2020 年 05 月 10 日

证券研究报告•行业研究•交通运输

跟随大市(维持)

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

快递行业 19 年及 20Q1 财报总结

格局承压，盈利分化

投资要点

- **2019 年行业增速超预期，2020Q1 疫情冲击增速承压。**量，2019 年行业完成件量 635.2 亿件，同比增长 25.3%（-1.3pp）。价，19 年全国快递均价 11.80 元，同比下降 0.10 元（-0.9%）。上游电商方面，阿里/京东的净收入保持较为稳定的增速(51%/25%)，拼多多的 GMV 和活跃用户 19Q4 分别同比增长 31%和 77%，电商消费尤其是下沉市场表现出极强的需求韧性。

  20Q1 全国快递业务量完成 125.3 亿件，同比增长 3.2%，由于疫情影响，复工推迟导致 1、2 月份业务量同比负增长（-10.1%），3 月需求回补使得第一季度增速下滑收窄，全国快递均价 12.2 元，同比下降 0.46 元（-3.6%）。

- **市场集中度进一步提升，龙头快递公司出现分化。**2019 年行业 CR5（通达+百世）的件量增速远超行业的 25.3%，上半年中小快递公司的出清支撑了通达系超过行业 10pp+的件量增速，Q4 起韵达件量诉求提升、电商系快递龙头公司间的市占率出现分化，CR5 内的中通和韵达两家齐头并进，后三家逐渐趋同，呈现出“2+3”的格局。2020 年 Q1 度全行业 CR6 达到 85.9%（+4.2pp），市场集中度进一步提升。顺丰从 19 年 5 月起执行产品分层战略下沉，特惠专配新产品助力件量增速显著回升，电商件件量整体竞争压力增大。

- **价格战背景下单票盈利水平均下滑，中通盈利能力领先优势逐步扩大，韵达与圆通的盈利水平趋近。**成本端，韵达/申通口径调整单票成本可比性较差，中通/圆通单票成本分别下降 10%/14%。盈利端，中通/韵达/圆通/申通单件快递毛利分别为 0.71/0.36/0.35/0.31 元，分别下降 11%/28%/17%/41%，单票净利润分别为 0.47/0.26/0.18/0.19 元，分别下降 9%/30%/36%/52%。2020 年 Q1，韵达和圆通单件扣非归母净利润分别下降 51.4%、34.7%，均下跌到 0.14 元。韵达与圆通的单票盈利能力逐渐趋近。

- **产能投资节奏不同，重资产化仍系长期战略。**从快递公司新增固定资产原值的变化来看，圆通同比下降 7.9%，韵达和申通分别同比增长 21.4%和 9.4%。中通和韵达 2019 年资本开支分为 52 亿/44 亿元，同增 31%/7%，在加盟系快递公司中继续领跑。整体来看行业重资产化趋势在延续，圆通在机械设备投入以及申通在运输设备上的投入使得其与韵达之间的差距在缩小，韵达在房屋及建筑物、电子设备及办公方面的投入也在加码。

- **投资建议：**疫情冲击不可避免，拥抱龙头确定性。在行业整体处于高资本开支/价格战边际加剧二者叠加的发展阶段，外部冲击会放大业绩波动。疫情短期冲击加速了网购渗透率提升的长期趋势、件量增速得以维持在 20%以上，Q2 行业件量增速恢复后我们预计规模优势更强的龙头公司盈利将率先恢复。中期看，行业单件盈利下行的趋势不变。我们认为今年快递板块的主要矛盾是盈利而非件量增速，因此快递板块演绎大概率呈现为：①板块整体估值承压/②龙头公司拔估值。个股继续推荐市占率提升、成本与业绩修复的顺丰控股以及战略定力强、精细化管理能力突出电商系龙头韵达股份。

- **风险提示：**价格战激化风险，加盟商管控风险，电商增速波动风险，阿里深度介入的风险。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS（元）			PE		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
002120.SZ	韵达股份	29.93	买入	1.19	1.26	1.52	25.2	23.8	19.7
600233.SH	圆通速递	12.49	持有	0.53	0.67	0.74	23.6	18.6	16.9
002468.SZ	申通快递*	16.92	持有	0.92	0.97	1.11	18.4	17.4	15.2
002352.SZ	顺丰控股*	45.91	持有	1.31	1.42	1.66	12.9	11.9	10.2

*数据来源：聚源数据，西南证券。*EPS 采用 wind 一致预期*

西南证券研究发展中心

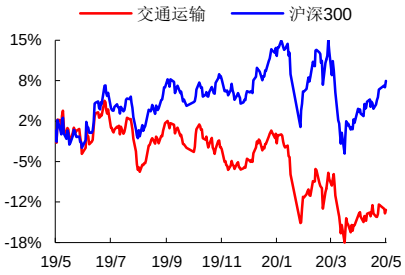
分析师：陈照林

执业证号：S1250518110001

电话：13916801840

邮箱：chzhl@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	117
行业总市值（亿元）	23,650.03
流通市值（亿元）	21,984.89
行业市盈率 TTM	18.82
沪深 300 市盈率 TTM	12.2

相关研究

1. 快递行业 3 月份数据点评：行业需求回补，竞争压力不减 (2020-04-20)
2. 快递行业 2 月份数据点评：疫情冲击最高峰，电商渗透率逆势提升 (2020-03-19)
3. 快递行业：1 月份受疫情冲击较小，顺丰逆流而上 (2020-02-28)
4. 快递行业：短空长多，压力测试考验快递企业 (2020-02-05)
5. 快递行业 12 月份数据点评：行业内部持续分化，顺丰快递营收破千亿 (2020-01-19)
6. 快递行业 11 月份数据点评：双十一需求稳健，韵达单月增速恢复至 38% (2019-12-19)

