

商誉减值拖累业绩，股权激励彰显信心

投资要点

● **业绩**：圆通速递公布2019年年度报告与2020年第一季度报告，2019年全年实现营业收入311.5亿元(+13.4%)；营业成本274.1亿元(+15.0%)；归母净利润16.7亿元(-12.4%)；扣非后归母净利润15.4亿元(-16.4%)。主要系计提2017年收购的圆通国际商誉减值损失3.4亿元，扣除此影响的公司2019年归母净利润为20.1亿元(+5.6%)，业绩基本符合预期。

2020年Q1实现营业收入55.3亿元(-14.1%)，归母净利润2.7亿元(-25.7%)，扣非后归母净利润2.3亿元(-34.3%)。

● **快递量波动上行，单件收入降幅扩大**。2019年圆通快递量91.2亿件(+36.8%)；市占率14.35%、同比增长1.2pp。2020年Q1快递业务量为16.65亿件(+0.5%)，由于疫情影响件量增速波动但仍处于市占率上升轨道。在整体行业增速换挡、以价换量的竞争激化背景下，单票价格持续下降，2019年公司快递ASP同比下降14.4%至2.95元。

● **降本增效成果显著，现金流情况良好**。2019年全年公司单票快递成本为2.60元(-14.0%)，但成本降幅仍小于ASP降幅，快递业务单票毛利下降7分钱至0.35元，单票归母净利润0.18元，同比下降0.01元(-36.0%)，反应了行业龙头之间竞争加剧。成本分项来看，运输成本和中心操作成本分别同比下降0.11元(-13.4%)和0.07元(-17.1%)，主要得益于公司运力体系的完善和成本管控措施的有效落实。2019年全年经营性现金流量净额同比增长62.6%，单票经营性现金流量净额同比增长0.07元(+18.9%)。

● **股权激励彰显信心**。公司披露第一期股权激励计划(1640万份股票期权，占股本0.52%)，行权期绩效目标为2020年/2021年扣非归母净利不低于24/26亿元，在疫情冲击背景下彰显公司信心，有利于公司团队稳定和长期发展。

● **盈利预测与投资建议**。在行业整体处于高资本开支/价战边际加剧二者叠加的发展阶段，疫情冲击放大了个股业绩的不确定性，圆通持续的资产投入和服务质量的提升保留了从行业出清中幸存的可能性。预计2020-2022年EPS分别为0.67元、0.74元、0.83元，对应2020年PE为18.2X，维持“持有”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。

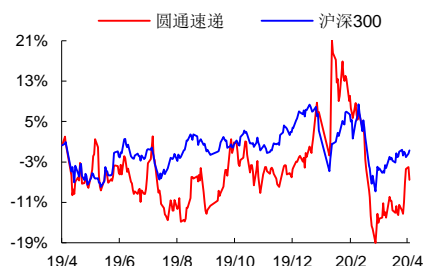
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	31151.12	38159.74	46977.85	56764.25
增长率	13.42%	22.50%	23.11%	20.83%
归属母公司净利润(百万元)	1667.70	2113.41	2327.18	2616.58
增长率	-12.41%	26.73%	10.11%	12.44%
每股收益EPS(元)	0.53	0.67	0.74	0.83
净资产收益率ROE	12.71%	14.73%	14.32%	14.22%
PE	23.1	18.2	16.6	14.7
PB	3.0	2.7	2.4	2.1

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)	31.64
流通A股(亿股)	31.58
52周内股价区间(元)	10.54-15.82
总市值(亿元)	385.43
总资产(亿元)	219.03
每股净资产(元)	5.10

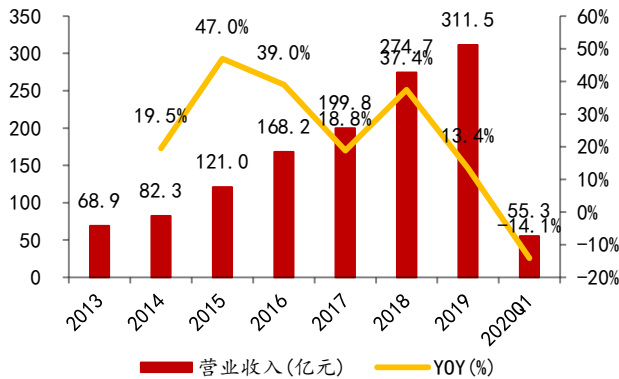
相关研究

1. 圆通速递(600233):成本管控效果显著, 快递单票毛利稳定 (2019-08-29)

成本管控效果显著，业绩边际改善值得期待

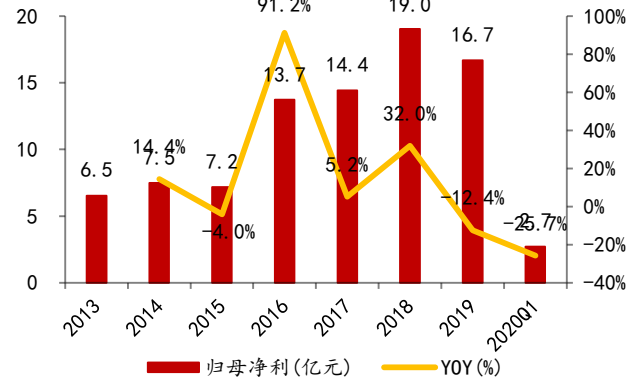
2019 年全年实现营业收入 311.5 亿元 (+13.4%)；营业成本 274.1 亿元 (+15.0%)；归母净利润 16.7 亿元 (-12.4%)；扣非后归母净利润 15.4 亿元 (-16.4%)。2020 年第一季度实现营业收入 55.3 亿元 (-14.1%)；营业成本 49.5 亿元 (-12.5%)；归母净利润 2.7 亿元 (-25.7%)；扣非后归母净利润 2.3 亿元 (-34.3%)。

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

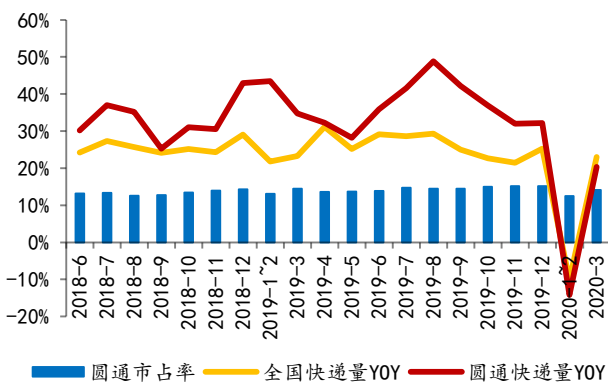


数据来源：公司公告，西南证券整理

快递量波动上行，单件收入降幅扩大

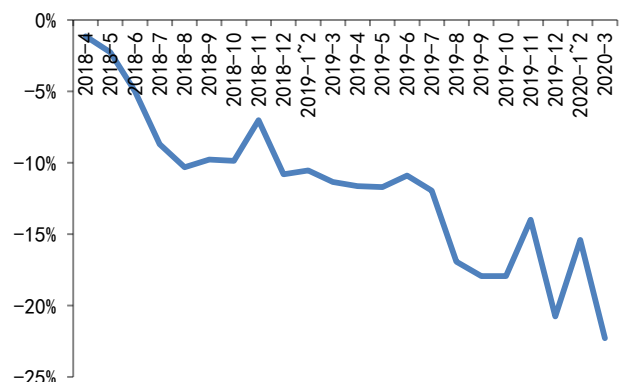
2019 年全年公司快递量约 91.15 亿件，(+36.8%)；全年累计市占率 14.35%，同比增长 1.2pp。2020 年第一季度快递业务量为 16.65 亿件 (+0.5%)，虽然跑赢行业但在与其他快递上市公司的竞争中增速仍处下风。由于疫情影响，第一季度前两月增速显著下滑，3 月强势反弹，增速逐渐恢复，受行业价格战影响，2019 年公司快递单件收入同比下降 14.4% 至 2.95 元。

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：圆通快递单价增速



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

2019 年全年公司实现快递业务收入 268.6 亿元，同比增长 17.0%，其中国际快递收入 4.7 亿元，同比增长 119.8%，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。全年公司货代业务收入 28.6 亿元，同比下降 19.0%。

成本管控措施有效落实，降本增效成果显著

2019 年全年公司单票快递成本为 2.60 元，同比下降 14.0%，降幅略小于 ASP 降幅；剔除补贴和派费后单票快递成本为 1.09 元，同比下降 13.9%。其中面单成本增长 0.01 元，主要系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 (-13.4%) 和 0.07 元 (-17.1%)，主要得益于公司成本管控措施的有效落实，公司对自动化分拣设备的持续投入、以及人均效能的提升，快递业务单票毛利仅下降 7 分钱至 0.35 元。

表 1：圆通单票业绩深度拆分

	2016	2017	2018	2019	同比增长	同比增幅
快递量 (亿件)	44.6	50.64	66.64	91.15	24.51	36.8%
市占率	14.3%	12.6%	13.1%	14.3%	1.2%	
单票收入	3.77	3.95	3.51	3.00	-0.51	-14.6%
单票快递收入	3.64	3.68	3.44	2.95	-0.49	-14.4%
单票其他收入	0.14	0.27	0.07	0.05	-0.02	-27.7%
单票成本	3.26	3.37	3.08	2.63	-0.44	-14.4%
单票快递成本	3.18	3.29	3.03	2.60	-0.42	-14.0%
面单成本	0.03	0.01	0.03	0.03	0.01	22.8%
中转成本	1.89	1.91	1.63	1.26	-0.37	-22.7%
其中：运输	0.91	0.93	0.80	0.69	-0.11	-13.4%
中心操作	0.43	0.47	0.44	0.36	-0.07	-17.1%
补贴	0.54	0.51	0.40	0.21	-0.19	-47.6%
派送成本	1.26	1.37	1.37	1.31	-0.06	-4.4%
单票其他成本	0.08	0.08	0.05	0.03	-0.02	-34.0%
单票毛利	0.51	0.58	0.43	0.36	-0.07	-16.4%
单票快递毛利	0.46	0.39	0.41	0.35	-0.07	-16.7%
单票其他毛利	0.05	0.19	0.02	0.02	0.00	-11.9%
单票三费	0.12	0.13	0.17	0.13	-0.04	-21.9%
销售费用	0.02	0.01	0.01	0.01	0.00	-7.6%
管理费用	0.10	0.12	0.16	0.12	-0.05	-28.6%
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	-218.8%
单票净利润	0.31	0.29	0.29	0.18	-0.11	-36.4%
单票归母净利	0.31	0.28	0.29	0.18	-0.10	-36.0%
单票扣非归母净利	0.29	0.27	0.28	0.17	-0.11	-38.9%
单票经营性净现金流	0.42	0.31	0.35	0.42	0.07	18.9%

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

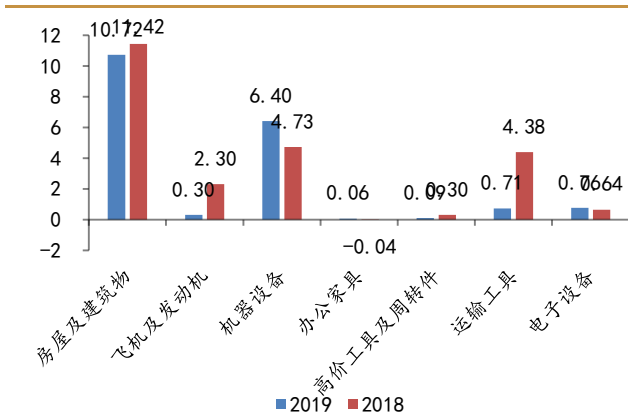
2019 年公司三费+研发费用整体同比增长 1.6 亿元 (+14.6%)，公司加大研发投入导致研发费用增长至 0.62 亿元；发行可转债利息支出增加导致财务费用增长至 0.5 亿元。

公司 2019 年单票归母净利 0.18 元，同比下降 0.01 元 (-36.0%)。公司现金流情况良好，2019 年全年经营性现金流量净额同比增长 62.6%，单票经营性现金流量净额同比增长 0.07 元 (+18.9%)。

产能投资力度持续加大，布局核心资源

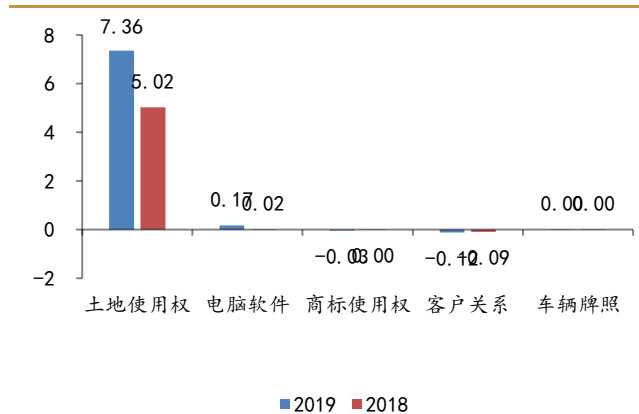
公司持续加大对土地、转运中心和运输工具的投入，并且显著加大了自动化设备的投入，新增机器设备账面价值 6.4 亿元；新增固定资产与无形资产账面价值共计 26.4 亿元，其中无形资产同比增长 49%。报告期内，公司完成 22 个枢纽转运中心的改造、扩建计划，完成 16 个枢纽转运中心的搬迁。累计安装完成自动分配器 4100 台，上车扫描仪 1046 台，在转运中心、城配中心及建包中心共布局完成自动化分拣设备 80 套。截止报告期末，公司自有干线运输车辆达 1555 辆，自有车队数量 12 架，其中波音 757-200 共 5 架，波音 737-800 共 7 架。

图 5：圆通新增固定资产账面价值（亿元）



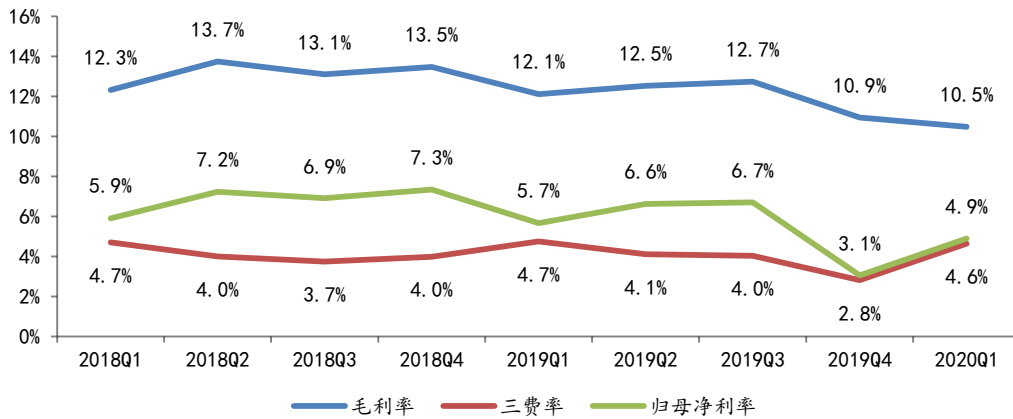
数据来源：公司公告，西南证券整理

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，业绩迎来边际改善。

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 2020/2021/2022 年快递业务件量增速分别为 28%/26%/20%；单票收入分别为 2.80 /2.72 /2.70 元。

假设 2：单票运输成本分别为 0.68 /0.68 /0.68 元；中心操作成本分别为 0.36 /0.35 /0.35 元。

假设 3：货代等其他业务收入保持稳定，毛利率在 12%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年份业务收入成本如下：

表 2：圆通速递业务拆分

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	31,151	38,160	46,978	56,764
快递业务	26,856	32,657	39,913	47,656
货代业务	2,862	3,721	4,837	6,288
其他业务	1,433	1,783	2,228	2,820
营业成本	27,411	33,797	41,963	50,959
快递业务	23,711	28,987	35,919	43,102
货代业务	2,438	3,169	3,961	5,150
其他业务	1,263	1,642	2,083	2,707

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)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	31151.12	38159.74	46977.85	56764.25	净利润	1680.79	2113.41	2327.18	2616.58
营业成本	27411.33	33797.36	41962.58	50959.49	折旧与摊销	854.63	334.74	335.19	336.07
营业税金及附加	92.68	111.40	138.90	167.30	财务费用	51.50	76.32	93.96	113.53
销售费用	88.11	92.89	120.53	143.15	资产减值损失	-342.01	35.00	35.00	35.00
管理费用	1051.98	1311.12	1625.70	1951.79	经营营运资本变动	3310.42	-140.49	893.08	968.64
财务费用	51.50	76.32	93.96	113.53	其他	-1756.53	-121.54	-142.36	-131.95
资产减值损失	-342.01	35.00	35.00	35.00	经营活动现金流净额	3798.78	2297.44	3542.04	3937.86
投资收益	14.62	45.00	45.00	45.00	资本支出	5635.89	-1020.00	-1520.00	-2018.00
公允价值变动损益	83.18	41.54	62.36	51.95	其他	-9398.97	86.54	107.36	96.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3763.07	-933.46	-1412.64	-1921.05
营业利润	2264.55	2822.20	3108.54	3490.95	短期借款	-111.28	143.64	5.00	29.00
其他非经营损益	-44.33	-21.79	-24.20	-25.23	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2220.22	2800.42	3084.34	3465.72	股权融资	134.20	0.00	0.00	0.00
所得税	539.43	687.00	757.17	849.14	支付股利	0.00	-333.54	-422.68	-465.44
净利润	1680.79	2113.41	2327.18	2616.58	其他	-579.84	-728.98	-93.96	-113.53
少数股东损益	13.08	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-556.92	-918.88	-511.64	-549.96
归属母公司股东净利润	1667.70	2113.41	2327.18	2616.58	现金流量净额	-500.25	445.10	1617.76	1466.85
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3569.53	4014.64	5632.40	7099.25	成长能力				
应收和预付款项	1359.00	2271.11	2658.60	3148.36	销售收入增长率	13.42%	22.50%	23.11%	20.83%
存货	61.53	75.87	94.20	114.40	营业利润增长率	-10.42%	24.63%	10.15%	12.30%
其他流动资产	3638.08	3297.39	3439.04	3596.24	净利润增长率	-12.99%	25.74%	10.11%	12.44%
长期股权投资	312.10	312.10	312.10	312.10	EBITDA 增长率	4.16%	1.97%	9.42%	11.39%
投资性房地产	439.19	439.19	439.19	439.19	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	20.00	39.55	56.22	毛利率	12.01%	11.43%	10.68%	10.23%
无形资产和开发支出	3517.55	4224.09	5430.62	7137.16	三费率	3.83%	3.88%	3.92%	3.89%
其他非流动资产	9263.98	9222.70	9181.43	9140.15	净利率	5.40%	5.54%	4.95%	4.61%
资产总计	22160.97	23877.08	27227.13	31043.08	ROE	12.71%	14.73%	14.32%	14.22%
短期借款	54.36	198.00	203.00	232.00	ROA	7.58%	8.85%	8.55%	8.43%
应付和预收款项	5056.99	6029.44	7469.81	9105.42	ROIC	22.74%	50.42%	42.17%	37.78%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.18%	8.47%	7.53%	6.94%
其他负债	3828.69	3298.17	3298.35	3298.55	营运能力				
负债合计	8940.04	9525.61	10971.16	12635.97	总资产周转率	1.48	1.66	1.84	1.95
股本	394.37	396.59	396.59	396.59	固定资产周转率	11.73	—	4805.92	1999.71
资本公积	6116.44	6114.22	6114.22	6114.22	应收账款周转率	24.03	26.06	24.73	25.02
留存收益	5785.49	7565.37	9469.86	11621.00	存货周转率	445.65	491.94	493.47	488.59
归属母公司股东权益	12893.66	14024.20	15928.69	18079.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.60%	—	—	—
少数股东权益	327.27	327.27	327.27	327.27	资本结构				
股东权益合计	13220.94	14351.47	16255.97	18407.11	资产负债率	40.34%	39.89%	40.29%	40.70%
负债和股东权益合计	22160.97	23877.08	27227.13	31043.08	带息债务/总负债	34.36%	33.75%	29.35%	25.71%
					流动比率	1.53	1.55	1.54	1.49
					速动比率	1.52	1.54	1.53	1.48
					股利支付率	0.00%	15.78%	18.16%	17.79%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	3170.68	3233.26	3537.69	3940.54	每股收益	0.53	0.67	0.74	0.83
PE	23.11	18.24	16.56	14.73	每股净资产	4.07	4.43	5.03	5.71
PB	2.99	2.75	2.42	2.13	每股经营现金	1.20	0.73	1.12	1.24
PS	1.24	1.01	0.82	0.68	每股股利	0.00	0.11	0.13	0.15
EV/EBITDA	-2.69	-2.73	-2.95	-3.01					
股息率	0.00%	0.87%	1.10%	1.21%					

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn