

推荐 (维持)

## 行业高景气维持，一线快递逐步分化

2020 年 05 月 13 日

### 快递行业19年报及20年一季报总结

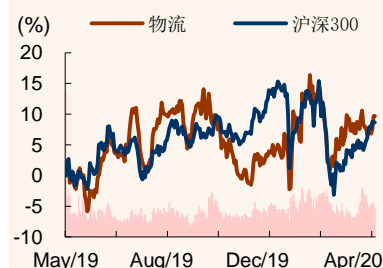
上证指数 2892

#### 行业规模

		占比%
股票家数 (只)	35	0.9
总市值 (亿元)	5060	0.8
流通市值 (亿元)	4621	1.0

#### 行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.4	5.1	12.2
相对表现	-4.7	3.6	6.0



资料来源: 贝格数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《快递业专题报告——一线快递加速分化，寡头垄断将提前到来》2020-04-19
- 2、《快递行业点评报告——通达系持续扩张，顺丰增速亮眼》2020-01-19
- 3、《快递行业专题报告——电商快递红利即将结束，走少有人走的路》2019-08-20

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn  
S1090519010004

研究助理

肖欣晨

021-68407569

xiaoxinchen@cmschina.com.cn

**投资建议:** Q1 受疫情影响, 上市快递公司业绩将受到影响。随着 Q2 景气度回升, 预计快递板块将迎来反弹。在行业价格战持续, 竞争格局充满变数的背景下, 我们认为具备较强竞争优势的行业龙头有望突出重围。重点推荐 Q2 业务快速修复、业绩大概率正增长的韵达股份, 市占率最大的行业龙头中通快递 (ZTO.N)。

- **2019 年快递行业高景气维持, 疫情冲击后 3 月明显复苏。**2019 年全国快递业务量累计完成 635.2 亿件 (+25.3%), 业务收入累计完成 7497.8 亿元 (+24.2%), CR8 市场集中度为 82.5, 高景气持续。疫情导致 2020 年 1-2 月单量增速明显下滑, 但随着复工复产逐步推进, 3 月增速明显复苏。目前行业内价格战依然明显, 义乌 3 月份下降至 3.48 元/件, 网点生存压力仍然较大。
- **龙头公司抢占市场, 一线快递出现分化。**2019 年龙头公司快递单量增速远超行业平均, 一线快递市占率份额逐步提升。中通在通达系中一枝独秀, 并超越顺丰成为净利润最高的公司; 顺丰则受益于特惠转配, 业务、盈利均实现稳健增长, 与中通构成第一梯队。通达系中出现分化, 除中通外, 韵达因其出色的单票成本控制能力逐渐脱颖而出, 圆通、申通则表现相对低迷。
- **2020Q1 顺丰逆势扩张业务, 通达系业绩下滑明显。**受疫情影响, Q1 加盟制快递公司业务增长率放缓, 同时 3 月开始面临价格战的重启, 造成通达系公司收入端普遍下滑 10%-20%; 仅直营体制的顺丰保持全线运转, 且在疫情期间获得政府许可运送物资, 实现业务量和市场份额逆势大增; 产能利用率较低的情况下, 固定成本对总成本的拖累逐渐显现, 通达系业绩出现大幅下降; 仅顺丰在业务大增的情形下扣非业绩勉强持平。
- **展望未来, Q2 行业增速明显回升, 寡头格局有望提前到来。**疫情后多举措下行业单量增速明显复苏。我们预计 4 月份快递业务量达 62.5 亿元, 同比+27%; 同时邮政局报告指出 5 月快递单量增速有望超 30%。总体来看, 行业高景气可持续。当前快递行业价格战仍然激烈。短期受高速公路恢复收费影响, 5 月份多家快递上调价格, 预计 Q2 价格战将阶段性企稳。中期来看, 二线快递基本出清结束, CR8 的提升空间已经有限, 目前进入存量竞争的阶段。我们预计中通、韵达、圆通、申通市占率有望达到 30%、23%、15%、12%。
- **风险提示:** 疫情扩散超预期、价格战恶化、加盟商网点不稳定等。

#### 重点公司主要财务指标

	股价	20EPS	21EPS	22EPS	20PE	21PE	PB	评级
韵达股份	32.21	1.27	1.60	1.72	25.4	20.1	5.2	强烈推荐-A
圆通速递	12.95	0.66	0.73	0.81	19.5	17.7	2.5	强烈推荐-A
中通快递	16.98	0.97	1.11	1.27	17.5	15.2	2.8	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、快递行业 2019 年报 2020 年一季报总结 .....	4
1. 2019 年行业维持高速增长，2020 Q1 受疫情冲击 .....	4
2. 龙头公司抢占市场份额，一线快递出现分化 .....	5
二、展望：寡头格局有望提前来临 .....	12
三、重点推荐韵达股份、中通快递 .....	14

## 图表目录

图 1：2019 年快递业务量增长 25.3% .....	4
图 2：2019 年快递业务收入增长 24.2% .....	4
图 3：2020 年 Q1 快递业务量增长 3.2% .....	4
图 4：2020 年 Q1 快递业务收入下降 0.6% .....	4
图 5：2020 年 Q1 快递单票收入下降 3.62% .....	5
图 6：截至 2020 年 3 月，快递业 CR8 为 85.9 .....	5
图 7：义乌快递业务量占全国比重约 10% .....	5
图 8：义乌快递单票收入持续下降，3 月达 3.48 元/件 .....	5
图 9：主要快递上市公司市占率（2016-2019） .....	6
图 10：主要快递上市公司市占率变化（2016-2019） .....	6
图 11：主要快递上市公司快递业务量（2016-2019） .....	6
图 12：主要快递上市公司快递业务增速（2016-2019） .....	6
图 13：主要快递上市公司固定资产（2016-2019） .....	6
图 14：主要快递上市公司固定资产变化（2016-2019） .....	6
图 15：主要快递上市公司营业收入（2016-2019） .....	7
图 16：主要快递上市公司营业收入增速（2016-2019） .....	7
图 17：主要快递上市公司营业成本（2016-2019） .....	7
图 18：主要快递上市公司营业成本增速（2016-2019） .....	7
图 19：主要快递上市公司净利润（2016-2019） .....	8
图 20：主要快递上市公司净利润增速（2016-2019） .....	8
图 21：三通一达单票收入（2016-2019） .....	8
图 22：三通一达单票收入增速（2016-2019） .....	8
图 23：三通一达单票毛利（2016-2019） .....	9

图 24: 三通一达单票毛利增速 (2016-2019) .....	9
图 25: 三通一达单票扣非净利 (2016-2019) .....	9
图 26: 三通一达单票扣非净利增速 (2016-2019) .....	9
图 27: 三通一达毛利率 (2016-2019) .....	9
图 28: 三通一达扣非净利率 (2016-2019) .....	9
图 29: 主要快递上市公司业务量 (2020Q1) .....	10
图 30: 主要快递上市公司净利润 (2020Q1) .....	10
图 31: 主要快递上市公司营业收入 (2020Q1) .....	10
图 32: 主要快递上市公司营业成本 (2020Q1) .....	10
图 33: 主要快递上市公司单票收入 (2020Q1) .....	10
图 34: 主要快递上市公司单票成本 (2020Q1) .....	10
图 35: 主要快递上市公司单票毛利 (2020Q1) .....	11
图 36: 主要快递上市公司单票扣非净利 (2020Q1) .....	11
图 37: 社零总额和实物商品网上零售额增速对比 .....	12
图 38: 实物商品网上零售额占社零总额的比重持续提升 .....	12
图 39: 加盟制快递业 CR4 变化猜想 .....	13
图 40: 全国汽油基准价 Q2 下调 .....	15
图 41: 全国柴油基准价 Q2 下调 .....	15
图 42: 物流行业历史 <a href="#">PEBand</a> .....	17
图 43: 物流行业历史 <a href="#">PBBand</a> .....	17
表 1: 通达系基础设施对比 .....	7
表 2: 集齐“四通”，阿里布局物流业 .....	13
表 3: 重点公司估值对比表 (截至 2020 年 5 月 12 日) .....	14
表 4: 韵达股份资本开支实施情况 (2015-2019) .....	15
表 5: 韵达股份快递中转成本拆分 (2013-2019) .....	15
表 6: Q2 利润简表测算 .....	16

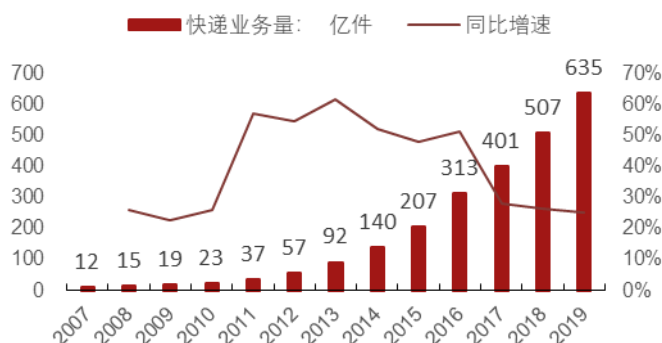
## 一、快递行业 2019 年报 2020 年一季报总结

### 1. 2019 年行业维持高速增长，2020 Q1 受疫情冲击

**1.1 总体来看，2019 年电商和快递景气度持续维持高位，全年单量增速超 25%，CR8 集中度持续攀升至 82.5。**

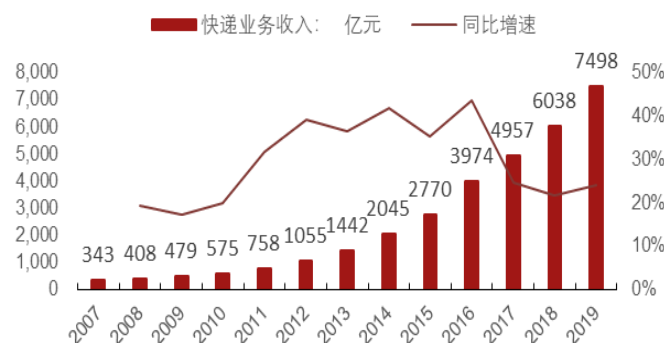
2019 年全国快递业务量累计完成 635.2 亿件，同比+25.3%，业务收入累计完成 7497.8 亿元，同比+24.2%，CR8 市场集中度为 82.5，较 1-11 月上升 0.2。

图 1：2019 年快递业务量增长 25.3%



资料来源：国家邮政局、招商证券

图 2：2019 年快递业务收入增长 24.2%



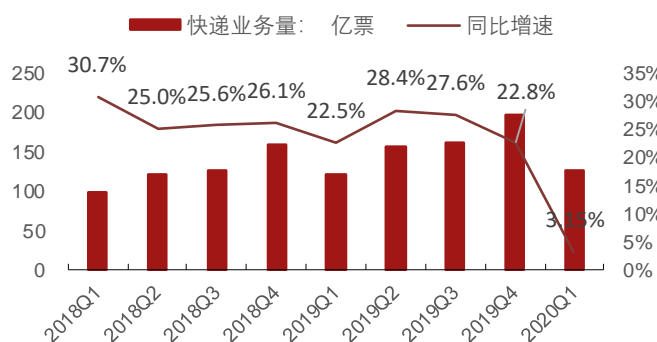
资料来源：国家邮政局、招商证券

**1.2 疫情导致 2020 年 1-2 月单量增速明显下滑，但随着快递业复工复产逐步推进，3 月行业单量增速明显复苏。**

进入 3 月份，行业内价格战依然明显（义乌地区较为激烈），单票收入持续走低。从集中度来看，1-2 月由于国内疫情形势严峻，只有少数快递企业复工，CR8 攀升至 86.4；但随着疫情得到控制，各家快递企业陆续复工，CR8 环比稍有下降。但预计全年集中度仍然呈上升态势。

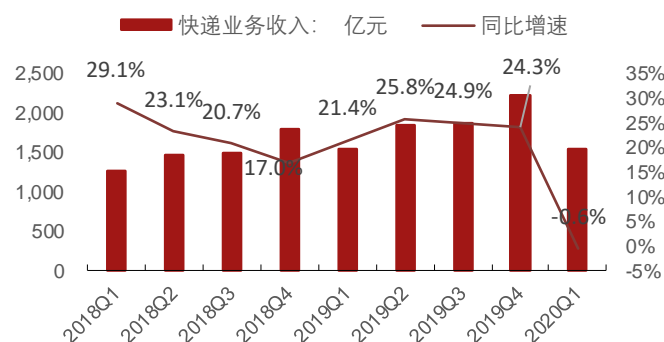
2020 年 3 月份，全国快递业务量达 59.8 亿件，同比+23%；业务收入 669.1 亿元，同比+12.3%。20 年 Q1，快递单量累计达 125.3 亿件，同比+3.2%，业务收入 1534 亿元，同比-0.6%。Q1 的 CR8 为 85.9，较 1-2 月下降 0.5。

图 3：2020 年 Q1 快递业务量增长 3.2%



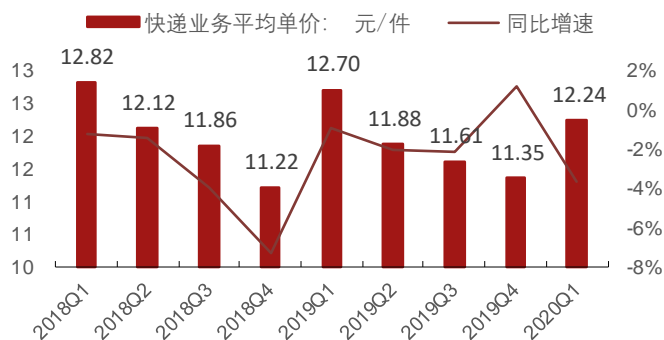
资料来源：国家邮政局、招商证券

图 4：2020 年 Q1 快递业务收入下降 0.6%



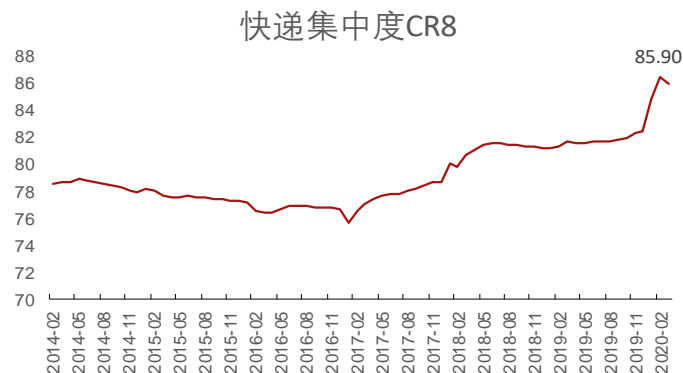
资料来源：国家邮政局、招商证券

图 5: 2020 年 Q1 快递单票收入下降 3.62%



资料来源: 国家邮政局、招商证券

图 6: 截至 2020 年 3 月, 快递业 CR8 为 85.9

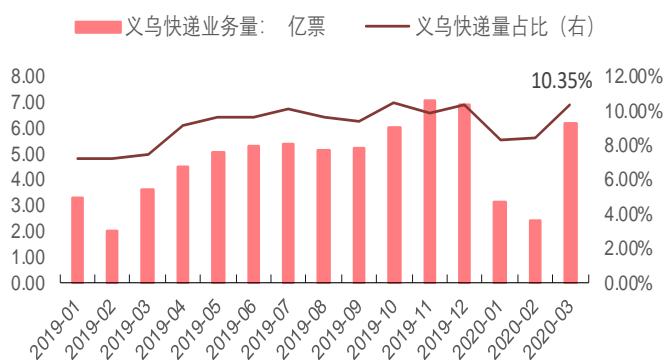


资料来源: 国家邮政局、招商证券

### 1.3 义乌产粮区快递价格战激烈, 各快递网点面临较大压力。

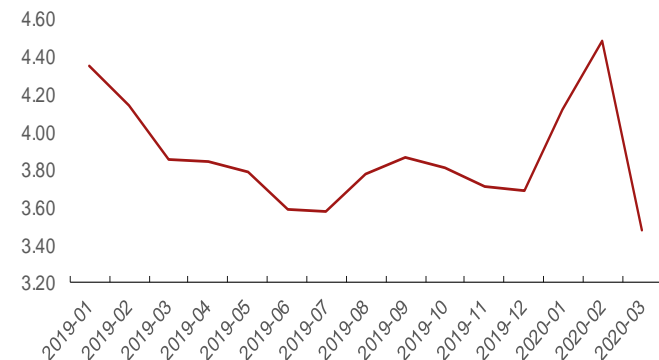
义乌快递量约占全国快递量的 10%，在中国快递市场上占据重要的席位。目前义乌快递单票价格下降明显，3 月份下降至 3.48 元/件，部分网点面临较大的生存压力。据草根调研，产粮区网点的派费已经低于 1 元；同时过于严格的指标考核使得基层网点增量不增收，生存压力较大。

图 7: 义乌快递业务量占全国比重约 10%



资料来源: 国家邮政局、招商证券

图 8: 义乌快递单票收入持续下降, 3 月达 3.48 元/件



资料来源: 国家邮政局、招商证券

## 2. 龙头公司抢占市场份额, 一线快递出现分化

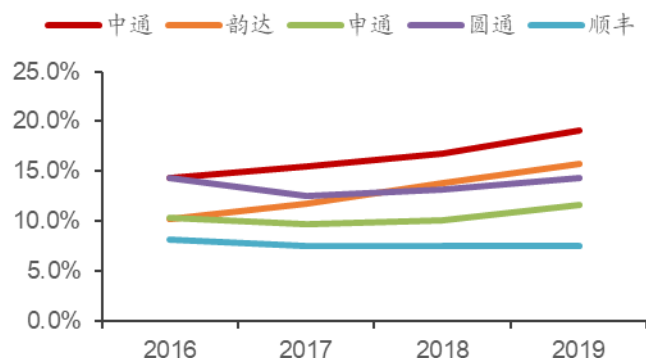
### 2.1 2019 年: 顺丰稳健增长, 中通、韵达在通达系中保持领先

总体来看, 2019 年龙头公司快递单量增速远超行业平均, 一线快递市占率份额逐步提升。全面对比来看, 通达系里中通、韵达单票成本控制出色盈利能力较强。顺丰受益于特惠专配, 19 年 5 月份开始单量增速迅速提升, 全年单量增速达到 25.4%。

从业务量来看, 加盟制对末端的渗透更为灵活, 通达系业务量在 2019 年维持 35% 以上的快速增长, 市占率出现进一步的抬升, 业务进一步向头部企业聚集, 其中中通扩张最为明显, 市占率抬升 2.0%; 直营制的顺丰则维持 20%-30% 的稳健增长, 市占率稳定在 7.6%。

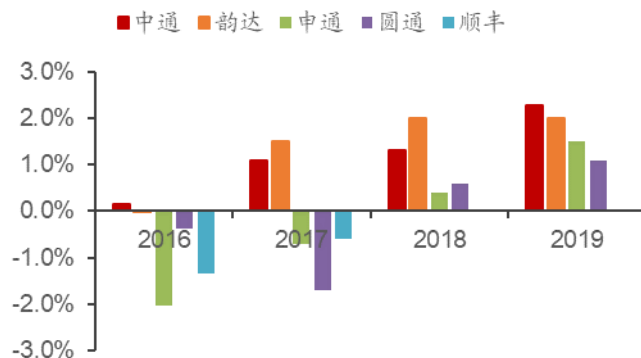


图 9: 主要快递上市公司市占率 (2016-2019)



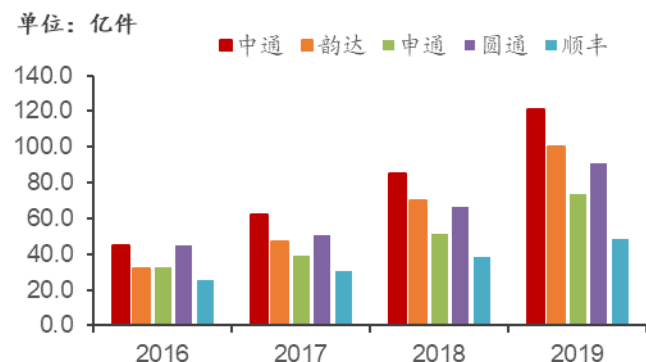
资料来源: 国家邮政局、招商证券

图 10: 主要快递上市公司市占率变化 (2016-2019)



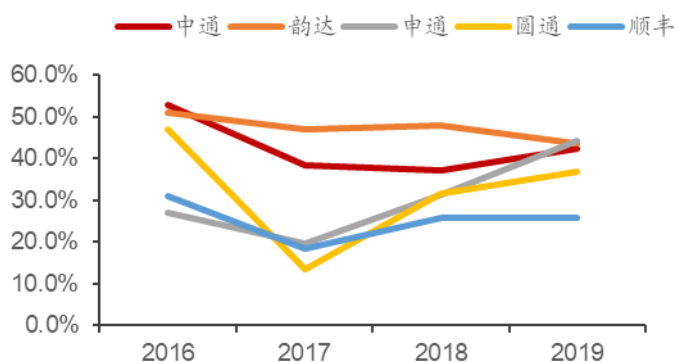
资料来源: 国家邮政局、招商证券

图 11: 主要快递上市公司快递业务量 (2016-2019)



资料来源: 国家邮政局、招商证券

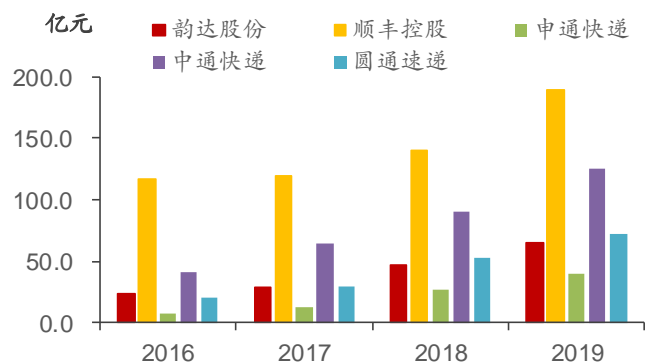
图 12: 主要快递上市公司快递业务增速 (2016-2019)



资料来源: 国家邮政局、招商证券

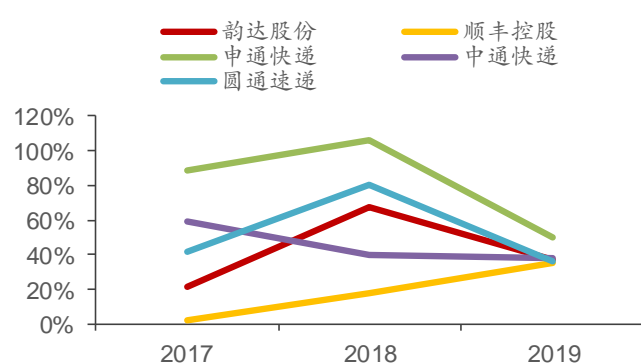
固定资产方面: 主要快递上市公司仍持续加大对资产的投资, 除土地购置外, 已将重点转向分拣、运输等设备的扩张, 通过此举加大转运中心的操作效率, 为进一步提升市场份额奠定基础。从增速来看, 通达系在 2019 年有所下滑, 但仍维持较高增速; 顺丰在基数较大的情形下, 实现增速上升, 已接近通达系公司水平。

图 13: 主要快递上市公司固定资产 (2016-2019)



资料来源: 国家邮政局、招商证券

图 14: 主要快递上市公司固定资产变化 (2016-2019)



资料来源: 国家邮政局、招商证券

表 1: 通达系基础设施对比

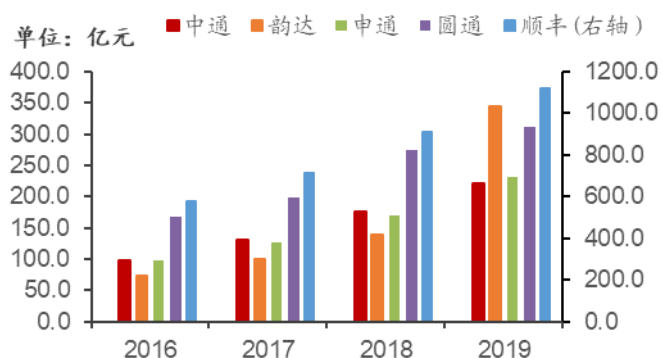
	韵达	中通	申通	圆通
自营枢纽转运中心	59	82	61	73
加盟商	3728	4800	3500	4180
网点/门店/服务部	27466	30000	25500	32005
标准化车辆	8622			
标准化门店	10000			
干线运输车辆		6450	5200	5500
干线运输线路		2600	3226	

资料来源: 公司公告, 招商证券

从财务表现来看:

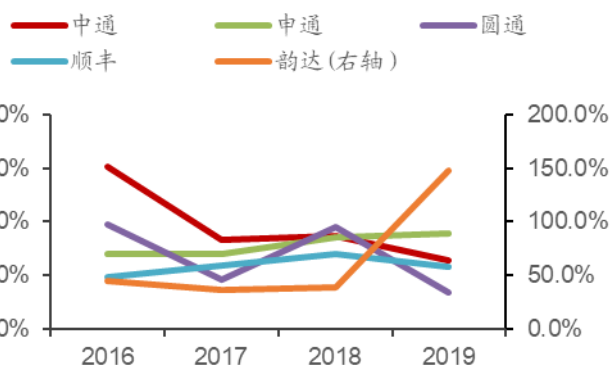
收入: 顺丰在 2019 年迈入 1000 亿营收大关, 巩固行业龙头地位, 通达系公司营收维持在 200-400 亿元水平, 在顺丰之后组成行业领先集团。增速方面, 韵达在 2019 年增加派费收入的统计口径, 致使营收增速大幅提高, 若剔除这一因素, 韵达与通达系公司大体相当; 申通表现最佳, 圆通相对较弱, 但总体而言, 行业主要快递上市公司在 2019 年营收均维持较快增长。

图 15: 主要快递上市公司营业收入 (2016-2019)



资料来源: 国家邮政局、招商证券

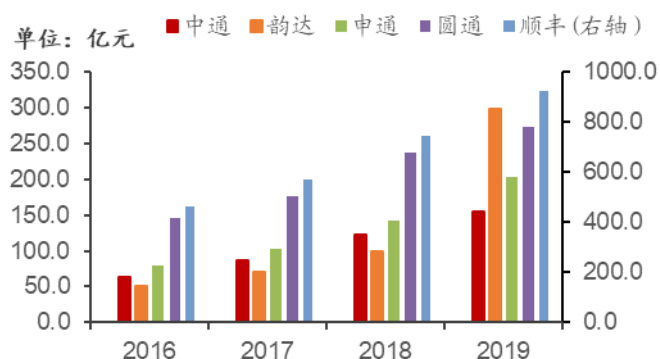
图 16: 主要快递上市公司营业收入增速 (2016-2019)



资料来源: 国家邮政局、招商证券

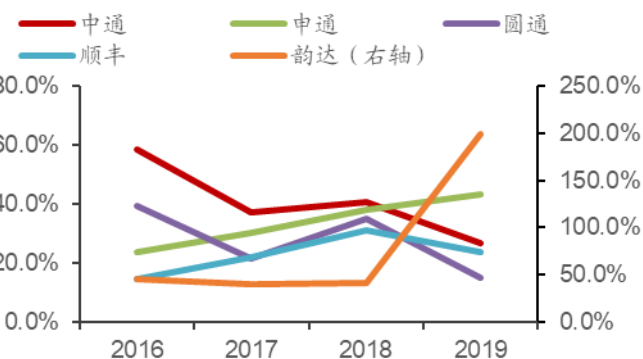
成本: 鉴于各公司在 2019 年维持业务快速增长, 营业成本亦水涨船高。从增速来看, 增速普遍快于收入端, 主要受对加盟商加大让利等因素的拖累。从中期来看, 在行业竞争格局并未出现明显优化的情形下, 成本端的控制将成为决定各公司盈利能力的关键因素。

图 17: 主要快递上市公司营业成本 (2016-2019)



资料来源: 国家邮政局、招商证券

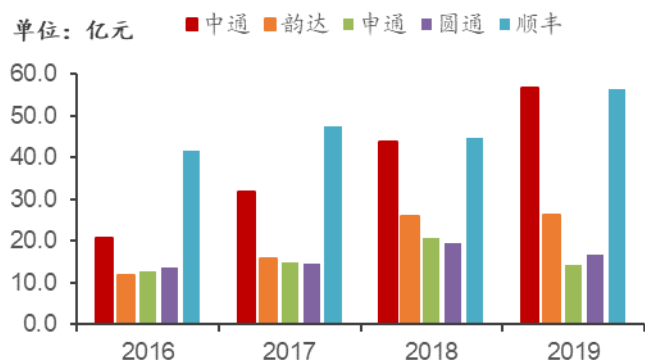
图 18: 主要快递上市公司营业成本增速 (2016-2019)



资料来源: 国家邮政局、招商证券

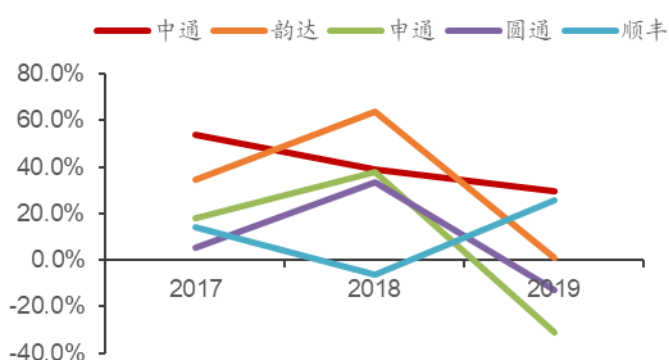
盈利：中通在 2019 年超越顺丰，成为行业盈利最强公司，与顺丰构成第一梯队；韵达与圆通、申通的盈利差距逐渐拉大，表明行业内部开始出现分化。增速方面，仅顺丰的增速进一步扩大，通达系增速均出现不同程度下滑，其中韵达接近零增长，中通、圆通陷入负增长，行业竞争格局将推动盈利增长的分化。

图 19：主要快递上市公司净利润（2016-2019）



资料来源：国家邮政局、招商证券

图 20：主要快递上市公司净利润增速（2016-2019）

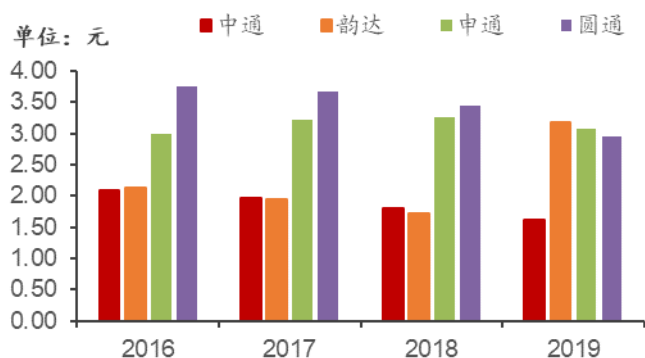


资料来源：国家邮政局、招商证券

从单票运营角度来看：

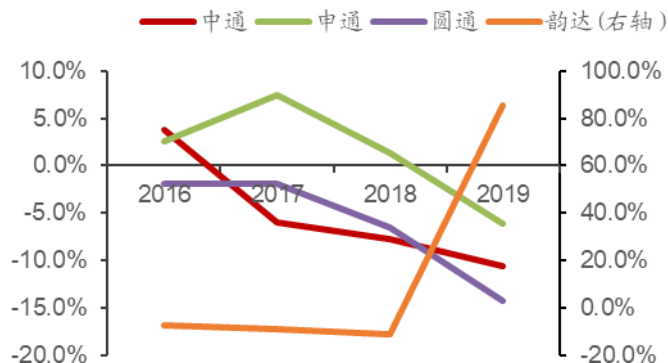
单票收入：仅韵达的单票收入出现上行，主要因韵达将派费计入收入，若剔除这一因素，韵达下降 5%，在通达系中幅度较小；近年来，单票收入总体走入下行通道，除物流成本降低外，自 2019 年 3 月开始的行业价格战加剧这一趋势，致使行业主要快递公司单票收入出现全线下调。

图 21：三通一达单票收入（2016-2019）



资料来源：国家邮政局、招商证券

图 22：三通一达单票收入增速（2016-2019）



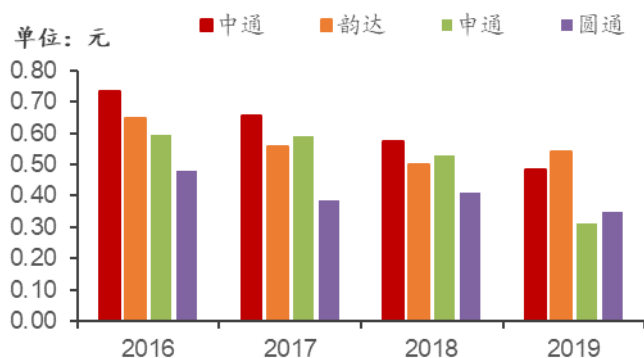
资料来源：国家邮政局、招商证券

单票毛利：2019 年韵达超越中通、申通成为单票毛利最强公司，主要因其运输成本得到大幅降低，为通达系中唯一单票毛利增速为正的的公司；申通在 2019 年通过低价抢占市场，但成本端并未如期下降，毛利遭遇较为明显的打击，退居通达系末席。

单票扣非净利：通达系在 2019 年遭遇单票扣非净利的进一步下行，中通仍巩固其同行个第一的地位。其中圆通下行较为明显，主要受到圆通速递国际商誉减值 3.4 亿元的拖累，剔除这一影响，则降幅为 20.1%，与韵达较为接近；申通则因毛利的下滑拖累，降幅接近 50%。

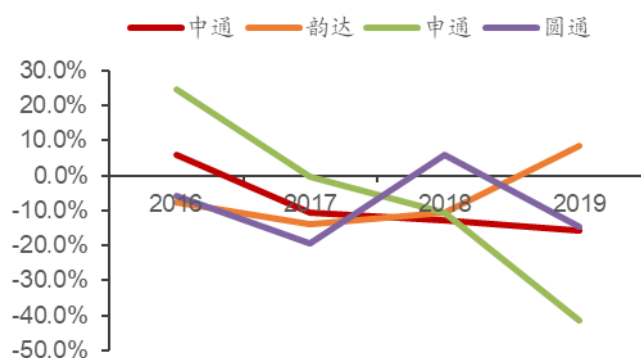


图 23: 三通一达单票毛利 (2016-2019)



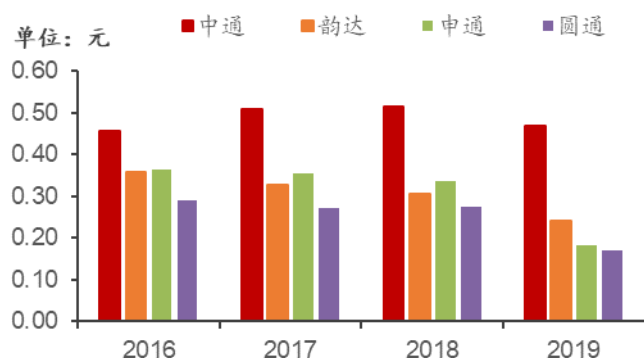
资料来源: 国家邮政局、招商证券

图 24: 三通一达单票毛利增速 (2016-2019)



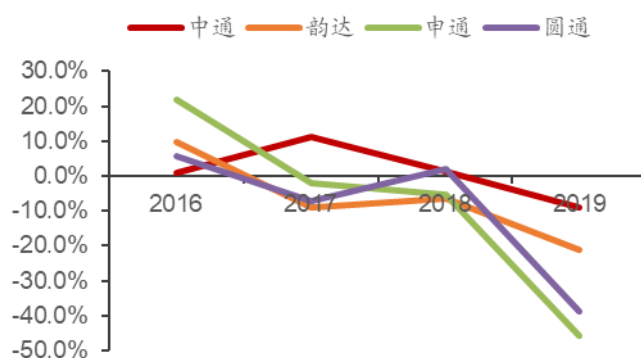
资料来源: 国家邮政局、招商证券

图 25: 三通一达单票扣非净利 (2016-2019)



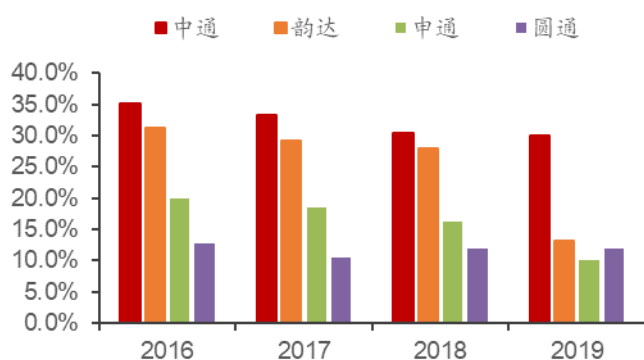
资料来源: 国家邮政局、招商证券

图 26: 三通一达单票扣非净利增速 (2016-2019)



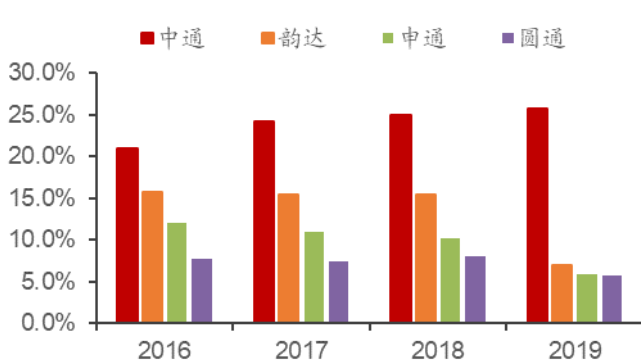
资料来源: 国家邮政局、招商证券

图 27: 三通一达毛利率 (2016-2019)



资料来源: 国家邮政局、招商证券

图 28: 三通一达扣非净利率 (2016-2019)

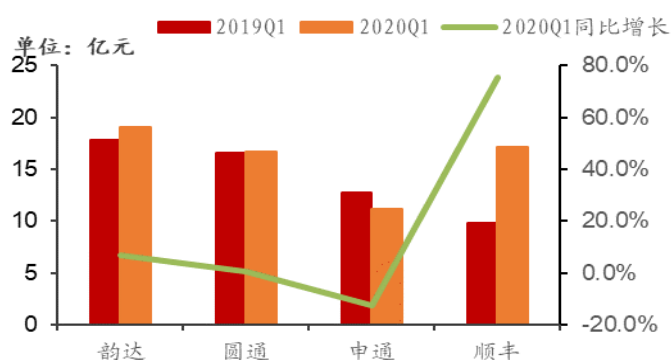


资料来源: 国家邮政局、招商证券

## 2.2 2020Q1: 顺丰逆势扩张业务, 通达系业绩下滑明显

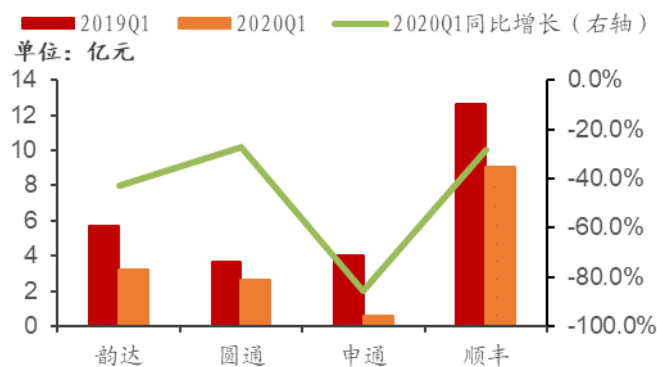
2020Q1 受疫情影响, 加盟制快递公司业务增长率放缓, 同时 3 月开始面临价格战的重启, 造成通达系公司收入端普遍下滑 10%-20%; 仅直营体制的顺丰保持全线运转, 且在疫情期间获得政府许可运送物资, 实现业务量和市场份额逆势大增; 产能利用率较低的情况下, 固定成本对总成本的拖累逐渐显现, 在成本降幅不及收入端的情况下压缩毛利空间, 通达系业绩出现大幅下降; 仅顺丰在业务大增的情形下扣非业绩勉强持平。总体而言, 快递公司 Q1 业绩表现不佳。

图 29: 主要快递上市公司业务量 (2020Q1)



资料来源: 国家邮政局、招商证券

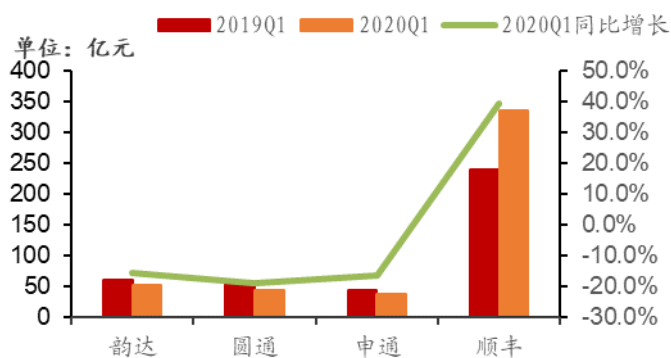
图 30: 主要快递上市公司净利润 (2020Q1)



资料来源: 国家邮政局、招商证券

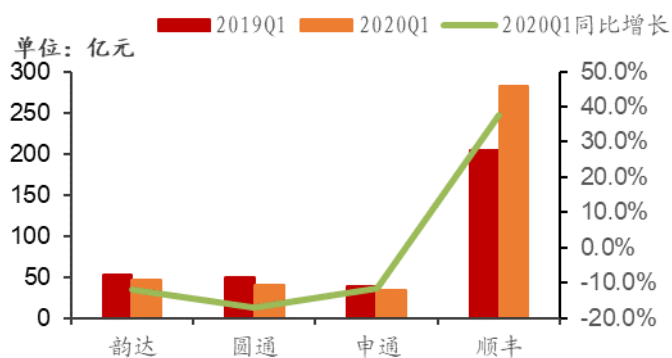
疫情期间通达系业务增速放缓，韵达增速回落至 7.1% 个位数，圆通勉强为正，申通下降 12.4%；仅直营体制的顺丰保持全线运转，且在疫情期间获得政府许可运送防疫物资和生活用品，实现业务量逆势大增 75%，市场份额大幅提升 5.6PCT。

图 31: 主要快递上市公司营业收入 (2020Q1)



资料来源: 国家邮政局、招商证券

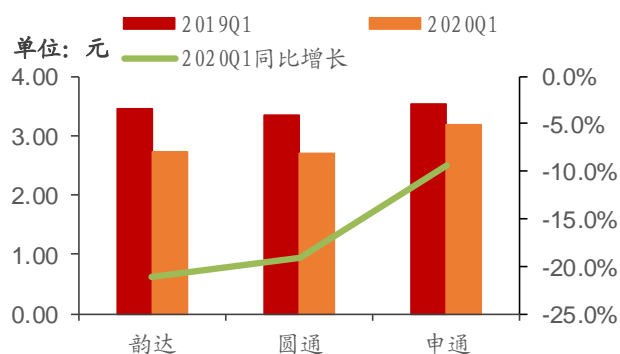
图 32: 主要快递上市公司营业成本 (2020Q1)



资料来源: 国家邮政局、招商证券

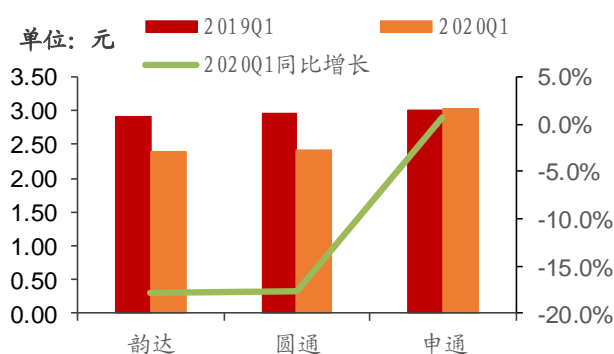
虽 2020Q1 受到高速公路自 2 月 17 日开始免收通行费的利好，同时油价在 3 月开始快速下跌，但相对刚性的成本如折旧、租赁、职工薪酬等在业务量放缓的情形下对业绩形成较大拖累，通达系公司扣非净利普遍下滑 30% 以上，仅顺丰勉强持平。

图 33: 主要快递上市公司单票收入 (2020Q1)



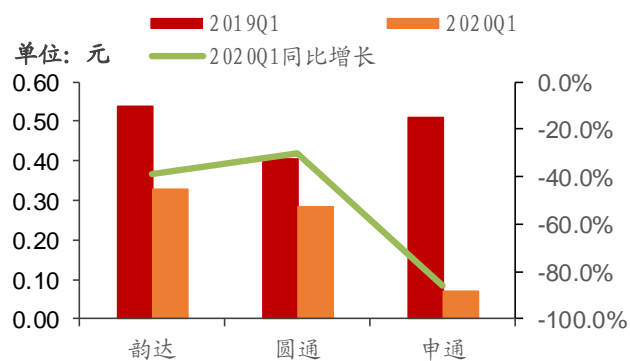
资料来源: 国家邮政局、招商证券

图 34: 主要快递上市公司单票成本 (2020Q1)



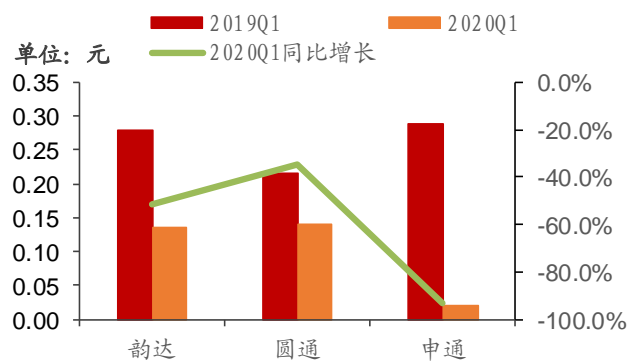
资料来源: 国家邮政局、招商证券

图 35: 主要快递上市公司单票毛利 (2020Q1)



资料来源: 国家邮政局、招商证券

图 36: 主要快递上市公司单票扣非净利 (2020Q1)



资料来源: 国家邮政局、招商证券

## 二、展望：寡头格局有望提前来临

### 1、电商需求维持景气，全年快递单量增速有望达到 20%。

疫情下，全社会整体消费品零售总额下滑（20 年 Q1 累计增速下滑约 20%），但实物商品网上零售额增速仍然保持正增长（20 年 Q1 累计增速达 4.3%）。

随着疫情逐步好转，多举措下 3、4 月行业单量增速明显复苏。

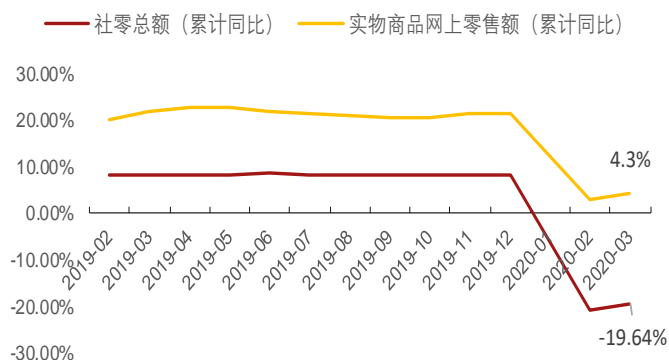
1) 电商新业态支持经济线上加速转型。快递企业不断拓展新的服务模式，协同网红经济、直播带货助刺激线网上网购物需求。

2) 政府推动刺激消费需求。“双品网购节”于 4 月 28 日正式启动，期间业务量增速保持 50%以上。

3) 湖北快速复工复产，4 月份湖北地区网点开工率近 100%，业务量恢复至疫情前水平。

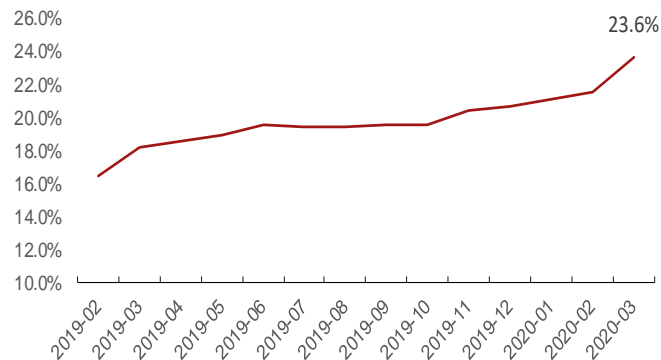
结合邮政局发布的 4 月快递指数报告，我们预计 4 月份快递业务量达 62.5 亿元，同比+27%；预计快递收入达 712 亿元，同比+20.2%。同时报告指出 5 月快递单量增速有望超 30%，行业景气度持续复苏。总体来看，预计全年电商需求维持景气，全年快递单量增速有望达到 20%。

图 37：社零总额和实物商品网上零售额增速对比



资料来源：国家统计局、招商证券

图 38：实物商品网上零售额占社零总额的比重持续提升



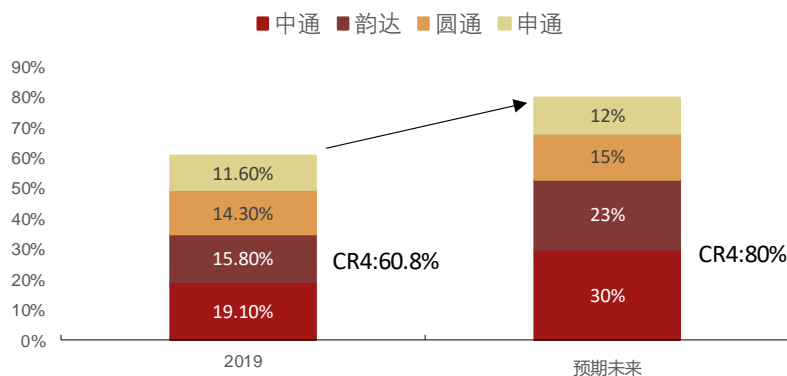
资料来源：国家统计局、招商证券

### 2、行业价格战持续，二线快递出清结束，一线快递出现分化。

当前快递行业价格战仍然激烈。短期来看，受高速公路恢复收费影响，5 月份多家快递上调价格，预计 Q2 价格战将阶段性企稳，但 Q3 仍有延续态势。在目前市场竞争激烈的条件下，快递单票价格可能出现较大波动，各家市占率排名也将出现波动。

中期来看，二线快递基本出清结束，CR8 的提升空间已经有限，目前进入存量竞争的阶段，一线快递加速分化。我们认为电商快递中成本优势最突出，市占率最高的中通将进一步扩大市占率达到 30%，韵达有望达到 23%，圆通达 15%，申通占 12%。

图 39：加盟制快递业 CR4 变化猜想



资料来源：公司公告，招商证券

### 3、电商布局快递，未来行业整合情况仍有变数：

目前，民营快递行业四大公司“四通一达”（中通、圆通、申通、百世（更名前为百世汇通）、韵达）已全部接受了阿里巴巴的投资。

表 2：集齐“四通”，阿里布局物流业

时间	事件	阿里系持股比例
2010 年	投资百世快递并收购汇通	27.79%
2015 年	联合旗下云锋基金投资圆通	11.06%
2018 年	联合菜鸟等投资中通	8.43%
2019 年	追加投资，入局申通	14.65%
2019	入局韵达	2%
2019-2022 年	有可能继续追加投资，控股申通	有可能达到 46%

资料来源：公司公告、招商证券 注：阿里与申通实控人签署的《购股权协议》当前并未行权，未来仍存在不确定性

疫情期间阿里电商平台物流受阻，阿里对物流环节的控制意图越发强烈。展望未来，我们认为阿里将进一步加大快递行业的股权投入，加速加盟制快递企业整合。至于整合结果如何，我们拭目以待。

另外，极兔速递也在积极入局电商快递市场，并且有望与拼多多加强合作。虽然短期内暂时不及通达系快递，但是对行业格局仍然有一定的影响。



### 三、重点推荐韵达股份、中通快递

Q1 受疫情影响，上市快递公司业绩将受到影响。随着 Q2 景气度回升，预计快递板块将迎来反弹。在行业价格战持续，竞争格局充满变数的背景下，我们认为具备较强竞争优势的行业龙头有望突出重围。重点推荐韵达股份，中通快递（ZTO.N）。建议重视经营效益边际改善的圆通速递；另外积极关注申通快递引入阿里战略投资以后，服务时效和质量的提升。

表 3：重点公司估值对比表（截至 2020 年 5 月 12 日）

公司	股价	EPS				盈利增长率			PE				PB	市值
		19	20E	21E	22E	20E	21E	22E	19	20E	21E	22E	(LF)	(亿)
韵达股份	32.21	1.19	1.27	1.60	1.72	7%	26%	8%	27.1	25.4	20.1	18.7	5.2	717
中通快递	232.1	7.24	7.31	8.9	10.6	1%	22%	19%	32.1	31.7	26.1	21.9	4.7	1823

资料来源：公司数据、招商证券 注：中通数据源于最新 Wind 一致预期，按美元兑人民币 7.0919 换算。

#### 韵达股份：Q2 业务量快速修复，成本管控下业绩大概率正增长

##### 1. 收入端：预计 Q2 业务量同比增速为 30%，价格战暂缓下快递收入增长 6%

韵达股份在 Q1 受疫情影响，业绩增速有所放缓，但公司 3 月复工相对较快，因而 Q1 业务量增长 7%，在通达系中一枝独秀，领先行业水平。伴随疫情影响逐步减弱，经济活动陆续重启，公司业务增速有望开启回升。

- 依据国家邮政局预计 4 月份快递统计，全行业业务量达 62.5 亿件，同比增长 27%，同时报告指出 5 月快递单量增速有望超 30%。在此情景下，考虑到韵达股份对市场份额的加速占取和近年来由于行业水平的表现，预计 Q2 业务量增速应在 35-40% 的水平；
- 公司 Q1 分拣中心等产能利用率仅为 40%，目前已恢复至 70% 左右。若依此推算，则 Q2 业务量有望达到 33.4 亿件，同比增速为 31%。

出于审慎考虑，我们预计 Q2 业务量增长为 30%，达到 33.4 亿件。

价格方面，通达系在高速公路免收通行费的情形下纷纷下调单票价格，且在 3 月下旬逐渐重启价格竞争，公司亦延续此前给予加盟商让利的行为，可比口径下 Q1 单票收入为 2.72 元（含派费收入），下调 21.1%，在行业中降幅较为突出。展望 Q2，行业价格战时有挑起，但高速公路在 5 月 6 日开始收费压制下行空间。我们审慎预计公司 Q2 单票收入为 2.58 元，环比下滑 5%，同比下滑 19.1%，延续 19 年下行节奏。

综合来看，预计 Q2 快递服务收入为 86.2 亿元，同比增长 5.9%。

##### 2. 成本端：油价下调、固定成本摊薄有望助力成本严管控

公司于 2018 年起进入资本开支的高峰，在 2018-2019 两年就分拣中心分别投入 18.2、32.1 亿元，机器及运输设备转固分别为 20.5、23.2 亿元，产能扩张显著。受制于疫情影响业务难以充分放量，分拣中心等装备设施折旧对单票成本产生不利影响。另一方面，职工薪酬、租赁费用等相对刚性，制约 Q1 成本下行空间，但高速公路通行费减免为公司赢得获利空间，测算 2020Q1 单票营业成本为 2.39 元，同比下降 17.9%，但降幅不及收入端。

表 4: 韵达股份资本开支实施情况 (2015-2019)

单位: 万元	2015	2016	2017	2018	2019
IT 设备及服务			4119	8359	24995
车辆			40177	60173	36235
分拣中心			72179	181920	320853
土地			14217	43548	38293
其他 (含股权投资)			35225	117475	19373
合计	59136	183586	165919	411475	439749

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 5: 韵达股份快递中转成本拆分 (2013-2019)

单位: 万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中转合计	307321	317658	319114	460542	641718	848926	1095750
运输成本	221495	217694	204688	306363	442503	582151	727669
职工薪酬	56639	60446	58953	43456	50312	47034	42118
装卸扫描费	6638	6441	12153	56765	66339	102565	158793
折旧摊销	3713	7743	9379	19648	41635	61060	90463
办公及租赁	12542	19806	19318	23083	27398	33273	43898
中转其他	6295	5529	14624	11228	13530	22841	32810

资料来源: 公司公告, 招商证券

展望 Q2, 伴随业务放量增长, 相对刚性的支出对成本的拖累有望大幅降低, 同时油价明显下行有望对冲高速公路通行费征收带来的影响。

- 固定资产增加 17.3 亿元, 按 8 年折旧计算, 则单季增加折旧 1.9 亿元, 对比 Q1、Q2 业务量, 则 Q2 单票折旧摊销环比降低 0.043 元;
- 办公及租赁、职工薪酬较为刚性, 按业务量计算, Q2 分别环比降低 0.025 元、0.023 元;
- 运输成本中过路费与油费之比约为 4:6, 假定高速公路占比为 30%, 过路费 Q2 受收费时间更长环比提升 0.023 元, 但油费 Q2 环比下滑 15%, 则降低单票成本达 0.074 元。

综合考虑, 则 Q2 单票成本为 2.25 元, 同比降 19.6%, 环比降 5.8%。

图 40: 全国汽油基准价 Q2 下调



资料来源: wind、招商证券

图 41: 全国柴油基准价 Q2 下调



资料来源: wind、招商证券

### 3. 盈利: 预计 Q2 毛利同比增长 10.3%, 净利增长 15%

预计韵达股份 Q2 单票毛利为 0.33 元, 环比持平, 但同比降 15.8%。计入业务量的收据后, 测算 Q2 快递服务的毛利为 11.0 亿元, 同比增长 10.3%, 环比大增 76.3%。若

假定费用端同比无变化,考虑 25%所得税率,则归母净利增量为 1.1 亿元,增幅为 15.0%。

表 6: Q2 利润简表测算

单位: 万元	2019Q2	2020Q2
快递毛利	100139	110439
其他毛利	31100	31100
费用及其他	29605	29605
利润总额	101634	111934
所得税	31391	27984
净利润	70243	83951
归母净利	72981	83951

资料来源: 招商证券

### 中通快递: 市场份额持续扩大, 竞争优势凸显

**2019 年业绩超预期:** 2019 年公司实现营收 221.1 亿元, 同比+25.6%, 净利润 56.71 亿元, 同比+29.2%, 调整后净利润 52.92 亿元, 同比+26.0%; 其中 Q4 实现营收 68.5 亿元, 同比+21.7%, 净利润 23.17 亿元, 同比+81.2%, 调整后净利润 16.32 亿元, 同比+26.5%。

**业务量持续高速增长, 市占率已达 19.1%。** 2019 年实现单量 121.2 亿票, 同比+42%, 市占率已达 19.1%, 领先韵达 3.3 个百分点, 在全网快递中继续扩大竞争优势。年初公司推出的普惠网络政策发挥了增量激励作用, 通过优化原有的既定增量补贴和个性化网络政策体系, 帮助网点更好地应对价格战。全年单票收入为 1.72 元, 同比-10%。

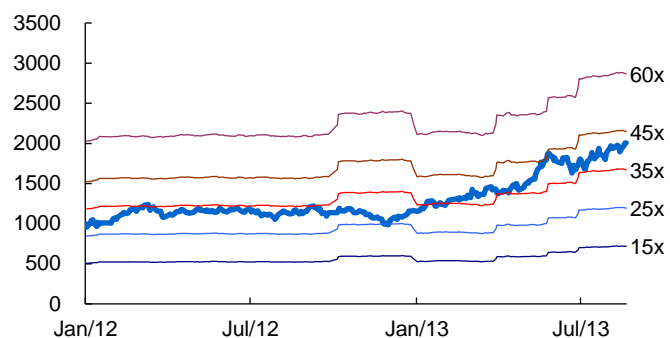
**精细化管理加强成本控制, 单票运输、分拨成本持续下降。** 受益于规模效应+成本管控, 2019 年实现单票成本 1.18 元, 同比下降 8.7%。中通使用高运力车+提升自有车辆使得运输成本继续下降, 其中 2019 年全年单票运输成本为 0.62 元, 同比降 8.8%。同时借助自动化分拣设备, 有效提升运营效率, 单票转运中心操作成本为 0.34 元, 同比降 9.6%, 总体来看, 2019 年单票快递成本下降 0.1 元, 其中干线运输降 0.06 元, 中转操作降 0.04 元。

**展望:** 结合公司业绩指引, 我们预计中通在 2020 年市场份额提升 2.3PCT, 单量增速超越行业增速 15PCT 以上。测算下来, 我们预计 2020 年全行业业务量达 760 亿件, 增速为 20%, 因此中通的全年单量增速将达 35%, 市占率提升 2.4PCT 至 21.5%。

当前快递行业价格战加剧, 行业格局存在较大变数, 但是中通深刻落实成本管控, 继续放大自己的竞争的优势, 远期单票运输+分拨成本的极限是 0.7 元, 仍有 30%以上的下降空间。

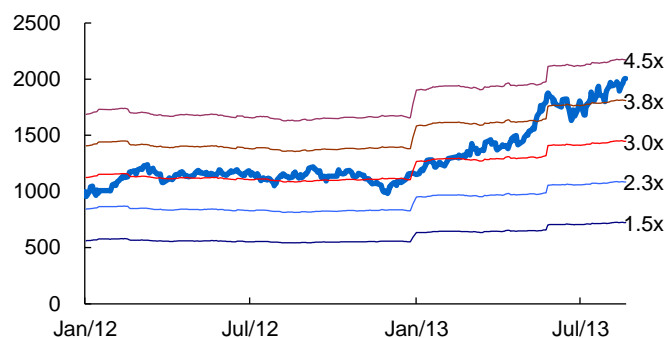
**风险提示:** 疫情扩散超预期, 宏观经济超预期下滑, 加盟商网点不稳定, 价格战恶化等。

图 42: 物流行业历史PEBand



资料来源：贝格数据、招商证券

图 43: 物流行业历史PBBand



资料来源：贝格数据、招商证券

## 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研究助理。

## 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。