目 录

1 电商红利仍未褪去，19 年行业增速超预期 1

1.1 电商巨头增速稳健 1

1.2 市场整体集中度进一步提升，2+3 的格局逐渐形成 2

2 价格战背景下盈利水平出现分化 3

2.1 加盟制快递 ASP 降幅扩大，中通和圆通成本降幅领先 3

2.2 中通单票盈利优势扩大，韵达与圆通盈利能力趋近 6

3 产能投资节奏不同，龙头着手补短板 8

4 投资建议 9

5 风险提示 9

图 目 录

图 1：全国快递业务量同比增速 1
图 2：全国快递均价同比增速 1
图 3：阿里、京东的净收入及活跃用户同比变化 2
图 4：拼多多 GMV 及活跃用户同比变化 2
图 5：快递公司月度快递量增速 3
图 6：快递公司季度快递量增速 3
图 7：全行业 CR6 变化 3
图 8：快递公司季度市占率变化 3
图 9：快递公司快递单价季度变化（元） 4
图 10：快递公司快递单价同比增速 4
图 11：快递公司单票成本变化（元） 4
图 12：快递公司单票成本同比增速变化 4
图 13：快递公司单票运输成本同比增速变化 5
图 14：快递公司单票中心操作成本同比增速变化 5
图 15：快递公司单票毛利变化（元） 7
图 16：快递公司单票毛利同比增速变化 7
图 17：快递公司归母净利润（亿元） 7
图 18：快递公司归母净利润同比增速变化 7
图 19：快递公司 2019 年固定资产账面价值（亿元） 8
图 20：快递公司 2019 年资本支出变化（亿元） 8
图 21：韵达和申通 2019 年资本支出分项（百万元） 9

表 目 录

表 1：快递量同比增速及市占率变化 2
表 2：通达系单票收入成本拆分（半年度，全口径） 5
表 3：通达系单票收入成本深度拆分（半年度，总部口径，剔除派费） 6
表 4：快递公司新增固定资产原值（百万元） 8

1 电商红利仍未褪去，19 年行业增速超预期

1.1 电商巨头增速稳健

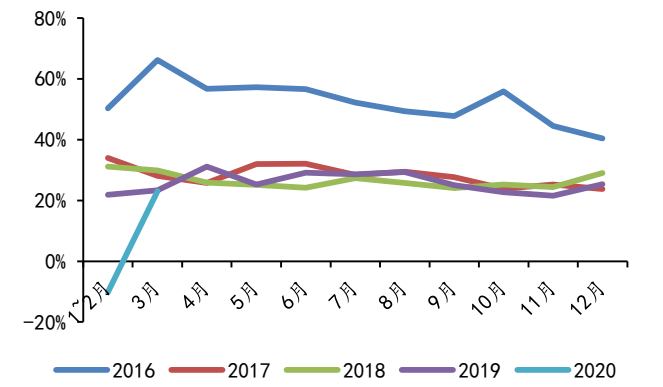
2019 年全行业快递量增速 25.3%，价格战持续进行

2019 年全年全国快递业务量完成 635.2 亿件，同比增长 25.3%，较去年增速下降 1.3pp；快递业务收入 7497.8 亿元，同比增长 24.2%；全国快递均价 11.8 元，同比下降 0.10 元（-0.9%）。

2020 年 Q1 受疫情影响行业增速显著下滑

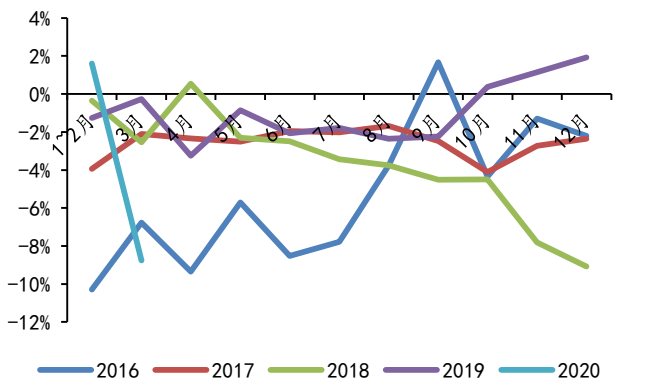
2020 年第一季度全国快递业务量完成 125.3 亿件，同比增长 3.2%，由于疫情影响，复工推迟导致 1、2 月份业务量同比负增长（-10.1%），3 月需求回补使得第一季度增速下滑收窄；快递业务收入 1534.0 亿元，同比下降 0.6%；全国快递均价 12.2 元，同比下降 0.46 元（-3.6%）。

图 1：全国快递业务量同比增速



数据来源：国家邮政局，西南证券整理

图 2：全国快递均价同比增速



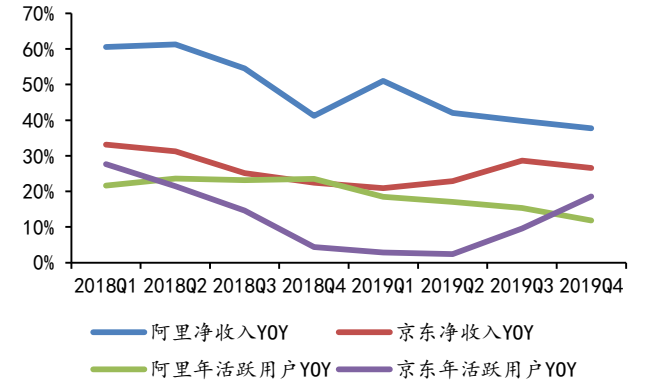
数据来源：国家邮政局，西南证券整理

从电商三巨头阿里、京东和拼多多的财务经营数据来看，老大哥与下沉市场龙头拼多多的业绩特征有所分化：

1） 2019 年阿里活跃用户数增速均有放缓，但净收入仍然保持较为稳定的增速，说明人均消费仍有增长潜力。而京东因下沉市场战略获得初步成效，2019 年下半年年活跃用户数增长加快，Q4 增幅已超阿里，达 18.6%，全年净收入增速也有所回升。

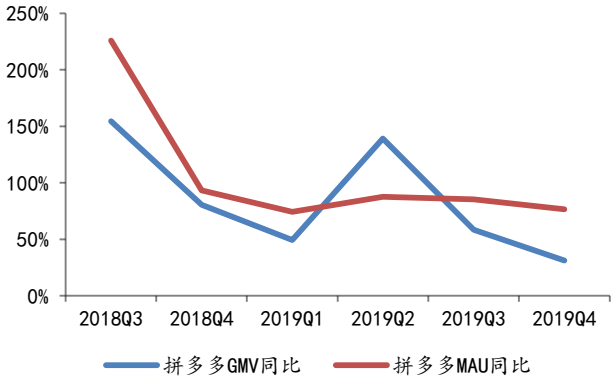
2） 拼多多活跃用户、GMV 依然维持高速增长，下沉市场需求表现出极强的韧性。

图 3：阿里、京东的净收入及活跃用户同比变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：拼多多 GMV 及活跃用户同比变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 市场整体集中度进一步提升，2+3 的格局逐渐形成

2019 年，加盟制快递上市公司“三通一达+百世”的快递量增速均远高于行业的 25.3%。2019 年行业 CR5 增量 134.6 亿件，超过全行业总增量 128.1 亿件，体现出中小快递公司加快退出。其中，中通、韵达和申通三家的快递量增速较为接近，均超过 40%，领先圆通和百世约 5 个百分点。

2020 年第一季度受疫情影响，加盟制快递公司业务增速出现明显下滑，申通快递业务出现负增长，而其他公司仅保持个位数的增长率，行业同比增长仅为 3.1%。顺丰在疫情期间凭借直营制管理的稳定性保持领先的复工率，业务大幅增长，达 75.2%。

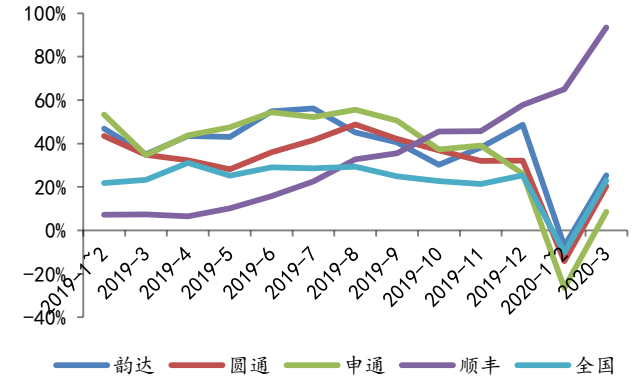
顺丰自 2019 年 5 月推出针对电商大客户的特惠专配初显成效，业务量增速不断上升，但我们认为直营体系下短期件量的波动对业务发展来说影响有限，产品分层更重要的是收入与成本的匹配，这方面的业务逻辑与加盟制快递是不同的。

表 1：快递量同比增速及市占率变化

快递公司	快递量增速 YOY(%)			市占率绝对值及同比变化		
	2018	2019	2020Q1	2018	2019	同比变化
中通	37.1%	42.2%	-	16.8%	19.1%	2.3pp
韵达	48.0%	43.6%	7.1%	13.8%	15.8%	2.0pp
圆通	31.6%	36.8%	0.5%	13.1%	14.3%	1.2pp
申通	31.1%	44.2%	-12.4%	10.1%	11.6%	1.5pp
百世	45.1%	38.5%	-	10.8%	11.9%	1.1pp
顺丰	26.5%	25.3%	75.2%	7.6%	7.6%	0pp
全行业	26.6%	25.3%	3.1%	-	-	-

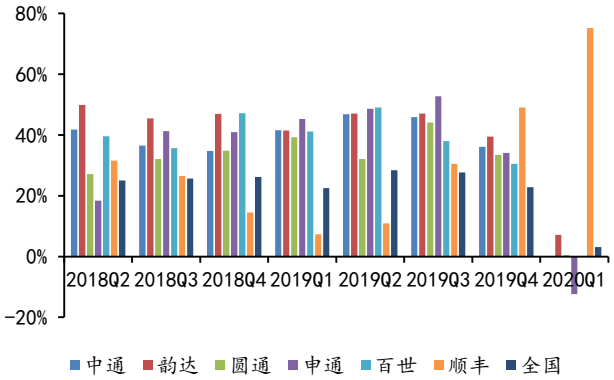
数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

图 5：快递公司月度快递量增速



数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

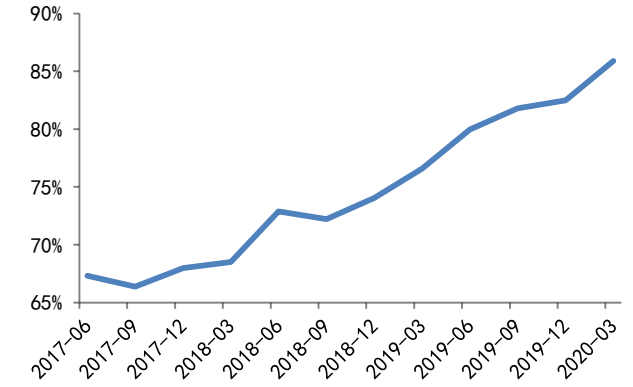
图 6：快递公司季度快递量增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

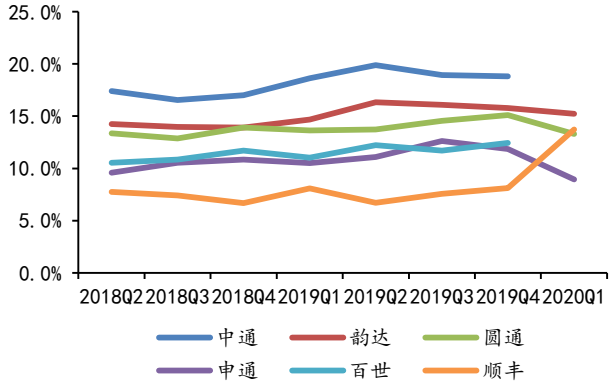
2020 年 Q1 全行业 CR6 达到 85.9%，较去年同期上升 4.2pp，市场集中度进一步提升。与快递量增速的情况一致，龙头快递公司间的市占率也逐渐出现分化，中通和韵达两家齐头并进，圆通、百世、和申通三家逐渐趋同，呈现出“2+3”的格局。2019 年中通市占率稳步提升，达 19.1%（+2.3pp），韵达与圆通紧随其后，分别为 15.8%（+2.0pp），14.3%（+1.2pp）。分季度看，2019 年前三季度韵达与圆通市占率差距拉大，但 Q4 差距逐渐缩小至 0.68pp，公司间竞争非常激烈。

图 7：全行业 CR6 变化



数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

图 8：快递公司季度市占率变化



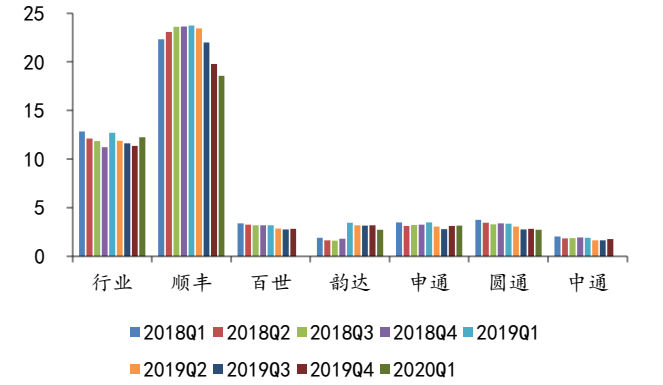
数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

2 价格战背景下盈利水平出现分化

2.1 加盟制快递 ASP 降幅扩大，中通和圆通成本降幅领先

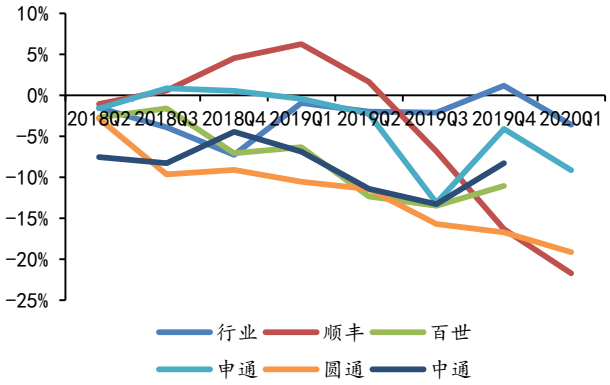
2019 年，中通、韵达、圆通、百世和申通快递单价分别同比下降 0.19 元（-10.2%）、0.08 元（剔除派费，-4.9%）、0.43 元（-20.9%）、0.36 元（-11.1%）和 0.21 元（-13.2%），其中圆通、百世、申通和中通降幅均明显扩大。

图 9：快递公司快递单价季度变化（元）



数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

图 10：快递公司快递单价同比增速



数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

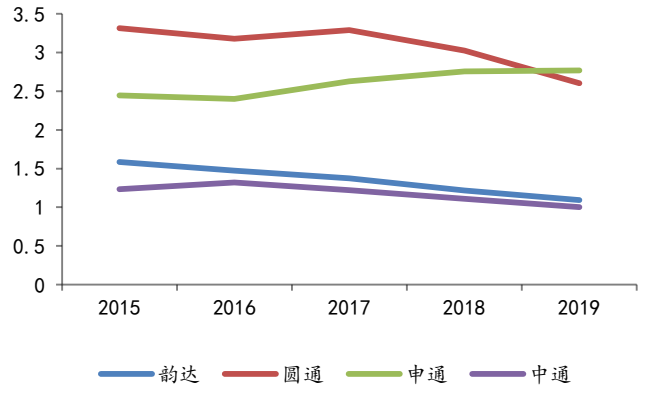
成本端，韵达剔除派送成本后，快递单票成本同比下降 0.12 元（-10.3%）。

圆通 2019 年公司单票快递成本为 2.60 元，同比下降 14.0%；剔除补贴和派费后单票快递成本为 1.09 元，同比下降 13.9%。其中面单成本增长 0.01 元，主要系 2018 年 8 月起调整面单计费规则所致。运输成本和中心操作成本分别同比下降 0.11 元（-13.4%）和 0.07 元（-17.1%）。

中通快递单票成本同比下降 0.11 元(-9.8%)，得益于自有干线车队和线路的持续优化，以及转运中心自动化的推进，单票运输成本和中心操作成本分别同比下降 0.06 元（-8.8%）和 0.04 元（-9.6%）。

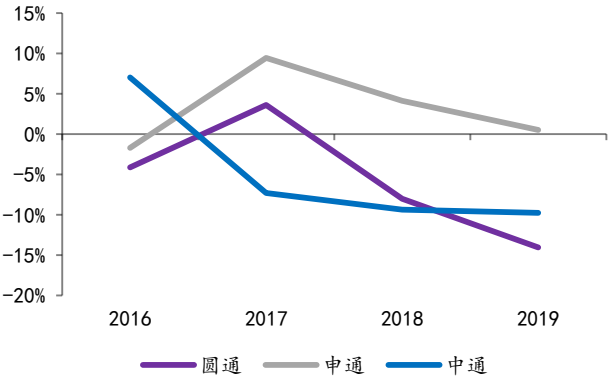
申通单票成本同比增长 0.01 元(+0.5%)，剔除派费后单票成本同比增长 0.01 元(+1.4%)。受到转运中心自营后并表的影响，申通单票运输成本降低 0.05 元（-10.0%），中心操作成本同比增长 0.02 元（+6.0%）。

图 11：快递公司单票成本变化（元）



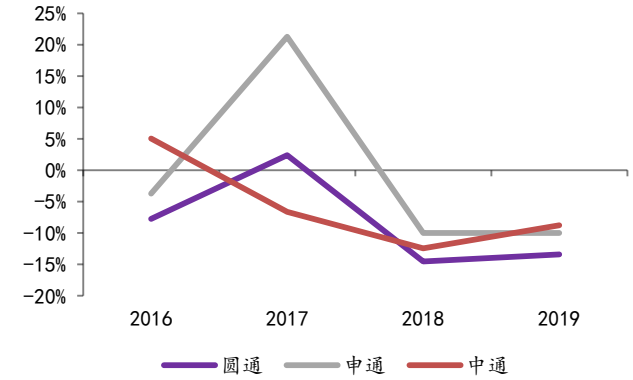
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：快递公司单票成本同比增速变化



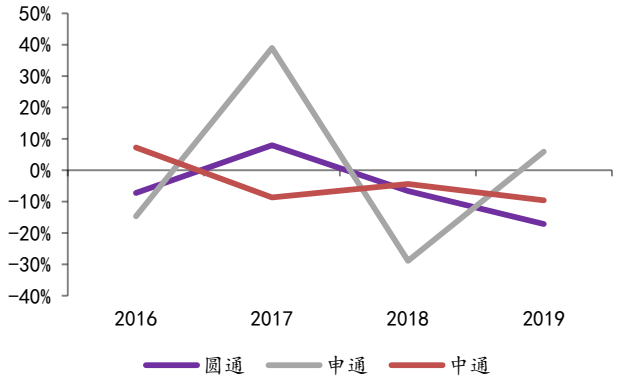
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：快递公司单票运输成本同比增速变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：快递公司单票中心操作成本同比增速变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：通达系单票收入成本拆分（半年度，全口径）

项目	韵达			圆通			申通			中通		
	2018	2019	YOY	2018	2019	YOY	2018	2019	YOY	2018	2019	YOY
快递量（亿件）	69.85	100.3	43.6%	66.64	91.15	36.8%	51.11	73.71	44.2%	85.25	121.20	42.2%
市占率	13.8%	15.8%		13.1%	14.3%	-	10.1%	11.6%	-	16.8%	19.1%	-
单票营业收入	1.98	3.43	72.9%	3.51	3.00	-14.6%	3.33	3.13	-5.9%	2.07	1.82	-11.7%
单票快递收入	1.72	3.19	85.2%	3.44	2.95	-14.4%	3.29	3.08	-6.3%	1.90	1.71	-10.2%
面单收入	0.67	0.73	9.2%				0.64	0.41	-36.5%	0.10	0.09	-5.7%
中转收入	1.05	0.91	-13.7%				0.92	0.95	3.0%	1.81	1.62	-10.5%
派送收入	0.00	1.55	-				1.71	1.71	0.4%			
单票其他收入	0.26	0.24	-7.4%	0.07	0.05	-27.7%	0.04	0.05	25.7%	0.16	0.12	-28.5%
单票营业成本	1.43	2.98	108.6%	3.08	2.63	-14.4%	2.79	2.80	0.6%	1.44	1.28	-11.0%
单票快递成本	1.22	2.83	132.0%	3.03	2.60	-14.0%	2.76	2.77	0.5%	1.11	1.00	-9.8%
面单成本				0.03	0.03	22.8%	0.05	0.04	-22.3%	0.06	0.04	-22.2%
中转成本				1.63	1.26	-22.7%	1.00	1.03	3.2%	1.05	0.96	-9.1%
其中：运输				0.80	0.69	-13.4%	0.51	0.46	-10.0%	0.68	0.62	-8.8%
中心操作				0.44	0.36	-17.1%	0.27	0.28	6.0%	0.38	0.34	-9.6%
补贴				0.40	0.21	-47.6%						
派送成本				1.37	1.31	-4.4%	1.69	1.69	0.0%			
单票其他成本	0.21	0.15	-26.7%	0.05	0.03	-34.0%	0.03	0.03	5.7%	0.33	0.28	-15.1%
单票毛利	0.56	0.45	-18.8%	0.43	0.36	-16.4%	0.54	0.33	-39.2%	0.63	0.55	-13.2%
单票快递毛利	0.50	0.36	-28.1%	0.41	0.35	-16.7%	0.53	0.31	-41.3%	0.79	0.71	-10.8%
面单毛利							0.59	0.37	-37.6%	0.04	0.05	19.5%
中转毛利							-0.08	-0.09	5.1%	0.76	0.66	-12.4%
派送毛利							0.02	0.03	42.9%			
单票其他毛利	0.05	0.09	69.5%	0.02	0.02	-11.9%	0.01	0.02	117.3%	-0.16	-0.16	-1.8%
单票三费	0.14	0.11	-18.7%	0.17	0.13	-21.9%	0.07	0.08	18.2%			
销售费用	0.02	0.02	-16.8%	0.01	0.01	-7.6%	0.02	0.02	5.0%			

项目	韵达			圆通			申通			中通		
	2018	2019	YOY	2018	2019	YOY	2018	2019	YOY	2018	2019	YOY
管理费用	0.11	0.09	-21.6%	0.16	0.12	-28.6%	0.08	0.07	-0.8%			
财务费用	0.00	0.00	135.2%	0.00	0.01	218.8%	-0.02	-0.01	-57.6%			
单票归母净利	0.39	0.26	-31.7%	0.29	0.18	-36.0%	0.40	0.19	-52.3%	0.51	0.47	-8.9%
单票扣非归母净利	0.31	0.24	-21.3%	0.28	0.17	-38.9%	0.34	0.18	-45.9%			
单票经营性净现金流	0.53	0.50	-5.6%	0.35	0.42	18.9%	0.51	0.27	-47.4%	0.52	0.52	0.7%
综合毛利率	28.0%	13.1%	-14.9%	12.4%	12.1%	-0.3%	16.2%	10.5%	-5.8%	30.5%	29.9%	-0.5%
快递业务毛利率	29.2%	11.3%	-17.9%	12.0%	11.7%	-0.3%	16.2%	10.2%	-6.1%	41.7%	41.4%	-0.3%
归母净利率	19.5%	7.7%	-11.8%	8.1%	6.1%	-2.0%	12.0%	6.1%	-5.9%	24.9%	25.7%	0.8%

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：通达系单票收入成本深度拆分（半年度，总部口径，剔除派费）

项目	韵达			圆通			申通			中通		
	2018	2019	YOY	2018	2019	YOY	2018	2019	YOY	2018	2019	YOY
单票快递收入	1.72	1.64	-4.9%	2.07	1.64	-20.9%	1.56	1.35	-13.2%	1.90	1.71	-10.2%
面单收入	0.67	0.73	9.2%				0.64	0.41	-36.5%	0.10	0.09	-5.7%
中转收入	1.05	0.91	-13.7%				0.92	0.95	3.0%	1.81	1.62	-10.5%
单票快递成本	1.22	1.09	-10.3%	1.26	1.09	-13.9%	1.07	1.08	1.4%	1.11	1.00	-9.8%
面单成本				0.03	0.03	22.8%	0.05	0.04	-22.3%	0.06	0.04	-22.2%
中转成本				1.63	1.26	-22.7%	1.00	1.03	3.2%	1.05	0.96	-9.1%
其中：运输				0.80	0.69	-13.4%	0.51	0.46	-10.0%	0.68	0.62	-8.8%
中心操作				0.44	0.36	-17.1%	0.27	0.28	6.0%	0.38	0.34	-9.6%
单票快递毛利	0.50	0.54	8.1%	0.81	0.55	-31.8%	0.49	0.27	-44.9%	0.79	0.71	-10.8%
面单毛利							0.59	0.37	-37.6%	0.04	0.05	19.5%
中转毛利							-0.08	-0.09	5.1%	0.76	0.66	-12.4%
快递业务毛利率（剔除派费）	29.2%	33.2%	4.0%	39.1%	33.7%	-5.4%	31.5%	20.0%	-11.5%	41.7%	41.4%	-0.3%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 中通单票盈利优势扩大，韵达与圆通盈利能力趋近

通达系快递公司的单票毛利都有着不同程度的下降，但降幅差异较大，毛利水平出现分化。其中申通单票快递毛利同比下降 0.22 元(-41.3%)，剔除派费后同比下降 0.22 元(-44.9%)。快递业务毛利率同比下降 6.1pp，剔除派费后同比下降 11.5pp，均为通达系中降幅最大。

韵达单票快递毛利同比下降 0.14 元（-28.1%，不完全可比），快递业务毛利率同比下降 17.9pp，剔除派费后同比上升 4.0pp。

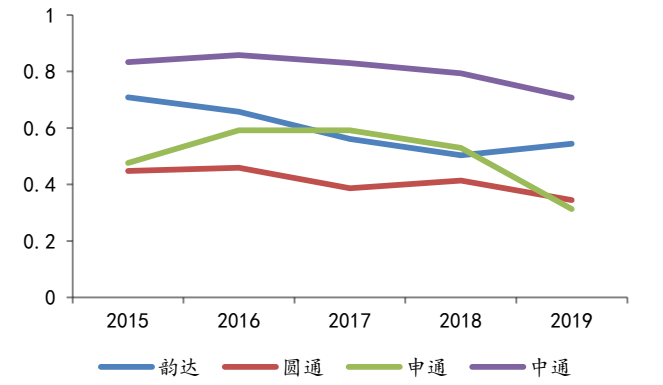
中通单票快递毛利同比下降 0.09 元（-10.8%），快递业务毛利率同比下降 0.3pp。

圆通单票毛利同比下降 0.07 元（-16.7%），快递业务毛利率同比下降 0.3pp，剔除派费后同比下降 5.4pp。

总体来看，中通和韵达的单票毛利绝对值仍然处于领先。在考虑派费后的可比口径下，申通的快递毛利率暂时落后。

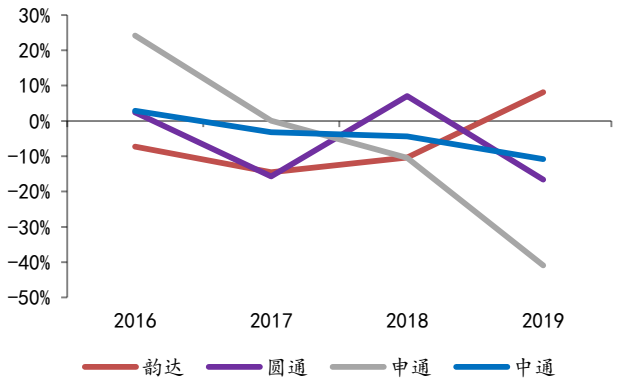
单票三费方面，2019 年圆通同比下降 0.04 元(-21.9%)。韵达同比下降 0.03 元(-18.7%)。申通同比增长 0.01 元（+18.2%），增幅最大。综合来看，通达系快递公司的单票盈利水平均有较大幅度的下降。

图 15：快递公司单票毛利变化（元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

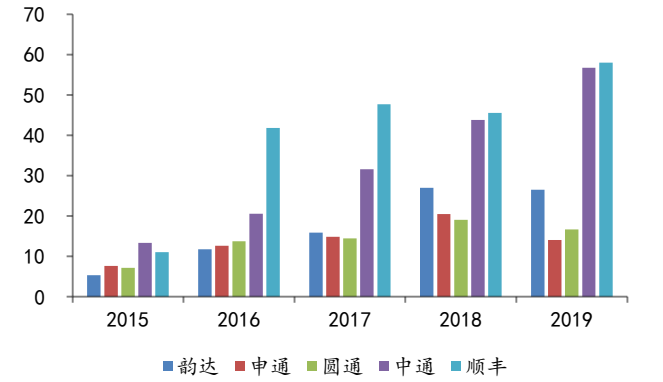
图 16：快递公司单票毛利同比增速变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

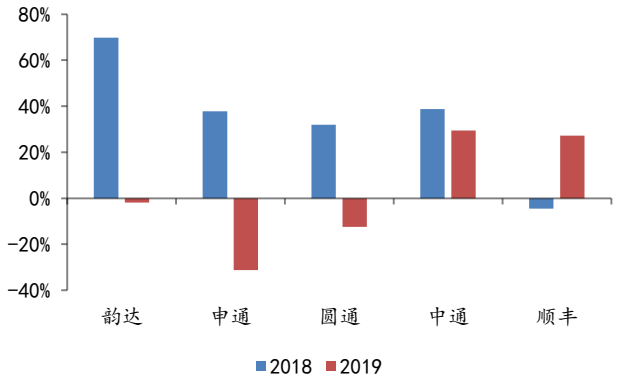
从盈利情况来看，2019 年中通归母净利润同比增长 29.5%，在通达系中涨幅最大，盈利能力领先优势逐步扩大。其他几家快递公司的归母净利润都出现了同比下滑的趋势，其中申通同比下降了 31.3%，降幅最为明显。圆通同比下降 12.4%，韵达同比下降 1.9%，基本与去年持平。顺丰则呈现大幅度增长，同比增长率高达 27.2%。总体来看，通达系除中通外归母净利润都出现一定程度的下滑。2020 年 Q1，韵达和圆通单件扣非归母净利润分别下降 51.4%、34.7%，同下跌到 0.14 元，申通则下滑 93.1%，下跌到 0.02 元。韵达与圆通的单票盈利能力逐渐趋近。

图 17：快递公司归母净利润（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：快递公司归母净利润同比增速变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 产能投资节奏不同，龙头着手补短板

从快递公司新增固定资产原值的变化来看，圆通同比下降 7.9%，韵达和申通分别同比增长 21.4%和 9.4%。韵达除运输设备新增投入有少量下滑之外，在房屋及建筑物、机器设备等都有一定程度的增长，尤其是电子设备及办公新增投入增长显著。圆通的固定资产新增主要在机械设备与电子设备上，增幅较大均超过 50%，产能投资带来的成本端下降效果非常显著。申通本期对运输设备的投入显著加大，机械设备与电子设备及办公较去年同期有小幅的增长。

整体来看，各家快递公司都在着手补齐自身资产短板。圆通在机械设备投入以及申通在运输设备上的投入使得其与韵达之间的差距在缩小。韵达在房屋及建筑物、电子设备及办公方面的投入也在加码。

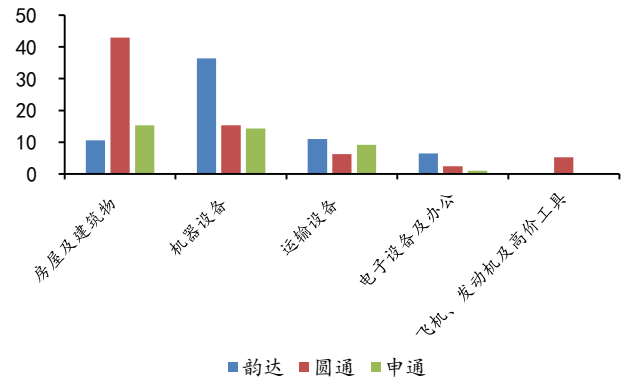
表 4：快递公司新增固定资产原值（百万元）

项目	韵达			圆通			申通		
	2018	2019	YOY	2018	2019	YOY	2018	2019	YOY
房屋及建筑物	198	256	29.2%	1437	1308	-9.0%	558	543	-2.7%
机器设备	1483	1802	21.5%	546	855	56.8%	773	822	6.4%
运输设备	565	521	-7.8%	552	272	-50.8%	340	468	37.4%
电子设备及办公	309	523	69.2%	115	173	50.5%	63	65	2.4%
飞机、发动机及高价工具				306	115	-62.4%			
合计	2555	3102	21.4%	2955	2723	-7.9%	1734	1898	9.4%

数据来源：公司公告，西南证券整理

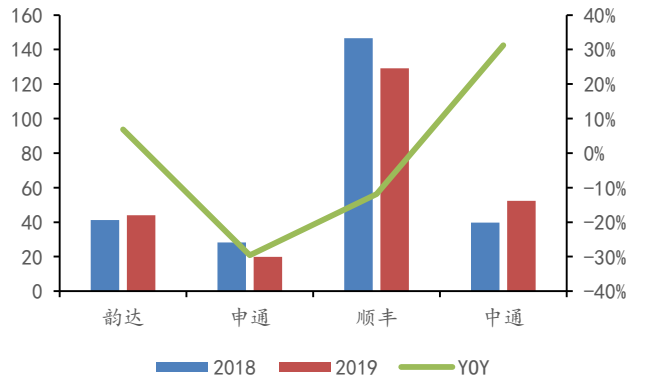
从资本支出来看，快递龙头间节奏各不相同。2019 年，中通和韵达继续加大固定资产投入，两家公司全年资本开支分为 52 亿/44 亿元，同增 31%/7%。申通则有所下滑，但通过在建工程转入固定资产的金额较大。顺丰本期资本支出略有下降，主要原因是在车辆与飞机上的资本支出有所下降。

图 19：快递公司 2019 年固定资产账面价值（亿元）



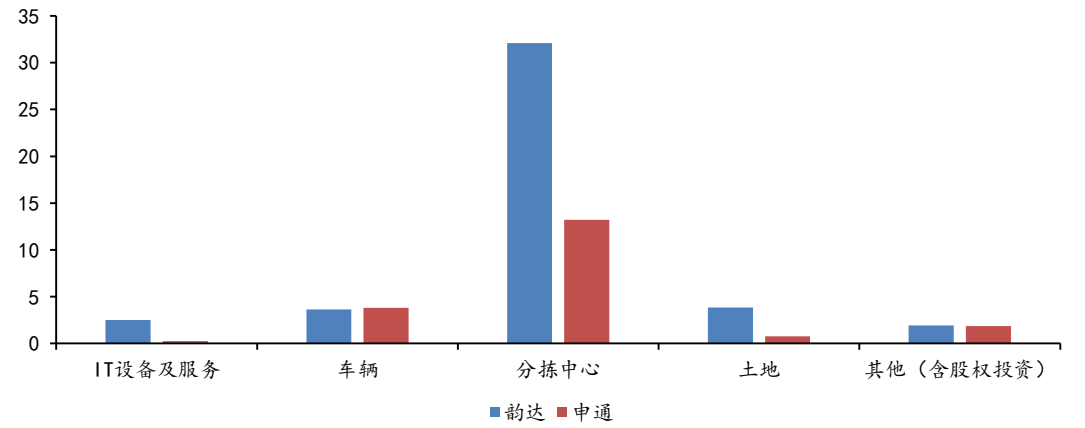
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：快递公司 2019 年资本支出变化（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：韵达和申通 2019 年资本支出分项（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 投资建议

疫情冲击不可避免，拥抱确定性。在行业整体处于高资本开支/价格战边际加剧二者叠加的发展阶段，外部冲击会放大业绩波动。疫情短期冲击加速了网购渗透率提升的长期趋势、件量增速得以维持在 20%以上，Q2 行业件量增速恢复后我们预计规模优势更强的龙头公司盈利将率先恢复。

中期看，行业单件盈利下行的趋势不变。我们认为今年快递板块的主要矛盾是盈利而非件量增速，因此快递板块演绎大概率呈现为：①板块整体估值承压/②龙头公司拔估值。个股继续推荐市占率提升、成本与业绩修复的顺丰控股以及战略定力强、精细化管理能力突出电商系龙头韵达股份。

5 风险提示

价格战激化风险：快递企业对于掌握流量的电商平台缺乏议价能力，而行业内在规律及外部资本市场的诉求均会强化参与者市占率竞争的意愿。行业件量增速下移导致竞争边际加剧。若出现恶性价格竞争，行业盈利将低于我们的预期。

加盟商管控风险：加盟制快递采用总部中心直营+末端加盟的经营模式，上市公司利润取决于全网效率及总部在全链路上的利益分配格局。若总部为了短期财务/业务量目标而对加盟商采取激进的管理政策，则存在如末端爆仓、加盟商跑路的可能，对公司地区甚至全网经营产生负面影响，相应的经营成果可能得而复失。

电商增速波动风险：电商行业短期增速很大程度上取决于电商寡头资本的意愿（如电商节补贴力度），存在较大幅度波动的可能。

阿里深度介入的风险：阿里对通达系的申通、百世、中通、圆通均有股权合作，不排除阿里深度介入、并通过扶持后位者的方式减缓行业分化出清的速度，使得行业龙头脱颖而出的难度加大。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，若您并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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn