

行业研究/专题研究

2020年07月26日

行业评级:

交通运输 中性(维持)
物流 II 增持(维持)

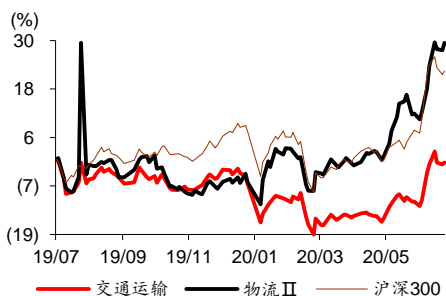
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

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

相关研究

- 1《**交通运输: 行业周报(第三十周)**》2020.07
- 2《**交通运输: 交运中报预测: 油运物流脱颖而出**》2020.07
- 3《**密尔克卫(603713 SH, 增持): 危化品全程物流, 内生外延双成长**》2020.07

一年内行业走势图



资料来源: Wind

年内件量增速是否见顶?

快递研究笔记之一

增速见顶无碍补涨需求

快递价格战加速低客单价商品下沉, 叠加电商购物节大促, 2Q20 件量实现高基数下的高增长。我们认为年内快递件量增速已经见顶, 但考虑价格战减缓态势, 当下快递板块存补涨需求, 个股标的的首选顺丰控股和德邦股份, 关注圆通速递和韵达股份。

件量增速是市场最敏感的行业高频指标

经历 1-2 月的疫情扰动后, 3/4/5 月件量增速环比持续上行 (23.0%/32.1%/41.1%); 618 (06/01-06/18) 达到年内 48.7% 的增速峰值, 但 6 月全月增速环比回落至 36.8%, 2Q20 件量高基数下同比增长 36.7%。我们复盘三次快递板块性机会, 行业件量增速超预期是关键催化剂。但由于快递行业消费者服务特征, 我们难以构建可靠的件量增速领先指标, 邮政局预测值则对市场预期有重要影响。

件量的高速增长能否持续?

国际对比, 中国电商渗透率高于主要国家: 1) 低廉的快递价格和低效的线下渠道; 2) GMV 口径 (包含未成交和未交付订单) 高估了名义渗透率。非理性的价格战下 (快递费低于公允完全成本), 电商直播、农产品和快消品等低客单商品持续下沉; 叠加双品购物节和 618 购物节大促, 2Q20 快递件量增速靓丽。考虑快递提价及电商补贴力度减弱, 我们认为年内快递件量增速已经见顶。

中期快递件量增速仍有望超 GDP 增速 2X

以限额以上社零总额为样本, 我们估计中国电商渗透率的极限约为 50% (剔除汽车、石油制品、建材、家具和餐饮)。分品类看, 3C/家电/服装渗透率已经很高, 渗透率较低的品类集中于快消和食品生鲜。综合考虑国内电商件、国内商务件和国际快递增长, 我们预计 20-23 年中国快递件量增速仍有望超过 GDP 增速的 2 倍。

投资策略: 快递板块存补涨需求

考虑 618 刺激结束, 我们预计 7 月行业件量增速环比回落至 35%; 微观调研看, 淡季价格战有缓和可能 (7 月中旬以来义乌价格显著回升), 修复市场情绪。我们认为当下快递板块存在补涨需求, 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) 和德邦股份 (基本面上行+韵达战略投资), 关注圆通速递 (全货机盈利改善+件量高速增长) 和韵达股份 (地位牢固+估值合理+战略入股德邦)。

风险提示: 行业增速低于预期、社保冲击、价格战。

重点推荐

公司名称	公司代码	07月24日		目标价区间 (元)	EPS (元)				P/E (倍)			
		收盘价 (元)	评级		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
顺丰控股	002352 CH	63.55	买入	73.73-81.93	1.30	1.38	1.53	1.73	48.88	46.05	41.54	36.73
韵达股份	002120 CH	24.00	增持	25.97-29.81	0.91	0.96	1.10	1.25	26.37	25.00	21.82	19.20
圆通速递	600233 CH	15.08	增持	15.62-17.75	0.53	0.71	0.80	0.90	28.45	21.24	18.85	16.76
德邦股份	603056 CH	12.40	增持	14.54-16.09	0.34	0.52	0.68	0.81	36.47	23.85	18.24	15.31

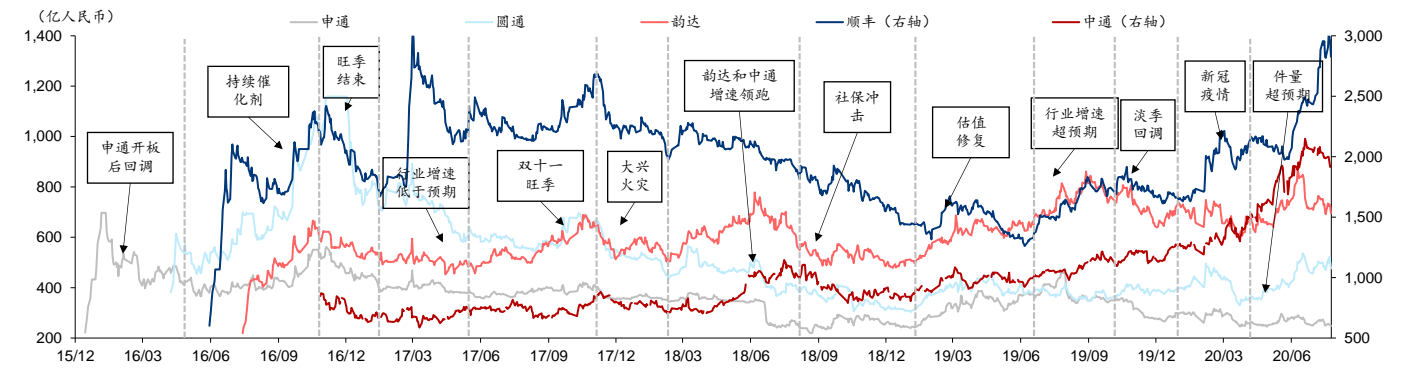
资料来源: 华泰证券研究所

件量增速是市场最敏感的高频数据

三次板块性机会复盘

2016年至今，快递行业存在三次较显著的板块性机会，行业件量增速（季度级别）超预期是其中的关键催化剂。1) 2H16：行业件量增速持续上行，叠加龙头企业集中上市，板块迎来炒新行情，圆通（15年件量规模冠军）领涨。2) 2019年：一季度伴随消费品迎来估值修复，中通领涨（件量高增长+阿里入股催化）；拼多多拉动二三季度行业件量增速回升，韵达（件量高增长+盈利稳健）和顺丰（特惠专配高增长+成本优化）领涨。3) 1H20：一季度疫情避险情绪催化快递表现，但随即被高频数据证伪；二季度行业件量增速持续上行，顺丰（时效件高速增长）和圆通（航空盈利改善）领涨。

图表1：快递企业市场表现回顾

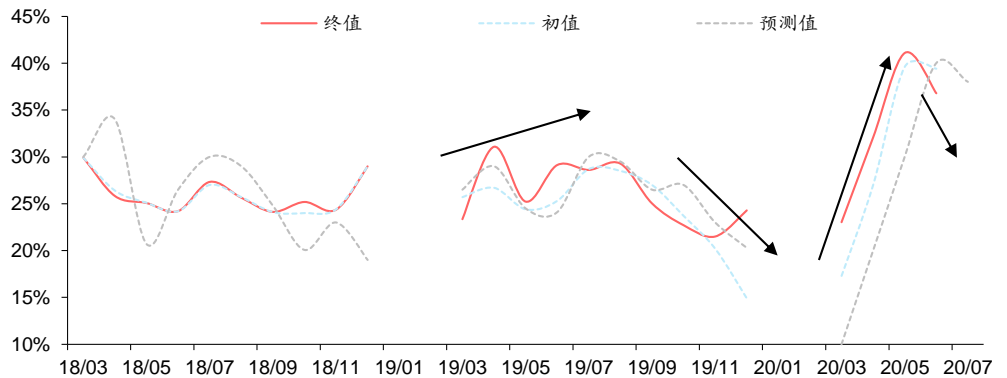


资料来源：Wind、华泰证券研究所（注：此处为市值口径，数据截止 2020/07/24；中通（ZTO US，未评级），申通（002468 CH，增持，17.07-19.33 元））

是否存在件量增速的领先指标？

在客单价稳定的前提下，电商 GMV 增速显然是件量增速的同步指标。但由于快递行业消费者服务特征，我们难以构建可靠的领先指标。以官方数据为例，邮政局每月上旬会披露上月快递发展指数：1) 上月快递件量和收入的初步统计值（初值），2) 当月快递件量的预测值（预测值）；每月中旬，邮政局披露上月最终统计值（终值）。基于官方数据的权威性，预测值和初值对市场预期产生显著扰动（分别领先终值 40 天和 10 天左右）。我们的回溯检验表明：1) 件量上行周期，终值>初值>预测值较为普遍；2) 件量下行周期，终值<初值<预测值较为普遍。这符合我们的直觉：历史数据是预测的重要判据（趋势外推）。

图表2：邮政局快递件量增速预测检验（月）



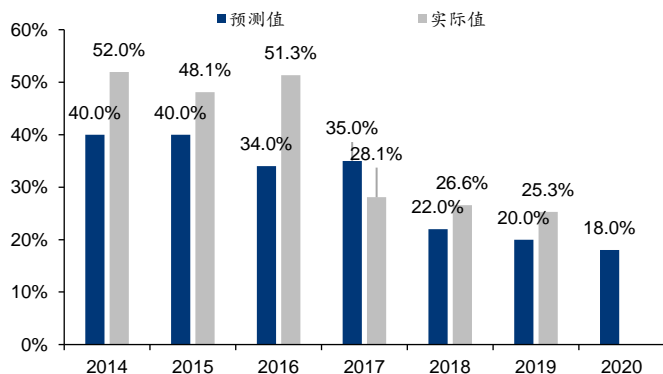
资料来源：国家邮政局、华泰证券研究所

如何度量件量增速的市场预期？

由于 A 股分析员较少预测季度/月度件量增速（但通常会预测年度增速），亦缺乏第三方机构统计市场一致预期，我们考虑用修正后的邮政局年度预测替代市场预期。回溯 14-19 年邮政局年度预测增速/实际增速，仅 17 年实际增速低于预测值，其余年度均好于预测值（16 年尤为显著）。我们假设投资者对前述结论有充分认知，即市场根据邮政局年度预测值上修形成一致性预期，并进一步假设上修幅度在 0%-5% 之间。

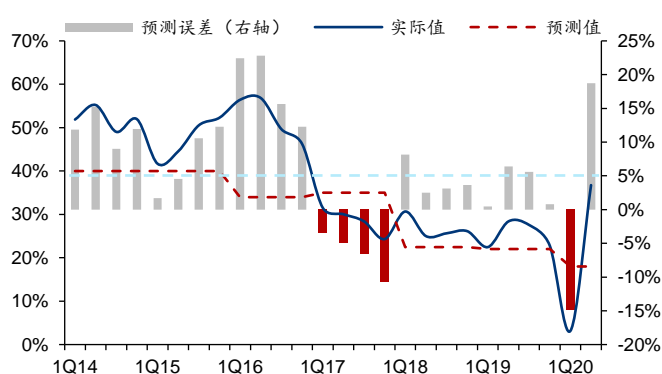
我们根据预测误差（实际季度增速-邮政局年度预测增速）定义了三种情景的预期差：1) 超预期：预测误差>5%；2) 符合预期：0%<预测误差<5%；3) 低于预期：预测误差<0%。14-16年，行业件量增速显著超预期（尤其是2H16）；17年，行业件量增速显著低于预期；18-19年，行业件量增速大致符合预期，1Q18及2Q19-3Q19小幅超预期；1Q20/2Q20则由于疫情干扰分别大幅低于预期及高于预期。

图表3： 邮政局快递件量增速预测检验（年）



资料来源：全国邮政管理工作会议、华泰证券研究所

图表4： 邮政局快递件量增速预测检验（季）



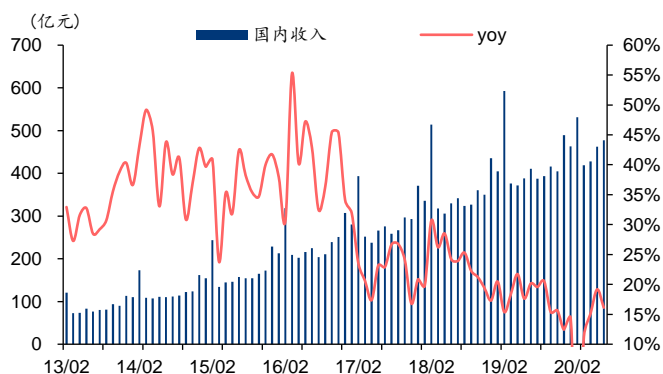
资料来源：邮政局、华泰证券研究所（注：预测误差=实际值-预测值）

高速增长是件量从何而来？

2Q20 件量实现高基数下的高增长

受疫情影响（快递员复工延迟），1-2月全国快递件量同比下降10%，显著低于我们年初20%的全年件量增速预测（2020/01/19：增速恢复催化估值修复）。进入3月，快递行业产能加速恢复，3月中旬基本恢复至节前常态，当月件量同比增长23.0%；4/5月则进一步上行至32.1%/41.1%；618（06/01-06/18）达到年内48.7%的增速峰值，但6月全月增速环比回落至36.8%。若考虑去年同期高基数影响（1Q19/2Q19件量增速22.5%/28.4%），2Q20件量实现高基数下的高增长（36.7%），并创17年以来新高。

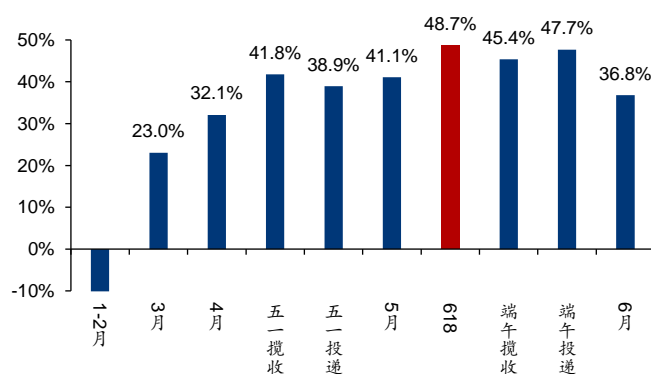
图表5： 国内快递（同城+异地）收入及变化



注：为避免春节错位干扰，剔除了1月数据，2月数据为1-2月累计值

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6： 618（06/01-06/18）为年内增速峰值

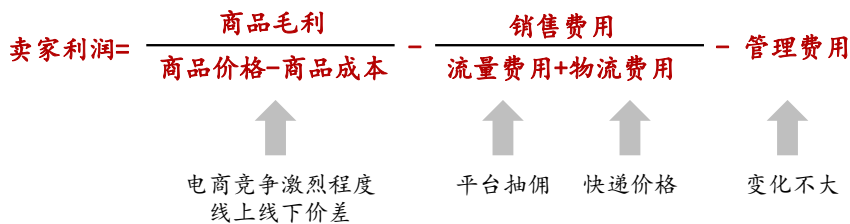


资料来源：邮政局、华泰证券研究所

疫情催化+低价商品渗透提升

包邮模式下（或者更广义的“商品价格和快递费未分离”，由卖家选择快递），电商快递更接近2B服务，即卖家盈利是快递需求成立的前提（卖家利润=毛利-销售费用-管理费用）。由于电商竞争激烈，以及线下效率改善，电商卖家毛利持续下降；而平台货币化率提升增加了卖家流量成本。根据拼多多2018年的调研，其平台卖家平均净利率仅为2.5%（客单价40元对应利润约1元/单），卖家对快递价格非常敏感。微观调研看，典型淘宝件价格为4-6元，拼多多价格在2-3元，义乌价格战最低到1元附近。

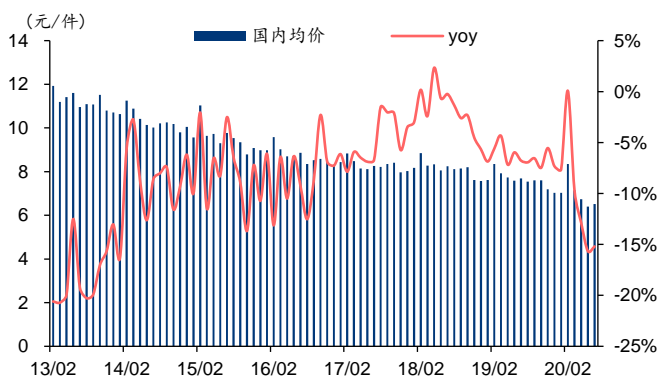
图表7： 电商卖家盈利逻辑



资料来源：华泰证券研究所

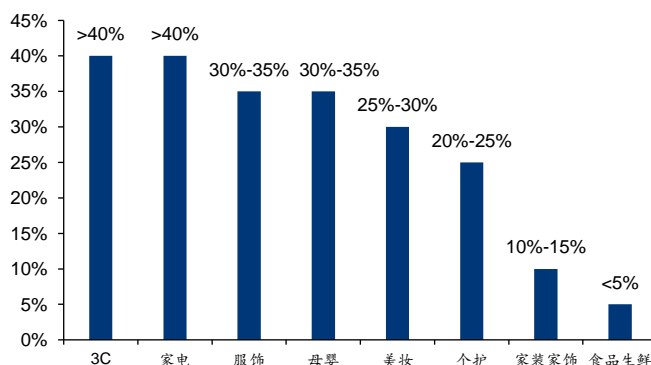
2Q20，激烈的价格战下（义乌1元/票的快递费低于公允成本），电商直播、农产品和快消品等低客单商品持续下沉；叠加双品购物节（04/28-05/10）和618大促（06/01-06/18），2Q20快递件量增速靓丽。7月中旬以来，义乌地区价格逐步从1.2-1.5元/票回升至2元/票左右，快递费的上调亦遭受商家较大抵制。再考虑购物节后电商补贴力度减弱，我们认为年内快递件量增速已经见顶。

图表8： 国内快递（同城+异地）件均价及变化



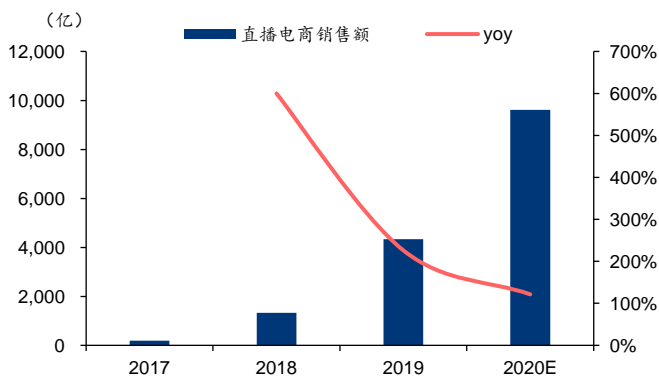
注：为避免春节错位干扰，剔除了1月数据，2月数据为1-2月累计值
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表9： 主要品类线上化率（2018）



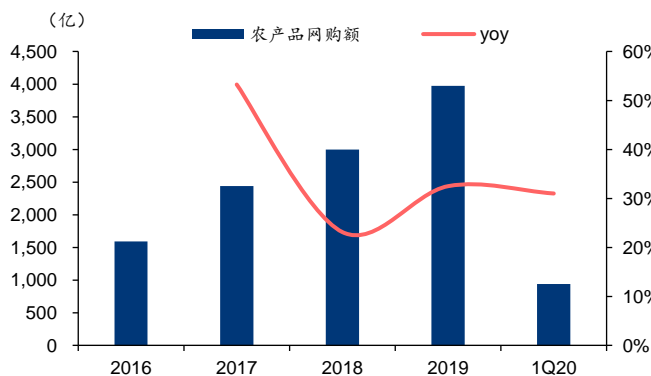
资料来源：阿里研究院、华泰证券研究所

图表10： 直播电商销售额及增速



资料来源：艾媒咨询、华泰证券研究所

图表11： 农产品网购额及增速



资料来源：商务部、华泰证券研究所

中期件量增速仍有望超 GDP 增速 2X

GMV 口径或高估电商渗透率

我们整理了主要电商企业 GMV 统计口径，考虑服务订单和未成交订单的因素，实际包裹量可能显著低于订单量。根据阿里巴巴（BABA US，未评级）年报数据，我们测算公司 2020FY（2Q19-1Q20）全部订单转化率约为 44%；剔除约 20% 虚拟订单，实物订单转化率约 55%。由于电商销售额普遍参考 GMV 口径汇总，我们认为中国电商实际渗透率或被显著高估。

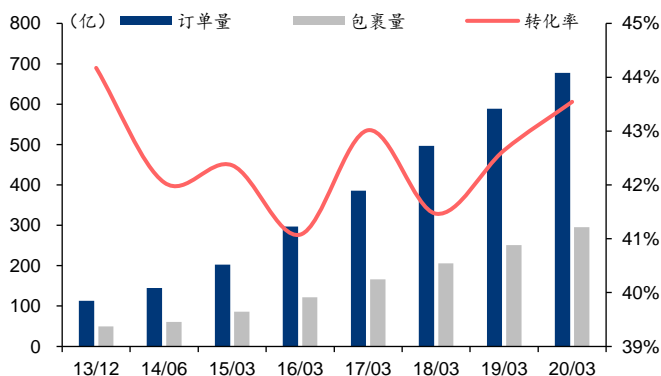
图表12: 主要电商企业 GMV 口径

公司	指标	交易内容	交易场景	取消订单	退货订单	大额交易剔除 (单位: 人民币)
阿里	GMV	商品和服务	线上	包括	包括	超过 50 万的车辆和财产交易, 超过 10 万的产品和服务, 一天累计成交超过 100 万的交易
京东	GMV	商品和服务	平台+自营	包括	包括	
	净 GMV	商品和服务	自营	剔除	剔除	
唯品会	GMV	商品和服务	线上+线下	发货前剔除	包括	
拼多多	GMV	商品	线上	包括	包括	一天累计成交超过 100 万的交易

注: 京东 (JD US, 未评级), 唯品会 (VIPS US, 未评级)

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

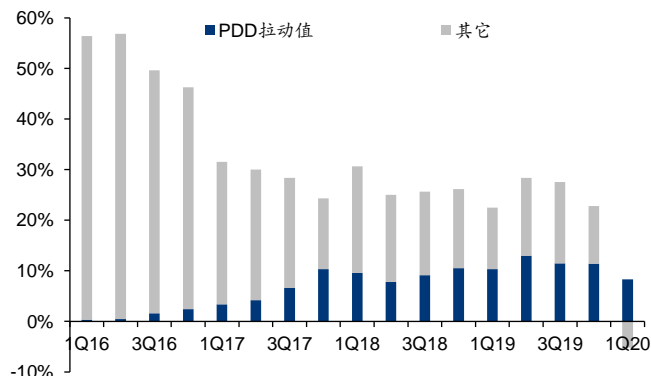
图表13: 阿里全口径订单转化率 41%-45%



注: 数据区间为截止日期前 12 个月, 此处包含虚拟订单

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表14: 拼多多对行业件量增速的拉动显著



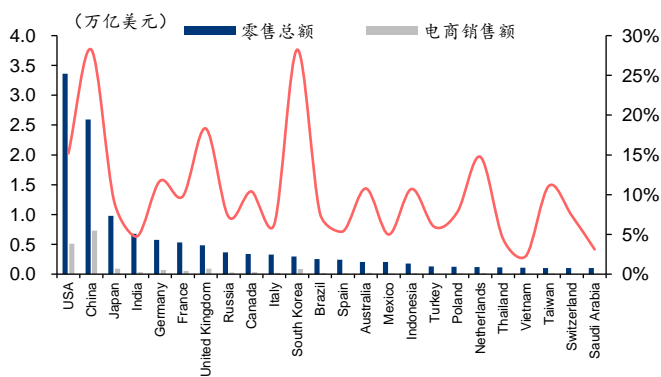
注: 拼多多 (PDD US, 未评级)

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

中国电商渗透率的天花板?

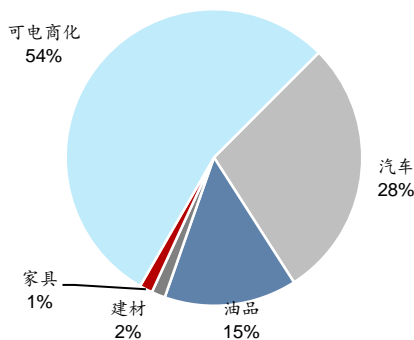
根据欧睿口径, 2019 年中国电商销售额为 7324 亿美元, 占社零总额的 28.2%。国际对比, 中国电商渗透率高于主要国家: 1) 低廉的快递价格和低效的线下渠道; 2) GMV 口径 (包含未成交和未交付订单) 高估了名义渗透率。以限额以上社零总额为样本, 我们估算中国电商渗透率的极限约为 50% (剔除汽车、石油制品、建材、家具和餐饮)。分品类看, 3C/ 家电/ 服装渗透率已经很高, 渗透率较低的品类集中于快消和食品生鲜。

图表15: 全球主要国家电商销售额及渗透率 (2019)



资料来源: 欧睿国际、华泰证券研究所

图表16: 限额以上社零总额结构 (2019)

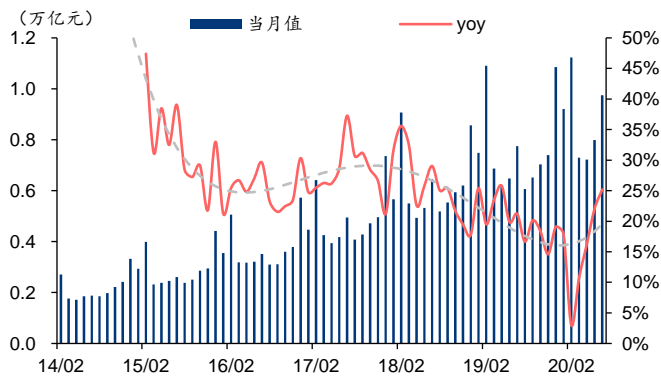


资料来源: Wind、华泰证券研究所 (注: 上图不含餐饮, 餐饮约占社零的 10%)

中期件量增速展望

基于实际渗透率可能低于名义值, 以及统计口径以外微商等增长, 我们预计 20/21/22 年中国电商 GMV 同比增长 23.8%/20.5%/15.9%, 占社零总额的 27.6%/30.8%/33.2%。综合考虑国内电商件、国内商务件和国际快递, 我们预计 20-23 年中国快递件量增速仍有望超过 GDP 增速的 2 倍。

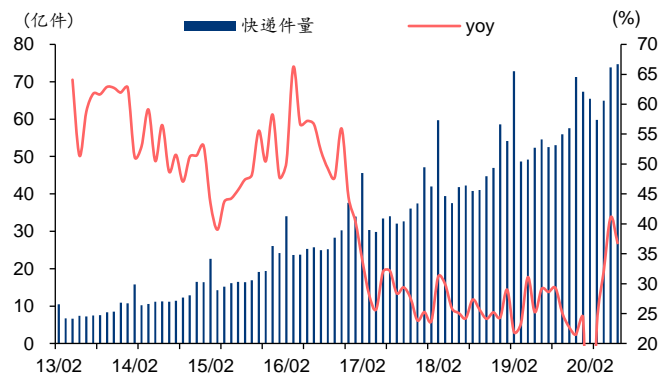
图表17: 实物商品网上零售额及增速



注: 为避免春节错位干扰, 剔除了1月数据, 2月数据为1-2月累计值

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表18: 规模以上快递企业件量及增速



注: 为避免春节错位干扰, 剔除了1月数据, 2月数据为1-2月累计值

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表19: 快递行业件量增速预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
电商 GMV (亿)	18925	27889	38028	46812	61000	79429	99466	123140	148406	171986	196158
yoy	59.4%	47.4%	31.6%	25.6%	28.0%	30.2%	25.2%	23.8%	20.5%	15.9%	14.1%
名义渗透率	7.8%	10.3%	12.6%	14.1%	16.7%	20.8%	24.2%	27.6%	30.8%	33.2%	35.4%
国内快递 (百万)	8924	13640	20230	30660	39230	49604	62086	76470	89596	102221	114447
yoy	62.2%	52.8%	48.3%	51.6%	28.0%	26.4%	25.2%	23.2%	17.2%	14.1%	12.0%
电商快递	6995	11272	17497	27490	35584	45411	57509	71344	83876	95849	107374
yoy	80.6%	61.1%	55.2%	57.1%	29.4%	27.6%	26.6%	24.1%	17.6%	14.3%	12.0%
商务快递	1929	2368	2733	3170	3646	4193	4577	5126	5720	6372	7073
yoy	18.4%	22.8%	15.4%	16.0%	15.0%	15.0%	9.2%	12.0%	11.6%	11.4%	11.0%
国际快递	262	330	430	620	830	1110	1437	1797	2192	2630	3104
yoy	44.0%	26.0%	30.3%	44.2%	33.9%	33.7%	29.5%	25.0%	22.0%	20.0%	18.0%
全国快递	9187	13960	20670	31280	40060	50710	63523	78267	91788	104851	117551
yoy	61.6%	52.0%	48.1%	51.3%	28.1%	26.6%	25.3%	23.2%	17.3%	14.2%	12.1%

资料来源: 国家统计局、国家邮政局、华泰证券研究所

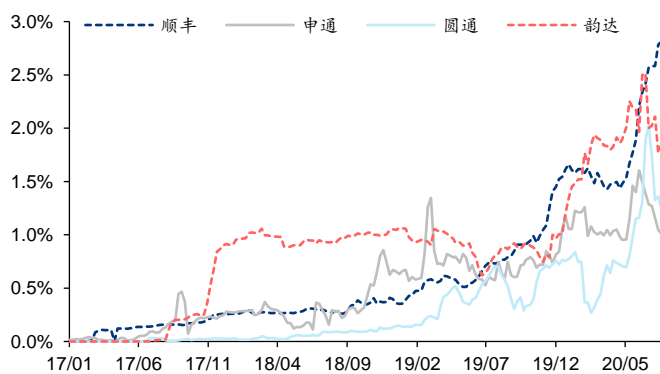
积极参与补涨需求

快递板块存补涨需求

从沪(深)港通持股看, 境外投资者对 A 股快递股的配置在增加, 但 A 股快递股仍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), 我们建议基于扣非净利增速(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, 我们建议分别给予盈利业务(顺丰时效件/德邦快运)隐含 PE 估值和亏损业务(新业务/大件快递) PS 估值。

6月中旬, 受价格战担忧、件量增速峰值兑现及机构调仓等因素, 快递板块回调显著。考虑 618 刺激结束, 我们预计 7 月行业件量增速环比回落至 35%左右(邮政局预测: 38%左右); 微观调研看, 淡季价格战有缓和可能(7月中旬以来义乌价格从 1.2-1.5 元回升至 2 元左右), 修复市场情绪。我们认为当下快递板块存在补涨需求, 个股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)和德邦股份(基本面上行+韵达战略投资), 关注圆通速递(全货机盈利改善+件量高速增长)和韵达股份(地位牢固+估值合理+战略入股德邦)。

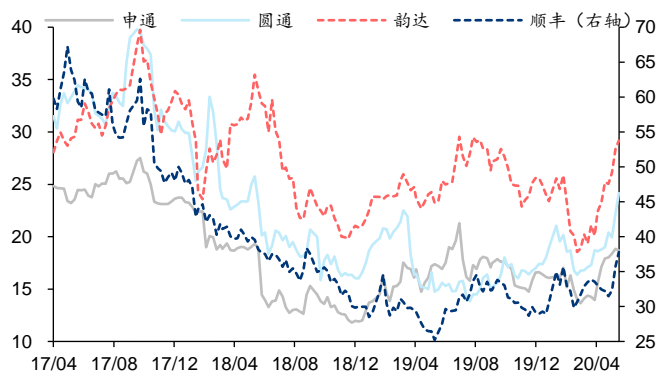
图表20: 快递企业港股通持股比例变化



注: 持股比例=港股通持股/总股本, 数据截止 2020/07/24

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表21: 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 2020/07/24

资料来源: Wind、华泰证券研究所

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 (可比快递企业对应 20 年 23.9X PE, 可比快运企业对应 19 年 1.8X PS, 报告日期: 2020/07/14)。5) 风险因素: 市场竞争、成本膨胀、新业务管理和整合风险。

圆通速递 (600233 CH, 增持, 目标价: 15.62-17.75 元)

1) 国内领先的电商快递企业, 19 年件量规模排名行业第三。2) 公司持续优化成本, 19 年单票中转/运输成本 (0.36/0.69 元) 居于行业前列 (中通: 0.34/0.62 元)。3) 今年 6 月, 公司授予股权激励 1591 万股, 行权价 12.15 元/股, 行权目标为 20/21 年扣非净利不低于 24/26 亿元, 凸显管理层信心。4) 腹仓减班推动全货机价格暴涨, 公司 20 年全货机有盈利可能 (19 年亏损 1.9 亿)。5) 目标价: 15.62-17.75 元, 基于 20 年 22.0-25.0X PE (考虑市场对价格战的担忧, 较行业估值 26.3X PE 折价 16%-5%, 报告日期: 2020/07/01)。6) 风险因素: 行业增速低于预期、价格战、社保成本冲击。

韵达股份 (002120 CH, 增持, 目标价: 25.97-29.81 元)

1) 国内领先的电商快递企业, 19 年件量规模排名行业第二。2) 公司持续优化成本, 19 年单票中转/运输成本 (0.35/0.68 元) 仅次于中通 (0.34/0.62 元)。3) 拟向德邦投资 6.14 亿元 (9.2 元/股*6674 万股), 小票快递与大票快递, 以及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) 目标价区间 25.97-29.81 元, 基于 20 年 27.0-31.0X PE (考虑公司的领先地位及参股德邦因素, 较行业估值 25.5X PE 溢价 6%-21%, 报告日期: 2020/07/01)。5) 风险因素: 行业增速低于预期、价格战、社保成本冲击。

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, 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, 以及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 (考虑网络并购价值及业绩处于恢复期, 较行业估值 23.1X PE 溢价 21%-34%, 报告日期: 2020/06/29)。5) 风险因素: 行业增速低于预期、价格战、社保成本冲击。

图表22: 重点推荐公司估值对比 (2020.7.24)

代码	简称	评级	目标价 (元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				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	63.55	1.30	1.38	1.53	1.73	48.88	46.05	41.54	36.73	2.63	6.44	2827
002120 CH	韵达股份	增持	25.97-29.81	24.00	0.91	0.96	1.10	1.25	26.37	25.00	21.82	19.20	3.71	5.22	696
600233 CH	圆通速递	增持	15.62-17.75	15.08	0.53	0.71	0.80	0.90	28.45	21.24	18.85	16.76	1.87	3.05	477
603056 CH	德邦股份	增持	14.54-16.09	12.40	0.34	0.52	0.68	0.81	36.47	23.85	18.24	15.31	1.86	3.03	119

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)

风险提示

(1) **行业增速低于预期:** 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:** 时效件市场格局相对清晰, 但通达系和京东等竞争对手仍努力进入; 我们认为电商件价格战尚未见底, 市场竞争较为激烈。

(3) **成本膨胀风险:** 快递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, 快递员社保问题待解, 快递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, 快递企业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。

附录：快递与电商统计口径

邮政局披露的月度数据为揽件口径逐级汇总值：1) 件量数据精度很高；2) 收入数据质量较差（仅供趋势参考）；3) 地域结构反映电商供给（而非需求）分布。我们不难理解：件量增速是市场最敏感的行业高频指标。统计局披露的实物商品网购额则分别基于电商平台和企业调查数据（偏 GMV 口径），虽然统计口径持续扩大，但仍存较大遗漏（如微商）。

快递统计口径

一个简化的快递流程为：揽件=>支线运输=>分拨=>干线运输=>分拨=>支线运输=>派送。快递需求在地理空间和货量上高度离散化，因此需要建立大范围的轴辐式网络（显著异于“专线”和“点对点”结构），这意味着巨大的资本开支和进入壁垒（宽护城河）。按照快递全程时效（2019年：56小时），快递行业揽收和派送存在错配。

图表23：网络型快递业务流程



资料来源：亿欧、华泰证券研究所

(1) 行业统计-国家邮政局

国家邮政局统计范围为“快递”，一个通俗的解释是“有快递单号的包裹”；因此京东 B2C 仓配纳入统计范畴，而美团配送（即时物流）并不纳入统计口径，这是同城快递规模萎缩的主要原因。

具体来看，国家邮政局存在两个数据源：1) 国家局与各家快递总部对接的安监系统数据，数据实时性和真实度都很好；例如“5月1日至5日全国邮政行业共揽收快递包裹 11.02 亿件，同比增长 41.8%；投递快递包裹 10.38 亿件，同比增长 38.93%”。2) 各家企业（揽件地加盟商+快递总部）在统计系统上报，邮政系统沿着市局=>省局=>国家局依次汇总；例如“4月份，全国快递服务企业业务量完成 65 亿件，同比增长 32.1%；业务收入完成 720.9 亿元，同比增长 21.7%”。

值得注意的是，安监口径数据并不定期对外披露，市场监控的高频数据实际是“邮政局基于揽件口径的汇总值”。由于邮政局和快递企业（加盟商）之间存在大量数据接口，揽件端“件量”统计的精度很高；但收入口径的统计质量很差（企业主观上报），仅可作为趋势参考。另一方面，快递件量区域结构实质反映全国揽件量的不平衡，即电商的地域分布差异，参考价值颇为有限。

(2) 企业统计-各家快递企业

由于电子面单的存在，各家快递企业对体系内件量的统计精度也很高；但收入口径存在分化（加盟制-总部收入/直营制-全口径收入）。对于通达系，由于补贴前返（差额法）和后返（总额法）的变化，月频成本口径会存在差异。

电商统计口径

电子商务统计工作是由国家统计局负责调查的，包括对电商平台和企业两个层面的调查。通过电商平台的调查获取全社会的电子商务交易额数据，通过企业调查反映不同行业利用互联网开展电子商务活动的情况。国家统计局对企业的调查范围为“四上”的所有企业，电商平台包括四上企业的所有电商平台和四下企业电商交易额 1000 万元以上的电商平台。根据我们了解的情况，电子商务销售额的统计偏 GMV，微商被广泛遗漏在统计口径之外。

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