

图 24: 抖音直播 GMV 高速增长 (亿元)	15
图 25: 直播电商为通达系快递包裹重要来源	16
图 26: 阿里系对通达系持股比例情况梳理	17
图 27: 顺丰固定及无形资产规模大于通达系 (截止 23Q3 末)	17
图 28: 顺丰资本开支规模大于通达系 (23Q1-Q3)	17
图 29: 2030 年鄂州机场货邮吞吐量将达到 330 万吨	20
图 30: 2030 年鄂州机场起降架次将达到 9.2 万架次	20
图 31: 鄂州枢纽航线切换后顺丰的航空次晨达城市数量有望提升	20
图 32: 1.5-2 小时飞行可覆盖经济人口占全国 90% 地区	21
图 33: 顺丰航空从“点对点”网络向“轴辐式”网络转变	21
图 34: 顺丰国际业务发展规划	21
图 35: 我国快递价格竞争经历“中小主导-头部主导-新进资本主导-政策规制”	22
图 36: 快递票单价与服务业居民物价指数呈背离趋势	23
图 37: 快递量收增速差自 2021 年以来有所收窄	23
图 38: 韵达、圆通和申通的产能利用倍数 2023 年以来已逐步爬坡至相对高位	24
图 39: 极兔中国快递包裹量增速放缓	25
图 40: 极兔中国单票亏损显著收窄	25
图 41: 中通快递为例, 快递履约全程成本由揽收、中转、运输、派送构成	26
图 42: 23 年末周我国公路运价指数累计同比 19 首周上涨 7.7%	27
图 43: 圆通及申通自有车辆数量稳步提升	27
图 44: 中通快递自有高运力卡车占比逐步提升	27
图 45: 申通快递自有大运力牵引车辆占比逐步提升	27
图 46: “北上广深”物流仓储工业地产租金持续上涨 (单位: 元/平方米/月)	28
图 47: 韵达股份资本开支中占比最高为分拣中心	28
图 48: 顺丰拓宽融通场景, 持续降本增效	30
图 49: 顺丰 2023 年上半年营运模式变革进展	30
图 50: 中通快递 23 年前二季度快递单价降幅小于成本	31
图 51: 韵达股份 2023 年前三季度票均收入降幅小于成本	31
图 52: 顺丰控股业务框架	33

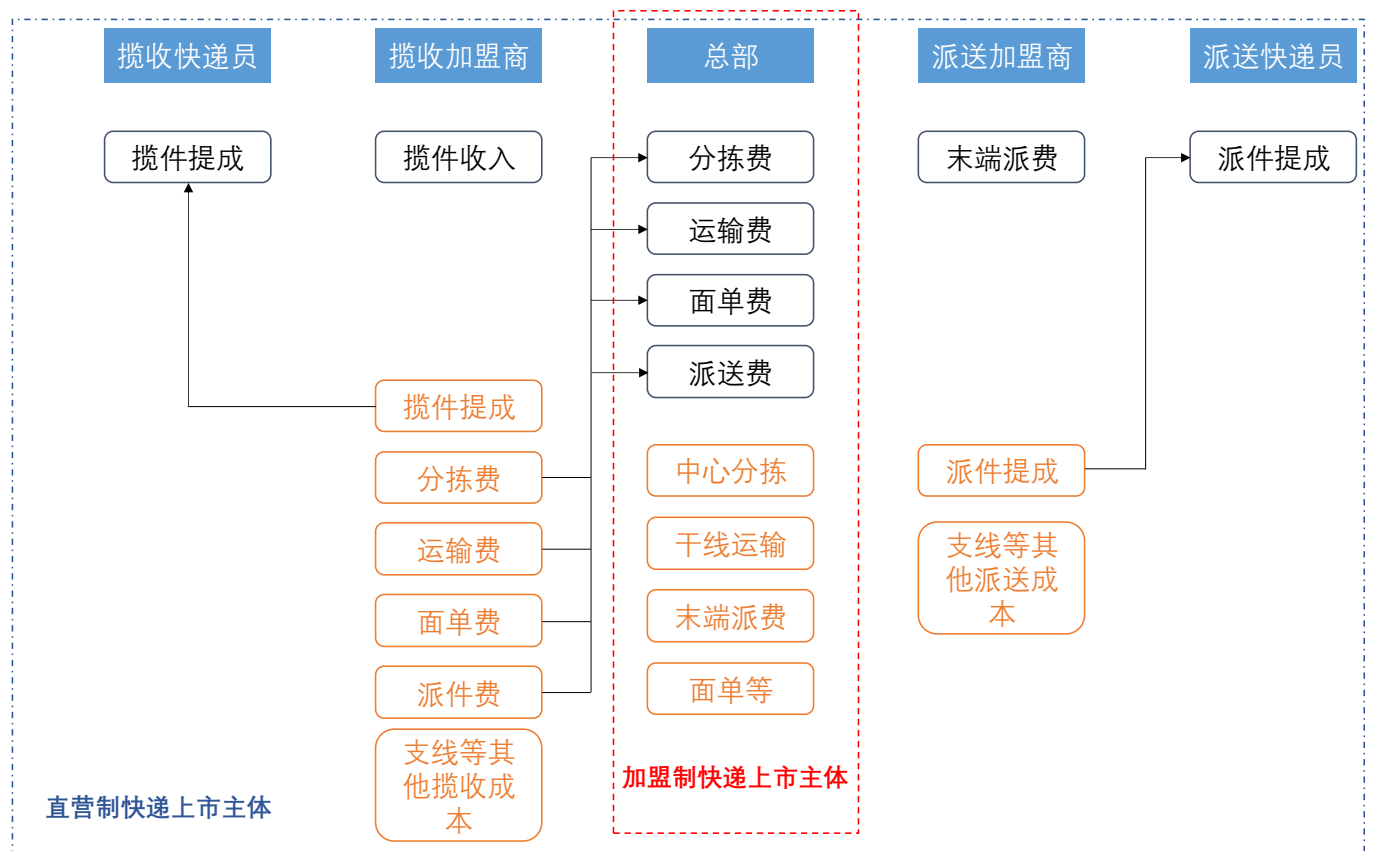
一、快递行业整体分析框架

商业模式：快递行业的商业模式包括直营制及加盟制。快递是指物流企业(含货运代理)通过自身的独立网络(直营制)或以联营合作(即加盟制)的方式,将用户委托的文件或包裹快捷而安全地从发件人送达收件人的门到门运输方式,具有高时效性、高劳动密集性、低差异化竞争程度等特点。

1) 对于直营制快递企业:对快递服务的揽收、分拣、运输、派送的全链路进行标准化的统一管理。直营制快递企业的发展,更加需要考虑服务溢价能力及成本管控能力。

2) 对于加盟制快递企业:自身总部主要负责分拣及干线运输,末端服务由加盟商负责运营提供,组织形式相对灵活,能够实现相对低成本的快速扩张。加盟制快递企业的发展,更加需要考虑份额提升能力及链路主体利益协同能力。

图1: 快递公司履约流程解析



资料来源: 信达证券研发中心

竞争壁垒：快递行业已发展为大赛道,竞争壁垒主要在于资质、资产、份额及成本,这导致“大而美”的公司更有能力跑出超额优势。

1) **资质壁垒：**根据交通运输部《快递业务经营许可管理办法》,经营快递业务,应当依法取得快递业务经营许可,并接受邮政管理部门及其他有关部门的监督管理;未经许可,任何单位和个人不得经营快递业务。

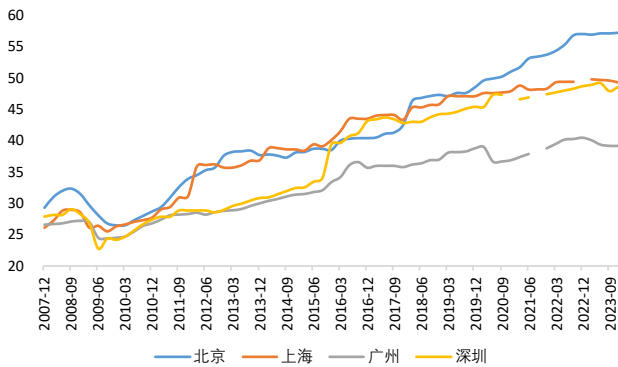
2) **资产壁垒：**快递服务的履约环节包括揽收、分拣、运输、派送等,涉及资产包括人员、土地厂房、运输工具、分拣设备等。以土地厂房类型的资产为例,布局成本呈刚性上升趋势,

因此早期布局到位的企业具备相对的先发优势。

3) 份额壁垒: 快递服务竞争维度相对简单, 主要比拼服务稳定性和服务价格, 这代表相对较低的竞争差异化程度, 那么具备经营许可资质且资产布局具备先发优势的头部企业有能力扩大和其余企业的份额差距, 在低差异化竞争的赛道属性背景下提升自身的份额壁垒。

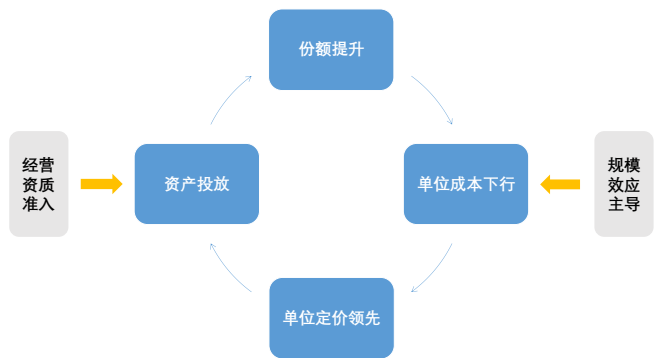
4) 成本壁垒: 土地厂房、运输工具和分拣设备等的单位折旧摊销, 以及单位人工成本, 有望通过份额提升带来的规模效应及路由规划优化能力实现下降, 那么份额领先的头部企业可以实现相对较低的单位成本, 从而具备较强的领先定价能力。

图2: “北上广深”物流仓储工业地产租金持续上涨(单位: 元/平方米/月)



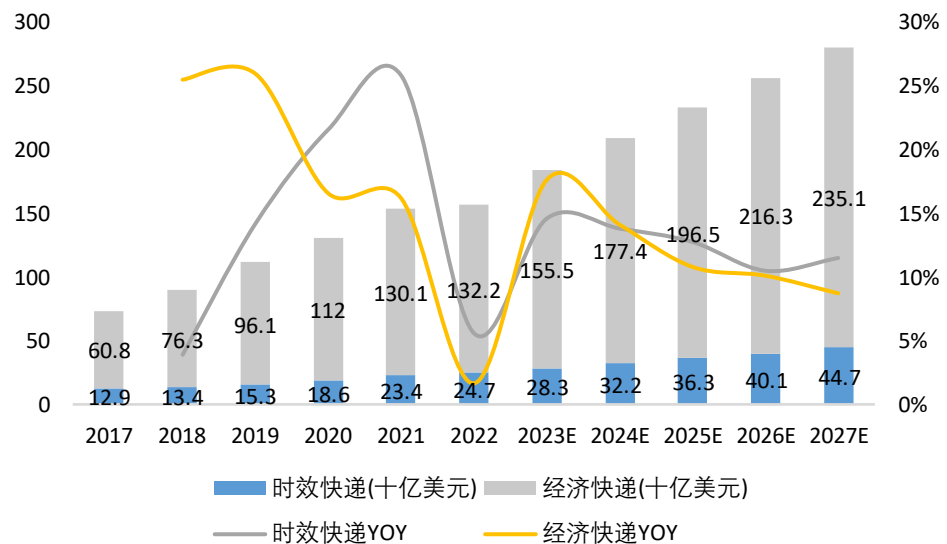
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图3: 产能、规模、成本、价格相互作用



