

## 证券研究报告—动态报告

交通运输

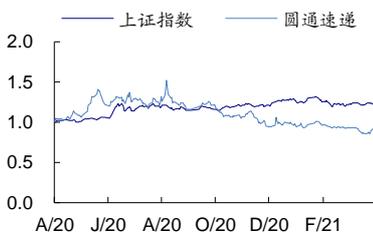
物流 II

**圆通速递(600233)**
**买入**

21 年中报财报点评

(调高评级)

2021 年 08 月 27 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	3,160/3,160
总市值/流通(百万元)	29,766/29,763
上证综指/深圳成指	3,502/14,415
12 个月最高/最低(元)	18.37/8.79

**相关研究报告:**

《圆通速递-600233-20 年年报及 21 年一季报点评: 盈利改善, 国际和航空业务发力》——2021-04-29  
 《圆通速递-600233-20 年三季报财报点评: 竞争激烈, 利润承压》——2020-10-28  
 《圆通速递-600233-重大事件快评: 圆通“定增+阿里增持+调整考核指标”, 彰显竞争决心》——2020-09-02  
 《圆通速递-600233-20 年半年报财报点评: 货代和航空业务业绩亮眼, 快递业务降本明显》——2020-08-29

**证券分析师: 姜明**

 E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010004

**证券分析师: 罗丹**

 E-MAIL: luodan4@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520060003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 持续升级快递网络, 高基数导致利润同比下滑

**● 去年同期高基数, 二季度业绩同比下滑**

2021 年二季度营收 105.4.6 亿元 (+16.5%), 扣非归母净利润 2.55 亿元 (-61.5%), 由于 20 年二季度国内疫情恢复且享受了疫情优惠政策、而同期海外疫情爆发造成利润高基数, 今年二季度业绩同比下滑。

**● 快递价格竞争大幅缓和, 公司市占率持续提升**

今年 4 月份以来, 一方面得益于相关监管部门不断加码对快递行业无序竞争的管制, 另一方面龙头开始重视服务质量的良性竞争, 行业竞争明显缓和, 二季度公司快递单价同比下降 4.4%, 降幅环比大幅收窄 (一季度为 13%)。二季度公司业务量达到 42.7 亿票, 同比增长 30.4%, 增速为通达系中最高, 市占率达到 15.5%, 同比、环比均有提升。

**● 货代和航空业务利润逐步回归理性, 持续升级快递网络**

去年上半年由于海外疫情爆发, 国际货代和国际航空业务短期爆发, 随着疫情常态化, 今年业务表现逐步回归理性, 毛利润分别同比下滑 31%和 11%。由于去年二季度过路费免征且油价低导致成本基数低, 今年二季度公司单票运输成本和单票中转操作成本均同比小幅增长。根据我们估算, 二季度快递业务毛利率环比有所回升、同比明显下降, 约 7.3% (一季度约 6.3%、去年二季度约 9.8%)。今年二季度公司资本开支达到 24.2 亿元, 同比增加 10.7 亿元, 公司持续升级快递网络, 自动化设备自去年同期的 92 套增加值今年二季度的 140 套, 自有干线运输车辆数量自去年同期的 2002 辆增加至今年二季度的 4033 辆, 干线运输车辆的自有化率自去年的约 40%提升至今年二季度的约 67%。

**● 风险提示: 行业发生恶性价格战; 成本优化低于预期。**
**● 投资建议: 调高至“买入”评级**

考虑到投入加大, 下调盈利预测, 预计 21-23 年归母净利润 16.2/19.0/24.2 亿元 (21-23 年预测值下调幅度分别为 7.0%/1.7%/1.3%)。我们给予公司 21 年 24-25 倍的目标 PE, 得到目标价 12.3-12.8 元, 考虑到近期公司股价回调较多, 距离目标价有 30% 的空间, 调高至“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

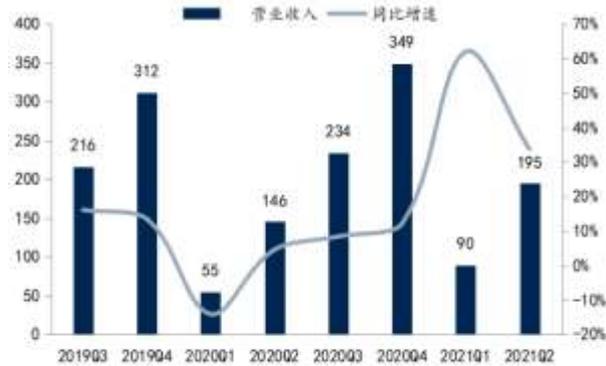
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	31,151	34,907	44,976	54,551	65,729
(+/-%)	13.4%	12.1%	28.8%	21.3%	20.5%
净利润(百万元)	1668	1767	1617	1902	2421
(+/-%)	-12.4%	5.9%	-8.5%	17.6%	27.3%
摊薄每股收益(元)	4.23	0.56	0.51	0.60	0.77
EBIT Margin	8.0%	5.6%	4.3%	4.4%	4.7%
净资产收益率(ROE)	12.9%	10.3%	8.9%	9.7%	11.4%
市盈率(PE)	2.2	16.8	18.4	15.7	12.3
EV/EBITDA	3.9	13.0	13.2	11.2	9.4
市净率(PB)	0.29	1.74	1.63	1.52	1.40

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

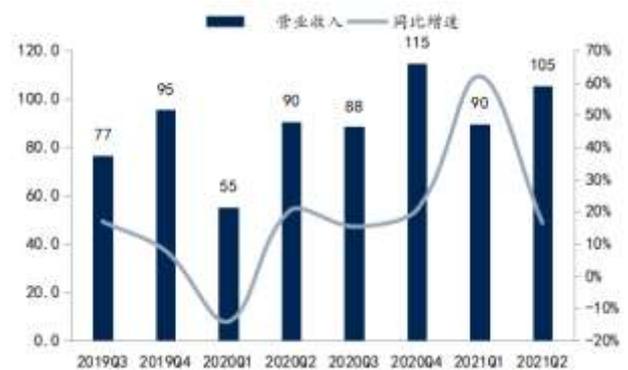
**2021年二季度利润同比下滑。**2021年二季度营收105.46亿元(+16.5%)，扣非归母净利润2.55亿元(-61.5%)，由于20年二季度国内疫情恢复且享受了疫情优惠政策、而同期海外疫情爆发造成利润高基数，今年二季度业绩同比大幅下滑。

图 1：圆通速递累计营业收入及增速（亿元）



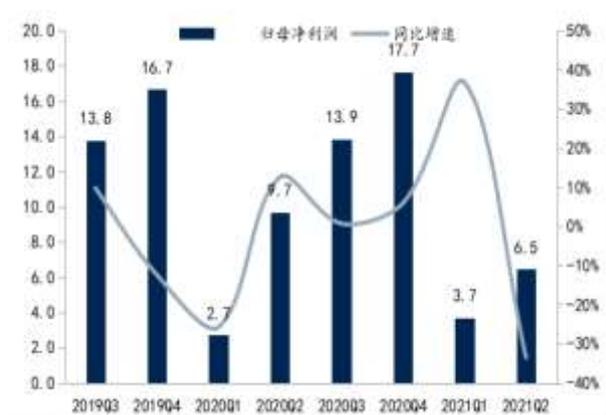
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：圆通速递单季营业收入及增速（亿元）



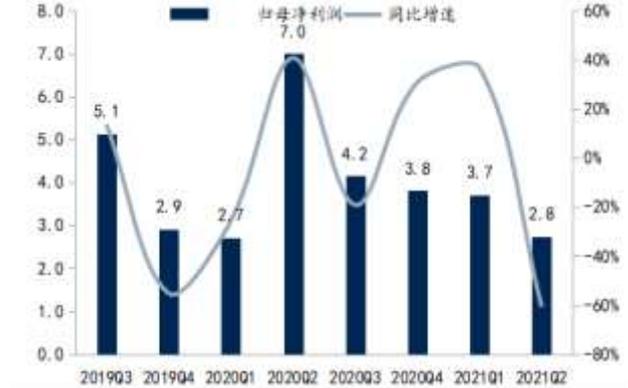
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：圆通速递累计归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

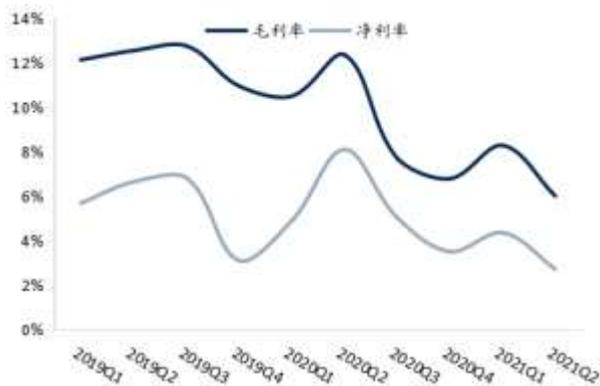
图 4：圆通速递单季归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

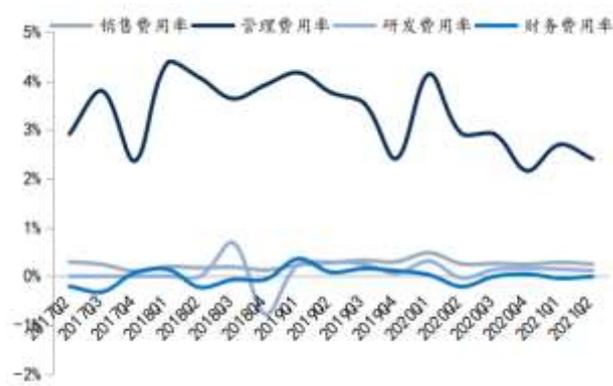
由于去年成本基数低，二季度毛利率同比、环比均下滑。由于去年二季度过路费免征且油价低导致成本基数低，今年二季度公司单票运输成本和单票中转操作成本均同比小幅增长。根据我们估算，二季度快递业务毛利率环比有所回升、同比明显下降，约7.3%（一季度约6.3%、去年二季度约9.8%）。二季度综合毛利率为6.0%（一季度为8.3%、去年二季度约12.3%）。

图 5: 圆通速递毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 圆通速递三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**估值结果。**我们采用 PE 相对估值法进行估值, 选取竞争对手韵达股份作为比较公司。在中低端快递市场, 龙头竞争激烈, 目前圆通的业务规模、成本管控和盈利能力略逊于韵达, 但近两年公司经营改善明显, 且今年业绩受益于疫情, 公司今年净利润有望实现正增长, 我们认为圆通的 PE 目标估值应该略低于韵达的历史平均估值水平 (27 倍 PE), 给予 24-25 倍目标估值。基于圆通 2021 年 16.2 亿元的归母净利润预测值, 我们得到公司的合理市值为 390-400 亿元, 对应的目标价为 12.3-12.8 元。

**投资建议: 提高至“买入”评级。**考虑到投入加大, 下调盈利预测, 预计 21-23 年归母净利润 16.2/19.0/24.2 亿元 (21-23 年预测值下调幅度分别为 7.0%/1.7%/1.3%)。我们给予公司 21 年 24-25 倍的目标 PE, 得到目标价 12.3-12.8 元, 考虑到近期公司股价回调较多, 距离目标价有 30% 的空间, 调高至“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	4673	2461	2141	1855	营业收入	34907	44976	54551	65729
应收款项	1612	2218	2541	2881	营业成本	31753	41302	50115	60500
存货净额	51	100	121	146	营业税金及附加	103	135	164	197
其他流动资产	1326	900	1091	1315	销售费用	100	135	136	164
<b>流动资产合计</b>	<b>8655</b>	<b>6671</b>	<b>6886</b>	<b>7189</b>	管理费用	997	1458	1736	1797
固定资产	10748	13930	17218	20612	财务费用	(13)	(27)	1	32
无形资产及其他	3850	4496	5142	5788	投资收益	0	30	30	30
投资性房地产	2885	2885	2885	2885	资产减值及公允价值变动	(88)	(100)	(100)	(100)
长期股权投资	291	291	291	291	其他收入	339	150	50	50
<b>资产总计</b>	<b>26429</b>	<b>28273</b>	<b>32423</b>	<b>36766</b>	营业利润	2218	2053	2378	3017
短期借款及交易性金融负债	1753	931	1933	2451	营业外净收支	(15)	(40)	(40)	(40)
应付款项	4296	4999	6051	7292	<b>利润总额</b>	<b>2202</b>	<b>2013</b>	<b>2338</b>	<b>2977</b>
其他流动负债	2579	3359	4064	4876	所得税费用	355	322	351	447
<b>流动负债合计</b>	<b>8629</b>	<b>9289</b>	<b>12048</b>	<b>14619</b>	少数股东损益	81	74	86	109
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1767</b>	<b>1617</b>	<b>1902</b>	<b>2421</b>
其他长期负债	285	285	285	285					
<b>长期负债合计</b>	<b>285</b>	<b>285</b>	<b>285</b>	<b>285</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>8913</b>	<b>9574</b>	<b>12333</b>	<b>14904</b>	净利润	1767	1617	1902	2421
少数股东权益	386	438	498	575	资产减值准备	(341)	0	0	0
股东权益	17129	18261	19592	21287	折旧摊销	1014	1042	1352	1706
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26429</b>	<b>28273</b>	<b>32423</b>	<b>36766</b>	公允价值变动损失	(88)	100	100	100
					财务费用	(13)	(27)	1	32
关键财务与估值指标					营运资本变动	(531)	1255	1222	1465
每股收益	0.56	0.51	0.60	0.77	其它	399	52	60	76
每股红利	0.16	0.15	0.18	0.23	<b>经营活动现金流</b>	<b>2220</b>	<b>4066</b>	<b>4636</b>	<b>5769</b>
每股净资产	5.42	5.78	6.20	6.74	资本开支	(3289)	(4970)	(5388)	(5846)
ROIC	11%	10%	11%	13%	其它投资现金流	1692	0	0	0
ROE	10%	9%	10%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1576)</b>	<b>(4970)</b>	<b>(5388)</b>	<b>(5846)</b>
毛利率	9%	8%	8%	8%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	4%	4%	5%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	7%	7%	7%	支付股利、利息	(510)	(485)	(571)	(726)
收入增长	12%	29%	21%	20%	其它融资现金流	1481	(822)	1002	518
净利润增长率	6%	-8%	18%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>460</b>	<b>(1307)</b>	<b>431</b>	<b>(208)</b>
资产负债率	35%	35%	40%	42%	<b>现金净变动</b>	<b>1103</b>	<b>(2212)</b>	<b>(320)</b>	<b>(286)</b>
息率	1.7%	1.6%	1.9%	2.4%	货币资金的期初余额	3570	4673	2461	2141
P/E	16.8	18.4	15.7	12.3	货币资金的期末余额	4673	2461	2141	1855
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	企业自由现金流	(1166)	(1039)	(773)	(66)
EV/EBITDA	13.0	13.2	11.2	9.4	权益自由现金流	315	(1838)	227	425

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032