

2019年11月08日

物流

快递物流系列研究笔记之三：商务件市场空间有多大？

前言：由于商务件缺乏官方的统计数据，投资者对于其市场规模一直缺乏清晰的认知，本篇报告我们试图通过已有数据的测算与相关假设来回答：1) 商务件市场的市场规模以及竞争格局；2) 商务件的盈利能力几何？3) 通达等新进入者布局后的商务件市场展望。

商务件市场千亿规模，顺丰占主导地位。我们将对时效性与安全性有较高要求的快件（不含电商件）定义为商务件，根据我们测算，2018年商务件市场收入规模约1054亿元，近年随着宏观经济增速放缓，商务件市场规模增速亦回落到个位数增长；从业务量规模看，商务件绝对体量不到50亿件，市场占比逐年下滑，业务量市场占比约9%。目前商务件快件的主要参与者是顺丰（时效件）与EMS，我们测算顺丰18年的商务件市场份额超50%，占据主导地位，EMS份额约35%。

商务件市场保持较高盈利水平。商务件业务量占比仅9%，但其收入规模占到行业的近17%，可见其价格定位高端，以顺丰为例，其时效件单价约22元(EMS亦接近)，我们测算顺丰时效件毛利率约25%，净利率水平接近10%，盈利水平明显高于物流快递其他细分市场。考虑到目前商务件市场价格总体平稳，以及效率提升，顺丰时效件仍能保持较高净利率水平。

新进入者已现，短期难以挑战顺丰。19年以来，随着京东开放个人寄件、中通推出中高端星联时效件、韵达推出“韵达特快”时效产品，京东以及通达头部企业已经开始布局商务件市场，对于未来市场格局的演进，我们认为顺丰在商务件市场的主导地位短期难以撼动，考虑到：1) 对于通达系，在中短途时效已与顺丰接近，但在服务的稳定性上顺丰仍具备较大优势；2) 对于京东，其类似顺丰的直营重资产模式能够保证其服务质量，但其难点在于以仓配主的B2C模式能否匹配传统快递C2C的网状结构，以达到时效最佳。

投资建议：我们认为商务件市场未来增速趋近于宏观GDP增速，寡头竞争格局已形成（CR2达85%），商务件利润率水平较高，【顺丰控股】作为高端商务件龙头，品牌优势明显，同行短期难以追赶，我们持续看好；同时，关注通达头部【中通快递】、【韵达股份】、【圆通速递】的产品升级（通过对自身网络的改造升级）方面的探索，

行业动态分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**

维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

| % | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | -4.28 | -5.74 | -33.55 |
| 绝对收益 | 0.37 | 4.49 | -9.66 |

明兴

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040004
mingxing@essence.com.cn

孙延

报告联系人

sunyan1@essence.com.cn

相关报告

9月份快递数据点评：件量增速受国庆活动扰动，义乌单价持续回升 2019-10-17

8月份快递数据点评：业务量+29.3%，义乌单价止跌回升 2019-09-14

快递行业中报综述：业绩分化，期待变局 2019-09-07

快递物流系列研究笔记之二：“黑马”跨越，对顺丰影响几何？ 2019-08-27

7月份快递数据点评：需求超预期，单价平稳 2019-08-14

■**风险提示：**1) 相关数据假设可能与实际情况存在偏差；2) 宏观经济下行致使商务件市场增长不及预期；3) 对于顺丰：新进入者（如通达系、京东等）中高端商务件市场拓展超预期；4) 对于通达系与京东：可能存在产品定位与网络自身结构不匹配问题，对公司传统主业形成拖累。

内容目录

| | |
|---------------------------|---|
| 1. 商务件市场千亿规模，顺丰占主导地位..... | 4 |
| 2. 商务件盈利水平高..... | 5 |
| 3. 新进入者已现，短期仍难以挑战顺丰..... | 6 |
| 4. 投资建议..... | 8 |
| 5. 风险提示..... | 8 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1：商务件市场规模测算..... | 4 |
| 图 2：顺丰在商务件市场占主导地位..... | 5 |
| 图 3：顺丰时效件产品报价..... | 5 |
| 图 4：2013-2018 顺丰速运业务毛利率..... | 6 |
| 图 5：顺丰时效件与经济件净利率水平..... | 6 |
| 图 6：快递公司进入商务件市场情况一览..... | 7 |
| 图 7：2018 年快递服务时限准时率测试结果显示顺丰各项时效指标行业领先..... | 7 |
| 图 8：京东仓配模式与通达系网络快递模式..... | 8 |

1. 商务件市场千亿规模，顺丰占主导地位

商务件市场收入规模约 1000 亿元，增速趋缓。根据寄件内容以及快件单价不同，我们将国内快递市场分为电商件与非电商件两大类，而非电商主要包括商务件（时效件，企业间寄件为主）以及个人散件（包括退货等）。我们测算 2018 年商务件业务量规模约 48 亿件，市场占比逐年下滑，业务量市场占比约 9%；市场收入规模约 1054 亿元，近年增速趋缓。

图 1：商务件市场规模测算

| | 2013A | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 全国快递业务量 (亿件) | 91.87 | 139.6 | 206.7 | 312.8 | 400.6 | 507.1 |
| yoy | | 52% | 48% | 51% | 28% | 27% |
| 电商件占比 | 65% | 69% | 71% | 73% | 75% | 77% |
| 电商件 (亿件) | 60 | 96 | 147 | 228 | 300 | 390 |
| yoy | | 60% | 53% | 56% | 32% | 30% |
| 非电商件 (亿件) | 32 | 44 | 60 | 84 | 100 | 117 |
| yoy | | 37% | 36% | 41% | 19% | 16% |
| 其中：商务件 (时效件) 占比 | 25% | 19% | 16% | 14% | 12% | 9% |
| 个人散件 (退货等) 占比 | 9.8% | 12.3% | 12.7% | 13.0% | 13.3% | 13.6% |
| 商务件 (亿件) | 23.2 | 26.8 | 33.8 | 43.9 | 47.1 | 47.9 |
| yoy | | 16% | 26% | 30% | 7% | 2% |
| 其中：顺丰商务件 (亿件) | 10.3 | 13.1 | 14.9 | 18.0 | 21.2 | 24.3 |
| yoy | | 27% | 14% | 21% | 18% | 14% |
| EMS (亿件) | 9.0 | 10.35 | 11.2 | 13.5 | 15.5 | 16.3 |
| yoy | | 15% | 8% | 21% | 15% | 5% |
| 顺丰商务件份额 | 44% | 49% | 44% | 41% | 45% | 51% |
| EMS 商务件份额 | 39% | 39% | 33% | 31% | 33% | 34% |
| EMS+SF 商务件份额 | 83% | 87% | 77% | 72% | 78% | 85% |
| 商务件市场规模 (亿元) | 510 | 590 | 743 | 967 | 1036 | 1054 |
| yoy | | 16% | 26% | 30% | 7% | 2% |

资料来源：国家邮政局，Wind，顺丰公告，安信证券研究中心

注：1) 2014、2017 年电商件占比数据为国家邮政局局长马军胜在接受媒体采访时提及，其余年份占比为假设；

2) 商务件业务量=全网业务量-电商件-个人散件；

3) 个人散件的主要来源是电商退货，根据草根调研了解电商退货率约 15%，其余散件较少占比 2%（我们调研了解通达系实际散件占比 10%+，基本符合）；

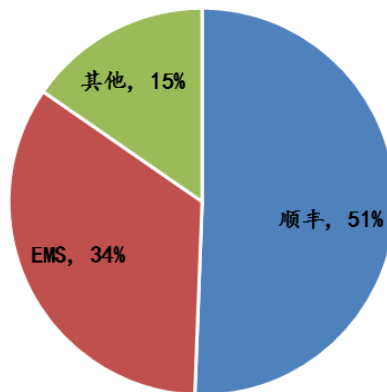
4) 顺丰商务件即时时效件，包括顺丰即日、顺丰次晨、顺丰标快产品；

5) EMS 业务量数据 2013、2015、2016 为邮政官网公布数据，其余年份为假设；

6) 商务件市场规模按照 22 元/票的单价测算

顺丰在商务件市场占据主导地位。目前商务件快件的主要参与者是顺丰（时效件）与 EMS，我们测算顺丰 18 年的商务件市场份额约 50%，占据主导地位，EMS 份额约 35%，CR2 达到 85%，处于寡头垄断格局。

图 2：顺丰在商务件市场占主导地位



资料来源：邮政局官网，顺丰公告，安信证券研究中心

图 3：顺丰时效件产品报价

| 我们的产品 | 重量换算器 更多 | 预计时效 | 寄付价 到付货币换算 |
|-------|-------------|--------------------|---------------|
| 顺丰标快 | 1kg | 2019-11-09 18:00 前 | 23元 |
| 顺丰特惠 | 1kg | 2019-11-10 23:59 前 | 18元 |
| 顺丰次晨 | 1kg | 2019-11-09 12:00 前 | 25元 |

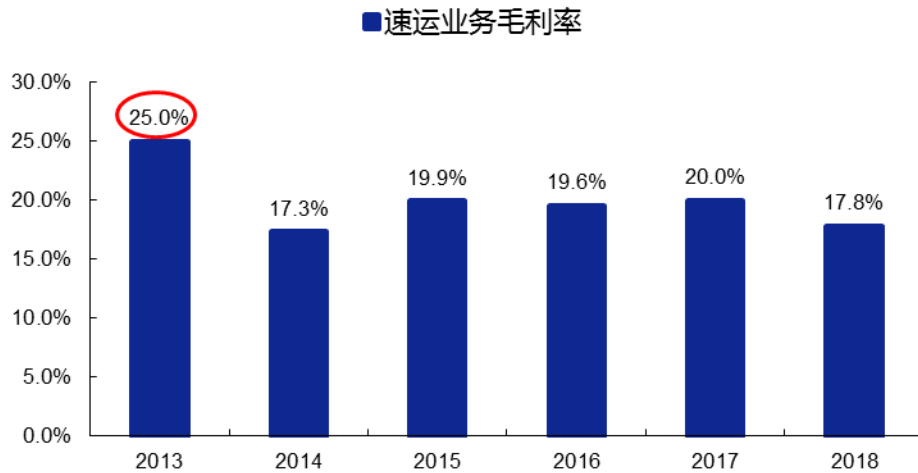
资料来源：顺丰官网，安信证券研究中心

注：假设重量 1KG 的快件从上海发往北京（11 月 8 日上午 9 点下单），顺丰官网显示报价，此报价仅作为参考，实际月结客户价格在次基础略有优惠。

2. 商务件盈利水平高

商务件市场保持较高盈利水平。商务件业务量占比仅 9%，但其收入规模占到行业的近 17%，可见其价格定位高端，以顺丰为例，其时效件单价约 22 元（EMS 亦接近），对于毛利率与净利率水平，公司在公告中披露 2013 年的速运物流业务毛利率为 25%，考虑到当时以时效件为主（电商件 2013 年 11 月才推出，新业务占比很低），我们可以认为顺丰时效件毛利率在 25% 左右，公司三费率（销售费+管理费+财务费用占收入比例）约 15%，时效件的净利率水平约 10%。盈利水平明显高于物流快递其他细分市场。考虑到目前商务件市场价格总体平稳，以及效率提升，顺丰时效件仍能保持较高净利率水平。

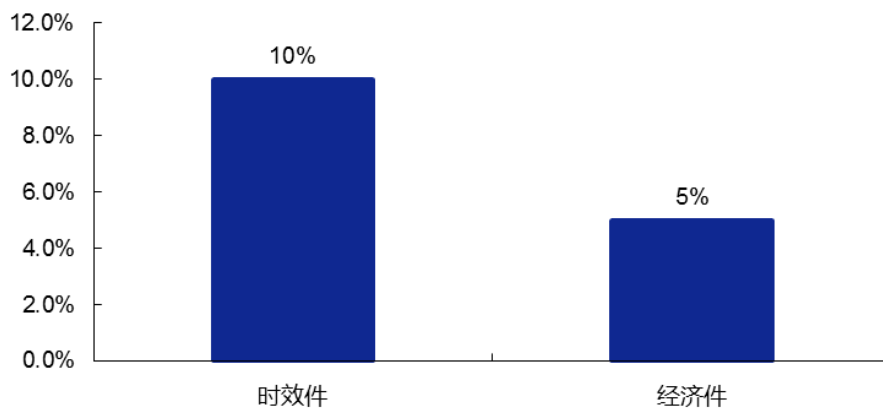
图 4：2013-2018 顺丰速运业务毛利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：顺丰速运业务 14 年毛利率下滑主要为拓展电商类客户营销推广力度加大（与 19 年的电商特惠专配产品定位不同），另外公司网络进行了提前扩张，人力、运力资源投入较多。

图 5：顺丰时效件与经济件净利率水平



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：顺丰经济件包括顺丰特惠、仓储服务以及电商特惠专配产品（19 年 5 月推出），经济件净利率水平为估算值。

3. 新进入者已现，短期仍难以挑战顺丰

对于商务件市场，由于其对时效性和安全性要求较高，一直以来被以直营为代表的顺丰与 EMS 主导，其中我们测算顺丰的份额更是超 50%，商务件市场并未出现其他强有力的竞争者。而如今随着通达系的产品升级加快以及京东快递业务的上线，商务件市场的玩家开始增

多。

图 6：快递公司进入商务件市场情况一览

| 公司 | 时间 | 商务件/时效件拓展情况 |
|--------|-------------|---|
| 圆通 | 2018 年 7 月 | 圆通 B 网针对中高端商务客户及个人推出的城市高频配送服务体系，由圆通独立直营。主打产品有同城即时配、同城即日件、同城限时达、跨市即日件、跨市限时达、跨省限时达等。 |
| 京东物流 | 2019 年 4 月 | 京东在首批 30 个城市中开放个人寄件服务。 |
| 中通 | 2019 年 6 月 | 中通推出的“星联时效件”主要具有时效保证、高辨识度、高品质服务、全链路跟踪等特点。 |
| 菜鸟、通达系 | 2019 年 9 月 | 菜鸟联合通达系快递公司宣布，将启动对“全国核心经济圈”的快递大提速，以此助力区域经济一体化加快流通。其中在长三角经济圈，快递公司宣布已率先承诺圈内 26 个城市对发快递次日必达。 |
| 韵达 | 2019 年 10 月 | 推出“韵达特快”产品，重点围绕服务时效、服务品质、服务体验等方面，打造差异化的时效产品。 |

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

面对同行的追赶，我们认为顺丰仍具备较大的优势：

1) 对于通达系：单从时效来看，目前在 800KM 以内（如长三角经济圈），通达系的时效已经能够赶上顺丰（通达系长三角经济圈 26 个城市对发快递的揽签时效已经缩短到 22.6 个小时），但 1000KM 以上的长距离配送时效上与顺丰差距较大（顺丰航空优势明显，2018 年航空件达 8 亿票，航空发件量占公司总业务量 21.5%），随着鄂州机场 2021 年投入运营，顺丰在航空时效件上的优势将更加突出；对于通达系来说，短期即使时效赶上顺丰，服务上的差距还难以追赶（末端网点加盟制天然决定），因此通达系还并不完全满足高端商务客户的高品质需求（尤其是服务的稳定性），以通达系现有的组织模式目前还很难撼动顺丰在商务件市场的地位，尤其是从目前快递同行在商务件/时效件上的探索情况看，通达系目前仍主要聚焦于经济型的电商件。

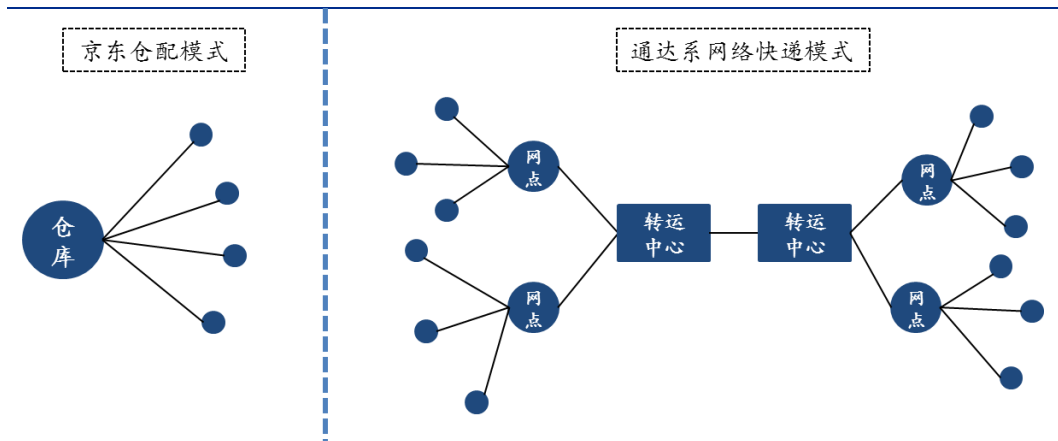
图 7：2018 年快递服务时限准时率测试结果显示顺丰各项时效指标行业领先

| 排名/时限 | 全程时限 | 寄出地处理时限 | 运输时限 | 寄达地处理时限 | 投递时限 | 72 小时准时率 |
|--------|------|---------|------|---------|------|----------|
| 顺丰速运 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 邮政 EMS | 2 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 韵达速递 | 3 | 2 | 5 | 3 | 7 | 3 |
| 中通快递 | 4 | 6 | 4 | 4 | 5 | 4 |
| 圆通速递 | 5 | 8 | 3 | 6 | 3 | 6 |
| 申通快递 | 6 | 7 | 7 | 5 | 4 | 7 |
| 百世快递 | 7 | 5 | 6 | 8 | 6 | 5 |
| 德邦快递 | 8 | 9 | 8 | 7 | 8 | 8 |
| 优速快递 | 9 | 4 | 9 | 9 | 9 | 9 |

资料来源：国家邮政局，安信证券研究中心

2) 对于京东物流：其类似顺丰“直营+重资产”的模式有了进入商务市场的天然条件，京东的优势在于自有员工能够保证其两端的标准化服务，但在快递业务的时效上我们认为相对较弱，其擅长的是 B2C 仓配模式（京东商品的高时效来自于前置仓就近发货，商品提前在仓库备好货，离消费者的物理距离近），而传统快递是“揽收-中转-派件”模式，转运中心是快递公司快件集散分拨的核心节点，而京东分拨中心更多承担仓储、配送功能，而随着快递业务量的增长，京东依靠现有分拨中心可能难以支撑高端客户对于时效和网络全覆盖的要求。

图 8：京东仓配模式与通达系网络快递模式



资料来源：安信证券研究中心

4. 投资建议

我们认为商务件市场未来增速趋近于宏观 GDP 增速，寡头竞争格局已形成（CR2 达 85%），商务件利润率水平较高，【顺丰控股】作为高端商务件龙头，品牌优势明显，同行短期难以追赶，我们持续看好；同时，关注通达头部【中通快递】、【韵达股份】、【圆通速递】的产品升级（通过对自身网络的改造升级）方面的探索，并逐步走出差异化。

5. 风险提示

- 1) 相关数据假设可能与实际情况存在偏差；
- 2) 宏观经济下行致使商务件市场增长不及预期；
- 3) 对于顺丰：新进入者（如通达系、京东等）中高端商务件市场拓展超预期；
- 4) 对于通达系与京东：可能存在产品定位与网络自身结构不匹配问题，对公司传统主业形成拖累。

■ 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的、责任的和法律的依据或者凭证。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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| | 刘恭懿 | 021-35082961 | liugy@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 021-35082963 | menghl@essence.com.cn |
| | 苏梦 | 021-35082790 | sumeng@essence.com.cn |
| | 孙红 | 18221132911 | sunhong1@essence.com.cn |
| | 秦紫涵 | 021-35082799 | qinzh1@essence.com.cn |
| | 王银银 | 021-35082985 | wangyy4@essence.com.cn |
| | 陈盈怡 | 021-35082737 | chenyy6@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 姜东亚 | 010-83321351 | jiangdy@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 姜雪 | 010-59113596 | jiangxue1@essence.com.cn |
| | 王帅 | 010-83321351 | wangshuai1@essence.com.cn |
| | 曹琰 | 15810388900 | caoyan1@essence.com.cn |
| | 夏坤 | 15210845461 | xiakun@essence.com.cn |
| | 袁进 | 010-83321345 | yuanjin@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 胡珍 | 0755-82528441 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-23991945 | fanhq@essence.com.cn |
| | 聂欣 | 0755-23919631 | niexin1@essence.com.cn |
| | 杨萍 | 13723434033 | yangping1@essence.com.cn |
| | 巢莫雯 | 0755-23947871 | chaomw@essence.com.cn |
| | 黄秋琪 | 0755-23987069 | huangqq@essence.com.cn |
| | 王红彦 | 0755-82714067 | wanghy8@essence.com.cn |
| | 黎欢 | 0755-23984253 | lihuan@essence.com.cn |

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