

圆通速递 (600233.SH)

价格稳健+客户结构优化，一季度盈利表现亮眼

买入

核心观点

21年四季度和22年一季度业绩表现亮眼。2021年全年营收451.1亿元(+29.2%)，扣非归母净利润20.7亿元(+34.2%)；21年四季度单季营收146.1亿元(+27.2%)，扣非归母净利润11.8亿元(+259%)；2022年一季度单季营收118.3亿元(+32.0%)，扣非归母净利润8.2亿元(+142%)。在一季度疫情防控背景下，公司业绩表现略超预期。

疫情影响可控，公司一季度业务量实现较快增长，价格稳健。四季度和一季度公司业务量分别实现了12%和18%的较快增长，其中，3月中下旬，深圳、上海等城市因为疫情陆续实施封控管理，造成快递企业经营效率下降，导致日均业务量小幅受损，从而看到公司3月业务量增速下降至5%，整体影响可控。公司一季度市占率同比增加约1.0个百分点至15.3%。由于行业竞争缓和以及公司优化客户结构，四季度和一季度公司单票快递价格同比增长均约为10.8%。

得益于价格修复以及客户结构优化，公司四季度和一季度快递单票盈利能力大幅修复。公司四季度和一季度单票快递净利分别约为0.15元和0.2元，连续两个季度实现环比提升，从而带动公司扣非归母净利润实现爆发性增长（其中航空、货代业务四季度及一季度分别贡献了约1.7亿元和0.81亿元）。公司近两个季度业绩表现亮眼主要得益于：1）2021年二季度以来，监管机构规范快递行业非理性竞争行为，价格战持续缓和，尤其是进入四季度旺季以后，通达系等龙头快递公司形成价格联盟，同步上调快递单价，所以公司近两个季度单票快递价格同比均明显提升；2）公司近两年通过经营改革提升了整体网络的服务质量，公司在去年下半年以来开始淘汰低质量客户、优化客户结构。由于油价大幅上涨以及人工成本上行，公司四季度和一季度单票运输成本和单票中转成本同比仅微幅下降。公司四季度和一季度的资本开支分别为13.2亿元和11.6亿元，同比变化分别为-38%和+5.6%，公司资本开支呈现收缩趋势。此外，公司计划实施第二期股票期权激励计划，其中利润考核目标的制定彰显了公司对自身发展的信心。

风险提示：国内疫情变化；价格竞争恶化；电商快递需求增长低于预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

预计2022-2024年归母净利润分别为30.3/38.5/46.6亿元（22-23年调整幅度+2.1%/+13.3%），分别同比增长44%/27%/21%。考虑到疫情对公司的影响可控，维持公司“买入”评级，现在股价对应22-23年EPS的PE估值分别为19X、15X。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	34,907	45,155	56,902	66,504	76,813
(+/-%)	12.1%	29.4%	26.0%	16.9%	15.5%
净利润(百万元)	1767	2103	3030	3845	4655
(+/-%)	5.9%	19.1%	44.0%	26.9%	21.1%
每股收益(元)	0.56	0.61	0.88	1.12	1.35
EBIT Margin	5.5%	5.2%	7.0%	7.6%	7.9%
净资产收益率(ROE)	10.3%	9.3%	12.3%	14.0%	15.2%
市盈率(PE)	30.2	27.5	19.1	15.1	12.4
EV/EBITDA	21.3	17.9	12.4	9.8	8.3
市净率(PB)	3.11	2.56	2.34	2.11	1.89

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

公司研究·财报点评

交通运输·物流

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn luodan4@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：罗丹

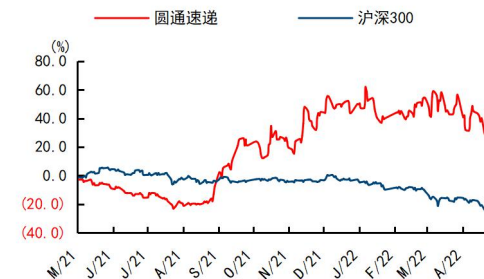
021-60933142

S0980520060003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	16.86元
总市值/流通市值	57931/53379百万元
52周最高价/最低价	19.49/8.79元
近3个月日均成交额	324.53百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《圆通速递(600233.SH)-1-2月业务量增速回升，业绩表现亮眼》——2022-03-10

《圆通速递-600233-21年业绩预增点评：旺季价格修复，四季度业绩大增》——2022-01-11

《圆通速递-600233-21年三季度财报点评：三季度业绩环比改善，期待四季度旺季表现》——2021-10-20

《圆通速递-600233-8月快递业务经营数据点评：快递单价同比首次转正，业务量增速表现较优》——2021-09-22

《圆通速递-600233-21年中报财报点评：持续升级快递网络，高基数导致利润同比下滑》——2021-08-28

21 年四季度和 22 年一季度业绩表现亮眼。2021 年全年营收 451.1 亿元(+29.2%)，扣非归母净利润 20.7 亿元(+34.2%)；21 年四季度单季营收 146.1 亿元(+27.2%)，扣非归母净利润 11.8 亿元(+259%)；2022 年一季度单季营收 118.3 亿元(+32.0%)，扣非归母净利润 8.2 亿元(+142%)。在一季度疫情防控背景下，公司业绩表现略超预期。

图1：圆通速递累计营业收入及增速（单位：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（单位：亿元、%）



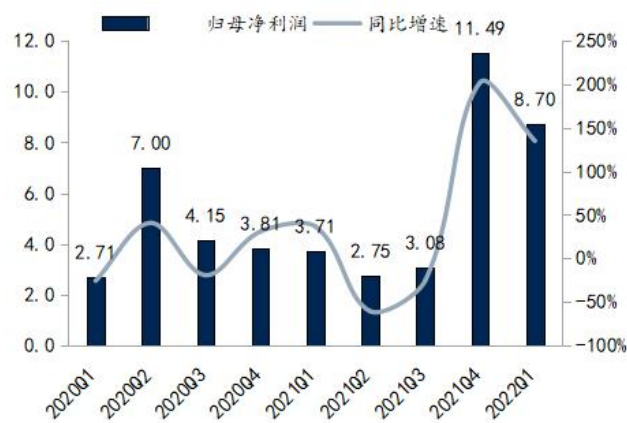
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：圆通速递累计归母净利润及增速（单位：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（单位：亿元、%）

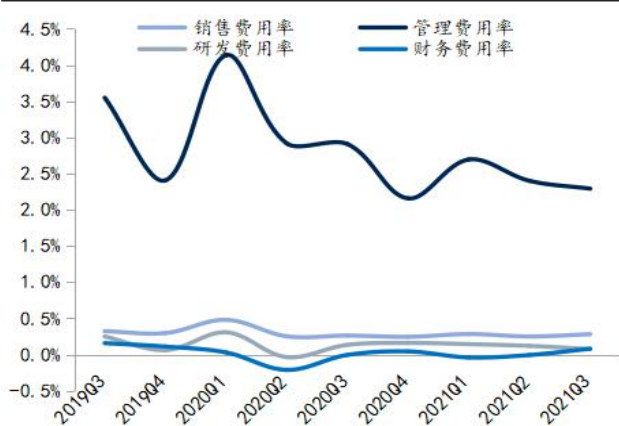


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情影响可控，公司一季度业务量实现较快增长，价格稳健。四季度和一季度公司业务量分别实现了12%和18%的较快增长，其中，3月中下旬，深圳、上海等城市因为疫情陆续实施封控管理，造成快递企业经营效率下降，导致日均业务量小幅受损，从而看到公司3月业务量增速下降至5%，整体影响可控。公司一季度市占率同比增加约1.0个百分点至15.3%。由于行业竞争缓和以及公司优化产品结构，四季度和一季度公司单票快递价格同比增长均约10.8%。

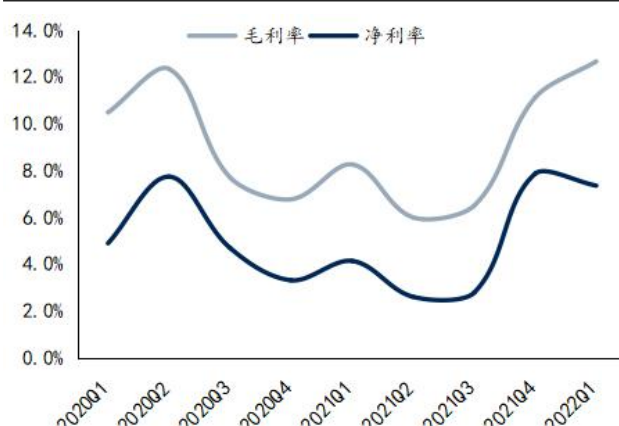
得益于价格修复以及客户结构优化，公司四季度和一季度快递盈利能力大幅修复。公司四季度和一季度单票快递净利分别约为 0.15 元和 0.2 元，连续两个季度实现环比提升，从而带动公司扣非归母净利润实现爆发性增长（其中航空、货代业务四季度及一季度分别贡献了约 1.7 亿元和 0.81 亿元）。公司近两个季度业绩表现亮眼主要得益于：1）2021 年二季度以来，国家及部分地方监管机构规范非理性竞争行为，行业价格战持续缓和。尤其是进入四季度旺季以后，通达系等龙头快递公司形成价格联盟，同步上调快递单价，所以公司近两个季度单票快递价格同比均明显提升；2）公司近两年通过经营改革提升了整体网络的服务质量，公司在去年下半年以来开始淘汰低质量客户、优化客户结构。由于油价大幅上涨以及人工成本上行，公司四季度和一季度单票运输成本和单票中转成本同比微幅下降。公司四季度和一季度的资本开支分别为 13.2 亿元和 11.6 亿元，同比变化分别为-38%和+5.6%，公司资本开支呈现收缩趋势。此外，公司计划实施第二期股票期权激励计划，其中利润考核目标的制定彰显了公司对自身发展的信心。

图5：圆通速递费用率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：圆通速递毛利率和归母净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：预计 2022-2024 年归母净利润分别为 30.3/38.5/46.6 亿元（22-23 年调整幅度+2.1%/+13.3%），分别同比增长 44%/27%/21%。考虑到疫情对公司的影响可控，维持公司“买入”评级，现在股价对应 22-23 年 EPS 的 PE 估值分别为 19X、15X。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	4673	6128	5608	4354	4880	营业收入	34907	45155	56902	66504	76813
应收款项	1612	1849	2183	2369	2525	营业成本	31753	41440	51185	59521	68594
存货净额	51	73	96	127	165	营业税金及附加	103	132	171	200	230
其他流动资产	1326	1836	2447	3059	3687	销售费用	100	141	171	200	230
流动资产合计	8655	12637	11367	11957	14298	管理费用	997	1051	1360	1495	1624
固定资产	10748	14290	17880	19670	20262	研发费用	44	32	57	66	69
无形资产及其他	3850	4126	3962	3797	3633	财务费用	(13)	30	(14)	(28)	(50)
投资性房地产	2885	2916	2916	2916	2916	投资收益	0	(29)	5	5	5
长期股权投资	291	254	234	214	194	资产减值及公允价值变动	88	79	60	55	59
资产总计	26429	34222	36359	38554	41303	其他收入	162	440	(57)	(66)	(69)
短期借款及交易性金融负债	1753	2969	2430	1643	1023	营业利润	2218	2851	4038	5112	6178
应付款项	4296	4365	4785	4764	4579	营业外净收支	(15)	(84)	(50)	(50)	(50)
其他流动负债	2579	2803	3076	3272	3427	利润总额	2202	2767	3988	5062	6128
流动负债合计	8629	10137	10291	9679	9030	所得税费用	355	579	838	1063	1287
长期借款及应付债券	0	499	269	269	269	少数股东损益	81	84	121	154	186
其他长期负债	285	528	533	538	543	归属于母公司净利润	1767	2103	3030	3845	4655
长期负债合计	285	1026	801	806	811	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	8913	11164	11092	10485	9841	净利润	1767	2103	3030	3845	4655
少数股东权益	386	455	542	653	787	资产减值准备	(341)	42	15	6	3
股东权益	17129	22604	24724	27416	30674	折旧摊销	1014	1501	1620	1925	2129
负债和股东权益总计	26429	34222	36359	38554	41303	公允价值变动损失	(88)	(79)	(60)	(55)	(59)
						财务费用	(13)	30	(14)	(28)	(50)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(531)	(222)	(254)	(644)	(843)
每股收益	0.56	0.61	0.88	1.12	1.35	其它	399	19	72	105	131
每股红利	0.16	0.17	0.26	0.34	0.41	经营活动现金流	2220	3364	4423	5181	6016
每股净资产	5.42	6.58	7.20	7.98	8.93	资本开支	0	(5016)	(5001)	(3501)	(2501)
ROIC	10.88%	9.44%	15%	19%	21%	其它投资现金流	1692	(1759)	1717	(1014)	(993)
ROE	10.31%	9.31%	12%	14%	15%	投资活动现金流	1713	(6736)	(3264)	(4495)	(3474)
毛利率	9%	8%	10%	11%	11%	权益性融资	(45)	3841	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	7%	8%	8%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	10%	10%	11%	支付股利、利息	(510)	(582)	(909)	(1153)	(1397)
收入增长	12%	29%	26%	17%	16%	其它融资现金流	(1764)	2151	(539)	(787)	(620)
净利润增长率	6%	19%	44%	27%	21%	融资活动现金流	(2829)	4827	(1678)	(1940)	(2017)
资产负债率	35%	34%	32%	29%	26%	现金净变动	1103	1455	(520)	(1254)	526
股息率	0.9%	1.0%	1.6%	2.0%	2.4%	货币资金的期初余额	3570	4673	6128	5608	4354
P/E	30.2	27.5	19.1	15.1	12.4	货币资金的期末余额	4673	6128	5608	4354	4880
P/B	3.1	2.6	2.3	2.1	1.9	企业自由现金流	0	(1872)	(507)	1749	3576
EV/EBITDA	21.3	17.9	12.4	9.8	8.3	权益自由现金流	0	278	(1266)	983	2995

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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