

公司研究

收入成本共同发力，公司盈利能力稳步提升

——圆通速递（600233.SH）2022 年报及 2023 年一季度点评

要点

- ◆**事件：公司发布 2022 年报及 2023 年一季度报。**公司 22 年实现营业收入 535 亿元，同比增长 18.6%；实现归母净利润 39.2 亿元，同比增长 86.4%；实现扣非归母净利润 37.8 亿元，同比增长 82.9%。公司拟派发现金股利（税前）0.25 元/股，分红率约 24.5%。公司 23 年 Q1 营业收入约 129 亿元，同比增长 9.2%；归母净利润 9.1 亿元，同比增长 4.1%；扣非归母净利润 8.7 亿元，同比增长 6.6%。
- ◆**快递单量增速下降，市场占比稳中有升。**公司 22 年快递单量约 175 亿件，同比增长 5.7%，超全国快递单量增速 3.6pct，低于上年增速（31%）。22 年公司快递业务量占全国快递企业业务量的比例为 15.8%，较上年同期提升 0.5pct。2023 年一季度公司快递完成量约 44.6 亿件，同比增长 20.0%，超全国快递单量增速 9.1pct，占全国快递业务量比例为 16.6%，较上年同期占比增加 1.3pct。
- ◆**快递业务收入增速下降，单票收入止跌回升。**公司 2022 年快递业务收入约 461 亿元，同比增长 21.0%，低于上年同期增速（30.2%）；单票收入约 2.59 元，同比上涨 14.6%，单票收入止跌回升，主要原因是行业经营环境改善及公司末端定价能力提升。2023 年一季度，公司快递产品收入约 114 亿元，同比上涨 17.3%；单票收入约 2.55 元，同比下降 2.3%，环比下降 4.0%。
- ◆**单票成本涨幅相对较低，快递业务毛利率大幅上涨。**公司 2022 年单票成本约 2.32 元，同比上涨 8.9%，其中单票派送成本、单票运输成本、单票网点中转费、单票中心操作成本分别同比上涨 14.7%、1.7%、3.5%、2.7%，主要原因是公司加大末端派费支出，以及成品油价格上涨、人工成本增加。综合收入成本，公司 2022 年单票毛利约 0.23 元，同比上涨 111%；2022 年公司快递业务毛利率为 11.1%，同比增加 4.52 个百分点。
- ◆**航空业务盈利下滑。**随着疫情影响逐渐消退，公司国际业务以及航空业务盈利贡献均有所下滑。2022 年，圆通速递国际实现归母净利润 0.35 亿元，同比下降约 75.9%；圆通航空实现归母净利润约 2.33 亿元，同比下降约 14.7%。剔除以上因素影响，公司 22 年实现归母净利润约 36.5 亿元，同比增长 117%。
- ◆**收入成本端共同发力，提升经营实力和盈利能力。**2023 年，公司将继续坚定深耕快递主业，打造差异化产品与服务体系，积极推进全网一体数字化、标准化进程；同时公司将持续聚焦成本精细化管理，精准管控全链路成本，深度挖掘成本下降空间，实现全网一体降本增效，提升全网经营实力和盈利能力。
- ◆**投资建议：**公司产品定价能力持续改善，成本管控成效显著，盈利提升明显；疫情对快递行业负面冲击将逐渐消退，公司业务量增速也将逐步修复。基于行业竞争有所加剧，我们略微下调公司 23 年-24 年净利润预测 4%/1% 分别至 42.3 亿元、51.5 亿元，新增 25 年净利润预测 57.7 亿元；维持公司“增持”评级。
- ◆**风险提示：**宏观经济波动风险导致快递需求下降；行业竞争超预期导致单票收入下滑；行政监管执行力度低于市场预期；募集资金投资项目进展低于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	45,155	53,539	60,123	67,200	74,894
营业收入增长率	29.36%	18.57%	12.30%	11.77%	11.45%
净利润（百万元）	2,103	3,920	4,235	5,148	5,773
净利润增长率	19.06%	86.35%	8.04%	21.56%	12.13%
EPS（元）	0.61	1.14	1.23	1.50	1.68
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.31%	14.70%	14.34%	15.32%	15.17%
P/E	29	15	14	12	10
P/B	2.7	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-25，因股权激励，公司最新总股本增加至 34.42 亿股

增持（维持）

当前价：17.59 元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

021-52523841

chengxx@ebsecn.com

联系人：卢浩敏

021-52523659

luhaomin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	34.42
总市值(亿元)	605.40
一年最低/最高(元)	14.37/22.87
近 3 月换手率	32.26%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.98	-9.14	9.95
绝对	-2.22	-14.82	15.52

资料来源：Wind

相关研报

行业竞争加剧，单票收入下降——快递行业 2023 年 3 月经营数据点评（2023-04-23）

疫情影响逐步消退，客运需求快速恢复——交通运输行业周报 20230409（2023-04-09）

大件同城业务盈利能力改善，速运业务净利润快速修复——顺丰控股（002352.SZ）2022 年报告点评（2023-03-29）

成本管控显成效，盈利能力大幅提升——圆通速递（600233.SH）2022 年业绩快报点评（2023-01-10）

百转千回，终见曙光——交通运输行业 2023 年投资策略（2022-11-21）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	45,155	53,539	60,123	67,200	74,894
营业成本	41,440	47,490	52,313	57,780	64,390
折旧和摊销	1,501	1,773	1,831	1,989	2,071
税金及附加	132	162	180	202	225
销售费用	141	228	180	202	225
管理费用	1,051	1,071	1,804	2,150	2,397
研发费用	32	50	120	134	150
财务费用	30	14	25	38	22
投资收益	-29	-41	-15	-10	5
营业利润	2,851	5,102	5,726	6,952	7,790
利润总额	2,767	5,053	5,686	6,912	7,750
所得税	579	1,089	1,365	1,659	1,860
净利润	2,187	3,964	4,321	5,253	5,890
少数股东损益	84	44	86	105	118
归属母公司净利润	2,103	3,920	4,235	5,148	5,773
EPS(元)	0.61	1.14	1.23	1.50	1.68

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,068	7,391	5,735	7,798	8,581
净利润	2,103	3,920	4,235	5,148	5,773
折旧摊销	1,501	1,773	1,831	1,989	2,071
净营运资金增加	1,956	86	1,419	498	496
其他	-1,492	1,611	-1,749	163	241
投资活动产生现金流	-7,127	-5,747	1,111	-1,010	-995
净资本支出	-5,406	-4,650	-2,448	-1,000	-1,000
长期投资变化	254	388	0	0	0
其他资产变化	-1,975	-1,485	3,558	-10	5
融资活动现金流	4,504	-443	-4,979	-1,119	-1,335
股本变化	275	6	0	0	0
债务净变化	1,715	390	-3,583	0	0
无息负债变化	536	510	-527	760	876
净现金流	1,421	1,241	1,867	5,669	6,251

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	8.2%	11.3%	13.0%	14.0%	14.0%
EBITDA 率	10.1%	13.0%	12.6%	13.4%	13.2%
EBIT 率	6.6%	9.5%	9.6%	10.4%	10.4%
税前净利润率	6.1%	9.4%	9.5%	10.3%	10.3%
归母净利润率	4.7%	7.3%	7.0%	7.7%	7.7%
ROA	6.4%	10.1%	11.3%	12.2%	12.1%
ROE (摊薄)	9.3%	14.7%	14.3%	15.3%	15.2%
经营性 ROIC	10.2%	15.5%	15.7%	19.4%	22.0%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	33%	31%	21%	20%	20%
流动比率	1.25	1.25	1.81	2.36	2.84
速动比率	1.24	1.25	1.80	2.35	2.83
归母权益/有息债务	6.52	6.91	107.34	122.13	138.33
有形资产/有息债务	8.40	8.75	119.43	137.47	157.40

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	34,222	39,257	38,098	43,030	48,483
货币资金	6,128	7,390	9,257	14,926	21,177
交易性金融资产	2,751	3,713	1,000	1,000	1,000
应收账款	1,627	963	1,082	1,209	1,348
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	222	230	258	288	321
存货	73	82	90	100	111
其他流动资产	1,542	1,470	1,470	1,470	1,470
流动资产合计	12,637	14,136	13,439	19,304	25,773
其他权益工具	450	1,139	480	480	480
长期股权投资	254	388	388	388	388
固定资产+使用权资产	12,575	15,569	16,778	15,990	15,036
在建工程	1,715	1,402	826	663	582
无形资产	4,126	4,441	4,352	4,265	4,180
商誉	351	338	338	338	338
其他非流动资产	342	376	376	376	376
非流动资产合计	21,585	25,121	24,659	23,726	22,710
总负债	11,164	12,064	7,954	8,713	9,589
短期借款	2,768	2,925	0	0	0
应付账款	4,365	4,218	4,646	5,132	5,719
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	467	659	740	828	922
其他流动负债	50	81	81	81	81
流动负债合计	10,137	11,268	7,427	8,187	9,063
长期借款	0	275	275	275	275
应付债券	499	0	0	0	0
其他非流动负债	249	249	249	249	249
非流动负债合计	1,026	795	526	526	526
股东权益	23,058	27,194	30,144	34,317	38,894
股本	986	993	993	993	993
公积金	13,255	13,492	13,552	13,552	13,552
未分配利润	8,418	11,677	14,991	19,059	23,518
归属母公司权益	22,604	26,673	29,537	33,604	38,063
少数股东权益	455	521	607	713	830

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.31%	0.43%	0.30%	0.30%	0.30%
管理费用率	2.33%	2.00%	3.00%	3.20%	3.20%
财务费用率	0.07%	0.03%	0.04%	0.06%	0.03%
研发费用率	0.07%	0.09%	0.20%	0.20%	0.20%
所得税率	21%	22%	24%	24%	24%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.15	0.25	0.31	0.38	0.43
每股经营现金流	1.18	2.15	1.67	2.27	2.49
每股净资产	6.58	7.75	8.58	9.76	11.06
每股销售收入	13.15	15.56	17.47	19.53	21.76

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	29	15	14	12	10
PB	2.7	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	4.2	2.7	2.2	1.4	0.8
股息率	0.9%	1.4%	1.8%	2.2%	2.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE