



# 交通运输物流：快递三重 “竞”化论-市场、平台与 监管



## 投资建议

我们构建以市场、平台和监管为核心的中金交运+快递三重“竞”化论，为快递投资提供分析框架。我们认为当前由监管逻辑占据主导，通达系上市公司盈利修复具有确定性和持续性，目前估值性价比高，建议重点配置。

## 理由

快递三重“竞”化论：市场逻辑、平台逻辑和监管逻辑的叠加与互动：

1) 市场逻辑：规模效应从强转弱。在强规模效应阶段，通过扩产-降价-获量-降本形成正向循环，是快速发展壮大的最优策略，但也导致服务和产品的单一化和同质化，随着规模效应逐渐变弱甚至逆转，市场整体盈利能力被阶段性压缩，直到落后产能出清，重新均衡，在这一过程中头部公司开始逐渐卡位和培育新产品和新业务，转型早晚、成败决定第二增长曲线；2) 平台逻辑：商流影响甚至决定物流。电商平台竞争从早期的品类、品质、价格等逐渐转向物流和流通的效率，因此会通过自建物流、参股投资、控股并购等方式试图构建自身在物流和供应链上的能力与差异化，间接影响物流公司竞争格局；

上述两条逻辑叠加导致价格竞争持续存在但尾部公司出清较慢；3) 监管逻辑：由高速增长转向高质量发展。随着快递行业规模体量增大，在就业、民生等方面的影响越来越大，我们认为国家主管机构的监管目标逐渐从促进行业快速增长转变为稳就业和保民生，去年以来保障快递员权益、

禁止低于成本恶性竞争等一系列政策，一方面有望使得快递公司成本面临刚性约束而无法大幅降价抢量（规模效应拐点更快到来），通过传导成本使快递服务价格逐渐恢复理性，另一方面倒逼快递企业采取简单降价之外的竞争策略，例如产品和服务的差异化、品牌的溢价。

抓阶段性主导逻辑来把握投资机会。当市场逻辑占主导时（2020年之前）超额回报来自于通过管理能力最大化发挥规模效应的中通和韵达，当平台逻辑超越市场逻辑时（极兔跟随拼多多崛起）通达系无超额回报，当监管逻辑占主导时（从2021年9月份开始），超额回报来自此前超跌、修复弹性大的圆通和韵达。未来快递行业的长期发展主题将是龙头公司在自身份额和规模支撑的基础快递网络之上，围绕新的价值增长点进行布局：存量产品分层和客户分群，新产品开发（包括出海扩张）。

### 盈利预测与估值

考虑到我们对于行业的单票盈利假设上调，我们上调韵达的盈利预测，圆通和中通此前已经分别调整。当前股价对应于2022年市盈率为中通20.8倍，圆通20.3倍，韵达22.1倍，我们均维持跑赢行业评级，目标价分别对应于2022年30倍、26倍、29倍市盈率，较当前股价有47%、29%、31%上涨空间。

### 风险

监管力度或执行情况变化，业务量增速低于预期。

关键词: 物流

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\\_39581](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39581)

