

2022年9月1日

张楠  
H70294@capital.com.tw  
目标价(元) 23

#### 公司基本信息

产业别	交通运输		
A 股价(2022/9/1)	19.42		
上证指数(2022/9/1)	3184.98		
股价 12 个月高/低	21.73/9.34		
总发行股数(百万)	3436.15		
A 股数(百万)	3436.15		
A 市值(亿元)	667.30		
主要股东	上海圆通蛟龙投资发展(集团)有限公司 (30.36%)		
每股净值(元)	6.96		
股价/账面净值	2.79		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-1.1	-7.8	102.7

#### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022-3-9	16.24	买入
2022-4-26	15.34	买入
2022-5-19	18.32	买入
2022-7-9	19.72	买入

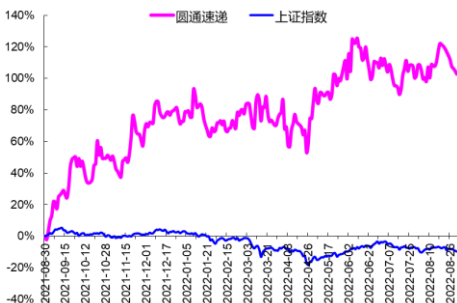
#### 产品组合

国内时效产品	88.87%
货代服务	11.37%
国际快递产品	1.9%
航空业务	3.46%

#### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.7%
一般法人	67.1%

#### 股价相对大盘走势



## 圆通速递(600233.SH)

Buy 买入

单票价格上行, 22H1 盈利大幅提升

#### 结论与建议:

- 事件:** 公司发布 2022 年半年报业绩: 2022 年上半年实现营收 250.7 亿元, 同比增长 28.6%, 归母净利 17.74 亿元, 同比增长 174.7%, 扣非净利 17.09 亿元, 同比增长 187.5%, 毛利率同比提升 4.85pct 至为 11.89%。其中, 2Q 实现营收 132.4 亿元, 同比增长 25.7%; 归母净利 9 亿元, 同比增长 228.4%, 扣非后净利 8.88 亿元, 同比增 248%, 毛利率同比提升 5.21pct 至为 11.21%。
- 22H1 快递业务大幅增长:** 2022 年上半年公司快递业务收入 214.3 亿元, 同比增长 29.8%。从业务量上看, 22H1 完成业务量 80.85 亿件, 同比增长 9.1%, 增速超过行业 5.4pct; 市占率为 15.8%, 同比提升 0.8pct。其中, Q2 受上海等地疫情影响, 全行业业务量同比下滑 1.75%, 而公司业务表现优于行业, 完成业务量 43.72 亿件, 同比增长 2.5%, 市占率达 16.2%, 同比提升 0.8pct。单票收入方面, 22H1 实现单票快递收入 2.6 元, 同比增长 19.3%。其中, Q1、Q2 单票收入分别为 2.61 元、2.55 元, 同比增长 10.73%、21.57%, 主要得益于行业经营环境改善及公司末端定价能力提升、客户结构优化调整所致。随着生鲜季、电商旺季、油价上涨带来成本上升等因素下, 预计公司单票价格依旧保持坚挺, 公司盈利能力将持续修复。
- 国际货贷和航空业务持续贡献业绩:** 2022 年上半年公司货代业务实现营收 22.6 亿元, 同比增长 18.1%, 毛利率 14.5%; 航空业务实现营收 8.2 亿元, 同比增长 40%, 毛利率 11.9%。22H1 货代+航空合计贡献利润 1.9 亿元, Q1、Q2 分别为 0.8 亿元、1.1 亿元。公司目前拥有航空机队数量 10 架, 新开通东京、大阪、新加坡、印度等多条国际航线, 完成 35 个重点口岸关务能力建设, 清关网络已基本覆盖全国主要口岸。
- 毛利率提升 4.85%, 费用管控良好:** 22H1 公司毛利率同比提升 4.85pct 至 11.89%, 主要得益于单票收入增长和成本的控制: 1) 公司单票快递毛利为 0.27 元, 同比增长 168%, 毛利率 11.25%, 同比提升 5.5pct。2) 成本端: 2022H1 单票快递业务成本为 2.33 元, 同比上升 12.1%, 主要是公司加大末端派费支出所致(单票派送服务支出 1.3 元, 同比提升 16%), 但仍低于单票收入增速(19.3%)。公司持续进行精细化成本管理, 主要成本在疫情影响下与去年变动不大, 单票运输成本 0.52 元, 同比上升 2%; 单票中心操作成本 0.32 元, 同比上升 3%, 均增幅较小。费用方面, 公司综合费用率同比下滑 0.1%, 销售、管理、研发费用率分别变化+0.16pct、-0.3pct、+0.02pct 至 0.43%、2.24%、0.15%。

- 核心资源投入+数字化转型，提升公司综合竞争力：**公司近两年不断优化经营模式，完善基础设施建设，目前拥有自营枢纽转运中心 74 个，在转运中心、城配中心等布局自动化分拣设备 160 套，使得公司 22H1 转运中心人均效能同比提升超 5%；自有干线运输车辆达 5332 辆，并提升甩挂车辆、大型运输车辆比例，改善车队车型结构，使得 22H1 干线运输车辆单车装载票数同比提升超 14%。同时，公司自有航空机队数量 10 架，占全国总量比重 5.6%，预计 2022 年将增加至 13 架，载货量与运力将显着提升。其次，公司积极推进快递服务分层、产品分层，借助数字化转型和成本管控能力的持续提升，时效和服务质量显着改善，产品定价能力明显增强，盈利能力持续改善。此外，公司继续加强末端配送网点建设，实现多元化配送体系，不断推进“最后一公里”服务提质增效。
- 盈利预测：**公司不断推进数字化转型，服务质量和运营效率双提升，同时持续加大航空货运与国际业务布局，提升航空运力，公司单票成本仍有改善空间。随着严监管政策的落实，价格竞争有望趋缓，业绩有望继续修复。预计 22、23 年分别实现净利润 33 亿元、44 亿元，YoY 分别为 +56%、YoY+34%，EPS 为 0.95 元、1.28 元。当前 A 股股价对应 P/E 为 21 倍和 15 倍，给予买入投资建议。
- 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	2021	2022E	2023E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1,668	1,767	2,103	3,277	4,385
同比增减	%	-12.41%	5.94%	19.06%	55.80%	33.81%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.59	0.57	0.67	0.95	1.28
同比增减	%	-12.39%	-2.95%	16.30%	43.30%	33.81%
A 股市盈率(P/E)	X	19.25	19.83	25.06	20.57	15.37
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.15	0.15	0.29	0.38
股息率 (Yield)	%	1.02%	1.32%	0.90%	1.46%	1.95%

**【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	2021	2022E	2023E
营业收入	31,151.12	34,907.04	45,154.95	52,869.24	60,989.09
经营成本	27,411.33	31,752.53	41,440.18	46,578.15	53,332.91
毛利	3,739.79	3,154.51	3,714.77	6,291.09	7,656.18
营业税金及附加	92.68	103.39	132.13	158.61	182.97
销售费用	88.11	100.30	140.56	185.04	243.96
管理费用	1,051.98	997.40	1,051.42	1,215.99	1,524.73
财务费用	51.50	(13.44)	30.03	79.30	121.98
资产减值损失	(342.01)	(0.91)	(42.59)	(42.59)	(42.59)
投资收益	14.62	0.09	(28.63)	0.00	0.00
营业利润	2,264.55	2,217.67	2,851.39	4,231.29	5,651.96
税前利润	2,220.22	2,202.29	2,766.93	4,201.29	5,621.96
所得税	539.43	354.59	579.44	840.26	1,124.39
少数股东权益	13.08	80.95	84.09	84.03	112.44
净利润	1,667.70	1,766.75	2,103.41	3,277.01	4,385.13

**附二：合并资产负债表**

会计年度（百万元）	2019	2020	2021	2022E	2023E
货币资金	3,569.53	4,672.85	6,127.97	8,290.20	12,312.56
应收账款	61.53	51.09	73.18	80.50	88.55
存货	1,195.79	1,358.32	1,627.02	1,708.37	1,793.79
流动资产合计	8,628.15	8,654.70	12,636.93	14,579.07	17,194.90
长期股权投资	312.10	291.38	253.55	266.23	279.54
固定资产	7,218.21	9,686.42	12,575.23	13,203.99	13,864.19
在建工程	897.29	1,061.16	1,715.34	1,801.11	1,891.16
非流动资产合计	13,532.82	17,774.45	21,585.38	22,664.65	23,797.88
资产总计	22,160.97	26,429.15	34,222.31	37,243.72	40,992.78
流动负债合计	5,642.61	8,628.57	10,137.41	10,345.92	10,171.39
非流动负债合计	3,297.43	284.91	1,026.43	1,077.75	1,131.64
负债合计	8,940.04	8,913.48	11,163.84	11,423.67	11,303.03
少数股东权益	327.27	386.18	454.91	477.66	501.54
股东权益合计	13,220.94	17,515.67	23,058.46	25,820.05	29,689.75
负债及股东权益合计	22,160.97	26,429.15	34,222.31	37,243.72	40,992.78

**附三：合并现金流量表**

会计年度（百万元）	2019	2020	2021	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	3,798.780	3,491.020	4,068.130	4,260.11	5,700.66
投资活动产生的现金流量净额	-3,763.070	-3,331.310	-7,126.720	-5,701.38	-4,561.10
筹资活动产生的现金流量净额	-556.920	1,007.450	4,504.370	3,603.50	2,882.80
现金及现金等价物净增加额	-500.250	1,122.600	1,421.440	2,162.23	4,022.36

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。