

# 圆通速递 (600233.SH)

## 快递经营具有韧性，二季度利润环比正增长

买入

### 核心观点

**2022年二季度公司业绩表现亮眼。**圆通发布2022年半年度业绩快报，公司二季度实现营收约133.1亿元（同比增长约26%），归母净利润约9.0亿元（同比增长约228%），扣非归母净利润约8.8亿元（同比增长约244%）。在二季度疫情防控背景下，公司净利润环比仍然实现了正增长，表现亮眼。

**二季度疫情防控影响可控，公司业务量同比正增长，价格稳健。**虽然二季度有疫情防控的影响，但得益于公司经营稳健，我们估计公司二季度快递业务量仍然实现了同比正增长，疫情影响整体可控。由于价格战缓和以及疫情导致快递经营成本上行，公司二季度单票价格同比明显提升，剔除菜鸟裹裹统计口径影响，4月和5月单票快递价格同比分别为+13.4%和+19.6%。

**得益于经营优化和价格稳健，公司二季度快递单票盈利能力仍然维持高位。**公司去年四季度和今年一季度单票快递净利分别约为0.15元和0.2元，估计二季度单票快递净利环比微幅下降、维持在高位。公司2021年四季度以来，连续三个季度单票快递利润表现均非常亮眼，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，且今年以来单票快递价格一直维持在高位；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。

**竞争实力持续提升，公司长期价值凸显。**圆通近两年在持续地优化自己的经营模式，从而看到圆通的成本管控能力持续改善，单票快递成本持续向同行领先者看齐。此外，公司也在持续推进全面数字化转型，公司通过数字化管理工具加强对快件全程时长、投诉率、遗失破损等各项指标的精准管控，快件时效、服务质量、客户体验等持续改善。我们认为在未来可见的一段时间内，行业价格战将继续维持缓和态势，但是价格会因为淡旺季而出现季节性波动，公司快递业务经营业绩将稳步增长。

**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。

考虑到公司盈利能力改善超预期，预计2022-2024年归母净利润分别为36.0/42.9/49.7亿元（22-24年调整幅度+18.9%/+11.7%/+6.8%），分别同比增长71%/19%/16%。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、16X。

| 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 | 59,009 | 68,957 | 79,645 |
| (+/-%)      | 12.1%  | 29.4%  | 30.7%  | 16.9%  | 15.5%  |
| 净利润(百万元)    | 1767   | 2103   | 3601   | 4293   | 4972   |
| (+/-%)      | 5.9%   | 19.1%  | 71.2%  | 19.2%  | 15.8%  |
| 每股收益(元)     | 0.56   | 0.61   | 1.05   | 1.25   | 1.45   |
| EBIT Margin | 5.5%   | 5.2%   | 7.9%   | 8.0%   | 8.0%   |
| 净资产收益率(ROE) | 10.3%  | 9.3%   | 14.3%  | 15.3%  | 15.7%  |
| 市盈率(PE)     | 35.8   | 32.7   | 19.1   | 16.0   | 13.8   |
| EV/EBITDA   | 24.7   | 20.7   | 12.8   | 10.7   | 9.3    |
| 市净率(PB)     | 3.69   | 3.04   | 2.73   | 2.44   | 2.17   |

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**

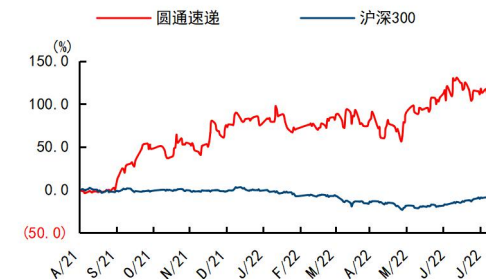
021-60933142

S0980520060003

#### 基础数据

|            |                |
|------------|----------------|
| 投资评级       | 买入(维持)         |
| 合理估值       |                |
| 收盘价        | 20.00元         |
| 总市值/流通市值   | 68720/68720百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 21.87/8.79元    |
| 近3个月日均成交额  | 389.89百万元      |

#### 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)-价格稳健+客户结构优化，一季度盈利表现亮眼》——2022-04-28
- 《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

**2022 年二季度公司业绩表现亮眼。**公司发布 2022 年半年度业绩快报，公司二季度实现营收约 133.1 亿元（同比增长约 26%），归母净利润约 9.0 亿元（同比增长约 228%），扣非归母净利润约 8.8 亿元（同比增长约 244%）。在二季度疫情防控背景下，公司净利润环比仍然实现了正增长，表现亮眼。

图1：圆通速递累计营业收入及增速（单位：亿元、%）



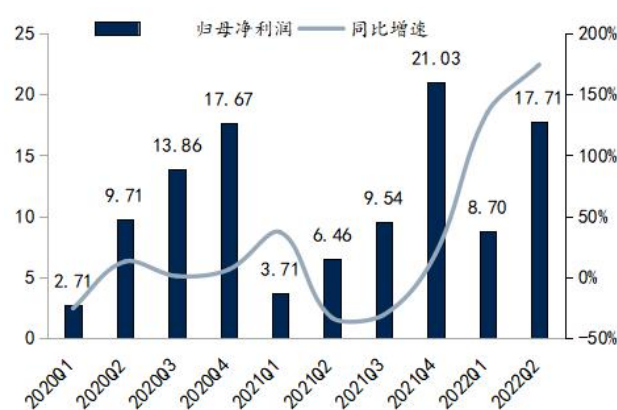
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）



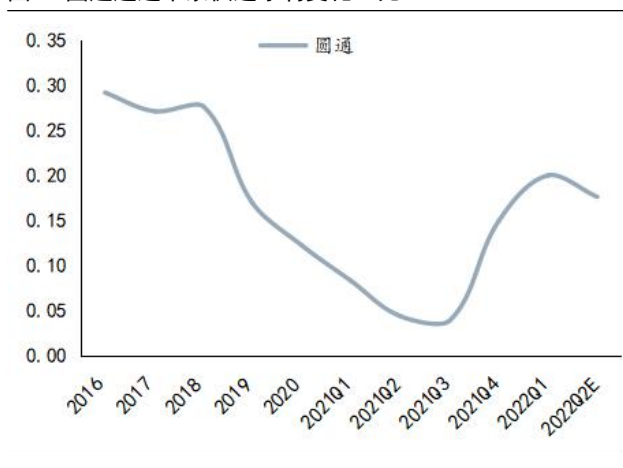
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**二季度疫情防控影响可控，公司业务量同比正增长，价格稳健。**虽然二季度有疫情防控的影响，但得益于公司经营稳健，我们估计公司二季度快递业务量仍然实现了同比正增长，疫情影响整体可控。由于价格战缓和以及疫情导致快递经营成本上行，公司单票价格同比明显提升，剔除菜鸟裹裹统计口径影响，4月和5月单票快递价格同比分别为+13.4%和+19.6%。

**得益于经营优化和价格稳健，公司二季度快递单票盈利能力仍然维持高位。**公司去年四季度和今年一季度单票快递净利分别约为0.15元和0.2元，估计二季度单票快递净利环比微幅下降、维持在高位。公司2021年四季度以来，连续三个季度单票快递利润表现均非常亮眼，主要得益于：1）2021年二季度以来，监管机构规范

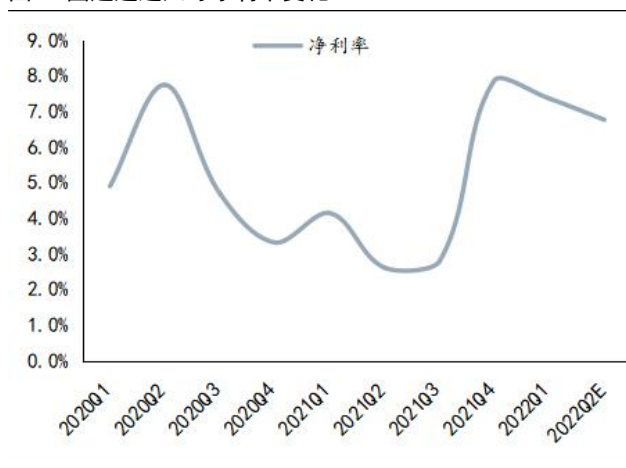
快递行业非理性竞争行为，价格战持续缓和，尤其是进入四季度旺季以后，通达系等龙头快递公司形成价格联盟，同步上调快递单价，且今年以来单票快递价格一直维持在高位；2) 公司近两年通过经营改革提升了整体网络的服务质量，公司在去年下半年以来开始淘汰低质量客户、优化客户结构。

图5: 圆通速递单票快递净利变化（元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所估算

图6: 圆通速递归母净利润率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**考虑到公司盈利能力改善超预期，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 36.0/42.9/49.7 亿元（22-24 年调整幅度+18.9%/+11.7%/+6.8%），分别同比增长 71%/19%/16%。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、16X。

## 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         | 6080         | 5161         | 5914         | 营业收入              | 34907         | 45155         | 59009         | 68957         | 79645         |
| 应收款项             | 1612         | 1849         | 2263         | 2456         | 2618         | 营业成本              | 31753         | 41440         | 52695         | 61509         | 71123         |
| 存货净额             | 51           | 73           | 99           | 131          | 171          | 营业税金及附加           | 103           | 132           | 177           | 207           | 239           |
| 其他流动资产           | 1326         | 1836         | 2537         | 3172         | 3823         | 销售费用              | 100           | 141           | 177           | 207           | 239           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>8655</b>  | <b>12637</b> | <b>12013</b> | <b>12969</b> | <b>15567</b> | 管理费用              | 997           | 1051          | 1257          | 1441          | 1599          |
| 固定资产             | 10748        | 14290        | 17880        | 19670        | 20262        | 研发费用              | 44            | 32            | 59            | 68            | 72            |
| 无形资产及其他          | 3850         | 4126         | 3962         | 3797         | 3633         | 财务费用              | (13)          | 30            | (20)          | (44)          | (73)          |
| 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            |
| <b>资产总计</b>      | <b>26429</b> | <b>34222</b> | <b>37004</b> | <b>39565</b> | <b>42572</b> | 其他收入              | 162           | 440           | (59)          | (68)          | (72)          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 1753         | 2969         | 2430         | 1643         | 1023         | 营业利润              | 2218          | 2851          | 4729          | 5628          | 6511          |
| 应付款项             | 4296         | 4365         | 4930         | 4928         | 4753         | 营业外净收支            | (15)          | (84)          | (50)          | (50)          | (50)          |
| 其他流动负债           | 2579         | 2803         | 3161         | 3379         | 3554         | <b>利润总额</b>       | <b>2202</b>   | <b>2767</b>   | <b>4679</b>   | <b>5578</b>   | <b>6461</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>8629</b>  | <b>10137</b> | <b>10521</b> | <b>9950</b>  | <b>9330</b>  | 所得税费用             | 355           | 579           | 936           | 1116          | 1292          |
| 长期借款及应付债券        | 0            | 499          | 269          | 269          | 269          | 少数股东损益            | 81            | 84            | 142           | 170           | 196           |
| 其他长期负债           | 285          | 528          | 533          | 538          | 543          | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>1767</b>   | <b>2103</b>   | <b>3601</b>   | <b>4293</b>   | <b>4972</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>285</b>   | <b>1026</b>  | <b>801</b>   | <b>806</b>   | <b>811</b>   | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2020</b>   | <b>2021</b>   | <b>2022E</b>  | <b>2023E</b>  | <b>2024E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>8913</b>  | <b>11164</b> | <b>11323</b> | <b>10756</b> | <b>10141</b> | 净利润               | 1767          | 2103          | 3601          | 4293          | 4972          |
| 少数股东权益           | 386          | 455          | 557          | 679          | 821          | 资产减值准备            | (341)         | 42            | 15            | 6             | 3             |
| 股东权益             | 17129        | 22604        | 25124        | 28129        | 31610        | 折旧摊销              | 1014          | 1501          | 1620          | 1925          | 2129          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>26429</b> | <b>34222</b> | <b>37004</b> | <b>39565</b> | <b>42572</b> | 公允价值变动损失          | (88)          | (79)          | (60)          | (55)          | (59)          |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2020</b>  | <b>2021</b>  | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | 财务费用              | (13)          | 30            | (20)          | (44)          | (73)          |
| 每股收益             | 0.56         | 0.61         | 1.05         | 1.25         | 1.45         | 营运资本变动            | (531)         | (222)         | (198)         | (634)         | (845)         |
| 每股红利             | 0.16         | 0.17         | 0.31         | 0.37         | 0.43         | 其它                | 399           | 19            | 88            | 117           | 138           |
| 每股净资产            | 5.42         | 6.58         | 7.31         | 8.19         | 9.20         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>2220</b>   | <b>3364</b>   | <b>5065</b>   | <b>5651</b>   | <b>6338</b>   |
| ROIC             | 10.88%       | 9.44%        | 17%          | 21%          | 22%          | 资本开支              | 0             | (5016)        | (5001)        | (3501)        | (2501)        |
| ROE              | 10.31%       | 9.31%        | 14%          | 15%          | 16%          | 其它投资现金流           | 1692          | (1759)        | 1717          | (1014)        | (993)         |
| 毛利率              | 9%           | 8%           | 11%          | 11%          | 11%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>1713</b>   | <b>(6736)</b> | <b>(3264)</b> | <b>(4495)</b> | <b>(3474)</b> |
| EBIT Margin      | 5%           | 5%           | 8%           | 8%           | 8%           | 权益性融资             | (45)          | 3841          | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 8%           | 9%           | 11%          | 11%          | 11%          | 负债净变化             | 0             | 0             | (230)         | 0             | 0             |
| 收入增长             | 12%          | 29%          | 31%          | 17%          | 16%          | 支付股利、利息           | (510)         | (582)         | (1080)        | (1288)        | (1492)        |
| 净利润增长率           | 6%           | 19%          | 71%          | 19%          | 16%          | 其它融资现金流           | (1764)        | 2151          | (539)         | (787)         | (620)         |
| 资产负债率            | 35%          | 34%          | 32%          | 29%          | 26%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(2829)</b> | <b>4827</b>   | <b>(1850)</b> | <b>(2075)</b> | <b>(2112)</b> |
| 股息率              | 0.7%         | 0.8%         | 1.6%         | 1.9%         | 2.2%         | <b>现金净变动</b>      | <b>1103</b>   | <b>1455</b>   | <b>(48)</b>   | <b>(919)</b>  | <b>753</b>    |
| P/E              | 35.8         | 32.7         | 19.1         | 16.0         | 13.8         | 货币资金的期初余额         | 3570          | 4673          | 6128          | 6080          | 5161          |
| P/B              | 3.7          | 3.0          | 2.7          | 2.4          | 2.2          | 货币资金的期末余额         | 4673          | 6128          | 6080          | 5161          | 5914          |
| EV/EBITDA        | 24.7         | 20.7         | 12.8         | 10.7         | 9.3          | 企业自由现金流           | 0             | (1872)        | 136           | 2210          | 3882          |
|                  |              |              |              |              |              | 权益自由现金流           | 0             | 278           | (617)         | 1458          | 3320          |

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<br>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<br>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提及的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