

圆通速递 (600233.SH)

价格战影响盈利能力，管理持续改善

事件：公司发布 2020 年年报及 1Q21 季报。2020 年公司实现营收 349 亿元 (+12.1%)，归母净利润 17.7 亿元 (+5.9%)，扣非归母净利润 15.4 亿元 (+0.3%)。1Q21 实现营收 89.6 亿元 (+61.9%)，归母净利润 3.7 亿元 (+36.7%)，扣非归母净利润 3.4 亿元 (+44.8%)。

市场竞争激烈拖累盈利水平，费用管控良好。(1) 2020 年：分业务看，来自快递、货代和航空业务的收入分别为 293 亿元、36 亿元和 11 亿元，同比分别 +6.9%、+26.6%和 +379.6%，占比分别为 86%、11%和 3%。整体毛利率 9%，同比下降 3pct，主要系市场竞争激烈导致快递业务毛利率下降 5.1pct 至 7%。期间费用率为 3.23%，同比 -0.8pct，其中销售费用率 0.29% (基本持平)，管理费用率 -0.52pct 至 2.86%，研发费用率 -0.07pct 至 0.13%，财务费用率 -0.2pct 至 -0.04%。**(2) 1Q21：**营收同比高增长系上年同期基数较低，以及今年实行春节不打烊政策；毛利率 8.27%，同比 -2.2pct，主要系价格战影响自 2020 年复工后持续至 1Q21，导致快递业“增量不增利”。公司延续良好的费用管控，销售、管理、研发和财务费用率分别为 0.28%、2.84%，0.14%和 -0.04%，与 20 年持平。

价格战下市占率提升，成本持续改善。2020 年公司完成快递业务量 126.48 亿件 (+38.8%)，市占率为 15.17% (+0.82pct)。由于价格战影响，公司下调服务价格，快递单票收入为 2.27 元 (-22.9%)。得益于公司成本管控和疫情期间国家出台优惠政策，2020 年单票快递成本下降 18%至 2.13 元，其中单票运输成本 0.51 元 (-26%)，单票网点中转费 0.12 元 (-41%)，单票中心操作成本 0.31 元 (-13%)，单票毛利 0.14 元 (-59%)。1Q21 价格战持续，公司完成快递业务量 31.5 亿件 (+89%)，实现收入 74.3 亿元 (+65%)，单票价格为 2.36 元 (-13%)

航空业务增长亮眼，自有机队作用凸显。公司是国内仅有的两家拥有自有航空公司的民营快递企业之一，截至 20 年末拥有 5 架 B757 及 5 架 B737。疫情期间由于客机腹舱运力减少，空运资源紧缺，20 年航空业务表现亮眼，实现营收 11 亿元 (+380%)，毛利率 23.8% (由负转正，同比 +91pct)，圆通航空归母净利润 2.16 亿元，增长超 200%。自有机队夯实公司竞争力：1) 提高产品时效，有利于开拓商务快递及高价值产品寄递业务；2) 为布局国际快递业务，拓展海外市场打好基础。

投资建议。市场竞争仍然激烈，我们预计公司 2021-2023 年实现净利润 17.6 亿元、20.1 亿元、22.0 亿元，EPS 为 0.56 元、0.64 元、0.70 元，对应 PE 为 20.0x、17.5x、16.0x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增速低于预期风险、市场竞争加剧风险、人工成本上升风险、电商增长不及预期风险、油价上涨风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	31,151	34,907	40,180	47,978	57,080
增长率 yoy (%)	13.4	12.1	15.1	19.4	19.0
归母净利润(百万元)	1,668	1,767	1,761	2,010	2,201
增长率 yoy (%)	-12.4	5.9	-0.3	14.1	9.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.53	0.56	0.56	0.64	0.70
净资产收益率 (%)	12.7	10.5	9.5	10.1	10.2
P/E(倍)	21.1	19.9	20.0	17.5	16.0
P/B(倍)	2.7	2.1	1.9	1.8	1.6

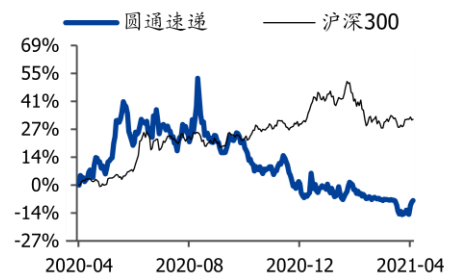
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 27 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	物流
前次评级	买入
04 月 27 日收盘价	11.14
总市值(百万元)	35,200.51
总股本(百万股)	3,159.83
其中自由流通股(%)	99.93
30 日日均成交量(百万股)	6.32

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

研究助理 王凯婕

邮箱：wangkaijie@gszq.com

相关研究

- 《圆通速递 (600233.SH)：市场竞争加剧，Q3 业绩有所承压》2020-10-28
- 《圆通速递 (600233.SH)：再度获得阿里增持，强化资本合作纽带》2020-09-02
- 《圆通速递 (600233.SH)：Q2 业绩大幅增长，自有机队优势凸显》2020-08-28



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8628	8655	8593	7720	7109	营业收入	31151	34907	40180	47978	57080
现金	3570	4673	4316	3017	1967	营业成本	27411	31753	36527	43743	52233
应收票据及应收账款	1196	1358	1582	1929	2248	营业税金及附加	93	103	119	142	169
其他应收款	453	254	254	254	254	营业费用	88	100	115	138	164
预付账款	1196	1358	0	0	0	管理费用	1052	997	1148	1371	1631
存货	62	51	78	95	140	研发费用	62	44	50	60	71
其他流动资产	2152	960	2363	2425	2500	财务费用	51	-13	-33	-24	-2
非流动资产	13533	17774	20454	23586	27238	资产减值损失	-356	-54	0	0	0
长期投资	312	291	291	291	291	其他收益	131	241	132	189	189
固定资产	7218	9686	11713	14060	16774	公允价值变动收益	83	87	0	0	0
无形资产	3089	3850	4526	5334	6295	投资净收益	15	0	0	0	0
其他非流动资产	2913	3947	3924	3901	3878	资产处置收益	-3	20	0	0	0
资产总计	22161	26429	29047	31306	34347	营业利润	2265	2218	2384	2736	3002
流动负债	5643	8629	9928	10633	11985	营业外收入	11	14	10	0	0
短期借款	54	1753	1753	1753	1753	营业外支出	55	29	5	0	0
应付票据及应付账款	3492	4296	4663	5334	5841	利润总额	2220	2202	2389	2736	3002
其他流动负债	2096	2579	3511	3545	4390	所得税	539	355	597	684	751
非流动负债	3297	285	285	285	285	净利润	1681	1848	1792	2052	2252
长期借款	3017	0	0	0	0	少数股东损益	13	81	31	43	50
其他非流动负债	280	285	285	285	285	归属母公司净利润	1668	1767	1761	2010	2201
负债合计	8940	8913	10213	10918	12270	EBITDA	3126	3293	3695	4378	5056
少数股东权益	327	386	386	386	386	EPS (元)	0.53	0.56	0.56	0.64	0.70
股本	394	711	711	711	711						
资本公积	6116	9379	9379	9379	9379						
留存收益	5785	7079	8397	9952	11641						
归属母公司股东权益	12894	17129	18448	20002	21691						
负债和股东权益	22161	26429	29047	31306	34347						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3799	3491	4102	3974	5219
净利润	1681	1848	1792	2052	2252
折旧摊销	855	1104	1338	1666	2056
财务费用	51	-13	-33	-24	-2
投资损失	-15	0	0	0	0
营运资金变动	852	537	1032	296	958
其他经营现金流	374	16	-27	-16	-45
投资活动现金流	-3763	-3331	-4018	-4798	-5708
资本支出	3359	5213	4018	4798	5708
长期投资	-544	1712	0	0	0
其他投资现金流	-948	3594	0	0	0
筹资活动现金流	-557	1007	-441	-474	-561
短期借款	-111	1699	0	0	0
长期借款	35	-3017	0	0	0
普通股增加	14	317	0	0	0
资本公积增加	120	3263	0	0	0
其他筹资现金流	-615	-1254	-441	-474	-561
现金净增加额	-500	1123	-357	-1298	-1050

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	13.4	12.1	15.1	19.4	19.0
营业利润(%)	-10.4	-2.1	7.5	14.8	9.7
归属于母公司净利润(%)	-12.4	5.9	-0.3	14.1	9.5
获利能力					
毛利率(%)	12.0	9.0	9.1	8.8	8.5
净利率(%)	5.4	5.1	4.4	4.2	3.9
ROE(%)	12.7	10.5	9.5	10.1	10.2
ROIC(%)	10.6	9.6	8.6	9.2	9.5
偿债能力					
资产负债率(%)	40.3	33.7	35.2	34.9	35.7
净负债比率(%)	-1.6	-15.0	-12.1	-4.8	0.3
流动比率	1.5	1.0	0.9	0.7	0.6
速动比率	1.5	1.0	0.9	0.7	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.4	1.4	1.6	1.7
应收账款周转率	24.0	27.3	27.3	27.3	27.3
应付账款周转率	9.3	8.2	8.2	8.8	9.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.56	0.56	0.64	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	1.10	1.30	1.26	1.65
每股净资产(最新摊薄)	4.08	5.42	5.84	6.33	6.86
估值比率					
P/E	21.1	19.9	20.0	17.5	16.0
P/B	2.7	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.3	10.0	9.0	7.9	7.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com