

业务量增速回归常态, 价格企稳曙光乍现

——快递行业2021年半年度策略报告

虞楠 (交通运输行业首席分析师)

SAC 号码: S0850512070003

罗月江 (交通运输行业分析师)

SAC 号码: S0850518100001

2021年06月28日

1. 2021年上半年行业竞争格局分析
2. 2021年下半年行业竞争格局预判及投资建议
3. 风险提示

第一节要点:

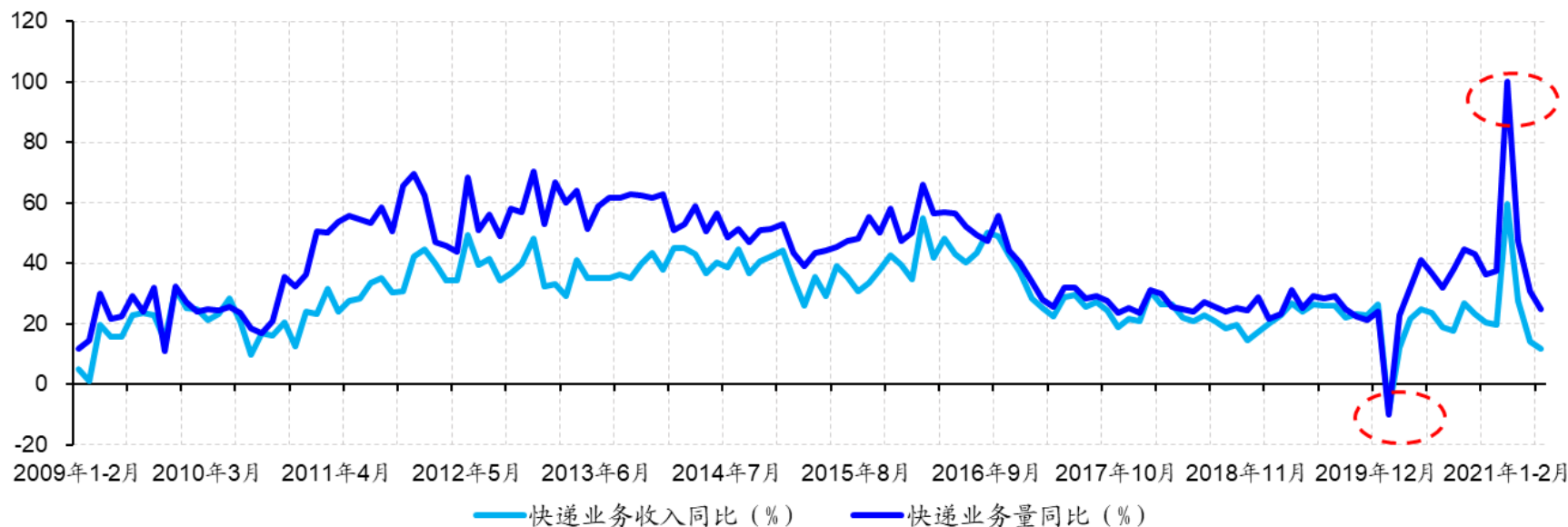
- 量&价：行业业务量增速恢复常态，价格战受政策影响大
- 收入&利润：疫情带来的基数效应逐步消除

1.1.量&价：业务量增速恢复常态，价格战受政策影响大

2011-2016年为我国快递业高速增长时期，但头部快递公司在2016-2017年才陆续登陆资本市场（顺丰+韵达+圆通+申通+德邦，中通+百世），全国快递业务量增速呈现出高速增长向中速增长过渡的趋势。

受新冠肺炎疫情影响，2020年1-2月快递行业收入、业务量增速为-8.66%和-10.11%，2021年1-2月，在上年同期低基数基础上，快递行业收入、业务量增速达到59.95%和100.31%，3月以后，行业收入、业务量增速基本恢复常态。

图1 2009年1月-2021年5月快递行业收入、业务量增速情况（去除春节错期影响）

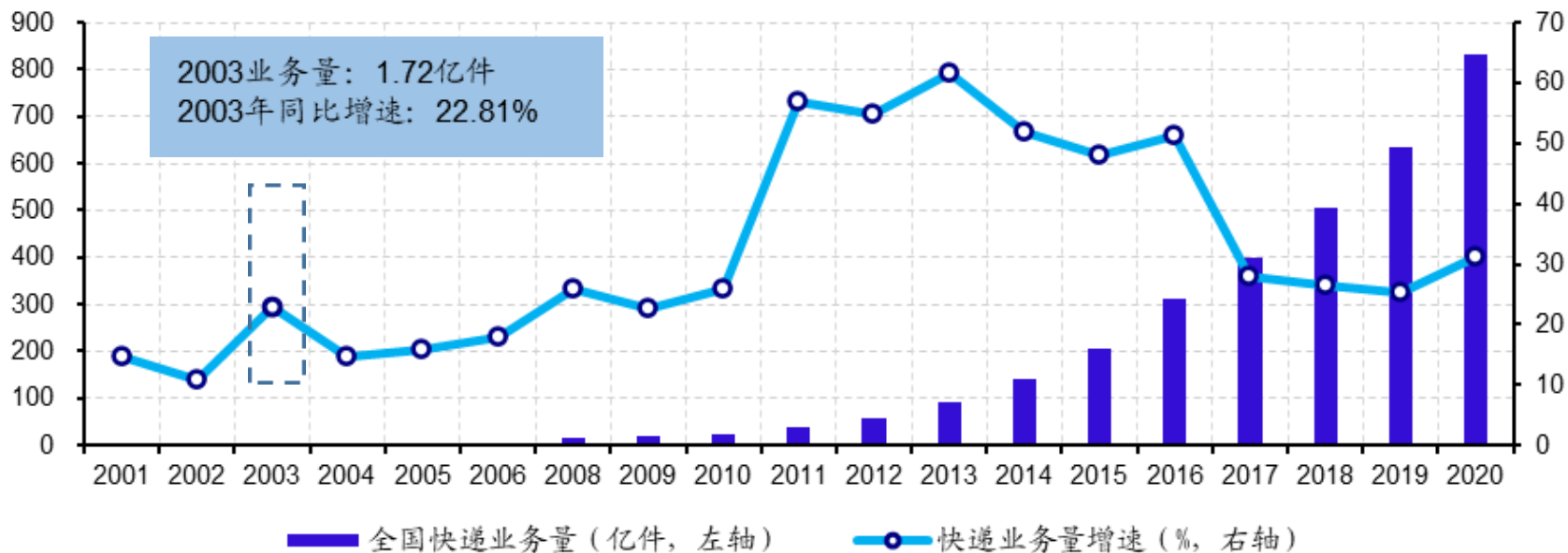


1.1.量&价：业务量增速恢复常态，价格战受政策影响大

2003年，SARS疫情对行业数据有较大扰动，当年快递业务量增速显著高于前后几年数据。

2020年，新冠肺炎疫情也对行业数据产生较大影响，2020年行业业务量增速达到31.20%，高于2017-2019年三年的增速（2017-2019年行业业务量增速分别为28.07%、26.59%、25.26%）

图2 2001-2020年快递业务量及增速



资料来源：国家邮政局、wind，海通证券研究所

注：2007年全国快递业务量达到12.02亿件，同比增长345.34%，我们剔除了该扰动数据，以便获得其他年份业务量增速细节图

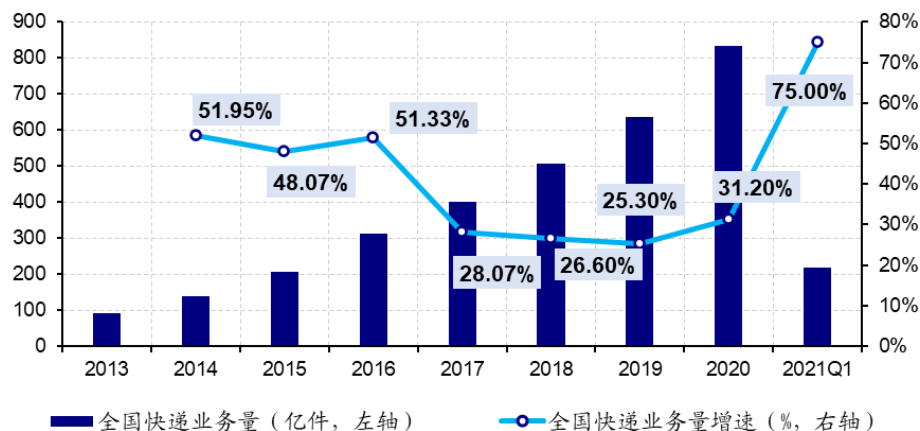
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.1.量&价：业务量增速恢复常态，价格战受政策影响大

2020年初，新冠肺炎疫情爆发，春节后复工时间推迟，快递供给端受影响较大，2020Q1快递业务量同比增速为3.21%。随着3月底快递公司员工逐步复工，供给与需求相匹配后，4-12月快递业务量增速提升，各月业务量增速均在32%以上。2021Q1业务量增速在上年同期低基数基础上实现较高增长，达到75%；2021年4月业务量增速为30.8%，我们认为已经逐步恢复常态。

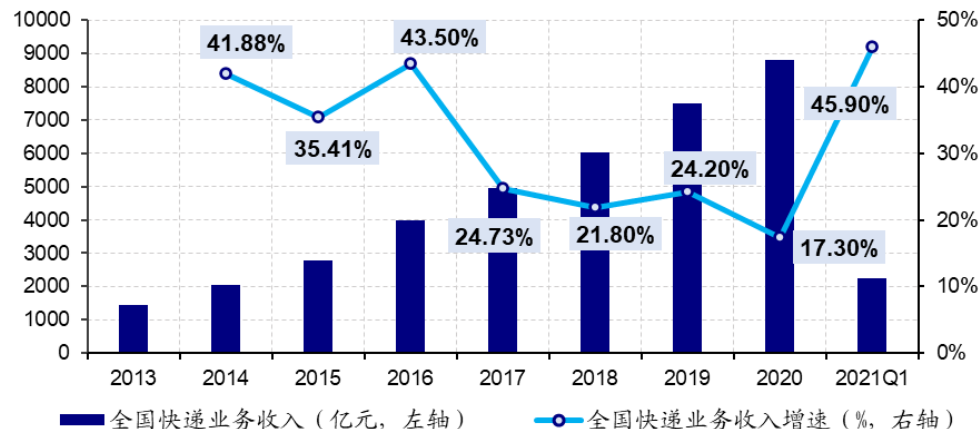
2013-2020年行业业务量复合增速为37.03%，2013-2020年行业收入复合增速为29.48%。

图3 2013-2021Q1全国快递业务量及增速



资料来源：国家邮政局，海通证券研究所

图4 2013-2021Q1年全国快递业务收入及增速



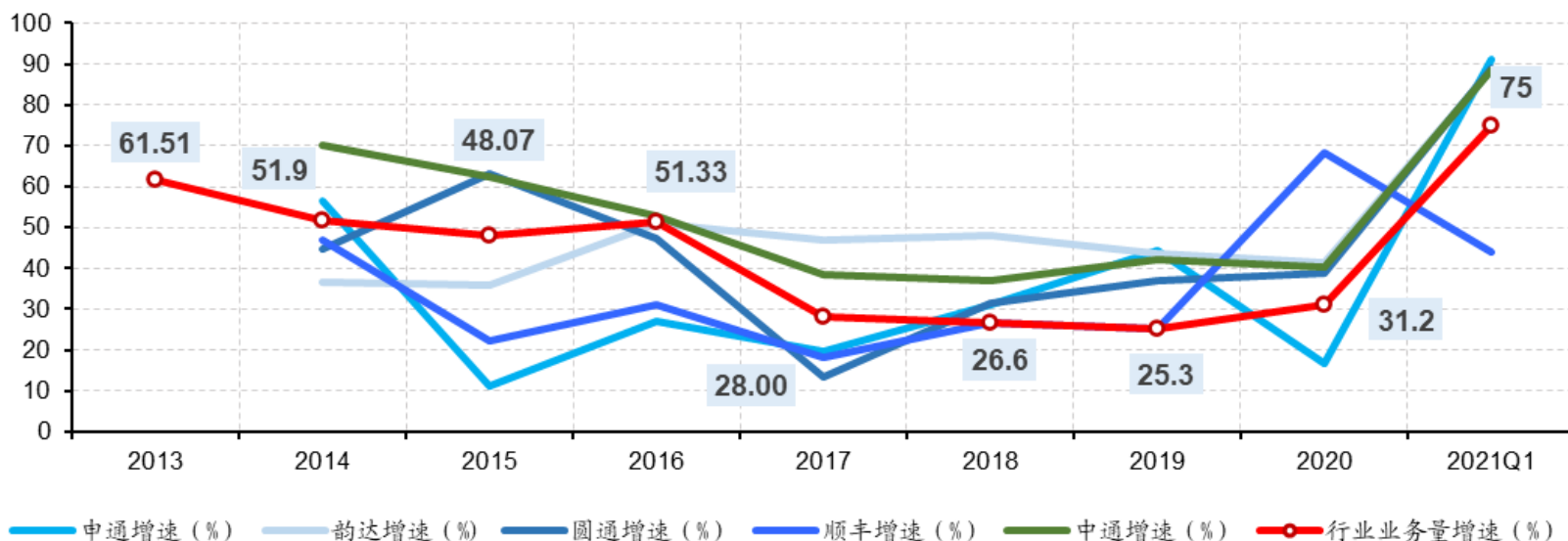
资料来源：国家邮政局，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.1.量&价：业务量增速恢复常态，价格战受政策影响大

在行业业务量增长降速后，头部快递公司表现出较强的增长韧性，2018-2019年，通达系快递公司业务量增速均高于行业增速。2020Q1，顺丰控股基于其直营模式、航空运件、优质服务、春节不打烊等优势，在疫情之下，业务量增速逆势提升达到77.14%，Q2-Q4业务增速延续Q1趋势，达到85.26%、64.71%、55.03%。2021Q1，通达系受上年同期的低基数及春节不打烊政策影响，业务量呈现巨幅增长态势，中通、韵达、圆通、申通分别达到88.50%、88.64%、88.89%、90.98%。

图5 主要快递公司2013-2021Q1业务量增速（%）



资料来源：各公司资产重组说明书/招股说明书、定期财报，国家邮政局官网，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.1.量&价：业务量增速恢复常态，价格战受政策影响大

顺丰控股2019年5月开始推出针对电商市场的特惠专配产品，该产品带动公司经济产品收入规模及市场占有率加速提升。顺丰控股业务量增速于2019年8月追上行业增速，10月达到行业前列，并且于2019年10月至2020年8月，业务量增速均居行业前列（中通快递和百世快递在美股上市，不公布月度数据）。

表1主要快递公司近期月度业务量增速明细

月度	申通快递 (亿件)	申通增速 (%)	韵达股份 (亿件)	韵达增速 (%)	顺丰控股 (亿件)	顺丰增速 (%)	圆通速递 (亿件)	圆通增速 (%)	行业业务 量(亿件)	行业增速 (%)
2019年9月	7.25	50.64	8.87	40.57	4.54	37.99	8.11	42.19	56.00	25.00
2019年10月	7.02	37.38	8.65	30.27	4.38	48.47	8.61	36.94	57.60	22.70
2019年11月	8.55	39.06	11.07	38.20	5.68	47.92	10.80	32.05	71.20	21.50
2019年12月	7.66	26.09	11.25	48.61	5.84	57.84	10.23	32.15	67.30	24.30
2020年1月	4.01	-21.45	6.33	-3.95	5.66	40.45	5.85	-10.68	37.80	-16.40
2020年2月	1.58	-32.26	2.97	-13.41	4.75	118.89	2.33	-21.90	27.70	0.20
2020年3月	5.61	8.54	9.80	25.32	6.79	93.45	8.47	20.36	59.80	23.00
2020年4月	6.80	31.61	11.50	45.20	6.11	88.00	9.41	40.89	65.00	32.10
2020年5月	8.52	42.74	12.99	49.65	6.36	83.82	11.56	61.06	73.80	41.10
2020年6月	8.66	39.69	12.70	42.70	6.89	84.22	11.74	54.56	74.70	36.81

1.1.量&价：业务量增速恢复常态，价格战受政策影响大

顺丰控股2020年全年均保持较高业务量增速，2020Q1-Q4业务量增速分别达到75.15%、85.26%、64.71%、55.03%，同时期行业业务量增速分别为3.21%、36.77%、37.89%、38.76%。2021Q1顺丰控股业务量增速为44.07%，行业业务量增速为75.02%，我们判断与2020Q1的基数有较大关系。

表1主要快递公司近期月度业务量增速明细（续）

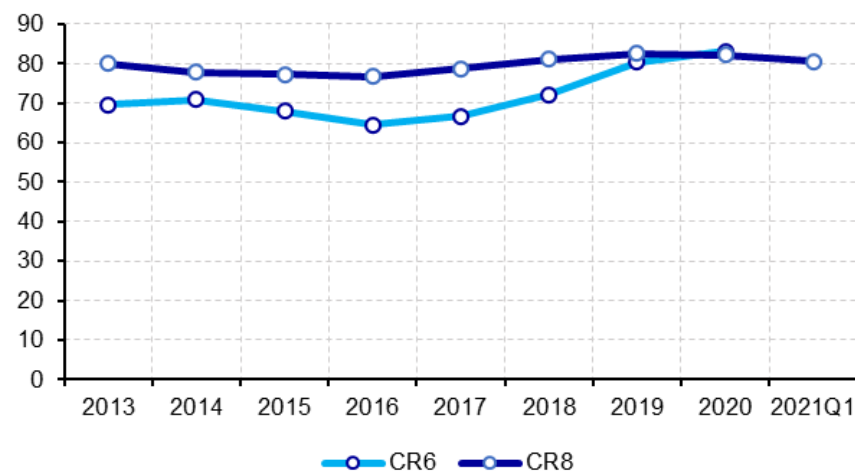
月度	申通快递 (亿件)	申通增速 (%)	韵达股份 (亿件)	韵达增速 (%)	顺丰控股 (亿件)	顺丰增速 (%)	圆通速递 (亿件)	圆通增速 (%)	行业业务 量(亿件)	行业增速 (%)
2020年7月	7.86	23.51	12.68	44.25	6.36	72.36	10.64	37.91	69.40	32.20
2020年8月	7.88	16.74	12.82	53.90	6.52	62.59	10.84	41.39	72.40	36.50
2020年9月	8.60	18.58	14.63	64.94	7.28	60.35	12.17	50.18	80.90	44.60
2020年10月	8.89	26.86	14.17	63.82	6.89	57.31	13.18	53.06	82.30	43.00
2020年11月	10.13	18.50	15.82	42.91	9.06	59.51	15.39	42.57	97.30	36.50
2020年12月	9.64	25.86	15.14	36.98	8.7	48.97	14.90	45.68	92.50	37.40
2021年1月	8.43	110.25	13.86	118.96	9.03	59.54	12.68	116.56	84.90	124.70
2021年2月	3.89	146.98	7.01	136.03	6.99	47.16	5.29	127.07	46.20	67.00
2021年3月	9.07	61.74	15.16	54.69	8.76	29.01	13.48	59.20	88.20	47.40
2021年4月	8.57	26.11	14.04	22.09	8.34	36.50	13.09	39.03	85.00	30.80

1.1.量&价：业务量增速恢复常态，价格战受政策影响大

2016年底（头部快递公司上市前后）至2021Q1，快递行业集中度指数CR8和CR6持续上升并保持稳定。行业龙头的份额逐步增长，二三线快递公司份额逐步丢失。2020年1-2月，CR8达到阶段顶峰86.4，随着新进入者（极兔、众邮等）的扩张，CR8略回落，2021年1-5月达到80.5。

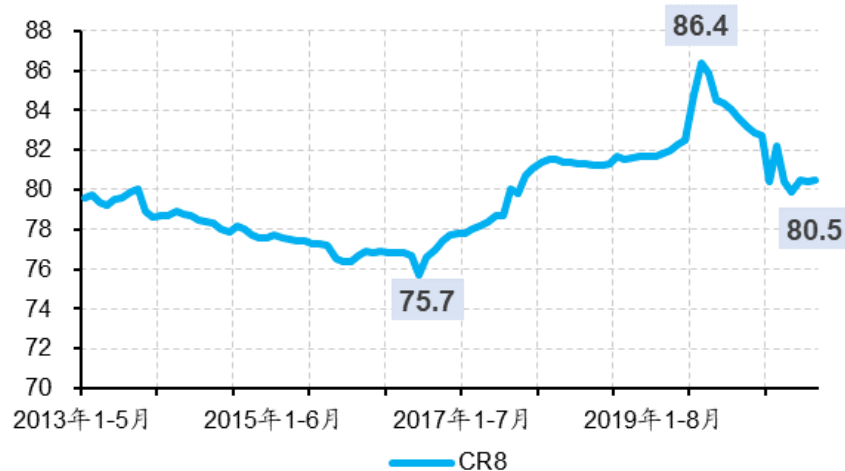
我们预计：通达系公司之间长期份额战的趋势不会变，但该竞争会由于《浙江省快递业促进条例（草案）》等政策的出台，在短期内大大缓和。

图6 快递行业集中度指数CR8、CR6



资料来源：国家邮政局，各公司月度经营数据公告、定期财报，海通证券研究所

图7 快递服务品牌集中度指数CR8

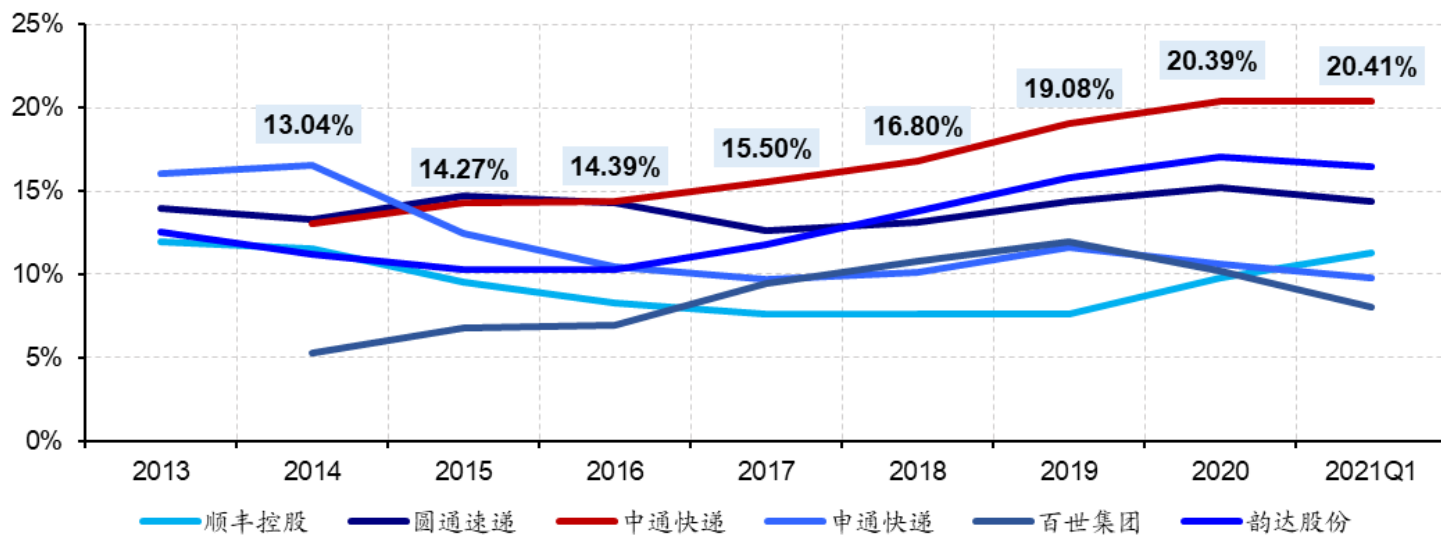


资料来源：国家邮政局，海通证券研究所

1.1.量&价：业务量增速恢复常态，价格战受政策影响大

2020年至2021Q1，龙头份额战持续，截至2021Q1，中通快递市场份额达到20.41%，中通快递2016年至今，市场份额稳步提升。2021Q1，中通、韵达、圆通、申通、顺丰市场份额分别达到20.41%、16.43%、14.34%、9.75%和11.30%，中通、韵达、圆通、申通相对去年同期均有提升，分别提升1.50%、1.19%、1.05%和0.81%。

图8 主要快递公司2013-2021Q1市场份额（按业务量）



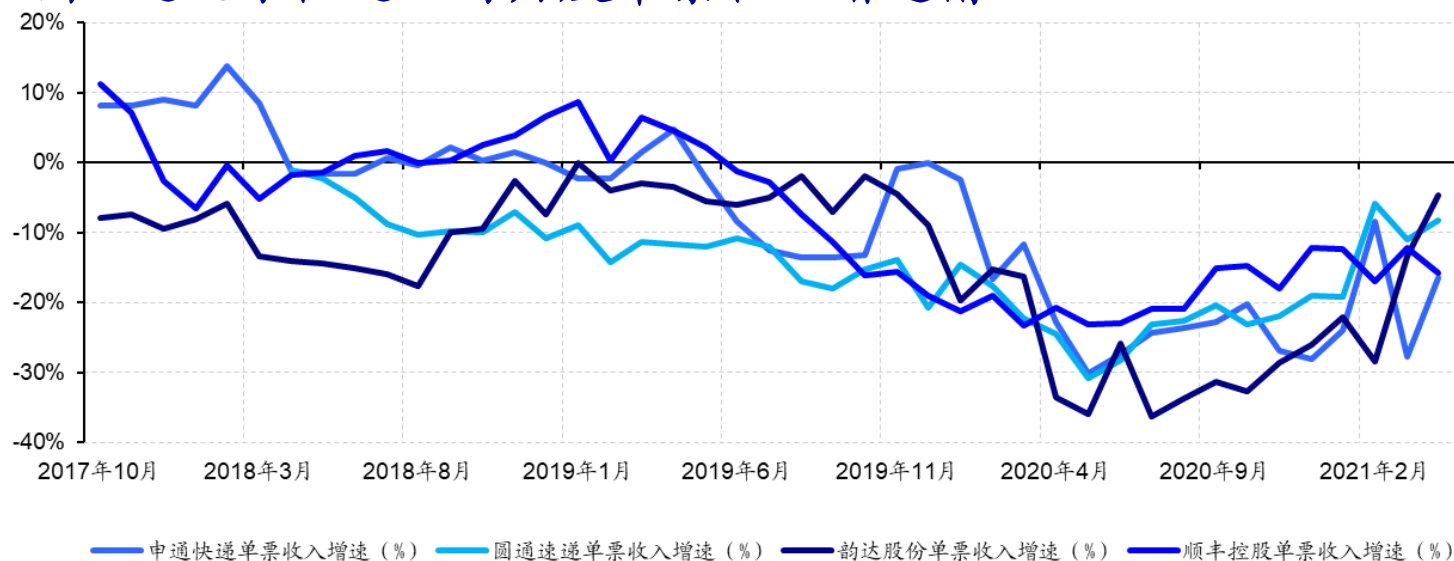
资料来源：各公司资产重组说明书/招股说明书、定期财报，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.1.量&价：业务量增速恢复常态，价格战受政策影响大

通达系快递公司总体价格竞争加剧，以2020年8月为例，行业单票收入为10.05元，同比下滑13.67%，申通、圆通、韵达、顺丰单票收入下滑幅度均在20%以上。2021年4月，虽然上述四家A股上市公司单票价格下滑幅度收窄，但行业单票收入已经下降至9.69元，同比下滑12.60%，价格竞争没有完全停歇的迹象。从2019年6月开始，顺丰控股单票收入同比下滑，与公司2019年5月起推出的单票价格较低的特惠专配产品有关，特惠专配产品业务量增长迅猛，该部分定价偏低产品的件量占比上升较快，对单票收入影响较大。

图9 通达系快递公司月度单票收入增速情况



资料来源：各公司定期财报及月度经营数据公告，海通证券研究所 请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

第一节要点:

- 量&价: 行业业务量增速恢复常态, 价格战受政策影响大
- 收入&利润: 疫情带来的基数效应逐步消除

1.2.收入&利润：疫情带来的基数效应逐步消除

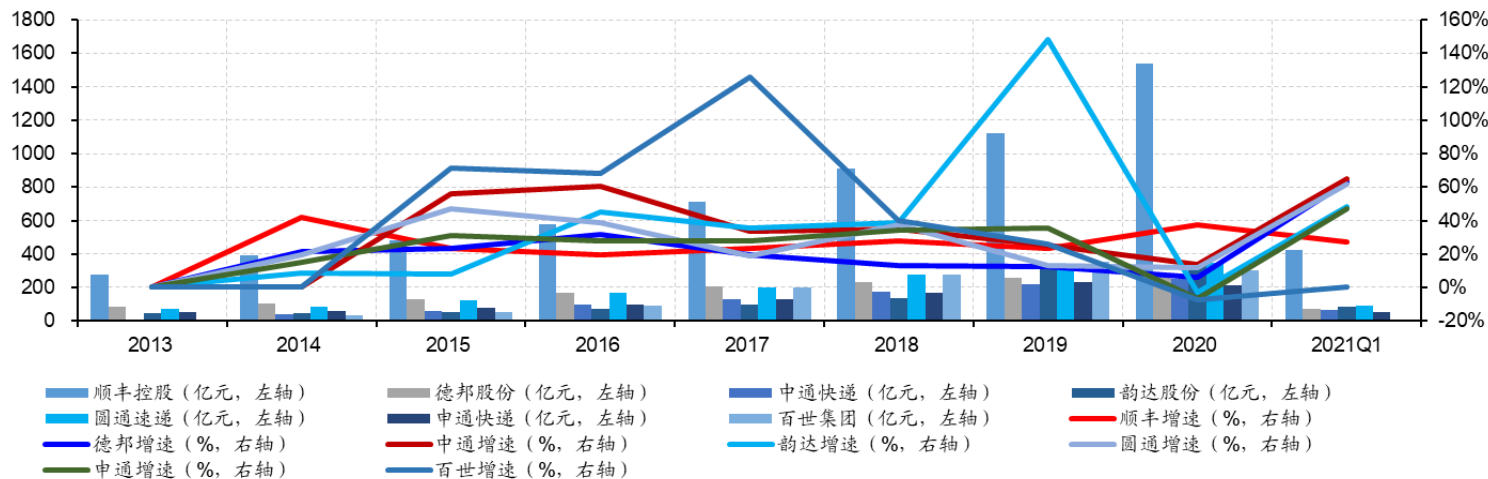


2013-2020年，7家上市快递公司获得了27.75%的收入复合增速。

2017-2020年，7家公司的收入总和增速分别为31.42%、30.37%、30.38%和15.01%，2017-2019年保持较为稳定，2020年增速下滑较大，我们推断：2020年快递公司收入总体受价格战影响较大。

2021Q1，7家上市快递公司收入总和增速为37.54%，大幅高于2020Q1增速，我们判断：2020Q1通达系总体受疫情冲击较大，春节期间停工及节后复工困难导致收入增速较低，2021Q1行业收入逐渐恢复常态。

图10 7家上市快递公司2013-2021Q1营业收入及增速情况



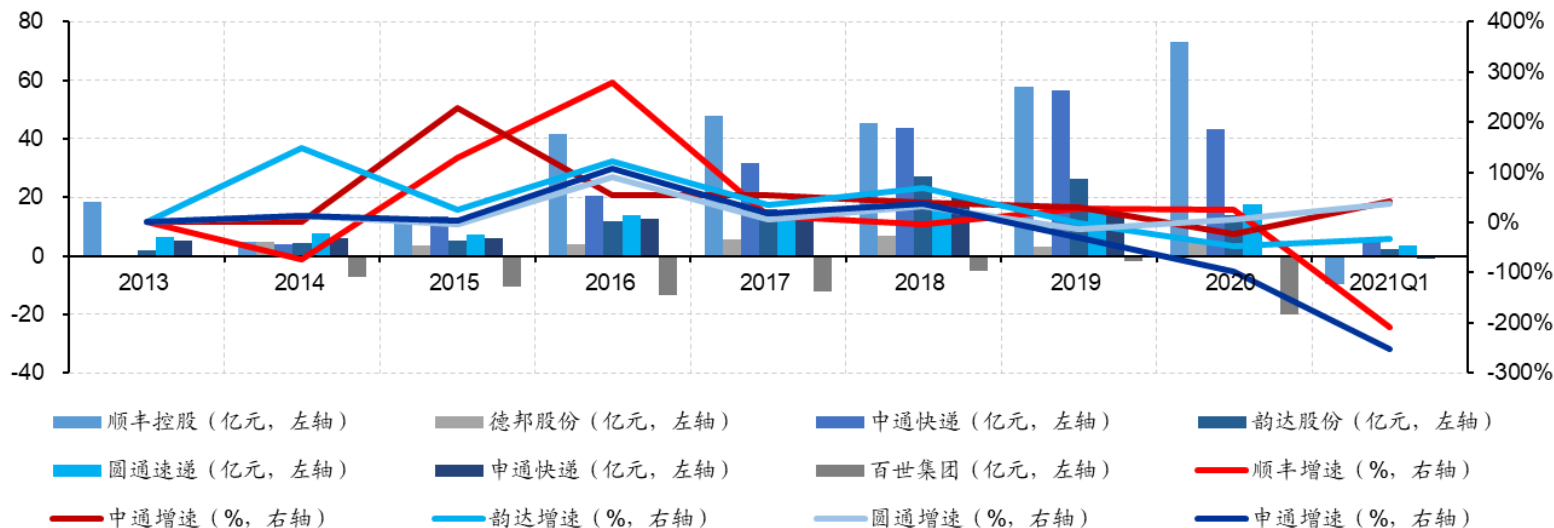
资料来源：各公司招股说明书、借壳上市资产重组说明书、2016-2021Q1定期报告，wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.2.收入&利润：受疫情影响较大

2013-2020年，7家上市快递公司获得了27.09%的归母净利润复合增速。
2017-2020年，7家公司的利润总和增速分别为29.88%、34.10%、9.71%和-22.71%。我们推断：2020年激烈的行业价格竞争导致上市公司利润增速下滑较多。
2021Q1，7家上市快递公司归母净利润增速为-139.77%，我们认为与顺丰Q1亏损有较大关系，剔除顺丰，6家上市快递归母净利润增速为-5.55%。

图11 7家上市快递公司2013-2021Q1归母净利润及增速情况



资料来源：各公司招股说明书、借壳上市资产重组说明书、2016-2020Q3定期报告，wind，海通证券研究所
注：由于德邦股份、百世集团业绩波动较大，图11中剔除德邦股份、百世集团利润增速数据

1. 2021年上半年行业竞争格局分析
2. 2021年下半年行业竞争格局预判及投资建议
3. 风险提示

第二节要点:

- 行业格局：业务量增速回归常态，价格企稳曙光乍现
- 主要快递公司：强者恒强，龙头为王
- 重点关注：顺丰控股、韵达股份

2.1.行业格局：业务量增速回归常态，价格企稳曙光乍现



2020年2-3月，受疫情影响，社零总额实际当月同比下滑达15%以上，4-7月，同比下滑趋势减缓，8月开始同比转正，在2020年2月的低基数上，2021年2-3月社零总额当月同比增速达到33%以上，4月开始逐步恢复常态增速。

2020年双11大促期间，全网销售额高达8403亿元，同比增长29%。2020年双11当天全网交易额达到3328亿元，同比下滑18.85%，共产生包裹13.25亿个。全网各平台销售额占比为：天猫59%，拼多多6%。

我们判断2020年双11当天全网交易额同比下滑，与当年天猫双11比以往多3天有较大关系。

图12 月度社会消费品零售总额及增速

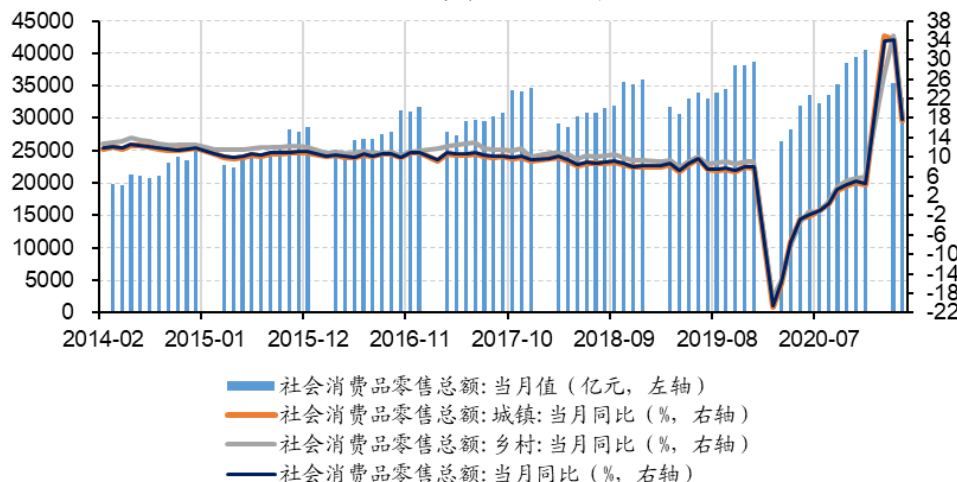
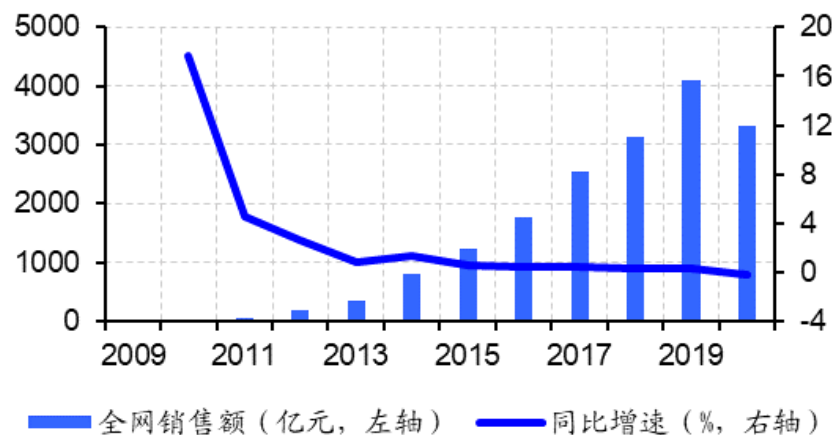


图13 历年双11当天全网销售规模及增速



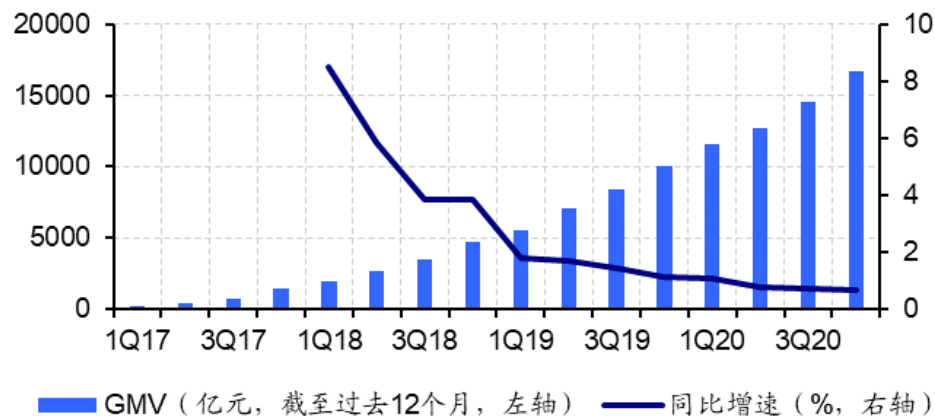
2.1.行业格局：业务量增速回归常态，价格企稳曙光乍现



主要电商GMV增速仍然较高，拼多多作为消费降级群体聚集媒介，显示出强大增长动力。

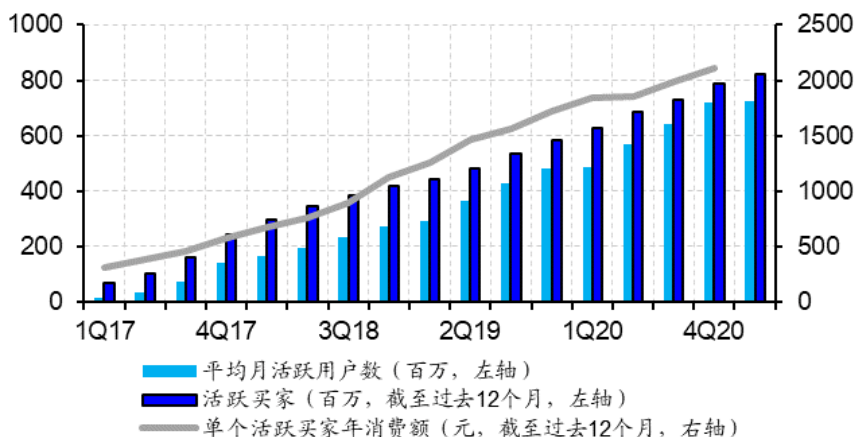
2020年，拼多多等新兴电商平台对加盟制快递公司业务量增速能提供较好的支撑。我们判断拼多多、抖音、快手等新兴平台对电商快递的发展仍然有较大的推动作用。

图14 拼多多季度GMV及增速情况



资料来源：拼多多招股说明书及定期财报，海通证券研究所
注：公司2021Q1财报未公布GMV及增速

图15 拼多活跃用户数、活跃买家数及单个活跃买家年消费额



资料来源：拼多多招股说明书及定期财报，海通证券研究所
注：公司2021Q1财报未公布单个活跃买家年消费额

2.1.行业格局：业务量增速回归常态，价格企稳曙光乍现

行业整合：一线快递巨头入局，二线快递加速洗牌，三线继续边缘化，新进入者起网

一般我们依据业务量情况把**通达系**（中通快递、韵达股份、圆通速递、申通快递、百世集团）、**顺丰控股**以及未上市的**中国邮政**、**京东物流**定义为**一线快递公司**。把**德邦快递**、**天天快递**、**优速快递**、**速尔快递**、**品骏快递**、**宅急送**、**苏宁易购**、**跨越速运**定义为**二线快递公司**。新进入者**极兔速递**、**众邮快递**分别于**2020年3月**和**2020年5月**在国内起网。

图16 各线快递公司划分



2.1.行业格局：业务量增速回归常态，价格企稳曙光乍现



二线快递加速洗牌：

2017年，苏宁物流全资收购天天快递，开启了天天快递转型升级的新征程。2018年，苏宁将原有物流业务与天天快递进行整合。

2019年7月，优速快递加入壹米滴答集团，成为其快递品牌。

2019年11月25日，唯品会与顺丰控股达成业务合作，唯品会将终止旗下自营快递品骏的快递业务，并委托顺丰提供配送服务。

2020年8月，京东物流与跨越速运达成战略合作，携手共建行业领先的一体化供应链服务。

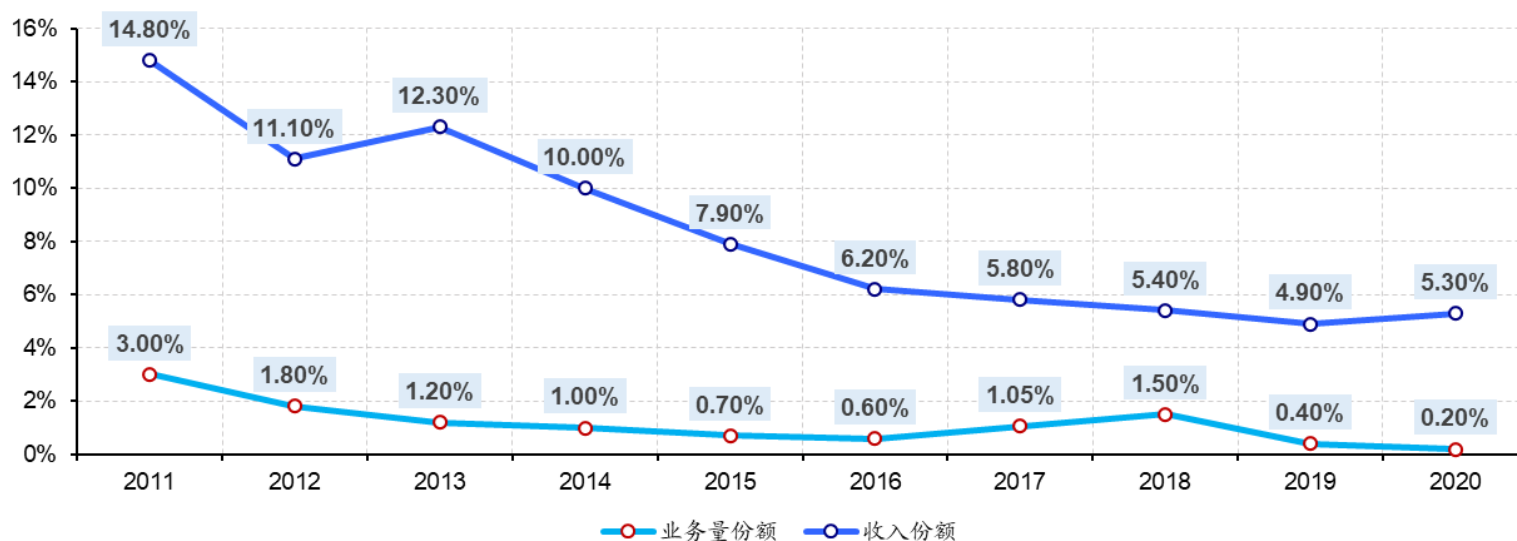
资料来源：天天快递官网、京东物流公众号、壹米滴答官网等

2.1.行业格局：业务量增速回归常态，价格企稳曙光乍现

三线快递继续边缘化：

目前在我国，三线快递主要以**外资快递**为主。根据邮政行业发展统计公报，**2011-2020年**，外资快递合计业务量份额和收入份额呈现**下降趋势**。外资快递**2011年**业务量份额和收入份额为**3%**和**14.8%**，**2020年**两项份额降至**0.2%**和**5.3%**。我们推断**2021年**，外资快递业务量、收入份额将延续此前的趋势，进一步降低。

图17 2011-2020年外资快递业务量份额和收入份额情况



资料来源：2011-2020年邮政行业发展统计公报，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.1.行业格局：业务量增速回归常态，价格企稳曙光乍现



新进入者起网：

极兔速递：根据极兔速递官网，2015年8月，公司成立于印尼，很快与印尼主要电子商务平台展开全面合作，2017年11月，公司在印尼收件量突破30万件/天，成为当地排名第二的快递公司。2017年底，极兔进军越南、马来西亚，2018年进军菲律宾、泰国，2020年3月，极兔速递中国起网。公司现有转运中心79个，干线900余条，干线车辆700余辆，已初步建立覆盖全国的服务网络。

哪吒速运：根据哪吒速运微信公众号，为江苏国信华夏信息产业集团全资子公司，依托央企背景，公司从2021年1月12日开始正式启动招商，围绕年中起网的目标在积极开展筹备工作，目前全国42个分拨中心全面落地，分拨中心设备、信息系统进图安装调试阶段。

我们认为：快递行业已经进入到龙头份额战阶段，主要上市快递公司重资产化趋势明显。短期内新进入者对行业份额分配产生扰动，长期看，快递行业的壁垒仍在，在资金、技术、服务品质等方面将给新进入者带来重大考验。

2.1.行业格局：业务量增速回归常态，价格企稳曙光乍现



业务量增速恢复常态：

疫情影响之下，2020年行业业务量增速达到31.20%（2017-2019年分别为28.07%、26.60%、25.30%），2021Q1在2020Q1业务量低基数上增长75%，但2021Q2开始，低基数效应基本消除（2020Q2开始快递行业恢复正常生产作业），我们判断2021Q2-Q4业务量增速将大大低于Q1，恢复到常规增速。

价格企稳曙光乍现：

根据浙江省邮政管理局官网，浙江局草拟了《浙江省快递业促进条例（草案）》，我们判断，快递行业恶性价战争在一定程度上能得到遏制，但快递价格战本质上是市场自发的调节行为，除非出现严重破坏道德底线的行为，否则通达系公司之间长期份额战的趋势不会变，价格企稳如曙光一般闪现，很快又将回归市场调节的范围之内。

第二节要点:

- 行业格局：业务量增速回归常态，价格企稳曙光乍现
- 主要快递公司：强者恒强，龙头为王
- 重点关注：顺丰控股、韵达股份

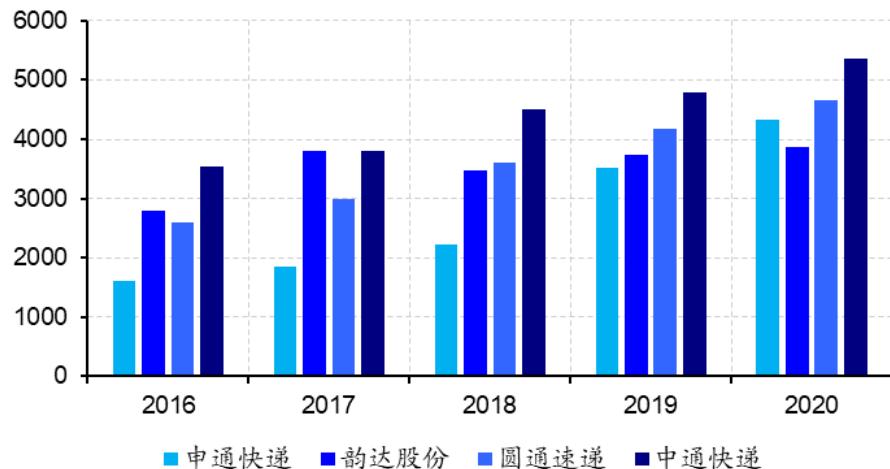
2.1.主要快递公司：强者恒强，龙头为王

主要快递公司基本情况对比：

2020年，主要快递公司加盟商数量相对2016年均有所增加，**申通快递**加盟商数量变化最为显著，与其有序减少加盟环节，推行末端扁平化管理有较大关系。

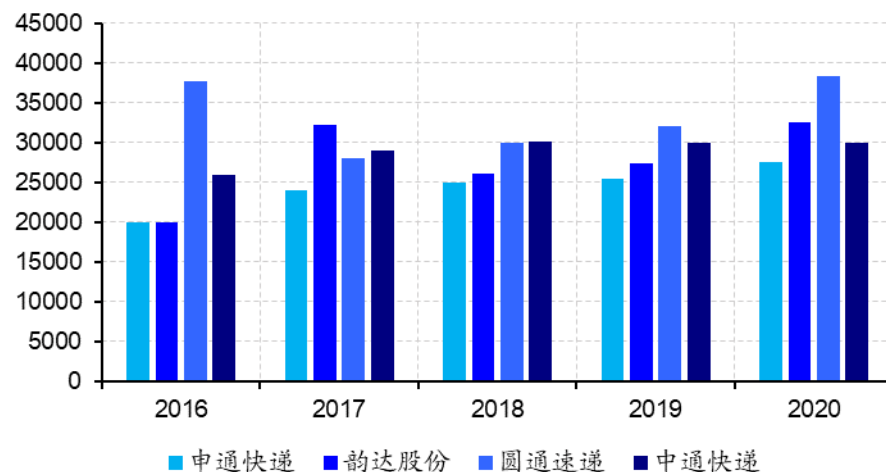
2018-2020年，主要快递公司服务站点、门店数量变化较小，我们判断与这4家在全国的站点、门店已经覆盖较全，服务较为稳定有较大关系。

图18 主要快递公司2016-2020年加盟商数量变化情况（个）



资料来源：各公司招股说明书、借壳上市资产重组说明书、2018-2020年定期报告，海通证券研究所

图19 主要快递公司2016-2020年服务站点、门店数情况（个）



资料来源：各公司招股说明书、借壳上市资产重组说明书、2018-2020年定期报告，海通证券研究所

2.1.主要快递公司：强者恒强，龙头为王

主要快递公司基本情况对比：

2018-2020年，主要快递公司转运中心自营比例均达到较高水平，**圆通速递、申通快递**相比2016年变化较为显著。

2018-2020年，主要快递公司车辆总数均不断提升，**中通快递**自营车辆比例最高。

图20 主要快递公司2016-2020年转运中心自营比例情况（%）

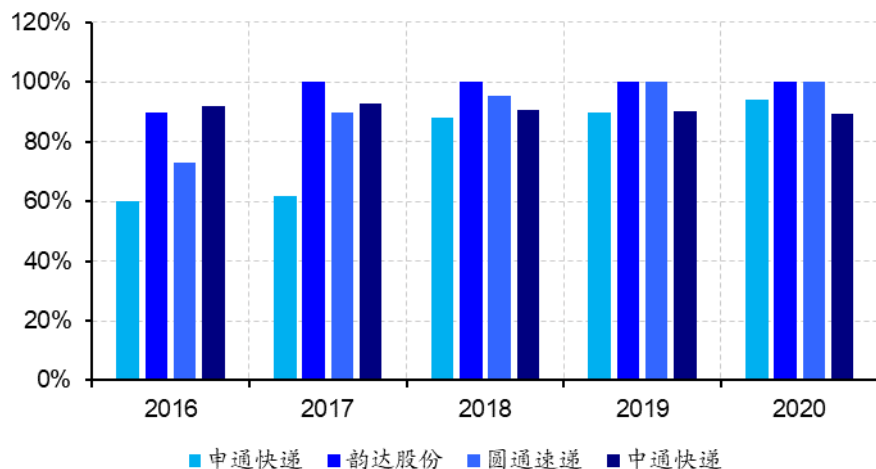
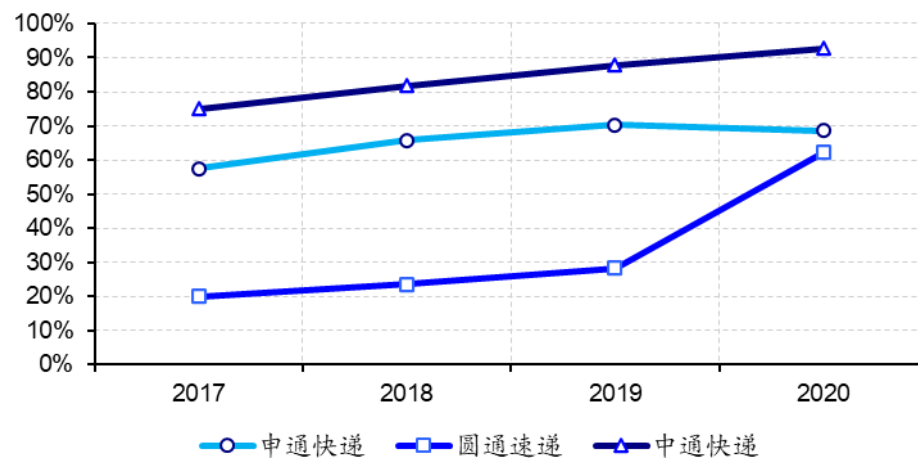


图21 主要快递公司2017-2020年自营车辆变化情况



资料来源：各公司招股说明书、借壳上市资产重组说明书、2018-2020年定期报告，海通证券研究所

资料来源：各公司2018-2020年定期报告，海通证券研究所

2.1.主要快递公司：强者恒强，龙头为王

主要快递公司核心资产对比：

中通快递、圆通速递在**固定资产、无形资产**上有较好储备。**韵达股份**在**固定资产**和**无形资产**上追赶较为迅速。

韵达股份注重在**机器设备、电子设备**上加大投入；**圆通速递**注重在**房屋建筑**上加大投入。

图22 主要快递公司2015-2020年固定资产情况（亿元）

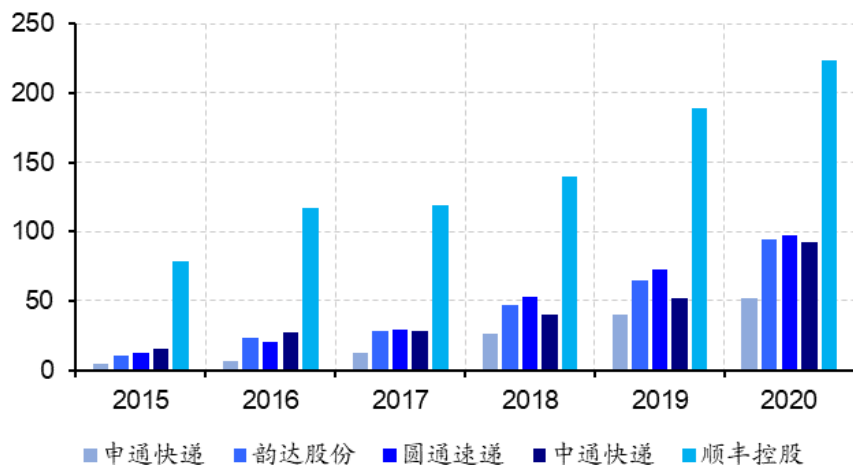
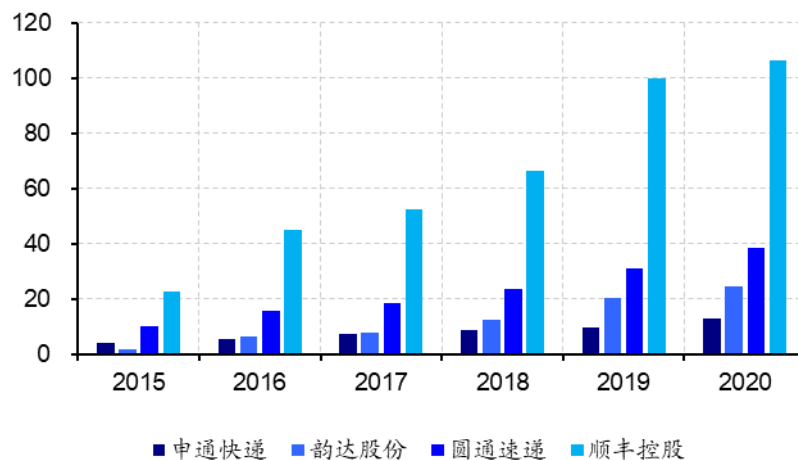


图23 主要快递公司2015-2020年无形资产情况（亿元）



资料来源：各公司招股说明书、借壳上市资产重组说明书、2016-2020年定期报告，海通证券研究所

资料来源：各公司招股说明书、借壳上市资产重组说明书、2016-2020年定期报告，海通证券研究所

2.1.主要快递公司：强者恒强，龙头为王

表3 主要快递公司固定资产细项（亿元）

		运输设备	机器设备	房屋建筑	电子设备	办公设备	飞机及相关物	高价工具及周转件
申通快递	2015	0.46	1.81	2.43		0.33		
	2016	2.08	1.37	3.10		0.31		
	2017	5.26	1.56	5.42		0.70		
	2018	10.47	8.32	6.91		0.96		
	2019	9.22	14.31	15.35		1.05		
	2020	8.24	21.53	20.80		0.96		
韵达股份	2015	1.29	3.15	5.53	0.63	0.01		
	2016	7.82	7.89	6.71	0.89	0.0083		
	2017	6.99	12.41	7.46	1.32	0.0076		
	2018	8.55	25.08	10.09	3.44	0.0073		
	2019	11.00	36.39	10.58	6.43	0.0078		
	2020	16.10	46.11	24.93	7.66	0.01		
圆通速递	2015	1.40	1.74	7.56	0.68	0.80		
	2016	0.94	3.14	14.82	0.65	0.15	1.069	0.06
	2017	1.17	4.18	20.75	0.8	0.21	2.29	0.16
	2018	5.55	8.91	32.17	1.44	0.18	4.43	0.46
	2019	6.26	15.31	42.90	2.2	0.24	4.73	0.54
	2020	10.86	25.06	53.02	2.65	0.30	4.22	0.75
顺丰控股	2015	15.79	12.61	14.55	7.72	10.72	16.86	
	2016	14.87	16.01	37.21	8.79	12.87	27.04	
	2017	14.39	15.86	32.43	8.44	15.16	32.67	
	2018	18.58	17.64	32.72	11.86	19.48	39.38	
	2019	15.75	21.42	66.79	12.61	20.30	52.17	
	2020	17.95	32.79	68.65	12.84	34.66	56.68	

资料来源：各公司招股说明书、借壳上市资产重组说明书、2016-2020年定期报告，海通证券研究所

注：以上各项均为期末账面价值，标红为该项除顺丰控股外当年的最大值

各公司固定资产细项2015年为净值，2016-2020年为期末账面价值

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

第二节要点:

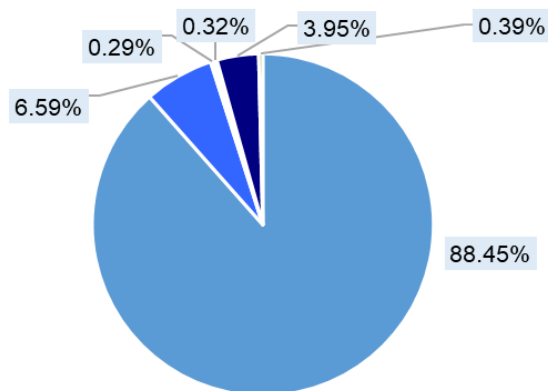
- 行业格局：业务量增速回归常态，价格企稳曙光乍现
- 主要快递公司：强者恒强，龙头为王
- 重点公司：顺丰控股、韵达股份

2.2.重点公司：顺丰控股

顺丰控股从2013年到2020年，顺丰控股的收入结构发生了巨大变化，时效产品收入占比从88.45%下降到43.09%，新产品收入合计占比达到22.17%。

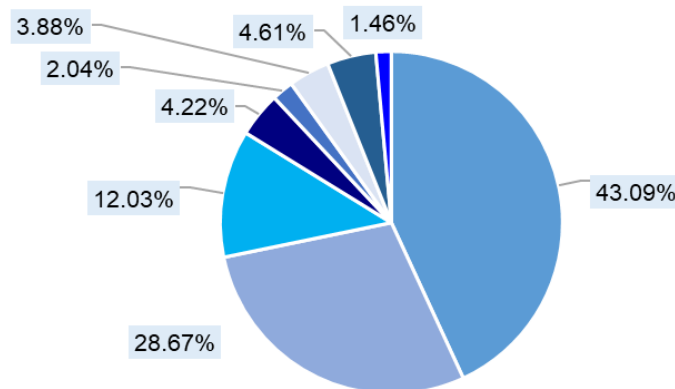
2019年5月，公司推出特惠专配产品，带动经济产品业务量总体提升，2019年下半年公司经济产品收入增速达到47.54%，2020年上半年达到76.12%。2019年10月至2020年8月，在时效产品和经济产品的增速带动下，顺丰控股业务量增速稳居行业第一。2021Q1，在经济产品和新业务的带动下，顺丰控股业务量仍然保持44.07%的高增速。

图24 顺丰控股2013年收入构成（按产品）



■ 顺丰标快 ■ 顺丰特惠 ■ 电商业务 ■ 物流普运 ■ 其他速运业务 ■ 其他业务

图25 顺丰控股2020年收入构成（按产品）



■ 时效 ■ 经济 ■ 快运 ■ 冷运及医药业务 ■ 同城配 ■ 国际 ■ 供应链 ■ 其他业务

资料来源：鼎泰新材资产重组说明书，海通证券研究所

资料来源：顺丰控股2020年年报，海通证券研究所

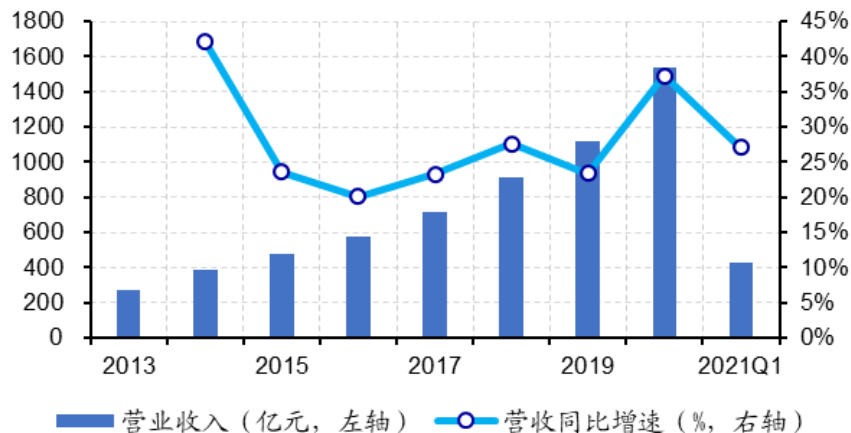
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.2.重点公司：顺丰控股

顺丰控股 2021Q1，顺丰控股扣非归母净利润转负，同比下滑达**200%**以上，主要影响因素有：（1）新业务板块影响（含四网融通快运网络时效底盘投入）；（2）春节特殊激励/福利同比增加；（3）场地设备及临时资源加大投入；（4）电商和时效产品结构变化等影响。

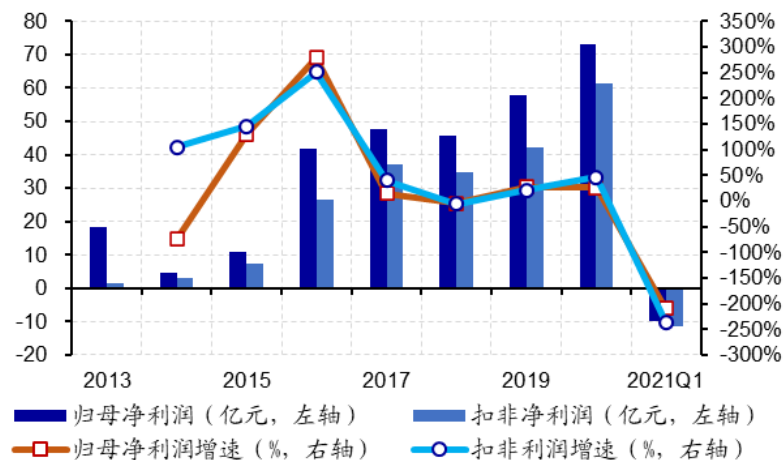
我们认为以上四个因素中：（2）（3）更类似一次性影响，（1）提到的投入对公司长远发展有较大正面影响，预计降本增效的作用在今年Q3-Q4体现。（4）对公司的影响将长期存在。

图26 顺丰控股2013-2021Q1收入及增速



资料来源：鼎泰新材资产重组说明书、顺丰控股2016-2021Q1定期报告、wind，海通证券研究所

图27 顺丰控股2013-2021Q1净利润及增速



资料来源：鼎泰新材资产重组说明书、顺丰控股2016-2021Q1定期报告、wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.2.重点公司：顺丰控股

风险提示：

- 1、宏观经济增速不达预期；
- 2、新兴电商平台带来的业务量增速不达预期；
- 3、人力成本大幅增加；
- 4、价格战愈演愈烈。

2.2.重点公司：韵达股份

韵达股份 2015-2018年，公司华南地区收入占比相对较低（同行均高于20%），韵达股份正在积极弥补短板，2019-2020年，该比例提升至**16.19%**、**12.09%**，我们预期公司华南地区收入占比提升的趋势将延续，公司货源分布将更平衡。

表4 主要通达系快递公司收入分区域占比

韵达股份收入分区域占比							
	华东	华北	华中	华南	西南	西北	东北
2015	69.68%	10.82%	3.16%	8.48%	1.86%	1.17%	1.49%
2016	64.47%	10.01%	2.86%	10.25%	2.23%	1.54%	1.80%
2017	58.48%	11.42%	3.81%	8.43%	3.81%	2.41%	3.18%
2018	57.01%	9.29%	3.51%	7.15%	4.52%	1.86%	3.41%
2019	51.60%	9.44%	5.78%	16.19%	3.23%	1.38%	5.29%
2020	59.51%	10.41%	5.41%	12.09%	3.47%	1.50%	2.12%

申通快递收入分区域占比								
	华东	华北	华中	华南	西南	西北	东北	海外
2015	48.85%	6.38%	7.45%	30.47%	2.59%	1.30%	1.95%	0.01%
2016	53.34%	6.70%	7.20%	27.52%	2.21%	1.17%	1.83%	0.03%
2017	57.41%	7.31%	7.80%	21.97%	2.34%	1.36%	1.76%	0.05%
2018	47.20%	7.36%	8.98%	32.17%	1.56%	0.90%	1.79%	0.04%
2019	47.18%	8.08%	9.12%	28.51%	3.70%	0.77%	2.60%	0.03%
2020	44.16%	8.90%	8.80%	29.94%	4.16%	0.92%	3.05%	0.07%

圆通速递收入分区域占比											
	华东	华北	华中	华南	西南	西北	东北	国际	港澳台	海外	增值服务及其他
2015	49.20%	10.57%	5.76%	27.21%	3.74%	1.38%	2.14%				
2016	49.03%	10.37%	6.34%	26.60%	3.89%	1.71%	2.02%	0.05%			
2017	48.62%	9.91%	6.35%	24.56%	3.55%	1.33%	1.83%		1.92%	1.14%	0.79%
2018	46.79%	8.01%	6.17%	20.62%	3.24%	1.27%	1.91%		6.22%	4.41%	1.37%
2019	43.94%	8.68%	6.98%	22.22%	3.22%	1.18%	1.97%		5.40%	3.84%	2.58%
2020	41.42%	8.88%	6.73%	19.04%	3.11%	1.05%	2.04%		6.93%	3.64%	5.01%

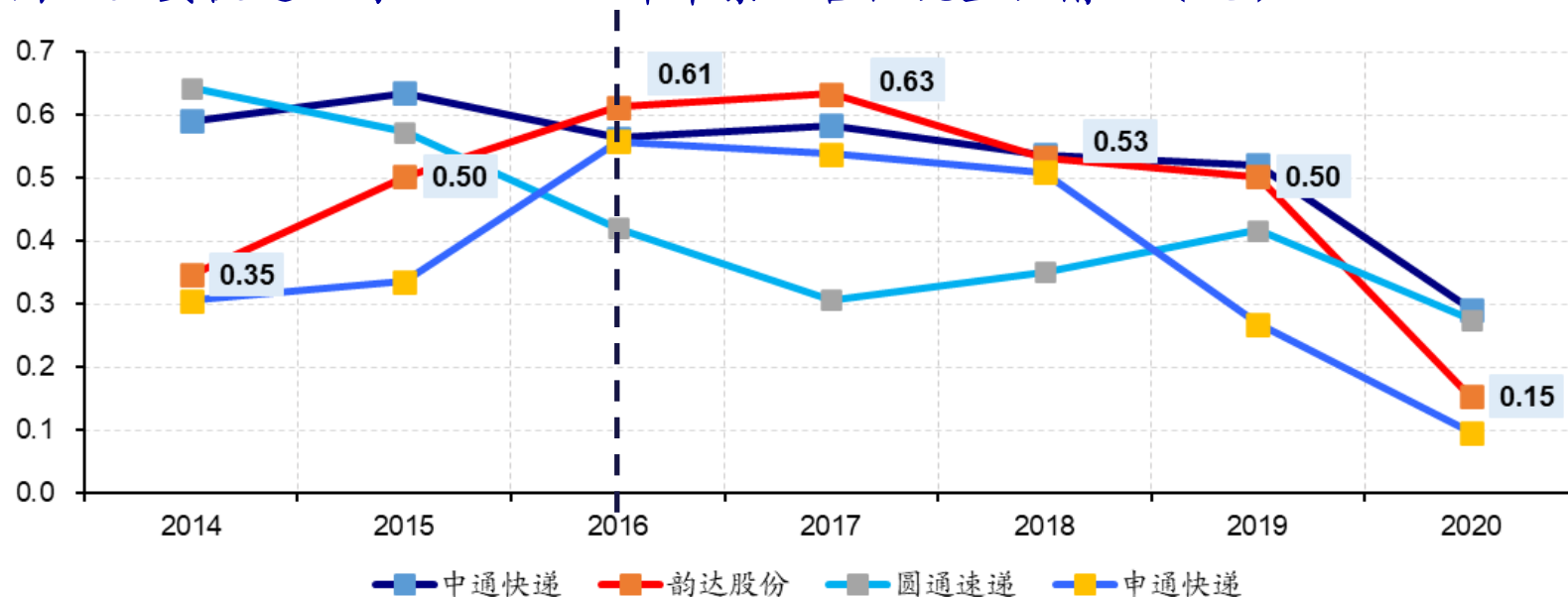
资料来源：各公司借壳上市资产重组说明书、2016-2020年定期报告，海通证券研究所请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.2.重点公司：韵达股份

韵达股份 我们认为韵达股份市场份额提升、利润高速增长的关键在于公司进入了**产能扩张—业务量提升—成本降低—利润提升**的良性循环，而优质的现金创造能力是进入良性循环的重要条件。

韵达股份单票经营性现金流从**2016**年开始超越同行，直到**2019**年仍保持较优水平，**2020**年被圆通速递赶超。

图28主要快递公司2014-2020年单票经营性现金流情况（元）



资料来源：各公司招股说明书、借壳上市资产重组说明书、2016-2020年定期报告，wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.2.重点公司：韵达股份

风险提示：

- 1、价格战愈演愈烈；
- 2、人力成本大幅攀升；
- 3、行业业务量增速低于预期。

2.2.投资建议：强者恒强，龙头为王

表5 主要快递公司估值情况

简称	股票代码	市值（亿元）	收盘价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
韵达股份	002120	378	13.02	0.48	0.55	0.69	0.85	32.41	23.61	18.84	15.37
圆通速递	600233	316	10.01	0.56	0.59	0.69	0.80	20.57	16.91	14.56	12.50
申通快递	002468	118	7.68	0.02	0.21	0.26	0.33	424.76	35.82	29.15	23.06
顺丰控股	002352	3191	70.04	1.61	1.36	1.86	2.29	54.87	51.18	37.54	30.43
德邦股份	603056	114	11.08	0.59	0.70	0.85	0.97	21.59	15.81	13.00	11.40

资料来源：wind一致性预测（收盘价为2021年06月25日），海通证券研究所

1. 2021年上半年行业竞争格局分析
2. 2021年下半年行业竞争格局预判及投资建议
3. 风险提示

3. 风险提示

风险提示：

- 1、宏观经济增速不达预期；
- 2、新兴电商平台带来的业务量增速不达预期；
- 3、人力成本大幅增加；
- 4、价格战愈演愈烈。

分析师声明

虞 楠 罗月江

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

交运研究团队:

交运行业首席分析师

虞 楠

SAC执业证书编号: S0850512070003

电 话: 021-23219382

Email: yun@htsec.com

交运行业分析师

罗月江

SAC执业证书编号: S0850518100001

电 话: 010-56760091

Email: lyj12399@htsec.com

投资评级说明

	类 别	评 级	说 明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。