



电商快递的战国推演

——快递进化论初探之三

相关行业：物流仓储

2020.08.19

摘要：

- **春秋末期，战国逼近。**春秋时代，电商快递 Top5 “通达百” 集体出线；战国时代，Top5 企业将一决胜负。战国时代的必要条件将在 2020 年末被满足。未来三年，Top5 企业中，龙头企业将扩大领先优势，部分企业将出现份额萎缩。
- **战国终局，高度集中。**从经济学的视角，电商快递行业的三重属性——2B 类工业品、强规模经济和高管理瓶颈，将推动行业持续走向高度集中，甚至“一家独大”的终局。而考虑市场份额一家独大带来的负面影响，龙头企业需要寻求经济学最优与社会学最优之间的平衡。战国的终局，大概率是市场份额的适度集中，与股东价值的高度集中。
- **竞争是比并购更好的路径。**未来电商快递集中度提升过程中，行业内的公司合并，大概率只发生在股权层面，真正的经营融合恐难实现。其核心障碍在于加盟制快递的组织模式根基——产权分割。加盟制快递生产要素的自由流动，导致竞争出清比并购更有利于生态稳定。
- **维持开放与竞争的快递体系，符合电商企业的根本利益。**随着战国时期快递集中化与电商多元化的趋势渐趋明朗，电商企业试图控制快递企业的博弈思维逐渐出现。如果用博弈思维推动快递行业走向阵营化，将妨碍行业的进化能力，间接或直接剥夺消费者和商家的选择权。我们认为，五年前的菜鸟电子面单体现出了电商的最佳长期物流策略——不是电商自力物流去降低社会物流成本，而是制定服务与技术标准，通过促进生产要素的流动降低交易费用，降低物流成本。过去十五年阿里巴巴选择了社会化的物流战略，至今市值远远跑赢了一体化的封闭体系。阿里的成功表明，与加拉帕戈斯群岛的独立进化相比，开放竞争的亚马逊雨林无疑会进化出最有效率的生态。
- **中国电商与快递的奇迹，刚刚开始。**中国电商与快递携手走过近 20 年相互成就的时光，创造了全球电商与物流的效率冠军。但中国电商仍然存在巨大的增量市场有待挖掘——制造业供应链的改造渐趋明晰，农业供应链的改造刚刚起步。低价农产品电商化的前提，是快递生态进化出更低的物流成本。龙头电商站在生态效率持续进化的高度，保持开放与竞争的快递体系，将是符合消费者、电商、快递企业利益的最佳选择。

作者

-  皇甫晓晗
-  0755-23976795
-  huangfuxiaohan@gtjas.com
-  郑武
-  0755-23976528
-  zhengwu@gtjas.com

相关报告

- 快递进化论初探之一——
《时效城配崛起，快递版图重绘》
2018.06.08
- 快递进化论初探之二——
《电商快递的春秋与战国》
2019.09.01

目录

1. 行业竞争格局回顾与展望.....	4
1.1. 春秋回顾.....	4
1.2. 战国逼近.....	5
2. 战国的终局——高度集中.....	8
2.1. 需求：2B 类工业品.....	9
2.2. 供给：强规模经济.....	10
2.3. 企业边界：高管理瓶颈.....	11
3. 快递企业的战略选择.....	12
3.1. 终局：价值集中比份额集中好.....	13
3.2. 路径：竞争比并购好.....	14
4. 电商的物流战略选择.....	17
4.1. 电商的初衷：降低“物流费用”.....	17
4.2. 现实的途径：降低“交易费用”.....	19

图表目录

图 1：春秋时期，电商快递 Top5 企业整体占比大幅提升.....	5
图 2：春秋时期，Top5 企业市场份额难以显著分化.....	5
图 3：春秋时期，部分企业增速下滑而后续又能追赶.....	5
图 4：快递行业增速逐步下行.....	6
图 5：电商快递 Top5 企业资本开支大幅增加.....	6
图 6：随着产能增加，行业领先企业增量占行业增量的比例逐年提升.....	7
图 7：电商快递 Top5 企业上市后都进行了再融资.....	7
图 8：电商快递 Top5 企业资本实力已经分化.....	8
图 9：电商快递行业平均 ROE 逐步下行.....	8
图 10：典型 2C 消费品行业第一名市占率较低.....	10
图 11：典型 2B 工业品行业第一名市占率较高.....	10
图 12：三年维度单件成本变化逐步趋缓.....	11
图 13：十年以上维度成本曲线由趋缓与下降交替构成.....	11
图 14：中通、UPS 单位包裹对应管理费用差异显著.....	12
图 15：中通、UPS 单位包裹对应员工数量差异显著.....	12
图 16：政府干预下，皖通高速每年减免通行费接近利润额.....	13
图 17：谷歌退出中国后谷歌和百度股价变化差异显著.....	13

图 18：电商快递 Top5 企业业务量份额较为均匀.....	14
图 19：电商快递 Top5 企业利润份额更加集中.....	14
图 20：产权分割导致加盟制企业并购整合困难.....	15
图 21：中国加盟制快递成本遥遥领先（2018）.....	18
图 22：中国电商规模遥遥领先（2018）.....	18
图 23：食品生鲜电商渗透率仍较低(2019).....	18
图 24：居民消费品类中，生鲜食品占比达到 33%（2019）.....	18
图 25：生鲜零售供应链三种解决方案示意图.....	19

过去 20 年，中国快递与电商相互成全，创造了全球商业历史罕见的持续高增长奇迹。与美国百年历史的快递相比，中国快递规模和效率大幅领先。究其根源，在于中国高度开放且充分竞争的加盟制快递生态。快递生态的演进路径，将很大程度上决定电商生态的演进。

在进化论系列报告之二《电商快递的春秋战国》中，我们提出了中国电商快递行业竞争的“春秋”与“战国”两阶段假设。2020 年以来，行业的竞争如期加剧，电商快递走到了“春秋”与“战国”的分界点。

本报告在沿用“春秋”和“战国”框架基础上，探讨“战国”时期行业格局演绎的客观规律与企业主观行为。

我们认为，符合客观规律的企业行为，不仅对企业自身而言代价最低、风险最小，对行业的进化而言也将具有重大价值与意义。

本篇报告的讨论范围，仅限于电商快递核心业务的沙盘推演。快递企业的产品多元化，以及直营制快递与加盟制快递的相互渗透，将在未来的专项研究中探讨。

1. 行业竞争格局回顾与展望

2018 年，在快递进化论初探之二——《电商快递的春秋与战国》中，我们提出中国电商快递成本效率竞争的两个阶段：春秋与战国。这两个阶段的投资机会与风险完全不同。

- **春秋时期**：行业中高增速，二线快递逐渐落后退出，Top5 企业整体市占率提升。但受制于产能不足，Top5 企业之间难分胜负、你追我赶。这一时期，Top5 企业的估值有上限，风险有托底。
- **战国时期**：行业中低增速，供给逐渐充足。Top5 企业之间竞争力分化加剧、胜负渐明、强者愈强。这一时期，Top5 企业中，龙头的投资价值更加凸显，落后企业风险增加。

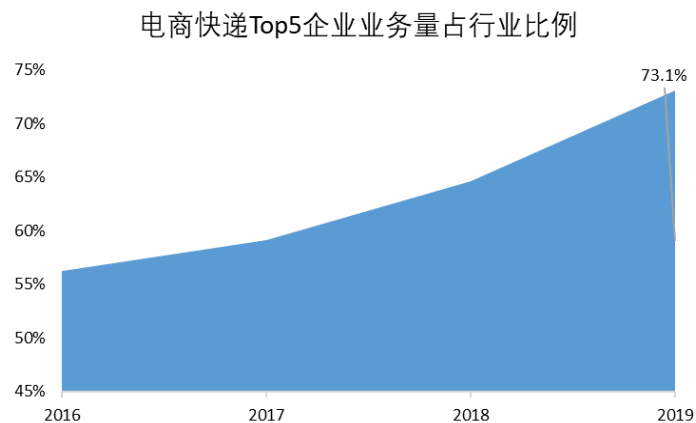
当下，春秋渐进尾声，战国逼近。

1.1. 春秋回顾

快递企业集体上市后的 2016-2019 年，行业处于春秋时期。

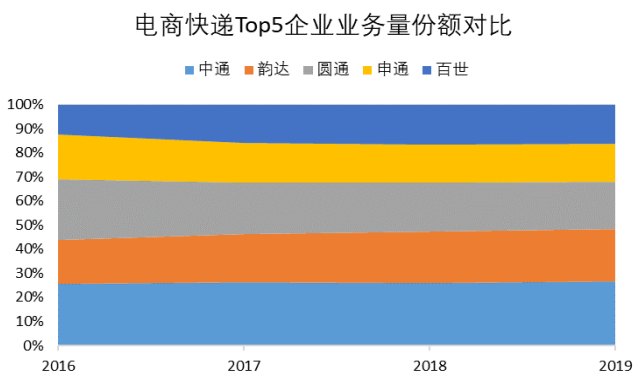
1. Top5 电商快递企业整体市占率从 56%提升至 73%。;
2. Top5 电商快递企业之间份额差距仍不显著，部分企业短期出现管理问题，后续能够修复追赶。

图 1：春秋时期，电商快递 Top5 企业整体占比大幅提升



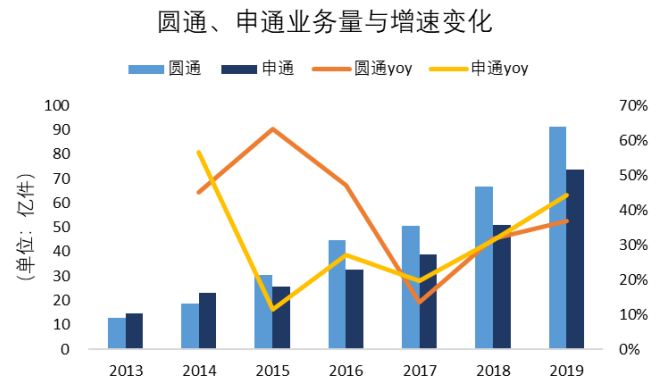
数据来源：公司公告，国家邮政局，国泰君安证券研究

图 2：春秋时期，Top5 企业市场份额难以显著分化



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 3：春秋时期，部分企业增速下滑而后续又能追赶



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

而随着行业供需格局的改变，这种互相学习、互相追赶的格局逐步走入尾声。

1.2. 战国逼近

战国时代，是 Top5 企业拉开差距、决出胜负的过程。未来三到五年，行业竞争的主题不再是一线快递与二线快递之间的竞争，而是一线快递内部“五进三”和“三争一”的白热化竞争。

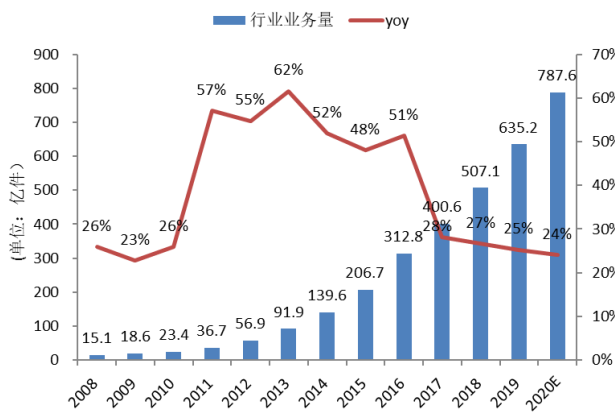
Top5 企业的分化由两个条件推动：1.领先企业产能逐渐充足；2.落后企业融资能力逐渐受限。

➤ 领先企业的产能逐渐充足

春秋时期，行业增速较高，而领先企业产能增长有限，未能及时将效率优势转化为规模差距。龙头企业的产能瓶颈，限制了 Top5 企业市场份额的分化。

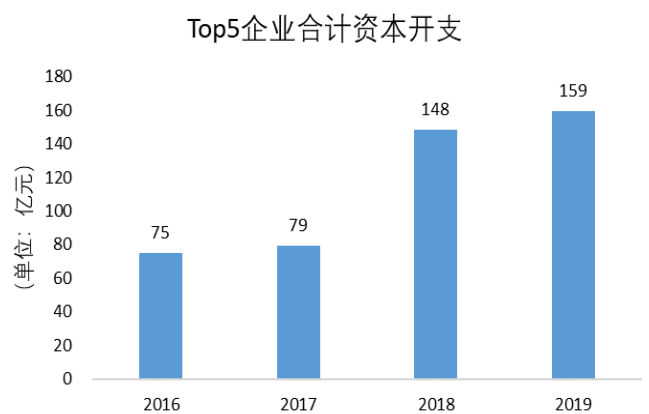
而过去几年，行业增速逐步下行，Top5 企业上市后加大了资本开支力度，行业供需关系已经逐渐出现了较大变化。

图 4：快递行业增速逐步下行



数据来源：国家邮政局、国泰君安证券研究

图 5：电商快递 Top5 企业资本开支大幅增加



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

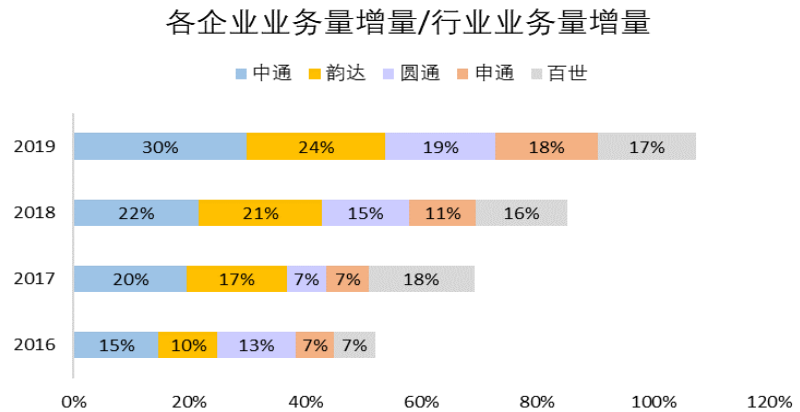
备注：加盟制企业真正的经济产能难以量化观察，用总部的资本开支来做观测变量，会存在一定的偏差。

更具体而言，领先企业通过增加产能，每年可以消化的业务增量占行业整体增量的比例在快速增加。

1. 2016 年，Top5 企业消化掉了行业增量的 52%，其中 Top3 企业仅消化了行业增量的 38%。这为其他企业的增长和发展留下了较大的空间。
2. 2019 年，Top5 企业消化掉了行业增量的 108%，不仅拿走了所有增量，还挤压了其他企业的存量份额。其中，Top3 企业消化了行业增量的 73%。

这意味着，领先企业的产能逐渐充足，能够消化行业的大部分增量。未来 3-5 年，随着领先企业产能的进一步扩张，其他企业如果未能及时在效率与成本上跟进，则要么挤压二线快递有限的存量份额，要么逐渐丧失份额。

图 6：随着产能增加，行业领先企业增量占行业增量的比例逐年提升



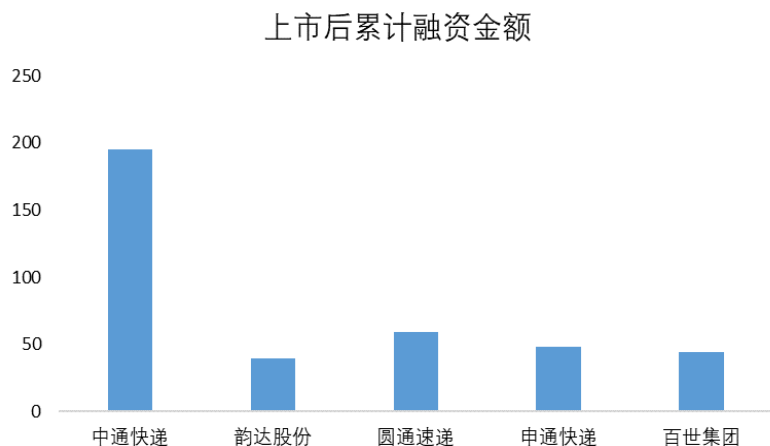
数据来源：国家邮政局，公司公告，国泰君安证券研究

➤ 行业融资能力变化

春秋时期，TOP5 平均 ROE 超过 15%，当部分企业丧失市场份额，可以通过外部融资，投资产能补贴加盟商实现追赶。

而战国时期，随着行业竞争加剧，部分企业的融资吸引力将下降。缺乏足够的资本支持，落后企业的追赶便不可持续，市场份额持续分化。融资能力分化是市场份额分化的助推器。

图 7：电商快递 Top5 企业上市后都进行了再融资

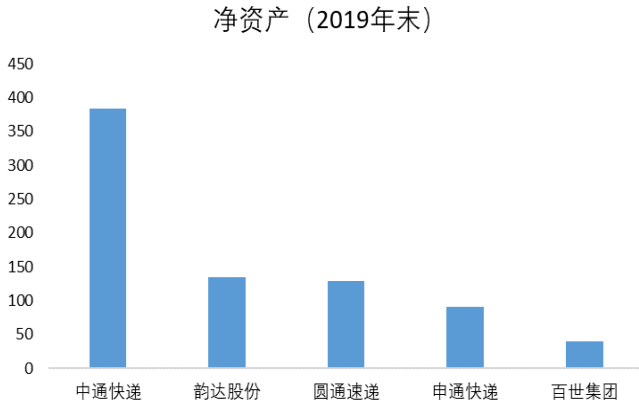


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

备注：累计融资额统计包含上市配套融资、定增、可转债

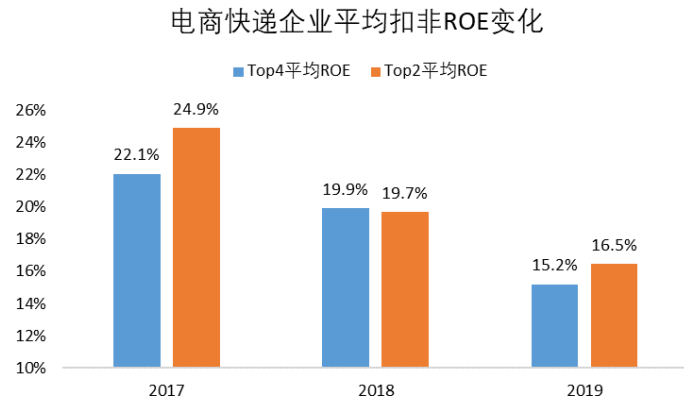
而在过去几年中，各企业不同的盈利能力与融资能力，已经带来资本实力的分化。在行业竞争日趋激烈，回报率日益下滑的情况下，行业融资难度将增加。未及时获得足额融资的企业，追赶市场份额的难度将大幅增加。

图 8：电商快递 Top5 企业资本实力已经分化



数据来源：国家邮政局、国泰君安证券研究

图 9：电商快递行业平均 ROE 逐步下行



数据来源：公司公告、Wind，国泰君安证券研究

备注：Top5 企业中，百世尚处于盈亏平衡点附近，未计算进平均 ROE

战国时代，随着领先企业产能的增长与落后企业的融资能力受限，行业将保持极高强度的竞争，行业整体的利润表趋于脆弱，行业在激烈的竞争中进一步走向集中。

2. 战国的终局——高度集中

历史上的战国时代，秦国走出函谷关，一统天下。电商快递的“战国”时代，终局是三分天下，还是一家独大？

中国快递量占全球一半以上。大部分投资者和产业人士认为，在如此巨大的市场中，电商快递领域不会出现高度集中的终局。

而我们认为，影响市场集中度的关键因素并非市场空间大小，而是竞争壁垒与管理边界。从经济学的视角，在类工业品的进化路径下，随着规模经济持续发挥作用，中国电商快递行业将走向高度集中，甚至“一家独大”的终局——未必是市场份额的一家独大，更重要的是股东回报的一家独大。

支撑这一推论的行业内在属性来自三方面：1. 需求端类工业品属性体现

为同质化需求和价格信息的高度透明 ;2. 供给端的规模经济持续推动强者更强 ; 3.加盟制的独特组织模式使企业的管理瓶颈极高。

2.1. 需求：2B 类工业品

电商快递是电商产业链的一个环节，负责 B 端到 C 端的物流履约。

为了避免消费者的“二次损失厌恶”，提升供应链的效率，大部分电商产品采取了包邮的“一口价”模式。这种模式使电商快递走上了 2B 的“类工业品”，而非 2C 的“类消费品”的发展路径。

2B 与 2C 的核心区别在于客户对产品差异化的认知程度。

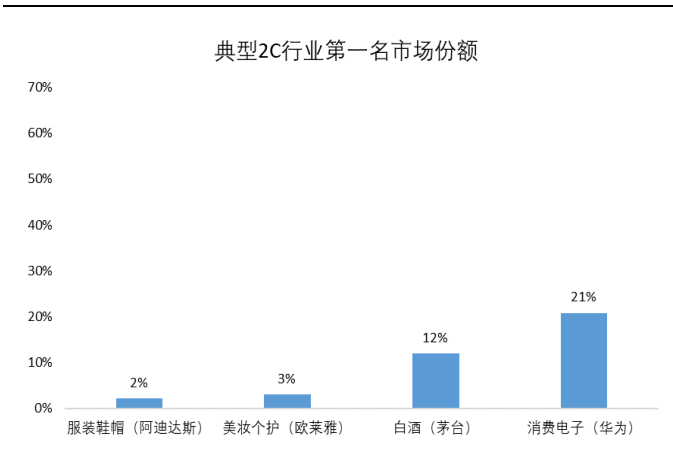
2C 的产品面对的是众多不同的消费者，消费者的需求和品牌感知因人而异。大部分消费者对产品的认知并不全面，企业可以通过营销来塑造差异化的定位和品牌形象，从而建立自身的忠实客户群体。尤其在一些与情感和品味相关的消费品类中，消费者的选择更加多元化。这为不同企业和品牌的生存提供了更多空间。

2B 的产品面对的是专业采购人，专业采购人更清楚地了解产品的特性与标准，更难受到营销的影响，并且具备更强的议价能力。比如，煤炭市场的买家会将各家公司热能煤的热含量、清洁程度和货运价格放在一起进行比较，选取性价比最高的一家。卖家获取超额回报的方式只能是在相同价格下提供更优质的商品，或在相同质量商品中提供更优惠的价格。

电商快递的客户是 B 端电商卖家，卖家可以通过后台清晰地对比各家快递的时效、丢包率等指标，快递服务的优劣极为透明，落后企业更难生存，竞争更为残酷。

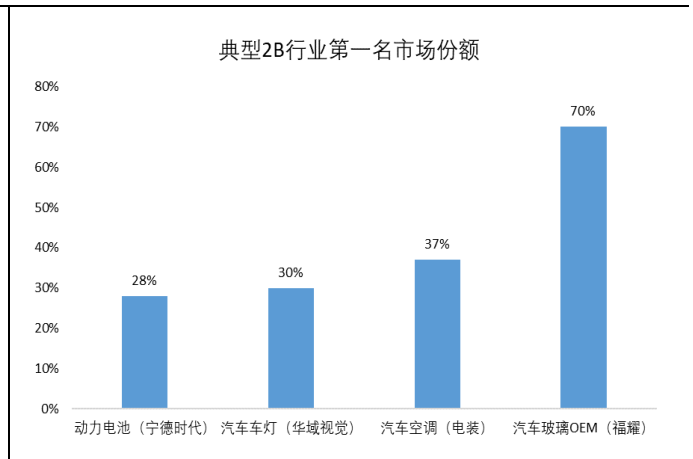
我们收集了一些 2C 行业与汽车零部件行业的第一名市占率。在 B 端付费的模式下，电商快递更像是汽车零部件行业，虽然不同消费者对车灯、空调等存在多元化的偏好，但作为产业链的一个环节，这些环节由厂家代替消费者做出成本最低、效率最优、最为普适的选择，而不是由消费者根据自身的喜好与感知做选择。

图 10：典型 2C 消费品行业第一名市占率较低



数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

图 11：典型 2B 工业品行业第一名市占率较高



数据来源：SNEresearch，前瞻产业研究院，公司公告，国泰君安证券研究院

2.2. 供给：强规模经济

2B 工业品的属性导致电商快递的需求容易向高效企业集中，而规模经济决定了企业之间的强者更强。

在《电商快递的春秋与战国》中，我们用历史数据展示了快递成本端极强的规模经济属性。而面向未来，市场普遍关心规模经济的天花板何时到来。当规模增加不再带来成本的下降，龙头企业是否还能够强者更强？

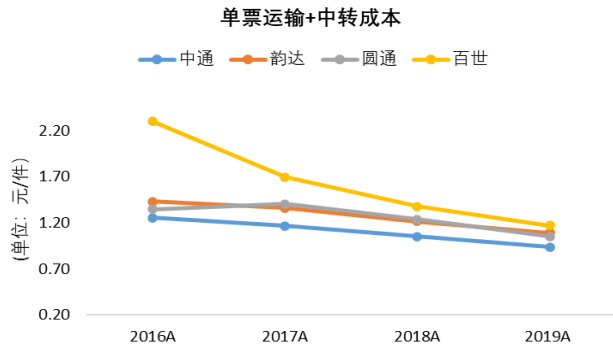
我们认为电商快递行业的规模经济远未到尽头，核心原因是两方面：

1. 行业在长期仍存在技术与模式创新的可能，尤其在末端环节；
2. 即使成本端规模经济走到尽头，规模经济仍可以在时效方面体现出来。

➤ 成本的规模经济

在过去几年中，我们看到不同企业的单件成本出现了差距缩小的趋同现象。如果单看这些成本曲线，似乎快递行业的规模经济在逐渐接近瓶颈，企业间的差异在逐步缩小。但若我们去看长期终局，规模经济对成本的影响是一次次从量变到质变的过程。在某一阶段，我们似乎认为规模经济达到了瓶颈，而随着技术和模式变革的不断创新，单件成本又迎来一次次的快速下降。

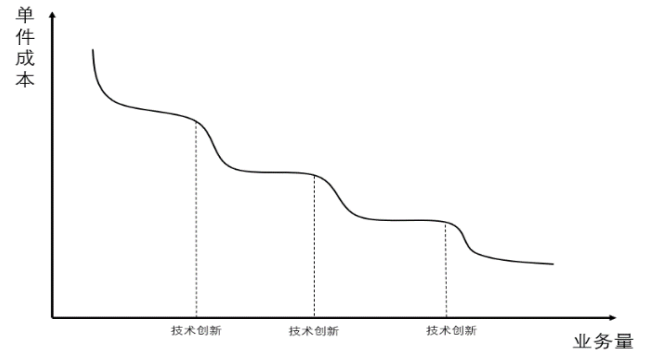
图 12：三年维度单件成本变化逐步趋缓



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

备注：申通快递历史口径有所不同，这里不做对比

图 13：十年以上维度成本曲线由趋缓与下降交替构成



数据来源：国泰君安证券研究院

在快递上市后的短短几年，我们就目睹了两次重要变化：2016-19 年，中转自动化设施的应用，带来了中转成本的快速下降；2019 年起，快递柜与驿站的快速推进，带来末端派送成本的快速下降。

当下，中国快递增速仍在 20% 以上；未来，中国快递具有超千亿件的巨大规模。高增长、大空间的土壤，将持续诱发技术与模式的创新。中国快递的效率虽然已经全球遥遥领先，但我们认为，目前末端效率仍处于变革初期，尚看不到规模经济出现瓶颈的迹象。

➤ 时效的规模经济

即使未来规模经济在成本方面遇到瓶颈，规模较大的企业仍可以在快递时效方面更胜一筹。

在相同的干线成本下，规模更大的企业发车频次更高；在相同的末端成本下，规模更大的企业派送频次更高；在路由设计方面，规模更大的企业可以拉直更多线路，减少转运次数，提高中转时效。

在电商快递行业，成本与时效都与企业规模相关。规模领先，是快递企业发展的大拇指原则。大部分电商卖家会在相同时效快递中选择最便宜的，在相同价格快递中选择时效最快的。这将推动行业集中度的持续提升。

2.3. 企业边界：高管理瓶颈

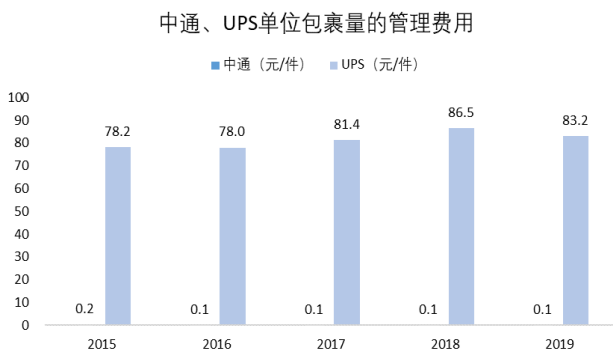
管理半径是制约许多行业走向高度集中的重要因素。而在中国电商快递

领域，得益于加盟制这一独特的组织模式，我们尚看不到管理瓶颈的极限。

平台型电商是去中心化的组织模式。用契约把更多的功能交给“卖家”来实现，既缩小了企业的边界，又把平台的管理边界扩大到接近无穷大。于是，平台型电商获得更大的市场份额，曾经的自营电商也转向开放平台，因为平台型组织，管理边界接近无穷大。

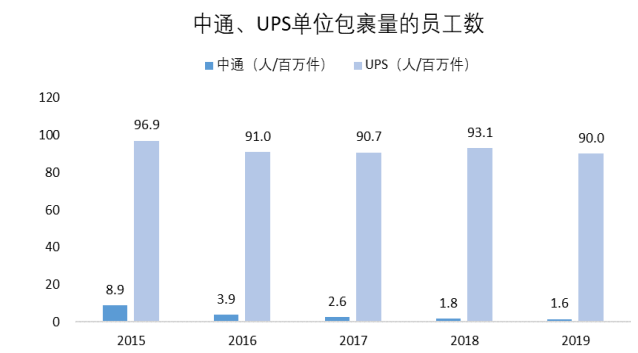
加盟制快递也是去中心化的组织模式。用加盟契约把网络底层功能交给加盟商来完成，缩小了企业的边界，简化了管理的职能，把管理边界扩大到接近无穷大。于是，年轻的中国加盟制快递龙头中通的业务规模和管理效率，远远超过了 100 年历史的 UPS。

图 14：中通、UPS 单位包裹对应管理费用差异显著



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 15：中通、UPS 单位包裹对应员工数量差异显著



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究院

纵观各个行业，我们暂未找到像中国电商快递这样，兼具“需求类工业品、强规模经济、高管理瓶颈”三大特征的服务业。

中国电商快递这个细分市场，具备走向极高集中度的基础条件。在经济学自然竞争视角下，企业要么持续提高效率，要么不断被侵蚀份额，不进则退。

3. 快递企业的战略选择

经济学视角下，电商快递具备“一家独大”的潜力，龙头企业将不断积累竞争优势，掌握主动权。而最终，行业是出现份额上一家独大的格局，还是出现份额适度集中、而价值一家独大的格局，则不仅取决于经济学规律，也取决于龙头企业的战略选择。

在份额上做到“一家独大”是经济学视角的最优，但未必是社会学视角的最优。龙头企业面临的考验，是如何在其中找到平衡。

此外，走向集中的路径也依赖于企业的主观选择。加盟制特殊的组织模式，加大了行业并购整合的风险，竞争或许是行业走向集中的最佳途径。

3.1. 终局：价值集中比份额集中好

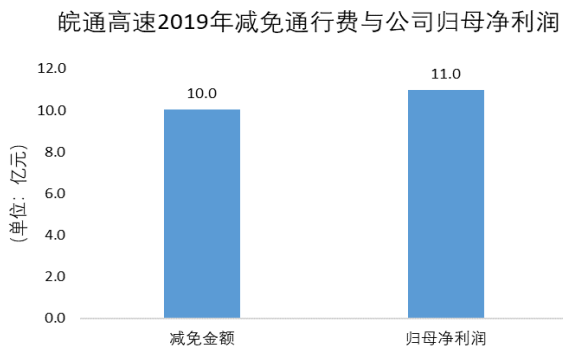
按照前述的经济学思维逻辑，电商快递市场竞争的自然演化结果，是高度集中，甚至可能是一家独大。

许多软件或互联网相关的商业模式，由于边际成本趋于零，市场竞争的自然演化结果，也相对容易走向一家独大。

但是一家独大意味着失去竞争，失去竞争将导致无法形成市场价格，所以垄断定价往往导致消费者与合作方的不信任，继而导致政府的介入。公路、快递柜、甚至外卖等高度集中的公用基础设施，往往会频繁引发舆论的压力与政府的干预，可以给企业的日常服务定价与长期股东回报率带来不可预测却又重大的影响。

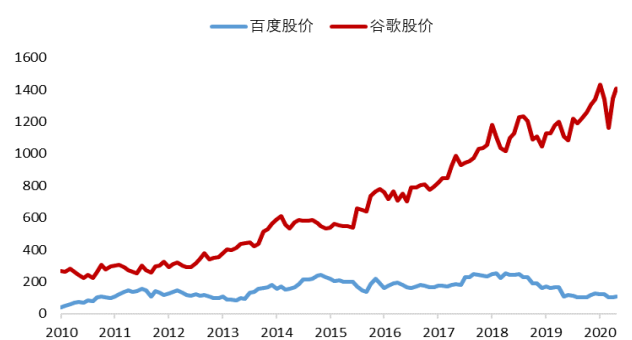
当滴滴收购了唯一堪称对手的优步中国，当丰巢收购了唯一堪称对手的速递易，企业的一举一动都会受到公众、媒体和政府的密切关注和多元解读。社会舆论的多元解读可以是客观或者不客观，严谨或者不严谨的。在普遍服务基础设施领域，政府对高度垄断企业的干预是常见的，政策尺度是难以推导的，对企业定价和股东回报的压制往往是长期的。

图 16：政府干预下，皖通高速每年减免通行费接近利润额



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 17：谷歌退出中国后谷歌和百度股价变化差异显著



数据来源：Wind，公司公告

在现代社会，独家垄断对于股东而言，如果不是危险的，起码是不太明智的。

按照电商快递行业的商业属性，在行业价格相同时，龙头企业可以通过更低的成本获得更高利润率；在行业成本相同时，龙头企业可以通过更好的时效获取更高的价格，从而也能够获得更高利润率。

这意味着，龙头企业的利润份额，自然高于市场份额。考虑竞争优势带来的估值溢价，龙头企业的股东回报份额，应进一步高于利润份额。

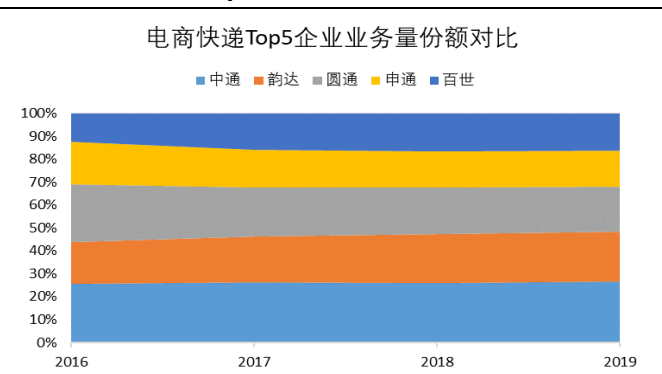
虽然经济学推导揭示了电商快递走向高度集中的商业属性，但龙头企业也许不应追求市场份额一家独大的终局。

在电商快递行业，社会学和经济学的最优均衡点，也许是份额的适度集中和有价值的高度集中，即业务量集中度 < 利润集中度 < 市值集中度。

龙头企业或许仅仅以 30-40% 的市场份额，便可赚取行业 50-60% 的利润，并占据行业 70%-80% 的市值。

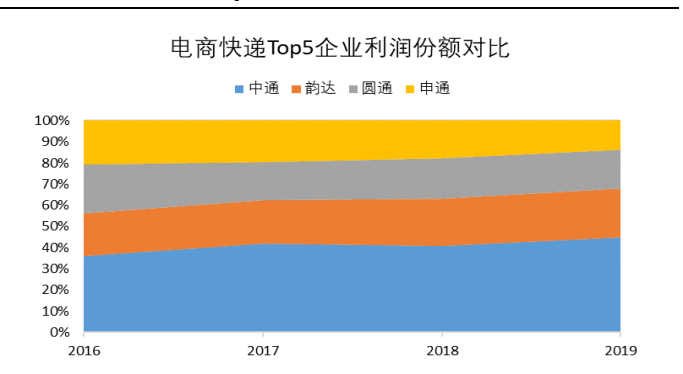
事实上，集中度的几重放大已经在春秋时期有所体现。随着战国时代的推进，利润和市值的分化可能会进一步加剧。

图 18：电商快递 Top5 企业业务量份额较为均匀



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 19：电商快递 Top5 企业利润份额更加集中



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究院

3.2. 路径：竞争比并购好

加盟制快递走向高度集中的过程存在两条实现路径：1. 市场主导的持续高强度竞争，高效公司在长跑中胜出；2. 快递企业间通过合并实现集中度提升。

我们认为，通过竞争提高集中度的过程是当下更为现实的路径。原因在于，加盟制快递的独特组织模式，大幅提升了行业并购的风险。

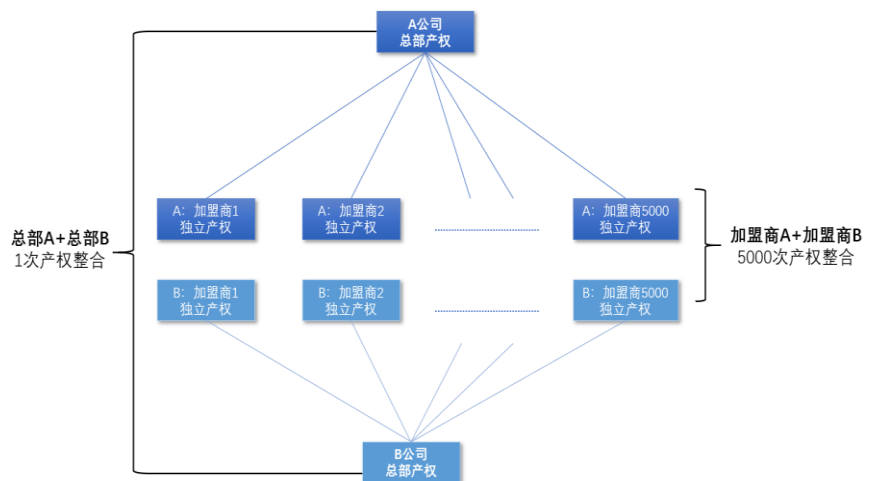
我们在《快递直营制与加盟制的理论研究初探》中提出：加盟制快递的底层产权制度基础，是将整个网络的产权，分割成一个个独立、可交易的特许经营权。

独立、可交易的特许经营权制度，解决了管理中的激励和优胜劣汰问题。加盟商自行投入、自担风险，能力较强的加盟商通过投资和经营提升了特许经营权的价值，竞争力不足的加盟商低价出售经营权，把经营权转移给更具投资意愿和经营能力的加盟商。

但恰恰是“可交易的特许经营权”组织模式，与产权独立性的要求，是并购整合中的主要风险来源。

Top5 企业都已经发展起覆盖全国的加盟网络，仅一级加盟商，每家约有 3000-5000 个。若两家企业合并，不仅仅是一次交易、一次整合，而是大约 5000 次交易，5000 次整合，整合的过程将极其复杂。这意味着整合难以在短期内完成，大概率需要较长时间。

图 20：产权分割导致加盟制企业并购整合困难



数据来源：国泰君安证券研究

整合方式有两种：

1. 双品牌运营,先整合干线,再整合加盟商。如果两家快递企业控股权合并后,前几年维持双品牌双网络而只整合干线资源,后期将加盟商逐一合并,在操作层面并非不可行。但在这个过程中,将产生特许经营权价值反向波动的风险:原弱势品牌的特许经营权会因为干线实力的差距缩小而升值,但强势品牌的特许经营权价值会因为服务品质优势缩小而贬值。这将影响加盟商的产权价值,从而影响企业与加盟商之间的长期信任。
2. 将其中一家进行直营化改造,收购加盟商产权,再择机将资产注入另一个加盟体系。在这个过程中,直营化改造对整个网络效率的影响是最大的风险。如果直营化改造影响了全网效率与业务量,收购产权与注入产权两次交易之间的价格风险将由收购方总部承担。

无论是何种方式进行合并,核心阻碍都在于影响加盟商产权独立性,诱发难以量化的平台组织风险。

加盟制快递整体的竞争实力,不仅靠总部的投入和运营去创造,也高度依赖于全网加盟商持续的再投资。加盟商再投资的前提,是加盟商与总部之间长期合作中建立的信任。

并购大概率将影响到加盟商的产权独立性,降低网络的稳定性与信任,因而是应该被谨慎看待的进化路径选择。

尽管基于有限的理解,我们判断并购存在较大的风险,但是集中度提升带来的吸引力和压力巨大,我们并不能排除企业主观选择并购的可能。

按照上述框架,如果未来出现以下两个条件,发生并购的概率相对较大:

1. 被并购方加盟商的回报率逐年下降,特许经营权的价值趋于零;
2. 出现两家相互竞争的潜在收购方,且收购足以导致份额排名互换。

如果我们上述分析是正确的,那么:

1. Top5 公司须在经营与资本两方面持续改善,力争上游,不进则退;
2. Top3 公司未来可能成长为基础设施领域的寡头公司,需要做好迎接全面监管的准备,保持与其市目标市场地位匹配的价值观和社会责

任。

4. 电商的物流战略选择

部分资本市场与产业界朋友并不认为电商快递行业最终将走向极高集中度的格局，其另一个重要的原因在于大家对电商企业主观行为的两个判断：

1. 电商企业将会“扶弱抑强”：电商企业对快递行业的格局有干涉能力，电商企业不会接受快递一家独大的格局，因而会持续“扶弱抑强”；
2. 电商将推动快递“阵营化”：如同冷战铁幕，电商企业将拥有并控制属于自己的快递企业，并阻碍快递企业“一家独大”。

上述基于博弈思维的推理，在商业史上不乏现实案例。但是我们认为这与电商企业长期物流战略的初衷相矛盾，带来的长期代价较大，因而难以在平台式的电商与快递生态真正落地执行。

电商企业物流战略的初衷是降低社会“物流费用”，充分享受低成本、高效的物流基础设施，在此基础上创造更多的电商交易，促进电商生态的持续繁荣。

平台式的电商与快递生态决定了，降低“物流费用”的有效方法，是降低物流生产要素的“交易费用”，使市场在开放与充分竞争中持续高效自我进化。而“扶弱抑强”和“阵营化”都将阻碍快递行业要素流动与充分竞争，从而在长期阻碍电商企业的繁荣发展。

4.1. 电商的初衷：降低“物流费用”

市场容易看到电商对快递的重要作用，却往往容易忽视快递对电商的重要作用。事实上，中国繁荣领先的电商，离不开高效、低成本且持续进化的快递体系的支持。

➤ 过去十年：快递进化，助力中国电商重塑百货供应链

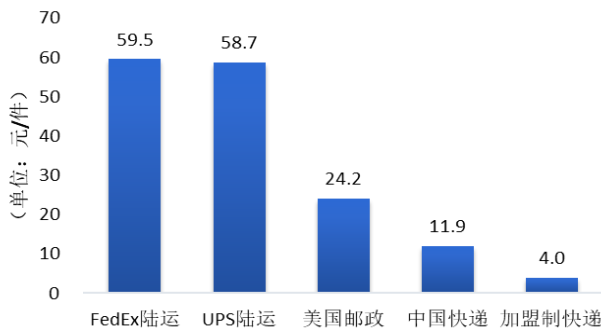
美国邮政最便宜的快递成本高于 20 元人民币，而中国加盟制快递已将

单件快递价格从十年前的 10 元以上降至目前的 5 元以内。在义乌等电商集中区域，加盟制快递甚至降价至 2 元以下。

如此低成本的快递体系，深刻改变了中国百货品类的供应链。长尾商品实现产地直发，流通环节库存降低，消费者享受更实惠的商品价格与服务，电商繁荣倒逼线下百货改革与转型。

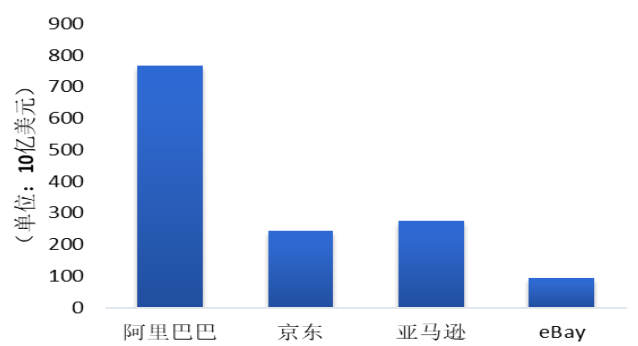
在如此低成本且高效的快递基础设施上，中国的电商规模才能够一骑绝尘，领先全球。

图 21：中国加盟制快递成本遥遥领先（2018）



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 22：中国电商规模遥遥领先（2018）

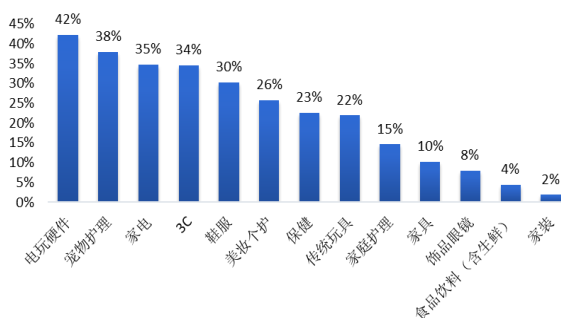


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究院

➤ 未来十年：快递进化，助力中国电商重塑生鲜供应链

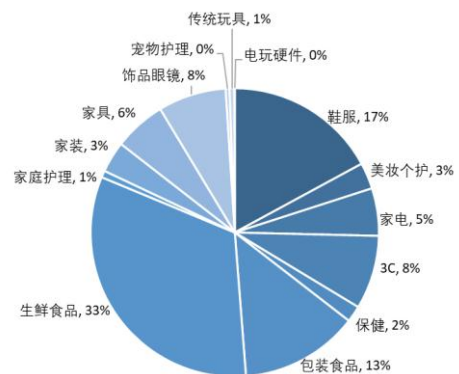
而当下，电商对中国零售供应链的重塑远未到尽头——占居民消费 33% 的生鲜食品市场仍有巨大的改善空间。降低电商“物流费用”，进入了一个新的阶段。

图 23：食品生鲜电商渗透率仍较低(2019)



数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

图 24：居民消费品类中，生鲜食品占比达到 33%（2019）



数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究院

电商重塑生鲜零售供应链并非完全依赖于长距离快递。店配、仓配、快递三种不同的物流解决方案适用于不同的生鲜品类与需求类别。

图 25：生鲜零售供应链三种解决方案示意图



数据来源：国泰君安证券研究

长距离快递（不含冷链）目前主要适用于根茎类蔬菜、非热带瓜果、包装肉类、地方特色农产品等品类。在当前的快递成本下，消费者通过增加购物的计划性提前购买，已经可以享受低成本产地直达的实惠价格。

未来，随着包装技术的进步、快递规模经济的进一步提升，越来越多的农产品种类可以通过长距离快递实现产地直达，减少中间环节，为消费者提供实惠，为农民增收增利。

电商需要的低成本快递体系，进化尚在中途。未来快递体系进化的速度与结果，将直接影响电商的渗透率与市场规模，以及重塑生鲜产业链的可能性。

4.2. 现实的途径：降低“交易费用”

带着降低“物流费用”的初衷，最初电商企业面对两种截然不同的选择：

1. 遵从“有形之手”，自上而下地设计、创造、整合或控制一个物流体系；
2. 遵从“无形之手”，降低生产要素的“交易费用”，使市场在开放与充分竞争中自我进化。

中国错综复杂的地理环境与巨大的城乡差异，使“有形之手”设计这一复杂快递系统的试错和管理成本极高。

对于一个平台型电商而言，利用“无形之手”具有天然优势。电商平台上千万的卖家努力经营自己的生意，自担风险，每个卖家会根据自身的需求“用脚投票”，选择最合适自己的快递服务商，市场的“无形之手”代替“有形之手”筛选出最高效的快递供给。

十年前，阿里巴巴充满智慧地选择了“无形之手”主导的物流战略，开放竞争，创造了全球范围内，“交易费用”最低的电商物流平台。

在这个平台上，物流行业的生产要素以较低的“交易费用”自由流动，使快递体系效率迅速提升。具体而言，物流生产要素的自由流动，主要体现在三方面：

1. 卖家自由选择快递服务商，使需求自由向高效快递企业集中。
2. 加盟商自由选择快递平台，使行业资金与人才自由向优秀快递企业集中。
3. 菜鸟推行电子面单和三段码，成为行业统一标准的数字化基石，降低了各个环节的“交易费用”。

在这样的体系中，民营企业得以充分发挥聪明才智与主观能动性，在过去十几年互相学习、互相追赶，提供了全球成本最低、效率最高、产能弹性最大的快递体系，支撑了中国电商的飞速发展。

在如此高效进化的快递体系上，“扶弱抑强”或“阵营化”的博弈策略都将阻碍行业内生产要素的自由流动，限制平台上无数卖家“用脚投票”的权利，提升“交易费用”，从而阻碍快递的效率和创新能力，提升快递成本。这是博弈策略看似具有吸引力，实则难以落地的重要原因。

随着电商竞争的加剧，电商可能会产生控股快递公司的意愿。电商拥有市值和产业链上游的优势，因而具备了把意愿变为行动的能力。但控股并不代表经营层面的排他，如果控股后在经营层面以邻为壑地实施“阵营化”，将降低社会基础设施的效率，电商业务反而会受到更大阻碍。

同时，被收购快递公司未来加盟制网络的管理风险将加大。如果此类事件发生，我们认为最终胜出的，仍然是网络效率最高、网络生态最健康的快递公司。

利益的博弈往往只是生态演进过程中的插曲，以消费者利益最大化为目标，效率最大化才是生态演进的方向。

综上，我们认为快递战国演进的终局，是电商与快递分工明晰各司其职的终局，是降低交易费用促进工农产品流通的终局，是开放竞争实现规模经济与消费者选择最大化的终局。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格**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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

本公司利用信息隔离墙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作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		