资料来源: 信达证券研发中心

图4: 中国快递市场规模 17-22 年复合增速 16.3%, 逐步发展为大赛道



资料来源: 顺丰控股H股招股说明书, 国家邮政局, 国家统计局, 国家发改委, 弗若斯特沙利文, 信达证券研发中心

盈利驱动: 单量、单价及单票成本构成盈利的核心驱动要素。

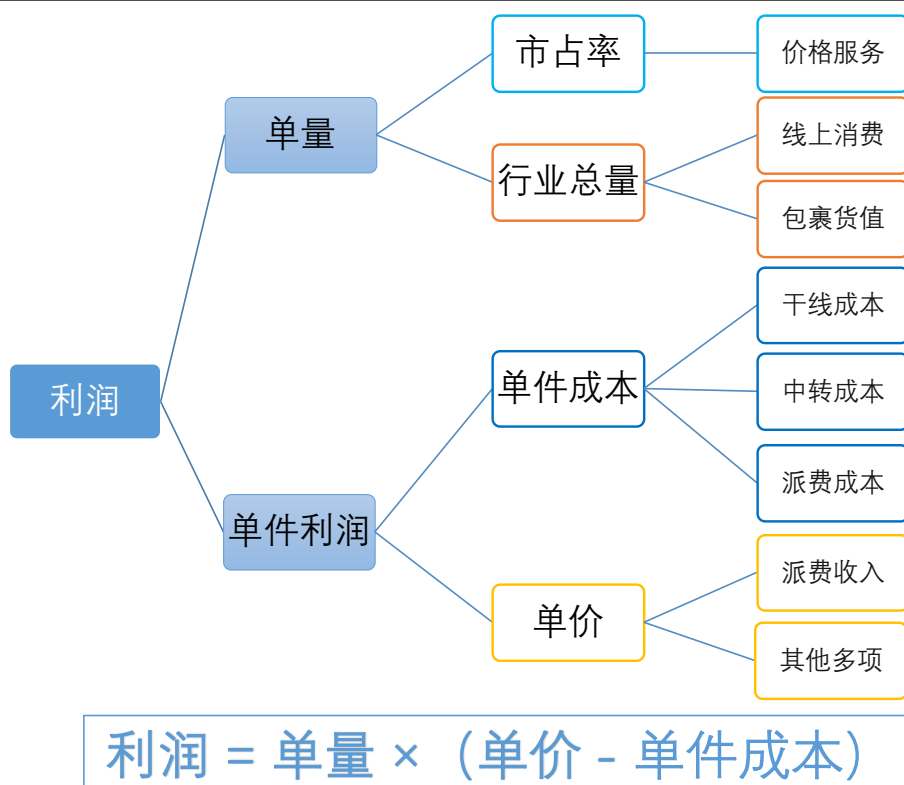
1) 单量: 指快递企业履约产生的包裹量。单量的增长直接带来规模与份额的提升, 此外随单票增长而逐步增强的规模效应也有望间接地对单票固定成本产生优化作用。

2) 单价: 指快递企业提供快递物流服务相应向客户收取的费用, 与货品结构、重量及运输

距离相关。其中，直营制快递企业（以顺丰、京东、邮政、德邦等为代表）直接向消费者收取全链路费用（收派、中转、运输等）形成总部的收入，加盟制快递企业（以中通、韵达、圆通、申通、极兔等为代表）向前端加盟商收取中间环节费用（中转、运输等）形成总部的收入。单票价格的变动趋势，是反映行业格局竞争情况的重要指标。

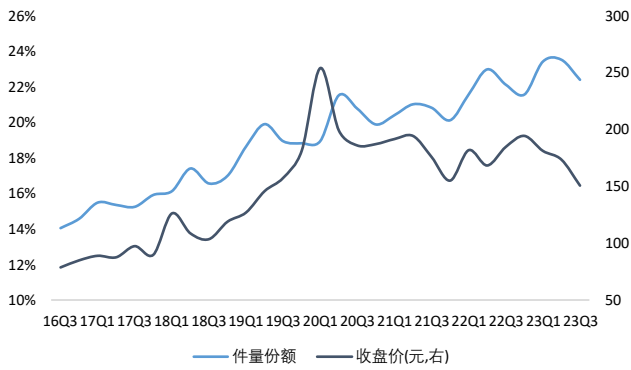
3) 单票成本：指快递企业提供快递物流服务相应需要付出的开支。其中，直营制快递企业（以顺丰、京东、邮政、德邦等为代表）总部产生的成本涵盖收派、中转、运输等全链路，加盟制递企业（以中通、韵达、圆通、申通、极兔等为代表）总部产生的成本仅涵盖中转、运输等中间环节。电商消费的常态化、行业规模效应的提升、车辆及土地资产的自有化、设备资产的自动化等有望驱动单票成本的下降。

图5：快递行业盈利分析框架

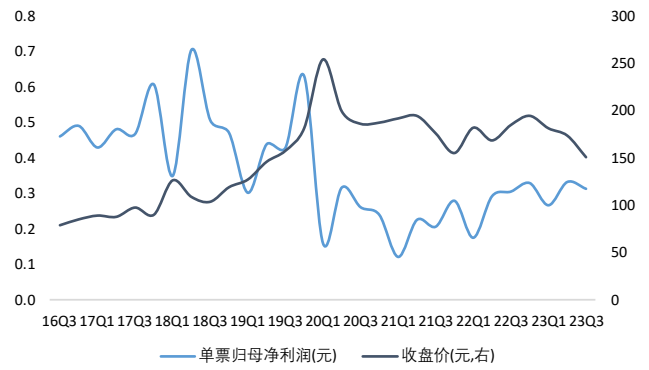


资料来源：信达证券研发中心

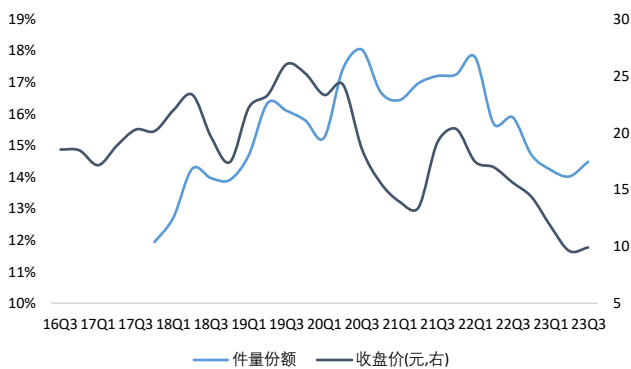
市值驱动：上市公司股价提升的基本面驱动由份额这一单一因素逐步转向份额与单票盈利共振。我们复盘中通快递（ZTO.N）、韵达股份、圆通速递、申通快递的季度频率的件量份额、单票盈利与期末收盘股价走势的相关性，发现件量份额一直以来都与公司股价走势具有较好的正相关性，我们认为这可能与市场持续关注电商快递行业的成长性以及此前行业维持相对持续的高增速红利有关；如果观察单票盈利与期末收盘股价走势的相关性，我们发现自2020年行业价格竞争加剧之后，单票盈利与公司股价走势的正相关性相较此前增强，我们认为这可能与行业增速中枢放缓背景下市场逐步新增关注企业利润及现金流质量有关。换言之，驱动股价走势的快递企业基本面因素，逐步由份额转向份额及单票盈利共振。

图6：中通件量份额与股价具备较高相关性


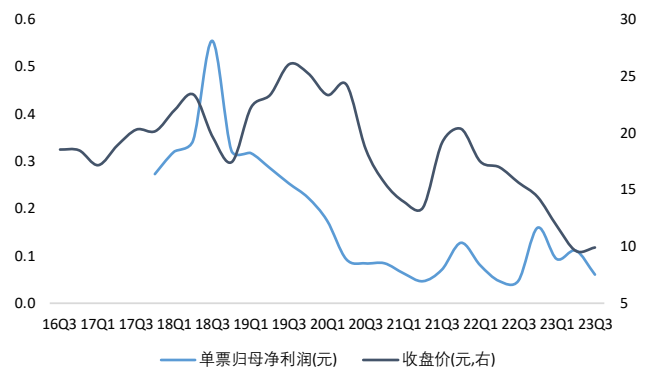
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图7：中通单票盈利与股价相关性自 2H20 以来增强


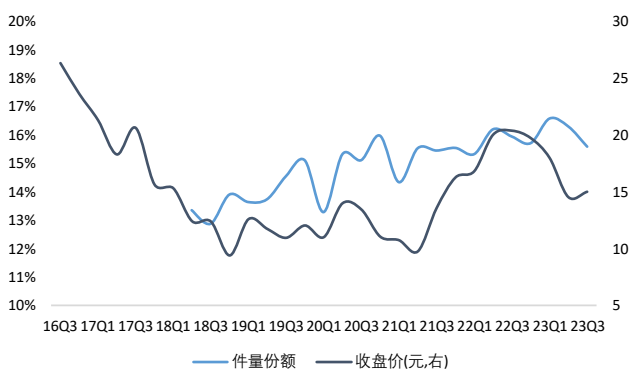
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图8：韵达件量份额与股价具备较高相关性


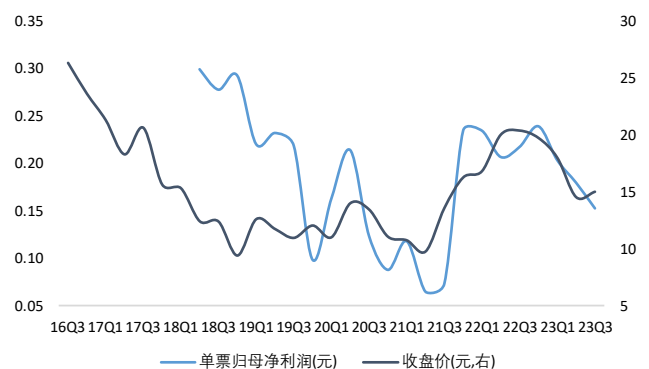
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图9：韵达单票盈利与股价相关性自 2H20 以来增强


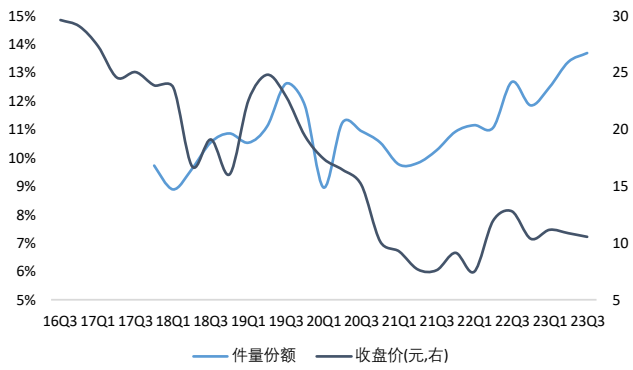
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图10：圆通件量份额与股价具备较高相关性


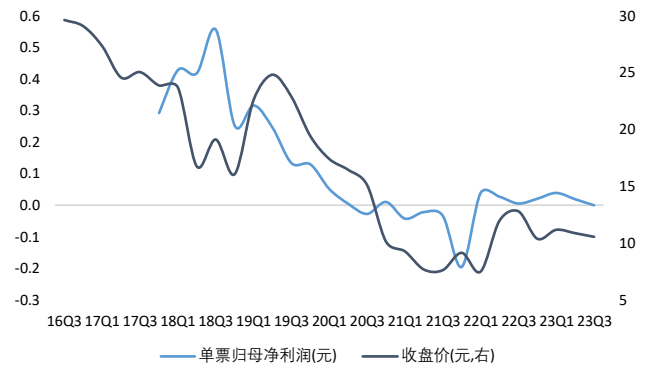
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图11：圆通单票盈利与股价相关性自 2H20 以来增强


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图12：申通件量份额与股价具备较高相关性


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图13：申通单票盈利与股价具备较高相关性


资料来源：Wind，信达证券研发中心

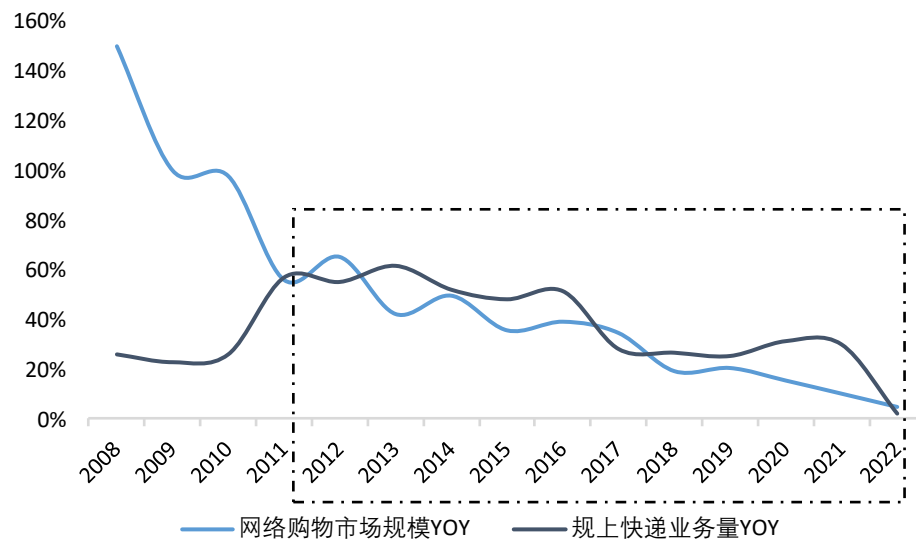
二、件量规模扩张增速仍在：电商业务关注商流赋能，时效业务期待供给侧对需求的拉动

2.1 电商快递的成长性，重点关注上游商流及需求的赋能

2.1.0 总量的增长，叠加份额提升，带来电商快递头部企业单量相对高增长

电商快递行业整体的成长性，从 2010 年之后与线上消费的相关性逐步走强。2010 年为我国电商以及电商物流发展的重要时间节点，当年阿里开始重视物流配送环节，正式对外宣布“淘宝大物流计划”，其中淘宝物流平台由淘宝联合仓储、快递、软件等企业组成服务联盟，提供一站式电子商务物流配送外包服务，解决商家货物配备（集货、加工、分货、拣选、配货、包装）和递送的难题。2013 年，阿里牵头银泰集团、复星集团、富春集团、顺丰、申通、圆通、中通、韵达以及资本金融机构组建菜鸟网络科技有限公司。我们分析，自 2010 年后，快递包裹中电商包裹的业务量占比逐步提升，当前或已占据主要的份额。

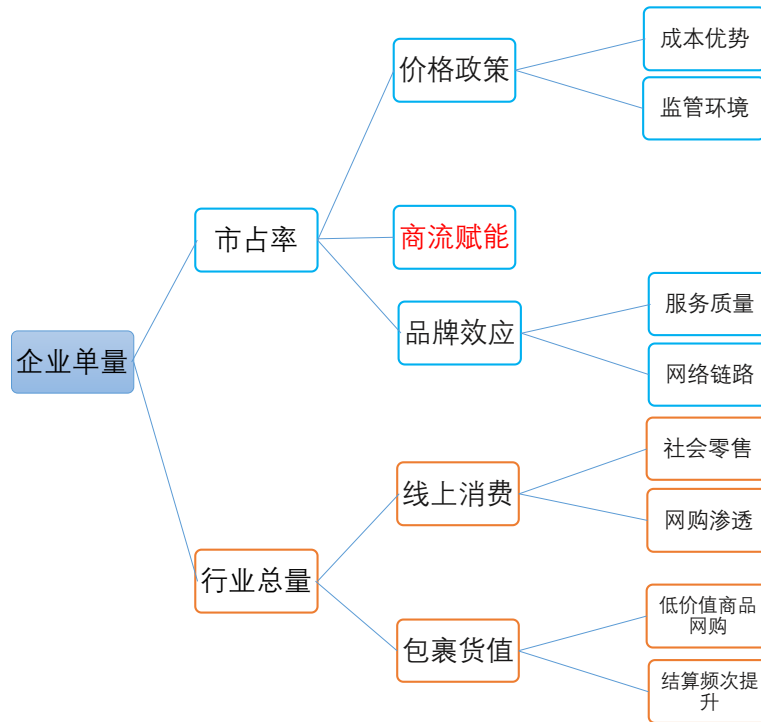
图14：2010年后快递行业包裹量增长与网购市场规模增长的相关性逐步走强



资料来源：Wind，信达证券研发中心

对于总业务量的增长，主要得益于线上消费增长及单包裹货值下行。一方面线上消费构成原始驱动，其中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；另一方面单包裹货值下行构成增量，而单包裹货值的下行由网购订单碎片化趋势驱动。

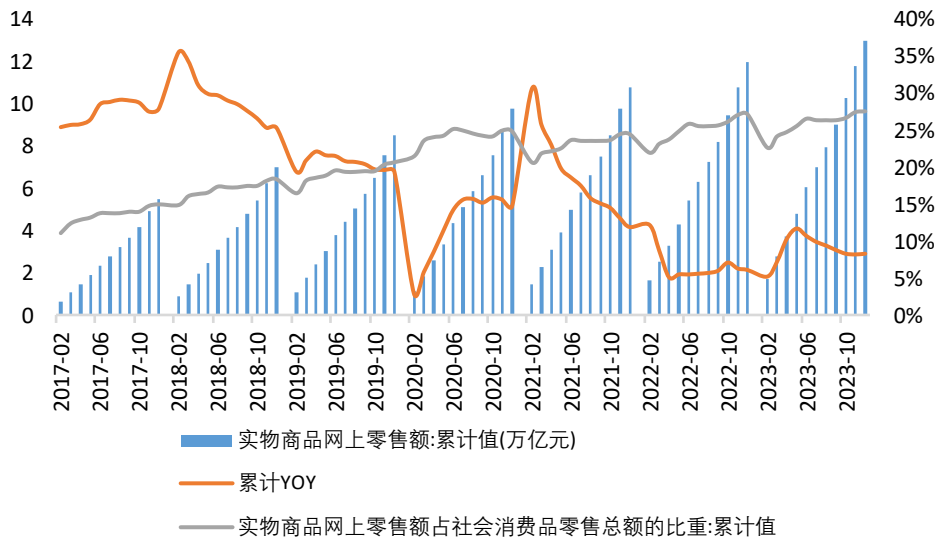
对于快递头部企业的份额提升，主要得益于品牌服务能力及低成本带来的价格策略优势。一方面快递需求的变化已经逐步由完全的价格敏感转向服务敏感，快递网络链路稳定性及完善程度是快递品牌服务的重要基础之一；另一方面，龙头资产储备具备先发优势，较强的规模效应能够带来较为灵活的价格杠杆调节能力。此外，我们认为电商快递企业份额驱动因素的关键边际增量在于上游电商平台的商流赋能。

图15：电商快递企业单量成长性驱动框架


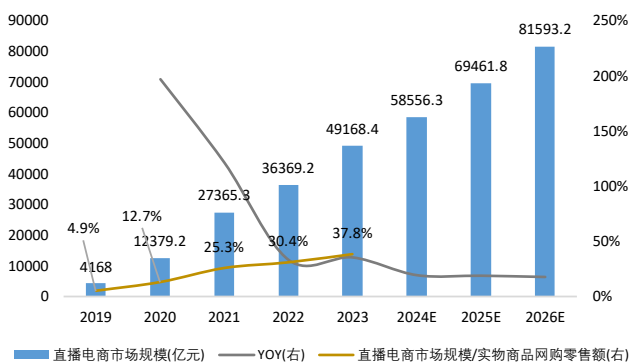
资料来源：信达证券研发中心

2.1.1 网购渗透率提升叠加单包裹货值下行，有望驱动电商快递业务总量增长

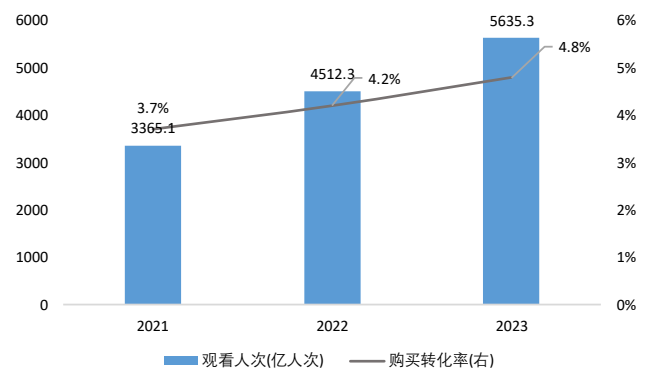
实物商品网购增长仍有驱动。2023年，我国实物商品网上零售额13.02万亿元，同比增长8.4%，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重27.6%，同比提升0.4pts（2017年实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重仅15.0%）。我们认为，未来直播电商或将成为整体实物商品网购的重要增长驱动，根据艾瑞咨询《2023年中国直播电商行业研究报告》预计，我国直播电商行业市场规模2023-2026E年复合增速18.4%，渗透率由2019年4.9%提升至2023年37.8%，其中2023E市场规模同比增长35.2%至4.92万亿元。北京市经济和信息化局、北京市商务局也于2022年联合发布《北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达2万亿元（为2023年全国直播电商市场规模的40.7%）。

图16：2023年实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重同比提升0.4pts


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图17：预计23-26E直播电商市场规模复合增长18.4%


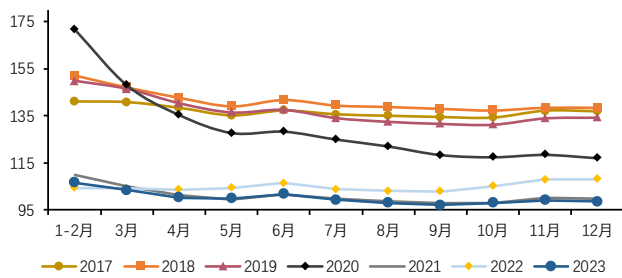
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图18：内容平台直播电商观看人次及购买转化率稳步提升


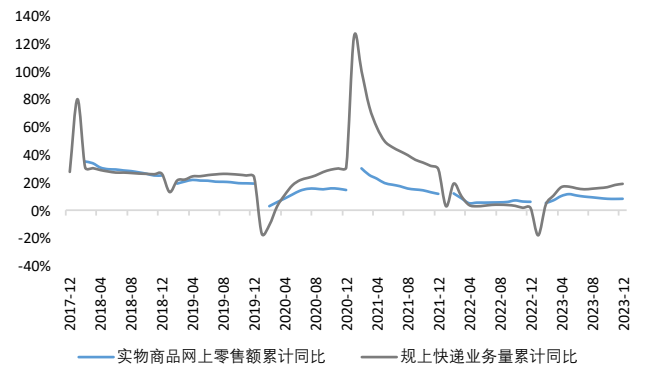
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

备注：购买转化率=购买人次/观看人次

单个快递包裹承接的实物商品网购货值逐步下行。受到社交电商无购物车模式带动结算频次提升以及直播电商发展共同带来的电商平台订单碎片化影响，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，2023年单包裹货值98.56元。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YOY为29.9%、实体网购YOY为12.0%，增速差逐步扩大；2022年疫情暂时性影响快递履约能力，实体网购YOY高出快递单量YOY4.1个百分点；2023年疫情影响减弱后，快递行业件量相对实体网购增速差恢复走扩，23年YOY增速差达11.0pts。我们预计，后续直播电商进一步崛起背景下，一方面网购消费进一步下沉化，另一方面网购消费进一步冲动化（根据电商报，直播电商平均退货率为30%-50%，高于传统电商退货率的10%-15%），快递单包裹货值仍有持续下降空间。

图19：2023 年快递单包裹货值同比下降 8.9%（元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

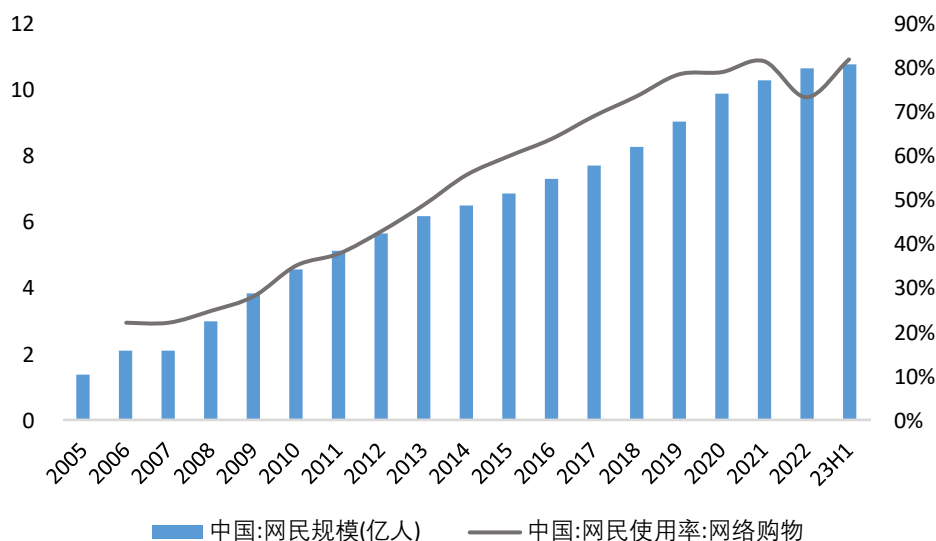
图20：2023 年以来快递件量与实物商品网购增速差逐步走扩


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.1.2 电商快递格局分化或并非快变量，重视商流的赋能

上游驱动电商行业经历三次变革，直播电商有望最新接棒：

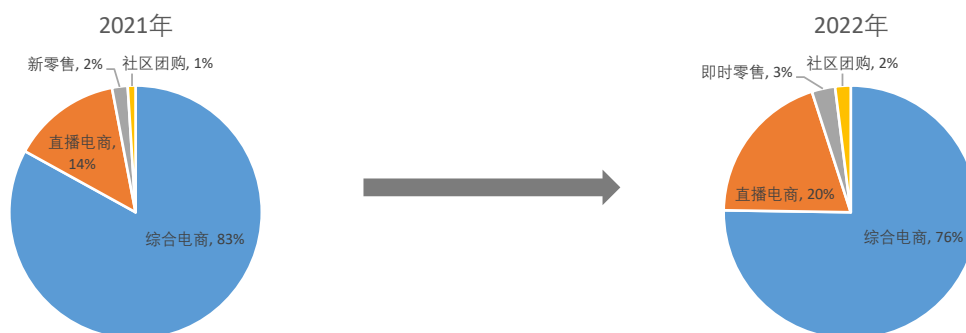
- 1) 2005-2017 年：通讯科技（智能手机、支付技术等）完善，淘系、京东网购的崛起驱动快递行业的发展。**此阶段，网购的基本盘形成，拓宽了我国居民的消费渠道，网民数量由 1.37 亿人提升至 7.72 亿人。
- 2) 2018-2020 年：网购普及度进一步提升，拼多多社交拼团的崛起驱动快递行业的发展。**此阶段，社交拼团带动了网购的下沉，实物商品网购渗透率由 18.4% 提升至 24.9%。
- 3) 2021 年至今：网购营销创新，抖音快手等直播电商的崛起驱动了快递行业的发展。**此阶段，直播带货作为一种重要的网购营销新形式崛起，通过立体化的营销策略进一步带动了网购下沉及冲动消费。

图21：我国网民数量稳步提升


资料来源：Wind，信达证券研发中心

直播电商在电商平台中的话语权稳步提升。2022年，直播电商 GMV 占整体电商市场 GMV 比重达 20%，同比提升 6 个百分点；其中，抖音及快手合计 GMV 份额达 14.8%（2019 年合计仅为 1.0%）。抖音直播电商 2022 年 GMV 高达 1.5 万亿元，2018-2022 年复合增速高达 250.0%。

图22：2022 年直播电商 GMV 份额同比提升 6 个百分点



资料来源：星图数据，信达证券研发中心

图23：2022 年抖音+快手 GMV 份额已经接近 15%

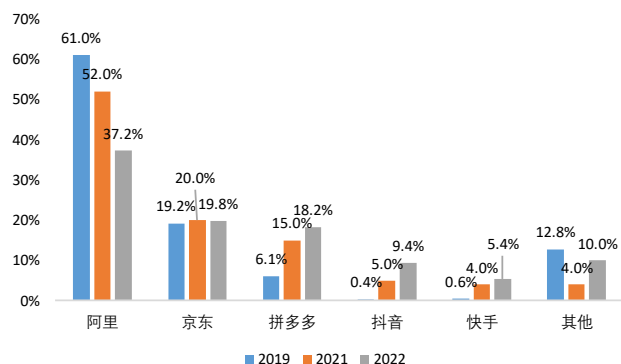
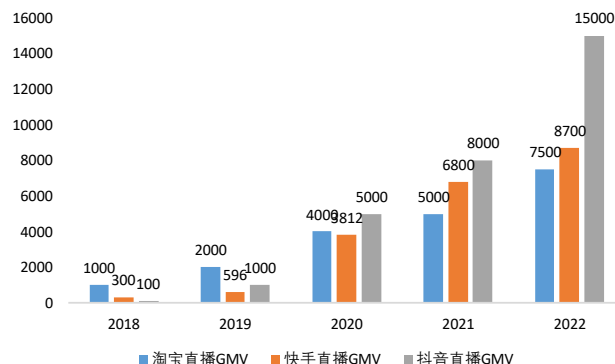


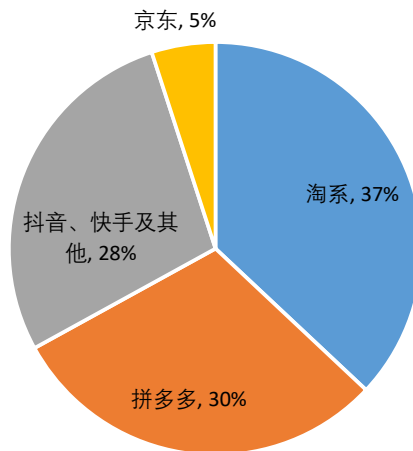
图24：抖音直播 GMV 高速增长（亿元）



资料来源：电商报，星图数据，信达证券研发中心

资料来源：招商银行研究院，星图数据，信达证券研发中心

对应下游电商快递行业包裹量结构，直播电商有望贡献显著增量。根据招商银行研究院统计，通达系快递企业包裹件量中，阿里系（淘宝+天猫）占比 37%，拼多多占比 30%，抖音快手及其他占比 28%。从结构趋势的变动上看，我们分析阿里系包裹量占比较此前有一定下降，与此同时抖音快手等直播电商包裹量占比较此前有一定提升。展望未来，伴随着直播电商相对高增速的持续，抖音、快手等直播电商对电商快递包裹量的贡献程度有望进一步提升。

图25：直播电商为通达系快递包裹重要来源


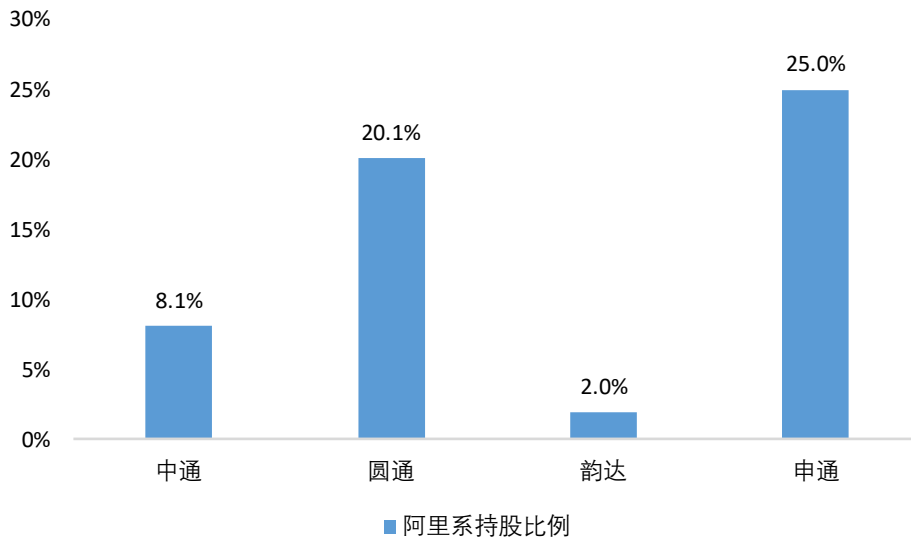
资料来源：招商银行研究院，信达证券研发中心

因此，建议重点关注电商平台商流与电商物流企业合作深化对快递行业格局影响。我们分析电商快递企业与上游商流的合作或主要包括以下几种形式：1) 股权合作：例如阿里对通达系快递企业的股权投资；2) 业务导流：例如抖音指数排名靠前的物流服务企业能够获得一定的流量倾斜；3) 服务补贴：例如抖音电商此前对快递“送货上门”服务给予一定补贴。展望未来，电商平台格局竞争趋于激烈的背景下，为了留存优质商家及消费者，平台对于服务能力的重视程度或将进一步提升，而物流服务将会是关键枢纽。我们判断自建物流或并非平台最优选择，与优质的第三方物流服务企业深化合作有望成为行业风向。对于电商快递行业本身格局来讲，具备高成长潜力的电商平台与企业合作的深化，或将带来格局份额改善的预期。

表1：核心直播电商平台对物流服务重视度趋于提升

平台	时间	举措
抖音	2021年8月	推出字节自己的物流电子面单系统，从此平台客户将无法使用菜鸟和拼多多等电子面单号段
	2022年1月	数字化物流整合服务平台“音需达”测试，并于9月正式上线，链接了顺丰、京东物流、中邮速递、圆通、韵达、中通等多家快递物流企业
	2022年3月	韵达成为首家抖音平台认证快递服务商，为抖音电商提供产品分层保障、客服专线等服务，提供优先揽收、优先中转、优先派送的绿色通道，为商家履约提供物流运营保障
	2023年9月	韵达宣布牵手飞书，全面推进线上线下一体化数字化变革，助力打通抖音电商数据，通过系统对接，实时同步数据并下达工单到省区、分拨、网点、业务员，实现降本增效
快手	2022年3月	对“按需派送”服务进行试水，是快手电商推出的“头等舱”商家产品中的服务项目之一，该项目是通过平台与快递公司达成合作进行商家匹配，从而在末端配送环节为消费者提供按照客户诉求派送的一种尊享服务
	2023年11月	快手电商双11购物节正式开启，京东物流成为了快手官方特邀物流合作伙伴，将在双11期间为快手商家提供物流运营保障，并为快手用户提供众多优质配送服务

资料来源：物流产品网，电商报，亿豹网，信达证券研发中心

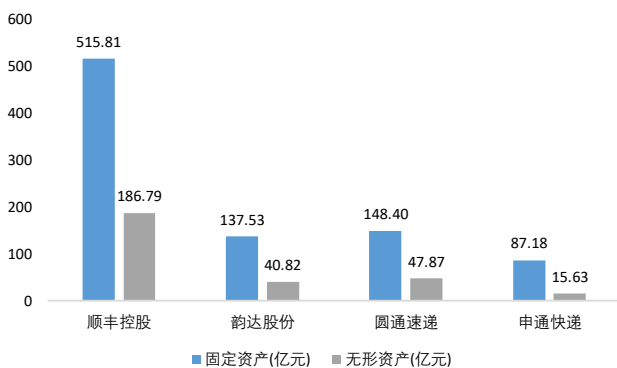
图26：阿里系对通达系持股比例情况梳理


资料来源：Wind，信达证券研发中心

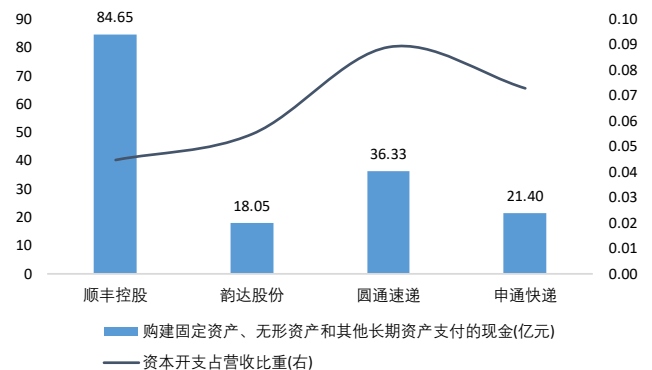
备注：中通为2023年中报情况；圆通、韵达、申通为2023年三季度报情况

2.2 时效快递的成长性，重点关注亚洲首座专业性货运机场枢纽投产带来的供给侧拉动

时效快递更加重视服务品质，服务品质的提升源于资产投放对于供给侧壁垒的不断夯实。根据顺丰控股H股招股说明书，时效快递一般是保证在特定的预定时间内送达的快递服务，提供精准及固定的配送窗口，就国内配送而言一般为数小时至最多2个工作日。考虑投入及回报情况，时效快递业务具有高门槛，主要体现在：1) 高密度的快递物流网络；2) 稀缺的节点资产资源（自有机队、航空枢纽、航权时刻等）；3) 丰富的运营经验和全链路管理能力；4) 面对客户的品牌力。因此，时效业务这一细分市场高度集中、格局稳固，近似于寡头垄断市场，按2022年收入计，前两大时效快递服务提供商占中国市场份额的84.6%，其中顺丰控股市场份额占比达63.5%，我们认为其未来的成长性主要看供给侧的变革拉动。

图27：顺丰固定及无形资产规模大于通达系（截止23Q3末）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图28：顺丰资本开支规模大于通达系（23Q1-Q3）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

从面向个人客户的快递产品来看，直营制快递具备比较明显的服务优势。

1) **揽收时效方面**：直营制时效快递的最快上门时间在 1 小时内；加盟制电商快递的最快上门时间在 2-3 小时内，中通未承诺上门揽收时效。

2) **派送时效方面**：直营制时效快递的预计送达时间根据细分产品的不同，最早在次日 18 点前送达，最晚在大后天 20 点前送达；加盟制电商快递的预计送达时间，除了韵达的高端产品智橙网承诺隔日 20 点前送达之外，其余大部分未作承诺。

3) **增值服务方面**：直营制时效快递的增值服务涵盖定时性、安全性等差异化需求的满足；加盟制电商快递的增值服务相对简约。

4) **产品定价方面**：直营制时效快递定价水平较高，且不同产品之间的定价存在比较明显的区隔；加盟制电商快递定价水平相对较低，不同产品之间的定价实际上并不存在比较明显的区隔。

表2：顺丰时效快递产品在时效及增值服务等方面具备显著优势（上海-北京流向）

公司	产品	首重 (元/kg)	续重 (元/kg)	最快上门时间	预计送达时间	增值服务
顺丰	特快	23	10	1 小时内	次日 18 点前	定时派送、密钥验证、代收货款、签单返还
	标快	18	5	1 小时内	隔日 12 点前	定时派送、密钥验证、代收货款、签单返还
京东	特快送	18	8	1 小时内	次日 20 点前	保价服务、代收货款、包装服务、签单返还、指定签收等
	特惠送	16	6	1 小时内	隔日 22 点前	保价服务、代收货款、包装服务、签单返还、指定签收等
邮政 EMS	特快	21	10	1 小时内	隔日 20 点前	预约返单、密码签收
	标快	16	6	1 小时内	大后天 20 点前	预约返单、密码签收
中通	尊享件	12	5	-	-	派前电联
	普通件	12	8	-	-	-
韵达	智橙网	14	7	2 小时内	隔日 20 点前	代收货款、签单返回
	标快	13	7	2 小时内	-	代收货款、签单返回
圆通	圆准达	13	6	2 小时内	-	-
	普快件	12	6	2 小时内	-	-
申通	闪电寄	12	5	3 小时内	-	-
极兔	兔优达	13	6	2 小时内	-	隐私面单、专属面单、绿色通道、优转优派、派前电联
	标准快递	12	6	2 小时内	-	隐私面单

资料来源：各家快递企业官方微信小程序，信达证券研发中心

鄂州花湖机场（亚洲首座专业性货运枢纽机场，顺丰参股 46%）及顺丰自营配套鄂州转运中心都已投运。据鄂州市政府网，鄂州花湖机场于 2022 年 7 月正式投入运营，从规划至投运共经历 8 年时间，工程总投资概算达 308.4 亿元，其中顺丰泰森持股比例 46%，此外顺丰自建鄂州机场转运中心。2022 年 11 月 27 日，顺丰航空全货机在鄂州枢纽通航。2023 年 7 月，顺丰航空货运航线转场工作正式启动。2023 年 9 月转场工作正式完成，国际国内货运航线总数近 50 条，一张以鄂州花湖机场为中心，以深圳、北京、杭州、成都等地机场为区域枢纽，覆盖华北、华东、华南大部分地区的“轴辐式”货运航空网络已基本形成，随着货运航线转场工作的完成，顺丰转运中心也已投入使用，至此鄂州花湖机场转运中

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/006241030233010103>