

个股深度报告
中通快递 (ZTO.N)

新物流时代系列之中通快递（一）： 中低端电商快递龙头，综合实力全面领先

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（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.

- 回顾近百年来全球快递物流行业发展史，从投资角度看，快递物流业历来是**低利润率、护城河需要持续加深、商业模式不断演变、先发优势较容易被颠覆**的典型**二流商业模式**。但在这样的行业中，在**天才企业家**的领导之下，却诞生了像FedEx、UPS、DHL、yamato等伟大企业。
- 我国的快递物流行业起步于改革开放之后，目前仍处于成长期，中高端市场顺丰暂无对手，中低端市场通达系你追我赶，综合物流服务巨头之梦尚需时日，但为抢占赛道又必须投入资源开始布局。当前，时效件市场竞争者已经进场，电商件市场短期胜负难分，电商平台经过数年摸索储备，逐步跨界入局。
- 未来的中国版快递“三巨头”可能是谁？即将上演的时效市场竞争将如何演绎？电商件市场谁将是最终赢家？



深度解读物流行业发展趋势

- 
- 资源受约束条件下，短期利润增长和长期战略布局之间，企业如何选择？
 - 直营制快递企业如何破解成本困境，具有中国特色的加盟制企业又如何平衡总部与终端的关系？
 - **直营系**：顺丰作为已经胜出的选手，在从优秀到卓越的过渡阶段，如何进行估值？快运市场集中度极低，中高端赛道的德邦，能否持续扩大领先优势？
 - **通达系**：为什么中通能够后来居上，展露巨头之象？为什么韵达上半年业务量增速远超通达系？为什么圆通、申通业务增速遭遇低谷，通过强力调整又能否追回差距？具有互联网基因的追赶者百世，能否持续缩小与行业第一之间的差距？
 - **电商系**：菜鸟到底要做什么，如何盈利？自带流量的京东物流优势是什么，又将如何重塑第三方物流市场？
 - 经过2018前三季度持续调整，行业估值逐步回归。当前时点，如何发掘快递行业投资价值？

方正交运 “新物流时代系列” 报告，给你答案！

中通快递 (ZTO)

中低端电商快递龙头，综合实力全面领先

■ 定位电商快递，中低端市场的高毛利企业

快递行业可划分为二元市场：以顺丰为代表的中高端市场和以通达系为代表的中低端市场。中通虽然定位中低端电商快递市场，但其采取的直营+加盟的经营模式，使得中通主要经营高毛利的面单业务和部分转运业务，而加盟商主要负责相对低毛利的末端经营业务。**轻资产的盈利模式叠加中通优秀的成本控制，使中通毛利保持在30%以上。**

■ 行业格局改善，电商快递龙头地位逐步确立

近两年来随着价格战的挤出效应，**中低端市场盈亏平衡线已经达到每日1300万票，二三线快递逐渐出局**，行业集中度得到空前改善。目前中低端市场主要由中通、韵达、圆通、百世、申通等七家公司垄断，整个赛道已经高度集中。在中低端电商快递市场，中通连续三年业务量行业第一，且市占率持续提升，其电商快递龙头地位逐步确立。

■ 综合实力全面领先，成本构筑核心护城河

作为电商快递龙头，**中通在成本、时效、服务方面都积累了一定的领先优势**，其背后反映的是**中通在投资和管理方面的领先地位**。基建投资、运力投资方面，中通领先于其他通达系，而科技投资带来的减税政策进一步增厚公司利润；管理方面，中通在总部与加盟商、公司与员工、各级网点三个层面进行管理优化，增强公司稳定性。整体来看，中通综合实力领跑，在当前时点，其成本优势凸显，构筑起公司核心护城河。

■ 业绩增长稳健，有望成为最大赢家

在温和价格战将长期持续的背景下，随着行业增速放缓，成本下降空间被逐渐压缩，**行业高速增长时期存在的弯道超车机会已经消失，行业正在向着利好龙头的方向发展**。中通作为电商快递龙头，拥有最高市占率水平、最低单票成本和较完善的管理激励体制，在当前行业背景下，龙头强者恒强，有望拉开差距，成为行业赢家。

-  **1.定位电商快递，中低端市场的高毛利企业** **P7**
-  **2.行业格局改善，电商快递龙头地位逐渐确立** **P12**
-  **3.综合实力全面领先，成本构筑核心护城河** **P17**
-  **4.业绩增长稳健，有望成为最大赢家** **P35**

- 预计中通快递2018-2020年营业收入分别为167.74亿元、200.42亿元、239.37亿元人民币，调整后净利润41.05亿元、48.74亿元、58.16亿元人民币，对应PE为21.04倍、17.72倍、14.85倍
- 首次覆盖，给予“推荐”评级
- 风险提示：恶性价格战爆发，成本超预期上涨，电商市场发展不及预期，网点停摆

图表1：盈利预测

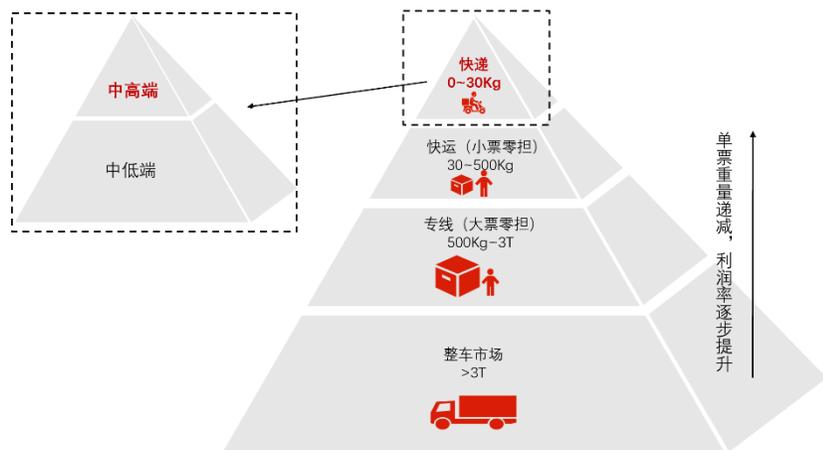
单位/百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	13061.00	16774.15	20042.40	23936.96
(+/-)(%)	33.42%	28.43%	19.48%	19.43%
调整后净利润	3229.63	4104.77	4874.37	5815.79
(+/-)(%)	49.28%	27.10%	18.75%	19.31%
EPS(元)	4.42	5.61	6.66	7.95
P/E	25.92	21.04	17.72	14.85

1.定位电商快递，中低端市场的高毛利企业

- 1.1定位行业中低端电商快递赛道 P8
- 1.2中低端赛道业务以电商件为主，市场规模巨大 P9
- 1.3中低端赛道经营模式以加盟制为主，成本较低 P10
- 1.4中通——中低端赛道跑出的高毛利企业 P11

- 根据货物重量的差异，整个公路货运行业可细分为**快递、快运、专线、整车**。从快递到整车，单票重量逐步递增，利润率逐步下降，市场规模逐步增大。**快递行业位于公路货运行业的金字塔顶**，是公路货运行业**利润率最高**的细分行业。
- 在细分行业内部，根据各细分赛道之间业务模式及游戏规则的不同，我国快递市场可进一步细分为中高端和中低端两大主赛道。**顺丰占据中高端赛道，通达系企业占据中低端赛道。**

图表2：公路货运市场细分金字塔

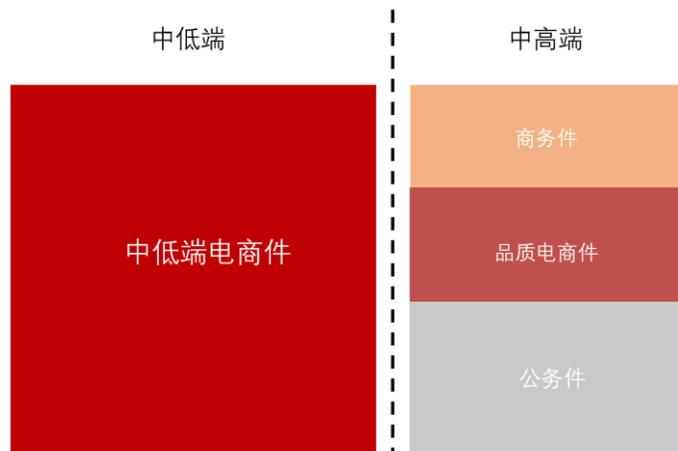


图表3：快递行业市场细分（按公司）

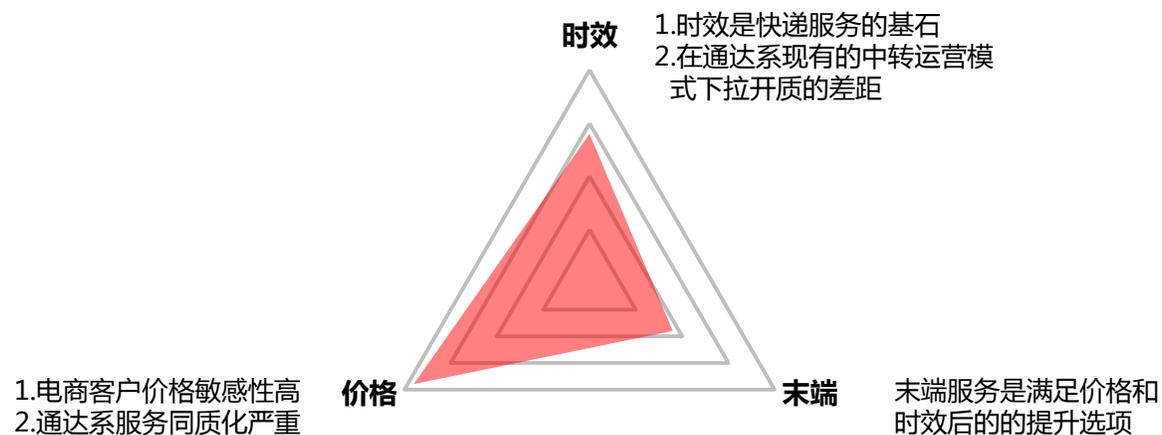


- 在快递两道主赛道中，中低端赛道主要为电商件，中高端赛道则可进一步细分为时效件（以商务件为主）、品质电商件、公务件三大子赛道。从票均收入看，电商件低于商务件、公务件及品质电商件；**但从业务规模来看，中低端电商件规模远大于三者。**
- 价格、时效和服务是快递市场竞争力的三要素。中低端**电商件市场最大的特点在于高价格敏感性**，在目前行业的发展现状下，通达系企业在时效和末端服务方面难以拉开质的差异，价格成为行业最关键的竞争要素，成本成为电商件快递企业最核心竞争力。

图表4：快递行业市场细分及格局（按业务量）

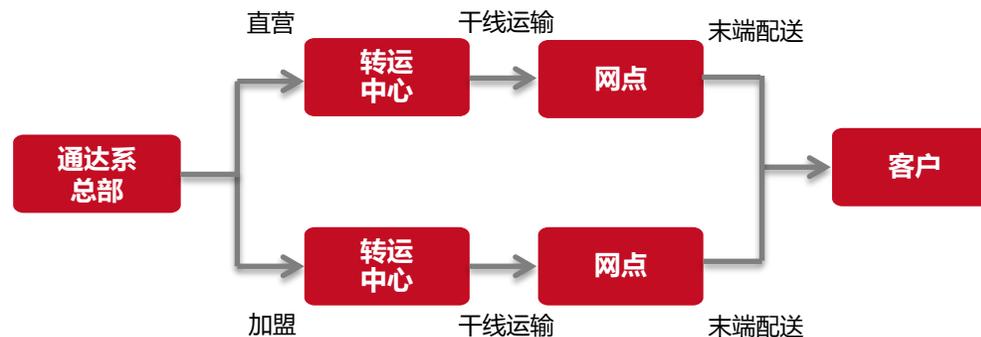


图表5：中低端市场产品属性雷达图



- **中国电商市场的快速增长促进了快递行业的蓬勃发展：**随着电商高速发展，通达系快递企业借助加盟制的轻资产模式，在中国市场上迅速完成扩张。
- 加盟制下，**末端成本由加盟商承担**，该结构从根本上使得加盟制快递企业可以拥有更低的成本，帮助其取得成本领先优势。

图表6：加盟制快递主要负责转运和运输环节



图表7：加盟制与直营制适用于不同市场

	优点	劣势	收入成本结构	适用市场
加盟制	1.轻资产，扩张成本低，扩张速度快 2.成本低，价格竞争力强 3.网点自负盈亏，操作灵活	1.管控能力较差，网点容易出现异常 2.服务水平难以统一 3.战略布局难以实施，资源调配能力弱	收入端：总部的收入来源于向加盟商收取的面单收入、中转费以及派送费收入，其实质是快递总部与加盟商共同分享向客户提供快递服务的全部收入。 成本端：快递企业主要承担干线运输、信息系统所产生的费用以及相应的外包支出（包括支付给加盟商的费用以及支付给承运商的费用）。	价格敏感度高 时效敏感度低 质量敏感度低
直营制	1.服务标准化，客户有良好体验 2.方便对全局战略部署，资源调配强 3.各业务网络共享，协同效应明显 4.提供物流供应链一揽子解决方案	1.扩张成本高，扩张速度慢 2.末端经营因为高度统一导致灵活性差	收入端：能够获得所提供快递服务的全部收入 成本端：整个快递网络的运营成本都要由快递企业承担	价格敏感度低 时效剪感度高 质量剪感度高

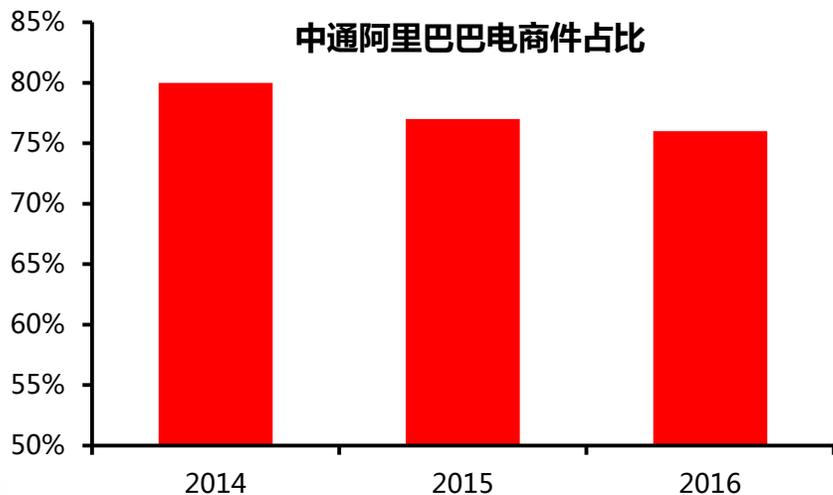
- 中低端赛道业务单价低于高端赛道，但中通毛利水平却保持在30%以上且**远高于顺丰**。

中通快递定位中低端赛道，其业务以电商件为主。与同处中低端赛道的通达系其他企业相比，**中通毛利率水平居于通达系之首**。与处于高端赛道的顺丰相比，中通的毛利率也远高于顺丰。

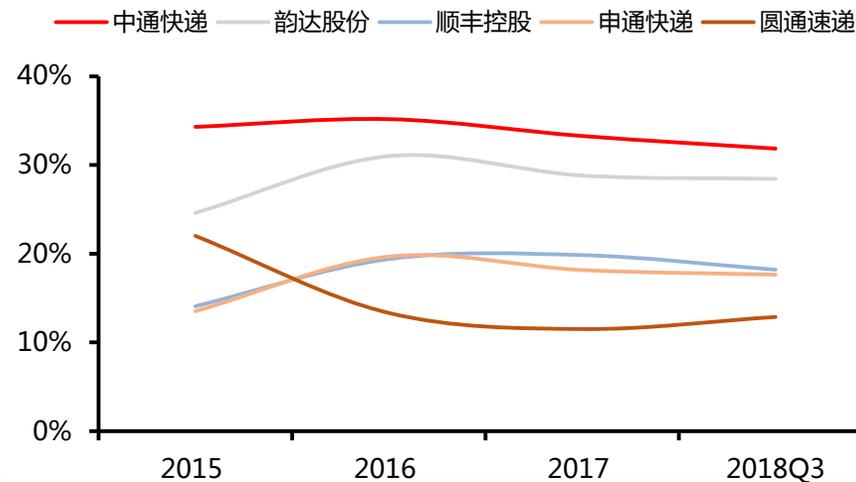
- **盈利模式是中通保持高毛利的主要原因**

高端赛道价格敏感低但服务质量要求高，顺丰采取直营模式，其高单价带来的利润很大一部分被高昂的成本所抵消。而**中通采取直营+加盟的盈利模式，主要经营高毛利的面单业务和部分转运业务，加盟商主要负责相对低毛利的末端经营业务**。加盟制快递总部之于加盟商，如同菜鸟之于通达系，轻资产的盈利模式叠加中通优秀的成本控制，使中通毛利保持在30%以上。

图表8：中通阿里巴巴电商件占比较高



图表9：各快递企毛利率对比



2.行业格局改善，电商快递龙头地位逐步确立

- 2.1 中低端市场实际集中度远超市场认知 P13
- 2.2 行业增速放缓，中低端市场集中度提升过程势不可挡 P14
- 2.3 中通市占率行业最高，连续三年保持第一 P15
- 2.4 中通盈利能力最强，2018Q1-Q3净利润超顺丰 P16

- 目前快递行业格局常用指标是国家邮政局的CR8指标，但我们认为在当前阶段该指标已经一定程度上**失效**。

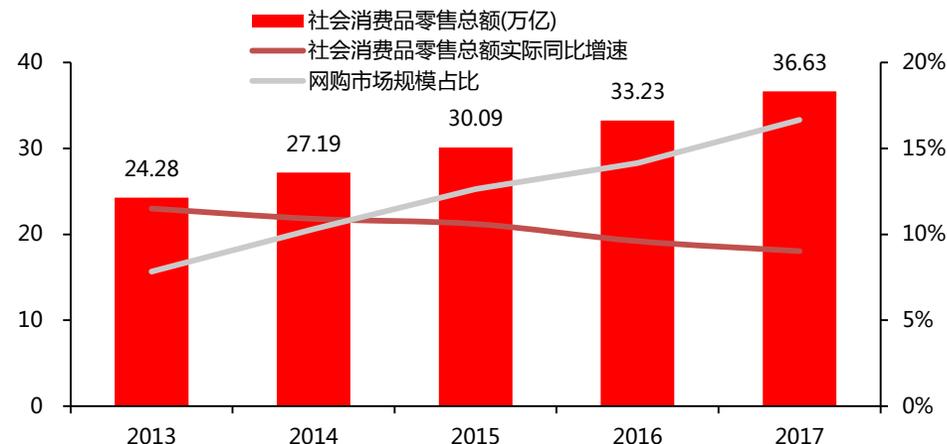
- **原因**：快递行业一大特点，在于跨赛道扩张难度极大，规模效应导致细分赛道门槛越来越高。目前的CR8指标，作为分子的8家企业不在同一个赛道上，而作为分母的行业总业务量又将至少4条细分赛道的业务量都囊括在内，因此并不能有效反应企业真实竞争状况。

图表10：2018Q3电商市场市占率测算

2018Q3电商快递行业市占率测算		
行业市占率 (CR8)	通达系市占率 (CR5)	中通市占率
81.3%	61.77%	16.56%
假设 1.通达系电商业务量占比相同 2.中通双十一业务量占比近似等于中通电商业务量占比 (21%) 3.通达系为中通、韵达、申通、圆通、百世		
通达系中低端电商件市场的集中度 (电商市场CR5) = 通达系 (5家) 快递市场占比 * (中通双十一业务量占比 / 中通快递市场占比) = 61.77% * (21% / 16.56%) = 78.83%		

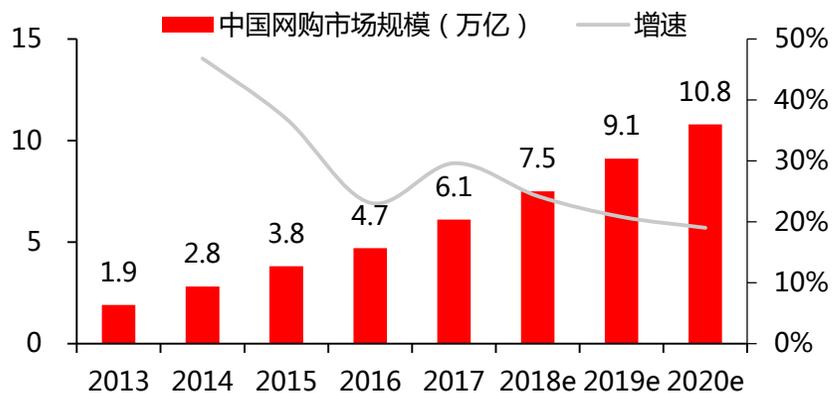
- 由于中低端电商件行业缺乏总业务量数据，故我们采用逻辑推理+假设验证的方法对当前市场集中度进行推导：
- **①逻辑推理**：中低端电商件市场价格战产生的挤出效应导致**该市场盈亏平衡线已经达到每日1300万票左右**，二三线快递逐渐出局。目前中低端市场主要由中通、韵达、圆通、百世、申通等七家公司垄断，玩家急剧减少，市场集中度提升明显。
- **②假设验证**：由于电商快递市场数据较少，我们通过双11当天数据进行计算可以得出，中低端**电商市场CR5的集中度已达78.83%**，远超邮政局口径整个快递行业CR5 61.77%的集中度水平，电商件市场的头部效应明显。
- **结论**：目前中低端电商件市场玩家有限，CR5集中度远超市场认知。

图表11：网购占社零比重逐年上升



- 随着电商行业增速放缓，虽然从绝对数量看，电商行业为快递企业贡献的业务量增量仍旧可观，但行业高速增长的时代已接近尾声，**快递行业换挡进入中高速增长时期。**
- 随着行业业务量增量放缓，行业高增长时期存在的**弯道超车机会逐渐消失**，头部效应将在未来几年进一步显现，行业正在向着利好龙头的方向发展。

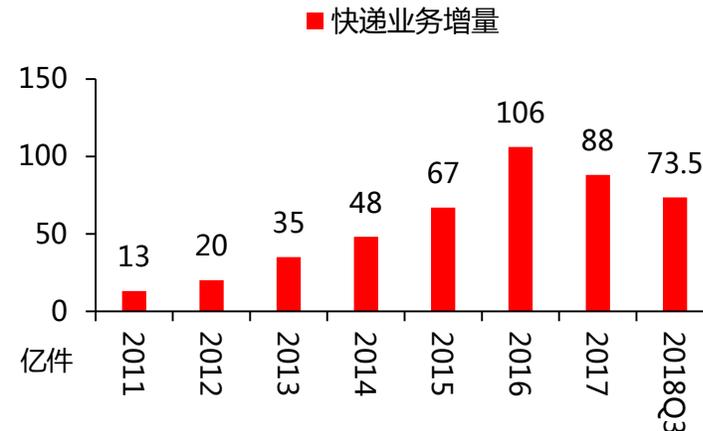
图表12：电商发展增速放缓



图表13：我国跨境电商增速放缓



图表14：快递业务实际增量放缓

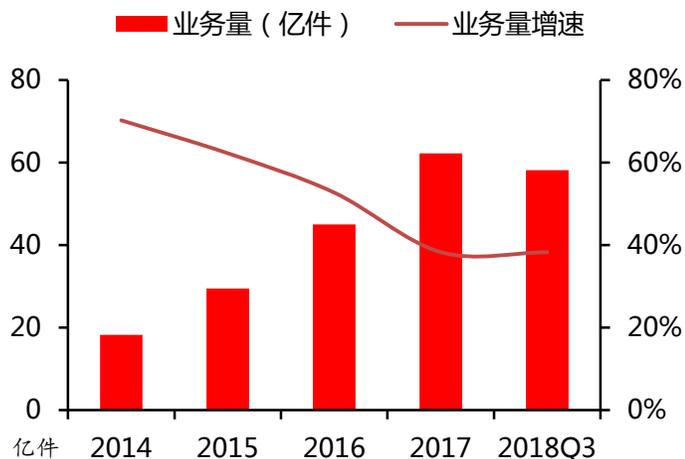


图表17：中通市占率全国第一

- 在头部效应进一步发酵的环境下，中通快递始终保持中低端市场的领先优势，其2013-2017五年业务量复合增长率为55.28%，为通达系之最（其中圆通为41.03%，韵达为41.12%，申通为28.42%，顺丰为29.06%）。
- 中通市场份额自2016年超越圆通后连续三年保持行业第一，2018Q3市占率达到16.73%。

上市快递企业快件量市占率排名					
年份	顺丰	圆通	中通	韵达	申通
2013	4	2	5	3	1
2014	4	2	3	5	1
2015	4	1	2	4	3
2016	4	2	1	4	3
2017	4	2	1	3	4
2018Q3	5	3	1	2	4

图表15：中通各年业务量及增速



图表16：中通市占率稳步提升



- 从净利润指标来看，2018年Q3中通净利润总量达到31.09亿元，**超过了长期位居第一的顺丰**，远远领先于同处中低端赛道的通达系企业。
- 从净利率指标来看，中通平均净利率为23%，位居通达系之首，且远高于顺丰（顺丰平均净利率仅为5.5%），**其平均净利率水平是顺丰的4倍多**。

图18：2018Q1-Q3中通净利润超顺丰

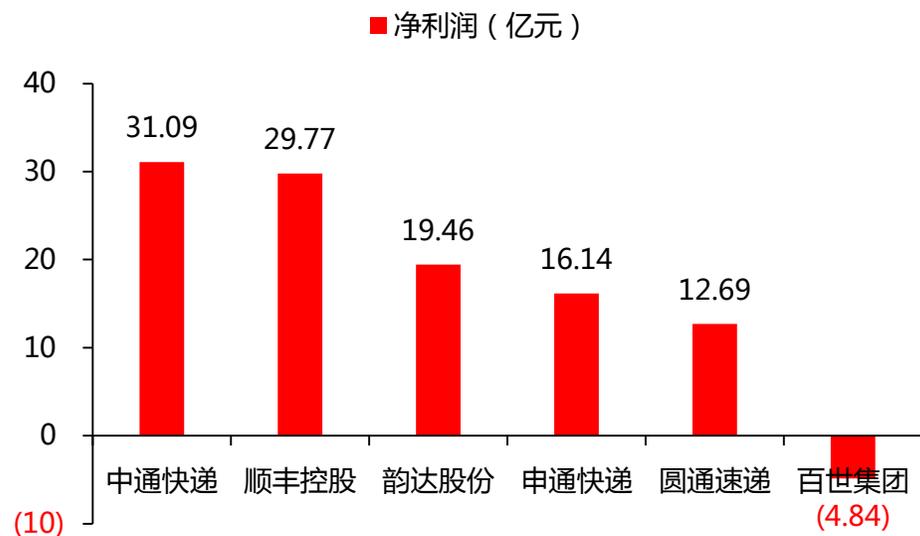
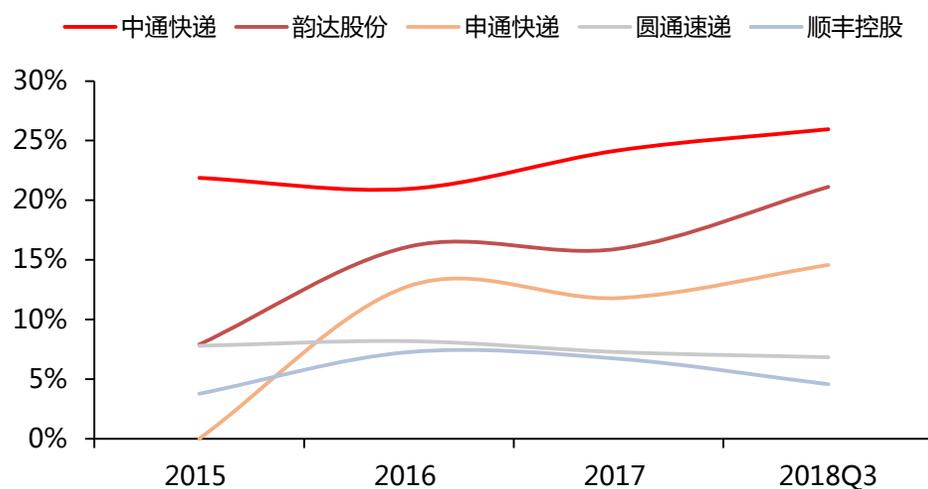


图19：中通快递净利率领跑快递行业

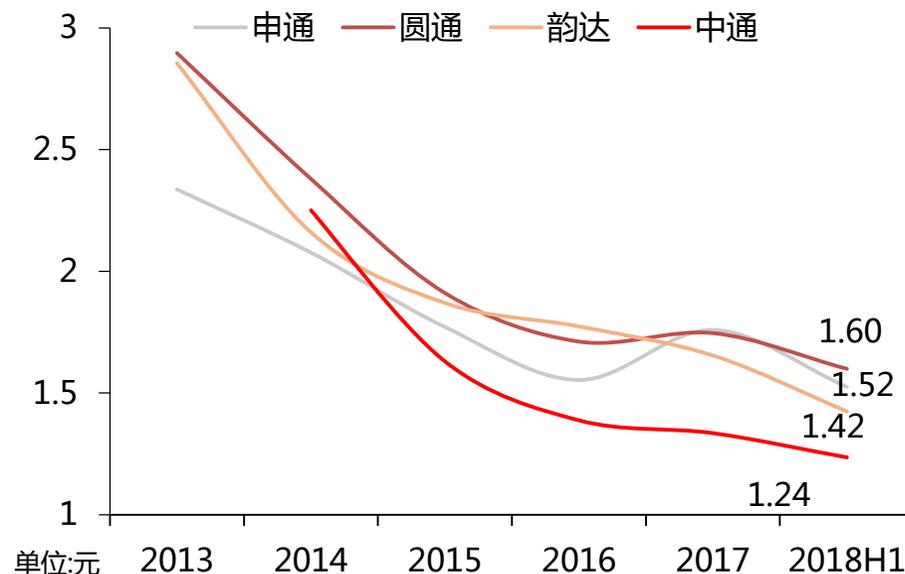


3.综合实力全面领先，成本构筑核心护城河

- 3.1成本、时效、服务全方位领先 | 成本构筑核心护城河 P18
- 3.2各项投资全面领先 | 基建投资、运力投资、技术投资 P21
- 3.3管理 | 三方面优化管理，提升公司经营稳定性 P29

- 截至2018H1，单票成本由低到高分别为中通（1.24）、韵达（1.42）、申通（1.52）、圆通（1.59），整体差距较大。从单票成本趋势来看，通达系单票成本均呈下降趋势。
- 中通**：近年来中通单票成本一直保持通达系中最低的水平，低成本赋予了中通最强的降价能力和盈利能力，在当前温和价格战的行业背景下，拥有最低单票成本的中通其生存能力最强。
- 韵达**：作为后来居上者，韵达的单票成本呈稳定下降趋势，目前其单票成本仅次于中通。
- 圆通**：圆通成本端略逊色于其他通达系，但考虑到圆通的航空件占比最高，其单票成本存在虚高的可能。
- 申通**：申通自2015年派费改革政策取消开始，市占率不断下滑，近年来直营化加速，一改颓势，短期内有成本下降的动力。

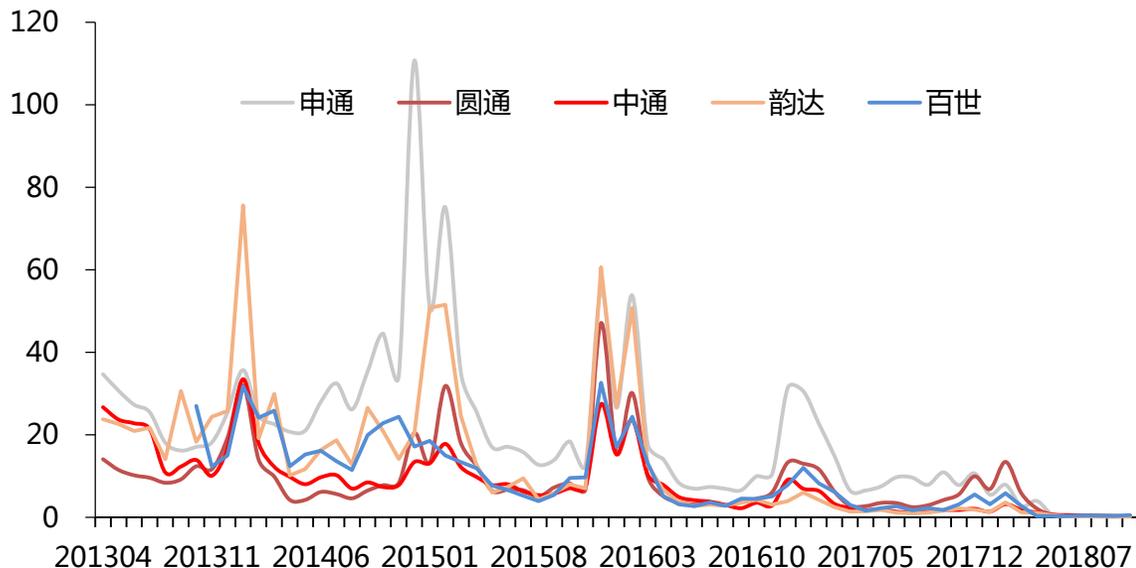
图表20：中通单票成本通达系最低



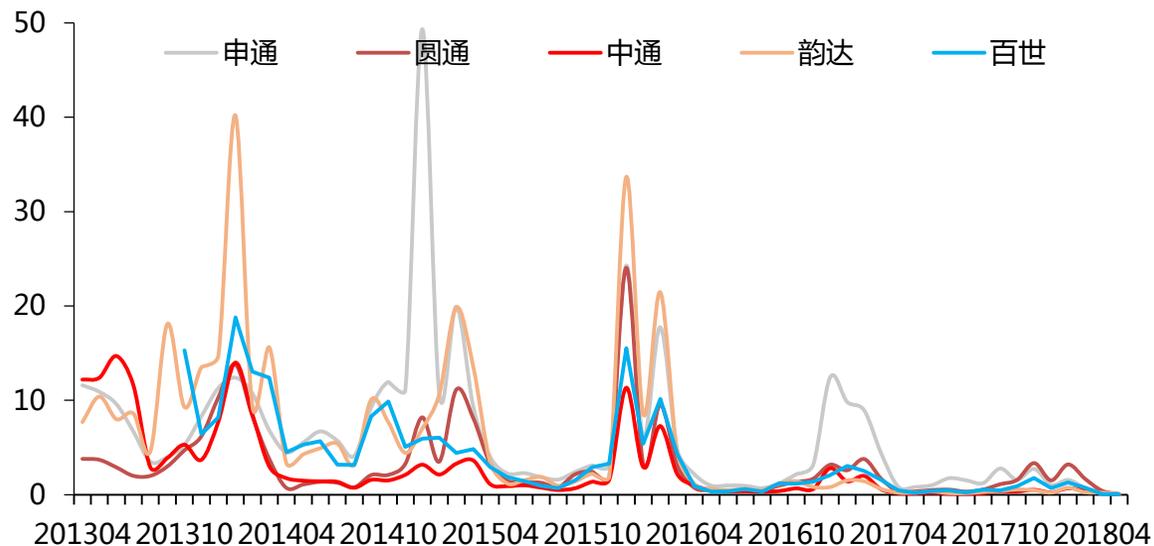
注：由于通达系业务模式、直营业务比例不同，其单票成本原始数据不存在可比性，本报告中的单票收入、成本数据均为经过标准化处理后的数据。

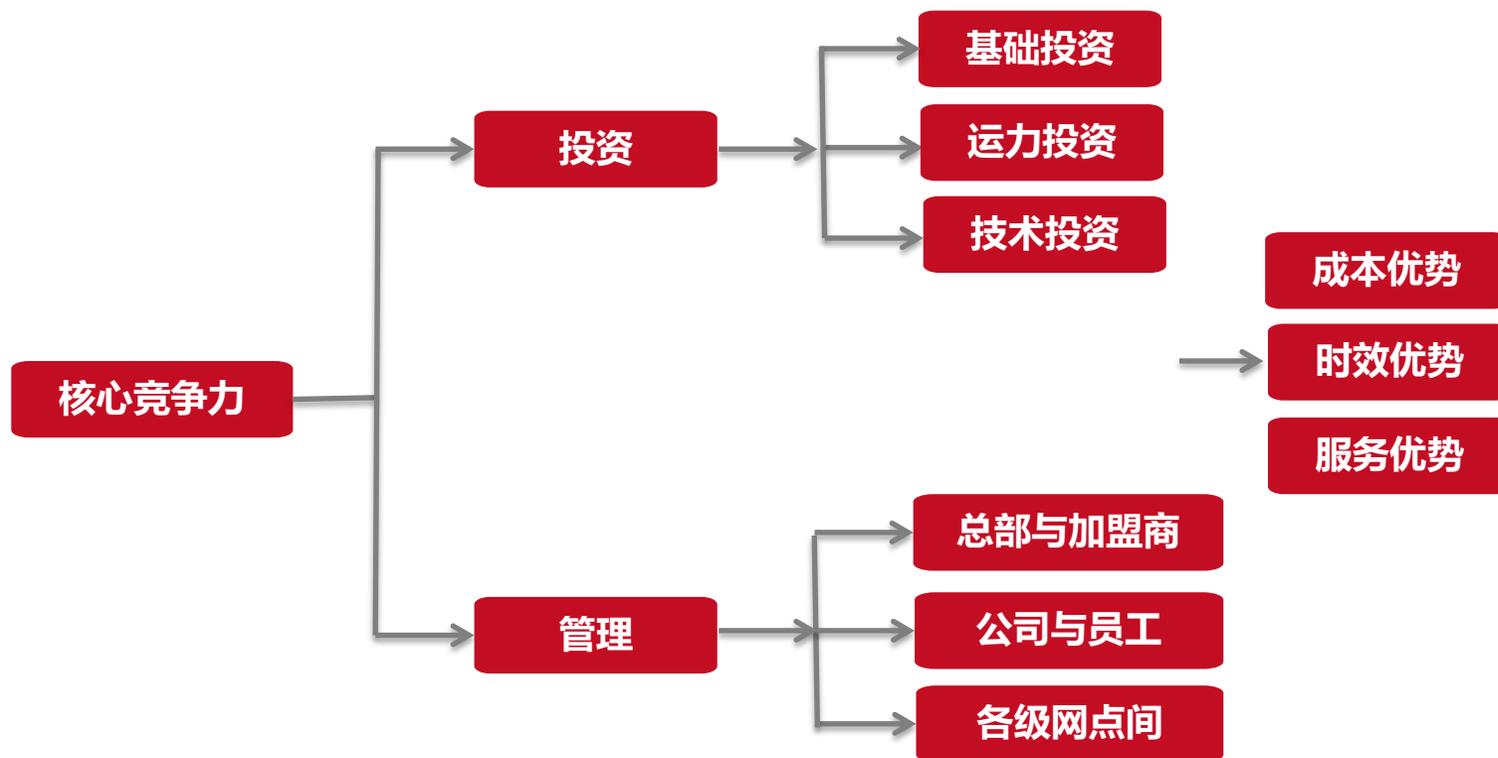
- 做为行业市占率第一的中通，其高市占率是由多方位指标领先带来的复合作用：
- **时效方面**：快递是点到点的运送服务，难以用常规指标比较时效差距。但从国家邮政局公布的延误申诉来看，中通该指标亦领跑通达系，但差距呈现逐渐收敛趋势。
- **服务方面**：中通有效申诉率表现优于同行，但差距在逐渐收敛。
- 中通过去三年市占率的领先是由成本、时效、服务多领域优势的共同作用结果，但究其本质，体现的是**中通投资和管理能力的领先**。

图表21：中通有效申诉率持续领跑



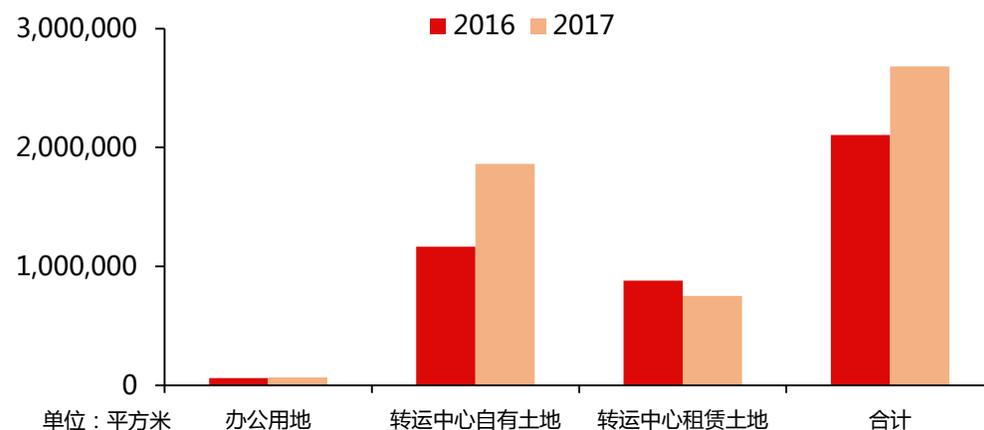
图表22：中通延误申诉率持续领跑



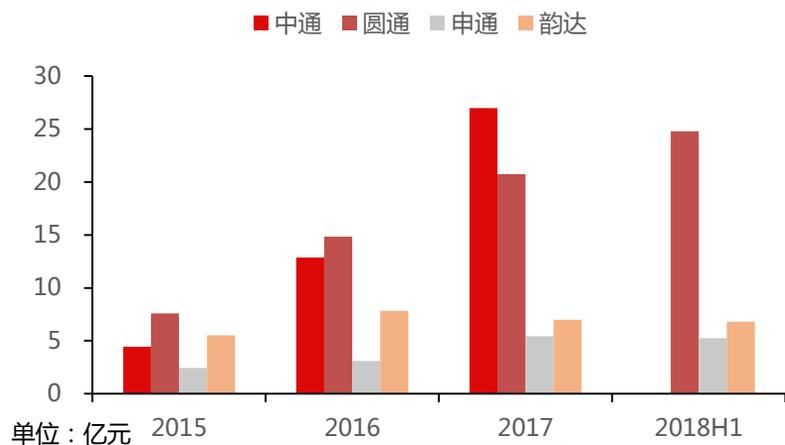


- 从资产的角度来看，中通在房屋建筑物、机器设备、运输工具均呈现一定的领先优势。其中在运输工作方面，中通领先优势最为明显；在房屋建筑物和机器设备方面，中通均略高于韵达；资产的领先反应的是中通各项投资的领先，反映的结果是中通单票成本处于通达系最低的水平。
- 在自有土地方面，截止2017年中通转运中心自有土地面积186万平方米，较2016年提升59.8%，土地储备充裕，由于中通部分土地购置较早，目前摊销成本较低，未来有望逐步降低成本释放利润。

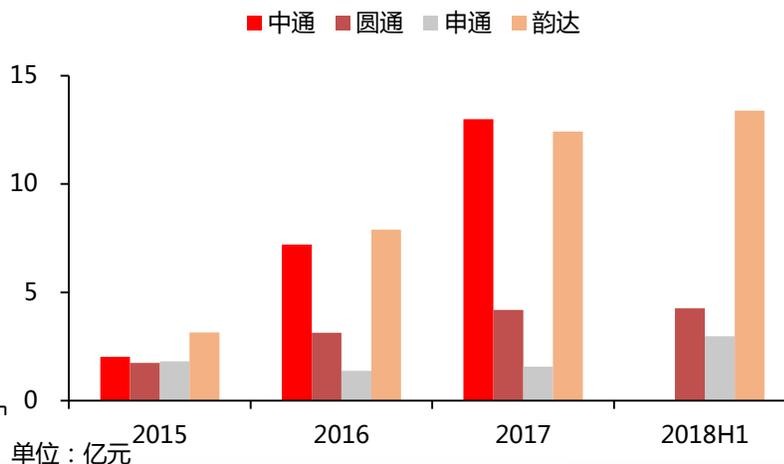
图表23：中通自有土地面积快速增长



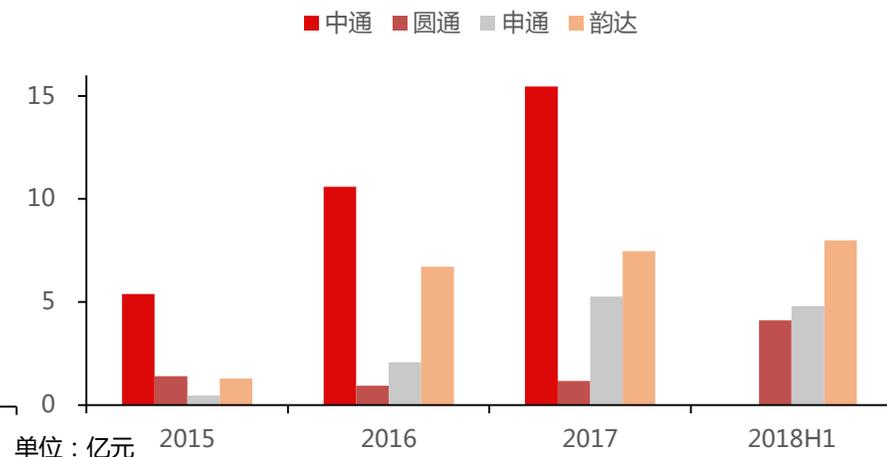
图表24：中通房屋及建筑物（含在建工程）资产领跑通达系



图表25：中通机器设备资产领跑通达系



图表26：中通运输工具资产大幅领先通达系



完善的网络是中通高业务量的基础

截至2018年6月，中通共拥有83个转运中心，形成覆盖全国的转运分拨快递网络。转运中心的数量决定快递公司的网络布局的运输能力。过多的转运中心会提升运营成本，过少的转运中心会降低快递运送效率。中通作为全国市占率第一的快递企业，其转运中心数量规模相对合理。

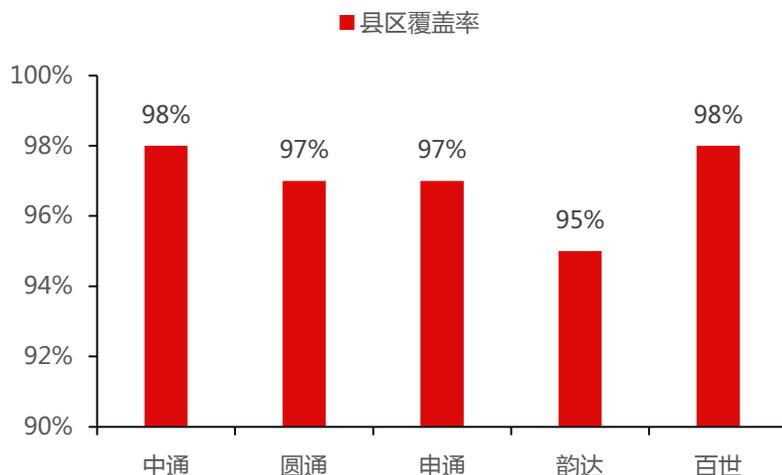
高直营率是中通的竞争优势之一

转运中心直营率越高，表明总部对转运中心和全网的管控力越强，更高的转运中心直营比例有利于提高全网的效率和稳定性。中通率先加强转运中心直营化布局，2016年中通就实现92%的转运中心直营率，增强了中通的竞争优势，同时实现核心城市全直营。但目前加强转运中心直营率已成行业发展规律，竞争对手追赶较快。

