

物流行业深度报告  
2021年5月9日

# 政策底出现，快递行业将去向何方？

分析师：许 可      登记编号：S1220518090001

联系人：周延宇、钟文海

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。  
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

## 一、回顾2020：京腾系崛起，行业增量不增利

2020年快递行业格局剧变，京腾系快递京东物流、极兔快递崛起，行业增量不增利。2020快递业务量同比增长31%达到833.58亿票，增速创下四年新高。在中低端赛道，价格工具被滥用，头部企业面临巨大的竞争压力。

## 二、展望2021：大资本开支周期启动，2021仍然供需失衡

增量不增利的背景下，快递行业大资本开支周期逆势启动。2020年头部五家企业资本开支超360亿，占总营收比重达13.4%。大资本开支周期对行业造成两方面影响，一方面融资能力不足的企业会面临巨大的现金流压力，另一方面扩张的资本开支导致行业供需缺口放大（2021行业供给增量358亿票，需求增量200亿票，供需缺口158亿票），行业市场化的价格战压力犹在。

## 三、研判：价格战总会过去，寻找企业价值底

快递有公共事业的属性，但底色仍然是民营企业。价格战只是民营快递企业实现利益最大化的工具，一旦价格战损伤到企业根基或者无法起到出清作用，快递行业都有动力回到合理的盈利水平。从美国和日本的快递价格战经验来看，恶性价战三年行业完成出清，中国快递恶性价战已经开始一年半，随着浙七条出台，行业政策底出现，价格战终点亦可展望。

## 四、投资建议：杀业绩不杀逻辑，长期推荐顺丰、中通

长坡厚雪，物流赛道的大空间和强规模效应是行业的长逻辑。中高端赛道龙头顺丰仍然是交运行业最具有成长潜力的公司，从品牌协同（单票收入最高）到业务协同（单票成本优化），顺丰的护城河与壁垒在持续的加深；在中低端赛道，中通快递凭借规模、投资、管理的领先打造全球最低成本快递企业。虽然两龙头短期受制于成本、竞争，业绩短期承压，但杀业绩不杀逻辑，保守估值下（顺丰2550-3000亿，中通1513-2083亿），长期推荐顺丰控股、中通快递。

**风险提示：**价格战加剧的风险、行业景气度不及预期的风险、上下游整合带来的并购风险、快递加盟商爆仓的风险

## 一、回顾2020：京腾系快递崛起，行业增量不增利

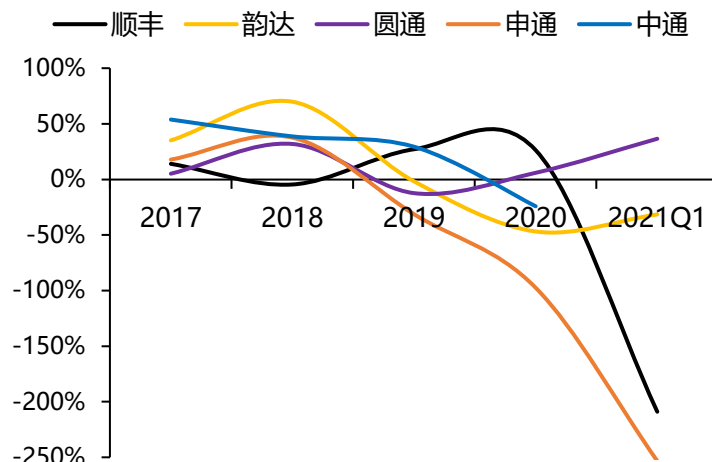
# 1.1 行业增速创四年新高，企业盈利却普遍下滑

- **行业增速反弹，企业增速分化：**后疫情时代，电商需求的再度爆发又为快递行业带来了高景气度，行业业务量增速反弹，头部企业增速维持高位，但申通、百世增速掉队，2021Q4 CR4也加速提升至63%。
- **高增长抑制了行业出清的进度，也抑制了企业盈利：**2020年行业增速达到31%，中通、韵达、圆通、申通作为电商快递高景气度的直接受益者，在业务量维持高增长的情况下，企业盈利却出现负增长。在格局恶化的背景下，需求高增长不但不再成为推动企业利润增长的动力，反而抑制了行业出清的进度，进而抑制了企业的盈利。

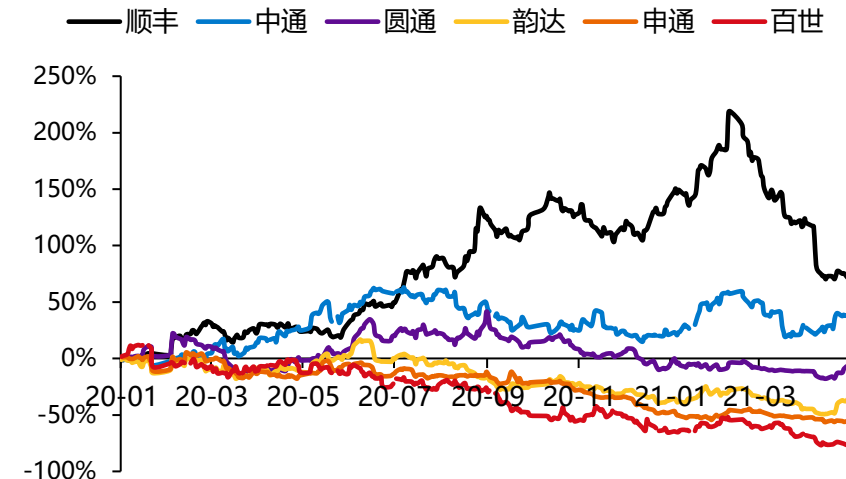
图表1：2020年业务量高速增长

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
行业	48%	51%	28%	27%	25%	31%	75%
顺丰	22%	31%	18%	27%	25%	68%	44%
中通	62%	53%	38%	37%	42%	40%	90%
韵达	36%	51%	47%	48%	44%	41%	89%
圆通	63%	47%	14%	32%	37%	39%	89%
申通	11%	27%	20%	31%	44%	20%	91%
百世	91%	54%	74%	45%	39%	13%	32%

图表2：归母净利润增速不断下滑



图表3：2020年至今头部企业股价表现产生分化



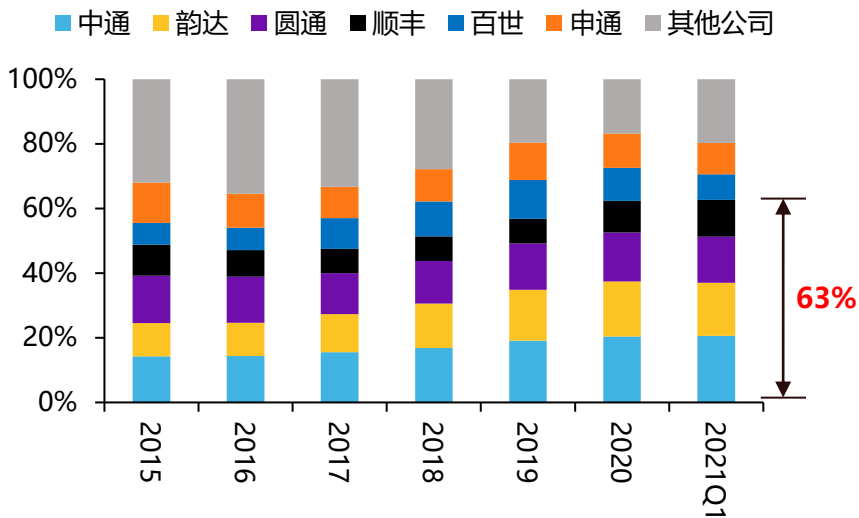
## 1.2 格局：京腾系崛起，极兔创造增长奇迹

- **京腾系崛起**：快递市占率TOP8里面，2020年增长最快的是顺丰、京东物流、韵达，同比增速分别达到68%、50%、41%。
- **极兔快递的增长奇迹**：极兔正在复刻快递领域的PDD增长奇迹，起网时间约一年的极兔日均票已超过千万票。但增长奇迹的背后，免不了价格厮杀。

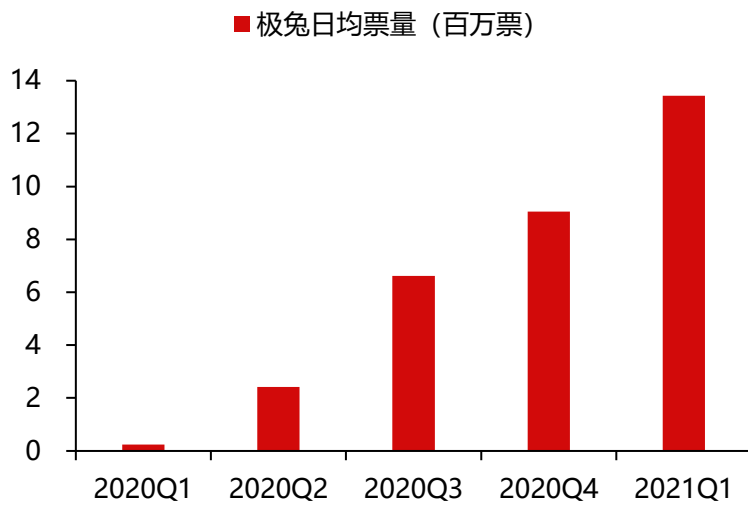
图表4：格局——京腾系崛起



图表5：行业集中度稳步提升



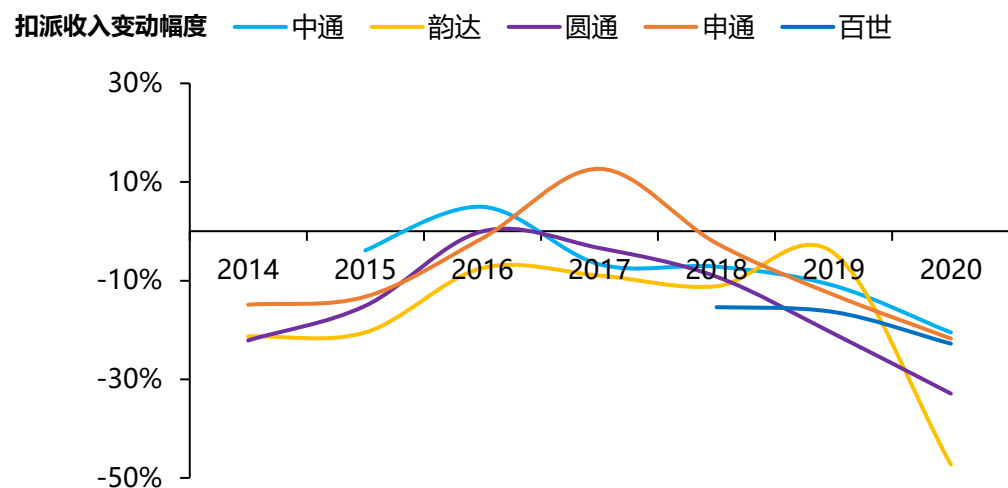
图表6：极兔日均票量急剧增长



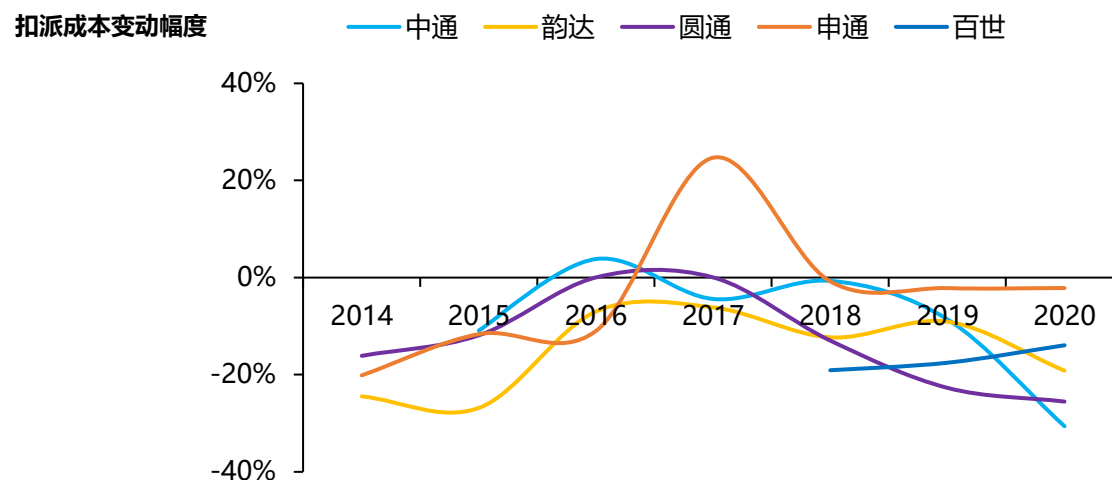
# 1.3 恶性价格战继续，已经持续一年半

- **恶性价格战启动：**2020年行业单票收入降幅达到10%，14年以来的新高，通达百世顺丰单票收入降幅均在20-30%的区间，但快递行业单位成本的降幅基本只能维系在10-20%的区间，价格战已经脱离成本，彻底演化为恶性价格战。
- 如果以2019Q4作为快递行业恶性价格战的起点，那截止到2021Q1，中国快递行业的恶性价格战已经持续一年半的时间。

图表7：头部企业单票收入降幅显著高于单票成本降幅



图表8：行业成本持续压低，但申通、中通降幅收窄

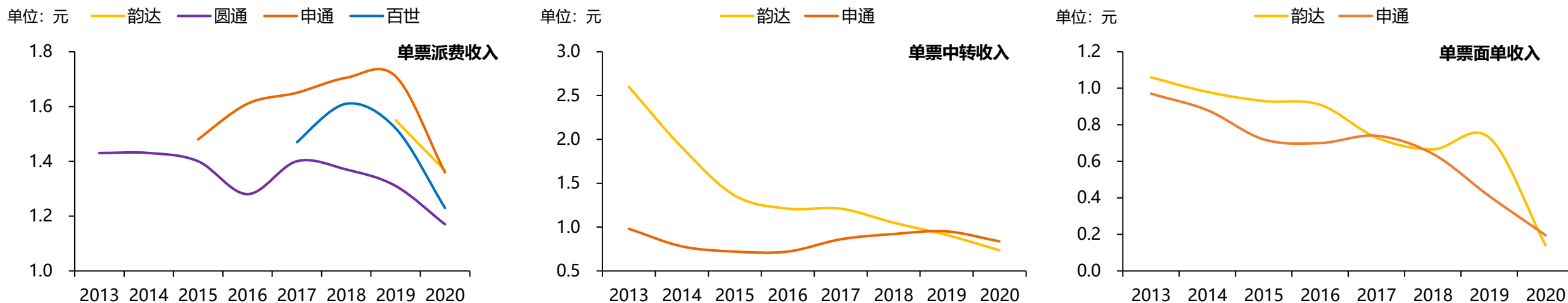




## 1.3 价格压力逐渐由小哥和上市公司本身承担

- 以韵达和申通为例：2020年韵达与申通的单票收入分别下降30%与21%，其中单票面单收入分别贡献61.5%与33.1%的降幅，单票派费收入分别贡献19.2%与54.3%的降幅，单票中转收入分别贡献18.2%与17.5%的降幅。价格的压力逐渐由快递小哥和上市公司本身承担，以面单收入和派费收入下降的形式体现。

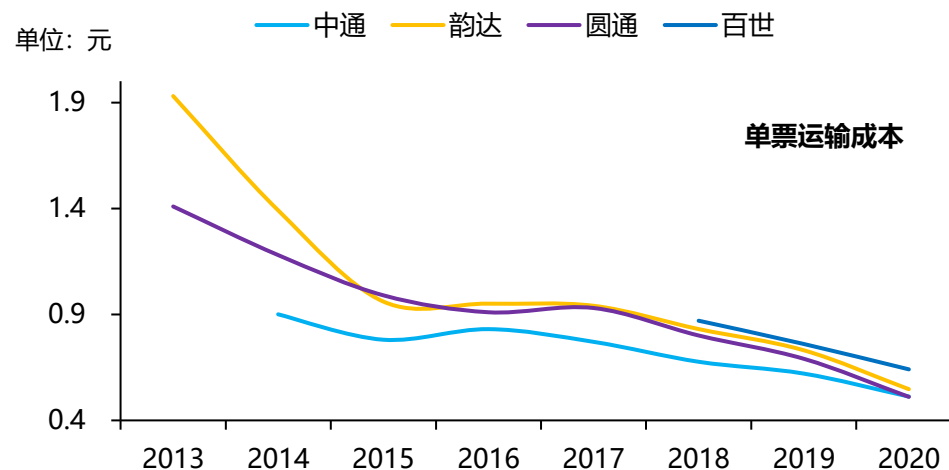
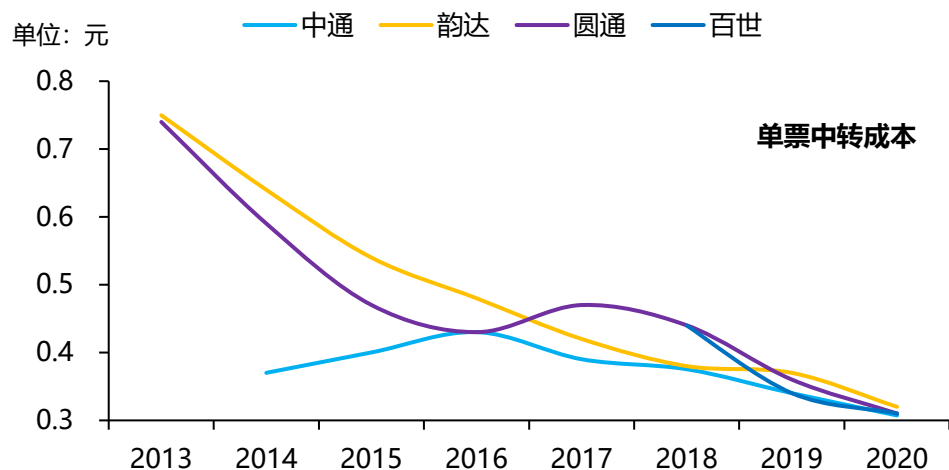
图表9：受价格战影响明显，单票派费收入与单票面单收入贡献主要降幅



## 1.4 收入承压背景下，企业不断推进成本管控

- 在成本端，为减轻以价换量带来的业绩压力，降低中转和运输成本十分必要。随着各家增加资本开支、提升规模效应和持续优化网络的背景下，中转和运输成本仍有较大下降空间。在这个过程中，规模、投资、管理成为企业核心竞争力。
- 单票中转成本方面，中通、韵达、圆通、百世分别实现了9.63%、13.51%、13.89%与8.82%的降幅。单票运输成本方面，中通、韵达、圆通、百世分别实现了17.50%、25.16%、26.09%与15.79%的降幅。

图表10：快递企业持续优化单票中转成本以及单票运输成本



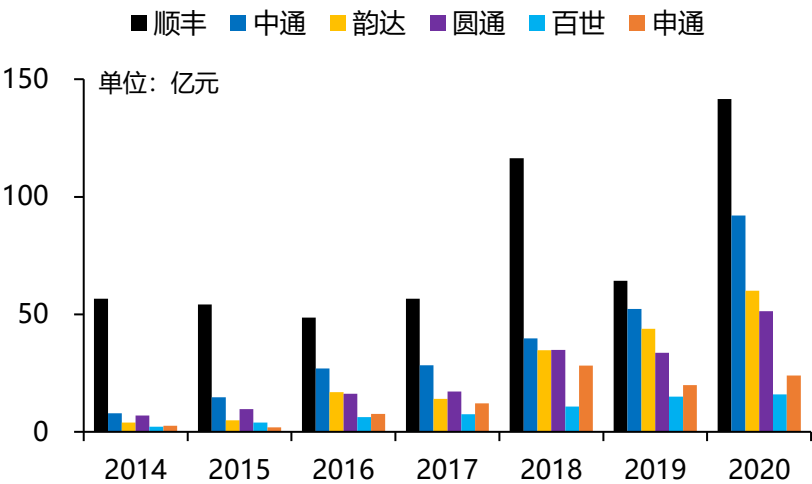


## 二、展望2021：大资本开支周期启动，2021仍然供需失衡

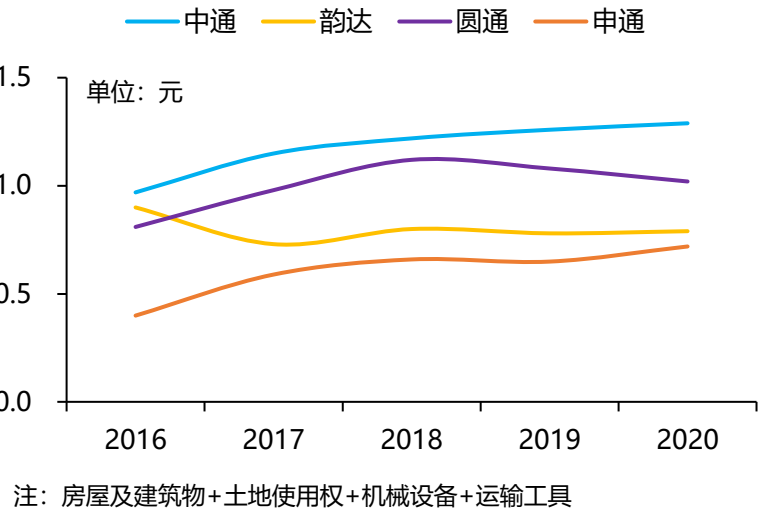
## 2.1 大资本开支周期启动，2020年头部五家企业资本开支超360亿

- 资本开支同比大增：**2020年，头部快递企业大幅增加资本开支，顺丰、中通、圆通与韵达资本开支同比增速分别达到120%、76%、53%与37%。
- 资金投向主要针对转运中心以及自有车队：**2020年，头部快递企业依旧针对中转以及运输环节进行投入，通过提高自有化率与自动化程度降低成本。
- 顺丰切入电商件市场后，为增强大规模业务量的处理能力，更多在自动化设备以及运输车队上增加投入，在机械设备与运输工具投资规模上领先同行；中通在土地资源储备以及车队管理上依旧领先全行业，持续投资也为增强长期的成本管控能力。**

图表11：业务增长与自动化升级导致大幅资本开支



图表12：单票固定资产基本稳定



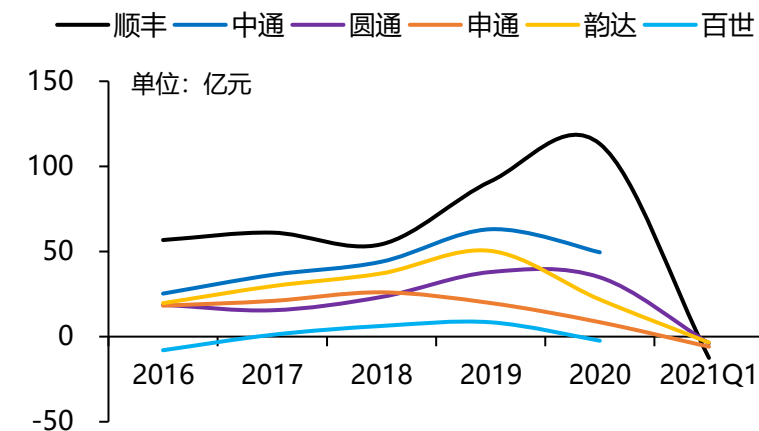
图表13：资金投向针对转运中心及自有车队

单位：亿元	年份	房屋及建筑物	土地使用权	机械设备	运输工具
顺丰	2016	37.2	39.7	16.0	41.9
	2017	32.4	43.3	15.9	47.1
	2018	32.7	44.1	17.6	58.0
	2019	66.8	50.1	21.4	67.9
	2020	68.7	55.2	34.7	74.6
中通	2016	12.9	13.0	7.2	10.6
	2017	27.0	16.0	13.0	15.5
	2018	35.9	20.0	24.8	23.2
	2019	55.9	25.1	37.8	33.7
	2020	69.4	43.6	50.6	55.9
韵达	2016	7.8	6.4	7.9	6.7
	2017	7.0	7.5	12.4	7.5
	2018	8.6	12.1	25.1	10.1
	2019	10.6	20.2	36.4	11.0
	2020	24.9	24.3	46.1	16.1
圆通	2016	14.8	14.9	4.2	2.0
	2017	20.7	16.7	8.9	3.3
	2018	32.2	21.7	10.1	10.5
	2019	42.9	29.1	15.3	11.6
	2020	53.0	36.3	25.1	15.1
申通	2016	3.1	4.9	3.1	2.1
	2017	5.4	6.8	5.4	5.3
	2018	10.5	8.3	8.3	6.9
	2019	15.3	9.2	14.3	9.2
	2020	20.8	12.7	21.5	8.2

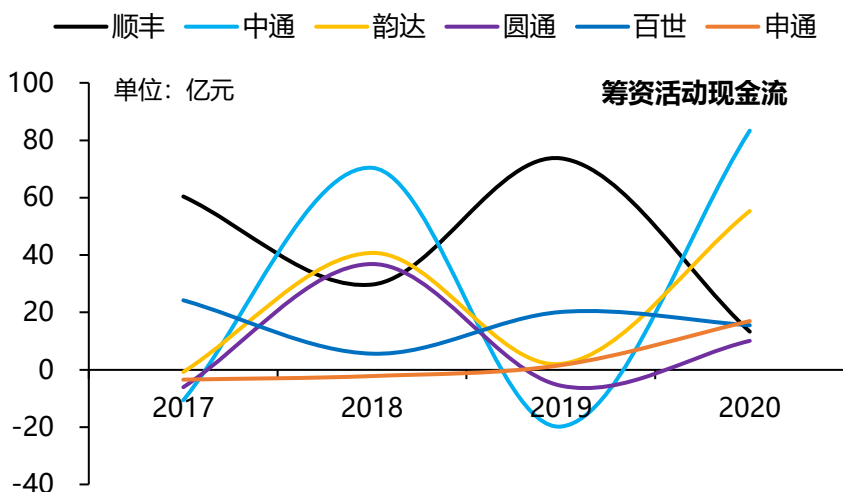
## 2.2 低盈利、高投入，警惕行业反身性

- 2021Q1，各快递企业经营活动现金流均转为净流出，企业同时还纷纷增加资本开支，在低盈利、高投入的背景下，筹资活动的重要性也逐渐凸显。
- 股权融资方面：**2020年中通在港上市融资14亿美元，2021年圆通拟非公开发行股票募资45亿元，顺丰非公开发行股票募资220亿元，头部企业纷纷通过股权融资补充资金。
- 债权融资方面：**股权融资能力较差的申通、百世选择举债补充资金，但从资产负债率来看，百世已接近92%，债权融资能力在下滑，其他头部企业则保持健康的负债率，仍能通过债权融资补充资金。
- 警惕行业反身性：**快递企业资本开支逐渐扩张，但价格战在不断削弱企业的股权融资能力，各家都承担着较大的现金流压力，需警惕行业反身性压力。

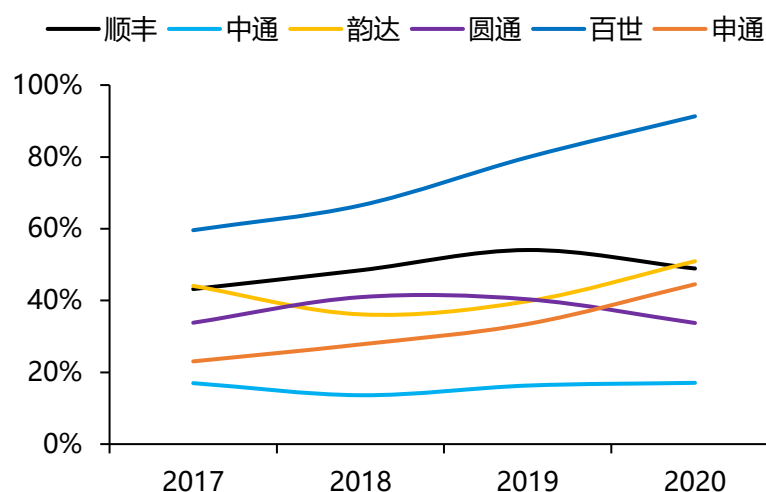
图表14：经营活动现金流逐渐恶化



图表15：筹资能力重要性逐渐加强



图表16：快递企业资产负债率逐步上升



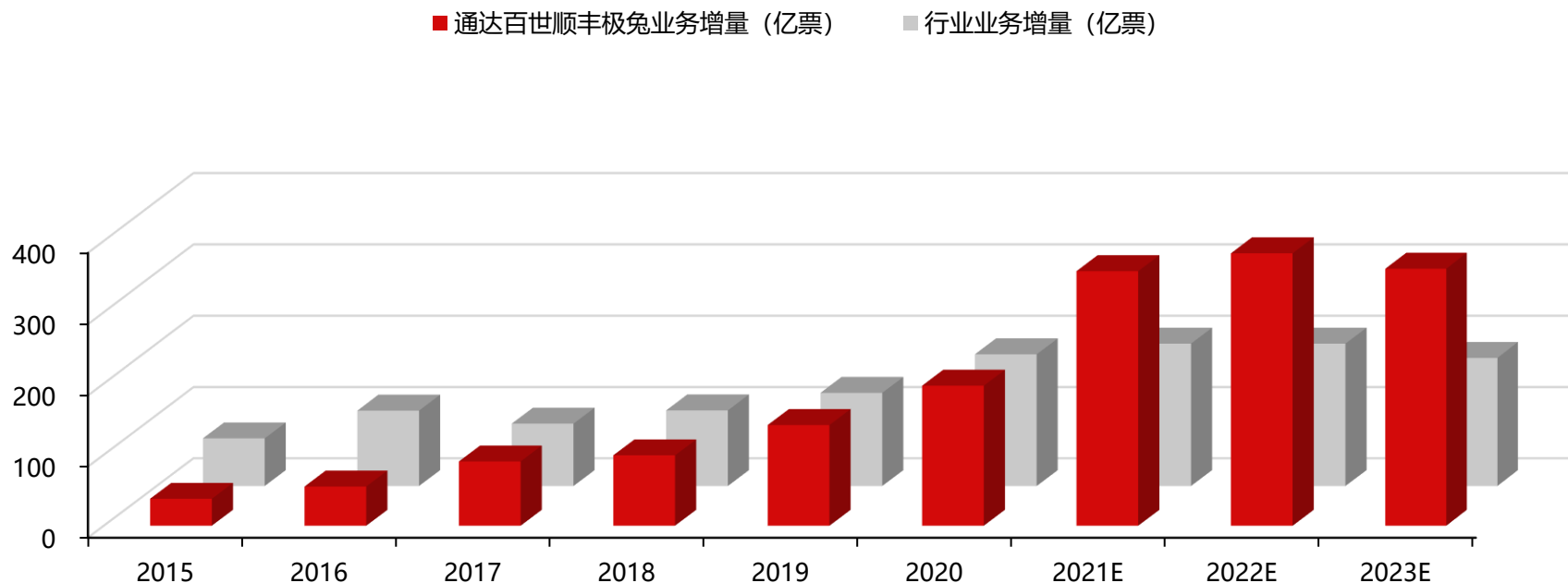
图表17：2020年以来各企业主要融资

时间	公司	融资方式	金额	资金投向
2021年2月8日	顺丰控股	非公开发行A股股票	220亿元	鄂州机场建设，设备自动化升级、陆路运力提升等
2020年9月29日	中通快递	港股上市	14.4亿美元	基础物流网络建设、最后一公里服务以及物流生态系统
2020年	申通快递	公开发行公司债券	共计募集资金15亿元	
2021年	圆通速递	非公开发行A股股票	45亿	枢纽中心建设、运能网络提升项目等
2020年5月28日	百世集团	可转换优先票据	1.5亿美元	阿里增持，持股比例上升至33%。

### 3.3 2021供给增量358亿票，供需缺口扩大

- **行业供需失衡状态依旧，存量竞争将加速出清脚步：**2020年行业的高增量缩小了供需差，但通达百世、顺丰以及极兔的业务增量已经超越行业增量，京东物流的加入更会在未来继续扩大行业供需差。根据测算，2021年通达百世、顺丰与极兔能够带来358亿票的供给增量，而行业业务增长仅有200亿票，供需缺口扩大。无论是寻找商流绑定，还是主动寻求价格战，企业竞争的工具各有不同，但行业转为存量竞争将会加速行业出清。

图表18：顺丰、通达的产能投放与极兔、京东物流的加入势必会快速扩大行业供需差

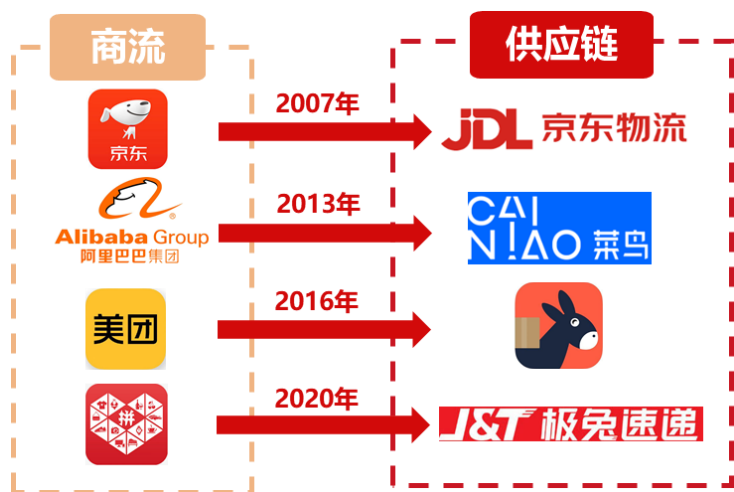


### 三、研判：价格战总会过去，寻找企业价值底

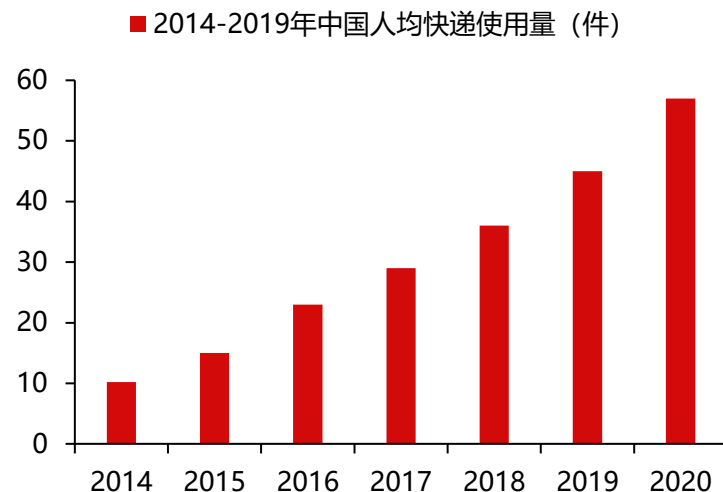
### 3.1 价格战是否有终点？——快递企业的底色是民营企业，价格战有终点

- 阿里有菜鸟、美团有快驴、PDD有极兔，京东要做一家以供应链为基础的技术与服务企业。在互联网流量红利大潮消退的时代，供应链成为互联网巨头的新战场，随着商流介入越来越深，物流企业越难以保持经营的独立性。快递价格战是否有终点？
- 答案是肯定的，价格战只是工具，不是结果。快递行业有公共事业的属性，但底色仍然是民营企业。价格战只是民营快递企业实现利益最大化的工具，其初衷是牺牲短期利润做大市占，以更强的规模效应、更低的成本在未来创造更高的盈利。一旦价格战损伤到企业根基或者无法起到出清作用，快递行业都会回到合理的盈利水平。

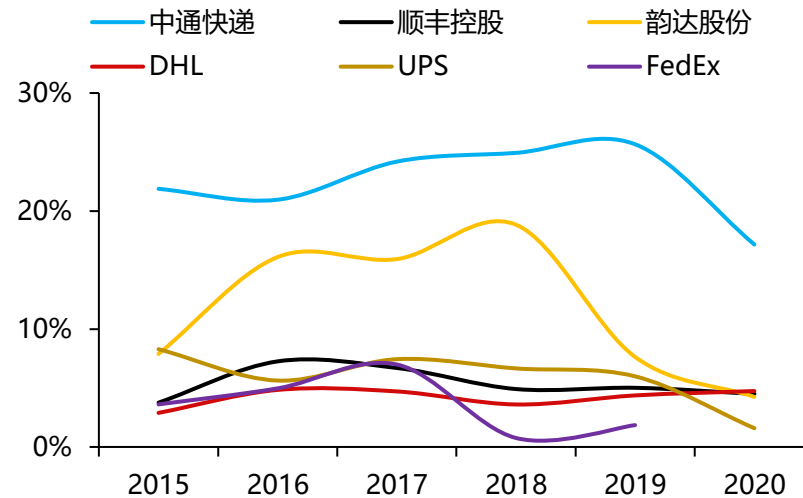
图表19：互联网企业相继布局供应链行业



图表20：中国人均快递使用频次提升至57件



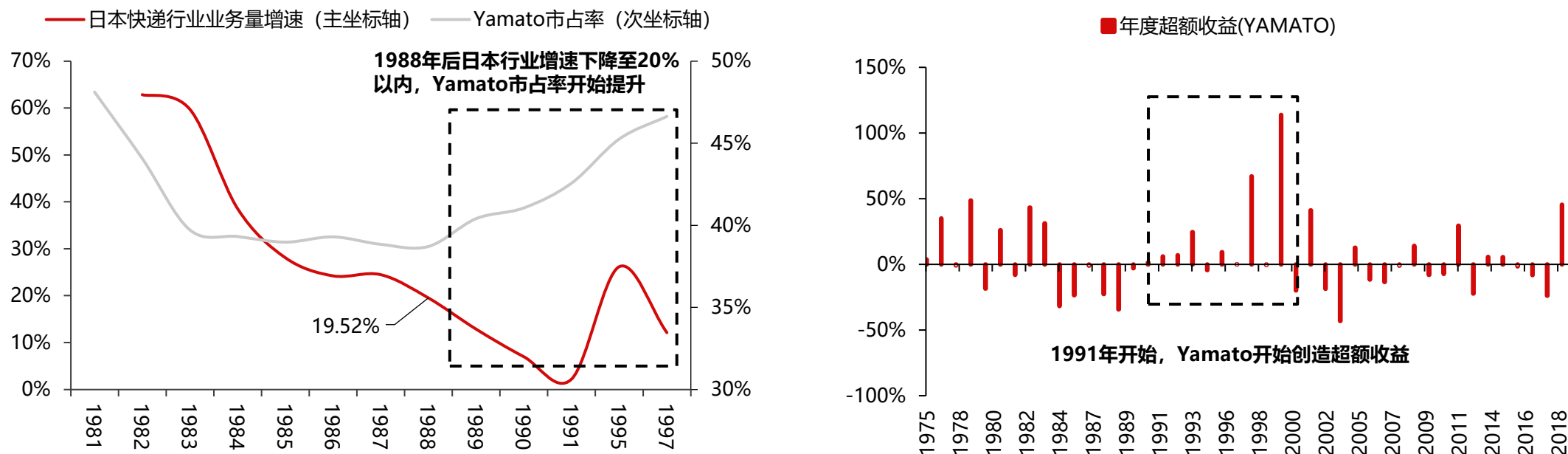
图表21：美国快递格局稳定，销售净利率稳定



## 3.2 恶性价格战何时可以结束？——美日三年完成出清

- 根据美日快递行业的发展经验，恶性价格战后三年实现出清。中国快递恶性价格战始于2019Q4，已经开始一年半的时间。
- 美日恶性价格战出清的起点都是行业供需失衡，虽然中国快递行业的成长期比想象中更长，但供需失衡状态已经出现。不论邮管局、企业家、投资者还是快递小哥都苦价格战久已，行业恢复正常秩序的动力充足。

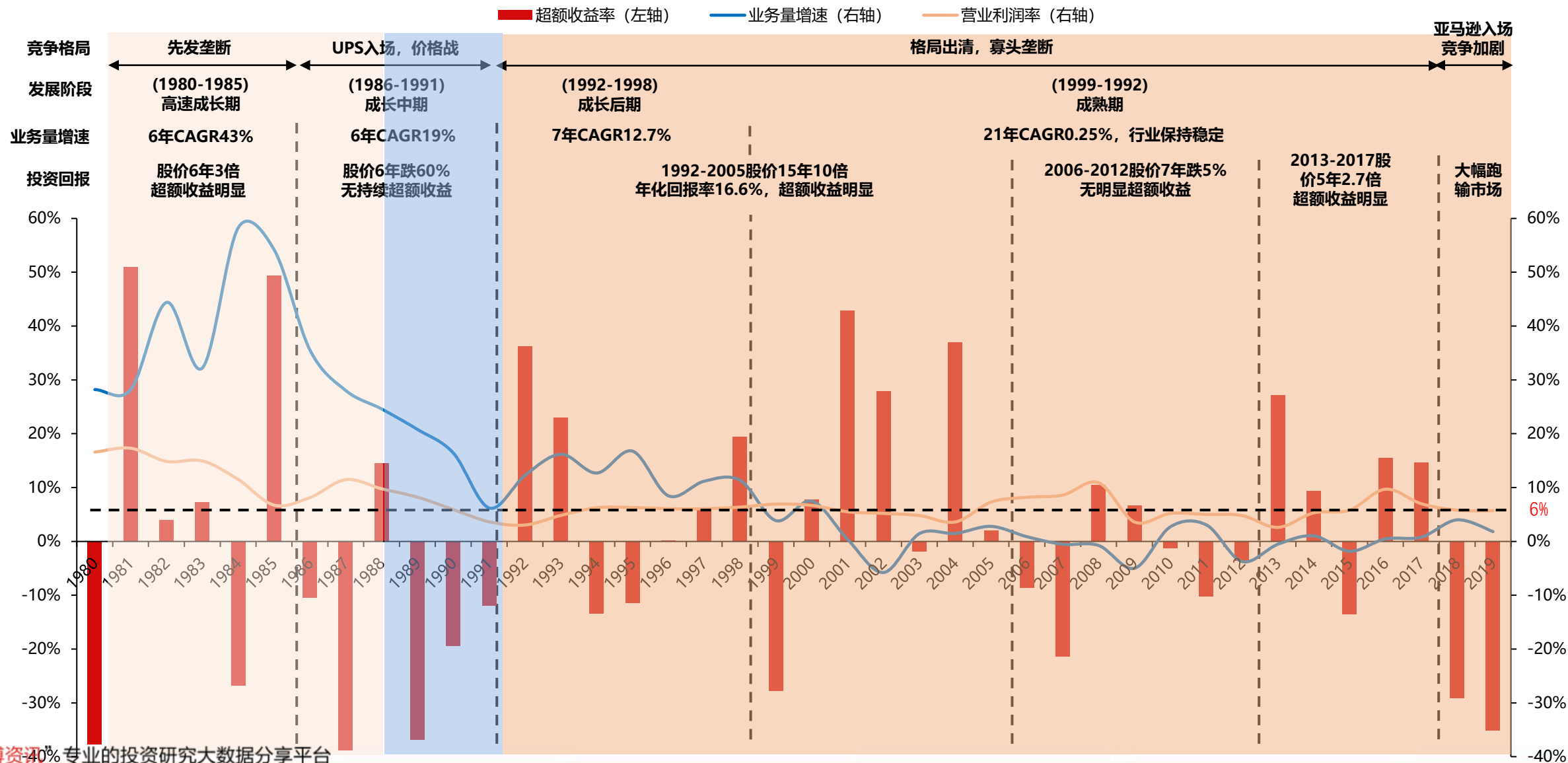
图表22：日本经验Yamato复盘——行业增速放缓逐渐转为存量竞争后，是市占率提升并创造超额收益的起点





## 3.2 恶性价格战何时可以结束？——美日三年完成出清

图表23：美国经验FedEx复盘——1989-1991三年恶性价格战后快递行业完成出清

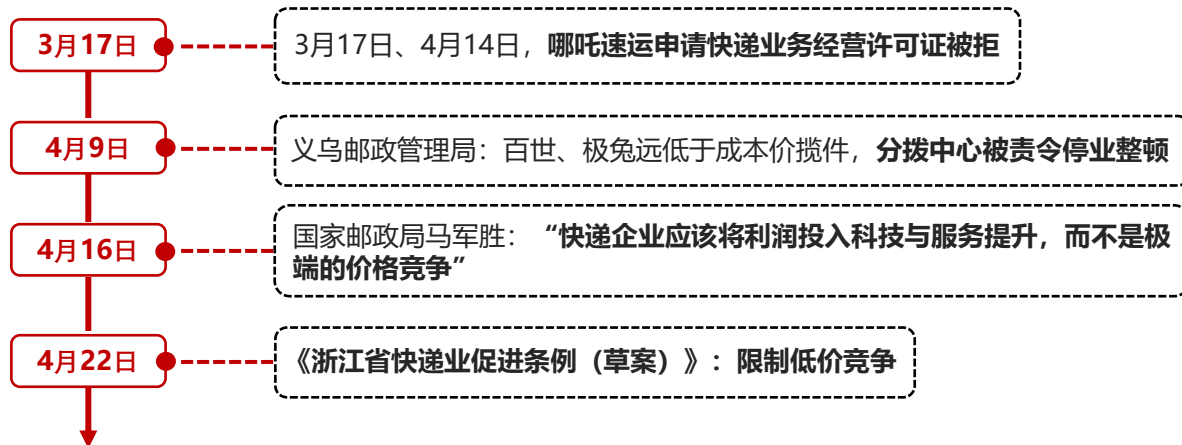


### 3.3 恶性价格战结束的信号是什么？——价格战发起者主动停战

- **政策底已现，但短期内对市场影响有限：**《浙江省快递业促进条例（草案）》的通过，带来了明确的政策信号，恶性价格战成为行业不能踩的政策红线，行业政策底出现。但政策的落地还需要提请省人大常委会审议，预计落地执行时间要等到2022年，短期内“草案”仅有威慑作用，没有正式法律依据，对市场的影响有限。
- **业绩底仍待确认：**行业供需差仍在加大的背景下，企业价格战的动力还在，快递企业业绩的反转还需要跟踪检验。
- **价格战结束的信号：价格战发起者主动停战。**快递行业价格战发起者主要是中通和极兔快递，中通已经制定明确的市占率规划（2022年25%的市占率），恶性价格战的不确定性主要在极兔。

图表24：近期快递行业重要事件节点

2021



图表25：浙江七条

#### 《浙江省快递业促进条例（草案）》要点归纳

一、快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务；电子商务平台经营者不得利用技术等手段阻断快递经营者正常服务；平台型快递经营者不得禁止或者附加不合理条件限制其他快递经营者进入。

二、快递经营者的分支机构和末端网点开办实行备案制；在同一县（市、区）申请设立分支机构实行“一照多址”。

三、明确将快件投递自提柜等末端设施的，应当征得同意，并告知投递情况及收费标准。

四、规定快递经营者应当对电子运单中的个人信息作匿名化处理。

五、规定快递经营者因从业人员过错给其造成损失要求其赔偿的，应当提前告知并说明理由。

六、规定用户可以对服务质量投诉和申诉；投诉和申诉不成立的，不纳入服务质量评价管理。

七、规定应当加强从业人员规范化管理，实施从业人员信用管理制度，完善职业教育培训制度，落实公共卫生安全防范措施。

### 3.4 保守预期下，各快递企业的合理估值——顺丰控股2550-3000亿



- 中高端赛道龙头顺丰仍然是交运行业最具有成长潜力的公司，从品牌协同（单票收入最高）到业务协同（单票成本优化），顺丰的护城河与壁垒在持续的加深。
- 高额资本开支背景下，顺丰短期业绩承压，但优秀公司遇到短期挫折而产生偏离实际价值的波动，正是进行长周期布局的好时机。聚焦时效件以及快运的情况下，顺丰估值底部在2550-3000亿元。
- 对护城河高筑的顺丰而言，收入是比成本更重要的变量。短期应紧密观察时效件增速变化，淡化成本波动，拉长周期看，2025年顺丰综合营收有望达4726亿，合理市值空间达8000亿元。

图表26：顺丰估值底部应在2550-3000亿元

2020年								市值 (还原疫情，只考虑时效和快运)
单位：亿元	营收	净利率	净利润	疫情影响	净利润 (还原疫情)	估值	市值	
速运分部	1229.77	7%	89.81	8.81	81.00	34.42PE	3091.45	2020年剔除疫情影响，时效件至少有90亿利润，考虑时效件增速目前尚存不确定性，给予25-30PE，分别对应2250-2700亿估值
时效	663.60	15%	99.54			30PE	2488.50	
经济	441.48	-2%	-8.75				415.90	
高级经济件	253.04	3%	6.33			30PE	189.78	
特惠专配	188.43	-8%	-15.07			1.2PS	226.12	
冷运	64.97	-11%	-6.95			1.5PS	97.45	赠送的高胜率期权
国际	59.73	10%	5.97			1.5PS	89.59	
快运分部	185.17	-5%	-9.07	1.63	-10.70	1.5PS	277.75	
其他分部	119.90	-9%	-11.25	0.35	-11.60	0.85PS	102.50	一级市场估值300亿
同城	31.46	-18%	-5.79			1PS	31.46	
供应链	71.04	-5%	-3.69			1PS	71.04	
双捷供应链	17.40	-10%	-1.77					赠送的高胜率期权
合计	1534.83	5%	69.49	10.79	58.70	49.96PE	3471.69	
								合理市值空间为：2550-3000亿，其中时效件增速影响巨大，需要重点跟踪

图表27：保守估计下，2025年顺丰市值能达到8000亿

2025年					
单位：亿元	营收	净利率	净利润	估值	市值
速运分部	3853.62	8%	305.08	22.64PE	6907.25
时效	1099.15	14%	153.88	30PE	4616.43
经济	1227.25	6%	68.10	27.03PE	1840.88
高级经济件	596.56	5%	29.83	30PE	894.83
特惠专配	495.89	5%	24.79	30PE	743.84
丰网	134.80	10%	13.48	1.5PS	202.21
冷运	158.28	5%	7.91	1.5PS	237.42
国际	141.69	5%	7.08	1.5PS	212.53
快运分部	573.94	5%	28.70	30PE	860.92
其他分部	298.34	4%	12.96	1.00PS	298.34
同城	97.87	3%	2.94	1PS	97.87
供应链	200.47	5%	10.02	1PS	200.47
合计	4725.90	7%	346.74	23.26PE	8066.51

### 3.4 保守预期下，各快递企业的合理估值——龙头中通1513-2083亿



- **中低端赛道，保守估计2025龙头市值3600亿：**假设2025年行业业务量达到1600亿票（对应2020-2025年CAGR 14%），行业前三名市占率分别达到30%、25%、20%，在0.2-0.3元的单票利润以及20-30倍PE的估值水平下，2025年行业前三名对应市值分别为4320亿元、1600亿元与1280亿元。
- 截止2021年5月7日，中通、韵达与圆通市值总和为2574亿元，2025年市值空间对应当前市值有29.32%的CAGR。以中通为例，目前市值为1768亿元，2025年市值空间对应25.03%的CAGR，考虑在预期回报率为20%、30%的情况下，对应合理市值分别为2083亿元与1513亿元，分别对应18%的向上空间以及14%的向下空间。在目前快递行业整体低估值的背景下，目前已初具安全边际，随着中低端快递格局改善，头部企业将会迎来投资机会。

图表28：保守估计下，2025年快递行业TOP3市值分别能达到4320亿元、1600亿元以及1280亿元

2025年（保守假设行业业务量1600亿票）						
	市占率	业务量（亿票）	单票利润（元）	净利润	PE	市值空间（亿元）
第一名	30%	480	0.3	144	30	4320
第二名	25%	400	0.2	80	20	1600
第三名	20%	320	0.2	64	20	1280

## 四、风险提示

- 价格战加剧的风险
- 行业景气度不及预期的风险
- 上下游整合带来的并购风险
- 快递加盟商爆仓的风险



## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

感谢段倩对本报告作出的贡献



本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### 公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### 行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

# 专注 专心 专业

联系人：周延宇 邮箱：zhouyanyu@foundersc.com



## 方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

“慧博资讯”专业财经资讯大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>