

中信证券研究部



刘正
首席交运分析师
S1010511080004



扈世民
交运分析师
S1010519040004



关鹏
交运分析师
S1010520030003



联系人：汤学章

核心观点

直播电商今年 GMV 有望增至近万亿元，或催生快递需求 100+ 亿件，同时有利分散电商快递各平台需求来源，减少电商平台话语权，推动快递行业市场化竞争。我们测算未来 3/10 年快递件量有望实现 CAGR 20%/12%。Q2 或为近几年需求景气度最高的一个季度，建议强化需求、弱化价格，板块迎较好配置点。

■ 供需共振，快递需求频超预期。考虑春节错峰，今年 1 月快递需求与去年 2 月具备可比性，今年 1 月日均件量较去年 2 月增长 24%，今年 2 月较去年 1 月下降 35%，疫情仅对 2 月需求造成明显冲击。在 1) 供给端：快递企业快速复工、价格加速下降支撑更多低客单价商品在网上销售以及 2) 需求端：疫情加速消费线上化、直播电商兴起以及电商补贴促销常态化等供需两侧催化下，3/4 月快递件量分别同增 23%/32%，预计 5 月件量有望同增 35%+，快递需求景气持续上行。

■ 直播电商不仅贡献快递增量，同时也有望优化快递对电商平台的话语权。拼多多快速成长降低了电商快递订单主要来自阿里平台的单一需求风险：我们测算 2019 年拼多多平台快递件量占全行业约 22%，淘系件量占比 51%。最近 2 年直播电商兴起，据艾媒咨询，今年直播电商 GMV 有望同增 100% 至 9610 亿元，由于直播电商商品客单价低（快手直播电商客单价 40~50 元），相同 GMV 对快递需求拉动作用更大。虽然目前抖音、快手等平台直播电商绝大部分商品直接链接淘系平台，物流环节仍在阿里控制范围内，但自营直播电商平台后续规模若持续做大，有望降低电商快递对淘系平台的依赖性，减少电商平台话语权，推动行业市场化竞争。

■ 未来 10 年，快递需求有望实现 CAGR 12%，关注农产品及工业品快递。快递需求增长主要来自三方面：1) **社零持续线上渗透**：去年社零商品电商渗透率 23%，理论估算还有 1 倍提升空间；2) **农产品加速线上销售**：我们测算去年农产品快递件量占行业总需求约 10%。B2C 农产品零售规模 1.9 万亿元，目前电商渗透率 21%（可线上交易实物商品电商渗透率 30%），未来增长潜力大，且客单价仅为电商平均客单价的 1/3，短中期对快递需求拉动作用明显；3) **工业品物流快递化**：2018 年工业品物流总额 257 万亿元，而快递主战场单位及居民物品物流总额规模仅 7.0 万亿元，若工业品物流市场中快递渗透率可提升至 20%，假设客单价 1000 元，则可以产生约 500 亿件快递需求。我们测算快递件量 2020/21/22 年有望同增 25%/22%/19%，未来 10 年有望保持 CAGR 12% 增至约 2000 亿件。

■ 风险因素：电商需求下降；行业价格战超预期；人工和油价等成本上升风险。

■ 投资建议：在疫情驱动消费加速线上渗透、电商平台加大补贴力度、直播电商兴起等因素推动下，快递需求自 3 月以来加速恢复，预计 Q2 或是快递行业近几年景气度最高的一个季度，建议强化行业需求、稍微弱化价格走势，板块迎来年内较好配置机会。继续推荐件量增速领先的韵达股份和中通快递，以及利润核心业务时效件保持较快增长、电商特惠件稳健放量的顺丰控股。

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		18A	19E	20E	18A	19E	20E	
韵达股份	32.00	1.19	1.32	1.48	27	24	22	买入
中通快递	217.71	7.24	6.99	8.28	30	31	26	买入
顺丰控股	44.40	1.31	1.41	1.64	34	32	27	买入
圆通速递	13.57	0.53	0.55	0.57	26	24	24	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 5 月 22 日收盘价

目录

行业景气：供需共振，快递需求频超预期.....	1
直播电商：贡献快递增量，有望优化快递行业相对下游的话语权	3
直播电商有望继拼多多后，成为下一个快递需求增加最快的细分市场	3
直播电商兴起有望进一步优化快递需求来源分布，降低下游需求来源一家独大的风险	6
需求潜力：关注农产品上行带来增量需求，工业品物流快递化长期有望释放增量需求 ...	8
短中期：社零线上渗透，尤其是农产品上行有望推动快递件量未来 3 年 CAGR 20%.....	8
长期：从消费快递到工业快递	12
风险因素	14
投资建议：Q2 板块景气上行，建议强化需求、弱化价格，推荐龙头韵达和中通	14

插图目录

图 1: 2020 年 1 月和 2019 年 2 月春节假期分布情况	1
图 2: 2018~2020 年快递行业月度件量增速	2
图 3: 2019~2020 年月度同城+异地价格变动情况	2
图 4: 今年网上实物商品中食品累计零售额加速增长	2
图 5: 2018~2020 年每月网上实物商品 GMV/社零中的商品零售额	3
图 6: 2018~2020 年月度社零、实物商品电商销售额以及快递件量增速情况	3
图 7: 拼多多滚动 12 个月 GMV 增长情况	4
图 8: 2019 年各电商平台快递需求构成占比	4
图 9: 2017~2020 年直播电商 GMV 增长情况	4
图 10: 2020 年 3~4 月中国直播电商购物驱动因素	4
图 11: 2019 年 5 月~7 月快手直播电商客单价分布情况 (元)	5
图 12: 2020 年 4 月各直播电商平台前十名热销商品均价 (元)	5
图 13: 最近几年快递件量增速均高出电商实物商品零售增速	5
图 14: 全国同城+异地件以及义乌地区快递价格情况 (元/件)	5
图 15: 2015 年快递行业需求来源占比结构	6
图 16: 2019 年快递行业需求来源占比结构	6
图 17: 抖音及快手直播电商发展路劲	6
图 18: 快手直播平台上, 来自淘系平台和快手小店的在售商品	7
图 19: 快手小店示意图	7
图 20: 2017~2022 年快递行业需求来源占比变动及预测情况	8
图 21: 2019~2022 年快递行业新增需求来源占比变动及预测情况	8
图 22: 2015~2020 年前四月实物商品零售线上渗透率	9
图 23: 2005~2019 年国内电商零售额增长情况	9
图 24: 2019 年社会零售商品零售各品类占比情况	9
图 25: 2017~2019 年拼多多农产品 GMV 增长情况	10
图 26: 淘系平台农产品增长情况 (亿元)	10
图 27: 2018 年全国社会物流总额细分品类情况 (亿元)	10
图 28: 2014~2019 年前 11 月农村电商零售额增速持续高于全国	11
图 29: 2017~2022 年快递行业件量需求拆分及预测情况	12
图 30: 2018 年全国社会物流总额细分品类情况 (亿元)	13
图 31: 2013~2017 年各细分物流总额市场增速情况	13
图 32: 从消费快递到工业快递	13
图 33: 今年以来电商及快递中概股累计涨幅情况	14
图 34: 阿里对通达各家公司持股市值及占比情况 (亿元)	15
图 35: 2019Q1~2020Q1 通达系资本支出情况 (亿元)	16
图 36: 2019 年各家通达公司在建工程账面价值 (亿元)	16
图 37: 2019 年通达公司各类固定资产及在建工程账面价值变动情况 (亿元)	16

表格目录

表 1: 2019 年 618 各电商平台农产品交易战绩	10
------------------------------------	----

■ 行业景气：供需共振，快递需求频超预期

回顾前 4 月行业表现，疫情影响仅集中在 2 月，其他月份快递行业均表现景气高位运行态势。新冠疫情几乎对所有行业都造成了较大负面冲击，当然也对快递行业造成负面影响。但是我们梳理发现，疫情仅对快递行业 2 月造成负面扰动，其他月份快递需求均表现为较快增长，甚至持续超预期增长。

