

仅供机构投资者使用

证券研究报告 | 行业深度研究报告

快递研究三部曲 I：需求总量和结构的推演

华西证券交运行业首席分析师：游道柱

邮箱：youdz@hx168.com.cn

SAC NO：S1120522060002

2022年7月13日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

本篇报告核心结论

- **①快递需求总量判断**：电商决定快递总需求的方向，目前实际电商渗透率30%(分母剔除石油等)、网购用户数见顶这些都不是网购渗透率到顶的理由。电商增长的底层逻辑是高效率的线上渠道对线下渠道的替代。拆解线上渠道的主要费用项，未来均存在继续优化的空间，意味着电商渗透率将继续提升。中长期角度，**快递单量增速>电商增速>社零增速>GDP增速**，**快递增速将继续明显跑赢中国整体经济。**
- **②快递需求结构判断**：信任成本（所见不一定是所得）是线上渠道始终存在的。同时由于需要覆盖快递成本，因此电商渗透的品类是从中等价格开始的。随着快递单位成本和价格的持续下降，过去20年电商渗透的品类主要方向是从中等价格向低价格。展望未来，一方面直播电商以及多年网购习惯的沉淀，将一定程度降低信任成本；另一方面，中国大多数传统消费品已从量增驱动、到产品升级阶段，因此未来电商渗透的品类主要方向将从低价向高价。**在快递费用率不变的情况下，意味着未来中高端电商快递增速快于低端电商快递。**
- **③供给端判断**：顺丰单票收入是通达系、行业平均的3倍左右，这也是长期下游消费者用脚投票的结果。消费行业的突出特点，一旦产品力和品牌力建立比较优势，在不发生异常事件前提下，领先者的优势很难被反超，这也是消费行业容易出现长牛股的原因。从层次上看，不同品牌可以从上往下打，但从下往上打的胜率其实是非常低的，通达系未来也不太可能会真正切入到顺丰的核心市场。需求结构的变化、以及派件端未来入库入柜率的反向变化，同样将加快通达系之间的分化。
- **④长期看好能力与需求变化趋势最契合的公司**：相关受益公司包括顺丰控股、京东物流、中通快递、韵达股份、圆通速递。
中短期：未来1-2年电商快递是β为主导的机会，排名靠后的公司股价弹性更强。同时重点关注处于自身经营周期拐点的公司，相关受益公司包括顺丰控股。
- **风险提示**：宏观经济增长不及预期、再次出现较为严重的疫情、产粮区监管政策落地不及预期、社区团购的品类扩张超预期。

前序

- ①单量是快递公司业绩的驱动因素之一。我们看到的数据，只能代表过去公司经营的结果。未来将会延续什么样的增长曲线？很重要，但未来究竟是增长20%、还是30%，确实难以预测。
- ②单价是快递公司业绩的驱动因素之二。我们看到的数据，同样是各个利益相关方在过去互相博弈的结果。未来单价将会走出怎样的曲线？“格局-价格”的分析框架是完整的吗？我们真的只是简单对标欧美，就可以得出长期价格走势的研判吗？
- ③获得满意的投资回报，是我们研究任何一个行业的终极目标。快递行业目前长、短周期处在哪个阶段？在每一个阶段，我们分别赚的是多少钱？当期的主要风险是什么？
- ④我们的序列报告目标是什么？正如我们研究任何一个行业、公司，终究目标是从相应的标的上获得投资回报，任何生意底层驱动逻辑是获得满意的盈利。基于最底层的商业逻辑，我们去推演未来快递行业的量、价、格局的演绎方向。在此基础上，用最谨慎的假设，给投资者一个量化预测结果，尽管这个预测大概率是不准确的。但方向比幅度更重要，长期逻辑比短期数据更重要。
- ⑤本篇报告是我们华西交运团队快递研究三部曲的第一篇，我们希望从最底层的商业逻辑出发，推演快递行业未来需求总量、结构的变化方向，希望能够帮助您从需求角度对行业有一个更好的展望。
- ⑥我们还是想提示一点风险，任何商业逻辑的最基础假设是理性人，但现实世界中并不是100%的理性人，可能的非理性人短期出现，有可能会使得逻辑演绎出现短暂的折返跑，我们需要密切关注这一点。

目录

contents

- 01 快递商业模式及产业链结构总结
- 02 快递需求总量的推演
- 03 快递需求结构的推演
- 04 投资建议
- 05 风险提示



01 快递商业模式及产业链结构总结

安全和快捷是快递的最基础要求，用户对快递的使用有重复多次的特点，而这两个指标是后验的，**意味着能够占领客户心智的公司具备要高价的能力。**

1.1 快递商业模式的总结

- **快递的属性：**将客户委托的文件或包裹，安全而快捷地从发件人地址送达收件人所在的地址，快递公司提供的是物体位移服务。服务不可储存，意味着快递公司报表中存货数值几乎可以忽略不计。
- **快递的对象：**文件或包裹，体积&重量较小的特点，使得快递具备标准化作业条件，这是快递具备规模效应的基础。
- **快递的客户：**分布具有高度离散型特点，并且发件人和收件人往往不是重合的，这是快递网络价值成立的基础。

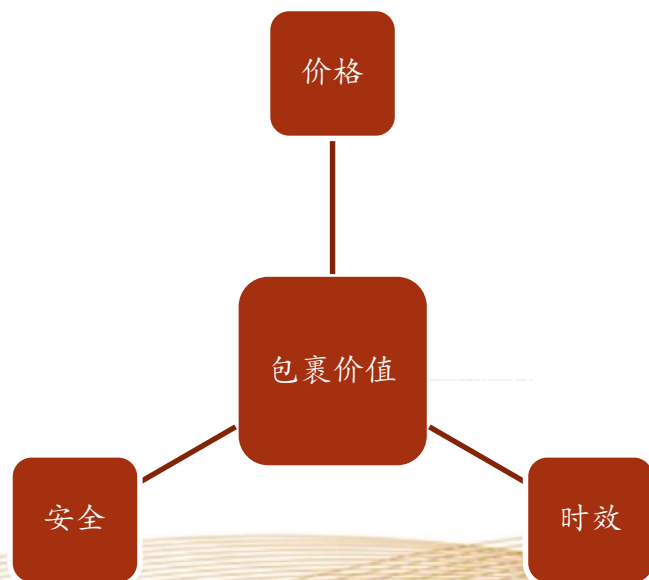
图表：快递网络结构图



1.1 快递商业模式的总结

- 从用户角度，安全是指包裹不丢失、不被破损的需求。由于快递的服务过程无法在用户的视线范围内，而人总是对自己看不到的过程是充满焦虑的，所以用户对安全的要求往往高于快捷。尽管快递公司可以通过订单号跟踪位置、保险理赔等措施提高用户的安全感，但这种对快递包裹的安全焦虑是一直存在的，并且焦虑强度随着包裹价值（比如包裹的货值、或丢失后的机会成本）的提高而指数级增强。
- 从用户角度，快递是高频消费的服务，需要多次服务都是稳定的快，而不是忽快、忽慢。尤其对于具备时间价值的包裹，比如易腐物品，不稳定的速度就意味着包裹价值毁灭的几率，这也可以理解为用户对包裹安全焦虑的另一种表现。
- 用户对快递的使用有重复多次的特点，而这两个指标是后验的，意味着占领客户心智的公司具备要高价的能力。

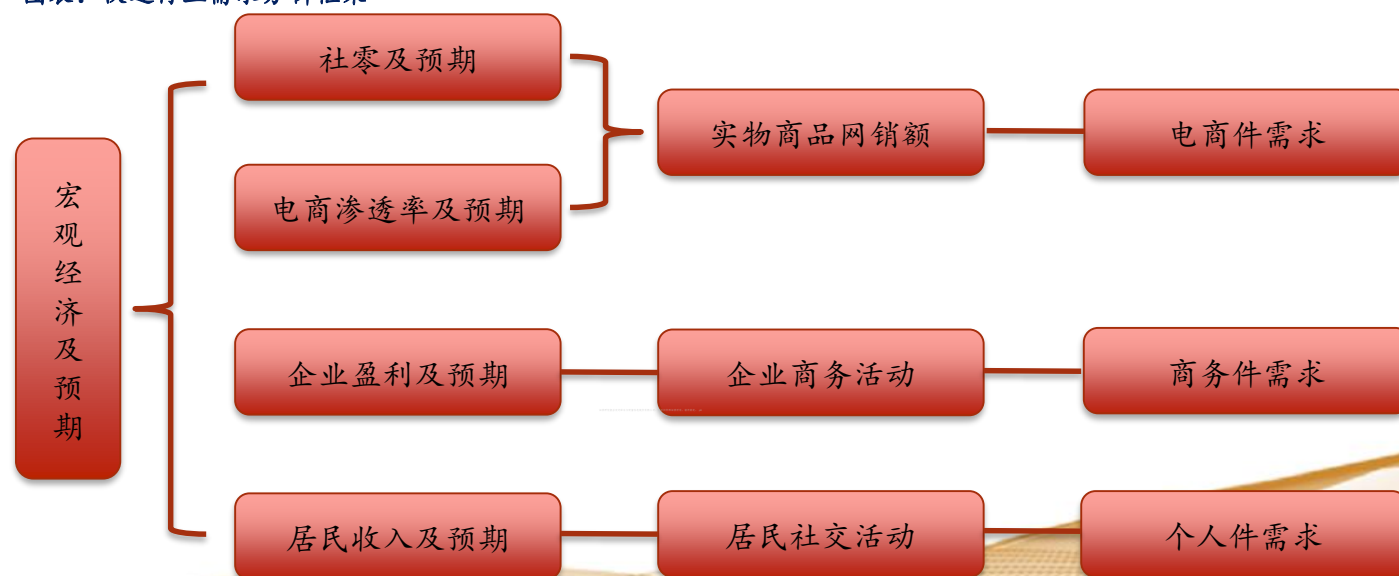
图表：影响快递选择的核心要素



1.2 快递需求结构的演变

- **第一阶段：**我国快递的主要需求来自于商务活动领域，起始于珠三角、长三角外贸活动对样品、函证的递送需求，并随着我国进一步参与全球化分工以及国内经济的发展，内外贸商务活动共同成为行业增长的动力。
- **第二阶段：**快递的主要需求来自于网络购物领域，此阶段主要有两个触发点，一是2003年非典的爆发触发了网络购物的兴起，二是2009年底出台的新《邮政法》正式给予民营快递合法化身份，自此迎来网络购物与快递行业的快速发展期，二者的发展始终是一个互相促进的过程，电商件逐渐成为快递行业增长的主要动力。
- **从当前阶段来看：**快递需求主要包括电商件、商务件、个人散件，2019年电商件占比已达76.6%（数据来源：2019年申通快递年报），**意味着快递未来增长空间主要取决于网购渗透率提升空间与长期社零增长中枢。**

图表：快递行业需求分析框架



1.3 快递产业链结构

- **上游：**基本部是完全竞争市场。大型快递公司在自动分拣设备、运输车辆采购中，有一定的规模优势，其产生的采购优势对其成本的比较优势产生一定影响。上游对应的是营业成本，人力占比下降，设备设施等占比提升，意味着规模效应发挥的空间更大。
- **下游：**对个人客户有较强议价能力，但如果价格下降，将有助于个人散单需求增长斜率的提升；企业客户一般价格不敏感，因为使用人和支付者往往是错位的；对于电商卖家而言，快递是其履约必须方式，体现在其费用项。

图表：快递产业链结构



1.3 快递产业链结构

- 加盟制是中国快递独有的模式。加盟快递中，上市公司（总部）直接客户是收件加盟商，同时派件加盟商是其最后一公里配送服务的供应商。总部对转运中心和干线运输直营后，尤其加盟商扁平化后，实现了对加盟商的绝对话语权。
- 转运环节的规模效应最明显，其次是派件环节，最后是收件环节（因为电商快递一直在实行集中收件制）。良性竞争下，总部将转运以及派件环节规模效应所节省的成本，传递至收件端价格的下降；激烈竞争下，总部将成本节约的部分、以及派件员部分工资、总部部分利润拿出来，用来支持收件端取得更大的价格下降空间。

图表：加盟快递网络结构





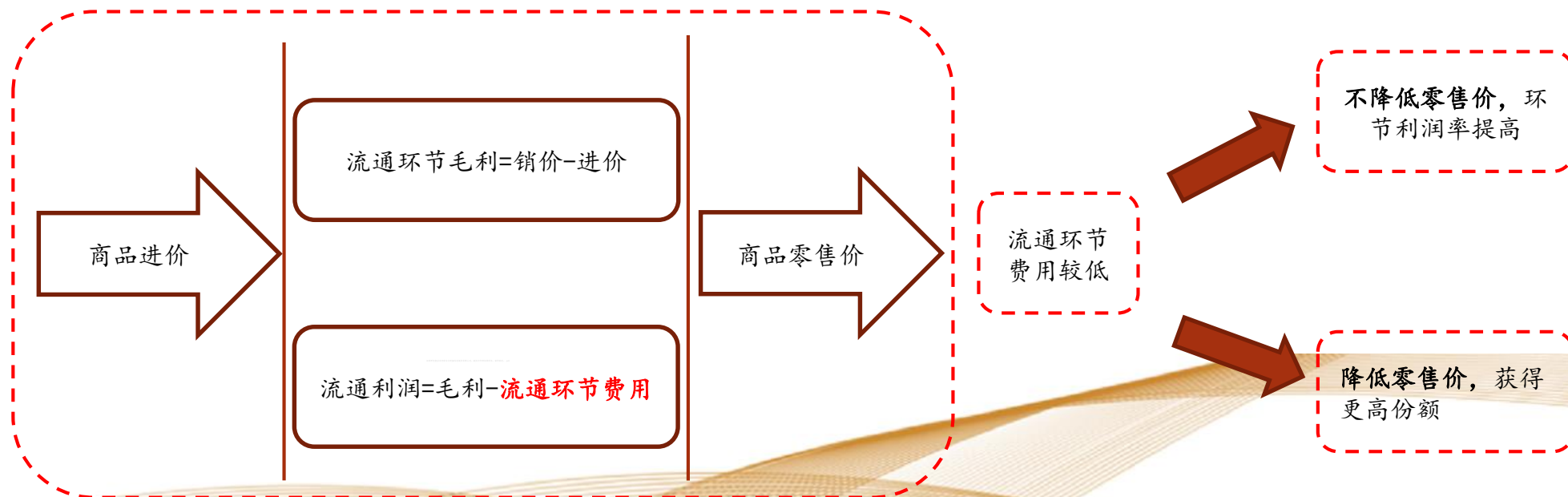
02 快递需求总量的推演

电商决定快递总需求的方向，而电商增长的底层逻辑是高效率的线上渠道对线下渠道的替代。**线上渠道的主要费用项未来均存在继续优化的空间，意味着电商渗透率将继续提升，快递将继续保持较快增长。**

2.1 效率比较优势是电商增长的主逻辑

- 从渠道角度，效率比较优势是不同渠道之间互相替代的主要原因。
- 首先，流通行业是完全竞争的行业，这个行业真正的作用是实现商品从厂家到消费者的转移。由于面对上游供应者、下游消费者均是完全竞争的状态，任何主体都难以提高商品的进、销价差来获得超额利润。
- 其次，流通行业的超额利润一般来自商品在流通环节效率的节省。流通环节效率越高，整个环节所能够获得的利润体量就越大（利润=进销价差-流通环节发生的成本费用）。不同流通渠道之间的竞争，其实背后是各个流通渠道效率的竞争，高效率渠道将会逐步替代低效率渠道。

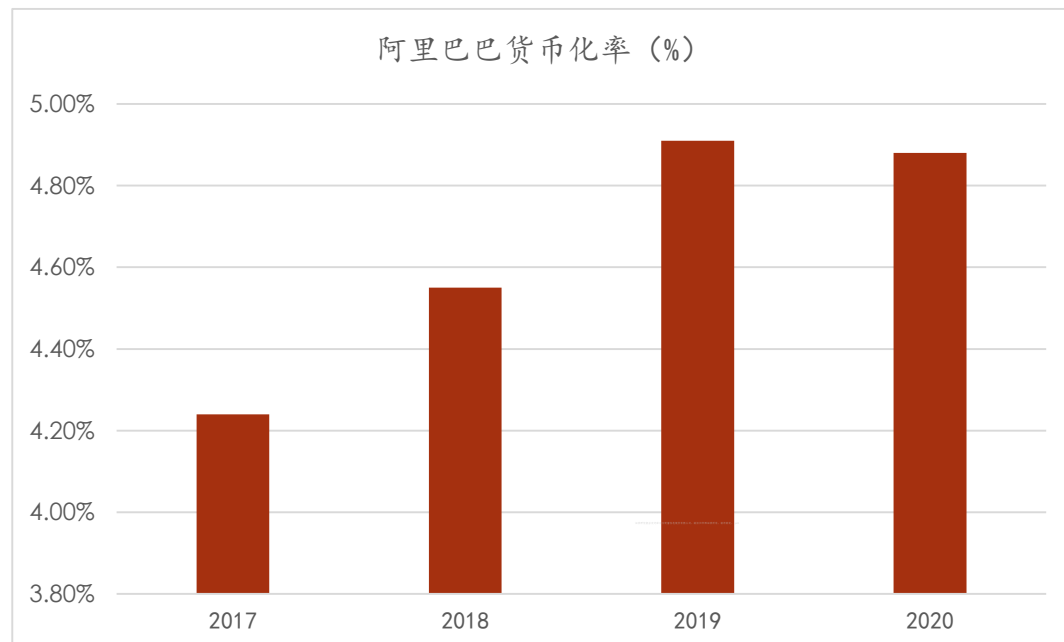
图表：零售渠道分析框架



2.1 效率比较优势是电商增长的主逻辑

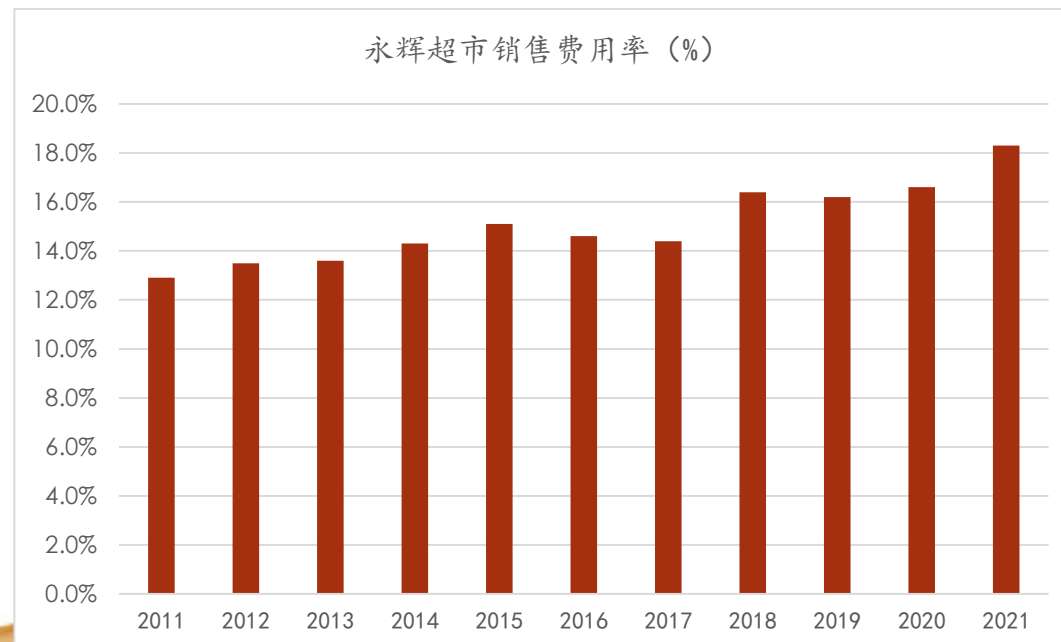
- 电商渗透率的提升，实际上是更高效率线上渠道对低效率线下流通渠道的逐步取代。**电商渗透率不会固化的停留在某一个百分比，未来能否继续提升的关键，取决于线上渠道的比较优势。**
- 从品类看：长尾商品是线上渠道的绝对优势品类。线上、线下渠道的效率之争，主要体现在非长尾商品上。
- 电商效率比较优势主要体现在：①更低的期间费用率；②更短的供应链环节。

图表：2017-2020年阿里巴巴货币化率（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2011-2021年永辉超市销售费用率（%）

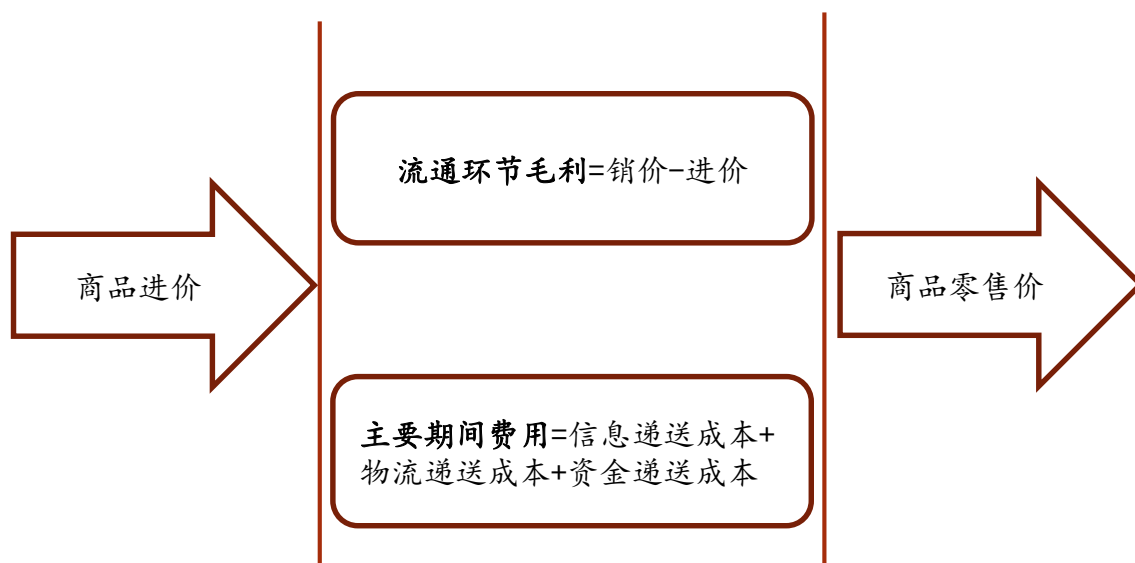


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2 效率持续优化将驱动电商继续增长

- 从电商卖家的角度，成本项主要包括以下：①商品进货价格；②信息递送成本（相当于电商平台货币化的收入）；③物流递送成本；④资金递送成本。其中资金递送成本，就是零售交易中的支付佣金，线上、线下没有差别。

图表：线上卖家的主要成本费用项

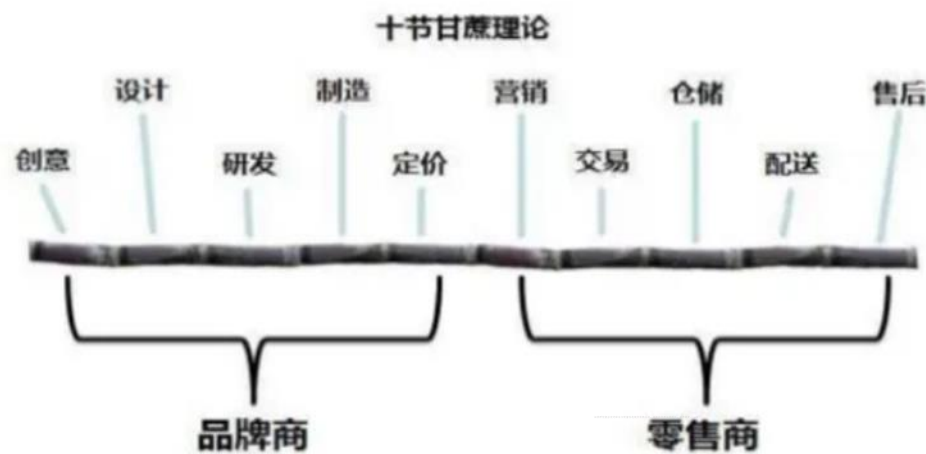


资料来源：华西证券研究所

2.2 效率持续优化将驱动电商继续增长

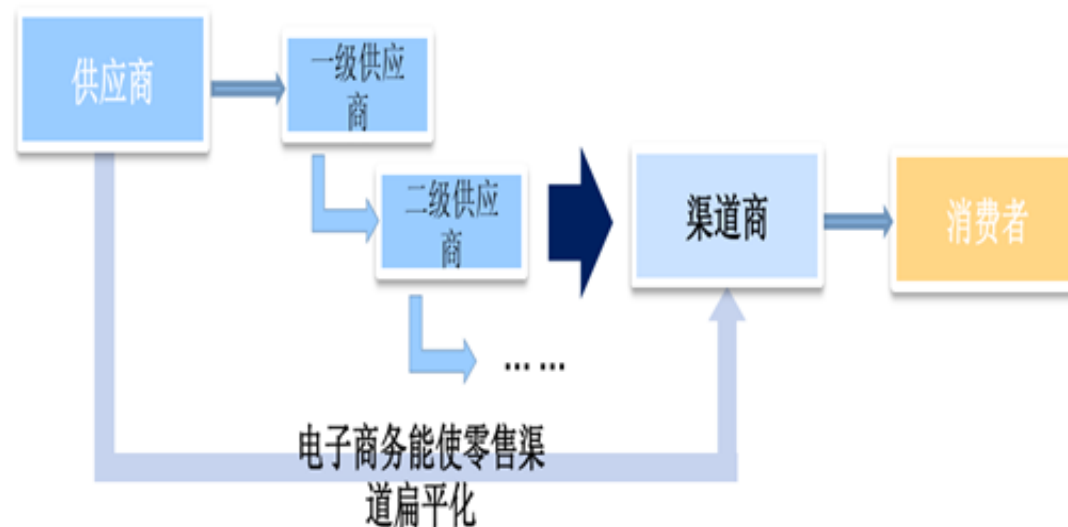
- **刘强东的甘蔗理论**：产业链中每一环的利润率处于相对平衡的状态，为获得更多利润和话语权，企业应占据尽可能多的环节。用一个词来概括，则是“整合”，整合上下游资源。
- **线上渠道流通产业链冗余环节所带来的效率损耗还有继续优化的空间**。渠道商做到一定规模后，可以纵向整合、甚至到制造环节（线下渠道由于体量原因，往往难以成为供应链的领导者）。比如京东、阿里、拼多多这几年C2M的努力，可以看作是类渠道品牌；再比如直播电商通过直播仓/前置仓缩短供应链长度。

图表：十字甘蔗理论



资料来源：《零售世界》，华西证券研究所

图表：电子商务使零售渠道扁平化

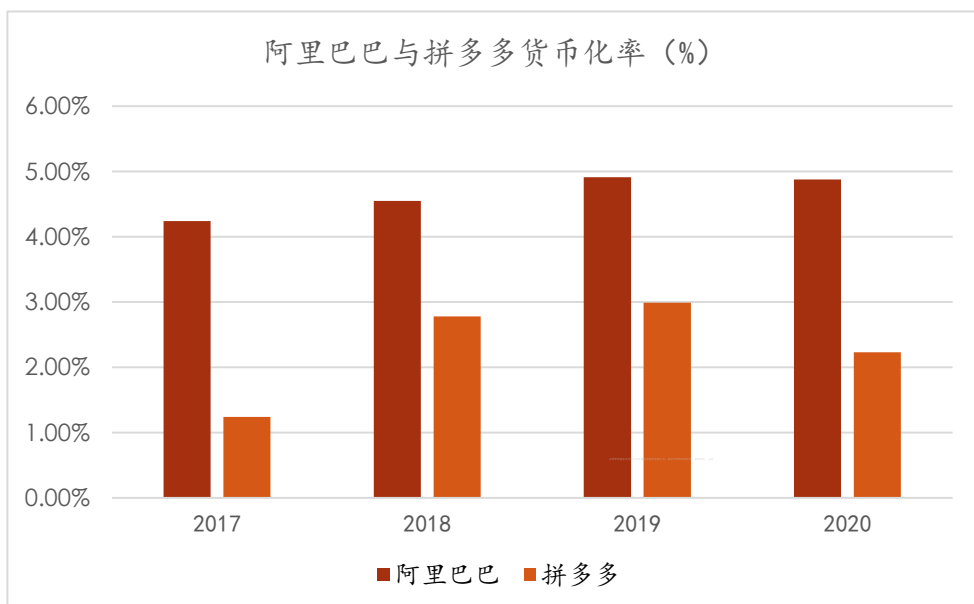


资料来源：《零售世界》，华西证券研究所

2.2效率持续优化将驱动电商继续增长

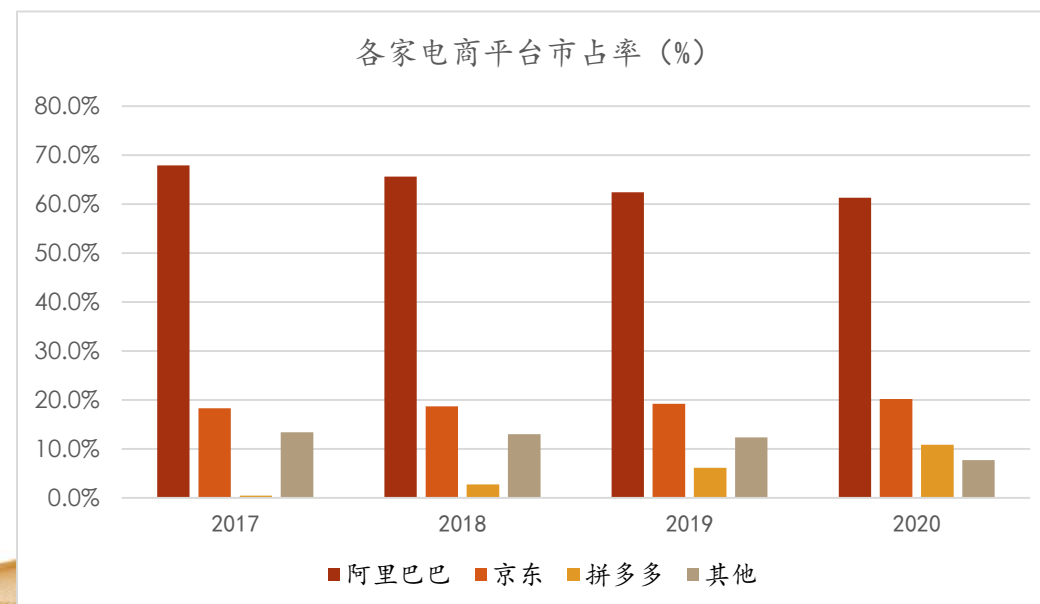
- **电商平台端的变化，将导致电商行业平均货币化率长期呈现下降趋势。**
- **信息递送成本相当于电商平台货币化的收入。**从卖家角度，包括电商平台交易佣金、以及支付给电商平台的营销费用（可以理解为信息搜集费）。电商平台收入=GMV*货币化率，在阿里、京东二人转时期，电商平台为了自身的超额利润，货币化率是稳中有升的。
- 随着更便宜流量的出现、以及电商去中心化的趋势，电商行业集中度在持续下降，原本处于中心位置进行流量分发的模式也在发生变化，**这些因素均将导致电商行业整体货币化率长期呈现下降趋势。**

图表：2017-2020年阿里巴巴与拼多多货币化率（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2017-2020年各家电商平台市占率（%）

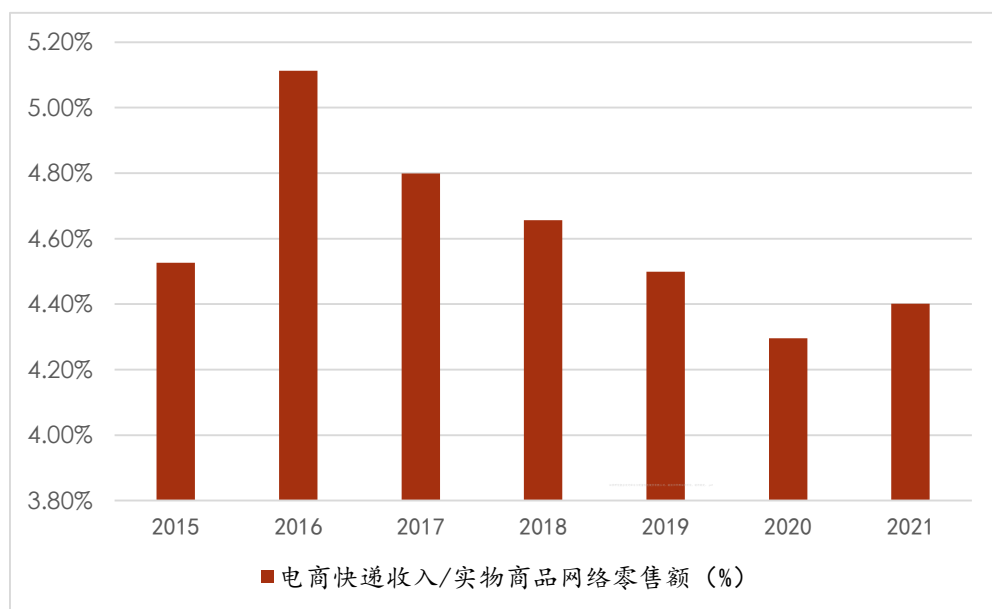


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2效率持续优化将驱动电商继续增长

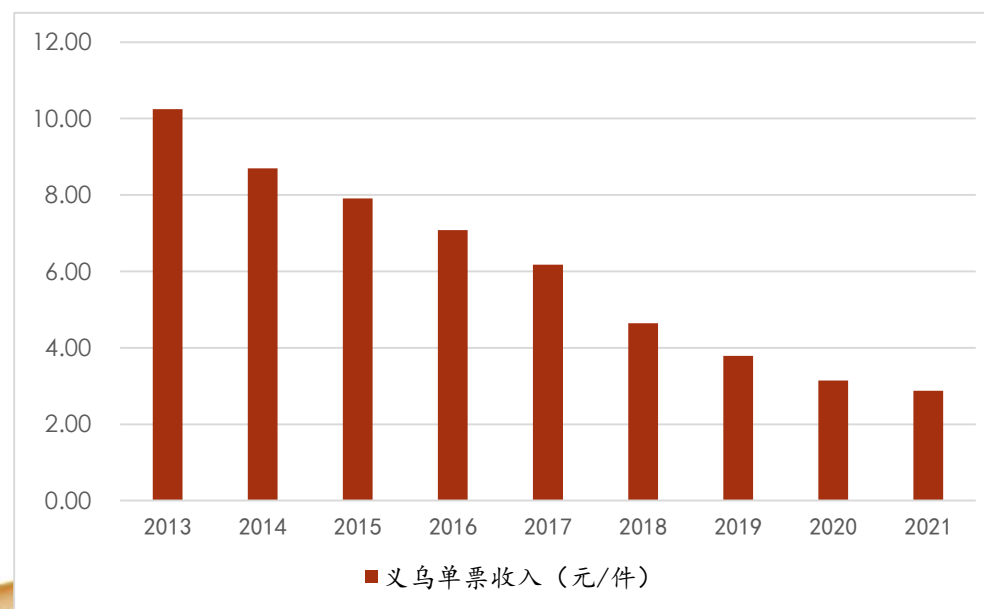
- **电商快递费用率已经低于全社会物流费用率。**用电商快递收入/实物商品网络零售额的比值，来表征电商整体卖家的平均物流费用率，除2016年以外，其他年份在4.5%上下，而全社会物流总费用/物流总额的比例稳定在5%左右。
- **从几乎纯电商件市场的金华（义乌）为例，2021年单票收入相较2013年下降72%，年均跌幅15%。**电商快递单票收入下降幅度远大于卖家平均物流费用率，主要原因是随着单票价格下降，更低客单价的物品开始具备网购的条件，**反映在电商端则是单次平均客单价的下降、快递业务量增速快于实物商品网络零售额增速。**

图表：2015-2021年电商快递费用率（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2013-2021年义乌单票收入（元/件）

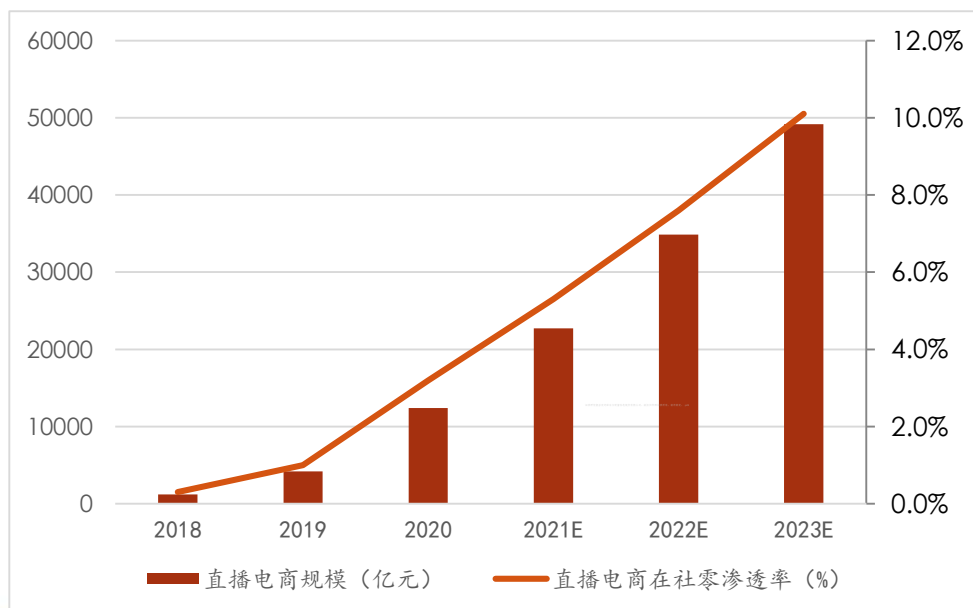


资料来源：wind，华西证券研究所

2.2效率持续优化将驱动电商持续增长

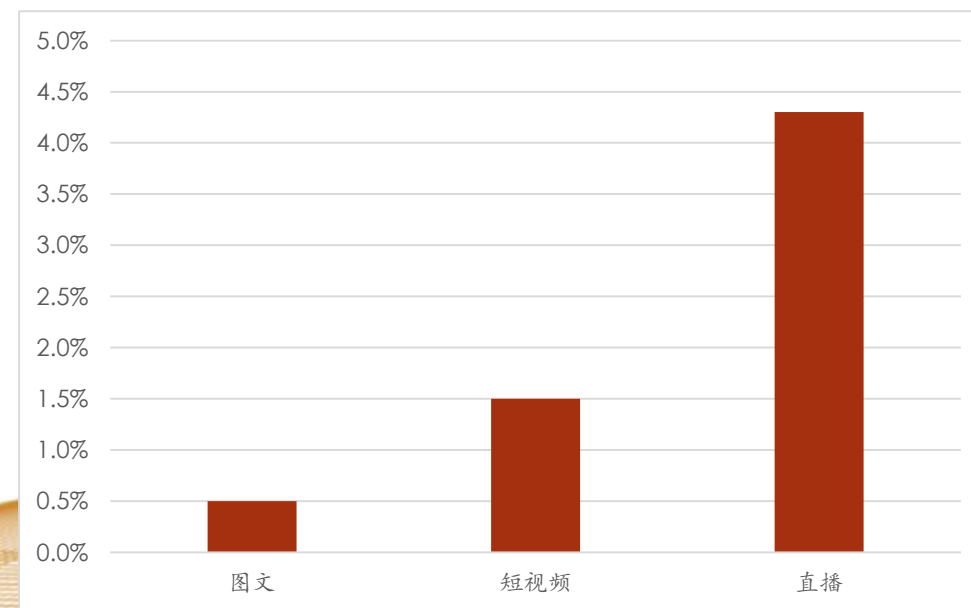
- **从消费者角度，商品以外的其他成本，线下边际向上、线上边际向下。**
- **线下渠道：主要是交通和时间成本。**交通成本可以看作稳定值，消费者单位时间价值随着人均可支配收入的提升而提升。过去几年近场电商的繁荣，也能侧面佐证这一点。
- **线上渠道：信任成本。**线上购物相较线下，最大的缺点是不能实际触碰实物，有所得非所见的风险。支付宝模式部分降低了消费者这部分担心，但图文展现的方式依旧不能满足消费者全方位展示的需求。而直播电商通过视频的方式，全方位展示商品，能够一定程度弥补电商渠道无法进行实物效果体验的缺点。**随着更高效率展示方式的出现、以及渠道品牌的建立（比如京东、天猫），线上购物的信任成本将继续边际下降。**

图表：直播电商规模及渗透率变化趋势



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

图表：不同展示方式下的下单转化率 (%)

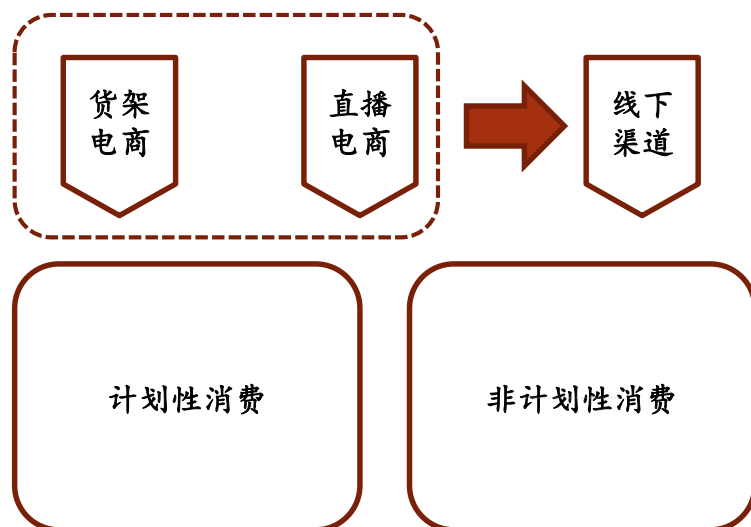


资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

2.2效率持续优化将驱动电商持续增长

- 从消费属性看，直播电商也不完全是对货架电商的替代，而是扩大了电商的总规模。
- 消费主要包括计划性消费和非计划性消费。计划性消费，可以理解为有目的性的消费，货架电商模式更容易获得市场份额。非计划性消费，言下之意是计划外消费，比如在线下舒适的购物环境下，激发出来的冲动性、临时性消费，因此这部分市场之前是线下渠道比较优势所在。
- 目前的直播电商是兴趣电商的早期表现形式，比如东方甄选可以理解为真正的兴趣电商。消费者观看直播的原始目的并不是买点什么，但观看直播的过程中可能会被某件商品吸引、甚至直接下单，这符合非计划性消费的特点。因此，直播电商不完全是对货架电商的替代，而是扩大了电商的覆盖范围。

图表：直播电商扩大了电商覆盖的范围



2.2效率持续优化将驱动电商继续增长

- 小结：线上渠道的各项费用均有继续优化的空间，这将推动电商渗透率的持续提升和电商快递的持续增长。
- ①京东、阿里、拼多多这几年C2M的努力，可以看作是类渠道品牌，意味电商在这个环节还有效率持续提升的空间；
- ②电商平台端的变化，将将导致电商行业平均货币化率长周期呈现下降趋势；
- ③电商快递费用率已经在较优的位置，并且电商快递单位成本还有继续优化的空间；
- ④从消费者角度：商品以外的成本，线下边际向上、线上边际向下。

2.3 快递需求总量的定量测算

- **结论：我们预计未来5年快递业务量仍有翻倍空间，2021-2026年复合增速15%。**
- **假设一：**未来5年GDP增速在5%左右，内需（社零）对GDP贡献比提升，社零增速略快于GDP增速。
- **假设二：**电商渗透率每年提升1.5个百分点，2022年假设提升1个百分点。
- **假设三：**2019-2021年快递增速明显快于实物网络零售增速，主因是较低客单价拼多多市占率的提升，带动电商整体客单价大幅下降。假设未来电商客单价下降的幅度逐步收窄，快递单量增速逐步接近实物网络零售额的增速。

图表：预计2021-2026年快递单量复合增速为15%

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
社零（万亿）	30.09	33.23	36.63	37.78	40.80	39.20	44.08	45.85	49.97	53.22	56.68	60.08
同比（%）		10.43%	10.21%	3.15%	8.00%	-3.93%	12.46%	4.00%	9.00%	6.50%	6.50%	6.00%
实物网络零售（亿）	32424	41944	54806	70198.2	85239.5	97590.3	108042.4	116906.26	137422.16	154337.58	172871.4	192255.66
渗透率（%）	10.77%	12.62%	14.96%	18.58%	20.89%	24.90%	24.51%	25.50%	27.50%	29.00%	30.50%	32.00%
同比（%）		29.36%	30.66%	28.08%	21.43%	14.49%	10.71%	8.20%	17.55%	12.31%	12.01%	11.21%
快递单量（亿）	206.70	312.80	400.60	507.10	635.20	833.60	1083.00	1226.00	1477.93	1689.41	1917.63	2151.83
同比（%）		51.33%	28.07%	26.59%	25.26%	31.23%	29.92%	13.20%	20.55%	14.31%	13.51%	12.21%
快递网购增速差（%）		21.97%	-2.60%	-1.50%	3.83%	16.74%	19.21%	5.00%	3.00%	2.00%	1.50%	1.00%

资料来源：wind，华西证券研究所



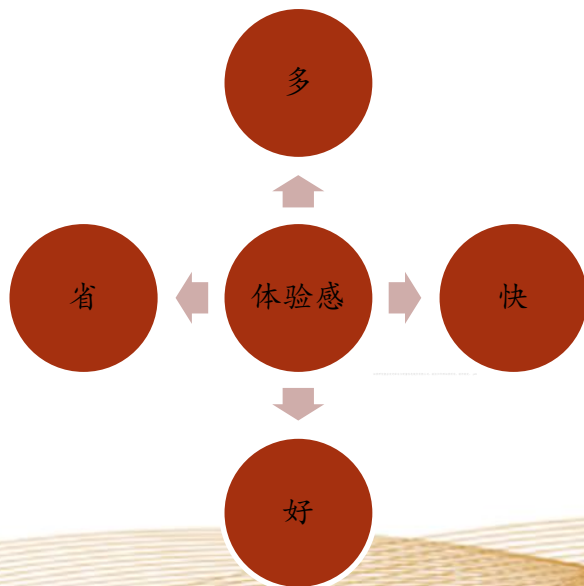
03 快递需求结构的推演

一方面，电商的信任成本在下降；另一方面，中国大多数传统消费品已从量增驱动、到产品升级阶段，因此未来电商渗透的品类主要方向将从低价向高价。**在快递费用率不变的情况下，意味着未来中高端电商快递增速快于低端电商快递。**

3.1 需求结构：从用户的角度

- 从消费者角度，“多、快、好、省、体验感”是核心需求。
- 多：商品品类丰富，尤其在长尾商品，线上渠道相较线下渠道有着天然的优势。
- 快：线下渠道能够即刻满足。线上渠道相当于是延迟满足，这些年快递的速度也在持续提高。
- 好：商品质量好，是正品，一般相当于渠道为产品质量背书，京东、天猫二者市占率这些年稳中有升。
- 省：同等质量下，价格最便宜。还包括，①网购能够节省出门的交通、时间成本；②搜寻成本，主要包括渠道所展示的信息数量和质量，帮助消费者决策。
- 体验感：比如线下购物场所较好的装修环境，也能够给消费者带来额外的购物愉悦感。直播电商，相当于是在娱乐中购物，也能产生额外的愉悦感。

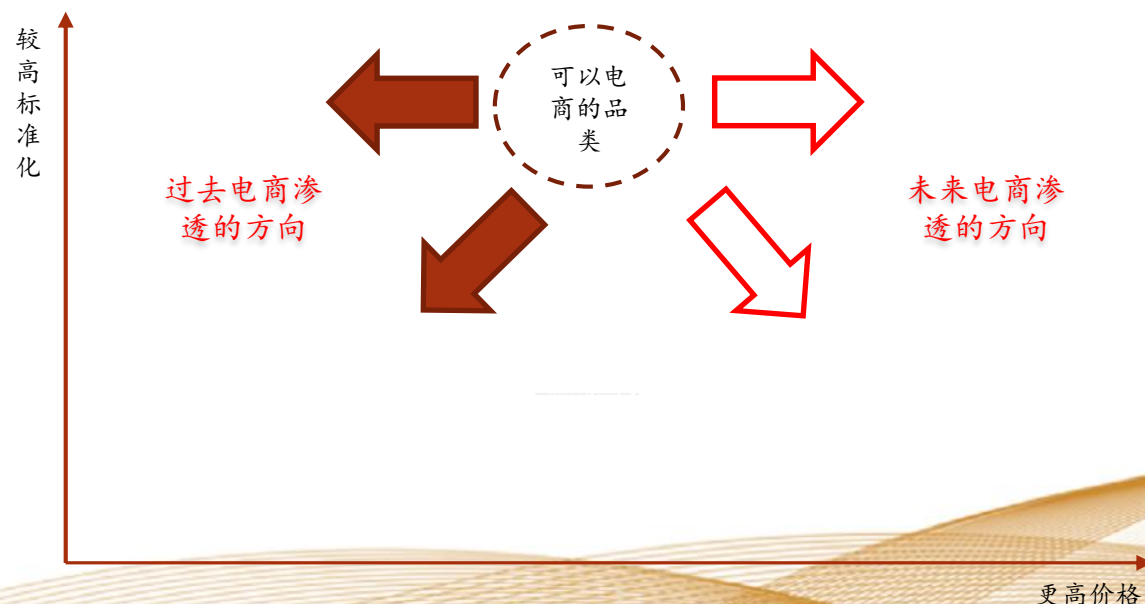
图表：消费者购物主要考虑的5个因素



3.2需求结构：从品类的角度

- **从品类角度，高毛利额商品将是未来电商增速最快的细分领域，意味着电商快递的中高端需求增速要快于行业平均。**
- **首先，直播电商对网购的提升，主要体现在“省、体验感”。**直播电商通过视频的方式，全方位展示商品，能够一定程度弥补电商渠道无法进行实物效果体验的缺点。在直播电商驱动下，尤其是非标品高毛利额商品电商渗透率有望进一步上行。
- 其次，毛利能够覆盖快递成本，是一个品类能够实现电商化的最基本条件。但不能亲自体验、延迟交货，决定了率先实现电商的中等毛利额的商品。电商平台信任度的提升、以及直播电商更全的信息展示度，也在推动标品中更高毛利额（往往意味着更高单价）电商渗透率的提升。
- **从更长的维度：绝大多数消费品将陆续进入量稳的时代，产品结构升级（均价提升）将是行业增长主要动力。**

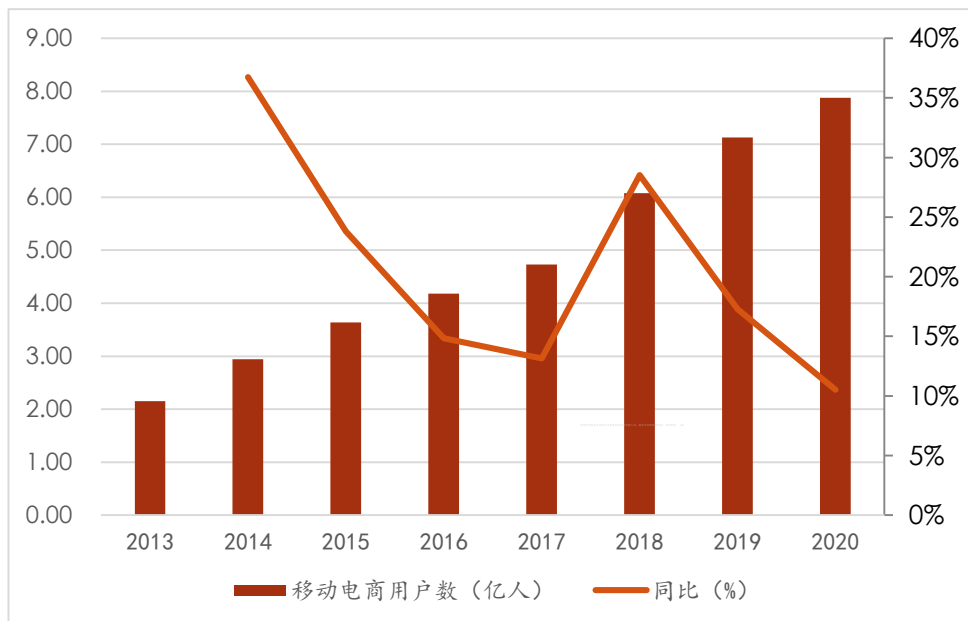
图表：电商渗透品类的方向（从标准化和价格两个维度）



3.3需求结构：从电商平台的角度

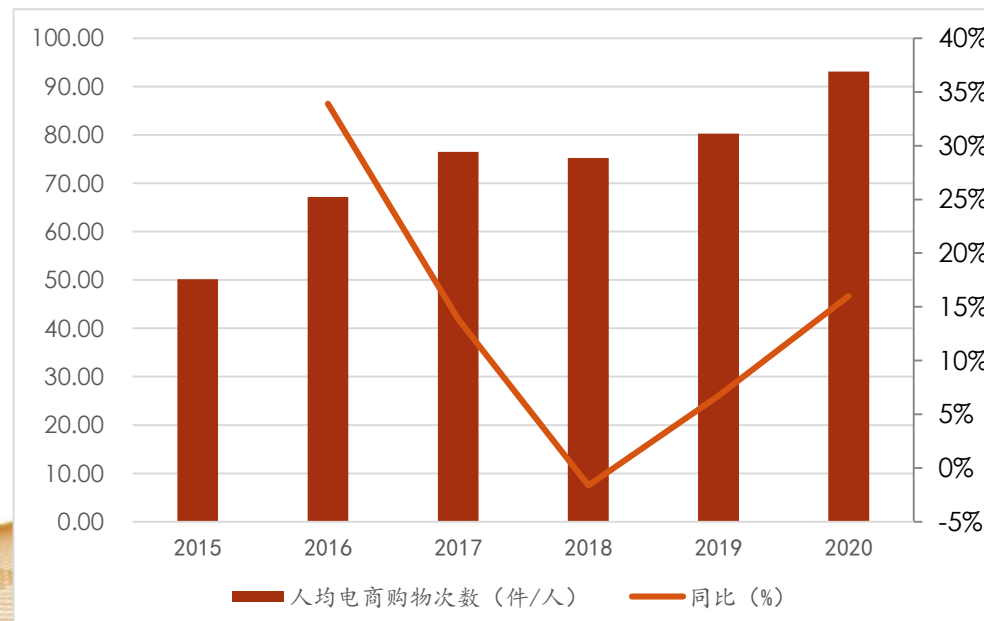
- **GMV是电商平台的重要指标，年度GMV=活跃用户数量*客单价*购物次数。**之前电商平台GMV增长主要动力是活跃用户数量的增长，但以移动电商用户数为例，2021年预计超过8亿、渗透率在80%以上，意味着电商行业总体用户渗透率接近见顶，未来增长主要靠客单价和购物次数的增长，这两个指标的增长需要购物体验的持续提升。
- **横向对比未来的头部电商平台，商品供给端很难做出差异，信息交换和资金支付基本趋同（稳态下，各家货币化率会在一个均衡水平），影响购物体验的差异大概率在物流快递。**对于大多数平台，物流快递是公共基础设施，所以电商平台的竞争，大概率会体现在电商平台将部分利润向物流快递环节倾斜，来提升自己平台的购物体验。比如抖音推出的音尊达服务。

图表：2013-2020年移动电商用户数变化趋势



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图表：2015-2020年人均电商购物次数变化趋势



资料来源：国家统计局，华西证券研究所



04 投资建议

4.1 快递需求端的总结和展望

- **需求总量的角度：**线上渠道的各项费用均有继续优化的空间，推动电商需求持续增长，我们预计未来5年快递保持15%的复合增速。
- **需求结构：**以下一个阶段电商增速最快的将是单价较高的商品。在快递费用率稳定情况下，未来快递单价较高部分的增速最快。

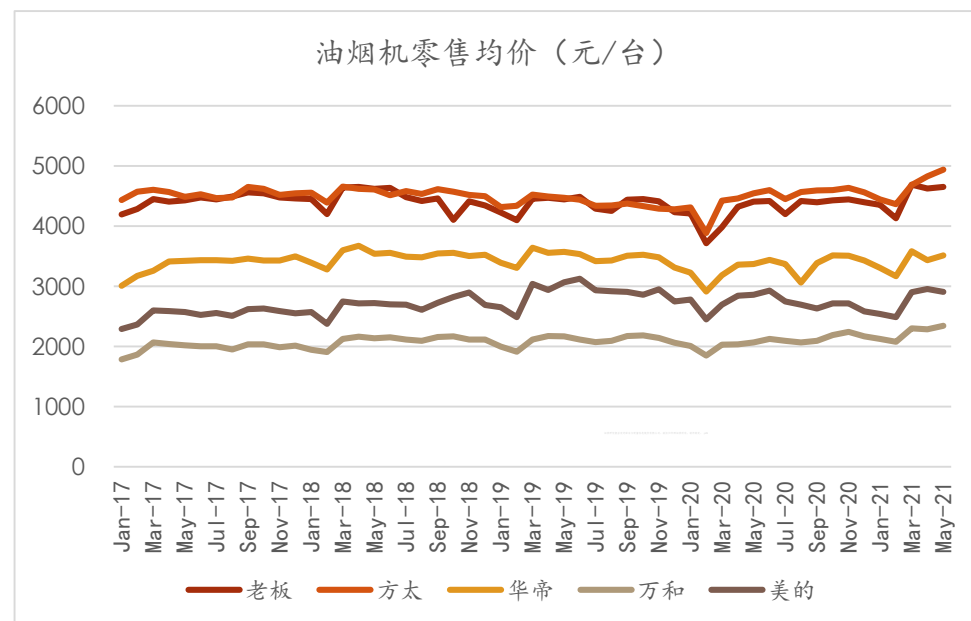
图表：快递需求结构正在发生的变化



4.1 快递供给端的总结和展望

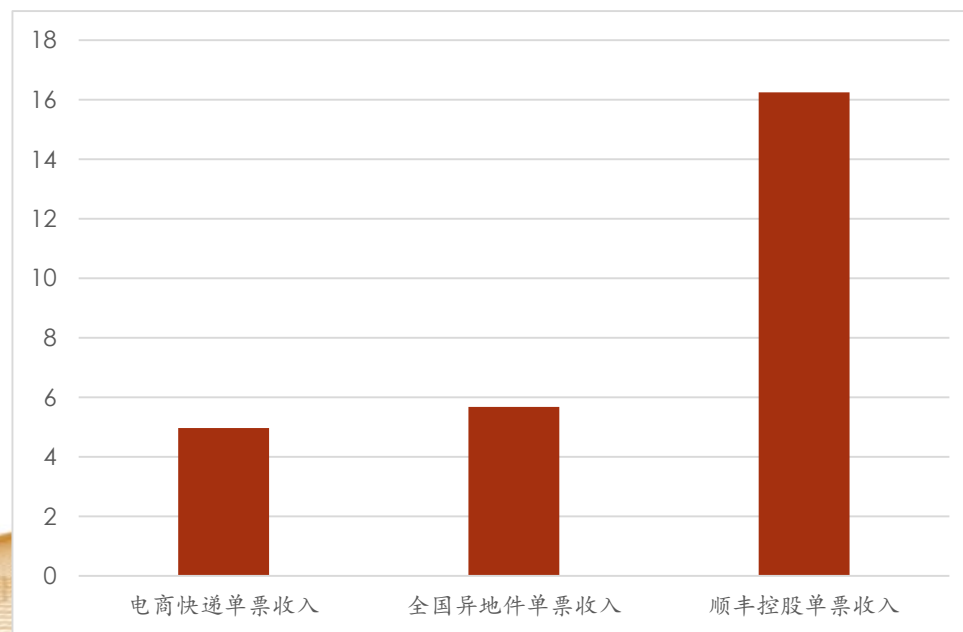
- **需求从快递用户的角度：**安全、快捷是最基础的要求，用户对快递的使用有重复多次的特点，而这两个指标是后验的，意味着占领客户心智的公司具备要高价的能力。
- **我们判断：从快递公司角度，**顺丰单票收入是通达系、行业平均的3倍左右，这是下游消费者长期选择的结果。消费行业的突出特点，一旦产品力和品牌力建立比较优势，在不发生异常事件前提下，领先者的优势很难被反超，这也是消费行业容易出现长牛股的原因。从层次上看，不同品牌可以从上往下打，但从下往上打的胜率其实是非常低的，通达系未来也不太可能会真正切入到顺丰的核心市场。

图表：油烟机行业已经形成了不同价格带品牌的结构



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

图表：2021年单票收入情况 (元/件)



资料来源：wind，公司公告，华西证券研究所

4.2 投资建议

- **中长期角度：**紧跟电商消费结构的变化趋势，自身能力与行业需求变化趋势最契合的公司才是长期的 α ，相关受益公司包括顺丰控股、京东物流、中通快递、韵达股份、圆通速递。
- **中短期角度：**未来1-2年电商快递是 β 为主导的机会，排名靠后的公司股价弹性更强。同时重点关注处于自身经营周期拐点的公司，相关受益公司包括顺丰控股。

受益公司估值表（盈利预测来自wind一致预期）

重点公司										
股票代码	股票名称	收盘价(元)	EPS(元)				P/E			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002120.SZ	顺丰控股	51.73	0.87	1.42	1.93	2.51	79.21	36.43	26.80	20.61
2057.HK	中通快递	204.4	6.77	8.78	11.08	13.35	30.77	23.28	18.45	15.31
2618.HK	京东物流	14.9	-3.72	-0.34	0.05	0.41	-8.44	(43.82)	298.00	36.34
002120.SZ	韵达股份	16.55	0.51	0.81	1.07	1.3	40.22	20.43	15.47	12.73
600233.SH	圆通速递	18.73	0.61	0.96	1.19	1.42	27.24	19.51	15.74	13.19
002468.SZ	申通快递	11.51	-0.59	0.38	0.57	0.79	-15.30	30.29	20.19	14.57

资料来源：wind, 华西证券研究所

注：①收盘价采用2022年7月12日收盘价；②中通快递、京东物流的货币单位为港元，其余均为人民币



05 风险提示

5风险提示

- **宏观经济增长不及预期。**人均可支配收入与消费倾向决定当期总体消费情况。如果宏观经济增长不及预期，消费总体情况将受到收入和消费倾向的双杀。尽管此时电商渠道凭借效率的比较优势，增速能够跑赢消费整体情况，但纵向比较的电商和快递增速可能依旧不及市场预期。
- **再次出现较为严重的疫情。**动态清零政策下的部门区域动态管理，将会导致整个快递网络流转不畅，出现非消费能力因素导致的快递单量回落。在这期间，因为快递公司的固定成本不能充分平摊，将会导致公司阶段性业绩不及预期。
- **产粮区监管政策落地不及预期。**几个核心产粮区的主产业是电商，之前快递价格的洼地是形成电商产业聚集的基础。如果地方政府持续执行监管政策，导致当地快递价格上涨幅度过快、进而引起电商产业外迁的话，可能会影响当地政府继续执行监管政策的决心。这时，确实要考验快递公司在主要产粮区之间价格政策的平衡能力。
- **社区团购的品类扩张超预期。**社区团购的物流履约路径，与网络快递存在很大差异。当期社区团购的主品类，其实是远场电商很难渗透的品类。未来需要继续观察，现有的社区团购玩家未来是否会以现有品类为引流产品，向远场电商覆盖的品类去扩张。

分析师与研究助理简介

游道柱：华西证券研究所交运行业首席分析师。11年实业、卖方和买方的复合经历（6年实业、3年卖方、2年买方），曾就职于申万宏源证券研究所，所在团队曾获新财富入围、水晶球第一等奖项。具备消费互联网、食品饮料、家电、免税等多个行业的研究体会，擅长从底层商业逻辑出发、以及跨行业比较的视角去推演行业和公司未来的发展趋势。目前重点覆盖快递、航空机场、免税等。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

谢谢！