

快运专题分析报告

行业专题研究报告

本报告的主要看点：

1. 受宏观经济高速发展+消费升级下的电商双轮驱动，预计 2020 年市场规模达 1.7 万亿。
2. 零担快运处于黄金整合期。目前零担企业面临快递企业跨界入局的冲击，唯有上市才能避免被收购的命运。
3. 随着巨头不断涌入，竞争层面从网络上升到了产品。快递快运相互渗透融合成为未来趋势。

快运黄金整合期，巨头争相竞逐产品变革

投资策略

- **行业策略：**受宏观经济高速发展+消费升级下的电商双轮驱动，零担快运行业达万亿规模。目前行业格局分散、集中度低，且快递跨界入局竞争激烈，处于黄金整合期。群雄争相产品变革，竞争层面从网络上升到产品。未来随着市场走向成熟期，快递快运融合渗透成为大势所趋。
- **推荐组合：**重点推荐**德邦股份**（快运龙头优势+大件快递业务高速发展）、**顺丰控股**（国内快递行业领军者+航空快运高时效服务）、**京东**（电商巨头+全球化零售战略）。

行业观点

- **受宏观经济+消费升级双驱动，预计 2020 年零担快运市场规模达 1.7 万亿。**2017 年公路货运/年货运量占比达 77%，占比自 2013 年稳固提升。截止 17 年底零担货运市场规模达 1.1 万亿，占公路货运 25%。未来受益于国民经济高速增长（2018H1GDP 增速 6.8%）以及消费升级下的电商大件新机遇（家电/家具/家装渗透率未来逐渐增加）。若假设未来几年 GDP 增长率 6.5%，通过测算，我们预计 2020 年零担市场空间规模将达 1.7 万亿。
- **零担快运变革将至，或将掀起下一轮上市潮。**零担行业低壁垒+高需求导致企业纷纷涌入。行业集中度较低（2017 年 CR8/CR30 仅占 2.93%/5.8%），行业巨头初显但垄断性地位尚未形成，处于黄金整合期。目前零担行业面临快递企业渗透和加盟制零担的冲击，唯有上市能够避免被收购的命运。安能已计划于 19 年初在美国上市，而中通快运、京东物流也各自为上市进行了实质性准备，或将掀起下一轮上市潮。
- **巨头争相竞逐产品变革，零担快递融合成为未来趋势。**随着巨头的不断入局，竞争越来越惨烈，竞争层面也从网络上升到了产品。目前，安能、德邦、壹米滴答均各自在产品线上做了改革。综合来看，零担企业的快递产品基本都覆盖了 30 公斤以下的货物，而快递企业的零担产品定位多在 10-200kg 不等。快递公司通过重量/单价上延进入快运行业，而快运行业通过重量/单价下延进入快递行业。未来快递快运融合成为大势所趋。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号：S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

风险提示

- 电商增速不及预期；恶性竞争，爆发价格战；油价大幅上涨。

内容目录

1. 受益国民经济发展+消费升级，预计 2020 年市场规模达 1.7 万亿	4
1.1 公路运输是我国货运主要运输方式，占比逐年稳固提升	4
1.2 零担快运市场空间规模万亿级别	5
1.3 零担市场格局分散，集中度低，市场尚未成熟	7
2. 受市场倒逼，快运或将掀起下一波上市潮	7
2.1 零担市场容量大+集中度低+电商新机遇，吸引快递企业跨界入局	7
2.2 快运后起之秀-安能快运或将成为继德邦后第二个上市物流公司	8
2.3 中通快运已进入实质性准备	9
2.4 京东物流大概率提前上市。	10
3. 巨头争相角逐产品变革，零担快递融合成为未来趋势	10
3.1 “收缩”与“扩张”，0-60KG 公斤段竞争加剧	10
3.2 从网络为王到产品为王	11
3.3 快运快递相互渗透，融合成为未来趋势	12
4. 重点公司推荐	13
快运龙头稳固、大件快递高速发展-德邦股份	13
快递龙头，新业务表现亮眼-顺丰控股	16
电商龙头+全球战略推进-京东	19
5. 重点推荐公司盈利预测与评级	22
6. 风险提示	22

图表目录

图表 1：快递、零担、整车三分公路货运	4
图表 2：2017 年公路货运运输量占比达 77%（单位：万吨、%）	5
图表 3：公路货运运输方式占绝对领先优势（单位：万吨、%）	5
图表 4：我国零担市场超过美国零担市场的 4 倍有余（单位：亿元）	5
图表 5：未来家电/家具/家装渗透率逐步增加	6
图表 6：预计 2020 年零担快运市场规模 1.66 万亿元	6
图表 7：运输物流费用与 GDP 正相关	7
图表 8：中美零担市场集中度对比	7
图表 9：2009-2014 国内零担企业数量增长情况	7
图表 10：2017 零担收入前十二出现快递企业	8
图表 11：安能网点变化情况	8
图表 12：安能发展历程	9
图表 13：中通快运相继与淘宝、天猫、京东商城合作	9
图表 14：京东物流 2018 年推出三大快运产品	10

图表 15: 壹米滴答近期推出的新产品.....	11
图表 16: 代表零担企业产品分类.....	11
图表 17: “上海浦东——深圳福田”零担企业报价.....	12
图表 18: 近年来快递快运相互渗透.....	13
图表 19: 德邦发展简要历程.....	13
图表 20: 2017 零担企业排名前十市占率, 德邦领先优势明显.....	14
图表 21: 公司营业网点分布图.....	14
图表 22: 营收 2015-2017CAGR 达 24%.....	15
图表 23: 归母净利润增速自 2015 年快递扭亏为盈, 反转回升.....	15
图表 24: 立足快运, 快递核心业务增长迅猛.....	15
图表 25: 快递业务量飞速增长.....	15
图表 26: 中国消费者协会前 10 家快递公司综合评分.....	16
图表 27: 中国消费者协会前 10 家快递公司快递件包装和物品完整率.....	16
图表 28: 顺丰公司发展简要历程.....	16
图表 29: 顺丰票均收入持续高于行业.....	17
图表 30: 顺丰单件毛利占领先优势.....	17
图表 31: 快递企业前五中顺丰占领绝对领先优势.....	17
图表 32: 2017 年重货收入占比提升 1.93pct.....	18
图表 33: 同城配、重货表现亮眼.....	18
图表 34: 2017 年营收 710.94 亿元 (+23.68%)	18
图表 35: 2017 年归母净利润 47.71 亿元 (+14.14%)	18
图表 36: 顺丰自有航空运力遥遥领先.....	19
图表 37: 鄂州机场地理位置.....	19
图表 38: 国内最大货运航空公司+航空货运最大货主.....	19
图表 39: 京东发展简要历程.....	20
图表 40: 京东营收持续高增长.....	20
图表 41: 京东 GAAP 归母净利润持续改善.....	20
图表 42: 京东收入结构逐渐优化.....	21
图表 43: 在线业务是其主要收入来源.....	21
图表 44: 京东占据 B2C 网络零售市场 32.5% 市场份额	21
图表 45: 重点推荐公司盈利预测与评级.....	22

1. 受益国民经济发展+消费升级，预计 2020 年市场规模达 1.7 万亿

1.1 公路运输是我国货运主要运输方式，占比逐年稳固提升

- **快递、零担、整车三分公路货运市场。**公路货运按照货物的重量和运输组织方式分出了快递、零担、整车运输三种主要形式。单票 0-30kg 按照快递运输方式承运，单票 30-3000kg 按照零担运输方式承运，单票 3000-10000kg 按照整车运输方式承运。
- **公路快运行业是由公路零担货运行业向高端业务延伸形成的新兴行业。**公路快运基本采用零担运输的承揽运输模式和承运货物标准，以标准时间和班次的运输车辆为客户提供快速化、标准化、网络化的运输服务，具有明显的网络规模化运营的特征。基于以汽车作为运输工作的灵活性以及运输网络的规模化等特点，公路快运的业务范围可进一步延伸至提供“门到门”服务、整车快运等。通常公路快运按照组织货物方式的不同分为零担和整车两类业务。

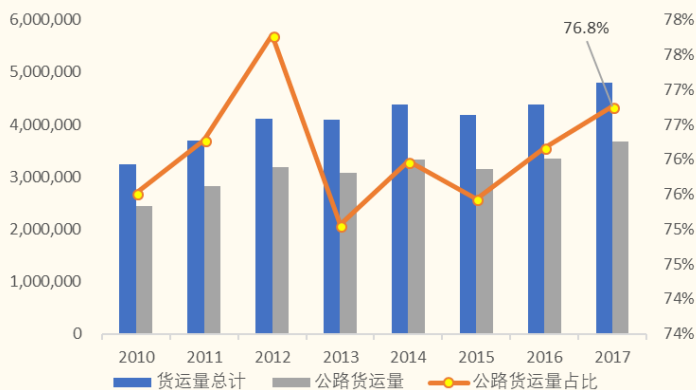
图表 1：快递、零担、整车三分公路货运

公路货运结构	含义	单票规模 (kg/票)	服务对象	特点
快递	通过铁路、公运、水运、空运等交通工具，对客户的小件包裹进行快速投递的货运方式。	0-30	C 端客户为主，货主众多	运量小、运费高、效率高、平均毛利率高、门到门、高时效
零担	将若干件符合体积、重量、包装规格的货物组合拼装成整车，对每件货物分别按照重量和体积计算运费的货物运输。	30-3000	B 端客户为主，货主众多	毛利率低、品种繁杂、量小批多、到站点分散的货物、站到站、较弱时效性
整车	按照整车货物办理承托手续、组织运送和计费的货物运输方式。	3000-10000	B 端客户为主，货主单一	货物一般较大宗，货源构成、流量、流向、装卸地点比较稳定、门到门、弱时效

来源：公开资料整理、国金证券研究所

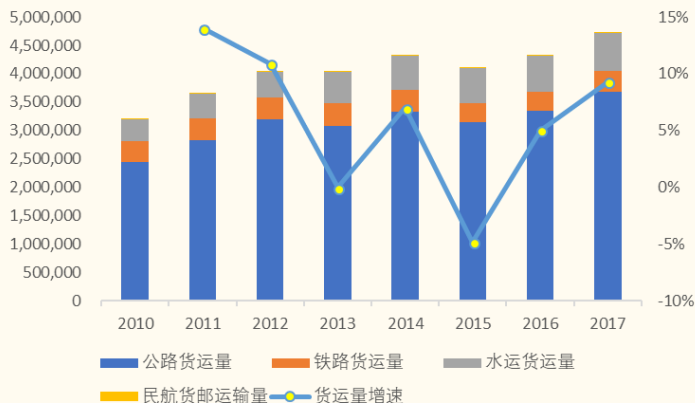
- **2017 年我国货运量总计 4794000 万吨 (+9.28%)，其中通过公路运输完成货运量 3680000 万吨 (+10.14%)，占比达 77%，占比自 2013 年稳步提升。**公路运输货运量增速大于合计货运量增速，公路货运运输将迎来更大市场空间。

图表 2：2017 年公路货运运输量占比达 77%（单位：万吨、%）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：公路货运运输方式占绝对领先优势（单位：万吨、%）

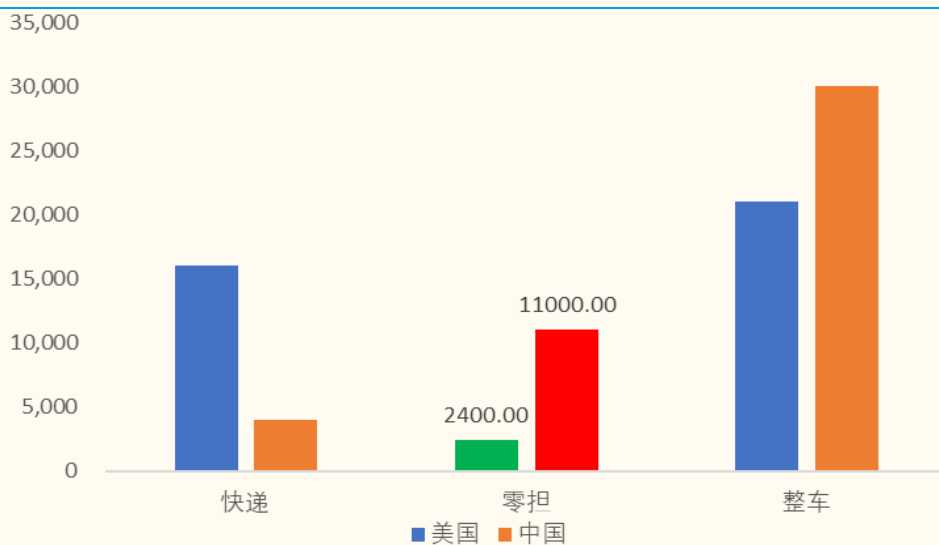


来源：Wind、国金证券研究所

1.2 零担快运市场空间规模万亿级别

- 2017 年，快递市场规模 4000 亿元，整车市场规模 3 万亿。零担快运市场规模 1.1 万亿元，接近快递市场规模的 3 倍，且超过美国零担市场的 4 倍有余。

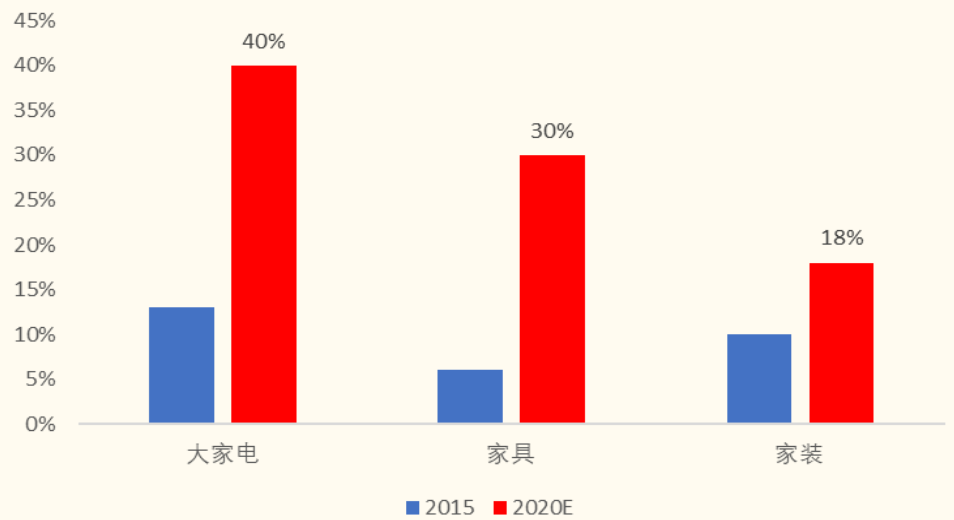
图表 4：我国零担市场超过美国零担市场的 4 倍有余（单位：亿元）



来源：公开资料整理、国金证券研究所

- 电商大件渗透率不断增加，电商大件市场迎来新机遇。受消费升级，未来家电、家具、家装市场将成为主要动力。2015 年家电/家具/家装渗透率仅 13%/6%/10%。未来随着渗透率的增加，零担快运市场空间进一步打开。

图表 5：未来家电/家具/家装渗透率逐步增加



来源：公开资料整理、国金证券研究所

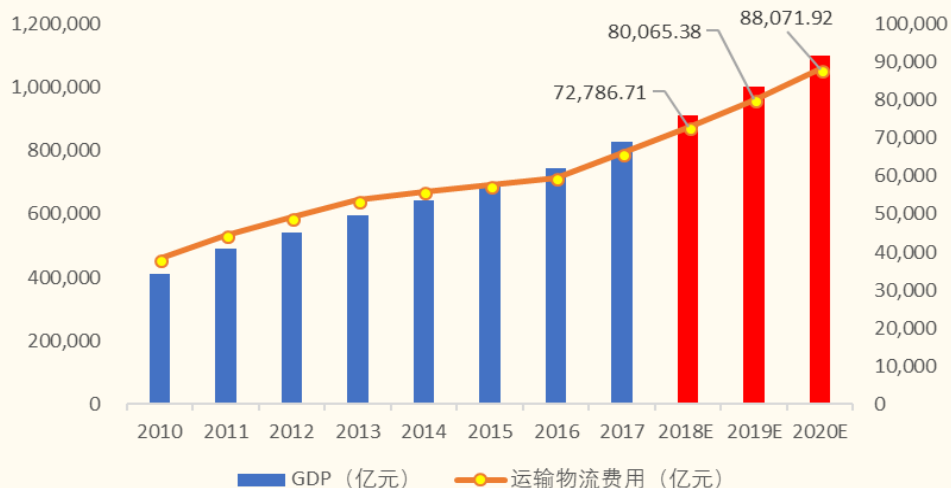
- 2017 年 GDP/运输物流费用为 827122/66000 亿元，假设 GDP 年增长率 6.5%，运输物流/GDP 占比 8%（2017 年占比 8%），预计 2018/2019/2020 年 GDP 为 880884.1/938142.1/999121.3 亿元，运输物流费用 70470.8/75051.4/79929.7 亿元。假设公路货运市场规模/运输物流费用占比 77%（2017 公路货运量占比 77%），零担占比 27%（2017 占比 27%），则预计 2018/2019/2020 年零担市场规模 14650.9/15603.2/16617.4 亿元。

图表 6：预计 2020 年零担快运市场规模 1.66 万亿元

	2017	2018E	2019E	2020E
GDP（亿元、6.5%增速）	827121.7	880884.6	938142.1	999121.3
运输物流费用（亿元、GDP 占比 8%）	66000.0	70470.8	75051.4	79929.7
公路货运市场规模（亿元、运输物流费用占比 77%）	50820.0	54262.5	57789.6	61545.9
零担市场规模（亿元、公路市场占比 27%）	13721.4	14650.9	15603.2	16617.4

来源：国金证券研究所

图表 7：运输物流费用与 GDP 正相关

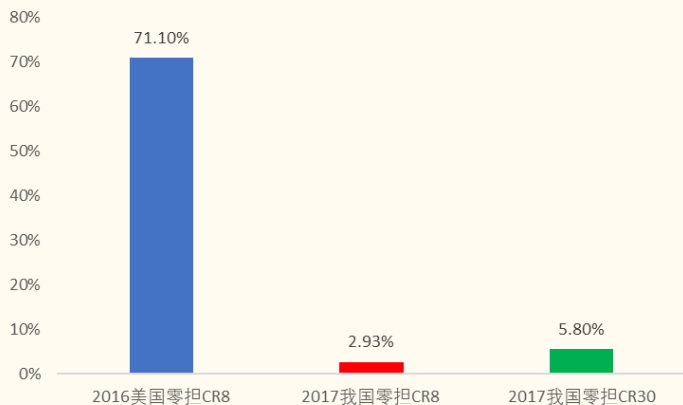


来源：Wind、国金证券研究所

1.3 零担市场格局分散，集中度低，市场尚未成熟

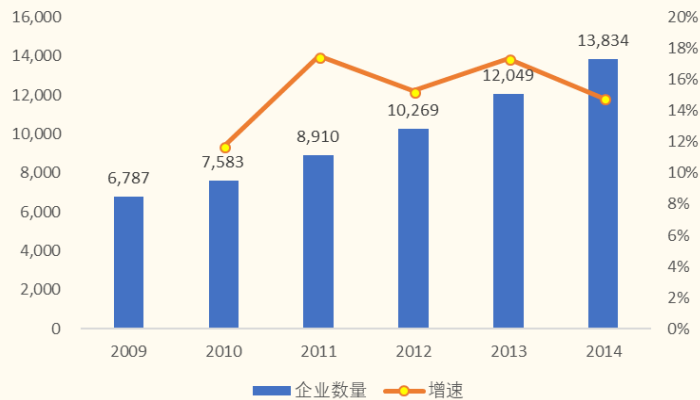
- 由于快运行业入门门槛低，目前零担行业参与企业数量众多，呈高增长趋势。行业参与者众多的同时造成了行业集中度低的结果。据统计 2017 年国内零担快运市场前八仅占 2.93% (2016 美国零担 CR8 达 71%)，前 30 仅占 5.8%，有待进一步提高。

图表 8：中美零担市场集中度对比



来源：公开资料整理、国金证券研究

图表 9：2009-2014 国内零担企业数量增长情况



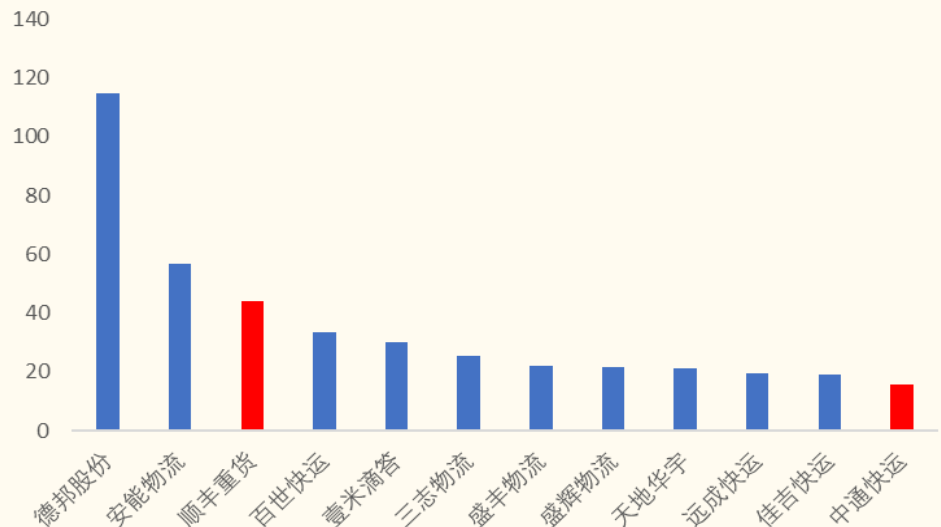
来源：公司公告、国金证券研究所

2. 受市场倒逼，快运或将掀起下一波上市潮

2.1 零担市场容量大+集中度低+电商新机遇，吸引快递企业跨界入局

- 2017 年零担企业收入排名前十二中，已出现快递企业。其中顺丰重货排第三，中通排十二（全网收入进入前八）。另从收购来看圆通之前试图收购华宇，顺丰又成功收拢新邦。因此零担企业若想避免被收购唯有上市。通过上市可以提高市占率，拥有更多资金进一步扩大发展。

图表 10：2017 零担收入前十二出现快递企业

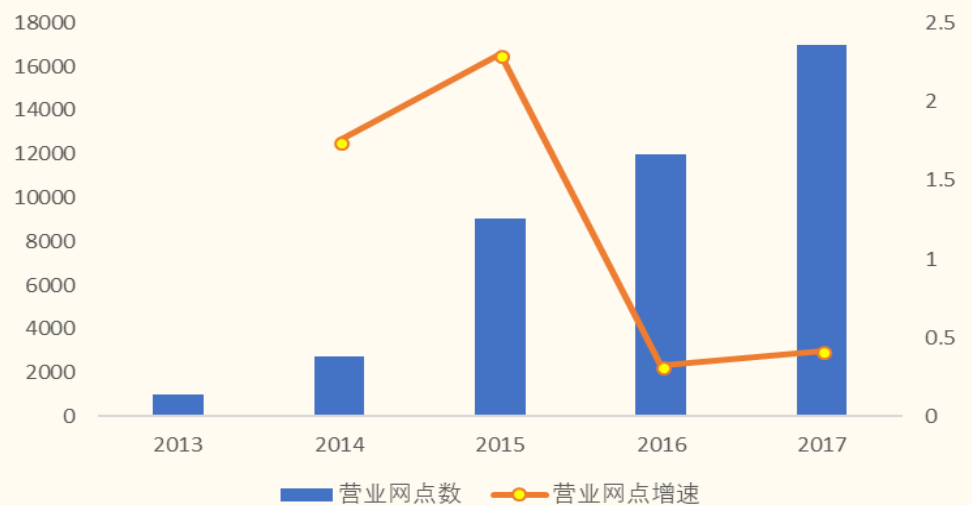


来源：公开资料整理、国金证券研究所

2.2 快运后起之秀-安能快运或将成为继德邦后第二个上市物流公司

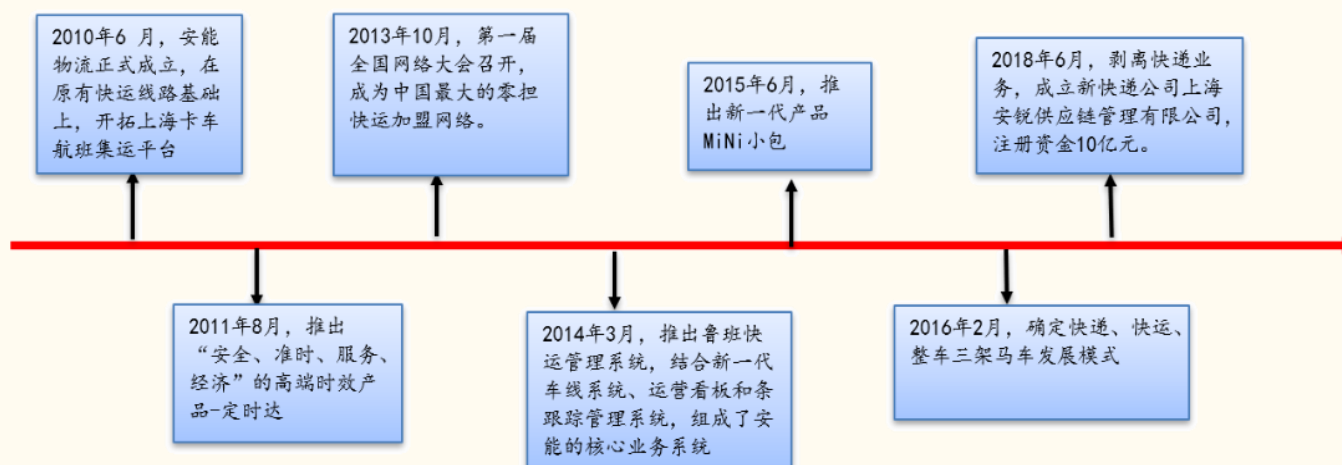
- 目前，安能快运公司已基本确定 2019 年年初携手众卡在美国上市。2018 年，安能剥离快递业务成立上海安锐供应链管理有限公司新快递公司，注册资金 10 亿元。公司自 2016 年 5 月宣布进军快递，经过 2 年的厮杀，快递业务亏损严重，市场份额也在顺丰、三通一达等面前不值一提。所以，安能需要剥离快递选择优质资产快运独立上市。
- 安能物流成立于 2010 年，通过整合零担快运网络和信息化平台，打造了中国最大的零担快运加盟网络，并在此基础上发展了快递、整车等相关业务，实现了年复合 140% 的快速增长。2015 年 9 月安能网点首次超过德邦，2016 年 6 月安能货量首次超过行业老大德邦位居第一。截止 17 年底安能拥有遍布全国的 210 个分拨中心，4000 多条卡车线路及 17000 多个网点用户。

图表 11：安能网点变化情况



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 12：安能发展历程



来源：公司官网、国金证券研究所

2.3 中通快运已进入实质性准备

- 中通快运将在今年包仓打折冲量，为独立上市做好准备，目前公司已完成A轮融资，总金额超过1亿美元，红杉、鼎辉和云峰（云峰马云占股40%）已正式入股。
- 2016年8月中通正式开启快运业务，13个月后就已实现31个省（区、市）全覆盖。截至2017年12月，中通快运在全国共开设直营分拨中心51个，总面积约25万平方米，加盟分拨中心5个，开通省际干线677条。此外，还建立了50个集配站以及2576家一级网点，日货量超过7200吨。自成立以来中通快运每月货量都呈爆发式增长，年复合增长率超过8%，目前中通快运月均货量近20万吨，进入货量排名第一阶梯。
- 中通快运主要客户是电商淘系客户（60%以上）和专业市场的客户，以及一些散客。主要分布在专业市场和电商园区，超半数以上是电商客户订单，2017年3月对接1688物流网，7月和淘宝天猫对接，12月又与京东商城对接，3次对接大大提高了中通业务规模和货源稳定性。

图表 13：中通快运相继与淘宝、天猫、京东商城合作



来源：公司官网、国金证券研究所

2.4 京东物流大概率提前上市。

- 京东物流除了在快递方面的能力建设较为完善外，对大件物流的能力建设也相当重视，2018 年以来京东物流推出大件物流三大 B2B 快运产品：仓配零担、快运零担和整车。其中快运零担和整车都属于纯配产品（门到门服务，不进仓）。已然开始进军快运行业。

图表 14：京东物流 2018 年推出三大快运产品



来源：公司官网、国金证券研究所

- 2018 年 2 月，京东物流获得了来自红杉资本、腾讯等机构的 25 亿美元融资。虽京东物流在计划书提到 2022 年上市和退出机制，但就目前情况来看，公司大概率会提前上市。

3. 巨头争相角逐产品变革，零担快递融合成为未来趋势

3.1 “收缩”与“扩张”，0-60KG 公斤段竞争加剧

- 德邦以全新大件快递 3-60kg 布局大件快递市场，服务也进行了升级。试图通过做精做强的战略，把 3-60KG 的市场做大，用服务质量赢口碑。而德邦做出这样的战略我们认为主要是处于以下两方面的考虑：
 - 大件商品电商渗透率保持高增长态势以及目前竞争对手尚且不多，具备巨大发展空间。
 - 电商大件货重接近于小票零担，服务上接近快递（保时效、送货上门保安装），处于零担与快递的模糊地带。而小票零担正是其强项（零担界领军者），在管理规范、标准统一、高执行力等方面具有无可比拟的优势。
- 壹米滴答扩张产品线进一步优化产品体系，打造综合物流服务商。企业近期推出新产品“调拨异调”（6 月 12 日发布）、“壹键发”（6 月 14 日发布）、“壹米小件+滴答到门”（7 月 1 日发布）。

图表 15：壹米滴答近期推出的新产品

产品名称	发布日期	特点
调拨异调	2018/6/12	针对大零担业务特推出增值服务产品
壹键发	2018/6/14	针对网点出现的“大客户借款周期长、垫付资金大”等问题现状打造的金融产品
壹米小件+滴答到门	2018/7/1	针对以电商大件为重要发力点的业务拓展

来源：公司公告、国金证券研究所

3.2 从网络为王到产品为王

- **产品定位，各自不同。**安能、百世快运、壹米滴答等企业近两年通过“中心直营+网点加盟”模式取到了快速发展与成本优势，短期内实现了网络化，网络全面覆盖已搭建完成。巨头不断入局，未来市场竞争越来越激烈，竞争层面将从网络上升到产品。“服务、时效、价格”成了主要的竞争力。
- **产品上，**德邦、天地华宇、佳吉等主要定位 0-500kg 的小件零担，而壹米滴答、安能等的定位是在 5kg 到 3 吨的零担货物以及整车业务，业务全线覆盖。

图表 16：代表零担企业产品分类

企业	快递产品	快运产品	小票产品	大票产品	整车产品
德邦	标准快递 (0-30kg)、大件快递 (3-60kg)	精准卡航、精准城运	精准汽运	-	整车运输
安能	迷你小包 (5-70kg)	定时达、标准快运	小票零担 (70-500kg)	大票零担 (500kg 以上) / 普惠达 (800kg 以上)	整车业务
壹米滴答	壹米小件 (5-60kg)	滴答到门 (60-150kg)	小票快运 (150-500kg)	大票零担 (500kg 以上)	整车业务
百世快运	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)	整车业务
远成快运	便利达 (0-30kg)	300 特惠件 (30-300kg)		物流件 (1T 以上)	整车业务
天地华宇	易到家 (0-30kg)	定时达	经济快运 (30kg 以上)	-	专车达
龙邦快运	龙邦次日	龙邦隔日	“小货通”(10-300kg)	“大快运” (300kg-3T)	整车运输
佳吉快运	ARD 小包裹 (0-30kg)	定时达	零担快运 (30-500kg)	-	整车运输

来源：公开官网、国金证券研究所

- **产品价格方面，壹米滴答总体价格最低。**从“上海浦东——深圳福田”上零担企业报价上来看，重货价格总体在 1-2 元之间，轻货大部分在 300-400 元/立方左右。时效上来看，德邦、安能等企业推出的高时效产品，一般价格高。综合比较，在时效差不多的条件下，壹米滴答总体价格最低。而这个主要是由于壹米滴答的零担网络是通过网点揽货+区域线路直开，能够实现成本与时效的优化。与目前大多数全网快运企业“标准化流程+计费规则+多级分拨体系”不同。

图表 17：“上海浦东——深圳福田”零担企业报价

企业	产品	重货 (元/公斤)	轻货 (元/立方)	时效(天)
壹米滴答	壹米小件	0.7	140	3
	滴答到门	0.69	138	3
	标准快运	0.66	132	3
百世快运	标准快件	1.14-1.18	229-235	3
	惠心件	1.26-1.3	252-259	3
中铁物流	中铁物流	1.37	314	4-5
天地华宇	经济快运	1.4-1.48	308-326	4-5
	定日达	1.68-1.76	370-387	3
新邦物流	新邦专线	1.49	320	3-4
	新邦快线	1.85	392	2
卡行天下	小票直通车	1.7	380	6
中通快运	标准快运	1.75	350	3-4
	标准快运	1.87	372	4
	迷你小包	1.95	390	2
	定时达	1.95	390	2
安能物流	标准快件	1.87	372	4
	精准汽运	1.73-1.81	362-380	3-4
德邦	精准卡航	2.09-2.18	439-457	2

来源：公开资料整理、国金证券研究所

3.3 快运快递相互渗透，融合成为未来趋势

- 随着快递市场逐步走向成熟，快递巨头公司通过单价产品重量上沿进入快运行业，而快运行业通过单价产品重量下延进入快递企业，未来快递与快运融合成为未来趋势。目前零担企业的快递产品基本都覆盖了 30 公斤以下的货物，明确了“标准化”、“快”、“到门”等快递属性，主打价格低廉。壹米滴答推出的“滴答到门”产品重量甚至能达到 150kg 并提供送货上门服务。快递企业的零担产品定位来看，大多定位在 10-200kg 不等，以小零担业务为主。

图表 18：近年来快递快运相互渗透

	企业名称	时间	事件
快递向快运跨界	顺丰	2014.4	推出“物流普运”业务，正式跨入快运
	中通	2016.8	启动全国快运招商加盟
	韵达	2017.9	启动全国快运招商加盟
快运向快递跨界	圆通	2017.3	试运行圆通快运，聘用零担快运领域高管
	德邦	2013.9	德邦快递业务启动会举行，正式进军快递领域
	安能	2016.5	安能快递全国招商加盟会在上海召开
	远成、晟邦	2017.7	获得国家邮政局颁发的《快递业务经营许可证》

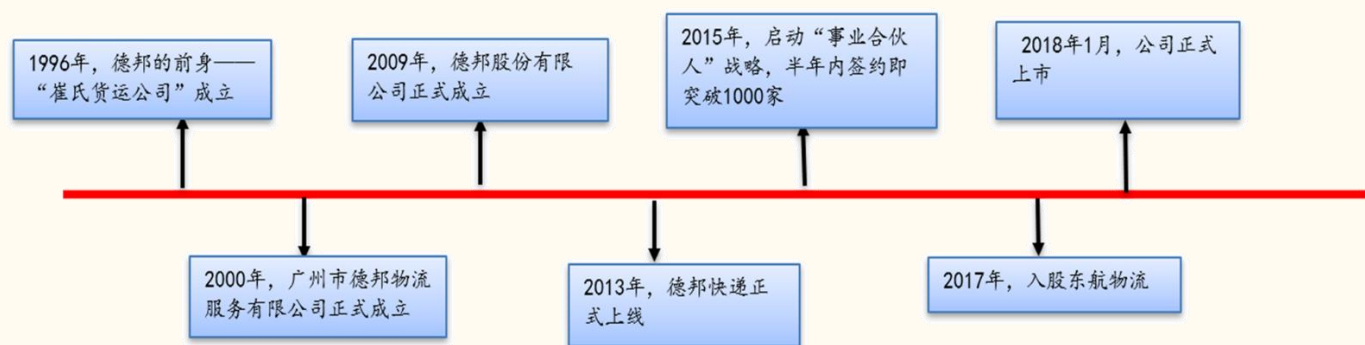
来源：公开资料整理、国金证券研究所

4.重点公司推荐

快运龙头稳固、大件快递高速发展-德邦股份

- 德邦自 1996 年开始涉足快运，深耕零担快运，行业龙头地位凸显。目前覆盖零担、快递、整车、仓储供应链、跨境等多个业务板块。截至 2018 年 3 月，公司网点近 10000 家，服务网络覆盖全国 34 个省级行政区，全国转运中心总面积超过 120 万平方米。2018 年 1 月，德邦物流股份有限公司正式在上交所挂牌上市，公司简称“德邦股份”，成为国内首家通过 IPO 上市的快递物流企业。

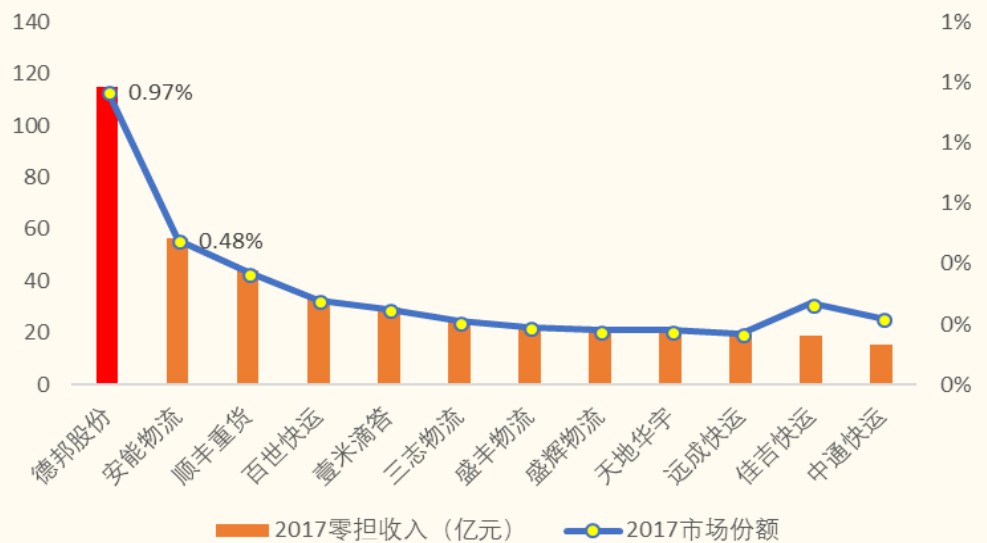
图表 19：德邦发展简要历程



来源：公司官网、国金证券研究所

- 公司快运龙头优势遥遥领先。德邦股份凭借领先的直营模式+标准高端产品+高端市场定位，成为首个突破 25 亿元天花板的零担企业。2017 年公司零担收入/行业市占率达 114.8 亿元/0.97%均排第一，市占率领先于排名第二的安能物流（2017 市占率 0.48%）两倍多，成为零担行业领域绝对龙头。

图表 20: 2017 零担企业排名前十市占率，德邦领先优势明显



来源：运联传媒、国金证券研究所

- **领先的直营网点。**公司公路快运和快递的核心竞争力主要在于运输网络的覆盖程度以及货物运输的安全性和时效性。截至 17 年底，公司的网点共计 10,087 个网点，其中直营网点 5,278 个，事业合伙人网点 4,809 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%，能够在较广范围内实现揽货和配送。

图表 21: 公司营业网点分布图

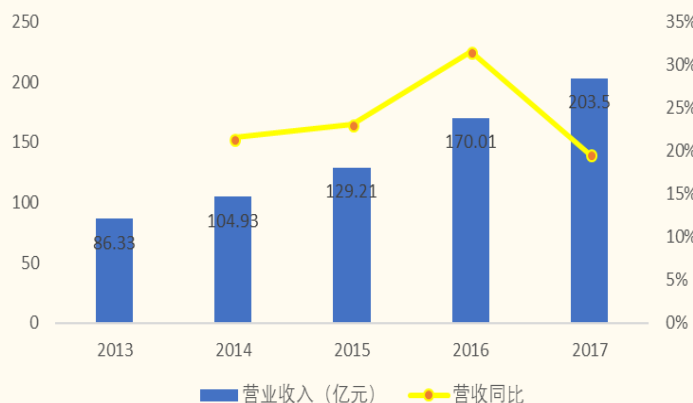


来源：公司年报、国金证券研究所

- **深耕快运，快递核心业务增长迅猛。**公司自 2013 年涉足大件快递业务并将快递产品定位为“中国性价比最高的重货快递”（主要针对货物重量在 3-30kg 的快递产品）。2017 年，公司实现应收 203.5 亿元（+20%），归母净利润 5.47 亿元（+44%）。营业收入 2013-2017 年实现 CAGR 达 24%。其中快运/快递营收 129.94/69.28 亿元，占比 64%/34%。目前快递作为公

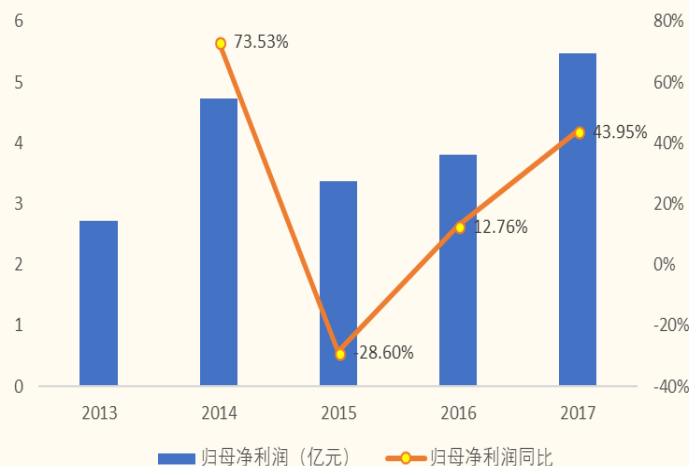
司的核心业务，17 业务营收同比增速 69%，2015-2017 年 CAGR 达 97.56%

图表 22：营收 2015-2017CAGR 达 24%



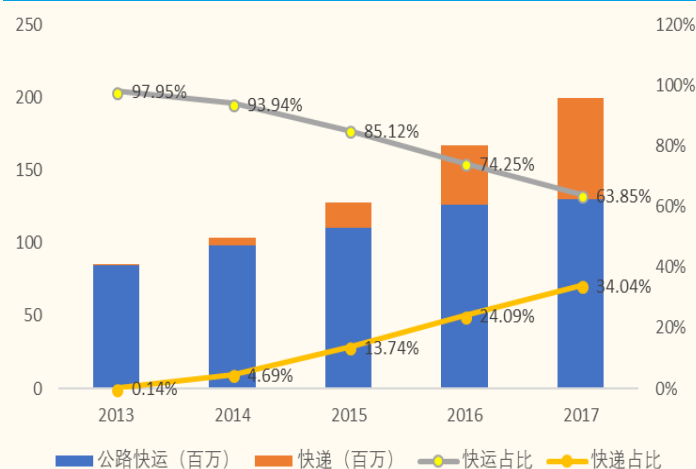
来源：Wind、国金证券研究所

图表 23：归母净利润增速自 2015 年快递扭亏为盈，反转回升



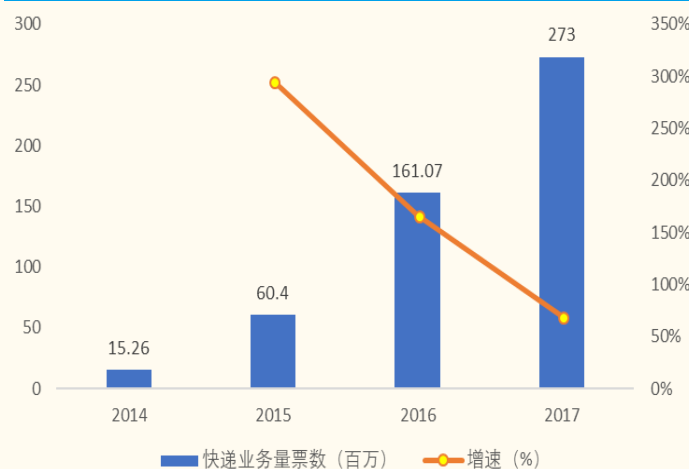
来源：Wind、国金证券研究所

图表 24：立足快运，快递核心业务增长迅猛



来源：Wind、国金证券研究所

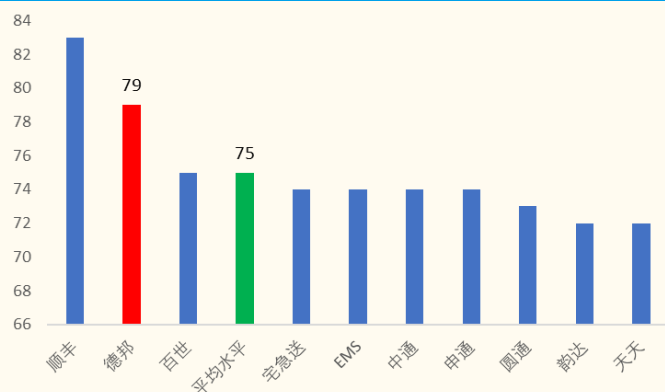
图表 25：快递业务量飞速增长



来源：公司公告、国金证券研究所

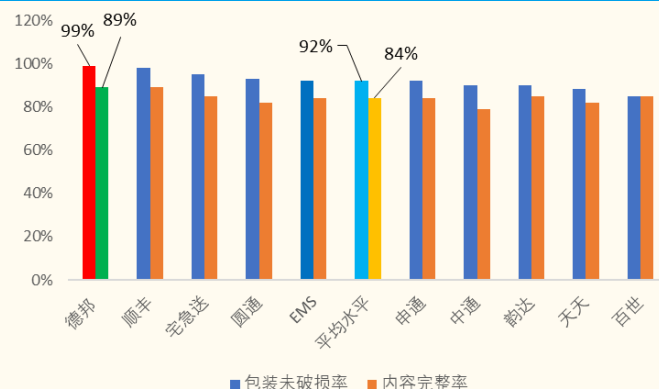
- **领先服务质量。**直营模式下，公司时效性与安全性的竞争优势日益凸显。通过对人、车、路精益化的管理，确保货物安全、高效送达。公司快递业务通过三年的发展，服务质量已达到行业前列。

图表 26：中国消费者协会前 10 家快递公司综合评分



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 27：中国消费者协会前 10 家快递公司快递件包装和物品完整率

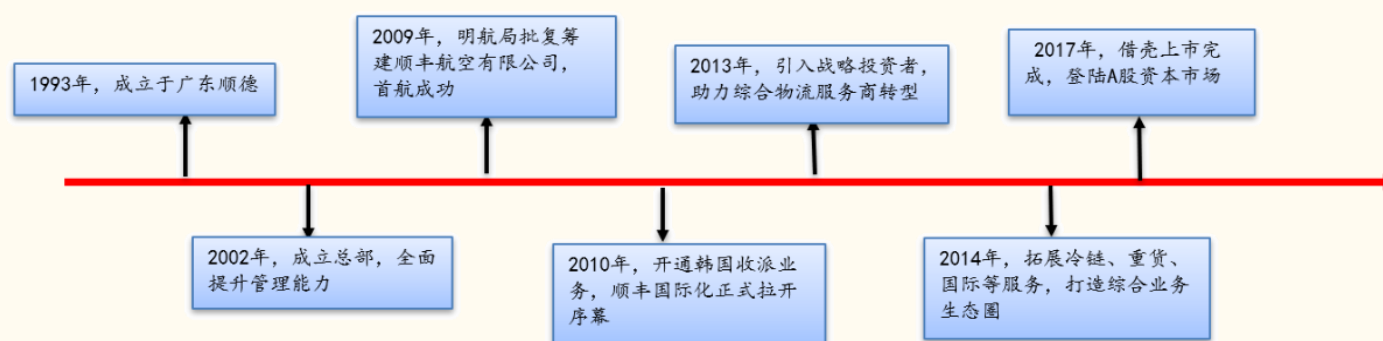


来源：公司年报、国金证券研究所

快递龙头，新业务表现亮眼-顺丰控股

- 1993 年，顺丰诞生于广东顺德。2016 年 12 月 12 日，顺丰速运取得证监会批文获准登陆 A 股市场，2017 年 2 月 24 日，正式更名为顺丰控股。目前公司是国内领先的快递物流综合服务商、智能物流运营商。拥有通达国内外的庞大物流网络，是一家具有“天网+地网+信息网”三网合一、可覆盖国内外的综合物流服务运营商。

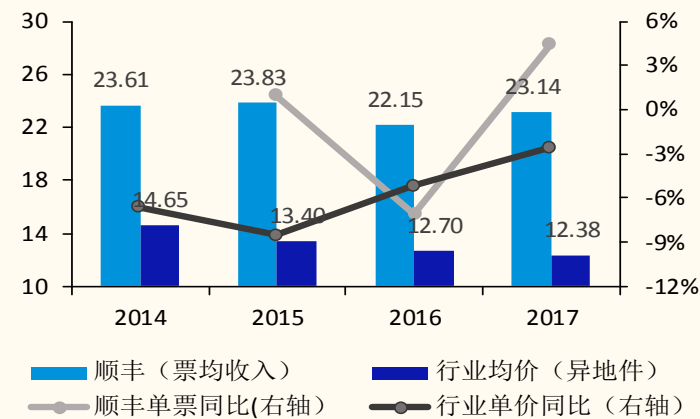
图表 28：顺丰公司发展简要历程



来源：公司公告、国金证券研究所

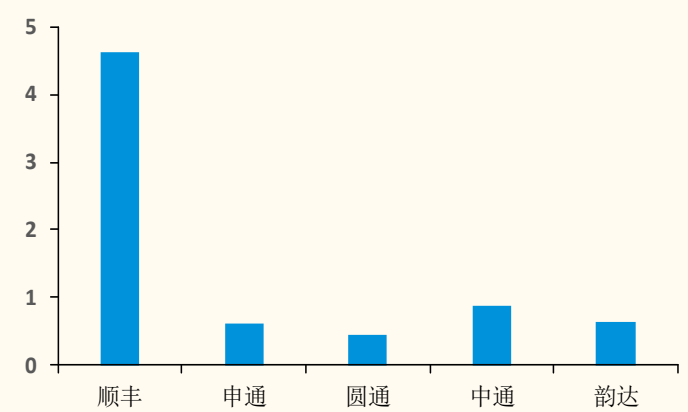
- 定位中高端产品，快递龙头占绝对领先优势。2017 年平均单票收入 23.13 元，而行业平均水平为 12-14 元/件左右。2017 年，顺丰营收规模达 710.94 亿，排名第一。单件毛利 4.52 元，明显高于同行业其他公司，稳居行业龙头的位置

图表 29：顺丰票均收入持续高于行业



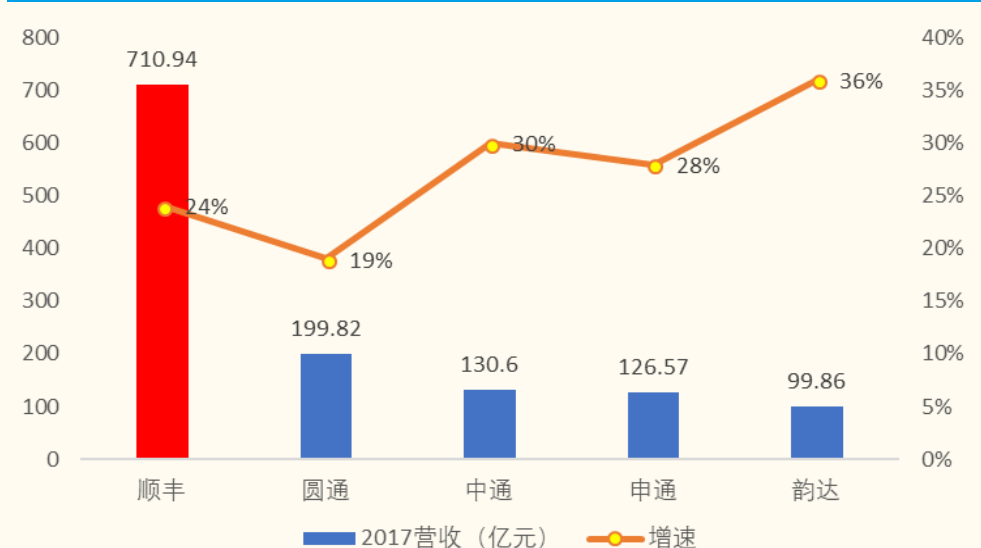
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 30：顺丰单件毛利占领先优势



来源：公司公告、国金证券研究所

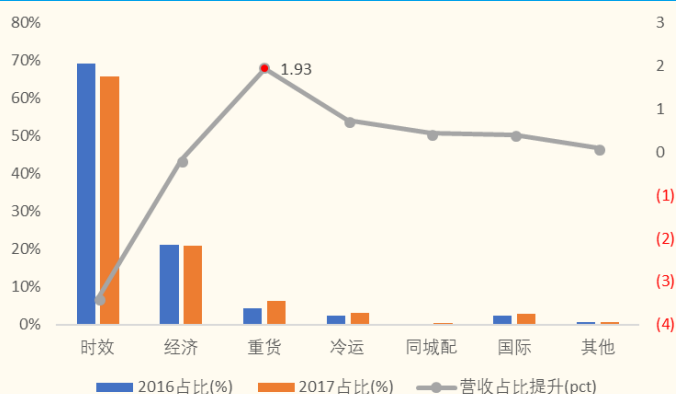
图表 31：快递企业前五中顺丰占领绝对领先优势



来源：公司公告、国金证券研究所

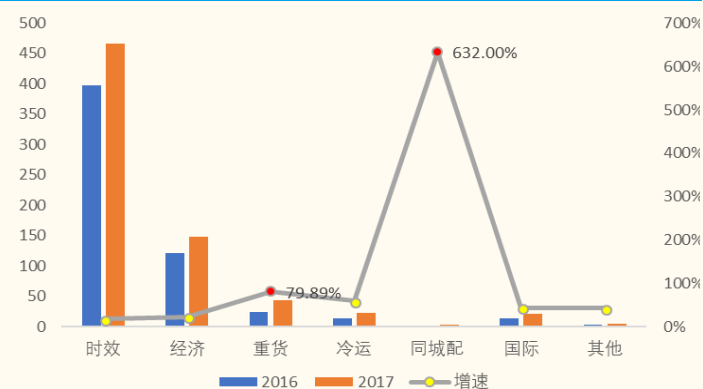
- 传统业务稳步发展，新业务表现亮眼。2017 年公司收入维持了较高的增速，时效/经济产品收入同比增长 17.6%/22.6%，传统业务（时效+经济）营业收入达到 615 亿元（+18.8%）。新业务（重货+冷运+同城配+国际业务）表现亮眼，合计占营收比 12.8%，相比 2016 年提升 3.49pct。其中同城配营收同增 636.2%，重货同增 80%，表现最为出色。

图表 32：2017 年重货收入占比提升 1.93pct



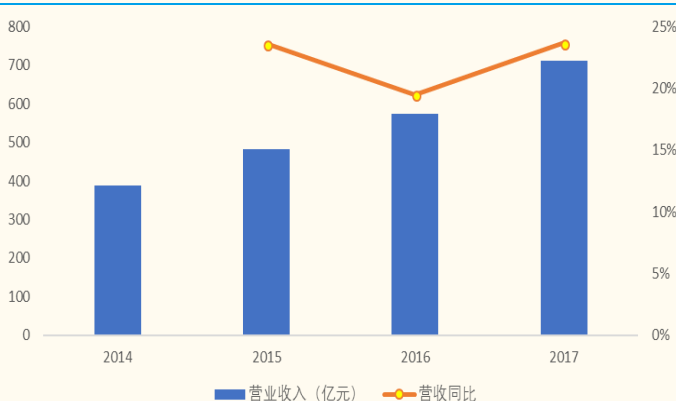
来源：公司年报、国金证券研究所

图表 33：同城配、重货表现亮眼



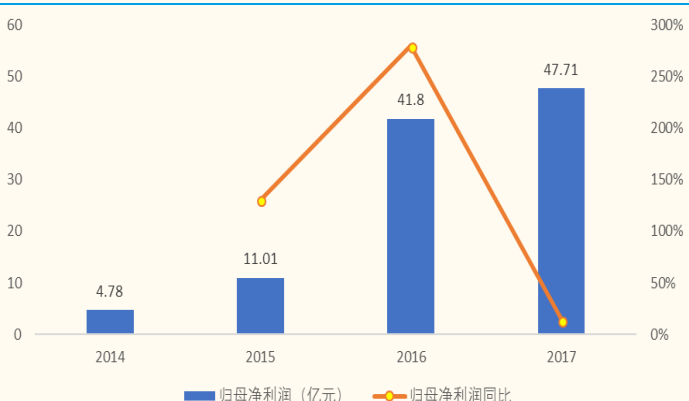
来源：公司年报、国金证券研究所

图表 34：2017 年营收 710.94 亿元 (+23.68%)



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 35：2017 年归母净利润 47.71 亿元 (+14.14%)



来源：公司年报、国金证券研究所

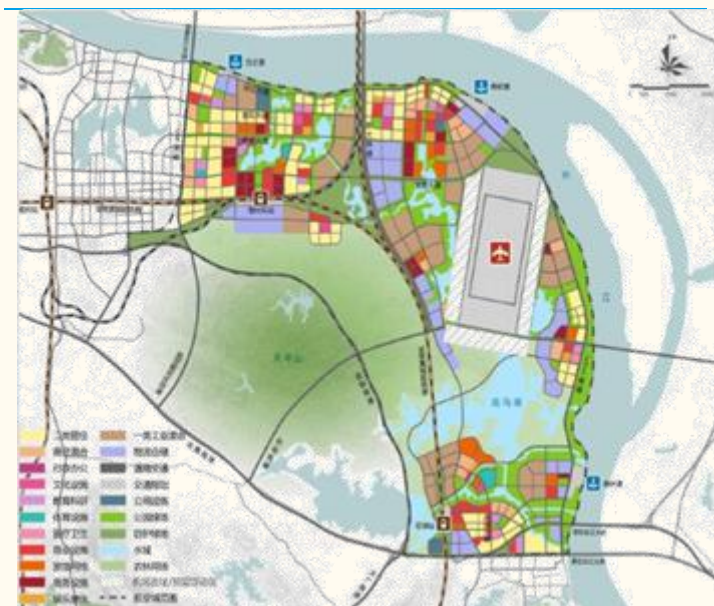
- **航空运件+自建机场为新业务（重货）发展铺平道路。**2009 年，顺丰航空成为我国首家民营货运航空公司，现今已发展为国内全货机数量最多的货运航空公司以及国内航空货运最大的货主。截至 17 年底，国内快递企业中，仅顺丰控股、EMS 和圆通速递三家成立了物流航空公司，拥有独立航空运输能力。无论从全货机数量、航线数还是运力能力，顺丰控股在国内行业中都是领先的。2018 年 2 月，公司与湖北政府合作建设的枢纽机场项目鄂州机场，已取得国务院及中央军委立项批复。预计建设完工并交付使用后，1.5 小时飞行圈可覆盖全国 90% 的经济总量公司，保守估计将会减少 20-30% 的航空运营成本。未来“全货机+散航+无人机”的天网体系，将进一步优化公司的核心竞争优势。

图表 36：顺丰自有航空运力遥遥领先

	顺丰	圆通	EMS	单架运力 (吨)
波音 737-300	14	10	14	15
波音 737-400	3		8	15
波音 757-200	23		4	28
波音 767-300ER	5	-	-	60
机队规模	45	10	26	
总运力 (吨)	1199	163-176	442	

来源：民航资源网（截至 2018/6/30）、国金证券研究所

图表 37：鄂州机场地理位置



来源：投资者推介报告、国金证券研究所

图表 38：国内最大货运航空公司+航空货运最大货主

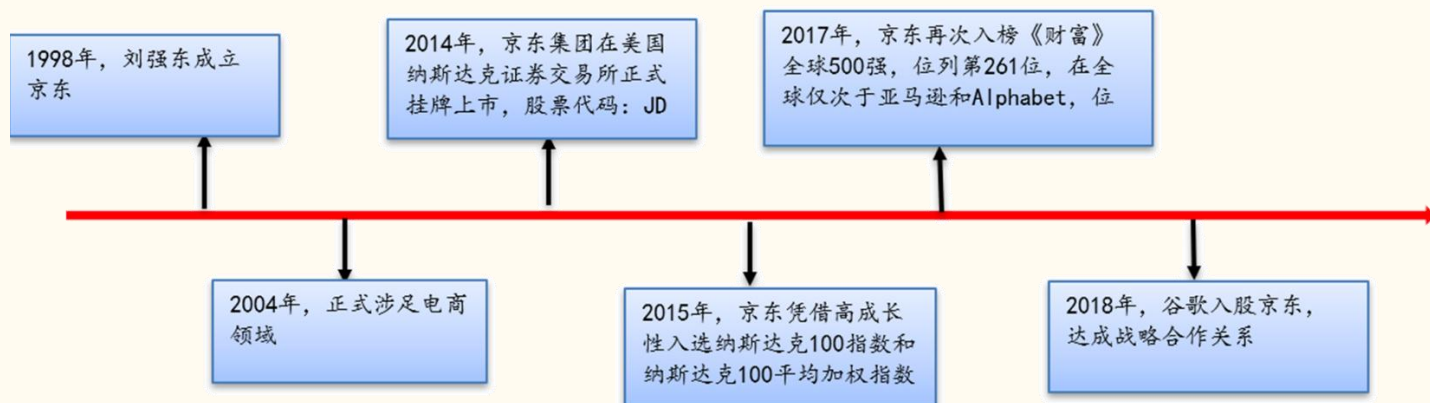


来源：公司年报、国金证券研究所

电商龙头+全球战略推进-京东

- 京东成立于 1998 年，于 2004 年正式涉足电商领域。2014 年 5 月，京东集团在美国纳斯达克证券交易所正式挂牌上市，是中国第一个成功赴美上市的大型综合型电商平台。2017 年，京东集团市场交易额接近 1.3 万亿元。2017 年 7 月，京东再次入榜《财富》全球 500 强，位列第 261 位，在全球仅次于亚马逊和 Alphabet，位列互联网企业第三。目前公司已成为中国最大的自营零售商，也是中国第二代的 B2C 平台。

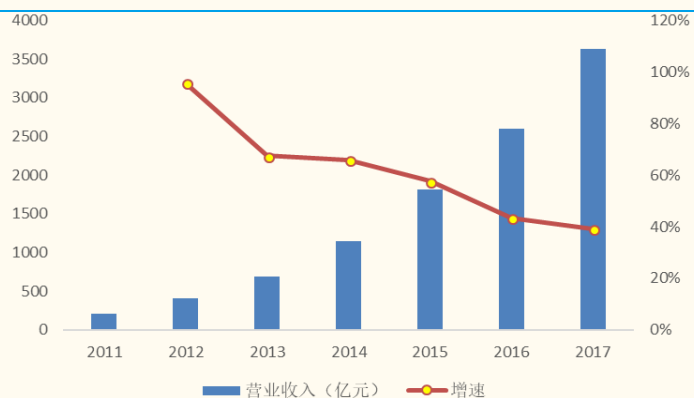
图表 39：京东发展简要历程



来源：公司官网、国金证券研究所

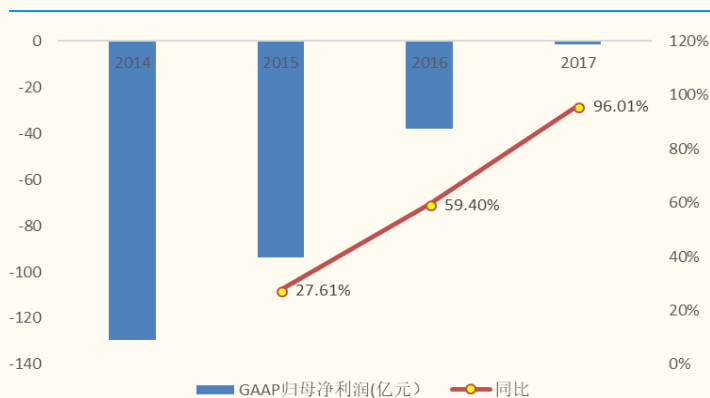
- **营收高增长，GAAP 归母净利润持续改善。**京东的主要业务包括在线业务，服务收入，在线包括 3C、家电等自营商品的销售，服务收入包括了广告收入、第三方商家的佣金收入、物流等服务型收入。**2017 年公司实现营收 3623 亿元（+40%），GAAP 归母净利润-1.52 亿元（+96%）。其中在线/服务收入 3318/305 亿元，占比 92%/8%。**

图表 40：京东营收持续高增长



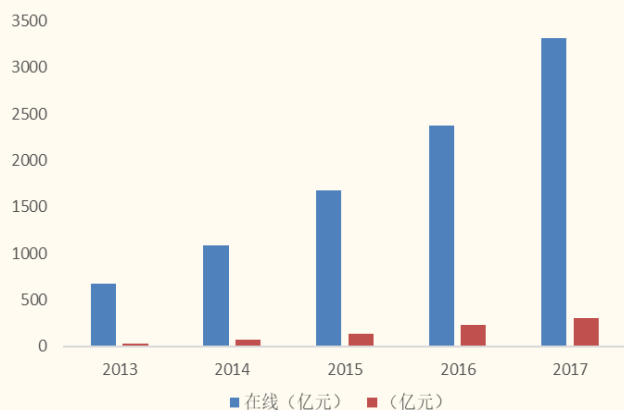
来源：Wind、国金证券研究所

图表 41：京东 GAAP 归母净利润持续改善



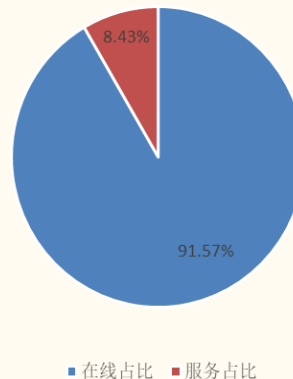
来源：Wind、国金证券研究所

图表 42：京东收入结构逐渐优化



来源：Wind、国金证券研究所

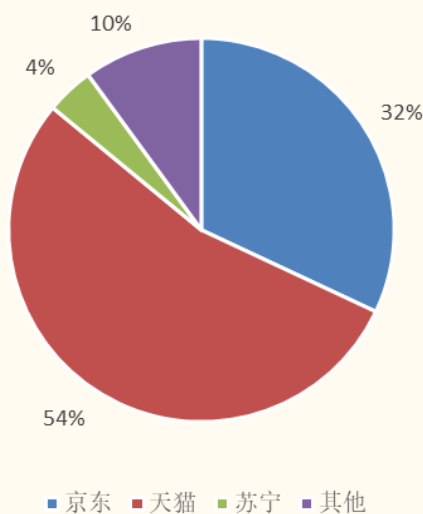
图表 43：在线业务是其主要收入来源



来源：Wind、国金证券研究所

- **B2C 平台格局稳定，京东占领领先市场份额。**整个 B2C 市场呈现二八分化。2018 年，天猫+京东超过 80%。天猫蝉联首位，占比 52.73% (+4.97pct)，京东市占率 32% (+7.1pct)，排行第二。

图表 44：京东占据 B2C 网络零售市场 32.5% 市场份额



来源：公开资料整理、国金证券研究所

- **携手谷歌，实现全球化战略扩展。**6 月 18 日，京东公告，谷歌将以 5.5 亿美元现金投资京东，收购约 2711 万股新发行的京东 A 类普通股，交易后拥有京东约 1% 的股权。公告称双方将结成广泛的战略合作伙伴关系。京东计划优选一系列高品质商品，通过 Google Shopping（谷歌购物）在全球多个地区进行销售。本次合作是两大巨头发挥优势、探索更多业务可能性的合作，中国最大自营电商在供应链和物流领域的专业能力+全球搜索巨头强大的流量、技术优势相结合；对于京东而言，此次合作将：（1）开启强强联合零售解决方案。（2）助力京东全球化出海扩张。（3）更低的市场营销费用、更高效的购买转化。
- 谷歌是全球最大的互联网企业。2017 年 Alphabet 营业总收入达 1108.6 亿美元，同比增速 22.8%。谷歌具备强大的科研实力和覆盖面

较广的用户群体。截止到 2018 年，GoogleShopping 广告占有零售搜索广告支出的 76.4%，其带来的点击量占有所有点击量的 85.3%。

5.重点推荐公司盈利预测与评级

图表 45：重点推荐公司盈利预测与评级

公司	股价	EPS			PE			评级
		17A	18E	19E	17A	18E	19E	
顺丰控股	42.71	1.08	1.27	1.61	39.5	33.6	26.5	买入
德邦股份	25.39	0.64	0.76	1.07	39.7	33.4	23.7	买入
京东	35.86	0.70	1.78	3.50	51.2	20.1	10.2	N.A.

来源：2018/7/31Wind 一致预测、国金证券研究所

6. 风险提示

- **电商增速不及预期：**作为推动快运发展的动力因素，若增速不及预期，将导致快运发展受阻。
- **恶性竞争，爆发价格战：**行业竞争加剧，产品趋于同质化，难免陷入价格战，将有碍于行业的健康发展。
- **油价大幅上涨：**人力以及运费是快运行业的最大成本。若油价大幅上涨，将大幅增加行业的运费成本，从而侵蚀行业盈利。

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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。

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，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。国金证券建议客户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的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业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