

# 圆通速递（600233）：顺应行业发展趋势，数字化转型大有可为

2023年8月9日

推荐/首次

圆通速递

公司报告

圆通速递是国内领先的集快递物流、科技、航空、金融、商贸等为一体的综合性国际供应链集成商。公司以加盟制为主要经营模式，采用枢纽转运中心自营化和末端加盟网络扁平化的运营模式，搭建了完善的与合作伙伴和谐共生的快递业务平台。

2022年随着行业走出价格战阴影，圆通盈利能力快速恢复，归母净利润创新高。此外，可以观察到2022年公司盈利提升的幅度明显超越其他快递公司。我们认为公司推动的面向加盟商的数字化转型顺应了行业发展的大趋势，是公司业绩提升幅度高于可比公司的主要内在因素。

## 行业展望：由价格竞争为主转为多元化竞争，服务质量决定产品溢价

经过多年的竞争，快递行业的产品层次逐渐清晰。电商件领域通达系本身足够便宜，继续降价的空间逐渐缩小，客户对于服务质量的要求则在持续提升，这意味着依靠价格工具来获取增量客户的经营策略面临边际收益递减，依靠优质的服务获取产品溢价的经营策略边际收益递增。

随着行业逐步从增量市场向存量市场转变，真正决定企业盈利能力的是定价的话语权。为此，企业需要提升服务品质，通过深度介入客户的供应链体系加强客户粘性。而将数字化转型从总部全面推向加盟商，就是圆通在面临行业转折时的竞争策略。

## 公司变革：数字化转型领跑者，打造“非直营的直营体系”

公司在2020年年报中提出深化全面数字化转型，打造“非直营的直营体系”，并将其作为公司未来几年的核心目标。由于公司直营中转体系的数字化程度已经较高，转型的主要目标在于加盟商体系的数字化改造。

数字化改造的推进离不开加盟商对总部的信任。全面数字化意味着加盟商需要将大量客户与业务信息录入总部信息系统。而这些信息是加盟商的立身之本。如果总部与加盟商无法建立良好的互信，数字化转型就会卡在获取数据这一初始环节上。因此，数字化转型并不完全是技术问题，而更多是信任问题或者利益分配问题。

具体到执行层面，圆通通过“网点管家”和“客户管家”两大系统工具对行业目前的痛点进行了针对性的优化：

流程优化方面，管家软件将大量原本需要人工完成的流程类工作转为线上自动处理，使用者只需要在重要的节点环节提供具体信息或做出判断指示，这样不但显著降低了软件使用者的负担，也大大压缩了退款、理赔等复杂业务的全流程处理时间。

降本增效方面，管家系统能够帮助加盟商在短时间内完成较精准的成本估算，为加盟商业务报价提供依据，从源头上避免亏损业务。此外，采用网点管家后，加盟商账单制作效率显著提升，客户回款周期明显压缩，加盟商资金周

## 公司简介：

圆通速递是一家集快递物流、科技、航空、金融、商贸等为一体的综合性国际供应链集成商。截至2022年底，圆通速递拥有两家上市公司，全网拥有分公司5100多家，服务网点和终端门店8万多个，各类集运中心133个，员工45万余人，服务网络已经实现全国31个省（区、市）县级以上城市的全部覆盖。

资料来源：iFind、东兴证券研究所

## 交易数据

52周股价区间（元）	22.18-14.3
总市值（亿元）	542.15
流通市值（亿元）	542.15
总股本/流通A股（万股）	344,223/344,223
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	1.18

## 52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：曹奕丰

021-25102904

caoyf\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

转压力得以缓解。

长期来看，加盟商的数字化转型可以帮助快递企业实现经营层面的正向循环，其本质是总部和加盟商通过数字化这一桥梁打通信息渠道，加固双边互信，减少加盟体系内部消耗，从而实现共赢。这也是“非直营的直营体系”想要达到的效果。

加盟制快递的竞争已经从总部层面的竞争下沉到加盟商层面的竞争。加盟商强则公司强，为加盟商赋能，帮助加盟商和末端网点创造更多的价值是新一轮行业竞争的主线。与几年前行业普遍展开的自动化转型不同的是，加盟商全面数字化转型具有较为明显的先发优势，转型带来的服务质量优化明显提升了客户粘性，对优质客户的留存起到至关重要的作用。目前圆通在为加盟商赋能方面走在行业前列，这是我们对公司进行推荐的主要原因。

**盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 41.6、46.6 和 52.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.21、1.35 和 1.51 元。当前股价对应 2023-2025 年 PE 值分别为 13.0、11.6 和 10.4 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：宏观经济不景气、行业竞争加剧、人力成本超预期上涨等。

## 财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	45,154.95	53,539.31	61,145.08	69,134.95	76,948.56
增长率(%)	29.36%	18.57%	14.21%	13.07%	11.30%
归母净利润(百万元)	2,103.41	3,919.67	4,162.56	4,655.97	5,212.46
增长率(%)	19.06%	86.35%	6.20%	11.85%	11.95%
净资产收益率(%)	9.31%	14.70%	13.97%	13.99%	14.01%
每股收益(元)	0.67	1.14	1.21	1.35	1.51
PE	23.66	13.81	13.02	11.64	10.40
PB	2.20	2.03	1.82	1.63	1.46

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 目 录

1. 公司概况: 业务增长稳健, 综合实力持续提升 .....	4
2. 行业展望: 价格战可控, 竞争维度多元化利好行业龙头 .....	5
2.1 价格战会长期存在, 但烈度可控 .....	5
2.2 行业业务分层逐渐清晰, 价格竞争逐渐转为差异化竞争 .....	6
2.3 竞争维度多元化利好龙头, 行业价格弹性远超数量弹性 .....	7
3. 公司变革: 数字化转型显著提升组织度, 打造“非直营的直营体系” .....	9
3.1 数字化转型的重点不在总部, 而在基层 .....	10
3.2 数字化大幅提升末端管控效率, 加盟体系持续加固 .....	12
3.3 数字化带动客户体验持续优化, 公司依靠优质服务获得溢价 .....	13
3.4 总部与加盟商的互信关系是数字化转型的基础与核心 .....	15
4. 盈利预测与投资建议 .....	16
4.1 预计受价格战影响, 今年业绩增速有所下降 .....	16
4.2 估值处于历史较低水平 .....	16
5. 风险提示 .....	17
相关报告汇总 .....	19

## 插图目录

图 1: 公司依靠直营中转网络和末端加盟网络的运营模式提供服务 .....	4
图 2: 公司业务量增速持续高于行业增速 .....	4
图 3: 公司营收以快递主业为主, 货代、航空等为补充 .....	4
图 4: 快递主业贡献率大部分毛利润 .....	5
图 5: 22 年公司净利润创新高 .....	5
图 6: 净利率及 ROE 于 19-21 年持续下降, 但 22 年明显回升 .....	5
图 7: 公司 22 年归母净利润增幅明显超越同行 .....	5
图 8: 异地件单价年初至今同比降幅扩大 (元/件) .....	6
图 9: 快递年初至今明显跑输大盘 .....	6
图 10: 存量市场的向下渗透被证明难度极大, 但向上渗透存在可行性 .....	7
图 11: 各公司业务量增速分化 (三个月平滑) .....	8
图 12: 各公司单价降幅分化 .....	8
图 13: 22 年上市公司扣非归母净利润恢复至较高水平 (亿元) .....	8
图 14: 价格因素对利润的影响明显超过量的影响 .....	8
图 15: 圆通信息化平台覆盖从揽收到派送的全流程 .....	9
图 16: 金刚信息系统及子系统 .....	9
图 17: 公司设备类资产体量明显提升, 但不及韵达和中通 .....	10
图 18: 公司运输工具资产体量变化情况 .....	10
图 19: 各公司单票中转成本对比 (元/票) .....	11
图 20: 各公司单票运输成本对比 (元/票) .....	11

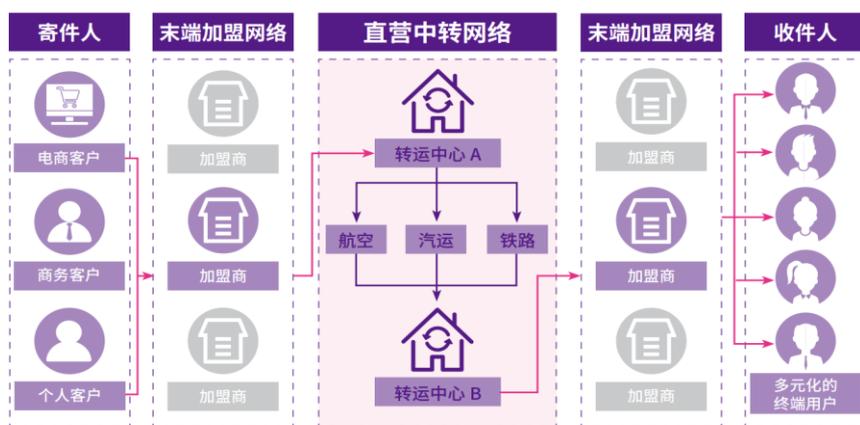
图 21： 公司单车装载票数持续提升 .....	11
图 22： 派费占比提升，其他成本占比下降 .....	11
图 23： 网点管家系统帮助加盟网点实现更精准的报价，同时极大减轻了网点的流程负担 .....	12
图 24： 圆通加盟商数量增长较为平稳 .....	13
图 25： 圆通末端网点数量快速增长 .....	13
图 26： 客户管家能够帮助客户完成大部分流程化的工作，为客户节约大量时间 .....	14
图 27： 公司改革成效显著，单票盈利明显提升（元/票） .....	14
图 28： 公司市场份额超越韵达 .....	14
图 29： 公司通过数字化转型实现加盟商与总部双赢，形成正向循环 .....	15
图 30： 主要盈利预测假设一览 .....	16
图 31： 上半年圆通股价走弱，市场对行业看法偏悲观 .....	16
图 32： 公司估值目前处于较低水平，PE-TTM 仅 13 倍 .....	17

## 1. 公司概况：业务增长稳健，综合实力持续提升

圆通速递于 2000 年在上海创立，通过多年的发展，已经成为一家集快递物流、科技、航空、金融、商贸等为一体的综合性国际供应链集成商。截至 2022 年底，圆通速递拥有两家上市公司，全网拥有分公司 5100 多家，服务网点和终端门店 8 万多个，各类集运中心 133 个，员工 45 万余人，服务网络已经实现全国 31 个省（区、市）县级以上城市的全部覆盖。

公司以加盟制为主要经营模式，搭建了完善的与合作伙伴和谐共生的快递业务平台，采用枢纽转运中心自营化和末端加盟网络扁平化的运营模式，有效保障了公司对整体快递服务网络的管控平衡能力，同时可以根据行业动态及企业现状，及时灵活地进行管理调整以协调平衡全网利益。

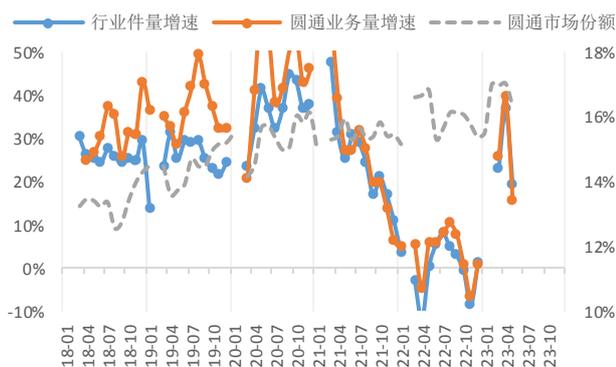
图1：公司依靠直营中转网络和末端加盟网络的运营模式提供服务



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

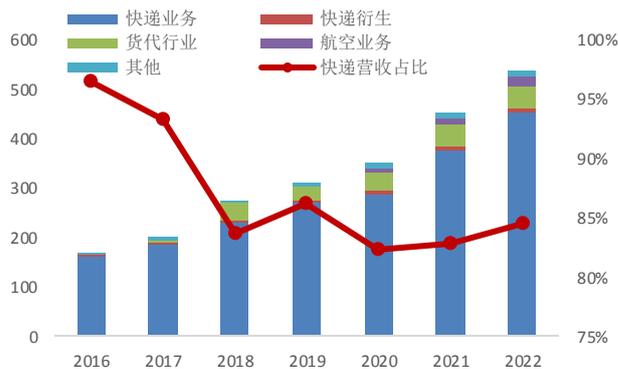
近年来，公司维持稳健的经营风格，业务量增速持续高于行业均值水平，市场份额从 18 年的 13% 左右逐步提升至目前的 17% 左右。公司聚焦快递主业，并辅以货代业务和航空业务作为补充。公司快递主业营收占比稳定在 80% 以上，2022 年占比 84%。剩余部分中货代业务占比较高，主要由 17 年收购的香港先达国际（目前更名圆通国际）经营。

图2：公司业务量增速持续高于行业增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

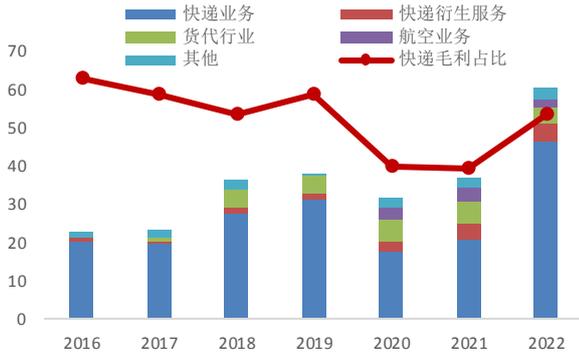
图3：公司营收以快递主业为主，货代、航空等为补充



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

盈利结构方面, 正常年份快递主业贡献毛利占比在 80%左右, 20-21 年占比较低一方面由于行业价格竞争激烈, 利润下滑, 另一方面则是由于航空运输和航空货代持续景气, 利润贡献明显增长。预计后续年份快递主业的毛利占比回归正常水平, 依旧是最核心的利润来源。

图4: 快递主业贡献率大部分毛利润



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

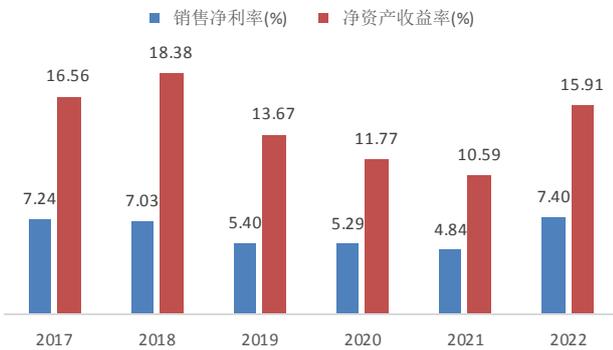
图5: 22年公司净利润创新高



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

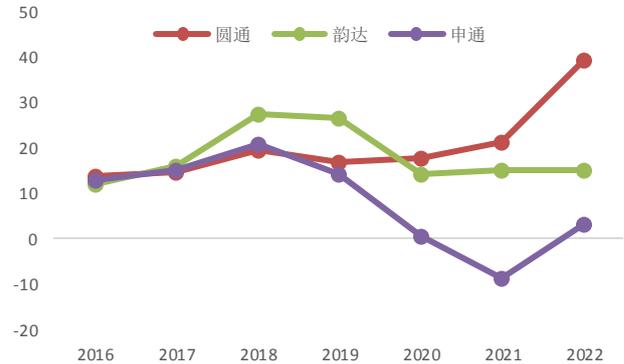
公司净利率与 ROE 水平在 19-21 年期间持续下降, 主要是由于疫情影响叠加行业价格战。2022 年由于监管部门加强对低价倾销的限制, 行业迅速走出价格战困境, 圆通也快速恢复了盈利能力。

图6: 净利率及 ROE 于 19-21 年持续下降, 但 22 年明显回升



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图7: 公司 22 年归母利润增幅明显超越同行



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

通过与其他通达系快递公司的对比, 我们发现圆通 2022 年的利润提升幅度较其他公司更加明显。也就是说, 圆通盈利的强势复苏除了行业整体回暖的原因外, 也得益于圆通内在的改变。我们认为, 圆通良好的表现主要得益于其全面数字化转型的发展思路契合了目前快递行业从价格竞争转向服务竞争的大方向。这也是本文接下来要论述的主要内容。

## 2. 行业展望: 价格战可控, 竞争维度多元化利好行业龙头

### 2.1 价格战会长期存在, 但烈度可控

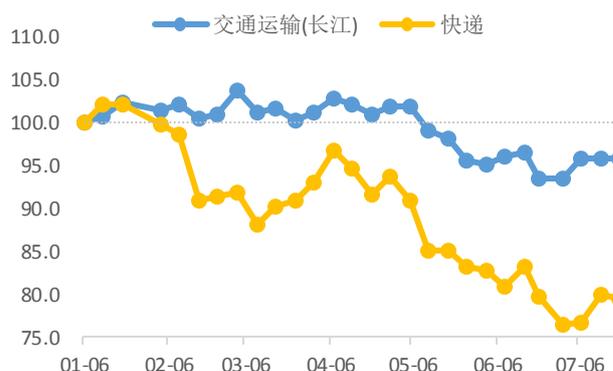
行业从 21 年下半年开始进入价格稳定期, 期间单件降幅持续收窄, 通达系总部单件收入明显回升, 这一情况一直持续到了去年年末。但今年以来, 快递价格竞争较去年有明显加剧, 邮政局口径的异地件单价及通达系总部口径的单件收入都呈现下行趋势。市场对于快递价格战再起的担忧使得快递上半年股价明显跑输大盘。

图8：异地件单价年初至今同比降幅扩大（元/件）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：快递年初至今明显跑输大盘



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

但我们认为市场对于价格战的担忧有些过度。

一方面，部分投资者认为监管压力的明显减弱是价格战再起的主要原因之一，但这只是很表面化的表述。监管部门从未反对价格竞争，这是行业发展的必经之路。我们认为监管对于价格战的态度是明确且一以贯之的，其核心理念是防止正常的经营性竞争异化为比拼资本储备的恶性竞争。监管的弱化是因为目前的价格竞争处于良性竞争范畴而并不需要过多的干预，是结果而不是原因。

另一方面，部分投资者认为一旦监管弱化，行业很容易重新陷入恶性价格竞争的泥潭。我们认为不宜过度低估行业自身的约束力。从长期来看，想要避免恶性价格战，行业的自我约束是第一位的，监管可以在短时间强力干预，但不太可能持续干预。目前监管干预的弱化，说明行业的自我约束机制并未失效。

因此我们还是维持一直以来的观点，价格战会长期存在。但依靠行业的自我约束和监管部门的辅助监督，未来的价格战会维持在良性竞争范围，不太可能再现20-21年期间的恶性竞争。

## 2.2 行业业务分层逐渐清晰，价格竞争逐渐转为差异化竞争

经过多年的竞争，快递行业的业务分层逐渐清晰。目前行业价格从高到低可以大体分为四个层次：

1. 处于价格端顶层的是个人业务及商条件业务，特点是客户的价格敏感度低，但对时效和服务的要求很高。目前占据该生态位的是顺丰与EMS两家直营快递。
2. 电商件中定价较高的高端电商件主要涉及3C产品、高端化妆品等品类，其对时效性及安全性的要求同样很高。京东目前依靠电商自营快递的优势占据了高端电商件业务的先机。
3. 主流电商件与低价件方面，目前通达系占据主要地位，但内部也存在一定的价格差异。其中中通与圆通价格相对较高，韵达与申通价格相当较低。主流电商件对经济性的要求较高，但在电商件成本持续下降的大背景下，服务质量逐渐成为客户在选取快递公司时重要的考察指标，并愿意为此支付溢价。
4. 低价件主要覆盖价格敏感性最高的客户，目前主要是极兔与申通在该领域竞争较为激烈。

图10：存量市场的向下渗透被证明难度极大，但向上渗透存在可行性



资料来源：自行绘制，商标信息来自对应公司官网，东兴证券研究所

随着快递业务产品层次的逐渐清晰，通达系内部的竞争也开始多元化。一方面，对于有着不同诉求的客户，自然需要提供不同属性的产品进行争取；另一方面，由于长期降价后通达系快递本身已经足够便宜，继续降低价格的空间越来越小，“低价”对客户的吸引力也在逐渐消退。

与此同时，我们发现以降低价格的方式通过不断下沉来拓展用户体量的道路，在目前的局势下越来越难以走通，跨品类向下的渗透更是难上加难，极兔收购丰网也标志着直营快递向加盟领域的渗透告一段落。究其原因，向下渗透必然会面临成本压力和口碑压力，如果不能获得足够的增量客户作为弥补，就很可能出现得不偿失的情况；另起炉灶则面临难以逾越的规模壁垒。在快递行业增速下行，存量格局较为稳定的大背景下，下沉式发展的可行性被逐步削弱。

因此，对于大部分的快递公司而言，在稳住存量客户的基础上寻求向上渗透是较为稳妥的发展策略。而不论是稳住存量客户还是向上渗透开拓增量客户，靠价格工具都不是上策，依靠更优质的服务品质来实现目标才是长期来看投入更低回报更高的方法。

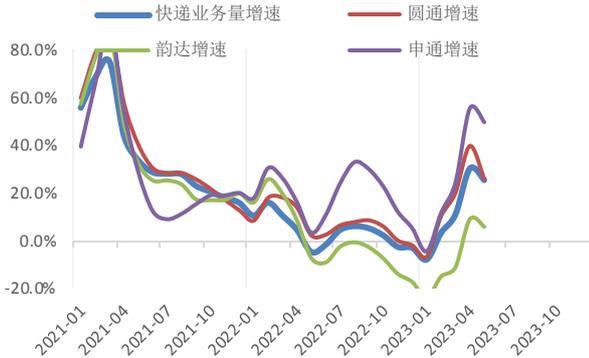
我们认为目前行业的差异化竞争之路前景广阔。对于使用快递的客户而言，不同类型的客户痛点各不相同。例如有些行业的痛点在退换货，有些在于商品易损，有些对时效要求较高，因此如果能针对不同的客户提供针对其痛点的服务，将会极大提升其客户粘性，并以此获得服务溢价。

### 2.3 竞争维度多元化利好龙头，行业价格弹性远超数量弹性

从 2021 年至今的数据来看，市场竞争环境确实在从价格竞争转向多元化竞争。

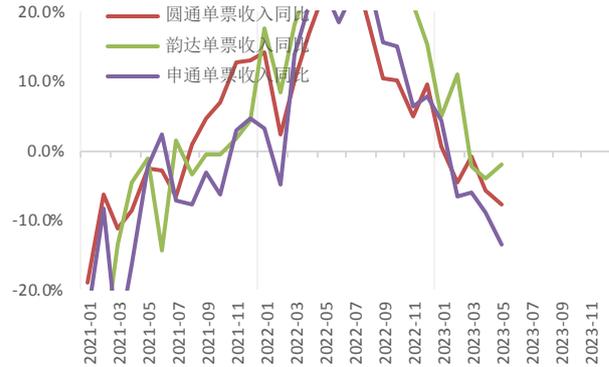
从业务量和单价的变化来看，A 股三家上市通达系公司的经营策略出现了明显的分化。申通采取了业务量优先的策略，以低价的策略换取了较高的业务量增长；韵达的策略与申通相反，其通过业务结构调整主动舍弃了部分低价客户，因而业务量增速较低，但维持了较高的单价水平；圆通则走的是较为稳妥的居中路线。可以看出，行业不同的公司对于“重份额”和“重价格”产生了分歧。

图11: 各公司业务量增速分化 (三个月平滑)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图12: 各公司单价降幅分化

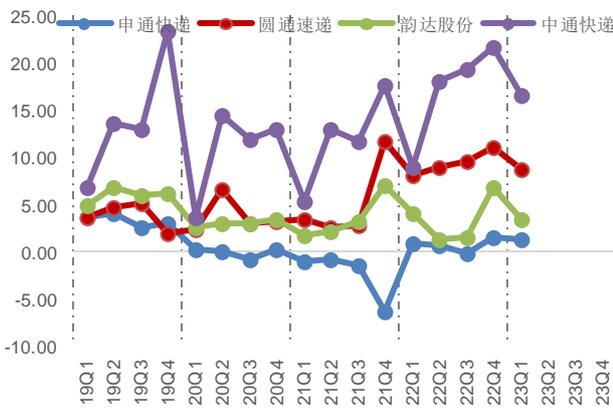


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

通过上一段内容的分析就能发现, 这种分歧出现的主要原因在于不同公司对于自身的定位认识的差异, 以及存量客户核心需求的差异。在客户主体是价格敏感型客户的情况下, 继续采用价格策略就是比较自然的选择, 但若客户对服务质量更加敏感, 那么通过给予客户更优质体验的方式来抬高服务价格才是理性的选择。

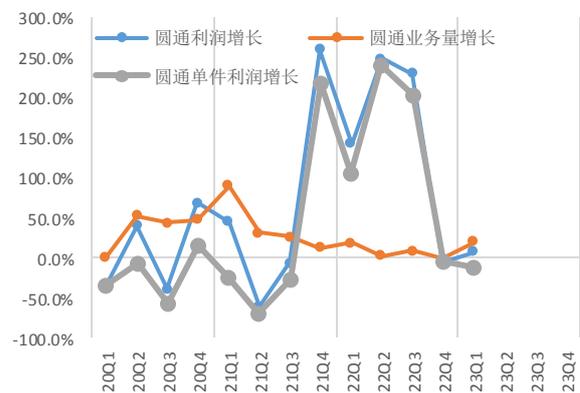
从长期经营的角度考虑, 公司显然更容易从服务敏感型的客户那里获得利润, 这也是 21 年下半年行业回暖之后中通与圆通业绩能够快速回弹的主要原因, 也解释了为什么韵达即使顶着短期巨大的压力也要推进业务结构的调整。

图13: 22 年上市公司扣非归母净利润恢复至较高水平 (亿元)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图14: 价格因素对利润的影响明显超过量的影响



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

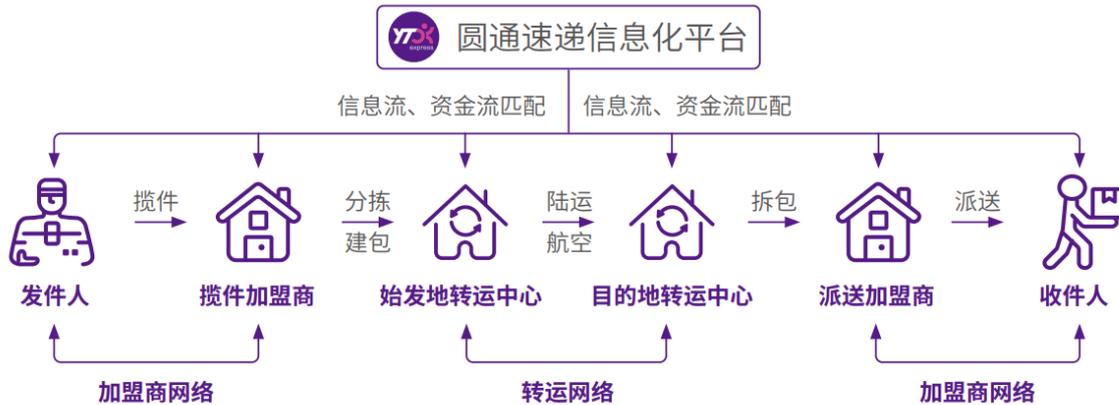
从财务数据分析的角度看, 2021 年以来行业的价格变化对业绩的影响已经远超数量变化产生的影响。以圆通为例, 自 2021 年以来圆通的净利润增速与其业务量增长基本脱钩, 利润的增长主要由单件盈利的提升所贡献。这证明了目前的快递市场中, 依靠提升服务质量的方式获取利润增量远比依靠业务量提升来的更加效率。

通过对圆通成功经验的研究, 我们认为对于通达系快递来说, 现阶段最能快速提升服务效率的手段正是全面的数字化转型。这也是我们下一节主要探讨的内容。

### 3. 公司变革：数字化转型显著提升组织度，打造“非直营的直营体系”

公司在 2020 年年报中提出深化全面数字化转型，并将其作为公司未来几年的核心目标。公司总裁潘水苗指出，圆通速递全面向信息化转型，要改变以结果为导向的传统做法，转向过程管控，从源头逐个控制。数字化转型初期要解决昨天的问题，把已经发生的问题呈现出来，并进行解决。现阶段是实时管控，即管控正在发生的事情。最终，数字化转型要解决将要发生的问题，做预测、预警。

图15：圆通信息化平台覆盖从揽收到派送的全流程



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

圆通的数字化转型并非自两年多前开始，而是在十几年前就开始持续积蓄力量。2009 年起公司持续投入大量资金开发拥有自主知识产权的快递服务运营系统——“金刚系统”，经过多年开发，现已具备对其独立开发及升级的能力，系统功能与公司业务发展实现了高度匹配。

图16：金刚信息系统及子系统



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

公司以金刚系统为底层数据系统, 开发了全链路管控系统, 并形成了包括“管理驾驶舱”、“网点管家”、“客户管家”、“行者系统”、“运盟”在内的系统和平台, 覆盖揽收、中转、派送、客服等全业务流程, 实现了对快件流转全生命周期的信息监控、跟踪及资源调度, 为公司服务质量、成本管控、网络管理等提供了有效抓手, 公司日常监控与考核单元逐步细化、精准, 管控边界进一步延伸, 业务运营数字化、信息化、智能化水平明显提升。

我们认为数字化转型的效果主要通过两个方面展现, 第一是巩固加盟商体系, 提升网络稳定性; 二是大幅提升了客户体验; 具体的手段则是帮助加盟商进行成本管控和流程优化, 持续为加盟商赋能。需要注意的是, 与以往总部层面的优化不同, 数字化转型阶段的重心出现了明显的下移, 加盟商体系是数字化转型的重点。

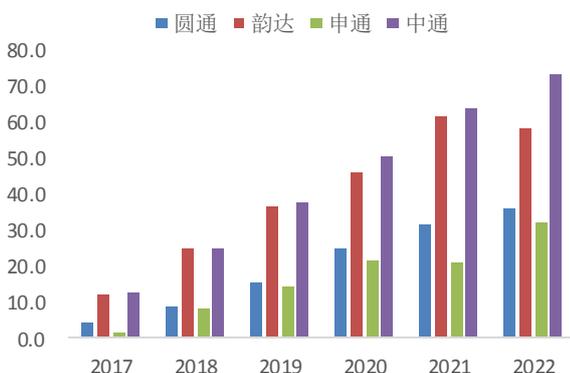
### 3.1 数字化转型的重点不在总部, 而在基层

从近几年各家快递公司的财报中展示的信息推测, 快递业以基础设施投资带动的成本下降正在遭遇边际收益递减。而未来对成本进一步优化起到主要作用的可能是数字化转型所带来的流程优化, 包括资源的动态调配、路由动态规划等。这种优化在快递公司总部及中转体系内已经得到了较充分的验证, 后续继续优化的空间需要通过下沉到加盟商及末端网点来实现。

在 2016-2020 年间, 快递行业通过自动化实现成本大幅下降被认为是相当有效的路径, 这里面又以自动化设备的投资最为关键。

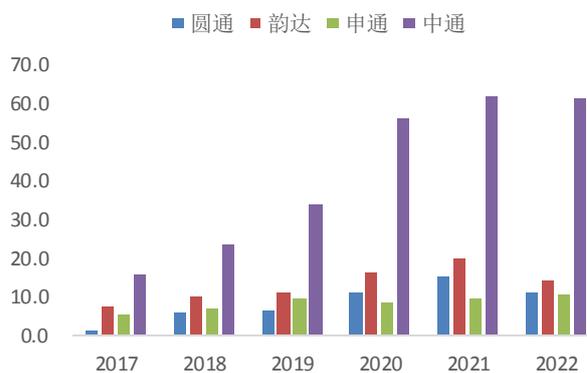
在中通、韵达和圆通的对比中我们可以看到, 2017-2019 年间, 圆通的单票中转成本落后于韵达和中通, 这很大程度上与中通和韵达在自动化设备上的提前布局有很大关系, 17 年开始, 韵达与中通固定资产中设备类资产的体量开始快速提升, 明显超越了圆通。正是凭借着这一波自动化红利, 韵达在 17-18 年间中转成本明显下降, 和圆通在成本端拉开了一定的差距。

图17: 公司设备类资产体量明显提升, 但不及韵达和中通



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图18: 公司运输工具资产体量变化情况



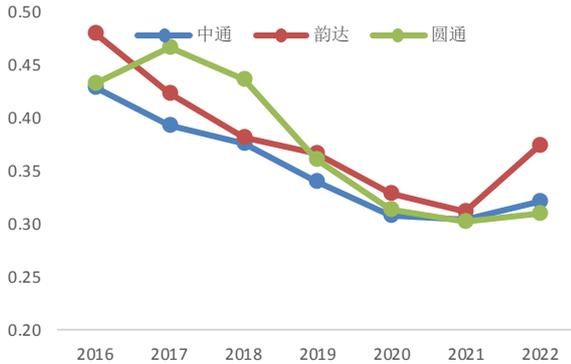
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

但单靠固定资产拉动的红利显然存在着边际收益递减的问题。我们可以发现, 圆通的设备类资产的体量即使到现在也是不及韵达和中通, 但实际上从 2019 年开始, 三家公司的单票中转成本差距就已然并不明显。这说明除了设备投入本身, 设备的运行效率也是决定成本的重要因素。

根据公司年报显示, 圆通对中转环节的优化集中在几个方面: 人工方面, 优化用工结构, 提升固定工比例, 通过只能排班合理安排用工需求; 技术方面, 公司重点推进工艺设备升级, 推广柔性分拣, 减少分拣次数,

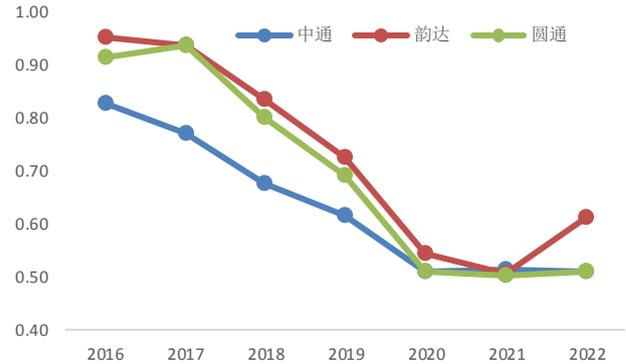
优化工序效能, 操作效率, 提升分拣精度。可以看出, 后续继续降低成本的关键在流程优化, 而不在增加设备投资。

图19: 各公司单票中转成本对比 (元/票)



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图20: 各公司单票运输成本对比 (元/票)

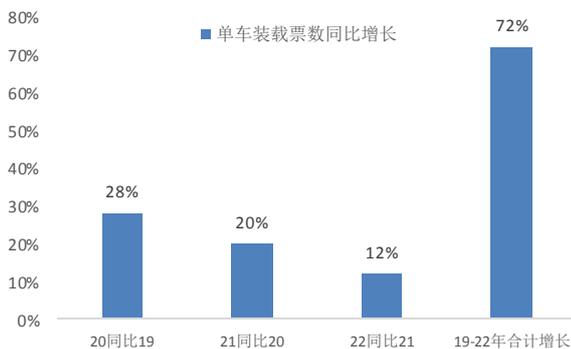


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

相比于中转成本, 运输成本受流程优化的影响更加明显。19年之前中通依靠自建车队的优势, 单票成本明显领先于韵达和圆通, 我们认为这是因为自有车队在灵活调度方面显然相比外包运力有更大的优势。但在2019年后三家公司间的单票运输成本差距明显缩小。我们认为这正是由于数字化的推进整体抬高了行业对运输线路的优化能力以及对运力资源的调度能力, 缩小了设备投资层面带来的差距。

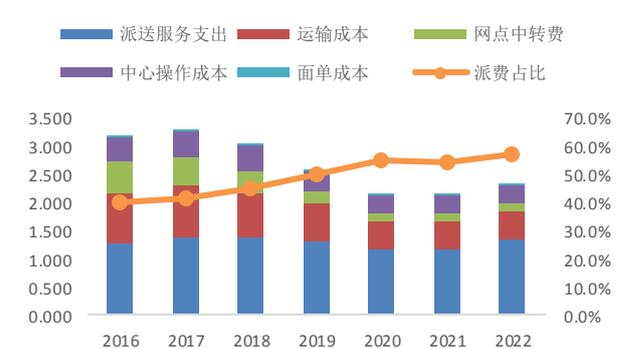
圆通年报显示, 公司单车装载票数多年来持续提升, 2022年相比2019年的单车装载票数增长了约72%, 这说明依托持续的线路优化以及良好的运力调配系统, 公司车辆的装载率得到了显著的提升。这说明, 数字化转型的效果再在直营中转体系中的表现是被充分验证的。

图21: 公司单车装载票数持续提升



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图22: 派费占比提升, 其他成本占比下降



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

总部层面的高度数字化并不意味着数字化转型在成本管控层面的红利正在消退, 因为在加盟制快递的网络体系中, 总部直属部分与末端加盟网络的数字化程度有着较大的差距。中转与干线运输是总部直接管辖的系统, 是整个快递网络体系中数字化程度最高的部分, 数字化转型完成较早, 转型红利已经处于消退期。而加盟商及更下层的末端网点层面, 数字化程度较低, 数字化转型带来的成本红利期可能才开始不久。

从圆通的单票成本占比中可以看出，派送服务支出占成本的比重是持续提升的。从绝对值看，16年-22年间，单票运输成本与单票中转成本都有明显下降，但单票派送服务支出变化并不大。而派送服务支出所对应的主体正是加盟商、末端网点以及广大快递员。因此，如果想继续提升整个网络体系的竞争力，那么快递公司需要做的就是将已经在总部层面证实有效的数字化转型经验下放到加盟商和网点，持续为加盟赋能。

### 3.2 数字化大幅提升末端管控效率，加盟体系持续加固

对于加盟制快递来说，对加盟商体系的管控是重中之重。

纵向看，总部需要协调自身，加盟商，末端网点以及快递员之间的利益分配问题，保证每个执行环节都获得合理的收益，不会因为每个环节获取过多的利润导致其他环节的利润被侵蚀。

横向来看，总部也需要协调不同地区加盟商和网点发展不均衡，收益不均衡的问题。由于我国不同地区的经济条件、消费习惯以及基础设施等因素差异巨大，不同加盟商之间的业务结构、业务难度可能也会有较大的差异，需要进行差异化的定价，这同样也需要总部进行协调。

圆通开发的网点管家系统正是为了强化总部与网点之间的信息交流，优化网点运行效率而存在的。相比于常规的网点管理系统，圆通的网点管家除了将网点的财务系统、客服系统、人资系统等合为一体之外，还增加了很多创新性的功能。

财务系统方面，由于底层的金刚系统集成了快件全流程的监控数据，加盟商在网点管家中能够轻松获得客户的产品结构与发件成本信息，这使得加盟商在给客户提供报价时处于主动地位，帮助加盟商有效避免无法盈利的业务。在后台数据的支持下，加盟商给予客户的报价会更加精准，合理，且容易让客户接受，实现了对不同客户的精准定价。此外，当客户的产品结构和种类发生较大变化的时候，系统能够帮助加盟商及时跟进，对定价做出调整，避免不必要的亏损。

图23：网点管家系统帮助加盟网点实现更精准的报价，同时极大减轻了网点的流程负担



资料来源：自行绘制，东兴证券研究所

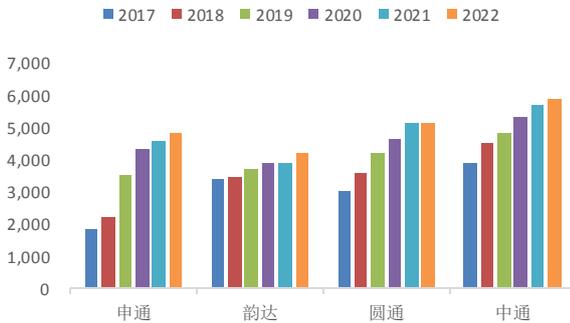
使用网点管家之后，末端网点的账单制作效率和资金流转效率也有明显提升。通过网点管家，网点可以自动生产各类业务报表，无需手工录入再人工核验，编辑加工，极大节约了时间且避免了出错。在网店管家推广之前，加盟商对大客户账单一般要月底才能完成核算，收到客户回款时间则要再晚一个月，资金回笼效率低，且部分账目即使存在问题也会因为没有及时发现而不了了之。但在使用网点管家后，出账时间明显加快，不但加快了客户回款效率，也有助于问题的发现与解决。

网点运营方面, 网点管家给予加盟商和网点对快件的全程监控的能力, 有助于更有效的实现货物揽收与派送。例如在网点管家上线以前, 网点什么时候需要派车去转运中心拉货, 要派几辆车去都凭借经验估计或电话沟通, 但现在网点可以通过系统直接了解到进港货量和分拣情况, 按需派车, 避免出现延误和爆仓, 也避免了运力的浪费。

网点管家还帮助网点优化了客服功能。以往客户的需求工单员工需要手动处理, 旺季业务量大的时候, 客服人员处理不及时, 容易遭遇投诉。如今, 借助网点管家提供的功能, 员工转为只需处理遗失、延误等较为复杂的问题件工单, 以往需要人工处理的拦截退回、改地址、催件、查重等工单, 现在都可以通过智能客服全自动处理, 大大提升工作效率。

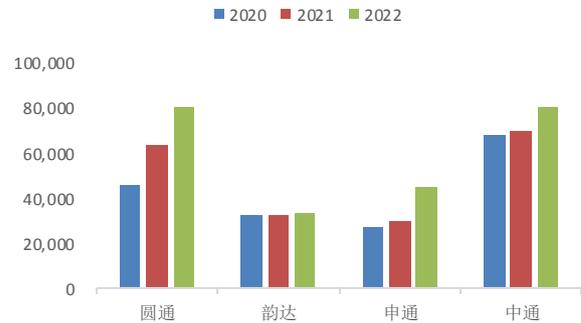
网点管家的存在使得圆通末端网点铺设的难度显著下降。在加盟商数量缓慢提升的情况下, 圆通末端网点数量在 2020 年之后快速提升。根据年报, 2020 年圆通各类末端网点数量约 4.6 万个, 到 2022 年提升至 8 万个左右, 网点增速远超其余几家通达系快递, 末端网点绝对数量接近龙头中通。

图24: 圆通加盟商数量增长较为平稳



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图25: 圆通末端网点数量快速增长



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

### 3.3 数字化带动客户体验持续优化, 公司依靠优质服务获得溢价

除了加盟商体系的加固外, 全民数字化转型的重要作用还包括有效提升客户体验。

与网点管家对应的, 圆通为客户开发了客户管家功能。相比于同行的产品, 圆通客户管家以及今年新上线的大客户权益重点优化了客服、理赔、退款、面单回收等功能。

客服方面, 圆通的智能客服可以帮助客户 (主要是电商商家) 处理大部分的基础问题, 人工客服可以将精力集中在比较重要和复杂的售后问题上。

对于复杂售后问题如退货, 圆通也对全流程进行大幅优化。以往消费者发起退款申请后, 店铺客服需要核实商品物流信息是否满足要求, 再拉取物流单号发送拦截需求至快递公司, 确认可以拦截物流后, 才能在电商平台同意消费者的退款申请。在“退款自动拦截”功能实装后, 核实物流信息、发送拦截需求等步骤全部交由圆通系统处理, 大大减轻了商家客服的工作量。对于某无条件退款的商品, 退款自动拦截功能也避免了商家业务繁忙忘记拦截, 导致财货两空的尴尬问题。

图26: 客户管家能够帮助客户完成大部分流程化的工作, 为客户节约大量时间



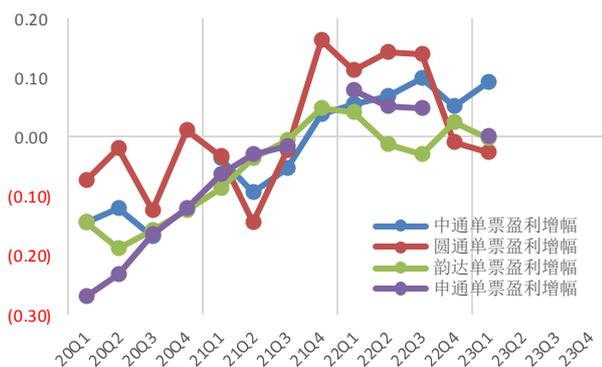
资料来源: 自行绘制, 东兴证券研究所

对于理赔流程, 客户管家也进行了类似的优化。店铺一旦发起理赔工单, 圆通的系统会自动获取交易商品的价值、图片、交易流程等原本需要商家客服人工去收集的所有举证材料, 自动进入理赔环节, 跟踪理赔从发起到完成的全过程, 大幅减少需要人工参与的环节。

从以上的流程优化可以看出, 圆通客户管家的核心思路是通过全流程数据监控, 将过程类的工作全部转为线上自动处理, 而客户只需要在重要的节点环节做出判断和指示即可。这样不但显著降低了客户的负担, 也大大提升了全流程的处理效率。

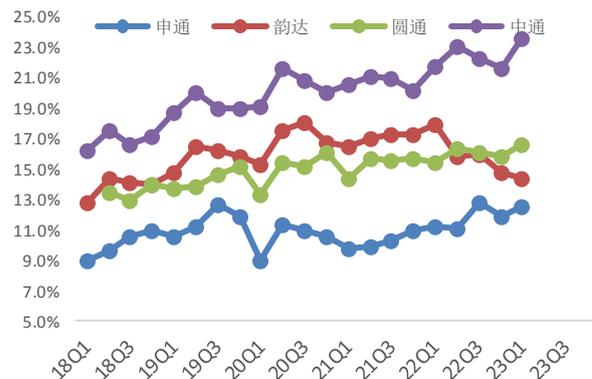
客户体验优化带来的是收入端的提升。在 21 年下半年开始的行业回暖中, 圆通的单件盈利同比增幅在几家上市通达系企业中最高, 从 21 年 Q4 到 22 年 Q3 连续四个季度的单票盈利同比增长都超过了 0.1 元/票。在盈利提升的同时, 公司市场份额持续提升并超越韵达升至行业第二位。量价双升的结果证明了加盟商数字化转型的可行性, 公司对优质客户的吸引力有显著的提升。

图27: 公司改革成效显著, 单票盈利明显提升 (元/票)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图28: 公司市场份额超越韵达



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

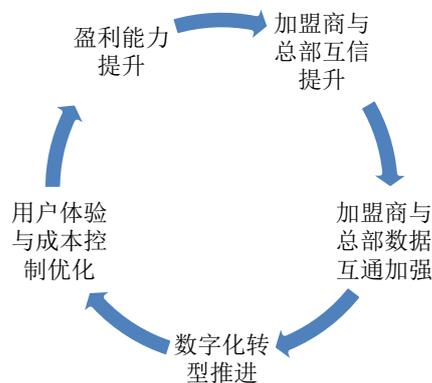
### 3.4 总部与加盟商的互信关系是数字化转型的基础与核心

数字化其实是一个非常常见的提法, 所有的行业都有着向数字化、自动化转型的诉求。但转型并非易事, 大部分企业的转型都有被迫的成分, 主动转型并成功的案例不多。究其原因, 数字化转型并不完全是一个技术问题, 而更多是一个信任问题或者一个利益分配问题。

以财务系统举例, 要实现精准的成本估计, 就意味着加盟商需要将客户的业务信息以及相关的成本数据录入总部的信息系统。而在充分掌握加盟商信息之后, 拥有数字化优势的总部可能会比加盟商本身更了解自己。在加盟商有了和客户议价的资本的同时, 总部也有了和加盟商议价的资本(因为总部知道了加盟商的成本)。如果总部与加盟商无法建立良好的互信, 那么加盟商对于分享自身数据一定是具备很大抵触的。这会使得数字化转型卡在获取数据这一初始环节上。

根据圆通速递年报, 截至 2022 年公司下属加盟商财务系统使用率超 85%, 智能客服系统使用率达 40%, 数字化系统的推广和使用, 推动加盟商财务核算、业务运营、服务质量等全方位可视可控, 加盟商经营能力明显提升。

图29: 公司通过数字化转型实现加盟商与总部双赢, 形成正向循环



资料来源: 自行绘制, 东兴证券研究所

加盟商愿意接入系统, 一方面是因为系统可以为加盟商提供各类支持, 另一方面也是对于总部拥有足够信任的表现。因此我们认为数字化转型的过程对于快递企业来说是一个正向循环的过程, 总部和加盟商通过数字化这一桥梁加固双边互信, 减少体系内部消耗, 从而实现双赢。

长期来看, 加盟制快递的竞争已经从总部层面的竞争下沉到加盟商层面的竞争。加盟商强则公司强, 为加盟商赋能, 帮助加盟商和末端网点创造更多的价值是新一轮行业竞争的主线。与几年前行业普遍展开的自动化转型不同的是, 加盟商全面数字化转型具有较为明显的先发优势, 转型带来的服务质量优化明显提升了客户粘性, 对优质客户的留存起到至关重要的作用。目前圆通在为加盟商赋能方面走在行业前列, 这是我们对公司进行推荐的主要原因。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 预计受价格战影响, 今年业绩增速有所下降

盈利预测方面, 我们预计由于今年价格战压力加大, 圆通单件收入会呈现下滑。假设中, 我们预估全年单件收入下滑幅度在 5% 左右。成本方面, 由于今年快递行业从疫情中恢复, 业务量较为充沛, 缓解了去年由于业务不饱和导致的产能利用率下降问题, 因而中心操作与中转运输的成本都有继续摊薄的空间。但综合下来, 收入端下降幅度会略高于成本端, 导致单件盈利小幅下降。

但这并不代表公司利润的下降。由于今年业务量较快的增长, 我们预计公司量的增长可以冲抵价的下滑, 净利润依然可以实现一定程度的增长。

图30: 主要盈利预测假设一览

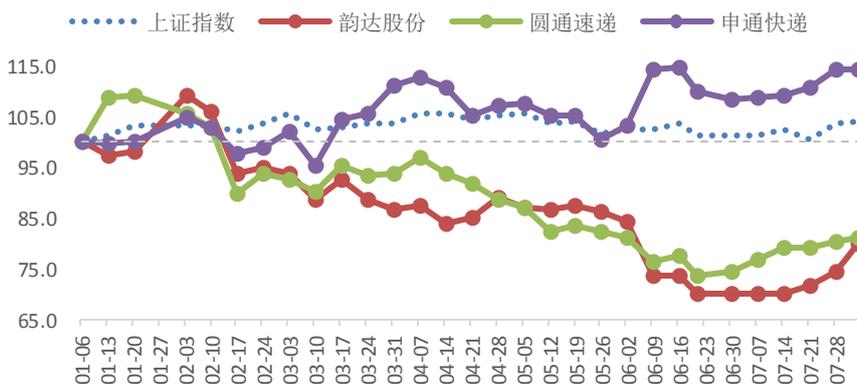
单位: 万元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
快递业务量 (亿件)	91.15	126.48	165.43	174.79	211.50	247.45	282.09
yoy	36.78%	38.76%	30.80%	5.66%	21.00%	17.00%	14.00%
快递业务单票收入 (元)	2.95	2.27	2.26	2.59	2.46	2.38	2.34
yoy	-14.44%	-22.90%	-0.62%	14.59%	-5.00%	-3.00%	-2.00%
单票成本 (元)							
快递业务成本	2.60	2.13	2.13	2.32	2.22	2.15	2.12
派送服务支出	1.307	1.166	1.162	1.332	1.266	1.228	1.203
运输成本	0.692	0.510	0.503	0.511	0.491	0.476	0.467
网点中转费	0.207	0.122	0.146	0.152	0.148	0.147	0.146
中心操作成本	0.362	0.313	0.302	0.310	0.297	0.288	0.286
面单成本	0.034	0.018	0.019	0.016	0.016	0.015	0.015
单票毛利	0.35	0.14	0.13	0.27	0.24	0.23	0.22
yoy							
派送服务支出	-4.40%	-10.76%	-0.40%	14.66%	-5.00%	-3.00%	-2.00%
运输成本	-13.44%	-26.29%	-1.30%	1.64%	-4.00%	-3.00%	-2.00%
网点中转费	-47.65%	-40.99%	19.67%	3.47%	-2.00%	-1.00%	-1.00%
中心操作成本	-17.12%	-13.41%	-3.60%	2.66%	-4.00%	-3.00%	-1.00%
面单成本	22.78%	-45.63%	1.08%	-12.23%	-3.00%	-3.00%	-2.00%

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

### 4.2 估值处于历史较低水平

今年以来, 快递板块股价下挫, 包含的是价格战对盈利造成负面影响的预期。可以看到, A 股通达系公司中, 市值较大的圆通与韵达都明显跑输大盘。我们认为市目前对于快递行业的判断谨慎偏悲观。

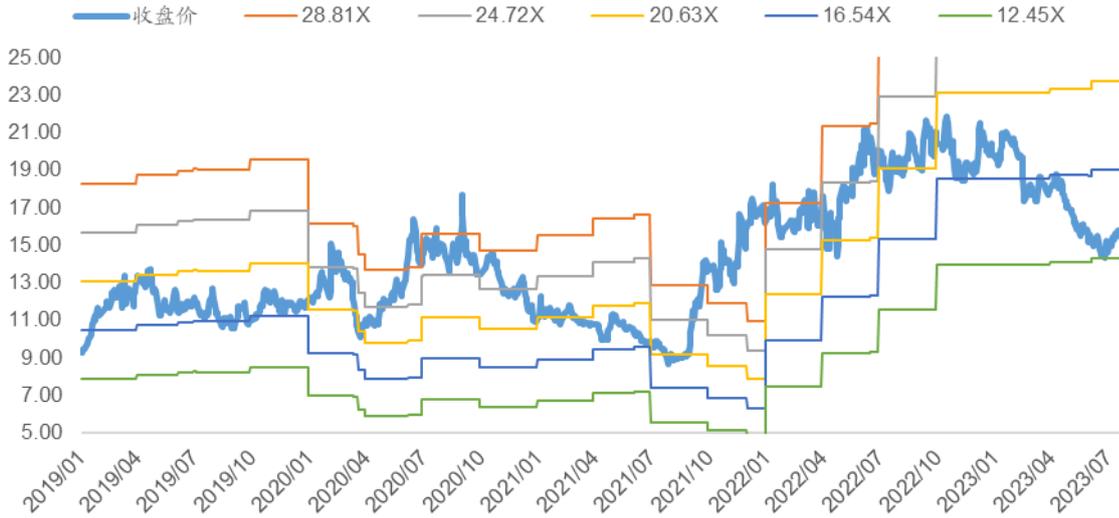
图31: 上半年圆通股价走弱, 市场对行业看法偏悲观



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

具体到公司估值方面, 圆通目前的估值处于历史较低水平。随着近两年业绩的持续提升, 公司估值从历史较高水平的 25 倍以上 (2020 年 TTM) 降低至目前的 13 倍左右。很明显, 市场在以偏周期的思路给予快递公司估值, 认为一旦价格战再起, 本来单件利润就很薄的快递行业会受到较大冲击。

图32: 公司估值目前处于较低水平, PE-TTM 仅 13 倍



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

但我们认为, 在行业从价格竞争主导转向多元化竞争的当下, 以服务质量见长的龙头公司是有能力通过服务的溢价稳定盈利水平的。在快递行业逐渐成熟的现在, 电商件价格也出现了并不明显的分层: 对价格较为敏感的客户会更多选择相对低价的极兔与申通; 中通与圆通的单价较高, 意味着选择这两家公司的客户本身对服务质量有着更高的要求, 而非只追求价格低廉。在这样的客户筛选机制下, 圆通依靠存量优质客户, 具备较强的抵御价格波动的能力。因此我们认为目前正是对公司进行左侧配置合适时点。

我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 41.6、46.6 和 52.1 亿元, 对应 EPS 分别为 1.21、1.35 和 1.51 元。当前股价对应 2023-2025 年 PE 值分别为 13.0、11.6 和 10.4 倍。首次覆盖给予“推荐”评级

## 5. 风险提示

宏观经济不景气、行业竞争加剧、人力成本超预期上涨等。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产合计</b>	12637	14136	15615	17008	18958	<b>营业收入</b>	45155	53539	61145	69135	76949
货币资金	6128	7390	8560	9679	11350	<b>营业成本</b>	41440	47490	54594	61797	68901
应收账款	1627	963	1173	1326	1476	营业税金及附加	132	162	177	194	208
其他应收款	222	230	262	296	330	营业费用	141	228	251	277	300
预付款项	198	255	322	397	480	管理费用	1051	1071	1192	1314	1424
存货	73	82	90	102	113	财务费用	30	14	41	-18	-149
其他流动资产	1542	1470	1470	1470	1470	研发费用	32	50	61	69	77
<b>非流动资产合计</b>	21585	25121	27170	28303	28748	资产减值损失	43	32	0	0	0
长期股权投资	254	388	388	388	388	公允价值变动收益	36	108	0	0	0
固定资产	12575	15103	17032	18220	18768	投资净收益	-29	-41	0	0	0
无形资产	4126	4441	4592	4687	4729	加:其他收益	558	521	552	585	620
其他非流动资产	342	563	563	563	563	<b>营业利润</b>	2851	5102	5381	6088	6809
<b>资产总计</b>	34222	39257	42785	45312	47706	营业外收入	24	59	62	65	69
<b>流动负债合计</b>	10137	11268	11746	10748	9467	营业外支出	109	109	112	115	119
短期借款	2768	2925	3121	1720	0	<b>利润总额</b>	2767	5053	5331	6038	6758
应付账款	4365	4218	4786	5418	6041	所得税	579	1089	1120	1328	1487
预收款项	467	659	659	659	659	<b>净利润</b>	2187	3964	4211	4710	5272
一年内到期的非流动负债	201	658	658	658	658	少数股东损益	84	44	49	54	59
<b>非流动负债合计</b>	1026	795	675	654	360	归属母公司净利润	2103	3920	4163	4656	5212
长期借款	0	275	275	275	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	499	0	0	0	0	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>负债合计</b>	11164	12064	12421	11401	9827	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	455	521	570	624	683	营业收入增长	29.36%	18.57%	14.21%	13.07%	11.30%
实收资本(或股本)	986	993	993	993	993	营业利润增长	28.58%	78.94%	5.45%	13.15%	11.84%
资本公积	12963	13056	13056	13056	13056	归属于母公司净利润增长	19.06%	86.35%	6.20%	11.85%	11.95%
未分配利润	8418	11677	14674	18026	21779	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	22604	26673	29795	33286	37196	毛利率(%)	8.23%	11.30%	10.71%	10.61%	10.46%
<b>负债和所有者权益</b>	34222	39257	42785	45312	47706	净利率(%)	4.84%	7.40%	6.89%	6.81%	6.85%
<b>现金流量表</b>					单位:百万元	总资产净利润(%)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)					
<b>经营活动现金流</b>	4068	7391	6547	7616	8520	<b>偿债能力</b>					
净利润	2187	3964	4211	4710	5272	资产负债率(%)	33%	31%	29%	25%	21%
折旧摊销	1871	2104	2352	2816	3255	流动比率	1.25	1.25	1.33	1.58	2.00
财务费用	30	14	41	-18	-149	速动比率	1.24	1.25	1.32	1.57	1.99
应收帐款减少	-269	664	-209	-153	-150	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	-183	192	0	0	0	总资产周转率	1.49	1.46	1.49	1.57	1.65
<b>投资活动现金流</b>	4068	-5747	-4486	-3950	-3700	应收账款周转率	30	41	57	55	55
公允价值变动收益	36	108	0	0	0	应付账款周转率	10.43	12.48	13.58	13.55	13.43
长期投资减少	0	0	7	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-29	-41	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.67	1.14	1.21	1.35	1.51
<b>筹资活动现金流</b>	4504	-443	-890	-2547	-3149	每股净现金流(最新摊薄)	0.42	0.35	0.34	0.33	0.49
应付债券增加	499	-499	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.58	7.75	8.66	9.67	10.81
长期借款增加	0	275	0	0	-275	<b>估值比率</b>					
普通股增加	275	6	0	0	0	P/E	23.66	13.81	13.02	11.64	10.40
资本公积增加	3584	93	0	0	0	P/B	2.20	2.03	1.82	1.63	1.46
<b>现金净增加额</b>	12641	1201	1171	1119	1671	EV/EBITDA	11.06	7.12	6.48	5.36	4.42

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	【东兴交运】交通运输行业 2023 年中期策略: 左侧配置出行链与快递; 高股息板块攻守兼备	2023-07-06
行业普通报告	【东兴交运】快递 5 月数据点评: 件量稳健增长, 淡季价格竞争加剧	2023-06-27
行业普通报告	【东兴交运】快递 3 月数据点评: 业务量增长符合预期, 单票价格略降	2023-04-24
行业普通报告	【东兴交运】快递 2 月数据点评: 业务量增速略低预期, 主要产区价格战强度受控	2023-03-21

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士, 金融数学硕士, 7 年投资研究经验, 2015-2018 年就职于广发证券发展研究中心, 2019 年加盟东兴证券研究所, 专注于交通运输行业研究。现兼任东兴证券能源与材料组组长。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526