



双十一需求稳健，韵达单月增速恢复至38%

投资要点

- **旺季价格战缓和**：2019年11月全国快递业务量71.2亿件，同比增长21.5%（10月为25.0%）；完成业务收入796.7亿元，同比增长22.3%（10月为22.2%）。
- **量：增速环比回落**。11月份快递业务量增速较10月份的25%有所回落，符合我们策略报告（《龙头竞争，剩者为王》）中对全年增速前高后低的判断。上市公司方面，11月份韵达完成件量11.1亿件，单月同比+38.2%，前十一月累计同比+43.0%；申通完成8.6亿件，单月同比+39.0%，累计同比+46.6%；圆通完成10.8亿件，单月同比+32.0%，累计同比+37.4%；顺丰完成5.7亿件，单月同比+47.9%，累计同比+22.8%。顺丰特惠件拓展持续，件量增速反弹依旧维持；韵达增速较10月修复明显，维持了份额稳定提升的龙头姿态。
- **价：11月份全国快递平均单价11.19元，同比上升0.13元（1.2%），增幅同比上升9.0pp、环比上升0.8pp；单价环比下降0.24元（-2.1%）。**分区域来看，11月份东、中、西部快递平均单价分别同比+2.7%、-8.5%和+3.0%。上市公司方面，韵达单票收入3.28元，同比+69.1%，环比+1.2%；申通单票收入3.27元，同比-0.9%，环比+16.0%；圆通单票收入2.95元，同比-14.0%，环比+5.7%，圆通和申通单价均有口径调整的影响；顺丰单票收入19.69元，同比-14.9%，环比-4.0%，主要系低价特惠件占比提升。双十一期间头部快递企业控量保价态度明显，价格战有所缓和。
- **集中度**：11月行业集中度指数CR8为82.3%，较1~10月环比提升0.3pp，较去年同期同比提升1.0pp。
- **投资建议**：双十一电商需求依然稳健，头部企业的产能扩张与成本降低可以保证公司盈利能力的稳定，长期看确定性享受行业的高增长空间，短期看四季度业绩大概率环比加速。继续推荐战略定力强、精细化管理能力突出电商龙头韵达股份，公司临近大股东解禁股价调整充分、估值已具备吸引力。关注成本改善、业绩修复的顺丰控股和件量增速恢复的申通快递、圆通速递。
- **风险提示**：价格战激化、电商增速下滑、人力成本大幅上涨。

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
002352	顺丰控股	38.19	增持	1.03	1.46	1.84	37.08	26.16	20.76
002120	韵达股份	30.45	买入	1.60	1.29	1.58	19.03	23.60	19.27
600233	圆通速递	12.57	增持	0.67	0.70	0.80	18.63	17.96	15.71
002468	申通快递	18.65	增持	1.34	1.30	1.51	13.92	14.35	12.35

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

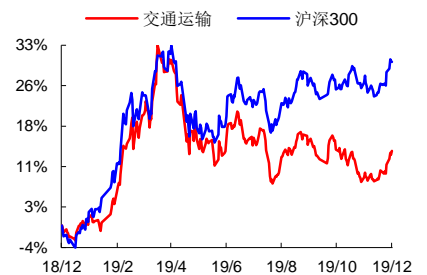
分析师：陈照林

执业证号：S1250518110001

电话：13916801840

邮箱：chzhl@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)	23,097.66
流通市值(亿元)	20,468.26
行业市盈率TTM	16.42
沪深300市盈率TTM	12.3

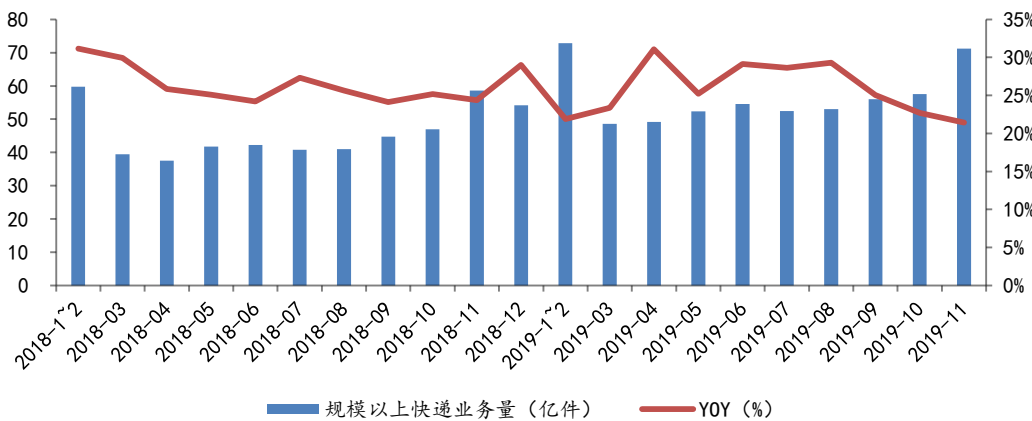
相关研究

1. 交运行业2020年投资策略：核心资产的持续胜利（2019-11-24）
2. 快递行业2019Q3季报总结：业绩分化，韵达估值已具备吸引力（2019-11-03）
3. 快递行业9月份数据点评：行业增速回归理性，义乌单价连续环比上涨（2019-10-18）
4. 快递行业2019年半年报总结：量增价减，盈利分化（2019-09-04）
5. 快递行业系列报告一：龙头竞争 剩者为王（2019-08-04）
6. 航空研究笔记：量化拆解汇率对三大航利润的影响（2019-05-15）

1 量：11 月份全国快递行业增速有所回落

2019 年 11 月份全国快递业务量完成 71.2 亿件，同比增长 21.5%，较去年同期增速下降 2.9pp；1~11 月全国快递业务量累计完成 567.9 亿件，同比增长 25.4%，较去年同期下降 0.9pp。

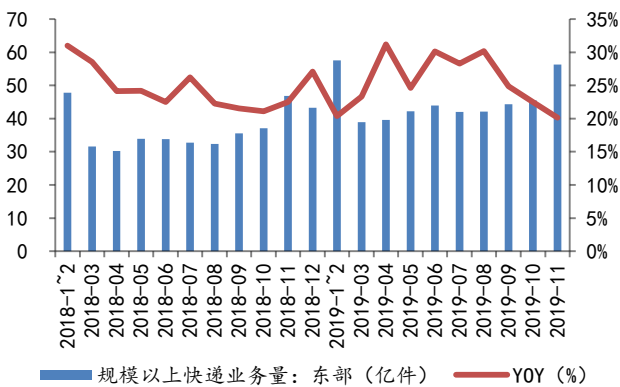
图 1：全国快递业务量及同比



数据来源：国家邮政局，西南证券整理

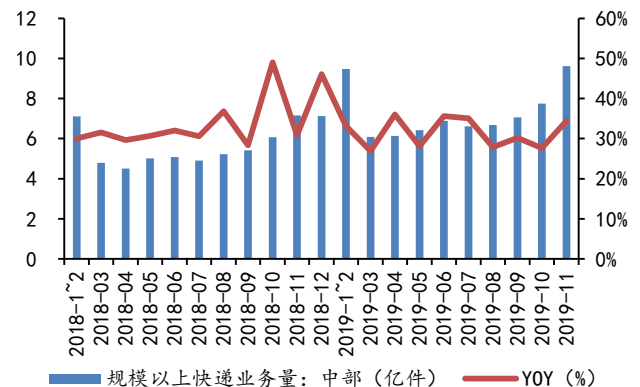
分区域来看，11 月份东、中、西部快递业务量分别完成 56.28、9.62 和 5.34 亿件，同比增速分别为 20.1%、34.4% 和 15.3%。1~11 月份，东、中、西部快递业务量占全国的份额分别为 79.7%、12.8% 和 7.5%，较去年同期分别变化 -0.2pp、+0.6pp 和 -0.4pp。

图 2：东部地区快递业务量及同比

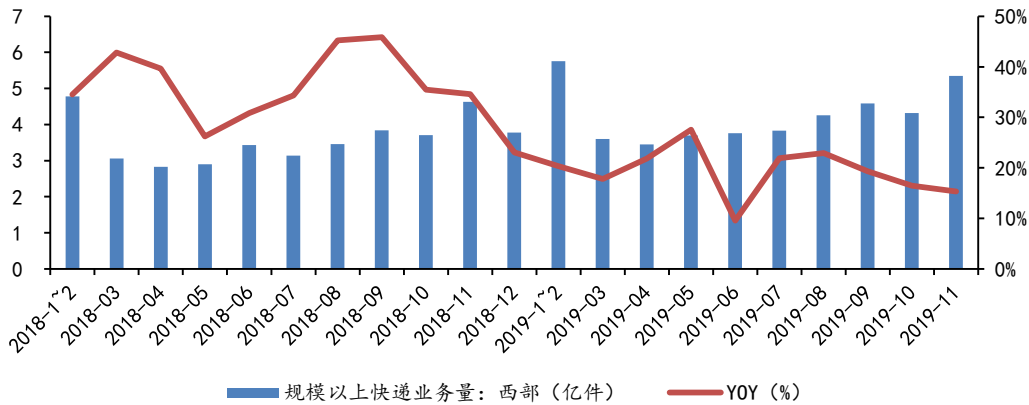


数据来源：国家邮政局，西南证券整理

图 3：中部地区快递业务量及同比

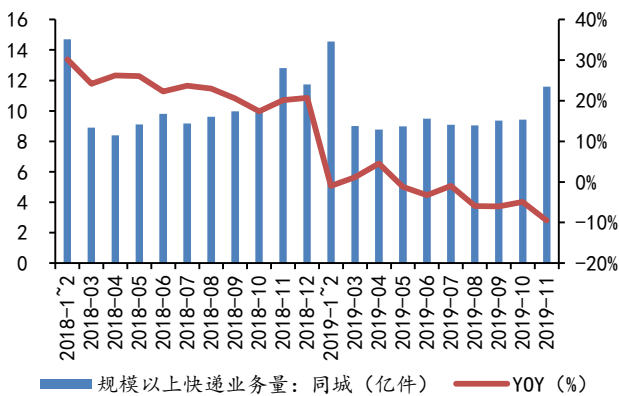


数据来源：国家邮政局，西南证券整理

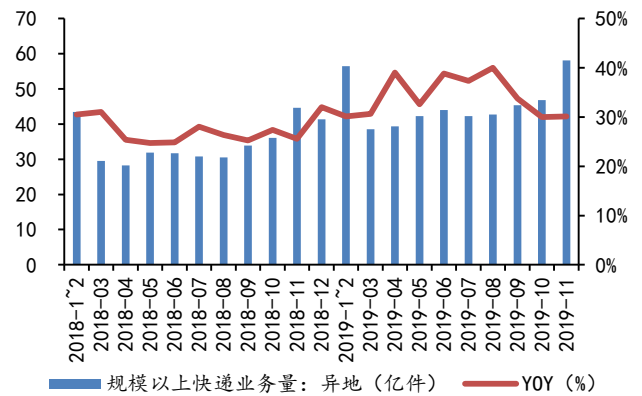
图 4：西部地区快递业务量及同比


数据来源：国家邮政局，西南证券整理

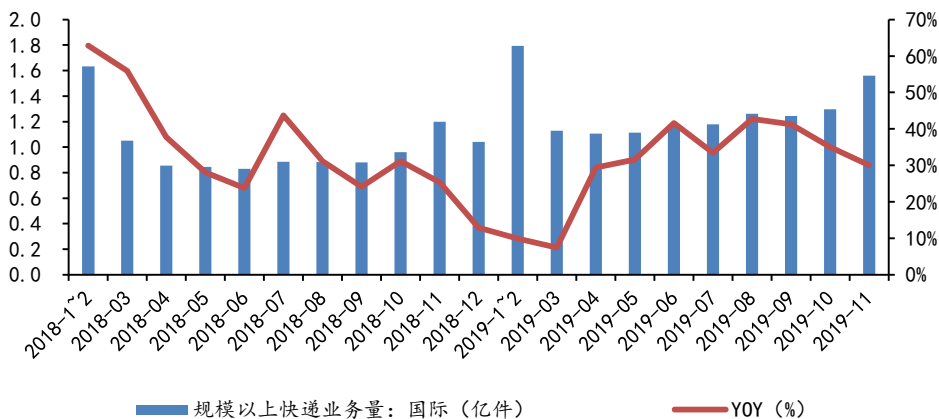
分类型看，11月份同城、异地和国际快递分别完成 11.59、58.09 和 1.56 亿件，同比增速分别为-9.5%、30.2%和 30.0%。1~11月份，同城、异地、国际快递业务量占全国的市场份额分别为 17.5%、80.2%和 2.3%，较去年同期分别变化-5.1pp、+5.0pp 和+0.1pp。

图 5：同城快递业务量及同比


数据来源：国家邮政局，西南证券整理

图 6：异地快递业务量及同比


数据来源：国家邮政局，西南证券整理

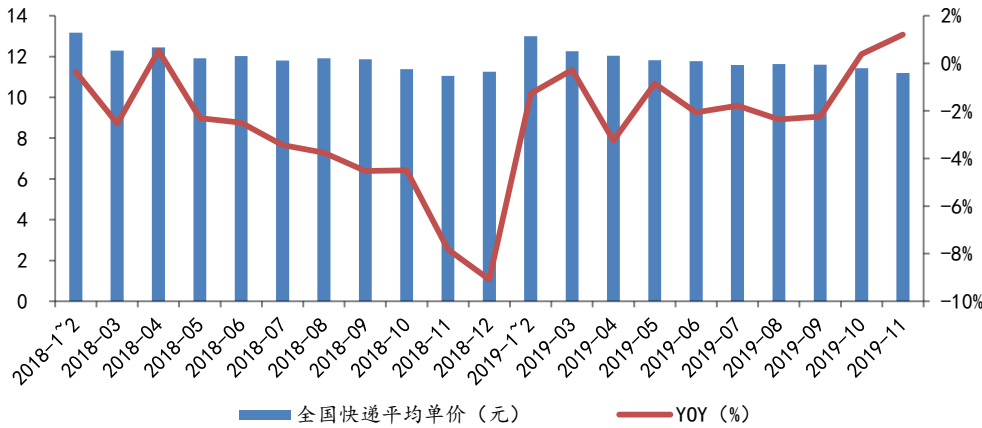
图 7：国际快递业务量及同比


数据来源：国家邮政局，西南证券整理

2 价：11 月份行业单价同比转正

11 月份全国快递平均单价 11.19 元，同比上升 0.13 元 (1.2%)，增幅同比上升 9.0pp、环比上升 0.8pp；单价环比下降 0.24 元 (-2.1%)。

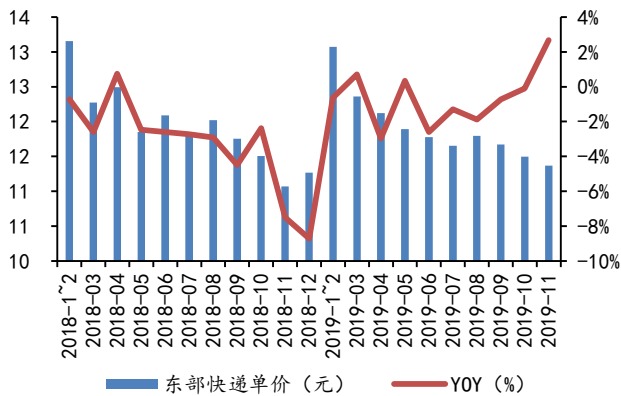
图 8：全国快递平均单价及同比



数据来源：国家邮政局，西南证券整理

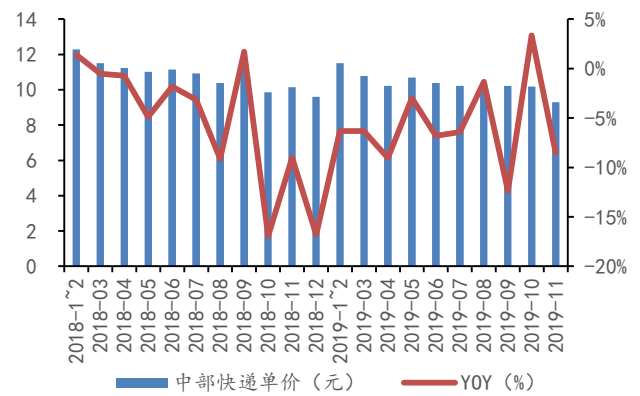
分区域来看，11 月份东、中、西部快递平均单价分别同比上升 2.7%、下降 8.5%和上升 3.0%，其中中部地区随着快递业务量增速提升，单价降低。11 月份东、中、西部快递平均单价环比分别变化-1.1%、-8.8%和-2.3%。分类型来看，同城、异地、国际快递平均单价分别同比下降-15.9%、-5.5%和 12.5%。

图 9：东部快递平均单价及同比

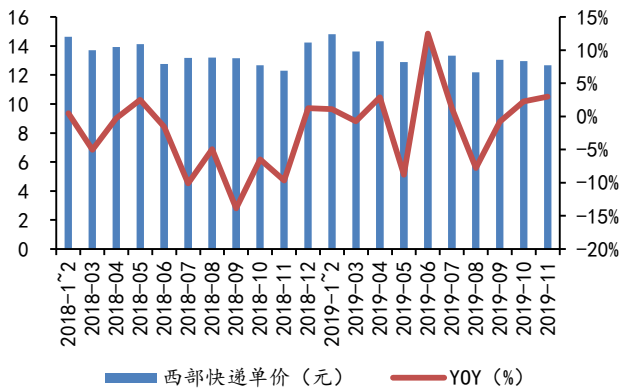


数据来源：国家邮政局，西南证券整理

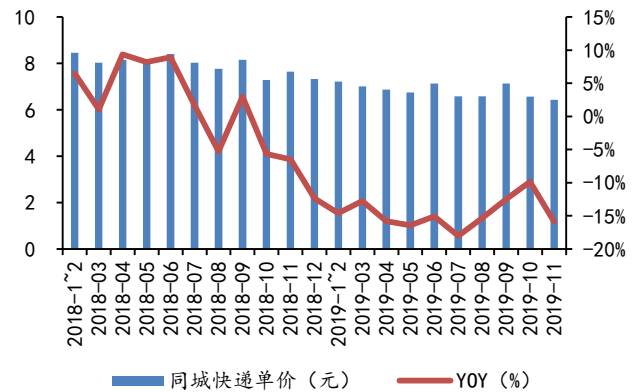
图 10：中部快递平均单价及同比



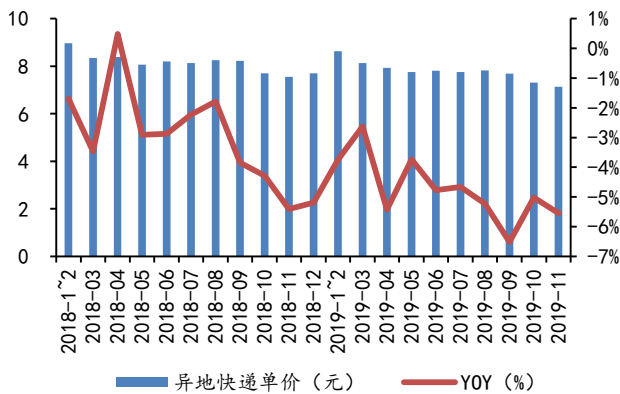
数据来源：国家邮政局，西南证券整理

图 11：西部快递平均单价及同比


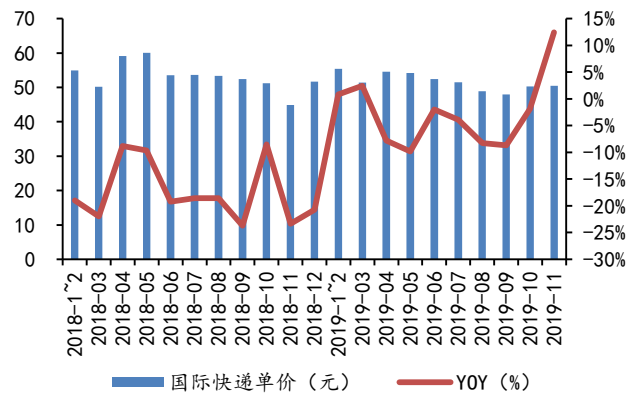
数据来源：国家邮政局，西南证券整理

图 12：同城快递平均单价及同比


数据来源：国家邮政局，西南证券整理

图 13：异地快递平均单价及同比


数据来源：国家邮政局，西南证券整理

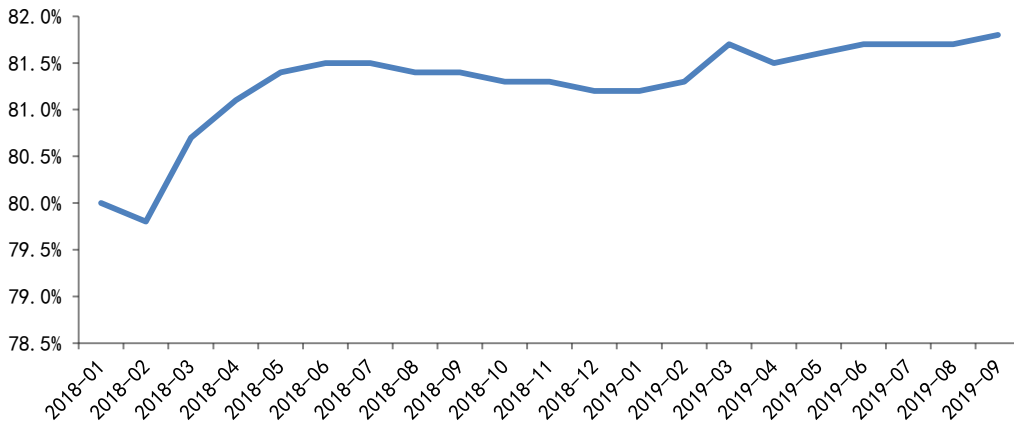
图 14：国际快递平均单价及同比


数据来源：国家邮政局，西南证券整理

3 行业格局：集中度进一步提升

2019年1~11月，快递行业品牌集中度指数CR8为82.3%，较1~10月环比提升0.3pp，较去年同期同比提升1.0pp。行业集中度的提升，意味着二三线快递公司正在加速退场。而头部快递公司中由于盈利能力和成本管控等方面的差异，也进一步出现分化，快递行业龙头初显。

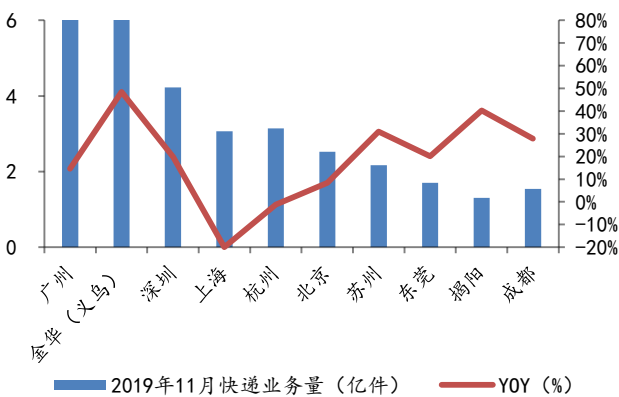
图 15: 快递行业集中度 CR8



数据来源: 国家邮政局, 西南证券整理

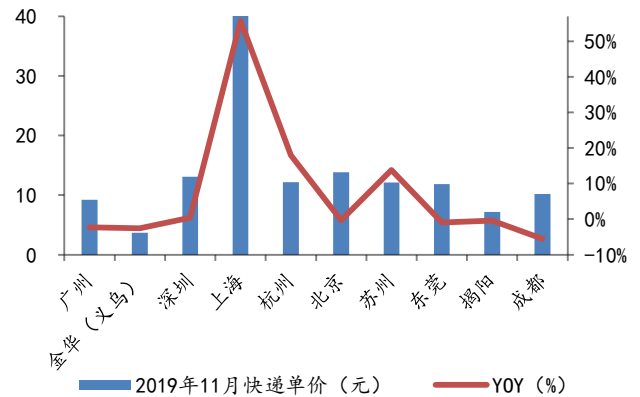
义乌地区价格战缓和。从快递主要产粮区数据来看, 1~11 月全国快递业务量排名前 10 的城市中, 金华(义乌)、揭阳和苏州在 11 月份单月快递业务量同比增速居前, 分别为 48.5%、40.2%和 30.9%, 电商红利贡献显著。上海、杭州和北京同比增速最低, 分别为-20.0%、-1.2%和 8.3%。从单价来看, 前十大产粮区中, 上海快递单价同比翻倍, 为 55.8%, 其余城市单价变化较平缓。

图 16: 全国前 10 大快递产粮区业务量及同比



数据来源: 国家邮政局, 西南证券整理

图 17: 全国前 10 大快递产粮区单价及同比



数据来源: 国家邮政局, 西南证券整理

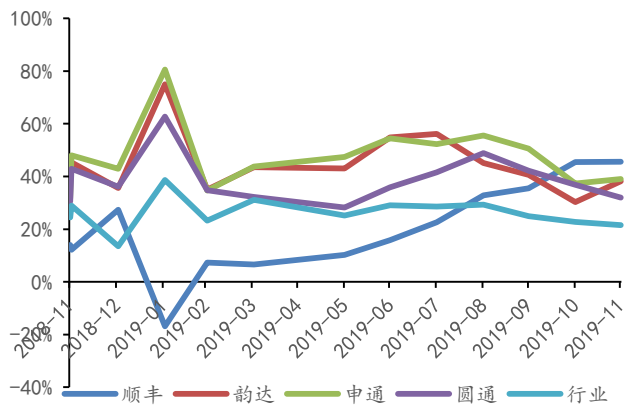
11 月份量方面, 11 月份韵达完成件量 11.1 亿件, 单月同比+38.2%, 前十一月累计同比+43.0%; 申通完成 8.6 亿件, 单月同比+39.0%, 累计同比+46.6%; 圆通完成 10.8 亿件, 单月同比+32.0%, 累计同比+37.4%; 顺丰完成 5.7 亿件, 单月同比+47.9%, 累计同比+22.8%。顺丰特惠件拓展持续, 件量增速反弹依旧维持; 韵达增速较 10 月修复明显, 维持了份额稳定提升的龙头姿态。

11 月单票收入方面, 韵达单票收入 3.28 元, 同比+69.1%, 环比+1.2%; 申通单票收入 3.27 元, 同比-0.9%, 环比+16.0%; 圆通单票收入 2.95 元, 同比-14.0%, 环比+5.7%, 圆通和申通单价均有口径调整的影响; 顺丰单票收入 19.69 元, 同比-14.9%, 环比-4.0%, 主要系低价特惠件占比提升。双十一期间头部快递企业控量保价态度明显, 价格战有所缓和。

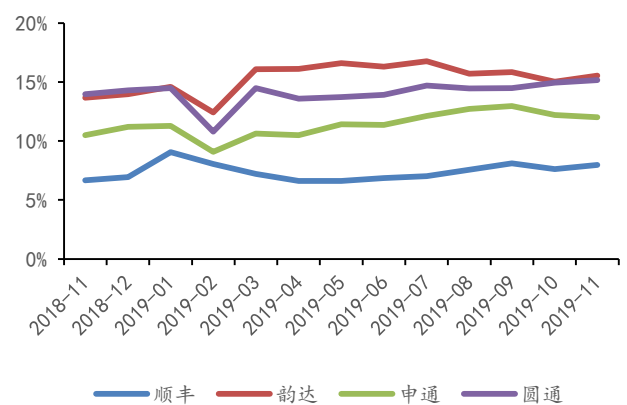
表 1：2019 年 11 月上市公司业务情况

业务量 (亿件)	顺丰	韵达	申通	圆通	行业
当月值	5.68	11.07	8.55	10.80	71.20
当月市占率	8.0%	15.5%	12.0%	15.2%	
年累计市占率	0.075	15.7%	11.6%	14.2%	
同比	47.9%	38.2%	39.0%	32.0%	21.5%
环比	29.6%	28.0%	21.8%	25.4%	23.7%
单票收入 (元/件)	顺丰	韵达	申通	圆通	行业
当月值	19.69	3.28	3.27	2.95	11.19
同比	-14.9%	69.1%	-0.9%	-14.0%	1.2%
环比	-4.0%	1.2%	16.0%	5.7%	-2.9%
快递业务收入 (亿元)	顺丰	韵达	申通	圆通	行业
当月值	111.85	36.32	27.99	31.86	796.70
同比	25.0%	133.4%	38.1%	13.7%	22.9%
环比	24.5%	29.6%	41.4%	32.6%	21.1%

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：上市快递公司业务量增速


数据来源：国家邮政局，西南证券整理

图 19：上市快递公司市占率


数据来源：国家邮政局，西南证券整理

4 风险提示

价格战激化、电商增速下滑、人力成本大幅上涨。

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
	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	jjue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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	yll@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn