

行业评级

中性

指数走势图



研究所

首席分析师：程毅敏

SAC 登记编号：S134051100001

Email: chengyimin@chinapost.com.cn

分析师：魏大朋

SAC 登记编号：S1340521070001

Email: weidapeng@chinapost.com.cn

快递行业 7 月报：

恶性价格战趋缓，估值渐具吸引力

● 投资要点：

1. 物流行业降本增效成果显著。近年来，通过优化营商环境，提高物流设备智能化水平，改革公路收费等措施，我国物流成本有所下降，效率不断提升，但物流成本相对国外仍高。

2. 快递产业发展区域不平衡，中西部潜力较大。行业季节性明显。

3. 浙江出台快递行业条例或称为政策拐点。直播电商增长强劲，成为电商引流新渠道。快递企业的核心竞争要素包括成本、服务。出色的成本管控能力为通达系铸就“护城河”。

4. 6 月规上快递业务量及快递业务收入均保持高速增长，但增速趋稳。本月实现规上快递业务收入 916.30 亿元，同比增长 14.97%，分地区来看：同城、异地、国际及港澳台分别实现规上快递业务量 13.76 亿件、81.87 亿件、1.78 亿件，同比分别增长 16.72%、33.38%、16.42%。分发件地来看：东部、中部、西部地区规上快递业务量分别为 76.96 亿件、13.83 亿件、6.62 亿件，同比分别增长 28.62%、42.95%、27.52%。7 月份作为行业淡季，且行业基数整体偏高，件量同比增速预计所有收窄。

5. 行业集中度持续提升。快递行业 CR8 为 80.80%，环比提升 0.30pct，同比下降 3.30pct，集中度持续提升，同比降幅持续收窄。

● 估值与投资建议：

快递是中国物流行业最优质资产，买快递，第一买确定性的行业空间，第二则是买优秀企业的管理，而管理的最佳量化指标是单票成本，中低端快递市场的终局将是按照成本管控能力排座次。

中短期看，加盟制快递单件盈利下行的趋势不变。长期来看，只有具备稳健的资产负债表+优秀的融资能力的企业才能扛过快递业出清的发展阶段。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+新兴业态广阔布局下网络延展、壁垒升级的顺丰控股。

● **风险提示:**

疫情发展恶化、行业价格战激化、电商增速下滑、加盟商管控风险、人力成本大幅上涨

目录

1. 中国物流行业前景广阔，但亟需降本.....	6
1.1 需求推动中国物流行业不断升级.....	6
1.2 我国物流成本仍需压降.....	7
1.3 经济增长抬升我国物流企业市值.....	8
2. 快递行业是最具潜力的物流赛道.....	8
2.1 快递业联结一、二、三产.....	8
2.2 快递产业发展区域不平衡.....	11
2.3 快递行业季节性明显.....	12
3. 怎么看当下快递行业？.....	13
3.1 快递行业仍然保持较高的发展速度.....	13
3.2 政策端：浙江出台快递行业条例或称为政策拐点.....	15
3.3 需求端：多元化电商平台助力快递发展.....	17
3.4 供给端：“马太效应”加剧，成本控制为王.....	26
4. 财务分析.....	34
4.1 盈利能力分析.....	34
4.2 偿债能力：中通综合最优.....	35
4.3 营运能力分析.....	35
4.4 估值分析.....	36
5. 趋势展望及投资建议.....	37
5.1 快递行业环境环比乐观，或已出现政策拐点.....	37
5.2 向西、向下、向外、进厂.....	37
5.3 科技助快递行业提质增效.....	38
5.4 投资建议.....	39
6. 风险提示.....	39

图表目录

图表 1: 流通活动中的“四流合一”	6
图表 2: 产业变迁催生更高效的物流	7
图表 3: 2019 年国内外物流成本	7
图表 4: 2019 年中国货运量结构	8
图表 5: 我国供应链物流体系	8
图表 6: A 股主要快递企业的市值变化	8
图表 7: 快递行业产业链	9
图表 8: 揽收	10
图表 9: 中转及干线运输	10
图表 10: 派送	11
图表 11: 2020 年地区快递业务量结构图	12
图表 12: 2020 年地区快递收入结构图	12
图表 13: 行业产能存在明显的季节性	13
图表 14: 双 11 运量与日常有较大差距	13
图表 15: 中国快递发展历史	14
图表 16: 中国物流业景气指数	14
图表 17: 中国物流业景气指数子项	14
图表 18: 中国快递发展指数及同比	15
图表 19: 中国快递发展指数分项	15
图表 20: 近期快递行业的重要政策梳理	16
图表 21: 疫情推动中国新经济快速发展	18
图表 22: 社零总额同比	18
图表 23: 实物商品网上零售额占比	18
图表 24: 网络经济是推动中国新经济发展的重要动能	19
图表 25: 电商渗透逐年加深	19
图表 26: 网购人数仍在高速增长	19
图表 27: 中国电商物流指数	20
图表 28: 三大 APP 月活用户仍缓慢增长	20
图表 29: 主播带货商业价值不断体现	21
图表 30: 直播经济带来企业价值提升	21
图表 31: 直播场景多元化	22
图表 32: 电商直播市场空间可观	23
图表 33: MCN 机构数目增加	23
图表 34: 淘宝为直播电商的绝对龙头	23
图表 35: 淘宝直播的市占率稳居首位	23
图表 36: 中国快递业务量当月值及同比	24
图表 37: 东部地区快递业务量	24
图表 38: 中部地区快递业务量	24
图表 39: 西部地区快递业务量	25
图表 40: 快递业务量地区分布	25

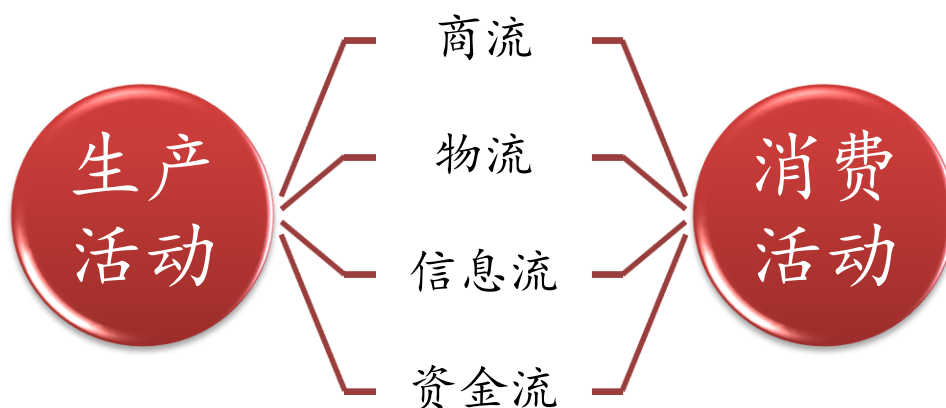
图表 41: 同城快递量当月值.....	25
图表 42: 异地快递当月量	25
图表 43: 国际及港澳台当月快递量.....	25
图表 44: 不同类型快递业务量分布.....	25
图表 45: 行业头部集中化趋势明显.....	26
图表 46: 快递单票价持续下降.....	27
图表 47: 东部地区快递单票价.....	27
图表 48: 中部地区快递单票价.....	28
图表 49: 西部地区快递单票价.....	28
图表 50: 通达系快递业务量常年领先（单位：亿）	28
图表 51: 中通毛利率常年领先.....	28
图表 52: 中通单件收入低于通达系平均水平.....	29
图表 53: 中通单件毛利通达系最高.....	29
图表 54: 顺丰资本支出遥遥领先	29
图表 55: 土地投入	30
图表 56: 分拣中心	30
图表 57: 信息设备	30
图表 58: 运输车辆.....	30
图表 59: 快递业务量区域结构.....	31
图表 60: 快递业务量产品结构.....	31
图表 61: 快递申诉率整体下降.....	32
图表 62: 加盟制模式与直营制模式的区别.....	32
图表 63: 快递企业业务量（单位：亿件）	33
图表 64: 快递企业市占率	33
图表 65: ROE	34
图表 66: ROIC	34
图表 67: 销售净利率	34
图表 68: 经营活动净收益/利润总额(%)	34
图表 69: 资产负债率	35
图表 70: 流动资产/总资产(%)	35
图表 71: 速动比率	35
图表 72: 归属母公司股东的权益/负债合计	35
图表 73: 营业周期(天)	36
图表 74: 存货周转天数(天).....	36
图表 75: 应收账款周转率	36
图表 76: 应付账款周转率(次)	36
图表 77: 快递业 PE-Band	37
图表 78: 快递业 PB-Band	37
图表 79: 科技赋能 EMS.....	38

1. 中国物流行业前景广阔，但亟需降本

1.1 需求推动中国物流行业不断升级

人类社会的活动分位经济活动和社会活动两部分，其中社会活动有政治活动、文化活动、社交活动等，而经济活动有生产、流通和消费三个部分组成，而流通有四部分组成：商流、物流、信息流和资金流。物流作为一种派生需求，以实现货物的空间位移来完成价值。

图表 1：流通活动中的“四流合一”



资料来源：中邮证券研究所

我国国家标准《物流术语》中，对物流下的定义是：“物品从供应地向接受地的实体流动过程。根据实际需要，将运输、储存、装卸、搬运、包装、流通加工、配送、信息处理等基本功能实施有机结合。”

物流作为全社会的成本项，带来生产的专业分工与规模经济，提升经济效率。当今中国经济发展进入工业化后期，传统的以资源红利和人口红利的时代已经结束，未来将进入以价值红利和技术红利的运营管理新时代。这就需靠管理、优化、配置去盘活这些资源，使这些资源发挥出更大的社会价值。

在推进运营管理效率的提升中，物流与供应链是重要的抓手，更是重要的工具。必须以技术为核心，以物流与供应链为杠杆，从相对过剩的资源中获得更大的效益与效率。

图表 2：产业变迁催生更高效的物流



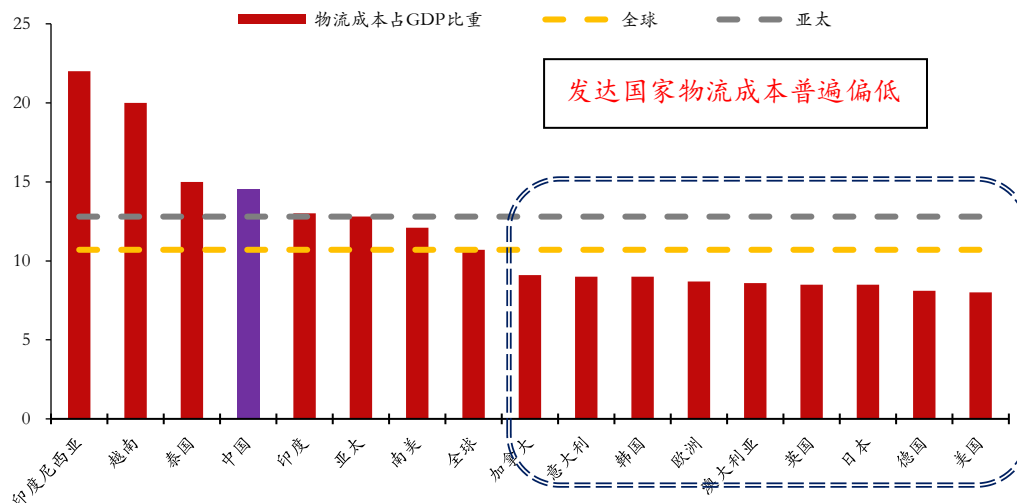
资料来源：JDL，中邮证券研究所

1.2 我国物流成本仍需压降

近年来，尽管全球经济增速放缓、传统产业发展疲软，中国物流行业积极抓住发展机遇成为了中国经济增长的新亮点。2017至2020年，我国社会物流总费用由12.1万亿元上升至14.9万亿元，年复合增长率达7.2%，其占GDP比重一般用来衡量社会物流成本水平及现代化水平。2015年至2020年，我国社会物流总费用与GDP的比率由16.0%下降至14.7%，降低了1.3个百分点，物流行业降本增效成果显著。近年来，通过优化营商环境，提高物流设备智能化水平，改革公路收费等措施，我国物流成本有所下降，效率不断提升。

2019年中国社会物流总额为298.0万亿元，其中工业品占据了九成以上市场。2018年物流总费用占GDP比重为14.8%，而发达国家成本端占比在8%-10%左右，相比之下我国物流业成本控制还有提升的空间。

