

## 物流行业深度研究报告

# 快递行业猜想：破局者“阿里”？能否求得最优解？

推荐（维持）

- **双维度复盘阿里投资物流。**1) **维度 1：自我升级，不断强化全流程掌控力。**阿里投资了超 20 家物流企业，从模式看分为仓干配、网络快递、及时配送三种模式；作为比较，腾讯的投资集中在仓干配与及时配两种，从自我维度看，阿里是在各个环节进行增强。2) **维度 2：看向竞争对手，从探索到寻求超越。**可分为 4 个阶段：a) **探索电商与快递模式**，起于 2008：**百世的成立与京东物流相仿**；b) **仓干配-标品-京东商城**（2014-2016）；c) **即时配送-高频消费品-美团**（2016-2017）；d) **网络快递-下沉渠道-拼多多**（2018-2019）。
- **破局者：阿里为何有动力？**18-19 年阿里连续投资了中通（持股 7%）以及中通（14.65%，尚需过会）。1) **下沉市场存巨大红利，拼多多崛起成潜在强力对手。**拼多多 2018 年平台 GMV 达到了 4716 亿，相当于阿里的 8%，京东的 28%，而其增速远高于行业。19Q1 拼多多与淘宝的重叠度达到 40%，已成为阿里系的潜在强力对手。**物流环节能力是阿里提升自身电商平台影响力的重要节点之一。**2) **当前是阿里投资快递的良好时机。**a) **通达系整体已经构成成本护城河，龙头集中可尽享电商红利；**以量为先是电商快递当前阶段的核心驱动力，通达系市占率 16 年后见底回升，19Q1 已达 57.5%，加百世 CR6 已达 68.5%，二线以下快递在加速退出市场。b) **阿里的技术与生态赋能可以提高效率，**通过进一步强化电商与快递的关联，增强自身对于竞争对手的优势。
- **能否求得行业最优解？**我们认为当前阿里投资快递的第三个因素或在于：不排除进一步整合打造快递航母级企业，降本增效，均衡价格关系，对快递行业或带来利润率向上拐点。1) **成本端存提效空间。**中通作为行业龙头，单票成本仅 1.11 元，领先韵达 10%，而中通、圆通则差距较大，行业整体存在明显的提升空间。a) **区域分布的不均衡**（华东收入占比超 50%，华东+华南占比近 8 成），意味着密度低的区域有整合提效空间。b) **干线中转与运输存整合空间。**干线直营、自动化分拣以及鼓励直跑，在规模化下更具施展空间，同时运输成本因各公司转载率均不满，若整合存在提效空间。c) **加盟商存整合空间。**加盟商资本开支意愿、能力均低于总部，目前单个加盟商的运营能力差距较为明显。2) **价格存在均衡可能。**此前我们分析未来数年单票价格终极降幅在 3.5-11.5% 之间，从阿里角度看我们认为快递价格过高不利于电商发展，而过低则影响终端消费者体验。因此如果阿里加强对快递投资，核心变化或更在于使得行业价格达到均衡，而不会持续无边界价格竞争。
- **投资建议：1、业务量处于景气区间：**2019 年 1-4 月业务量增速 24.8%，其中 4 月增速达到 31%。我们预计 2019-2021 年行业增速分别为 22%、21%、20%，通达系整体增速较行业分别高出 15、10 及 7 个百分点。2、**市值预测：**假设 2021 年行业单票价格降低到前述水平（3-3.28 元），通达系整体收入将达到 1831-2114 亿，考虑净利率水平 10%，给与行业 20 倍 PE，则通达系市值区间 3741-4228 亿，**较当前 2400 亿市值 56%-76% 空间，相当于年均 19-25%。**若行业出现整合，一方面净利率水平有望得以进一步提升，另一方面估值有望得以提升。3、**当前环境下我国打造真正意义快递航母级企业或提速。**看好快递行业发展，重点关注估值较低、业务量提速显著的**申通快递**（18 倍 PE）、**优势领先的韵达股份**以及**成本改善空间大的圆通速递**。
- **风险提示：经济大幅下滑导致业务量下滑，格局恶化导致价格战幅度加大。**

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
申通快递	24.49	1.45	1.77	2.21	16.89	13.84	11.08	4.41	推荐
韵达股份	38.8	1.58	1.92	2.34	24.56	20.21	16.58	5.8	推荐
圆通速递	13.41	0.78	0.98	1.21	17.19	13.68	11.08	3.3	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 05 月 31 日收盘价

## 华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539  
 邮箱：wuyifan@hcyjs.com  
 执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552  
 邮箱：liuyang@hcyjs.com  
 执业编号：S0360518050001

联系人：肖祎

电话：021-20572553  
 邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

联系人：王凯

电话：021-20572538  
 邮箱：wangkai@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	41	1.13
总市值(亿元)	5,395.05	0.93
流通市值(亿元)	2,643.11	0.62

## 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		-8.79	5.32	-23.42
相对表现		-1.55	-9.09	-19.69



## 相关研究报告

《1-2月累计业务量增速达31.2%——2月快递行业数据点评》

2018-03-15

《快递行业3月数据点评：业务量同比增速29.9%》

2018-04-15

《韵达3月业务量增速62%——快递公司3月经营数据点评》

2018-04-19

# 目录

一、双维度复盘阿里投资物流.....	5
(一) 维度 1: 自我升级, 不断强化全流程掌控力.....	5
(二) 维度 2: 看向竞争对手, 从探索到寻求超越.....	8
1、探索电商快递模式, 起于 2008: 百世的成立与京东物流的相仿.....	8
2、密集投资仓干配: 瞄准京东商城 (2014-16).....	11
3、收购切入即时配送: 同城市场瞄准美团 (2016-17).....	11
二、破局者: 阿里为何有动力?.....	13
(一) 下沉市场存巨大红利, 拼多多强势崛起成潜在强力对手.....	13
(二) 现在为何是投资快递机会?.....	14
1、通达系整体已经构成成本护城河, 龙头集中可尽享电商红利.....	15
2、技术与生态赋能提高效率, 强化电商与快递, 增强竞争优势.....	18
三、能否求得行业最优解?.....	18
(一) 成本端存提效空间.....	18
1、区域分布不均衡存在提效可能.....	19
2、干线中转存整合空间.....	19
3、运输存在转载率提升的空间.....	20
4、加盟商存整合空间.....	21
(二) 价格存在均衡可能.....	21
四、投资建议.....	22
五、风险提示.....	23

# 图表目录

图表 1	三大电商物流模式对比分析	6
图表 2	阿里物流投资版图	7
图表 3	腾讯物流投资版图	8
图表 4	阿里物流投资思路分析	8
图表 5	网络购物 07-18 年复合增速 60%	9
图表 6	快递业务量 07-18 年复合增速 41%	9
图表 7	圆通率先拥抱淘宝件	9
图表 8	圆通率先拥抱淘宝件，带来巨大单量增长	9
图表 9	网络快递发展初期体验不佳原因分析（2009 年-2015 年）	10
图表 10	网络快递发展初期体验不佳原因分析（2009 年-2015 年）	10
图表 11	2014-2016 年，阿里竞争对手京东强势崛起	11
图表 12	阿里与京东 GMV 增长情况对比（2013-2018 年）	11
图表 13	生鲜具有高频消费特征	12
图表 14	2017 年主要互联网公司获取新客月活成本比较（单位：元）	12
图表 15	2014-2017 年可比平台 GMV（单位：亿元）	12
图表 16	2014-2017 年可比平台 MAU（单位：万）	12
图表 17	即时配送物流模式的优缺点对比	13
图表 18	电商整体增速渐趋常态化（201502-201902）	13
图表 19	拼多多 GMV（向前滚动一年累计数）	14
图表 20	拼多多贡献快递件量及行业占比（单位：亿件）	14
图表 21	拼多多单用户年度支出具备提升空间	14
图表 22	阿里对快递投资	15
图表 23	电商快递市占率变化	15
图表 24	13-18 业务量前两名	15
图表 25	通达系与 CR8	16
图表 26	二通一达月度市占率表现	16
图表 27	2018 年以来，中小快递企业的融资活跃度下降	16
图表 28	上市公司业务量增速（17 年 10 月-19 年 4 月）	17
图表 29	行业业务量增速	17
图表 30	行业单票收入变化	17
图表 31	2019 年 1-4 月业务量及收入增速	18
图表 32	2018 年可比成本口径比较	19

图表 33	通达系快递的分区域业务收入分布 .....	19
图表 34	通达系快递转运中心分布（2018） .....	20
图表 35	加盟商平均处理量、个数变化（2018 年） .....	21
图表 36	快递行业业务量预测 .....	22
图表 37	通达系空间测算 .....	23

2018年我们提出交运护城河策略框架：需求潜力定选择，护城河要素选公司。

18年12月-19年2月我们发布两篇行业深度及申通快递深度

《城头变换大王旗，成本品质定乾坤——再论护城河系列之复盘通达系快递》

《电商快递再探讨：“价格战的边界”与“通达系”的空间》

《申通快递深度研究：低估值之“谜”及修复路径探讨：被低估的通达系“元老”，依旧存在预期差》

着重从护城河要素出发探讨行业与公司价值，2019年中期策略，我们聚焦在需求元素，从消费视角看快递，认为龙头集中将尽享电商红利。

**我们对于电商快递的判断：**

**当前阶段，电商快递驱动核心仍是“以量为先”，规模扩张叠加精细化管理后的成本优势已经使得通达系作为整理构筑了成本护城河，而行业内价格战存在边界，估我们认为行业将会走向良性量价循环，降价→业务量增加→单位成本下降→降低价格，简而言之单票收入降幅与成本降幅相匹配。这种假设有两个前提：其一是行业本身增量可观，其二是没有竞争者采取价格杀手式的低价竞争策略。**

**关于业务量：**

业务量可维持景气区间（20%以上增速），在19年1-4月累计24.8%，尤其4月31%的增速，17年下半年以来首次重回30%增长，不断在验证。

**关于价格：**

市场对行业价格战的担忧并未完全消除，究其本质，是对行业竞争格局的担忧，即CR5的龙头集中是事实，但5家公司仍然相对数量较多，同质化较为普遍，将导致龙头之间的价格竞争。

我们综合当前行业的变化与判断，在中期策略中提出行业破局之变，即阿里之于通达系。

**本篇报告将作出行业变革的猜想：破局者“阿里”？能否求得最优解？**

## 一、双维度复盘阿里投资物流

从阿里2008年投资百世快递开始，包括通过菜鸟网络和云锋基金，共投资了超20家物流公司，可见其对物流的重视程度。进一步梳理发现，阿里在物流领域的投资版图，看似“形散”，实则“神聚”，其背后更有自身的商业逻辑。

### （一）维度1：自我升级，不断强化全流程掌控力

从阿里投资物流标的的模式看，可分为：网络快递、仓干配、即时配送三种模式。

**仓干配：**仓（心怡物流、快仓、沃天下）+干线运输（卡行天下）+落地配（万象物流、晟邦物流、芝麻开门配送等）；针对大件的全流程仓干配企业（日日顺）。

**即时配送：**饿了么、生活半径。

**网络快递：**网络快递（百世、圆通、全峰、苏宁物流、中通、申通）、网络快递末端基础设施（速递易）；



**图表 1 三大电商物流模式对比分析**

电商物流模式	模式特点			品类匹配		
	物流成本	供应链成本	物流难度	品类	品类特征	适合该模式原因
仓干配	高：运输环节具备规模效应，仓、配环节规模效应弱，仓资本开支高	高：库存成本高，适用品类少+覆盖有限	低：路由简单，单向路由，遗失率低、破损率低、时效稳定	标品：家电、消费电子、书籍、日用品	标准化程度高，易于批量销售；品牌化特征强，货值更高，可承受更高物流成本	货源地集中、销量大，适合大通路运输；销量稳定可预期，可提前入仓
即时配送	高：资本开支低，但规模效应和网络效应弱；	低：无库存成本，但要求有实体店商业支持，适用品类少+覆盖半径短	低：路由简单，点对点路由，时效稳定、遗失率、破损率低；	高频消费品：生鲜、餐饮	商品保存时间短、消费需求急迫	时效要求快、准，要求有前置仓、线下门店支持，近距离运输
网络快递	低：具备规模效应和网络效应	高效：零库存成本，品类长尾+覆盖广泛	高：路由复杂，多流向，稳定性差，遗失率、破损率高、时效不稳定	非标品：服装鞋帽、化妆品、饰品、家居（木制品、布艺、园艺）、定制商品、奢侈品	非标品产地、销售地均分散且难以预测，不适合提前入仓；部分产品价格带较低或品牌化弱，物流成本过高将削弱网购经济性	低物流成本使得价格具备优势；低库存成本使得品类长尾+覆盖广泛。

资料来源：华创证券整理

### 三类电商物流模式对比分析

#### 1、仓干配：

**模式特点：**物流成本高、供应链成本高、物流难度低

**适用品类：**标准化程度较高的商品：家电、消费电子、书籍、日用品

**为何适用于该模式：**品类标准化程度高，易于批量销售；标品品牌化特征强，同品类货值更高，以及部分标准化商品为大件商品，可承受更高物流成本

**投资标的：**

##### 1) 仓：

**心怡物流：**阿里于 2014 年 6 月、菜鸟于 2015 年 12 月参与了 A 轮（金额未透露）、B 轮融资（数千万人民币）。

**快仓：**菜鸟于 2017 年 3 月，参与了 B 轮融资（2 亿元人民币）。

**沃天下：**阿里、菜鸟于 2015 年 6 月，参与了天使轮融资（500 万元人民币）。

##### 2) 干线运输：

**卡行天下：**菜鸟分别于 2014 年 5 月、2015 年 9 月、2019 年 1 月，参与了 B 轮融资（亿元及以上人民币）、C 轮、战略投资，卡行天下主要为公路运输平台，与电商物流交集主要为干线运输。

##### 3) 配：

**Pickupp：**阿里于 2018 年 12 月，参与了香港落地配 Pickupp 的 Pre-A 轮融资。

阿里于 2010-2018 年分别投资和收购了 3 家落地配公司（黄马甲、晟邦物流、晨星急便）。

菜鸟于 2018 年 3 月收购了万象物流、芝麻开门配送、东骏快捷物流等 3 家落地配公司。

此外，阿里巴巴于 2017 年 5 月，参与了日日顺物流的 A 轮融资 10 亿元人民币，日日顺属于擅长大件、全流程的仓干配企业。

#### 2、即时配送：

**模式特点：**物流成本高、供应链成本低、物流难度低

**适用品类：**高频消费品：生鲜、餐饮

**为何适用于该模式：**商品保存时间短、消费需求急迫，导致时效要求快、准，要求有前置仓、线下门店支持，近距离运输。

**投资标的：**

**生活半径：**阿里巴巴于 2015 年 8 月，参与了 C 轮融资 3 亿元人民币。

**饿了么：**阿里巴巴分别于 2016 年-2018 年，参与了饿了么两轮投资及最终收购，共计投资额达 117.5 亿美元，饿了么自建了即时配送物流调拨平台。

### 3、网络快递:

**模式特点:** 物流成本低、供应链高效、物流难度大

**适用品类:** 非标品: 服装鞋帽、化妆品、饰品、家居(木制品、布艺、园艺)、定制商品、奢侈品

**为何适用于该模式:** 非非标品产地、销售地均分散且难以预测, 不适合提前入仓; 部分产品价格带较低或品牌化弱, 物流成本过高将削弱网购经济性

**投资标的:**

2008年-16年, 连续投资百世,

2015年, 投资圆通速递,

2018年, 投资中通快递

2019年, 投资申通快递。

**图表 2 阿里物流投资版图**

物流模式	公司名称	当前轮次	投资时间	投资轮次	投资金额	投资主体		
仓干配	仓储	心怡物流	C轮	2015.12	B轮	数千万人民币	菜鸟网络	
		快仓		2014.6	A轮		阿里巴巴	
		沃天下	C轮	2017.3	B轮	2亿人民币	菜鸟网络	
	干线运输	卡行天下	沃天下	天使轮	2015.6	天使轮	550万人民币	阿里巴巴、菜鸟网络
			战略投资	2019.1	战略投资	未透露	菜鸟网络	
			2015.9	C轮	亿元及以上人民币	菜鸟网络		
	落地配	Pickupp(香港企业)		2014.5	B轮	亿元及以上人民币	菜鸟网络	
			Pre-A轮	2018.12	Pre-A轮	未透露	阿里巴巴	
		东骏快捷物流	已被收购	2018.8	收购	未透露	菜鸟网络	
		芝麻开门配送	已被收购	2018.3	收购	未透露	菜鸟网络	
		万象物流		2018.3	收购	未透露	菜鸟网络	
			已被收购	2016.6	B轮	未透露	菜鸟网络	
			2012.6	A轮	数千万美元	菜鸟网络		
		黄马甲	已被收购	2018.3	收购	亿元及以上人民币	菜鸟网络	
	晨邦物流	A轮	2013.5	A轮	亿元及以上人民币	阿里巴巴		
晨星急便	A轮	2010.3	A轮	7000万人民币	阿里巴巴			
全流程, 大件	日日顺物流	B+轮	2017.5	A轮	10亿人民币	阿里巴巴		
网络快递	中通快递	已上市	2018.5	战略投资	13.8亿美元	阿里巴巴、菜鸟网络		
		已上市	2016.9	战略投资	7.6亿美元	菜鸟网络		
	百世物流		2015.1	F轮-上市前	5.5亿美元	阿里巴巴		
			2010.11	C轮	数千万美元	阿里巴巴		
			2008.6	A轮	1500万美元	阿里巴巴		
			2008.5	天使轮	1500万人民币	阿里巴巴		
	圆通速递	已上市	2015.5	A轮	亿元及以上人民币	阿里巴巴		
	申通快递	已上市	2019.3	战略投资	46.6亿人民币	阿里巴巴		
快递柜	速递易	已被收购	2017.7	战略投资	4.16亿人民币	菜鸟网络		
即时配送	同城生活	生活半径	D轮	2015.8	C轮	3亿人民币	阿里巴巴	
		饿了么	已被收购	2018.4	收购	95亿美元	阿里巴巴、蚂蚁金服	
				2017.6		10亿投资美元	阿里巴巴、蚂蚁金服	
		2016.4		12.5亿美元	阿里巴巴、蚂蚁金服			
	同城货运	快狗打车	A轮	2018.7	A轮	2.5亿美元	菜鸟网络	

资料来源: 公司公告, 华创证券整理

作为比较来看, 腾讯在物流领域的投资版图, 主要投向了仓干配和即时配送两类模式, 在网络快递领域布局存在空白。

#### 仓干配

**汇通天下:** 腾讯于 2015 年-2018 年, 参与了 G7 汇通天下的三轮投资, 共计投资额达 3.95 亿美元。G7 汇通天下为公路运输平台, 与电商物流交集主要为干线运输。

**满帮:** 2018 年 4 月, 腾讯投资货车帮与运满满合并后的满帮集团, 投资额达 19 亿美元。(注: 腾讯于 2015 年-2017 年, 参与了货车帮的三轮投资, 共计投资额达 3.056 亿美元, 后来货车帮与运满满合并为满帮集团。)

京东物流：2018年2月，腾讯投资了京东物流，投资额达25亿美元，京东物流是仓干配模式的代表，覆盖大小件全品类，具备从干线、仓、落地配全流程的服务能力。

#### 即时配送

腾讯于2014年11月，参与了人人快递的A轮投资及最终收购，投资额达1500万美元，人人快递为即时配送物流模式。

图表 3 腾讯物流投资版图

物流模式	公司名称	当前轮次	投资时间	投资轮次	投资金额	投资主体
仓干配	G7汇通天下	战略投资	2018.1	战略投资	3.2亿美元	腾讯
			2016.03	C+轮	4500万美元	腾讯
			2015.05	C轮	3000万美元	腾讯
	满帮集团	F轮-上市前	2018.04	F轮-上市前	19亿美元	腾讯
	京东物流	A轮	2018.02	A轮	25亿美元	腾讯
即时配送	人人快递		2014.11	A轮	1500万美元	腾讯

资料来源：Wind、华创证券

我们认为从自我维修来看，阿里对于电商物流的投资是在各个环节进行自我升级与加强，不断强化全流程掌控力。

## （二）维度 2：看向竞争对手，从探索到寻求超越

复盘阿里对电商物流投资历程，同样是不断思索如何超越竞争对手的过程。

从淘宝到天猫，阿里面对的竞争对手包括老对手京东以及新崛起的拼多多，我们观察公司在对物流领域的投资，在不同阶段有明显的侧重点，而这一侧重点是在直面与竞争对手的发展。

我们认为可以分为 4 个阶段：

探索电商与快递模式，起于 2008：百世的成立与京东物流的相仿

仓干配→标品→京东商城（2014-2016）

即时配送→高频消费品→美团（2016-2017）

网络快递→非标品→拼多多（2018-2019）

图表 4 阿里物流投资思路分析

电商物流模式	密集投资时间	典型商品品类	竞争对手	需求增长点	竞争对手崛起时间
仓干配	2014-2016	标品：家电、消费电子、书籍、日用品（食品饮料）、母婴用品	京东商城（自营与第三方京东物流配送部分）、网易严选、1号店	升级消费（品类拓展、品质升级）	2014-2016
即时配送	2016-2017	高频消费品（生鲜、餐饮）	美团、京东到家	打通边界（品类扩张、地域缩小）	2016-2017
网络快递	2018-2019	非标品：服装鞋帽、化妆品、饰品、家居（木制品、布艺、园艺）、定制商品、奢侈品、农产品	拼多多、云集	下沉消费（人群扩张、地域拓展）	2018-2019

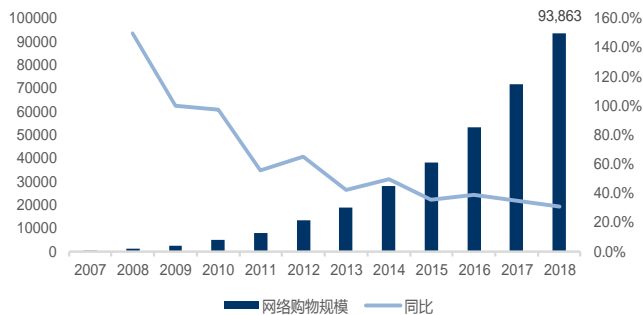
资料来源：公司公告、华创证券整理

### 1、探索电商快递模式，起于 2008：百世的成立与京东物流的相仿

2003年，淘宝网成立，标志电商件业态开启。中国网络购物 GMV 从 2007 年的 520 亿，到 2018 年的 9.4 万亿，复合增速 60%。受此驱动，07-18 年快递业务量从 12 亿件上升至 507 亿件，复合增速 41%，快递行业的主导从商条件转变为电商件。



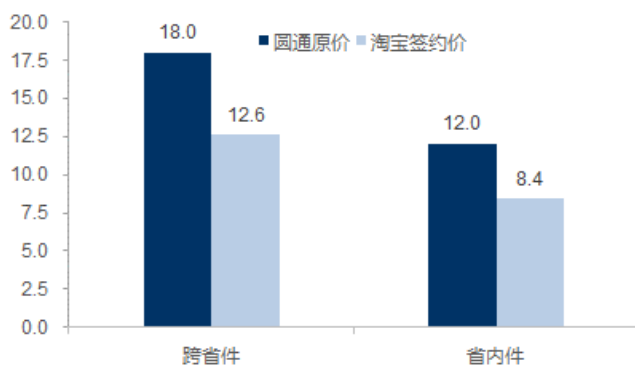
图表 5 网络购物 07-18 年复合增速 60%



资料来源: Wind、华创证券

以圆通为例: 2005 年成为第一家与淘宝签约的国内快递企业, 将快递价格砍掉 1/3。2005-2008 年, 圆通网络的淘宝日均件量从 2000 件暴增到 28 万件, 年均件量 72 万件从 1.02 亿件, 2008 年淘宝件占圆通件量 47%, 从而使得圆通市场份额达 18%, 成功崛起。

图表 7 圆通率先拥抱淘宝件



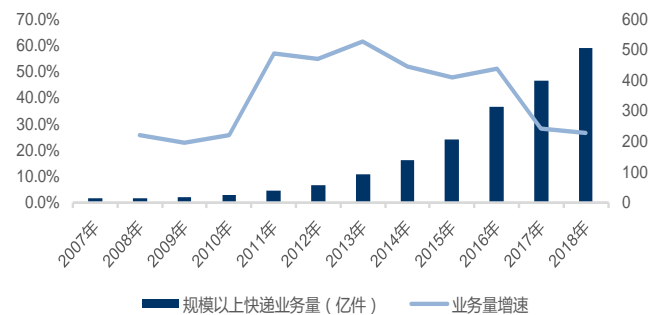
资料来源: Wind、华创证券

电商与快递相互成就, 网购渗透率快速上行, 通达系以创新的加盟制架构和分布式路由承接了淘宝的爆发式单量。但网络快递发展初期的产能冗余不足、网络快递更为复杂的路由, 造成了部分时点、部分节点的网络稳定性不足, 以及信息化程度低, 均影响了物流体验。

这一阶段快递爆仓、快递丢件、快递延误等等负面事件发生较频繁, 虽然事后看主要是线上零售业特征导致 (巨大单量爆发增长、件量淡旺季波动大、长尾性商品直达 C 端导致的物流路由远比线下零售物流复杂), 但当年舆论、电商卖家、消费者多归结于快递的加盟网络和落后管理。

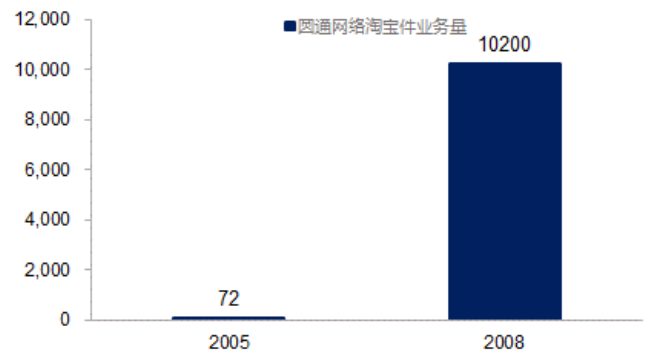
我们划分了 9 个因素中, 其中 4 个因素属于线上零售业本身特质、2 个因素属于物流行业快速发展期面临的共同难题, 仅 3 个因素属于网络快递自身经营管理问题。

图表 6 快递业务量 07-18 年复合增速 41%



资料来源: Wind、华创证券

图表 8 圆通率先拥抱淘宝件, 带来巨大单量增长



资料来源: Wind、华创证券

**图表 9 网络快递发展初期体验不佳原因分析（2009 年-2015 年）**

物流问题表现	物流问题原因	分析	原因归属分析		
			线上零售业	物流行业	网络快递
延误丢失破损	产能冗余不足	单量逐年爆发增长	√		
		单量淡旺季波动大	√		
		品类众多、单品类销量难以预测	√		
		总部对于干线投入不足，直营比例低			√
	先天更为复杂的网状路由	网点控制成本，支线发车间隔和末端派送频次不足			√
		非标长尾商品，产地和销售地分散	√		
	信息化程度低	扁平化供应链，从B端直达C端			√
资本积累不足，难以支撑信息化投入			√		
	物流行业非标程度低，数据积累少，应用难度大		√		

资料来源：公司公告、华创证券

但当时的舆论大多数指向了快递，于是电商自建物流成为了一种探索，最先提出的是京东，并且开始以自建物流作为特色。京东物流在 2007 年上线，百世同样成立于当年，并于 2008 年获得阿里的投资。

我们不妨将两者做一个比较：

**京东物流：**2007 年上线自建仓储，2009 年在 23 个城市建立配送站，2010 年建成华北、华南、华东、西南物流中心，2011 年亚洲一号开工，2012 年获得快递经营许可证，自营干线，2013 年上线极速达，2014 年上线自提站，2015 年开始开放物流服务。

**百世：**2007 年成立，2008 年上线供应链仓储服务，2010 年收购汇通进入快递行业，2012 年收购全际通进入快运，2015 年布局百世店家。

双方几乎同一时间上线，从仓储开始，再到快递，干线运输，几乎是卡在时间节奏，不同的是京东是纯自营，而百世采取的是加盟制的方式。

我们认为，阿里在最初对百世的投入带有对电商自建物流仓干配模式的探索，同时该雏形可视为为 2013 年菜鸟网络的诞生贡献了行业经验。

**图表 10 网络快递发展初期体验不佳原因分析（2009 年-2015 年）**

京东物流大事件		百世集团大事件
2007	京东建成北上广三大物流体系。 京东第一个配送站：潘家园站建立。	百世集团在杭州成立。
2008		创立百世供应链。
2009		获得阿里巴巴和富士康A轮融资1500万美金。
2010	推出211限时达服务。	获得“凝聚力”李宁2008年度合作伙伴最佳质量奖。
2010		收购“汇通快运”，成立“百世汇通”（后更名为“百世快递”）。
2011	京东物流履约订单量突破1亿。	
2012		收购“全际通”，成立“百世快运”。
2013	建成1000个配送站。 推出“极速达”服务。 京东物流服务正式对外开放。	创立百世金融。
2014		
2015	京东上海“亚洲一号仓”正式投入运营。 京东一号自动化分拣中心投入使用。 冷链物流业务正式对外开放。 京东与李宁签署战略合作协议。标志着京东物流线上线下、多平台、全渠道、B2B、B2C、B2B2C一体化物流解决方案全面对外开放。	收购360 Hitao，拓展跨境物流业务。 创立百世国际，拓展服务至美国、德国等地区。 创立百世店加。
2016	京东物流以品牌化运营的方式，全面对社会开放。 大件物流完成中国大陆地区行政区县100%覆盖并对外开放。 成立X事业部，打造智慧仓储物流系统；无人机、无人车、无人仓开始试运营。	创立百世优货。 拓展跨境物流服务至澳大利亚、日本等地区。
2017	京东物流子集团成立。 “京尊达”服务正式推出。 “京准达”服务升级至半小时。	百世集团在美国纽约证券交易所上市，交易代码为BSTI。 百世国际获得中国跨境电子商务专业委员会颁发的中国最具价值跨区域海外仓。

资料来源：公司公告、华创证券

## 2、密集投资仓干配：瞄准京东商城（2014-16）

早期网购用户逐渐进入收入增长长期、智能手机的普及推动网购增长，增量主要来自向上升级型消费，品类拓展从小件拓展至大件，垂直品类从杂牌拓展至品牌。

此阶段商品品类可以承受更高的物流成本，也期待更稳定的物流体验。

京东强势崛起，2014-15年连续两年超过翻倍增长，而阿里GMV增速则是46%与27%，京东GMV与阿里的比重很快从13年的7%提升到了15年的19%，2018年已经相当于阿里的29%。

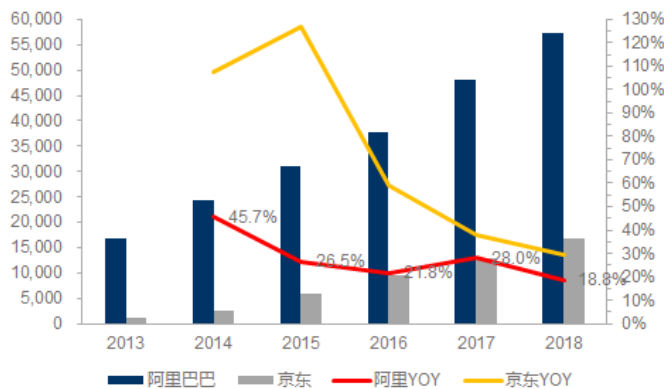
这无疑阿里形成了冲击，阿里商流发展重心从淘宝转向天猫商城以及商城的部分品类（天猫超市、天猫电器）等，与京东强调自身及时、准时的物流特色，阿里开始密集投资仓干配物流企业。

2014：投资心怡物流（仓）、卡行天下（干线运输）

2015：投资沃天下（仓），追加投资心怡物流、卡行天下

2016：追加投资万象物流（落地配）

图表 11 2014-2016 年，阿里竞争对手京东强势崛起



资料来源：公司公告、华创证券

图表 12 阿里与京东 GMV 增长情况对比（2013-2018 年）

	阿里巴巴	阿里YOY	京东	京东YOY	京东自营	京东自营 YOY	京东第三方 (POP)	京东第三方 YOY
2013	16775		1255		670.18	66.2%	584.82	77.4%
2014	24440	45.7%	2602	107.3%	1085.49	62.0%	1516.51	159.3%
2015	30920	26.5%	5906	127.0%	1679.36	54.7%	4226.84	178.7%
2016	37670	21.8%	9392	59.0%	2379.44	41.7%	7012.56	65.9%
2017	48200	28.0%	12945	37.8%	3318.24	39.5%	9626.76	37.3%
2018	57270	18.8%	16768	29.5%	4161.09	25.4%	12606.76	31.0%

资料来源：公司公告、华创证券

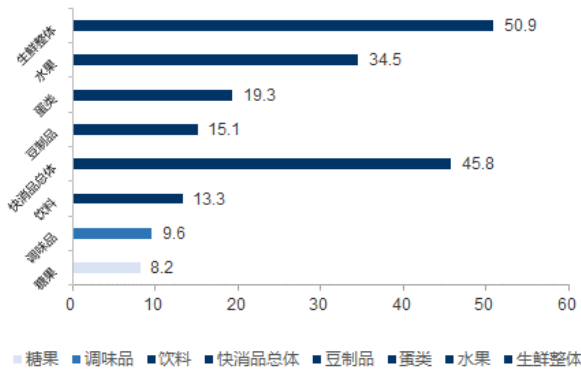
## 3、收购切入即时配送：同城市场瞄准美团（2016-17）

新零售概念，尝试打通线上线下的消费边界，从适合线上销售的品类拓展到适合线下消费的品类。根据零售行业高频带动低频的规律，生鲜和餐饮外卖均具有优秀的聚客效应，无论是对线下商超还是线上电商而言，都具备成为优质流量入口的潜力。

生鲜具有高频、刚需、全人群覆盖的特点，是优质的流量入口。从购买频次看，生鲜整体的购买频次达到 51 次/年，甚至超过快消品总体的消费频次。

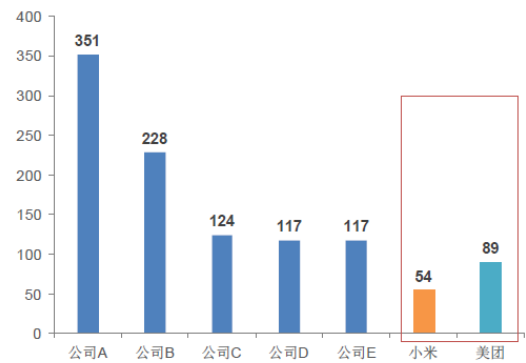
餐饮外卖市场由于刚需、高频的特点，同样具备较大的市场总量和订单量空间。以美团到家（外卖）业务为例，2017 年用户数量达 2.5 亿元，单日业务量达 1120 万单，年度 GMV 达 1710 亿元。

图表 13 生鲜具有高频消费特征



资料来源: Wind、华创证券

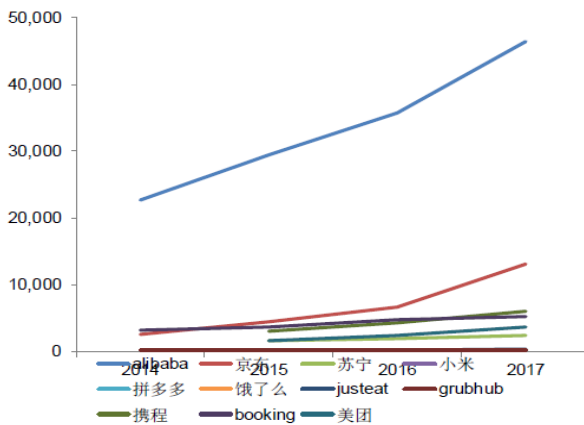
图表 14 2017 年主要互联网公司获取新客月活成本比较 (单位: 元)



资料来源: Wind、华创证券

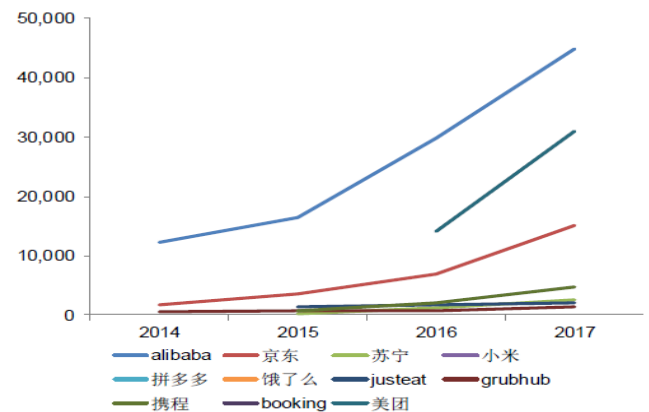
高频低利业务为美团带来了较低的流量成本与获客成本。2017 年, 美团 GMV 达 3572 亿元, 仅次于阿里巴巴、京东、携程、booking; 美团平台 MAU 达 3.1 亿次, 仅次于阿里巴巴。2018 年美团 GMV 达到 5156 亿元, 同比增长 44%。

图表 15 2014-2017 年可比平台 GMV (单位: 亿元)



资料来源: Wind、华创证券

图表 16 2014-2017 年可比平台 MAU (单位: 万)



资料来源: Wind、华创证券

面临美团等本地生活电商的流量入口争夺压力, 和自身的流量红利焦虑, 阿里密集投资了以饿了么为代表的本地生活企业。

2018 年 4 月, 阿里巴巴集团、蚂蚁金服集团与饿了么联合宣布, 阿里巴巴集团将联合蚂蚁金服以 95 亿美元对饿了么完成全资收购。饿了么作为外卖平台, 具备巨大的外卖单量和与之匹配的即时配送物流平台。

京东则推出了京东到家服务, 收购了即时配送企业达达。

以餐饮、生鲜为代表的高频消费品, 迫切需要解决“极速快、准时达、成本省”三个物流痛点。而即时配送物流模式, 以点对点破解这三个难题, 使得物流时效从网络快递时代的 2-3 天、仓干配时代的 1-2 天买入了分钟级时代, 推动电商实现了线上线下的无边界扩张。

图表 17 即时配送物流模式的优缺点对比

	与仓干配相比	与网络快递相比
物流成本	6-8元	点对点路由, 成本低于仓干配, 适应餐饮、生鲜平均客单价
覆盖范围	主要为3公里以内	点对点路由规模效应不如网络快递强, 成本高比网络快递
容纳品类	主要为高频消费品	覆盖半径更小, 并且局限于实体商业支撑区域, 难以拓展县域与农村市场
物流时效-快	极速快	可配送生鲜、餐饮等高频消费品, 但难以覆盖长尾非标品。
物流时效-准	准时达	从快提升至极速快
		从2-3天提升至极速快
		准确率从半天范围精准到分钟级
		从不稳定到精准到分钟级

资料来源: 公司公告, 华创证券

然而, 即时配送的物流模式, 也存在 3 个痛点:

- 1) 覆盖半径更小, 并且局限于实体商业支撑区域, 难以拓展县域与农村市场
- 2) 覆盖品类少, 可配送生鲜、餐饮等高频消费品, 但难以覆盖长尾非标品。
- 3) 物流成本仍然不够低, 尽管成本低于仓干配, 但仍然高于网络快递。

这导致即时配送主要适合于电商上半场的升级市场, 在电商下半场对下沉市场的争夺中, 具备“成本低、覆盖广、品类长尾”的网络快递又发挥了主力作用。

## 二、破局者: 阿里为何有动力?

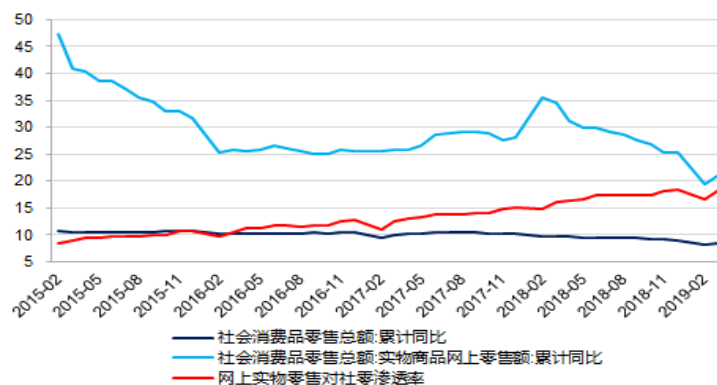
### (一) 下沉市场存巨大红利, 拼多多强势崛起成潜在强力对手

#### 电商行业 16 年起整体增速常态化

社零增速 2015 年跌破 11%, 2018 年跌破 10%, 再放缓至 2019 年 4 月的 8%。

网购实物零售额持续保持高于社零的增速, 但 2016 年起, 电商行业整体增速换挡, 从爆发式增长转为常态化增长, 维持在 20%-30% 左右增速区间。

图表 18 电商整体增速渐趋常态化 (201502-201902)



资料来源: Wind, 华创证券

但下沉市场空间较大, 存巨大红利, 拼多多的迅速崛起是典型案例。

拼多多已在电商行业 GMV 排名第三, 仅次于阿里与京东。通过社交拼团, 单位 SKU 高销量高折扣的模式, 拼多多在剩余流量市场中 (如低线城市和银发群体) 中拥有进一步渗透的优势。用户数量和购买次数会是公司短期驱动因素,



而单价的提升更为长期。

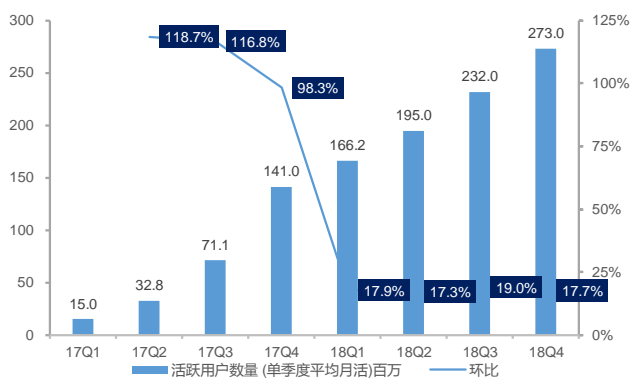
**拼多多的增长:** 2018 年平台 GMV 达 4716 亿元, 同比增长 234%, 相当于阿里的 8%, 京东的 28%。活跃买家数达到 4.19 亿, 同比 71%。

**拼多多 VS 阿里:** 对淘宝的重叠度已经高达 40%。

**对快递单量贡献:** 2018 年产生订单件量 111 亿件, 占行业比重的 21.9% (行业 507 亿件), 平均客单价提升至 42.5 元。

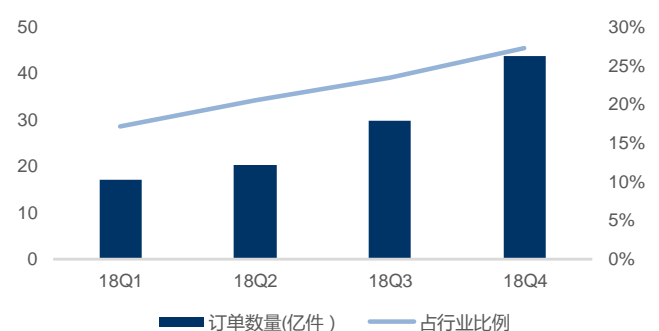
**拼多多的潜力:** 测算 2018 年拼多多单用户贡献 1127 元, 同比增长 102%, 但距离京东 (5130 元) 及阿里 (8854 元) 还有极大的空间。

图表 19 拼多多 GMV (向前滚动一年累计数)



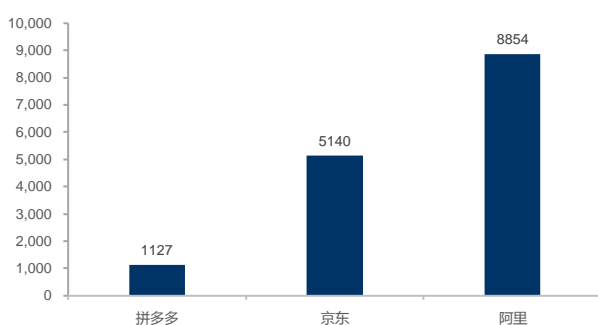
资料来源: Wind、华创证券

图表 20 拼多多贡献快递件量及行业占比 (单位: 亿件)



资料来源: Wind、华创证券

图表 21 拼多多单用户年度支出具备提升空间



资料来源: Wind、华创证券

## (二) 现在为何是投资快递机会?

2018 年网络快递重回阿里物流投资版图核心, 接连投资了中通以及申通快递。

目前在快递中阿里投资的龙头上市公司包括: 百世 (26.5%)、圆通 (阿里 11.1%+云峰创投 6%)、中通 (7.3%)、申通 (14.65%, 尚需证监会通过), 仅韵达未入股。

图表 22 阿里对快递投资

公司名称	投资时间	投资主体	持股比例	公司市值	持股市值
百世集团	2008年起	阿里	26.5	119	32
圆通速递	2015年	阿里创业	11.1	379	42
		云峰创投	6.0	379	23
中通快递	2018年	阿里	7.3	980	72
申通快递	2019年	阿里	14.7	375	55

注：阿里对申通的投资尚需证监会最终通过

资料来源：Wind、华创证券

我们认为对于阿里而言，当前是继续投资快递较为理想的时点，原因如下：

其一：通达系整体已经构成成本护城河，龙头集中可尽享电商红利。

其二：阿里的技术与生态赋能可以提高效率，通过进一步强化电商与快递的关联，增强自身对于竞争对手的优势

其三：不排除在进一步整合过程中，打造快递航母级企业，降本增效，同时均衡价格关系。对快递以及整个行业带来利润率向上拐点。

### 1、通达系整体已经构成成本护城河，龙头集中可尽享电商红利

此前我们提出当前阶段，电商快递驱动核心仍是“以量为先”，通达系整体已经构成成本优势护城河。系因性价比是电商快递的核心竞争力，电商快递企业将有望进入良性量价循环：降价→业务量增加→单位成本下降→降低价格，其中一方面百世为代表的低价竞争策略的后来者因规模优势难以充分再现，未来也难有新公司出现，新进入者的威胁降低，另一方面一级市场对快递行业的融资热度也趋于下降，通达系作为整体已经构筑了一定程度的成本优势护城河。

#### 龙头集中趋势明显：通达系市占率 16 年后见底回升，18 年起加速上行

在《复盘通达系快递》报告中，我们提出：看过往，城头变幻大王旗。

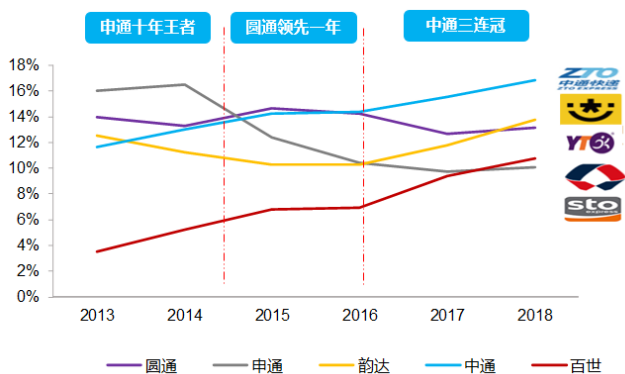
2014 年之前申通十年王者，2015 年圆通取而代之，2016-18 年的中通三连冠，同时 18 年韵达从通达系小弟追至榜眼，百世超越了申通。

2018 年，中通市占率 16.8%、韵达市占率 13.8%、圆通 13.1%，申通 10.1%、百世 10.8%。

2019Q1，中通市占率 18.6%、韵达 14.7%、圆通 13.6%、申通 10.5%、百世 11%。

通达系市占率达到 57.5%，加百世 CR6 达到了 68.5%。

图表 23 电商快递市占率变化



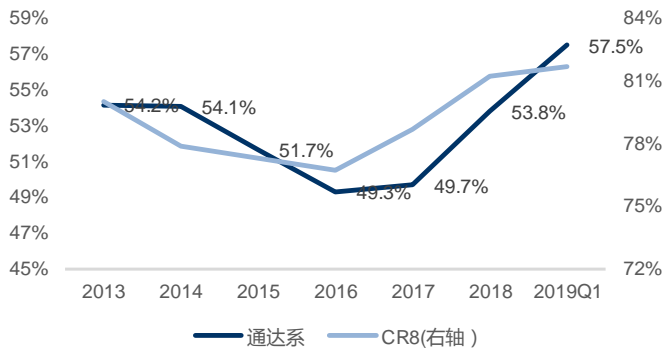
资料来源：Wind、华创证券

图表 24 13-18 业务量前两名

	市占率第一	市占率	市占率第二	市占率	差距
2013	申通	16.0%	圆通	14.0%	2.0%
2014	申通	16.5%	圆通	13.3%	3.2%
2015	圆通	14.7%	中通	14.3%	0.4%
2016	中通	14.4%	圆通	14.3%	0.1%
2017	中通	15.5%	圆通	12.6%	2.9%
2018	中通	16.8%	韵达	13.8%	3.0%

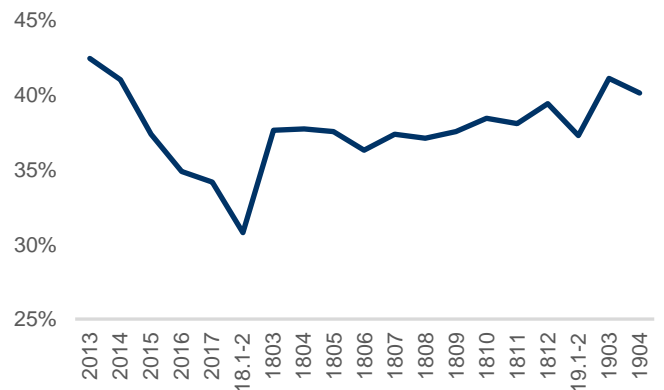
资料来源：Wind、华创证券

图表 25 通达系与 CR8



资料来源: Wind、华创证券

图表 26 二通一达月度市占率表现



资料来源: Wind、华创证券

图表 27 2018 年以来, 中小快递企业的融资活跃度下降

公司	近况
安能物流	创建于 2010 年 6 月, 在 2013 年接连获得红杉资本和华平资本的 A、B 轮融资;2014 年, 华平投资集团继续追加投资 5000 万美元;2015 年, 凯雷、高盛和华兴增资安能 1.7 亿美元;2016 年, 鼎辉投入 1.5 亿美元后, 此后无安能物流融资的消息。
全峰快递	2018 年 3 月, 全峰快递出现个别地区网络瘫痪、分拨停工、员工讨薪等新闻。7 月 11 日, 北京二中院执行法官对北京全峰快递有限责任公司进行强制执行。此后无全峰快递融资的消息。
快捷快递	2018 年 5 月, 快捷快递发布《关于快捷快递近期重组情况的公告》。此后无快捷快递融资的消息。
国通快递	2018 年, 根据《每日经济新闻》报道: 在安徽、四川等地, 出现了部分国通末端网点暂停运营的现象。
远成物流	2018 年 11 月, 供销大集公告终止发行股份收购远成物流股权。
如风达	为达到战略转型, 2019 年 3 月 11 日起暂停公司部分业务。

资料来源: 运联传媒、物流沙龙、每日经济新闻, 华创证券整理

将通达系作为一个整体来观察, 会发现:

2013-2018 年, CR8 从 80% 先降至 16 年的 76.7%, 而后升至 18 年的 81.2%,

通达系整体市占率则由 54.2% 降至 16 年的 49.3%, 而后升至 54%,

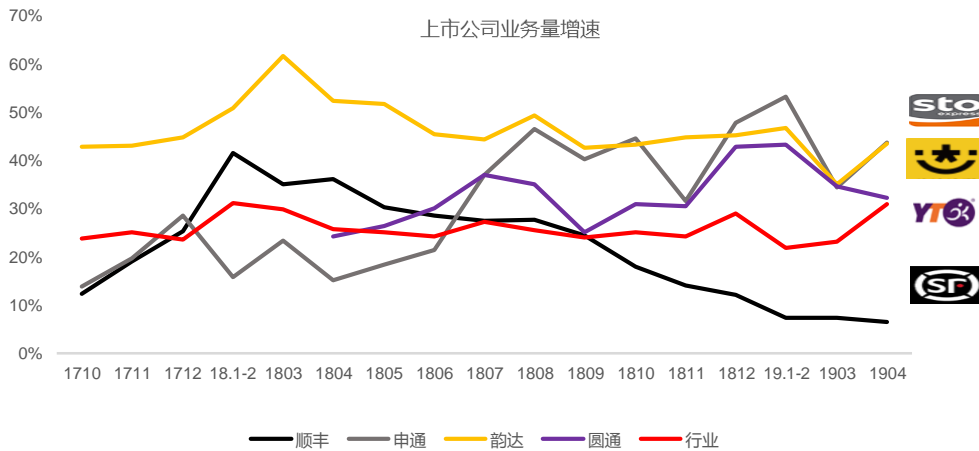
两者的趋势相同, 而 16 年开始出现集中度提升的拐点, 一个重要因素是通达系在 16 年纷纷登陆资本市场, 最晚的中通在 2016 年 10 月上市。

**这轮提升中, 通达系较低点提升 6.7 个百分点, 而 CR8 提升 4.5 个百分点, 通达系的提升超越 CR8。**

**2019 年更为明显, 龙头增速远超行业, 1-4 月累计增速看申通 (44.8%) > 韵达 (42.1%) > 圆通 (37.2%) > 行业 (24.8%) > 顺丰 (7.1%)**

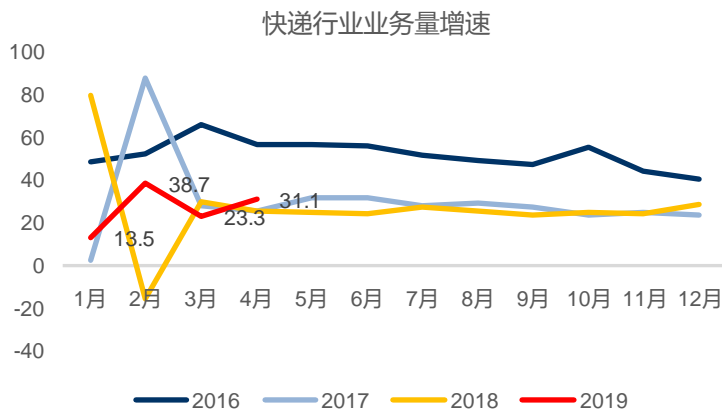
**2019 年 4 月, CR8 达到 81.5%, 同比提升 0.4, 较 18 年底提升 0.3 个百分点; 二通一达市占率 40.2%, 较 18 年底及去年同期分别提升 0.7 及 2.2 个百分点。其中, 韵达 4 月市场份额 16.1%、圆通 14.5%、申通 10.5%。较去年同期分别提升 1.4、0.1 及 0.9 个百分点。**

图表 28 上市公司业务量增速（17 年 10 月-19 年 4 月）



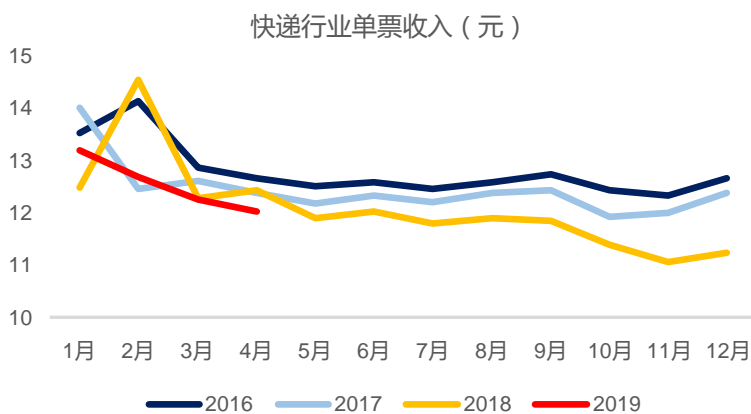
资料来源: Wind、华创证券

图表 29 行业业务量增速



资料来源: Wind、华创证券

图表 30 行业单票收入变化



资料来源: Wind、华创证券

**图表 31 2019 年 1-4 月业务量及收入增速**

公司业务量 (亿件)						
	当月值	份额	同比	超额增速	累计同比	
顺丰	3.25	6.6%	6.6%	-24.5%	7.1%	
申通	5.16	10.5%	43.7%	12.6%	44.8%	
韵达	7.92	16.1%	43.5%	12.4%	42.1%	
圆通	6.68	13.6%	32.3%	1.2%	37.2%	
全国	49.20		31.1%		24.8%	
公司单票收入 (元/件)						
	当月值	同比	环比	累计	累计同比	
顺丰	23.76	4.5%	1.9%	23.73	5.8%	
申通	3.30	4.8%	-6.3%	3.43	0.9%	
韵达	3.22	94.0%	-2.4%	3.38	84.9%	
圆通	3.11	-11.6%	-4.6%	3.28	-10.8%	
全国	12.04	-3.3%	-1.7%	12.51	-1.6%	
公司收入 (亿元)						
	当月值	同比	环比	累计收入	累计同比	
顺丰	77.22	11.3%	-5.7%	310.20	13.3%	
申通	17.03	50.2%	-6.5%	61.46	46.1%	
韵达	25.49	178.9%	-1.2%	86.98	162.7%	
圆通	20.76	16.9%	-9.4%	76.28	22.4%	
全国	592.50	26.8%	-0.6%	2135.40	22.8%	

资料来源: Wind、华创证券

## 2、技术与生态赋能提高效率，强化电商与快递，增强竞争优势

**网络快递为新零售与新物流最佳结合点。**物流效率提升才能支撑零售业运转效率提升。从业务能力来看：网络型快递公司具备稀缺的全国性大网基础，在干线运输、干线分拨、末端派送等各业务环节均具有强大优势，已经是全程物流提供商，在发展云仓、跨境、同城配送等新业务方面，具备良好的网络基础和物流运营经验。

通达系快递与阿里的紧密协同，有助于积极参与阿里生态圈的新业务，包括发展生鲜业务和仓干配业务的重要合作伙伴。

对于快递公司而言，阿里的数字化技术能力能够为快递企业重新设计快递路由、提升快递收寄端口安全系数；阿里后台系统和快递公司连网及数据共享后，还可更快地分配给快递员业务，提升效率、降低经营成本。

由于快递是完成电商购买到交付消费者的最后环节，电商与快递更为紧密的合作与共建，将直接提升电商平台的竞争优势及影响力。

## 三、能否求得行业最优解？

我们认为当前阿里投资快递的第三个因素在于：不排除在进一步整合过程中，打造快递航母级企业，降本增效，同时均衡价格关系，这将对快递以及整个行业带来利润率向上拐点。

### (一) 成本端存提效空间

过往，通达系快递与电商的结合中，实现了“巨大单量+高效运营”的经营奇迹。但从通达系个体看，巨大单量和激烈竞争的驱动下，各公司均致力于提升经营效率，规模效应充分发挥，但从整体看，规模效应远未到顶，快递网络存在产能冗余与重复。



**图表 32 2018 年可比成本口径比较**

	圆通	申通	韵达	中通
<b>单票快递业务成本 (扣除派费)</b>	<b>1.66</b>	<b>1.59</b>	<b>1.22</b>	<b>1.11</b>
Vs中通	50%	43%	10%	
<b>单票面单</b>	<b>0.03</b>	<b>0.05</b>	<b>0.00</b>	<b>0.06</b>
<b>单票中转</b>	<b>1.64</b>	<b>1.54</b>	<b>1.22</b>	<b>1.05</b>
其中: 单票运输	0.80			0.68
单票分拨	0.84			0.38
<b>单票毛利</b>	<b>0.42</b>	<b>0.53</b>	<b>0.50</b>	<b>0.70</b>

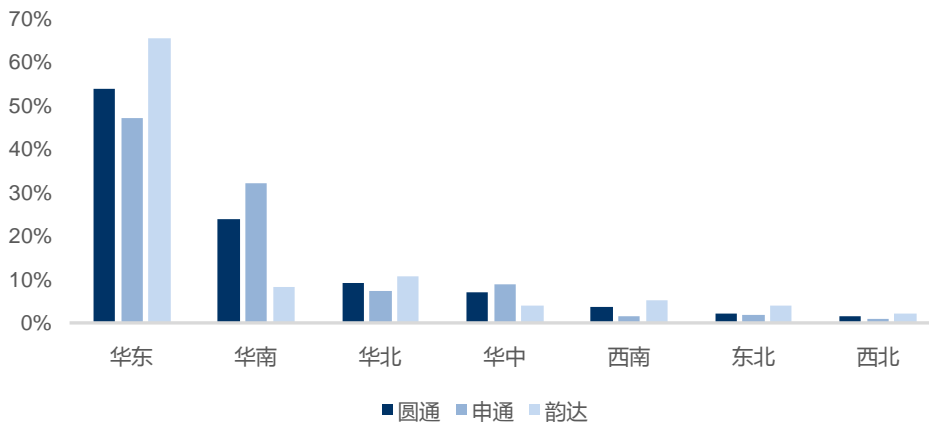
资料来源: Wind、华创证券 (中通按照转运中心口径做了调整)

从成本看, 中通作为行业领军公司, 单票成本仅 1.11 元, 领先韵达 10%, 而申通、圆通则差距较大, 因此行业在成本端整体而言, 存在明显的提升空间。

### 1、区域分布不均衡存在提效可能

中国特殊的经济地理分布, 导致区域间收、发件量差异, 而通达系作为一线快递, 必须进行全国性布局, 低密度区域与高密度区域的转运件量先天不对称, 使得规模效应打折。而公司初始禀赋、发展路径、后续竞争, 导致同一区域各公司股份差异, 加剧了各公司区域间件量分布不均衡, 加进一步限制了规模效应发挥。

**收入分布的不均衡:** 通达系快递 (圆通、申通、韵达), 华东收入占比平均超过 50%, 其中韵达华东区占比达 65%, 而华东+华南已经占据了圆通 78%、申通 79%、韵达 74%。

**图表 33 通达系快递的分区域业务收入分布**


资料来源: 华创证券整理

假设行业进行整合, 不会改变整体件量的分布, 但对每个区域而言, 可以提升各区域的件量密度。

对于较低密度区域, 有望提升转运效率, 提升规模效应; 对于较高密度区域, 则可以精简中转次数, 实现直跑路由。最终通达系有望实现“天量规模+极致效率”的状态。

### 2、干线中转存整合空间

中转效率主要包括网络结构与转运中心数量、自动化分拣设备应用程度、是否允许加盟网点直跑等。

提升的前提之一是转运中心直营比例，直营比例高，才能推动网络结构优化、转运中心数量灵活增减、加大自动化线应用。申通 2018 年起进行转运中心直营化，截止 2018 年底自营比例达到 88.2%，预计 2019 年达到 92% 之上的比例。当前直营化比例中通>韵达>圆通>申通，即意味着行业的转运中性直营比例已经处于较高的水平。

我们观察 2018 年转运中心部分，韵达自营 55 个，圆通自营 67 个，申通 68 个中自营 60 个，单个转运中心处理量，韵达 1.27 亿件>圆通 0.99 亿>申通 0.75 亿，可见

- 1) 转运中心直营比例差异导致自动化分拣等程度不同，从而使得单个转运中心效率存在差异
- 2) 鼓励直跑的韵达相当于单个转运中心的处理能力更强。

**图表 34 通达系快递转运中心分布（2018）**

	申通	韵达	圆通
华东	27	31	
华南	9	6	
华北	6	10	
华中+西南	16	8	
东北	5		
西北	5		
<b>合计</b>	<b>68</b>	<b>55</b>	<b>67</b>
<b>单个处理量</b>	<b>0.75</b>	<b>1.27</b>	<b>0.99</b>

资料来源：公司公告，华创证券

**自动化分拣线：**参见上表对转运效率提升效果十分显著，同时对成本节省亦有很大帮助。

以行业龙头公司为例：每条分拣线 35-40 个人，和全人工操作相比，同等效率（件量和时间）可减少 100 个人工。一条分拣线成本约 500 万，以一个人工成本 5 万/年计算，一年可节约人工成本 500 万，分拣线的成本大约一年就可以收回。自动化分拣线对降低分拣导致的破损率、提升准确性、时效性也非常显著。

**加盟商直跑：**件量充足情况下，可以减少中转次数、压缩路线、显著提升时效。虽然公司对这部分业务对应减少了中转费收入，但对网点节约成本、提升客户体验感都有较大帮助。韵达从 14 年底鼓励加盟商自跑，目前自跑业务量约 10%。

因此从转运的角度而言，落后者的处理能力存在提升空间，而从全国网的角度看，按标准是经历若干个分拨中心周转，就不可避免的有绕行成本以及卸货装货的额外成本，但在区域规模足够后，可以尽量少周转，提高直达效率，这也是韵达直跑的经验。

### 3、运输存在转载率提升的空间

运输效率取决于自有运力比例、大车使用比例、信息化与智能化路由应用程度。

各公司干线运输均使用自有运力与外包运力相结合，中通自有运力占比最高，自有车辆数量超过 3200（高于两通一达自有车辆总和），大约处理 60% 的件量。

大车使用比例与自有运力比例相关联，自有运力比例最高的中通也有最高的大车使用比例，公司共有 1145 辆高运力牵引车（每公里约节省 2.1 元）。大车使用比例：中通>韵达>申通>圆通。

以披露运输成本的圆通与中通测算，圆通单票运输成本超过中通 18%。

但目前各公司转载率均不满载，同时发往中西部地区车辆的回程通常装载率较低，若整合存在提效空间。

#### 4、加盟商存整合空间

加盟商的场地存在缺口，而加盟商资本开支意愿、资本开支能力均低于总部，导致加盟商数量增速和单个产能扩张增速都在放缓。

##### 1) 加盟商的场地缺口：

a.总供给减少：旧城区、城中村拆迁改造和违章建筑的拆除，使得场地供给减少。

b.有场地但不愿意租给快递：快递车辆人员进出频繁，在小区、街道容易被投诉，快递货物较多，消防隐患高。

c.快递操作对场地有要求：方便货车进出，必须是一楼，整块场地面积足够大（日均进出港件量 6000 件，对应面积 400-1200 平，日均进出港件量 20000 件，对应面积约 1600-2600 平）

d.快递场地面积要求逐年增长：业务量每年都是 30% 以上的增长，业务量上了一定台阶后需要扩大场地，而部分加盟商难以找到合适的新场地，原有场地也面临搬迁的风险。

##### 2) 加盟商的资本开支意愿弱于总部：

近 5 年行业终端价格复合跌幅为 -6%，根据我们草根调研了解和媒体报道，近年加盟商利润率比较薄，业务量增加再扩大投资的意愿不是很强。快递区域经营权的转让价格侧面反映了从业者及相关方对于未来的盈利预测判断和资本开支意愿，该价格从 14 年开始逐渐走低。

##### 3) 加盟商的资本开支能力弱于总部：

以三通一达加盟商平均处理件量计，假设单票毛利为 0.5 元，则三通一达平均单个加盟商年毛利为 90-110 万元，假设单票揽件毛利为 0.2 元，则三通一达平均单个加盟商年揽件毛利为 37-46 万元。加盟商购置车辆、设备、支付场地租金等需要扩大产能的投入相对于该毛利规模，是一笔不低的开支。加盟商多数是小微企业，融资渠道有限。

图表 35 加盟商平均处理量、个数变化（2018 年）

	加盟商个数	加盟商个数增长	单个加盟商业务量(万)	单个加盟商揽件量增长	全网业务量增长
圆通	3604	20%	185	9.6%	31.6%
中通	2223	20%	230	8.9%	31.1%
韵达	3464	3%	202	44.4%	48.0%
中通	4500	18%	189	15.7%	37.0%

资料来源：公司公告、华创证券

## （二）价格存在均衡可能

我们在中期策略中提出：市场对于电商快递的中期担忧集中在竞争环境与价格战，我们可以畅想，如果阿里对于物流的布局成为一个行业变数，不仅仅在于业务优化，更广泛的在于业务与价格联盟，那么行业的估值还可以上行。

### 通达系价格水平的预测：预计未来数年单票价格的终极降幅在 3.5-11.5% 之间

2018 年快递行业终端单票价格 11.91 亿元，其中国内件（同城及异地）为 8.09 元，商务件约 22 元左右，我们测算国内电商件终端价格在 5.5-6 元区间。

我们以包含派费的口径来测算，预计通达系含派费单票收入约 3.4 元，此前我们假设行业价格战的边界会在 0.12-0.39 之间，即百世为代表的二线快递单票毛利至圆通可承接的最大毛利变动，相当于终端价格降低 3.5%-11.5%（不考虑

成本端的变化)。

但从阿里角度看,我们认为快递的价格进入均衡是更为合适的,即因过高的价格不利于电商业务的发展,而过低的价格则必然影响终端消费者体验,亦不利于电商发展。因此我们认为阿里如果加强对快递物流的投资,核心变化还在于或使得行业价格达到均衡,而并不会持续无边界的价格竞争。

这种演绎我们预计可分为两条路径:

其一阿里对于 CR5 (通达+百世) 具备了强话语权,则对其价格进行合理化引导,达成均衡

其二阿里对于 CR5 中部分公司具备强话语权,视为阿里系,另一部分视为另一体系,则现在的 5 家龙头公司的竞争也将化为两方或三方之间的竞争,格局也将得以优化。

## 四、投资建议

### 1、业务量处于景气区间:预计通达系 2021 年占比可由 18 年的 54%提升至 69%

2019 年 1-4 月行业业务量增速 24.8%,其中 4 月增速达到 31%,为 17 年下半年来首次回到 30%以上,整体处于景气区间,龙头集中趋势明显。

假设 2019-2021 年行业增速分别为 22%、21%、20%,同时假设商条件增速分别为 8%、9%及 10%,则电商件增速为 24.3%、22.7%及 21.3%,

同时我们预计通达系整体增速较行业分别高出 15、10 及 7 个百分点,

则 2019-2021 年行业件量分别为 619、748 及 898 亿件,通达系业务量分别为 374、490 及 622 亿件,占行业比重则分别为 60.4%、65.4%及 69.2%。

图表 36 快递行业业务量预测

亿件	2018	2019E	2020E	2021E
<b>行业业务量</b>	<b>507</b>	<b>619</b>	<b>748</b>	<b>898</b>
增速	26.6%	22%	21%	20%
其中:电商件	436	542	665	806
增速		24.3%	22.7%	21.3%
其中:商条件	71	77	84	92
增速		8%	9%	10%
<b>通达系</b>	<b>273</b>	<b>374</b>	<b>490</b>	<b>622</b>
增速		<b>37%</b>	<b>31%</b>	<b>27%</b>
通达系占比	54%	60.4%	65.4%	69.2%

资料来源: Wind、华创证券

### 2、通达系市值的区间预测

假设三年后行业单票价格降低到前述水平,介于 3-3.28 元之间,

我们做分类假设,分别降幅 0、3.5%及 11.5%,

2021 年通达系整体收入将分别为 2114、2040 及 1831 亿元,考虑净利率水平在 10%左右,即与 FDX Ground 业务类似,利润分别为 211、204 及 187 亿元,(因口径不同,2018 年申通、圆通净利率水平分别为 12%、7%)

给与行业 20 倍 PE,则通达系市值水平应于 3741-4228 亿,当前市值 2400 亿元,较当前 56%-76%空间。

相当于年均 19-25%的空间。

而若行业发生整合,则一方面净利率水平有望得以进一步提升,每提升 1%,则推动通达系整体利润提升 16 亿左右,另一方面估值有望得以提升。

**图表 37 通达系空间测算**

价格				通达系			市值		空间
价格	降价	降幅	单票价格	业务量 (亿件)	收入(亿元)	净利润 (亿元)	20倍PE	当前市值	20倍PE
	0	0	3.40		2115	211	4230		76%
3.4	0.12	3.50%	3.28	622	2041	204	4082	2400	70%
	0.39	11.50%	3.01		1872	187	3743		56%

资料来源: Wind、华创证券

### 3、真正快递航母级企业的诞生或提速

国家邮政局发布的《快递业发展“十三五”规划》提出，在产业能力上快递市场规模要稳居世界首位，到 2020 年快递业务收入达到 8000 亿（注：2018 年已经达到 6000 亿）；**要积极打造“快递航母”**，形成三到四家年业务量超百亿件（注：2018 年中通 85 亿、韵达 70 亿、圆通 67 亿，申通 51 亿，百世 55 亿件）或年业务收入超千亿元（注：2018 年顺丰 909 亿收入）的快递企业集团；培育两个以上具有国际竞争力和良好商誉度的世界知名快递品牌。

我们认为在当前世界环境下，我国打造真正意义快递航母级企业将或提速。看好快递行业发展，重点关注估值较低、业务量提速显著的申通快递（18 倍 PE）、优势领先的韵达股份以及关注成本改善空间大的圆通速递。

## 五、风险提示

经济大幅下滑导致行业业务量下滑，竞争格局恶化导致价格战幅度加大。



## 交通运输组团队介绍

### 组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2015年金牛奖交运行业第五名，2017年金牛奖交运行业第五名。

### 分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

### 研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

### 助理研究员：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500