

增持 (维持)

圆通速递 (600233)

被低估的三好学生，保持定力立足长期

2023年04月26日

市场数据

市场数据日期	2023-04-25
收盘价(元)	17.59
总股本(百万股)	3441.71
流通股本(百万股)	3441.71
净资产(百万元)	26672.69
总资产(百万元)	39257.32
每股净资产(元)	7.75

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2022年三季报点评: 3季度超预期超在哪里——表现是成本、实质是定价能力全面提升》2022-10-16

《【兴证交运】圆通速递2022年中报点评: 连续3季度业绩超预期, 行业提价弹性掩盖公司定价能力提升》2022-08-27

《【兴证交运】圆通速递(600233.SH)深度报告(二): 职业化、数字化、一体化, 行业新阶段圆通有望从优秀到引领》2022-07-24

分析师:

肖祎

xiaoyiyiy@xyzq.com.cn

S0190521080006

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年报及2023年一季报: 1) 22年归母净利润39.2亿元(同比+86.4%), 其中圆通航空和国际实现归母净利润约2.68亿元, 快递业务利润约36.5亿元(同比+116.6%); 2) 23年1季报归母净利润9.1亿元(同比+4.1%), 其中圆通航空和国际实现归母净利润约0.18亿元, 快递业务利润约8.9亿元(同比+12.6%);
- **分季度看:** 22Q1/22Q2/22Q3/22Q4/23Q1 总利润分别为8.7/9.0/10.0/11.5/9.1亿元, 航空货代分别为0.8/1.1/0.6/0.2/0.2亿元, 快递利润分别为7.9/8.0/9.4/11.3/8.9亿元, 快递利润对应增速分别为202.3%/333.7%/322.9%/10.5%/12.5%
- **快递业务拆分:** 22Q1/22Q2/22Q3/22Q4/23Q1 快递业务市场份额分别为15.3%/16.2%/15.9%/15.7%/16.6%, 件量增速分别为18.1%/2.5%/8.5%/-2.0%/20.0%, 单票利润分别为0.212/0.183/0.204/0.234/0.199元, 单票净利(扣非和其他收益)分别为0.193/0.160/0.195/0.182/0.179元。
- **23年Q1, 业绩表现增速并不高, 但由于航空货代并未给估值, 主要看快递业务。1季度快递业务, 从财务表现看, 公司非常稳健(件量增长20.0%、快递业务利润增长12.6%), 从业务表现看实际上非常出色, 公司做到了加盟网络的三好学生, 份额、利润、网络生态三位一体进步: 1) 快递业务利润保持12.6%增长, 绝对值明显高于同行; 2) 份额达历史新高16.6%, 环比提升0.9pct; 3) 22年单票派费成本1.33元, 同比提升0.17元。**
- **公司保持定力立足长期:** 在网络生态中, 公司立足长远, 不为看得到的业绩和份额, 而牺牲看不到的派费和沉默的加盟商。目前除总部趋近的干线成本外, 还有一个较大变量——派件端加盟商派费。派费是经营层面重要调节工具, 但不容易被投资者观察到。在1季度行业价格波动、份额诉求增强的经营背景下, 动用后端派费补贴前端揽件是比较普遍的行为, 短期既能收获份额又不影响总部利润, 但长期看动用派费应该是需要非常谨慎的行为, 保护加盟商派费留存, 对于网络稳定性提升、网络服务能力提高、终端价格上移是必不可少的支撑。
- **公司数字化在持续更新和迭代:** 1) 持续赋能加盟商, 去年主要帮加盟商降低财务成本, 今年会在操作、客服、派送方面进一步赋能; 2) 持续强化客户粘性, 精准营销及新增大客户权益功能, 提升公司在末端的溢价能力, 拉近与头部公司的定价差距; 3) 数字化不是简单的系统和技術, 涉及到组织和管理的转型, 更涉及到加盟商对总部的信任, 也需要持续迭代积累先发优势。

- **盈利预测与投资建议:** 圆通坚持数字化提效率、不走老路动派费, 单票利润保持平稳、份额同比有提升、网络生态稳定, 1季报稳健的财务表现下是出色的经营表现, 公司是加盟快递被低估的三好学生。公司在当前行业竞争中进可攻退可守, a.当前跟住行业头部且显著高于其他同行的单票利润+渠道高派费+低估值提供安全边际。b.派件端一体化理念保持较高派费水平, 揽件端数字化赋能加盟商和链接客户保持价格黏性, 公司数字化和一体化策略均指向网络定价能力提升, 公司在拉近与头部公司的定价差距, 同时尾部快递的掉队迹象也日益清晰。

我们考虑到今年行业价格波动和公司不轻易动派费的策略, 假设 23 年业务量 216.0 亿件, 增速 23.6%, 单票利润会保持一定松动, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 42.5、51.5、60.9 亿元, 同比+8.3%、+21.4%、+18.2%, 对应 4 月 25 日收盘价 PE 分别为 14.3、11.7、9.9 倍, 建议重视公司立足长期的数字化策略和被低估的竞争力提升, 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

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	53539	63063	71457	79648
同比增长	18.6%	17.8%	13.3%	11.5%
归母净利润(百万元)	3920	4246	5153	6091
同比增长	86.3%	8.3%	21.4%	18.2%
毛利率	11.3%	11.1%	11.7%	12.0%
ROE	14.7%	14.3%	15.2%	15.7%
每股收益(元)	1.14	1.23	1.50	1.77
市盈率	15.4	14.3	11.7	9.9

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、圆通 2023-2025 年业绩测算

	2022A	2023E	2024E	2025E
行业增速及公司份额假设				
行业业务量 (亿件)	1,105.9	1,273.7	1,401.1	1,541.2
行业增速	2.1%	15.2%	10.0%	10.0%
公司份额同比	0.5%	1.1%	0.9%	0.5%
公司份额	15.8%	17.0%	17.9%	18.4%
公司业务量 (亿件)	174.8	216.0	250.2	282.9
公司增速	5.7%	23.6%	15.8%	13.1%
总利润 (亿元)	39.2	42.5	51.5	60.9
总利润同比增速	86.4%	8.3%	21.4%	18.2%
PE	15.4	14.3	11.7	9.9
航空货代业务利润 (亿元)	2.68	1.1	1.5	1.5
快递业务利润 (亿元)	36.51	41.38	50.03	59.41
快递业务利润同比增速	116.6%	13.3%	20.9%	18.7%
单票快递业务净利 (元)	0.21	0.20	0.20	0.21

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、圆通 2023 年业绩分季度测算

	22Q1A	22Q2A	22Q3A	22Q4A	23Q1A	23Q2E	23Q3E	23Q4E
行业增速及公司份额假设								
行业业务量 (亿件)	242.3	269.9	287.9	305.8	268.9	318.5	322.5	363.9
行业增速	10.5%	-1.7%	5.2%	-3.0%	11.0%	18.0%	12.0%	19.0%
公司份额同比	1.0%	0.7%	0.5%	0.2%	1.2%	0.4%	0.2%	1.7%
公司份额	15.3%	16.2%	15.9%	15.7%	16.6%	17.1%	17.1%	17.1%
公司业务量 (亿件)	37.1	43.7	45.9	48.0	44.6	54.3	55.0	62.1
公司增速	18.1%	2.5%	8.5%	-2.0%	20.0%	24.2%	19.8%	29.2%
总利润 (亿元)	8.7	9.0	10.0	11.5	9.1	10.6	10.4	12.4
总利润同比增速	1.3	2.3	2.2	0%	4.1%	16.9%	4.3%	8.3%
PE								
航空货代业务利润 (亿元)	0.8	1.1	0.6	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
快递业务利润 (亿元)	7.9	8.0	9.4	11.3	8.9	10.3	10.1	12.1
快递业务利润同比增速	202.3%	333.7%	322.9%	10.5%	12.6%	28.5%	7.7%	7.8%
单票快递业务净利 (元)	0.212	0.183	0.204	0.234	0.199	0.189	0.184	0.20
单票净利 (剔除其他收益和非) (元)	0.193	0.160	0.195	0.182	0.179	0.176	0.172	0.185

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	14136	19968	26365	33517
货币资金	7390	13115	19078	25983
交易性金融资产	3713	2939	3166	3181
应收票据及应收账款	963	1724	1829	1982
预付款项	255	289	326	364
存货	82	96	109	121
其他	1733	1805	1858	1885
非流动资产	25121	23541	22347	21127
长期股权投资	388	327	335	341
固定资产	15103	13811	12401	10990
在建工程	1402	1402	1402	1402
无形资产	4441	4676	4870	5073
商誉	338	353	348	348
长期待摊费用	514	457	402	351
其他	2936	2515	2590	2623
资产总计	39257	43509	48712	54644
流动负债	11268	12100	12871	13676
短期借款	2925	2678	2775	2768
应付票据及应付账款	4218	5,722	6,197	6,864
其他	4125	3701	3898	4044
非流动负债	795	1063	1243	1383
长期借款	275	413	573	745
其他	520	650	669	638
负债合计	12064	13163	14113	15059
股本	993	993	993	993
资本公积	13056	13056	13056	13056
未分配利润	11677	14929	18909	23602
少数股东权益	521	568	625	692
股东权益合计	27194	30346	34599	39585
负债及权益合计	39257	43509	48712	54644

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	3920	4246	5153	6091
折旧和摊销	1873	1650	1655	1654
资产减值准备	32	-85	14	19
资产处置损失	-40	-38	-36	-40
公允价值变动损失	-108	-32	-36	-40
财务费用	132	42	48	0
投资损失	41	3	4	0
少数股东损益	44	47	57	67
营运资金的变动	1240	740	406	578
经营活动产生现金流量	7391	6275	7344	8340
投资活动产生现金流量	-5747	838	-690	-415
融资活动产生现金流量	-443	-1388	-691	-1019
现金净变动	1241	5725	5963	6905
现金的期初余额	6073	7390	13115	19078
现金的期末余额	7314	13115	19078	25983

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	53539	63063	71457	79648
营业成本	47490	56052	63103	70090
税金及附加	162	183	207	231
销售费用	228	164	179	199
管理费用	1071	1577	1822	1912
研发费用	50	45	51	57
财务费用	14	42	48	0
其他收益	521	315	357	398
投资收益	-41	-3	-4	0
公允价值变动收益	108	32	36	40
信用减值损失	-18	-1	-2	-2
资产减值损失	-32	-6	7	8
资产处置收益	40	38	36	40
营业利润	5102	5374	6478	7643
营业外收入	59	27	31	34
营业外支出	109	63	57	51
利润总额	5053	5338	6451	7627
所得税	1089	1045	1242	1468
净利润	3964	4293	5209	6158
少数股东损益	44	47	57	67
归属母公司净利润	3920	4246	5153	6091
EPS(元)	1.14	1.23	1.50	1.77

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	18.6%	17.8%	13.3%	11.5%
营业利润增长率	78.9%	5.3%	20.5%	18.0%
归母净利润增长率	86.3%	8.3%	21.4%	18.2%
盈利能力				
毛利率	11.3%	11.1%	11.7%	12.0%
归母净利率		7.3%	6.7%	7.2%
ROE	14.7%	14.3%	15.2%	15.7%
偿债能力				
资产负债率	30.7%	30.3%	29.0%	27.6%
流动比率	1.25	1.65	2.05	2.45
速动比率	1.25	1.64	2.04	2.44
营运能力				
资产周转率	145.7%	152.4%	155.0%	154.1%
应收帐款周转率	3875.6%	4334.7%	3736.1%	3874.7%
存货周转率	61257.1%	62904.0%	61441.3%	60965.4%
每股资料(元)				
每股收益	1.14	1.23	1.50	1.77
每股经营现金	2.15	1.82	2.13	2.42
每股净资产	7.75	8.65	9.87	11.30
估值比率(倍)				
PE	15.4	14.3	11.7	9.9
PB	2.3	2.0	1.8	1.6

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:A股市场以沪深300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SK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