

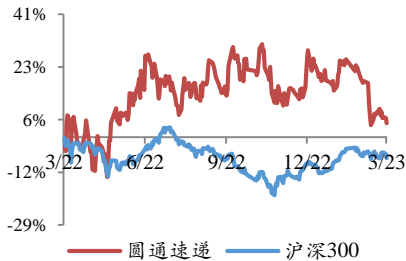
# 三大核心能力全面提升，重视分歧阶段投资机会

**投资评级：买入（首次）**

报告日期：2023-03-07

收盘价（元） **17.70**  
 近 12 个月最高/最低（元） **22.18/14.65**  
 总股本（百万股） **3,441**  
 流通股本（百万股） **3,441**  
 流通股比例（%） **100.00**  
 总市值（亿元） **609**  
 流通市值（亿元） **609**

## 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

## 相关报告

## 主要观点：

● **激烈价格战风险很小，需求复苏确定性强，中长期保持 10%左右增速。**

价格战判断：客观上，监管立场坚定，不允许激烈价格战；通达单票盈利均在 0.3 元以下，且成本端规模效应递减，无法通过规模扩张快速降本，打不起激烈价格战；主观上，激进的价格策略并非份额提升最优选择，头部企业不愿发起激烈价格战。

行业需求判断：2023 年件量增速有望超 15%，可预见的时间内，受益于低价电商催生的小件化推力，行业增速将收敛于但高于网上实物商品零售额增速（2022 年 6.2%），保持 10%左右增速。

● **圆通 3 大核心能力全面提升，长期竞争力有望持续增强。**

投资能力：布局早且相对均匀，补齐机器设备短板后，能力迅速上台阶。

定价能力：结果维度看，2019 年以来，已全面提升，实现追平甚至超越同行。具体而言，“转”环节单票成本降至 0.32 元/票（行业最低），2021 年新增件量/分拨中心投入为 1（行业最高）；“运”环节，2019 年后单票成本降至 2022H1 的 0.52 元（追平龙头），单车票数保持较快增长（2020 年至 2022H1 增速分别为 28%、20%、14%）；“派”环节，在保持加盟商网络稳定，业务向好基础上，单票派费（2022H1 为 1.16 元）和单票派费收入占比（50.4%，比第二低 2.6pp）均最低。

运营能力：客户管家发起工单和补贴直达的功能创新，实实在在提升了客户体验和精准营销能力，其先发优势不在系统研发在执行。

● **投资建议：回调已计入“价格”风险，重视分歧阶段的投资机会。**

至 3 月 7 日估值回调至 15.5x，已反应“价格”风险。买快递本质上是买能力，能力全面进步，经营表现优秀的圆通，将持续受益于格局改善，可给予 20x 左右估值。仅以快递业务计，2023 年 41 亿元利润的合理估值为 820 亿元，对应股价 23.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

价格战恶化；油价及人工成本上涨；消费复苏不及预期；监管政策变化。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	45155	53545	61897	71213
收入同比 (%)	29.4%	18.6%	15.6%	15.1%
归属母公司净利润	2103	3919	4342	5567
净利润同比 (%)	19.1%	86.3%	10.8%	28.2%
毛利率 (%)	8.2%	11.9%	11.8%	12.8%
ROE (%)	9.3%	15.2%	14.9%	16.6%
每股收益 (元)	0.67	1.14	1.26	1.62
P/E	25.06	15.54	14.03	10.94
P/B	2.53	2.36	2.09	1.82
EV/EBITDA	11.47	8.60	7.06	5.23

资料来源：ifind，华安证券研究所

## 正文目录

本报告观点.....	4
1 激烈价格战重燃风险小，需求复苏确定性强.....	5
1.1 客观环境和主观意图均不支持恶性价格战.....	5
1.1.1 监管不允许激烈价格战，企业激烈价格战“贵”且无用.....	5
1.1.2 激烈价格战并非抢占份额的最优选择，龙头主动发起激烈价格战的意愿不强.....	7
1.2 需求复苏确定性强，行业中长期保持 10%左右增速.....	7
2 圆通的核心能力表现较优，具备保持长期较快进步的基础条件.....	10
2.1 投资能力：圆通布局较早且相对均匀，利好长期发展.....	11
2.2 定价能力：圆通 2019 年后，各环节定价效果均明显改善.....	13
2.3 运营能力：数字化和标准化提高精细化运营能力.....	15
3 估值：合理估值 820 亿元，对应 35%上涨空间.....	17
风险提示：.....	18
财务报表与盈利预测.....	19

## 图表目录

图表 1 激烈价格战，2020 年单票收入降幅超 20%	5
图表 2 激烈价格战，快递企业盈利能力加速下降	5
图表 3 激烈价格战，价格竞争传导至派费端	5
图表 4 监管持续加码政策，规范快递行业健康发展	6
图表 5 截至 2022 前 3Q，通达单票扣非净利 3 毛以下	6
图表 6 业务量带来的单票成本降幅效应明显边际递减	6
图表 7 激烈价格战并非抢占份额的最优选择，龙头主动发起激烈价格战的意愿不强	7
图表 8 2022 年业务量增速断崖式下跌至 2.1%	8
图表 9 2022 年收入增速断崖式下跌至 2.3%	8
图表 10 历年 3 月件量占比最高仅 8.1%	8
图表 11 三种情景预估，中性增量为 159 亿件	8
图表 12 快递件量增量来源经历过 GDP 增长、淘系为主的电商消费、电商去中心化阶段的快递小件化趋势三个阶段	9
图表 13 电商增量由淘系主导转向多元主导	9
图表 14 低客单价电商为快递行业带来小件化趋势	9
图表 15 电商快递企业“131”研究框架	10
图表 16 近年来，圆通市占率稳步提升至 15.8%	11
图表 17 圆通 2022 年，扣非净利润加速提升至 38 亿元	11
图表 18 一线四城近 4 年来地价呈波动上升态势	12
图表 19 建安成本不断上涨，加重固定资产折旧压力	12
图表 20 圆通房屋建筑物增加值累计仅次于中通	12
图表 21 圆通土地使用权增加值布局时点相对领先	12
图表 22 圆通 2019 年始加大机器设备投放力度	13
图表 23 圆通机器设备投入晚，快速追平单票人工等成本	13
图表 24 圆通 2019 年后，单票分拣成本快速下降	14
图表 25 圆通 2019 年后，分拨新增件量投入比快速提升	14
图表 26 圆通 2019 年后，单票运输成本逐年追平中通	14
图表 27 圆通 2019 年后，单车装载票数保持较高速增长	14
图表 28 圆通 2019 年后，单票派费略有下降	15
图表 29 圆通单票派费占收入的比重较低	15
图表 30 客户管家、网点管家和管理驾驶舱加速圆通数字化进程	16
图表 31 电商快递企业数字化重在运营，而非研发投入规模	16
图表 32 核心假设与盈利预测	17
图表 33 圆通估值经历过多轮波动，当前处历史估值低点	18

## 本报告观点

本报告主要讨论了价格战、行业需求、圆通核心能力和圆通估值四个问题。

首先，不论是客观环境还是主观意愿，均不会引发激烈价格战。激烈的价格竞争最终会传导至小哥端，监管对此立场非常坚定，不允许过激的价格竞争行为；截至 2022 年前 3 季度，通达单票净利介于 0.02 元-0.27 元，叠加成本端规模效应递减至较低水平，无法通过规模实现快速降本，企业打不起激烈价格战；从份额与价格关系看，价格战并非获取份额的最优选择，我们认为，龙头聚焦核心能力提升，根据产能周期进行短期的灵活调价，是更优策略，龙头企业不愿发起激烈价格战。

其次，2023 年需求复苏确定性较高，行业件量增长 15% 左右，中长期保持 10% 左右增速，头部企业将来的增长空间较大。从历年 3 月件量占全年件量比重的角度，和行业近 10 年来历年件量增量规模变化趋势的角度，分别测算了 2023 年的件量规模，我们认为 2023 年件量恢复至 15% 增速的可能性较高。从足够长的时间维度看，件量增速会收敛于网上实物商品零售额增速，但在可预见的几年内，低价电商催生的小件化趋势，仍将继续推动行业件量增速高于网上实物商品零售增速（2022 年增速 6.2%），因此，我们判断中长期看，行业件量将保持 10% 左右增速。

再次，圆通核心能力全面提升，且三大核心能力配合效果逐年改善。我们将电商快递企业的研究框架总结为“131”，即 1 个关键变量（件量规模），3 大核心能力（投资能力、定价能力和运营能力）和 1 个目标结果（更优的成本管理）。关键变量在不同阶段会对能力提出不同要求，投资能力是三大核心能力的前提条件，定价能力是传导机制，运营能力是结果保障，3 大核心能力基础好且配合程度高的企业，虽然也会跟着行业变化出现短期波动，但长期会不断从行业增长和格局改善中获益。

通过研究对比，我们认为圆通的 3 大核心能力已全面提升。具体而言，圆通的投资布局较早且相对均匀，补上早期机器设备投入不足的短板后，取得较好效果。定价能力在“转”、“运”和“派”环节全面提升，取得快速追平甚至反超同行的成绩，从结果维度看，“转”环节，2022H1 分拨中心单票成本降至 0.32 元/票（行业最低），2021 年新增件量/分拨中心投入为 1（行业最高）；“运”环节，2019 年后单票运输成本从 0.69 元降至 2022H1 的 0.52 元（追平龙头），同时，单车票数保持较快增长（2020 年至 2022H1 增速分别为 28%、20%、14%）；“派”环节，在保持加盟商网络稳定，业务向好的基础上，单票派费（2022H1 为 1.16 元）和单票派费收入占比（50.4%，比第二低于 2.6pp）均最低。近 3 年来的运营能力提升，集中体现为数字化成果，客户管家发起工单和补贴直达两大功能创新，实实在在提升了客户体验和公司的精准营销能力。我们强调，快递物流企业最核心的战略是提升资源底盘和运营能力，判断圆通数字化优势时，不应采用科技企业的评价标准（如研发投入占比，科技产品或服务的收入贡献），而应落脚到运营执行层面，系统的研发并非壁垒，优秀的运营执行才是其壁垒所在，圆通在这方面，已初步取得先发优势。

最后，圆通估值处于历史低位，当前定价已计入“价格战”可能加剧风险，应对重视市场分歧阶段的买入机会。截至 2023 年 3 月 7 日，圆通 PE (ttm) 约 15.5x，我们认为能力提升后的圆通，尽管会随行业变化出现一定波动，但在较长时间维度内将受益于行业格局改善，可给予 20x 左右估值。仅以快递业务计，我们测算 2023 年可贡献约 41 亿票利润（0.2 元/票\*205 亿票），合理估值为 820 亿元，对应股价 23.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

本报告正文由此开始：

# 1 激烈价格战重燃风险小，需求复苏确定性强

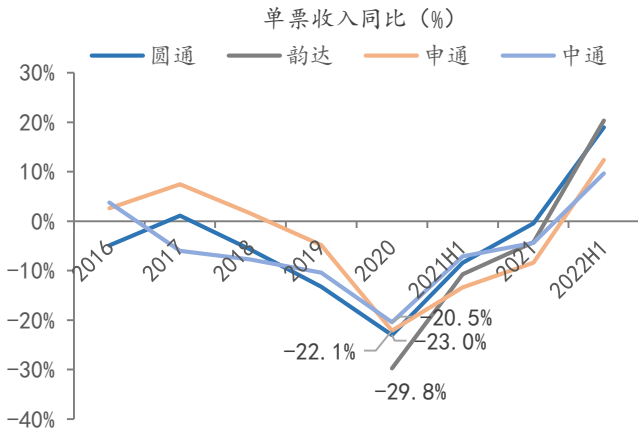
## 1.1 客观环境和主观意图均不支持恶性价格战

客观上，恶性价格战与监管意图相悖，不被监管所允许；当前电商快递企业单票毛利较低(基本在1毛至3毛之间)，叠加规模提升带动的单票降本作用边际递减，电商快递企业客观上“打不起”恶性价格战。主观上，电商快递企业龙头，可通过精益化管理和服务提升，在不伤害企业盈利能力的基础上，采取适度灵活的定价策略，便可实现市占率目标，无需通过恶性价格战抢占市场份额。

### 1.1.1 监管不允许激烈价格战，企业激烈价格战“贵”且无用

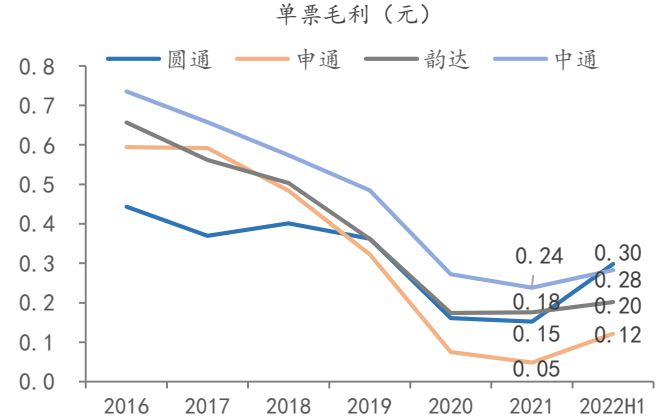
2019年四季度至2021年上半年，行业经历了激烈价格战。2019年四季度起，行业发生激烈价格战，各电商快递企业单票收入大幅下滑，单票毛利快速变薄，价格竞争最终传导至加盟商与小哥端，单票派费持续大幅下降。

图表 1 激烈价格战，2020 年单票收入降幅超 20%



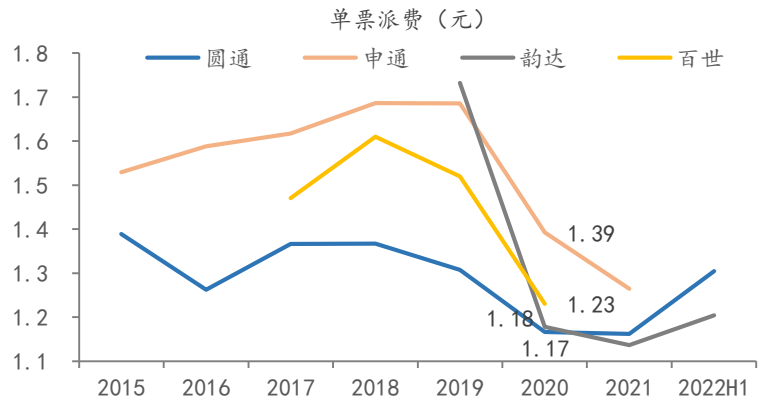
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 2 激烈价格战，快递企业盈利能力加速下降



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 3 激烈价格战，价格竞争传导至派费端



资料来源：公司公告，华安证券研究所

监管不允许持续激烈价格战，从2021年4月出台相关政策到持续加码，可以判断监管立场之坚定。激烈的价格竞争传导至加盟商和小哥端后，引起监管重视。

为促进行业健康持续发展，监管从2021年4月开始，多次出台政策规范行业竞争。经历了对于快递企业在部分区域的收入及成本管控，到明确提出“快递经营者不得以低于成本价格提供快递服务”，到最终推向全国。在政策不断推出的过程中，通达于2021年9月落地末端派费提价0.1元政策。

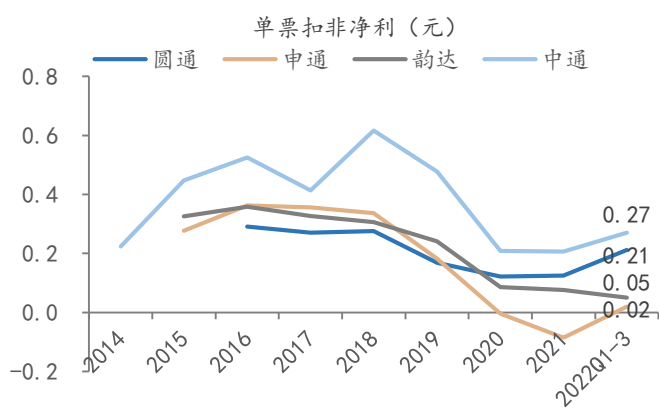
图表4 监管持续加码政策，规范快递行业健康发展

	政策时间线	监管单位/相关政策	相关内容
2021	4月9日	义乌管理局	百世、极兔远低于成本价揽件，责令其分拨中心停业整顿
	4月22日	《浙江省快递促进条例（草案）》	明确规定“快递经营者不得以低于成本价格提供快递服务”
	6月23日	《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》	提出制定《快递末端派费核算指引》等，保障快递小哥权益
	9月29日	《浙江省快递促进条例》	草案获浙江省人大常委会通过，2022年3月1日起实施
	9月29日	《广州市快递条例（草案）》	加强快递行业监管，维护从业人员利益
2022	1月7日	《快递市场管理办法（修订草案）》（征求意见稿）	新增价格规范：“不得无正当理由以低于成本价格提供快递服务”

资料来源：义务邮管局，浙江省人大，广州市人大，国家邮政局，华安证券研究所整理

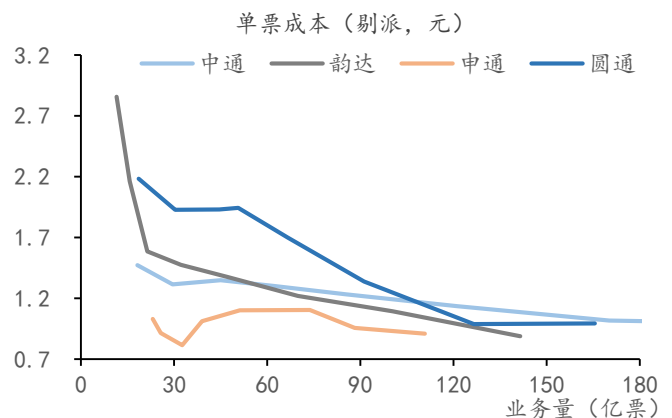
对快递企业来说，激烈的价格战“昂贵”且无用。一方面，激烈的价格战对快递企业来说过于“昂贵”，当前通达的单票扣非净利0.02元-0.27元，无法承受3毛以上的价格竞争导致的经营风险，即企业打不起激烈价格战。另一方面，成本端规模效应递减，2021年中通、圆通、韵达每增加1亿票，只能带来约0.0004元、0.005元和0.0001元的单票成本下降。因此，单纯依靠价格抢份额，进而扩大竞争优势的策略当下已经走不通了，即企业打激烈价格战对于增强竞争优势作用不大。

图表5 截至2022前3Q，通达单票扣非净利3毛以下



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表6 业务量带来的单票成本降幅效应明显边际递减

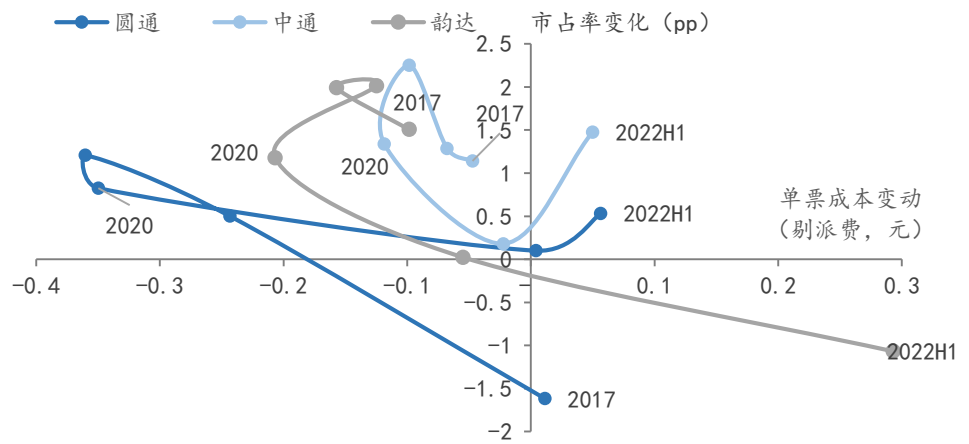


资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

### 1.1.2 激烈价格战并非抢占份额的最优选择，龙头主动发起激烈价格战的意愿不强

龙头无需主动发起激烈价格战，便可实现份额稳步增长。一方面，以中通为例，2017年至2022H1，中通的价格波动最为稳定（波动区间为-0.33元/票至+0.09元/票），同时份额实现稳步提升（份额累计提升7.9pp）；另一方面，激烈价格战通常会引发同行跟进，通过价格抢占份额的目标达成较差，如2020年快递企业均大幅降价，中通份额提升幅度（降价0.33元，份额提升1.34pp）不及2019年（降价0.19元，份额提升2.25pp）和2022H1（提价0.09元，份额提升1.74pp）。因此，龙头无需选择激烈价格战进一步抬升份额，聚焦能力提升并根据各自产能周期适当调整价格，是更优选择。

图表7 激烈价格战并非抢占份额的最优选择，龙头主动发起激烈价格战的意愿不强

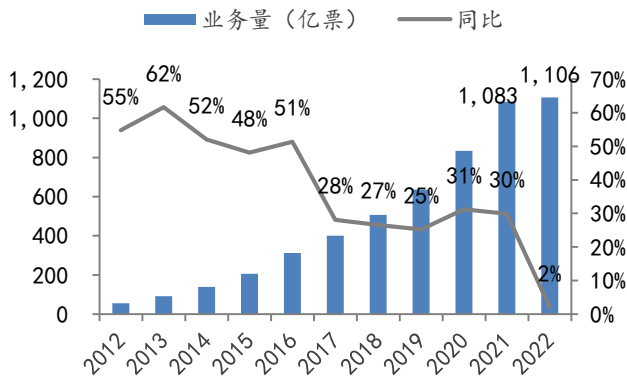


资料来源：公司公告，国家邮政局，华安证券研究所

### 1.2 需求复苏确定性强，行业中长期保持 10%左右增速

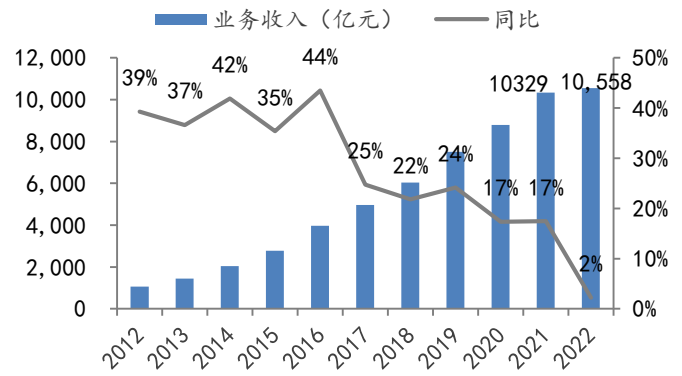
首先，2023年行业需求复苏确定性强，件量增速有望实现15%左右。2022年经历了封城，分拨中心关停，人手短缺等多重因素干扰，打断了快递行业的正常供给。因此，2022年快递件量（同比2.1%）和收入增速（2.3%）均呈断崖式下跌，我们认为2022年对快递行业来说，是“消失的一年”。展望2023年，我们认为需求复苏的确定性很强。根据国家邮政局和交通运输部的数据，2023年1-2月全国快递业务量累计约169.2亿件，同比增速约8%，复苏迹象十分明显。我们采用如下两个维度测算2023年件量规模：①过去10年，3月件量占全年的件量比重最高为8.1%，根据交通运输部数据，3月1日至3月4日，工作日日均件量为3.48亿件，周末为3.28亿件，推算3月件量约106.28亿件，以3月件量全年占比最高年份8.1%计，对应全年业务量约1312亿件，增速为18.6%；②基于历年增量变化趋势，给予三种情景假设，乐观场景约249亿增量，对应件量增幅22.5%；悲观场景增量69亿件，对应增幅6.2%（即2022年网上实物零售同比）；中性场景增量159亿件，对应增速为14.4%（即乐观与悲观的均值）。综合两种测算方式结果，我们倾向于件量增速略超中性场景假设，即实现15%左右增长。

图表 8 2022 年业务量增速断崖式下跌至 2.1%



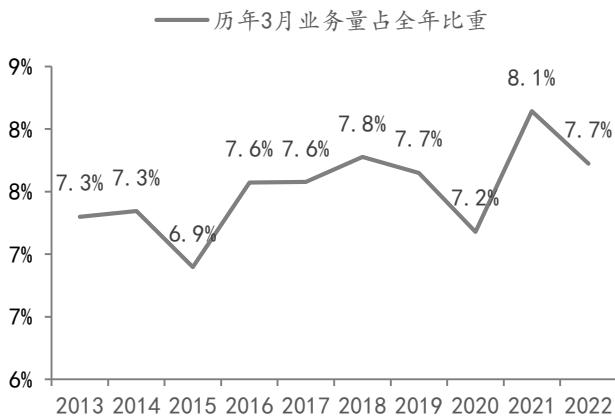
资料来源：国家邮政局，华安证券研究所

图表 9 2022 年收入增速断崖式下跌至 2.3%



资料来源：国家邮政局，华安证券研究所

图表 10 历年 3 月件量占比最高仅 8.1%



资料来源：国家邮政局，华安证券研究所整理

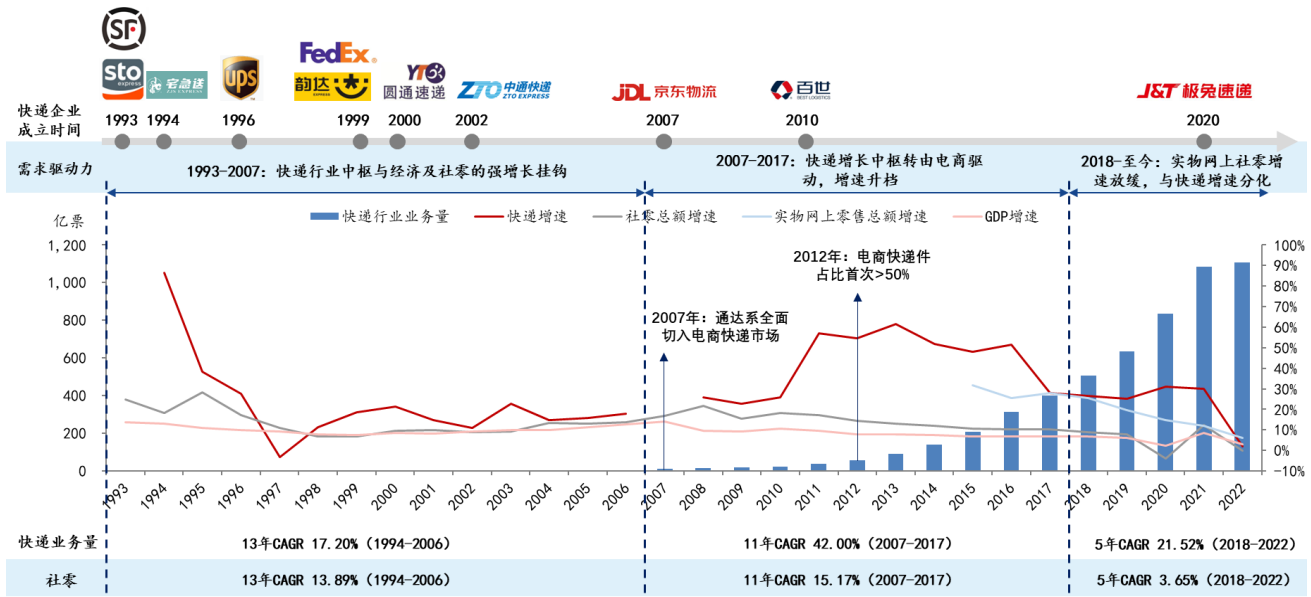
图表 11 三种情景预估，中性增量为 159 亿件



资料来源：国家邮政局，华安证券研究所整理

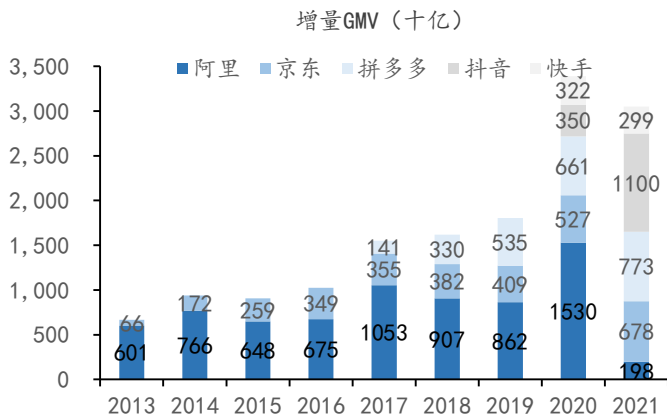
其次，线上消费持续增长与快递小件化趋势，有望推动行业业务量中长期保持 10%左右增速。根据不同时期快递增长的主要推力，大致可分为三个阶段。第一阶段(1993-2007 年)，GDP 增长是主要推力，当时商务件是主流；第二阶段(2008-2017 年)，淘系为主的电商消费是主要推力，电商件快速成长为主流；第三阶段(2018 至今)，电商去中心化，下沉用户与下沉消费场景渗透率不断提高，低价电商催生快递小件化，成为该阶段快递增量的主要来源。我们判断未来几年，小件化趋势仍将持续，因此，快递件量增速将收敛于但始终高于网上实物零售增速(2022 年增速 6.2%)。

图表 12 快递件量增量来源经历过 GDP 增长、淘系为主的电商消费、电商去中心化阶段的快递小件化趋势三个阶段



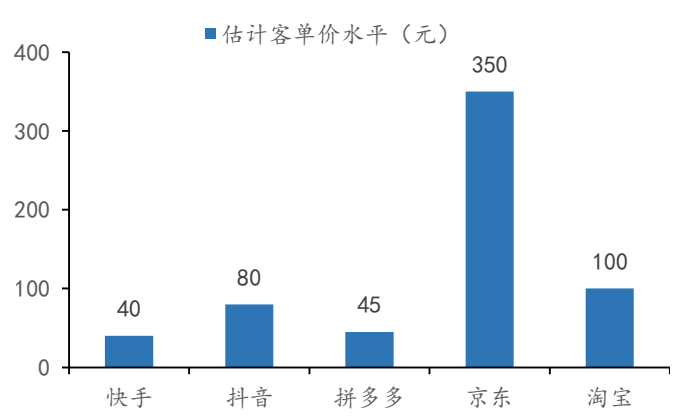
资料来源: 国家统计局, 国家邮政局, 华安证券研究所整理

图表 13 电商增量由淘系主导转向多元主导



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所整理

图表 14 低客单价电商为快递行业带来小件化趋势



资料来源: 巴黎银行, 华安证券研究所整理

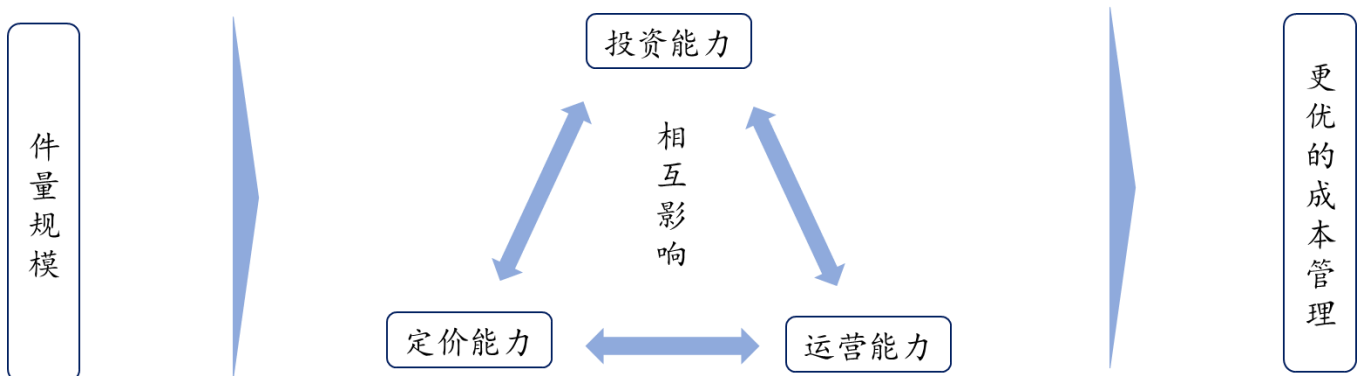
## 2 圆通的核心能力表现较优，具备保持长期较快进步的基础条件

我们将电商快递企业的研究框架总结为“131”，即一个关键变量，三大核心能力和一个目标结果。具体而言，一个关键变量指的是件量规模，三大核心能力指的是“投资能力”、定价能力和运营能力，一个目标结果指的是更优的成本管理。

从输出结果看，电商快递企业的核心竞争力是更优的成本管理，从经营输入看，电商快递企业的核心能力是“投资能力”、定价能力和运营能力。三大能力之间是相互影响的，我们认为，“投资能力”是前提条件，定价能力是传导机制，运营能力是结果保障，如果三大能力之间的配合度较好，则可实现较为优秀的成本管理。

需要强调的是，件量规模的变化是影响三大核心能力配合程度好或差的关键变量，当件量规模出现阶段性抬升后，会对三大核心能力提出更高要求，导致电商快递企业出现明显的管理周期。这也是在不同阶段，评价哪家电商快递企业表现相对更优时，得出的结论比一时彼一时的原因。

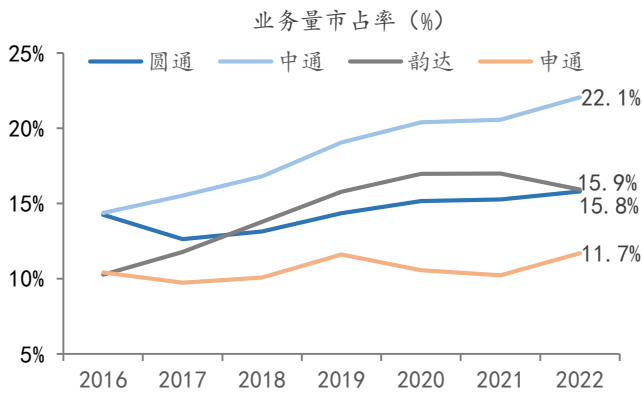
图表 15 电商快递企业“131”研究框架



资料来源：华安证券研究所整理

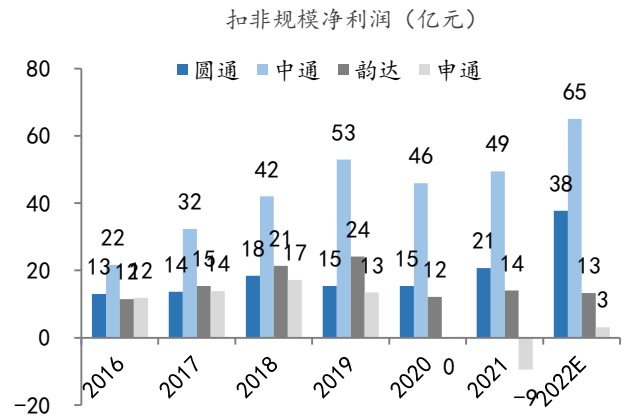
圆通的市占率和扣非净利润规模均明显提升，核心能力建设成效初显。2019年至2022年，圆通市占率从14.3%提升至15.8%。同时，扣非净利润从2019年的15亿元提升至2022年的38亿元。我们认为，份额与利润规模的同步提升是圆通核心能力建设取得不断进步的自然结果，将来有望进一步推动圆通提升市场份额，扩大利润规模。

图表 16 近年来，圆通市占率稳步提升至 15.8%



资料来源：公司公告，国家邮政局，华安证券研究所整理

图表 17 圆通 2022 年，扣非净利润加速提升至 38 亿元



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

注：圆通、韵达和申通 2022 预期扣非净利润为业绩预告平均值，中通为估算值

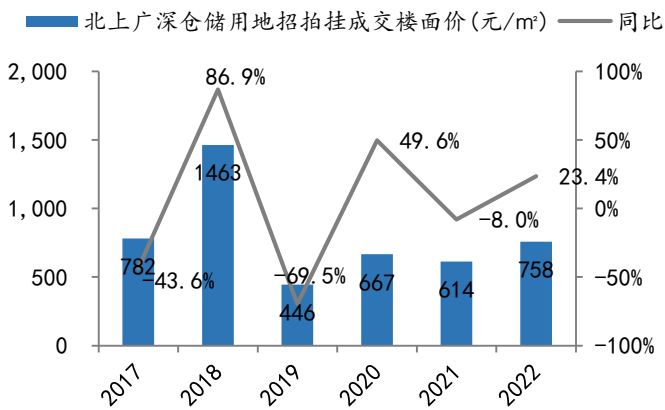
## 2.1 投资能力：圆通布局较早且相对均匀，利好长期发展

“投资能力”表现较优的企业具备更强的长期竞争力。该处的“投资能力”主要指投资拿地，建设分拨中心的能力。作为电商快递企业运营网络的核心节点，分拨中心对电商快递企业的长期竞争力至关重要，投资建设分拨中心的能力是其他核心能力得以发挥作用的前提条件。具体而言，分拨中心的产能空间决定了业务量的规模上限与扩张速度，分拨中心的分布与单个分拨中心的面积，既在短期影响网络的成本表现，又在长期影响网络效率的调优空间。

分拨中心由土地建筑和机器设备两个部分组成，我们认为，土地建筑具备很强的先发优势，机器设备则有明显的后发优势。

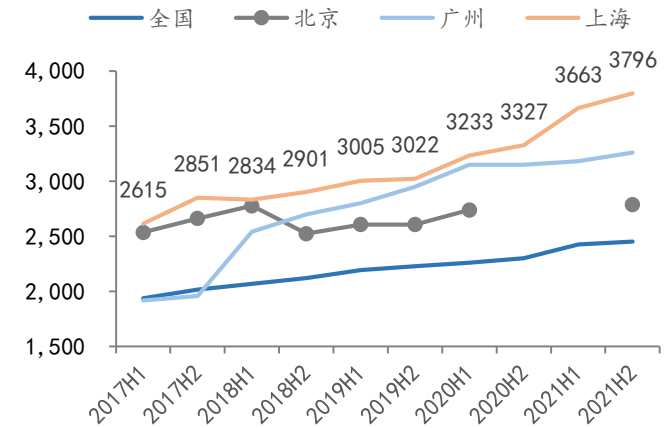
(1) 土地建筑的先发优势，主要体现在如下四个方面：①核心城市的土地资源是极其稀缺的，同时满足区位和面积要求的地块越来越少，拿地难度逐年增加；②建安成本不断上涨，后建成的分拨中心建筑，单位面积会导致更多的固定资产折旧，持续影响整张运营网络的成本管控；③尽管地价受区位和经济周期影响，2019年以来北上广深仓储用地招拍挂成交楼面价呈波动上涨趋势，此外，地理位置通过影响支线效率，进而影响加盟商的成本曲线；④可以更好地赋能加盟商，即总部可承担更多快件的建包动作，利用规模优势降低建包成本，并与加盟商共享降本效益。

图表 18 一线四城近 4 年来地价呈波动上升态势



资料来源：中指研究院，华安证券研究所整理

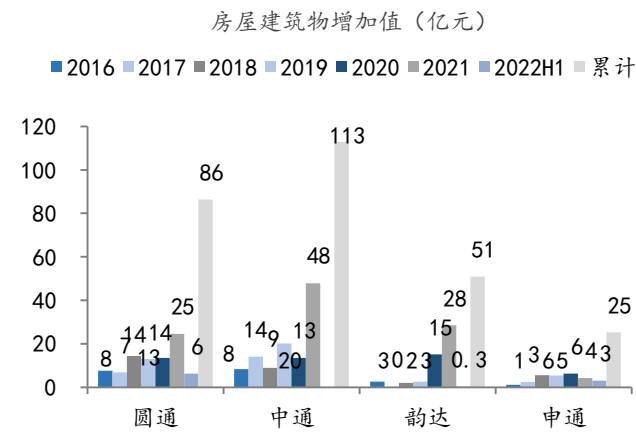
图表 19 建安成本不断上涨，加重固定资产折旧压力



资料来源：建设工程造价信息网，华安证券研究所整理  
注：仓储用地建安成本数据缺失，图中数据为高层住宅建安成本。

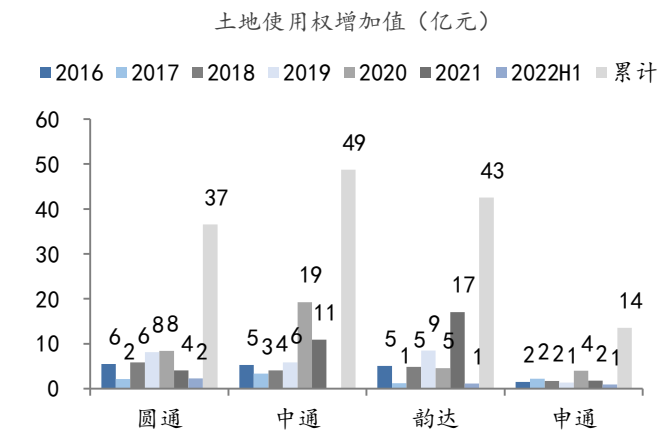
圆通房屋建筑及土地规模和扩张节奏表现相对较优。从规模角度看，圆通从2016年至2022年上半年，房屋建筑物累计新增投入达86亿元，仅次于中通。如前文所述，三大核心能力配合程度与规模同样重要，从房屋建筑物获取或建设节奏角度看，圆通表现亦相对较优，主要表现为起步较早且分布较为均匀。此外，圆通土地使用权从2016年至2022年上半年，累计增加规模排第三，但投入时间更早。我们认为，房屋建筑与土地使用权的较早布局，是圆通近年来业绩持续改善的重要原因之一。

图表 20 圆通房屋建筑物增加值累计仅次于中通



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理  
注：中通 2022 半年报数据未披露房屋建筑物增加值

图表 21 圆通土地使用权增加值布局时点相对领先



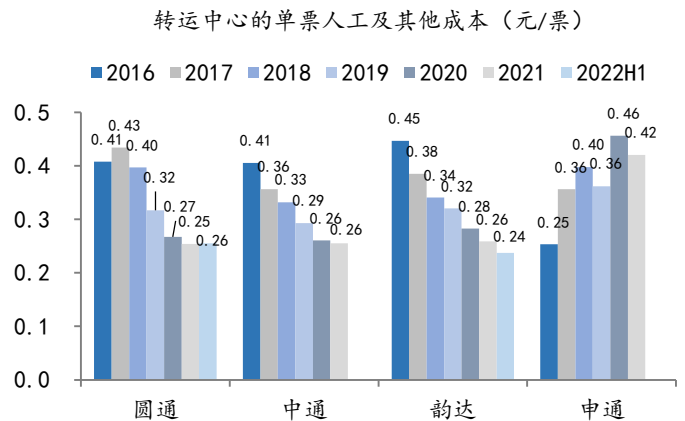
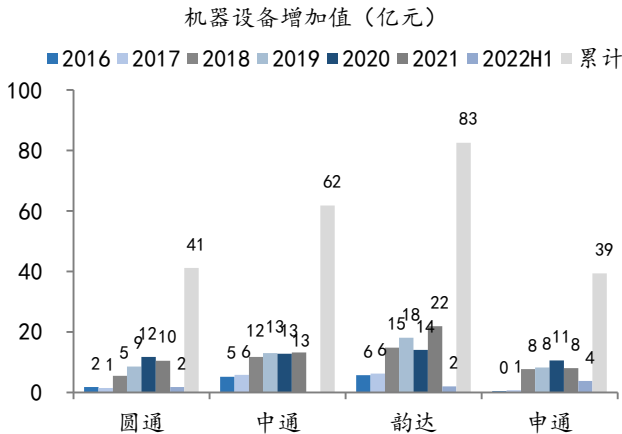
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理  
注：中通 2022 半年报数据未披露土地使用权增加值

(2) 机器设备的后发优势，主要体现为后投入的机器设备，人工及其他等方面的降本作用更明显。为便于比较通达设备投放后的作用，我们将转运中心的成本分拆为场地折旧、土地摊销、机器设备折旧和人工及其他四类，并根据通达的折旧摊销办法及转运中心成本等信息，计算了通达机器设备投放后，单票转运中心人工等成本的降本数值（人为调整后的数据，与实际发生的存在一定程度误差）。

根据我们的测算，2016年至2018年，圆通的机器设备投入远不及同行，期间累计新增投放仅9亿元，同时段的中通与韵达分别达23亿元和27亿元，与之对应，转运中心的单票人工及其他成本显著高于同行。2019年开始，圆通加大机器设备投放力度后，转运中心的单票人工及其他成本迅速追平同行，2021年圆通、中通和韵达，分别为0.25元、0.26元和0.26元。申通的表现明显不同，我们判断与申通转运中心加盟转直营的时点更晚有关。

图表 22 圆通 2019 年始加大机器设备投放力度

图表 23 圆通机器设备投入晚，快速追平单票人工等成本



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

注：中通 2022 半年报数据未披露机器设备增加值

注：中通 2022 半年报数据未披露机器设备增加值，因此未测算 2022H1 转运中心的单票人工及其他成本

## 2.2 定价能力：圆通 2019 年后，各环节定价效果均明显改善

定价能力更优的企业，可以拥有更高的资源利用效率和更加稳定的加盟商网络。该处的“定价”指的是总部对加盟商的发件报价或对终端客户的补贴，是三大核心能力的传导机制。作为前提条件的投资能力，如果没有与之匹配的定价能力，则存在造成巨大浪费和产能不够的风险。同时，加盟模式的主要矛盾是总部与加盟商之间的分润机制，最理想的状态是总部与加盟商都能获得较优的经营回报，进而建立长期且稳定的良性合作。因此，我们认为，定价最重要的目标是保障合理高效的产能利用率和实现长期稳定的加盟关系。

快递业务的收入由面单费收入、中转费收入、派件费收入（中通不含派费）和其他四个部分组成。面单费收入，即揽收加盟商使用快递面单需预先支付给总部公司的费用，通常采取全网统一定价的方式；中转费收入，源于揽收加盟商为总部提供的快件流转和运输等服务支付的费用，收费标准非常灵活，由总部综合考虑不同线路、车辆装载情况和快件结构后给出；派件费收入，本质上是揽收加盟商为派件加盟商的派件服务支付的费用，但通常总部会根据不同区域和流向的实际情况，指定特定的派费标准，并由总部先行向揽收加盟商收费，之后支付给派件加盟商。不难看出，总部的定价能力集中体现在中转费定价和派件费定价。

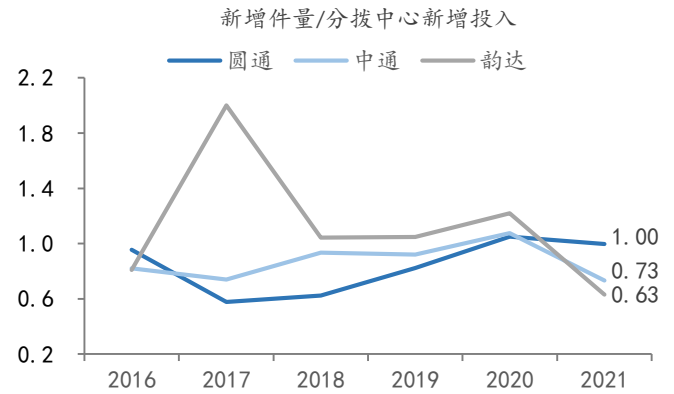
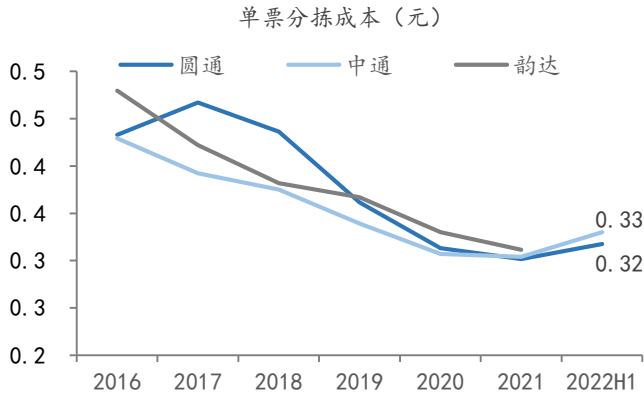
(1) 中转费定价，旨在提高分拨中心产能利用效率和干线运输效率。从快递收、转、运、派四个环节看，中转费主要涉及转和运两个环节，即分拨中心分拣和干线运输。长期看，我们认为，单票分拣成本和新增件量与新增投入比

(即分拨中心的单位新增投入带来的件量增长)可以衡量“转”环节的定价效果,单票运输成本和单车运输票数可以衡量“运”环节的定价效果。

圆通“转”环节的定价效果在持续快速提升。2019年后,圆通的单票分拣成本快速下降,追平乃至反超同行。同时,圆通的新增件量与分拨中心新增投入比也迅速拉高,实现行业领先。这说明圆通在把握分拨中心投入和件量增长节奏方面的能力,显著提升。

图表 24 圆通 2019 年后,单票分拣成本快速下降

图表 25 圆通 2019 年后,分拨新增件量投入比快速提升



资料来源:公司公告,华安证券研究所整理

资料来源:公司公告,华安证券研究所整理

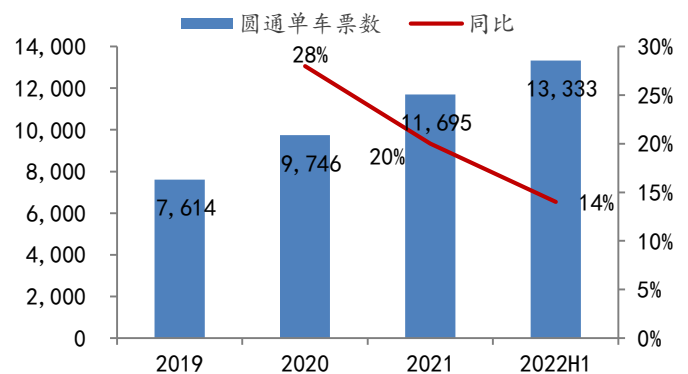
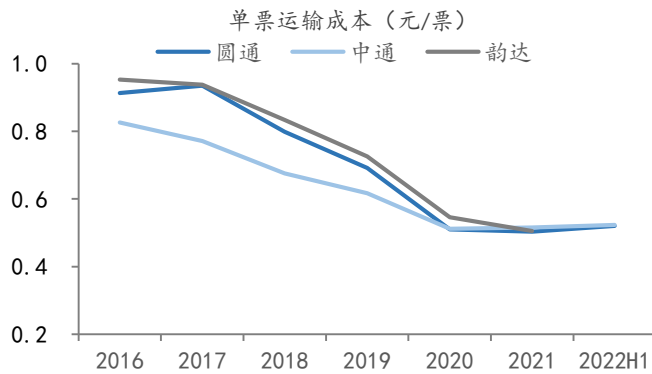
注:申通分拨中心由加盟转直营时间较晚,不做比较

注:申通分拨中心由加盟转直营时间较晚,不做比较

圆通“运”环节的定价效果也在持续较快改善。2019年始,圆通的单票运输成本逐年下降,从0.69元/票降至2022H1的0.52元/票,与中通持平。同时,圆通车均票数实现较快增长,2020年至2022H1分别实现28%、20%和14%增长。我们判断,与小件增加和车辆改善升级有关。

图表 26 圆通 2019 年后,单票运输成本逐年追平中通

图表 27 圆通 2019 年后,单车装载票数保持较高速增长

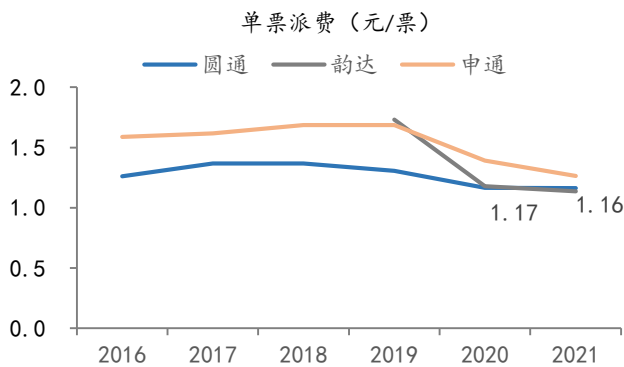


资料来源:公司公告,华安证券研究所整理

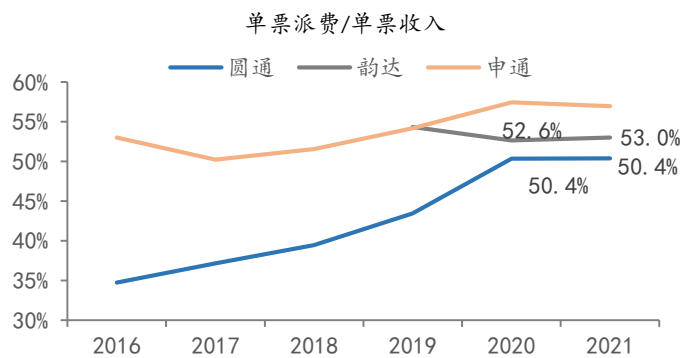
资料来源:公司公告,华安证券研究所整理

(2) 派送费定价,旨在促进与加盟商的良性合作关系,提高加盟商网络的稳定性。圆通的单票派费支出,是A股三家加盟快递企业中最底的,且单票派费收入占比最低。我们判断,受益于总部较强的运营能力和对加盟商的经营赋能,圆通“双低”情况下,仍能保持较好的发展态势。

图表 28 圆通 2019 年后，单票派费略有下降



图表 29 圆通单票派费占收入的比重较低



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

### 2.3 运营能力：数字化和标准化提高精细化运营能力

圆通的数字化和标准化产品，主要有网点管家、客户管家和管理驾驶舱。

网点管家是主要针对网点日常经营场景和需求开发的网点管理系统，设立了客服、财务、基础数据和人资行政等模块。我们认为，网点管家的作用是“润物细无声”的，其价值在于通过良好的交互界面和清晰的模块划分，帮助基层网点管理者提升管理思维，提高管理效率。

客户管家既是一套改善客户体验的系统，也是帮助圆通精准营销的工具，具备基础功能、增值功能、客服功能和营销功能四大功能。我们认为，短期内对经营改善有明显提升作用的细分功能有两个：①客户管家基础功能中的“发起工单”，通过创新发件人与圆通网络的沟通机制，即工单不再必须通过发件网点对接解决，发件人可实现与需要工单处理环节的客服直接沟通，大幅改善客户体验，提高了客户粘性。②客户管家营销功能中的补贴直达，可基于对客户发件数据的掌握及圆通发件网络的件量规模与件量结构诉求，有针对性地发放补贴，进而实现精准拓客。

管理驾驶舱有利于总部管理者对各省区收、转、运、派全流程及时管理。我们认为，手机APP端的推广运用，对于提高管理者的使用体验和全网的管理效率，有明显的促进作用。

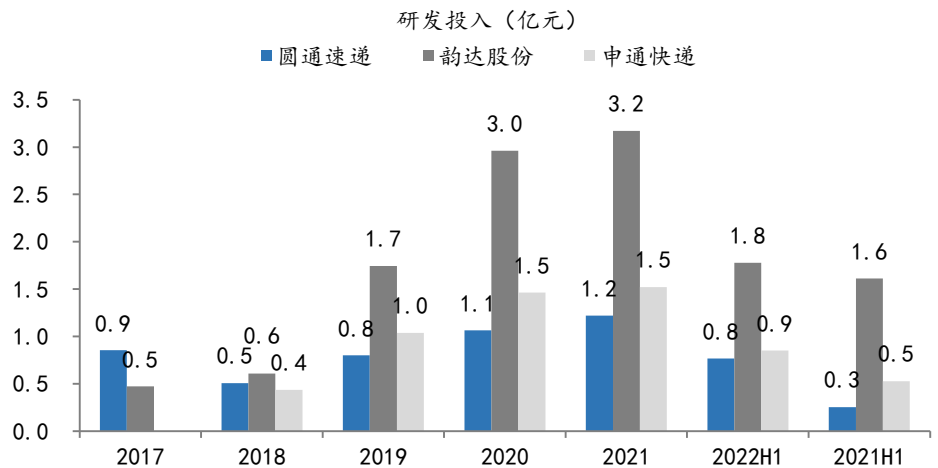
图表 30 客户管家、网点管家和管理驾驶舱加速圆通数字化进程



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

需要强调的是，电商快递企业的数字化和标准化的核心落脚点是运营，即便是圆通客户管家的营销功能，同样需依托于运营改进提升客户体验，才有长期发挥精准营销的土壤。换句话说，在电商快递行业，理解数字化和标准化的壁垒，不应参照科技类企业，对比研发投入规模、科技产品或服务收入等。我们认为，在电商快递行业这类重运营的行业中，系统开发端几乎没有技术壁垒，真正的壁垒是执行推广能力，圆通在这方面，已取得部分领先优势。

图表 31 电商快递企业数字化重在运营，而非研发投入规模



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

### 3 估值：合理估值 820 亿元，对应 35% 上涨空间

基于如下核心假设与盈利预测，公司业务将持续保持中高速增长。我们预估 2022 年、2023 年和 2024 年收入规模分别为 535 亿元、619 亿元和 712 亿元，对应 18.6%、15.6% 和 15.1% 增速。

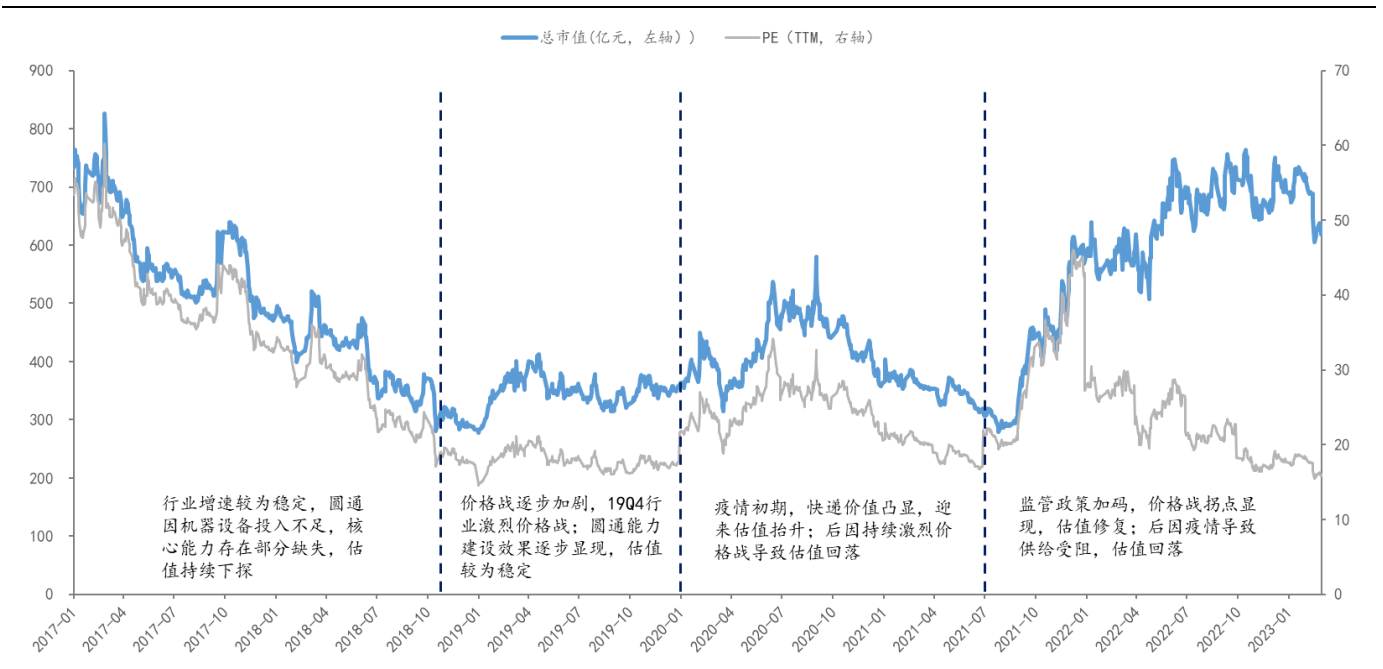
图表 32 核心假设与盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	45,155	53,545	61,897	71,213
yoy	29.4%	18.6%	15.6%	15.1%
主营业务收入 (百万)	44,108	52,393	60,682	69,953
yoy	29.1%	18.8%	15.8%	14.3%
快递业务 (含增值服务等)	38,152	46,230	55,369	64,865
yoy	30.2%	21.2%	19.8%	17.2%
件量 (百万)	16,543	17,515	20,528	23,269
yoy	30.8%	5.9%	17.2%	13.4%
单票收入 (元)	2.26	2.59	2.67	2.73
yoy	-0.6%	14.7%	3.0%	2.5%
货代业务	4,406	4,459	3,567	3,282
yoy	21.6%	1.2%	-20.0%	-8.0%
航空业务	1,536	1,690	1,732	1,793
yoy	37.0%	10.0%	2.5%	3.5%
其他行业	14.4	14.1	13.9	14.1
yoy	-88.0%	-2.0%	-1.0%	1.0%
其他业务	1,047	1,151	1,215	1,260
yoy	39.7%	10.0%	5.5%	3.7%
毛利润 (百万元)	3,715	6,364	7,311	9,103
yoy	17.8%	71.3%	19.9%	16.1%
毛利率	8.2%	11.9%	11.8%	12.8%
yoy	-0.8pp	3.7pp	-0.1pp	1.0pp
快递业务	2,519	5,031	6,077	7,894
yoy	23.4%	99.7%	20.8%	29.9%
毛利率	6.6%	10.9%	11.0%	12.2%
货代业务	566	619	466	464
yoy	176.0%	9.3%	-24.8%	-0.4%
毛利率	12.9%	13.9%	13.1%	14.1%
航空业务	351	410	452	474
yoy	31.5%	16.7%	10.3%	4.9%
毛利率	22.9%	24.3%	26.1%	26.5%
其他行业	4.0	3.2	2.5	2.1
yoy	362.0%	-20.1%	-21.4%	-17.2%
毛利率	27.9%	22.7%	18.0%	14.8%
其他业务	273.9	301.3	313.7	268.5
yoy	5.1%	10.0%	4.1%	-14.4%
毛利率	26.2%	26.2%	25.8%	21.3%

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

当前估值已基本计价“价格战”可能加剧的风险，圆通能力全面提升，将受益于行业格局改善，应当给予更高的估值溢价，重视分歧杀估值后的投资机会。圆通自总裁潘水苗履职以来，企业治理水平逐年提高，其三大核心能力从部分有缺，到全面快速提升，投资能力、定价能力和运营能力初步达成较好的配合度，业绩大幅改善正是能力提升的自然结果。2023年2月以来，市场对价格战是否扩大，形成较大分歧，圆通估值经历了较大幅度回调。我们认为，当前估值已基本反应了“价格战”可能加剧的风险折价。如前文所述，行业当前阶段发生激烈价格战的概率很低，圆通应对龙头短期灵活价格策略的能力较强，2023年有望保持0.2元/票盈利能力，以205亿票业务量预估，快递业务有望贡献41亿元利润，给予20x估值，在不考虑圆通国际及航空的情况下，合理估值为820亿元，对应股价23.8元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 33 圆通估值经历过多轮波动，当前处历史估值低点



资料来源：I find，华安证券研究所整理

## 风险提示：

价格战恶化；油价及人工成本上涨；消费复苏不及预期；运营能力提升不及预期；监管政策变化。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	12637	13691	16786	21676	<b>营业收入</b>	45155	53545	61897	71213
现金	6128	6916	9629	14117	营业成本	41440	47180	54585	62110
应收账款	1627	1834	2120	2439	营业税金及附加	132	161	186	214
其他应收款	222	220	254	293	销售费用	141	230	248	271
预付账款	198	212	246	279	管理费用	1051	1151	1331	1495
存货	73	78	75	85	财务费用	30	5	6	7
其他流动资产	4389	4431	4462	4463	资产减值损失	-43	-40	0	0
<b>非流动资产</b>	21585	24664	25532	25551	公允价值变动收益	36	80	0	0
长期投资	254	254	254	254	投资净收益	-29	-20	0	0
固定资产	12575	15440	16684	16957	<b>营业利润</b>	2851	5084	5639	7199
无形资产	4126	4126	4221	4311	营业外收入	24	62	33	40
其他非流动资产	4631	4845	4373	4030	营业外支出	109	100	79	96
<b>资产总计</b>	34222	38355	42318	47227	<b>利润总额</b>	2767	5046	5593	7143
<b>流动负债</b>	10137	11029	11570	12032	所得税	579	1057	1171	1496
短期借款	2768	3268	2968	2668	<b>净利润</b>	2187	3989	4422	5647
应付账款	4365	4524	4786	5105	少数股东损益	84	71	80	80
其他流动负债	3004	3236	3816	4259	<b>归属母公司净利润</b>	2103	3919	4342	5567
<b>非流动负债</b>	1026	1026	1026	1026	EBITDA	4786	6769	7818	9636
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.67	1.14	1.26	1.62
其他非流动负债	1026	1026	1026	1026					
<b>负债合计</b>	11164	12055	12596	13058					
少数股东权益	455	525	605	685	<b>主要财务比率</b>				
股本	986	992	992	992	<b>会计年度</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
资本公积	12963	12963	12963	12963	<b>成长能力</b>				
留存收益	8654	11819	15161	19527	营业收入	29.4%	18.6%	15.6%	15.1%
归属母公司股东权益	22604	25774	29116	33483	营业利润	28.6%	78.3%	10.9%	27.7%
<b>负债和股东权益</b>	34222	38355	42318	47227	归属于母公司净利	19.1%	86.3%	10.8%	28.2%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	8.2%	11.9%	11.8%	12.8%
					净利率 (%)	4.7%	7.3%	7.0%	7.8%
					ROE (%)	9.3%	15.2%	14.9%	16.6%
					ROIC (%)	8.6%	12.3%	12.9%	14.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	32.6%	31.4%	29.8%	27.7%
					净负债比率 (%)	48.4%	45.8%	42.4%	38.2%
					流动比率	1.25	1.24	1.45	1.80
					速动比率	1.21	1.21	1.42	1.76
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.32	1.40	1.46	1.51
					应收账款周转率	27.75	29.20	29.20	29.20
					应付账款周转率	9.49	10.43	11.41	12.17
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.67	1.14	1.26	1.62
					每股经营现金流薄)	1.18	1.81	2.11	2.51
					每股净资产	6.58	7.49	8.46	9.73
					<b>估值比率</b>				
					P/E	25.06	15.54	14.03	10.94
					P/B	2.53	2.36	2.09	1.82
					EV/EBITDA	11.47	8.60	7.06	5.23

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。