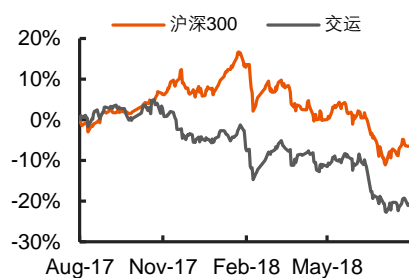


新物流专题系列之二

零担快运，万亿市场待整合

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*交运*积极财政政策预期影响，基础设施板块涨幅居前》
2018-07-29

《行业专题报告*交运* 冷链物流空间大，巨头竞相布局》 2018-07-25

《行业周报*交运*上海机场免税招标落地》 2018-07-22

《行业周报*交运*市场企稳反弹，机场板块涨幅居前》 2018-07-15

《行业动态跟踪报告*交运*航空受油价、汇率冲击，快递格局日渐清晰》
2018-07-11

证券分析师

陈雯 投资咨询资格编号
S1060515040001
0755-33547327
CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

研究助理

王伟 一般从业资格编号
S1060116070094
010-56800251
WANGWEI230@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ **零担货运商业模式多样，市场细分化趋势明显：**近几年，资本对零担快运这一市场的关注和投入越来越高，资金流入明显。从商业模式上看，零担货运大致可分为四种类型：直营模式（如德邦）、加盟模式（如安能）、联盟模式（如先飞达物流）、代理模式（壹米滴答比较接近于这种模式）。此外，零担市场细分化趋势越来越明显，其中德邦、顺丰占据高端小票市场，安能、百世快运占据平价小票市场，低价值小票由以河南宇鑫和长通物流为代表的区域网承揽，大票主要由专线企业运输。

■ **零担货运的市场规模超万亿：**公路货运是我国最主要的货物运输方式，在运输结构中占比最高。2009-2017年，中国公路运输货运量占货运总量的比例均在75%以上，2017年该占比为76.76%。2017年，社会物流总费用为12.1万亿元，运输费用为6.6万亿元。按公路运输量占总体货运量的比例看，公路运输量的市场规模为5.07万亿左右。各运输方式的价格排序为：航空>公路>铁路>水运，航空运输在中国货运量结构中占比很小，公路货运量、铁路货运量、水运货运量占比较大。综合以上因素，我们认为公路运输的市场规模约为5.5~6万亿。据了解，公路零担物流一般占公路运输规模的25%~30%，考虑零担运送主要为公路运送，所以我们大致测算，零担物流市场规模在1.3万亿~1.8万亿，与鲸略咨询给出的1.37万亿的市场规模基本吻合。

■ **市场集中度较低，行业或迎来整合期：**我国零担企业总数量超过13000家，但平均规模都较小，能达到上百亿收入规模的企业只有德邦物流，行业集中度非常低。据测算，2017年，零担企业CR3为1.6%，CR5为2.06%，CR10为2.86%，CR30为4.13%。2017年零担企业前三十强营收门槛为4.2亿元，较16年的3.4亿元有明显提升，但仍处于较低水平。

相较于国内的零担物流格局，美国零担市场已处于成熟阶段，市场格局稳定，集中度较高。在近三年内，前10大企业队伍公司和排名均没有变化。2017年，美国零担前25强中利润增速超过10%的仅有5家。2017年，美国零担CR3为35.24%，CR5为50.17%，CR10为74.59%，CR25为91.41%，远高于国内水平。随着资本介入的加深，我们预计，我国零担货运行业将进入整合期。

■ **投资建议：**我国零担货运市场规模超万亿，但是相较于美国这种发达国家，行业集中度仍然较低。近年来，零担行业得到越来越多的资本的重视，排名前几位的零担企业业务量也呈现高速增长。我们认为，随着资本的关注和介入，未来几年将是行业整合期，当前行业排名靠前、又受资本青睐的龙头公司将会不断提升市场份额，获得快速发展，建议关注德邦股份、顺丰控股。

■ **风险提示：**（1）油价大幅上涨风险：当前我国零担快运主要靠公路运输，如果油价大幅上涨，将会带来成本端的上涨，有损快运公司业绩；（2）价格战风险：零担快运行业与之前的快递行业类似，参与者众多，如果一旦出现价格战的恶性竞争，将会对公司利润产生较大影响；（3）加盟网店不稳定风险：快运行业有多种经营模式，如果是加盟制运营，加盟网店的动荡将会对公司产生较大的负面影响。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E				评级
		2018-08-08	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
韵达股份	002120	43.80	1.21	1.66	2.08	2.71	36.3	26.4	21.0	16.1	推荐
圆通速递	600233	12.62	0.51	0.66	0.78	0.88	24.7	19.1	16.2	14.3	推荐
顺丰控股	002352	42.56	1.08	1.19	1.47	1.78	39.4	35.9	29.0	23.9	未评级
德邦股份	603056	24.53	0.57	0.77	1.01	1.29	43.1	31.9	24.3	19.0	未评级

正文目录

一、	零担货运：商业模式多样，市场细分化趋势愈加明显.....	5
二、	零担物流巨头各显神通，抢占市场.....	7
2.1	德邦：直营模式运行，打造行业龙头	8
2.2	安能：加盟模式运行，实现快速扩张	9
2.3	顺丰：快递品牌背书，发力重货业务	11
三、	零担市场规模超万亿，行业迎来整合期.....	13
3.1	零担物流市场规模超万亿.....	13
3.2	零担物流市场分散，兼并重组为大势所趋	14
四、	投资建议	17
五、	风险提示	17

图表目录

图表 1	零担快运企业投融资情况汇总	5
图表 2	目前零担物流的主要运输方式	5
图表 3	公路物流行业分类	6
图表 4	零担市场划分	7
图表 5	2017 年零担重货行业收入排行榜（单位：亿元）	7
图表 6	德邦零担快运产品	8
图表 7	德邦零担业务收入（单位：亿元）	9
图表 8	事业合伙人开展业务模式	9
图表 9	德邦募集资金投入项目情况（单位：亿元）	9
图表 10	以“中心直营+网点加盟”为基础的网络型业务平台	10
图表 11	安能发展大事件	10
图表 12	零担企业货量排名	10
图表 13	安能快运产品	11
图表 14	快递企业开展快运业务	11
图表 15	顺丰重货的 5 个阶段的布局	12
图表 16	顺丰控股重货业务收入（单位：亿元）	12
图表 17	快运产品运价	12
图表 18	中国货运量结构	13
图表 19	社会物流总费用及运输费用占比（单位：万亿元）	13
图表 20	公路零担市场规模（单位：万亿）	14
图表 21	零担市场集中度	14
图表 22	历年零担收入排行榜 30 强（单位：亿元）	15
图表 23	美国零担收入排行榜 10 强（单位：百万美元）	16
图表 24	美国零担前 10 强市场集中度	16
图表 25	2017 年美国零担前 10 强增速	16
图表 26	物流企业加速整合情况汇总	16

一、零担货运：商业模式多样，市场细分化趋势愈加明显

零担货物是指一张货物运单（一批）托运的货物重量或者货物体积不够装满一车的货物（即达不到整车运输条件的货物）。零担货物可以与其他几批甚至上百批货物共用一辆货车装运，通常称之为零担货物运输。零担运输是相对于整车运输而言的。在公路运输中，如果托运人一次托运的货物在 3 吨以上（含 3 吨），或虽不足 3 吨，但其性质、体积、形状需要一辆 3 吨及以上的车运输的均为整车运输，反之为零担运输。零担货和整车货的划分依据不完全取决于货物数量、体积、形状，还考虑其性质、价值及客户对运费的承担能力等多种因素，对于特种货物（包括集装箱货物），无论数量、体积、形状如何，承运人通常不按零担货承运。

近几年，资本对零担快运这一市场的关注与投入越来越高，资金流入明显。

图表1 零担快运企业投融资情况汇总

时间	事件
2017 年 1 月	“优速”获中国银行、平安银行、民生银行、宁波通商银行、广州农商银行、普洛斯融资租赁、中民融资租赁投资，交易规模为 20 亿元
2018 年 4 月	由 6 家区域零担龙头企业合体的壹米滴答宣布完成 C 轮 5 亿元融资，而从 2016 年 9 月份开始至今，其共经历了 5 轮亿元以上融资
2018 年 4 月	满帮集团宣布获得 19 亿美元融资
2018 年 5 月	中通快运宣布融资 1 亿美元。这是快递企业跨界快运后，快运板块首次独立融资
2018 年 5 月	据物流一图信息，安吉物流决定 5 个亿入股天地华宇

资料来源：360doc、平安证券研究所

严格来说，目前的零担物流的运输方式有三大类：公路零担、铁路零担、航空零担。公路零担有灵活性高，速度快等特点，是目前市场上最主要的货物运输方式；路途较远，不便以公路形式运输的货物则采用铁路零担运输，只在少数车站组织零担直达运输；其余价值较高、易破损的货物则以航空形式运输。

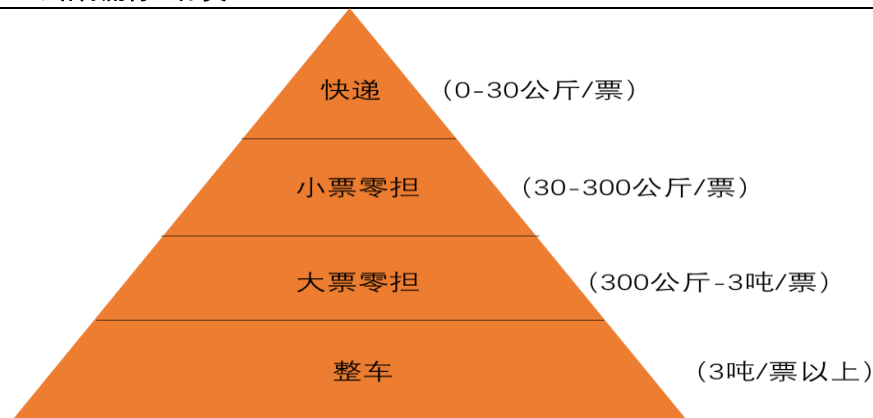
图表2 目前零担物流的主要运输方式

零担运输方式	特点及适用货物
公路零担	有灵活性高，速度快等特点，是目前市场上主要的货物运输方式
铁路零担	适合用于路途较远，不便以公路形式运输的货物
航空零担	适合价值较高、易破损的货物

资料来源：360doc、平安证券研究所

传统意义上我们所理解的零担主要是公路零担，是公路物流的一种。公路物流行业主要分为快递、零担、整车三个版块，其中快递的行业成熟度及市场集中度较高，零担、整车的行业成熟度仍较低，市场集中度也远不及快递。但就市场规模而言，整车 > 零担 > 快递。快递主要服务于商务客户和电商客户，以 C2C 或 B2C 模式为主，零担主要服务于中小企业客户，以 B2B 模式为主，整车服务各类型客户，通常都承接三方分包的业务。

图表3 公路物流行业分类



资料来源：360doc、平安证券研究所

按照商业模式划分，国内零担物流企业大致可分为四种类型：直营模式、加盟模式、联盟模式、代理模式。

- **直营模式：**核心就是企业自建网点，自购车队，自培人员，统一产品，这种模式下，企业要负担全部的经营成本，也将把全部运费确认为收入。直营模式的全部网点需要企业自己建造，前期投入比较高；零担物流在未来可预见的时间内仍是人员密集型行业，直营模式下企业员工数量大，也给人员管理增加了难度。零担物流直营模式的代表是德邦物流。
- **加盟模式：**核心是企业总部输出品牌、产品、标准，提供信息系统平台，对外进行网点和专线的招商加盟，并相应自建分拨中心，进行统一化运营管理。这种模式下运营成本低于直营模式的运营成本，自身收入以加盟费为主。加盟模式可以实现快速发展和取得成本优势，在短期内实现网络化，网络全面覆盖可以快速搭建完成，零担物流加盟模式的典型代表是安能物流。
- **联盟模式：**核心是企业总部输出品牌、产品、标准，提供信息系统平台，但招商对象不再是一个个经营网店，而是各省市区区域性零担物流龙头企业。联盟模式可以解决区域龙头企业面临的“市场规模、发展前途、资本诉求、管理能力、品牌和系统运营后台投入”等痛点，实现对这些区域龙头企业现有网点的整批联盟介入，快速形成全国性零担物流运营组织。其收入的主要来源是加盟费，运营成本也低于直营模式。零担物流联盟模式的典范是先飞达物流。
- **代理模式：**核心是企业自己搭建平台（货代公司的网站以及专线公司的网点）、开发客户、规划产品，将接货、运输、仓储、配送、保管等功能全部或部分转包给第三方（或合作商）。这种模式的核心就是自身更倾向于做一个总承包商，减少亲自作业，倾向管理协同，将施工尽量外包。在这种模式下，企业生存的重点就是抓住客户，这就是大量代理模式下的专线物流商掌握区域性中长期货源，使得大型零担物流企业达到成熟期后难以亟需扩张的根本原因。在市场化发展规律下，这种模式不会长期存在。这种模式关注客户更甚于关注产品和标准，这与零担物流行业面对的中小分散客户追求标准化、定时高效、方便快捷的追求相背离，难以满足市场的需要，未来，这些代理模式下的客户必将会被那些标准化的、更加方便快捷、更加放心安全、服务更加全方位的国内大型零担物流运营商所吸引和争取。壹米滴答介于联盟模式和代理模式之间徘徊。

按业务范围和网络布局分，零担运输企业主要分为全国网络型、区域网络型和专线型三种。

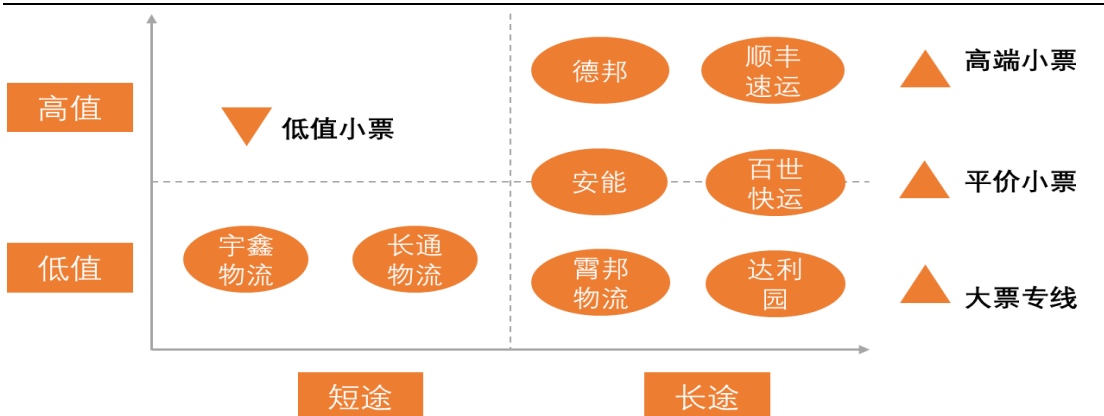
- **全国网络型**零担企业在全国范围内建设分拨中心、网点和运输网络，对网络信息、路由设计、运输能力等要求较高。典型的企业有德邦、天地华宇、佳吉快运等。
- **区域网络型**零担企业不具备布局全国的能力，因此选择深耕省内网络，网点下沉到县乡等三四级市场，可实现省内无盲点配送，但是其难以触及区域之外的货源，如果需要跨省运输货物，

通常需要寻找外部的合作方，典型的企业有三志物流等。网络型服务的特点在于小批量、多批次、标准化，因为客户多为零散货客户，小票零担居多。

- **专线型企业**主要提供点对点的直达服务，从直接客户或第三方物流企业拿到货物后，直接送到目的地，不经过分拨中心中转。

此外，零担市场细分化趋势越来越明显，其中德邦、顺丰占据高端小票市场，安能、百世快运占据平价小票市场，低价值小票由以河南宇鑫和长通物流为代表的区域网承揽，大票主要由专线企业运输。

图表4 零担市场划分

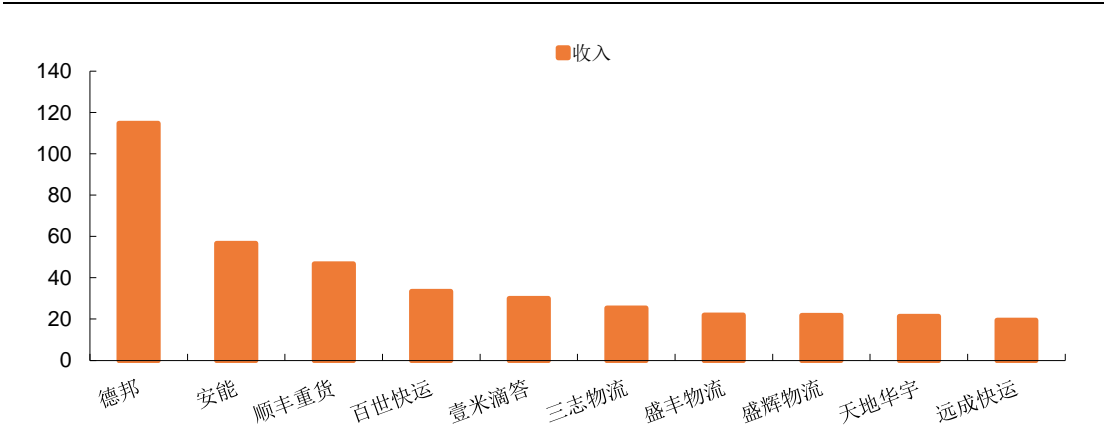


资料来源：运联研究院、平安证券研究所

二、零担物流巨头各显神通，抢占市场

2017年零担重货行业收入前三强分别为德邦物流、安能物流及顺丰控股，德邦为成立二十余年的老牌物流承运商，以直营模式为主，打造出品牌优势；安能物流相对年轻，采用加盟制，吸引诸多资本，实现自身的快速发展；顺丰控股为快递行业的龙头企业，利用自身网络优势及品牌优势，实现重货物流的快速发展。三家企业的背景、实力都不同，没有统一的运营模式，各自依靠自身优势巩固优势产业，发力新产业，实现自身业绩的提升。

图表5 2017年零担重货行业收入排行榜（单位：亿元）



资料来源：运联传媒、平安证券研究所

2.1 德邦：直营模式运行，打造行业龙头

德邦是我国零担龙头企业，多年来零担业务收入居全国零担企业首位，是我国唯一一家零担收入过百亿的物流企业，2017年，德邦的零担业务收入为114.8亿元，是第二名的两倍以上。公司针对不同时效要求及运输距离，为客户提供精准卡航（高时效长距离）、精准城运（高时效短距离）、精准汽运（普通时效）三类公路快运的标准化产品，满足客户对货物运输的不同需求。

图表6 德邦零担快运产品

产品	定位	覆盖区域
精准卡航	公司优势产品,用于运输出发运作城市与到达运作城市之间的距离在480公里以上的货物	基本覆盖了从珠三角、长三角及京津塘地区出发至全国大部分城市的运输线路
精准承运	公司优势产品,用于运输出发运作城市到到达运作城市之间的距离在480公里以内的货物	目前覆盖珠三角、长三角、京津唐、山东、辽宁、川渝区域城市之间,基本实现快速、准点到达和在部分区域的派送
精准汽运	普通公路快运产品,时效性略低,运输价格也相对较低	在全国所有已覆盖的区域均有经营,且没有运输距离的限制,公司在进行货物配载时,在保证精准卡航及精准城运两类优势业务能全部配载完的前提下,进行“精准汽运(长途)/(短途)”货物的配载

资料来源：德邦公司官网，平安证券研究所

德邦多年来坚持以直营网络为主、自有运输车辆与外请车辆相结合的经营策略，虽然在业务开展的早期阶段资本投入规模较大，但对开展业务的各个操作环节拥有绝对的控制力。公司积累了丰富的网络组织经验，具备出色的网络组织管理能力，网络覆盖范围不断扩大，运输线路不断增加，年运输货量保持持续高速增长，2014年至2017年，德邦的公路快运业务年运输货量和年运输票数稳步提升：2014年至2016年，德邦分别实现快运业务年运输货量513.79万吨、678.31万吨和909.56万吨，复合增长率为20.97%；快运业务年运输票数分别为3894.15万票、3937.57万票和4141.18万票；2017年1至9月，德邦实现快运业务运输货量655.76万吨，实现快运业务运输货量2944.43万票。

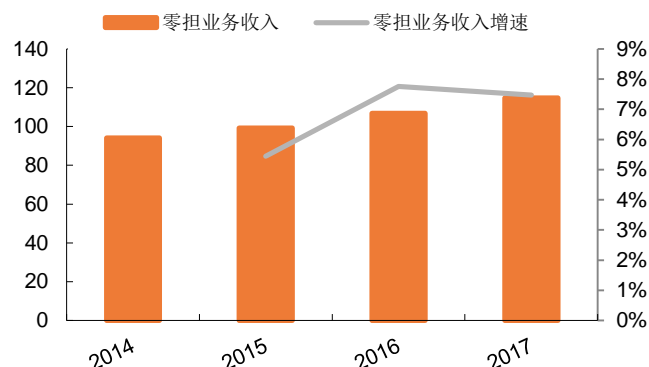
公司自设立以来能够保持高速增长，一方面得益于行业的整体增长，另一方面更加得益于通过“简单复制，快速扩张”的模式，在保障服务质量的同时迅速扩大了网络覆盖范围，占领了市场。2015年8月，为了能够更加有效地覆盖业务区域，实现运输网络的广泛延伸，同时有效降低公司新设网点建设以及运营所发生的成本，公司正式启动了“事业合伙人计划”。“德邦事业合伙人”不是一般的加盟制，德邦只是在自身网络体系覆盖不到的地方或者做的不够好的地方开放加盟，邀请当地具备物流配送能力的个人或商户成为公司的事业合伙人，与公司的直营网点形成良性互补的合作关系。针对合伙人，德邦仍然按照直营网络的管理模式对合伙人进行管理，确保公司的核心竞争力。

事业合伙人开展业务的模式共有三种类型：

- 第一种：合伙人直接面对客户开展业务，向客户收取全部服务费，按照约定计费规则，向德邦物流支付中运转运费和派送费；
- 第二种：德邦委托合伙人派送，按照约定计费规则向合伙人支付派送费；
- 第三种：始发合伙人向客户收取全部服务费，向德邦物流支付中运转运费，向到达合伙人结算派送费（通过德邦PTP系统完成）。

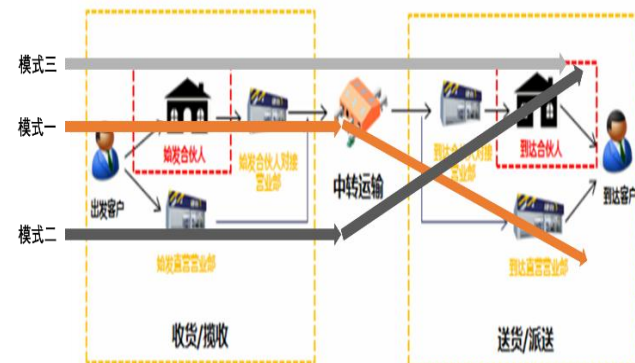
截至2017年末，德邦的网点共计10087个，其中直营网点5278个，事业合伙人网点4809个，已基本实现全国省级行政区、地级、区级城市的全覆盖，其中乡镇覆盖率达到81.1%。

图表7 德邦零担业务收入（单位：亿元）



资料来源:德邦股份公司公告, 平安证券研究所

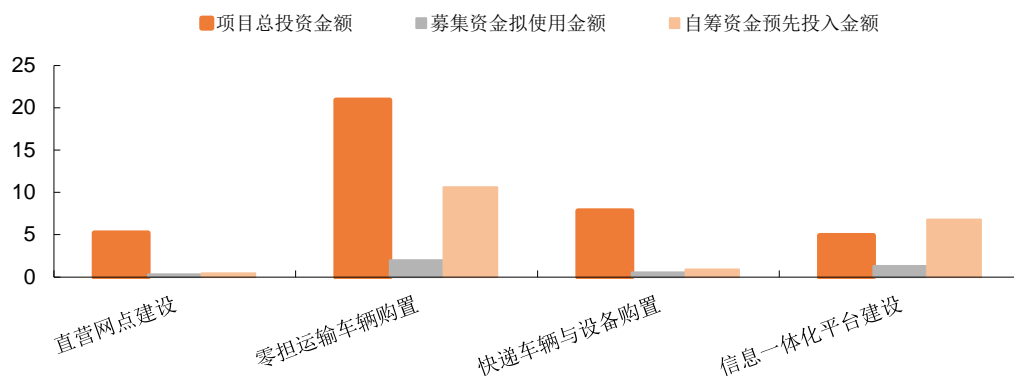
图表8 事业合伙人开展业务模式



资料来源:德邦股份公司公告, 平安证券研究所

2018年1月16日, 德邦物流成为国内首家通过IPO上市的快递物流企业, 正式登陆资本市场。通过德邦募资使用情况也可以看出, 德邦仍大力发展自身直营体系。

图表9 德邦募集资金投入项目情况（单位：亿元）



资料来源: 德邦公司公告、平安证券研究所

2.2 安能：加盟模式运行，实现快速扩张

安能成立于2010年, 与德邦直营模式不同, 其以加盟制零担快运的创新模式起步, 实现了年复合140%的快速增长, 是中国增长快速的综合型物流集团, 拥有中国最大的零担快运加盟网络, 根据安能官网信息, 安能快运业务拥有遍布全国的210个分拨中心, 4000多条卡车线路及近17000个网点用户。

安能采用的模式是全国各分拨、干线班车总部直营+终端网点特许加盟的模式。全国各分拨、干线班车由总部投资直营投资, 最大限度确保整个体系的运营稳定性与持续性。终端网点特许加盟, 让加盟商免去搭建全国网点的投资, 专心做好自己区域的客户服务, 最大限度的降低个体零担快运加盟创业者的风险。安能的加盟模式较直营模式更具有扩张性, 管理成本更低, 网络灵活性更高、自主能动性更强, 全业务链条的运营成本显著低于直营模式。

图表10 以“中心直营+网点加盟”为基础的网络型业务平台



资料来源：安能物流官网、平安证券研究所

在安能的发展扩张期间，安能赢得了世界顶尖资本的青睐，资本的进入为安能的市场开拓提供了有利的保障。

图表11 安能发展大事件

时间	事件
2010年6月	安能物流正式成立
2011年7月	安能投资100万美金注册成立上海安能运输有限公司
2011年8月	安能创新推出“安全、准时、服务、经济”的高端时效产品——定时达
2011年12月	安能陆续开设广州、成都、北京、无锡等分公司
2013年1月	安能获得红杉资本A轮投资
2013年3月	与阿里巴巴达成战略合作，正式入驻阿里巴巴物流平台
2013年9月	“大干一百天，千网大融合”安能全国快运网络全面升级，实现四大核心经济区网络连接
2013年10月	第一届全国网络大会召开，成为较大的零担快运加盟网络
2013年12月	安能获得华平资本B轮投资
2014年3月	推出鲁班快运管理系统，结合新一代车线系统、运营看板和条码跟踪管理系统，组成了安能的核心业务系统
2014年6月	安能获得华平投资集团追加投资5000万美元
2014年8月	安能集团正式成立
2015年	凯雷资本，高盛资本联合D轮投资1.7亿美元
2016年	鼎晖投资1.5亿美元注资

资料来源：安能公司官网，平安证券研究所

安能的产品定位是提供服务品质高，但价格相对经济的运输服务产品。安能在2017年的业绩表现十分抢眼，零担收入增速为53.24%，远超德邦7.29%的增速。而且，从货量上来看，安能以828万吨的零担货量高居各零担物流企业排名榜首，壹米滴答零担货量以700万吨的货量排第二，德邦以478.6万吨的零担货量屈居第三位。货量排名前十的企业在工作日的货量均超过万吨。

图表12 零担企业货量排名

日均货量	排名	企业名称	零担货量(万吨)
> 1.5T	1	安能	828.0
	2	壹米滴答	700.0
	3	德邦	478.6
> 1.3T	4	三志物流	433

	5	百世快运	428.9
	6	河南宇鑫	400.0
	7	盛丰物流	380.0
	8	盛辉物流	375.0
> 1.0T	9	河南长通	370.0
	10	河南黑豹	300.0

资料来源：运联传媒，平安证券研究所

图表13 安能快运产品

分类	产品	介绍
重量产品	迷你小包	2017年6月推出，安能的拳头产品，定位在5~70kg的快运产品
	小票零担	定位在70~500kg的快运产品服务
	大票零担	定位于500kg以上的快运产品服务
	普惠达	2018年3月推出，定位于800kg以上的货物，服务网络遍及全国98%GDP区域
	整车业务	定价不定量的快运产品
时效产品	定时达	安能物流的核心产品，服务品质堪比航空和快递，而价格只有其三分之一
	标准快运	标准定价与标准操作流程

资料来源：公司官网，平安证券研究所

在安能通过加盟模式实现高速增长后，加盟制被快运企业普遍采用。借助加盟模式实现网点快速扩张与下沉、在零担战场争夺地盘或将成为接下来企业开拓市场的一个主流模式。以直营模式为主的德邦物流也采取“事业合伙人”制，实现有针对性的加盟，顺丰与新邦合作的“顺心快运”目前也是通过加盟开展业务的。

2.3 顺丰：快递品牌背书，发力重货业务

目前，部分快递企业依托既有的运输网络，不断向零担快运领域渗透。

图表14 快递企业开展快运业务

公司	快运业务
顺丰	顺丰已推出零担快运业务，根据业务需求以有冷运零担、医药零担、小票零担等多种零担产品，2017年顺丰重货业务、冷运业务在顺丰新业务增速中居前列
圆通	2017年3月，圆通快运业务进入试运营阶段，采取“中心直营+网点加盟”的方式，与目前的快递网络分开运行，试运营阶段主打30-100kg的电商大件，将陆续拓展到小零担件（100-200kg）、标准零担（200-600kg）、大零担（600-1000kg）和整车运输（1000kg以上）等阶段的产品
申通	2017年11月，申通快递联合快捷快递设立上海申通岑达供应链管理有限公司，主要提供10-70kg，单票重量在300kg以内的电商大件、商业大包裹微快运门到门服务，有标准快运、电商特惠、物流普快三大主营产品（目前已暂停运营）
中通	2016年8月中通正式推出中通快运，有小票零担（10-300kg）、大票零担（300kg以上）两种产品
韵达	2017年10月正式起网推出“韵达快运”快运品牌，截止17年底，开通网点2737家，市级覆盖率达96%，有电商大件、小票零担、惠志达等快运产品，2017年实现快运服

务收入 2270.28 万元

百世 百世快运是百世旗下的零担物流品牌，有惠心件（5-60kg）、S3 电商大件（60-180kg）、S10 标准小零担（180-600kg）、T 托盘运输（600kg 以上）四大产品

EMS 2017 年 7 月公布将上线“中邮快运”产品

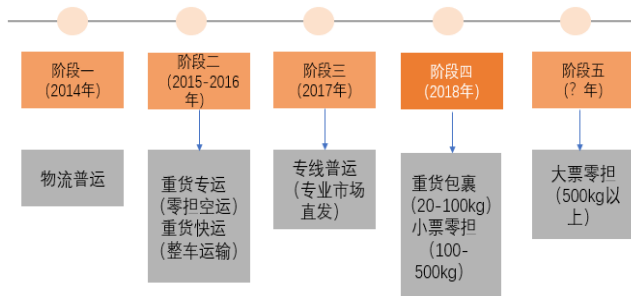
资料来源：公司网站，平安证券研究所

此处我们以快运业务发展较快的顺丰为例进行研究，顺丰的定位是做到中国顶级的综合物流服务商，这就要求其扩充自身的业务线，因此顺丰有动力充分利用自身资源发展快运。

目前，顺丰已推出多项重货快运业务，且产品分类清晰，顺丰重货包裹的运输重量范围是 20-100kg，小票零担的运输重量范围是 100-500kg，重货新业务与老业务之间基本不会出现公斤段冲突的问题。在 2018 年推出的新产品中，重货包裹目标客户为 2C 的电商大包裹（小批量、多批次），部分 2B 的仓库调拨客户（集收、散派、长距离运输）；小票零担目标客户是省际运输的主流市场（服装、家电、零售、制造等利润中等行业，价格敏感度高，对时效及品质要求中等）。除了顺丰重货业务外，顺丰还开通冷运零担和医药零担业务，其中冷运零担在全国 153 个城市开通，覆盖 1139 个区县，医药零担在全国 131 个城市开通，覆盖 950 个区县。

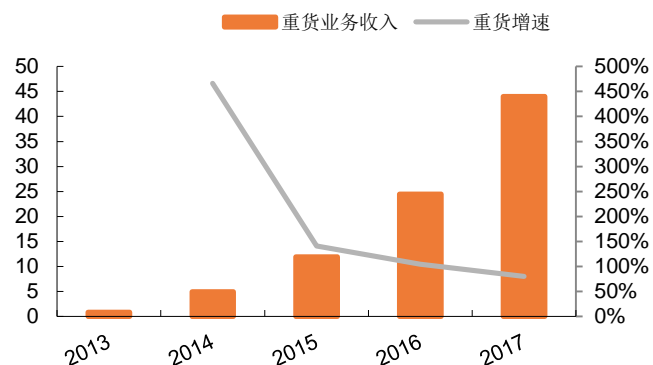
顺丰重货业务增速在顺丰所有新业务中的表现十分亮眼。重货业务占速运业务的比例从 2013 年的 0.33% 上升到 2017 年的 6.65%，2014 年至 2017 年的年复合增长率达 107.2%，2017 年顺丰的重货业务增速仅次于同城配业务增速，达 79.9%。

图表15 顺丰重货的 5 个阶段的布局



资料来源：物流一图，平安证券研究所

图表16 顺丰控股重货业务收入（单位：亿元）



资料来源：顺丰控股公司公告，平安证券研究所

为了更好的对比顺丰与德邦的服务，我们对两者运价与时效进行比较，其中，德邦官网对零担业务（精准卡航、精准城运、精准汽运）中重货与轻货进行了区分：货物的总重量（KG）和总体积（m³）的比值大于或等于 210 为重货，按重量计费；若比值低于 210 为轻货，按体积计费。

我们做出如下假设：

假设一：货物均为 200kg 重量，对于德邦，区分体积 1 立方米（德邦归类为“轻货”）和 0.6 立方米（德邦归类为“重货”），价值均在 2000 元以内；

假设二：路径分全国件和市内件，全国件假设为“北京市朝阳区到上海市浦东新区”，市内件假设为“北京市朝阳区到北京市海淀区”。

图表17 快运产品运价

全国件，假设货物价值在 2000 元内				
德邦产品	德邦轻货（200kg）		德邦重货(200kg)	
	运价（元）	时效	运价（元）	时效

精准卡航/精准承运	486	2 天	464	2 天
精准汽运	421	4 天	402	4 天
顺丰产品	货物重 200kg			
	运价 (元)		时效	
小票零担	460		2 天	
市内件, 假设货物价值在 2000 元内				
德邦产品	德邦轻货 (200kg)		德邦重货(200kg)	
	运价 (元)	时效	运价 (元)	时效
精准卡航/精准承运	209	1 天	200	1 天
精准汽运	182	2 天	174	2 天
顺丰产品	货物重 200kg			
	运价 (元)		时效	
小票零担	200		1 天	

资料来源: 公司官网、平安证券研究所 注: 测算时间为 2018 年 7 月 31 日

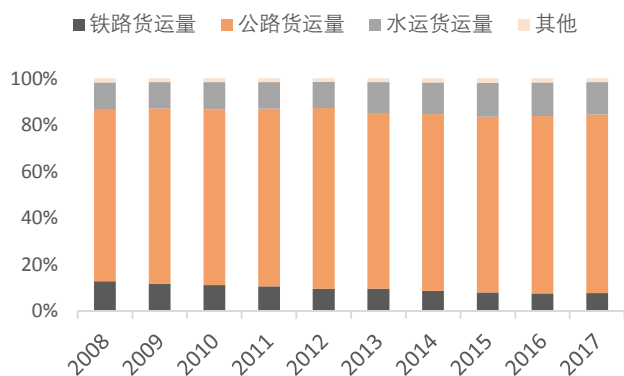
此外, 2018 年, 顺丰控股与新邦物流成立合资公司——广东顺心快运有限公司, 新邦原有资产和业务将转移到新公司。顺心快运采用“网点加盟、分拨直营”的模式发展, 计划通过两年的时间, 搭建一张国内零担快运网络。与传统的加盟制快递所采取的“以罚代管”方式不同, 顺心快运创新性地采用“星级评定”方法, 除了业务量考核外, 更加注重客户服务体验的考核。

三、零担市场规模超万亿, 行业迎来整合期

3.1 零担物流市场规模超万亿

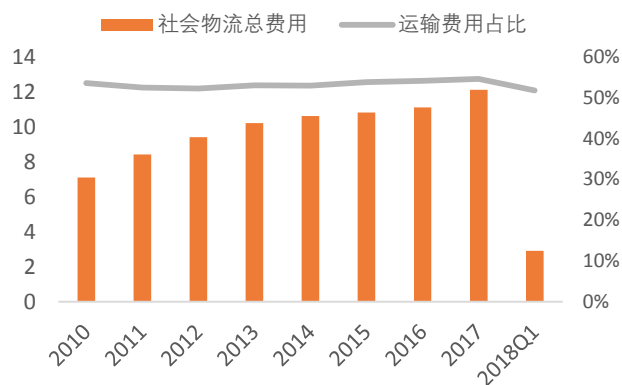
公路货运量是我国最主要的货物运输方式, 在运输结构中占比最高。2009-2017 年, 中国公路运输货运量占货运总量的比例均在 75%以上, 2017 年, 公路运输量占比为 76.76%, 公路货运量的增速超过 10%。2017 年, 社会物流总费用为 12.1 万亿元, 其中运输费用为 6.6 万亿元。按公路运输量占总体货运量的比例看, 公路运输量的市场规模为 5.07 万亿左右。各运输方式的价格排序为: 航空 > 公路 > 铁路 > 水运, 航空运输在中国货运量结构中占比很小, 公路货运量、铁路货运量、水运货运量占比较大。综合以上因素, 我们认为公路运输的市场规模约为 5.5~6 万亿。

图表18 中国货运量结构



资料来源: wind、平安证券研究所

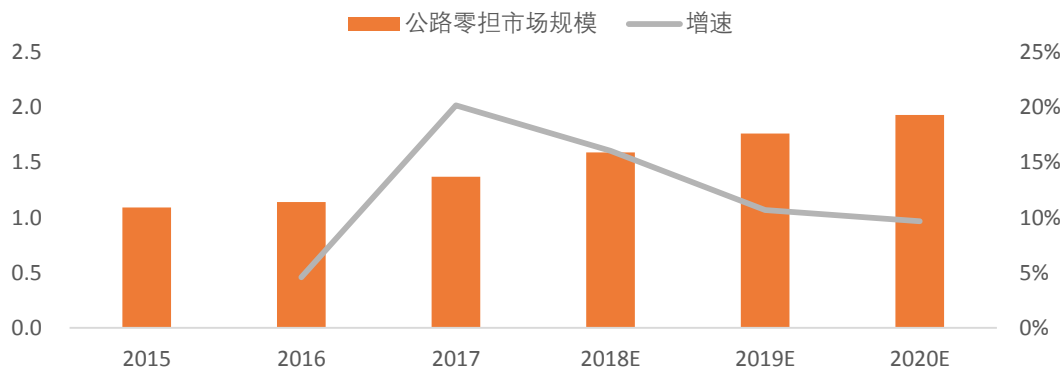
图表19 社会物流总费用及运输费用占比(单位: 万亿元)



资料来源: wind、平安证券研究所

据了解，公路零担物流一般占公路运输规模的 25%~30%，考虑零担运送主要为公路运送，所以我们大致测算，零担物流市场规模在 1.3 万亿~1.8 万亿，与第三方咨询机构鲸略咨询给出的 1.37 万亿的市场规模基本吻合。

图表20 公路零担市场规模（单位：万亿）



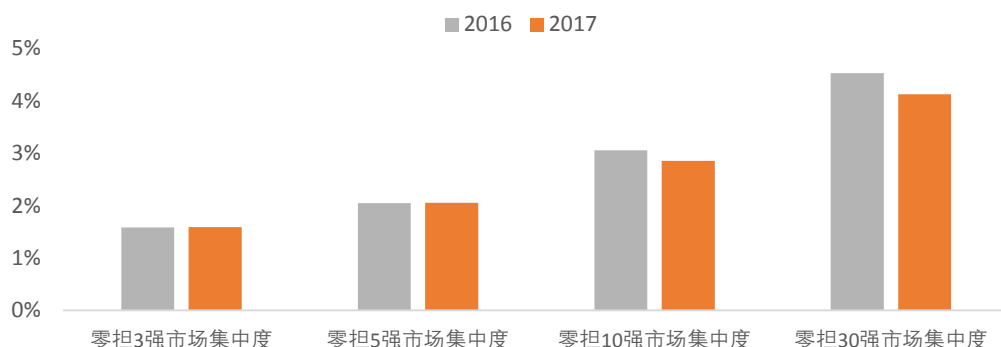
资料来源：鲸略咨询、平安证券研究所

3.2 零担物流市场分散，兼并重组为大势所趋

中国零担物流市场的进入门槛低，行业内的企业规模和发展水平参差不齐，既有已初具规模、拥有全国或区域性运输网络的公司，也有经营专线运输的中小企业，部分个体私营业主也可以凭借较少的资金和人力投入开展相对低端的公路零担货运业务。

据了解，我国零担企业总数量上万家，但平均规模都较小，行业集中度非常低。运联研究院数据显示，2017 年零担企业 CR3 为 1.6%，CR5 为 2.06%，CR10 为 2.86%，CR30 为 4.13%。2017 年零担企业前三十强营收门槛为 4.2 亿元，较 16 年的 3.4 亿元有明显提升，但仍处于较低水平，零担营收过 100 亿的企业只有德邦一家，过 30 亿的仅有四家，与超万亿的市场规模相比微不足道。

图表21 零担市场集中度



资料来源：运联研究院、平安证券研究所

具体来看，2017 年，零担物流行业内很多企业增速很快，在收入排名前三十名的企业中，零担收入增速超过 50%的企业有 7 家，增速超过 10%的企业有 17 家，零担物流市场还处于激烈竞争阶段。但是行业格局并不稳定。近三年中稳定处于前十强的企业仅有 5 家。从零担市场竞争格局上来看，市场依旧处于上半场，格局未定。

图表22 历年零担收入排行榜 30 强（单位：亿元）

企业名称	2017 年 排名	2017 年 零担收入	2016 年 排名	2016 年 零担收入	2015 年 排名
德邦	1	114.8	1	107.0	1
安能	2	56.7	2	37.0	6
顺丰重货	3	46.7	7	23.4	-
百世快运	4	33.4	12	16.0	12
壹米滴答	5	30.0	5	25.8	-
三志物流	6	25.3	14	12.1	14
盛丰物流	7	22.0	8	23.0	5
盛辉物流	8	21.8	11	20.6	7
天地华宇	9	21.3	6	24.6	3
远成快运	10	19.5	4	27.0	8
佳吉快运	11	19.0	10	21.0	4
中通快运	12	15.6	21	8.1	16
德坤物流	13	12.5	18	9.1	-
大田物流	14	12.1	19	9.0	15
河南宇鑫	15	11.8	15	10.5	13
河南长通	16	10.6	16	10.1	11
大达物流	17	10.1	23	6.0	18
新邦物流	18	9.2	17	10.0	9
上海龙邦	19	8.9	9	23.0	-
上海巴蜀	20	8.3			
宁波中通	21	7.3			
商桥物流	22	7.3	22	6.5	21
山东宇佳	23	6.0			
河南黑豹	24	5.8	28	3.8	-
上海霄邦	25	5.8	25	4.2	-
深圳吴越	26	5.5			
城市之星	27	5.2	24	5.2	20
济南永昌	28	4.3			
重庆联达	29	4.3	30	3.4	-
河南腾达	30	4.2			
前三强收入合计		218.2		180.6	
前五强收入合计		281.6		233.4	
前十强收入合计		391.5		348.4	
前三十强收入合计		565.3		516.2	400.2
前三十强门槛		4.2		3.4	2.5

资料来源：运联传媒，平安证券研究所

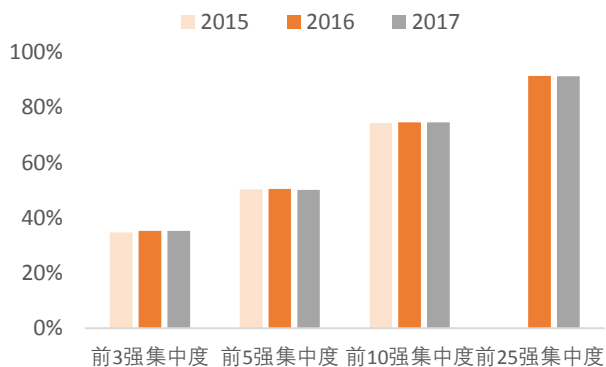
相较于国内的零担物流格局，美国零担市场已处于成熟阶段，市场格局稳定，集中度较高。在近三年内，前 10 大企业队伍公司和排名均没有变化。2017 年，美国零担前 25 强中利润增速超过 10% 的仅有 5 家。2017 年，美国零担 CR3 为 35.24%，CR5 为 50.17%，CR10 为 74.59%，CR25 为 91.41%，远高于国内水平。

图表23 美国零担收入排行榜 10 强（单位：百万美元）

企业名称	2017 年		2016 年		2015 年	
	排名	收入	排名	收入	排名	收入
FedEx Freight	1	6341	1	5936	1	5745
XPO Freight	2	3641	2	3445	2	3525
Old Dominion Freight Line	3	3304	3	2936	3	2893
YRC Freight	4	3033	4	2923	4	3033
UPS Freight	5	2596	5	2384	5	2479
Estes Express Line	6	2476	6	2157	6	2135
ABF Freight System	7	1948	7	1873	7	1870
YRC Region	8	1825	8	1741	8	1777
R+L Carriers	9	1580	9	1452	9	1429
Saia Motor Freight Line	10	1379	10	1218	10	1211
零担企业前 3 强		13286		12317		12163
零担企业前 5 强		18915		17624		17675
零担企业前 10 强		28123		26065		26097
零担市场规模		37705		34944		35071

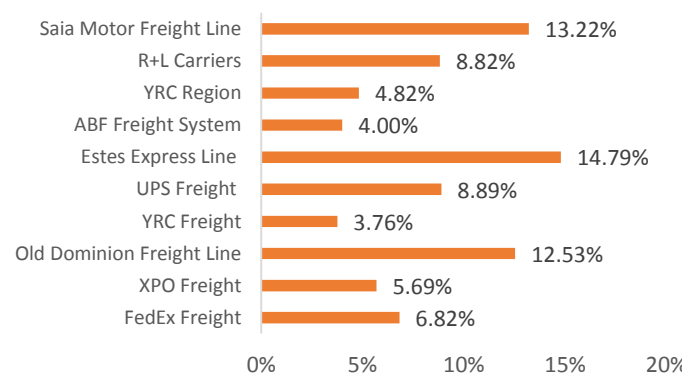
资料来源: XJ Consulting Group, 平安证券研究所

图表24 美国零担前 10 强市场集中度



资料来源: XJ Consulting Group, 平安证券研究所

图表25 2017 年美国零担前 10 强增速



资料来源: XJ Consulting Group, 平安证券研究所

当前, 中国的零担物流行业集中度较低, 大型龙头企业尚未形成, 资本不断介入, 市场关注度提升, 我们认为, 未来几年将是快运行业的黄金整合阶段。

图表26 物流企业加速整合情况汇总

时间	事件
2017 年 6 月	天图物流发布公告拟以 6000 万元收购石家庄永捷物流
2017 年 7 月	嘉里物流收购兰州捷时特物流 50% 股权
2017 年 8 月	8 月 1 日申通快递出资 1.33 亿收购快捷快递 10% 的股份, 11 月 28 日, 申通快

	递和快捷快递共同出资设立申通快运，后由于双方合作问题，快捷快运经营陷入困境，申通快运停运（但仍能看出申通发力快运的规划）
2017 年 8 月	中国外运与招商局订立收购协议，拟以人民币 54.5 亿元收购招商局物流
2017 年 8 月	齐畅物流公告称拟以 453.133 万元收购廊坊京永物流所拥有的部分设备类资产
2017 年 8 月	58 速运与快狗速运（GOGO VAN）合并
2017 年 11 月	车货匹配领域两大巨头货满满、货车帮宣布合并，“满帮”集团成立
2018 年 3 月	商桥物流并购湖北京昌物流
2018 年 5 月	满帮合并重组志鸿物流
2018 年 5 月	顺丰和新邦合作成立的零担快运机构“顺心捷达”对外开放加盟
2018 年 5 月	供销大集发布公告，拟以发行股份的方式向重庆远成物流、宿迁京东、西安华鼎购买其合计持有的远成物流 70% 股权，交易价格暂定为 43.4 亿元

资料来源：wind，平安证券研究所

四、投资建议

我国零担货运市场规模超万亿，但是相较于美国这种发达国家，行业集中度仍然较低。近年来，零担行业得到越来越多的资本的重视，排名前几位的零担企业业务量也呈现高速增长。我们认为，随着资本的关注和介入，未来几年将是行业整合期，当前行业排名靠前、又受资本青睐的龙头公司将会不断提升市场份额，获得快速发展，建议关注德邦股份、顺丰控股。

五、风险提示

- 1、价大幅上涨风险：当前我国零担快运主要靠公路运输，如果油价大幅上涨，将会带来成本端的上涨，有损快运公司业绩；
- 2、格战风险：零担快运行业与之前的快递行业类似，参与者众多，如果一旦出现价格战的恶性竞争，将会对公司利润产生较大影响；
- 3、盟网店不稳定风险：快运行业有多种经营模式，如果是加盟制运营，加盟网店的动荡将会对公司产生较大的负面影响。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033