

## 快递物流行业研究 买入 (维持评级)

行业点评

徐君  
联系人  
xu\_jun@gjzq.com.cn

黄凡洋  
分析师 SAC 执业编号: S1130519020004  
(8621)61038274  
huangfanyang@gjzq.com.cn

### 阿里入股申通，行业竞争格局如何生变？

#### 事件

3月11日，申通快递发布公告，控股股东德殷投资拟新设新公司A，持有上市公司29.90%股份，阿里巴巴将获得新A公司49%的股权，支付对价为人民币46.6亿元。交易完成后，申通快递的实际控制人未发生变化。

#### 评论

##### ■ 菜鸟的自身定位更加清晰，与快递物流网络共生共赢。

- (1) **菜鸟在物流领域布局卓有成效，助力行业效率提升。**菜鸟成立之初，以轻资产的方式打通上下游，为弥补电子商务“最后一公里”在物流上的弱势而牵头组建的社会化物流平台，目标之一是“整合快递企业资源。目前，阿里从仓储、配送、供应链、末端配送，以及海外均有所布局，智能物流网络已基本成型。无论是有效申诉率还是配送时间，菜鸟的网络快递模式和京东仓配一体化模式之间的差距在不断缩小。
- (2) **阿里大概率不与快递企业分食蛋糕，而更多基于战略需要、完善生态圈角度考虑。**网络型快递领域，阿里先后投资了圆通、百世、中通和申通，一方面打消了市场对于菜鸟网络可能自己做快递业务的疑虑，另一方面，在仓配、冷链、重货等新领域方面，仍需要加大同快递企业之间的合作。不同快递企业之间对于行业发展前景的不同理解，决定了不同的战略方向和资源禀赋。举例来看，目前圆通积极布局跨境物流、中通开拓仓配一体化为主的仓配模式，而申通则成立了申雪供应链管理有限公司，并着手建设中国（郑州）冷链交易中心项目，完善业务布局。回顾菜鸟与通达系之间的关系，从松散的联盟到股权式联盟的转变，阿里在物流领域的布局在不断深化的同时，对快递企业而言，也有利于扩大企业的资金实力，深化与阿里之间的合作层级，更有利于长久合作。
- (3) **阿里对行业竞争格局有影响，但不必高估。**阿里对商流与信息流的掌控，使其在产业链上具备更高的议价能力，菜鸟在提升物流行业效率的同时，或也在加速行业内部的“学习效应”，缩小企业之间的竞争分化。但快递行业天然的薄利多销的商业模式决定了快递企业即使成为行业龙头，也并不等于掌握产业链的议价能力。菜鸟或许会延长这场快递行业竞争长跑的时间，但长期看，具备卓越的管理能力和战略眼光的快递公司有望捕捉行业发展的先机，强者恒强、基业长青。

##### ■ 竞争格局：申通、圆通加速补短板，一线龙头经营差距缩窄。

- (1) **申通的改善：**17年以来，申通由于管理、成本等方面的问题，一度丢失市场份额。18年以来，公司陆续收购22个转运中心，目前转运中心自营率提升至82%，有效提升总部管控力度，同时积极调整加盟商管控体系、引入职业经理人，预计公司19年成本下降趋势有望持续。菜鸟入股后，双方有望在物流技术、新零售等领域深入合作，提升公司在高效分拣和路径优化等方面的运作效率。
- (2) **时间差与后发优势带来可能的预期差：**预计拼多多全年件量120亿件左右，贡献行业增量50%以上，行业增速仍有韧性，使得公司经营策略的调整仍旧为时不晚。通达系之间学习效应明显，申通成本下降和管理效率的提升有望进一步提高市占率，带来预期的修复机会。
- (3) **预计申通成本端的明显改善主要在2019年下半年体现：**剔除转让丰巢影响之后，申通18年净利增速低于营收增速，源于转运中心尚需整合后才能释放效益，（产能改造升级至少需半年左右磨合期）。18年前三季度资本开支为19.99亿元/+162%，资本开支占营收比例为14.5%/+12.3pct，远高于韵达（+9.2pct）与圆通（+5.9pct），在产能利用率逐渐爬坡升级之后，有望在19年下半年带来成本超预期下降。

#### 投资建议

- 目前而言，行业竞争格局尚未定型，业务量增速驱动股价表现，申通与圆通加速补短板同时，提高件量增速，估值具备修复空间。建议关注：申通快递、圆通速递。

#### 风险提示

- 宏观经济下滑、电商增速不及预期、出现大规模价格战。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH