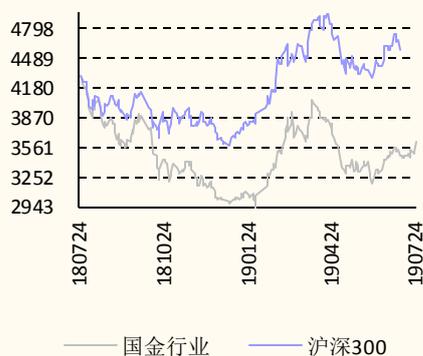


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金快递物流指数	3623.02
沪深300指数	3802.79
上证指数	2933.36
深证成指	9186.29
中小板综指	8741.83



## 相关报告

1. 《“Fedex 事件”发酵，对中国快递企业影响几何？-快递行业事...》，2019.6.3
2. 《阿里入股申通，行业竞争格局如何生变？-阿里入股申通事件点评》，2019.3.11
3. 《电商快递步入行业旺季，业务量增速申通逼近韵达-10月快递行业...》，2018.11.20
4. 《双十一：电商 vs 快递，携手步入十方世界-《2018-11-1...》，2018.11.13
5. 《韵达申通验证高增长，关注电商需求增速变化-快递公司 9 月经营数...》，2018.10.21

徐君 联系人  
xu\_jun@gjzq.com.cn

黄凡洋 分析师 SAC 执业编号：S1130519020004  
(8621)61038274  
huangfanyang@gjzq.com.cn

## 义乌快递调研实录：产业集聚、利益博弈与价格战

### 行业观点

- 驱动义乌件量增长的商家结构正经历以本地商家主导到外地商家主导的转变，核心在于货源、仓配优势。①义乌在行业可谓“举足轻重”，业务量规模现已接近全国第二。②14年以来，义乌快递单价下降超6成，远高于全国和浙江平均水平。③义乌快递价格在日单量超过1000票（年销售量超过35万件）的情况下显著低于周边地区，差距可达0.3-0.5元/票。测算对客单价30元，年消费人数40万人左右的中型商家，单票价格下降0.5元，利润增厚约27%左右。这部分商家已有足够的动力在义乌区域布局仓配。
- 单价一路走低，义乌加盟商盈利主要依靠总部补贴和业务量对赌成功后的返点，特殊的结算方式使义乌地区加盟商现金流普遍较好。①对义乌地区的快递加盟商而言，其收入来源包括：1. 快递件量；2. 总部公司的补贴；3. 与总部公司对赌成功后的返点（即总部特殊的补贴）。模拟测算加盟商快递件量的盈利能力，实则接近盈亏平衡。②低价走量模式下，义乌地区的加盟商需要考虑风控和垫资安全，采用一定比例的预付制度能够帮助网点有效缓解快递费下行+刚性成本带来的资金压力。
- 完备的产业基础、服务型政府、良好的配套设施成就义乌这一“电商之都”，实则中国传统制造业向具备成本和效率优势地区集聚的缩影。①义乌纺织服装等小商品生产批发为主的产业基础，是其成为全国最大电商集聚基地之一的重要支撑因素，并决定了义乌商贸“低价走量”的模式。②传统制造业正经历向具备成本和效率优势的地区集聚，并体现为区域集中度提升，由沿海向周边扩散。以化纤行业为例，山东、江苏、河南等地化纤产出占比下降，产出向占比最高的浙江集聚。纺织也是向优势地区如浙江、江苏等地集聚。
- 义乌价格战或是常态，并非观测行业竞争格局是否稳态的有效指标。①义乌地区愈演愈烈的价格战，是产业链的不同利益方的不同利益诉求博弈的结果，体现为：总部公司以量为先、加盟商利润的驱动、商家要素成本的降低。②“类义乌商圈”的集聚现象正呈现出“部分区域分布密度持续提高、扩张速度降低”的发展趋势。这一发展趋势，或使得以义乌为代表的部分地区的快递价格战，成为一种常态。即庞大的业务量规模和多样的细分品类，使得未来即使行业竞争格局明晰，部分电商集聚地区仍旧存在良性价格战的可能。③价格战越激烈，摩擦成本越低，产能出清的过程自然漫长。攻而必胜者，攻其所不守也。义乌的焦灼战事，可能与具备成本优势的公司加速收割其他地区的市场份额同时发生。

### 投资建议

- 短期而言，在价格下降5%-10%而业务量增长35%的假设下，龙头公司有望录得20%左右的扣非增速。竞争格局的不确定性，使DCF估值并无太大参考价值。以PE和PEG估值，则龙头公司更高的件量增长为其带来了更好的估值支撑。个股推荐中通快递和韵达股份，关注申通快递与圆通快递下半年的成本变化趋势。

### 风险提示

- 宏观经济下滑、电商增速不及预期、社保冲击。

## 内容目录

1. 产业集聚成就义乌快递业务量高速增长 .....	4
1.1 义乌电商产业园经历了以本地商家主导到外地商家主导的转变 .....	4
1.2 快递价格洼地，抬升商家利润空间 .....	6
2. 义乌快递市场竞争激烈 .....	7
2.1 价格一路走低，加盟商盈利几何 .....	7
2.1 特殊的结算方式：中型规模以上的商家可直接买面单，加盟商现金流好 .....	8
3. 对其他地区竞争情况的启示 .....	8
3.1 溯源：完备的产业基础、服务型政府、良好的配套设施成就“电商之都” .....	8
3.2 义乌价格战或是常态，并非观测行业竞争格局是否稳态的有效指标 .....	11
3.3 不同地区的业务量收割难度不一，其他地区或将加速洗牌 .....	13
4. 投资建议 .....	14
5. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1: 义乌全市电子商务交易额呈高速增长之势 .....	4
图表 2: 义乌快递件量呈现高基数、高增速趋势 .....	4
图表 3: 义乌快递业务量同比增速大幅领先周边城市 .....	4
图表 4: 上海地区件量年初以来出现负增长 .....	4
图表 5: 义乌市快递单票价格不断下降 .....	5
图表 6: 义乌周边城市快递单票平均价格 .....	5
图表 7: 义乌电商产业链拆分 .....	5
图表 8: 义乌周边城市仓库租金比较 .....	5
图表 9: 义乌各类仓库 2019 年 6 月租金（元/平米*月） .....	5
图表 10: 上海青浦快递电商件 2019 年 7 月最新报价 .....	6
图表 11: 义乌地区电商件 2019 年 7 月最新报价 .....	6
图表 12: 物流成本敏感性分析 .....	7
图表 13: 义乌地区加盟商快递件量部分的盈利能力模拟测算 .....	8
图表 14: 义乌市三产结构变化情况 .....	9
图表 15: 义乌市分行业生产总值占比 .....	9
图表 16: 义乌中国小商品指数低位徘徊 .....	9
图表 17: 纺织、文化用品工业企业利润率普遍低于全国工业企业平均水平 .....	9
图表 18: 纺织行业生产总值在全国各省市占比情况（2018 年） .....	10
图表 19: 2016-2018 年长三角地区行业收入占比提升排名变动 .....	10
图表 20: 浙江省物流园区基本情况 .....	11
图表 21: 高房价和高服务占比是一个硬币的两面 .....	11
图表 22: 中国三个核心城市群都出现多中心现象 .....	12
图表 23: 新增淘宝村、镇多数出现在原本就较为集中的地区 .....	13

图表 24: 2016-2018 年新增淘宝村的空间分布的平均最近邻计算结果 .....13

## 1. 产业集聚成就义乌快递业务量高增长

### 1.1 义乌电商产业园经历了以本地商家主导到外地商家主导的转变

义乌地位在行业可谓“举足轻重”。随着“义乌商圈”对外拓展和辐射功能的不断增强，义乌市场经历了从区域到全国、全球的拓展。2012年-2017年，全市电子商务交易额从520亿元增加至2220亿元。与之相对应，2019H1，全国快递业务总量为277亿件，其中金华（义乌）市的业务量约24亿件占比为8.6%，排名仅次于广州，位居全国第二。

图表 1：义乌全市电子商务交易额呈高速增长之势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：义乌快递件量呈现高基数、高增速趋势



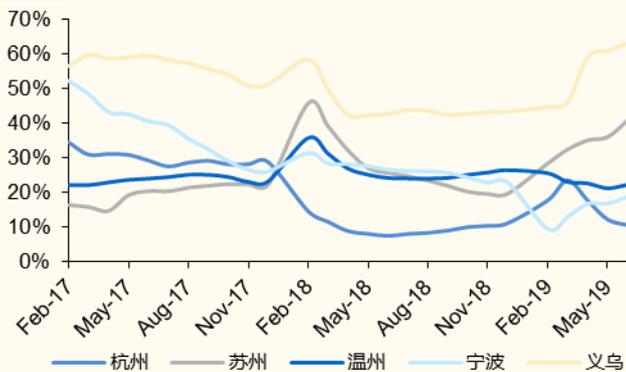
来源：国家邮政局，国金证券研究所

但驱动其件量增长的商家结构已经发生了一定转变，即 2016 年以来开始由义乌本地商家向外地商家转变，这一转变是义乌在货源、仓配优势的直接体现。

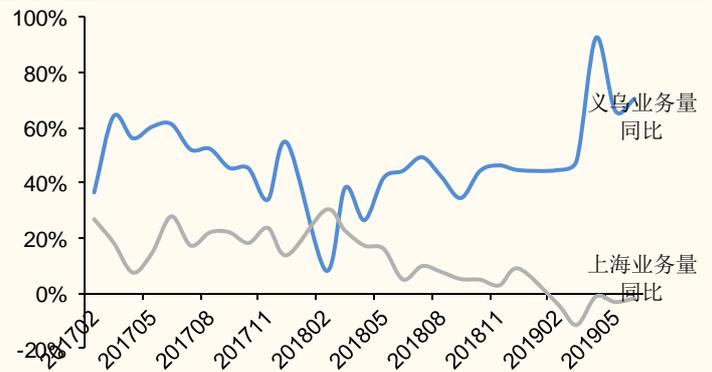
义乌市 17 年快递业务量同比增速保持在 50% 以上，18 年同比增速下降至 40%；19 年 4 月份以来，义乌件量增速上升至 60%，大幅领先于苏州、温州、宁波等城市。

义乌件量的快速增长可以从两个维度分析，首先是快递公司价格战带来的持续下降的物流成本吸引了部分商家在义乌设仓，甚至是整体入驻义乌。不断增长的电商规模和降低的物流成本形成一个循环机制，快递公司依靠高速增长的件量构建成本优势，更低的价格又吸引了新的商家投放需求。

图表 3：义乌快递业务量同比增速大幅领先周边城市



图表 4：上海地区件量年初以来出现负增长



来源：国家邮政局，国金证券研究所

图表 5：义乌市快递单票价格不断下降



来源：国家邮政局，国金证券研究所

来源：国家邮政局，国金证券研究所

图表 6：义乌周边城市快递单票平均价格



来源：国家邮政局，国金证券研究所

注：上海剔除青浦区数据。

仓储方面，首先电商向义乌集聚的背后是完整的产业链。从上游的 OEM/ODM 到物流配送环节，义乌都具有相对周边城市独特的优势。以小商品起家的义乌，聚集了一批运营多年的成熟 OEM/ODM。随着线上品牌的竞争加剧，电商商家对快速生产能力提出了更高的要求，缩短从需求到样品到供货的时间。因此，更靠近货源的义乌形成了其独特的优势。

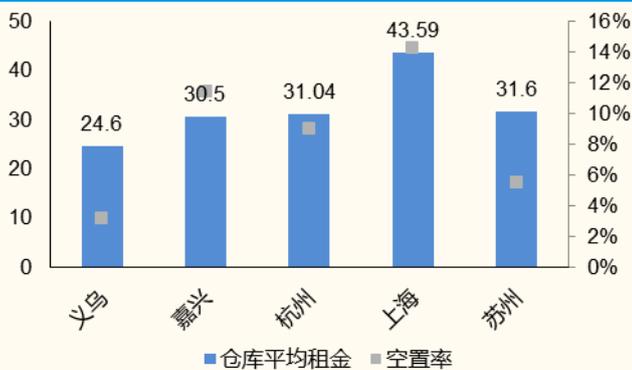
义乌市 2019 年 6 月平均租金约为 25 元/平米\*月，较周边城市价格便宜 25%左右。义乌市仓库空置率仅为 3.15%，是周边五个城市中最低值。为解决仓储资源瓶颈，目前义乌市政府在两方面投入大量资源，一是提高目前物流仓的集约化程度，二是发展电商智能仓，节省仓储面积。总体来看，义乌低廉的仓储成本也是其吸引电商集聚的重要因素之一。

图表 7：义乌电商产业链拆分



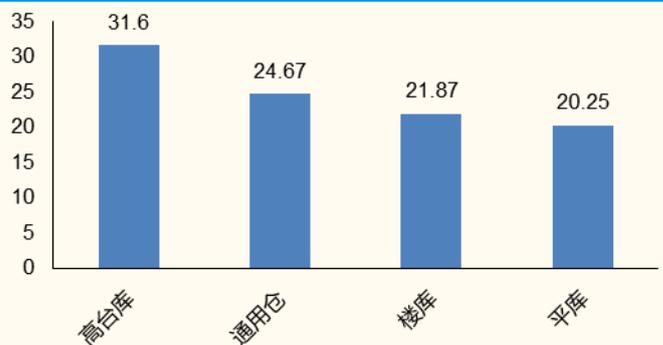
来源：国金证券研究所

图表 8：义乌周边城市仓库租金比较



来源：物联云仓, 国金证券研究所

图表 9：义乌各类仓库 2019 年 6 月租金 (元/平米\*月)



来源：物联云仓，国金证券研究所

## 1.2 快递价格洼地，抬升商家利润空间

作为电商平台的成本中心，不断加剧的价格战降低了商家的要素成本，推升当地的产业集聚效应。“小商品市场”的产品定位，更使得义乌模式的本质，在一定意义上可定义为“商家赚取的是快递公司价格战对其让利的钱”。

2017年天猫核心卖家年均发件量在40万件左右，对应日均发货量约为1000票/天。不过由于义乌市场本身聚焦大量头部商家，这一规模在义乌当地市场基本可定位为中型规模的商家。

从草根调研情况看，以上海电商密集的青浦区为例进行对比：在日单量1000以下，快递公司给出的报价差异并不显著。而对于日单量超过1000票，均重0.5kg以下的客户，义乌快递网点给出的报价较上海青浦地区低约0.3-0.5元。（在义乌，首重1kg的价格参考有限，通常快递公司会进一步根据150g, 500g和1000g不同重量段进行报价。这也从侧面反映了义乌快递竞争的激烈程度。）

图表 10：上海青浦快递电商件2019年7月最新报价

日单量	江浙沪皖		八省二市	
	首重	续重	首重	续重
20	5	1	5	3
50	4.5	1	4.5	3
300	4	1	4	3
600	3	1	3	3
1000-1500	2.5-2.8	1	2.5-2.8	1
2000	2	1	2	1

来源：实地调研，国金证券研究所

图表 11：义乌地区电商件2019年7月最新报价

日单量	江浙沪皖		八省二市	
	首重	续重	首重	续重
20	5	1	5	3
50	4.5	1	4.5	3
300	4	1	4	3
600	3	1	3	3
1000-1500	2.0-2.5	1	2.0-2.5	1
1500以上	1.5-2.0	1	1.5-2.0	1

来源：实地调研，国金证券研究所

注：网点对于大客户签订单独月结协议，以上以通达系某公司为例，计算估计平均值，八省二市为：山东、福建、广东、天津、北京、湖南、湖北、河南、河北、江西。

我们以四个不同客单价和和销售量的淘宝店铺为例，模拟计算了单票价格下降对于商家利润的影响。根据草根调研的情况，义乌快递价格在日单量超过1000票（年销售量超过35万件）的情况下显著低于周边地区，差距一般可达0.3-0.5元/票。

从模拟计算的结果来看，单票快递成本的下降对于不同规模和和客单价的商家影响不同。对于客单价和消费人数均较高的大型淘宝店（店铺1），快递成本下降带来的利润增厚并不显著，单票价格下降5毛，利润上升约2.8%，原因是物流成本占其收入的比例较小。对于客单价30元，年消费人数40万人的中型商家，单票价格下降5毛，利润增厚约27%。在这个比例，我们认为这部分商家已有足够的动力在义乌区域布局仓配环节。而对于客单价为20元或者以下的商家，物流成本的变化已经可以决定这部分商家盈利与否。

**图表 12：物流成本对商家利润的敏感性分析**

店铺 1						
2018 年运营数据	平均客价	140	年消费人数(万人)	110		
	GMV ( 万元 )	15400	采购成本(万元)	10780		
	仓储物流成本(万元)	1076	营销费用(万元)	1232		
	总部成本	462	息税前利润(万元)	1920		
	单票仓储成本	6.3	单票快递成本	2.5		
敏感性分析						
	单票快递成本	2.5	2.4	2.3	2.2	2.0
	息税前利润	1920	1932	1944	1955	2013
	利润增厚幅度	0%	+0.6%	+1.25%	+1.82%	2.8%
店铺 2 平均客单价 50；年消费人数 40 万人						
	息税前利润	190	194	198	202	210
	利润增厚幅度	0%	+2.1%	+4.2%	+6.3%	+10.5%
店铺 3 平均客单价 30；年消费人数 40 万人						
	息税前利润	74	78	82	86	94
	利润增厚幅度	0%	+5%	+11%	+16%	+27%
店铺 3 平均客单价 20；年消费人数 60 万人						
	息税前利润	24	30	36	42	54
	利润增厚幅度	0%	25%	50%	75%	125%

来源：实地调研，公司财报，国金证券研究所

注：假设其他成本占 GMV 比例不变，仅展示店铺 1 细项数据，

## 2. 义乌快递市场竞争激烈

### 2.1 价格一路走低，加盟商盈利几何

义乌快递市场的价格战，实则是电商商家、快递加盟商、总部公司多方利益博弈的非稳态格局。对快递公司而言，义乌市场是必须重视的战略高地，是玩家厮杀中击败对手的首选之地。

在实地调研中我们了解到，尽管义乌快递市场可谓全国快递市场的价格洼地，但多数加盟商的盈利能力实则并不算差。

对义乌地区的快递加盟商而言，其收入来源包括：1. 快递件量；2. 总部公司的补贴；3. 与总部公司对赌成功后的返点（即总部特殊的补贴）。

我们对加盟商的快递业务部分做盈利情况的模拟测算，结果表明：若仅以快递件量做盈利能力测算，加盟商当前接近盈亏平衡的水平。但若选择退网，则需承担即期的亏损；不退网，则可获得总部的补贴和业务量指标完成后的额外返点。更加激进的件量指标，驱动价格进一步下行。

图表 13：义乌地区加盟商快递件量部分的盈利能力模拟测算

	2015	2016	2017	2018	2019	备注
发件量（万件）	1000	1750	2712.5	4068.75	6021.75	市占率约为义乌快递市场的1.5%左右，大致为一级加盟商规模
YOY		75%	55%	50%	48%	2015-2018年增速与义乌地区件量增速水平一致增速
单价（元/件）	3.3	3.2	3.07	2.85	2.6	
YOY		-3%	-4%	-7%	-9%	
收入（万元）	3300	5600	8327	11596	15657	
总部ASP（元/件）	2.10	2.00	1.95	1.81	1.75	取上市公司披露均值
YOY		-5%	-3%	-7%	-5%	
派费成本（元/件）	1	1	1	0.9	0.8	调研所得
YOY		0%	0%	-10%	-11%	
单件成本（元/件）	0.14	0.11	0.09	0.07	0.06	调研所得
YOY		-21%	-23%	-18%	-14%	
其中：揽件快递员（元/件）	0.10	0.08	0.06	0.05	0.04	
到分拨中心运费（元/件）	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	
城市间分拨（元/件）	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	
净利润（万元）	60	158	95	285	-60	
YOY		163%	-40%	200%	-121%	
净利率	2%	3%	1%	2%	0%	

来源：实地调研，公司财报，国金证券研究所

## 2.1 特殊的结算方式：中型规模以上的商家可直接买面单，加盟商现金流好

快递结账方式分为月结款销售制和预付款销售制。

1) 月结款制度：不仅限于单月一结，在大客户资本式压制下可能达到三个月一结，具体的账期根据商家与网点协议 1-3 个月不等。月结的本质是帮商家变向垫付周转资金，使其进货成本与快递费的资金流成比例匹配，增加客户粘性。

2) 预付款销售制：快递单价较低导致快递费利润低，且网点规模与客户规模越大，价格越低，而快递网点的派费、运输、操作成本大多刚性，越低的快递费收入对网点来说意味着更大的风险，此时快递费结算更多的采用预付制，且预付款规模与件量规模成正比。

在义乌快递市场，预付制度有效缓解了加盟商的资金压力，保障其现金流。预付制确实更适用于义乌快递市场，主要客户为具备一定规模的大批量小商品卖家，在低价走量的模式下，网点需要考虑风控和垫资安全，采用一定比例的预付制度能够帮助网点有效缓解快递费下行+刚性成本带来资金压力。通常而言，商家与网点合作早期的预付比例可达到 30%-40%，待合作成熟后可以灵活协商。

## 3. 对其他地区竞争情况的启示

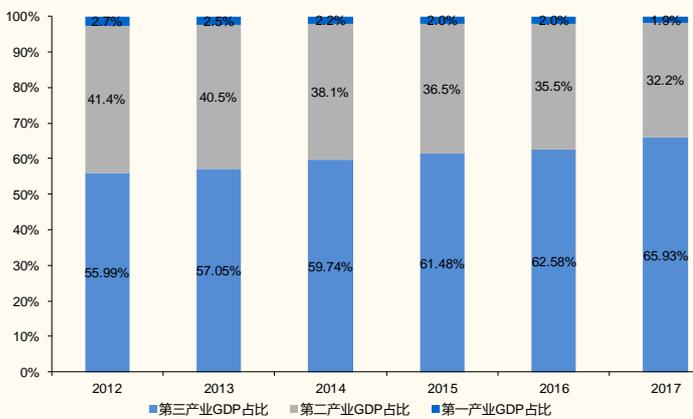
### 3.1 溯源：完备的产业基础、服务型政府、良好的配套设施成就“电商之都”

我们认为，义乌快递件量的高速增速，是义乌完备的产业基础、“服务型政府”的理念和完备的配套设施相互促进的结果。

义乌纺织服装等小商品生产批发为主的产业结构，是其成为全国最大电商集聚基地之一的重要支撑因素。目前，义乌市第三产业占比已逐年提升至2017年的66%，批发和零售业生产总值达404.72亿元，占全部行业的35.04%。分品类来看，规模以上（年销售收入2000万元）制造业中，纺织服装、纺织业销售产值合计占比已经接近40%。

纺织服装、文体娱乐用品等小商品的特质，决定了义乌商贸“低价走量”的模式。义乌小商品以小件纺织服装、小百货、日用品和部分文化用品为主，具有生产分散、品种繁多、消费变化迅速等特点，同时总体单价偏低，义乌中国小商品指数近年来始终处于低位徘徊。义乌当地的小商品制造企业的盈利模式基本为薄利多销、低价走量。以分行业工业企业的利润总额作为参考，纺织业、文化用品的利润率普遍低于全行业平均水平。

图表 14：义乌市三产结构变化情况



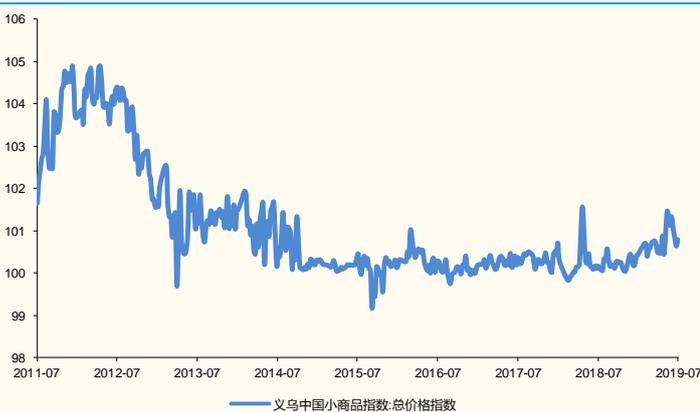
来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：义乌市分行业生产总值占比



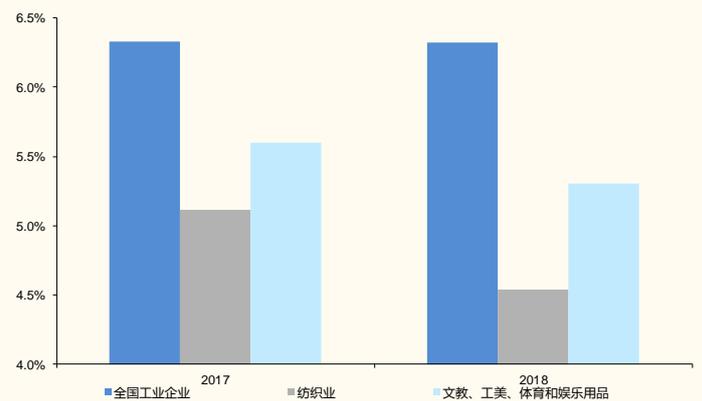
来源：金华市统计年鉴，国金证券研究所

图表 16：义乌中国小商品指数低位徘徊



来源：Wind，国金证券研究所

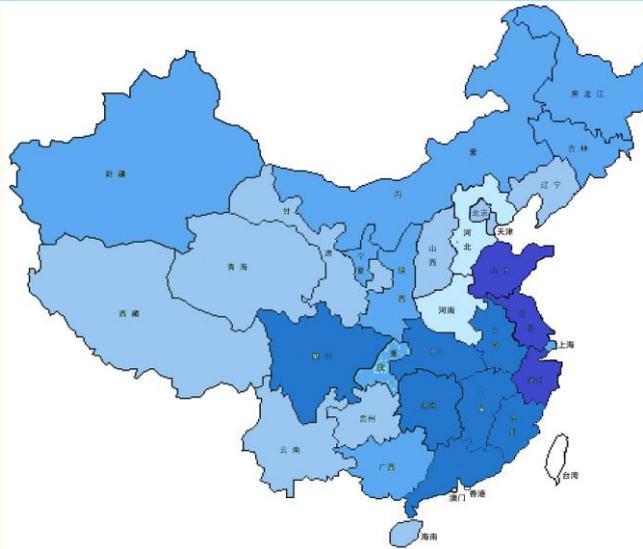
图表 17：纺织、文化用品工业企业利润率普遍低于全国工业企业平均水平



来源：Wind，国金证券研究所

传统制造业正在经历向具备成本和效率优势的地区集聚，但未必是“从沿海向内陆的转移”，而是区域集中度提升，由沿海向周边扩散。以化纤行业为例，山东、江苏、河南、安徽等地区的化纤产出占比下降，产出向占比最高的浙江集聚。纺织也是向优势地区如浙江、江苏、河北等集聚。

图表 18：纺织行业生产总值在全国各省市占比情况（2018 年）



来源：Wind，国金证券研究所

注：颜色越深表示占比越高

图表 19：2016-2018 年长三角地区行业收入占比提升排名变动

浙江省		江苏省		上海	
贸易公司与工业品经销商	6.24%	贸易公司与工业品经销商	4.33%	房地产开发	5.98%
互联网零售	3.74%	半导体产品	2.05%	互联网软件	1.20%
电子设备和仪器	1.12%	通信设备	1.16%	保健护理产品经销商	0.95%
航空货运与物流	1.12%	电子元件	0.80%	信息科技有限公司与其他服务	0.91%
电子元件	0.67%	服饰、服饰与奢侈品	0.67%	投资银行与经纪业	0.86%
化纤	-0.83%	电脑与电子产品零售	-0.84%	大卖场与超市	-1.05%
工业机械	-1.71%	房地产开发	-1.08%	石油与天然气的炼制和销售	1.30%
房地产开发	-1.72%	工业机械	-1.58%	钢铁	-1.39%
建筑与工程	-1.92%	建筑机械与重型卡车	-1.78%	贸易公司与工业品经销商	-2.20%
电力	-2.21%	钢铁	-2.07%	综合电信服务	-2.45%

来源：Wind，国金证券研究所

注：样本数据为注册地在中国大陆的 1.6 万家上市公司业务收入数据。

当地政府的服务型政府定位和良好的配套设施亦为义乌件量的高增长提供保障。著名经济学家厉以宁在义乌调研后曾谈及：“义乌政府是有为政府。政府调控有度、搞好公共服务，是义乌走科学发展之路的根本保证。”

配套设施方面，举例来看，作为物流业规模化和集约化发展的核心载体平台，物流园区的集聚、联动效应正不断增强。目前，浙江全省重点物流园区集聚各类企业近万家，园区年营业收入超 45 亿元的物流园区有 6 个。杭州、宁波、义乌、嘉兴等重点物流园区集聚了一批国内外知名企业，成为物流业规模化、集约化发展的平台。

图表 20：浙江省物流园区基本情况

浙江省物流园区基本情况					
项目	类别及其数量				
建设状态	已运营 (49)	在建 (27)	规划 (6)		
园区类型	商贸服务类 (14)	生产服务型 (2)	货运枢纽型 (12)	口岸服务型 (6)	综合服务型 (49)
管理主体	政府管委会 (24)	企业自主 (57)	委托第三方 (1)		
开发类型	政府规划、企业主导 (42)	政府规划、地产商主导 (1)	企业自主开发 (39)		

来源：《浙江省物流园区发展报告（2018年）》，国金证券研究所

### 3.2 义乌价格战或是常态，并非观测行业竞争格局是否稳态的有效指标

我们认为，义乌地区愈演愈烈的价格战，是产业链的不同利益方的不同利益诉求博弈的结果，体现为：总部公司以量为先、加盟商利润的驱动、商家要素成本的降低。

如果将“义乌商圈”看作是电商产业集聚效应的典范，我们认为这一集聚现象将呈现出“部分区域分布密度持续提高、扩张速度降低”的发展趋势。

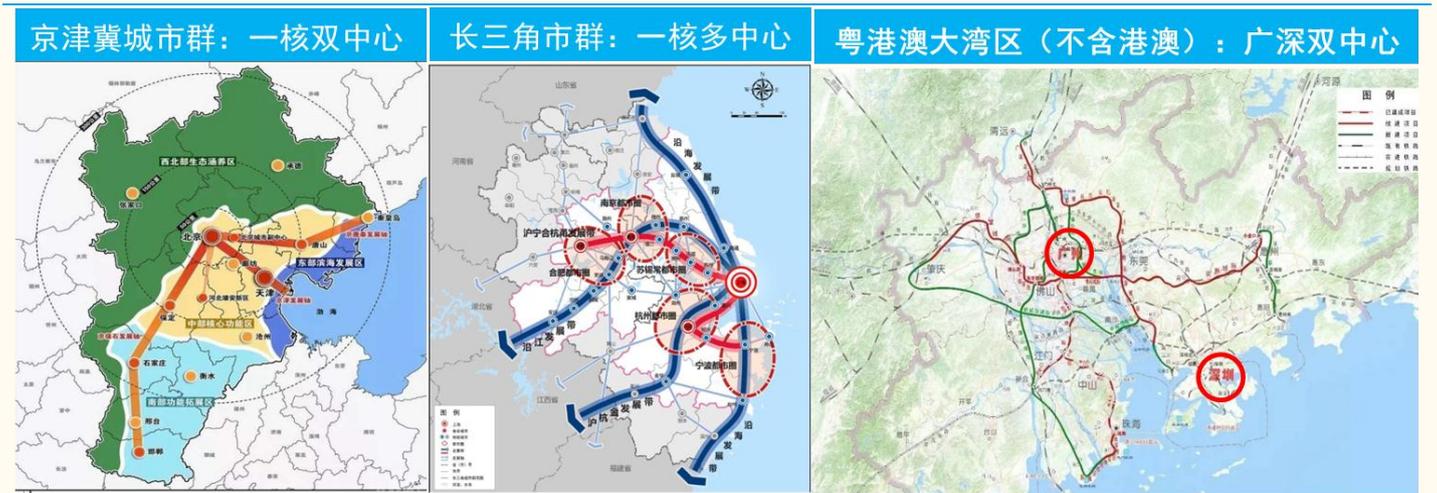
随着中国一线城市高房价对制造业的持续挤出，一线城市的产业结构或将向更高附加值的中高端服务业聚集，而服装、百货等传统制造业将进一步向低成本、高效率的地区集聚。

图表 21：高房价和高服务占比是一个硬币的两面



来源：Wind，国金证券研究所

图表 22：中国三个核心城市群都出现多中心现象



来源：公开资料整理，国金证券研究所

与此同时，信息时代的开放性和生产要素的高速流动，使得不同区域的生产技术水平、人才聚集程度、信息技术的应用能力、思想文化等多方面的差距，在信息要素加速流动的时代进一步被放大，形成难以逆转的“马太效应”。**结合既有地区的产业技术、形成若干地区的产业集聚将成为更主要的演变模式，而由此带来的空间集聚范围也将趋于稳定。**

举例来说，观察近年来淘宝村、镇的空间增长情况，我们发现虽然总量上呈现快速增长，但在空间分布上未呈现显著的扩张性，更多地呈现为一定范围内的裂变式增长状态。**即新增淘宝村在空间上具有很强的集聚性，但向外扩张的距离迅速扩大后趋于稳定。**

图表 23：新增淘宝村、镇多数出现在原本就较为集中的地区

省份	2014		2015		2016		2017		2018	
	淘宝村个数	淘宝镇个数								
浙江省	62	6	280	22	506	51	779	77	1172	128
广东省	54	5	157	20	262	32	411	54	614	74
江苏省	25	2	126	11	201	17	262	29	452	50
福建省	28	2	71	7	107	13	187	24	233	29
山东省	13	—	63	6	108	12	243	36	367	48
河北省	25	2	59	5	91	8	146	17	229	27
河南省	1	—	4	—	13	—	34	2	50	3
四川省	2	—	2	—	3	1	4	1	5	—
湖北省	1	—	1	—	1	—	4	—	10	—
天津市	1	—	3	—	5	—	9	1	11	2
辽宁省	—	—	1	—	4	1	7	1	9	1
江西省	—	—	3	—	4	—	8	—	12	—
湖南省	—	—	3	—	—	—	3	—	4	—
云南省	—	—	2	—	—	—	1	—	1	—
北京市	—	—	1	—	—	—	3	1	11	1
吉林省	—	—	1	—	—	—	3	—	4	—
宁夏	—	—	1	—	—	—	1	—	1	—
安徽省	—	—	—	—	—	—	6	—	8	—
重庆市	—	—	—	—	—	—	1	—	3	—
山西省	—	—	—	—	—	—	2	—	2	—
广西省	—	—	—	—	—	—	1	—	1	—
贵州省	—	—	—	—	—	—	1	—	1	—
陕西省	—	—	—	—	—	—	1	—	1	—
新疆	—	—	—	—	—	—	1	—	1	—
合计	212	17	778	71	1311	135	2118	243	3202	363

来源：阿里研究院，国金证券研究所

图表 24：2016-2018 年新增淘宝村的空间分布的平均最近邻计算结果

	2016	2017	2018
最邻近比率	0.2833	0.2536	0.2475
Z 得分	-32.6182	-35.7527	-36.7420
P 值	0.0000	0.0000	0.0000

来源：阿里研究院，国金证券研究所

注：比率 $<1$ ，Z 得分 $<-2.58$ （呈现明显的聚类特征），p 值 $<0.0001$ （99.9%的置信度），具备统计学上的显著性

这一发展趋势，或使得以义乌为代表的部分地区的快递价格战，成为一种常态。但若将义乌作为全国性价格战的缩影，未免以偏概全。

长期而言，行业龙头的溢价来自稳态竞争格局下的规模和回报率。但全国市场的高市占率未必代表局部地区的稳态。庞大的业务量规模和多样的细分品类，使得未来即使行业竞争格局明晰，部分电商集聚地区仍旧存在良性格战的可能。

### 3.3 不同地区的业务量收割难度不一，其他地区或将加速洗牌

价格战越激烈，摩擦成本越低，产能出清的过程自然漫长。而总部对加盟商的补贴力度，也会视不同地区的件量规模、不同公司在不同地区的比较优势而有所差异。

攻而必胜者，攻其所不守也。义乌的焦灼战事，可能与具备成本优势的公司加速收割其他地区的市场份额同时发生。

#### 4. 投资建议

短期而言，在价格下降 5%-10%而业务量增长 35%的假设下，龙头公司有望录得 20%左右的扣非增速。竞争格局的不确定性，使 DCF 估值并无太大参考价值。以 PE 和 PEG 估值，则龙头公司更高的件量增长为其带来了更好的估值支撑。

□ 大空间、规模效应、高壁垒是加盟制企业诞生大市值公司的必要条件，电商快递均满足。但竞争格局的不确定性，压制估值的提升空间。19H1，行业高增速的背后伴随着价格战的持续升级。可预期的规模差距的分化与稳态格局的推演，将与龙头公司的竞争策略形成正向/负向反馈，格局分化或将提前到来。长期而言，龙头溢价来自稳态竞争格局下的规模和回报率。**个股推荐中通快递和韵达股份，关注申通快递与圆通快递下半年的成本变化趋势。**

#### 5. 风险提示

宏观经济下滑、电商增速不及预期、社保冲击。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH