

圆通速递 (600233.SH)

市场份额提升明显，盈利能力表现稳健

买入

核心观点

22年四季度和23年一季度业绩表现稳健。2022年全年营收535.4亿元(+18.6%)，扣非归母净利润37.8亿元(+82.9%)；22年四季度单季营收147.2亿元(+0.7%)，扣非归母净利润11.1亿元(-6.0%)；2023年一季度单季营收129.1亿元(+9.2%)，扣非归母净利润8.8亿元(+6.6%)。

圆通一季度市场份额提升明显，单票价格同比微幅下降。圆通22年四季度和23年一季度业务量增速分别为-2%和+20%，疫情管控放开后，快递需求增长加速复苏。得益于经营优化和服务提升，圆通22年四季度年市场份额同比增加了0.5个百分点达到15.8%，23年一季度的市场份额同比增加了1.0个百分点达到16.3%。行业竞争态势可控，去年四季度和今年一季度圆通单票价格同比分别为+3.9%（可比口径）和-2.2%。

圆通持续提升综合竞争力，单票快递净利表现稳健。圆通近两年充分发挥数字化转型优势，通过数字化管理工具赋能加盟网络，以及优化网络质量，核心指标持续向同行领先者看齐。在油价高企、疫情成本增加的背景下，2022年圆通的成本管控仍然稳定，单票运输成本和单票中转成本分别为0.51元和0.31元，同比分别为+1.7%和+2.7%。圆通22年四季度和23年一季度单票快递净利分别约为0.23元和0.19元(21Q4和22Q1分别为0.15元和0.20元)，一季度的单票快递净利同比接近持平。公司2021年四季度以来，连续六个季度单票快递净利维持在高位，主要得益于1)行业价格战持续缓和，2)公司自身经营管理改善，客户结构优化。圆通2022年全年和23年一季度的资本开支分别为47.4亿元（同比减少8.2亿元）和11.7亿元（同比基本持平）。

看好23年快递需求修复，公司长期价值凸显。展望疫情后时代的2023年，宏观经济和商务活动恢复、居民消费复苏、快递经营效率提升，叠加22年快递需求低基数，我们预测快递需求增长将恢复至双位数以上。我们认为在行业需求修复的大背景下，圆通2023年依托更优的经营效率和服务质量，将可以继续实现市占率的稳步提升以及盈利的稳定增长。

风险提示：国内疫情变化；价格竞争恶化；电商快递需求增长低于预期。

投资建议：小幅下调盈利预测，维持“买入”评级。

小幅下调盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为45.4/53.6/61.4亿元（23-24年调整幅度-2.6%/-1.7%），分别同比增长16%/18%/15%，维持公司“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	45,155	53,539	62,554	71,486	80,350
(+/-%)	29.4%	18.6%	16.8%	14.3%	12.4%
净利润(百万元)	2103	3920	4540	5356	6140
(+/-%)	19.1%	86.3%	15.8%	18.0%	14.6%
每股收益(元)	0.67	1.14	1.32	1.56	1.78
EBIT Margin	5.2%	8.5%	8.5%	9.0%	9.2%
净资产收益率(ROE)	9.3%	14.7%	15.2%	15.9%	16.2%
市盈率(PE)	26.4	15.4	13.3	11.3	9.9
EV/EBITDA	17.3	11.5	10.0	8.4	7.3
市净率(PB)	2.46	2.27	2.03	1.80	1.60

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·物流

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn luodan4@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	17.59元
总市值/流通市值	60540/60540百万元
52周最高价/最低价	22.87/14.48元
近3个月日均成交额	340.30百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《圆通速递(600233.SH)-四季度业绩依旧亮眼，继续看好23年表现》——2023-01-10
- 《圆通速递(600233.SH)-淡季价格表现稳健，单票快递盈利维持高位》——2022-10-17
- 《圆通速递(600233.SH)-单票快递盈利表现亮眼，竞争实力持续提升》——2022-08-26
- 《圆通速递(600233.SH)-快递经营具有韧性，二季度利润环比正增长》——2022-07-08
- 《圆通速递(600233.SH)-价格稳健+客户结构优化，一季度盈利表现亮眼》——2022-04-28

22年四季度和23年一季度业绩表现稳健。2022年全年营收535.4亿元(+18.6%)，扣非归母净利润37.8亿元(+82.9%)；22年四季度单季营收147.2亿元(+0.7%)，扣非归母净利润11.1亿元(-6.0%)；2023年一季度单季营收129.1亿元(+9.2%)，扣非归母净利润8.8亿元(+6.6%)。

图1：圆通速递累计营业收入及增速（单位：亿元、%）



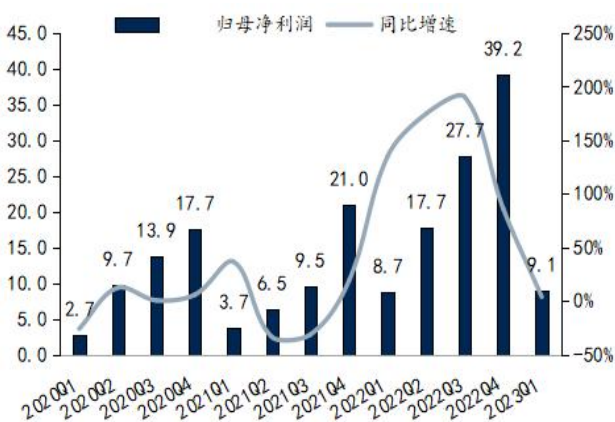
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：圆通速递单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：圆通速递累计归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：圆通速递单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

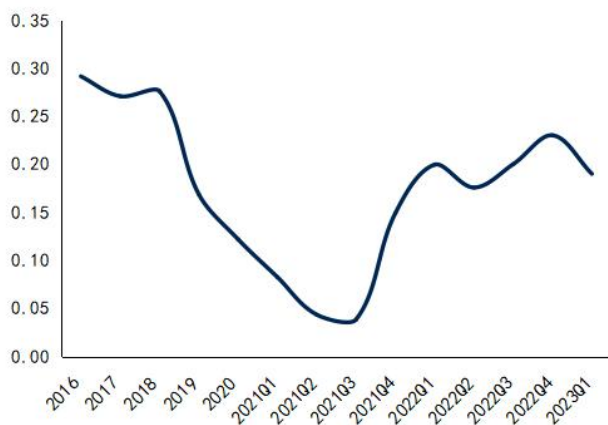
圆通一季度市场份额提升明显，单票价格同比微幅下降。圆通22年四季度和23年一季度业务量增速分别为-2%和+20%，疫情管控放开后，快递需求增长加速复苏。得益于经营优化和服务提升，圆通22四季度年市场份额同比增加了0.5个百分点达到15.8%，23年一季度的市场份额同比增加了1.0个百分点达到16.3%。行业竞争态势可控，去年四季度和今年一季度圆通单票价格同比分别为+3.9%（可比口径）和-2.2%。

圆通持续提升综合竞争力，单票快递净利表现稳健。圆通近两年充分发挥数字化转型优势，通过数字化管理工具赋能加盟网络，以及优化网络质量，核心指标持续向同行领先者看齐。在油价高企、疫情成本增加的背景下，2022年圆通的成本管控仍然稳定，

单票运输成本和单票中转成本分别为 0.51 元和 0.31 元，同比分别为+1.7%和+2.7%。圆通 22 年四季度和 23 年一季度单票快递净利分别约为 0.23 元和 0.19 元（21Q4 和 22Q1 分别为 0.15 元和 0.20 元），一季度的单票快递净利同比接近持平。公司 2021 年四季度以来，连续六个季度单票快递净利维持在高位，主要得益于 1) 行业价格战持续缓和，2) 公司自身经营管理改善，客户结构优化。圆通 2022 年全年和 23 年一季度的资本开支分别为 47.4 亿元（同比减少 8.2 亿元）和 11.7 亿元（同比基本持平）。

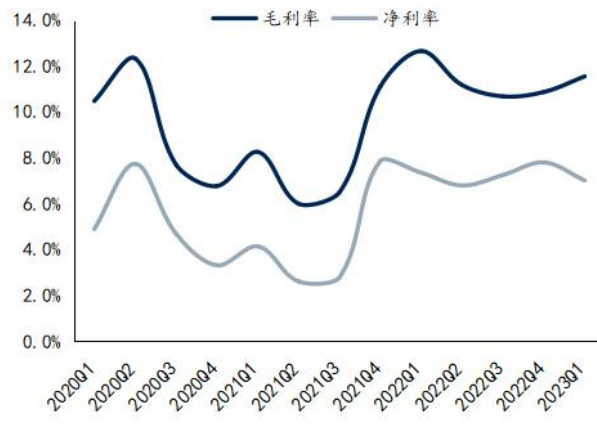
看好 23 年快递需求修复，公司长期价值凸显。展望疫情后时代的 2023 年，宏观经济和商务活动恢复、居民消费复苏、快递经营效率提升，叠加 22 年快递需求低基数，我们预测快递需求增长将恢复至双位数以上。我们认为在行业需求修复的大背景下，圆通 2023 年依托更优的经营效率和服务质量，将可以继续实现市占率的稳步提升以及盈利的稳定增长。

图5：圆通速递单票快递净利变化（元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所估算

图6：圆通速递毛利率和归母净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：微幅下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 45.4/53.6/61.4 亿元（23-24 年调整幅度 -2.6%/-1.7%），分别同比增长 16%/18%/15%，维持公司“买入”评级。现在股价对应 23、24 年 EPS 的 PE 估值分别为 13X、11X。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6128	7390	9197	9436	11137	营业收入	45155	53539	62554	71486	80350
应收款项	1849	1193	1371	1371	1321	营业成本	41440	47490	55549	63164	70869
存货净额	73	82	104	135	170	营业税金及附加	132	162	188	214	241
其他流动资产	1836	1751	2690	3288	3857	销售费用	141	228	188	214	241
流动资产合计	12637	14136	14395	16278	19526	管理费用	1051	1071	1241	1393	1544
固定资产	14291	16505	19179	20803	21230	研发费用	32	50	63	63	75
无形资产及其他	4126	4441	4265	4088	3911	财务费用	30	14	(12)	(72)	(123)
投资性房地产	2916	3788	3788	3788	3788	投资收益	(29)	(41)	5	5	5
长期股权投资	254	388	368	348	328	资产减值及公允价值变动	79	140	60	80	80
资产总计	34222	39257	41994	45304	48783	其他收入	440	429	322	279	276
短期借款及交易性金融负债	2969	3583	2430	1643	1023	营业利润	2851	5102	5788	6936	7940
应付款项	4365	4218	4887	5049	4723	营业外净收支	(84)	(49)	(50)	(80)	(80)
其他流动负债	2803	3467	3319	3457	3528	利润总额	2767	5053	5738	6856	7860
流动负债合计	10137	11268	10636	10149	9274	所得税费用	579	1089	1148	1440	1651
长期借款及应付债券	499	275	425	425	425	少数股东损益	84	44	50	60	69
其他长期负债	528	520	525	530	535	归属于母公司净利润	2103	3920	4540	5356	6140
长期负债合计	1026	795	950	955	960	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	11164	12064	11586	11104	10235	净利润	2103	3920	4540	5356	6140
少数股东权益	455	521	557	601	651	资产减值准备	42	(10)	7	3	1
股东权益	22604	26673	29850	33599	37897	折旧摊销	1501	1773	1856	2130	2330
负债和股东权益总计	34222	39257	41994	45304	48783	公允价值变动损失	(79)	(140)	(60)	(80)	(80)
						财务费用	30	14	(12)	(72)	(123)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(222)	359	(605)	(322)	(802)
每股收益	0.67	1.14	1.32	1.56	1.78	其它	19	47	29	41	48
每股红利	0.18	0.19	0.40	0.47	0.54	经营活动现金流	3364	5949	5767	7128	7638
每股净资产	7.15	7.76	8.67	9.76	11.01	资本开支	0	(3967)	(4301)	(3501)	(2501)
ROIC	9.44%	14.53%	14%	16%	17%	其它投资现金流	(1759)	(969)	2686	(1014)	(993)
ROE	9.31%	14.70%	15%	16%	16%	投资活动现金流	(1721)	(5070)	(1595)	(4495)	(3474)
毛利率	8%	11%	11%	12%	12%	权益性融资	(24)	77	0	0	0
EBIT Margin	5%	8%	9%	9%	9%	负债净变化	0	275	150	0	0
EBITDA Margin	9%	12%	11%	12%	12%	支付股利、利息	(582)	(661)	(1362)	(1607)	(1842)
收入增长	29%	19%	17%	14%	12%	其它融资现金流	1000	1077	(1153)	(787)	(620)
净利润增长率	19%	86%	16%	18%	15%	融资活动现金流	(189)	383	(2365)	(2394)	(2462)
资产负债率	34%	32%	29%	26%	22%	现金净变动	1455	1262	1807	239	1702
股息率	1.0%	1.1%	2.3%	2.7%	3.0%	货币资金的期初余额	4673	6128	7390	9197	9436
P/E	26.4	15.4	13.3	11.3	9.9	货币资金的期末余额	6128	7390	9197	9436	11137
P/B	2.5	2.3	2.0	1.8	1.6	企业自由现金流	0	1726	1211	3392	4857
EV/EBITDA	17.3	11.5	10.0	8.4	7.3	权益自由现金流	0	3078	217	2662	4335

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032