

证券研究报告

快递



增持 (维持)

圆通速递 (600233)

快递利润、份额稳定提升，看好公司自身优势强化

2024 年 11 月 03 日

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年三季报，24Q3 实现营业收入 168.0 亿元，(同比+22.13%)、归母净利润 9.4 亿元 (同比+18.06%)、扣非归母净利润 9.2 亿元 (同比+22.03%)，其中航空货代估算亏损约-0.8 亿元，快递归母净利润估算约 10.3 亿元 (同比+19.7%)，快递份额 15.4% (同比+1.0pct (还原口径))；前三季度经营性现金流 40.8 亿元，资本开支约 47.2 亿元，自由现金流约-6.4 亿元。
- **分季度看：**23Q3/23Q4/24Q1/24Q2/24Q3 快递归母净利分别为 8.6/11.3/9.9/11.0/10.3 亿元，同比-8.7%/+0.8%/+11.9%/+15.0%/+19.7%；份额分别为 15.6%/15.9%/15.0%/15.4%/15.4% (24 年份额受行业件量口径调整影响)，件量增速分别为+14.1%/+28.9%/+24.9%/+24.8%/28.1%，单票快递归母净利分别为 0.164/0.183/0.179/0.166/0.153 元。
- **24Q2 单票净利拆分：**单票快递收入 2.197 元，环比-0.076 元、同比-0.136 元；单票快递归母净利 0.153 元，环比-0.014 元、同比-0.011 元；单票期间费用为 0.070 元，环比+0.015 元、同比+0.006 元。
- **点评：**1) 行业角度看，中长期建议重视快递板块的产业价值，而非纠结于行业演变路径。快递有较强的正外部性，快递费用/电商客单价的物流费用比值远低于快递对线上零售供应链的贡献值，预计随着性价比消费延续快递产业价值将同步强化。2) 市场因素和政策因素存在相互约束：竞争促使行业创造更多外部价值和需求，政策确保行业波动性下降，引导行业在温和竞争的环境中持续发展壮大。3) 圆通通过近 3 年数字化深耕，量、利改善明显，在行业竞争中持续强化优势，拉近与头部之间距离，同时数字化存在实施壁垒 (总部管理职业化、加盟商利益一体化)，公司自身阿尔法逐渐显现。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 24/25/26 年归母净利润 43.2/52.4/60.9 亿元，对应 11 月 1 日 PE 13.1/10.8/9.3 倍，建议重视圆通在温和竞争环境中深耕自身阿尔法，通过数字化重塑加盟网络，维持“增持”评级。
- **风险提示：**人力及包材等其他成本变动、快递价格波动超预期、相关政策影响不确定性、航空货运运价下滑等。

市场数据

市场数据日期	2024-11-01
收盘价 (元)	16.49
总股本 (百万股)	3445.39
流通股本 (百万股)	3445.39
净资产 (百万元)	30583.4
总资产 (百万元)	45461.12
每股净资产 (元)	8.88

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证交运】圆通速递 2024 年中报点评：竞争优势不断加码，数字化长逻辑逐步兑现》2024-08-29

《【兴证交运】圆通速递 2023 年报及 2024 年一季报点评：数字化深耕见成效、量价表现优秀》2024-04-28

《【兴证交运】圆通速递 2023 年三季报点评：行业竞争中守住价格底线，快递单票利润表现稳健》2023-11-01

分析师：

肖祎

xiaoyiyjy@xyzq.com.cn

S0190521080006

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

胡杉

hushan@xyzq.com.cn

S0190524080004

主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	57684	67829	76041	83585
同比增长	7.7%	17.6%	12.1%	9.9%
归母净利润(百万元)	3723	4321	5241	6094
同比增长	-5.0%	16.1%	21.3%	16.3%
毛利率	10.2%	9.9%	10.5%	10.9%
ROE	12.9%	13.4%	14.5%	14.9%
每股收益(元)	1.08	1.26	1.52	1.77
市盈率	15.3	13.1	10.8	9.3

来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

表 1、圆通分季度业绩情况

单位: 亿元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
营业收入	129.14	140.86	137.59	169.25	154.27	171.37	168.05
YOY	9.2%	6.4%	0.0%	15.0%	19.5%	21.7%	22.1%
营业成本	114.22	125.87	124.73	153.43	137.98	154.23	153.92
YOY	10.6%	7.1%	1.5%	17.0%	20.8%	22.5%	23.4%
毛利	14.92	14.99	12.86	15.82	16.30	17.14	14.13
YOY	-0.3%	1.0%	-12.5%	-1.1%	9.2%	14.4%	9.8%
期间费用	3.42	3.14	3.35	3.18	3.92	3.65	4.72
YOY	-6.8%	-6.7%	-2.6%	0.9%	14.6%	16.0%	40.7%
归母净利润	9.06	9.55	7.98	10.64	9.43	10.44	9.43
YOY	4.1%	5.7%	-20.0%	-7.4%	4.1%	9.4%	18.1%
非经常性损益	0.31	0.45	0.41	0.01	0.40	0.50	0.18
YOY	-37.9%	195.8%	15.8%	-98.3%	29.8%	11.3%	-55.4%
扣非归母净利润	8.75	9.10	7.57	10.63	9.03	9.95	9.24
YOY	6.6%	2.4%	-21.3%	-4.2%	3.2%	9.3%	22.1%
经营性现金流	13.32	11.76	13.02	22.28	5.80	17.31	17.72
YOY	35.8%	-50.4%	-19.9%	-7.6%	-56.5%	47.2%	36.0%
资本开支	11.67	10.88	13.78	12.55	14.00	13.01	20.19
YOY	0.5%	-5.9%	6.5%	11.6%	20.0%	19.6%	46.5%
自由现金流	1.65	0.87	-0.76	9.73	-8.20	4.30	-2.48
YOY	191.9%	-92.8%	-122.8%	-24.5%	-596.4%	391.7%	226.9%
主要财务比率	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
资产负债率	30.3%	29.6%	30.1%	32.3%	29.9%	31.0%	31.6%
毛利率	11.6%	10.6%	9.3%	9.3%	10.6%	10.0%	8.4%
期间费用率	2.7%	2.2%	2.4%	1.9%	2.5%	2.1%	2.8%
销售费用率	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	2.0%	2.0%	2.1%	1.4%	1.7%	1.6%	1.9%
研发费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.5%	0.3%	0.1%	0.3%
财务费用率	0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.4%	0.1%	0.1%	0.3%
归母净利率	7.0%	6.8%	5.8%	6.3%	6.1%	6.1%	5.6%
扣非归母净利率	6.8%	6.5%	5.5%	6.3%	5.9%	5.8%	5.5%

资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、圆通网络端数据

网络端数据	2021	2022	2023	2024H1
加盟商数量 (个)	5102	5163	5128	5045
转运中心数量 (个)	75	74	73	73
干线车辆 (辆)	7600	7000	7500	7000
自营干线车辆 (辆)	5370	5306	5354	5429
自动化设备 (台)	154	183	238	286

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、圆通 2024-2026 年度业绩测算

单位：亿元/元	2023A	2024E	2025E	2026E
行业业务量 (亿件)	1,320.7	1,730.5	1,903.5	2,055.8
行业增速	19.4%	19.1%	10.0%	8.0%
公司份额同比 (PCT)	0.2	-0.7	0.3	0.3
公司份额	16.1%	15.3%	15.6%	15.9%
公司业务量 (亿件)	212.0	265.5	297.8	327.8
公司增速	21.3%	25.2%	12.2%	10.1%
单票快递业务净利 (元)	0.181	0.170	0.176	0.185
快递业务利润 (亿元)	38.4	45.2	52.4	60.6
快递业务利润同比增速	5.1%	17.7%	15.9%	15.7%
航空货代业务利润 (亿元)	-1.2	-2.0	0.0	0.3
总利润 (亿元)	37.23	43.21	52.41	60.94
总利润同比增速	-5.0%	16.1%	21.3%	16.3%
PE	13.9	13.1	10.8	9.3

资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2024 年行业件量口径调整，黄底为预测参数，PE 数据更新日期 2024 年 11 月 1 日

表 4、圆通 2023-2024 年业绩分季度测算

	23Q1A	23Q2A	23Q3A	23Q4A	24Q1A	24Q2A	24Q3A	24Q4E
行业业务量 (亿件)	268.9	326.4	335.9	389.5	371.1	430.5	436.1	492.8
行业增速	11.0%	20.9%	16.7%	27.4%	25.2%	23.1%	22.0%	15.0%
公司份额同比 (pct)	1.2	0.1	-0.4	0.2	-1.6	-0.9	-0.2	-0.4
公司份额	16.6%	16.3%	15.6%	15.9%	15.0%	15.4%	15.4%	15.5%
公司业务量 (亿件)	44.6	53.2	52.4	61.9	55.7	66.4	67.1	76.4
公司增速	20.0%	21.7%	14.1%	28.9%	24.9%	24.8%	28.1%	23.4%
单票快递业务净利 (元)	0.199	0.181	0.164	0.183	0.179	0.166	0.153	0.183
快递业务利润 (亿元)	8.9	9.6	8.6	11.3	9.9	11.0	10.3	14.0
快递业务利润同比增速	12.6%	20.1%	-8.7%	0.8%	11.9%	15.0%	19.7%	23.1%
航空货代业务利润 (亿元)	0.2	-0.1	-0.6	-0.7	-0.5	-0.6	-0.8	-0.1
总利润 (亿元)	9.1	9.5	8.0	10.6	9.4	10.4	9.4	13.9
总利润同比增速	4.1%	5.7%	-20.0%	-7.3%	4.1%	9.4%	18.1%	30.7%

