

## 物流 II 行业

### 物流系列五：全链路视角下的快递成本优化——结构与空间

分析师：曾靖珂

分析师：郭镇



SAC 执证号：S0260520050002



SAC 执证号：S0260514080003



021-60750602



010-59136622



zengjingke@gf.com.cn



guoz@gf.com.cn

请注意，曾靖珂并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 核心观点：

- **快递龙头的价值增长受益于成本领先策略下对高增长市场的积极渗透。**复盘看，Q2 小旺季往往是价跌利高，其核心在于成本管控在 Q2 达到最佳。伴随业态和格局的演进，价格带的流动容易形成快递提价的假象。实际上，单价更低的经济件，利润率反而更高。成本管控与规模效应的共振才是快递利润率和市占率双高的长逻辑。
- **干运和分拣降本的本质是规模经济，预计单件成本分别能降至 0.45 元、0.25 元。**从总部成本曲线看，规模效应边际递减，0.6 元和 0.3 元分别是单件干运和分拣成本的瓶颈线。据公司年报等数据测算，单件分拣成本的极限估计在 0.2-0.3 元，单件干运成本有潜力降至 0.5 元以下。通达百总部的单件成本仍有 0.4-0.5 元的优化空间。
- **加盟商承担 70% 的降价，人工费用率在 56% 以上，但规模效应或不是最佳出路。**据公司年报等数据测算，2019 年通达百快递全网均价约为 5.08 元，同比降 0.92 元；其中加盟商单收 3.60 元，同比降 0.64 元，占全网降价的约 70%。人工费用率高是加盟商成本管控的痛点。但管理构架上，网络末端的颗粒度要细，加盟资产流动性要强，这就使得加盟商客观上规模不容易大，主观上资产不会做很重。规模效应或不是末端优化的最佳出路。
- **末端的底层逻辑是范围经济，直链+服务化，可测算的通达系单件成本有潜力降至 3.43 元。**据公司年报等数据测算，末端的单件成本约为 3.36 元（不含总部费），人力约占 67%，租金约占 22%，单件毛利约为 0.24 元，毛利率约为 7%。我们认为，末端的优势在高频次的客户接触，末端降本需要总部赋能+放权：1. 通过直链，技术赋能末端，帮加盟商节流；2. 鼓励网点服务化，将用户转化为客户，加快商业变现。中通已经走在前列。
- **顺丰电商件成本有潜力降至 4.75 元，潜在市场规模超 105 亿件。**我们认为，特惠专配和通达系快递的主要差异在末端服务，中转干运的差异不大。参考通达系日均 1000 万单时的成本，顺丰单件干运和分拣成本分别有潜力做到 0.98 元、0.50 元。据公司年报等数据测算，顺丰电商件成本有潜力降至 4.75 元，对应目标市场估计超 105 亿件，对应毛利约 131 亿元，占顺丰 2019 毛利的 67%。电商件将是顺丰未来 1-2 年最大的增长极。
- **投资建议：**快递估值的比价重心在成本，快递的每一轮行情都伴随着产能利用率提升和成本管控超预期。过去 20 年里，快递成本优化的底层逻辑是规模经济，抓手是**网络化、自动化**。未来竞争的核心将是**末端生态建设、范围经济**，抓手是**服务化**。目前，中通、韵达已基本完成网络化、自动化的转变，正大步迈向末端服务化，总部赋能+放权将加速激发范围经济；顺丰自 2019 年来的战略转变充分诠释了“成本领先策略下对高增长市场的积极渗透”，电商件将是公司未来 1-2 年的最大增长极。重点关注：成本领先、不断突破的韵达股份；下沉电商件、增速领先的顺丰控股；关注：持续改善、估值较低的圆通速递、申通快递。
- **风险提示。**电商增速不及预期；快递价格战加剧；人力运输成本大幅上涨；新冠疫情出现反复。

#### 相关研究：

物流 II 行业:快递行业空间可期，存量博弈加速龙头突围	2020-01-19
物流 II 行业:韵达 11 月份额同比提 2pcts，龙头交锋加速格局集中、客户分群	2019-12-19
物流 II 行业:Q3 全国快递量同增 27.6%，顺丰业务增速跑出加速度	2019-10-19

### 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
韵达股份	002120	CNY	29.01	2020/05/06	买入	27.35	0.97	1.12	29.91	25.90	17.83	14.52	17.3	16.6
圆通速递	600233	CNY	15.96	2020/05/06	增持	13.57	0.59	0.64	27.05	24.94	15.68	13.91	12.6	12.1
申通快递	002468	CNY	18.45	2020/02/27	增持	21.90	0.95	1.03	19.42	17.91	11.20	10.07	13.7	13.0
顺丰控股	002352	CNY	53.29	2020/04/24	增持	49.35	1.41	1.65	37.79	32.30	23.63	19.29	13.1	13.2

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算；韵达股份股价和 EPS 已除权

## 目录索引

一、快递竞争焦点仍在成本，重心正从总部转向末端 .....	6
（一）客户分群带来价格分化，快递竞争焦点仍然在成本 .....	6
（二）干网的规模效应边际递减，末端将成为降本提效的重心 .....	10
二、加盟商承担 70% 的降价，规模效应或非最佳出路 .....	15
（一）通达系加盟商单收占全网价 7 成，承担约 70% 的降价 .....	15
（二）加盟商人工费用率达 56%，规模效应不易达到总部高度 .....	16
三、末端：直链+服务化，单件成本有潜力降至 3.43 元 .....	19
（一）运输理货：支线运输优化相对被动，理货的规模效应有限 .....	19
（二）揽派：网点运维成本较高，无接触派送是提效的最佳方案 .....	21
（三）直链末端或能省 31% 理货成本，服务化将激发快递的范围经济 .....	22
四、顺丰电商件成本有潜力降至 4.75 元，对应目标市场超 105 亿件 .....	26
（一）特惠专配的差异化在末端服务，单件成本可做到 4.75 元 .....	26
（二）6 元以上电商件估计达 105 亿件，对应毛利超过 131 亿元 .....	27
五、投资建议 .....	28
六、风险提示 .....	29

## 图表索引

图 1: 单一基础物流产品不具备提价潜力 (价格指数) .....	6
图 2: FedEx 航空件每磅价格下行 (磅; 美元\磅) .....	6
图 3: FedEx 和 UPS 在美国货航市场的份额超 70% .....	6
图 4: UPS 航空件量直追 FedEx (千件; 美元) .....	6
图 5: 三通一达汇总单件扣非净利与总部价 (元/件) .....	7
图 6: 快递公司月度产能利用率 (当月日均快递量/上年 11 月日均快递量) .....	7
图 7: 美国快递业已经出现的产品层次化 .....	8
图 8: FedEx 时效件营业利润率低于陆地件 .....	9
图 9: FedEx 市值增长与主业利润相关 (百万美元) .....	9
图 10: UPS 市值增长与净利润相关 (百万美元) .....	9
图 11: FedEx 四大主业营业利润 (百万美元) .....	10
图 12: UPS 五大业务营业收入 (百万元) .....	10
图 13: 单转运中心日均处理量和单件分拣成本 .....	11
图 14: 单线日均运量和单件干线运输成本 .....	11
图 15: 中通干运车辆结构 (百万元) .....	13
图 16: 快递加盟商人员各环节 .....	16
图 17: 人工成本要素价格持续上升 (元/年) .....	18
图 18: 城市商铺平均租金 (元/平米/月) .....	18
图 19: 加盟制快递全链路单件成本、价格测算 (元/件) .....	19
图 20: 2019 年快递员日均派件量分布 .....	22
图 21: 2019 年快递末端揽投人员工作时长分布 .....	22
图 22: 直链末端优化全链路流程 .....	23
图 23: 中通直链末端优化路径 .....	23
图 24: 中通末端门店建设规划 (个) .....	24
图 25: 2019 年顺丰业务量结构 .....	26
图 26: 2019Q4 特惠专配件量占到经济件 50% .....	26
图 27: 日均 1000 万件的规模下快递全链路成本拆分 (元/件) .....	27
图 28: 电商各价格带商品销量占比 .....	28
表 1: 中美电商快递市场对比 .....	8
表 2: 快递公司日均处理水平测算 .....	10
表 3: 总部分拣成本测算 (假设每单经过两次分拣, 日均分拣规模 67.17 万件, 100% 产能利用率) .....	11
表 4: 干线运输成本测算 (装载率 90%) .....	12
表 5: 快递公司总部成本费用结构对比 (不含财务费用) .....	13
表 6: 三通一达总部成本降幅空间 (元: 假设成本极限为 0.45 元单件运输、0.25 元单件分拣) .....	14
表 7: 通达百全网价和总部价 .....	15

表 8: 通达百全网净利润率弹性测算 (2019 年: 加盟商平均利润包含一级加盟商及下属二三级加盟商的总和) .....	15
表 9: 2019 年快递从业人员月收入情况 (元) .....	16
表 10: 2019 年快递从业人员人均月收入测算 (元) .....	17
表 11: 通达百单件快递员支出测算 .....	17
表 12: 通达百单件分拣人工测算 .....	17
表 13: 通达百单件运输人工测算 .....	18
表 14: 快递支线运输成本测算 (假设日均处理量约为 13042 件 (6521x2)) ...	20
表 15: 单个加盟商理货成本测算 (日均理货 6521x2 件) .....	20
表 16: 网点运维成本测算 (假设日派件 805 件) .....	21
表 17: 快递公司日均处理水平测算 .....	22
表 18: 中通末端生态建设 .....	24
表 19: 三通一达汇总数据 .....	26

## 一、快递竞争焦点仍在成本，重心正从总部转向末端

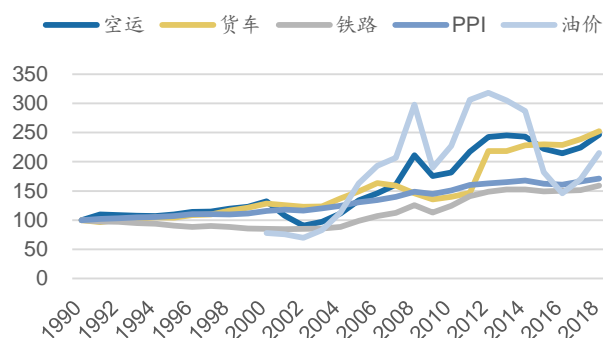
快递提价一般为成本上行驱动，价格带流动容易造成快递提价的假象。不管哪种价位的市场，成本管控与规模效应的共振才是快递利润率和市占率双高的长逻辑。

过去20年，通达百通过网络化、自动化，实现了干运和分拣的快速降本，其底层逻辑是规模经济。目前，干网的规模效应边际已经较小，降本重心正转向加盟商。

### （一）客户分群带来价格分化，快递竞争焦点仍然在成本

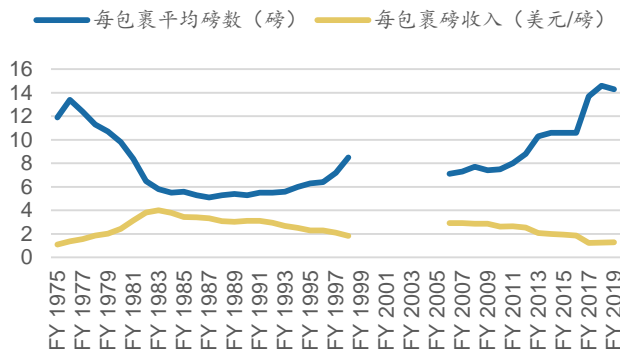
基础物流服务同质化强，不论是空运还是陆运，价格都是竞争的主要手段，单一基础物流服务往往不具备内生提价能力，提价一般为成本上行驱动。长期复盘来看，FedEx航空件的单磅价格呈下降趋势，美国货运价格指数长期跟随PPI波动。

图 1：单一基础物流产品不具备提价潜力（价格指数）



数据来源：美国运输部，广发证券发展研究中心

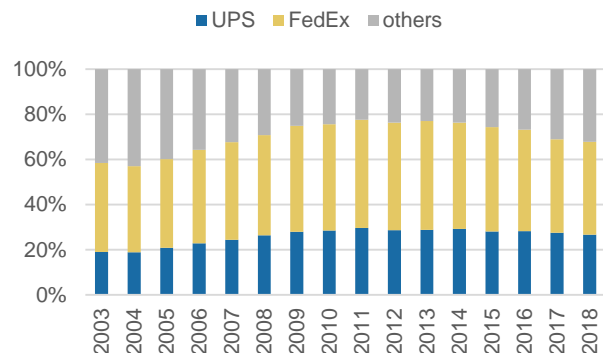
图 2：FedEx航空件每磅价格下行（磅；美元/磅）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

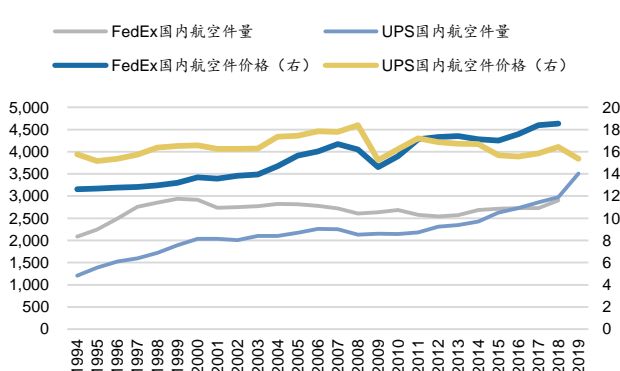
即便是在双寡头格局的美国航空货运市场，UPS和FedEx两大巨头的价格仍然承受份额竞争的压力。2012年以来，UPS国内航空件均价低于FedEx，相应的业务量持续提升，并逐渐超越FedEx。

图 3：FedEx和UPS在美国货航市场的份额超70%



数据来源：美国运输部，广发证券发展研究中心

图 4：UPS航空件量直追FedEx（千件；美元）

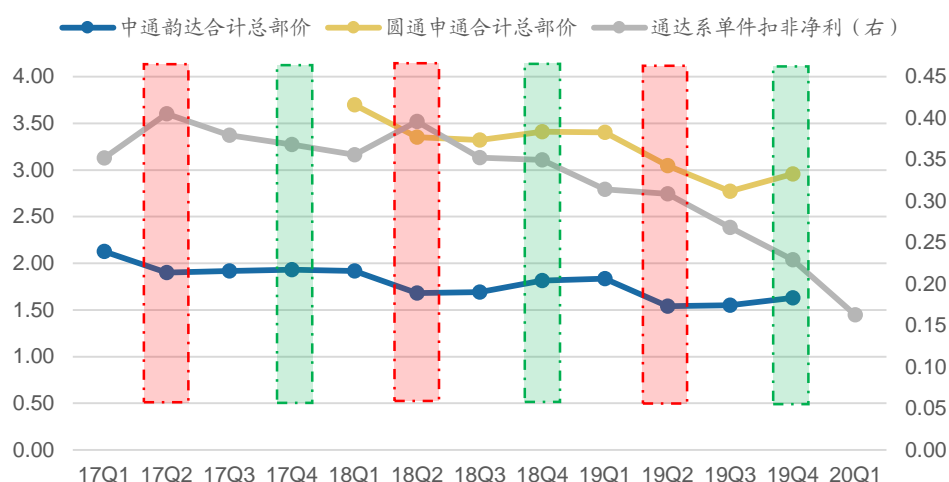


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心



中国物流大环境产能充沛，长期不存在供不应求。应对旺季需求，快递公司能够通过人力外包、场地租赁等方式快速调整产能，同时也会推高成本、带动提价。复盘通达系价格和利润，快递在Q2小旺季往往是价跌利高，而Q4大旺季年年提价，单件净利却反而走低。可见，快递提价一直是成本上行驱动。

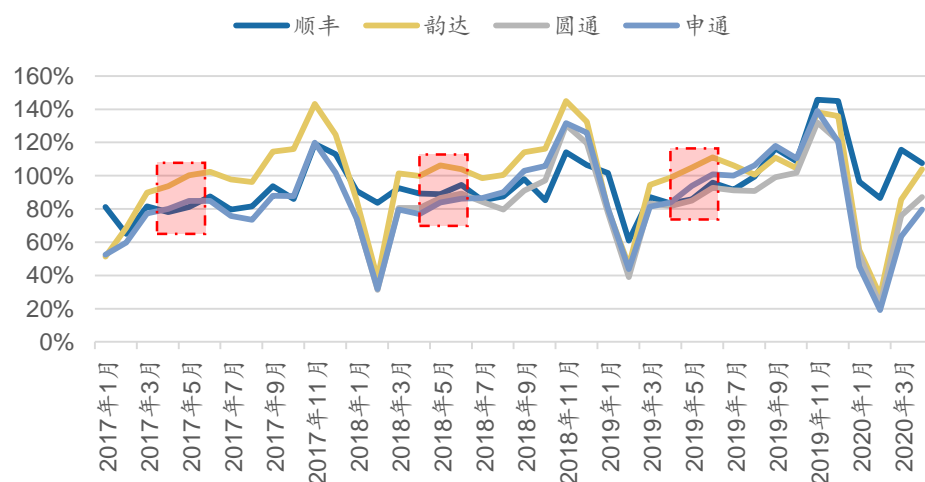
图 5：三通一达汇总单件扣非净利与总部价（元/件）



数据来源：公司季报、月度报告，广发证券发展研究中心

我们认为，Q2小旺季利润较好的根源在于，快递公司的产能利用率在经历了Q4-Q1的调整后Q2达到最佳，成本管控最好。Q3为行业淡季，恰逢当年新增产能开始投放，产能利用率短期受挫；Q4大旺季，业务量波动剧烈，新增产能尚未达到效率最优，叠加临时产能调度，成本管控难度最大。

图 6：快递公司月度产能利用率（当月日均快递量/上年11月日均快递量）

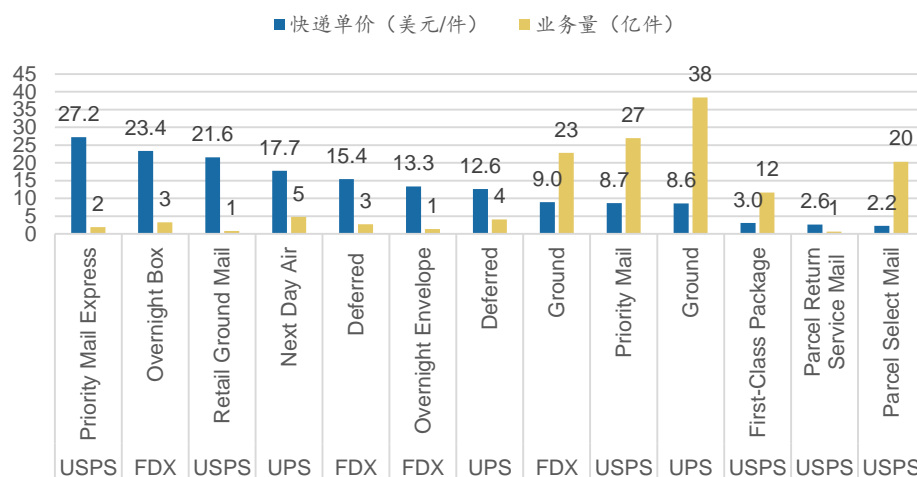


数据来源：公司月度经营公告，广发证券发展研究中心

伴随业态和格局的演进，产品分层和客户分群是必然趋势，价格带的流动容易形成快递提价的假象。美国快递业已经形成层次丰富的服务体系。价格上，时效件是经济件的3-10倍，业务量上，经济件是时效件的约6.7倍。其中，8-9美元价格带的快递量占全国50%以上。

中国快递也已经产品分层，和美国快递的价格带基本对应，差异点在于，3-5元电商件市场（通达百主导）占比远高于6-9元市场（顺丰特惠专配为代表）。这种差异的根源估计源于电商件单价差异，美国电商的件单价普遍更高。

图 7：美国快递业已经出现的产品层次化



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：USPS、UPS、FedEx 数据均为 2019 财年数据

具体来看，中美的快递市场结构高度相似：电商件占比在60%以上，龙头电商的快递增量贡献在60%左右。然而，从结构上来看：

美国电商增量主要来自Amazon，件单价52美元，对标京东（件单价约200元），二者均有自建物流，快递费率约为12%（7美元）。

中国电商增量主要来自拼多多，件单价约50元人民币，主要依赖于通达百的快递服务，快递费率约为3%（1-2元人民币）。

表 1：中美电商快递市场对比

美国		中国	
美国电商件测算-参考 Amazon	2019 年	中国电商件	2019 年
Amazon 销售规模(\$Billion)	282.52	拼多多销售规模(¥ Billion)	1007
Amazon 自建物流快递量(Billion)	2.5		
Amazon 快递总量(Billion)	5.4	拼多多快递总量(Billion)	19.7
对全美快递增量贡献	58%	对全中国快递增量贡献	67%
Amazon 件单价(\$/parcel)	52	拼多多件单价(¥/parcel)	51.1
美国电商销售规模(\$Billion)	601.75	中国电商销售规模(¥ Billion)	8523.9



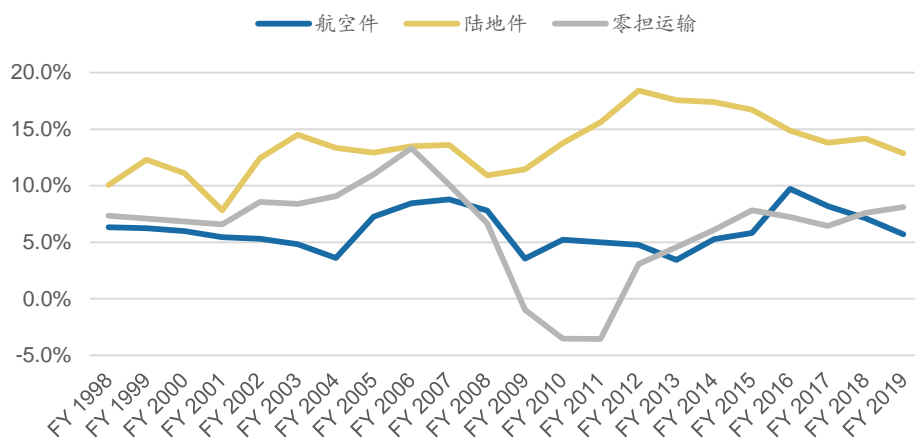
美国电商件规模(Billion)	11.6	中国电商件规模(Billion)	50.1
全国电商件占比	67%	全国电商件占比	79%

数据来源：公司年报，国家邮政局

从利润率来看，单价更高的时效件、商务件，利润率并不高于经济件、电商件。  
FedEx航空件营业利润率长期保持在6-8%，而陆地件的营业利润率在10%以上。

这进一步印证，作为单一基础物流服务，快递的价值核心始终在成本管控。不论是时效件还是经济件，成本管控与规模效应的共振才是快递利润率和市占率双高的长逻辑。

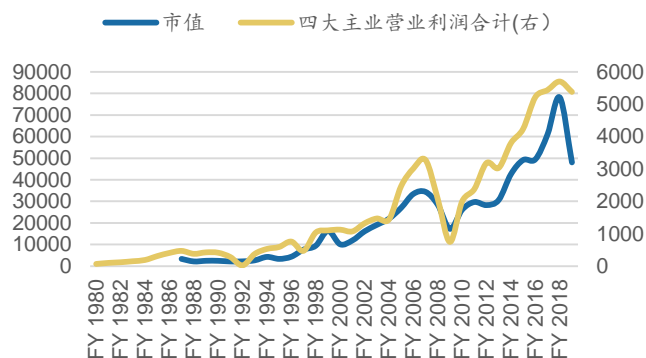
图 8: FedEx时效件营业利润率低于陆地件



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

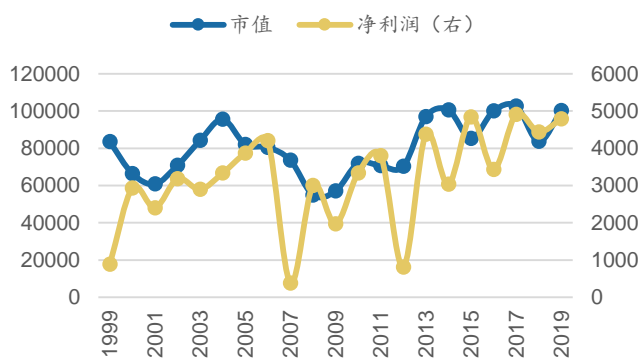
复盘FedEx和UPS，两家巨头上市以来的市值表现均和主业利润高度相关。  
FedEx的PE估值水平在15-20倍，UPS在20倍左右。可见，市场对成本管控较好的快递龙头给予了一定的估值溢价（UPS定价低，但净利率更高）。

图 9: FedEx市值增长与主业利润相关 (百万美元)



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

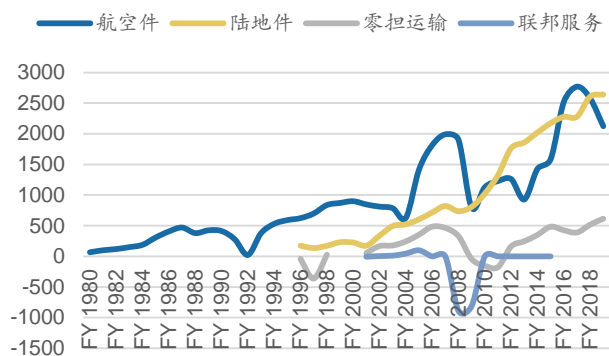
图 10: UPS市值增长与净利润相关 (百万美元)



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

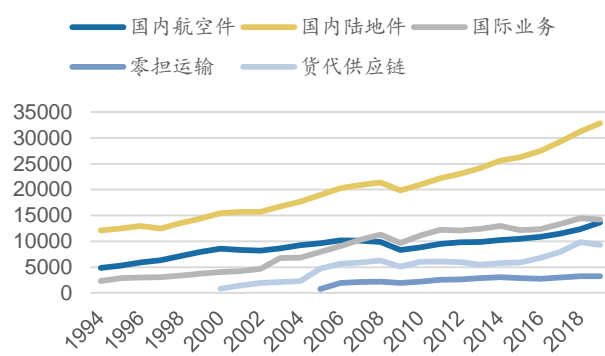
近20年以来，FedEx和UPS的利润增长皆以陆地件为主要驱动。陆地件单价在8-9美元，主要是电商件（1995年，Amazon和EBay相继成立，电商刚开始发展）。可以说，两家巨头的价值增长并非受益于服务溢价、消费升级等概念，其根本还是成本领先策略下对高增长市场的积极渗透。

图 11: FedEx四大主业务营业利润（百万美元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 12: UPS五大业务营业收入（百万元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

## （二）干网的规模效应边际递减，末端将成为降本提效的重心

从快递业务的全流程来看，干线运输和中转分拣的规模效应最强。以中转分拣为例，通达百的一级中转场的日均处理量在33万件左右，是加盟商日均处理量的几十倍。一级中转场的业务规模能够适应机械化、智能化分拣，而加盟商的业务规模用纯人工分拣就能解决。

表 2: 快递公司日均处理水平测算

快递员人数（万人）	韵达	申通	圆通	中通	百世	通达百	顺丰	总计	全国
2019 快递量（亿件）	100	74	91	121	76	462	48	510.5	635.3
2019 年网点数（个）	27466	25500	32005	30000	42,400	157371	17832		
网点日均（件）	1000	792	780	1107	490	805	744		
2019 年加盟商（个）	3728	3525	4180	4800		16233	330		
加盟商日均（件）	7371	5728	5974	6918		6521	40191		
2019 年中转场（个）	59	73	68	91	88	379	129		
2019 中转场日均（件）	465753	276600	367244	364895	235886	334056	102814		

数据来源：公司年报、季报，广发证券发展研究中心

注：顺丰片区中转场对应此表中的中转场，顺丰集散点对应此表中的加盟商

从通达百总部的数据来看，转运中心的日均处理规模和单位分拣成本呈非线性

关系。伴随日均处理规模的提升，单位分拣成本逐渐下降，而该负相关效应边际递减。类似的关系也在单线路日运量和单位干运成本上存在，上述两个回归方程均具有较高的拟合优度（R方高于0.6）。

**从图形上看，0.3元和0.6元分别是单件分拣和干运成本的瓶颈线。**

图 13：单转运中心日均处理量和单件分拣成本

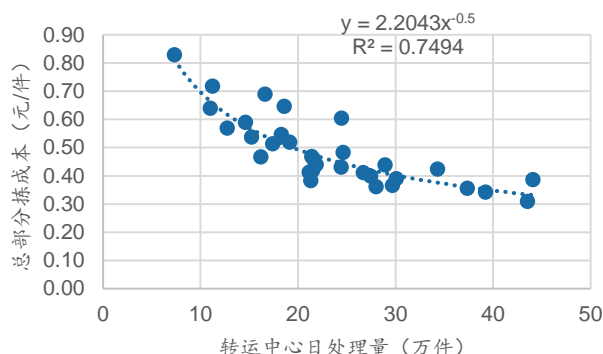
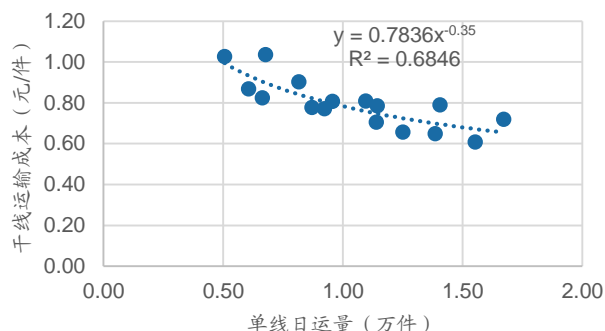


图 14：单线日均运量和单件干线运输成本



数据来源：公司季报、中报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

在每件快递经过两次中转、日均分拣67.17万件（对应处理33.58万件）、100%产能利用率三项假设下，我们模拟测算了三种分拣方式下的单件分拣成本。

可以看到，在效率最高的AGV分拣机器人系统下，快递的单件分拣成本能做到0.19元/件，然而，AGV分拣机器人系统对快递重量尺寸有要求，实际情况下，单位成本或许更高，**0.2-0.3元/件估计是快递中转成本的潜在下限。**

表 3：总部分拣成本测算（假设每单经过两次分拣，日均分拣规模67.17万件，100%产能利用率）

人工分拣单件成本			交叉带分拣单件成本			立镖分拣单件成本		
日均成本		单件成本	日均成本		单件成本	日均成本		单件成本
<b>两次分拣</b>		<b>0.48</b>	<b>两次分拣</b>		<b>0.30</b>	<b>两次分拣</b>		<b>0.19</b>
合计（元）		0.24	合计（元）		0.15	合计（元）		0.09
工资	134516	0.20	工资	58433	0.09	工资	34373	0.05
租金	25954	0.04	租金	18791	0.03	租金	9580	0.01
设备折旧	685	0.00	设备折旧	22881	0.03	设备折旧	20189	0.03
人均分拣	150	件/小时	单线分拣力	10000	件/小时	单线分拣力	17000	件/小时
工作时间	8	小时	工作时间	8	小时	工作时间	8	小时
单线工人数	50	人	单线工人数	30	人	单线工人数	30	人
单线占地	1500	平米	单线占地	1500	平米	单线占地	1300	平米
人员数量	577	人	人员数量	251	人	人工	147	人
仓库面积	17303	平方米	仓库面积	12527	平方米	仓库面积	6386	平方米
设备	250	万	设备	8351	万元	设备	7369	万元
			单线价格	1000	万元	单线价格	1500	万元
日分拣量	668112	件/日	日分拣量	668112	件/日	日分拣量	668112	件/日

工资	7230	元/每人每月	工资	7230	元/每人每月	工资	7230	元/每人每月
房租	947	万/年	房租	686	万/年	房租	350	万/年

数据来源：罗戈网、公司年报，广发证券发展研究中心；

注：在两次分拣前提下，日均分拣规模为表 2 中日均处理量的两倍；

测算和实际情况可能存在误差，供参考

运输方面，我们模拟测算了三种常用快递干运车型，在90%装载率的情况下的单件干运成本水平。可以看到，大拖车带来的规模效应非常明显，15米重卡的单件干运成本可以低到0.36元。

表 4：干线运输成本测算（装载率90%）

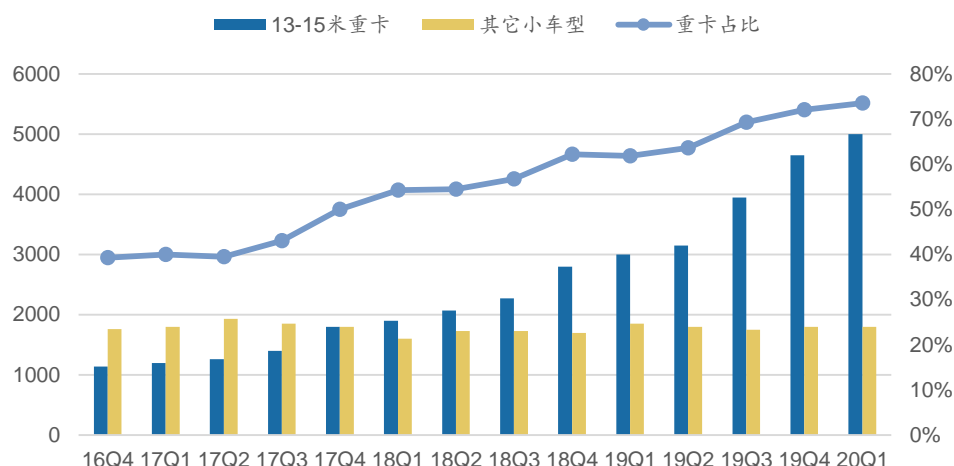
车辆品牌		五十铃	中集	中集
车辆型号		QL5160XXY9RFR	ZJV9272XXY	ZJV9400XXYQD
车辆价格	万	24.3	42.3	48.4
车速	公里/小时	80	80	80
距离	公里	1500	1500	1500
运输时长	小时	18.75	18.75	18.75
装箱长度	米	7.59	12.82	14.47
整备重量	Kg	7155	7000	8000
装载重量	Kg	8650	20000	32000
装载体积	方	46.5	74.1	90.0
单件重量	Kg	1	1	1
装载件量	件	8650	20000	32000
折旧	天/元	166	290	332
油费	元/公里	1.95	2.34	2.60
过路费	元/吨公里	0.09	0.09	0.09
司机	元/天	400	400	400
折旧费	元	166	290	332
燃油费	元	2925	3510	3900
过路费	元	2134	3645	5400
司机费用	元	800	800	800
总计	元/件	0.77	0.46	0.36

数据来源：卡车之家、公司年报，广发证券发展研究中心

注：测算和实际情况可能存在误差，供参考

但是，在快递网络中，并非所有线路都适用大车，完全大车化不符合实际需求。以干运成本最优的中通为例，公司近四个季度加快引进13-15米大车，小车的规模基本稳定在1800辆左右，并未被大幅替换。对部分快递运输线路，小车有其灵活机动优势，因此，单件干运成本不易降至0.36元。

图 15: 中通干运车辆结构 (百万元)



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

从整体成本结构看，总成本效率越高的公司，其变动成本费用率越低，这是经营网络化、流程自动化的共同作用，其底层逻辑是规模经济。过去20年，通达百的成长路径主要得益于网络化和自动化，具体表现为经营范围从区域到全国，干运分拣从人工到自动。

表 5: 快递公司总部成本费用结构对比 (不含财务费用)

占营收的比重	中通 2019	韵达 2019	圆通 2019	顺丰 2019	顺丰 2018	顺丰 2017	顺丰 2016
折旧摊销	6%	6%	5%	4%	4%	4%	4%
运输成本	38%	44%	44%	31%	27%	27%	27%
经营租赁	2%	3%	0%	6%	6%	5%	5%
人力成本	16%	16%	24%	45%	40%	38%	39%
其他成本	12%	11%	12%	7%	17%	17%	18%
<b>固定成本</b>	<b>46%</b>	<b>54%</b>	<b>49%</b>	<b>41%</b>	<b>37%</b>	<b>37%</b>	<b>36%</b>
<b>变动成本</b>	<b>28%</b>	<b>27%</b>	<b>36%</b>	<b>53%</b>	<b>57%</b>	<b>56%</b>	<b>56%</b>
总成本费用率	74%	81%	85%	94%	94%	92%	93%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：营收剔除派费和其他业务收入；派件毛利作为补贴从营收中扣除；

固定成本包括折旧摊销、运输成本、经营租赁，变动成本为人力成本及其他

从绝对值和相对值看，通达百干网的成本效率已经达到较高水平，规模效应边际已经不大。虽然成本下降空间仍在，但短期降幅有限。

中通、韵达已经基本完成网络化、自动化的转变，干网的成本优势明显；而其它公司仍处在自动化转变中，末端正成为快递加速降本的新航线，成本竞争的空间还很大，弯道超车不是不可能。

表 6：三通一达总部成本降幅空间（元：假设成本极限为0.45元单件运输、0.25元单件分拣）

	2019 单件运输成本	降幅空间	2019 单件分拣成本	降幅空间	单件成本降幅空间合计
中通	0.69	0.24	0.38	0.13	0.36
韵达	0.73	0.28	0.37	0.12	0.39
圆通	0.77	0.32	0.40	0.15	0.47
申通	0.61	0.16	0.54	0.29	0.45
百世	0.76	0.31	0.47	0.22	0.53

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心



## 二、加盟商承担 70%的降价，规模效应或非最佳出路

加盟商单收占全网价7成，是价格战的担当；其人工费用率达56%，是成本管控的痛点。自动化降本的基础是规模足够大，这是末端加盟商所不具备的。

管理构架上，末端的颗粒度要细、加盟资产流动性要强，这就使得加盟商在客观上规模不容易大，主观上资产不会做很重。规模效应或不是末端优化的最佳出路。

### （一）通达系加盟商单收占全网价 7 成，承担约 70%的降价

结合国家邮政局公布的快递品牌CR8，可以计算出通达百的全网均价。2019年，通达百全网均价约为5.08元，同比降0.92元，较2017年、2018年降幅明显扩大；其中，总部价约为1.48元，同比降0.28元；加盟商平均单收3.60元，占全网收入的71%。

从2019年的价格降幅来看，加盟商承担的降价占全网降价的约70%。

表 7：通达百全网价和总部价

	CR8 收入 亿元	顺丰收入 亿元	EMS 收入 亿元	京东收入 亿元	通达百收入 亿元	通达百量 亿件	单价 元	总部价 元
2016	2371	571	324	243	1233	176	7.01	2.10
2017	2973	706	407	310	1550	237	6.53	2.02
2018	3731	897	427	444	1964	327	6.00	1.76
2019	4491	1061	476	605	2348	462	5.08	1.48

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

注：京东快递收入为物流及其他服务收入+履约成本；EMS2019 年收入为估算值；CR8 收入不含附加业务收入

进一步汇总通达百利润数据，可以发现，总部快递净利率约为18%，毛利率约为25%。而加盟商的利润率，普遍反映低于总部的水平。假设加盟商平均净利率约为5%（年净利25万元），则全网净利率约为8.9%，高于顺丰时效件净利率。

加盟商单收占比高，成本效率却不及总部，其业务链的优化空间巨大。

表 8：通达百全网净利率弹性测算（2019年：加盟商平均利润包含一级加盟商及下属二三级加盟商的总和）

通达百快递平均终端价（元/件）	5.08	5.08	5.08	5.08	5.08
通达百总部单收（元/件）	1.48	1.48	1.48	1.48	1.48
通达百总部平均单件毛利（元/件）	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39
通达百总部平均单件净利（元/件）	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27
加盟商单收（元/件）	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60
加盟商平均单件毛利（元/件）	0.00	0.12	0.26	0.51	0.77
加盟商平均单件净利（元/件）	0.00	0.09	0.18	0.36	0.54
加盟商平均快递量（万件）	280	280	280	280	280
加盟商平均净利润（万元）	0	12	25	50	75
全网净利率	5.4%	7.1%	8.9%	12.4%	15.9%
全网毛利率	7.7%	10.1%	12.7%	17.8%	22.8%
总部净利率	18%	18%	18%	18%	18%

总部毛利率	26%	26%	26%	26%	26%
加盟商净利率	0%	2%	5%	10%	15%
加盟商毛利率	0%	3%	7%	14%	21%

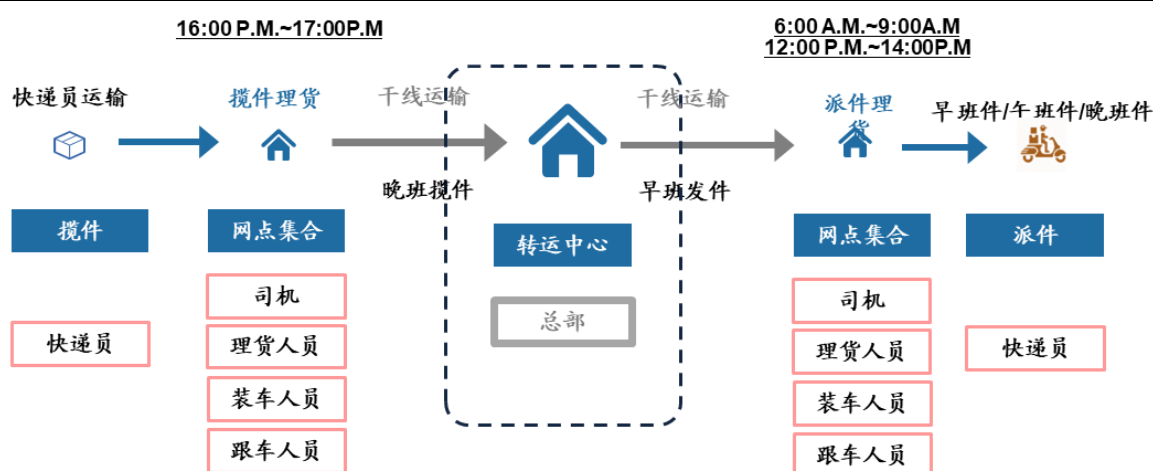
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

注：通达百指中通、圆通、申通、韵达、百世；通达系指中通、圆通、申通、韵达；总部净利率为扣非净利率

## （二）加盟商人工费用率达 56%，规模效应不易达到总部高度

加盟商的业务主要包括揽件、支线运输、理货、派件四个环节，其中理货和派件占据了大部分时间。理货时间一般是早上6点-9点，下午2点-3点，白天其他时段主要为派件，两个环节目前都主要依靠人工，几乎集中了加盟商绝大部分人力。

图 16：快递加盟商人员各环节



数据来源：广发证券发展研究中心

根据中国邮政快递报发布的《2019年全国快递从业人员职业调查报告》，我们首先对中国快递从业员工工资水平进行了梳理：

从统计数据来看，75.07%的快递从业人员月收入在5000元以下，3000~4000元区间最多，占27.05%。分类别来看，分拨分拣人员平均月工资为4170.8元，末端揽投人员平均月工资为4827.2元，干线运输人员平均月工资为4811.3元。

表 9：2019年快递从业人员月收入情况（元）

收入水平	末端揽投	分拨分拣	干线运输	客服	假设平均工资（择高）
2000 以下	5.8%	5.2%	3.6%	11.7%	2,000.0
2000-3000 元	15.5%	24.5%	14.9%	49.9%	3,000.0
3000-4000 元	27.0%	35.8%	29.7%	26.7%	4,000.0
4000-5000 元	23.8%	24.5%	26.0%	6.8%	5,000.0
5000-6000 元	15.5%	6.8%	14.9%	2.7%	6,000.0
6000-8000 元	9.7%	2.7%	8.4%	2.1%	8,000.0
8000 以上	2.7%	0.5%	2.3%	0.1%	10,000.0

全国平均工资	4,827.2	4,170.8	4,811.3	3,479.0
--------	---------	---------	---------	---------

数据来源：中国邮政快递报、广发证券发展研究中心

根据上述报告测算，全国快递员约131万人，其中通达百约为74万人、顺丰约为32万人。结合上述平均工资，可以得到全国平均单件派件和分拣人工成本，分别约为1.47元/件、0.65元/件（含外包装卸成本）。

表 10：2019年快递从业人员人均月收入测算（元）

	末端揽投	分拨分拣	干线运输	客服	合计
人数占比	43.8%	13.3%	8.0%	0.0%	72.5%
全国人数（万人）	131.3	62.2	23.9	-	300.0
其中：通达百总部（万人）		2.8	2.8		
其中：通达百末端（万人）	73.9	21.1		15.7	
其中：顺丰（万人）	32.3	5.3	4.3		
全国平均工资（元/月）	4,827.2	4,170.8	4,811.3	3,479.0	
全国平均工资（含吃住：元/月）	5914.7	5258.3	5898.8	4566.5	
通达百含税成本（元/月）		7,230.1	8000		
全国单件人工（元/件）	1.47	0.65	0.27	0.19	

数据来源：中国邮政快递报，公司年报，广发证券发展研究中心

注：圆通、百世快递员数量为测算值；干运司机数量约等于干运车辆数量

进一步拆分可以得到，通达百的单件快递员支出约为1.16元，其他品牌快递的单件快递员支出约为2.29元。通达百散单占比约为4-8%，按3元/件的揽件费计算，通达百分摊到每件的揽件人工约为0.16元，那么单件派件人工约为1.0元（非散单的揽件一般为集采，统一视为加盟商的销售成本）。

表 11：通达百单件快递员支出测算

	通达百	其他
2019 快递量（亿件）	462.12	173.11
快递员支出（亿元）	534.36	387.28
单件快递员支出（元/件）	1.16	2.29

数据来源：中国邮政快递报、公司年报、国家邮政局，广发证券发展研究中心

分拨分拣方面，通达百总部单件装卸分拣人工约为0.23元，其中单件装卸（外包）约为0.18元，末端理货分拣人工约为0.29元。

表 12：通达百单件分拣人工测算

	通达百	其他
2019 快递量（亿件）	462.12	173.11
分拣员支出（亿元）	157.5	139.1

单件分拣员支出（元/件）	0.34	0.80
其中总部分拣（元/件）	0.05	
<b>其中末端分拣（元/件）</b>	<b>0.29</b>	
总部装卸外包（亿元）	82.99	
单件装卸外包（元/件）	0.18	

数据来源：中国邮政快递报、公司年报、国家邮政局，广发证券发展研究中心

运输方面，通达百的单件干运人工约为0.06元，顺丰干运车辆较多，单件干运人工支出较高。假设通达百加盟商每个网点配一位客服，那么通达百在客服上的单件人工支出约为0.19元。

表 13：通达百单件运输人工测算

	通达百干运	顺丰干运	其他
司机数量（万人）	2.8	4.3	16.8
司机月薪（元）	8000	8000	5899
司机支出（亿元）	26.8	41.3	119
单件运输人工（元/件）	0.06	0.85	0.19

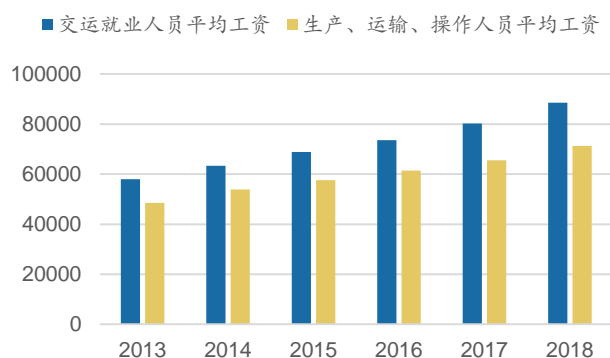
数据来源：中国邮政快递报、公司年报，广发证券发展研究中心

注：司机数量约等于快递干运车辆数量

综合上述数据来看，加盟商的单件人力成本至少在2.01元（揽派人工+分拣理货人工+运输司机+客服人员+建包人工），占其收入的56%左右；横向对比来看，不仅高于中通、韵达的总部的16%，也高于顺丰全网的45%（表5）。

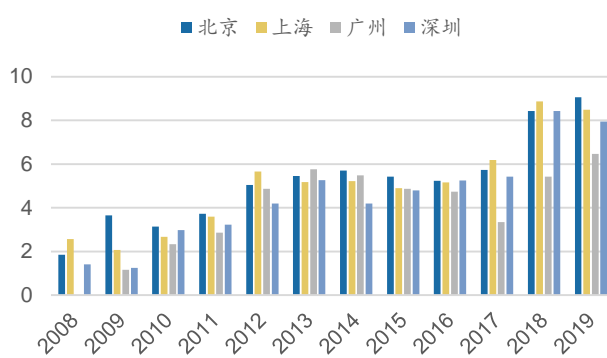
运输、操作人员的平均工资每年以8%左右的速度增长，用工难确实是加盟商成本管控的痛点。但自动化降本的基础是规模足够大，这是末端所不具备的。管理构架上，网络末端的颗粒度要细，加盟商资产流动性要强，这就使得加盟商的客观上规模不容易大，主观上资产不会做很重。规模效应或不是末端优化的最佳出路。

图 17：人工成本要素价格持续上升（元/年）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 18：城市商铺平均租金（元/平米/月）



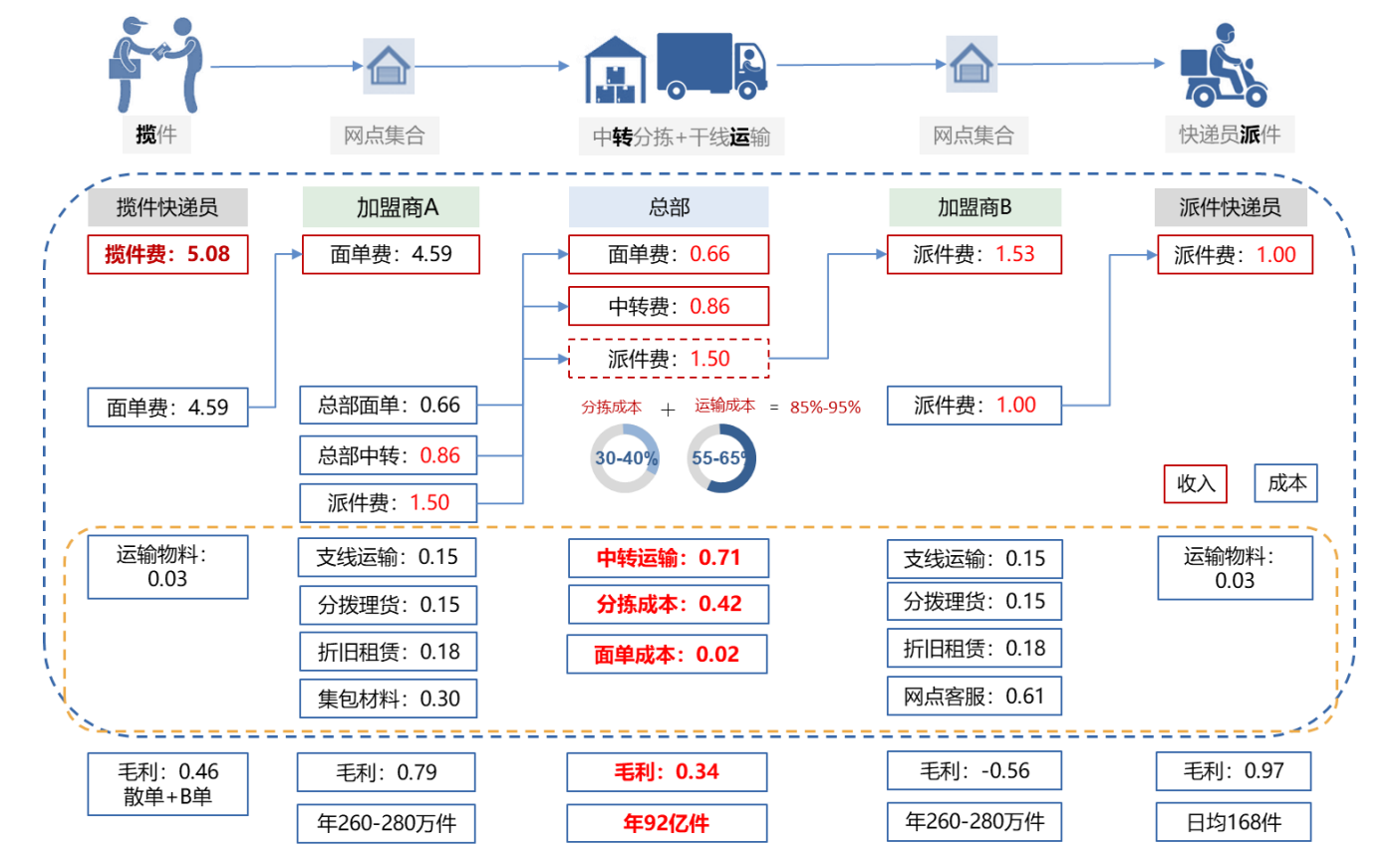
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

### 三、末端：直链+服务化，单件成本有潜力降至 3.43 元

据测算，末端（加盟商快递员视为整体）的运输、理货、揽派的单件成本分别约为0.3元、0.96元、2.10元，合计3.36元；分类别看，人力成本2.25元，占67%；房屋租金0.74元，占22%。末端单件毛利约为0.24元。

我们认为，末端的优势在高频次的用户接触，直链和服务化是末端开源节流的出路，底层逻辑是范围经济。一方面，总部技术赋能加盟商，通过直链实现节流；同时，开放末端业态，通过网点改造，商业变现，引导用户变客户，普及无接触派送。

图 19：加盟制快递全链路单件成本、价格测算（元/件）



数据来源：公司年报，中国邮政快递报，广发证券发展研究中心

#### （一）运输理货：支线运输优化相对被动，理货的规模效应有限

我们进一步模拟测算了加盟商（一级网点）的运输成本和理货成本。

单个加盟商的日均处理量约为13042件（6521×2），假设采用五十铃7.6米货车运输，单程运距65公里（参考《基于动态规划建模定量比较通达系网络效率》），每天拉四趟货，那么单件支线运输成本约为**0.3元**（每件经过两次运输）。

根据草根调研了解到，拉货次数并不因加盟商的单量规模小就减少，通常来讲，

加盟商日均拉货次数都在2次以上，这也使得加盟商的支线运输装载率不高，单位成本的优化主要被动依靠规模的提升，优化节奏相对较慢。

表 14：快递支线运输成本测算（假设日均处理量约为13042件（6521×2））

车辆品牌		五十铃
车辆型号		QL5160XXY9RFR
车辆价格	万	24.3
装箱长度	米	7.59
整备重量	Kg	7155
装载重量	Kg	8650
装载体积	方	46.5
日均趟次	次	4
单程距离	公里	65
总距离	公里	520
单趟运量	Kg	1630
折旧	天/元	166
油费	元/公里	1.95
司机	元/天	787
折旧费	元	166
燃油费	元	1014
司机费用	元	787
总计	元/件	0.15

数据来源：公司年报，卡车之家，wind，广发证券发展研究中心

注：油价为 2019 年平均柴油价格 6.5 元/升；假设司机人数为四人，车辆分四年直线折旧

理货方面，基于通达百加盟商平均日处理量，假设纯人工理货（150件/小时，参考中通），将需要至少13人；若采用自动化分拣，至少需要2人（装卸货）。

经测算，纯人工理货，末端单件理货成本约为**0.96元**（每件经过两次理货），其中人工成本（分拣+建包）0.48元，占50%，场地租金成本0.32元，占33%。

对比来看，在当前规模下，自动化学理货的效率优势并不突出。

表 15：单个加盟商理货成本测算（日均理货6521×2件）

纯人工理货			自动化学理货		
	日均成本	单件成本		日均成本	单件成本
合计（元）		<b>0.48</b>			<b>0.45</b>
工资（元）	2013	0.15	工资	509	0.04
租金（元）	2132	0.16	租金	2132	0.16
设备折旧（元）	274	0.02	设备折旧	1370	0.11
材料消耗（元）		0.05	材料消耗		0.05
建包人工（元）		0.09	建包人工		0.09
人工	12	人	人工	3	人



场地面积	500	平方米	场地面积	500	平方米
设备	50	万	设备	250	万
实际日单量	13041	件	实际日单量	13041	件
工资	5258	元/月	工资	5258	元/月
房租	78	万/年	房租	78	万/年

数据来源：罗戈研究，公司年报，广发证券发展研究中心

注：房租参考全国百城商铺平均租金 4.26 元/平/月计算（用快递量加权）；

材料消耗采用总部物料销售收入/快递量；

建包人工参考外包装卸成本；

测算和实际情况可能存在误差，供参考

## （二）揽派：网点运维成本较高，无接触派送是提效的最佳方案

根据第二章的测算，通达百单件揽派人工成本约为1.16元，其中0.16元为散单揽件、1元为派件。此外，考虑揽件端集采的销售成本，假设每个销售维护日均1000件的客户，单件集采费用0.3元、物料0.03元，那么单件揽派成本合计1.49元。

为了辅助末端揽派，加盟商还要**运维网点**。假设每个网点面积为80平米，那么单件网点运维成本约为0.61元，其中单件客服人工0.19元、单件租金成本0.42元，叠加单件揽派成本1.49元，合计为2.10元。

表 16：网点运维成本测算（假设日派件805件）

	日均成本	单件成本
合计（元）		0.61
工资（元）	147	0.19
租金（元）	341	0.42
设备折旧（元）	5	0.01
人工	1	人
店铺面积	80	平方米
设备	1	万
实际日单量	805	日单量
工资	4567	每人每月
房租	12.5	万/年

数据来源：公司年报，中国邮政快递报，广发证券发展研究中心

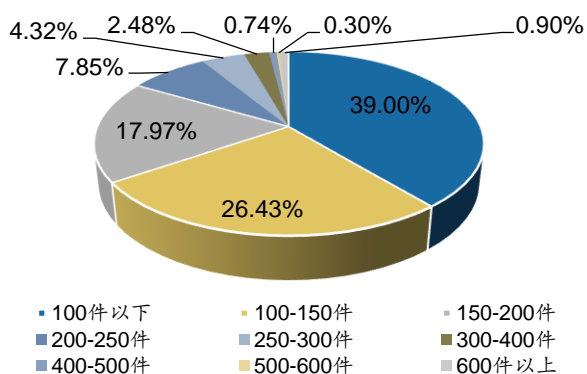
注：房租参考全国百城商铺平均租金 4.26 元/平/月计算（用快递量加权）；

测算和实际情况可能存在误差，供参考

根据中国邮政快递报发布的《2019年全国快递从业人员职业调查报告》，全国快递员平均日派件量为132.6件。65.43%的快递小哥日派件不足150件，83.4%日派件不超过200件，日均派件数量近年来没有明显变化。

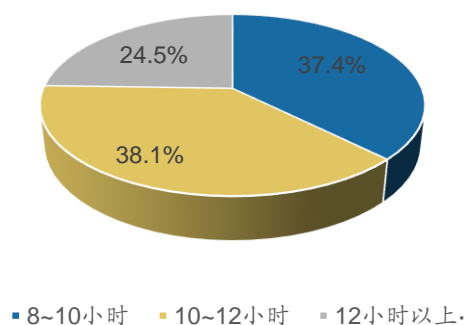
从工作时长看，75.5%在8-12小时，24.5%超过12小时。除开4个小时的装卸理货建包时间，派件员每小时派件量约为22件。

图 20: 2019年快递员日均派件量分布



数据来源: 中国邮政快递报、广发证券发展研究中心

图 21: 2019年快递末端揽投人员工作时长分布



数据来源: 中国邮政快递报、广发证券发展研究中心

对比来看,“通达系”快递员日均派件量最多,在160-170件,平均约为168件/日;直营快递的快递员日均派件量略低。进一步提升派件效率,需要创新派件模式,无接触派送是提效的最佳解决方案。

无接触派送中,快递柜、驿站是最常见的形式,其本质是用空间换时间,用设备辅助人工,提升人均派件效率。而目前的问题在于: 1. 用户不具备足够的动力去配合无接触派送; 2. 第三方运营的成本较高,且会将成本主要转嫁给快递公司。

表 17: 快递公司日均处理水平测算

快递员人数(万人)	韵达	申通	圆通	中通	百世	通达百	顺丰	总计	全国
2019 快递量(亿件)	100	74	91	121	76	462	48	510.5	635.3
2019 快递员(万人)	16.9	12.5	15.0	17.9	13.0	75	32.3	107.6	131.3
2019 日均派件(件)	162	162	166	185	160	168	41		132.6

数据来源: 公司年报、季报, 广发证券发展研究中心

注: 圆通、百世快递员数量为估计值

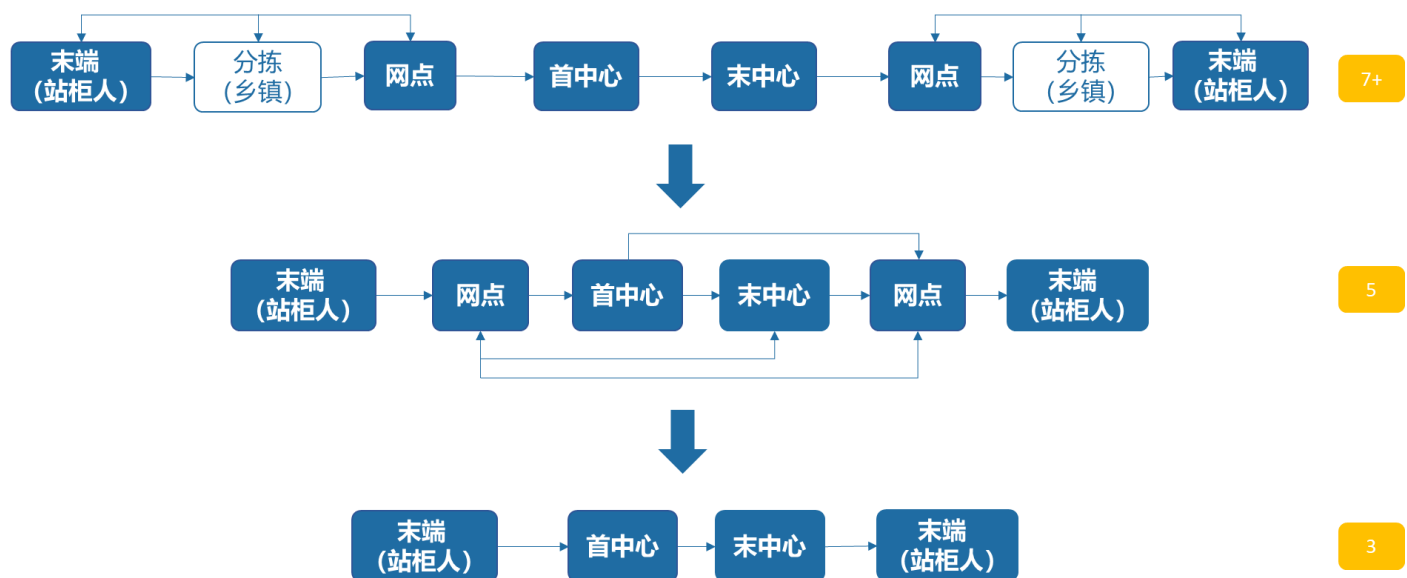
### (三) 直链末端或能省 31%理货成本, 服务化将激发快递的范围经济

网络化搭乘了电商爆发的高增长红利, 自动化匹配的是快递干网的大规模流量。那么留给末端的还剩下什么? 我们认为, 末端的优势在高频次的用户接触, 直链和服务化将是末端开源节流的出路, 末端的底层逻辑是范围经济。

从上文测算中可看到, 自动物理货有一定的效率优势, 但对加盟商而言会加重资产, 降低流动性。在当前的网络点阵下, 向末端大规模推行自动化分拣有难度。我们认为, 总部对末端赋能还可体现为流程再造, 将总部技术赋能至末端、部分直链。

例如, 假设总部中转场升级分拣能力, 将分拣细化到城市各区, 将每个快递员入册进总部信息系统, 在快递面单上直接标注负责的快递员, 那么就可以省去末端理货这一重复操作, 快递员可自行找件派送, 同时提升理货场地利用率。假设末端理货被缩减, 那么对应的单件成本可以下降0.3元(建包称重)。

图 22：直链末端优化全链路流程

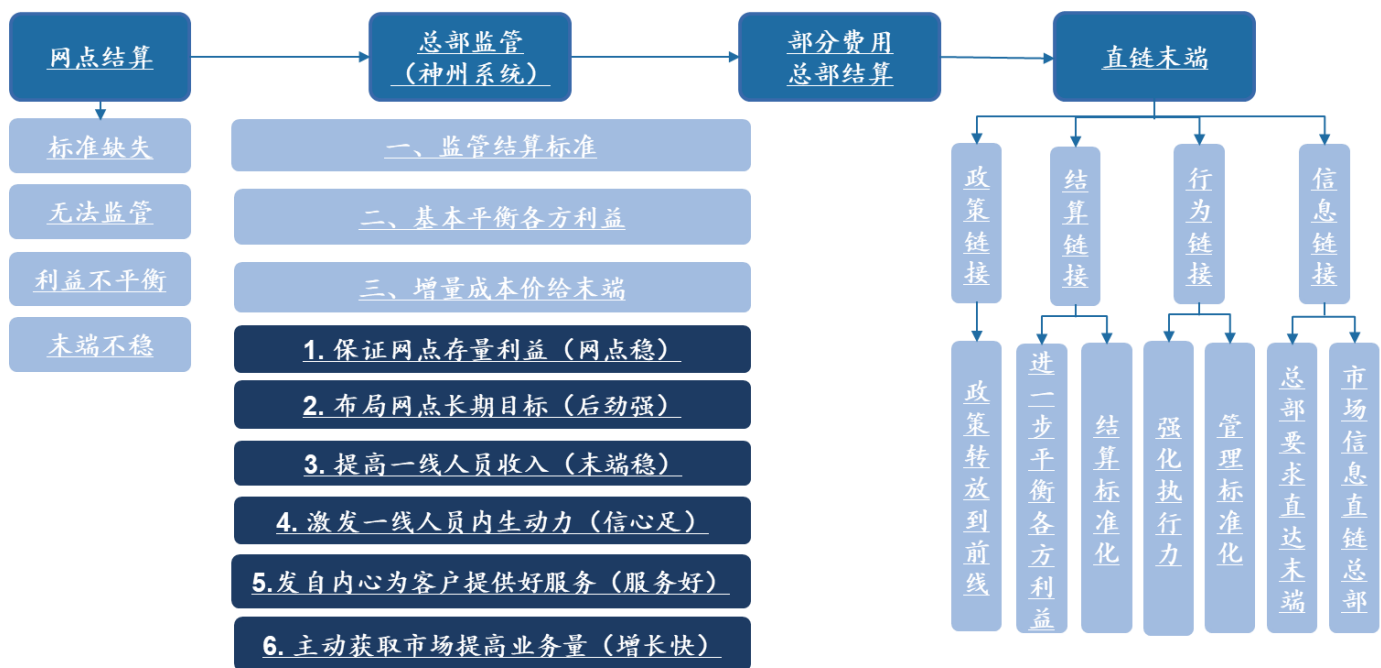


数据来源：中通 2019 年投资者交流会材料，广发证券发展研究中心

直链末端不是简单的流程短链化，也不是对加盟商流程的粗暴替代。它是将流程再造和管理变革结合，为末端减负，其管理哲学根植于共建共享的生态理念。

目前，中通已经走在了前列。通过神州系统，中通首先实现了总部对末端的监管，未来将进一步完成结算直链，最后实现结算、政策、运营和信息的系统性直链。

图 23：中通直链末端优化路径

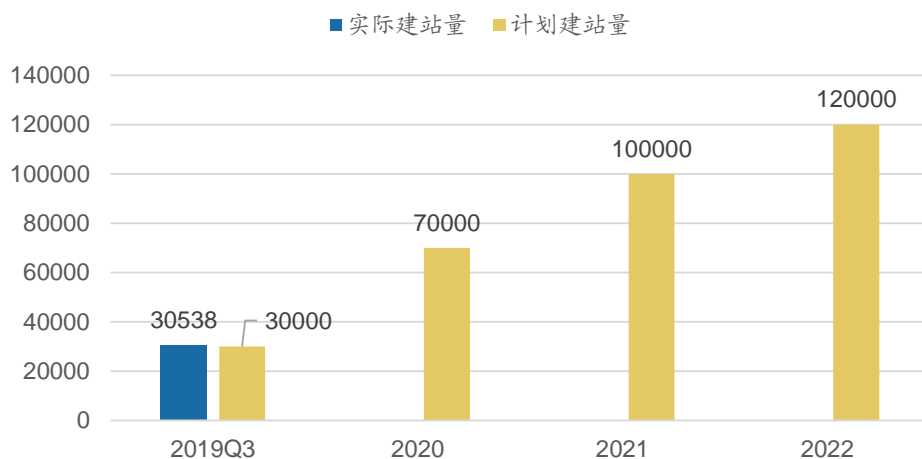


数据来源：中通 2019 年投资者交流会材料，广发证券发展研究中心

直链是总部对末端的赋能，那么末端自身的着手点在哪里？我们认为，末端的优势在于能够直接和客户、用户接触，且这种接触频次可以高于商超、便利店等传统零售业态，末端有条件也有能力实现范围经济，向零售等商业服务延伸。

通达百平均拥有约30000个网点，这些网点本身就可以改造为驿站、配置上快递柜，提升现有租场的利用率，实现节流；同时，这些网点还可以开发社区业务，如便利商超、社区团购点等，将快递的用户转化为客户，通过副业的服务引导用户配合无接触配送。

图 24：中通末端门店建设规划（个）



数据来源：中通 2019 年投资者会议材料，广发证券发展研究中心

目前，各家快递公司已经在推进末端网点的赋能改造。圆通和韵达在2019年报中均提到将终端门店和城市电商、便利服务结合，向客户提供分层的多元化、商业化服务，为末端增收；中通在四川、贵州等地均有加盟商成功下沉农村电商的创新案例；而中通更是在总部层面积极协助末端共建生态，提出乡镇网点升级为农产品的货主，城市社区网点转化为销地前置仓的赋能理念，计划未来三年门店数翻三倍。

表 18：中通末端生态建设

“快递+新零售”	中通商业	<p><b>赋能理念：</b>乡镇网点可以升级为农产品的货主，城市社区网点可以转化为销地前置仓。</p> <p><b>业务模式：</b>优选创客，中通旗下唯一的社交电商平台。创客拥有自己的独立 APP，完善的一级分销系统，平台商品与中通优选共用商品库。创客免费为所有中通家人开通创客店铺，用户基数 40 万左右。中通家人激活使用免费开店，<u>推动内部地方特色经济的资源整合，以销带运，提升快递收派件增量。</u>内部会员邀请制规则；内部员工免费开店，外部用户收费开店，外部用户可由内部邀请降低开店费用，<u>平台与内部员工分润。</u>后期发展偏于社交电商模式。</p>
“快递+团购”	中通商业	<p>2019 年 1 月，主打“快递+团购”的搜农坊宣布完成数千万元战略融资，投资方为中通商业。搜农坊位于社区拼团“策源地”长沙，是以社区拼团为基础的社交网购平台，用户通过社区团与提货，以低于市场 20% 的价团购买当季水果，海鲜等生鲜产品，将生鲜源头直达社区。截至目前，搜农坊已覆盖长沙上千个小区。</p>

技术创新	智慧 门店	无人取件设备、快递柜、出库一体机都已在末端实体门店落地使用。据中通末端项目负责人介绍：“中通最重视的是赋能和落地，服务网点，帮助网点赚钱。 <u>我们在苏州这家试点网点的设备投入仅有 3-4 万</u> ，也就是说三万块左右的价格就能收获一个真正意义上的智慧末端门店，夜间不需要人值守，性价比极高，省下来的人力可以做更有意义的事情， <u>比如洗衣、管道疏通等社区综合服务，还有广告、零售快消这样的便民增值服务。另外也能做到门店仓储资源的最大化利用。</u> ”（苏州经贸网点：节约网点成本，提升工作效率。网点一次性投入 3 万元买了这套设备后，网点服务人员减少至 2 人，其余人员安排至其他岗位，网点营业时间延长至晚上 10 点，实现了资源利用最大化。）
------	----------	--

数据来源：根据新闻整理（亿邦动力、中国经济网），广发证券发展研究中心

在服务化的改造下，假设无接触派件占比提升，通达系人均派件效率提升50%，即快递员日均派件量提升至250件，在保持人均工资不变的情况下，单件派件成本将下降0.33元，这仅仅是派件侧。

结合上文对总部干网、支线运输、末端理货的成本测算，我们可预见的**通达系快递单件成本有望从4.51元降至3.43元/件**，其中，**加盟商降0.63元至2.73元，总部降0.45元至0.7元**。考虑到总部赋能叠加末端范围经济，快递单件成本的优化潜力预计将高于上述测算值。

## 四、顺丰电商件成本有潜力降至 4.75 元，对应目标市场超 105 亿件

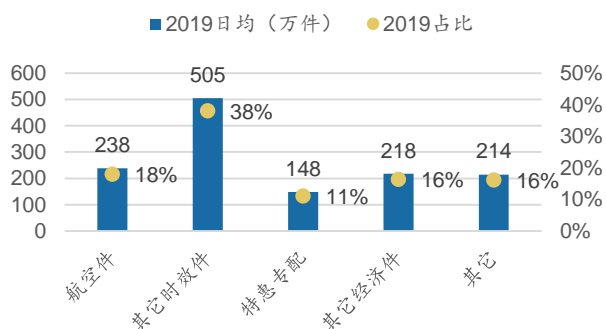
直营快递做电商件能做到何种水平？我们认为，顺丰特惠专配的定位和通达百的差异点在服务而非时效，其单件成本可以做到5.72元，假设在日均1000万件的规模下，末端不新增场地网点，特惠专配单件成本可做到4.75元。

经数据挖掘统计发现，单价高于6元的电商件达105亿件，按单件毛利1.25元，对应约131.25亿元毛利，占顺丰2019年总毛利的67.2%。我们认为，电商件将是顺丰未来1-2年最大的增长极。

### （一）特惠专配的差异化在末端服务，单件成本可做到 4.75 元

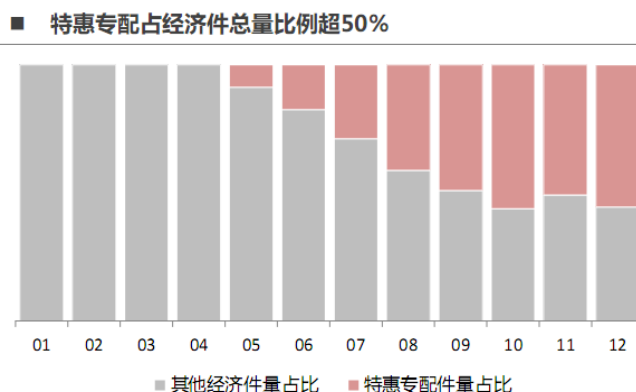
综合前两章的测算，国内电商件的净利润率约在8.9%-12.4%，高于顺丰时效件的净利润率。因此，顺丰下沉电商件市场的战略正确性不容置疑。2019Q4，顺丰特惠专配件量占经济件的5成以上，是2019年增量贡献最大的产品线。结合电商增速持续超预期，我们认为，未来1-2年内，电商件仍将是顺丰最大的增长极。

图 25：2019年顺丰业务量结构



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 26：2019Q4特惠专配件量占到经济件50%



数据来源：2019业绩发布会材料，广发证券发展研究中心

从产品定位看，特惠专配主要针对电商大客户，由销售直接对接，未在官网挂出，价格预计低于其陆运标快；在运营方面，坚持直营模式对末端强管控，而在干网上则着力于快慢分离，并新建中转场，规划至年底达到1000万日均。

可见，特惠专配实际定位在顺丰时效件和通达系快递之间，在时效上和顺丰其他产品区分开（陆运、快慢分离），在服务上和通达系快递区分开（坚持末端直营）。我们认为，特惠专配和通达系快递的主要差异在末端服务，而中转干运的运营趋同。参考通达系2016年成本，顺丰单件干运和分拣成本分别有潜力做到0.98元、0.50元。

表 19：三通一达汇总数据

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
日均快递量（万件）	517	731	1054	1363	1869	2646

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

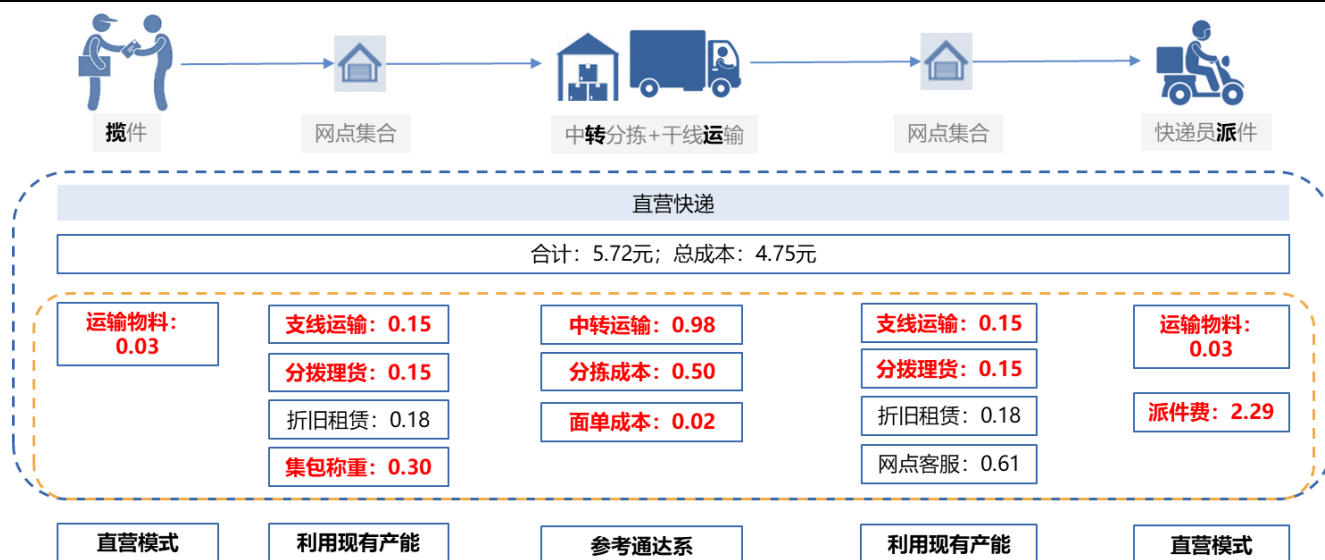


加盟商单收 (元/件)			4.88	4.50	4.22	3.53
总部价 (元/件)	2.56	2.21	2.12	2.03	1.78	1.55
单件干运成本 (元/件)	1.21	1.01	0.98	0.98	0.81	0.70
单件分拣成本 (元/件)	0.59	0.54	0.50	0.51	0.46	0.41
单件运输+分拣 (元/件)	1.81	1.55	1.48	1.49	1.27	1.11
假设加盟商毛利率			14%	14%	7%	3%
成本总计 (元/件)			5.68	5.36	5.19	4.54

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

支线运输、末端理货、网点客服等成本均可参考上一章节的测算，由于末端服务的差异化，快递员派费参考表10的2.29元/件。综合来看，顺丰特惠专配的单件成本可做到5.72元。假如顺丰充分利用现有的末端场地、网点、客服，不新增末端基建，那么特惠专配的单件成本有潜力做到4.75元。

图 27：日均1000万件的规模下快递全链路成本拆分（元/件）



数据来源：公司年报，中国邮政快递报，广发证券发展研究中心

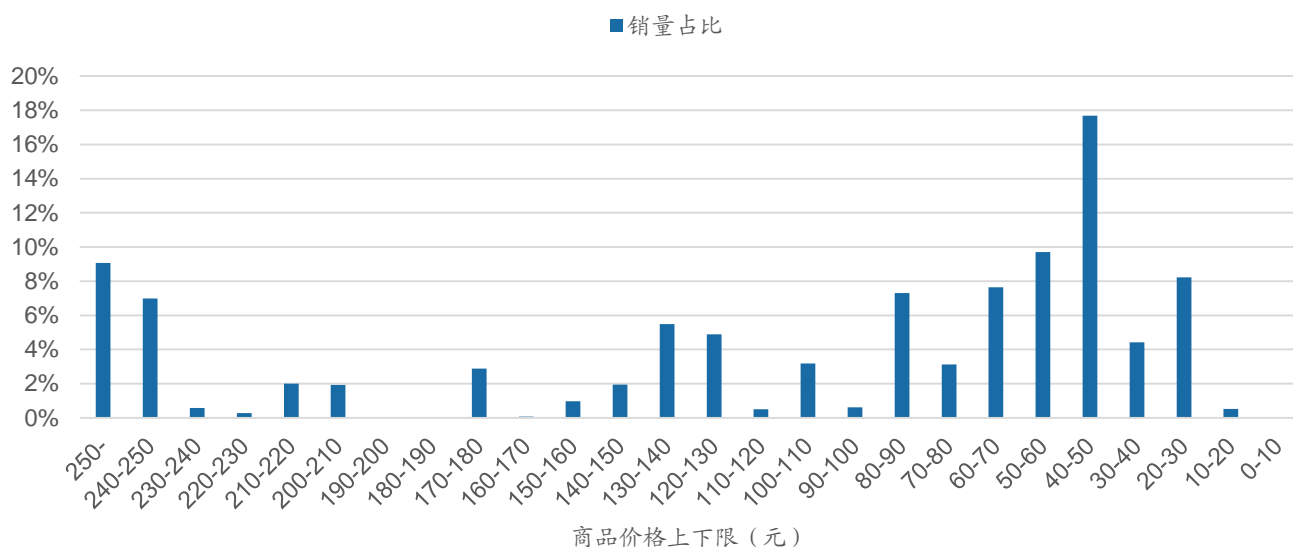
## （二）6元以上电商件估计达 105 亿件，对应毛利超过 131 亿元

通过数据挖掘，我们统计了2019年电商各价格带的商品销量。从统计数据看，单价高于200元的电商品类销量占总电商销量的约21%。按2019年电商物流费用率（电商件收入占实物商品网上零售额）3.0%计算，这21%的商品的快递费在6.0元以上，对应顺丰电商件4.75元的单件成本，单件毛利约为1.25元，毛利率为20.8%。

根据全国快递量和电商物流指数测算，2019年全国电商件约为501.16亿件（参考《快递行业空间可期，存量博弈加速龙头突围》）。结合上述样本数据，6.0元以上的电商件能达到105亿件，日均件量达2883万件，是顺丰2019年总件量的2倍以上。

假设全部按单价6元粗略测算，即单件毛利1.25元，则105亿件对应约131.25亿元毛利，占顺丰2019年总毛利的67.2%；考虑到该细分市场的均价高于6元，以及行业的持续增长，预计实际收入和利润规模更高。我们认为，电商件将是顺丰未来1-2年最大的增长极。

图 28：电商各价格带商品销量占比



数据来源：淘宝网等电商平台，广发证券发展研究中心

## 五、投资建议

不论对时效件还是经济件，成本管控与规模效应的共振才是快递利润率和市占率双高的长期逻辑。对比FedEx和UPS，市场一直给单价更低、利润率更高的UPS，更高的估值溢价。因此，快递估值的比价重心在成本，快递的每一轮行情都伴随着产能利用率提升和成本管控超预期。

从全链路成本结构和优化空间看，通达百下一阶段的竞争在加盟商。过去20年里，快递成本优化的底层逻辑是**规模经济**，抓手是**网络化、自动化**。未来竞争的核心将是末端的生态建设，**范围经济**，抓手是**服务化**。

目前，**中通、韵达已基本完成网络化、自动化的转变**。中通正通过直链末端优化管理构架和流程，赋能和放权将加速末端完成服务化，实现范围经济；而韵达也已经着手网点改造和无接触配送的布局，未来有望加速降本，实现全面突围。

快递龙头的价值增长在于成本领先策略下对高增长市场的积极渗透。顺丰自2019年来的战略转变充分诠释了这句话。时效件、经济件、综合物流是顺丰短期、中期、长期的看点；**2020年时效业务超预期是中短期利好，而电商件将是公司未来1-2年的最大增长极。**

重点关注：成本领先、不断突破的韵达股份；下沉电商件、增速领先的顺丰控股；关注：持续改善、估值较低的圆通速递、申通快递。

## 六、风险提示

电商增速不及预期；快递价格战加剧；人力运输成本大幅上涨；新冠疫情出现反复。

## 广发交通运输仓储行业研究小组

郭 镇：资深分析师，清华大学工学硕士，2013 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：guoz@gf.com.cn。

孙 瑜：高级分析师，新加坡国立大学金融工程硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：suny@gf.com.cn。

曾 靖 珂：高级分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zengjingke@gf.com.cn。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。