

行业研究/专题研究

2020年12月17日

行业评级:

交通运输 增持(维持)
仓储物流 增持(维持)

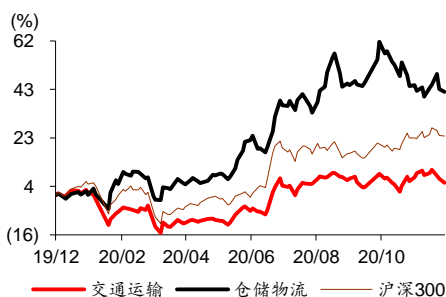
沈晓峰 SAC No. S0570516110001
研究员 SFC No. BCG366
021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

袁钉 SAC No. S0570519040005
研究员 SFC No. BPL233
021-28972077
yuanding@htsc.com

相关研究

- 1 《交通运输：行业周报（第五十周）》2020.12
- 2 《交通运输：行业周报（第四十九周）》2020.12
- 3 《交通运输：行业周报（第四十八周）》2020.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

加盟制如何破局?

快递研究笔记之二

加盟制快递如何破局?

加盟制创造了电商与快递行业的中国奇迹。加盟/直营是组织成本和服务溢价的抉择，降低成本的国际惯例与中国特色的生态系统遥相呼应。以面单为货币基础，总部与加盟商形成独具特色的央地关系。“管道化”与“内卷化”酝酿着风险，“新商流”与“新物流”孕育着机会。我们建议坚守龙头企业，静待竞争结构变化和新业务突破。

立足当下：加盟制的惯例与特色

加盟/直营是组织成本和服务溢价的抉择，前者对应组织成本最小化，后者意味服务溢价最大化。伴随组织成本和服务溢价的变化，“最优”商业模式在加盟/直营间动态演绎。资源社会化意味着寻求边际成本定价的外部资源，对制度成本的套利或是“国际惯例”。加盟制通过交易链接经济的合规与非合规部门，并借助个体的社会网络（私域流量）低成本获客与柔性定价。加盟体内部则形成监督和执行成本都很低的“熟人社会”。

回顾历史：基于面单的生态演绎

面单是加盟制快递生态的“名义货币”。加盟制总部通过增速目标（“货币政策”）和转移支付（“财政政策”）实现宏观调控，盈利源于面单费（“铸币税”）。加盟商承认总部的铸币权和二次分配权，以此交换区域自治权（品牌授权/网络支持/剩余索取权）。网络为王，网络深度与大加盟商先发致胜；成本为王，成本领先与价格竞争后发先至；产品为王，精益管理与服务溢价强者恒强。

展望未来：机遇与挑战并存

互联网巨头对物流的渗透持续增强，“管道化”与“内卷化”的挑战隐现。借助难以复制的资源禀赋，极兔将竞争引入持久战，而丰网和京喜为代表的新势力亦摩拳擦掌。社区团购基于团长为核心的加盟生态，证明了生鲜深度线上化的可能性，投资者开始憧憬快消品和农业渠道革命。内卷化的加盟快递市场，供给创造需求或是湮灭出清考验着企业家精神，破局的机遇与挑战并存。

投资策略：坚守龙头企业

快递的需求属于消费者服务（2C），消费习惯的迁移带来长期的件量增长（线上渗透率提升）；但卖家付费的商业模型（2B）降低了定价权，盈利周期与情绪周期放大了股价波动。考虑极兔等新进入者，我们预计2021年电商快递竞争仍然激烈，但最坏的时候或已来临；建议坚守龙头企业，静待竞争结构变化和新业务突破。

风险提示：行业增速低于预期、成本膨胀、价格战、新业务风险。

正文目录

引言：中国电商与快递奇迹	3
当下如何审视?	4
组织成本与服务溢价的抉择	4
国际惯例与成本优化	5
中国特色与生态系统	7
历史如何演绎?	9
加盟 1.0：网络为王，先发致胜	9
加盟 2.0：成本为王，弯道超车	10
加盟 3.0：产品为王，强者恒强	12
未来如何破局?	14
挑战之一：巨头入侵管道化	14
挑战之二：低端市场内卷化	15
机遇之一：社区团购新商流	16
机遇之二：综合物流新时代	18
交易策略的探讨	20
行业属性与投资策略	20
风险提示	21

引言：中国电商与快递奇迹

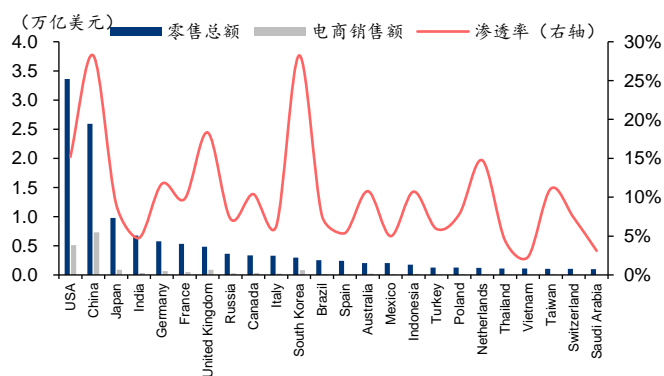
“如果大家讲电子商务在中国是一个奇迹，在世界是个奇迹的话，我个人认为，物流行业才真正是中国过去十年诞生的最了不起的奇迹。我们在过去的十年，超过了美国近一百年的积累，这其实是非常了不起的。在全世界很少有一个国家，能够在短短的十年以内，几乎无处都可以送到。”

——马云 2016 全球智慧物流峰会演讲

2019年，中国零售总额/线上零售总额分别为 25937/7324 亿美元，分别位居全球第二和全球第一；电商渗透率 28.2%，在主要国家中和韩国并列第一（注：数据为欧睿口径，小于统计局口径）。庞大的电子商务市场孕育了阿里巴巴（BABA US）、拼多多（PDD US）、京东（JD US）等互联网巨头。

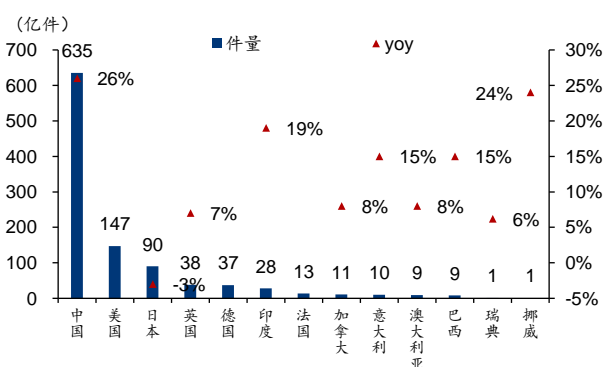
伴随线上零售发展，中国快递业（尤其是占据主体的加盟制快递）引领全球。根据 Pitney Bowes 数据，2019年中国快递件量达到 635 亿件，占全球十三个主要国家的 62%，业务收入达到 7500 亿人民币（美国同期快递件量为 147 亿件，收入 1300 亿美元）。中国快递企业仅用 20-30 年，市值就已接近海外拥有 50-100 年历史的头部企业。以加盟制龙头中通为例，2009-2020 年，公司件量增长近 200 倍（0.89 亿件=>约 170 亿件），市值增长超过 6000 倍（0.26 亿=>约 1700 亿）。

图表1：全球主要国家电商销售额及渗透率（2019）



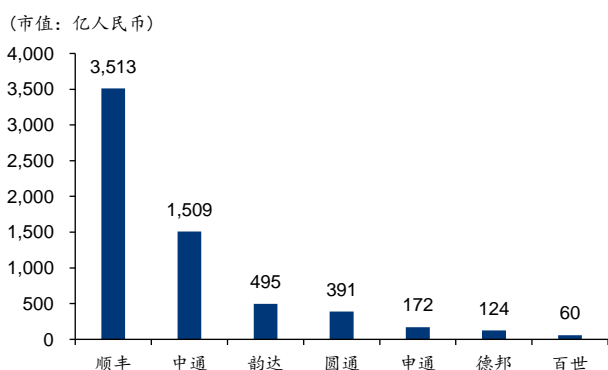
资料来源：欧睿国际、华泰证券研究所

图表2：全球主要国家快递件量（2019）



资料来源：Pitney Bowes、华泰证券研究所

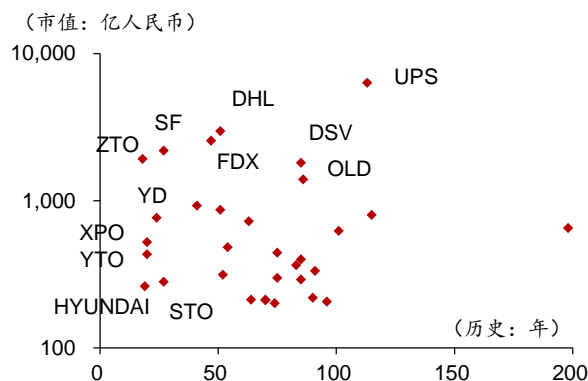
图表3：中国主要快递企业市值对比（2020/12/16）



注：顺丰控股（002352 CH）、中通快递（ZTO US）、韵达股份（002120 CH）、圆通速递（600233 CH）、申通快递（002468 CH）、德邦股份（603056 CH）、百世集团（BEST US）

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：中国物流企业成长速度领先全球



注：日期基准为 2020/01/20，以剔除疫情影响，UPS（UPS US），FedEx（FDX US），DHL（DPW GY），OLD（ODFL US），DSV（DSDVY US），XPO（XPO US），HYUNDAI（086280 KS）

资料来源：Wind、华泰证券研究所

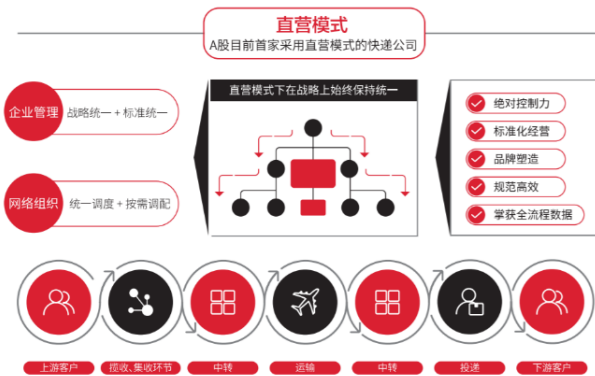
当下如何审视？

加盟/直营是组织成本和服务溢价的抉择，前者对应组织成本最小化，后者意味服务溢价最大化。伴随组织成本和服务溢价的变化，“最优”商业模式在加盟和直营之间动态演绎。资源社会化意味着寻求边际成本定价的外部资源，而内部资源往往基于平均成本定价；对制度成本的套利广泛存在，我们认为是“国际惯例”。加盟制的中国特色在于，通过交易链接经济的合规与非合规部门，并借助个体的社会网络（私域流量）低成本获客与柔性定价；加盟体内部则形成监督和执行成本都很低的“熟人社会”。加盟体与总部基于面单货币化与证券化，在竞争中实现“优胜劣汰”，形成健康的生态系统。

组织成本与服务溢价的抉择

直营（自营）即快递企业总部以自有品牌完成快递服务；加盟（特许加盟）即总部将品牌授权给加盟商完成快递服务的部分环节（收派为主）。市场的广泛认知是“顺丰、德邦和中国邮政（未上市）属于直营模式，通达系属于加盟模式”。实际上，顺丰伙伴计划、德邦事业合伙人和邮政劳务外包都借鉴了加盟制的经验，以此强化成本控制和人员激励。

图表5：顺丰控股直营模式



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表6：中通快递加盟模式



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

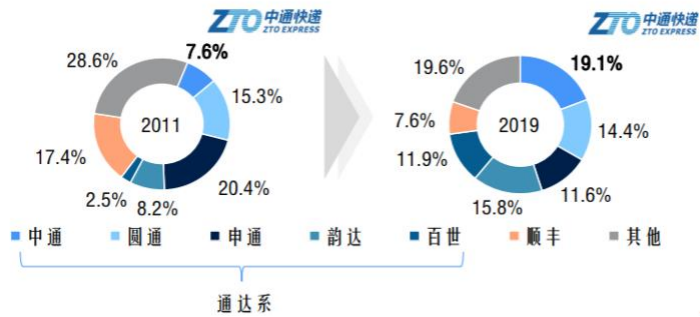
根据隐山资本合伙人董中浪先生的观点（全球智慧物流峰会：2019），组织成本与服务溢价的匹配是商业模式成立的前提。高组织成本的直营模式依赖高服务溢价传导（高端产品/核心区域），低组织成本的加盟模式则适应低服务溢价场景（低端产品/非核心区域）。随着服务溢价和组织成本的变化，“最优”商业模式在加盟和直营之间动态演绎。过去十年（2010-2020），加盟组织成本与直营服务溢价同步下降，表现为直营模式市场份额下降（艾瑞咨询：2011/2019 加盟制件量份额分别为 34%/20%）。我们分别以“代收货款”和“电子面单”为例讨论如下：

（1）服务溢价的下降：代收货款。电商发展的早期，线上支付流程繁复且退款困难（由此诞生了支付宝），消费者往往要求货到付款；加盟模式代收货款管控困难，履约成本和经营风险都很高。京东自建物流的初衷是加速现金周转降低财务风险。随着消费者线上支付习惯的养成和退货便利化，直营模式“代收货款”的服务溢价显著下降。

（2）组织成本的下降：电子面单与菜鸟指数。2014年，菜鸟联合14家主流快递公司推出公共电子面单平台，奠定了快递行业信息化的基础。加盟模式依赖多主体协同，纸质单据致过程难以跟踪（责任划分困难），往往被动寻求以罚代管。以信息化为支撑，菜鸟网络2015年7月正式推行菜鸟快递指数评价体系（包含品牌认知、物流时效、派件服务、用户评价、包裹追踪等五大环节，又可细分为总部指标与网点指标），推动加盟制快递提升全链路服务品质。

图表7： 直营模式市场份额持续下降

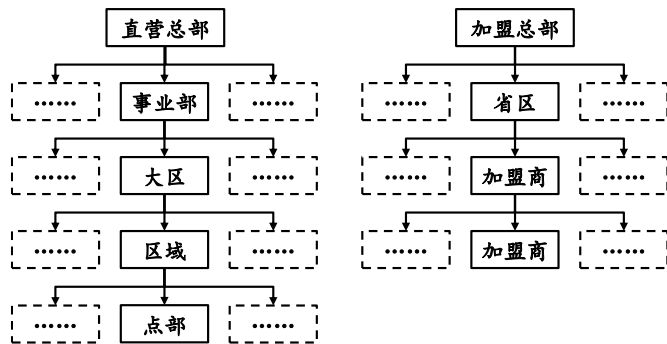
(包裹量市场份额)



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

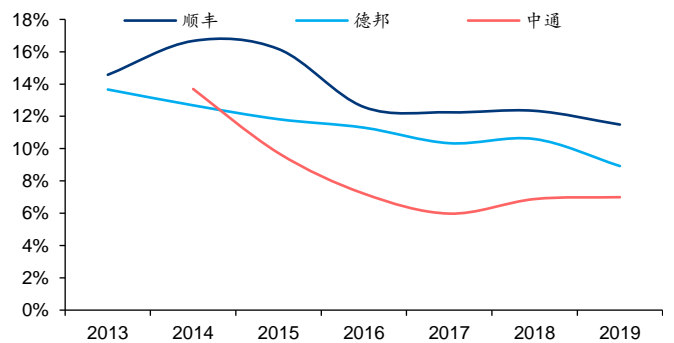
快递企业需要满足客户单点/多点发全国 (C2C 网络型/B2C 仓配型) 的需求, 这需要很高的网络覆盖度。截止 2019 年底, 全国约 3.9 万个乡镇快递覆盖率达 96% (邮政局); 国内一线快递网点数量约 2-3 万个, 覆盖几乎全部县级以上城市和主要乡镇。若采用直营模式, 考虑每一级有效管理边界 10-15 人, 则需要五级架构 (德邦: 总部=>事业部=>大区=>区域=>点部)。中通 2019 年底网点约 3 万个, 通过省区即可管理 4800 个一级加盟商, 全网理论上仅需四级架构 (总部=>省区=>一级加盟商=>点部)。因此, 加盟制的组织成本显著低于直营制, 表现为更低的费用率。

图表8： 直营模式和加盟模式组织架构差异



资料来源：华泰证券研究所

图表9： 加盟制管理效率高于直营模式



注：数据为销售+管理费用率

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

国际惯例与成本优化

(1) 资源社会化：市场交易成本<内部组织成本

根据科斯的观点, 企业的边界取决于市场交易成本和内部组织成本的比较。组织成本基于平均成本度量, 但若市场上存在闲置资源, 外部交易成本将可能基于边际成本定价 (另一种情况是外部资源效率更高)。下沉市场 (尤其是乡镇) 件量分散且消费者对服务要求不高 (价格敏感), 外部资源的成本显著低于自建资源。中通免喜超市融合快递站点和服务业态, 降低末端派送成本的同时提高网点收益。

从更广义的维度, 三方物流 (相较自建物流) 的逻辑和加盟制资源社会化并无本质差异。2019 年 11 月, 唯品会 (VIPS US) 关闭自营品骏快递, 外包予顺丰特惠专配产品 (边际成本定价的大网填仓件), 单位履约费用持续下降。

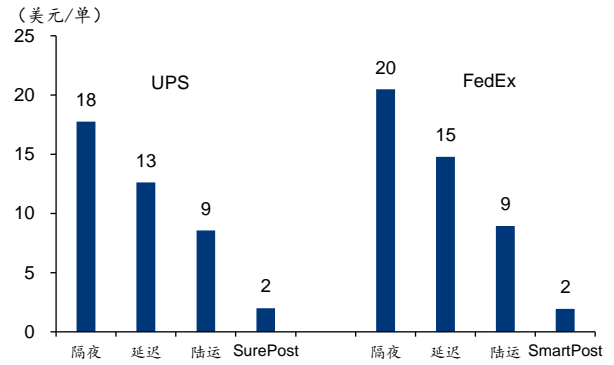
即使高度重视服务品质的国际快递, 资源社会化亦不罕见。以 FedEx 为例, FedEx Express 以直营模式经营高端航空件, FedEx Ground 则以加盟模式经营低端陆运件 (FedEx Ground 前身是 Roadway Package System, 后被 FedEx 收购), 其定价仅为高端航空件的一半左右。而通过将末端派送外包给 USPS, FedEx SmartPost 和 UPS SurePost 实现了价格带的下沉。

图表10: 中通兔喜快递超市(乡镇门店)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表11: UPS和FedEx国内产品价格(2019/2020FY)

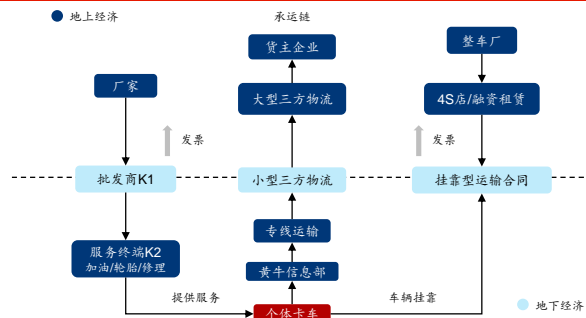


资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

(2) 规避制度成本: 社保 VS 工会

根据路哥创始人冯雷的观点(《物流生态升级与平台定位/2017》), 中国公路运输呈现地上地下的“双层结构”: 1) 地上部门可开具发票, 受到政府承认; 2) 地下部分满足社会需求, 但存在土地、社保、税务等合规风险, 游离于体制外。因此, 中国物流企业(尤其中小企业)规范性普遍较差, 合规经营成本很高。以社保为例, 假设加盟制快递全网 20 万人(含快递员), 社保成本 5000 元/年/人, 10 亿级的成本是不小的负担。加盟制则实现地上(快递总部)和地下(加盟商)的连接, 规避了大量成本。

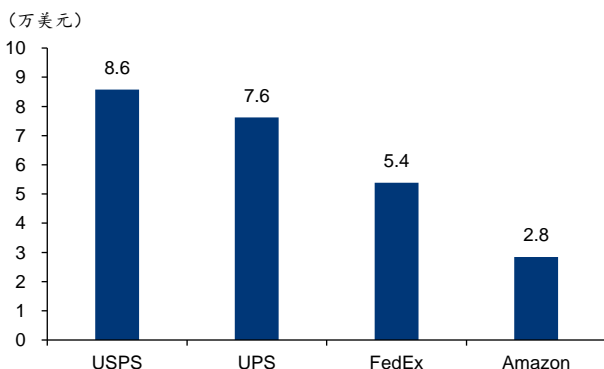
图表12: 公路货运的“地上”与“地下”



资料来源: 《物流生态升级与平台定位/2017》、华泰证券研究所

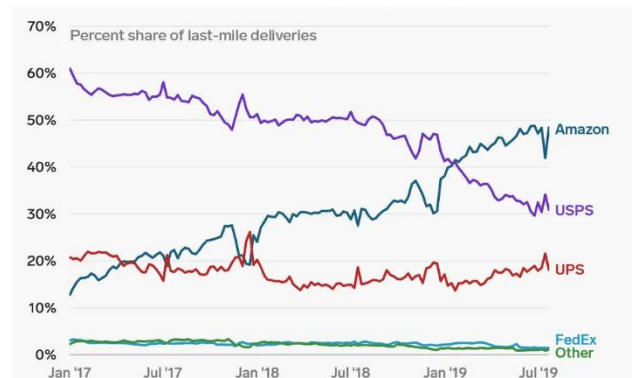
在发达国家, 对制度成本的规避同样普遍存在。美国三大快递 (FedEx/UPS/USPS (未上市)) 工会势力强大, 高昂的人工成本推高快递价格, 且周末派送存在限制。亚马逊 (AMZN US) 自建物流规避工会成本 (亚马逊无工会), 2019 年在美国派送的件量同比增长 155% 至 19 亿件 (Pitney Bows), 其电商自营业务同期终止了和 FedEx 的合约。

图表13: 亚马逊人均薪酬低于美国三大快递 (2017)



资料来源: 美国财政部、华泰证券研究所

图表14: 亚马逊包裹量派送结构



资料来源: 乐天咨询、华泰证券研究所

中国特色与生态系统

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。即快递服务在物理空间上为链状结构，而酒店/零售等连锁业态则呈现点状结构。即使局部市场，庞大的网络才能满足客户点发全国的需求。因此，除了有限的区域内业务，跨区快递服务依赖于总部和若干加盟商协作（类似于铁路跨局列车）。以面单为核心，加盟制低成本解决了外源融资、柔性定价、内部管理等诸多难题，形成了中国特色的加盟制快递生态系统。

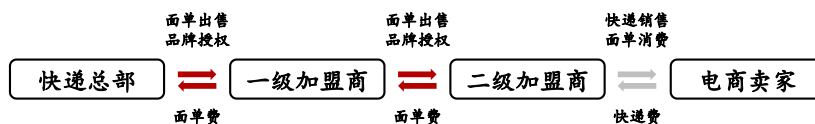
图表15：网络型快递业务流程



资料来源：亿欧、华泰证券研究所

(1) 面单流转：面单即“快递服务中用以记录收发件人、产品重量价格等信息的单据”。传统面单为纸质多联单，在菜鸟网络和邮政局的大力推广下，电子面单现已成为主流。对买家（收货方）/卖家（发货方），面单扮演了商标的功能，同时承载了物流信息。在直营快递内部，面单即纸质物料（成本项），功能颇为简单；但在加盟制网络内，面单交易实现总部向一级加盟商，加盟商向次级加盟商的品牌授权（类似于制造业贴牌）。面单费也是加盟制快递总部的主要盈利来源，即面单在加盟制生态中扮演了名义货币的功能。

图表16：快递面单的流转



资料来源：华泰证券研究所

(2) 外部融资：中国民营快递诞生于上世纪 90 年代初，融资难度很大（09 年新邮政法才赋予民营快递合法身份）。加盟制（费用包干制）很大程度上是“发不出工资就不发工资”的被动选择。从全网角度，特许加盟可视为特殊的“少数股权融资”：对外加盟（融资）=>业务扩张（市值增长）=>新加盟商加入（新一轮融资），循环往复；面单费预付制则实现了总部向加盟商的短期债务融资。“炒网点”相当于建立了网点（加盟权）的二级交易市场，即虚拟资产证券化和有限泡沫化（金任群：通达系快递路向何方/2019）。加盟商的有序换手，既满足了产业资本的退出需求，又实现了加盟商的优胜劣汰。时至今日，随着通达总部上市反向收购加盟商，加盟制的融资功能趋于淡化。

(3) 柔性定价：作为一种物流服务，快递产品呈现零库存（即时出清）、相对同质化（市场竞争激烈）、SKU 复杂（路由、货品、规模等）、共同成本（分摊困难）等特征，柔性定价的难度非常大（可参考航空客运收益管理）。加盟模式下，总部根据自身战略目标，确定加盟商任务指标和罚款奖励政策，并将部分权限下放给省区；加盟商争取总部支持，并根据政策和市场情况，自行灵活定价。总部“定政策”和加盟商“要政策”产生内部博弈，各品牌加盟商在区域市场的博弈生成市场价格，解决了中心化定价的难题。加盟商通过自身社会关系（即互联网语境下的“私域流量”）和网络品牌获客，降低了总部获取客户的成本（总部市场部也会向大客户直销，但中小客户主要依赖加盟商获客）。

(4) 内部管理：加盟商内部则是典型的“熟人社会”（如亲友关系），大幅降低了信任和监督成本，甚至无需契约化管理。在快递旺季，普遍的场景是全家一起上阵，管理形态和通常意义上的企业有很大差异。自激励的驱动下，加盟商持续降低成本，实现利润的最大化。“在中国自己做老板是 24 小时都在想怎么赚钱，给公司干便少了积极性，给公司干和自己干潜能的发挥天壤之别”。（尹军平：钟鼎深耕物流供应链的这 7 年/2017）

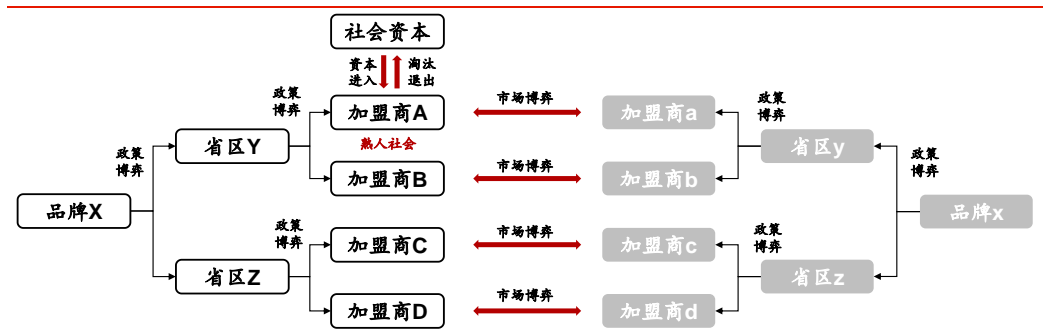
(5) 生态系统：以面单为核心，加盟制快递总部和加盟商形成了独特的央地关系：1) 总部（中央）主要盈利源于面单费（铸币税），件量增速（货币政策）管总量，有偿派费、罚款返利等（财政政策）调结构；2) 加盟商（地方）承认总部的铸币权和二次分配权，以此交换品牌授权、网络支持和剩余索取权（区域自治权）。“教科书般的金融工具的创造和应用，从最初的众筹众包、到虚拟资产证券化、到有限规模的泡沫化，然后是资本市场的标准融资并实现 IPO，进而获得更多的融资工具和手段，环环相扣，一气呵成。”（金任群：通达系快递路向何方/2019）下一章，我们详细讨论加盟制快递演绎的三个阶段。

图表17： 加盟制快递发展脉络

发展阶段	面单	枢纽路由	核心驱动力	总量（货币）特征	结构（财政）政策	竞争特征
加盟制 1.0	纸质	加盟商	网络	信用货币	无为而治	先发优势
加盟制 2.0	纸质	总部	成本	金属货币	转移支付	成本领先
加盟制 3.0	电子	总部	产品	电子货币	精准施策	服务溢价

资料来源：华泰证券研究所

图表18： 简化的加盟制生态结构



资料来源：华泰证券研究所

历史如何演绎？

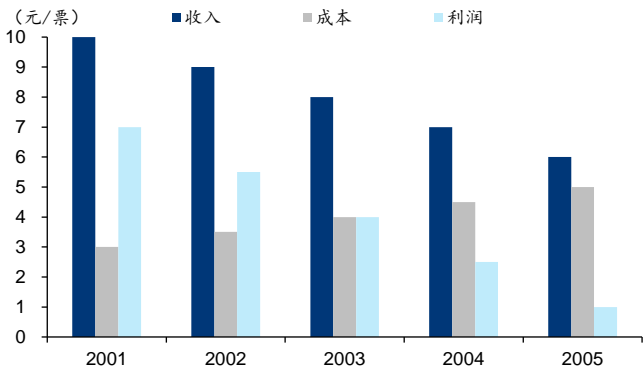
面单是加盟制快递生态的“名义货币”。以面单为核心，加盟制快递总部和加盟商形成了独特的央地关系：1) 总部扮演宏观调控职能，件量增速和转移支付分别对应总量性“货币政策”和结构性“财政政策”，盈利源于表现为面单费的铸币税；2) 加盟商承认总部的铸币权和二次分配权，以此交换区域自治权（品牌授权/网络支持/剩余索取权）。在网络为王的时代，网络先发优势与大加盟商开疆拓土扩张版图，先发致胜。在成本为王的时代，以干线分拨直营化为基础（中央集权），成本领先与价格战扩张市场份额，后进者弯道超车。在产品为王的时代，精细化管理与服务溢价夯实产品力，强者恒强。

加盟 1.0：网络为王，先发致胜

早期的加盟网络是类似“六国合纵”的松散组织。总部并不控制分拨中心和干线运力等核心资产，主要负责加盟招商、内部协调等事宜。除所在区域外，总部对全网的控制非常有限（全网虚拟股份稀释严重），加盟商倒戈的状况时有发生（甚至引发治安事件）。总部收入和利润主要源于面单费，铸币税机制导致总部天然有超发面单的倾向，引发经济学上的通货膨胀，表现为末端价格战。

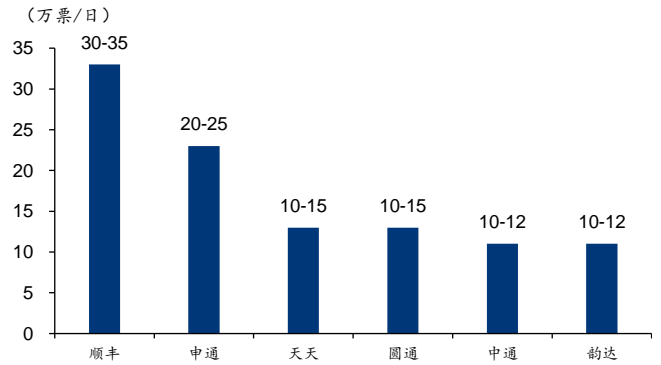
以通达系起家的江浙沪文件快递为例，单票价格从 2001 年的约 10 元下降至 2005 年的约 6 元（90 年代初一度达到上百元），净利率从约 70% 下降至约 15%（《中国民营快递现状与发展趋势/2006》）。2005 年，圆通和淘宝签约，成为后者最主要的线下物流供应商，并大幅下调电商件“起步价”（从 20 元以上下降至约 12 元），首次掀起行业性的价格战。借助和淘宝的深度合作，圆通（2000 年成立）件量迅速进入第一梯队。

图表19：江浙沪之间文件类快递价格趋势



资料来源：《中国民营快递现状与发展趋势/2006》、华泰证券研究所

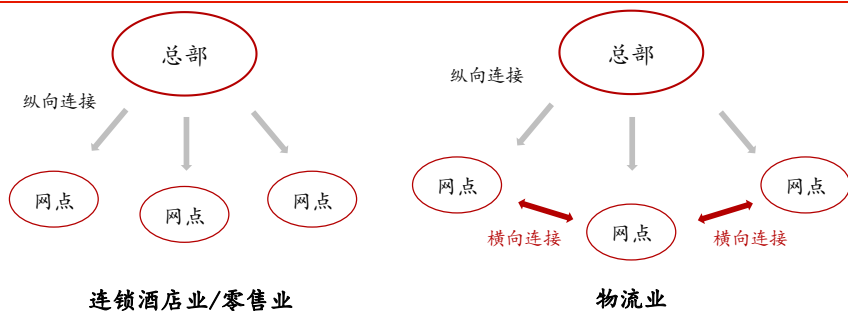
图表20：通达系日均件量（2006）



资料来源：《中国民营快递现状与发展趋势/2006》、华泰证券研究所

有别于其它连锁业态，物流业除了上下之间的纵向联系，还存在密切的横向联系。根据梅特卡夫（Metcalf）法则，网络价值以用户数量的平方增长，背后的数学原理是 n 个节点连接的组合数 $= n \times (n-1) / 2$ 。新的连接可以产生新的需求：网络中节点增加，提高了网络通达性，进而产生新的需求，还提高了网络对新节点的吸引力。

图表21：快递业态的连接结构

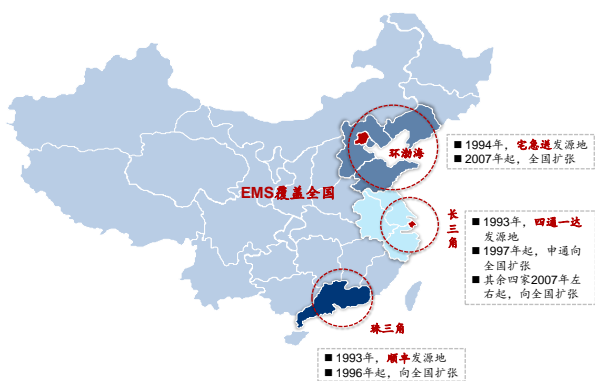


资料来源：华泰证券研究所

在物流产品五大核心竞争力（时效、网络、服务、品质、成本）中，卖家早期的痛点在于网络。稳定“币值”（快递价格）的关键在于网络优势，这取决于品牌的招商能力。而对于准备入场的加盟商，存量网络的深度是其考虑的首要问题。因此，在网络为王的时代，申通的先发优势非常明显：网络优势=>吸引优秀加盟商=>二级加盟深耕网络=>网络优势扩大=>对加盟商吸引力更强。借助网络优势，申通末端价格相对同业拥有溢价（类似当下的中通），其“保价件”（特殊面单）的产品力接近直营快递时效件。

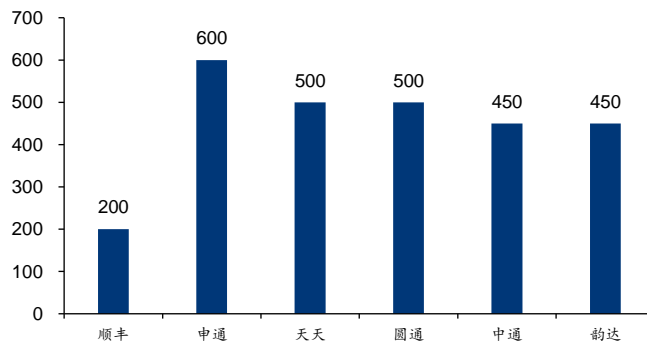
加盟制早期实行派送费互免，即全网不收取派送费，这是一种奖励先进的政策（金任群：快递从业20周年纪念/2013）。基于有限资源和公平考量，总部亦不过多干预加盟商运营，我们称为“无为财政”（二次分配很少）。派送费互免刺激了加盟商揽件热情，对件量规模扩张意义重大，时至今日“派费包仓”（类似于派费包干）仍然是起量的重要手段。但另一方面，派送费互免形成了“重揽件，轻派送；重销售，轻运营”的激励导向，也埋下了网络不平衡的隐患。

图表22：国内民营快递发展图谱



资料来源：《快递中国/2016》、华泰证券研究所

图表23：民营快递网络城市数量（2006）



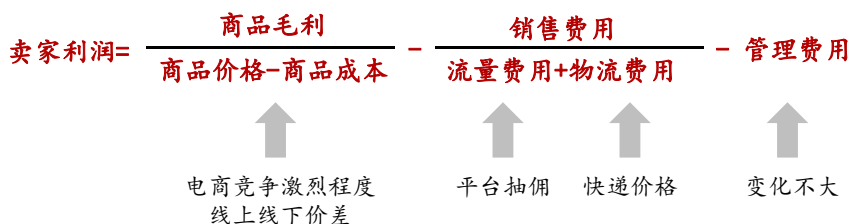
资料来源：《中国民营快递现状与发展趋势/2006》、华泰证券研究所

加盟 2.0：成本为王，弯道超车

中国电商行业普遍实行包邮模式（拼多多强制包邮，而买家单独支付的运费也并不挂钩实际快递费）：1) 改善消费者购物体验（虽然快递费仍由消费者最终负担）；2) 卖家向品牌快递/加盟商集采快递服务，压低快递价格的同时提升操作效率。包邮模式下（或快递费和商品价格未分离），卖家成为快递服务的实际采购方和付费方，即电商快递是一种 2B 服务，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）。

随着电商竞争激烈，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（take rate）提升增加了卖家流量成本；快递降价成为卖家控制成本的重要手段。2008-2019 年，国内快递件均价从 17.4 元下降 56% 至 7.4 元（邮政局：包含商务件和个人散件）。低廉的快递费使得拼多多低客单价商品包邮成为可能，这是中国电商渗透率和快递件量规模远高于美国的关键原因。根据拼多多 2018 年的调研，平台卖家平均净利率仅为 2.5%（客单价 40 对应利润约 1 元/单），卖家对快递价格非常敏感。

图表24：电商卖家盈利逻辑

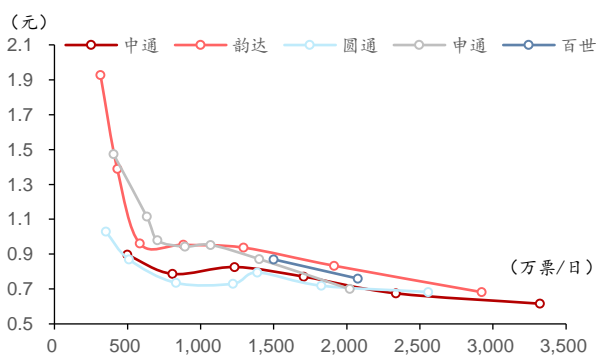


资料来源：华泰证券研究所

来自电商的降价压力倒逼快递企业降低成本，首当其冲的则是转运中心和干线运输环节的直营化。2003 年，韵达在全行业率先建设分拨中心；2005 年，中通在全行业率先开行省际班车。从“轻资产轻运营”到“重资产重运营”，加盟制快递总部逐步承担枢纽分拨和干线运输功能。面单费仍然是加盟制总部主要盈利来源，但铸币成本在纸质物料（几乎零成本）之上增加了运输中转成本，即总部功能颇为类似金属货币的发行。毫无疑问，加盟制总部需要持续降低干线运输与分拨成本：1) 分拨：集中操作，自动化代替人工；2) 干线运输：路由优化、精细化管理、车队直营化、车辆大型化和装载率的提升。

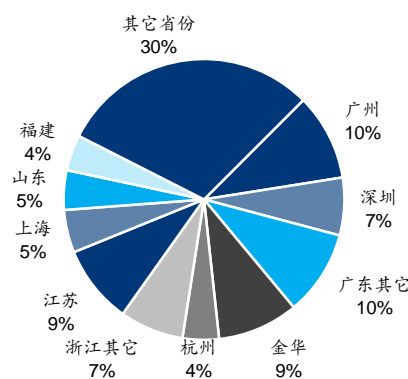
另一方面，随着网络的扩张，派费互免的弊端日益突出：1) 派费互免产生了“重揽收，轻派送”的导向，不利于服务品质提升，也导致收派双方利益分配不平衡（有利于揽件方，但不利于派件方）；2) 中国经济内生不平衡（2019 年东部占全国揽件量的 80%），派费互免下东部加盟商利润丰厚但中西部加盟商生存困难。

图表25： 加盟制快递单票运输成本规模效应曲线（2013-2019）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所（注：数据为估算值）

图表26： 快递揽件量结构（2019）

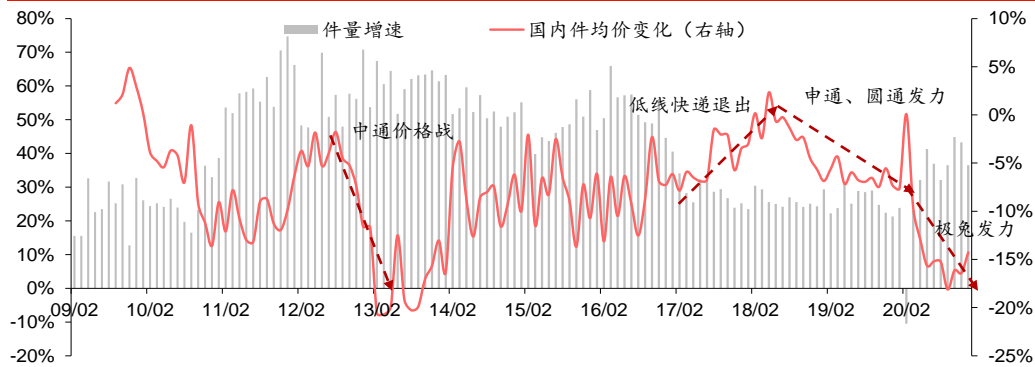


资料来源：邮政局、华泰证券研究所

但无论转运中心和干线的直营化，还是有偿派费，都意味着网络内部利益的二次分配（类似财政政策转移支付），执行的过程困难重重。2008 年，中通在全网率先启动“有偿派送”方案，将全网划分为若干个派费等级；随后启动二级中转补贴，显著提升了欠发达地区的运营水平。借助内部利益平衡，中通起网初期（2002-2009）基础相对薄弱，但覆盖面相当且欠发达地区略强，为赶超奠定了基础。

随着精细化运营的推进，大加盟商各自为政已经影响到总部对全网的控制。2010 年前后，通达系总部相继启动核心加盟商收购，原有加盟商退出或进入总部担任职业经理人。中通换股收购方式较同业现金收购最大限度让利给加盟商：以各加盟商件量为评估基准，总部原股东压缩股份作为收购对价。2013 年，在完成核心加盟商收购和干线车队降本的基础上，中通启动了价格战，件量规模持续赶超并于 16 年夺冠。作为“通达系”老大哥，中通加盟商实力最强，但全网整合的进程也最慢，其网络优势逐步丢失而成本劣势逐步显现。

图表27： 快递行业价格战态势



资料来源：Wind、华泰证券研究所

加盟 3.0：产品为王，强者恒强

传统快递面单为纸质多联单，需要寄件人手工填写，“录单员”将信息手工录入电脑，“补码员”（俗称“大头笔”）手工填写代码（分区，类似邮政编码）。纸质面单通过“多联复写”确保快件信息的一致性，各方分别留存面单联作为合同凭据，但仍存在信息泄露、成本高、处理复杂、单号无法复用等问题。

2012 年，电子面单首次出现，但推广速度较慢。2014 年 5 月，菜鸟网络联合 14 家主流快递公司推出公共电子面单平台，大幅提升了电子面单的使用率（邮政局：2019 年底达 98%）。相较纸质手写面单，电子面单通过热敏纸打印输出纸质物流面单，成本低效率高。以电子面单为基础，结合地址库、语义识别、三段码逻辑等，奠定了快递行业信息化的基础，我们称为快递行业的“电子货币”时代。通过三联单=>两联单=>一联单的进化，单票面单成本持续下降。

图表28：中通快递纸质面单



资料来源：《朱晶熙：中通快递数字化迭代之路/2020》、华泰证券研究所

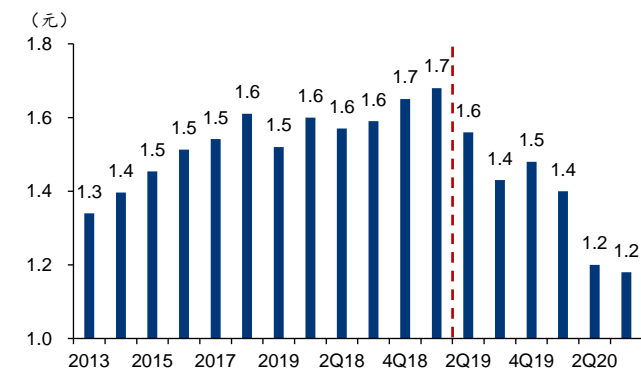
图表29：中通快递电子面单



资料来源：《朱晶熙：中通快递数字化迭代之路/2020》、华泰证券研究所

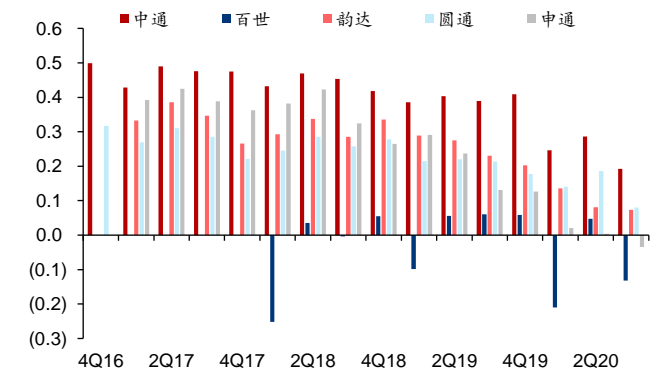
2018 年下半年以来，由于通达系中排名靠后的申通/圆通/百世发力，快递行业价格战再度加剧（参见图表 27）。除最大限度降低干线运输和中转成本，主要快递企业从 2Q19 下调了派费（将价格战压力向派送端传导），并加大非上门派送（到柜/到站）比例。进入 2020 年，一季度受疫情影响加盟制快递产能不饱和，价格战不显著但经营压力很大；二三季度伴随极兔（未上市）等新势力起网，行业经历有史以来最严重的价格战。菜鸟网络原副总裁史苗年初在百世全国网络大会“从过去的趋势来看，以前是打小半年停大半年，19 年基本打大半年停小半年，20 年搞不好要打全年”的判断正成为现实。价格战叠加降派费，末端网络不稳定显著加剧；即使以网络稳定著称的中通，站点停摆的状况亦不时见诸报端。

图表30：通达系单票派费变化



注：数据根据申通和百世派费估计
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表31：通达系单票核心利润

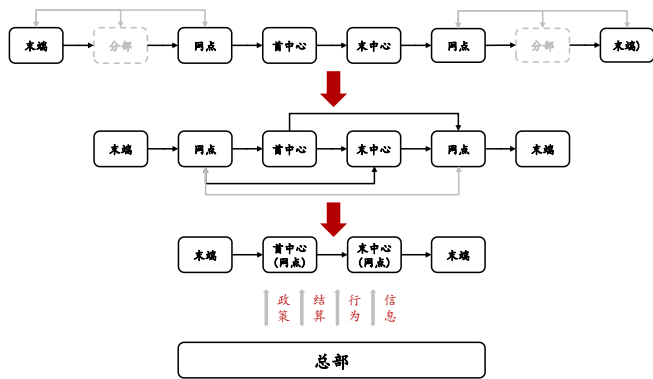


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

深度价格战的情况下，精确掌握网点、二级承包区，乃至末端快递员的经营/生活状况尤为关键。如前文所述，由于加盟商独立经营，总部难以精确掌握其财务状况（从博弈角度，加盟商并不希望总部掌握其真实经营情况）；快递员作为加盟商的员工，并不直接和总部结算收入。中通正在推进“运行扁平”与“直链末端”：扁平化管理压减层级，逐步实现总部政策、结算、行为和信直链末端，实现对薄弱环节的精准支持（精准的财政政策）。

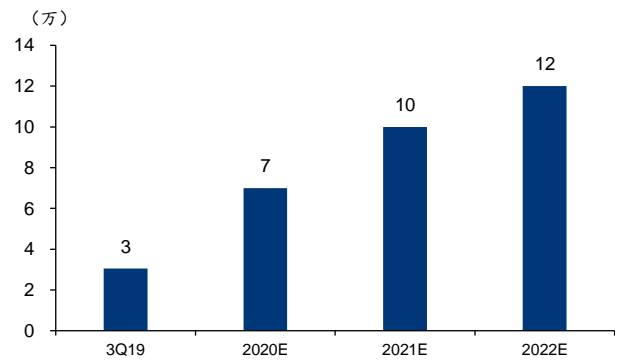
与此同时，总部需要承担更大的责任，中通还在推进末端建设和网点赋能：1) 2022年完成12万个末端网点建设，加大非上门派送比例降低成本。2) 加大加盟商自动化分拣和场站建设，降低成本。一种新的“加盟模式”也在探索之中：总部以固定资产（车辆、设备、场地等）和加盟主体合资成立加盟商，兼顾直营体系的投资能力和加盟商的管理优势。

图表32: 中通运行扁平化和直链末端



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表33: 中通末端建设计划



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

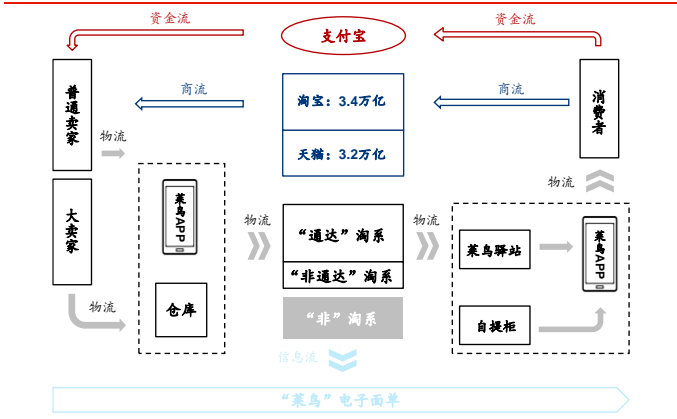
未来如何破局？

互联网巨头对物流的渗透持续增强，电商快递首当其冲。凭借强大的融资能力、企业文化和耕耘数十年的OV线下资源，极兔实现快速起网/起量，将电商快递的竞争引入持久战。投资者担忧电商快递成为巨头的战场，市场出清被无限推迟，而丰网（未上市）和京喜（未上市）为代表的新势力亦摩拳擦掌。社区团购基于团长为核心的加盟生态，证明了生鲜深度线上化的可能性，投资者开始憧憬快消品和农业渠道革命。计划性消费习惯的养成对传统快递意味风险和机遇，回归用户价值是唯一路径。当下的电商快递已经呈现内卷化特征，供给创造需求或是湮灭出清考验着企业家精神。从快递到综合物流，再到综合供应链服务，商业模式的升级意味着更大的机遇。

挑战之一：巨头入侵管道化

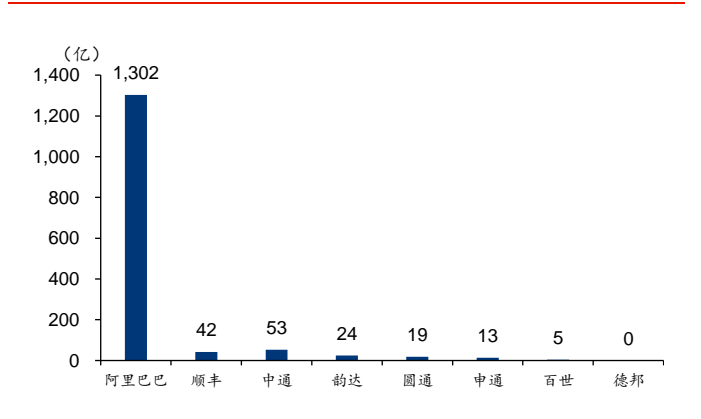
无界零售（新零售）意味着互联网巨头的战场从线上向全渠道扩张。除了巨头相互需要安全边界，而部分品牌商建立了缓冲区，我们尚未见到能抗衡这种趋势的力量（或许是反垄断约束）。“商流决定物流”意味着物流在和商流的博弈中居于弱势，电商巨头与快递企业盈利规模对比可见端倪。以阿里巴巴为例，虽然面临反垄断压力，但其打造“资金流”+“信息流”+“物流”闭环的战略目标并未变化。下沉/农产品电商、外卖、社区团购等增量业务对供应链和履约能力提出了更高要求，巨头渗透物流的态势前所未有的。如前文所述，亚马逊自建物流已经对美国三大快递产生不小的冲击（固然存在特殊因素）。

图表34：阿里“资金流”+“信息流”+“物流”闭环



注：GMV为2020FY数据
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

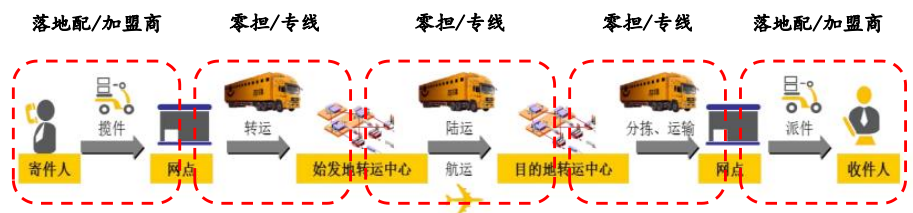
图表35：阿里巴巴和快递企业核心利润对比（2019）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

过去十年，商流（尤其菜鸟网络）加速了加盟制快递经验和技术的扩散，使得加盟模式相较直营模式性价比大幅提升（服务改善，价格下降）。但从产业链角度，商流过度介入无疑会压制快递企业的独立发展空间，典型案例是即时物流市场。在阿里生态系统中，菜鸟网络承担了物流基础设施的功能，我们认为其战略目标包括：1) 行业标准的制定者和监管者，促进电商物流变革升级；2) 成为阿里对抗非淘系电商的战略资源。由于缺乏线下运营经验等因素，菜鸟网络“重构”快递企业的设想未能实现；但加强对“四通一达”的控制符合其战略意图。

图表36：菜鸟网络“重构”快递企业

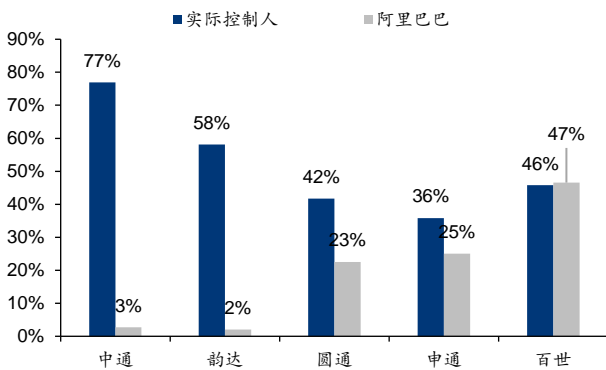


资料来源：华泰证券研究所

对于互联网巨头，快递意味着供应链基础设施和履约能力，其战略价值甚至超过通常意义上的流量入口。一个极限假设是：菜鸟控制通达系后切断竞争对手的物流，其攻击力将远超“二选一”（当然，我们认为这种情况发生的概率很小，也势必引发政策干预）。极兔快递和拼多多千丝万缕的联系亦耐人寻味。

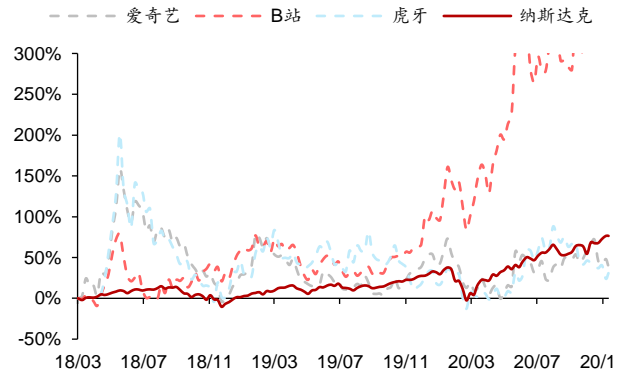
投资者的担忧在于：快递成为互联网巨头的战略资源。我们称为快递企业的“管道化”，即逐步丧失消费者触点，成为电商平台的履约工具。值得关注的是，降派费压力下，快递企业普遍提升非上门派送比例（我们估计3Q20约为40%），实质上加剧了行业的“管道化”。由于巨头不关心利润，“管道化”下行业难以出清，优酷（未上市）/爱奇艺（IQ US）/腾讯视频（未上市）为代表的长视频网站则是前车之鉴。

图表37： 阿里巴巴对通达系持股比例



注：中通和百世为投票权比例，阿里拥有额外收购申通21%股份的选择权
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表38： 长视频网站股价表现



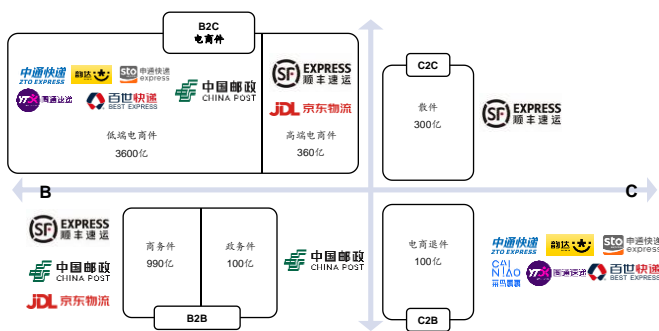
注：B站 (BILI US)、虎牙 (HUYA US)
资料来源：Wind、华泰证券研究所

挑战之二：低端市场内卷化

从全球来看，疫情加剧了社会的贫富分化，消费升级与消费降级并存。国内快递市场分化加剧：1) 低端电商件陷入激烈的价格战（参考图表27），2) 高端电商件、商务件等细分市场相对温和。加盟制快递加盟商首当其冲，总部基于网络稳定考量加大了补贴力度，盈利显著承压；中通快递总部3Q20首亏，印证了市场的惨烈程度。

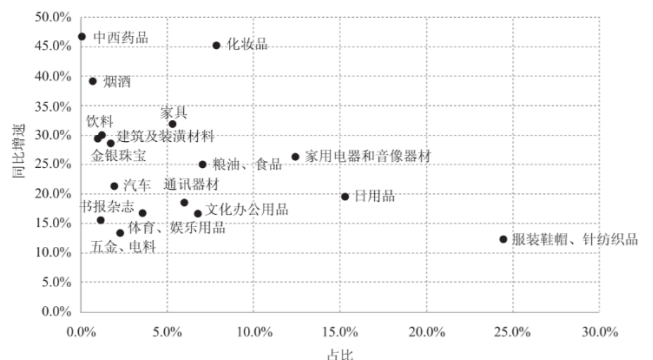
加盟制快递的成本和时效均与件量高度相关：1) 件量规模效应降低成本，2) 更高的件量规模和频次改善时效；卖家的高价格敏感度意味着降价能够快速起量。因此，低端快递市场很容易进入“资本开支=>产能过剩=>价格战=>新一轮资本开支”的恶性循环，我们称为“内卷化”。由于网络效应和规模效应的存在，海外快递市场普遍形成寡头垄断格局（美国/日本均为2家市场化快递+1家邮政），中国加盟制快递自然竞争的终点或将类似。但无论供给创造需求或是湮灭出清都考验着企业家精神，互联网巨头的立场亦是我們不得不考虑的变量。

图表39： 中国国内快递市场结构（2020E）



资料来源：物流一图，华泰证券研究所

图表40： 网购销售额占比及增速（2019）



资料来源：商务大数据、华泰证券研究所

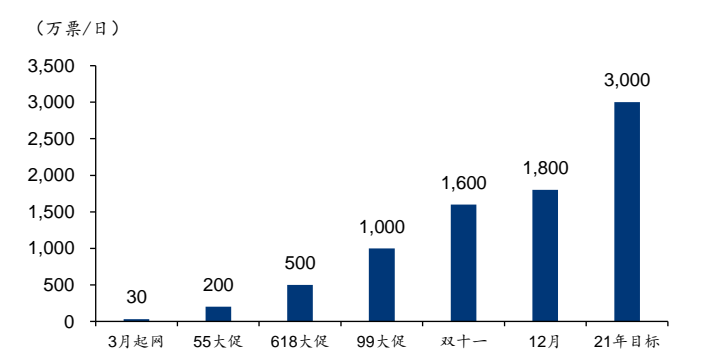
虽然淘系和京东并未对极兔开放，价格战亦堪称史上最激烈，加之通达系严禁“代派”，但极兔的攻势似乎未受影响。这无疑加剧了电商快递的“内卷化”，而“京喜”和“丰网”亦虎视眈眈。极兔的扩张速度颠覆了市场对电商快递的认知：半年覆盖全国省市（3月起网/9月完成），不到一年件量进入第一梯队，两年目标赶超通达。投资者的担忧在于：通达系数十年建立的护城河是否已经千疮百孔？

图表41：极兔快递路由网络（2020）



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

图表42：极兔日均件量快速增长



资料来源：物流一图、华泰证券研究所

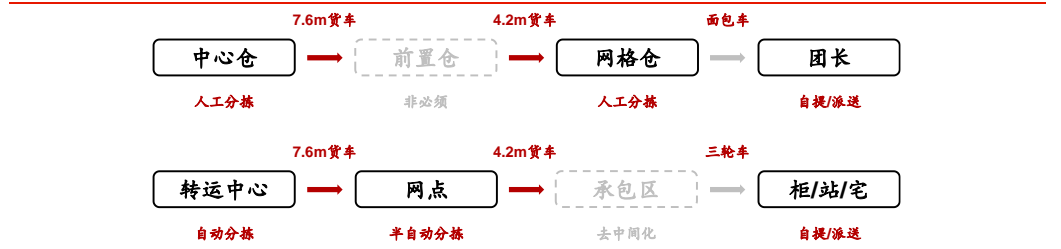
快递行业护城河主要源于“网络效应”和“规模效应”，首先需要建立大范围轴辐式网络（宽护城河），而且需要充足的件量和长期学习，单位成本才能接近行业领先水平（护城河越挖越宽）。如前文所述，一线快递末端网点约 2-3 万个。通达系以桐庐帮为纽带，历时数十年优胜劣汰形成加盟网络；即使资金充裕但缺乏线下资源的互联网巨头，起网的难度非常大（超过外卖）。一旦起网受挫，将会陷入“产品体验不佳=>起量困难=>加盟商亏损退网”的恶性循环；若通达系再发动价格战“半渡而击”，起网濒临失败。

极兔全国起网大量借助 OV 渠道资源（深度网络+资金实力+文化认同），这样的禀赋难以复制。强大的融资能力意味着极兔和通达的竞争进入“持久战”。我们的微观调研表明：1) 极兔末端价格略低于百世，品牌力偏低；2) 快速扩张管理偏粗放，推测其单位成本显著高于通达系。极兔的扩张加剧了市场“内卷化”，但我们并不认为下一个极兔会很快出现！

机遇之一：社区团购新商流

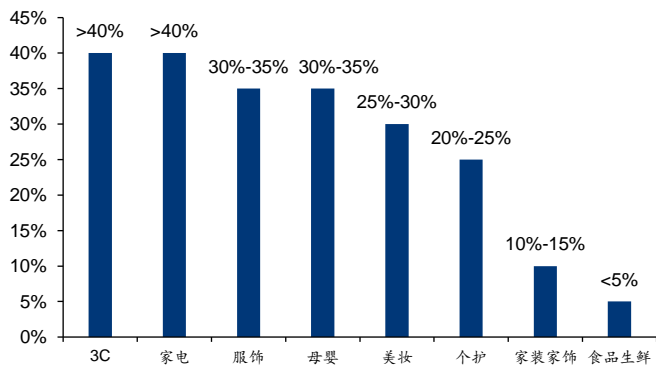
“高频打低频”是互联网巨头的惯用策略。生鲜因其高频、刚需的特征，是电商巨头一直觊觎的市场。但低客单、非标（SKU 复杂）、获客和履约成本高导致生鲜（乃至快消品）线上渗透率很低。社区团购的特点是：1) 前端通过团长的私域流量（主要基于微信生态）获客，降低销售成本；2) 预售制降低库存风险；3) 自提/团长派送降低平台履约成本。兴盛优选（未上市）深耕湖南市场让巨头看到低线城市（甚至镇、村）生鲜线上化的可能性，阿里（BABA US）、美团（3690 HK）、滴滴（未上市）等巨头相继杀入。简化的社区团购物流模式为：商品入库=>人工分拣=>配送至前置仓/网格仓=>二次人工分拣=>配送至团长=>用户自提/团长派送。

图表43：社区团购物流模型与网络快递比较



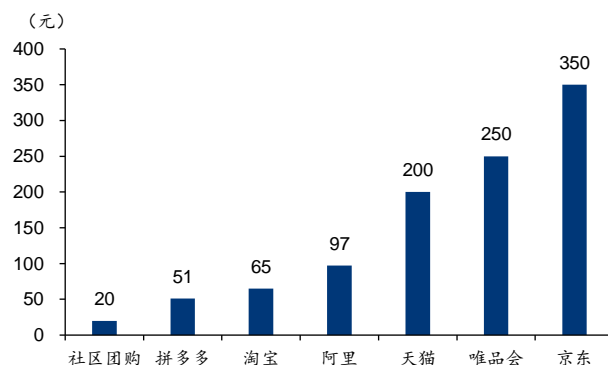
资料来源：华泰证券研究所（注：网络型快递省略了目的地转运中心之前的部分）

图表44: 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

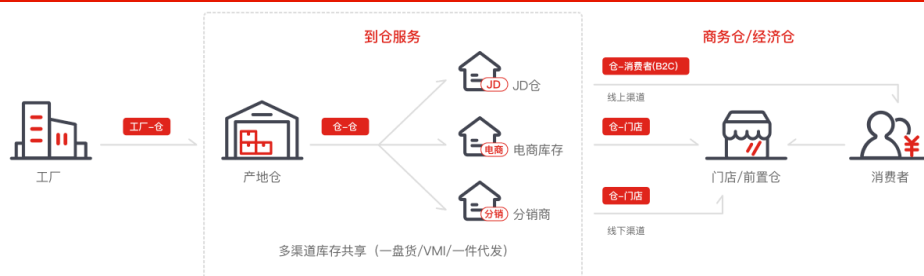
图表45: 主要电商平台客单价对比 (2019)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

“计划性需求 (延迟满足和反向保险) 可以降低生产的不确定性, 提高资源和资本配置效率, 即更廉价的商品” (黄崢: 把“资本主义”倒过来/2018)。而当下的网络型/仓配性快递, 本质上是满足“非计划性需求”的物流。由于需求未被计划, 因此需要快: 1) 时效在菜鸟指数权重占比 50%; 2) 高频次的派送系统, 从一天一派到两派/三派, 甚至时效件业务的五到六派, 但成本控制 and 配送窗口不匹配又导致大量快递到柜/到站 (非上门服务); 3) RDC/前置仓模式通过商品前置提升时效, 但库存管理困难。

图表46: 京东仓配一体智能供应链服务



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

社区团购物流和快递物流的主要区别: 1) 社区团购主要采用人工分拣, 快递枢纽中心大量使用自动分拣, 而网点/承包区通过半自动设备辅助人力。2) 网络型快递“快进快出”, 仓储面积很小, 典型布局为操作场上方设置仓储; 社区团购需要较大的仓储面积 (万平中心仓和 500-1000 平网格仓)。因此, 社区团购生鲜和快递包裹操作上无法混流 (包装型快消品可以进入快递系统), 即类似快递快运分场操作。对于快递加盟商, 网格仓和末端城配意味着新的机会; 快递站点/快递员也适宜担任团长的角色。从长期看, 随着团长的获客功能逐步剥离 (聚焦履约), 快递站点和社区团购末端具备融合基础; 而快递也可承担社区团购的宅配功能 (目前主要为上门自提或团长派送)。

当下, 社区团购和传统电商品类差异显著; 而消费者“计划性需求”和“自提”习惯是否会迁移仍需观察。但从物流模式看, 计划性需求与非计划性需求可以采用完全不同的组织方式。以干线运输为例, 计划性需求可以借助自建运力 (双向稳定) 或者外部车队 (单向), 而临时性需求则适宜于网络货运。如果需求可以被计划, 或将带来快递物流模式的变革, 例如末端定期集约化配送取代高频配送。新的商流往往衍生出新的物流, 甚至反向推动传统物流的演绎, 我们对此保持密切的跟踪和观察。

机遇之二：综合物流新时代

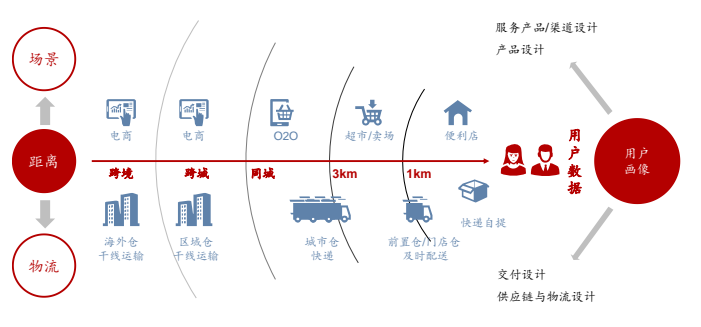
基于产业链位置，供应链可分为产业供应链（B2B）与消费供应链（B2B/B2C）两大类，映射至物流业则表现为公斤段的差异（整车=>大票零担=>小票零担=>快递），即时配送则伴随本地生活和近场零售兴起。以零售供应链为例，随着商流趋于多元化，中立第三方垂直供应链服务的价值逐步显现：1) 多渠道供应链的完整统一；2) 社会资源最优（自建物流则往往是局部最优）；3) 同类业务充分隔离和跨品类柔性扩展。

图表47：供应链与物流模型

	产业供应链 (B2B)		消费供应链 (B2b/c)			用户
供应链参与者	供应商	制造商	品牌商	分销商	零售商	用户
供应链活动	原材料	采购	生产	库存	分销	零售
物流	整车		大票零担	快运	快递	
公斤段划分	+ 3T		500KG	30KG	0KG	
主要参与群体	<ul style="list-style-type: none"> 大车队 合同物流企业 生产制造企业 三方物流 一二级批发商 		<ul style="list-style-type: none"> 专线 大票零担企业 生产制造企业 三方物流 一二级批发商 	<ul style="list-style-type: none"> 快运企业 个人 零售商 	<ul style="list-style-type: none"> 快递企业 个人 电商 	
货物来源	<ul style="list-style-type: none"> 一二级批发商 非标、大小件混杂 		<ul style="list-style-type: none"> 一二级批发商 非标、大小件混杂 	<ul style="list-style-type: none"> 个人 零售商 	<ul style="list-style-type: none"> 个人 电商 	
货物属性	非标、大小件混杂		非标、大小件混杂	中小件混杂	小件为主	
客户需求	时效稳、成本低		时效稳、成本低	时效较快、成本较低	时效快	

资料来源：罗戈物流、华泰证券研究所

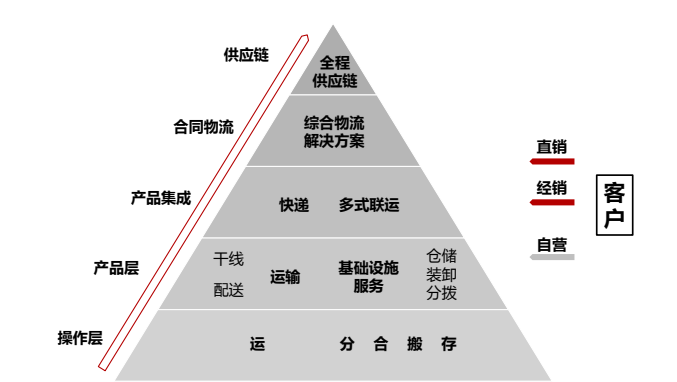
图表48：以用户为中心的全场景物流服务



资料来源：罗戈物流、华泰证券研究所

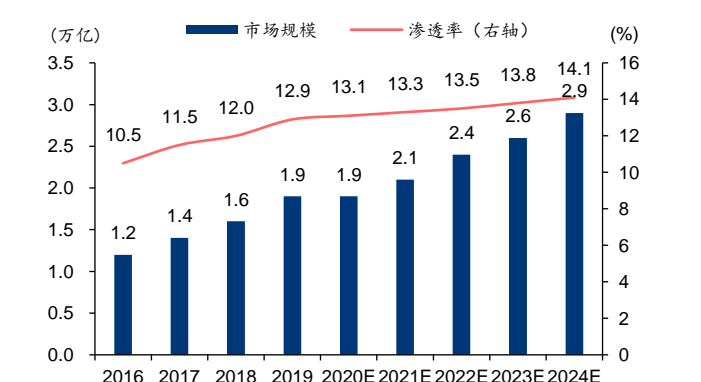
从运维角度，我们将物流业划分为操作层、产品层、产品集成商、合同物流和供应链服务五层，标准化程度依次下降。根据艾瑞数据，随着物流外包习惯的培养（提高效率降低成本），国内第三方物流市场规模将从2019年的1.9万亿增加至2024年的2.9万亿（CAGR=8.7%），渗透率从16年的10.5%提升至2024年的14.1%。与此同时，客户将倾向于选择覆盖范围最广，能够提供综合管理、成本效益和标准化服务的综合物流服务商以降低成本。领先的加盟制快递企业因其品牌声誉、网络基础设施、强大的资金实力、成熟的管理理念及领先的IT能力，有资格成为综合物流参与者。

图表49：物流业态的层级结构



资料来源：中国仓储与配送协会、原色咨询、华泰证券研究所

图表50：国内第三方物流市场规模



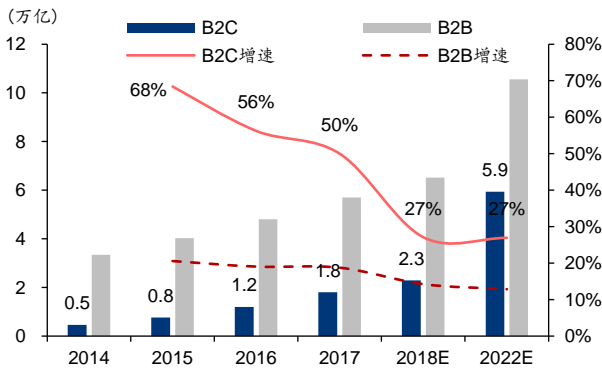
资料来源：艾瑞咨询、Statista、华泰证券研究所

另一方面，我们认为中国物流业很可能具备全球竞争力。虽然物流业壁垒低于科技、消费等业态，但高度市场化的环境有利于后来者追赶，企业跨地域和跨产品的扩张也相对容易。我们很难指望境外消费者快速接受微信和茅台，但外资企业接受高性价比的中国物流服务则相对容易。良好的服务意识、人口红利和庞大的国内市场都为国内物流企业弯道超车提供了机遇（此部分借鉴《选股方法论与制造业投资逻辑》韩冬/2020）。

- (1) **优秀的服务响应：**海外企业重视福利（工会制度、不加班等），譬如周末服务早已成为国内快递业的基准服务，国际三大快递还处于推广阶段。
- (2) **人口红利：**低端劳动力和工程师成本仍显著低于海外。
- (3) **庞大的国内市场：**中国拥有庞大的国内物流市场，规模效应非常显著，为巨头的国际化提供了试错的土壤。

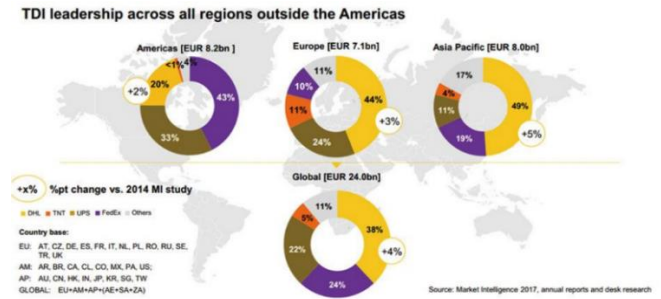
实际上，由于国内残酷的竞争环境（市场不规范也是重要原因），外资物流企业在中国的本土化大都宣告失败。以国际三大快递为例，其本土化业务（中国国内快递）在牌照开放后处于式微状态；低端国际快递（电商包裹等）亦处于收缩态势，但国际时效件（TDI）地位仍然稳固。另一方面，按照2020年跨境B2C电商3.5-4.0万亿交易额（罗兰贝格）和20%-30%的物流费用占比（晓生研究院），我们估算跨境电商物流费用约1万亿，高于中国快递行业规模（约9000亿）。对于中国快递企业，以跨境电商业务为依托，逐步掌握供应链主导权，最终切入国际时效件业务应是可行路径。

图表51： 中国跨境电商交易额规模



资料来源：罗兰贝格、华泰证券研究所（注：18-22为CAGR）

图表52： 国际时效快递市场份额（2017）



资料来源：DPDHL、华泰证券研究所

东南亚包括11个国家，因其区位优势、电商发展前景及分散的市场格局，成为中国电商与快递出海的跳板：（1）总人口约6.6亿（2019年），接近国内总人口的50%；（2）年轻人口约占60%，人口结构年轻；（3）电商消费渗透率低（欧睿口径19年约为6%），贝恩预计2025年东南亚六国电商GMV将达到1500亿美元（19年：382亿美元）。由于国际物流长链条、多环节的特征（涵盖国内揽货、清关、干线运输、落地配送等），大部分快递企业专注跨境干线运输环节，通过本地化代理人完成末端配送。通达系（如百世）尝试搭建加盟制的本地配送网络，实现全链路一票制和可视化。从长期看，深耕东南亚可为中国快递企业全球本土化积累经验。

随着国内劳动力、土地等成本持续攀升，低端制造业开始向人工成本更低的东南亚转移（尤其是越南）。但东南亚国家产业集群普遍不够完善，大量原材料、半成品等需要经国内运输。根据世界银行的研究（2018），中国物流绩效领先东南亚主要国家；将国内物流模式向东南亚复制可显著提升当地物流效率。除快递产品，中国物流企业具备在东南亚提供全场景物流服务的可能（供应链综合服务）。

图表53： 东南亚和中国物流绩效指数（2018）

国家	综合排名	综合分数	单项分数					
			包裹追踪	物流服务	清关效率	基础设施	国际运货	送达时效
新加坡	7	4.0	4.1	4.1	3.9	4.1	3.6	4.3
中国	27	3.6	3.3	3.8	3.5	3.6	3.7	3.8
泰国	32	3.4	3.5	3.4	3.1	3.1	3.5	3.8
越南	39	3.3	3.4	3.4	3.0	3.0	3.2	3.7
马来西亚	41	3.2	3.1	3.3	2.9	3.1	3.3	3.5
印尼	46	3.2	3.3	3.1	2.7	2.9	3.2	3.7
菲律宾	60	2.9	3.1	2.8	2.5	2.7	3.3	3.0

资料来源：世界银行、华泰证券研究所

交易策略的探讨

快递的需求属于消费者服务（2C），消费习惯的迁移带来长期的件量增长（线上渗透率提升）；但卖家付费的商业模型（2B）降低了定价权，盈利周期与情绪周期放大了股价波动。考虑极兔等新进入者，我们预计 2021 年电商快递竞争仍然激烈，但最坏的时候或已来临；建议坚守龙头企业，静待竞争结构变化和新业务突破。

行业属性与投资策略

投资者常常困惑于快递股的属性：成长、消费、周期？我们的理解是：快递的需求属于消费者服务（2C），消费习惯的迁移带来长期的件量增长（线上渗透率提升）；但卖家付费的商业模型（2B）降低了定价权，盈利周期与情绪周期放大了股价波动。

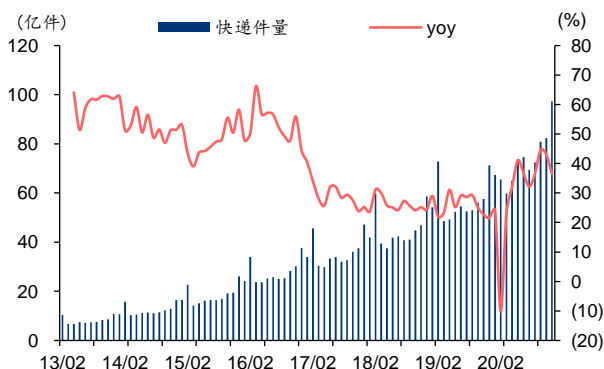
(1) 成长与消费：以限额以上社零总额为样本，我们估计中国电商渗透率的极限约为 50%（剔除汽车、石油制品、建材、家具和餐饮）。国际对比，中国电商渗透率高于主要国家：
1) 低廉的快递价格和低效的线下渠道；2) GMV 口径（包含未成交和未交付订单）高估了名义渗透率。考虑实际渗透率可能低于名义值，以及去中心化电商的拉动，我们预计 2020-2023 年，中国快递件量增速仍有望超过 GDP 增速的 2 倍。不考虑交易约束，中通 2009-2020 年件量增长近 200 倍，市值增长超过 6000 倍，成长性毋庸置疑。

图表54： 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%
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	80150	93080	106117	118762
yoy	62.2%	52.8%	48.3%	51.6%	28.0%	26.4%	25.2%	29.1%	16.1%	14.0%	11.9%
电商快递	6995	11272	17497	27490	35584	45411	57509	75024	87359	99744	111689
yoy	80.6%	61.1%	55.2%	57.1%	29.4%	27.6%	26.6%	30.5%	16.4%	14.2%	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	81947	95272	108747	121866
yoy	61.6%	52.0%	48.1%	51.3%	28.1%	26.6%	25.3%	29.0%	16.3%	14.1%	12.1%

资料来源：国家统计局、国家邮政局、华泰证券研究所

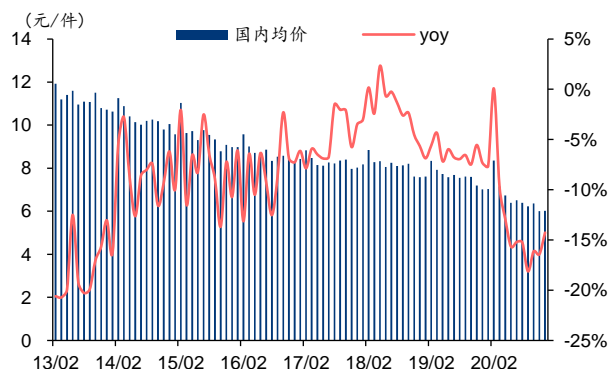
图表55： 规模以上快递企业件量及增速



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56： 国内快递（同城+异地）件均价及变化



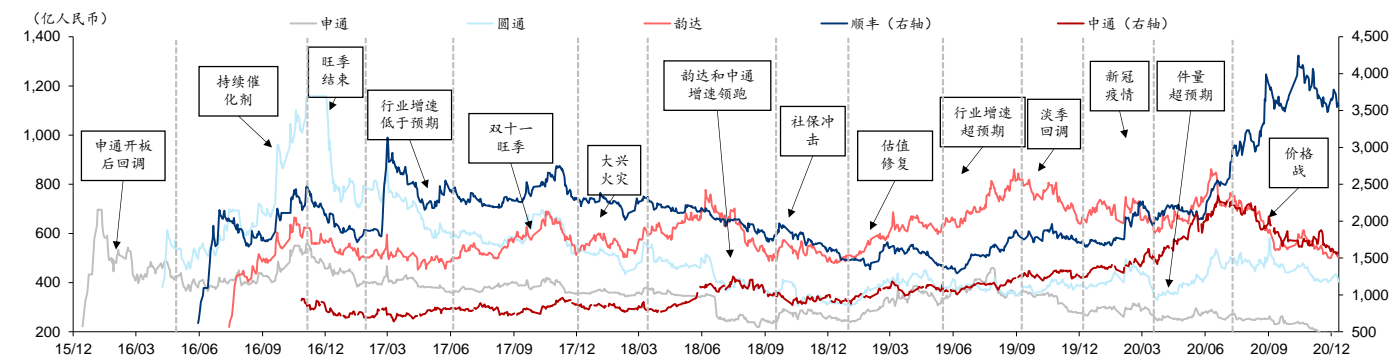
注：为避免春节错位干扰，剔除了 1 月数据，2 月数据为 1-2 月累计值

资料来源：Wind、华泰证券研究所

(2) 股价周期: 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, 申通领涨(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。

(3) 投资策略: A 股快递股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, 我们建议根据盈利增速(参考毛利增速以剔除费用率波动)进行 PEG 估值。对于多元业务, 市场的共识是 SOTP 估值以及盈利分部采用 PE 估值, 我们建议给予亏损业务 PS 估值。考虑极兔等新进入者, 我们预计 2021 年电商快递竞争仍然激烈, 但最坏的时候或已来临; 建议坚守龙头企业, 静待竞争结构变化和新业务突破。

图表 57: 快递企业上市表现回顾



资料来源: Wind、华泰证券研究所 (注: 此处为市值口径)

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。

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。

一般声明及披露

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，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本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。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。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。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、袁钉本人及相关人士并不担任本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。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限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

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 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/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

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

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

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