图表 3：2019 年国内外物流成本

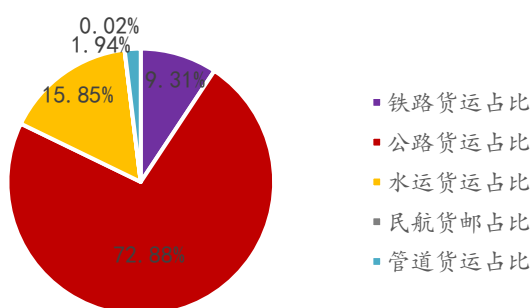


资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

1.3 经济增长抬升我国物流企业市值

公路货运是中国最主要的货物流通模式，2019 年公路货运占整个运输行业运量的 72.88%。

图表 4：2019 年中国货运量结构



资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

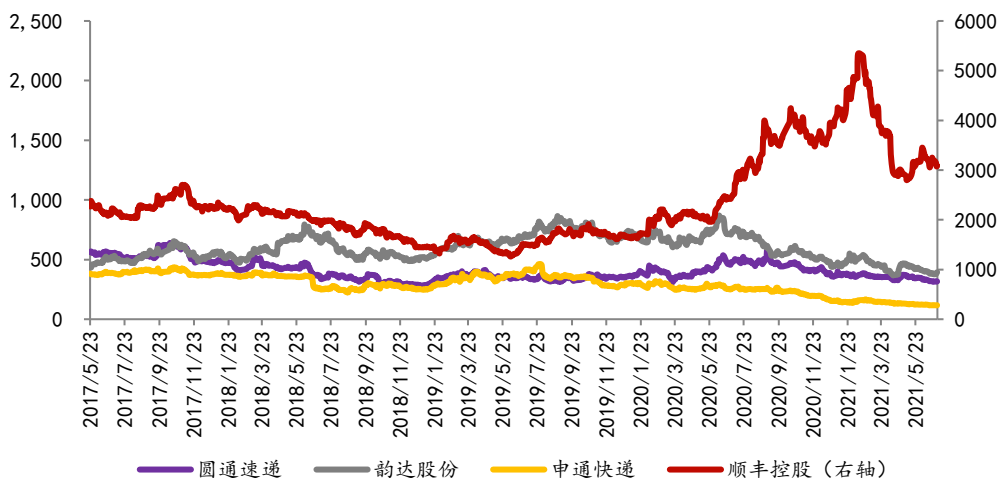
图表 5：我国供应链物流体系



资料来源：罗戈物流，中邮证券研究所

物流业作为交运大行业中的货运部分，近年已成为重要分支。国家经济的增长助推物流企业市值不断抬升。

图表 6：A 股主要快递企业的市值变化



资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

2. 快递行业是最具潜力的物流赛道

2.1 快递业联结一、二、三产

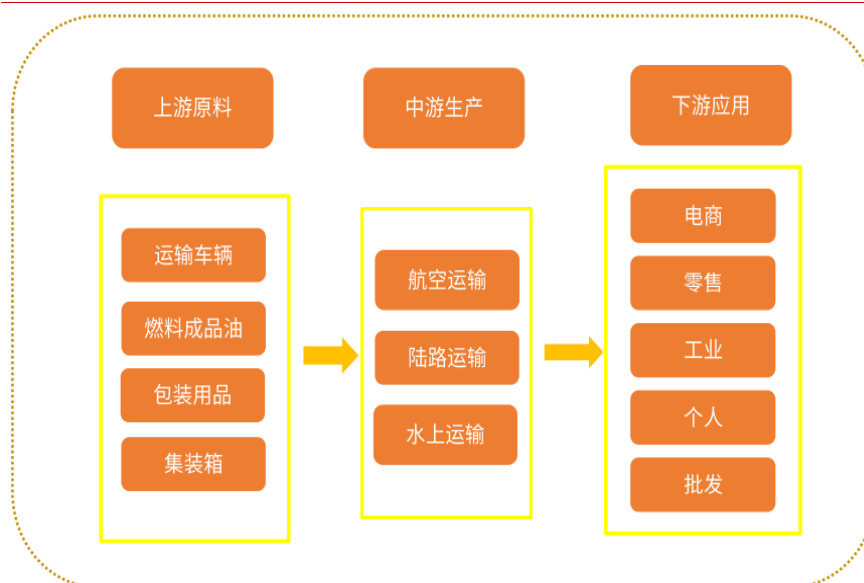
按照《公路汽车货物运输规则》规定，行业内按照 30 公斤、3000 公斤为界限将公路货运分出了快递、零担、整车三个细分子行业。快递运量集中在单票 0-30 公斤的

范围内，基本采用快递公司承运，且随着主要快递网络快递公司上市，行业集中度逐渐提高。

根据艾瑞咨询数据，我国网购市场从 2008 年的 1282 亿元增长至 2018 年的 7.6 万亿元，年复合增速达到+50.4%；我国快递业务量从 2008 年的 15.1 亿件增长至 2018 年的 507 亿件，年复合增速达到+42.1%。

从上下游产业链来看，快递行业连接上游原料、中游生产和下游消费应用，在整个国民经济中起到承上启下的作用，行业极大的受益于国民经济的发展而壮大。快递物流产业是联结第一、第二产业以及国际贸易的新型服务业，一端连着供给侧，一端连着需求侧，具有经济先导、民生保障等特性，在提升经济资源配置效率、推动电子商务经济发展、降低全社会物流总成本、提高国民生活水平等方面发挥着战略支撑作用。

图表 7：快递行业产业链



资料来源：艾媒咨询，中邮证券研究所

从快递的业务环节来看，主要分为揽收、中转及干线运输和派送三大环节。

快件揽收主要由发件人所属区域的加盟商进行，揽件加盟商通过上门揽件、门店收取等方式进行快件揽收；与此同时，公司的信息化平台通过电子面单接入、PDA 扫描等方式获取快件揽收信息并从备选路由数据库自动挑选合适的路由，从而开始对快件生命周期的全程控制与跟踪。快件揽收完成后，揽件加盟商根据快件的目的地信息、尺寸和重量，进行初步分拣、建包，并运送至始发地转运中心。

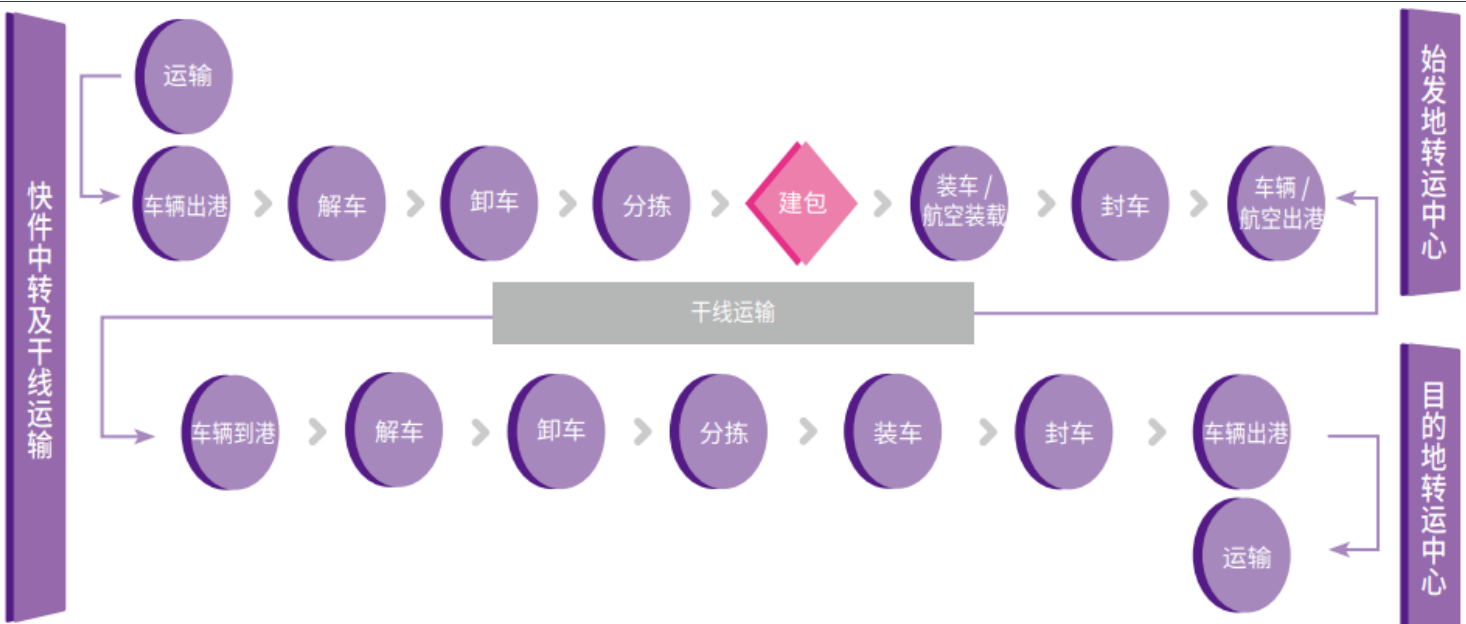
图表 8：揽收



资料来源：圆通年报，中邮证券研究所

快件完成揽收环节工作并运送至始发地转运中心后，由始发地转运中心对揽件加盟商运送的进港快件进行称重、拆包、分拣、建包，并通过航空、汽运或铁路等干线运输方式实现从始发地转运中心至目的地转运中心间的运输；目的地转运中心对进港快件进行拆包，并根据不同的加盟商派送区域进行分拣，实现目的地转运中心与派送加盟商的准确对接。

图表 9：中转及干线运输



资料来源：圆通年报，中邮证券研究所

目的地转运中心完成分拣后，由负责该派送区域的加盟商接收快件，并安排将快件送达至收件人。在快件派送过程中，公司开发的行者系统将为快递员提供建议派送路径，

提高派送效率，并实现公司对全网快递派送及快递员的追踪、调度和管控。

图表 10：派送



资料来源：圆通年报，中邮证券研究所

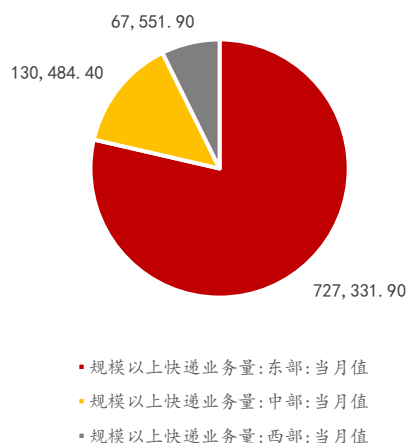
2.2 快递产业发展区域不平衡

受经济发展水平不均衡影响，我国电商产业发展具有明显的区域差异，并由此导致区域之间快递包裹量特别是发件/揽件地业务量差别较大，其中浙江义乌、上海、北京、广州等地具有明显的代表性；同时，受购物季、打折季等电商造节促销因素影响，以及中秋、春节等传统重大节假日带来的消费需求，我国线上消费及包裹量又呈现明显的季节性特征。区域不平衡和季节性特点，客观上对我国快递企业的产能布局、路线优化、成本管控及服务品质等方面构成一定程度的影响。

快递需求和快递企业集中于东部，市场地域区分占比较为稳定。长三角、珠三角和京津冀地区是我国产业集中、经济发展迅速的地区，产业经营水平和居民消费水平都相对较高，快递流出流入持续保持较大的需求；

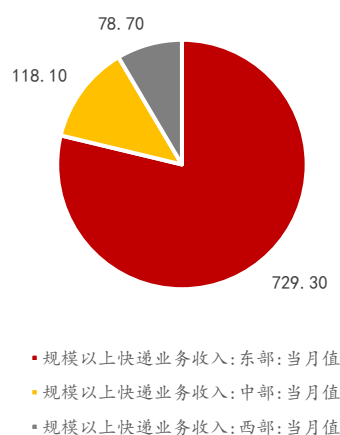
中西部地区经济发展水平相对较低，对于快递流入的需求大于流出需求，造成中西部地区快递业务量和业务收入占比远小于东部地区，但中西部地区快递业务潜力巨大。

图表 11：2020 年地区快递业务量结构图



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表 12：2020 年地区快递收入结构图



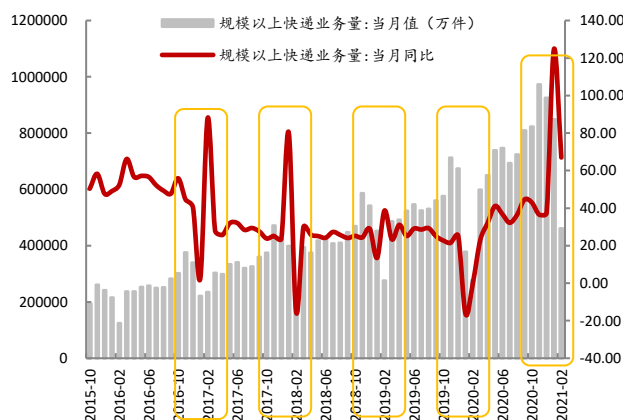
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

根据国家邮政局统计，2020 年，我国东、中、西部地区快递业务量比重分别为 79.4%、13.3%和 7.3%，业务收入比重分别为 79.6%、11.9%和 8.5%。与去年同期相比，东部地区快递业务量比重下降 0.3 个百分点，快递业务收入比重下降 0.6 个百分点；中部地区快递业务量比重上升 0.4 个百分点，快递业务收入比重上升 0.6 个百分点；西部地区快递业务量比重下降 0.1 个百分点，快递业务收入比重基本持平。

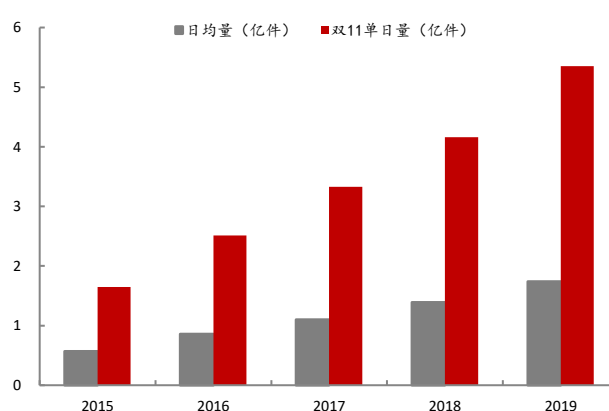
2.3 快递行业季节性明显

我国快递行业受益电商“6.18 购物节”、“双十一”、“双十二”、“年货节”等促销活动和公众年末采购需求的影响，具有季节性特征，景气度基本呈逐月高企趋势，其中：第一季度由于春节假期等原因行业淡季，第四季度受购物节促销等带动是快递行业的旺季，但快递行业的季节性相对稳定，未因业务规模的增加发生明显变化。

快递行业存在明显的季节性和产能冗余，加剧了行业竞争快递行业大部分时间都处于产能过剩的状态下，这是电商行业的销售周期导致的。比较典型的就是电商双节（618 和双 11），特别是双 11 期间，快递订单量会在短期快速膨胀，给快递企业造成巨大的处理压力，而如果处理不好就会带来爆仓，如果观察邮政局发布的月度快递申诉率，就会发现以往每年 11 月起至次年 2 月春节期间都是快递投诉高发期。

图表 13：行业产能存在明显的季节性


资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

图表 14：双 11 运量与日常有较大差距


资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

3. 怎么看当下快递行业？

3.1 快递行业仍然保持较高的发展速度

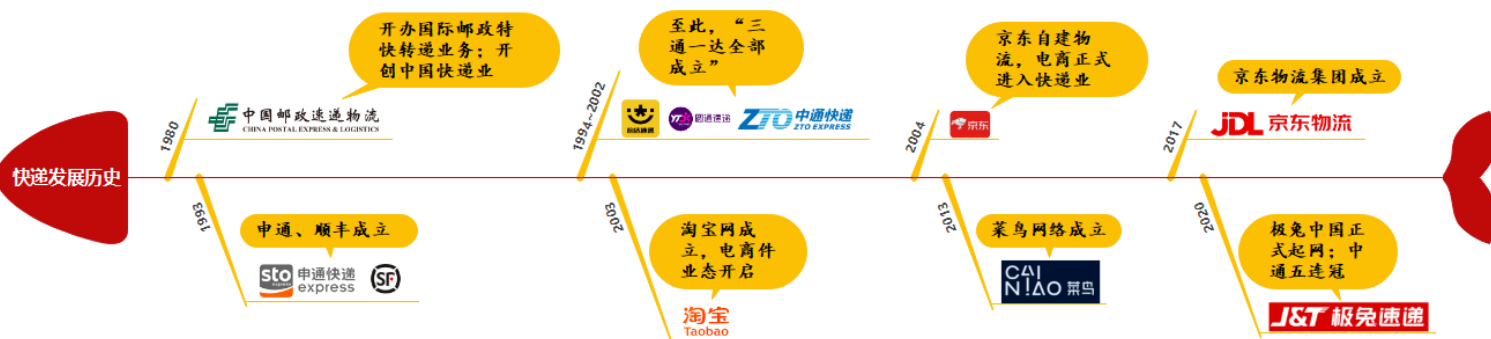
我国邮政先后于 1980 年、1984 年开办了国际、国内特快专递业务，开中国大陆快递业之先河，目前也已具备了一定的规模，其国内业务通达全国县级以上城市，国际业务依赖万国邮联系统和与全球著名的 TNT 集团建立合作代理关系，通达全球 200 多个国家，其进出境通关业务直接在海关设在邮政系统的办事处办理，故可迅速报关、清关，加快了传递时效。

1993 年，王卫带领 6 个人在广东顺德成立了顺丰速递。当时他们靠人背肩扛，往来于香港和内地之间，主要运输商务快件、商务票据、产品样本等。同年，申通快递成立，也是靠人背肩扛，往来于上海和江浙一带运输商务快件。

1994 年宅急送成立，1999 年韵达速递成立，2000 年圆通速递成立，2002 年中通快递成立，2003 年百世快递的前身汇通快递成立……这一批民营企业，为快递业的发展注入强大的生机和活力。

至此，中国快递业进入高速发展的快车道。2020 年，极兔中国正式起网，对看似已经稳固快递市场格局形成了冲击。

图表 15：中国快递发展历史

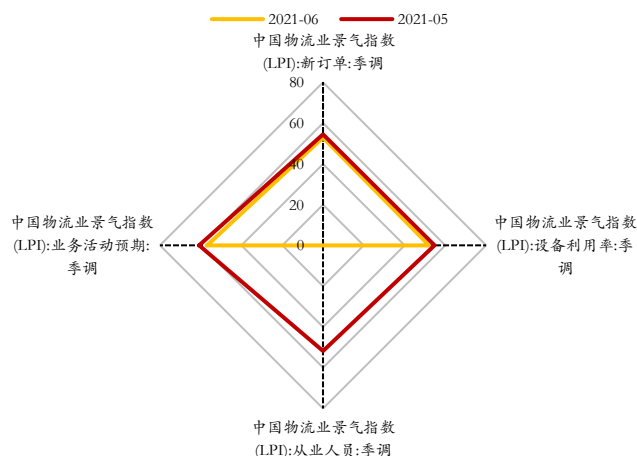
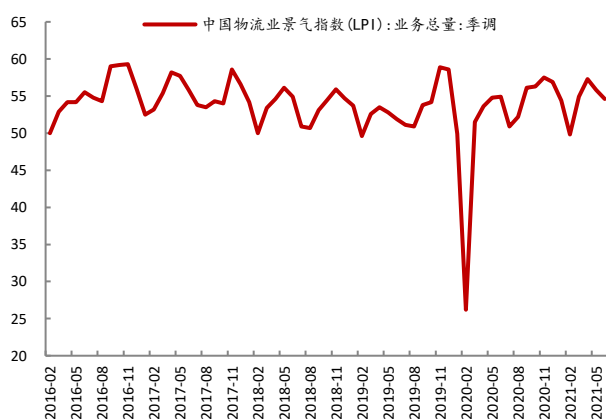


资料来源：中邮证券研究所

2021 年 6 月份中国物流业景气指数为 54.6%，较上月放缓 1.2 个百分点；从分项数据来看，物流业新订单指数小幅回调至 52.9%。

图表 16：中国物流业景气指数

图表 17：中国物流业景气指数分项

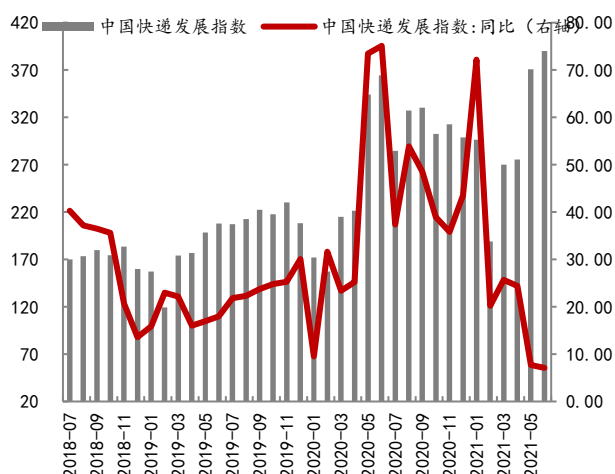


资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

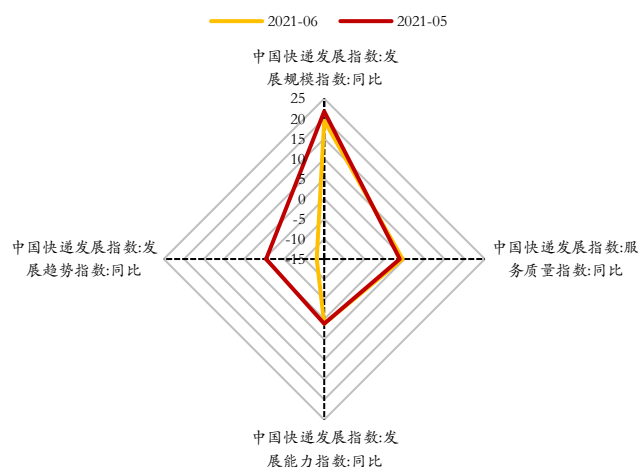
从快递发展指数来看,2021 年 6 月,中国快递发展指数为 390.00 点,较上月的 370.8 有上升,我国快递发展指数整体维持高位运行,行业维持快速发展态势。从分项数据来看,各分项数据环比均有所提升,其中服务质量指数提升较大,至 697 点。

图表 18：中国快递发展指数及同比



资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

图表 19：中国快递发展指数分项



资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

3.2 政策端：浙江出台快递行业条例或称为政策拐点

在新时代背景下，快递产业作为新经济、新服务、新业态的代表，当前正处于信息化、数字化、智能化、智慧化之难得的战略发展机遇期，备受政策红利支持，党和政府及相关监管部门颁布了诸多政策。

国家邮政局发布的《快递业发展“十三五”规划》指出，2020 年我国将基本建成普惠城乡、技术先进、服务优质、安全高效、绿色节能的快递服务体系，形成覆盖全国、联通国际的服务网络。

2021 年 1 月，交通运输部发布了《关于服务构建新发展格局的指导意见》，提出了“现代交通物流体系加速完善”的发展目标；2020 年 4 月，国家邮政局及工业和信息化部联合发布《关于促进快递业与制造业深度融合发展的意见》，提出促进快递业与制造业深度融合的发展格局，做优做大供应链服务。物流行业作为我国经济发展的重点关键领域，未来前景广阔。

2020 年 3 月发布《邮政强国建设行动纲要》（以下简称《纲要》），描绘了我国邮政业站在新起点、踏上新征程、到本世纪中叶全面建成人民满意、保障有力、世界前列的邮政强国的宏伟蓝图。届时，我国邮政业将具备全球化网络、提供全产业服务，普惠水平、规模质量、综合贡献位居世界前列。《纲要》明确，在 2020 年建成与小康社会相适应的现代邮政业的基础上，分两个阶段建设邮政强国。第一阶段到 2035 年，基本建成邮政强国，实现“四化”“两跃升”，即网络通达全球化、设施设备智能化、发展方式集约化、服务供给多元化，邮政业规模体量和高质量发展大幅跃升。同时，邮政业收入占国内生产总值的比重与发达国家相当，部分地区和重点领域发展水平达到世界前列。第二阶段到本世纪中叶，全面建成邮政强国，实现“双全”和“三个前列”，即我国邮政业具备全球化网络、提供全产业服务，普惠水平、规模质量、综合贡献位居世界前列。2020 年 4 月，国家邮政局、工业和信息化部印发了《关于促进快递业与

制造业深度融合发展的意见》，指出要探索建立符合我国国情的物流业制造业融合发展模式，推动快递业提升服务能力，健全产品体系，创新发展供应链，构建与制造业高质量发展相适应的快递物流服务体系，形成快递业与制造业深度融合的发展格局。

2020年4月9日，国家邮政局发布《快递进村三年行动方案》，到2022年底，我国建制村基本实现“村村通快递”。目前，全国几乎所有的县级以上城市都有快递网点，全国96.6%的乡镇已经建有快递网点，有26个省（区、市）实现了乡镇快递网点全覆盖。

2020年5月，国家发展改革委和交通运输部联合发布了《关于进一步降低物流成本的实施意见》，指出加快发展智慧物流，积极发展绿色物流。并且要深化关键环节改革，降低物流制度成本。

2020年8月，交通运输部《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》中明确了“打造融合高效的智慧交通基础设施”的任务，对于“智慧邮政”方面要推广邮政快递转运中心自动化分拣设备、机械化装卸设备。

2020年9月，国务院办公厅发布了《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》指出“加快建设国际寄递物流服务体系，统筹推进国际物流供应链建设，降低物流成本。”国家发展改革委、工业和信息化部等14部门联合印发了《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》，提出到2025年，物流业在促进实体经济降本增效、供应链协同、制造业高质量发展等方面作用显著增强，要“探索建立符合我国国情的物流业制造业融合发展模式”。

我国最新发布的“十四五规划”和二〇三五年远景目标指出，要加快发展现代物流等服务业，构建现代物流体系，加快推进服务业数字化。中国物流行业要重点着力于智慧物流的深化应用、物流供应链模式创新、可持续发展的绿色低碳物流等方面的建设，推动中国物流行业进入转型升级新时期。

图表 20：近期快递行业的重要政策梳理

时间	文件或会议	主要内容
2020年1月	《关于服务构建新发展格局的指导意见》	提出了“现代交通物流体系加速完善”的发展目标；
2020年3月	《邮政强国建设行动纲要》	在2020年建成与小康社会相适应的现代邮政业的基础上，分两个阶段建设邮政强国
2020年4月	《快递进村三年行动方案》	到2022年底，我国建制村基本实现“村村通快递”。
2020年4月	《关于促进快递业与制造业深度融合发展的意见》	促进快递业与制造业深度融合的发展格局，做优做大供应链服务

2020 年 4 月	《浙江省快递业促进条例（草案）》	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
2020 年 5 月	《关于进一步降低物流成本实施意见》	从“制度、要素、税费、信息和综合成本”等 5 个维度提出了 24 项重点工作共 35 项具体举措
2020 年 8 月	《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》	明确了“打造融合高效的智慧交通基础设施”的任务
2020 年 9 月	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	“加快建设国际寄递物流服务体系，统筹推进国际物流供应链建设，降低物流成本。”

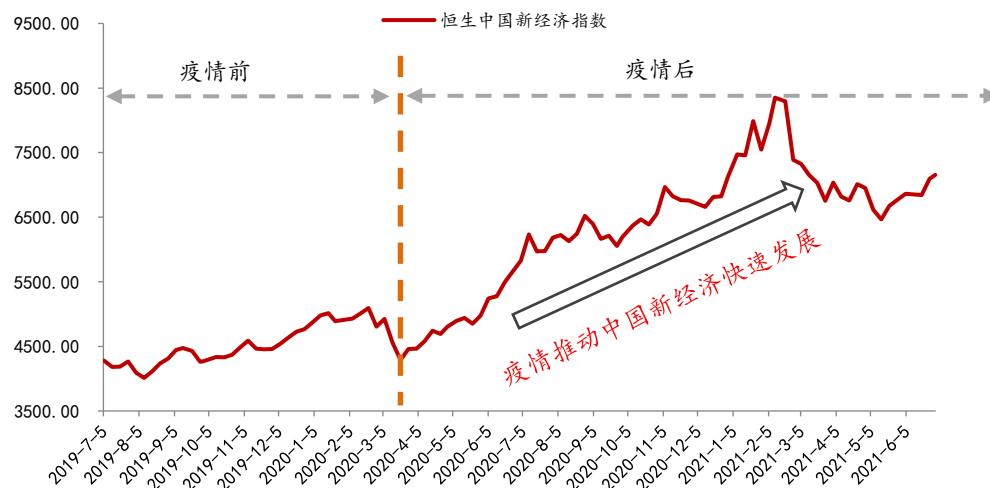
资料来源：中邮证券研究所

3.3 需求端：多元化电商平台助力快递发展

快递行业作为我国新经济的代表产业之一，已成为经济社会运行的重要基础设施，在“双循环”发展格局下大力促进经济发展内循环，刺激国内消费市场，快递作为国内消费的重要环节，亦将迎来重要的发展契机；同时，2020 年新冠肺炎疫情蔓延全球，快递行业率先摆脱新冠肺炎疫情影响，业务运营相对稳定，业务规模持续稳定扩大。2021 年，旺盛的消费需求持续释放，将助推快递行业规模继续稳定增长，国家邮政局预计 2021 年快递业务量完成 955 亿件，同比增长 15%。

2016 年，“新经济”首次被写入政府工作报告，成为中国未来经济可持续发展的重要力量。据恒生新经济指数显示，新经济经历了疫情后的大幅发展。从更长的历程来看，近年来中国网络经济营收规模的增速显著高于 GDP 的增速，是推动中国经济高速发展的重要动能。

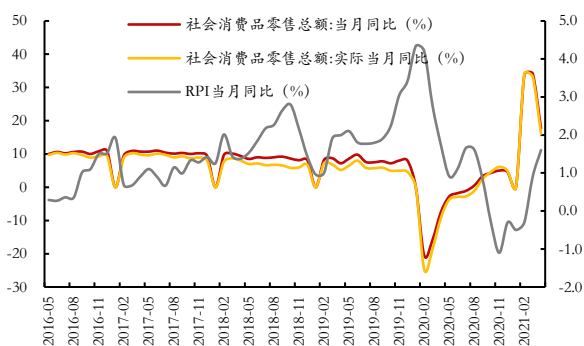
图表 21：疫情推动中国新经济快速发展



资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

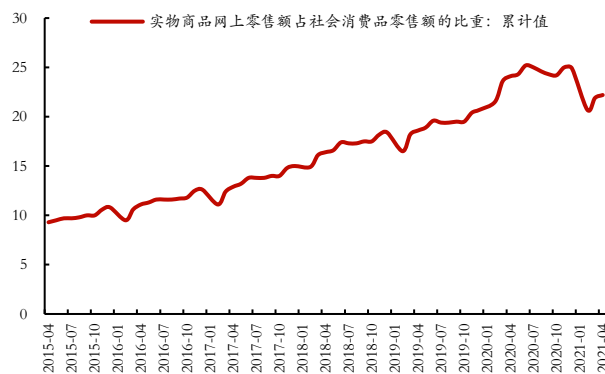
2021 年 6 月社会消费品零售总额同比增长 12.1%，较 2019 年同期增长 10.0%，两年平均增速为 4.9%，较 5 月上升 0.4 个百分点，连续第 2 个月上行。其中，除汽车以外的消费品零售额增长 13.1%。

图表 22：社零总额同比



资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

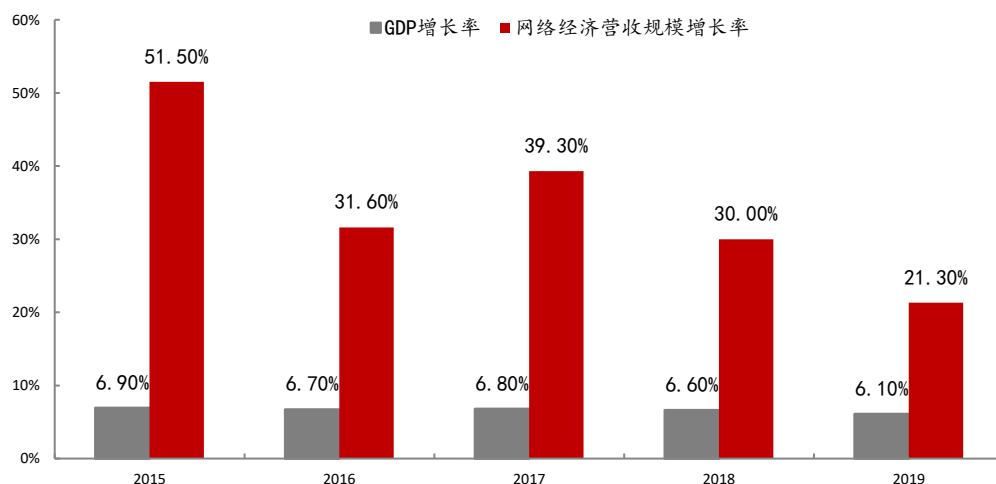
图表 23：实物商品网上零售额占比



资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

互联网让人类社交方式突破了时空限制，开创了社交新纪元。在互联网基础设施建设、移动终端设备普及和政府“提速降费”红利政策等因素积极推动下，我国网络用户、网络购物用户、网络支付用户三项数据连续多年保持着持续增长态势。

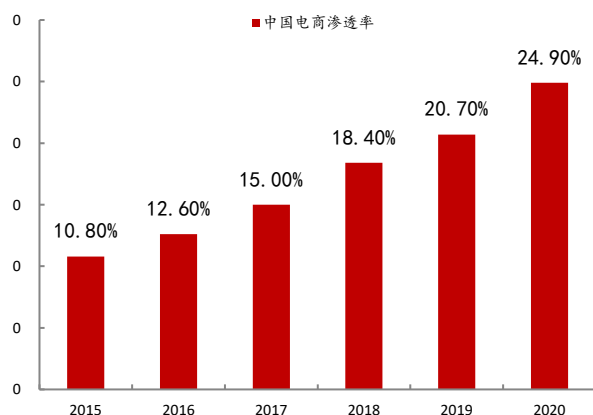
图表 24：网络经济是推动中国新经济发展的重要动能



资料来源：艾瑞咨询，中邮证券研究所

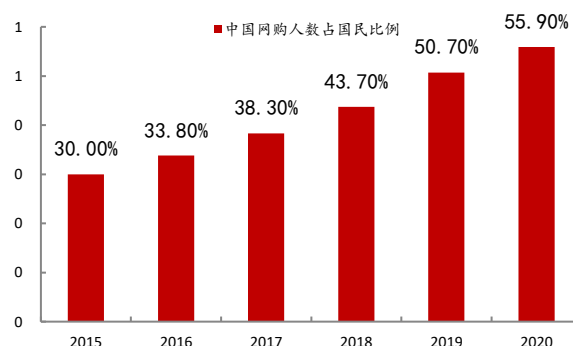
快递行业的需求主要来自电商件、商务件和个人件。其中 2018 年电商件的占比已接近 80%。我们认为，当前传统电商 GMV 增速稍有回落，但中国互联网与网购渗透率尚有空间。电商消费下沉与跨境电商发展带来新增量，电商件空间依旧可观：（1）不同品类商品网购渗透率提升仍能推动传统电商平台实现较快速的增长；（2）拼多多等新型电商进一步挖掘了中低端网购需求且正迅速扩张；（3）快递市场内部结构发生变化，中西部以及国际快递市场增长提速，贡献新增量。

图表 25：电商渗透逐年加深



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

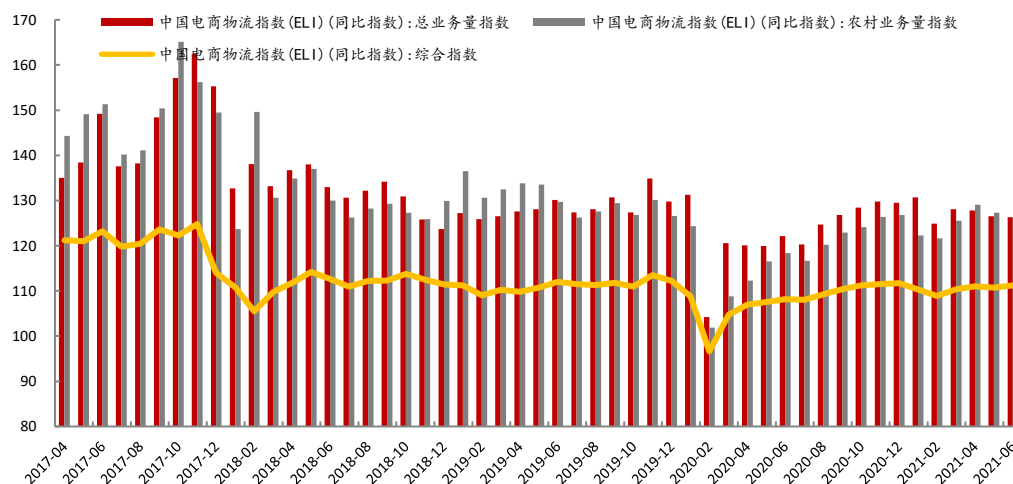
图表 26：网购人数仍在高速增长



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

6 月电商物流综合指数小幅上涨，录得 111.20，仍处于高位运行。农村电商物流业务量指数录得 126.50，反应了农村电商物流的旺盛需求。

图表 27：中国电商物流指数

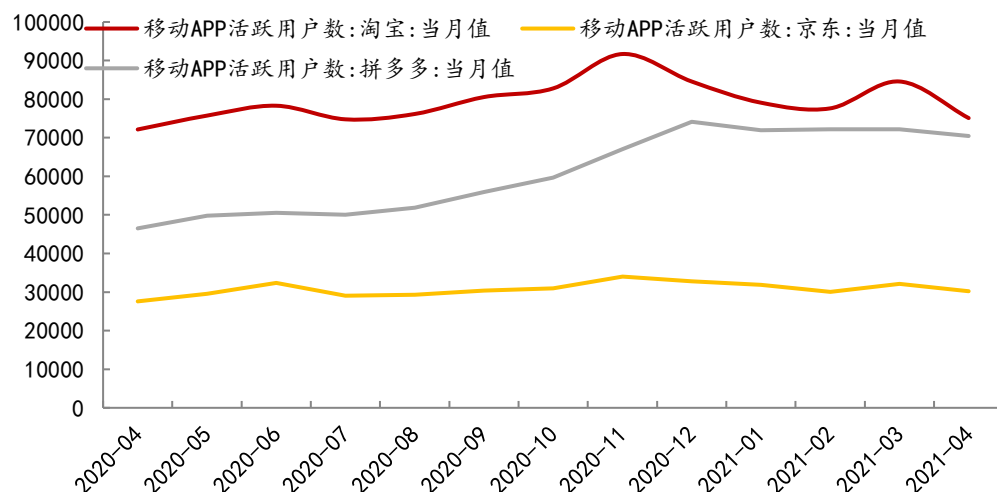


资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

据中国互联网络信息中心发布的《第47次中国互联网络发展状况统计报告》，截至2020年12月，我国网络购物用户规模达7.82亿，较2020年3月增长7215万，占网民整体的79.1%；手机网络购物用户规模达7.81亿，较2020年3月增长7309万，占手机网民的79.2%。

在移动互联网全民化浪潮及人均可支配收入持续增长背景下，我国网络用户、网络购物用户还有较大的渗透空间，移动互联网技术的应用已进入全民化时代，超过10亿人口的网络用户将长期释放庞大的网购市场红利。

图表 28：三大 APP 月活用户仍缓慢增长



资料来源：艾瑞咨询，中邮证券研究所

以直播为代表的电商平台日益多元化

电子商务的持续繁荣是快递行业稳定增长的基础。在新冠肺炎疫情影响下，无接触经

济迅速发展，消费者对网络购物的接受程度和依赖程度大幅提高，线上渗透率持续攀升，呈现出了全新的、平台多元化的网络购物新生态。一方面，淘宝、京东商城、苏宁易购等第一代大型综合电商平台稳健发展；另一方面，以拼多多、微商等为代表的第二代新型电商平台快速聚拢起已经成熟化的庞大网购用户流量；同时，一批小而美、模式独特的垂直电商也不断涌现，如：以小红书等为代表的基于消费体验的“种草”传播，开启了我国电商发展的新阶段。“网红经济”等新发展模式保持良好发展态势，贡献了大批增量快件寄递需求。

传统电商流量增速放缓，新媒介成为引流的重要渠道

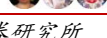
随着快手、抖音、哔哩哔哩等视频大平台娱乐流量的有效转化，粉丝经济、网红经济、直播经济爆炸式发展，公/私域流量下的直播带货已经成为高度产业化的“现象级”营销模式。尤其是疫情期间，“宅经济”普及，直播全面走向日常生活，形成了带动消费的爆发性增长的新兴市场。2020年上半年，疫情的出现推动了直播对电商交易的渗透，直播的现实感赋予了网红带货产品的广泛性，两大方面的直播元素得到了极大的发展。一是直播的主播角色，从KOL与网红到明星、企业家、店主店员，掀起了全民直播的浪潮；二是直播带货的产品丰富多元，万物皆可播，包括但不限于汽车、餐饮、家具、家电、美妆、服装、数码、日用品等。

图表 29：主播带货商业价值不断体现

排名	红人	所属平台	粉丝数	商业价值①
1	 薇娅viya	淘宝	8183.63万	83.08亿
2	 李佳琦Austin	淘宝	4905.22万	66.91亿
3	 雪梨 Cherie	淘宝	2868.77万	19.94亿
4	 小米官方旗舰店	淘宝	4044.02万	8.7亿
5	 Timor小疯	淘宝	795.48万	8.19亿
6	 蛋蛋29号进口零食美妆节	快手	3338万	7.47亿
7	 驴嫂平荣7点直播	快手	2480.3万	6.01亿
8	 辛有志 辛巴 818	快手	8605.8万	6亿
9	 烈儿宝贝	淘宝	1416.99万	5.66亿
10	 娃娃每晚7点服饰大上新	快手	2625.6万	5.63亿

资料来源：小葫芦，中邮证券研究所

图表 30：直播经济带来企业价值提升

排名	机构名称	代言红人	商业价值(元)
1	 谦寻文化		541.31亿
2	 美one		404.68亿
3	 巴都娱乐		127.85亿
4	 宸帆		126.26亿
5	 愿景娱乐		87.02亿
6	 小象大鹅		67.95亿
7	 梅美		54.26亿
8	 枫宸		49.11亿
9	 君盟		43.64亿
10	 达达克		38.42亿

资料来源：小葫芦，中邮证券研究所

直播电商市场空间广阔，显示强大的流量威力

2018年，头部短视频平台开始尝试布局电商带货业务，在用户习惯养成和商家品效合一需求的共同推动下，直播电商于2019年高速增长。网络直播已经成为“线上引流+实体消费”的数字经济新模式，带动电商直播产业蓬勃发展。

图表 31：直播场景多元化

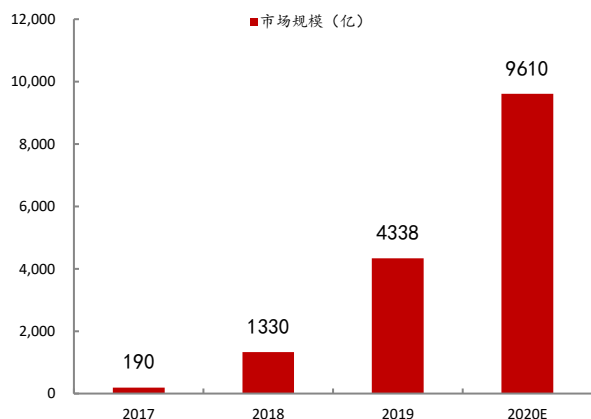


资料来源：中邮证券研究所

根据商务部统计数据显示：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 5703 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。

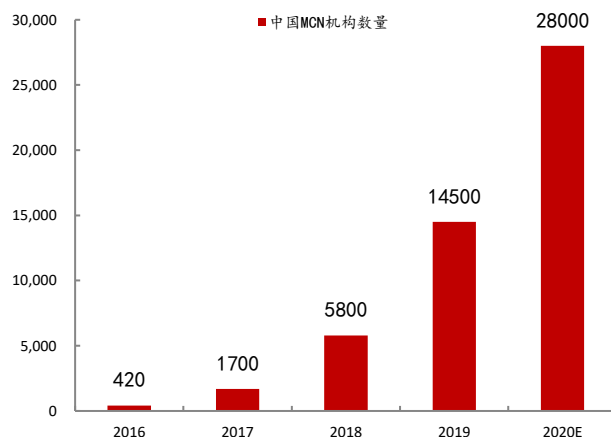
据艾媒咨询测算 2017-2020 直播电商行业市场规模分别为 196 亿元、1354 亿元、4338 亿元和 9610 亿元，市场规模三年增长率高达 49 倍。因此，随着 5G 技术覆盖率提升以及疫情对居民消费场景、消费习惯的改变，基于“宅文化”下直播网购所呈现的娱乐性、互动性、体验性优势，预计电商直播将具备较大发展空间，可以说网红带货已经成为打开新经济大门的新钥匙，已经成为刺激网络消费增长的新动能。

图表 32：电商直播市场空间可观



资料来源：艾媒咨询，中邮证券研究所

图表 33：MCN 机构数目增加

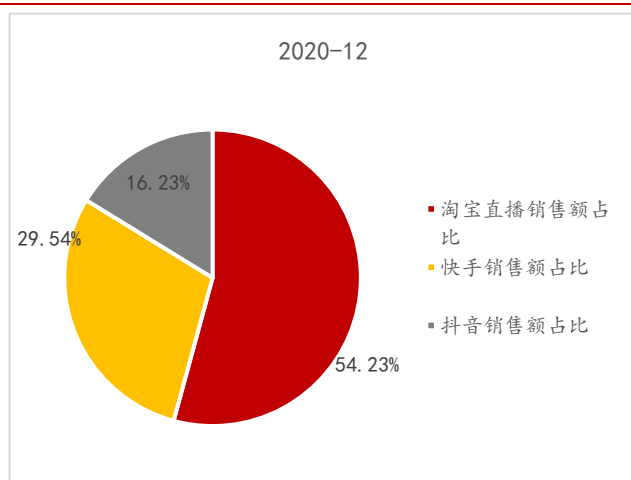


资料来源：21 数据新闻实验室，中邮证券研究所

淘宝直播占据半壁江山，通达系直接受益

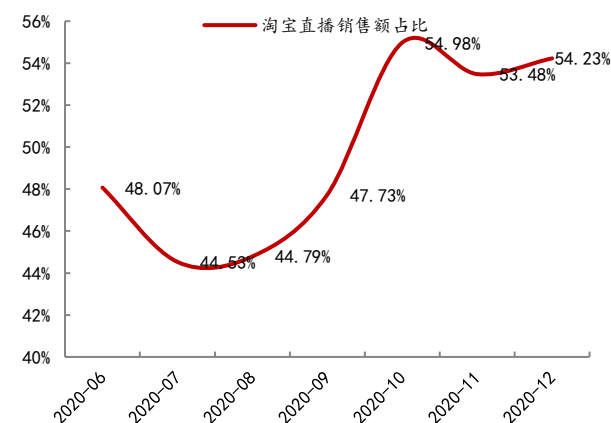
从 20 年 12 月的销售额来看，淘宝直播因其起步早、体量大、拥有顶流带货主播、受众垂直，不管是总销售额还是客单价比，都是绝对的行业龙头。作为“通达系”的上游流量来源，直接为通达系赋能。据市场数据估算，淘宝 20 年 12 月份市占率为 54.23%，稳居龙头地位。

图表 34：淘宝为直播电商的绝对龙头



资料来源：小葫芦，中邮证券研究所

图表 35：淘宝直播的市占率稳居首位



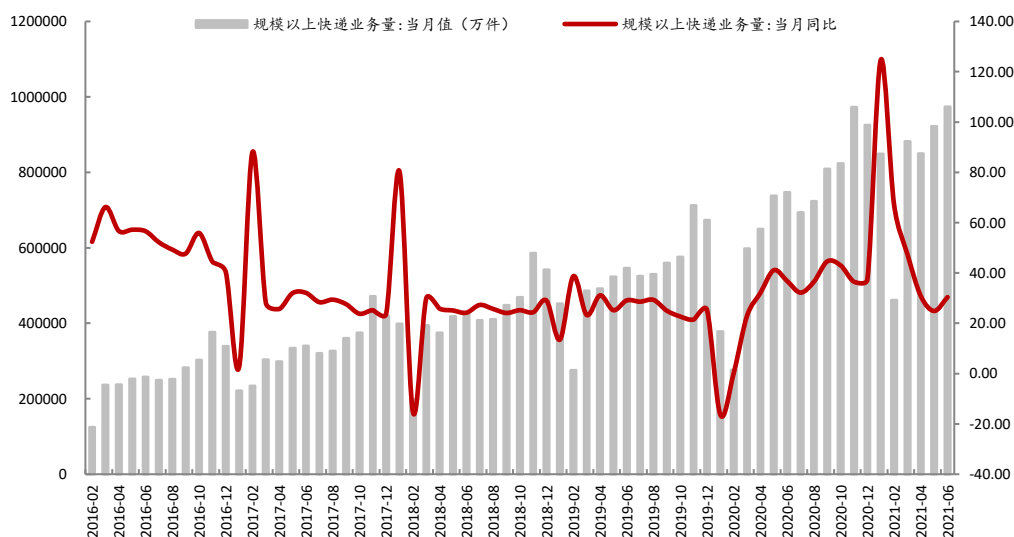
资料来源：小葫芦，中邮证券研究所

随着 2020 年《网络直播营销行为规范》的出台，之前困扰行业的刷单等乱象有望得到整治，违规套利的机构和个人逐步被淘汰，直播行业将迎来良性发展。

快递行业业务量 6 月仍保持高速增长

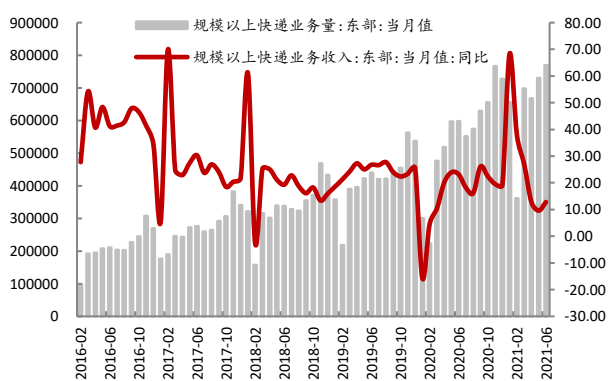
2021 年 6 月，6 月快递业务量 97.4 亿件，同增 30.4%，增速略超预期。

图表 36：中国快递业务量当月值及同比



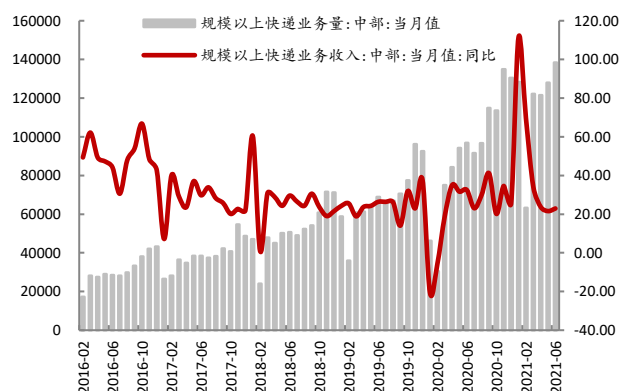
资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

图表 37：东部地区快递业务量



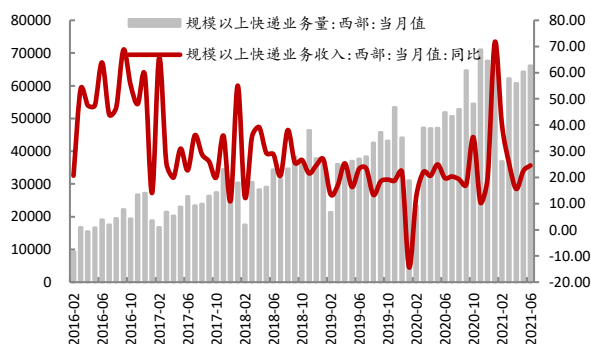
资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

图表 38：中部地区快递业务量



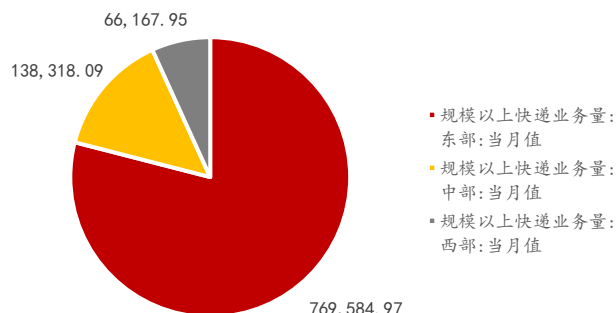
资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

图表 39：西部地区快递业务量



资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

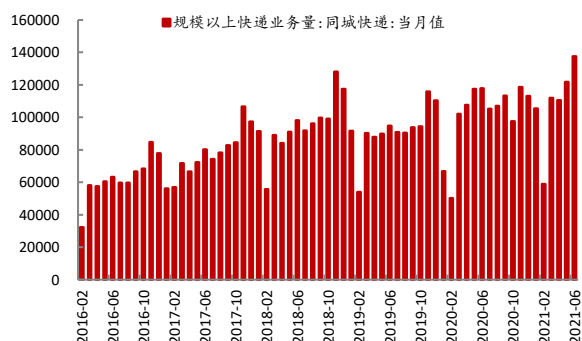
图表 40：快递业务量地区分布



资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

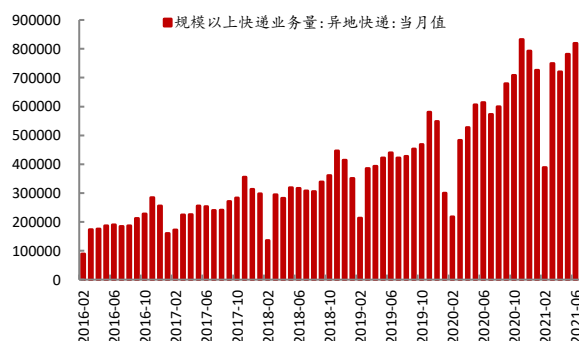
分类型看，2021 年 6 月，同城、异地、国际件量分别同增 16.7%、33.4%和 16.4%。

图表 41：同城快递量当月值



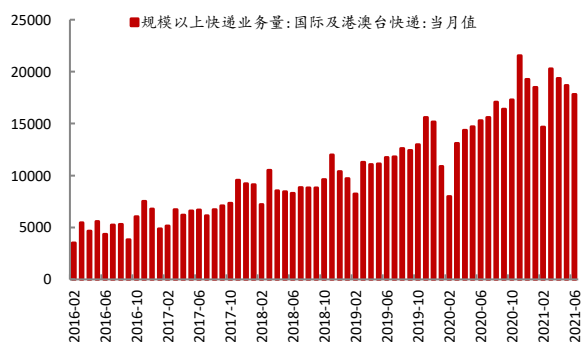
资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

图表 42：异地快递当月量



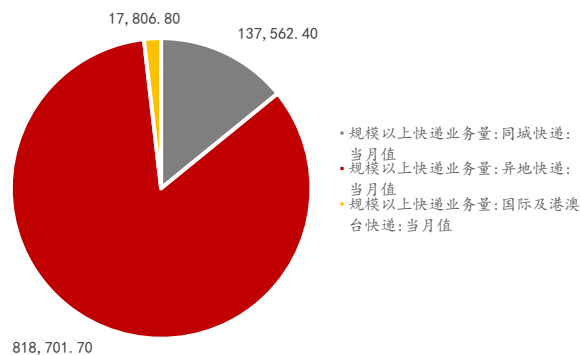
资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

图表 43：国际及港澳台当月快递量



资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

图表 44：不同类型快递业务量分布



资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

3.4 供给端：“马太效应”加剧，成本控制为王

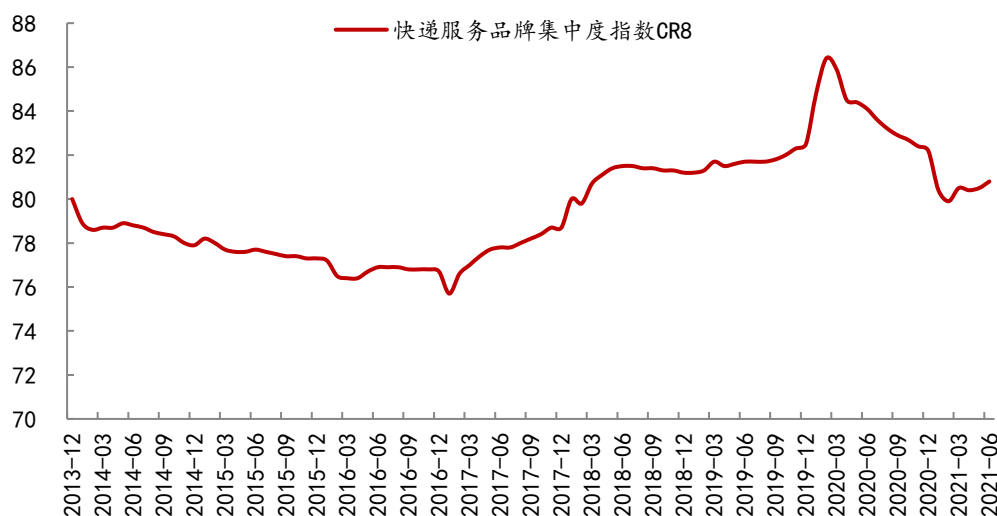
在新进入者低价竞争以及头部快递企业规模化、集约化发展优势冲击下，伴随着主动或被动式的差异化发展及越来越高的行业壁垒，部分快递企业的生产经营活动正面临困难，特别是在核心资产投入、科技创新、融资能力、管理管控、网络均衡性等方面遭遇困境，导致获取包裹的能力不足，盈利能力越来越差，经营现金流日趋紧张，网络的稳定性明显下降，生存空间持续萎缩。

从品牌数量、产能建设、获量能力及市场份额角度看，目前低质效的二三线快递产能已基本出清，头部企业之间的发展格局也已经呈现出“份额下滑-份额维持-份额进取”的持续分化梯度，“马太效应”越来越明显。

回顾国内快递发展历史，16 年之前行业 CR8 经历了一段较长时间的下降，那段时间快递行业业务量增速维持在 50% 以上，给予了中小快递一定的发展空间。但 17 年开始，由于行业增速下移至 25%-30% 一线，中小企业所面临的经营压力陡然增大，大量中小快递倒闭，CR8 转而上升。当下仍处于行业提升集中度，出清的阶段。

从 6 月的 CR8 数据来看，本月环比提升 0.3 至 80.8。极兔业务体量的持续提升，已经被纳入前八进行统计，故 CR8 重回上升通道。

图表 45：行业头部集中化趋势明显



资料来源：Wind，中邮证券研究所

成本是快递企业最深的“护城河”

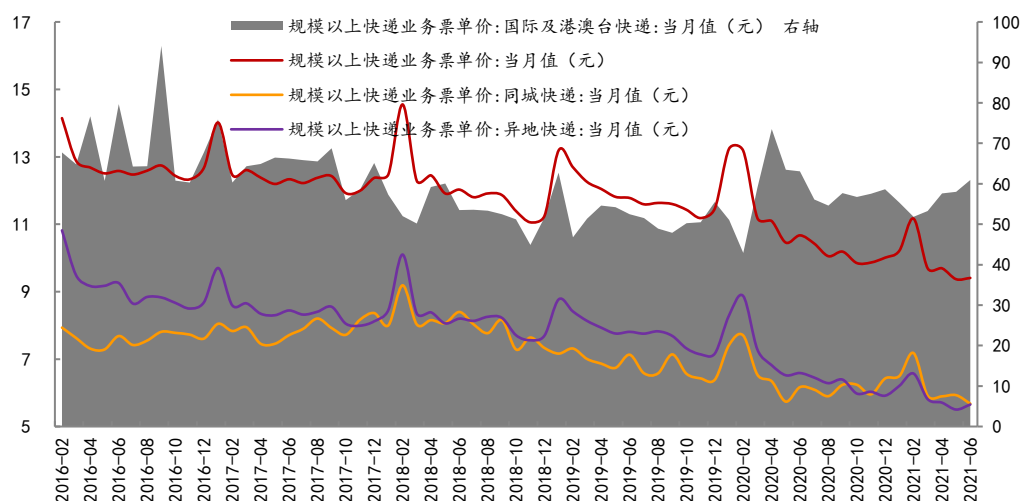
成本管控为企业核心竞争优势。快递行业规模效应逐步突显、快递轻量化以及大加盟商直跑降低了总部成本，同时单票快递收入下降。目前，标准快递方面，头部快递企业日均单量已超过 4000 万票，剔除派费后的单票运输中转成本已降至 0.9 元以下，且未来将持续呈现明显的规模效应和集约效应。

当前单票市场价格持续下降，成本管控能力强、现金流充裕的公司将在这场价格马拉松中胜出。

6 月快递单价略有回升，其中异地快递和国际件单价幅度相对较大，异地件和国际件

分别回升 0.15 元、2.9 元。

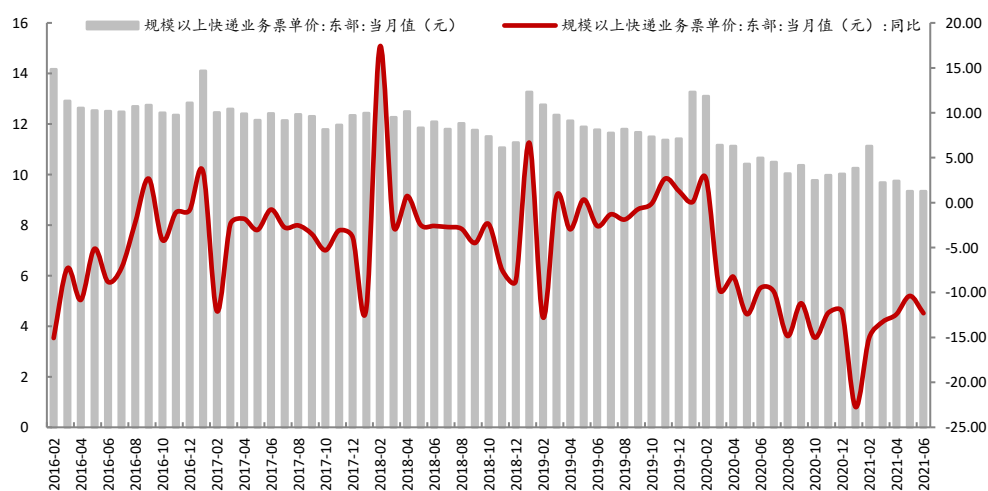
图表 46：快递单票价持续下降



资料来源：Wind，中邮证券研究所

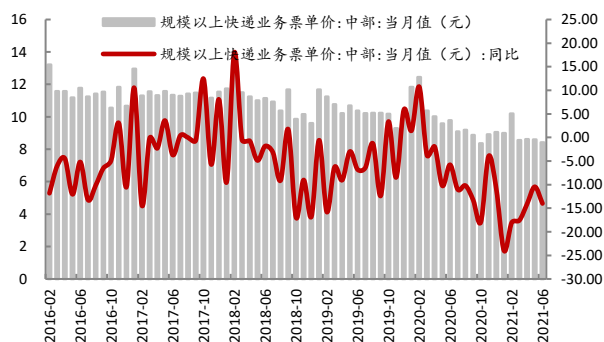
分区域来看，2021 年 6 月东部、中部、西部快递单价分别 9.35、8.41、12.18 元，西部地区单价提升幅度最大，环比提升 0.82 元。

图表 47：东部地区快递单票价



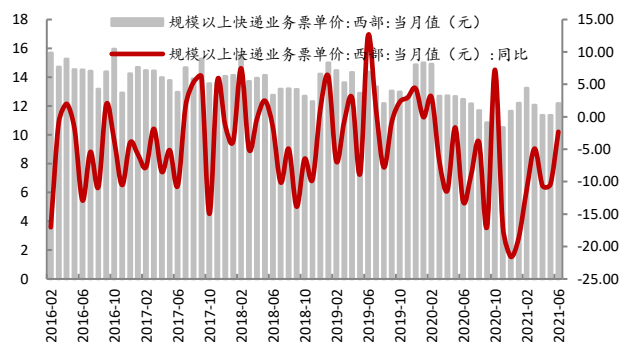
资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

图表 48：中部地区快递单票价



资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

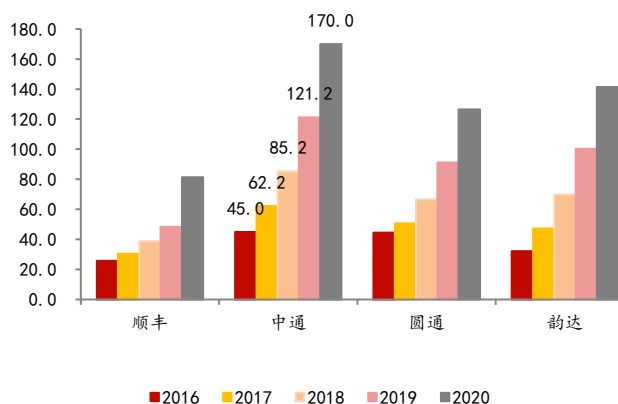
图表 49：西部地区快递单票价



资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

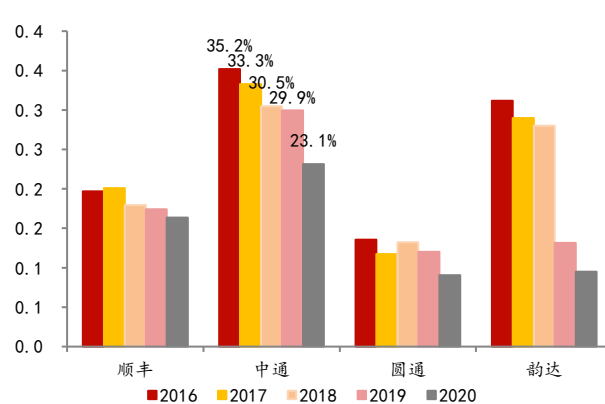
中通常年重视成本管理，历年来投入了大量固定资产投资，凭借规模最大的自有车队、最高自营率、数量最多的大运力牵引车和最大快递量带来的规模效应，中通单票运输成本成为业界最低。当前价格承压的快递市场，中通、韵达成本优势淋漓展现。结合对通达系单票成本的拆分与总结，中通单票成本最领先，韵达比中通稍高，中通的毛利率维持在行业领先地位。

图表 50：通达系快递业务量常年领先（单位：亿）



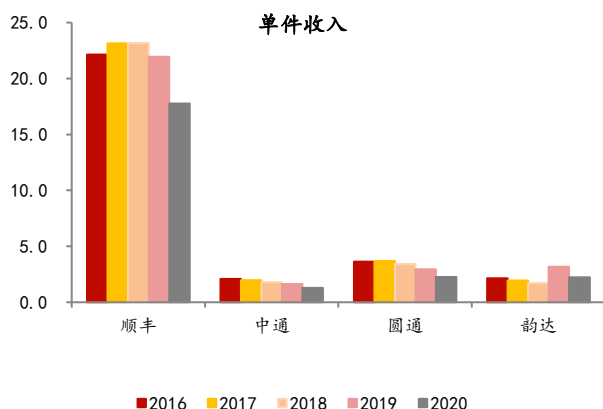
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 51：中通毛利率常年领先

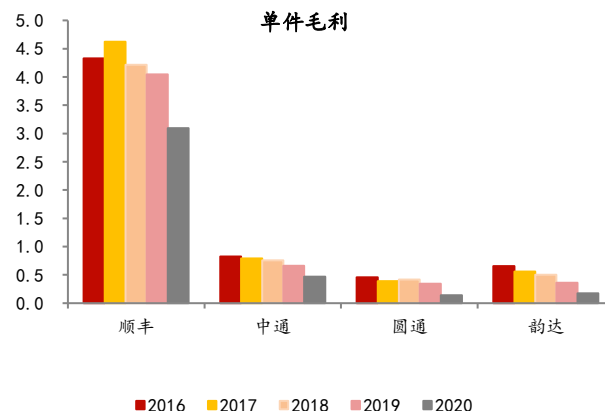


资料来源：Wind，中邮证券研究所

通达系中，中通虽然单件收入不高，但单件毛利位居通达系榜首，也反应了其成本控制的优秀。

图表 52：中通单件收入低于通达系平均水平


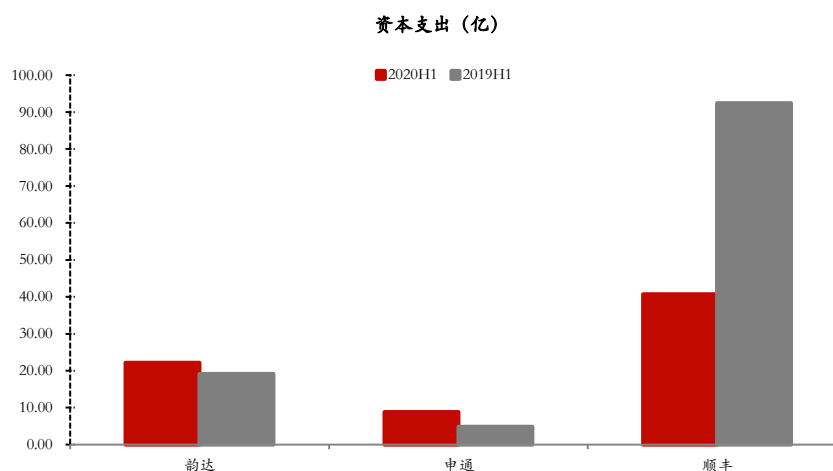
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 53：中通单件毛利通达系最高


资料来源：Wind，中邮证券研究所

持续的资本支出强化企业优化成本的能力

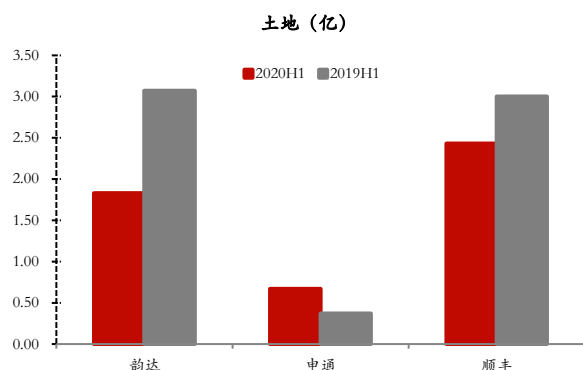
从发展历史上来看，技术路径上，物流业沿着手工化=>机械化=>自动化=>智能化路径发展，和工业生产的四个阶段依次匹配。当今的中国物流正处于第三阶段向第四阶段转型的进程中。智能化的升级必然伴随着大量的资本投入，持续领先的投入将大幅提升产能和未来成本优化空间。行业头部企业已形成“资本开支扩大→成本下降→业务量上升→规模效应带来成本进一步下降”的良性循环，后来者难以赶超。

图表 54：顺丰资本支出遥遥领先


资料来源：Wind，中邮证券研究所

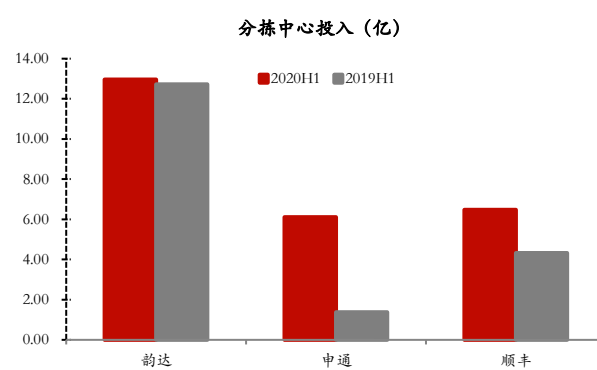
按土地、分拣中心、信息设备和运输车辆来拆分资本支出的细项，顺丰在信息设备的投入上远远高于同行，土地上的资本支持处于行业领先地位，其余则处于行业中等水平。

图表 55：土地投入



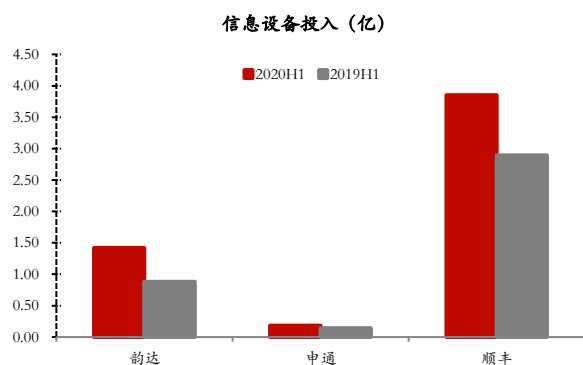
资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

图表 56：分拣中心



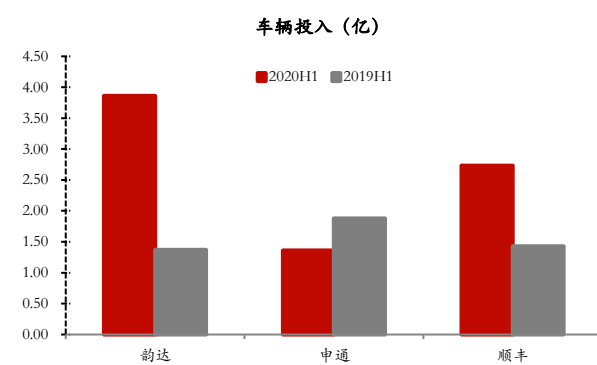
资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

图表 57：信息设备



资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

图表 58：运输车辆



资料来源：WIND 资讯，中邮证券研究所

极兔带来的启示：快递市场没有不可逾越的护城河，只有相对的竞争优势

在中国，极兔从去年 3 月多份起网，公开数据显示，仅仅经过 1 年烧钱发展，2020 年 6 月、10 月以及 2021 年初，极兔日单量分别达到 500 万、1000 万、2000 万的里程碑。在快递行业，这样的增长速度是“不可思议”的。中通曾耗时两年，完成从 1000 向 2000 万日单量的飞跃，并因此成为行业内首家突破 2000 万日单的快递企业；但从 0 到 2000 万日单，极兔前后花了不到一年。截至目前，极兔基本达到快递行业公认的盈亏平衡线。

资本看好极兔主要三点：

- 1、极大的想象空间和潜力。自 2015 年 8 月成立的短短两年时间，极兔就成为东南亚市场单量第二、印尼快递行业单日票量第一的公司。极兔目前业务覆盖印尼、马来西亚、泰国、新加坡等多个国家，已跃居东南亚第一大电商快递公司。
- 2、完善的业务布局和强大的竞争能力建设。极兔已完成快递、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。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。在国内，在全国投产 77 个转运中心，搭建 350 多组自动化矩阵，最大化地缩短快件的中转时长。已初步建立覆盖全国的服务网络，高密度的网点，100% 全省市覆盖。拥有 2500+ 干线运输车辆，省际连通率 100%。

3、凶悍的低价策略。在末端派送上，此前极兔很大程度上是靠三通一达代派，当时三通一达封杀极兔就是因为代派这件事。从现在市场快递量来看，封杀也没用，极兔价格低、补贴大，到了末端网点，大家都是用脚投票。

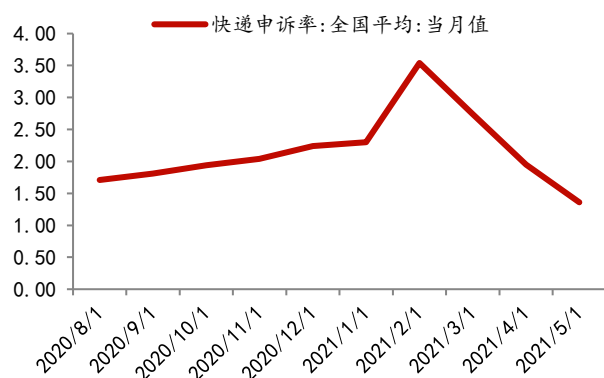
极兔能否突围，除了资本和产能的困扰外，最大的敌人是时间，时间才是最大的敌人，也是目前最难突破的门槛。

因为你在做这些事情的时候，你的竞争对手和同行们并没有停滞。恰恰相反，凭着多年的积累，他们正在向更高的目标挺进。因此，新玩家们在追赶的过程中，还要随时面临同行和巨头挤压、围剿的风险。

服务水平影响市场份额

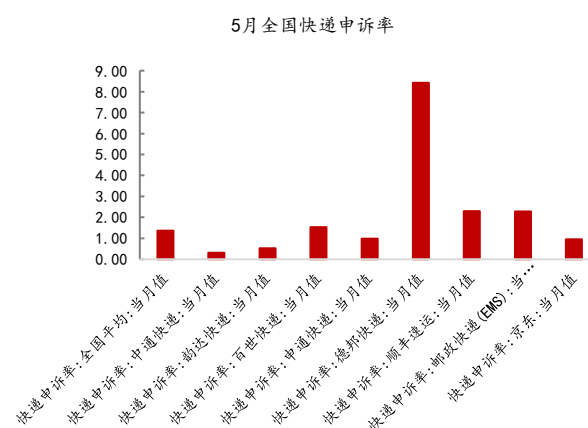
快递服务同质化以及低切换成本导致客户对服务水平高度敏感。国内加盟制快递鼻祖申通快递，由于服务水平改善滞后，市场份额从 2014 年第一跌至 2018 年的第四。与此相反，中通和韵达凭借持续提高的服务水平，市场份额一路提升直至反超申通和圆通。

图表 59：快递业务量区域结构



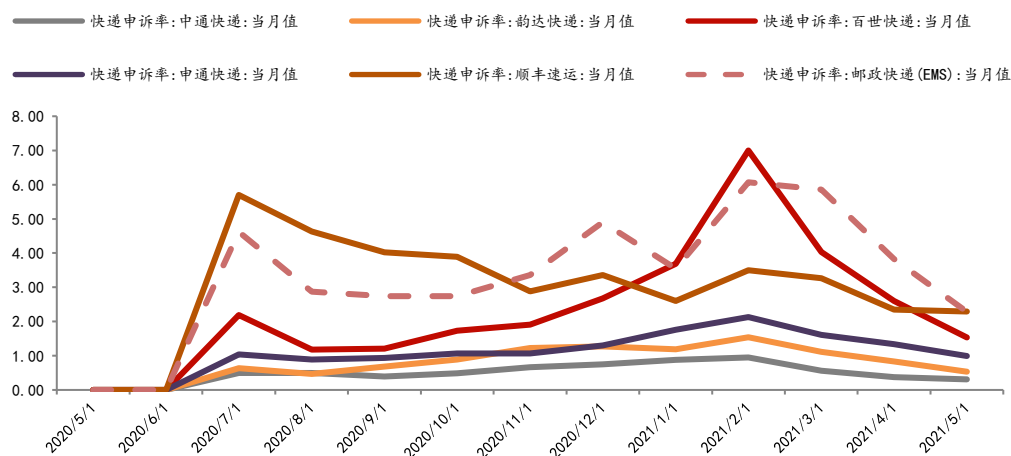
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 60：快递业务量产品结构



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 61：快递申诉率整体下降



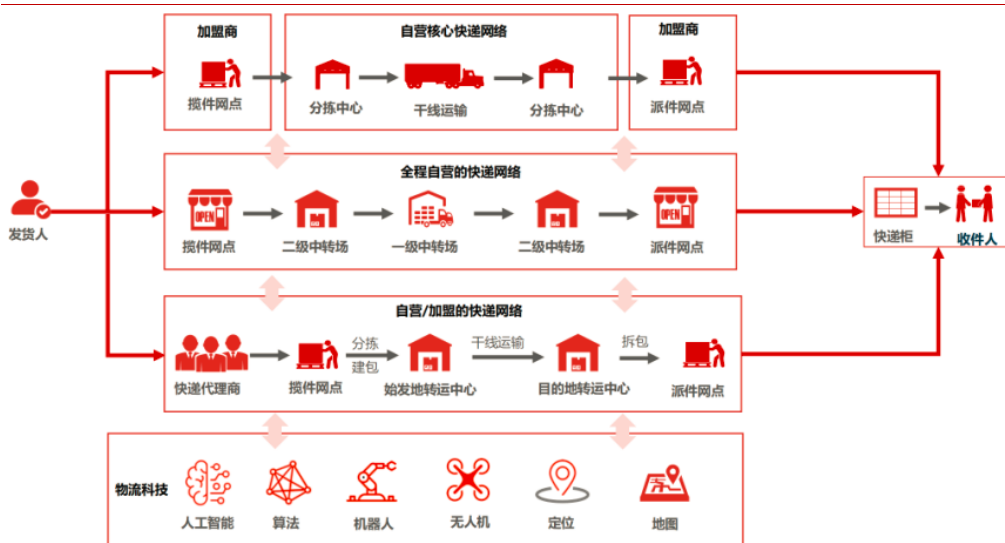
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

韵达、中通服务水平位于通达系绝对领先地位。国家邮政局数据显示，中通、韵达服务满意度位于通达系头部。

直营制 VS 加盟制，哪种制度更好？

加盟模式是中国快递业对世界快递的一大贡献，加盟制只有在中国市场发展的如火如荼。在加盟模式下，终端揽件和派送环节由加盟商及加盟网点完成，转运环节则由快递公司总部直营的转运中心负责。直营模式中，从转运中心到网点均为总部自建，因此终端揽件收入均计入总部收入。

图表 62：加盟制模式与直营制模式的区别



资料来源: 罗戈物流, 中邮证券研究所

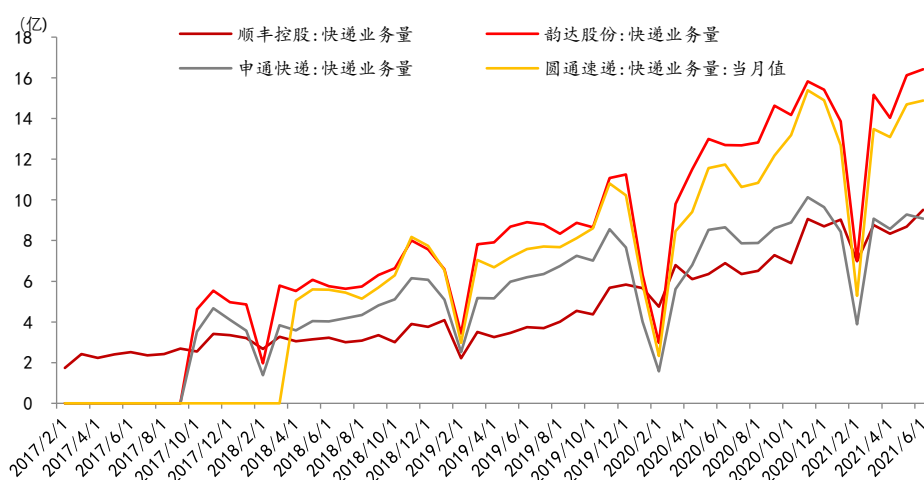
对比两类模式：直营模式下，总部拥有对网点的绝对掌控力，可以保持服务水平标准化及高效的执行效率，对末端运力有较强的掌控力度，能塑造良好的品牌形象，缺点则是需要大量资金自建网络。

加盟制有利于调动大量社会资本兴建快递网络从而实现快速扩张，例如在广阔的低线城市及乡村市场，加盟模式有利于企业快速站稳脚跟，抢占市场。末端成本由加盟商承担，加盟制快递企业具有天然的成本优势。

综合来看，两种制度各有优劣，没有绝对，只有适合，更多的是企业在成本管控与快速扩张的成本之间的抉择。

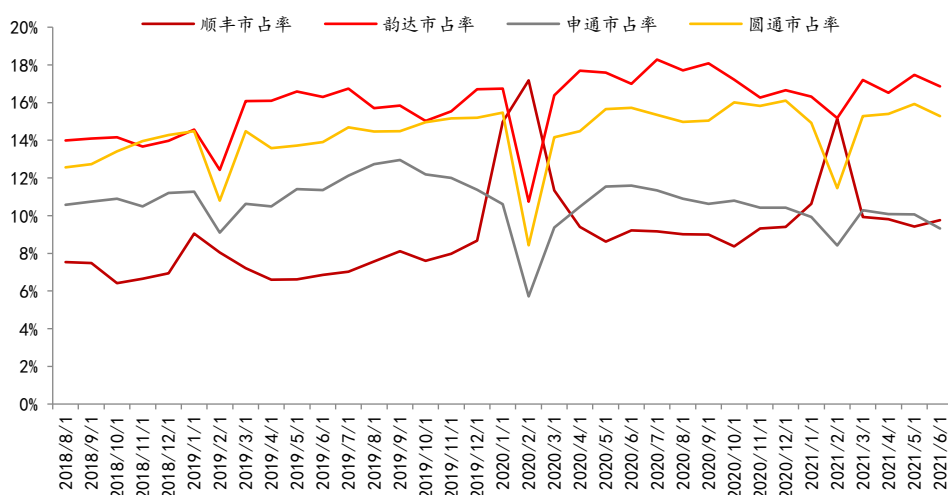
当成本、服务、管理护城河不断加深，快递业头部公司格局也逐渐明晰起来。

图表 63：快递企业业务量（单位：亿件）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 64：快递企业市占率



资料来源：Wind，中邮证券研究所

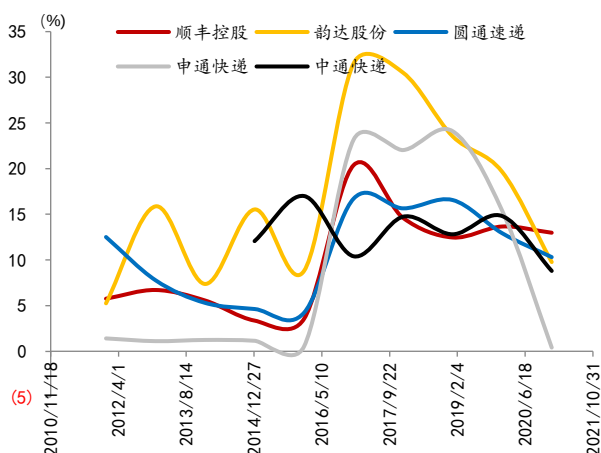
4. 财务分析

4.1 盈利能力分析

从 ROE 来看，顺丰控股业内最优，从最新的年报来看，达 14.82%，且其历年 ROE 也均领先行业运行，彰显了其管理层优秀的资本运作能力。

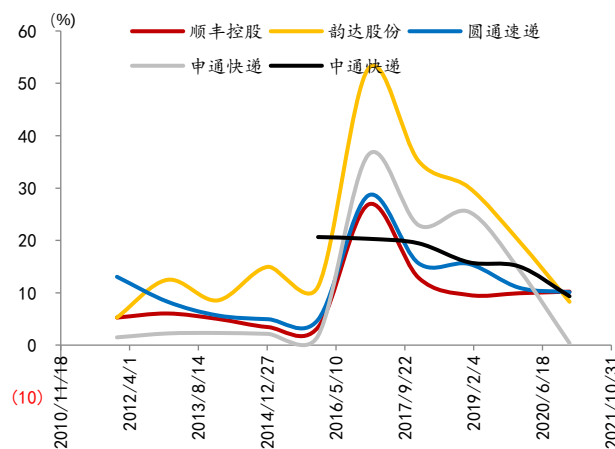
从销售净利率来看，中通 2020 年报录得 17.16%，远高于同业水平，与其优秀的成本控制能力密不可分。

图表 65: ROE



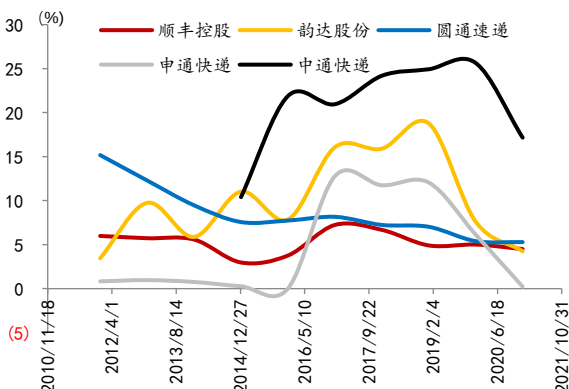
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表 66: ROIC



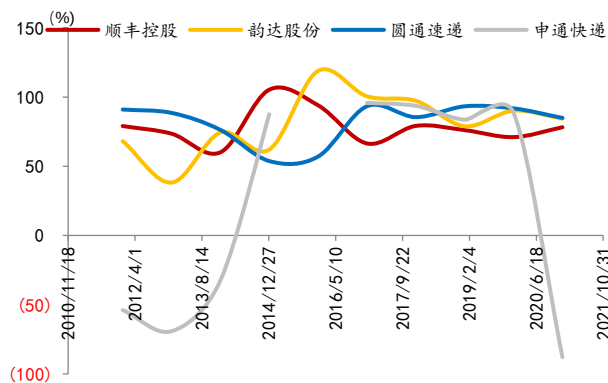
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表 67: 销售净利率



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表 68: 经营活动净收益/利润总额(%)



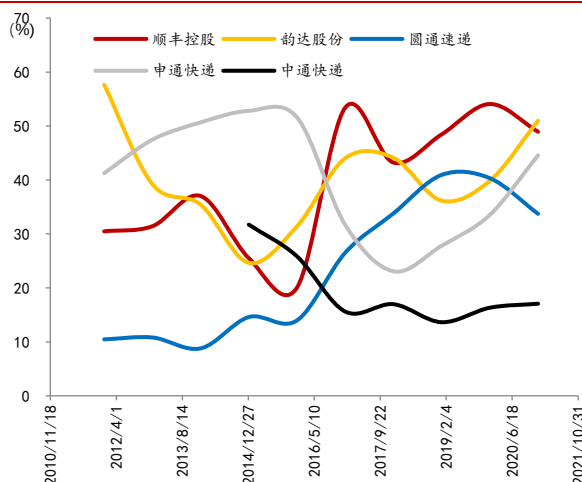
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

4.2 偿债能力：中通综合最优

从资产负债率的角度来看，中通远低于行业平均水平，为 17.07%，约为韵达的三分之一，较低的负债率为行业周期上行时加杠杆运营夯实了基础。

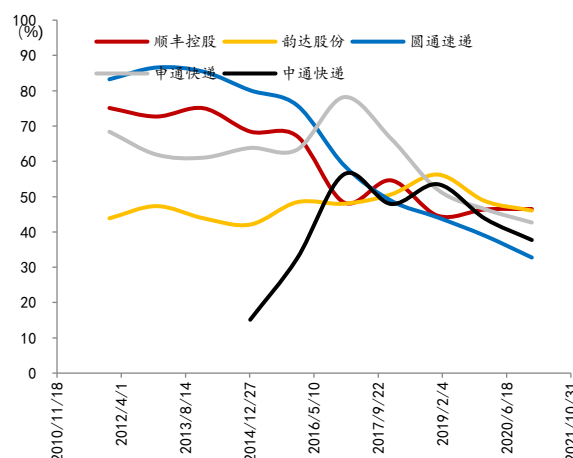
从短期偿债能力来看，中通的速动比率达 2.38，为行业第一，反映了其较强的短期偿债能力。

图表 69：资产负债率



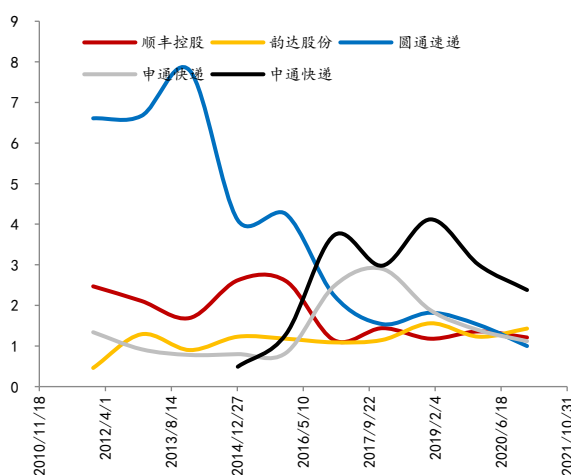
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 70：流动资产/总资产(%)



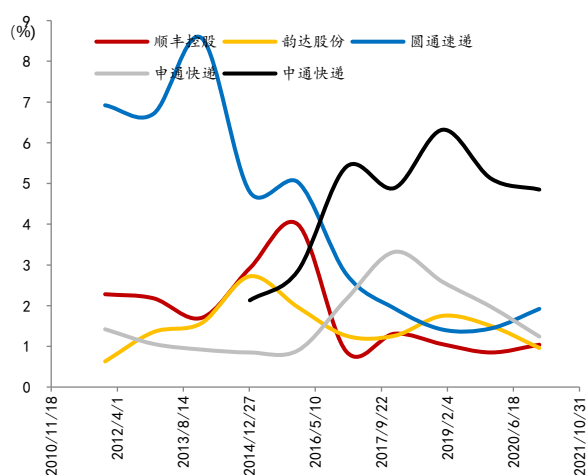
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 71：速动比率



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 72：归属母公司股东的权益/负债合计



资料来源：Wind，中邮证券研究所

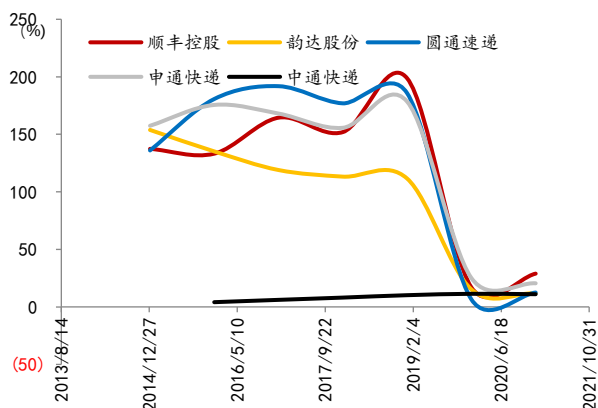
4.3 营运能力分析

从营业周期和存货周转的视角来看，行业内头部企业相差无几，顺丰稍占优势。

从应收账款周转率来看，韵达领先于业内公司，表明其收账速度快、平均收账期短、资产流动快的特质，中通、圆通、申通紧随其后，顺丰的应收账款周转率最低。需要

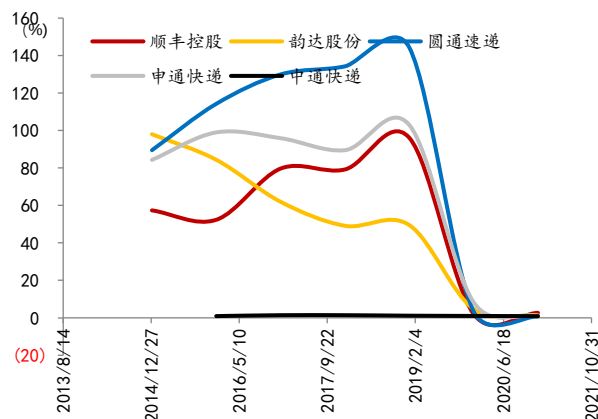
注意的是，韵达的应付账款周转率远高于行业平均水平，或反应韵达与上游企业议价能力不高。

图表 73：营业周期(天)



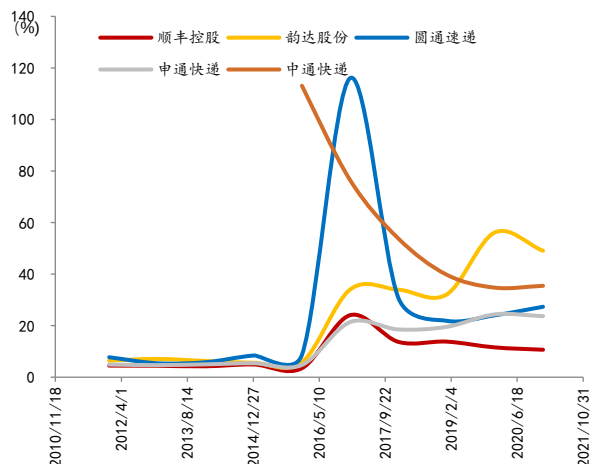
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 74：存货周转天数(天)



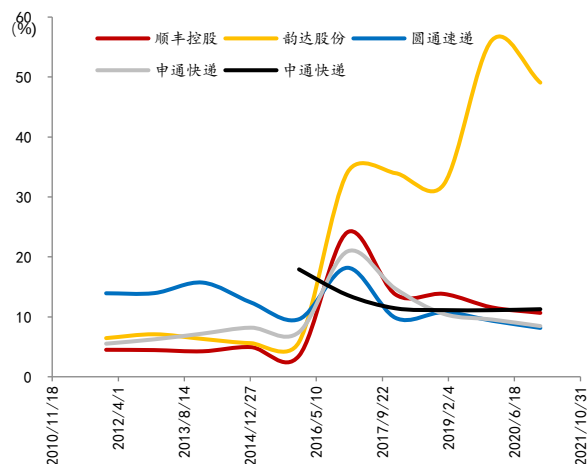
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 75：应收账款周转率



资料来源：Wind，中邮证券研究所

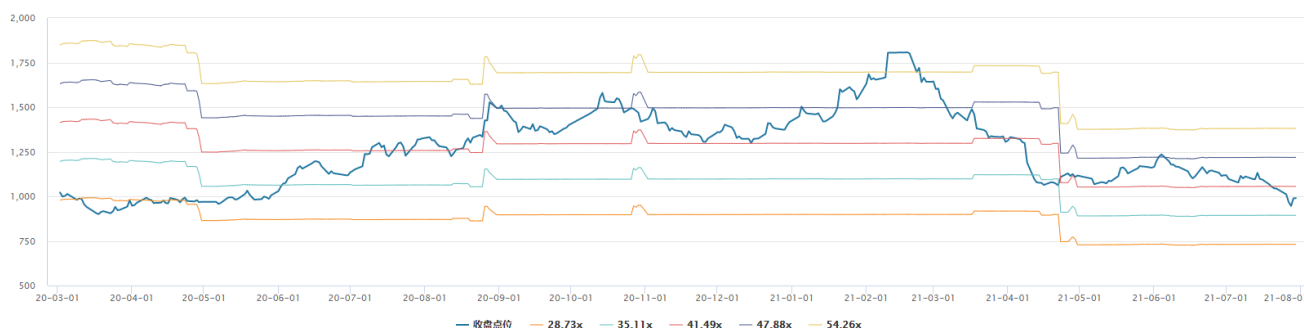
图表 76：应付账款周转率(次)



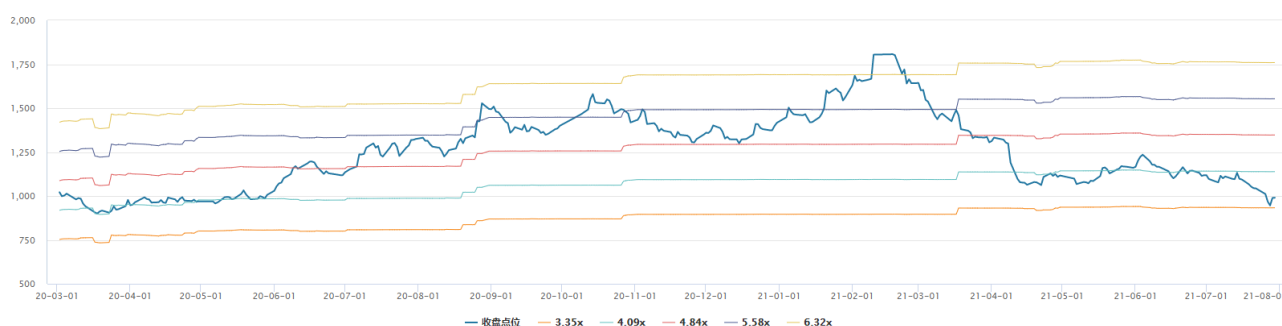
资料来源：Wind，中邮证券研究所

4.4 估值分析

从快递业的 PE/PB Bands 来看，当前行业估值已到达 2020 年疫情期间的低位，配置价值逐步凸显。

图表 77：快递业 PE-Band


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 78：快递业 PB-Band


资料来源：Wind，中邮证券研究所

5. 趋势展望及投资建议

5.1 快递行业环境环比乐观，或已出现政策拐点

快递物流行业的业务本质，是企业向客户提供的针对物品物理位移变化的服务履约能力，需要长期的资产投入与行业积累，长期的以价换量、“流血奔跑”难以持续。特别是今年4月份出台的《浙江省快递业促进条例（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。行业内恶性价格战有望得到缓解，或将成为政策拐点。

5.2 向西、向下、向外、进厂

随着电商平台不断下沉，下沉市场需求成为业务量增长重要来源。我们认为快递行业未来将“向西”、“向下”、“向外”、“进厂”发展，即不断向中西部城市拓展、不断向农村、不断向跨境、不断向服务制造业方向发展。

我国三线城市及以下区域为主的“下沉市场”正接管电商流量增长的重任。

5.3 科技助快递行业提质增效

不少快递公司都在利用技术（包括物联网、大数据分析、机器学习、人工智能、机器人技术、图像和视觉识别及智能物流设备）来提高运营效率并改善客户体验。大数据分析提供了对订单和快递流的更高可见性，实现了实时响应或预行动从而能达成更好的资源分配。

在中国于 2017 年底解除对自动驾驶汽车和快递机器人的路测限制之后，自动快递机器人和无人飞机已为商业运行做好了准备。中国民航总局也于 2018 年 4 月批准了商业无人机的合法运营。国务院于 2019 年 9 月发布了一个里程碑式文件，旨在提升中国在交通运输领域的全球竞争力，着重强调了对发展无人机（车）物流递送、城市地下物流配送的大力支持，后者意即机器人在地下管道中穿梭运送快递的系统。

快递机器人和无人机的广泛应用可节省人工和运输成本，扩大送货能力，并缩短快递在分拣中心和服务站的停留时间。分拣中心可借助机器人和无人机将包裹快速送达偏远地区、山区或交通繁忙的市区的服务站。

图表 79：科技赋能 EMS



资料来源：EMS，中邮证券研究所

未来智能快递设备可能会更紧密地连接以实现 24 小时运行。这可能包括较大的无人机或智能卡车将包裹投递到分拣中心，分拣机器人对包裹进行分拣并将装载到快递机

机器人或较小的无人机上，然后机器人和无人机将包裹投递到可给收件人发送送达消息的收派件网点或下一代智能快递柜。

5.4 投资建议

站在当下的时点，我们建议重点关注以下行业的关键要素：

- 1、**行业的政策底或已形成。**4月22日，浙江省规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务，政策遏止了部分市场的无序价格竞争。未来行业整体口径单价将相对稳定，但各公司仍将内部采取补贴末端等形式抢夺市场份额，导致公司口径快递价格继续下降，快递价格战有所缓解但仍将持续。浙江的价格政策带来局部确定性改善。
- 2、**头部企业跨赛道的布局。**当今的物流正在向综合性物流方向演进。头部的企业如顺丰、中通等正利用其快递行业的成功经验布局快运行业，并取得了不错的成绩。头部公司正在快递的打开利润的第二曲线。
- 3、**行业的新入局者。**东南亚快递巨头极兔在国内快速崛起，我们认为拼多多的流量、OV系加盟商以及资本共同支撑了极兔的发展。流血长跑不可取，需要重点关注极兔的产能扩张速度和经营优化。

看好龙头发展，通达系方面，建议关注单量龙头、成本控制最好的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+新兴业态广阔布局下网络延展、壁垒升级的顺丰控股。

6. 风险提示

疫情发展恶化、行业价格战激化、电商增速下滑、加盟商管控风险、人力成本大幅上涨。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。