

行业研究/深度研究

2020年07月15日

行业评级:

交通运输 中性(维持)  
物流 II 增持(维持)

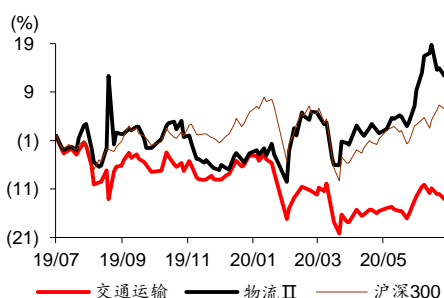
**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

**袁钉** 执业证书编号: S0570519040005  
研究员 021-28972077  
yuanding@htsc.com

相关研究

- 1 《德邦股份(603056 SH,增持): 预计 2Q 盈利同比大幅增长》 2020.06
- 2 《社会服务/交通运输: 民航客运明显转好, 旅游相对平淡》 2020.06
- 3 《交通运输: 行业周报(第二十六周)》 2020.06

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 产业趋势的起点

## 供应链“大时代”之物流篇(上)

### 产业趋势的起点

我们讨论了物流企业投资的三个关键问题: 1) 产业趋势即社会需求的方向, 2) 网络结构是商业壁垒的来源, 3) 企业基因则催生分化与裂变。我们站在新一轮供应链革命的起点, 上中下游都将迎来剧变; 对于长期投资者, 当下也是复利的起点。

### 产业趋势: 社会需求的方向

供应链即产业链上下游的需求链状网, 包括商流、物流/服务流、资金流和信息流。商流决定物流, 物流驱动商流是供应链的核心逻辑。对于产业供应链, 我们正处于资产负债驱动阶段; 技术进步使得剥离资金流成为可能, 并最终实现轻资产服务。对于消费供应链, 我们正处于第四次零售革命的浪尖——“需求个性化, 场景多元化, 价值参与化”; 中立第三方垂直供应链的价值持续兑现。

### 网络结构: 商业壁垒的来源

我们认为: 需求的网络连接性与供给的网络经济性, 共同构成物流业超额收益的主要来源。科技进步带来运输方式的变迁, 推动供应链变革; 资金流和信息流逐步从物流独立(线上化)。有别于消费互联网, 物流业连接强度和效率差异显著, 不同细分市场有其最优网络结构, 这也抑制了平台模式的空间。我们按照标准品/非标品和 2C/2B 将物流业务划分为三象限。对于突破现有业务逻辑的尝试, 构建文化保护区可能是转型成功的基础。

### 企业基因: 分化裂变的探讨

平台型企业的使命在于持续增加连接的数量和强度, 但我们更应关注物流企业“平台化思维”与平台企业“落地化运营”。UPS 包裹业务、FedEx 文件业务和 DHL 代理文化均和其基因息息相关。复盘中国民营快递发展史, 企业家的选择与努力至关重要。组织文化维度, 加盟和直营模式无优劣之分, 但适应场景存显著差异; 我们认为社会化第三方物流效率总体优于自建物流, 物流外包将成为行业趋势。

### 个股标的: 投资时点的选择

我们站在新一轮供应链革命的起点, 上中下游都将迎来剧变; 对于长期投资者, 当下也是复利的起点。1) 快递: 三种力量的博弈, 首选顺丰控股; 2) 大宗供应链: 开启估值修复, 首选厦门象屿; 3) 快运: 基于赔率的视角, 首选德邦股份。

风险提示: 宏观经济和行业增长风险, 市场竞争, 成本膨胀, 新业务风险。

重点推荐

| 股票代码      | 股票名称 | 收盘价(元) | 目标价         | 投资评级 | EPS(元) |       |       |       | P/E(倍) |       |       |       |
|-----------|------|--------|-------------|------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|           |      |        |             |      | 2019   | 2020E | 2021E | 2022E | 2019   | 2020E | 2021E | 2022E |
| 002352 CH | 顺丰控股 | 65.72  | 73.73-81.93 | 买入   | 1.31   | 1.33  | 1.47  | 1.65  | 50.17  | 49.41 | 44.71 | 39.83 |
| 600057 CH | 厦门象屿 | 6.24   | 7.67-8.66   | 买入   | 0.51   | 0.58  | 0.69  | 0.80  | 12.24  | 10.76 | 9.04  | 7.80  |
| 603056 CH | 德邦股份 | 14.41  | 14.54-16.09 | 增持   | 0.34   | 0.52  | 0.68  | 0.81  | 42.38  | 27.71 | 21.19 | 17.79 |

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

|  |    |
|--|----|
| 引言：物流体系与市值结构 .....                         | 3  |
| 交通运输与物流体系 .....                            | 3  |
| 市值结构：海外“头部化”与 A 股“资本化” .....               | 4  |
| 产业趋势：社会需求的方向 .....                         | 5  |
| 供应链：商流决定物流，物流驱动商流 .....                    | 5  |
| 产业供应链：成本与效率 .....                          | 6  |
| 消费供应链：成本、效率与体验 .....                       | 7  |
| 网络结构：商业壁垒的来源 .....                         | 9  |
| 网络结构：连接性与经济性 .....                         | 9  |
| 网络变迁：运输方式与路由结构 .....                       | 10 |
| 网络产品：三个象限的差异 .....                         | 11 |
| 企业基因：分化裂变的探讨 .....                         | 13 |
| 公司基因：从国际三大说起 .....                         | 13 |
| 攻守之间：企业=>平台=>生态？ .....                     | 14 |
| 分化裂变：民营快递的启示 .....                         | 15 |
| 个股标的：投资时点的选择 .....                         | 17 |
| 行业展望：供应链“大时代” .....                        | 17 |
| 核心标的：大行业好公司 .....                          | 20 |
| 顺丰控股（002352 CH，买入，目标价：73.73-81.93 元） ..... | 20 |
| 厦门象屿（600057 CH，买入，目标价：7.67-8.66 元） .....   | 20 |
| 德邦股份（603056 CH，增持，目标价：14.54-16.09 元） ..... | 20 |
| 风险因素 .....                                 | 21 |

## 引言：物流体系与市值结构

货物在时间和空间上的错配分别派生出仓储和运输需求，物流供给则呈现垄断（基础设施）和竞争（运输服务）二元特征。人口分布、经济结构、地理特征和政策约束是影响行业发展的四个关键变量。分析市值结构，我们发现海外物流业头部化态势显著，快递是最好的子赛道；而中国物流业经历了一轮快速的资本化，物流已是交运第一大子行业。

## 交通运输与物流体系

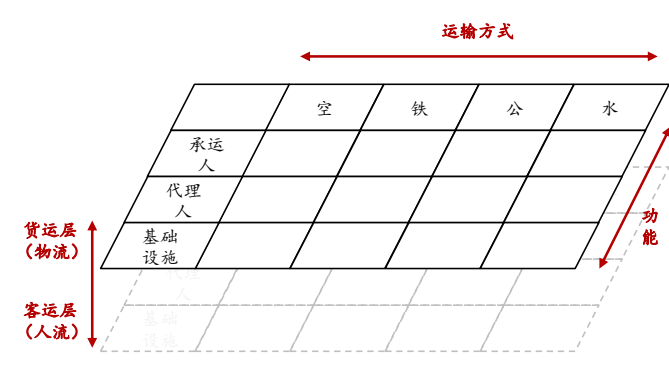
物流源于货物在空间和时间上的错配，分别派生出仓储需求和运输需求，即物流需求属于间接需求而非直接需求。基础设施和运输工具共同生成物流供给，带来自然垄断和市场竞争的二元结构。我们将物流业划分为操作层、产品层、产品集成商、合同物流和供应链服务五层，标准化程度依次下降。

### (1) 交通运输体系

我们根据运输需求（客运/货运）、运输方式（航空/铁路/公路/水路）和运输功能（承运人/代理人/基础设施）将交通运输行业划分为十二个象限。A股研究团队通常根据运输方式分工，便于产业链跟踪。但即使相同运输方式，承运人、代理人和基础设施的投资逻辑差异显著；而相同运输功能企业，其投资逻辑却有类似之处。

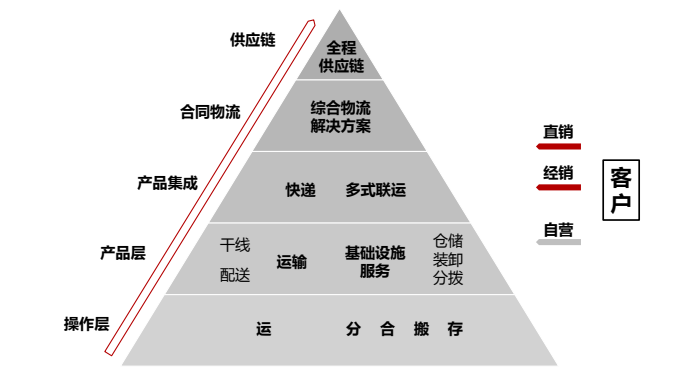
物流业可视为交通运输图谱中的货运部分。根据《物流术语：2007》，物流是物品从供应地向接收地的实体流动过程，包括运输、储存、装卸等功能。我们根据业态复杂度，将物流业划分为五个层级：操作层、产品层、产品集成、合同物流和供应链服务。自下而上，物流业态标准化程度依次下降，定制化程度依次提升。客户关系方面，我们划分为对外直销、对外经销（代理人）和对内自营。

图表1：交通运输行业图谱



资料来源：华泰证券研究所

图表2：物流业态层级结构



资料来源：中国仓储与配送协会、原色咨询、华泰证券

### (2) 需求派生性与供给两重性

物流需求源于货物在空间和时间上的错配，前者依赖于运输，后者依赖于仓储。因此，物流需求是一种派生需求：以货物运输为例，意义在于实现目的地增值，而非运输过程本身。货物运输和仓储作为全社会的成本项，带来生产的专业分工与规模经济，提升经济效率。物流供给则具有“两重性”：运输工具（如车辆）是可移动的，基础设施（如公路）则是固定的。基础设施高沉没成本、长生命周期、规模经济使其具备自然垄断特征；而运输工具低进入门槛、短生命周期、低沉没成本等特征加剧市场竞争。基础设施的更新往往源于技术进步，而运输工具更新往往源于自身损坏。因此，大部分国家对基础设施实行管制，对运输工具实行自然竞争。实际上，上述结论不仅适用于物流（货运），也适用于客运。

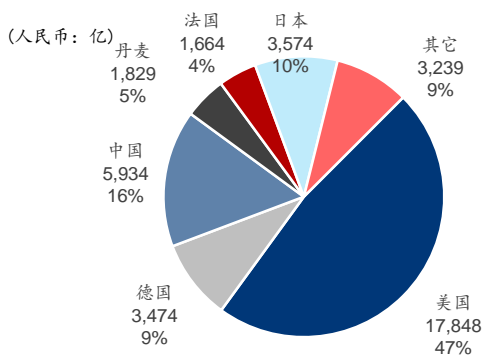
### 市值结构：海外“头部化”与A股“资本化”

投资者希望研究海外发展历史，以此映射国内发展趋势。从全球来看，美洲大陆、欧洲大陆和中国大陆存在较大的相似性（人口众多、幅员辽阔、经济良好、政策稳定），日本（国土面积较小）也可参考。我们发现海外物流业市值头部化显著，快递是最好的子赛道；中国物流业经历了一轮快速的资本化，物流已是交运第一大子行业。

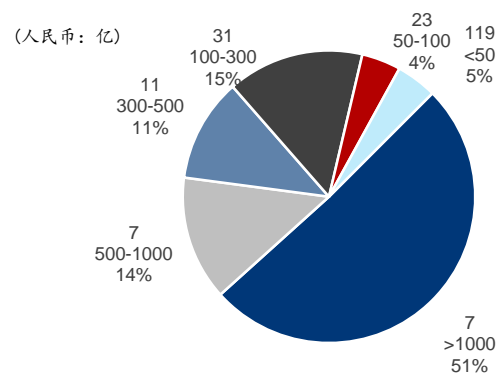
#### (1) 海外物流行业：市值分布的“头部效应”

我们梳理了全球主要交易所 198 家上市物流企业，基本涵盖了全球最优秀的物流企业：1) 上述企业总市值约 3.76 万亿人民币，主要分布于美国、中国、德国和日本；2) 市值头部效应非常显著，市值超过 1000 亿的 7 家企业（UPS、DPDHL、FDX、SF、DSV、ZTO、OLD）总市值为 1.91 万亿（占物流业的 50.8%），包括五家快递、一家综合物流和一家零担企业（注：我们选择疫情发酵前的 2020/01/20 作为数据基准日）。

图表3：主要交易所上市物流企业区域结构



图表4：主要交易所上市物流企业市值结构



注1：此处地区为公司注册地，日期基准为 2020/01/20

注2：物流行业口径为 Wind 航空货运与物流+公路运输，剔除客运和重复值

资料来源：Wind、华泰证券研究所

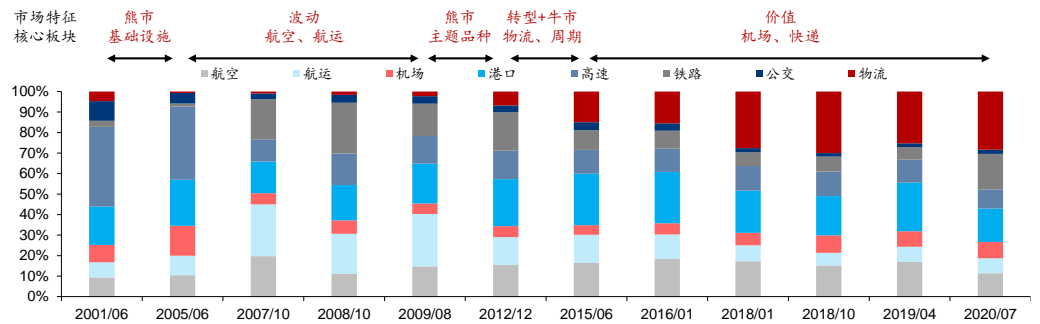
注：数据标签分别为企业数量、市值区间和总市值占比，日期基准为 2020/01/20

资料来源：Wind、华泰证券研究所

#### (2) 中国物流行业：优质企业开启“资本化”

我们复盘了 A 股交运行业的市值结构。2012 年以前，物流行业关注度很低（板块大都由公路铁路研究员兼看，少有专业的物流研究员）。2012 年，EMS 上市预期大幅提升市场对快递物流业关注度，随后开启了一轮轰轰烈烈的小票行情。2016 年，通达系和顺丰相继上市，大幅提高行业个股质地。以总市值计，物流是交运第一大子行业。

图表5：申万交运子行业市值结构变化



资料来源：Wind、华泰证券研究所（注：最新数据截止 2020/07/14）

## 产业趋势：社会需求的方向

供应链即产业链上下游的需求链状网，包括商流、物流/服务流、资金流和信息流。商流决定物流，物流驱动商流是供应链的核心逻辑。对于产业供应链，我们正处于资产负债驱动阶段；技术进步使得剥离资金流成为可能，并最终实现轻资产服务。对于消费供应链，我们正处于第四次零售革命的浪尖——“需求个性化，场景多元化，价值参与化”；中立第三方垂直供应链的价值持续兑现。

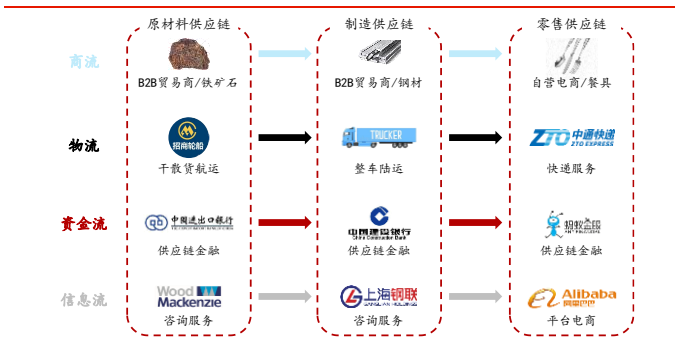
## 供应链：商流决定物流，物流驱动商流

供应链即产业链上下游的需求链状网，包括商流、物流/服务流、资金流和信息流。基于上下游位置，供应链可分为产业供应链（B2B）与消费供应链（B2B/B2C）两大类。商流决定物流，物流驱动商流是供应链核心逻辑。

### （1）供应链的结构：“四流”

根据《物流术语：2007》，供应链是指“生产及流通过程中，为了将产品或服务交付给最终用户，由上游与下游企业共同建立的需求链状网”，又可进一步拆分为“商流”、“物流/服务流”、“资金流”和“信息流”。基于产业链位置，供应链可分为产业供应链（B2B）与消费供应链（B2B/B2C）两大类，映射至物流业则表现为公斤段的差异（整车=>大票零担=>小票零担=>快递），即时配送则伴随本地生活和近场零售兴起。

图表6：供应链“四流”



资料来源：华泰证券研究所（注：以钢材供应链为例）

图表7：物流体系结构

|        | 产业供应链 (B2B)   |  | 消费供应链 (B2B/c)  |   | 零售商  | 用户   |
|--------|---|--|--|---|--|--|
| 供应链参与者 | 供应商   | 制造商  | 品牌商  | 分销商   | 零售商  | 用户   |
| 供应链活动  | 原材料   | 采购   | 生产   | 库存  | 分销   | 零售   |
| 物流     | 整车  |  | 大票零担   | 快递  | 快递   | 快递   |
| 公斤段划分  | + 3T  |  | 500KG  | 30KG  | 0KG  |  |
| 主要参与群体 | <ul style="list-style-type: none"> <li>大车队</li> <li>合同物流企业</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>专线</li> <li>大票零担企业</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>生产制造企业</li> <li>三方物流</li> <li>一二级批发商</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>个人</li> <li>零售商</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>个人</li> <li>电商</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>快递企业</li> </ul> |
| 货物来源   | 生产制造企业  | 生产制造企业   | 生产制造企业   | 个人  | 个人   | 个人   |
| 货物属性   | 非标、大小件参杂  | 非标、大小件参杂   | 非标、大小件参杂   | 中小件参杂   | 小件为主   | 小件为主   |
| 客户需求   | 时效稳、成本低   | 时效稳、成本低  | 时效稳、成本低  | 时效较快、成本较低   | 时效快  | 时效快  |

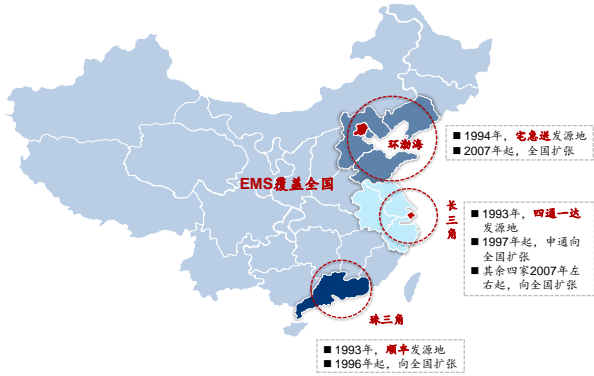
资料来源：罗戈物流、华泰证券研究所

### （2）商流决定物流，物流驱动商流

我们以快递业为例来讨论商流和物流的相互作用。中国民营快递诞生于上世纪90年代初，领先于国内电子商务行业的发展。民营快递成立之初，网络很不健全，主要从事区域快递业务。线上零售使消费者活动半径约束（时间/金钱）消弭于无形，“单点发全国”的物流模式登上舞台。03-05年（淘宝成立之初）电商件价格超过20元，利润率在30%以上。丰厚的利润刺激通达系通过加盟模式高速扩张，网络快速全国化。随着线上零售渗透率提升，传统B2B合同物流进入微增长时代，规模很快被2C快递企业超越。

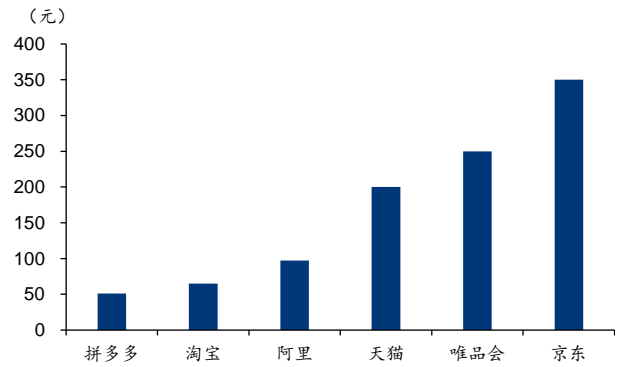
电商快递初期价格很高，但电商卖家毛利较高（价格不透明），盈利仍然丰厚。2005年，圆通和淘宝签约，成为后者最主要的快递服务商，并将原先电商件的“起步价”下降三分之一（从超过20元下降至12元左右）。此后，快递行业价格进入长周期下行通道。微观调研看，典型淘宝件价格约4-6元/票，典型拼多多件价格约2-3元/票，义乌价格战最低到1元附近。低廉的快递费使得电商客单件持续下沉，这是中国电商市场和快递市场规模高于美国的关键原因。

图表8：国内民营快递发展图谱



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表9：主要电商平台客单价



资料来源：公司公告、华泰证券研究所（注：数据为2019年估计值）

### 产业供应链：成本与效率

我们认为中国产业供应链演绎路径为：计划经济流通体系=>物流和贸易专业分工=>融资型供应链服务=>轻资产供应链综合服务。供应链核心驱动力依次是“计划”、“市场”、“融资”和“科技”。当下，我们正处于资产负债型供应链服务（贸易和物流的中间业态）；技术进步使得风险可控的前提下，剥离资金流成为可能，并最终实现轻资产服务。

图表10：产业供应链的演绎

|     | 供应链特征 | 驱动力 | 供应链业态    | 代表企业      |
|-----|-------|-----|----------|-----------|
| 0.0 | 集中统一  | 计划  | 企业自营     | 企业自营      |
| 1.0 | 物贸分工  | 市场  | 贸易商+物流商  | 车队+专线+贸易商 |
| 2.0 | 综合服务  | 融资  | 重资产供应链服务 | 厦门象屿、普路通  |
| 3.0 | 轻资产服务 | 科技  | 轻资产供应链服务 | ???       |

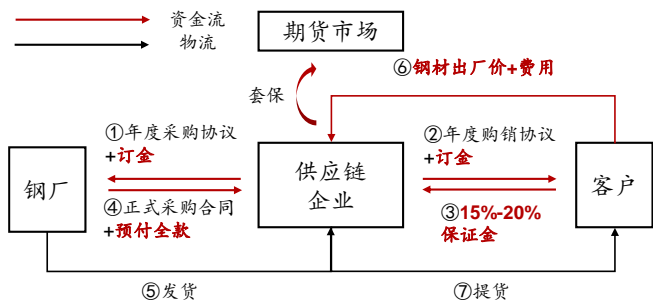
资料来源：华泰证券研究所

#### (1) 原材料供应链：由重至轻

随着宏观下行及竞争加剧，贸易和物流的间隔带衍生出资产负债型供应链服务。非完备信用环境下，供应链服务的融资效率优于直接融资和银行贷款。市场竞争与操作风险并存，意味着企业需要兼顾激励与制衡，表现为“大平台小团队”的行业线架构。重资产模式平衡了风险，但息差与杠杆率天花板抑制了ROE与估值。

区块链技术具备“去中心化”、“开放”、“安全”和“自治”四大特征，显著提升供应链信用，还可低成本实现信用的转移与拆分。技术进步使得风险可控的前提下，剥离资金流成为可能，并最终实现轻资产服务。“大平台小团队”行业线也将被重构为“大平台多功能”业务线。

图表11：钢材供应链业务模式



资料来源：华泰证券研究所

图表12：区块链供应链金融业务模式



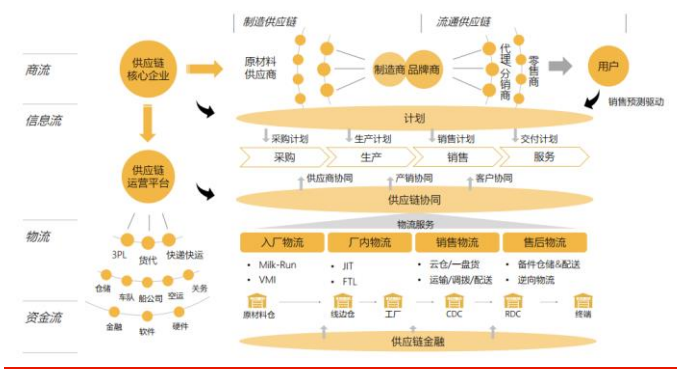
资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

**(2) 科技产业供应链：柔性化**

供应链是科技创新的基础设施。科技行业物流具备产业链长、库存波动大、迭代快、高价值、需求多样化、多品种小批量、竞争激烈、预测难八大特征。以消费电子为例，品牌竞争驱动产品迭代提速，对供应链的挑战也越来越大。制造端（采购&生产），品牌商及代工厂倾向选择协同能力更强的供应商，实现制造与流通一体化；流通端（成品交付&售后），物流企业配合品牌商管控渠道和库存，提供云仓管理及仓配一体化服务。

我们认为科技产业物流整体外包将成为趋势：1) 科技企业核心是技术和产品，物流并非其核心竞争力，易于接受业务外包。2) 自建物流成本高、管理难，合同物流服务品质在资本和平台推动下持续提升，逐步形成供应链综合服务能力。

**图表13：制造业供应链管理**



资料来源：准时达、罗戈物流、华泰证券研究所

**图表14：消费电子供应链管理**



资料来源：准时达、罗戈物流、华泰证券研究所

**消费供应链：成本、效率与体验**

我们认为中国消费供应链的演绎路径为：企业自营（封闭体系）=>线下渠道分包下沉=>线上渗透+线下连锁=>全渠道协同。对于消费者，本地生活（近场零售）、同城零售、区域零售和跨境零售构建完整生态圈。对于制造商/品牌商，渠道协同的前提是物流体系的融合，中立第三方垂直供应链的价值逐步显现。

**图表15：消费供应链的演绎**

| 阶段  | 供应链特征     | 链主       | 物流业态      | 代表企业        |
|-----|-----------|----------|-----------|-------------|
| 0.0 | 封闭体系      | 制造商      | 企业自营      | 企业自营        |
| 1.0 | 线下渠道分包下沉  | 零售商      | 合同物流+中小物流 | 合同物流（佳木斯帮等） |
| 2.0 | 线上渗透+线下连锁 | 电商平台     | 快递、快运主导   | 通达系等        |
| 3.0 | 全渠道协同     | 制造商/物流商? | 方案+实操分工   | 菜鸟、京东等      |

资料来源：罗戈物流、华泰证券研究所

**(1) 全球趋势：第四次零售革命**

一个简化的消费产业链包括：供应链、生产商（品牌商）、零售商（分销商）、物流商和消费者五个角色。根据《第四次零售革命将来临》（刘强东/2017），零售的本质是成本、效率与体验，全球零售业态的演绎路径为：百货商店=>连锁商店=>超级市场=>电子商务。

**图表16：四次零售革命的演绎**

| 零售革命 | 典型业态 | 消费变化                  | 技术支撑                   | 成本/效率                 | 体验              |
|------|------|-----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------|
| 第一次  | 百货商店 | 消费者聚集<br>购买力集中        | 规模化生产<br>产销分离          | 大批量生产<br>降低价格         | 博物馆式陈列          |
| 第二次  | 连锁商店 | 工作压力大<br>生活节奏快        | 统一管理<br>标准化运作          | 标准化和规模化               | 选址贴近社区          |
| 第三次  | 超级市场 | 自我服务意识觉醒              | 现代化信息系统<br>(收银/订货/核算等) | 提高流通速度和周<br>转效率       | 开架销售<br>自我服务    |
| 第四次  | 电子商务 | 需求个性化，场景多<br>元化，价值参与化 | 物联网，大数据，人<br>工智能，供应链等  | 颠覆传统多级分销体<br>系，降低分销成本 | 不受物理约束<br>商品更丰富 |

资料来源：京东、华泰证券研究所

传统“前店后厂”小作坊模式，店主需要通过一己之力解决物流、信息流和资金流。在零售演绎路径中，物流、信息流和资金流逐步实现社会化和专业化，成为类似水电煤的公共基础设施。信息流、资金流和物流基础设施的代表是：沃尔玛的 retail link，蚂蚁金服和亚马逊 FBA 服务(Fulfillment by Amazon)。第四次零售革命基于可塑/智能/协同的基础设施，满足消费者主权诉求（需求个性化，场景多元化，价值参与化）。

**(2) 中国实践：全渠道时代**

参考《零售供应链简史》(金任群/2019)，改革开放以来，中国零售供应链经历 4 次演绎：

- 1) **产品为王：链主是生产商（或品牌商）。** 生产商将产品分销到大型批发市场，长途物流借助铁路车皮/公路卡车，本地自建物流。零售店（夫妻店为主）去批发市场选品采购，以捎货方式完成物流，消费者上门采购自提。
- 2) **渠道为王：链主是渠道商。** 渠道（如连锁专卖店和仓储式超市）实行计划性采购，通过外包运力（个体司机/合同物流）直接配送到门店。消费者仍然上门完成采购，自提为主。
- 3) **线上为王：链主是电商平台。** 电商卖家实行计划性采购，通过外包运力（个体司机/合同物流）配送到仓。消费者线上下单后由网络型快递/落地配完成货到人的配送服务。
- 4) **效率为王：链主或将回归制造商/物流商？** 借助中立第三方柔性供应链服务，品牌商实现全渠道物流的统一。消费者在任意渠道下单，由效率最高的渠道完成物流服务。

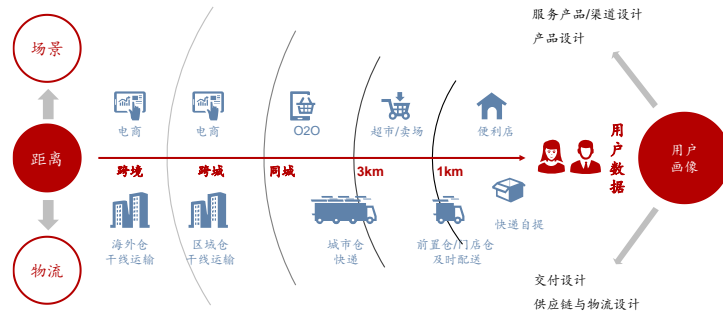
**图表17： 消费供应链的演绎**



资料来源：罗戈物流、华泰证券研究所

在电商平台（即线上流量）高度集中的时代，制造商（品牌商）和物流商的盈利与估值空间受到相当程度的压制。我们欣喜的看到线上流量的多元化（拼多多、微商、直播等），O2O 线下重获竞争力，以及品牌趋于集中化（自建渠道和物流对抗电商平台压力）。中立第三方垂直供应链的价值逐步显现：1) 多渠道供应链的完整统一；2) 社会资源最优（自建物流则往往是局部最优）；3) 同类业务充分隔离和跨品类柔性扩展。

**图表18： 以用户为中心的全场景物流服务**



资料来源：罗戈物流、华泰证券研究所



## 网络结构：商业壁垒的来源

我们认为：需求的网络连接性与供给的网络经济性，共同构成物流业超额收益的主要来源。科技进步带来运输方式的变迁，推动供应链变革；资金流和信息流逐步从物流独立（线上化）。有别于消费互联网，物流业连接强度和效率差异显著，不同细分市场有其最优网络结构，这也抑制了平台模式的空间。我们按照标准品/非标品和 2C/2B 将物流业务划分为三象限。对于突破现有业务逻辑的尝试，构建文化保护区可能是转型成功的基础。

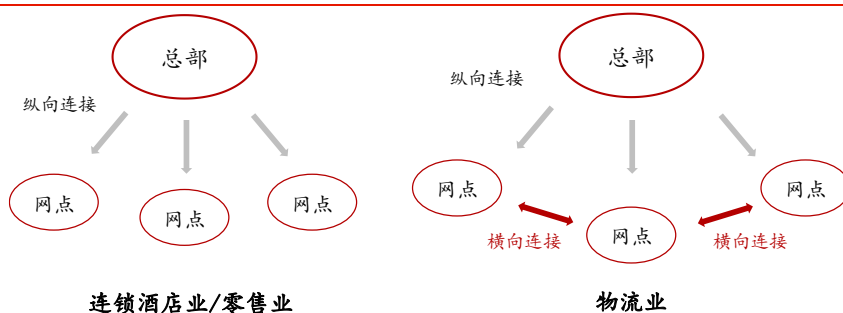
## 网络结构：连接性与经济性

物流需求具备网络连接性（梅特卡夫法则），而物流成本具备网络经济性，这是物流行业超额收益的主要来源。

### （1）网络效应：连接力与微观结构

根据梅特卡夫（Metcalfe）法则，网络价值以用户数量的平方增长，背后的数学原理是  $n$  个节点连接的组合数  $=n \times (n-1) / 2$ 。新的连接可以产生新的需求：网络中节点增加，提高了网络通达性，进而产生新的需求，还提高了网络对新节点的吸引力。对比各种业态，我们发现网络效应强度：物流业 > 连锁零售业（如 Wal-Mart，可以共用配送中心节约成本） > 连锁餐饮业（如 Starbucks）。物流业不同于其它连锁业态，除了上下之间的纵向联系，还存在密切的横向联系。

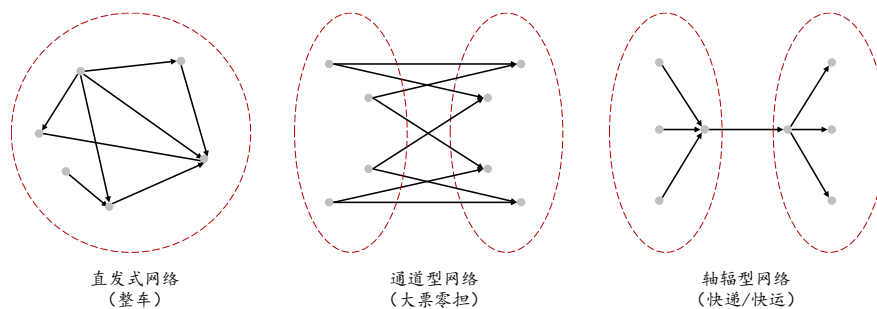
图表19：不同业态连接力差异



资料来源：华泰证券研究所（注：此处网络连接包含直发/通道/轴辐式等多种网络结构）

物流网络存在横向连接，但基于效率最大化考虑，网络微观结构存在差异。在货量不足的情况下，中转集散网络优于点点直发网络（增加中转成本，提高装载率以降低运输成本）。以公路货运为例，不同细分市场有其最优网络结构：快递/小票零担为轴辐型网络（HUB），大票零担为通道型网络（专线），整车则进一步简化为点点直发网络。

图表20：不同业态微观结构差异



资料来源：罗戈物流、华泰证券研究所

**(2) 网络经济性：平均成本递减**

物流网络经济性即物流平均成本递减，又可细分为“密度经济”和“幅员经济”。1) 密度经济：物流网络幅员不变（以线路长度及节点数等衡量），运量扩大致平均成本下降；通常意义上的“规模效应”大都属于密度经济范畴。2) 幅员经济：运输密度不变，幅员扩大致平均成本递减，典型案例是铁路单位运费=基价1+基价2\*里程。

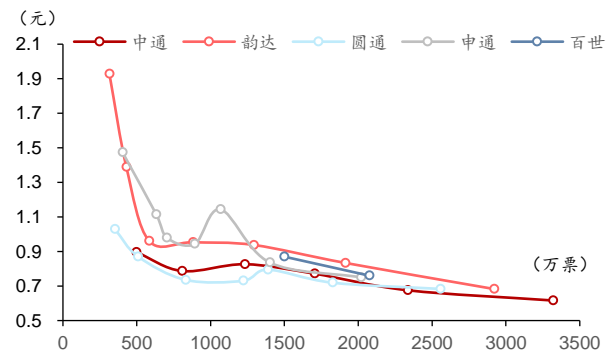
以快递业为例，揽收、支线运输、分拨、干线运输和派送均存在显著的网络经济性。通过资本开支和精细化管理，并得益于网络经济性，中国电商快递将成本压缩至很低水平：1) 分拨：自动化代替人工（19年票均成本0.3-0.4元，下同）；2) 干线运输：精细化管理、车队直营化、车辆大型化和装载率的提升（票均成本0.6-0.8元）；3) 派送：密度提升和不上门派送服务，将最终派费削减至0.5-0.8元（票均成本0.9-1.3元）。

图表21：物流网络经济性

| 规模/范围 | 密度/幅员 | 具体表现         |             |
|-------|-------|--------------|-------------|
| 规模经济  | 运输密度  | 线路通过密度       | 特定产品        |
|       |       |              | 多产品         |
|       |       | 港站（枢纽）处理能力经济 |             |
|       |       | 载运工具载运能力经济   |             |
| 范围经济  | 网络幅员  | 线路延长         | 运输距离        |
|       |       |              | 幅员扩大带来多产品经济 |
|       |       | 节点增多         |             |
|       |       |              |             |

资料来源：北京交通大学、华泰证券研究所

图表22：四通一达运输成本迭代曲线（2013-2019）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所（注：圆通不含航空，申通为估计值）

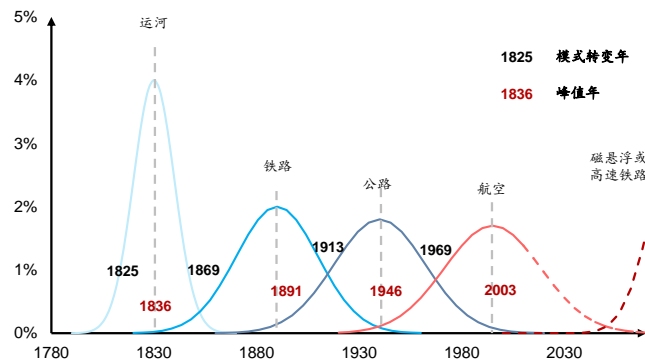
**网络变迁：运输方式与路由结构**

科技进步带来运输方式的变迁，推动供应链变革；资金流和信息流逐步从物流中独立（线上化）。有别于消费互联网，物流业连接强度和效率差异显著；因此我们会观察到“去连接化”特征，即通过减少连接数提升效率。

**(1) 网络变迁：运输方式的冲击**

回顾历史上四次交通运输冲击波，运河、铁路、高速公路和航空网络的兴起，都带来物流网络和供应链变革。技术路径上，物流业沿着手工化=>机械化=>自动化=>智能化路径发展，和工业生产的四个阶段依次匹配。19世纪美国快递业，珠宝黄金业务（资金流）是重要盈利来源；上世纪90年，民营快递文件公函业务（信息流）占比较高。随着技术进步，“物流”中的“资金流”和“信息流”逐步线上化，即物流业务去信息流和去资金流。

图表23：交通运输方式的变迁



资料来源：钟鼎投资、华泰证券研究所

图表24：物流科技图谱



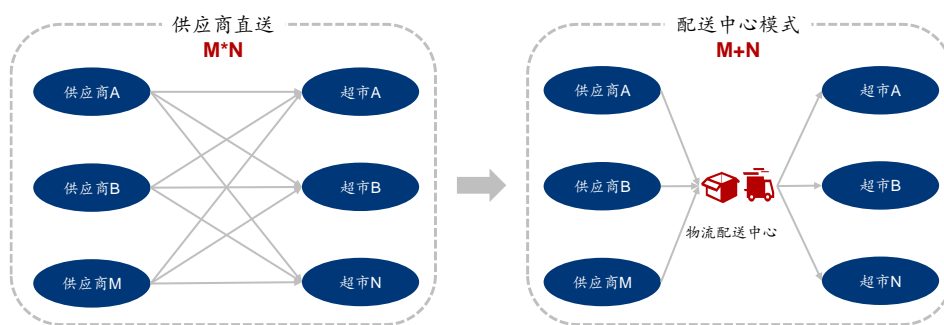
资料来源：艾瑞资讯、华泰证券研究所

## (2) 连接结构：效率至上

我们引用《失控》(凯文·凯利/2010)中对于连接力与网络化的观点“未来的公司将不断地演化，直到彻底的网络化。一个纯粹网络化的公司，应该具有以下几个特点：分布式、去中心化、协作以及可适应性”。因此，平台型企业的使命在于持续增强连接的数量和强度，通过多维度、全场景数据获取，构建护城河与进化力。消费互联网表现为多维、海量、弱连接，连接的数量级(用户数/GMV)决定企业核心价值；平台模式能够最大化连接力，阿里平台业务和京东自营业务在用户数、GMV、市值上的差距可见端倪。

在物流业中(产业互联网)，连接强度和效率差异显著；因此我们会观察到“去连接化”特征，即通过减少连接数提升效率。沃尔玛通过配送中心集中管理门店物流(轴辐模式)，家乐福则采用供应商直送模式。考虑M个供应商和N个超市，配送中心模式的连接数为M\*N，而供应商直送模式的连接数为M+N，供应链效率伴随连接数下降反而提升。

图表25： 供应商直送=>配送中心模式



资料来源：沃尔玛、华泰证券研究所

## 网络产品：三个象限的差异

我们按照标准品/非标品和 2C/2B 将物流业务划分为三象限(2C 非标品空缺)。由于基因差异和文化冲突，鲜有企业能够兼顾 2C 和 2B 业务。对于突破现有业务逻辑的尝试，构建文化保护区可能是转型成功的基础。

### (1) 业务结构：三个象限的差异

参考运联传媒的研究，物流生态系统沿着方案层、执行层和支撑层依次展开。物流需求从货主进入物流总包商/订单分配商，完成方案设计/订单分解；随后进入执行层，交由相应业务单元执行；物流基础设施、运输工具制造商、金融机构作为支撑层提供服务。

