

以史鉴今：从 UPS、FedEx 看中国快递行业并购发展趋势

快递行业专题报告

本篇报告回顾了 UPS 和 FedEx 的百年发展历程中不同阶段的并购案例。总体来看，快递行业并购在起步、成长、集中与寡头垄断四个阶段中呈现不同的特征。目前，中国快递行业正处于迈向寡头垄断的时期，大型同业并购将持续出现，多元化并购也将日趋频繁。

- **复盘国际综合物流巨头并购成长之路。**UPS 的成长历程分为内生增长与多元并购两个阶段，全球范围内的地域扩张与低核心业务相关度外延并购大大加速了 UPS 的规模扩张，助力 UPS 成为集快递、快运、全方位供应链物流（医药、特种物流、高价值货物等）服务能力的综合物流服务商。FedEx 则通过密集并购异国本土快递企业快速建立了全球综合快递物流网络。
- **快递行业并购具有明显阶段性特征。**复盘 UPS 与 FedEx 并购历史，国际综合物流企业并购表现出明显的周期特征，从并购视角出发，我们认为快递行业发展可划分为起步、成长、集中和寡头垄断四个阶段。**起步阶段：**行业快速兴起，企业处于各自探索期，以单一快递业务和区域业务为主，并购较少。**成长阶段：**①并购数量较多，规模中等，行业集中度提升。②多元并购出现，企业产品结构逐步丰富，大多数为小型并购。**集中阶段：**①小型快递企业出清完成，进入头部企业集中度提升期，大型同业并购出现。②快递企业物流产品进一步细分，龙头企业更为广泛地布局多元化业务。**寡头垄断阶段：**以多元化并购为主，各企业希望进一步强化细分市场竞争优势。
- **中国快递进入变局之年，行业迎来密集并购期。**回顾中国快递业的发展历程，我们认为其阶段性特征也和美国快递业发展较为类似。目前我们正从集中阶段迈向寡头垄断，表现为头部企业加速分化，集中度提升。**展望未来，我国快递行业的并购市场将呈现两大趋势：**①大型同业并购将继续出现。目前国内电商快递领域仍未形成较为稳固的寡头垄断格局，因此加盟制快递企业仍然需要持续追求市场份额以获得更强的规模效应。一线快递企业加速分化，未来大型的同业并购将继续出现。②多元化并购日趋频繁。一方面，以差异化策略为核心的顺丰控股在众多领域仍有扩张空间；另一方面，随着电商红利式微，国内传统电商快递企业将进一步参与新兴市场以实现可持续发展。此时它们将向多元化产品延伸，未来多元化并购的数量有望持续增加。
- **投资建议：**当前国内行业正向寡头垄断格局迈进，监管趋严驱动行业向价值竞争转变。**重点推荐**率先进行多元化布局的**顺丰控股**，未来 5 年有望在国际物流、TO B 端供应链、冷链物流每个赛道捕捉千亿级别收入，中长期成长空间广阔，盈利将逐年释放。**重点推荐韵达股份、圆通速递**，积极关注**中通快递**，我们看好电商快递领域格局改善后公司盈利的快速提升（较强的规模效应将带来超预期的业绩弹性）。
- **风险提示：**并购推进不及预期、新兴市场发展不及预期风险

重点公司主要财务指标

	股价	20EPS	21EPS	22EPS	21PE	22PE	PB	评级
韵达股份	20.15	0.48	0.56	0.92	36.0	21.9	3.9	强烈推荐-A
顺丰控股	65.55	1.49	0.87	1.67	75.0	39.1	5.6	强烈推荐-A
圆通速递	16.58	0.51	0.62	0.83	26.9	20.1	3.2	强烈推荐-A

资料来源：公司数据、招商证券

推荐（维持）

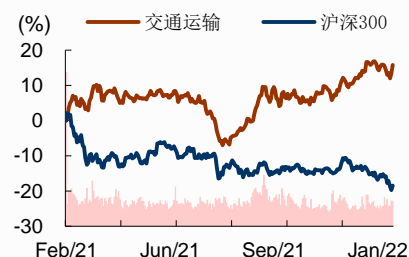
周期/交通运输

行业规模

		占比%
股票家数（只）	125	2.7
总市值（亿元）	28843	3.4
流通市值（亿元）	24185	3.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0.4	23.4	19.5
相对表现	3.5	29.3	35.0



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《招商交运物流行业周报—春运数据同比改善明显，节后需求有望持续复苏》2022-02-06
- 2、《航空行业专题报告—曙光隐现，积极布局》2022-01-22
- 3、《招商交运物流行业周报—12 月民航客流有所恢复，快递单价持续回升》2022-01-16

苏宝亮 S1090519010004

✉ subaoliang@cmschina.com.cn

肖欣晨 S1090522010001

✉ xiaoxinchen@cmschina.com.cn

正文目录

一、复盘国际综合物流巨头并购成长之路	4
1、UPS 发展历程概况	5
（1）从内生到外延，并购加速规模扩张	5
（2）地域扩张+业务多元，并购增强协同效应	6
2、FedEx 发展历程概况	9
3、快递行业并购具有明显阶段性特征	11
（1）随快递行业发展，行业并购呈现不同特点	11
（2）行业并购发挥协同效应，助力企业实现跨越式成长	16
二、中国快递进入变局之年，行业迎来密集并购期	19
1、中国快递向寡头垄断迈进，并购呈现阶段性特征	19
（1）成长阶段末期价格战激烈，尾部企业出清	20
（2）集中阶段初期头部企业持续分化，大型同业并购出现	21
（3）快递行业仍有差异化竞争，多元化并购持续涌现	23
2、中国快递并购发展趋势展望	25
三、行业观点及投资建议	25
四、风险提示	26

图表目录

图 1：UPS 从内生增长到外延收购	5
图 2：UPS 向综合物流迈进	6
图 3：2001-2021 年 UPS 市值呈上升趋势	6
图 4：UPS 地域协同与业务资源协同式并购	8
图 5：UPS 多数并购实现“1+1>2”	8
图 6：UPS 全球主要并购版图-并购帮助 UPS 实现全球网络布局	9
图 7：FedEx 全球版图扩张历程	10
图 8：FedEx 发展历程中完成多起并购	11
图 9：国际综合物流并购发展四阶段	11
图 10：FedEx 快递业务量增速显著放缓	12
图 11：UPS 快递业务量增速放缓	12
图 12：FedEx、UPS 单票收入在价格战期间不断下降	13

图 13: FedEx 在 1989-2006 年的业务多元化阶段	13
图 14: 01-10 FedEx 零担快运业务规模迅速增长	14
图 15: 06-11UPS 零担快运业务规模迅速增长	14
图 16: UPS 业务拓展侧重供应链业务	14
图 17: 相较于 UPS, FedEx 更专注于零担快运	14
图 18: UPS 未能在零担货运领域战胜 FedEx	14
图 19: 2020 年 TOP 10 零担企业营业收入	15
图 20: FedEx Freight 市占率行业第一 (2020)	15
图 21: FedEx 并购 TNT 后市占率达欧洲第二	15
图 22: FedEx 国际市场营收占比提升	15
图 23: UPS 快递业务规模显著领先 FedEx	15
图 24: UPS 经营活动现金流充裕性优于 FedEx	15
图 25: 从快递到医药冷运、跨境电商——国际综合物流企业通过并购迅速把握新兴市场机会	16
图 26: FedEx 国际快递日均件量迅速增加	17
图 27: FedEx 国际优先快递单票收入	17
图 28: FedEx 国际快递板块业务结构演变	17
图 29: FedEx 国际快递营业收入	17
图 30: 医药冷链物流/高货值物流带来高利润率	18
图 31: UPS 全方位并购深化供应链物流服务能力	18
图 32: 近 30 年快递业务量以及网上零售额变化趋势	19
图 33: 中国快递行业进入集中阶段, 正迈向寡头垄断	20
图 34: 快递行业业务量增速下滑至 20-30%	20
图 35: 快递行业单票价格持续下降	20
图 36: 中国物流行业并购交易规模及数量统计	21
图 37: 快递企业 CR3 增长显著	22
图 38: 快递企业市占率变化情况	22
图 39: 百世与极兔加盟商融合方案	22
图 40: 顺丰控股选择差异化竞争战略	23
图 41: 顺丰综合物流服务平台搭建完成	23
图 42: 顺丰主营收入构成情况	24

表 1: UPS 全球运营设备及占地面积 (2020)	9
表 2: 并购给 UPS 带来大量新增网络节点.....	9
表 3: 尾部快递企业陷入经营困难.....	20
表 4: 顺丰近年来重大多元化布局/并购	24
表 5: 中国 VS 美国快递行业发展概况及并购历史.....	25

一、复盘国际综合物流巨头并购成长之路

国际物流巨头的发展史也是一部并购史。快递行业本身具有显著的规模效应和网络效应，而想要快速实现规模效应和网络效应，尤其在国际市场上，仅凭内生增长存在较大的不确定性。回顾 UPS/FedEx 等巨头的发展历程，其业务布局 and 规模增长依靠并购推进，它们在并购中抓住关键的发展节点并实现跨越式的成长。

1、UPS 发展历程概况

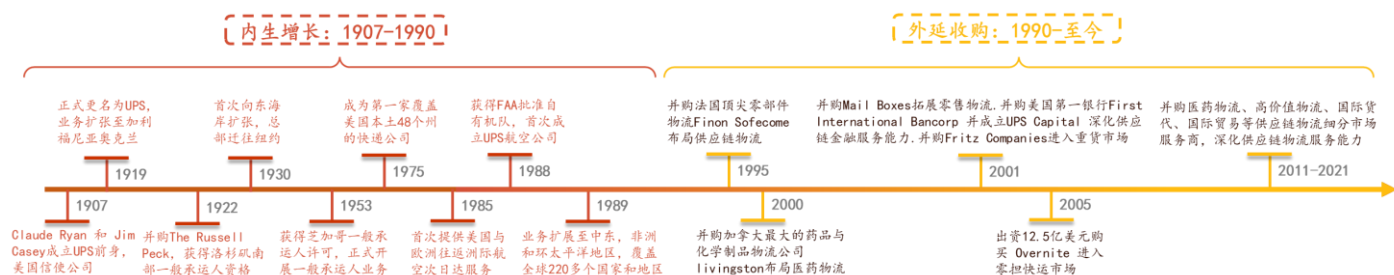
(1) 从内生到外延，并购加速规模扩张

成立于 1907 年的 UPS 成长历程分为两个阶段：

内生增长，从美国到全球（1907 - 1990）：1907 年，UPS 的前身美国信使公司在西雅图成立，提供信使、跑腿和本地同城配送服务。1919 年，公司首次从西雅图扩张至加利福尼亚州奥克兰并正式更名为 UPS。1922 年，UPS 并购 The Russell Peck Company 获得洛杉矶南部一般承运人资格。1930 年，UPS 首次向纽约市东海岸扩张，并将公司总部迁往纽约。1953 年，公司获得芝加哥一般承运人许可，正式开展一般承运人业务。至 1975 年，UPS 成为第一家可以覆盖美国本土的 48 个州的民营快递公司。1985 年，UPS 首次提供美国与欧洲间往返的洲际航空次日达服务。1988 年，UPS 获得美国联邦航空管理局 (FAA) 的批准成立 UPS 航空公司。至 1989 年，UPS 的服务扩展到中东、非洲和环太平洋地区，覆盖全球 220 多个国家个地区。

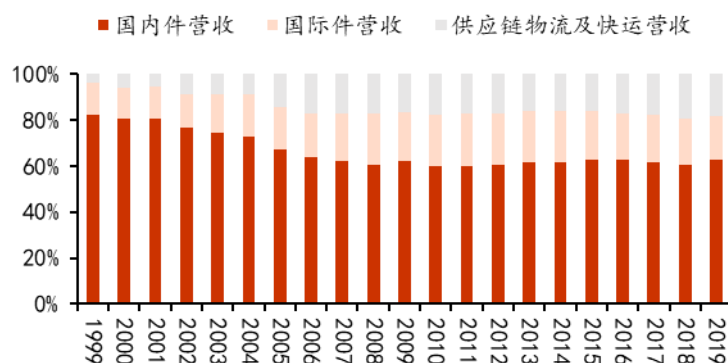
多元并购，从快递到综合物流（1990 - 至今）：1990 年起，UPS 开启密集并购期。1995 及 2000 年，并购法国顶尖零部件物流 Finon Sofecome 及加拿大最大的药品与化学制品物流公司 livingston 布局供应链物流与医药物流。2001 年，并购 Mail Boxes 拓展零售物流，将 Mail Boxes 全国 4300 个零售店作为收件和寄件网点，深化美国本土末端网络。紧接着购买美国第一国际银行 First international Bancorp 并成立 UPS Capital 实现对资金流的掌控，优化供应链金融、供应链管理服务能力。同年，并购 Fritz Companies 将业务延伸至 70-500 公斤级范围，进入重货市场。05 年 UPS 出资 12.5 亿美元购买 Overnite 进入零担快运市场。购买 Pieffe、Kiala、i-parcel 等进入医药物流和电商市场。成为集快递、快运、全方位供应链物流（医药、特种物流、高价值货物等）服务能力的综合物流服务商。

图 1：UPS 从内生增长到外延收购



资料来源：UPS 年报、招商证券

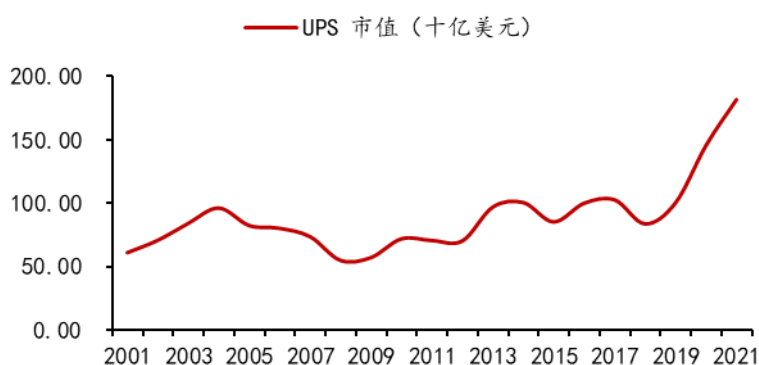
图 2: UPS 向综合物流迈进



资料来源：UPS 年报，招商证券

公司内生增长较为缓慢，并购加速规模扩张。UPS 花了近 100 年的时间完成内生增长、完成快递主业成熟化，在 2001 年达到 610 亿美元市值。而通过并购，短短二十年间，UPS 实现与内生增长期相比的 2 倍增长，在 2021 年市值达到 1817 亿美元。营收规模从 297.71 亿美元（2000）增长至 846.28 亿美元（2020）。

图 3: 2001-2021 年 UPS 市值呈上升趋势



资料来源：UPS 年报，招商证券

物流行业内生增长缓慢由几个原因决定：1）快递与物流服务的地域特性。由于地区间经济发展水平、文化差异等因素，物流网络很难进行跨地域的简单复制；2）物流网络的重资产特性。通过自建方式铺设网络耗时长且投入高，资本开支占营收比例 3%-9% 不等。国际枢纽的建设周期往往长达数年，区域枢纽、分拨中心、转运中心、车队、机队、仓储资源的建设等也一定程度上限制了内生增长发展的速度。3）不同产品和服务具有相当的专业壁垒（尤其对于供应链物流，如高价值物流、医药物流等）。因此，从企业战略发展的角度，无论是进行全球扩张还是快速切入新兴行业，并购都具有一定的必要性。

（2）地域扩张+业务多元，并购增强协同效应

无论是地域扩张型并购还是丰富产品结构的多元化并购，UPS 的收购皆趋向全球性和低核心业务相关性，从而避免了由地域上经营范围或业务上经营范围的重合导致的资源浪费。总体看来，UPS 的多数收购实现了“1+1>2”的效果，使营收同比增速显著提升。

地域扩张型并购方面，比较典型的案例是 2000 年并购 Challenge Air Cargo（拉丁美洲最大的航空货运公司），该公司与南美 18 家签订了领空自由通航协议，UPS 将自己在美国最大物流运输网与 Challenge Air Cargo 南美洲的物流网相结合，从而实现南北美洲两个大陆一体化的整体物流网络，一跃成为拉丁美洲最大的快递和空运公司。2001 年，UPS 收购了 Mail Boxes 全国 4300 个零售店作为收件和寄件网点，提升了美国本土末端网络网点覆盖密度。2004 年

年初，UPS 收购其在日本的美日合资公司 UPS Yamato Express（大和速递），自当年 4 月 1 日起成为 UPS 全资附属公司。同年，以约 1 亿美元的价格收购与中国外运合资公司中国国内包裹运输网络，完成亚洲市场快递网络布局。可以看到 UPS 充分发挥了区域间网络联动的协同效应，不仅获得各自国内快递业务，同时优化了国际间往返物流业务。

UPS 多元化并购重点在于供应链物流细分产品的丰富（高价值物流、零部件物流-特种物流、医药物流等）和供应链上下游的环节的打通（贸易融资、国际货代、国际贸易咨询等），以提升客户黏性。

高价值物流方面，2015 年 UPS 接连收购美国专业高价值货物物流公司 Parcel Pro 和英国高价值货物国际运输和保险公司 IPS。**零部件物流方面**，1999 年并购了法国最大的零部件物流公司 Finon Sofecome 使其在特种物流行业崭露头角。2000 年并购 Comlasa 并成为拉丁美洲地区领先零部件物流服务商。**医药物流、生命科学物流方面**，分别在 2000 年并购了加拿大的 livingston、意大利的 pieffe（2011）、匈牙利的 Cemelog（2013）、英国的 Polar Speed（2014）、波兰的 Poltraf（2015）和美国的 Marken（2016）。

供应链上下游方面，UPS 在 2001 年并购整合了美国第一国际银行，将其改造成金融部门大大加强其供应链金融配套服务能力。同年，以 4.56 亿美元的价格收购了以提供清关业务著称、全世界最大的空运和货代公司之一的飞驰公司（Fritz Companies）且将业务范围提升至 70-500 公斤级范围。2004 年以 2.6 亿元的价格收购 Menlo Worldwide 并获得其在超过 175 个国家的空运和海运代理业务，同时提升空运重货能力。其后，UPS 分别收购了 SEISA Brokerage（2013）、STTAS（2017）和 Zone Solutions（2017）完善在海关经纪、税务及外贸区运营等方面业务，强化公司为客户提供一体化供应链服务的能力。

零担快运和整车物流方面的并购数量较少，但却分别是 UPS 并购历史上并购金额第一和第二的并购案例。2005 年，UPS 以 12.25 亿美元的价格收购美国零担货运公司 Overnite。2015 年，UPS 以 18 亿美元的价格收购卡车货运公司 Coyote。两大并购一举提高了 UPS 在整车和零担货运市场的市场份额。然而，在零担货运领域，UPS 的两大并购并未如预期那样发展顺利。因此，2021 年 1 月末 UPS 决定将 UPS Freight（UPS 货运业务）以 8 亿美元的价格折价卖出，聚焦公司优势业务。

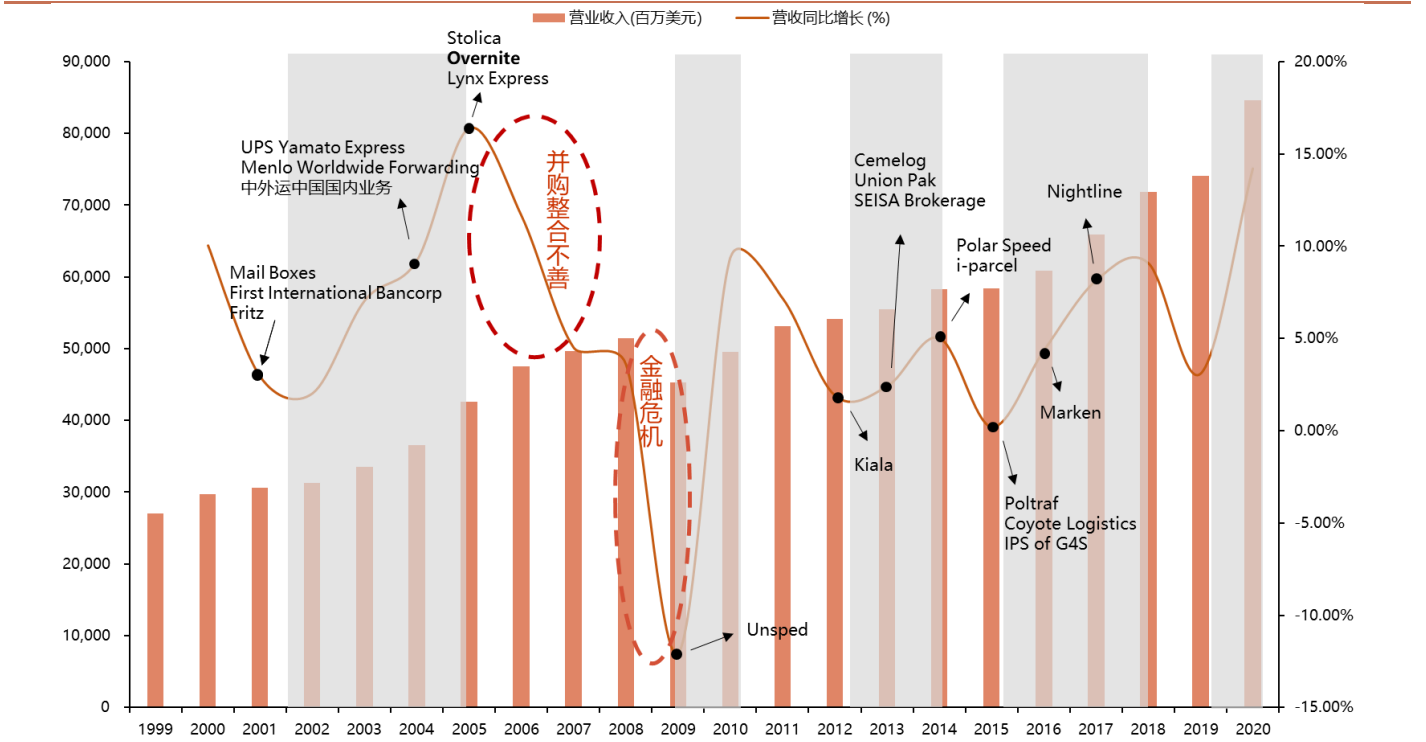
可以看到，**UPS 多数并购充分发挥了协同效应**。快递主业并购，如并购大和速递和中外运中国网络，地域上与原有网络不重合，规避了整合过程中的资源浪费，同时还带来了国际往返业务增量。业务多元化并购，深耕供应链物流，通过并购不断打破专业壁垒，进入高货值、高利润率市场（特种物流、高价值物流、医药物流等），提升盈利水平。

图 4：UPS 地域协同与业务资源协同式并购

时间	公司	金额 (百万美元)	主营业务	国家/地区	收购/并购效果
1995	Sonic Air	-	当日达快递	美国	提供Next Flight服务, 使UPS具有与FedEx same-day delivery 相竞争的产品
1999	Finon Sofecome	-	零部件物流	法国	扩大了UPS在欧洲 零部件物流 领域的网络
2000	livingston	-	药品与化学制品物流	加拿大	拥有了在加拿大的 药品和化学制品分销 网络
2000	Challenger Air Cargo	-	航空货运	拉丁美洲, 加勒比	公司成为拉丁美洲最大的 航空货运 公司
2000	Comlisa	-	零部件物流	拉丁美洲, 加勒比	公司成为拉丁美洲和加勒比地区 零部件物流服务 的领先供应商
2001	Mail Boxes (UPS Store)	185	零售货运	全球	网络扩张 , 新增4300个独立经营的信件和包裹投递网点
2001	First International Bancorp	54	贸易融资	美国	把 First International 并入到 UPS 金融服务 子公司 UPS Capital中, 提供更完善的 供应链管理 服务
2001	Fritz Companies	456	国际货代/清关/仓储物流	美国	公司拥有为了跨国公司进行 清关和货代 的能力, 业务量扩大到70-500公斤级的范围内
2004	UPS Yamato Express	65	包裹递送	日本	将 UPS Yamato从合资公司变成UPS全资子公司, 深度拓展日本市场
2004	Menlo Worldwide Forwarding	约 260	国际货代	美国	北美国际运输管理市占率提升到21%, 公司的 航空货运重货 服务能力大幅提升
2004	中外运中国国内包裹运输	114	国际快递	中国	获得中国23个城市的 国际快递业务 的直接掌控权, 实现在中国的独立经营
2005	Stolica	-	快递和包裹递送	波兰	UPS快速网络在全球进一步扩张 , 增强UPS在欧盟提供快速递送的能力
2005	Overnite	1225	包裹递送	美国	接收Overnite在全美的6000多名客户, 增强公路货运能力, 新增 重货递送 业务, 拓展 大宗重货 能力
2005	Lynx Express	68	包裹递送/零部件物流	英国	被并购企业是英国最大的独立包裹承运商之一, 使得UPS在英国的 网络得到扩张
2009	Unsped	-	小包裹业务	土耳其	全球网络扩张 , 有助于UPS快速包裹业务在土耳其的发展
2011	Pieffe	-	医药物流	意大利	获得Pieffe 753,500 平方英尺的 12 个冷藏区, 增强UPS 药品、生物科技和医疗物流 服务能力
2012	Kiala	-	B2C电商派送网络平台	比利时	获得 Kiala 6700个网点, 大大提升UPS在比利时、法国、卢森堡、荷兰和西班牙的交付能力
2013	Cemelog	-	医药物流	匈牙利	凭借Cemelog强大的区域网络和专业的仓储管理系统, UPS扩大了其在 欧洲医药物流领域 所覆盖的范围
2013	Union Pak	-	小包裹派送	哥斯达黎加	进一步完善了UPS的 全球运输网络 , Union Pak 专注于高科技和医疗器械制造商
2013	SEISA Brokerage	-	海关经纪(清关/包裹运输)	哥斯达黎加	更有能力为哥斯达黎加托运人提供 小包裹、货运代理、经纪和合同物流 等服务
2013	VN Post Express	-	邮政快递	越南	VN成为UPS在越南第一家全资拥有的全球快递公司, 有助于UPS开拓高速发展的 新兴市场
2014	Polar Speed	-	医疗运输	英国	增强了UPS在 冷链药品物流和医疗设备物流 方面的陆路冷运能力
2014	i-parcel	-	跨境电商物流	美国	完善了UPS全球 B2C跨境电商物流网络 , 扩大了UPS在世界范围内所接触到的消费者群体
2015	Poltraf	-	医药物流	波兰	持续扩大UPS在欧洲的 医药物流运输和配送网络
2015	Parcel Pro	-	高价值货物物流	美国	提升UPS提供的 快速递送 服务水平, 提升其珠宝、手表等贵重物品业务占比, 增强UPS 贵重物品物流 服务能力
2015	IPS	-	高价值国际运输和保险	英国	增强UPS 高价值货运物流 服务能力
2015	Coyote	1800	整车货代	美国	获得了一张由35,000家合同承运人组成的 卡车货运 网络资源
2016	Marken	-	生命科学物流	美国	增强UPS 医疗物流端到端 服务能力
2017	Freightex	-	卡车/零担/冷链公路货代	英国	扩大UPS在欧洲 3PL(第三方物流) 市场的服务能力
2017	STTAS	-	国际贸易咨询	美国	加强了贸易和海关相关信息服务基础设施, 补充了 UPS 报关代理和贸易管理服务 (包括外贸区服务)
2017	Zone Solutions	-	外贸区(FTZ)服务	美国	为UPS 带来在 FTZ(外贸区) 运营的的专业知识, 帮助客户管理从海关到库存控制的端到端流程
2017	Nightline	-	快递物流	爱尔兰	使UPS一跃成为爱尔兰市场领先的 快递物流服务 商, 提高UPS在爱尔兰的交付密度
2021	Roadie	-	当日达快递	美国	使UPS正式进入 当日交付市场

资料来源：UPS 年报、招商证券

图 5：UPS 多数并购实现“1+1>2”



资料来源：UPS 年报、招商证券

图 6: UPS 全球主要并购版图-并购帮助 UPS 实现全球网络布局



资料来源: UPS 年报、招商证券

表 1: UPS 全球运营设备及占地面积 (2020)

	国内	国际
包裹处理设备(台)	1000	800
占地面积(万平方英尺)	8100	21000
货运处理设备(台)		500
占地面积(万平方英尺)		4000

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 并购给 UPS 带来大量新增网络节点

并购标的	并购带来的网络扩张
Sonic Air	加拿大、欧洲和亚洲的约 100 个仓库
Finon Sofecome	位于亚特兰大的伯纳姆的美国零部件物流网络
livingston	加拿大 22 个高科技、消费产品、医疗分拨中心和美国 6 个医疗分拨中心
Challenge Air Cargo	几乎所有拉丁美洲市场经营权, 网络覆盖拉丁美洲 13 个国家的 16 个城市
Comlasa	服务覆盖加勒比和拉丁美洲 37 个国家
Mail Boxes	4300 个打包和运输中心
Fritz Companies	超过 120 个国家运营的 400 个设备
UPS Yamato Express	在日本 11 个地点的揽派中心
Menlo Worldwide Forwarding	175 个国家的空运和海运货代业务, 在北美的设施及在俄亥俄州的运营枢纽
Overnite	美国、加拿大、墨西哥、波多黎各、关岛和美属维尔京群岛的运输网络
Pieffe	在米兰和罗马的 2 个分拨设施和超过 753,500 英尺的 12 个冷库
Cemelog	3 个欧洲医疗分拨中心, 占地面积 25.5 万平方英尺
Polar Speed	3 个医疗配送中心, 118 辆主动监控温控车辆
Poltraf	3 个具有先进仓储管理系统的医疗配送空间, 10 个仓库, 170 辆温控车辆
Marken	全球 44 个医疗物流网点和 10 个符合 GMP 标准的医疗专用仓储

资料来源: 公司公告、招商证券

2、FedEx 发展历程概况

成立于 1971 年的 FedEx 如今已是国际第二大快递公司, 同时也是航空货运的先驱者与领导者。成立至今短短 50 年间, FedEx 营业收入达 696.93 亿美元 (2019), 19 年 CAGR 为 7.30% (2000-2019)。公司的空运航线遍布世界各地, 并拥有国际首屈一指的空运设施, 每天由 679 架飞机所组成的机队穿梭来往于全球 220 个国家及地区。FedEx

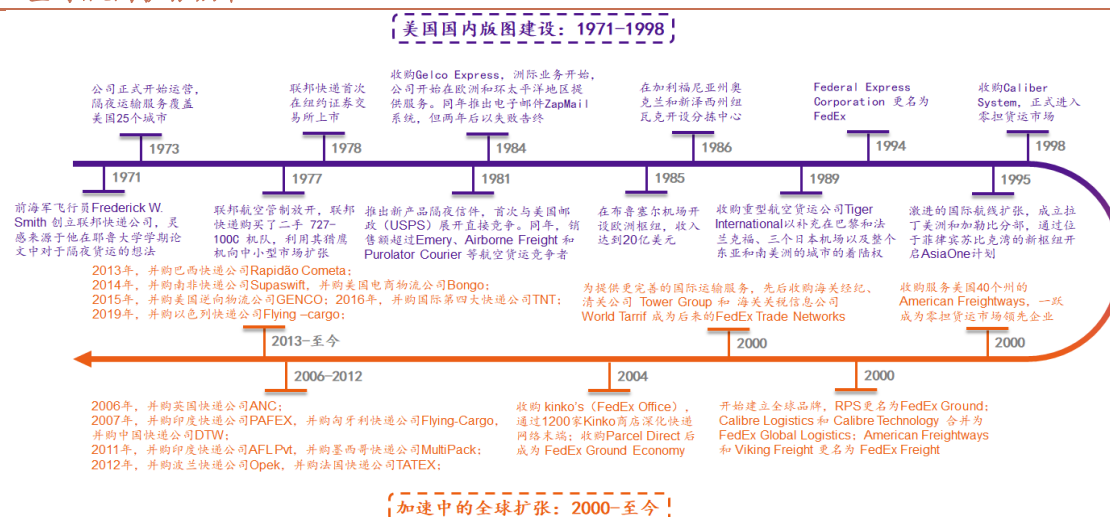
的快速成长有赖于全球扩张计划，核心是在快递主业领域进行全球化扩张。至今为止，FedEx 构建了从美国到全球的物流网络版图。

FedEx 成长历程与并购历程也可分为两个阶段：

美国国内网络建设，多元并购构建综合物流能力基石（1971-2000）：1973 年，FedEx 以航空快递起家，专注隔夜快递的利基市场，服务覆盖美国 25 个城市。1977 年，FedEx 拥有自己的第一支机队（727-100C），并利用其猎鹰机型向中小型市场扩张。1981 年，FedEx 向更高端的商务件市场推出新产品隔夜信件，首次与美国邮政（USPS）展开直接竞争。同年，FedEx 的销售额超过同在航空货运小包市场的竞争者 Emery, Airborne Freight 和 Purolator Courier 等。以孟菲斯国际枢纽中心为起点，FedEx 开始在全国建设其经典的轴辐式网络以提升运作效率，1985 年，在布鲁塞尔机场开设欧洲枢纽。1986 年，在加利福尼亚州奥克兰和新泽西州纽瓦克开设分拣中心。轴辐式网络建设渐趋成熟的同时，FedEx 开始筹划业务结构的多元化，以重量为基准，从航空小包延伸至高货及零担货运市场，此后收购频繁出现在 FedEx 战略规划中。1989 年，收购重型航空货运公司 Tiger International 以拓展重货业务，同年，第一次推出 Heavy Weight 业务，单次运输均重达 794 磅。1998 年，以 24 亿美元的价格收购 Caliber System，正式进入零担货运市场。2000 年，收购服务覆盖美国 40 个州的零担货运企业 American Freightways 一跃成为零担货运市场领先企业。

全球网络地域扩张，集中大量收购异国本土快递企业（2000-至今）：2000 年，FedEx 整合内部业务结构，开始建立全球品牌，将 RPS 更名为 FedEx Ground，将 Calibre Logistics 和 Caliber Technology 合并为 FedEx Global Logistics，将 American Freightways 和 Viking Freight 更名为 FedEx Freight。同年，为提供更完善的国际运输服务，先后收购海关经纪、清关公司 Tower Group 和海关关税信息公司 World Tariff 成为后来的 FedEx Trade Networks；**2006 年-2019 年，FedEx 开始密集并购异国本土快递企业。**2006 年并购英国快递公司 ANC，2007 年，并购印度快递公司 PAFEX、匈牙利快递公司 Flying-Cargo 和中国快递公司 DTW。2011 年，并购印度快递公司 AFL Pvt、墨西哥快递公司 MultiPack。2012 年，并购波兰快递公司 Opek、法国快递公司 TATEX。2013 年，并购巴西快递公司 Rapidão Cometa。2014 年，并购南非快递公司 Supaswift。2016 年，以 48 亿美元的价格并购国际第四大快递公司 TNT Express。2019 年，并购以色列快递公司 Flying-Cargo。密集的地域网络横向扩张并购帮助 FedEx 快速建立了全球综合物流网络。

图 7：FedEx 全球版图扩张历程



资料来源：FedEx 官网、FedEx 年报、公开资料、招商证券

图 8: FedEx 发展历程中完成多起并购

时间	公司	金额 (百万美元)	主营业务	国家/地区	收购/并购效果
1984	Gelco	-	快递	美国	获得了Gelco在亚洲的网络,将海外业务扩展到欧洲和亚洲,使国际信件递送范围扩展至84个国家
1989	飞虎航空公司(Flying Tiger)	880	重货空运	美国	获得了亚洲21个国家的航权,丰富了产品结构,首次提供除快递之外的 重货服务 ,正式进入货运市场,成为全球最大的航空货运公司
1991	Nationwide Express	-	快递	马来西亚	获得其陆运车队,在马来西亚开展 陆运快递 业务,将快递网络扩展至马来西亚
1991	Flying Korea	-	-	韩国	开拓 韩国市场 ,Flying Korea成为FedEx在韩国的总代理(GSA)
1995	Evergreen	-	-	美国	开拓中国市场,获得了Evergreen 直飞中国的全货运航线
1998	Caliber System	2400	卡车货运/区域零担	美国	增强FedEx在货运市场竞争力,正式进入 零担市场 ,RPS、vikings并入FedEx Freight, Caliber进入其 供应链 部门,标志着综合物流巨头的形成
1999	GeoLogistics Air Services	116	空运货代	美国	进入 波兰市场
2000	Tower Group International	140	海关经纪/清关	-	公司是北美地区规模最大的 海关入境申报人
2000	Passport Transport	-	特种车辆运输	美国	帮助FedEx进入 特种车辆运输 市场(包括古董车、赛车和其他特种汽车)
2000	World Tariff	8.4	海关/关税信息服务	-	世界一流关税和关税信息公司,提高FedEx 国际货运 效率
2000	American Freightways	978	零担货运	美国	使FedEx一跃成为 零担货运 市场的领先企业,率先UPS进入零担货运市场
2002	Fritz Companies	36.5	国际货代	美国	购买了Fritz的快速 清关 业务,增强FedEx trade提供 国际货运、国际货代 服务的能力,完善国际货运网络
2004	Kinko's	2400	复印及打印服务	美国	获得Kinko's全国零售网点,加强FedEx在 B2C快递物流 方面的竞争力及拓展高速发展的 商务文件 市场,应对UPS收购Mail Boxes带来的挑战
2004	Parcel Direct	122	包裹集运	美国	将FedEx产品组合扩展到快速增长的 电子商务 行业中的客户,提高FedEx给美国国内用户提供小型轻量、时间敏感包裹派送的服务能力
2006	Watkins Motor Lines	787	长途零担货运	美国、加拿大	扩大FedEx在 重货货运 领域的领先地位,扩张了在加拿大的快速网络
2006	ANC Holdings	241	英国国内快递	英国	获得了英国完善的揽收及配送快速网络, 全球快递网络进一步扩张
2007	PAFEX	30	印度国内快递	印度	链接印度与FedEx的全球快速网络, 全球快递网络进一步扩张
2007	Flying-Cargo	-	国际快递	匈牙利	链接匈牙利与FedEx的全球快速网络, 全球快递网络进一步扩张
2007	DTW	427	中国国内快递	中国	符合投资企业Tian Jin Da Tian转变为FedEx全资拥有的公司,加深了对中国市场的服务能力,全球网络进一步扩张
2011	AFL Pvt	96	分销/物流/快递	印度	增强了FedEx的国际和印度快速业务服务能力
2011	MultiPack	128	航空快递	墨西哥	扩大FedEx 全球快递网络布局
2012	Opek	54	波兰国内快递	波兰	扩大在波兰的国内快速网络,完善了FedEx的地面运输网络和 全球快递网络布局
2012	TATEX	55	快递	法国	完善了FedEx在法国的地面运输网络,进入法国 B2B陆运 市场,持续扩大FedEx 全球快递网络布局
2013	Rapidão Cometa	398	快递	巴西	是巴西最大的运输和物流公司,FedEx的 全球快递网络进一步扩张
2014	Supaswift	36	快递	南非	帮助FedEx首次进入非洲市场,进入南非及非洲流送,对搭建FedEx 全球快递网络 具有重大意义
2015	GENCO	1.4	逆向物流	美国	北美最大第三方物流提供商, 退货物流 行业专家,布局 电商物流市场
2014	Bongo	42	跨境电商技术解决方案	美国	补充并扩展了对快速增长的全球电子商务市场至关重要的FedEx 跨境电商 产品
2016	TNT Express	4800	国际快递	荷兰	收购全球第四大快递企业,市场占有率迅速提升,获得其欧洲、中东、非洲、亚太和美洲业务,是FedEx有史以来最大的一笔收购
2017	Northwest Research	50	库存研究与管理	美国	增强 电商物流 服务能力
2018	P2P Mailing	135	电商运输解决方案	英国	电商产品组合显著扩张,加强了最后一英里网络,电商物流服务能力持续增强
2019	Flying Cargo	67	国际快递	以色列	

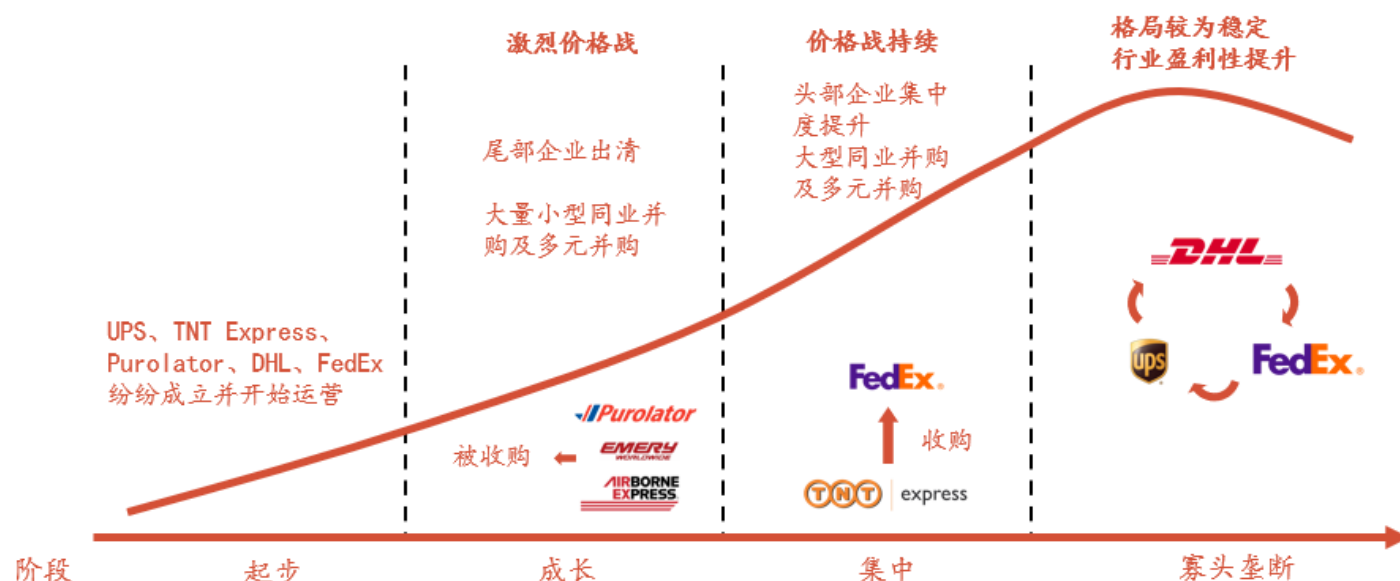
资料来源: FedEx 年报、招商证券

3、快递行业并购具有明显阶段性特征

(1) 随快递行业发展,行业并购呈现不同特点

总结美国快递行业发展经验,可以看到行业发展阶段决定了并购的类型及特征。从并购视角出发,我们认为快递行业发展可划分为起步、成长、集中和寡头垄断四个阶段。

图 9: 国际综合物流并购发展四阶段



资料来源: 各公司年报、招商证券

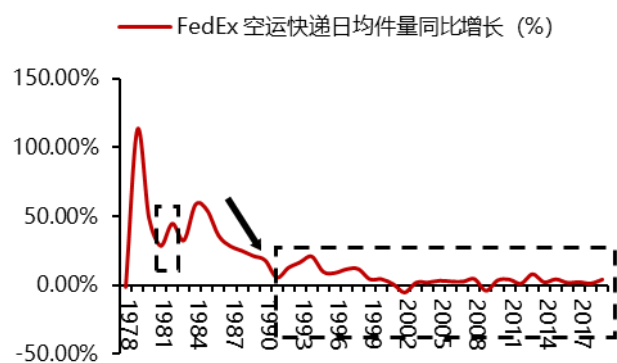
起步阶段（1900s-1970s）：行业快速兴起，企业处于各自探索期，以单一快递业务和区域业务为主，并购较少。大致时间为 1900s-1970s 左右，1907 年 UPS 成立，提供信使、跑腿和本地同城配送服务。1946 年 TNT Express 以 KW 运输公司的名义开始营业。1960 年 Purolator 成立，提供邮政快递业务。1969 年 DHL 成立，提供国际门到门快递服务，开创国际航空快递业。1971 年 FedEx 成立，开始运营当天 14 架小型飞机从孟菲斯机场起飞，为美国 25 个城市派送 186 个包裹。

成长阶段（1980s-2006）：获得先发优势企业快速成长，快递行业业务量增速有所降低，各家快递企业已搭建成熟的快递网络，快递主业竞争渐趋激烈，价格战迫使尾部企业出清，新兴与细分市场逐步产生，快递企业从同质化向差异化过渡。这一阶段并购的主要特征是：①**并购数量较多，规模中等，行业集中度提升。**1999 年美国物流运输企业间的并购数已达 23 件，并购总金额达 6.25 亿美元。行业头部企业收购在激烈竞争中持续亏损的尾部快递企业，提高市占率，提升规模效应。②**多元并购出现，企业产品结构逐步丰富，大多数为小型并购。**

● **价格战使得尾部企业出清，小型同业并购频繁出现**

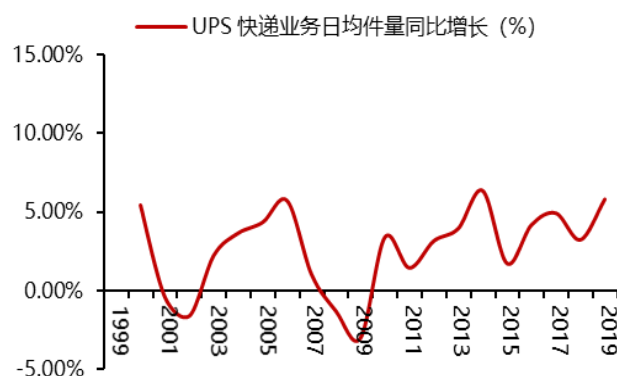
1981 年，FedEx Express 快递业务量同比增速首次下跌至 28.2%，快递业务量同比增长率从 1985 年的高点（58.3%）一路下滑至 5.1%（1991）。同年，**FedEx 发起长达 8 年的第一次快递行业价格战（1981-1989）**，FedEx Express 单票收入从 26.46 美元（1981）下降到 16.42 美元（1989）。从并购市场角度分析，激烈的行业竞争带来的价格战使得尾部企业难以继续经营，部分企业出售亏损的快递业务，致使价格合适的并购标的增加。1984-1989 年，隔夜小包裹市场主要竞争者 Purolator、Emery 被相继收购。

图 10: FedEx 快递业务量增速显著放缓



资料来源：FedEx 年报、招商证券

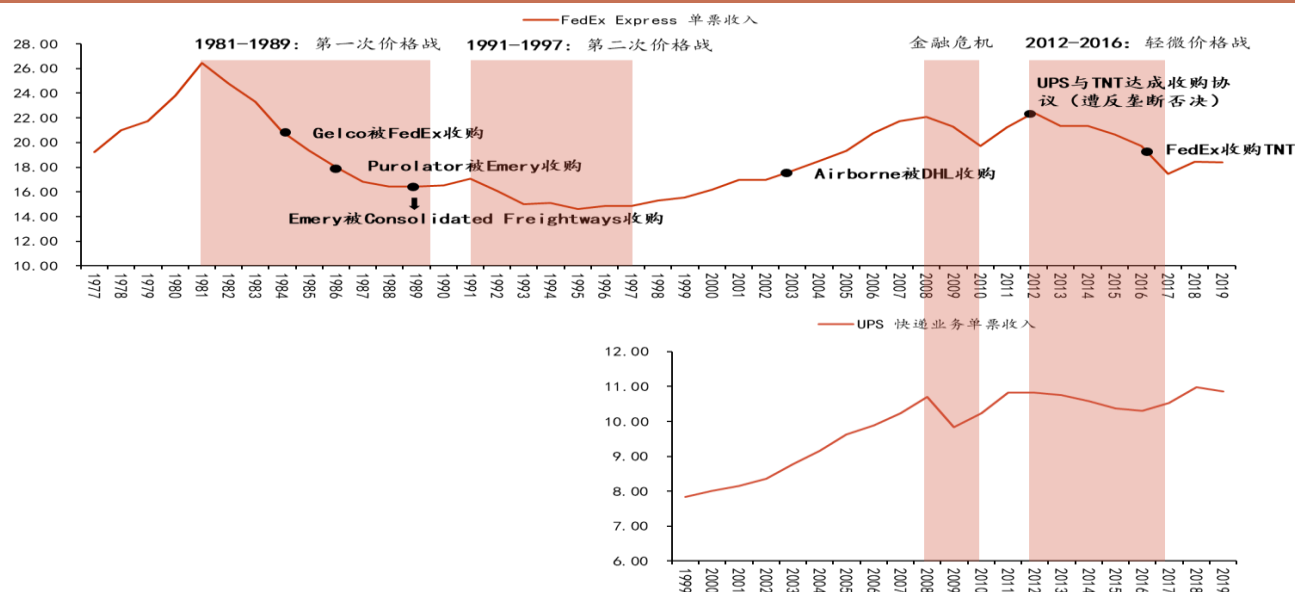
图 11: UPS 快递业务量增速放缓



资料来源：UPS 年报、招商证券

1994-2002 年，FedEx Express 件量同比增长再一次经历下滑，从 20.5% 降至 -5.8%。**1991 年，FedEx 发起第二次快递行业价格战**，FedEx Express 单票收入从 17.08 美元（1991）下降至 14.84 美元（1997）。2003 年，同为隔夜小包裹市场的主要竞争者 Airborne Express 被 DHL 收购。

图 12: FedEx、UPS 单票收入在价格战期间不断下降

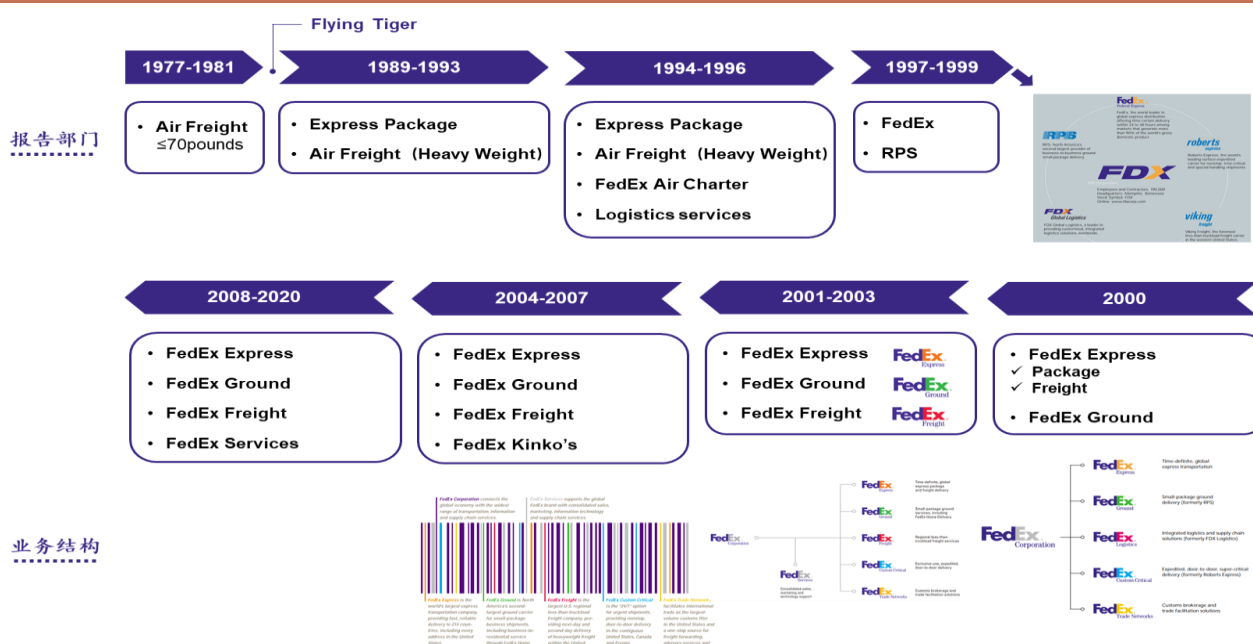


资料来源：各公司年报、招商证券

● 多元并购丰富产品结构，从同质化走向差异化

美国国内快递物流网络已经基本搭建完成，UPS 和 FedEx 一方面纵向拓宽产品重量覆盖范围，另一方面横向拓展多行业物流解决方案，从而进一步完善整体产品结构。纵向看来，FedEx 抢占先机，1989 年以 8.8 亿美元的价格并购飞虎航空公司(Flying Tiger)，首次提供航空重货服务，正式进入货运市场，成为全球最大的航空货运公司。1998 年，并购 Caliber System 正式进入零担市场，其中 RPS 和 Vikings 并入 FedEx Freight, Caliber 进入其供应链部门。2001 年，以 9.78 亿美元的价格收购 American Freightways 成为零担货运市场的领先企业，同年三季度设立 FedEx Freight 部门专注零担货运市场。至此 FedEx 拥有了提供从小包裹到重货零担的全重量物流服务能力。

图 13: FedEx 在 1989-2006 年的业务多元化阶段

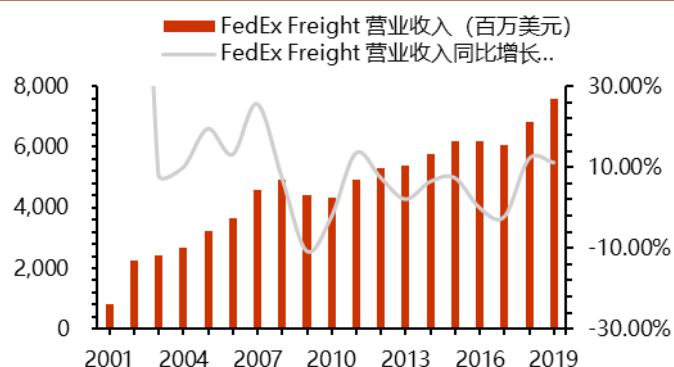


资料来源：FedEx 年报，招商证券

UPS 在 2000 年并购 Challenge Air Cargo 进入航空货运市场，成为拉丁美洲最大的航空货运公司。次年，并购 Fritz Companies 将业务结构扩大到 70-500 公斤级范围。2005 年，以 12.5 亿美元的价格收购 Overnite，拓展了 Overnite

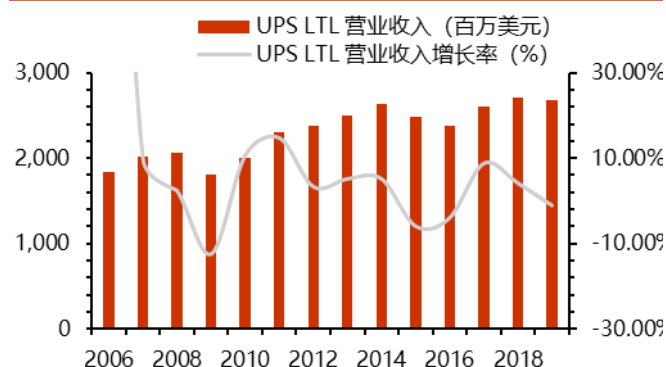
在全美的 6000 多名客户，获得大票零担能力。同样，UPS 拥有了从小包裹到大票零担的全重量物流服务能力。

图 14: 01-10 FedEx 零担快运业务规模迅速增长



资料来源: FedEx 年报、招商证券

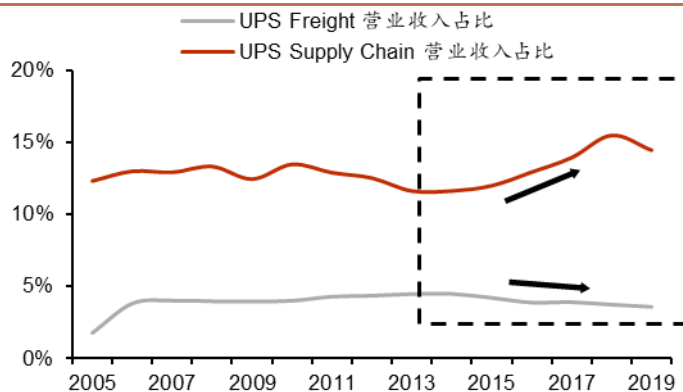
图 15: 06-11 UPS 零担快运业务规模迅速增长



资料来源: UPS 年报、招商证券

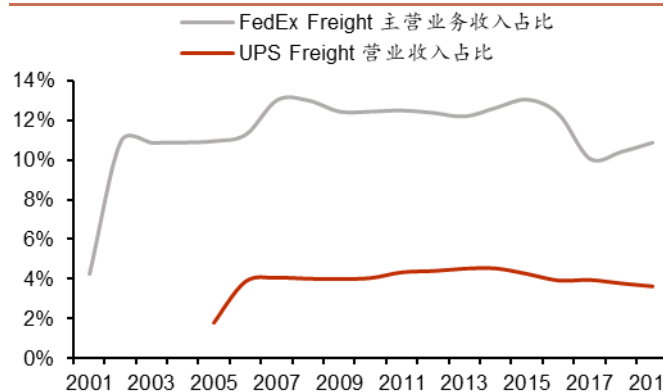
UPS 和 FedEx 走上了各自差异化发展的道路，公司战略发展方向的不同导致了并购类型的不同。建立较为完善的快递网络后，UPS 专注深化供应链物流服务能力。并购 Overnite 使 UPS 零担业务收入占比由 1.8% (2005) 上升至 3.9% (2006)，但仍低于 UPS 供应链业务营收占比 (13%，2006) 9.1 个百分点。2013 年，UPS 供应链业务与零担业务占比开始分化，UPS Supply chain 营收占比由 11.6% (2013) 上升至 14.4% (2019)，UPS Freight 营收占比由 4.5% (2013) 的峰值下降至 3.6%。相较于 UPS，FedEx 则更为重视零担业务，2005-2019 年，FedEx Freight 营业收入占比高出 UPS Freight 营业收入占比 7-9 个百分点。2020 年，FedEx Freight 零担业务收入达 71.15 亿美元，占据零担市场行业龙头地位，市占率达 16.89%，与 ODFL、XPO Logistics 等大型全国网络零担企业构成相对稳定的垄断竞争格局。

图 16: UPS 业务拓展侧重供应链业务



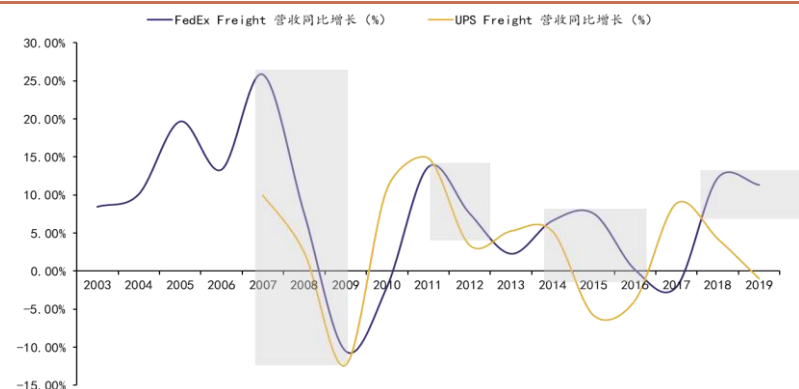
资料来源: FedEx 年报、招商证券

图 17: 相较于 UPS，FedEx 更专注于零担快运



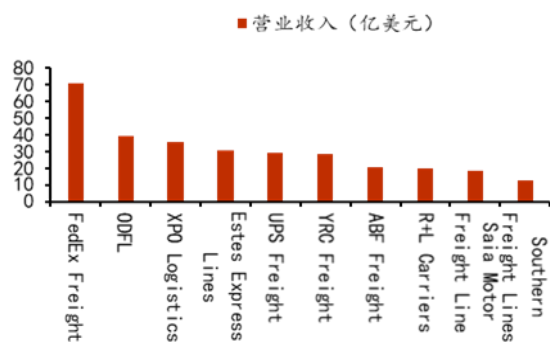
资料来源: UPS 年报、FedEx 年报、招商证券

图 18: UPS 未能在零担货运领域战胜 FedEx



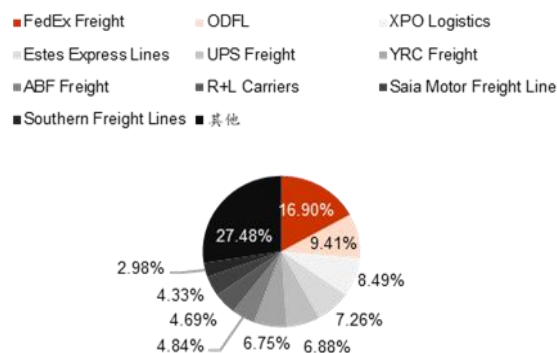
资料来源: UPS 年报、FedEx 年报、招商证券

图 19: 2020 年 TOP 10 零担企业营业收入



资料来源: JOC、招商证券

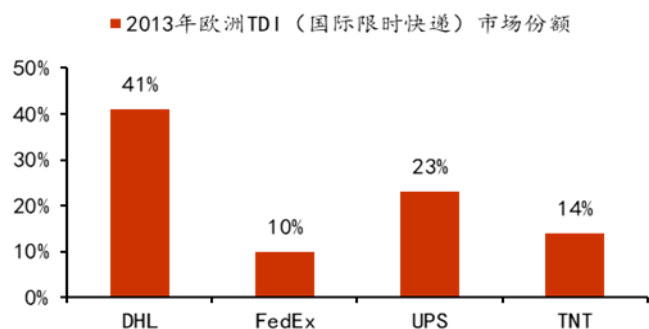
图 20: FedEx Freight 市占率行业第一 (2020)



资料来源: JOC、招商证券

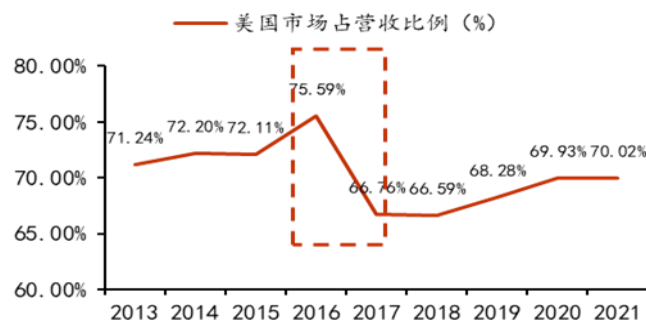
集中阶段 (2006-2017): 这一阶段并购的主要特征是: ①小型快递企业出清完成, 垄断竞争格局形成, 进入头部企业集中度提升期。2003 年 Airborne 被收购后, 快递行业小规模竞争者出清阶段结束, 形成垄断竞争格局。2012 年, FedEx 发起第三次价格战。期间, FedEx Express 单票收入从 22.44 美元 (2012) 下降至 17.45 美元 (2017), 全球第四大快递企业 TNT 两次被邀约收购 (UPS 在 2012 年收购 TNT 遭欧盟反垄断否决), 在 2016 年被 FedEx 收购。此次并购大幅提升了 FedEx 在欧洲快递市场的市场份额。2013 年, FedEx 在欧洲限时快递市场的市场份额仅占 10%, TNT 则占 14%。若依据 2013 年欧洲快递行业市场市占率数据, 并购后 FedEx 在欧洲市场的市占率将提升到行业第二, 仅次于 DHL。2016-2017 年, FedEx 美国本土市场的营业收入由于 TNT 的并入从 75.59% 下降到 66.76%, 欧洲市场在 FedEx 营业收入中的占比提升。

图 21: FedEx 并购 TNT 后市占率达欧洲第二



资料来源: statista、招商证券

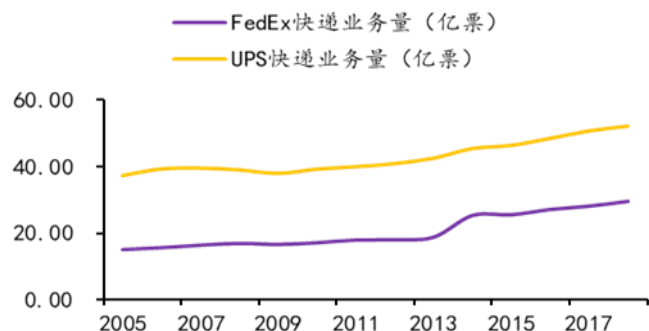
图 22: FedEx 国际市场营收占比提升



资料来源: Wind、招商证券

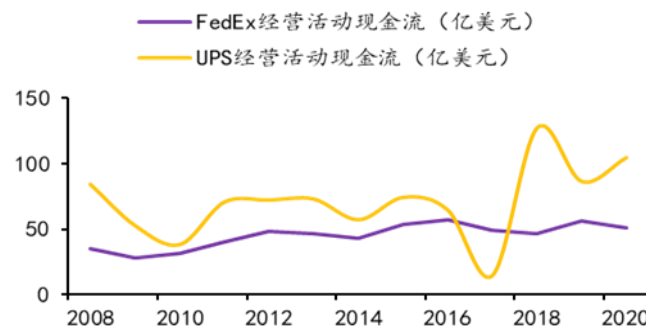
② 快递企业物流产品进一步细分, 龙头企业更为广泛地布局多元化业务。本文在第一部分中详细阐述了 UPS 自 2006 年至今的多元化收购布局, 外延收购的重点在于比传统快递服务更差异化、更高货值, 利润率更高的供应链物流细分市场的拓宽 (高价值物流、零部件物流-特种物流、医药物流等)。两个国际巨头不同的战略发展方向, 导致了它们不同的并购思路。相较于 UPS 的多元化战略和丰富的产品矩阵, FedEx 更致力于全球快递网络版图的扩张。

图 23: UPS 快递业务规模显著领先 FedEx



资料来源: 公司公告、招商证券

图 24: UPS 经营活动现金流充裕性优于 FedEx



资料来源: Wind、招商证券

图 25：从快递到医药冷链、跨境电商——国际综合物流企业通过并购迅速把握新兴市场机会



资料来源：各公司官网、招商证券

寡头垄断阶段（2017-至今）：UPS、FedEx 和 DHL 的寡头垄断格局已经形成且较为稳固，行业从竞争走向合作。由于行业龙头规模相近，各自占据优势细分市场，竞争格局稳固。差异化竞争使得行业进入良性发展轨道，行业盈利性得以提升。该阶段以多元化并购为主，各企业希望进一步强化细分市场竞争优势，切入迅速发展的新兴物流赛道。如 17-18 年，FedEx 并购 Northwest Research（2017）、P2P Mailing（2018）强化电商物流服务能力及跨境电商物流服务能力。

（2）行业并购发挥协同效应，助力企业实现跨越式成长

UPS 和 FedEx 的历史并购案例中，同业并购与多元化并购相辅相成。其中，同业并购多属于完善扩展快递物流网络的资产型收购，而多元并购多属于打破专业壁垒的资源型收购。两种并购都给企业带来较强的协同效应，使其实现跨越式成长。

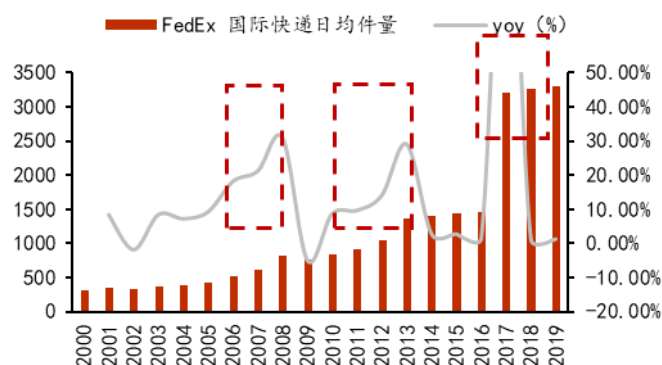
● 协同效应之物流网络的扩张

物流行业最核心的资产是一张高效的物流网络，依托物流网络在全球范围内的扩张，快递物流企业业务量迅速增长并获得极大的规模效应。以 FedEx 为例，为快速建立全球物流网络，2006-2019 年，FedEx 分别通过并购英国、印度、匈牙利、墨西哥、波兰法国、南非、以色列等异国本土快递公司。2006 年是 FedEx 开启国际快递企业并购的元年（英国、ANC），同年，FedEx 国际快递日均件量同比增长率大增 8.90pcts 至 18.24%，并随着 FedEx 国际并购的进程推进而持续上升，2008 年达到 30.92% 的峰值（PAFEX/Flying Cargo/DTW，印度/以色列/中国）。世界从金融危机中复苏后，2010 年-2013 年，FedEx 国际快递日均件量继续随 FedEx 国际物流网络的扩张而逐年增长，同比增速亦逐年增加。2014 及 2015 年，FedEx 并未进行异国本土快递的收购，国际快递日均件量同比增速随即明显下滑。2016 年收购 TNT 是 FedEx 历史上最大规模的快递行业同业收购，次年 TNT 整合结束，FedEx 国际快递日均件量同比增长高达 119.75%。

FedEx 异国本土快递并购带来国际快递产品的进一步分层，从仅提供从美国到全球其他地区的国际优先快递，延伸至提供全球其他地区到美国国内的国际国内快递，后期国际快递产品进一步分层为高端高价格的国际优先快递和时效较慢价格偏低的国际经济快递及国际国内快递。

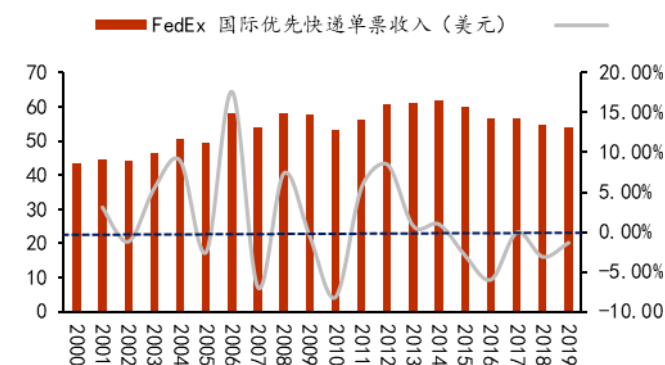
并购带来国际件量增长与业务结构优化分层的同时，FedEx 国际优先快递单票收入保持在稳定的价格区间内，最高单票收入 61.88 美元（2014），最低单票价格 53.96 美元（2019）。除 2006 年单票收入同比大增 17.59% 外，2006-2019 区间国际优先快递单票收入年均同比增长 0.84%，国际快递业务呈现量增价稳的趋势。营业收入规模由 2006 年的 63.38 亿美元增长至 2019 年的 153.91 亿元，年复合增长率 6.54%。

图 26: FedEx 国际快递日均件量迅速增加



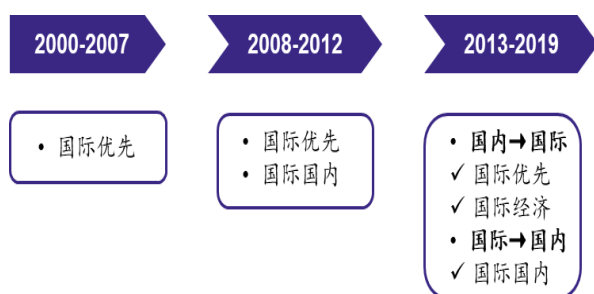
资料来源: FedEx 年报、招商证券

图 27: FedEx 国际优先快递单票收入



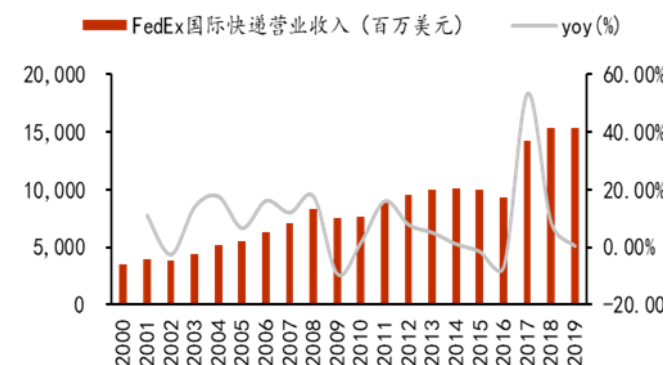
资料来源: FedEx 年报、招商证券

图 28: FedEx 国际快递板块业务结构演变



资料来源: FedEx 年报、招商证券

图 29: FedEx 国际快递营业收入



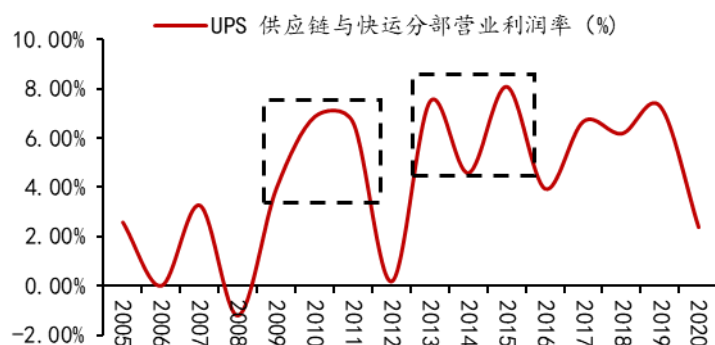
资料来源: FedEx 年报、招商证券

● 协同效应之专业壁垒的打破

从标准化到差异化，从低进入壁垒到高进入壁垒，从低毛利到高毛利是快递物流企业业务发展的必经历程。UPS 走在所有国际物流企业之前，率先实现多元化，进入高科技零部件物流、高值货物物流和医药冷链等差异化赛道，并延伸供应链上下游，搭建全方位一体化的供应链物流服务能力。

以冷链物流为例，与常温物流相比，冷链物流在运输和储藏的过程中涉及到制冷技术、保温技术、温湿度检测、信息系统和产品变化机理研究等技术，且每种产品均有其对应的温湿度和储藏时间要求，大大增加了冷链物流的复杂性。UPS 陆续并购全球知名冷链企业，获得其资产并顺利进入当地医药冷链市场，利润率显著提升。2011 年，并购意大利最有声望的医药物流企业之一 Piefte 并获得其 12 个冷藏区共计 753,500 平方英尺，当年，供应链及快运分部营业利润率维持 6.64% 高位。2013 年，收购匈牙利医药物流 cemelog 并获得其 3 个医药物流配送中心共计 255,000 平方英尺，供应链及快运分部利润率提升至 7.5%。2015 年 UPS 从 ORTIE 手中收购波兰医疗保健物流公司 Poltraf，此次收购为公司增添 3 套专业医疗仓储管理系统服务于 UPS 现有的 11 个医疗物流仓储中心，同年，UPS 收购了高价值珠宝、手表和收藏品行业的领先物流供应商 Parcel Pro，营业利润率提升至 8.1%。

图 30：医药冷链物流/高价值物流带来高利润率

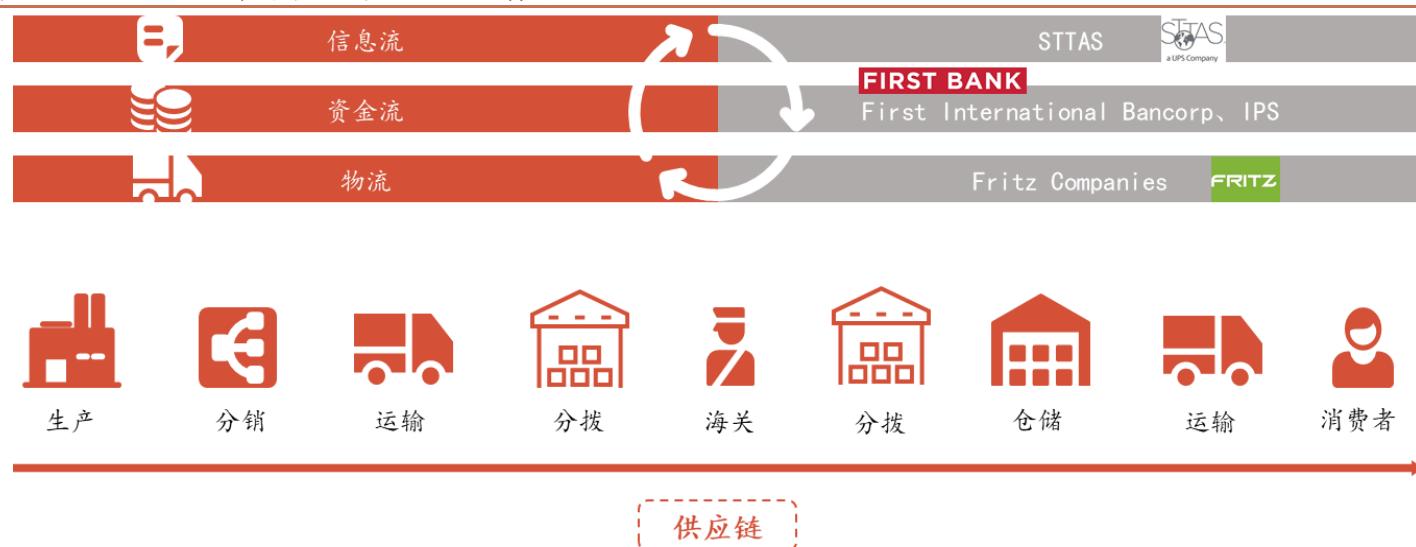


资料来源：UPS 年报、招商证券

为增强供应链客户黏性，UPS 以供应链为中心，收购包括海关报关 (Fritz Companies)、供应链金融 (First International Bancorp)、高价值货物保险 (IPS) 国际贸易咨询 (STTAS) 等企业，从物流、资金流、信息流三方面为物流主业提供增值服务，让客户不得不优先选择其作为物流服务商，进一步提高其供应链物流服务核心竞争力。其中，IPS (Insured Parcel Services) 是全球领先的综合安保公司 G4S 的物流部，此次收购补充并加强了 UPS 为高价值包裹托运人提供更高供应链风险缓解能力和增强全球交付能力。

此外，UPS 在并购 Fritz 前的包裹运输范围仅包括 70 公斤以下商品（源于给美国运输工人的保险限制在 70 公斤），而 Fritz 覆盖的领域恰好是 UPS 较少涉及的 70-500 公斤级范围，借此 UPS 物流业务覆盖范围得到极大拓宽。

图 31：UPS 全方位并购深化供应链物流服务能力



资料来源：公开资料，招商证券

二、中国快递进入变局之年，行业迎来密集并购期

1、中国快递向寡头垄断迈进，并购呈现阶段性特征

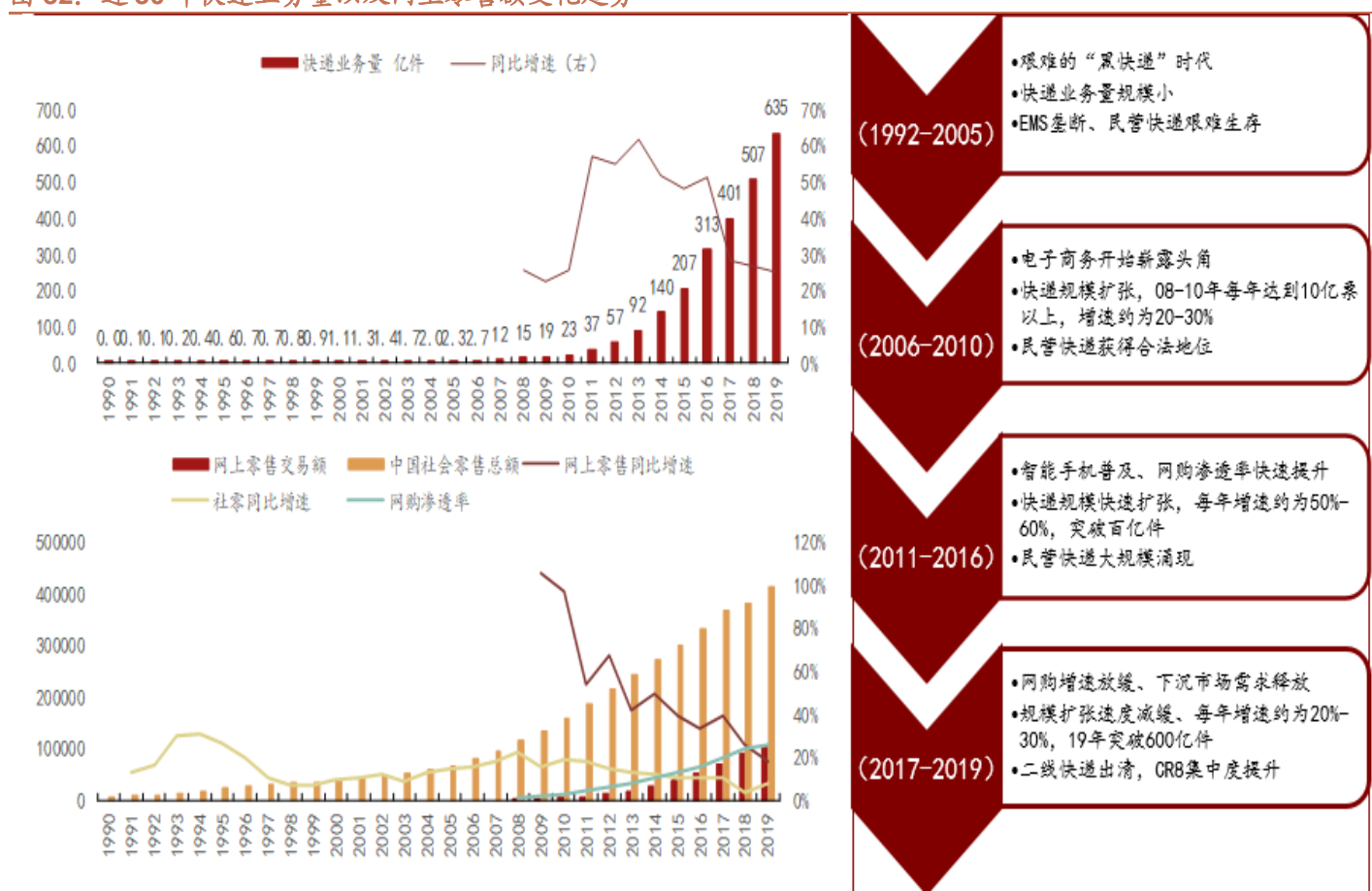
回顾中国快递业的发展历程，我们认为其阶段性特征也和美国快递业发展较为类似。

①起步阶段：1992-2005 年，中国快递处于艰难的“黑快递”时代，此时快递业务量规模较小，货物以信函为主。另外，在 EMS 的垄断下，民营快递并没有合法的经营资质。2006-2010 年，中国民营快递获得了合法地位，同时电子商务开始崭露头角，快递规模持续扩张，2008-2010 年行业业务量增速约为 20-30%。

②成长阶段：2011-2016 年，随着智能手机开始普及，网购渗透率快速提升，快递规模得到迅速扩张，此阶段每年快递业务量增速达到 50%-60%，年均件量超过百亿件，民营快递实现快速成长。2017-2019 年，网购增速放缓，下沉市场需求逐步释放，此阶段规模扩张速度减缓，每年快递业务量增速约为 20-30%，2020 年业务量增速突破 600 亿件。在成长阶段末期，快递价格战较为激烈，尾部快递企业纷纷出清，CR8 集中度持续提升。此时大量小型同业并购频繁出现，多元化并购也逐步出现。

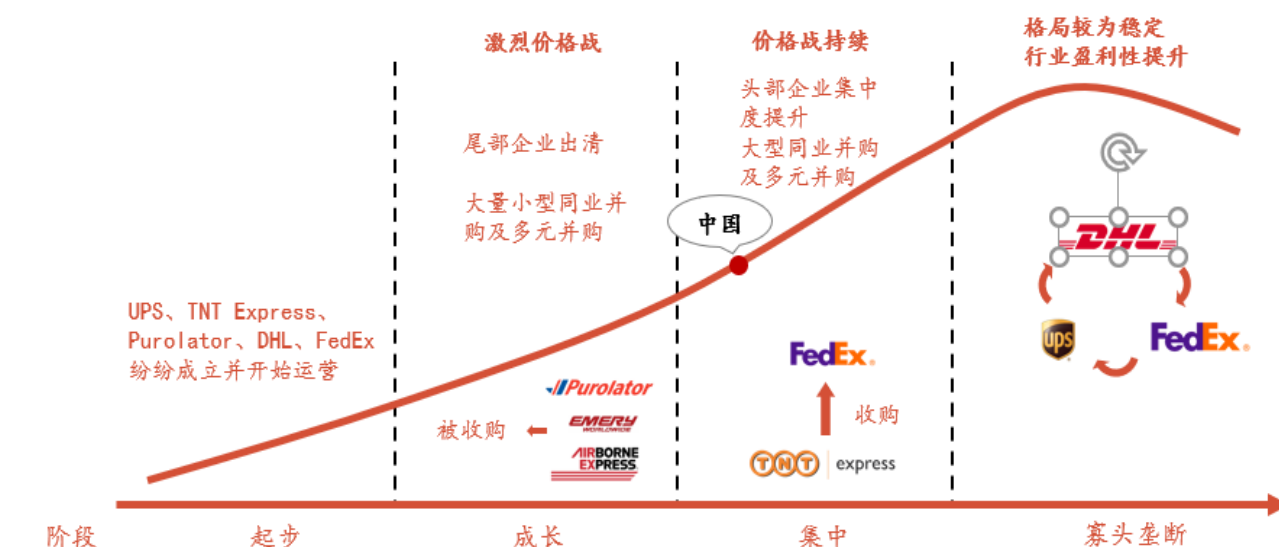
③集中阶段：2020 至今，电商红利逐渐式微，行业进入存量博弈阶段，头部企业竞争加剧，一线快递企业出现分化，CR3 集中度持续提升。2021 年快递行业监管趋严，头部企业价格竞争趋缓，行业向差异化竞争转变。目前中国快递行业正从集中阶段迈向寡头垄断阶段，表现为头部企业集中度提升，此时大型同业并购及多元化并购出现。

图 32：近 30 年快递业务量以及网上零售额变化趋势



资料来源：国家邮政局、国家统计局、招商证券

图 33：中国快递行业进入集中阶段，正迈向寡头垄断

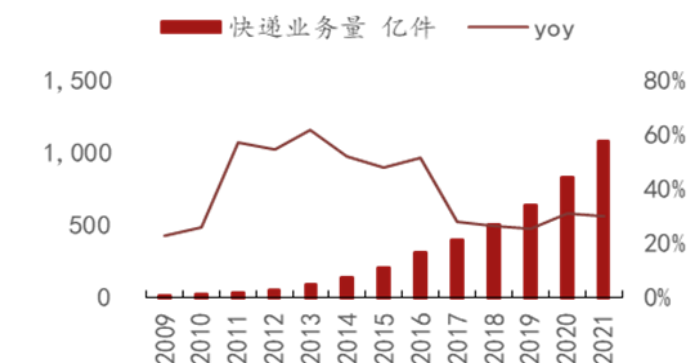


资料来源：各公司年报，招商证券

（1）成长阶段末期价格战激烈，尾部企业出清

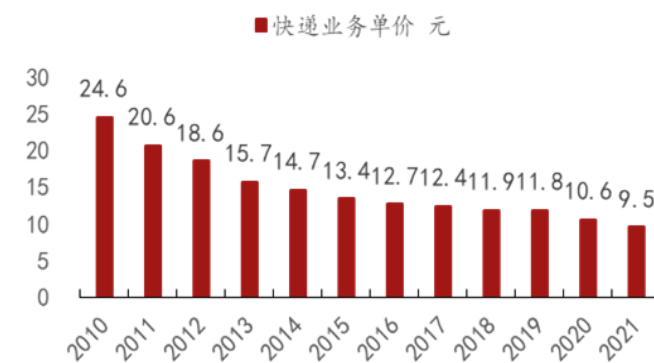
2017-2019 年中国快递行业处于换挡降速阶段，全社会网购渗透率提升幅度有限，存量市场的激烈价格战导致二三线快递企业加速离场。17 至 19 年，我国快递行业业务量增速分别为 28%、26.6%、25.3%；与 17 年之前相比，整体行业增速下降约 20-30 个百分点。19 年的激烈价格战侵蚀行业利润，尾部企业出现经营困难等局面。在规模效应明显的物流行业里，业务规模与单票成本成反比，头部企业的低成本有利于进一步扩大市场份额，形成良性循环。在成本控制及业务规模上，尾部快递企业与头部企业的差距越来越大，2019 年如风达快递、国通快递、品骏快递、全一快递、远程物流等纷纷陷入困境。据普华永道研究报告，2019 年快递行业整体并购交易数量增多，但并购规模相对较小。

图 34：快递行业业务量增速下滑至 20-30%



资料来源：Wind、招商证券

图 35：快递行业单票价格持续下降



资料来源：Wind、招商证券

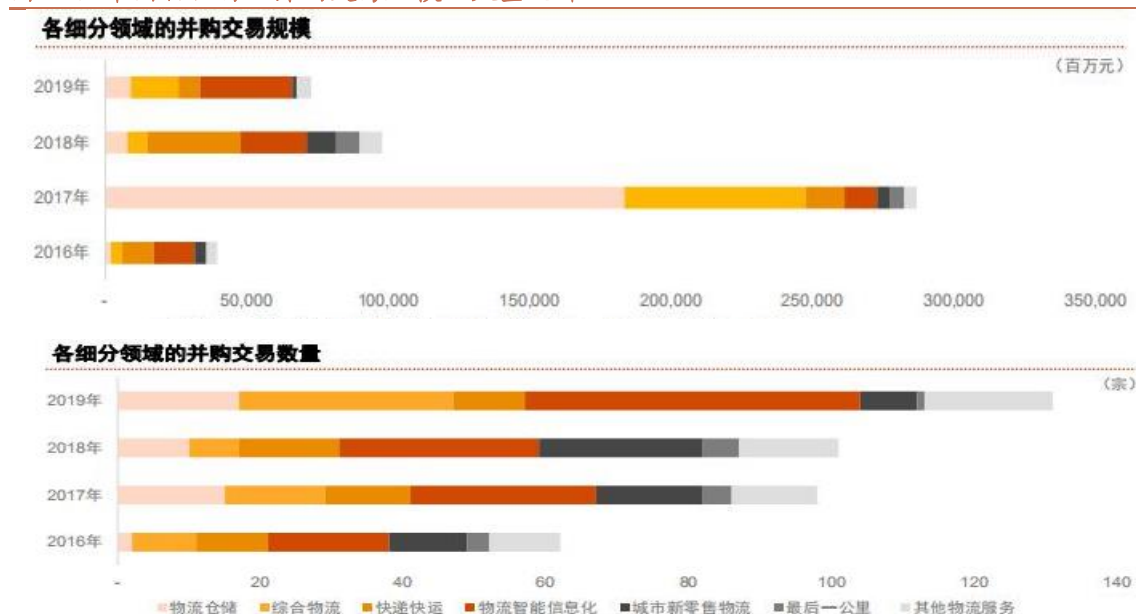
表 3：尾部快递企业陷入经营困难

时间	事件
2018.4	快捷快递宣布全网停运

时间	事件
2019.3	媒体曝光原安能快递部分加盟商开始维权讨要加盟费及损失。此前安能物流称，为聚焦快运主业，决定将安能快递转型升级为安锐速运。
2019.3.11	如风达快递宣布暂停业务。此后被爆出二次“卖身”生变，前后两任股东就股权协议未达成一致，数千名员工及供应商被拖欠款项。
2019.3.13	收购全峰快递的青旅物流母公司——中青旅实业被媒体爆出借“国企”身份融资获得贷款无法偿还后，其中一位债权人申请破产。
2019.3.26	国通快递的“停工放假通知”流出。国通快递自称 2018 年下半年以来经营困难，严重亏损，目前已经处于停工状态，预计未来依然长期处于停工状态。
2019.6	亚风快运面临诸多诉讼账户冻结、运营资金短缺等问题。6 月 28 日东吴证券再次发布了亚风快运可能被终止挂牌的风险提示公告。
2019.11	品骏快递宣布快递业务终止
2019.11	全一快递宣布停止运营
2019.12	远成物流被申请破产清算

资料来源：界面新闻、百度、招商证券 注：不完全统计

图 36：中国物流行业并购交易规模及数量统计



资料来源：清科、投中、Thomson Reuters、普华永道分析、招商证券

（2）集中阶段初期头部企业持续分化，大型同业并购出现

在二线企业基本出清后，一线快递公司未来主要依靠成本和服务质量的优势扩大规模效应，或者通过重组、并购实现行业集中度的提升，最终向寡头垄断迈进。2021 年通达系内部竞争持续进行，综合实力具有优势的头部快递规模不断扩大，行业 CR3 持续提升；中通、韵达、圆通第一梯队公司的市占率与申通、百世之间差距增大，中通与申通的市占率差距从 19 年的 7.5% 扩大至 21 年的 10.4%。

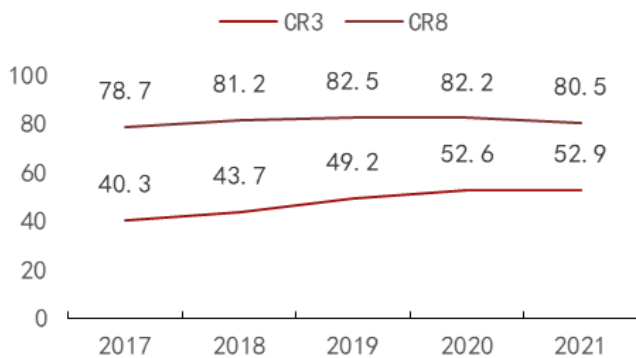
此阶段行业内大型同业并购开始显现。2021 年 11 月，百世由于连续亏损导致经营压力过大，宣布同意将其在国内的快递业务以约 68 亿元人民币的对价转让给极兔，交易在 2022 年一季度完成。这一事件象征着行业整合进入新阶段，

短期内收购的溢出效应利好头部快递公司业绩改善、利润修复，长期则取决于整合效果。

对于极兔而言，收购百世将获得淘系流量，业务量得到快速扩张。据百世集团最新股本结构显示，阿里巴巴集团持股百世集团 37.1% 的股份，极兔并购百世快递业务后，极兔将获得天猫与淘宝对百世快递的端口，这也意味着阿里系电商流量竞争格局将迎来新的变化。百世快递市占率约占全国 7-8%，根据国家市场监管总局推断，并购后极兔市场占有率将达到 10%-15% 之间。并购完成后极兔将取代申通成为国内第四大电商快递。

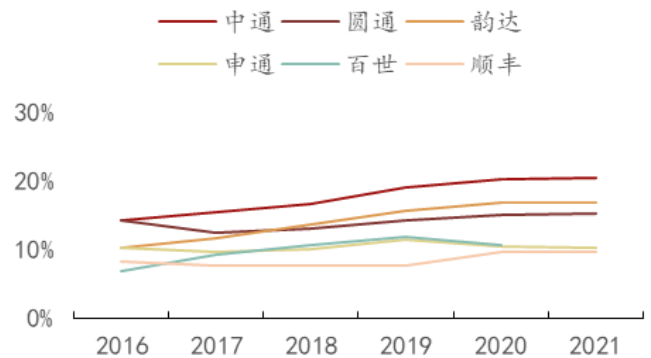
但同业并购也面临整合难题，百世与极兔在末端网点层面的融合成为影响此次并购成效的决定因素之一。两个加盟制快递企业在网络布局中不可避免地会出现区域重合的现象，如何有效地整合资源是极兔需要重点考量的因素。据双壹资讯，极兔就四个可能场景提出了网点整合方案。其中，两个场景下将能实现“1+1=2”，即极兔与百世加盟商均得到保留：①区域拆分，极兔加盟商与百世加盟商分别成为拆分后区域唯一加盟商。②极兔加盟商与百世加盟商合股，共同成为区域内唯一加盟商。另两个场景下主要以业务量为标准筛选加盟商，该种情况保证了资源整合下最小损失，即：③以业务量为标准，其中一方解约退出，另一方成为区域内唯一加盟商。④原极兔与百世加盟商都退出，代理区寻找新的加盟商。

图 37：快递企业 CR3 增长显著



资料来源：国家邮政局、招商证券

图 38：快递企业市占率变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 39：百世与极兔加盟商融合方案

加盟网络融合

期望：所有原极兔和原百世加盟商都能继续在极兔速递网络中，共同成长！

如果需要做加盟商的选择，考量的要素是：业务量的大小、营运操作能力、客户服务水平。

融合过程中可能出现的场景：

- 原极兔和原百世加盟商通过协商后，进行区域拆分，分别成为各自区域内唯一加盟商；
- 原极兔和原百世加盟商通过协商后，其中一方解约退出，另一方成为区域内唯一加盟商；
- 原极兔和原百世加盟商通过协商后，合股成立合资公司，成为区域内唯一加盟商；
- 原极兔和原百世加盟商都退出，代理区寻找新加盟商。

平台业务：

- 一个地理区域有且只有一个加盟商（完成融合），则其能开展所有平台的业务；
- 一个地理区域有超过一个加盟商（未完成融合），则他们保持开展原有平台业务不变。

菜鸟接口：

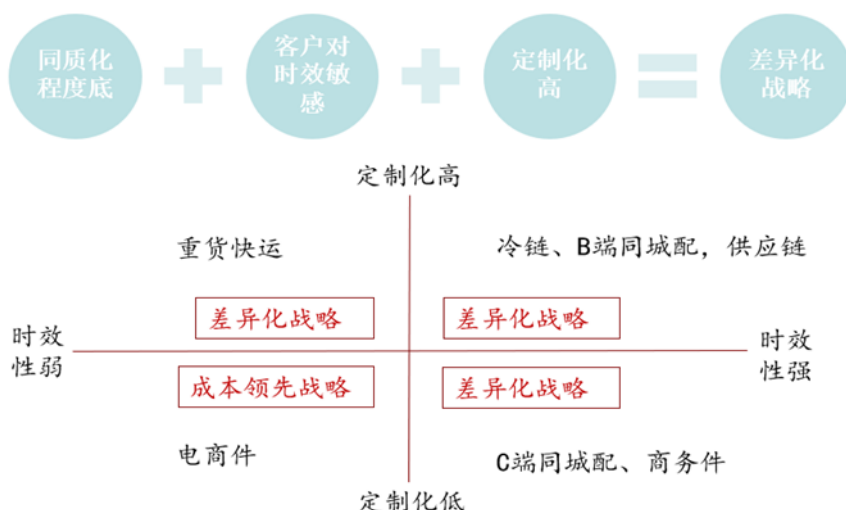
待科技团队完成原极兔和原百世系统的调整和迭代，菜鸟接口所对应的快递品牌将改为“极兔”

资料来源：双壹咨询、招商证券

（3）快递行业仍有差异化竞争，多元化并购持续涌现

上文主要概述了电商快递领域并购的发展情况，加盟制快递企业因为规模效应较强，产品同质化程度较高，成本领先竞争策略成为当期的最优选择，因此较少关注多元化产品布局，因此在该类快递企业之间多元化并购较少出现。专注于中高端市场的顺丰不可避免地选择差异化的竞争战略，率先进行多元化产品布局，并逐步发展出冷链、快运、供应链等几大高定制化业务板块，与传统快递业务搭配打造完整产品体系。

图 40：顺丰控股选择差异化竞争战略



资料来源：招商证券

图 41：顺丰综合物流服务平台搭建完成



资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

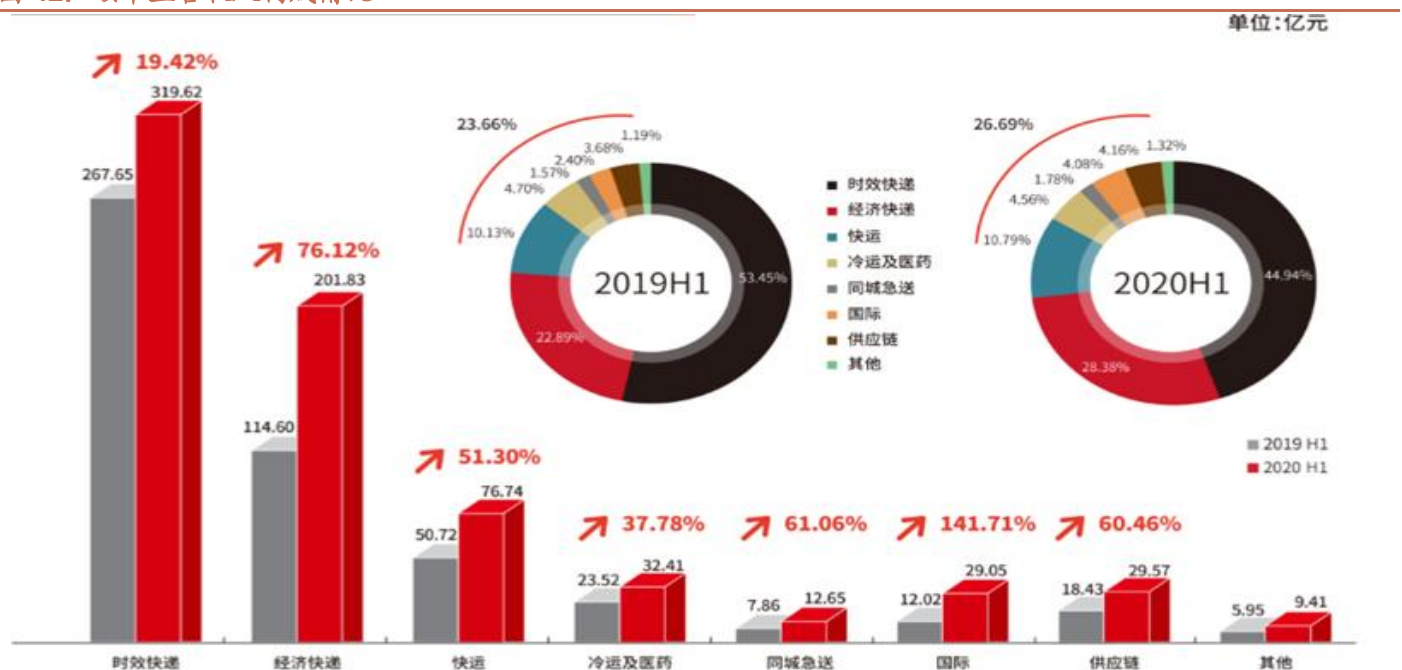
顺丰通过多元化并购快速切入新兴物流领域，从而获取较大的竞争优势。当前重货、冷链、供应链等 2B 端新业务市场集中度小，但市场潜力较大，竞争者众多且较为分散。先行切入（通过收购现有领域公司速度较快），铺设专属物流网络，有利于形成先发优势（B 端用户粘性较强），同时业务起量之后固定成本被摊薄，稳健运营之后单票价格将在市场上将具有较大竞争优势。后来者将面临巨额的网络铺设成本和客户获取成本，进入壁垒较高。2018 年，顺丰收购新邦物流，整合后成立新公司顺心捷达，布局加盟制快运网络，目前顺丰快运板块已经达到业务量和营收的行业第一；同年，顺丰投资成立新夏晖，并收购敦豪在华供应链业务，从而快速切入冷链物流及供应链物流赛道。另外，顺丰投资 Flexport，充实科技实力，提升一体化物流解决方案能力。2021 年 10 月，嘉里物流并入顺丰合并报表。顺丰可借助嘉里物流在国际网络覆盖（特别是东南亚地区）、国际物流运营经验及产品结构等方面的优势加速全球网络布局。截至 2021 年上半年，顺丰新业务板块（重货+冷运+同城配+国际+供应链）收入占比提升至 26.7%（合计约为 180.42 亿元，同比+24.5%）。综合物流版图已经搭建完成。

表 4：顺丰近年来重大多元化布局/并购

时间	标的企业	收购后成立公司	行业
2018	新邦物流	顺心捷达	快运
2018	夏晖	新夏晖	冷链物流/供应链
2018	DPDHL 在中国大陆、香港和澳门地区的供应链业务	顺丰敦豪供应链	供应链物流
2018	投资 Flexport	-	科技货代
2021	嘉里物流	-	跨境供应链

资料来源：公司公告，招商证券

图 42：顺丰主营收入构成情况



资料来源：公司公告，招商证券

2、中国快递并购发展趋势展望

通过前文分析对比，我们可以发现中国快递企业的并购趋势与美国快递企业的并购历史具有相似性，都具有阶段性特征。但仍有区别存在，一方面，国内快递行业在特定时期发展迅猛，行业格局变化速度较快，各个周期都相对较短，不同阶段之间过渡较短；另一方面，美国快递巨头在全球化扩张以及多元化布局方面发展较好，而国内快递企业在全方位扩张方面仍处在起步阶段，多元化产品如快运零担、供应链物流、冷链物流等也处在发展早期。

表 5：中国 VS 美国快递行业发展概况及并购历史

	行业格局变化	全球化扩张	多元化布局
中国	时间较短，发展迅猛，行业格局变化较快，一个周期维度在 5-8 年左右。尚未形成寡头垄断格局。	仍在起步阶段。顺丰拥有全货机架数为 68 架，布局国际航线不足 30 条。	仍在发展早期。零担快运、冷链物流、供应链物流等新兴行业集中度仍然较低，盈利水平有待提升。国内快递企业仍在进行逐步整合。
美国	时间较长，行业格局变化较慢，一个周期维度接近 10 年。已经形成寡头垄断格局。	基本完成全球化扩张。FedEx、UPS 每家全货机机队规模达 500 架以上，航空货邮运输总量超 500 万吨。	发展较为充分。FedEx、UPS 较早就进行了多元化布局，两家企业在零担快运、供应链物流等领域都实现了较好的整合，盈利水平较高。

资料来源：公司公告、招商证券

展望未来，我们认为中国快递行业的并购市场将呈现两大趋势：

- 1) **大型同业并购将继续出现。**目前国内电商快递领域仍未形成较为稳固的寡头垄断格局，因此加盟制快递企业仍然需要持续追求市场份额以获得更强的规模效应。我们判断一线快递企业将继续分化，未来大型的同业并购将继续出现，CR3 市占率有望进一步提升。
- 2) **多元化并购日趋频繁。**一方面，以差异化策略为核心的顺丰控股在众多领域仍有扩张空间：经济件板块中加盟网络规模仍然较小，未来可以并购现存的加盟网络获取核心资源及精细化管理能力；供应链板块细分行业较多，未来可以并购现存的小型供应链解决方案公司，获取细分行业专业人才以及核心客户资源；国际物流板块较为薄弱，未来可以并购当地传统快递公司，获取核心网络资源以及最后一公里解决方案能力。另一方面，随着电商红利式微，国内传统电商快递企业如果实现了寡头垄断格局，那么头部企业仍然会继续参与新兴市场以实现可持续发展。此时，传统电商快递将向多元化产品延伸，未来多元化并购的数量有望持续增加。

三、行业观点及投资建议

我们重申以下行业核心观点：

1. 需求：中期电商快递维持景气，下沉市场需求仍有较大提升空间

疫情下，全社会整体消费品零售总额下滑，但实物商品网上零售额增速仍然保持正增长。在疫情防控常态化的情形下，线上购物渗透率总体仍将保持上行趋势。中期来看，下沉市场电商快递需求仍有较大提升空间。新型电商平台如拼多多，新型零售方式如直播带货、社区团购将持续驱动下沉市场人均网购频次实现较快增长，预计 2022 年增速达到 20% 以上。

2. 中期竞争格局：监管政策将加剧龙头分化，行业格局有望更加清晰

今年快递业行业监管政策频繁出台，2021 年 4 月浙江省政府通过了《浙江省快递业促进条例（草案）》，2021 年 8

月末各大物流公司响应七部门制定的《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》宣布上涨派费，2021年9月末，浙江省政府正式出台《浙江省快递业促进条例》。通过近期数据观察，我们认为行业价格战得到阶段性缓解，加盟网点的生存压力及各大快递公司总部补贴压力有一定程度的减轻。行业新入局者不再能够以低价抢量的方式实现大规模份额扩张，行业头部企业有望扩大自身竞争优势，总体集中度有望得到提升。

3. 行业新趋势：B端物流是广阔蓝海，大物流领域多种模式有望共同发展

长期来看，大物流领域多种模式将共同发展。目前以中通为代表的通达系、顺丰、京东包括阿里旗下的菜鸟网络已各自形成不同的发展模式，未来大物流领域将形成多种模式共同发展的行业格局。

中通-成本领先扩大电商件市占率。以中通为代表的加盟制电商快递企业通过成本领先战略扩大市占率，在标准化的电商件市场以“性价比”作为王牌。加盟制下迅速扩张提高市占率，规模效应下成本降低，从而进一步扩大市占率取得龙头地位。

顺丰-打造多元化综合物流模式。以时效件为基础，开展多元物流业务，如快运、冷链、同城、国际业务等。一方面摆脱单一业务发展的局限性，开拓新的利润增长点；另一方面也通过新业务的开展打造多元化的物流生态圈，拓宽业务边界，形成协同效应。另外，公司坚持独立第三方定位，以综合物流为依托，为客户提供一体化供应链解决方案。

京东-背靠自有平台仓配一体化。利用大数据及物联网技术提前预判商品销量及地区，将自有平台及部分第三方卖家的货物统一存放至各城市分仓，客户下单后从离客户最近的分仓直接发货，大幅提升配送效率。京东依托全国仓网，为客户提供一站式仓储配送服务，公司在消费端供应链领域具备较大竞争优势。

菜鸟网络-打造科技物流平台，全球化战略扩大业务规模。菜鸟专注于物流网络的平台服务。通过技术创新和高效协同，持续推动快递物流业向数字化、智能化升级。菜鸟与合作伙伴一起搭建全球性物流网络，为全球消费者提升物流体验，为全球商家提供智慧供应链解决方案，帮助降低全社会物流成本。

投资建议：当前国内行业正向寡头垄断格局迈进，监管趋严驱动行业向价值竞争转变。以史鉴今，我们判断未来国内快递并购市场将呈现两大发展趋势，一方面大型同业并购继续出现，另一方面多元化并购日趋频繁。**重点推荐率先进行多元化布局的顺丰控股**，公司近年来的战略性资本开支奠定了中长期发展基石，未来5年有望在国际物流+跨境电商、TO B端供应链、中央厨房食材供应链物流每个赛道捕捉千亿级别收入，中长期成长空间广阔，盈利将逐年释放。**重点推荐韵达股份、圆通速递**，积极关注中通快递，我们看好电商快递领域格局改善后公司盈利的快速提升（较强的规模效应将带来超预期的业绩弹性）。

四、风险提示

并购重组推进不及预期：快递行业同业并购有可能因反垄断政策受阻，另外，并购整合时有可能面临资源浪费、管理人员及企业文化无法融合等问题。

新兴市场发展不及预期风险：新兴市场如零担快运、冷链物流、供应链物流、国际物流等如果需求不及预期，可能影响公司多元化布局进程，对公司业绩造成影响。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

肖欣晨：澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

魏芸：伦敦政治经济学院硕士。2015 年加入招商证券港股研究团队，覆盖周期行业；2022 年加入招商证券研发中心交运行业组。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。