



电商快递升级五问五答：价值修复进入本质期 底部反转将迎高弹性



报告导读

本报告针对现阶段投资者对于电商快递板块的五大热点关注问题进行逐一梳理解答，从而清理市场杂音。

整体上我们的核心观点在于，电商快递板块价值修复即将进入最为本质的盈利修复阶段，有望带来极高弹性，看好 A 股电商快递龙头韵达股份，同时关注数字化转型稳步推进的圆通速递，以及美股加港股上市的绝对单量盈利龙头中通快递。

投资要点

如何看价值修复当前层次阶段？三层次两阶段电商快递的价值修复不能一概而论，要区分三个层次，对应两个阶段。电商快递价值修复分为：1) 政策管控逐步趋严、2) 价格回归合理区间、3) 盈利修复底部反转三个层次。今年二三季度随着政策的出台，价格逐步呈现回归良性态势，在政策管控及价格回归之后，即将进入价值修复的最本质层次即盈利修复层次。相应地，我们判断此前股价走势已经反映第一阶段修复（体现政策管控及价格回归两个层次），后续将进入第二阶段修复（体现第三层次即盈利修复）。

前期的涨价到底如何分类推进？涨价区分三类电商快递的价格上涨不能一概而论。整体上，价格调整区分三个类型：1) 价格由成本线以下恢复到成本线以上、2) 提升末端派费，并向揽件支付前端传导、3) 传统快递旺季涨价。第一类提价属于区域性提价，能够带来总部及加盟商的利润修

复；第二类提价属于全国性提价，主要带来加盟商利润修复；第三类提价属于全国性提价，能够带来总部及加盟商利润修复。

短中长期看价格如何继续推演？正轨行稳致远短期内看提价后绝对幅度仍在。2018-2020 年复盘显示，四季度电商促销及快递派送旺季过后，电商快递票单价普遍环比回落，但整体仍然高于进入旺季之前。我们认为旺季过后即使价格环比边际回落，绝对增量幅度依然存在，仍有望带来盈利增厚。

中长期内看成本推动，整体乐观维稳。展望 2022 年，在定价权再度回归龙头之后，我们对行业价格仍然保持乐观态度。若基于极其谨慎的态度，即使表观票单价明年出现回落，我们判断也将是基于单票成本的推动，那么行业仍将回归“规模-单票成本-单价”的正向循环健康出清路径，龙头盈利仍将领先。

未来盈利及业绩应该如何预判？毛利底部反弹从价格风险收窄向业绩端传导的逻辑看，由单量、单价及单票成本主导的经营毛利润反映盈利本质，单量规模增长配合单票盈利修复，有望带来底部反转的龙头利润高弹性：

1) 单量端：《综合运输服务“十四五”发展规划》预计 21-25 年我国快递单量年均增长 15.4%，叠加资源向龙头整合趋势，预计头部单量还有超额高增速。

2) 单价端：短期内提价幅度相比淡季仍然维持，中长期内监管环境叠加龙头定调，我们对快递票单价依然保持乐观态度。

3) 单票成本端：基于单量高增提升规模效应、全年波谷趋平产需逐步匹配以及资本开支高位回落的三大驱动，未来龙头单票快递成本有望进一步下行。

快递行业远期格局究竟如何看？稳态盈利空间上世纪 80-90 年代美国快递行业价格战带给我们如下三大启示：1) 行业定价权本质应当把握在龙头手中、2) 企业间整合若不具备协同性，则会导致份额外溢、3) 行业格局份额稳态后，盈利能力稳健。

展望我国快递行业的远期格局：1) 在路径层面，我们期待行业通过良性竞争消化落后产能，剩余的龙头玩家基于规模、利润和服务三者诉求的平衡形成自身最适份额，并保持稳态；2) 在结果层面，我们预期在终局稳态中，留存者已然具备极强的单量规模及快递网络效应，因而一方面单票成本持续下行，另一方面产品服务分层策略推进（边际成本极低）有望带来大幅超额利润增厚。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31711