互联网的业务逻辑通常根据 2C/2B 划分；物流业则通常基于公共物流/合同物流，前者为产品驱动，后者则为客户驱动。我们将上述理念结合起来，按照标准产品/非标服务和 2C/2B 将物流业务划分为三象限；第二象限(2C 非标服务)似乎处于空缺状态。我们将三个象限用曲线连接起来，依次是：2B 非标服务、2B 标准产品、2C 标准产品。以顺丰为例，时效产品(2C 标准产品)和供应链服务(2B 非标服务)在商业逻辑、组织架构和投资逻辑上都存在显著差异。

图表26： 顺丰时效产品和供应链服务差异

|       | 需求导向 | 产品特征 | 决策机制  | 服务溢价 | 组织重心  | 成长路径 | 投资逻辑 |
|-------|------|------|-------|------|-------|------|------|
| 时效产品  | 产品驱动 | 优质高价 | 快速、感性 | 容易   | 产品落地  | 价    | 净利率  |
| 供应链服务 | 客户定制 | 高性价比 | 缓慢、理性 | 难    | 销售+客服 | 量    | 周转率  |

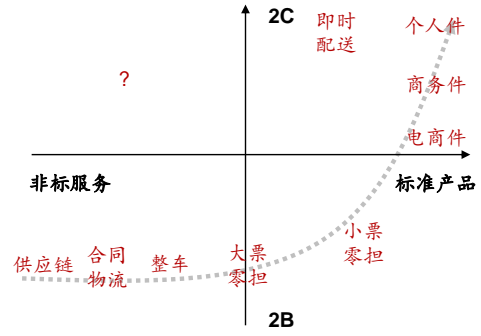
资料来源：华泰证券研究所

图表27: 物流生态体系



资料来源: 联联传媒、华泰证券研究所

图表28: 物流业务的三象限



资料来源: 华泰证券研究所

**(2) 转型的难度: 文化保护区**

由于基因差异和文化冲突, 鲜有企业能够兼顾 2C 和 2B 业务。亚马逊从 2C 电商到 2B 云服务, 华为从 2B 电信设备到 2C 消费电子, 两家伟大的企业都完成了转型。在物流领域, 顺丰通达为代表的公共物流企业尝试切入合同物流和供应链服务; 部分传统合同物流企业尝试产品化和标准化。对于突破现有业务逻辑的尝试, 构建文化保护区可能是转型成功的基础, 这意味在组织架构上需要独立的 BU 甚至 BG。我们以顺丰控股向综合供应链服务的转型路径讨论如下:

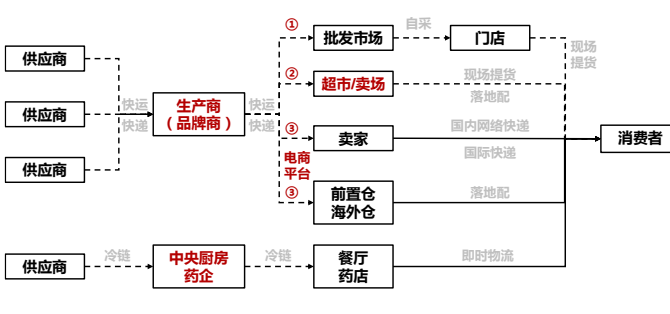
在物流产品五大核心竞争力(时效、网络、服务、品质、成本)中, 顺丰时效产品的优势在于时效和服务, 但过高的成本限制了其市场空间。根据《中国物流商业模式转型趋势分析》(德勤/2019), 横向多元化发展、升级为综合物流解决方案提供商、纵向深耕供应链是物流企业战略转型的三种选择。

**1) 横向多元发展:** 2013 年是顺丰控股的战略转折点, 此后公司大力推动横向业务发展, 先后推出经济快递、快运(顺丰+顺心)、冷链、国际和同城配产品, 全场景布局为合同物流和供应链综合服务奠定基础。

**2) 升级综合物流(合同物流):** 对于合同物流市场的新进入者, 客户关系、网络布局、资源整合和专业能力缺一不可。在中国合同物流市场“客户为王”的生态下, 客户资源尤为关键, 需求的差异性又导致市场极为分散。合同物流企业需要为客户提供个性化服务, 但更小的颗粒度又需要尽量标准化, 以增强规模效应和复制性。

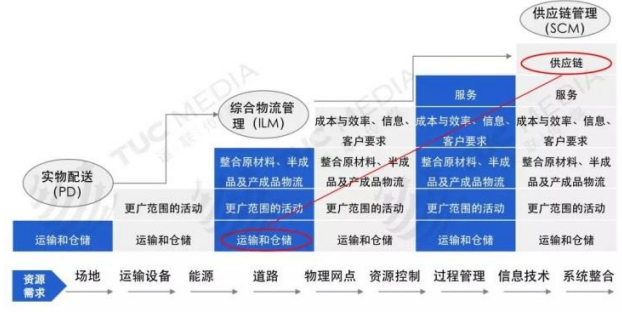
**3) 纵向深入供应链:** 供应链业务需要极度趋近商流, 这对顺丰原有公共物流文化带来挑战。2018-2019 年, 公司先后收购夏晖冷链和敦豪供应链大中华区业务, 补齐团队、客户和平台, 开始学习和复制相应供应链解决方案能力。

图表29: 顺丰全场景物流服务能力



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表30: 物流模式的升级



资料来源: 联联传媒、华泰证券研究所

## 企业基因：分化裂变的探讨

平台型企业的使命在于持续增加连接的数量和强度，但我们更应关注物流企业“平台化思维”与平台企业“落地化运营”。UPS 包裹业务、FedEx 文件业务和 DHL 代理文化均和其基因息息相关。复盘中国民营快递发展史，企业家的选择与努力至关重要。组织文化维度，加盟和直营模式无优劣之分，但适应场景存显著差异；我们认为社会化第三方物流总体效率优于自建物流，物流外包将成为行业趋势。

## 公司基因：从国际三大说起

吴军先生在《浪潮之巅》(2019年版)中提出企业基因的观点，“腾讯无2B基因”则更是引发广泛讨论。我们认为企业基因客观存在，对于国际三大快递，UPS 包裹业务、FedEx 文件业务和 DHL 代理文化均和其基因息息相关。

### (1) UPS 和 FedEx：文件与包裹

在英文含义上，Express 和 Parcel/Package 存在较大差异，前者接近中文释义上的“时效产品”，后者则接近于“经济产品”。时效产品 (Express Product) 核心是时效和服务，因此通常采用直营模式+航空运输；经济产品 (Economy Product) 核心是网络 and 成本，因此通常采用加盟模式+公路运输。

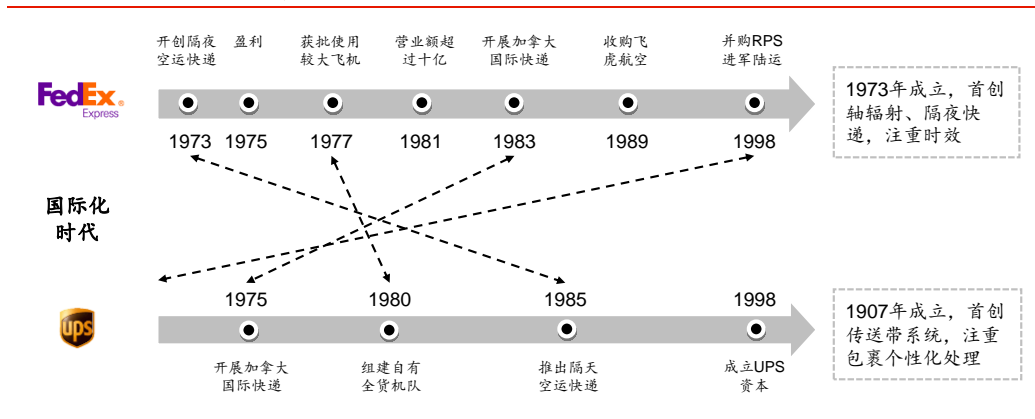
图表31：快递产品体系的差异

| 英文产品              | 中文释义                 | 核心要素  | 组织体系  |
|-------------------|----------------------|-------|-------|
| Express 快递        | 时效产品/Express Product | 时效+服务 | 直营+空运 |
| Parcel/Package 包裹 | 经济产品/Economy Product | 网络+成本 | 加盟+陆运 |

资料来源：华泰证券研究所

UPS (United Parcel Service) 和 FedEx (Federal Express) 名称已经隐含两个企业基因的差异。通常意义上，市场认为 UPS 强于陆运，FedEx 强于空运；更本质的是 UPS 专注于 Parcel 业务，FedEx 专注于 Express 业务，市场定位差异带来运输方式的差异。当然，随着两大快递业务相互渗透，业务结构开始趋同。一个有趣的现象是：FedEx 小件业务较多，为保证单人操作，传送带宽度通常不超过 1.2m；UPS 大件业务较多，其传送带宽度通常会达到 1.5m，实现双人联合操作。

图表32：FedEx 和 UPS 业务相互融合



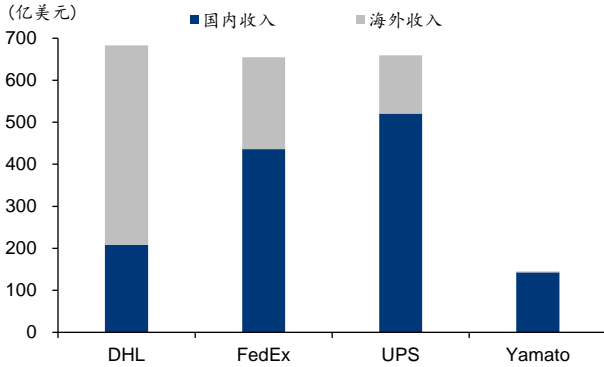
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

### (2) DHL：代理文化的全球化实践

在国际三大快递中，DHL 国际业务占比最高，且生态布局最为均衡。一方面，DHL 缺乏类似美国本土的庞大国内市场；另一方面，代理加盟文化对国际化和生态构建产生了很大的推动作用。

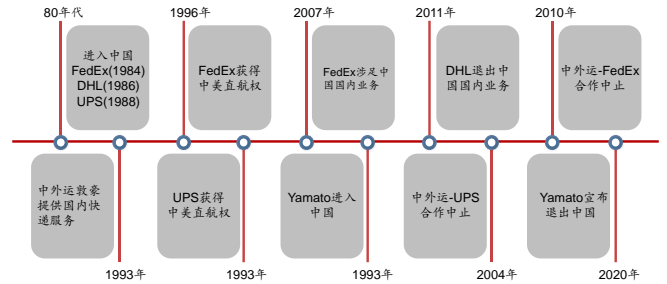
计划经济体制下，中国外运长期处于货代业务的垄断地位。因此，国际三大快递（UPS、FedEx 和 DHL）纷纷和中外运成立合资公司，从事国际快递的境内代理业务。2005 年，中国国际快递业务对外资全面开放，UPS 和 FedEx 先后回购合资公司股权，但中外运-DHL（各占 50%股份）却得以保留，这和 DHL 全球代理文化密不可分。借助中外运央企资源优势，我们预计中外运-DHL 仍然占中国国际快递最大的市场份额。

图表33：四大快递国际收入占比（2017）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表34：四大快递进入中国历史



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

### 攻守之间：企业=>平台=>生态？

平台型企业的使命在于持续增加连接的数量和强度，构建护城河与进化力。物流属于线下强运营业务，即连接强度和效率差距很大，这限制了企业的平台化空间。我们更为关注物流企业的“平台化思维”与平台企业的“落地化运营”。

#### （1）物流体系的变迁

受供应链牵引，中国物流行业处于持续的变迁之中。以公路物流为例，改革开放后中国公路物流行业大致经历了四个阶段。1) 1980S：个体司机和小企业大行其道；2) 1990S：专业第三方物流（3PL）开始出现；3) 2000S：电商拉动网络型物流（快递快运）高速发展；4) 2015S：物流业“互联网化”，具备第四方物流特征的平台生态开始出现。

图表35：中国公路物流行业演绎

| 特征    | 计划经济 | 1980S             | 1990S        | 2000S          | 2015S          |                        |
|-------|------|-------------------|--------------|----------------|----------------|------------------------|
| 产业供应链 | 原材料  | 本地自建物流<br>长途卡车/车皮 | 物流外包<br>个体司机 | 专业化<br>个体司机/三方 | 网络化<br>个体司机/车队 | 平台化<br>车队/网络货运<br>多式联运 |
| 消费供应链 | 制造   | 个体司机              | 个体司机/三方      | 专线             | 大票零担           |                        |
|       | 分销   | 个体司机              | 个体司机/三方      | 快运             | 快运             |                        |
|       | 配送   | 自提                | 自提           | 快递             | 快递/即时配送        |                        |

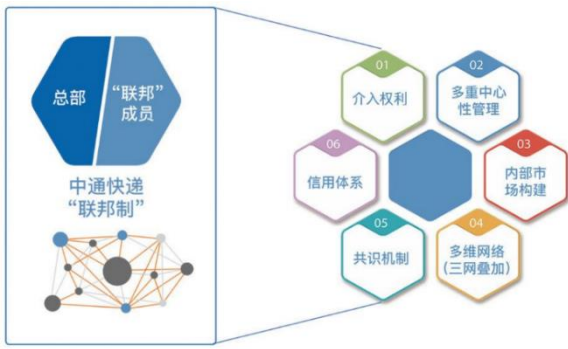
资料来源：华泰证券研究所

#### （2）物流平台的再思考

我们引用王拥军先生在《热平台，冷思考》（2016）中对平台型物流企业的三个定义：1) 提供线下场所/虚拟空间进而改善交易效率为核心目标，2) 不直接对交易结果承担责任，3) 不以交易差价为收入来源。物流生态则需更进一步，实现物流与供应链（信息流、商流、资金流）的协同。物流平台主要服务中小物流企业，商业模式的核心是增值服务流量变现（租金/流量费/服务费），赢者通吃意味着综合平台的数量很少。

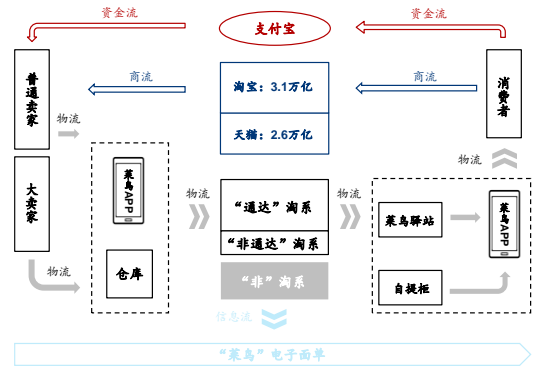
资本青睐物流平台源于延展性，而落地运维为其短板。有趣的是，全球市值最大的七家企业（甚至罗宾逊物流）都不属于严格意义的平台。我们的理解是物流业属于线下强运营业务，连接强度和效率差距很大（即用户价值差异大），这限制了平台化的空间。我们更为关注物流企业“平台化思维”与平台企业“落地化运营”。通达系加盟网络可视为“平台化思维”的经典案例：总部聚焦干线网络搭建与加盟商赋能，在利益协同的基础上实现了很高的效率。阿里通过菜鸟网络实现物流、商物流和资金流的统一，大幅缩小了通达系和电商自建物流的服务差异。

图表36：中通快递联邦制架构



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表37：菜鸟网络的线下化实践



资料来源：公司公告、华泰证券研究所（注：数据基于2019财年）

### 分化裂变：民营快递的启示

复盘中国民营快递发展史，企业家的选择与努力至关重要。加盟和直营模式无优劣之分，但适应场景存显著差异；高端产品和核心区域适宜直营，低端产品和非核心区域适宜加盟。我们认为社会化第三方物流总体效率优于自建物流，物流外包将成为行业趋势。

#### (1) 企业家：选择与努力

上世纪90年代，华北宅急送、华东申通和华南顺丰是中国民营快递的标杆。顺丰直营化和航空网络奠定时效件龙头地位，正努力向综合供应链服务转型；申通件量长期位居行业第一，2019年最终被阿里收购（已完成收购14.6%，剩余31.4%为选择权）；宅急送因其市场定位的模糊，行业地位已经较为边缘化。企业家的选择与努力对企业发展至关重要。

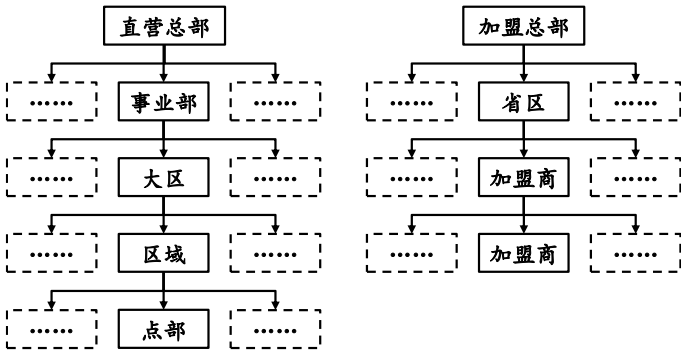
通达系“桐庐帮”的故事广为人知，实际上类似的案例在中国还有很多（如合同物流“佳木斯帮”）。2019年，按照件量和利润规模：中通>韵达>圆通>申通>百世，市值的分化则更大。一个有趣的现象是：通达系中高级管理人员相互流动并不罕见，而加盟商之间又存在错综复杂的关系。我们观察到通达系在股权架构、资产规模、加盟商等方面的差异，但这是否足以解释通达之间的分化？我们至今尚未有明确的答案。或许可以换个角度：如果在某个时点（93/03/12/16）让通达系创始人用抽签的方式换个位置，历史是否会重现？

#### (2) 加盟模式和直营模式

加盟模式和直营模式管理效率差异很大。按照全网2-3万个点部估算，若采用直营模式并假设管理边界为10-15人，则需要五级架构（德邦：总部=>事业部=>大区=>区域=>点部）。中通通过省区一级架构即可管理4800个一级加盟商，全网3万个点部理论上仅需四级架构（总部=>省区=>一级加盟商=>点部）。实际上，加盟和直营模式处于融合进程中，如通达系推进转运中心和干线运输直营化，而顺丰和德邦末端运营趋于灵活。

加盟模式成本显著低于直营模式：1) 末端自激励管理成本的节约，2) “有效”规避土地、社保、税务等合规成本。加盟模式解决了民营快递成立之初的融资难题，自激励完成网络扩张和原始积累。但随着网络的发展，总部和加盟商以及加盟商之间利益冲突加大，需要高明的平衡手段（如有偿派费制度）。利益冲突和服务品质是加盟制模式的短板。

图表38: 直营模式和加盟模式组织架构差异



资料来源: 华泰证券研究所

图表39: 中通快递加盟模式

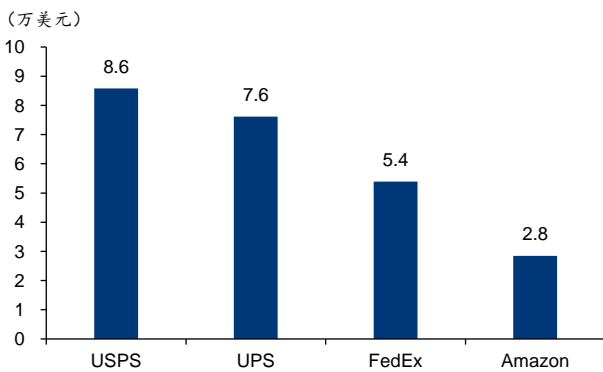


资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

(3) 自建物流和三方物流

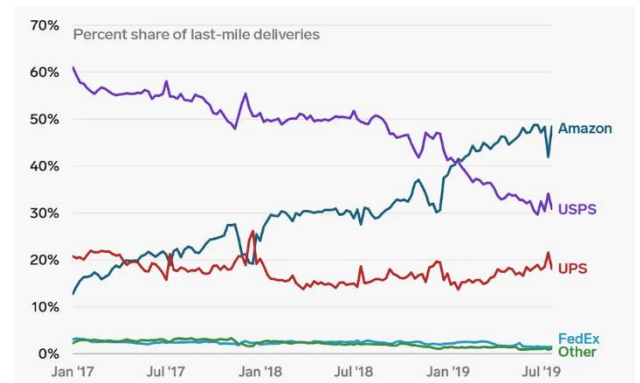
美国电商快递价格较高(参考 FedEx Ground 客单价, 我们估计 19 年约为 6-8 美元/件)。2019 年 6 月和 8 月, FedEx 先后终止了和亚马逊自营业务的空运/陆运合约, 成为其净利润下滑的关键原因。实际上, 亚马逊相对于 UPS/FedEx 的成本优势源于制度差异, 即抑制工会力量以降低人工成本(亚马逊无工会), 和加盟制快递规避社保成本颇为类似。

图表40: 亚马逊人均薪酬低于美国三大快递(2017)



资料来源: 美国财政部、华泰证券研究所

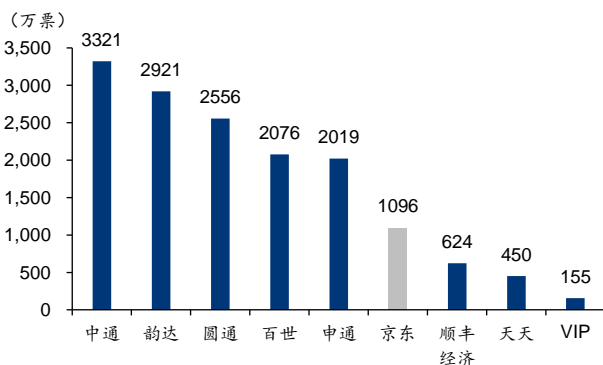
图表41: 亚马逊包裹量派送结构



资料来源: 乐天咨询、华泰证券研究所

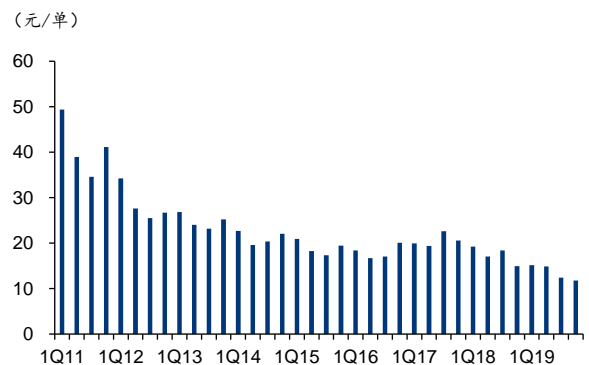
京东 2007 年自建物流有其时代背景: 1) 彼时通达系价格较高, 而服务品质偏低; 2) 加快资金周转(3C 品类货到付款较多)。时至今日, 京东物流已全面开放, 但规模和成本较通达差距显著。2019 年初, 京东物流实施了改革以控制成本(18 年亏损 23 亿, 扣除内部结算亏损 28 亿); “众邮快递”起网意在进一步降低成本。参考唯品会(19 年日均单量约 155 万单) 关闭品骏快递, 我们认为中小电商物流外包将成为趋势。

图表42: 主要快递企业件量日均件量(2019)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所 (注: 通达以外数据为估计值)

图表43: 唯品会单位订单履约费用



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所



## 个股标的：投资时点的选择

我们站在新一轮供应链革命的起点，上中下游都将迎来剧变；对于长期投资者，当下也是复利的起点。1) 快递：三种力量的博弈，首选顺丰控股；2) 大宗供应链：开启估值修复，首选厦门象屿；3) 快运：基于赔率的视角，首选德邦股份。

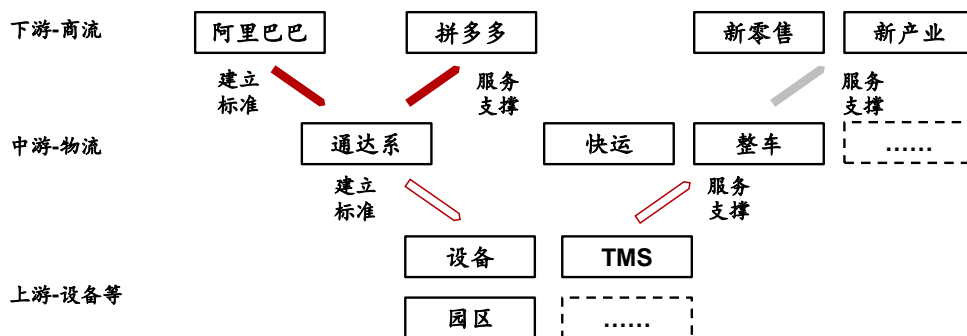
## 行业展望：供应链“大时代”

我们正在经历供应链革命，上中下游都将迎来剧变。中国物流业长期受益于人口红利，未来仍将受益于制造红利；标准化物流产品可得性提升，为合同物流和供应链服务奠定基础。

### (1) 供应链的变迁

苹果重新定义了中国电子行业：苹果供应商成就了小米、OPPO/VIVO 和华为，带来生态的繁荣。我们认为类似的逻辑很可能在物流业重现：1) 阿里重新定义了加盟制和“四通一达”，拼多多得以异军突起；2) 中国最优秀的物流企业（顺丰和通达为代表）上市，资本开支带动上游发展，并成为初创公司的退出渠道。我们正在经历一场供应链革命，上中下游都将迎来剧变。从商业本质看，物流乃至综合供应链服务都属于工具，或许最大的机会不是工具本身，而是谁能利用工具重构行业（阿里借助通达系建立电商帝国）。

图表44：物流生态上中下游互动



资料来源：华泰证券研究所

中国物流业长期受益于人口红利，未来仍将受益于制造红利：大型物流企业资本开支带动上游设备（重卡、自动化设备等）产品升级和进口替代。1) 重卡：相较于购置成本，大型物流企业更关心全生命周期（TCO）成本；进口替代需求和本土重卡企业高端化（如一汽解放 J7）相互促进，物流业有望获得更具性价比的产品。2) 自动化设备：高端物流自动化设备一度严重依赖进口，顺丰自主研发小件分拣系统，OEM 成本仅为进口设备的 1/8。

而在物流业内部，标准化产品可得性提升，为合同物流和供应链服务奠定基础。以车队为例，网络型快递/快运企业崛起，单边干线外包需求衍生出“则一”等专业化车队。对于快递快运企业，外包车队可以提供稳定、可靠的运输服务；对于外包车队，企业稳定的货源可以提升车辆效率，并通过回程配货降低成本。福佑卡车独创 AI 算法调度车辆的散跑模式（类似即时配送配单系统），进一步提升整车运力效率。

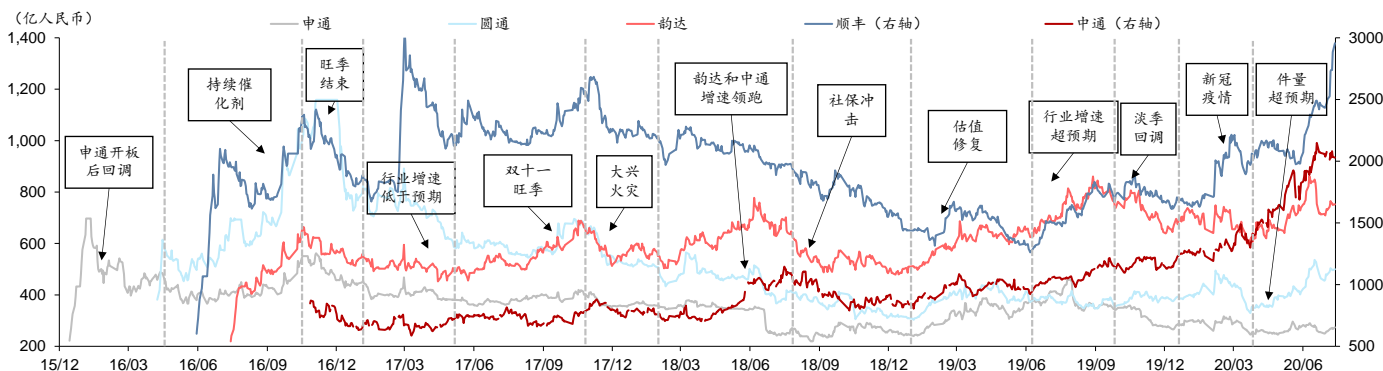
### (2) 快递：三种力量的博弈

从产业结构角度，电商件市场“四通一达”的格局无疑是非稳态的，自然竞争的终点通向寡头垄断，但实际进程还取决于政策约束、商流边界和企业家精神。由于相关方利益存在冲突，因此需要优先级和价值判断。

快递天然具备基础设施属性，即存在显著的外部性。以铁路为例，各国政府策在“放松管制”和“加强管制”之间摇摆可见端倪。我们认为政策约束可能倾向于维持竞争而非垄断。无界零售意味着互联网巨头的战场从线上向整个供应链扩张，商流的过度介入无疑会大幅压缩第三方的生存空间（类似即时配送）。UPS 包裹业务、FedEx 文件业务和 DHL 代理文化均和其基因息息相关。复盘中国民营快递发展史，企业家的选择与努力至关重要。

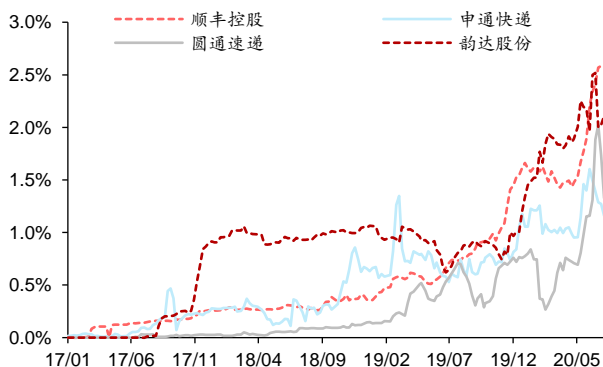
A股快递股主要由境内投资者定价。关于加盟快递估值，市场的共识是参考A股消费品行业进行PE/PEG估值，分歧在于PE区间和G的选择（件量/收入/利润）；我们建议根据盈利增速（参考毛利增速）进行PEG估值。对于直营快递，市场的共识是SOTP估值以及盈利分部采用PE估值，分歧在于亏损业务估值方式；我们建议针对亏损业务PS估值。复盘快递行业历史表现，件量增速是A股快递股价的第一驱动力，盈利增速的权重则很大程度上受制于市场情绪。我们认为当下件量增速仍是快递股价核心驱动力，投资者对估值有更高的容忍度，建议投资者积极参与，标的的首选顺丰控股（时效件盈利上行+供应链估值有望上行）。

图表45： 快递企业上市表现回顾



资料来源：Wind、华泰证券研究所（注：此处为市值口径，数据截止2020/07/14）

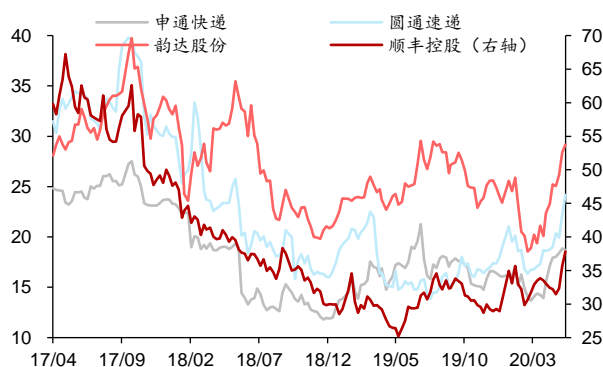
图表46： 快递企业港股通持股比例变化



注：持股比例=港股通持股/总股本，数据截止2020/07/14

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表47： 快递企业Wind一致预期PE回顾



注：PE=交易日收盘价/最近预测年度Wind一致预期EPS，数据截止2020/07/14

资料来源：Wind、华泰证券研究所

**(2) 大宗供应链：价值重估的机会**

我们构建了大宗供应链指数，历史数据(13-20)呈现β股票特征，阿尔法不显著。从PB-ROE模型的角度：1) 大宗供应链企业 ROE 约为 10%，这是一个较为平凡的水平；2) 板块13-15年经历了估值快速提升，15-20年持续下修，PB (MRQ) 略低于13-14年熊市底部（个股标的存部分差异）。

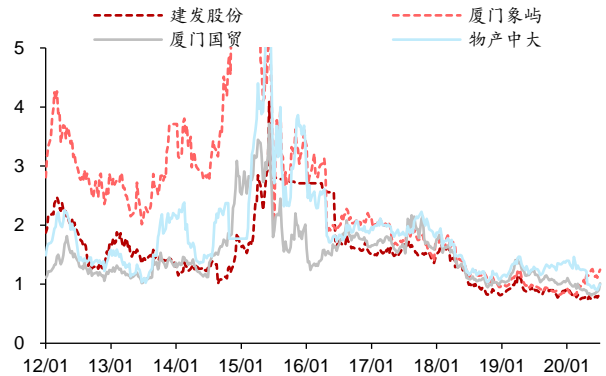
基于大宗供应链行业资产负债表驱动特征，盈利和现金流波动剧烈，市场给予很低的PB估值。过去五年(15-19)，我们观察到大宗供应链龙头企业经营性现金流持续改善，更高的分红比率成为可能，我们可以期待PB=>DDM 第一阶段估值修复；资产出表推升ROE，低渗透率下的再投资能力推动DDM=>DCF 第二阶段估值修复。从长期看，轻资产大宗供应链行业估值有望接近2B物流企业的水平。考虑当下大宗周期、板块估值与市场流动性，我们看好大宗供应链板块，个股标的的首选厦门象屿。

图表48: 市场流动性整体宽裕



资料来源: Wind、华泰证券研究所 (注: 数据截止 2020/07/14)

图表49: 供应链企业历史 PB 估值 (MRQ)



资料来源: Wind、华泰证券研究所 (注: 数据截止 2020/07/14)

(3) 快运: 赔率的视角

零担市场可进一步细分为全网小票(快运)/区域小票(30KG-300KG)和大票零担(300KG-3T), 整体属于存量市场。全网快运参与者包括直营企业(顺丰、德邦等)和加盟企业(中通、安能等), 区域快运以本地企业为主, 大票零担则以专线企业和整合型企业(聚盟等)为主。资本介入+更低的门槛导致快运市场激烈的竞争。根据运联传媒的研究, 全网快运市场约 1200 亿元(19 年); 假设中高端市场占比 20%, 则 240 亿中高端快运市场基本被顺丰和德邦瓜分。我们认为德邦股份的网络价值和市场竞争能力被市场低估。

图表50: 2018-2020 年部分快运企业融资情况

| 融资企业 | 融资时间      | 融资轮次   | 融资金额   | 投资方               |
|------|-----------|--------|--------|-------------------|
| 德邦快递 | 2018      | 上市     |        |                   |
| 跨越速运 | 2018      | A      | 14 亿元  | 红杉、普洛斯、钟鼎         |
| 中通快运 | 2018      | A      | 1 亿美元  | 红杉、鼎晖、云锋、中通快递     |
| 韵达快运 | 2019      | 增资     | 4.3 亿元 | 桐庐运乾              |
| 壹米滴答 | 2018、2019 | C、D    | 23 亿元  | 远洋资本、厚朴投资、普洛斯等    |
| 商桥物流 | 2018、2019 | A+、A++ | 3.5 亿元 | 前海母基金、启创资本、中集产业基金 |
| 顺丰快运 | 2020      | 战略融资   | 3 亿美元  | 中信资本、鼎晖、君联等       |

资料来源: 运联传媒、华泰证券研究所

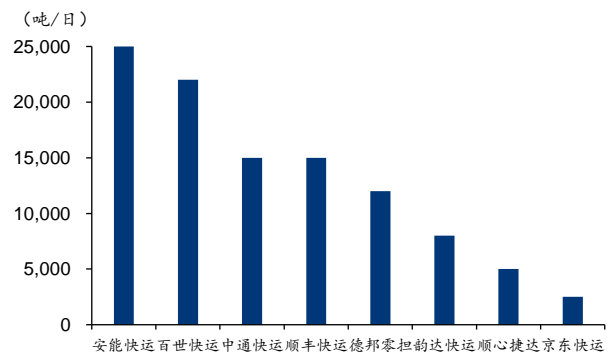
图表51: 公路货运市场主要参与者



注: 市场规模和运价水平为 2018 年估计值

资料来源: 运联传媒、罗戈物流、华泰证券研究所

图表52: 主要快运企业日均货量 (2019)



资料来源: 物流一图、华泰证券研究所

### 核心标的：大行业好公司

#### 顺丰控股（002352 CH，买入，目标价：73.73-81.93元）

1) 国内市值最大的物流企业，立足时效件业务，全面进军供应链综合服务。2) 大力拓展散件和高端电商件，时效件增速回升有望带动20年盈利表现。3) 商流变革倒逼物流升级，垂直供应链服务最大化合作深度，有理由给予更高估值。4) 估值方法：目标价73.73-81.93元，基于时效业务20年估算利润27.0-30.0X PE，及非时效业务20年1.8-2.0X PS。5) 风险因素：市场竞争、成本膨胀、新业务管理和整合风险。

#### 厦门象屿（600057 CH，买入，目标价：7.67-8.66元）

1) 国内领先的大宗供应链服务商，市场份额拉动盈利稳健增长。2) 象道物流公铁联运符合产业趋势，象屿农产盈利触底回升，多元折价有望收敛。3) 大宗品价格处于16年以来相对高位，但公司PB(MRQ)和板块13-14年大致相当；分红政策积极，高管层增持传递信心。4) 估值方法：目标价7.67-8.66元，以20年为基准，分别给予象道物流28.0-31.0X PE，象屿农产18.0-20.0X PE，供应链业务9.1-10.4 PE。5) 风险因素：大宗品价格大幅下滑、操作风险、多元管理风险。

#### 德邦股份（603056 CH，增持，目标价：14.54-16.09元）

1) 国内领先的直营快运企业，切入大件快递赛道，网络价值显著。2) 2019年，公司先后尝试时效策略和价格策略，盈利波动大，经营策略从3Q19趋于正常化；剔除疫情偶发因素，公司内生盈利从3月起持续改善。3) 韵达拟战略入股德邦实现信用背书，小票快递与大票快递，直营快运与加盟快运成本优化空间大（集采、干线、分拨等），远期业务协同则更具潜力。4) 估值方法：目标价区间14.54-16.09元，基于20年28.0-31.0X PE。5) 风险因素：市场竞争、社保冲击、大件快递增长放缓。

图表53：重点推荐公司估值对比（2020.7.14）

| 代码        | 简称   | 评级 | 目标价         | 股价    | EPS  |      |      |      | PE    |       |       |       | PEG (MRQ) | PB   | 市值 (亿) |
|-----------|------|----|-------------|-------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-----------|------|--------|
|           |      |    |             |       | 19A  | 20E  | 21E  | 22E  | 19A   | 20E   | 21E   | 22E   |           |      |        |
| 002352 CH | 顺丰控股 | 买入 | 73.73-81.93 | 65.72 | 1.31 | 1.33 | 1.47 | 1.65 | 50.17 | 49.41 | 44.71 | 39.83 | 6.27      | 6.66 | 2923   |
| 600057 CH | 厦门象屿 | 买入 | 7.67-8.66   | 6.24  | 0.51 | 0.58 | 0.69 | 0.80 | 12.24 | 10.76 | 9.04  | 7.80  | 0.55      | 1.31 | 135    |
| 603056 CH | 德邦股份 | 增持 | 14.54-16.09 | 14.41 | 0.34 | 0.52 | 0.68 | 0.81 | 42.38 | 27.71 | 21.19 | 17.79 | 1.75      | 3.52 | 138    |

资料来源：Wind、Bloomberg、华泰证券研究所（注：上述公司的文字部分观点来自最新报告）

### 风险因素

**(1) 行业增长风险：**物流业需求和宏观经济存在较大相关性；若宏观经济持续下挫，企业盈利将承压。电商是中国快递行业最主要的增长动力，我们预计行业中期增速仍然超过实际 GDP 增速的 2 倍；若行业增速低于我们的预期，企业经营将面临压力。

**(2) 市场竞争风险：**时效快递市场格局相对清晰，但通达系和京东等竞争对手仍努力进入；电商快递价格战尚未见底，市场竞争激烈。其它物流业态的竞争则更为激烈。

**(3) 成本膨胀风险：**物流企业主要成本包括人力、运输、场地租金等，其中人工和场地成本呈增长态势；另一方面，员工社保问题待解，企业或需承担更多责任。

**(4) 新业务拓展和整合风险：**从长期看，物流需要发力生态和国际化，这带来了更大的经营风险。若公司通过并购切入新业务，增加了管理和整合难度。

图表54： 报告主要涉及公司一览

| 名称     | 代码        | 评级  | 目标价         |
|--------|-----------|-----|-------------|
| 韵达股份   | 002120 CH | 增持  | 25.97-29.81 |
| 申通快递   | 002468 CH | 增持  | 17.05-19.33 |
| 圆通速递   | 600233 CH | 增持  | 15.62-17.75 |
| 中通快递   | ZTO US    | 未评级 |             |
| 百世集团   | BEST US   | 未评级 |             |
| 京东集团   | 9168 HK   | 未评级 |             |
| USPS   | 未上市       | 未评级 |             |
| UPS    | UPS US    | 未评级 |             |
| FedEx  | FDX US    | 未评级 |             |
| DPDHL  | DPW GY    | 未评级 |             |
| Amazon | AMZN US   | 未评级 |             |
| Yamato | 9064 JP   | 未评级 |             |

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈晓峰、袁钉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师沈晓峰、袁钉本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司