

## 物流 II 行业

### 物流系列六：重估加盟制快递商业模式，寻找下一阶段效率冠军

分析师：曾靖珂



SAC 执业证号：S0260520050002



021-60750602



zengjingke@gf.com.cn

分析师：郭镇



SAC 执业证号：S0260514080003



010-59136622



guoz@gf.com.cn

请注意，曾靖珂并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 核心观点：

- 投资者通常以互联网平台型企业或连锁加盟制企业的商业模式理解加盟制快递公司，不同的商业模式自有其共性，而加盟制快递公司的供需特性在于：**To B 的交易模式+不生产实物商品+高价格敏感特性**。供需特性对加盟制快递公司商业模式的影响表现为：**加盟制快递企业的总部主导“厂-商”关系的难度远大于消费型加盟连锁公司，加盟商与总部之间存在隐性的“集权与分权”之间的博弈。**
- 总结加盟制快递公司商业模式的两大核心要素：**行政发包和固定收费**。行政发包，体现为总部对一级加盟商、一级加盟商对二级加盟商的角色更接近于具体事务的“转包方”，而末端加盟商作为最终的承包方具体实施一揽子事务。固定收费制，体现为总部公司对加盟商的收费制度，其中面单以量计费，其作用类似于固定化税额；派费的作用类似于对中央的转移支付，以调节各地利益的平衡。除此以外，加盟商盈利的剩余部分，一切都留存于自身。**总部公司对加盟商强激励，加盟商对除去上交总部以外的利润拥有“剩余索取权”。**
- 这一模式的形成，本质上是受**信息收集和监督成本的约束而形成的结果**。总部与加盟商之间的权利调整过程，亦是总部公司强化渗透能力、降低治理风险的过程，率先完成这一轮模式调整的公司更具比较优势。但总部的规模效应边际递减和技术后发学习效应，又提高了龙头公司与其他公司拉开差距的难度。当下阶段，总部和加盟商都在寻找下一个成本效率的优化路径。
- 看好下一阶段效率冠军的两种路径演绎：**第一重路径的核心是突破信息收集与监督成本的约束，即末端直链**，真正实现将流程再造和管理变革结合，为末端减负，其管理哲学根植于共建共享的生态理念的龙头公司，更有可能通过这一方式实现对加盟商赋能，从而实现总部与加盟商之间的共赢。**第二重路径的核心是范围经济，为末端赋能，总部赋能+放权**。为收件端加盟商赋能体现为“强总部-强转运中心”模式把控白牌厂商的短链化趋势，提高加盟商的盈利能力；为派件端加盟商赋能表现为末端的优势在于能够直接和客户、用户接触，且这种接触频次可以高于商超、便利店等传统零售业态，末端有条件也有能力实现范围经济，向零售等商业服务延伸。
- **投资建议**：快递估值的比价重心在成本，快递的每一轮行情都伴随着产能利用率提升和成本管控超预期。过去20年里，快递成本优化的底层逻辑是规模经济，抓手是**网络化、自动化**。未来竞争的核心将是末端生态建设、范围经济，抓手是**服务化**。目前，中通、韵达已基本完成网络化、自动化的转变，正大步迈向末端服务化，总部赋能+放权将加速激发范围经济。**重点关注：成本领先、不断突破的韵达股份；关注：持续改善、估值较低的圆通速递、申通快递。**
- **风险提示**。电商增速不及预期；快递价格战加剧；人力运输成本大幅上涨；新冠疫情出现反复。

#### 相关研究：

物流 II 行业:物流系列五：全链路视角下的快递成本优化——结构与空间

2020-06-15

物流 II 行业:快递行业空间可期，存量博弈加速龙头突围

2020-01-19

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：徐君 xjun@gf.com.cn

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
韵达股份	002120	CNY	24.81	2020/05/06	买入	35.56	0.97	1.12	25.58	22.15	17.83	14.52	17.3	16.6
圆通速递	600233	CNY	14.99	2020/05/06	增持	13.57	0.59	0.64	25.41	23.42	14.96	13.27	12.6	12.1
中通快递	002468	CNY	16.75	2020/02/27	增持	21.90	0.95	1.03	17.63	16.26	10.12	9.10	13.7	13.0

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算; 韵达股份股价和 EPS 已除权

## 目录索引

一、如何对标：商业模式的共性与特性.....	5
（一）与平台型企业对比：仅在电商商家端具备同边网络效应，跨边网络效应不明显.....	5
（二）与连锁加盟模式企业对比：满足大空间、规模效应、高壁垒三要素.....	6
（三）核心差异：总部把控“厂-商关系”的难度远高于连锁加盟模式.....	9
二、组织结构的演变根源于信息监督与成本效率的两难.....	9
（一）商业模式的两大核心要素：行政发包和固定收费.....	9
（二）与海外快递公司末端外包存在本质区别.....	11
（三）复盘过去：如何理解从大加盟商到小加盟商的组织结构演变.....	11
四、当下的困境：件量高增速与总部规模效应边际递减.....	15
（一）件量高增速时代的困境.....	15
（二）总部规模效应弱化，价格战降幅由加盟商承担主要部分.....	16
五、路径如何演绎：寻找下一阶段的效率冠军.....	17
（一）如何界定总部与加盟商管理边界.....	17
（二）第一重路径的演绎可能性：突破信息收集与监督成本的约束.....	19
（三）第二重路径的演绎可能性：从规模经济走向范围经济.....	20
六、投资建议.....	24
七、风险提示.....	24

## 图表索引

图 1: 目前, 加盟制快递公司仅在电商商家端具备同边网络效应, 跨边网络效应不明显.....	6
图 2: 典型的信息网络产业的可变成本与规模 .....	6
图 3: 典型的信息网络产业与规模经济的成本比较 .....	6
图 4: 常见的加盟连锁型企业商业模式及财务指标对比.....	8
图 5: 加盟制的核心是加盟商与总部之间的利益平衡.....	9
图 6: 加盟制快递企业的流转流程和交易模式 .....	10
图 7: 2020Q1, 三通一达流动资产情况 (亿元) .....	11
图 8: 购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付现金同比增量 (百万元) ..	11
图 9: UPS 末端形式较为多样化 .....	11
图 10: 加盟制快递公司的三阶段发展历程.....	13
图 11: 2013-2015 年, 韵达在中转中心、运输模式、人员管理三方面进行模式变革 .....	14
图 12: 2014 年以后, 中通分别在组织结构、转运中心、运输模式等进行变革 ..	14
图 13: 自然垄断产品在不同的市场规模下的最优企业数量存在差异.....	16
图 14: 单转运中心日均处理量和单件分拣成本 .....	17
图 15: 单线日均运量和单件干线运输成本.....	17
图 16: 加盟制快递公司总部与加盟商在不同环节的优劣势各有不同.....	18
图 17: 直链末端优化全链路流程 .....	20
图 18: 除品牌和终端外, 小米在其余环节企图掌控&劳役合作伙伴.....	21
图 19: 拼多多的表象是电商行业的代际更迭 .....	21
图 20: 拼多多的实质是供需两端的错配, 实质上拼多多扮演了供给连接器的角色 .....	22
图 21: 许多白牌实际是工厂自有品牌, 具备自建产能 .....	22
图 22: 拼多多的拼品牌计划已渗透至超过 60 个工厂 / 产地品牌 .....	22
图 23: 中通末端门店建设规划 (个) .....	23
表 1: 中美电商快递市场对比 .....	15
表 2: 通达百全网价和总部价 .....	16
表 3: 韵达经历了中转费降幅较大到面单费降幅较大的过程.....	17
表 4: 申通近年来面单费跌幅较多而 2019 年派费出现下降.....	17
表 5: 菜鸟近年来推出的物流相关服务.....	19
表 6: 中通末端生态建设.....	23

## 一、如何对标：商业模式的共性与特性

由于欧美快递龙头公司的商业模式均为直营制的模式，自我国主要加盟制快递公司上市以来，投资者对其商业模式的解读，通常以平台型企业、连锁加盟模式企业等常见的业态作类比分析。

我们认为：与互联网平台型企业相比，加盟制快递公司仅在商家端具备同边网络效应，其他可比之处相对有限。而与消费类连锁加盟制企业相比，其共性在于大空间、规模效应、高壁垒三大条件，具备诞生大市值巨头的条件。更明显的差异点在于，**“To B的交易模式+不生产实物商品+高价格敏感特性”三大特性，并导致加盟制快递企业的总部主导“厂-商”关系的难度远大于消费型加盟连锁公司。不同快递公司对总部与加盟商之间的利益平衡机制，将最终体现为全网效率水平差异。**

### （一）与平台型企业对比：仅在电商商家端具备同边网络效应，跨边网络效应不明显

平台型企业通常出现于互联网企业，有效的平台能够快速而轻易地进行规模扩张，从而扩展由网络效应衍生出的价值。当然，这一模式并非互联网企业的原创，人类历史上的集市就是最早的双边市场平台原型。

我们认为，互联网平台模式构建的网络效应，在于通过持续的用户激励，购买线上流量实现引流，推动用户规模突破规模临界点，实现获客成本的内生性边际递减。这一模式，本质上和品牌价值带来的作用相一致：即消费品公司不断通过反复交易，占领消费者心智，从而达到降低交易费用、引流成本下降的结果。

加盟制快递公司与平台型企业的相似之处在于：由于产品标准化程度高、规模经济带动单票成本的不断降低，由此在商家端形成“同边网络效应”。

**但囿于需求特性、消费场景等因素，二者的差异之处更加明显，因此可类比的程度相对有限：**

1. 需求端直接面向B端（电商商家）进行交易，服务产品特质接近巴菲特提出的“砂糖商品”，消费场景单一，难以出现“跨边网络效应”。
2. 消费者端（需求端另一侧）交易场景单一，难以占领消费者心智，“同边网络效应”仅在商家侧出现。
3. 供给端单一产品体系、商家高价格敏感性，致使商家的转换成本目前并不算高。

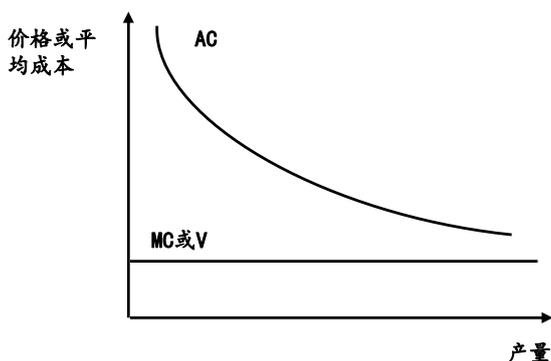
图1：目前，加盟制快递公司仅在电商商家端具备同边网络效应，跨边网络效应不明显

	跨边网络效应	同边网络效应		转换成本		赢家通吃现象 (龙头市占率)
		第一边	第二边	第一边	第二边	
旅游OTA	***	机票酒店 *	消费者 **	机票酒店 中	消费者 低	携程网 近60%
外卖平台	***	餐饮门店 *	消费者 ***	餐饮门店 中	消费者 低	美团约60% 饿了么约40%
出行平台	**	司机 *	出行人 **	司机 中	出行人 低	目前整合型玩家占优
点评团购	***	商家 **	消费者 **	商家 中	消费者 低	新美大垄断
PC操作系统	***	软件开发商 倒U型	用户 ***	软件开发商 高	用户 高	Microsoft >95%
在线出版	***	作家 *	读者 **	作家 高	读者 中	起点中文网>50%
社交软件	***	广告商 **	用户 ***	广告商 低	用户 高	微信
在线购物	***	生产商 **	消费者 倒U型	生产商 高	消费者 低	目前淘宝京东拼多多三家垄断
电商快递	*	电商商家 ***	消费者 *	电商商家 低	消费者 低	目前四五个玩家为主

数据来源：《平台革命：改变世界的商业模式》（作者：杰奥夫雷 G. 帕克、马歇尔 W. 范埃尔斯恩、桑基特·保罗·邱达利），广发证券发展研究中心

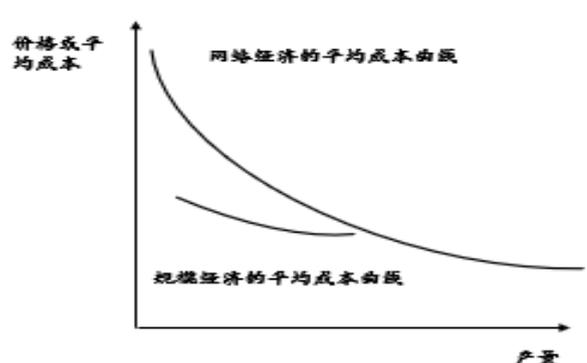
我们以典型的信息网络产业与其对比：典型的信息网络产业的初始投入成本很高，但由于信息产品一旦被生产出来，复制成本低且可以重复利用，因此可变成本或边际成本低到甚至可以忽略不计的程度。而在由价格（成本）和产量构成的图形中，由于固定成本的投入、进入壁垒等方面与信息网络产业特征不同，其平均成本曲线也呈现较大差异。

图2：典型的信息网络产业的不变成本与规模



数据来源：广发证券发展研究中心

图3：典型的信息网络产业与规模经济的成本比较



数据来源：广发证券发展研究中心

## （二）与连锁加盟模式企业对比：满足大空间、规模效应、高壁垒三要素

常见的连锁加盟模式出现在酒店、大型商超、餐饮等多个行业中，通常而言，连锁化企业诞生大市值需要具备三个条件：大空间、规模效应、高壁垒三大条件。巨

大的市场空间、规模的持续扩大能够产生规模经济，即边际扩张成本递减、以及行业具备较高的进入和退出壁垒，使得行业竞争格局相对稳定。

**快递行业三个条件均满足，具备诞生大市值巨头的条件：**

(1) 未考虑整个物流大市场的前提下，**快递行业所处的行业空间中等**，低于零售和餐饮市场，与酒店、便利店等行业空间大致相当。

(2) **规模效应极强**。相似度最高的行业是大型商超，迅速做大规模后能够实现极强的规模经济，最终凭借低利润率、极高的周转率，通过规模实现极高的利润。

对比而言，餐饮行业的麦当劳与星巴克处在可以媲美零售市场的餐饮赛道中，受益标准化的运营模式，两种业态能够实现较高的规模经济，但所在行业存在专有化资产程度低、进入和退出壁垒低的问题，导致行业产能弹性大，集中度低，龙头市占率并不高。

(3) **进入壁垒高、退出壁垒中等**。发展至成熟阶段的快递公司，往往具备规模经济和范围经济的双重优势，同时行业存在较高的专有化资产投入，较高的进入和中等的退出壁垒使得行业格局最终形成寡头格局。与之形成明显对比的是旅行社行业，有限的规模效应、较低的进入和退出壁垒，行业供给弹性极高，由此导致龙头集中度低的行业格局。

图4: 常见的加盟连锁型企业商业模式及财务指标对比

	大型商超	便利店	西式快餐	火锅	饮品	有限服务酒店	全服务酒店	旅行社	加盟制快递
代表企业市值	沃尔玛 (3341亿美元)	7-11 (2153亿人民币)	麦当劳 (1520亿美元); 百胜 (190亿美元)	海底捞 (1840亿港元); 呷哺呷哺 (81亿港元)	星巴克 (892亿美元)	华住 (107亿美元); 锦江 (265亿人民币); 首旅 (151亿人民币)	万豪 (301亿美元); 洲际 (89亿美元)	TUI (370亿元人民币); HIS (86亿人民币)	中通 (291亿美元); 韵达 (836亿人民币); 申通 (276亿人民币); 圆通 (517亿人民币)
<b>市场空间</b>									
总量空间	空间巨大	空间大	空间巨大	空间巨大	空间巨大	空间巨大	空间巨大	空间大	空间巨大
是否网格化割裂特点	整体性强	整体性强	细分市场网格化, 但每个细分天花板高	细分市场空间大, 但存在区域偏好	细分市场天花板高	整体性强	整体性强	市场割裂明显	整体性强
密度分布	低, 同一区	高, 同一区	高, 快餐是开店最为密集的业态之一	细分市场空间大, 但细分赛道存在区域偏好	高, 饮品门店密度高于餐饮	较高, 有限服务型酒店密度低于便利店, 但高于超市	较高, 一般集中分布但区域分布不均匀	分布密度高	高, 同一区
是否具有自发集中性	市场最终存在多个巨头	寡头竞争	竞争程度介于寡头和完全竞争之间	竞争程度介于寡头和完全竞争之间	一超多强格局	最终存在多个巨头	市场最终存在多个巨头	市场很难实现集中	寡头竞争
<b>规模经济</b>									
标准化程度	高	高	高	中等	中等	高	中等	低	高
固定成本占比	中等	中等	中等	中等	中等	高	高	低	高
人工成本占比	中等	中等	低	高	中等	高	高	高	高
<b>进入及退出壁垒</b>									
资产的专有化程度	中等	低	低	低	低	高	高	低	高
初始投资规模	高	低	中等	中等	低	中等	高	低	中等
<b>财务特征</b>									
	沃尔玛	7-11	麦当劳	海底捞	星巴克	华住	万豪	途易 (TUI)	中通
财务结构	极低利润率、高周转	较低利润率、高周转	中等周转、高财务杠杆、高利润率	高周转、中高利润率、低杠杆	高利润率、高周转、高杠杆	低周转、高利润率、高杠杆	低周转、高利润率、高杠杆	高周转、低利润率、高杠杆	低利润率、高周转、高杠杆
资产周转率	2.30	1.20	0.52	1.64	1.22	0.49	0.86	1.31	0.52
资产负债率 (%)	65.52	53.89	117.28	48.45	132.42	85.84	97.19	72.24	16.32
<b>回报率</b>									
ROE (%)	19.93	8.20	-73.39	22.07	-57.75	23.97	64.04	22.07	14.81
ROA (%)	9.97	3.60	22.76	21.40	22.12	7.06	8.18	4.92	15.77
ROIC (%)	11.46	4.85	23.73	23.61	46.31	8.87	8.12	6.23	15.65
<b>盈利能力</b>									
毛利率 (%)	24.69	35.00	52.74	21.30	67.83	35.87		10.15	29.95
净利润率 (%)	2.90	2.84	28.59	8.82	13.56	15.71	6.07	4.19	25.65
EBITDA Margin (%)	6.43	8.39	51.04	20.19	23.56	33.31	11.42	8.07	36.25

数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

### （三）核心差异：总部把控“厂-商关系”的难度远高于连锁加盟模式

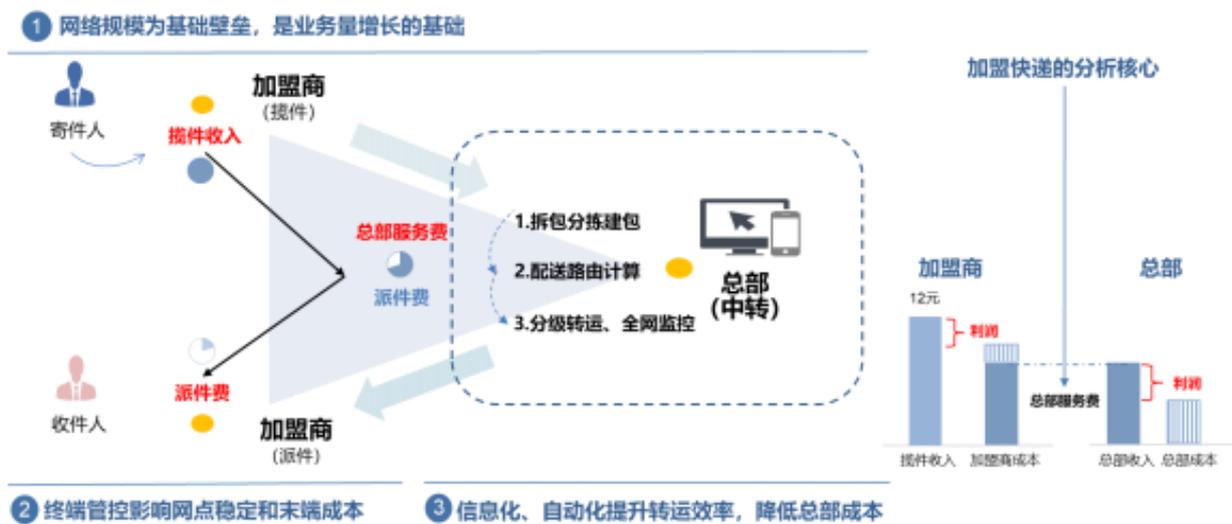
我们认为，与前文述及的连锁加盟模式的业态相比，加盟制快递公司的最大不同在于总部主导“厂商关系”的难度远高于其他行业，源于：

1.产品型企业的总部能够通过自身生产商品来主导“厂商关系”，渠道力背后是工厂-渠道的利益创造和分配，利益的分配则取决于各自的议价力。

2.消费服务型企业交易模式大多To C，通过前期对消费者的市场教育，占领消费者心智认知，外在财务特征通常体现为高利润率、高杠杆模式。

3.加盟制快递企业仅提供服务，而不生产商品实物，但交易模式To B，不同区域内的商家特性错综复杂，在区域内确立高市占率的快递公司不仅是运营能力的优秀，并且需要加盟商在当地产业集群中建立了深厚的合作网络。这也就使得总部公司主导厂-商关系的难度远高于消费品公司，加盟商与总部之间存在隐性的“集权与分权”之间的博弈。

图5：加盟制的核心是加盟商与总部之间的利益平衡



数据来源：广发证券发展研究中心

## 二、组织结构的演变根源于信息监督与成本效率的两难

### （一）商业模式的两大核心要素：行政发包和固定收费

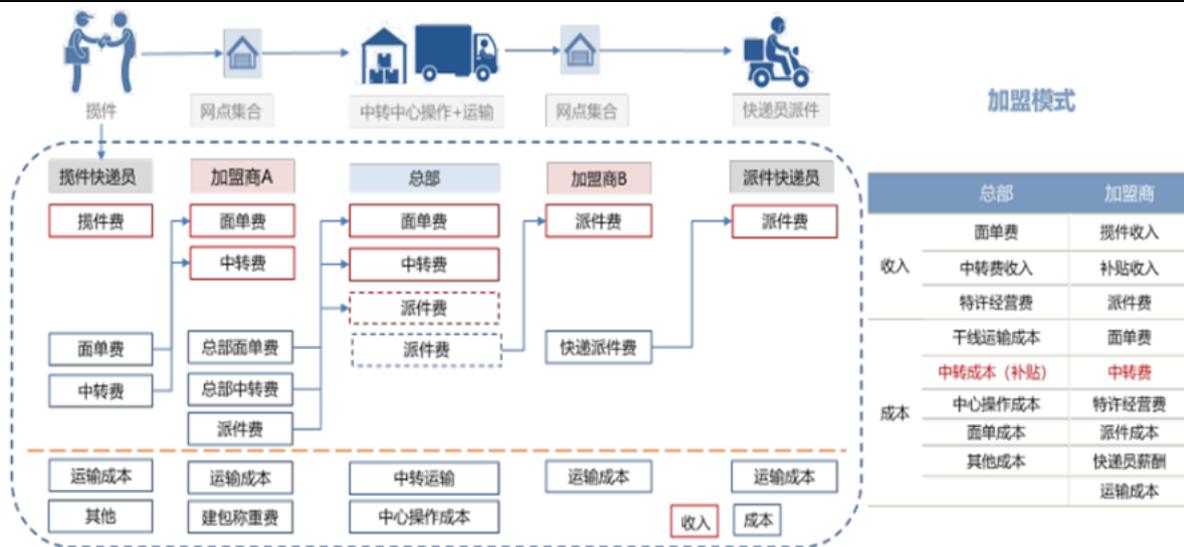
事实上，如何处理集权与分权这一问题，亦并非通达一行业之难题。中国疆域辽阔，各地资源禀赋、地域文化差别极大，囿于信息约束和财政约束的困境，我们看到的央地分权问题（诸侯-郡县-行省）自古以来贯穿了整个中国的历史，统治者的两难选择本质上是一个集权与分权的内在矛盾，矛盾发生的根源在于信息收集和监督的成本。

我们将加盟制快递公司商业模式的核心总结为以下两要素：

**1.行政发包制。**对加盟商而言，考核指标由公司总部给出，但具体实施细节全部由当地加盟商负责。各级加盟商之间的关系，更像是组织结构内部层层发包的关系，一级加盟商对二级加盟商的角色更接近于具体事务的“转包方”，而末端加盟商作为最终的承包方具体实施一揽子事务。

**2.固定收费制。**加盟商在发货时要支付给加总部公司三部分费用，分别是：面单费、中转费、派送费。其中，面单以量计费，其作用类似于固定化税额；派送费是总部代派件加盟商向揽件加盟商收取的费用，本质上仅仅从总部流转，在实际运营中，总部的派件收入和派件支出并不绝对相等，这主要在于派件费常被作为激励派件加盟商保证派件质量的奖惩机制，派费的作用类似于对中央的转移支付，以调节各地利益的平衡。除此以外，加盟商盈利的剩余部分，一切都留存于自身。

图6：加盟制快递企业的流转流程和交易模式



数据来源：广发证券发展研究中心

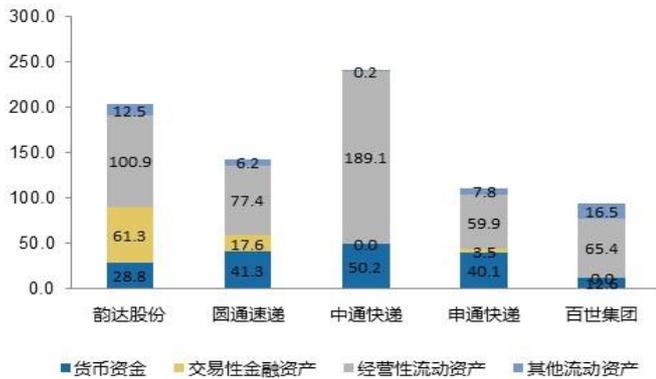
这一模式的核心特点，表现为：

**1.加盟商与总部公司之间实则是互补的关系，加盟商拥有高度自由裁量权：**总部通过奖惩规则为加盟商提供了强大的激励力度，而To B交易模式本身决定了加盟商天然亦具备提高件量规模的动力，加盟商具备具体事务的实际控制权和行动空间；总部固定的收费标准和对剩余利润的索取权也催生了强大的财务激励。这一模式的所有元素加总并相互作用，构成强大的激励系统，即加盟商强则总部强。

**2.总部公司对加盟商强激励，加盟商对除去上交总部以外的利润拥有“剩余索取权”。**我们认为，这一模式实际上也是效率与监督、信息成本平衡后的结果，即总部其实并没有办法完全掌握各个加盟商实际的盈利情况。在这种情况下，与其按照一个比率进行征收，还不如按件量规定一个固定化的费用标准。

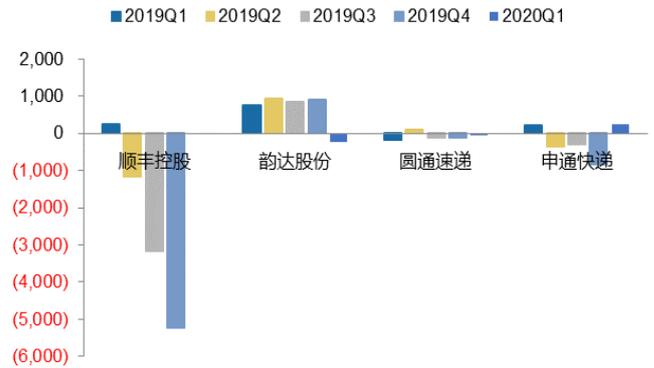
在这种模式下，加盟商天然具备强激励的动力，总部和加盟商之间的分成关系，使得加盟商拥有剩余索取权，即“交够上级的，剩下的都是自己的”。对总部公司而言，自然也希望加盟商能够减少对总部的依赖，使得每一个加盟商都可以成为一个依靠其资源禀赋和多样化盈利途径的自给单位。

图7: 2020Q1, 三通一达流动资产情况 (亿元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图8: 购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付现金同比增量 (百万元)



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

## (二) 与海外快递公司末端外包存在本质区别

UPS末端多样化以满足客户服务的多元化和成本优化诉求, 但末端形式是“补充”, 而非核心抓手。UPS 的业务是以 B2B 为主, 因此公司在揽收端(客户)和派送端(收件人或消费者)的客户群体数量存在明显差异。因此, 在末端UPS依然存在多种服务模式来满足客户和消费者的需求, 同时实现网络的高覆盖率和成本的合理管控。

图9: UPS末端形式较为多样化

场景类型	数量	运营方式	主要服务与特点
UPS 客户服务中心	1000	自营	1) 拥有并配备人员的运输地点, 可提供任何UPS国际, 空运或陆运包裹的运输服务; 2) 大多数位于运营机构现场, 一些位于大都市, 营业时间因地点而异; 3) 大多数提供少量费用的包装服务和用品 4) 都接受在ups.com上处理的预付费下车包裹; 5) 借助代收货代服务, 可交付并保留包裹, 在其他客户中心取货; 6) 都免费提供“预约取件”服务。
UPS商店	近4400	加盟	1) 安排快递运输服务, 包装服务, 损坏或者丢失按价值赔偿; 2) 小型企业解决方案, 如信息技术支持和金融服务; 3) 印刷与文件整理服务; 4) 邮箱服务与快递到达提醒。
UPS 授权运送网点	7930	加盟	1) 三方零售点, 可在网点选择UPS运送包裹; 2) 提供各种包装服务, 为多家快递公司提供服务; 3) 收费率和营业时间可能不相同。
UPS快递箱	-	自助	1) 用途广泛, 可与UPS次日航空, 第二日航空和国际服务一起使用; 2) 可以接受中型和小型箱型;
UPS快递管	-	自助	1) 适合必须卷起而不是折叠的文档; 2) 所有UPS次日航班, 第二日航班和全球服务;
UPS储物柜接入点	全球400	自助	1) 加入了数千家当地小企业; 2) 所有储物柜完全自助, 大部分24小时开放; 3) 还可接受带有UPS标签的外出包裹或者退货。

数据来源: UPS 官网, 广发证券发展研究中心

## (三) 复盘过去: 如何理解从大加盟商到小加盟商的组织结构演变

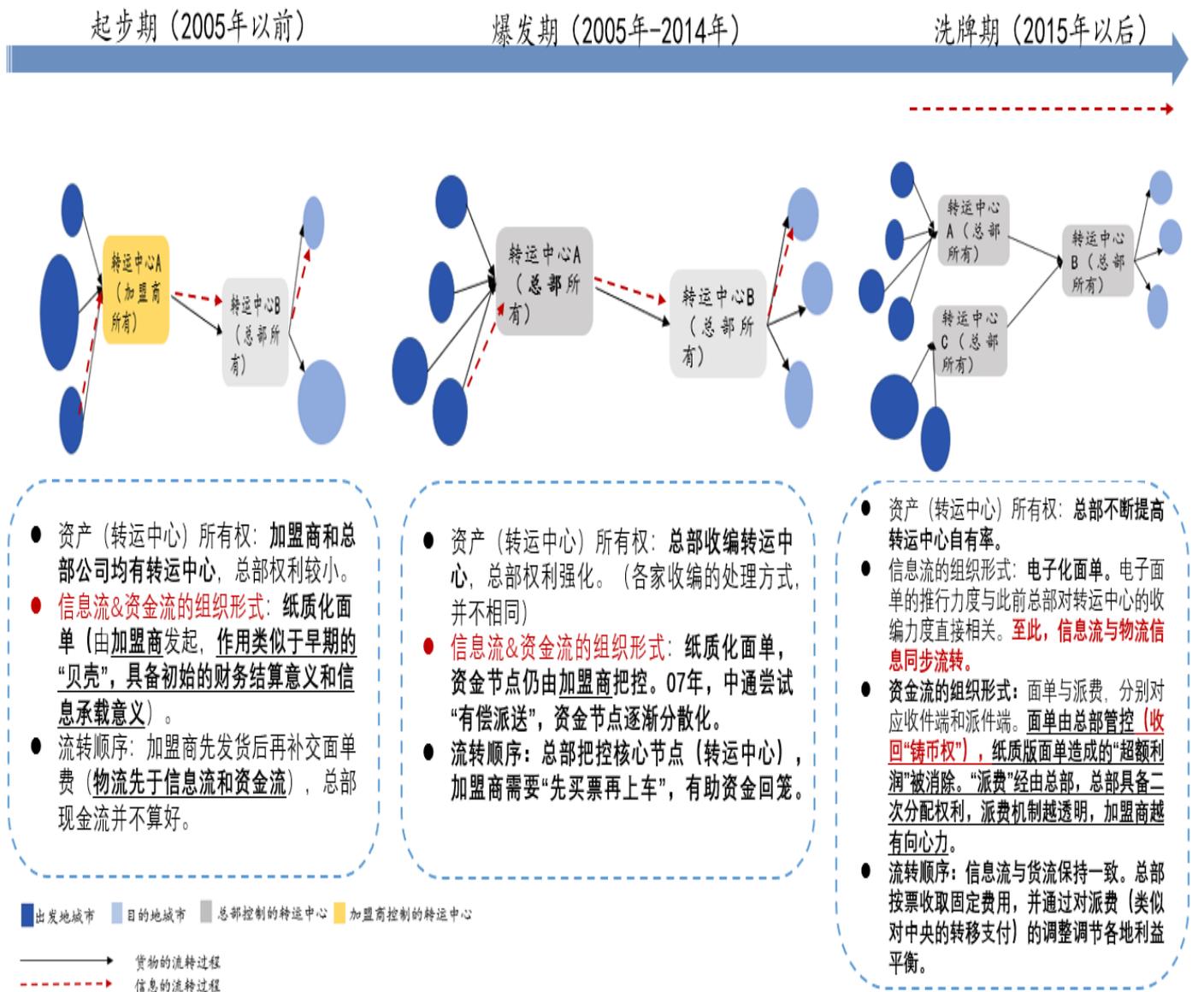
我们认为, 加盟制快递商业模式的形成, 本质上是受信息收集和监督成本的约

束下形成的结果。对总部公司来说，信息不对称使其无法完全掌握加盟商的实际盈利能力，而如果要加大对加盟商的监督和渗透能力，又会提高监督和治理成本。双重约束下，独特的加盟制快递模式由此形成。

复盘过往历史，我们将加盟制快递公司的发展历程划分为以下三个阶段：

1. **起步期（2005年以前）**：这一阶段，总部仅拥有部分转运中心的所有权，资金流和信息流都把控在大的加盟商手中，总部和加盟商之间是弱控制关系。
2. **爆发期（2005年-2014年）**：这一阶段，总部不断加强对核心节点的控制，但由于资金和信息流并未实际把控，总部“削藩”的实际作用有限。
3. **洗牌期（2015年-至今）**：“电子面单”这一技术创新的意义并不仅仅是降本增效，更重要的是将“铸币税”的权利收归中央。但由于“纸质面单”不仅具有记载寄递信息的物理属性，同时还被加载了“派费”等财务结算、业务数据分析等管理意义，推行力度与总部掌控力强弱直接相关。

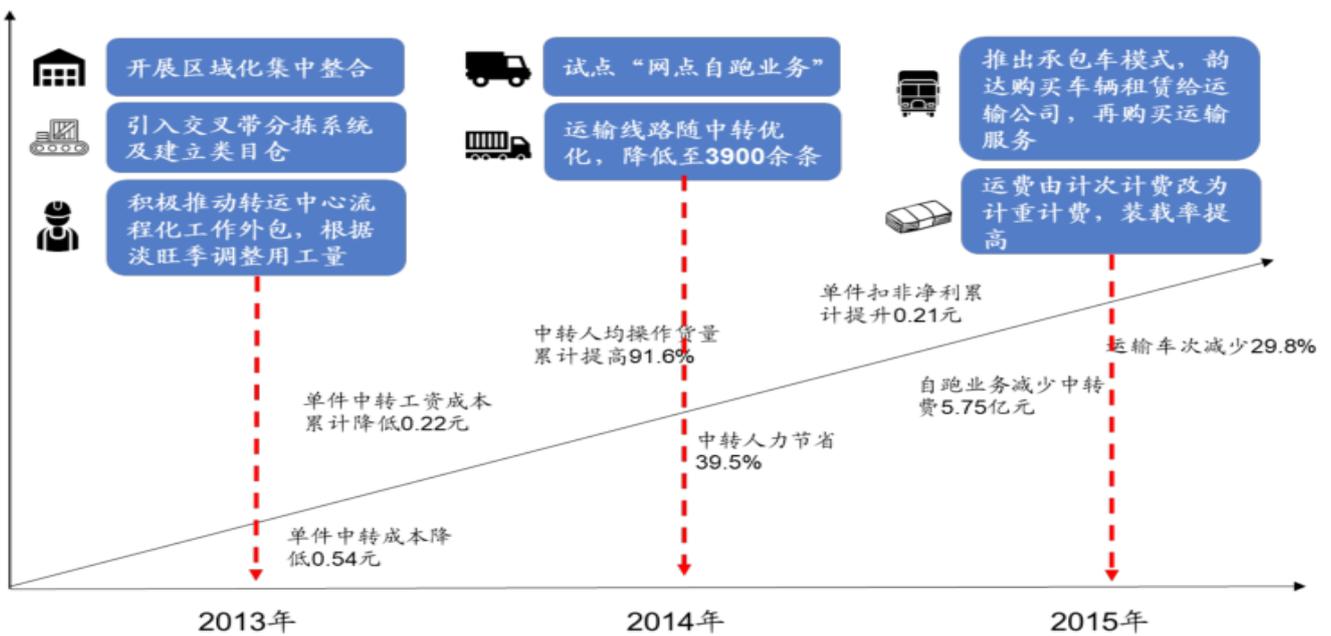
图10: 加盟制快递公司的三阶段发展历程



数据来源: 广发证券发展研究中心

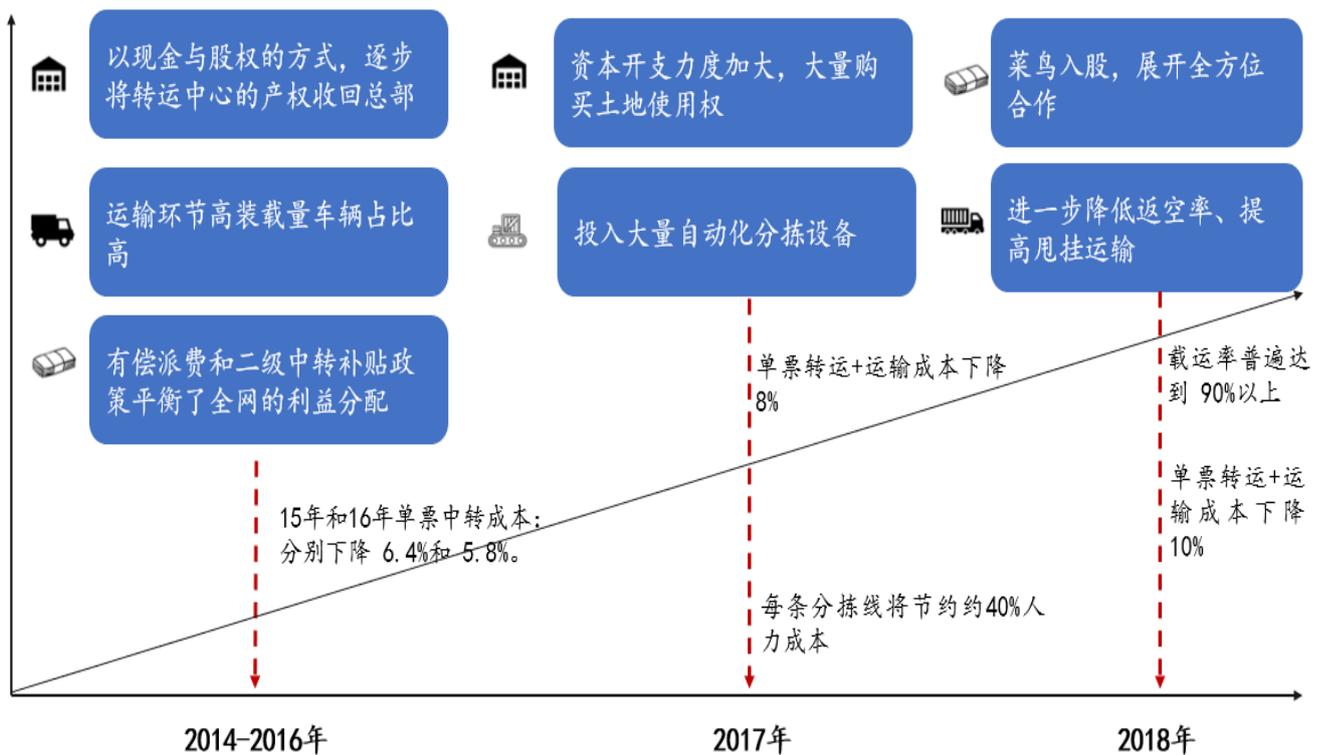
实际上, 总部与加盟商之间的权利调整过程, 亦是总部公司强化渗透能力、降低治理风险的过程, 率先完成这一轮模式调整的公司更具比较优势。我们看到, 此后中通和韵达通过不断加大对总部的投资力度和派费及中转费用的二次调整, 进入规模效应的正循环。

图11: 2013-2015年, 韵达在中转中心、运输模式、人员管理三方面进行模式变革



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图12: 2014年以后, 中通分别在组织结构、转运中心、运输模式等进行变革



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

## 四、当下的困境：件量高增速与总部规模效应边际递减

### （一）件量高增速时代的困境

目前，中国快递市场的业务量大致是美国的4-5倍，而增速也是美国的4-5倍。这一市场规模的差异，给中美电商快递市场的竞争格局演变带来了巨大的差异特性。实际上，相似的案例并不鲜见。电信、铁路等典型的自然垄断产业，在不同国家的垄断边界存在显著差异。除去制度因素的影响外，市场容量也是重要的影响因素。市场规模有限，成本的弱增性明显，因此由少量企业垄断更有效率；当市场规模上升到一定程度、成本不再具备弱增性的特点后，就会形成相对竞争性的市场结构。

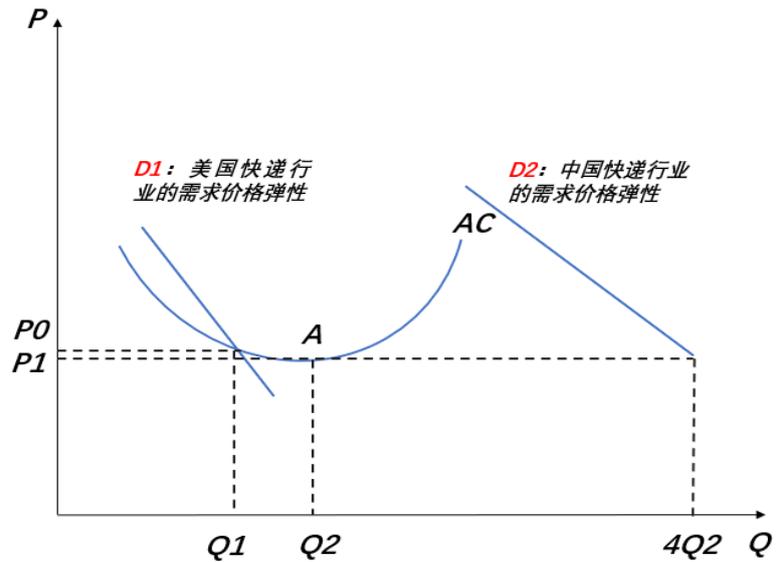
表 1：中美电商快递市场对比

美国		中国	
美国电商件测算-参考 Amazon	2019 年	中国电商件	2019 年
Amazon 销售规模(\$Billion)	282.52	拼多多销售规模(¥ Billion)	1007
Amazon 自建物流快递量(Billion)	2.5		
Amazon 快递总量(Billion)	5.4	拼多多快递总量(Billion)	19.7
对全美快递增量贡献	58%	对全中国快递增量贡献	67%
Amazon 件单价(\$/parcel)	52	拼多多件单价(¥ /parcel)	51.1
美国电商销售规模(\$Billion)	601.75	中国电商销售规模(¥ Billion)	8523.9
<b>美国电商件规模(Billion)</b>	<b>11.6</b>	<b>中国电商件规模(Billion)</b>	<b>50.1</b>
全国电商件占比	67%	全国电商件占比	79%

数据来源：公司年报，国家邮政局

我们结合下图进行说明：假设不考虑其他因素（成本、技术等），仅考虑需求价格弹性曲线变动给自然垄断边际带来的影响。AC为企业的平均成本曲线，规模经济在产量为Q2时最大，如果市场需求曲线为D1，则该行业体现为自然垄断行业，因为需求曲线D1与平均成本曲线AC相较于A点，在产量为Q1的这一点上，平均成本还处于下降趋势中，行业体现为由独家企业经营。如果需求曲线为Q2，则最优产量从Q1移动到4Q2，若有一家企业的有效生产规模为Q2，则市场上可以容纳四家厂商共同生产。

图13: 自然垄断产品在不同的市场规模下的最优企业数量存在差异



数据来源: 广发证券发展研究中心

## (二) 总部规模效应弱化, 价格战降幅由加盟商承担主要部分

结合国家邮政局公布的快递品牌CR8, 可以计算出通达百的全网均价。2019年, 通达百全网均价约为5.08元, 同比降0.92元, 较2017年、2018年降幅明显扩大; 其中, 总部价约为1.48元, 同比降0.28元; 加盟商平均单收3.60元, 占全网收入的71%。

从2019年的价格降幅来看, 加盟商承担的降价占全网降价的约70%。

表 2: 通达百全网价和总部价

	CR8 收入 亿元	顺丰收入 亿元	EMS 收入 亿元	京东收入 亿元	通达百收入 亿元	通达百量 亿件	单价 元	总部价 元
2016	2371	571	324	243	1233	176	7.01	2.10
2017	2973	706	407	310	1550	237	6.53	2.02
2018	3731	897	427	444	1964	327	6.00	1.76
2019	4491	1061	476	605	2348	462	5.08	1.48

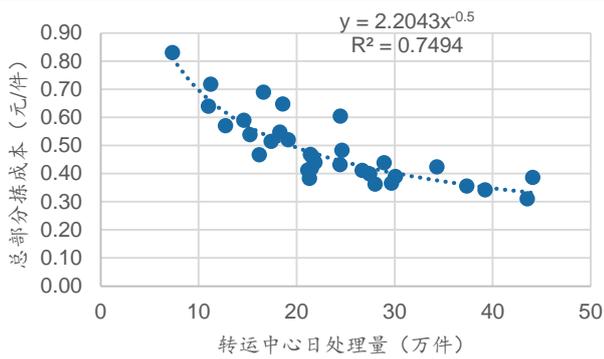
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

注: 京东快递收入为物流及其他服务收入+履约成本; EMS2019 年收入为估算值; CR8 收入不含附加业务收入

从快递业务的全流程来看, 干线运输和中转分拣的规模效应最强。从通达百总部的数据来看, 转运中心的日均处理规模和单位分拣成本呈非线性关系。伴随日均处理规模的提升, 单位分拣成本逐渐下降, 而该负相关效应边际递减。类似的关系也在单线路日运量和单位干运成本上存在, 上述两个回归方程均具有较高的拟合优度 (R方高于0.6)。

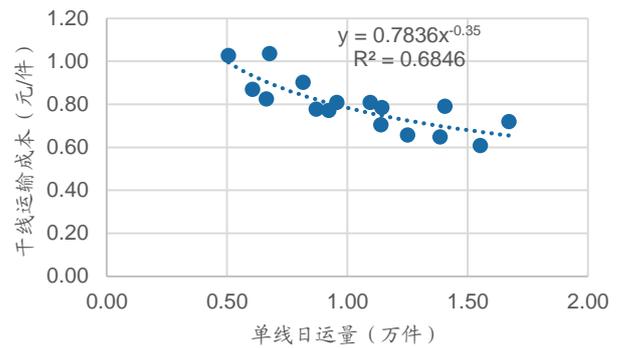
从图形上看, 0.3元和0.6元分别是单件分拣和干运成本的瓶颈线。

图 14: 单转运中心日均处理量和单件分拣成本



数据来源: 公司季报、中报, 广发证券发展研究中心

图 15: 单线日均运量和单件干线运输成本



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

与之互为验证的是, 价格战竞争的方式, 已经从最初的降中转费到降面单费, 再到2019年的降派费。降价的形式从规模效应带来的单票成本下降转移至降低总部利润主要来源的面单费再到加盟商的重要利润来源派费。换言之, 对加盟制快递公司而言, 总部亦或者加盟商都在寻找下一个成本效率的优化路径。

表 3: 韵达经历了中转费降幅较大到面单费降幅较大的过程

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
单票面单费 (元/票)	1.06	0.98	0.93	0.91	0.73	0.67	0.72
YOY		-8%	-5%	-2%	-20%	-8%	7%
单票中转收入 (元/票)	2.6	1.91	1.36	1.21	1.21	1.05	0.91
YOY		-27%	-29%	-11%	0%	-13%	-12%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表 4: 申通近年来面单费跌幅较多而2019年派费出现下降

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019
单票面单费 (元/票)	0.91	0.88	0.72	0.7	0.74	0.64	0.53	0.41
YOY		-3%	-18%	-3%	6%	-14%	-25%	-36%
单票中转收入 (元/票)	1.32	0.77	1.48	1.61	1.65	1.7	1.61	1.71
YOY		-41%	91%	9%	2%	3%	-8%	1%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

## 五、路径如何演绎: 寻找下一阶段的效率冠军

### (一) 如何界定总部与加盟商管理边界

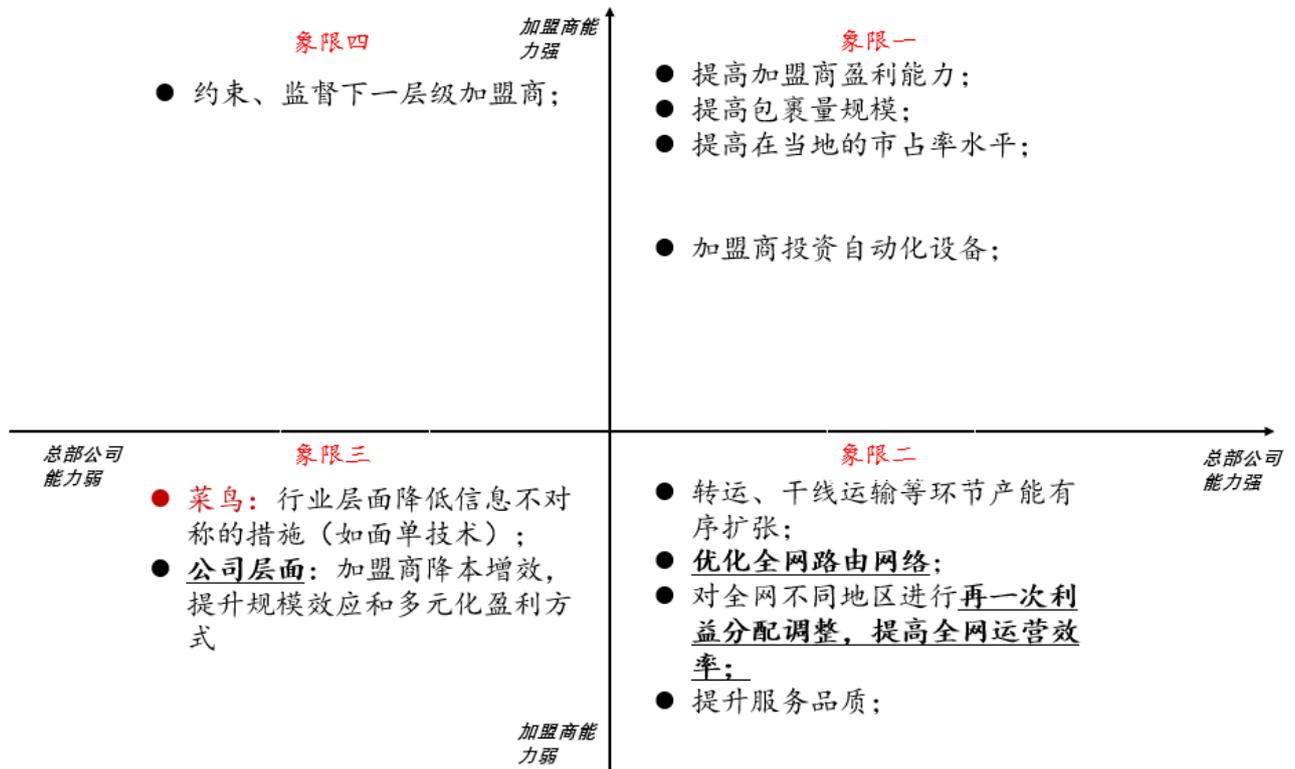
逻辑上, 总部与加盟商之间的信息越不对称, 总部越希望通过强化自身掌控力的方式降低治理风险。这也是上一个十年加盟制快递公司集权与分权的演绎主线。菜鸟和电子面单的创新, 实际上降低了信息不对称的程度, 一定意义上实现了总部

权利的有效加强。

我们进一步将快递公司运营的全流程按照加盟商与总部公司能力强弱划分为两个基本维度，以帮助我们厘清总部公司和加盟制之间的管理边界和最优效果。

由下图可见，面单推广和信息技术对路由规划的优化仅能在行业层面上实现较好的优化效果，而具体到不同公司的不同加盟商的盈利能力和降本增效的方式，其作用往往是有限的。

图16: 加盟制快递公司总部与加盟商在不同环节的优劣势各有不同



数据来源：广发证券发展研究中心

表 5: 菜鸟近年来推出的物流相关服务

	细分项目	具体说明
核心定位	以数据为驱动的社会化协同平台	包裹与网点精准匹配率 99% 以上，日接收物流详情超 15 亿条，合作伙伴运输车辆超 23 万辆，接入快递员超 300 万，覆盖国内县区数量超 2700 个，专业线路 609 条
	橙诺达	联合 6 大快递公司，推出次日达（明天 24 点前）、隔日达（后天 24 点前）、三日达（揽收当日+3 天 24 点前）
	物流跟踪及服务	物流节点提醒、计算和服务、多平台协同、
	菜鸟物流管家	包裹跟踪、物流监控数据、超时异常处理、菜鸟智能发货
	路由分单	基于大数据的智能分析、智能学习纠错、多种作业模式支持、分单系统安全、高效、可控
	菜鸟天地	龙虎榜、单量时效统计分析、异常分析、大促专题
	快递指数	服务指标的综合评价体系，客观量化反映各合作伙伴的物流网络服务品质
仓配网络	覆盖范围	配送线路超过 90000 条、仓储面积（峰值）1000 多万平方米、整体覆盖当次日达近 1500 区县
	行业解决方案	电器、生鲜、美妆、快消、大电器、家装
	消费者体验	天猫直送、当日达、天猫直送、次日达、天猫直送、预约配送、上门取退货等
国际网络	覆盖范围	覆盖全球国家地区 224 个，全球仓库数达 231 个
	无忧保税	口岸包括杭州、广州、上海、宁波、重庆；（天津、郑州、深圳计划接入中）
	无忧直邮	线路包括美国、英国、德国、澳大利亚、新西兰、日本、韩国等
	无忧物流 AliExpress	包括标准物流（15-35 天）、优先物流（3-10 天）
	线上发货	包括经济类物流方案、挂号及专线物流方案
	消费者体验	环球必达：跨境转运平台、全球退货、海外自提

数据来源：菜鸟官网，广发证券发展研究中心

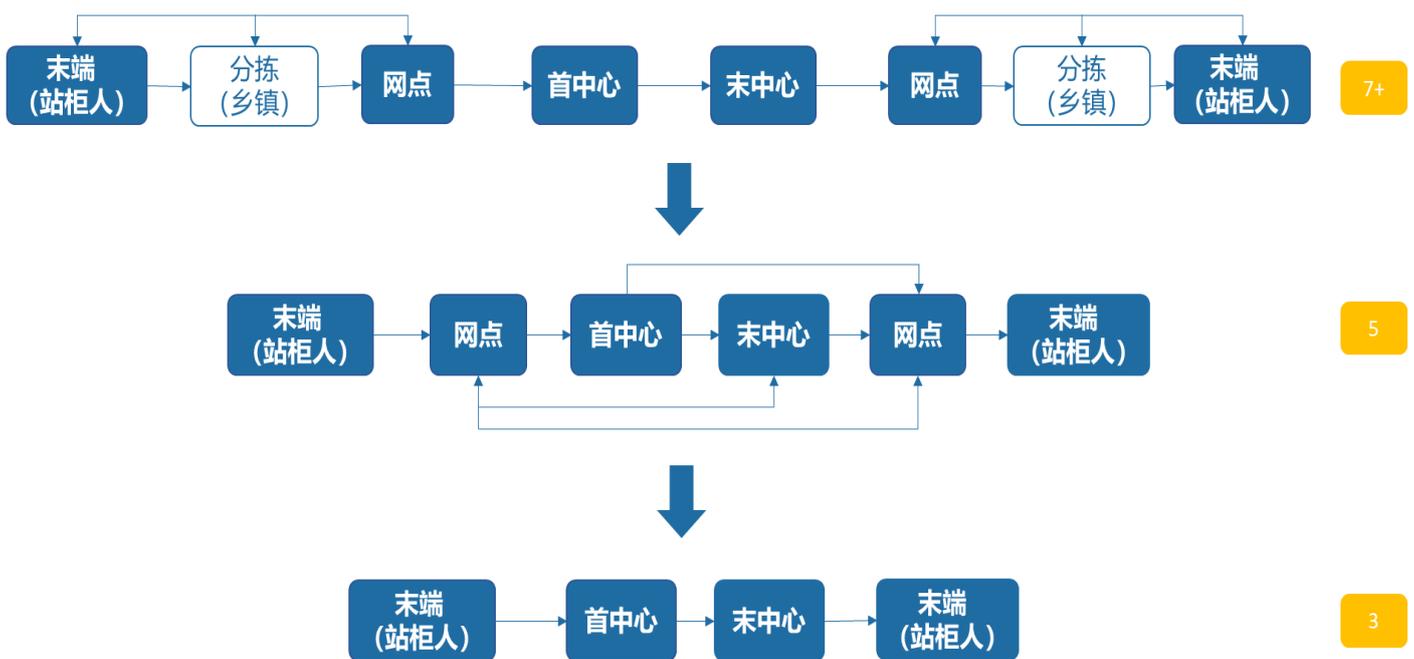
## （二）第一重路径的演绎可能性：突破信息收集与监督成本的约束

正如我们在前文中提到的，从大加盟商到小加盟商模式是囿于信息不对称和降低监督成本，总部公司为实现成本效率最优的结果。但市场规模的不断扩大和技术后发效应，又提高了龙头公司拉开差距的难度。

**下一阶段，我们认为部分龙头公司有望突破象限三（总部能力弱与加盟商能力弱的组合领域）的公司将迎来成本效率优化由量到质的转变，突破信息收集与监督成本的约束。**若这一目标实现，总部对加盟商的掌控力度将会进一步加强。而过于强化对加盟商的掌控和监督，可能会影响到加盟商的激励效果，反而影响全网效率的最优效果。换言之，只有真正实现将流程再造和管理变革结合，为末端减负，其管理哲学根植于共建共享的生态理念的龙头公司，更有可能通过这一方式实现对加盟商赋能，从而实现总部与加盟商之间的共赢。

目前，中通已经走在了前列。通过神州系统，中通首先实现了总部对末端的监管，未来将进一步完成结算直链，最后实现结算、政策、运营和信息的系统性直链。

图17: 直链末端优化全链路流程



数据来源: 中通 2019 年投资者交流会材料, 广发证券发展研究中心

### (三) 第二重路径的演绎可能性: 从规模经济走向范围经济

我们认为, 加盟制快递商业模式的形成, 正是基于中国的“熟人文化”和“土地文明”的基础之上, 渐进式的变革更具实践的可能性。

**我们看好第二重路径的演绎: 通过对加盟商赋能的方式, 提高加盟商的自盈利能力, 全网竞争优势从规模经济向范围经济过渡。**

**1.收件端:** 需求变革过程中, 品牌商与白牌厂商都在寻求供应链短链化的可行方式。“强总部-强转运中心”模式有望把控白牌厂商的短链化趋势, 为收件端加盟商赋能。零售行业不断演进的过程, 就是供应链不断降本增效的过程, 因此零售行业的短链效应实则一直在延续。从百货商场到超大卖场、B2C电商、C2C电商、工厂电商, 我们观察到价格战伴随零售行业发展多年之后, 价格变化的趋势已从盲目的压低成本开始向上游要空间, 因此短链化开始成为各大电商与零售平台的新尝试。

**品牌商的短链化方式:** 以品牌商自身为节点向下游扩散。从格力美的为代表的分销渠道, 到 MUJI、UNIQLO、小米代表的直销渠道, 再到工厂店直接线上化, 品牌在不断通过自有的影响力和掌控力向产业链下游延伸。

图18: 除品牌和终端外, 小米在其余环节企图掌控&劳役合作伙伴

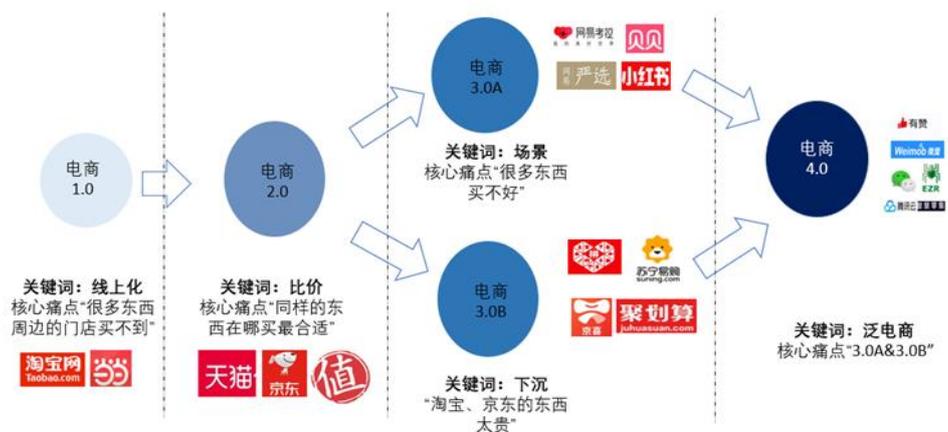


数据来源: 广发证券发展研究中心

**白牌厂商的短链化方式: 以电商平台为节点进行扩散。**与品牌商品不同, 白牌商品大多以基础品类为主, 购买转化以品类入口搜索为主, 消费者大多倾向于直接从品类入口搜索需要的单品, 对白牌有潜意识层面的认知后, 白牌的规模基本盘即相对稳定, 但消费者始终对白牌商品的认知密度本身并不高。因此, 对厂商而言, 与平台达成紧密合作关系, 由平台流量助推白牌店铺流量提升、形成商品转化, 直接与供应链产生连接, 前端销售数据可快速反应到后端供应链, 是供应链短链化的更优选择。

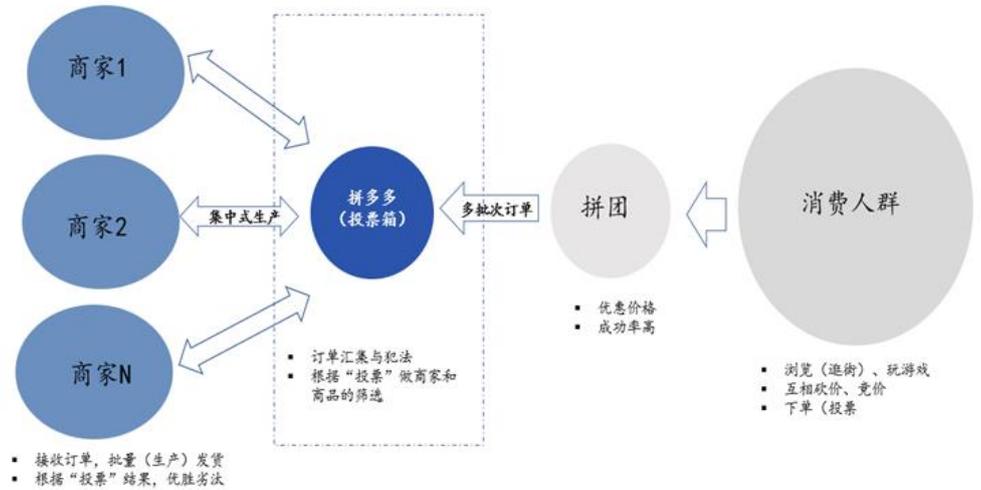
**拼多多的表象与本质: 表象是电商行业的代际更迭, 实质是供需两端的错配, 看好拼多多背后的基础品类的二次红利的渗透机会。**电商发展至今, 成熟的平台和自营模式经历了“线上化→比价→场景或下沉”的迭代过程, 已经很难一站式全面覆盖到日趋碎片化的用户场景, 拼多多实际上扮演了供给连接器的角色: 一端是中国特有的政府和市场背景下, 众多基础消费品类通过上游充裕的产能供给及分散渠道的分销和消化, 所释放出的大规模的消费品类渗透的机会。一端是不断进化的消费者, 其消费观已经从“处处省”进化为“千元必须花, 十元必须省”。

图19: 拼多多的表象是电商行业的代际更迭



数据来源: 广发证券发展研究中心

图20: 拼多多的实质是供需两端的错配, 实质上拼多多扮演了供给连接器的角色



数据来源: 广发证券发展研究中心

图21: 许多白牌实际是工厂自有品牌, 具备自建产能



数据来源: 钛媒体, 广发证券发展研究中心

图22: 拼多多的拼品牌计划已渗透至超过60个工厂/产地品牌

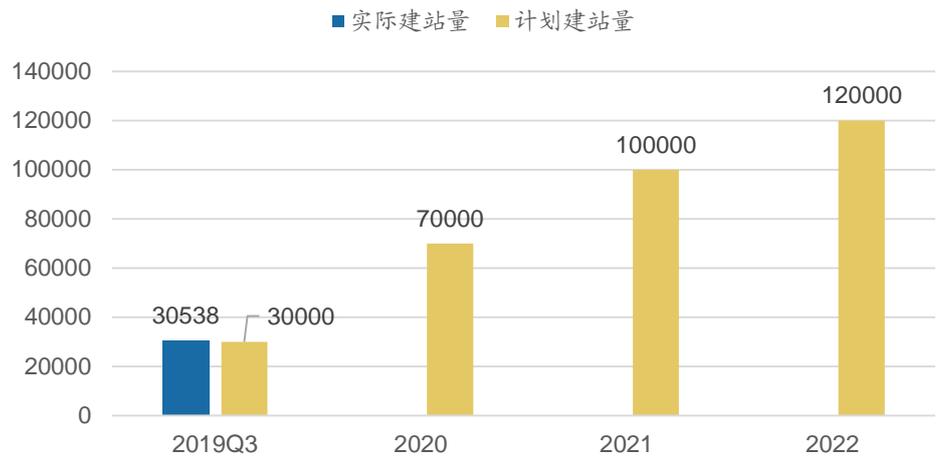


数据来源: 拼多多 APP, 广发证券发展研究中心

2. 派件端的赋能: 末端的优势在于能够直接和客户、用户接触, 且这种接触频次可以高于商超、便利店等传统零售业态, 末端有条件也有能力实现范围经济, 向零售等商业服务延伸。

通达百平均拥有约30000个网点, 这些网点本身就可以改造为驿站、配置上快递柜, 提升现有租场的利用率, 实现节流; 同时, 这些网点还可以开发社区业务, 如便利商超、社区团购点等, 将快递的用户转化为客户, 通过副业的服务引导用户配合无接触配送。

图 23: 中通末端门店建设规划 (个)



数据来源: 中通 2019 年投资者会议材料, 广发证券发展研究中心

目前, 各家快递公司已经在推进末端网点的赋能改造。圆通和韵达在2019年报中均提到将终端门店和城市电商、便利服务结合, 向客户提供分层的多元化、商业化服务, 为末端增收; 申通在四川、贵州等地均有加盟商成功下沉农村电商的创新案例; 而中通更是在总部层面积极协助末端共建生态, 提出乡镇网点升级为农产品的货主, 城市社区网点转化为销地前置仓的赋能理念, 计划未来三年门店数翻三倍。

据我们测算, 在服务化的改造下, 假设无接触派件占比提升, 通达系人均派件效率提升50%, 即快递员日均派件量提升至250件, 在保持人均工资不变的情况下, 单件派件成本将下降0.33元, 这仅仅是派件侧。

表 6: 中通末端生态建设

“快递+新零售”	中通商业	<p><b>赋能理念:</b> 乡镇网点可以升级为农产品的货主, 城市社区网点可以转化为销地前置仓。</p> <p><b>业务模式:</b> 优选创客, 中通旗下唯一的社交电商平台。创客拥有自己的独立 APP, 完善的一级分销系统, 平台商品与中通优选共用商品库。创客免费为所有中通家人开通创客店铺, 用户基数 40 万左右。中通家人激活使用免费开店, <u>推动内部地方特色经济的资源整合, 以销带运, 提升快递收派件增量。内部会员邀请制规则; 内部员工免费开店, 外部用户收费开店, 外部用户可由内部邀请降低开店费用, 平台与内部员工分润。后期发展偏于社交电商模式。</u></p>
“快递+团购”	中通商业	<p>2019 年 1 月, 主打“快递+团购”的搜农坊宣布完成数千万元战略融资, 投资方为中通商业。搜农坊位于社区拼团“策源地”长沙, 是以社区拼团为基础的社交网购平台, 用户通过社区团与提货, 以低于市场 20% 的价团购买当季水果, 海鲜等生鲜产品, 将生鲜源头直达社区。截至目前, 搜农坊已覆盖长沙上千个小区。</p>
技术创新	智慧门店	<p>无人取件设备、快递柜、出库一体机都均已在末端实体门店落地使用。据中通末端项目负责人介绍: “中通最重视的是赋能和落地, 服务网点, 帮助网点赚钱。<u>我们在苏州这家试点网点的设备投入仅有 3-4 万</u>, 也就是说三万块左右的价格就能收获一个真正意义上的智慧末端门店, 夜间不需要人值守, 性价比极高, 省下来的人力可以做更有意义的事情, <u>比如洗衣、管道疏通等社区综合服务, 还有广告、零售快消这样的便民增值服务。另外也能做到门店仓储资源的最大化利用。</u>” (苏州经贸网点: 节约网点成本, 提升工作效率。网点一次性投入 3 万元买了这套设备后, 网点服务人员减少至 2 人, 其余人员安排至其他岗位, 网点营业时间延长至晚上 10 点, 实现了资源利用最大化。)</p>

数据来源: 根据新闻整理 (亿邦动力、中国经济网), 广发证券发展研究中心

## 六、投资建议

投资者通常以互联网平台型企业或连锁加盟制企业的商业模式理解加盟制快递公司，不同的商业模式自有其共性，而加盟制快递公司的供需特性在于：**To B的交易模式+不生产实物商品+高价格敏感特性**。供需特性对加盟制快递公司商业模式的影响表现为：**加盟制快递企业的总部主导“厂-商”关系的难度远大于消费型加盟连锁公司，加盟商与总部之间存在隐性的“集权与分权”之间的博弈。**

总结加盟制快递公司商业模式的两大核心要素：**行政发包和固定收费**。行政发包，体现为总部对一级加盟商、一级加盟商对二级加盟商的角色更接近于具体事务的“转包方”，而**末端加盟商作为最终的承包方具体实施一揽子事务**。固定收费制，体现为总部公司对加盟商的收费制度，其中面单以量计费，其作用类似于固定化税额；派费的作用类似于对中央的转移支付，以调节各地利益的平衡。除此以外，**加盟商盈利的剩余部分，一切都留存于自身。总部公司对加盟商强激励，加盟商对除去上交总部以外的利润拥有“剩余索取权”。**

这一模式的形成，本质上是受**信息收集和监督成本**的约束而形成的结果。总部与加盟商之间的权利调整过程，亦是总部公司强化渗透能力、降低治理风险的过程，率先完成这一轮模式调整的公司更具比较优势。但总部的规模效应边际递减和技术后发学习效应，又提高了龙头公司与其他公司拉开差距的难度。当下阶段，总部和加盟商都在寻找下一个成本效率的优化路径。

**看好下一阶段效率冠军的两种路径演绎：第一重路径的核心是突破信息收集与监督成本的约束，即末端直链、真正实现将流程再造和管理变革结合**，为末端减负，其管理哲学根植于共建共享的生态理念的龙头公司，更有可能通过这一方式实现对加盟商赋能，从而实现总部与加盟商之间的共赢。

**第二重路径的核心是范围经济，为末端赋能，总部赋能+放权**。收件端加盟商的赋能体现为“强总部-强转运中心”模式把控白牌厂商的短链化趋势，提高加盟商的自盈利能力；派件端加盟商的赋能表现为末端的优势在于能够直接和客户、用户接触，且这种接触频次可以高于商超、便利店等传统零售业态，末端有条件也有能力实现范围经济，向零售等商业服务延伸。

目前，中通、韵达已基本完成**网络化、自动化的转变**。中通正通过直链末端优化管理构架和流程，赋能和放权将加速末端完成服务化，实现范围经济；而韵达也已经着手网点改造和无接触配送的布局，未来有望加速降本，实现全面突围。

**重点关注：成本领先、不断突破的韵达股份；关注：持续改善、估值较低的圆通速递、申通快递。**

## 七、风险提示

电商增速不及预期；快递价格战加剧；人力运输成本大幅上涨；新冠疫情出现反复。

## 广发交通运输仓储行业研究小组

郭 镇：资深分析师，清华大学工学硕士，2013年进入广发证券发展研究中心。联系方式: guoz@gf.com.cn。  
徐 君：高级研究员，南开大学会计学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。联系方式: xjun@gf.com.cn。  
孙 瑜：高级分析师，新加坡国立大学金融工程硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。联系方式: suny@gf.com.cn。  
曾 靖 珂：高级分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。联系方式: zengjingke@gf.com.cn。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券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。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。