

2019 年 06 月 20 日

看好

电商快递单票成本的极限值在哪？

——申万物流系列深度报告之二

相关研究

"物流行业分析框架：需求如何推动行业发展？-申万物流系列深度报告之一"
2019 年 6 月 12 日

证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

游道柱 A0230118010008
youdz@swsresearch.com

联系人

游道柱
(8621)23297818×7434
youdz@swsresearch.com

本期投资提示：

- **继往开来：经济下行预期下优选具有消费属性的电商件快递。**我们在 2019 年 6 月 12 日对外发布《物流行业分析框架：需求如何推动行业发展？-申万物流系列深度报告之一》。从物流各个细分行业来看，按照盈利能力强弱的排序为：快递、快运、零担和整车，快递规模效应最明显的细分行业，因此也是最容易出现大公司的领域。因此，从投资的角度，我们的细分行业排序是快递、快运、零担和整车。考虑到经济下行预期下，拼多多、淘宝等网购需求的韧性已经得到验证，因此我们优选具有消费属性的电商快递。**从通达系电商快递公司过去十多年的发展来看，基本延续着“适当降价—更大市场份额—规模效应—成本壁垒”这样的成长路径，成本控制能力是电商快递龙头取胜之道。**
- **总部单票平均中转成本极限值为 0.83 元左右。**以目前单票成本最低中通为例，按照自有卡车运输比列达到 90%、自有卡车单票运输成本较外请车辆低 40%(根据 2019Q1 测算)、大容量卡车比列达到 90%来测算，则在有人驾驶条件下，中通快递的单票干线运输成本极限值为 0.50 元；按照同等条件自动化单票分拣成本下降 30%、未来自动化分拣处理包裹比例上升到 90%测算，则中通快递的单票分拣成本极限值为 0.33 元。那么在不考虑加盟商自跑，最理想的情况下，单票运输成本将降低至 0.50 元、单票分拨成本降低至 0.33 元，单票中转成为合计为 0.83 元，相较 2018 年中通单票中转成本还有 22%下降空间（若考虑到未来无人驾驶、机器快递人等技术的成熟，单票中转成本还将有继续下降空间）。从时间节奏，中通快递单票中转成本达到极限值可能需要 3 年左右时间。
- **“通达系”中成本暂时落后者具备追赶的可能。**从电商件快递公司内部之间来看，单件成本下降幅度仍然是当前阶段观察电商件快递的核心指标。正如本篇报告第二章所讨论，资产投入不同是现有电商快递龙头成本差异的核心原因，对于成本暂时落后者，“补资产短板”是未来降成本的核心。以圆通速递为例，从固定资产和无形资产来看，圆通速递的土地使用权和房屋建筑等长期资产一直领先同行，但是在自有车辆与机器设备方面落后于同行，说明圆通速递的早期资产投入一直着眼于长期布局。但是从 2018 年初开始，圆通速递开始加大自动化分拣和运输车辆的投入。根据圆通速递 2018 年报业绩数据，公司 2018Q4 业绩大幅超市场预期核心原因，便是运输车辆和自动化分拣设备的投入，使得旺季 Q4 的单件成本得到极大的改善。
- **投资建议。**从需求来看，经济下行预期下，拼多多、淘宝等网购需求的韧性已经得到验证，网购驱动电商快递持续保持高增长。从收入成本来看，单票成本控制能力既是龙头公司的核心壁垒，又是公司减少行业价格战对业绩扰动的核心举措。从行业角度，目前仍然处于降成本的第二阶段，对于成本暂时领先者，优化资产投入带来成本继续下降，以中通快递为例，中转成本还具备 22%左右下降空间。而对于成本暂时落后者，“补资产短板”是未来降成本的核心举措，如 2018 年的圆通速递已经取得了比较明显的成效。总体来说，总部成本管控能力最终影响末端的揽件竞争力，仍然是短期内投资通达系快递股重要的观察指标。**因此上半年电商快递我们看好的是单票成本下降幅度最大的圆通速递、业绩成长性最稳定的韵达股份，同时建议关注阿里入股后有望迎来效率持续优化的申通快递。**
- **风险提示。**行业剧烈价格，重大安全事故。



申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资建议

从需求来看，经济下行预期下，拼多多、淘宝等网购需求的韧性已经得到验证，网购驱动电商快递持续保持高增长。从收入成本来看，单票成本控制能力既是龙头公司的核心壁垒，又是公司减少行业价格战对业绩扰动的核心举措。从行业角度，目前仍然处于降成本的第二阶段，对于成本暂时领先者，优化资产投入带来成本继续下降，以中通快递为例，中转成本还具备 22% 左右下降空间。而对于成本暂时落后者，“补资产短板”是未来降成本的核心举措，如 2018 年的圆通速递已经取得了比较明显的成效。总体来说，总部成本管控能力最终影响末端的揽件竞争力，仍然是短期内投资通达系快递股重要的观察指标。**因此上半年电商快递我们看好的是单票成本下降幅度最大的圆通速递、业绩成长性最稳定的韵达股份，同时建议关注阿里入股后有望迎来效率持续优化的申通快递。**

原因及逻辑

①从行业来看，当前阶段快递行业的需求主要来自电商件、商务件、个人散件，其中 2018 年电商件占比已到 78% 左右。经济下行预期下，拼多多、淘宝等网购需求的韧性已经得到验证。

②从公司来看，成本控制能力是电商快递龙头取胜之道。从通达系电商快递公司过去十多年的发展来看，也基本延续着“适当降价—更大市场份额—规模效应—成本壁垒”这样的成长路径。在 A 股三家公司中，成本较低的韵达股份估值明显高于同行。

③资产投入不同是现有电商快递龙头成本差异的核心原因。对于成本暂时领先者，优化资产投入带来成本继续下降，以中通快递为例，中转成本还具备 22% 左右下降空间。而对于成本暂时落后者，“补资产短板”是未来降成本的核心举措。

有别于大众的认识

市场担心经过多年的降成本，通达系单票中转成本下降空间有限。我们认为，目前行业还处于“电子面单”阶段，对于成本暂时领先者，优化资产投入带来成本继续下降。以目前行业里单票成本最低的中通快递为例，在不考虑加盟商自跑，最理想的情况下，单票运输成本将降低至 0.50 元、单票分拨成本降低至 0.33 元，单票中转成为合计为 0.83 元，相较 2018 年的中通快递单票中转成本还有 22% 下降空间（倘若考虑到未来无人驾驶、机器快递人等技术的成熟，单票中转成本还将有继续下降空间）。

目录

1.行业总结：降成本是电商件快递公司的硬道理	6
1.1 从行业来看，网购仍将是快递行业持续增长的主要动力	6
1.2 从公司来看，成本控制能力是电商快递龙头取胜之道	9
2.横向来看：电商快递成本差异原因是什么？	12
2.1 “规模效应-成本壁垒”是现有电商快递龙头的成长路径	12
2.2 资产投入不同是现有电商快递龙头成本差异的核心原因	13
3.纵向来看：电商快递单票成本的极限在哪里？	15
3.1 对于成本暂时领先者，优化资产投入带来成本继续下降	15
3.2 对于成本暂时落后者，“补资产短板”是降成本核心	16
3.3 中长期角度，电商件快递龙头如何继续降成本？	18
4.投资建议.....	19

图表目录

图 1：申万快递行业分析框架	6
图 2：2013-2018 年业务量及增速	6
图 3：2013-2018 电商件增速及电商增速	6
图 4：国内零售供应链复杂且冗余	7
图 5：2013-2018 年网络实物零售额复合增速 37%	7
图 6：拼多多的拼团购物模式	8
图 7：拼多多用户分布情况	8
图 8：拼多多过去 12 个月累计 GMV（亿元）	8
图 9：拼多多过去 12 个月累计贡献快递单量（亿件）	8
图 10：年度同城件与异地件综合均价（元/件）	10
图 11：主要产粮区均价走势（以义乌为例，元/件）	10
图 12：电商件业务量占比变化趋势（%）	10
图 13：电商件均价走势（元/件）	10
图 14：CR5 单量市占率同比提升了 10 个百分点	11
图 15：“面单成本+干线运输成本+转运中心操作成本”统一口径单票成本比较(元/件)	11
图 16：2018 年统一口径单票成本（元/单）	12
图 17：2018 年各家单量（亿单）	12
图 18：A 股三家电商件快递公司 PE（TTM）对比	12
图 19：韵达股份历年单量、单件收入与成本	13
图 20：圆通速递历年单量、单件收入与成本	13
图 21：面单成本比较分析	13
图 22：运输成本比较分析（元/单）	14
图 23：各家运输工具账面原值（亿元）	14
图 24：外包车辆单位成本相对较高	14
图 25：分拨成本比较分析	15
图 26：中通快递自有车辆情况(单位：辆)	15
图 27：中通快递单票运输成本情况（元/件）	15

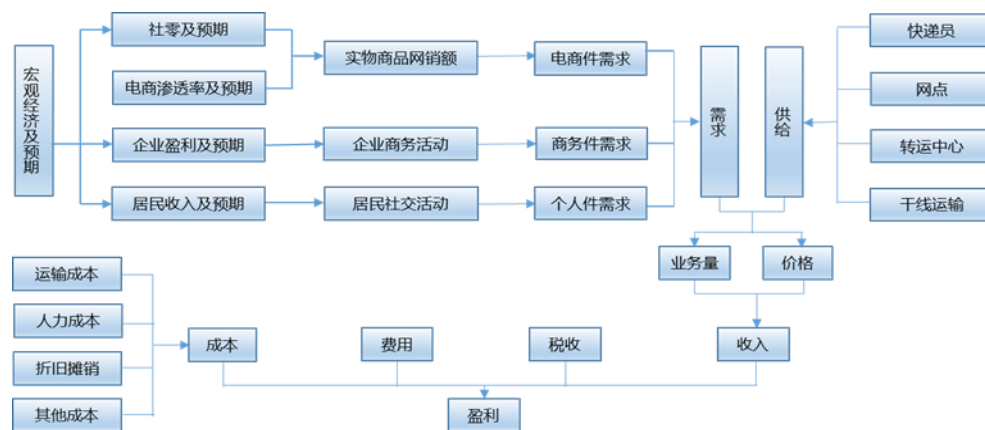
图 28：各家机器设备账面原值（亿元）	16
图 29：中通快递单票分拨成本情况（元/件）	16
图 30：2014-2018 年快递柜数量及增速	16
图 31：2014-2018 年快递入柜率	16
图 32：圆通速递运输工具账面原值（亿元）	17
图 33：干线运输成本情况（元/件）	17
图 34：单票分拨成本构成（以韵达股份为例，元/件）	17
图 35：无人驾驶货车“德邦快递麒麟号”上路测试	18
图 36：苏宁物流机器快递员	18
表 1：2018-2020 年快递行业业务量规模及增速测算	9
表 2：物流行业重点覆盖公司估值表	20

1.行业总结：降成本是电商件快递公司的硬道理

1.1 从行业来看，网购仍将是快递行业持续增长的主要动力

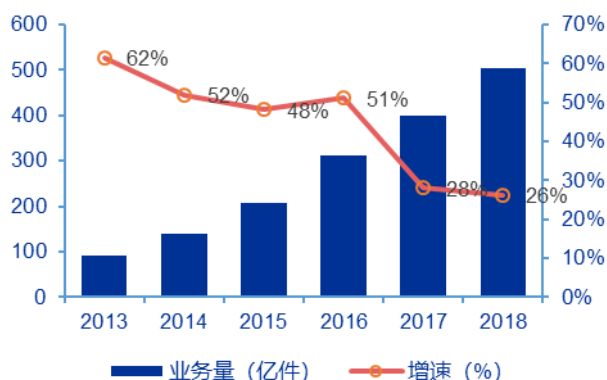
快递始于商务需求，兴于网络购物。第一阶段快递主要需求来自商务活动，如外贸活动对样品、函证的递送需求，并随着国内经济的发展，内外贸商务活动共同成为行业增长动力；第二阶段快递主要需求来自于网络购物领域，此阶段主要有两个触发点：一是 2003 年非典爆发触发了网络购物的兴起，二是 2009 年底新《邮政法》正式给予民营快递合法化身份，自此迎来网络购物与快递行业的快速发展期，电商件逐渐成为快递行业增长的主要动力。从当前阶段来看，快递行业的需求主要来自电商件、商务件、个人散件，其中 2018 年电商件占比已到 78%左右。

图 1：申万快递行业分析框架



资料来源：申万宏源研究

图 2：2013-2018 年业务量及增速



资料来源：国家邮政管理局，申万宏源研究

图 3：2013-2018 电商件增速及电商增速



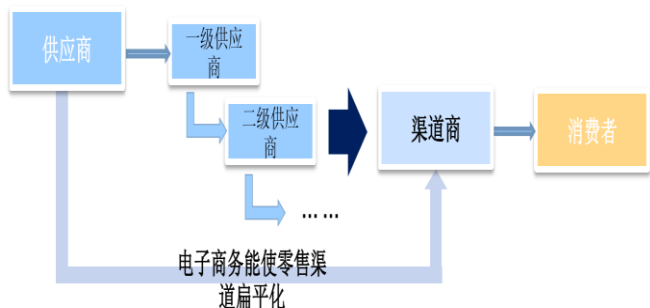
资料来源：国家邮政管理局，申万宏源研究

追根溯源，国内网络购物持续高增长的原因是什么？2013-2017 年我国网络购物复合增速高达 37.2%。2017 年我国网购渗透率（实物商品网络零售额占社会消费品零售额比）

达到 15%，同期美国为 7% 左右。对比中美零售体系，国内零售供应链复杂且冗余、区域分割的流通体制阻碍实体零售业跨区域扩张，这些可以归结为国内网络购物持续高增长的主要原因。从长期定位来看，国内网络购物市场规模自 2011 年已超过传统零售的重要渠道大卖场的规模，显然已不是传统零售的补充，而是一种重要替代，并终将成为一个更为重要的零售渠道。

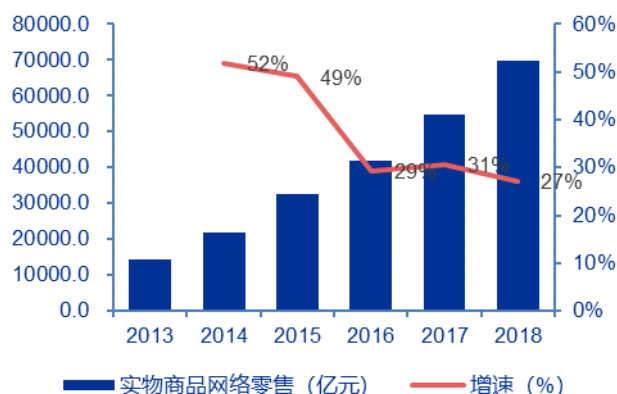
- **国内零售供应链复杂且冗余。**与比较成熟的美国零售体系相比，国内的线下零售渠道比较复杂，往往中间会涉及到多层中间商和批发商，经过中间环节的层层加价之后，消费者很难在线下享受到更低的商品价格。而电子商务与传统零售相比，最核心的优势是信息透明及时，能够让零售供应链变得更短，结果是给消费者提供更低的商品价格。
- **区域分割的流通体制阻碍实体零售业跨区域扩张。**中国实体零售成本高昂，传统零售业扩张速度缓慢，覆盖范围依然有限，表现在三、四线城市的产品丰富度不高，其消费者无法享受到一、二线城市的商品多样性。而在网络购物的模式下，中国三、四线城市消费者与一、二线城市的消费者变得“平等”，面对着同样丰富的购物世界。

图 4：国内零售供应链复杂且冗余



资料来源：《零售世界》，申万宏源研究

图 5：2013-2018 年网络实物零售额复合增速 37%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

新型电商平台的崛起拓宽了网络购物市场的广度。以拼多多为例，截止到 2018 年三季度，过去 12 个月 GMV 合计为 3448 亿元，同比增长 386%，环比增长 32%。按照过去 12 个月 GMV 来测算，2017Q1-2018Q3 复合增速高达 42.5%。总体来看，拼多多主要呈现以下两个特点：

- **拼多多 APP 近 65% 的用户分布在三线及以下城市。**我们认为，低线城市拼多多的购物需求，更多来自于从线下到线上的转换，主要推动力是千元级别智能手机的普及提升了低线城市的上网率，而微信红包则提供了支付手段；
- **相较于阿里和京东，更低的客单价。**根据拼多多招股说明书，2017 年的 GMV 为 1412 亿元，共计产生订单总数为 43 亿单，依此测算 2017 年拼多多客单价仅为 32.8 元，远低于阿里与京东 200-220 元的客单价。我们认为拼多多更低客单价的

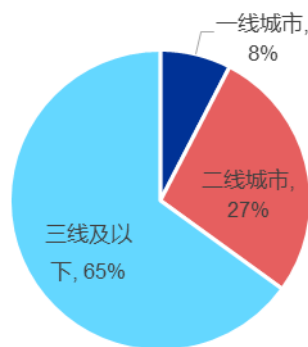
原因主要包括：一是拼团模式快速形成规模效应。强势规模效应，获取对厂家的较强议价能力，而超低价格反过来又吸引更多消费者购买，进一步增加购量，形成正向循环；二是深入源头，产家直销+农产地直采。直接与工厂和农产地签订战略合作，一手的货源最终大幅降低产品价格；三是厂家过季库存、残次品等，满足低价低质客群需求。

图 6：拼多多的拼团购物模式



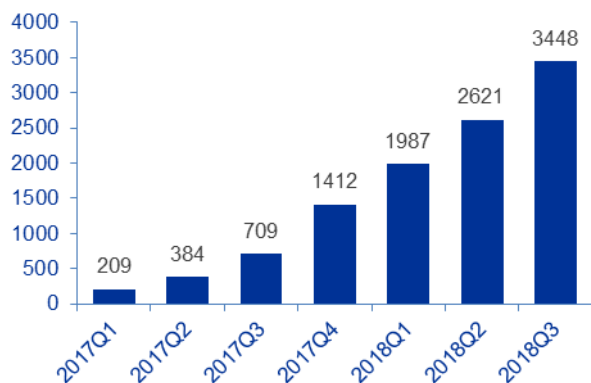
资料来源：拼多多 APP，申万宏源研究

图 7：拼多多用户分布情况



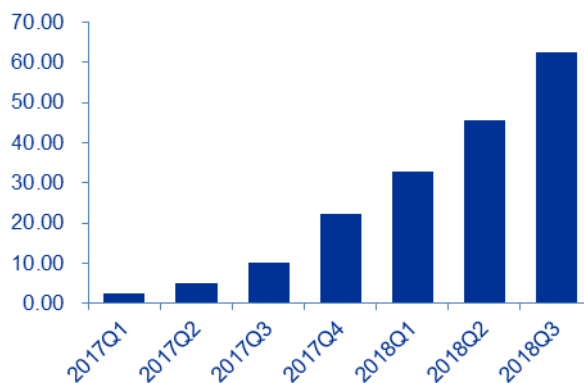
资料来源：易观，申万宏源研究

图 8：拼多多过去 12 个月累计 GMV (亿元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：拼多多过去 12 个月累计贡献快递单量 (亿件)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们预计 2018-2020 年快递业务量复合增速 22.3%。网络购物部分，我们根据申万宏观的观点，保守预计 2018-2020 年社会消费品零售总额增速分别为 9.3%、9.8%、9.2%（2019 年考虑减税效应对消费的促进作用），实物商品网络零售渗透率分别为 17.4%、19.4%、21%，则 2018-2020 年实物商品网络零售额增速为 28.1%、22.2%、20.2%。考虑到传统电商近几年呈现小额多频次的特点、以及拼多多件对整体客单价的拉低，假设 2018-2020 年客单价分别为 178 元、174 元、170 元，则电商件增速分别为 31.2%、25.0%、23.1%；非电商件部分，假设增速是当年 GDP 增速的 1.5 倍到 2 倍。依次测算，2018-2020 年快递行业整体增速分别为 26.59%、21.65%、20.03%。

表 1：2018-2020 年快递行业业务量规模及增速测算

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
行业业务量 (亿件)	91.9	139.6	207	312.8	400.6	507.1	616.9	740.5
YOY (%)		51.90%	48.28%	51.11%	28.07%	26.59%	21.65%	20.04%
1.1 电商件部分：								
社会消费品零售总额 (亿元)	242842.8	271896.1	300930.8	332316.3	366261.6	399225.1	437550.8	477367.9
YOY (%)		12.0%	10.7%	10.4%	10.2%	9.0%	9.6%	9.1%
实物商品网络零售额 (亿元)	14327.7	21751.7	32424.0	41944.0	54806.0	70198.0	85759.9	103111.5
YOY (%)		51.8%	49.1%	29.4%	30.7%	28.1%	22.2%	20.2%
电商渗透率 (%)	5.9%	8.0%	10.8%	12.6%	15.0%	17.6%	19.6%	21.6%
客单价 (元/件)	247.0	236.4	226.7	186.2	182.4	178.0	174.0	170.0
电商件业务量 (亿件)	58.0	92.0	143.0	225.3	300.5	394.4	492.9	606.5
YOY (%)		58.6%	55.4%	57.6%	33.4%	31.2%	25.0%	23.0%
1.2 非电商部分：								
GDP 增速 (%)	7.80%	7.30%	6.90%	6.70%	6.90%	6.70%	6.40%	6.40%
非电商件业务量 (亿件)	33.9	47.6	64.0	87.5	100.1	112.7	124.0	133.9
非电商件增速 (%)		40.4%	34.5%	36.7%	14.4%	12.6%	10.0%	8.0%

资料来源：国家统计局，国家邮政管理局，申万宏源研究

1.2 从公司来看，成本控制能力是电商快递龙头取胜之道

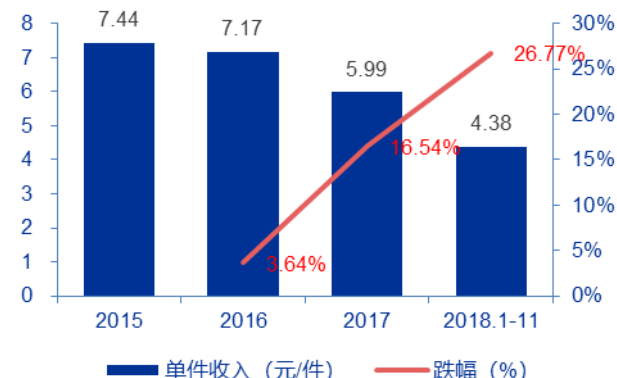
电商件占比的提升以及收费标准的降低是行业均价连年下滑的主要原因。考虑到快递公司主要从事国内快递业务，我们以同城件与异地件综合均价来刻画行业末端价格的变化情况。2017 年同城件与异地件综合均价为 8.28 元，相较 2013 年下降幅度高达 25.8%。大幅下降主要两个原因：一是电商件均价大幅下滑，从 2013 年的 8.12 元下滑至 2017 年的 6.31 元；二是电商件占比大幅提升，2013-2018 年占比提升超过了 10 个百分点。

图 10：年度同城件与异地件综合均价（元/件）



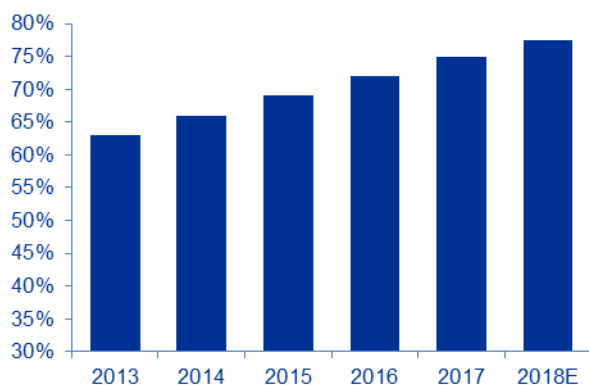
资料来源：国家邮政管理局，申万宏源研究

图 11：主要产粮区均价走势（以义乌为例，元/件）



资料来源：国家邮政管理局，申万宏源研究

图 12：电商件业务量占比变化趋势（%）



资料来源：国家邮政管理局，申万宏源研究

图 13：电商件均价走势（元/件）



资料来源：国家邮政管理局，申万宏源研究

价格战加速行业集中度的提升。2019Q1 前 5 名的单量市占率，从去年同期的 59%，提升到今年的 69%，前 5 名合计市占率提升了 10 个百分点。行业集中度提升的背后仍然是二三线快递在掉队，进入 2019 年以来，已经有三家中小快递公司陆续退出小包裹市场，包括安能、如风达和国通快递，持续下行的单价是推动这些公司加快离场的主要原因。对于中小快递公司而言，自身业务规模达不到自动化分拣所需要的最小单量，人工成本的上升，使得这些公司进入“单量市占率下降-单件成本上升”的循环，再叠加单件收入持续下降，中小快递公司生存状况愈发艰难。

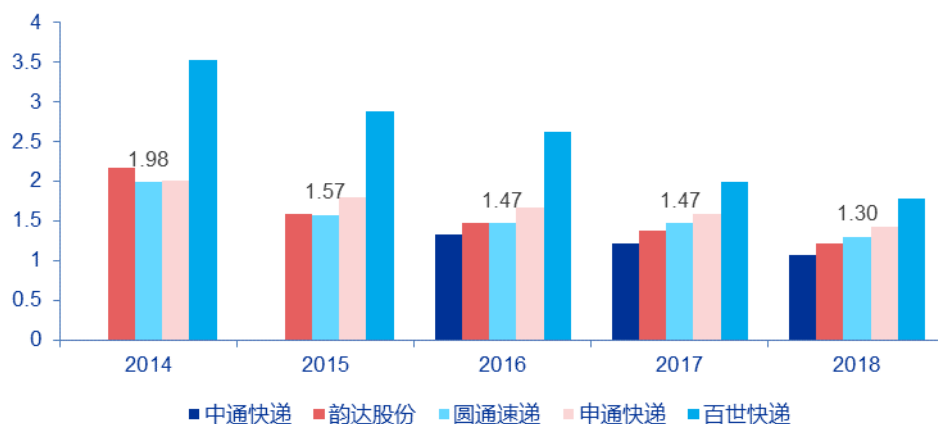
图 14：CR5 单量市占率同比提升了 10 个百分点



资料来源：公司公告，申万宏源研究

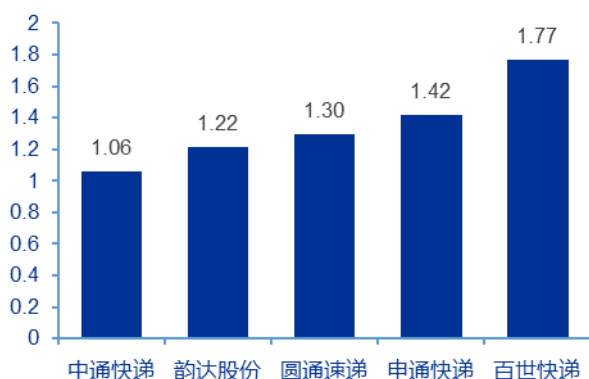
从通达系角度来看，单件成本的控制能力直接关系到末端揽件能力。按照“面单成本+干线运输成本+转运中心操作成本”的统一口径比较单票成本，百世快递>申通快递>圆通速递>韵达股份>中通快递，而单量市占率基本则是按照“单票成本较低者最高”的排序（百世快递亏钱打市场例外）。

图 15：“面单成本+干线运输成本+转运中心操作成本”统一口径单票成本比较（元/件）



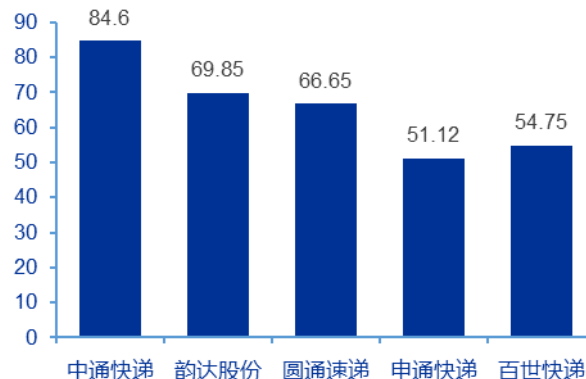
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 16：2018 年统一口径单票成本（元/单）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

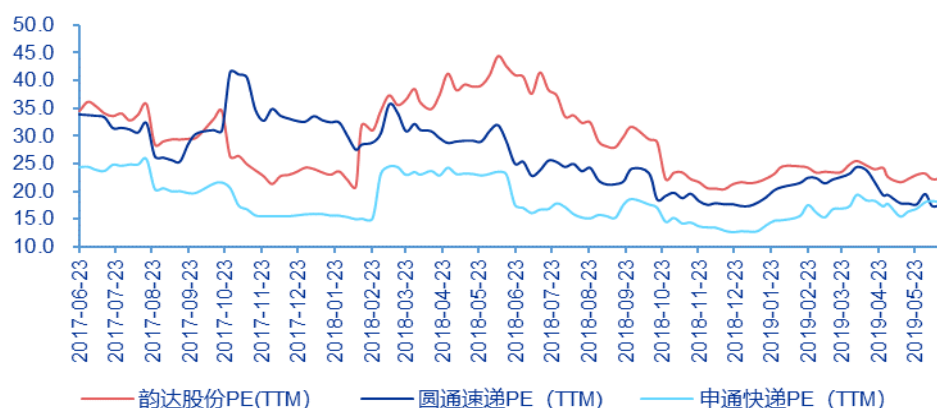
图 17：2018 年各家单量（亿单）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

成本较低的公司同样更容易被二级市场认可。以 A 股三家电商件快递公司为例，过去两年（2017 年 6 月 23 日-2019 年 6 月 18 日），韵达股份 PE（TTM）的平均数为 29.1 倍、圆通速递为 26.2 倍、申通快递为 18.3 倍。显然，成本最低的韵达股份获得更高估值。

图 18：A 股三家电商件快递公司 PE（TTM）对比



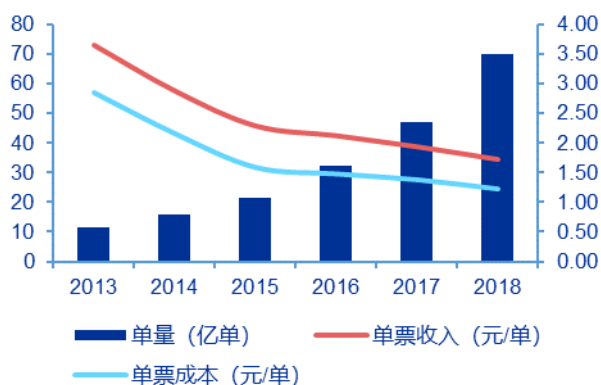
资料来源：wind，申万宏源研究

2. 横向上来看：电商快递成本差异原因是什么？

2.1 “规模效应-成本壁垒”是现有电商快递龙头的成长路径

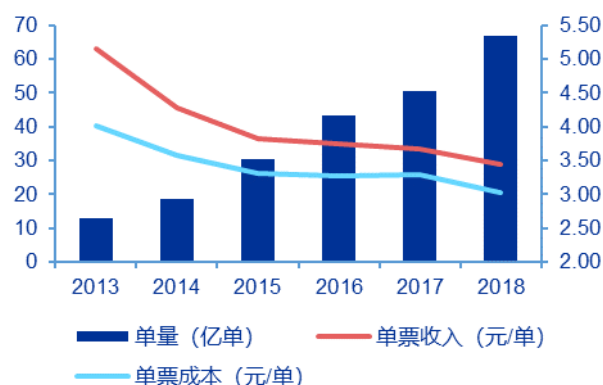
“规模效应-成本壁垒”是现有电商快递龙头的成长路径。由于业务模式趋于同质化，再加上菜鸟在技术上无差别的帮助扶持，通达系产品没有明显的区别。在这种情况下，通过适当降低价格便成为获得更大市场份额的重要手段。从通达系电商快递公司过去十多年的发展来看，也基本延续着“适当降价—更大市场份额—规模效应—成本壁垒”这样的成长路径。

图 19：韵达股份历年单量、单件收入与成本



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：圆通速递历年单量、单件收入与成本

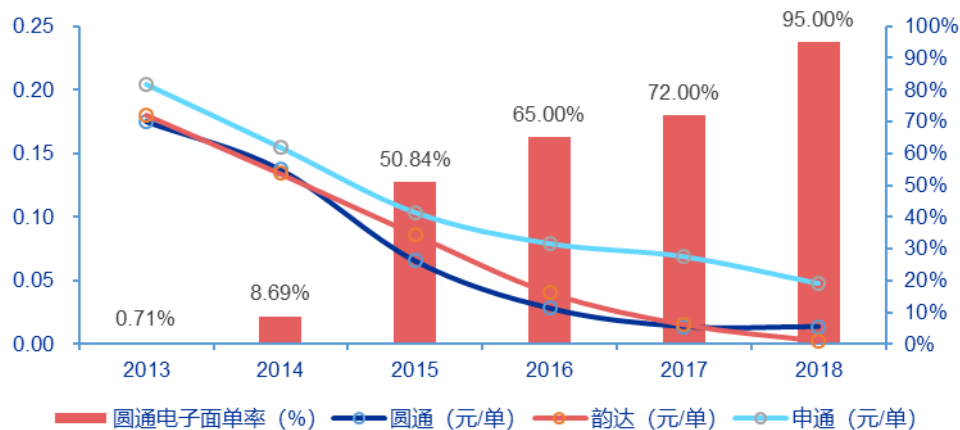


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 资产投入不同是现有电商快递龙头成本差异的核心原因

面单成本：伴随电子面单使用率的提升而降低。以圆通速递为例，电子面单使用率在2018年达到了95%左右，且2018年底接近99%，单票面单成本则从2013年的0.18元降低至0.01元（将2018年面单成本调整至统一口径）。横向来比较，几家公司面单成本体现的短时间内差异仅因为电子面单的推广速度，放长来看，面单成本将不再是几家成本差异的原因。

图 21：面单成本比较分析



资料来源：公司公告，申万宏源研究

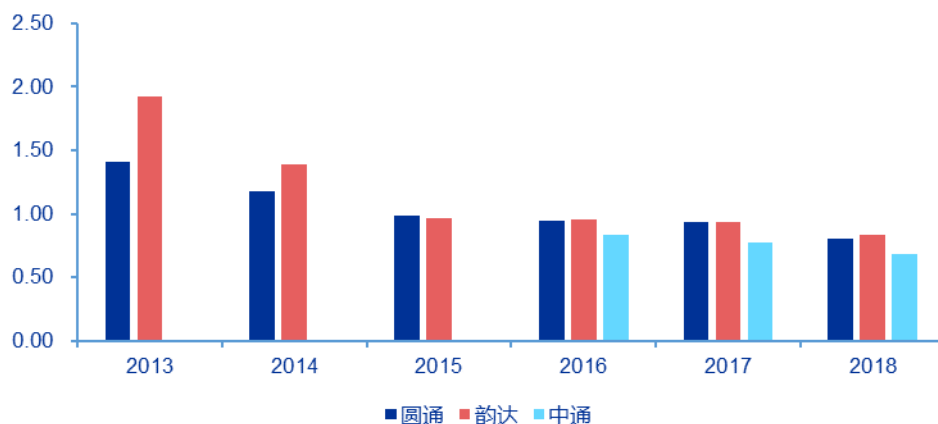
运输成本：影响因素包括均重、规模、自营率、网络模式。

- **单票均重下降能够带来单票运输成本的下降。**如2018年韵达单票重量下降12.94%，单票运输成本则同比下降11.70%。我们估算，圆通、申通均重比韵达和中通高20%左右，申通快递2018年票均重在1.5公斤左右。
- **车辆自有率。**以2018年报为例，圆通速递账面原值为8.38亿元，远低于单量规模比较接近的韵达股份（2018年为16.04亿元）。外包运力在旺季Q4单位成本

通常会明显高于自有运力，以 2016 年的德邦股份为例，外包车辆成本比自有车辆高 14.6%（考虑到德邦自有车辆用于高时效的卡航业务，统口径比较，外包车辆单位成本应该高 20%以上）。

- **网络模式是圆通、中通运输成本低于韵达的原因。**首先，韵达相对较少的分拨中心意味着更长距离的干线运输；其次，韵达股份全国网络的均衡性不如中通、圆通，如华南营业收入占比仅仅只有 8%。

图 22：运输成本比较分析（元/单）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 23：各家运输工具账面原值（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24：外包车辆单位成本相对较高

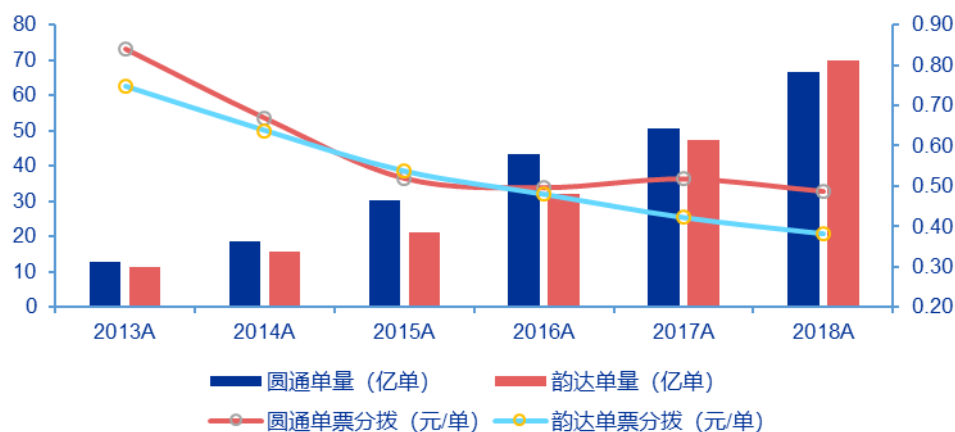
项目	2017 年 1-9 月	2016 年	2015 年度	2014 年度
自有车单位货量运输成本（元/吨公里）A	0.39	0.35	0.36	0.38
外请车成本（万元）	321,225.01	380,719.66	221,378.32	129,724.23
外请车货量（万吨公里）	788,385.69	917,503.89	500,720.45	304,491.57
外请车单位货量运输成本（元/吨公里）B	0.41	0.41	0.44	0.43
单位成本差额 C=B-A	0.02	0.06	0.08	0.05
单位成本差额百分比 D=C/B	4.19%	14.63%	18.18%	11.63%

资料来源：德邦招股说明书，申万宏源研究

分拨成本：影响因素包括网络模式和自动分拣设备。从分拨中心操作成本的变化轨迹来看，包括两个阶段：

- 2016 年以前，各家均处于网络建设阶段，单量规模的增长均能带动单票成本的下降。这一阶段，单量规模越大的公司，单件分拨成本越低；
- 2016 年以后，单量到一定规模后，尤其是旺季人工操作很难满足时效要求。而电子面单使用率的提升，也为自动分拣设备提供了技术支持。这一阶段，率先开始自动分拣设备投入的公司，单票分拨成本下降越快。

图 25：分拨成本比较分析



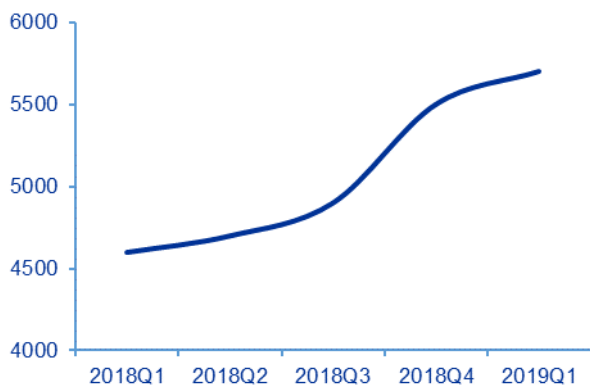
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.纵向来看：电商快递单票成本的极限在哪里？

3.1 对于成本暂时领先者，优化资产投入带来成本继续下降

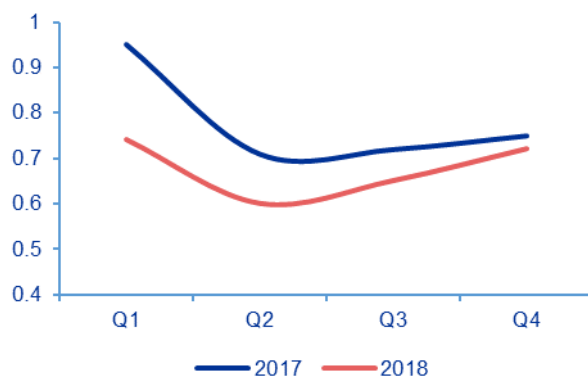
干线运输成本方面：以中通快递为例，2018 年单票运输成本为 0.68 元。近年来中通快递降低运输成本基本包括两个方式，一个是提高自有卡车运输率，二个则是提高大容量卡车的比重。截至到 2019Q1，自有卡车和大容量卡车数量分别增加到 4850 辆、3000 辆，自有卡车运送包裹的比例从 56%上升到 68%。而 2019 年中通快递 60-80 亿元的资本开支计划中，将会有 10-15%的资金用于购买卡车。随着单量的持续增长，适合自有卡车运输的线路比例将会进一步提升。我们按照自有卡车运输比例达到 90%、自有卡车单票运输成本较外请车辆低 40%（根据 2019Q1 测算）、大容量卡车比例达到 90%来测算，则在有人驾驶条件下，中通快递的单票干线运输成本极限值为 0.50 元。

图 26：中通快递自有车辆情况(单位：辆)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 27：中通快递单票运输成本情况（元/件）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

分拨成本方面：以中通快递为例，2018 年单票分拣成本为 0.38 元。近年来中通快递降低分拨成本的关键举措在于自动化分拣设备的投入。截止到 2019Q1 为例，有 130 台自

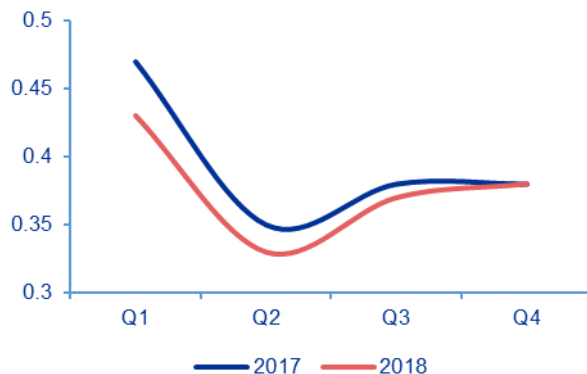
动分拣机（去年同期为 59 台），其中 99 台用于小包裹、31 台用于大包裹，自动化分拣设备处理包裹比例上升到 63%。按照同等条件自动化单票分拣成本下降 30%、未来自动化分拣处理包裹比例上升到 90% 测算，则中通快递的单票分拣成本极限值为 0.33 元。

图 28：各家机器设备账面原值（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 29：中通快递单票分拨成本情况（元/件）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

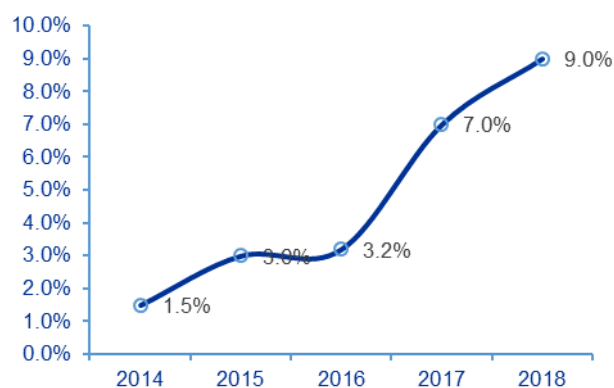
快递柜/菜鸟驿站等将带来最后一公里派送成本的继续下降。以申通快递为例，2018 年单票派送成本为 1.69 元。近年来最后一公里派送端出现了共同配送、快递柜、菜鸟驿站等形式，以上海地区为例，通过快递柜或菜鸟驿站的形式，每票派送成本可以控制在 1.3 元左右。我们按照快递柜等比人工派送单票成本节省 30% 计算，假设最理想情况下末端派送有 30% 通过快递柜或者菜鸟驿站，则派送成本有望降低至 1.53 元左右。按照揽件端 0.25 元/票成本计算，那么在最理想情况下，全环节票均每票成本的极限值为 2.59 元。

图 30：2014-2018 年快递柜数量及增速



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 31：2014-2018 年快递入柜率



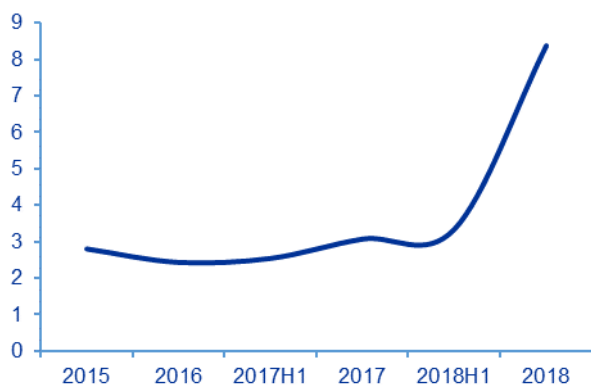
资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

3.2 对于成本暂时落后者，“补资产短板”是降成本核心

运输成本方面：以圆通速递为例，2018 年单票运输成本为 0.80 元，明显高于中通快递同期的 0.68 元。从圆通速递自身来说，未来干线运输成本的主要措施仍然是卡车大型化、提高自有卡车比例。

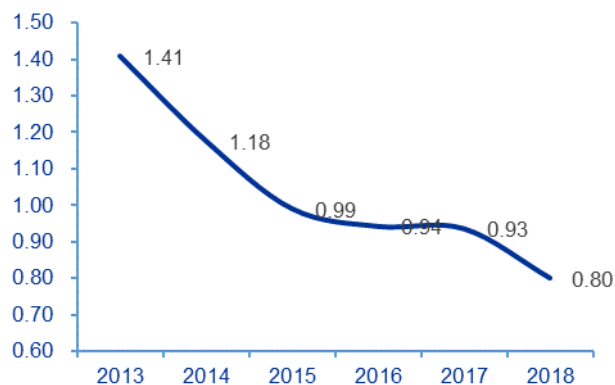
- 首先，提高卡车自有运输率（包括大型车辆）。目前行业内圆通速递自有卡车仅有 1199 辆，而中通自有卡车已经超过 4500 辆。圆通速递 2019 年计划再投入 800-1000 辆卡车，陆路运输成本有望进一步降低。
- 其次，如果未来圆通继续将机队对外经营来分摊航空成本（2018 年对外收入的 8000 万主要来自于 2018Q4），则单票表观运输成本将继续下降。剔除掉航空件影响（假设所有包裹参考同行，基本采取陆运的方式），则单票运输成本为 0.74 元（财报成本为 0.8 元）。

图 32：圆通速递运输工具账面原值（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

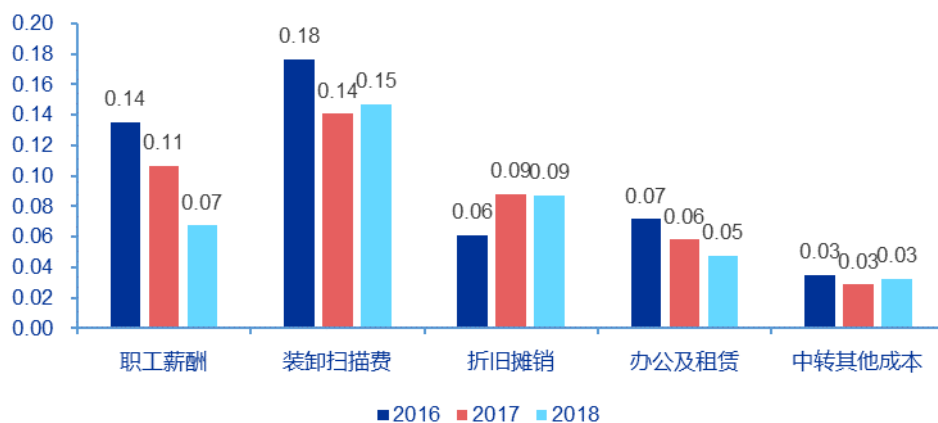
图 33：干线运输成本情况（元/件）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

分拣成本方面：以圆通速递为例，根据其 2018 年报，单票分拨成本为 0.44 元，明显高于同行中通快递的 0.38 元。从圆通速递自身而言，从 2018 年开始加大自动化分拣的投入，2018 年单票分拣成本下降 6%。如果圆通速递能够继续保持在自动化分拣方面“补短板”的节奏，那么单票分拨成本有望在 2019 年、2020 年迎来更加确定性的下降。

图 34：单票分拨成本构成（以韵达股份为例，元/件）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 中长期角度，电商件快递龙头如何继续降成本？

快递最为一个明显具备规模效应的行业，在经历最原始的“规模上量—平摊单票成本”阶段后，开始需要科技赋能去降低成本。总体来看，从中长期的角度，快递行业将经历三个阶段：

第一阶段为“人工操作阶段”：2015 年以前，各家基本处于以人工分拣为主的阶段，单量的增长能够带来车辆装载率的提升、分拨中心产能利用率的提升。通达系在这一阶段凭借独特的加盟模式快速在全国跑马圈地，凭借更高的网络覆盖率取得了更高的业务规模。随着业务规模的提升，单票成本随之下降。

第二阶段为“电子面单阶段”：2016 年开始，在菜鸟网络的帮助下，龙头公司开始使用电子面单。电子面单的使用，使得干线路由规划更加合理，使得自动化分拣成为可能，并且使得收派两端的效率大大提升。到 2018 年底，头部公司的电子面单使用率已经达到了 99% 以上，但是卡车大型化与自有率、自动化分拣设备的投入刚刚进入第三个年头，中通自动化分拣单量的比例刚过 63%，申通快递、圆通速递尚处追赶之中，因此我们认为，“电子面单阶段”所带来的成本红利期将会持续 3-5 年，这一阶段成本下降的曲线将比第一阶段平稳，或者下降幅度小于第一阶段。

第三阶段为“无人驾驶阶段”：很多投资者可能认为现在谈无人驾驶阶段过早，但正如 10 年前谈自动化分拣过早一样，而技术迭代的速度是在加快的。假设无人驾驶技术成熟并在物流领域应用后，单票干线运输成本将迎来 30% 左右的下降（如果考虑到卡车使用率的提升，下降的幅度可能高于 30%），收派两端的成本同样也将迎来一定幅度下降。应该说，电子面单的使用间接推动了分拨环节的“无人化”，那么“无人驾驶”将推动收派两端的“无人化”（注：无人化并非完全无人，而是只对人工需求大大减少，正如目前的自动化分拣），那么整个快递行业将会从“劳动密集型”转型为“技术密集型”。

图 35：无人驾驶货车“德邦快递麒麟号”上路测试



资料来源：卡车之家，申万宏源研究

图 36：苏宁物流机器快递员



资料来源：苏宁物流，申万宏源研究

4.投资建议

从物流各个细分行业来看，按照盈利能力强弱的排序为：快递、快运、零担和整车，快递直接面对 C 端，也是规模效应最明显的细分行业，因此也是最容易出现大公司的领域。因此，从投资的角度，我们的细分行业排序是快递、快运、零担和整车。

从快递行业来看，其持续高增长的驱动力主要来自电商。在当前经济下行预期下，电商件需求具有很强的韧性。以 2018 年为例，行业业务量同比增长 26.6%，从快递主要需求端来看，2018 年 1-12 月实物商品网上零售额同比增长 25.4%，其中吃类商品同比增长 36.3%，增速低于快递业务增速的背后则是平均客单价的下降。以 11 月为例，平均客单价从去年同期的 159.4 元下降至 149.2 元，下降幅度达 6.4%。我们认为客单价持续下降的背后，反应的是电商消费结构的变化，在经济下行和消费放缓的预期下，需求具有韧性的淘宝件、拼多多件拉低了整体客单价。而以淘宝件、拼多多件为主要业务来源的圆通速递、韵达股份、申通快递，从 2018Q4、2019Q1 业务量增速数据来看，同样能够验证当前阶段淘宝件、拼多多件需求的韧性。**基于此，我们在经济下行预期下，持续优选具有消费属性的电商快递。**

从电商件快递公司内部之间来看，单件成本下降幅度仍然是当前阶段观察电商件快递的核心指标。正如本篇报告第二章所讨论，资产投入不同是现有电商快递龙头成本差异的核心原因，对于成本暂时落后者，“补资产短板”是未来降成本的核心。以圆通速递为例，从 2018 年初开始，圆通速递开始加大自动化分拣和运输车辆的投入。根据圆通速递 2018 年报业绩数据，公司 2018Q4 业绩大幅超市场预期核心原因，便是运输车辆和自动化分拣设备的投入，使得旺季 Q4 的单件成本得到极大的改善。

总体来看，我们判断中小公司退出市场的速度将会超过市场预期，而总部成本管控能力最终影响末端的揽件竞争力，仍然是短期内投资通达系快递股重要的观察指标。因此上半年电商快递我们看好的是单票成本下降幅度最大的圆通速递、业绩成长性最稳定的韵达股份，同时建议关注阿里入股后有望迎来效率持续优化的申通快递。

表 2：物流行业重点覆盖公司估值表

证券代码	证券简称	投资评级	2019-06-19		PB	申万预测 EPS					PE		
			收盘价(元)	总市值 (亿元)		2018A	2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002010	传化智联	增持	8.15	266	2.2	0.25	0.41	0.63	0.86		20	13	10
002120	韵达股份	买入	30.65	682	4.6	1.58	1.24	1.49	1.74		25	21	18
002352	顺丰控股	买入	31.24	1,379	3.8	1.03	1.14	1.40	1.72		27	22	18
002468	申通快递	增持	24.42	374	4.4	1.34	1.44	1.76	-		17	14	-
600233	圆通速递	买入	12.27	347	3.0	0.67	0.81	1.02	1.20		15	12	10
600787	中储股份	增持	5.54	122	1.1	0.22	0.63	0.64	-		9	9	-
601598	中国外运	增持	4.87	360	1.3	0.45	0.37	0.39	0.41		13	13	12
603056	德邦股份	增持	14.27	137	3.4	0.73	0.89	1.22	1.49		16	12	10
603128	华贸物流	增持	8.75	89	2.3	0.32	0.37	0.43	-		24	20	-
603871	嘉友国际	增持	27.82	44	2.0	2.41	2.77	3.13	-		10	9	-

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swsresearch.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。