

圆通速递(600233)

数字化赋能助力，成长前景可期

行业： 交通运输/物流
 投资评级： 买入(首次)
 当前价格： 17.16元
 目标价格： 20.32元

投资要点：

圆通速递：聚焦快递主业，综合实力持续提升

圆通速递是加盟制快递企业的主要代表，也是首家拥抱阿里的民营快递企业。公司营业收入主要来源于国内快递业务，营收占比超过80%。2015年开始公司相继布局航空业务和货代服务，2023年营收合计占比约为7.4%。公司业绩稳健增长，2017-2023年归母净利润年均复合增长率为17.1%。

行业前景：线上消费仍具韧性，价格竞争空间有限

2023年我国实物商品网零增速回升至8.4%，2024年Q1升至11.6%，线上消费韧性犹存；其中直播电商贡献主要增量，2023年抖音+快手GMV占比同比提升约3pct。2024年以来行业价格企稳，基于有效市场监管环境以及行业产能释放节奏放缓，价格降幅空间有限。行业竞争格局趋于稳定，截至2024年Q1圆通市占率为15.0%。

后发优势：“补短板”+“锻长板”，持续强化竞争优势

公司较早地在土地、房屋建筑等资产方面进行布局，自动化改造进程后起发力。得益于近年来公司聚焦自动化升级转运中心、科技化投入基础建设，精细化管理水平持续提升，中转相关成本显著下降，2016-2023年圆通单票核心成本从1.39元下降至0.75元，较行业拥有约0.03元的成本优势。

面向未来：成本优势为盾，品牌升级为矛

分拆2023年每1亿件增量对应的单件价格跌幅，中通/圆通/韵达/申通分别为0.003/0.005/0.015/0.006元/件，公司以价换量的成本相对较低，进而保持业绩的相对稳定性。公司数字化技术领跑同业，基于前期积累的成本优势，数字化赋能下全网一体化经营效率和终端客户体验双重提升，有望带动公司整体的产品与服务定价能力不断增强。

盈利预测、估值与评级

预计公司2024-2026年营业收入分别为653.25/732.31/815.91亿元，同比增速分别为13.25%/12.10%/11.42%；归母净利润分别为43.86/51.96/57.74亿元，同比增速分别为17.82%/18.47%/11.12%；EPS分别为1.27/1.51/1.68元。可比公司2024年平均估值13.19倍，鉴于公司成本优势突出，数字化赋能下盈利能力有望持续提升，给予公司2024年16倍PE，目标价20.32元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期；快递行业价格竞争超预期；成本管控效果不及预期。

基本数据

总股本/流通股(百万股)	3,442.23/3,442.23
流通A股市值(百万元)	59,068.59
每股净资产(元)	8.64
资产负债率(%)	29.88
一年内最高/最低(元)	17.24/10.72

股价相对走势



作者

分析师：田照丰
 执业证书编号：S0590522120001
 邮箱：tianzhf@glsc.com.cn
 分析师：李蔚
 执业证书编号：S0590522120002
 邮箱：liwyj@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	53539	57684	65325	73231	81591
增长率(%)	18.57%	7.74%	13.25%	12.10%	11.42%
EBITDA(百万元)	6940	6694	7366	8706	9636
归母净利润(百万元)	3920	3723	4386	5196	5774
增长率(%)	86.35%	-5.03%	17.82%	18.47%	11.12%
EPS(元/股)	1.14	1.08	1.27	1.51	1.68
市盈率(P/E)	14.4	15.2	12.9	10.9	9.8
市净率(P/B)	2.1	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	9.5	6.2	7.7	6.2	5.2

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年05月14日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司稳定的加盟商网络体系以及积极数字化转型培育了出色的成本管控能力，在当前存在阶段性价格竞争的市场环境下公司的利润端波动程度较小，业绩稳健性较强。在网络稳定性与成本优势基础之上，有望逐步培育良好的客户体验和品牌口碑，进而形成品牌服务性溢价。

不同于市场的观点

市场认为快递行业价格竞争持续进行，引发投资者对快递企业盈利稳定性以及行业格局改善的担忧。我们认为目前市场监管依然具备有效性，价格竞争愈演愈烈概率较低，同时伴随行业从增量市场逐步转向存量市场，服务质量与客户粘性是行业后续竞争的重心。圆通数字化转型领跑同业，有助于对“总部-加盟商”全网赋能助力，提升末端经营效率以及服务品质的改善，看好公司的长期发展潜力。

核心假设

(1) 营业收入：考虑到线上消费仍具韧性，公司业务量增速保持稳健，2024年以来价格竞争激烈程度有所缓和，预计公司2024-2026年营业收入分别为653.25/732.31/815.91亿元，同比增速分别为13.25%/12.10%/11.42%。

(2) 营业成本：预计公司2024-2026年营业成本分别为583.11/650.38/724.60亿元，同比增速分别为12.51%/11.54%/11.41%；2024-2026年毛利率分别为10.74%/11.19%/11.19%。

盈利预测、估值与评级

预计公司2024-2026年营业收入分别为653.25/732.31/815.91亿元，同比增速分别为13.25%/12.10%/11.42%；归母净利润分别为43.86/51.96/57.74亿元，同比增速分别为17.82%/18.47%/11.12%；EPS分别为1.27/1.51/1.68元。可比公司2024年平均估值13.19倍，鉴于公司成本优势突出，数字化赋能下盈利能力有望持续提升，给予公司2024年16倍PE，目标价20.32元，首次覆盖，给予“买入”评级。

正文目录

1. 圆通速递：聚焦快递主业，综合实力持续提升	5
1.1 发展历程：前瞻布局，首家携手阿里的快递公司.....	5
1.2 股权结构：喻会蛟、张小娟夫妇为公司实控人.....	6
1.3 业务结构：快递业务为主营，布局货代与航空业务.....	7
2. 行业前景：线上消费仍具韧性，价格竞争空间有限	8
2.1 网购渗透率持续提升，直播电商贡献主要增量.....	8
2.2 阶段性价格竞争预计仍将持续，但烈度有限.....	11
2.3 行业竞争格局趋于稳定，公司市占率升至第二.....	12
3. 后发优势：“补短板”+“锻长板”，持续强化竞争优势	13
3.1 土地资产布局较早，自动化改造后起发力.....	13
3.2 率先推进数字化转型，夯实成本优势.....	17
3.3 成本精细化管理，单票费用管控严格.....	19
4. 面向未来：成本优势为盾，品牌升级为矛	20
4.1 基于前期数字化优势，品牌溢价可期.....	20
4.2 快递出海，跨境业务迎发展新机遇.....	23
4.3 估值仍处相对低位，业绩兑现逻辑增强.....	26
5. 盈利预测、估值与投资建议	27
5.1 盈利预测.....	27
5.2 估值与投资建议.....	28
6. 风险提示	28

图表目录

图表 1：公司发展历程重要节点.....	5
图表 2：公司业务模式示意图.....	6
图表 3：圆通速递股权结构示意图（截至 2024 年 3 月末）.....	6
图表 4：2017-2023 年公司业务收入构成.....	7
图表 5：2017-2023 年公司营业收入.....	7
图表 6：2017-2023 年公司归母净利润.....	7
图表 7：2017-2023 年公司现金流情况.....	8
图表 8：2015-2024 年 Q1 社会消费品零售总额与实物商品网上零售额增速.....	8
图表 9：2010-2024 年 Q1 快递业务量.....	9
图表 10：2011-2023 年网购用户规模及使用率.....	9
图表 11：2015-2024 年 Q1 网购渗透率变化.....	9
图表 12：直播电商平台 GMV 占比显著提升.....	10
图表 13：2019-2026 年直播电商市场规模.....	10
图表 14：2014-2023 年我国农村网络零售额.....	10
图表 15：东中西部地区快递件量占比（单位：%）.....	10
图表 16：2020-2024 年 3 月快递单票价格同比变动情况.....	11
图表 17：快递头部企业 CPAEX 支出多数已过高峰期（单位：亿元）.....	12
图表 18：2019-2024 年 3 月通达系件量增速比较（剔除 1-2 月春节影响）.....	12
图表 19：2016-2023 年通达系市场占有率.....	13
图表 20：通达系土地使用权账面价值（单位：亿元）.....	13
图表 21：通达系房屋及建筑物资产原值（单位：亿元）.....	13
图表 22：通达系自营枢纽转运中心数量（单位：个）.....	14
图表 23：单个加盟商对应快递业务量（单位：万件）.....	14
图表 24：通达系机器设备与运输设备资产账面价值（单位：亿元）.....	15

图表 25:	2018-2023 年公司自动化分拣设备数量及增速	15
图表 26:	2016-2023 年圆通单票中心操作成本	16
图表 27:	2016-2023 年通达系单票中心操作成本 (元)	16
图表 28:	2018-2023 年公司干线运输车辆	16
图表 29:	2020-2023 年单车载票同比增幅	16
图表 30:	2016-2023 年圆通单票运输成本	17
图表 31:	2016-2023 年通达系单票运输成本 (元)	17
图表 32:	2018-2023 年公司研发投入及资本化占比	17
图表 33:	2018-2023 年公司研发人员数量	17
图表 34:	公司信息化平台示意图	18
图表 35:	2021-2023 年圆通全程时长降低小时数	18
图表 36:	全链路管控系统示意图	19
图表 37:	2016-2023 年通达系快递单票核心成本 (元)	20
图表 38:	2018-2023 年公司单票费用 (元)	20
图表 39:	2023 年通达系业务量与单票价格变化 (单位: 元)	20
图表 40:	2016-2023 年单票归母净利对比 (单位: 元)	21
图表 41:	圆通大客户权益具体介绍	22
图表 42:	2020-2023 年客户投诉率同比降幅	22
图表 43:	通达系月度单票价格对比 (单位: 元)	23
图表 44:	鼓励发展跨境电子商务的发展政策汇总	23
图表 45:	2018-2027 年跨境电商市场进出口市场规模	24
图表 46:	圆通国际产品类型	25
图表 47:	2015-2023 年圆通国际营业收入	25
图表 48:	2015-2023 年圆通国际分业务收入构成	25
图表 49:	2015-2023 年圆通国际主营业务毛利率	26
图表 50:	2015-2023 年圆通国际净利润	26
图表 51:	股价和份额、价格走势相关性	26
图表 52:	圆通历史 PE 估值水平	27
图表 53:	2024-2026 年公司营业收入及成本测算 (百万元)	27
图表 54:	可比公司估值指标比较	28

1. 圆通速递：聚焦快递主业，综合实力持续提升

1.1 发展历程：前瞻布局，首家携手阿里的快递公司

圆通速递品牌于2000年4月14日在上海成立，2005年圆通成为第一家拥抱阿里的民营快递企业，率先接入阿里巴巴淘宝平台。2014年圆通航空获民航局批准成立，并于2015年9月实现首航，成为通达系中唯一一家拥有航空货运公司的快递企业。2015年，阿里创投联手云锋基金注资公司25.3亿元，获得圆通20%的股权，成为第二大股东。

2016年，圆通借壳大杨创世登陆A股市场，成为民营快递第一股。2017年，公司继续进行多元布局，收购先达国际（现更名“圆通国际快递”）进军货代业务。2019年，公司深入推进职业经理人制度，云锋基金董事总经理、公司董事潘水苗获聘担任公司总裁。2022年，为提升全网的综合竞争力，公司全面推进“一号工程”——“加盟网络数字化标准化绩效化”，充分激发加盟网络经营活力。

图表1：公司发展历程重要节点

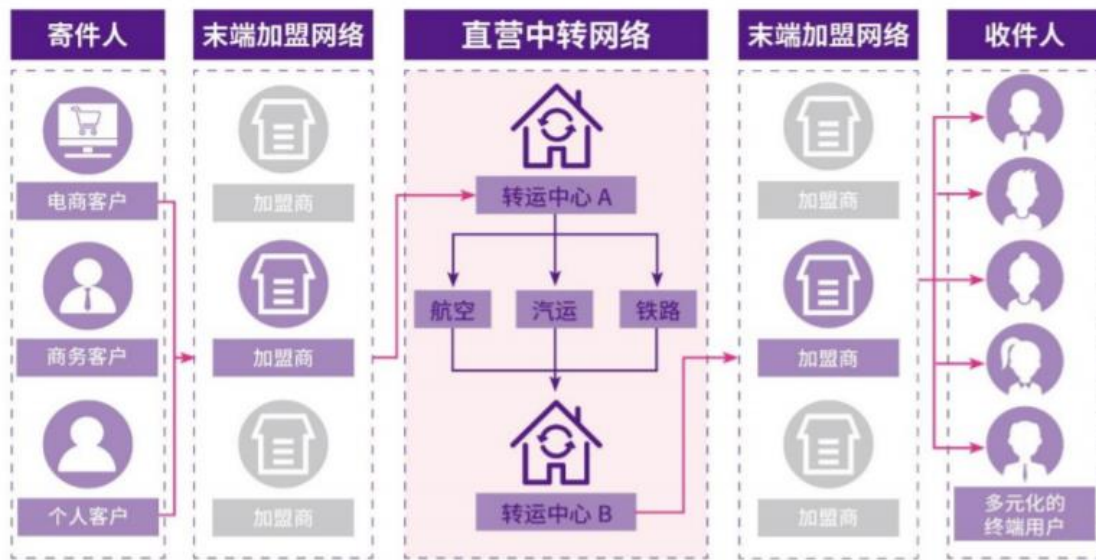
时间	事件
2000年	圆通速递品牌成立
2003年	在行业内率先提出“全年无休”
2005年	率先与淘宝合作，开启“线上线下一体化”融合新模式
2009年	与IBM合作开发拥有自主知识产权的“金刚系统”
2014年	圆通航空公司获中国民用航空局批准成立
2015年	引入阿里巴巴战略投资
2016年	借壳大杨创世率先登陆A股上市
2017年	收购先达国际物流控股有限公司着手布局货代业务
2019年	引入职业经理人潘水苗为公司总裁
2020年	控股股东蛟龙集团及实控人喻会蛟、张小娟向阿里转让股份3.79亿股，阿里集团合计持有公司股份22.5%
2022年	推进以“分公司数字化标准化绩效化”为目标的“一号工程”

资料来源：公司官网，国联证券研究所

公司采用“中转自营+网点加盟”的经营模式，以快递服务为核心，围绕客户需求提供代收货款、仓配一体等物流延伸服务。公司以自营的枢纽转运中心和扁平的终端加盟网络为基础，积极拓展末端网点、优化网络建设。

公司持续完善底层基础设施，夯实干线中转及运输网络建设。截至2023年末，公司快递服务网络覆盖全国31个省、自治区和直辖市，地级以上城市基本实现全覆盖，县级以上城市覆盖率达99.89%；公司加盟商数量5071家，末端网点超8.2万个；拥有自营枢纽转运中心73个，全网干线运输车辆近7500辆，其中自有干线运输车辆5354，干线车辆自有化率达到71%。

图表2：公司业务模式示意图



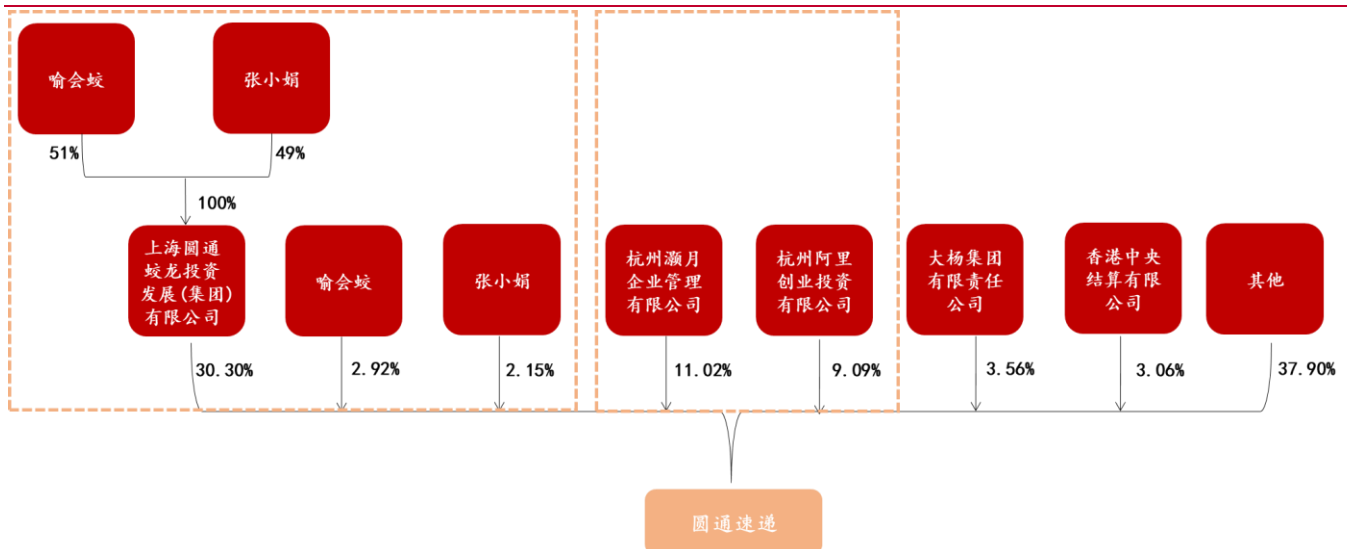
资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.2 股权结构：喻会蛟、张小娟夫妇为公司实控人

公司由前总裁，现董事局主席喻会蛟创立，其与妻子张小娟为公司实际控制人。公司母公司为上海圆通蛟龙集团，为公司控股股东，截至2024年3月末共持有公司股份30.30%。蛟龙集团属于公司的关联法人，由喻会蛟、张小娟夫妇完全控股，存在一致行动关系。

阿里巴巴集团旗下阿里网络与阿里创投持有公司5%以上的股份，分别占11.02%和9.09%，属于公司的关联法人。2023年11月30日，阿里网络实施存续分立，分立后新设公司杭州灏月企业管理有限公司承继阿里网络持有的全部股份，杭州灏月与阿里创投、菜鸟供应链构成一致行动人，合计持有20.65%的公司股份。

图表3：圆通速递股权结构示意图（截至2024年3月末）



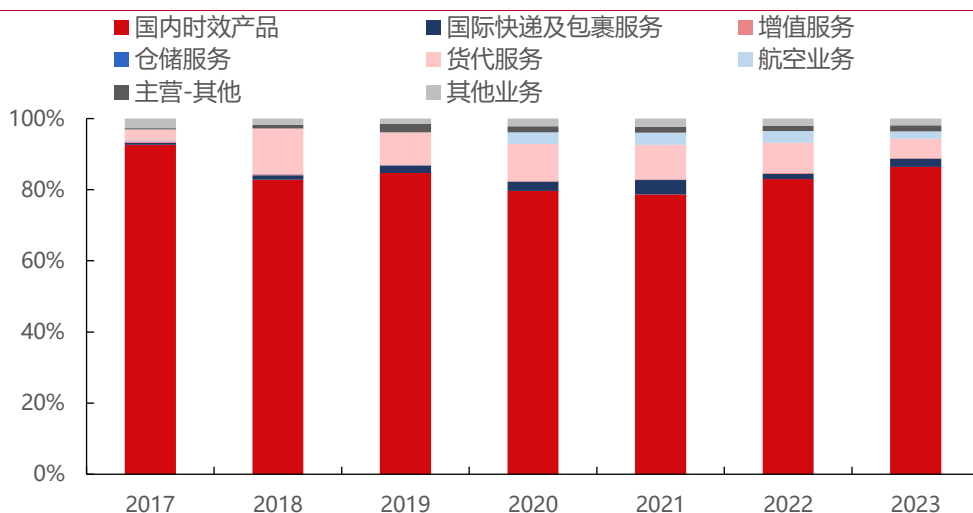
资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 业务结构：快递业务为主营，布局货代与航空业务

公司主营业务收入包括国内时效产品、国际快递及包裹服务、增值服务、货代服务、航空业务和其他业务。公司营业收入主要来源于国内电商快递业务，在公司整体营业收入中占比超过 80%。

2015 年始，公司相继布局航空业务和货代服务，其中货代收入主要系子公司圆通国际为全球客户提供的跨国货运产生的海运、空运等收入，2023 年营收占比约为 5.3%；航空业务收入主要系公司旗下圆通航空产生的航空货运收入，2023 年营收占比约为 2.1%。

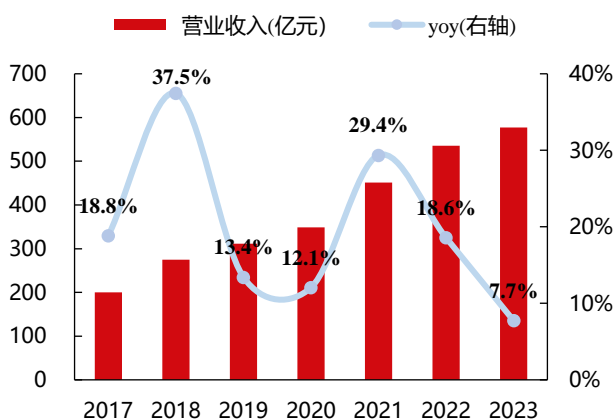
图表4：2017-2023 年公司业务收入构成



资料来源：Wind，国联证券研究所

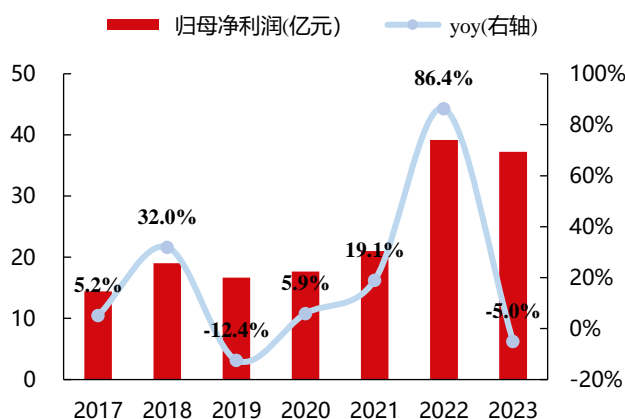
2017-2023 年，公司营业收入保持稳健增长，年均复合增长率为 19.3%。2023 年公司营业收入为 576.84 亿元，同比增长 7.7%；公司归母净利润年均复合增长率为 17.1%，2023 年归母净利润为 37.23 亿元，同比下降 5.0%，主要系 2023 年价格竞争持续时间较长导致利润端承压。

图表5：2017-2023 年公司营业收入



资料来源：Wind，国联证券研究所

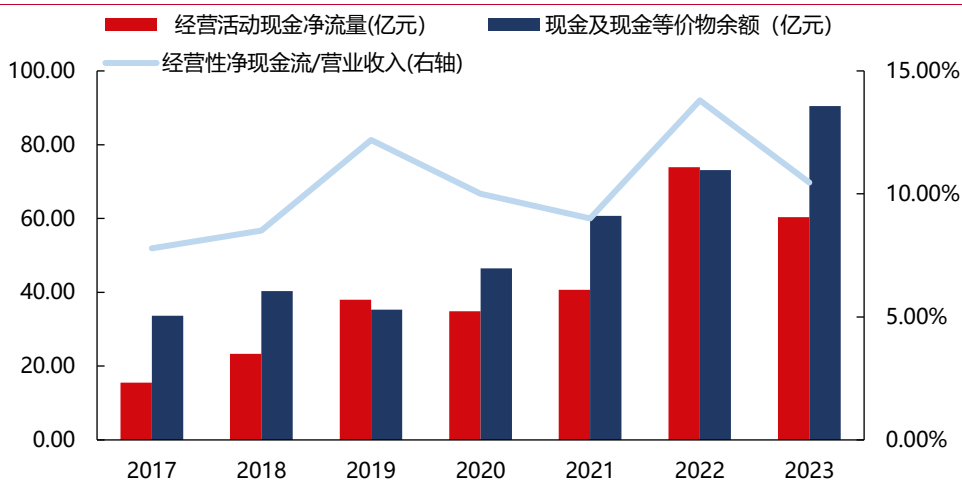
图表6：2017-2023 年公司归母净利润



资料来源：Wind，国联证券研究所

公司现金流势头良好,经营性现金流保持正向增长态势,经营性净现金流在营业收入中比重维持在10%左右。

图7: 2017-2023 年公司现金流情况



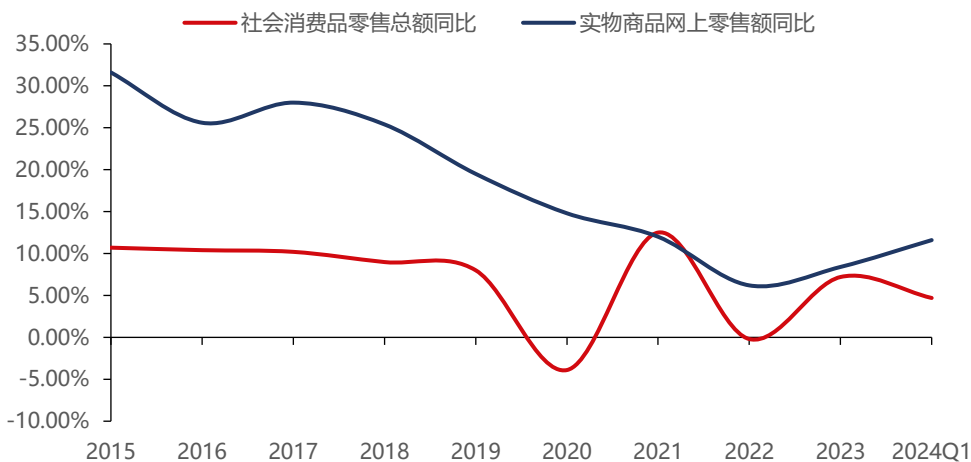
资料来源: Wind, 国联证券研究所

2. 行业前景: 线上消费仍具韧性, 价格竞争空间有限

2.1 网购渗透率持续提升, 直播电商贡献主要增量

我国快递件量中超过80%来自于电商件, 快递行业业务规模的增长与上游电商消费息息相关。伴随着电商业务的崛起, 线上消费的增速持续高于社零总额增速。2023年, 随着不确定性因素的消除, 社零增速与实物商品网零增速都迎来了企稳回升。2023年我国实物商品网上零售额增速回升至8.4%, 2024年一季度升至11.6%, 上游电商消费韧性犹存。

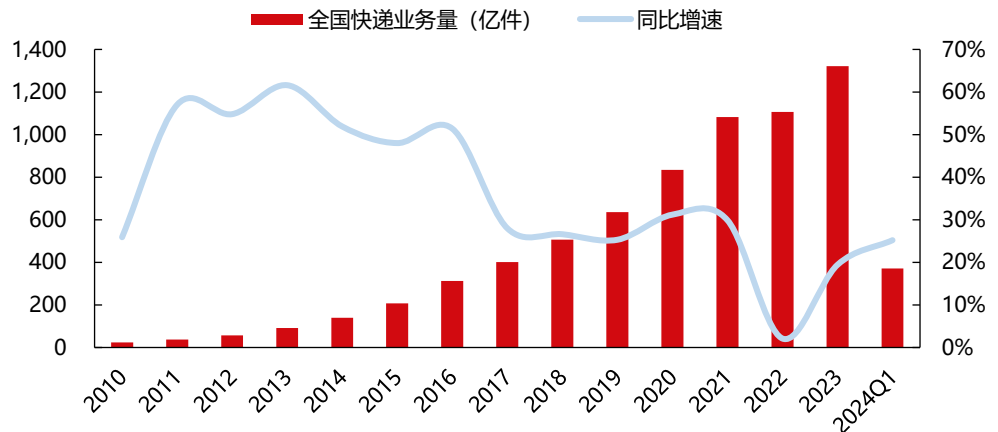
图8: 2015-2024 年 Q1 社会消费品零售总额与实物商品网上零售额增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所

伴随着电商平台规模的快速扩张，2010-2023 年全国快递业务量从 23.4 亿件增长至 1320.7 亿件，年复合增长率为 36.4%，2023 年全国快递业务量增速恢复至 19.4%。固然线上消费已走过高增速区间，在网购渗透率持续提升和新兴电商平台快速崛起的背景下，并考虑到快递件趋于轻小化的趋势，我国快递业务量增长中枢预计保持在 15%-17% 区间内。

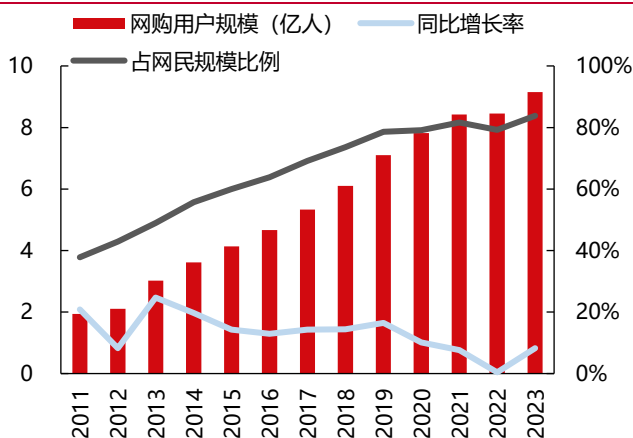
图表9：2010-2024 年 Q1 快递业务量



资料来源：国家邮政局，国联证券研究所

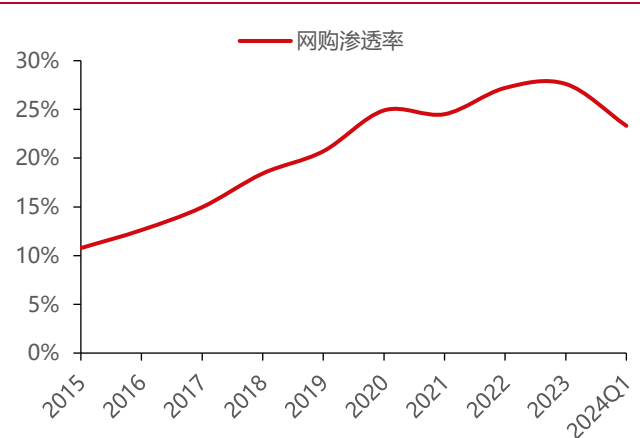
截至 2023 年底，我国网络购物用户规模达 9.15 亿人，较 2022 年增长 8.3%，在整体网民中占比为 83.8%，较 2022 年提升 4.6pct。网购用户的增加同时也伴随着网购渗透率的提升，如用实物商品网零在社零总额中占比代表网购渗透率，截至 2023 年底，网购渗透率从 2015 年的 10.8% 提升至 23.3%。

图表10：2011-2023 年网购用户规模及使用率



资料来源：CNNIC，国联证券研究所

图表11：2015-2024 年 Q1 网购渗透率变化



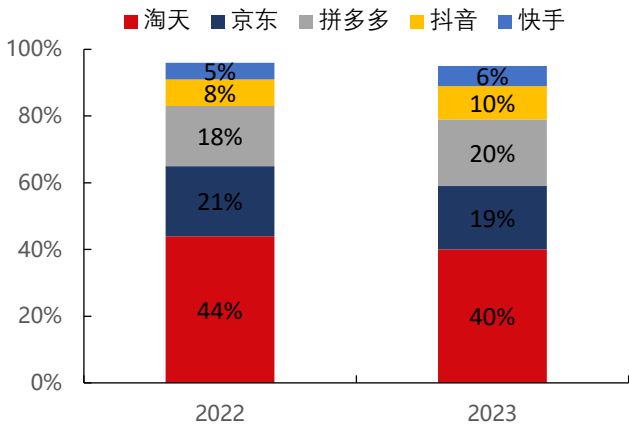
资料来源：Wind，国联证券研究所

2018 年头部短视频平台开始布局直播电商业，在用户习惯养成和商家的共同推动下，直播电商市场规模飞速增长。据艾瑞咨询数据，2023 年我国直播电商市场规模达 4.9 万亿元，较 2017 年的 196.4 亿元增长近 250 倍。据商务部数据，2023 年 1-10 月，直播销售额超 2.2 万亿元，同比增长 58.9%，在网络零售额中占比为 18.1%，

拉动其增长 7.5 个百分点。

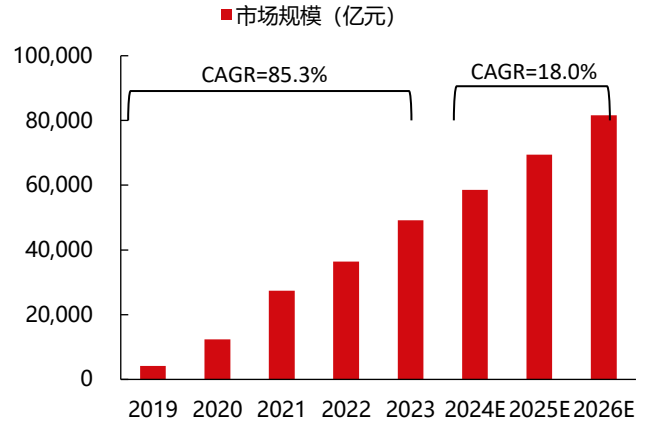
从各电商平台的 GMV 占比中可以发现，以抖音、快手为代表的直播电商平台 GMV 占比提升明显。2023 年抖音+快手 GMV 比重合计约为 16%，相比 2022 年提升 3 个百分点。

图表12：直播电商平台 GMV 占比显著提升



资料来源：交银国际，晚点 latepost，国联证券研究所

图表13：2019-2026 年直播电商市场规模

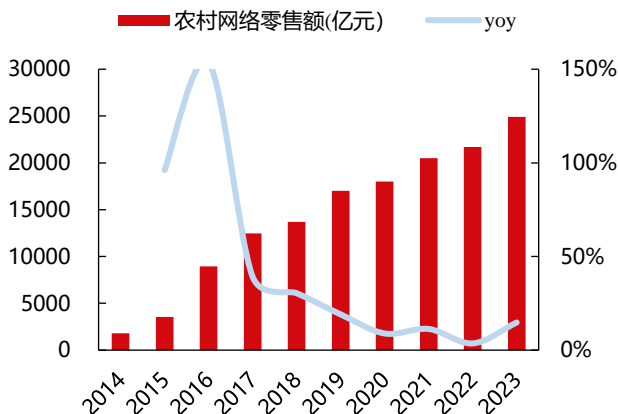


资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

寻找增量是当下电商平台自我变革的契机。在原有结构的基础上，淘宝、天猫和京东瞄准下沉市场，分别推出淘宝好价和春晚计划，在强调低价的同时，试图进一步完善其商家生态，向下沉市场寻找增量。

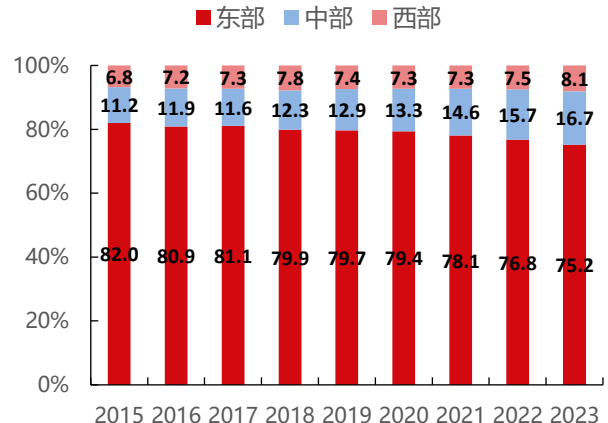
我国下沉市场的消费活力不容小觑。一方面，凭借强大的购买能力，来自三四线城市、县城和农村的庞大群体“小镇青年”，成为消费新主力。随着收入增加、交通物流等基础设施日益完善，以“小镇青年”为代表的下沉市场正在释放出强劲的消费活力。另一方面，近年农村网络零售额始终保持高速增长，2023 年达到 2.5 万亿元，同比增长 14.8%。通过精准发力补短板，创新优化供给，下沉市场的消费潜力将进一步释放，为电商和快递业务蓄积新动能。

图表14：2014-2023 年我国农村网络零售额



资料来源：商务部，国联证券研究所

图表15：东中西部地区快递件量占比 (单位:%)



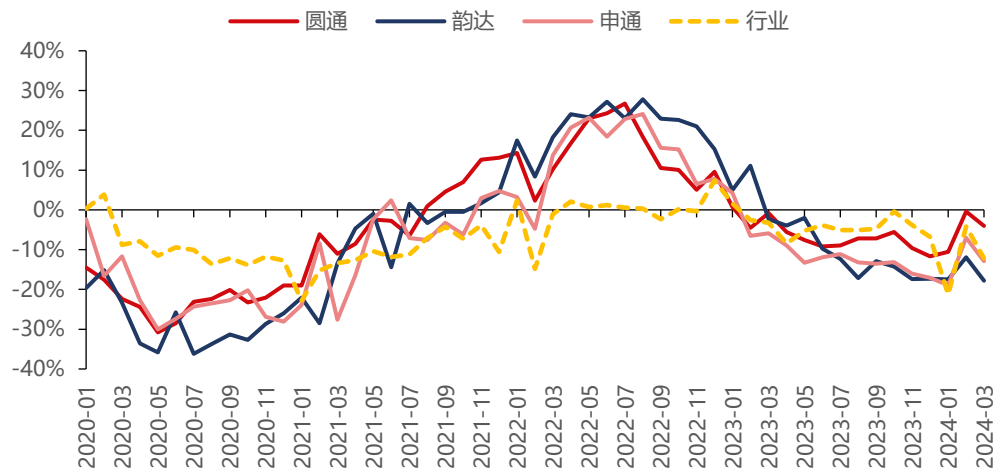
资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 阶段性价格竞争预计仍将持续，但烈度有限

2019–2021 年，为抢夺市场份额，行业掀起较为激烈的价格竞争，行业单票价格同比降幅一度超过 20%，激烈的价格战导致行业利润受到侵蚀，部分尾部企业陷入经营困境。2021 年，监管部门采取措施遏制非理性价格战，助力快递行业重回轨道。2021 年 4 月 6 日，义乌邮政管理局就“低价倾销”问题对部分快递企业发出警告并要求整改，同年 4 月，《浙江省快递促进条例（草案）》明确提出“快递经营企业无正当理由不得低于成本价格提供快递服务”。在监管机构的干预下，2021 年下半年开始价格战逐步消退。

2023 年，行业价格竞争激烈程度有所抬升，快递行业平均价格同比下降 4.3%，部分企业价格降幅超过 10%，在四季度传统旺季行业也并未迎来明显提价，涨价范围也进一步放缓。我们认为 2023 年价格战比较激烈的原因主要系：1) 2021 年下半年至 2022 年行业价格回暖，快递企业现金流与利润情况均得到修复；2) 受 2022 年疫情影响，快递企业封控成本上升，各家对于快速提量摊薄成本的需求较为迫切；3) 2021 年前后头部快递企业资本开支陆续达峰，考虑到投产周期一般为 1–2 年，各家企业释放产能的诉求有所增强。

图表 16：2020–2024 年 3 月快递单票价格同比变动情况

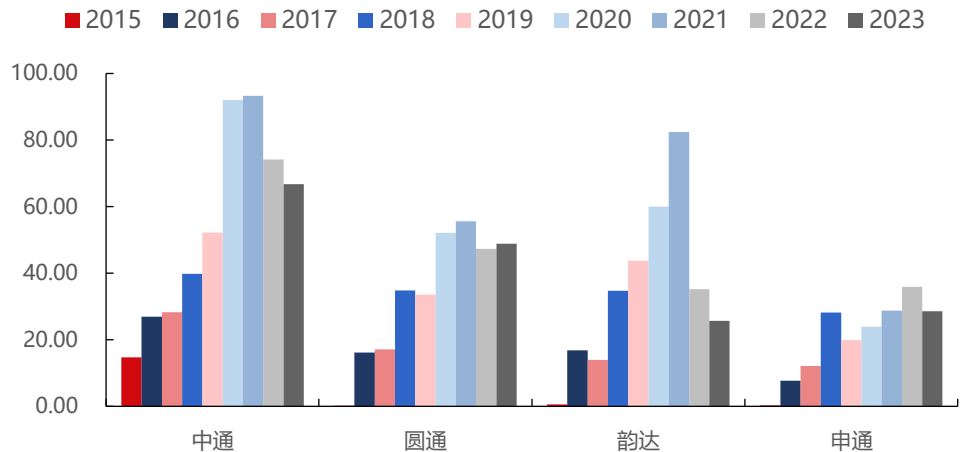


资料来源：Wind，国联证券研究所

站在当下时点，我们认为快递价格竞争或很难再现 2023 年的激烈程度。一方面，对于维持公平竞争以及良好市场秩序，市场监管依然持续、有效，同时 2024 年 3 月开始施行的快递新规要求按需派送，决定了末端的派送成本很难再大幅下调，否则网络以及派送稳定性将会受到负面影响。

另一方面，头部快递企业资本开支高峰期已过，本轮产能周期已基本接近尾声，同时伴随着上游消费增速趋缓，产能周期的时长预计较之前有所拉长，因此行业产能投放的速度预计也将同步放缓。

图表17: 快递头部企业 CPAEX 支出多数已过高峰期 (单位: 亿元)



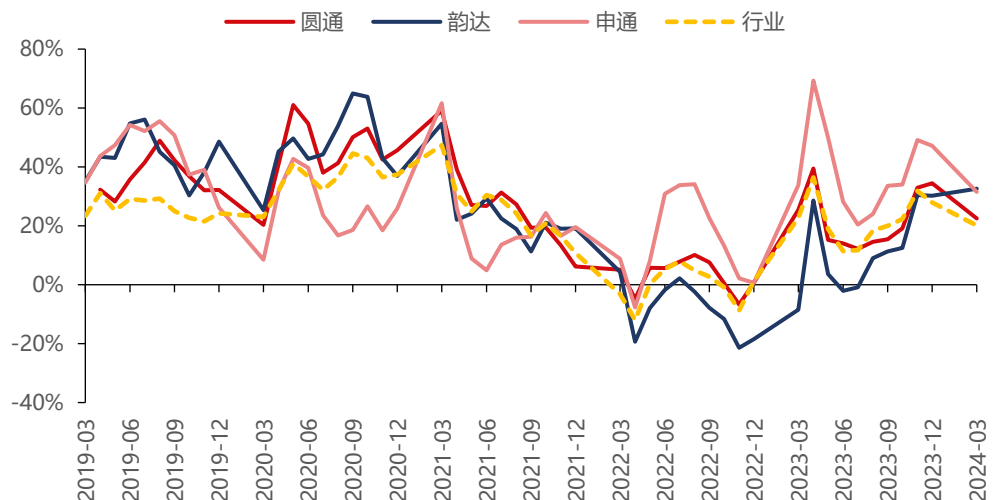
资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.3 行业竞争格局趋于稳定, 公司市占率升至第二

公司在发展前期, 通过积极拥抱电商以及较早的资产布局, 件量保持快速增长。但 2017 年初圆通遭遇网络危机, 同时公司试水高端件、投资航空及货代业务未有明显成效, 市场份额与公司业绩双双跌落, 2018 年公司市场份额被后来者赶超, 排名滑至行业第三名的位置。

2019 年公司引入职业经理人潘水苗先生担任总裁, 并经过一系列积极的战略布局调整, 收缩新业务规模, 聚焦电商快递主业, 并大力发展数字化工具、弥补自动化设备短缺, 公司业务规模开始加速修复, 件量增速持续高于行业增速。

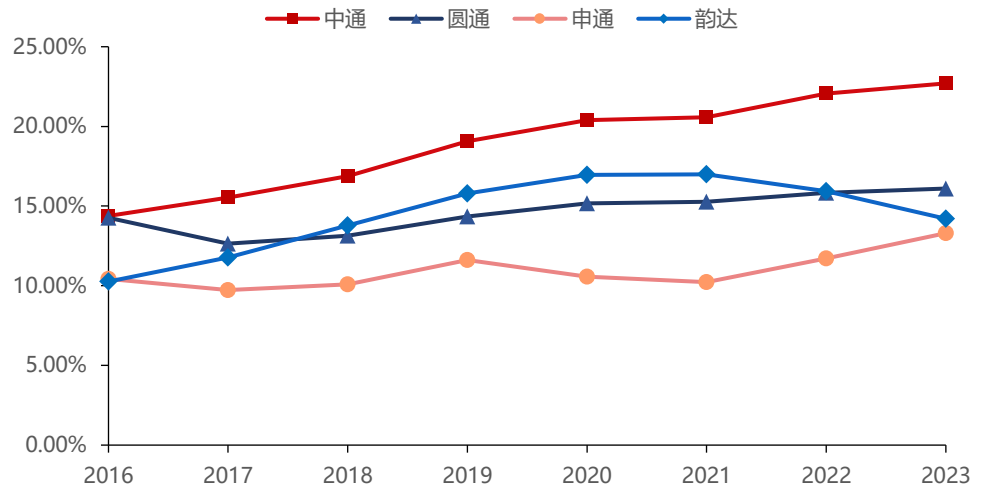
图表18: 2019-2024 年 3 月通达系件量增速比较 (剔除 1-2 月春节影响)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

经过前期的优势积累, 目前圆通回升至行业第二位置, 与第三名的市场份额拉开在 2 个百分点左右。2024 年以来, 圆通业务量规模保持稳健增速, 2024 年 Q1, 圆通快递件量增速为 24.9%, 市占率保持在 15.0%。

图表19：2016-2023年通达系市场占有率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

3. 后发优势：“补短板”+“锻长板”，持续强化竞争优势

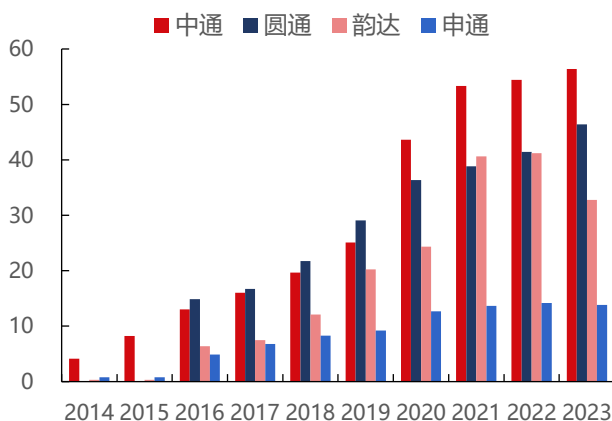
3.1 土地资产布局较早，自动化改造后起发力

3.1.1 土地房屋等资产布局较早，直营化程度较高

公司较早在地、房屋及建筑等资产投资方向发力，可以看出 2016-2019 年，在行业中公司土地资产方面的优势较为领先。截至 2023 年末，公司土地使用权账面金额为 46.4 亿元。

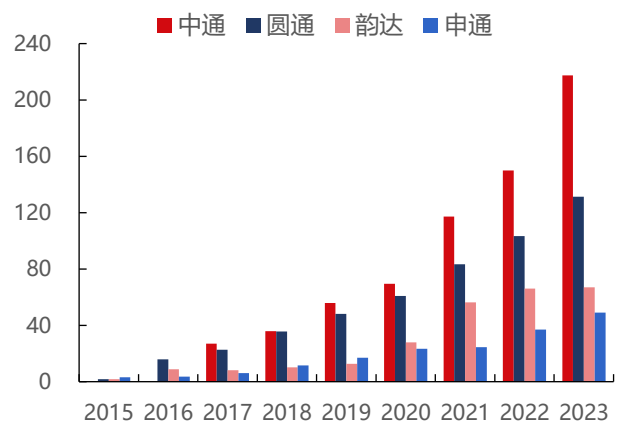
公司在土地资产方面的前瞻性布局大大压缩了拿地成本，投资先发优势明显，同时也为后期转运中心的投建以及改扩建建立储备。房屋建筑资产方面公司先发优势也较为明显，与中通在 2015-2017 年左右率先发力，截至目前与行业内其他快递企业仍保持较大的领先优势。

图表20：通达系土地使用权账面价值（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表21：通达系房屋及建筑物资产原值（单位：亿元）

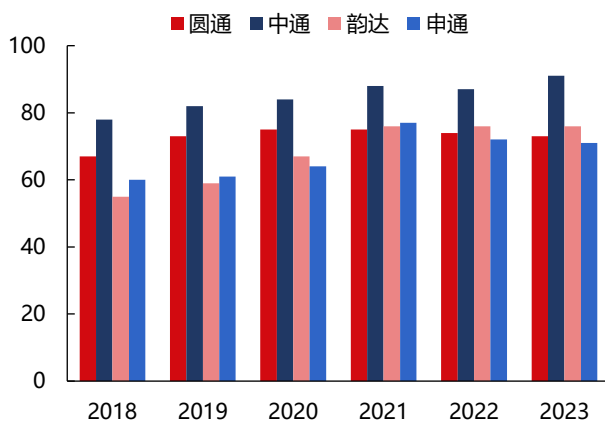


资料来源：公司公告，国联证券研究所

在加盟制快递企业成立初期，借用加盟商的资金实现业务范围和业务规模的迅速扩张，多数转运中心也属加盟商资产。同时，对加盟商的过度依赖也导致诸多问题：总部对整体运输网络的控制权较弱，在管控模式、运营效率、激励机制、响应能力等方面的管理难度较大。转运中心直营化有利于加强总部对运输网络的管控力，也有利于提高全网的运营效率和运营稳定性。

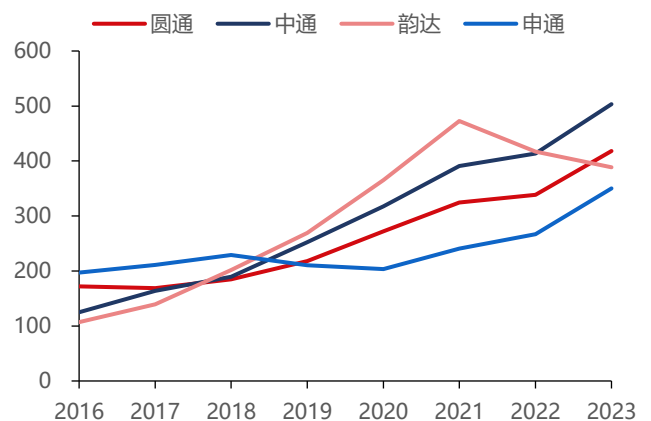
2009 年开始，圆通主要通过直接现金收购的方式着手将转运中心收归直营。公司首先在上海、北京、广州、深圳、成都等核心城市推行直营制改革，建立自营枢纽转运中心，逐步推行到其他发达经济地区，而后扩展至全国省会城市。同时积极推行层级扁平化，以地方分公司直接管理加盟商，减少管理层级与加盟层级。后续 2-3 年时间里，圆通逐步实现大区 and 重点省份中转直营，并基本完成加盟商扁平化结构改造。截至 2023 年末，圆通自营枢纽转运中心数量为 73 个，已基本实现直营化。

图表22：通达系自营枢纽转运中心数量（单位：个）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表23：单个加盟商对应快递业务量（单位：万件）

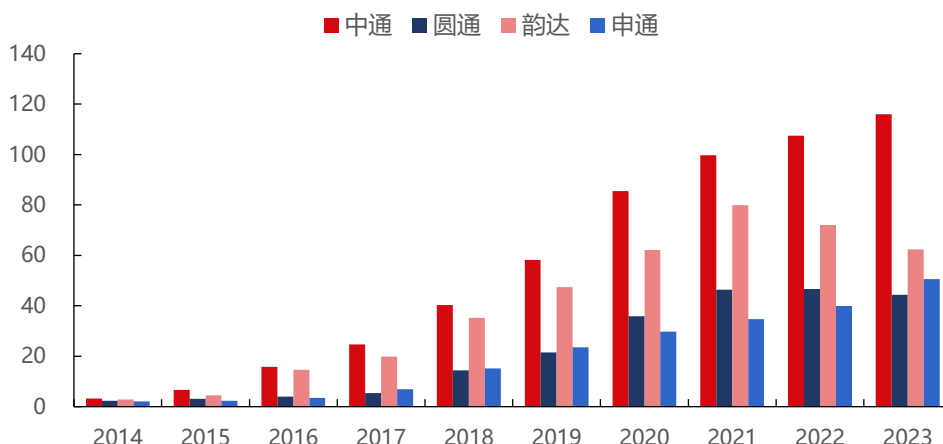


资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.1.2 自动化改造略有滞后，后起发力缩短与同行差距

伴随着快递件量规模的快速提升，2015-2016 年前后，快递企业投入转运中心的自动化改造，用技术打破人力效率的天花板。快递自动化分拣技术不仅提升了转运效率，规模效应下成本摊薄效应也得到大幅体现。中通和韵达从 2015 年开始就大规模推进转运中心自动化，而公司直到 2018 年才开始奋力直追，大力投入自动化分拣设备、并发展数字化工具弥补自动化程度的短板，公司积极引入当下先进技术，自主研发无人化大件分拣设备流水线以及“单件分离系统、小件无人供上件”等无人化操作系统，在优化时效和遗失破损两个关键方向实现技术性突破。

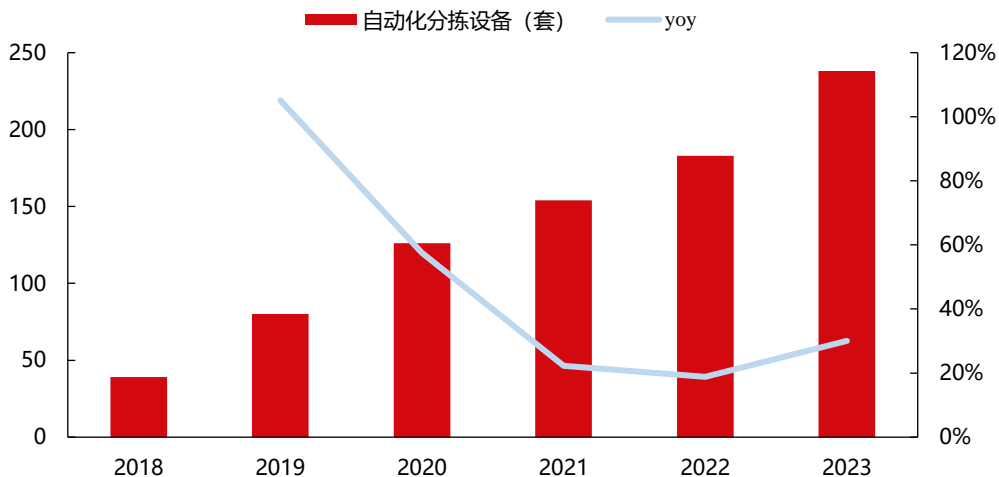
图表24：通达系机器设备与运输设备资产账面价值（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司持续完善转运中心布局、推进自动化改造和提高干线运力，以降低人工成本，提升运输效率。公司在集运中心、城配中心等加大自动化设备的投入与升级，推广机械臂、翻板机等设备应用，采用柔性分拣，提高设备使用效率；并试点推广无人化技术，推进无人拉包、无人供包。2018 年至今，公司自动化分拣设备增加四倍，对核心资源的掌控力进一步增强。

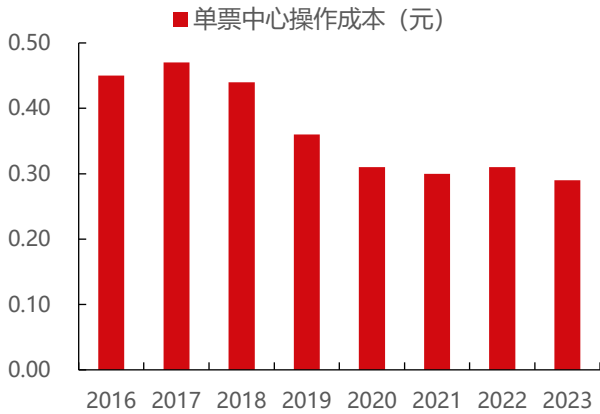
图表25：2018-2023 年公司自动化分拣设备数量及增速



资料来源：公司年报，国联证券研究所

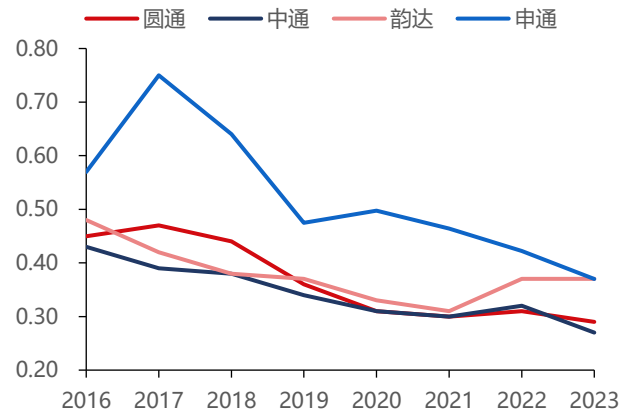
近年来，公司逐步完成转运中心自动化改造，同时全面推进数字化转型战略，通过数字工具实现快递全业务流程的数字化管理，不断提升服务质量，提升客户体验。在自动化程度持续提升的加持下，公司单票中心操作成本实现有效摊薄，从 2016 年 0.45 元降至 2023 年 0.29 元，与龙头企业的单票操作成本几近追平。

图表26: 2016-2023年圆通单票中心操作成本



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表27: 2016-2023年通达系单票中心操作成本(元)

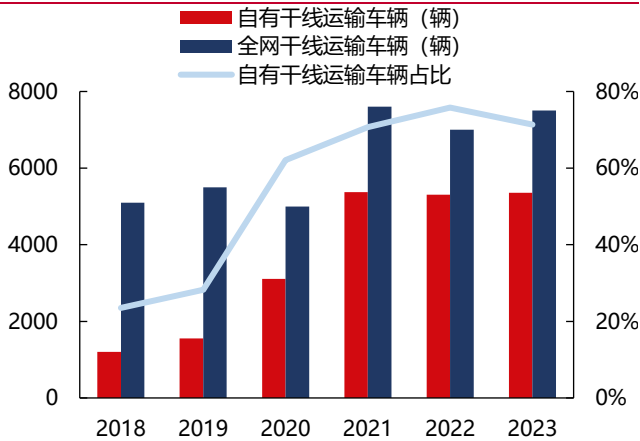


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

公司持续优化车队规模和车型结构, 稳步提升大型运输车辆、甩挂车辆、双边运输车辆及自有车辆占比; 通过“运盟”系统进行车辆线上实时管理, 实现运力资源的合理配置及高效利用, 提高路由直达率; 不断强化车辆装载日常管控, 实时监控异常装载情况, 持续提升单车装载票数。

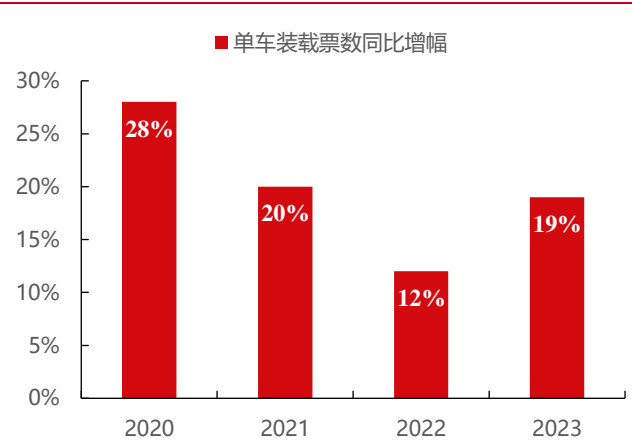
截至 2023 年末, 公司自有干线运输车辆占比达到 71.4%, 单车装载票数较去年同期提升超过 19%。

图表28: 2018-2023年公司干线运输车辆



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

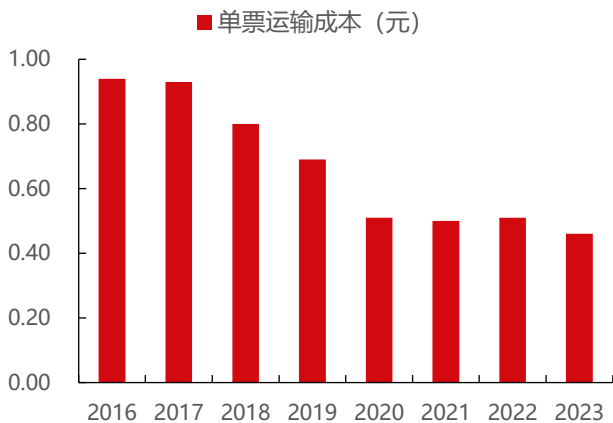
图表29: 2020-2023年单车载票同比增幅



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

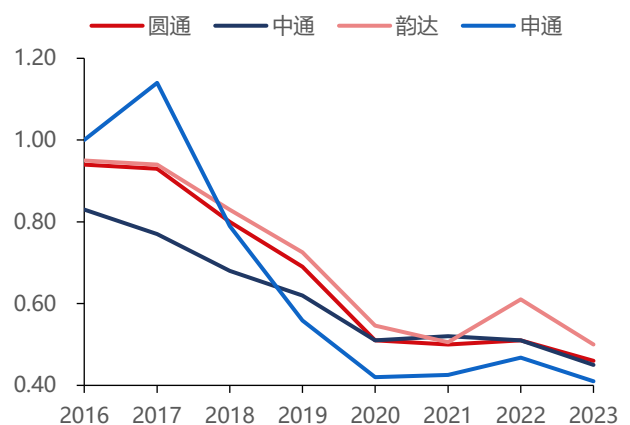
自有车队比例的持续提升与车型结构的改善显著推动运输成本的下降, 公司单票运输成本从 2016 年 0.94 元降至 2023 年 0.46 元, 快速缩小与龙头企业的成本差距。

图表30：2016-2023年圆通单票运输成本



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表31：2016-2023年通达系单票运输成本（元）



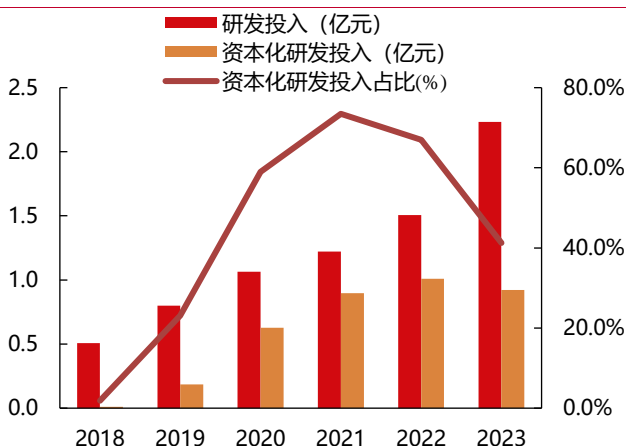
资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.2 率先推进数字化转型，夯实成本优势

历经前期的直营化、自动化浪潮，目前对于快递企业而言，能够进一步夯实成本优势、全面提升服务效率与服务品质的有效手段是迈向数字化转型。公司是行业率先进行数字化转型的快递企业，自主研发财务、人资、客服、运营等数字化系统。

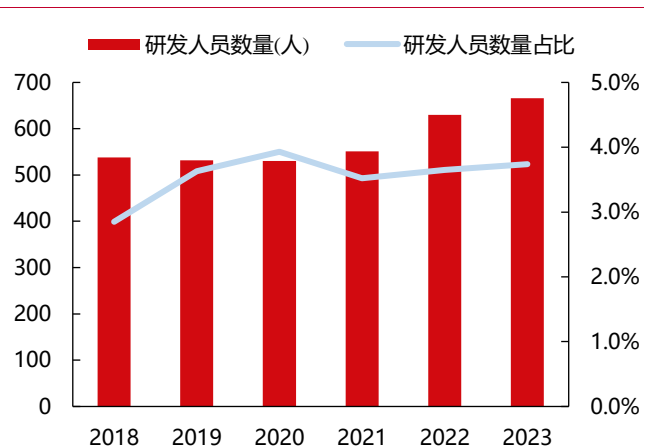
早在国内快递行业发展初期的2009年，公司前瞻性地持续投入大量资金与IBM合作，率先研发自主产权核心业务系统“金刚系统”。2018年至今，公司研发投入规模逐年增加，2019年潘水苗先生担任总裁后，数字化转型全面提速，2018-2023年研发投入复合增速为34.5%。

图表32：2018-2023年公司研发投入及资本化占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

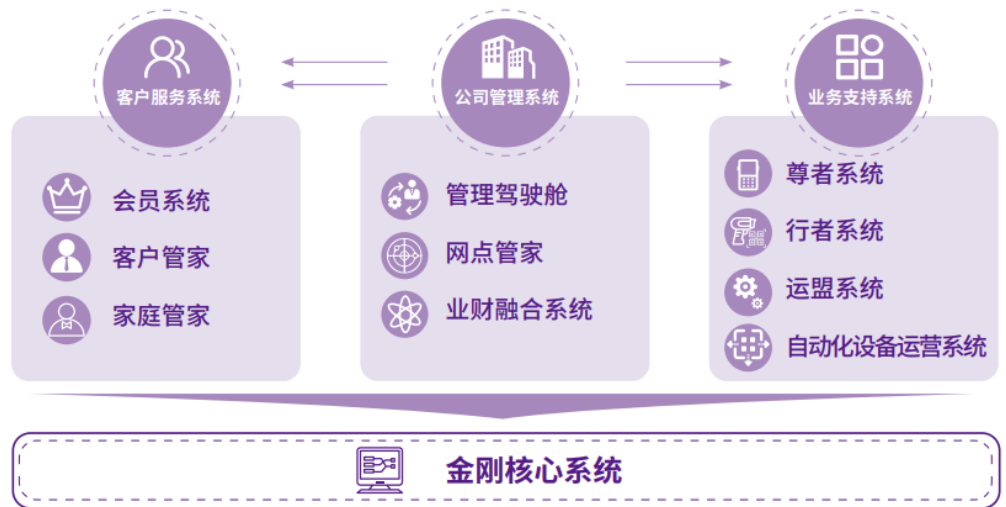
图表33：2018-2023年公司研发人员数量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

以金刚系统为底层数据系统，公司自主研发了覆盖快递的揽收、中转、派送、客服等全流程的全链路管控系统，并不断改造升级。其中，“运盟”、“行者”、“管理驾驶舱”率先问世，奠定了信息化平台的基础。

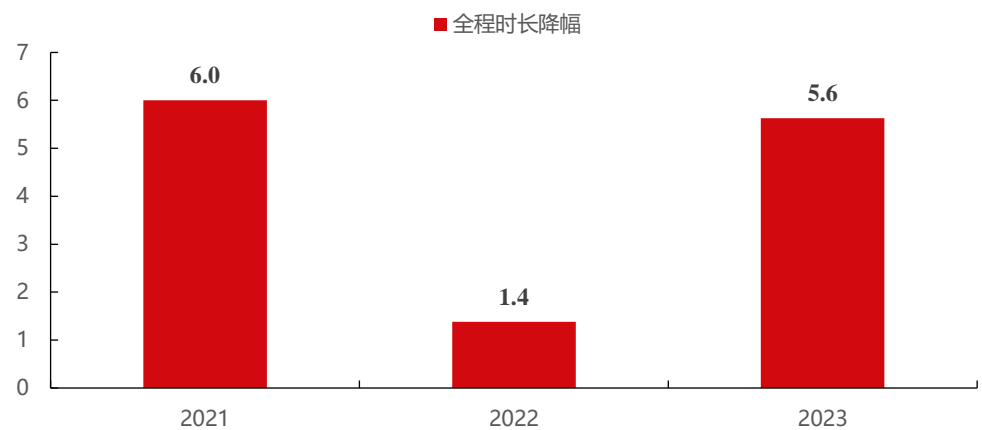
图表34：公司信息化平台示意图



资料来源：公司年报，国联证券研究所

“运盟”通过数据化、可视化、实时化和移动化的管理和组织模式，精准进行车辆的实时调度、监控及反应处理，尤其在运输旺季有效助力减少车辆外包及承运商团队的投入成本，推动实现公司运输网络从“人工管理”到“数字化管理”的转型。“行者”专为快递员打造，能够为其智能规划路线、实时签收、一键处理问题件，极大提高了末端快递员的效率。“管理驾驶舱”全面赋能管理人员，通过驾驶舱的后台数据监控可查看全国各地中心、车辆、网点、每个工位及包裹的实时情况，实时管控全链路各环节，在细化管理颗粒度、降低管理难度的同时有助于实现问题前置处理。

图表35：2021-2023年圆通全程时长降低小时数



资料来源：公司公告，国联证券研究所

加盟商网络的运营质量是加盟制快递企业制胜的关键，公司的数字化转型持续为其赋能，双方呈现合作共赢的局面。2018年开始，公司推出面向加盟网点的数字系统“网点管家”并开发了对应的手机APP，实现了从PC端向移动端的转换，能够更加便于对快件流转全生命周期进行信息监控、跟踪及资源调度，从而及时做出策略调整，以信息化手段提升全网管理水平。2022年公司发布了一号工程“分公司数字化

标准化绩效化”，正式将推进数字化赋能从总部下沉到加盟商，实现技术投入与业务应用的紧密融合。

图表36：全链路管控系统示意图



资料来源：公司年报，国联证券研究所

2022年3月，总部“分公司数字化标准化绩效化”的核心系统之一——“财务系统”在“网点管家”端上线。快递企业的成本核算与营销政策较为复杂，难以准确分拆每个细项成本，通过网点管家的财务系统可以实现中转费、派费、代收到付、分部、客户、员工工资等方面全自动计算，推动加盟商财务核算、业务运营、服务质量等全方位信息的可视可控，提升经营效率，实现精准定价。

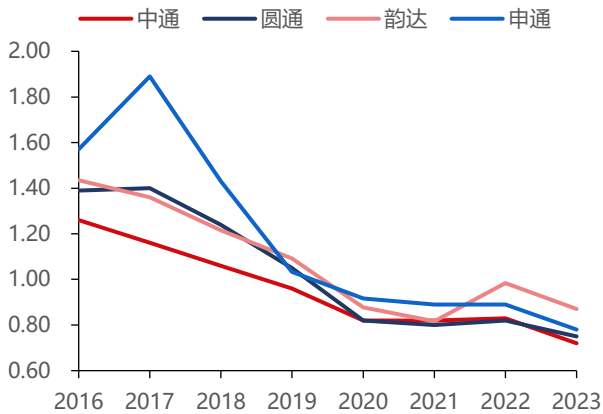
通过数字化赋能网点，公司对内经营管理、工作效率，对外议价能力、客户粘性等方面均有了显著提升，加盟商应用积极性高，系统推广使用情况良好。截至2022年末，加盟商财务系统使用率超85%，智能客服系统使用率达40%。

公司通过财务、人资、客服等方面全方位多维度赋能加盟商网点，在总部公司和加盟商之间实现了合作共赢的正反馈前提下，增强了总部对加盟网络的控制力和对加盟管理的有效性、灵活性，从而带动对全网集中管控能力的显著提升，为公司进一步降本增效奠定基础。

3.3 成本精细化管理，单票费用管控严格

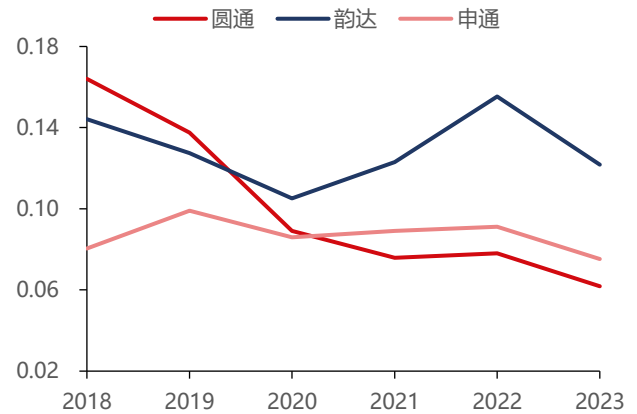
快递企业总部成本主要以面单成本、中转相关（干线运输+中心操作）成本、派送成本为主。在成本精细化管理的时代，中转相关成本成为成本管控的关键。得益于近年来公司聚焦自动化升级转运中心、科技化投入基础建设，中转相关成本显著下降，2016-2023年，公司单票运输+操作成本从1.39元下降至0.75元，较同行成本优势显著。

图表37：2016-2023年通达系快递单票核心成本（元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表38：2018-2023年公司单票费用（元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

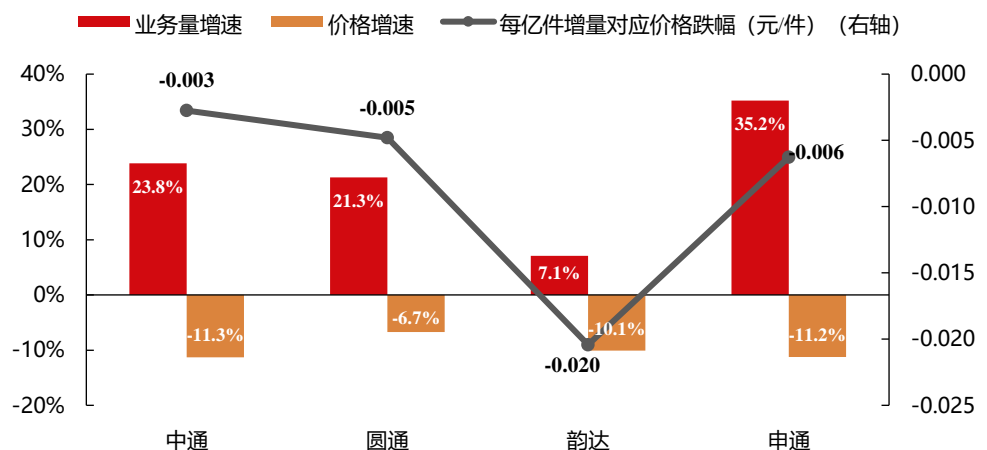
从费用管控情况来看，如将销售费用+管理费用+研发费用+财务费用看作核心费用整体，从可比财务口径来看，圆通在费用管控方面能力较为优秀，2020年后单票核心费用下降成果显著。截至2023年末，公司单票费用为0.06元，相较2018年下降0.10元，较行业拥有约0.03元的成本优势。

4. 面向未来：成本优势为盾，品牌升级为矛

4.1 基于前期数字化优势，品牌溢价可期

从圆通近几年的发展策略来看，公司对于价格方面采取的策略较为稳健，而同时件量增速能够保持向好的态势。以过去的2023年数据来看，2023年价格竞争激烈程度大超2021-2022年，2023年快递单票收入同比下降4.3%，其中中通/圆通/韵达/申通单票收入同比分别下降11.3%/6.7%/10.1%/11.2%，业务量增速分别同比增长23.8%/21.3%/7.1%/35.2%，若进一步分拆每1亿件增量对应的单件价格跌幅，中通/圆通/韵达/申通分别为0.003/0.005/0.015/0.006元/件。

图表39：2023年通达系业务量与单票价格变化（单位：元）

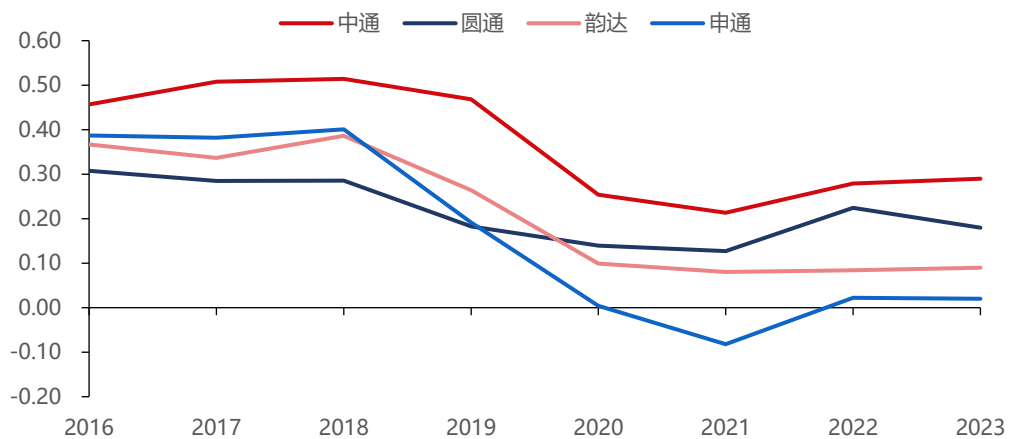


资料来源：公司公告，国联证券研究所

整体来看，公司以价换量的成本相对来说较低，在维持业务量增速高于行业增速的同时，价格降幅小于同行，进而推动成本费用改善好于价格降幅，因此同样在价格战的环境下，相比同行公司仍能够保持业绩的稳定性。

基于数字化转型的降本增效，公司目前盈利能力较为突出。从单票毛利与单票归母净利润来看，公司不断缩小与龙头企业的差距。截至 2023 年末，公司单票归母净利润为 0.18 元，较行业单票平均归母净利高出 0.03 元。

图表40：2016-2023 年单票归母净利润对比（单位：元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

数字化转型不仅带来成本端下降，通过将数字化推向客户端有助于提升服务质量，提高客户粘性，进而形成客户口碑。圆通自主研发的“客户管家”APP 主要面向电商客户，是一款集下单打单、轨迹查询、售后跟踪、财务结算、数据统计与分析为一体的综合信息化服务系统。商家可以直接在“客户管家”一码绑定，拥有自助充单、打单、轨迹查询、售后跟踪到财务结算、数据分析等服务。客户管家的“专属客服群”功能可以瞬时回应并解决客户退件、更址等常见需求，对于消费者的紧急或特殊物流需求，商家客户可通过“直通总部”功能联系圆通总部直营客服处理，由总部专人对接、解决并反馈问题。

2023 年 2 月，公司推出“大客户权益”，基于“客户管家”进行营销政策差异化、精准化投放与管理，发现并解决客户痛点难点，提出包括理赔免于举证、工单优先处理、退款自动拦截等六大权益，充分体现公司以成本取胜到以服务为核心的战略转变。

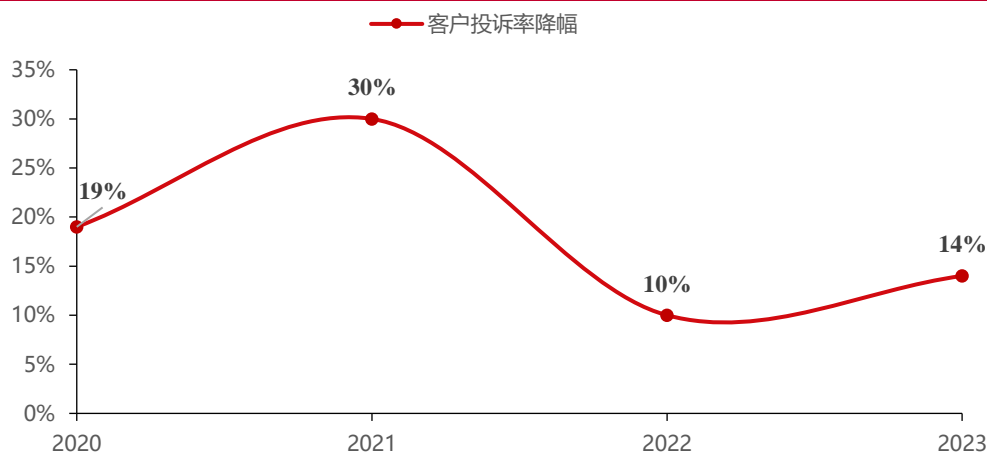
图表41：圆通大客户权益具体介绍



资料来源：圆通之家，国联证券研究所

从2020年以来，公司的客户投诉率持续降低，年均降幅在10%以上。通过对“客户管家”等数字化系统的不断完善，公司在满足客户即时性、全链路、多场景需求等多个维度提升客户体验，并持续拓展智能客服应用场景，全面链接客户，增强客户黏性。

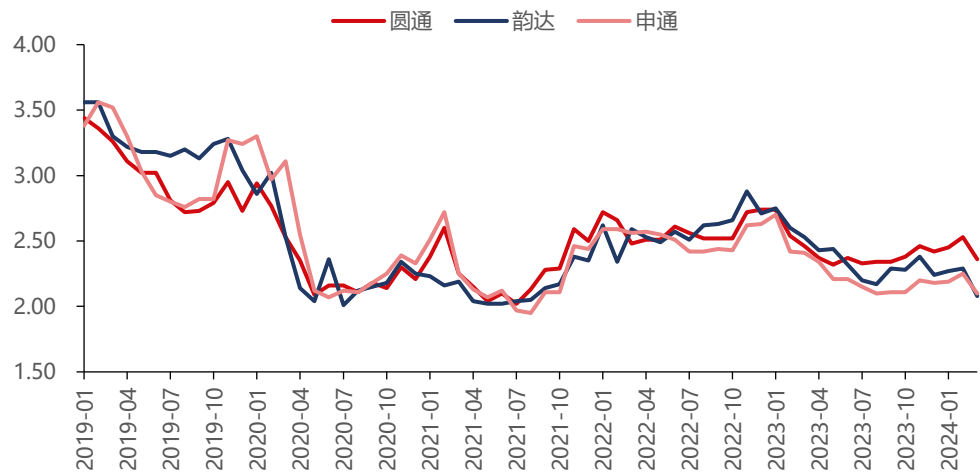
图表42：2020-2023年客户投诉率同比降幅



资料来源：公司公告，国联证券研究所

基于前期积累的成本优势，叠加全网一体化经营效率和终端客户体验的双重提升，有利于带动公司整体的产品与服务定价能力不断增强，从而在客户报价端有所体现，逐步形成品牌溢价。在当前上游消费增速趋缓的情况下，传统淡季仍存在价格竞争的可能性，而基于规模效应，各家快递企业成本都在快速收敛，长期来看，我们认为服务质量与客户粘性是行业后续竞争的重心，推动快递品牌分层进度加快。圆通数字化转型领跑同业，在末端网络稳定性与成本优势基础之上，有望逐步培育良好的客户体验和品牌口碑，进而形成并维持品牌服务性溢价。

图表43：通达系月度单票价格对比（单位：元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

4.2 快递出海，跨境业务迎发展新机遇

伴随着互联网技术、现代交通、国际物流等配套设施的持续完善，我国的跨境电子商务飞速发展，被誉为我国出海“四小龙”的四大跨境电商平台 SHEIN、拼多多海外版 Temu、抖音海外版 TikTokShop 和速卖通在海外市场快速崛起。同时，我国中央各部门及各地方政府先后出台多项政策，为跨境电商发展提供相关配套服务，鼓励助推跨境电商的发展。

图表44：鼓励发展跨境电子商务的发展政策汇总

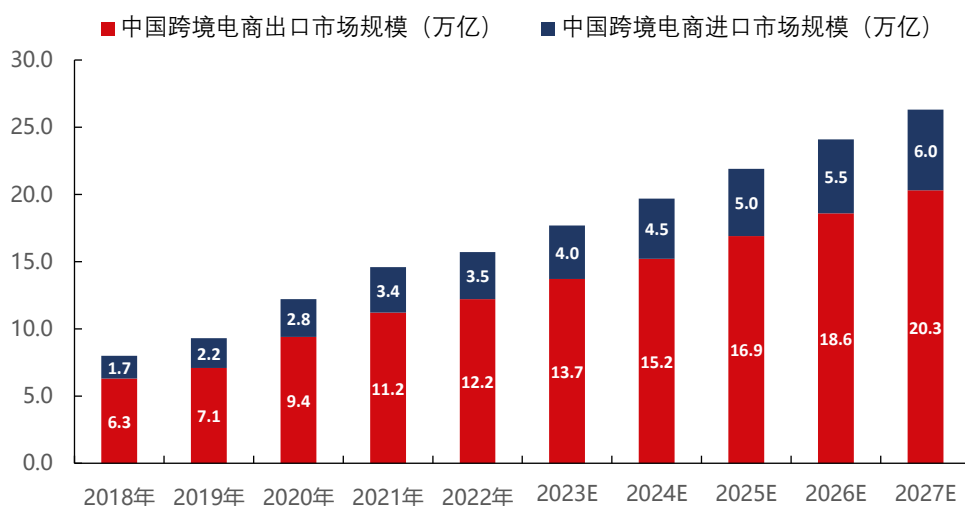
日期	文件名称	主要内容
2020年11月	《关于推进对外贸易创新发展的实施意见》	推动与重点市场国家特别是共建“一带一路”国家商建电子商务合作机制。培育发展边境贸易商品市场和商贸中心，支持边境地区发展电子商务。
2021年7月	《关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	完善跨境电商发展支持政策，扩大跨境电子商务综合试验区试点范围。培育一批优秀海外仓企业，鼓励传统外贸企业、跨境电商和物流企业等参与海外仓建设。

2021年10月	《“十四五”电子商务发展规划》	支持跨境电商高水平发展。鼓励电商平台企业全球化经营，完善仓储、物流、支付、数据等全球电子商务基础设施布局，带动品牌出海。
2021年12月	《“十四五”数字经济发展规划》	依托自由贸易试验区、数字服务出口基地和海南自由贸易港，构建安全便利的国际互联网数据专用通道和国际化数据信息专用通道。大力发展跨境电商，扎实推进跨境电商综合试验区建设打造跨境电商产业链和生态圈。
2022年1月	《“十四五”现代流通体系建设规划》	鼓励电子商务企业完善运营基础设施，织密连接中小城市、城乡之间、境外地区服务网络，贯通县乡村电子商务体系，提高服务效率，升级消费体验。
2022年11月	《关于同意在廊坊等33个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》	复制推广前六批综合试验区成熟经验做法，发挥跨境电子商务助力传统产业转型升级、促进产业数字化发展的积极作用，推动外贸优化升级。

资料来源：国务院，发改委，商务部，国联证券研究所

我国跨境电商数据表现良好。2018年以来，每年进出口市场规模（跨境电子商务平台GMV总和）增速基本保持在10%以上。2022年，我国跨境电商出口市场规模达到12.2万亿元，进口规模达到3.5万亿元。经海关总署初步统计，2023年，我国跨境电商进出口总额为2.38万亿元，同比增长15.6%。其中，出口总额1.83万亿元，同比增长19.6%；进口总额5483亿元，同比增长3.9%。

图表45：2018-2027年跨境电商市场进出口市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

跨境电商物流随着跨境电商的兴起而快速发展。目前我国物流企业纷纷出海，强化在全球物流领域的布局。顺丰、京东、邮政等多家快递企业在牌照资源、航空公司、飞机机队、筹建机场等方向重点投入。对于跨境物流业务而言，航空货运能力是其重要运力基础。截至2023年末，顺丰自营全货机86架、中国邮政40余架、圆通13架、京东6架。

通达系快递中，圆通是唯一一家拥有自有航空公司的快递企业，公司运营机队包

括 10 架波音 B757-200F、2 架波音 B767-300F，1 架中国商飞 ARJ21F。圆通航空全年运能超过 10 万吨，已累计开通超 80 条国际航线，覆盖日韩、东南亚、南亚、中亚，中欧等地区，是亚洲国际货运航班覆盖范围最广、国际货运航班数量最多的国内航企。在建的嘉兴机场项目总投资 152.2 亿元，预计在 2025 年上半年建成投运，到 2030 年机场旅客和货邮吞吐量预计将分别达到 180 万人次和 110 万吨。

目前，圆通国际已形成快递及包裹服务、国际货运服务、供应链物流、行业解决方案等产品体系。快递及包裹服务包括国际快递、电商小包专线、国际集运、手提急件等，满足不同客户的个性化需求。

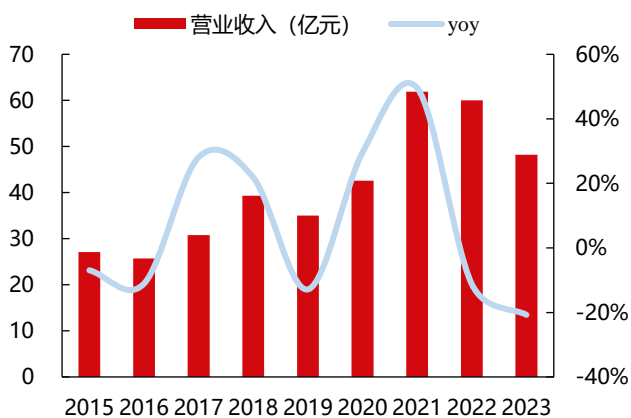
图表46：圆通国际产品类型

产品类型	细分品类	产品介绍
快递及包裹服务	国际快递	全球特快、经济快递
	电商小包专线	日本、韩国、马来西亚、法国、越南、泰国专线
	国际集运	主要针对美国区域
	手提急件	由圆通国际的员工将随身携带顾客的货物作为行李，人工送达至指定目的地
国际货运服务	国际空运、国际海运、国际陆运、多式联运、交叉交易	
供应链物流	关务服务、仓储&合同物流、增值服务	
行业解决方案	时尚与快消、生鲜与医疗、电子与科技、航材与零部件	

资料来源：圆通国际官网，国联证券研究所

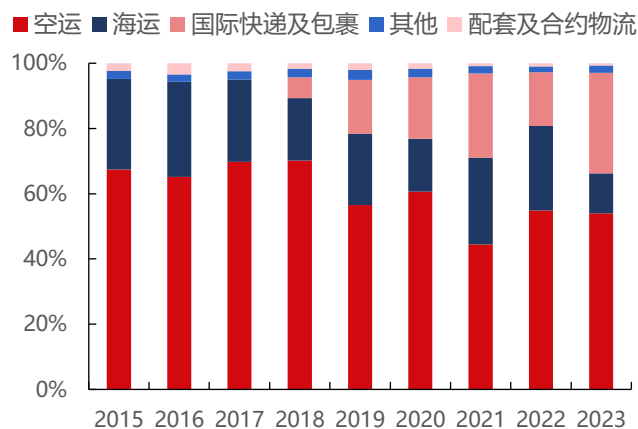
圆通国际前身为先达国际，于 2014 年在港股上市（6123.HK）。从 2015-2023 年的业绩表现来看，疫情期间航空货运行业保持较高景气度，圆通国际充分受益。2023 年随着需求持续疲弱，海空运价格持续下降，空运与海运业务收入有所承压。2024 年以来，跨境物流行业表现量升价稳，有望对圆通整体业绩形成积极补充。

图表47：2015-2023 年圆通国际营业收入



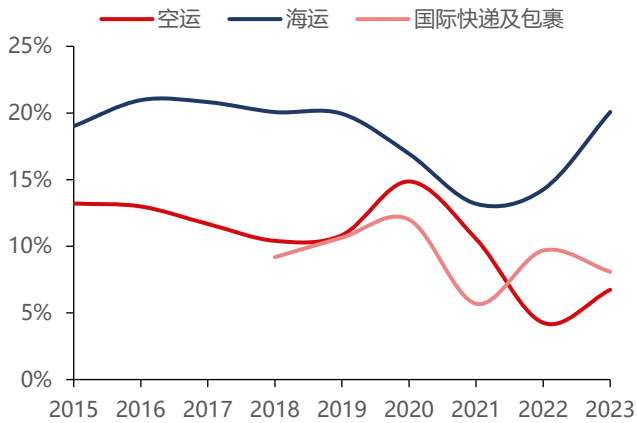
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表48：2015-2023 年圆通国际分业务收入构成



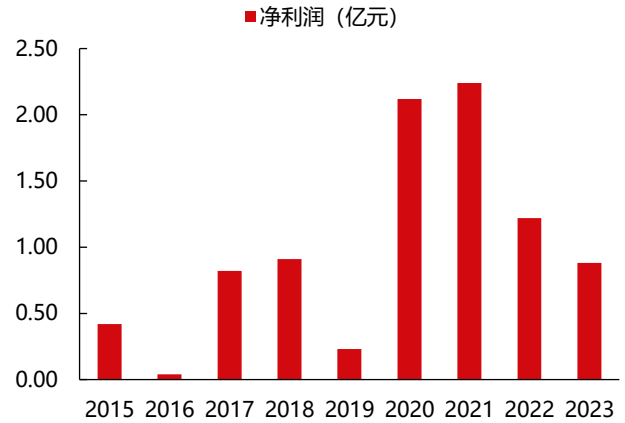
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表49：2015-2023年圆通国际主营业务毛利率



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表50：2015-2023年圆通国际净利润

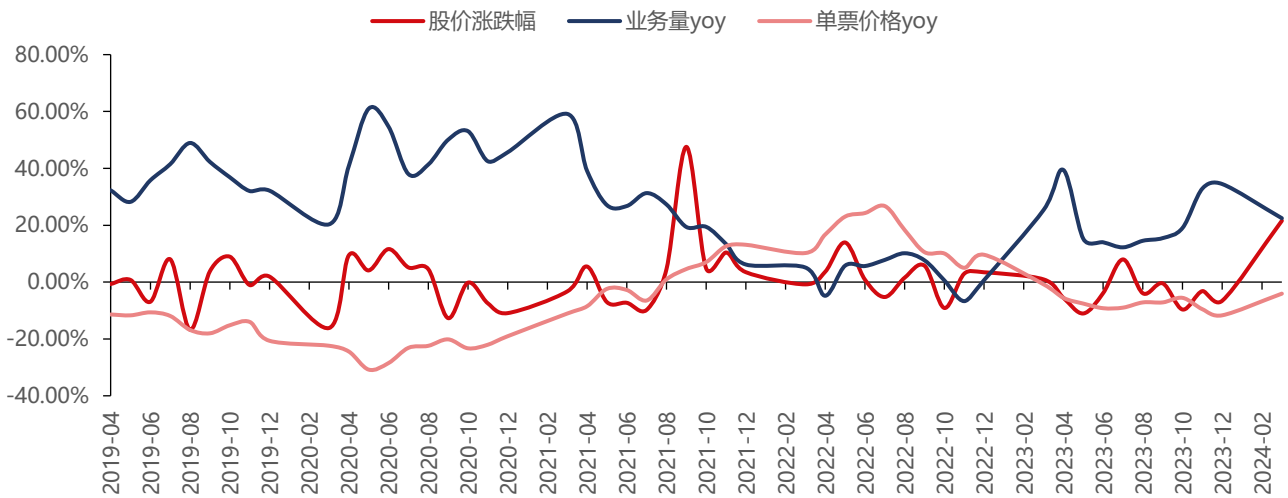


资料来源：Wind，国联证券研究所

4.3 估值仍处相对低位，业绩兑现逻辑增强

从2019年至今公司的股价表现、公司件量增速和单票价格变动情况来看，2019-2021年，股价变现与业务量增速基本同步，市场较为关注快递企业的业务体量以及相对应的市场份额。2021年后开始，股价涨跌幅与单票价格变动情况相关性明显增强，2020-2021年行业价格竞争愈演愈烈，对快递企业的利润造成显著负面影响，引发投资者对快递企业盈利能力及盈利稳定性的担忧，同时，伴随电商平台及消费者对快递服务品质要求持续提升，市场对于快递企业的要求也从“增体量”转换到“保份额”+“稳利润”，更加重视快递企业兼顾份额和利润的平衡能力。

图表51：股价和份额、价格走势相关性

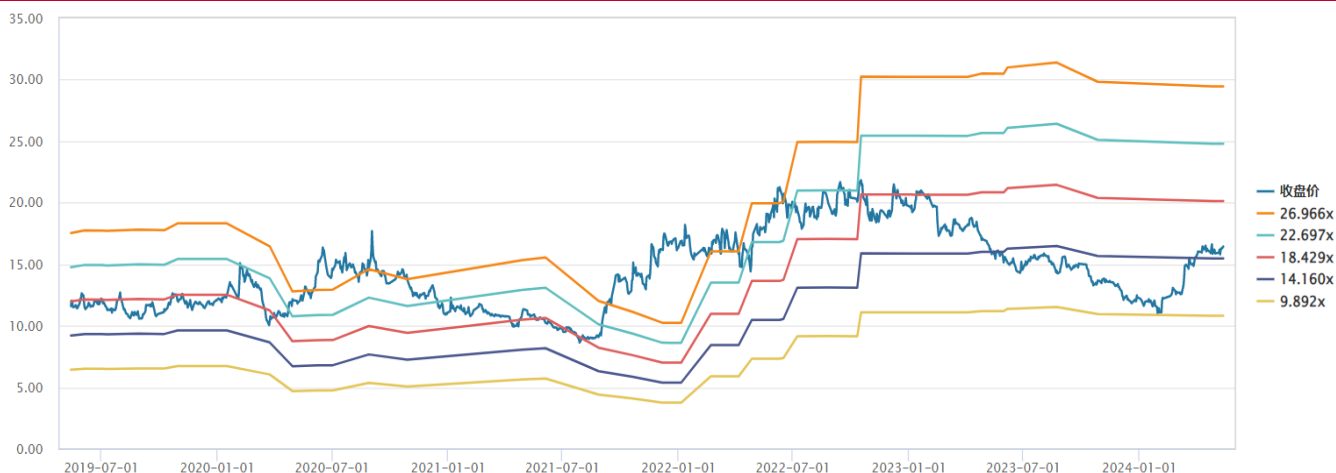


资料来源：Wind，国联证券研究所

2024年以来公司估值水平有所修复，但从近5年历史估值来看仍处于相对低位，正如我们在前文所说，未来快递行业可能会存在阶段性价格竞争但激烈程度预计有限，对于公司而言，稳健的价格策略+降本增效战略使得公司业绩稳定性在同行中表

现较优，从 2023 年单票价格来看，圆通较尾部价格享有 0.15 元左右的溢价，在末端网络稳定性与成本优势基础之上持续培育终端溢价能力，能够助力公司在份额与利润之间真正实现二者兼得。

图表52：圆通历史 PE 估值水平



资料来源：Wind，国联证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1 盈利预测

(1) 营业收入：考虑到线上消费仍具韧性，公司业务量增速保持稳健，2024 年以来价格竞争激烈程度有所缓和，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 653.25/732.31/815.91 亿元，同比增速分别为 13.25%/12.10%/11.42%。

(2) 营业成本：预计公司 2024-2026 年营业成本分别为 583.11/650.38/724.60 亿元，同比增速分别为 12.51%/11.54%/11.41%；2024-2026 年毛利率分别为 10.74%/11.19%/11.19%。

图表53：2024-2026 年公司营业收入及成本测算（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	53,539	57,684	65,325	73,231	81,591
yoy	19%	8%	13%	12%	11%
其中：快递行业收入	46,145	52,269	59,587	67,214	75,279
yoy	21%	13%	14%	13%	12%
营业成本合计	47,490	51,825	58,311	65,038	72,460
yoy	15%	9%	13%	12%	11%
毛利	6,050	5,859	7,015	8,193	9,131
毛利率	11%	10%	11%	11%	11%

资料来源：iFinD，国联证券研究所

基于上述假设,预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 43.86/51.96/57.74 亿元,同比增速分别为 17.82%/18.47%/11.12%;3 年 CAGR 为 15.76%。

5.2 估值与投资建议

我们采用 PE 估值方法对公司进行估值。选取港股与 A 股的主要快递公司上市标的,可比公司 2024 年平均估值 13.19 倍,鉴于公司成本优势突出,数字化赋能下盈利能力有望持续提升,给予公司 2024 年 16 倍 PE,目标价 20.32 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

图表54: 可比公司估值指标比较

证券简称	股票代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	PE (X)			EPS (元)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中通快递-W	2057.HK	166.30	1351.80	11.60	10.21	9.08	13.04	14.81	16.67
韵达股份	002120.SZ	8.10	234.83	10.61	8.73	7.95	0.76	0.93	1.02
申通快递	002468.SZ	9.30	142.36	17.35	11.97	9.97	0.54	0.78	0.93
平均值				13.19	10.30	9.00	4.78	5.51	6.21
圆通速递	600233.SH	16.43	565.56	12.89	10.88	9.79	1.27	1.51	1.68

资料来源: Wind, 国联证券研究所 (股价为 2024 年 5 月 13 日收盘价, 韵达股份 EPS 为 Wind 一致预期)

6. 风险提示

宏观经济复苏不及预期: 宏观经济的疲弱会影响上游电商消费增速减缓,对于公司业务量的增长造成负面影响。

快递行业价格竞争超预期: 快递企业在存量市场的竞争可能有重回“价格战”的风险,价格竞争加剧会导致公司盈利能力受到影响。

成本管控风险: 若公司成本管控效果不及预期,导致公司盈利能力受到负面影响。

跨市选取可比公司风险: 选取的可比公司与公司在不同证券交易所上市,存在一定的估值体系差异风险。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7390	9101	9604	11923	15361	营业收入	53539	57684	65325	73231	81591
应收账款+票据	989	1719	1432	1605	1788	营业成本	47490	51825	58311	65038	72460
预付账款	255	206	277	311	346	营业税金及附加	162	192	208	233	259
存货	82	139	64	71	79	营业费用	228	182	242	271	302
其他	5420	3463	3558	3852	4162	管理费用	1121	1204	1346	1435	1607
流动资产合计	14136	14629	14935	17762	21737	财务费用	14	-75	65	71	36
长期股权投资	388	519	492	472	454	资产减值损失	-32	-12	-39	-37	-41
固定资产	15383	17593	19399	22416	24052	公允价值变动收益	108	103	103	103	103
在建工程	1402	1809	3706	3603	4167	投资净收益	-41	-11	-23	-16	-14
无形资产	4441	4986	4933	4870	4797	其他	543	351	480	477	475
其他非流动资产	3508	3830	3694	3548	3402	营业利润	5102	4788	5675	6710	7449
非流动资产合计	25121	28738	32224	34910	36871	营业外净收益	-49	-76	-70	-70	-70
资产总计	39257	43367	47159	52671	58608	利润总额	5053	4712	5605	6640	7379
短期借款	2925	2995	3495	3795	3895	所得税	1089	961	1175	1392	1546
应付账款+票据	4218	5613	5112	5346	5956	净利润	3964	3752	4430	5249	5832
其他	4125	3983	3865	4319	4614	少数股东损益	44	29	44	52	58
流动负债合计	11268	12590	12472	13460	14464	归属于母公司净利润	3920	3723	4386	5196	5774
长期带息负债	369	1128	1288	1368	1362	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	302	302	302	302	0	成长能力					
非流动负债合计	795	1430	1590	1670	1664	营业收入	18.57%	7.74%	13.25%	12.10%	11.42%
负债合计	12064	14020	14061	15129	16128	EBIT	81.17%	-8.49%	22.27%	18.37%	10.48%
少数股东权益	521	548	592	645	703	EBITDA	57.79%	-3.54%	10.03%	18.20%	10.67%
股本	993	994	994	994	994	归属于母公司净利润	86.35%	-5.03%	17.82%	18.47%	11.12%
资本公积	13056	13082	13082	13082	13082	获利能力					
留存收益	12624	14724	18430	22822	27702	毛利率	11.30%	10.16%	10.74%	11.19%	11.19%
股东权益合计	27194	29347	33098	37542	42480	净利率	7.40%	6.50%	6.78%	7.17%	7.15%
负债和股东权益总计	39257	43367	47159	52671	58608	ROE	14.70%	12.93%	13.49%	14.08%	13.82%
						ROIC	17.93%	15.72%	15.74%	16.01%	16.09%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	30.73%	32.33%	29.82%	28.72%	27.52%
净利润	3964	3752	4430	5249	5832	流动比率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.5
折旧摊销	1873	2057	1696	1995	2220	速动比率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.3
财务费用	14	-75	65	71	36	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	-9	-58	76	-7	-8	应收账款周转率	54.1	33.6	45.6	45.6	45.6
营运资金变动	1240	-22	-422	180	367	存货周转率	580.0	371.6	912.5	912.5	912.5
其它	77	157	-62	25	24	总资产周转率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
经营活动现金流	7159	5810	5783	7512	8472	每股指标(元)					
资本支出	-4573	-5013	-5200	-4700	-4200	每股收益	1.1	1.1	1.3	1.5	1.7
长期投资	-1132	1303	0	0	0	每股经营现金流	2.1	1.7	1.7	2.2	2.5
其他	-42	324	4	3	2	每股净资产	7.7	8.4	9.4	10.7	12.1
投资活动现金流	-5747	-3386	-5196	-4697	-4198	估值比率					
债权融资	-237	829	660	380	94	市盈率	14.4	15.2	12.9	10.9	9.8
股权融资	6	1	0	0	0	市净率	2.1	2.0	1.7	1.5	1.4
其他	-211	-1755	-744	-876	-931	EV/EBITDA	9.5	6.2	7.7	6.4	5.5
筹资活动现金流	-443	-925	-84	-496	-837	EV/EBIT	13.0	9.0	10.1	8.3	7.2
现金净增加额	1010	1504	503	2319	3438						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年05月14日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