

能力提升, 盈利修复

投资要点

- **业绩总结:** 圆通速递公布2020年年报及2021年一季报, 2020年公司实现营业收入349.1亿元(+12.1%), 归母净利润17.7亿元(+5.9%), 扣非后归母净利润15.4亿元(+0.3%)。2021Q1, 公司实现营收89.6亿元(+61.9%), 实现归母净利润3.7亿元(+36.7%), 扣非后归母净利润3.4亿元(+44.8%)。
- **2020年快递行业竞争激化, 圆通市占率保持提升。量:** 圆通2020全年完成快递件量126.5亿件(+38.8%)、超出行业增速约7.6pp, 公司件量市占率15.2%, 较2019年提升0.82pp。因2021年春节不打烊以及低基数效应, 21Q1公司件量31.5亿件、实现89%的高增长。**价:** 极免入局带来行业价格战的激化, 同时疫情优惠政策带来定价端的让利, 2020年公司快递业务ASP为2.27元(-22.9%), 2021Q1公司ASP同比下降12.9%。
- **单票成本下降, 但快递主业盈利仍下滑。** 2020年公司单票快递成本为2.13元(-18.1%), 但成本降幅仍小于ASP降幅, 快递业务单票毛利0.14元(下降0.21元), 快递毛利率为7.0%(同比下降5.1pp)。分项来看, 单票运输成本0.51元, 同比下降0.18元(-26.3%); 单票中心操作成本0.31, 同比下降0.05元(-13.4%)、主要过路费减免以及规模效益持续体现, 单票网点中转成本0.12元, 下降0.09元(-41%)、主要系结算政策调整。我们认为公司的产能的持续投入及运营体系的不断优化, 单票成本仍旧处于下降通道。
- **航空和货代业务亮眼。** 受益于航空货运市场的高景气, 2020年公司航空业务营收11.2亿元(+379.6%)、自有航空机队数10架的圆通航空实现归母净利润为2.16亿元; 货代业务营收为36.6亿(+26.6%), 圆通国际归母净利润为2.5亿港元, 增厚公司盈利。
- **盈利预测与投资建议。** 中期看, 极免入局对电商件快递市场的冲击仍在演化中, 价格战阶段性缓和有望带来的快递板块估值修复, 但我们认为当下电商系快递投资应该持产业视角: 更多关注快递企业经营能力及市占率、淡化当期利润考量。圆通着力于核心产能建设和服务质量提升, 保留了其在快递行业出清期的竞争力。我们预计公司2021/22/23年EPS分别为0.59元、0.65元、0.71元, 对应2021/22/23年PE分别为18.9X、17.2X、15.7X, 维持“买入”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。

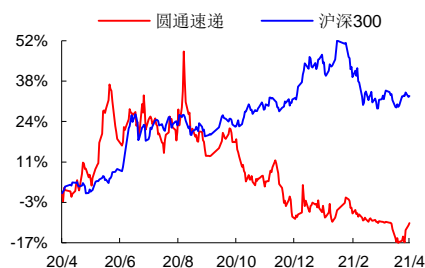
| 指标/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 34,907.0 | 40,067.2 | 46,372.7 | 53,759.8 |
| 增长率 | 12.06% | 14.78% | 15.74% | 15.93% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,766.8 | 1,860.5 | 2,047.8 | 2,239.9 |
| 增长率 | 5.94% | 5.30% | 10.07% | 9.38% |
| 每股收益EPS(元) | 0.56 | 0.59 | 0.65 | 0.71 |
| 净资产收益率ROE | 10.55% | 10.17% | 9.84% | 9.89% |
| PE | 19.9 | 18.9 | 17.2 | 15.7 |
| PB | 2.05 | 1.89 | 1.73 | 1.59 |

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) | 31.60 |
| 流通A股(亿股) | 31.58 |
| 52周内股价区间(元) | 10.31-18.37 |
| 总市值(亿元) | 352.01 |
| 总资产(亿元) | 272.01 |
| 每股净资产(元) | 5.54 |

相关研究

1. 圆通速递(600233): 成本管控及多元布局显成效, Q2业绩同比增长40% (2020-08-28)
2. 圆通速递(600233): 商誉减值拖累业绩, 股权激励彰显信心 (2020-04-29)

核心假设与业务拆分

假设 1: 公司 2021/2022/2023 年快递业务件量增速分别为 34%/25%/20%; ASP 分别为 1.97 /1.81/1.74 元。

假设 2: 单票运输成本分别为 0.43/0.39/0.35 元; 中心操作成本分别为 0.28/0.25/0.25 元。

假设 3: 航空业务未来三年保持 18% 增速; 货代等其他业务收入保持稳定。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年份业务收入成本如下:

表 1: 圆通速递业务拆分

| 单位: 百万元人民币 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 34,907 | 40,067 | 46,373 | 53,760 |
| 快递业务 | 29,293 | 33,365 | 38,369 | 44,201 |
| 货代业务 | 3,623 | 4,348 | 5,218 | 6,261 |
| 航空业务 | 1,122 | 1,324 | 1,562 | 1,843 |
| 其他业务 | 869 | 1,031 | 1,224 | 1,454 |
| 营业成本 | 31,753 | 36,454 | 42,456 | 49,392 |
| 快递业务 | 27,251 | 31,008 | 35,861 | 41,400 |
| 货代业务 | 3,037 | 3,645 | 4,374 | 5,248 |
| 航空业务 | 855 | 1,009 | 1,190 | 1,404 |
| 其他业务 | 610 | 793 | 1,031 | 1,340 |

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) | | | | |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入 | 34907.04 | 40067.16 | 46372.70 | 53759.77 | 净利润 | 1847.70 | 1945.70 | 2047.78 | 2239.85 |
| 营业成本 | 31752.53 | 36453.94 | 42455.78 | 49392.50 | 折旧与摊销 | 1104.12 | 845.47 | 857.85 | 876.64 |
| 营业税金及附加 | 103.39 | 119.32 | 137.83 | 159.80 | 财务费用 | -13.44 | 24.73 | -3.63 | -13.54 |
| 销售费用 | 100.30 | 114.53 | 132.78 | 153.84 | 资产减值损失 | -0.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 997.40 | 1081.81 | 1252.06 | 1397.75 | 经营营运资本变动 | 649.75 | -884.28 | 681.47 | 618.99 |
| 财务费用 | -13.44 | 24.73 | -3.63 | -13.54 | 其他 | -96.20 | -130.29 | -131.35 | -130.82 |
| 资产减值损失 | -0.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 3491.02 | 1801.32 | 3452.12 | 3591.12 |
| 投资收益 | 0.09 | 45.00 | 45.00 | 45.00 | 资本支出 | -3458.50 | -1020.00 | -1520.00 | -2018.00 |
| 公允价值变动损益 | 87.40 | 85.29 | 86.35 | 85.82 | 其他 | 127.19 | 130.29 | 131.35 | 130.82 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -3331.31 | -889.71 | -1388.65 | -1887.18 |
| 营业利润 | 2217.67 | 2403.11 | 2529.23 | 2800.24 | 短期借款 | 1699.01 | -1225.73 | -324.63 | 29.00 |
| 其他非经营损益 | -15.38 | 39.18 | 17.21 | -26.34 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 2202.29 | 2442.29 | 2546.45 | 2773.91 | 股权融资 | 3579.83 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 354.59 | 496.60 | 498.67 | 534.05 | 支付股利 | 0.00 | -353.35 | -372.09 | -409.56 |
| 净利润 | 1847.70 | 1945.70 | 2047.78 | 2239.85 | 其他 | -4271.39 | 1.33 | 3.63 | 13.54 |
| 少数股东损益 | 80.95 | 85.24 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 1007.45 | -1577.75 | -693.09 | -367.01 |
| 归属母公司股东净利润 | 1766.75 | 1860.45 | 2047.78 | 2239.85 | 现金流量净额 | 1122.60 | -666.14 | 1370.38 | 1336.93 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 4672.85 | 4006.72 | 5377.09 | 6714.02 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 1780.79 | 2292.67 | 2567.84 | 2972.78 | 销售收入增长率 | 12.06% | 14.78% | 15.74% | 15.93% |
| 存货 | 51.09 | 58.66 | 68.32 | 79.48 | 营业利润增长率 | -2.07% | 8.36% | 5.25% | 10.72% |
| 其他流动资产 | 2149.97 | 2276.57 | 2478.63 | 2715.35 | 净利润增长率 | 9.93% | 5.30% | 5.25% | 9.38% |
| 长期股权投资 | 291.38 | 291.38 | 291.38 | 291.38 | EBITDA 增长率 | 4.34% | -1.06% | 3.36% | 8.27% |
| 投资性房地产 | 518.83 | 518.83 | 518.83 | 518.83 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 10747.58 | 10331.69 | 9903.41 | 9454.35 | 毛利率 | 9.04% | 9.02% | 8.45% | 8.12% |
| 无形资产和开发支出 | 4272.50 | 4906.75 | 6041.00 | 7675.24 | 三费率 | 3.11% | 3.05% | 2.98% | 2.86% |
| 其他非流动资产 | 1944.16 | 1900.34 | 1856.51 | 1812.69 | 净利率 | 5.29% | 4.86% | 4.42% | 4.17% |
| 资产总计 | 26429.15 | 26583.60 | 29103.00 | 32234.12 | ROE | 10.55% | 10.17% | 9.84% | 9.89% |
| 短期借款 | 1753.36 | 527.63 | 203.00 | 232.00 | ROA | 6.99% | 7.32% | 7.04% | 6.95% |
| 应付和预收款项 | 5332.58 | 5902.69 | 6950.15 | 8082.25 | ROIC | 13.98% | 12.41% | 12.14% | 12.71% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 9.48% | 8.17% | 7.30% | 6.81% |
| 其他负债 | 1827.54 | 1019.15 | 1140.04 | 1279.75 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 8913.48 | 7449.47 | 8293.19 | 9594.01 | 总资产周转率 | 1.44 | 1.51 | 1.67 | 1.75 |
| 股本 | 711.27 | 711.27 | 711.27 | 711.27 | 固定资产周转率 | 4.13 | 4.23 | 4.99 | 5.80 |
| 资本公积 | 9379.37 | 9379.37 | 9379.37 | 9379.37 | 应收账款周转率 | 27.33 | 26.80 | 26.69 | 26.95 |
| 留存收益 | 7079.40 | 8586.50 | 10262.18 | 12092.48 | 存货周转率 | 563.84 | 664.29 | 668.72 | 668.39 |
| 归属母公司股东权益 | 17129.49 | 18662.71 | 20338.39 | 22168.69 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 101.17% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 386.18 | 471.42 | 471.42 | 471.42 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 17515.67 | 19134.13 | 20809.81 | 22640.11 | 资产负债率 | 33.73% | 28.02% | 28.50% | 29.76% |
| 负债和股东权益合计 | 26429.15 | 26583.60 | 29103.00 | 32234.12 | 带息债务/总负债 | 19.67% | 7.08% | 2.45% | 2.42% |
| | | | | | 流动比率 | 1.00 | 1.21 | 1.31 | 1.34 |
| | | | | | 速动比率 | 1.00 | 1.20 | 1.30 | 1.33 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 18.99% | 18.17% | 18.28% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.56 | 0.59 | 0.65 | 0.71 |
| | | | | | 每股净资产 | 5.42 | 5.91 | 6.44 | 7.02 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.10 | 0.57 | 1.09 | 1.14 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.11 | 0.12 | 0.13 |
| 业绩和估值指标 | | | | | | | | | |
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | | | | |
| EBITDA | 3308.35 | 3273.31 | 3383.45 | 3663.34 | | | | | |
| PE | 19.92 | 18.92 | 17.19 | 15.72 | | | | | |
| PB | 2.05 | 1.89 | 1.73 | 1.59 | | | | | |
| PS | 1.01 | 0.88 | 0.76 | 0.65 | | | | | |
| EV/EBITDA | 0.29 | 0.12 | -0.39 | -0.71 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 1.00% | 1.06% | 1.16% | | | | | |

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 |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@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 |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 刘琦 | 销售经理 | 18612751192 | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 地区销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 地区销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 彭博 | 销售经理 | 13391699339 | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 林芷璇 | 高级销售经理 | 15012585122 | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |