

圆通速递 (600233.SH)

监管约束下，价格战趋缓带动快递主业业绩修复

核心观点：

- **快递业务量增速稳定，单件价格降幅明显收敛。**21Q3 单季度，公司营收达 110.47 亿元，其中快递业务收入达 90.76 亿元，同增 25.5%，21Q3 快递业务量同增 25.7%，市占率同比提升 0.8pcts 至 15.9%，21H1 快递业务量增速为 50.1%，Q1/Q2 分别同增 88.9%、30.4%，Q3 业务量增速环比有所放缓。21Q3 公司快递业务单票价格为 2.15 元/票，同比 -0.2%，21H1，快递单件价格同减 0.18 元 (-7.6%)。21Q3 单季度单件价格降幅放缓而业务量增速放缓，显示行业监管趋严对行业价格战起到明显的遏制作用，以及公司产品结构调整方面的经营策略变化。
- **21Q3 季度公司扣非归母净利润为 2.92 亿元，同降 6.9%，环比 Q2 季度降幅明显收窄。**21Q3 单季度，营业成本同增 27%，略高于营收增速，主要和去年同期新冠肺炎疫情期间国家出台的各项优惠政策取消等因素有关。费用管控持续优化，Q3 单季度期间费用率同降 0.57pcts 至 2.72%。此外，Q3 单季度其他收益为 0.25 亿元，较去年同期减少 0.92 亿元，预计主要和税收返还、航空货运业务航线补贴等变化情况有关。考虑到其他收益对利润端的影响，预计快递主业利润或有明显修复。
- **关注未来产能投入变化。**Q3 单季度，经营性现金流净额同增 35% 至 7.82 亿元。前三季度公司资本开支增速为 37%，Q3 单季度资本开支达 18.2 亿元，同增 5%，增速放缓预计主要和去年疫情导致产能集中于 Q3 投放有关。下半年以来行业监管趋严，非理性价格战明显缓和，但主要快递公司资本开支增速仍旧较高，关注未来公司产能投放增速变化。
- **盈利预测与投资建议。**三季度行业价格战明显趋于温和，公司快递业务利润或有明显修复。预计公司 21-23 年净利分别为 16.89、22.83、30.94 亿元，EPS 分别为 0.53、0.72、0.98 元/股。考虑可比公司估值，给予公司 22 年 22 倍 PE，对应合理价值为 15.8 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示。**疫情出现反复，快递价格战，成本增长超预期。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	31,151	34,907	41,766	49,758	59,399
增长率 (%)	13.4	12.1	19.6	19.1	19.4
EBITDA (百万元)	3,300	3,014	2,932	3,863	5,237
归母净利润 (百万元)	1,668	1,767	1,689	2,283	3,094
增长率 (%)	-12.4	5.9	-4.4	35.1	35.6
EPS (元/股)	0.53	0.56	0.53	0.72	0.98
市盈率 (P/E)	23.97	20.57	26.34	19.49	14.38
ROE (%)	12.9	10.3	9.0	10.8	12.8
EV/EBITDA	1.36	1.75	2.80	2.17	1.56

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	增持
当前价格	14.08 元
合理价值	15.8 元
前次评级	增持
报告日期	2021-10-20

相对市场表现



分析师：徐君



SAC 执证号：S0260520100003



SFC CE No. BRJ972



021-38003620



xjun@gf.com.cn

相关研究：

圆通速递 (600233.SH)：业务量增速明显回升，成本端高基数致使降幅趋缓 2021-08-27

表1: 快递可比公司估值情况可比 (股价统计截至2021年10月20日收盘)

公司名称	单位	股价 (元/股)	EPS (元/股)				PE				
			2020	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
A 股: 采用 wind 一致预期 EPS, 统计截止 2021 年 10 月 20 日收盘。											
韵达股份	人民币	19.69	0.48	0.51	0.65	0.8	41.02	38.61	30.29	24.61	
顺丰控股	人民币	63.4	1.61	0.95	1.54	2.16	39.38	66.74	41.17	29.35	
德邦股份	人民币	10.96	0.59	0.50	0.71	0.86	18.58	21.92	15.44	12.74	
			平均水平					36.29	42.42	28.97	22.24
圆通速递	人民币	14.08	0.56	0.53	0.72	0.98	25.14	26.34	19.49	14.38	

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,628	8,655	8,846	9,795	11,060
货币资金	3,570	4,673	4,275	4,818	5,585
应收及预付	1,359	1,527	1,975	2,236	2,689
存货	62	51	68	85	94
其他流动资产	3,638	2,404	2,527	2,657	2,692
非流动资产	13,533	17,774	20,958	24,395	28,477
长期股权投资	312	291	291	291	291
固定资产	7,218	9,686	12,191	14,866	18,012
在建工程	897	1,061	1,061	1,061	1,061
无形资产	3,089	3,850	4,551	5,313	6,249
其他长期资产	2,016	2,885	2,864	2,864	2,864
资产总计	22,161	26,429	29,804	34,191	39,537
流动负债	5,643	8,629	10,266	12,301	14,447
短期借款	54	1,753	2,478	3,183	3,723
应付及预收	4,673	4,946	5,998	6,988	8,219
其他流动负债	915	1,929	1,789	2,130	2,505
非流动负债	3,297	285	285	285	285
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	280	285	285	285	285
负债合计	8,940	8,913	10,551	12,586	14,732
股本	394	711	711	711	711
资本公积	6,116	9,379	9,379	9,379	9,379
留存收益	5,785	7,079	8,779	11,073	14,178
归属母公司股东权益	12,894	17,129	18,829	21,123	24,228
少数股东权益	327	386	424	482	578
负债和股东权益	22,161	26,429	29,804	34,191	39,537

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,799	3,491	3,197	4,700	6,170
净利润	1,681	1,848	1,727	2,340	3,191
折旧摊销	855	1,104	1,004	1,248	1,642
营运资金变动	852	547	323	924	1,108
其它	411	-8	142	188	229
投资活动现金流	-3,763	-3,331	-4,192	-4,692	-5,735
资本支出	-3,313	-5,128	-4,193	-4,693	-5,735
投资变动	-544	1,712	0	0	0
其他	94	85	0	0	0
筹资活动现金流	-557	1,007	598	534	333
银行借款	396	3,032	725	704	540
股权融资	34	0	0	0	0
其他	-987	-2,024	-127	-170	-207
现金净增加额	-500	1,123	-397	542	767
期初现金余额	4,030	3,529	4,673	4,275	4,818
期末现金余额	3,529	4,652	4,275	4,818	5,585

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	13.4%	12.1%	19.6%	19.1%	19.4%
营业利润增长	-10.4%	-2.1%	-6.5%	35.4%	36.2%
归母净利润增长	-12.4%	5.9%	-4.4%	35.1%	35.6%
获利能力					
毛利率	12.0%	9.0%	8.6%	9.2%	9.9%
净利率	5.4%	5.3%	4.1%	4.7%	5.4%
ROE	12.9%	10.3%	9.0%	10.8%	12.8%
ROIC	11.4%	8.3%	7.4%	8.9%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	40.3%	33.7%	35.4%	36.8%	37.3%
净负债比率	67.6%	50.9%	54.8%	58.3%	59.4%
流动比率	1.53	1.00	0.86	0.80	0.77
速动比率	1.49	0.97	0.83	0.77	0.74
营运能力					
总资产周转率	1.41	1.32	1.40	1.46	1.50
应收账款周转率	26.05	25.70	23.40	24.99	24.66
存货周转率	506.24	683.19	614.64	586.15	631.93
每股指标 (元)					
每股收益	0.53	0.56	0.53	0.72	0.98
每股经营现金流	1.20	1.10	1.01	1.49	1.95
每股净资产	4.08	5.42	5.96	6.68	7.67
估值比率					
P/E	23.97	20.57	26.34	19.49	14.38
P/B	3.10	2.12	2.36	2.11	1.84
EV/EBITDA	1.36	1.75	2.80	2.17	1.56

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	31,151	34,907	41,766	49,758	59,399
营业成本	27,411	31,753	38,158	45,195	53,526
营业税金及附加	93	103	125	148	177
销售费用	88	100	102	135	159
管理费用	1,052	997	1,383	1,583	1,852
研发费用	62	44	70	81	90
财务费用	51	-13	27	61	90
资产减值损失	-342	-1	0	0	0
公允价值变动收益	83	87	0	0	0
投资净收益	15	0	0	0	0
营业利润	2,265	2,218	2,074	2,807	3,825
营业外收支	-44	-15	-15	-18	-22
利润总额	2,220	2,202	2,059	2,789	3,803
所得税	539	355	331	449	612
净利润	1,681	1,848	1,727	2,340	3,191
少数股东损益	13	81	38	57	96
归属母公司净利润	1,668	1,767	1,689	2,283	3,094
EBITDA	3,300	3,014	2,932	3,863	5,237
EPS (元)	0.53	0.56	0.53	0.72	0.98

广发交通运输行业研究小组

徐君：资深分析师，南开大学会计学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xjun@gf.com.cn。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。