



龙头竞争 剩者为王

投资要点

- **电商经济的大国红利+快递行业的规模效应：诞生千亿行业龙头的优质赛道。** 行业需求属性决定低价电商件/中高端品牌件两条差异化赛道。中国的电商红利尚未完结，行业的集中和垄断亦未完成，我们对快递行业长期乐观。
- **电商增速换挡，中长期高成长的确定性依旧稀缺。** 将社零中难以电商化的餐饮收入、汽车类和石油及制品类零售额剔除，可电商化商品占社零总额的73.4%，以这部分为基数计算出2018年中国实际电商渗透率约为25.1%，考虑电商渗透率达到50%的理论极限水平，则行业发展仍然具备翻倍空间。但短期来看，2019Q2电商增速或为今年年内的高点。
- **行业格局：电商件市场龙头初显，品牌件市场格局稳定。** 非一线快递企业确定性退出竞争，行业的集中度仍将进一步提升，但是表现集中度的提升并不会带来行业ASP水平的上升，原因系一线快递之间的竞争目前仍处于非稳态，阿里的深度介入或将延长行业出清、形成寡头垄断所需的时间。
- **行业趋势：龙头竞争，剩者为王。** 我们认为通达系内部的竞争已经由群雄混战的竞速阶段进入了领跑者梯度鲜明的长跑阶段。围绕成本这一竞争的灵魂，降低成本短期看管理策略、中期看产能投资、长期看规模效应。
- **投资策略：**
 - ①**电商快递凭借强规模效应是享受大国电商经济红利的最佳标的。** 预计2023年电商件的总件量1004亿件，对应CAGR为18.8%，考虑电商件ASP年降幅略超成本降幅，预计届时平均单件净利润为0.3元（2018年三通一达加权单件净利润为0.404元），电商件市场利润约301亿元，稳态格局下给予20X市盈率对应6020亿市值，对应当前五大公司合计2738亿市值仍有120%空间，对应CARG为17.1%。我们倾向于认为在持续的温和价格竞争之下，不同管理水平、成本禀赋的公司在市场份额的争夺中会出现分化。
 - ②**相对稳态的电商件快递行业可能表现出三个结构性特征：**①两家龙头公司合计占据50%以上电商件市场份额、剩下三家各占据15%左右。②稳态后行业恶性价格战风险出清，行业主要玩家不再为价格战囤积现金，公司的有效经营资产的占比提升从而带来资产周转率的提升。③最优秀的龙头企业基于杰出的管理能力，敢于提升财务杠杆水平，进一步提升公司ROE水平。A股推荐韵达，关注顺丰、申通、圆通和德邦。
- **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		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002120	韵达股份	34.4	买入	1.60	1.53	1.80	21.50	22.48	19.11
002468	申通快递	26.7	买入	1.34	1.38	1.63	19.91	19.33	16.37
600233	圆通速递	12.8	增持	0.67	0.80	0.89	18.90	15.94	14.33

数据来源：聚源数据，西南证券

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：chzh@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	116
行业总市值(亿元)	22,965.46
流通市值(亿元)	21,030.58
行业市盈率TTM	17.19
沪深300市盈率TTM	12.1

相关研究

1. 快递行业11月数据点评：看好电商系快递需求的韧性 (2018-12-23)
2. 交运行业2019年投资策略：跑赢滞涨，寻找护城河 (2018-11-26)

目录

1 快递行业复盘：具有中国特色的世界奇迹	1
1.1 中国快递——大国经济与规模经济的体现	1
1.2 他山之石——对比美国，快递的中国特色	4
2 行业需求：需求增速换挡，但行业天花板仍旧够高	6
2.1 需求属性：电商件“两低一高”，品牌件“两高一低”	6
2.2 电商红利尚未褪去，行业处于增速换挡期	7
2.3 对流量红利持谨慎态度，保守预计 2023 年行业空间 1200 亿件	10
2.4 2019 上半年行业增速略超预期，2019Q2 增速或是年内高点.....	13
3 行业格局：电商件市场龙头初显，品牌件市场格局稳定	14
3.1 成本是行业竞争的灵魂	14
3.2 电商件市场龙头初显，品牌件市场格局稳定	15
4 行业趋势：龙头竞争，剩者为王	18
4.1 成本效率——关键要素	18
4.2 产能建设——竞争王牌	21
4.3 管理策略——优质基因	24
5 投资建议：电商系快递板块是否值得买入？	26
5.1 快递系电商产业链核心资产，买入行业成长空间的确定性.....	26
5.2 行业逐步演进至稳态，买入头部公司的优秀管理及杠杆率提升带来的 ROE 提升	26
6 风险提示	27

图 目 录

图 1: 中国快递行业发展历程	1
图 2: 过去十年全国快递业务收入	1
图 3: 过去十年全国快递业务量	1
图 4: 中国网上零售额已是世界第一	2
图 5: 2018 年公路货运板块市场规模	2
图 6: 2018 年公路货运板块市场规模	2
图 7: 快递和电商龙头企业市值 (亿元人民币)	3
图 8: 拼多多爆款纸巾收入、成本和利润结构 (单位: 元)	3
图 9: 2018 年公路货运板块市场规模	3
图 10: 我国快递市场业务量拆分 (亿件)	4
图 11: UPS 的 B2C 业务占比约 50%	5
图 12: 美国快递单价远高于中国 (元)	5
图 13: 2018 年美国快递龙头市场份额	5
图 14: 2019Q1 中国快递龙头市场份额	5
图 15: 美国快递龙头并购扩张路径	6
图 16: 中国快递龙头尚处在产品扩张的初期阶段	6
图 17: 电商件和品牌件的需求属性	7
图 18: 电商件和品牌件对价格和服务的敏感度不同	7
图 19: 快递需求的影响因素	7
图 20: 电商平台下农产品供应链物流模式	8
图 21: 2018 年社会商品零售额构成	8
图 22: 电商渗透率测算 (剔除餐饮、汽车、石油)	8
图 23: 全国分地区快递业务量占比	9
图 24: 全国分地区快递业务量增速	9
图 25: 2018 年快递公司分地区主营业务收入占自身总营收的比例	9
图 26: 电商企业年度 GMV 及增速 (十亿元)	10
图 27: 拼多多分季度 GMV 及增速 (十亿元)	10
图 28: 拼多多快递贡献量占全国快递量的比重	10
图 29: 拼多多贡献了 2018 年快递增量的 6 成	10
图 30: 我国网民和网购用户规模	11
图 31: 我国网购使用率	11
图 32: 电商企业年活跃用户数及增速 (百万人)	11
图 33: 实物商品网上零售额累计值及增速	12
图 34: 预计 2023 年行业需求空间 1200 亿件	13
图 35: 全国快递业务量增速换挡, 2019Q2 增速是近期高点	13
图 36: 快递行业内部是一片红海	14
图 37: 成本降低可以使公司进入到正向循环当中	14
图 38: 规模效应是快递公司竞争的护城河	14
图 39: 快递公司的两种商业模式——加盟制与直营制	15

图 40: 快递行业 CR5 不断提升.....	15
图 41: 一季度全行业快递增量绝对值低于通达系 (亿件)	15
图 42: 三通一达+百世近年快递业务毛利率	16
图 43: 三通一达+百世近年归母净利润	16
图 44: 快递公司市占率排行榜差距变化	16
图 45: 中通快递单票价格不断下降 (元)	16
图 46: 中高端电商件市场集中度测算	17
图 47: 商务件市场集中度测算	17
图 48: 国际件市场集中度测算	17
图 49: 2018 年通达系快递公司单件成本构成 (元/件)	18
图 50: 韵达单件中转成本拆分 (元/件)	19
图 51: 快递公司单件成本曲线	20
图 52: 成本曲线学习阶段	20
图 53: 快递公司成本与产能投资强度的关系	21
图 54: 2018 年末单件快递占用长期资产的账面金额 (元)	21
图 55: 加盟制快递公司产能建设发展历程	22
图 56: 快递公司年末土地使用权账面价值	22
图 57: 快递公司年末房屋及建筑物账面价值	22
图 58: 快递公司年末运输设备账面价值 (亿元)	23
图 59: 快递公司单件运输成本 (元/件)	23
图 60: 中通卡车拥有量及结构 (辆)	23
图 61: 快递公司年末机器设备账面价值 (亿元)	24
图 62: 快递单票中心操作成本 (元/件)	24
图 63: 前五大客户销售额占比	25
图 64: 韵达日均发车次数占比 (除自有车队外)	25
图 65: 韵达的精细化管理	25
图 66: 头部快递企业 2018 年归母净利率水平	26
图 67: 头部快递企业 2018 年末资产负债率水平	26

表 目 录

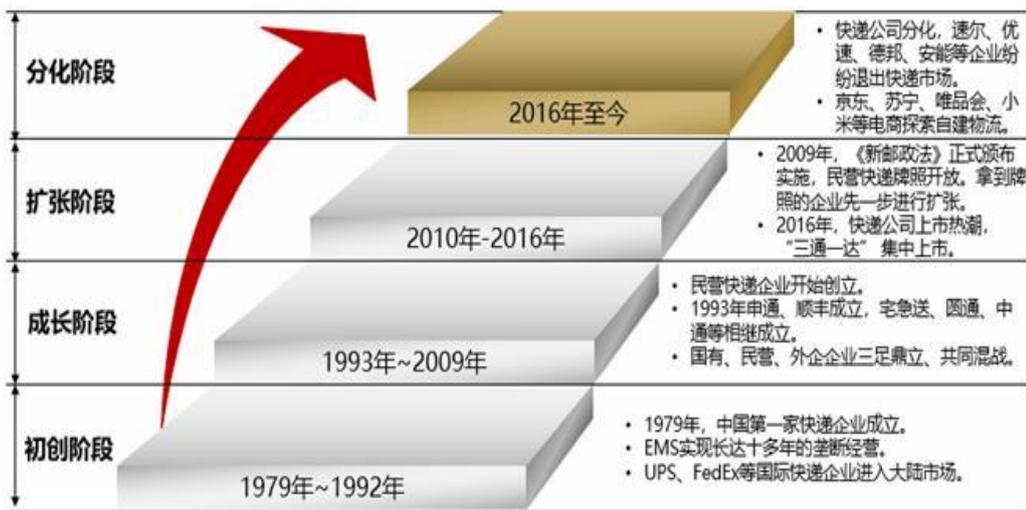
表 1: 电商件与品牌件分类	6
表 2: 未来五年实物商品网上零售额及行业空间测算	12
表 3: 固定成本和可变成本	19
表 4: 快递上市公司转运中心概览	22
表 5: 快递公司的管理细节	24

1 快递行业复盘：具有中国特色的世界奇迹

1.1 中国快递——大国经济与规模经济的体现

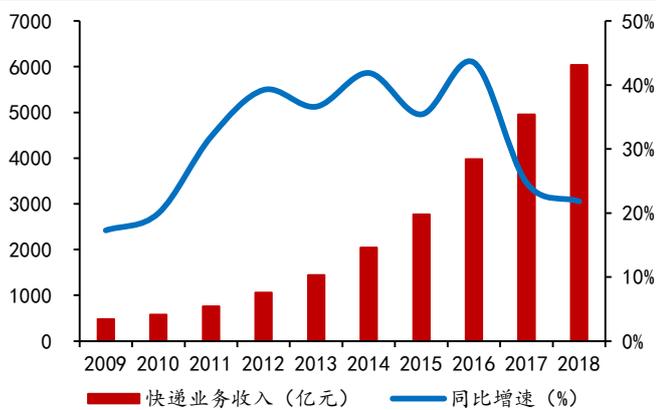
电商与快递是过去十年中国民营经济最大闪光点之一。回顾中国快递业发展历程，中国快递业从国有快递企业垄断、到民营快递企业相继创立群雄混战的局面，再到 2016 年“三通一达”集中上市，快递企业出现分化。2018 年中国快递行业市场规模达到 6038 亿元，在十年内行业收入翻了近 13 倍。中国快递业的“黄金十年”是伴随着中国电商经济爆发式增长而实现的：2018 年中国快递业务量完成 507 亿件，排名世界第一、占据了全世界包裹量的半壁江山，电商系快递公司所提供的极限低价成为了整个电商链条中最重要的基础设施，2018 年中国网购规模也达到 9 万亿元，远超世界排名第二的美国。