由于今年春节（1.24）较去年春节（2.4）提早 11 天，同时考虑到春节假期前后三天快递需求整体水平较弱，因此今年 1 月行业运行情况等同于去年 2 月，而今年 2 月行业需求则与去年 1 月可比。我们测算今年 1 月快递日均件量为 1.22 亿件，较去年 2 月日均件量（0.99 亿件）增长 24%，而今年 2 月行业日均件量 0.95 亿件，较去年 1 月日均件量下降 35%，同时结合今年 3/4 月行业件量分别同增 23%和 32%，我们其实可以看到疫情对快递行业几乎所有负面冲击都集中在 2 月，其他月份行业需求依然维持高景气状态。

图 1：2020 年 1 月和 2019 年 2 月春节假期分布情况

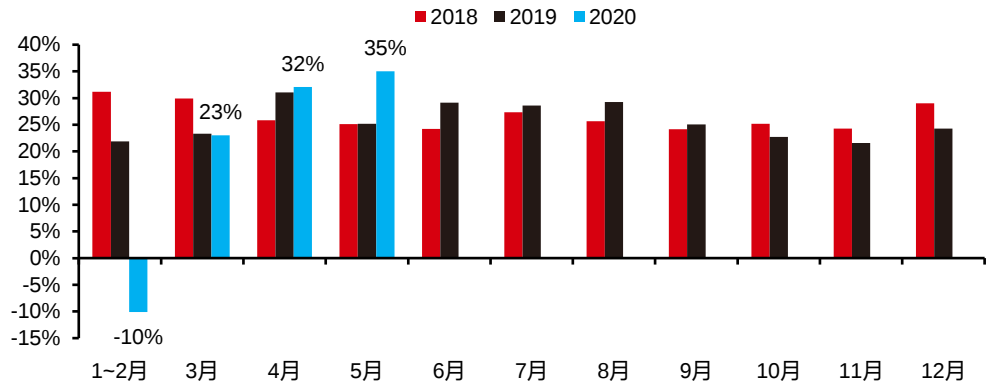
2020年1月						
一	二	三	四	五	六	日
		1	2	3	4	5
6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	16	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28	29	30	31		

2019年2月						
一	二	三	四	五	六	日
				1	2	3
4	5	6	7	8	9	10
11	12	13	14	15	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28	29	30	

资料来源：中信证券研究部 注：红色为除夕；黄色为春节假期，快递基本停业；灰蓝色为节前、后 3 天，快递需求处于整体较弱水平

3 月以来快递行业需求持续超预期主要来自供给与需求两端的共振。虽然疫情对 2 月行业业务冲击明显，但是进入 3 月后行业复苏迅猛，在经济还未完全复工的 3 月，行业件量增速就已经与去年同期持平，4 月行业件量增长则同比提速，创 3 年多新高（不考虑有春节错峰影响的 1、2 月）。而根据邮政局的预测以及双品网购节期间行业需求同增四成，我们预计 5 月行业需求或同增 30~40%，继续保持提速增长趋势。我们认为快递行业需求持续超预期主要来自供给端和需求端的同时发力：

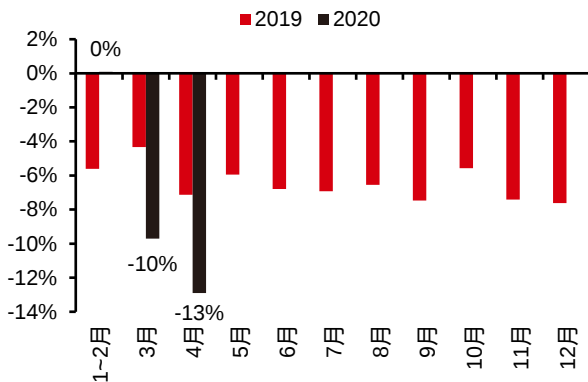
图 2：2018~2020 年快递行业月度件量增速



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部预测 注：2020 年 5 月件量为中信证券研究部估算

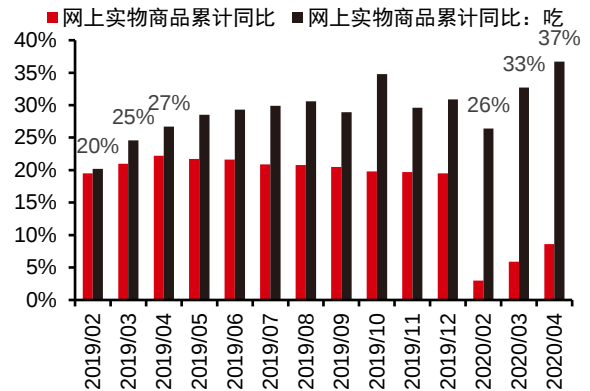
1) 供给端：快递企业复工高效&服务价格下降。经济复苏、物流先行，在政府多条减税降费以及鼓励复工的政策推动下，快递行业复工进程明显要早于其他行业，直营企业疫情期间保持正常营业，而通达系均在 2 月上旬启动复工，3 月中旬行业运行产能基本达到了正常水平的 95%，高效的复工是确保行业需求释放的前提条件。此外，今年以来，价格竞争叠加路桥费减免让利推动行业价格下降，减轻电商卖家压力，同时支撑更多低客单价的商品可以执行网上低价走量销售+快递配送的模式盈利。

图 3：2019~2020 年月度同城+异地价格变动情况



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

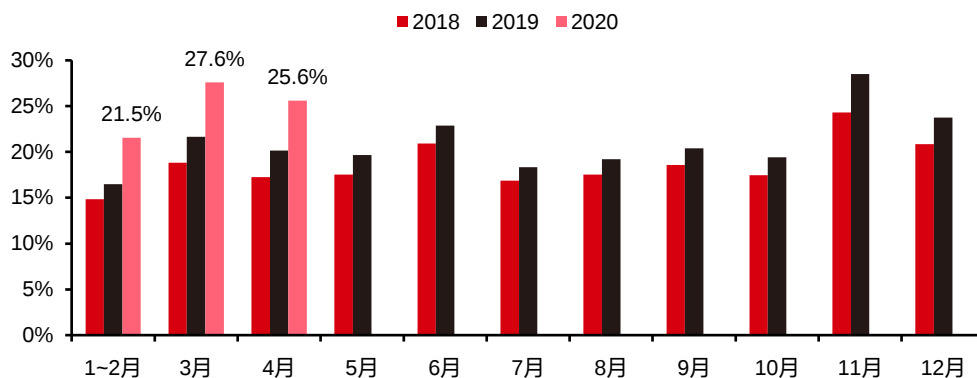
图 4：今年网上实物商品中食品累计零售额加速增长



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

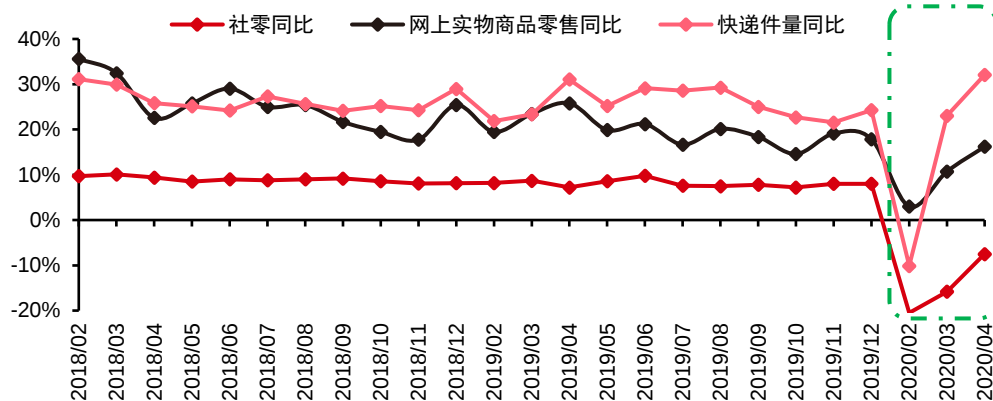
2) 需求端：疫情加速消费线上渗透&电商平台促销&直播电商兴起。a) 疫情影响下，虽然总体社零增速萎缩明显，但是剩下的消费大量涌向线上，加速消费线上渗透，培养用户网购消费习惯。我们测算 1~4 月每月社零中的商品零售线上渗透率平均较去年同期提升约 5pcts，消费加速线上化趋势明显。b) 电商平台大促拉动线上消费，进而催生较多快递需求，例如拼多多今年启动百亿补贴 2.0，Q1 平台直接补贴的金额超过 50 亿元；而上海市“五五购物节”期间，拼多多投入总计 25 亿元现金及消费券，阿里将通过“红包雨”、折扣、优惠等方式帮上海消费者省 20 亿元，苏宁易购为上海消费者推出“超级百亿补贴”，在发放 3 亿元消费券基础上，再加码发放消费券，消费券累计将超过 20 亿。c) 直播电商兴起，进一步拉动快递需求（下个章节将重点分析直播电商对快递行业的影响）。

图 5：2018~2020 年每月网上实物商品 GMV/社零中的商品零售额



资料来源：国家统计局，中信证券研究部测算

图 6：2018~2020 年月度社零、实物商品电商销售额以及快递件量增速情况



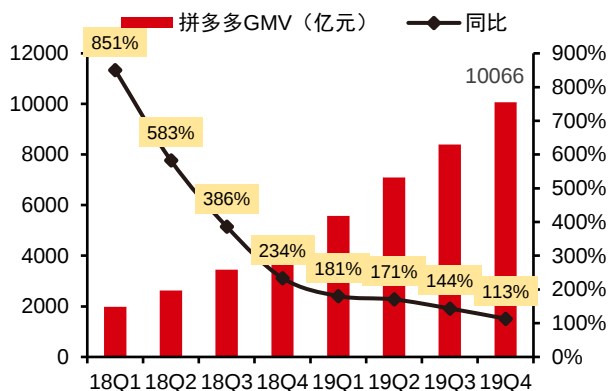
资料来源：国家统计局，国家邮政局，中信证券研究部测算

直播电商：贡献快递增量，有望优化快递行业相对下游的话语权

直播电商有望继拼多多后，成为下一个快递需求增加最快的细分市场

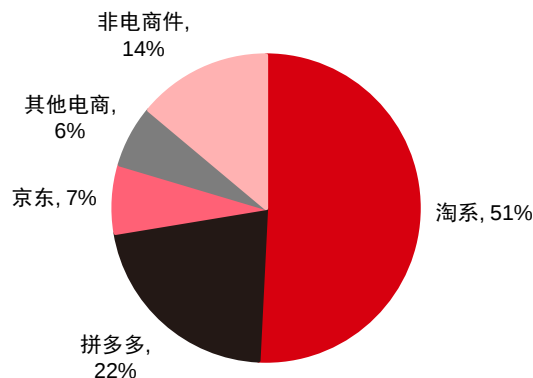
拼多多已经成为贡献快递行业需求增量最重要的驱动因素。凭借社交裂变、商品低价销售、下沉低线城市、C2M 等电商模式及经营策略，拼多多最近几年 GMV 增长迅猛。高速增长的 GMV 叠加拼多多较低的客单价（拼多多客单价仅为淘系的 40%，相同 GMV 拼多多平台产生的物流订单是淘系的 2.5 倍+），拼多多平台成为近几年快递行业需求增长的重要来源。我们测算 2019 年拼多多平台产生的物流订单占快递行业总需求的 22%，贡献了约 45% 的行业增量需求。

图 7：拼多多滚动 12 个月 GMV 增长情况



资料来源：拼多多公司公告，中信证券研究部

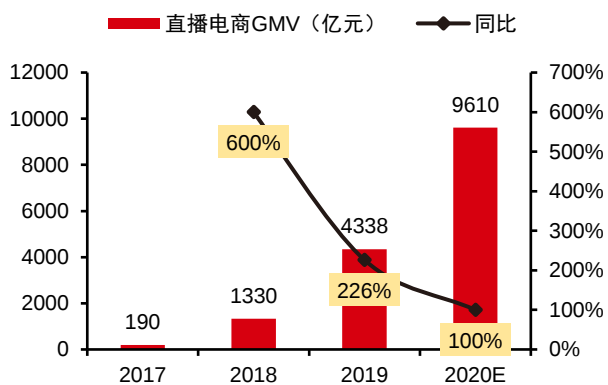
图 8：2019 年各电商平台快递需求构成占比



资料来源：国家邮政局，各公司财报，中信证券研究部测算

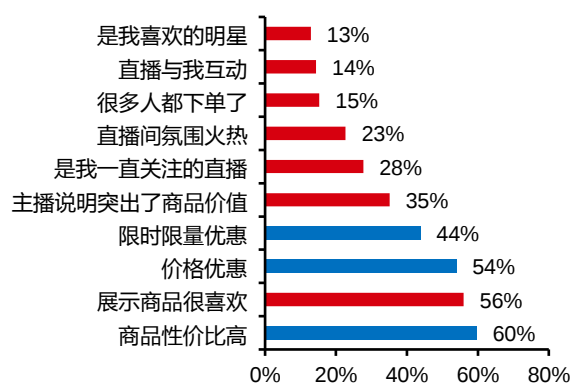
直播电商兴起，2020 年 GMV 有望增至近万亿元。直播电商融合了直播特有的高互动性和实时的反馈性，对于提升电商运营效率将有显著的提升。随着用户消费加速向线上转移，以及平台方加大扶持政策，直播电商迎来巨大的发展机遇。根据艾媒咨询《2020-2021 年中国直播电商行业运行大数据分析及趋势研究报告》，2019 年直播电商 GMV 同比增长 226%至 4338 亿元，预计今年直播电商零售额有望同比翻倍至 9610 亿元。2019 年淘宝直播 GMV 在 2500 亿元左右，占比行业超 50%，而抖音和快手电商 GMV 合计或超 1000 亿元。据 36 氪报道，快手直播电商业务在 2020 年的 GMV 目标为 2500 亿，而抖音直播电商的 GMV 目标也高达 2000 亿。

图 9：2017~2020 年直播电商 GMV 增长情况



资料来源：艾媒咨询《2020-2021 年中国直播电商行业运行大数据分析及趋势研究报告》（含预测）

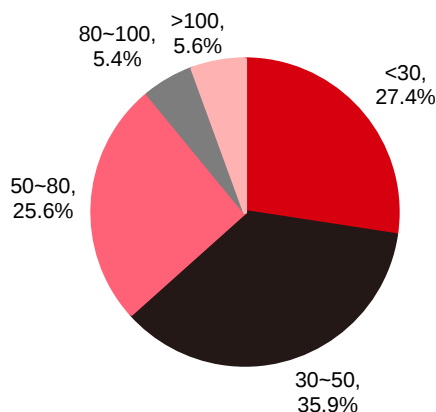
图 10：2020 年 3~4 月中国直播电商购物驱动因素



资料来源：中国消费者协会，艾媒数据中心

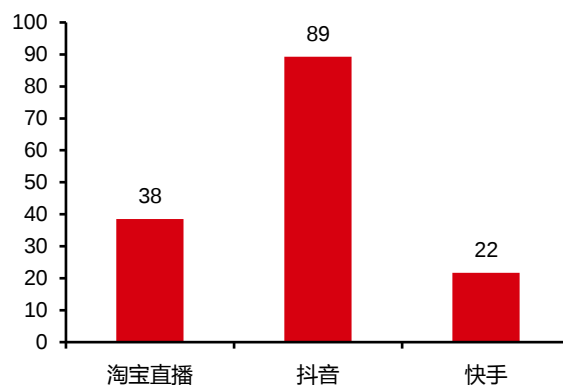
与拼多多拉动快递需求逻辑相同，凭借高 GMV 增速&更低客单价，直播电商成为快递需求增长最快的细分市场之一。根据火星营销研究院和卡思数据，快手直播电商中超过 60% 的订单价格是低于 50 元的，平均客单价我们估算在 40~50 元，比拼多多客单价还要低。因此未来随着直播电商占比提升，电商行业客单价有望进一步被拉低，快递行业将持续享受快于电商实物商品零售增速的增长。

图 11：2019 年 5 月~7 月快手直播电商客单价分布情况（元）



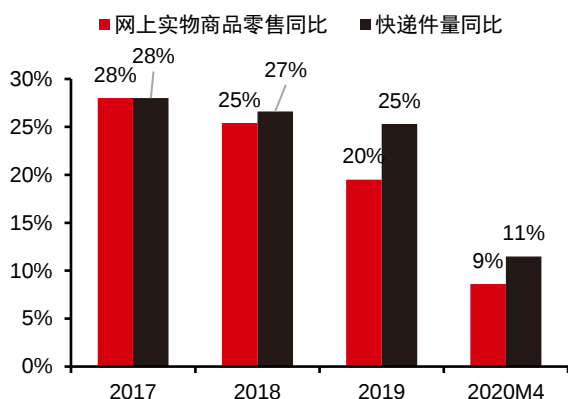
资料来源：火星营销研究院，卡思数据

图 12：2020 年 4 月各直播电商平台前十名热销商品均价（元）



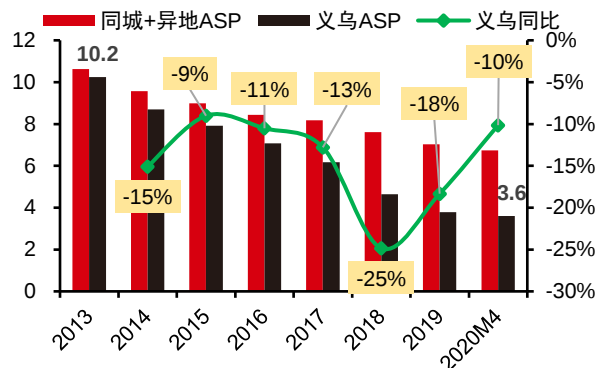
资料来源：艾媒数据中心

图 13：最近几年快递件量增速均高出电商实物商品零售增速



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 14：全国同城+异地件以及义乌地区快递价格情况（元/件）



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

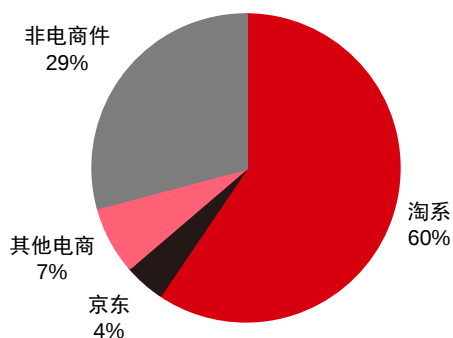
除了渠道销售层级的减少、商家薄利多销外，持续下降的快递价格也是支撑直播电商以及拼多多低客单价电商模式的重要因素。从京东平台客单价 300 元+，到淘系客单价 140 元左右，再到拼多多和直播电商低于 50 元的客单价，越来越多的低价值量商品可以拉到网上销售，并且商品价格优惠力度越来越大。这其中的原因除了商家通过电商平台减少销售渠道层级、甚至直达产地源头，从而能以更低价格采购到商品外，持续下降的快递价格也起到了至关重要的作用。按照最高物流费率 10%来算，50 元的客单价订单能够承受的快递费不超过 5 元，而目前义乌地区平均单价在 3.2 元，可以支撑 30 元的商品网上销售，部分义乌地区价格低至 1 元，从而赋予商家有能力提供 9.9 元包邮服务。

因此我们要辩证地看待行业价格战，价格下降是一把双刃剑，一方面行业价格下跌将侵蚀快递公司净利润，但是另外一方面持续下跌的价格将支撑越来越多的低价值量商品网上销售，推高快递需求，同时价格下跌也有利于行业整合，优化行业格局。

直播电商兴起有望进一步优化快递需求来源分布，降低下游需求来源一家独大的风险

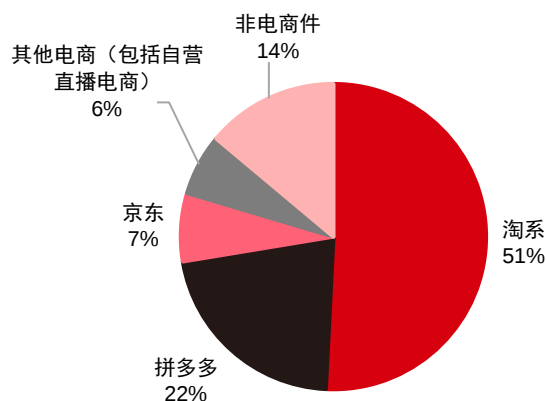
拼多多迅速壮大降低了通达系对阿里平台需求的依赖性。我们测算 2015 年快递件中电商需求占比 70%，电商件中淘系平台订单占比约 85%，以电商件为主的通达快递公司对阿里依赖性较强。但是随着拼多多快速成长，我们测算 2019 年，淘系件量占比已经下降至 50%，而拼多多件量占比提升至 22%，通达系对阿里平台的依赖性较 2015 年明显下降。

图 15：2015 年快递行业需求来源占比结构



资料来源：国家邮政局，各公司财报，中信证券研究部测算

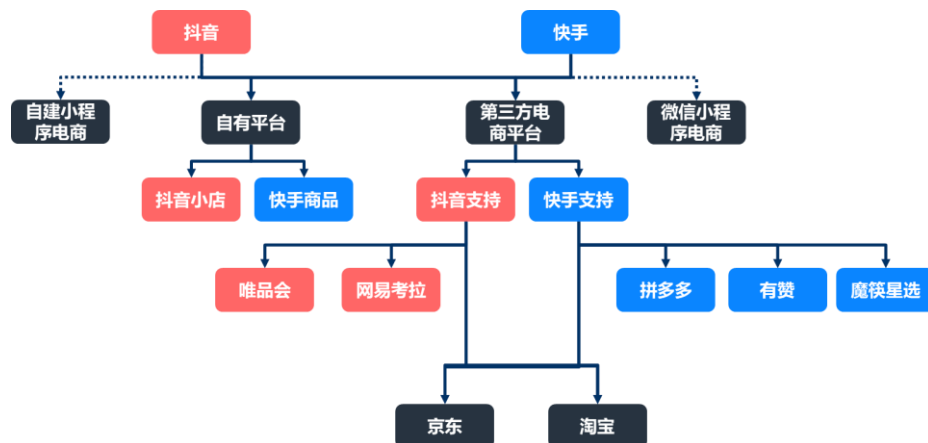
图 16：2019 年快递行业需求来源占比结构



资料来源：国家邮政局，各公司财报，中信证券研究部测算

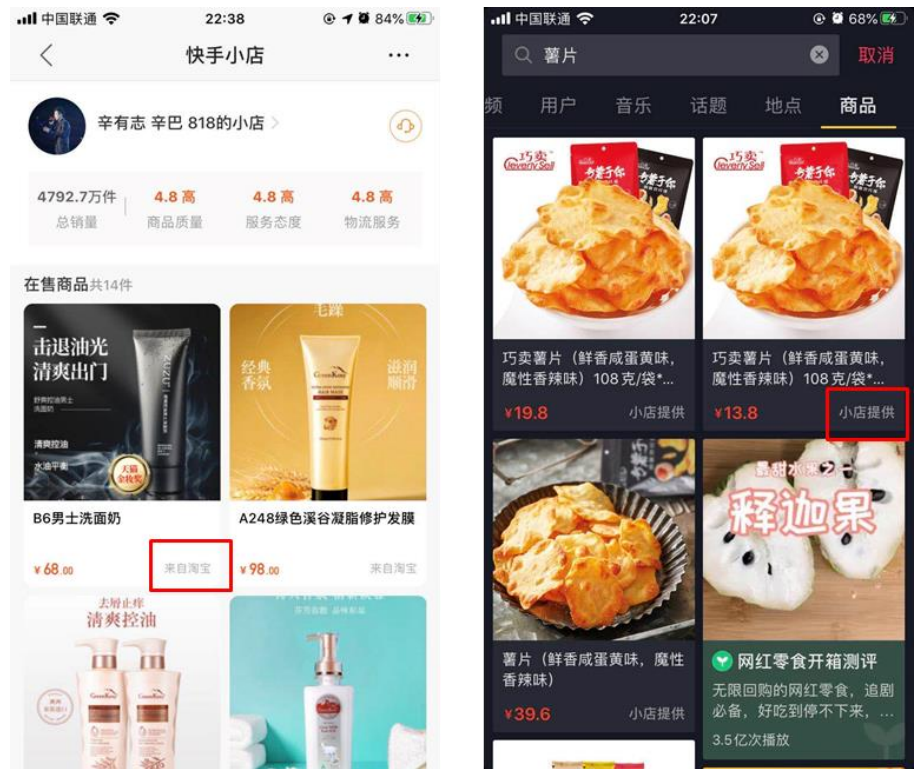
而电商直播的兴将一定程度上有利于优化快递电商平台需求分布。虽然目前抖音、快手直播电商绝大部分是帮第三方电商平台导流，最终商品购买环节是跳转到对应第三方电商平台上完成，但是两家短视频公司已经开始发力自建电商平台（抖音小店和快手小店）。对于帮助第三方电商导流的直播电商，物流环节仍然由对应第三方电商平台控制，因此对快递行业需求来源不构成影响。但是对于抖音和快手自建的电商平台，商品、物流以及其他环节完全由抖音和快手控制，对应最终商品快递配送商的选择权不会受到其他第三方电商平台干涉，有助于分散来源电商平台的快递需求。

图 17：抖音及快手直播电商发展路劲



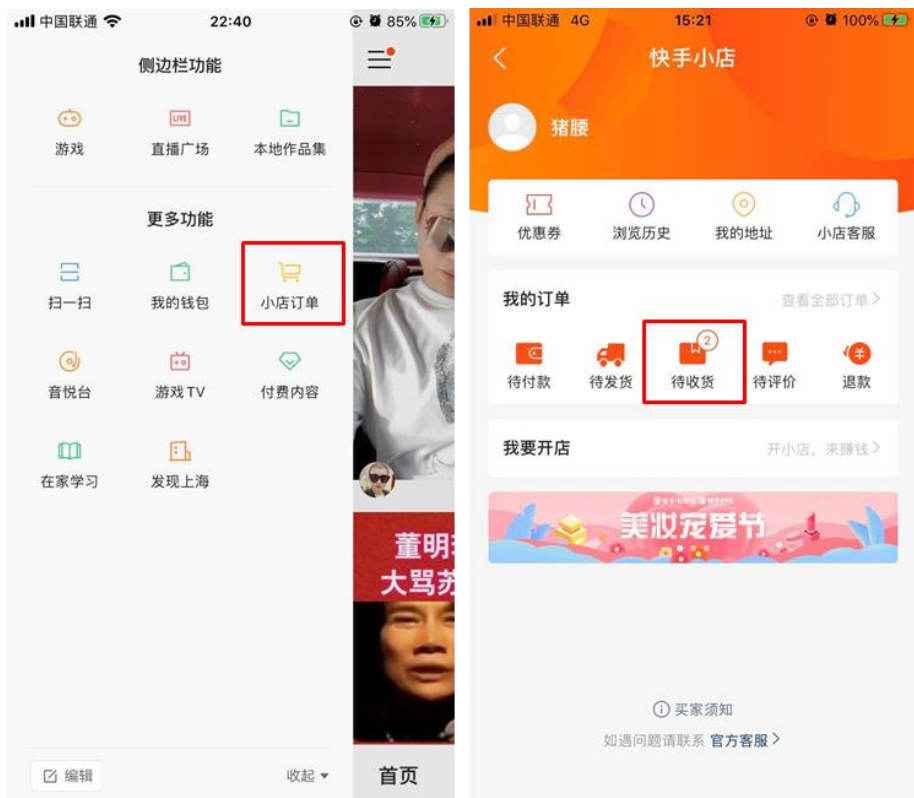
资料来源：火星营销研究院，卡思数据

图 18：快手直播平台上，来自淘系平台和快手小店的在售商品



资料来源：快手直播 APP

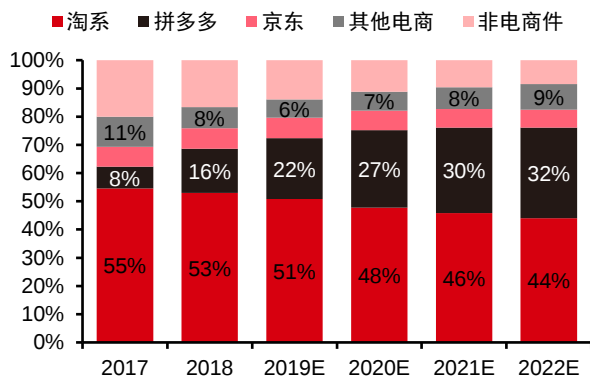
图 19：快手小店示意图



资料来源：快手直播 APP

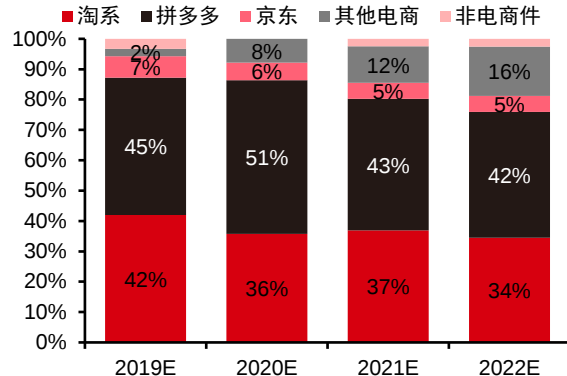
拼多多近几年的快速成长已经降低了电商快递件需求集中的风险，若未来自建平台的直播电商发展向好，则有助于进一步分散来源电商平台的快递需求分布，减少通达公司对阿里平台的依赖性，同时减弱阿里对于快递行业竞争与整合的影响，让快递行业更加市场化的运营与竞争，以及提升快递公司对于下游电商平台的议价权。

图 20：2017~2022 年快递行业需求来源占比变动及预测情况



资料来源：国家邮政局，各公司财报，中信证券研究部测算、预测
注：其他电商中包括直播电商

图 21：2019~2022 年快递行业新增需求来源占比变动及预测情况



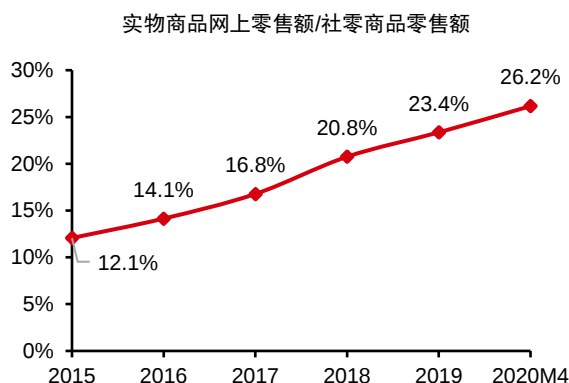
资料来源：国家邮政局，各公司财报，中信证券研究部测算、预测
注：其他电商中包括直播电商

需求潜力：关注农产品上行带来增量需求，工业品物流快递化长期有望释放增量需求

短中期：社零线上渗透，尤其是农产品上行有望推动快递件量未来 3 年 CAGR 20%

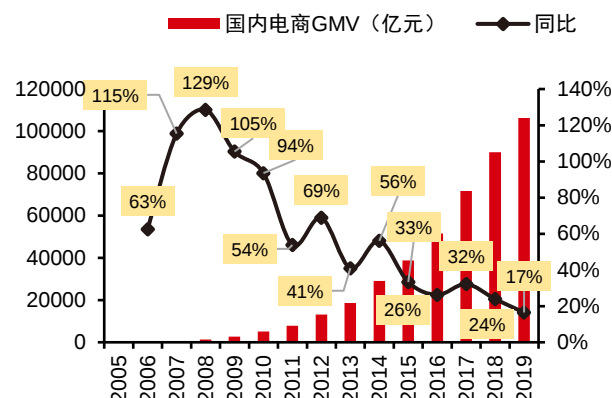
社会商品零售线上渗透率理论上最多还有一倍提升空间。2019 年实物商品零售线上渗透率攀升至 23%，而今年受益疫情影响，消费线上化加速，1~4 月实物商品线上渗透率已经提升至 26%。短中期维度看，快递行业需求主要还是来自实物商品零售线上渗透率的提升。观察 2019 年社零商品零售细分占比情况，由于汽车、石油、金银珠宝线上销售难度较大，假设这三类品种线上渗透率为 0，同时由于国家禁止烟草网上销售，我们假设烟酒网上渗透率极限值为 50%，而考虑药品的特殊性，假设其极限的网上渗透率为 25%，其他品类电商渗透率理论都可以达到 100%，最终计算得到社会商品零售线上渗透率理论上最大极限值为 48%，目前还有 1 倍提升空间。

图 22：2015~2020 前四月实物商品零售线上渗透率



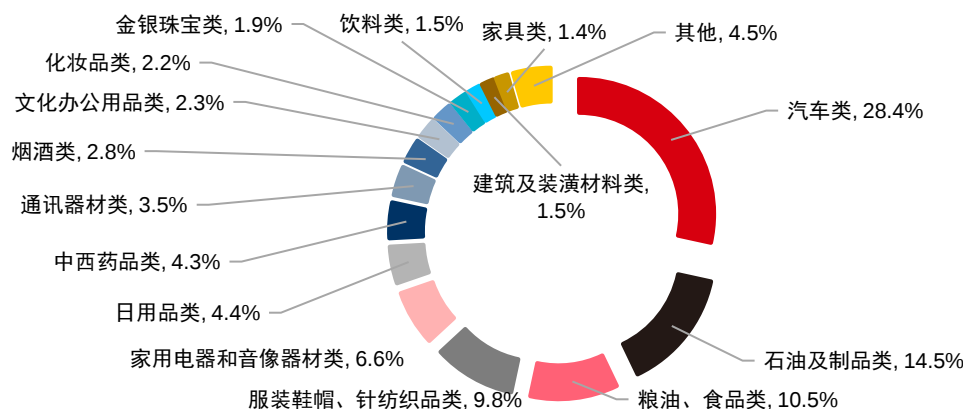
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 23：2005~2019 年国内电商零售额增长情况



资料来源：国家统计局，艾瑞数据中，中信证券研究部

图 24：2019 年社会零售商品零售各品类占比情况



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

农村快递将是短中期快递增量来源的重要区域。我们认为短中期看，相当部分的快递增量需求将来自农村地区：

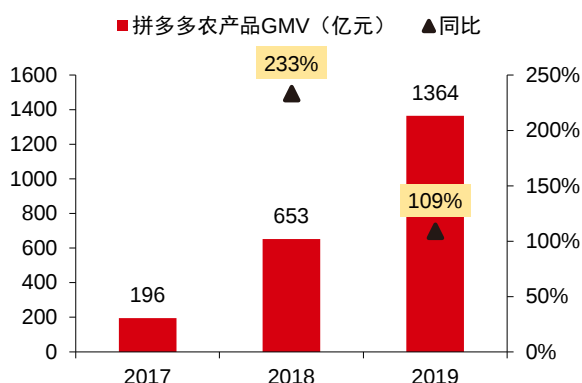
1) 供给端，农村产品上行。市场一定程度上忽视了农产品线上零售对快递行业需求拉动的作用。2019 年拼多多农副产品 GMV 同比增长 109%至 1364 亿，而阿里平台农产品 GMV 约为 1900 亿元，假设按照农产品客单价 50 元计算，则拼多多和阿里平台上交易农产品将产生约 65 亿单快递配送需求，占 2019 年快递总件量约 10%。

较低的电商渗透率叠加低客单价，农产品上行将是推动快递增长的重要因素之一。2019 年全国农产品销售额同增 17.7%至 1.86 万亿元，我们估算去年农产品网络零售额约 3900 亿元，则农产品电商零售渗透率为 21%。剔除无法进行线上销售的汽车、石油、香烟、部分中西药，我们计算去年实物商品电商渗透率在 30%，农产品线上渗透率低于行业整体，其电商市场规模增长潜力较大。同时由于农产品电商客单价（40~50 元）明显低于行业实物商品整体零售客单价（2019 年 134 元），相同 GMV 对快递需求拉动更为明显，因此短中期看农产品上行将是贡献快递增量需求的主要驱动因素之一。今年 Q1 拼多多农

产品订单数超过 10 亿单，同增 184%，我们估算拼多多 Q1 农产品物流订单数占整个平台总物流订单的 25~30%。

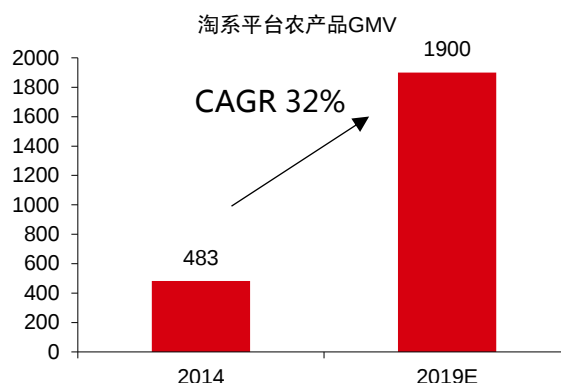
此外 B2B 农产品电商后续也有望催生快递增量需求。2018 年全国社会物流总额达 283 万亿元，单位与居民物品（主要对应社零快递需求）社会物流总额为 7.0 万亿元，而农产品社会物流总额为 3.9 万亿元。目前 7.0 万亿元的单位及居民物品物流市场产生了约 500+亿件快递需求，并且仍在以较快速度增长。而对于 3.9 万亿元的农产品物流市场，扣除 1.86 万亿元的农产品零售市场，剩下 2 万亿元的 B2B 农产品物流市场，假设按物流订单客单价 200 元计算则 B2B 农产品快递理论极限需求为 100 亿件。

图 25：2017~2019 年拼多多农产品 GMV 增长情况



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 26：淘系平台农产品增长情况（亿元）



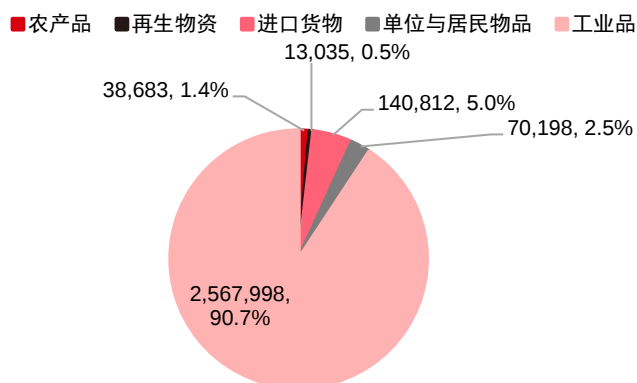
资料来源：国家统计局，艾瑞数据中心，中信证券研究部

表 1：2019 年 618 各电商平台农产品交易战绩

电商平台	交易战绩
阿里	交易额近百亿元，成交量 2 亿单
拼多多	广西丰收节，GMV 75 亿元（+310%），约 7 成下单用户来自一二线城市
京东	618 当天生鲜 GMV 同增 90%，生鲜产品销量 8500 吨（+110%）
淘宝直播	直播场数 1.1 万场，直播市场>105 万小时，参展农产品数 50000+款，销售数量近千万件（+400%），直播带动农货销售占比农产品总销售额同比翻了两番

资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

图 27：2018 年全国社会物流总额细分品类情况（亿元）

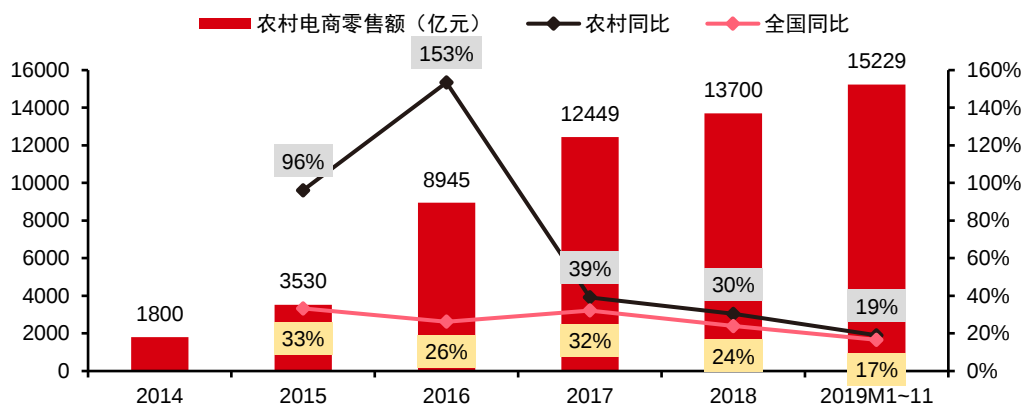


资料来源：国家统计局，中信证券研究部

2) 消费端，工业品下行。2019 年农村地区累计收投快件超过 150 亿件，占行业总件量的 25%，支撑工业品下乡和农产品进城超过 8700 亿元。除了农产品上行带来的快递需求，农村及低线城市增加网上消费带来的工业品下行也是推动农村快递需求增加又一重要因素。最近几年农村电商零售增速均要高出全国电商零售增速，考虑到农村网民普及率明显低于城镇（截止 2019 年 6 月农村和城镇网民普及率分为 41%和 74%）以及后续消费潜力持续释放，预计农村及低线城市消费仍将保持加快增长，拉动快递需求。

4 月国家邮政局发布《快递进村三年行动方案》，要求到 2022 年底，我国县、乡、村快递物流体系逐步建立，城乡之间流通渠道基本畅通，农村综合物流服务供给力度明显加大，快递服务“三农”成果更加丰硕，符合条件的建制村基本实现“村村通快递”。农产品上行、工业下行以及农村快递基础实施不断完善，农村快递需求增长动力将保持强劲。

图 28：2014~2019 年前 11 月农村电商零售额增速持续高于全国



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

我们通过对各家电商平台 GMV、客单价进行估算，预测出 2020/21/22 年快递行业件量有望分别同比增长 25%/22%/19%至 793 亿/972 亿/1156 亿件。预测的重要假设：1) 淘系客单价保持下降，主要原因有低客单价的直播电商订单占比提升；2) 其他电商件未来 3 年增速较快，主要系抖音、快手等直播自营电商快速增长带来对应的快递需求放量。再次说明一下，虽然未来电商 GMV 增速大概率将持续放缓，但是不能忽视客单价降低对快递需求的驱动作用。

图 29：2017~2022 年快递行业件量需求拆分及预测情况

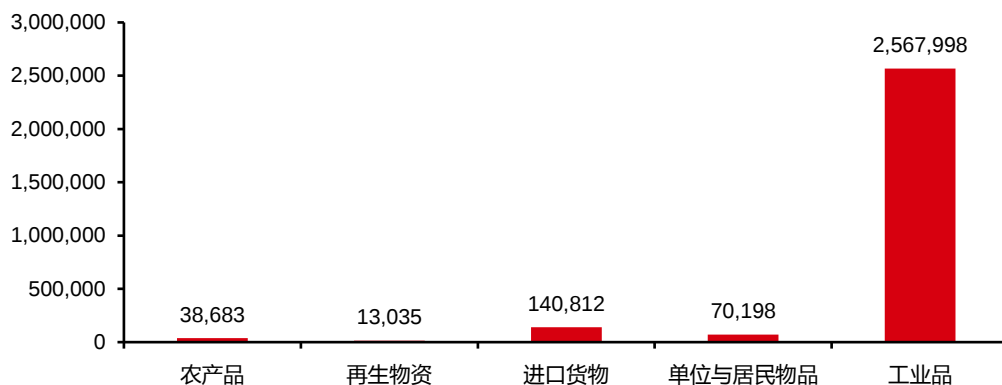
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
淘宝+天猫GMV (亿元)	45,905	56,463	67,755	77,241	88,827	100,375
同比	28%	23%	20%	14%	15%	13%
客单价	140	140	140	136	133	132
转化系数	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
淘宝+天猫快递件量 (亿件)	219	269	323	379	445	508
同比		23%	20%	18%	17%	14%
拼多多GMV (亿元)	1,412	4,716	10,375	17,638	25,575	33,247
同比		234%	120%	70%	45%	30%
客单价	33	42	54	58	62	64
转化系数	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
拼多多快递件量 (亿件)	31	79	137	217	295	371
同比		158%	73%	58%	36%	26%
京东GMV (亿元)	12,944	16,698	20,854	25,025	29,279	33,671
同比	38%	29%	25%	20%	17%	15%
客单价	350	350	350	350	350	350
转化系数	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
京东快递件量 (亿件)	28	37	46	55	64	74
同比		29%	25%	20%	17%	15%
其他电商件 (亿件)	43	38	41	54	75	105
同比		-11%	8%	30%	40%	40%
非电商件 (亿件)	80	84	88	88	93	97
同比		5%	5%	0%	5%	5%
快递件量合计 (亿件)	401	507	635	793	972	1156
同比		27%	25%	25%	22%	19%

资料来源：国家邮政局，各公司财报，中信证券研究部预测 注：考虑到电商平台披露的 GMV 中包含服务付费以及未履约订单，因此加入转化系数以剔除此因素影响

长期：从消费快递到工业快递

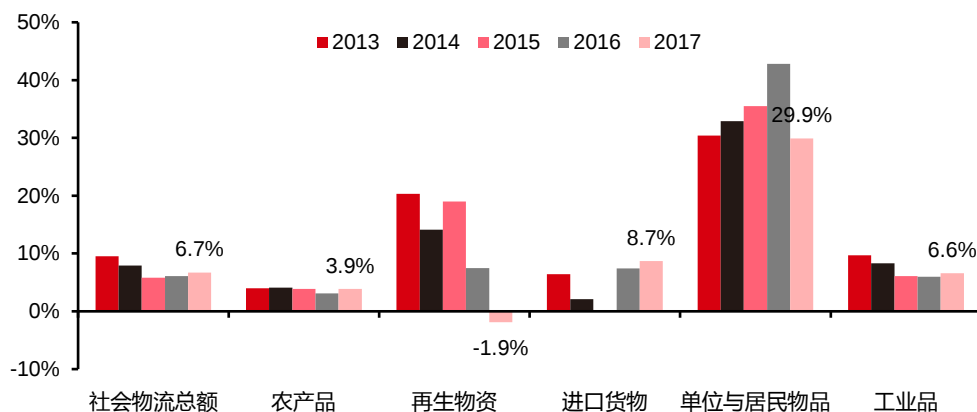
远期维度看，快递有望进入制造业，进一步打开需求空间。据中国邮政报报道，2019 年快递业 85%以上的业务量来自电商快递，另外 10~15%的快递则主要是 B2C 时效件或者 C2C 个人散件，服务于制造业的比例很低（即 B2B 件）。2018 年工业品物流总额规模高达 257 万亿元，而快递主战场单位及居民物品物流总额规模仅 7.0 万亿元。假设工业品物流市场中快递渗透率可以提升至 20%，客单价为 1000 元，则可以产生约 500 亿件快递需求。虽然工业品流通市场增速明显慢于单位及居民物品流通市场，但是由于市场规模巨大以及快递渗透率很低，若未来快递加速与制造业融合，远期将进一步提高快递需求天花板。

图 30：2018 年全国社会物流总额细分品类情况（亿元）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 31：2013-2017 年各细分物流总额市场增速情况



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

2020 年 4 月国家邮政局与工信部发布《关于推进快递业与制造业深度融合发展的意见》（下称《意见》），要求构建与制造业高质量发展相适应的快递物流服务体系，形成快递业与制造业深度融合的发展格局。《意见》中还提到支持快递企业适应制造企业需求，提供入厂物流、线边物流、逆向物流和仓配一体化、订单配送等快递物流服务。国外快递巨头 Fedex 和 UPS 在 2000 年之前快递需求的增长主要来自 B2B 快递，而我国快递业目前与制造业仍然是浅度融合。我们认为在《意见》政策驱动下，以及国内高端制造业对时效物流需求提升，同时快递公司逐步针对上游制造业设计对应快递解决方案，远期看好工业快递需求的逐步放量。

图 32：从消费快递到工业快递



资料来源：顺丰控股投资者交流推介 PPT，中信证券研究部

■ 风险因素

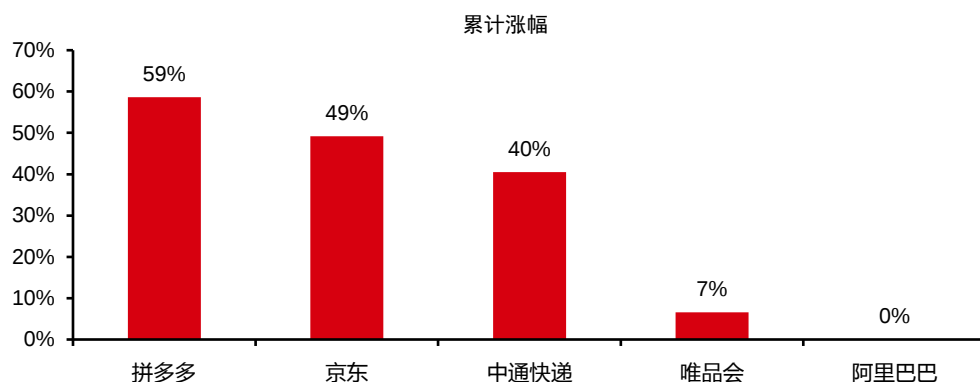
- 1) 电商需求增速大幅下行；
- 2) 行业竞争加剧，价格大幅下跌；
- 3) 人工、燃油等成本攀升明显；
- 4) 爆仓、网点瘫痪等极端事件发生

■ 投资建议：Q2 板块景气上行，建议强化需求、弱化价格，推荐龙头韵达和中通

Q2 快递板块景气上行趋势明显，建议强化需求、弱化价格，快递板块料将迎来年内较好配置时点。疫情驱动消费加速线上渗透、居民消费回补、直播电商兴起等因素叠加，快递需求自 3 月以来加速恢复，增速明显高于电商 GMV 增速，并且在各大电商平台加大补贴力度下（邮政局举办的 4 月末 5 月初的双品网购节、上海的“五五购物节”），5 月快递需求增速已经明显超出去年同期，而即将到来的 618 购物节有望推动快递需求景气继续上行。

预计 Q2 或是快递行业年内景气最高的区间段，虽然价格战走势有激化的趋势，但是我们再三强调辩证看待价格战影响，激烈的价格战有望加速行业份额集中、优化行业格局，同时持续降低的快递价格将支撑更多低客单价 SKU 网上销售，为行业提供新增需求。我们认为宏观经济运行承压以及快递行业存量整合阶段下，可以强化行业需求、稍微弱化价格走势，基于 Q2 板块需求景气探升至近几年高位水平，我们认为 Q2 将是年内快递板块配置的较好时点。受电商及快递需求提振，近期中概股电商及快递标的涨幅显著，我认为这种走势有望映射到 A 股市场，建议积极配置快递板块。

图 33：今年以来电商及快递中概股累计涨幅情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至日期为 2020 年 5 月 21 日

中长期看，快递行业需求来自社零持续线上渗透&农产品加速电商销售&工业品物流快递化，理论测算 10 年快递需求存 2.2 倍以上增量空间，对应 10 年 CAGR 12%：

1) 假设社零商品零售未来 10 年 CAGR 4%、电商渗透率每年提升 1%、电商订单客单价未来 10 年 CAGR -2%，则未来 10 年社零持续线上渗透将新增快递需求 1008 亿件；

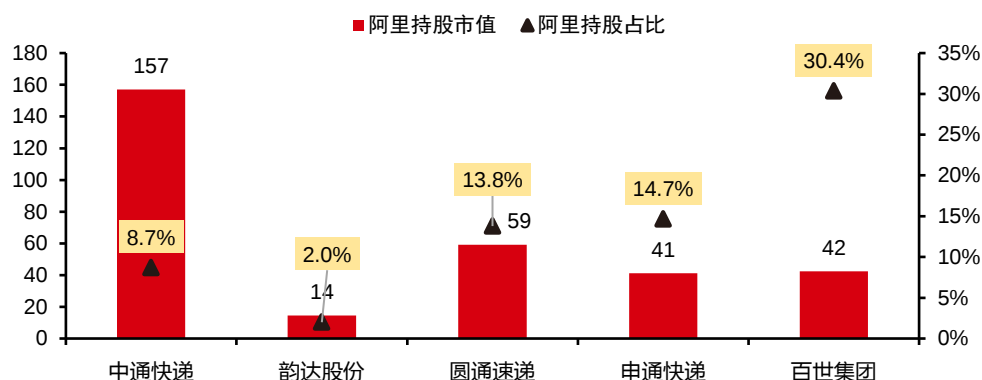
2) 假设 B2B 农产品未来 10 年流通物流总额 CAGR 2%（B2C 农产品线上渗透反映在社零中），物流快递渗透率提升至 50%，客单价为 200 元，则有望新增快递需求 61 亿件；

3) 假设工业品未来 10 年流通物流总额 CAGR 2%，工业品物流快递渗透率从几乎为 0 提升至 10%，客单价为 1000 元，则有望新增快递需求 313 亿件。

基于上述测算，未来 10 年快递行业件量需求仍然存在 2.2 倍的增量空间，对应 10 年件量 CAGR 12%，中长期维度看，行业需求仍将持续处于成长阶段。

电商直播兴起，有助于分散电商快递需求，推动行业市场化竞争。除了需求潜力较大，我们认为目前快速起量的直播电商，尤其是非导流自营直播电商平台的壮大，有助进一步分散快递需求来源，减少电商平台对物流环节的话语权，推进快递行业市场化竞争。

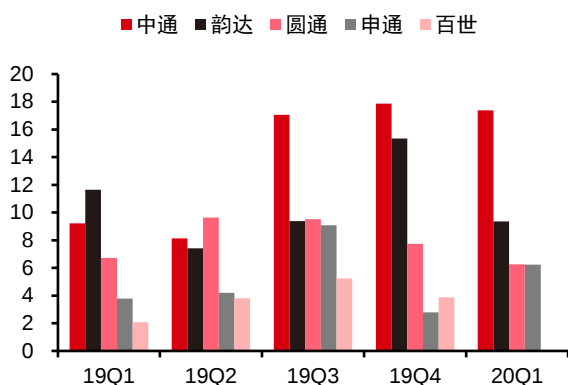
图 34：阿里对通达各家公司持股市值及占比情况（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至 2020 年 3 月 31 日；百世截至 2020 年 2 月 29 日

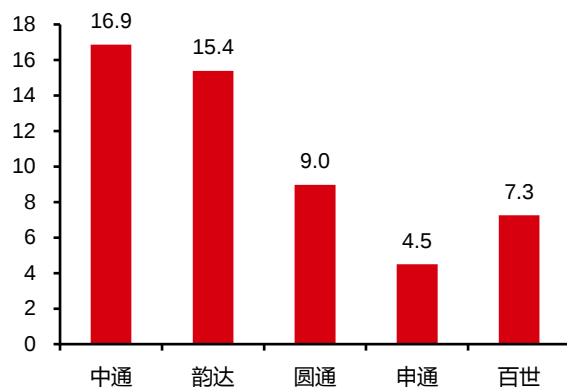
虽然疫情对 2 月快递需求造成明显冲击，但是我们认为在电商平台热火朝天的补贴行为明显拉动线上消费、直播电商持续发力增长、同时疫情影响加速培养用户网上消费习惯，今年快递需求有望超出预期。若今年行业需求超预期，则去年资本支出力度大、新投产能多的公司有望受益，产能充裕的公司可以承接更多件量，摊低单票固定成本。中通与韵达去年新投产能以及资本支出要高于其他通达公司，行业需求超预期的受益程度或好于其他公司。继续推荐件量增速领先的韵达股份和中通快递，以及利润核心业务时效件保持较快增长、电商特惠件稳健放量的顺丰控股。

图 35：2019Q1~2020Q1 通达系资本支出情况（亿元）



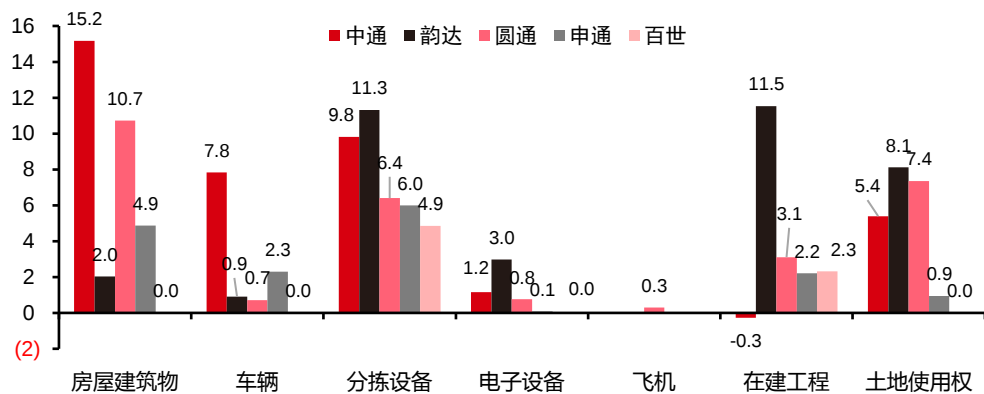
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 36：2019 年各家通达公司在建工程账面价值（亿元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 37：2019 年通达公司各类固定资产及在建工程账面价值变动情况（亿元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

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；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	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；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal 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）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 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

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。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升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。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定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。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

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 2020 版权所有。保留一切权利。