物流行业深度研究报告

兴替、博弈、破局：电商快递的过去、现在、未来——大物流时代系列研究（七）

推荐（维持）

- **电商快递的过去：潜力未尽、座次兴替。1）行业业务量复盘：起于电商红利，新业态不断接力，始终处于景气态势。**2007-2020 年快递行业业务量复合增速 40%。**2）市场份额复盘：头名三次更迭后，中通实现霸主地位。a）中通份额失守的那些年：**大加盟商模式成就过去，也错失自动化效率红利；**b）圆通的座次交替：**超前布局航空业务，阶段性“缺失”自动化效率红利；**c）中通从实现领先到成就霸主：**同建共享理念是基石，率先自动化、信息化、精细化是武器；**d）韵达的上位：**紧跟中通，学习中带有创新；**e）百世：**“价格杀手”，从有效到失效。**3）总结来看，座次更迭背后：把握两个阶段红利的胜者为王。第一阶段是行业高速增长的红利期，**该阶段开疆拓土是主驱动；**第二阶段是自动化精细化推动规模效应成本下降，**中通在第二阶段奠定了成本和收入双优势。
- **电商快递的现在：博弈与底线。1）两个新进入者：顺丰下沉与极兔狂奔。a）顺丰下沉：特惠专配从成功到瓶颈，电商标快升级再出发。**我们认为：顺丰 2019 年 5 月推出特惠专配产品到 2020 年中一年期无疑是成功的；但当其业务量规模超出“填仓”范畴后，则面临了新的挑战。我们从收转运派四个环节测算直营电商业务的成本在理想状态下可以降至 4.8-6.3 元，考虑费用影响，定价至少在 5.4-6.9 元，方可实现盈利，故 21 年公司经济产品进一步分层，将特惠中优质客户向上引导至电商标快产品升级再出发，而向下则逐步过渡交由丰网来运营，以双品牌策略开拓下沉市场。**b）极兔：一只搅动全局、不能被低估的疯狂兔子。**我们模拟测算极兔自 20 年 3 月国内起网后，20 年 10 月即达到日均千万级别，2021Q2 起稳定在日均 2000 万票以上，**测算目前份额约 7-8%。**但我们认为极兔的成功聚集多项要素，并难以被复制。**未来极兔的发展重心在哪里？**我们预计全球化是其长期目标，并且预期其布局或在于“中国-跨境-东南亚”全链条，即意味着中国大陆地区的收派，中国-东南亚的跨境快递，东南亚地面的收派。照此思路，在中国大陆地区形成收派网络的基本运营，**日均 2000 万票是基础，预计达到日均 3000-4000 万是其阶段性目标**（在大部分为拼多多单量的前提下）。**2）价格战的探讨：底线上的博弈。a）**我们认为**价格战的中短期放缓其一是价格战发起者（新进入者、落后者、龙头）在博弈中达不到价格手段的目的，其二是监管引导；而长期价格战的结束参考海外经验，则是竞争格局的完全优化。b）**观察国内市场：“落后者”纯粹价格手段失灵；龙头公司出现低价获量导致单票资本开支回报为负的现象，且份额未显著拉开；监管层面的引导探出“政策底”。
- **电商快递的未来：破局之路演绎。1）**长期看，行业真正结束恶性价格竞争还是要回归格局的真正优化，均衡之路有两种可能：其一是行业整合，龙头玩家减少；其二是电商格局均衡带来电商+快递的格局均衡。**2）差异化服务分层会带来电商快递发展新机遇。消费者视角：**美国经验看，客户愿意为更快的时间付出更高的价格；**电商平台海外视角：**亚马逊物流 FBA 仓配模式构建“飞轮效应”基石；**电商平台国内视角：**唯品会案例看，由第三方顺丰承接配送服务，大幅提升效率，降低履约成本；**电商经营者视角：**需要差异化的物流服务。
- **我们复盘市场对电商快递公司投资，发生几轮认知变化：**第一阶段市场相信平台流量红利；第二阶段市场相信成本领先策略；第三阶段：极兔的出现打破了过去的“执念”与恶性价格战导致的业绩失速，市场开始类比互联网逻辑，即可以损失当期利润，抢占流量优先，格局出清后胜者为王。
- **投资建议：继续强推顺丰，**公司属于能够提供差异化品质服务的稀缺快递服务商，至少其电商标快产品有望迎来发展新机遇；**推荐** A 股通达系中**韵达与圆通**，尤其我们认为**圆通速递的改善或被市场低估**。
- **风险提示：**经济大幅下滑、行业价格竞争加剧。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E		
顺丰控股	69.53	0.8	1.36	1.95	86.9	51.1	35.7	5.3	强推
韵达股份	19.75	0.46	0.64	0.78	42.9	30.9	25.3	3.8	推荐
圆通速递	14.24	0.45	0.52	0.63	31.6	27.4	22.6	2.5	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测　　注：股价为 2021 年 10 月 08 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡
电话：021-20572539
邮箱：wuyifan@hcyjs.com
执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳
电话：021-20572552
邮箱：liuyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518050001

联系人：吴莹莹
邮箱：wuyingying@hcyjs.com

联系人：周儒飞
邮箱：zhourufei@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	45	1.12
总市值(亿元)	7,211.8	0.86
流通市值(亿元)	6,484.46	1.02

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-2.98	6.91	-2.01
相对表现	-0.9	10.26	-5.97

相关研究报告

《快递行业 2021 年中报综述：Q2 中通单票净利环比提升，顺丰实现恢复性盈利，继续关注政策引导方向及行业格局演绎》 2021-09-05

《快递行业 2021 年 8 月数据点评：各公司单票收入环比普升，顺丰业务量增速连续四个月领跑，圆通单票收入同比增长》 2021-09-18

《从燕文物流看跨境专线：助力中国品牌出海的红利期——大物流时代系列研究（六）》 2021-09-22

未经许可，禁止转载

投资主题

报告亮点

报告中我们系统复盘了电商快递的过去与现在，并对未来进行展望。

在复盘过去中，我们以座次更迭为引子，探讨各公司失位与上位背后的时代红利与个体逻辑;

我们从博弈者角度探讨了当前市场核心关注价格战与行业格局的演变可能;

同时我们对未来发展路径进行推演。

投资逻辑

我们预计行业将从相对低阶的价格竞争转向服务比拼，物流底盘相对扎实、服务品质相对更好的公司将会受益，短期行业价格竞争态势预计将有所放缓，电商快递龙头公司中通、韵达将有望出现利润水平的修复，同时对于进军下沉市场的顺丰，其压力也将有所减缓。

同时我们认为随着产业趋势的发展，快递公司的成长路径也会不断演变，我们预计或沿着快递->综合物流->数智化供应链->数据科技公司进阶，但并非所有的公司都适合或需要完成演变。在不同领域内均可以探索出适合的商业模式并实现足够的利润体量。

继续强推顺丰，公司属于能够提供差异化品质服务的稀缺快递服务商，至少其电商标快产品有望迎来发展新机遇；推荐 A 股通达系中韵达与圆通，尤其我们认为圆通速递的改善或被市场低估。

目 录

一、电商快递的过去：潜力未尽、座次兴替 8
（一）行业业务量复盘：起于电商红利，新业态不断接力，始终处于景气态势 8
1、2007-2020 年：业务量复合增速 40%，价格持续下行 8
2、起于电商红利，新业态不断接力，需求潜力未尽 9
（二）市场份额复盘：头名三次更迭，中通实现霸主地位 14
1、申通份额失守的那些年：大加盟商模式成就过去，也错失自动化效率红利 15
2、圆通的座次交替：超前布局航空业务，阶段性“缺失”自动化效率红利 18
3、中通从实现领先到成就霸主：同建共享理念是基石，率先自动化、信息化、精细化是武器 21
4、韵达的上位：紧跟中通，学习中带有创新 24
5、百世：“价格杀手”从有效到失效 27
（三）座次更迭背后：把握两个阶段红利的胜者为王 29
二、电商快递的现在：博弈与底线 31
（一）两个新进入者：顺丰下沉与极兔狂奔 31
1、顺丰下沉：特惠专配从成功到瓶颈，电商标快升级再出发 31
2、极兔：一只搅动全局、不能被低估的疯狂兔子 35
（二）2021 年经营表现：底线的试探 38
（三）价格战的探讨：底线上的博弈 41
1、海外经验看：长期结束是竞争格局的完全优化 41
2、观察国内市场：“落后者”纯粹价格手段的失灵 42
3、龙头公司出现低价获量导致单票资本开支回报为负的现象，且份额未显著拉开 44
4、监管层面的引导探出“政策底” 44
三、电商快递的未来：破局之路演绎 47
（一）行业格局演绎：均衡之路 47
1、电商快递龙头是否存在整合的必要性？ 48
2、电商格局均衡带来电商+快递的格局实现均衡 49
（二）差异化服务分层会带来电商快递发展新机遇 49
1、消费者视角：美国经验看，客户愿意为更快的时间付出更高的价格。 49
2、海外电商平台视角：亚马逊物流 FBA 仓配模式构建“飞轮效应”基石 51
3、国内电商平台视角：唯品会案例看，由第三方顺丰承接配送服务，大幅提升效率，降低履约成本 55
4、电商经营者视角：需要差异化的物流服务 56

四、市场对电商快递投资经历了三轮认知变化.....59
五、投资建议.....61
1、电商快递公司的价格弹性测算.....61
2、产品分层的重要机遇：利于顺丰为代表的能提供差异化服务的公司.....62
3、投资建议.....64
六、风险提示.....64

图表目录

图表 1 快递行业年度业务量数据 8
图表 2 快递行业年度收入数据 9
图表 3 快递行业年度票均收入数据（元） 9
图表 4 电商快递驱动力 10
图表 5 实物网购占社零比重 10
图表 6 实物网购增速 10
图表 7 网络交易规模与快递业务量增速 11
图表 8 网购用户规模 11
图表 9 移动购物用户规模 12
图表 10 人均交易次数 12
图表 11 拼多多订单量测算 13
图表 12 拼多多订单数量占行业比重 13
图表 13 短视频/直播/社交论坛新流量 14
图表 14 快手直播电商 GMV 14
图表 15 中国直播电商交易规模（万亿） 14
图表 16 流量不断分散、供应链不断集约 14
图表 17 六家快递公司份额变化 15
图表 18 六家快递公司份额变化 15
图表 19 申通、圆通、韵达前五大客户收入占比 16
图表 20 通达系资本开支比较（亿元） 17
图表 21 圆通航空机队规模 18
图表 22 各公司固定资产比较 19
图表 23 机器设备资产 20
图表 24 运输工具资产 20
图表 25 房屋及建筑物资产 20
图表 26 中通“同建共享”机制 22
图表 27 单票运输成本 23
图表 28 单票不含派费成本 23
图表 29 19-21 中通单票运输及分拣成本分季度情况 24
图表 30 单票不含派费收入 24
图表 31 改善型快递公司与领先型快递公司的成本改善模拟图 25
图表 32 业务量增长导致的成本下降 25

图表 33 学习效应导致成本曲线下移 25
图表 34 14-18 年韵达的中转成本追平中通 26
图表 35 14-18 年韵达与中通的运输成本差距仍存在 26
图表 36 韵达与圆通单票成本-业务量曲线比较 27
图表 37 京东物流与百世集团大事件比较 28
图表 38 单票快递业务毛利比较 29
图表 39 单票收入比较（均为含派费口径） 29
图表 40 单票派费成本比较 29
图表 41 通达系公司核心指标一览 30
图表 42 单票成本同比变化 32
图表 43 单票成本金额变化 32
图表 44 特惠专配产品单票成本预计 34
图表 45 极兔份额测算（仅为模拟） 36
图表 46 极兔国际标快产品目的地及参考时效 37
图表 47 极兔国际小包产品介绍 37
图表 48 公司网络运输情况 38
图表 49 2021 年中报数据 39
图表 50 快递公司单票扣非净利（元） 40
图表 51 Express 业务单票价格 42
图表 52 各公司 21Q2 业务量增速与单票收入增速比较 43
图表 53 百世单票收入与业务量超额增速比较 43
图表 54 新增资本开支对应单票回报测算 44
图表 55 加盟制快递公司成本构成（上调派费 0.1 元的模拟传导路径） 45
图表 56 顺丰单票收入（元） 46
图表 57 韵达单票收入（元） 46
图表 58 圆通单票收入（元） 46
图表 59 申通单票收入（元） 46
图表 60 浙江省快递业促进条例部分内容摘要 47
图表 61 华东区收入占比 48
图表 62 华南区收入占比 48
图表 63 华东+华南地区收入占比 49
图表 64 联邦快递时效产品价格分布 51
图表 65 UPS 各产品收费标准（华盛顿-奥斯汀） 51
图表 66 亚马逊电商业务“飞轮效应” 52
图表 67 亚马逊历年营收及增速 52

图表 68 亚马逊直营和第三方卖家服务收入 52
图表 69 亚马逊订阅收入 53
图表 70 亚马逊美国 Prime 会员数量 53
图表 71 亚马逊平台配送时效和价格（美国本土） 53
图表 72 亚马逊 FBA 物流服务运作流程 54
图表 73 亚马逊 FBA 收费模式 54
图表 74 亚马逊 FBA 配送费收费标准 54
图表 75 亚马逊 FBM 考核指标 55
图表 76 唯品会季度履约费用率 56
图表 77 唯品会单票履约成本 56
图表 78 部分品类及品牌线上销售快递服务商 57
图表 79 苹果天猫旗舰店快递默认顺丰、EMS 58
图表 80 华为荣耀天猫旗舰店默认顺丰、EMS 58
图表 81 周大福天猫旗舰店默认顺丰、EMS 59
图表 82 NIKE 天猫旗舰店默认顺丰、EMS 59
图表 83 电商快递公司市值变化 61
图表 84 各公司弹性测算 62
图表 85 测算天猫商城快递订单量 63
图表 86 测算阿里 88VIP 快递订单量 63

一、电商快递的过去：潜力未尽、座次兴替

（一）行业业务量复盘：起于电商红利，新业态不断接力，始终处于景气态势

1、2007-2020 年：业务量复合增速 40%，价格持续下行

2007 年我国完成首次快递服务统计调查，并自 07 年起在国家邮政局官网披露行业运营情况。

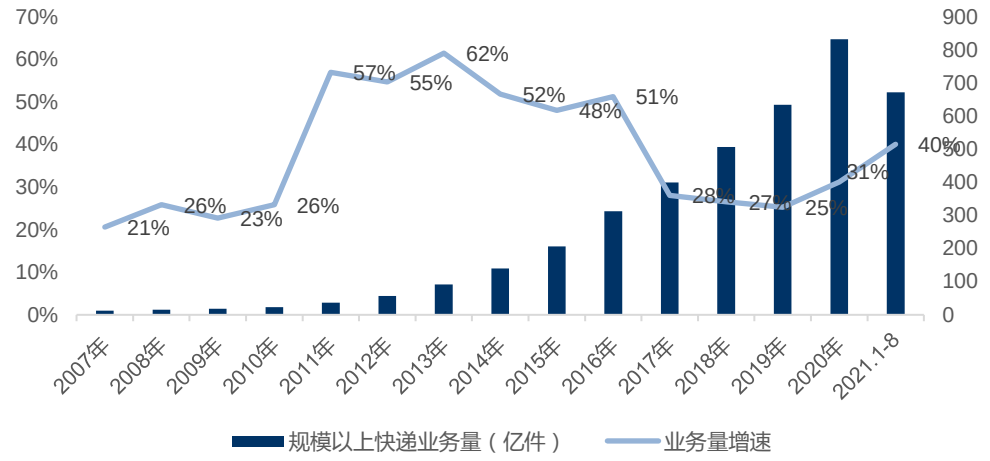
2007-2020 年，快递行业业务量从 12 亿件增至 833.6 亿件/年，13 年时间近 70 倍规模扩张，复合增速近 40%，呈现了高景气;

快递行业收入规模从 300 亿提升至 8795 亿，规模约 25 倍扩张，复合增速近 30%，低于业务量增速;

测算单票收入从 2007 年的 28.5 元降至 2020 年的 10.6 元，降幅 63%，降幅中有动能切换的因素（商务件转向电商件，定价显著差异）、有规模效应推动成本下行的因素、亦有价格竞争从良性到恶性的因素等。

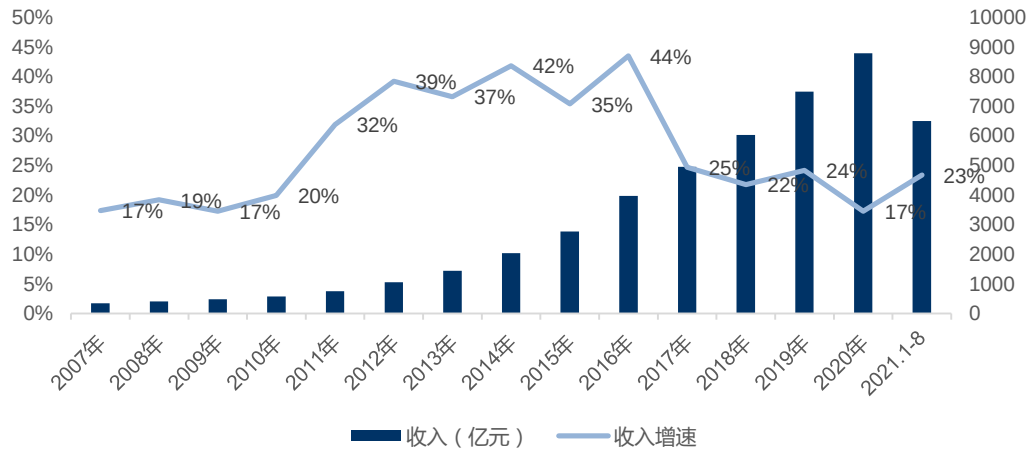
2021 年 1-8 月：行业业务量 673 亿，同比增 40%，收入 6509 亿，同比增 23.4%，票均收入 9.67 元，同比降 11.9%。

图表 1　快递行业年度业务量数据



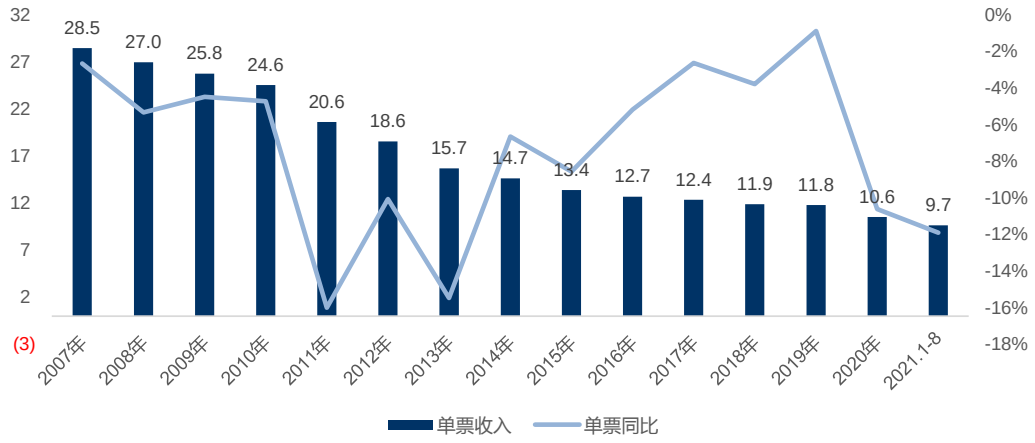
资料来源：邮政局，华创证券

图表 2 快递行业年度收入数据



资料来源：邮政局，华创证券

图表 3 快递行业年度票均收入数据（元）

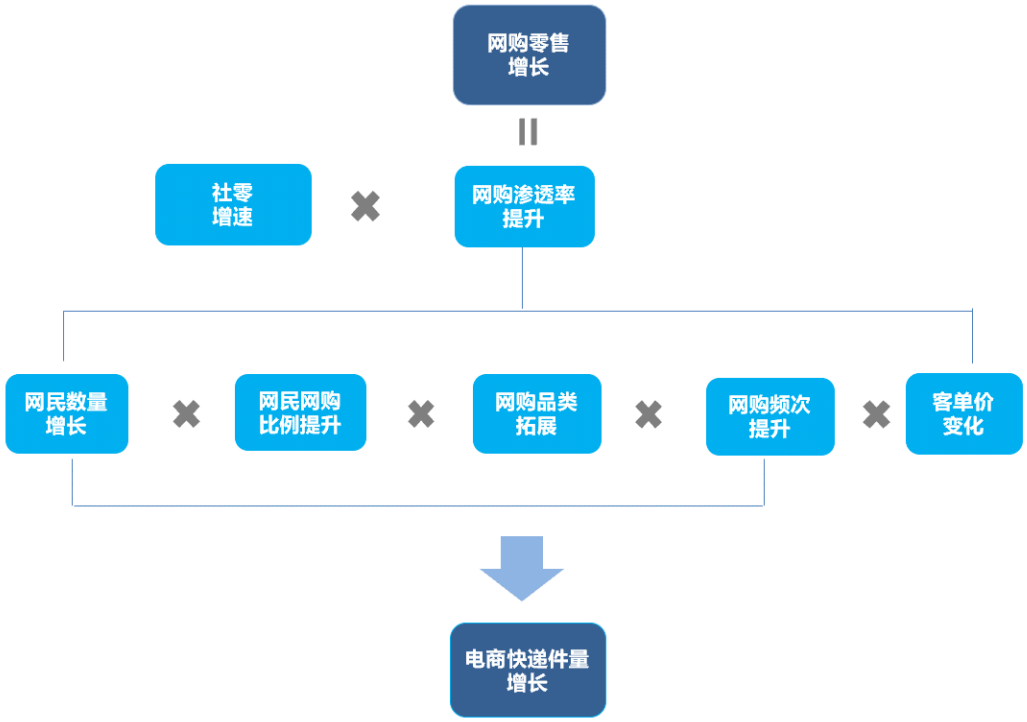


资料来源：邮政局，华创证券

2、起于电商红利，新业态不断接力，需求潜力未尽

2003 年淘宝网成立起，电商大发展推动快递需求高歌猛进，此后电商逐步成为快递行业主驱动力：即网购增长直接推动电商快递业务量的增长，**网购零售=社零*网购渗透率（网民数量*网民网购比例*网络品类拓展*网购频次）**

图表 4 电商快递驱动力

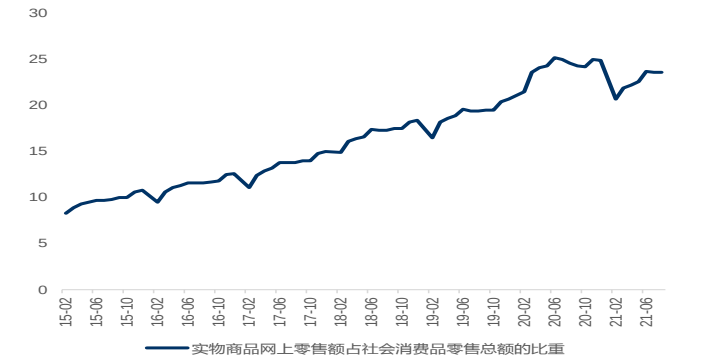


资料来源：华创证券

网购渗透率不断提升：

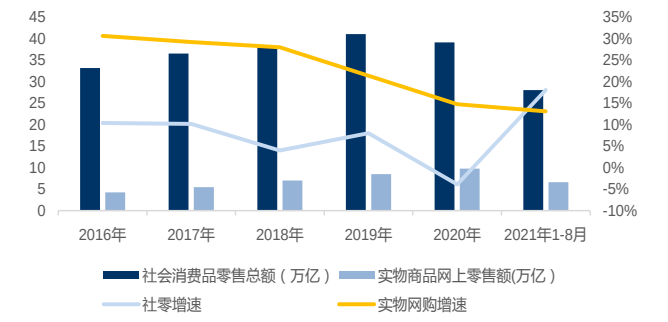
2015 年起，国家统计局公布实物网购占社零比重，由 2015 年 2 月的 8.3%提升至 2021 年 8 月的 23.6%，最高为 2020 年 6 月的 25.2%。

图表 5 实物网购占社零比重



资料来源：Wind，华创证券

图表 6 实物网购增速

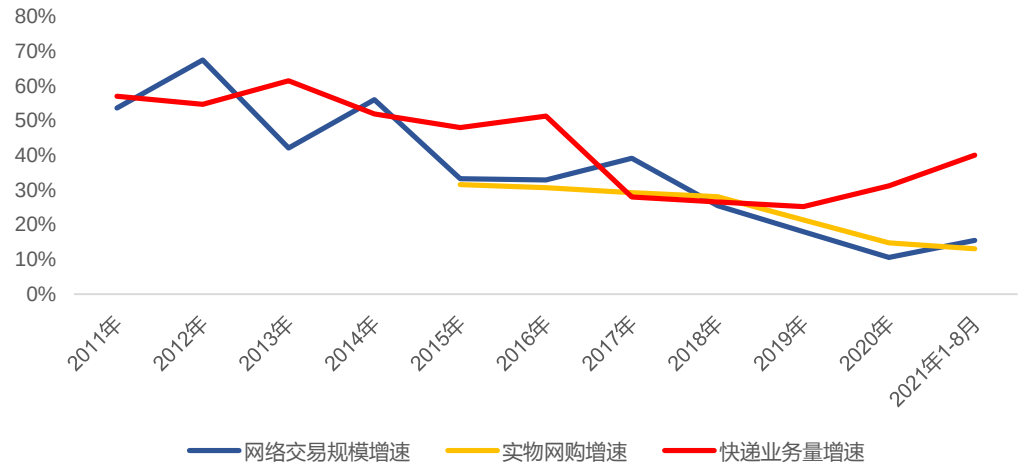


资料来源：Wind，华创证券

我们再将网购增速与快递业务量增速做比较：

2011-16 年网购增速与快递业务量增速均处于高速增长阶段，17-18 年实物网购增速与快递业务量增速基本一致。**2019 年起快递业务量增速再度开始超过实物网购增速。究其原因，我们预计拼多多的崛起是其中重要因素。**

图表 7　网络交易规模与快递业务量增速



资料来源：Wind，华创证券

第一阶段：2011-2016 年，高速增长期，网民-移动支付红利期

看网购用户规模:

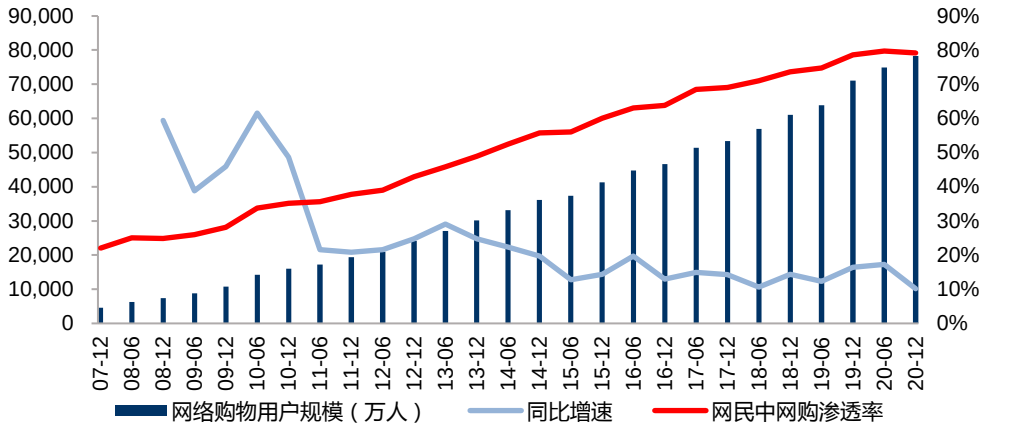
2007 年网购用户 4641 万人，占网民比重的 22.1%，到 2020 年末已经达到 7.8 亿人，占网民比重 79.1%。

2008-2010 年，连续三年增速近 50%，2011-2014 年保持了年均 20%的增速，此后降至 10%-20%区间。

再看移动购物用户，2013 年起披露手机移动网络购物用户规模，从 13 年的 1.4 亿人增至 20 年的 7.8 亿人，占网络购物用户比重由 47.8%升至 99.8%。**增速最快的阶段在 2014-2016 年，保持年均 40%的增速**，也正是在 2016 年末移动网购用户占比超过了 90%，达到了 94.5%。

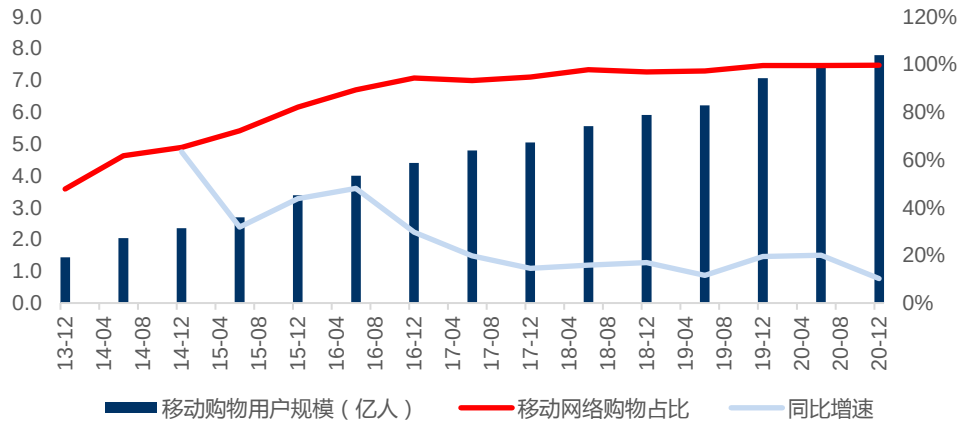
由此可以发现，移动网络购物用户在 2014 后成为推动网购的新增主力群体。

图表 8　网购用户规模



资料来源：Wind，华创证券

图表 9　移动购物用户规模

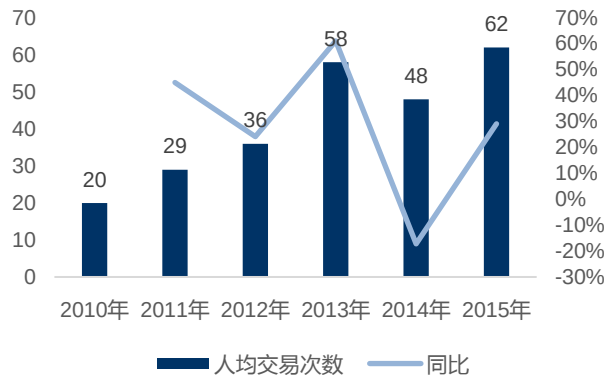


资料来源：Wind，华创证券

而移动支付的崛起，也使得手机购物超越 PC 端成为主流购物模式，从而拓展了更多的网络购物场景，使得网购频率从低频向高频转变，推动了**网购频次提升。**

根据中国互联网信息中心《2015 年中国网络购物市场研究报告》中数据：2010-15 年人均交易次数由 20 次提升至 62 次，增长 2.1 倍。

图表 10　人均交易次数



资料来源：中国互联网信息中心，华创证券

第二阶段：新业态接力之拼多多崛起

从拼多多披露数据看，2018-20 年公司 GMV 增速分别为 234%、113%及 66%。2020 年 GMV 达到 1.67 万亿，而同年京东 GMV 为 2.61 万亿，拼多多达到京东的 64%。

因拼多多一单一拼的业务模式，及其客单价相对较低的特征，其产生的快递单量成为行业重要贡献者。测算 2017-19 年产生单量分别为 43、111、197 亿件，20 年超过 300 亿件，**意味着其产生的快递包裹量占比从 17 年的 11%提升至 20 年的 36%以上**。2018-20 年产

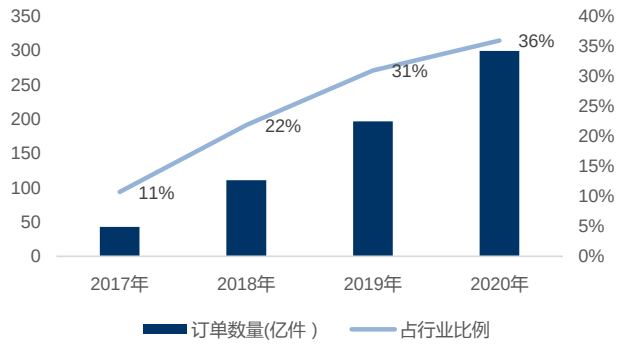
生的包裹量增速分别为 158%、78%及 52%，显著领先于行业。

图表 11 拼多多订单量测算

	2017年	2018年	2019年	2020年
GMV(万亿元)	0.14	0.47	1.01	1.67
同比		234%	113%	66%
活跃用户数量（亿人次）	2.5	4.2	5.9	7.9
同比		71%	40%	35%
客单价	32.8	42.5	51.1	
订单数量(亿件)	**43**	**111**	**197**	**300+**
占行业比例	**10.7%**	**21.9%**	**31.0%**	**36.0%**
增速		**158.1%**	**77.5%**	**52.3%+**
快递行业单量（亿件）	401	507	635	834
增速		26.6%	25.3%	31.2%

资料来源：Wind，华创证券测算

图表 12 拼多多订单数量占行业比重



资料来源：Wind，华创证券测算

第三阶段：新冠疫情加速网购渗透率提升，直播电商等新业态逐步起势

2020 年突发的新冠疫情，加速了网购渗透率的提升。从 2019 年末的 20.7%，一度提升至 2020 年 6 月的 25.2%，提升高达 4.5 个百分点，截止 2021 年 8 月仍然高达 23.6%，较 19 年末提升约 3 个百分点。

短视频、直播、社交电商等新形互联网流量崛起，为商家和消费者创造了更多元的消费渠道。

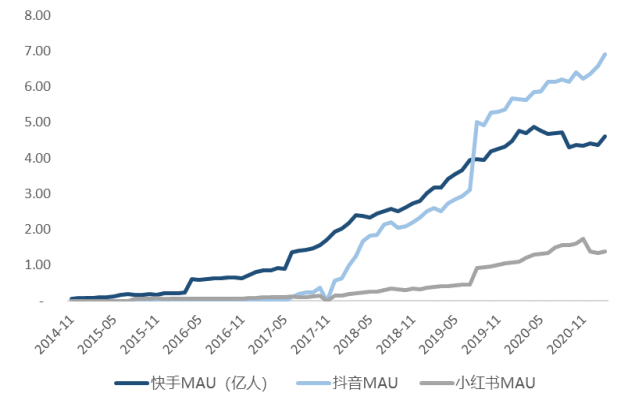
根据 CNNIC 及商务部相关统计数据：截至 2020 年 12 月，我国网络直播用户规模达 6.17 亿，较 2020 年 3 月增长 5,703 万，占网民整体的 62.4%，其中：电商直播用户规模已达 3.88 亿，占网民整体的 39.2%，近 66.2%的直播用户直接转化为网购消费者。

韵达股份在 2021 年中报中引用了易观智库的数据显示：2018-20 年我国直播电商交易规模分别为 0.14、0.41 及 1.06 万亿，预计 2021 年达到 1.9 万亿。

以快手为例：日活接近 3 亿，月活接近 5 亿，2018 年开始布局电商业务，2019-2020 年 GMV 分别为 596、3812 亿元，2021 上半年 GMV 达到 2640 亿元，同比增长 141%。

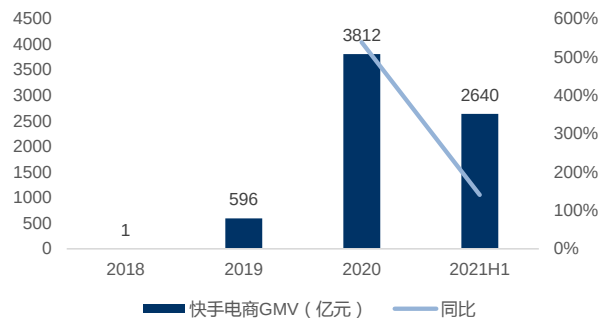
京东物流创新与研究院发布的研究指出，流量端分散赋予新品牌新的土壤，完成从 0-1 的搭建，而流量不断分散，产品与供应链却会走向集约。

图表 13　短视频/直播/社交论坛新流量



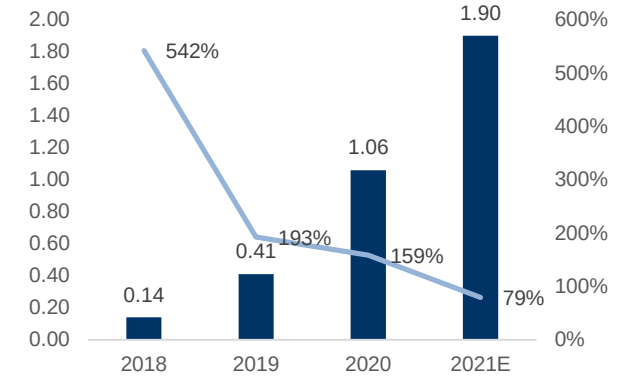
资料来源：Questmobile，华创证券

图表 14　快手直播电商 GMV



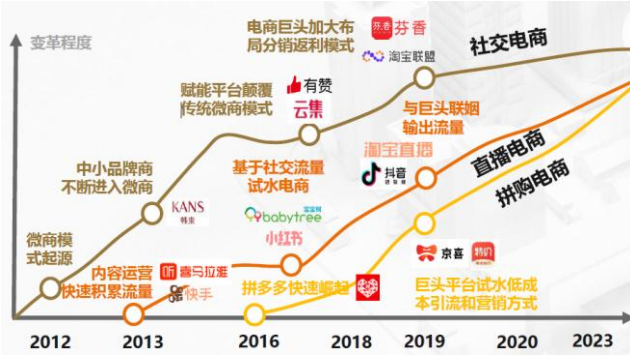
资料来源：公司公告，华创证券

图表 15　中国直播电商交易规模（万亿）



资料来源：韵达股份 21 年中报，易观智库，华创证券

图表 16　流量不断分散、供应链不断集约



资料来源：京东物流战略与创新研究院，华创证券

（二）市场份额复盘：头名三次更迭，中通实现霸主地位

以快递公司公布数据（2013 年起）测算：

头名：2013-14 年申通占据份额头名；2015 年圆通榜首；2016-2020 年**中通实现五连冠并延续至今；**

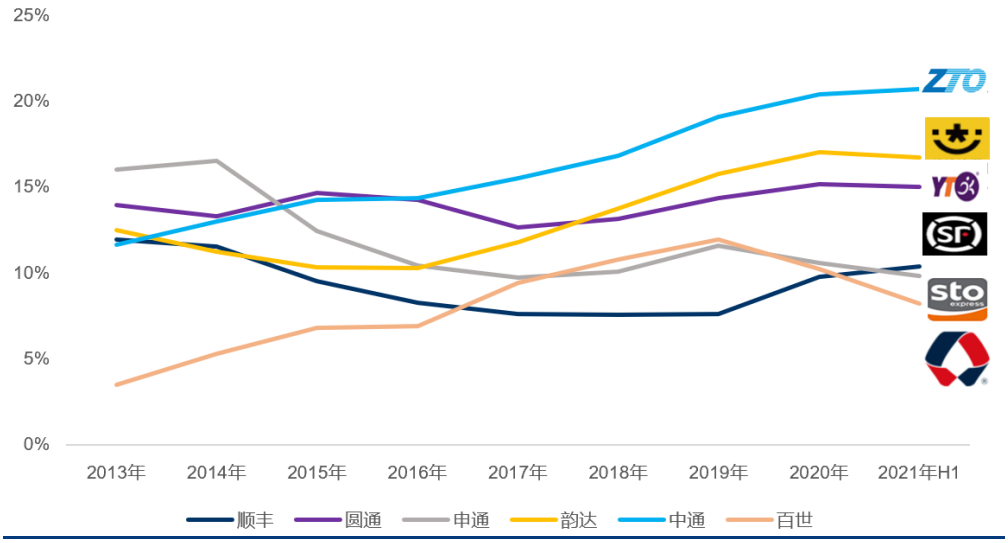
第二名：韵达在 2018 年份额超过圆通成为榜眼并保持至今；圆通则在 2018 年后退出此前前两名的位置，落至第三名。

此外，百世作为后进入者，2018 年超过申通成为行业第 4，但在 2020 年再度被申通超过，21H1 被顺丰超过，落至 6 家上市公司中最后一名。

2021 年上半年的份额看，中通（20.7%）>韵达（16.7%）>圆通（15%）>顺丰（10.4%）>申通（9.8%）>百世（8.2%），顺丰超越申通、百世，中通维持份额领先。

我们预计 21 年上半年极兔份额或已追近百世。

图表 17　六家快递公司份额变化



资料来源：公司公告，华创证券

图表 18　六家快递公司份额变化

	市占率第一	市占率	市占率第二	市占率	差距
2013年	申通	16.0%	圆通	14.0%	2.0%
2014年	申通	16.5%	圆通	13.3%	3.2%
2015年	圆通	14.7%	中通	14.3%	0.4%
2016年	**中通**	14.4%	圆通	14.3%	0.1%
2017年	**中通**	15.5%	圆通	12.6%	2.9%
2018年	**中通**	16.6%	韵达	13.8%	2.8%
2019年	**中通**	19.1%	韵达	15.8%	3.3%
2020年	**中通**	20.4%	韵达	17.0%	3.4%
2021年H1	**中通**	20.7%	韵达	16.7%	4.0%

资料来源：公司公告，华创证券

我们以时间轴维度来看那些年座次更迭背后的行业与公司个体逻辑，错失以及抓住了哪些机遇。

1、申通份额失守的那些年：大加盟商模式成就过去，也错失自动化效率红利

2013-2014 年申通占据份额头名（作为通达系中最先成立的快递公司，预计 2013 年前长期保持领先的份额水平）；

2015 年底被圆通、中通超越，市场排名下滑至第 3 名；

2016 年底被韵达超越，市场排名下滑至第 4 名；

2018 年 6 月被百世超越，市场排名下滑至第 5 名；

2020 年超过百世，2021 年上半年被顺丰超过，仍位居第五名。

我们就 2013-2018 年这段时间的份额失守做分析：认为申通大加盟商模式成就了过往的份额领先，也同样受其部分制约而导致错失了自动化效率提升推动规模红利的阶段。

1）大加盟商模式在行业高速增长红利期更优能力开疆拓土。

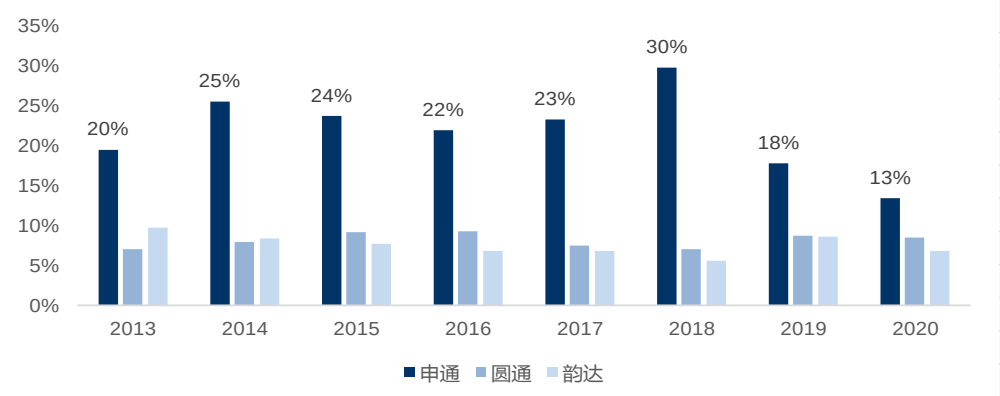
申通在业内首创加盟模式，加盟模式下公司得以低成本迅速扩张规模并由此而强化网络效应，巩固先发优势。前文我们分析，2011-16 年快递行业业务量增速年均 50%的超高增速，**申通作为行业份额第一的阶段正是把握了行业高速增长期的红利，即需求快速增长，而行业网络覆盖滞后，率先建网的公司就能享受流量红利，同时大加盟商更有能力去布局网点，开疆拓土，吸引客户。**

（注：加盟模式即快递公司只建设转运中心，服务网点是加盟商独立法人运作，总公司负责中转和中转仓所有业务，包括干线运输线路的运输成本、分拣、称重等，加盟网点负责支线运输和配送运输。简而言之，加盟商负责揽派两端，总部负责中转及干线运输环节。）

申通的大加盟商有多集中？2013-18 年，申通前五大客户销售收入占比介于 20-30%，同期圆通与韵达均不到 10%，2019 年后申通前五大客户销售收入占比开始下行，19-20 年分别为 18%及 13%。

图表 19　申通、圆通、韵达前五大客户收入占比

前五大客户收入占比	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
申通	20%	25%	24%	22%	23%	30%	18%	13%
圆通	7%	8%	9%	9%	8%	7%	9%	8%
韵达	10%	8%	8%	7%	7%	6%	9%	7%



资料来源：公司公告，华创证券

2）从行业第一到份额下滑阶段，我们认为公司在行业进入自动化红利阶段出现了缺位。

同为加盟制企业，但具体经营模式亦有小差异。申通快递的经营模式是：网点经营全部采用加盟制，转运中心采用直营+加盟。根据公司 2016 年借壳上市报告书看，截止 2016 年 8 月底，申通快递在全国范围 82 个转运中心，其中拥有 48 个自营枢纽转运中心（不含航空部），加盟商转运中心 34 个（不含航空部），可见**申通自营枢纽转运中心比例仅为 59%，而韵达则是转运中心 100%直营，中通亦超过 90%。**

由此，大加盟商模式的弊端在规模效应释放红利阶段开始显现，系因从商业角度看，大加盟商与总部的利益诉求存在不同。（我们在 2019 年深度报告申通低估值之谜中进行过分析）

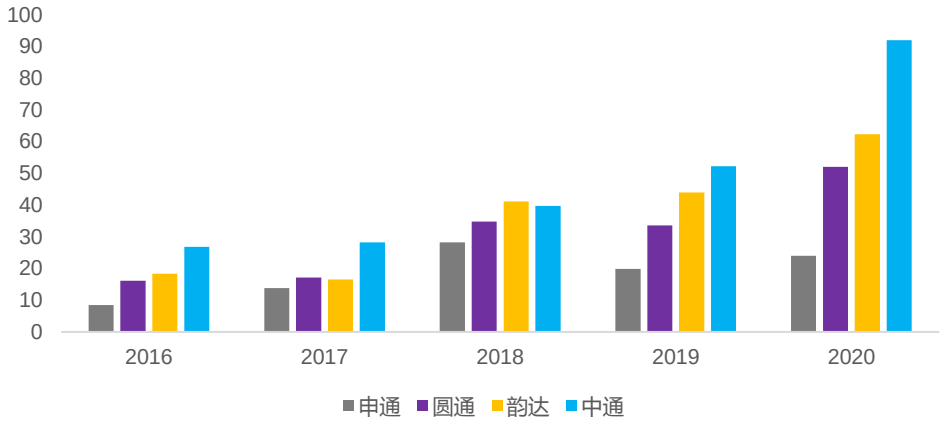
a）影响经营效率：转运中心建设上，加盟商的资本开支意愿与能力均弱于总部，导致加盟商对转运中心的投入不足，从而导致转运中心的产能、成本、品质均落后于同行。一方面会影响该区域发出件的成本，削弱该区域加盟商的揽件能力；另一方面会影响该区域到达件的品质，从而影响其他区域加盟商的揽件能力。

直接反应在数据上的是资本开支落后。

以上市后披露的资本开支金额比较（圆通数据以现金流量表中构建固定资产支出金额替代），**2016 年中通 27 亿、韵达 18 亿，圆通 16 亿，申通仅 8.5 亿，为韵达圆通的一半左右，仅为中通的三分之一。**2018 年公司加大转运中心直营化，资本开支才上台阶。

因此，申通的投资“缺位”，也并非公司缺乏投资意识和投资能力，而是部分受到转运中心直营化不足的约束。

图表 20　通达系资本开支比较（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

b）影响中小加盟商利益：转运中心定价上，大加盟商与总部存定价策略差异。总部以面单盈利，转运环节定价策略未必完全以盈利为目的，而大加盟商对于这部分经过转运中心的流量，无法通过其他方式弥补，只能通过转运环节盈利。假设成本相同情况下，大加盟商加价诉求强于总部，而较高的定价，会加重该区域加盟的经营成本。

c）影响总部利益：转运中心流入的货物上，大加盟商与总部存在产品策略差异。总部倾向于收小件，加盟商以货物重量收取终端价，倾向于收大件。由于总部不控制该区域的转运中心，对该转运中心流入的货物结构缺乏管控能力。从而导致申通网络大件占比较高，影响分拣效率和运输效率，削弱公司在小件市场的竞争力。

加盟商在实现对中转服务质量的要求时，更多会基于自身的利益考虑进行选择，难以从总部全面筹划的大局角度出发，致使申通快递会出现在整体服务网络上转运中心布局不均匀问题。随着快递市场规模逐渐壮大，加盟商和总部需要协同发展方能适应行业，尤其是满足电商的快速成长需要。

加盟的转运中心也会存在管理缺位、运营不佳、资金不足等情况，在产能利用及中转效率上难以得到有效提升。这样的投资缺位，资本开支滞后，导致了公司落后于同行去适应快递行业的标准化和集约化的发展趋势。

3）2018 年，公司开始大力推进核心转运中心直营化步伐。18-21 年上半年累计收购了 20 个核心城市的转运中心，收购完成后公司通过精益管理、改善运营、提升 产能、升级设

备等举措大力推动转运中心智能化改造，取得了积极的成果。2019 年底转运中心直营比例超过 90%。

探讨：为何在 2018 年快速推进转运中心直营化？

我们认为，此间还存在时代背景，即二三线中小快递逐步退出市场从而使得公司在收购事项中对大加盟商议价能力增强。

2016-2017 年，申通直营化存在客观实施难度。中小快递的经营扩张和对外融资表现活跃，大加盟商可以凭借枢纽级转运中心资产和业务量获得中小快递股权，总部与大加盟商难以就收购资产的估值达成一致。

但 2018 年，以快捷快递为代表的中小快递洗牌加速。一方面中小快递经营难度增加，另一方面融资难度加大，一级市场投融资遇冷，导致资本对中小快递投资热度下降。大加盟商被收购意愿显著增强。

此外，我们观察公司在 2014-16 年公司**单票收入降幅低于同行，在业务量增速有瓶颈的情况下，公司并没有执行“以价换量”的策略。**

2、圆通的座次交替：超前布局航空业务，阶段性“缺失”自动化效率红利

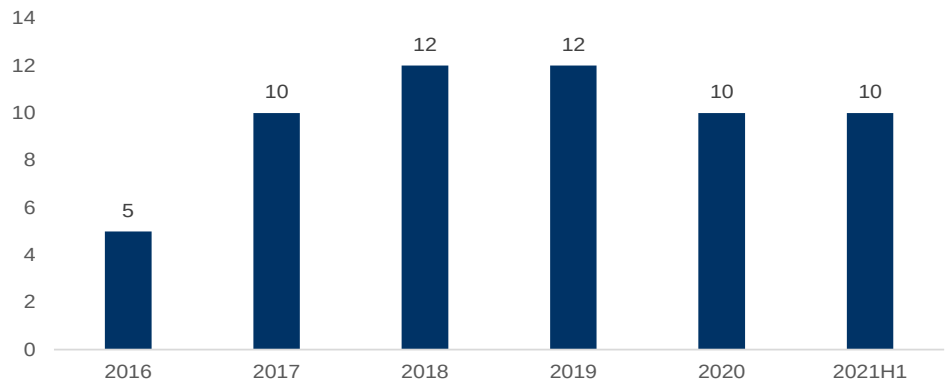
2005 年，圆通成为首家与淘宝网开展全面战略合作的快递企业，同时在 2015 年，阿里创投及云锋新创完成战略入股，当年圆通也实现了份额登顶。

但此后份额开始下滑，我们认为其中部分因素同样在于自动化效率红利的缺失，但与申通不同，公司并非没有进行资本开支投入，而是资本开支方向出现了差异，公司在电商快递市场超前布局的航空业务一定程度拖累当时的发展。

2014 年 8 月，圆通速递取得中国民用航空局《关于筹建杭州圆通货运航空有限公司的批复》（民航函[2014]921 号），2015 年 10 月，圆通航空正式开航运营。

2016 公司拥有 5 架全货机，2017 年达到 10 架，18 年 12 架，截止 2021 年 6 月，公司 10 架全货机。（但作为比较，根据公司 2016 年借壳上市说明书中披露，圆通航空向国家民航局上报的《关于上报圆通航空“十三五”机队规划的报告》，到 2020 年圆通航空将拥有 32 架全货机机队，初步实现圆通航空国内、国际干线网络布局。）

图表 21　圆通航空机队规模



资料来源：公司公告，华创证券

我们认为圆通建设航空机队的初衷是基于:

其一自有航空网络可以提升产品时效性，提升快递服务质量和用户体验，

其二将促进圆通速递的产品结构升级，

其三也是圆通速递布局国际快递业务、拓展海外市场的重要基础。

但在圆通大力发展航空业务的 2016-18 年，同行在不断加大转运中心、干线运输车辆、信息技术平台、自动化分拣设备等的投入，提高了快件中转、操作效率，构筑了较为明显的成本优势，提升了企业盈利能力和客户服务体验，助推企业及快递行业实现高质量发展，部分优势资源亦逐步向主要快递服务企业集聚。

从机器设备和运输工具看，圆通明显落后于中通和韵达。

机械设备: 2016 年各公司上市后，16-18 年中通机器设备资产金额从 7.2 亿增至 24.8 亿，韵达从 7.9 亿增至 25.1 亿，而圆通仅从 3.1 亿增至 8.9 亿，明显落后。

运输工具：中通 2016-18 年从 10.6 亿增至 23.2 亿，韵达从 6.7 亿增至 10.1 亿，圆通从 0.9 亿增至 5.5 亿，

但圆通飞机资产从 1 亿增至 4.4 亿，意味着 2018 年圆通陆运+飞机固定资产接近 10 亿，与韵达相仿。

投入的差异，使得圆通在这一轮规模效应红利中处于相对下风。

但我们观察圆通在房屋及建筑物的金额则明显超过了韵达与申通，仅次于中通，土地相关资源的稀缺性会逐步显现，同时 2020 年公司在机械设备及运输工具的投资明显开始发力，2020 年机械设备增加近 10 亿，运输工具增加 4.6 亿，增幅领先。

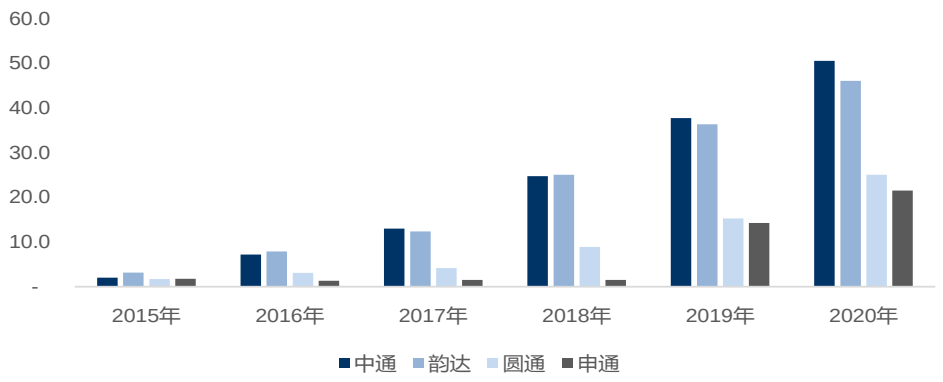
此外，疫情下以及疫情后时代，航空网络的构建为公司带来了利润增厚。2020 年圆通航空实现收入 11.93 亿，利润 2.16 亿。

图表 22　各公司固定资产比较（亿元）

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
机器设备						
中通	2.0	7.2	13.0	24.8	37.8	50.6
韵达	3.2	7.9	12.4	25.1	36.4	46.1
圆通	1.7	3.1	4.2	8.9	15.3	25.1
申通	1.8	1.4	1.6	1.6	14.3	21.5
运输工具						
中通	5.4	10.6	15.5	23.2	33.7	55.9
韵达	1.3	6.7	7.5	10.1	11.0	16.1
圆通	1.4	0.9	1.2	5.5	6.3	10.9
申通	0.5	2.1	5.3	5.2	9.2	8.2
房屋及建筑物						
中通	5.5	15.2	29.6	39.3	60.3	75.4
韵达	5.5	7.8	7.0	8.6	10.6	24.9
圆通	7.6	14.8	20.7	32.2	42.9	53.0
申通	2.4	3.1	5.4	5.4	15.3	20.8

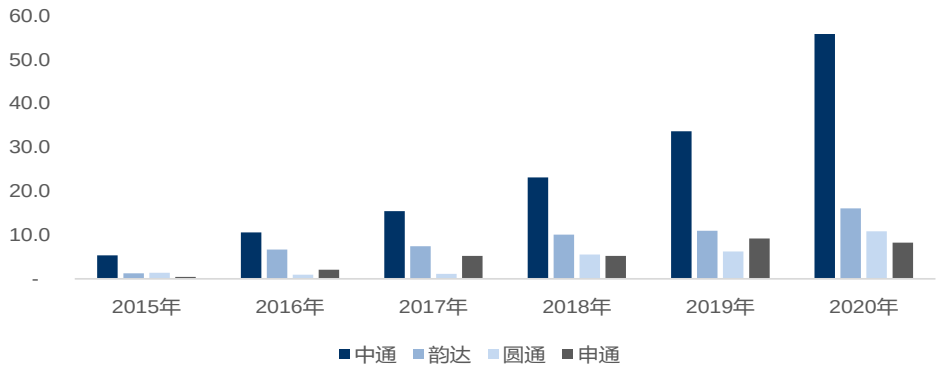
资料来源：公司公告，华创证券

图表 23 机器设备资产（亿元）



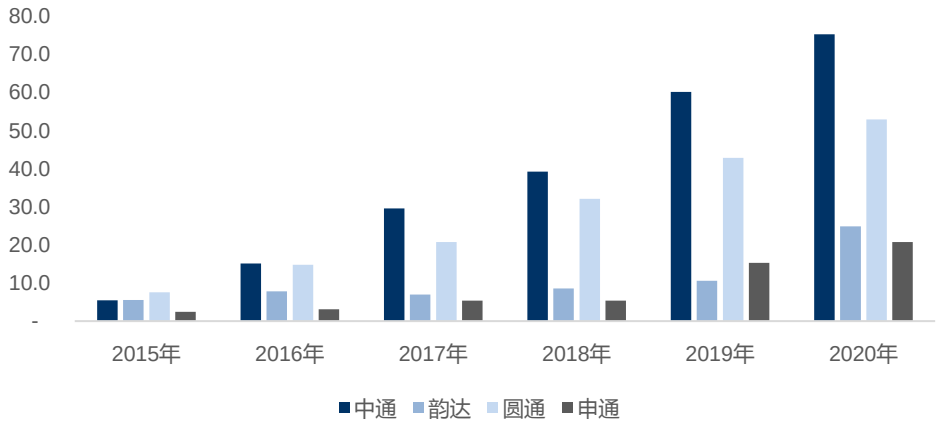
资料来源：公司公告，华创证券

图表 24 运输工具资产（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 25 房屋及建筑物资产（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

3、中通从实现领先到成就霸主：同建共享理念是基石，率先自动化、信息化、精细化是武器

我们认为中通从实现领先到成就霸主地位，基于硬实力与软实力共同结合。

1）同建共享理念是基石

中通在加盟制快递公司中，率先建立了同建共享的经营理念，在后来的发展中为公司奠定地位起到了重要作用。

a）2008 年 4 月，公司在通达系中率先实施了**共享机制**（即开始向派件网点支付末端派送服 务费）以解决揽件／派件网点之间费用负担不公平和相关的收入分配不公平问题。

在实施该机制之前，服务网点依靠收取揽件费来维持业务，由于中国经济发展的不均衡性、电商商家的地域集中性和消费者的地域分布，对于派件量明显高于揽件量的网点来说，难度很大。

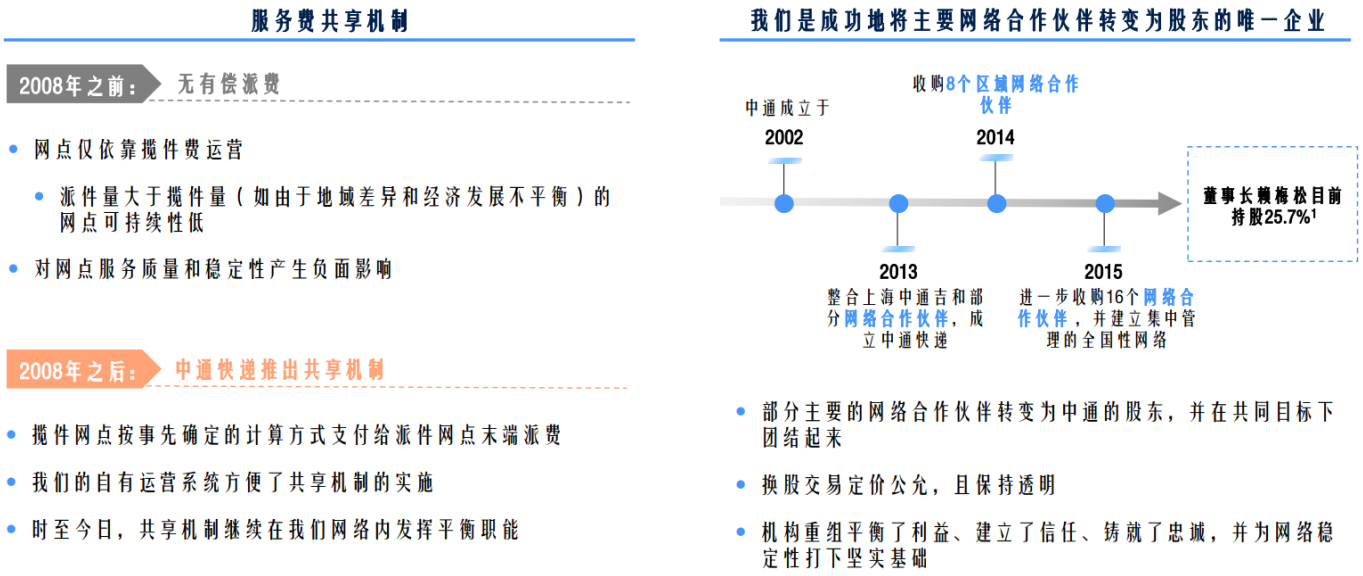
2021 年公司推出并执行快递小哥末端直链模式，是共享机制的进一步践行，并将快递员的保障进一步升级。

b）率先完成部分主要网络合作伙伴向股东员工的转换。2014 年收购 8 个区域性网络合作伙伴的业务及其运营资产，2015 年收购 16 个网络合作伙伴，并于其后建立集中管控的全国性快递网络。通过重组，成为通达系中第一个也是唯一一个将传统的网络合伙人模式重新设计成为战略、财务、人力资源中央决策架构，并在网络参与者中之间建立信任及培养共赢的思维，从而成功打造了一个更有凝聚力和稳定性的网络。

核心区域管理层同时也是中通的股东，中通提供完善的网络合作伙伴加盟和退出机制，责任制以分拨中心为单位，充分放权；部分主要网络合作伙伴转变为中通股东后，在共同目标下团结起来，且换股交易定价公允并保持透明。

同建共享理念在 2015 年公司完成了部分主要网络合作伙伴向股东员工的转换时全面确立。

图表 26 中通“同建共享”机制



资料来源：公司官网，华创证券

2）硬实力是武器：率先自动化、信息化、精细化成就公司成本领先战略

前文我们分析：综合机械设备、运输工具及房屋建筑物，中通的固定资产显著领先于通达系同行。

尤其在运输工具上，中通的规模遥遥领先。

运输工具：中通 2016-20 年从 10.6 亿增至 56 亿，韵达从 6.7 亿增至 16.1 亿，圆通从 0.9 亿增至 10.9 亿，申通从 2.1 增至 8.2 亿。

公司在车队管理上，自营车比例以及大车比例均为行业领先。

公司 2021 年上半年 1 万辆自有卡车组成的干线车队远超过同行，圆通、申通在 2020 年末为 4000 余辆及 3500 余辆。

同时公司系统性地提升大车占比，将车队内 15 至 17 米长的高运力挂车车型比例从 2016 年的 39%提高到 2019 年的 72%，并在 2020 年上半年进一步提高到 78%。

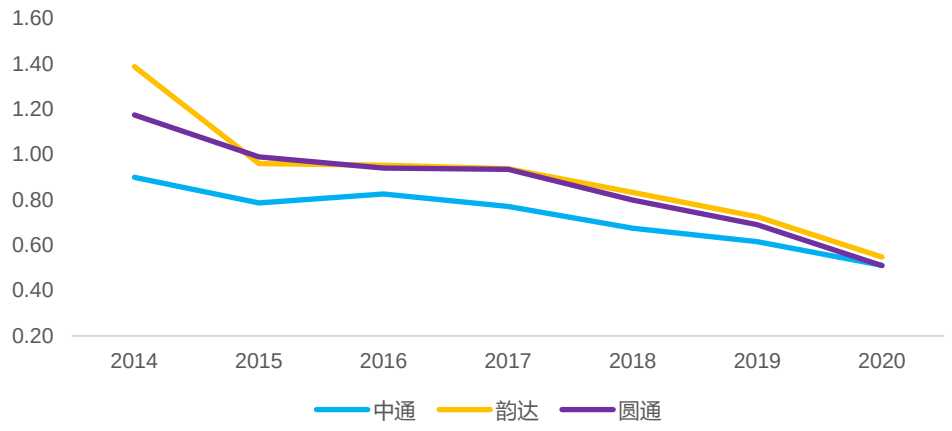
自有车辆可以降低运营成本，防范外包运输成本的剧烈波动，而大车比例的提升可以优化单位产量并降低成本。

体现在单票运输成本上，中通 2014-18 年领先韵达及圆通在 15-20%的水平。

中通 2020 年 0.51 元，较 2014 年的 0.9 元下降 43%，韵达 2020 年为 0.55 元，圆通 0.51 元。

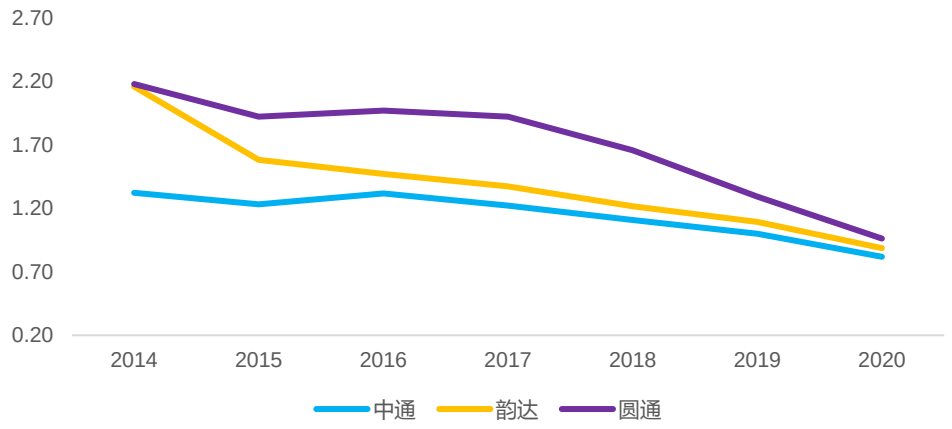
单票不含派费成本看，2020 年中通 0.82 元，领先于韵达的 0.89 元及圆通的 0.96 元，领先 8%及 15%。

图表 27 单票运输成本（元）



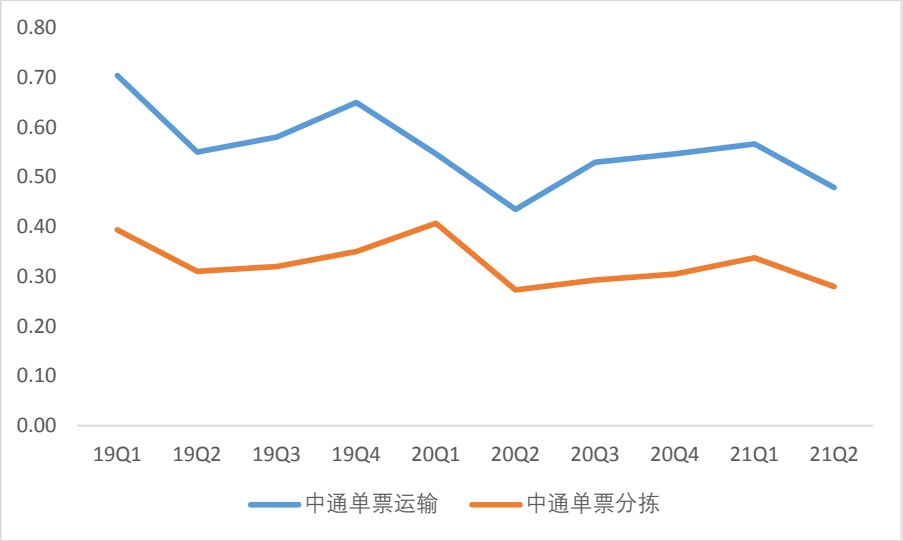
资料来源：公司公告，华创证券

图表 28 单票不含派费成本（元）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 29　19-21 中通单票运输及分拣成本分季度情况（元）

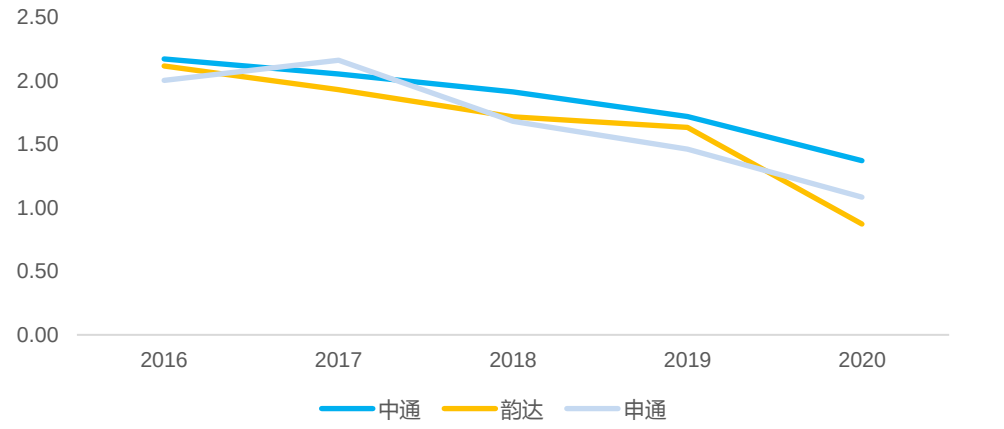


资料来源：公司公告，华创证券

3）成本之外，不可忽视中通在通达系中已经构建了品牌溢价。从草根调研情况看，在一些产量区，中通的终端价格要领先于通达系在 2-3 毛的水平，也就意味着中通品牌是存在一定溢价的。不仅如此，中通确认的单票收入也高于同行，意味着中通总部和加盟商均获得了溢价红利。

因此中通单票净利要显著高于同行，不仅仅在于成本端。

图表 30　单票不含派费收入（元）



资料来源：公司公告，华创证券

4、韵达的上位：紧跟中通，学习中带有创新

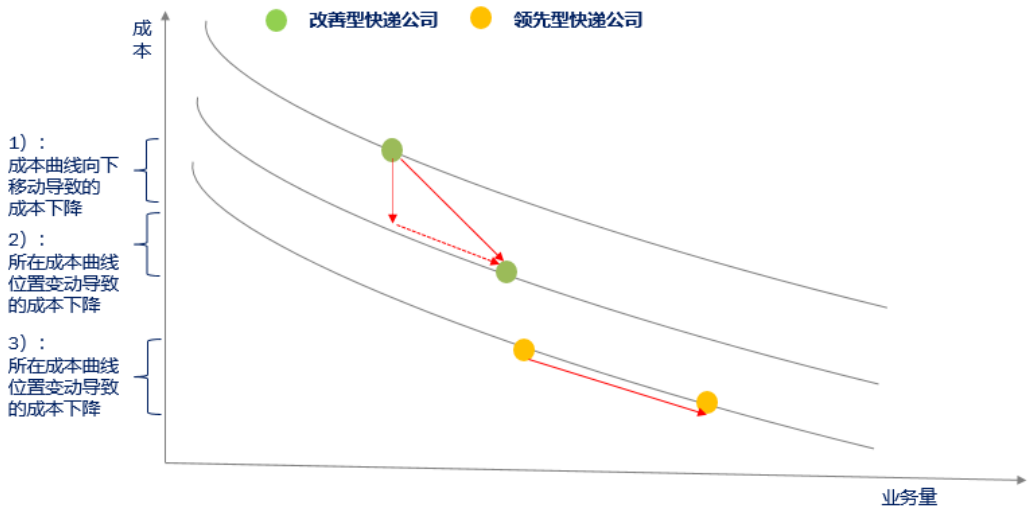
韵达的崛起一方面紧跟中通，在成本管控，资本开支方向学习了中通的先进经验，同时带有自身的创新。

1）从学习经验看，我们此前报告分析过后来者的单票成本在一定阶段内会呈现更为明显的降幅，主要有两个原因：

其一：业务量增长导致的成本下降；

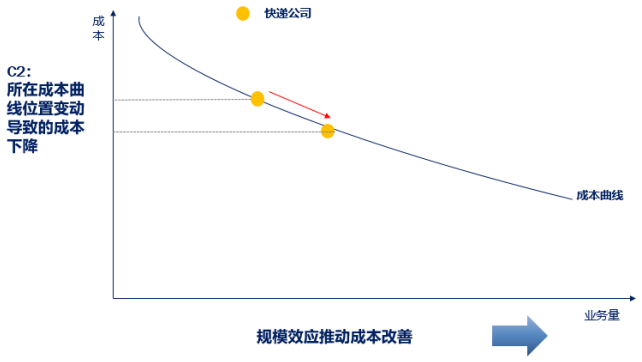
其二：强学习效应导致成本曲线下移。

图表 31　改善型快递公司与领先型快递公司的成本改善模拟图



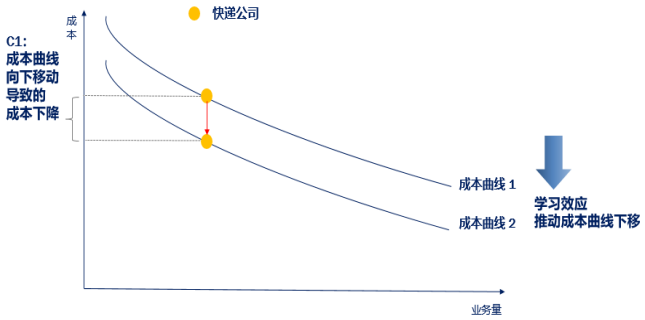
资料来源：华创证券

图表 32　业务量增长导致的成本下降



资料来源：华创证券

图表 33　学习效应导致成本曲线下移



资料来源：华创证券

2016 到 2018 年，公司与中通的单票成本差距分别为 0.15 元、0.16 元、0.1 元。细拆各项成本看，由于面单成本趋近于 0，关键在中转与运输成本。其中韵达的转运成本已经追平中通，二者的差距主要在于运输成本。

2016 年中通单票转运成本 0.43 元，韵达 0.48 元，而到 18 年双方均为 0.38 元，韵达已经追平中通。

路由优化：韵达转运中心数量从 2013 年的 80 余家优化调整至 2015 年的 50 余家，自 16 年至 18 年，韵达转运中心数量并未增加。说明单个转运中心的支撑能力大幅提升。

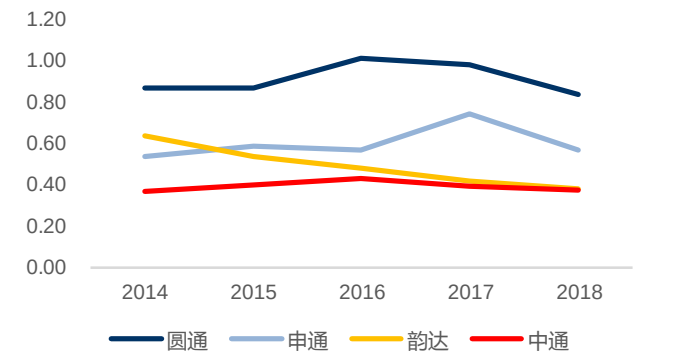
优化中转节点带来中转高效率：以干线转运中心总数量和直营数量计算，韵达单个转运中心单日平均件量显著高于同行。

同时，韵达通过实施包仓制、定额中转费、分段定额中转费等多种标准，鼓励加盟商揽收“小而轻”的快件，通过调整货品结构（小件比例增加），进一步提升效率。

此外，通过智能化生产设备的投入及建立高效的人力资源管理机制，人均效能不断提升。根据借壳上市说明书显示：人均操作货量从 2013 年平均 261 件/人/天，提升至 2015 年平均 500 件/人/天。

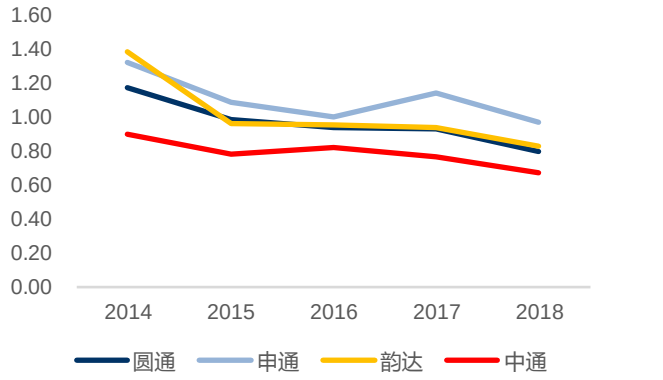
尽管在单票运输成本上存在差距，但在 13-15 年公司通过采用甩挂车运输、路由优化、网点自跑等方式，将干线运输线路从 2013 年的 4500 余条下降至 3900 余条，运输车辆平均装载率（装载率=车辆实际转载量/车辆理论装载量）从 2013 年的 69%提升至 2015 年的 83%。

图表 34 14-18 年韵达的中转成本追平中通（元）



资料来源：Wind、华创证券

图表 35 14-18 年韵达与中通运输成本差距仍存在(元)



资料来源：Wind、华创证券

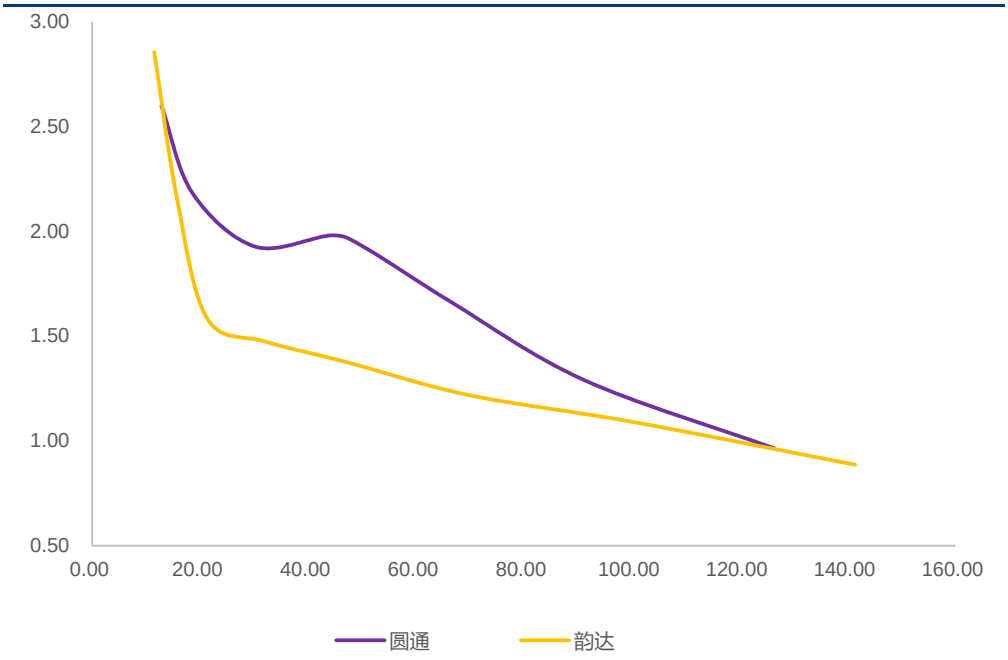
2）从创新角度看，典型如公司对于加盟商自跑业务的尝试。

2014 年 12 月起，韵达对现有运输线路中有条件的运输线路开展加盟商自跑业务试点。对发货量较大的加盟网点，在满足装载率要求的情况下，为加快快件时效，减少始发分拨操作，由加盟商申请并经韵达批准，加盟商的快件不经始发转运中心，直接送达末端转运中心进行处理。

2015 年，由加盟商自跑承担的运输量为 3.24 亿件，占全部业务完成量的 15.46%，直接减少中转费约 5.75 亿元。

自跑的好处：在运输条件和货源组织能力匹配情况下，由加盟商来承担部分由其发出货物的干线运输任务，直接减少了韵达转运中心承担的运输成本。

图表 36 韵达与圆通单票成本-业务量曲线比较（元）



资料来源：公司公告，华创证券测算

5、百世：“价格杀手”从有效到失效

我们首先看百世集团设立的背景，在 2019 年深度《快递行业猜想：破局者阿里，能否求得最优解》中，我们比较京东物流的成立，与阿里投资设立百世的背景有相似之处。

网络快递发展初期的复杂路由和业务量不均衡，造成了部分时点、部分节点的网络稳定性不足，以及信息化程度低，均影响了物流体验。

电商自建物流成为了当时的一种探索，最先是京东，并以自建物流作为特色。京东物流在 2007 年上线，百世同样成立于当年，并于 2008 年获得阿里的投资。

我们不妨将两者做一个比较：

京东物流：2007 年上线自建仓储，2009 年在 23 个城市建立配送站，2010 年建成华北、华南、华东、西南物流中心，2011 年亚洲一号开建，2012 年获得快递经营许可证，自营干线，2013 年上线极速达，2014 年上线自提站，2015 年开始开放物流服务。

百世：2007 年成立，2008 年上线供应链仓储服务，2010 年收购汇通进入快递行业，2012 年收购全际通进入快运。

双方几乎同一时间上线，从仓储开始，再到快递，干线运输，不同的是京东是纯自营，而百世采取的是加盟制的方式。

我们认为，阿里在最初对百世的投入带有对电商自建物流仓干配模式的探索，同时该雏形可视为为 2013 年菜鸟网络的诞生积累行业经验。

图表 37 京东物流与百世集团大事件比较

	京东物流大事件	百世集团大事件
2007	京东建成北上广三大物流体系。 京东第一个配送站：潘家园站建立。	百世集团在杭州成立。
2008		创立百世供应链。 获得阿里巴巴和富士康A轮融资1500万美金。
2009		获得“凝聚力”李宁2008年度合作伙伴最佳质量奖。
2010	推出211限时达服务。	收购“汇通快运”，成立“百世汇通”（后更名为“百世快递”）。
2011	京东物流履约订单量突破1亿。	
2012		收购“全际通”，成立“百世快运”。
2013	建成1000个配送站。 推出“极速达”服务。 京东物流服务正式对外开放。	创立百世金融。
2014		
2015	京东上海“亚洲一号仓”正式投入运营。 京东一号自动化分拣中心投入使用。 冷链物流业务正式对外开放。 京东与李宁签署战略合作协议。标志着京东物流线上线下、多平台、全渠道、B2B、B2C、B2B2C一体化物流解决方案全面对外开放。	收购360 Hitao，拓展跨境物流业务。 创立百世国际，拓展服务至美国、德国等地区。 创立百世店加。
2016	京东物流以品牌化运营的方式，全面对社会开放。 大件物流完成中国大陆地区行政区县100%覆盖并对外开放。 成立X事业部，打造智慧仓储物流系统；无人机、无人车、无人仓开始试运营。	创立百世优货。 拓展跨境物流服务至澳大利亚、日本等地区。
2017	京东物流子集团成立。 “京尊达”服务正式推出。 “京准达”服务升级至半小时。	百世集团在美国纽约证券交易所上市，交易代码为BSTI。 百世国际获得中国跨境电子商务专业委员会颁发的中国最具价值跨区域海外仓。

资料来源：公司官网、华创证券

百世作为极兔之前最后一个成立的电商快递龙头公司，2010 年真正意义上介入快递市场后，同样以价格作为争抢市场份额的手段，2012 年份额 2.7%、2016 年 6.9%，2017 年上市时达到 9.4%，于 2019 年达到 11.9%的顶峰，此后开始下降至 21H1 的 8.2%。

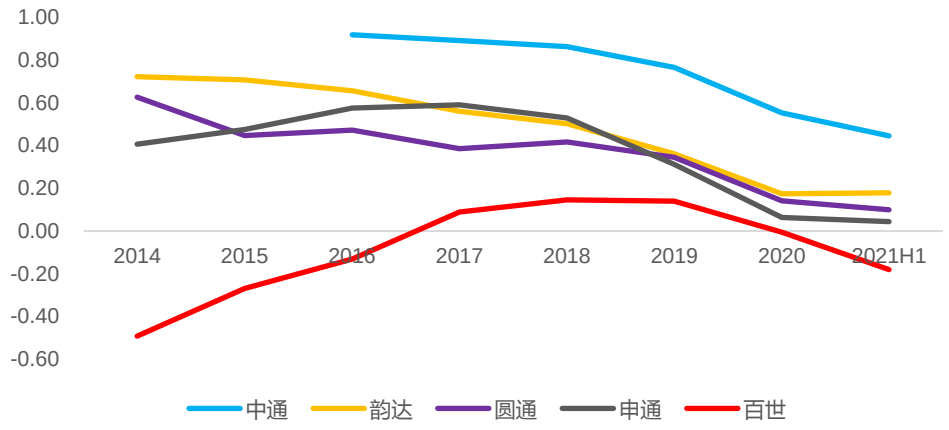
观察 2014-16 年百世快递业务毛利为负，意味着以明显低于成本的价格在行业中揽件，在 2017 年上市前冲击市场规模起到了效果。

同一口径比较下，百世 2017 年纳入派费，当年单票收入 3.39 元，相当于圆通的 92%，21H1 落至圆通的 88%。

但我们进一步比较派费成本，2018-20 年百世派费为 1.61、1.52、1.23 元，21H1 为 1.11 元；圆通 2018-20 年则为 1.37、1.31、1.17 元，21H1 为 1.12 元。

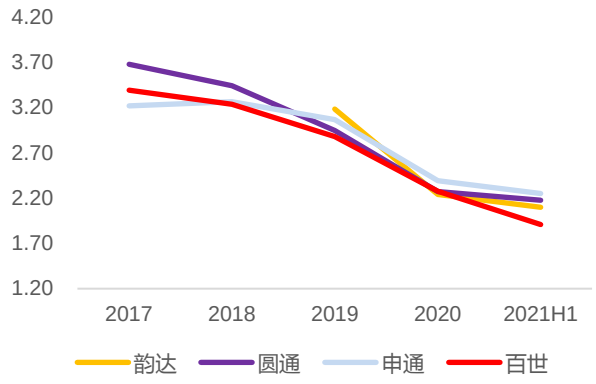
假设派费成本与派费收入持平的话，意味着百世不含派费的单票收入要显著低于其他公司，即测算百世在 2018 年不含派费收入仅为圆通的 78%，2020 年一度拉回到 95%，但 21H1 继续降至 76%。但这样的价格手段并没有持续贡献效果，20 年之后公司份额下滑，毛利转负，亏损扩大。（后文详细分析）

图表 38 单票快递业务毛利比较（元）



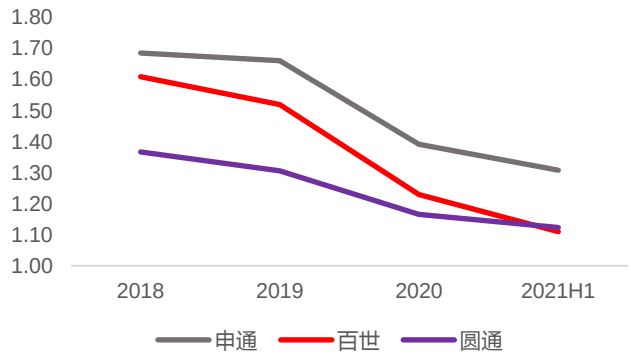
资料来源：公司公告、华创证券

图表 39 单票收入比较（均为含派费口径，元）



资料来源：公司公告，华创证券测算

图表 40 单票派费成本比较（元）



资料来源：公司公告，华创证券测算

（三）座次更迭背后：把握两个阶段红利的胜者为王

总结来看，我们认为电商快递公司存在两个阶段的红利：

第一阶段是电商驱动行业高速增长的红利期（2011-16 年，年均增速在 50%），该阶段供不应求，开疆拓土是首要因素，率先绑定平台获取流量加成红利；申通与圆通是该阶段的胜出这。

第二阶段是自动化精细化推动规模效应（起于 2015 年），该阶段申通与圆通在不同因素制约下，投资有所缺位或方向差异，导致相继失去头名位置。中通凭借同建共享理念以及率先自动化、精细化管理奠定了成本优势继而扩大网络效应过程中又体现了收入溢价。韵达则凭借极强的学习+创新追赶并保持住了第二名的位置。

图表 41 通达系公司核心指标一览（亿件、亿元、元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	21H1
				业务量				
中通	18.2	29.5	45.0	62.2	85.20	121.20	170	102
韵达	15.7	21.3	32.1	47.2	69.85	100.30	141	83
圆通	18.6	30.3	44.6	50.6	66.65	91.15	126	74
申通	23.1	25.7	32.6	39.0	51.11	73.70	88	48
百世	7.4	14.0	21.6	37.7	54.70	75.80	85	41
				市场份额				
中通	13.0%	14.3%	14.4%	15.5%	16.8%	19.1%	20.4%	20.7%
韵达	11.2%	10.3%	10.3%	11.8%	13.8%	15.8%	17.0%	16.7%
圆通	13.3%	14.7%	14.3%	12.6%	13.1%	14.3%	15.2%	15.0%
申通	16.5%	12.6%	10.4%	9.7%	10.1%	11.6%	10.6%	9.8%
百世	5.3%	6.8%	6.9%	9.4%	10.8%	11.9%	10.2%	8.2%
				业务量增速				
中通	70%	62%	53%	38%	37%	42%	40%	47%
韵达	36%	36%	51%	47%	48%	44%	41%	47%
圆通	45%	63%	47%	14%	32%	37%	39%	50%
申通	57%	11%	27%	20%	31%	44%	20%	37%
百世	129%	91%	54%	74%	45%	39%	13%	13%
				扣非净利润				
中通	4.1	11.1	20.4	31.6	38.2	56.8	43.1	17.8
韵达	4.3	6.9	11.5	15.4	21.4	24.1	12.1	3.9
圆通（*）	7.0	8.3	13.0	13.7	18.4	18.8	15.4	5.9
申通	5.3	7.1	11.8	13.9	17.2	13.4	-0.3	-1.7
百世	-7.2	-10.6	-13.6	-12.3	-5.1	-2.0	-20.3	-10.7
				单票扣非净利				
中通	0.22	0.38	0.45	0.51	0.45	0.47	0.25	0.17
韵达	0.27	0.33	0.36	0.33	0.31	0.24	0.09	0.05
圆通	0.38	0.28	0.29	0.27	0.28	0.21	0.12	0.08
申通	0.23	0.28	0.36	0.36	0.34	0.18	0.00	-0.03
百世	-0.98	-0.76	-0.63	-0.33	-0.09	-0.03	-0.24	-0.26
				单票快递业务毛利				
中通			0.92	0.89	0.86	0.77	0.55	0.45
韵达	0.72	0.71	0.66	0.56	0.50	0.36	0.17	0.18
圆通	0.63	0.45	0.47	0.39	0.42	0.35	0.14	0.10
申通	0.41	0.48	0.58	0.59	0.53	0.31	0.06	0.04
百世	-0.49	-0.27	-0.13	0.09	0.15	0.14	0.00	-0.18
				单票运输+中转成本				
中通	1.27	1.19	1.26	1.16	1.05	0.95	0.82	0.82
韵达	2.03	1.50	1.43	1.36	1.22	1.09	0.88	
圆通	2.04	1.86	1.94	1.91	1.63	1.26	0.95	0.93
百世					1.49	1.22	1.05	0.97
				平均市值				
中通				689	859	1069	1655	1701
韵达				512	580	685	644	450
圆通				593	387	350	426	347
申通				403	313	341	252	129
百世				260	212	140	119	42

资料来源：公司公告，华创证券

**：圆通 2019 年扣非净利剔除了商誉减值影响*

二、电商快递的现在：博弈与底线

（一）两个新进入者：顺丰下沉与极兔狂奔

1、顺丰下沉：特惠专配从成功到瓶颈，电商标快升级再出发

1）我们在 2020 年 6 月发布的《解码顺丰系列（6）》中，就特惠专配产品进行了聚焦探讨，**认为：从特惠专配产品诞生背景来看其效果，2019 年 5 月推出到 2020 年中一年期无疑是成功的。**

顺丰推出特惠专配产品的背景源于其经历 18 年下半年到 19 年上半年，业务量增速连续降速后，尤其 19 年 1-4 月公司业务量增速降至个位数，核心盈利产品时效业务增速下行压力大，**亟需快递业务量的新推手，**而电商新势力不断崛起，带来了电商快递强劲的需求支撑。于是在 2019 年 5 月推出特惠专配产品，一年时间内，帮助公司业务量提速，19 年 10 月至 20 年 8 月连续 11 个月行业最快增速。

我们看当时顺丰做对了什么？

a）直观来看，“填仓”模式下较好的利用了大网冗余产能。即公司在充分利用过去高投入下的大网相对冗余资源，发挥各业务的协同效应，在不增加额外资源投入下，通过业务量的增加来提升干支线装载率水平，从而降低整体成本，带来边际正贡献，助力公司成本红利释放。

b）不止于“填仓”，探索中前行。公司在不断调整、完善电商件运营模式，尽可能贴近电商件市场诉求与竞争环境：包括客户分层、批量件集收、运力协同、路由合并等。

客户分层：

针对特定客户，如初始推出产品时，面对日均件量超过 1000 票以上的电商大客户。

分层的好处，其一在于满足不同客户需求，其二在于针对性提供服务，其三在于为如集收模式等变化做铺垫。

收件模式：调整为批量件集中收模式（例如每天上门一次，收千票起），

其好处在于可降低快递员单票提成，从而降低单票揽收成本。（过往，以时效业务模式为例，快递员每天按需上门，存在时间、件量不确定性，单票提成显著高，同时无法在揽件环节发挥业务量的规模经济效应。）

中转场：有条件的，可由客户至中转场发货提货。将节省公司部分人工及支线运输环节成本。

运力端：

发挥协同效应：在保障服务质量及时效前提下，通过业务预测及线路规划等手段，充分利用存量资源，发挥存量资源的边际效应。

调整路由线路：合并同流向同时效段的干支线，更换成大车型，减少临时线路投入，减少支线数量等，释放规模效益，提升装载率。

c）经营数据看，当时不断优化的运营指标体现了规模效应。

公司人工及运力（含外包）是核心成本构成项目，合计占成本比重约 8 成以上，占收入

比重超过 7 成。

运力成本：理论上具备规模效应特征，但需**视新增投入而定。**因业务量增加后，装载率提升会推动单票成本下行，但同时若业务量增长与运力投入同步进行，则需要观察是否匹配。

人工成本：收件环节调整为集收模式后可体现规模效应，操作环节人均效能提升可降低相关单票成本，派件端相对较难。

其他经营成本：理论上具备典型的强规模效应特征，因其主要组成部分包括折旧摊销、办公租赁等相对固定类成本超过 6 成以上。因此随着业务量增加，该部分单票成本应呈现单票趋势。

我们观察：**2019Q2 公司推出特惠专配产品后，测算单票成本呈现下行趋势。**

单票人工：19Q2 出现 6%的增长，但随着业务量提速，19Q3 起持续下行，19Q3-Q4 分别为-4%、-13%，进入 2020 年则下降超过 20%，20Q1-Q4 测算分别为下降 21%、25%、23%、15%;

单票运力成本：19Q2 基本持平，19Q3-Q4 下降 2%及 4%，进入 2020 年，Q1-Q4 分别下降 7%、9%、2%、6%。Q3-4 降幅收窄系公司为双 11 旺季准备进行资源投入所致。

单票其他经营成本：进入 2020 年以来降幅超过 30%。

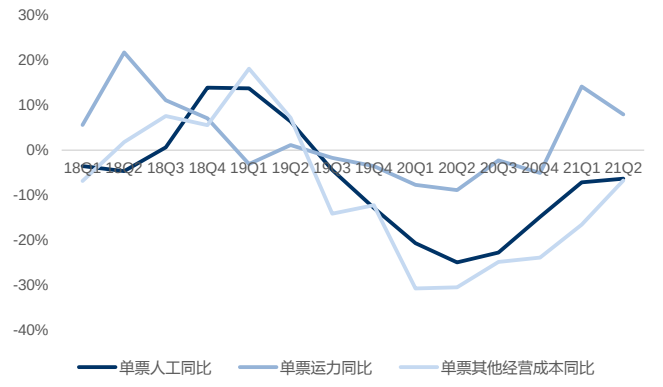
我们认为人工成本随业务量呈现显著下行趋势，反映了公司在根据电商业务模式去重新优化了端到端的运营模式，以及人均效能提升后带来了单位成本下行。

运力端的变化则反映公司一方面利用了现有产能，另一方面在投入节奏上更好匹配了业务量的扩张。

2）特惠专配产品的瓶颈：业务放量后遇到的结构失衡

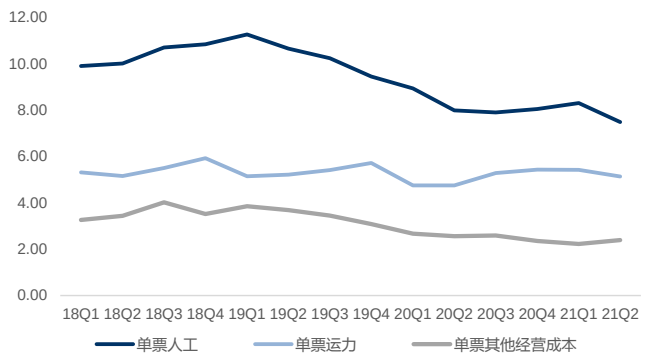
21Q1-2 出现单票运力成本的同比上行，一方面因整体网络资源集中加大投入导致成本增长过快，另一方面定价相对偏低的经济快递产品业务占比提升过快也导致毛利承压。这就使得顺丰直营电商件的瓶颈再度出现：**即业务量规模超出了“填仓”范畴后，时效与特惠的结构是否存在失衡，以及公司的高额资本开支与相对低价的特惠件是否存在收支的不匹配。**

图表 42　单票成本同比变化



资料来源：公司公告，华创证券测算

图表 43　单票成本金额变化（元）



资料来源：公司公告，华创证券测算

3）电商标快升级再出发

我们首先看顺丰直营电商产品的成本会达到什么水平？

我们分析认为，第一阶段理想状态下，成本或可降至 4.8-6.3 元。

快递服务根据环节划分，为揽收、中转、运输、派送四个环节。

加盟制快递公司通达系上市公司确认的为总部运营部分成本，即转运环节，包括中转操作成本及干线物流运输成本；而顺丰则为全链条成本。

通达系的中转成本，在服务环节上是包括了分拣作业、中转运输的成本，以及包括了无法区分与面单销售相关的所投入的硬件折旧成本、人力成本等。

而直营制的顺丰：包括了收派网点、中转场、干支线、航空枢纽、飞机、车辆、员工等一系列环节成本。

虽然确认模式不同，但类似环节的成本却具备一定的可比性。不妨以各环节测算顺丰运营特惠专配产品可降至的理想成本状态。

a）揽件环节：预计可降至单票 0.3 元。

公司在特惠件产品中试行的批量件集中收模式，未来可进一步优化，预计可降至单票 0.3 元。

b）派件环节：预计单票 2 元，远期可降至单票 1.5-1.6 元。

通达系 2019 年平均派费 1.5 元，2020 年降至 1.2 元，预计在政策引导下会逐步提升，顺丰因要求送货上门，导致人均效能明显低于通达系公司，预计当前单票派送成本 2 元，未来若广泛使用快递柜等方式，或业务量规模足够大之后，人均效能进一步提升，单票成本或可降至通达系 19 年的水平，即 1.5 元左右。

c）中转成本（分拣作业+干线运输）：预计可降至单票单次 1.5 元。

假设：顺丰直营电商业务达到日均 1000 万票水平（预计 20Q4 时即已达到），

类比：该业务量即年化 37 亿件左右，相当于申通 2017 年，圆通 15-16 年，韵达 16-17 年，中通 15-16 年水平，当时成本领先的中通单票不含派费成本约 1.3 元，韵达 1.4 元，申通、圆通 1.9 元，平均为 1.6 元。

而顺丰作为后来者，具备学习效应，单纯从特惠件角度考虑，或可降至单次单票 1.5 元水平。

预计随着四网融通模型的推进与优化，线路融通，场站融通大背景下，预计理想状态下，中转次数可由当前预计在 3 次左右降至 1-2 次，则对应单票中转 1.5-3 元。未来件量进一步突破，或建包率有效提升后，单票成本仍可下降。

d）支线运输与网点操作：预计可降至单票 1 元。

支线运输：网点与中转场的支线运输，两端支线运输预计约 0.3 元。

网点操作成本：预计单票 0.4 元。顺丰网点日均处理能力是通达系的 9 成，理论上效率接近，而网点操作环节成本要低于中转场，2019 年韵达、圆通操作成本约 0.36 元。假设

顺丰可做到单票 0.4 元水平。

其他成本：如物料等，假设 0.3 元。

则支线运输与网点操作可降至 1 元。

综合各部分：我们预计在中转次数 1-2 次情况下，分别对应单票成本 4.8-6.3 元，而远期若单票派件成本可降至 1.5 元，则单票成本可降至 4.3 元。

图表 44 特惠专配产品单票成本预计

	假设1	假设2	远期假设
揽件	0.3	0.3	0.3
派件	2	2	1.5
中转	1.5	3	1.5
支线运输与网点操作	1	1	1
合计	**4.8**	**6.3**	**4.3**

资料来源：华创证券测算

再以成本加成方式来考虑定价，在单票成本 4.8-6.3 元的区间上，考虑顺丰的三费率，即假设费用 0.55 元，则要实现盈利，其定价标准应在 5.4-6.9 元之间。

以此来看，2021 年顺丰特惠专配产品的定价策略会带来利润的损失，因其平均低于该价格水准。

2021 顺丰进行产品线调整，在经济快递板块的市场策略，逐步落实“双品牌”策略：根据客户的差异化需求，提供服务于腰部以上电商市场的**电商标快/特惠专配**产品和以加盟模式运营的、服务于下沉电商市场的**丰网速运**产品。

电商标快作为顺丰直营品牌下新的电商主打产品，时效进行全面提升，相较于特惠专配，电商标快 83%的线路时效标准提升 1 天，同时提供上门服务。

特惠专配产品仍定位于填仓，时效及定价标准略低于电商标快，但仍保持送货上门服务。公司逐步调整优化客户结构，**引导优质客户升级至电商标快产品**，未来在高峰资源投入上亦会做相应区隔管控，以确保相应资源和成本投入与产品定位更匹配，以提升产品收益率。

简而言之，**将原特惠专配业务分两层引导，引导优质客户向上升级至电商标快，定位于腰部客户，更好的服务标准，更优化的价格；而向下则逐步过渡交由丰网来运营。**

我们简单假设公司电商标快产品定价在 6-7 元，则其有概率单票净利实现 0.1 元的水平。

4）如何理解丰网？

丰网速运作为大力发展下沉电商市场、与加盟系快递对标的独立品牌，2021 年上半年核心聚焦于网络能力和独立服务体系的搭建。

顺丰要面向的是获取一个包括高中低端的全量的快递市场，丰网定位为时效稳定、服务确定、高性价比的经济型的快递产品。网络成型以后，将与集团的大网形成有效协同，实现销售和资源的融通，进而在很多环节上可以反哺大网。

其一从市场空间来看，丰网所处的市场领域无疑是最大的，而前文我们探讨顺丰直营方

式切入电商件有一定的价格底线要求，使用加盟方式切入是更切近该市场打法的模式。

其二公司立体式产品架构，全方位服务于客户，需要不同层级的产品。随着顺丰电商标快与丰网的共同发展，未来在中低端市场或可获取一定的份额，但核心还是在于**丰富产品层次，获取完整数据，以更好地服务于品牌客户，当然随着业务量份额的提升，对于整体网络降本优化会带来明显帮助。**

以加盟制的经验看，日均 2000 万票基本有望实现盈亏平衡，预计丰网速运有望更早实现打平。

2、极兔：一只搅动全局、不能被低估的疯狂兔子

1）极兔起家于东南亚，2020 年 3 月在国内起网

J&T 极兔速递成立于 2015 年 8 月，是东南亚首家以互联网配送为核心业务的科技型快递公司，业务涉及快递、快运、仓储及供应链等多元化领域，业务类型涵盖同城、跨省及国际件。“J&T”象征着 Jet（喷气式飞机）和 Timely（及时）、Technology（科技），中文品牌由象征极致的“极”和象征速度、敏捷的国民动物“兔”组成。

2015 年 08 月 20 日：J&T Express 印尼开业典礼在首都雅加达举行，标志着 J&T Express 品牌的正式诞生；

2016 年 8 月，J&T Express 是印尼快递协会的主要成员，并与印尼几大主要电子商务平台展开全面合作；

2017 年 10 月：“Express Your Online business”-J&T Express 战略发布会在雅加达举行，标志着 J&T Express 电商快递时代的正式来临；

2017 年 11 月 J&T Express 越南、J&T Express 马来西亚成立；

2018 年 4 月：J&T Express 菲律宾、泰国成立；

2019 年 1 月：J&T Express 菲律宾首批网点全部建设完成，覆盖菲律宾全境。

2020 年 3 月：J&T 极兔速递中国起网，9 月 J&T 极兔速递网络实现全国省市覆盖。

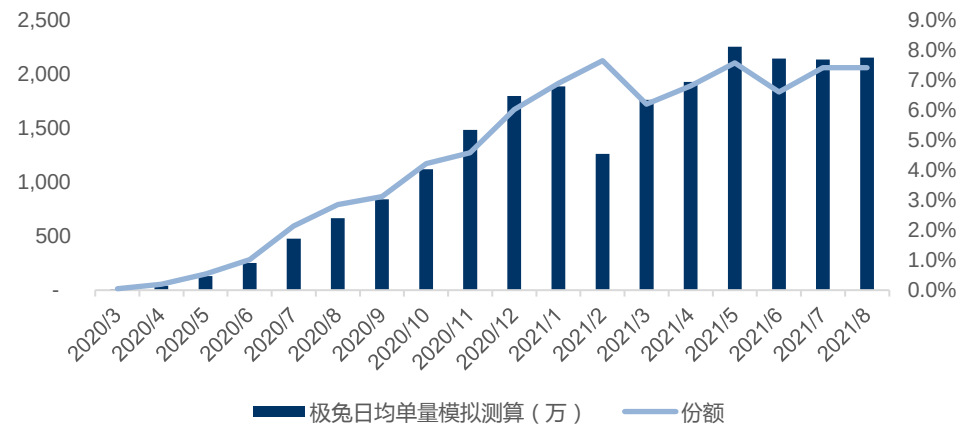
截至 2021 年 1 月，极兔在全球拥有超过 240 个大型转运中心、600 组智能分拣设备、8000 辆自有车辆，同时还运营超过 23000 个网点，服务人员数量近 35 万人，业务已经覆盖中国、印度尼西亚、越南、马来西亚、泰国、菲律宾、柬埔寨及新加坡八个国家，服务全球近 20 亿人口。

在我国大陆地区，极兔投产 77 个转运中心，搭建 350 多组自动化矩阵，分批投入超过 1300 套自动摆轮设备和 500 套 DWS 智能扫描设备，全力打造高效、智能的分拣体系，最大化地缩短快件的中转时长，拥有 2500+干线运输车辆，2000+干线运输线路。

2）疯狂的兔子，测算份额已经达到 7-8%

我们模拟测算极兔自 2020 年 3 月起网后，在 2020 年 10 月即达到日均千万级别，2021Q2 起稳定在日均 2000 万票以上，行业内最快实现从 0 到千万到 2 千万级别。测算目前极兔占行业份额约 7-8%。

图表 45 极兔份额测算（仅为模拟）



资料来源：Wind、华创证券测算

3）我们认为极兔速递在国内的成功集聚了多重要素，且难以为后来者复制：

a）进入国内前，极兔在东南亚地区已经在快递行业（尤其电商快递领域）深耕 4 年多时间，并在印尼等地成为份额领先口碑领先的公司，具备快递网络操盘能力与经验。

b）我们测算极兔速递在国内的业务量仍绝大部分来自于拼多多，换而言之，拼多多快速上量的过程给予了极兔充足的业务可以支撑迅速起网。

c）李杰在 OV 体系内的影响力，使得 OPPO/VIVO 经销商愿意跟随加盟，具备一定原始积累的加盟商和强有力的销售队伍。

de）通达系价格竞争到末端网点压力陡增，给予了极兔借势借力的机遇。

而上述四点很难被新的后来者复制，加之极兔获得一级市场认可，有强劲的融资能力。

4）极兔的发展重心在哪里？

我们预计全球化是其长期目标，以我们草根调研一线快递价格走向，我们预计极兔在国内仍处于亏损态势，而海外则预计贡献盈利。

a）极兔在海外复制的能力与速度极强，如 2018 年进入泰国市场，一年时间，泰国 J&TExpress 在泰国 77 个省份开设了 300 多家网点，于 2019 年增设了 100 多家网点，其中一半是自营企业，一半是特许经营店。2019 年，J＆T Express 泰国的 CEO 表示，“除了常规质量的快递服务，J&TExpress 不同于竞争对手之处在于，已经全面覆盖了泰国全境 76 省的所有地区，且为顾客提供 365 天全年无休的优质快递服务。先进的科技系统支撑下还能为顾客提供精确的实时查件功能。J&TExpress 的时效同样引人注目，同省寄送不超过 24 小时，跨省寄送不超过 72 小时。”

b）以东南亚市场为例，我们预期极兔的布局或在于“中国-跨境-东南亚”全链条，即意味着中国大陆地区的收派，中国-东南亚的跨境快递，东南亚地面的收派。

目前极兔在跨境业务中提供**国际标快和国际小包**两项业务。国际小包即为跨境电商 B2C

卖家发送 2KG 以下包裹的跨境小包服务，服务范围覆盖 J&T Express 东南亚拥有自营网络的印尼、越南、马来、泰国、菲律宾、新加坡、柬埔寨七国。

图表 46　极兔国际标快产品目的地及参考时效

参考时效（天）		目的地						
		柬埔寨	菲律宾	印度尼西亚	马来西亚	新加坡	越南	泰国
出发地	华东	3～5	3～4	3～5	3～4	2～3	3～4	2～3
	华南	3～5	3～4	3～5	3～4	2～3	3～4	2～3
	华北	3～5	3～4	3～5	3～4	2～3	3～4	2～3
	中西部	4～6	4～6	4～7	4～6	3～4	4～5	3～5

资料来源：公司官网、华创证券

图表 47　极兔国际小包产品介绍

产品特色

- 高性价比：末端自营网点服务质量更高，价格实惠
- COD服务：一周闪送、低手续费、资金安全、跨境无忧
- 实时跟踪：全链条订单状态信息跟踪
- 退货便捷：退货零风险，低费用
- 海外仓储：自建海外仓储、支持退货、转运服务
- 全天客服：365天7*24小时客服在线，极速响应

产品服务范围及时效

目的地国家	柬埔寨	菲律宾	印度尼西亚	马来西亚	新加坡	越南	泰国
参考时效（天）	3～5	4～6	5～9	3～5	3～5	4～6	3～6

资料来源：公司官网、华创证券

5）如果重心在海外，国内的布局要做到哪些基础？

要完成全链路，在中国大陆地区形成收派网络的基本运营，日均 2000 万票是基础，预计达到日均 3000-4000 万是其阶段性目标（在大部分为拼多多单量的前提下）。

我们以经营跨境专线特色的物流服务商**燕文物流**为例，根据招股说明书，截至 2021 年 6 月 23 日（招股说明书签署日），燕文在全国设置**六大分拨中心和 37 个集货转运中心**，业务覆盖全国 17 个省市，服务通达全球 200 余个国家和地区。2020 年，公司全年处理票件量达 7.17 亿件。

图表 48 公司网络运输情况

集货转运中心、分拨中心和集运仓			国内运输路线		
集货转运中心			**揽收服务**		
全国集货转运中心	截至2021年6月23日	37个	每日揽收次数	截至2021年6月23日	2次
业务覆盖省市	截至2021年6月23日	17个省30余个城市	揽收车辆合计	截至2021年3月31日	380辆
日揽收处理能力	截至2021年6月23日	500万票以上	-自购车	截至2021年3月31日	7辆
分拨中心			-员工自带车	截至2021年3月31日	373辆
全国分拨中心	截至2021年6月23日	6个	**干线运输**		
日分拨处理能力	截至2021年6月23日	600万票以上	经营国内干线运输路线	截至2021年3月31日	149条
集运仓			-按始发区域划分	截至2021年3月31日	华北19条、华东83条、华南47条
集运仓	截至2021年6月23日	3个	-按时效等级划分	截至2021年3月31日	快速路线100条、中速路线45条、慢速路线4条
日处理能力	截至2021年6月23日	100万票以上	-按始交通工具划分	截至2021年3月31日	汽运路线146条、空运路线2条、铁运路线1条
境外运输路线			自有运力车辆	截至2021年3月31日	6辆
国际空运线路	截至2021年3月31日	130条，其中直飞91条，转飞39条			
公铁运输线路	截至2021年3月31日	4条，其中1条中欧线路和3条中港线路			

资料来源：燕文物流招股说明书，华创证券

分拨中心：分拨中心是指具备快件分拨功能的场地，作为跨境出口电商商品包裹的关键枢纽，快件由集货转运中心分拣后发运至分拨中心，由分拨中心按照不同的目的地进行二次处理，主要承担分拣作业、深度安检、组包、装箱、发运口岸等一系列重要功能。

截至 2021 年 6 月 23 日，公司共有东莞、深圳、昆山、杭州、义乌、北京六大分拨中心，日分拨处理能力可达 600 万票以上。

集货转运中心：集货转运中心是跨境出口电商物流服务网络的最前端，承担上门揽收、按件、称重、分拣、发运等功能。公司集货转运中心指具备揽收功能的场地，主要设立在距离客户集中发货区域较近的跨境电商产业聚集区等位置，可实现客户所发货物快速、多频次揽收，保障客户发货信息能第一时间在集货转运中心扫描上网，并迅速发往各大分拨中心处理。

燕文自营揽收运力管理和运营团队，保证服务质量，一般每日揽收 2 次。

（二）2021 年经营表现：底线的试探

1、利润表现：通达系利润仍承压

1）上半年扣非归属净利：通达系扣非利润仍在下滑，中通降幅最小

中通（20.54 亿，-1.7%）>圆通（5.94 亿，-33.7%）>韵达（3.91 亿，-30.1%）> 申通（-1.68 亿）>百世（-10.67 亿）。

通达系中，中通利润下降幅度最小，申通转亏，百世亏损金额扩大。

2）21Q2：中通降幅最小

中通（12.72 亿，-12.5%）>圆通（2.55 亿，-61.5%）>韵达（2.11 亿，-29.5%）> 申通（-0.73 亿）> 百世（-4.36 亿）；

Q2 通达系扣非利润继续下滑，中通下降幅度最小，申通、百世亏损。此外，**顺丰在 Q2 实现了恢复性盈利 6.6 亿。**

图表 49　2021 年中报数据

	2021Q2						2021H1					
亿元/亿件	中通	韵达	圆通	申通	百世	顺丰	中通	韵达	圆通	申通	百世	顺丰
收入	**73.3**	**98.8**	**105.3**	**57.6**	**73.8**	**457.2**	**138.0**	**182.1**	**195.0**	**110.2**	**138.7**	**883.4**
同比	14.4%	13.6%	16.5%	1.2%	-5.0%	21.6%	33.7%	27.2%	33.7%	19.0%	8.7%	24.2%
快递业务收入	**70.1**	**94.2**	**90.9**	**56.4**	**42.8**	**418.5**	**129.9**	**173.5**	**165.2**	**108.5**	**79.9**	**817.9**
同比	20.1%	16.7%	26.9%	2.0%	-17.1%	18.6%	37.8%	30.8%	37.5%	19.7%	-6.2%	21.7%
快递业务量	**57.7**	**46.6**	**42.7**	**26.9**	**23.0**	**26.5**	**102.5**	**82.6**	**74.1**	**48.3**	**40.6**	**51.3**
同比	25.6%	25.2%	30.4%	12.3%	1.2%	37.1%	47.0%	46.8%	50.1%	37.4%	13.0%	40.4%
行业业务量	274.6	274.6	274.6	274.6	274.6	274.6	493.9	493.9	493.9	493.9	493.9	493.9
市场份额	**21.0%**	**17.0%**	**15.5%**	**9.8%**	**8.4%**	**9.7%**	**20.7%**	**16.7%**	**15.0%**	**9.8%**	**8.2%**	**10.4%**
单票收入（元）	**1.21**	**2.02**	**2.13**	**2.09**	**1.86**	**15.77**	**1.27**	**2.10**	**2.18**	**2.25**	**1.97**	**15.94**
同比	-6.0%	-6.8%	-2.7%	-9.2%	-17.7%	-13.5%	-7.5%	-10.9%	-7.6%	-13.0%	-17.0%	-13.3%
营业成本	56.5	90.0	99.0	56.6	75.2	398.5	110.3	164.8	181.2	107.8	142.1	794.2
同比	22.0%	13.9%	24.9%	3.6%	-4.2%	34.2%	42.7%	28.2%	40.7%	21.6%	5.3%	37.3%
毛利率	**22.8%**	**8.9%**	**6.0%**	**1.7%**	**-2.0%**	**12.8%**	**20.1%**	**9.5%**	**7.0%**	**2.2%**	**-2.4%**	**10.1%**
期间费用率	4.4%	5.3%	2.9%	3.6%	6.6%	10.8%	6.4%	5.7%	3.1%	4.3%	6.7%	10.7%
归属净利	**12.72**	**2.18**	**2.75**	**-0.57**	**-4.67**	**17.49**	**18.06**	**4.46**	**6.46**	**-1.46**	**-10.71**	**7.60**
YOY	-12.5%	-37.2%	-60.7%			-38.7%	-1.1%	-34.5%	-33.5%			-79.8%
扣非归属/调整净利	**12.72**	**2.11**	**2.55**	**-0.73**	**-4.36**	**6.57**	**20.54**	**3.91**	**5.94**	**-1.68**	**-10.67**	**-4.77**
YOY	-12.5%	-29.5%	-61.5%			-74.9%	-1.7%	-30.1%	-33.7%			
扣非归属净利率	17.4%	2.1%	2.4%	-1.3%	-5.9%	1.4%	14.9%	2.1%	3.0%	-1.5%	-7.7%	-0.5%
单票扣非净利（元）	**0.22**	**0.045**	**0.06**	**-0.027**	**-0.19**	**0.25**	**0.20**	**0.047**	**0.08**	**-0.035**	**-0.26**	**-0.01**

资料来源：Wind、公司公告、华创证券

2、单票利润：中通 Q2 出现环比改善，百世进一步下滑

1）单票扣非净利：通达系由于价格战加剧，单票利润承压，Q2 中通环比提升

2021 年上半年单票扣非净利：中通（0.20 元）＞圆通（0.08 元）＞韵达（0.047 元）＞＞申通（-0.035 元）＞百世（-0.26 元）；

Q2 单票扣非净利：中通（0.22 元）＞圆通（0.06 元）>韵达（0.045 元）＞申通（-0.027 元）＞百世（-0.19 元）。

Q1 单票扣非净利：中通（0.17 元）>圆通（0.11 元）>韵达（0.05 元）>申通（-0.04 元）>百世（-0.36 元）。

通达系公司 21Q2 同环比看：中通 Q2 单票净利环比有所提升，保持了通达系中绝对领先。

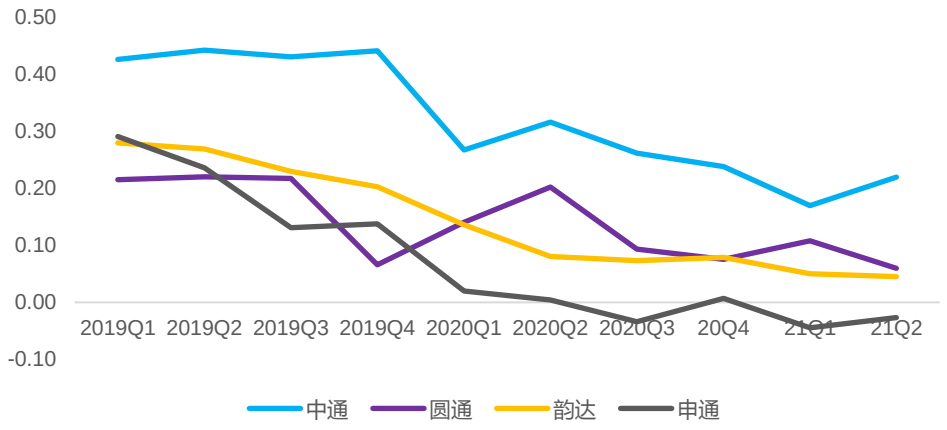
中通单票扣非净利 0.22 元，同比下降 30%，或 0.1 元，环比 Q1 增长 29%，或 0.05 元；

圆通单票扣非净利 0.06 元，同比下降 70%，或 0.05 元，环比 Q1 下降 44%，或 0.05 元；

韵达单票扣非净利 0.045 元，同比下降 44%，或 0.04 元，环比 Q1 下降 10%，或 0.005 元；

申通单票扣非亏损 0.03 元，下降 0.03 元，环比 Q1 单票减亏 0.02 元。

图表 50 快递公司单票扣非净利（元）



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

3、圆通在追赶

1）2021 年 1-8 月，圆通业务量与收入增速均最快。

1-8 月累计业务量增速：圆通（43.8%）>行业（40.1%）>韵达（38.6%）>顺丰（38.55%）>申通（30.4%）。

1-8 月累计收入增速：圆通（36.1%）>韵达（27.5%）>行业（23.4%）>顺丰（21.7%）>申通（18.3%）

2）单票收入降幅最低，8 月出现环比提升。

1-8 月累计看：圆通 2.17 元，同比下降 5.4%，韵达 2.09 元，同比下降 8.1%，申通 2.17 元，同比下降 9.3%。8 月圆通单票收入环比上涨 5.4%。

3）单票净利维持了数个季度通达系中第二名的位置。

前文我们看到，圆通从 20Q2-21Q2 开始单票净利维持了 5 个季度第二名的位置，至少反映公司在追赶的态势。

4）公司将其归因于深度推进数字化管理转型，深化服务质量战略，综合提升服务品质带来的效果。

前文我们分析公司在起于 2015 年的自动化红利中落后于同行 2-3 年的时间，2018 年后开始加大设备等投入，但在 2019 年起公司拥抱数字化浪潮。

其一是借助数字化管理工具，深入攻坚快件服务全链路时效管理，将全程时长细分为揽派时长、转运时长等，划清各业务环节及主体责任，进一步细化绩效考核指标；借助数字化工具加强部分快递服务产品的精准分析和管控，并增强对转运中心和末端网点的管控能力，智能分析揽派时长，集中改善转运、签收环节影响时效的各项因素，提升末端网点揽派时效。截至 21 年上半年，公司揽派、转运时长持续下降，全程时长较去年同期缩短近 4 小时。

其二是借助数字化管理工具，聚焦成本精准管控，全网一体降本增效。

如公司全面应用转运中心创新管理模式和数字化管控工具，实现转运中心管理直达最小

业务单元，精准管控岗位人均效能。随着自动化分拣设备基本覆盖公司转运中心、城配中心，公司不断优化设备效能，提高中转效率与分拣精度，减少快件分拣次数，降低分拣差错率；同时，公司亦全面实施全员绩效，推进管理人员绩效、岗位人员计件等考核，并持续提升全网固定员工比例，实现智能排班优化排班结构，合理安排操作时间和出勤人员，推进用工数据透明化，降低全网中心单票操作成本。2021 年上半年，公司人均效能同比提升超 20%。

此外，我们建议重视公司在赋能网络，提升网络综合竞争力方面的努力。近期我们观察公司官方公众号的描述，缩减对加盟商考核项目，下调考核力度，对 62 项考核进行了调整，取消了 34 项考核任务。

（三）价格战的探讨：底线上的博弈

我们认为快递行业价格战的逻辑本质是**量-本-利**模型：价格下降->业务量增长—>规模效应带来单票成本下降—>价格让利->业务量增长。

但以单票净利为区隔划分为良性循环与恶性循环，即：

良性价格循环下，单票收入降幅低于成本降幅，单票利润上行；

而恶性价格循环下，则单票收入降幅大于成本降幅，单票利润下行。

价格战的演绎要从价格战的目的出发，通常行业价格战目的以扩大市场份额、打击竞争对手、消化库存产品等，那么从快递行业价格战的源头出发，博弈者无非三类：

新进入者抢占份额以实现快速达到网络经营基本盘的目的；

落后者通过价格手段进一步提升份额，以发挥规模效应；

龙头公司通过价格手段巩固并持续提升对追赶者的领先优势。

价格战的中短期放缓其一是上述三者在博弈中达不到价格手段的目的，其二是监管引导；

而长期价格战的结束参考海外经验，则是竞争格局的完全优化。

1、海外经验看：长期结束是竞争格局的完全优化

以美国国内快递市场为例，

1）90 年代初期，美国国内时效业务市场出现了一轮激烈的价格竞争。

联邦快递在当年的年报中写到：**1991-95 年，公司在美国国内 Express 业务市场中经历了激烈的竞争压力。**消费者对于性价比的追求以及多个服务商的选择，使得价格成为 Express 寄递服务中的首选指标。

为了应对竞争，公司推出了价格相对更低的新产品 US-deferred 产品，增加了折扣力度，由此使得**业务量增加，而单票收入明显下降**，但业务量和效率的提升也帮助公司降低了单位成本。

2）90 年代中期，格局稳定后开始推动持续的收益管理。

激烈的价格竞争后，90 年代中期美国本土快递市场格局基本稳定。

联邦快递在 1995 年后的年报中写到：联邦快递推出基于收益管理（yield-management）的持续项目，包括系统性回顾以及修订价格和折扣，以确保收入增长与成本的平衡。

联邦快递在 1995 年 6 月和 1996 年 4 月对 Standard Overnight 产品进行了提价。

并在 1996 年调整了 FedEx 2DAY 产品，1995 年 2 日达产品价格下降 4%，业务量增长 22%，1996 年价格提升 5%，业务量仅增长 1%，此外

1998 年进一步对国内产品进行收益优化，包括提高低收益账户的价格、停止不盈利账户、增加包裹平均重量，并从 1998 年 2 月起对目录价格、标准折扣实施 3%到 4%的价格上涨。

2001 年，公司继续执行良好的收益管理策略，持续管理价格水平，客户多样性和数量矩阵。

3）新产品的推出共同帮助票均收入提升

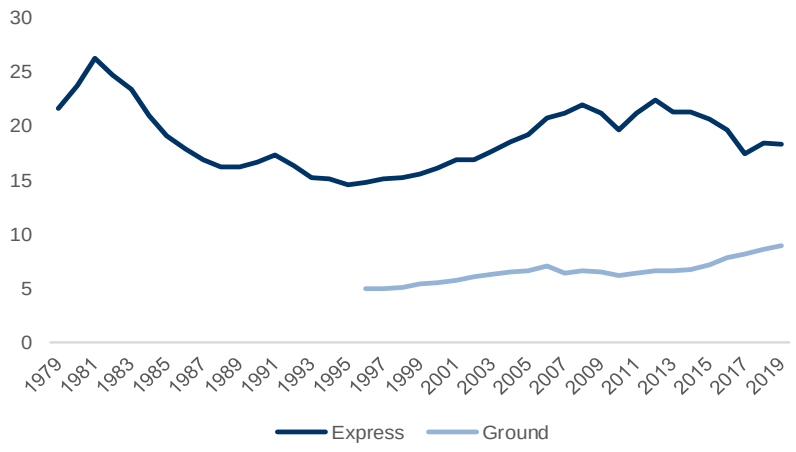
我们观察除了行业格局外，公司在优化产品，1996 年，联邦快递扩展了三类寄递服务的时间：

First Overnight：美国本土次日早上 8 点送达（覆盖 90 个城市），

Sameday：美国本土 24 小时送达，以及 International First。

First Overnight 产品将过去的时效时间明显提升，由此也推动了产品价格的变化。

图表 51　Express 业务单票价格（美元）



资料来源：公司年报、华创证券

2、观察国内市场："落后者"纯粹价格手段的失灵

看一组对比数据：

21Q2 单票收入，百世降幅最大，可比口径下单票收入最低。

Q2 单票收入的表现：在同样包含派费的口径下，**百世（1.86 元、-17.7%）**<韵达（2 元、-6.8%）<申通（2.09 元，-9.2%）<圆通（2.13 元，-2.3%）。

21Q2 份额，百世同比降幅最为明显。百世（8.4%、-2.3pct）<申通（9.8%、-1.6pct）<圆通（15.5%、+0.2pct）<韵达（17%、-0.5pct）<中通（21%、-0.5pct）。21Q2 百世市场份

额 8.4%，同比 20Q2 下降 2.3 个百分点，

较 2020 年末来看，百世下降 2 个百分点，中通提升 0.6、韵达持平，圆通提升 0.3，申通下降 0.8 个百分点。

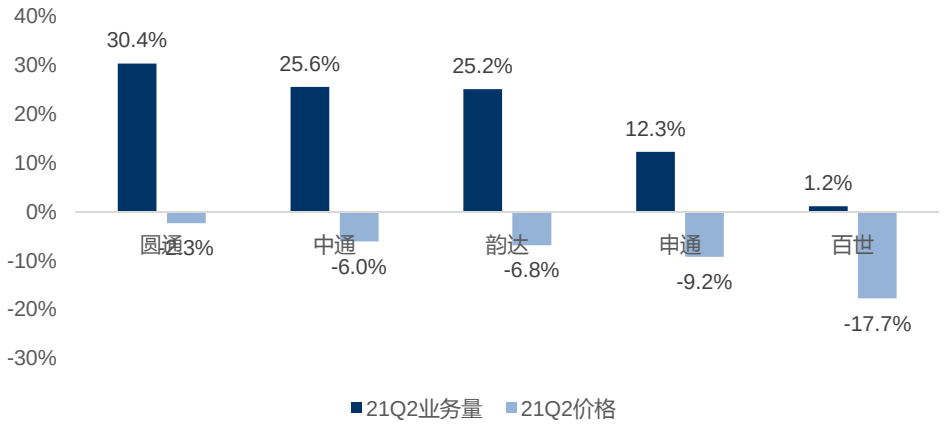
Q2 业务量增速：顺丰（37.1%）>圆通（30.4%）>行业（28.6%）>中通（25.6%）>韵达（25.2%）>申通（12.3%） >百世（1.2%）。

业务量增速明显低于价格降幅，导致百世快递收入 Q2 出现下滑 17%。

2020 年前百世的价格策略可以撬动业务量增速超越行业，但 20 年一季度后，公司单票收入进一步下台阶，但业务量增速却不断低于行业。

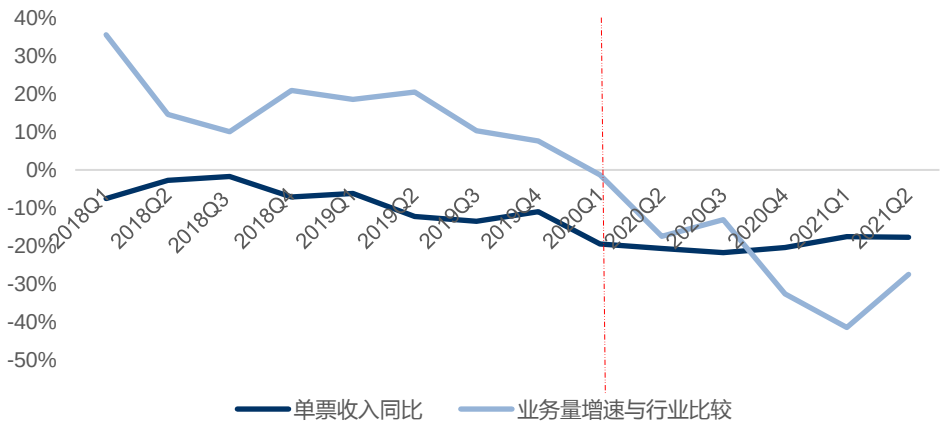
我们认为意味着全网能力相对头部公司弱的企业，已经难以利用价格手段推动明显的业务量增长。

图表 52　各公司 21Q2 业务量增速与单票收入增速比较



资料来源：公司公告，华创证券

图表 53　百世单票收入与业务量超额增速比较



资料来源：公司公告，华创证券

3、龙头公司出现低价获量导致单票资本开支回报为负的现象，且份额未显著拉开

我们以新增件量所需的单票资本开支及单票收入（不含派费）进行对比，测算快递企业为了件量增长进行产能扩张的回报情况。

单票资本开支计算方式为：n-1 年资本开支/当年新增件量。

以 2020 年数据来看，圆通新增单票 capex 0.95 元，金额最小，中通新增单票 capex 1.07 元与韵达持平，申通新增单票 capex 1.37 元，金额最大。

以单票收入（不含派费）-单票资本开支测算回报情况，

以 2020 年数据来看，中通单票回报 0.30 元，圆通单票回报 0.15 元，韵达及申通单票回报均为负，分别为-0.20 元、-0.34 元。

而 21H1 数据看，各公司回报均为负数。

图表 54　新增资本开支对应单票回报测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
中通						
新增单票资本开支（元）滞后一年	0.95	1.56	1.23	1.11	1.07	2.28
单票收入-资本开支	1.13	0.87	0.69	0.62	0.30	-1.01
韵达						
新增单票资本开支（元）滞后一年	0.45	1.12	0.62	1.14	1.07	1.75
单票收入-资本开支	1.67	0.82	1.10	0.53	-0.20	-0.91
圆通						
新增单票资本开支（元）滞后一年	0.02	2.19	1.07	1.42	0.95	1.24
单票收入-资本开支	2.43	0.12	1.03	0.24	0.15	-0.18
申通						
新增单票资本开支（元）滞后一年	0.28	1.21	1.00	1.25	1.37	1.58
单票收入-资本开支	-	0.37	0.56	0.11	-0.34	-0.59

资料来源：公司公告，华创证券测算

但与此同时，我们前文测算下，第一名与第二名的份额并没有显著拉开差距。

4、监管层面的引导探出“政策底”

“价格战”影响的不仅是上市公司利润水平，也会影响全网生态，当末端网点到快递小哥的派费不断“被下调”，难以保障快递服务质量，对终端消费者带来不便，同样的，对于超过 300 万人的快递从业人员，也需要得到必要的保障。今年以来监管层面的引导不断出台。

1）2021 年 4 月，以义乌为代表，邮管局出台了较严格的限价和限量政策，政策出发点是保障快递员权益和末端快递网点稳定，保障快递服务质量。

2）7 月经国务院同意，交通运输部、国家邮政局、国家发展改革委、人力资源社会保障部、商务部、市场监管总局、全国总工会联合印发了《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》。

《意见》聚焦四大核心：保障合理的劳动报酬、完善社会保障增强社会认同、压实快递企业主体责任、强化政府监管与服务。特别观察，针对保障合理的劳动报酬方面，《意见》提出了制定派费核算指引、制定劳动定额、纠治差异化派费、遏制“以罚代管”等四个方面的举措。

我们认为：《意见》的印发，再次强化了行业要坚持高质量发展的基本方向，提出的相

应措施对于当前市场存在的一些不正当市场竞争、区域差异化派费、快递小哥合理劳动报酬保障等问题针对性明确，有助于破解行业发展堵点问题，有助于促进快递市场竞争秩序更加规范、快递行业发展更加稳健。

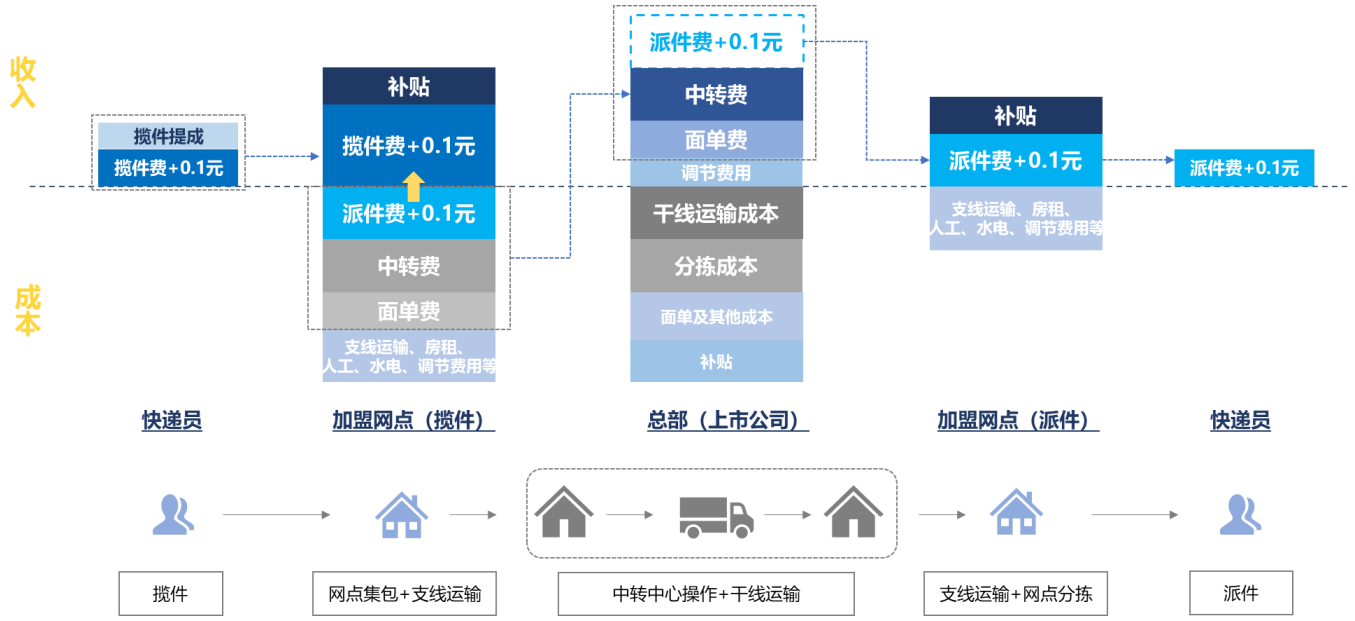
3）加盟制龙头公司陆续宣布 9 月 1 日起上调全网派费 0.1 元。

快递派费是快递发件网点支付给派件网点的派件费用，由于通达系快递为加盟制度，一般由发件网点付给总部，总部根据全网及各区域具体情况进行条件，支付给派件网点（总部代收代付），再由网点支付给快递员。

我们预计派费上调可传导至前端快递揽件价格。

派费上调带来的快递全链路成本刚性上涨，预计将有可能由加盟网点、总部、客户（终端价）三方承担。基于目前加盟商网点的经营现状、加盟快递企业的网络成本构成和结算方法下，我们预计快递派费的上调将传导至前端快递揽收价格同等幅度上调

图表 55　加盟制快递公司成本构成（上调派费 0.1 元的模拟传导路径）



资料来源：公司公告，华创证券综合整理

8 月单票收入数据看：申通外，各公司环比普升，顺丰单价连续 3 个月环比提升，圆通 8 月单价同比转正。

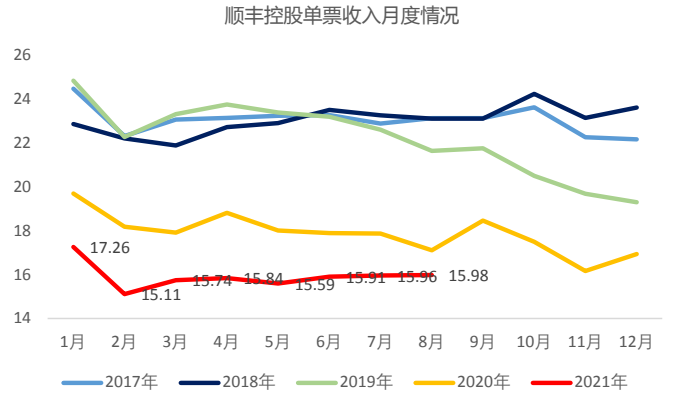
8 月顺丰单票 15.98 元，同比降 6.6%（自 19 年 9 月以来首次收窄至个位数，此前主要系特惠产品放量带来的结构性影响）；

韵达 2.05 元，同比下降 3.3%，7 月曾同比增长;

圆通 2.13 元，同比增长 1%，申通 1.95 元，同比下降 7.6%。

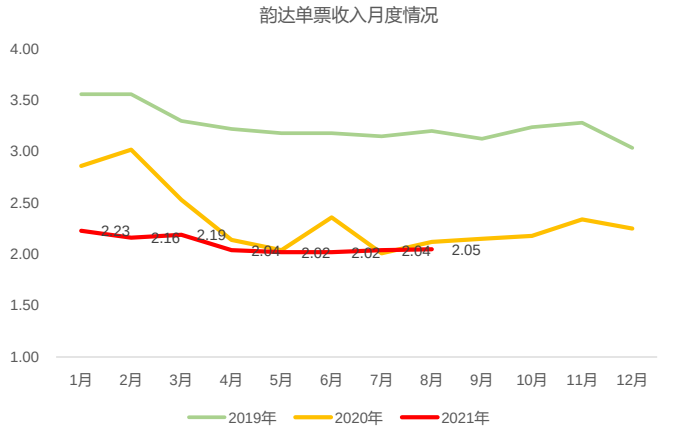
环比看：行业单票环比提升 0.9%，**顺丰环比提升 0.1%，连续三个月提升（较 5 月上涨 2.5%），圆通环比上涨 5.4%，**韵达环比上涨 0.5%，仅申通环比下降 1%。

图表 56 顺丰单票收入（元）



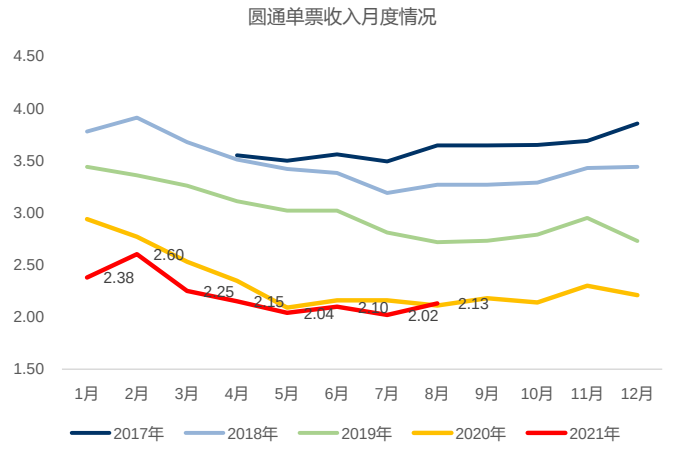
资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 57 韵达单票收入（元）



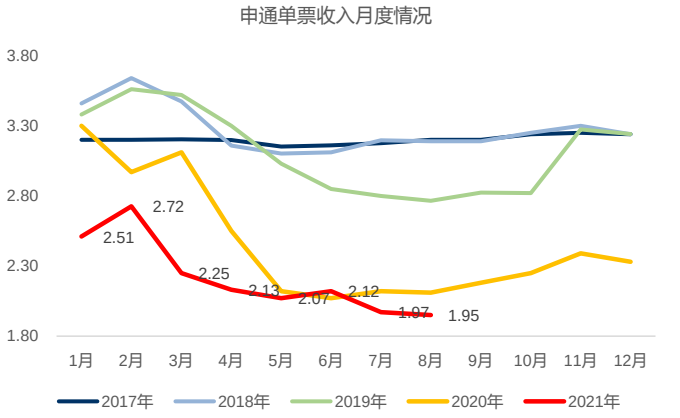
资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 58 圆通单票收入（元）



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 59 申通单票收入（元）



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

4）浙江省地方立法《浙江省快递业促进条例》

9 月 29 日，浙江省十三届人大常委会第三十一次会议审议通过《浙江省快递业促进条例》，将于 2022 年 3 月 1 日起施行。这是全国首部以促进快递业发展为主题的地方性法规，对经营服务规范以及从业人员权益保障等方面做了重要制度保障。

我们认为对行业或产生重要影响的内容包括：

第三十条 电子商务经营者应当在销售商品的页面标明提供快递服务的企业。鼓励电子商务经营者在快递经营企业、快件包装、定时派送、投递方式等方面为收件人提供个性化、差异化的快递服务选择。

第三十一条 快递经营企业应当将快件投递到约定的收件地址、收件人或者收件人指定的代收人，并告知收件人或者代收人当面验收。

第三十六条 快递经营企业无正当理由不得低于成本价格提供快递服务。

第四十条 快递经营企业应当与从业人员依法订立劳动合同，**依法参加职工基本养老保险、职工基本医疗保险、失业保险、工伤保险等社会保险，保障从业人员劳动权益。**

第四十二条 设区的市邮政管理机构应当会同人力资源社会保障主管部门，根据当地职工平均工资水平，结合快件收派人员正常劳动时间内平均派送数量、劳动强度等因素，**制定快件收派人员的单件最低派送费指引标准，并建立动态调整机制。**

图表 60 浙江省快递业促进条例部分内容摘要

章节	条例	内容	细项
第四章 经营和服务规范	第三十条	电子商务经营者应当在**销售商品的页面标明提供快递服务的企业**	**鼓励电子商务经营者**在快递经营企业、快件包装、定时派送、投递方式等方面为收件人**提供个性化、差异化的快递服务选择。**
	第三十一条	**快递经营企业应当将快件投递到约定的**收件地址、收件人或者收件人指定的代收人，并告知收件人或者代收人当面验收	快递运单上已注明上门投递要求的，快递经营企业不得将快件投递到快递末端服务设施、站点；收件人需要上门投递快件的，可以要求寄件人在快递运单上注明。快递运单上未注明上门投递要求的，快递经营企业应当在投递前征求收件人意见；未征求收件人意见直接将快件投递到快递末端服务设施、站点的，收件人在接到电话或者收到信息后有权要求其重新上门投递
			电梯设施配套少、上门投递频次多等投递困难、投递效率低的区域，**快递经营企业应当提高快件收派人员的平均派费**
			快递经营企业对于非派送区的快件，不得揽收；对于不能上门投递或者上门投递需要另行加收费用的，应当在揽收时事先告知寄件人或者与寄件人达成加收费用协议
	第三十三条	收件人所在物业管理区域禁止上门投递，并且快件收派人员和收件人无法达成以其他方式送达的约定的，快递经营企业可以根据寄件人的要求对快件予以处理	收件人不在约定的收件地址，快件收派人员通过电话方式无法联系收件人，**向收件人发送间隔时间不少于八小时的两次派件信息，并且自第二次发送派件信息后二十四小时内未得到回复的，**快递经营企业可以根据寄件人的要求对快件予以处理
			快件收派人员不得将快件放置在无人保管的地方；确应收件人或者寄件人要求，将快件放置在无人保管地方后遗失或者损毁的，快件收派人员不承担赔偿责任
	第三十六条	**快递经营企业无正当理由不得低于成本价格提供快递服务**	快递经营企业为电子商务平台内经营者提供快递服务的，电子商务平台经营者应当为其提供必要的信息，不得利用服务协议、交易规则以及技术等手段进行不合理限制或者附加不合理条件
			快递服务平台经营者为其他快递经营企业提供服务，应当坚持公平、公正、开放的原则，无正当理由不得禁止或者限制其他快递经营企业进入
第五章 从业人员权益保障	第四十条	快递经营企业应当与从业人员依法订立劳动合同，**依法参加职工基本养老保险、职工基本医疗保险、失业保险、工伤保险等社会保险，保障从业人员劳动权益**	
	第四十二条	设区的市邮政管理机构应当会同人力资源社会保障主管部门，根据当地职工平均工资水平，结合快件收派人员正常劳动时间内平均派送数量、劳动强度等因素，**制定快件收派人员的单件最低派送费指引标准，并建立动态调整机制**	

资料来源：浙江省人大官网，华创证券综合整理

三、电商快递的未来：破局之路演绎

（一）行业格局演绎：均衡之路

前述我们分析中短期恶性价格战放缓的因素，而我们认为，从长期看，行业真正结束恶性价格竞争还是要回归格局的真正优化，即达到相对均衡状态，各家公司均难以通过价格手段抢到有价值的业务增量（而非纯粹牺牲利润），这条均衡之路有两种可能：

其一是行业整合，龙头玩家减少；其二是电商格局均衡带来电商+快递的格局实现均衡。

1、电商快递龙头是否存在整合的必要性？

市场通常会认为玩家减少是行业开始出清的标志，但玩家的退出要伴随产能退出，才是真正意义的退出。

1）前文我们分析目前相对落后位置的公司，面临较大的经营困难，**我们不讨论其是否存在某种形式退出快递业务的可能性，我们不妨先探讨在通达百之间的整合有最优解？**

我国特殊的经济地理分布，导致区域间收、发件量差异，而通达系作为一线快递，必须进行全国性布局，低密度区域与高密度区域的转运件量先天不对称，使得规模效应打折。而公司初始禀赋、发展路径、后续竞争，导致同一区域各公司份额差异，加剧了各公司区域间件量分布不均衡，加进一步限制了规模效应发挥。

我们看各公司收入分布的不均衡：

从占比看：通达系快递（圆通、申通、韵达），华东收入占比平均超过 50%，华东+华南基本接近 8 成左右占比。

华东区：申通占比从 2015 年的 50%降至 2020 年的 44%；圆通从 49%降至 45%；韵达从 72%降至 63%，韵达华东区占比明显超过圆通与申通。

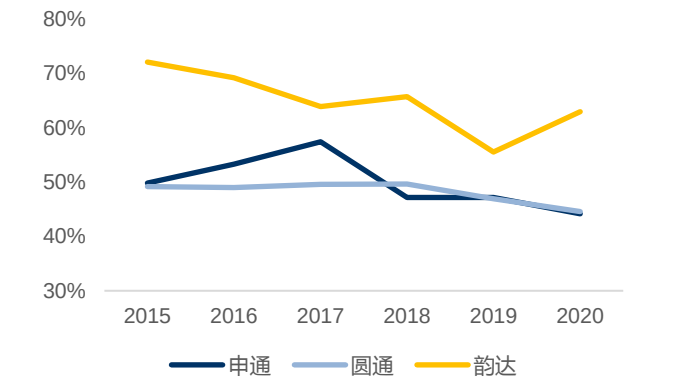
华南区：申通占比从 2015 年的 30%降至 2017 年的 22%后回升至 2020 年的 30%；圆通则从 27%降至 21%，韵达从 9%升至 13%，仍低于圆通与申通，趋势的背后反映了韵达在尝试调整华东区占比过高的平衡性问题。

从金额看：2020 年申通华东区收入 95 亿，小于圆通的 145 亿，韵达则高达 199 亿，华东区申通 65 亿，与圆通 66 亿基本接近，韵达则仅 41 亿。

2020 年申通华东区收入增速下滑，而华南区三家公司均下滑，韵达下降幅度达到了 27%。

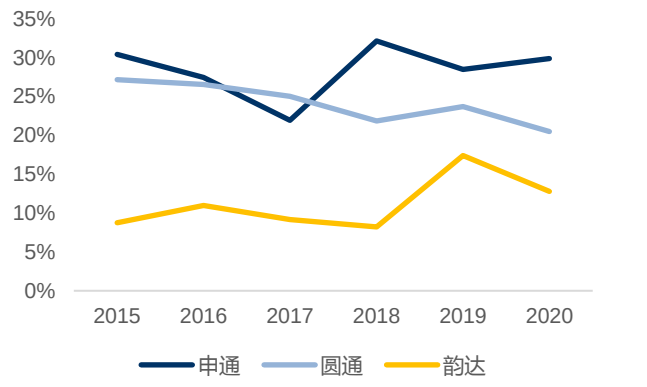
这样的分布很直观可以看到，**高密度地区存在明显重复的网络，低密度地区确实有望提升转运效率，提升规模效应。**但整合很难就低舍高，高密度地区的重复性是难以破解的难题，难并不代表不可以，**所以通达之间如果存在整合的可能性，是会伴随至少部分产能的退出。**

图表 61　华东区收入占比



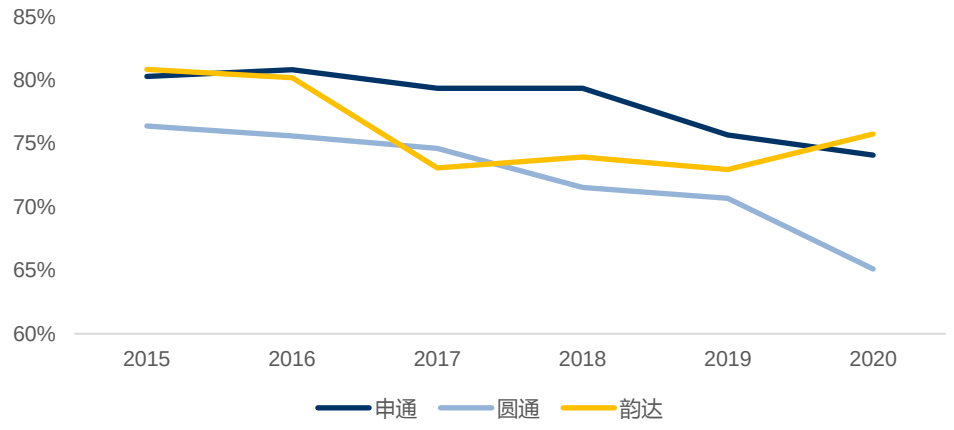
资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 62　华南区收入占比



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 63 华东+华南地区收入占比



资料来源：公司公告，华创证券

2）极兔+通达百是否会演绎新的逻辑？

前文我们分析，极兔打通中国-东南亚全链路的目标，在国内市场拿下日均 3000-4000 万后，或放缓其扩张步伐，也意味着其占拼多多业务量占比达到 3-4 成左右。

但如果极兔携手通达百，意味着极兔获取加盟商网点、场地等资源的同时，也可以接入阿里等平台，其目标或不限于 3000-4000 万。

因此如果极兔与通达百出现携手的情况，则产能很可能并不会退出于市场。

2、电商格局均衡带来电商+快递的格局实现均衡

电商快递作为电商平台的物流服务商，现阶段内，分析其格局变化仍难脱离于电商本身。电商平台之间的激烈竞争以及相互角力也使得快递服务商进入不稳定状态。在拼多多与淘宝的竞争中，无形间给予了极兔新进入者的机会；而京东物流作为京东商城的核心竞争力之一无疑也会对阿里系产生长期布局的影响。

我们认为如果电商本身的格局出现了均衡，那么电商快递亦可能随着而均衡，但前提是达到：电商平台+主力服务商+第三方服务的格局。

即京东-京东物流+第三方；拼多多-极兔+第三方；天猫淘宝-阿里系+第三方。

该等情形下，意味着相互之间均难以通过价格竞争抢到更多的业务。

（二）差异化服务分层会带来电商快递发展新机遇

1、消费者视角：美国经验看，客户愿意为更快的时间付出更高的价格。

此前报告我们分析了美国经验看：客户愿意为更快的时间付出更高的价格。

我们是以个人散件为例做参考：

以美国本地时效业务为例:

联邦快递: 美国本土时效快递业务（隔日达，Overnight package delivery）主要分为三类: FedEx First Overnight、FedEx Priority Overnight 与 FedEx Standard Overnight，对应的**次日送达时间分别为上午 8 点、10 点半及下午 4 点半。**（根据运输范围不同也存在 9 点、9 点半等寄递时间）。

UPS: 对应的时效业务（Next Day Air）: Next Day Air® Early、Next Day Air 以及 UPS Next Day Air® Saver。与联邦快递的送达时间基本相仿。

我们选取联邦快递华盛顿-奥斯汀（约 2000 公里）路线做测试:

1 公斤物品的寄递，次日上午 8 点送达收费 123 美元，10 点半产品收费 91 美元，下午 4 点半产品收费 81 美元。选择 10 点半、下午 4 点半送达的产品较 8 点送达分别便宜 26% 与 34%。

进一步观察其定价策略: 基于同距离个人使用交通工具运送价格的折扣。以华盛顿-奥斯汀为例: 快递费用相当于个人乘坐飞机寄送的 35%。

联邦快递:

FedEx First Overnight（次日上午 8 点送达）产品收费 123 美元，

FedEx Priority Overnight（次日上午 10 点半送达）产品收费 91 美元，

FedEx Standard Overnight（次日下午 4 点半）产品收费 81 美元。

隔日（2Day）产品 56 美元;

若使用 FedEx Ground 则约 12 美元，但较时效业务慢 4 天左右。

查阅 UPS 同类产品的收费标准分别为 108、76、71 美元。

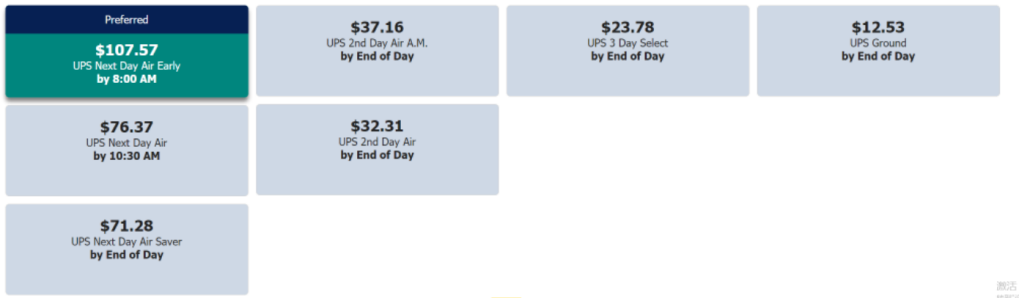
我们认为中美服务业存差异，其收费标准不能简单比较，**但其中不同时间段的价差则有一定的启示意义。**

图表 64 联邦快递时效产品价格分布

路线：2000公里，华盛顿——奥斯汀					
产品	送达时间	价格（美元）			
		1KG	3KG	5KG	10KG
FedEx First Overnight®	第二天8:00 A.M.	123.0	151.1	192.7	247.6
FedEx Priority Overnight®	第二天10:30 A.M.	90.7	118.8	160.4	215.4
FedEx Standard Overnight®	第二天4:30 P.M.	80.7	112.1	143.5	210.6
FedEx 2Day® AM	第三个工作日10:30 A.M.	44.7	72.1	94.8	167.3
FedEx 2Day®	第三个工作日4:30 P.M.	39.0	62.9	87.3	145.9
FedEx Express Saver®	第四个工作日4:40 P.M.	29.0	42.8	57.1	93.1
FedEx Ground®	第二-五个工作日	12.4	17.9	23.5	39.6
路线：900公里，华盛顿——亚特兰大					
FedEx First Overnight®	第二天8:00 A.M.	106.4	131.9	164.4	219.9
FedEx Priority Overnight®	第二天10:30 A.M.	74.2	99.7	132.2	187.7
FedEx Standard Overnight®	第二天4:30 P.M.	70.5	96.7	121.4	187.6
FedEx 2Day® AM	第三个工作日10:30 A.M.	26.7	37.0	47.0	77.9
FedEx 2Day®	第三个工作日4:30 P.M.	23.8	33.1	43.1	67.8
FedEx Express Saver®	第四个工作日4:40 P.M.	20.6	29.2	36.5	60.2
FedEx Ground®	第二-五个工作日	11.5	13.2	14.7	21.7

资料来源：公司网站，华创证券整理

图表 65UPS 各产品收费标准（华盛顿-奥斯汀）

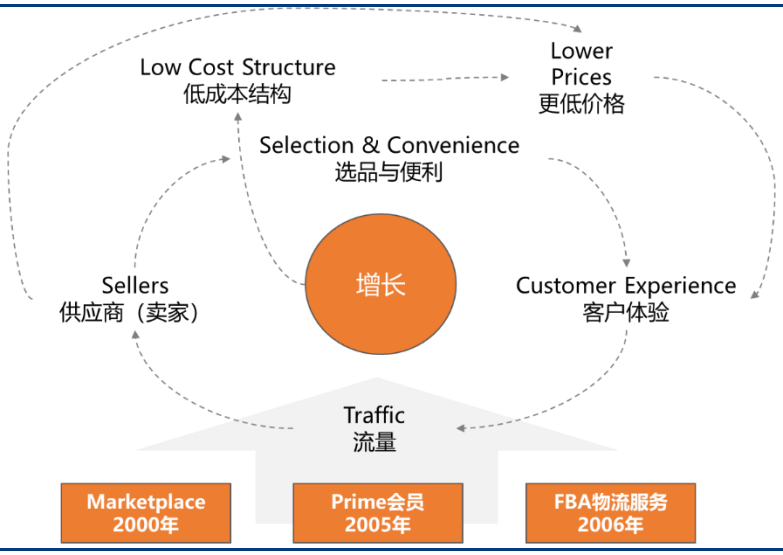


资料来源：公司网站，华创证券

2、海外电商平台视角：亚马逊物流 FBA 仓配模式构建“飞轮效应”基石

亚马逊的成功可以用其 CEO 贝佐斯早期提出的商业理论“飞轮效应”来概括。支撑亚马逊“飞轮效应”的三大关键业务即是 Marketplace、Prime 会员服务和 FBA 物流服务。

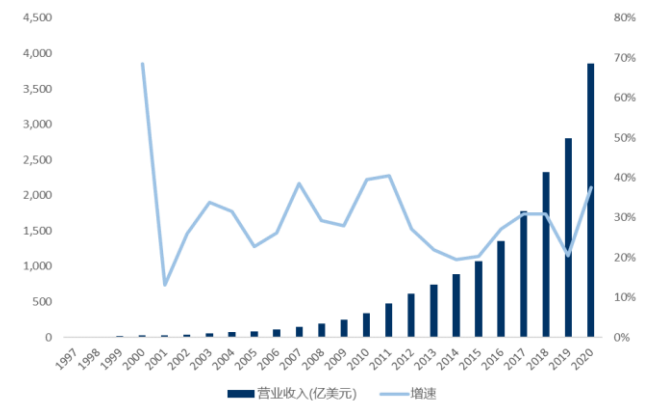
图表 66　亚马逊电商业务“飞轮效应”



资料来源：约翰·罗斯曼《亚马逊方法 平台型公司如何实现爆发式增长》，华创证券整理

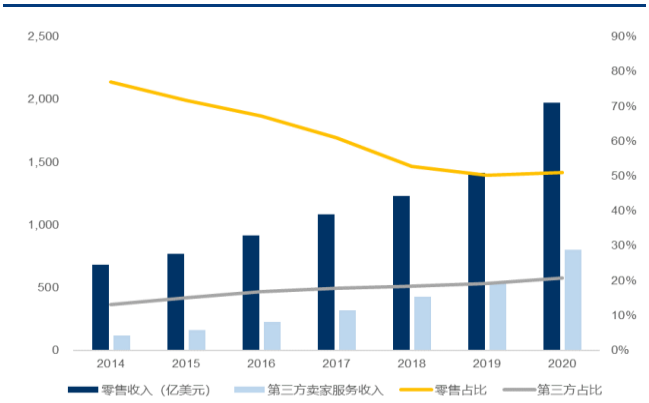
2000 年，亚马逊上线 Marketplace，引入第三方卖家平台，更多的供应商带来更多消费品类和选择，更多的选择提升了消费者的用户体验，进而提升整个平台的流量，从而吸引更多第三方卖家入驻，实现了第一步的双边网络效应。根据亚马逊官网数据，第三方卖家销售额年增幅超过 50%，对应亚马逊 1P（Direct sales）销售额每年增幅仅为 25%。2020 年，亚马逊直营零售收入 1,973 亿美元，占总收入比重已从 2014 年的 77%降至 51%；第三方卖家服务收入（主要包括平台佣金和 FBA 物流服务收入）达到 805 亿元，同比增长 50%，占比从 2014 年的 13%提升至 21%，2014-2020 年，第三方卖家服务收入复合增速达到 38%。

图表 67　亚马逊历年营收及增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 68　亚马逊直营和第三方卖家服务收入



资料来源：公司公告，华创证券

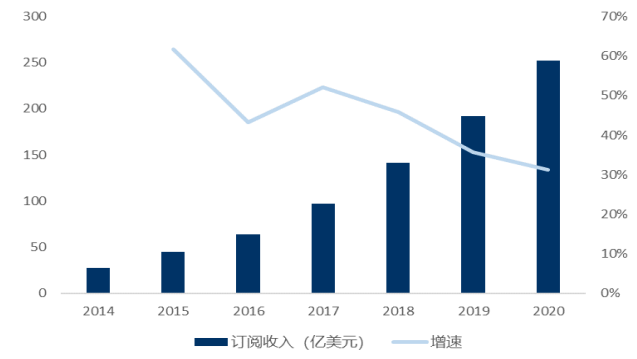
2005 年，亚马逊在美国推出 Prime 会员服务，采取订阅制。**会员服务主要包括高效免费/低价的物流服务、会员专享折扣和免费影音内容产品。Prime 会员以一系列物超所值的服务和体验极大提高了平台用户的忠诚度和粘性，并吸引新的流量带动电商业务增长，推动“飞轮”快速转动。**

根据 Digital Commerce 360 和 Bizrate Insights 2020 年 6 月份对 1,000 名美国在线购物者的调查，Prime 是消费者在亚马逊上购物的首要原因。51%的消费者表示“因为是 Prime

会员，大多数商品都可以免费送货”是选择亚马逊购物的最重要原因之一。

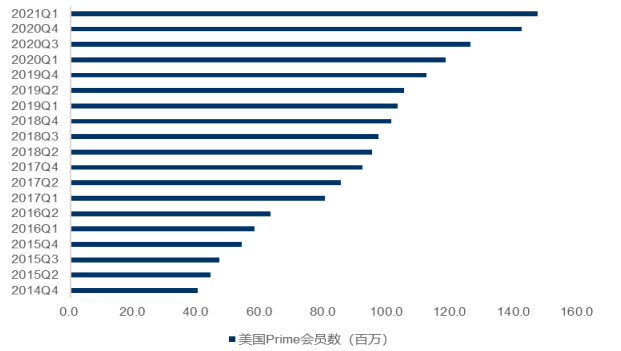
根据 2021 年 4 月 CEO 贝佐斯发布的致股东信披露，亚马逊全球 Prime 会员已经达到 2 亿，2020 年同期会员数量为 1.5 亿，同比约增长 33%。根据第三方咨询机构 CIRP 测算，2021 年 Q1 亚马逊美国会员已达到 1.47 亿，意味着约有 45%的美国人口都拥有 Prime 会员。2014-2020 年，亚马逊订阅收入（主要包含 Prime 会员和其他电子影音订阅）复合增速达到 45%。

图表 69　亚马逊订阅收入



资料来源：公司公告，华创证券

图表 70　亚马逊美国 Prime 会员数量



资料来源：CIRP，华创证券

图表 71　亚马逊平台配送时效和价格（美国本土）

	Prime会员		非会员	
配送时效	服务内容	价格	服务内容	价格
Prime Now	两小时内送达	两小时内免费	不开放	
Same-Day Delivery	中午前订单当天18点至21点间送达；下单时间晚于中午，则次日送达	特定城市，订单满35美元免运费，未满35美元每单运费2.99美元	中午前订单当天18点至21点间送达；下单时间晚于中午，则次日送达	每单8.99美元加上每件商品0.99美元
One-Day Shipping	1个工作日内送达	免费	1个工作日内送达	每单8.99美元加上每件商品0.99美元
Two-Day Shipping	2个工作日内送达	免费	2个工作日内送达	每单至少5.99美元
Standard Shipping	4-5个工作日送达	免费	5-8个工作日送达	订单满25美元以上免费，未满25美元每单运费5.99美元起
No-Rush Shipping	不着急配送，6个工作日内送达	免费	不开放	
Saturday Shipping	非工作日配送	每单至少7.99美元	非工作日配送	每单至少12.99美元
Amazon Day Delivery	买家选择特定日期，前一周所有订单一次性送达	免费	不开放	
Release-Date Delivery	预定产品配送	免费	预定产品配送	根据不同商品收费

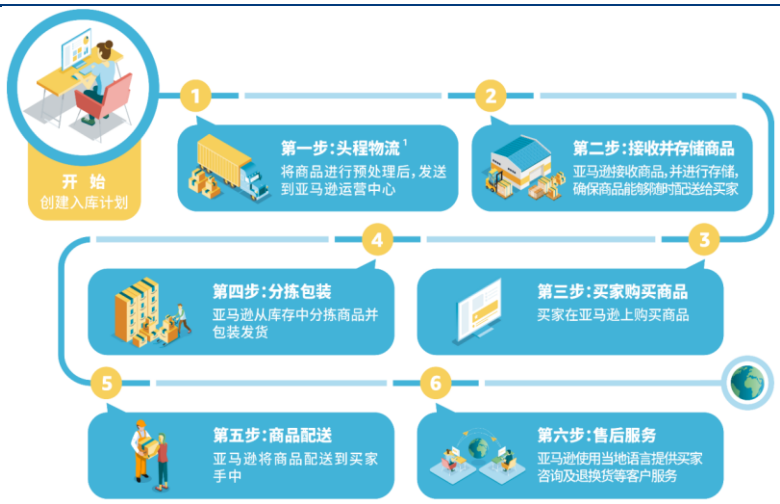
资料来源：亚马逊官网，华创证券

2006 年 9 月，亚马逊推出 FBA 物流服务（Fulfilment by Amazon），平台上的第三方卖家可以将货物批量送至亚马逊遍布各地的履约中心，由亚马逊负责商品的存储、分拣、包装、配送和退换等售后服务，并收取一定的服务费。相对于自行管理仓储物流和售后环节，FBA 模式通过开放亚马逊强大的物流网络帮助卖家极大地节省了履约相关的人力和物力成本。使用 FBA 服务的卖家产品将被标记为“Prime”商品，优先推荐，享受亚马逊 Prime 免费隔日达物流服务，对于符合要求的订单，所有买家享受免费配送服务。通过 FBA 物流服务，亚马逊降低了第三方卖家的经营成本，提升了自身基础设施的使用效率，降低全平台单位履约成本，使得平台高性价比商品品类和数量进一步扩大，极大地提升了 C 端消费者的购物体验，是“飞轮效应”高速转动的重要支撑。

FBA 基本收费模式包括仓储费+配送费+其他费用，其他费用包括移除订单费、退货处理费、计划外服务费。此外，亚马逊还提供包括包装预处理、贴标服务、人工处理、库存

配置等可选付费服务。

图表 72　亚马逊 FBA 物流服务运作流程



资料来源：亚马逊卖家手册，华创证券整理

图表 73　亚马逊 FBA 收费模式

收费类目	详细内容
仓储费	包括月度库存费+长期库存费
配送费	普通商品、危险品配送
移除订单费	让亚马逊退还或弃置储存在履约中心的库存商品，按件收费
退货处理费	亚马逊为买家提供免费退货配送的商品，需向商家收取退货处理费
FBA预处理服务	对商家产品有包装盒预处理要求，未处理的按件收费
FBA贴标服务	为需要使用亚马逊条形码的商品提供贴标服务，按件收取
人工处理服务	卖家若不提供箱内物品信息，亚马逊履约中心需要人工处理并产生费用
库存配置服务	卖家可发往一个履约中心，由亚马逊分发库存至多个地区
重新包装和翻新服务	对买家退货物品重新包装或翻新，以便二次销售

月度库存费收费标准，以美国为例		
时间	标准尺寸	大件
1-9月	每立方英尺0.75美元	每立方英尺0.48美元
10月-12月	每立方英尺2.40美元	每立方英尺1.20美元
长期库存费，在履约中心存放超过365天的商品		每立方英尺6.90美元或每件商品0.15美元

资料来源：亚马逊卖家手册，华创证券

图表 74　亚马逊 FBA 配送费收费标准

以美国为例，非服装类、非危险品，2021年6月1日之后		
尺寸分段	发货重量（不再计算包装重量）	每件商品的配送费用
小号标准尺寸	不超过6盎司	$2.70
	6 至 12 盎司（不含 6 盎司）	$2.84
	12 至 16 盎司2（不含 12 盎司）	$3.32
大号标准尺寸	不超过 6 盎司	$3.47
	6 至 12 盎司（不含 6 盎司）	$3.64
	12 至 16 盎司2（不含 12 盎司）	$4.25
	1 至 2 磅（不含 1 磅）	$4.95
	2 至 3 磅（不含 2 磅）	$5.68
	3 至 20 磅（不含 3 磅）	$5.68 + $0.30/磅（超出首重3磅的部分）
小号大件商品	不超过 70 磅	$8.66 + $0.38/磅（超出首磅的部分）
中号大件商品	不超过 150 磅	$11.37 + $0.39/磅（超出首磅的部分）
大号大件商品	不超过 150 磅	$76.57 + $0.79/磅（超出首重90磅的部分）
特殊大件商品	超过 150 磅	$138.11 + $0.79/磅（超出首重90磅的部分）

资料来源：亚马逊官网，华创证券

第三方卖家也可以选择自行配送订单（Fulfillment By Merchant），自行负责库存管理、包装、配送、客户服务等一系列工作。但对于自行履约的商家，亚马逊平台有一套物流考核指标以保证消费者购物体验。较为严格的考核标准也促使商家提高使用 FBA 物流服务的意愿。**亚马逊同时为自行配送的第三方卖家提供购买配送服务（Buy Shipping）**，通过卖家平台直接向亚马逊合作的物流承运商购买配送服务并打印货件标签，该功能可以自动筛选能够符合亚马逊交货时效和其他发货要求的承运商，确保卖家满足平台物流考核指标。

图表 75　亚马逊 FBM 考核指标

考核指标	内容		惩罚
订单缺陷率	包括给定60天内存在一种或多种缺陷的订单数占比	＜1%	＞1%账户将停用
配送前取消率	给定7天时间段内，卖家取消的订单数占订单总数的比例	＜2.5%	＞2.5%账户将停用
迟发率	在预计发货日期之后，超过10天或30天才确认发货的订单数占比	＜4%	＞4%账户将停用
有效追踪率	给定30天内具有有效追踪编码（买家能够追踪物流状态）的货件数量占比	＞95%	＜95%将限制销售非FBA商品
准时交货率	预计送达时间内交付的所有货件占跟踪总货件的比例	＞97%	暂无
退货不满意率	左右负面退货请求占总退货请求数的百分比，衡量买家对退货体验的满意率	＜10%	暂无

资料来源：亚马逊卖家手册，华创证券整理

2017 年，亚马逊物流进一步对外开放，上线多渠道配送服务（Multi-Channel Fulfillment），即其他电商平台的卖家（例如 EBay）或自建平台商家也可以选择亚马逊的 FBA 服务管理其仓储物流体系。MCF 提供与亚马逊 Prime 相同的配送时效，包括 1 日达、2 日达或标准（3-5 个工作日）配送选项。

针对跨境电商卖家，亚马逊提供**跨境电商物流服务（Amazon Global Logistics）**，涵盖启运国国内运输-仓库服务-出口报关-海运/空运-目的国清关-海外内陆运输-亚马逊履约中心等全流程一站式服务，帮助卖家将货物高效低成本销往世界各地。

3、国内电商平台视角：唯品会案例看，由第三方顺丰承接配送服务，大幅提升效率，降低履约成本

1）唯品会取消自建物流，转与顺丰战略合作。

2019 年 11 月唯品会宣布终止旗下自营品骏快递业务，同时与顺丰达成战略合作，由顺丰公司提供包裹配送服务。唯品会董事长兼首席执行官沈亚表示：“通过这次的业务合作，唯品会可以提高物流效率，降低履约费用，保障最后一公里配送服务，持续提升用户的消费体验。”

注：唯品会于 2013 年成立品骏快递，并在全国设立 7 大物流中心负责订单履约配送。从 2019 年年初起，唯品会开始实施快递外包 JITX 计划，以第三方社会化物流取代部分品骏快递业务。在正式合作达成前，顺丰已经以唯品会 JITX 业务第三方物流供应商角色承接唯品会部分物流配送和退换货快递业务。

2）效果：通过与顺丰合作包裹配送服务，唯品会显著提升物流效率，降低履约费用率。

根据唯品会年报披露，履约费用包含运输和装卸费用、包装费、物流中心租金及员工薪酬。2020 年唯品会整体履约费用 68.79 亿元，较 2019 年降低 4.39 亿元。

整体履约费用率（履约费用/净收入比重）看：从 2018 年的 8.9%（高于京东的履约费用率约 6.4%）下降到 2020 年的 6.8%。分季度来看，唯品会履约费用率从 2019 年 Q3 起逐步下降，从 2019 年 Q2 的 9.7%下降至 2020 年 Q4 的 6.1%，其中运输和装卸费用占比从 5.3%下降至 4.2%。

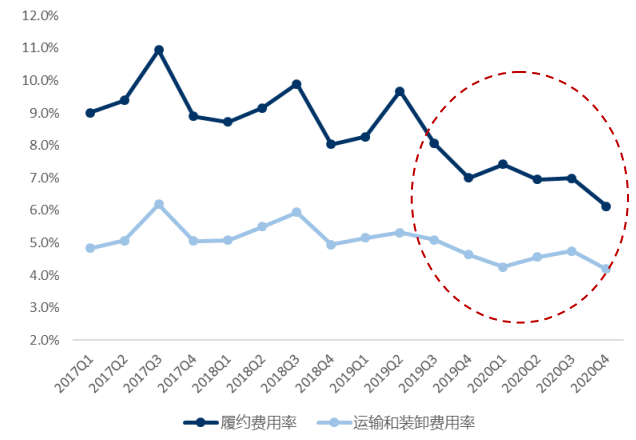
单票成本看：在 2019 年引入社会化物流体系之前，由于品骏快递资产较重，且规模效应有限，唯品会单票履约成本长期居高不下，接近 20 元/票，其中运输和装卸费约 10 元/

票，远高于快递行业平均水平。2019 年 Q1 起，单票履约费用从 15.1 元/票下降至 2020 年 Q4 的 9.6 元/票，运输和装卸费用从 5.7 元/票下降至 2020 年 Q4 的 3 元票。根据管理层描述，随着规模的提升和配送服务外包的持续，预计履约费用率将进一步下降。

唯品会在 2020 年报中描述，希望未来将所有订单交付顺丰进行配送，2019 年年报中描述则为希望未来将所有订单交由第三方快递公司（尤其顺丰）配送。在良好的合作和双方共赢的基础上，我们认为唯品会-顺丰合作模式将有望进一步推进。

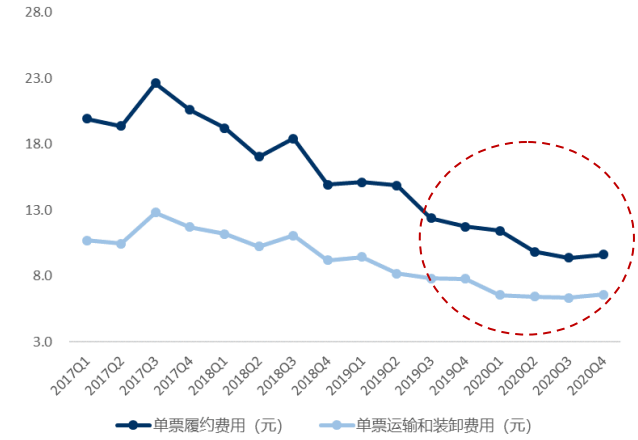
在与唯品会的合作中，顺丰提供了包括特惠专配产品、标准陆运（退换货）在内的多种物流服务，切实体现了直营第三方物流服务商相较于品牌自建物流的服务标准与成本优势。

图表 76　唯品会季度履约费用率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 77　唯品会单票履约成本



资料来源：公司公告，华创证券

4、电商经营者视角：需要差异化的物流服务

2020 年我们在研究顺丰时效快递业务时，提出高端消费成为其新驱动力。当时报告中我们草根观察，高端品牌大部分默认使用顺丰、EMS 等直营制品牌。

我们选择前述品类中部分高端品牌天猫旗舰店进行草根观察，发现，对于客单价较高的产品，通常默认使用顺丰或 EMS 作为快递服务商，也体现了高端市场中直营制快递的领先优势。

如 3C 产品中代表性的苹果、华为；**珠宝类**的周大福，服饰中的 NIKE 等均默认顺丰及 EMS;

奶粉中的雅培默认顺丰发货，且将顺丰发货列在显著位置;

香化品类雅诗兰黛优选顺丰，欧莱雅则多品牌快递服务根据仓库分配优化选择。

图表 78 部分品类及品牌线上销售快递服务商

品类	品牌	快递
3C产品	苹果	顺丰、EMS
	华为荣耀	顺丰、EMS
珠宝	周大福	顺丰、EMS
服饰	NIKE	顺丰、EMS
奶粉	雅培	顺丰
香化	雅诗兰黛	优选顺丰
	欧莱雅	顺丰、圆通、韵达、中通、宅急送、百世等

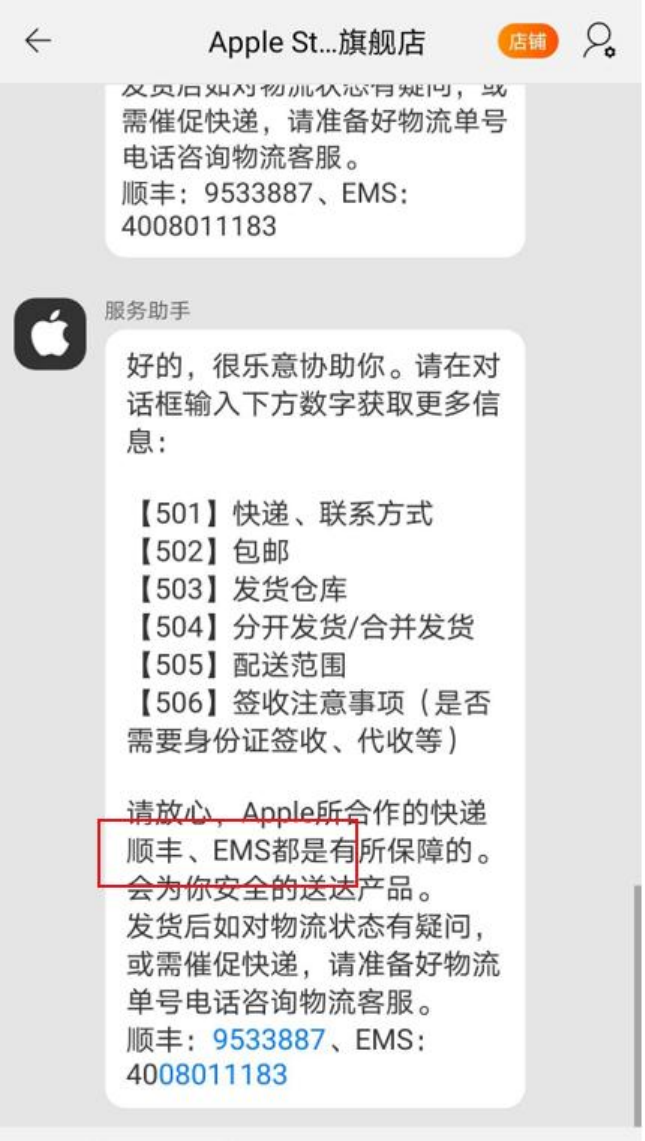
资料来源：天猫旗舰店、华创证券

我们认为，高端消费品类中，对商家而言：存在对快递物流产品快、准时、安全的服务保障需求，以此为品牌商提供加成效果；采用高端快递服务达到与自身品牌形象价值相符的目的；同样对于消费者而言：购买心理上，越高价值的货品通常越希望尽快以及有明确的时间能送到自己手上。并且，通常客单价越高，对物流产品的价格敏感性越低。

电商卖家经营不同价格带的产品，头部客户或对时效产品业务有更多的需求，腰部客户则可能需要品质与性价比兼具的产品，下沉客户则更重视快递产品的性价比。有能力提供差异化服务的快递服务商将获得更好的发展潜力。

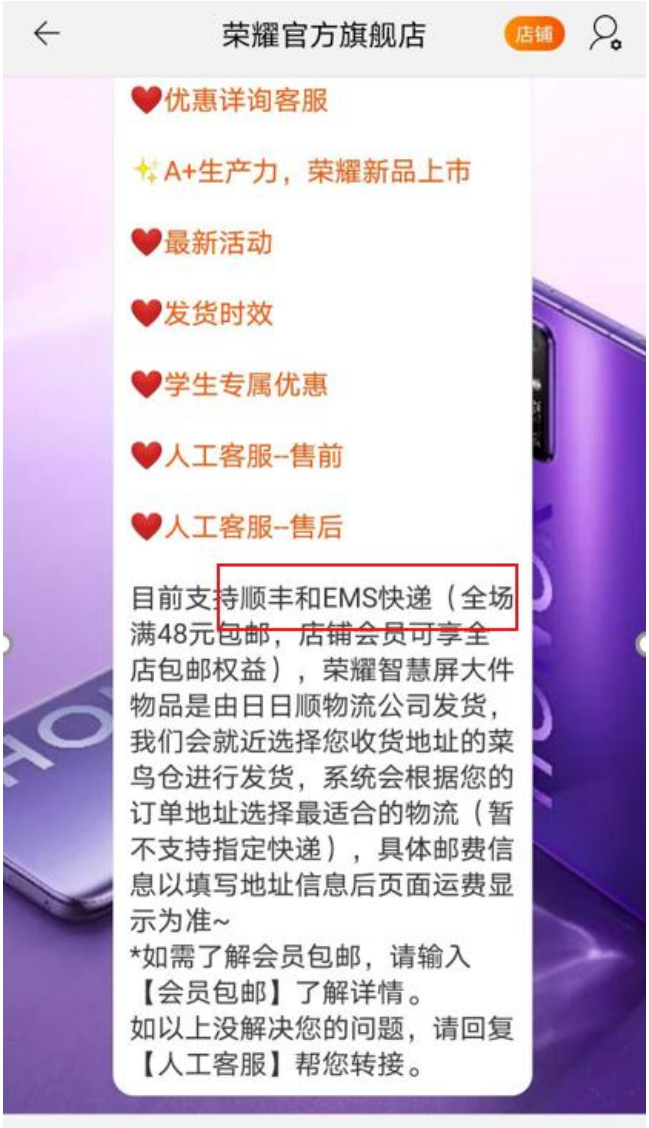
同时我们认为逆向物流市场空间同样可观。

图表 79　苹果天猫旗舰店快递默认顺丰、EMS



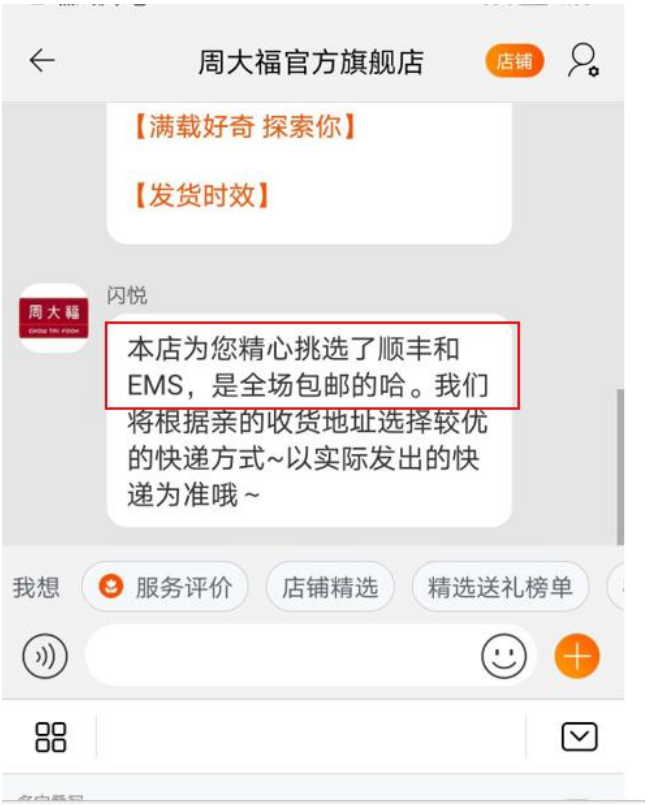
资料来源：天猫旗舰店，华创证券

图表 80　华为荣耀天猫旗舰店默认顺丰、EMS



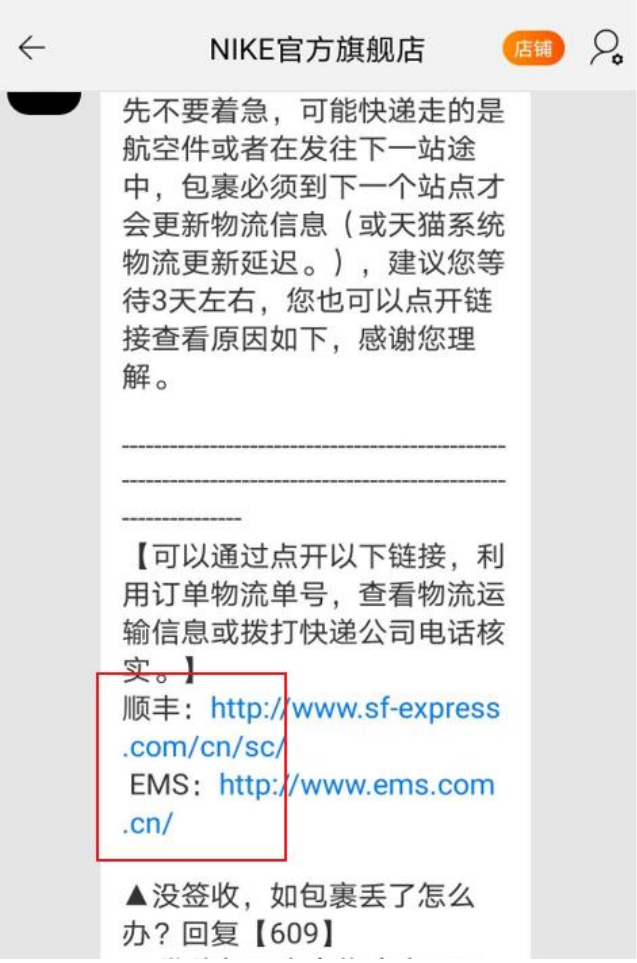
资料来源：天猫旗舰店，华创证券

图表 81　周大福天猫旗舰店默认顺丰、EMS



资料来源：天猫旗舰店，华创证券

图表 82　NIKE 天猫旗舰店默认顺丰、EMS



资料来源：天猫旗舰店，华创证券

在《浙江省快递业促进条例》中**第三十条 电子商务经营者应当在销售商品的页面标明提供快递服务的企业。**鼓励电子商务经营者在快递经营企业、快件包装、定时派送、投递方式等方面为收件人提供个性化、差异化的快递服务选择。

我们预计未来电商平台、电商卖家均可能将物流服务作为自身的竞争要素之一，而能够提供差异化品质服务的快递公司会成为电商客户的重要合作者。

四、市场对电商快递投资经历了三轮认知变化

通达系均于 2016 年完成上市，其中韵达、圆通、申通在 A 股借壳上市，中通在美国上市，2017 年百世上市。

第一阶段：各公司均在上市初期，市场相信平台流量红利。圆通 15 年份额登顶，阿里直接持股比例最高，市值领先。

我们以通达系全部上市首日为基准看，2016 年 10 月 28 日，中通市值 843 亿，圆通市值

935 亿，韵达 551 亿，申通 534 亿，**圆通市值最高**，中通其次，韵达与申通差异并不大，同时圆通也是第一个市值过千亿的通达系公司。

第二阶段：市场相信成本领先策略。

2017 年 4 月后，中通市值超越圆通成为行业第一，

韵达在 2017 年 8 月底短暂超越圆通，2017 年 12 月后完全超越圆通成为行业第二至今，并在 2019 年 8 月和 2020 年 6 月两次达到 870 亿市值左右的高点，此后最低下探到不到 400 亿市值。

该阶段，成本领先策略构建的优势得到了市场认可。

阶段内，申通在 18Q4 到 19Q2 出现了阶段性显著跑赢，起于公司加速推动了转运中心直营化，市场理解有概率以效仿中通、韵达的模式，带来降本增效预期，同时阿里入股产生了催化，也意味着市场在 2017 到 19 年间，在围绕平台流量红利与成本领先策略间寻找平衡。

同时，圆通在 20Q1-20Q2 半年左右的修复行情中，同样基于公司成本端改善的逻辑。

2020 年 6 月左右该逻辑达到顶点，中通当时市值约 2200 亿，韵达 870 亿，圆通 500 亿左右，申通不到 300 亿，百世仅 120 亿左右。

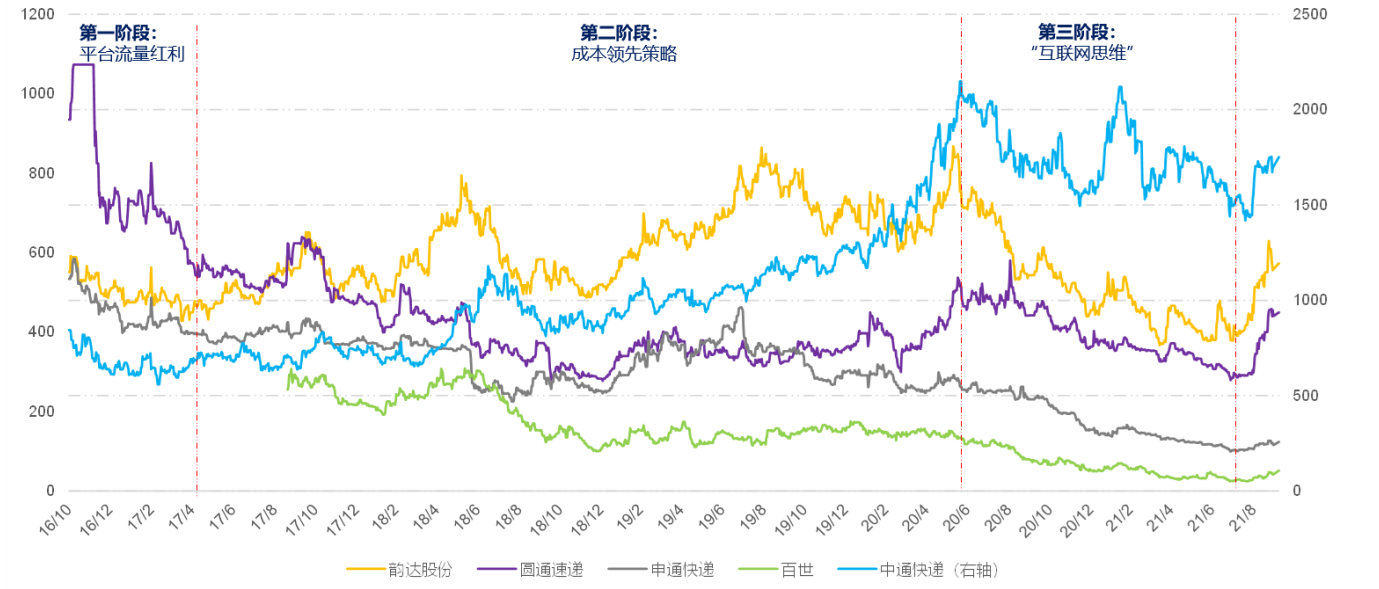
第三阶段：极兔的出现打破了过去的“执念”，恶性价格战导致业绩失速，市场转向“互联网思维”。

极兔在 2020 年 3 月开始起网，初期市场并没有过多关注，然而作为短期内战略意图大于盈利目的的搅局者变成重要参与者的过程中，通达系受到了直接的利润影响；加之龙头公司中通以份额优先的策略下，单票收入及净利开始适度下调，跟随者的降幅则大于中通方可跟紧其节奏。

该阶段市场开始类比互联网逻辑，即丢失的短期利润可以通过未来的市占率提升后弥补，抢占流量优先，格局出清后胜者为王。故中通在受到业绩影响后出现市值下跌仍然在 21 年 2 月重回 2000 亿之上。

此后的下跌系因极兔的价格策略使得龙头也被卷入更惨烈的竞争中。直至监管层的连续释放信号，以及通达百极兔宣布上调派费开始了市值修复之路。

图表 83 电商快递公司市值变化



资料来源：Wind、华创证券

五、投资建议

1、电商快递公司的价格弹性测算

假设中通、韵达、圆通 2021 年业务量分别为 226、184 及 171 亿件，则以此为基础上单票净利增加 0.1 元，对应三家公司利润增厚分别为 22.6、18.4 及 17.1 亿元。

假设 2022 年中通、韵达、圆通业务量增速均为 30%，

假设 2022 年韵达与圆通单票净利恢复至 0.1 元，则对应扣非利润为韵达 24 亿，圆通 22 亿，对应 PE 分别为 24 及 20 倍;

假设 2022 年各公司单票净利为 21Q2 基础上增加 0.1 元，则中通、韵达、圆通单票净利分别为 0.32、0.15、0.16 元，则对应扣非净利分别为 94、35 及 35 亿，对应 PE 分别为 19、17 及 13 倍。（以上仅为弹性模拟测算）

图表 84 各公司弹性测算

		2020	2021	2022	
				假设单票净利0.1元	假设21Q2基础上增加0.1元
韵达	业务量	141	184	239	
	同比	41%	30%	30%	
	单票净利	0.09		0.10	0.15
	扣非利润	**12**		**24**	**35**
市值/pe	573			24	17
圆通	业务量	126	171	222	
	同比	39%	35%	30%	
	单票净利	0.12		0.10	0.16
	扣非利润	**15**		**22**	**35**
市值/pe	450			20	13
中通	业务量	170	226	294	
	同比	40%	33%	30%	
	单票净利	0.25			0.32
	扣非利润	**43**			**94**
市值/pe	1752				19

资料来源：公司公告，华创证券测算

2、产品分层的重要机遇：利于顺丰为代表的能提供差异化服务的公司

前文我们分析了未来一旦电商与快递产品分层，将利于顺丰为代表的能提供差异化服务的公司。那么其空间有多大？

我们先以阿里系电商平台为例，测算**天猫为代表的品质电商消费需求及 88VIP 为代表的高粘性优质用户消费需求所对应的快递分层需求空间。**

1）我们测算天猫商城日均单量约 4000 万单。

根据天猫公布的双十一销售金额及物流订单数据，可知天猫双十一期间客单价维持在约 200 元/单，2020 年提升至 215 元。

依据该数据我们假设天猫电商 2016-2020 年客单价约为 180-220 元，**2020 年对应快递订单量约为 145.5 亿，日均单量约为 3988 万单，占快递全行业单量的 17.5%。**（与同样代表品质电商消费的京东电商 GMV 市占率匹配）

注：假设天猫电商客单价翻倍达到 500 元，则对应 2020 年快递订单量约为 64 亿，日均单量约为 1755 万单。

图表 85 测算天猫商城快递订单量

	2016	2017	2018	2019	2020
天猫双十一GMV（亿元）	1,207	1,682	2,135	2,684	4,982
天猫双十一订单数量（亿）	6.57	8.12	10.42	12.92	23.20
天猫客单价（元）	184	207	205	208	215
财年	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
阿里GMV（亿元）	30,920	37,670	48,200	57,270	65,890
yoy	26.5%	21.8%	28.0%	18.8%	15.1%
-淘宝GMV	18,770	21,995	26,733	30,749	33,007
yoy		17.2%	21.5%	15.0%	7.3%
占比	60.7%	58.4%	55.5%	53.7%	50.1%
-天猫GMV	12,150	15,650	21,310	26,120	32,020
yoy		28.8%	36.2%	22.6%	22.6%
占比	39%	42%	44%	46%	49%
假设：天猫客单价（元）	180	200	200	210	220
测算天猫订单量（亿）	**67.5**	**78.3**	**106.6**	**124.4**	**145.5**
日均单量（万）	**1,849**	**2,144**	**2,919**	**3,408**	**3,988**
天猫订单量行业占比	21.6%	19.5%	21.0%	19.6%	17.5%

资料来源：阿里巴巴年报，天猫官网，国家邮政局，华创证券整理

2）测算阿里 88VIP 会员日均单量约 251 万单。

为应对电商付费会员发展趋势，阿里巴巴于 2018 年 8 月正式推出 88VIP 会员，根据亚马逊 Prime 会员和京东 PLUS 会员经验，电商付费会员的画像是一批有较强消费力，具有“高增长、高回报、高黏性特征的“三高”优质电商用户群体。该部分用户消费频次、客单价及对电商服务体验的要求均高于普通年活、月活用户，因此也具备对应的高品质快递服务需求。

京东于 2016 年 3 月正式推出 PLUS 会员服务，2018 年 9 月、2019 年 11 月、2020 年 10 月会员数量分别达到 1000 万、1500 万、2000 万，占其年度活跃用户数量比例分别为 3.3%、4.1%、4.2%。

由于阿里会员体系推出时间较晚，假设 2020 年会员数量达到 1000 万（推出 2 年后），根据测算的淘系订单及淘系月活用户数量，可测算单普通用户月度下单次数约 3.3 次，假设 88VIP 用户消费频次为普通用户 2 倍。因此阿里 88VIP 会员年度订单量约为 9.15 亿，日均单量约为 251 万单。

图表 86 测算阿里 88VIP 快递订单量

	2019	2020		2018	2019	2020
测算淘系订单量（亿）	285.9	333.4	京东年活（百万）	305	362	472
淘系月度订单量	23.8	27.8	京东PLUS会员数量（百万）	10	15	20
淘宝月活（亿）	7.2	8.5	渗透率	3.3%	4.1%	4.2%
单用户月度下单次数	3.30	3.28				
淘系年活	654.0	726.0				
会员渗透率	0.8%	1.5%				
测算88vip会员数量（万）	523	1,089				
测算88vip会员年订单量（亿）	4.39	9.15				
日均单量（万）	120	251				

资料来源：阿里巴巴年报，京东官网，华创证券整理

3）我们假设中期看，天猫商城如果有 30%左右的卖家有升级的物流需求，则对应日均单量约 1200 万单。

3、投资建议

我们预计行业将从相对低阶的价格竞争转向服务比拼，物流底盘相对扎实、服务品质相对更好的公司将会受益，短期行业价格竞争态势预计将有所放缓，电商快递龙头公司中通、韵达将有望出现利润水平的修复，同时对于进军下沉市场的顺丰，其压力也将有所减缓。

同时我们认为随着产业趋势的发展，快递公司的成长路径也会不断演变，我们预计或沿着快递->综合物流->数智化供应链->数据科技公司进阶,但并非所有的公司都适合或需要完成演变。在不同领域内均可以探索出适合的商业模式并实现足够的利润体量。

继续强推顺丰，公司属于能够提供差异化品质服务的稀缺快递服务商，至少其电商标快产品有望迎来发展新机遇；推荐 A 股通达系中韵达与圆通，尤其我们认为圆通速递的改善或被市场低估。

六、风险提示

经济大幅下滑、行业价格竞争加剧。

交通运输组团队介绍

副所长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第二名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第一名，21 世纪金牌分析师评选交通物流行业第四名；2019 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第五名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第二名；2018 年水晶球最佳分析师交通运输行业第四名；2017 年金牛奖交通运输第五名；新财富最具潜力分析师第二名，财富最佳分析师交通运输仓储行业入围。

高级分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第二名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第一名，21 世纪金牌分析师评选交通物流行业第四名等团队成员；2019 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第五名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第二名等团队成员；2018 年水晶球最佳分析师交通运输行业第四名团队成员；2017 年金牛奖交通运输行业第五名；新财富最具潜力分析师第二名，财富最佳分析师交通运输仓储行业入围等团队成员。

助理研究员：吴莹莹

清华大学金融硕士。曾任职于苏宁集团战略投资部。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第二名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第一名，21 世纪金牌分析师评选交通物流行业第四名等团队成员。

助理研究员：周儒飞

上海外国语大学金融硕士。曾任职于国金证券研究所。2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：吴晨玥

厦门大学会计学硕士。曾任职于安永咨询战略与交易咨询部。2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄文鹤

中央财经大学金融硕士。曾任职于远洋资本股权投资业务中心，2021 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522