

成本管控效果显著，快递单票毛利稳定

投资要点

- **事件：**圆通速递公布 2019 年半年度报告，2019 年上半年实现营业收入 139.5 亿元(+15.6%); 营业成本 122.3 亿元(+16.6%); 归母净利润 8.6 亿元(+7.6%); 扣非后归母净利润 8.3 亿元(+7.8%)。单看 19Q2, 实现营收 75.1 亿元(+11.7), 归母净利润 5.0 亿元 (+2.4%)。
- **快递量波动上行，单件收入降幅扩大。**2019 年上半年公司快递量约 38 亿件，(+5.1%); 上半年累计市占率 13.7%，同比增长 1pp。2019Q1~Q2 公司快递量同比增速分别为 39.2%和 32.1%，虽然跑赢行业但在与其他快递上市公司的竞争中增速仍处下风。受行业价格战影响，公司上半年单件收入同比下降 10.7% 至 3.19 元。
- **成本管控措施有效落实，降本增效成果显著。**2019 年上半年公司单票快递成本为 2.81 元 (-11.6%)，降幅超过了 ASP 降幅；剔除补贴和派费后单票快递成本为 1.17 元 (-9.3%)。其中面单成本增长 0.04 元，主要系 2018 年 8 月起调整面单计费规则所致。运输成本和中心操作成本分别同比下降 0.11 元 (-12.5%) 和 0.05 元 (-11.3%)，主要得益于公司成本管控措施的有效落实，快递业务单票毛利仅下降 1 分钱至 0.38 元。
- **业务扩张费用略涨，现金流情况良好。**2019 年上半年公司四费合计 6.5 亿元，同比增长 1.3 亿元(+25.4%); 单票归母净利 0.23 元，同比下降 0.06 元(-20.4%)。公司现金流情况良好，2019 年上半年经营性现金流量净额同比增长 75.8%，单票经营性现金流量净额同比增长 0.07 元 (+30.1%)。
- **产能投资力度持续加大，布局核心资源。**公司 2019 年上半年新增固定资产和无形资产账面价值共计 13.2 亿元，同比增长 29.1%。其中机器设备账面价值新增 1.2 亿元，较去年同期增幅扩大 14 倍，在高增速下公司的产能投资仍具有较高性价比，单件成本曲线的斜率仍较陡峭。
- **盈利预测与投资建议。**考虑到货代等新业务的增长不及预期以及行业 ASP 仍有继续下降的压力，我们略微下调对公司的盈利预测，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.70 元、0.80 元、0.97 元，对应 19 年 PE 为 16.3X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**价格战激化、电商增速下滑、人力成本大幅上涨。

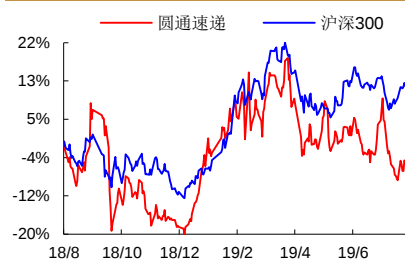
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	27465.14	31437.24	37663.34	46763.08
增长率	37.45%	14.46%	19.80%	24.16%
归属母公司净利润 (百万元)	1903.98	1973.12	2278.21	2744.03
增长率	31.97%	3.63%	15.46%	20.45%
每股收益 EPS (元)	0.67	0.70	0.80	0.97
净资产收益率 ROE	16.38%	15.49%	15.58%	16.22%
PE	16.9	16.3	14.1	11.7
PB	2.8	2.6	2.2	1.9

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林
 执业证号: S1250518110001
 电话: 13916801840
 邮箱: chzhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	28.36
流通 A 股(亿股)	7.89
52 周内股价区间(元)	9.81-14.58
总市值(亿元)	322.20
总资产(亿元)	200.74
每股净资产(元)	4.02

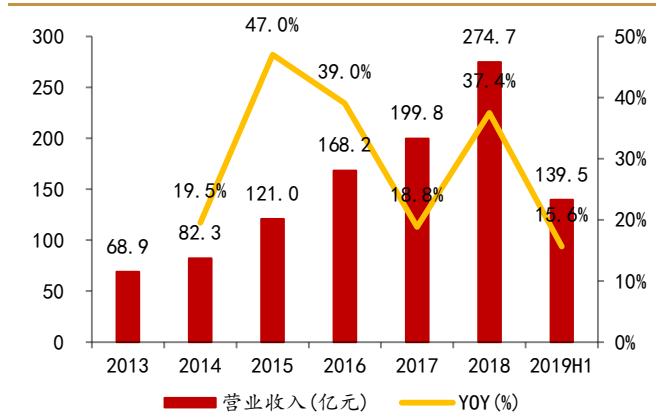
相关研究

1. 圆通速递 (600233): 管理再聚焦，件量增速恢复 (2019-02-20)

成本管控效果显著，业绩边际改善值得期待

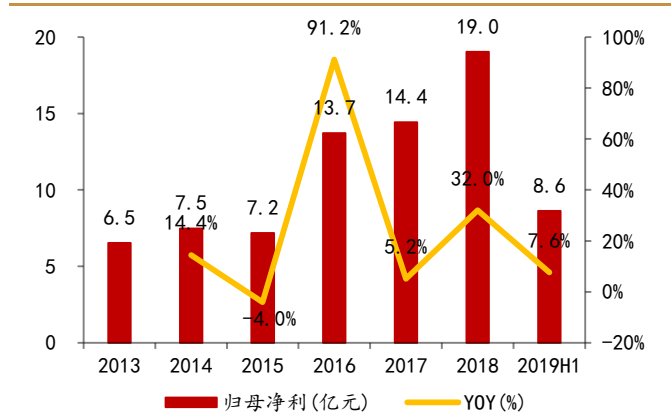
2019 年上半年实现营业收入 139.5 亿元，同比增长 15.6%；营业成本 122.3 亿元，同比增长 16.6%；归母净利润 8.6 亿元，同比增长 7.6%；扣非后归母净利润 8.3 亿元，同比增长 7.8%。

图 1：圆通速递营收及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：圆通速递归母净利及同比增速

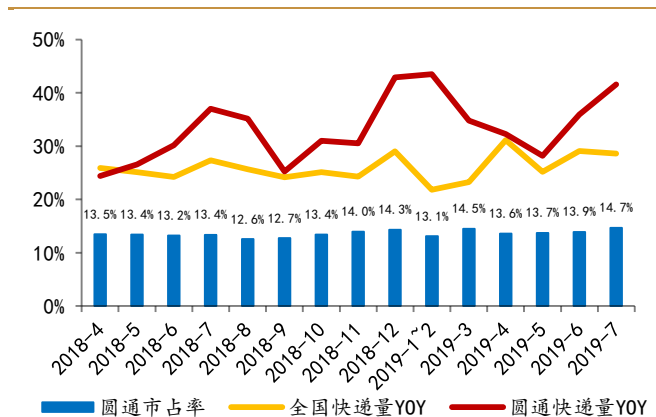


数据来源：公司公告，西南证券整理

快递量波动上行，单件收入降幅扩大

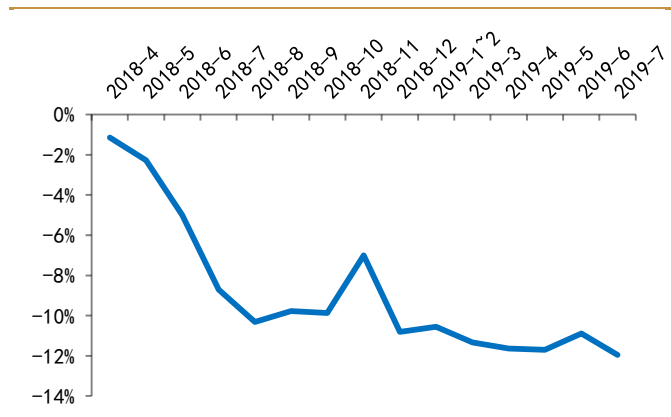
2019 年上半年公司快递量达到 38.03 亿件，同比增长 35.1%；上半年累计市占率 13.7%，同比增长 1pp。2019Q1 公司快递量实现同比增速 39.2%，Q2 快递量增速有所放缓，仅同比增长 32.1%；而在 7 月份公司迎来强力反弹，单月快递量同比增长 41.6%。公司单件收入持续走低，2019 上半年快递均价 3.19 元，同比下降 10.7%，降幅扩大；扣除补贴后快递均价 2.85 元，同比下降 7.2%。

图 3：圆通快递量增速高于全行业增速



数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

图 4：圆通快递单价持续走低



数据来源：公司公告，西南证券整理

快递业务收入稳定增长，货代业务收入有所回落

上半年公司实现快递业务收入 123.7 亿元，同比增长 20.8%，其中国际快递收入 1.8 亿元，同比增长 162.04%，主要得益于公司与圆通速递国际的融合与协同持续加强以及自有航空网络的建立。上半年公司货代业务收入 13.2 亿元，同比下降 13.6%。

成本管控措施有效落实，降本增效成果显著

2019 年上半年公司单票快递成本为 2.81 元，同比下降 11.6%；剔除补贴和派费后单票快递成本为 1.17 元，同比下降 9.3%。其中面单成本增长 0.04 元（+906.4%），主要系 2018 年 8 月起调整面单计费规则所致。运输成本同比下降 0.11 元（-12.5%），主要得益于优化承运商结构与考核结算机制、加大对加盟商与转运中心之间的运力统筹、优化干线路由和提升自有运输车辆占比等管控举措的落地实施。中心操作成本同比下降 0.05 元（-11.3%），主要得益于公司对自动化分拣设备的持续投入、以及人均效能的提升。

表 1：圆通单票业绩深度拆分

		2016	2017	2018	2018H1	2019H1	同比增长	同比增幅
快递量（亿件）		44.6	50.64	66.64	28.14	38.03	9.89	35.1%
市占率		14.3%	12.6%	13.1%	12.7%	13.7%	1.0%	
单票营业收入		3.77	3.95	3.51	4.29	3.67	-0.62	-14.4%
	单票快递收入	3.64	3.68	3.44	3.57	3.19	-0.38	-10.6%
	单票其他收入	0.14	0.27	0.07	0.72	0.48	-0.24	-33.5%
单票营业成本		3.26	3.37	3.08	3.24	3.73	-0.51	-13.8%
	单票快递成本	3.18	3.29	3.03	3.18	2.81	-0.37	-11.6%
	面单成本	0.03	0.01	0.03	0.00	0.04	0.04	906.4%
	中转成本	1.89	1.91	1.63	1.78	1.47	-0.31	-17.6%
	其中：							
	运输	0.91	0.93	0.80	0.84	0.74	-0.11	-12.5%
	中心操作	0.43	0.47	0.44	0.44	0.39	-0.05	-11.3%
	补贴	0.54	0.51	0.40	0.50	0.34	-0.16	-31.5%
	派送成本	1.26	1.37	1.37	1.39	1.30	-0.09	-6.6%
	单票其他成本	0.08	0.08	0.05	0.55	0.41	0.34	-25.8%
单票毛利		0.51	0.58	0.43	0.56	0.45	-0.11	-18.9%
	单票快递毛利	0.46	0.39	0.41	0.39	0.38	-0.01	-3.8%
	单票其他毛利	0.05	0.19	0.02	0.17	0.07	-0.10	-58.2%
单票三费		0.12	0.13	0.17	0.18	0.16	-0.02	-12.4%
	销售费用	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	19.0%
	管理费用	0.10	0.12	0.16	0.18	0.14	-0.03	-19.4%
	财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	-368.8%
单票归母净利		0.31	0.28	0.29	0.28	0.23	-0.06	-20.4%
单票扣非归母净利		0.29	0.27	0.28	0.27	0.22	-0.06	-20.2%
单票经营性净现金流		0.42	0.31	0.35	0.22	0.29	0.07	30.1%

数据来源：公司公告，西南证券整理

业务扩张导致费用有所上升，现金流情况良好

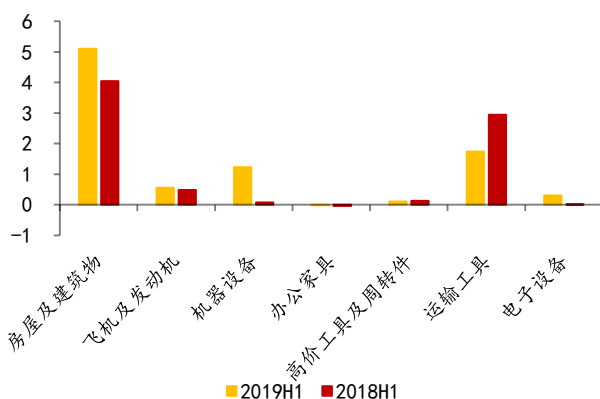
2019 年上半年公司三费+研发费用整体同比增长 1.3 亿元（+25.4%），公司加大研发投入导致研发费用同比增长 86.9%；发行可转债利息支出增加导致财务费用同比增长 463.3%。

公司 2019 年上半年单票归母净利 0.23 元，同比下降 0.06 元（-20.4%）。公司现金流情况良好，2019 年上半年经营性现金流量净额同比增长 75.8%，单票经营性现金流量净额同比增长 0.07 元（+30.1%）。

产能投资力度持续加大，布局核心资源

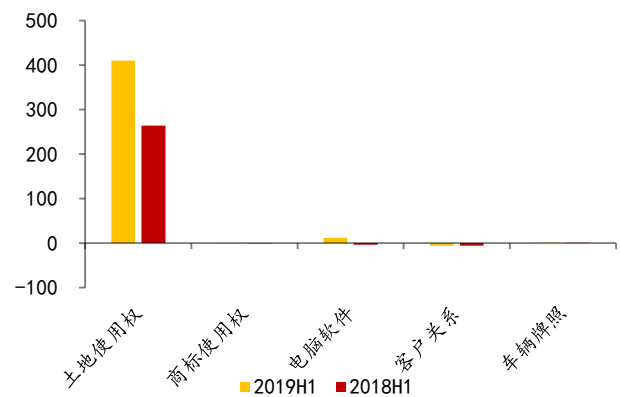
公司持续加大对土地、转运中心和运输工具的投入，并且显著加大了自动化设备的投入，新增机器设备账面价值 1.23 亿元；新增固定资产和无形资产账面价值共计 13.18 亿元，同比增长 29.1%。报告期内，公司完成新余枢纽转运中心建设，以及武汉、合肥、赣州、临海、贵阳等 7 个枢纽转运中心的改造、扩建计划，累计安装完成摆臂 1915 台，上车扫描仪 675 台，在转运中心、城配中心及建包中心共布局完成自动化分拣设备 60 套。截止报告期末，公司自有干线运输车辆达 1572 辆，自有车队数量 12 架，其中波音 757-200 共 5 架，波音 737-800 共 7 架。

图 5：圆通新增固定资产账面价值（亿元）



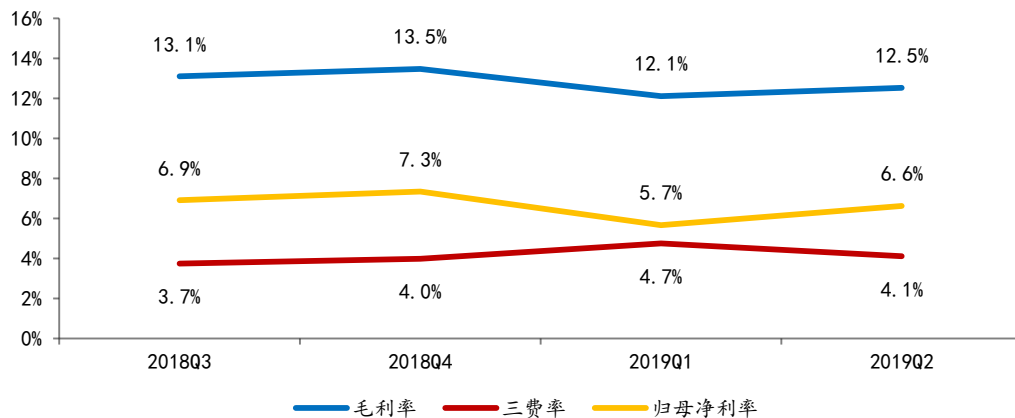
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：圆通新增无形资产账面价值（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

随着核心资源的布局 and 成本端的管控，公司网络服务的能力和效率都得到提升，业绩迎来明显边际改善。从季度数据看，公司 2019Q2 毛利率、净利率分别环比增长 0.4pp 和 0.9pp，三费率下降 0.6pp。

图 7：圆通新增固定资产账面价值（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

核心假设与业务拆分

假设 1：公司 2019/2020/2021 年快递业务件量增速分别为 29%/28%/28%；单票收入分别为 3.17 /3.03 /3.00 元。

假设 2：单票运输成本分别为 0.74 /0.73 /0.72 元；中心操作成本 19 年下降 8%而后基本稳定、分别为 0.39 /0.39 /0.38 元。

假设 3：货代业务毛利率保持稳定在 15%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下：

表 2：圆通速递业务拆分

单位：百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	27,465	31,437	37,663	46,763
快递业务	23,471	27,949	34,151	43,225
货代业务	3,531	3,002	3,002	3,002
其他业务	463	486	511	536
营业成本	23,834	27,558	33,100	41,194
快递业务	20,428	24,611	30,121	38,175
货代业务	3,051	2,562	2,562	2,562
其他业务	356	384	417	456
毛利率	13.2%	12.3%	12.1%	11.9%
快递业务	13.0%	11.9%	11.8%	11.7%
货代业务	13.6%	14.6%	14.6%	14.6%
其他业务	23.1%	20.9%	18.3%	14.9%

数据来源：公司年报，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	27465.14	31437.24	37663.34	46763.08	净利润	1931.69	1973.12	2278.21	2744.03
营业成本	23834.17	27558.41	33100.20	41193.94	折旧与摊销	534.47	577.04	584.09	594.86
营业税金及附加	83.30	88.00	106.63	133.47	财务费用	-18.49	62.87	75.33	93.53
销售费用	45.20	62.18	70.32	89.04	资产减值损失	48.99	35.00	35.00	35.00
管理费用	1016.71	1048.24	1286.04	1606.65	经营营运资本变动	-1299.88	373.31	-93.74	69.33
财务费用	-18.49	62.87	75.33	93.53	其他	1139.22	-79.95	-79.93	-79.94
资产减值损失	48.99	35.00	35.00	35.00	经营活动现金流净额	2336.01	2941.39	2798.96	3456.81
投资收益	85.33	45.00	45.00	45.00	资本支出	-2618.87	-1020.00	-1520.00	-2018.00
公允价值变动损益	-0.10	-0.05	-0.07	-0.06	其他	-2742.58	44.95	44.93	44.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5361.45	-975.05	-1475.07	-1973.06
营业利润	2528.05	2627.48	3034.75	3656.40	短期借款	-491.25	32.36	5.00	29.00
其他非经营损益	51.09	-5.60	-6.98	-6.93	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2579.13	2621.89	3027.76	3649.46	股权融资	57.50	0.00	0.00	0.00
所得税	647.44	648.77	749.56	905.43	支付股利	-311.15	-380.80	-394.62	-455.64
净利润	1931.69	1973.12	2278.21	2744.03	其他	4430.17	-670.84	-38.83	-93.53
少数股东损益	27.71	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	3685.27	-1019.28	-428.45	-520.17
归属母公司股东净利润	1903.98	1973.12	2278.21	2744.03	现金流量净额	661.82	947.06	895.43	963.59
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4061.44	5008.51	5903.94	6867.53	成长能力				
应收和预付款项	2012.50	2145.20	2703.79	3314.77	销售收入增长率	37.45%	14.46%	19.80%	24.16%
存货	61.48	71.09	85.39	106.26	营业利润增长率	37.56%	3.93%	15.50%	20.48%
其他流动资产	2668.68	3054.52	3659.31	4543.23	净利润增长率	33.51%	2.14%	15.46%	20.45%
长期股权投资	311.23	311.23	311.23	311.23	EBITDA 增长率	42.36%	7.34%	13.06%	17.61%
投资性房地产	435.95	435.95	435.95	435.95	获利能力				
固定资产和在建工程	5899.70	5629.45	5352.15	5062.08	毛利率	13.22%	12.34%	12.12%	11.91%
无形资产和开发支出	3083.61	3838.80	5093.99	6849.17	三费率	3.80%	3.73%	3.80%	3.83%
其他非流动资产	1433.93	1391.96	1349.98	1308.01	净利率	7.03%	6.28%	6.05%	5.87%
资产总计	19968.53	21886.71	24895.72	28798.23	ROE	16.38%	15.49%	15.58%	16.22%
短期借款	165.64	198.00	203.00	232.00	ROA	9.67%	9.02%	9.15%	9.53%
应付和预收款项	4118.32	4936.83	5897.33	7302.17	ROIC	19.83%	16.71%	17.70%	18.52%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.08%	10.39%	9.81%	9.29%
其他负债	3890.66	4009.96	4169.89	4350.16	营运能力				
负债合计	8174.62	9144.78	10270.21	11884.33	总资产周转率	1.61	1.50	1.61	1.74
股本	380.09	382.31	382.31	382.31	固定资产周转率	6.66	6.08	7.49	9.41
资本公积	5996.53	5994.31	5994.31	5994.31	应收账款周转率	21.90	22.15	22.88	22.75
留存收益	4542.40	6134.72	8018.31	10306.70	存货周转率	446.48	415.75	423.07	429.89
归属母公司股东权益	11499.46	12447.46	14331.04	16619.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.16%	—	—	—
少数股东权益	294.46	294.46	294.46	294.46	资本结构				
股东权益合计	11793.92	12741.92	14625.51	16913.90	资产负债率	40.94%	41.78%	41.25%	41.27%
负债和股东权益合计	19968.53	21886.71	24895.72	28798.23	带息债务/总负债	38.51%	35.18%	31.73%	27.66%
					流动比率	1.83	1.79	1.81	1.75
					速动比率	1.82	1.78	1.79	1.74
					股利支付率	16.34%	19.30%	17.32%	16.60%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	3044.03	3267.40	3694.16	4344.78	每股收益	0.67	0.70	0.80	0.97
PE	16.92	16.33	14.14	11.74	每股净资产	4.05	4.39	5.05	5.86
PB	2.80	2.59	2.25	1.94	每股经营现金	0.82	1.04	0.99	1.22
PS	1.17	1.02	0.86	0.69	每股股利	0.11	0.13	0.14	0.16
EV/EBITDA	0.36	0.07	-0.17	-0.36					
股息率	0.97%	1.18%	1.22%	1.41%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn