



Research and
Development Center

电商快递业务稳步向好，数字化精益管理降本增效

—圆通速递(600233)公司深度报告

2024 年 06 月 18 日

左前明 能源行业首席分析师
执业编号 S1500518070001
联系电话 010-83326712
邮箱 zuoqianming@cindasc.com

证券研究报告

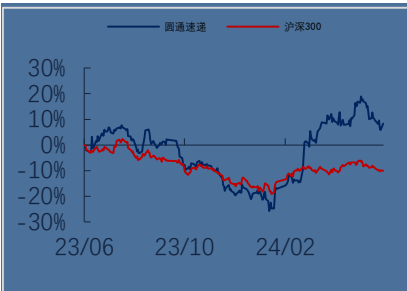
公司研究

公司深度报告

圆通速递 (600233)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	15.95
52 周内股价波动区间 (元)	17.52-10.94
最近一月涨跌幅 (%)	-6.73
总股本 (亿股)	34.45
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	549.52

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

电商快递业务稳步向好，数字化精益管理降本增效

2024 年 06 月 18 日

本期内容提要：

◆国内电商快递龙头之一，快递业务贡献主要业绩

公司成立于 2000 年 5 月，于 2005 年率先和淘宝电商合作，开启“线上线下”融合新模式，并于 2016 年借壳登陆上交所主板上市。公司自创立以来，优先发展国内电商快递业务并与领先的电商平台开展合作，2023 年快递行业收入及毛利占总收入及总毛利比重分别为 90.6%及 91.6%。此外，公司尝试国际化出海拓展，一方面于 2014 年成立圆通航空，成为通达系唯一拥有自有航空机队的企业，另一方面于 2017 年收购中国香港上市公司“先达国际”（22 年 12 月更名为“圆通国际快递”）切入国际货代业务，2023 年航空及货代业务营收占比分别为 2.1%和 5.3%，未来有望构筑中长期第二增长极。

◆行业竞争秩序整体仍将稳定，为稳健发展创造良好条件

基于对政策、龙头意向情况、新进入者三因素的综合研判，我们分析，从相对 2023 年的边际变化角度，未来行业价格竞争或将缓和。

政策监管方面，工作重点是提升快递行业的发展质量，新《快递市场管理办法》自 24 年 3 月起正式实施，将快递业高质量发展产生了一些成熟经验和制度需求上升为制度安排，为快递市场建立明确的制度预期。此外叠加快递行业劳动密集型的特性，我们分析监管的“托底”或具备持续性，2023 年监管价格竞争秩序的手段相对灵活，主要是在局部时间、局部区域定点消除“跑冒滴漏”现象，我们预计 2024 年从边际的角度，价格仍有望维持稳定。

龙头意向方面，展望未来 1-2 年的时间维度，考虑头部电商快递公司的表态及经营策略，我们认为龙头或会对份额及盈利的增长目标有所兼顾。

新进入者方面，我们分析极兔或将更加重视国内业务的发展质量，此外在行业高质量发展成为重点的大背景下，其余潜在新进入者通过过去的“低价-份额扩张-融资-低价”传统路径实现规模增长的逻辑链路已经不被允许，未来或难有契机再度发起恶性竞争。

◆三大核心优势赋能公司快递业务经营能力

全网数字化工程夯实精益管理组织能力。圆通在通达系加盟制快递公司中率先推动全面数字化转型，2009 年合作开发拥有自主知识产权的快递服务运营底层数据系统——“金刚系统”，把分公司数字化标准化作为一号工程，打造“非直营的直营体系”，我们分析本质上是将数字化工程带来的精益运营红利从总部的干线及分拣层面扩散至全链路（末端），从帮助加盟商降本增效的过程当中获取末端服务品质的改善、网络凝聚力的提升以及对加盟商补贴开支的下降。

规模效应及资产布局夯实经营履约能力。1) **干线资产方面**，公司通过路由优化、装载率提升和运力管理改善增强干线运输能力，运输工具的账面价值由 2013 年末 1.65 亿元高增至 2023 年末 7.14 亿元；全网干线车辆数量由 2018 年 5100 辆增长至 2023 年 7500 辆，车辆自有化率从 2018 年 23.5%提升至 2023 年 71.4%，单车日均运输票数由 2018 年 3580 件提升至 2023 年 7746 件（复合增速 16.7%）。2) **分拣资产方面**，公司早期重视投资“通胀型”的房屋建筑物及土地使用权资产，对于自动化设备的布局逐步后来居

上,2023年末房屋建筑物账面价值109.70亿元,土地使用权账面价值46.42亿元;枢纽转运中心数量从2016年62个提升至2023年73个,单个转运中心日均操作业务量从2016年19.65万件提升至2023年79.58万件(复合增速22.1%)。通过策略纠偏、资产布局、服务品质提升及数字化等手段,公司推动自身件量份额提升,2023年包裹市占率回升至行业第二,后续有望稳健增长。

职业经理人制度夯实战略决策能力。圆通是国内快递行业较早引入职业经理人制度的公司,2016年上市前期及初期,公司先后从UPS、顺丰、中国外运、德邦等公司引入职业高管;2019年,公司进一步深化职业经理人制度建设,潘水苗先生(具备高新技术实体行业及一级金融市场投资复合背景)出任公司总裁;2024年一季度,公司引入周建(曾就职顺丰、百世)出任圆通速递国际执行董事及副总裁。我们认为,职业经理人制度的深化,反映的是公司快速学习反应能力的提升以及治理的完善。

◆航空货运及国际业务有望构筑公司的第二增长极

公司在国际化战略方面资产壁垒高筑,截止2023年末自有航空机队数量13架;圆通航空累计开通航线超130条;浙江嘉兴“东方天地港”已经全面开工,公司预计2024年全面建成,2025年全面投产,未来枢纽网络布局将以“一主九从、3+3”为关键节点。展望未来,公司有望继续深化国际化发展战略,推进“快递出海”工程,围绕国际快递、国际货运和供应链业务进行拓展布局,重点发力国际快递。

◆盈利预测及估值评级

我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为43.79亿元、51.54亿元、59.82亿元,同比分别增长17.6%、17.7%、16.1%,对应市盈率分别13倍、11倍、9倍。结合公司历史上的PE估值与业绩匹配度情况,同时考虑行业及公司经营改善带来的估值修复,若给予24年PE估值中枢17倍,则目标市值744亿元,首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素:实物商品网购需求不及预期;电商快递价格竞争恶化;末端加盟商稳定性下降。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	53,539	57,684	66,567	75,709	85,065
增长率 YoY %	18.6%	7.7%	15.4%	13.7%	12.4%
归属母公司净利润(百万元)	3,920	3,723	4,379	5,154	5,982
增长率 YoY%	86.3%	-5.0%	17.6%	17.7%	16.1%
毛利率%	11.3%	10.2%	10.4%	10.8%	11.0%
净资产收益率ROE%	14.7%	12.9%	13.7%	14.5%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	1.14	1.08	1.27	1.50	1.74
市盈率 P/E(倍)	14.02	14.76	12.55	10.66	9.19
市净率 P/B(倍)	2.06	1.91	1.72	1.55	1.39

资料来源:wind,信达证券研发中心预测;股价为2024年6月17日收盘价

目录

一、国内快递龙头之一，快递业务贡献主要业绩	6
二、行业竞争秩序整体仍将稳定，为稳健发展创造良好条件	11
2.1 我国快递价格竞争经历了“中小主导-头部主导-新进资本主导-政策规制”的过程	11
2.2 考虑核心要素的边际变化，行业价格竞争秩序或有望维持稳定有序	11
三、三大核心优势赋能公司快递业务经营能力	14
3.1 全网数字化工程夯实精益管理组织能力	14
3.2 规模效应及资产布局夯实经营履约能力	15
3.3 职业经理人制度夯实战略决策能力	17
四、航空货运及国际业务有望构筑公司的第二增长极	19
五、盈利预测及估值评级	21
5.1 预计 2024 年归母净利润 43.79 亿元	21
5.2 首次覆盖，给予“买入”评级	22
六、风险提示	24

表目录

表 1: 圆通速递重要发展历程节点	6
表 2: 圆通速递前十大股东情况 (截止 2024/3/31)	7
表 3: 圆通速递上市后股权激励情况梳理	10
表 4: 通达系龙头对于经营策略前瞻及行业竞争判断的相关表述梳理	13
表 5: 圆通速递高级管理人员情况梳理	18
表 6: 公司自有航空机队情况 (架)	20
表 7: 圆通速递快递行业单票指标拆分 (单位: 元)	21
表 8: 圆通速递简易利润表 (单位: 亿元)	22
表 9: 加盟制快递重点公司估值表	23

图目录

图 1: 圆通创始人持股比例在行业内较低	7
图 2: 圆通速递资产布局情况 (截止 2023/12/31)	8
图 3: 公司 2023 年快递业务收入占比 90.6% (亿元)	8
图 4: 公司 2023 年快递业务毛利占比 91.6% (亿元)	8
图 5: 公司 2023 年快递业务毛利率 10.3%	9
图 6: 我国快递价格竞争经历“中小主导-头部主导-新进资本主导-政策规制”	11
图 7: 快递票单价与服务业居民物价指数呈背离趋势	12
图 8: 快递量收增速差自 2021 年以来有所收窄	12
图 9: 极兔中国快递包裹量增速放缓	13
图 10: 极兔中国单票亏损显著收窄	13
图 11: 公司自有知识产权金刚系统体系	14
图 12: 公司的数字化工程包括管理驾驶舱、网点管家、客户管家等核心模块	14
图 13: 公司 2023 年市占率位居行业第二	15
图 14: 公司快递业务量 13-23 年复合增长 32.4%	15
图 15: 公司 2023 年末运输工具账面价值 7.14 亿元	16
图 16: 公司 2023 年干线车辆自有率 71.4%	16
图 17: 公司单车日均运输票数 18-23 年复合增速 16.7%	16
图 18: 公司 2023 年末土地使用权账面价值 46.42 亿元 (亿元)	17
图 19: 公司 2023 年末房屋及建筑物账面价值 109.70 亿元 (亿元)	17
图 20: 公司单转运中心日均操作业务量 16-23 年复合增速 22.1%	17
图 21: 公司国际业务经营发展稳中向好	19
图 22: 公司 18 年以来历史 PE(TTM)均值 21.55 倍	23

投资聚焦

公司是国内首家与淘宝电商开启合作的快递公司，于 2015-2016 年期间引入阿里巴巴战略投资及借壳登陆上交所主板上市，自创立以来，优先发展国内电商快递业务并与领先的电商平台开展合作，同时积极布局相关资产基础设施，并尝试国际化出海拓展。公司自上市以来推动实施三期限制性股票激励计划及两期股票期权激励计划，长效激励机制健全。

我们认为，公司具备三大核心竞争优势及能力。1) 全网数字化工程夯实精益管理组织能力。公司把分公司数字化标准化作为一号工程，打造“非直营的直营体系”，我们分析本质上是将数字化工程带来的精益运营红利从总部的干线及分抹层面扩散至全链路（末端），从帮助加盟商降本增效的过程当中获取末端服务品质的改善、网络凝聚力的提升以及对加盟商补贴开支的下降。**2) 规模效应及资产布局夯实经营履约能力。**通过策略纠偏、资产布局、服务品质提升及数字化等手段，公司推动自身件量份额提升，2023 年包裹市占率回升至行业第二，后续有望稳健增长。**3) 职业经理人制度夯实战略决策能力。**圆通是国内快递行业较早引入职业经理人制度的公司。2016 年上市前期及初期，公司先后从 UPS、顺丰、中国外运、德邦等公司引入职业高管；2019 年，公司进一步深化职业经理人制度建设，潘水苗先生（具备高新技术实体行业及一级金融市场投资复合背景）出任公司总裁；2024 年一季度，公司引入周建（曾就职顺丰、百世）出任圆通速递国际执行董事及副总裁。我们认为，职业经理人制度的深化，反映的是公司快速学习反应能力的提升以及治理的完善。此外，航空及国际货代业务的拓展，有助于构筑公司中长期的第二增长曲线。

此前市场对于行业竞争及成长性过于悲观，我们认为行业件量规模的成长性基于电商变革的推动或会好于市场预期，企业份额格局方面关注直播电商商流赋能的外生变量；此外价格竞争从边际变化的角度或趋于稳定，基于单票成本的下行，龙头的单票盈利仍然具有增长能力。结合公司历史上的 PE 估值与业绩匹配度情况，同时考虑行业及公司经营改善带来的估值修复，我们认为公司市值仍有提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

一、国内快递龙头之一，快递业务贡献主要业绩

发展历程：发家国内电商快递业务，切入国际化布局。公司成立于2000年5月，由董事长喻渭蛟带队在上海市长宁区创办；2005年，公司率先和淘宝电商合作，开启“线上线下”融合新模式；2009年，公司与IBM合作开发金刚系统，为公司后来的全方位数字化转型奠定了核心系统基础；2014年，圆通航空获中国民航局批准成立；2015-2016年，公司分别引入阿里巴巴战略投资以及登陆上交所主板上市；2020年，公司“东方天地港”全球航空物流枢纽选址落户嘉兴，并于2023年全面开工。公司自创立以来，优先发展国内电商快递业务并与领先的电商平台开展合作，同时积极布局相关资产基础设施，并尝试国际化出海拓展。

表1：圆通速递重要发展历程节点

时间	事件
2000年	喻渭蛟董事长带17人在上海市长宁区镇宁路545弄44号创办圆通
2005年	圆通和淘宝合作，率先与电商开启“线下线上”融合新模式
2009年	圆通与IBM合作，斥巨资研发自主知识产权的核心业务（金刚）系统，为公司数字化转型打下坚实基础
2014年	圆通航空公司获中国民用航空局批准成立
2015年	圆通引入阿里巴巴战略投资，致力推动中国快递业全面升级
2016年	圆通登陆A股资本市场，在行业内率先上市
2020年	圆通全球航空物流枢纽——“东方天地港”投资落户嘉兴
2023年	圆通浙江嘉兴“东方天地港”全面开工

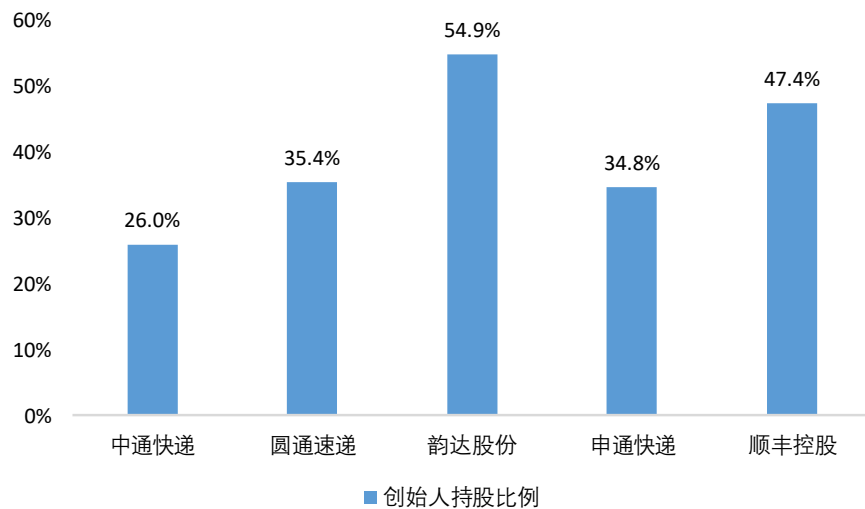
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

股权架构：创始人持股比例较低，阿里系入股20%。截止2024年3月末，公司前十大股东持股比例合计65.3%，股权结构相对稳定。其中，实控人喻会蛟、张小娟直接及通过圆通蛟龙持有公司合计35.4%股权，占比在我国快递公司中相对较低；阿里系在2015年作价25.21亿元实现增资入股，于2020年进一步受让公司股份3.79亿股（占当时公司股份总数的12%），截止24年3月末阿里系旗下杭州灏月及杭州阿里创投合计持有公司20.1%股权。实控人持股比例相对较低的情况赋予了加盟商和潜在战略投资者入股的空间，或有助于总部与加盟商的利益协同以及战略资源导流。

表2：圆通速递前十大股东情况（截止 2024/3/31）

排名	股东名称	持股数量(亿股)	占总股本比例(%)	期末参考市值(亿元)	方向
1	上海圆通蛟龙投资发展(集团)有限公司	10.43	30.30	161.68	不变
2	杭州灏月企业管理有限公司	3.79	11.02	58.77	新进
3	杭州阿里创业投资有限公司	3.13	9.09	48.51	不变
4	大杨集团有限责任公司	1.23	3.56	19.02	不变
5	香港中央结算有限公司	1.05	3.06	16.34	减持
6	喻会蛟	1.01	2.92	15.60	不变
7	张小娟	0.74	2.15	11.47	不变
8	高毅晓峰 2 号致信基金	0.45	1.31	6.99	不变
9	汇添富价值精选混合型证券投资基金	0.35	1.02	5.43	新进
10	恒赢 33 号信托	0.29	0.84	4.50	不变
	合计	22.47	65.27	348.33	

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图1：圆通创始人持股比例在行业内较低


资料来源：各公司公告，Wind，信达证券研发中心

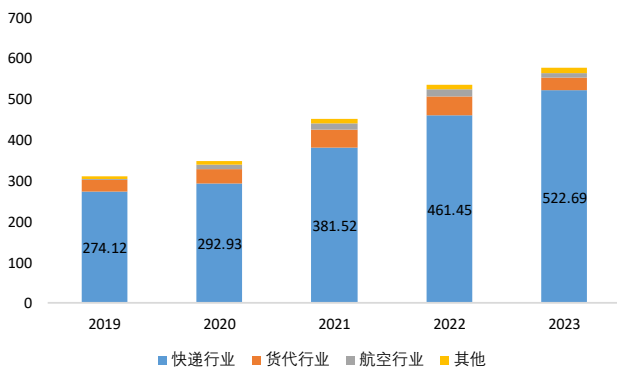
备注：中通快递数据截止 2023/12/31；其他公司数据截止 2024/3/31

资产情况：公司资产布局覆盖国内外。截止 2023 年底，公司快递服务网络覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，地级以上城市已基本实现全覆盖，县级以上城市覆盖率达 99.9%；公司加盟商数量 5071 家，终端门店超 82000 个；公司在全国范围拥有自营枢纽转运中心 73 个，布局自动化分拣设备 238 套；公司全网干线运输车辆近 7500 辆，其中自有干线运输车辆 5354 辆；公司自有航空机队数量 13 架。

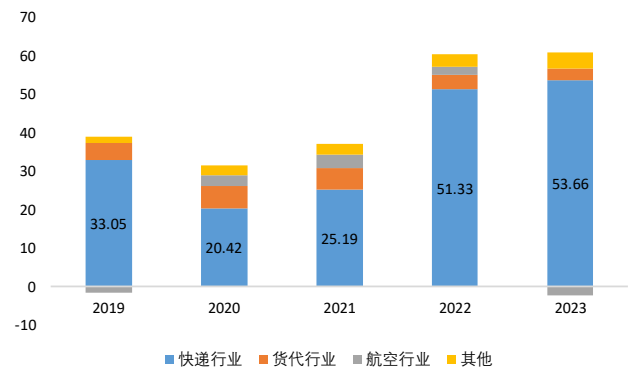
图2：圆通速递资产布局情况（截止 2023/12/31）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

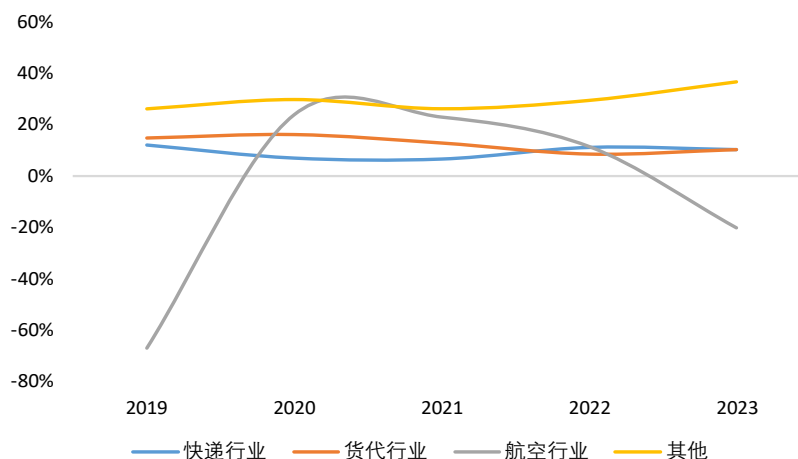
业务结构：公司聚焦快递主业，同时布局货代及航空等业务。 1) 快递业务方面，2023 年营收 522.69 亿元，同比增长 13.3%，占比 90.6%；毛利率 10.3%，毛利润 53.66 亿元，占比 91.6%。2) 货代业务方面，由 2017 年 11 月收购的中国香港上市公司“先达国际”（22 年 12 月更名为“圆通国际快递”）经营，2023 年营收 30.68 亿元，同比下降 31.6%，占比 5.3%；毛利率 10.3%，毛利润 3.15 亿元，占比 5.4%；3) 航空业务方面，圆通航空于 2014 年成立，已成为国内航空货运领域的头部企业之一，2023 年营收 11.99 亿元，同比下降 32.5%，占比 2.1%；毛利率-20.3%，毛亏损 2.44 亿元。

图3：公司 2023 年快递业务收入占比 90.6%（亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图4：公司 2023 年快递业务毛利占比 91.6%（亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图5：公司 2023 年快递业务毛利率 10.3%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

股权激励：上市以来推动实施三期限限制性股票激励计划及两期股票期权激励计划，长效激励机制健全。公司分别于 2017 年、2018 年、2019 年推出第一至三期限限制性股票激励计划，后续分别于 2020 年及 2022 年推出第一、二期股票期权激励计划。公司通过积极的激励机制制定，建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心业务人员、技术人员及骨干员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展。从最新的第二期股票期权激励计划来看，调整后行权价格 15.78 元/股；拟授予激励对象的股票期权数量占草案公告日公司股本总额的 0.36%；绩效考核目标为 22-24 年当年度扣非归母净利润实现情况，或当年度快递业务量较 21 年同比增速相对行业超额增速。截止 24 年 6 月 14 日，第一个行权期 22 年度利润和件量增长的绩效考核目标都达成，第二个行权期 23 年度件量增长的绩效考核目标达成。

表3：圆通速递上市后股权激励情况梳理

草案公告日	项目	占公告日股 比总额比重	绩效考核目标		达成情况
2017.8.24	第一期限 限制性股票 激励计划	0.16%	2018 年度解锁 50%	2017 年度经审计的扣除非经常性损益后的归属于母 公司所有者的净利润（合并报表口径）不低于 150,000 万元	未达成
			2019 年度解锁 50%	2018 年度经审计的扣除非经常性损益后的归属于母 公司所有者的净利润（合并报表口径）不低于 170,000 万元	达成
2018.3.23	第二期限 限制性股票 激励计划	0.23%	2019 年度解锁 50%	2018 年度经审计的扣除非经常性损益后的归属于母 公司所有者的净利润（合并报表口径）不低于 180,000 万元	达成
			2020 年度解锁 50%	2019 年度经审计的扣除非经常性损益后的归属于母 公司所有者的净利润（合并报表口径）不低于 220,000 万元	未达成
2019.4.17	第三期限 限制性股票 激励计划	0.19%	2020 年度解锁 50%	2019 年度经审计的扣除非经常性损益后的归属于母 公司所有者的净利润（合并报表口径）不低于 220,000 万元	未达成
			2021 年度解锁 50%	以 2019 年度业务完成量为基数，2020 年度业务完 成量增长率不低于 30%；或以 2019 年度营业收入 为基数，2020 年度营业收入增长率不低于同行业上 市公司的平均增长率	达成
2020.4.29	第一期股 票期权激 励计划	0.52%	第一个行权期	以 2019 年度业务完成量为基数，2020 年度业务完 成量增长率不低于 30%；或以 2019 年度营业收入 为基数，2020 年度营业收入增长率不低于同行业 上市公司的平均增长率	达成
			第二个行权期	以 2019 年度业务完成量为基数，2021 年度业务完 成量增长率不低于 62.50%；或以 2019 年度营业收 入为基数，2021 年度营业收入增长率不低于同行业 上市公司的平均增长率	达成
2022.4.27	第二期股 票期权激 励计划	0.36%	第一个行权期	2022 年度经审计的扣除非经常性损益后的归属于母 公司所有者的净利润（合并报表口径）不低于 300,000 万元；或以 2021 年度业务完成量为基数， 2022 年度业务完成量增长率不低于行业平均增长率	达成
			第二个行权期	2023 年度经审计的扣除非经常性损益后的归属于母 公司所有者的净利润（合并报表口径）不低于 380,000 万元；或以 2021 年度业务完成量为基数， 2023 年度业务完成量增长率不低于行业平均增长率	达成
			第三个行权期	2024 年度经审计的扣除非经常性损益后的归属于母 公司所有者的净利润（合并报表口径）不低于 460,000 万元；或以 2021 年度业务完成量为基数， 2024 年度业务完成量增长率不低于行业平均增长率	-

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

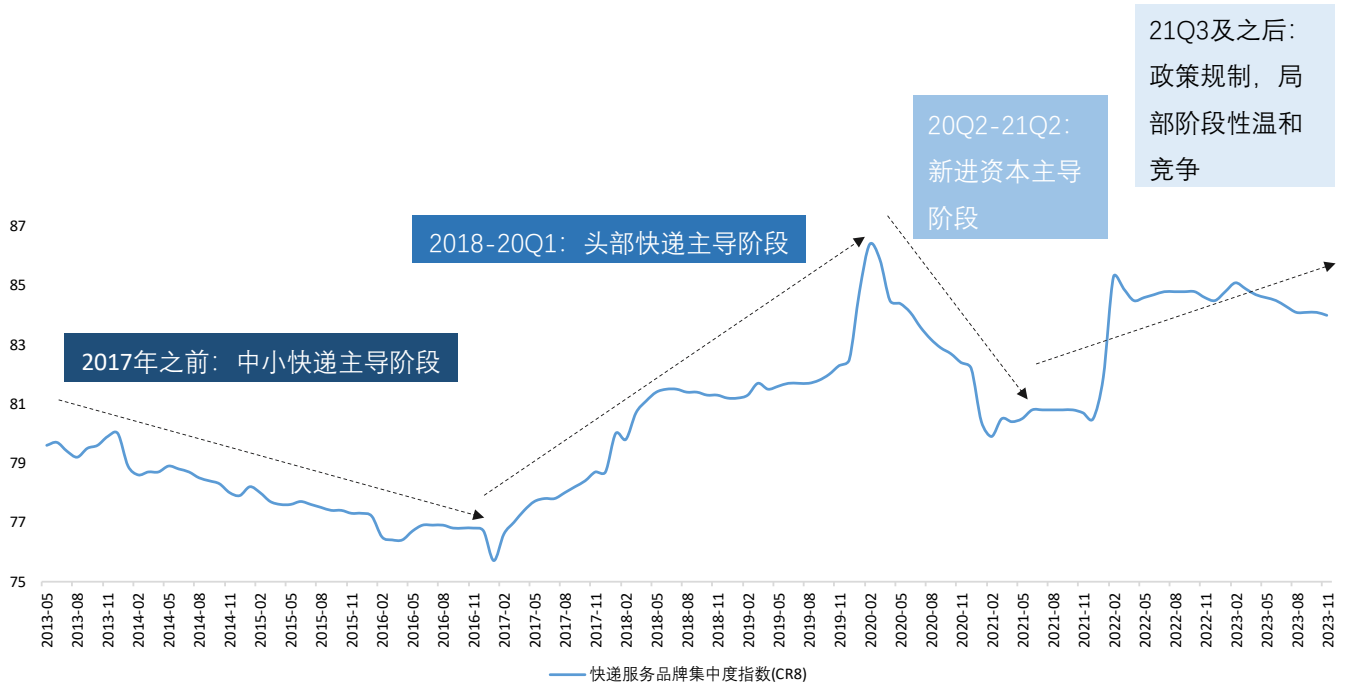
二、行业竞争秩序整体仍将稳定，为稳健发展创造良好条件

2.1 我国快递价格竞争经历了“中小主导-头部主导-新进资本主导-政策规制”的过程

我国快递价格竞争经历“中小主导-头部主导-新进资本主导”阶段，而后监管介入形成规制，价格竞争的秩序边际有所改善。

- 1) **2017年之前**：中小快递主导阶段。价格竞争主要由中小快递发起，行业集中度下降。
- 2) **2018-20Q1**：头部快递主导阶段。价格竞争主要由头部快递主导，行业集中度提升。
- 3) **20Q2-21Q2**：新进资本主导阶段。极兔进入中国市场，行业集中度下降，龙头盈利及现金流受损。
- 4) **21Q3及之后**：监管政策“托底”之下恶性竞争结束，23年以来局部区域在局部时间段仍有一定程度的偏温和的价格竞争。

图6：我国快递价格竞争经历“中小主导-头部主导-新进资本主导-政策规制”



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.2 考虑核心要素的边际变化，行业价格竞争秩序或有望维持稳定有序

基于对政策、龙头意向及产能情况、新进入者三因素的综合研判，我们分析，从相对 2023 年的边际变化角度，未来行业价格竞争激烈程度或偏稳定：

1、政策监管

政策监管的工作重点是提升快递行业的发展质量。2023 年 12 月，新《快递市场管理办法》正式公布，修订后的《快递市场管理办法》主要内容包括：明确促进快递发展的保障措施，建立绿色低碳发展的制度导向，优化快递市场秩序的规制方式，加强消费者使用快递服务的权益保护，体现快递安全发展的制度要求，完善快递行业治理的制度手段等。2024 年 1 月，市场监管总局（国家标准委）发布《快递包装重金属与特定物质限量》《快递服务》《快递循

环包装箱》等五项国家标准，进一步规范邮政行业发展，提升快递服务质量水平。

考虑到快递行业特性，我们认为监管的“托底”或具备持续性，护航行业相对健康的发展步调。快递行业具备明显的劳动密集属性，拥有大量的末端揽派从业人员，从业人员的稳定关系到社会的稳定。因此，党中央、国务院就保障快递员、外卖配送员权益多次作出重要指示，要求完善多渠道灵活就业的社会保障制度，维护好快递员、外卖配送员等的合法权益。2021年6月，经国务院同意，交通运输部、国家邮政局、国家发展改革委、人力资源社会保障部、商务部、市场监管总局、全国总工会联合印发《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》；2024年1月，国家邮政局召开全国快递行业推进劳动合同制度动员部署电视电话会议，深入学习贯彻习近平总书记关心关爱快递员群体重要指示批示精神，宣贯国家邮政局、人力资源社会保障部《快递行业推进劳动合同制度专项行动方案》，切实提升快递员群体的获得感、幸福感、安全感。我们分析，监管的“托底”或具备持续性，2023年监管价格竞争秩序的手段相对灵活，主要是在局部时间、局部区域定点消除“跑冒滴漏”现象，我们预计2024年从边际的角度，价格仍有望维持稳定。

图7：快递票单价与服务居民物价指数呈背离趋势

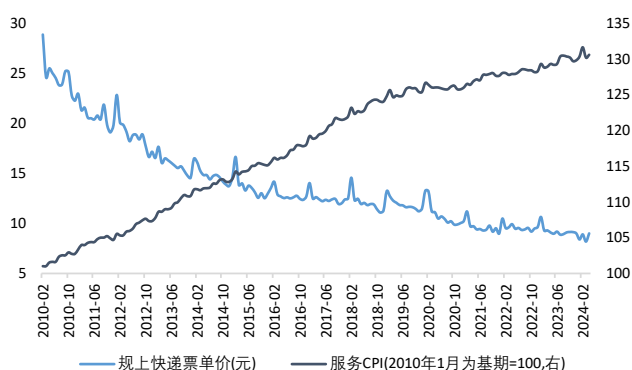
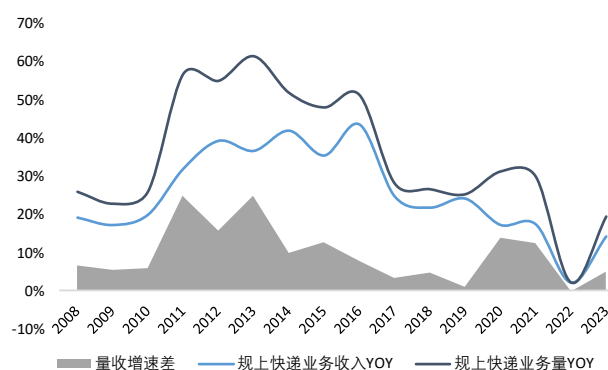


图8：快递量收增速差自2021年以来有所收窄



资料来源：Wind，信达证券研发中心

资料来源：Wind，信达证券研发中心

2、龙头意向

份额（件量增速）与盈利都是重要的考量因素，我们判断龙头或将有所兼顾。以中通快递为例，公司在2024年第一季度未经审计财务业绩公告中提出，公司相信中国经济将逐步企稳向好，快递行业的长期发展前景依旧广阔。专注自身、打造差异化的产品和服务，是中通可持续健康发展、长期创造价值的必然选择；公司预计今年的行业增速在15%-20%之间，基于不做亏本快件的原则，公司接受市场份额在一定范围内回落。展望未来1-2年的时间维度，考虑行业规模增速中枢边际上的放缓以及头部电商快递公司的表态及经营举措，我们认为龙头或会对份额及盈利的增长目标有所兼顾。

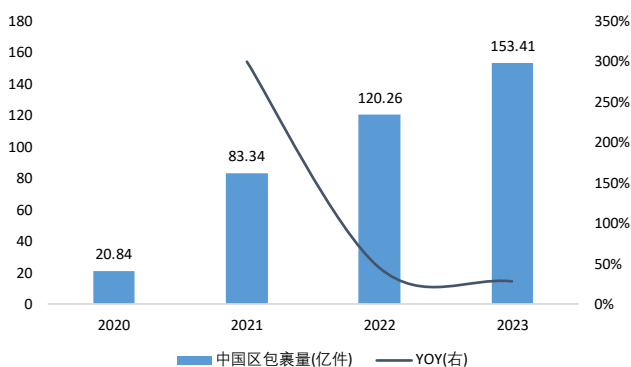
表4：通达系龙头对于经营策略前瞻及行业竞争判断的相关表述梳理

公司	公告	表述
中通快递	2024 年第一季度未经审计财务业绩公告	我们相信中国经济将逐步企稳向好，快递行业的长期发展前景依旧广阔。专注自身、打造差异化的产品和服务，是中通可持续健康发展、长期创造价值的必然选择。我们预计今年的行业增速在 15%-20% 之间，基于不做亏本快件的原则，我们接受市场份额在一定范围内回落
韵达股份	2024 年 5 月 6 日投资者关系活动记录表	在以高质量发展为引领的新时代，单纯依靠降价抢量的策略是行不通的。公司通过恢复加盟商的市场竞争能力、恢复公司产品能力、恢复服务履约能力等方面持续提升综合实力，建立良好的市场口碑，获取更多客户和消费者选择
圆通速递	2024 年 4 月 26 日圆通速递投资者调研会议纪要	行业主要竞争策略正由价格竞争转向价值竞争，服务质量、客户体验、成本控制、业务创新等综合能力更强的企业将进一步获得竞争的主动权。2024 年，公司将继续坚定深耕快递主业，持续改善服务质量和客户体验，多维提升品牌溢价，并运用和融合人工智能等新兴技术推动数字化转型全面升级创新，实现数字化时代向人工智能时代的转变，夯实综合竞争力
申通快递	2024 年 4 月 25 日投资者关系活动记录表	2024 年，公司仍会坚持“业务规模、服务体验及利润”三驾马车并驾齐驱、均衡发展。2024 年，公司定位为“聚焦体验年”，继续聚焦全链路时效提升以及服务质量改善，基于数智化管控工具以及业务规模提升的视角实施精细化管理

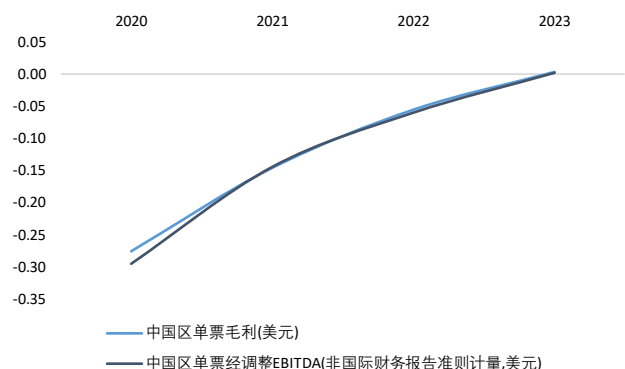
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

3、新进入者

极兔战略重心转移，其余潜在新进入者未来或难有契机再度发起恶性竞争。2020 年极兔通过收购中国龙邦快递，获得国内快递运营资质牌照，在国内正式起网运营，日均单量由 2020 年的 569 万件高增至 2021 年的 2283 万件。2021 年 4 月，由于“低价倾销”且整改未达要求，极兔义乌的部分分拨中心被整治停运。从单量的增长节奏看，2021 年极兔国内快递件量同比增长达 300.0%，2022 年及 2023 年同比增速分别放缓至 44.3%、27.6%；从单票盈利的减亏节奏看，2020-2023 年极兔中国单票毛利分别为 -0.28 美元、-0.15 美元、-0.06 美元、+0.004 美元。事实上，2022 年 6 月极兔武汉大客户交流会上，高管披露极兔的未来，是希望在各国运营最后一公里，成为集合快递、快运、冷链、高端商务件和各国相互跨境的综合物流服务商，我们认为未来极兔国内电商快递业务或会更加重视提质增效。此外，在行业高质量发展成为重点的大背景下，其余潜在新进入者通过过去的“低价-份额扩张-融资-低价”传统路径实现规模增长的逻辑链路已经不被允许，未来或难有契机再度发起恶性竞争。

图9：极兔中国快递包裹量增速放缓


资料来源：极兔速递招股说明书，信达证券研发中心

图10：极兔中国单票亏损显著收窄


资料来源：极兔速递招股说明书，信达证券研发中心

三、三大核心优势赋能公司快递业务经营能力

3.1 全网数字化工程夯实精益管理组织能力

圆通在通达系加盟制快递公司中率先推动全面数字化转型。公司自 2009 年起持续投入大量资金合作开发拥有自主知识产权的快递服务运营系统——“金刚系统”，公司以该底层数据系统为基础，进一步开发了全链路管控系统，形成了包括“管理驾驶舱”、“网点管家”、“客户管家”等核心系统平台，覆盖揽收、中转、派送、客服等全业务流程，面向总部内部、加盟商及客户。2019 年，潘水苗先生任总裁后公司开始推行全网一体化、标准化体系的建设，着力打造“非直营的直营体系”。公司以提升数字化、信息化、智能化为主线，提升内部运营的安全和效率，并为全链路的信息数据采集、产业链上下游的信息交互提供支持和保障。

图11：公司自有知识产权金刚系统体系



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司把分公司数字化标准化作为一号工程，打造“非直营的直营体系”，我们分析本质上是将数字化工程带来的精益运营红利从总部的干线及分拣层面扩散至全链路（末端），从帮助加盟商降本增效的过程当中获取末端服务品质的改善、网络凝聚力的提升以及对加盟商补贴开支的下降。2023 年，公司在全网派出 70 多个落地小组和专业团队，加盟商覆盖范围已超 1800 家。2024 年公司有望总结上一年度“一号工程”落地过程中的经验，提炼方法和标准，加速推进全网落地，全方位助力加盟商经营降本增效提质。截至 24 年 4 月 26 日，加盟商覆盖范围已近 2000 家，全网综合经营实力显著提升。

图12：公司的数字化工程包括管理驾驶舱、网点管家、客户管家等核心模块



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 规模效应及资产布局夯实经营履约能力

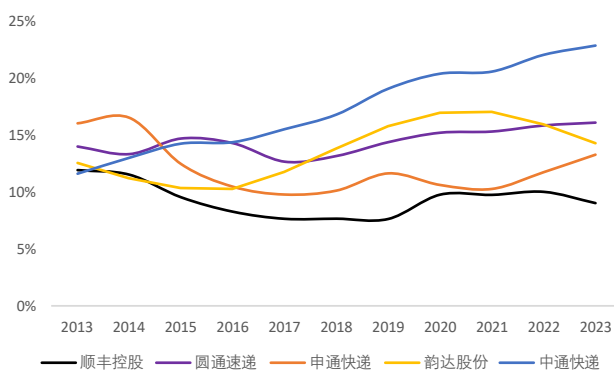
规模效应稳步释放，23 年年度市占率重回行业第二。

1) 2015 年前：分拨中心的直营化有助于产能扩张、成本管控及服务标准化，公司陆续推动分拨中心直营化，2013-2014 年公司市占率位居行业第二、仅次于申通，2015 年跃居行业第一，份额达到 14.7%。

2) 2015-2017 年：行业进入自动化设备布局红利期，但公司当时切入航空国际业务并发展 B 网，且少数加盟商网点出现管理问题（例如 17 年北京花园桥网点快递积压），16 年起公司市占率下滑至行业第二，18 年成为行业第三，被韵达反超。

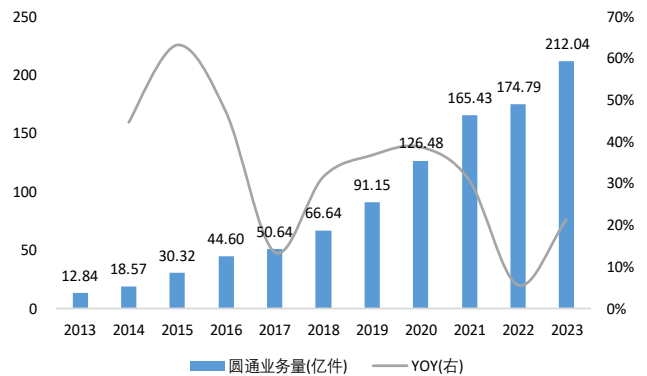
3) 2019 年至今：潘水苗先生进入公司任职，逐步重视快递业务产能投放及数字化变革，于 2023 年公司市占率 16.1%，反超韵达成为行业第二。

图13：公司 2023 年市占率位居行业第二



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图14：公司快递业务量 13-23 年复合增长 32.4%



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

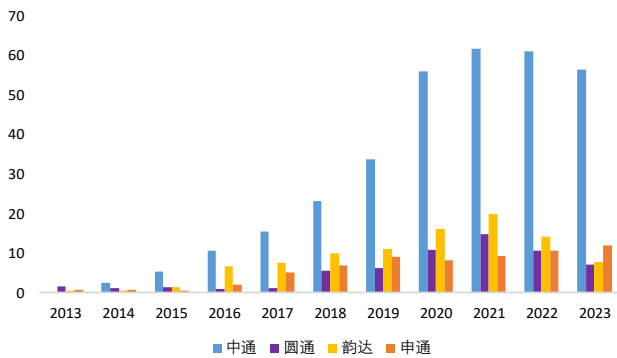
干线资产：通过路由优化、装载率提升和运力管理改善增强干线运输能力。

1) **路由优化**：加大运力统筹，综合调度自有运力、加盟运力与社会运力，在部分区域精准调度航空腹舱资源，减少快件中转与回流次数。持续优化转运中心产能建设，拓展城配中心、建包中心辐射范围，推进运力统筹下沉赋能，持续推广无缝对接，动态优化路由规划。

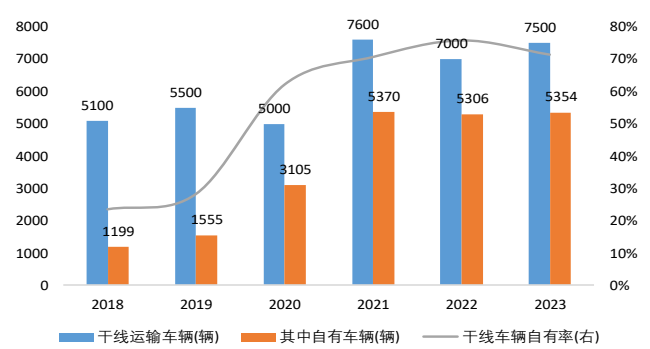
2) **装载率提升**：优化干线运输车辆装车绩效考核，提升甩挂车辆、双边运输车辆、大型运输车辆等的占比，加强现场装载和返程空载管理，降低空返成本，全方位提升车辆装载票数和装载率。

3) **运力管理改善**：推动车辆管理智能化、数字化，实现实时动态监控；适度扩大车队规模及提升车辆自有率；完善干线运力采购体系，通过运盟系统全程监控的方式提升汽运结算效率，实时监控预警超标运价情况，推动燃油、车辆及保险的集中招采。

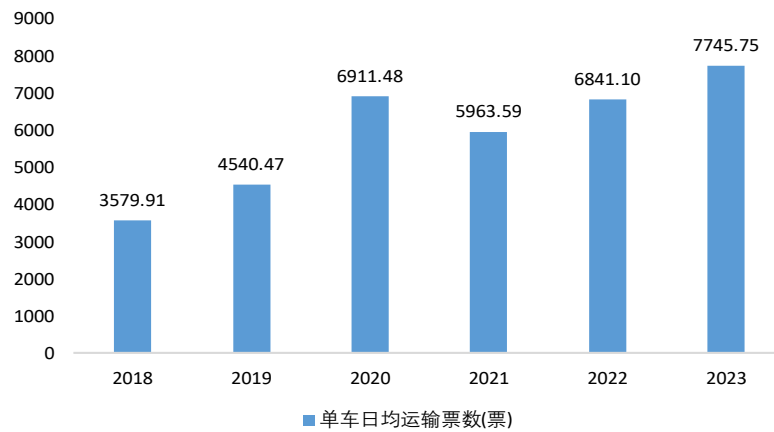
公司运输工具的账面价值由 2013 年末 1.65 亿元高增至 2023 年末 7.14 亿元；全网干线车辆数量由 2018 年 5100 辆增长至 2023 年 7500 辆，车辆自有化率从 2018 年 23.5% 提升至 2023 年 71.4%。

图15：公司 2023 年末运输工具账面价值 7.14 亿元


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

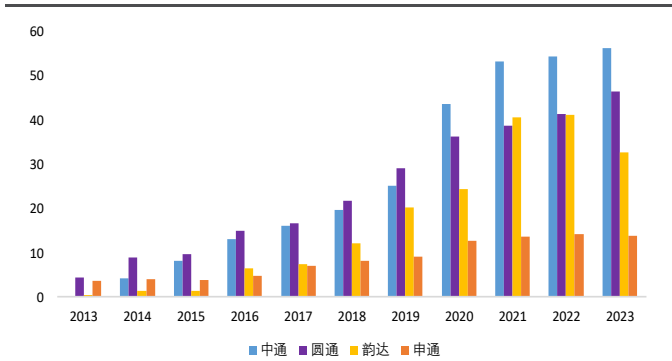
图16：公司 2023 年干线车辆自有率 71.4%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

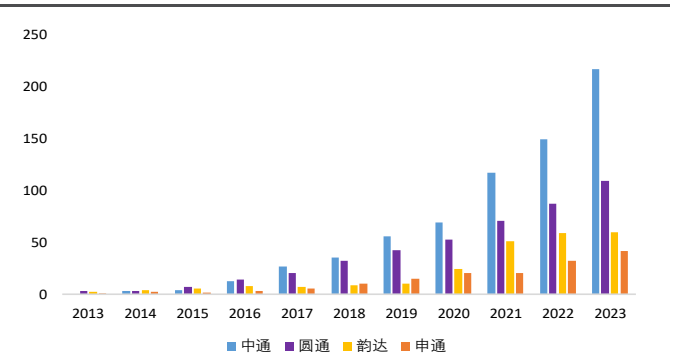
图17：公司单车日均运输票数 18-23 年复合增速 16.7%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

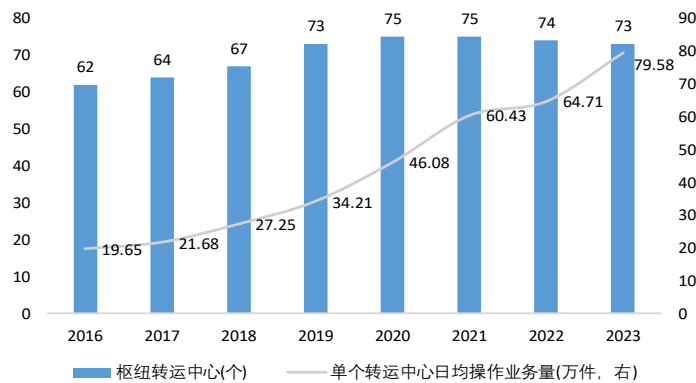
分拣资产：“通胀型”的房屋建筑物及土地使用权资产具备先发优势，精益化生产有望继续提升效率。圆通早期更侧重于投资“通胀型”的房屋建筑物及土地使用权资产。公司 2023 年末房屋建筑物账面价值 109.70 亿元，土地使用权账面价值 46.42 亿元，仅次于中通。公司枢纽转运中心数量从 2016 年 62 个提升至 2023 年 73 个，单个转运中心日均操作业务量从 2016 年 19.65 万件提升至 2023 年 79.58 万件（复合增速 22.1%）。未来公司有望持续加强自动化分拣设备的升级改造，增加无人化、少人化等新技术设备的应用，采用和推进柔性分拣，并投入窄带自动化分拣机、翻板机、圆盘分拣机等设备，逐步打造“无人中心”，从而显著提高转运中心的自动化、智能化水平。

图18：公司 2023 年末土地使用权账面价值 46.42 亿元(亿元)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图19：公司 2023 年末房屋及建筑物账面价值 109.70 亿元(亿元)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图20：公司单转运中心日均操作业务量 16-23 年复合增速 22.1%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3 职业经理人制度夯实战略决策能力

圆通是国内快递行业较早引入职业经理人制度的公司。当企业发展到具备较高的规模化、体系化、精细化程度后，引入职业经理人是一个较优的选择,有助于企业在快速变化的商业环境中增强学习能力,实现所有权和决策权的分离,以推动战略决策科学性、客观性的提升。2016 年上市前期及初期,公司先后从 UPS、顺丰、中国外运、德邦等公司引入职业高管;2019 年,公司进一步深化职业经理人制度建设,潘水苗先生(具备高新技术实体行业及一级金融市场投资复合背景)出任公司总裁;2024 年一季度,公司引入周建(曾就职顺丰、百世)出任圆通速递国际执行董事及副总裁。我们认为,职业经理人制度的深化,反映的是公司快速学习反应能力的提升以及治理的完善。

表5：圆通速递高级管理人员情况梳理

职务（2017）	姓名	背景	职务（2023）	姓名	背景
董事	潘水苗	曾任浙江万马总裁；云锋创投董事总经理	总裁	潘水苗	曾任浙江万马总裁；云锋创投董事总经理
副总裁	相峰	曾任 UPS 中国区公共事务总监、亚太区副总裁；通用汽车（中国）副总裁	副总裁	相峰	曾任 UPS 中国区公共事务总监、亚太区副总裁；通用汽车（中国）副总裁
副总裁	叶锋	曾任新华社上海分社长三角采访部主任	副总裁	叶锋	曾任新华社上海分社长三角采访部主任
副总裁	喻志贤	创始员工	副总裁	彭科	曾任高德软件公共事务部总经理；阿里巴巴集团公共事务部总监
副总裁	张益忠	曾任申通快递宁波分公司总经理	副总裁	葛程捷	曾任汉力国际微电子（杭州）系统集成部总监；上方能源技术（杭州）系统集成部总监
副总裁	张树洪	创始员工	副总裁	王勇	曾任顺丰速运华东分拨区营运高级经理；杭州百世网络技术有限公司汽运总监
副总裁	苏秀锋	曾任浙江长龙货运航空公司总裁兼首席执行官			
副总裁	郝文宁	曾任中外运空运发展股份有限公司副总经理			
副总裁	邓小波	曾任德邦物流董事副总裁；天地华宇集团总裁			
副总裁	许张清	曾任顺丰集团速运 BG 总部人力资源部负责人			
副总裁兼财务负责人	林凯	曾任韵达货运财务副总裁	副总裁兼财务负责人	王丽秀	曾任毕马威华振会计师事务所上海分所审计高级经理；顺丰控股股份有限公司财务总监、国际事业部首席财务官
董事局秘书	朱锐	曾任国泰君安证券投资银行部执行董事	董事局秘书	张龙武	曾任国泰君安证券投资银行部高级经理

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

四、航空货运及国际业务有望构筑公司的第二增长极

公司积极践行国际化发展战略。圆通综合运用自建自营、战略合作等多种方式，强化 RCEP 成员国、欧洲、美洲等国家地区网络布局，充分挖掘市场需求，为客户提供量身定制的一站式解决方案，国际货运业务现已涵盖空运、海运、铁路、公路、多式联运等，此外着力推进国际快递业务发展。2023 年公司国际快递及包裹服务业务完成量 1.48 亿件，同比增长 20%。

图21：公司国际业务经营发展稳中向好



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资产壁垒高筑，为加盟制快递唯一具有自有机队的企业。

1) **机队方面**，公司截止 2023 年末自有航空机队数量 13 架，其中波音 767-300 共 2 架，波音 757-200 共 10 架，ARJ21-700 共 1 架。

2) **航线方面**，圆通航空截止 2023 年末累计开通航线超 130 条，持续加密亚洲和东欧等核心区域的航线。

3) **枢纽方面**，圆通浙江嘉兴“东方天地港”已经全面开工，公司预计 2024 年全面建成，2025 年全面投产，未来枢纽网络布局将以“一主九从、3+3”为关键节点，以嘉兴“东方天地港”为全球航空核心枢纽及多式联运中心，以中国澳门（横琴）、合肥、义乌、广州、昆明、南宁、海口、绥芬河、霍尔果斯为国内综合枢纽，以洛杉矶、里约、悉尼、曼谷、迪拜、布达佩斯为国际核心节点。

表6：公司自有航空机队情况（架）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
自有机队数量合计	12	12	10	10	11	13
其中：						
波音 767-300	-	-	-	-	2	2
波音 757-200	5	5	5	6	9	10
ARJ21-700	-	-	-	-	-	1
波音 737-300	7	7	5	4	-	-

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

展望未来，公司将继续深化国际化发展战略，推进“快递出海”工程，围绕国际快递、国际货运和供应链业务进行拓展布局，重点发力国际快递。首先，公司将以国际快递为重点，依托自有全货机和优质航线等资源，打造中日、中韩、中澳等精品线路，提升国际快递产品质量，强化成本管控，并将加快对全球核心网络枢纽的布局，构筑国际网络基础能力。其次，公司将保持国际货物运输代理业务的稳定发展，并拓展服装、汽车和电子产品等多领域的供应链服务。同时，公司将深化国际化人才团队的引进和培养。国际空运、海运的市场价格下行空间相对有限，公司航空货运业务基本稳定，国际业务逐步改善，2024年公司航空货运和国际业务有望整体维持稳中向好态势。

五、盈利预测及估值评级

5.1 预计 2024 年归母净利润 43.79 亿元

1、快递业务：1) 件量：考虑上游直播电商崛起及变革驱动行业单量的稳健增长，叠加公司竞争优势的扩大，我们假设圆通 24-26 年快递业务量分别同比增长 17%、15%、13%至 248.09 亿件、285.30 亿件、322.39 亿件。2) 单价：考虑行业监管对高质量发展的重视，预计快递票单价降幅有限，24-26 年快递票单价分别为 2.40 元、2.38 元、2.37 元。3) 单票成本：假设单票派费成本、干线成本及中心操作成本受益于数字化、精益化、规模效应等稳中有降，单票面单成本持平。

2、货代业务：考虑到国际贸易及海外经济有望回暖，带动运量运价回升，假设 24-26 年营收同比分别增长 10%、15%、17%；毛利端，考虑货代业务商业模式的成本加成属性较明显，毛利率有望维持整体稳定，假设业务 24-26 年毛利率分别 11%、11%、11%。

3、航空业务：考虑到国际贸易及海外经济有望回暖，叠加公司有望增加对长航距、大装载量机型的配置，假设 24-26 年营收同比分别增长 15%、18%、20%；毛利端，综合考虑到需求回暖带动的量价增长以及新机队投放的成本增加，假设业务 24-26 年毛利率分别 3%、3%、3%。

4、此外费用项：假设销售费用率、管理费用率、研发费用率整体同比维稳。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 665.67 亿元、757.09 亿元、850.65 亿元，同比分别增长 15.4%、13.7%、12.4%；归母净利润分别为 43.79 亿元、51.54 亿元、59.82 亿元，同比分别增长 17.6%、17.7%、16.1%。

表7：圆通速递快递行业单票指标拆分（单位：元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
票单价	2.59	2.41	2.40	2.38	2.37
单票成本：	2.35	2.21	2.20	2.17	2.14
单票派送服务支出	1.33	1.28	1.28	1.28	1.27
单票运输成本	0.51	0.46	0.42	0.41	0.40
单票网点中转费	0.15	0.13	0.17	0.16	0.16
单票中心操作成本	0.31	0.29	0.29	0.29	0.28
单票面单成本	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
单票毛利	0.24	0.20	0.20	0.21	0.22

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

表8：圆通速递简易利润表（单位：亿元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	535.39	576.84	665.67	757.09	850.65
YOY	-	7.7%	15.4%	13.7%	12.4%
其中：					
快递行业收入	461.45	522.69	606.65	690.53	774.23
YOY	-	13.3%	16.1%	13.8%	12.1%
货代行业收入	44.87	30.68	33.75	38.81	45.41
YOY	-	-31.6%	10.0%	15.0%	17.0%
航空行业收入	17.78	11.99	13.79	16.27	19.53
YOY	-	-32.5%	15.0%	18.0%	20.0%
其他	11.30	11.48	11.48	11.48	11.48
营业成本	474.90	518.25	596.17	675.57	757.18
综合毛利率	11.3%	10.2%	10.4%	10.8%	11.0%
利润总额	50.53	47.12	55.84	65.73	76.09
净利润	39.64	37.52	44.14	51.95	60.29
归母净利润	39.20	37.23	43.79	51.54	59.82
YOY	-	-5.0%	17.6%	17.7%	16.1%
归母净利率	7.3%	6.5%	6.6%	6.8%	7.0%

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

5.2 首次覆盖，给予“买入”评级

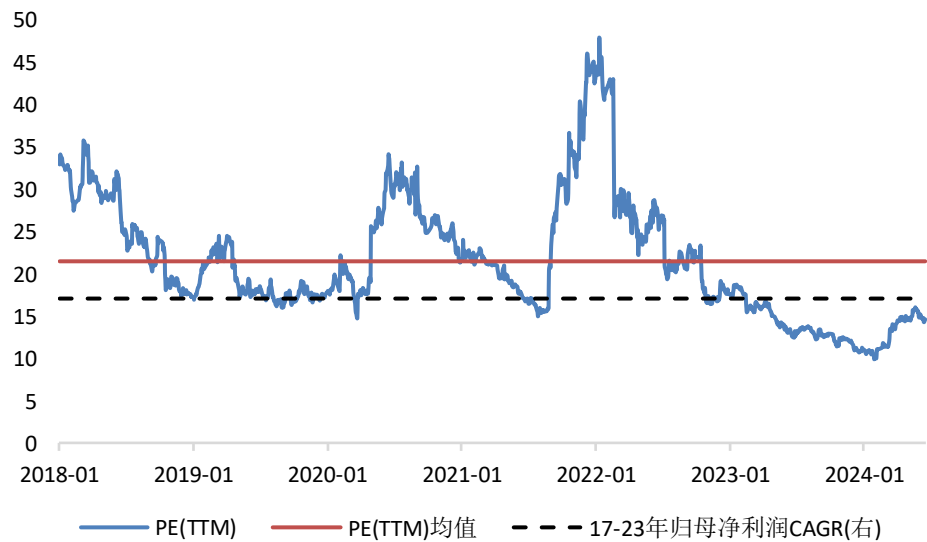
此前市场对成长性及竞争秩序的分歧导致电商快递板块估值调整至低位，中通、韵达、圆通、申通 2024 年市盈率平均仅 12-13 倍左右，当前过度悲观的预期或应得到改善。我们认为，行业件量规模的成长性基于电商变革的推动或会好于市场预期，企业份额格局方面关注直播电商商流赋能的外生变量；此外价格竞争从边际变化的角度或趋于稳定，基于单票成本的下行，龙头的单票盈利仍然具有增长能力。从公司历史估值情况看，2018 年初至今 PE(TTM) 均值 21.5 倍，而对应业绩端 2017-2023 年归母净利润复合增速 17.1%。我们预测公司 2024 年归母净利润 43.79 亿元，23-26 年归母净利润复合增速 17.1%。结合公司历史上的 PE 估值与业绩匹配度情况，同时考虑行业及公司经营改善带来的估值修复，若给予 24 年 PE 估值中枢 17 倍，则目标市值 744 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

表9：加盟制快递重点公司估值表

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					市盈率			
		2024/6/17	23A	24E	25E	26E	23A	TTM	24E	25E	26E
2057.HK	中通快递-W	1,297	87.49	105.26	120.10	136.55	14.83	15.18	12.32	10.80	9.50
002120.SZ	韵达股份	230	16.25	22.85	28.42	33.85	14.15	13.69	10.06	8.09	6.79
002468.SZ	申通快递	135	3.41	7.97	11.32	13.91	39.63	33.92	16.95	11.93	9.71
平均							22.87	20.93	13.11	10.27	8.67
600233.SH	圆通速递	550	37.23	43.79	51.54	59.82	14.76	14.61	12.55	10.66	9.19

资料来源：Wind，信达证券研发中心

备注：申通快递盈利预测为万得一致预期；中通快递-W、韵达股份、圆通速递盈利预测为信达交运团队预期

图22：公司 18 年以来历史 PE(TTM)均值 21.5 倍


资料来源：Wind，信达证券研发中心

六、风险提示

实物商品网购需求不及预期: 实物商品网购是快递业务量发展的上游驱动, 若实物商品网购需求不及预期, 快递业务量的提升或不及预期。

电商快递价格竞争恶化: 电商快递行业服务差异化程度相对较低, 若各家电商快递企业采取过度激进的价格竞争策略, 或影响公司的经营利润及现金流情况。

末端加盟商稳定性下降: 电商快递加盟商负责末端包裹的揽派以及支线运输, 如果因为激励政策等原因导致末端不稳, 或影响公司履约的质量。

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	14,136	14,629	17,085	20,463	24,751
货币资金	7,390	9,101	8,940	11,661	15,285
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	963	1,717	1,981	2,253	2,531
预付账款	255	206	237	269	302
存货	82	139	160	182	204
其他	5,446	3,465	5,767	6,098	6,429
非流动资产	25,121	28,738	31,149	33,219	34,992
长期股权投资	388	519	469	519	569
固定资产(合计)	15,103	17,314	19,007	20,289	21,169
无形资产	4,441	4,986	5,541	6,011	6,386
其他	5,190	5,918	6,131	6,399	6,867
资产总计	39,257	43,367	48,234	53,682	59,743
流动负债	11,268	12,590	14,006	15,465	16,962
短期借款	2,925	2,995	3,045	3,095	3,145
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	4,218	5,613	6,456	7,316	8,200
其他	4,125	3,983	4,504	5,054	5,617
非流动负债	795	1,430	1,784	2,124	2,454
长期借款	275	1,013	1,313	1,613	1,913
其他	520	416	471	511	541
负债合计	12,064	14,020	15,790	17,589	19,416
少数股东权益	521	548	582	623	670
归属母公司股东权益	26,673	28,799	31,862	35,470	39,657
负债和股东权益	39,257	43,367	48,234	53,682	59,743

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	53,539	57,684	66,567	75,709	85,065
同比(%)	18.6%	7.7%	15.4%	13.7%	12.4%
归属母公司净利润	3,920	3,723	4,379	5,154	5,982
同比(%)	86.3%	-5.0%	17.6%	17.7%	16.1%
毛利率(%)	11.3%	10.2%	10.4%	10.8%	11.0%
ROE%	14.7%	12.9%	13.7%	14.5%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	1.14	1.08	1.27	1.50	1.74
P/E	14.02	14.76	12.55	10.66	9.19
P/B	2.06	1.91	1.72	1.55	1.39
EV/EBITDA	9.19	5.40	6.31	5.08	4.24

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	53,539	57,684	66,567	75,709	85,065
营业成本	47,490	51,825	59,617	67,557	75,718
营业税金及附加	162	192	221	252	283
销售费用	228	182	210	239	268
管理费用	1,071	1,073	1,238	1,408	1,582
研发费用	50	131	151	172	193
财务费用	14	-75	-31	-10	-47
减值损失合计	-32	-12	0	0	0
投资净收益	-41	-11	-12	-14	-16
其他	651	454	436	496	558
营业利润	5,102	4,788	5,584	6,573	7,609
营业外收支	-49	-76	0	0	0
利润总额	5,053	4,712	5,584	6,573	7,609
所得税	1,089	961	1,170	1,378	1,580
净利润	3,964	3,752	4,414	5,195	6,029
少数股东损益	44	29	35	41	47
归属母公司净利润	3,920	3,723	4,379	5,154	5,982
EBITDA	7,146	6,945	8,030	9,518	10,632
EPS(当年)(元)	1.14	1.08	1.27	1.50	1.74

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7,391	6,038	6,125	9,324	10,326
净利润	3,964	3,752	4,414	5,195	6,029
折旧摊销	2,104	2,284	2,477	2,955	3,070
财务费用	132	80	151	169	186
投资损失	41	11	12	14	16
营运资金变动	1,265	-7	-966	954	982
其它	-115	-83	38	38	43
投资活动现金流	-5,747	-3,386	-5,204	-5,277	-5,101
资本支出	-4,650	-4,811	-5,129	-4,968	-4,773
长期投资	-1,132	1,303	-228	-275	-283
其他	35	122	153	-34	-46
筹资活动现金流	-443	-925	-1,082	-1,325	-1,601
吸收投资	77	12	-2	0	0
借款	4,205	2,873	350	350	350
支付利息或股息	-661	-948	-1,465	-1,715	-1,981
现金流净增加额	1,241	1,732	-161	2,722	3,624

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。