



快递行业深度报告——

陌上花开蝴蝶飞：银行宜积极配置快递资产

■ **快递市场整体快速增长，下沉市场带来中短期业务增量。** 电商市场繁荣是核心驱动力，2018年我国快递业务量507亿件，同比增长26.6%，其中电商件业务量占比超过80%，中性预期下未来5年电商件业务量将翻倍。阿里与京东将经营获客重心转向县域农村，拼多多异军突起拉动低线城市电商渗透率快速提升，未来电商快递包裹增量将主要来自下沉市场，2019年拼多多或将贡献一半增量。

■ **快递市场中有四大领域具备长期增长潜力。** 从中长期发展前景看，快运业务、末端配送、冷链运输、跨境快递四大领域广阔的市场需求打开成长空间，有效带动快递产业链延伸与扩张，值得头部快递企业投资布局。

■ **通达系快递企业持续进行产能扩张。** 快递行业市场集中度高，前八家企业占据81.6%的市场份额，其中通达系快递企业成本优势明显，低价竞争不断扩大市场份额，40%左右的业务量增速远高于行业平均。通达系快递需要扩张产能消化新增业务量，一方面现阶段在业务高峰期存在产能瓶颈，另一方面投扩产能仍具备规模效应，可以降本增效。通达系快递企业近两年资产余额快速上升，用于购置土地、厂房设备的支出显著增加，这个趋势仍将持续。

■ **头部快递企业经营稳健，财务指标表现优秀。** 整体看头部快递企业资产负债率处于40%以下的较低水平，毛利率和净利率最近3年波动不大，经营性现金流健康，偿债能力强。头部快递企业应付运费占比高，供应链融资价值高。

■ **银行业务布局及建议。**（详见PDF版）

■ **风险提示。** 银行需关注快递行业以下四方面风险：电商快递增长不达预期；价格战加剧行业陷入亏损；新业务板块发展不及预期；负面舆情造成企业声誉风险。

夏嘉南

行业研究员

☎：0755-83894978

✉：xiajianan@cmbchina.com

目录

1、需求侧：我国快递市场整体高增长	1
1.1 电商市场繁荣是核心驱动力	1
1.2 中短期快递增量主要依靠电商下沉市场	3
1.3 快递市场中有四大领域具备长期增长潜力	5
1.3.1 快运业务	5
1.3.2 末端配送	6
1.3.3 冷链运输	7
1.3.4 跨境快递	8
2、供给侧：通达系快递将获取更多市场份额	9
2.1 快递市场集中度较高	9
2.2 通达系快递市场份额提升更快	9
2.3 通达系低成本抢占电商快递下沉市场	10
2.4 通达系快递企业正积极投扩产能	11
3、头部快递企业财务洞察	13
3.1 通达系快递企业偿债能力有保障	13
3.2 头部快递企业应付运费占比高	14
4、银行业务布局建议	15
5、风险提示	16

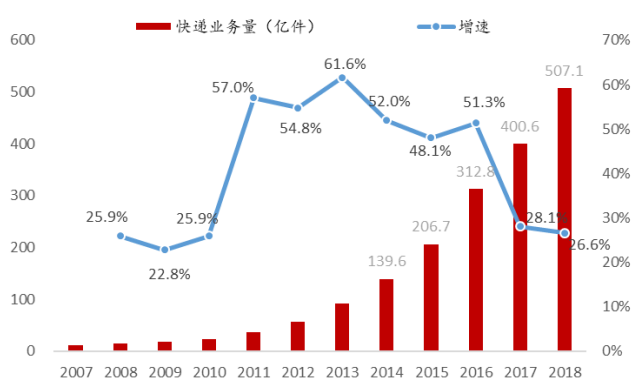
图目录

图 1: 我国每年快递业务量及增速	1
图 2: 我国每年快递业务收入及增速	1
图 3: 我国电商市场规模高速增长	2
图 4: 我国当前网络购物渗透率	2
图 5: 快递业务量增速与网购规模增速正相关	2
图 6: 我国快递市场电商件占比超过 80%	2
图 7: 未来 5 年我国电商件数量有望翻倍 (亿件)	3
图 8: 我国低线城市电商渗透率较一线城市仍有很大的提升空间	3
图 9: 三大电商平台活跃用户数 (百万人)	4
图 10: 拼多多用户各线城市分布情况	4
图 11: 2019 年拼多多或将贡献电商件增量中的 50%	5
图 12: 快递快运边界模糊化, 越来越多的快递公司涉足快运业务	6
图 13: 末端配送场景丰富, 快递企业需多元化布局	7
图 14: 我国跨境电商零售进出口总额快速增长	8
图 15: 我国跨境快递市场规模稳步扩张	8
图 16: 头部快递企业市场份额提升更快	9
图 17: 2017 年 1 月以来快递市场集中度一路上升	9
图 18: 2016 年以来通达系快递市场份额快速提升	10
图 19: 通达系快递价格显著低于行业平均	11
图 20: 截至 2019Q1 通达系业务量增速	11
图 21: 近几年通达系快递企业加大投扩产能, 资产余额不断上涨	12
图 22: 通达系快递企业购置固定资产、无形资产和其它长期资产支付的现金	12
图 23: 2018 年韵达募集资金 38.4 亿投向产能扩张与效率提升	13
图 24: 通达系快递企业资产负债率普遍不高	14
图 25: 通达系快递企业毛利率相对稳定	14
图 26: 通达系快递企业净利率相对稳定	14
图 27: 经营性净现金流/营业收入稳定	14
图 28: 头部快递企业应付账款金额高	15
图 29: 应付账款中应付运输费用占比较大	15
图 30: 2018 我国快递业务量淡旺季明显 (亿件)	15
图 31: 头部快递企业外包运输市场规模	15

1、需求侧：我国快递市场整体高增长

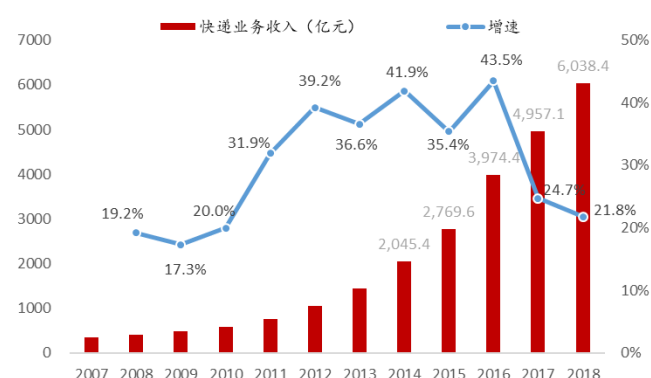
我国快递行业一直保持快速发展，成为商业产业链底层重要的基础设施，跻身我国新经济的代表产业之一。根据国家邮政局数据，2018 年快递业务量 507.1 亿件，同比增长 26.6%，过去十年快递业务量 CAGR 为 44.4%。快递业务收入 6038.4 亿元，同比增长 21.8%，过去十年快递业务收入 CAGR 超过 32.5%。未来几年，我国快递市场整体业务量仍将保持双位数增长。

图 1：我国每年快递业务量及增速



资料来源：国家邮政局，招商银行研究院

图 2：我国每年快递业务收入及增速



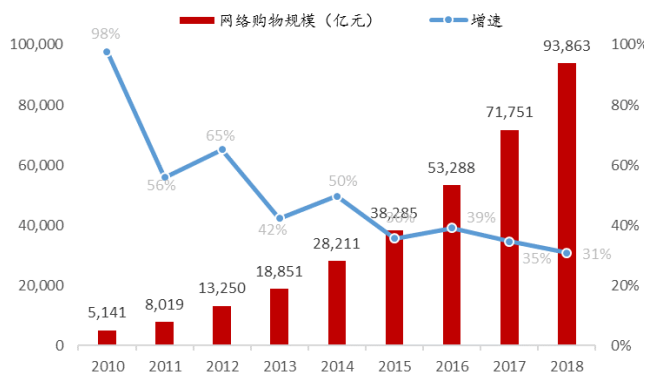
资料来源：国家邮政局，招商银行研究院

1.1 电商市场繁荣是核心驱动力

我国快递行业保持高速增长是受电商繁荣直接驱动的。根据中国电子商务研究中心数据，当前网民规模 8.3 亿，网络购物人群 6.1 亿，网络购物渗透率 76.3%。2018 年我国网络购物规模超过 9.3 万亿，同比去年增长 31%，最近 8 年 CAGR 超过 42%。如图 3，通过对比过去几年网络购物规模增速与快递业务量增速，我们发现两者增速水平接近且正相关。

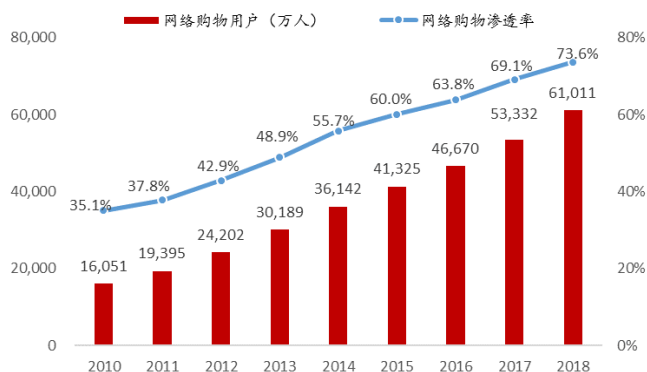
回顾过去 10 年，快递行业经历三轮电商红利：第一轮以 C2C 电商快速增长为标志，大量客单价低的淘宝商品快速撬动电商件需求；第二轮电商红利以天猫、京东等 B2C 电商崛起为标志，电商件持续放量。当前正经历第三轮电商红利，拼多多、社区拼团等社交电商异军突起，下沉市场释放了低线城市和广大社区居民强大的购买力，电商件市场也随之下沉。

图 3：我国电商市场规模高速增长



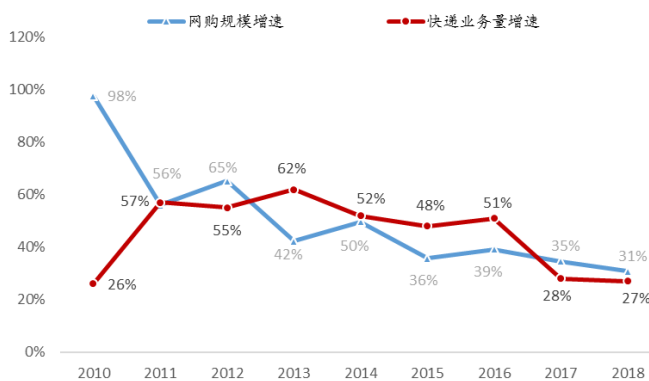
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 4：我国当前网络购物渗透率



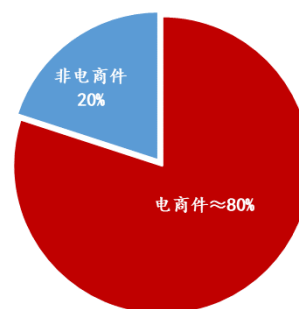
资料来源：中国互联网络信息中心，招商银行研究院

图 5：快递业务量增速与网购规模增速正相关



资料来源：Wind，国家邮政局，招商银行研究院

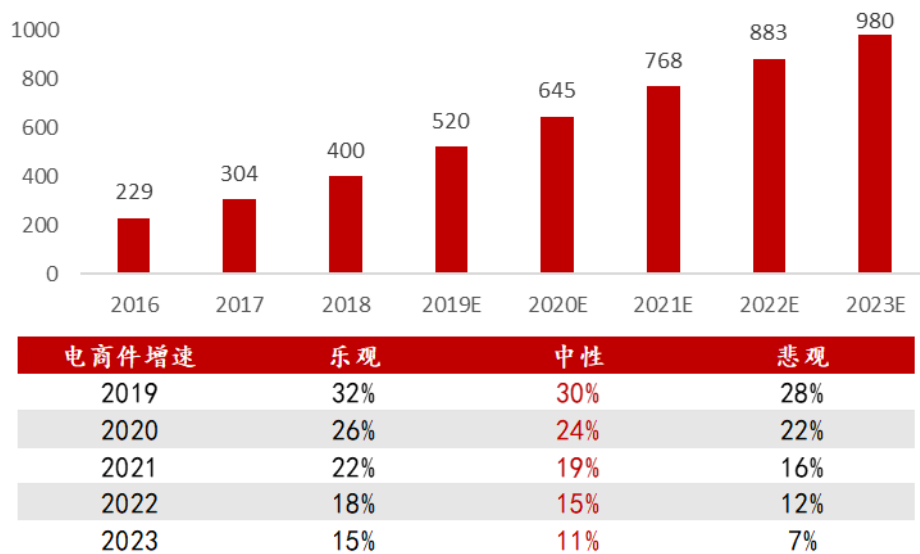
图 6：我国快递市场电商件占比超过 80%



资料来源：招商银行研究院测算

快递行业在电商繁荣的持续推动下，当前 B2C、C2C 的电商件已经占据绝对体量，而 B2B 的商务件占比较低。根据智研咨询的数据，2016 年电商件占比达到 72%，近 10 年 CAGR≈60%，同期非电商快递 CAGR≈29%。随着近两年下沉市场发力，拼多多崛起显著拉动低线城市快递业务量，2018 年电商件占快递业务量比重已超过 80%。“占比高、增速快”的电商快递市场是一条确定性强的优质赛道，中性预期下，未来 5 年我国电商快递件量有望翻倍。

图 7：未来 5 年我国电商件数量有望翻倍（亿件）



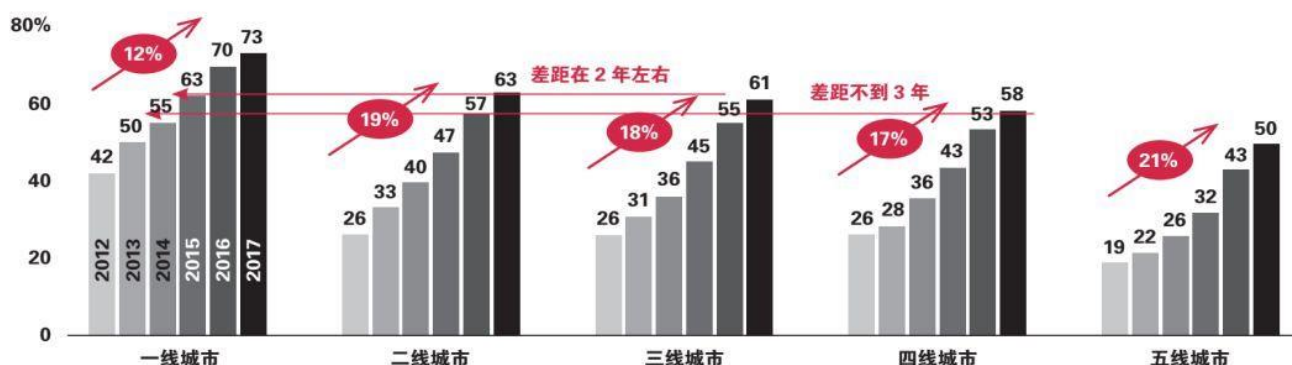
资料来源：招商银行研究院测算

1.2 中短期快递增量主要依靠电商下沉市场

一二线城市电商市场趋于饱和，用户增长明显放缓，而下沉市场具有十分庞大的消费潜力，低线城市电商渗透率较一线城市有很大的提升空间。根据贝恩公司与凯度消费者指数发布的 2018 年中国购物者报告，一线城市电商渗透率较高，2017 年已经达到 73%，领先三线及以下城市超过 12 个百分点（图 8，低线城市电商渗透率滞后一线城市 3 年左右）。未来 3 到 5 年，快递行业维持高增长将主要依靠低线城市电商渗透率快速提升带来的业务增量。

图 8：我国低线城市电商渗透率较一线城市仍有很大的提升空间

各线城市电商渠道渗透率（2012 ~ 2017 年）

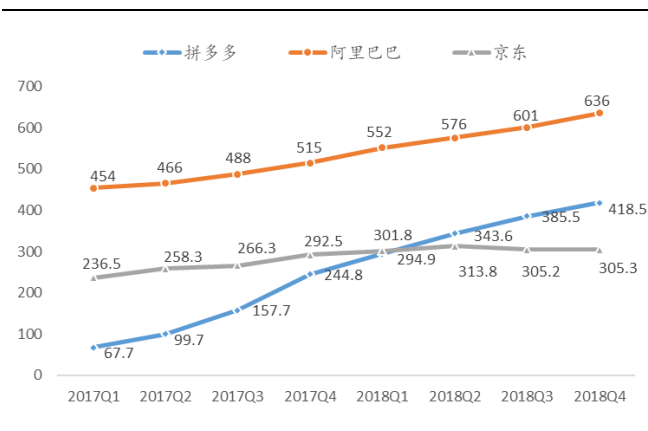


资料来源：贝恩公司、凯度消费者指数、招商银行研究院

电商平台纷纷将经营重心转向下沉市场。拼多多抓住消费市场下沉的机会快速发展，2018 年平台活跃买家数量 4.19 亿，较 2017 年增长 1.74 亿，增幅

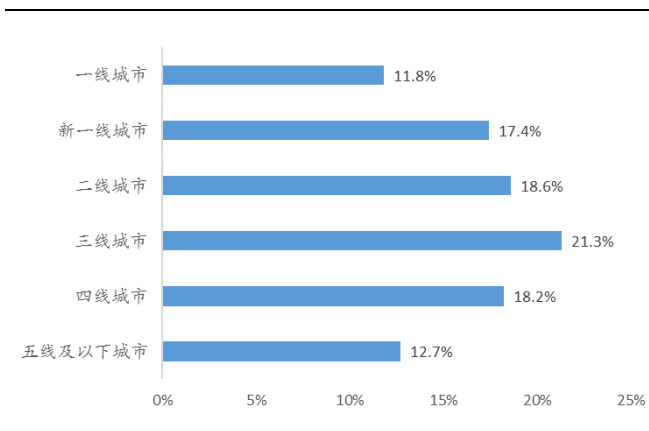
71%，GMV4716 亿元，增速达到 233%，远超电商行业平均增速。根据极光大数据和极光调研，71%的拼多多用户来自二线及以下城市。淘宝通过聚划算、淘抢购、天天特卖三大淘系平台加速对下沉市场的渗透，阿里披露的 2019 财年数据显示，淘宝+天猫新增 1.02 亿年度活跃消费者中，有 77%来自三四线城市及乡村地区。京东通过京东拼购打开下沉市场，2019Q2 财报电话会上，京东零售集团轮值 CEO 徐雷透露：京东来自三到六线城市的低线市场用户增速高于一二线城市；现在新用户当中，有将近七成来自低线城市；整体用户里面超过一半来自低线城市。

图 9：三大电商平台活跃用户数（百万人）



资料来源：公司公告，招商银行研究院

图 10：拼多多用户各线城市分布情况



资料来源：极光大数据，招商银行研究院

整个电商快递市场 2018 年占比 80%来到 400 亿件，我们根据全国网购交易规模 9.4 万亿，以及各主要电商平台 GMV 或者订单数量（如有披露）进行拆分得到图 11，阿里系（淘宝+天猫）以接近 6 万亿的 GMV 贡献至少一半的包裹数，京东 GMV1.7 万亿，但是考虑其客单价较高（行业平均的 2~3 倍），合理的快递包裹数量可能在 40 亿件左右。拼多多披露 2018 年平台订单数量为 111 亿件，保守测算带来 94 亿件电商快递包裹，成为行业内除了阿里系以外最大的电商件来源。根据调研，拼多多快递量一直以来增长迅猛，在通达系快递企业中业务量占比已经普遍超过 15%。我们认为未来电商快递包裹增量主要来自下沉市场，预计 2019 年全行业将产生 120 亿件增量电商快递包裹，拼多多或将贡献其中的一半。

图 11：2019 年拼多多或将贡献电商件增量中的 50%

	2018年GMV	同比增速	2018包裹数	预计2019包裹数	增量
天猫+淘宝	6万亿	24%	200亿件	240亿件	40
拼多多	4716亿	234%	94亿件	155亿件	61
京东	1.7万亿	30%	40亿件	50亿件	10
其他	1.2万亿	30%	66亿件	75亿件	9
合计	9.4万亿		400亿件	520亿件	120

资料来源：招商银行研究院测算

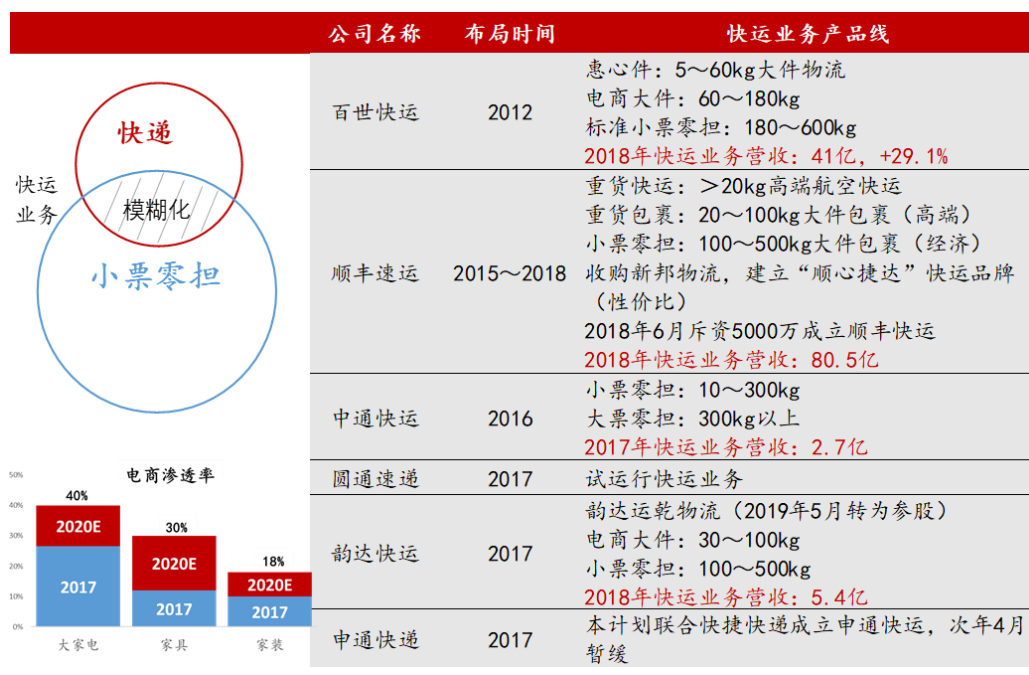
1.3 快递市场中有四大领域具备长期增长潜力

1.3.1 快运业务

一方面从市场角度来看：C 端消费快递市场竞争激烈，价格战使利润端持续承压，头部快递企业思索从 2C 转向 2B，快运市场是一个很好的切入点，可以丰富产品线，提升综合竞争力。随着 F2C、B2b2C 模式快速兴起，工厂直通消费者、仓到仓、仓到商家的大件快运市场前景广阔。此外，大件消费品线上渗透率提升加速市场大包裹的快运需求，根据贝恩咨询的数据，大家电、家具和家装产品线上渗透率近几年快速提升，预计至 2020 年分别提升 13pct、18pct 和 7pct。根据运联传媒数据，我国快运市场规模合计超过 4500 亿，当前市场集中度较低。

另一方面从内部结构来看：快递企业本身就包含做快运业务的基因。快递与快运在业务模式上并没有太大差别，主要差别体现在货重上，快递主要集中在 5 公斤以下，快运主要针对 5~300 公斤。对于头部快递企业来说，依托于现有快递网络布局，向上攻打快运市场门槛不高。如图 12，顺丰和通达系最近几年已经先后布局快运市场。

图 12：快递快运边界模糊化，越来越多的快递公司涉足快运业务



资料来源：公开资料整理，公司公告，贝恩咨询，光大证券，招商银行研究院

顺丰凭借直营网络体系的时效优势，在高端快递和 B2B 商务件快递市场占据绝对份额，由于单票价格较高很难切入电商快递市场，最近几年市场份额持续下滑。因此在新业务拓展方面，顺丰为了打开局面选择主动出击布局快运市场，收购新邦物流成立“顺心捷达”快运品牌主攻低端市场，斥资创立顺丰快运负责中高端客户（有机队优势），2018 年顺丰快运业务营收超过 80 亿。

1.3.2 末端配送

现如今 C 端消费需求日益个性化、差异化，对快递服务的需求也更注重时效、便捷、安全和隐私，直接与客户接触的末端配送场景开始丰富：从本地转运中心、仓储（自营仓、前置仓）配货——快递员、无人设备送货——智能快递柜、包裹驿站收货，整个链条无论在运转效率还是用户体验方面均存在巨大的提升空间，末端数据闭环对快递企业来说也具有战略价值。

从末端配送三个环节来看，**配货**：除了加大对转运中心的投入，快递公司越来越重视对接电商自营仓和新零售门店前置仓。京东、苏宁（天天）等电商系快递和天猫菜鸟推动仓配一体化建设，通过大数据预测提前将商品放置在本地仓以提升发货效率；**O2O** 和新零售对超市门店的改造，使前置仓概念兴起，发货地点甚至直接来到了社区周边，进一步提升了时效。**送货**：快递企业先后推出试点无人车、无人机送货，现阶段成本高、投入大，但却是卡位未来末端配送场景的关键一环。**收货**：作为整个货流和数据流的终端节点，智能快递柜和驿站具有十分重要的数据价值，对快递公司来说具有战略意义。除了在一线城市，深入小区楼道的快递柜市场渗透率仍处于较低的水平，整体利用率也在

缓慢提升。头部快递企业已经纷纷加大投入，比如菜鸟驿站、丰巢、中邮速递易以及通达系旗下的快递柜品牌。

图 13：末端配送场景丰富，快递企业需多元化布局



资料来源：招商银行研究院

末端配送场景丰富，市场规模预计达到万亿级别。除头部快递企业开始切入这个市场以外，还面临不同维度的竞争对手：有深耕本地生活拥有大量骑手的美团和饿了么，有专门做落地配业务的物流公司等，菜鸟也整合落地配公司推出了丹鸟品牌。可见在末端配送环节，真正的竞争才刚刚开始。

1.3.3 冷链运输

从市场需求来看：零售、餐饮、医药等消费类企业，使用冷链运输降低成本、提升效率的效果显著。在之前报告中我们专门针对生鲜供应链进行过分析和阐述（详见“生鲜供应链升级——供给侧改革催生巨头”），我国冷链运输发展仍处于初级阶段，“断链”现象严重，生鲜产品损耗率居高不下对消费类企业造成严重的成本负担。

从市场供给来看：我国冷链物流整体还处于初级阶段。对标美国生鲜供应链巨头 Sysco（市值 370 亿美元），我国食品冷链运输市场刚刚起步，潜在竞争对手有阿里盒马鲜生、美团小象生鲜、永辉彩食鲜、海底捞蜀海供应链等；对标美国医药流通巨头 McKesson，我国医药流通商集中度低（美国前三大企业占据 90% 市场份额），药品冷链运输市场主要竞争对手是国药控股、华润医药商业和上药控股三家（当前合计占据 30% 左右市场份额）。

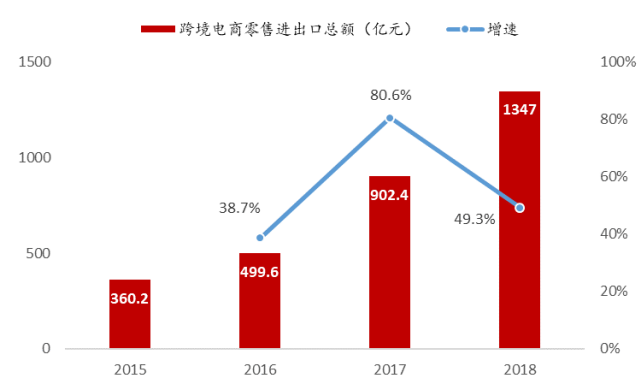
我国冷链物流市场规模超过 3000 亿，并不是所有终端企业都具备自建冷链的实力，因此专业第三方冷链运输一定有市场，这就是快递企业的机会。近几年，顺丰、京东、通达系快递均已经开始布局冷链运输，加大对冷藏车、冷

库的投入力度，并且开始承接部分市场需求。顺丰 2018 年与美国夏晖集团联合成立新夏晖，加码冷链业务。顺丰冷链目前拥有 51 座冷库，同时还拥有自有冷藏车 681 台、123 条食品运输干线，GSP 认证医药仓 3 座，GSP 认证冷藏车 209 台，2018 年冷链板块总收入超过 42 亿。

1.3.4 跨境快递

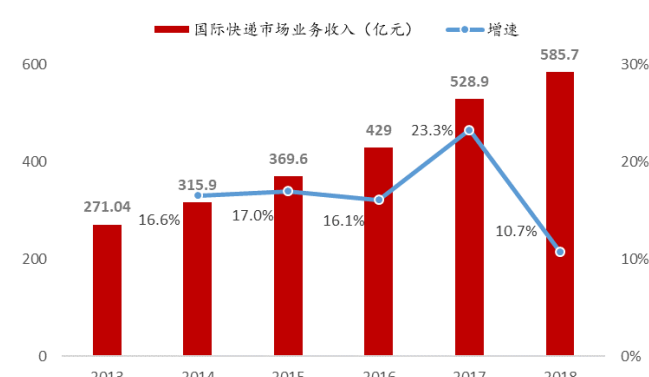
从市场需求来看：根据《中国电子商务报告（2018）》数据，2018 年通过海关跨境电子商务管理平台零售进出口商品总额 1347 亿元，同比增长 50%。其中出口 561.2 亿元，同比增长 67%；进口 785.8 亿元，同比增长 39.8%。一方面“走出去”的跨境电商快递需求快速增长，如义乌作为世界小商品批发中心，跨境电商快递市场十分繁荣。另一方面，小红书、网易考拉为代表的海淘电商快速发展，催生庞大的“引进来”的跨境电商快递需求。如图 15，2018 年我国国际快递市场业务收入 585.7 亿元，最近 5 年复合增速 16.7%。

图 14：我国跨境电商零售进出口总额快速增长



资料来源：中国电子商务报告（2018），招商银行研究院

图 15：我国跨境快递市场规模稳步扩张



资料来源：国家邮政局，招商银行研究院

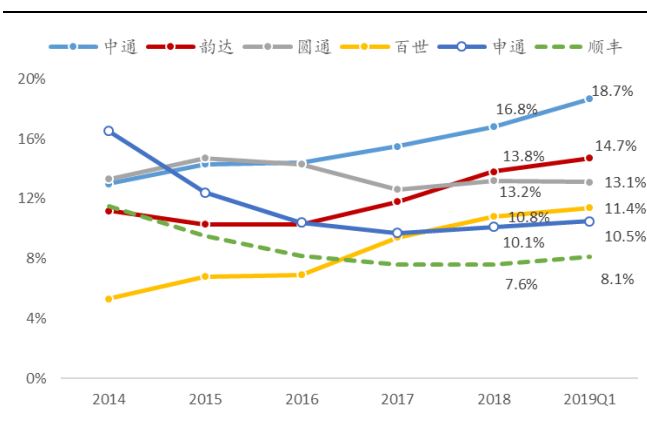
从市场供给来看：过去由于民营快递公司对国际市场鲜有布局，跨境物流基础设施不完善、运输网络国际化水平低、线路有限，我国跨境快递市场基本被 FedEx、UPS 和 DHL 三家外企把持。根据 Datanyze 统计和 2018 年营业收入推算，FedEx、DHL 和 UPS 在我国跨境快递市场的市占率分别为 30%、25%和 17%。2019 年 5 月，FedEx 在中国未按地址投递快递，将华为公司寄出的包裹违规运送到美国，可能导致 FedEx 被中国政府制裁。我们认为该事件会引起国家邮政局和快递行业关于国家重要快递包裹安全运输意识的觉醒，打造中国自主可控的国际运输网络势在必行，FedEx 事件或将加速外资快递企业在华市场的全面萎缩，国内快递企业迎来跨境快递“国产替代”的新时代。国际快递物流成本高、时效受清关影响，快递公司布局国际线路需要大量、长期的资金投入。

2、供给侧：通达系快递将获取更多市场份额

2.1 快递市场集中度较高

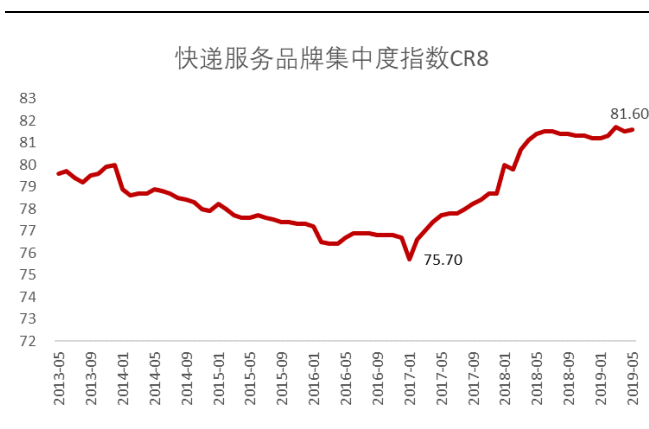
我国快递市场竞争格局已经趋于稳定，2019Q1 顺丰+通达系快递企业市占率（业务量）达到 76.5%，较 2017 年提升 9.8 个百分点，市场份额向头部企业快速集中。此外，根据国家邮政局按月份披露的快递服务品牌集中度指数（收入）来看，截止到 2019 年 5 月行业 CR8=81.6%，持续创新高，高频的月度数据曲线也印证行业集中度的提升趋势。

图 16：头部快递企业市场份额提升更快



资料来源：公司公告，国家邮政局，招商银行研究院

图 17：2017 年 1 月以来快递市场集中度一路上升



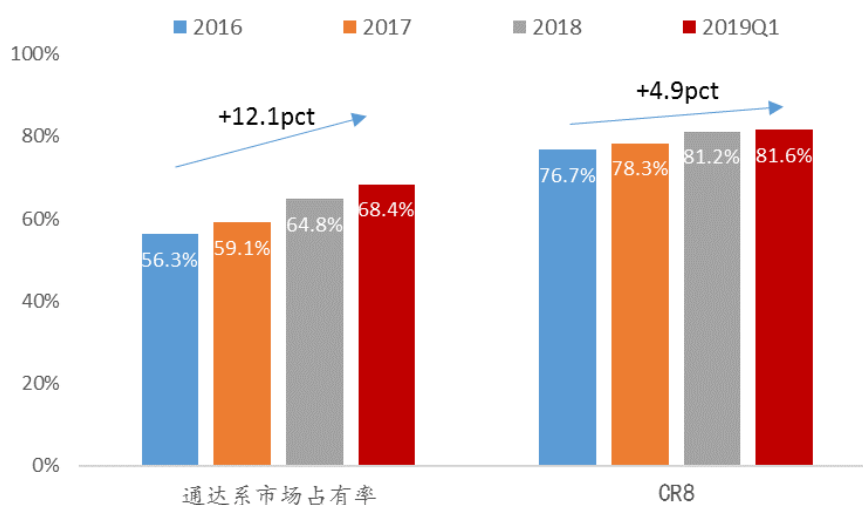
资料来源：国家邮政局，招商银行研究院

我们判断头部企业市场份额还将快速提升，理由是：第一，增量市场中，像拼多多这样下沉市场带来的电商件需要强大的网络覆盖和低成本运营能力去消化，只有头部企业能承接；第二，存量市场中，得益于差异化服务能力或者长时间价格战清洗，头部企业不断吞食中小企业的市场份额，甚至曾经处于第二梯队的跨区域快递企业都不得已转型或者退出市场，知名品牌包括国通、快捷、如风达、安能快递、全峰等。考虑到中小企业在品牌、服务质量、成本、盈利能力等方面均没有优势，头部企业将继续挤占他们的市场份额。

2.2 通达系快递市场份额提升更快

过去几年依托于大体量、高增速的电商快递市场，通达系快递（中通+圆通+申通+百世+韵达）迅速发展壮大。根据国家邮政局数据，2016 年至今通达系快递企业市场占有率提升 12.1 个百分点，远高于行业 CR8 增幅。未来几年快递市场整体高增长，随着业务增量主要向下沉市场的电商件倾斜，通达系快递凭借成本优势将获取更多市场份额。

图 18：2016 年以来通达系快递市场份额快速提升

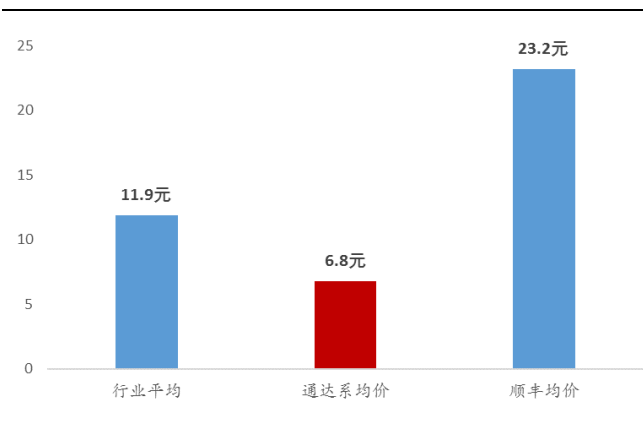


资料来源：国家邮政局，招商银行研究院

2.3 通达系低成本抢占电商快递下沉市场

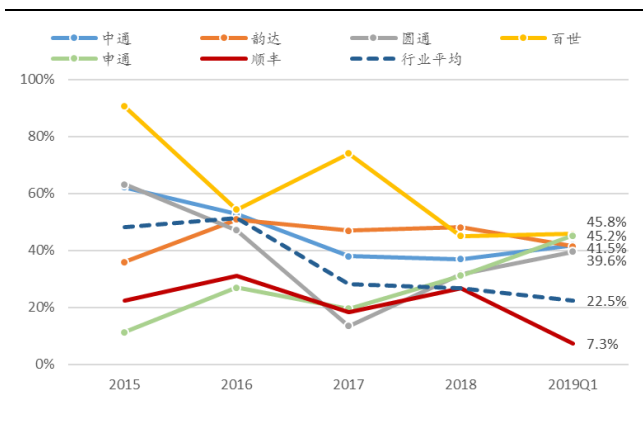
下沉后的电商快递市场对价格高度敏感，例如拼多多主要客户来自低线城市，客单价普遍偏低（2018 年不足 50 元/单），因此价格便宜的快递费用对平台商家来说至关重要。2018 年通达系快递均价 6.8 元，仅为行业平均价格的 57%，对比顺丰均价 23.2 元更是差距明显，以低价格迅速抢占电商快递下沉市场。这也就解释了截至 2019Q1，在全国快递业务量平均增速 22.5% 的情况下，通达系快递仍可以维持超过 40% 以上的增速水平。根据某通达系快递公司调研结果来看，2 年时间拼多多业务量已经增长至其总业务量的 2 成。

图 19：通达系快递价格显著低于行业平均



资料来源：国家邮政局，公司公告，招商银行研究院

图 20：截至 2019Q1 通达系业务量增速



资料来源：Wind，公司公告，招商银行研究院

通达系快递价格竞争优势主要来源于自身单票成本持续下降，一是源自快递业务量增长带来的规模效应；二是由于行业数字化升级，电子面单全面使用大幅提升效率、节省开支；三是通达系快递企业持续加大转运中心、自动化设备等核心环节投入，扩张产能、降本增效。此外也离不开企业日益精细化管理带来的成效。长时间以来，通达系快递企业构筑起成本优势的护城河。

2.4 通达系快递企业正积极投扩产能

值得注意的是，通达系快递企业在业务高峰期仍受产能瓶颈掣肘，转运中心等核心节点无法通过外包或临时租赁解决，因此需要持续扩建产能。长期来看，以通达系现有分拣、运输能力，如果不持续扩张产能、提升效率，很可能无法承接每年超过百亿的电商件增量，丧失持续抢占市场份额的能力。

从成本角度考量，低价抢占更多市场份额，业务量扩张摊低单票成本，现阶段通达系快递企业投放资产仍具备十分明显的规模效应。根据业内人士分析测算，现有业务量增速水平下，业内成本最低的中通单件快递成本每年还有约 8% 左右的下降空间，直至规模效应边际递减，全行业整体到达盈亏平衡点。

我们看到自 2016 年通达系快递企业集中上市以来，不断加大转运中心建设、投资自动优化设备、信息化物流系统，对产能和效率进行升级。如图 21，通达系快递企业对转运中心（土地使用权、房屋及建筑物）投资金额大幅上升，购买土地一方面可以省去不断上涨的租金，物流用地未来升值潜力大；另一方面对运输线路优化的最佳选址更加灵活。此外，机器设备资产大幅上涨，主要包括投入自动化分拣设备、数字仓储、AGV 机器人、信息化系统建设等；运输工具资产稳步提升，主要是采购自营运输车辆。

图 21：近几年通达系快递企业加大投扩产能，资产余额不断上涨

企业	项目 (单位：亿元)	房屋及建筑物	土地使用权	运输工具	机器设备	计算机及 电子设备	办公设备及 其他设备	飞机、飞机 发动机、高 价周转件等
圆通	2013年底	3.2	4.5	1.7	0.8	1.5	0.1	0.0
	2016年底	14.9	14.9	0.9	3.1	0.7	0.2	1.1
	2017年底	20.8	16.7	1.2	4.2	0.8	0.2	2.1
	2018年底	32.2	21.7	5.6	8.9	1.4	0.2	4.4
韵达	2013年底	2.9	0.5	0.6	2.1	1.0		
	2016年底	7.8	6.4	6.7	7.9	0.9		
	2017年底	7.0	7.5	7.5	12.4	1.3		
	2018年底	8.6	12.1	10.1	25.1	3.4		
申通	2013年底	1.3	3.7	0.8	0.9	0.4		
	2016年底	3.1	4.9	2.1	1.4	0.3		
	2017年底	5.4	6.8	5.3	1.6	0.7		
	2018年底	10.5	8.3	6.9	8.3	1.0		
中通	2014年底	3.5	4.2	2.4	0.8	0.5		
	2016年底	12.9	13.0	10.6	7.2	1.5		
	2017年底	27.0	16.0	15.5	13.0	2.1		
	2018年底	35.9	19.7	23.2	24.8	3.1		
顺丰	2013年底	4.2	2.6	11.3	5.7	4.6	1.8	9.9
	2016年底	37.2	39.7	14.9	16.0	8.8	12.9	27.0
	2017年底	32.4	43.3	14.4	15.9	8.4	15.2	32.7
	2018年底	32.7	44.1	18.6	17.6	11.9	19.5	39.4

资料来源：兴业证券，公开资料整理，招商银行研究院

结合图 22，2018 年顺丰+通达系快递企业在固定资产投资、购置土地以及其他长期资产投资方面增速较快，总额较 2017 年支出金额翻了一番。从绝对值来看，通达系快递企业 2018 年平均投资额约为 30 亿元。

图 22：通达系快递企业购置固定资产、无形资产和其它长期资产支付的现金

单位：亿元	2016	2017	2018	连续三年趋势	2019Q1
韵达股份	16.8	14.0	34.7		11.6
yoy		-17%	148%		191%
申通快递	7.7	12.1	28.2		3.8
yoy		59%	132%		133%
顺丰控股	48.6	56.4	116.4		19.4
yoy		16%	106%		14%
圆通速递	16.1	17.1	34.8		6.7
yoy		6%	103%		-19%
中通快递	26.9	28.3	39.8		
yoy		5%	41%		
合计	116	128	254		42
yoy		10%	98%		36%

资料来源：公司公告，招商银行研究院

注：中通快递采用资本性支出，即原始现金流量表中“购买物业及设备+购买土地使用权”计算

2018年韵达定向增发募集资金38.4亿元，其中超过30亿投向转运中心建设与升级、快递网络运能提升项目；中通2019Q1共有130台自动分拨流水线投入使用，较上一季度新增10台，采购15-17米长尾甩挂车200辆，提高对运输网络统筹调配。扩产能、提效率是通达系快递企业实实在在的需求。

图 23：2018 年韵达募集资金 38.4 亿投向产能扩张与效率提升

承诺投资项目和超募资金投向	募集资金承诺投资总额	本报告期投入金额	截至期末累计投入金额	截至期末投资进度	项目达到预定可使用状态日期
一、智能仓配一体化转运中心建设项目	13,341.13	10,342.95	10,342.95	77.53%	2019年12月31日
二、转运中心自动化升级项目	201,311.41	159,394.37	159,394.37	79.18%	2019年12月31日
三、快递网络运能提升项目	101,128.93	72,390.94	72,390.94	71.58%	2019年12月31日
四、供应链智能信息化系统建设项目	68,237.90	31,644.26	31,644.26	46.37%	2019年12月31日
承诺投资项目小计	384,019.37	273,772.52	273,772.52	--	--

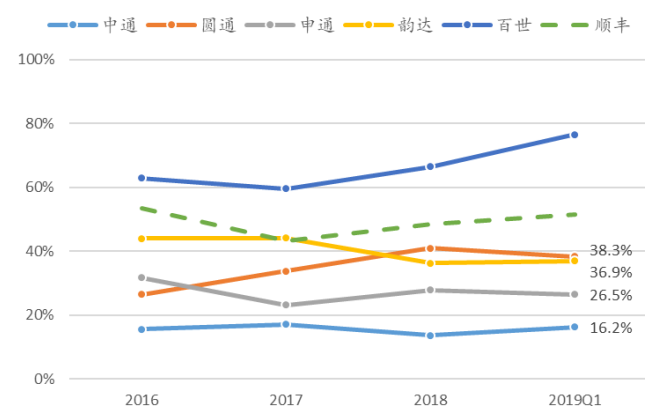
资料来源：公司公告，招商银行研究院

3、头部快递企业财务洞察

3.1 通达系快递企业偿债能力有保障

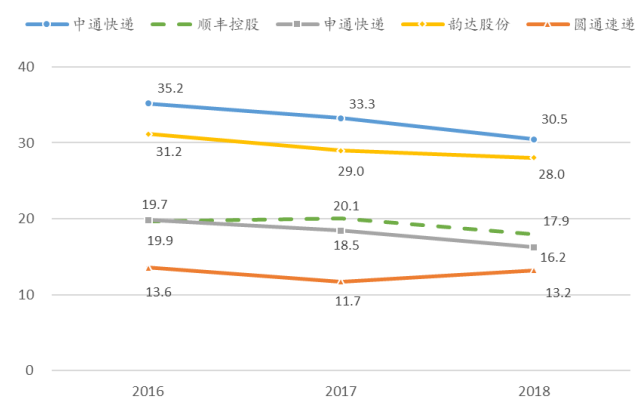
通达系快递企业经营稳健，资产负债率普遍不高，如图 24 截止到 2019 年一季度，“三通一达”资产负债率均在 40%以下，有息负债率更低；如图 25 和 26 通过连续三年毛利率、净利率比较，期间波动不大，通达系快递和顺丰盈利能力稳定。统一营业收入口径后，盈利能力最强的快递企业分别是中通和韵达，正好与市场占有率排名相吻合，与规模效应摊低单票成本交叉印证；通达系快递企业经营性现金流随着市场规模和营业收入不断扩张而快速增长，如图 27，净现金流量/营业收入指标波动幅度不大，净现金流量/净利润全部大于 100%，韵达 2018 年达到 138%，说明企业经营情况稳健、盈利质量高。整体来看，较低的杠杆率、稳定的盈利能力、健康的现金流，决定了通达系快递企业偿债能力有保障。

图 24：通达系快递企业资产负债率普遍不高



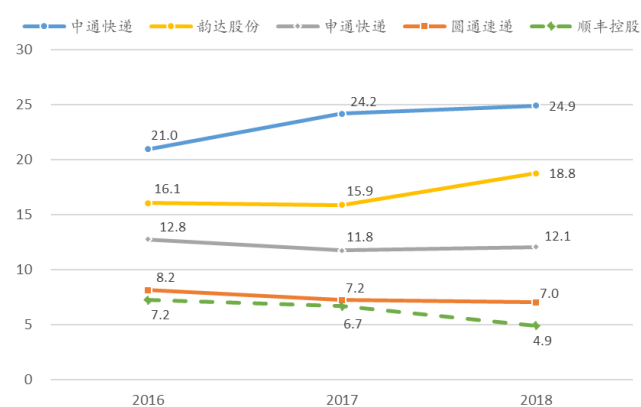
资料来源：公司公告，招商银行研究院

图 25：通达系快递企业毛利率相对稳定



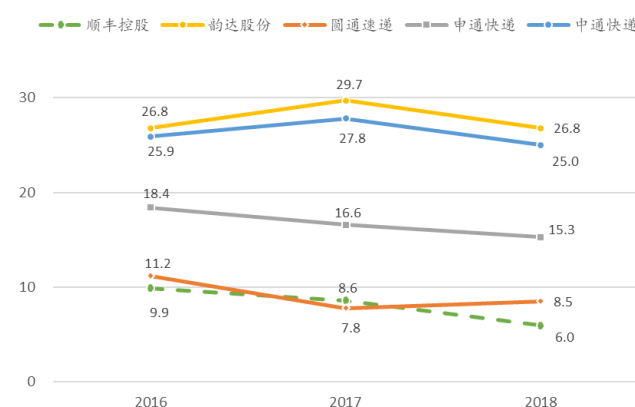
资料来源：公司公告，招商银行研究院

图 26：通达系快递企业净利率相对稳定



资料来源：公司公告，招商银行研究院

图 27：经营性净现金流/营业收入稳定



资料来源：公司公告，招商银行研究院

3.2 头部快递企业应付运费占比高

对比头部快递企业的经营情况和财务数据，我们发现“三通一达”和顺丰经营情况稳健，经营性净现金流充裕，盈利质量高。值得注意的是 2018 年“三通一达”+顺丰的应付账款合计高达 164 亿，可见头部快递企业在供应链中地位强势。而应付账款中运输费用占比最高，主要是支付给外包运输公司、第三方物流车队的费用。此外，从中通、顺丰披露的成本结构来看，支付外包运输公司、物流车队的服务费用在主营业务成本中也占很大比例，可见快递头部企业外包运力是常态，且延迟支付运输费用。

图 28：头部快递企业应付账款金额高

2018年	营业收入	经营现金流量净额	净利润现金含量	应付账款余额	毛利率	净利率
中通	176亿	44亿	100%	13亿	30%	25%
韵达	139亿	37亿	138%	29亿	28%	19%
圆通	275亿	23亿	123%	24亿	13%	7%
申通	170亿	26亿	127%	19亿	16%	12%
顺丰	909亿	54亿	119%	79亿	18%	5%

资料来源：公司公告，招商银行研究院

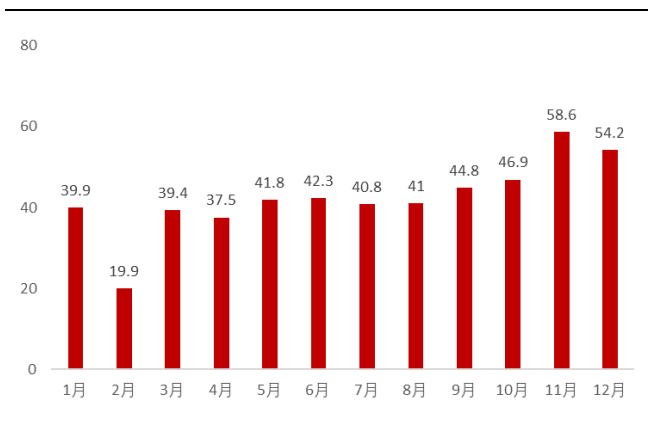
图 29：应付账款中应付运输费用占比较大

2018年	应付账款余额(亿元)	应付运费(亿元)	运费占比	外包车数量(辆)	外包比例
中通	13	未披露	/	未披露	自有运力占比高
韵达	29	14.7	51%	未披露	外包运力占比高
圆通	24	13.2	55%	3901	76%
申通	19	未披露	/	27824	34%
顺丰	79	13.2	17%	17733	47%

资料来源：公司公告，招商银行研究院测算

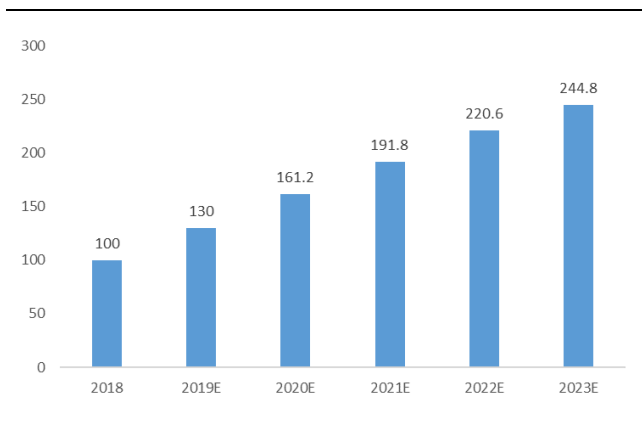
实际上，受消费习惯与电商促销的影响，快递业务量淡旺季波动较大，为了节省成本（提升车辆载货效率进一步降低单票成本），快递公司除自有干线运输车辆以外（通常保证基本运力），旺季常外包运输车辆，组织社会运输资源合理分担运力。外包商主要由小而散的第三方物流车队或者个体司机组成，议价能力弱，与头部快递企业结算账期通常在 2~6 个月不等。据我们保守估计，头部快递企业 2018 年外包运输费用的市场规模超过 100 亿，且随着快递业务量增长，该块市场还将继续增长。

图 30：2018 我国快递业务量淡旺季明显（亿件）



资料来源：国家邮政局，招商银行研究院

图 31：头部快递企业外包运输市场规模



资料来源：公司公告，招商银行研究院测算

注：根据外包运输保守估计、行业快递业务量中性增长测算

4、银行业务布局建议

（请查阅 PDF 版本报告。如需全文请参看文末联系方式，联系招商银行研究院）。

5、风险提示

1、电商快递增长不达预期。

近几年受国内宏观经济增速放缓影响，消费市场整体疲软，居民消费意愿下降可能进一步拖累网络购物增速，传导至快递市场拉低电商件增速。我们认为对此不必过度紧张，即使在悲观预期下我国电商快递市场加速下滑，但高基数决定增量（绝对值）仍旧相当可观，且下沉市场消费潜力有待进一步释放。

2、价格战加剧行业陷入亏损。

当前快递市场同质化竞争，低价是最有效的抢占市场手段，现阶段头部快递企业凭借规模效应、设备效率提升还可以维持相对稳定的利润率。但快递行业规模效应边际递减，成本下降空间收窄，价格战一旦加剧，行业可能整体陷入亏损。此外，降费对末端网点压力巨大，尤其是人力（快递员）成本已经很难有下降空间。随着我国低成本劳动人口红利消失，叠加 90 后、00 后从事快递员岗位意愿下降，快递企业用人成本不断攀升。

3、新业务板块发展不及预期。

头部快递企业最近几年频频布局快运、末端配送、冷链运输以及跨境快递业务，有的在集团层面牵头成立新业务子公司，有的则在上市公司体系内孵化。现阶段通达系快递经营重心仍在高增长的电商快递市场，资源投入有限，新业务发展具有不确定性。

4、负面舆情造成企业声誉风险。

近些年快递企业负面新闻主要集中在暴力分拣造成货品损坏、快递服务质量低用户体验差（拒绝上门派件）以及极端的快递员侵犯用户隐私（私拆快递、出卖客户信息）或造成人身伤害的事件等。行业层面，快递行业法律规章尚未健全；企业层面，员工责任意识淡薄、快递公司管理规章不完善。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