

# 物流

证券研究报告  
2019年02月20日

## 业务量增速超行业 2-3 倍，凸显龙头快递稀缺性

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 事件

1月快递数据出炉：1月全行业实现业务量 45.2 亿件，同比增长 13.5%；上市公司增速方面，依次为申通（+43.0%）、圆通（+36.1%）、韵达（+35.6%）以及顺丰（+27.4%），上市公司数据均大大超出行业水平。

### 作者

**黄盈** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518080007  
huangying1@tfzq.com  
**姜明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516110002  
jiangming@tfzq.com

### 公司数据更具说服力，集中度快速攀升

1月来自于龙头公司市占率的快速提高，A股4家公司市占率合计达到 49.4%，同比/环比分别扩大 8.2%与 3.0%，头部公司市场份额快速扩大，公司与行业增速进一步拉开。同时从增量角度，我们会发现 A股4家公司1月合计增量达到 5.88 亿件，行业增量仅 5.3 亿件，假设我们认为行业与公司统计的数据均是精确的，那么这说明行业其他公司合计负增长。

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

但与此同时，邮政局统计的 CR8（收入口径）却环比持平，同比扩张 1.2%，说明 A股公司所获份额来自于另外几家一线快递（包括中通+百世+京东+邮政 EMS），我们认为发生如此剧烈变动的概率较小，因为京东与邮政 EMS 均是春节期间快递服务的主力选手，因此在邮政局与上市公司数字矛盾之时，我们倾向于相信上市公司数据的准确性。

### 相关报告

- 《物流-行业点评:遇挫则后勇，低市值快递迎来反弹!》 2019-01-17
- 《物流-行业点评:旺季大考，头部公司表现较好，行业单价出现压力》 2018-12-19
- 《物流-行业点评:行业稳健增长，公司增速分化》 2018-11-20

### 1月单价环比企稳，环比趋势意义大

1月行业单价 13.20 元/票，同比去年提升 0.71 元/票，环比提升 1.94 元/票。上市公司方面，同比上看，由高到低依次为顺丰 24.85 元/票，yoy+8.7%，我们认为这与春节期间航空件占比提升有关；电商系快递方面，韵达 3.56 元/票，yoy+77.1%，主因为合并派件费导致口径变化，圆通 3.44 元/票，yoy-9.0%，但同样受到收入口径影响，实际单价降幅小于该数字；申通 3.38 元/票，yoy-2.3%，口径也受到转运中心并表影响。因此综合来看，4家公司中存在3家口径变化，对单价的实际变化扰动较大，成本又随着规模增长和管理优化动态下降，因此我们认为单价的环比趋势意义较大。环比来看，1月没有公司出现单价负增长情况，符合春节特征。

### 预计 19 年竞争格局改善，收入与利润有望超预期

18年下半年起，一线快递对于市场份额的获取能力继续强化，叠加当前环比价格企稳，我们认为 19 年公司收入可能超出市场预期，同时由于公司业绩增长来自于成本管控能力，在高速成长之下，各家快递资本开支→资产优化→管理改良→成本下降→业务量增长→规模效应的正向循环逻辑已经成立，其中最为核心的要素仍然在于成本管控能力，我们看好一线快递企业成本下降的空间。

### 投资建议

当前一线电商快递韵达、圆通、申通均表现出由于行业的成长性，这体现了一线快递更强的成本与网络能力，由于 18 年初一在 2 月 15 日，19 年在 2 月 5 日，因此 2 月在工作日上具有较大优势，大概率 1-2 月累计增速都会超过 40%；同时考虑当前环比单价呈现企稳态势，19 年公司在业务量带动下，收入业绩有望持续提升，带来持续的估值修复，我们 1 月起推荐圆通申通增速边际改善更大+当前估值水平较低，股价滞后于基本面改善，继续推荐圆通申通，关注韵达以及业务量增速改善的顺丰。

### 风险提示：快递增速低于预期；竞争格局恶化



## 1. 事件

1月快递数据出炉：1月全行业实现业务量 45.2 亿件，同比增长 13.5%；上市公司增速方面，依次为申通（+43.0%）、圆通（+36.1%）、韵达（+35.6%）以及顺丰（+27.4%），上市公司数据均大大超出行业水平。

表 1：2019 年 1 月快递行业&公司业务量及单价变化情况（%）

公司	业务量 (亿件)	业务量增速 (%)	单价 (元/票)	单价同比 (%)	单价 (+/-)	市占率 (%)
申通	5.10	43.0%	3.38	-2.3%	-0.08	11.3%
圆通	6.55	36.1%	3.44	-9.0%	-0.34	14.5%
韵达	6.59	35.6%	3.56	77.1%	1.55	14.6%
顺丰	4.09	27.4%	24.85	8.7%	1.98	9.0%
行业	45.20	13.5%	13.20	5.7%	0.71	-

资料来源：国家邮政局，公司公告，天风证券研究所

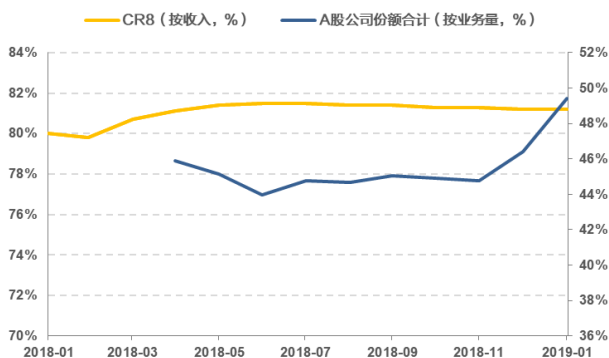
## 2. 点评

### 2.1. 公司数据更具说服力，集中度快速攀升

1月来自于龙头公司市占率的快速提高，A股4家公司市占率合计达到 49.4%，同比/环比分别扩大 8.2%与 3.0%，头部公司市场份额快速扩大，公司与行业增速进一步拉开。同时从增量角度，我们会发现 A股4家公司1月合计增量达到 5.88 亿件，行业增量仅 5.3 亿件，假设我们认为行业与公司统计的数据均是精确的，那么这说明行业其他公司合计负增长。

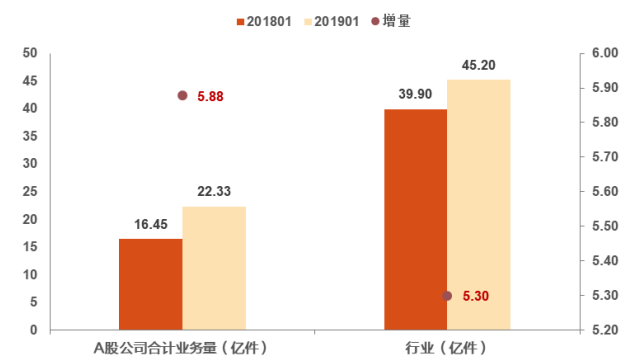
但与此同时，邮政局统计的 CR8（收入口径）却环比持平，同比扩张 1.2%，说明 A股公司所获份额来自于另外几家一线快递（包括中通+百世+京东+邮政 EMS），我们认为发生如此剧烈变动的概率较小，因为京东与邮政 EMS 均是春节期间快递服务的主力选手，因此在邮政局与上市公司数字矛盾之时，我们倾向于相信上市公司数据的准确性。

图 1：各航季民航计划班次及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：各航季 ASK 及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 1月单价环比企稳，环比趋势意义大

行业方面，行业单价 13.20 元/票，同比去年提升 0.71 元/票，环比提升 1.94 元/票。

上市公司方面，同比上看，由高到低依次为顺丰 24.85 元/票，yoy+8.7%，我们认为这与春节期间航空件占比提升有关；电商系快递方面，韵达 3.56 元/票，yoy+77.1%，主因为合并派件费导致口径变化，圆通 3.44 元/票，yoy-9.0%，但同样受到收入口径影响，实际单价降幅小于该数字；申通 3.38 元/票，yoy-2.3%，口径也受到转运中心并表影响。因此综合来看，4 家公司中存在 3 家口径变化，对单价的实际变化扰动较大，成本又随着规模增长和管理优化动态下降，因此我们认为单价的环比趋势意义较大。环比来看，1 月没有公司出现单价负增长情况，符合春节特征。

## 2.3. 预计 19 年竞争格局改善，收入与利润有望超预期

18 年下半年起，一线快递对于市场份额的获取能力继续强化，叠加当前环比价格企稳，我们认为 19 年公司收入可能超出市场预期，同时由于公司业绩增长来自于成本管控能力，在高速成长之下，各家快递资本开支→资产优化→管理改良→成本下降→业务量增长→规模效应的正向循环逻辑已经成立，其中最为核心的要素仍然在于成本管控能力，我们看好一线快递企业成本下降的空间。

## 3. 投资建议

当前一线电商快递韵达、圆通、申通均表现出由于行业的成长性，这体现了一线快递更强的成本与网络能力，由于 18 年初一在 2 月 15 日，19 年在 2 月 5 日，因此 2 月在工作日上具有较大优势，大概率 1-2 月累计增速都会超过 40%，同时考虑圆通申通增速边际改善更大+当前估值水平较低，从性价比的角度来看，推荐圆通申通，关注韵达以及业务量增速改善的顺丰。

## 4. 风险提示

行业增速低于预期；行业格局恶化

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