

快递行业中报综述：

业绩分化，期待变局

安信证券研究中心 交通运输行业

明兴

SAC执业证书编号 S1450518040004

2019年9月7日



核心要点

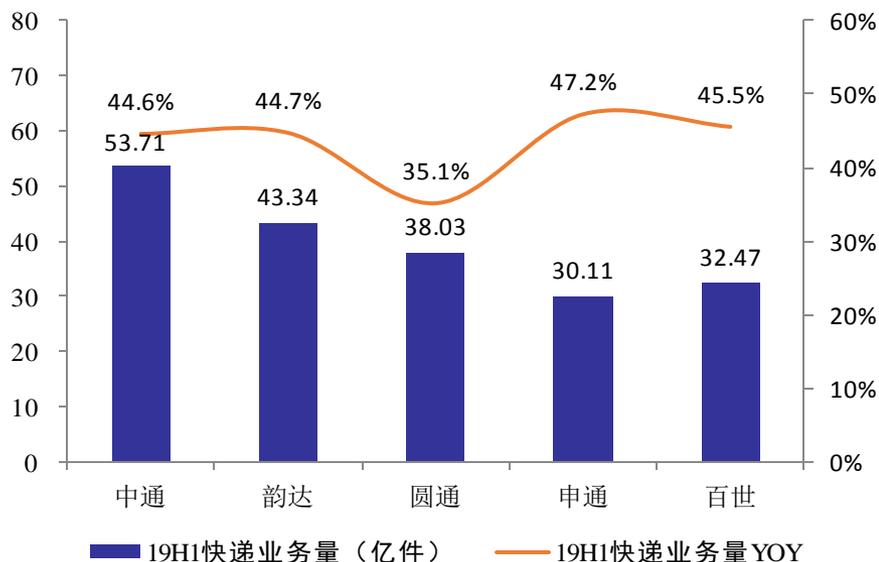
- **一、电商快递龙头业务量高增长，市场份额持续提升，网络趋于完善**
 - “四通一达” 19H1业务量增速高出行业10-20pct，行业CR5同比提升6.5pct达到71.1%，集中度进一步提升；
 - 龙头快递企业网络趋于完善，县级以上网点覆盖率95%+，转运中心趋向直营，自有车辆增加，运营效率提升。
- **二、价格战致单票收入承压，统一口径计算龙头企业单票收入平均降幅10%**
 - 受到价格战影响，头部企业单票收入普遍承压；单价下降亦与包裹重量下滑、电子面单比例进一步提升有关；
 - 剔除派费及统一口径后，四通一达单票收入平均降幅约10%。
- **三、单票成本呈改善趋势，费用控制良好，盈利能力分化，现金流良好**
 - 随着路由优化、自动设备的投入以及包裹轻量化，快递单票成本呈下降趋势；中通、韵达单票成本保持领先；
 - 快递企业单票毛利、净利均下滑，但盈利分化，中通、韵达单票净利领先，其单票扣非净利下降幅度约12%；
 - 企业在手资金普遍充裕，资本开支维持一定强度，经营净现金流普遍高于净利润。
- **四、顺丰新业务成为增长主要动力，降本增效带动毛利率提升**
 - 快运、冷运、同城等新业务成为公司增长主要动力，收入占比提升至23.7%；传统主业企稳，盈利有望逐季回升；
 - 公司通过装载率提升+运价下降，降本增效成果显著，19H1毛利率提升至19.82%。
- **五、德邦快递占比持续提升，经历转型成本阵痛期**
 - 19H1快递收入占比提升至56.1%，件量增长以及新产品“360特重件”带动票均收入增长；
 - 19H1公司毛利率下降4.2pct至10.4%，一方面是转型期成本投入较大、另一方面是大件快递毛利率较低拖累。

1. 电商快递业务量

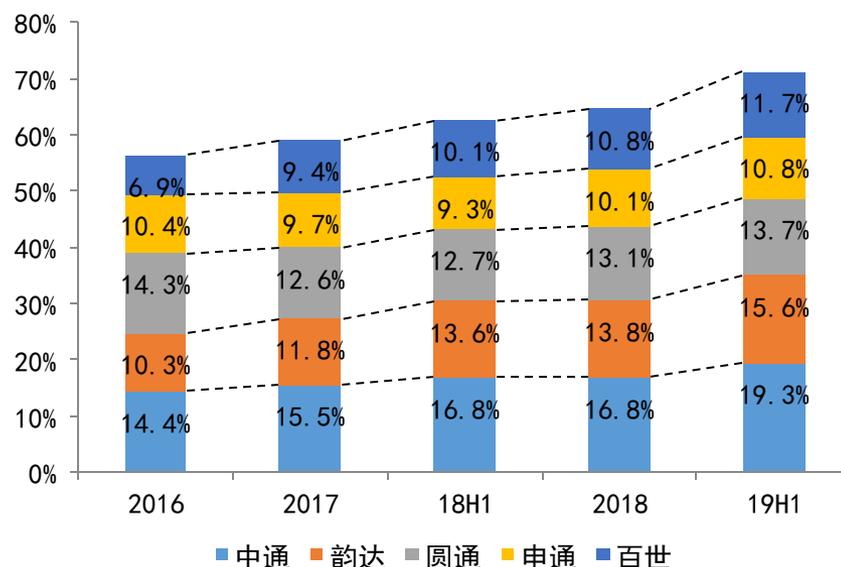
1.1 龙头业务量高增长，市场份额持续提升

- 业务量绝对值（亿件）：中通（54）>韵达（43）>圆通（38）>百世（32）>申通（30）
- 业务量增速（%）：申通（47%）>百世（46%）>韵达（44.7%）>中通（44.6%）>圆通（35%）
- 市占率（%）：中通（19%）>韵达（15.6%）>圆通（13.7%）>百世（11.7%）>申通（10.8%）。
- 行业CR5（业务量口径）达到71.1%，同比提升6.5pct

图：2019H1各快递公司业务量及增速



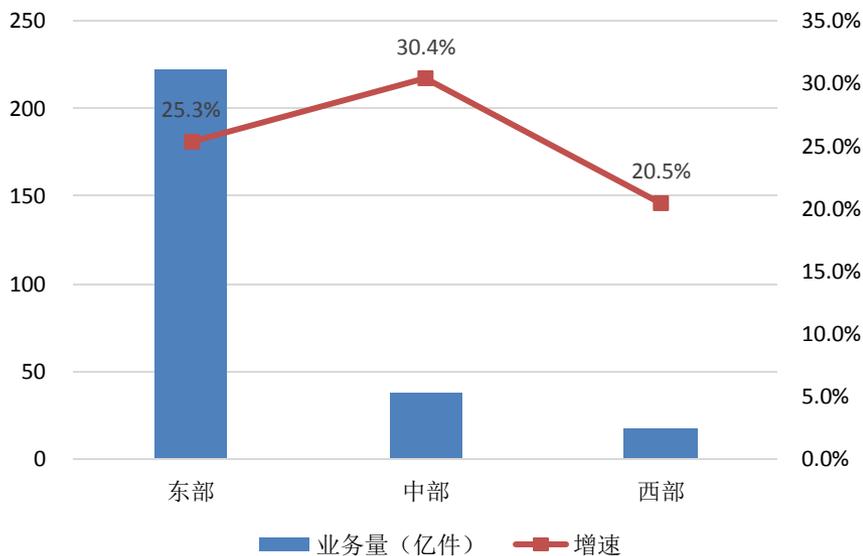
图：各大快递公司市场份额变化



1.2 东部占比高，中部地区增速领先

- 绝对值上东部地区仍然是主要的快递需求区（占比80%）。
- 东/中/西部地区快递量增速分别为25%/30%/20%，中部地区领先于东、西部，成为行业重要的增长极。
- 从各快递企业收入增速前三区域来看，华中、东北均增速较高，韵达/圆通均在华南地区取得较快增长。

图：全国快递区域表现情况



表：各快递企业分区域收入增速

	韵达	申通	圆通
华东	106.60%	33.29%	14.17%
华南	668.63%	50.50%	21.26%
华北	228.21%	66.97%	18.85%
华中	439.83%	93.92%	28.98%
东北	434.38%	105.40%	24.74%
西南	134.00%	147.63%	14.31%
西北	100.68%	-1.76%	17.86%
港澳台及海外		-8.24%	3.91%

注：韵达收入口径有调整

1.3 快递网络趋于完善，转运效能提升

- 县级以上网点覆盖率95%+，电商快递终端加盟商在3万左右，网络趋于完善。
- 转运中心趋向直营，自有运输车辆提升，带动中转运效率提升。

表：全国快递网络情况

2019H1	业务量 (亿件)	日均业务量 (万件)	转运中心数 (个)	直营个数 (个)	直营率 (%)	一级加盟商 (家)	终端网点数 (个)	主干线运输车辆 (辆)
中通	53.7	2951	87	78	90%	4650	约30000	800 (自有4950)
韵达	43.3	2381	55	55	100%	3575	30070	-
圆通	38.0	2090	82	68	83%	3856	31302	(自有1572辆)
百世	32.5	1784	97	97	100%	5400	31000	-
申通	30.1	1654	68	60	88%	2900+	27000+	5200+ (自有3650辆)
顺丰	20.2	1108	193	193	100%	-	近1.6万自营	35000: 干支线合计

注：百世2019H1一级加盟商数量、终端网点数采用2018年数据；韵达自有比例较低，未披露

1.4 社交电商崛起，网购订单量或持续高于GMV增速

- 2019M1-M7实物网购增速20%+，同时客单价较小的社交电商类平台（拼多多、小红书、抖音等）占比在快速提升，网购订单量增速或持续高于总体GMV规模增速。
- 我们预测2019年行业件量增速25%+，其中淘系/拼多多/京东三大电商平台的快递包裹量占比分别为46%/20%/5%。

表：全国快递业务量预测表

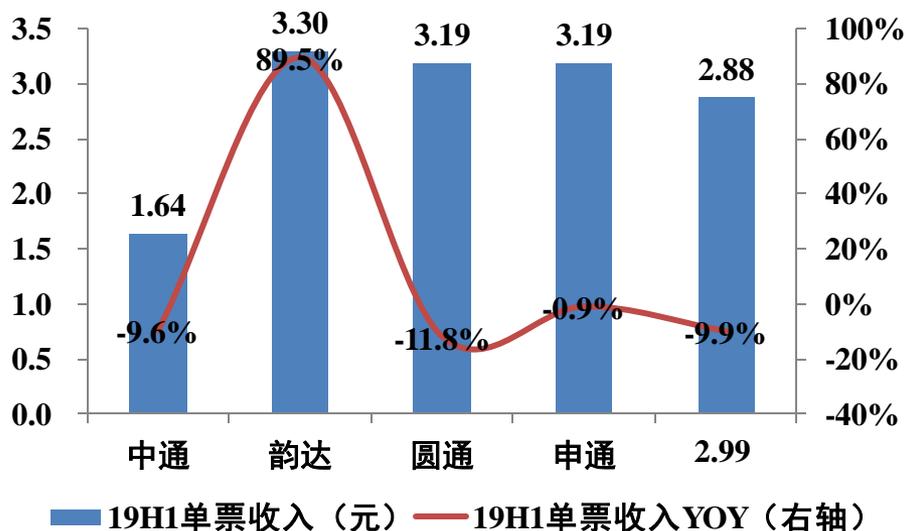
快递业务量预测总表	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
全国快递业务量（亿件）	91.9	139.6	206.7	312.8	400.6	507.1	637.1	770.9	914.6
YOY	61.6%	52.0%	48.1%	51.3%	28.1%	26.6%	25.6%	21.0%	18.6%
电商快递量（亿件）	59.50	101.69	149.75	225.43	290.52	392.63	515.73	642.31	778.30
YOY		70.9%	47.3%	50.5%	28.9%	35.1%	31.4%	24.5%	21.2%
阿里（亿件）	50.00	87.00	122.00	159.77	197.00	239.80	290.18	343.77	403.41
YOY		74.0%	40.2%	31.0%	23.3%	21.7%	21.0%	18.5%	17.3%
拼多多（亿件）	0.00	0.00	0.00	5.19	34.40	77.56	129.27	179.85	234.59
YOY					563.5%	125.5%	66.7%	39.1%	30.4%
京东（亿件）	2.59	5.18	10.27	15.93	21.23	26.37	32.19	39.41	46.25
YOY		100.4%	98.2%	55.1%	33.2%	24.2%	22.1%	22.4%	17.3%
其他电商（亿件）	6.91	9.50	17.48	44.54	37.89	48.90	64.10	79.27	94.05
YOY		37.5%	83.9%	154.7%	-14.9%	29.1%	31.1%	23.7%	18.6%
非电商快递量（亿件）	32.37	37.91	56.95	87.37	110.08	114.47	121.34	128.62	136.34
YOY		17.1%	50.2%	53.4%	26.0%	4.0%	6.0%	6.0%	6.0%

2. 电商快递单票收入

2.1. 价格战竞争激烈，单票收入承压

- 行业单票收入的下降主要受价格战影响，亦与包裹重量下滑、电子面单比例进一步提升有关。
- 韵达**单票收入同比大幅上升主要是其19年将派费计入收入成本；
- 申通**单票收入降幅小，主要是18H2收购转运中心，收入体量变大，其实际单票收入降幅较大；
- 圆通**单票收入降幅大，部分原因是公司调整补贴口径。

图：19H1各快递公司单票收入



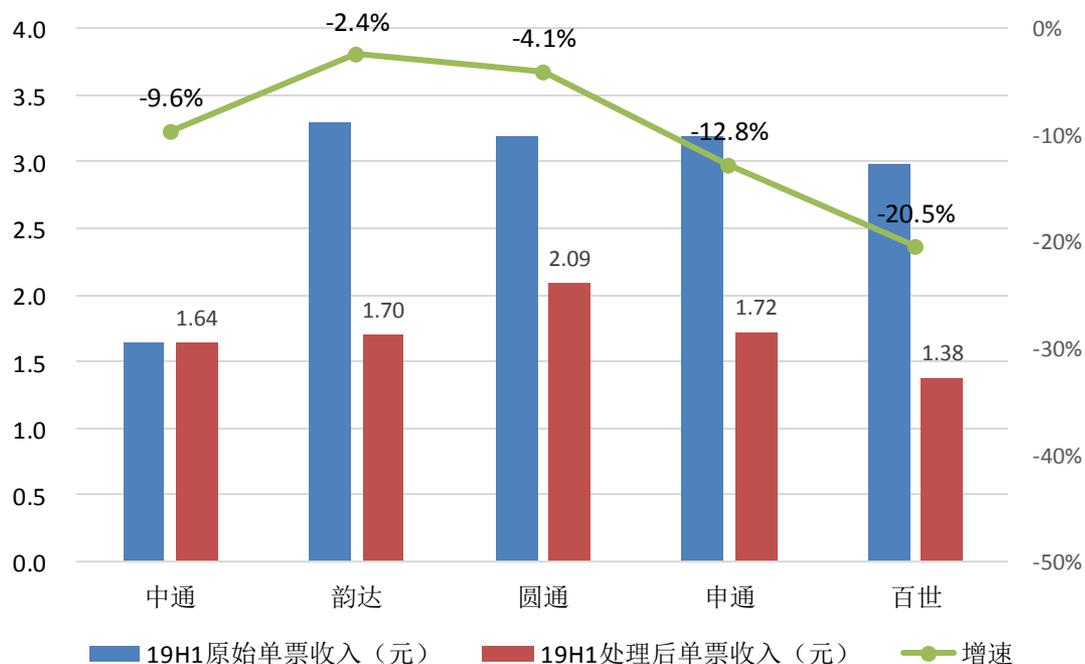
图：快递企业16-19H1单票收入对比

单票收入 (元/票)	2016	2017	18H1	2018	19H1
中通	2.08	1.96	1.82	1.81	1.64
YOY	3.9%	-6.0%	-13.0%	-7.7%	-9.6%
韵达	2.13	1.94	1.74	1.72	3.30
YOY	-7.1%	-9.1%	-12.5%	-11.1%	89.5%
圆通	3.75	3.68	3.57	3.44	3.19
YOY	-2.0%	-1.8%	-0.9%	-6.5%	-10.7%
申通	2.99	3.22	3.22	3.27	3.19
YOY	2.5%	7.6%	0.6%	1.5%	-0.9%
百世	2.49	3.39	3.32	3.24	2.99
YOY	-6.0%	36.4%	-4.5%	-4.6%	-9.9%

2.2 统一口径后，单票收入平均降幅10%

- 通过剔除派费标准化快递单票收入口径，快递企业平均单价降幅10%：
- 中通单票收入1.64元/-9.6%；韵达单票收入1.70元/-2.4%；圆通单票收入2.09元/-4.1%；申通单票收入1.72元/-12.8%；百世单票收入1.38元/-20.5%。

图：统一口径后单票收入对比及增速



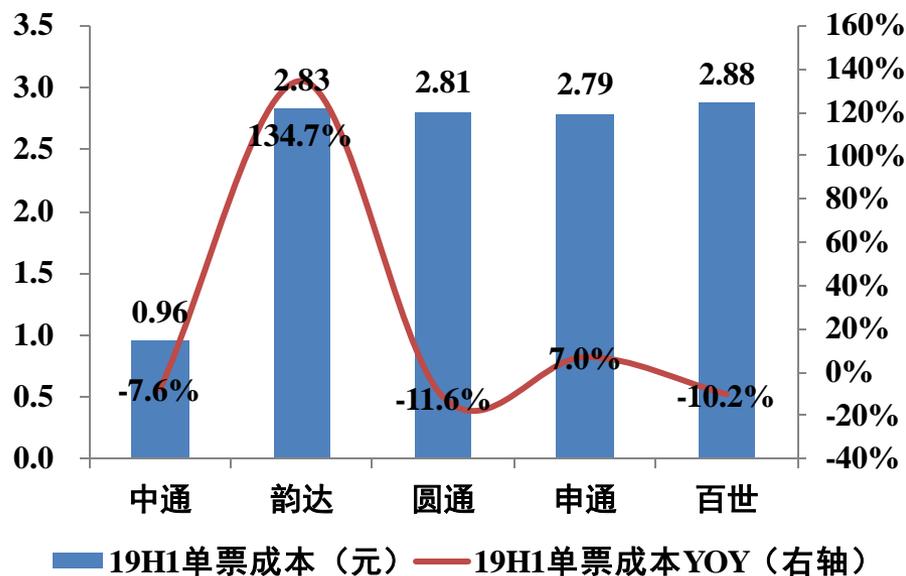
- 注：（1）韵达剔除派费收入；（2）申通剔除派费并进行转运中心直营还原，假设18H1、19H1自营率分别为60%/88%；（3）圆通剔除派费收入及还原补贴，派费收入等同于派送成本；（4）百世剔除派费。

3. 单票成本分析

3.1. 单票成本呈改善趋势

- 行业单票成本整体呈下降趋势，主要是各快递公司的路由网络优化、运营效率提升以及包裹轻量化趋势。
- **韵达**单票成本同比大幅上升，主要是其19年将派费计入成本，预计实际成本降幅与同行接近；
- **申通**单票成本增长，主要是18H2收购转运中心，并表的折旧、人工增加。
- **圆通**单票收入降幅大，部分原因是公司调整网点中转费口径，另外将航空货运成本有分拆单列。

图：19H1各快递公司单票成本



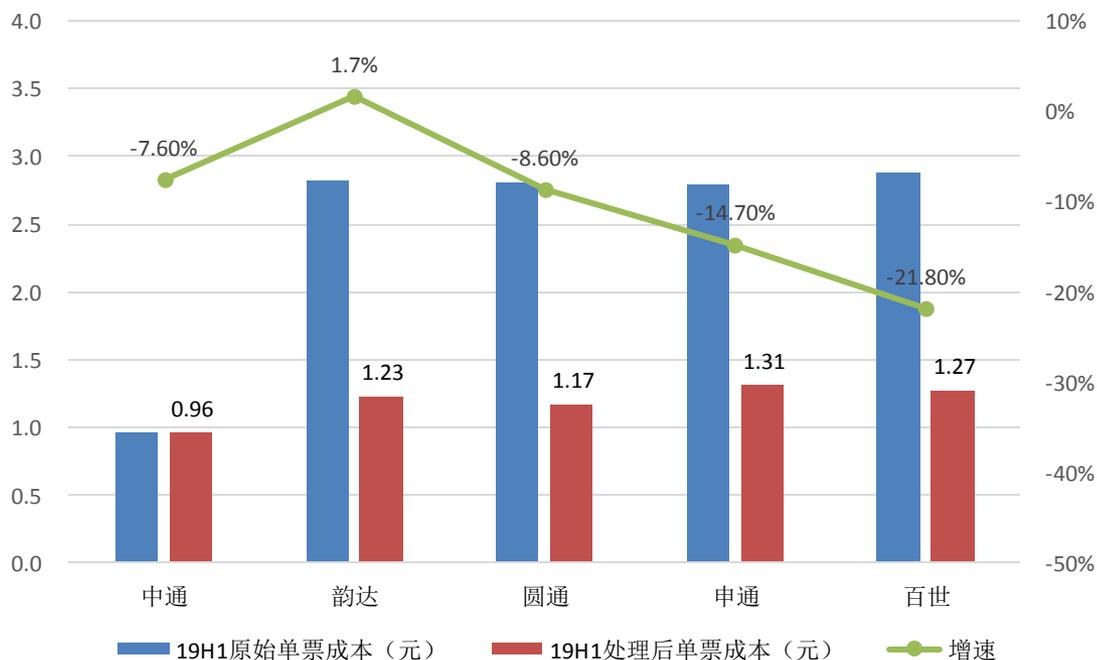
图：快递企业16-19H1单票成本对比

单票成本 (元/票)	2016	2017	18H1	2018	19H1
中通	1.26	1.16	1.03	1.05	0.96
YOY	5.9%	-7.3%	-26.1%	-9.7%	-7.6%
韵达	1.47	1.38	1.21	1.22	2.83
YOY	-7.0%	-6.7%	-12.7%	-11.4%	134.7%
圆通	3.27	3.29	3.18	3.04	2.81
YOY	-1.2%	0.5%	-0.8%	-7.7%	-11.6%
申通	2.40	2.63	2.61	2.76	2.79
YOY	-1.7%	9.5%	3.7%	5.2%	7.0%
百世	2.62	3.30	3.20	3.09	2.88
YOY	-9.0%	26.0%	-7.3%	-6.3%	-10.2%

2.2 统一口径后，中通、韵达单票成本保持领先

- 剔除派费统一口径，快递企业单票成本均改善，中通、韵达单票成本仍具备较大优势：
- 中通单票成本0.96元/-7.6%；韵达单票成本1.23元/+1.7%（主要系公司补贴增加，如果剔除补贴影响，预计单票成本约1.1元/-9%）；圆通单票成本1.17元/-8.6%（受航空货运成本分拆单列影响）；申通单票成本1.31元/-14.7%；百世单票成本1.27元/-21.8%。

图：统一口径后单票成本对比及增速



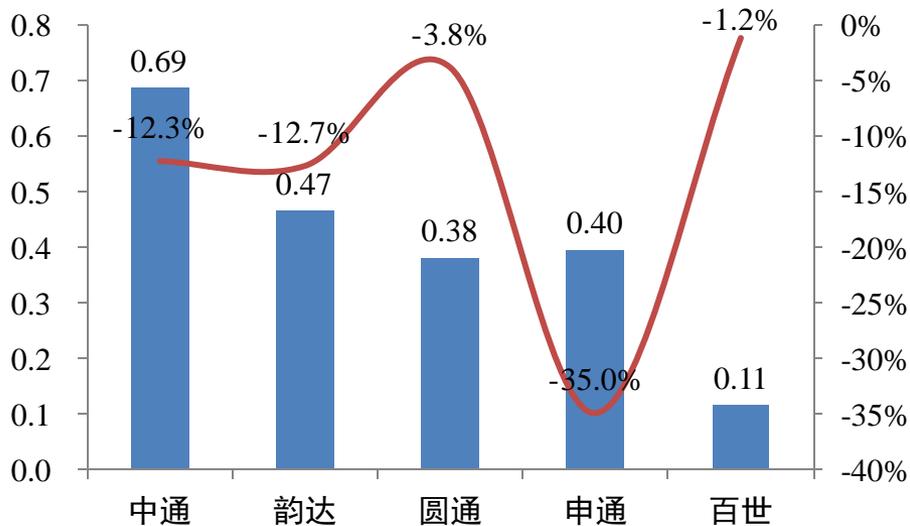
- 注：（1）韵达、圆通、百世仅做剔除派费成本处理；
- （2）申通剔除派费并进行转运中心直营还原，假设18H1、19H1自营率分别为60%/88%。

3. 电商快递盈利情况

3.1. 单票毛利下滑

- 单票毛利：中通0.69元（-12.3%）、韵达0.47元（-12.7%）、圆通0.38元（-3.8%）、申通0.4元（-35%）、百世0.11元（-1.2%）
- 圆通单票毛利下滑幅度较小，与其19年将航空货运成本单列有关；申通单票毛利下滑幅度较大，与其收购转运中心并表带来的中转、折旧、人力等成本上升有关。

图：19H1各快递公司单票毛利



■ 19H1单票毛利（元） — 19H1单票毛利YOY（右轴）

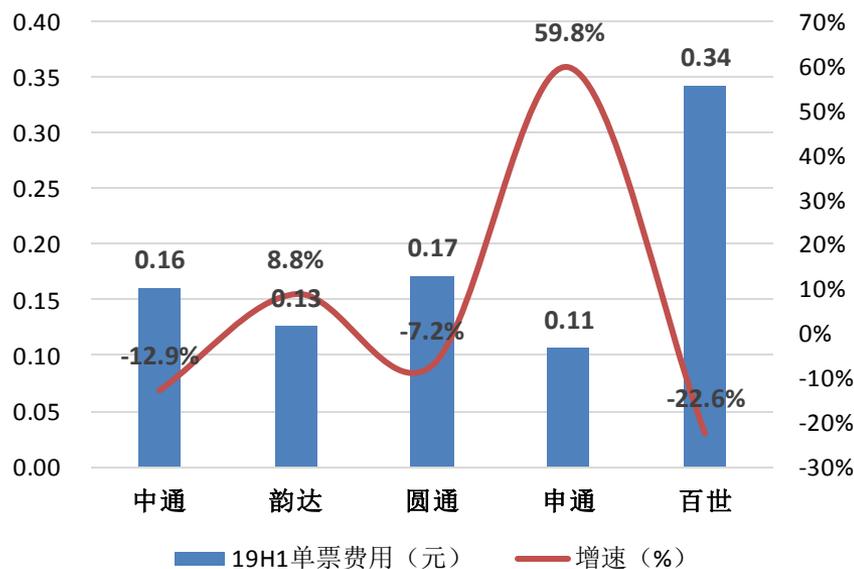
图：快递企业16-19H1单票毛利对比

单票毛利 (元/票)	2016	2017	18H1	2018	19H1
中通	0.83	0.79	0.78	0.76	0.69
YOY	1.0%	-4.0%	13.4%	-4.8%	-12.3%
韵达	0.66	0.56	0.53	0.50	0.47
YOY	-7.3%	-14.5%	-11.9%	-10.4%	-12.7%
圆通	0.47	0.39	0.39	0.40	0.38
YOY	-7.0%	-18.3%	-1.4%	3.8%	-3.8%
申通	0.59	0.59	0.61	0.51	0.40
YOY	24.2%	0.0%	-4.1%	-14.7%	-35.0%
百世	-0.13	0.09	0.12	0.14	0.11
YOY	-43.7%	-171.3%	474.0%	54.6%	-1.2%

3.2 单票费用控制良好

- 除申通外，快递企业普遍单票费用控制良好：中通0.16元（-12.9%）、韵达0.13元（+8.8%）、圆通0.17元（-7.2%）、申通0.11元（+59.8%）、百世0.34元（-22.6%）

图：19H1各快递公司单票费用

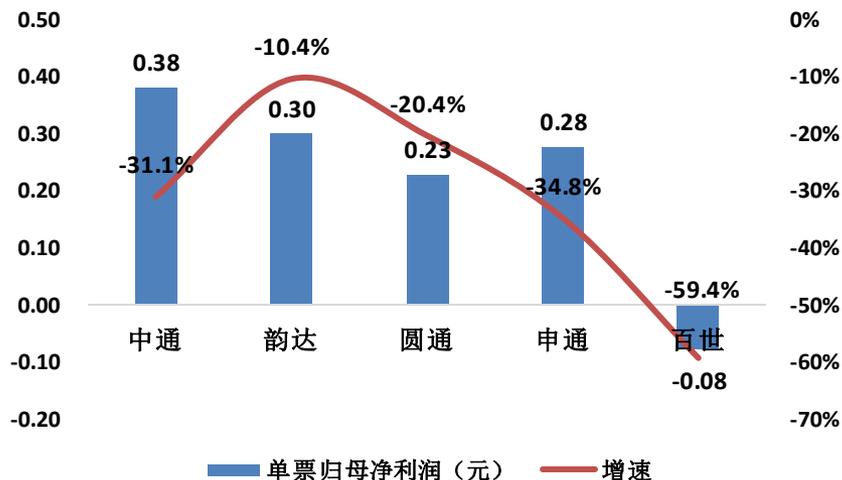


图：快递企业16-19H1单票费用对比

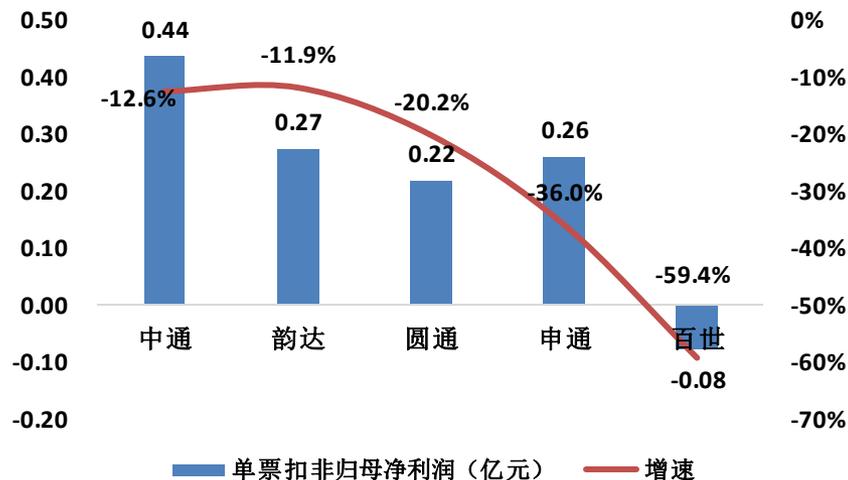
单票费用 (元/票)	2016	2017	18H1	2018	19H1
中通	0.16	0.13	0.18	0.14	0.16
YOY	-21.8%	-20.0%	34.8%	13.1%	-12.9%
韵达	0.15	0.12	0.12	0.12	0.13
YOY	-	-16.7%	-59.4%	-3.5%	8.8%
圆通	0.12	0.13	0.18	0.16	0.17
YOY	-36.6%	5.2%	38.0%	28.7%	-7.2%
申通	0.10	0.08	0.07	0.08	0.11
YOY	-8.4%	-23.5%	-25.9%	4.1%	59.8%
百世	0.40	0.47	0.44	0.38	0.34
YOY	1.4%	16.7%	3.0%	-17.9%	-22.6%

3.3 中通、韵达盈利能力领先

图：19H1各快递公司单票归母净利润



图：19H1各快递公司单票扣非归母净利润



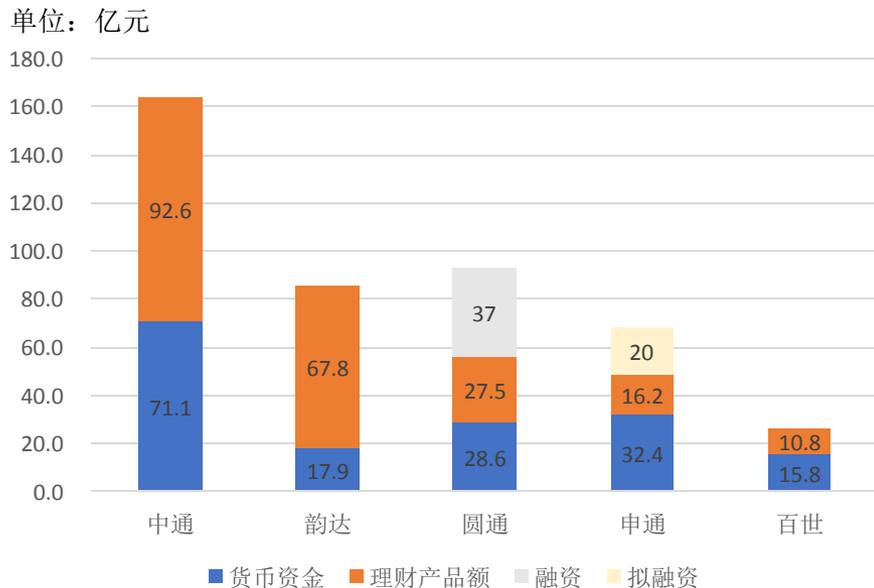
单票归母净利润 (元/票)	2016	2017	18H1	2018	19H1
中通	0.43	0.51	0.55	0.51	0.38
YOY	-3.4%	19.0%	20.6%	1.2%	-31.1%
韵达	0.37	0.34	0.33	0.39	0.30
YOY	46.4%	-8.1%	-12.2%	14.7%	-10.4%
圆通	0.32	0.28	0.29	0.29	0.23
YOY	34.0%	-10.1%	-10.0%	0.3%	-20.4%
申通	0.39	0.38	0.42	0.40	0.28
YOY	30.0%	-1.4%	-2.0%	5.0%	-34.8%
百世	-0.63	-0.33	-0.19	-0.09	-0.08
YOY	-16.6%	-87.4%	-53.7%	-71.5%	-59.4%

单票扣非归母净利润 (元/票)	2016	2017	18H1	2018	19H1
中通	0.48	0.52	0.50	0.49	0.44
YOY	16.0%	7.9%	7.8%	-5.1%	-12.6%
韵达	0.36	0.33	0.31	0.31	0.27
YOY	9.9%	-9.0%	-14.5%	-6.3%	-11.9%
圆通	0.30	0.27	0.27	0.28	0.22
YOY	9.1%	-9.8%	-6.5%	1.9%	-20.2%
申通	0.36	0.36	0.41	0.34	0.26
YOY	31.0%	-2.0%	-1.1%	-5.4%	-36.0%
百世	-0.63	-0.33	-0.19	-0.09	-0.08
YOY	-16.6%	-87.4%	-53.7%	-71.5%	-59.4%

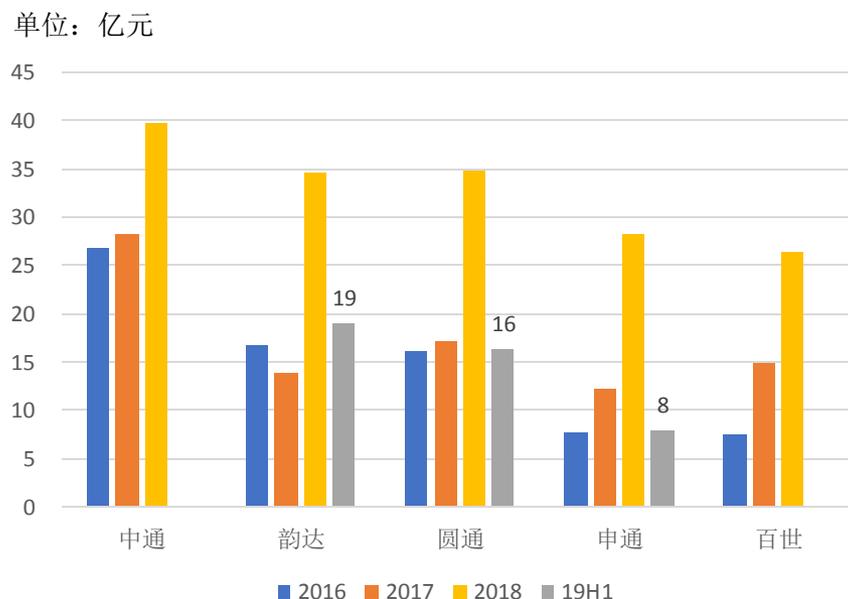
3.4 在手资金充裕，韵达、圆通资本开支增长

- 19H1各快递公司货币资金+理财产品余额+融资额：中通（164亿）、韵达（86亿）、圆通（93亿）、申通（69亿）、百世（27亿），企业在手资金充裕，能够保障长期发展需求。
- 19H1各快递公司保持资本开支强度：韵达（19亿/+97%）、圆通（16亿/+5%）、申通（8亿/-30%）资本开支增长，持续强化网络建设。

图：19H1各快递公司在手资金



图：19H1各快递公司资本开支情况



3.5 现金流状况良好

- 中通、韵达、圆通经营净现金流充裕，超过净利润。
- 加盟模式下的电商快递公司，其应收、预付款项较少，应付、预收款项大，在总部的管控下，快递企业的现金流均表现良好

表：19H1各快递公司现金流情况

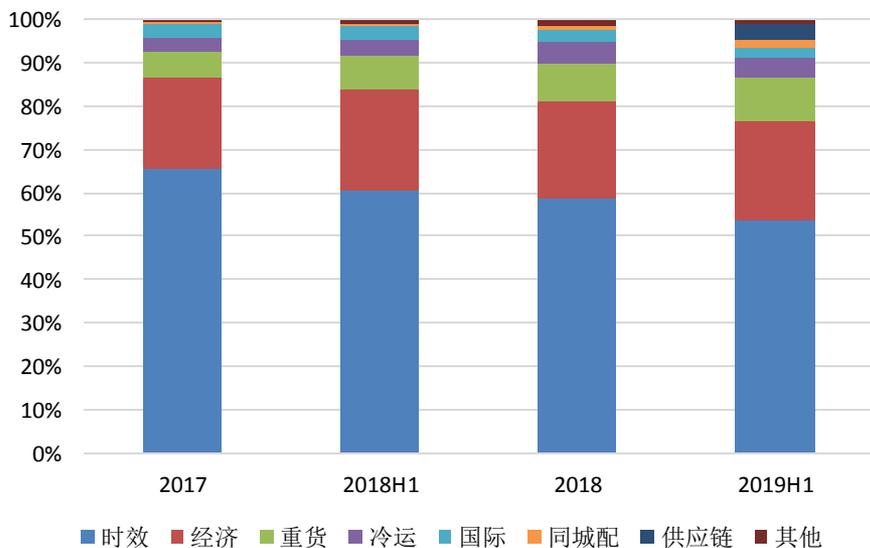
	项目（亿元、%）	2016	2017	18H1	2018	19H1
中通	经营性现金流净额	25.37	36.31	16.9	44.04	26.26
	YOY	18.87%	41.15%	36.87%	21.30%	55.39%
	经营净现金流/归母净利	132.14%	114.91%	82.52%	100.48%	128.73%
韵达	经营性现金流净额	19.68	29.68	8.79	37.14	16.49
	YOY	83.83%	50.80%	12.70%	24.32%	87.62%
	经营净现金流/归母净利	167.20%	186.78%	87.90%	137.66%	127.24%
圆通	经营性现金流净额	18.79	15.56	6.24	23.36	10.97
	YOY	8.20%	-17.17%	102.81%	50.09%	75.84%
	经营净现金流/归母净利	136.95%	107.83%	77.81%	122.69%	127.10%
申通	经营性现金流净额	18.2	20.98	3.57	26.03	8.13
	YOY	110.91%	15.26%	-26.17%	24.05%	127.94%
	经营净现金流/归母净利	144.22%	140.99%	41.18%	127.04%	97.72%
百世	经营性现金流净额	-7.89	1.17	-1.78	6.37	1.29
	YOY	-152.67%	118.77%	-9205.01%	2388.88%	172.26%
	经营净现金流/归母净利	14.06%	-9.53%	41.11%	-125.39%	-50.39%

4. 顺丰控股：成本管控效果显著，业绩有望逐季改善

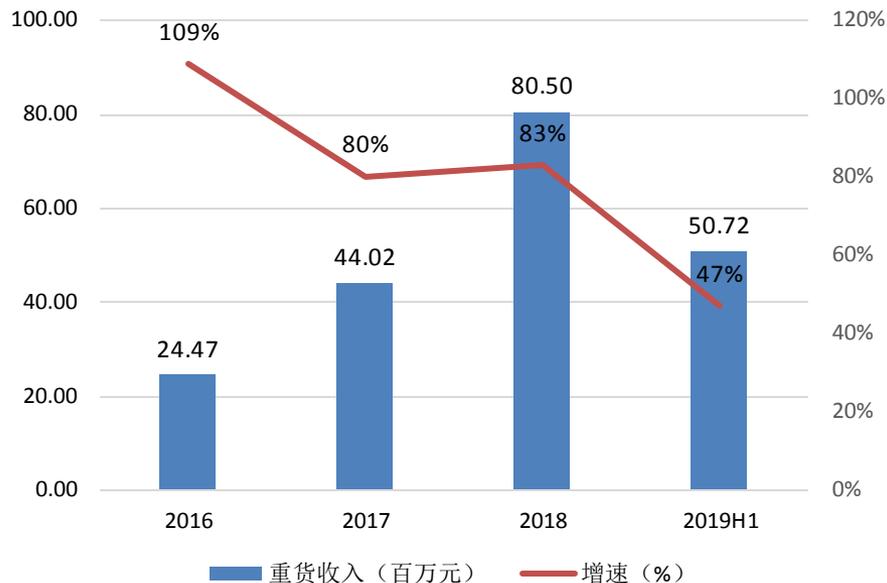
4.1. 新业务已成为营收增长主要动力

- 19H1各业务营收增速：时效件+4.02%，经济件+15.93%；快运+47%、冷运+53.9%、同城配+129.1%。
- 传统业务（时效件+经济件）营收占比76.34%，同比-7.36pts；
- 新业务营收占比由18H1的16.3%提升至23.66%。

图：顺丰各业务收入占比



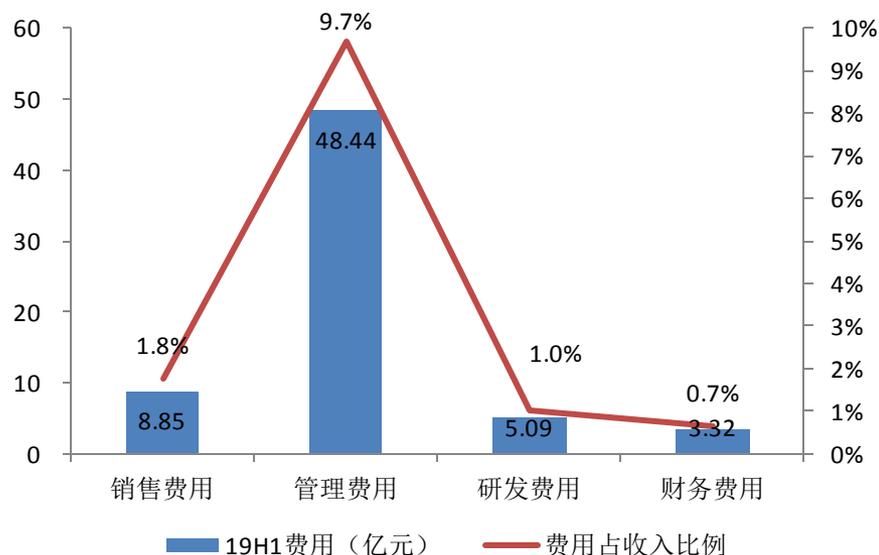
图：顺丰快运收入及增速



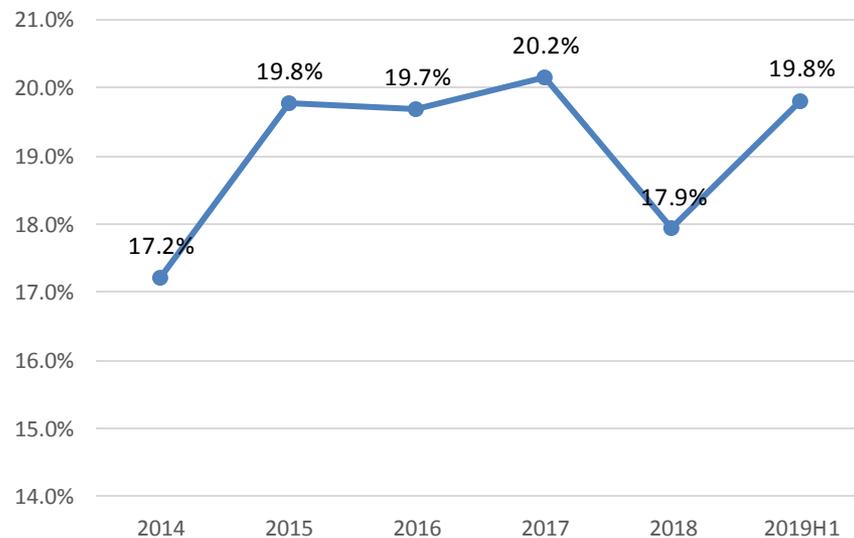
4.2 降本增效效果显著，毛利率提升

- 19H1公司三费率为13.12%，同比提升0.9pts，主要是管理费用同比+27%，财务费用同比+2.8亿元（短借和应付债券增长较快）
- 19H1毛利率为19.82%，同比+0.86pts，毛利率水平持续改善的主要原因：公司通过线路优化调整与自营、外包、车货匹配平台等多类型运力资源组合方式使运输成本显著优化（装载率提升+运价下降）。

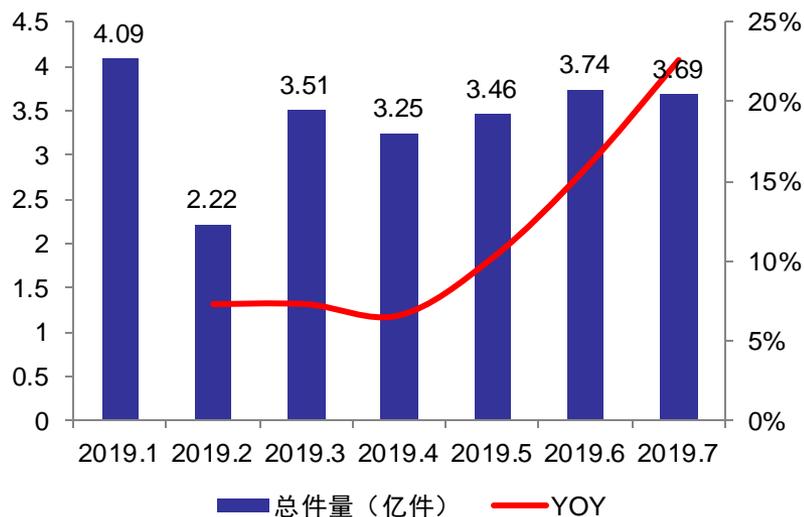
图：19H1顺丰费用率情况



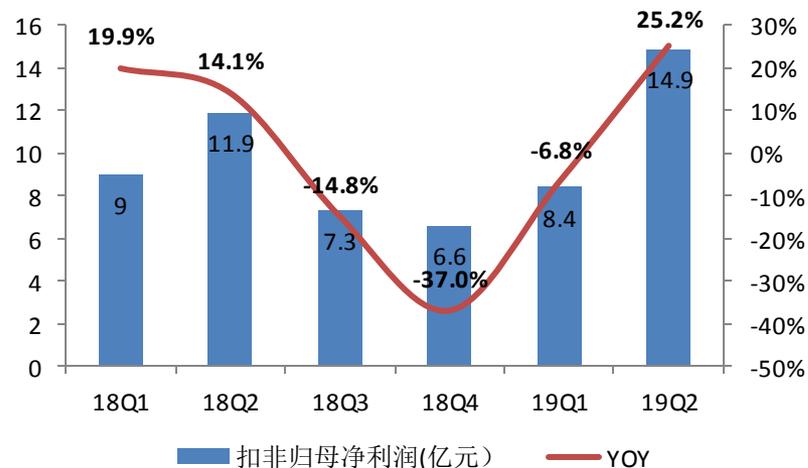
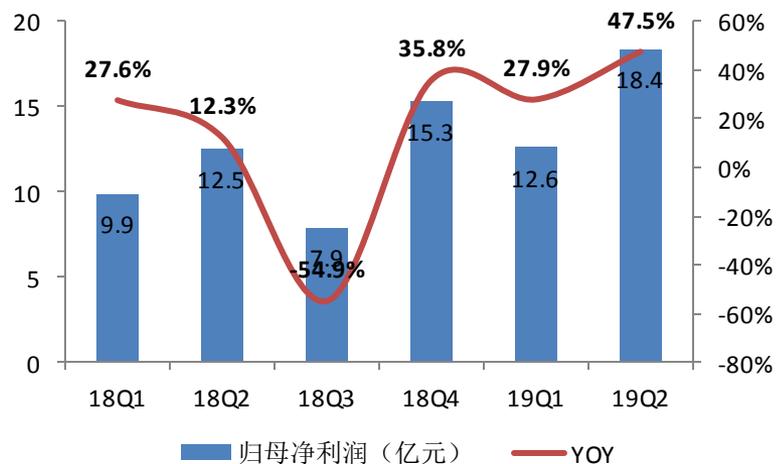
图：顺丰整体毛利率



4.3 盈利有望将逐步回升



项目	19H1资本开支 (亿元)
办公综合楼	0.93
土地	3.00
仓库	2.62
分拣中心	4.32
飞机	9.03
车辆	1.43
信息技术设备	2.89
股权投资	59.49
其他	8.72
合计	92.43

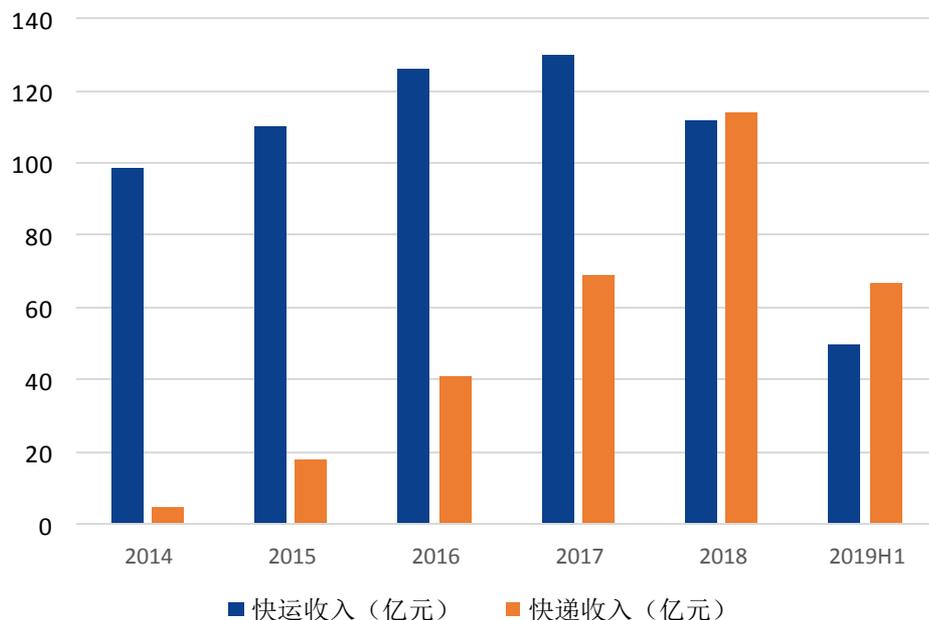


5. 德邦股份：转型期盈利承压

5.1. 快递占比持续提升，快运收入降幅收窄

- 19H1公司快递收入为66.8 亿元，同比增长49.9%；快运收入为49.9 亿元，同比下降9.7%。
- 快递收入占比提升至56.1%，一方面由于件量增长，另一方面由于新产品“360特重件”带动票均收入增长。
- 快运收入占比下降至42.0%，主要由于宏观经济影响、外部竞争加剧以及内部快递产品分流，从Q2表现看快运收入降幅为7%，环比收窄5pct。

图：德邦快运及快递收入情况



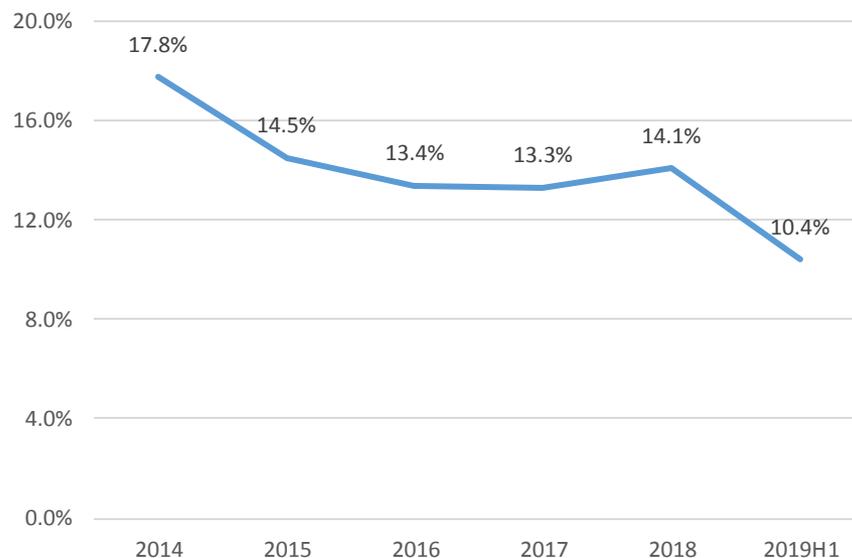
5.2 转型期投入较大、毛利率下滑

- 19H1公司营业成本同比+22.35%，主要是由于公司在转型期加大了人力、运力投入；
- 19H1公司毛利率下降4.2pct至10.4%，一方面是成本投入较大、另一方面是大件快递的毛利率尚低。

表：德邦营业成本结构

(单位：亿元)	2014	2015	2016	2017	2018
营业成本	86.3	110.4	147.2	176.4	197.8
voov		28%	33%	20%	12%
人工成本	35.43	46.52	62.67	79.60	97.09
voov		31%	35%	27%	22%
运费	28.90	39.12	57.29	66.17	64.65
voov		35%	46%	15%	-2%
房租费	9.32	10.38	10.72	11.60	12.92
voov		11%	3%	8%	11%
折旧摊销	5.35	5.45	5.03	5.45	6.20
voov		2%	-8%	8%	14%
其他	7.29	8.98	11.49	13.58	16.93
voov		23%	28%	18%	25%

图：德邦毛利率



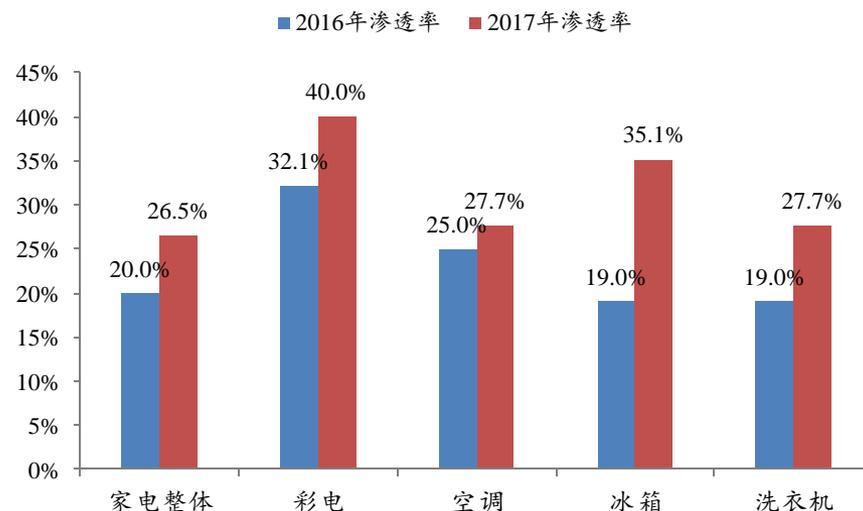
5.3 长期看好大件快递市场

- **中小件快递市场日渐成熟，消费升级带来大件快递急速增长。**随着消费升级，传统家电、家居的线上渗透率不断提升，同时催生了庞大的大件快递市场需求。
- **大件市场增长空间巨大：**根据贝恩咨询数据，17年大家电线上渗透率26.5%，2020年有望提升至55%；17年家居线上渗透率10%，2020年有望提升至25%。
- **德邦解决大件痛点：**和轻小件商品相比，大件快递通常单件货物价值较高，在运输、中转、投递过程中易破损，单件重量大、需要特殊的物流设备进行搬运，部分大件商品投递到门后还需协助客户进行安装。

图：消费升级催生大件快递需求



图：大家电各品类线上渗透率变化



6. 盈利预测与投资建议

- 投资建议：**2019M1-M7实物网购增速20%+，同时客单价较小的社交电商类平台占比在快速提升，网购订单量增速或持续高于总体GMV规模增速。对于价格战，我们认为龙头竞争依旧较为激烈，行业下半年进入旺季后价格战有望缓解。从中报表现看，龙头业绩开始分化，重点推荐A股电商快递龙头**韵达股份**，业绩有望逐季改善的**顺丰控股**，另外随着阿里对快递的深度介入，关注**申通**未来新的变革，以及**圆通**的自身经营改善。

表：各快递企业估值表

公司	EPS			PE		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
顺丰控股	1.22	1.51	1.74	32.5	26.3	22.8
韵达股份	1.27	1.60	1.96	29.2	23.2	18.9
圆通速递	0.57	0.67	0.79	20.1	17.1	14.5
申通快递	1.22	1.40	1.54	19.3	16.8	15.3

资料来源：Wind，安信证券研究中心

7. 风险提示

- 1) 行业需求下行风险。快递的核心驱动力来自电商，电商网购规模增速若出现大幅下滑将导致快递业务量需求不及预期，而快递业务收入作为公司核心主业将受到需求波动影响。
- 2) 价格竞争超出市场预期。目前行业价格战总体可控，但并不排除大规模价格战，侵蚀上市公司利润。
- 3) 成本持续上升风险。运输、人工成本作为公司的主要成本，可能面临油价上升、人工成本大幅攀升的风险。

附：单票收入拆分

中通					
单位：元/票	2016	2017	18H1	2018	19H1
单件收入	2.08	1.96	1.82	1.81	1.64
YOY	3.9%	-6.0%	-13.0%	-7.7%	-9.6%
单件面单收入	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-
单件派送收入	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-
单件中转收入	2.08	1.96	1.82	1.81	1.64
YOY	3.9%	-6.0%	-13.0%	-7.7%	-9.6%

圆通					
单位：元/票	2016	2017	18H1	2018	19H1
单件收入	3.75	3.65	3.57	3.44	3.19
YOY	-2.0%	-2.6%	-1.6%	-5.7%	-10.7%
单件面单收入	0.86	0.87	-	0.80	-
YOY	15.3%	1.0%	-	-8.0%	-
单件派送收入	1.32	1.40	-	1.40	-
YOY	-5.4%	5.9%	-	0.0%	-
单件中转收入	1.56	1.41	-	1.24	-
YOY	-6.9%	-9.9%	-	-12.0%	-

百世					
单位：元/票	2016	2017	18H1	2018	19H1
单件收入	2.49	3.39	3.32	3.24	2.99
YOY	-6.0%	36.4%	-4.5%	-4.6%	-9.9%

韵达					
单位：元/票	2016	2017	18H1	2018	19H1
单件收入	2.13	1.94	1.74	1.72	3.30
YOY	-7.1%	-9.1%	-12.5%	-11.1%	89.5%
单件面单收入	0.91	0.73	0.69	0.67	0.73
YOY	-1.7%	-20.1%	-10.0%	-8.4%	6.5%
单件派送收入	-	-	-	-	1.60
YOY	-	-	-	-	-
单件中转收入	1.21	1.21	1.05	1.05	0.96
YOY	-11.0%	-0.4%	-14.2%	-12.8%	-7.9%

申通					
单位：元/票	2016	2017	18H1	2018	19H1
单件收入	2.99	3.22	3.23	3.27	3.23
YOY	2.5%	7.6%	0.8%	1.5%	0.2%
单件面单收入	0.70	0.74	0.71	0.64	0.53
YOY	-3.4%	5.7%	-1.4%	-13.4%	-25.4%
单件派送收入	1.61	1.65	1.75	1.70	1.61
YOY	9.1%	2.5%	5.4%	3.3%	-8.0%
单件中转收入	0.72	0.86	0.76	0.92	1.05
YOY	0.1%	19.4%	-7.3%	7.0%	38.2%

资料来源：公司公告，安信证券交运组整理

附：单票成本拆分

中通

单位：元/票	2016	2017	18H1	2018	2019H1
单件成本	1.26	1.16	1.03	1.05	0.96
YOY	5.9%	-7.3%	-26.1%	-9.7%	-7.6%
单件面单成本	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-
单件派送成本	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-
单件中转成本	1.26	1.16	1.03	1.05	0.96
YOY	5.9%	-7.3%	-26.1%	-9.7%	-7.6%

圆通

单位：元/票	2016	2017	18H1	2018	2019H1
单件成本	3.27	3.29	3.18	3.04	2.81
YOY	-1.2%	0.5%	-4.7%	-7.7%	-11.6%
单件面单成本	0.03	0.01	0.00	0.03	0.04
YOY	-56.8%	-51.1%	-77.2%	116.9%	906.4%
单件派送成本	1.30	1.37	1.39	1.37	1.30
YOY	-6.3%	5.1%	6.2%	0.0%	-6.6%
单件中转成本	1.94	1.91	1.78	1.64	1.47
YOY	4.6%	-1.8%	-4.8%	-14.1%	-17.4%

百世

单位：元/票	2016	2017	18H1	2018	2019H1
单件成本	2.62	3.30	3.20	3.09	2.88
YOY	-9.0%	26.0%	-7.3%	-6.3%	-10.2%
单件面单成本	0.43	0.37	0.21	0.18	0.15
YOY	-	-14.0%	-	-51.4%	-28.6%
单件派送成本	-	1.32	1.58	1.61	1.61
YOY	-	-	-	16.6%	1.9%
单件中转成本	2.19	1.61	1.41	1.30	1.12
YOY	-	-12.1%	-	-19.3%	-20.6%

韵达

单位：元/票	2016	2017	18H1	2018	2019H1
单件成本	1.47	1.38	1.21	1.22	2.83
YOY	-7.0%	-6.7%	-12.7%	-11.4%	134.7%
单件面单成本	0.04	0.02	-	0.00	-
YOY	-53.1%	-61.7%	-	-83.9%	-
单件派送成本	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-
单件中转成本	1.43	1.36	-	1.22	-
YOY	-4.3%	-5.1%	-	-10.6%	-

申通

单位：元/票	2016	2017	18H1	2018	2019H1
单件成本	2.40	2.63	2.61	2.76	2.79
YOY	-1.7%	9.5%	1.7%	5.2%	7.0%
单件面单成本	0.07	0.07	0.07	0.05	0.05
YOY	-32.3%	-9.9%	-3.6%	-28.0%	-20.6%
单件派送成本	1.59	1.62	1.65	1.69	1.63
YOY	3.8%	1.9%	3.1%	4.2%	-0.9%
单件中转成本	0.74	0.94	0.88	1.03	1.11
YOY	-8.0%	27.7%	0.2%	9.1%	25.3%

资料来源：公司公告，安信证券交运组整理

免责声明

■ 行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

■ 分析师声明

明兴声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

联系人及地址

■ 销售联系人

上海联系人

朱贤 021-35082852
李栋 021-35082821
侯海霞 021-35082870
潘艳 021-35082957
刘恭懿 021-35082961
孟昊琳 021-35082963
苏梦 021-35082790
孙红 18221132911
秦紫涵 021-35082799

zhuxian@essence.com.cn
lidong1@essence.com.cn
houhx@essence.com.cn
panyan@essence.com.cn
liugy@essence.com.cn
menghl@essence.com.cn
sumeng@essence.com.cn
sunhong1@essence.com.cn
qinzh1@essence.com.cn
wangyy4@essence.com.cn
wenpeng@essence.com.cn
jiangdy@essence.com.cn
zhangying1@essence.com.cn
liqian1@essence.com.cn
jiangxue1@essence.com.cn
wangshuai1@essence.com.cn
caoyan1@essence.com.cn
xiakun@essence.com.cn
yuanjin@essence.com.cn
huzhen@essence.com.cn
fanhq@essence.com.cn
niexin1@essence.com.cn
yangping1@essence.com.cn
chaomw@essence.com.cn
huangqq@essence.com.cn
wanghy8@essence.com.cn
lihuan@essence.com.cn

北京联系人

王银银 021-35082985
温鹏 010-83321350
姜东亚 010-83321351
张莹 010-83321366
李倩 010-83321355
姜雪 010-59113596
王帅 010-83321351
曹琰 15810388900
夏坤 15210845461

深圳联系人

袁进 010-83321345
胡珍 0755-82528441
范洪群 0755-23991945
聂欣 0755-23919631
杨萍 13723434033
巢莫雯 0755-23947871
黄秋琪 0755-23987069
王红彦 0755-82714067
黎欢 0755-23984253

安信证券研究中心

深圳市
地 址：深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮 编：518026

上海市
地 址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层
邮 编：200080

北京市
地 址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层
邮 编：100034