

圆通速递 (600233.SH)

价格竞争导致业绩承压，看好长期价值

买入

核心观点

23年三季度公司业绩表现承压。2023年前三季度营收407.6亿元（同比+5.0%），归母净利润26.6亿元（同比-4.1%），扣非归母净利润25.4亿元（-4.8%）；2023年三季度单季营收137.6亿元（+0.01%），归母净利润8.0亿元（同比-20.0%），扣非归母净利润7.6亿元（-21.3%）。

三季度件量稳步增长，市场份额同比略微下滑，单价同比降幅维持高位。圆通23年前三季度业务量实现了150.1亿件（同比+18.5%），单三季度业务量实现了52.4亿件（同比+14.1%），单三季度市占率为15.6%（同比-0.4pct，环比-0.7pct）。今年以来快递行业价格战逐渐加剧，圆通Q1、Q2、Q3的单票快递价格分别为2.55元、2.35元、2.33元，同比分别为-2.2%、-7.6%、-7.9%。

三季度单票快递净利环比、同比均有所下滑。三季度价格竞争激烈的背景下，圆通单价下降明显，叠加航空和货代业务亏损扩大，从而导致公司三季度盈利能力下滑。圆通前三季度实现毛利率10.5%（同比-1.0pct），归母净利率为6.5%（同比-0.6pct）。单三季度来看，实现毛利率9.3%（同比-1.3pct，环比-1.3pct），期间费用率为2.4%（同比-0.1pct，环比+0.2pct），归母净利率为5.8%（同比-1.5pct，环比-1.0pct），剔除航空和货代业务影响，快递业务实现单票归母净利约0.16元（同比减少约0.04元，环比减少约0.02元）。圆通前三季度资本开支为36亿元，同比持平。

行业需求将回归中速增长，竞争格局变革关键期，关注公司长期价值。随着电商市场逐渐成熟，快递市场也进入了中速增长的新阶段，同时龙头快递竞争也进入了关键时点。我们认为圆通在市场份额、网络质量、经营能力以及盈利能力方面均具有竞争优势，看好公司的经营韧性和业绩韧性。

风险提示：价格竞争恶化；电商快递需求增长低于预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到快递行业价格竞争加剧，下调盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为38.8/45.2/52.7亿元（23-25年调整幅度-14.5%/-15.5%/-14.1%），分别同比变化-1%/+17%/+17%，由于圆通速递具有竞争优势，维持公司“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	45,155	53,539	59,000	66,198	74,407
(+/-%)	29.4%	18.6%	10.2%	12.2%	12.4%
净利润(百万元)	2103	3920	3880	4524	5272
(+/-%)	19.1%	86.3%	-1.0%	16.6%	16.5%
每股收益(元)	0.67	1.14	1.13	1.31	1.53
EBIT Margin	5.2%	8.5%	7.6%	8.1%	8.5%
净资产收益率(ROE)	9.3%	14.7%	13.2%	13.9%	14.5%
市盈率(PE)	20.2	11.8	11.9	10.2	8.8
EV/EBITDA	13.9	9.2	9.0	7.6	6.5
市净率(PB)	1.88	1.73	1.57	1.42	1.28

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：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	13.44元
总市值/流通市值	46264/46264百万元
52周最高价/最低价	21.99/13.17元
近3个月日均成交额	129.55百万元

市场走势



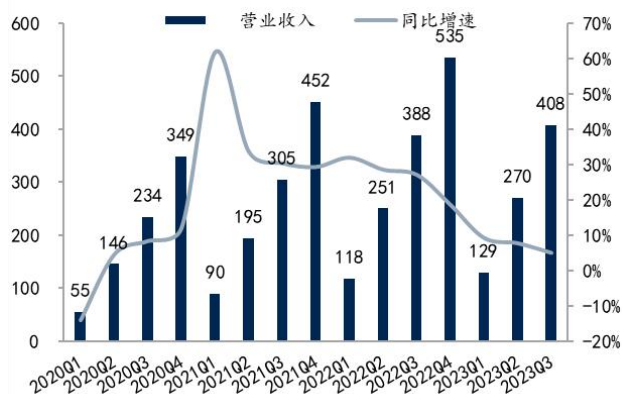
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《圆通速递(600233.SH)-市场份额提升明显，盈利能力表现稳健》——2023-04-26
- 《圆通速递(600233.SH)-四季度业绩依旧亮眼，继续看好23年表现》——2023-01-10
- 《圆通速递(600233.SH)-淡季价格表现稳健，单票快递盈利维持高位》——2022-10-17
- 《圆通速递(600233.SH)-单票快递盈利表现亮眼，竞争实力持续提升》——2022-08-26
- 《圆通速递(600233.SH)-快递经营具有韧性，二季度利润环比正增长》——2022-07-08

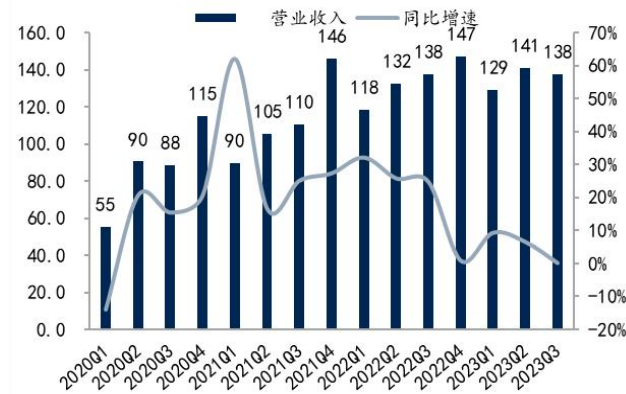
23 年三季度公司业绩表现承压。2023 年前三季度营收 407.6 亿元（同比+5.0%），归母净利润 26.6 亿元（同比-4.1%），扣非归母净利润 25.4 亿元（-4.8%）；2023 年三季度单季营收 137.6 亿元（+0.01%），归母净利润 8.0 亿元（同比-20.0%），扣非归母净利润 7.6 亿元（-21.3%）。

图1：圆通速递累计营业收入及增速（单位：亿元、%）



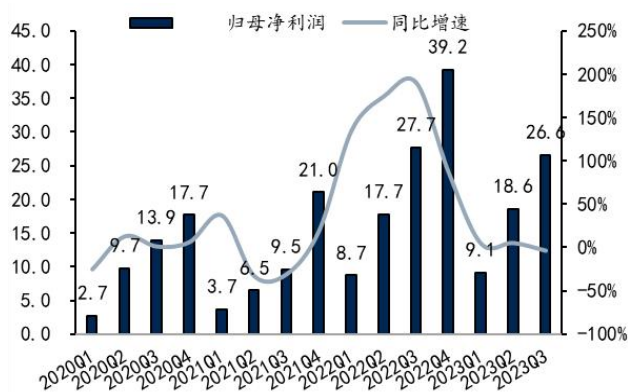
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

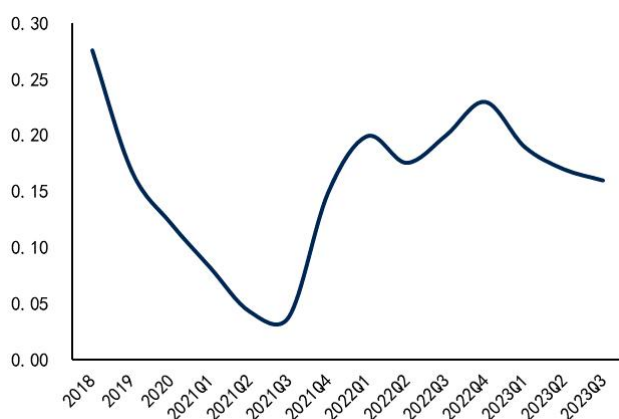
三季度件量稳步增长，市场份额同比略微下滑，单价同比降幅维持高位。圆通 23 年前三季度业务量实现了 150.1 亿件（同比+18.5%），单三季度业务量实现了 52.4 亿件（同比+14.1%），单三季度市占率为 15.6%（同比-0.4 pct，环比-0.7 pct）。今年以来快递行业价格战逐渐加剧，圆通 Q1、Q2、Q3 的单票快递价格分别为 2.55 元、2.35 元、2.33 元，同比分别为-2.2%、-7.6%、-7.9%。

三季度单票快递净利环比、同比均有所下滑。三季度价格竞争激烈的背景下，圆通单价下降明显，叠加航空和货代业务亏损扩大，从而导致公司盈利能力受到压制。圆通前三季度实现毛利率 10.5%（同比-1.0 pct），归母净利率为 6.5%（同比-0.6 pct）。

单三季度来看，实现毛利率 9.3%（同比-1.3 pct，环比-1.3 pct），期间费用率为 2.4%（同比-0.1 pct，环比+0.2 pct），归母净利率为 5.8%（同比-1.5pct，环比-1.0 pct），剔除航空和货代业务影响，快递业务实现单票归母净利约 0.16 元（同比减少约 0.04 元，环比减少约 0.02 元。圆通前三季度资本开支为 36 亿元，同比持平。

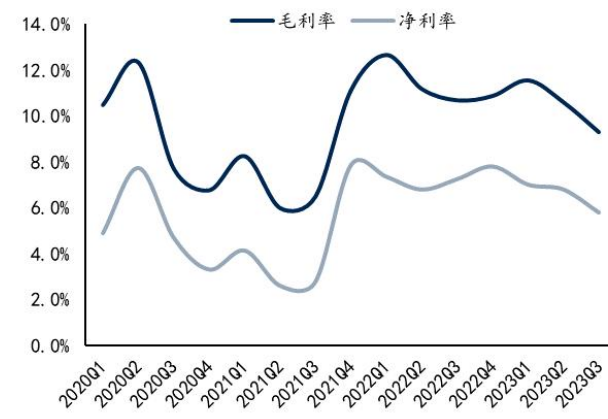
行业需求将回归中速增长，竞争格局变革关键期，关注公司长期价值。随着电商市场逐渐成熟，快递市场也进入了中速增长的新阶段，同时龙头快递竞争也进入了关键时点。我们认为圆通在市场份额、网络质量、经营能力以及盈利能力方面均具有竞争优势，看好公司的经营韧性和业绩韧性。

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：考虑到快递行业价格竞争加剧，下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 38.8/45.2/52.7 亿元（23-25 年调整幅度 -14.5%/-15.5%/-14.1%），分别同比变化-1%/+17%/+17%，由于圆通速递具有竞争优势，维持公司“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6128	7390	8562	8160	9294	营业收入	45155	53539	59000	66198	74407
应收款项	1849	1193	1293	1270	1223	营业成本	41440	47490	52909	59049	66148
存货净额	73	82	99	126	158	营业税金及附加	132	162	177	199	223
其他流动资产	1836	1751	2537	3045	3572	销售费用	141	228	177	199	223
流动资产合计	12637	14136	13525	14649	17288	管理费用	1051	1071	1181	1303	1443
固定资产	14291	16505	19179	20803	21230	研发费用	32	50	59	58	70
无形资产及其他	4126	4441	4265	4088	3911	财务费用	30	14	(6)	(53)	(92)
投资性房地产	2916	3788	3788	3788	3788	投资收益	(29)	(41)	5	5	5
长期股权投资	254	388	368	348	328	资产减值及公允价值变动	79	140	60	80	80
资产总计	34222	39257	41124	43675	46544	其他收入	440	429	326	284	281
短期借款及交易性金融负债	2969	3583	2430	1643	1023	营业利润	2851	5102	4953	5871	6829
应付款项	4365	4218	4648	4709	4399	营业外净收支	(84)	(49)	(50)	(80)	(80)
其他流动负债	2803	3467	3155	3224	3285	利润总额	2767	5053	4903	5791	6749
流动负债合计	10137	11268	10233	9576	8707	所得税费用	579	1089	981	1216	1417
长期借款及应付债券	499	275	425	425	425	少数股东损益	84	44	43	51	59
其他长期负债	528	520	525	530	535	归属于母公司净利润	2103	3920	3880	4524	5272
长期负债合计	1026	795	950	955	960	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	11164	12064	11183	10532	9667	净利润	2103	3920	3880	4524	5272
少数股东权益	455	521	552	589	632	资产减值准备	42	(10)	7	3	1
股东权益	22604	26673	29388	32555	36245	折旧摊销	1501	1773	1856	2130	2330
负债和股东权益总计	34222	39257	41124	43675	46544	公允价值变动损失	(79)	(140)	(60)	(80)	(80)
						财务费用	30	14	(6)	(53)	(92)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(222)	359	(773)	(373)	(756)
每股收益	0.67	1.14	1.13	1.31	1.53	其它	19	47	24	34	41
每股红利	0.18	0.19	0.34	0.39	0.46	经营活动现金流	3364	5949	4934	6237	6809
每股净资产	7.15	7.76	8.54	9.46	10.53	资本开支	0	(3967)	(4301)	(3501)	(2501)
ROIC	9.44%	14.53%	11%	13%	14%	其它投资现金流	(1759)	(969)	2686	(1014)	(993)
ROE	9.31%	14.70%	13%	14%	15%	投资活动现金流	(1721)	(5070)	(1595)	(4495)	(3474)
毛利率	8%	11%	10%	11%	11%	权益性融资	(24)	77	0	0	0
EBIT Margin	5%	8%	8%	8%	8%	负债净变化	0	275	150	0	0
EBITDA Margin	9%	12%	11%	11%	12%	支付股利、利息	(582)	(661)	(1164)	(1357)	(1582)
收入增长	29%	19%	10%	12%	12%	其它融资现金流	1000	1077	(1153)	(787)	(620)
净利润增长率	19%	86%	-1%	17%	17%	融资活动现金流	(189)	383	(2167)	(2144)	(2202)
资产负债率	34%	32%	29%	25%	22%	现金净变动	1455	1262	1173	(402)	1133
股息率	1.3%	1.4%	2.5%	2.9%	3.4%	货币资金的期初余额	4673	6128	7390	8562	8160
P/E	20.2	11.8	11.9	10.2	8.8	货币资金的期末余额	6128	7390	8562	8160	9294
P/B	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3	企业自由现金流	0	1726	381	2514	4050
EV/EBITDA	13.9	9.2	9.0	7.6	6.5	权益自由现金流	0	3078	(617)	1769	3503

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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