图 1：中国快递行业发展历程



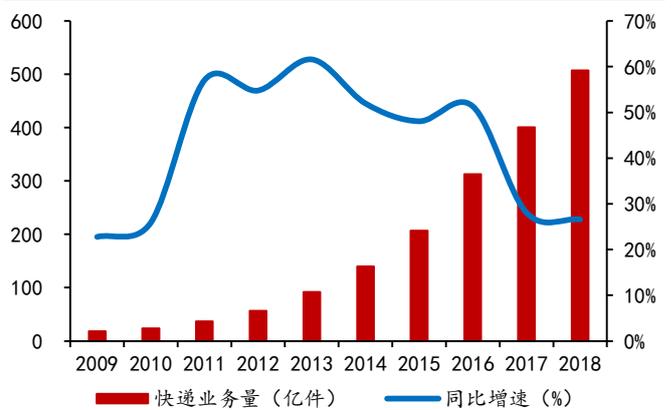
数据来源：西南证券整理

图 2：过去十年全国快递业务收入



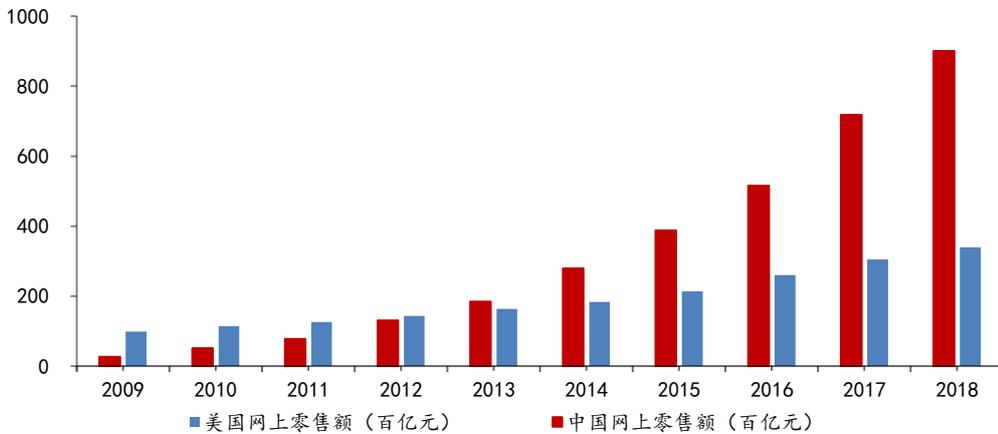
数据来源：国家邮政局，西南证券整理

图 3：过去十年全国快递业务量



数据来源：国家邮政局，西南证券整理

图 4：中国网上零售额已是世界第一

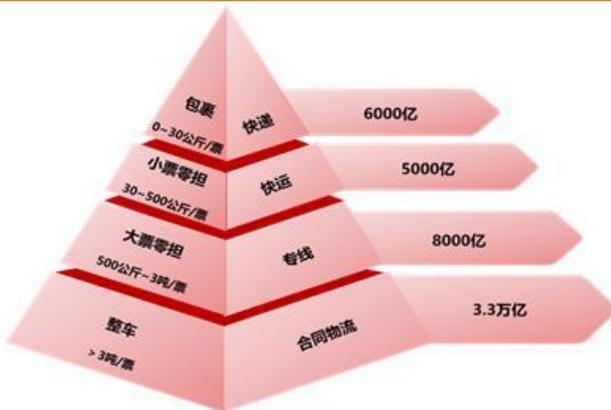


数据来源：国家统计局，Wind，西南证券整理

中国快递是大国经济的体现。大国经济是快递业发展的基石，①中国的国土面积辽阔、庞大的人口基数带来的流量红利：商品的流通需要依靠庞大而高效的物流网络有利于快递业规模效应的形成。②从生产商到线下零售商的供应链纷繁复杂为电商经济降维打击提供了可能：线上零售缩短了供应链，相比线下具备显著的价格优势。在区域经济发展/人均可支配收入不平衡的发展阶段，用时间来“换取”空间的电商经济具备需求基础。

快递本身的强规模效应使其从物流板块中脱颖而出，优质赛道诞生千亿级公司。按照单票重量排序，快递位于公路货运金字塔的顶端，同时快递具有最显著的规模效应：①网络：新增网络与原有网络相互受益，扩大了网络的连通范围，边际成本-收益优势显著；②运输和分拣：快递量的增加可以分摊固定成本；③管理：更多的网点能够享受总部统一经营管理和品牌带来的好处，分摊了总部的经营管理成本。

图 5：2018 年公路货运板块市场规模



数据来源：西南证券整理

图 6：2018 年公路货运板块市场规模

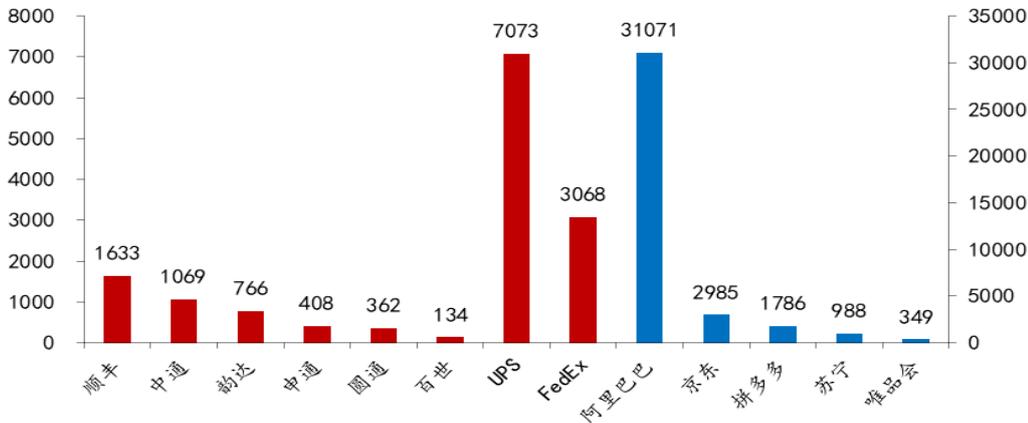


数据来源：西南证券整理

电商和快递两大优质赛道成就行业龙头。中国几家快递上市公司的市值相比上市前的估值均已翻了数倍，成长为物流行业的龙头。其中顺丰在中国物流行业上市公司中市值排名第一。中通市值超千亿，在加盟制快递公司中排名第一。顺丰、韵达、申通和圆通在 A 股物流行业上市公司市值排行榜中排名前四。**电商企业的市值成就亦十分惊人。**阿里巴巴已经在全

全球上市公司中稳居前十，京东和电商新贵拼多多紧随其后，苏宁易购也在 A 股商贸零售行业上市公司中排名榜首。

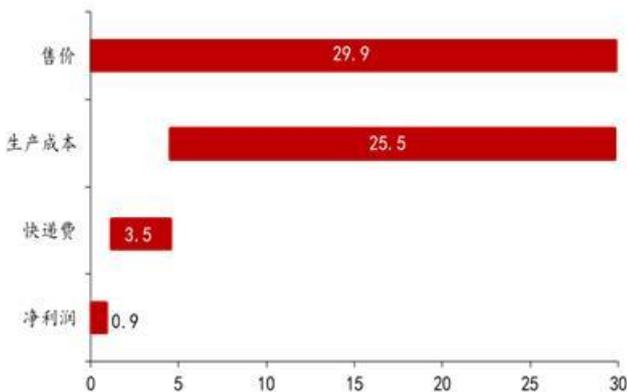
图 7：快递和电商龙头企业市值（亿元人民币）



数据来源：Wind，西南证券整理（注：按照 8 月 1 日收盘价计算，美元兑人民币汇率按 6.88 计算。）

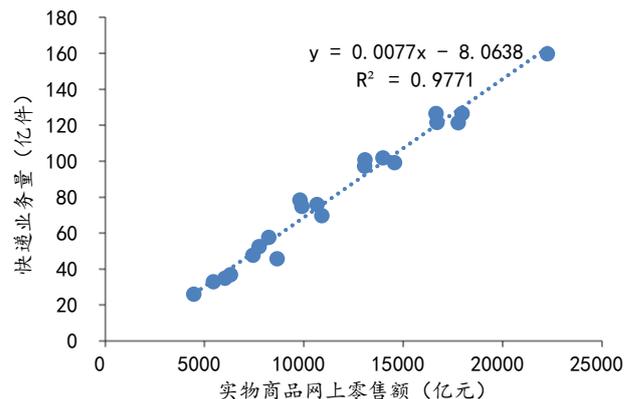
快递与电商的发展相辅相成。一方面，快递的服务能力是电商发展的基础，正是快递公司使成本降低到可以“3.5 元发全国”，才使得线上销售的商品能够不受价格的限制，低毛利的商品也可以在线上销售中如鱼得水。（例如拼多多上的一款爆款 28 包规格纸巾，平均售价为 29.9 元，除去生产成本 25.5 元和快递费 3.5 元，单件净利润仅有 0.9 元，薄利多销也能够使得商家的利润非常可观。）另一方面，电商的爆发式增长是促进快递行业发展的助推器，电商件贡献了全国绝大部分的快递件量。对我国过去几年的实物商品网上零售额与快递业务量季度数据进行线性回归，发现两者具有非常稳定的相关性：实物商品网上零售额每增长 100 亿元，快递业务收入增长 8.4 亿元，快递业务量增长 0.77 亿件。

图 8：拼多多爆款纸巾收入、成本和利润结构（单位：元）



数据来源：新京报，西南证券整理

图 9：2018 年公路货运板块市场规模



数据来源：国家邮政局，国家统计局，西南证券整理

1.2 他山之石——对比美国，快递的中国特色

美国快递业起源于 20 世纪初，经历了一百多年的发展，当前已经形成非常成熟的市场和寡头垄断的格局。从市场规模和结构上来看，我国快递规模远超美国，但结构与美国存在很大差异，并且由于我国细分市场的独立性，我国与美国快递市场的格局实际不具有可比性，中国快递业进入了无人可模仿的深水区。

中国快递市场规模远超美国。中国快递业务量自 2014 年超越美国以来，一直保持高速增长，2018 年已经是美国的三倍以上，从这个意义上来说，中国快递当前已经在走世界其他国家未曾走过的路。

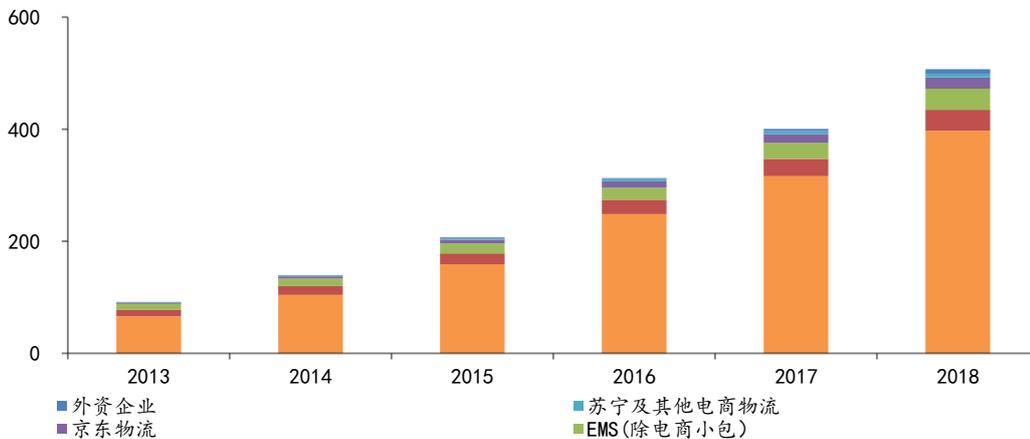
中国快递市场结构中电商件占比 80%以上，以低价电商件为主，而美国电商件占比约 50%，且价格较高：

1) 我们将外资快递企业的快递业务（根据国家邮政局公布的外资企业业务量占比计算）、顺丰速运物流业务、EMS（剔除电商快包）视为品牌件；

2) 京东物流快递业务（按照订单数直营全部使用京东物流、第三方 30%比例使用京东物流测算），苏宁、唯品会、丹鸟等其他电商自建物流快递业务（大致按照京东的 1/3 估算），EMS 电商快包以及通达百世和其他快递公司的快递业务视为电商件；

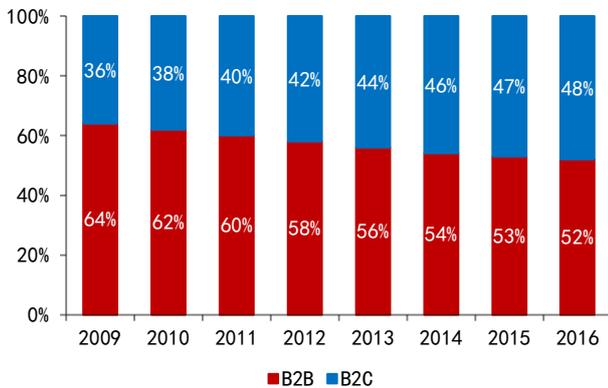
3) 在电商件中，将 EMS 电商快包、通达百世及其他快递公司业务又归类为低价电商件。测算出 2018 年中国快递电商件占比 83.6%，其中低价电商件占比 78.3%。

图 10：我国快递市场业务量拆分（亿件）

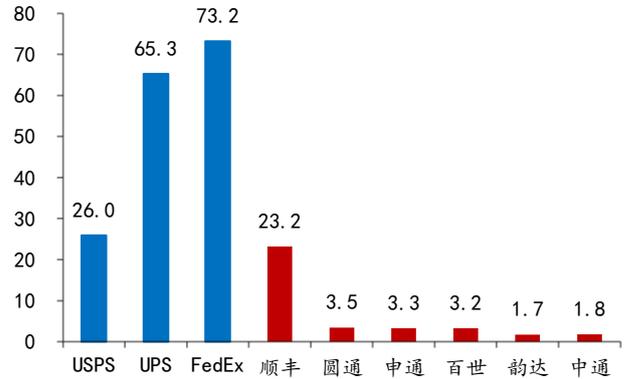


数据来源：公司公告，西南证券整理（注：实际顺丰速运物流中包含少量电商件，通达百世中含少量商条件，因此测算与实际情况有所出入）。

美国快递市场基本由 UPS、USPS 和 FedEx 瓜分，2018 年三家产生的快递业务量之和为 129 亿件。目前没有详细的数据统计美国快递市场的结构，将 UPS 披露的 B2C 业务视为电商件，以 UPS 的业务结构为代表，粗略估计美国快递市场电商件占比在 50%左右。此外，美国快递单价也远高于中国，UPS 和 FedEx 单价高达 60~70 元，以提供经济业务为主的 USPS 单价也达到了 26 元，高于国内单价最高的顺丰，更是远高于以通达系为首的电商快递企业。

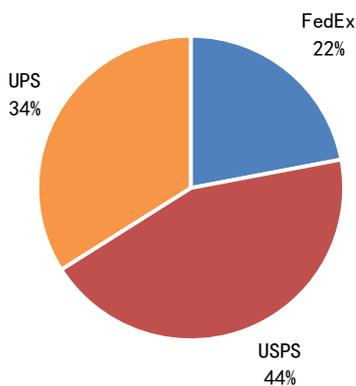
图 11: UPS 的 B2C 业务占比约 50%


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

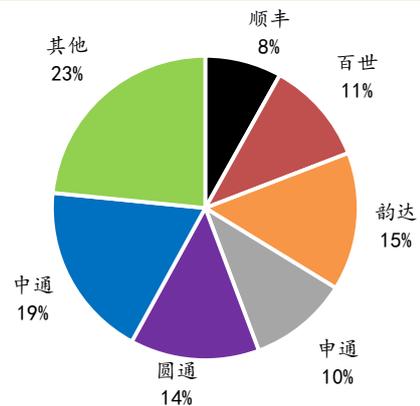
图 12: 美国快递单价远高于中国 (元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

快递市场格局: 美国三家寡头垄断, 中国集中度低于美国, 但中美不具有可比性。美国快递市场由 UPS、USPS 和 FedEx 三家垄断, 2018 年业务量占比分别为 34%、44% 和 22%。不考虑细分市场, 中国快递市场的主要玩家有通达百世、顺丰、EMS、京东物流等, 市场集中度低于美国。但考虑到中国的快递市场分割, 电商件与非商务件市场较为独立, 中美快递市场集中度实际上不具有可比性。我们在后面的章节中将详细探讨中国快递细分市场格局。

图 13: 2018 年美国快递龙头市场份额


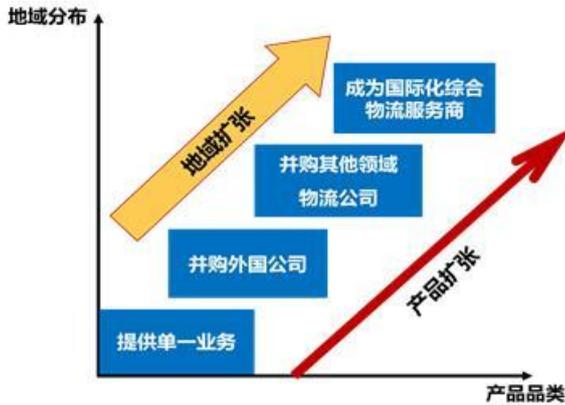
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 2019Q1 中国快递龙头市场份额


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

中美快递市场格局差异形成的一项关键因素是, 美国快递龙头 (UPS、FedEx) 均已通过横向并购实现多元化业务布局, 成为国际综合物流巨头。并购能够在短时期内扩大企业规模, 实现规模经济, 例如 FedEx 最初以提供航空快递产品为主, 1997 年通过并购 Caliber System 进入地面快递产品运输市场, 成为 UPS 的直接竞争对手, 之后又通过不断并购进入法国、匈牙利、印度、中国的快递企业, 进入欧洲、亚洲市场, 最终成为全球最大的快递企业之一。多元化业务布局使得美国快递市场高度集中, 龙头企业也能享受一定的品牌溢价。而中国快递企业目前均只站稳了快递产品的细分赛道, 尚处在产品扩张的探索阶段, 也均未开展国际扩张。长远来看, 走向集中和垄断是行业的必然规律, 同行业企业间的横向兼并是一项重要的手段。但是当前阶段我们倾向于看好专注于电商小件赛道的上市公司, 在主要电商快递公司均完成上市、资本充裕的条件下, 专注度与耐心可能是长期竞争的关键。

图 15: 美国快递龙头并购扩张路径



数据来源：西南证券整理

图 16: 中国快递龙头尚处在产品扩张的初期阶段



数据来源：西南证券整理

2 行业需求：需求增速换挡，但行业天花板仍旧够高

2.1 需求属性：电商件“两低一高”，品牌件“两高一低”

快递产品从价格/时效角度来看，产品分层本身是连续的。为了方便讨论，本篇报告里我们按照需求属性的差异进行区分：把通达系为首的电商快递提供的低价电商件统称为电商件，把以京东为主提供的中高端电商件、顺丰为主提供的商务件等统称为品牌件。

表 1: 电商件与品牌件分类

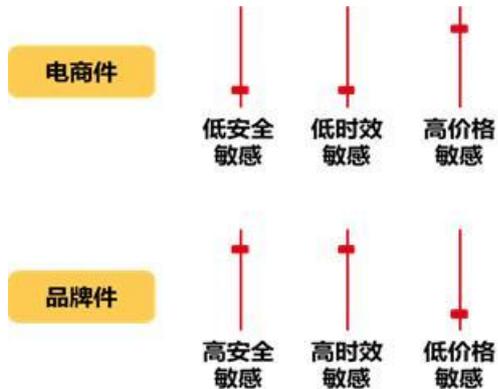
分类	价格	代表企业
电商件	低	中通、韵达、圆通、申通、百世、邮政小包
品牌件	中高端电商件	京东、苏宁、品骏、顺丰
	商务件	顺丰、EMS
	政府件	EMS
	国际件	UPS、FedEx、DHL、EMS、顺丰

数据来源：西南证券整理

由于包邮政策的普遍存在，电商件的客户实际是电商卖家，快递费对于卖家来说是成本的一部分，因此具备极高的价格敏感性，并且由于寄送的是同质化的商品，所以他们对于时效和安全的敏感性相对较低，因此电商件用户具有“两低一高”的需求属性。而品牌件的客户是企业或个人，由于寄送的物品通常具有非标性/高价值的特征，因此在意快递的时效和安全而对于价格的敏感性较低，品牌件用户具有“两高一低”的需求属性。

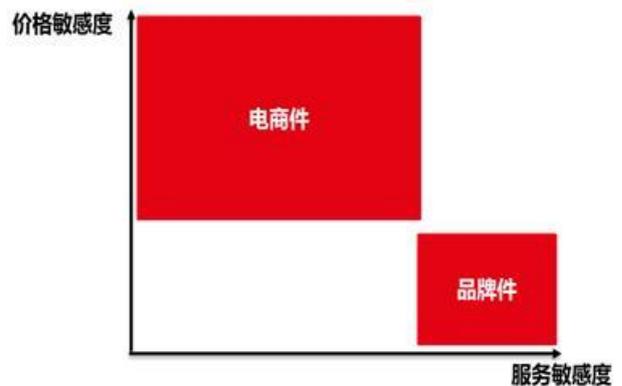
电商快递公司的揽件端是独立的加盟网点，本身规模较小，电商卖家相对于网点来说是“大客户”，具有很强的议价权。例如在全国快递的“价格洼地”义乌，如果日均发件量超过 3 万票，均重在 150g 以内，快递价格最低可以达到 1.2 元-1.5 元；均重在 500g，快递价格最低可以达到 2.2-2.4 元。

图 17: 电商件和品牌件的需求属性



数据来源: 西南证券整理

图 18: 电商件和品牌件对价格和服务的敏感度不同



数据来源: 西南证券整理

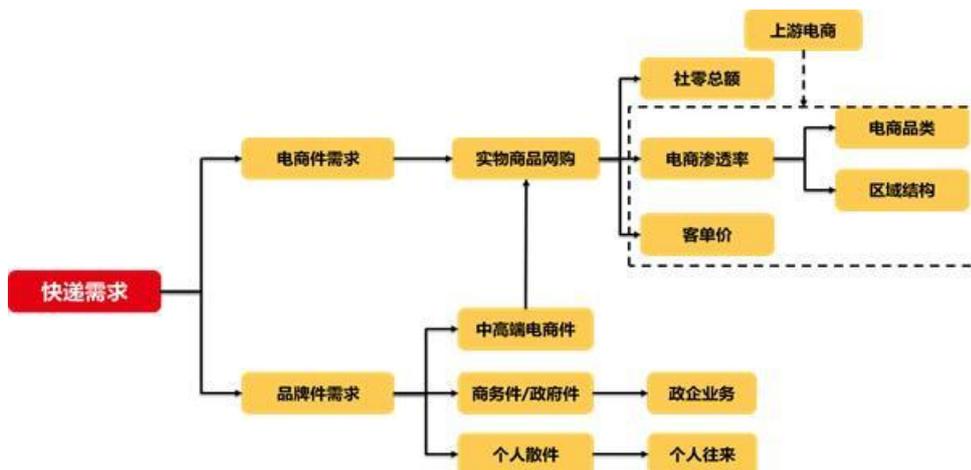
2.2 电商红利尚未褪去，行业处于增速换挡期

实物网购活动影响电商件需求，商务活动影响品牌件需求。电商快递需求来源于实物网购活动，电商件需求量取决于实物商品网上零售额和客单价，其中实物商品网上零售额又直接受到社零总额和电商渗透率两个变量的影响。

$$\text{电商快递需求量} = \frac{\text{实物商品网上零售额}}{\text{客单价}} = \frac{\text{社零总额} \times \text{电商渗透率}}{\text{客单价}}$$

商务件/政府件来源于政企业务，个人散件产生于个人往来，这些都与宏观经济相关，影响的变量较多。整体上看，电商仍旧是中国快递行业增长的最主要动力。

图 19: 快递需求的影响因素



数据来源: 西南证券整理

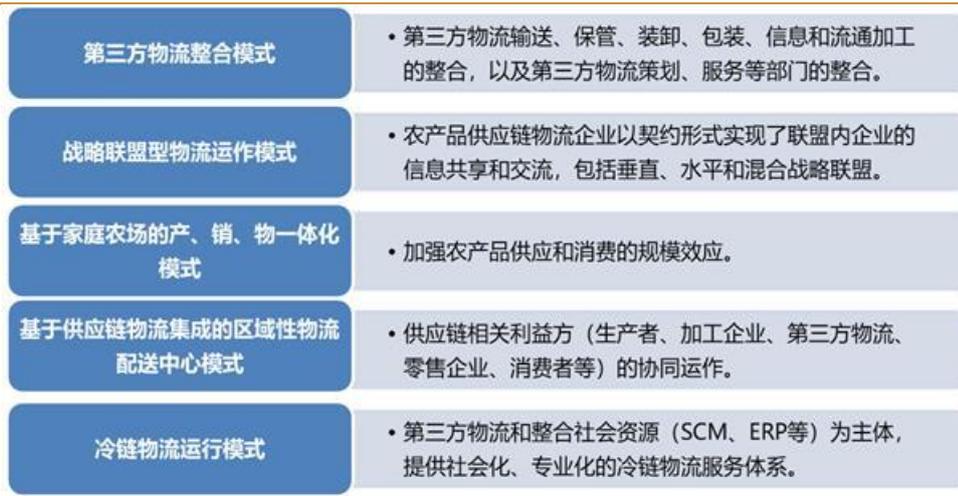
电商渗透率受到电商品类和区域结构的影响

由于产品的特性不同，不同品类商品的电商渗透率存在差异。一般来说，消费电子、服装家纺及家用电器较适合线上销售，当前的电商渗透率较高。而快消与食品类是传统线下商

超及大卖场的主力品类，即时性需求较强，当前电商渗透率一般。此外，建材家居类等大件商品由于其特殊的产品特性和运输难度，电商渗透率较低。这几类商品在未来的进一步电商化是电商渗透率继续提升的潜力所在。

我们看好农产品供应链的电商改造。农产品特点系品类多、消费频率高，整体市场十分广阔，尤其看好在食品安全诉求提升的背景下中产消费者对优质农产品支付意愿的增加，从田间地头直接到餐桌的场景增强。随着电商下乡和快递下乡，快递公司与农产品供应链相融合，既促进了农产品供应链物流模式的产业升级，也使电商渗透率得到进一步提升。

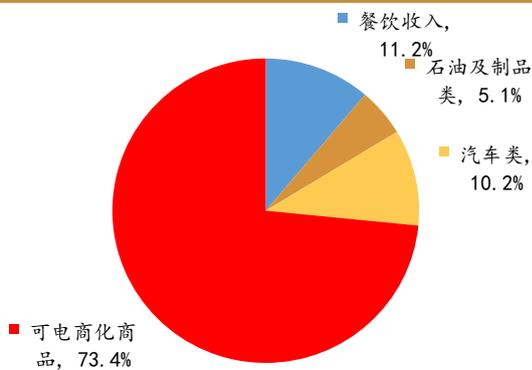
图 20：电商平台下农产品供应链物流模式



数据来源：蒋智毅《电子商务平台下农产品供应链物流模式研究》，西南证券整理

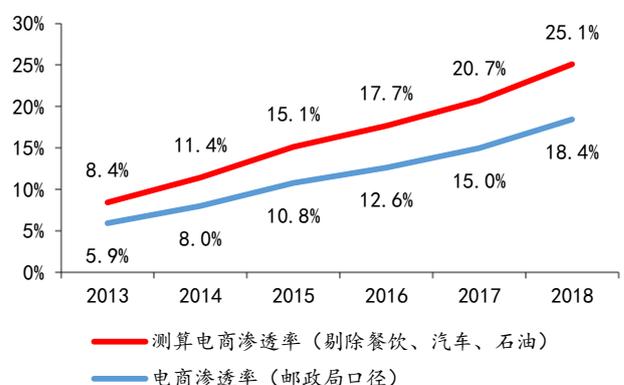
电商品类占比决定电商渗透率的理论上限，目前行业仍然有翻倍以上空间。除了一些特殊性质的或难以运输的商品，其余的商品理论上均可以电商化。根据国家统计局公布的贸易数据，2018 年以社零总额为基数计算的电商渗透率为 18.4%，如果从社零总额中将难以电商化的餐饮收入、汽车类和石油及制品类零售额剔除，可电商化商品占社零总额的 73.4%，以这部分商品为基数计算出 2018 年的实际电商渗透率为 25.1%，这一数字是中国电商行业发展的惊人成果，考虑电商渗透率达到 50% 的理论极限水平，则行业发展仍然具备翻倍以上空间。

图 21：2018 年社会商品零售额构成



数据来源：国家统计局，西南证券整理

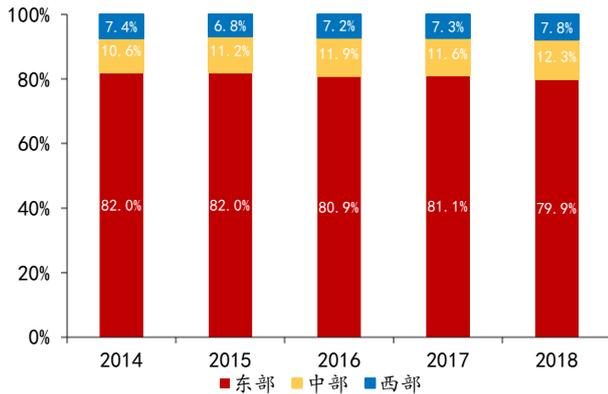
图 22：电商渗透率测算（剔除餐饮、汽车、石油）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

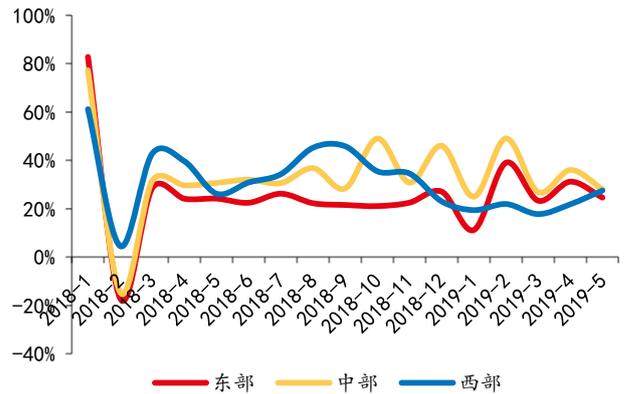
从区域结构来看，低线渗透率的提升是电商渗透率进一步增长的关键。东部地区的产业集中、经济发展水平较高，对快递的流出流入持续保持较大的需求；中西部地区经济发展水平相对较低，对于快递流入的需求大于流出需求，快递业务占比远小于东部地区。2018 年中部和西部快递业务量同比增长 34.2%和 39.6%，均远高于东部的 24.7%。随着中西部地区的经济逐步发展，加之拼多多和阿里等电商企业对于下沉用户的关注，未来低线渗透率的提升将成为电商渗透率进一步增长的关键。

图 23：全国分地区快递业务量占比



数据来源：国家邮政局，西南证券整理

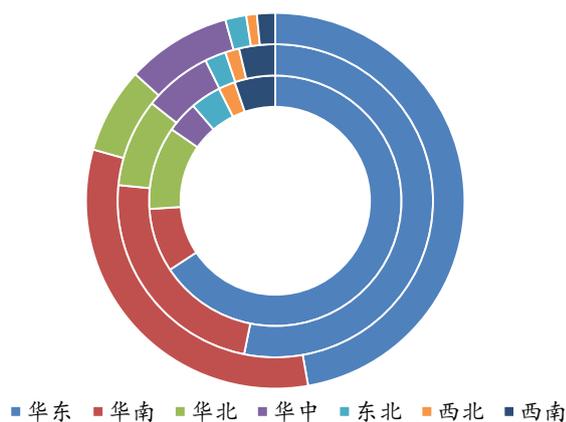
图 24：全国分地区快递业务量增速



数据来源：国家邮政局，西南证券整理

从快递公司披露的数据来看，各家快递公司的主营业务收入结构亦不均衡，绝大部分收入集中在华东和华南地区，主要产粮区重叠。其中，韵达在华东地区的收入占比达到自身的 65.7%，圆通在华东和华南地区的收入合计占比 76.6%，申通在华东和华南地区的收入合计占比 79.4%。快递公司自身发展的区域不均衡也是影响电商渗透率区域结构差异的关键因素，电商企业向下沉市场的发展也必将促进快递公司在低线区域的业务布局，这两项因素均有利于低线电商渗透率和电商快递量的提升。

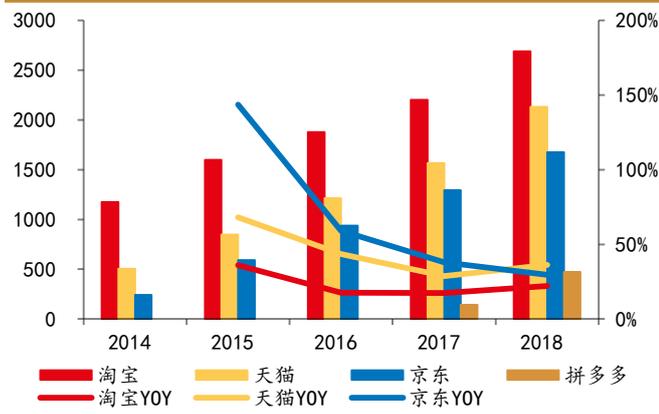
图 25：2018 年快递公司分地区主营业务收入占自身总营收的比例



数据来源：公司年报，西南证券整理。注：由内而外分别为韵达，圆通，申通。

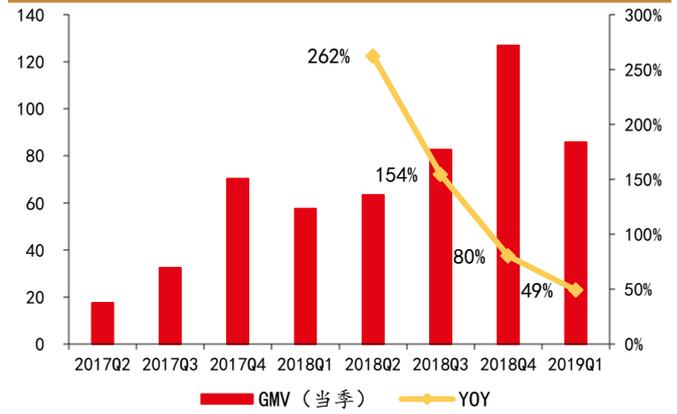
电商行业形成寡头竞争格局，但增速放缓。阿里巴巴、京东和迅速崛起的拼多多形成了电商行业的第一梯队，共同占据了全国 80% 以上的市场份额。但进入 2017 年以来，阿里巴巴和京东的 GMV 增速明显放缓，2018 年同比增速分别为 28.0% 和 29.5%，阿里巴巴新公布的 2019 财年 GMV 同比增速更是下降到了 18.8%。

图 26: 电商企业年度 GMV 及增速 (十亿元)



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

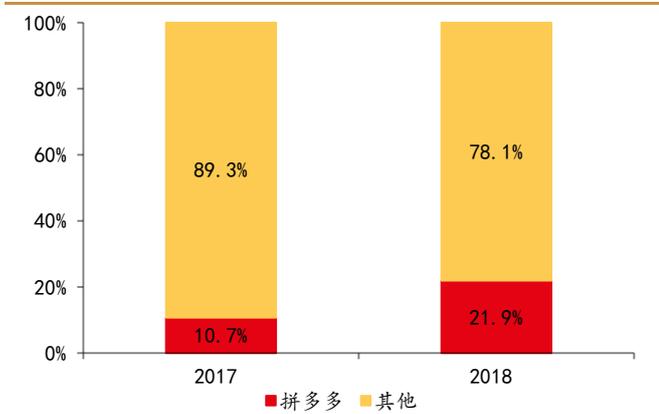
图 27: 拼多多分季度 GMV 及增速 (十亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

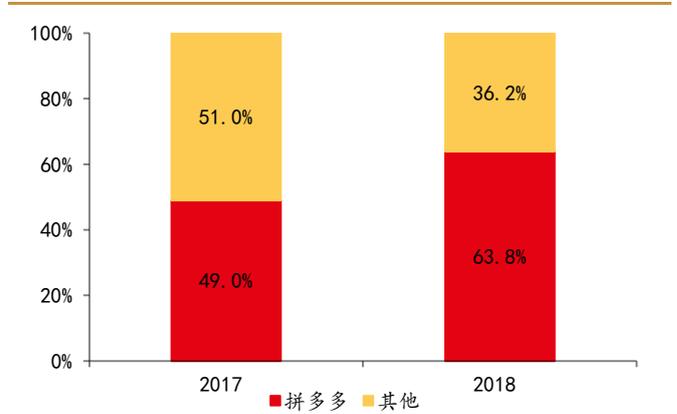
拼多多呈现爆发式增长，2018 年 GMV 达到 4716 亿元，同比增长 234%。拼多多也为电商快递行业贡献了巨大的流量，2017 年和 2018 年拼多多快递业务量分别占全国快递总量的 11% 和 22%。从快递增量来看，2017 年和 2018 年拼多多分别贡献全国快递增量的 49% 和 64%，拼多多的崛起很大程度上支撑了电商快递需求的继续高速增长。

图 28: 拼多多快递贡献量占全国快递量的比重



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

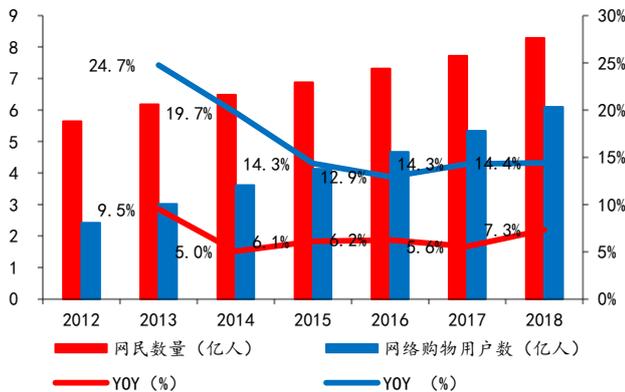
图 29: 拼多多贡献了 2018 年快递增量的 6 成



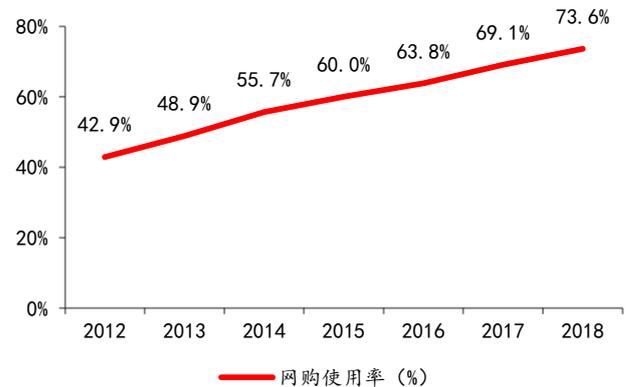
数据来源: 公司年报, 国家邮政局, 西南证券整理

2.3 对流量红利持谨慎态度，保守预计 2023 年行业空间 1200 亿件

我国网民数量和网购用户数的增速较稳定，但网购使用率在明显提高。过去五年，我国网民数量和网购用户数的复合增长率分别为 6.0% 和 15.1%，网购使用率从 2013 年的 48.9% 提高到了 2018 年的 73.6%。如果按照当前的增速，在 2022 年网购用户数就将与网民数量持平，网购使用率将无继续增长空间。

图 30：我国网民和网购用户规模


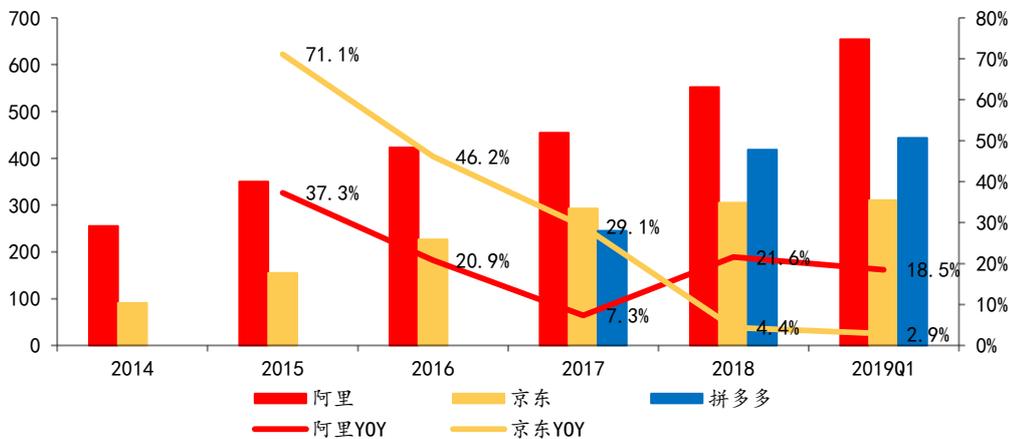
数据来源：中国互联网络发展状况统计报告，西南证券整理

图 31：我国网购使用率


数据来源：中国互联网络发展状况统计报告，西南证券整理

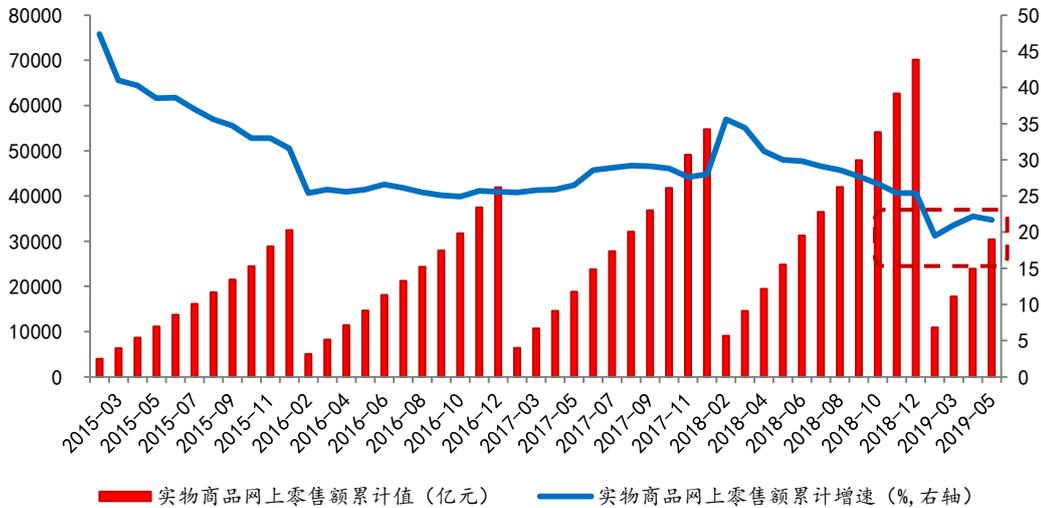
从电商平台的数据来看，活跃用户数量增长都已减缓或者陷入停滞，甚至连拼多多都没有例外。阿里用户活跃用户数量最多，2018年为5.5亿人，同比增长21.6%。京东活跃用户数量增长已陷入停滞，2018年仅同比增长4.4%。拼多多前两年活跃用户数量迅速增长，于2018年反超京东，但是2019Q1环比增速也下降至6%。

综上所述，网购用户作为电商快递的使用者，其数量增速已经显著放缓，网购给快递业带来的人口流量红利已在减退。

图 32：电商企业年活跃用户数及增速（百万人）


数据来源：公司年报，公司公告，西南证券整理

从社会消费需求来看，行业增速已经降档。在2018年之前，实物商品网上零售额同比增速一直保持在25%~35%区间内。进入2019年以来，实物商品网上零售额同比增速降低到25%以下，从30%左右增速降档至20%左右。

图 33: 实物商品网上零售额累计值及增速


数据来源：国家统计局，西南证券整理

我们预计未来 3 年实物商品网上零售额将维持在 20% 增速档，从 2022 年开始将滑落到 15% 增速档。假设客单价在短期内保持稳定，非电商件量增速与 GDP 增速成正比，测算至 2023 年行业空间约 1200 亿件。2020-2023 年，全国快递件量增速将从 20.6% 逐步放缓至 15.4%

表 2: 未来五年实物商品网上零售额及行业空间测算

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
实物商品网上零售额 (亿元)	246	324	419	548	702	854	1025	1230	1415	1627
YOY (%)		31.6%	29.4%	30.7%	28.1%	21.7%	20.0%	20.0%	15.0%	15.0%
客单价 (元)	226	193	159	162	166	164	163	165	163	162
电商件量 (亿件)	109	168	263	337	424	521	629	746	868	1004
YOY (%)		54.5%	56.4%	28.2%	25.7%	22.8%	20.7%	18.5%	16.4%	15.7%
非电商件量 (亿件)	31	39	50	63	83	101	122	143	166	190
YOY (%)		25.2%	29.3%	27.2%	31.2%	22.0%	20.0%	18.0%	16.0%	14.0%
总快递业务量 (亿件)	140	207	313	401	507	622	750	889	1034	1194
YOY (%)		48.1%	51.3%	28.1%	26.6%	22.7%	20.6%	18.5%	16.3%	15.4%

数据来源：国家邮政局，国家统计局，西南证券整理

图 34：预计 2023 年行业需求空间 1200 亿件


数据来源：国家邮政局，西南证券整理

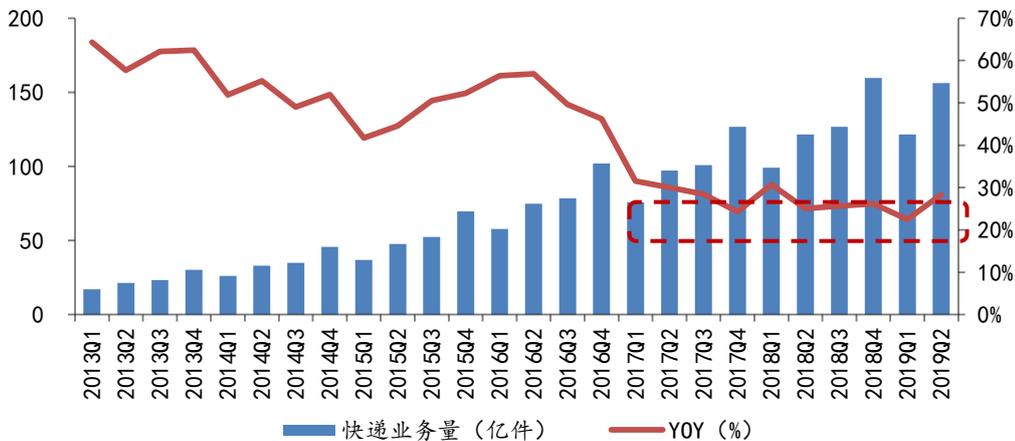
2.4 2019 上半年行业增速略超预期，2019Q2 增速或是年内高点

而 2019Q2 全国快递业务量同比增长 28.4%，创造了近一年以来的新高，但我们认为 2019Q2 的增速或是近期高点，2019 年下半年恐将难以维持这样的增速，原因有三：

1) 基数效应：拼多多是快递增量的主力贡献者，但拼多多已经过了高速增长的时期。2018 上半年拼多多 GMV 基数较小，所以今年上半年仍能保持较高增速。而 2018 下半年拼多多 GMV 环比增速很高 (73%)，导致 GMV 基数很大，今年下半年很难维持较高的同比增速；

2) 消费超预期：2019 年 6 月社零消费超预期，分别同比增长 9.8%，此为波动而非趋势；

3) 电商促销力度空前：由商务部和国家邮政局统一组织指导的首届“双品网购节”于 4 月 28 日~5 月 10 日举行，而拼多多 618 豪掷“百亿补贴”，相比去年的“5 亿红包雨”更显大气。这些短期因素的刺激了 2019Q2 的网购消费。

图 35：全国快递业务量增速换挡，2019Q2 增速是近期高点


数据来源：国家邮政局，西南证券整理

3 行业格局：电商件市场龙头初显，品牌件市场格局稳定

3.1 成本是行业竞争的灵魂

低议价能力与网络壁垒决定了成本是行业竞争的灵魂。由于快递产品的同质化，且电商快递的议价权掌握在电商卖家手中，快递企业想要获得市场份额唯有通过降低价格，长期看快递公司的效率竞争归根结底是成本竞争。与疲弱的定价权相比，所幸网络型快递头部玩家的规模效应已经形成，行业进入壁垒很高，几乎不存在新进入者的威胁。

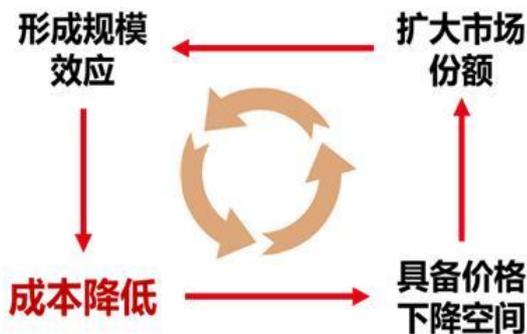
图 36：快递行业内部是一片红海



数据来源：西南证券整理

快递公司通过降低成本，使价格具备下降的空间，从而获得更大的市场份额，并使规模效应进一步扩大。管理策略、固定资产投资等均能够被竞争对手学习，而沉淀下来的规模优势则是快递公司最终的护城河。

图 37：成本降低可以使公司进入到正向循环当中



数据来源：西南证券整理

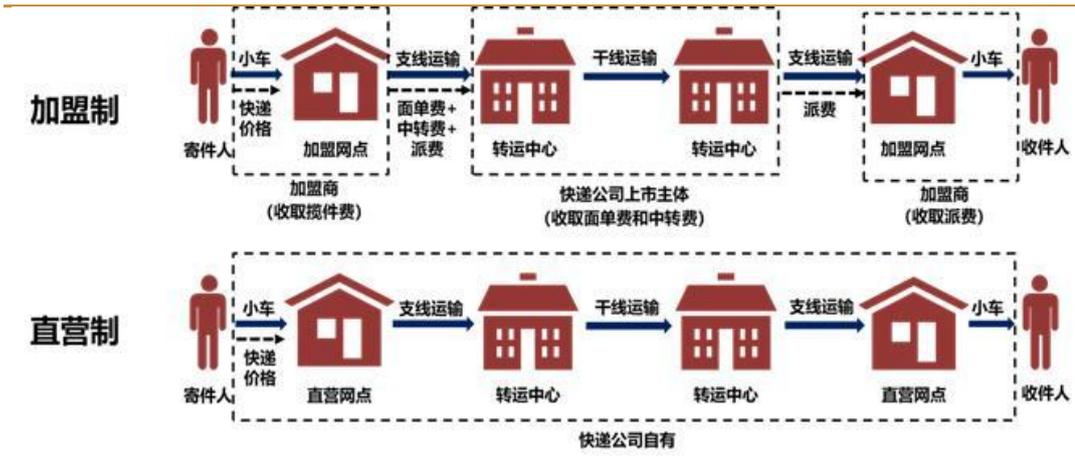
图 38：规模效应是快递公司竞争的护城河



数据来源：西南证券整理

快递公司的加盟制和直营制是与不同需求相匹配的商业模式。加盟制在满足低端需求的市场具有天然的成本优势。快递公司总部和加盟商互为供应商和客户，需按照合同约定对快递收入进行结算，各自的账务相互独立。在中高端品牌件市场，直营制能够保证服务和时效，原因在于整个网络从总部转运中心到末端网点全部自行建设，人员、车辆、飞机、场站、设施等全部自有，快递公司总部可以对网点和快递员直接实施管理，从而使全网各个节点提供标准化的操作，保证服务质量。

图 39：快递公司的两种商业模式——加盟制与直营制



数据来源：西南证券整理

3.2 电商件市场龙头初显，品牌件市场格局稳定

电商件市场集中度提升，二三线快递公司加速退场。电商件市场的主要玩家包括中通、韵达、圆通、申通和百世五家快递公司，这五家快递公司的业务量在全行业同样排名前五，因此全行业 CR5 也可以反映电商件市场的集中度。从 2017 年至今，全行业 CR5 提升了近 10 个百分点，2019Q1 达到 68.5%。

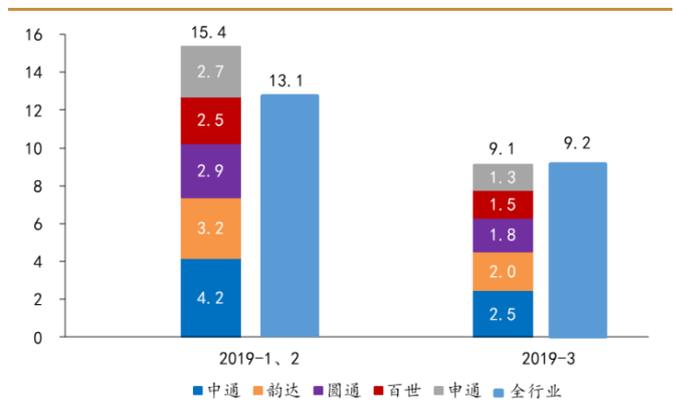
2018 年以来，快捷、安能、全峰、国通、如风达等知名二三线快递公司纷纷退场，或宣告倒闭，或尝试探索大件市场以另辟赛道求生存。2019 年一季度，全国快递业务量同比增长 22.3 亿件，而“三通一达+百世”快递业务量同比增长 24.5 亿件，大于全行业增量，二三线快递公司退场的进程还在继续。

图 40：快递行业 CR5 不断提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

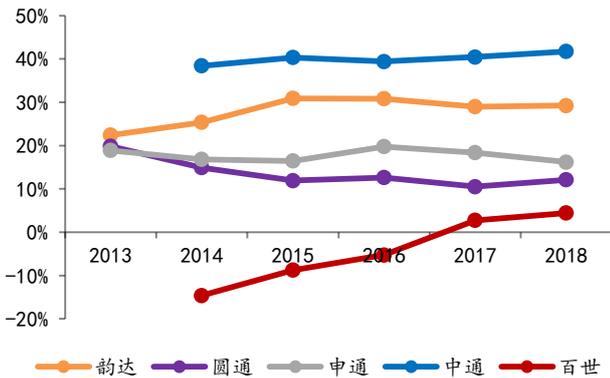
图 41：一季度全行业快递增量绝对值低于通达系（亿件）



数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

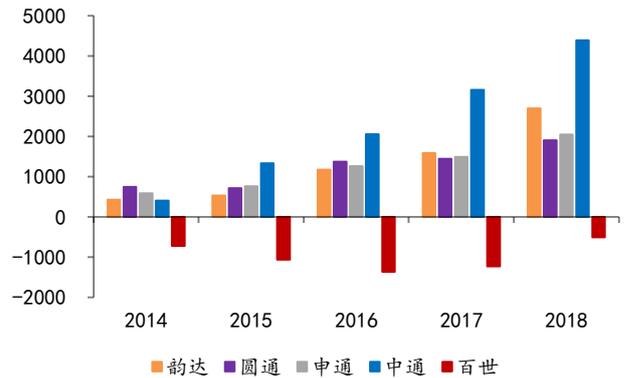
头部快递公司出现分化，龙头初显，高盈利水平助力中通、韵达加速突围。五家快递公司中，由于中通和韵达收入确认口径不同于另外三家（不包括派费，19年起韵达将派费调整入报表收入），毛利率水平横向不可比。我们认为单件净利润更能反映快递企业的成本优势和盈利水平，2018年中通/韵达/圆通/申通的单件净利润分别为0.51/0.39/0.29/0.40元，中通和韵达的利润总量已经逐步甩开另外的竞争对手。

图 42：三通一达+百世近年快递业务毛利率



数据来源：公司年报，西南证券整理

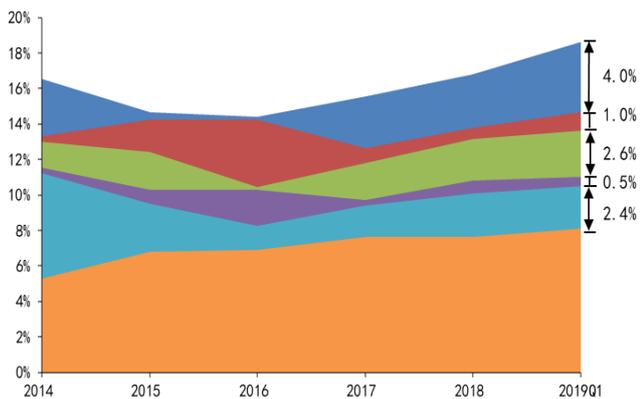
图 43：三通一达+百世近年归母净利润



数据来源：公司年报，西南证券整理

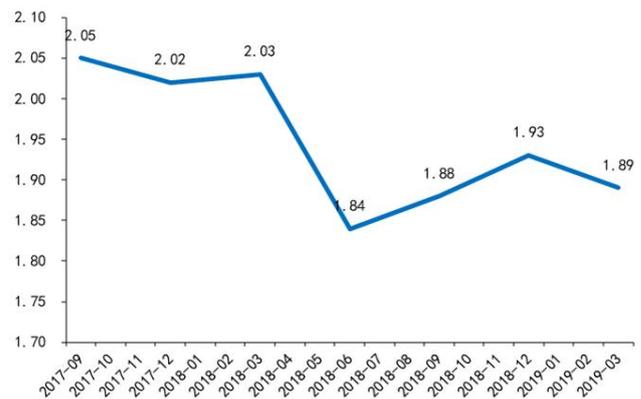
中通自 2016 年反超圆通成为行业领先者以来，市占率不断提高，与第二名韵达的领先保持在近 4 个百分点。较大的规模效应、超前的产能投资和优质的管理策略等带来的成本优势，使中通在定价上可以长久保持较大的下降空间，有望继续保持扩大市场规模和加强规模效应的正向循环。韵达自 2018Q1 年反超圆通以来，也在缓慢拉大与圆通的差距，在 2019Q2 差距达到了 2.6%（未在图中反映）。

图 44：快递公司市占率排行榜差距变化



数据来源：公司年报，国家邮政局，西南证券整理

图 45：中通快递单票价格不断下降（元）

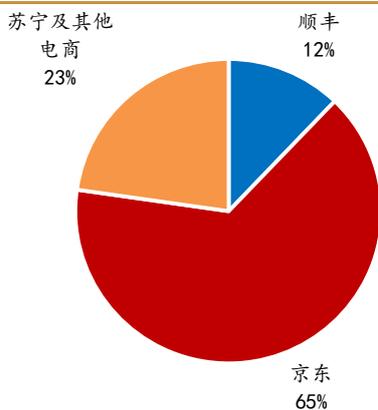


数据来源：公司公告，西南证券整理

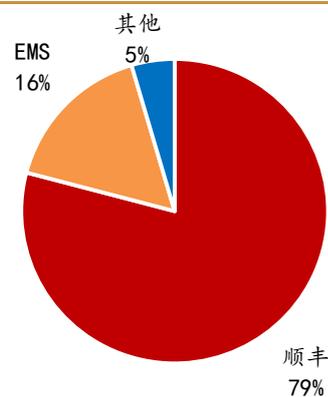
品牌件市场格局稳定。根据京东披露的直营订单数和第三方订单数，按照直营订单全部使用京东物流，第三方订单 30%采用京东物流，则 2018 年京东物流完成 20.1 亿票。对于其他电商平台自建物流的快递业务量我们按照与京东的 GMV 之比大致估算。2018 年苏宁易购（自建苏宁物流）的 GMV 为 2084 亿元，唯品会（自建品骏物流）1310 亿元，国美（自建安迅物流）1326 亿元，再加上海尔（自建日日顺物流）和阿里（自建丹鸟），估测 GMV 之和约为京东（2018 年为 16770 亿元）的 1/3，故快递业务量之和也按照京东的 1/3 估测。

假设顺丰快递业务量的 10% (3.87 亿件) 为中高端电商件。则根据估算, 国内中高端电商件市场中, 京东物流占比达到了 65%, 顺丰占比 12%, 苏宁及其他电商平台自建物流占比 13%。

国内商务件市场中, 顺丰业务量的 90% 为商务件 (34.8 亿件)。而根据邮政集团年报披露, 2016 年电商快包 7.1 亿件 (归类为低价电商件), 国内标快 0.94 亿件 (归类为商务件), 国际小包 7.6 亿件, 特快专递 13.5 亿件 (为商务件+政府快递, 我们按照其中政府快递占比 70% 估算), 则 2016 年邮政商务件为 5 亿件, 假设年增速 20%, 则 2018 年邮政商务件为 7.2 亿件。全国商务件市场空间约 40~45 亿件, 其他快递公司产生的商务件估算约为 2 亿件。则商务件市场顺丰占比 79%, EMS 占比 17%, CR2 达到 95%。

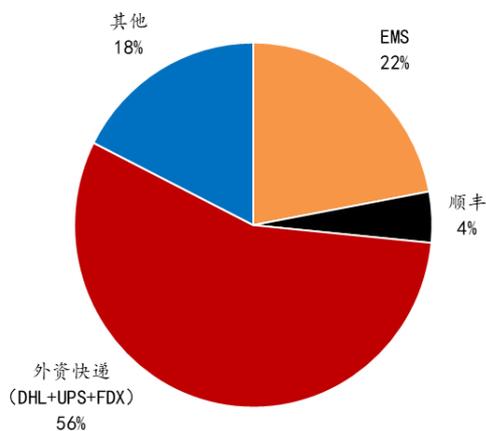
图 46: 中高端电商件市场集中度测算


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 47: 商务件市场集中度测算


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

政府件由 EMS 垄断经营。对于国际件市场集中度我们采用快递业务收入的占比来测算。根据国家邮政局披露, 2018 年国际及港澳台快递业务收入 585.7 亿元。其中, 外资企业快递业务收入占比 5.4%, 为 326 亿元。根据邮政集团年报, 2016 年 EMS 国际业务收入 97.3 亿元, 按照年增长率 15% 测算 2018 年为 129 亿元。顺丰年报披露 2018 年国际业务收入 26.3 亿元。因此外资快递公司在国际件市场占比 56%, EMS 占比 22%, 顺丰占比 4%。

图 48: 国际件市场集中度测算


数据来源: 国家邮政局, 公司年报, 西南证券整理

4 行业趋势：龙头竞争，剩者为王

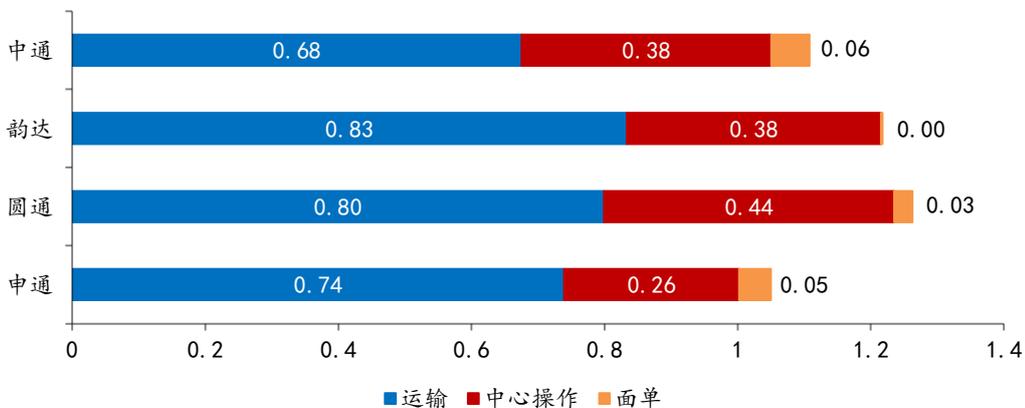
我们倾向于判断：电商系快递行业的毛利率、净利率水平仍会缓步下行，快递业投资者的回报来自于行业趋于稳态之后龙头企业资产周转率及财务杠杆提升带来的 ROE 上升。现阶段看，非一线快递企业将确定性退出竞争，行业的集中度仍将进一步提升，但是表现集中度的提升并不会带来行业 ASP 水平的上升，原因系一线快递之间的竞争目前仍处于非稳态，阿里的深度介入将会延长行业出清、形成寡头垄断所需的时间。

我们认为通达系内部的竞争已经由群雄混战的竞速阶段进入了领跑者梯度鲜明的长跑阶段。围绕成本这一竞争的灵魂，降成本短期看管理策略、中期看产能投资、长期看规模效应。从投资角度看快递业，非稳态情形下的净利润及 PE 参考性较差，买格局（市占率）优于买利润。非稳态下影响各公司市占率的因素：①是行业总增速；②是成本领先企业的价量策略。此阶段拥抱行业龙头是分享行业成长红利的最优策略，我们对于行业格局的改善保持耐心。

4.1 成本效率——关键要素

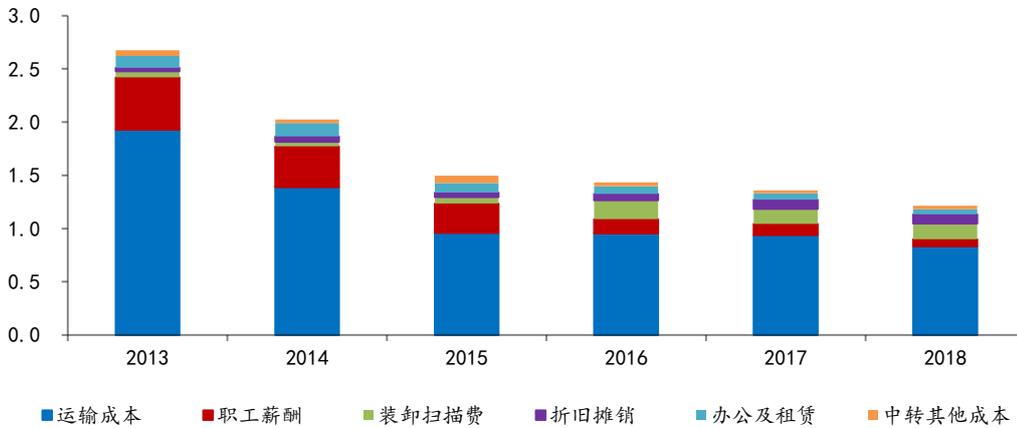
加盟制电商快递公司的快递业务成本通常分成面单、运输和中心操作成本，其中后两项又统称为中转成本。以 2018 年通达系快递公司的单件成本构成为例，运输成本占到了总成本的 60%~70%，中心操作成本占 30%左右，面单成本占比极小。

图 49：2018 年通达系快递公司单件成本构成（元/件）



数据来源：公司年报，西南证券整理（注：申通未按照转运中心自营率调整，单票运输成本和中心操作成本有低估）

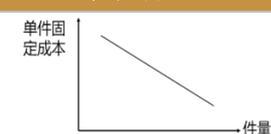
我们将快递成本进一步划分成固定成本和可变成本。由于面单成本较为固定且不具有规模效应，因此在这里我们只考虑中转成本。以韵达为例，将中转成本划分为运输成本、职工薪酬、装卸扫描费、折旧摊销、办公租赁和其他。其中运输成本和职工薪酬既包括与件量无关的固定成本（例如路线建设费用、车辆租金、职工基本工资等），又包括与件量或管理等因素有关的可变成本。装卸扫描费为可变成本，与件量呈正相关。折旧摊销和办公租赁只包括固定成本（忽略件量增加对设备折旧的边际贡献）。

图 50: 韵达单件中转成本拆分 (元/件)


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

件量的增长对固定成本具有分摊作用, 故单件固定成本具有规模效应。而单件可变成本不具有规模效应, 降低更多地依赖管理和技术。从韵达的单件中转成本拆分可以看出运输成本和人工成本都随着件量的增长逐渐减小, 主要得益于件量增长对固定成本部分的分摊, 以及车队管理、路由管理、自动化分拣设备对人工的解放等因素对可变成本部分的降低。装卸扫描费则有所增加, 系设备的投入及原先计入人工成本的部分转移到了机器成本。折旧摊销有少量增长, 可能因素是资产投资初期产能未完全释放, 件量对固定成本的分摊低于资产投入所导致的成本上升。办公租赁成本则表现出明显的规模效应, 呈下降趋势。

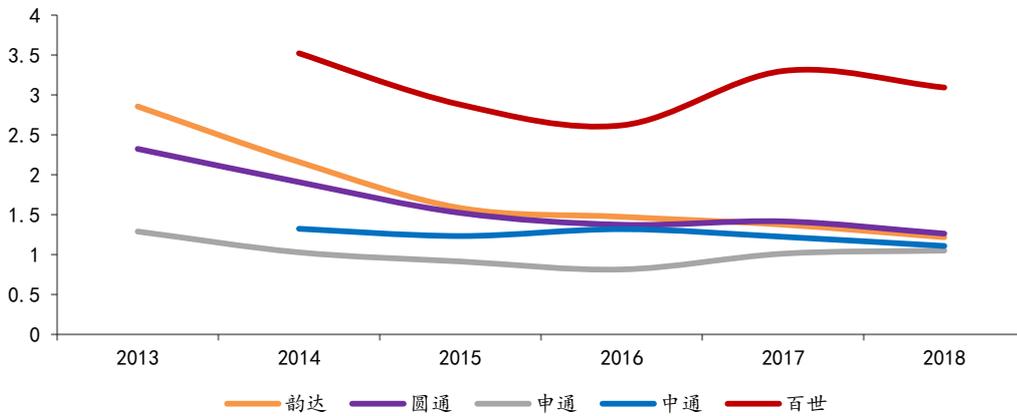
表 3: 固定成本和可变成本

项目	特点	内容	单件成本曲线	可学习性
固定成本	总固定成本只与资产投资有关, 规模效应对单件固定成本有分摊作用	运输成本中的固定部分 (路线建设费用、车辆租金、过路费等)、人力成本中的固定部分 (固定工资)、折旧摊销、办公租赁		低
可变成本	与件量、管理、投资等均有关, 不具有规模效应	运输成本中的可变部分 (燃油费等)、人力成本中的可变部分 (绩效工资)、装卸扫描费	无特定曲线	高

数据来源: 西南证券整理

快递公司的目标是使通过规模、管理和投资使单件固定成本和单件可变成本都能够降低。以单件成本较为可比的三家中通、韵达和圆通来看, 单件成本曲线随着时间的推移均呈下降趋势, 且韵达在件量仍然落后的情况下可以使单件成本与中通逐渐接近, 这也反映了可变成本的可学习性。

图 51：快递公司单件成本曲线



数据来源：公司年报，西南证券整理（注：由于各家快递公司自营转运中心处理件量的占比互不相同，因此单件成本不完全可比）。

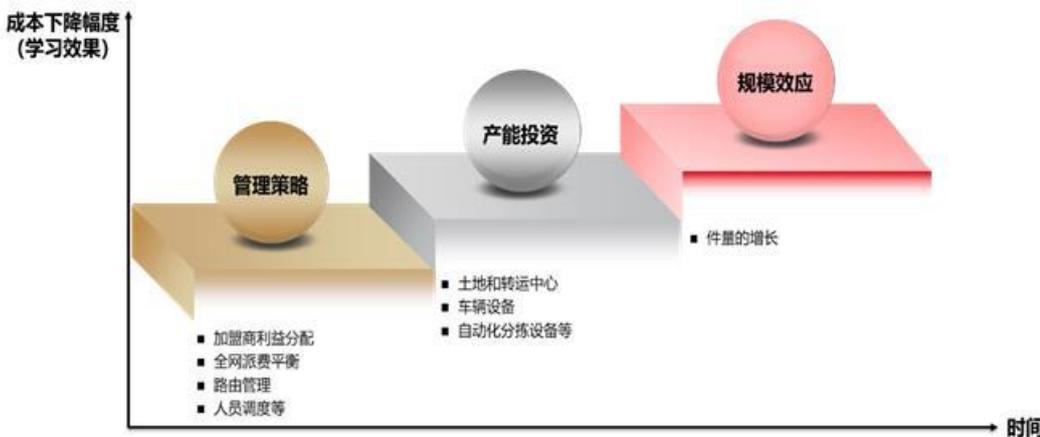
快递公司的成本学习曲线按照时间维度可以划分为三个阶段：

第一阶段：学习管理策略。管理对可变成本的降低效果立竿见影。管理既包括利益层面的管理，如加盟商激励政策、利益分配、派费平衡等，又包括技术层面的管理，如智能路由规划、人员调度等。管理的学习效果还会受到老板专注度的影响，产生一定的周期性。

第二阶段：学习产能投资。产能投资既会增加固定成本，又能够通过技术的进步提高效率，从而降低可变成本。因此存在一个最佳的产能投资，使得两个作用抵消后对总成本的降低效果最大。换言之，产能投资的节奏和强度要与业务量规模相匹配。

第三阶段：规模效应的积累。规模效应的积累是一个长期的过程，对于快递公司自身而言，由于其件量在持续增长，因此规模效应一直在增强。但是想要赶超领先企业的规模难度很大。

图 52：成本曲线学习阶段



数据来源：西南证券整理

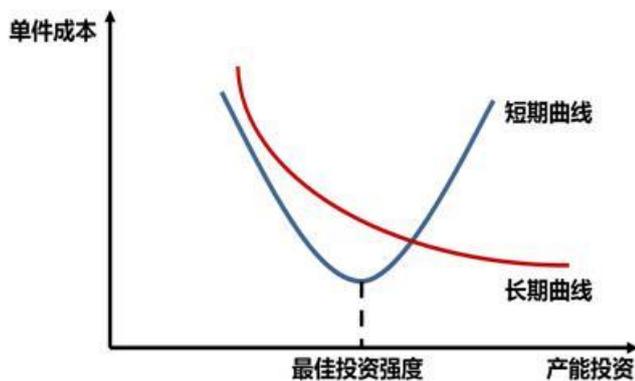
其中，规模效应的积累实际上是前两个阶段学习成果的体现。如果快递公司成功学习甚至超过领先者，那么其规模就有望实现赶超。所以说，快递公司的单件成本曲线决定了行业竞争的趋势：当公司间成本曲线的差距不断缩小甚至相交，那么落后者的追赶会愈发猛烈；而当公司间的成本曲线间距拉大，例如落后一方的成本曲线出现向上的拐点，那么落后者追赶失败，将面临被市场淘汰的危机。

4.2 产能建设——竞争王牌

短期产能投资要与件量规模相匹配，长期产能投资必将体现成本优势。假设快递公司的件量在短期内不会发生突变，则相对于该快递件量，一定会存在最佳的投资强度。在该投资强度下可以达到最佳的产能利用率，从而使快递单件成本最低。而长期来看，在快递公司的业务量将持续增长的假设下，当下的产能投资必将降低未来的可变成本，从而体现成本优势。

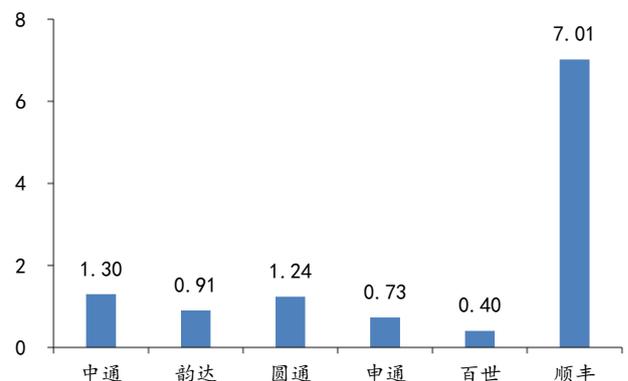
我们用 2018 年末快递公司固定资产、在建工程和无形资产三项的账面价值之和作为分子，2018 年件量作为分母，得到单件快递占用的长期资产账面价值，在一定程度上反映了快递公司的产能投资强度。顺丰作为唯一的直营制快递公司，具有显著的重资产特征，单件快递长期资产投资强度远高于通达系快递公司。而加盟制快递公司中，中通具有最大的资产投资强度，圆通仅次于中通，百世的资产投资最少。

图 53：快递公司成本与产能投资强度的关系



数据来源：西南证券整理

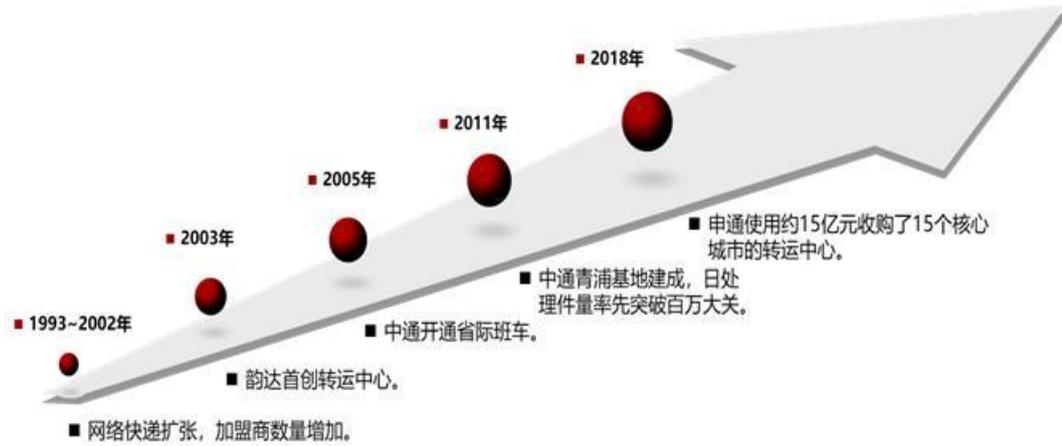
图 54：2018 年末单件快递占用长期资产的账面金额（元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

加盟制快递公司发展的初期，目标是快速实现网络的扩张，通过加盟商数量的增加来跑马圈地，尚未开始重视对产能的投资。2003 年，韵达首创转运中心，此后快递公司的转运中心数量越来越多，转运中心也从开始的租地、加盟的模式逐渐转变成买地自建或收购直营的模式。快递公司对车辆设备和自动化分拣设备的投资也逐渐增加。现阶段，快递公司越来越重视对转运中心、运输线路等的优化布局，快递龙头从跑马圈地进入到精耕细作的阶段。

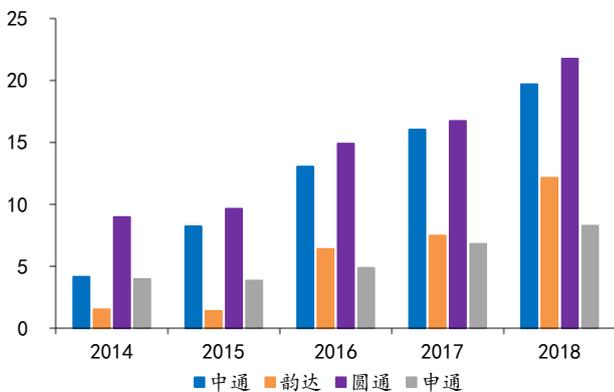
图 55：加盟制快递公司产能建设发展历程



数据来源：西南证券整理

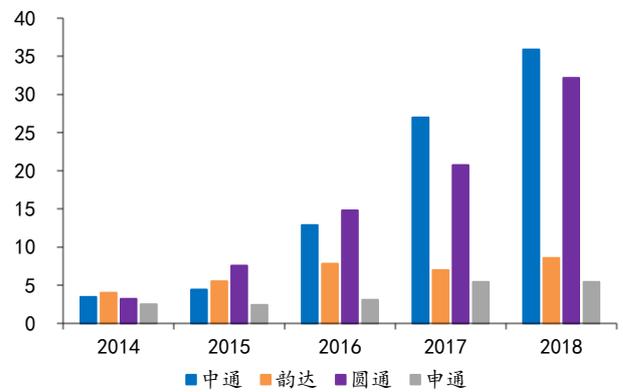
土地和转运中心的投资成本最高，但是使用寿命最长，并且在长期将会持续为成本端的下降做贡献。对加盟制快递企业而言，转运中心直营化已经是业界共识，有利于提高全网的效率和稳定性。目前中通的自持土地面积及转运中心规模最大，是其成本低于同行的重要原因之一。韵达和百世都已经实现了转运中心全直营，申通 2018 年累计使用约 15 亿元收购了 15 个核心城市的转运中心。

图 56：快递公司年末土地使用权账面价值



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 57：快递公司年末房屋及建筑物账面价值



数据来源：公司年报，西南证券整理

表 4：快递上市公司转运中心概览

	中通	韵达	圆通	申通	百世	顺丰
转运中心数量（个）	87	55	87	68	64	375
其中：直营	78	55	67	60	64	375
其中：加盟	9	0	20	8	0	0
直营比例	90%	100%	77%	88%	100%	100%

数据来源：公司年报，西南证券整理

加盟制快递公司的干线运输有以下几种模式：自有车队、加盟商直跑、承包车模式。

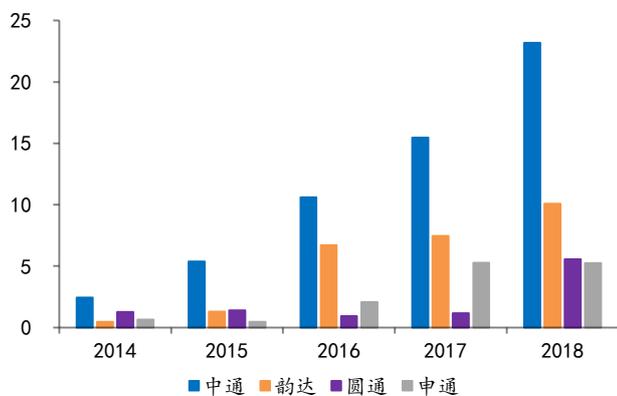
自有车队：快递公司买车组建自己的车队运输。

加盟商直跑：在货源匹配的条件下，由加盟商来承担部分干线运输成本。

承包车：快递公司买车出租给运输公司，再由运输公司提供运输服务。

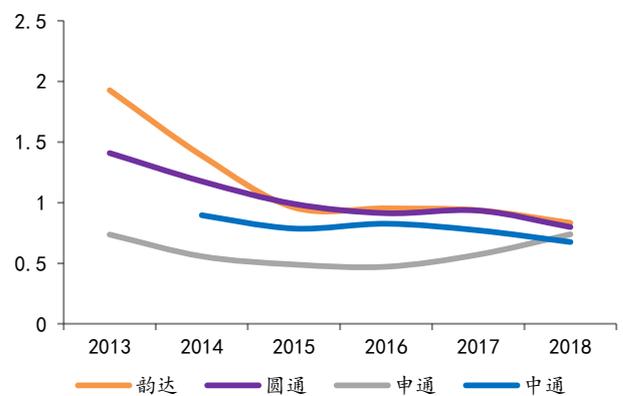
得益于超前的车辆投资和先进的车队管理，中通和韵达在运输成本管控上表现最好。中通对车辆的投资最早，并于 2005 年率先开通省际班车，目前自有车辆数为通达系第一，超过其他三家之和，并且近年来不断提高 15~17 米长尾甩挂车在车队中的占比。韵达于 2014 年底率先开展加盟商直跑业务，自 2016 年开始大量采购运输车辆。

图 58：快递公司年末运输设备账面价值（亿元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 59：快递公司单件运输成本（元/件）



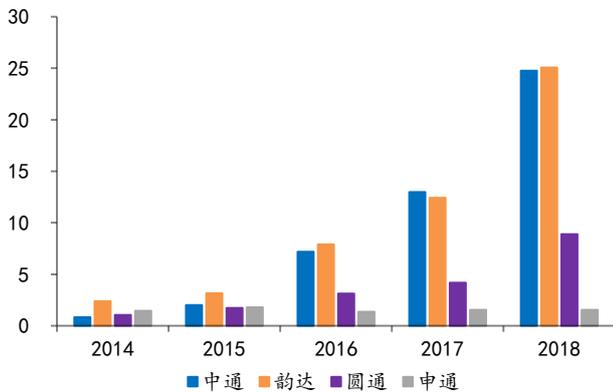
数据来源：公司年报，西南证券整理（注：申通、韵达加盟商直跑比例较高，因此报表中运输成本被低估）。

图 60：中通卡车拥有量及结构（辆）

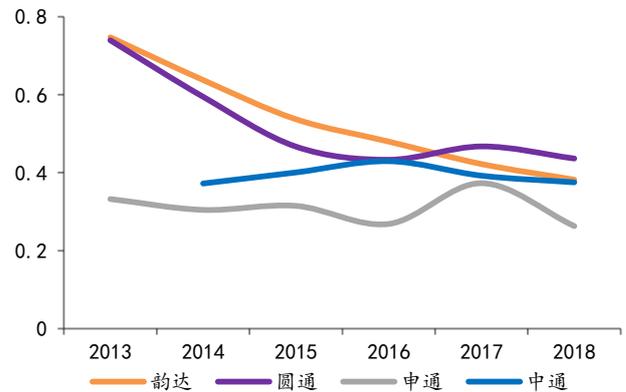


数据来源：公司公告，西南证券整理

自动化设备能够提高转运中心的整体运营效率，节省人力物力成本。中通和韵达的快递单票中心操作成本保持领先优势，是得益于其对自动化设备的超前持续投资。2016~2018 年，韵达加快投资高速矩阵、自动交叉带、末端自动化设备等，创新研发双层交叉带自动分拣线，效率较以往提升了一倍，中心操作成本显著降低。

图 61：快递公司年末机器设备账面价值（亿元）


数据来源：公司年报，西南证券整理

图 62：快递单票中心操作成本（元/件）


数据来源：公司年报，西南证券整理（注：申通自营率较低，财报中心操作成本被显著低估）。

4.3 管理策略——优质基因

如果说产能建设是一个快递公司的竞争王牌，那么管理策略就是一个快递公司的优质基因，从内在影响快递公司的成本效率和竞争优势。

管理的细节体现在快递收转运派的每一个环节。在收派环节，快递公司总部对加盟商的激励政策和利益分配极大地影响着网络的平衡性。在转运环节，快递公司可以通过对车队结构的优化、司机管理、路由设计等手段降低运输和中心操作成本，提高效率。

表 5：快递公司的管理细节

快递运输环节	快递公司参与者	管理细节
收	上游加盟商（网点）、收件员	加盟商激励政策、加盟商利益分配、收件员调度
转	转运中心	转运中心数量布局优化、自动化设备标准
运	干（支）线运输线路、车队	车队结构、司机管理、路由设计
派	下游加盟商（网点）、派件员	加盟商激励政策、加盟商利益分配、派件员调度

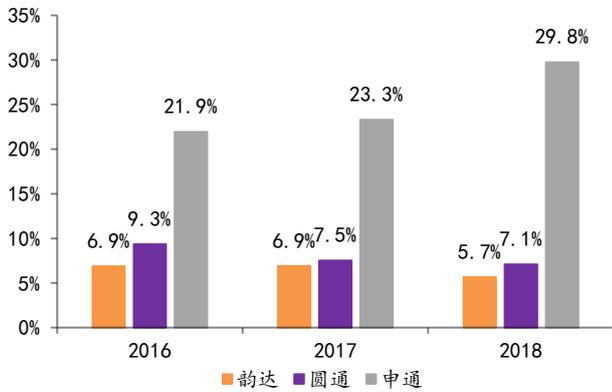
数据来源：西南证券整理

派费是调节网络平衡的重要工具。2007 年，中通业内第一个提出了“有偿派费”的方案，虽然一开始遭到了几个以收件为主的大加盟商的反对，但在赖梅松的坚持下，大加盟商接受了“有偿派费”，中通也收获了最为稳定的网络，2018 年加盟商换手率低于 5%。此外，网点的细化可以使民营资本的进入更加容易，同时也可以细化市场竞争，提高加盟商的积极性。韵达在网点细化方面做得非常突出，公司前 5 大客户销售额占比不断下降，2018 年仅有 5.7%。作为对比，申通 2018 年前 5 大客户销售额占比高达 29.8%。

韵达作为通达系快递公司中的后期之秀，从业内后来者成长为仅次于中通稳居榜眼的地位，体现了公司管理层在精细化管理的持续深耕。公司从收派、转运等环节全面进行管理变革。收派环节除了之前提到的网点细化，还有灵活的人员管理，自有和外包劳务相结合，根据快递的季节性调整用工人员。在转运环节，韵达通过精简转运中心的数量，从 2013 年的 80 个转运中心整合至 2018 年的 55 个，使干线运输线路减少，从 2013 年的 4500+ 条减少

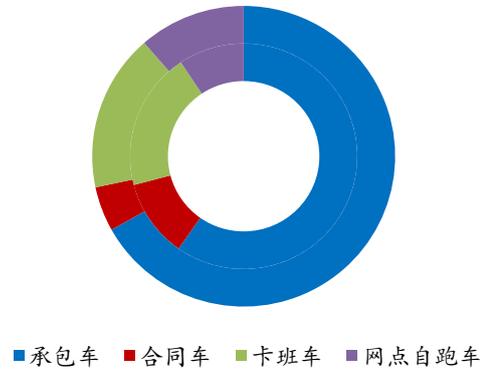
到 2015 年的 3900+ 条，提高了运输效率和车辆装载率。同时优化发车规划，采用更多成本较低的承包车和加盟商网点直跑车，减少成本较高的卡班车和合同车，显著降低了运输成本。

图 63：前五大客户销售额占比



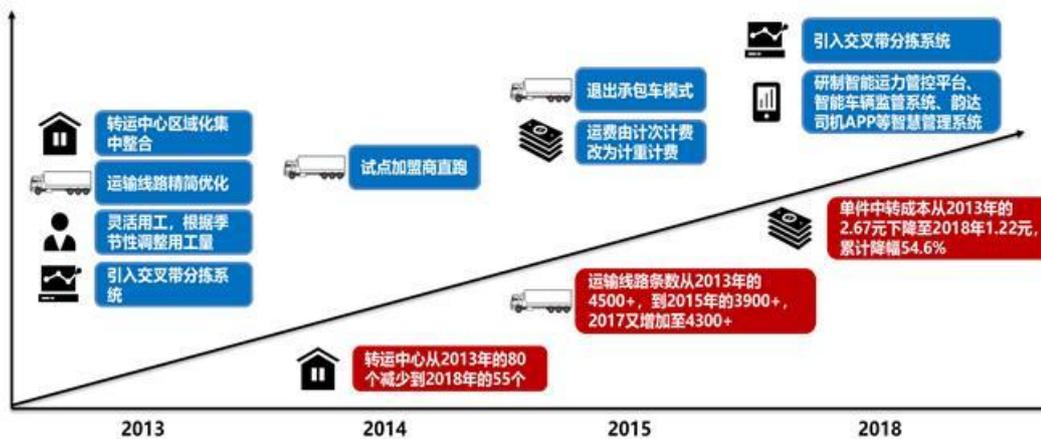
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 64：韵达日均发车次数占比（除自有车队外）



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 65：韵达的精细化管理



数据来源：公司年报，西南证券整理

5 投资建议：电商系快递板块是否值得买入？

5.1 快递系电商产业链核心资产，买入行业成长空间的确定性

电商快递凭借强规模效应是享受大国电商经济红利的最佳标的。预计 2023 年电商件总件量 1004 亿件，对应 CAGR 为 18.8%，考虑电商件 ASP 年降幅略超成本降幅，上市公司平均单件净利润为 0.3 元（2018 年三通一达加权单件净利润为 0.404 元），电商件市场利润约 301 亿元，稳态格局下给予 20X 市盈率对应 6020 亿市值，对应当前五大公司合计 2738 亿市值仍有 120% 空间，对应 CARG 为 17.1%。拥抱行业龙头是当前阶段享受电商快递行业增长的最佳投资策略。

5.2 行业逐步演进至稳态，买入头部公司的优秀管理及杠杆率提升带来的 ROE 提升

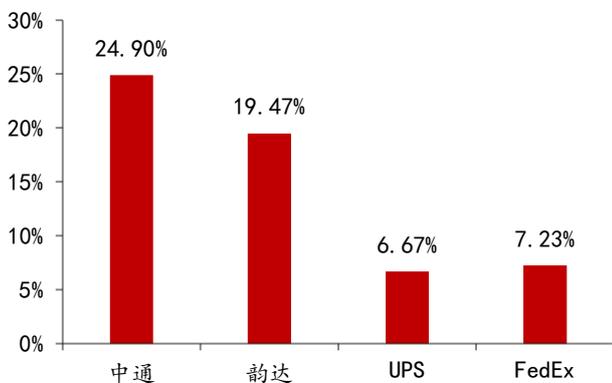
事实上中国快递市场的体量巨大，以美国双寡头垄断格局来描绘中国快递业竞争的终局未免有些刻舟求剑。目前中通、韵达、圆通、申通、百世五大头部公司的基本格局并非稳态，

我们并不盲目乐观行业出现这种理想场景：行业激烈地出清→电商件 ASP 会出现 V 型反转→幸存的企业最终享有垄断溢价。实际上以美国为例 FedEx 和 UPS 稳态的净利润区间仅为 4-8%。我们倾向于认为在持续的温和价格竞争之下，不同管理水平、成本禀赋的公司市场份额的争夺中会出现分化。

相对稳态的电商件快递行业结构可能表现出三个特征：①两家龙头公司合计占据 50% 以上电商件市场份额、剩下三家各占据 15% 左右。由于各自公司业务的多元化，电商件贡献的利润占比降低，所以市占率较低的公司并不会消失而是较长期的成为市场的有效玩家之一。②稳态后行业恶性价格战风险出清，行业主要玩家不再为价格战囤积现金，公司的有效经营资产的占比提升从而带来资产周转率的提升。③最优秀的龙头企业基于杰出的管理能力，敢于提升财务杠杆水平，进一步提升公司 ROE 水平。

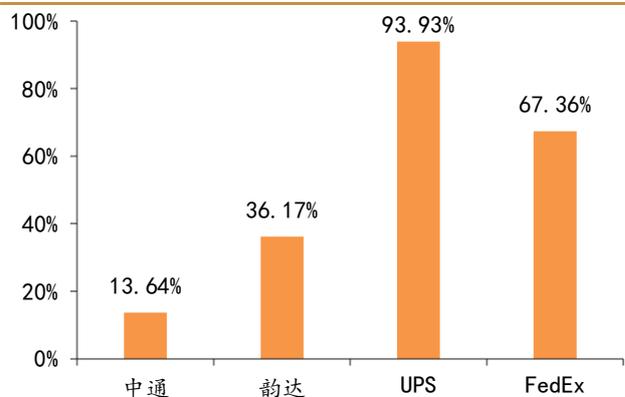
A 股推荐韵达，关注顺丰、申通、圆通和德邦。

图 66：头部快递企业 2018 年归母净利润率水平



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 67：头部快递企业 2018 年末资产负债率水平



数据来源：公司年报，西南证券整理

6 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。2018年下半年申通、圆通的发力追赶及2019年开始中通的发力挤压，行业的竞争边际加剧。我们对未来行业单件净利润的预测隐含了价格战温和可控的假设，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，存在较大幅度波动的可能。

阿里深度介入的风险：虽然当前阿里对通达系的申通、百世、中通、圆通均有持股，亦尚未在经营层面干预快递公司，但是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
	增持：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 指数涨幅在-10%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
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@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
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn