

二元分化，加盟系快递竞争加剧

投资要点

- **2020H1 快递行业受疫情冲击后快速复苏，2020Q2 受益于需求回补增速可观。**量，上半年快递行业完成件量 338.8 亿件，同比增长 22.1% (-3.7pp)。价，20H1 全国快递均价 11.29 元，同比下降 0.95 (-7.8%) 元。上游电商方面，H1 阿里/京东的净收入分别为 2681 (+28.6%)、3473 (+28.0%) 亿元，均保持较为稳定的增速。从年活跃用户数来看，阿里 Q1/Q2 分别达 7.26 (+11.0%)、7.42 (10.1%) 亿，增速放缓；京东 Q1/Q2 分别达 3.87 (+24.8%)、4.17 (+29.9%) 亿，增幅超阿里。拼多多的 GMV Q1/Q2 分别达 3148 (+91.7%)、3441 (+47.9%) 亿元，月活跃用户数保持强劲增长，Q1/Q2 分别达 4.87 (+68%)、5.69 (+55%) 亿，进一步以高速拉开和京东的距离，逐步逼近阿里的用户规模。

20Q2 全国快递业务量完成 213.5 亿件，同比增长 36.7%，4 月随着行业全面复工，业务量大增 32.1%，5 月受益于网购需求超预期，业务量同比增长达 41.1%，增幅创近两年新高，6 月受电商 618 促销带动业务量保持 38.8% 高增长，全国快递均价 10.72 元，同比下降 1.15 (-9.7%) 元。

- **市场集中度持续提升，龙头企业市占率进一步分化。**20H1 行业 CR5 增量 61.6 亿件，超过全行业总增量 61.2 亿件，中小快递公司进一步出清。中通/韵达/圆通三家件量分别达 69.7 (+29.8%)、56.3 (+29.9%)、49.4 (+29.8%) 亿件，快递量增速较为接近，均高于行业平均增速 (22.0%)，申通/百世快递业务增量分别为 35.2 (+16.8%)、35.9 (+10.6%) 亿件，落后行业平均增速。

全行业 CR6 达到 83.5% (+5.03pp)，市场集中度进一步提升。龙头快递公司间的市占率持续分化：中通、韵达和圆通三家稳步提升，百世、申通两家市占率下滑。中通市占率达 20.6% (+1.2pp)，成为首个市占率超过 20% 的快递企业，韵达与圆通紧随其后，分别为 16.6% (+1.0pp)、14.6% (+0.9pp)。

- **价格战背景下单票盈利水平平均下滑，中通单票盈利优势稳居通达之首，韵达盈利承压被圆通反超。**盈利端，中通/圆通/韵达/申通单件快递毛利分别为 0.54 (-26.2%)、0.23 (-40.4%)、0.18 (-62.3%)、0.11 (-70.9%) 元，单票净利润分别为 0.26 (-32.4%)、0.20 (-13.3%)、0.12 (-59.6%)、0.02 (-92.8%) 元。20H1，韵达和圆通单件扣非归母净利润分别下跌到 0.10 (-63.7%)、0.18 (-16.7%) 元，韵达的单票盈利能力承压被圆通反超。成本端，中通/圆通/韵达/申通单票成本分别为 0.82 (-18.8%)、2.13 (-24.1%)、2.18 (-23.0%)、2.47 (-12.2%) 元，圆通和韵达成本降幅领先。

- **产能投资节奏不同，分拣中心资本开支维持高位。**圆通/韵达/申通 20H1 新增固定资产原值分别为 6.22、5.84、0.96 亿元，韵达较去年同期有明显扩张。中通/韵达/圆通 20H1 资本开支分别为 39.87 (+129.9%)、22.20 (+16.0%)、23.69 (+103.7%) 亿元，圆通本期资本开支超过韵达，与中通在加盟系快递公司中领跑。整体来看行业重资产化趋势在延续，韵达在机器设备投入保持领先的同时加码对运输设备和电子设备的投资，圆通在保持不动产净值规模优势的同时加大对电子设备的新增投资。在分拣中心建设的投入上，韵达维持高位，圆通

西南证券研究发展中心

分析师：陈照林

执业证号：S1250518110001

电话：13916801840

邮箱：chzhl@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	120
行业总市值 (亿元)	27,590.90
流通市值 (亿元)	25,676.37
行业市盈率 TTM	23.61
沪深 300 市盈率 TTM	14.6

相关研究

1. 快递行业 7 月份数据点评：价格竞争激化，行业盈利承压 (2020-08-20)
2. 快递行业 5 月份数据点评：需求超预期背景下估值容忍度提升 (2020-06-20)
3. 快递行业 4 月份数据点评：行业增速超预期，继续推荐韵达股份 (2020-05-19)
4. 快递行业 19 年及 20Q1 财报总结：格局承压，盈利分化 (2020-05-10)
5. 快递行业 3 月份数据点评：行业需求回补，竞争压力不减 (2020-04-20)
6. 快递行业 2 月份数据点评：疫情冲击最高峰，电商渗透率逆势提升 (2020-03-19)

持续加大投入以缩小差距，申通也对这一相对薄弱环节进行加强。

- **投资建议：**疫情冲击下快递行业体现出两大趋势：需求端高端消费线上化支撑以顺丰为代表的时效件快递高速增长；供给端加盟制快递竞争加剧，规模优势更高的快递公司单票成本降幅反而更小、行业单件盈利创历史新低。我们认为行业整体仍处于高资本开支/价格战边际加剧二者叠加的发展阶段，加盟系快递的出清拐点仍未到来。疫情短期冲击加速了网购渗透率提升的长期趋势、件量增速得以维持在 20% 以上，依仗国内需求、无外部风险的快递赛道长期确定性仍属稀缺；中期看，行业单件盈利下行的趋势不变。建议把握直营快递的盈利景气周期，静待加盟制快递竞争格局实质性拐点。
- **风险提示：**价格战激化风险，加盟商管控风险，电商增速波动风险，阿里深度介入的风险。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
002120.SZ	韵达股份	18.34	买入	0.91	0.68	0.83	20.2	27.0	22.1
600233.SH	圆通速递	15.01	买入	0.53	0.67	0.74	28.3	22.4	20.3
002468.SZ	申通快递*	15.02	持有	0.92	0.59	0.80	16.3	25.5	18.8
002352.SZ	顺丰控股*	78.48	持有	1.31	1.56	1.90	59.9	50.3	41.3
603056.SH	德邦股份*	15.86	持有	0.34	0.51	0.67	46.6	31.1	23.7

数据来源：聚源数据，西南证券。*EPS 采用 wind 一致预期



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

目 录

1 资本加持下电商稳健增长，带动快递行业迅速复苏	1
1.1 上游电商增速超预期.....	1
1.2 市场整体集中度持续提升，龙头企业市占率进一步分化.....	2
2 行业竞争持续激烈，盈利水平进一步分化	4
2.1 加盟制快递 ASP 降幅扩大，圆通和韵达成本降幅领先.....	4
2.2 中通单票盈利优势稳居通达之首，韵达盈利承压被圆通反超.....	7
3 产能投资节奏不同，分拣中心资本开支维持高位	8
4 投资建议	10
5 风险提示	10

图 目 录

图 1: 全国快递业务量同比增速	1
图 2: 全国快递均价同比增速	1
图 3: 阿里、京东的净收入及活跃用户同比变化	2
图 4: 拼多多 GMV 及活跃用户同比变化	2
图 5: 快递公司月度快递量增速	3
图 6: 快递公司季度快递量增速	3
图 7: 全行业 CR6 变化	3
图 8: 快递公司季度市占率变化	3
图 9: 快递公司快递单价季度变化 (元)	4
图 10: 快递公司快递单价同比增速	4
图 11: 快递公司单票成本变化 (元)	5
图 12: 快递公司单票成本同比增速变化	5
图 13: 快递公司单票运输成本同比增速变化	5
图 14: 快递公司单票中心操作成本同比增速变化	5
图 15: 快递公司单票快递毛利变化 (元)	7
图 16: 快递公司单票快递毛利同比增速变化	7
图 17: 快递公司归母净利润 (亿元)	8
图 18: 快递公司归母净利润同比增速变化	8
图 19: 快递公司 2020 年上半年固定资产账面价值 (亿元)	9
图 20: 快递公司 2020 年上半年资本支出变化 (亿元)	9
图 21: 圆通 2020 年上半年资本支出分项 (百万元)	9
图 22: 中通 2020 年上半年资本支出分项 (百万元)	9
图 23: 韵达和申通 2020 年上半年资本支出分项 (百万元)	10

表 目 录

表 1: 快递量同比增速及市占率变化	2
表 2: 通达系单票收入成本拆分 (半年度、全口径; 单位: 元/件)	5
表 3: 通达系单票收入成本深度拆分 (半年度、总部口径、剔除派费; 单位: 元/件)	6
表 4: 快递公司新增固定资产原值 (百万元)	8

1 资本加持下电商稳健增长，带动快递行业迅速复苏

1.1 上游电商增速超预期

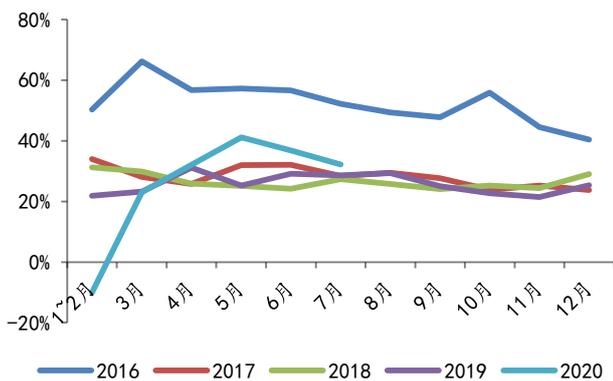
2020 年上半年全行业快递量增速 22.05%，价格战持续进行

2020 年上半年全国快递业务量总计完成 338.8 亿件，同比增长 22.1%，较去年增速下降 3.7pp；快递业务收入 3823.8 亿元，同比增长 12.6%；全国快递均价 11.29 元，同比下降 0.95 元（-7.8%）。

2020 年 Q2 受益于需求回补，行业快速复苏，增速可观

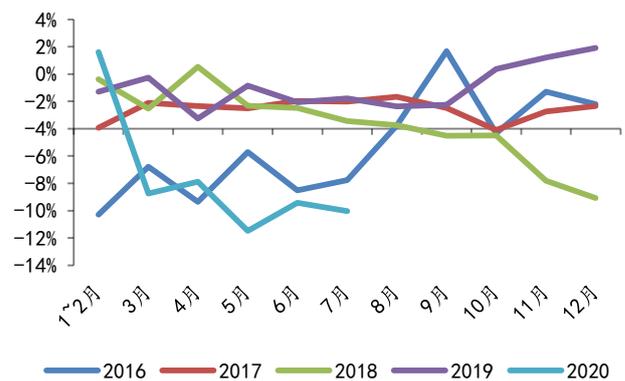
2020 年第二季度全国快递业务量完成 213.5 亿件，同比增长 36.7%，4 月随着行业全面复工，业务量大增 32.1%，5 月受益于网购需求超预期，业务量同比增长达 41.1%，增幅创近两年新高，6 月受电商 618 促销带动业务量保持 38.8% 高增长；快递业务收入 2289.8 亿元，同比增长 23.5%；全国快递均价 10.72 元，同比下降 1.15 元（-9.7%）。

图 1：全国快递业务量同比增速



数据来源：国家邮政局，西南证券整理

图 2：全国快递均价同比增速



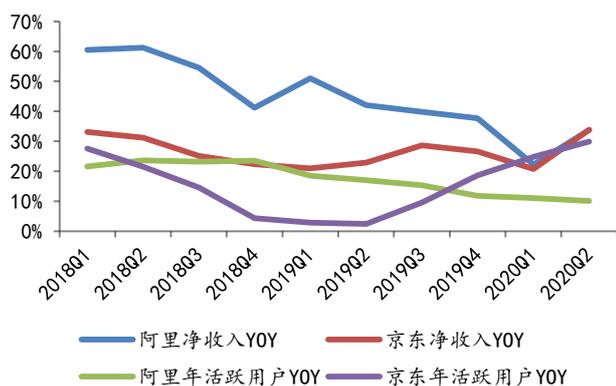
数据来源：国家邮政局，西南证券整理

2020 年上半年电商营收增速稳健，维持在 23.8% 水平，Q2 收入增速普遍环比回升，活跃用户数均稳步增长。从三大电商巨头阿里、京东和拼多多的财务经营数据来看，业绩特征有所分化：

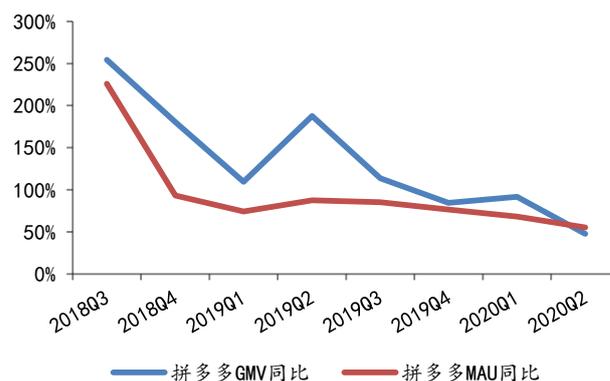
- 1) 阿里年活跃用户数增速放缓，Q1/Q2 分别达 7.26 (+11.0%)、7.42 (10.1%) 亿，但净收入仍然保持较为稳定的增速，2020 年上半年达 2681 亿元，同比增长 28.6%，人均消费仍有增长潜力。
- 2) 京东稳步推进下沉进程，2020 年上半年年活跃用户数增长加快，短期获客效果明显，Q1、Q2 分别达 3.87 (+24.8%)、4.17 (+29.9%) 亿，增幅超阿里。净收入方面增速稳步提升，H1 净收入达 3473 亿元，同比增加 28.0%，Q2 表现亮眼，净收入达 2011 亿元，同比提升 33.8%。
- 3) 2020 年上半年拼多多活跃用户保持强劲增长，截止 2020 年 Q2，月活跃用户数达 5.7 亿，较去年同期增加 55.4%，进一步以高速拉开和京东的距离，逐步逼近阿里的用户规模。在百亿补贴助力下，GMV 增长超预期，Q1 单季度 GMV3148 亿元

(+91.7%)，Q2 增速放缓，单季度 GMV 水平为 3441 亿元 (+47.9%)，但月活用户增速高于 GMV 增速，下沉市场需求仍表现出极强的韧性。

总的来看，2020 年上半年电商行业复苏强劲，受疫情影响下线上消费、直播带货、电商扶贫等新增因素的驱动，二季度业绩增长超预期，用户端表现亮眼。持续稳健的电商业务量增长也为快递业务注入动力，确保了快递业务量在上半年的增长。

图 3：阿里、京东的净收入及活跃用户同比变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：拼多多 GMV 及活跃用户同比变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 市场整体集中度持续提升，龙头企业市占率进一步分化

2020 年第一季度受疫情影响，加盟制快递公司业务增速出现明显下滑，申通和百世快递业务出现负增长，而其他公司仅保持个位数的增长率，行业同比增长仅为 3.1%。顺丰在疫情期期间凭借直营制管理的稳定性保持领先的复工率，业务逆势增长，达 75.2%。

2020 年第二季度行业恢复正常经营后，快递需求恢复超预期，业务量集中在二季度释放。顺丰业务继续保持高增，快递量增速领先行业 48.6pp。加盟制快递上市公司“三通一达”的快递量增速也均远高于行业的 36.7%，百世快递业务重回正增长，但落后行业平均增速 17.4pp。

2020 年上半年行业 CR5 增量 61.6 亿件，超过全行业总增量 61.2 亿件，体现出中小快递公司加快退出。其中，中通/韵达/圆通三家件量分别达 69.7 (+29.8%)、56.3 (+29.9%)、49.4 (+29.8%) 亿件，快递量增速较为接近，均超过 29% 高于行业平均增速 (22.0%)，申通/百世快递业务增量分别为 35.2 (+16.8%)、35.9 亿件 (+10.6%)，落后行业平均增速。

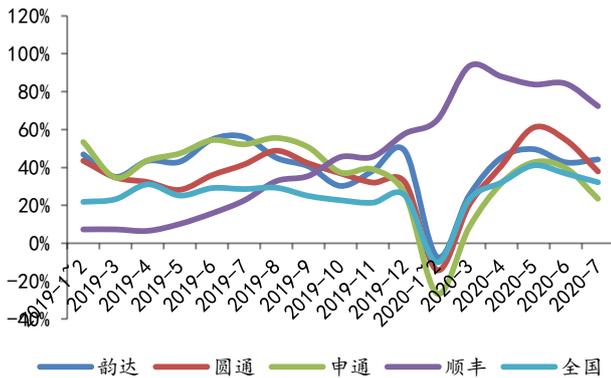
表 1：快递量同比增速及市占率变化

快递公司	快递量增速 YOY (%)			市占率绝对值及同比变化		
	2020Q1	2020Q2	2020H1	2019H1	2020H1	同比变化
中通	4.9%	47.9%	29.8%	19.4%	20.6%	1.2%
韵达	7.1%	45.8%	29.9%	15.6%	16.6%	1.0%
圆通	0.5%	52.5%	29.8%	13.7%	14.6%	0.9%
申通	-12.4%	38.4%	16.8%	10.9%	10.4%	-0.5%
百世	-1.9%	19.3%	10.5%	11.7%	10.6%	-1.1%

快递公司	快递量增速 YOY(%)			市占率绝对值及同比变化		
	2020Q1	2020Q2	2020H1	2019H1	2020H1	同比变化
顺丰	75.2%	85.3%	80.4%	7.3%	10.8%	3.5%
全行业	3.1%	36.7%	22.0%	-	-	-

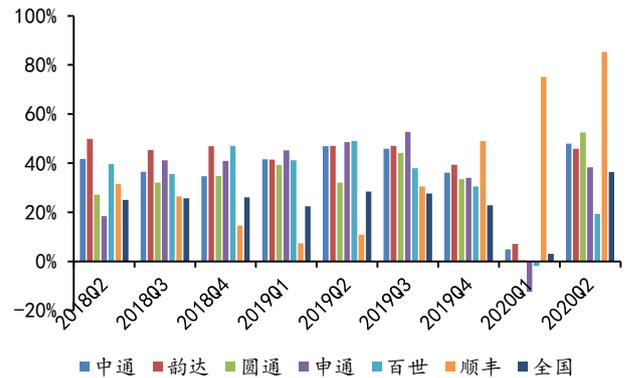
数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

图 5：快递公司月度快递量增速



数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

图 6：快递公司季度快递量增速

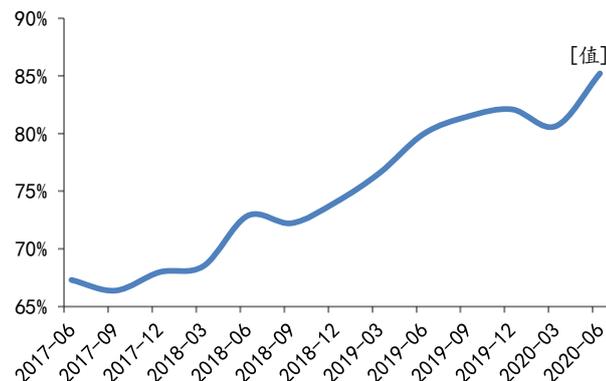


数据来源：公司公告，西南证券整理

2020 年上半年 CR6 的市占率达到 83.5%，较去年同期上升 5.03pp，市场集中度进一步提升。分季度来看，Q1 全行业 CR6 的市占率达到 80.6%，较去年同期上升 4.05pp，Q2 全行业 CR6 达到 85.2%，较去年同期提升 5.24pp。

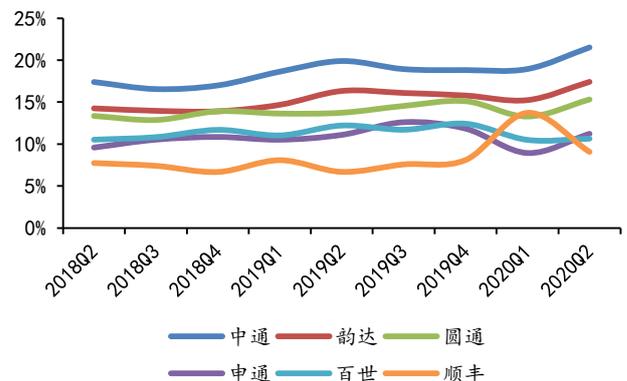
与快递量增速的情况一致，龙头快递公司间的市占率也持续分化：中通、韵达和圆通三家稳步提升，市占率均有所上升；百世、申通两家市占率下滑。2020 年上半年，中通市占率达 20.6% (+1.2pp)，成为首个市占率超过 20% 的快递企业，韵达与圆通紧随其后，分别为 16.6% (+1.0pp)、14.6% (+0.9pp)，百世市占率下滑 1.1pp 至 10.6%，申通 Q1 市占率仅 8.9%，Q2 追升至 11.2%，H1 总体下滑 0.5pp 至 10.4%，公司间竞争非常激烈。

图 7：全行业 CR6 变化



数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

图 8：快递公司季度市占率变化



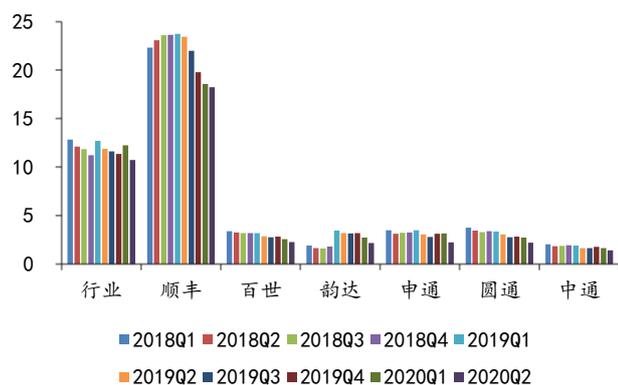
数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

2 行业竞争持续激烈，盈利水平进一步分化

2.1 加盟制快递 ASP 降幅扩大，圆通和韵达成本降幅领先

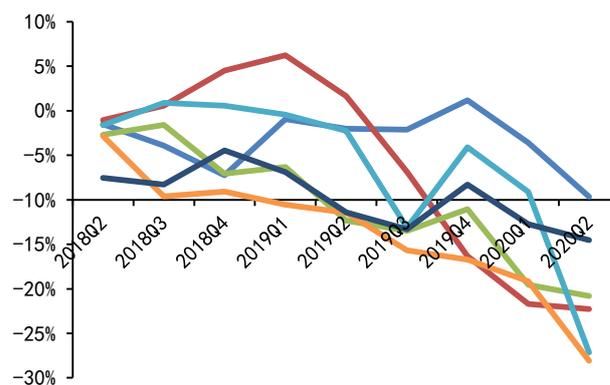
2020 年上半年，中通、韵达、圆通、百世和申通快递单价分别同比下降 0.38 元(-21.9%)、0.94 元(-28.5%)、0.83 元(-26.0%)、0.62 元(-20.6%) 和 0.61 元(-19.1%)，各快递公司快递单价降幅均明显扩大，价格战加剧。受益于二月中旬至五月上旬的高速公路免过路费政策、柴油价格下跌，各快递公司上半年单件运输成本均同比下降超 20%至 0.6 元以下。

图 9：快递公司快递单价季度变化（元）



数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

图 10：快递公司快递单价同比增速



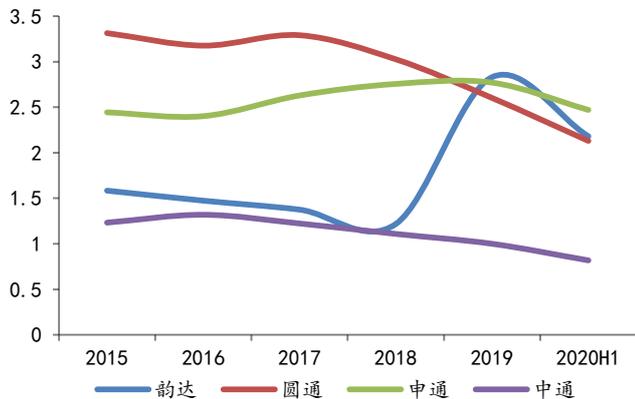
数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

成本端，2020 年上半年韵达快递单票成本同比下降 0.65 元(-23.0%)。

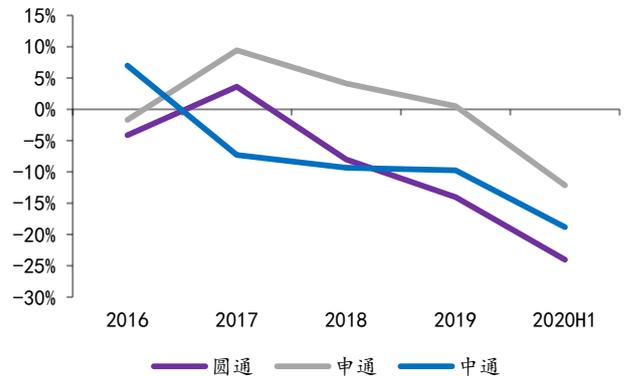
圆通 2020 年上半年公司单票快递成本为 2.13 元，同比下降 24.1%；剔除补贴和派费后单票快递成本为 0.86 元，同比下降 26.3%。其中网点中转费较去年同期下降 0.06 元(-82.6%)，主要系 2018 年 7 月起公司网点中转费部分项目的结算政策调整所致。运输成本和中心操作成本分别同比下降 0.23 元(-31.3%) 和 0.06 元(-15.0%)。

中通快递单票成本同比下降 0.19 元(-18.8%)，主要受益于二月中旬至五月上旬的高速公路免过路费政策、油价下跌、以及公司自有车队规模的持续扩大和更多地使用自有干线物流车取代部分三方物流车，单票运输成本和中心操作成本分别同比下降 0.14 元(-22.8%) 和 0.02 元(-7.3%)。

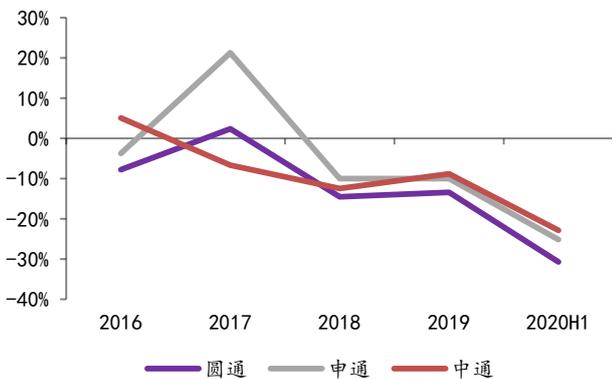
申通单票成本同比下降 0.34 元(-12.2%)，剔除派费后单票成本同比下降 0.04 元(-3.0%)。受益于公司优化路由，提高装载率，优化运费结算模式，申通单票运输成本降低 0.14 元(-25.2%)，中心操作成本与去年同期基本持平，保持 0.55 元(-0.4%)。

图 11: 快递公司单票成本变化 (元)


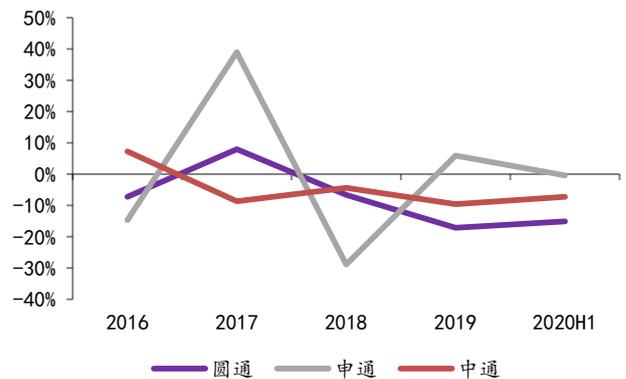
数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (注: 2019 年以前韵达单票成本均不含派送)

图 12: 快递公司单票成本同比增速变化


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 快递公司单票运输成本同比增速变化


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 快递公司单票中心操作成本同比增速变化


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 2: 通达系单票收入成本拆分 (半年度、全口径; 单位: 元/件)

项目	韵达			圆通			申通			中通		
	2019H1	2020H1	YOY									
快递量 (亿件)	43.34	56.29	29.9%	38.03	49.36	29.8%	30.11	35.17	16.8%	53.71	69.69	29.8%
市占率	15.6%	16.6%		13.7%	14.6%		10.8%	10.4%		19.4%	20.6%	
单票营业收入	3.59	2.54	-29.1%	3.67	2.95	-19.5%	3.28	2.63	-19.7%	1.86	1.48	-20.5%
单票快递收入	3.30	2.36	-28.5%	3.19	2.36	-26.0%	3.19	2.58	-19.1%	1.74	1.36	-21.9%
面单收入	0.73	0.21	-71.3%				0.53	0.21	-60.4%	0.09	0.07	-23.4%
中转收入	0.96	0.75	-22.6%				1.05	0.94	-10.5%	1.64	1.28	-21.8%
派送收入	1.60	1.40	-12.6%				1.61	1.43	-11.2%			
单票其他收入	0.29	0.19	-35.9%	0.48	0.59	24.0%	0.04	0.06	35.0%	0.13	0.13	-0.1%
单票营业成本	3.05	2.28	-25.0%	3.22	2.61	-18.8%	2.83	2.52	-10.8%	1.30	1.11	-14.5%
单票快递成本	2.83	2.18	-23.0%	2.81	2.13	-24.1%	2.81	2.47	-12.2%	1.01	0.82	-18.8%
面单成本				0.04	0.02	-46.9%	0.05	0.02	-62.4%	0.05	0.03	-48.1%
中转成本				1.47	0.90	-39.0%	1.13	0.98	-13.0%	0.96	0.79	-17.2%
其中: 运输				0.74	0.51	-31.3%	0.57	0.43	-25.2%	0.61	0.47	-22.8%

项目	韵达			圆通			申通			中通		
	2019H1	2020H1	YOY	2019H1	2020H1	YOY	2019H1	2020H1	YOY	2019H1	2020H1	YOY
中心操作				0.39	0.33	-15.0%	0.55	0.55	-0.4%	0.34	0.32	-7.3%
补贴				0.34	0.06	-82.6%						
派送成本				1.30	1.21	-6.5%	1.63	1.47	-9.9%			
单票其他成本	0.22	0.10	-52.4%	0.41	0.48	17.1%	0.03	0.05	54.1%	0.29	0.29	0.4%
单票毛利	0.54	0.26	-52.0%	0.45	0.34	-24.1%	0.45	0.11	-75.6%	0.56	0.37	-34.1%
单票快递毛利	0.47	0.18	-62.3%	0.38	0.23	-40.4%	0.38	0.11	-70.9%	0.73	0.54	-26.2%
面单毛利							0.48	0.19	-60.2%	0.04	0.04	6.8%
中转毛利							-0.08	-0.04	-47.9%	0.69	0.49	-28.3%
派送毛利							-0.02	-0.04	80.7%			
单票其他毛利	0.08	0.09	9.4%	0.07	0.12	63.9%	0.01	0.01	-16.6%	-0.22	-0.17	-23.9%
单票三费	0.15	0.10	-30.4%	0.16	0.11	-34.3%	0.09	0.08	-9.3%			
销售费用	0.02	0.02	-20.5%	0.01	0.01	7.6%	0.02	0.02	-5.1%			
管理费用	0.12	0.08	-35.3%	0.14	0.10	-31.1%	0.08	0.07	-10.3%			
财务费用	0.00	0.00	1151.9%	0.01	0.00	-146.9%	-0.01	-0.01	-8.3%			
单票归母净利润	0.30	0.12	-59.6%	0.23	0.20	-13.3%	0.28	0.02	-92.8%	0.38	0.26	-32.4%
单票扣非归母净利润	0.27	0.10	-63.7%	0.22	0.18	-16.7%	0.26	0.01	-96.1%			
单票经营性净现金流	0.38	0.06	-84.6%	0.29	0.25	-13.6%	0.27	-0.11	-140.8%	0.49	0.20	-59.1%
综合毛利率	15.1%	10.2%	-4.9%	12.3%	11.6%	-0.7%	13.8%	4.2%	-9.6%	30.3%	25.1%	-17.2%
快递业务毛利率	14.1%	7.4%	-6.7%	12.0%	9.6%	-2.3%	11.8%	4.3%	-7.6%	42.0%	39.7%	-5.5%
归母净利润率	8.3%	4.8%	-3.6%	6.2%	6.7%	0.5%	8.4%	0.8%	-7.7%	20.7%	17.6%	-15.1%

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：通达系单票收入成本深度拆分（半年度、总部口径、剔除派费；单位：元/件）

项目	韵达			圆通			申通			中通		
	2019H1	2020H1	YOY									
单票快递收入	1.70	0.96	-43.6%	1.89	1.15	-39.2%	1.58	1.15	-27.2%	1.90	1.71	-10.2%
面单收入	0.73	0.21					0.53	0.21	-60.4%	0.10	0.09	-5.7%
中转收入	0.96	0.75					1.05	0.94	-10.5%	1.81	1.62	-10.5%
单票快递成本	2.83	2.18	-23.0%	1.17	0.86	-26.3%	1.18	1.00	-15.2%	1.11	1.00	-9.8%
面单成本				0.04	0.02	-52.1%	0.05	0.02	-62.4%	0.06	0.04	-22.2%
中转成本				1.47	0.90	-38.7%	1.13	0.98	-13.0%	1.05	0.96	-9.1%
其中：运输				0.74	0.51	-30.7%	0.57	0.43	-25.2%	0.68	0.62	-8.8%
中心操作				0.39	0.33	-15.1%	0.55	0.55	-0.4%	0.38	0.34	-9.6%
单票快递毛利	0.47	0.18	-62.3%	0.72	0.29	-60.0%	0.40	0.15	-62.5%	0.79	0.71	-10.8%
面单毛利							0.48	0.19	-60.2%	0.04	0.05	19.5%
中转毛利							-0.08	-0.04	-47.9%	0.76	0.66	-12.4%
快递业务毛利率 (剔除派费)	27.4%	18.3%	-9.1%	38.3%	25.2%	-13.1%	25.3%	13.0%	-12.3%	42.0%	39.7%	-2.3%

数据来源：公司公告，西南证券整理（注：韵达单票快递成本未扣除派送成本，总部口径下测算的单票快递毛利存在低估；圆通成本端扣除补贴，收入端假设单件派送收入等于派送成本）

2.2 中通单票盈利优势稳居通达之首，韵达盈利承压被圆通反超

通达系快递公司的单票毛利均有着不同程度的下降，但降幅差异较大，毛利水平持续分化。申通、韵达、圆通三家单票快递毛利同比降幅均达 60% 以上，而中通降幅明显低于行业平均水平，与去年同期相比仅下降 10.8pp，单票盈利优势进一步扩大。

具体来看，其中申通单票快递毛利同比下降 0.27 元 (-70.9%)，剔除派费后同比下降 0.25 元 (-62.5%)。快递业务毛利率同比下降 7.6pp，剔除派费后同比下降 12.3pp，均为通达系中降幅最大。

韵达单票快递毛利同比下降 0.29 元 (-62.3%)，快递业务毛利率同比下降 6.7pp，剔除派费后同比下降 9.1pp。

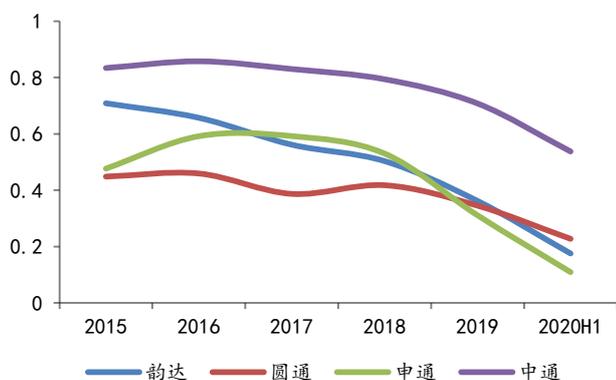
圆通单票快递毛利同比下降 0.15 元 (-40.4%)，快递业务毛利率同比下降 2.3pp，剔除派费后同比下降 13.1pp。

中通单票快递毛利同比下降 0.19 元 (-26.2%)，快递业务毛利率同比下降 5.5pp。

总体来看，2020 年上半年通达系快递单票利润均呈下滑趋势，但中通的单票毛利绝对值仍然处于领先，韵达上半年盈利承压，在考虑派费和剔除派费后的可比口径下快递毛利率均低于圆通，申通的快递毛利率持续垫底三通一达。

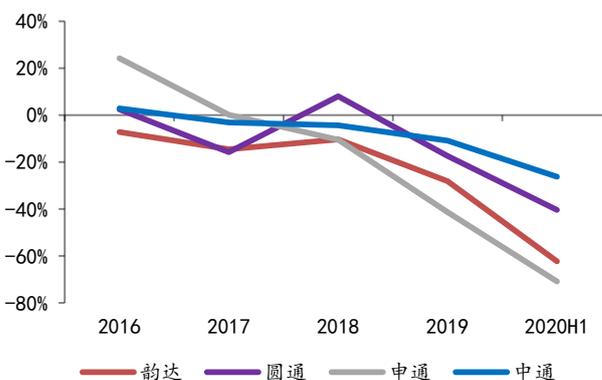
单票三费方面，2020 年上半年圆通同比下降 0.05 元 (-34.3%)，降幅最大。韵达同比下降 0.05 元 (-30.4%)，申通同比下降 0.01 元 (-9.3%)。综合来看，通达系快递公司的单票盈利水平均有较大幅度的下降。

图 15: 快递公司单票快递毛利变化 (元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

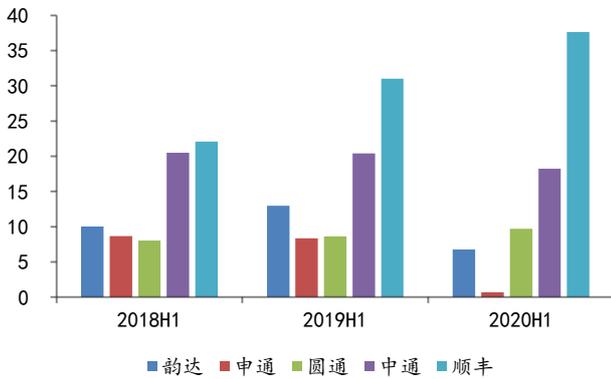
图 16: 快递公司单票快递毛利同比增速变化



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

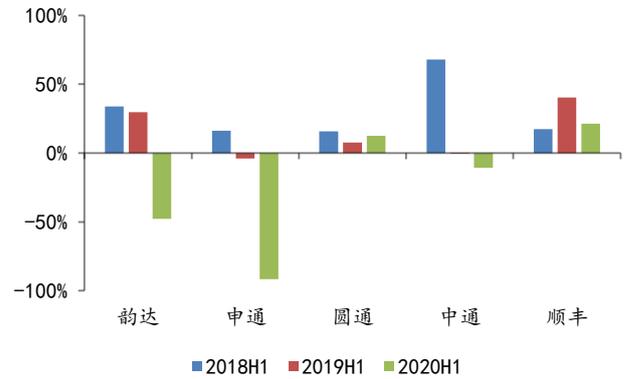
从盈利情况来看，2020 年上半年圆通归母净利润同比增长 12.5%，在通达系中涨幅最大，盈利能力凸显。其他几家快递公司的归母净利润都出现了同比下滑的趋势，其中申通同比下降了 91.5%，降幅最为明显。韵达同比下降 47.7.4%，中通同比下降 10.6%。顺丰则呈现大幅度增长，同比增长率高达 21.3%。总体来看，通达系除圆通外归母净利润都出现一定程度的下滑，从单件扣非归母净利润来看，申通则下滑 96.1%，下跌到 0.01 元，韵达下降 63.7% 到 0.10 元，圆通下降 16.7% 至 0.18 元，圆通跌幅明显小于韵达，单票盈利能力超过韵达。

图 17: 快递公司归母净利润 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18: 快递公司归母净利润同比增速变化



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 产能投资节奏不同, 分拣中心资本开支维持高位

从快递公司新增固定资产原值的变化来看, 韵达同比增长 48.0%, 圆通和申通分别同比下降了 49.0% 和 76.6%。

韵达较去年同期有明显扩张, 在运输设备和电子设备新增投入上增长显著, 分别同比增长 161.7%、120.2%, 而在房屋及建筑物类不动产新增投入上大幅削减 (-94.0%)。从结构上看, 韵达的固定资产新增集中在运输设备、电子设备及机器设备等动产上, 这类资产更有利于在短期内提升产能, 提高转运中心自动化程度, 从而加速快递流转,

圆通除电子设备及办公新增投入有一定程度增长外, 在房屋及建筑物、机器设备、运输设备等都有较大幅度的下滑, 尤其是飞机、发动机及高价工具新增投入下滑幅度显著 (-92.3%)。从结构上看, 相比韵达和申通, 圆通有更多的新增固定资产投资集中在房屋建筑类不动产上, 有效产能的释放更偏中长期。

申通本期各项固定资产新增投入均有较大幅度下滑, 尤其在运输设备上, 同比下滑达 84.1%。

整体来看, 在新增固定资产规模上, 韵达缩小与圆通的差距, 逐渐趋近, 而申通水平较低。韵达在 20 年上半年扩张明显, 在机器设备投入保持领先的同时加码对运输设备和电子设备的投资, 进一步扩大在运输和分拣环节具备的较大资产优势, 圆通在保持不动产净值规模优势的同时加大对电子设备的新增投资。

表 4: 快递公司新增固定资产原值 (百万元)

项目	韵达			圆通			申通		
	2019H1	2020H1	YOY	2019H1	2020H1	YOY	2019H1	2020H1	YOY
房屋及建筑物	84	5	-94.0%	600	206	-65.7%	54	7	-87.1%
机器设备	129	120	-6.7%	187	104	-44.4%	107	46	-57.0%
运输设备	141	368	161.7%	263	226	-14.2%	227	36	-84.1%
电子设备及办公	41	91	120.2%	65	78	20.1%	23	7	-69.7%
飞机、发动机及高价工具				104	8	-92.3%			

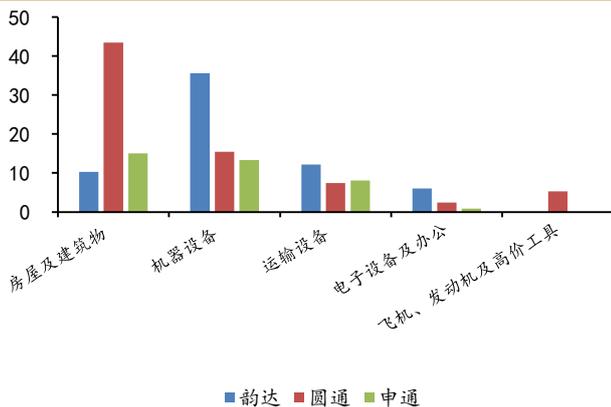
项目	韵达			圆通			申通		
	2019H1	2020H1	YOY	2019H1	2020H1	YOY	2019H1	2020H1	YOY
合计	394	584	48.0%	1219	622	-49.0%	411	96	-76.6%

数据来源：公司公告，西南证券整理

资本开支层面，快递龙头间节奏各不相同。2020 年上半年，中通、圆通、韵达、申通均继续加大固定资产投入，分别达 39.87 亿元 (+129.9%)、23.69 亿元 (103.7%)、22.20 亿元 (+16.0%)、8.84 亿元 (10.6%)。从资本开支的构成来看，韵达、圆通、申通资本支出的最大占比均在分拣中心建设方面，分别投资了 13.0 亿元 (+1.8%)、9.6 亿元 (+39.6%)、6.1 亿元 (+346.4%)，投入占总的资本开支比例分别为 57.9%、40.4%、69.1%。在分拣中心的相关投入上，韵达维持高位，圆通持续加大投入以缩小差距，申通也对这一相对薄弱环节进行加强。

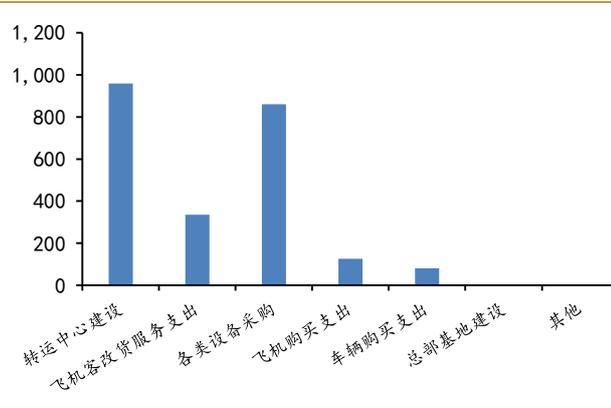
顺丰本期资本支出有所下滑，同比下降 55.9%至 40.7 亿元，主要原因是在股权投资的资本支出有所下降，但在飞机资产和信息技术设备方面的投入仍保持较大优势，分别为 11.4 亿元、3.9 亿元。

图 19：快递公司 2020 年上半年固定资产账面价值（亿元）



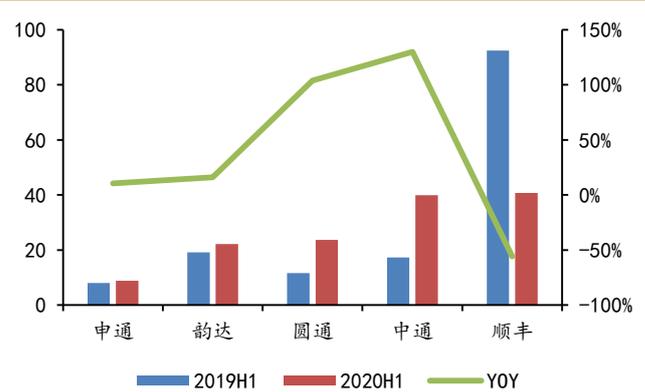
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：圆通 2020 年上半年资本支出分项（百万元）



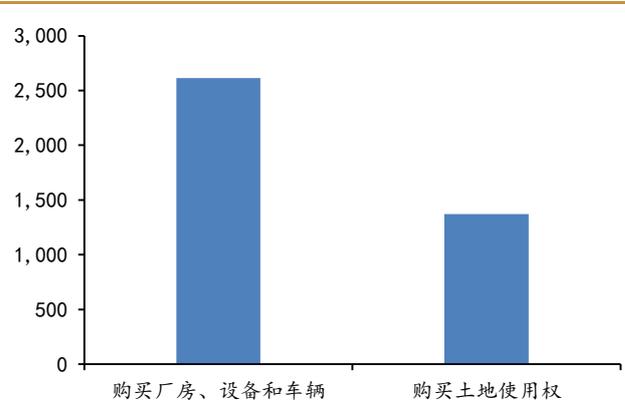
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：快递公司 2020 年上半年资本支出变化（亿元）

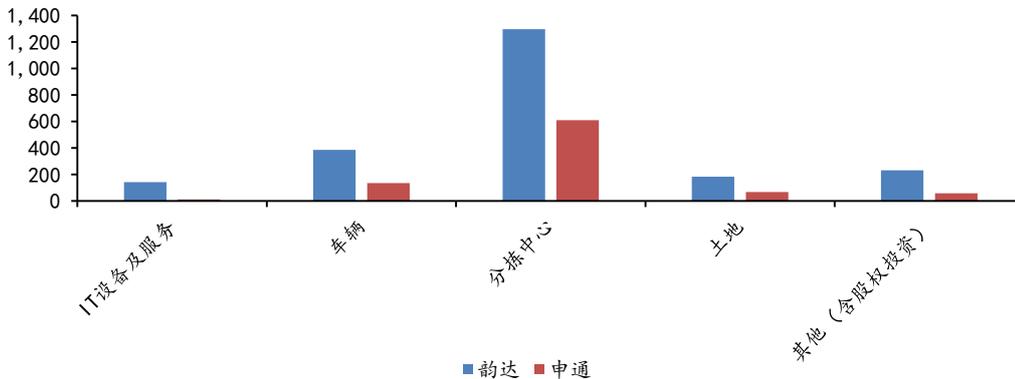


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：中通 2020 年上半年资本支出分项（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：韵达和申通 2020 年上半年资本支出分项（百万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 投资建议

疫情冲击下快递行业体现出两大趋势：需求端高端消费线上化支撑以顺丰为代表的时效件快递高速增长；供给端加盟制快递竞争加剧，规模优势更高的快递公司单票成本降幅反而更小、行业单件盈利创历史新低。我们认为行业整体仍处于高资本开支/价格战边际加剧二者叠加的发展阶段，加盟系快递的出清拐点仍未到来。疫情短期冲击加速了网购渗透率提升的长期趋势、件量增速得以维持在 20% 以上，依仗国内需求、无外部风险的快递赛道长期确定性仍属稀缺；中期看，行业单件盈利下行的趋势不变。建议把握直营快递的盈利景气周期，静待加盟制快递竞争格局实质性拐点。

5 风险提示

价格战激化风险：快递企业对于掌握流量的电商平台缺乏议价能力，而行业内在规律及外部资本市场的诉求均会强化参与者市占率竞争的意愿。行业件量增速下移导致竞争边际加剧。若出现恶性价格竞争，行业盈利将低于我们的预期。

加盟商管控风险：加盟制快递采用总部中心直营+末端加盟的经营模式，上市公司利润取决于全网效率及总部在全链路上的利益分配格局。若总部为了短期财务/业务量目标而对加盟商采取激进的管理政策，则存在如末端爆仓、加盟商跑路的可能，对公司地区甚至全网经营产生负面影响，相应的经营成果可能得而复失。

电商增速波动风险：电商行业短期增速很大程度上取决于电商寡头资本的意愿（如电商节补贴力度），存在较大幅度波动的可能。

阿里深度介入的风险：阿里对通达系的申通、百世、中通、圆通均有股权合作，不排除阿里深度介入、并通过扶持后位者的方式减缓行业分化出清的速度，使得行业龙头脱颖而出的难度加大。

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
上海	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn