



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

2020年中期投资策略线上交流会

证券研究报告

2020年9月

电商快递的战国推演

——快递进化论初探之三

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

姓名：皇甫晓晗（分析师）

邮箱huangfuxiaohan@gtjas.com

电话：13246624040

证书编号：S0880518070005

姓名：郑武（分析师）

邮箱zhengwu@gtjas.com

电话：13828873918

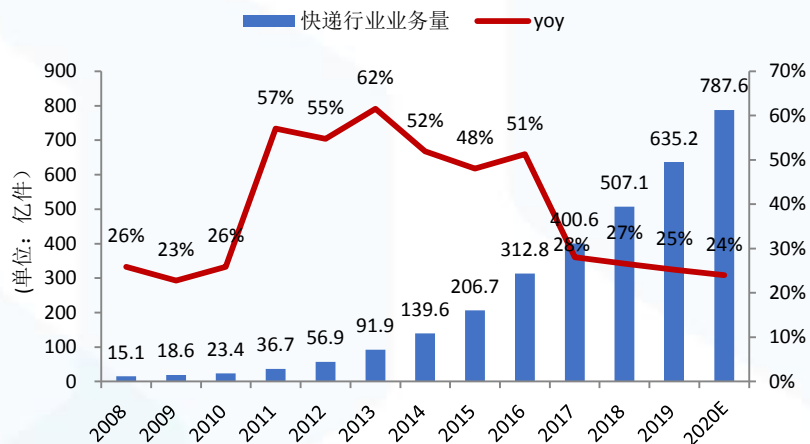
证书编号：S0880514030002

- ◆ 电商快递的战国时代即将到来，未来五年将是“五进三”和“三争一”的格局。
- ◆ 战国的终局是高度集中，甚至“一家独大”——份额的适度集中与股权价值的一家独大。
- ◆ 迈向终局的路径，竞争好于并购。
- ◆ 电商企业难以在长期影响快递终局。

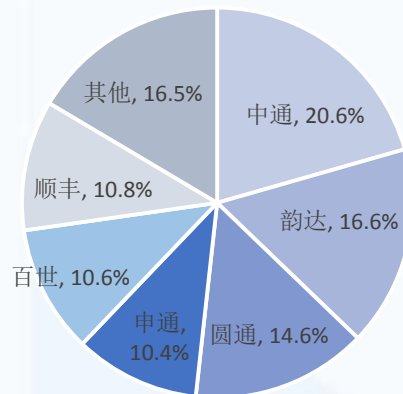
1.1 行业概览

- 2019年，中国快递业务量达到635亿件，约为美国快递量的5倍。
- 以顺丰、EMS、京东为代表的直营制快递占20%，以“通达百”为代表的加盟制快递占80%。

快递行业业务量规模



快递行业市场份额 (2020H1)



◆ 电商快递行业主要玩家由加盟制企业构成：

- Top5 一线快递：中通、韵达、圆通、百世、申通
- 其他 二线快递：天天、速尔、宅急送、德邦、国通（已退出）、安能（已退出）、全峰（已退出）

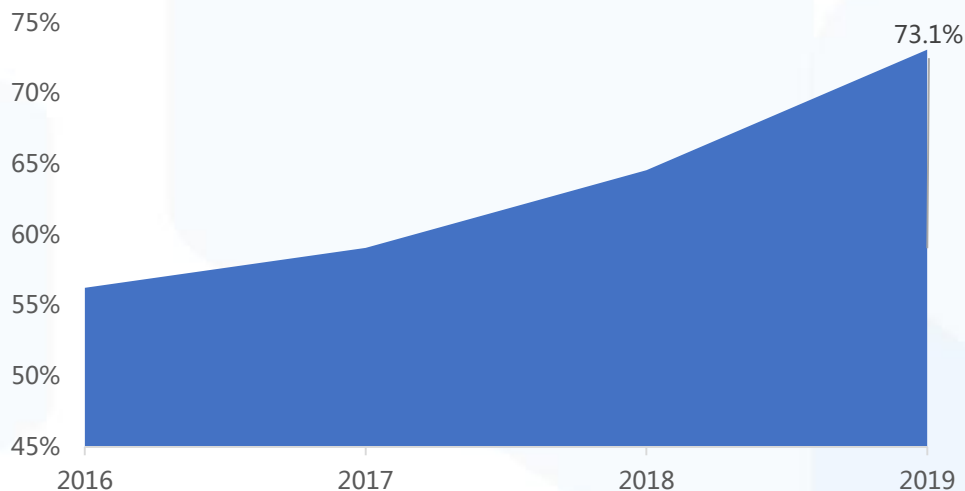
◆ 电商快递竞争二阶段：

- 春秋时期：Top5一线快递挤出二线快递，但一线快递内部分化不显著
- 战国时期：一线快递内部开始“五进三”、“三争一”的角逐

1.3 春秋回顾：快递企业集体上市后的2016-2019年

◆ Top5企业整体市占率从56%提升至73%。

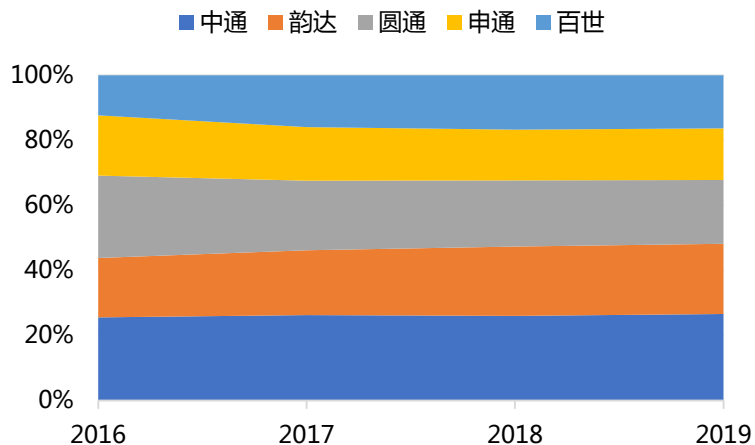
电商快递Top5企业整体占比提升



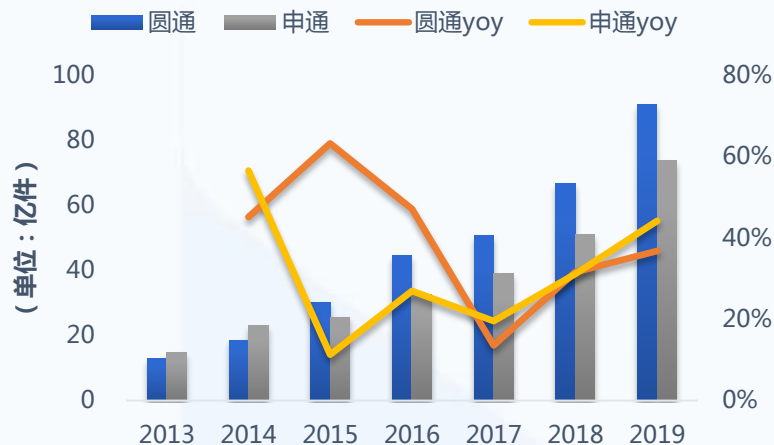
1.3 春秋回顾：快递企业集体上市后的2016-2019年

◆ Top5电商快递企业之间尚未分化

春秋时期：Top5企业之间份额难以显著分化



春秋时期：Top5部分企业经历下滑，而后续又能够追赶



◆ Top5企业开始“五进三”、“三争一”的两个条件：

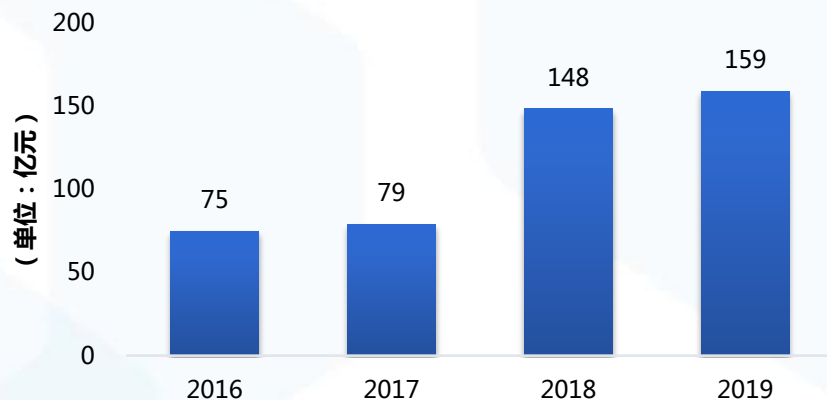
1. 领先企业产能逐渐充足
2. 落后企业融资逐渐受限

◆ 2020年，两个条件逐渐满足，行业逐步进入“战国时期”。

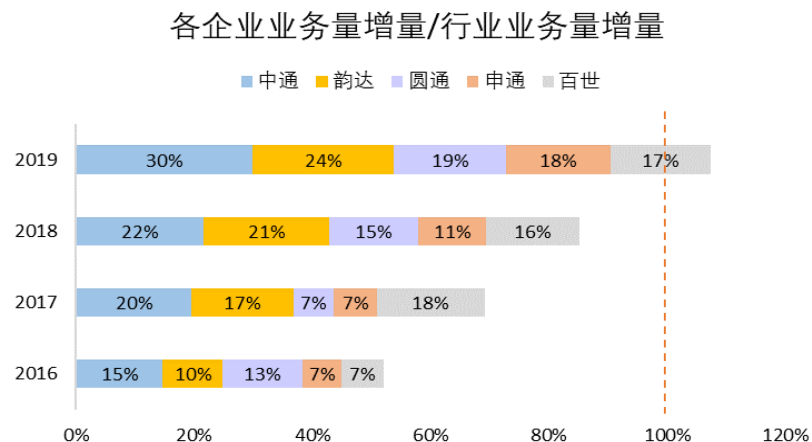
◆ 战国时期的第一个条件：领先企业产能逐渐充足。

1. 上市后，资本开支力度加大，产能投入增速较高；
2. 龙头消化掉的增量占比越来越高。

电商快递Top5企业资本开支大幅增加



行业领先企业增量占比逐年提升

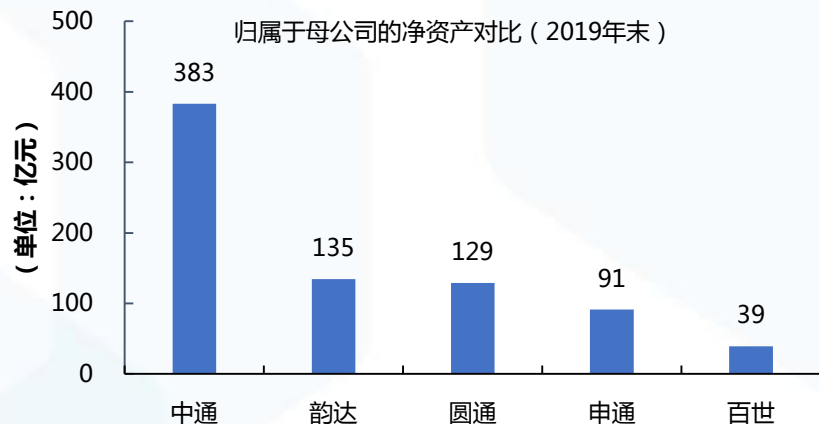


◆ 战国时期的第二个条件：落后企业的融资能力逐渐受限。

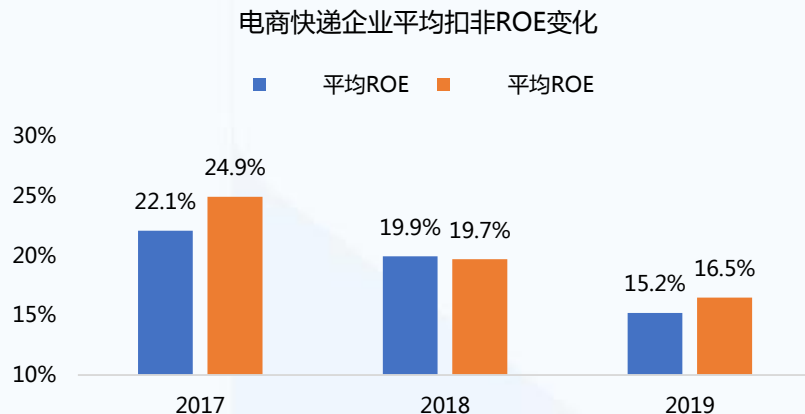
1. Top5企业资本实力已经显著分化；

1. 行业平均ROE逐年下行。

电商快递Top5企业资本实力已经分化



电商快递行业平均ROE逐步下行



- ◆ **价格**：行业价格战持续加剧，竞争更加激烈。
- ◆ **利润**：企业利润中枢整体下移，脆弱性增加，波动加大。
- ◆ **竞争要素**：企业资产负债表和融资能力的重要性提升。
- ◆ **格局变化**：行业强弱分化越来越显著。

◆ **电商快递的终局：**高度集中，甚至“一家独大”——未必是市场份额的“一家独大”，而是股东价值的“一家独大”

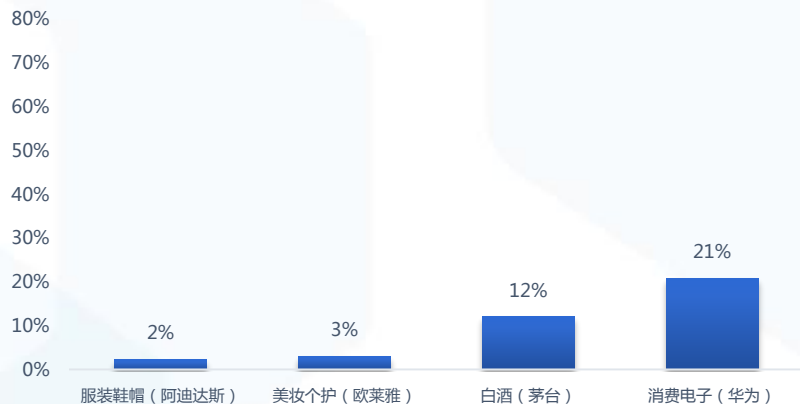
◆ **经济学视角的三个原因：**

1. 需求：2B类工业品需求容易集中
2. 供给：规模经济推动强者更强
3. 组织边界：加盟模式管理瓶颈极高

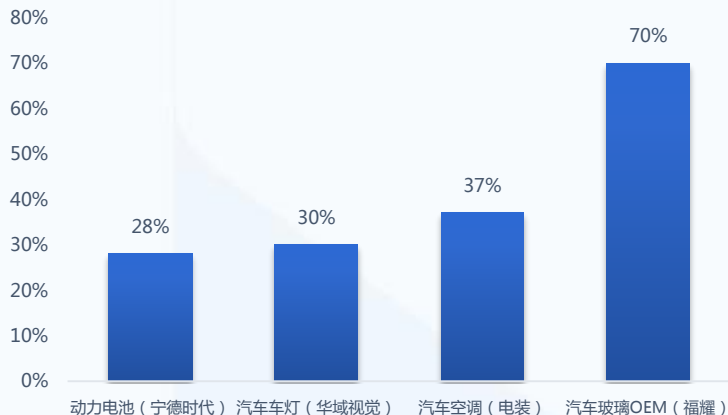
2.2 高度集中的原因之一：需求的2B与类工业品属性

- ◆ 2C与2B的区别：需求的差异化程度
- ◆ 消费品与工业品的区别：产品质量与价格的透明程度
- ◆ 电商快递的2B类工业品属性，使行业需求向少数优秀企业集中

典型2C消费品行业第一名市占率



典型2B工业品行业第一名市占率

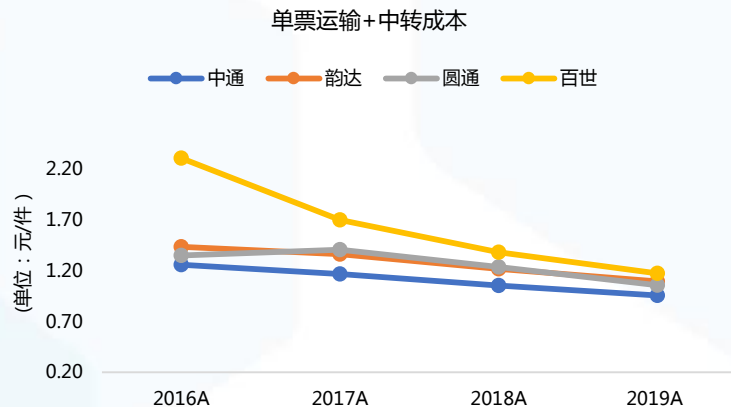


2.3 高度集中的原因之二：供给端的规模经济

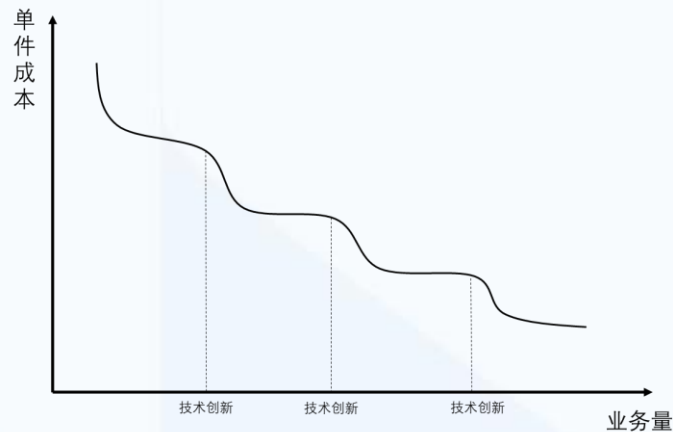
电商快递行业规模经济推动强者更强

1. 成本端规模经济：规模越大，成本越低 —— 当前，成本端规模经济远未到尽头
2. 服务端规模经济：规模越大，时效越高

三年维度成本曲线示意图



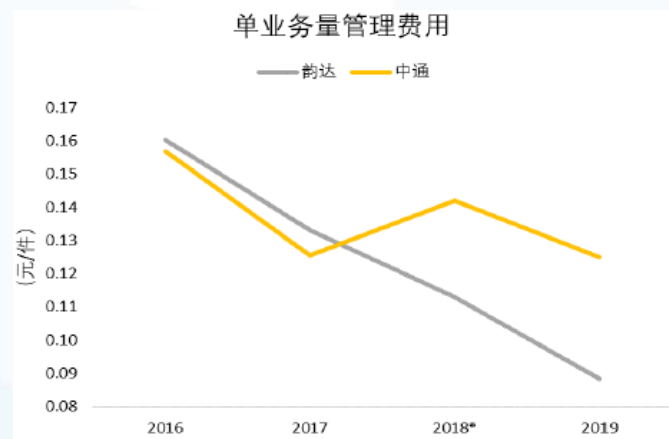
十年以上维度成本曲线示意图



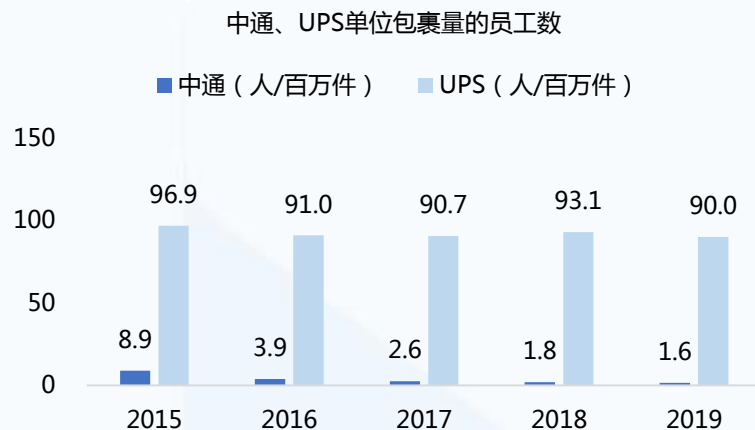
2.4 高度集中的原因之三：高管理瓶颈

加盟制快递是去中心化的平台型组织：用交易机制代替管理机制，理论上管理边界无穷大，且管理费用极低

加盟制快递企业单件管理费用边际递减，管理边界高



中通、UPS单位包裹对应员工数量差异显著



◆ 纵观各个服务业，暂未找到像加盟制快递这样特征的行业。

1. 类工业品
2. 强规模经济
3. 高管理瓶颈

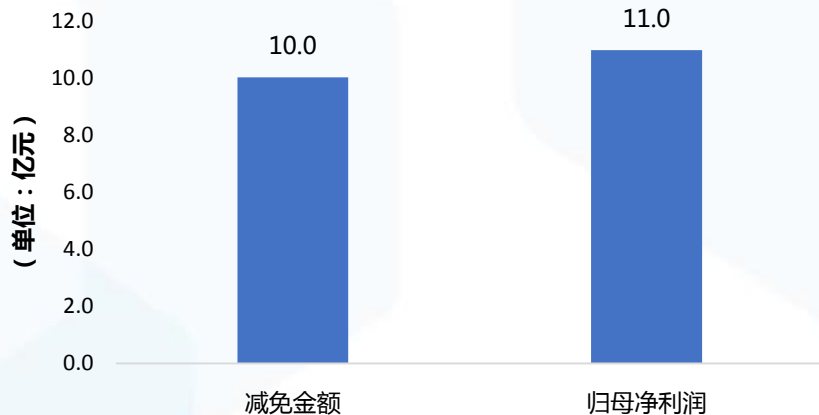
这些特征将推动行业集中度超过市场的想象。

3.1 终局选择：价值集中比份额集中好

◆ 社会学问题：份额一家独大的结果——垄断

- 一家独大——失去竞争——垄断价格——政府介入
- Eg. 公路、快递柜、外卖
- 独家垄断对股东而言，反而增加了回报的长期不确定性

政府干预下，皖通高速每年减免通行费接近利润额



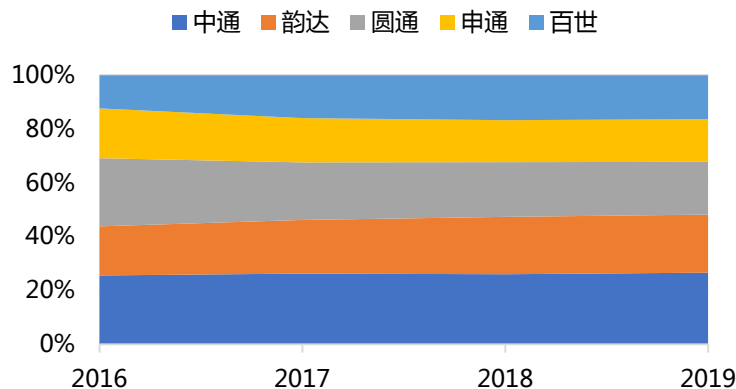
谷歌退出中国后谷歌和百度股价变化



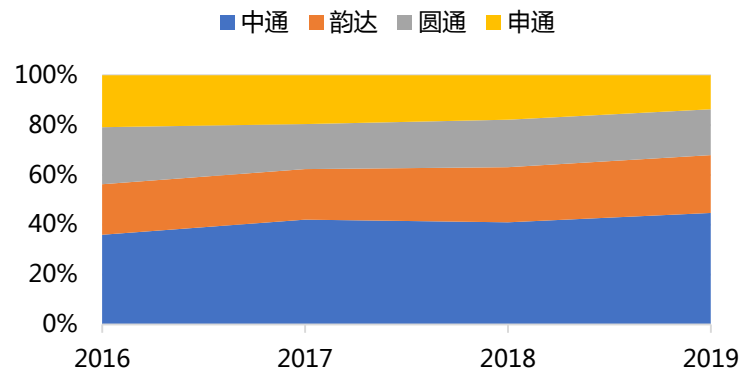
3.1 终局选择：价值集中比份额集中好

- 相同价格下，龙头企业成本更低，利润率更高；相同成本下，龙头企业服务质量更好，收入更高，利润率更高。
- 行业属性决定：业务量集中度<利润集中度<市值集中度
- 经济学与社会学的均衡：龙头企业可以用30-40%的市场份额，获取50-60%的利润，占据行业70-80%的市值。

电商快递Top5企业业务量份额对比



电商快递Top5企业利润份额对比



3.1 终局选择：价值集中比份额集中好

- ◆ “一家独大” ——不是垄断，是股东回报的高度集中。
- ◆ 这是最为稳定的终局状态，可以实现经济学与社会学的最优。

核心结论

- ◆ 电商快递的战国时代即将到来，未来五年将是“五进三”和“三争一”的格局。
- ◆ 战国的终局是高度集中，甚至“一家独大”——份额的适度集中与股权价值的一家独大。
- ◆ 迈向终局的路径，竞争好于并购。
- ◆ 电商企业难以在长期影响快递终局。

相关标的盈利预测与评级

公司代码	公司名称	股价(元) 20200922	每股收益(元)			市盈率(X)			目标价	投资评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
ZTO.N	中通快递	29.86 (美元)	5.77	6.11	6.49	36.2	34.2	32.2	41.08 (美元)	增持
600233.SH	圆通速递	14.64	0.59	0.78	0.87	24.8	18.8	16.8	21.00	增持

风险因素

1. 行业价格战持续加剧，竞争更加激烈，企业的利润波动性将加大。
2. 电商资本对于行业的影响，仍具有一定的不确定性。
3. 若电商增速放慢，则行业出清过程更早来临。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安交运团队

Thank you for listening

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>