

## 公司研究

## 疫情推升海外货运需求，国际业务盈利大幅提升

## ——圆通速递（600233.SH）2020年报及2021年一季度点评

## 要点

◆**事件：公司发布2020年报及2021年一季度报。**公司20年实现营业收入349亿元，同比增长12.06%；实现归母净利润17.7亿元，同比上涨5.94%；实现扣非归母净利润15.4亿元，同比上涨0.25%。公司拟派发现金股利（税前）0.15元/股，分红率达约27%，连续三年分红率超过20%。由于上年低基数叠加今年“春节不打烊”，公司21年一季度实现营业收入89.6亿元，同比上涨61.91%，实现归母净利润3.71亿元，同比上涨36.7%。

◆**快递单量保持高增速，市场占比继续提升。**公司2020年快递单量约126.48亿件，同比增长38.76%，超全国快递单量增速7.56pct。2020年公司快递业务量占全国快递服务企业业务量的比例为15.17%，较19年同期提升0.82pct。2021年一季度公司快递完成量约31.45亿件，同比增长88.9%，占全国快递业务量比例为14.34%，较上年同期占比提升1.05pct。

◆**快递业务收入增速下降，单票收入下降。**公司2020年快递业务收入293亿，较19年同期提升6.86%，低于上年同期增速（18.02%）；单票收入2.27元，较19年同期下降22.91%，主要原因是市场竞争激烈，公司适当下调了快递服务价格。2021年第一季度，公司快递业务收入同比上涨64.62%，单票收入约2.36元，同比下降12.8%。

◆**单票成本降幅低于单票收入降幅，快递业务毛利率下降。**公司2020年单票成本约2.13元，同比下降18.12%，其中单票派送成本、单票运输成本、单票中心操作成本、单票网点中转费分别同比下降10.76%、26.26%、13.41%、41.0%，主要原因是公司完善运能体系建设与管控，同时通过数字化管理和设备投入优化资源使用效率，2020年公司车均票量同比提升超过28%，中转中心人均效能同比提升超过36%。综合收入成本，公司2020年单票毛利约0.14元，同比下降58.98%；2020年公司快递业务毛利率为6.97%，同比下降5.08个百分点。

◆**疫情推升海外货运需求，圆通国际、圆通航空盈利大幅提升。**2020年公司实现归母净利润17.67亿元，其中圆通速递国际实现归母净利润2.52亿港元，同比增长超过800%，圆通航空实现归母净利润2.16亿元，同比增长超过200%。

◆**投资建议：**《浙江省快递业促进条例（草案）》出台，快递行业价格战有望缓和；公司目前落后于头部快递公司，仍有动力扩大市场份额。基于快递行业未来竞争格局具备较大不确定性，暂不考虑增发，我们下调公司2021-2022年净利润28%/29%至19.3亿元/21.1亿元，新增2023年净利润为23.0亿元，2021年-2023年对应EPS分别为0.61元、0.67元、0.73元；维持公司“增持”评级。

◆**风险提示：**宏观经济波动风险导致快递需求下降；行业竞争超预期导致单票收入下滑；行政监管执行力度低于市场预期；募集资金投资项目进展低于预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	31,151	34,907	41,074	47,312	54,513
营业收入增长率	13.42%	12.06%	17.67%	15.19%	15.22%
净利润（百万元）	1,668	1,767	1,927	2,105	2,295
净利润增长率	-12.41%	5.94%	9.08%	9.21%	9.05%
EPS（元）	0.59	0.56	0.61	0.67	0.73
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.93%	10.31%	10.36%	10.40%	10.44%
P/E	19	20	18	17	15
P/B	2.5	2.1	1.9	1.7	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-27。公司2019年底股本约28.4亿股，2020年因转债转股以及回购导致股本增加至31.6亿股。

## 增持（维持）

当前价：11.14元

## 作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

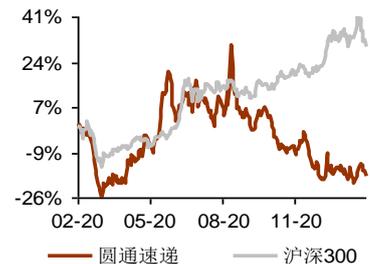
021-52523841

chengxx@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	31.60
总市值(亿元)	352.01
一年最低/最高(元)	10.23/18.37
近3月换手率	17.98%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.81	-2.63	-11.99
绝对	-0.55	-2.37	-11.73

资料来源：Wind

## 相关研报

短期盈利能力承压，看好长期竞争优势——顺丰控股（002352.SZ）2021年一季度点评（2021-04-23）

国内客运需求二次探底，五一暑运有望集中释放——交通运输行业周报 20210410（2021-04-11）

寒冬已过，春日可期——交通运输行业 2021 年春季策略报告（2021-03-04） 2021-04-23

成本费用管控发力，Q2 净利润大幅增长——圆通速递（600233.SH）2020 年中报点评（2020-08-28）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	31,151	34,907	41,074	47,312	54,513
营业成本	27,411	31,753	37,071	42,801	49,428
折旧和摊销	773	1,014	1,092	1,182	1,264
税金及附加	93	103	123	142	164
销售费用	88	100	123	142	164
管理费用	1,052	997	1,232	1,514	1,744
研发费用	62	44	82	95	109
财务费用	51	-13	25	-9	53
投资收益	15	0	20	20	20
营业利润	2,265	2,218	2,601	2,837	3,090
利润总额	2,220	2,202	2,561	2,797	3,050
所得税	539	355	615	671	732
净利润	1,681	1,848	1,947	2,126	2,318
少数股东损益	13	81	19	21	23
归属母公司净利润	1,668	1,767	1,927	2,105	2,295
EPS(元)	0.59	0.56	0.61	0.67	0.73

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,799	3,491	3,263	3,966	4,405
净利润	1,668	1,767	1,927	2,105	2,295
折旧摊销	773	1,014	1,092	1,182	1,264
净营运资金增加	-2,751	-151	704	194	235
其他	4,109	860	-460	486	610
投资活动产生现金流	-3,763	-3,331	-858	-980	-980
净资本支出	-3,313	-5,128	-979	-1,000	-1,000
长期投资变化	312	291	0	0	0
其他资产变化	-763	1,506	121	20	20
融资活动现金流	-557	1,007	-917	-1,787	-584
股本变化	14	317	0	0	0
债务净变化	-73	-1,321	-444	-1,310	0
无息负债变化	839	1,295	530	1,070	1,223
净现金流	-500	1,123	1,488	1,199	2,841

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	12.0%	9.0%	9.7%	9.5%	9.3%
EBITDA 率	12.1%	9.3%	9.0%	8.4%	8.0%
EBIT 率	9.4%	6.2%	6.3%	5.9%	5.7%
税前净利润率	7.1%	6.3%	6.2%	5.9%	5.6%
归母净利润率	5.4%	5.1%	4.7%	4.4%	4.2%
ROA	7.6%	7.0%	6.9%	7.2%	7.1%
ROE (摊薄)	12.9%	10.3%	10.4%	10.4%	10.4%
经营性 ROIC	16.4%	10.3%	10.9%	11.7%	13.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	40%	34%	32%	30%	31%
流动比率	1.53	1.00	1.20	1.41	1.56
速动比率	1.52	1.00	1.19	1.40	1.55
归母权益/有息债务	4.19	9.77	14.21	-	-
有形资产/有息债务	5.91	12.34	17.79	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	22,161	26,429	28,014	29,414	32,424
货币资金	3,570	4,673	6,161	7,360	10,200
交易性金融资产	2,684	993	1,000	1,000	1,000
应收帐款	1,196	1,358	1,598	1,841	2,121
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	453	254	299	344	397
存货	62	51	60	69	80
其他流动资产	500	1,119	1,119	1,119	1,119
流动资产合计	8,628	8,655	10,433	11,960	15,179
其他权益工具	489	489	480	480	480
长期股权投资	312	291	291	291	291
固定资产	7,218	9,686	9,902	9,886	9,716
在建工程	897	1,061	781	640	570
无形资产	3,089	3,850	3,773	3,698	3,624
商誉	426	401	401	401	401
其他非流动资产	139	894	894	894	894
非流动资产合计	13,533	17,774	17,581	17,454	17,245
总负债	8,940	8,913	9,000	8,760	9,984
短期借款	54	1,753	1,310	0	0
应付账款	3,492	4,296	5,016	5,791	6,688
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1,181	650	765	881	1,015
其他流动负债	0	29	29	29	29
流动负债合计	5,643	8,629	8,727	8,487	9,710
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	3,017	0	0	0	0
其他非流动负债	225	250	250	250	250
非流动负债合计	3,297	285	273	273	273
股东权益	13,221	17,516	19,014	20,654	22,440
股本	394	711	711	711	711
公积金	6,313	9,608	9,735	9,735	9,735
未分配利润	5,589	6,851	8,177	9,795	11,558
归属母公司权益	12,894	17,129	18,609	20,227	21,990
少数股东权益	327	386	406	427	450

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.28%	0.29%	0.30%	0.30%	0.30%
管理费用率	3.38%	2.86%	3.00%	3.20%	3.20%
财务费用率	0.17%	-0.04%	0.06%	-0.02%	0.10%
研发费用率	0.20%	0.13%	0.20%	0.20%	0.20%
所得税率	24%	16%	24%	24%	24%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.15	0.15	0.17	0.18
每股经营现金流	1.34	1.10	1.03	1.26	1.39
每股净资产	4.54	5.42	5.89	6.40	6.96
每股销售收入	10.96	11.05	13.00	14.97	17.25

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	19	20	18	17	15
PB	2.5	2.1	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	1.6	2.9	2.3	1.7	1.2
股息率	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE