

物流 II 行业：快递行业 2020 年中报总结

利润分化向现金流传导，首选现金流优质的龙头

核心观点：

- **外部环境加速格局演进，利润分化向现金流传导。**受疫情影响，快递行业上半年最大的特征就在于：1. 业务量集中在二季度释放，快递公司回量诉求加剧了价格战；2. 公路通行费免征、增值税减免等优惠政策，打破了快递成本的竞争格局，总部让利加码。通达百上半年的单件快递成本差距缩小，总部的让利更加主动。反映到报表上，利润分化已经传导到现金流。具体来看，2020H1，韵达、圆通、申通、中通扣非净利润分别同比变化-52.87%、+8.15%、-95.94%、-10.67%；经营性净现金流分别同比变化-79.95%、+12.13%、-149.16%、-45.55%。
- **价格策略具有短期性，现金分化是龙头突围的强信号。**上半年，各家总部都采取了直接降面单和中转费率的方式，直接为揽件端减负。韵达和申通分别对华南、华中地区大力扶持，伴随网络平衡度的提升，成本效率有望进一步提高。阶段性的市场策略，虽然会冲击短期利润和现金流，但不会动摇公司精细化管理的根基。从现金层面来看，中通、韵达的类现金余额仍远高于同行。经营性净现金流和类现金余额的分化是龙头突围的强信号，中通优质的现金流是公司持续扩张，优化管理，稳固龙头地位的保障。
- **45 亿定增补足圆通现金短板，航空有望带领公司走出国门。**据公司公告，阿里将向公司控股股东和实际控制人收购公司 3.8 亿股股份，同时，公司拟非公开发行 6.3 亿股，募资 45 亿元。我们认为，阿里对通达百的股权投资，短期内不会影响行业格局，而新一轮的定增将为圆通注入活水，为圆通参与龙头竞争提供支持。截止 2020H1，圆通的期末现金及现金等价物余额+其他流动资产约为 46 亿元，45 亿定增将补足圆通现金短板。航空货运在疫情中的高景气有望部分延续，未来可助圆通走出国门。
- **顺丰上半年业绩超预期，时效件增势有望延续。**顺丰上半年最大的变化就在时效件增速回至 19% 的高位。伴随特惠专配初具规模，时效件货品调整，顺丰的快递业务已全面回归正轨，这种趋势具备可持续性。从产能利用及投入看，成本效率的优化空间还很大。物流方面，重货、冷链皆已做到行业第一，有望率先成为公司的第二增长极。短期盈利与否并非核心矛盾，新业务的孵化需要战略格局和耐心。
- **投资建议。**上半年，外部环境的特殊性让行业格局发生了一定的变化，具体表现为：1. 直营快递的业绩表现远超加盟快递；2. 具备规模优势的公司，成本的边际改善反而更小。我们认为，阶段性市场策略，对短期利润和现金流的冲击，暂未实质性改变行业格局。加盟快递的分化正从利润端转向现金流，这是龙头突围的强信号，中通成长为中国快递龙头的趋势正一步步增强。顺丰双业重归平衡，愿景、能力、赛道三要素高度匹配，聚焦核心优势有望加速顺丰成长为中国综合物流龙头。建议关注：顺丰控股，中通快递、圆通速递、韵达股份。
- **风险提示。**疫情出现反复，快递价格战加剧，宏观经济下行，油价波动。

行业评级

买入

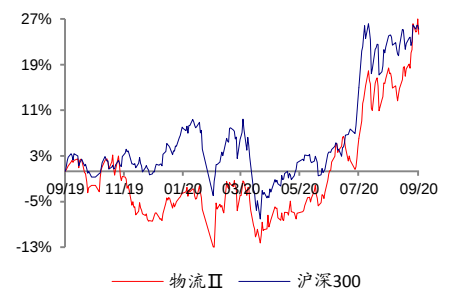
前次评级

买入

报告日期

2020-09-03

相对市场表现



分析师：

曾靖珂



SAC 执证号：S0260520050002



021-60750602



zengjingke@gf.com.cn

分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003



SFC CE No. BNN906



010-59136622



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。

相关研究：

物流 II 行业:物流系列六:重估 2020-06-23

加盟制快递商业模式，寻找下

一阶段效率冠军

物流 II 行业:物流系列五:全链 2020-06-15

路视角下的快递成本优化—

一结构与空间

物流 II 行业:快递行业空间可 2020-01-19

期，存量博弈加速龙头突围

联系人：

徐君

xjun@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
顺丰控股	002352	CNY	83.00	2020/08/18	增持	74.70	1.66	1.96	50.00	42.35	31.25	24.56	15.70	15.70
圆通速递	600233	CNY	17.18	2020/08/30	增持	15.34	0.59	0.64	29.12	26.84	16.85	14.95	13.00	12.40
韵达股份	002120	CNY	20.87	2020/09/01	买入	24.00	0.84	1.01	24.85	20.66	14.25	11.12	15.10	15.40

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

目录索引

一、通达百现金流分化，顺丰业绩大超预期.....	5
（一）外部环境加速格局演进，通达百利润、现金流均分化.....	5
（二）疫情中直营管控优势凸显，航空货运带动业绩超预期.....	6
二、价格策略具有短期性，现金分化是长期信号	8
（一）韵达大幅让利平衡网络，短期市场策略不改精细化管控根基.....	8
（二）现金分化是龙头突围的强信号，中通利润、现金流优势突显.....	9
（三）45 亿定增补足现金短板，航空货代有望带领圆通走出国门	10
三、资本开支主要投向分拣，成效有望在 Q4 显现	11
四、顺丰：时效件增速超预期，双业重归平衡	13
（一）疫情凸显顺丰品牌度，20H1 市占率提 3.17PCTS 至 11%.....	13
（二）资本开支有序投入，成本效率优化空间仍然较大	15
五、投资建议	17
六、风险提示	17
七、附表	18

图表索引

图 1: 全国日均快递量和异地件单价	5
图 2: 通达百总部单价同比降幅 (元)	5
图 3: 半年度扣非归母净利同比增速	6
图 4: 通达百经营性净现金流 (百万元)	6
图 5: 上市快递公司单季快递量同比增速	6
图 6: 顺丰航空货运量及增速	6
图 7: 浦东机场航空货邮吞吐量同比增速 (%)	7
图 8: 德邦股份扣非归母净利 (百万元)	7
图 9: 通达百经营性净现金流 (百万元)	9
图 10: 通达百营运资本的同比增加 (亿元)	9
图 11: 通达百类现金余额 (百万元)	10
图 12: 通达百货币现金余额 (百万元)	10
图 13: 三通一达 2020H1 资本开支 (百万元)	11
图 14: 韵达股份 2020H1 资本开支 (百万元)	11
图 15: 中通快递 2020H1 资本开支 (百万元)	11
图 16: 圆通速递 2020H1 资本开支 (百万元)	11
图 17: 韵达、圆通、申通 20H1 不动产净值 (百万元)	12
图 18: 韵达、圆通、申通 20H1 动产净值 (百万元)	12
图 19: 顺丰控股时效和经济快递的收入增速情况	13
图 20: 顺丰控股各业务收入值和占比情况 (亿元)	13
图 21: 零担行业营业收入排名 (亿元)	14
图 22: 零担货量排名 (万吨)	14
图 23: 2018-2019 年医药冷链细分产品市场规模 (亿元)	15
图 24: 2019 年医药冷链细分产品市场规模和物流费用	15
图 25: 顺丰控股资本投入的分项情况 (亿元)	15
图 26: FedEx 航空装载率测算	16
表 1: 三通一达、百世单件成本深度拆分 (元/件) 考虑自营率	5
表 2: 三通一达、百世单件收入深度拆分 (元/件) 考虑自营率	8
表 3: 韵达、圆通、申通分区域收入占比、收入同比变化	8
表 4: 三通一达、百世单件利润深度拆分 (元/件)	9
表 5: 三通一达新增固定资产原值 (百万元)	11
表 6: 顺丰航空装载率模拟测算	16
表 7: 三通一达、百世单件收入深度拆分 (元/件) 考虑自营率	18
表 8: 三通一达、百世单件成本深度拆分 (元/件) 考虑自营率	18
表 9: 三通一达、百世单件利润深度拆分 (元/件)	19
表 10: 三通一达、百世经营性现金流分析 (亿元)	19

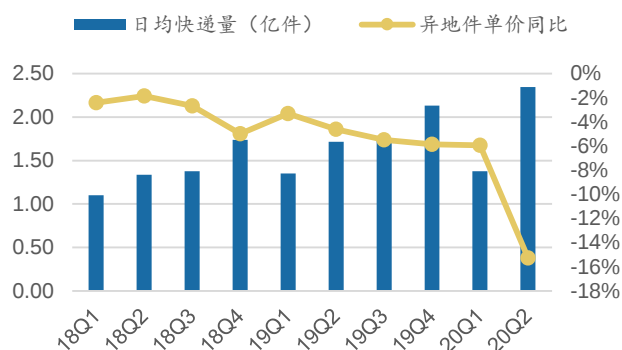
一、通达百现金流分化，顺丰业绩大超预期

（一）外部环境加速格局演进，通达百利润、现金流均分化

受新冠疫情影响，快递行业上半年最大的特征就在于：1. 业务量集中在二季度释放，快递公司回量诉求加剧了价格战；2. 公路通行费免征、增值税减免等优惠政策，打破了快递成本的竞争格局，总部让利加码。

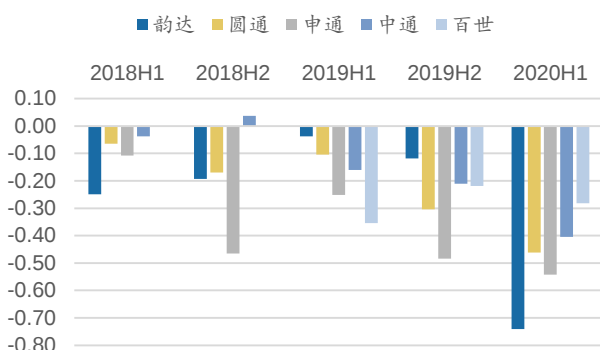
具体来看，全行业Q1/Q2日均快递量分别为1.38亿件、2.35亿件，分别同增2%、37%，20Q2日均业务量达到了19Q4的1.1倍。价格方面，异地件单价Q1/Q2分别同比降6%、15%，降幅为最近10个季度以来最大。通达百总部的快递面单+中转费率降幅都在20%以上，行业价格战达到近两年以来的峰值。

图1：全国日均快递量和异地件单价



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图2：通达百总部单价同比降幅（元）



数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

2020年2月17日-5月5日，全国收费公路免收车辆通行费。根据《中国公路货运市场研究报告》，通行费占运输成本的约30%，该政策将快递公司在运输成本上30%的差异直接拉到了统一水平。叠加20H1柴油价格同比下降9%，圆通、申通、百世、中通上半年单件运输成本都降到了0.6元及以下。

在外部环境和政策影响下，通达百上半年的单件快递成本差距缩小，总部的价格让利策略都更加主动大胆。

表 1：三通一达、百世单件成本深度拆分（元/件）考虑自营率

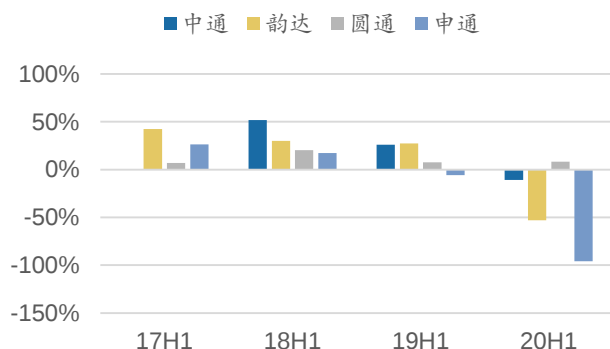
公司	韵达			圆通			申通			中通			百世		
年份	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增
中转自营率	100%	100%		90%	90%		59%	88%		92%	90%		100%	100%	
面单成本				0.04	0.02	-0.02	0.05	0.02	-0.03						
中转成本	1.11	0.90	-0.21	1.25	0.93	-0.32	1.26	1.07	-0.19	1.07	0.88	-0.19	1.27	1.05	-0.22
其中：运输	0.76	0.56	-0.20	0.82	0.56	-0.26	0.65	0.46	-0.19	0.68	0.53	-0.16	0.76	0.61	-0.14
其中：中心操作	0.35	0.34	-0.01	0.43	0.37	-0.06	0.60	0.60	0.00	0.38	0.35	-0.03	0.51	0.44	-0.07
小计	1.11	0.90	-0.21	1.29	0.95	-0.34	1.31	1.09	-0.22	1.07	0.88	-0.19	1.27	1.05	-0.22
派送成本	1.72	1.28	-0.44	1.30	1.21	-0.08	1.63	1.47	-0.16				1.61	1.27	-0.34
快递小计	2.83	2.18	-0.65	2.59	2.17	-0.42	2.94	2.56	-0.38				2.88	2.33	-0.55

数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心；注：韵达单件成本为估算值

外部环境的冲击,对快递公司的价格策略、产能扩张都产生了不同程度的影响,反映到报表上,通达百的利润分化已经传导到现金流。具体来看,2020H1,韵达、圆通、申通、中通扣非归母净利分别同比变化-52.87%、+8.15%、-95.94%、-10.64%;经营性净现金流分别同比变化-79.95%、+12.13%、-149.16%、-45.55%。

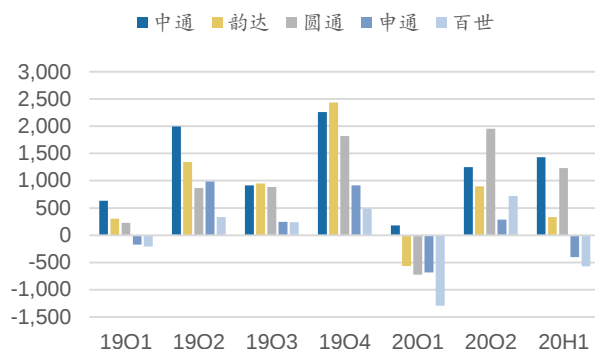
在不考虑外部融资的情况下,经营性净现金流决定了快递公司继续扩张的潜力,和参与价格战的韧性。从上半年的数据来看,圆通修复较快,中通绝对优势明显。截止2020年6月30日,中通的类现金余额是圆通、申通、百世总和的85%。

图3: 半年度扣非归母净利同比增速



数据来源: 公司中报, 广发证券发展研究中心

图4: 通达百经营性净现金流(百万元)



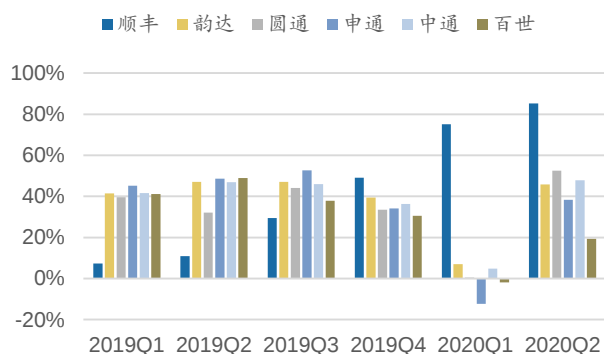
数据来源: 公司中报、季报, 广发证券发展研究中心

(二) 疫情中直营管控优势凸显, 航空货运带动业绩超预期

值得注意的是,在上市快递公司中,顺丰的业绩表现大幅超预期,其上半年快递业务量同增84%,营业收入同增42.05%,扣非归母净利同增47.82%。整体来看,直营快递受疫情的负面影响较小。

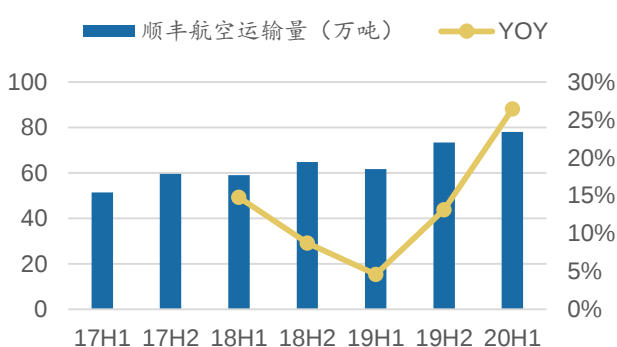
疫情期间,多地特允顺丰等直营快递开展业务,业务量受影响较小;同时,疫情推动航空货运需求快速增长,圆通航空、顺丰航空均有所受益,顺丰上半年航空运输量同比增长约26.4%。

图5: 上市快递公司单季快递量同比增速



数据来源: 公司月度报告, 广发证券发展研究中心

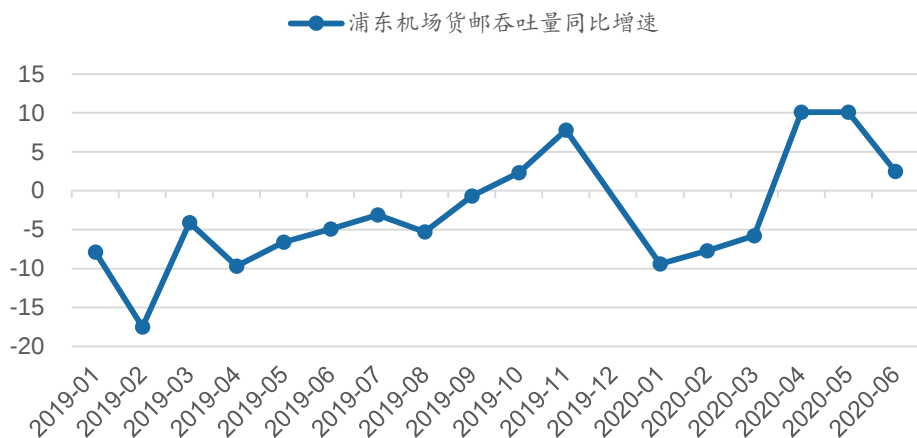
图6: 顺丰航空货运量及增速



数据来源: 公司中报、年报, 广发证券发展研究中心

据报表估计，圆通因航空增厚毛利约2.4亿元，大幅对冲快递毛利下降。考虑到圆通的自有飞机仅12架，远低于顺丰的59架，预计顺丰因航空增利的绝对量更大。伴随国内疫情得到控制，经济运转恢复往常，航空货邮吞吐量增速将逐步回归，预计下半年航空货运的增速将低于上半年。

图7：浦东机场航空货邮吞吐量同比增速（%）

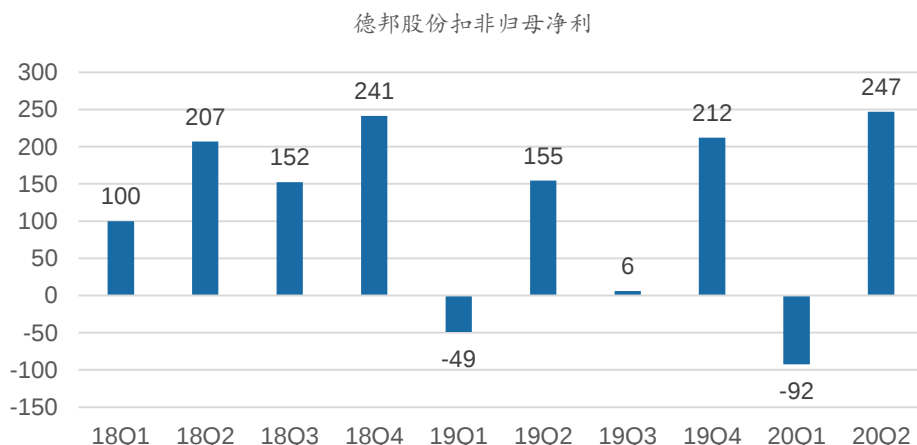


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

作为直营快递的德邦，在疫情期间同样表现出较强的管控力。快递业务量上，德邦Q1受到一定影响，Q2票数显著回升，同比增长12.0%，上半年快递收入同增2.73%，主要原因是票均重量同比提6.2%；快运业务量受疫情影响更大，20H1营收44.46亿，同比下滑10.95%，其中，Q1/Q2分别同比下降19.14%、3.73%。

成本端，友好的外部环境叠加公司自身管理的修复，德邦上半年利润率重归正常水平。德邦上半年营收同比降2.3%，归母净利同增46.62%。

图8：德邦股份扣非归母净利（百万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、价格策略具有短期性，现金分化是长期信号

（一）韵达大幅让利平衡网络，短期市场策略不改精细化管理根基

我们对三通一达、百世的单件业绩进行了深度拆分：由于缺失部分数据，对圆通单件快递收入不考虑中转自营率，其收入和成本均减去了补贴成本，并假设圆通的单件派送收入等于单件派送成本。

从降价结构上看，各家总部都采取了直接降面单和中转费率的方式，而不再只是补贴激励。圆通计入成本端的单件补贴从19H1的0.34元降至0.06元；韵达面单费同比降0.52元，派件毛利反而同比增长0.12元。两个现象说明各家在直接为揽件端减负，侧面反映出快递公司产能供给充沛，份额诉求强。

表 2：三通一达、百世单件收入深度拆分（元/件）考虑自营率

公司	韵达			圆通			申通			中通			百世		
年份	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增
快递量（亿件）	43.34	56.29	12.95	38.03	49.36	11.33	30.12	35.17	5.05	53.71	69.69	15.98	32.47	35.91	3.44
中转自营率	100%	100%		100%	100%		88%	93%		90%	90%				
快递不含派收入	1.70	0.96	-0.74	1.54	1.08	-0.46	1.76	1.22	-0.54	1.58	1.19	-0.39	1.38	1.10	-0.28
快递不含派成本	1.11	0.90	-0.21	1.29	0.95	-0.34	1.31	1.09	-0.22	1.07	0.88	-0.19	1.27	1.05	-0.22
快递不含派毛利	3.30	2.36	-0.94	2.84	2.30	-0.55	3.37	2.65	-0.72	1.81	1.40	-0.40	2.99	2.37	-0.62
派件毛利	-0.12	0.12	0.24	0.00	0.00	0.00	-0.02	-0.04	-0.02						
快递总毛利	0.47	0.18	-0.29	0.38	0.22	-0.15	0.43	0.09	-0.34	0.57	0.33	-0.23	0.11	0.05	-0.07

数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心；

注：圆通单件收入均不考虑中转自营率，因此存在低估；因收入无法考虑自营率，单件快递总毛利同样不考虑自营率

圆通收入端扣除补贴；假设圆通的单件派送收入等于单件派送成本

分区域来看，上半年，韵达对华南地区扶持力度较大，申通对华中地区的支持力度较大。韵达华南区域的快递收入同比下降6.7亿元（26%）。对华南市场的大力支持是公司增强网络平衡度的重要布局，未来有望在成本效率上逐步显现。

表 3：韵达、圆通、申通分区域收入占比、收入同比变化

	华南	华东	华中	华北	西北	东北	西南	港澳台	海外
收入同比变化									
韵达	-26%	1%	-6%	4%	21%	-62%	11%		
圆通	-13%	-2%	1%	16%	2%	7%	-2%	39%	10%
申通	0%	-8%	-23%	-7%	-12%	10%	9%		
收入占比									
韵达	13%	55%	6%	11%	2%	2%	4%		
圆通	21%	44%	7%	10%	1%	2%	3%	7%	4%
申通	32%	45%	8%	8%	1%	3%	4%		

数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

我们认为，阶段性的市场策略，虽然会冲击短期利润和现金流，但不会动摇公司精细化管理的基因。从成本端来看，中通、韵达仍然具备相对优势，两家公司上半年市占率分别提1.3pcts、1.0pcts，高于同行。伴随业务结构的平衡度提升，韵达成本效率有望加速优化，业绩有望逐步修复。

表 4：三通一达、百世单件利润深度拆分（元/件）

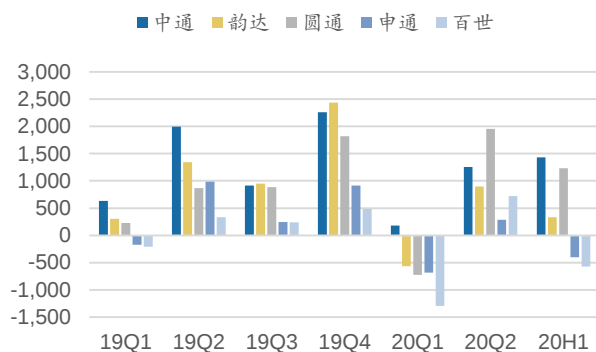
公司	韵达			圆通			申通			中通			百世		
年份	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增
快递毛利小计	0.47	0.18	-0.29	0.38	0.22	-0.15	0.44	0.10	-0.34	0.51	0.30	-0.21	0.11	0.05	-0.07
其他业务毛利	0.08	0.09	0.01	0.07	0.12	0.04	0.01	0.01	0.00	0.05	0.07	0.02			
总毛利	0.54	0.26	-0.28	0.45	0.34	-0.11	0.45	0.10	-0.35	0.56	0.37	-0.19			
三费	0.17	0.13	-0.04	0.16	0.11	-0.06	0.11	0.10	-0.01	0.11	0.09	-0.02			
销售费用	0.02	0.02	0.00	0.01	0.01	0.00	0.02	0.02	0.00						
管理费用（含研发）	0.14	0.10	-0.04	0.15	0.10	-0.05	0.10	0.08	-0.02						
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	0.01						
净利	0.30	0.12	-0.18	0.23	0.20	-0.03	0.28	0.02	-0.26	0.38	0.26	-0.12			
单件扣非净利	0.27	0.10	-0.17	0.22	0.18	-0.04	0.26	0.01	-0.25	0.43	0.30	-0.13			
经营性净现金流	0.38	0.06	-0.32	0.29	0.25	-0.04	0.27	-0.11	-0.38	0.49	0.21	-0.28			
快递业务毛利率	27%	18%		24%	21%		25%	8%		28%	22%		8%	4%	
快递业务净利率	16%	10%		14%	15%		15%	1%		24%	21%				

数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

（二）现金分化是龙头突围的强信号，中通利润、现金流优势突显

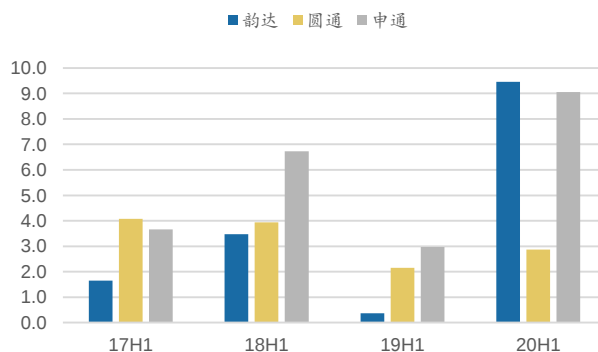
上半年，三通一达的经营性净现金流均有所下降，中通、圆通Q2修复强劲，韵达、申通修复偏弱，主要原因在于韵达、申通对加盟商的让利，以及对加盟商流动性的支持，两家公司上半年营运资本均同比增长逾9亿元。在外部环境特殊的条件下，中通上半年利润和经营性净现金流依然稳居通达百之首。

图9：通达百经营性净现金流（百万元）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图10：通达百营运资本的同比增加（亿元）



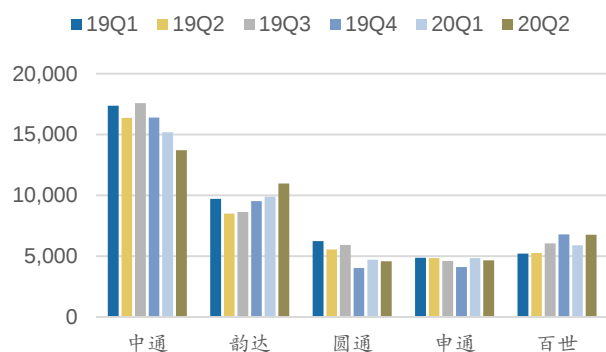
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

从现金层面来看，中通、韵达的类现金余额远高于同行，尤其是中通。我们认

为，经营性净现金流和类现金余额的分化是龙头突围强信号，现金水平决定了快递公司产能扩张的潜力和参与价格战的韧性。中通优质的现金流是公司继续发力产能，优化管理，提升市占率的保障。

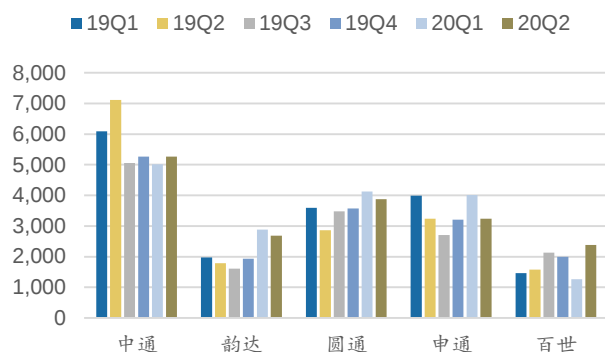
产能底盘和管理哲学是中通成为长跑冠军的杀手锏，中通成长为中国快递龙头的趋势正一步步增强。

图11: 通达百类现金余额 (百万元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图12: 通达百货币现金余额 (百万元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(三) 45 亿定增补足现金短板，航空货代有望带领圆通走向国门

2020年9月1日，圆通速递发布股份转让以及非公开发行股票公告：

1. 转让方蛟龙集团、喻会蛟、张小娟拟以17.406元/股向阿里网络转让3.8亿股股份，占公司股份总数的12%。转让完成后阿里网络、菜鸟供应链、阿里创投将合计持有公司22.5%股份，蛟龙集团仍为控股股东，喻会蛟、张小娟仍为公司实际控制人。

2. 公司拟向不超过35名特定对象非公开发行6.3亿股，募资45亿元，用于多功能网络枢纽中心建设项目、运能网络提升项目、信息系统项目以及补充流动资金。公司本次拟募资45亿，投向多功能网络枢纽中心建设（28亿）、运能网络提升（6亿）、信息系统（2亿）以及补充流动资金（9亿）。

同时公司调整2020年绩效考核目标：2020年度业务量增长率不低于30%，或2020年度营收增长率不低于同行业上市公司的平均增长率。

我们认为，阿里对通达百的股权投资，短期内不会对行业竞争格局产生实质性影响，而新一轮的定增将为圆通注入活水，为圆通参与龙头竞争提供支持。截止2020年6月30日，圆通的类现金余额（期末现金及现金等价物余额+其他流动资产）约为46亿元，不足韵达的一半，45亿定增将补足圆通现金上的短板。

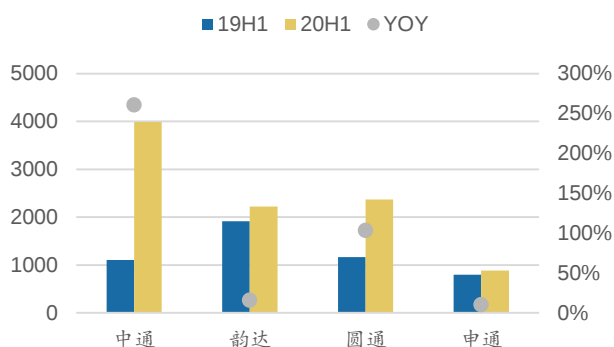
上半年，圆通货代营收同增25%，其中空运货代同增32%，货代毛利同增0.93亿元，圆通速递国际净利同增约9000万；此外，航空收入大幅增长，连同其他服务的毛利同增约1.61亿元。我们认为，航空货运在疫情中的强势表现将在疫情后部分延续，圆通的航空运能有望伴随阿里的出海战略走向国门。

三、资本开支主要投向分拣，成效有望在 Q4 显现

上半年，韵达、圆通、申通、中通的资本开支分别为22.20亿元、23.69亿元、8.84亿元、39.87亿元，分别同比变化+16.02%、+103%、+10.56%、+261%。

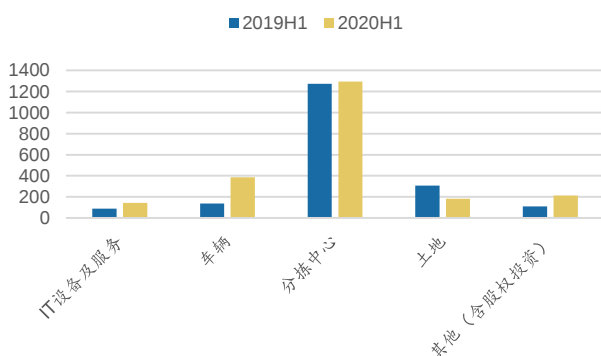
从结构上看，韵达、圆通、申通都继续加大对转运中心的相关投入，分别为12.96亿元（+1.8%）、6.11亿元（+364.38%）、9.58亿元（+39.59%），分别占上半年资本开支的58.37%、69.07%、40.44%。

图13：三通一达2020H1资本开支（百万元）



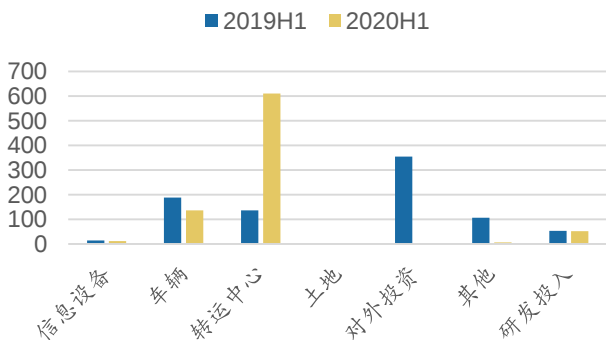
数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

图14：韵达股份2020H1资本开支（百万元）



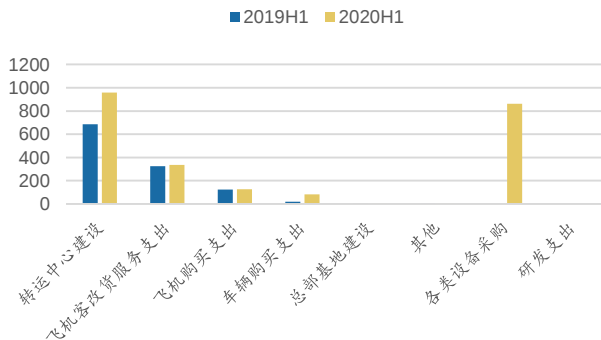
数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

图15：申通快递2020H1资本开支（百万元）



数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

图16：圆通速递2020H1资本开支（百万元）



数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

从新增固定资产原值来看，中通、韵达较19H1明显扩张。圆通的新增仍集中分拣中心建设，韵达在运输方面的增长显著扩大。

表 5：三通一达新增固定资产原值（百万元）

公司	韵达			圆通			申通			中通		
	18H1	19H1	20H1	18H1	19H1	20H1	18H1	19H1	20H1	18H1	19H1	20H1
房屋建筑	0	84	5	474	600	206	-4	54	7			
机器设备	164	115	120	28	170	104	169	105	46	1350	1611	2615

识别风险，发现价值

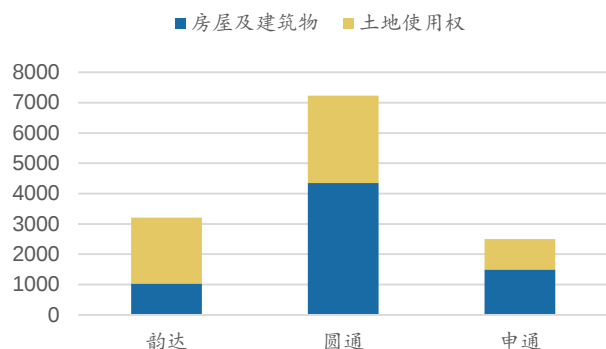
请务必阅读末页的免责声明

运输设备	177	128	368	321	253	226	7	197	36			
电子设备	62	15	91	21	58	68	18	15	7			
办公家具	0	0	0	-2	1	10						
飞发高价				80	-452	8						
无形资产												
合计	403	342	583	923	629	622	189	372	96	1350	1611	2615

数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

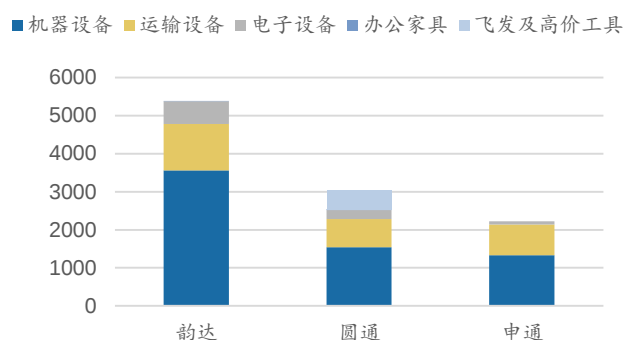
从产能结构上看，韵达的优势仍集中在动产，机器设备的净值远高于圆通、申通；圆通的产能优势集中在不动产，土地净值规模远高于韵达、申通。上半年，通达百的单件运输成本降幅均高于单件分拣成本，这主要受益于政策优化及低油价；伴随分拣产能优化的阶段性完成，下半年有望看到各家快递在分拣效率上的显著提升。

图17：韵达、圆通、申通20H1不动产净值（百万元）



数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

图18：韵达、圆通、申通20H1动产净值（百万元）



数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

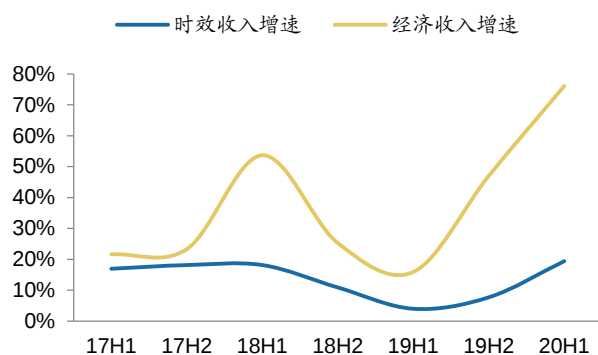
四、顺丰：时效件增速超预期，双业重归平衡

（一）疫情凸显顺丰品牌度，20H1 市占率提 3.17pcts 至 11%

顺丰上半年最大的变化就在于时效件增速回升到19%的高位。这一方面源于疫情凸显了顺丰的品牌度，商务件、散件显著回流，另一方面源于高端消费线上化率提升，带动时效件增速修复。

经济件方面，公司延续了2019 年积极下沉电商件的市场策略，特惠专配自5月以来继续保持增长，经济件业务量同比增长240.86%，带动公司市场占有率大幅提升3.17pcts至11%。

图19：顺丰控股时效和经济快递的收入增速情况



数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

图20：顺丰控股各业务收入值和占比情况（亿元）

	2018	2019	2019H1	2020H1	YOY
时效快递	534	565	268	320	19.42%
经济快递	204	269	115	202	76.12%
快运	81	127	51	77	51.30%
冷链	38	51	24	32	37.78%
国际	26	28	12	29	141.71%
同城	10	20	8	13	61.06%
供应链	4	49	18	30	60.45%
其他	13	13	6	9	58.15%

数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

我们认为，2020年时效件增速修复是顺丰中短期主线回归快递的第二阶段，伴随特惠专配下沉初具规模，时效件货品调整增速修复，顺丰的快递业务已经全面回归正轨，这种趋势具备可持续性。

具体来看，2019年，剔除汽车和石油及制品（社零占比大约近15%），网上商品和服务零售的渗透率已经超过30%，我们认为还有较大提升空间，长期来看线上消费的体量有望超过线下。

（1）从品类来看：3C家电、服装、美妆等高网购渗透率的品类，线上化率仍在提升；其次，生鲜食品、餐饮零售等具备高物流附加值的品类还有很大的线上化空间；

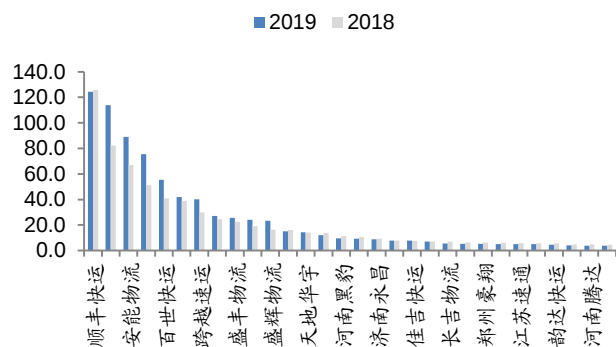
（2）从用户来看，电商在低线市场的用户红利还在被持续挖掘。同时，直播电商等新模式加深了部分非标品的电商渗透率，同时重构了信任背书的方式，带动高端品牌线上化渗透率进一步提升。

因此，伴随顺丰时效件品类结构的切换，以及对服务层次度的细化，时效和经济件都具备持续增长的动力，顺丰未来有望对电商件市场加速渗透。

物流方面，顺丰已经成为重货、冷链领域的行业第一，这两个板块有望成为快递之外，率先为公司贡献正利润的增长极。

我们预计，伴随家电、家居等大件的线上化率提升，快运行业有望逐步迎来从小散乱到规模化、标准化的转变，行业增量进一步被龙头公司获取，顺丰的规模效应有望加速提升。

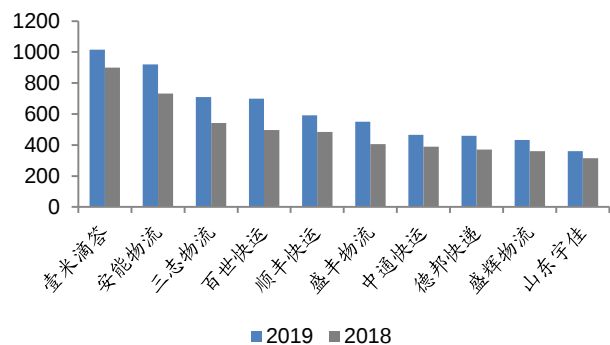
图21：零担行业营业收入排名（亿元）



数据来源：运联智库发布的《2020中国零担企业30强排行榜》，广发证券发展研究中心

注：1.顺丰快运为单票20公斤以上计入快运，且包含顺心捷达结算收入；2.德邦仅计算零担产品收入，未计入单票30KG以上大件快递的收入；3.壹米滴答收入中包含优速快递的大包裹业务；

图22：零担货量排名（万吨）

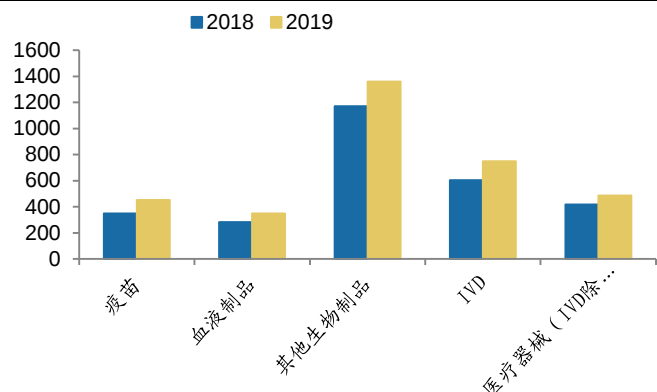


数据来源：运联智库发布的《2020中国零担企业30强排行榜》，广发证券发展研究中心

参考中物联医药物流分会数据统计，2019年医药冷链的销售总额约为3395亿元，同比增速为20%。

考虑到：（1）两票制、集中带量采购政策不断扩围，新《药品管理法》明确取消药品GMP、GSP认证，医药供应链将面临更为严格的监管；（2）《疫苗管理法》作为我国首部疫苗管理领域的专门立法，整体对药品冷链物流企业提出了更高的储运要求；（3）医药电商兴起带动C端药品配送迎来高速发展期，中物联医药分会预测至2022年医药电商的市场规模将激增至3000亿左右，我们预计，医药冷链或有望成为顺丰冷链板块下一阶段新的增长点。

图23: 2018-2019年医药冷链细分产品市场规模(亿元)



数据来源:《2020 中国医药冷链物流报告全景解读》(作者: 秦玉鸣), 广发证券发展研究中心

图24: 2019年医药冷链细分产品市场规模和物流费用

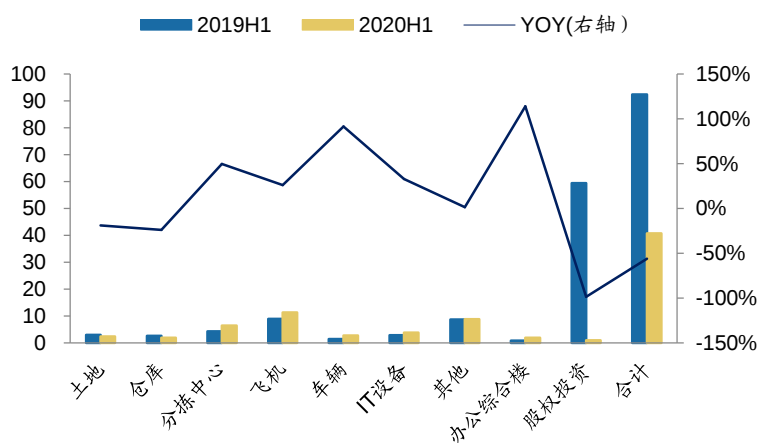
细分领域	市场规模 (亿元)	物流费用 (亿元)
疫苗	450.99	15.78
生物制品	1360.2	47.6
IVD	748.5	36.68
血液制品	350	15.75
医疗器械 (IVD 除外)	485.34	21.84
合计	3395.03	137.65

数据来源:《2020 中国医药冷链物流报告全景解读》(作者: 秦玉鸣), 广发证券发展研究中心

(二) 资本开支有序投入, 成本效率优化空间仍然较大

2020H1, 公司加大了对飞机、车辆、分拣中心和IT设备等资产的投入, 预计和公司不同产品线的运营模式优化有关。具体表现在: 通过直集直散、低装载率线路梳理、填仓发运等措施持续提升全货机装载率; 通过临时加车管控, 长线融合、单边资源整合、低效益线路优化、大车型及甩挂模式推广等措施, 提升干线装载率和运力效益; 优化中转场规划, 建设多业态综合型大型场地等方面。

图25: 顺丰控股资本投入的分项情况(亿元)



数据来源: 公司中报, 广发证券发展研究中心

空运方面, 顺丰2020年上半年自有全货机59架, 航班总数58.27万次, 航空发货量总计约78.21万吨, 全货机发货量为40.78万吨, 同比增长60%。结合四种机型的载重数据, 可以得到公司专机机队的载重, 假设每架飞机执飞航班量相同, 可测算得顺丰航空2020H1的装载率为53%左右(未考虑不同飞机的执飞差异)。纵向来看, 顺丰20H1的航空装载率提升明显。

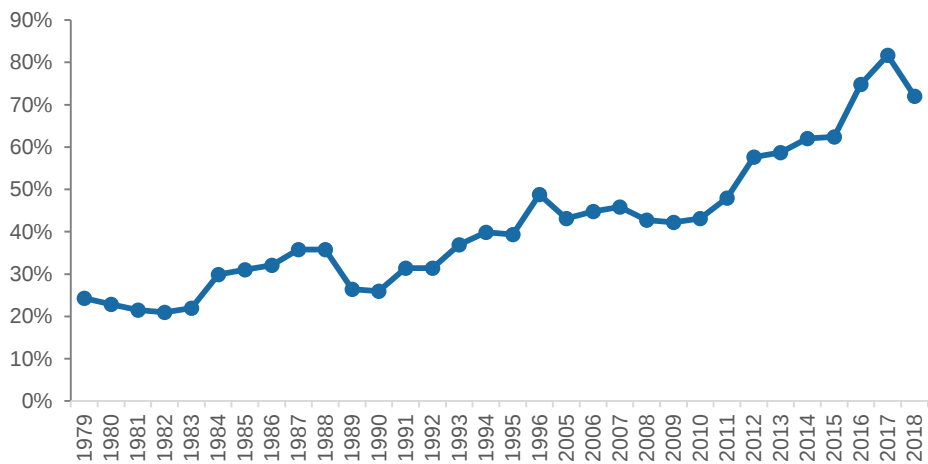
表 6: 顺丰航空装载率模拟测算

指标	单位	2016	2017	2018	19H1	2019	20H1
货机数量	架	51	57	66	69	71	73
自营全货机	架	36	41	50	55	58	59
其中: 767	架	4	5	5	8	8	8
其中: 757	架	16	19	27	29	31	32
其中: 747				1	1	2	2
其中: 737	架	16	17	17	17	17	17
自有货机平均机龄	年	-	22.56	23.26	23.34	23.52	23.97
总载重吨	吨	1306	1502	1942	2176	2364	2354
装载率		54%	53%	45%	46%	46%	53%

数据来源: 公司中报、年报, 维基百科, 广发证券发展研究中心

我们采用类似的方法测算了FedEx的航空装载率。假设每架货机每天往返一个来回, 可测得FedEx2019财年的航空装载率超过70% (未考虑航班数量变化)。对标FedEx 90年代初期的水平 (日均件量和顺丰相当), 顺丰的航空装载率已经达到较高水平。伴随规模的提升, 空运效率预计还能继续上行, 这将是公司未来两年业绩增长的重要看点。

图26: FedEx航空装载率测算



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 航空装载率=实际货运量/(机队载重*2); 假设每天往返一趟; 未考虑航班数量变化

五、投资建议

2020上半年，外部环境的特殊性让行业格局发生了一定的变化，具体表现为：

1. 直营快递的业绩表现远超加盟快递；2. 具备规模优势的公司，成本的边际改善反而更小。我们认为，阶段性市场策略，对短期利润和现金流的冲击，容易影响对公司长期趋势的判断，行业格局暂未发生实质性改变。

加盟快递的分化正从利润端转向现金流。在不考虑外部融资的情况下，现金流决定了快递公司持续扩张的潜力，和参与价格战的韧性。现金分化是龙头突围的强信号。中通优质的现金流是表，内核是公司的产能底盘和管理哲学，从中报看，中通成长为中国快递龙头的趋势正一步步增强。

顺丰双业重归平衡，时效件和特惠件都步入增长正轨，“核心”是消费升级背景下的品牌建设、产品分层、需求挖掘。顺丰的愿景、能力、赛道三要素高度匹配，对核心优势的聚焦有望加速公司成为中国的综合物流龙头。

建议关注：顺丰控股，中通快递、圆通速递、韵达股份。

六、风险提示

疫情出现反复，快递价格战加剧，宏观经济下行，油价大幅波动。

七、附表

表 7：三通一达、百世单件收入深度拆分（元/件）考虑自营率

公司	韵达			圆通			申通			中通			百世		
年份	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增
快递量（亿件）	43.34	56.29	12.95	38.03	49.36	11.33	30.12	35.17	5.05	53.71	69.69	15.98	32.47	35.91	3.44
中转自营率	100%	100%		90%	90%		88%	93%		90%	90%				
面单收入	0.73	0.21	-0.52				0.57	0.21	-0.37						
中转收入	0.96	0.75	-0.22				1.19	1.01	-0.18	1.58	1.19	-0.39			
小计	1.70	0.96	-0.74	1.54	1.08	-0.46	1.76	1.22	-0.54	1.58	1.19	-0.39	1.38	1.10	-0.28
派送及特许经营	1.60	1.40	-0.20	1.30	1.21	-0.08	1.61	1.43	-0.18				1.61	1.27	-0.34
快递小计	3.30	2.36	-0.94	2.84	2.30	-0.55	3.37	2.65	-0.72	1.81	1.40	-0.40	2.99	2.37	-0.62
其他业务	0.29	0.19	-0.11	0.48	0.60	0.11	0.04	0.06	0.01	0.22	0.20	-0.02			
营收总计	3.59	2.54	-1.05	3.33	2.89	-0.43	3.42	2.71	-0.71	2.03	1.60	-0.43			
总计（除派送）	1.99	1.15		2.03	1.68		1.81	1.28		2.03	1.60				

数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心；

注：圆通单件收入均不考虑中转自营率，因此存在低估；圆通收入端扣除补贴；假设圆通的单件派送收入等于单件派送成本

表 8：三通一达、百世单件成本深度拆分（元/件）考虑自营率

公司	韵达			圆通			申通			中通			百世		
年份	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增
快递量（亿件）	43.34	56.29	13.39	38.03	49.36	9.89	30.12	35.17	9.67	53.71	69.69	16.56	22.31	32.47	10.16
中转自营率	100%	100%		90%	90%		59%	88%		92%	90%				
面单成本				0.04	0.02	-0.02	0.05	0.02	-0.03	0.17	0.19	0.02			
中转成本	1.11	0.90	-0.21	1.25	0.93	-0.32	1.26	1.07	-0.19	1.07	0.88	-0.19	1.27	1.05	-0.22
其中：运输	0.76	0.56	-0.20	0.82	0.56	-0.26	0.65	0.46	-0.19	0.68	0.53	-0.16	0.76	0.61	-0.14
其中：中心操作	0.35	0.34	-0.01	0.43	0.37	-0.06	0.60	0.60	0.00	0.38	0.35	-0.03	0.51	0.44	-0.07
小计	1.11	0.90	-0.21	1.29	0.95	-0.34	1.31	1.09	-0.22	1.24	1.07	-0.17	1.27	1.05	-0.22
派送成本	1.72	1.28	-0.44	1.30	1.21	-0.08	1.63	1.47	-0.16				1.61	1.27	-0.34
快递小计	2.83	2.18	-0.65	2.59	2.17	-0.42	2.94	2.56	-0.38				2.88	2.33	-0.55
面单毛利	0.73	0.21	-0.52				0.52	0.18	-0.33						
中转毛利	-0.15	-0.15	-0.01				-0.07	-0.05	0.01	0.52	0.31	-0.21			
小计	0.59	0.06	-0.53				0.45	0.13	-0.32	0.57	0.33	-0.23			
派送或特许经营	-0.12	0.12	0.24				-0.02	-0.04	-0.02						
快递毛利小计	0.47	0.18	-0.29				0.43	0.09	-0.34	0.57	0.33	-0.23	0.11	0.05	-0.07

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注：圆通单件快递小计为不考虑中转自营率，扣除补贴；假设圆通的单件派送收入等于单件派送成本

韵达单件成本为估算值

表 9：三通一达、百世单件利润深度拆分（元/件）

公司	韵达			圆通			申通			中通			百世		
年份	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增	19H1	20H1	同增
快递毛利小计	0.47	0.18	-0.29	0.38	0.22	-0.15	0.44	0.10	-0.34	0.51	0.30	-0.21	0.11	0.05	-0.07
其他业务毛利	0.08	0.09	0.01	0.07	0.12	0.04	0.01	0.01	0.00	0.05	0.07	0.02			
总毛利	0.54	0.26	-0.28	0.45	0.34	-0.11	0.45	0.10	-0.35	0.56	0.37	-0.19			
三费	0.17	0.13	-0.04	0.16	0.11	-0.06	0.11	0.10	-0.01	0.11	0.09	-0.02			
销售费用	0.02	0.02	0.00	0.01	0.01	0.00	0.02	0.02	0.00						
管理费用（含研发）	0.14	0.10	-0.04	0.15	0.10	-0.05	0.10	0.08	-0.02						
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	0.01						
净利	0.30	0.12	-0.18	0.23	0.20	-0.03	0.28	0.02	-0.26	0.38	0.26	-0.12			
单件扣非净利	0.27	0.10	-0.17	0.22	0.18	-0.04	0.26	0.01	-0.25	0.43	0.30	-0.13			
经营性净现金流	0.38	0.06	-0.32	0.29	0.25	-0.04	0.27	-0.11	-0.38	0.49	0.21	-0.28			

数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

表 10：三通一达、百世经营性现金流分析（亿元）

公司	韵达			圆通			申通			中通			百世		
日期	18H1	19H1	20H1	18H1	19H1	20H1	18H1	19H1	20H1	18H1	19H1	20H1	18H1	19H1	20H1
毛利	17.3	23.5	14.7	15.8	17.2	17.0	12.7	13.6	4.0	24.9	30.3	25.9	5.3	8.1	3.9
-税金及附加	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.2	0.2	0.2						
-销售费用	0.8	1.0	1.0	0.2	0.4	0.5	0.4	0.6	0.7	6.9	8.6	8.7	9.0	9.9	10.8
-管理费用	3.7	5.8	5.8	5.1	5.9	5.1	1.5	2.9	2.8						
-所得税	3.7	4.9	2.0	2.8	2.4	1.8	2.9	2.7	0.2	5.1	4.8	4.3	0.0	0.1	0.1
+营业外净收入	0.2	-0.2	-0.1	0.4	0.1	-0.1	0.4	0.4	0.0						
+固定资产折旧	2.5	4.3	6.0	1.6	3.1	4.1	1.4	2.6	3.4						
+无形资产摊销	0.4	0.5	0.7	0.7	0.8	0.9	0.4	0.5	0.5						
+营运资本变化小计	-3.5	-0.4	-9.5	-3.9	-2.2	-2.9	-6.7	-3.0	-9.0						
其中：经营性流动资产减少	-5.3	-3.6	-5.7	-2.7	-0.1	-3.5	-13.4	0.2	-3.7						
其中：经营性流动负债增加	1.8	3.2	-3.8	-1.2	-2.1	0.6	6.6	-3.2	-5.3						
经营活动产生的现金流量净额	8.8	16.5	3.3	6.2	11.0	12.3	3.6	8.1	-4.0	16.9	26.3	9.4	-1.8	1.3	3.1
其中：支付给职工的现金	4.9	5.5	5.4	10.8	11.2	9.0	6.2	5.7	5.6						
筹资活动产生的现金流净额	45.3	1.6	25.8	0.9	-6.9	11.3	-2.0	0.0	16.4	58.2	-25.1	3.6	0.8	6.6	13.7
投资活动产生的现金流净额	-61.9	-19.4	-19.6	-28.2	-16.2	-20.5	-5.4	-16.0	-12.2	-72.47	23.94	-18.13	2.67	-8.27	-1.69
其中：购建固定、无形资产等	-9.7	-19.1	-21.4	-15.5	-16.4	-13.5	-11.5	-8.0	-8.8						
其中：其他投资活动现金流净额	-52.2	-0.3	1.8	-12.7	0.1	-7.0	6.1	-8.0	-3.3	-72.5	23.9	-18.1	2.7	-8.3	-1.7

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

广发交通运输行业研究小组

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。

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。

徐 君：研究助理，南开大学会计学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: xjun@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	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼
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。