



中信证券
CITIC SECURITIES

美国电商红利下，为什么快递业受益不明显？

交通运输行业物流专题研究报告系列四 | 2019.1.7

中信证券研究部



刘正
首席交运分析师
S1010511080004

核心观点

美国电商对快递业推动较弱系电商件增长不快且价格低，商务件增长放缓，亚马逊存分流效应等原因。虽然电商对美快递业推动有限，但其已形成三足鼎立、脱离价格战的垄断格局，预计未来中国快递业将通过整合胜出 3~4 家快递巨头。

■ **美国快递业：2017 年件量约 150 亿件，过去 8 年 CAGR6%，格局寡头垄断。**我们通过测算，美国快递件量从 2010 年 96 亿件增长到 2017 年 148 亿件，期间 CAGR 为 6.3%。美国快递行业经过 150 多年发展与整合，已经形成一国企（USPS）+两民企（UPS 和 FedEx）三足鼎立的垄断格局。三家快递巨头件量份额占比全行业 90%以上。USPS 价廉量大但时效慢，且亏损严重，而 UPS 和 FedEx 产品较为重叠，两者价高质优，其中 UPS 强在陆运，FedEx 胜在空运。

■ **对比美国：中国快递业凸显电商件占比高、格局分散、产品时效慢且种类单一、价格战激烈等特点。需求：**2017 年中国快递行业电商件量占比约 75%，美国仅为 48%。**供给：**1) 格局，中国快递业竞争分散，2017 年件量 CR3 为 40%，明显低于美国的 90%。2) 产品，中国快递时效慢，美国能提供次日早上 8 点达，而顺丰最高时效为次日 12:00 达；美国产品按时效分类更加细致，而中国产品较为单一。**价格：**美国快递业是寡头垄断，行业目前已形成三家快递龙头每年同时默契提价约 4%的良性循环。而国内竞争分散且服务同质，价格战持续升级。

■ **美国电商件：过去 8 年件量 CAGR15%，USPS 占比最高，关注亚马逊自建物流。**2017 年美国电商规模为 4484 亿美元，最近 3 年年均增速 15%。在电商增长推动下，2017 年美国电商件量为 78 亿件，过去 8 年 CAGR 为 15%。凭借价格优势（价格比 USP 和 FedEx 低 50%）和最大的末端配送团队，USPS 承接了大量电商件，占比行业总电商件量的 40%。亚马逊最近几年持续完善 FBA 仓配模式和自建机队（目前 40 架飞机），已能满足自身 15%的快递配送。

■ **电商红利对美快递企业推动作用较弱系：1)电商件增量有限：**电商增速慢，美国电商十年 CAGR13%显著低于中国的 60%+；缺少人口红利，美国人人口不到中国 1/4；美国电商主要是 B2C，缺少 C2C 或拼多多等低客单价电商的推动。**2)分流效应，**USPS 和亚马逊占比电商件 55%份额，留给 FedEx 和 UPS 有限。**3)龙头足以吸纳所有增量，小企业缺乏逆袭机会。****4)非电商快递存量巨大，**行业非电商件量本就很多，高基数造成新增电商件推动作用有限。**5)电商件价格低，**美国电商件价格要比非电商件低 35%，这降低了新增电商件对快递公司业绩的推动作用。

■ **国内快递借电商件超车美国，但格局演变落后美国。**美国在电商红利之前就已完成行业整合，UPS 和 FedEx 主要是电商件占主导。国内快递则在电商推动下迅速涌出 6 家以上的快递公司，格局较美国分散。预计国内快递业未来将持续整合，而其中 3~4 家公司或将胜出成为行业巨头，预计整合过程将大概率伴随激烈的价格战。推荐加盟 2 家，中通快递+韵达股份，建议关注直营 2 家，德邦股份+顺丰控股。

■ **风险因素：**宏观经济下行，电商网购放缓；油价上涨超预期，人力成本持续上涨；价格竞争加剧。

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
中通快递	110.83	4.43	6.07	6.79	25	18	16	买入
韵达股份	30.04	0.93	1.48	1.50	32	20	20	买入
顺丰控股	32.95	1.08	1.07	1.09	31	31	30	买入
德邦股份	15.96	0.57	0.75	0.93	28	21	17	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 1 月 4 日收盘价

目录

美快递业：增长平稳，寡头垄断	1
概览：行业件量 148 亿件、规模 1211 亿美元，格局三足鼎立	1
经营：USPS 体量大但亏损多，UPS 盈利最强，FedEx 借力并购加速追赶	3
产品：产品高度重叠，UPS、FedEx 物美价贵而 USPS 价廉质低	6
中美对比：分散 vs 垄断，竞争 vs 合作	8
需求端：国内电商件占主导，美国电商件占比不足 50%	8
供给端：国内竞争分散，美国寡头垄断；中国产品单一，美国产品丰富	9
价格端：国内价格持续下行，美国价格逐年攀升	11
美电商件：电商增长带动电商快递放量，亚马逊 FBA 仓配物流冉冉升起	14
美国电商业：行业持续较好增长，亚马逊一枝独秀	14
电商件发展：电商件成快递增量源泉，USPS 受益最大，亚马逊 FBA 仓配+自建机队欲分一杯羹	16
抽丝剥茧：多因素造成美国电商红利期下，快递行业受益不明显	19
因素一：美国电商件总增量有限	20
因素二：USPS 和亚马逊分流电商件，致 UPS 和 FedEx 件增较少	23
因素三：快递龙头足以吸纳所有增量，中小企业无逆袭机会	24
因素四：非电商件存量且增长慢，增量电商件对整体推动作用有限	25
因素五：电商件价格较低，进一步降低电商件对业绩的拉动作用	26
风险因素	27
投资建议：国内快递尚需整合，关注成本占优或差异化竞争标的	27

插图目录

图 1：2008~2017 年美国快递件量增长情况.....	1
图 2：2008~2017 年美国快递件量增长情况.....	1
图 3：2017 年美国快递行业件量竞争格局.....	2
图 4：2017 年美国快递行业营收竞争格局.....	2
图 5：1960~2018 财年 USPS 营收增长情况.....	2
图 6：美国快递行业三足鼎立.....	3
图 7：美国三家快递公司人工成本占比总成本情况.....	4
图 8：美国三家快递公司人均薪酬福利.....	4
图 9：2000~2018 财年 USPS 亏损较为严重.....	4
图 10：2017 财年全球营收前 6 的快递企业营收及市值情况.....	5
图 11：2017 财年全球营收前 6 的快递企业净利润及 PE 情况.....	5
图 12：2011~2017 年 UPS 净利率普遍高于 FedEx 和 USPS.....	5
图 13：The UPS Store 示意图.....	5
图 14：1998~2017 年 FedEx 和 UPS 自有飞机架数增长情况.....	6
图 15：1995~2017 年 USPS、UPS 和 FedEx 快递客户满意度波动情况.....	8
图 16：2008~2017 年中美快递件量增长情况.....	9
图 17：2008~2017 年中美人均快递件量增长情况.....	9
图 18：美国快递行业件量 CR3 显著高于中国.....	10
图 19：2017 年中国快递行业件量市场竞争格局.....	10
图 20：天猫电商件的时效持续提高.....	10
图 21：2017 年中国快递员每日配送快递件量分布情况.....	10
图 22：2001~2017 年 UPS 和 FedEx Ground 业务每年基础费率保持上调.....	11
图 23：2000~2017 年 UPS 和 FedEx Ground 业务快递价格大体保持增长.....	12
图 24：2007~2018 年前 11 个月国内快递价格持续下降.....	12
图 25：UPS 各快递件燃油附加费每年波动情况.....	12
图 26：UPS 次日空运件价格是 USPS 陆运件的 5.5 倍.....	13
图 27：顺丰时效件价格是通达系快递件的 3 倍.....	13
图 28：2000~2018 年前三季度美国电商零售增长情况.....	14
图 29：2006~2018 年前 11 个月中国电商零售增长情况.....	14
图 30：2006~2018 年前三季度中国和美国电商渗透率增长情况.....	15
图 31：2018 年上半年中国各电商平台 GMV 占比情况.....	15
图 32：2017 年美国各电商平台 GMV 占比情况.....	15
图 33：2012~2017 年亚马逊 GMV 增长情况.....	16
图 34：2012~2017 年亚马逊平台上第三方商家 GMV 占比提升.....	16
图 35：美国电商件量占比持续提升.....	16
图 36：2008~2017 年 USPS 快递件量实现对 UPS 的反超.....	17
图 37：2009~2017 财年美国三家快递公司件量增速情况.....	17
图 38：亚马逊在美国的 FBA 仓布局分布.....	17
图 39：亚马逊在全球多国布局 FBA 仓库数量情况.....	17
图 40：亚马逊全球数据中心分布情况.....	18
图 41：亚马逊货机架数持续增长.....	19
图 42：亚马逊的 Prime 飞机.....	19

图 43: 2016 年中国快递件量占比全球近 50%	19
图 44: 2008~2018 年前 11 个月中国快递件量增长情况	19
图 45: 2009~2017 年 USP 件量增长稳定	20
图 46: 2009~2017 年 USP 营收增长稳定	20
图 47: 2010~2018 财年 FedEx 件量增长稳定	20
图 48: 2010~2018 财年 FedEx 营收增长稳定	20
图 49: 2006~2017 年中美电商零售额增长情况	21
图 50: 中国快递行业经历了 C2C、B2C 和拼多多三轮电商红利期.....	22
图 51: 2008~2017 年美国电商件及非电商件增长情况	23
图 52: 2017 年各大快递公司配送的亚马逊电商件量占比情况.....	23
图 53: 2008~2018 财年 USPS 包裹量增长情况	23
图 54: 2012~2018 财年 USPS 总营收几乎没有增长	24
图 55: 2012~2018 财年 USPS 各业务营收波动情况	24
图 56: 美国快递格局高度集中，新增电商件量被巨头瓜分	25
图 57: 2009~2017 年 UPS 电商件和非电商件量增长情况.....	25
图 58: 2018 财年 USPS 快递包裹各子业务件量分布情况	26
图 59: USPS 电商件价格要明显低于非电商件价格	26
图 60: 2015 年 1~10 磅电商陆运件价格平均折扣率调查情况.....	26
图 61: 2016 年以来快递上市公司件量市场份额占比持续提升.....	27
图 62: 今年 4 月以来快递单价跌幅逐月扩大.....	27
图 63: 2018 年以来通达系快递公司投诉率快速下降并收敛	28

表格目录

表 1: USPS、UPS 和 FedEx 各经营数据对比情况	3
表 2: USPS、UPS 和 FedEx 快递产品各种时效产品情况.....	6
表 3: USPS、UPS 和 FedEx 各时效产品价格情况（3 磅快递从洛杉矶寄到达拉斯）	7
表 4: USPS、UPS 和 FedEx 各时效产品价格情况（3 磅快递从洛杉矶寄到纽约）	7
表 5: 2017H 京东财报有关快递件量的关键计算指标.....	8
表 6: 中美电商件量计算关键指标	9
表 7: FedEx 时效产品组合丰富	11
表 8: UPS 部分快递附加费项目	12
表 9: 中美快递价格对比.....	13
表 10: 重点跟踪公司盈利预测.....	28

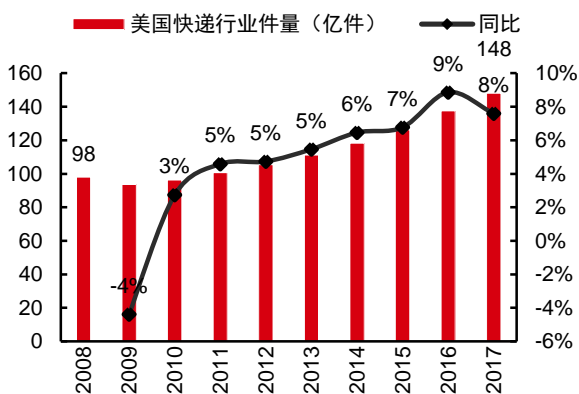
■ 美快递业：增长平稳，寡头垄断

概览：行业件量 148 亿件、规模 1211 亿美元，格局三足鼎立

2017 年美国快递件量 148 亿件，过去 8 年 CAGR 达 6.3%。过去几年虽然非电商件停止增长甚至负增长，但美国快递行业件量在电商快递件增长的推动下保持较好增长，我们测算美国快递行业总件量从 2010 年的 96 亿件增长到 2017 年的 148 亿件，过去 8 年 CAGR 为 6.3%。

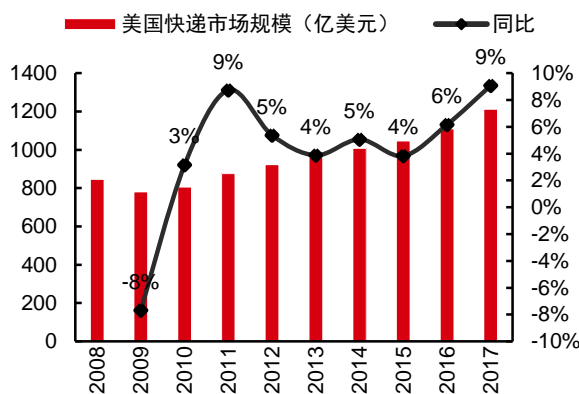
2017 年美国快递行业规模 1211 亿美元，过去 8 年 CAGR 达 6.0%。我们经过测算美国快递行业规模从 2010 年的 805 亿美元增长到 2017 年 1211 亿美元，8 年 CAGR 为 6.0%。美国快递行业规模增速略低于件量增速，主要原因是重量小、价格低的电商件占比持续提升导致快递单价出现下降。

图 1：2008-2017 年美国快递件量增长情况



资料来源：USPS、UPS 和 FedEx 年报，Pitney Bowes，中信证券研究部测算注：以上计算的时候是将相同财年的三家公司件量进行加总，其中 USPS 一财年为去年 9 月到当年 9 月，FedEx 一财年为去年 5 月到今年 5 月，UPS 财年和公历年相同，因此最终计算结果可能与实际有一定出入

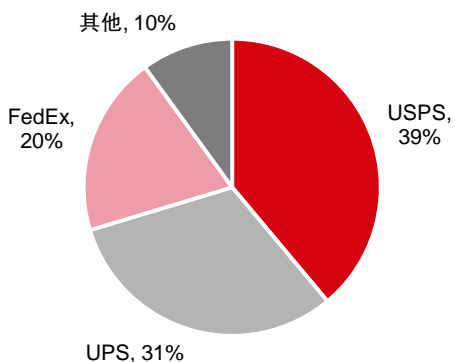
图 2：2008-2017 年美国快递件量增长情况



资料来源：USPS、UPS 和 FedEx 年报，中信证券研究部测算

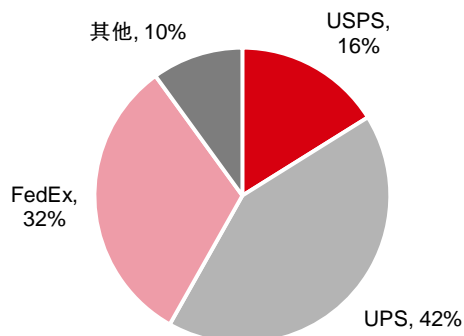
美国快递行业高度集中，表现为 1 国企（USPS）+2 民企（UPS 和 FedEx）三家公司合计件量份额占比超 90%。美国快递行业起源于 19 世纪中叶，经过 150 多年的发展与整合，目前行业格局垄断且非常稳定，2017 年美国 Top3 快递巨头本国快递件量合计约 133 亿件，份额占比超 90%。三家巨头分别为美国联邦政府控制的美国邮政服务（United States Postal Service, USPS）以及两家快递民企，即联合包裹（United Parcel Service, UPS）和联邦快递（Federal Express, FedEx）。下面我们将依次简单介绍三家公司。

图 3：2017 年美国快递行业件量竞争格局



资料来源：USPS、UPS 和 FedEx 年报，Pitney Bowes，中信证券研究部测算

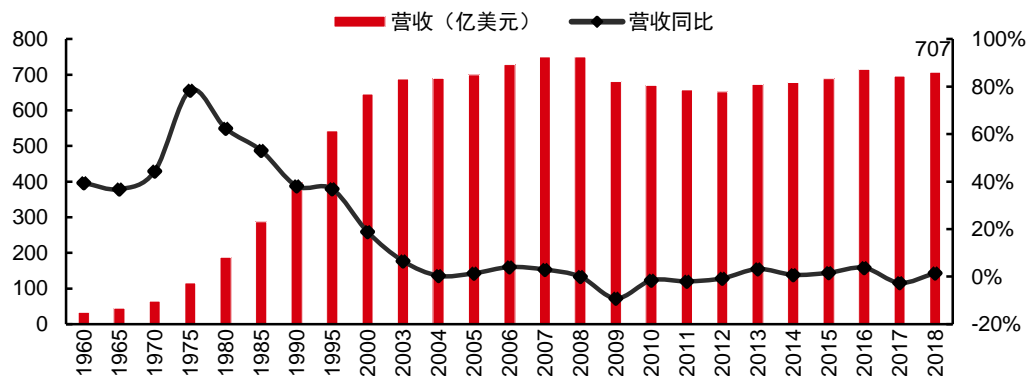
图 4：2017 年美国快递行业营收竞争格局



资料来源：USPS、UPS 和 FedEx 年报，Pitney Bowes，中信证券研究部测算

USPS 前身是美国邮政部，创立于 1775 年，1971 年改为美国邮政服务公司，国会不再保留邮件资费的定价权力。 USPS 在美国的地位类似中国邮政，其既负责邮件寄送也负责快递包裹递送，公司 2017 年投递了 1495 亿件邮件，占比全球达 47%，是最大的邮政服务公司。公司 2018 财年实现总营收 707 亿美元，营收为三家快递巨头中最高。2017 年公司实现快递件量 57.6 亿件，占比全行业仅四成，但是公司营收规模占比行业仅为 16%，主要是公司电商件占比高，并且非电商件价格要明显低于 UPS 和 FedEx。

图 5：1960~2018 财年 USPS 营收增长情况



资料来源：USPS 官网，中信证券研究部注：USPS 一财年为去年 9 月到今年 9 月

UPS 成立于 1907 年，经过 100 多年的持续经营，公司目前已经成为全球最大的包裹递送公司之一以及专业运输和物流服务领域的全球领先供应商。公司最大优势在于其强大的陆运包裹实力，2017 年公司完成陆运包裹量为 35.7 亿件，显著大于 FedEx 的 21.3 亿件。

FedEx 成立于 1971 年，公司自成立之初就选择孟菲斯机场作为公司核心空运枢纽，此后保持快速发展。公司核心竞争力在于航空货运实力，公司目前拥有美国物流行业最大的飞机队伍，自有+租赁飞机合计 670 架。

图 6：美国快递行业三足鼎立



资料来源：中信证券研究部绘制

经营：USPS 体量大但亏损多，UPS 盈利最强，FedEx 借力并购加速追赶

我们首先将 USPS、UPS 和 FedEx 相应的经营数据展示在下表：

表 1：USPS、UPS 和 FedEx 各经营数据对比情况

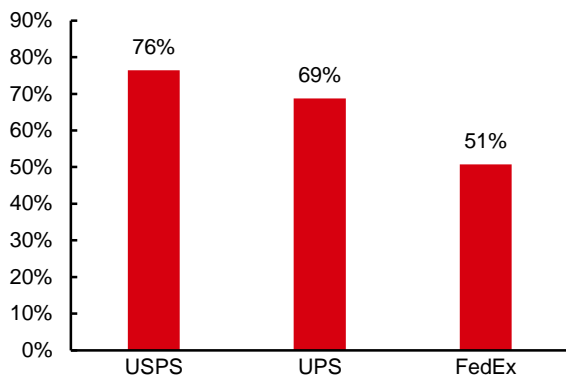
	USPS	UPS	FedEx
总部	华盛顿特区	佐治亚州亚特兰大	田纳西州孟菲斯
成立日期	1775 年	1907 年	1971 年
2017 年营收	696 亿美元	659 亿美元	603 亿美元
2017 年净利润	-39.1 亿美元	49.1 亿美元	30.0 亿美元
2017 年包裹量	57.6 亿件	50.9 亿件	36.4 亿件
雇员数(万人)	50.3	45.4	42.9
自有飞机数(架)	0	247	620
自有车辆数(辆)	230000	119000	124000
网点数量	服务网点 34340 个； 配送站点 157.3 万个	服务网点 33000 个； 包裹投递箱 41000 个	服务网点 28000 个； 包裹投递箱 36000 个
总资产	267 亿美元	454 亿美元	523 亿美元
国际业务占比	2.3%	20%	23%
市值	-	870 亿美元	496 亿美元

资料来源：USPS 年报，UPS 年报，FedEx 年报，中信证券研究部注：除了营收、净利润和包裹量是 2017 财年数据，市值数据截止到 2018 年 12 月 12 日，其他都是最新数据；UPS 和 FedEx 包裹量数据包括了海外国内运输件量；FedEx 车辆数量并没有披露，表中数据为财报各业务车辆加总，可能包括加盟商的车辆，与实际自有车辆数可能存在出入

USPS 国内覆盖范围广、体量大但亏损严重。USPS 作为美国联邦政府管控的公司，其拥有网点布局范围最广、运输车队及末端配送人员群体最大、配送快递包裹量最高的优势。公司 2017 年营收为 696 亿美元，高于 UPS 和 FedEx。由于 USPS 受政府管控，公司改革要受制于国会，经营效率低下，同时美国法律还规定 USPS 邮费涨幅不能高过通货膨胀率。因此即使 USPS 不用缴税，但其低下的经营效率、大规模的人力成本支出（USPS

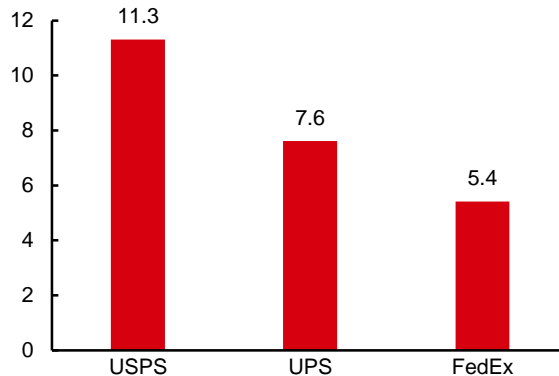
人力成本占比总成本高达 76%，平均人均薪酬福利为 11.3 万美元，两项指标均显著高于 UPS 和 FedEx）以及邮费便宜且涨幅受政府管控使得 USPS 最近几年持续亏损——公司近 10 年平均每年亏损 61 亿美元！

图 7：美国三家快递公司人工成本占比总成本情况



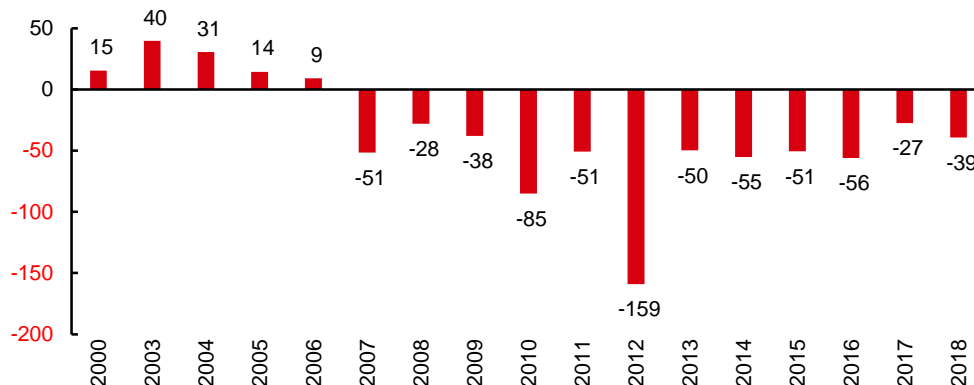
资料来源：USPS、UPS 和 FedEx 年报，中信证券研究部测算注：UPS 和 FedEx 成本结构中有较多的外包运费费用，我们假设外包运输费用中 50% 的是人工成本

图 8：美国三家快递公司人均薪酬福利（万美元/人）



资料来源：USPS、UPS 和 FedEx 年报，中信证券研究部注：我们是按照总人工成本除以公司年报披露的雇员数量，由于员工兼职率不同，会造成指标可比性下降；FedEx 人均成本较低可能原因是公司员工没有工会保护进而造成员工议价能力较弱

图 9：2000~2018 财年 USPS 亏损较为严重（亿美元）

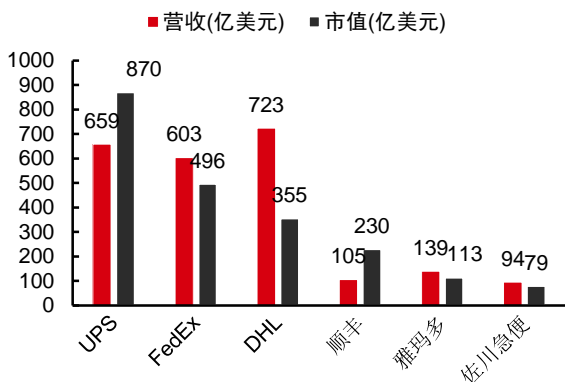


资料来源：USPS 年报，中信证券研究部

我们认为 USPS 的人工成本高企的主要原因可能是 1) 政府企业管理及运营效率低下，人员臃肿，导致人工成偏高；2) USPS 作为政府企业，受到美国人民监督，因此其在养老金等福利支出上难以节省开支；3) USPS 整体员工中全职员工可能占比偏高。

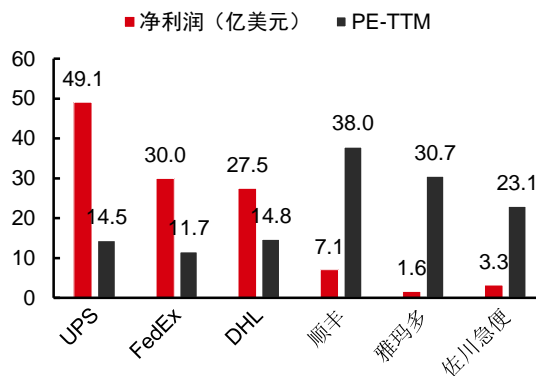
UPS 盈利能力最强，公司是全球市值最高的快递包裹物流公司。2017 年 UPS 实现净利润 49.1 亿美元，显著高于 FedEx 和 USPS，公司目前市值达 870 亿美元，是全球最大的快递物流公司。公司通过 UPS Store、UPS Access Point、UPS Drop Boxes 等渠道实现了对全美消费人群的覆盖，目前公司的网点数量已经逼近 USPS。公司最近几年持续通过技术投入优化路线、提高车辆转载率等一些措施提高经营效率从而降低成本，公司的净利率大部分时间高于 FedEx 和 USPS。

图 10：2017 财年全球营收前 6 的快递企业营收及市值情况



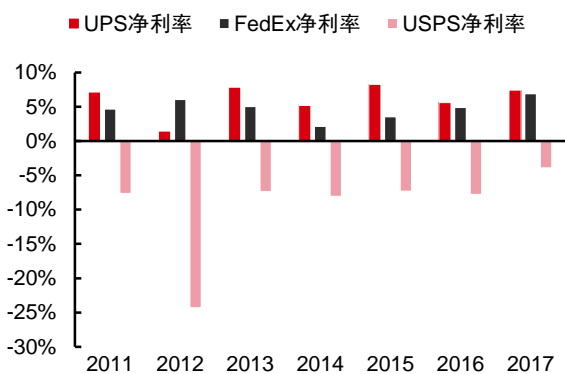
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 11：2017 财年全球营收前 6 的快递企业净利润及 PE 情况



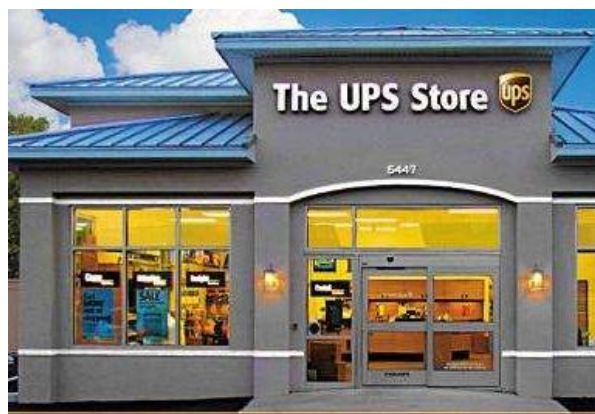
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部注：动态 PE 日期为 2018 年 12 月 14 日

图 12：2011~2017 年 UPS 净利率普遍高于 FedEx 和 USPS



资料来源：USPS、UPS 和 FedEx 年报，中信证券研究部注：图中 2017 年对应 UPS、FedEx 和 USPS 分别为 2017.1~2017.12，2017.5~2018.5 和 2016.9~2017.9，下同

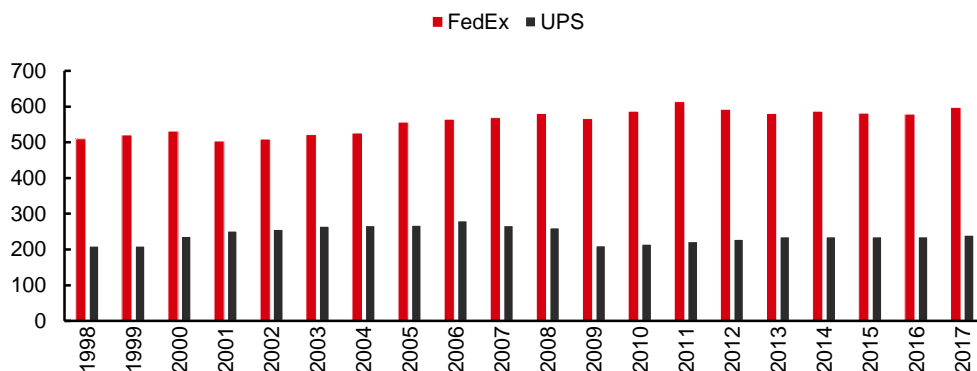
图 13：The UPS Store 示意图



资料来源：UPS 官网

FedEx 起步虽然晚，但借助航空货运差异化竞争和资本并购持续追赶 UPS。相比 USPS 和 UPS，FedEx 起步较晚，但是 FedEx 采取差异化的竞争策略（航空货运）以及持续通过重大并购迅速成长（FedEx 历史上完成两次重大并购，一次是 23 亿美元收购 Caliber，另外一次是 44 亿欧元并购 TNT，而 UPS 历史上最大一次并购是 18 亿美元收购 Coyote Logistics）。目前，FedEx 拥有 620 架自有飞机，远超 UPS，强大空运实力支撑公司 2017 年实现航空货运营收 65.3 亿美元，显著高于 UPS 所有货运营收 35.2 亿美元（空运+陆运）。

图 14：1998~2017 年 FedEx 和 UPS 自有飞机架数增长情况



资料来源：FedEx、UPS 年报，中信证券研究部

产品：产品高度重叠，UPS、FedEx 物美价贵而 USPS 价廉质低

本节，我们将通过对 USPS、UPS 和 FedEx 产品进行详细对比，来凸显三家快递巨头的区别。下表为 USPS、UPS 和 FedEx 快递所有产品的信息表：

表 2：USPS、UPS 和 FedEx 快递产品各种时效产品情况

时效	USPS	UPS	FedEx
当天送达		UPS Express Critical®	FedEx First Overnight®
隔日 8:00 前送达	Priority Mail Express 1-Day™	UPS Next Day Air® Early	FedEx Priority Overnight®
隔日 10:30 前送达	Priority Mail Express 1-Day™	UPS Next Day Air®	FedEx Standard Overnight®
隔日 20:00 前送达	Priority Mail Express 1-Day™	UPS Next Day Air Saver®	FedEx 2Day® AM
第二天送达	Priority Mail Express 2-Day™	UPS 2nd Day Air®	FedEx 2Day®
第三天送达	Priority Mail Express 3-Day™	UPS 3 Day Select®	FedEx Express Saver®
1~7 天送达	USPS Retail Ground®; Media Mail®	UPS Ground®	FedEx Home Delivery®; FedEx Ground®
与 USPS 合作产品	-	SurePost	SmartPost

资料来源：USPS、UPS 和 FedEx 官网，中信证券研究部

美国三大快递公司产品组合几无差距，产品重叠较为严重。美国快递产品主要是按时效进行划分，从上表可以看到针对不同时效，三家快递都推出了相关产品。由于 USPS 拥有强大的末端派送及低廉的价格，UPS 和 FedEx 分别推出了 SurePost 和 SmartPost，两个产品主要服务电商快递件，其快递的最后一公里前的转运以及长距离运输由 UPS 和 FedEx 完成，而最后一公里配送则由 USPS 负责。需要说明一点是，对于时效在 1~2 天的快递产品，大多数是通过航空运输完成的，陆运对于短距离时效快递件可以完成，但对于中长距离快递时效件的配送，则无法实现。

USPS 产品时效要慢于 UPS 和 FedEx，而相同时效下，USPS 产品要明显比 UPS 和 FedEx 便宜。我们从三家公司的官网中就洛杉矶寄往达拉斯（距离 2320 公里）和洛杉矶寄往纽约（距离 3951 公里）两种情况分别查询了各自产品时效和对应价格。首先是洛杉矶寄件到达拉斯。观察三家公司产品，其中 UPS 和 FedEx 提供次日早上寄达的时效产品，而 USPS 最多只能提供次日晚上前送达服务，产品时效要比 UPS 和 FedEx 低。对于相同

时效产品,USPS 产品要明显比 FedEx 和 UPS 便宜,例如周一寄送周二寄达的产品,USPS 价格仅为 UPS 和 FedEx 的一半,而 UPS 要略贵于 FedEx。

表 3: USPS、UPS 和 FedEx 各时效产品价格情况 (3 磅快递从洛杉矶寄到达拉斯)

快递情况	发件时间	USPS		UPS		FedEx	
		到件时间	价格	到件时间	价格	到件时间	价格
快递重量 3 磅; 从洛杉矶发件到达拉斯	周一 6:20			周一 19:00	\$387.6	未知	-
	周一 16:30			周二 8:00	\$135.1	周二 8:00	\$125.1
	周一 16:30			周二 10:30	\$102.9	周二 10:30	\$92.32
	周一 16:30	周二截止之前	\$46.35	周二截止之前	\$93.3	周二 20:30	\$82.64
	周一 16:30			周三截止之前	\$47.9	周三 10:30	\$46.95
	周一 16:30			周三 20:00		周三 20:00	\$41.51
	周一 16:30	周五之前	\$13.35	周四截止之前	\$39.2	周四 20:00	\$32.52
				USPS Retail			
				Ground:			
	周一 16:30	下周一之前	\$12.68	周四截止之前	\$16.0	周四截止之前	\$11.78
			Media Mail:				
			\$3.68				

资料来源: USPS、UPS 和 FedEx 官网, 中信证券研究部

再看洛杉矶寄件到纽约。由于洛杉矶到纽约距离更长,因此 USPS 最多只能提供隔日达(周一寄周三到)时效产品,而 UPS 和 FedEx 凭借空运强大实力仍能提供次日达甚至当日达的时效产品。同样,相同时效下,USPS 产品普遍要比 FedEx 和 UPS 便宜。

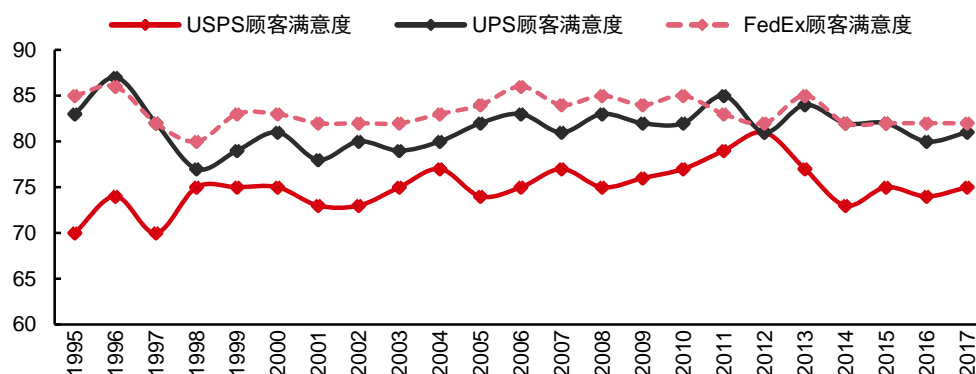
表 4: USPS、UPS 和 FedEx 各时效产品价格情况 (3 磅快递从洛杉矶寄到纽约)

快递情况	发件时间	USPS		UPS		FedEx	
		到件时间	价格	到件时间	价格	到件时间	价格
快递重量 3 磅; 从洛杉矶发件到纽约	周一 6:20			周一 23:20	\$387.62	未知	-
	周一 16:30			周二 8:00	\$135.09	周二 8:00	\$134.30
	周一 16:30			周二 10:30	\$102.92	周二 10:30	\$101.52
	周一 16:30			周二截止之前	\$93.32	周二 20:00 之前	\$92.06
	周一 16:30	周三截止之前	\$50.5	周三截止之前	\$47.85	周三 10:30	\$53.46
	周一 16:30			周三 20:00		周三 20:00	\$47.22
	周一 16:30	周四之前	\$17.3	周四截止之前	\$39.21	周四 20:00	\$38.70
				USPS Retail			
				Ground:			
	周一 16:30	下周一之前	\$16.69	下周一之前	\$16.01	周五及下周一	\$15.20
			Media Mail:				
			\$3.68				

资料来源: USPS、UPS 和 FedEx 官网, 中信证券研究部

虽然 USPS 产品价格便宜,但是服务质量要低于 UPS 和 FedEx。虽然相同时效下,USPS 产品要比 UPS 和 FedEx 明显便宜,但是 USPS 快递服务质量要低于 UPS 和 FedEx。以承诺次日达时效件为例,UPS 和 FedEx 承诺时效几乎 100%可以实现,而 USPS 则有一定不确定性,如果没有达成承诺时效,USPS 也仅是退回邮费来弥补客户损失。因此虽然 USPS 快递性价比高,但如果对于高端时效件来说,UPS 和 FedEx 仍是首选。

图 15：1995~2017 年 USPS、UPS 和 FedEx 快递客户满意度波动情况



资料来源：ACSI，中信证券研究部

■ 中美对比：分散 vs 垄断，竞争 vs 合作

需求端：国内电商件占主导，美国电商件占比不足 50%

中国快递市场电商需求占比约 70%，而美国电商占比不到 50%。对国内电商件量计算：我们计算逻辑上是全行业网购 GMV/客单价=订单量，然后用订单量/(订单量/电商件量)最终得到电商件量。对于客单价，我们根据京东 2017 半年报计算得出京东客单价在 400 元左右，同时结合刘强东曾在其社交平台上表示“京东客单价是行业的 3 倍”，计算出阿里电商客单价在 130 元，而再考虑到拼多多 30 元的客单价，最终计算出国内电商客单价约为 169 元，进而可以计算出订单量。而订单量不等于最终快递件量，我们根据京东 2017 半年报计算得到订单量：快递件量 \approx 1.5。综上我们最终计算得到 2017 年国内快递件量约为 283 亿件，占比全行业达 74%。

表 5：2017H 京东财报有关快递件量的关键计算指标

项目	数据
京东 GMV (亿元)	4188
订单量 (亿单)	10.7
客单价 (元/单)	392
快递件量 (亿件)	7.2
订单量/快递件量	1.5

资料来源：京东官网，京东财报，中信证券研究部测算

美国电商件量计算过程：由于亚马逊财报里并没有披露任何 GMV、客单价和快递件量的数据，所以我们只能通过其他途径来进行测算美国电商件量。根据 savethepostoffice.com 测算，2013 年亚马逊全球快递包裹量约为 9.4 亿件。考虑到 2013~2017 年亚马逊 GMV 年复合增速约为 29%左右，结合国内过去几年快递件量 CAGR 要高出国内电商 GMV 增速 4pcts 左右，因此我们假设亚马逊最近几年快递包裹量 CAGR 为 33%，计算得 2017 年亚马逊件量大约在 29 亿件。再根据亚马逊的 GMV 市场份额，推算出 2017 年全美电商件量约为 70 亿件，占比快递总件量的 48%。

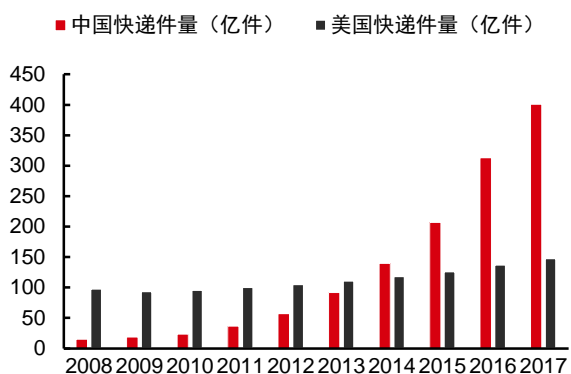
表 6：中美电商件量计算关键指标

	中国	美国
GMV	71751 亿元	4484 亿美元
客单价	168 元/单	43 美元/单
订单量	428 亿单	105 亿单
订单量/快递件量	1.5	1.5
电商件量	295 亿件	70 亿件
快递总件量	401 亿件	148 亿件
电商件占比	74%	48%

资料来源：savethepostoffice.com 《An Amazon puzzle: How many parcels does it ship, how much does it cost, and who delivers what share?》，中国电子商务研究中心，京东财报，国家邮政局，Internet Retailer，中信证券研究部测算注：计算结果可能和实际有所出入

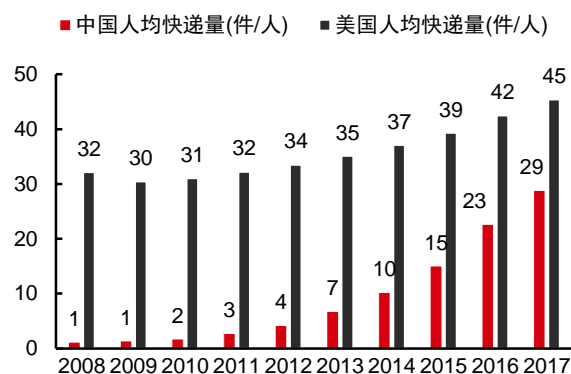
从上表可以看出，国内快递市场中电商件量占比明显高于美国快递件量，国内快递件量在最近几年电商需求推动下保持迅猛增长，于 2014 年实现了对美国快递总件量的超越。不过按照人均快递件量来看 2017 年国内人均快递件量为 29 件，仍然落后美国的人均 45 件，国内快递行业未来发展潜力（尤其是非电商快递件）仍然很大。

图 16：2008~2017 年中美快递件量增长情况



资料来源：国家邮政局，USPS、UPS 和 FedEx 年报，中信证券研究部测算

图 17：2008~2017 年中美人均快递件量增长情况



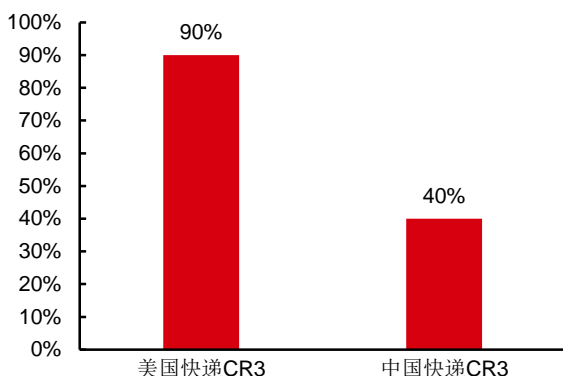
资料来源：国家邮政局，国家统计局，USPS、UPS 和 FedEx 年报，BEA，中信证券研究部测算

供给端：国内竞争分散，美国寡头垄断；中国产品单一，美国产品丰富

我们分公司竞争格局、快递服务质量、快递产品 3 个方面对比中美快递行业的供给端：

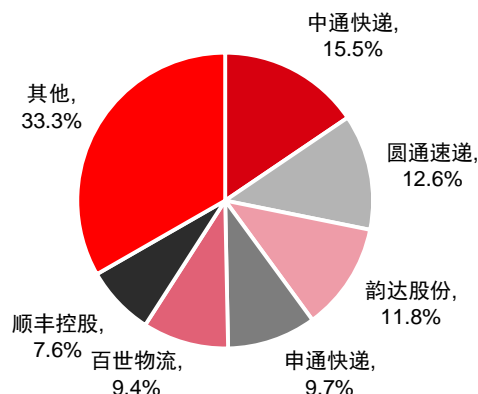
1) 相比美国三足鼎立的快递竞争垄断格局，国内快递行业较为分散。美国快递行业经过 150 多年的发展整合，目前已经形成了 USPS+UPS+FedEx 三家巨头件量份额占比超 90%的寡头垄断格局；而中国快递行业起步较晚，发展历史仅有 20 多年，虽然正经历份额持续向龙头集中的过程，但行业仍较为分散，2017 年前国内三家快递公司件量份额占比不过 40%。预计未来国内快递行业集中度提升仍有较大提升空间。

图 18：美国快递行业件量 CR3 显著高于中国



资料来源：USPS、UPS 和 FedEx 年报，Wind，中信证券研究部测算

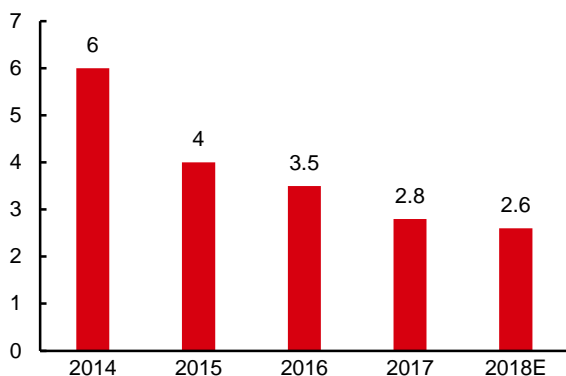
图 19：2017 年中国快递行业件量市场竞争格局



资料来源：Wind，中信证券研究部

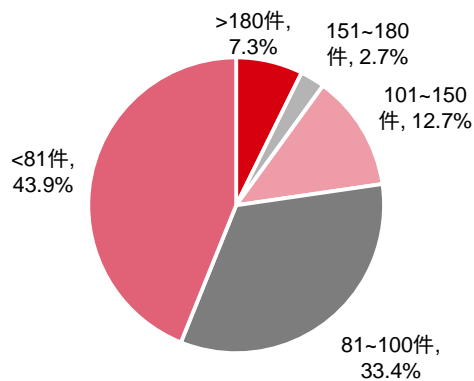
2) 国内快递行业时效逊色于美国，但国内快递行业配送员勤劳度高于美国。相比美国 UPS 和 FedEx 提供次日早上 8 点前送达甚至当日送达的高时效，国内通达系快递公司最近几年配送时效虽然持续提升，但是平均时效仍要 2.6 天左右，而时效最高的顺丰次晨也只是对于部分热点城市提供次日中午 12 点前送达服务。总体看，美国快递行业在强大的航空机队及航线网络支撑下，目前时效要高于中国。但是国内快递行业配送员的勤劳度要高于美国，USP 和 FedEx 周日不上班，而周六如果要配送快递，则要额外收费，只有 USPS 周末上班并不收取额外费用。而中国通达系、顺丰等快递公司周末上班，不收取任何额外费用。

图 20：天猫电商件的时效持续提高



资料来源：国家邮政局，中商情报网，中信证券研究部

图 21：2017 年中国快递员每日配送快递件量分布情况



资料来源：中国物流采购联合会，中信证券研究部

3) 美国快递产品按照时效划分细致，而国内快递产品组合较为简单。上面我们分析过美国快递公司的产品情况，我们发现 UPS 和 FedEx 对产品的时效划分得非常详细——两家公司将快递时效划分成当日、次日 8:00、次日 10:30、次日 20:00、隔日、三日、1~7 个工作日等多个时效，并推出相应产品。而国内产品最丰富的顺丰，其也仅提供顺丰即日、次晨、标快以及特惠四个时效。因此国内快递产品时效组合远不如美国丰富，有待进一步发展。

表 7: FedEx 时效产品组合丰富

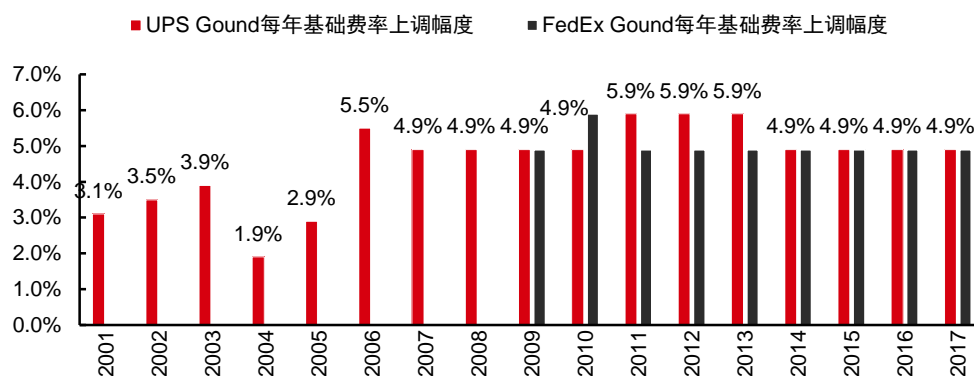
时效	FedEx 快递产品
Cross-country delivery within hours	FedEx SameDay®
Cross-city delivery within hours	FedEx SameDay® City
First thing the next-business-day morning	FedEx First Overnight®
Next-business-day morning	FedEx Priority Overnight®
Next-business-day afternoon	FedEx Standard Overnight®
2 business days in the morning	FedEx 2Day® A.M.
2 business days	FedEx 2Day®
3 business days	FedEx Express Saver®
Economical ground delivery to businesses	FedEx Ground®
Economical ground delivery to residences	FedEx Home Delivery®
Low-weight packages to residences	FedEx SmartPost®

资料来源: FedEx 官网, 中信证券研究部

价格端：国内价格持续下行，美国价格逐年攀升

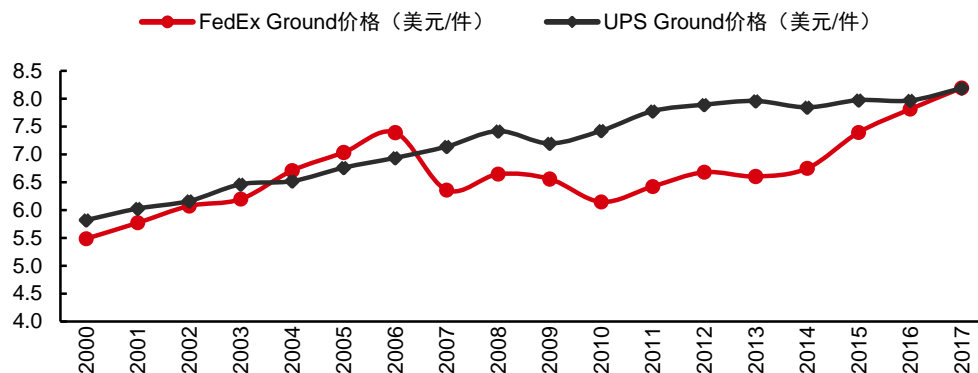
美国快递行业垄断格局下价格战压力较小，行业已经形成每年提价的良性循环，而国内快递价格战正如火如荼。在三大巨头垄断之下，美国快递行业价格战压力较小，在人工成本持续攀升之下，甚至形成了三家快递巨头每年同时默契提价的行业趋势。并且除此之外，美国快递会征收燃油附加费用以对冲油价上涨带来的成本压力（2017 年 UPS 燃油附加费率约为 5.5%）。反观国内，由于竞争分散、人工成本较低同时叠加服务同质化，国内快递行业价格持续下降，今年 1~11 月国内快递价格同比下降 3.1%，跌幅同比扩大 0.5pct，显示价格战升级。

图 22: 2001~2017 年 UPS 和 FedExGround 业务每年基础费率保持上调



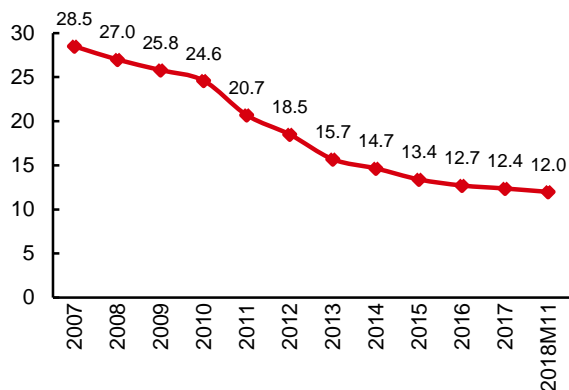
资料来源: UPS 和 FedEx 年报, 中信证券研究部注: FedEx2009 年之前费率提升没有披露

图 23：2000~2017 年 UPS 和 FedExGround 业务快递价格大体保持增长



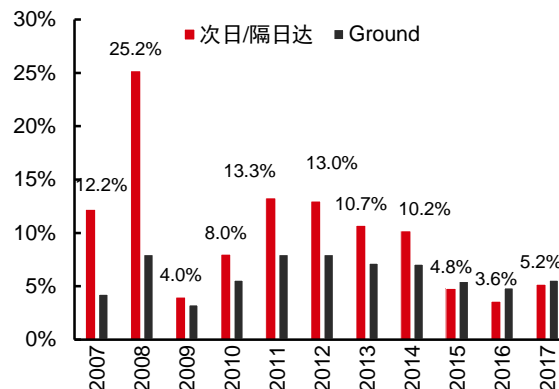
资料来源：UPS 和 FedEx 年报，中信证券研究部注：虽然每年快递费率都会提升，但是同时快递包裹的产品结构会发生改变，并且包裹平均重量在持续下降以及燃油附加费用的波动，导致最终平均包裹价格上涨幅度普遍小于基础费率上调幅度

图 24：2007~2018 年前 11 个月国内快递价格持续下降 (元/件)



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

图 25：UPS 各快递件燃油附加费每年波动情况



资料来源：UPS 年报，中信证券研究部

美国快递行业成熟价格体系的另一标志：you get what you pay for。美国快递行业价格除了每年都调升的基础费率，还包括很多附加费。例如如果要寄送 2C 个人件，则相对商务件要收取个人件投递费用；如果要寄送不规则物品，则要收取不规则物品寄递费；如果要寄送冷运产品，则要收取冷藏运输附加费用；如果要寄时效件，则需要购买价格昂贵的时效空运件（美国次日空运件价格\$20，而陆运件价格\$8 左右）等等。总之在美国这样成熟的快递行业，如果消费者要享受额外服务就需要支付相应附加费，不像中国快递企业为了抢占市场份额，对任何电商件几乎都一视同仁，收取较低费用。

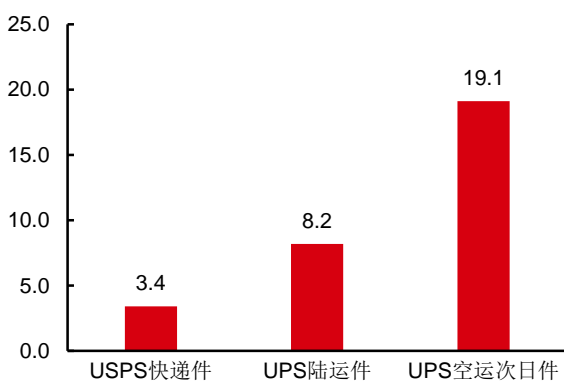
表 8：UPS 部分快递附加费项目

附加收费项目	详细
Address Correction	寄送地址更改附加费
Additional Handling	不规则寄送物品附加费
Dangerous Goods - International Dangerous Goods	危险物品寄送附加费
Hazardous Materials	危险材料寄送附加费
Dry Ice	冷运干冰附加费
Delivery Area Surcharge	部分派送地区附加费

附加收费项目	详细
Delivery Reattempt	重复投递附加费
Destination Outside Service Area	寄送目的超出服务范围附加费
Large Package Surcharge	大包裹寄送附加费
Oversize Pallet Handling Surcharge	超大包裹寄送附加费
Remote Area Surcharge	远距离配送附加费
Residential Surcharge	居民个人件附加费
Undeliverable Shipment Surcharge	无法投递附加费
Weekly Pickup Fee	上门揽件附加费
Saturday Delivery	周六派送附加费

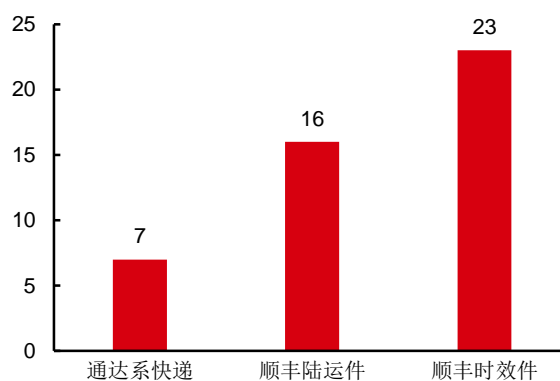
资料来源：UPS 官网，中信证券研究部

图 26：UPS 次日空运件价格是 USPS 陆运件的 5.5 倍（美元/件）



资料来源：UPS 年报，中信证券研究部

图 27：顺丰时效件价格是通达系快递件的 3 倍（元/件）



资料来源：国家邮政局，顺丰官网，中信证券研究部

相比美国，中国快递价格较低。为了剔除人民币汇率和通胀等影响因素，我们采取将同一国家机票价格与快递价格比值大小作为对比依据。对于国内，我们选择上海寄到北京的快递进行计算，而美国，我们选择洛杉矶寄到纽约，计算结果展示在下表。我们可以看到美国机票价格/快递价格的比值要明显小于中国机票价格与快递价格的比值，说明中国快递比美国便宜。值得一提的是，洛杉矶寄到纽约的当日达快递件价格比从洛杉矶飞到纽约的机票价格还要贵。

表 9：中美快递价格对比

	中国	美国
机票价格	¥ 900	\$300
当日达快递价格	¥ 130	\$388
次晨达快递价格	¥ 25	\$103
次日达快递价格	¥ 23	\$93
两日达快递价格	¥ 18	\$48
三日+达快递价格	¥ 17	\$16
机票/当日达	6.9	0.8
机票/次晨达	36.0	2.9
机票/次日达	39.1	3.2
机票/两日达	50.0	6.3

	中国	美国
机票/三日达	52.9	18.8

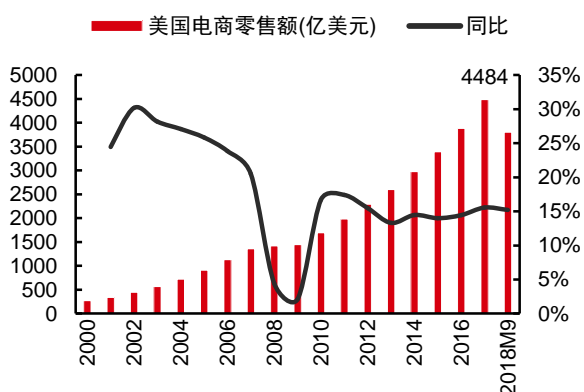
资料来源：去哪儿网，顺丰官网，韵达官网，skyscanner，UPS 官网，USPS 官网，中信证券研究部测算

■ 美电商件：电商增长带动电商快递放量，亚马逊 FBA 仓配物流冉冉升起

美国电商业：行业持续较好增长，亚马逊一枝独秀

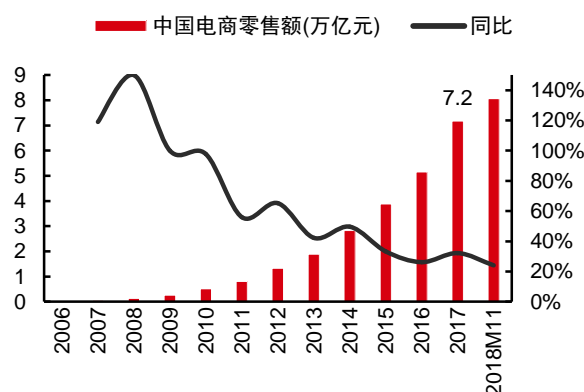
美国电商零售额最近几年保持年均 15% 的增速较好增长，目前电商渗透率为 9.6%，不到中国一半。受益亚马逊、eBay 等电商企业的涌现以及美国快递基础设施不断完善，美国电商零售额从 2006 年的 1128 亿美元增长到 2017 年的 4484 亿美元，11 年 CAGR 达 13.4%。美国电商市场虽然起步早于中国（2006 年美国和中国电商销售渗透率分别为 2.9%/0.3%），但是国内电商行业在阿里、京东等电商企业以及通达、顺丰等快递公司的共同努力下实现迅猛增长——2006~2017 年国内电商零售额 CAGR 超过 60%，2017 年国内电商渗透率为 19.6%，是美国 8.8% 的 2 倍多。美国最近几年电商增速均保持在 15% 左右，今年前三季度美国电商销售额同比增长 15.2%。

图 28：2000~2018 年前三季度美国电商零售增长情况



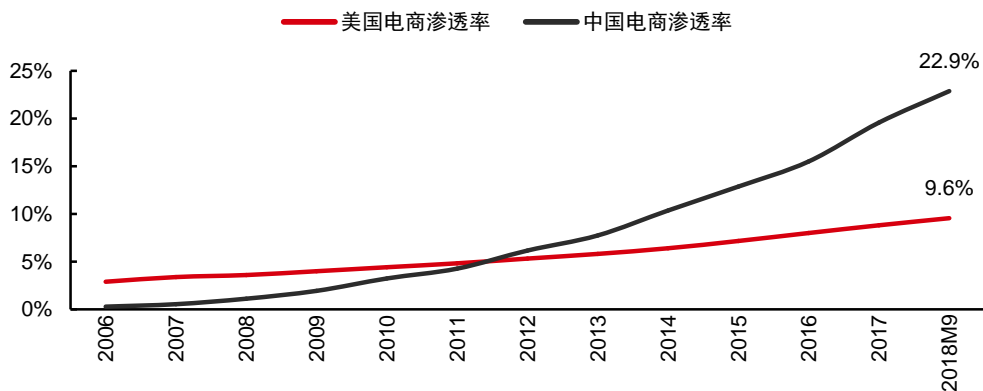
资料来源：U.S. Bureau of the Census，中信证券研究部

图 29：2006~2018 年前 11 个月中国电商零售增长情况



资料来源：中国电子商务研究中心，中信证券研究部

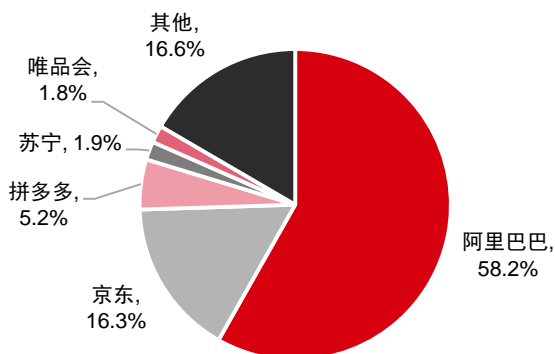
图 30：2006~2018 前三季度中国和美国电商渗透率增长情况



资料来源：U.S. Bureau of the Census，中国电子商务研究中心，中信证券研究部

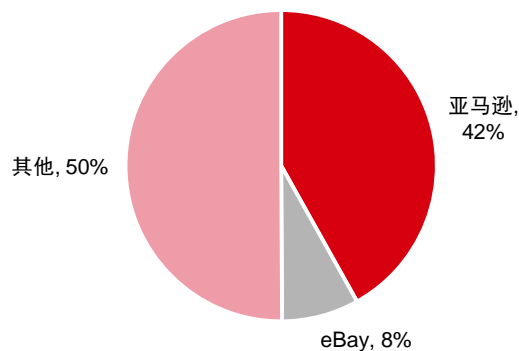
美国最大电商企业为亚马逊，市场份额约为 42%，过去 6 年 GMV 年复合增速为 33%。美国电商市场格局不像中国高度垄断（国内阿里+京东市场份额高达 75%），美国最大电商亚马逊+第二大电商 eBay 市场份额占比全国 50%。亚马逊近几年保持较快增长，据 Internet Retailer 统计，公司 GMV 从 2012 年的 460 亿美元增长到 2017 年的 1896 亿美元，5 年 CAGR 达 33%，显著高于行业 14% 的增速。受益显著快于行业的增长，亚马逊 GMV 行业占比从 2012 年的 20% 持续攀升到 2017 年的 42%，亚马逊在持续增长的同时，其平台上第三方商家销售额占比也在持续提升。

图 31：2018 年上半年中国各电商平台 GMV 占比情况



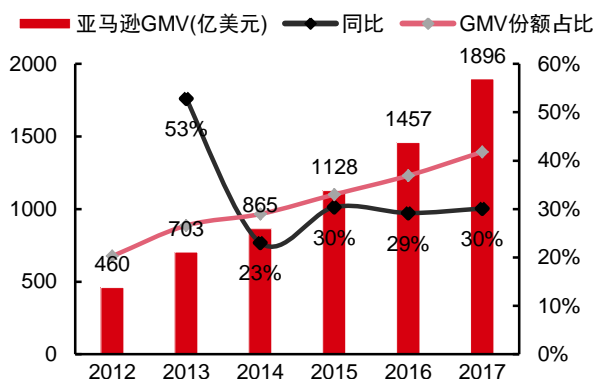
资料来源：eMarketer，中信证券研究部

图 32：2017 年美国各电商平台 GMV 占比情况



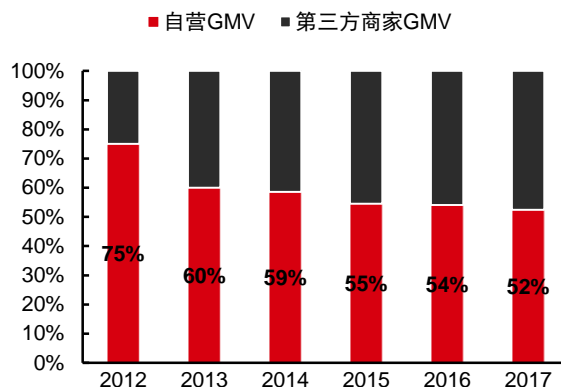
资料来源：Internet Retailer，中信证券研究部

图 33：2012~2017 年亚马逊 GMV 增长情况



资料来源：Internet Retailer，中信证券研究部

图 34：2012~2017 年亚马逊平台上第三方商家 GMV 占比提升

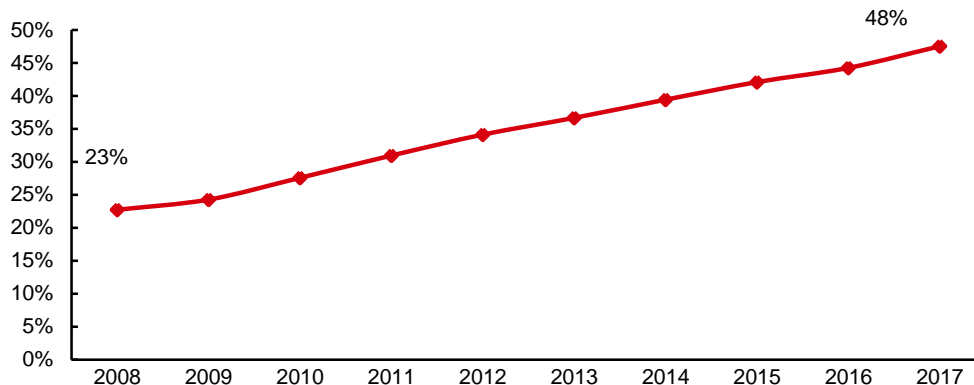


资料来源：Amazon，Internet Retailer，US Commerce Department，中信证券研究部

电商件发展：电商件成快递增量源泉，USPS 受益最大，亚马逊 FBA 仓配+自建机队欲分一杯羹

美国电商较好发展推动电商快递件持续增长，成为贡献美国快递行业新增件量的主要来源。美国电商行业的持续增长催生了电商快递件的需求，并成为最近几年美国快递增量的主要来源。我们测算美国电商件件量份额占比从 2008 年的 23% 提升到 2017 年 48%，件量从 2008 年的 22 亿件增长到 2017 年的 78 亿件，占到同期美国快递总增量的 90% 以上。

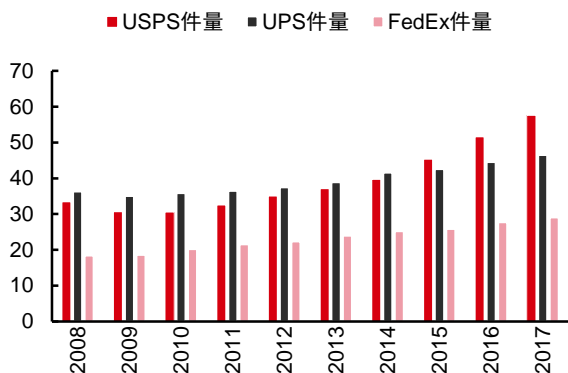
图 35：美国电商件量占比持续提升



资料来源：USPS、UPS 及 FedEx 年报，Internet Retailer，中信证券研究部测算

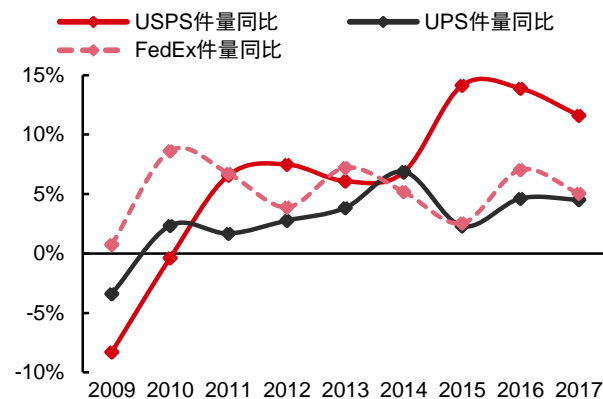
借助于电商件快速增长 USPS 受益最大，在件量上实现了登顶桂冠。由于 USPS 全美网点覆盖范围最广、价格便宜（不到 UPS 和 FedEx 一半）、配送人员数量众多，使得 USPS 成为很多电商卖家的首选。因此在电商件增长之下，USPS 受益相比 UPS 和 FedEx 更显著，2008 年 USPS 快递包裹量落后 UPS，而 2015 年 USPS 快递件量实现了对 UPS 的反超，随后不断拉开与 UPS 的件量差距。

图 36: 2008~2017 年 USPS 快递件量实现对 UPS 的反超 (亿件)



资料来源: USPS、UPS 及 FedEx 年报, 中信证券研究部注: 图中统计的是三家公司从美国起寄的快递件量

图 37: 2009~2017 财年美国三家快递公司件量增速情况



资料来源: USPS、UPS 及 FedEx 年报, 中信证券研究部

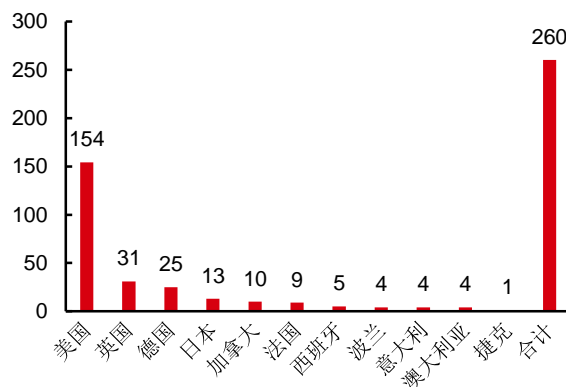
亚马逊首创 FBA 仓配物流模式，进军快递物流行业。亚马逊 2007 年开始引进 FBA 物流模式 (Fulfillment by Amazon): 商家提前将货物运输到亚马逊的 FBA 仓库中, 随后用户网上下单后, 商品直接从 FBA 仓库中通过亚马逊或者其他第三方快递公司的派送员完成配送, 从而大大缩短物流时效。目前亚马逊在 11 个国家设有共 260 多个 FBA 仓库, 为全球电商消费者提供 FBA 仓配物流服务。为了支持 FBA 仓库的动态商品进出与调拨和 AWS 业务发展, 亚马逊分别在美国西部、美国东部、都柏林、圣保罗、东京、新加坡等 6 地布局了数据处理中心。

图 38: 亚马逊在美国的 FBA 仓布局分布

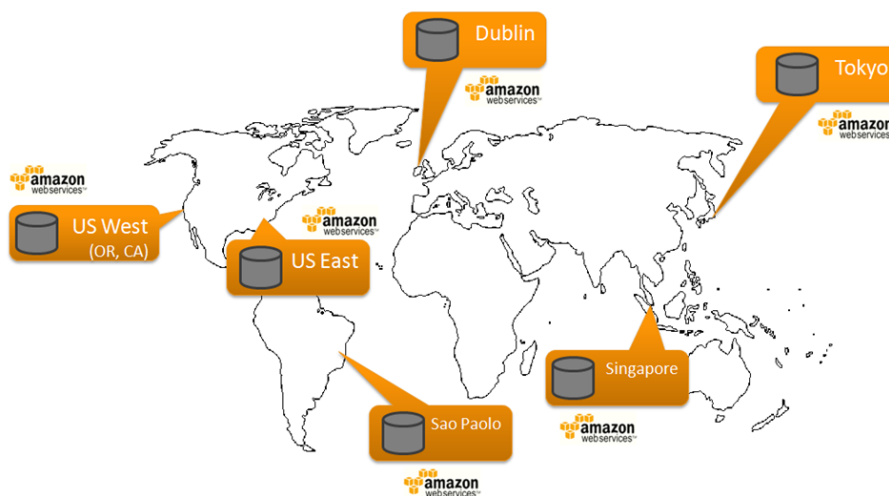


资料来源: 九方通逊, 中信证券研究部

图 39: 亚马逊在全球多国布局 FBA 仓库数量情况



资料来源: 亚马逊官网, 中信证券研究部

图 40：亚马逊全球数据中心分布情况（主要服务 AWS 业务）


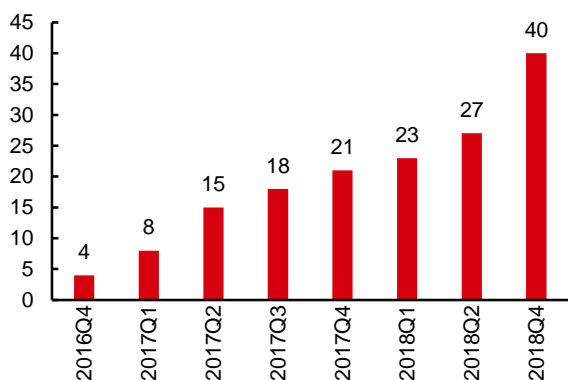
资料来源：亚马逊官网

亚马逊 FBA 具体的操作流程分为两个阶段。第一阶段是 FBA 头程，海外商家从国内发货直到货物进入亚马逊 FBA 仓库并可以上架销售的这一段物流运输以及相关的清关、代缴税等一系列业务过程。海外商家可以通过选择 a) 通过 UPS、FedEx、DHL 第三方快递公司直接将商品运输到 FBA 仓；b) FBA 空+派，将运输委托给货代公司，然后货代公司先通过空运将货物运往目的国，然后再通当地国的快递派送到 FBA 仓；c) FBA 海运头程，和 FBA 空+派差不多，只是中间长距离运输改成了海运。等到货物进入 FBA 仓后就是第二阶段 FBA 仓配流程。使用亚马逊 FBA 配送的优势如下：

- 1) 可以为商家提供更好的商品销售排名；
- 2) 亚马逊多年丰富的物流经营经验，仓库遍布全球，智能化管理；
- 3) 配送时效快；
- 4) 带有“FBA”标识的商品消费者信赖度高。

除了采取 FBA 仓配模式，亚马逊目前正在稳步推进飞机队伍建设，加强长距离快速运输能力。亚马逊从 2016 年开始准备建设货机队伍进军航空物流行业，截止目前亚马逊拥有 40 架货运飞机。通过建设货运机队，亚马逊可以使用飞机实现将商家货物运往 FBA 仓库或者不同 FBA 仓之间货物的调拨，同时也有能力为 Prime 会员提供高时效的商品配送服务，提高用户体验。

图 41：亚马逊货机数持续增长（主要是租赁）



资料来源：AlphaWise，物流指闻，中信证券研究部

图 42：亚马逊的 Prime 飞机

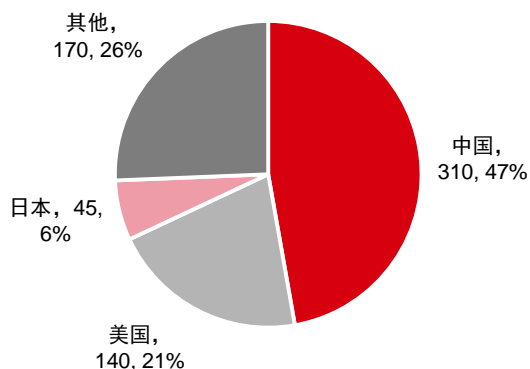


资料来源：Nerd's Magazine

■ 抽丝剥茧：多因素造成电商红利期下，美国快递行业受益不明显

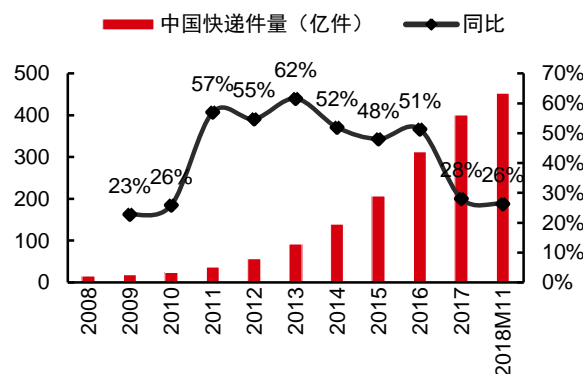
中国快递行业在电商增长推动下，强势实现对美国的反超，目前件量占比全球超 50%。而美国最近几年电商市场在亚马逊的带动下也实现了较好发展，快递行业虽然景气有所提升，但发展温和，同时 UPS 和 FedEx 两家公司快递件量和业绩增长并没有明显提速，而且也没有涌现专注于电商件的美国版通达快递公司。那么为什么本轮美国电商红利下，美国快递行业及公司受益不明显呢？下面我们将从五个层面来解答这个问题。

图 43：2016 年中国快递件量占比全球近 50%



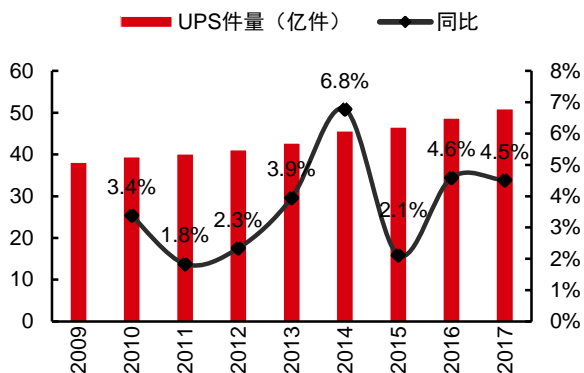
资料来源：Pitney Bowes，日本国土交通部，国家邮政局，中信证券研究部测算

图 44：2008~2018 年前 11 个月中国快递件量增长情况



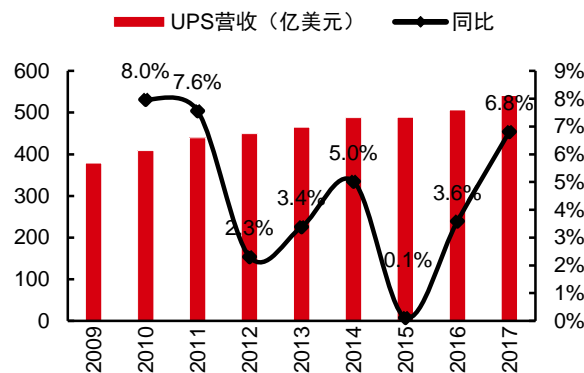
资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

图 45：2009~2017 年 USP 件量增长稳定



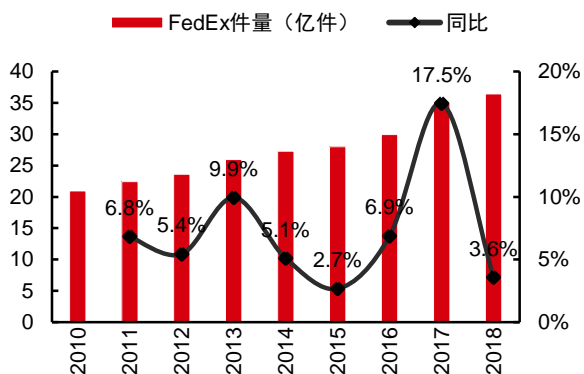
资料来源：UPS 年报，中信证券研究部

图 46：2009~2017 年 USP 营收增长稳定



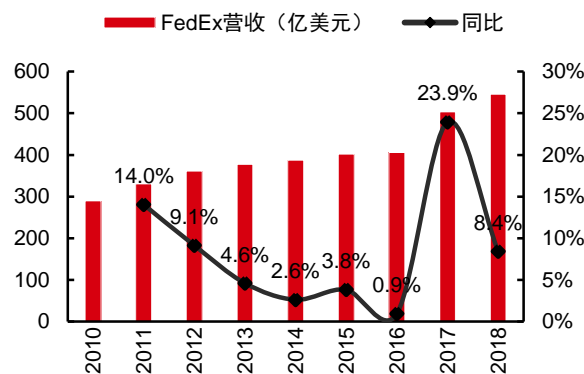
资料来源：UPS 年报，中信证券研究部

图 47：2010~2018 财年 FedEx 件量增长稳定



资料来源：FedEx 年报，中信证券研究部

图 48：2010~2018 财年 FedEx 营收增长稳定

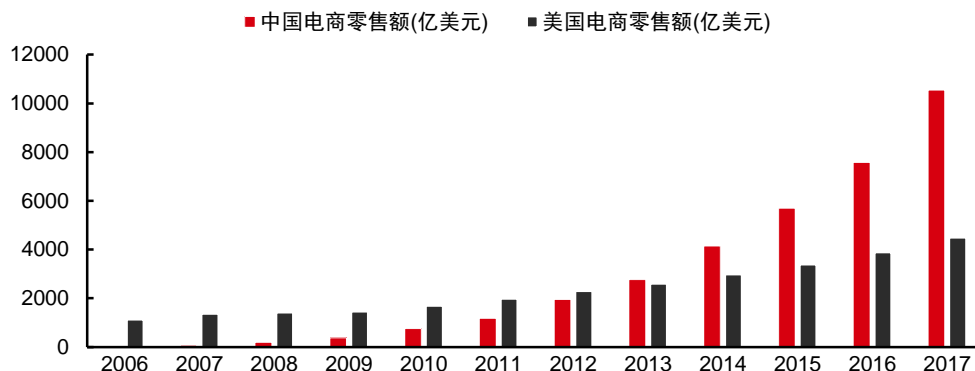


资料来源：FedEx 年报，中信证券研究部

因素一：美国电商件总增量有限

美国电商带来的快递增量与中国相比较少：

1) 美国电商行业缺乏短期内迅猛增长的阶段，导致电商件量增速温和。对比中美电商增速，我们发现虽然最近几年美国电商在亚马逊的推动下保持较好增长，但是与中国电商过去十年爆发式增长相比逊色不少。中国电商虽起步晚于美国，但是后续发展迅猛，实现了对美国电商的反超。2006~2017 年中国网购电商规模 CAGR 超 60%，显著高于美国的 13.4%，2017 年中国电商规模高达 1.1 万亿美元，是美国电商规模（4484 亿美元）的 2 倍多。在国内电商短期爆发式增长驱动下，我们预计国内 2017 年相比 2006 年电商件新增了 280+亿件，而美国仅增长了 53 亿件。

图 49：2006~2017 年中美电商零售额增长情况


资料来源：U.S. Bureau of the Census, 中国电子商务研究中心，中信证券研究部注：中国电商零售额每年均按照人民币兑美元汇率 6.8:1 进行换算

2) 美国缺少 C2C 或拼多多等客单价较低的电商企业，较高的客单价使得相同 GMV 催生的快递需求不高。我们认为国内快递行业经历了三轮电商红利：

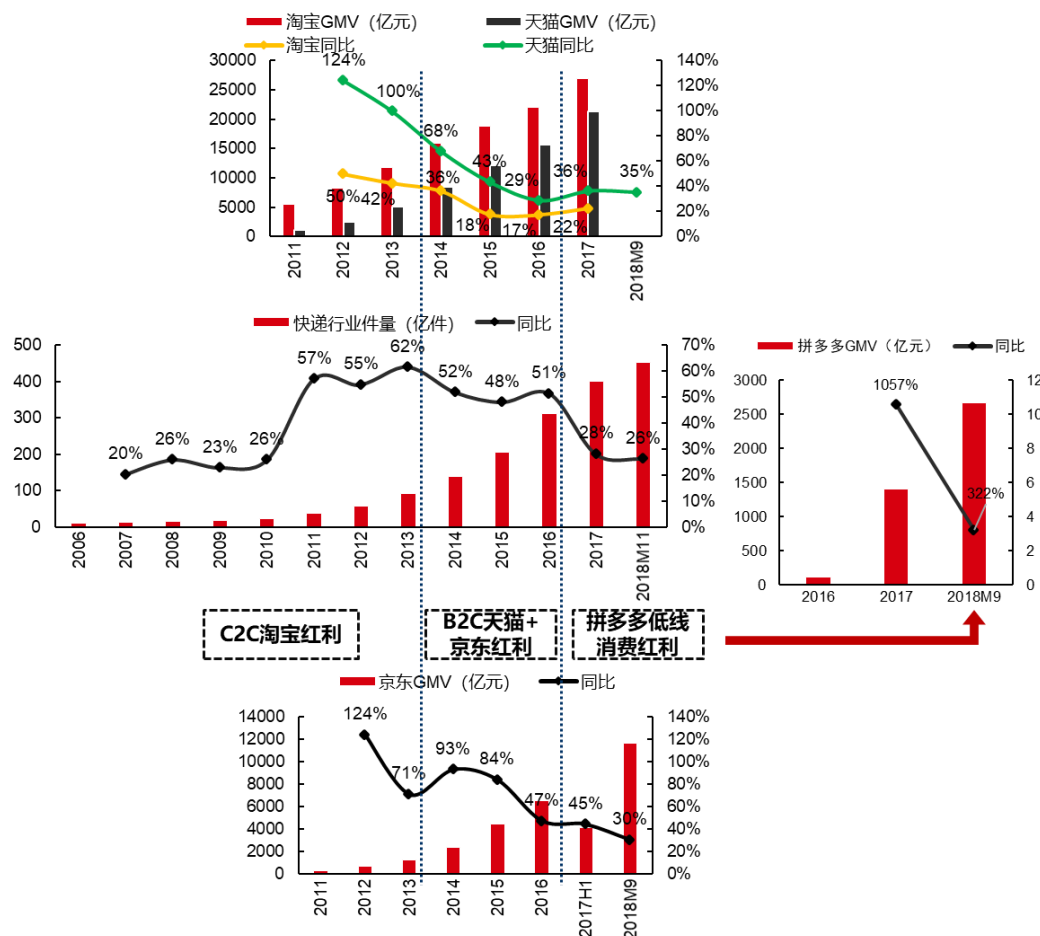
a) 第一轮以 C2C 淘宝电商的快速增长为标志，淘宝商品便宜，客单价低，较小的 GMV 就能带来较高的电商快递件需求。

b) 第二轮电商红利以天猫、京东等 B2C 电商崛起为标志，B2C 电商产品普遍品牌知名度高、价值量高，所以客单价也高。虽然相同的 GMV 带来的电商件需求没有 C2C 多，但是 B2C 电商市场规模更大，因此电商件总需求相对高。

c) 第三轮电商红利以拼多多异军突起为标志，拼多多定位国内消费潜力极大的低线城市居民，其专门提供价格便宜的商品。由于拼多多目标用户收入水平不高且销售产品便宜，因此其客单价较低（35 元/单），仅为阿里的 1/4。2018 年上半年拼多多虽然 GMV 仅占比国内电商的 5%左右，但是其电商快递件量却占到通达系快递公司件量的 15~20%，贡献了通达系快递新增快递件量的 60%。

再回到美国，我们发现美国电商一直以来都是 B2C 模式占绝对优势，无论是亚马逊、eBay 还是沃尔玛，其都是 B2C 电商。因此美国快递行业缺少了 C2C 和定位中低收入群体的电商，导致客单价偏高，即便中国和美国 GMV 相同，美国的电商快递件量也要少于中国。

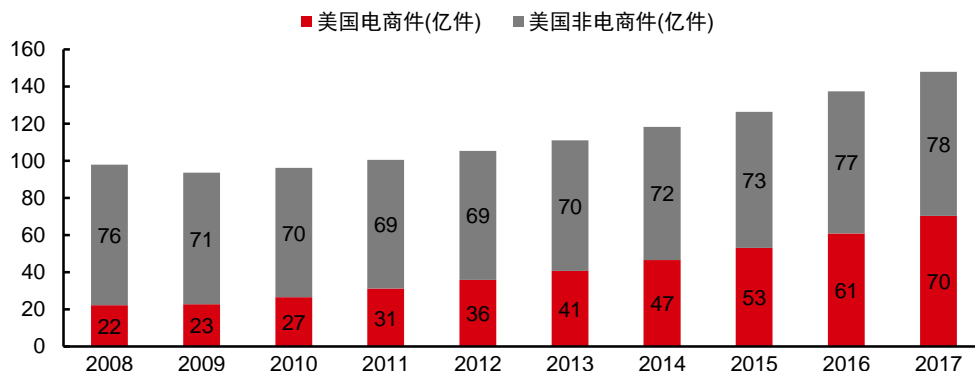
图 50：中国快递行业经历了 C2C、B2C 和拼多多三轮电商红利期



资料来源：中国电子商务研究中心，阿里巴巴、拼多多及京东财报，国家邮政局，中信证券研究部测算注：天猫和淘宝 GMV 中除了 2018M9 外其他时间表示财年，2018 财年为 2017.3~2018.3；京东 2017 年 H 之后改变了 GMV 统计口径，因此图中 2017 年 H 之后仅显示 2017H 的数据；拼多多 2018 年 M9 的 GMV，即前三季度 GMV 同比增速为估算

3) 美国无法享受到中国近 14 亿的人口红利，导致电商快递总件量有限。另外一个导致美国电商件增量有限的原因是人口数量。2017 年中国总人口数量为 13.9 亿人，是美国 3.3 亿人的 4.3 倍，如果中国和美国人均电商件量相同，那么中国电商总件量将是美国的 4.3 倍。国内电商快递件总量大叠加增速快，这不是两、三家快递公司可以全部承接的，结果是国内庞大的电商件增量养活了多家通达系快递公司。而美国电商件总量相对较小且增速平稳，导致新增电商件量足以被 USPS、UPS 和 FedEx 三家快递巨头及亚马逊所瓜分，没有多余的溢出件量。

图 51：2008~2017 年美国电商件及非电商件增长情况



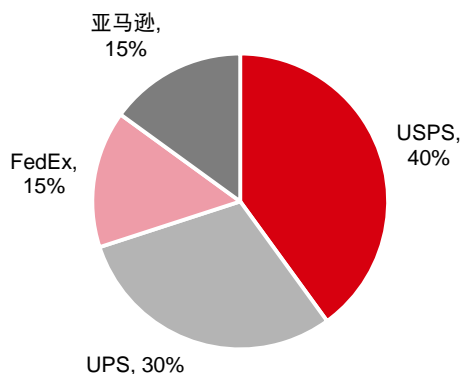
资料来源：USPS、UPS 及 FedEx 年报，Internet Retailer，中信证券研究部测算

综上，由于美国电商缺乏迅猛增长阶段，同时缺少 C2C 或拼多多等客单价较低电商企业的推动，又没有中国近 14 亿人的人口红利，导致美国电商件增量虽有所增长，但是增长速度平稳，增长总量相对有限，电商件对快递行业推动作用逊色于中国。

因素二：USPS 和亚马逊分流电商件，致 UPS 和 FedEx 件增较少

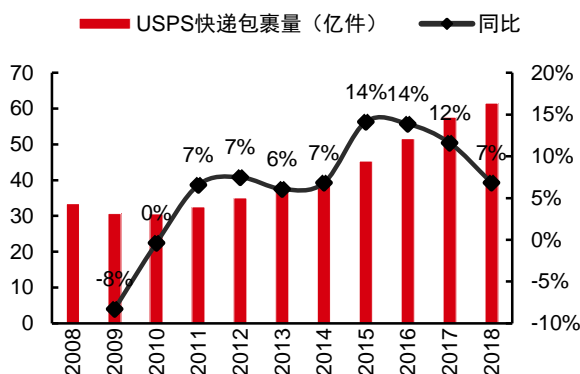
USPS 和亚马逊分流大半电商件，USP 和 FedEx 电商件增加有限。USPS 凭借较低的价格和覆盖范围最广的末端配送团队获得了亚马逊约 40% 的电商件，成为本轮美国电商红利下包裹量增长最快的快递公司。同时亚马逊通过建造 FBA 仓库、构建货运机队、设立末端配送团队等措施逐步建立自有的物流配送体系，从而可以以较低的成本、较高的时效为用户提供物流服务，目前亚马逊大约 15% 的电商件是自己负责的。因此 UPS 和 FedEx 只能瓜分剩下 45% 的电商件，总增量不多的情况下，每家公司能分到的更少。

图 52：2017 年各大快递公司配送的亚马逊电商件量占比情况



资料来源：savethepostoffice.com 《An Amazon puzzle: How many parcels does it ship, how much does it cost, and who delivers what share?》，中信证券研究部测算

图 53：2008~2018 财年 USPS 包裹量增长情况

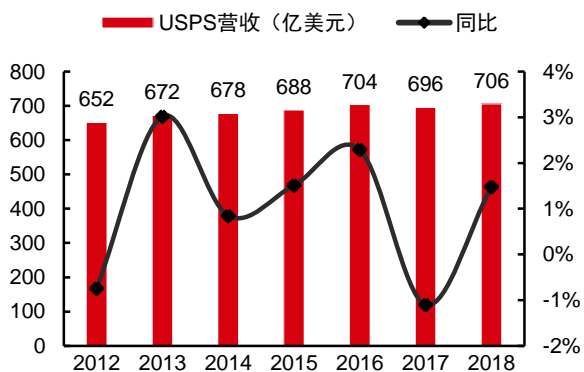


资料来源：USPS 年报，中信证券研究部

USPS 虽然快递业务增长较快，但被公司其他业务萎缩所抵消，导致总营收没有太大变化。本轮电商红利受益最大的 USPS，其快递业务件量和营收均实现了较好增长——快递营收从 2012 财年的 116 亿美元增长到 2018 财年的 215 亿美元，期间 CAGR 为 11%，

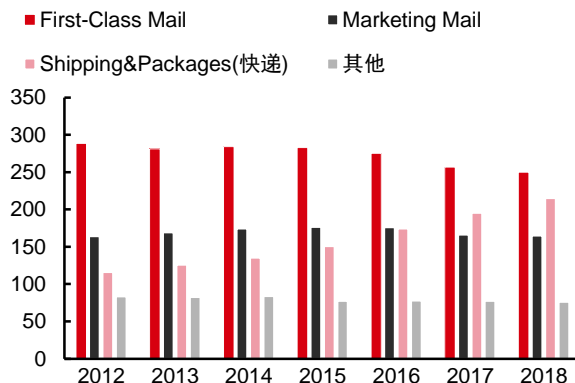
而快递件量同期 CAGR 为 9.8%。虽然 USPS 快递业务增势良好，但是总营收最近 6 年 CAGR 仅为 1.3%，主要原因是公司其他邮件业务出现萎缩。

图 54：2012~2018 财年 USPS 总营收几乎没有增长



资料来源：USPS 年报，中信证券研究部

图 55：2012~2018 财年 USPS 各业务营收波动情况（亿美元）



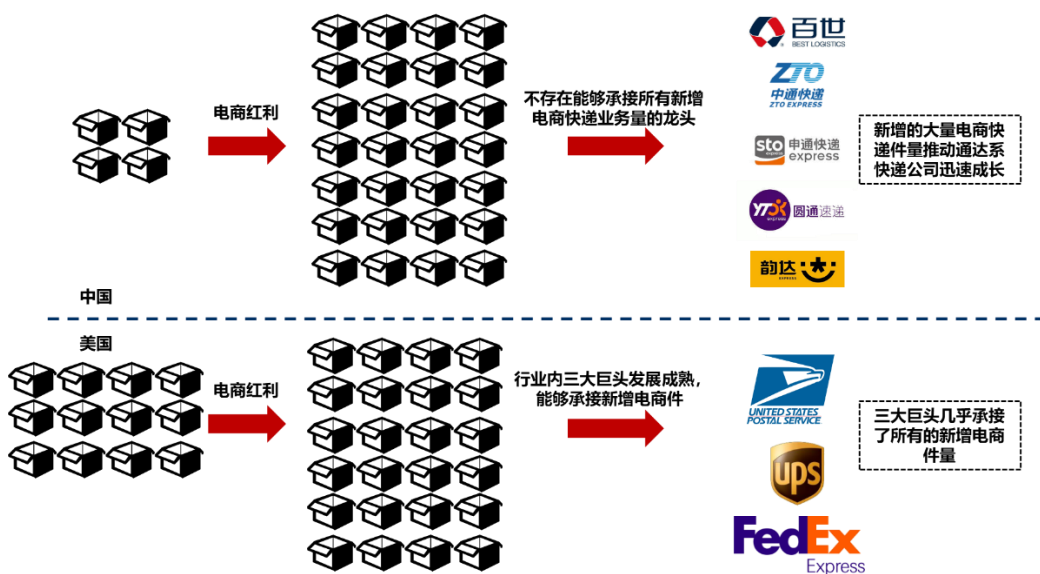
资料来源：USPS 年报，中信证券研究部

因素三：快递龙头足以吸纳所有增量，中小企业缺乏逆袭机会

美国快递行业经过 100 多年的发展已经高度成熟并形成非常稳固的寡头垄断局面，行业门槛极高，新造“美国版通达”几无可能。国内快递行业在电商驱动下实现了飞速增长，从而带来了大量的快递业务增量。而中国快递行业发展历史不到 20 年，在电商红利到来之时，行业内并没有一家绝对的龙头能够承接所有的快递业务增量。正因为国内快递发展时间短并且竞争格局分散，同时快递电商件短时间内瞬间爆发，从而能够推动了国内多家通达系等快递公司的快速成长，创造了快递发展史的一个神话。

而美国快递行业经过 150 多年的发展已形成 USPS、UPS 和 FedEx 三家巨头垄断行业 90%+ 份额的稳定格局。三家快递巨头公司经过几十年甚至一百多年经营发展、服务网络铺设、固定资产构建，在电商红利到来时规模就已经非常大了。因此美国本轮电商红利中，三家巨头公司凭借自己遍布全国的服务网络、强大的陆运及空运队伍、优异的分拣转运能力以及家喻户晓的品牌知名度，有能力将新增的电商件量全部承接下来，没有给其他新的快递公司留下太多机会。

图 56：美国快递格局高度集中，新增电商件量被巨头瓜分

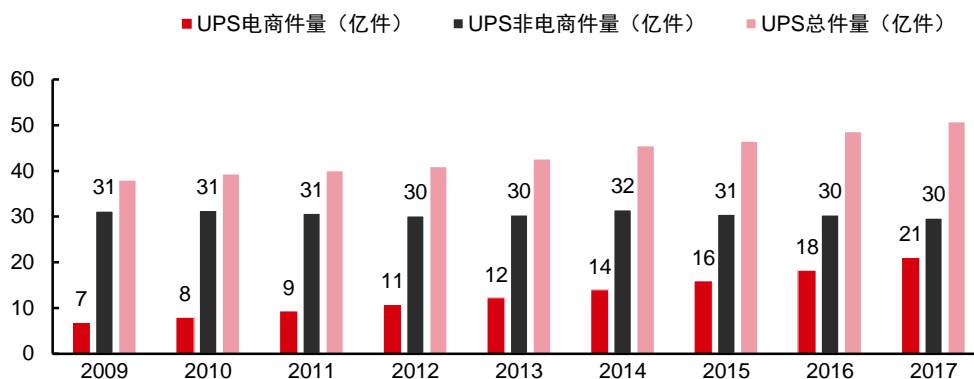


资料来源：中信证券研究部绘制

因素四：非电商件存量巨大且增长慢，增量电商件对整体推动作用有限

FedEx 和 UPS 本身线下 B2B 和 B2C 件量就很高，高基数效应下，增量电商件推动作用不明显。在美国本轮电商红利前，UPS 和 FedEx 快递件量基数就已经很高了，以 UPS 为例，其 2010 年快递件量就高达 39.4 亿（同期 FedEx 件量为 21.0 亿件），快递件量主要包括线下 B2B 和 B2C 快递件，而电商件占比仅为 20%。再考虑到美国第一、二产业占比下降而服务业占比提升，导致 UPS 和 FedEx 的非电商快递件量需求最几年缓慢下降，而电商新增件量有限，因此 UPS 和 FedEx 快递总件量并没有表现出像国内通达系快递公司快速增长的趋势。

图 57：2009~2017 年 UPS 电商件和非电商件量增长情况

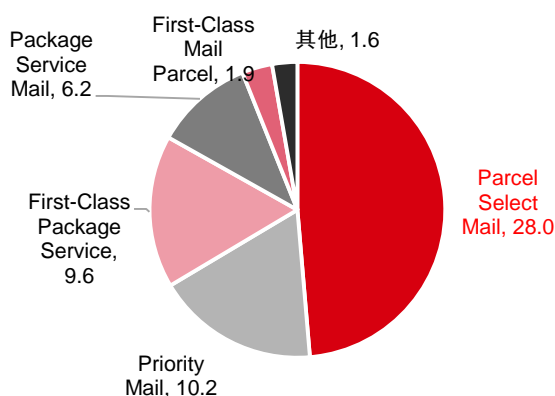


资料来源：UPS 年报，中信证券研究部测算注：测算结果可能与实际结果有出入

因素五：电商件价格较低，进一步降低电商件对业绩的拉动作用

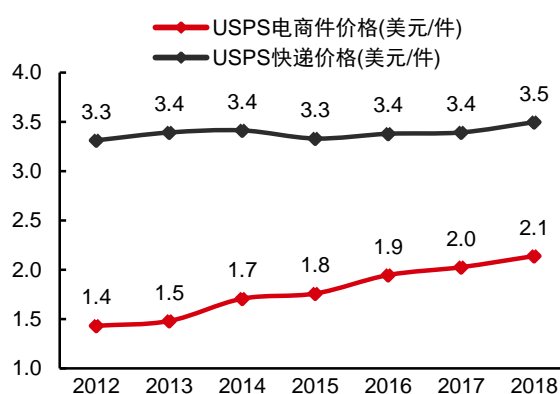
最后，收入端，电商件价格要显著低于 UPS 和 FedEx 非电商快递件价格，进一步降低了新增的电商件对两家公司业绩的推动作用。电商快递件的价格一般要低于非电商件，这在美国也不例外。USPS 的 Shipping & Packages 业务是所有快递包裹业务，而其中的 Parcel Select Mail 子业务主要包裹公司为亚马逊配送的电商件。我们通过计算得到，2018 年财年 USPS 的 Parcel Select Mail 快递价格仅为 \$2.14，显著低于 USPS 所有快递包裹平均价格 \$3.50。并且根据 savethepostoffice.com 测算，UPS 和 FedEx 为亚马逊配送电商快递件的价格大约在 \$4.5，显著低于其地面陆运快递件价格 \$8。电商件增量有限，再考虑到电商件价格低于非电商件，因此新增电商件给美国三家快递公司带来的业绩弹性不大。

图 58：2018 财年 USPS 快递包裹各子业务件量分布情况（亿件）



资料来源：USPS 年报，中信证券研究部

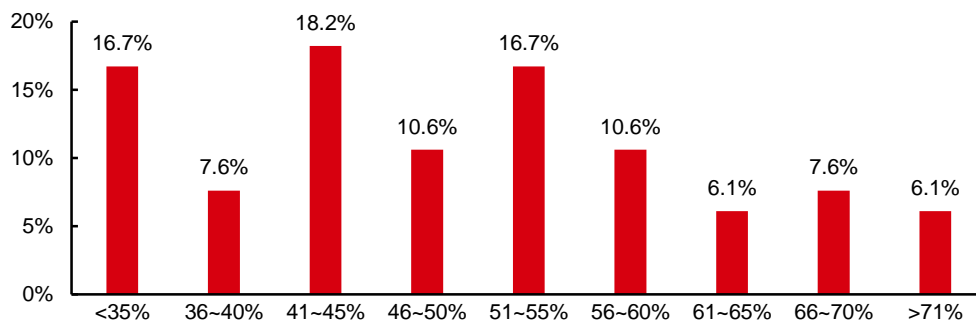
图 59：USPS 电商件价格要明显低于非电商件价格



资料来源：USPS 年报，中信证券研究部

美国电商件价格低于非电商件的原因主要有：1) 美国最大电商亚马逊实现的是 FBA 仓配模式，商品从商家到仓库的物流全部由商家自行负责，而亚马逊电商件配送的只是仓库到买家的流程，相比普通快递件，亚马逊的电商件少了近一半的路程，从而造成电商件价格较低；2) 相比非电商件，电商件客户一般都是销售额较高的电商卖家，他们可以凭借较高的快递业务量需求从快递公司那获得较高的折扣，从而使得电商件的价格低于非电商件。

图 60：2015 年美国 1~10 磅电商陆运件价格平均折扣率调查情况



资料来源：Shipware，中信证券研究部

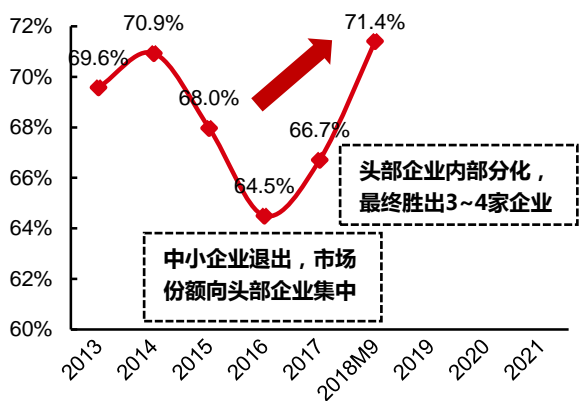
■ 风险因素

1. 宏观经济下行，电商网购放缓；
2. 油价上涨超预期，人力成本持续上涨；
3. 价格竞争加剧。

■ 投资建议：国内快递尚需整合，关注成本占优或差异化竞争标的

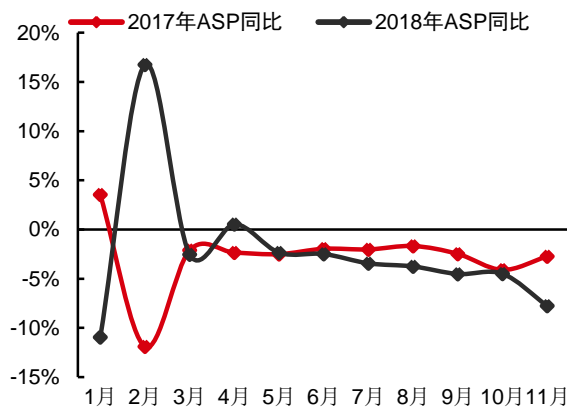
看好国内快递未来前景，但行业整合仍需时日。考虑国内电商渗透率未来提升空间犹存，同时国内人均快递件约为美国的 60%，我们看好国内快递行业的发展空间。但是对比美国三家龙头公司把控市场，价格逐年良性上调，竞争趋稳，我们认为目前国内快递公司竞争相对激烈，企业数量仍然较多，行业未来有望通过整合剩下 3~4 家快递公司。如果说 2018 年之前的快递行业集中度提升体现在中小型快递企业退出，份额持续向头部 6~8 家快递公司集中，那么预计 2018 年之后快递行业集中度提升将会体现在头部几家快递公司逐渐分化，其中 3~4 家快递公司市场份额持续提升，而头部快递企业内部分化的过程将大概率伴随激烈的价格战。

图 61：2016 年以来快递上市公司件量市场份额占比持续提升



资料来源：Wind，中信证券研究部

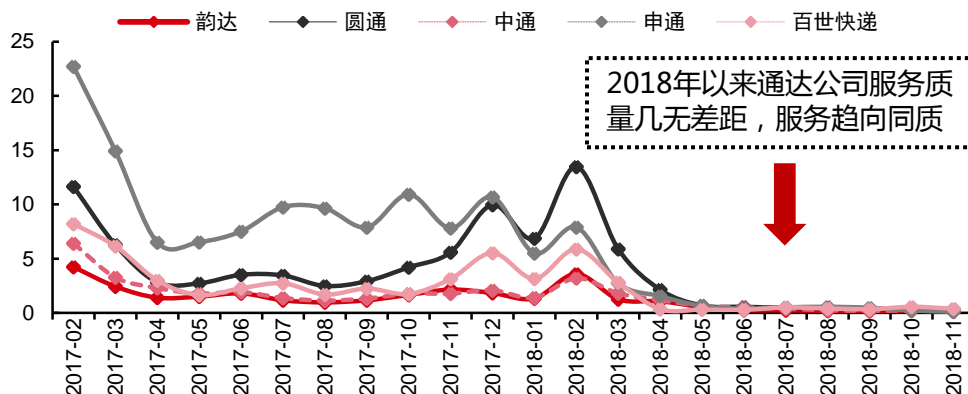
图 62：今年 4 月以来快递单价跌幅逐月扩大



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

随着头部快递企业服务逐步同质化，价格战成为最有效的竞争手段。国家邮政局数据显示，2018 年以来快递价格跌幅逐月扩大，11 月价格跌幅更是高达 7.8%。我们在报告《交通运输行业物流专题研究报告系列二：通达终极之战——解构价格路径》（2018-10-30）中已经表明快递行业目前价格战已经向加盟商蔓延、危及加盟商的利润空间，甚至出现部分加盟商亏损的情况。我们认为 2019 年将是行业整合关键的一年，价格战预计仍将持续，而成本占优、现金流充裕或者差异化竞争的快递企业将会胜出。

图 63：2018 年以来通达系快递公司投诉率快速下降并收敛（次/百万件）



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

2+2 标的组合：推荐加盟 2 家，综合产品实力领先、市场份额第一、运输车辆自有化程度最高的中通快递，和精细化管理水平高、自动化分拣优势明显的韵达股份。建议关注直营 2 家，综合物流供应业务布局最为完备的顺丰控股，和快递大包裹先发优势明显的德邦股份。

表 10：重点跟踪公司盈利预测

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				评级
		17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E	
中通快递	110.83	4.43	6.07	6.79	8.37	25	18	16	13	买入
韵达股份	30.04	0.93	1.48	1.50	1.77	32	20	20	17	买入
顺丰控股	32.95	1.08	1.07	1.09	1.34	31	31	30	25	买入
德邦股份	15.96	0.57	0.75	0.93	1.19	28	21	17	13	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 1 月 4 日收盘价



分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由CLSA Securities（Thailand）Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。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、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。