浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

短期单量将迎反弹，长期有望维持高增

——快递行业系列深度 之 单量篇

行业评级：看好

2022年8月

分析师 匡培钦
邮箱 kuangpeiqin@stocke.com.cn
证书编号 S1230520070003
联系人 冯思齐

单量篇 摘要：短期单量将迎反弹，长期有望维持高增

1、单量框架：

- **快递企业件量成长性驱动框架：**考虑实物网购、单快递包裹货值、企业份额三要素驱动。
- **新冠疫情对单量影响分析框架：**分析需求端、揽运端、派送端三层次影响。

2、短期有反弹

- **疫情如何影响？**年内至今疫情主要通过派送端及揽运端影响快递业务量，但网购原生需求驱动无虞。
- **冲击过后如何？**我们判断上游消费去库存需求强劲，22Q4快递行业单量或超预期增长，同时龙头将享受超额增长。

3、长期有空间

- **上游驱动三次变革，直播电商最新接棒。**2021年至今主要是网购营销创新，抖音快手等直播电商的崛起驱动。
- **快递单包裹货值下行，快递单量相对电商网购GMV超额增长。**一方面直播电商兴起带动电商平台格局多元化，另一方面社交电商拼多多无购物车带动结算频次提升、增强“拆包效应”。

4、投资建议：投资区分赛道，超跌龙头价值凸显

- **通达系方面，**看好A股电商快递龙头韵达股份，关注数字化建设彰显成效的圆通速递。
- **直营制方面，**顺丰控股悲观情绪已释放，主业壁垒深厚叠加新兴业态完善带来的中长期价值修复。

风险提示

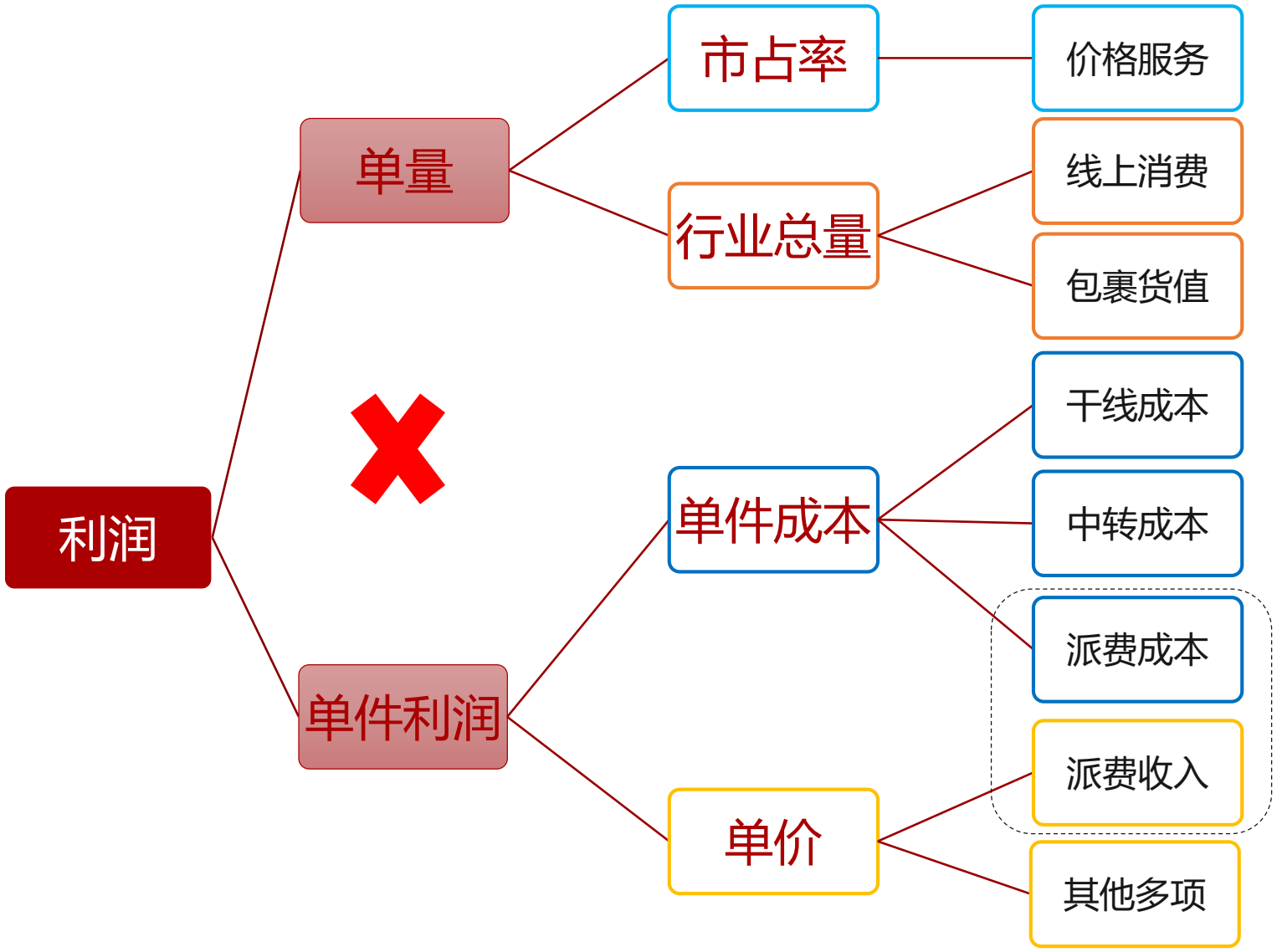
1、整体网购需求增长不及预期

2、直播电商业态发展不及预期

3、新冠疫情反复扰动

4、快递行业份额集中化不及预期

盈利分析框架：核心关注单量、单价、单件成本等三个因素



利润 = 单量 × (单价 - 单件成本)

目录

CONTENTS

01 单量框架

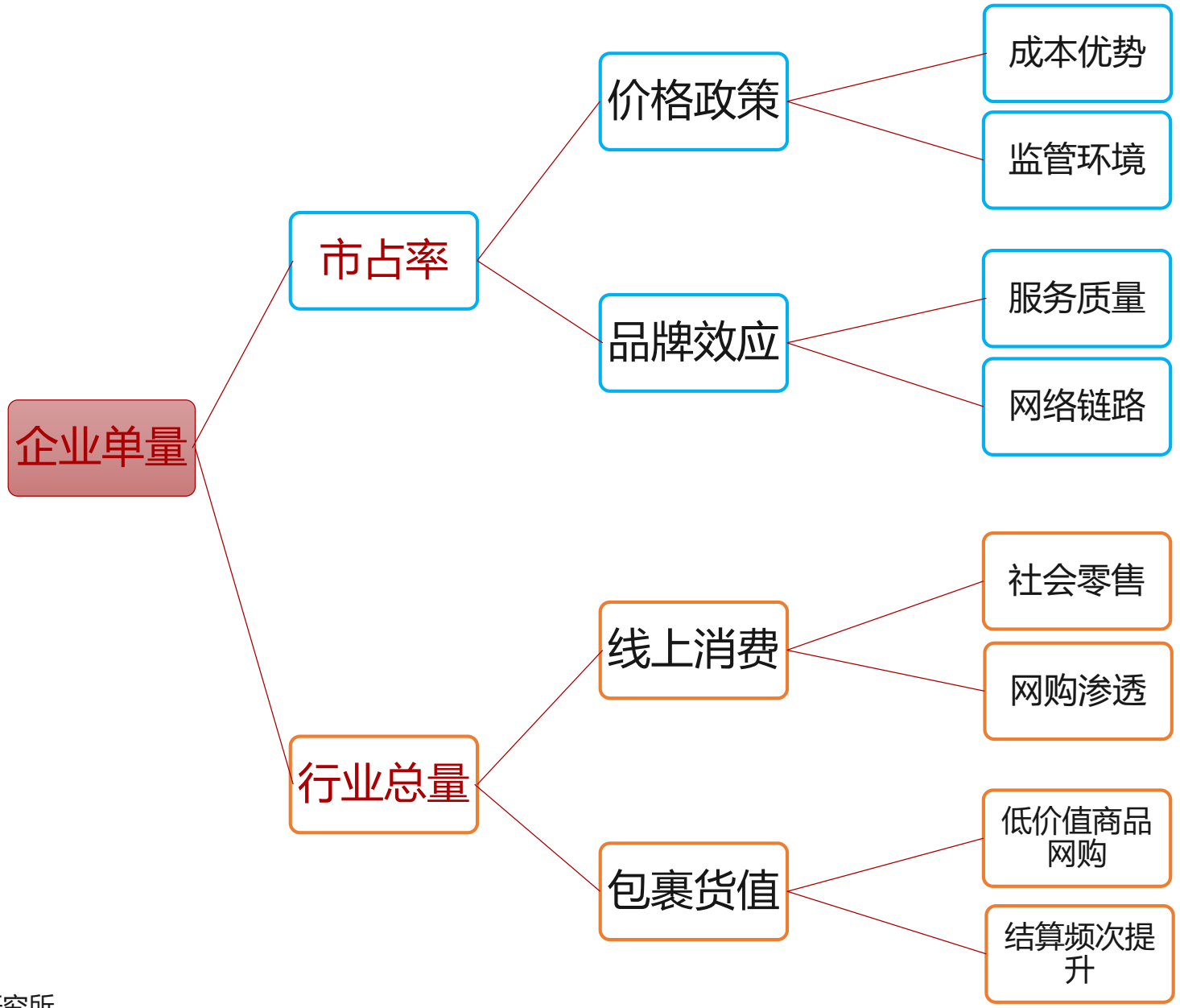
02 短期有反弹

03 长期有空间

04 投资建议

01 单量框架

1.1 行业总量的增长，叠加头部快递份额提升，带来单量高增长



资料来源：浙商证券研究所

1.2 行业总包裹的增长，来自线上消费的驱动及单包裹货值的下降

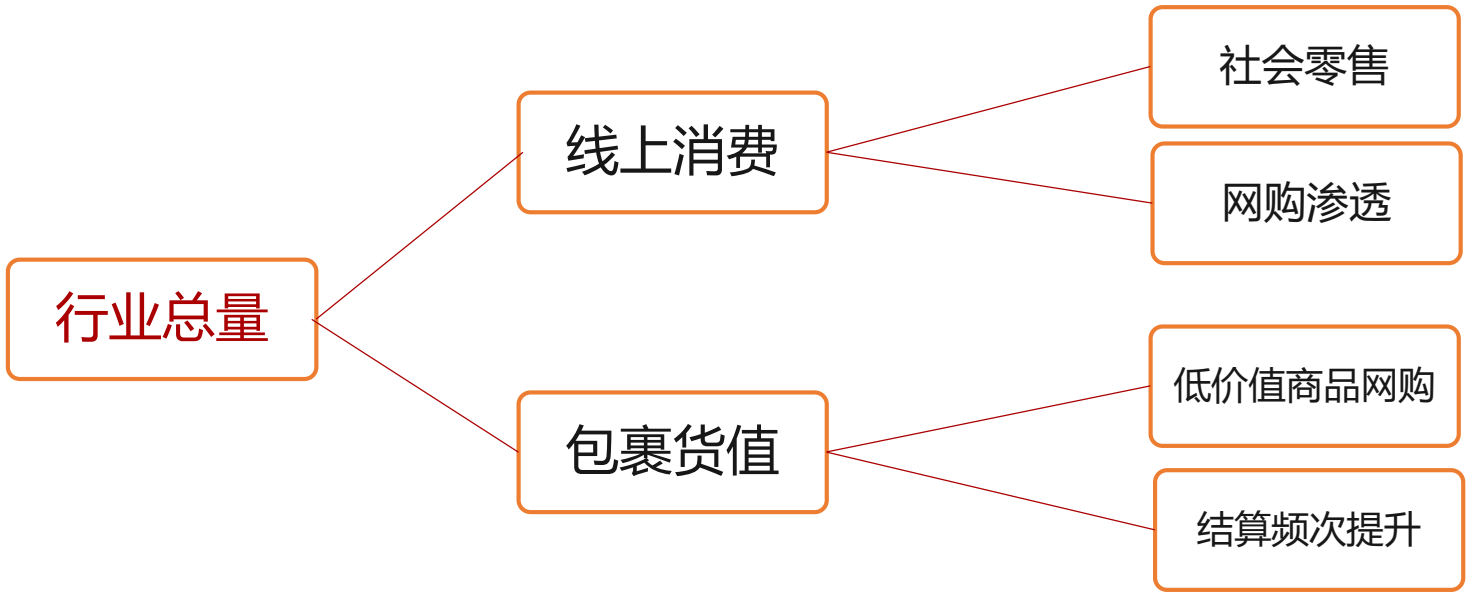
线上消费是原始驱动

- 社会零售总额的增长是基础；
- 网购渗透率的提升带来线上消费的驱动。

单包裹货值下行是增量

- 低价商品网购使得包裹增速高于上游网购GMV增速；
- 无购物车的拼团网购使得结算频次提升进而带来单包裹货值下降。

图：快递行业总量由线上消费及包裹货值共同驱动



资料来源：浙商证券研究所

1.3 头部快递份额提升，得益于品牌服务及低成本带来的价格优势

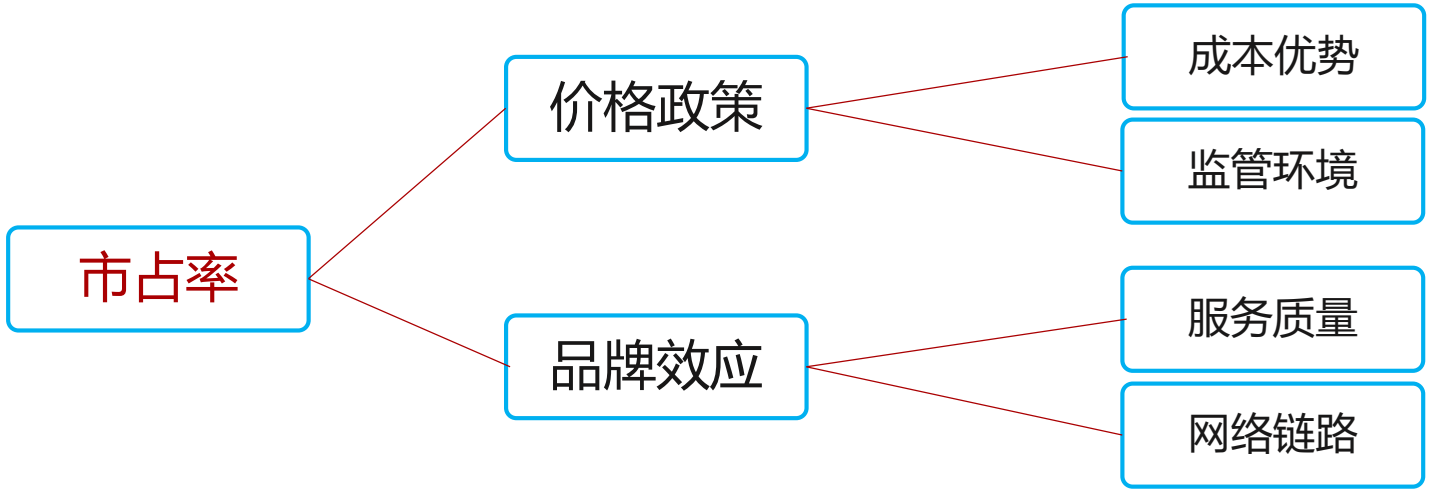
价格政策

- 快递在初始的同质化竞争阶段，上游客户仍对价格相对敏感；
- 监管趋严，多项政策严厉打击不正当的价格战。

品牌服务优势

- 快递需求的变化，已经逐步由完全的价格敏感性，转向服务敏感性；
- 快递网络链路稳定性及完善程度，是快递品牌服务的重要基础之一。

图：快递企业份额由价格政策及品牌效应共同驱动



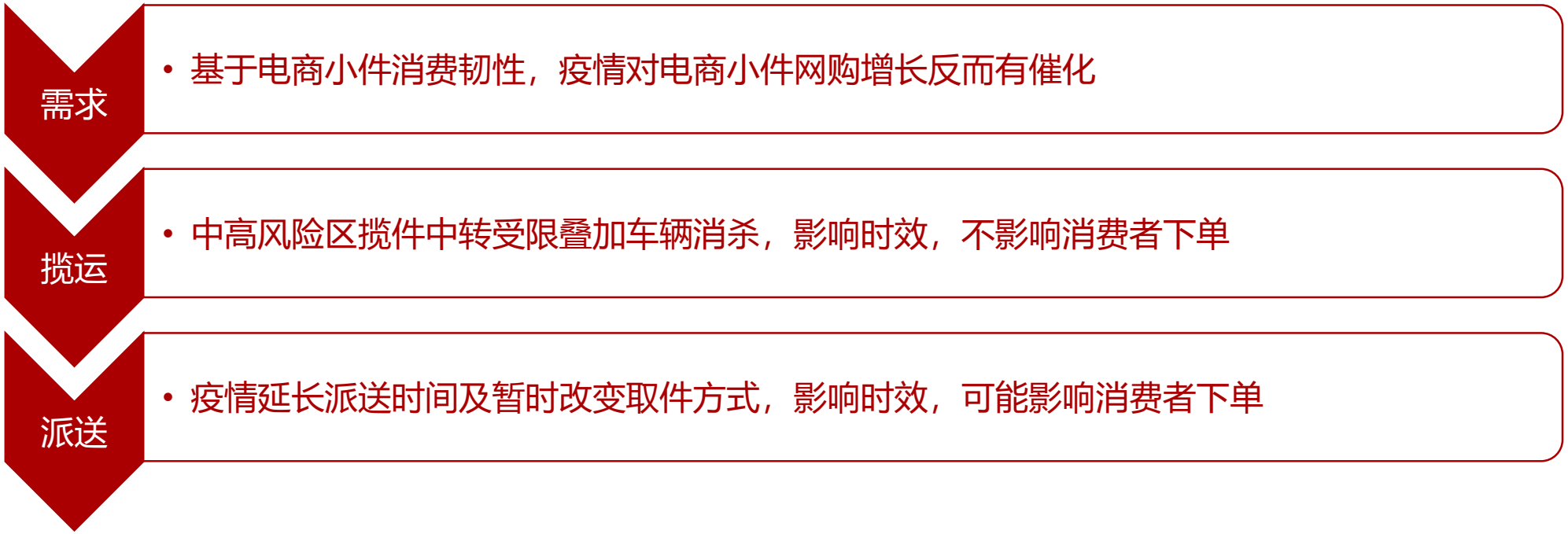
资料来源：浙商证券研究所

1.4 新冠疫情从防疫角度，短期影响揽派

短期疫情影响解析

- 从全链路看，快递分需求端、揽运端、派送端三个阶段；
- 疫情对需求端具有催化作用；
- 防疫政策对揽运端仅仅影响成本及一定的时效；
- 防疫政策对派送端的影响，主要在时效，间接影响需求。

图：疫情对快递影响区分需求、揽运、派送三层次



资料来源：浙商证券研究所

02 短期有反弹

2.1 复盘2020年，下半年供需双旺推动快递件量高增

疫情不改网购热度：

- 2020年淘宝、京东、抖音、快手月活用户维持高位增长。

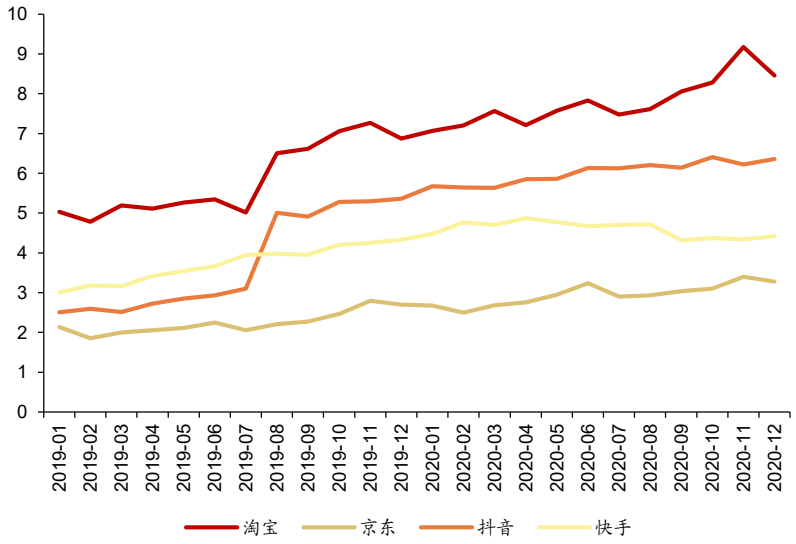
疫情催化网购需求：

- 2020年实体网购渗透率由前2月21.5%提升至全年24.9%。

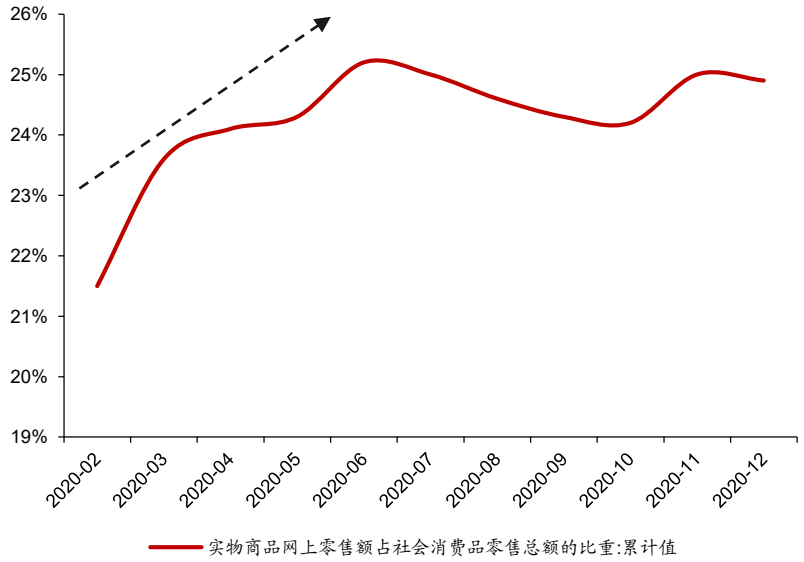
履约修复推升件量：

- 2020年快递行业件量同比增速由前2月-10.1%推升至全年31.2%。

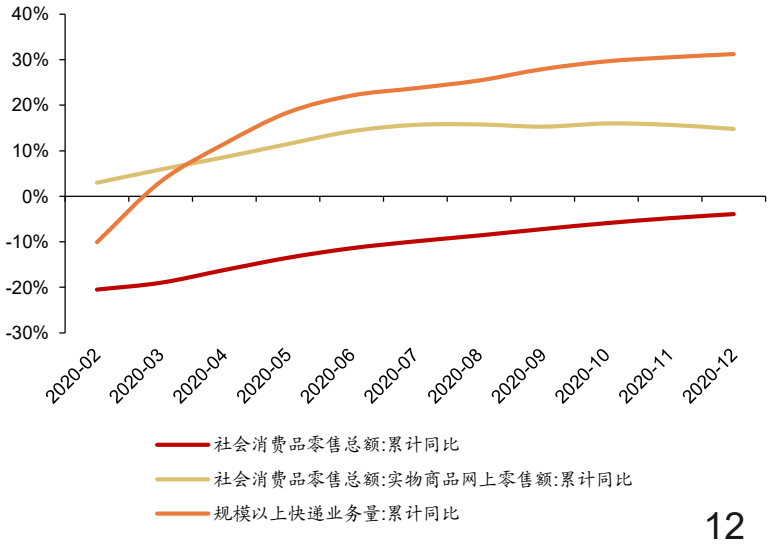
图：2020年电商月活基本不受疫情冲击



图：2020年实体网购渗透率大幅提升



图：2020年快递及网购修复具备明显韧性



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 年内至今疫情主要影响派送及揽运，网购原生需求驱动无虞

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

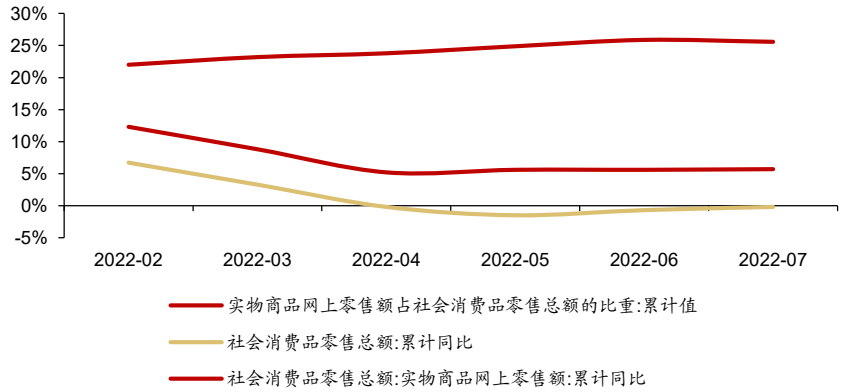
上半年北、上、深疫情直接影响派送端，间接影响需求

- 深圳（3月）、上海（4-5月）及北京（5-6月）出现疫情，北上深属于主要快递消费地，疫情直接影响派送层次，派送环节短期中断从而间接影响需求，对应3-5月行业单量增速分别-3.1%、-12.0%、+0.2%。
- 金华义乌8月2日起出现疫情，根据浙江邮管局，8月3日义乌单量约2600万件，而7月份义乌日均单量3589万件；8月11日0时起开始连续3天静态管理，必要物流物资保障车辆可正常通行。义乌属于小商品经济产地，我们分析疫情主要影响揽运层次。

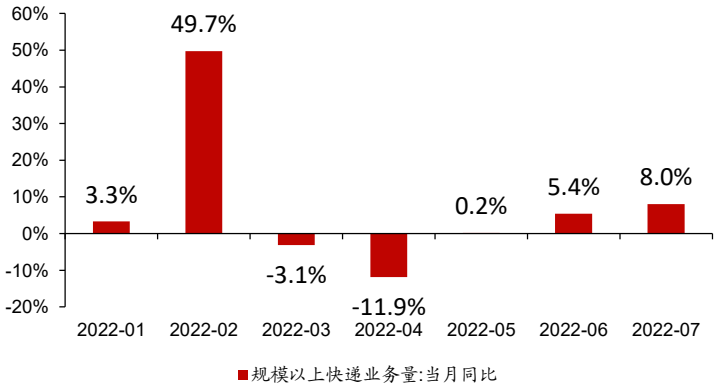
疫情对快递的影响逐步消除

- 上述地区疫情管控趋于良好，疫情对快递揽运及派送的影响有明显边际改善。根据义乌邮管局，义乌各大快递品牌分拨中心已于8月18日恢复试运转，当天义乌件量1225万单，恢复到疫情前40%、静默期前50%；根据义乌市政府，截止8月20日义乌全市复工率已超过98%。
- 实体网购持续呈现韧性（前7月实体网购增速高出社零增速5.9pts），我们分析整体快递履约能力修复后，有望恢复相对高增。

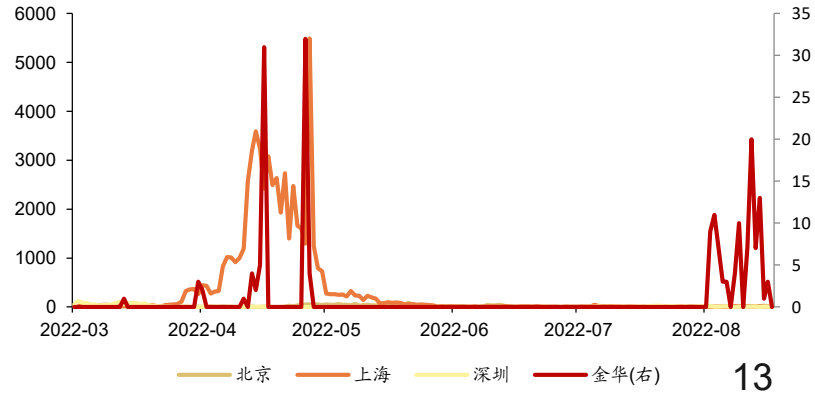
图：2022年至今实体网购需求良好



图：2022年快递件量增速筑底后向上修复



图：主要快递消费地及产粮区疫情好转（单位：人）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3 需求强劲同时考虑上年同期低基数，22Q4单量或超预期增长

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

淡旺季峰谷趋平，2021Q4旺季单量向Q3平滑

- 如果以旺季10-12月各月日均单量与当年下半年最淡月份7月日均单量比较，21H2多重促销对Q4旺季平滑效应明显，造成21Q4快递单量的相对低基数。
- 17-20年各年10月日均单量较当年下半年最淡月份7月百分比增幅的4年均值为15.1%，11月为46.4%，12月为31.4%。

今年去库存压力下，22Q4单量有望超预期

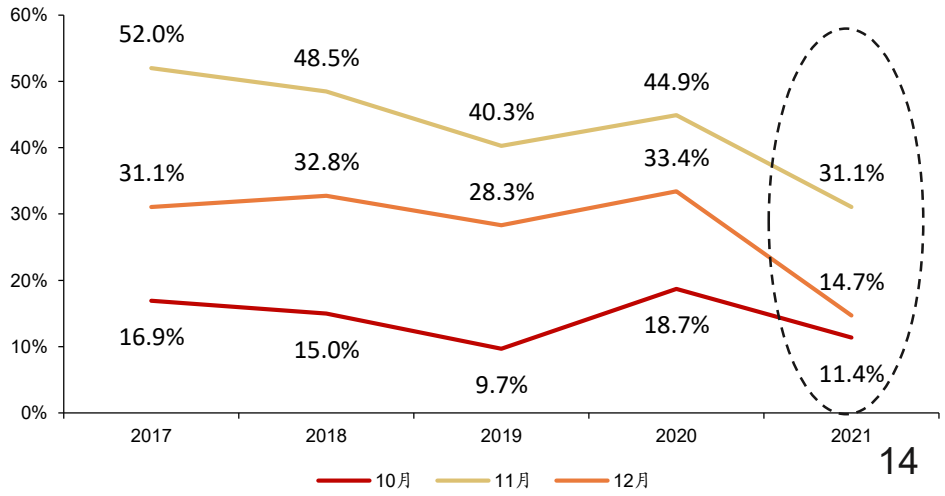
- 今年上半年疫情短期影响线上线下消费，卖家具有强烈去库诉求；
- Q3快递履约能力仍未完全修复，我们预计22Q4行业单量同比增速或超预期达到15%-20%，头部电商快递公司单量同比增速或超预期达到20%-25%。

表：2021下半年电商促销活动密集

月份	21年下半年淘系促销活动
7月	天猫啤酒节、天猫游泳节、722洗护节、天猫运动会、家装大促
8月	88会员节、天猫七夕节、3C家电狂欢周、天猫秋冬新风尚、淘宝秋季新势力周、天猫开学季
9月	国庆大惠战、9月结婚季、9.12辣妈囤货季、99划算节
10月	抢大牌活动、今日必抢活动、国庆大惠战、大家电国庆7天乐、淘抢购日常单品、淘宝中秋节、国庆疯狂购、国庆珠宝节、淘宝重阳节
11月	双十一、天猫返场、天猫母婴亲子日、天猫温暖过冬、天猫火锅节
12月	双十二、天猫双旦礼遇季、天猫暖冬滋补季

资料来源：伍格电商，Wind，浙商证券研究所

图：由于多重促销平滑，2021年旺季日均单量较当年下半年淡季7月日均单量增幅明显较前4年趋缓



03 长期有空间

3.1 上游驱动三次变革，直播电商最新接棒

2005-2017年：通讯科技（智能手机、支付技术等）完善，带动淘系、京东网购的崛起驱动

- 网购的基本盘：新消费渠道。网民数量由1.11亿人提升至7.72亿人，复合增速17.5%。

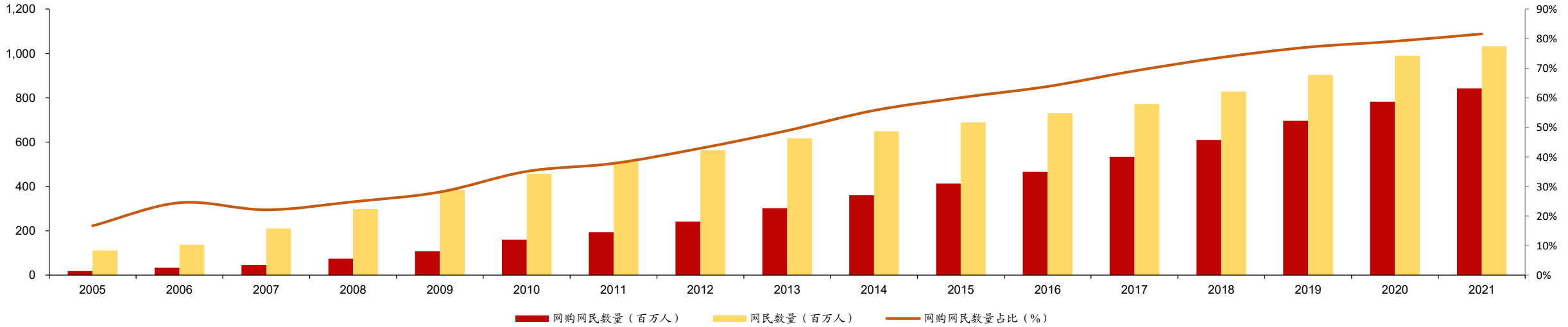
2018-2020年：网购普及率提升，拼多多社交拼团的崛起驱动

- 网购的下沉：社交网购。实物商品网购渗透率由18.4%提升至24.9%，网购网民数占网民总数比重由73.6%提升至79.1%。

2021年至今：网购营销创新，抖音快手等直播电商的崛起驱动

- 网购的新形式：立体网购。据电商报数据，抖音GMV份额提升至2021年5%（2019年0.4%），快手GMV份额提升至2021年4%（2019年0.6%）。

图：我国网购及网民规模稳步增长



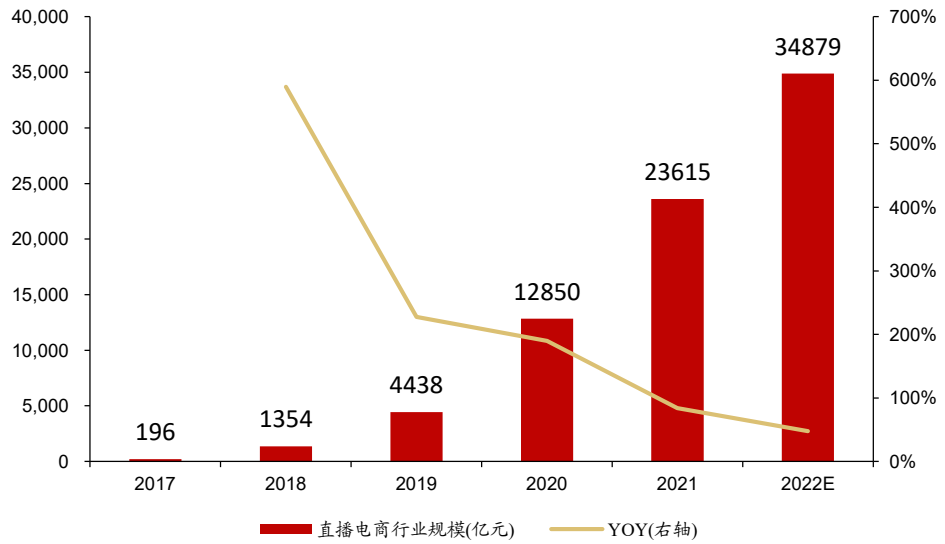
资料来源：CNNIC，浙商证券研究所

上游驱动三次变革，直播电商最新接棒

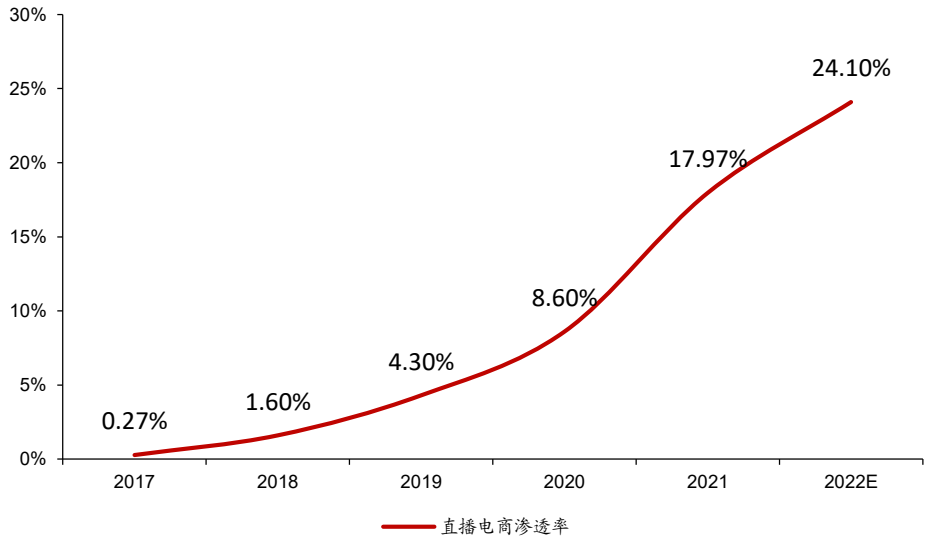
直播电商空间广阔、增速可观

- **直播带货市场已经经历高增速阶段，已具备可观市场规模。**根据网经社《2022年(上)中国直播电商市场数据报告》，我国直播电商行业市场规模2017-2021年复合增速231.1%，渗透率由2017年0.27%提升至18.0%，预计2022年市场规模同比增长47.7%至2.36万亿元，渗透率进一步提升至24.1%。
- **高增长态势有望延续。**在2021年快手电商引力大会中，快手电商负责人笑古表示至2025年全国直播电商市场规模可达6万亿元，据此推算21-25E复合增速26.3%；此外北京市经济和信息化局、北京市商务局也于年内联合发布《北京市数字消费能级提升工作方案》，提出到2025年北京市直播电商成交额超过2万亿元。

图：网经社预计2022年中国直播电商规模3.49万亿元



图：网经社预计2022年直播电商渗透率24.1%



资料来源： 网经社电子商务研究中心，浙商证券研究所

上游驱动三次变革，直播电商最新接棒

国家统计局对社零数据中实体网购统计口径，或导致直播带货增量低估：

- 对于规模较大的限额以上企业单位及个体经营户（收入2000万元及以上的批发企业、500万元及以上的零售业企业、200万元及以上的住宿和餐饮业企业），实行全额调查；
- 对于规模较小、但有营业执照的限额以上企业单位及个体经营户，通过抽样调查进行统计；
- 对于无营业执照、无法包含在统计名录内的企业，通过大数据挖掘及与有关电商平台合作搜集网购信息。直播带货属于新兴网购营销模式，规模较小的企业及个体户可能因统计偏差及误差等原因未被计入口径。

图：我国直播电商方兴未艾，逐步进入爆发期

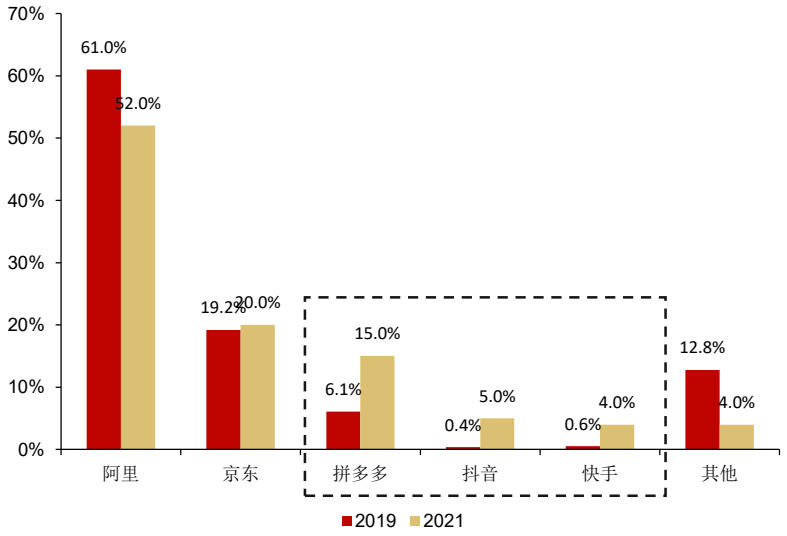
资料来源： 36氪研究院，浙商证券研究所

3.2 上游驱动仍在，单包裹货值走低，包裹超额增长

快递单包裹货值持续下行，带来快递单量相对电商网购GMV超额增长

- **快递单包裹货值持续下行。**我们以累计实体网购零售额除以累计快递单量测算，2017年快递单包裹货值136.82元，2022年前7月单包裹货值103.76元。
  - ✓ 一方面，直播电商兴起带动电商平台格局多元化，2021年抖音+快手GMV份额占比已接近10%；
  - ✓ 另一方面，社交电商拼多多无购物车带动结算频次提升、增强“拆包效应” 。
- **单量相对实体网购超额增长预计持续。**2017年快递单量同比增速与实体网购同比增速都为28%左右，而后至2021年快递单量YOY29.9%、实体网购YOY12.0%，增速差逐步扩大；22年4-7月份疫情暂时性影响快递履约能力，预计后续单包裹货值仍有持续下降空间。

图：拼多多、抖快平台GMV份额提升明显

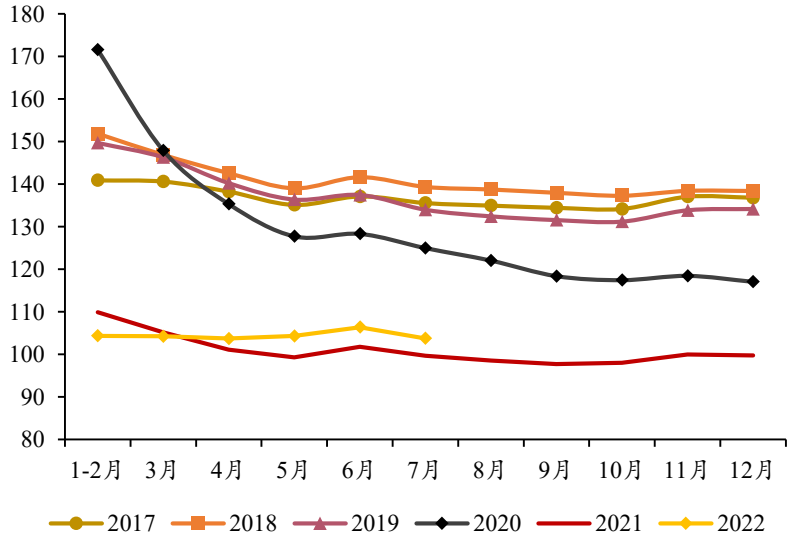


图：拼多多无购物车功能或带来拆包效应

淘宝：有购物车功能栏

拼多多：无购物车功能栏

图：我国快递单包裹货值持续下行（金额：元）



资料来源： 电商报，淘宝，拼多多，Wind，浙商证券研究所

3.3 快递集中度提升，头部快递相对行业超额增长

尾部中小快递仍在出清过程

- 头部快递成本优势显著，CR8由1M17的75.7%，持续提升至7M22的84.8%。

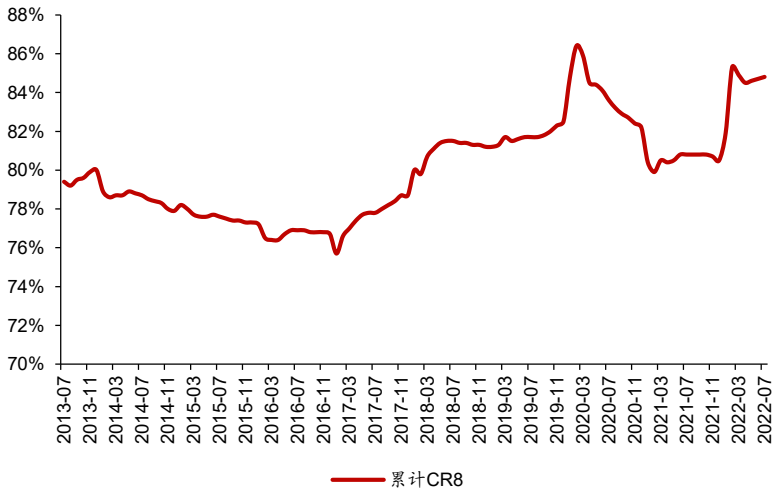
行业整合带来头部快递受益

- 极兔收购百世，份额或有外溢，头部快递有望受益。

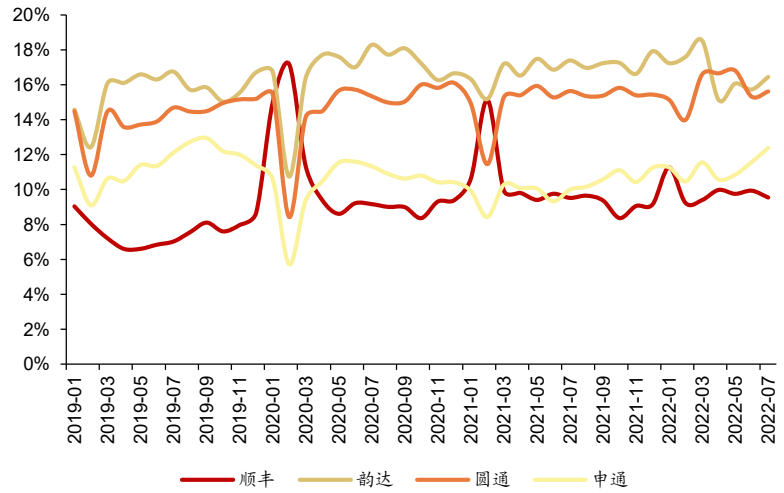
头部快递市占率提升

- 中通快递22Q2市占率23.0%；韵达股份2022年7月市占率16.4%；圆通速递2022年7月市占率15.6%。

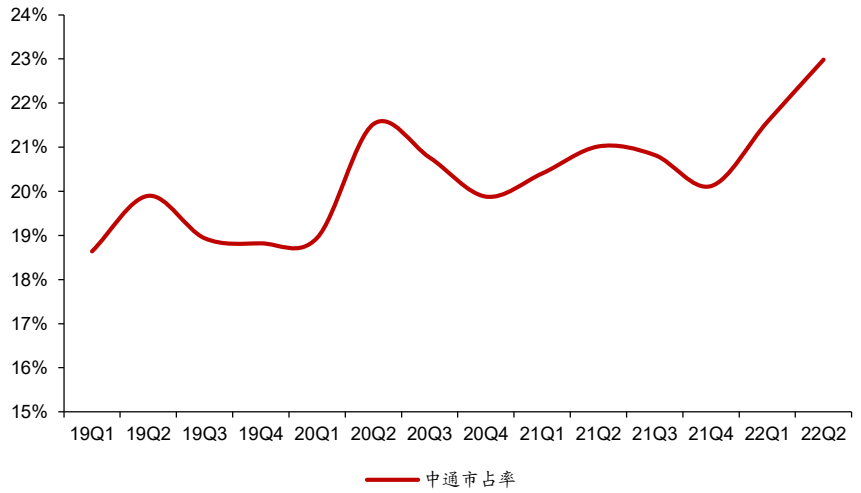
图：快递服务品牌集中度指数CR8情况



图：A股快递公司市占率情况



图：中通快递市占率情况



资料来源： Wind，公司公告，浙商证券研究所

04 投资建议

4.1 投资区分赛道，超跌龙头价值凸显

弹性看电商快递，对应PE估值具备性价比

- 通达系方面，看好A股电商快递龙头韵达股份，关注圆通速递。
- 考虑到随着疫情影响逐步消减，如果2023年经营回归正常增长，我们预计韵达股份2023年归母净利润39-40亿元，对应PE仅约14倍，处于绝对低位，此外短期向上边际催化机会充足。

顺丰控股利空出尽，中长期价值恢复，对应分部估值空间广阔

- 直营制方面，顺丰控股悲观情绪释放，主业壁垒深厚叠加新兴业态完善带来的价值修复；
- 利润增长及价值拆分关注：1）时效件利润、2）经济件利润、3）快运利润、4）国际利润、5）同城等其他

表：重点快递公司盈利预测及估值

证券代码	证券简称	评级	市值	归母净利润(亿元)		PE			PB
			2022/8/22	22E	23E	TTM	22E	23E	LF
002120.SZ	韵达股份	买入	544	26.14	39.27	34.09	20.81	13.85	3.40
600233.SH	圆通速递	买入	726	32.55	40.52	22.48	22.30	17.91	3.04
002352.SZ	顺丰控股	增持	2481	72.62	96.95	39.50	34.16	25.59	3.06

资料来源： Wind，浙商证券研究所
备注：市值金额单位为亿元人民币；盈利预测为浙商交运团队预测

风险提示

1、整体网购需求增长不及预期
2、直播电商业态发展不及预期
3、新冠疫情反复扰动
4、快递行业份额集中化不及预期

行业评级与免责声明

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

行业评级与免责声明

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。

联系方式

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25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

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