资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2024 年行业件量口径调整，黄底为预测参数

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	14629	15180	18273	23099
货币资金	9101	8577	11512	16102
交易性金融资产	1134	2263	2128	2008
应收票据及应收账款	1717	1816	1997	2258
预付款项	206	280	307	331
存货	139	135	156	174
其他	2331	2108	2173	2227
非流动资产	28738	32744	35060	36144
长期股权投资	519	431	453	457
固定资产	17314	21924	23923	24787
在建工程	1809	1336	1293	1253
无形资产	4986	5256	5548	5848
商誉	343	343	342	342
长期待摊费用	567	512	459	405
其他	3199	2942	3042	3051
资产总计	43367	47924	53334	59243
流动负债	12590	13112	13984	14741
短期借款	2995	2934	2953	2954
应付票据及应付账款	5613	6189	6912	7641
其他	3983	3989	4119	4146
非流动负债	1430	2027	2498	3039
长期借款	1013	1474	1996	2534
其他	416	553	502	505
负债合计	14020	15139	16482	17780
股本	994	994	994	994
资本公积	13082	13081	13081	13081
未分配利润	14431	17409	21291	25711
少数股东权益	548	582	615	653
股东权益合计	29347	32785	36851	41463
负债及权益合计	43367	47924	53334	59243

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
归母净利润	3723	4321	5241	6094
折旧和摊销	2057	2341	2906	3338
资产减值准备	12	-93	17	15
资产处置损失	29	7	-8	-8
公允价值变动损失	-103	-34	-38	-42
财务费用	80	7	8	8
投资损失	11	4	4	0
少数股东损益	29	34	33	38
营运资金的变动	-22	579	557	473
经营活动产生现金流量	6038	7761	8644	9855
投资活动产生现金流量	-3386	-8021	-4989	-4255
融资活动产生现金流量	-925	-263	-721	-1010
现金净变动	1732	-524	2935	4590
现金的期初余额	7314	9101	8577	11512
现金的期末余额	9046	8577	11512	16102

数据来源:天软,兴业证券经济与金融研究院整理

注:每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	57684	67829	76041	83585
营业成本	51825	61086	68058	74474
税金及附加	192	203	213	234
销售费用	182	197	228	251
管理费用	1073	1207	1384	1505
研发费用	131	102	61	59
财务费用	-75	7	8	8
其他收益	407	550	575	664
投资收益	-11	-4	-4	0
公允价值变动收益	103	34	38	42
信用减值损失	-27	-14	-15	-17
资产减值损失	-12	-7	-6	-8
资产处置收益	-29	-7	8	8
营业利润	4788	5581	6684	7743
营业外收入	44	68	114	125
营业外支出	119	136	122	107
利润总额	4712	5513	6676	7762
所得税	961	1158	1402	1630
净利润	3752	4355	5274	6132
少数股东损益	29	34	33	38
归属母公司净利润	3723	4321	5241	6094
EPS(元)	1.08	1.26	1.52	1.77

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	7.7%	17.6%	12.1%	9.9%
营业利润增长率	-6.2%	16.6%	19.8%	15.9%
归母净利润增长率	-5.0%	16.1%	21.3%	16.3%
盈利能力				
毛利率	10.2%	9.9%	10.5%	10.9%
归母净利率	6.5%	6.4%	6.9%	7.3%
ROE	12.9%	13.4%	14.5%	14.9%
偿债能力				
资产负债率	32.3%	31.6%	30.9%	30.0%
流动比率	1.16	1.16	1.31	1.57
速动比率	1.15	1.15	1.30	1.56
营运能力				
资产周转率	139.6%	148.6%	150.2%	148.5%
应收账款周转率	4017.3%	3609.9%	3729.8%	3677.0%
存货周转率	46829.3%	44468.1%	46737.3%	45180.6%
每股资料(元)				
每股收益	1.08	1.26	1.52	1.77
每股经营现金	1.75	2.25	2.51	2.86
每股净资产	8.37	9.35	10.53	11.85
估值比率(倍)				
PE	15.3	13.1	10.8	9.3
PB	2.0	1.8	1.6	1.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn