

22Q2 盈利水平改善显著, 业务发展稳中向好

投资要点

- **事件:** 圆通速递公布 2022H1 业绩, 2022H1 公司实现快递件量 80.9 亿件, 同比+9.1%; 营收 250.7 亿元, 同比+28.6%; 归母净利 17.7 亿元, 同比+174.7%; 扣非归母净利 17.1 亿元, 同比+187.5%。22Q1-Q2 分别实现营收 118.3、132.4 亿元, 归母净利 8.7、9.0 亿元。
- **快递业务: 疫情下韧性凸显, 市占率稳步提升。** 2022H1 公司实现快递件量 80.85 亿件, 同比+9.1%, 超行业增速 5.4pp, 市占率达 15.8%, 同比+0.8pp。2022Q2 快递件量 43.72 亿票, 同比+2.5%, 超行业增速 4.2pp, 市占率达 16.2%, 同比+0.7pp。
单票毛利修复显著, 2022H1 公司单票快递毛利为 0.27 元, 同比增长 168.0%; 毛利率 11.3%, 同比+5.5pp, 主要得益于: 1) **ASP 大幅提升:** 公司通过客户结构优化调整, 改善客户体验等措施, 末端定价能力有所提升。2022H1 快递业务 ASP 为 2.60 元, 同比+19.3%; 2022Q2 快递业务 ASP 为 2.55 元, 同比+21.7%。2) **单票成本有效控制:** 公司聚焦精细化管理, 实现全网一体降本增效。在成本油价格大幅上升、人工成本同比提升及疫情影响下, 单票成本有所上升, 但整体控制较好。2022H1 单票快递业务成本为 2.33 元, 同比+12.1%, 主要系公司加大末端派费支出所致, 仍低于 ASP 增速。其中单票运输成本 0.52 元, 同比+2.0%; 单票中心操作成本 0.32 元, 同比+3.2%, 均增幅较小。
- **国际货代+航空业务: 协同发展, 营收毛利双增。** 公司持续优化机队规模和结构, 加快海外航线网络覆盖, 推进口岸关务能力建设。截至 2022H1, 公司拥有航空机队数量 10 架, 新开通到达东京、大阪、新加坡等航线, 完成了 35 个重点口岸建设, 清关网络覆盖了全国重点口岸。2022H1 公司货代业务实现营收 22.6 亿元, 同比+18.1%; 毛利润 3.3 亿元, 同比+59.4%, 毛利率 14.5%。航空业务实现营收 8.2 亿元, 同比+40.0%; 毛利润 1.0 亿元, 同比 19.3%, 毛利率 11.9%。
- **价格战缓和下, 综合盈利修复持续。** 2022H1 公司综合毛利为 29.8 亿元, 同比+117.1%, 综合毛利率 11.9%, 同比+4.8pp; 管理费用 5.6 亿元, 管理费用率 2.2%, 同比下降 0.3pp; 归母净利 17.7 亿元, 同比+174.7%, 单票归母净利 0.22 元, 同比+151.8%。2022Q2 综合毛利 14.8 亿元, 同比+134.8%; 归母净利润 9.0 亿元, 同比+228.4%; 单票归母净利 0.21 元/票, 同比+220.4%。
- **盈利预测与投资建议。** 行业竞争从价格驱动转向价值驱动, 由此带来行业估值重构: 比拼肌肉(资本)竞争下的估值体系→比拼经营服务竞争下的估值体系。公司从件量优先切换盈利优先, 未来利润修复将更加明显, 我们预计 2022/23/24 年归母净利为: 37、44、50 亿元, 对应 EPS 分别为 1.06 元、1.29 元、1.47 元, 对应 2022/23/24 年 PE 分别为 19X、16X、14X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 网购增速下滑、加盟商管控风险、人力成本大幅上涨。

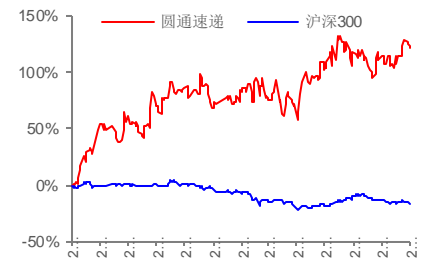
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	45,155.0	52,885.5	60,169.5	68,029.3
增长率	29.36%	17.12%	13.77%	13.06%
归属母公司净利润(百万元)	2,103.4	3,657.9	4,438.3	5,040.5
增长率	19.06%	73.90%	21.33%	13.57%
每股收益EPS(元)	0.61	1.06	1.29	1.47
净资产收益率ROE	9.49%	14.36%	4.69%	14.67%
PE	33.6	19.3	15.9	14.0
PB	3.12	2.73	2.39	2.09

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光烽
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn
联系人: 乐臻
电话: 18280227875
邮箱: lec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	34.36
流通 A 股(亿股)	34.36
52 周内股价区间(元)	9.3-21.76
总市值(亿元)	706.13
总资产(亿元)	290.09
每股净资产(元)	5.58

相关研究

1. 圆通速递(600233): 业绩略超预期, 利润修复持续 (2022-04-28)
2. 圆通速递(600233): 22M1-M2 业绩超预期, 盈利稳步向好 (2022-03-10)
3. 圆通速递(600233): 21Q4 业绩超预期, 盈利拐点确认 (2022-01-11)
4. 圆通速递(600233): 总裁增持, 彰显信心 (2021-11-11)
5. 圆通速递(600233): 珍惜行业拐点, 利润修复可期 (2021-10-20)
6. 圆通速递(600233): 件量优先盈利承压, 旺季盈利有望改善 (2021-08-27)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	45154.95	52885.50	60169.46	68029.26	净利润	2187.50	3804.16	4438.28	5040.45
营业成本	41440.18	46637.90	52854.38	59520.20	折旧与摊销	1601.32	1214.93	1234.68	1264.51
营业税金及附加	132.13	155.81	177.02	200.06	财务费用	30.03	71.55	22.74	14.00
销售费用	140.56	160.40	186.53	209.66	资产减值损失	-42.59	0.00	0.00	0.00
管理费用	1051.42	1163.48	1444.07	1829.99	经营营运资本变动	-431.18	-356.67	372.39	356.27
财务费用	30.03	71.55	22.74	14.00	其他	723.06	-89.86	-94.14	-103.36
资产减值损失	-42.59	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	4068.13	4644.12	5973.95	6571.87
投资收益	-28.63	45.00	45.00	45.00	资本支出	-4379.66	-1020.00	-1520.00	-2018.00
公允价值变动损益	36.39	61.89	49.14	55.52	其他	-2747.06	106.89	94.14	100.52
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7126.72	-913.11	-1425.86	-1917.48
营业利润	2851.39	4803.25	5578.86	6355.88	短期借款	1015.06	-2570.43	5.00	29.00
其他非经营损益	-84.45	-54.74	-58.08	-61.37	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2766.93	4748.51	5520.77	6294.51	股权融资	3859.13	0.00	0.00	0.00
所得税	579.44	944.34	1082.49	1254.06	支付股利	-473.92	-420.68	-731.59	-887.66
净利润	2187.50	3804.16	4438.28	5040.45	其他	104.10	-217.46	-22.74	-14.00
少数股东损益	84.09	146.23	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	4504.37	-3208.57	-749.32	-872.65
归属母公司股东净利润	2103.41	3657.93	4438.28	5040.45	现金流量净额	1421.44	522.44	3798.76	3781.73
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6127.97	6650.41	10449.17	14230.90	成长能力				
应收和预付款项	2046.50	2603.52	2895.69	3263.46	销售收入增长率	29.36%	17.12%	13.77%	13.06%
存货	73.18	65.32	76.30	90.91	营业利润增长率	28.58%	68.45%	16.15%	13.93%
其他流动资产	4389.28	4557.60	4806.41	5074.89	净利润增长率	18.39%	73.90%	16.67%	13.57%
长期股权投资	253.55	253.55	253.55	253.55	EBITDA 增长率	35.50%	35.85%	12.26%	11.67%
投资性房地产	617.75	617.75	617.75	617.75	获利能力				
固定资产和在建工程	14290.57	13582.51	12854.71	12095.08	毛利率	8.23%	11.81%	12.16%	12.51%
无形资产和开发支出	4523.16	5080.75	6138.35	7695.94	三费率	2.71%	2.64%	2.75%	3.02%
其他非流动资产	1900.34	1855.87	1811.40	1766.93	净利率	4.84%	7.19%	7.38%	7.41%
资产总计	34222.31	35267.30	39903.34	45089.42	ROE	9.49%	14.36%	14.69%	14.67%
短期借款	2768.43	198.00	203.00	232.00	ROA	6.39%	10.79%	11.12%	11.18%
应付和预收款项	5501.53	6784.36	7607.20	8502.66	ROIC	13.16%	19.22%	21.30%	23.08%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.93%	11.51%	11.36%	11.22%
其他负债	2893.89	1787.89	1889.38	1998.21	营运能力				
负债合计	11163.84	8770.25	9699.58	10732.87	总资产周转率	1.49	1.52	1.60	1.60
股本	986.47	986.47	986.47	986.47	固定资产周转率	4.06	4.33	5.05	5.76
资本公积	12963.31	12963.31	12963.31	12963.31	应收账款周转率	30.25	29.35	28.55	28.59
留存收益	8708.88	11946.13	15652.83	19805.63	存货周转率	472.61	599.71	601.68	599.89
归属母公司股东权益	22603.55	25895.91	29602.61	33755.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.77%	—	—	—
少数股东权益	454.91	601.15	601.15	601.15	资本结构				
股东权益合计	23058.46	26497.06	30203.75	34356.55	资产负债率	32.62%	24.87%	24.31%	23.80%
负债和股东权益合计	34222.31	35267.30	39903.34	45089.42	带息债务/总负债	29.27%	7.95%	7.24%	6.81%
					流动比率	1.25	1.79	2.10	2.33
					速动比率	1.24	1.78	2.09	2.33
					股利支付率	22.53%	11.50%	16.48%	17.61%
					每股指标				
					每股收益	0.61	1.06	1.29	1.47
					每股净资产	6.58	7.54	8.62	9.82
					每股经营现金	1.18	1.35	1.74	1.91
					每股股利	0.14	0.12	0.21	0.26
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	4482.73	6089.74	6836.28	7634.38					
PE	33.57	19.30	15.91	14.01					
PB	3.12	2.73	2.39	2.09					
PS	1.56	1.34	1.17	1.04					
EV/EBITDA	2.58	1.36	0.65	0.09					
股息率	0.67%	0.60%	1.04%	1.26%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn