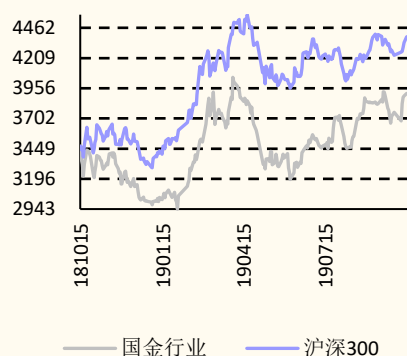


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金快递物流指数	3912
沪深300指数	3953
上证指数	3008
深证成指	9787
中小板综指	9270



## 相关报告

- 1.《义乌快递调研实录：产业集聚、利益博弈与价格战-快递行业报告》，2019.7.25
- 2.《“FedEx事件”发酵，对中国快递企业影响几何？-快递行业事...》，2019.6.3
- 3.《阿里入股申通，行业竞争格局如何生变？-阿里入股申通事件点评》，2019.3.11
- 4.《电商快递步入行业旺季，业务量增速申通逼近韵达-10月快递行业...》，2018.11.20
- 5.《双十一：电商 vs 快递，携手步入十方世界-《2018-11-1...》，2018.11.13

徐君 联系人  
xu\_jun@gjzq.com.cn

孙春旭 分析师 SAC 执业编号：S1130518090002

## 复盘美国快递行业价格战始末，以史为镜映照几何？

### 投资建议

- **行业策略：**竞争格局的不确定性，加大了资本市场对于通达公司现金流预测的难度。相对估值的本质是一个选美游戏。我们分析连锁消费企业不同业态的不同估值，当前估值：海天（60xPE）>伊利（25xPE）>永辉（37xPE）>众信（19xPE）>首旅（18xPE）>老板电器（17xPE）>格力（12xPE）。快递行业空间大、扩张的边际成本低、周期性弱，但资产的专用化程度低、定价权弱，合理估值区间理应介于永辉（大空间、规模效应、高壁垒）和众信（大空间、规模效应弱、进入壁垒低）、首旅（大空间、规模效应中等、进入壁垒低）之间，建议交易区间 20-30xPE。
- **推荐组合：**个股首推韵达股份，关注边际改善明显、件量增速逆势上行的申通快递、圆通速递。

### 行业观点

- **美国快递价格战特征：**龙头 UPS 挑起并由其终止，两轮价格战后（主要发生在隔夜快递市场）行业基本稳态化。快递行业标准化程度高、规模经济明显、个性化溢价空间小等特质，决定价格战是行业有效出清方式。美国价格战主要发生在隔夜快递市场，UPS 两轮价格战后，CR3 达 70%，竞争格局由寡头竞争向寡头垄断转变。价格战中，信息系统落后、大客户议价能力较高、账期长等问题的公司，更有可能在价格战中被淘汰。

**盈利能力分化：**价格战期间，UPS 营收与净利润相对保持稳定，90s 净利率基本在 4.5%-5%之间（主要系其 Ground 业务处于绝对领先，地面快递的稳定利润能够有效补贴航空快递业务的扩张）；竞争格局稳态后净利率 6%-8%。FedEx 营收与利润曾出现负增长（92 年 FedEx 营收同比减少 1.8%至 75.5 亿美元，当年净亏损 1.14 亿美元）。价格战结束后，龙头提价大多由于人工成本、燃油成本端的压力导致的被动提价，低成本、低利润率是阻挡竞争对手进入的护城河。薄利多销的商业模式，决定了超额收益的获取需要良好的竞争格局的支撑，以及龙头公司良好的管理和运营能力。

**股价表现：**价格战期间，FedEx 超额收益并不明显，竞争格局稳态后龙头利润稳定增长，录得持续超额收益。以 1996 年为节点，FedEx 止累计收益 777%，同期标普 500 指数约 382%，跑赢 395%；UPS1999 年上市至今同样跑赢大盘 160%。

- **中国：**龙头主导的价格战刚刚开始，持续时长或许会更持久。中国快递行业此前的价格战，不过是快递公司将在规模优势下的成本降幅通过单价下跌的方式让渡给商家而已，快递公司的盈利能力并未受到实质性损伤。特殊的加盟和包邮制度，在成就全球最大网购市场的同时，也表现出较美国快递公司更好的现金流、更低的现金保本点等财务特征。

**空间与盈利能力：**大空间、规模效应以及高壁垒是诞生大市值业态的必要条件，快递均满足。迄今为止，我们尚未观察到通达系企业盈利的周期性变化。换言之，当前龙头公司的 ROE 仍旧足以驱动资本进入行业争夺市场。综合考虑以上因素，我们认为中国快递行业的价格战或许更加常态化。

### 风险提示

- 宏观经济下滑、电商增速不及预期、社保冲击。

## 内容目录

1. 概述：价格战是快递行业市场出清的有效方式.....	5
2. 复盘美国快递价格战的始末：龙头主导行业出清.....	5
2.1 FedEx 开创隔夜空运时代，UPS 入局开启价格战.....	5
2.2 首轮价格战（1982-1989）：后位玩家“一振出局”.....	8
2.3 次轮价格战（1992-1995）：行业基本出清，CR3 达 70%.....	10
2.4 价格战之外的竞争——技术战与服务战.....	11
3. 中国快递价格战：看似发生已久，实则刚刚开始.....	14
4. 四个维度看美国价格战经验对中国快递的借鉴.....	17
4.1 常态化竞争，中国快递价格战或许更为持久.....	17
4.2 决胜价格战的关键：合理产能投入，将规模优势发挥到极致.....	23
4.3 产品分层存在天然限制，突破点依然在于末端.....	26
4.4 格局稳态后龙头产生超额收益，但未必须具备主动提价能力.....	28
投资建议.....	30
风险提示.....	31

## 图表目录

图表 1：美国 70 年代末高科技产业附加值高增长.....	6
图表 2：1977-2007 年间不同运输的货物价值都在提升.....	6
图表 3：航空监管放开后 FedEx 机队规模、机型不断扩充.....	6
图表 4：FedEx1978 年后日均件量快速增长.....	7
图表 5：FedEx1977 年利润开始迅速攀升.....	7
图表 6：美国价格战主要参与者.....	8
图表 7：1985 年 UPS 市占率 15% 位居行业第二.....	8
图表 8：首轮价格战（1982-1989）FedEx 单价累计降幅 38%.....	9
图表 9：首轮价格战期间 FedEx 营业利润率表现.....	9
图表 10：联邦快递次日包裹时效性好于 Emery.....	10
图表 11：联邦快递洛杉矶包裹价格均低于 Emery.....	10
图表 12：1994 年隔夜航空件市场 CR3 达到 70%.....	10
图表 13：1985 至 1994 年隔夜航空件市场市占率变化.....	10
图表 14：次轮价格战（1992-1995）单价累计降幅 15%，低于首轮.....	11
图表 15：价格战下 FedEx 营收出现负增长.....	11
图表 16：价格战下仅 UPS 保持整体净利率稳定.....	11
图表 17：联邦快递主要物流信息技术应用.....	12
图表 18：FedEx 信息技术投入基本高于 UPS，近年来稳定在 1%.....	12
图表 19：UPS 主要物流信息技术应用.....	13
图表 20：价格战后 FedEx 信息维护占比提升.....	13
图表 21：98 年以后 FedEx 单包裹收益上升.....	13

图表 22: FedEx 不断扩充快递服务品类.....	14
图表 23: 近年来的价格战并未实质上伤及我国主要快递公司盈利能力.....	15
图表 24: 2017-2018 年行业集中度快速提升.....	15
图表 25: 当前快递格局形成差距在 2-3pct 左右的五个层级(业务量口径).....	16
图表 26: 中通 19 Q2 单价降幅为近年来新低的 11.4%.....	16
图表 27: 中通 19 年件量增长提速.....	16
图表 28: 中通毛利率呈下降趋势.....	17
图表 29: 2013-2018 年中国电商件复合增速 46.7%.....	17
图表 30: 2013-2018 年中国网购市场规模复合增速 38%.....	17
图表 31: 美国国内细分快递市场件量 (百万件).....	18
图表 32: 美国国内细分快递市场规模 (十亿美元).....	18
图表 33: 美国各时期三大细分快递市场规模年均增速.....	18
图表 34: 中通单票毛利持续高于同行.....	19
图表 35: 菜鸟网络为快递公司提供服务平台、仓配网络等技术支持.....	19
图表 36: 加盟制快递公司各环节收入与成本.....	20
图表 37: 韵达与圆通预收面单款 (亿元).....	20
图表 38: 义乌地区加盟商快递件量部分的盈利能力模拟测算.....	21
图表 39: 三通一达单票运输成本差距缩小.....	22
图表 40: 单票中心操作成本差距缩小在 0.06 元之内.....	22
图表 41: 快递公司有效申诉率基本趋同.....	22
图表 42: 三通一达件量增速差距逐年收窄.....	22
图表 43: 物流成本对商家利润的敏感性分析.....	23
图表 44: FedEx 资本开支增速与件量增速趋势相符.....	23
图表 45: 85 年后 FedEx 单价增速滞后于资本开支增速.....	23
图表 46: FedEx 价格战期间机队规模较快增长.....	24
图表 47: FedEx 价格战期间机队规模较快增长.....	24
图表 48: 成本下降与单价下降趋势基本相同.....	24
图表 49: FedEx 单位员工处理件量持续上升.....	24
图表 50: UPS 在价格战期间资本开支较快增长.....	24
图表 51: 2018 年三通一达固定资产分布情况 (亿元).....	25
图表 52: 2019H1 三通一达的资本开支投向 (亿元).....	25
图表 53: 中通自有车、大车比例不断提升.....	25
图表 54: 中通自动化分拣线已达 155 条.....	25
图表 55: 中通与韵达人均效能高增长且不断扩大领先优势.....	26
图表 56: 中美快递公司时效产品分类.....	26
图表 57: 上海至胡焕庸线以东地区均在 3000 公里以内.....	27
图表 58: 美国人口集中在东西海岸.....	27
图表 59: 中通、韵达散件业务占比提升.....	28
图表 60: UPS 附加服务与中通对比.....	28

图表 61: FedEx 价格战期间超额收益并不明显.....	29
图表 62: 上市初期 (1980-1985 年) FedEx 的 PE 从 20x 提升至最高超过 80x, 驱动股价上涨.....	29
图表 63: FedEx 价格战后收益明显跑赢大盘.....	29
图表 64: UPS 上市以来收益跑赢大盘 160%.....	29
图表 65: FedEx、UPS 价格战后净利润总体稳步增长.....	29
图表 66: FedEx、UPS 市盈率基本在 25、20 上下波动.....	29
图表 67: FedEx 单票收入随人工+燃油成本上涨.....	30
图表 68: UPS 单票收入随人工+燃油成本上涨.....	30
图表 69: FedEx 和 UPS Ground 业务基础费率.....	30
图表 70: FedEx 和 UPS 营业利润率波动情况.....	30
图表 71: 典型连锁加盟消费企业 PE 估值.....	31

## 1. 概述：价格战是快递行业市场出清的有效方式

要谈价格战，我们需要先定义什么是“价格战”。我们认为，市场不能简单以单票价格的下跌来评估竞争格局的稳定性，在一个规模效应如此明显的行业之中，价格变化时，成本也会随之变化。不实质伤害盈利能力的战术大抵可以被认为是“理性”的，本质上是成本下降、效率提升让渡给消费者的过程。

我们以营业利润率为观测指标，将美国快递行业的发展历程进行梳理，发现：

1. **持续时间和特征：**价格战主要发生在隔夜快递市场（表现为联合包裹 UPS 低价抢空运快递件、联邦快递 FedEx 低价抢陆运件），实际持续时间 12 年（首轮 1982-1989、次轮 1992-1995），次轮价格战后行业基本出清，CR3 达 70%；
2. **结束标志：**两轮价格战均由龙头 UPS 发起并由其终止，结束的标志通常表现为 UPS 向客户提供新一轮折价后，无竞争者跟随。
3. **退出者存在问题：**信息系统落后、大客户议价能力较高（曾出现联合压价现象）、账期长等问题的公司，更有可能在价格战中被淘汰。
4. **盈利表现：盈利分化（UPS 业绩稳定，FedEx 营收与利润曾出现负增长）。**价格战压力下，92 年 FedEx 营收同比减少 1.8% 至 75.5 亿美元，当年净亏损 1.14 亿美元。UPS 营收与净利润相对保持稳定，90 年后净利率基本在 4.5%-5% 之间，主要系其 Ground 业务处于绝对领先，地面快递的稳定利润能够有效补贴航空快递业务的扩张。
5. **股价表现：价格战期间，FedEx 超额收益并不明显，竞争格局稳态后龙头利润稳定增长，录得持续超额收益。**以 1996 年为节点，FedEx 累计收益 777%，同期标普 500 指数约 382%，跑赢 395%；UPS1999 年上市至今同样跑赢大盘 160%。

进一步，我们对比中美价格战的异同，试图从美国经验中寻找中国快递竞争的演变趋势，我们的基本结论如下：

1. **开始时点：**与市场对我国快递行业价格战发生已久的认知不同，我们认为，中国快递行业的价格战实则刚刚开始。中国快递行业此前的价格战，不过是快递公司将规模优势下的成本降幅通过单价下跌的方式让渡给商家而已，快递公司的盈利能力并未受到实质性损伤。
2. **持续时间：**特殊的加盟和包邮制度，在成就全球最大网购市场的同时，也表现出更好的现金流、更低的现金保本点等财务特征。综合考虑以上因素，我们认为中国快递行业的价格战或许会更加持久。
3. **盈利能力：**大空间、规模效应以及高壁垒是诞生大市值业态的必要条件，快递均满足。迄今为止，我们尚未观察到通达系企业盈利的周期性变化。换言之，当前龙头公司的 ROE 仍旧足以驱动资本进入行业争夺市场。
4. **相对估值：建议交易区间 20-30xPE。**中国快递行业空间大、扩张的边际成本低、周期性弱，但资产的专用化程度低、定价权弱。对比分析连锁消费企业不同业态的不同估值，我们认为通达系的合理估值区间理应介于永辉（大空间、规模效应、高壁垒）和众信（大空间、规模效应弱、进入壁垒低）、首旅（大空间、规模效应中等、进入壁垒低）之间，建议交易区间 20-30xPE。

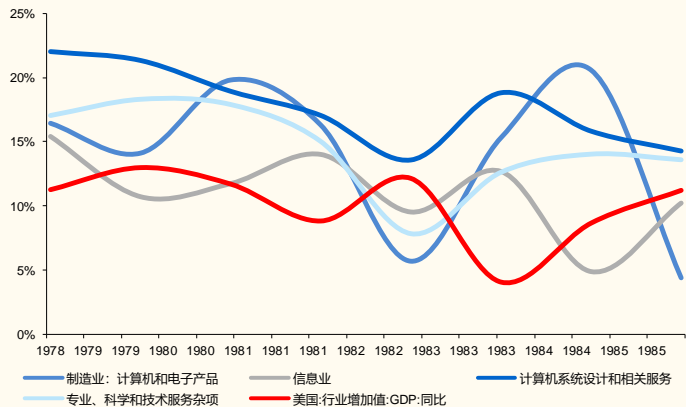
## 2. 复盘美国快递价格战的始末：龙头主导行业出清

### 2.1 FedEx 开创隔夜空运时代，UPS 入局开启价格战

FedEx 开创隔夜航空快递产品，完美契合产业需求。70 年代的美国正值全球化贸易分工、制造业南迁过程，以电子、计算机为代表的新兴产业崛起，

商业文件、电子元件、医疗样品和替换零件等货品运输需求增加，同时通货膨胀压力和全球化竞争迫使美国制造商加强库存管理精细化，并模仿日本的准时供应计划，生产端小批量、多批次、高周转的市场快速响应机制逐渐成为主流，对运输的时效性、运输工具、稳定性提出更高要求，航空快递市场存在巨大空间（1973年全美约15亿吨货运量中空运占比不足2%）。

图表 1：美国 70 年代末高科技产业附加值高增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：1977-2007 年间不同运输的货物价值都在提升

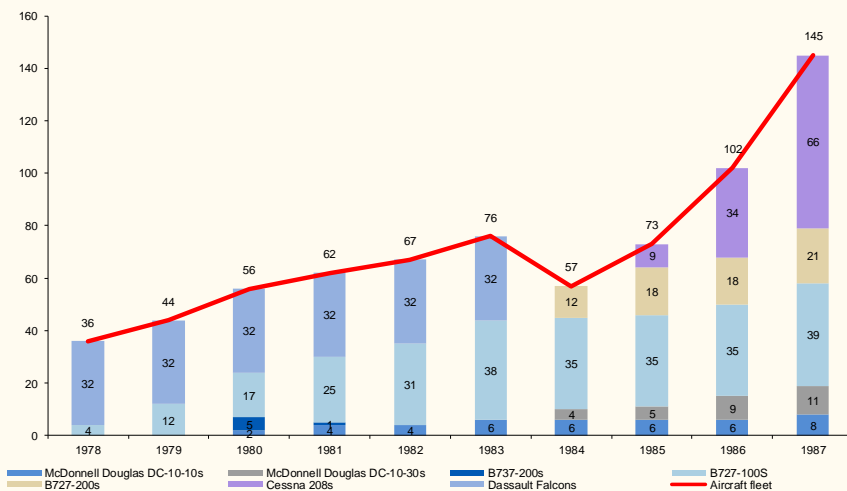
每吨货物的平均价值 (美元)			
年份	1977	1992	2007
所有运输类型合计	405	603	932
卡车	468	690	950
铁路	418	160	234
水路	119	106	285
空运	21402	44309	69863
管道	108	186	614
包裹	16005	29816	46073

来源：CEIC，国金证券研究所

创始人弗雷德里克·史密斯建立 FedEx 的理念来自于其在学术论文中提到的中心轴辐式路由对于快件运输的适用性。当时美国只有 10% 的航空公司机队在晚上 10 点后飞行，超过 60% 的机队在 25 个主要城市之间飞行，而超过 80% 的小件紧急货物来往于这 25 个城市之外。坚信夜间飞行的小包裹航空快递市场具有巨大潜力，史密斯以 800 万全部身家及 9000 万风险投资于 1971 年创办联邦快递并于 1973 年开始营业。

与此同时，史密斯不断游说美国政府，最终于 1977 年底实施航空管制放开，FedEx 得以引进多架 B727 飞机，机队结构从早期 Dassault Falcons 为主的单一机型，逐渐扩充至 B727-100S、McDonnell Douglas DC-10 等大运力机型，通过不断扩充运力，降低单位成本，全面推进隔夜快递服务 Overnight Express。隔夜航空运输满足了电子、计算机等高科技产业高附加值、时效敏感、储存成本高的需求特征，成为当时快递市场的新“蓝海”。

图表 3：航空监管放开后 FedEx 机队规模、机型不断扩充

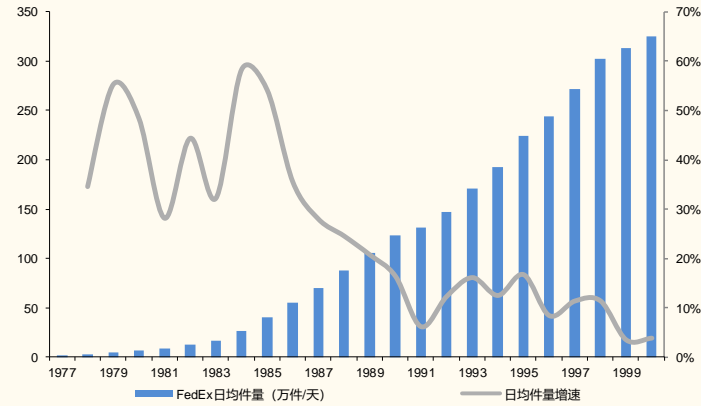


来源：公司年报，国金证券研究所

注：FedEx 财年为前一年 5 月至当年 5 月

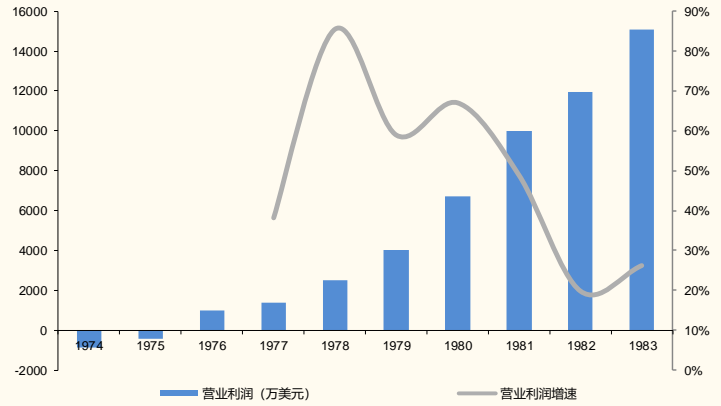
隔夜快递市场高增长吸引新进入者，UPS 入局正式开启激烈价格战。自航空管制放开（1978 年）起的 5 年间，当时以隔夜快递件为主的 FedEx 日均件量翻了 4 倍达到 12.6 万件/天，复合增速高达 44%，同时利润增长可观，营业利润年均增速 48%。高增长的隔夜空运市场很快吸引了以 Airborne、Emery、Purolator、UPS、USPS 为代表的新进入者，行业竞争逐渐激烈。

图表 4: FedEx1978 年后日均件量快速增长



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 5: FedEx1977 年利润开始迅速攀升



来源：公司年报，国金证券研究所

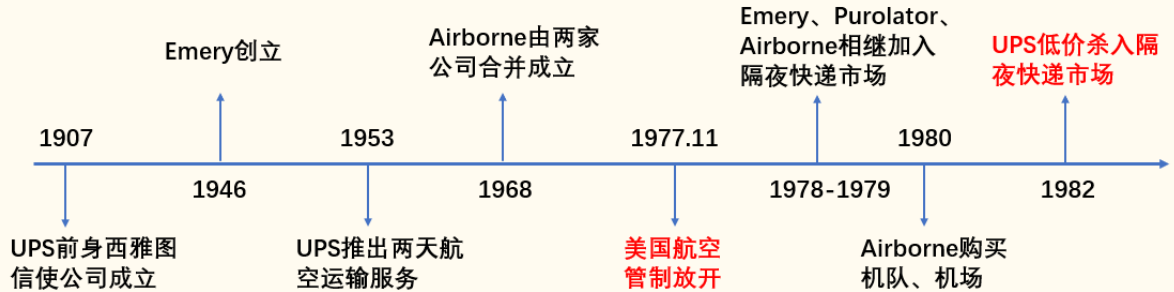
**美国隔夜快递市场价格竞争主要参与者包括：**

- **Airborne: 航空货代 Top2, 自有机场运营。**1968 年由加州空中花卉运输协会和太平洋航空货运公司合并而成，当时最大的美国航空货运代理之一。航空管制放开后进入隔夜快递，1980 年从 Midwest Express 公司购买飞机来搭建自有有机队。  
与 FedEx、UPS 不同，Airborne 自有有机场（通过收购废弃的战略空军指挥基地）作为其航空枢纽，承担机场维护成本但无需支付起降费用。到 1986 年，Airborne 日均处理 10.5 万件，收入 5.42 亿美元，净利润约 1300 万美元，90 年代长期保持隔夜快递市场 TOP3。
- **Emery: 航空货代 Top2。**同为美国最大的航空货运代理之一，1946 年创立，于 1978 年开始提供快递服务，主要通过租赁飞机形式（1979 年机队 66 架）。到 1986 年日均件量达 4.2 万件。
- **Purolator Courier、Gelco Courier: 区域隔夜快递服务商。**两者均为航空货代，主要在局部片区提供隔夜快递服务。其中 Purolator 为加拿大货运公司，专长为地面重货运送，1986 年小包裹日均件量约 6.8 万件。
- **USPS: 美国邮政，依靠垄断业务补贴其他板块。**1775 年成立，准政府实体美国邮政服务局，信件业务具有法定垄断性，在地面邮件、包裹运输产品上与 UPS 直接竞争。据 UPS 高管称，USPS 大型一等信件服务收入（1986 年为 200 亿美元）被用来补贴低于实际成本的包裹邮寄服务价格。同样 USPS 也通过信件业务优势来不断补贴航空快递市场，空运件量从 1978 年的 770 万件增长到 1986 年的 4000 万件。
- **UPS: 地面快递领导者，低价模式切入航空快递市场。**UPS 前身为 1907 年成立的西雅图信使服务公司，20 世纪初主要为零售百货公司提供外包送货服务，在此期间 UPS 率先提出一辆运输车为特定区域合并运输包裹的概念，并开发了第一台机械分拣机和传送带系统。二战后美国郊区购物中心兴起，零售配送需求下降，公司开始致力于扩大经营范围，推进“共同承运人”服务，建立州际公路快递网络，到 80 年代初基本实现覆盖全国，同时包裹（非信件）数量迅速超越 USPS，年收入超过 40 亿美元。

早在 1953 年，UPS 就在美国主要城市之间推出了名为“Blue Label 蓝标”的两天航空运输服务，到 1978 年实现覆盖全国。

**1982年8月，UPS以“响应客户的需求”为名，采用大幅降价的方式正式杀入隔夜快递市场。**

图表 6：美国价格战主要参与者



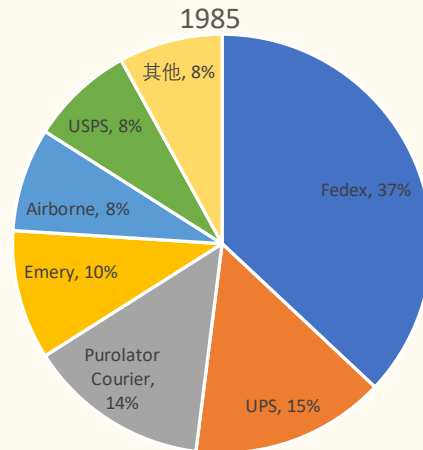
来源：公开资料整理，国金证券研究所

## 2.2 首轮价格战（1982-1989）：后位玩家“一振出局”

UPS 通过购买 Flying Tigers 的 24 架 B727-100s 与 4 架 McDonnell Douglas DC-8 自建机队，并以此在 1982 年 9 月推出隔夜快递产品，保证次日下午 17 点前送达，价格仅为联邦快递的一半。

低价抢量效果显著，UPS 空运件 1982-1986 年间增长超 150%，市场份额迅速提升至 85 年的 15%，仅次于联邦快递的 37%。

图表 7：1985 年 UPS 市占率 15% 位居行业第二

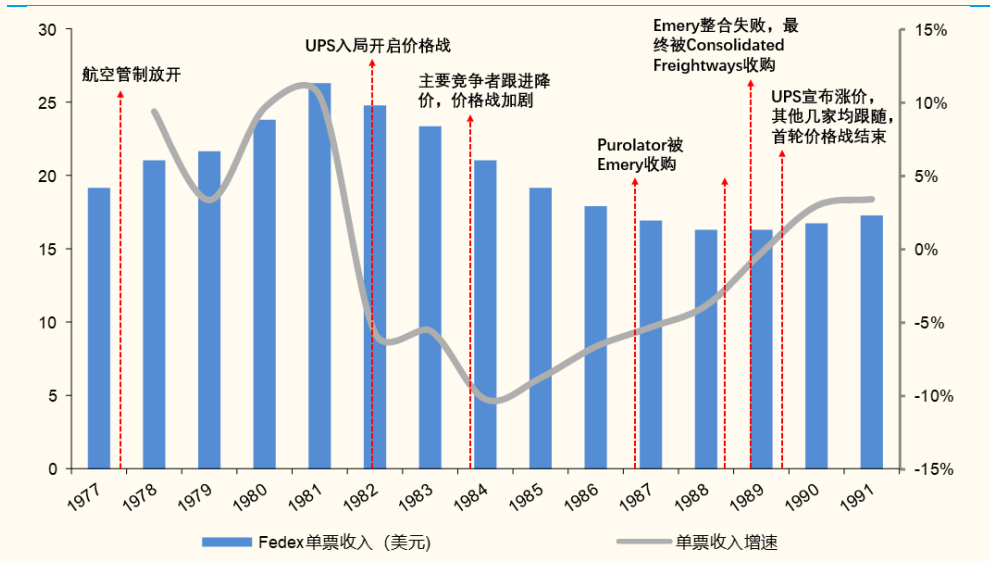


来源：SJ Consulting Group，国金证券研究所

差异化产品收效甚微，激烈价格战全面开启。作为回应，联邦快递立即推出早上 10:30 之前的新时效产品（以新增成本约 1800 万美元为代价），但收效甚微。截至 1983 年 3 月，包括联邦快递在内的主流快递公司均以给予大客户大折扣协议价的方式来匹配 UPS 的低价策略，而 Emery、Purolator、Gelco Courier 的参与进一步拉低行业单价，第一轮价格战全面展开。FedEx 单票收入由 81 年的 26.29 美元/件降至 89 年的 16.28 美元/件，以年均 6% 的降幅连续 8 年下跌；期间，毛利率从 1982 年的 40% 将至 1989 年的 25%。

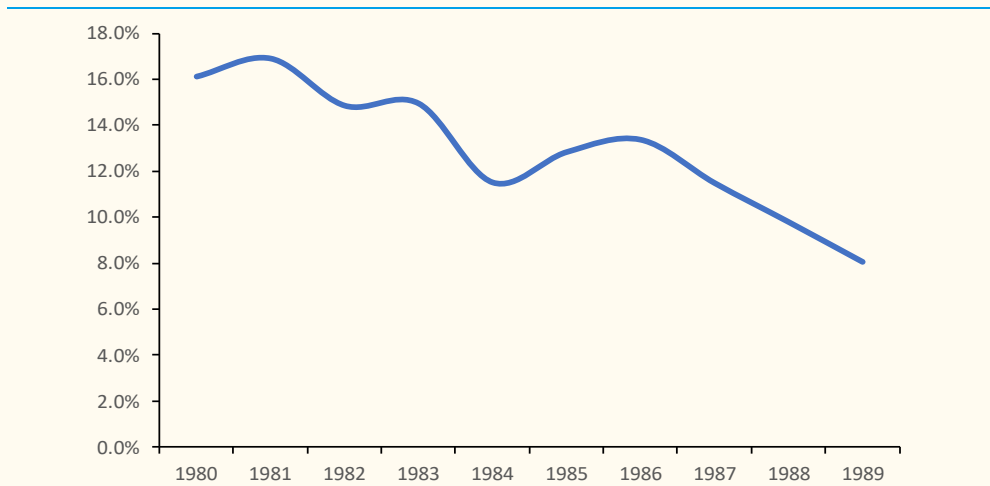


图表 8：首轮价格战（1982-1989）FedEx 单价累计降幅 38%



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 9：首轮价格战期间 FedEx 营业利润率表现



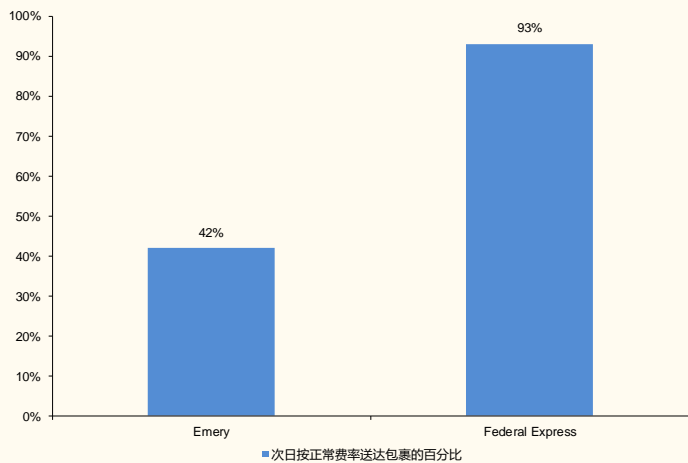
来源：Bloomberg，国金证券研究所

**结局：末位公司亏损严重，Purolator、Emery 陆续淘汰出局。**1986 年，Emery、Purolator 以及 USPS 航空业务均出现亏损，而 Airborne 则在 1986Q1 利润大降 66%，接近于盈亏平衡。随着运输网络布局的逐渐饱和以及电子传真对邮件的替代，空运快递件增速放缓，此时价格战的持续进一步压制末位公司盈利。

在 85-86 年亏损 6500 万美元之后，Purolator 率先退出市场，于 87 年被 Emery 收购。然而 Emery 未能成功整合 Purolator 资产，反而受此拖累持续巨亏。Emery 原先主营低毛利的重货业务，尽管前期大幅举债扩大产能，但在小包裹市场的运输网络、时效均不如联邦快递，同时在价格策略上也处于落后。此外，以美国施乐公司为代表的大客户开始组建联盟向 Emery 压价 60%。内忧外患下，公司 CEO 宣布提前退休，高管陆续离开，Emery 最终于 89 年 4 月被汽车货运公司 Consolidated Freightways 收购，但 CF 公司也未能解决 Emery 的亏损问题，公司空运件份额不断流失。

1988年10月，UPS向国内大客户提供新一轮折扣后，无竞争者跟随，而此后UPS两次提价（分别提5%、5.9%）联邦快递、Airborne均跟随涨价，首轮价格战宣告停火。

图表 10：联邦快递次日包裹时效性好于 Emery



来源：Opinion Research Corporation，国金证券研究所

图表 11：联邦快递洛杉矶包裹价格均低于 Emery

City Pairs	Emery	Federal Express
<b>70 Pound Package</b>		
Los Angeles to Seattle	46.05	39.07
Los Angeles to Philadelphia	51.14	47.26
Seattle to Los Angeles	47.07	39.07
<b>25 Pound Package</b>		
Los Angeles to Detroit	33.00	31.24
Los Angeles to Memphis	32.25	31.24
Los Angeles to Miami	35.41	34.55
Los Angeles to Denver	31.63	31.22
Cleveland to Los Angeles	34.20	31.24
<b>5 Pound Package</b>		
Los Angeles to New York	17.82	17.32
Los Angeles to San Antonio	18.61	17.86

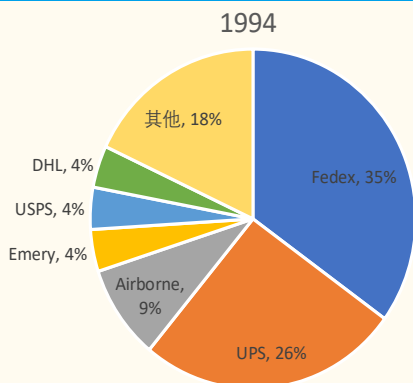
来源：公司公告，国金证券研究所

### 2.3 次轮价格战（1992-1995）：行业基本出清，CR3 达 70%

行业下滑引发新一轮价格战，竞争格局基本实现稳定。以商业信件、制造业零部件为主要货品的隔夜快递市场具有高度经济敏感性。由于1990-1991年的经济危机，美国航空快递行业有史以来第一次出现负增长，90年货运周转量同比降低1.2%至44.03亿吨英里。行业增速下行引发了新一轮的降价竞争，UPS自92年起主导了第二轮价格战，主要形式是向大客户（件量占整个市场的75%以上）提供大幅折扣。

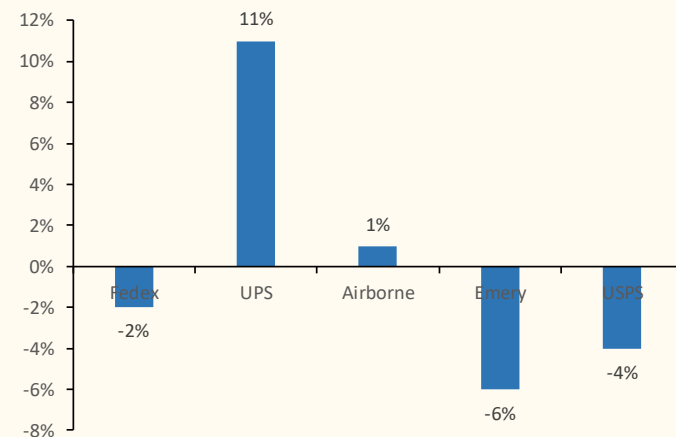
与首轮价格战的末位淘汰不同，本轮主要表现为对市场退出者份额的蚕食以及龙头企业之间的拉锯战。例如94年UPS通过大幅降价吸引到竞争对手的QVC、Gateway 2000等大客户，而FedEx同样夺走了UPS的零售商客户Williams-Sonoma。1994年FedEx、UPS、Airborne的市占率达到35%、26%、9%，分别较85年变化-2pct、+11pct、+1pct，UPS再次成为最大受益者，CR3合计70%，剩余公司的份额基本都在5%以下。至此，隔夜航空市场竞争格局基本清晰。

图表 12：1994 年隔夜航空件市场 CR3 达到 70%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：1985 至 1994 年隔夜航空件市场市占率变化

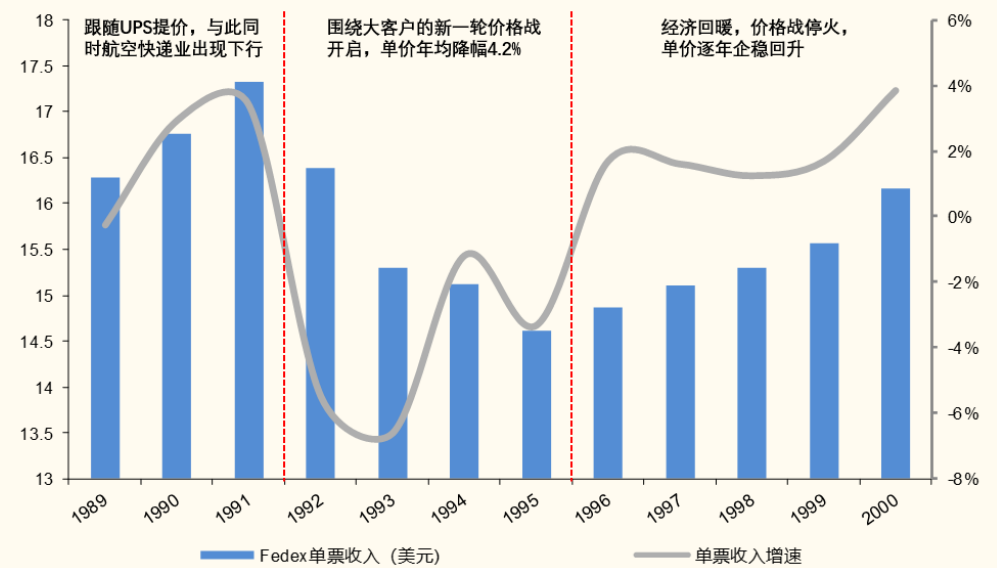


来源：公司公告，国金证券研究所

**价格战下龙头盈利分化：UPS 业绩稳定，FedEx 营收与利润出现负增长。** FedEx 单票收入经历两年回升后又从 91 年的 17.33 美元/件降至 95 年的 14.62 美元/件，年均降幅 4.2%，略低于首轮。价格战压力下，92 年 FedEx 营收同比减少 1.8% 至 75.5 亿美元，公司成立以来首次负增长，再加上国际、重货、供应链等新业务效益不佳，当年净亏损 1.14 亿美元。而与之相对的是 UPS 营收与净利润均保持稳定，90 年后净利率基本在 4.5%-5% 之间，主要系其 Ground 业务处于绝对领先，地面快递的稳定利润能够有效补贴航空快递业务的扩张。

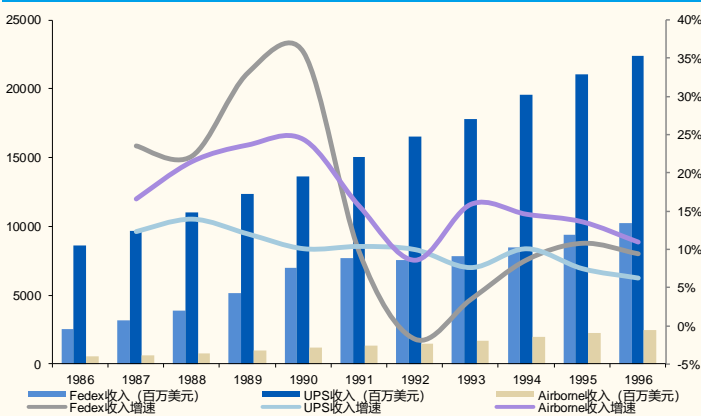
1995 年后，随着经济开始回暖，UPS 再一次主导涨价，行业单价逐渐企稳回升。而主要快递公司也开始将重点转向隔日快递市场，一方面是隔夜市场高速发展期已过，格局基本稳态；另一方面也是为了消化早期大举投入的过剩运力。

图表 14：次轮价格战（1992-1995）单价累计降幅 15%，低于首轮



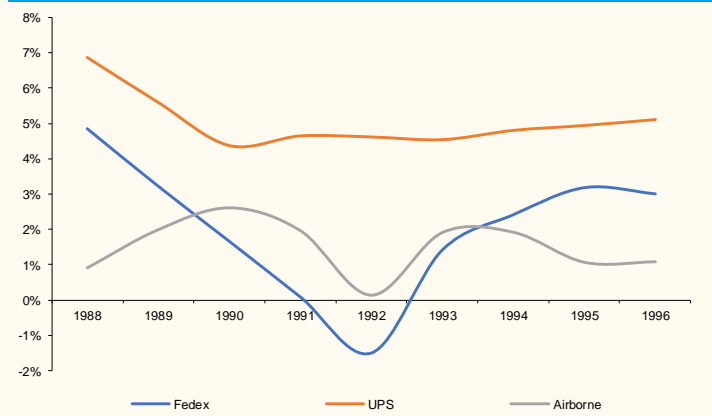
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 15：价格战下 FedEx 营收出现负增长



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 16：价格战下仅 UPS 保持整体净利率稳定



来源：Bloomberg，国金证券研究所

## 2.4 价格战之外的竞争——技术战与服务战

**技术战：物流技术竞争贯穿于价格战始末，是快递公司价格竞争背后重要的支撑。** 1) 价格战中，件量的不断增长需要与之相匹配的信息处理能力，保

障运输环节的稳定性，同时信息技术带来的经营效率提升、运输成本的下降也能让快递公司在之后的价格战中保持竞争力。2) 价格战末期以及之后，体现为价格策略效果下降后的差异化竞争途径。

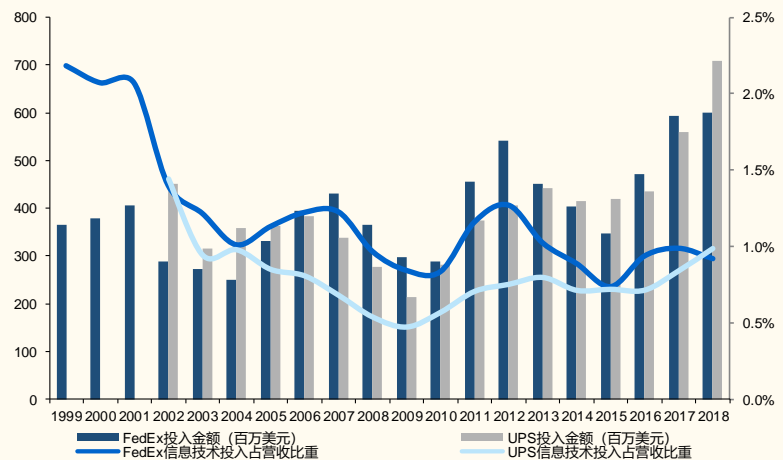
**FedEx: 物流信息系统先行者，核心技术优势明显。** 创立时间较晚的联邦快递能够迅速跃居美国快递龙头，除了独创轴辐式空运网络、开辟出隔夜快递市场以外，其领先的物流信息系统同样至关重要。FedEx 最早于 79 年推出基于中央主机的全球包裹追踪系统 COSMOS，此后推出 DADS、PowerShip、SuperTracker 等系统以及条形码技术，不断完善运输过程的可视化服务，强化实时追踪、在线处理。技术优势保障 FedEx 不断降低空运件成本，在激烈价格战中业务稳步扩张，而其在价格战后仍保持一定研发投入，1999 年至今资本开支中信息技术累计投入 79.33 亿美元，占营收比重近年来基本稳定在 1% 左右。

图表 17: 联邦快递主要物流信息技术应用

时间	技术	具体说明
1979	首推COSMOS系统	基于中央主机的全球包裹追踪系统，用于实施管理人员、包裹、运输工具及天气信息
1980	COSMOS II	实现扫描和记录包裹处理过程，实时反馈给客户
1980	DADS系统	推出，提供顾客预约取件，辅助管理运输时间与路线
1981	COSMOS III	强化COSMOS I&II，同时实现转运中心内自动分拣、货车与电脑系统的直接沟通
1982	PowerShip信息系统	提供大客户在线服务，发票打印、货物状态均实现电子化确认
1984	FedEx PowerShip	研发出第一套计算机自动托运系统，强化版PowerShip，加入订单管理、库存控制
1985	引入条形码技术	
1986	SuperTracker	掌上电脑条形码扫描系统，可获取包裹详细信息、打印航空运单、自动计算运费、储存信息和提供运输管理报告
1988	Zap Mail	电子文件传递业务
1989	应用卫星定位系统	以机上情报系统（on-board communication system），用卫星追踪货物位置
1993	全美无线通信网络	使用55个蜂窝状载波电话，将实时包裹追踪信息自卡车传送至中央计算机
1993	Mulship	允许处理其他承运商包裹
1994	推出网站www.fedex.com	
1994	Direct Link软件	允许直接电子化管理与FedEX业务结算
1997	Virtual Order	网络业务系统
2004	GPRS Tracker	于中国首推的无线掌上快递信息处理系统，使用整合封包无线通信服务技术追踪包裹
2005	FedEx PowerPad设备	连接全球快递网络，取代SuperTracker手提设备

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18: FedEx 信息技术投入基本高于 UPS，近年来稳定在 1%



来源：公司年报，国金证券研究所

**UPS：价格战后期开始聚焦技术，充分发挥后发者优势。**UPS 早期主要关注于业务扩张，对于先进技术的应用有所忽视，整体技术水平落后于 FedEx。1989 年起，UPS 开始大力投入技术研发，目标追赶上 FedEx，将竞争推向高技术领域。UPS 斥资 8000 万美元建设连接全球计算机网络的电子通讯中心，并推出 Maxitrac 系统，在包裹追踪系统上向 FedEx 看齐。1991 年，UPS 在条形码应用方面后来居上，早于 FedEx 推出更为先进的运输信息收集器 DIAD，将条形码技术与电脑屏幕相结合，方便客户签名的同时将收货信息实时传输系统，提升了高附加值大客户的服务体验和支付意愿。1990-1995 期间，UPS 投资超 30 亿美元用于技术研发，研发人员由 1984 的 95 人增加到 4000 多人；到 1997 年，UPS 基本填补了大部分技术空白，到 1999 年，联合包裹可以处理六倍于 FedEx 的在线追踪请求。

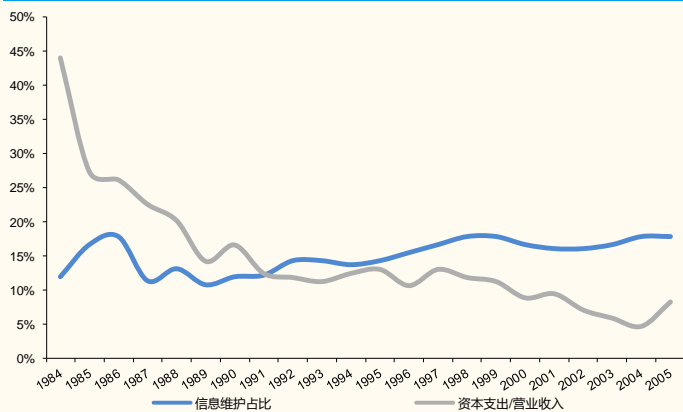
图表 19: UPS 主要物流信息技术应用

时间	技术投入	具体说明
1988	主机扩展	将其带有600个终端的IBM主机扩展到17000个终端
1989	建立通讯中心	投资8千万美元建立一个连接UPS全球计算机网络的计算机和电子通讯中心
1990	UPSnet	全球电子数据通讯网络
1991	DIAD	快递资料搜集器，提供顾客有关货物的实时信息
1991	Maxitrac	提供包裹的确认跟踪，方便客户打印订单信息和报告
1993	数据蜂窝系统	投资于技术上不成熟、定制化的数据蜂窝系统；启动DIAD II，从语音转向大规模蜂窝技术
1994	UPS.com	允许顾客在任何时间、地点，用手机或上网查询货物情况，并可以在包裹送达后得到签收的数字化单证
1994	Maxicode	条形码技术
2004	CampusShip	网络服务解决方案，强化物流管理效益

来源：公司公告，国金证券研究所

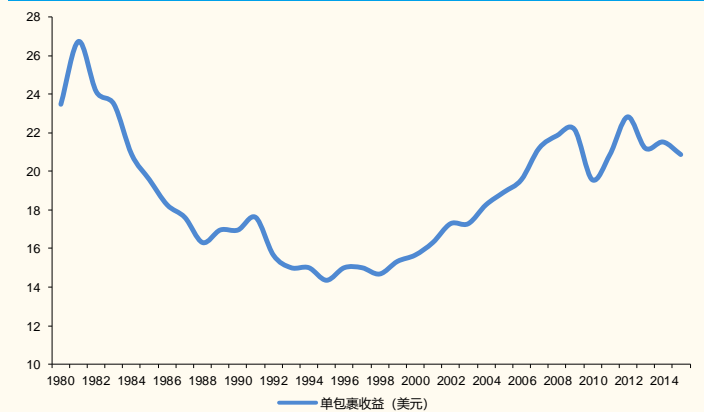
价格战后期，企业主要开支不再着重于网络建设，而是更多投入于信息维护，增强企业运营效率。1998 年之后，FedEx 的单包裹收益稳步上升，资本开支比重下降，为联邦快递带来良好的利润增速表现。

图表 20: 价格战后 FedEx 信息维护占比提升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 21: 98 年以后 FedEx 单包裹收益上升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

**服务战/产品战：价格战后的差异化竞争。**随着隔夜快递市场的增速放缓，主要快递公司均开始进入隔日快递等其他市场，通过扩充产品种类、丰富快递服务体系来寻求差异化竞争，保障盈利的稳定性。

**FedEx 与 UPS 展开服务、产品的拉锯战：**

- 1) **持续推出新产品、新服务。**1994 年，UPS 推出“Early AM”服务，在特定城市间承诺次日早上 8:30 前送达，主要针对药物、医疗设备、建筑图纸等高时效要求货品，毛利水平较高。当时 10:30 前信件配送价格为 10.75 美元，而 8:30 前产品则高达 40 美元。此后，FedEx 也推出了美国任意始发地到 90 多个主要城市的早上 8 点服务。1995 年 4 月的同一天，FedEx 和 UPS 宣布提供新的 24 小时快递服务，收费标准均为 159 美元，交货时间因地区而异。1998 年，FedEx 再次尝试提供星期日送货服务来寻求差异化，而 UPS 认为其盈利空间小，并未加入。
- 2) **加快交货速度的同时，提供旨在削弱对方服务的担保。**FedEx 于 1997 年开始提供三天的送货服务，这是 UPS 自 1993 年以来提供的产品。1998 年，UPS 通过提供无需额外费用的有保证交付，削弱了 FedEx 的“绝对、积极”保证。

**Airborne 提供定制化服务寻求差异竞争。**从 90 年代中期开始，Airborne 就致力于灵活快递解决方案，根据特定大型企业客户的需求定制服务，主要客户包括耐克、Compaq、Technicolor、Xerox 施乐等公司。Airborne 创建了特殊的分类代码，对每个快递的条形码扫描仪进行编程，以便在扫描 Xerox 包时发出特殊识别声，并指示快递员优先交付 Xerox 包裹。而竞争对手直到 90 年代后期才陆续开始提供定制化服务。

**图表 22: FedEx 不断扩充快递服务品类**



来源：公司公告，国金证券研究所

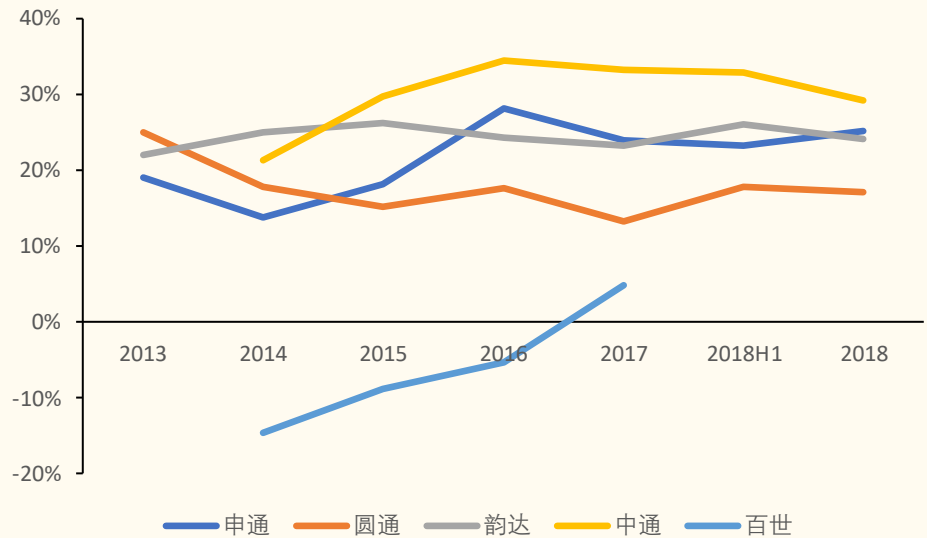
**3. 中国快递价格战：看似发生已久，实则刚刚开始**

与市场对我国快递行业价格战发生已久的认知不同，我们认为，中国快递行业的价格战实则刚刚开始。

观察主要快递公司上市以来的单票毛利率，除百世以来，其他快递公司并未经历毛利率的大幅下跌。**换言之，中国快递行业此前的价格战，不过是快递**

公司将规模优势下的成本降幅通过单价下跌的方式让渡给商家而已，快递公司的盈利能力并未受到实质性损伤。

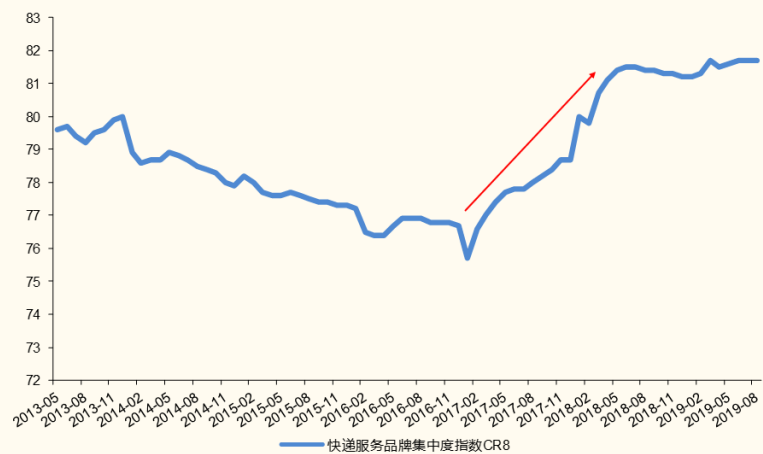
图表 23：近年来的价格战并未实质上伤及我国主要快递公司盈利能力



来源：公司公告，国金证券研究所

头部企业进一步发挥规模优势，二三线快递逐步出局。2017-2018 年期间，通达系快递公司利用规模效应、成本优势降低末端价格，以全峰、快捷、国通为代表的二三线快递难以为继，先后出现网络瘫痪、网点停运，市场份额加速向头部企业集中，18 年 CR8（邮政局口径）增加 3.4pct 至 81.2%，CR6（以件量计）大增 5.5pct 至 72.2%。

图表 24：2017-2018 年行业集中度快速提升

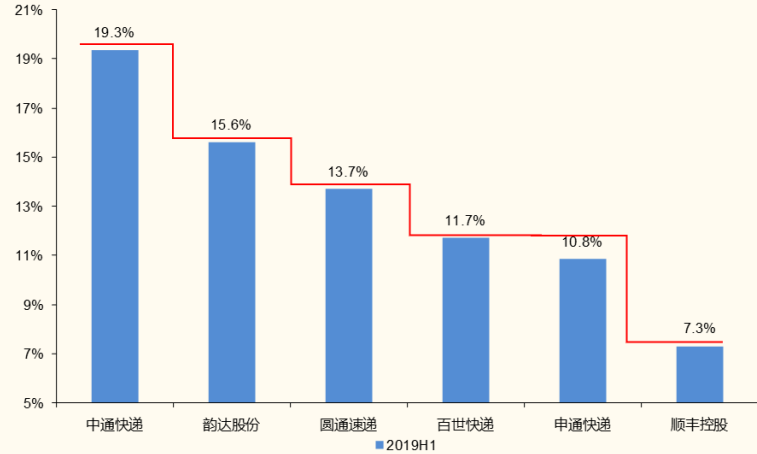


来源：国家邮政局，国金证券研究所

2019 年或为价格战拐点，行业竞争格局与 80-90 年代的美国航空快递市场愈加类似。截至 2019H1，快递 CR6（件量口径）接近 78.5%，CR8（收入口径）今年来稳定在 81.5%-81.7%，二三线快递退出留下的市场份额基本瓜分殆尽，目前暂时形成“中通—韵达—圆通—百世&申通—顺丰”的分层级排名座次，五个层级间差距分别在 3pct+、2pct、2-3pct、3pct+。

远期看，中国快递市场有望逐步向寡头转变，经历从分层级到分化，最终末位淘汰、合并或转型的过程，有望形成 CR3 超 60%，其他公司差异化竞争不同细分市场的格局。

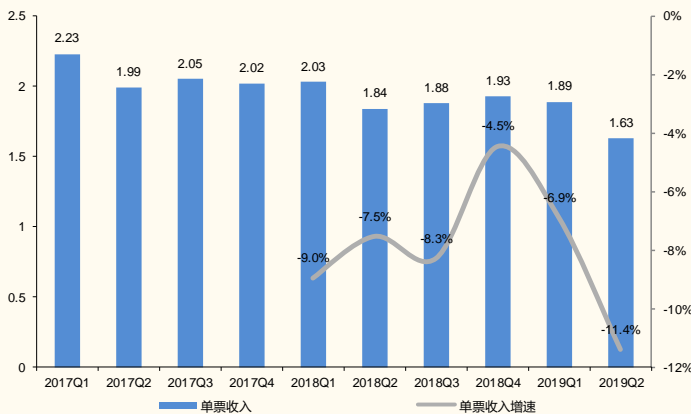
图表 25：当前快递格局形成差距在 2-3pct 左右的五个层级(业务量口径)



来源：公司公告，国金证券研究所

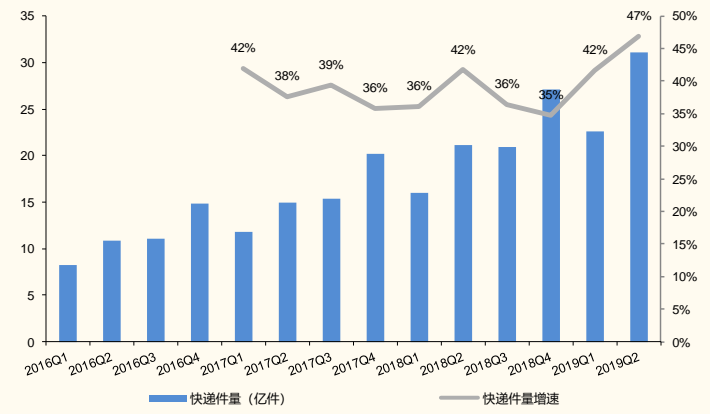
中通新件量目标可能是国内快递市场转向龙头主导价格战的重要信号。中通今年初向市场发出信号，件量增速目标从超出行业 10pct 提高到 15pct，随之而来的是强势、积极的价格策略。中通 19 年前两季度单票收入降幅 6.9%、11.4%，换取件量增长 42%、47%，Q2 市占率达到 19.9%，预计 Q3 中通仍将维持 10%+ 的单价降幅，继续冲量。中通 2022 年的目标市占率为 25%，年均提升约 2.7 个百分点（中通自 16 年成为行业第一后市占率合计提升 2.4pct）。

图表 26：中通 19 Q2 单价降幅为近年来新低的 11.4%



来源：公司公告，国金证券研究所

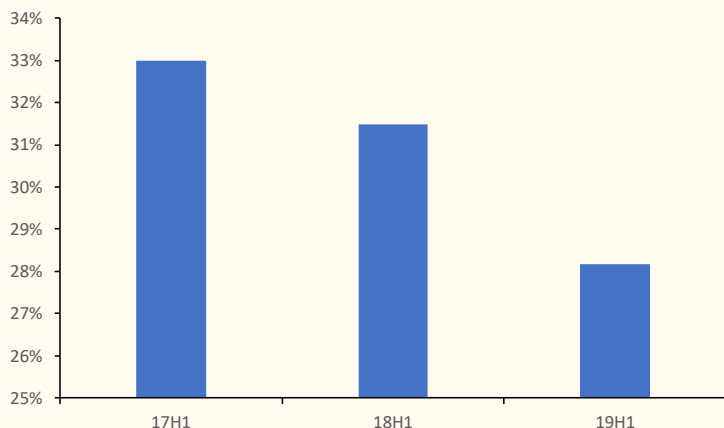
图表 27：中通 19 年件量增长提速



来源：公司公告，国金证券研究所



图表 28：中通毛利率呈下降趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

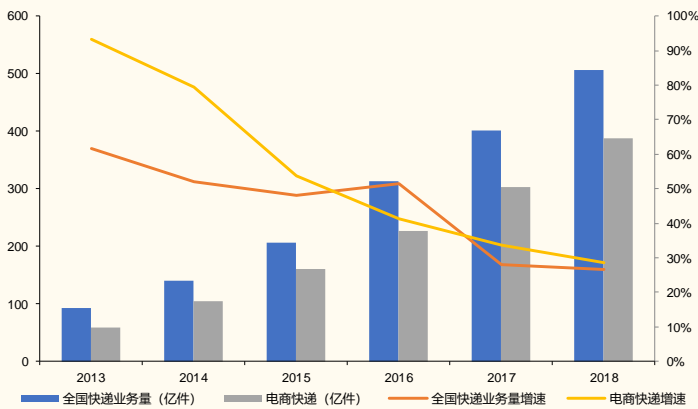
#### 4. 四个维度看美国价格战经验对中国快递的借鉴

##### 4.1 常态化竞争，中国快递价格战或许更为持久

从美国隔夜航空快递价格战的终止因素来看，中国快递基本都尚未出现。美国隔夜航空快递价格战实际持续时间 12 年（1982-1989、1992-1995）；以 2009 年作为开端，中国快递价格战已持续 10 年，而造成美国价格战终止的行业增速放缓，龙头主导下价格战进程加快，末位玩家受困于技术与大客户账期等因素，在当下的中国快递市场大多不存在或者尚未出现，中国快递价格战大概率要更加持久。

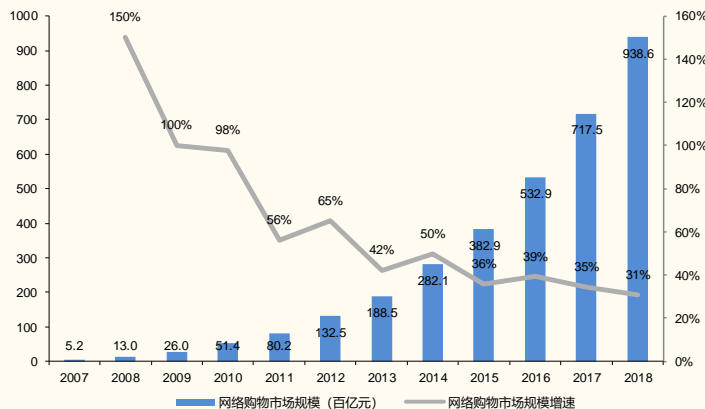
**驱动需求不同：中国快递市场规模更大、增速更快、高增速阶段持续时间更长。**90 年代中期美国隔夜快递市场增速放缓，直接导致快递公司进一步推进降价意愿，转而开始发力隔日快递市场。美国隔夜快递市场与中高端商务件类似，1990-1995 年行业年均件量 6.06 亿件，复合增速 8.1%，市场规模平均值 89.7 亿美元，复合增速 6.7%。而国内快递市场由电商件驱动，需求增长更为旺盛，2013-2018 年电商件复合增速 46.7%，远高于美国隔夜快递市场。同时随着拼多多等社交电商的崛起、各电商平台对下沉市场的开发、网购狂欢节的层出不穷，电商件仍有望保持较快增速，预计未来 3-5 年电商件增速有望维持在 20% 以上。

图表 29：2013-2018 年中国电商件复合增速 46.7%



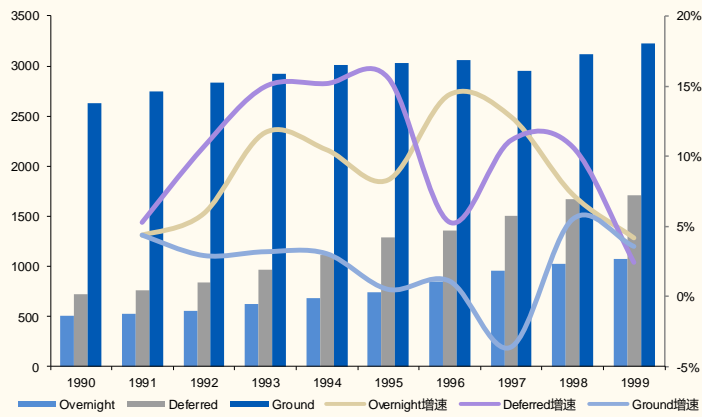
来源：Wind，艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 30：2013-2018 年中国网购市场规模复合增速 38%



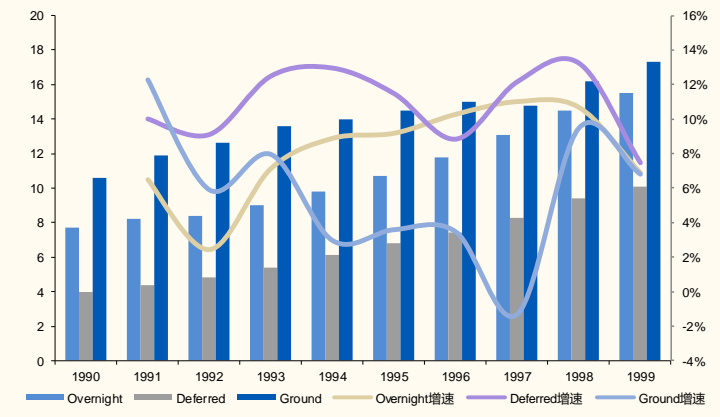
来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：美国国内细分快递市场件量（百万件）



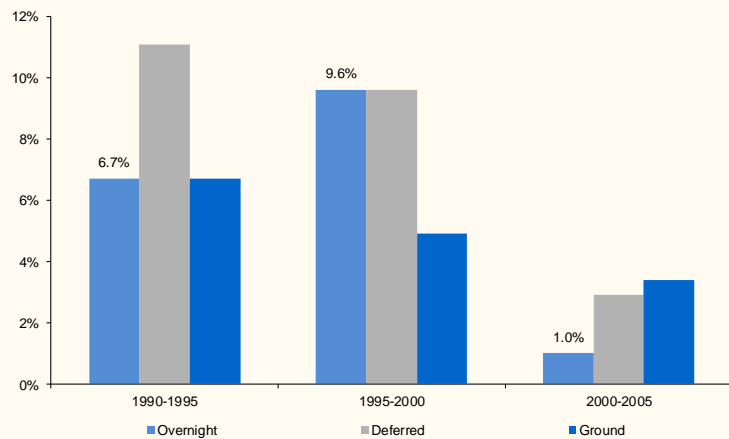
来源：SJ Consulting Group, 国金证券研究所

图表 32：美国国内细分快递市场规模（十亿美元）



来源：SJ Consulting Group, 国金证券研究所

图表 33：美国各时期三大细分快递市场规模年均增速



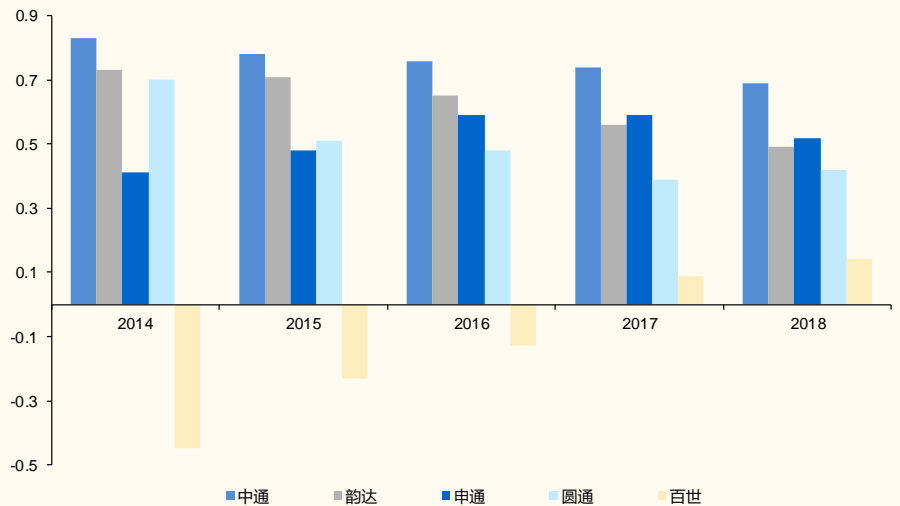
来源：SJ Consulting Group, 国金证券研究所

**价格战主导者不同：美国以龙头为主导价格战是行业出清最快最有效的方式，而中国直到 19 年才真正意义上由行业龙头为主动发起者。**美国快递 1982、1992 年的两轮价格战均由 UPS 发起并由其终止，价格战第 5 年就有末位公司出局，耗时 10 年 CR3 达 70%，可以说是最快最有效的出清方式。

龙头快递公司由于规模效应好、运输网络完善，质量与时效优势保证其相对末位公司存在一定溢价，例如中通 B 端价格高出韵达 0.1 元/件、高出其他快递超 0.3 元/件，末位公司必须通过更大的降幅来实现价格战效果；同时龙头公司由于成本优势单票利润更高，价格战承受能力更强。从价格战终止角度来讲，美国价格战最终都表现为 UPS 降价，其他公司不再跟随，而中国过去由后位者发动的价格战，拥有溢价、充足利润作为保障的头部公司自然有能力跟随，从而造成价格战的往复。当龙头采用较为激进的价格策略时，末位快递公司可能面临类似 FedEx 对 Emery 的服务、价格“双杀”，被迫步入低价低质量的恶性循环，最终无法跟随降价甚至直接出局。

以 2019 年为拐点，具备成本优势的中通主动采取价格策略，是国内价格战真正意义上的龙头主导，行业开始了向寡头市场转变的出清阶段。

图表 34：中通单票毛利持续高于同行



来源：公司公告，国金证券研究所

**信息系统建设与议价权不同：Purolator、Emery 出局很大程度上归咎于信息系统落后、大客户议价权低，而国内快递公司此类问题较少。**

1) 通达系物流信息系统由菜鸟网络统筹，基本不会出现重大技术问题。Purolator 始终没能够研发出包裹追踪系统，信息技术导致其经营效率低下、成本高企，而这一缺点在价格战中被无限放大；Emery 同样受制于 Billing and Tracking 系统存在重要漏洞。而通达系快递通过使用菜鸟面单以及拼多多面单，依托电商平台的信息系统支持，全程追踪快递运输信息并实时反馈，同时实现了转运环节的自动化操作，极大程度上提升了配送时效，帮助快递公司降低面单成本、中转成本。

2) 中国快递公司的面临的联合压价和账期问题相对较少。美国隔夜快递市场 B 端客户集中，面对电子、医药、金融、法律等大客户的议价权低，Purolator 大客户账期一度高达 120 天，而 Emery 则遭到大客户通过结成固定联盟的形式进行联合压价 60%。中国快递主要服务于电商，终端客户分散，电商平台有一定话语权但一般不会直接干预商家选择快递公司，所以出现联合压价的可能性不大，更多的是快递公司主动降价抢量、电商商家欣然接受。

图表 35：菜鸟网络为快递公司提供服务平台、仓配网络等技术支持

	细分项目	具体说明
核心定位	以数据为驱动的社会化协同平台	包裹与网点精准匹配率99%以上，日接收物流详情超15亿条，合作伙伴运输车辆超23万辆，接入快递员超300万，覆盖国内县区数量超2700个，专业线路609条
快递平台	电子面单	
	橙诺达	联合6大快递公司，推出次日达（明天24点前）、隔日达（后天24点前）、三日达（揽收当日+3天24点前）
	货到付款	
	物流跟踪及服务	物流节点提醒、计算和服务、多平台协同、
	菜鸟物流管家	包裹跟踪、物流监控数据、超时异常处理、菜鸟智能发货
	菜鸟发货平台	
	路由分单	基于大数据的智能分析、智能学习纠错、多种作业模式支持、分单系统安全、高效、可控
仓配网络	菜鸟天地	龙虎榜、单量时效统计分析、异常分析、大促专题
	快递指数	服务指标的综合评价体系，客观量化反映各合作伙伴的物流网络服务品质
	覆盖范围	配送线路超过90000条、仓储面积（峰值）1000多万平方米、整体覆盖当日达近1500区县
	行业解决方案	电器、生鲜、美妆、快消、大电器、家装
	消费者体验	天猫直送当日达、天猫直送次日达、天猫直送预约配送、上门取退货
	覆盖范围	覆盖全球国家地区224个，全球仓库数达231个
	无忧保税	口岸包括杭州、广州、上海、宁波、重庆；（天津、郑州、深圳计划接入中）
国际网络	无忧直邮	线路包括美国、英国、德国、澳大利亚、新西兰、日本、韩国、台湾、香港
	无忧物流AliExpress	包括标准物流（15-35天）、优先物流（3-10天）
	线上发货	包括经济类物流方案、挂号及专线物流方案
	消费者体验	环球必达：跨境转运平台、全球退货、海外自提

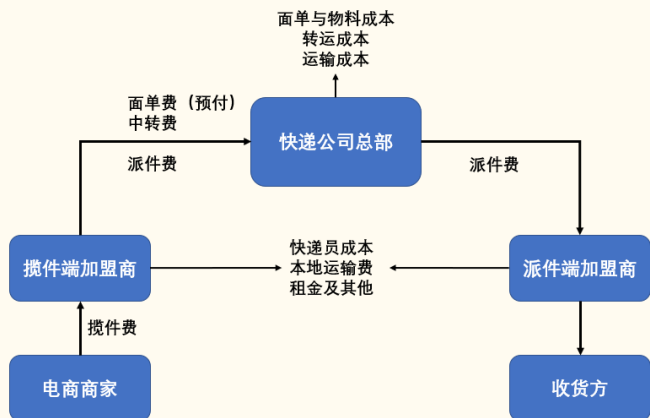
来源：公司官网，国金证券研究所

**加盟制价格战与直营制价格战的不同：通达系加盟模式对于价格战的承受能力更强，现金保本点更低。**美国快递公司基本为直营模式，价格战对于单票收入的压制直接影响当期利润，所以 FedEx 在 1992 年出现营收、利润双降的情况。而在加盟制下，B 端价格下降直接影响快递加盟商，面对激烈价格战，加盟商一定程度上能够代替总部公司承受价格战的直接亏损（相当于总部公司的体外经营杠杆），通达系快递公司在价格战中难以出现受短时间持续亏损影响而出局的情况。

在加盟制下，快递公司采取价格策略的主要形式有总部向加盟商下达考核指标（件量指标、服务指标等），完成指标后可获得返点、返点，完不成可能面临罚款或者其他惩罚措施。具体表现为总部减少揽件加盟商向其支付的中转费，总部在派费上增加一定补贴支付给派件端加盟商。反映在总部报表上，1) 快递公司直接在收入端做折让处理；2) 将对加盟商的激励单独算在成本内。

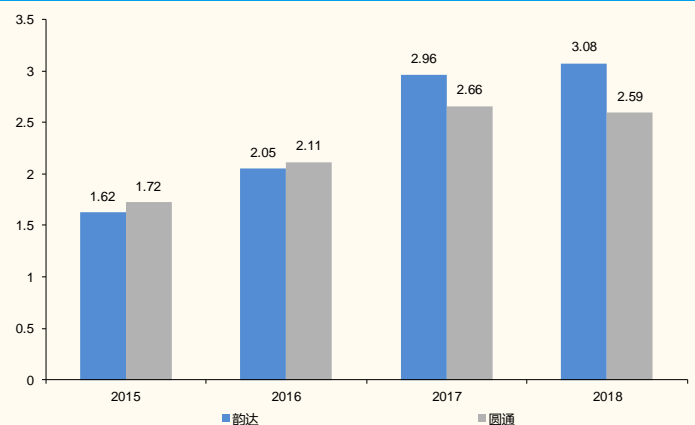
此外，通达系快递大多采用面单预付制，加盟商需要提前向总部支付面单费，进行面单充值操作，考虑到电子化面单的成本接近于 0，总部公司的面单收入（单票在 0.6-0.8 元左右）基本可以算作净毛利，一定程度上保证总部盈利。

图表 36：加盟制快递公司各环节收入与成本



来源：国金证券研究所

图表 37：韵达与圆通预收面单款（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

**因此，加盟商相当于缓冲了价格战对总部公司的部分负面影响，对于补贴和返点的灵活调整也给快递公司提供一定弹性操作空间。在这种模式下，价格策略的推进还需要关注末端加盟商网点的稳定性。**

加盟商当期的盈亏并不一定影响网点的稳定性。通过对加盟商做盈利模拟测算，我们认为，加盟商在接近盈亏平衡时若选择退网，则需承担即期的亏损；而不退网，继续冲量，则可获得总部的补贴和业务量指标完成后的额外返点。从目前的网点换手率来看，末位快递公司约 10%（年初数据），而头部公司不到 2%，至少在非恶性竞争情况下（义乌等主要产粮区的极端低价难以复制），目前的加盟商网络能够保持一定的稳定性，方便总部公司进行较为灵活的价格策略。

图表 38：义乌地区加盟商快递件量部分的盈利能力模拟测算

	2015	2016	2017	2018	2019	备注
发件量 (万件)	1000	1750	2712.5	4068.75	6021.75	市占率约为义乌快递市场的1.5%左右, 大致为一级加盟商规模
YOY		75%	55%	50%	48%	2015-2018年增速与义乌地区件量增速水平一致增速
单价 (元/件)	3.3	3.2	3.07	2.85	2.6	
YOY		-3%	-4%	-7%	-9%	
收入 (万元)	3300	5600	8327	11596	15657	
总部ASP(元/件)	2.10	2.00	1.95	1.81	1.75	取上市公司披露均值
YOY		-5%	-3%	-7%	-5%	
派费成本 (元/件)	1	1	1	0.9	0.8	调研所得
YOY		0%	0%	-10%	-11%	
单件成本 (元/件)	0.14	0.11	0.09	0.07	0.06	调研所得
YOY		-21%	-23%	-18%	-14%	
其中: 揽件快递员 (元/件)	0.10	0.08	0.06	0.05	0.04	
到分拨中心运费 (元/件)	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	
城市间分拨 (元/件)	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	
净利润 (万元)	60	158	95	285	-60	
YOY		163%	-40%	200%	-121%	
净利率	2%	3%	1%	2%	0%	

来源：实地调研，公司公告，国金证券研究所

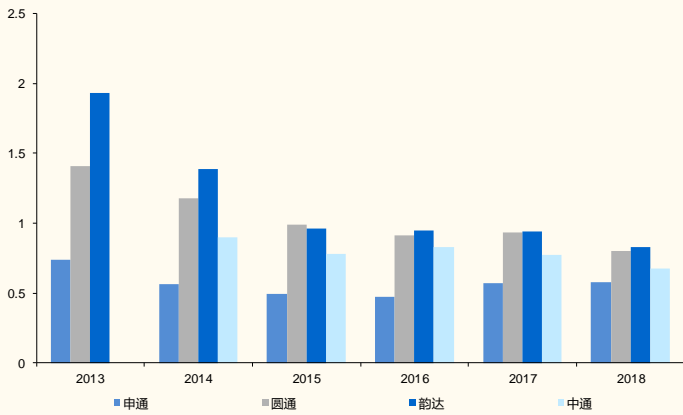
**末端建设有望改善加盟商盈利压力，同时也保障了价格策略的可持续性。**通过车辆、分拣设备等产能投入降低成本，从而打开价格竞争空间的逻辑已足够清晰，而今年龙头快递公司开始推进末端改革，旨在提高加盟商的稳定性、盈利水平与竞争力，打开进一步降本提效的空间。

目前快递件量以年均 20%+ 的速度增长，而网点数与快递员显然达不到这样的增速，派多揽少严重拖累网点盈利能力，但快递员派件压力大，没时间揽件又进一步加剧这一问题。

为缓解网点困境，未来加盟商派件能力需要得到末端站点的更多支持。中通是最早对接菜鸟驿站的快递公司之一，菜鸟驿站目标 3 年内开设 10 万家，其中对接中通的预计有 4500 家，同时中通也开办快递超市以及加盟商的第三方平台，通过不断增加智能柜、超市、驿站的方式触达末端消费者，提升加盟商派件能力。同时，末端站点的增加也解放了快递员，使其有更多时间进行揽件，一方面增加揽件量，提高网点盈利能力；另一方面也能优化揽件时效，有利于前端服务水平提升。

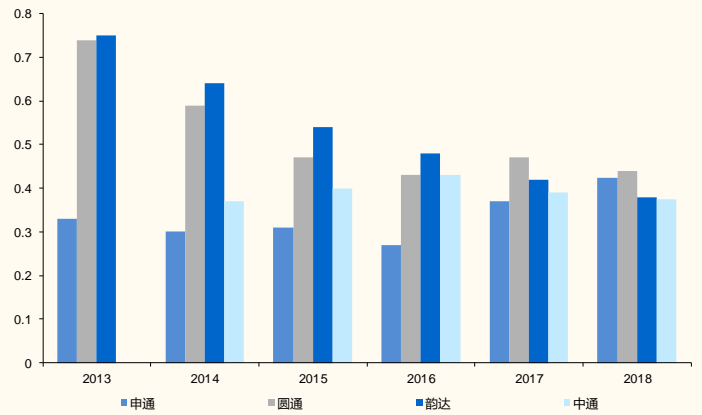
**通达系快递之间同质化程度较高且仍在提升，价格成为最主要的竞争变量。**美国快递公司之间本质上存在一定基因差异，例如 UPS 为地面快递的领导者，Airborne 原先为航空货代，FedEx 独创轴辐式运输网络。而通达系均以电商件为主要需求、以加盟制为商业模式，同质化程度远高于美国快递业。通达系之间并未产生本质性的竞争差异，随着排名靠后的公司近年来在车辆、转运中心上的不断投入，头部公司的领先优势有所收窄，“三通一达”在服务质量、单票成本、件量增速上同质化程度也在提高。而高度同质化下，价格策略是最有效的竞争手段，甚至可能是唯一手段。

图表 39: 三通一达单票运输成本差距缩小



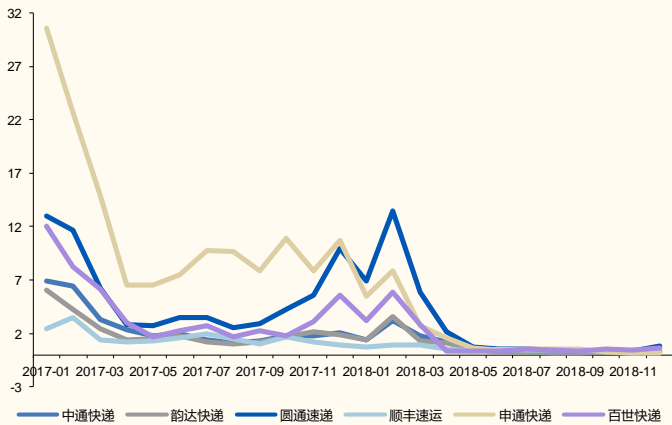
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 40: 单票中心操作成本差距缩小在 0.06 元之内



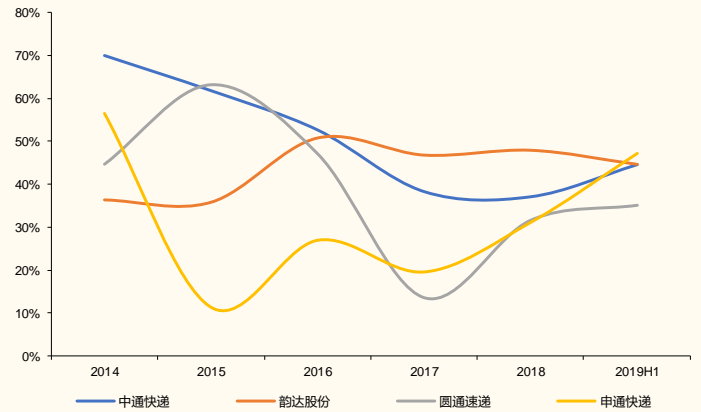
来源: 国金证券研究所

图表 41: 快递公司有效申诉率基本趋同



来源: 国家邮政局, 国金证券研究所

图表 42: 三通一达件量增速差距逐年收窄



来源: 公司公告, 国金证券研究所

电商商家对快递价格更为敏感。与美国隔夜快递的高附加值货品不同, 快递成本足以影响到电商商家的盈利水平, 尤其是拼多多等低客单价社交电商 (拼多多 18 年客单价 43 元) 的高增长, 进一步增加低价快递的诉求。根据我们测算, 对于客单价越低、买家数越多的商家 (符合拼多多特征), 单票快递成本变动对利润影响越大。单票快递成本变动 0.5 元, 客单价 30 元、年消费人数 40 万人的中型商家利润增厚约 27%, 已经很大程度上影响到商铺的经营水平了; 而对于客单价为 20 元或者以下的商家, 利润影响超 100%, 对其经营业绩能够起到决定性作用。

图表 43: 物流成本对商家利润的敏感性分析

店铺 1					
2018 年运营数据	平均客价	140	年消费人数(万人)	110	
	GMV (万元)	15400	采购成本(万元)	10780	
	仓储物流成本(万元)	1006	营销费用(万元)	1232	
	总部成本	462	息税前利润(万元)	1920	
	单票仓储成本	6.58	单票快递成本	2.5	
敏感性分析					
单票快递成本	2.5	2.4	2.3	2.2	2.0
息税前利润	1920	1932	1944	1955	2013
利润增厚幅度	0%	+0.6%	+1.25%	+1.82%	+2.8%
店铺 2 平均客单价 50; 年消费人数 40 万人					
息税前利润	190	194	198	202	210
利润增厚幅度	0%	+2.1%	+4.2%	+6.3%	+10.5%
店铺 3 平均客单价 30; 年消费人数 40 万人					
息税前利润	74	78	82	86	94
利润增厚幅度	0%	+5%	+11%	+16%	+27%
店铺 3 平均客单价 20; 年消费人数 60 万人					
息税前利润	24	30	36	42	54
利润增厚幅度	0%	+25%	+50%	+75%	+125%

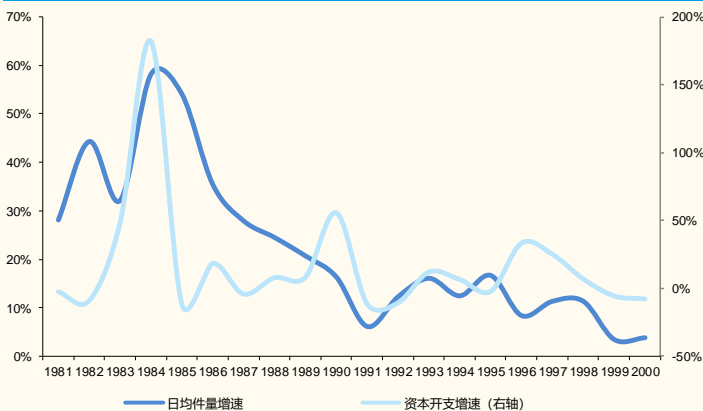
来源: 实地调研, 公司公告, 国金证券研究所

注: 假设其他成本占 GMV 比例不变, 仅展示店铺 1 细项数据

#### 4.2 决胜价格战的关键: 合理产能投入, 将规模优势发挥到极致

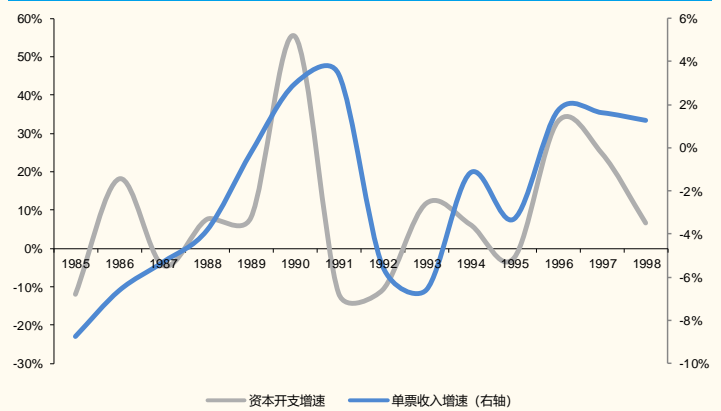
维持价格竞争的核心保障是产能投入与量价相平衡。FedEx 与 UPS 在价格战期间保持了较大幅度的资本投入, FedEx1982-1995 年累计资本开支 106.5 亿美元, 年均增速 15.9%, 机队由 67 架增长至 496 架, 车队由 4000 辆增长至 35900 辆。

图表 44: FedEx 资本开支增速与件量增速趋势相符



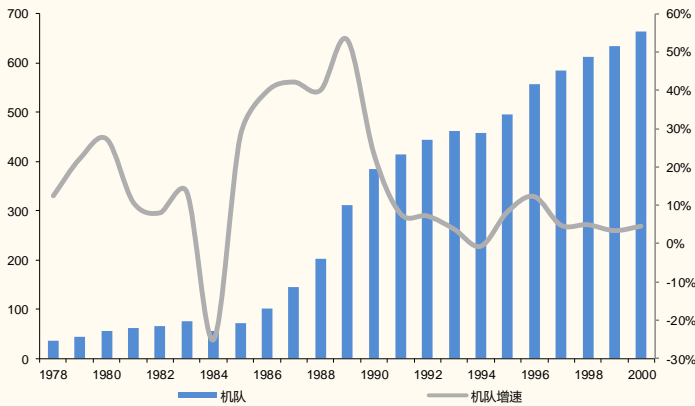
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 45: 85 年后 FedEx 单价增速滞后于资本开支增速



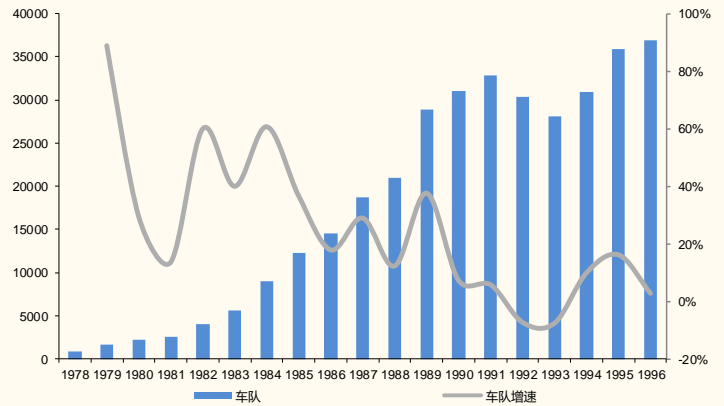
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 46: FedEx 价格战期间机队规模较快增长



来源: 公司年报, 国金证券研究所

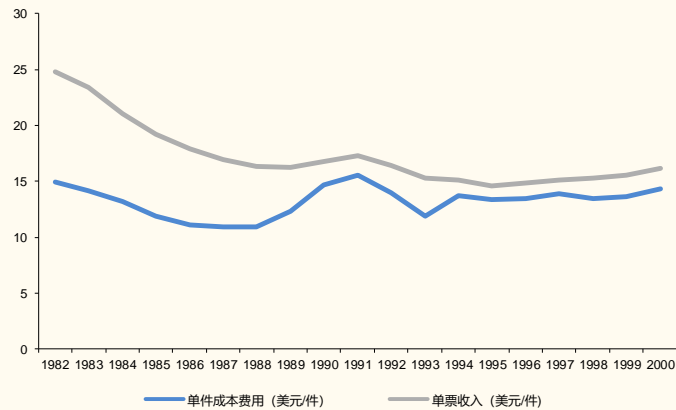
图表 47: FedEx 价格战期间机队规模较快增长



来源: 公司年报, 国金证券研究所

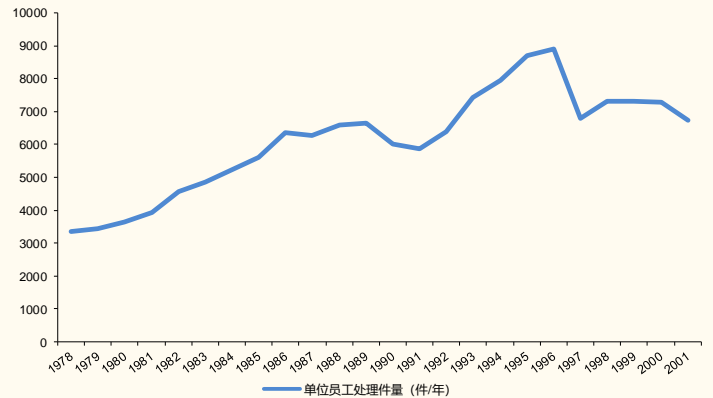
产能的稳步扩张保障件量增长后能有效发挥规模效应, FedEx 单位员工处理件量持续上升, 到 95 年实现每人每年 8709 件, 较 82 年提升 91.3%, 同时规模效应下单位成本不断降低, 支撑公司推进降价策略。

图表 48: 成本下降与单价下降趋势基本相同



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 49: FedEx 单位员工处理件量持续上升



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 50: UPS 在价格战期间资本开支较快增长



来源: 公司年报, 国金证券研究所

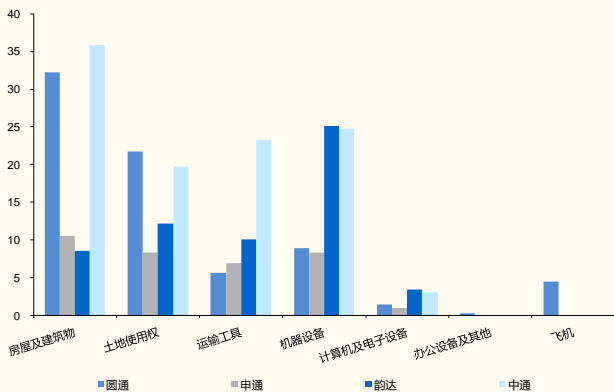


产能优势带来成本优势，保障充足的价格策略空间。通达系近年来不断加大产能投资，从存量产能来看，中通车辆、机器设备领先，韵达机器设备、信息设备占优。2018年各家固定资产中运输工具中通最高（23.2亿），机器设备韵达最高（25.08亿），基本与其单位运输成本、单位转运成本的排名相一致。上半年中通、韵达资本开支分别为17.3、19.1亿元，龙头公司的产能投入力度依旧领先。

中通近年来的大额资本开支形成了明显的产能优势，15-17米大挂车、自有车辆分别3150、4950辆，占干线车辆的54.3%、85.3%，同时自动化分拣线达155套，同比大增142%，其在干线运输、转运环节的优势进一步巩固，有充足的底气面对之后的价格竞争。

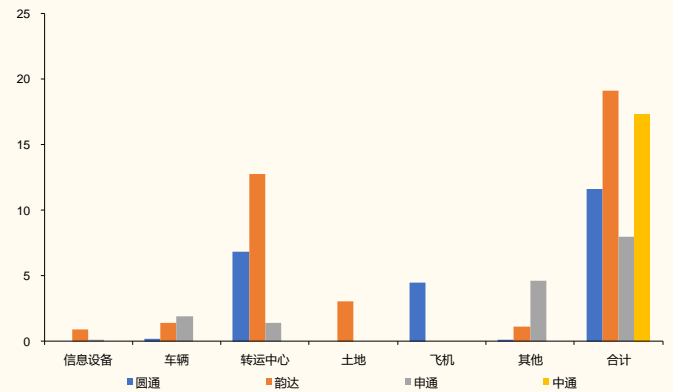
同时在规模优势下，中通、韵达的人均处理件量持续高增长，且不断扩大领先优势，18年分别达到每人每天4274、3449件。

图表 51：2018 年三通一达固定资产分布情况（亿元）



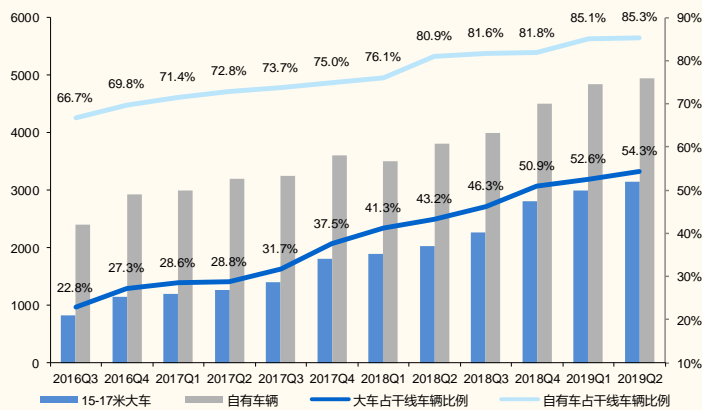
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 52：2019H1 三通一达的资本开支投向（亿元）



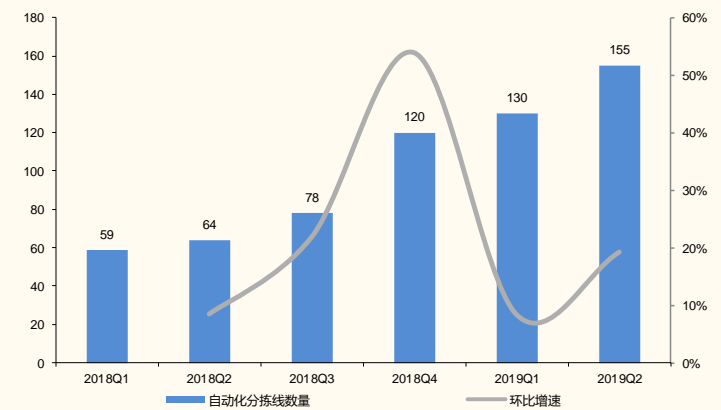
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 53：中通自有车、大车比例不断提升



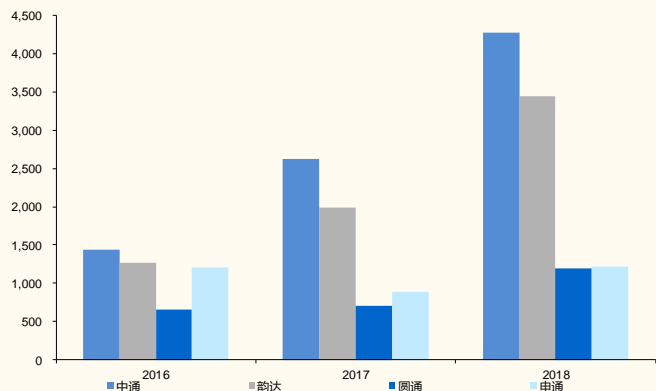
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 54：中通自动化分拣线已达 155 条



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 55：中通与韵达人均效能高增长且不断扩大领先优势



来源：公司公告，国金证券研究所

**产能与量价策略失衡的案例：产能续航不足的 Emery。**

Emery 从重获业务切入隔夜快递市场时，通过大幅举债构建转运枢纽、扩张产能，80 年代中期，UPS 主导价格战，公司利润在被迫降价中不断被侵蚀，资金紧张，前期投入较大而产能续航不足，Emery 在服务与价格上均处于劣势，最终巨亏出局。

**4.3 产品分层存在天然限制，突破点依然在于末端**

美国快递公司在价格战末期开始转向产品战、服务战，不断丰富时效产品种类，逐渐形成当天、隔日 8 点、隔日 10:30、隔日 20 点、两天、三天、1-7 天的多层次服务体系。而通达系快递公司时效产品基本为联合菜鸟推出的“橙诺达”次日、隔日、三日，拥有航空资源的圆通承诺达特快仅对次日产品进行简单区分，产品颗粒度小于 FedEx、UPS。就通达系而言，目前时效产品总体占比很小，仍未出现明显差异化的产品。

图表 56：中美快递公司时效产品分类

	FedEx	UPS	USPS		
当天送达	FedEx First Overnight	UPS Express Critical			
隔日8:00 前送达	FedEx Priority Overnight	UPS Next Day Air Early	Priority Mail Express 1-Day		
隔日10:30 前送达	FedEx Standard Overnight	UPS Next Day Air	Priority Mail Express 1-Day		
隔日20:00 前送达	FedEx 2Day AM	UPS Next Day Air Saver	Priority Mail Express 1-Day		
第二天送达	FedEx 2Day	UPS 2nd Day Air	Priority Mail Express 2-Day		
第三天送达	FedEx Express Saver	UPS 3 Day Select	Priority Mail Express 3-Day		
1~7 天送达	FedEx Home Delivery; FedEx Ground	UPS Ground	USPS Retail Ground; Media Mail		
中通、韵达、申通、圆通普通时效件		圆通承诺达特快		顺丰	
当日达	当天取件、当天送达 (同城)	承诺达即日	当日20:00前	同城急送	3公里平均30分钟送达, 5公里平均60分钟送达
次日达	次日24点前	承诺达次晨	次日12:00前	即日	当日20:00前
隔日达	后天24点前	承诺达次日	次日20:00前	次晨	次日12:00前
三日达	揽收当日+3天24点前	承诺达隔日	隔日20:00前	标快	最快次日18:00前
				特惠	最快隔日23:59前送达

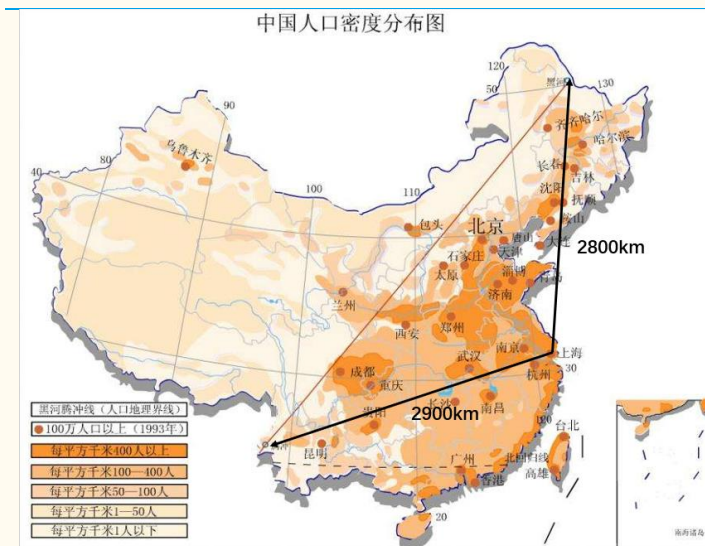
来源：公司官网，国金证券研究所

**人口分布对中国快递产品分层存在天然限制。**美国人口主要分布在东西海岸，核心城市间公路运输距离在 4000-5000 公里，陆运时效超过 5 天，客观上需要更快、更多种选择的快递产品。而我国人口分布以胡焕庸线为分界，界线以东聚集了 96% 的人口，而电商主要聚集在以江浙沪为核心的长三角经济圈，快递发件量约占全国 1/3，上海至胡焕庸线距离最远不超过 3000 公里，普通快递时效在 3 天内，而上海—北京、上海—广州的核心城市群间距离也不足 1500 公里，时效在 2 天内。据国家邮政局发布的《2018 年快递服务时限准时率测试

结果》，近 80% 的中国快递能在 72 小时内送达。人口的集中使得时效产品进一步分层的必要性降低。

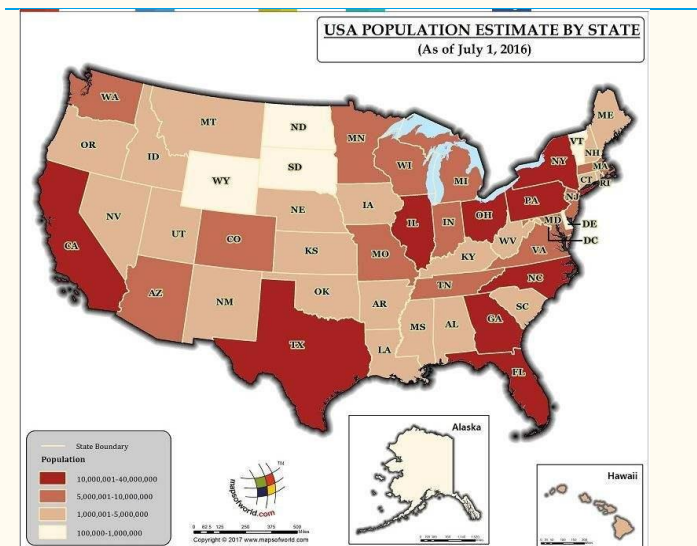
此外，电商商家价格敏感性远高于时效敏感性的需求特征具有不可逆性，本身就阻碍了快递产品从时效维度进行分层。

图表 57：上海至胡焕庸线以东地区均在 3000 公里以内



来源：文档网，国金证券研究所

图表 58：美国人口集中在东西海岸



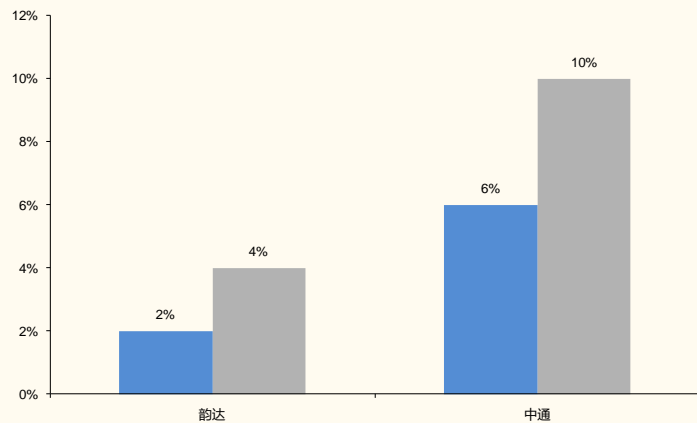
来源：搜狐网，国金证券研究所

未来通达系快递产品的分层，主要来自于末端，其次才是时效。从今年以来头部快递公司开始致力于末端建设中不难发现，未来的快递竞争大概率是末端的竞争，而快递产品差异化的分层也将源于末端需求的变化。中国电商快递的需求集中、运输距离近抑制了时效产品的分层，但也带来了末端需求的差异化。密集居民区内的终端客户，其对于到家、到快递柜、到驿站、到公司或者定点送货上门等不同末端站点有着多样化、多变的“最后一公里”需求，可能取决于其日常进出是否顺路、取货是否方便，快递产品可以在末端揽收、派送方式上寻求差异化。

C 端业务增长较快，高毛利散件业务大有可为。今年来菜鸟裹裹不断发力 C 端服务，已成为用户破亿的最大在线寄件平台，日均包裹量 120-150 万件，中通占比约 20%-25%，带动中通散件占比由 6% 提至 10%。而韵达也正式推出“优递达”，瞄准末端需求和散件业务，承诺做到：1) 极速揽件 (B 端下单后快递员 2 小时内揽件，揽不到退钱)；2) 送货上门 (不放柜子，大电商的客户会有要求)；3) 提供拦截服务 (买家地址写错需要修改，韵达快运提供拦截服务，但是要收费)。通过新产品来卡位高毛利、高增长空间的散件业务，目前韵达散单占比由 2% 提升至 4%。

时效方面，目前通达系快递对于时效产品的推进总体较为谨慎，更多的是依托中短距离内的高时效确定性，将一部分“今发明至”的客户切割出来进行限时、承诺送达，建立更高收费的时效产品。

图表 59：中通、韵达散件业务占比提升



来源：公司公告，国金证券研究所

此外，美国快递公司对于增值服务、附加服务的开拓更为彻底。针对货物种类、形状、派送时间、重复投递等项目，尽可能多地细分出每一项附加服务进行差异化收费。而通达系快递的增值服务仅限于代取件、代收货款、保价等基础服务，在附加服务上有很大的拓展空间，尤其是结合“最后一公里”揽派件。

图表 60：UPS 附加服务与中通对比

UPS附加收费项目	具体说明	中通增值服务
Address Correction	寄送地址更改附加费	上门取件
Additional Handling	不规则寄送物品附加费	代取件
Dangerous Goods-International Dangerous Goods	危险物品寄送附加费	优鲜送
Hazardous Materials	危险材料寄送附加费	代收货款
Dry Ice	冷运干冰附加费	到付件
Delivery Area Surcharge	部分派送地区附加费	签单返还
Delivery Reattempt	重复投递附加费	保价
Destination Outside Service Area	寄送目的超出服务范围附加费	
Oversize Pallet Handling Surcharge	超大包裹寄送附加费	
Remote Area Surcharge	远距离配送附加费	
Residential Surcharge	居民个人件附加费	
Undeliverable Shipment Surcharge	无法投递附加费	
Weekly Pickup Fee	上门揽件附加费	
Saturday Delivery	周六派送附加费	

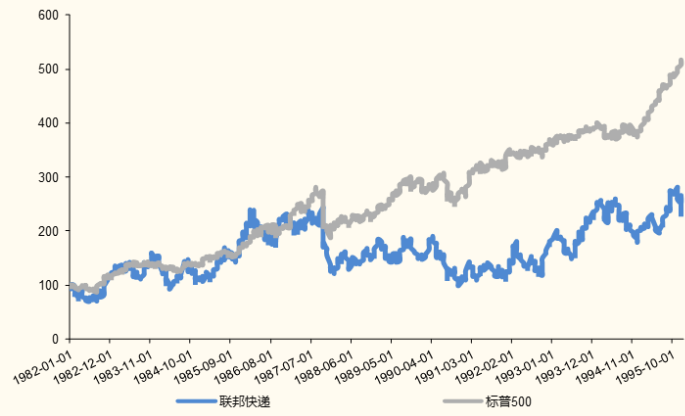
来源：公司官网，国金证券研究所

#### 4.4 格局稳态后龙头产生超额收益，但未必须具备主动提价能力

竞争格局稳态后龙头利润稳定增长，录得持续超额收益。价格战后，FedEx、UPS 凭借着稳态格局下的利润稳定性，同时供应链、国际业务促进盈利多元化，两家都取得了较为明显的超额收益。以 1996 年为节点，FedEx 累计收益 777%，同期标普 500 指数约 382%，跑赢 395%；UPS1999 年上市至今同样跑赢大盘 160%。

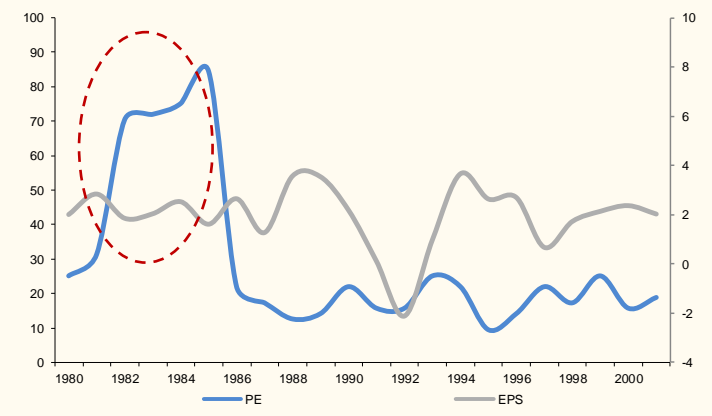
格局稳态后，股价上涨更多是由净利润增长驱动。对估值与盈利进行拆分，剔除 08 年金融危机时盈利大幅波动，以及会计调整、养老金计划等非经常性损益影响导致的异常波动，90s 之后 FedEx 市盈率 TTM 大约在 20-25 左右，而 UPS 基本在 20 上下波动。FedEx1996-2018 年调整后净利润 CAGR13.6%，UPS2001-2018 年调整后净利润 CAGR5.8%，均稳定提升。

图表 61: FedEx 价格战期间超额收益并不明显



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

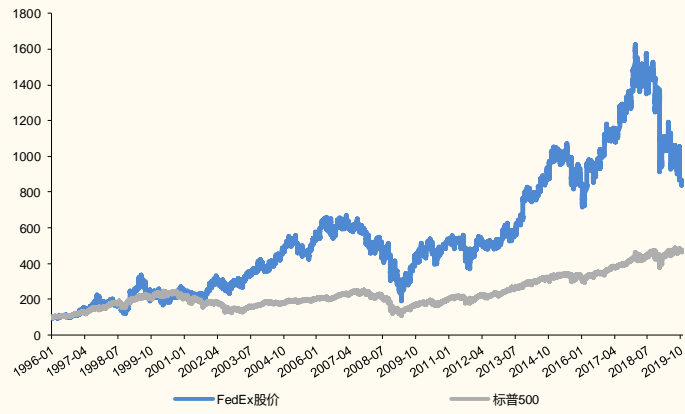
图表 62: 上市初期 (1980-1985 年) FedEx 的 PE 从 20x 提升至最高超过 80x, 驱动股价上涨



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

注: PE 异常波动主要系金融危机及会计调整、养老金计划等非经常损益

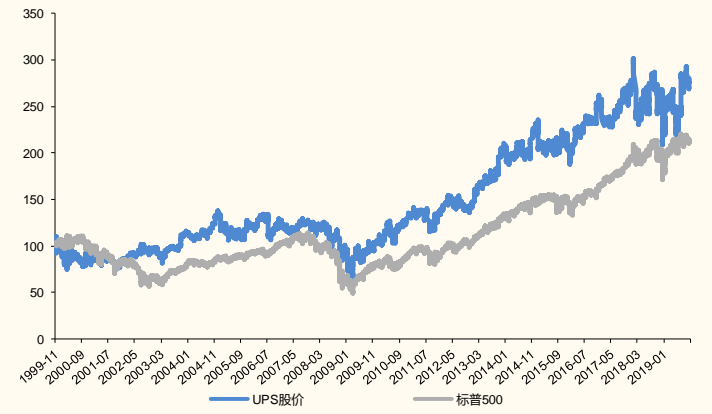
图表 63: FedEx 价格战后收益明显跑赢大盘



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 以 1996 年 1 月 1 日收盘价为基准, 进行指数化处理

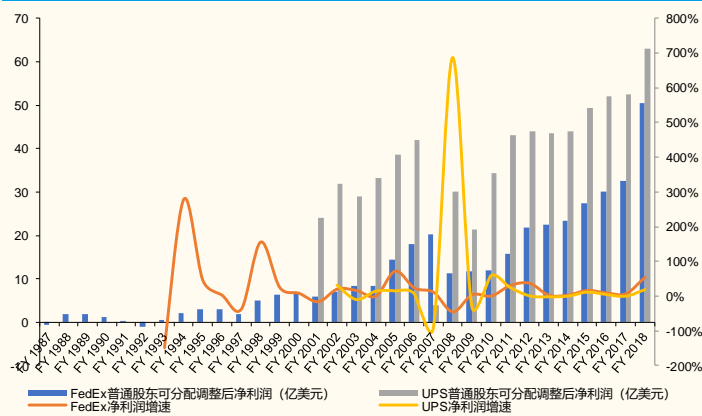
图表 64: UPS 上市以来收益跑赢大盘 160%



来源: Wind, 国金证券研究所

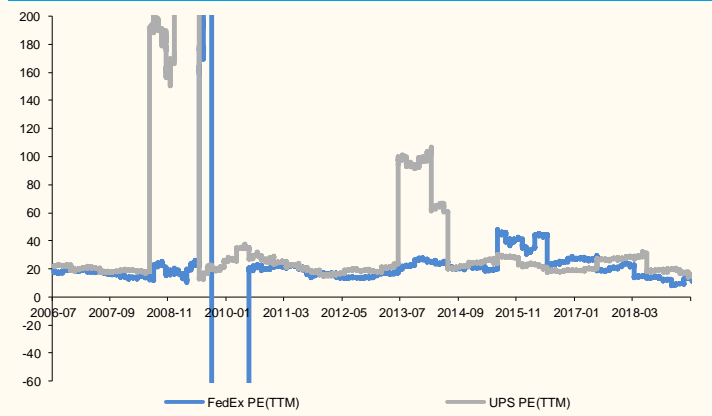
注: 以 1999 年 11 月 10 日收盘价为基准, 进行指数化处理

图表 65: FedEx、UPS 价格战后净利润总体稳步增长



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 66: FedEx、UPS 市盈率基本在 25、20 上下波动



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

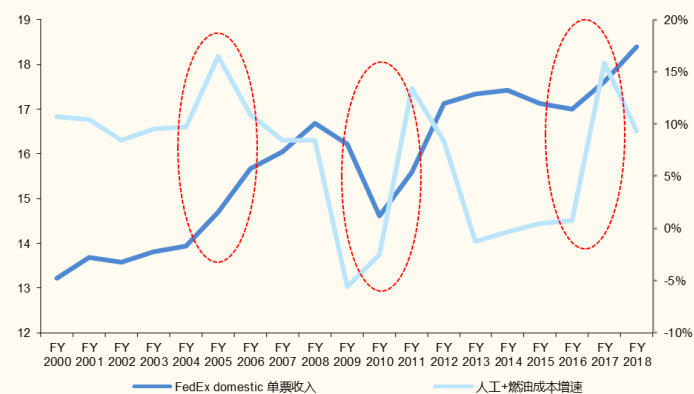
注: PE 异常波动主要系金融危机影响及会计调整、养老金计划等非经常损益

价格战结束并不代表龙头具备主动提价能力。从 FedEx 和 UPS 的经验来看，在价格战结束、行业集中度较高时，公司在快递业务上并没有获得明显的溢价，快递单价的更多的是因为人工成本、燃油成本端的压力导致的被动提价，从 2000 年至今的涨价情况来看，大多是源于人工、燃油成本加速上涨，单票价格随之上涨，滞后期不超过一年。

从营业利润率来看，两家均保持稳定波动。FedEx 利润率小幅上涨主要是业务结构的变化，更高毛利的 Ground 业务、国际业务占比提升，但总体在 5%-10%间波动；而业务变化较小的 UPS，除去金融危机影响，基本稳定在 12%左右。

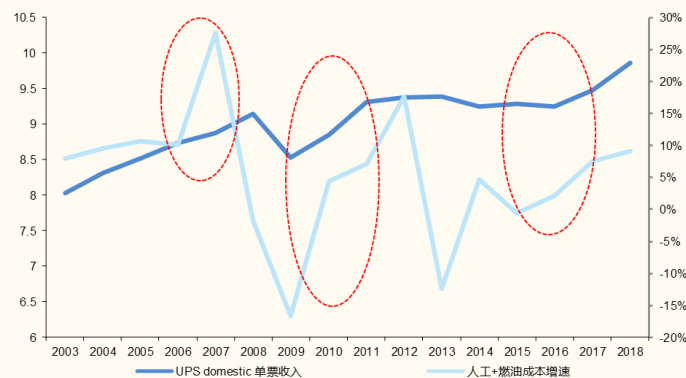
稳态竞争未必导致提价能力、利润率的迅速提升，低成本是快递公司的护城河。由于加盟制与直营制的不同，通达系快递公司成本端压力可能小于 FedEx、UPS，但同质化程度更高、品牌差异不明显的特质也使得通达系即使步入寡头阶段也很难获得较大的主动提价权。未来快递龙头的超额收益或许同样来自于稳定利润率水平下的确定性盈利增长。

图表 67: FedEx 单票收入随人工+燃油成本上涨



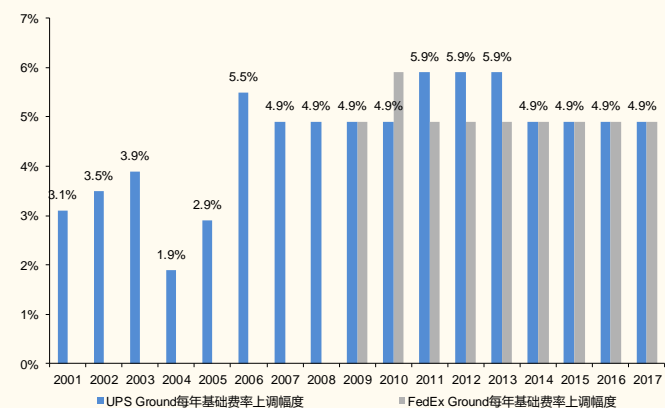
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 68: UPS 单票收入随人工+燃油成本上涨



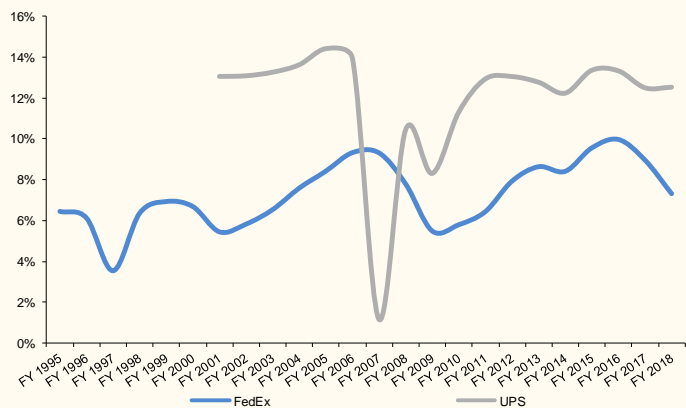
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 69: FedEx 和 UPS Ground 业务基础费率



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 70: FedEx 和 UPS 营业利润率波动情况



来源：Bloomberg，公司年报，国金证券研究所

### 投资建议

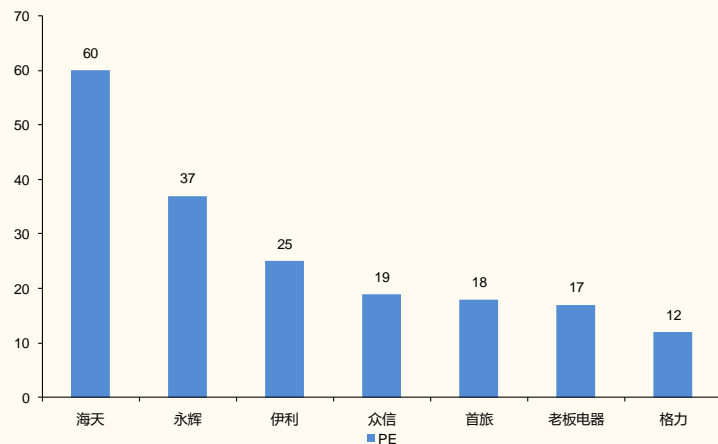
复盘美国快递行业的价格战，我们将其总结为：在一个标准化程度高、规模经济明显的行业，从寡头竞争（生产不同质产品、但市场可以相互替代，厂商数量少，但无法合作）到寡头垄断（由少数卖方联合主导市场的市场状态）。

在竞争状态转变的过程中，龙头公司在净利率中枢下行后的稳态净利率实则并不算高（FedEx 经常性净利率在 3%-5%，UPS 净利率在 6%-8%）。可见，即使是在以制造快递为主的美国，物流行业的个性化溢价能力实则并不算强。薄利多销的商业模式，决定了超额收益的获取需要良好的竞争格局的支撑，以及龙头公司良好的管理和运营能力。

我们能够确定的是：快递是能够诞生大市值的好生意。大空间、规模效应以及高壁垒是诞生大市值业态的必要条件，快递均满足。迄今为止，我们尚未观察到通达系企业盈利的周期性变化。换言之，当前龙头公司的 ROE 仍旧足以驱动资本进入行业争夺市场。我们认为，当前中国快递行业正处于由寡头竞争向寡头垄断过渡的初步阶段。特殊的加盟和包邮制度，在成就全球最大网购市场的同时，也表现出更好的现金流、更低的现金保本点等财务特征。综合考虑以上因素，我们认为中国快递行业的价格战或许会更加持久。

**相对估值：建议交易区间 20-30xPE。**竞争格局的不确定性，加大了资本市场对于通达公司现金流预测的难度。相对估值的本质是一个选美游戏。我们分析连锁消费企业不同业态的不同估值，当前估值：海天（60xPE）> 伊利（25xPE）> 永辉（37xPE）> 众信（19xPE）> 首旅（18xPE）> 老板电器（17xPE）> 格力（12xPE）。快递行业空间大、扩张的边际成本低、周期性弱，但资产的专用化程度低、定价权弱，合理估值区间理应于永辉（大空间、规模效应、高壁垒）和众信（大空间、规模效应弱、进入壁垒低）、首旅（大空间、规模效应中等、进入壁垒低）之间，建议交易区间 20-30xPE。个股首推韵达股份，关注边际改善明显、体量增速逆势上行的申通快递、圆通速递。

图表 71：典型连锁加盟消费企业 PE 估值



来源：Wind，国金证券研究所

## 风险提示

宏观经济下滑、电商增速不及预期、社保冲击。

**公司投资评级的说明：**

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

**行业投资评级的说明：**

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



**特别声明：**

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7GH