

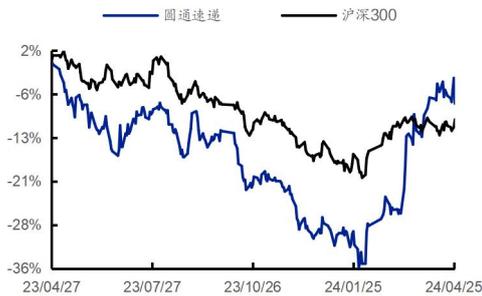
研究所:  
 证券分析师: 祝玉波 S0350523120005  
 zhouyb01@ghzq.com.cn  
 联系人: 张晋铭 S0350124040003  
 zhangjm02@ghzq.com.cn

## 快递业务单票盈利基本稳定, 降本持续兑现

### ——圆通速递(600233)2023年报及

### 2024年一季报点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
圆通速递	5.4%	36.2%	-6.6%
沪深300	1.1%	7.5%	-9.5%

#### 市场数据

市场数据	2024/04/26
当前价格(元)	15.85
52周价格区间(元)	10.72-17.48
总市值(百万)	54,559.27
流通市值(百万)	54,559.27
总股本(万股)	344,222.55
流通股本(万股)	344,222.55
日均成交额(百万)	535.84
近一月换手(%)	0.43

#### 相关报告

《圆通速递(600233)2023年三季报点评: Q3业绩承压, 看好旺季修复及公司长期发展(买入)\*物流\*许可》——2023-10-30

《圆通速递(600233)2023年半年报点评: 管理α凸显, 业绩稳健, 持续推荐(买入)\*物流\*许可》——2023-08-27

《圆通速递(600233)2022年报及2023年一季报点评: 业务量增长强劲, 业绩稳健, 长期推荐(买

#### 事件:

2024年4月25日, 圆通速递发布2023年年报及2024年一季报

**财务方面**, 2023年, 公司完成营业收入576.84亿元, 同比+7.74%; 实现归母净利润37.23亿元, 同比-5.03%; 实现扣非归母净利润36.05亿元, 同比-4.63%。其中2023Q4公司完成营业收入169.25亿元, 同比+15.02%; 实现归母净利润10.64亿元, 同比-7.36%; 实现扣非归母净利润10.63亿元, 同比-4.19%。

2024Q1公司完成营业收入154.27亿元, 同比增长19.46%; 实现归母净利润9.43亿元, 同比增长4.14%; 实现扣非归母净利润9.03亿元, 同比增长3.23%。

**经营方面**, 2023Q4公司完成业务量61.91亿票, 同比增长28.89%, 市占率同比+0.18pcts至15.89%; 2024Q1公司完成业务量55.68亿票, 同比+24.88%, 市占率同比-0.04pcts至15.00%。

#### 投资要点:

##### ■ 降本对冲价格波动, 2024Q1公司单票盈利基本保持稳定

2024Q1公司快递单票收入2.43元/票, 同比-0.12元/票(主要系小件化及行业温和竞争影响); 但公司依靠数字化、精细化管理、规模效应实现降本, 核心成本中转成本同比-0.03元/票, 运输成本同比-0.04元/票, 基本对冲了价格竞争对单票收入造成的负面影响, 最终实现单票归母净利0.18元/票, 同比-0.02元/票, 盈利能力基本维持稳定。

##### ■ 降本仍有看点, 价格竞争力度有限, 看好全年单票盈利稳定

需求侧受小件化趋势带动, 截至2024Q1行业业务量同比+25.2%, 高景气延续, 2024Q1公司快递业务量增长较快(同比+24.88%), 业务量同比增速基本与行业相当, 市占同比稳定; 供给侧, 2023年公司资本开支约49亿元, 同比约+4%, 产能投放稳定。展望全年, 在数字化推进下降本有看点, 行业进入温和价格竞争阶段, 公司价

入)\*物流\*许可,周延宇》——2023-04-26

《圆通速递(600233)点评报告:业绩再超预期,低估值高增长值得重视(买入)\*物流\*许可,周延宇》——2023-01-10

格降幅有限(2024Q1 同比降幅 4.9%, 低于 2023 年价格同比降幅), 单票盈利有望继续保持稳定。

### ■ 国内业务单票盈利仍有较大向上空间, 国际件第二增长曲线可期

中短期看, 2024Q1 全口径利润增速个位数, 主要因航空货代短期影响, 但随着 Q2 航空运价上涨, 拖累项有望解除。中长期看, 公司持续推动数字化、智能化, 继续推进降本增效, 随着公司服务品质改善、品牌溢价能力提升趋势不变, 对标龙头企业, 仍有较大向上空间。展望未来, 圆通一方面重“质”强化溢价能力(2023 年全程时长缩短 5.6h), 另一方面布局国际(自有机队同比+2 架至 13 架), 有望打开第二增长曲线, 看好长期公司发展。

### ■ 盈利预测和投资评级

根据最新年报数据, 我们引入 2026 年盈利预测, 预计圆通速递 2024-2026 年营业收入分别为 689.17 亿元、768.89 亿元与 856.04 亿元, 归母净利润分别为 43.16 亿元、53.93 亿元与 63.21 亿元, 2024-2026 年对应 PE 分别为 13 倍、10 倍与 9 倍。公司业绩增长仍有望维持稳健, 维持“买入”评级。

- **风险提示** 行业增速不及预期; 价格战重启; 管理改善不及预期; 成本管控不及预期; 加盟商爆仓。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	57684	68917	76889	85604
增长率(%)	8	19	12	11
归母净利润(百万元)	3723	4316	5393	6321
增长率(%)	-53	16	25	17
摊薄每股收益(元)	1.08	1.25	1.57	1.84
ROE(%)	13	13	14	14
P/E	11.36	12.64	10.12	8.63
P/B	1.47	1.65	1.42	1.22
P/S	0.73	0.79	0.71	0.64
EV/EBITDA	5.40	5.72	4.24	3.12

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：圆通速递盈利预测表

证券代码:	600233				股价:	15.85	投资评级:	买入	日期:	2024/04/26
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	13%	13%	14%	14%	EPS	1.08	1.25	1.57	1.84	
毛利率	10%	10%	11%	11%	BVPS	8.37	9.62	11.19	13.02	
期间费率	2%	2%	2%	2%	<b>估值</b>					
销售净利率	7%	6%	7%	7%	P/E	11.36	12.64	10.12	8.63	
<b>成长能力</b>					P/B	1.47	1.65	1.42	1.22	
收入增长率	8%	19%	12%	11%	P/S	0.73	0.79	0.71	0.64	
利润增长率	-5%	16%	25%	17%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
总资产周转率	0.67	1.43	1.39	1.39	营业收入	57684	68917	76889	85604	
应收账款周转率	32.47	44.81	28.13	42.34	营业成本	51825	61728	68285	75779	
存货周转率	163.08	1039.54	476.62	937.85	营业税金及附加	192	200	223	248	
<b>偿债能力</b>					销售费用	182	221	231	240	
资产负债率	32%	30%	29%	26%	管理费用	1073	1206	1307	1412	
流动比	1.16	1.36	1.65	2.09	财务费用	-75	-20	-76	-192	
速动比	0.96	1.16	1.46	1.90	其他费用/(-收入)	131	241	231	257	
					<b>营业利润</b>	<b>4788</b>	<b>5591</b>	<b>6939</b>	<b>8110</b>	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	-76	-70	-65	-70	
现金及现金等价物	11177	13306	18355	24788	<b>利润总额</b>	<b>4712</b>	<b>5521</b>	<b>6874</b>	<b>8040</b>	
应收款项	831	1538	2734	2022	所得税费用	961	1125	1401	1639	
存货净额	166	66	161	91	<b>净利润</b>	<b>3752</b>	<b>4396</b>	<b>5473</b>	<b>6401</b>	
其他流动资产	1989	2880	2801	3039	少数股东损益	29	80	80	80	
<b>流动资产合计</b>	<b>14163</b>	<b>17791</b>	<b>24051</b>	<b>29940</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3723</b>	<b>4316</b>	<b>5393</b>	<b>6321</b>	
固定资产	14750	19002	19723	20041						
在建工程	2114	1548	1332	1202	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
无形资产及其他	8730	9396	9596	9696	经营活动现金流	6038	7203	9281	10555	
长期股权投资	395	519	519	519	净利润	3723	4316	5393	6321	
<b>资产总计</b>	<b>40152</b>	<b>48256</b>	<b>55221</b>	<b>61398</b>	少数股东损益	29	80	80	80	
短期借款	3466	3495	3195	2895	折旧摊销	2284	2673	2995	3312	
应付款项	3596	4675	6705	5925	公允价值变动	-103	0	0	0	
预收帐款	316	827	888	1008	营运资金变动	-7	-98	581	620	
其他流动负债	3459	4086	3788	4524	<b>投资活动现金流</b>	<b>-3386</b>	<b>-4470</b>	<b>-3765</b>	<b>-3670</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>10838</b>	<b>13084</b>	<b>14576</b>	<b>14352</b>	资本支出	-4811	-4470	-3765	-3670	
长期借款及应付债券	459	1013	1013	1013	长期投资	1303	0	0	0	
其他长期负债	575	416	416	416	其他	122	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>1034</b>	<b>1430</b>	<b>1430</b>	<b>1430</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-925</b>	<b>338</b>	<b>-467</b>	<b>-452</b>	
<b>负债合计</b>	<b>11871</b>	<b>14513</b>	<b>16006</b>	<b>15782</b>	债务融资	612	500	-300	-300	
股本	994	994	994	994	权益融资	12	0	0	0	
股东权益	28280	33742	39215	45616	其它	-1549	-162	-167	-152	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>40152</b>	<b>48256</b>	<b>55221</b>	<b>61398</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>1732</b>	<b>3071</b>	<b>5049</b>	<b>6433</b>	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【交运小组介绍】

祝玉波：交通运输行业首席分析师，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境电商物流、以及化工物流、汽车物流等细分产业链板块。

张付哲：交通运输行业研究助理，航运行业专家，3年航运咨询行业从业经验，先后就职于 Drewry 和 VesselsValue，以产业助力金融，主攻航运、船舶、港口等板块。

张晋铭：交通运输行业研究助理，新南威尔士大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，主攻交运基础设施、化工物流、大宗物流等板块。

## 【分析师承诺】

祝玉波，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。