

2022年2月22日

张楠
H70294@capital.com.tw
目标价(元) 18.7

公司基本信息

产业别	交通运输
A 股价(2022/2/22)	16.25
上证指数(2022/2/22)	3457.15
股价 12 个月高/低	19.49/8.79
总发行股数(百万)	3435.03
A 股数(百万)	3165.08
A 市值(亿元)	514.33
主要股东	上海圆通蛟龙投资发展(集团)有限公司 (30.38%)
每股净值(元)	6.58
股价/账面净值	2.47
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-8.4 2.2 34.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2021-8-27	9.3	区间操作
2021-9-22	12.66	买入
2021-10-20	14.08	买入
2021-11-29	15.18	买入
2021-12-21	17.05	买入
2022-1-12	18.29	买入

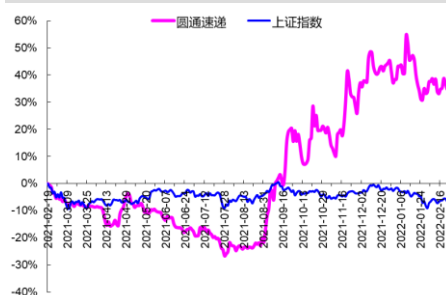
产品组合

国内时效产品	79.56%
货代服务	9.82%
国际快递产品	1.15%
航空业务	3.22%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.7%
一般法人	65.6%

股价相对大盘走势



圆通速递(600233.SH)

Buy 买入

价格战趋缓带动, Q4 净利同比增长近 200%

结论与建议:

■ **事件:** 公司发布 2021 年业绩快报: 预计 2021 年实现营收 451.31 亿元, 同比增长 29.29%; 归母净利为 20.92 亿元, 同比增长 18.42%; 扣非净利为 20.49 亿元, 同比增长 33.04%。其中, Q4 预计净利 11.38 亿元, 同比增长 198.87%; 扣非净利 11.62 亿元, 同比增长 253%, 落于业绩预告中枢。

此外, 公司公布 2022 年 1 月经营数据, 公司实现快递收入 36.19 亿元, 同比增长 20.09%, 完成业务量 13.29 亿件, 同比增长 4.84%, 单票收入 2.72 元, 同比增长 14.55%, 环比增长 8.40%。

■ **单价上涨叠加竞争格局改善, Q4 业绩大幅增长:** 2021 年公司持续推进全面数字化转型, 加大核心资源投入, 时效等服务质量核心指标进步显著。表明公司逐步放弃“以价换量”策略, 更加注重服务质量、盈利能力与市场份额的之间的平衡。进入 Q4 旺季以来, 在政策严监管下, 通达系等加盟制快递公司连续三次发布涨价通知, 价格战明显放缓, Q4 净利同比增长近 198.87%, 环比增长 269%, %, 盈利能力同比、环比显着得到修复。从单票收入看, 自 21 年下半年起, 公司经营策略更加侧重价格, 单价同比率先转正, 且以连续 6 个月维持正增长。10、11、12 月单价达 2.29 元、2.59 元、2.50 元, 同比上涨 6.86%、12.32%、13%, 涨幅领先全行业。进入 2022 年 1 月, 公司单票收入 2.72 元, 同比增长 14.55%, 若剔除菜鸟裹裹业务结算模式调整(由原先与加盟商结算调整为直接与总部结算), 1 月单票收入 2.62 元, 同比提升 10.34%, 相较于 2021 年 7 月的 2.02 元低点增长了 29.7%。预计 2022 年, 在行业恶性竞争将得到遏制, 需求稳增长下, 龙头企业更加注重利润与市场份额的平衡, 单票价格有望继续回升, 盈利能力或将得到修复。

■ **国际航空业务助力公司打开成长空间:** 受疫情影响, 国际航空货运业务近两年保持较高景气度, 2020 年, 圆通航空实现营收 11.93 亿元, 归母净利 2.16 元, 同比增长超过 200%, 国际货代业务实现营收 50.48 亿港元, 归母净利润 2.52 亿港元, 同比增长 866.37%, 毛利率为 23.8%与 16%, 一方面源于疫情下跨境电商需求旺盛, 另一方面中国高端制造向海外拓展业务的需求增强, 国际快递业务将随之增加。公司积极布局东南亚等市场, 拥有 10 架货机, 已经初步完成国际快递布局, 成为通达系中唯一一家拥有自有航空货运公司的快递企业。公司有望不断提升国际航空货运基础能力, 提高公司自有航空的利用率与运营效率, 切入跨境物流的千亿赛道, 打开增长空间。

■ **盈利预测:** 公司不断推进数字化转型, 提升服务质量和运营效率的基础上加大航空货运与国际业务的布局, 单票成本仍有下降空间。随着严监管政策的落实, 价格竞争得到缓解, 业绩有望迎来恢复。预计 22、23 年

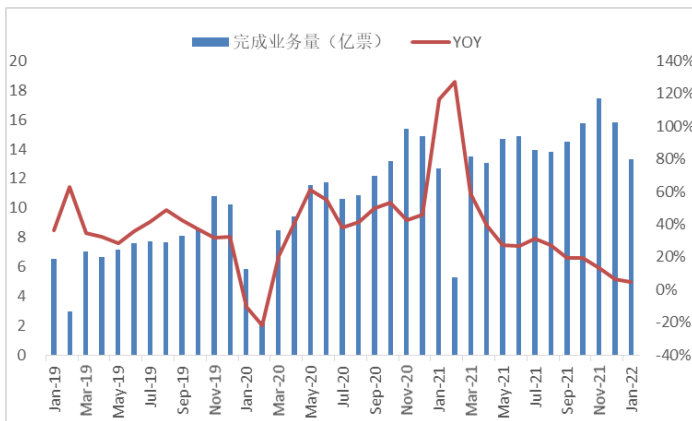
分别实现净利润 28.99 亿元、34.65 亿元，YoY 分别为+39%、YoY+19%，EPS 为 0.84 元、1.01 元。当前 A 股股价对应 P/E 为 20 倍和 16 倍，维持买入投资建议。

- **风险提示：**市场竞争加剧，降本增效不及预期，加盟商网店不稳定等。

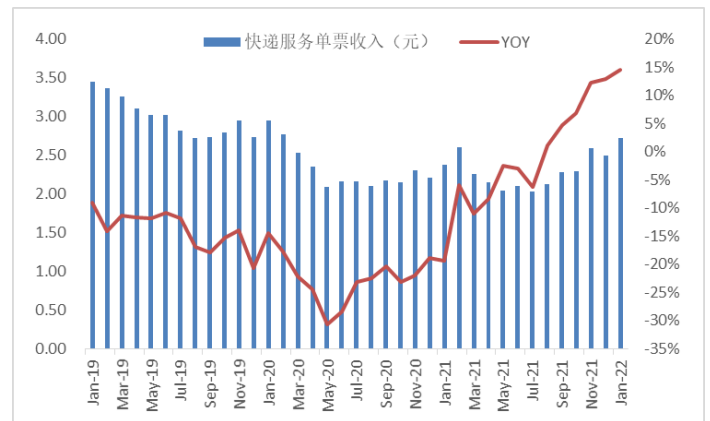
..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021E	2022E	2023E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1,668	1,767	2,092	2,899	3,462
同比增减	%	-12.41%	5.94%	18.41%	38.55%	19.46%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.59	0.56	0.61	0.84	1.01
同比增减	%	-12.85%	-4.69%	8.93%	38.55%	19.46%
A 股市盈率(P/E)	X	19.35	20.30	27.09	19.55	16.37
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
股息率 (Yield)	%	1.02%	1.32%	0.91%	0.91%	0.91%

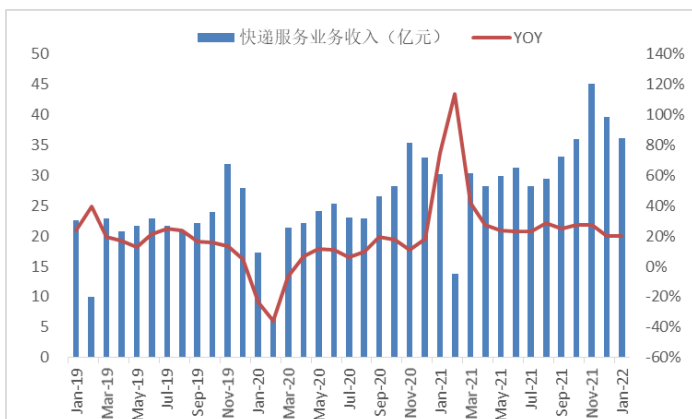
图：公司业务量与增速（亿票，%）



图：公司单票收入与增速（元，%）



图：公司营业收入与增速（亿元，%）



【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	31,151.12	34,907.04	45,130.97	49,605.63	53,318.25
经营成本	27,411.33	31,752.53	41,058.84	44,347.56	47,330.14
毛利	3,739.79	3,154.51	4,072.13	5,258.08	5,988.11
营业税金及附加	92.68	103.39	133.67	146.93	157.92
销售费用	88.11	100.30	112.83	148.82	159.95
管理费用	1,051.98	997.40	1,128.27	1,388.96	1,386.27
财务费用	51.50	(13.44)	(45.13)	49.61	53.32
资产减值损失	(342.01)	(0.91)	0.00	0.00	0.00
投资收益	14.62	0.09	0.00	50.00	50.00
营业利润	2,264.55	2,217.67	2,797.35	3,624.17	4,327.32
税前利润	2,220.22	2,202.29	2,722.07	3,614.17	4,317.32
所得税	539.43	354.59	435.53	578.27	690.77
少数股东权益	13.08	80.95	194.40	137.34	164.06
净利润	1,667.70	1,766.75	2,092.14	2,898.56	3,462.49

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,569.53	4,672.85	5,533.55	7,814.40	11,125.83
应收账款	61.53	51.09	56.20	61.82	68.00
存货	1,195.79	1,358.32	1,426.24	1,497.55	1,572.43
流动资产合计	8,628.15	8,654.70	10,015.98	12,373.77	15,766.25
长期股权投资	312.10	291.38	305.95	321.25	337.31
固定资产	7,218.21	9,686.42	10,170.74	10,679.28	11,213.24
在建工程	897.29	1,061.16	1,114.22	1,169.93	1,228.43
非流动资产合计	13,532.82	17,774.45	18,663.17	19,596.33	20,576.15
资产总计	22,160.97	26,429.15	28,679.15	31,970.10	36,342.40
流动负债合计	5,642.61	8,628.57	9,287.44	10,180.13	11,589.48
非流动负债合计	3,297.43	284.91	299.16	314.11	329.82
负债合计	8,940.04	8,913.48	9,586.60	10,494.24	11,919.30
少数股东权益	327.27	386.18	405.49	425.76	447.05
股东权益合计	13,220.94	17,515.67	19,092.56	21,475.86	24,423.10
负债及股东权益合计	22,160.97	26,429.15	28,679.15	31,970.10	36,342.40

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	3,798.780	3,491.020	2,719.78	3,768.13	4,501.24
投资活动产生的现金流量净额	-3,763.070	-3,331.310	(2,665.05)	(2,132.04)	(1,705.63)
筹资活动产生的现金流量净额	-556.920	1,007.450	805.96	644.77	515.81
现金及现金等价物净增加额	-500.250	1,122.600	860.70	2,280.86	3,311.42

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买进,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。