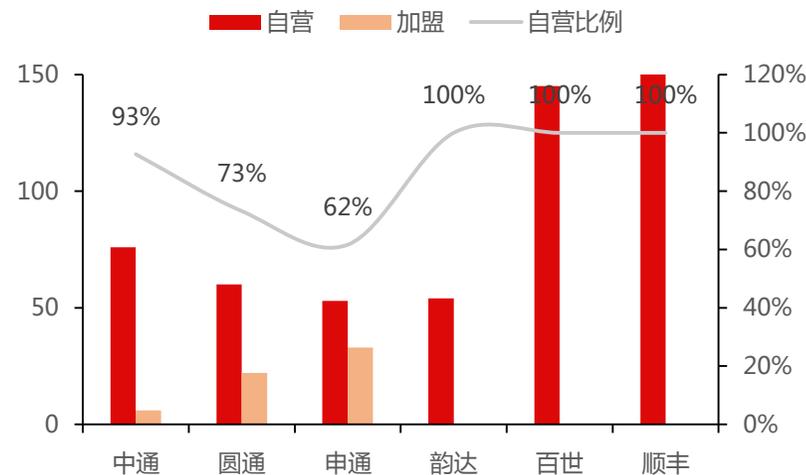
图表27：中通转运中心分布图



图表28：各大快递公司县区覆盖率差异较小



图表29：中通转运中心直营率高

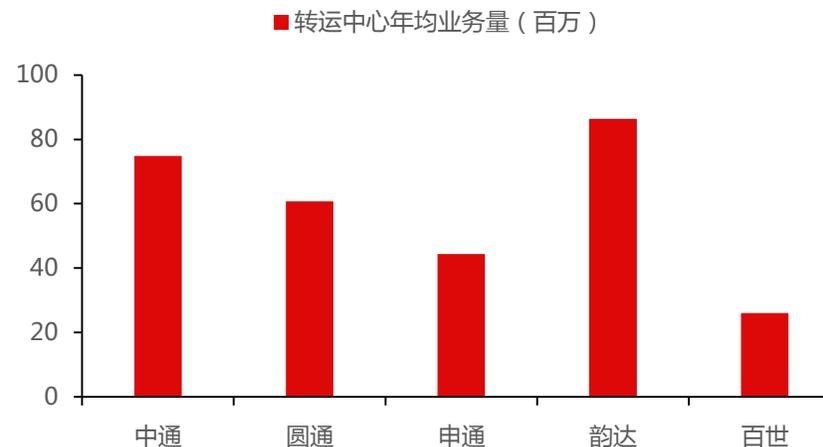


- **中通自动化设备普及率最高，具备领先优势。**中通在全网投入使用78套自动分拣系统，转运中心自动化率高达82%。远远领先于其他“通达系”企业，该系统一小时最快能处理23000票快件，分拣的准确率高达99.99%，大大降低了差错率和操作成本。目前来看，中通自动化设备普及率远远领先其他公司，该领先优势短期内难以追平。
- **较高的直营化率提升了中通转运中心的处理能力。**目前中通业务量全网第一，虽然其转运中心数量仅次于百世，但其单位转运年均业务量亦处于领先水平。未来其他通达系公司如果保持业务高增长，转运中心自动化也是必经之路。中通率先完成自动化布局，为后续其业务高增长奠定基础。

图表30：中通转运中心自动化率最高

快递公司	自动分拣设备应用状况
顺丰	2018H1，顺丰拥有33条全自动中转中心
圆通	2018Q3，拥有自动化分拣设备30套
申通	截至2017，20个转运中心安装自动化分拣设备，在义乌、天津、临沂安装小黄人自动分拣系统
韵达	2018H1，韵达54个转运中心均配备自动分拣设备
中通	2018Q3，中通已投入使用78条自动化分拣流水线

图表31：2018Q1-Q3年中通转运中心年均业务量较高

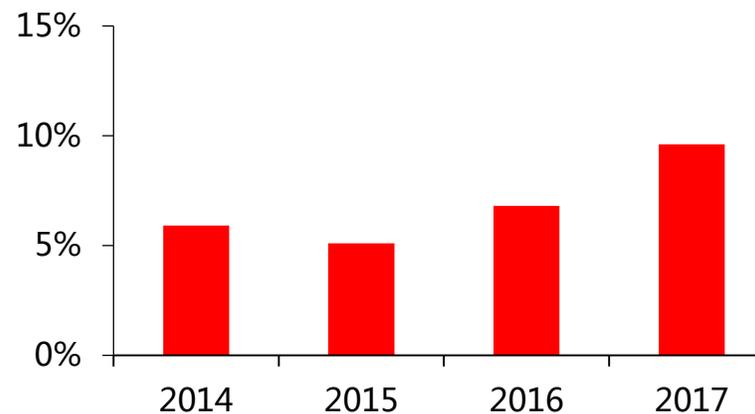


- 在转运模式上，中通采取**轴辐式+全联通**转运模式，即在传统转运业务之余发展直客业务。
- 直客业务是公司综合实力的体现：
 - 中通直客业务是给特定企业提供运输服务，这体现了中通的差异化服务能力。**
 - 直客业务多为定制化、中转成本高的业务，中通将该部分业务直跑处理能在一定程度上提高转运中心效率，降低转运中心单票成本。**

图表32：2017年通达系网络运营模式比较

公司	转运模式	转运中心	干线路线	干线枢纽比
圆通	轴辐式	82	3475	42.38
韵达	轴辐式+全连通	54	4300	79.63
申通	轴辐式	86	1830	21.28
中通	轴辐式+全连通	82	2000	24.39

图表33：中通直客收入占比不断提升



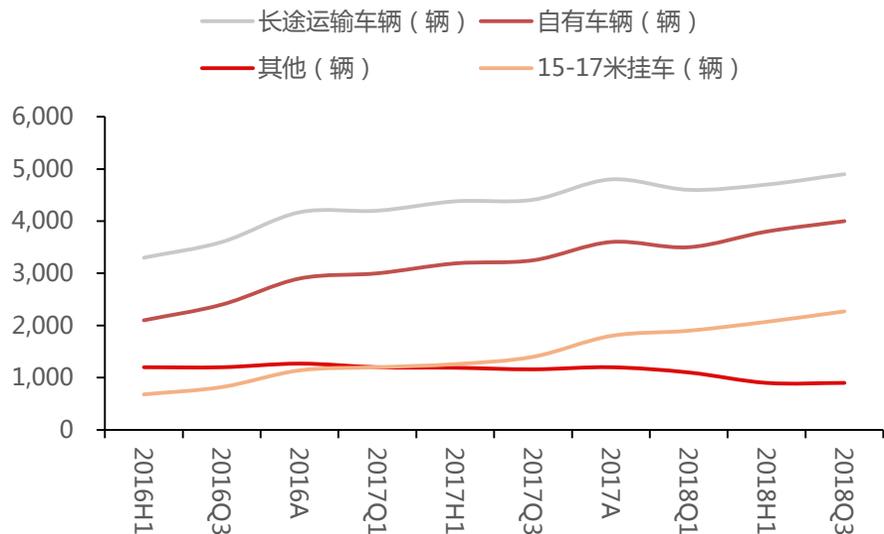
• 干线运输高自营化

中通自有干线运输车辆最多，自营占比最高。与干线运输外包较多其他“通达系”快递相比，中通在干线运输业务的管控能力较强，能够更为有效的对干线运输进行组织协调，因而拥有较高的运营效率。

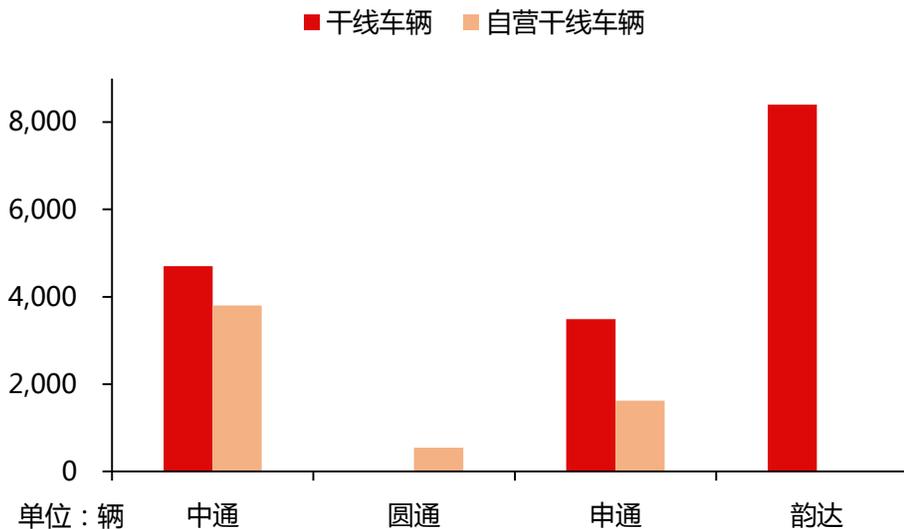
• 车辆高规格

截止2018Q3，在中通自营干线车辆中，有2270辆高运力甩挂车，不仅可以通过货箱分离实现甩挂运输，提高全网转运效率，而且降低自身的汽运成本。按照2017年四通一达自有干线车辆规格显示，中通无论是挂车比例、挂车的节能性和挂车配载都比较有优势。

图表34：中通自有车辆不断增长



图表35：中通运输车辆具备领先优势



- **在软件方面**：中通已自主研发出中天、掌中通、神州、快递管家等软件系统和数字化工具，满足了收、转、运、派主要业务环节需求。目前，每天的数据处理量超过了所有的国内外同行。
- **中天系统**：中通自主研发的“中天”核心业务系统及相关周边系统，这个系统每天能够处理千万件包裹和PB（近千亿字节）级别的数据量，支持所有快件在全生命周期里的每一个处理环节，如收件、运输、分拣派件、签收、计费、结算等。
- **能力范围**：中通基于已经研发出的Titans、地址库等自有知识产权的技术平台，包括快递分单、预测等核心算法等技术，能够实现面对信息系统实时监控、秒级故障恢复、日处理亿级订单等工作。
- **竞争优势**：目前来看，通达系企业均具备较强的信息处理能力。**中通系统优势在于自主研发，自主可控，与公司实际业务情况的贴合程度更强。**随着公司科研实力的不断提升，未来中天系统仍有较大提升的可能。

图表36：通达系信息系统情况比较

信息系统情况	
圆通	2009年，圆通与国际知名咨询机构IBM合作，投入数亿元，建立开发以金刚核心业务系统为主体的信息技术平台
申通	2017年8月，申通快递耗资近亿元成功开发并上线了拥有自主知识产权的全新“申通快递·梧桐”系统
韵达	韵达货运现有信息系统主要包括13大平台，50多套系统，主要系统由国内公司信诺瑞得（2016国家卫计委信息系统升级由其完成）研发
中通	中通自主研发的中天系统，通过优化升级，目前已实现对网络各个环节的全覆盖

• 三段码

2017年，中通深化大数据分单，在二段码普及的基础上重点推广了三段码。**三段码是在二段码精确匹配消费者所在的城市、区县的基础上，增加了以网点业务员分拣为维度的分拣码。**在三段码推广使用前，以往400-500票快件分拣需要一个半小时的时间，使用三段码之后分拣效率缩短为30-40分钟，**时间上节省了三分之一。**

图表37：中通三段码



• 下单平台-乌拉诺斯

乌拉诺斯是中通针对散客市场开发的下单平台。该系具备较强的开放性和渠道优势，下单方式涵盖支付宝、微信、官网、客户端等平台 and 大量第三方下单渠道。且同时“乌拉诺斯”要求中通全网必须在半小时内完成预约取件，取件效率比肩顺丰。**截止2018Q3实现日均200万单的下单量，其年处理单量超过二线快递公司。**

图表38：乌拉诺斯平台客服



• 网点管理系统-神州系统

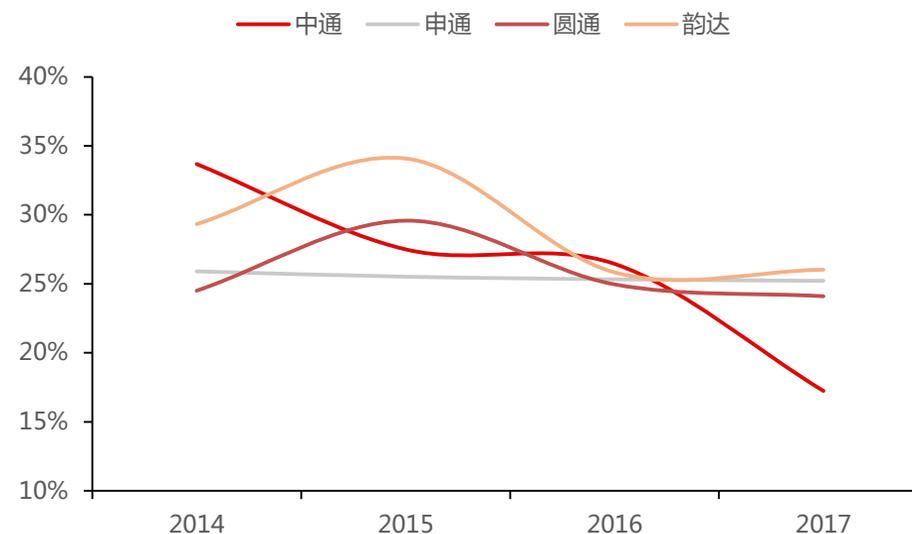
(1) 掌握每一个网点的业务、客户、人员、资产等信息。
 (2) 通过后台数据分析、针对性赋能，为网点提供降本增效、改进客户服务、改善内部经营管理等方面的数据和指导，实现加盟制的体制、直营化的管理水平。

图表39：神州系统



- 由于中通在科技研发方面的投入符合国家相关标准，中通在 **2017年四季度取得了高新技术企业资质并享受为期三年的税率优惠。**
- 从2017年数据来看，**全年的税收返还2.86 亿**于2017年四季度一次性计入利润，2017公司实现调整后净利润32.3亿人民币，税收返还占利润比值**8.85%**。

图表40：2017年中通获得高新技术企业税率优惠



总部与加盟商

股份制改制，逐步从多个利益主体向共同利益主体转变。

- 2010年，启动“全网一体化”发展战略，在行业率先推出全国网络股份制，对全国进行股份制改革。赖梅松出让部分干股，加盟商入股，加盟商与总部利益共享。
- 2014年、2015年和2016年分别以股份和现金方式收购了8家、16家和1家加盟商。

公司与员工

推行利益共享机制，实现内部分层级红利共享。

- 股权激励，目前用于中通股权激励的股数占比1.26%；
- 员工入股运输公司，员工按照级别和贡献投资入股；
- 中通优选P2P金融平台，员工可以投融资；
- 增设创业基金，扶持员工开设基层网点。

各级网点间

平衡网点利益机制，维护末端市场竞争力

- 派费调整机制，平衡区域的利益差异，调动收件业务量偏低网点的积极性；
- 经济补贴平衡机制，激发不同地区基层网点的服务意愿。
- 派费体制改革，派费直达快递员。总部把派费直接转入快递员的私人账号，解决各级加盟商派费截留问题。

稳定的快递网络

- 2017年加盟商换手率低于5%

行业背景

民营快递公司萌芽：改革开放带来民营经济大发展，外贸公司办理出关手续、递送报关单的需求旺盛，但是邮政速递难以满足外贸公司对时效性的需求

电商件推动快递行业迅速发展：淘宝开始催生大量电商件的发展，电商件拉动通达系快递公司迅速发展

快递公司上市潮：顺丰、圆通、申通、韵达在国内借壳上市；中通、百世在美股上市。2016-2017年全部快递公司完成上市融资

争相多元化布局：有足够资本的快递公司争相进行多元化布局，并且提出要做物流综合服务商，物流科技公司的口号

公司变革

1993

2005

2008

2014

2017

差异化服务策略

率先提供跨省快递业务，服务差异化，开辟新市场。中通成立初期，在长三角地区无法与申通、圆通等快递巨头竞争。2005年，当时快递行业以区域快递为主，中通率先在民营快递业中开通长三角至广东、北京的跨省际班车。

“农村包围城市”策略

率先推出有偿派费制，平衡网点利益，开拓中西部市场。2008年，由于区域的经济差异，快递行业存在中西部地区派件多、揽件少特点。东部地区经济较为发达，各家快递企业快递网络建设较为完善，中通作为后来者，竞争压力较大；中西部地区，各家快递企业网络建设一般，相比各家没有明显优势。中通采取“从农村包围城市”战略，率先推出有偿派费制，平衡网点利益，整体上提高中西部网点竞争力，增加中西部地区业务量，提高市场份额。

降本增效策略

率先布局转运中心直营化、设备自动化，加大干线自营车辆投入力度，增强成本控制力，低成本支撑低价格，抢占市场份额。快递行业中以加盟制快递企业为主，快递服务同质化严重，价格战激烈。2014年中通以现金加股权总计23.8亿元收购8家加盟商；于2015年以现金加股票总计128.1亿元收购16家加盟商。此外，中通不断加大对自动化设备、运输车辆投入，其力度远高于其他加盟制企业。率先布局转运中心直营化、设备自动化，加大干线自营车辆投入力度，中通在成本控制方面一直处于领先优势，支撑其在维持较高毛利同时，低价格抢占市场份额。

- 从6大快递公司控股股东持股比例来看，由于股权结构差异，美股上市的百世和中通控股股东持股比例较低，其中，中通控股人**赖梅松持股比例为29.7%**，顺丰以及通达系其他企业控股股东持股均超过50%；
- 由于控股股东持股比例低，中通加盟商股份制改制形成天然优势，也一定程度上解释了员工股权激励力度远超其他企业的原因。

图表41：中通采取双层股权结构，赖梅松持股比例较低

6大快递公司控股股东持股情况	
顺丰	A股借壳上市，截至2018Q3，王卫（其中0.1%股权由林哲莹代持）通过深圳明德控股有限公司绝对控股顺丰集团，共计占有顺丰61.15%的股份。
百世	美股上市，采用了A、B、C三类股权结构，C类股权由创始人周韶宁100%持有，投票权30X，截至2018Q3，创始人周韶宁以自然人股东身份持股12.76%，拥有的46.6%投票权（阿里集团持股27.79%，投票权为46.2%）。
中通	美股上市，采用双层股权结构，由A类和B类组成，截至2017年末，赖梅松以自然人股东身份 持股29.70%，拥有80.7%的投票权 。
申通	A股借壳上市，截至2018Q3，陈德军陈小英兄妹共计持股约60%。
韵达	A股借壳上市，聂腾云夫妇共计持股约58%。
圆通	A股借壳上市，喻会蛟夫妇共计持股51%，阿里巴巴持股11.06%。

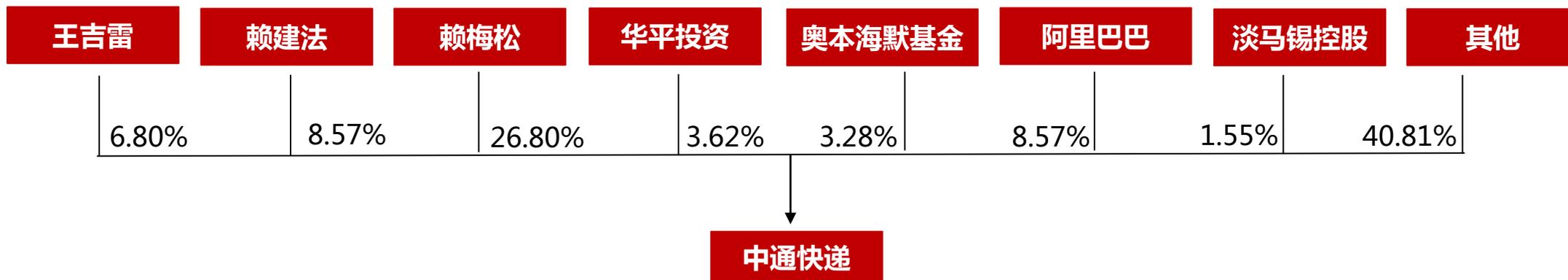
• 早期加盟商持股

中通上市以前通过股份改革，加盟商入股；股权+现金收购加盟商，完成加盟商持股战略。早期加盟商持股，一是将总部、加盟商利益一致化，逐步将多个利益主体向共同利益主体转变，上下同心，推动企业经营发展；二是提前解决公司上市，总部、加盟商间利益分配不均问题。

• 引入资本投资

中通快递引入了包括华平投资等资本投资，前20家机构客户在其股本中的持股比例为17.03%，另外在2018年5月阿里携菜鸟对中通进行战略投资，以11.8亿美元收购中通约8.57%的股权；同时，由马云创立的云峰基金将以2亿美元收购中通约1.45%的股权。引入资本投资，一是可以有效提升中通自身品牌，二是可以整合资源，利用相关资本所拥有的资源优势，强强联合，推动中通发展。

图表42：中通机构投资者股权占比较高



- 从时间上来看，中通从**2016年开始实施员工股票激励计划**，为“三通一达”中最早将员工激励落入行动的企业，体现了中通的“共建共享”理念，有助于企业的良性发展；
- 从限制性股权授予比例来看，中通用于员工激励的股票达到总股本的**1.26%**，远高于顺丰和通达系其他企业。通过强有力的股权激励制度，中通能够有效发挥员工凝聚力和创造力，增强员工的归属感，从而提高产出。

图表43：中通机构投资者股权占比较高

股权激励情况	
顺丰	一位高管持股，向公司1181名核心人才共授予542.1881万股限制性股票占总股本比例0.12%
中通	包括赖梅松在内，共4名高管持股，员工激励奖励池在2017年底达到900万股a类股， 占总股本的1.26%
韵达	共4名高管持股，向284名中层管理人员和核心业务人员授予176.88万股限制性股票，占总股本的0.1344%，预留14.8万股
圆通	仅喻会蛟夫妇持股，向共计247名核心员工授予529.3634万股限制性股票，占总股本0.19%，预留64.92万股
申通	截止2017年底无员工持股计划

• 合理平衡利益是加盟制快递企业持续发展的关键

在加盟制模式下，总部与加盟商、区域加盟商之间、各级加盟商之间存在着利益冲突。这些利益冲突严重威胁快递网络的稳定性，如何合理进行利益分配、平衡，是加盟制快递企业必然面临的问题，也是加盟制快递企业持续发展的关键。合理地平衡利益，缓解甚至化解利益冲突，有利于促使加盟商与总部更为齐心，提高运营效率和服务质量，降低运营成本，推动企业良性发展。利益分配失衡，很可能促使利益冲突加剧，带来运营效率和服务质量的恶化，增加运营成本，甚至造成快递网络的瘫痪。

图表44：近年来通达系快递网点停摆情况总结

通达系快递网点停摆情况	
圆通	2016年年底，圆通宝鸡分公司网点“停工” 2017年2月初，圆通合肥分公司十多个网点“联合停工” 2017年2月13日，圆通北京花园桥网点关门，积压快递上万件
申通	2014年6月，申通南京公司因资金问题停摆 2016年春节前，合肥多个申通快递站点突然停止运作 2017年2月13日，上海申通卢湾公司，由于快递员辞职，快件无人派送，公司倒闭 2018年初，申通德州网点停摆
韵达	2013年“双11”期间，韵达快递北京金融街站点却遭遇了一场加盟网点的“停摆”风波 2014年6月，因韵达快递济南9家加盟公司集体罢工，导致韵达快递济南地区业务从23日下午开始停摆，造成万余快件积压
中通	2017年8月，中通快递西安市临潼区网点被曝因管理不善被换加盟商，导致大量快件滞留

4.业绩增长稳健，有望成为最大赢家

- | | |
|----------------------------|-----|
| 4.1业绩保持中高速稳健增长 | P36 |
| 4.2资金储备通达系最充足，股票回购有望增厚EPS | P37 |
| 4.3资产负债率通达系最低 | P38 |
| 4.4龙头强者恒强，中通有望成为最大赢家 | P39 |
| 4.5估值 PE、PB相对合理，单票市值行业最高 | P40 |

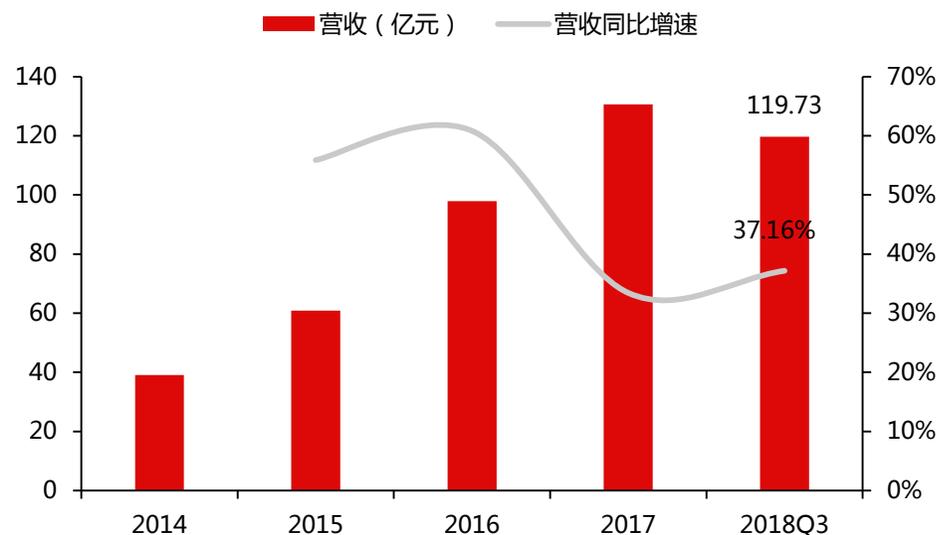
• 营收保持中高速增长

中通上市以来营业收入一直保持中高速增长，截止2018Q3。实现营业收入119.73亿元，同比增长37.16%。营收高增长背后反应的是中通业务量的中高速增长和相对稳定的单票收入，目前公司仍处于成长期。

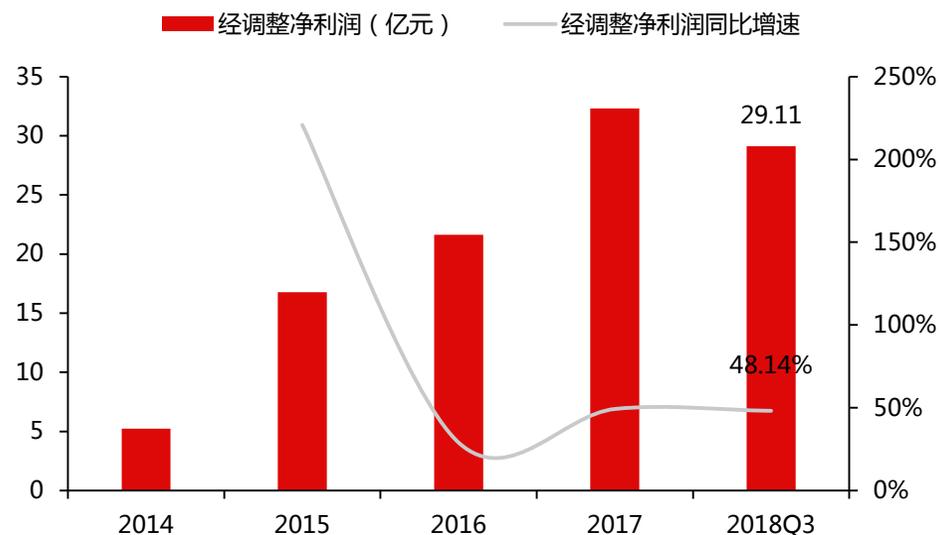
• 业绩保持中高速增长

2015年中通单票成本大幅下降，其业绩于当年爆发式增长。截止2018Q3，中通实现调整后净利润29.11亿元，同比增长48.14%，业绩高增长背后反映的是中通强大的成本控制能力，使得单票收入下降的同时依然能够保持业绩的高增速。

图表45：中通营收稳健增长



图表46：调整后净利润稳健增长



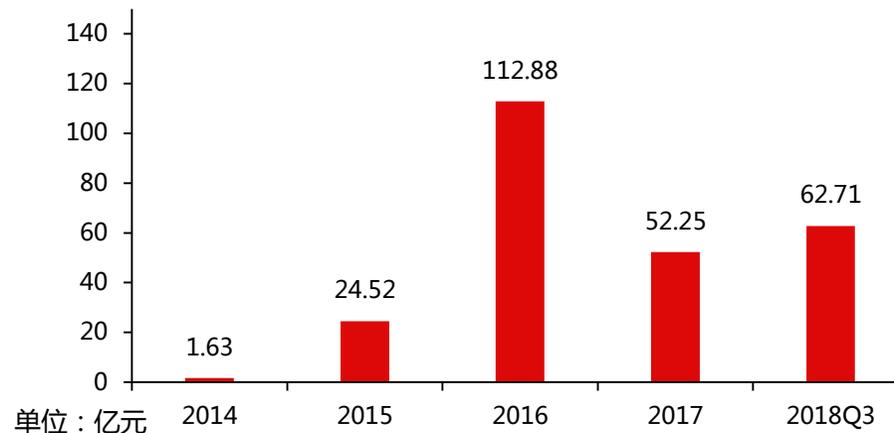
• **中通货币资金保持充裕且通达系最高，11月宣布5亿美元股票回购计划**

上市以来中通货币资金储量一直保持较为充裕的水平。截至2018Q3其现金及现金等价物62.71亿，居通达系首位；经营活动现金流9.12亿，居通达系首位；持有的现金及现金等价物、限制性现金以及短期投资总额为**高达181.66亿元**。2018年11月公司宣布**5亿美元的股票回购计划**，**股票回购反映公司信心，同时有望增厚公司EPS。**

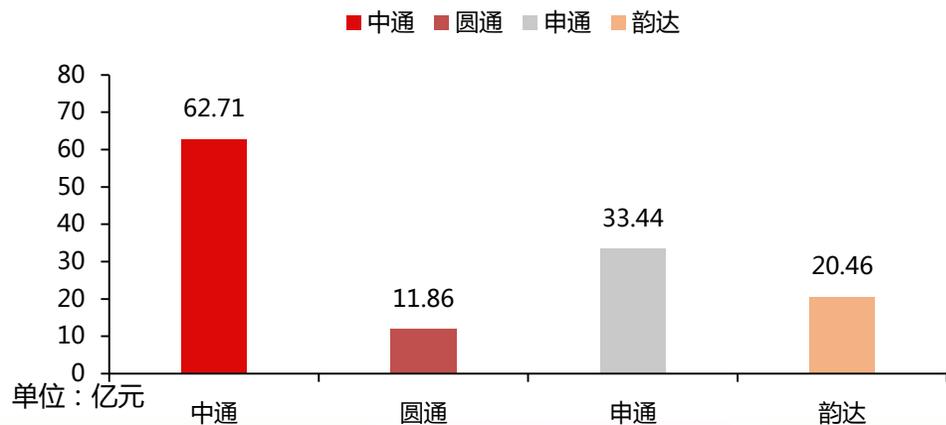
• **充裕的资金储备为中通业务扩张保驾护航**

快递行业是仍处于成长期的行业，目前中通的**业务量增速仍保持在30%以上**，每年仍需大量的固定资产投资以保证产能；而中通资金储备最为充裕，短期内没有资金压力，其产能能保证稳定扩张。

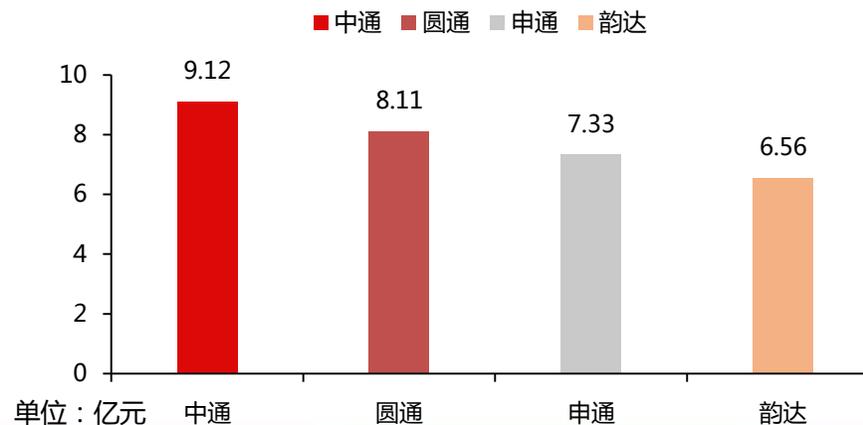
图表47：中通货币资金连年保持充裕



图表48：2018Q3中通货币资金居通达系首位

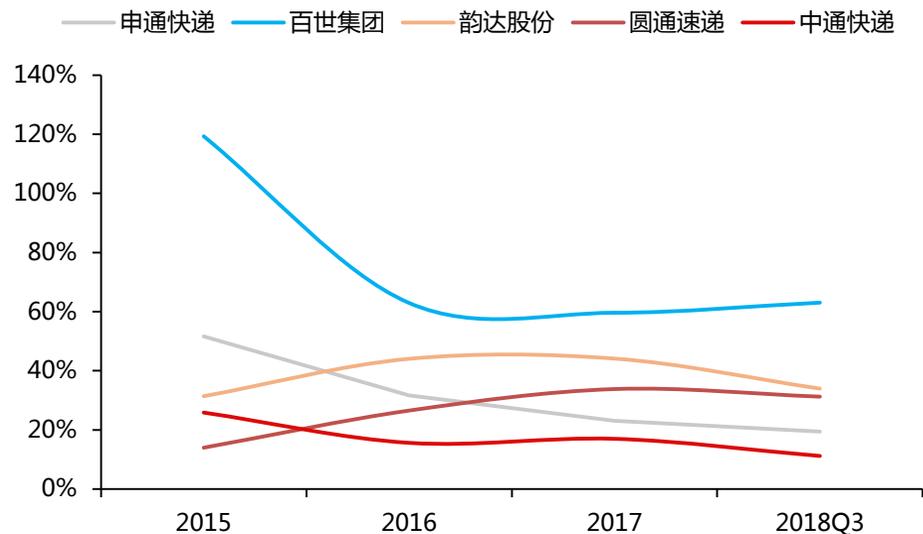


图表49：2018Q3中通经营活动现金流居通达系首位

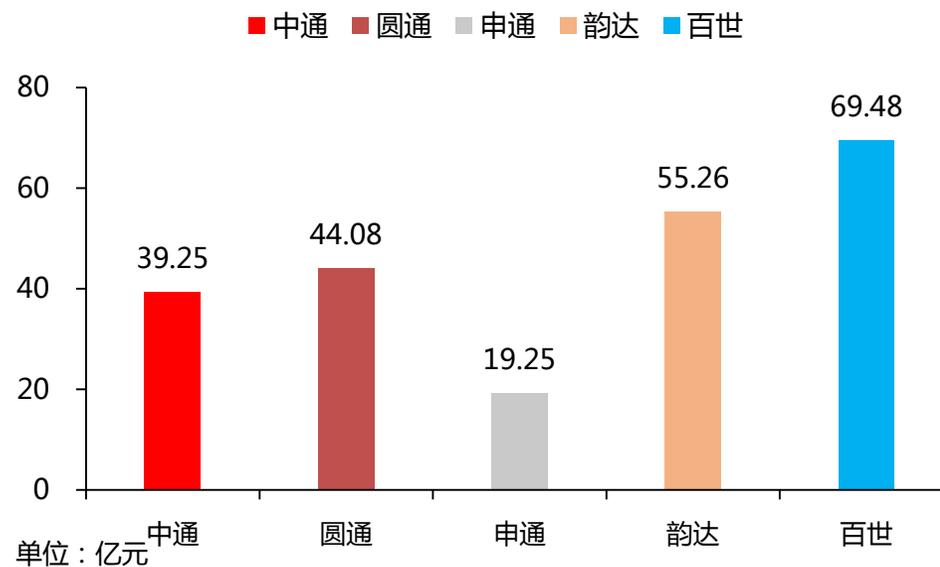


- 通达系上市后，随着其投资和发展的分化，其资产负债率亦发生分化。**中通作为近年来资产增长最快的企业，其资产负债率反而不断下降。**反映了中通强大的盈利能力和融资能力。截止**2018Q3中通资产负债率11%**，仍有较大的债务融资空间。从绝对值的角度来看，中通流动负债处于通达系较低的水平，仅高于申通，财务压力较小。

图表50：中通资产负债率通达系最低



图表51：中通流动负债处于通达系较低水平



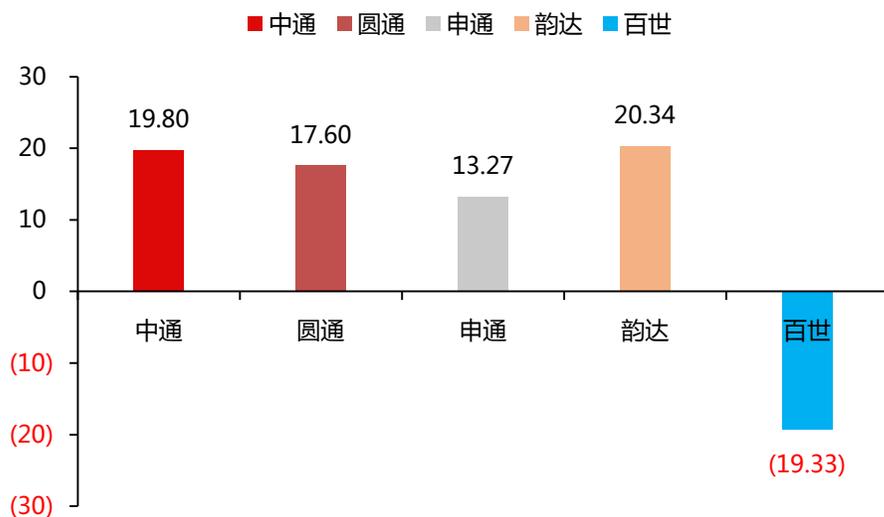
- **假设**：以2018H1通达系业务数据基础，假设各公司业务量情况不变，单票成本不变，测算其单票收入变动的敏感性。
- **结果**：单票收入每下浮0.1元，中通、圆通、韵达、百世、申通其毛利润分别减少3.72、2.81、3.00、2.23、2.05亿元，变动幅度-12.8%、-23.40%、-18.80%、-86.43%、-16.13%。
- **分析**：在温和价格战背景下，快递商收入端承压，短期内或保持持续下滑态势。低成本使得中通拥有最高的毛利水平，使其受价格战影响最小，同时盈利的确定性最强，龙头强者恒强，中通有望拉开差距，成为最大赢家。

图表52：中通受价格战影响波动最小

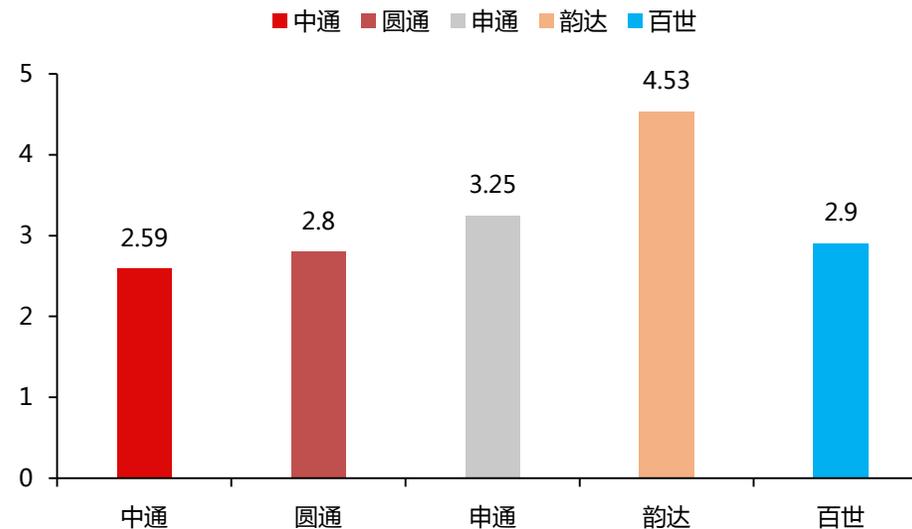
价格战影响测算					
公司	中通	圆通	韵达	百世	申通
2018H1业务量(亿件)	37.15	28.14	29.95	22.3	20.45
2018H1快递毛利润(亿元)	29.07	12.01	15.96	2.58	12.71
2018H1单票毛利(毛)	7.83	4.27	5.33	1.16	6.22
单票收入敏感性测算					
毛利变动(亿元)	3.72	2.81	3.00	2.23	2.05
假设：单票收入下降1毛，成本不变					
对毛利润影响	-12.80%	-23.40%	-18.80%	-86.43%	-16.13%
价格战降价盈亏平衡点(毛)	7.81	4.27	5.32	1.16	6.20

- **市占率**：中通是全国快递企业市占率第一的公司，且目前仍保持较高增速发展，其市场份额仍在不断扩张。
- **PE**：快递行业目前仍处于成长期，在经历长达两年的估值回归后，目前通达系PE均值17.75（不含百世），中通估值略高于行业平均水平。
- **PB**：目前主要快递龙头均是轻资产经营企业，目前通达系PB均值3.24，仍处于偏高的水平，中通低于行业平均水平。
- 受益于行业高增速和大空间，快递行业估值水平仍处于高位。作为行业龙头的中通，拥有最高的市占率和盈利能力，其竞争优势已经基本反正到股价，目前中通各项估值水平均略高于行业，但仍处于合理区间。

图表53：中通PE估值相对合理（2018.12.10）

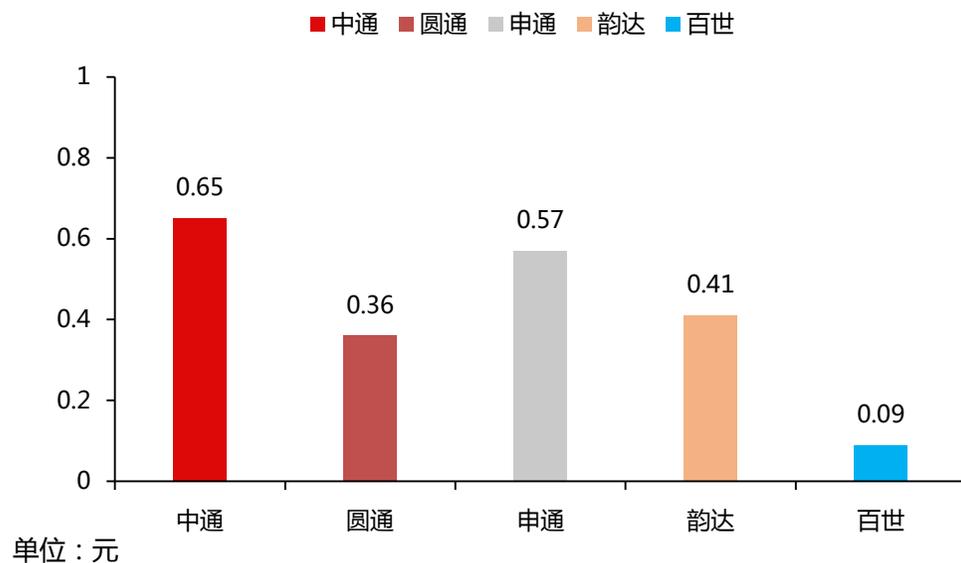


图表54：中通PB估值相对合理（2018.12.10）

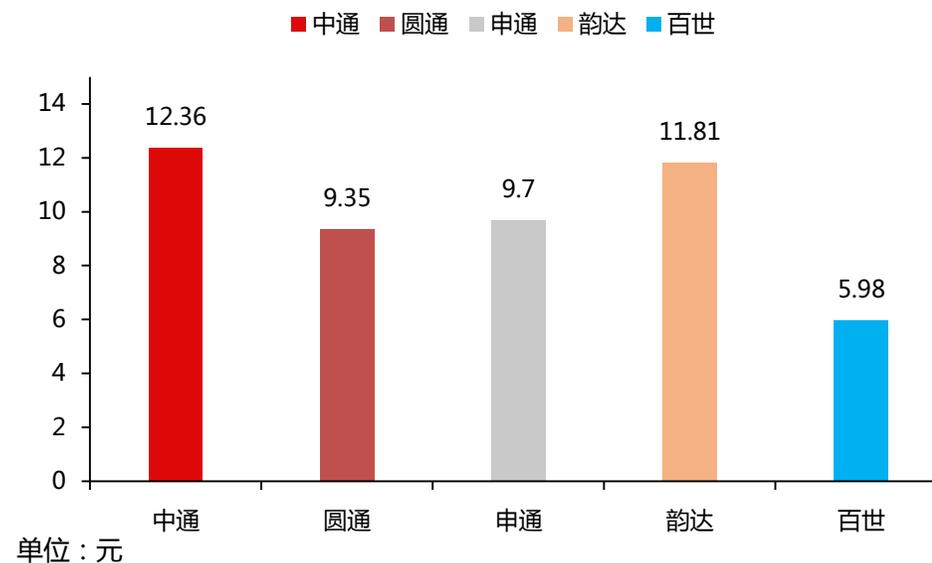


- 单票市值反应的是市场对于当下和未来每票快递业务所赋予的价值。
- 中通的单票市值在通达系排第一，同时其单票毛利也排在快递市场首位。**反应的是市场对于中通每票业务价值的认可和对其未来发展的肯定，结合中通的发展情况来看，其单票市值最高的现象符合逻辑。

图表55：2017年中通单票毛利最高



图表56：2017年中通单票包裹市值最高



- 恶性价战爆发
- 成本超预期上涨
- 电商市场发展不及预期
- 网点停摆

图表57：可比公司估值比较（2018.12.10）

同行业估值比较	总市值（亿元）	PE ^{TTM}	PB ^{LF}
中通快递	859	19.8	2.59
申通快递	262	13.3	3.25
圆通快递	288	17.6	2.80
韵达股份	487	20.3	4.53
百世集团	120	-19.3	2.90
顺丰控股	1570	37.8	4.50
德邦股份	175	27.0	4.63

图表58：分业务收入预测

业务分类(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
快递业务收入	12,174	14,649	18,670	22,489
增速	29.93%	20.33%	27.45%	20.46%
货运代理收入	270	1,181	1,240	1,302
增速	2.07%	337.53%	5.00%	5.00%
出售零配件收入	592	824	1,161	1,516
增速	41.29%	39.19%	40.86%	30.60%
其他收入	25	120	132	145
增速	0.19%	380.00%	10.00%	10.00%

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

感谢周延宇、苏子杰、岳浩中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