

圆通速递 (600233. SH) / 物流 证券研究报告/公司点评

2023 年 4 月 28 日

评级：买入（维持）

市场价格：17.39 元

分析师：皇甫晓晗

执业证书编号：S0740521040001

电话：021-20315125

Email: huangfuxh@r.qlzq.com.cn

研究助理：王旭晖

Email: wangxh@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

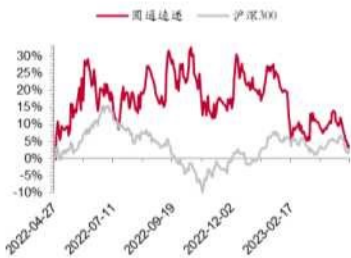
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	45,155	53,539	59,326	66,827	75,596
营业收入增速	29%	19%	11%	13%	13%
归属于母公司的净利润	2,103	3,920	4,493	5,137	5,946
净利润增长率	19%	86%	15%	14%	16%
摊薄每股收益 (元)	0.74	1.14	1.31	1.50	1.73
每股现金流量 (元)	1.18	1.73	1.84	2.19	2.48
净资产收益率	9%	15%	15%	15%	15%
市盈率 (倍)	28	15	13	12	10

备注：股价选取日期为 2023 年 4 月 27 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	3442
流通股本(百万股)	3442
市价(元)	17.39
市值(亿元)	599
流通市值(亿元)	599

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1. 圆通速递 2022 三季报点评：业绩再超预期，上调盈利预测 (2022.10.16)
2. 圆通速递 2022 二季报点评：外部环境冲击有限，盈利弹性持续释放 (2022.08.28)
3. 圆通速递 2022 一季报点评：单价坚挺，Q1 业绩超预期 (2022.04.27)
4. 圆通速递 1-2 月经营数据点评：量增价稳，上调盈利预测 (2022.03.11)

投资要点

- **核心观点：圆通发布 2022 年年报及 2023 年一季报，盈利再超我们此前预期。2023 年，行业价格预计将维持在窄幅波动，圆通凭借自身的优秀经营，有望在利润兑现的前提下，实现份额的稳中有升，巩固自身竞争地位。**
- **上调盈利预测，维持“买入”评级。**2022 年，在行业价格竞争趋缓的背景下，圆通实现了利润和份额的双提升。考虑到行业强监管态势持续，以及龙头企业战略落地，我们认为 2023 年行业价格将维持窄幅波动，我们上调圆通速递 2023-2025 年归母净利润预测为 44.9/51.3/59.5 亿元（此前预测 2023-2024 年为 41.3/46.4 亿元），对应 EPS 为 1.31/1.50/1.73 元（此前预测 2023-2024 年为 1.20/1.35 元）。2023 年，圆通有望在利润兑现的前提下，提升自身份额，巩固竞争地位，维持“买入”评级。
- **航空、国际业绩承压，快递主业再超预期。**2022 年，圆通实现归母净利润 39.2 亿元，同比增长 86%，其中国际和航空业务贡献归母净利润 2.68 亿元，同比下降 36%。不考虑航空和国际业务的情况下，核心业务盈利同比增长 117%。2022 年公司完成业务量 175 亿件，市场份额提升 0.53 个百分点达到 15.81%。公司快递业务的量利双收再次超出我们预期。2023 年一季度，公司实现归母净利润 9.1 亿元，同比增长 4%，扣非后净利润 8.7 亿元，同比增长 7%。其中，航空和国际业务实现归母净利润 0.15 亿元，同比下降 78%。剔除该业务影响后，公司归母净利润同比增长 13%。从单票净利来看，2022 年公司单票净利（扣非且剔除航空和国际）0.2 元，同比提升 0.1 元，一季度单票净利（扣非且剔除航空和国际）0.19 元，同比下降 0.01 元。
- **价格大幅提升，成本略有波动。**2021 年以来，快递迎阶段性修复行情。在相关政策持续和企业战略配合的背景下，快递行业单票价格维持高位。2022 年，圆通单票快递收入 2.59 元，同比提升 15%。成本方面，在成品油价格大幅提升、疫情下人工成本增加等诸多因素影响下，公司实现单票运输成本 0.51 元，同比提升 0.01 元，单票中心操作成本 0.31 元，同比提升 0.01 元。2023 年，在规模经济和油价高位回落等影响下，预计快递成本将显著优化，成本加成定价下，价格也将小幅波动。
- **稳价格信号正逐步验证，重视公司“α”实力。**2023 年，在行业强监管态势持续，以及龙头企业战略落地的背景下，我们认为行业价格将维持在窄幅波动。一季度，行业业务量同比增长约 15%，考虑 2022 年二季度行业低基数影响，全年业务量预计双位数增长。圆通持续优化服务质量、改善客服体验、加强成本管控，有望在持续兑现利润的前提下，实现份额的稳中有升，在长期竞争中坐稳前二的位置。
- **风险提示事件：相关政策的实施仍有不确定性，价格战仍有加剧的可能；油价波动的风险；行业长期成本曲线若走平，将不利于企业之间的分化。**

图表 1: 公司财务数据及盈利预测
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	45,155	53,539	59,326	66,827	75,596
增长率	29.4%	18.6%	10.8%	12.6%	13.1%
营业成本	-41,440	-47,490	-51,945	-58,537	-66,196
% 销售收入	91.8%	88.7%	87.6%	87.6%	87.6%
毛利	3,715	6,050	7,381	8,290	9,401
% 销售收入	8.2%	11.3%	12.4%	12.4%	12.4%
营业税金及附加	-132	-162	-180	-203	-229
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-141	-228	-178	-200	-227
% 销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-1,113	-1,115	-1,343	-1,440	-1,547
% 销售收入	2.5%	2.1%	2.3%	2.2%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	2,329	4,544	5,679	6,447	7,398
% 销售收入	5.2%	8.5%	9.6%	9.6%	9.8%
财务费用	-30	-14	-8	20	85
% 销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-43	-32	-38	-66	-131
公允价值变动收益	36	108	113	141	206
投资收益	-29	-41	-41	-32	-36
% 税前利润	—	—	—	—	—
营业利润	2,264	4,565	5,706	6,511	7,522
营业利润率	5.0%	8.5%	9.6%	9.7%	10.0%
营业外收支	-84	-49	-49	-49	-49
税前利润	2,767	5,053	5,657	6,461	7,473
利润率	6.1%	9.4%	9.5%	9.7%	9.9%
所得税	-579	-1,089	-1,131	-1,292	-1,495
所得税率	20.9%	21.5%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	2,187	3,964	4,525	5,169	5,978
少数股东损益	84	44	32	32	32
归属于母公司的净利润	2,103	3,920	4,493	5,137	5,946
净利率	4.7%	7.3%	7.6%	7.7%	7.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,187	3,964	4,525	5,169	5,978
加: 折旧和摊销	1,501	1,773	1,387	1,840	1,840
资产减值准备	-43	-32	-43	-40	-36
公允价值变动损失	-79	-140	-76	-76	-76
财务费用	-30	-14	-8	20	85
投资收益	-29	41	41	32	36
少数股东损益	84	44	32	32	32
营运资金的变动	-222	359	503	598	777
经营活动现金净流	3,369	5,951	6,333	7,525	8,514
固定资本投资	0	-3,967	-5,100	-3,100	-2,100
投资活动现金净流	-1,721	-5,070	-5,100	-3,100	-2,100
股利分配	-473	-515	-894	-1,022	-1,183
其他	280	896	0	0	0
筹资活动现金净流	-193	381	-894	-1,022	-1,183
现金净流量	1,455	1,262	340	3,403	5,231

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,128	7,390	7,729	11,132	16,363
应收款项	1,849	1,193	1,322	1,489	1,685
存货	73	82	91	102	115
其他流动资产	4,587	5,472	5,661	5,906	6,193
流动资产	12,637	14,136	14,803	18,629	24,356
% 总资产	36.9%	36.0%	33.9%	38.1%	44.3%
长期投资	3,169	4,175	4,175	4,175	4,175
固定资产	14,291	16,505	20,360	21,776	22,193
% 总资产	41.8%	42.0%	46.6%	44.6%	40.4%
无形资产	4,126	4,441	4,364	4,286	4,208
非流动资产	21,585	25,121	28,899	30,238	30,577
% 总资产	63.1%	64.0%	66.1%	61.9%	55.7%
资产总计	34,222	39,257	43,701	48,867	54,933
短期借款	2,969	3,583	3,583	3,583	3,583
应付款项	4,365	4,218	4,666	5,231	5,935
其他流动负债	2,803	3,467	3,838	4,298	4,870
流动负债	10,137	11,268	12,087	13,111	14,388
长期贷款	0	275	275	275	275
其他长期负债	1,026	520	520	520	520
负债	11,164	12,064	12,882	13,907	15,183
普通股股东权益	455	521	547	572	598
少数股东权益	22,604	26,673	30,273	34,388	39,152
负债股东权益合计	34,222	39,257	43,701	48,867	54,933

比率分析

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标					
每股收益 (元)	0.74	1.14	1.31	1.50	1.73
每股净资产 (元)	7.95	7.76	8.81	10.01	11.40
每股经营现金净流 (元)	1.18	1.73	1.84	2.19	2.48
每股股利 (元)	0.17	0.15	0.26	0.30	0.34
回报率					
净资产收益率	9.31%	14.70%	14.84%	14.94%	15.19%
总资产收益率	6.15%	9.98%	10.28%	10.51%	10.82%
投入资本收益率	12.46%	14.26%	20.63%	22.65%	26.51%
增长率					
营业总收入增长率	29.36%	18.57%	10.81%	12.64%	13.12%
EBIT增长率	22.34%	95.15%	24.98%	13.51%	14.76%
净利润增长率	19.06%	86.35%	14.64%	14.33%	15.75%
总资产增长率	29.49%	14.71%	11.32%	11.82%	12.41%
资产管理能力					
应收账款周转天数	14.9	8.1	8.1	8.1	8.1
存货周转天数	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
应付账款周转天数	39.6	33.4	33.4	33.4	33.4
固定资产周转天数	3.6	3.5	2.9	3.6	4.4
偿债能力					
净负债/股东权益	0.48	0.44	0.42	0.40	0.38
EBIT利息保障倍数	-77.5	-319.4	-722.8	318.9	87.1
资产负债率	32.62%	30.73%	29.48%	28.46%	27.64%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。