

略过当下，未来可期

——快递行业深度研究

行业评级：看好

2021年4月26日

姓名	匡培钦
邮箱	kuangpeiqin@stocke.com.cn
电话	021-80106013
证书编号	S1230520070003

摘要：成长驱动犹在，价格战回归良性，成本为先单量为王

1、快递原生驱动依旧强劲

- 线下消费向线上转移大趋势不可逆。实体网购零售额15-20年CAGR达24.7%，政策端支持快递电商下沉将继续催生线上消费。
- 短期看，线上消费新增长拉动快递需求。疫情催化线上消费惯性，同时直播电商爆发，快递业务量延续高增。
- 长期看，线上消费空间依旧可观。社零结构中约56.8%零售消费品可实现线上化销售，测算实体网购渗透率长期仍有21pts空间。

2、价格博弈进行中，无惧短期业绩压力

- 价格竞争是新兴行业必经之路。对美国快递行业、中国小家电微波炉细分行业进行复盘，揭示头部企业具备规模效应者胜出、后列企业逐步出清的行业发展规律；价格战最基本的支撑是现金流，A股上市快递企业或有提升净利润现实动因。
- 价格竞争或已进入最后一个阶段。现已进入龙头份额再提升阶段；上游电商参与者增加，竞争博弈态势之下，快递产业链地位提升，监管介入或进入行业良性出清阶段。
- 龙头经营持续，短期业绩韧性较强。顺丰/中通分别对单票收入绝对降幅/相对降幅敏感性较低。当前看，行业龙头现金流良好且仍有业绩空间。

3、优质赛道，未来长期价值空间可观

- 上游驱动传导，“蛋糕”仍在增大。从区域和品类看，网购市场下沉和随着网购占比提升，快递单量增长高于实体网购增速。
- 龙头优势凸显，有超额增长及低成本奖励。龙头快递企业获得超额增速，规模、成本、单价、超额增长带来龙头护城河。
- 远期看，流量变现利润可观。票单价与CPI剪刀差持续扩大，远期看提价为必然；且随着上游电商平台增加，上下游博弈环境下存在提价可能。未来票单价趋平或回升便进入流量变现时刻，变现利润可观。

4、对于估值，通达系和直营系有所差异

- 通达系：借鉴互联网定价，以单量定输赢。宜以快递单量为基准，同时跟踪单件盈利能力的变动情况。
- 直营系：对标UPS和FDX，主看稳态空间。业务结构趋同，对于新兴业务估值要看远期稳态点。

风险提示：资本进入扰乱现有市场的发展；价格战超预期；快递企业投资超预期

目录

CONTENTS

01

原生驱动依旧强劲

线下消费向线上转移大趋势不可逆

短期看，线上消费新增长拉动快递需求

长期看，线上消费空间依旧可观

02

价格博弈进行中，无惧短期业绩压力

价格竞争是新兴行业必经之路

快递价格战已经进入最后阶段

龙头经营持续，短期业绩仍有韧性

03

优质赛道未来长期价值空间可观

上游驱动传导，“蛋糕”仍在增大

龙头优势凸显，有超额增长及低成本奖励

远期看，流量变现利润可观

04

估值思考

通达系借鉴互联网定价，成本为先，以单量定输赢

直营系对标UPS和FDX，看长期稳态空间

01

原生驱动依旧强劲

**1.1 线下消费向线上转移大趋势
不可逆**

**1.2 短期看，线上消费新增长拉
动快递需求**

**1.3 长期看，线上消费空间依旧
可观**

快递物流是B2C电商行业产业链中的重要环节

- 快递物流在B2C电商产业链中处于商业模式的末端，其交付功用体现在消费支付行为完成之后，因而上游电商行业的发展直接驱动下游快递物流行业的发展。

图：B2C电商行业产业链图谱



线上消费是快递增长的原生驱动

根据艾瑞咨询统计，国内快递约80%左右单量为电商件，**电商网购仍是快递增长的内生驱动**。随着移动互联网的发展，移动互联网催生网购持续普及。

网购平台端：月活用户持续增长

- 淘宝APP截止3月份，月活用户8.46亿人，3年复合增长24.46%。
- 京东APP截止3月份，月活用户3.21亿人，3年复合增长24.97%。
- 拼多多APP截止3月份，月活用户7.22亿人，3年复合增长92.56%。

图：淘宝月活复合增长24%



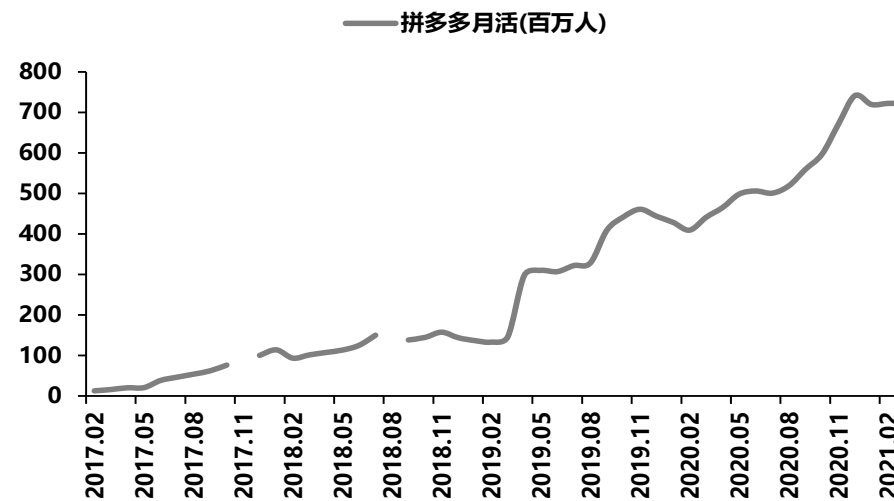
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：京东月活复合增长25%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：拼多多月活复合增长93%

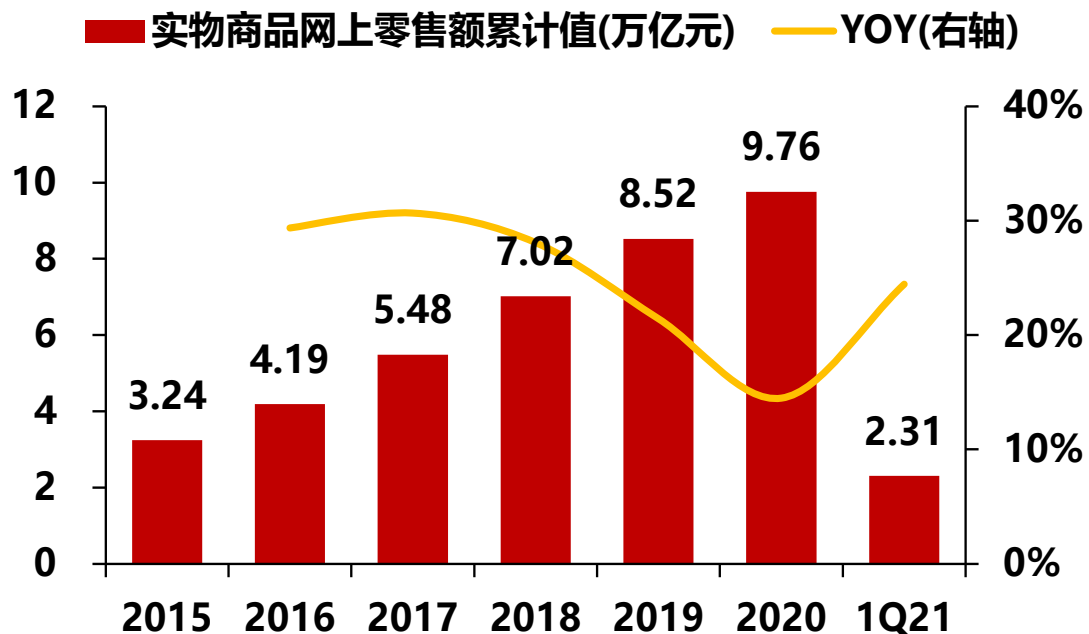


资料来源：Wind，浙商证券研究所

实体网购看：实体网购体量、占比不断提升

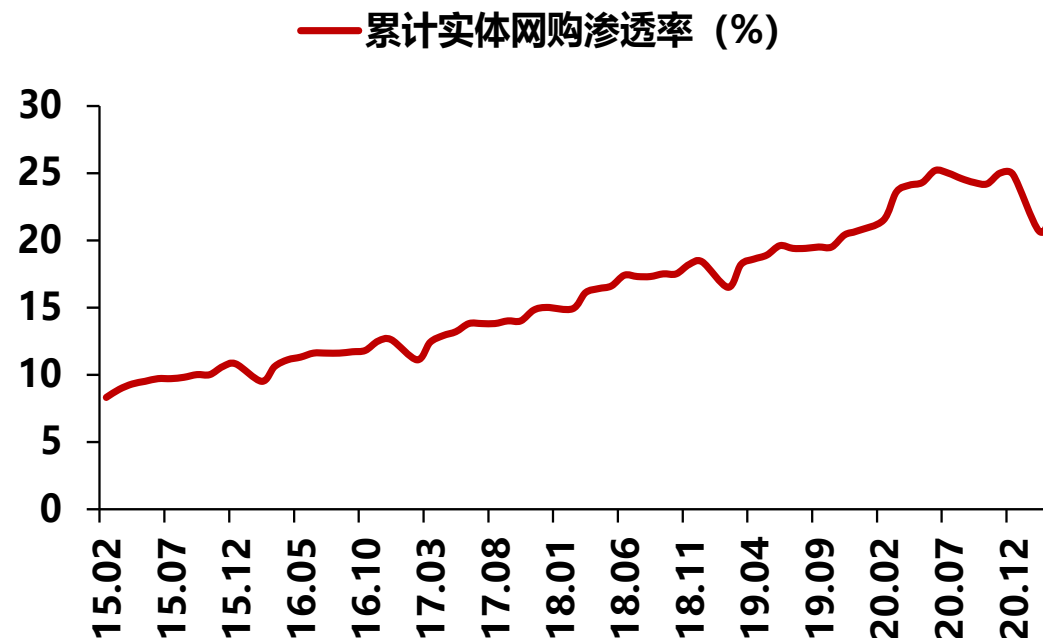
- **从体量的角度来看**，实体网购零售额由2015年3.24万亿元提升至2020年9.76万亿元，复合增长24.7%；2021年1-3月，实体网购零售额2.31万亿元，同比增长24.4%。
- **从渗透的角度来看**，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重由2015年2月8.3%提升至2021年3月21.9%，实体网购对社会零售消费的贡献日益扩大。

图：15-20年实体网购额复合增长24.7%



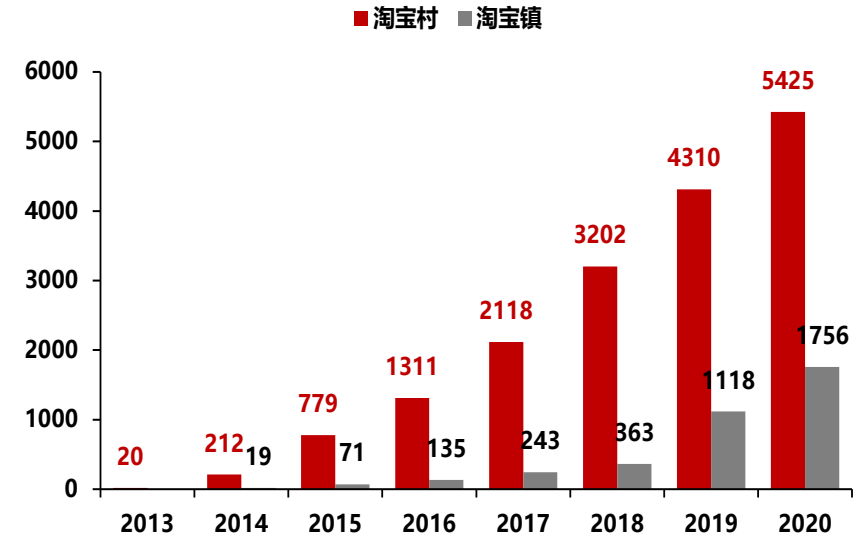
资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图：当前我国实体网购渗透率已达21.9%



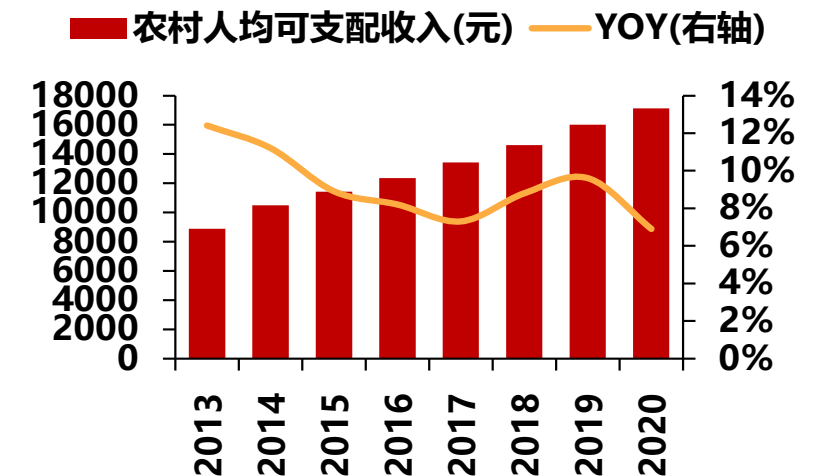
资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图：淘宝村、淘宝镇数量迅速增长



资料来源：阿里研究院，浙商证券研究所

图：我国农村人均可支配收入稳增至1.7万元以上



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

政策端来看：支持快递、电商下沉将继续催生线上消费

截止2019年末，我国乡村常住人口仍有5.5亿人，占总人口比重近40%，支持快递、电商下沉农村地区市场将成为助力线上消费的重要抓手：

- **电商下沉**提高供需信息对接效率，真正实现以销定产，供给侧加快输出优质农产品，催生绿色经济的线上化消费需求。
- **快递下沉**着力实现快递网点及服务在农村地区的普及，需求侧解除日常消费的地域性桎梏，释放农村消费力。

表：我国快递进村、电商进村政策梳理

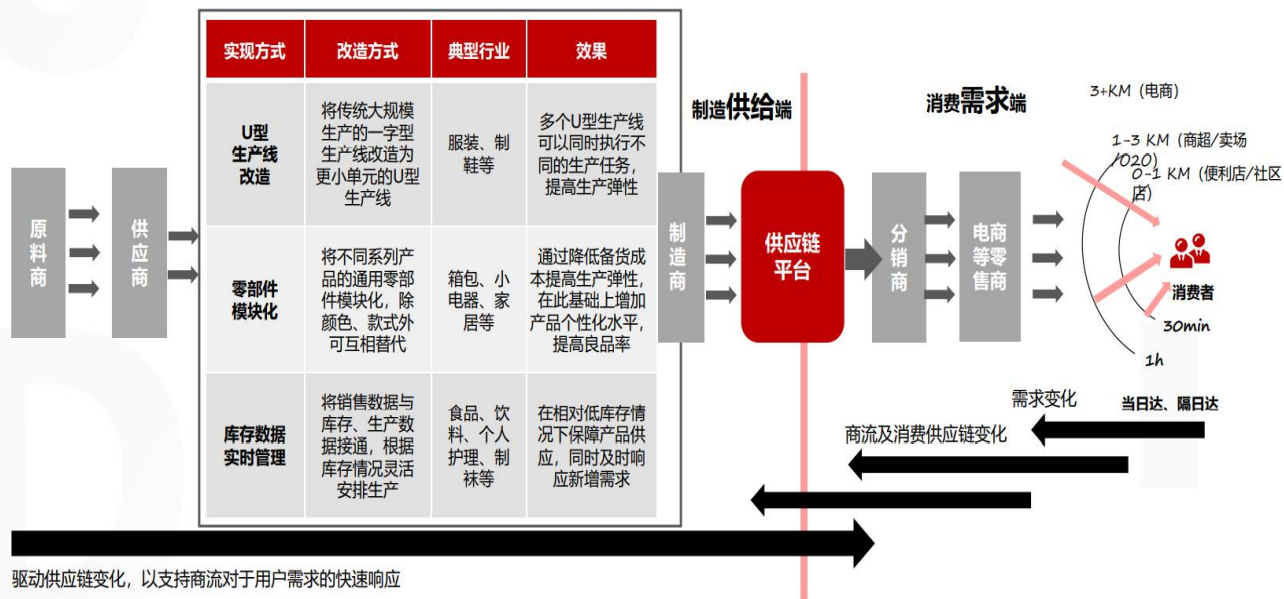
时间	文件	主要内容
2015.05	《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》	积极发展农村电子商务，加强互联网与农业农村融合发展，研究制定促进农村电子商务发展的意见，鼓励“一村一品”
2015.05	《关于推进“快递向西向下”服务拓展工程的指导意见》	完善中西部、农村地区快递基础设施，提升中西部、农村地区快递服务水平，计划到2020年基本实现“乡乡有网点，村村通快递”
2015.11	《关于促进农村电子商务加快发展的指导意见》	指出农村电子商务是转变农业发展方式的重要手段，对推动农业升级、农村发展、农民增收有重要意义
2017.02	《关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》	建立和完善县乡村三级电商服务体系，以“互联网+”整合农村电商资源
2017.07	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	支持新型农业经营主体和农产品、农资批发市场对接电商平台，积极发展以销定产模式
2017.08	《关于深化农商协作大力发展农产品电子商务的通知》	提出十项重点任务，最终达到带领农民脱贫增收的目的
2018.05	《关于开展2018年电子商务进农村综合示范工作的通知》	通过鼓励各地优先采取以奖代补、贷款贴息等资金支持方式，以中央财政资金带动社会资本共同参与农村电商工作
2019.01	《关于深入开展消费扶贫助力打赢脱贫攻坚战的指导意见》	以农产品走出去和农村旅游引进来为消费扶贫两大抓手，全面提升贫困地区农产品供给水平和质量
2019.02	《关于促进小农户和现代农业发展有机衔接的意见》	支持小农户发展康养农业、创意农业、休闲农业及农产品初加工、农村电商等延伸产业链和价值链
2019.04	《关于开展2019年电子商务进农村综合示范工作的通知》	聚焦脱贫攻坚和乡村振兴，以电子商务进农村综合示范为抓手，构建农村现代流通体系
2019.05	《关于建立健全城乡融合发展体制机制和政策体系的意见》	完善农村电子商务支持政策，实现城乡生产与消费多层次对接
2020.04	《快递进村三年行动方案》	明确到2022年底，我国农村快递服务深度显著增强，县、乡、村快递物流体系逐步建立，符合条件的建制村基本实现“村村通快递”
2020.05	《政府工作报告》	支持电商、快递进农村，拓展农村消费

资料来源：中商情报网，中国政府网，国家邮政局，中国产业信息网，浙商证券研究所

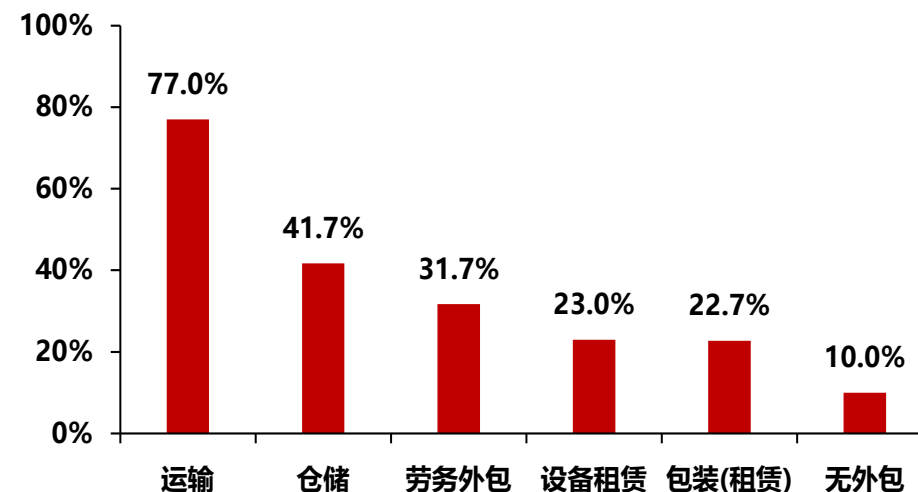
政策端来看：快递进厂或为蓝海

- 2020年2月，国家邮政局与工信部联合印发《关于促进快递业与制造业深度融合发展的意见》，要求到2025年快递业服务制造业范围持续拓展，形成覆盖相关制造业采购、生产、销售和售后等环节的供应链服务能力，培育出仓配一体化、入厂物流、国际供应链、海外协同等融合发展的成熟模式。
- 2021年2月，国家邮政局2021年第2次局长办公会强调制定“快递进厂”行动方案，进一步推动入厂物流、仓配一体化、区域性供应链服务、嵌入式电子商务等业务发展，推进产业融合和产城融合。

图：制造业全链路物流的联系将更为紧密



图：货主物流外包主要集中在运输仓储环节



直播带货新模式持续发力，赋能增长空间

直播带货是自2016年兴起的通过互联网平台直播技术对商品进行**在线展示、互动咨询、导购销售**的数字化营销模式，完整的产业链条由**供应端、平台端和消费者**构成，有助进一步激发线上消费的活力。

- **变革供应链**：柔性生产，通过大数据技术精准对接市场需求。
- **网红经济的流量效应**：明星带货自带粉丝效应，有助流量变现。
- **缩短营销链路提质增效**：相对传统模式减少二次广告投放环节，信息实时输出增强用户粘性与消费者教育质量。
- **打破非标品线上用户体验壁垒**：对于香化等非标准消费品，直播带货强调交互体验以消除传统线上购物的体验瓶颈。

直播带货GMV预计翻倍

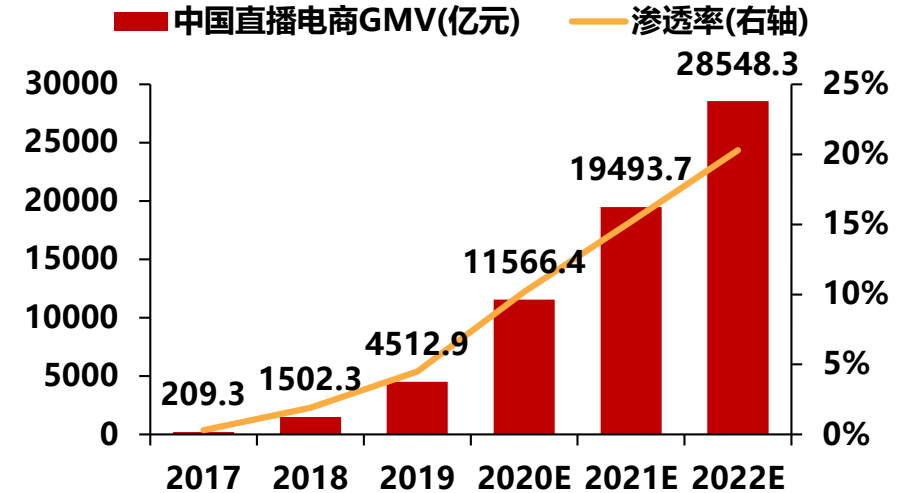
随着直播用户规模扩张，2019年我国直播电商GMV同比大增200.4%至4512.9亿元，17-19年复合增速364.3%，对电商市场整体的渗透率也由2017年0.3%上升至2019年4.5%。根据艾媒咨询，预计2020年我国直播电商GMV将增长156.3%至11566.4亿元，网购渗透率继续提升至10.2%，至2022年网购渗透率达20.3%。

表：17-19年主流平台直播电商GMV (单位：亿元)

时间	淘宝	快手	抖音	合计
2017	250	-	-	250
2018	1000	400	100	1550
2019	2000	1000	400	3400

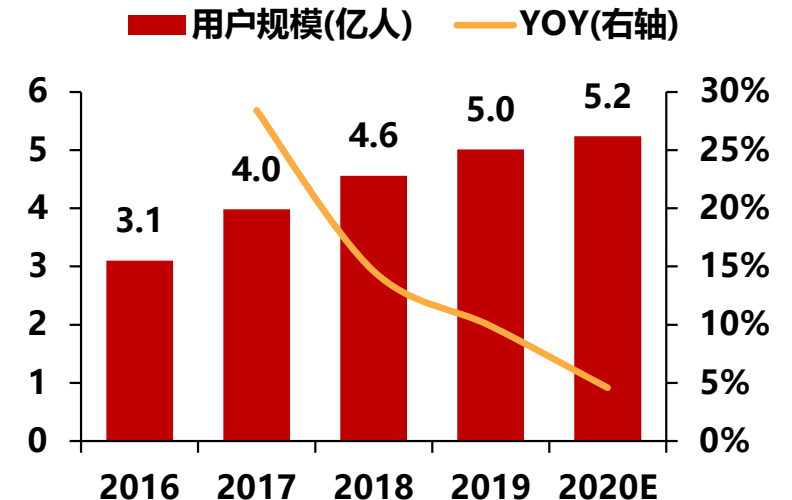
资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图：2020年中国直播电商GMV接近翻番



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

图：中国在线直播用户规模稳增



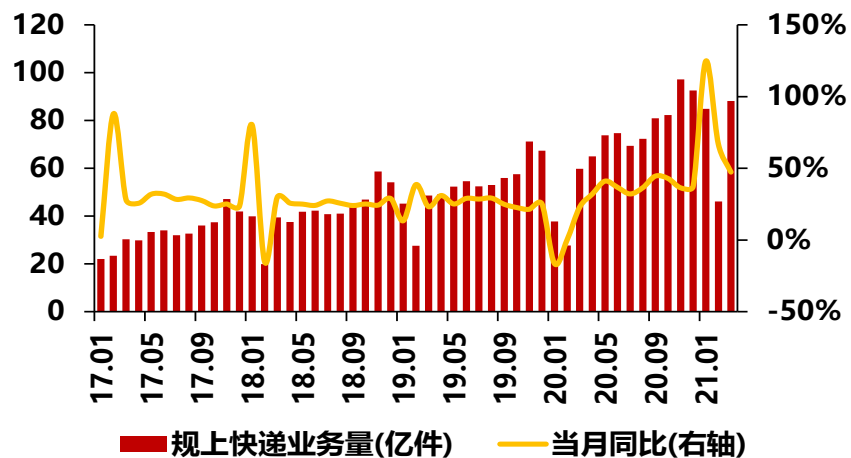
资料来源：艾媒咨询，浙商证券研究所

21Q1快递单量维持相对高增长

2021年3月，行业快递单量88.18亿件，同比增长47.36%。1-3月行业快递单量合计219.31亿件，同比大增75.02%。剔除疫情影响看，21Q1行业快递单量较19Q1增长80.55%，2年复合增长34.37%。

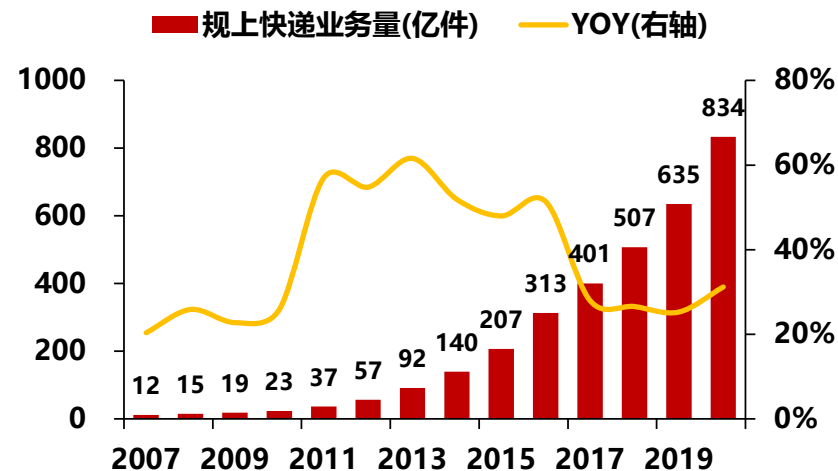
预计全年快递单量整体延续高增长

图：21Q1行业快递单量同比增长75%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：行业快递单量07-20年复合增长39%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

低线城市及农村地区及制造业价值空间广阔

- 低线城市用户逐渐成为移动线上消费主力，预计5-10年内扛起电商市场流量增长的大旗，此外农村地区也逐渐成为重要补充。
- “快递进厂”或引导快递进军制造业，有望切分制造供应链市场蓝海。

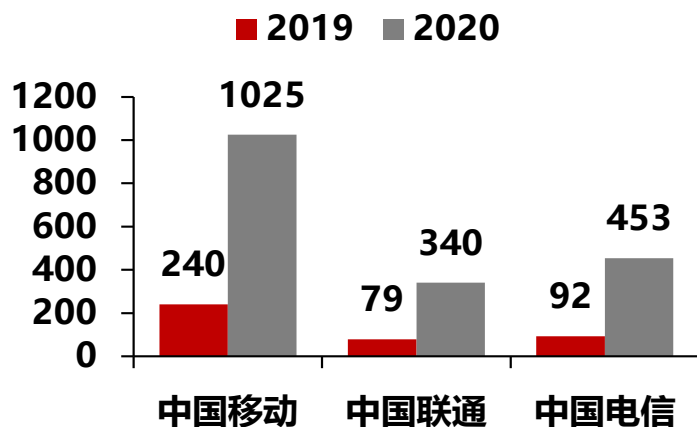
直播电商投资规模仍有增长

- 随着直播平台电商流量变现能力增强，国内直播电商投资规模仍在扩大，进一步做大蛋糕后，上游电商博弈为下游电商提价打开空间。

5G技术进步带来直播生态的升级

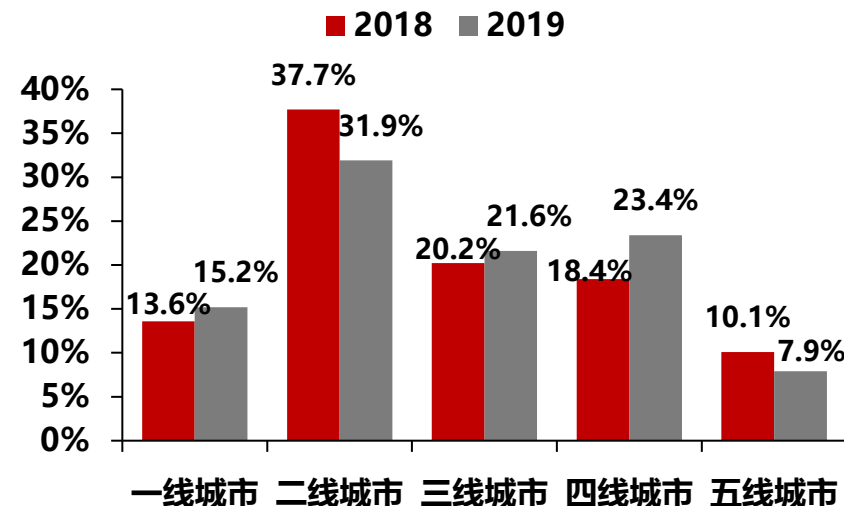
- 5G技术具有高带宽、低时延的特点，将为用户带来更好的直播互动体验，从而重构人、货、场关系，同时也能扩充带货品类。

图：三大运营商5G建设资本开支大幅度增长（单位：亿元）



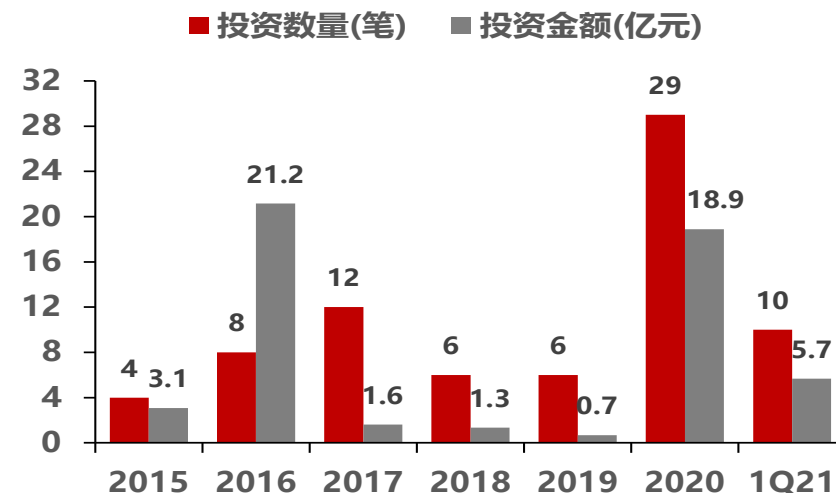
资料来源：公司公告，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图：2019年我国三线及以下移动网民数量占比过半



资料来源：Mob研究院，浙商证券研究所

图：2020年直播电商相关投融资大幅提升



资料来源：IT桔子，浙商证券研究所

以限额以上社零结构来看，57%零售消费品可实现线上化销售

我们以2021年1季度限额以上社零结构来看，剔除油品、建材、汽车等不可线上化消费品类，其余可线上化品类合计占比56.8%。

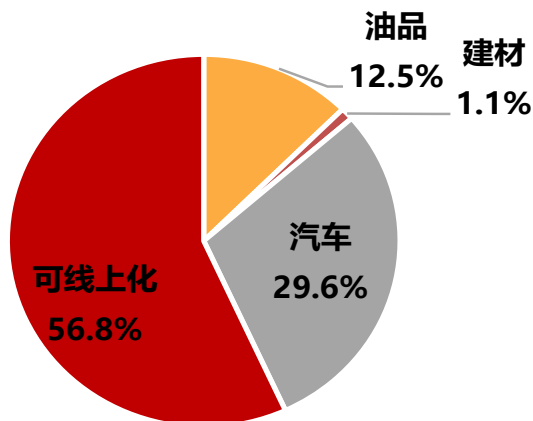
中性假设下网购渗透率长期仍有约24pts增长空间

假设可线上化零售消费品线上消费率长期达到80%，结合56.8%的可线上化品类占比，测算实体网购渗透率可达45.4%，相较2021年1季度21.9%的实体网购渗透率水平仍有23.5pts空间。

快递单量增速整体略高于实体网购增速

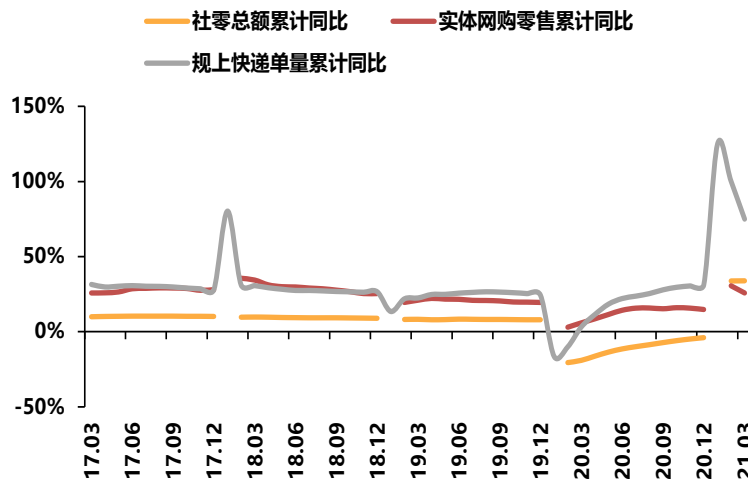
当前，快递单量累计增速高出实体网购累计增速49.2pts，实体网购整体空间较大，上游驱动有助快递件量增长打开空间。

图：21Q1限额以上社零总额结构来看可线上化占比达56.8%



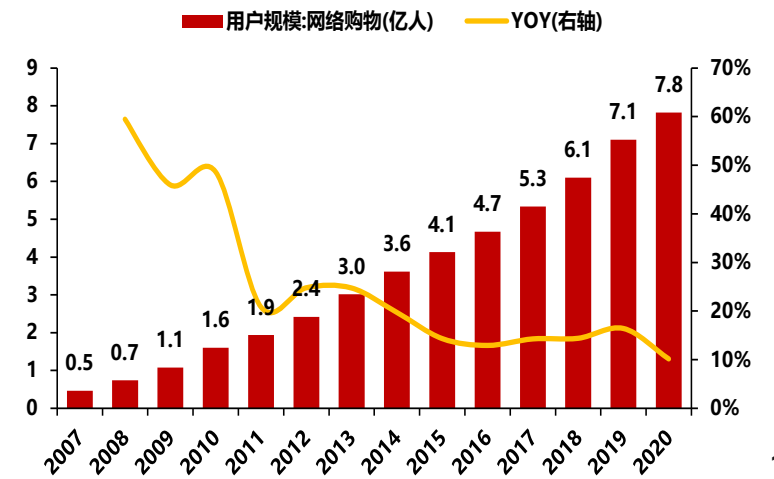
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：快递件量相对实体网购有超额增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：我国网购用户规模07-20年复合增速24%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

02

价格博弈进行中 无惧短期业绩压力

2.1 价格竞争是新兴行业必经之路

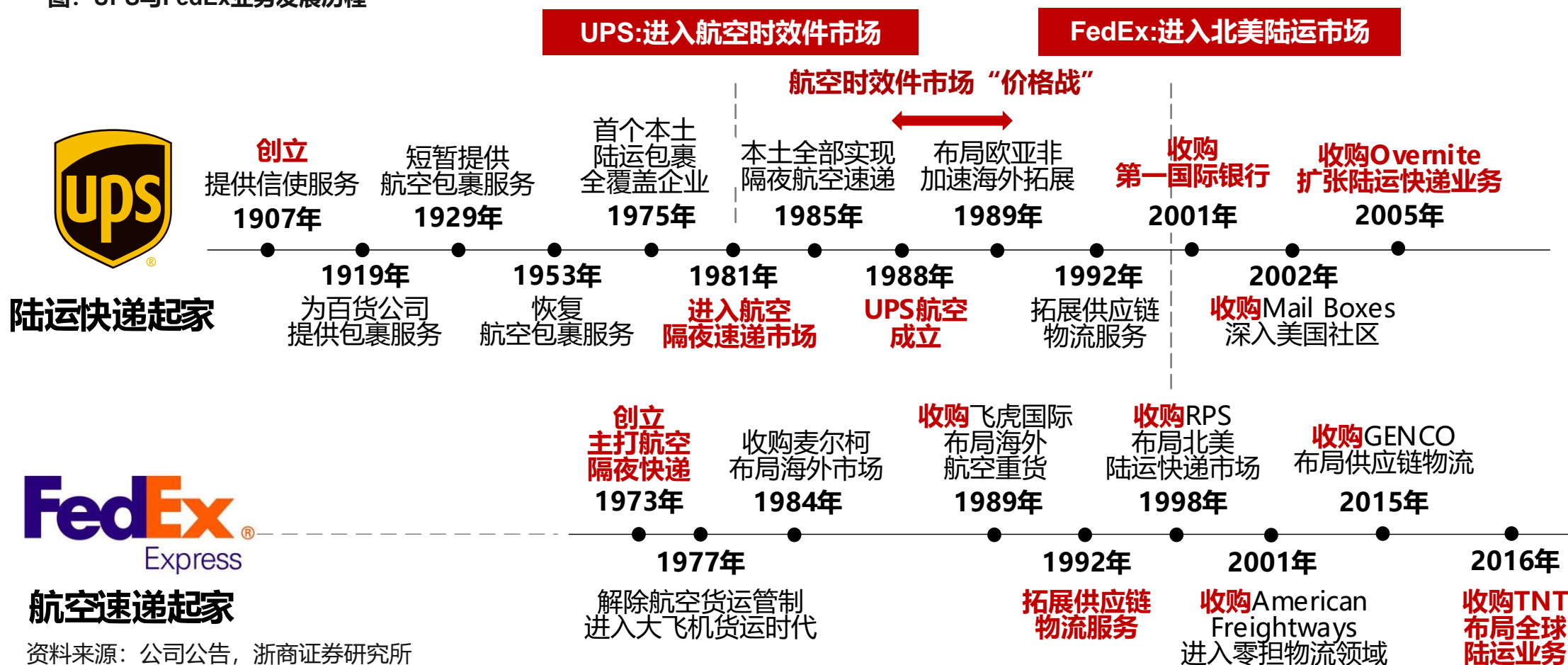
2.2 快递价格战或已进入最后阶段

2.3 龙头经营持续，短期业绩承压

美国快递行业价格战发生期间为1980s-1990s:

- 老牌UPS (主营陆运快递, 1981年布局航空时效件) Vs 后期新秀FedEx (从1973创立, 主营航空时效夜件业务, 迅猛发展)
- 美国快递行业第1轮、第2轮价格战发生在航空时效件市场

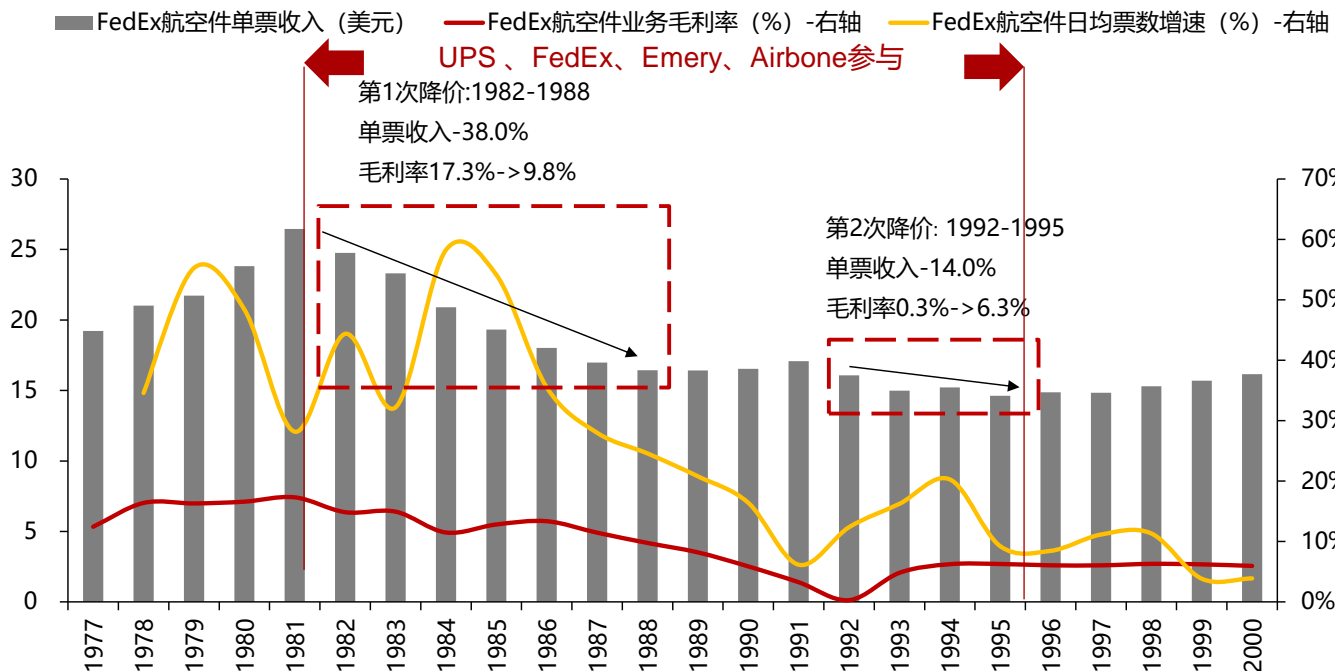
图: UPS与FedEx业务发展历程



价格战末期，头部企业具备规模效应者胜出、后列企业逐步出清：

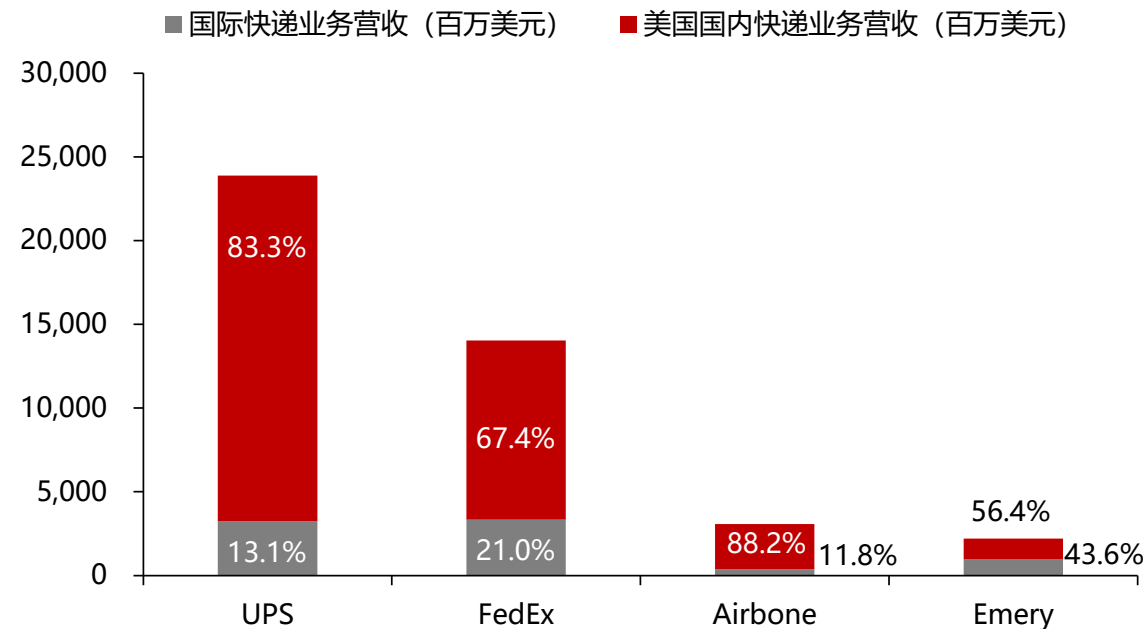
- **第1次：1982-1988年。**1981年，UPS开展航空时效件业务；Airborne、Emery等传统航空货运企业跟进，UPS率先调低单票价格，FedEx跟进，6年单票收入累计下调38.0%，日均票数CAGR+38.2%，毛利率由17.3%下滑至9.8%。
- **第2次：1992-1995年。**本轮FedEx航空件单票收入累计下调14.0%，日均票数CAGR+15.2%，规模效应下摊薄单件成本，航空件业务毛利率由0.3%提升至6.3%。

图：第1次价格战以价换量，6年间，日均票数CAGR+38.2%
第2次价格战，3年间，日均票数CAGR+15.2%



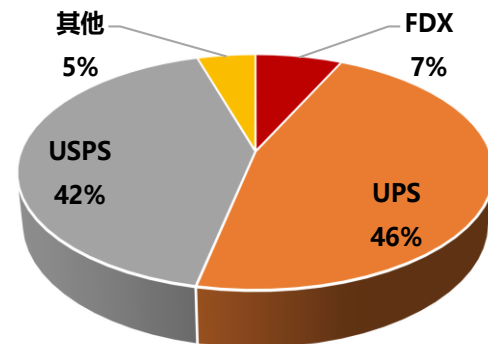
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图：1998年，第二次价格战后，美国国内快递市场格局基本形成—
UPS、FedEx占据主要市场份额，后列企业份额逐步萎缩



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图：美国快递三巨头国内包裹市占率已超90% (2019)

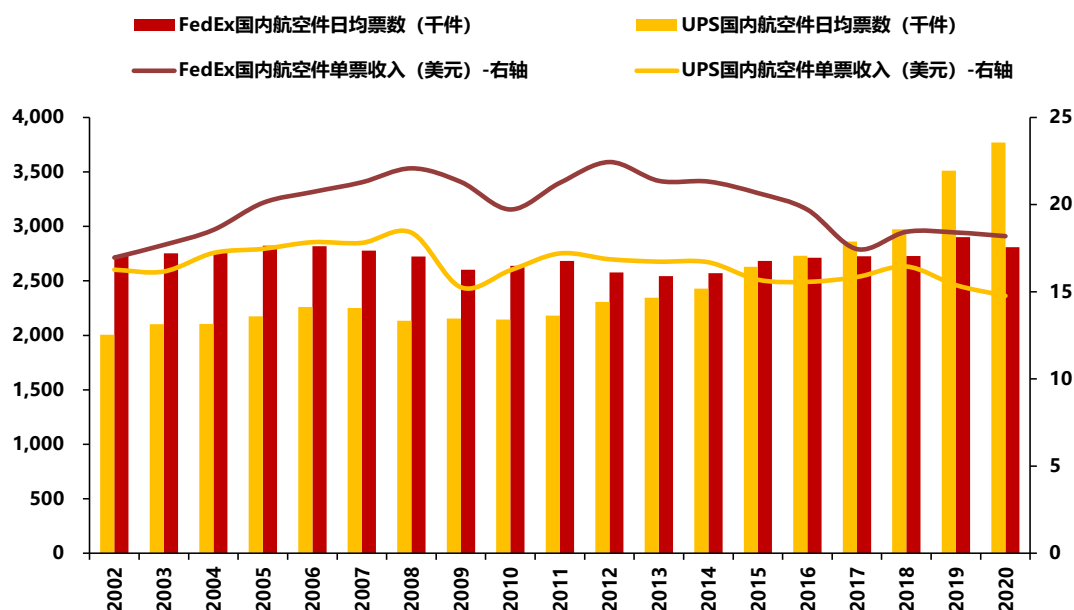


价格战之后迎来行业格局的稳定：

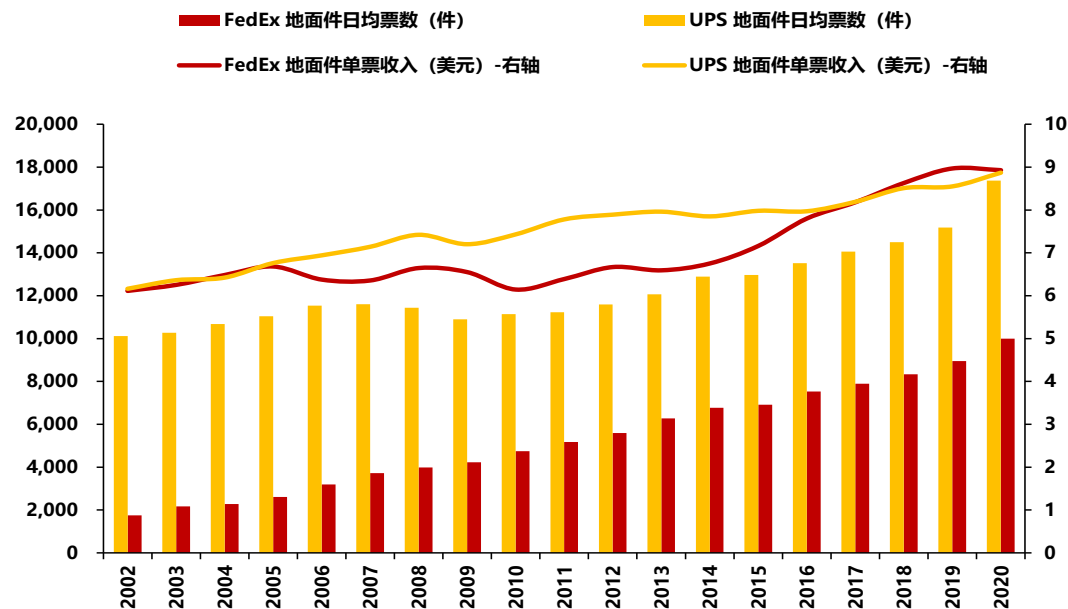
- **两超一强**：2000年之后，美国国内快递市场形成UPS、FedEx、USPS两超一强格局。
- **航空件单票收入高位波动**：2002-2020，UPS航空件单票收入始终低于FedEx，UPS航空件日均票数CAGR+3.6%，FedEx日均票数 CAGR+0.1%。
- **陆运件单票收入稳步上调**：2002-2020，FedEx陆运件单票收入多数年份低于UPS，日均票数CAGR+10.1%/3.1%，但两家均采用稳步上调价格策略。

资料来源：公司公告，Pitney Bowes，浙商证券研究所

图：2002-2020年，美国航空快递单票收入高位波动

资料来源：公司公告，浙商证券研究所
备注：FedEx为财年报数据

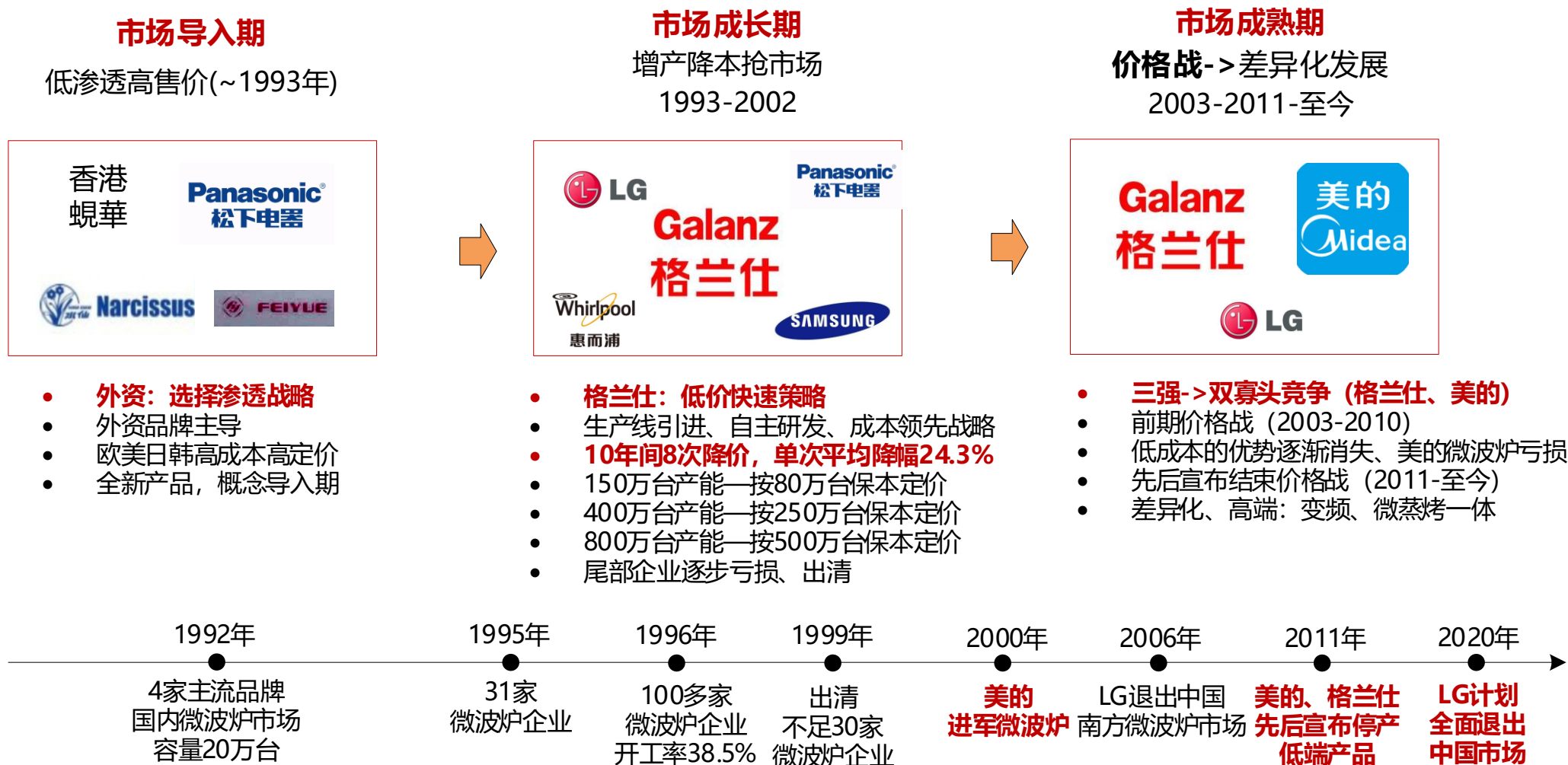
图：2002-2020年，美国陆运快递单票收入稳步上调

资料来源：公司公告，浙商证券研究所
备注：FedEx为财年报数据

价格战最基本的支撑是现金流—他山之石：

• 复盘——微波炉行业价格战

图：中国微波炉行业发展历程



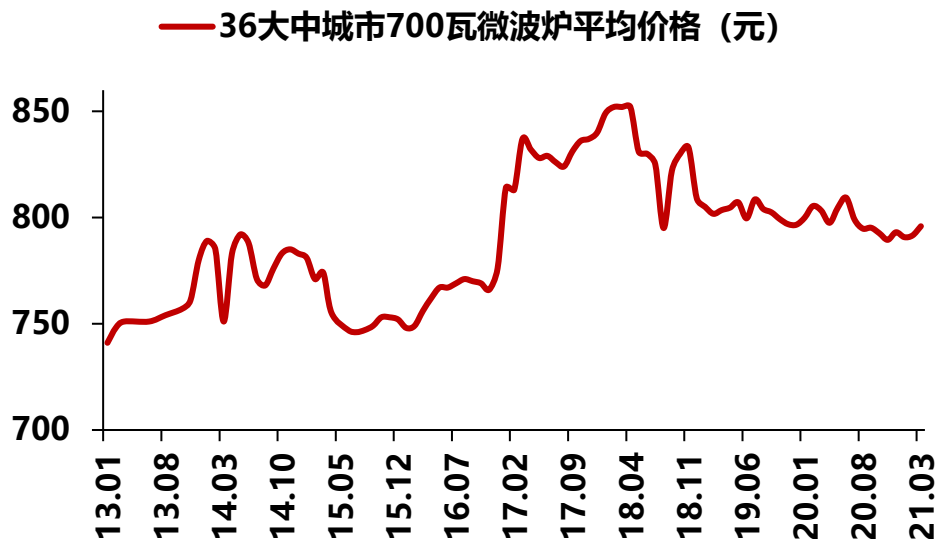
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

价格战最基本的支撑是现金流—他山之石：

• 复盘——微波炉行业价格战

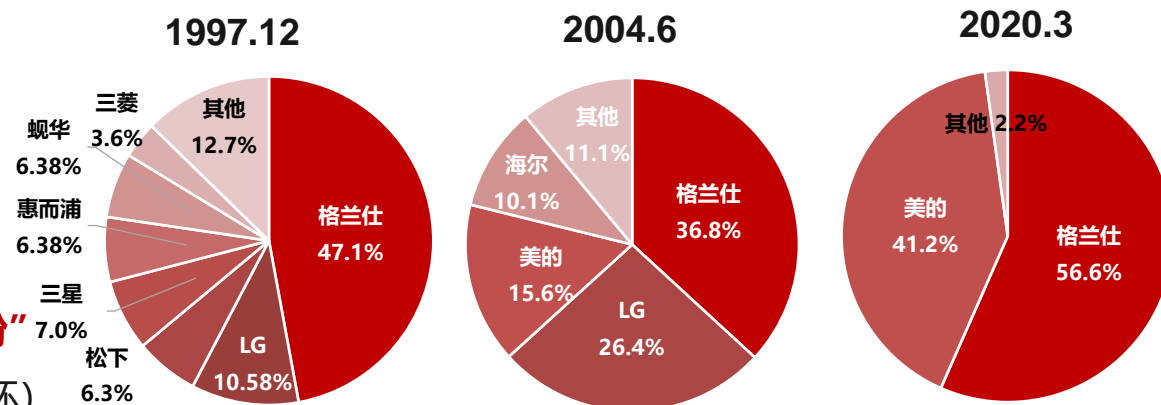
- **市场成长期：** 1993-2002 价格换市场->市场降成本->持续获得利润
- **市场成熟期：** 2002-2011：格兰仕、美的价格战（亏损至现金流不足）
 - 美的空调填补微波炉亏损、格兰仕“劳资纠纷”
 - 2012-至今：差异化竞争、推出高端高毛利产品（良性循环）

图：2013-2021年微波炉平均售价总体呈稳步上调趋势



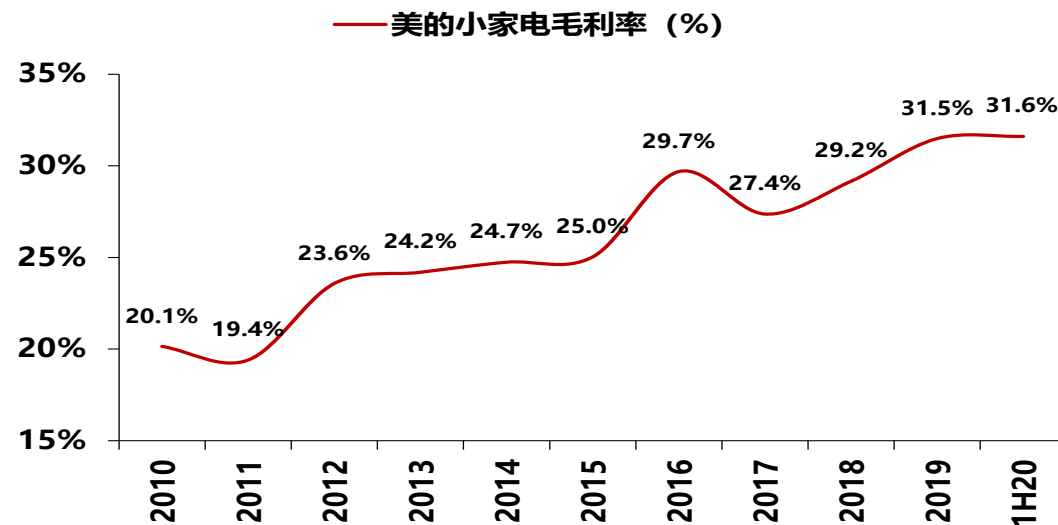
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图：微波炉市场市占率演变过程



资料来源：中怡康, CNKI, 浙商证券研究所

图：结束价格战以来，美的小家电业务毛利率稳步上升



资料来源：公司公告, 浙商证券研究所
 注：2017年起，美的将冰箱、洗衣机与小家电合并统称消费电器

上市行业的支撑要求或要提升净利润：

- A股上市公司有盈利要求

- 《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法（修订）》（2001年11月30日 证监发[2001]147号）

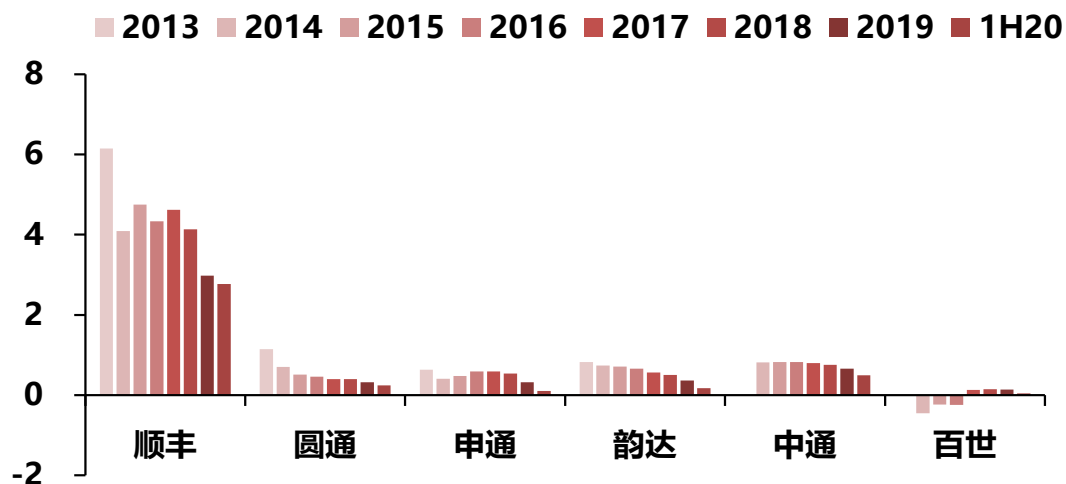
第五条 公司出现**最近三年连续亏损的情形**，证券交易所应自公司公布年度报告之日起十个工作日内作出暂停其股票上市的决定。

- 行业内上市公司单票利润逐年降低，A股上市快递企业或有提升净利润现实动因

- 因高毛利时效件占比较大，顺丰单票毛利远高于通达系；通达系中，中通、韵达在成本端控制相对出色，单票毛利高于圆通、申通；

- 百世长期以“轻资产”运营，总部管理租赁来的转运中心，场地、车辆、设备租赁成本相对刚性，导致营业成本居高不下。

图：总体上头部快递企业单票毛利逐年降低（单位：元/票）



历来价格竞争分三个阶段：

- 阶段1——市场集中度降低
- 阶段2——中小机构出清
- 阶段3——龙头份额提升

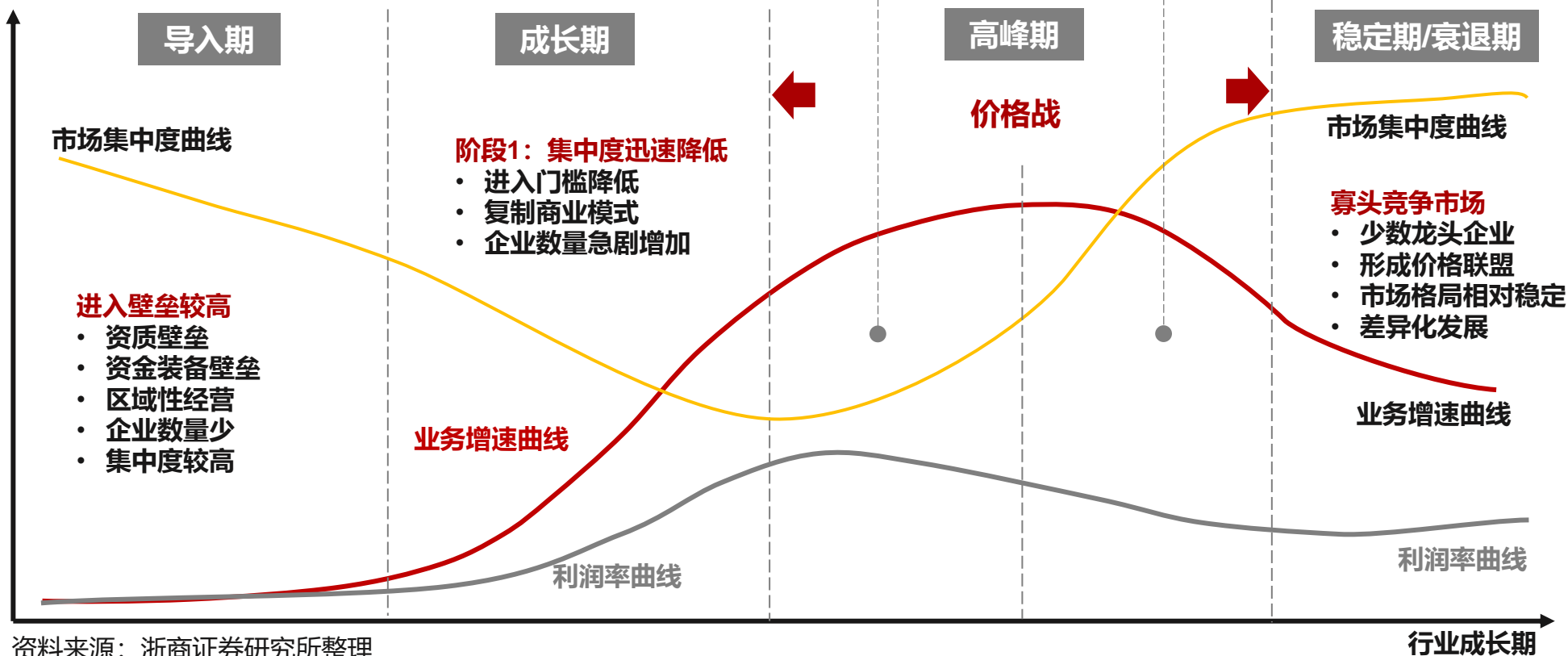
阶段2：中小机构逐步出清

- 头部企业以规模效益降低总成本
- 中小机构逐步出局

阶段3：龙头份额提升

- 头部企业间继续开展价格战
- 龙头份额进一步提升
- 直至行业剩余2-3家龙头

图：非垄断行业价格竞争3阶段



资料来源：浙商证券研究所整理

图：近年来出清或被并购快递企业



资料来源：浙商证券研究所整理

现已进入龙头份额再提升阶段：

- 中小企业已基本出清。
 - 2017年，苏宁物流从配送业务战略角度，高价收购天天快递。
 - 2019年为快递中小企业集中出局年份，
 - 如风达、优速被收购；国通、全峰、全一、品骏终止业务。

表：2019年以来快递行业整合步伐加快，少数后列优质企业被收购、多数终止业务

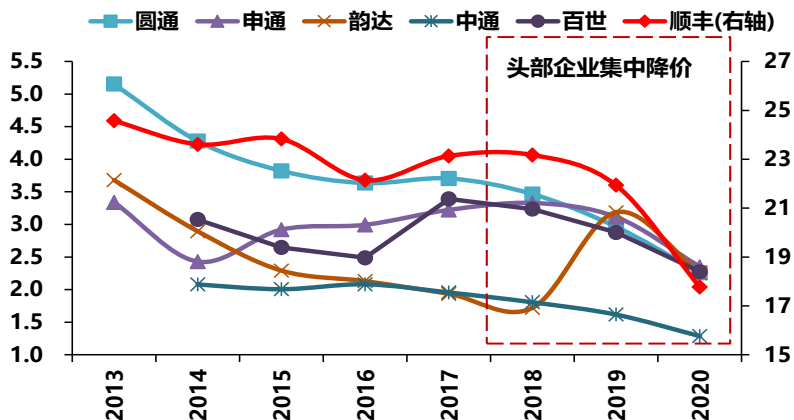
企业	成立时间	事件时间	事件	结局
天天快递	1994	2017.1.2	苏宁物流于出资42.5亿元，收购天天快递100%股权。	被苏宁物流收购
如风达	2008.4	2019.3.12	凡客诚品旗下自建物流部门，2014年被出售给天地华宇集团；2019.3，被深圳通用物流电子商务有限公司收购，公告暂停部分业务。	被收购 服务B端
国通快递	2003.12	2019.3.22	国通快递人资部门下发通知全网停工状态，所有员工进入放假状态。	停止业务
全峰快递	2010.11	2019.4	2017.4，被青旅物流集团收购，2018年创始人出走，2019.4最后44辆卡车拍卖。	终止业务
优速快递	2009年	2019.6	经大股东普洛斯撮合，壹米滴答出手收购优速快递。	被普洛斯系收购
全一快递	2000.3	2019.10.31	2010年被中外运敦豪3亿元收购，2011年，出售给友和通道，2019年10月停止业务。	终止业务
品骏快递	2013.12	2019.11.25	唯品会宣布旗下全资子公司品骏快递正式终止业务，同时还与顺丰达成合作。	终止业务

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

现已进入龙头份额再提升阶段：

- 2019年5月，顺丰特惠专配下沉电商件市场抢夺份额（据运联智库）；2020年4月，顺丰成立“丰网”试水加盟制电商快递网络，并于10月起网试运营（据物流沙龙）。
- 2020年，圆通/申通/韵达/中通/百世票单价累计同比降幅24%/24%/29%/20%/21%。
- 龙头份额显著提升，A股累计CR4（自行测算）由2018年4月34.9%提升至2021年2月51.2%。

图：2017年起，行业单票收入不断降低



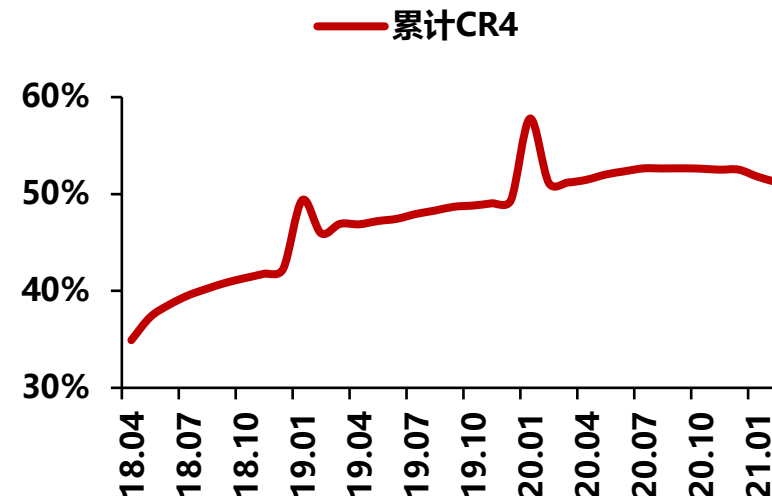
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图：2017年以来，行业CR8显著提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：A股快递CR4稳步提升（自行测算）

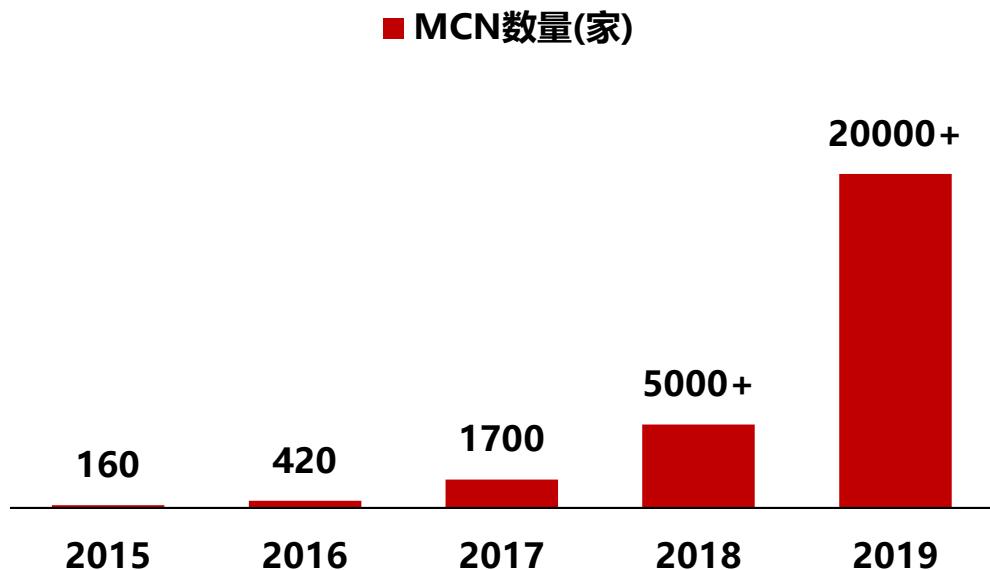


资料来源：Wind，浙商证券研究所
 备注：为顺丰、韵达、圆通、韵达单量累计市占率总和

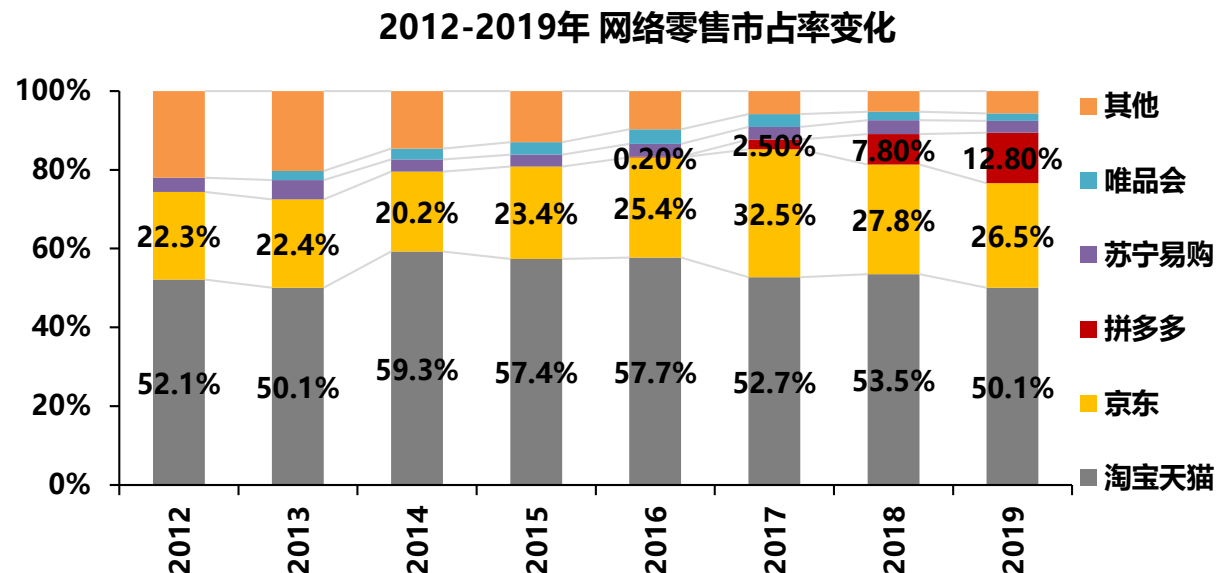
上游电商参与者增加，不再一家独大，快递企业产业链地位提升：

- 拼多多异军突起，2019年4月月活客户首次超过京东，2021年3月月活客户7.2亿人，3年复合增速93%。
- 上游电商形成淘宝、京东、拼多多一超两强格局，2019年，拼多多GMV增速113.4%，显著高于淘宝天猫、京东。
 - 淘宝天猫——孵化平台，采用B2C+C2C的模式，各类人群，2012-2019网络零售市占率始终在50%以上。
 - 京东——B2C模式，面向一、二线中高收入白领，注重客户体验，2019年市占率为26.5%。
 - 拼多多——C2C模式，三四五线较低收入消费者、定位草根，市占率由2017年2.5%迅速增长至2019年12.8%。

图：我国MCN机构数量增速迅猛



图：2019年，排名前五电商平台GMV及同比增速



资料来源：克劳锐，浙商证券研究所

注：2019年MCN数量根据各平台入驻机构数量（未去重）统计，包含各企业内部独立注册的机构

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：淘宝天猫数据按阿里巴巴2019会计年度口径（2019.4.1-2020.3.31）

上下游博弈，不会继续大规模淘汰参与者

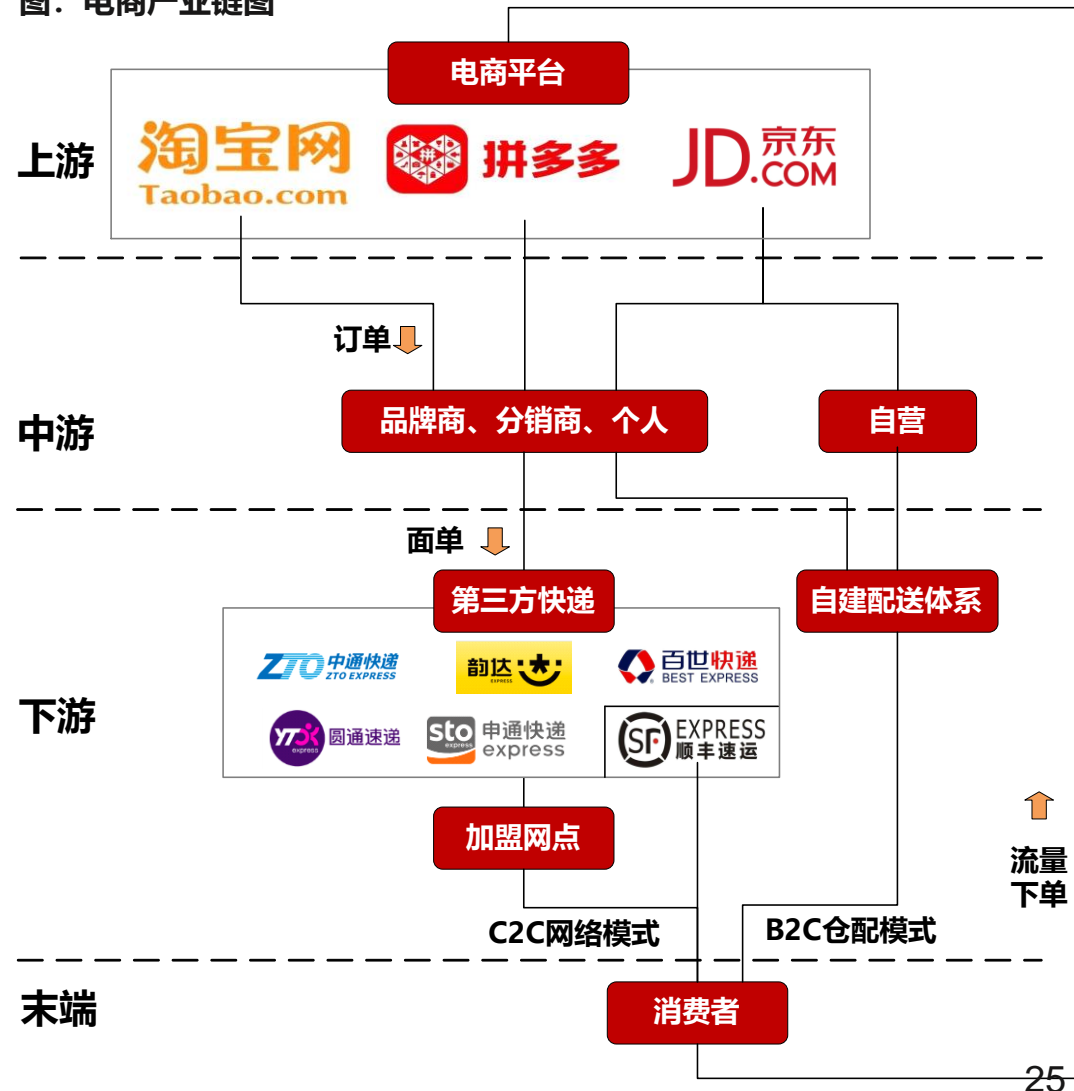
- **上游端——超两强发展下沉市场，依赖下游配送产能扩张**
 - **阿里：**为应对京东高效的自建物流配送体系，阿里参股通达系，利用菜鸟网络为通达系赋能，提高网络配送效率。
 - **拼多多：**异军突起，定位下沉市场+无购物车/拼单模式催化订单数迅速增长，越发依赖下游第三方快递商，进行订单消化。
 - **京东：**新增月活用户70%来自下沉市场。
- **中游端——降本提效下优选服务商**
 - 进驻各平台商家，越来越重视店面口碑和好评率，择优选用快递商，顺丰针对大客户推出特惠专配，成为为阿里系外新选择。
- **下游端——多平台引流，奠定当前阿里系、京东系、顺丰三足鼎立格局**
 - 当前电商、快递格局呈动态稳定，短期内难有出局者。

图：阿里不同程度参股通达系，利益深度绑定



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：电商产业链图

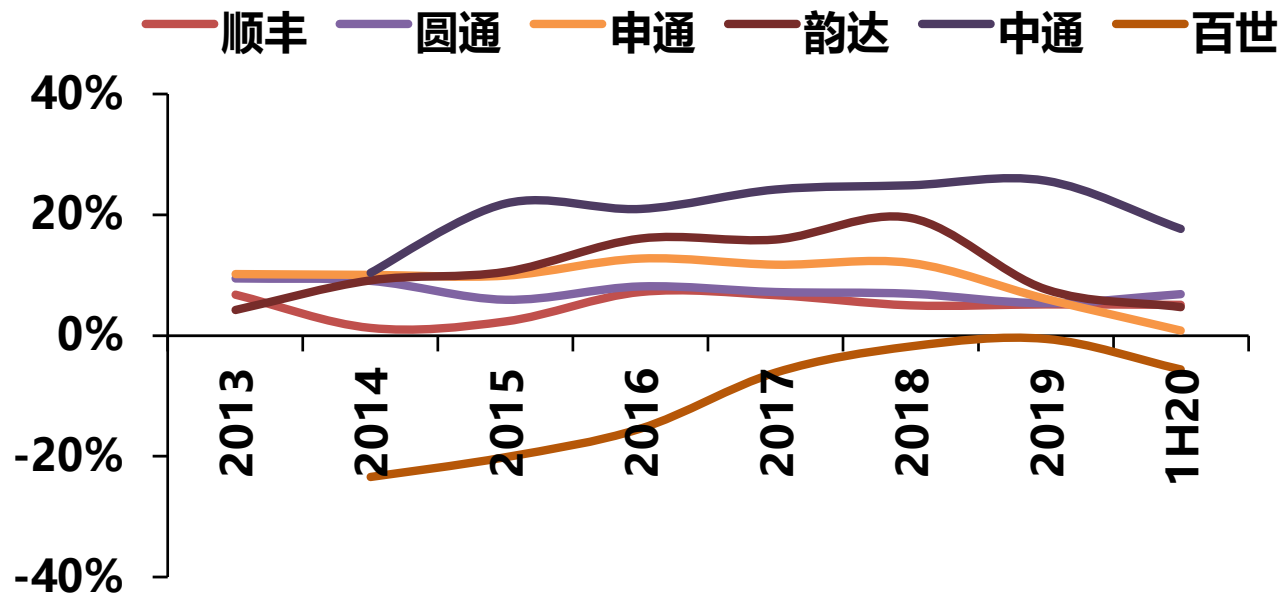


资料来源：Wind，浙商证券研究所

龙头价格博弈，短期伤及业绩：

- 2019年以来行业价格战加剧，1H20中通、韵达、申通、圆通净利润率较2017年分别降低6.5pts、11.2pts、10.9pts、0.4pts；顺丰时效件盈利能力稳定，净利率维稳在5%左右。

图：2018年至今，龙头快递企业净利润率处于下行通道

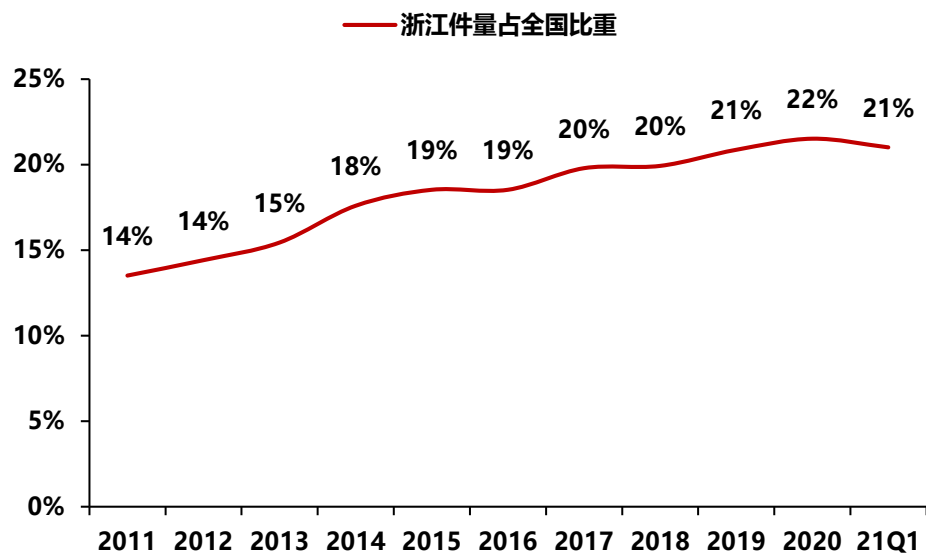


资料来源：Wind，浙商证券研究所

监管出手，遏制恶性竞争，低成本龙头或得到保障：

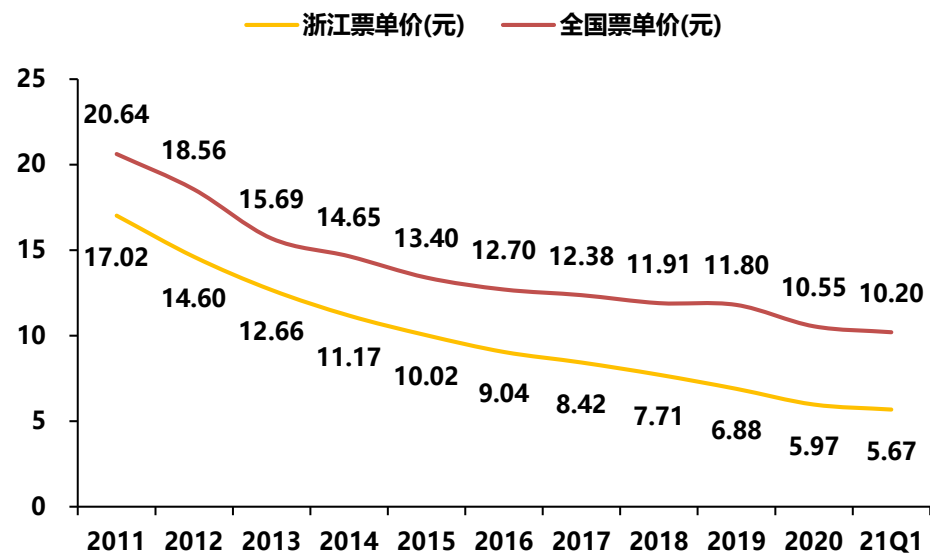
- 根据物流指闻，4月份浙江义乌邮政管理局开始整治百世与极兔的“低价倾销行为”，主要措施为停运部分分拨中心。
- 2021年4月22日，浙江省政府第70次常务会议审议通过了《浙江省快递业促进条例（草案）》，后续将以法规案形式提请省人大常委会审议。草案规定，**快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务；电子商务平台经营者不得利用技术等手段阻断快递经营者正常服务；平台型快递经营者不得禁止或者附加不合理条件限制其他快递经营者进入。**

图：浙江省件量占全国比重在20%以上



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：浙江省票单价2011-2020年均下降1.23元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

快递头部企业净利润敏感性测算（基于1H20数据，由于疫情干扰或有失真）：

- **按降幅计算：**假设票单价降低10%，则：对应顺丰控股归母净利润减少134.0%，圆通、申通、韵达、中通归母净利润分别减少92.8%、961.6%、146.0%、52.6%。**得益于单票相对高毛利率，通达系中通、圆通对单票价降幅敏感性较低。**
- **按降价计算：**假设票单价减少0.1元，则：对应顺丰控股归母净利润减少7.3%，圆通、申通、韵达、中通归母净利润分别减少38.1%、373.2%、62.0%、32.5%。**得益于单票绝对高毛利额，顺丰对于单票价绝对降幅敏感性较低。**

表：单票收入敏感性测算表

	顺丰	圆通	申通	韵达	中通
1H20快递单量(亿件)	36.55	49.36	35.17	56.29	69.70
1H20总营收(亿元)	711	146	93	143	103
1H20营业成本(亿元)	579	129	89	129	77
1H20快递业务收入(亿元)	672	120	91	133	89
1H20快递业务成本(亿元)	571	108	87	123	55
1H20归母净利润(亿元)	37.62	9.71	0.71	6.81	18
1H20单票收入(元)	18.39	2.43	2.58	2.36	1.62
1H20单票成本(元)	15.63	2.19	2.47	2.18	0.96
1H20单票毛利(元)	2.77	0.24	0.11	0.18	0.66
Δ1：票单价减少0.1元对应归母净利润(亿元)	34.88	6.01	-1.93	2.59	12.31
利润降幅	-7.3%	-38.1%	-373.2%	-62.0%	-32.5%
Δ2：票单价下降10%对应归母净利润(亿元)	-12.80	0.70	-6.09	-3.13	8.65
利润降幅	-134.0%	-92.8%	-961.6%	-146.0%	-52.6%

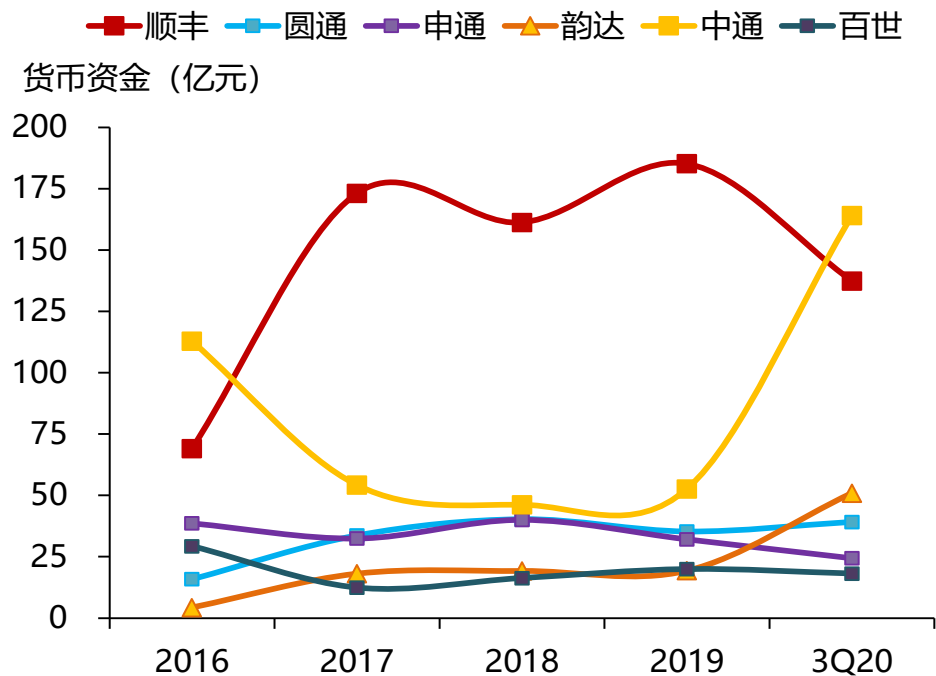
资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：顺丰1H20快递业务成本为速运物流及供应链成本；中通快递业务收入成本不包含派费；假设中通综合税率15%，其余公司综合税率25%

龙头现金流良好:

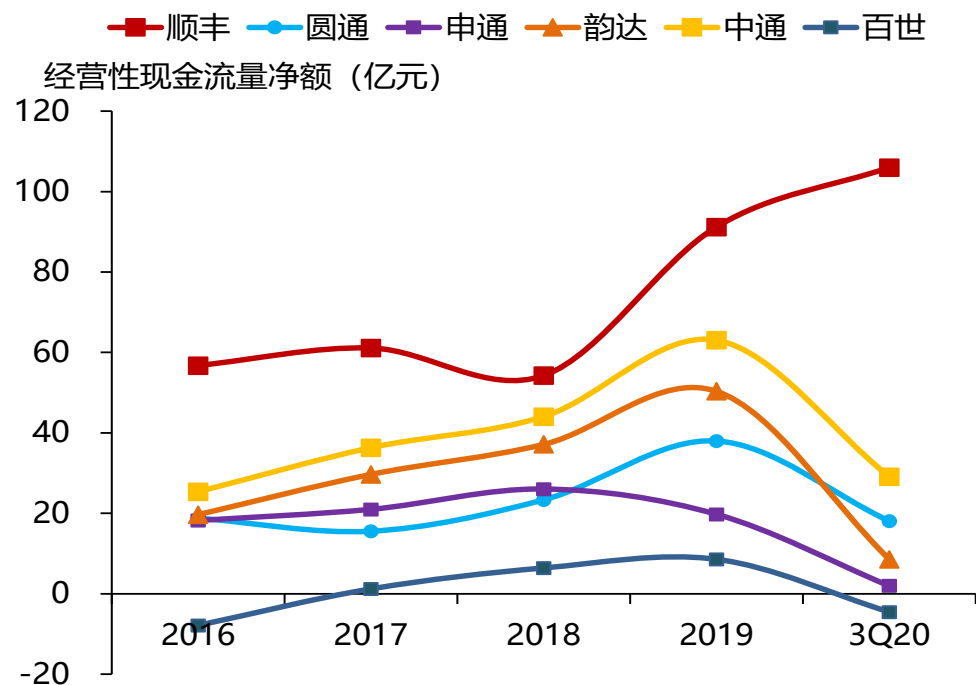
- **中通、顺丰作为业界龙头，账上资金充足。**中通、顺丰2020年3季度末货币资金分别164亿元、137亿元，优势明显。
- **行业内龙头具备较为充裕的现金流。**2020年前3季度，顺丰经营性现金流量净额106亿元，同比增长38.6%；中通、韵达、圆通经营性现金流净额分别29亿元、9亿元、18亿元，疫情影响下仍具有较强韧性。

图：以顺丰为代表的快递龙头企业现金流充裕



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图：龙头企业经营性现金流量净额逐年增加



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

当前业绩空间：

• 从1H20单票净利润角度看

- 顺丰以1.03元遥遥领先，中通、圆通、韵达单票净利润分别为0.26元、0.20元、0.12元处于第二梯队。
- 申通、百世单票净利润处于第三梯队，申通单票净利润0.02元，百世上市以来单票净利润一直处于亏损状态。
- 在1H20业绩基础上，在单票收入分别调低0.10元、0.15元情况下，除申通、百世外，其余均能盈利，短期看韧性较强。

表：在1H20业绩基础上，假设不同单票收入降幅下各企业归母净利润

	顺丰	圆通	申通	韵达	中通
Δ1：票单价减少0.10元对应归母净利润(亿元)	34.88	6.01	-1.93	2.59	12.31
Δ2：票单价减少0.15元对应归母净利润(亿元)	33.51	4.16	-3.25	0.48	9.34
Δ3：票单价减少0.20元对应归母净利润(亿元)	32.14	2.31	-4.57	-1.63	6.38

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：假设中通综合税率15%，其余公司综合税率25%

03

**优质赛道，未来
长期价值空间可观**

3.1 上游驱动传导

“蛋糕”仍在增大

3.2 龙头优势凸显

有超额增长及低成本奖励

3.3 长期看

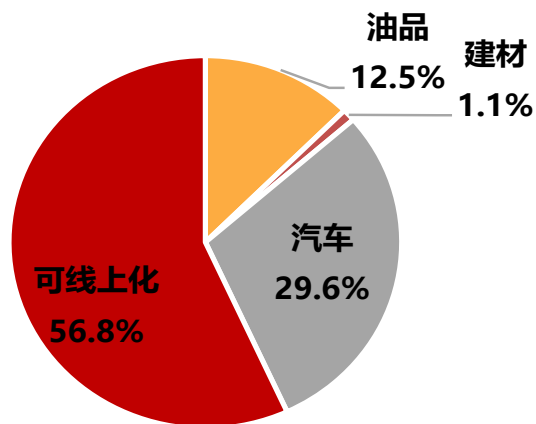
价格博弈后利润可观

从消费品类看，网购驱动快递市场仍有空间：

• 核心逻辑：实体商品网购占比仍有提升空间，驱动线下向线上消费转移。

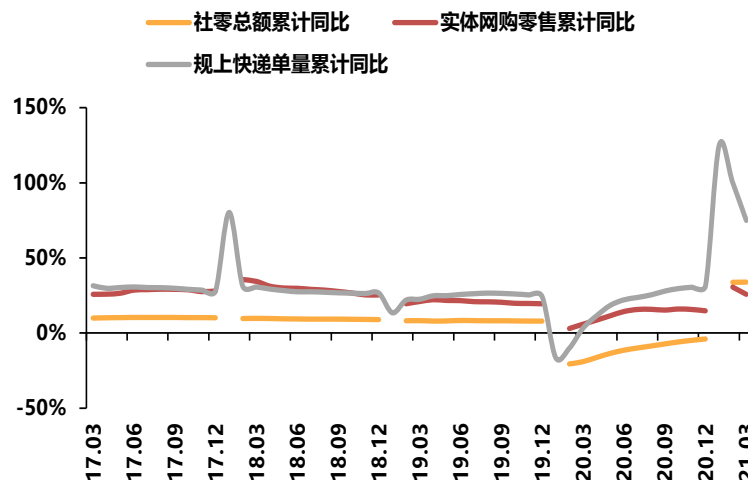
- 从分类看，2021年1季度限额以上企业商品零售总额剔除油品、汽车、建材品类，剩余56.8%可线上化。
- 从渗透率看，2021年1季度实体网购渗透率21.9%，剔除2020年同期疫情影响，较2019年同期提升3.7pts。

图：21Q1限额以上社零总额结构来看可线上化占比达56.8%



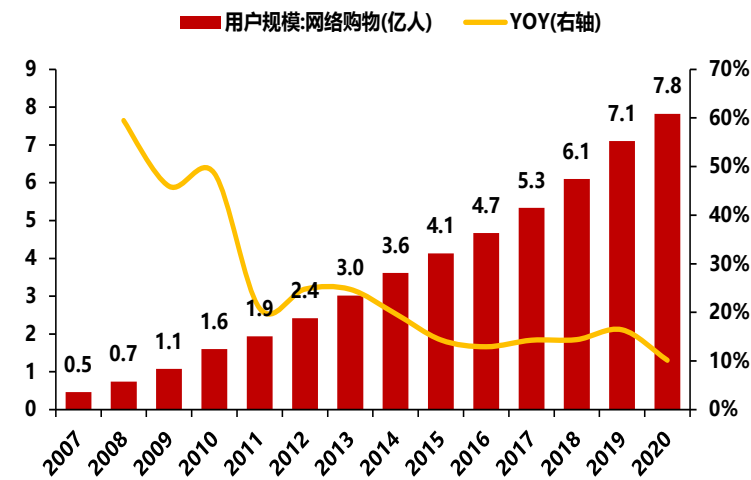
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：快递件量相对实体网购有超额增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：我国网购用户规模07-20年复合增速24%

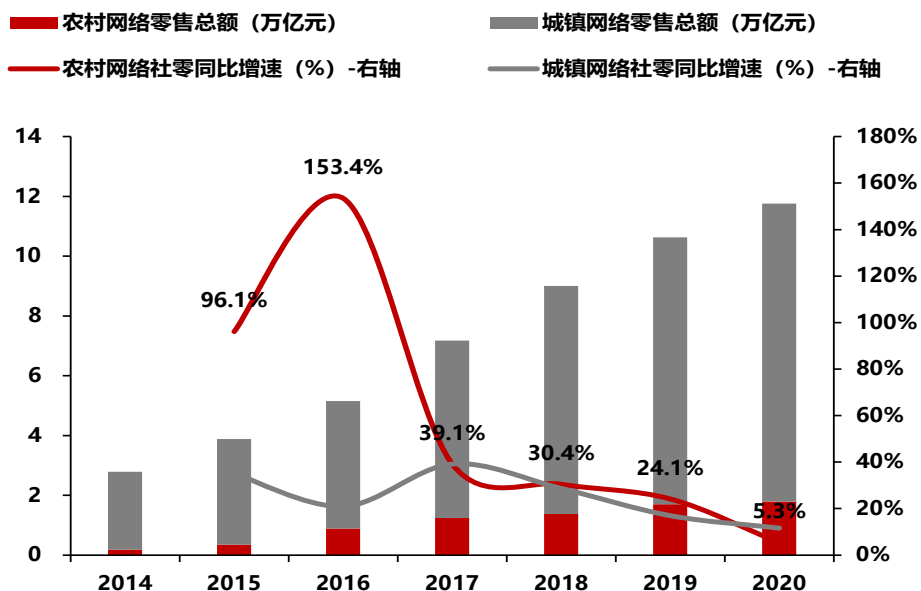


资料来源：Wind，浙商证券研究所

从消费区域看，网购驱动快递市场仍有空间：

- **消费端&供给端，农村人口网络消费和农村电商销售提供新增量**
 - 根据商务部数据，2020年全国农村网络零售额1.79万亿元，2014-2020年CAGR高达46.6%；根据《中国农产品网络零售市场暨重点单品分析报告》，2019年全国农产品网络零售额达4168.6亿元。
- **政策端，2020年4月，国家邮政局发布《快递进村三年行动方案（2020-2022年）》**
 - 中国快递协会和邮政EMS、阿里、京东、苏宁、通达系、顺丰、德邦等企业共同倡议以邮快合作、快快合作等推动快递进村。
 - **快递服务在2022年底通达全国31个省（区、市）的建制村，苏、浙、粤、闽邮政管理部门提出提前实现所有建制村通快递。**

图：农村网络社零发展迅猛，占比从2014/6.5%提升至2020/15.2%



资料来源：商务部，国家统计局，浙商证券研究所

图：各省陆续出台“快递进村”配套政策

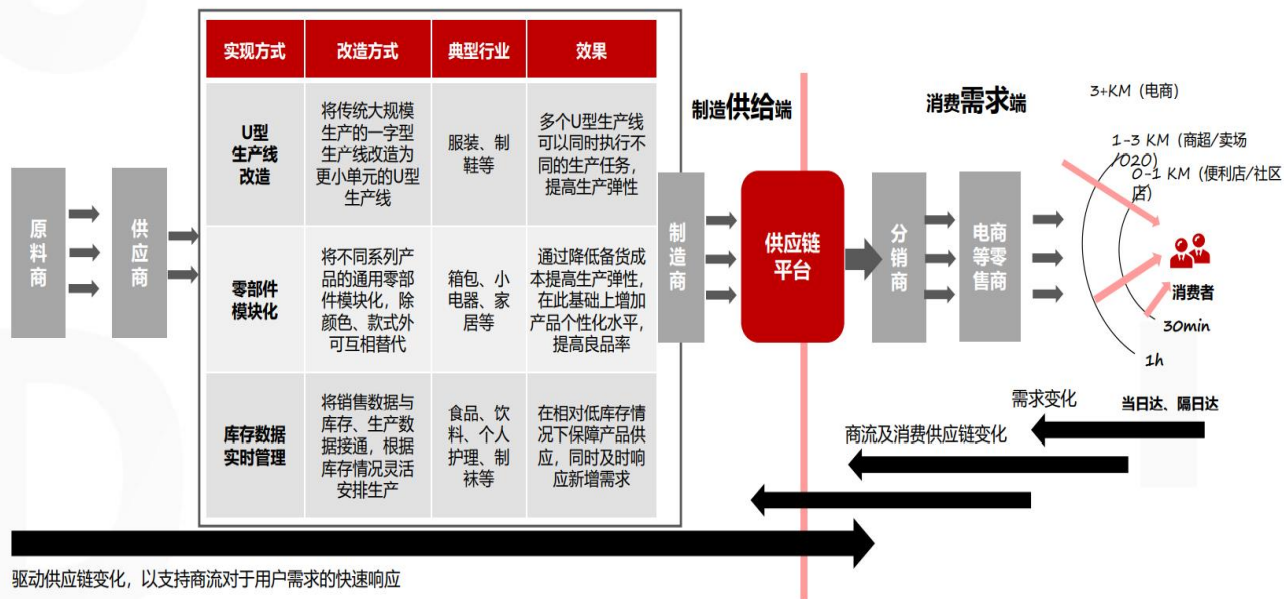
省份	相关政策
江苏	2020.4，江苏省省邮政管理局将推进快递进村作为今年全省邮政管理十项重点工作之一，并出台意见，提出2020年底全省实现所有建制村“村村通快递”，且非邮快递服务建制村直接通达率90%以上。
浙江	2020.4，浙江省印发《省乡村振兴领导小组成员单位2020年实施乡村振兴战略重点工作任务（征求意见稿）》提出“村级电子商务配送点覆盖率达到60%”被纳入实绩考核。到2020年底，实现快递进村比率达到80%，浙东地区率先实现建制村电商快递服务站全覆盖。
广东	2020.4，广东省邮政管理局印发《广东省“快递进村”三年行动方案（2020-2022年）》，明确到2020年底，珠三角、粤东西北地区通达率要分别达到90%、80%，全省要达到80%。到2021年底，力争通达率达到100%。
福建	2020.4，福建省邮政管理局出台《关于完善快递末端网络推进“快递进村”工程的指导意见》，提出2020年底建制村快递服务通达率达到80%以上，力争90%。2021年基本实现快递服务直接进村。

资料来源：江苏省/浙江省/广东省/福建邮政管理局，浙商证券研究所

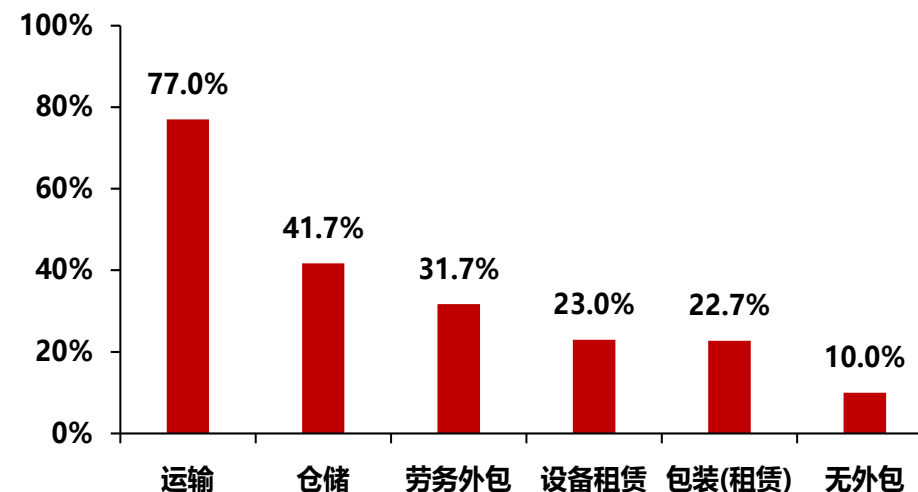
从制造业供应链变革角度看：快递进厂或为蓝海

- 2020年2月，国家邮政局与工信部联合印发《关于促进快递业与制造业深度融合发展的意见》，要求到2025年快递业服务制造业范围持续拓展，形成覆盖相关制造业采购、生产、销售和售后等环节的供应链服务能力，培育出仓配一体化、入厂物流、国际供应链、海外协同等融合发展的成熟模式。
- 2021年2月，国家邮政局2021年第2次局长办公会强调制定“快递进厂”行动方案，进一步推动入厂物流、仓配一体化、区域性供应链服务、嵌入式电子商务等业务发展，推进产业融合和产城融合。

图：制造业全链路物流的联系将更为紧密



图：货主物流外包主要集中在运输仓储环节



龙头具有超额增长：

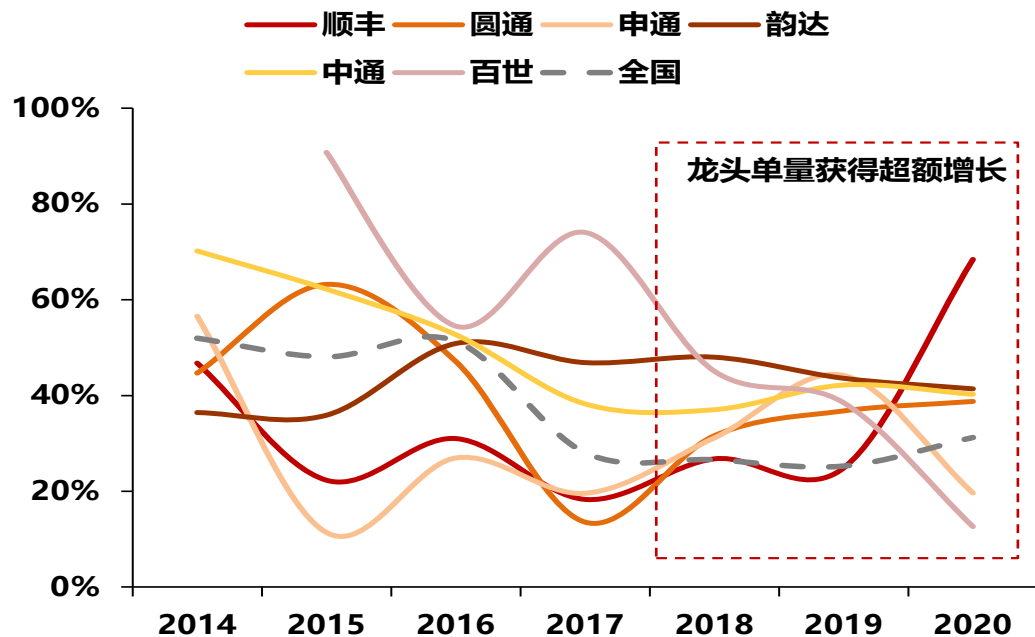
• 龙头快递企业获得超额增速

- 2018-2020，顺丰、圆通、申通、韵达、中通、百世快递单量CAGR分别为45.0%/37.8%/31.3%/42.5%/41.2%/24.9%；
- 2018-2020，全国快递单量CAGR为28.2%，除百世外，顺丰与其他通达系公司全部获得超额增速。

• 龙头市占率稳步提升

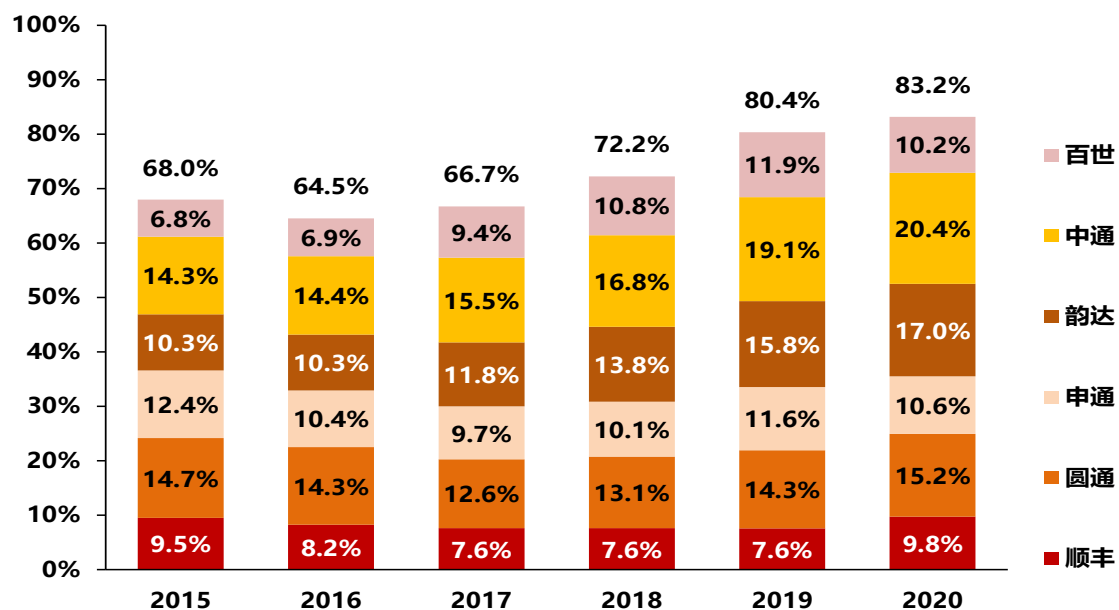
- 2015年，顺丰+通达系市占率合计68.0%，2016年降至64.5%，2017-2020市占率迅速提升，2020年达到83.2%；
- 2015-2020，韵达/中通市占率累计提升6.7/6.1pts；顺丰受益于疫情期间直营优势及对电商市场的下沉，市占率提升至9.8%。

图：龙头快递企业获得超额增速



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图：韵达、中通市占率一路走高，顺丰在新冠疫情期间扩大市占率

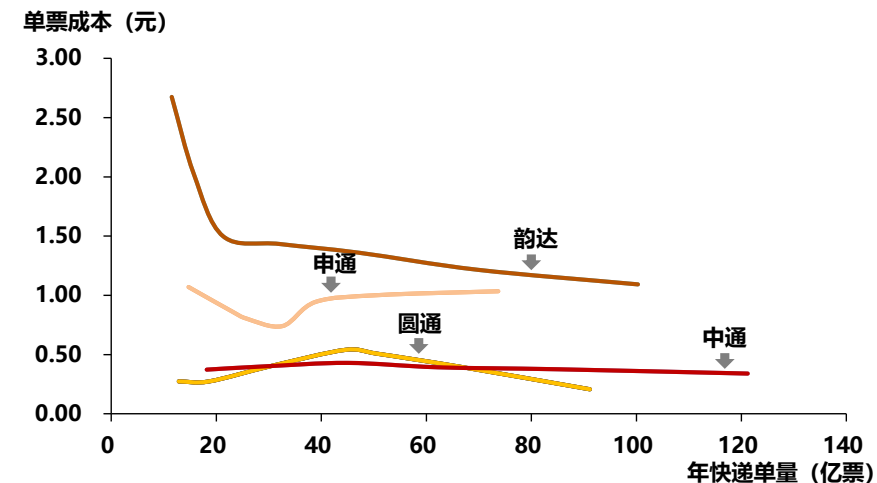


资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

规模效应带来低成本奖励：

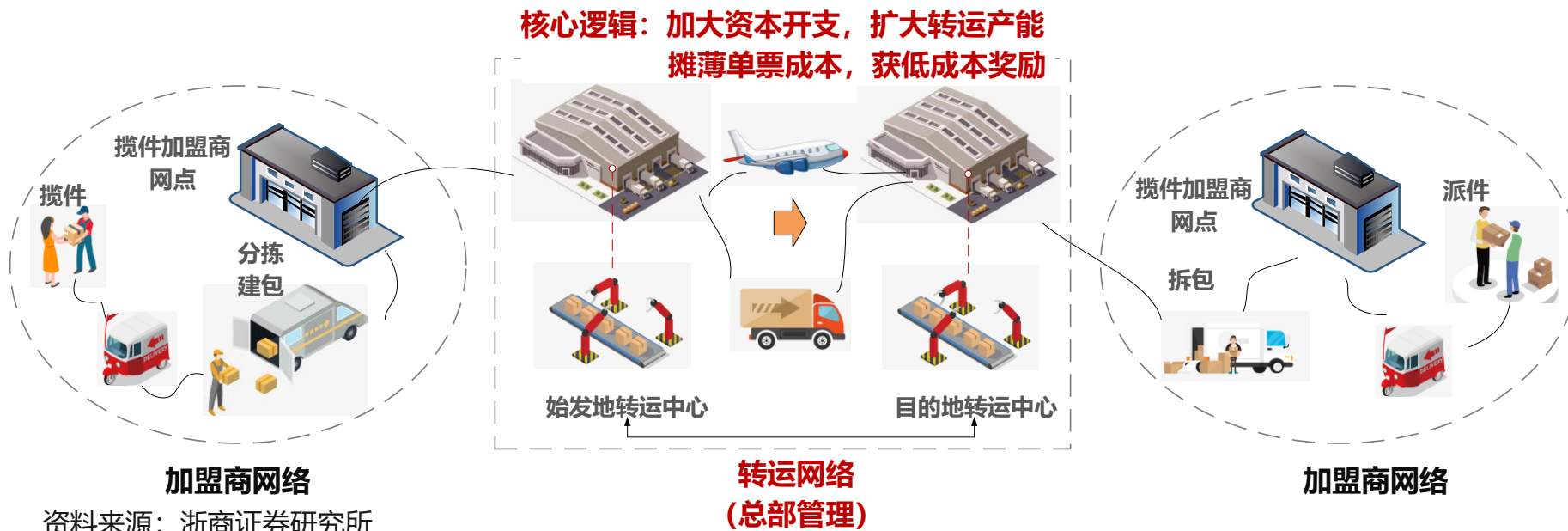
- 核心逻辑：**加大资本开支，提升总部自营转运中心产能，摊薄单票成本；提升时效性，产品具备比较优势—>提高市场占有率、利润率。
- 在通达系中，中通、圆通凭借高比例自营转运中心和自动化设备投入，转运成本一直处于较低水平；
- 韵达在2015年实现单票成本大幅下降（当年转运成本大幅降低0.5元），此后逐年降低。

图：单量规模提升促成单票转运成本降低



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：资本密集购入自动化设备、运输车队、飞机等资产，提高转运环节效率、获得低成本奖励



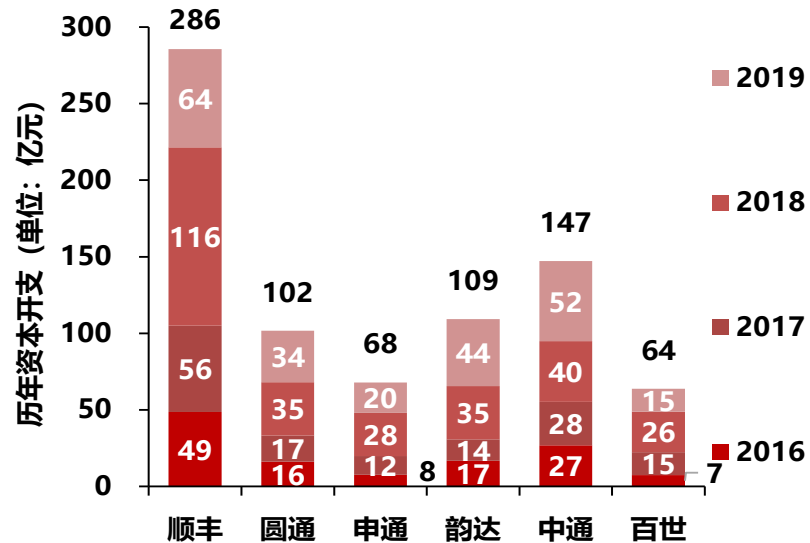
3.2

龙头优势凸显，有超额增长及低成本奖励

自动化分拣设备、自营车辆密集投产有效压缩转运环节成本：

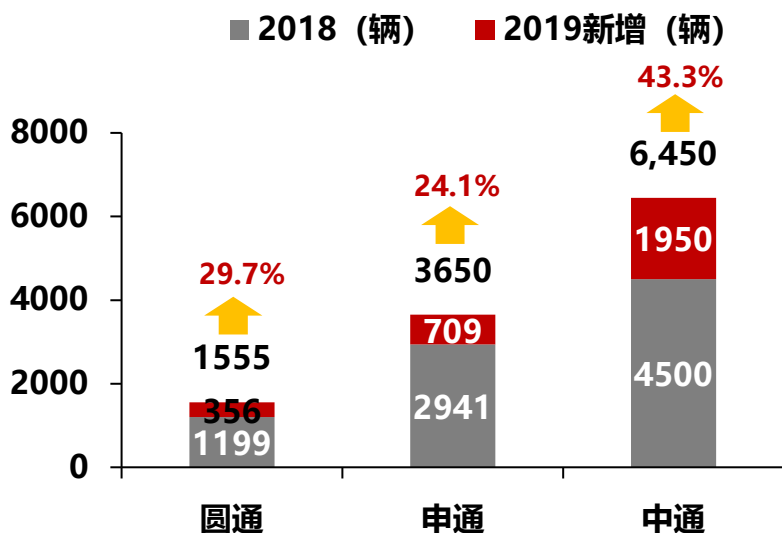
- 2018-2019年，通达系资本开支大幅增加，连续两年超160亿元；
- 2019年，中通、韵达资本开支分别为52.3/43.8亿元，占通达系当年总资本开支一半以上，分别为31.8%/21.3%。
- 高资本开支主要用于：建设自营转运中心、采购自营干-支线运输车辆（高运力挂车占比趋高）、增添自动化分拣设备；通过自有车运输取代部分三方物流车、高运力挂车提升车辆装载率、自动化设备大幅提升分拣效率和产能。
- 2019年，圆通/韵达/中通单票中转成本分别减少0.19/0.12/0.04元，降幅分别达到-47.6%/-10.1%/9.6%。

图：通达系2018、2019年资本开支合计超330亿元



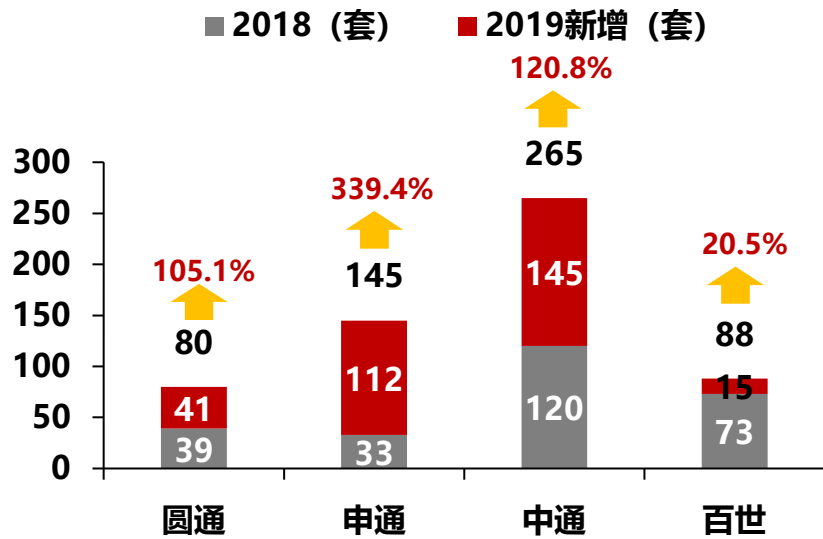
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：2019年新增自有干-支线运输车辆大幅增加



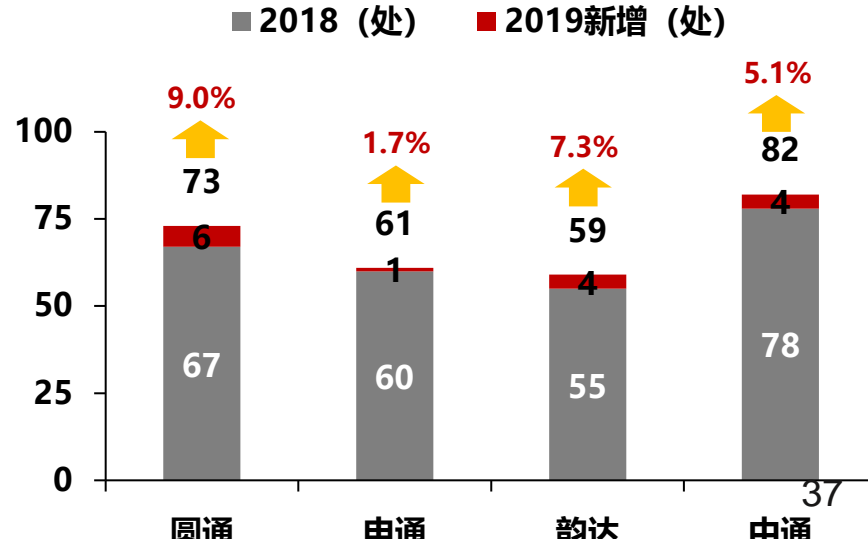
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图：2019年新增自动化分拣系统大幅增加



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图：2019年，除百世外，通达系均有新自营转运中心投产



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

规模、成本、单价、超额增长带来龙头护城河：

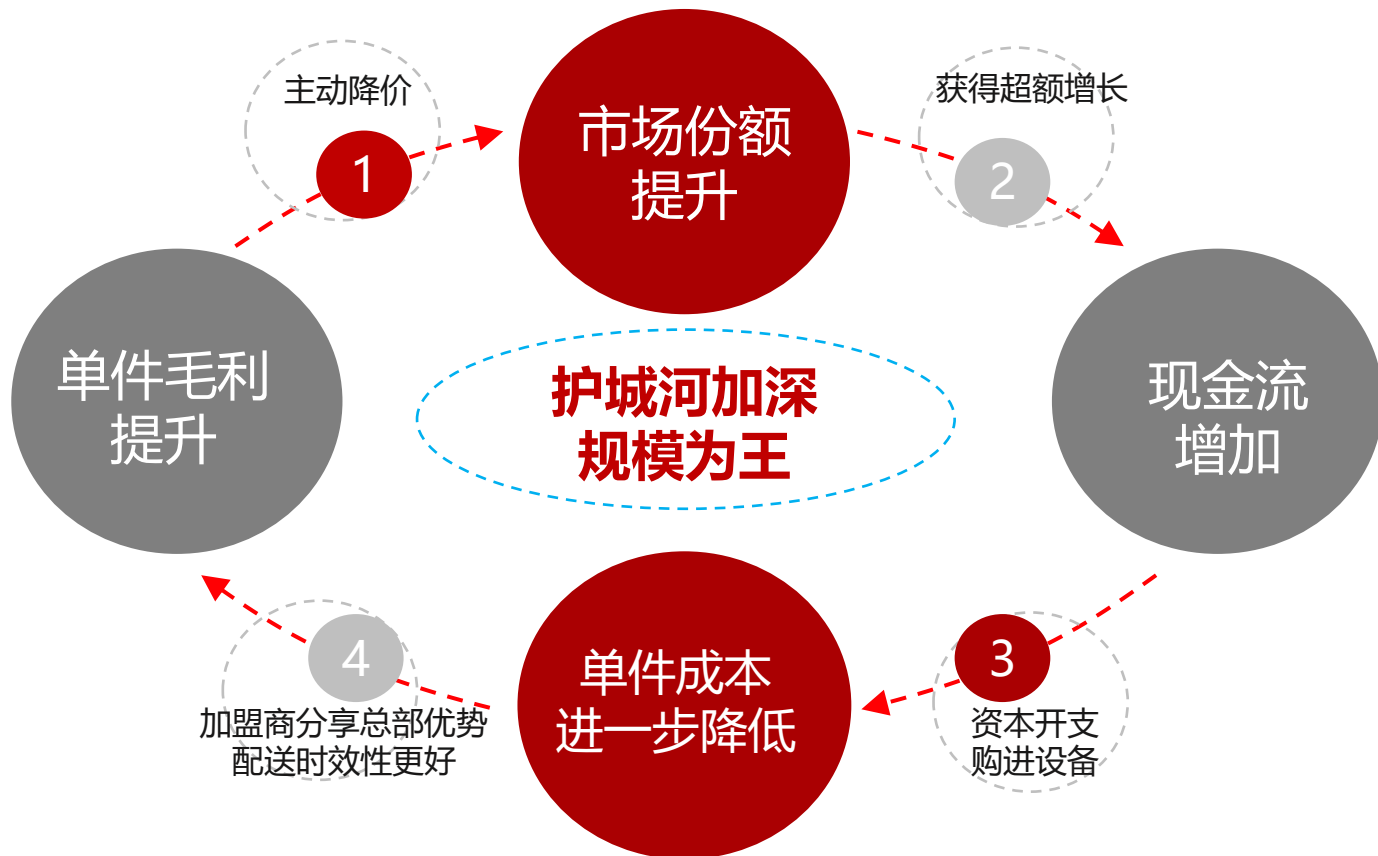
• 价格竞争之下，降价有助于提升市场份额

- **大环境：同质化竞争。**在多平台加持下，电商快递仍为包邮为主，包邮之下电商快递选择权在商家。电商快递从时效等方面趋于同质化，从利润驱动角度看，商家选择快递首要考虑因仍为票单价。
- **应对策略：**在现阶段的情况下，降价仍是提升市场份额的有效手段。
- **核心逻辑：**规模效应带来的单件低成本，有助于提升单件毛利，单件毛利的提升又增加降价筹码，降价在现阶段最终将继续带来规模的提升，规模、成本、价格三者之间相互作用。

• 价格竞争，龙头具有绝对主导权，规模为王

- 按当前市场发展水平，中小快递成本逼近价格，价格主导转移到龙头手中，因此规模效应为循环促进的先发因素，后续仍看规模为王。

图：规模、成本、单价相互作用，规模占优者具备主动权

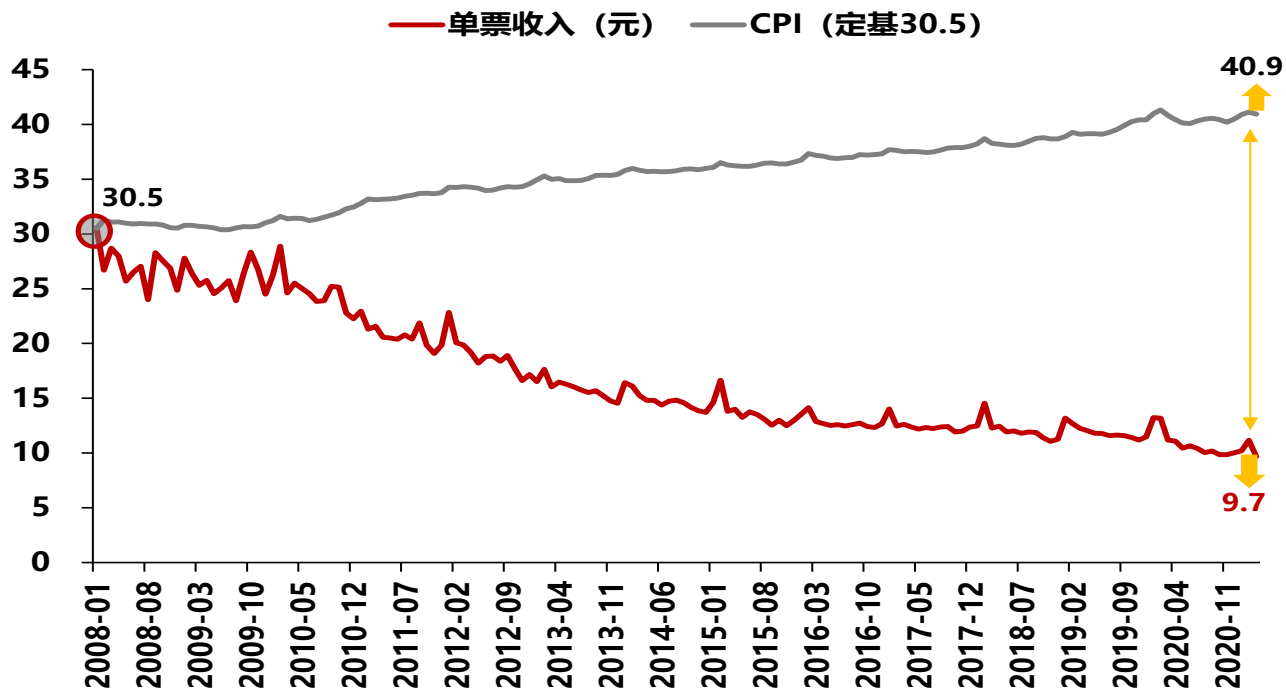


资料来源：浙商证券研究所

单价背离CPI，成本曲线趋平后，远期提价是必然：

- 以2008年1月快递行业单票平均收入30.5元作为CPI基数，比较快递单价与CPI走势
 - 快递单票收入自2010年11月步入长周期下行通道，2021年3月单票收入降至9.7元；
 - 物价方面，CPI指数（按2008.1定基30.5），2021年3月值为40.9；
 - 考虑到同期人工费用、固定资产购置费用刚性上涨，快递单价大幅降低概率较小，远期料将回归合理区间。

图：快递单票收入逐步背离CPI走势



上游电商平台增加，从博弈关系上为提价创造可能：

核心逻辑：上游玩家增多情况下，淘宝不再一家独大，加之快递服务商集中度提升，下游话语权增强，存在提价空间和可能性

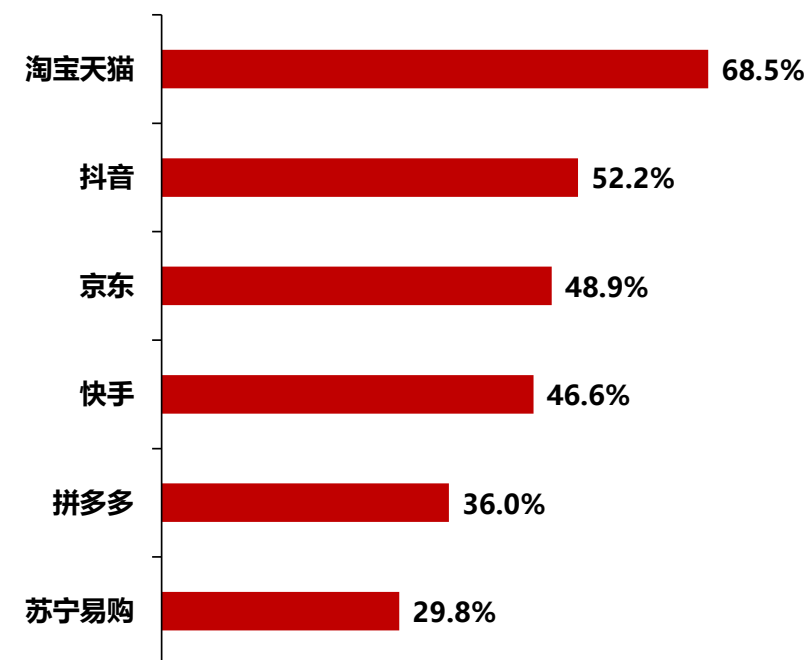
- **引流增多：**直播经济席卷社交媒体、短视频APP，成为电商平台流量重要来源；
腾讯、字节跳动等社娱服务商与阿里、京东、拼多多等平台电商合纵连横、方兴未艾。
- **跨界竞争：**社交+电商类、资讯+电商类APP凭借娱乐、资讯服务带来高粘流量，为传统电商引流同时，自设电商截流变现。
- **下游具备议价空间：**2020年，新冠疫情提振直播经济，降低电商集中度；随着下游快递企业话语权增强，具备议价空间。

图：上游电商平台、跨界玩家合纵连横+快递企业集中度提升，对上游话语权增强



资料来源：浙商证券研究所

图：2020年“618”期间，用户观看直播并下单平台占比



资料来源：QuestMobile，浙商证券研究所

产品分层、服务提升，或转化为未来有效提价方式：

- **顺丰**：将对产品体系中的“时效产品”进行升级，保留即日件，将次晨件与具有时效优势的次日件线路升级整合为顺丰特快，将余下的次日件线路与顺丰特惠合并为新标快，升级后的时效板块主要包含顺丰即日、顺丰特快、顺丰标快等三大产品。
- **中通**：正式推出“标快”产品，实行标准定价，提供次晨、隔晨、次日、隔日等时效承诺，将分阶段稳步推进“标快”产品，满足客户多样化和个性化的需求，此外在云南推出当天达、次晨达航空特快服务。
- **京东物流**：宣布启动时效提速，在去年快递提速的基础上加大资源投入，强化公铁空跨区网络能力建设，实现省内区内“夕发朝至”、跨省跨区24小时送达的寄递体验。
- **菜鸟**：联合淘宝推出按需送货上门服务，首批将尝试在北京、上海、杭州三个城市启动，淘宝包裹入站后消费者可以选择自主送货上门或到驿站自提，通过菜鸟驿站配送产生的配送费由淘宝给予补贴，有助为通达系公司完善服务链路。

表：顺丰、中通及京东物流新时效产品覆盖情况

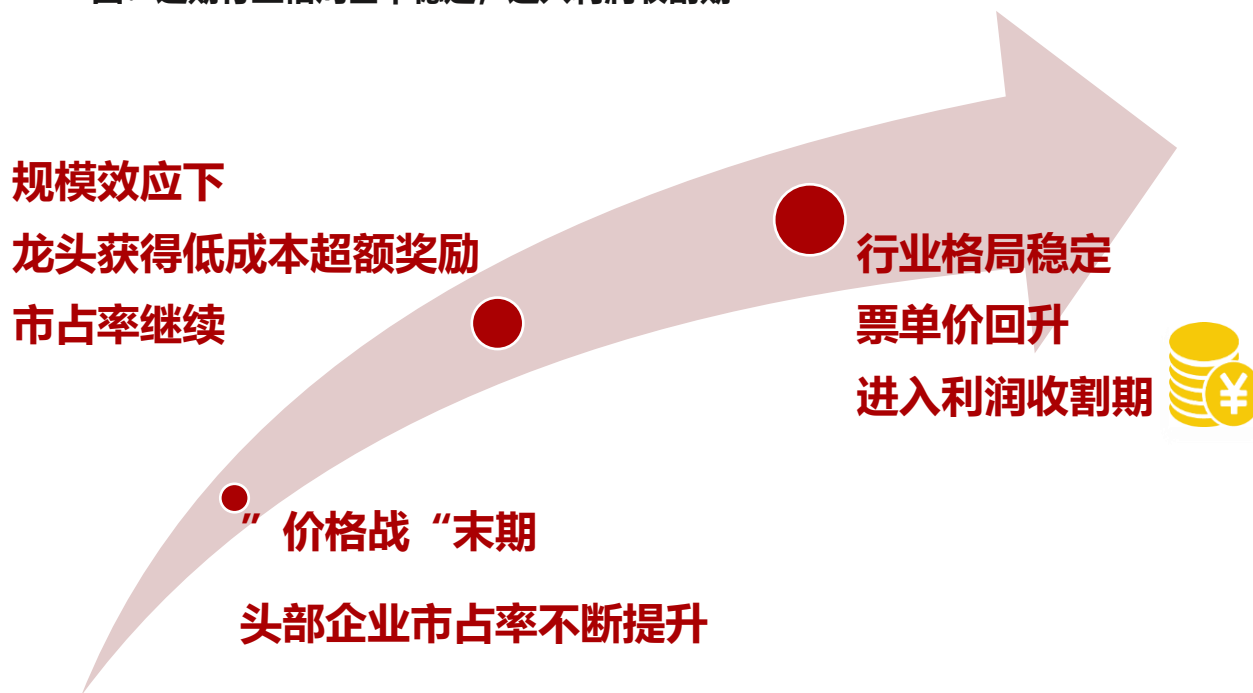
产品覆盖	城市覆盖	线路
顺丰特快	300+个	90000+条
京东特快送	280个	4000条
中通标快	直辖市/省份试点（上海、安徽）	1000条

资料来源：物流一图，浙商证券研究所

票单价趋稳或回升，叠加成本继续回落，便进入流量变现时刻：

- 远期看，对标美国，行业集中度CR4或将提升至90%以上，形成稳定的寡占I型市场结构。
- 在“价格战”阶段用于降本的巨大资本开支，将通过提高票单价和流量变现的形式，实现超额收回。

图：远期行业格局基本稳定，进入利润收割期



资料来源：浙商证券研究所

提价叠加降本，远期变现利润可观：

- 中长期看，随着票单价提升、自动化设备等投产压缩单位成本，净利润或将有较为广阔的提升空间。
- **远期市场空间可期**
 - 基于龙头企业护城河坚固大前提，假设行业价格战持续至2022年底，2023年提价时机成熟；
 - 假设2021-2024年，全国快递CAGR假设为20%，且2024年顺丰、通达系市占率提升至92.2%；
 - **提价0.1元**，业务收入增量159亿元，增加净利润约119亿元（25%综合税率），**占2019年6家龙头净利润（170亿元）70.1%**；
 - **提价1元**，业务收入增量1590亿元，增加净利润1190亿元（25%综合税率），**为2019年6家龙头净利润（170亿元）7.0倍。**

表：价格战结束后，远期快递市场业务收入增量十分可观

	顺丰、通达系市占率 (%)	全国快递单量增速 (%)	行业快递单量 (亿件)	顺丰、通达系单量 (亿件)	Δ1：票单价提升0.1元 对应业务收入增量 (亿元)	Δ2：票单价提升1元 对应业务收入增量 (亿元)
2019	80.4%	25.3%	635	511		
2020	83.2%	31.2%	834	694		
2021E	86.2%	20.0%	1001	863	-	-
2022E	88.2%	20.0%	1201	1059		
2023E	90.2%	20.0%	1441	1300	130	1300
2024E	92.2%	20.0%	1729	1594	159	1590

资料来源：Wind，浙商证券研究所

04

估值思考

4.1 “通达系”：借鉴互联网，以单量定输赢，成本为先导

4.2 “直营系”：对标UPS/FDX，看稳态空间

当下跑马圈地火热进行中，远期格局出清必然龙头为王

- 低差异化竞争行业不可避免需要经历价格博弈及军备竞赛阶段，远期得以留存于稳态市场中的主体必定是掌握优质资源的头部企业。当下快递龙头如中通、顺丰等紧锣密鼓开展资本投入竞争，因此龙头主导的价格战态势仍需进一步观察。远期行业落后产能出清，份额格局进入稳态后，收入端议价权提升叠加成本端规模效应增强，龙头必然胜出。

龙头推动时效服务品质升级，产品升级筑高壁垒

- 根据运联智库，自4月起，顺丰将对产品体系中的“时效产品”进行升级，升级后的时效板块主要包含顺丰即日、顺丰特快、顺丰标快等三大产品；中通正式推出“标快”产品，实行标准定价，提供次晨、隔晨、次日、隔日等时效承诺，将分阶段稳步推进“标快”产品，满足客户多样化和个性化的需求，此外在云南推出当天达、次晨达航空特快服务；京东物流宣布启动时效提速，在去年快递提速的基础上加大资源投入，强化公铁空跨区网络能力建设，实现省内区内“夕发朝至”、跨省跨区24小时送达的寄递体验。龙头时效升级，未来快递服务品质区隔显著化或有望加速催化落后产能出清、行业格局改善。

从远期格局看当前估值，估值锚或由损益端更多转向规模端

- 利润并不是快递企业短期首要目标，相应地我们认为，当前估值高度应更多取决于未来壁垒深度，因此估值锚不妨脱离单纯的利润估值体系，更多从规模角度出发，从单量、资产、资本规模三大维度切入，更具前瞻视角。投资区分赛道，看好龙头发展，通达系方面，建议关注单量龙头中通快递及暂居次位、相对低估的韵达股份；直营系方面，建议继续关注传统+新业态广阔布局下网络延展、壁垒升级的顺丰控股。

互联网以流量定价：

为何传统的绝对估值方法DCF及相对估值方法PB、PE等对互联网企业失效？

- DCF失效的原因：互联网企业发展波动较大，难以对未来现金流进行预测。
- 相对估值PB、PE失效的原因：
 - 发展周期短，企业更迭快，因而可比标的较少。
 - 多数企业盈利性较弱，而企业扭亏为盈时短期内增速变化极大，导致估值指标波动过大。
 - 互联网企业多为轻资产运营，许多关键的核心资产（团队、用户等）无法在报表上体现。

互联网企业理论上如何估值？

- **定性指标**：商业模式；所处发展阶段；变现模式等。
- **定量指标（梅特卡夫定律）**： $V=K \times P \times N^2/R^2$

图：互联网企业估值的梅特卡夫定律

$$V = K \times P \times N^2 / R^2$$

V：企业的价值

K：变现能力因子

P：溢价率系数，取决于企业的行业地位

N：网络的用户数，**影响力最大**

R：网络节点之间的距离，由科技进步和基建等外生因素及网络内容、商业模式等内生因素共同决定

单量类比流量，单件利润为锚：

- 我们认为，当前“通达系”快递仍短期处于价格战阶段，各方激烈的价格竞争导致行业利润空间受限，因此仅以净利润为基准的估值指标在当前并不能合理判断公司价值。与互联网估值类似，在“通达系”估值中**建议以单量规模为基准，同时跟踪单件盈利能力的变动情况。**

表：通达系快递单票指标比较（基于1H20数据，受疫情影响或有失真仅供参考）

	圆通	申通	韵达	中通
1H20单量(亿票)	49.36	35.17	56.29	69.70
1H20单票快递收入(元/票)	2.43	2.58	2.36	1.28
1H20单票快递成本(元/票)	2.19	2.47	2.18	0.79
1H20单票快递毛利(元/票)	0.24	0.11	0.18	0.49
1H20单票归母净利(元/票)	0.20	0.02	0.12	0.26
单票市值(元/票)	6.95	3.80	7.32	25.72
1H20单票派费收入(元/票)	未披露	1.43	1.40	0.00
1H20单票派费成本(元/票)	1.21	1.47	-	0.00
1H20单票派费毛利(元/票)	-	-0.04	-0.16	0.00
1H20剔除派件单票快递收入(元/票)	-	1.15	0.96	1.28
1H20剔除派件单票快递成本(元/票)	0.97	1.00	-	0.79
1H20剔除派件单票快递毛利(元/票)	-	0.15	-	0.49

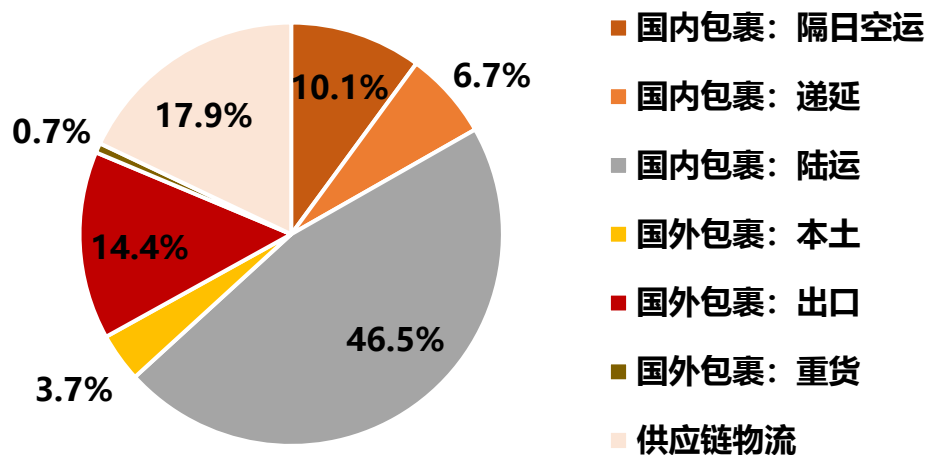
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

备注：市值数据截止2021年4月23日；以上指标或受2020年上半年疫情影响有所失真，仅供参考

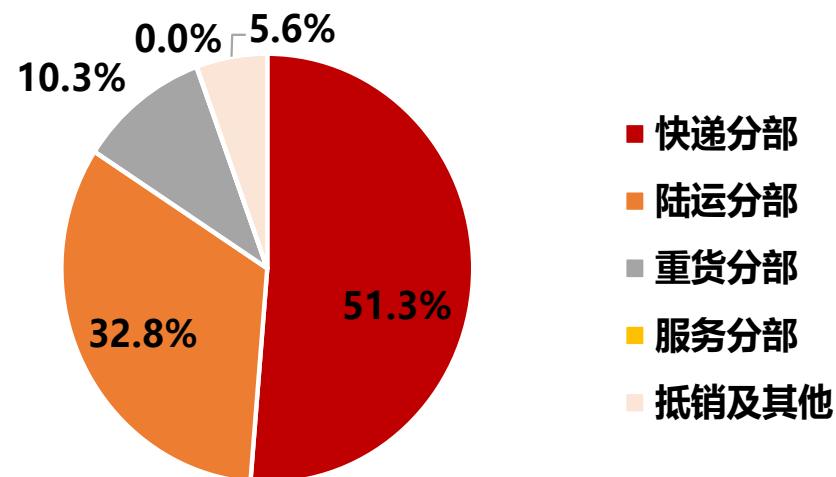
UPS/FDX业务均可分三类，业务结构已经趋稳：

- **时效业务**：对于UPS，主要是国内包裹次日空运业务，2020年营收占比10.1%；对于FDX，时效业务为快递分部业务的主要构成。
- **陆运（经济）业务**：对于UPS，主要是国内包裹陆运与递延业务，2020年营收占比合计53.1%；对于FDX，主要即为陆运分部。
- **其他业务**：对于UPS，包括供应链业务，2020年营收占比17.9%，以及部分国外包裹业务，2020年营收占比18.8%；对于FDX，主要包括服务分部业务及其他业务。

图：UPS2020年营收结构



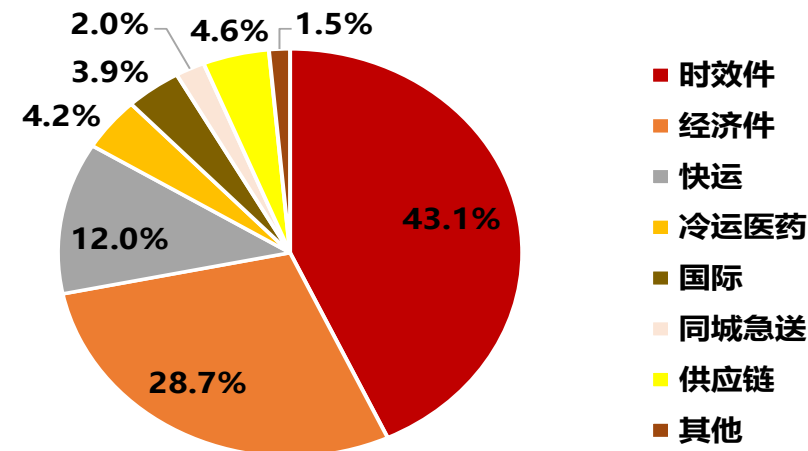
图：FDX2020财年营收结构



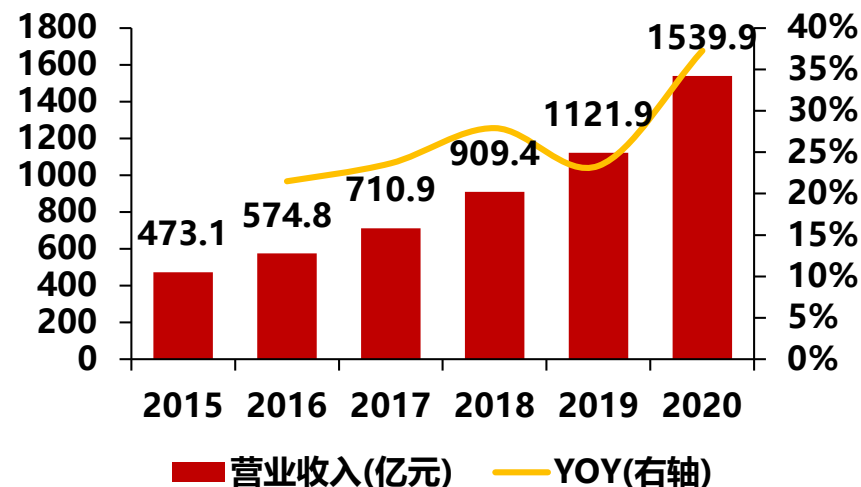
以顺丰来看，业务一一对应：

- **时效业务**：为当前盈利主要来源，2020年时效业务营收663.6亿元，同比+17.4%，占比43.1%。
- **经济及快运业务**：顺丰自2019年5月起进入电商特惠件市场，以服务下沉打开增量空间，2020年经济业务营收441.5亿元，同比+64.0%，占比28.7%；2020年快运业务营收185.2亿元，同比+46.3%，占比12.0%。
- **其他业务**：顺丰通过对夏晖和敦豪的业务分部的收购整合扩充供应链业务规模，2020年营收同比增长44.4%至71.0亿元，其余新业务还包括冷运及医药、国际、同城急送等，成长空间较大。

图：顺丰2020年营收结构



图：顺丰15-20年营收复合增长26.6%



图：顺丰2020年报首度披露分部报告

单位：亿元					
项目	速运分部	快运分部	其他分部	分部间抵消	合计
对外交易收入	1,233.97	193.37	112.53	-	1,539.87
分部间交易收入	98.72	30.41	65.72	-194.85	-
利润总额/(亏损总额)	122.84	-11.58	-10.64	-0.23	100.39
所得税费用	32.96	-2.49	0.61	-0.01	31.07
净利润/(净亏损)	89.87	-9.08	-11.25	-0.22	69.32
毛利率	18.96%	-0.59%	9.92%	/	16.35%
净利率	6.74%	-4.06%	-6.31%	/	4.50%

注4:公司2020年起披露分部报告,详见“十二节财务报告”附注七(a)。快运分部主要包括快运业务板块,速运分部主要包含时效、经济、医药及冷运、国际等业务板块,其他分部主要包括同城板块、供应链板块、其他孵化新业务及未分配部分。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

证券代码	标的简称	市值(亿元)	PE				PB	归母净利润(亿元)				
		2021/4/23	2019A	TTM	2020E	2021E	2022E	LF	2019A	2020E	2021E	2022E
002352	顺丰控股	2986	49.64	54.99	40.76	62.48	62.48	5.45	57.97	73.26	47.79	47.79
002120	韵达股份	412	11.95	24.08	26.38	19.09	19.09	2.95	26.47	15.63	21.60	21.60
600233	圆通速递	343	18.40	20.44	18.36	15.29	15.29	2.06	16.68	18.67	22.42	22.42
002468	申通快递	134	9.49	361.19	361.19	22.82	18.56	1.52	14.08	0.37	5.86	7.20

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：申通快递采用Wind一致预测数据，2020年盈利为业绩快报数据；顺丰2020年盈利为已公布年报数据

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>