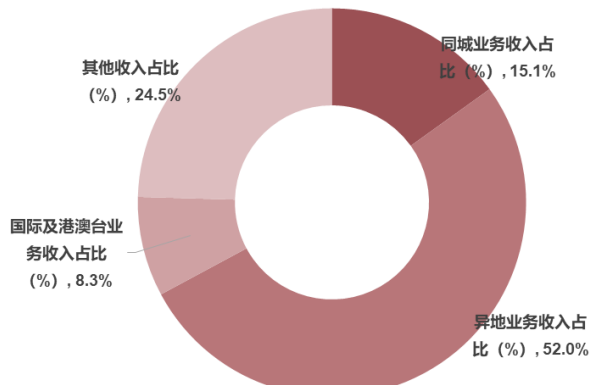
资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

图 3：2018.11 快递行业同城/异地/国际件业务量结构



资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

图 4：2018.11 快递行业同城/异地/国际件/其他业务收入结构



资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

观察年初至今，CR8 的走势趋于稳定，11 月的 CR8 指数为 81.3%，环比与上月持平，今年 CR8 高点出现在 6-7 月份的 81.5%，集中度整体从 17 年年初的底部已有较大程度的改善。

图 5：2014 至今快递业 CR8 指数 (%)

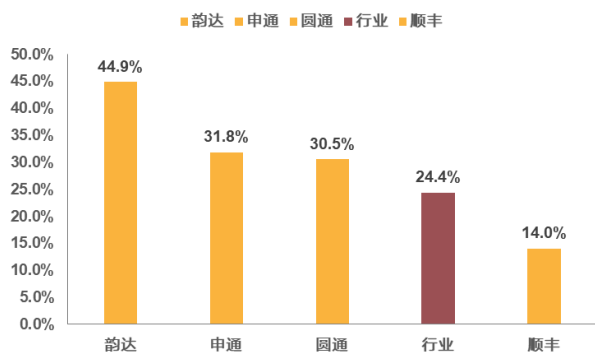


资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

### 2.1.2. 公司

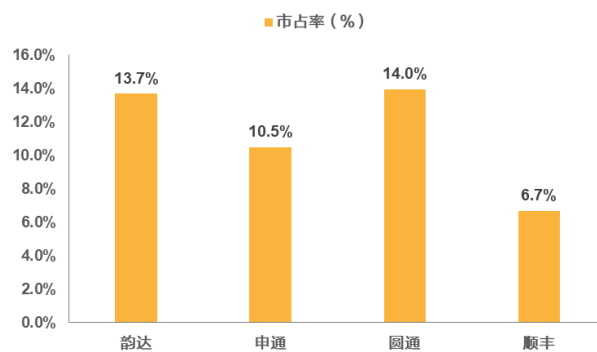
行业方面，10 月全行业实现业务量 58.6 亿件，同比增长 24.4%；业务收入完成 648.3 亿元，同比增长 14.4%。公司方面，按照增速依次排序，韵达以 44.9% 的月度包裹量增长重回增速第一的位置，申通略有放缓，增速 31.8%，圆通增速 30.5%，11 月单量超过韵达，顺丰增速 14.0%，我们认为顺丰 10 月的业务量增速下降，与商务活跃程度以及公司对旺季来临前的客户选择有关。旺季之际，各家公司同比增长与当期实际产能关系密切。

图 6：201811 快递企业增速 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2018.11 快递公司市占率 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

## 3. 单价：同比环比跌，区域分化

### 3.1.1. 行业

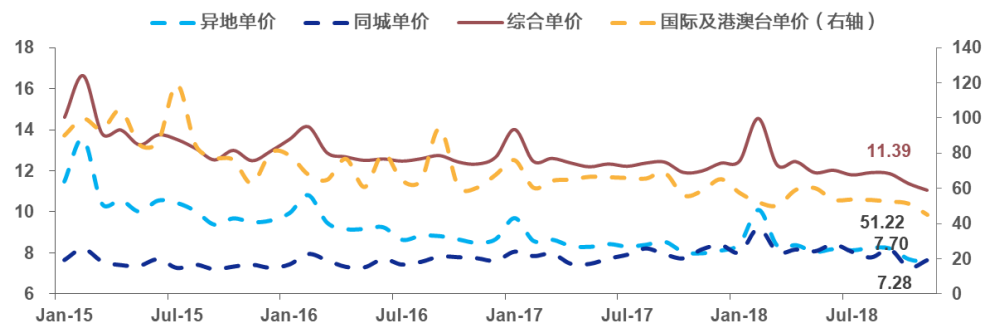
2018 年 11 月，行业综合单价达到 11.06 元/票，同比去年-0.93 元/票，环比上月-0.33 元/票。剔除其他收入之后，11 月单价为 8.34 元/票，同比减少幅度 0.72 元/票。分拆国际、同城与异地几个子项目，我们发现：

- **同比异地件单价和同城下降，国际件单价大幅下降：**异地件单价 7.56 元/票 (同比-0.43 元/票，环比-0.14 元/票)，同时国际及港澳台件单价 44.91 元/票，同比下降 13.69 元/票；而今年单价始终较为稳定的同城件呈现小幅下跌，价格由去年 11 月的 8.17 元/票下跌至 7.64 元/票，跌幅达到 0.53 元/票；

■ **区域体现出较大不同：**我们选取快递发货量最大的前 10 大城市，分别为广州、上海、金华（义乌）、深圳、杭州、北京、东莞、苏州、成都与泉州，其中各自对商条件与电商件均有所代表，我们根据邮政局披露的数字，计算其当月单价水平，并与去年同期数字进行比较，发现：

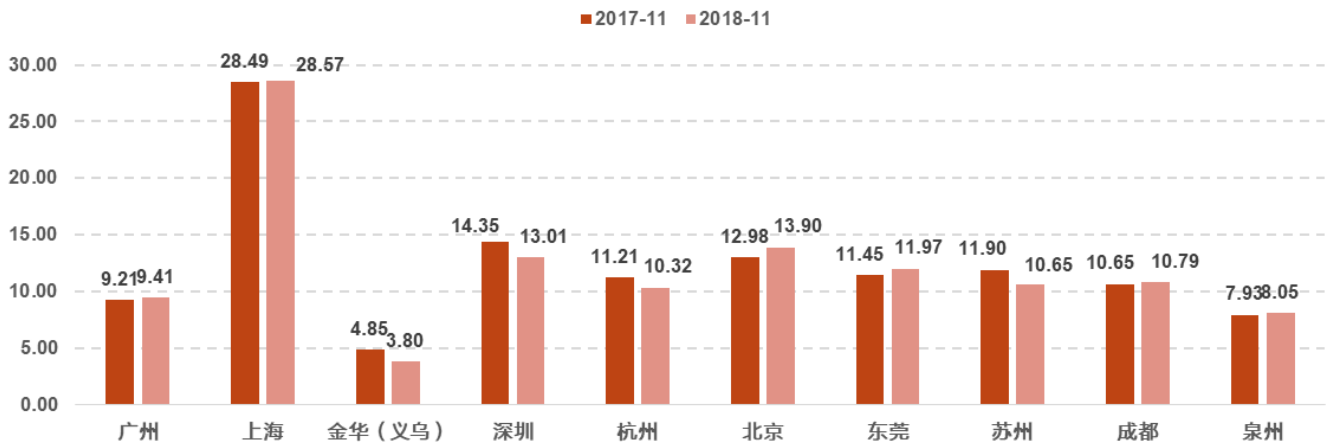
- 1) 苏州区域单价下滑持续，环比单票价格下滑幅度达到 1.42 元/票；
- 2) 电商发货地集中的金华（义乌）单价平稳，环比仅跌 0.03 元/票，但同比下跌 1.05 元/票；
- 3) 11 月，先前价格坚挺的上海、杭州与北京均现较大程度的环比跌幅，其中上海-1.74 元/票，杭州-0.79 元/票，北京-1.13 元/票；

图 8：2015.1-2018.11 快递行业综合单价及其分项情况（元/票）



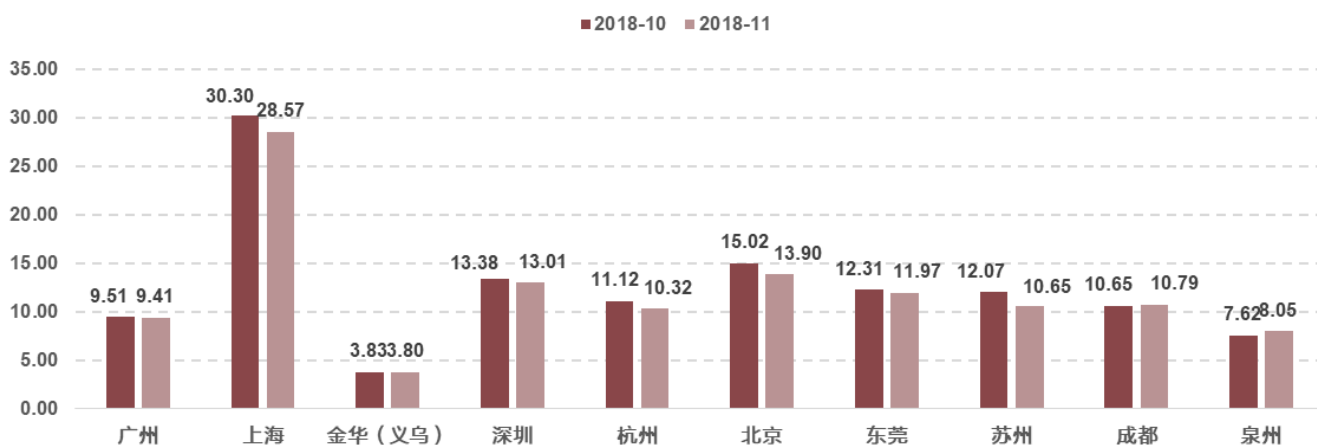
资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

图 9：全国 10 大城市 11 月份单价水平变化情况（元/票，同比去年）



资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

图 10：全国 10 大重点城市 10 月份单价水平变化情况（元/票，环比上月）



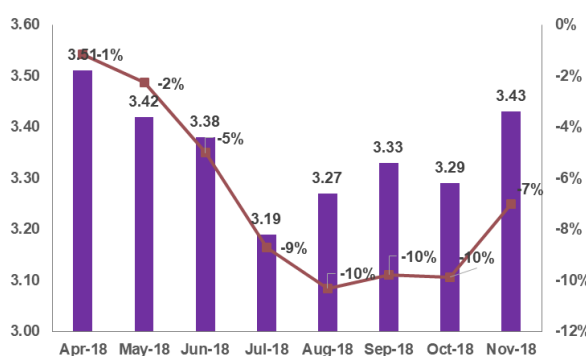
资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

### 3.1.2. 公司

公司单价方面：

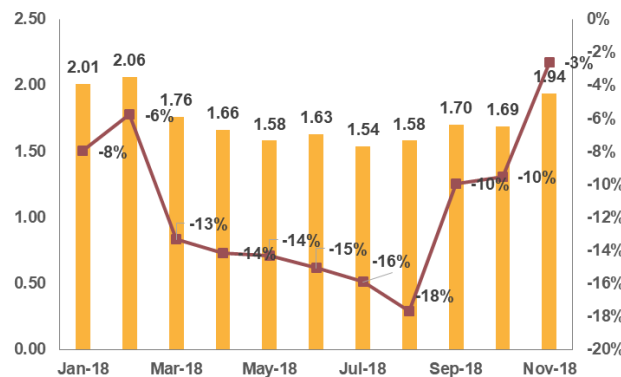
尽管同比仍在下降，但尤其韵达与圆通降幅明显缩小，且除了顺丰之外，所有通达系公司的环比单价均有所回升，这与几家公司先前提高旺季派件费的举措有关。顺丰方面，同比单价水平涨 4.0%，时效件议价能力强。11 月上市公司与行业的单价趋势不一致，我们认为可能与邮政局统计方法（接受申报为主）、同比去年拼多多件占比提升但未传导至上市公司费率等因素有关。

图 11：2018.4-11 圆通单价走势（元/票，%）



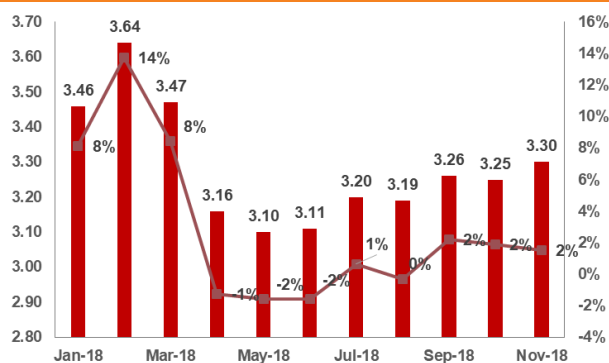
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：2018.1-11 韵达单价走势（元/票，%）



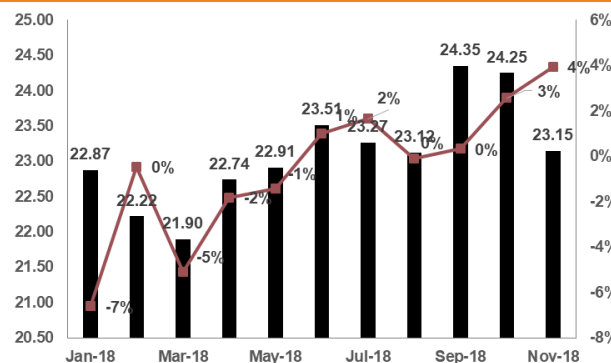
资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：2018.1-11 申通单价走势（元/票，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：2018.1-11 顺丰单价走势（元/票，%）

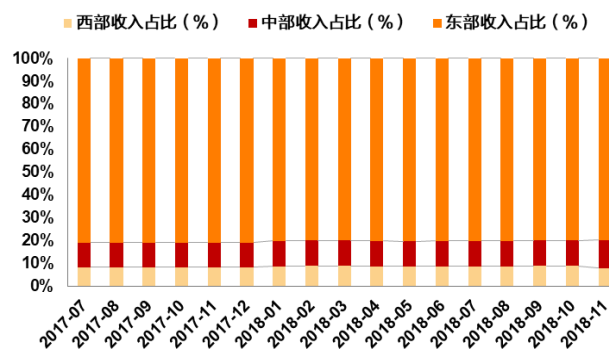


资料来源：wind，天风证券研究所

## 4. 区域增速格局

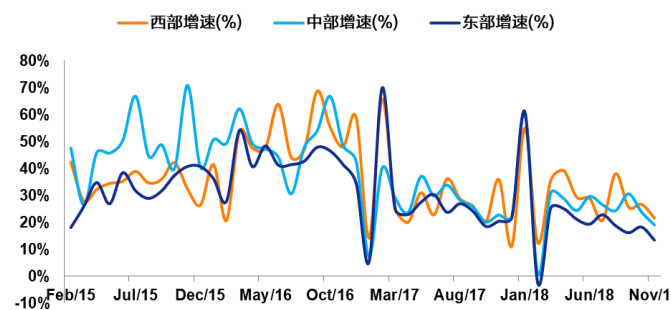
11 月收入增速方面，三地增速都有所下降，整体呈现出西部(+22% YOY)>中部(+19% YOY)>东部(+13% YOY) 的格局。西部累计收入占比已经从去年同期的 8.3%下降至本月的 7.9%，中部累计收入占比提升 1.4 个 pct 至 11.2%。但考虑人口密度和商流流向集中在东部沿海发达地区的大背景不改，长期来看东部地区依旧会是快递业务的支撑区域。我们将中西部地区为代表的下沉需求视作行业中的重要增量，这一部分对于快递上市企业的边际增长至关重要。

图 15：2017.7-2018.11 月业务量类型比例（%）



资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

图 16：2018 年 11 月东中西部快递业务收入增速（%）



资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

## 5. 投资建议

快递股估值在一段时间有所回调，当前来看，估值上申通与圆通较低，而两家公司都在 2018 年有所修复；韵达尽管估值较高，但能够在过去的竞跑中持续地增速领先；另外长期看好布局清晰、壁垒深厚的龙头顺丰。

## 6. 风险提示

行业增速低于预期；行业竞争格局恶化



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京   | 武汉   | 上海  | 深圳   |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |