

# 国际物流巨头启示录之DHL： 始于加盟国际快递，兴于直营综合物流

首席分析师：许可 执业证书编号：S1220518090001 联系方式：138-2329-8608

联系人：李跃森 联系方式：185-0309-3683

李 然 联系方式：131-4583-4471

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。  
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.



- 1969年到2019年，从只有6000美元启动资金的三人团队到如今营收达700亿美元的十二万人集团，DHL半个世纪波澜壮阔的历程见证了国际快递业从无到有、从弱到强的光辉岁月。
- 作为国际快递的开创者，DHL在1970s十年间独占国际间快递市场近一半的市场，其又为何在1980s被对手赶超？时隔近半个世纪之后，中国快递是否还存在出海机会？
- DHL作为全球供应链物流龙头，近10年却陷入增长停滞期，原因是什么？供应链物流在中国发展前景如何，空间多大？供应链物流兴起于1990s的美国，中国发展供应链物流的时机到来了么？

方正交运“国际物流巨头启示录”系列报告  
给你答案！

单位：人民币，亿元	FedEx (最新市值：2807)			UPS (最新市值：6930)			DPDHL (最新市值：2814)			YAMATO (最新市值：508)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
市值	2,920.75	3,496.41	4,385.07	6,607.30	6,910.46	5,537.50	<b>2,649.72</b>	<b>3,949.88</b>	<b>2,233.93</b>	505.40	552.63	610.04
企业价值	3,599.89	4,236.55	5,266.51	7,373.02	8,277.70	6,709.90	<b>2,842.87</b>	<b>4,157.75</b>	<b>3,263.81</b>	466.34	525.24	584.47
固定资产	1,612.46	1,754.19	1,863.07	1,248.32	1,493.36	1,758.64	<b>587.50</b>	<b>712.84</b>	<b>1,455.18</b>	287.10	315.31	328.77
资本开支	320.58	345.42	374.74	196.88	352.92	415.77	<b>144.49</b>	<b>168.04</b>	<b>207.05</b>	21.24	26.27	22.49
营收	3,344.24	4,072.62	4,331.09	4,044.16	4,495.69	4,755.34	<b>4,213.67</b>	<b>4,610.46</b>	<b>4,810.74</b>	799.42	881.45	892.23
增长同比	6.14%	19.76%	8.51%	4.36%	9.32%	7.92%	<b>-3.20%</b>	<b>5.42%</b>	<b>1.83%</b>	1.41%	3.56%	4.91%
毛利润	785.25	929.39	972.10	738.83	927.63	916.58	未披露			62.20	48.89	50.05
毛利率	23.48%	22.82%	22.44%	18.27%	20.63%	19.27%	未披露			7.78%	5.55%	5.61%
净利润	200.26	219.45	275.95	327.62	351.81	347.68	<b>190.59</b>	<b>198.21</b>	<b>160.65</b>	22.48	11.51	11.56
净利率	5.99%	5.39%	6.37%	8.5%	8.6%	7.9%	<b>4.5%</b>	<b>4.3%</b>	<b>3.3%</b>	2.8%	1.3%	1.3%
净现金流	(15.21)	29.37	(46.59)	49.53	(10.26)	39.57	<b>(36.89)</b>	<b>2.14</b>	<b>(9.22)</b>	1.26	-12.14	-15.97
快递包裹数 (亿件)	29.84	35.18	36.44	48.68	51.08	52.73	<b>31.67</b>	<b>34.43</b>	<b>36.90</b>	18.04	18.37	18.68

注：FedEx陆运快递业务采用加盟制；市值截至2019年8月27日；DPDHL不披露三费

单位：人民币，亿元	顺丰 (最新市值：1748)		中通 (最新市值：1123)		韵达 (最新市值：837)		圆通 (最新市值：326)		申通 (最新市值：366)		百世 (最新市值：123)	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
市值	2221.39	1447.15	738.77	853.36	557.26	518.97	473.27	282.86	377.96	251.82	216.54	110.72
企业价值	2329.20	1619.86	741.27	853.36	557.26	522.97	473.27	314.35	377.96	252.82	225.72	128.58
固定资产	118.95	139.67	64.73	90.36	28.20	47.17	29.40	53.13	12.95	26.67	13.07	20.65
资本开支	88.47	146.60	28.00	40.00	16.59	41.15	17.14	34.83	12.15	28.22	7.50	10.78
营收	708.95	907.20	130.60	176.04	99.62	138.06	199.32	273.82	126.12	169.73	199.90	279.61
毛利润	140.72	160.78	43.46	53.65	28.71	38.32	22.94	35.48	22.91	27.23	4.86	14.41
毛利率	19.85%	17.72%	33.27%	30.47%	28.81%	27.76%	11.51%	12.96%	18.16%	16.04%	2.43%	5.15%
扣非净利润	34.20	33.82	31.60	38.20	15.30	19.45	13.49	18.21	13.57	16.01	-12.28	-5.08
扣非利润率	4.82%	3.73%	24.19%	21.70%	15.35%	14.09%	6.77%	6.65%	10.76%	9.43%	-6.14%	-1.82%
快递包裹数（亿件）	30.52	38.69	62.20	85.20	47.20	69.85	50.64	66.74	39.98	50.49	37.69	54.70

注：中通、韵达营收中不含派费，导致利润率水平更高  
市值截至2019年8月27日

<b>一、从加盟制到直营制，从国际快递到综合物流</b> .....	7
发展历程：50年两段变身.....	8
营收最高却市值最低：盈利能力最弱的国际物流巨头.....	9
三大特点：最均衡、最国际、最综合.....	10
为什么研究DHL：国内快递企业国际化和综合化恰逢其时.....	15
<b>二、国际快递业务开创者，八十年代却失去先发优势</b> .....	16
疑问：DHL国际快递业务为何在1980s失去先发优势？.....	17
原因：1980s前后国际快递是截然不同的两个市场.....	19
国际快递行业属性：主要运送生产型包裹的中高端市场.....	24
<b>三、全球供应链物流领导者，营收增长为何停滞</b> .....	25
疑问：DHL供应链物流业务为何陷入长期停滞？.....	26
原因：受限于行业属性和下游客户状况.....	27
供应链物流发展的条件：全球供应链物流为何集中诞生于1990s？.....	31
<b>四、中国快递企业如何走向国际化与综合化</b> .....	32
传统国际快递：千亿壁垒、寡头垄断.....	33
中国快递出海机会：东南亚异国电商市场.....	36
中国供应链物流：规模潜力大，发展出现分化.....	39
百世供应链物流：立足国情，聚焦仓配.....	43

## ① 加盟制使DHL在七十年代快速崛起，但也使其在八十年代失去先发优势

DHL国际快递市占率下滑的直接原因是竞争加剧，根本原因在于1980s前后国际快递变成完全不同的两个市场。在1980s世界三股潮流影响下，国际快递转型成以运送生产型包裹为主、注重服务和时效的中高端市场，资本投入成为竞争核心。FedEx和UPS得以用重资产模式切入市场。

## ② 供应链物流高度客制化、客户粘性强，内生发展缓慢，并购是增长主要手段

产业链条复杂的B端大客户+项目合同式服务的商业模式决定了供应链物流专业客制化、客户粘性强和流量入口的行业属性，行业内生增长慢，并购是企业成长的主要手段。

## ③ DHL通过国际间快递市场实现国际化，而中国快递企业国际化的机遇则在于新兴市场国家异国本土市场

传统国际快递赛道资本壁垒高、市场集中高，新进入者成功渺茫。而跨境电商快递市场规模小，发展性价比较低。以东南亚为主的新兴电商市场发展迅猛，且与中国国内快递商流结构相似，中国快递企业有望在当地复制加盟模式，走出一条独具中国特色的国际化道路。

## ④ 下游行业增速放缓，物流效率改善空间较大，中国供应链物流具备大发展的前提条件

中国目前的现状与美国供应链物流爆发前相似。一是经济增速放缓，2008-2018年的中国和1981-1991的美国GDP走势相似，增速放缓下企业成本凸显，企业积极从物流成本挖掘利润。二是中国供应链物流发展程度低，下游行业规模大，供应链物流行业发展空间大。

**风险提示：**国际政治风险、宏观经济变动、新兴电商市场增速不及预期、价格战加剧

## 一、从加盟制到直营制，从国际快递到综合物流

## 1.1 发展历程 | 50年两段变身，从国际快递到综合物流

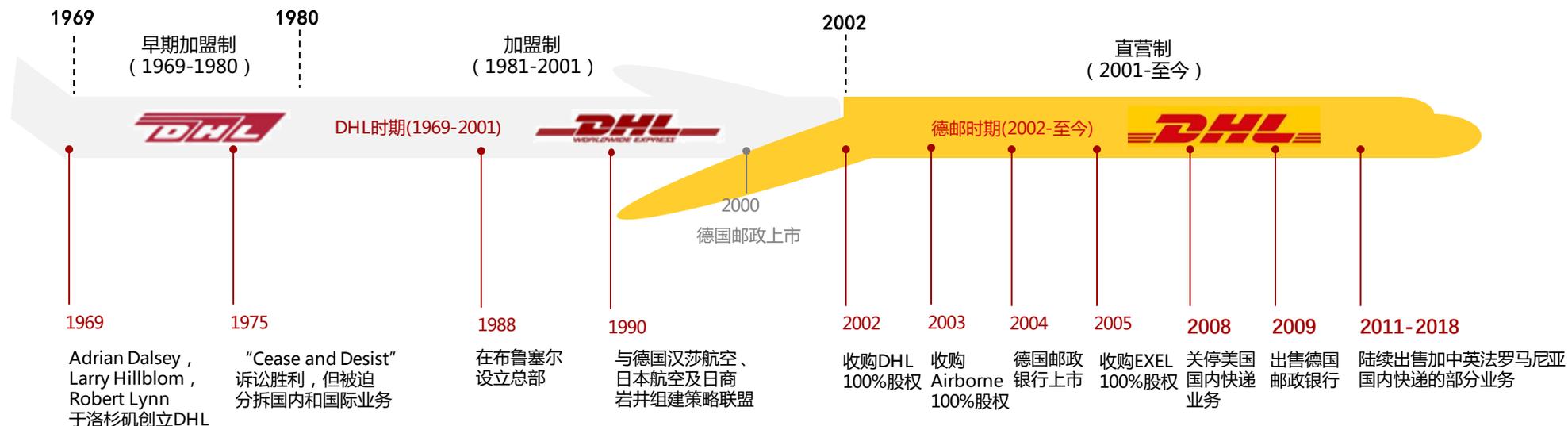
1969年9月，Dalsey以信用卡及积累的客户资源作为出资条件，Hillblom以6000美元作为启动资金，Lynn则以出资承诺为条件，三人于美国旧金山创立了一家以各自姓氏首字母命名的小型快递公司——DHL。

### ■ DHL50年历史可划分为两个阶段：

①DHL敦豪时期（1969-2001）：该时期DHL专注国际快递业务，采用加盟制实现快速扩张。在1980s-1990s，DHL成长为国际快递龙头。

②DPDHL德国邮政敦豪时期（2002-至今）：2002年德国邮政完成对DHL的全面收购，在融合DHL和德国邮政两大品牌基础上，并购整合其他业务，形成具备提供全球领先供应链服务的综合物流集团。

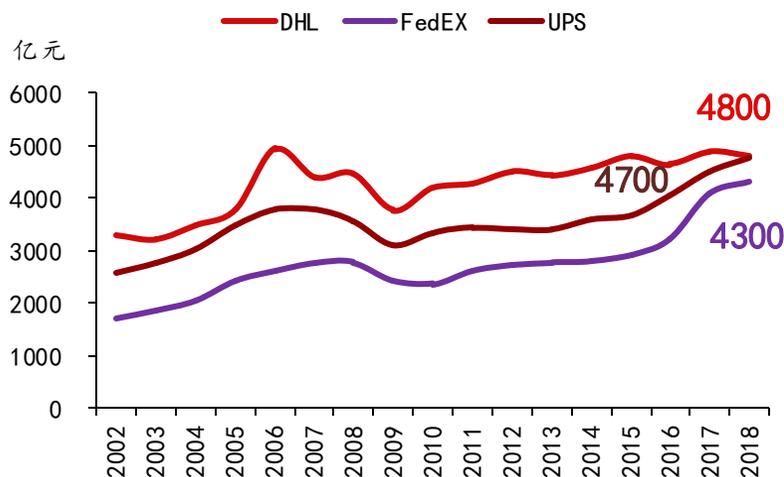
图表1：DHL发展历程



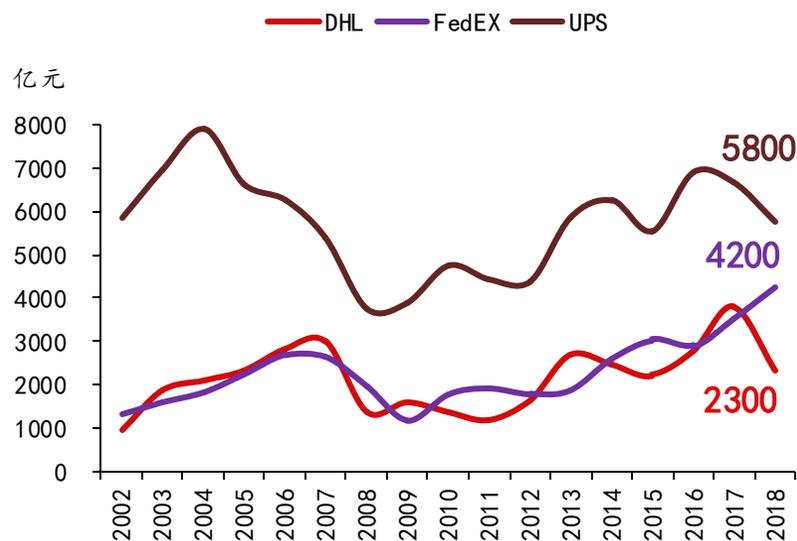
## 1.2 全球地位 | 营收最高却市值最低

- **全球综合物流商Top3**：综合各项指标来看，全球三大综合物流商中，UPS位列第一，DHL和FedEx相当。
- **营收最高却市值最低**：DHL营业收入长期位居三大综合物流商之首，2018FY营收为4800亿人民币。但DHL市值与盈利能力处于相对落后水平，2018年DHL3.3%的净利率相对其他两大巨头也存在差距。

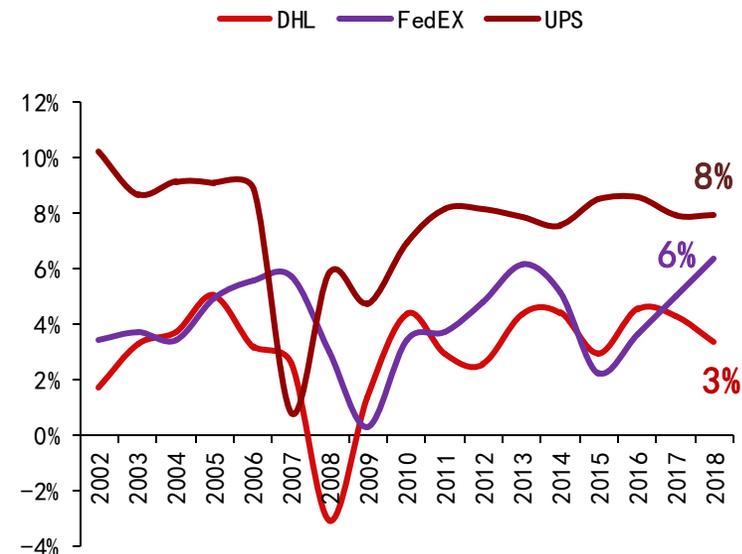
图表2：DHL营收第一，但与UPS差距不大



图表3：DHL市值第三，与FedEx相当



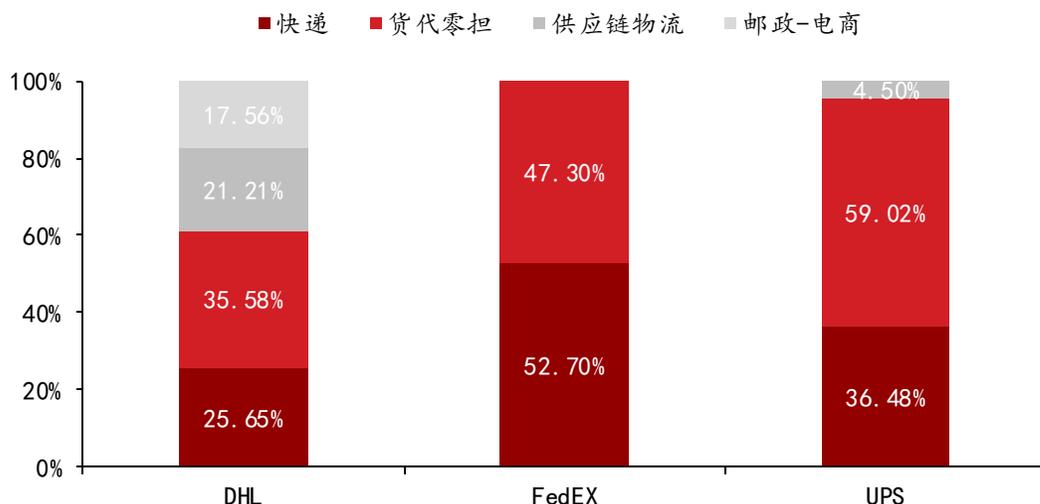
图表4：DHL净利率仅3%，低于UPS和FedEx



## 1.3 最均衡 | 综合布局，业务均衡

- 相对FedEx与UPS以快递、零担为主的业务结构，DHL业务延伸至供应链、邮政等大物流市场的多个细分领域，且各业务占比均衡，均处于15%以上水平。
- DHL在全面均衡的基础上实现了高质量布局，在时效快递做到全球第三的同时，货代与供应链业务的多个细分领域中做到全球第一（包括空运与海运货代、供应链物流等）。

图表5：同口径下，DHL业务最全面、最均衡



注：为方便对比，故将三家业务按照同口径进行划分，划分规则如下：

- 1) 快递：仅包含时效类业务（次日达、隔日达）；
- 2) 货代零担：包含货代和海陆空货运，DHL电商-邮政-包裹部门下的包裹业务主要为时效性较弱的陆运件，故将其划入货代零担；
- 3) 供应链物流：FedEx供应链物流规模较小，忽略不计；UPS供应链物流为供应链&货运部门下的Logistics业务；
- 4) 邮政-电商：传统邮政业务+新兴电商件业务。

图表6：DHL业务全面，各业务全球领先

部门	业务	业务规模全球排名
快递	时效快递	全球No. 3
货代零担	空运货代	全球No. 1
	海运货代	全球No. 1
	欧洲陆运	全球No. 2
供应链物流	供应链物流	全球No. 1

## 1.3 最均衡 | 低毛利业务摊薄整体盈利水平

- **业务均衡布局下，盈利能力最高的快递业务总量水平较低：**快递业务是物流领域的高毛利赛道，DHL快递业务的息税前利润率达12%，远高于其他业务。DHL快递业务量为15亿件，低于UPS（53亿件）和FedEx（36亿件），快递业务总量水平较低。非快递的低毛利业务摊薄了整体的盈利水平。
- **主要原因：**1) 相比美国国内快递市场，德国快递市场规模较小导致DHL快递业务规模相比其他业务缺乏优势，出现均衡格局；2) 德国邮政作为转型的国企承担一定的公共责任，其并购主要从战略视角出发，优先发展多层次的普遍物流服务。

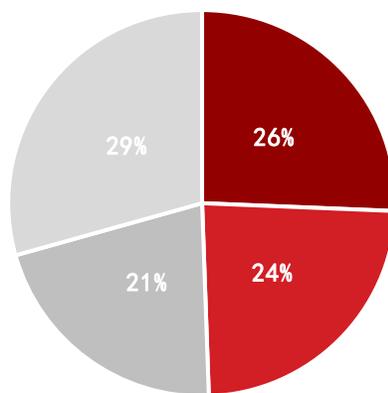
图表7：快递业务量稳步增长，但总量处于较低水平



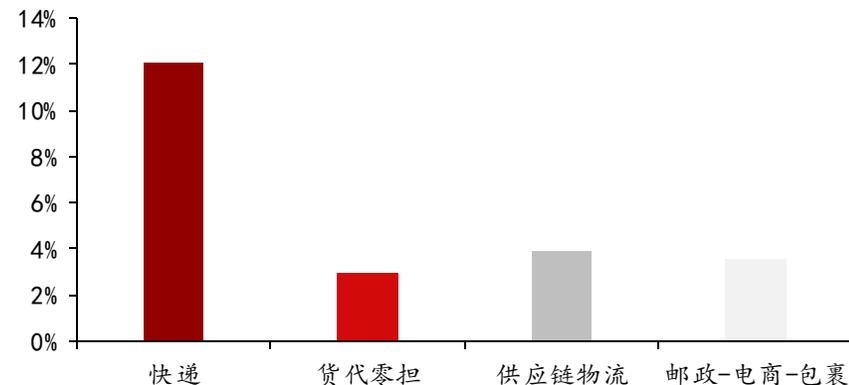
注：DHL总业务量为37亿，此处剔除邮政相关的业务量，仅计算与快递业务相关的时效件和包裹。

图表8：DHL营收结构均衡，各业务各占约1/4

■ 快递 ■ 货代零担 ■ 供应链物流 ■ 邮政-电商-包裹



图表9：快递业务息税前利润率远高于其他业务



## 1.4 最国际 | 国际快递业务开创者

- DHL的国际快递业务起步于70年代初：** DHL在成立之初便确定了优先发展国际快递业务的战略，1971年DHL在菲律宾设立第一个海外网点，此时FedEx才刚刚创立；1972年DHL将业务拓展至日本，彼时的YAMATO还尚未开展快递业务；DHL以惊人的速度拓展海外版图，1980年其业务即覆盖120余个国家和地区，1990年覆盖180余个，时至今日DPDHL在全球220余个国家和地区提供高质量的国际快递服务。

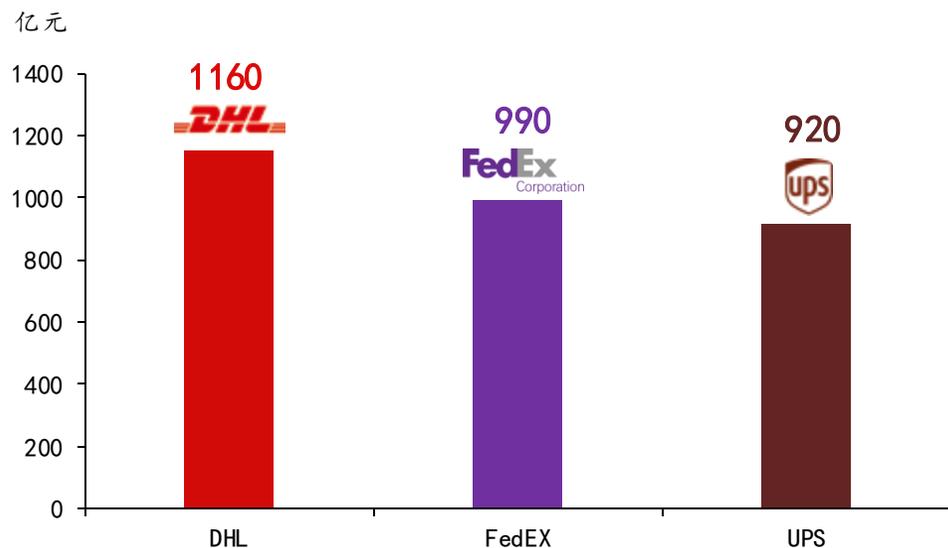
图表10：50年来DHL业务覆盖全球



## 1.4 最国际 | 国际快递业务开创者

- 经过我们测算，DHL的国际快递业务规模为1160亿人民币，高于FedEx（990亿）和UPS（920亿），居三大国际综合物流商之首。
- 全球国际快递市场寡头垄断，DHL市占率最高：**根据运联传媒2017年的研究显示，全球国际快递市场呈寡头垄断格局，三大国际综合物流商占全球国际快递市场89%，DHL在全球国际快递市场占有率约为38%，位居首位。

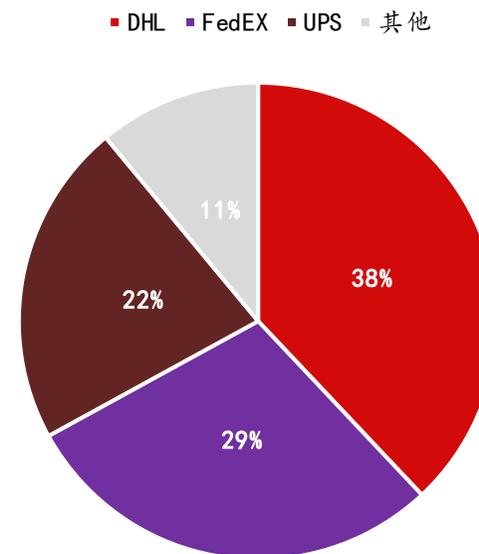
图表11：DHL国际快递业务营收规模最大（2018FY）



注：国际快递包含国际间时效件和异国本土时效件，计算方式如下：

- 1) DHL: Express部门中的国际时效件
- 2) FedEx: International Export + International Domestic;
- 3) UPS: International Package- Cargo & Other.

图表12：DHL国际快递业务市占率全球领先（2017）



## 1.5 最综合 | 供应链物流全球龙头

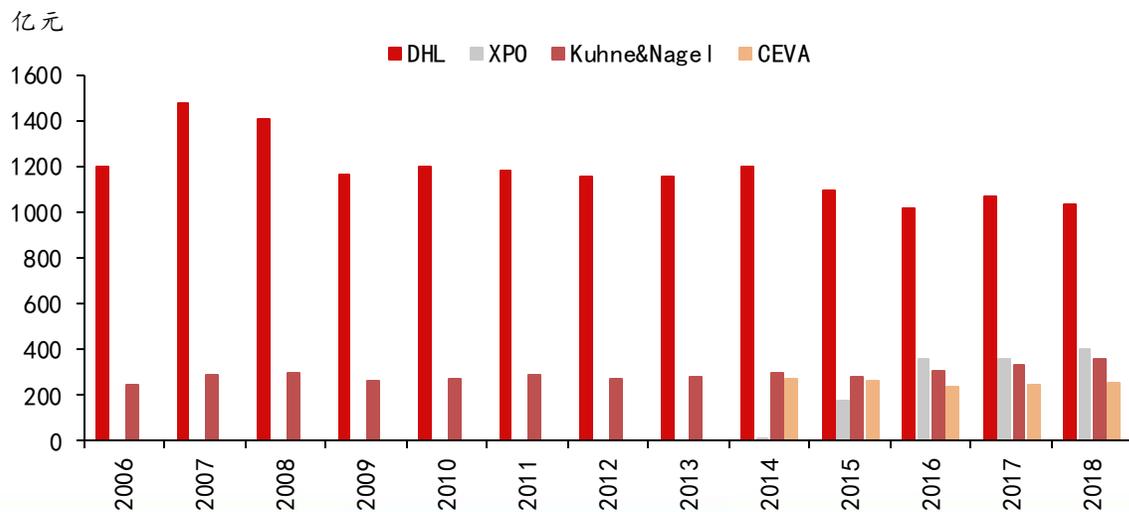
- 强大的供应链物流设计能力是综合物流服务水平的体现。

- DHL供应链物流营收规模世界第一

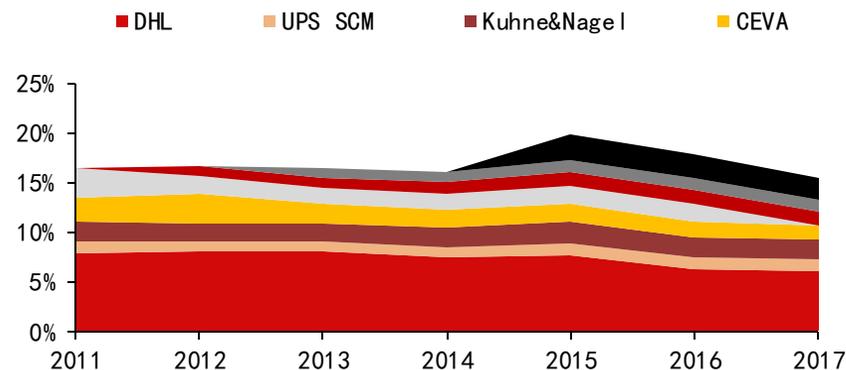
①规模遥遥领先：2018FY，DHL供应链物流营业收入为1031亿元，市占率全球第一；全球市占率第二名的XPO供应链物流营收仅401亿元。

②利润率相近：2018FY，DHL供应链物流息税前利润率为3.89%（4年平均为3.69%），XPO为3.56%（4年平均为3.36%），Kuhne&Nagel为2.63%（4年平均为3.01%）。

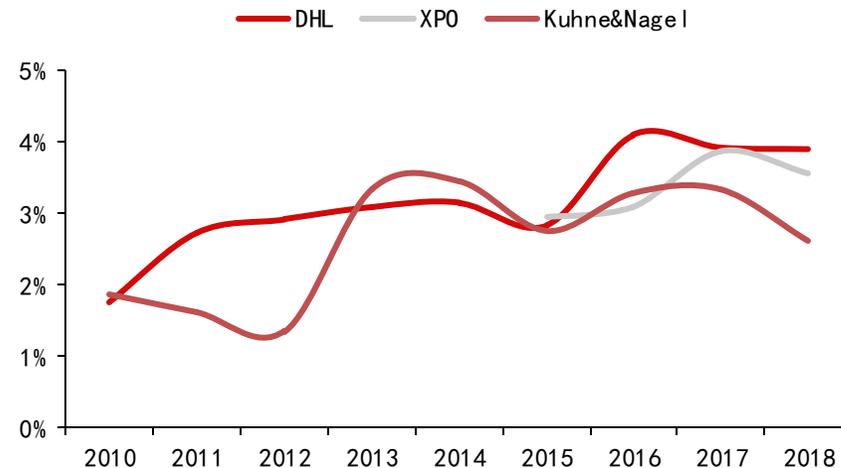
图表14：DHL供应链物流业务规模遥遥领先全球其他头部企业



图表13：DHL供应链物流市占率长年保持领先



图表15：相比其他头部企业，DHL利润率并无太大优势



## 1.6 为什么研究DHL？ | 国内快递企业国际化和综合化恰逢其时

- 2008年至今，我国国际及港澳台快递业务量增长超10倍，18年增速反超行业整体增速，成为我国快递业务量增长亮点。国际快递市场高速增长的背景下，我国各类物流企业纷纷开始国际化，菜鸟提出“72小时必达全球”、京东表态“48小时通达全球”、顺丰与Flexport、UPS展开合作。
- 除百世提前布局外，中通、顺丰、圆通等民营快递公司均于近两年试水供应链物流业务。
- 国际快递和供应链物流是快递公司未来竞争中的未知数，DHL用50年时间将国际快递和供应链物流做到极致，其发展中蕴含的行业特性与经验教训，值得我们总结和学习。

图表16：国际及港澳台快递业务量增速超过行业整体水平



图表17：我国快递公司在供应链物流板块的布局

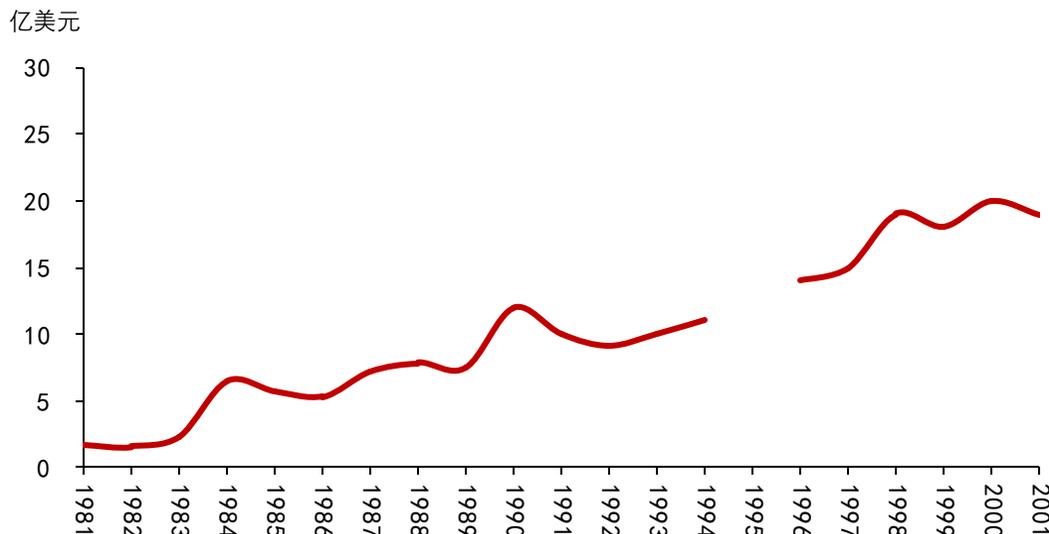
公司	布局时间	经营主体	业务范围
中通	2016	中通供应链	主打中通快运，实现“仓配到C端”一体化
百世	2007	百世供应链	针对快消于服装行业，“云仓+优送+云配”体系
顺丰	2018	顺丰敦豪供应链中国	补充汽车、医疗、消费电子等高附加值领域供应链管理
圆通	2016	BSS项目：圆通供应链	围绕跨境O2O订货平台，整合仓配资源

## 二、国际快递业务开创者，八十年代为何失去先发优势

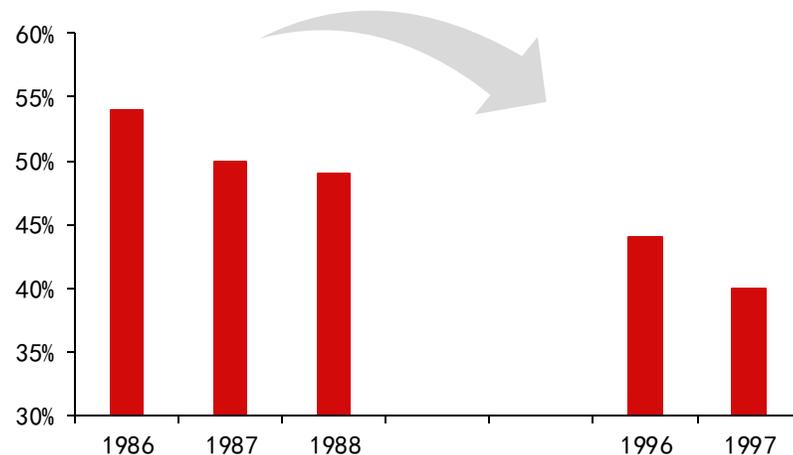
## 2.1 疑问 | DHL国际快递业务为何在1980s失去先发优势？

- **DHL抢占国际快递先机，晚来10年的FedEx、UPS却在1990s与DHL缩小差距：**1988-1997年间，DHL国际间快递市占率由54%下滑至40%，12年间下滑14%。
- 不同于DHL，FedEx于1985年以直营模式切入国际快递业务。历时10年的重金投入，FedEx不仅完成国际航空货运网络的搭建，而且实现国际快递业务的盈亏平衡。
- **国际快递业务是否不存在先发优势？中国民营快递公司或者中国邮政是否有可能通过10年建设期，搭设出覆盖广、不亏损的国际快递网络？**

图表18：FedEx资本投入自80年代起迅速增加



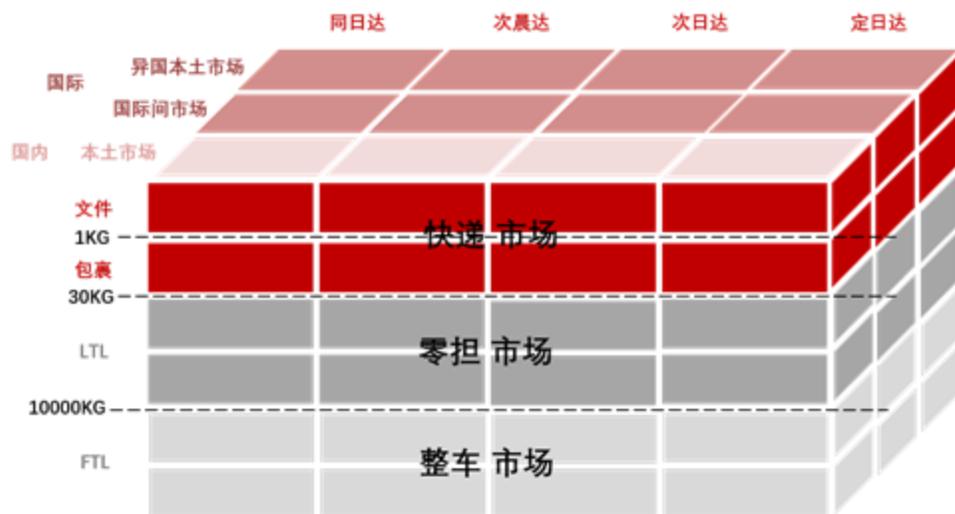
图表19：1986-1997年DHL国际间快递市场市占率下滑约14%



## 2.1 国际快递 | 国际快递市场包括国际间市场和异国本土市场

- 国际快递市场不仅包括国际间快递市场，还包括异国本土市场
- 国际快递市场按照商流性质划分为传统国际包裹赛道和新兴电商赛道：传统的国际包裹赛道是主流；新兴电商赛道又可分为跨境电商和异国电商两条赛道。

图表20：国际快递市场包括国际间和异国本土市场



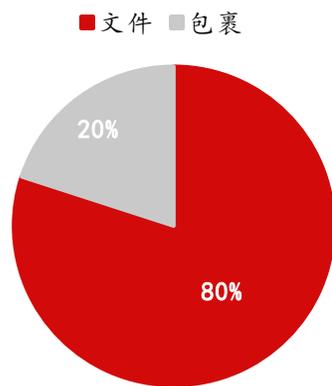
图表21：国际快递市场分为传统国际包裹赛道和新兴电商赛道



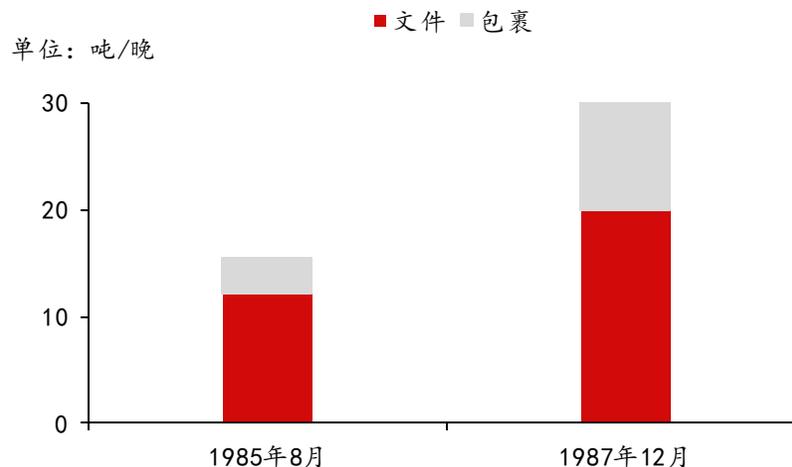
## 2.2 原因 | 1980s前后国际快递是两个截然不同的市场

- **包裹需求崛起是造成DHL国际间快递市占率下滑核心因素。**1980s前后国际快递运送主体由文件切换至包裹，DHL针对文件快递打造的轻资产经营模式难以满足包裹时代客户需求。
- **文件时代（1969-1985）：**当时通信技术落后，文件是国际交流的主要载体，早期国际快递件中80%以上是文件。
- **1985年后国际快递市场进入包裹时代：**
  - ①**包裹市场崛起：**DHL布鲁塞尔分拣中心每晚处理的包裹占比由1985年8月的21%提升至1987年12月的50%。
  - ②**文件市场电子替代：**1980s电子化信息技术发展迅速，无纸化趋势下文件市场受到电子替代冲击。以文件市场中的支票为例，1980-2000年间纸质支票占比由85%下降至48%。

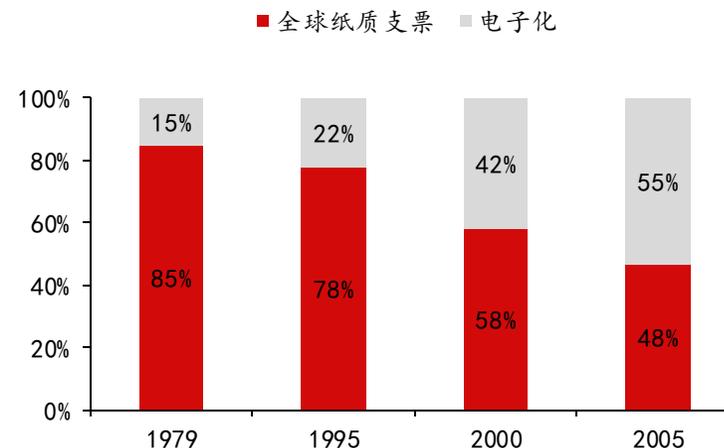
图表22：1984年文件占国际时效件市场份额80%



图表23：1980sDHL布鲁塞尔分拣中心包裹激增



图表24：纸质支票占比下降明显

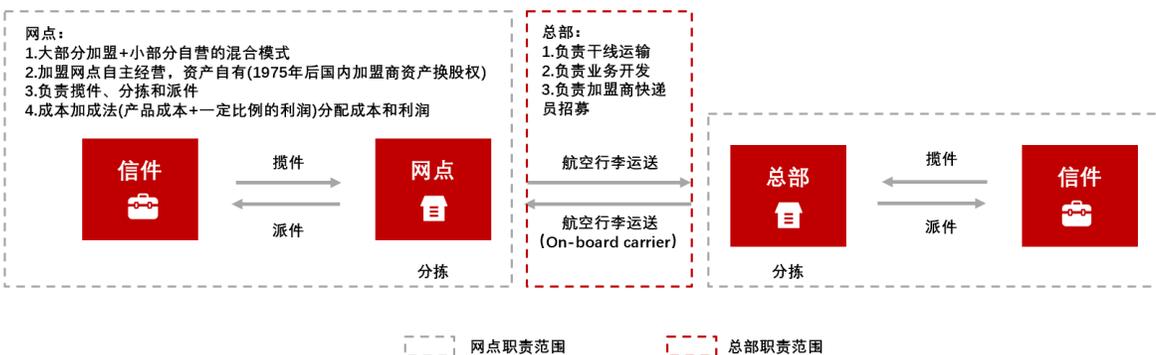


注：图表数据由《From Startup to Global Upstart》整理所得

## 2.3 文件时代 | 行李快递+加盟制模式适应早期快递市场是DHL崛起的主要原因

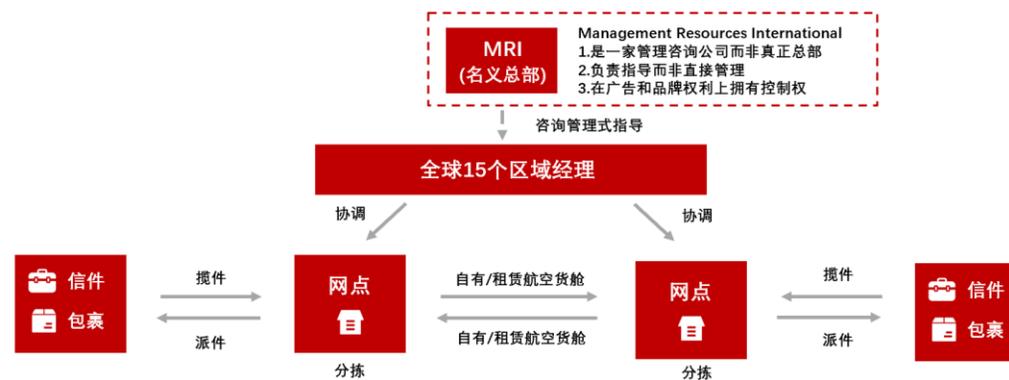
- DHL早期经营模式：**1) 加盟制：DHL国内和国际业务均采用加盟制，1975年因诉讼失败被迫拆分国内和国际业务，国内加盟商资产换股权成为合伙人。2) 行李快递：DHL早期运送的货物主要为质轻体小的信件，通过航空乘客行李进行运输。1979年业务范围扩展至包裹后，运输转向货舱租赁为主，自购飞机为辅的方式。3) 扁平化：DHL组织架构弱化总部管控，直至1983年才于伦敦建立起名义总部MRI，各地区网点拥有极大自主权。
- 行李快递+加盟制模式适应早期快递市场是DHL崛起的主要原因：**1) 加盟制因地制宜实现快速扩张：各地加盟商多为当地人，熟悉当地情况；2) 行李实现低成本扩张：通过与航空公司合作，绕开自营模式涉及的航空管制问题的同时避免了高资本投入；3) 扁平化组织架构给予网络充分灵活性：通讯技术落后背景下，管控困难，加盟商的高自主性有利于快速响应复杂情况。

图表25：1969~1980前DHL经营模式：网点加盟+行李托运，主要运送信件



注：图表由《King Larry》，《From Startup to Global Upstart》整理所得

图表26：1980~1990年DHL经营模式：网点加盟+货舱租赁，运送信件+包裹

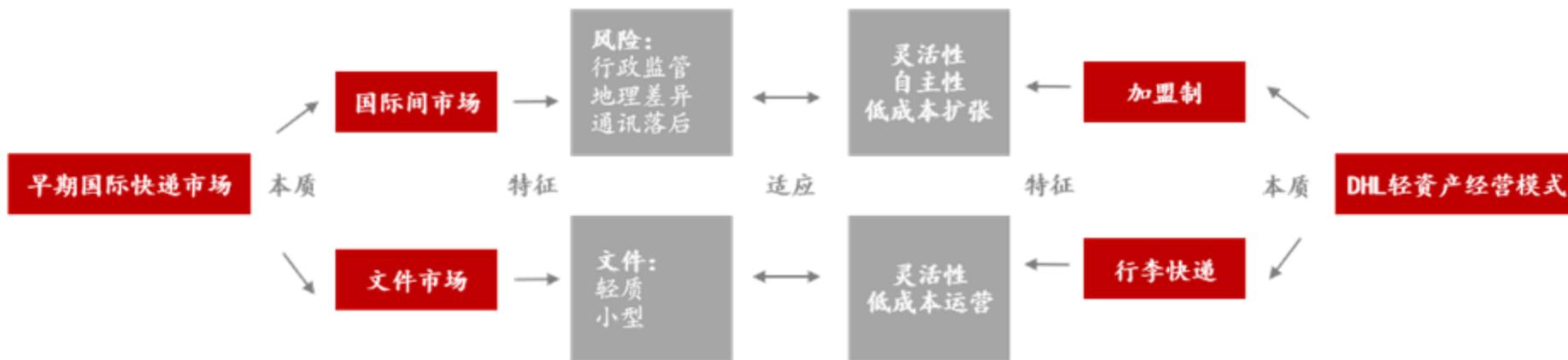


注：图表由《From Startup to Global Upstart》整理所得

## 2.3 文件时代 | 行李快递+加盟制模式适应早期快递市场是DHL崛起的主要原因

- **DHL是国际快递业务的创始人，其低成本，高灵活度的轻资产加盟模式最适应文件快递时代的需求：**早期国际快递市场的本质是国际间文件市场，市场特征为风险性（政治及经营风险高）和经济性（性价比需求），DHL轻资产模式的低成本，高灵活的特点适应了市场需求，形成了比较优势。
- **需求更迭，公司组织形式和运营模式却难以迅速改变，上一个市场的王者容易在新环境中水土不服。**完全针对轻小件打造的DHL模式，在市场主体发生突变时，一时间难以迅速调整。

图表27：DHL早期轻资产加盟模式适应国际快递市场需求



## 2.4 世界大变局 | 经济、政治、科技三股浪潮重塑国际快递市场

### ■ 经济：全球化浪潮下产业转移和物流革命。

①产业转移：1980s全球产业第三次转移，跨国生产背景下，国际物流需求增长。

②物流革命：两次石油危机下日本率先进行物流革命，1980s丰田开创的及时生产方式（JIT）在美国推广。JIT的核心在于通过降低库存提升效益，多批次小批量的零部件运输促进了包裹市场的崛起。

### ■ 政治：自由化浪潮下管制放松

管制放松：1970s年代全球新自由主义兴起，邮政垄断和航空管制走向开放；美国是管制开放的先驱，1978年放松航空管制，1979年打破邮政垄断，1980年放松汽运管制；大规模设施建设及集中式管理成为可能，轴辐式网络崛起。

### ■ 科技：信息化浪潮下科技发展

科技进步：电子信息技术发展，各大快递商信息化程度在80年代提升明显，跟踪系统、在线系统在快递行业迅速普及。

图表28：各国邮政自由化集中在90年代

形式	时间	国家
废除专营	1993年	瑞典
	1995年	俄罗斯
	1998年	新西兰
	2000年	荷兰
逐步废除	1979年	美国
	1981年	英国
	1995~2007年	德国
	2003~2006年	日本

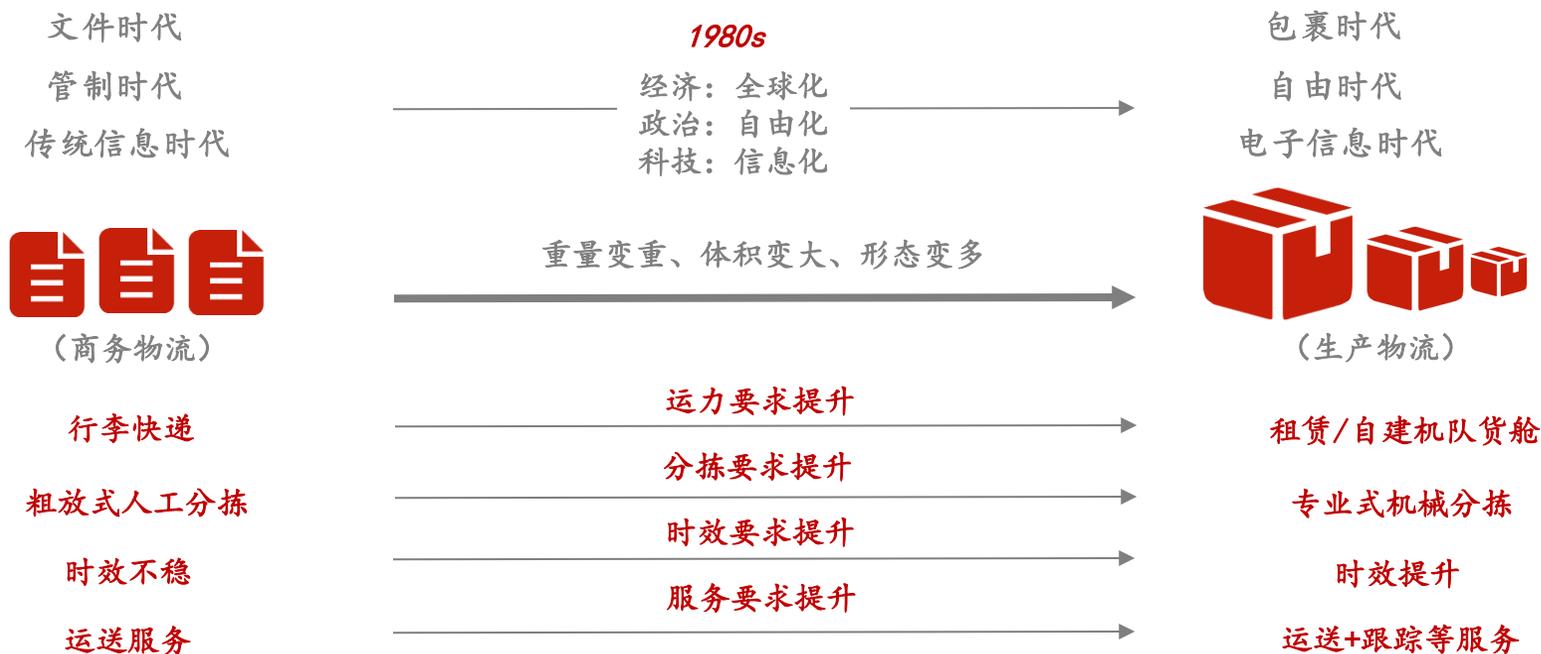
图表29：各国航空放松管制集中在90年代后

国家	开始放松管制时间
美国	1978
新西兰	1980
澳大利亚	1990
英国、爱尔兰	1993
马来西亚、新加坡	2001
泰国、印度	2003

## 2.4 结果 | 资本成为国际快递竞争的关键要素

- 包裹时代，国际快递服务要求全方面提升，资本成为竞争关键要素：
  - ①运力要求提升：行李快递无法适应运输对象重量、体积和形态的变化，货舱租赁和自建机队兴起；
  - ②分拣要求提升：粗放式人工分拣无法适应运输对象重量、体积和形态的变化，专用场地的专业分拣设施大量兴建；
  - ③时效要求提升：空运在快递业开始大规模应用，运速大幅提升下航空运输能力成为竞争必要条件；
  - ④服务要求提升：规模化、网络化管理要求更高的信息化水平，技术投入成为差异化竞争的重要条件。

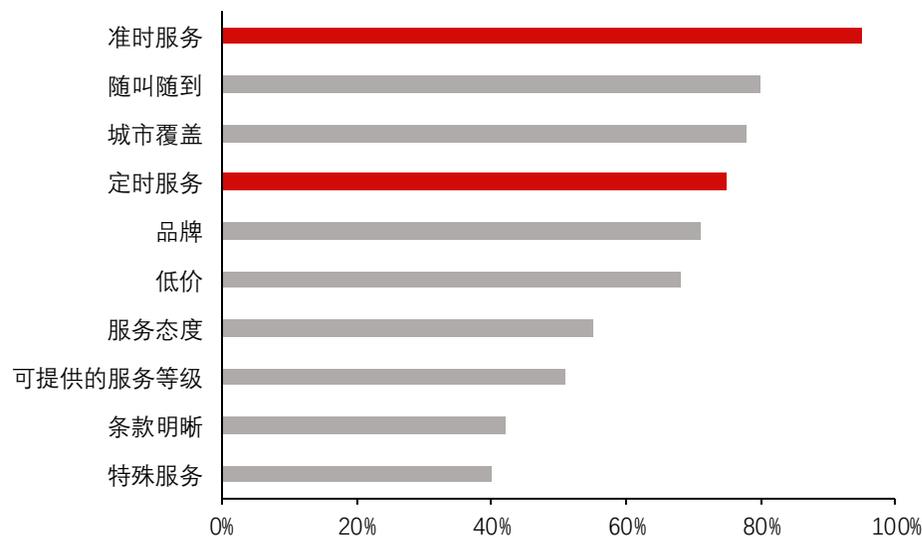
图表30：包裹时代：物流服务要求全面提升



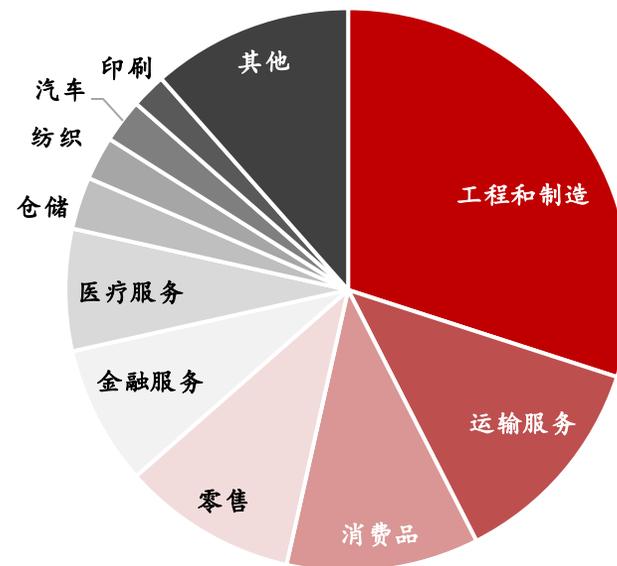
## 2.5 包裹时代 | 生产型包裹物流为主的中高端ToB市场

- 目前国际快递市场是由商务型文件物流和生产型包裹物流组成的中高端市场：商务型文件用于及时性商务交流而生产性包裹用于及时性工业生产，二者均具有稍有不慎，损失惨重的商流特质，对时效性和稳定性要求高，对价格敏感性相对较低。
- 国际快递市场主要面向制造为主的B端客户：国际快递客户结构集中于B端制造类客户，工程制造（30%）和运输服务（13%）约占总量的43%，国际快递主要递送工业零部件、半成品和产成品。

图表31：准时服务和定时服务国际快递是客户认为最重要的两个因素（2010）



图表32：国际快递主要为B端制造类客户（2010）

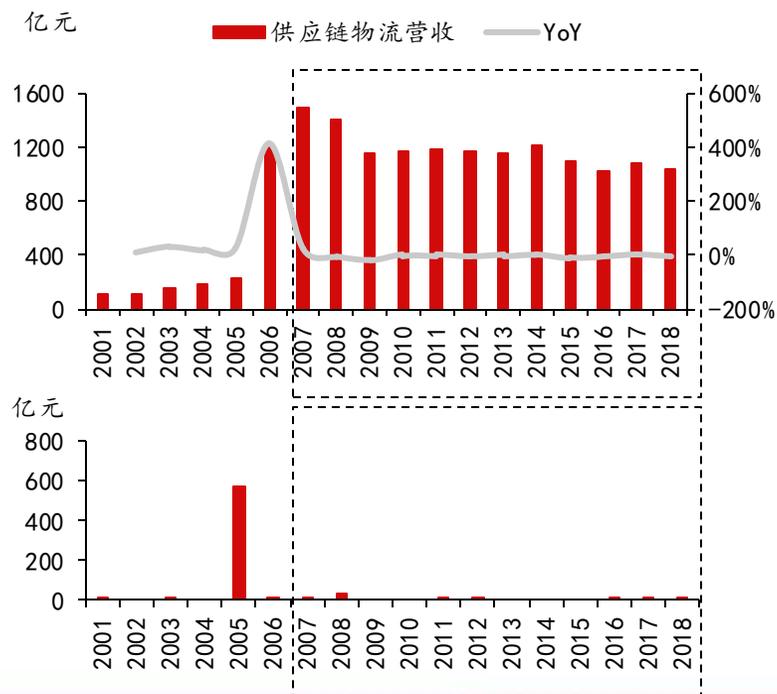


### **三、全球供应链物流领导者，营收增长为何停滞**

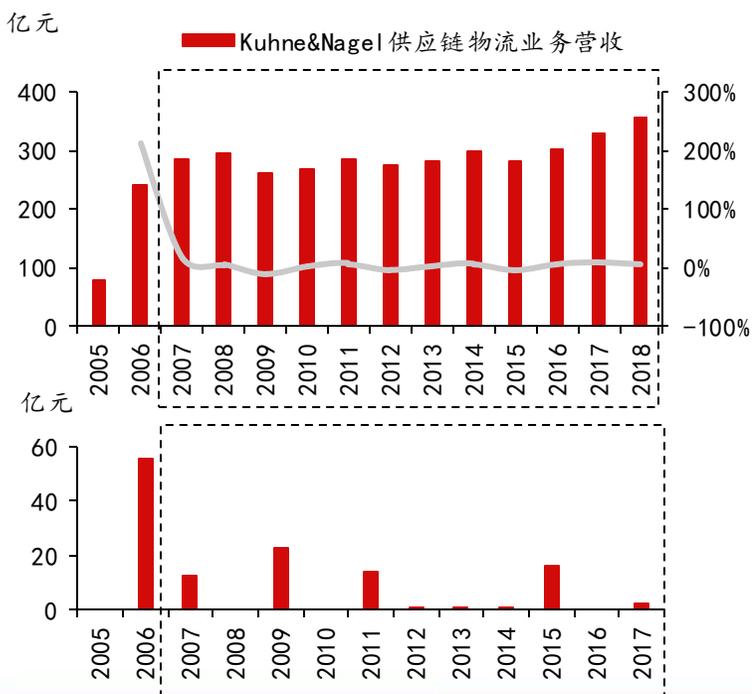
### 3.1 疑问 | 供应链物流行业为何普遍存在内生增长停滞现象？

- 龙头DPDHL和排名第三的瑞士德迅（Kuhne&Nagel）双双在2006年规模激增后陷入长达12年的规模停滞期。
- 增长期与并购期同步，供应链物流行业发展依赖并购？** 梳理三家并购历程后，三家的规模激增期均为并购活跃期，全球排名第二的美国XPO的营收规模却从2014年的13亿人民币激增至2018年的400亿元主要依赖并购。DHL和Kuhne&Nagel 均在2006年后进入并购低潮期，而该期间正是两家规模停滞期。

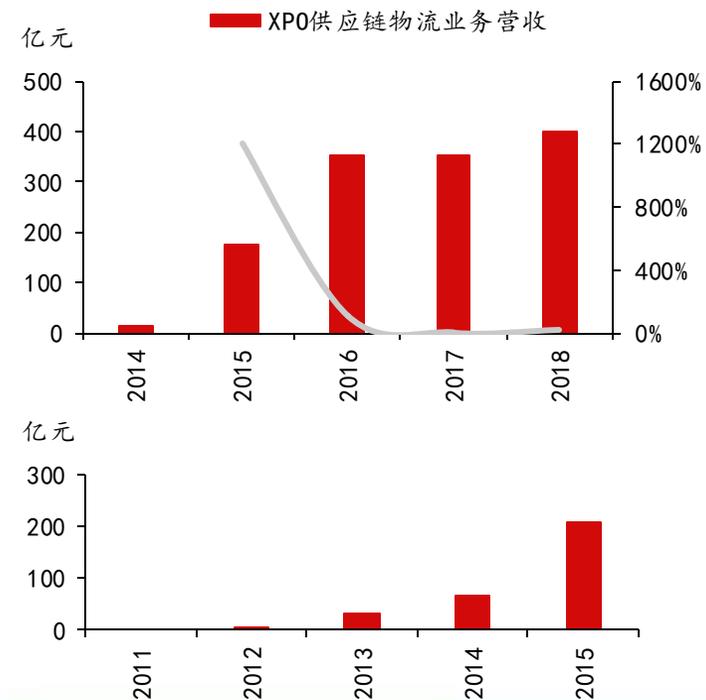
图表33：全球No.1的DHL增长和并购同步



图表34：全球No.3的Kuhne&Nagel 增长和并购同步



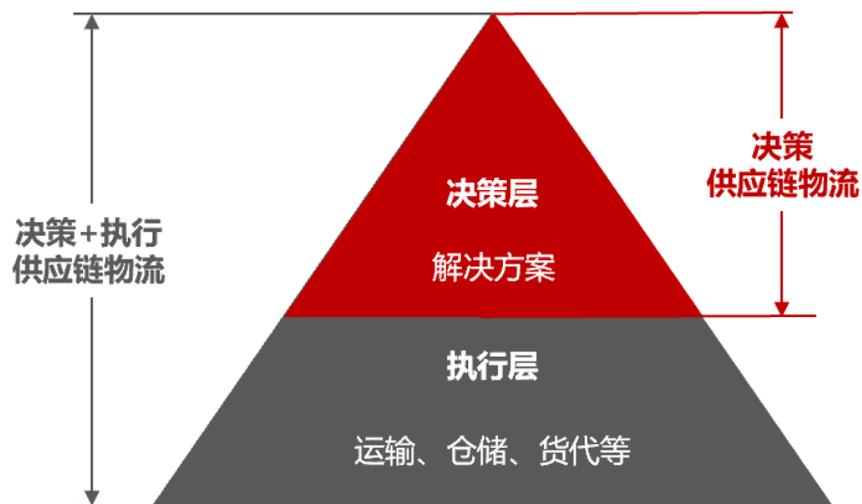
图表35：全球N0.2的XPO增长和并购同步



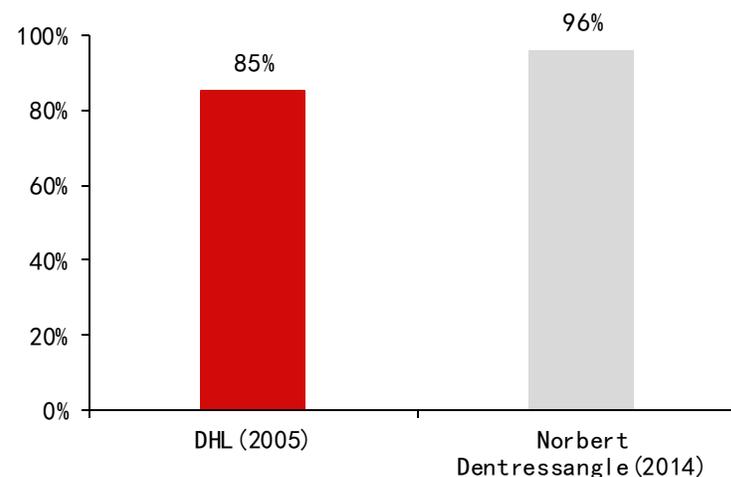
## 3.2 供应链物流商业模式 | 解决“运什么”或“怎么运”的服务

- 物流主要涉及两个问题“运什么”和“怎么运”，快递、快运等业务仅负责执行客户决策，而供应链物流需要帮客户去决策“运什么”或“怎么运”的问题。供应链物流是很宽泛的概念，任何涉及帮助客户解决物流决策或决策加执行的服务均可称为供应链物流服务。
- 供应链物流涉及决策环节，需要对客户进行了解和改造，因此普遍采用项目制或者合同制，参考XPO，合同签约期一般5年。长期合作方式下转换成本高，因此客户续约率也高，基本在80%以上。

图表36：供应链物流服务商分决策类和决策+执行类



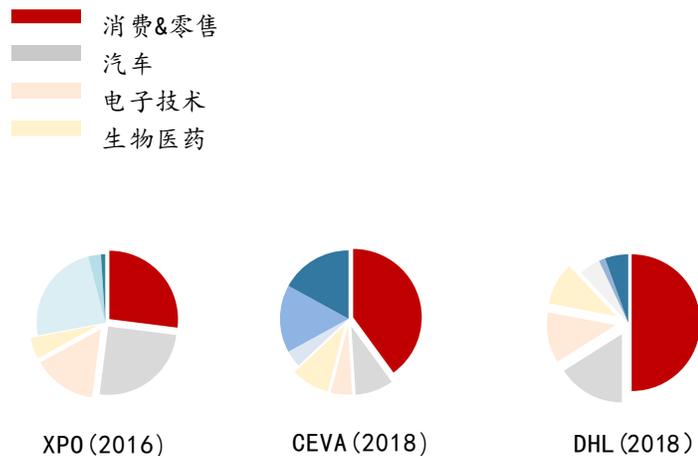
图表37：客户倾向长期合作，续约率高



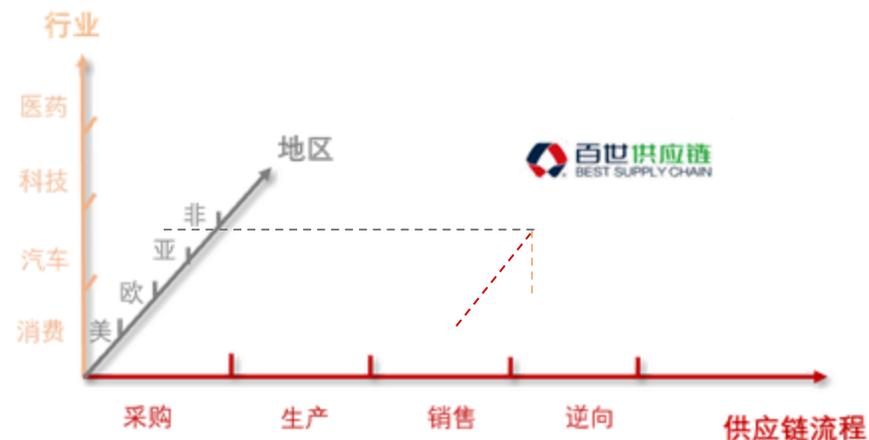
## 3.2 供应链物流商业模式 | 通过提高B端大客户物流效率盈利

- 供应链物流行业主要服务于产业链条复杂的B端大客户。客户主要集中在消费、汽车、电子和生物医药四个行业。且大客户集中度高，例：2018年XPO（全球第二）客户超过50,000名，前五大客户贡献营收占比11%；2008年CEVA（全球第四）客户15,000多名，前五大客户贡献营收占比18%。
- 从企业视角看，供应链物流可以分为：采购→生产→销售→逆向。供应链条前端，涉及公司计划管理等关键环节，大企业一般选择自主设计。销售和逆向环节物流设计对外开放较多，但不同地区选择的供应链物流服务商也不尽相同。因此，供应链物流公司一般承担大客户某区域某些环节的物流决策与执行，更易出现区域型细分行业寡头。

图表38：供应链物流主要客户分布四大行业



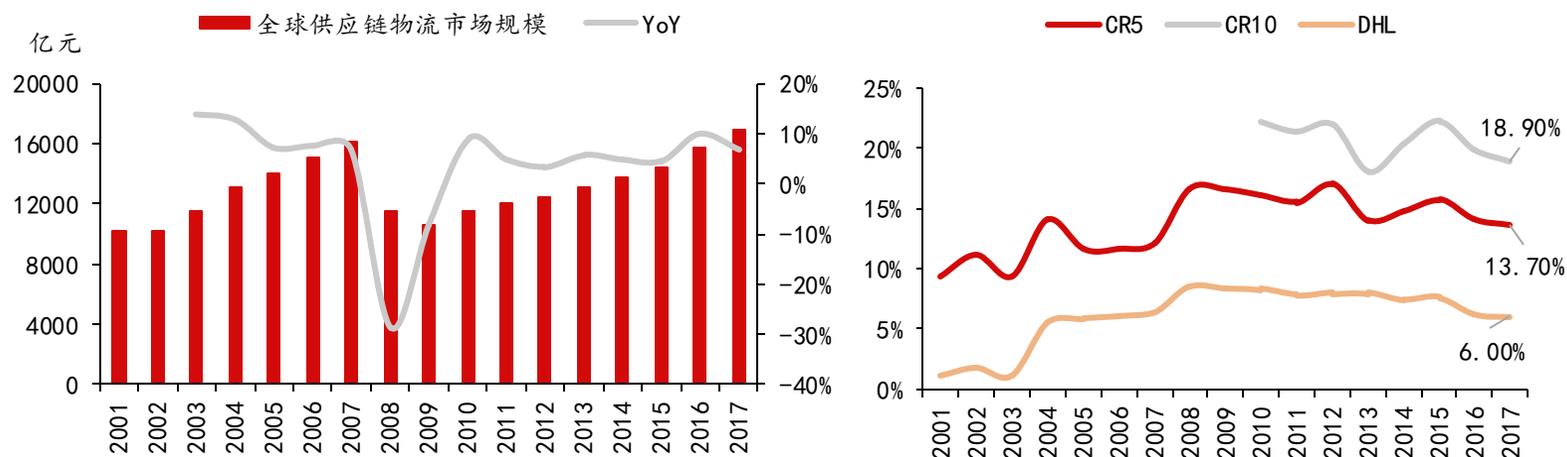
图表39：供应链物流由行业、地区和流程三个维度决定



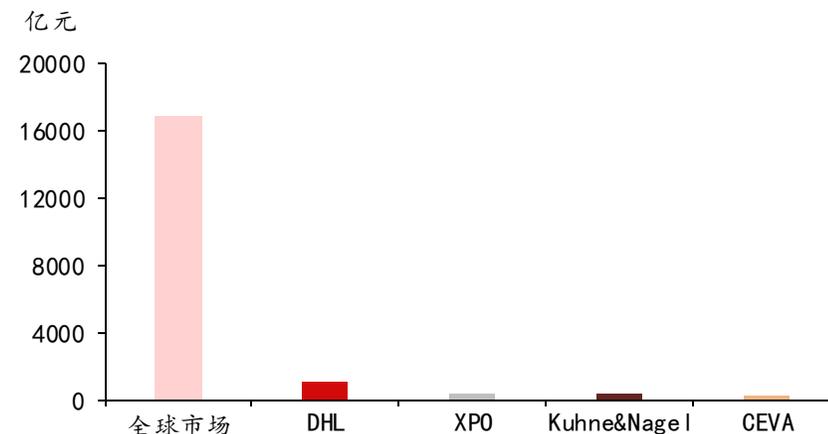
### 3.3 营收停滞原因1 | 供应链物流行业受限于客制化，不具备规模效应

- 商业模式决定了行业属性：①高度客制化；②客户粘性强；③流量入口
- 高度客制化，导致无法大规模快速扩张，不具备规模效应，内生发展难以提速。
- 客户粘性强，强者无法通吃。定制化下客户转换成本较高，供应链物流商争夺对手客户的难度较大。
- 流量入口，向运输部门导流：对综合物流商而言，供应链物流具有向物流业务部门导流的作用。供应链物流看似营收没有增长，实际是让利给运输部门。

图表40：2009-2017年全球供应链物流市场持续增长但市场集中度却下降



图表41：1.7万亿市场，行业龙头却只有1000亿（2017年）



### 3.3 营收停滞原因2 | 欧洲供应链物流下游停止增长，且优化空间较小

- 零售和汽车业是供应链物流下游最主要的两大行业，欧洲汽车产量长期停滞，15年GAGR仅为0.3%；欧洲零售业处于低速增长阶段，供应链物流增量空间极小。
- 欧洲供应链行业处于成熟阶段，存量优化空间小。欧洲是世界供应链物流最发达的地区，根据2018年世界银行公布的数据显示，全球物流绩效指数Top10中有8个欧洲国家，Top20中有15个。

图表42：欧洲汽车市场产量长期停滞

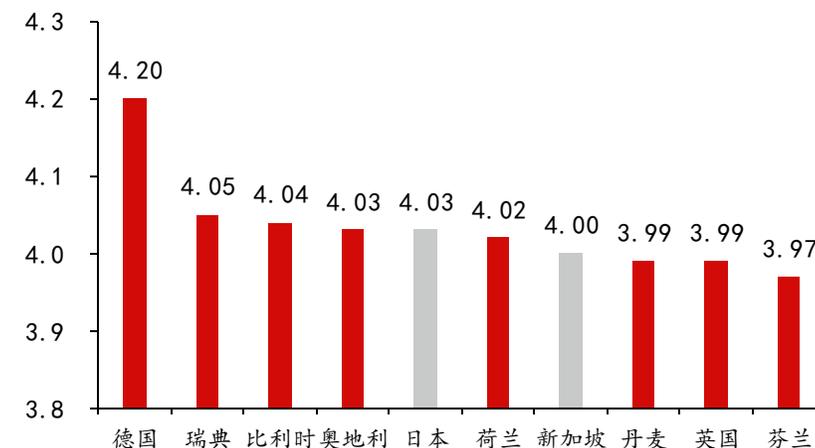


图表43：欧洲零售市场近5年增长波动小



图表44：全球物流绩效指数

中有8个欧洲国家 (2018)



### 3.4 供应链物流发展条件 | 全球供应链物流为何集中诞生于1990s ?

#### ■ 1980s美国经济增长换挡和基础运力充分信息化引发1990s供应链物流的大爆发

1980s美国经济发展增速放缓，成本问题下企业纷纷从内部着手降本增效，创新服务。80年代美国物流革新的长期积累下，1990s美国物流领域由logistics走向SCM(Supply Chain Management)，物流由单家企业的内部整合阶段走向产业链条的全面整合阶段，物流需求更加多样化、专业化。在这一变化的作用下，美国物流出现了全新的服务业态——第三方供应链物流服务。

图表45：综合物流巨头的供应链物流业务出现在1990s

公司	第一阶段：快递阶段		第二阶段：综合物流阶段		
			非快递运输业务	供应链物流业务	
	国内快递	国际快递	快运	冷链	供应链解决方案
DHL	1969	1971	1980s*	-	1990s初**
UPS	1913	1975***	1919	2000	2000
FedEx	1971	1985	1987	2011	1992

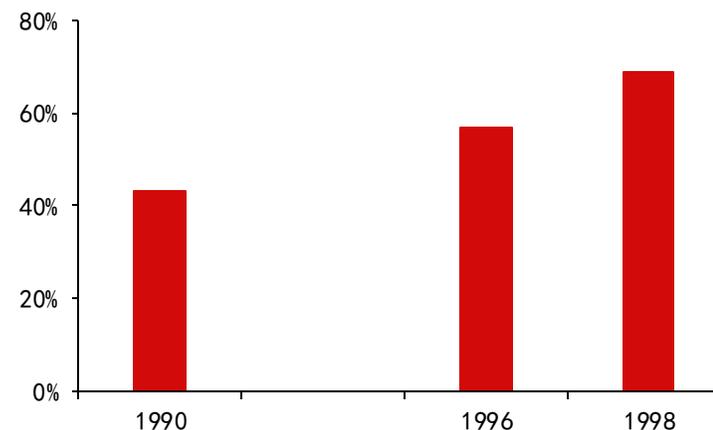
注：

1) 1997\*：根据资料DHL最早于1980s开展陆运业务但规模极小

2) 1990s初\*\*：根据资料DHL于1980s末、1990s初这段时间开始供应链物流服务，早期主要是仓储类服务；

3) 1975\*\*\*：UPS1975年开展的国际快递主要是美加间和加拿大国内快递，其真正意义的远距离国际快递开始于1986年。

图表46：1990s美国企业物流外包比例不断提高



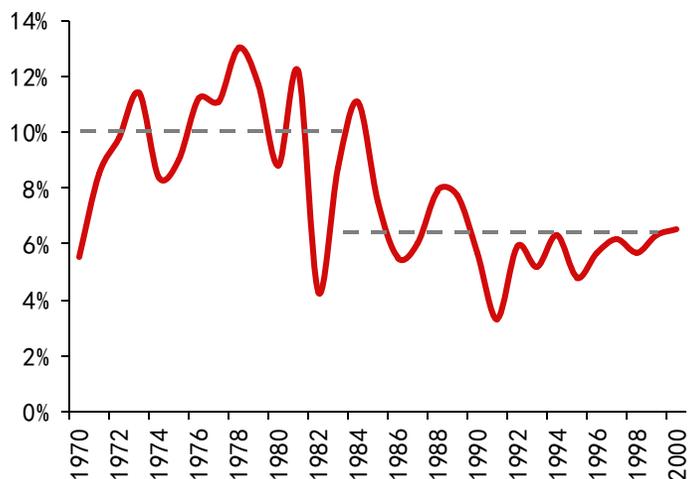
### 3.4 供应链物流发展条件 | 全球供应链物流为何集中诞生于1990s ?

- **需求：**1980s美国宏观经济由1970s平均增速10%的高速增长换挡成1980s-1990s的6%的中速增长。增速换挡背景下，成本压力凸显，提升物流效率成为社会共识，物流管理需求爆发。
- **供给：**1980s美国放松运输管制后，无论小件快递或者大票零担、整车，均出现竞争加剧，集中度快速提升的现象。市场从分散到寡占的过程中，运力逐步标准化、信息化，给供应链物流发展提供了坚实的基础。

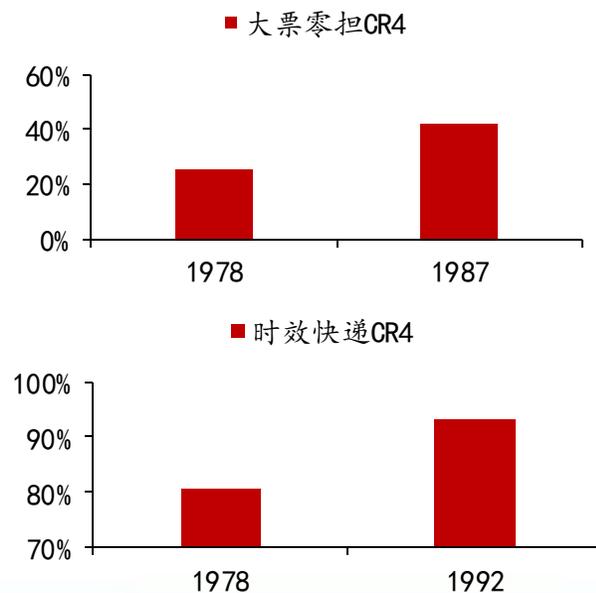
图表47：物流主要技术应用时间集中在1990s

技术	应用于大票零担领域的时间
EDI	1990s
条形码	1980s
GPS	1990s
FRID	2000s

图表48：1980s美国宏观经济增速换挡



图表49：集中度逐步提升，运力日趋标准化



图表50：FedEx和UPS在1980s-1990s完成信息化

时间	UPS	FedEx
1979		全球包裹追踪系统
1980		推出DADS辅助运送者管理时间与路线
1984		推出基于PC的Power Ship
1985		引入条形码技术
1986		引入Super Tracker (手持条形码读取设备)
1989	快速创建报表订单的Maxiship系统	应用卫星定位系统
1990	建成UPS Net	
1991	推出Maxitrac, 提供包裹追踪	推出Cosmos2系统, 允许实时的追踪
1992	从主机系统转向桌面本地化系统	
1993	启动DIADII, 转向大规模蜂窝技术	推出Muliship, 允许处理其他承运商的包裹
1994	装备MaxiCode	建立网站, 提供在线追踪服务;

## 四、中国快递企业如何走向国际化与综合化？

## 4.1 中国快递出海机会 | ①传统国际快递已经是非常成熟的市场

- 传统国际快递市场由标准化业务流程层、资本化硬件建设层和技术化软件建设层三部分组成：从1960s末兴起至今，国际快递市场历经半个世纪早已步入成熟阶段，以高标准化水平、高资本化投入和高技术化积累形成行业壁垒。

图51：国际快递市场业务模型特征：标准化、资本化、技术化



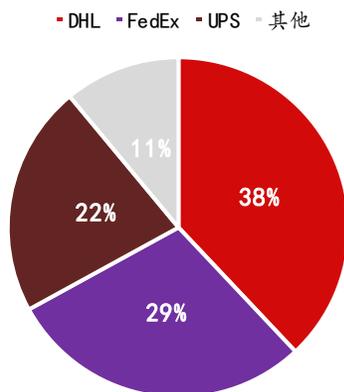
## 4.1 中国快递出海机会 | 千亿级资本壁垒+寡头垄断，后发者难以进入

- 国际间快递市场已是步入成熟阶段的红海市场，无根本性外部冲击的情况下，后发者难以进入：

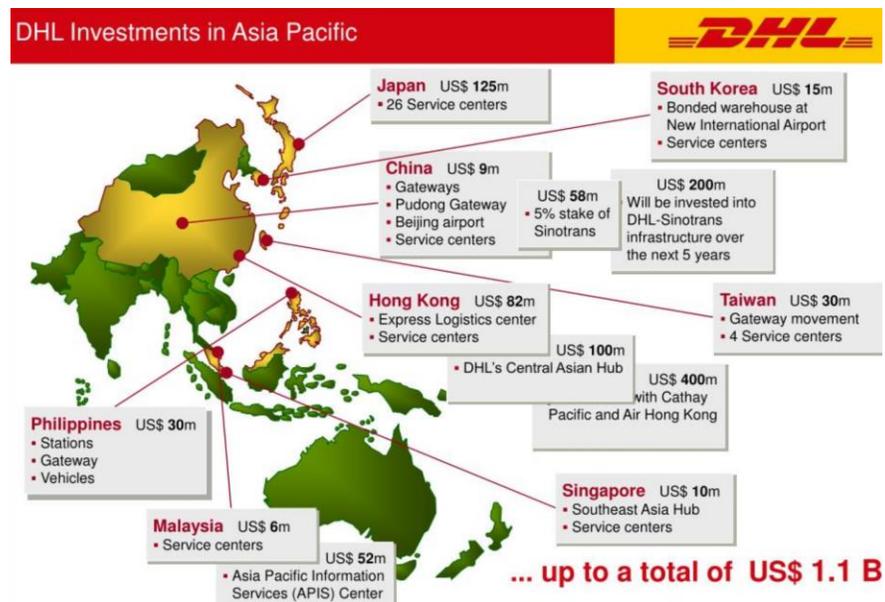
①国际快递市场CR3为89%，呈现高度集中的寡头垄断格局。2016年全球第四大国际综合物流商TNT被联邦快递收购，国际市场集中度进一步提高，头部企业在寡头竞争格局下尚难存活，新进入者困难重重。

②国际快递是资本密集型和技术密集型行业，新进入者资本投入在千亿人民币级别。规模效应显著的情况下，新进入者达到盈亏平衡规模前需承受长期巨额亏损。

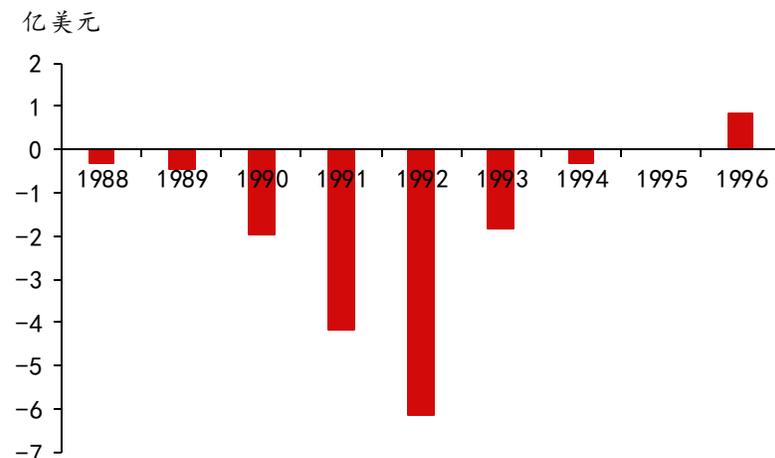
图表52：国际快递市场CR3为89%（2017）



图表53：截至2003年，DHL仅在亚太地区的部分投资便高达110亿美元



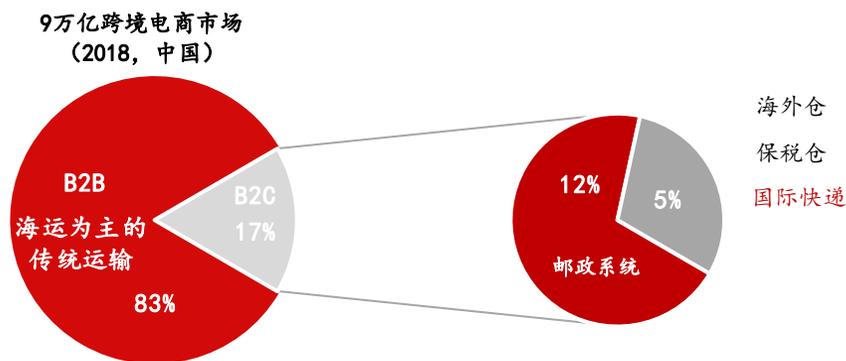
图表54：FedEx国际快递业务花费11年才实现盈利



## 4.1 中国快递出海机会 | ②跨境电商快速发展，但跨境电商快递却难以满足需求

- 乐观测算下，2018年中国国际快递中跨境电商件市场规模不足千亿，发展性价比低：** B2B是中国跨境电商市场主流（83%），物流以传统国际运输为主。B2C市场（17%）中约70%是通过各国邮政系统进行投递，剩下的30%中，国际快递仅是众多物流方式中的一种。乐观假设：1) B2C市场物流费用率40%；2) 国际快递占非邮政系统外市场的40%；测算出中国跨境电商国际快递市场规模仅为720亿元。跨境电商国际快递是全球综合物流巨头的优势业务，考虑到其市场规模有限，发展性价比不高。
- 跨境电商国际快递本质是价格敏感的国际消费物流，所需服务为全球综合物流服务而非高时效的国际快递服务：** 中国跨境电商进出口品类主要集中于轻工业消费品，价格较为敏感，其物流方式主体为传统国际运输和仓配。

图表55：中国跨境电商国际快递占比极小



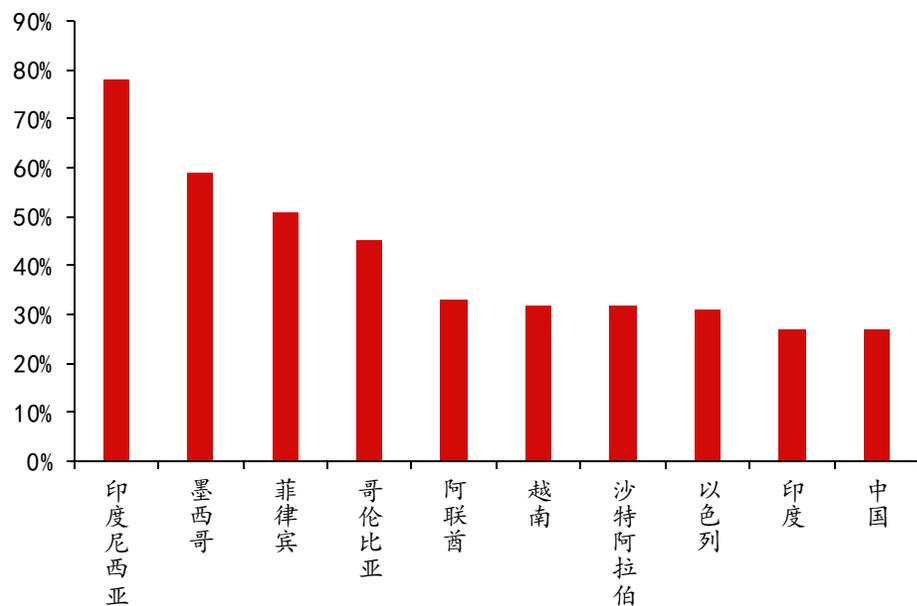
图表56：跨境电商物流与传统国际快递区别大

特点	传统国际快递	跨境电商物流
商流属性	生产型（主）+商务型	消费型
需求特征	时效&服务敏感	价格敏感
国际快递业务占比	高	低
供给特征	全球国际快递服务	全球综合物流服务

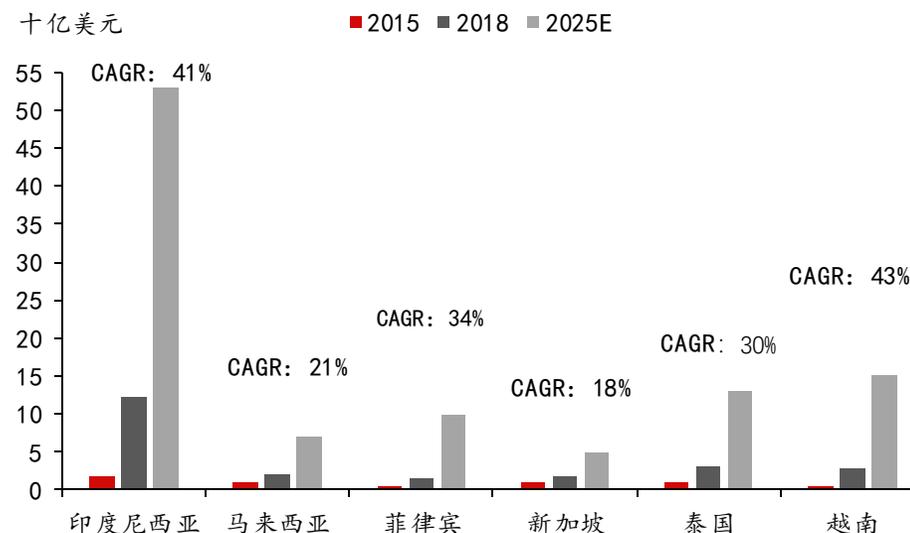
## 4.1 中国快递出海机会 | ③新兴市场国家电商快递市场机会已经显现

- **新兴国家快递业务发展机遇主要集中在电商领域：**全球电子商务增速最快的十个国家集中于东南亚、中东和拉丁美洲等新兴市场地区。其中东南亚地区的印尼、菲律宾及越南的电商市场呈高速增长态势。
- **东南亚电商市场呈爆发式增长，前六大电商市场规模在为1600亿元：**2018年东南亚前6大电商市场规模达1600亿人民币，预计2025年将达7000亿元，CAGR为23%。

图表57：全球电商增速最快的国家集中于新兴市场地区



图表58：东南亚市场电商增长快，发展潜力大

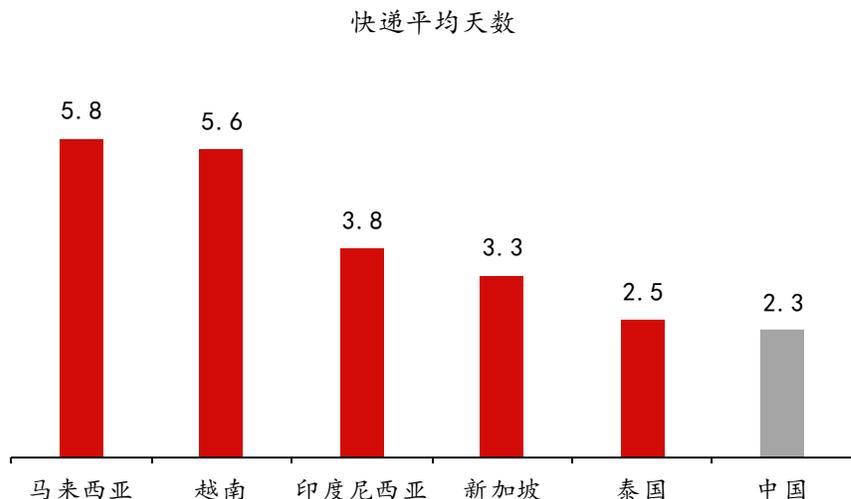


## 4.1 中国快递出海机会 | ③新兴市场国家电商快递市场机会已经显现

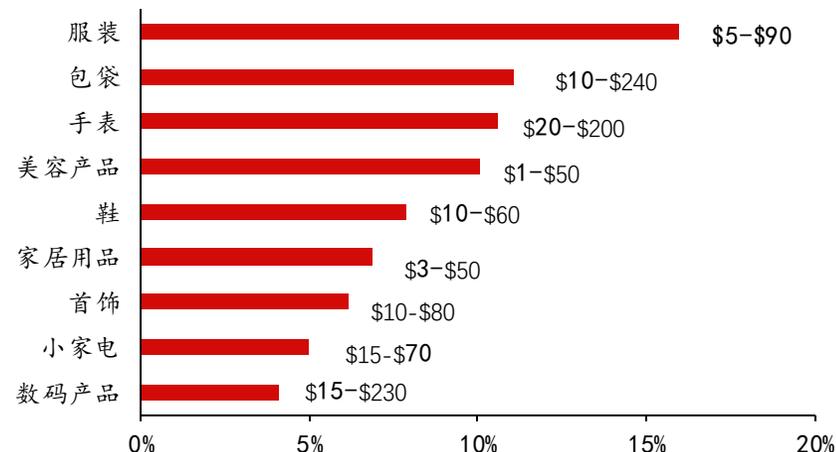
### ■ 相似的商流结构下，中国快递企业在东南亚电商快递市场具有一定优势：

- ①从商流看，二者的主体商流均为中低端电商消费品，中国快递企业具有丰富经验；
- ②从增量看，在电商带动下，东南亚快递市场呈爆发式增长；
- ③从存量看，东南亚快递市场结构优化空间巨大；
- ④从竞争格局看，目前东南亚地区的主要竞争对手为当地服务商（邮政和快递商），以DHL为主的国际巨头和电商自营物流。当地服务商处于起步阶段，经验不足；国际巨头和电商自营物流成本较高；中国快递企业进入难度较小。

图表59：东南亚快递时效水平提升空间大（2018）



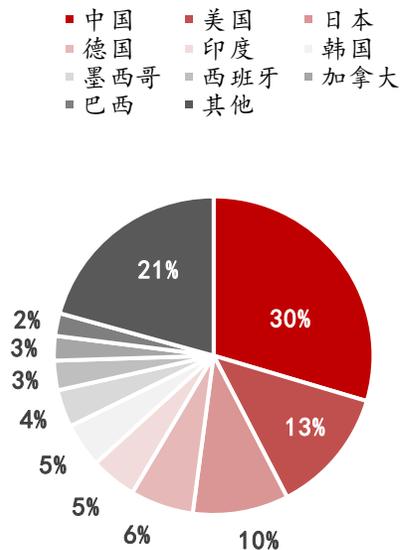
图表60：东南亚电商购买品类以低价生活消费品为主



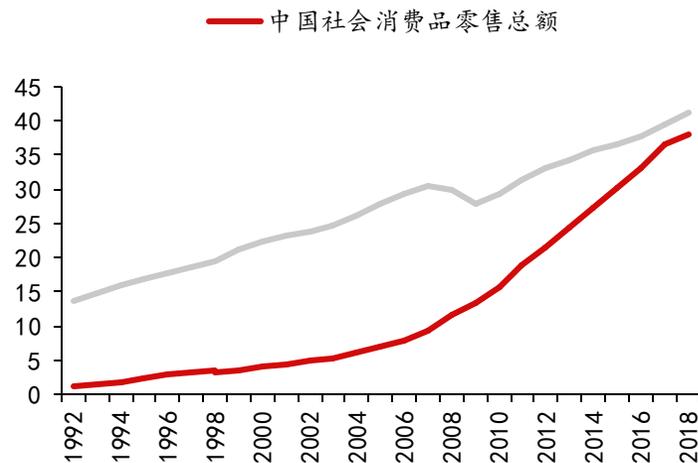
## 4.2 中国供应链物流 | ①下游行业规模大提供巨大发展空间

- 中国汽车、零售、电子元器件市场规模均处于世界前列，给供应链物流发展提供了巨大的发展空间。

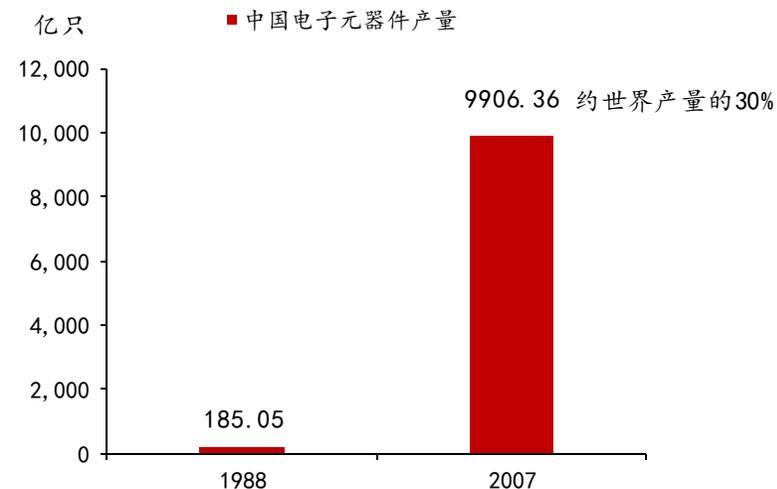
图表61：中国是全球最大的汽车生产市场



图表62：中国超过美国成为全球最大的零售市场



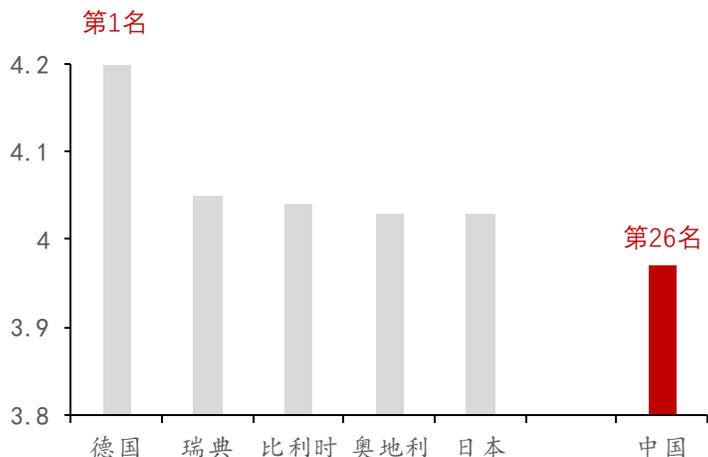
图表63：2007年，中国电子元器件产量占到世界30%以上



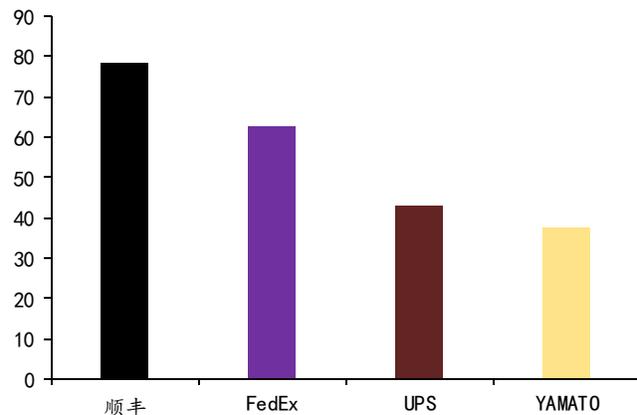
## 4.2 中国供应链物流 | ②物流效率两极分化，存在结构性问题

- 不可笼统地讲中国物流效率低下，中国物流效率整体呈现出两极分化的特征。快递作为中国物流的一极，人均配送能较高（人均80件/天），高于欧美国家（人均50-70件/天）。在菜鸟的帮助和整个民营快递公司自身努力下，目前整个快递行业标准化、信息化程度均很高。
- 但除快递、快运外的公路货运细分行业——大件零担、整车仍处于数字化水平较低，闲散运力较多，整体呈现低效低价的业务特征。

图表64：中国物流效率世界排名靠后（2018）



图表65：中国每日人均包裹递送量领先（2018）



注：考虑口径问题，顺丰此处采用的是全员工数量而非快递员数量

图表66：中国运输与仓储整体信息化水平较低

	数字化水平	数字化支出	数字资产存量	交易	互动	业务流程	创作人员	数字资本深化	数字就业	GDP占比	就业占比
ICT行业	高	高	高	高	高	高	高	高	高	7%	5%
媒体	高	高	高	高	高	高	高	高	高	0.3%	0.3%
金融和保险	高	高	高	高	高	高	高	高	高	6%	2%
娱乐休闲	高	高	高	高	高	高	高	高	高	0%	1%
零售贸易	高	高	高	高	高	高	高	高	高	2%	2%
公用事业	高	高	高	高	高	高	高	高	高	3%	2%
医疗保健	高	高	高	高	高	高	高	高	高	2%	3%
政府政务	高	高	高	高	高	高	高	高	高	2%	7%
教育	高	高	高	高	高	高	高	高	高	4%	7%
批发贸易	高	高	高	高	高	高	高	高	高	6%	2%
高端制造	高	高	高	高	高	高	高	高	高	10%	7%
油气	高	高	高	高	高	高	高	高	高	4%	1%
基础产品制造	中	中	中	中	中	中	中	中	中	7%	7%
化工和制药	中	中	中	中	中	中	中	中	中	10%	4%
冶矿	中	中	中	中	中	中	中	中	中	3%	2%
运输与仓储	低	低	低	低	低	低	低	低	低	4%	4%
专业服务	低	低	低	低	低	低	低	低	低	3%	4%
房地产	低	低	低	低	低	低	低	低	低	5%	2%
农业与狩猎	低	低	低	低	低	低	低	低	低	7%	24%
本地服务	低	低	低	低	低	低	低	低	低	6%	2%
酒店服务	低	低	低	低	低	低	低	低	低	2%	1%
建筑	低	低	低	低	低	低	低	低	低	7%	12%

数字化水平低 数字化水平高

注：图表来自麦肯锡全球研究院报告《数字时代的中国：打造具有全球竞争力的新经济》

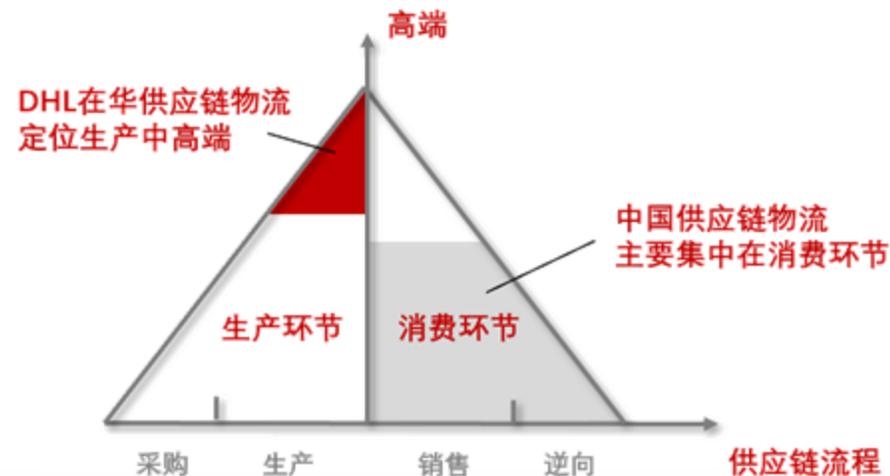
## 4.2 中国供应链物流 | ③DHL在华供应链为何卖身?

- **深耕生产型供应链物流多年，盈利却没有起色：** DHL供应链1985年进入中国市场，历时近35年，截至2017年营收仅35.12亿元，净利润1.40亿元，净利率维持在2%-3%的水平。
- **软件发展，需要完善的硬件支持；** 供应链物流的发展，同样需要配套达标的基础设施。快递、快运作为面向C端消费物流的基础设施，整体标准化、信息化程度较高，因此供应链物流服务更便于展开；B端生产物流的底层硬件——大票零担、整车标准化、信息化程度较低，虽存在供应链物流需求，但服务较难实行。
- 供应链物流对于小企业而言，动辄几十万支出，但这笔支出对效率的提升有一定的时滞。**ToB的中小企业（生产环节）** 相较**ToC的中小企业（消费环节）** 更难以承受较长的供应链改造周期和结账周期。

图表67：DHL在华供应链增长停滞

DHL在华供应链	2017	2018H1
资产总额	2,103.71	2,566.95
负债总额	1,273.37	1,706.28
应收账款	1,179.32	1,121.73
净资产	830.34	860.67
营业收入	3,512.59	1,812.47
息税前利润	237.68	91.30
净利润	140.29	21.91
经营活动现金流	67.52	167.94
净利率	3.99%	1.21%

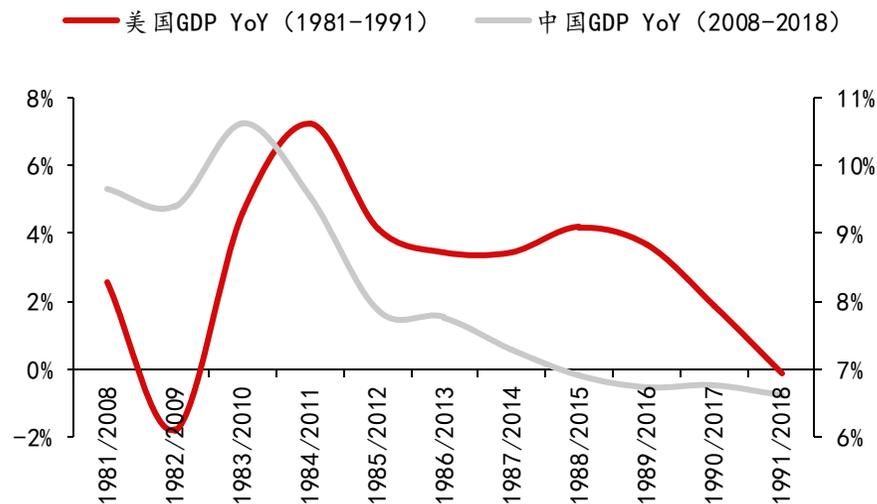
图表68：DHL聚焦生产制造供应链物流的中高端细分市场



## 4.2 中国供应链物流 | 中国供应链物流发展出现分化，消费环节先爆发

- **需求侧，供应链物流具备大发展的前提条件。**类似1980s的美国，我国经济发展增速放缓下成本压力凸显，中国人力成本优势逐渐减弱，降本增效成为各行业发展主题。
- **供给侧，我国生产和消费物流基础运力的保障能力差异明显。**消费物流领域有大量运营规范，资本充足，信息化高的快递、快运上市公司。而生产物流领域公司较为零散，个人车队和专线公司居多，整体效率较低，信息化较差。
- 中国供应链物流发展出现分化，消费环节供应链物流大概率会率先进入高速发展期，而生产环节供应链物流仍需等待基础运力的优化升级。

图表69：中美GDP增速出现相似走势



图表70：中国快递行业集中度和头部企业规模远高于零担、整车行业



## 4.3 百世供应链 | 立足消费物流环节的仓配业务

- 百世2007年成立之初主营业务便是供应链物流，辅助供货商做仓储系统。随着其快递、快运网络的铺开，其供应链从纯粹的系统设计逐渐转型成为立足仓储、服务综合的供应链物流服务，客户主要来自于快消品及服装行业，业务覆盖生产和消费环节。百世主要提供系统设计、仓库管理以及配套的运输服务。
- 百世供应链物流以“统仓共配、线上线下一体化”作为发展方针，着重布局仓配服务。

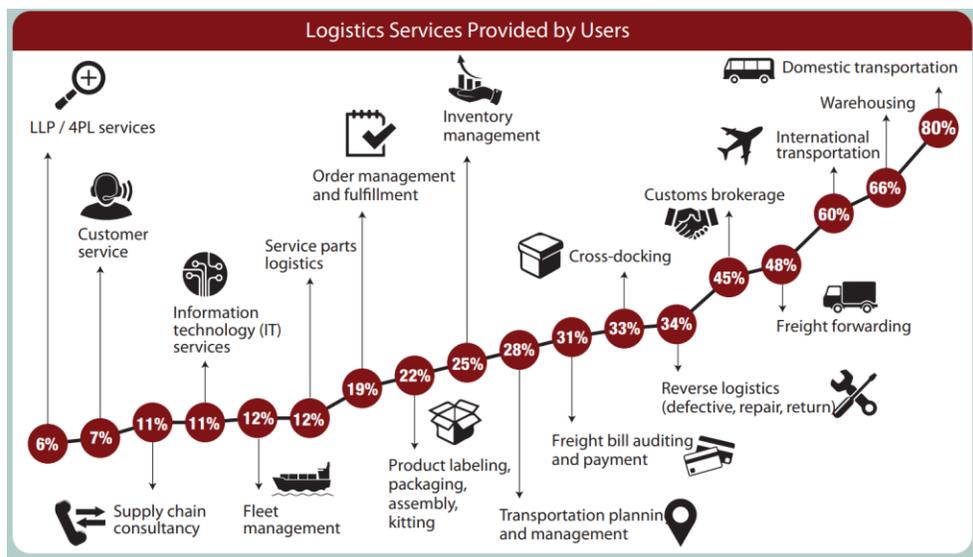
图表71：百世供应链物流服务内容全面



## 4.3 百世供应链 | 零售仓配契合中国供应链物流中低端需求为主的国情

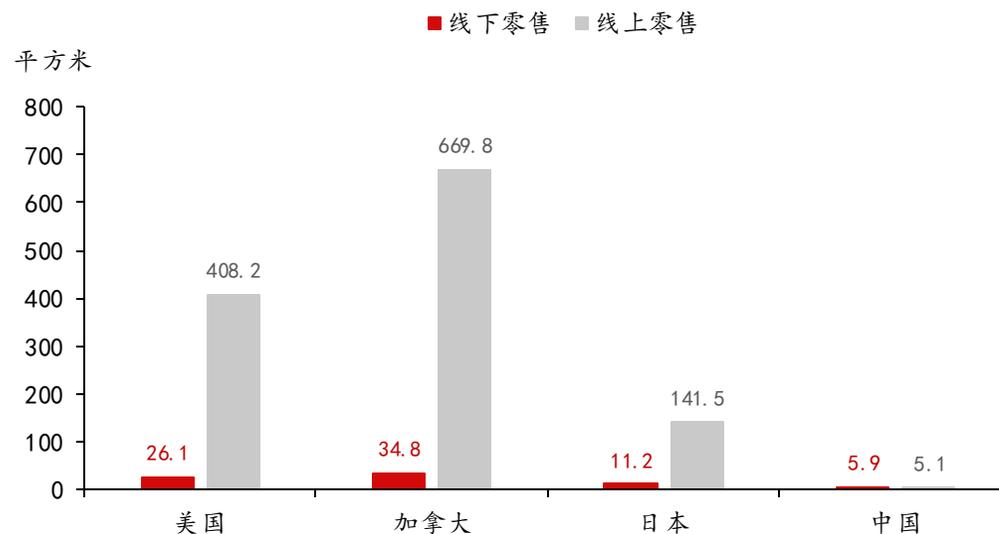
- 百世以零售仓配为主的供应链物流契合目前国情：** 1) 从行业看，中国供应链物流需求主要集中在消费环节的基础服务。百世深耕消费物流多年，在该领域具有较好的技术及经验积累； 2) 从环节看，仓储外包需求意愿强，可附加增值服务空间大，百世业务规模容易做大。
- 仓配环节业务具有较高的发展性价比：** 1) 标准化的一对多服务，客户范围广，规模效应较明显：相较于供应链物流的其他环节，仓配环节的标准化程度相对较高，业务既能覆盖大客户，也能够为中小客户提供服务； 2) 外包意愿强，展业难度较小：一方面，相较于供应链物流的其他环节，仓配环节较少涉及客户运营的核心环节；另一方面，仓储自建具有规模刚性和区位不稳定性特征，在大多数企业经营季节性、波动性较大的背景下，仓储外包更具经济性。

图表72：从经验看，仓储外包比例为66%，仅次于国内运输



注：图表来自Capgemini Consulting报告《2016 Third-Party Logistics Study》

图表73：从每百万美元销售使用现代化仓储面积看，中国和发达国家还有差距（2015）



## 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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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。

## 致谢

感谢邮政科学研究规划院情报信息团队对本系列报告提供的研究支持。

感谢苏子杰对本报告做出的贡献。

本公司利用信息隔离制度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，本公司的董事、高级职员或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为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### **公司投资评级的说明**

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### **行业投资评级的说明**

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

# THANKS

方正证券 正在你身边

首席分析师：许可 执业证书编号：S1220518090001 联系方式：138-2329-8608

联系人：李跃森 联系方式：185-0309-3683



**方正证券股份有限公司**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦B座11层

11F, Pacific Insurance Building, No.28 Fengsheng Lane, Taipingqiao Street,  
Xicheng District, Beijing, China

