

圆通速递 (600233.SH) / 物流

证券研究报告/公司点评

2023年06月28日

评级：买入（维持）
市场价格：14.47 元
分析师：皇甫晓晗
执业证书编号：S0740521040001
电话：021-20315125
Email: huangfuxh@zts.com.cn
研究助理：王旭晖
Email: wangxh06@zts.com.cn
公司盈利预测及估值

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	45,155	53,539	58,896	66,398	75,040
营业收入增速	29%	19%	10%	13%	13%
归属于母公司的净利润	2,103	3,920	4,157	4,767	5,406
净利润增长率	19%	86%	6%	15%	13%
摊薄每股收益（元）	0.74	1.14	1.21	1.39	1.57
每股现金流量（元）	1.18	1.73	1.75	2.08	2.33
净资产收益率	9%	15%	14%	14%	14%
市盈率（倍）	23.6	12.7	11.9	10.4	9.2

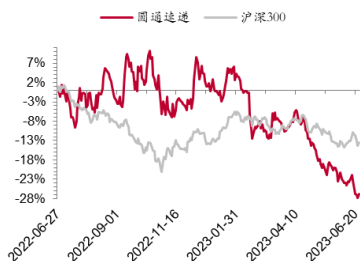
备注：股价选取日期为 2023 年 6 月 27 日收盘价

投资要点

- **事件：2023 年 6 月 27 日，圆通速递发布公告，在未来 6 个月内，拟使用自有资金进行回购股份，后续用于员工持股计划或股权激励计划。回购的资金总额区间为 3-5 亿元，回购价格不超过 20 元/股的价格。**
- **公司回购股份，彰显发展信心。**在本次回购之前，圆通董事兼总裁潘水苗先生已经连续四次增持公司股份，共计增持股份 120 万股，占总股本的 0.035%，总计增持金额 1674 万元。本次回购计划，再次彰显了公司对未来发展前景的信心和对自身价值的认可，提振市场信心。
- **2023 年以来，圆通股价表现不佳，截至 6 月 27 日，股价已下跌 31%。主要系市场担忧 2023 年业务量增速放缓、快递价格战以及国际航空运价下行影响公司利润。**
- **量：未来行业业务量仍将有 10% 左右的增长，2023 年预期双位数增长。**1-2 月，快递业务量增速仅 3%，市场担忧全年行业业务量增速不及预期。我们认为，1-2 月快递业务量同比下降主要受到春节错峰的影响，考虑到 2022 年上海疫情，2023 年全年业务增速主要看 3-5 月份业务量增速。3/4/5 月份，行业增速分别达到 23%/36%/19%，符合我们预期。整体来看，1-5 月行业业务量整体同比增长 17%。在 6-12 月同比增长 8% 的保守假设下，全年业务量增速仍有 11%，增速担忧已基本打消。
- **价：行业淡季将过，价格趋稳回升。**2 月份，行业价格开始下降，下降幅度和时间节点提前超出市场预期。4 月份，在企业战略调整下，行业价格下跌幅度进一步加大，低于 2021 年同期水平。当下，行业淡季将过，价格基本环比趋稳。
- **我们认为市场高估了本轮价格战对圆通利润的影响。**1) 虽然终端价格已经接近 2021 年同期水平，但近两年在快递规模增长下，头部企业成本已有所优化。2) 2021 年时的价格战是在 2020 年价格战后的延续，加盟商现金流等经营压力较大，总部需要承担更多的成本。而 2022 年，行业价格修复，加盟商经营状况显著改善，面对 2023 年价格竞争拥有更强的调节能力。3) 当前快递的竞争，已经在价格带上拉开了一定的差距，在低价格带上，是更偏向同质化的竞争，而高价格带上，客户更注重服务的稳定性，价格并非唯一考量因素。圆通经过过去几年的成本优化、数字化提升、管理提升，其当前居于行业第二，可以靠一定的质量优势减少行业竞争带来的利润影响。
- **调整盈利预测，重申“买入”评级。**考虑 2023 年的航空货运情况，以及价格竞争情况，我们略微调整圆通速递 2023-2025 年归母净利润预测为 41.6/47.7/54.1 亿元（此前预测 2023-2025 年为 44.9/51.3/59.5 亿元），对应 EPS 为 1.21/1.39/1.57 元（此前预测 2023-2024 年为 1.31/1.50/1.73 元），对应 23-25 年 PE 为 11.9/10.4/9.2 倍。虽然盈利预测略有下调，但我们认为当前股价已经较为充分地反映了市场对于业务增速以及价格战的担忧。圆通目前处于行业位次第二名，利润兑现的确定性更高，市场份额有望持续提升，巩固竞争地位，回购也彰显了公司信心，重申“买入”评级。
- **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。**

基本状况

总股本(百万股)	3442
流通股本(百万股)	3442
市价(元)	14.47
市值(亿元)	498
流通市值(亿元)	498

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1. 圆通 22 年年报及 23Q1 点评：
业绩超出预期，看好 23 年盈利持续兑现（2023.04.30）
2. 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）
3. 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）
4. 圆通速递 2022 一季报点评：
单价坚挺，Q1 业绩超预期（2022.04.27）

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	58,896	66,398	75,040
增长率	29.4%	18.6%	10.0%	12.7%	13.0%
营业成本	-41,440	-47,490	-51,945	-58,577	-66,317
% 销售收入	91.8%	88.7%	88.2%	88.2%	88.4%
毛利	3,715	6,050	6,950	7,821	8,722
% 销售收入	8.2%	11.3%	11.8%	11.8%	11.6%
营业税金及附加	-132	-162	-179	-201	-227
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-141	-228	-177	-199	-225
% 销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-1,113	-1,115	-1,334	-1,431	-1,536
% 销售收入	2.5%	2.1%	2.3%	2.2%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	2,329	4,544	5,261	5,990	6,734
% 销售收入	5.2%	8.5%	8.9%	9.0%	9.0%
财务费用	-30	-14	-10	14	74
% 销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-43	-32	-36	-60	-120
公允价值变动收益	36	108	112	136	195
投资收益	-29	-41	-41	-32	-36
% 税前利润	—	—	—	—	—
营业利润	2,284	4,565	5,286	6,048	6,847
营业利润率	5.0%	8.5%	9.0%	9.1%	9.1%
营业外收支	-84	-49	-49	-49	-49
税前利润	2,767	5,053	5,237	5,999	6,798
利润率	6.1%	9.4%	8.9%	9.0%	9.1%
所得税	-579	-1,089	-1,047	-1,200	-1,360
所得税率	20.9%	21.5%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	2,187	3,964	4,189	4,799	5,438
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	4,157	4,767	5,406
净利率	4.7%	7.3%	7.1%	7.2%	7.2%
现金流量表 (人民币百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,187	3,964	4,189	4,799	5,438
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	-10	14	74
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	525	604	797
经营活动现金净流	3,369	5,951	6,020	7,161	7,994
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	-827	-948	-1,075
其他	280	896	0	0	0
筹资活动现金净流	-193	381	-827	-948	-1,075
现金净流量	1,455	1,262	93	3,113	4,818
资产负债表 (人民币百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,128	7,390	7,483	10,596	15,414
应收款项	1,849	1,193	1,312	1,480	1,672
存货	73	82	91	102	115
其他流动资产	4,587	5,472	5,647	5,892	6,175
流动资产	12,637	14,136	14,533	18,069	23,376
% 总资产	36.9%	36.0%	33.5%	37.4%	43.3%
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%	46.9%	45.1%	41.1%
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%	66.5%	62.6%	56.7%
资产总计	34,222	39,257	43,431	48,307	53,953
短期借款	2,969	3,583	3,583	3,583	3,583
应付款项	4,365	4,218	4,666	5,234	5,946
其他流动负债	2,803	3,467	3,837	4,300	4,878
流动负债	10,137	11,268	12,086	13,117	14,407
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	12,881	13,912	15,202
普通股股东权益	455	521	547	572	598
少数股东权益	22,604	26,673	30,003	33,822	38,153
负债股东权益合计	34,222	39,257	43,431	48,307	53,953
比率分析					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标					
每股收益 (元)	0.74	1.14	1.21	1.39	1.57
每股净资产 (元)	7.95	7.76	8.73	9.85	11.11
每股经营现金净流 (元)	1.18	1.73	1.75	2.08	2.33
每股股利 (元)	0.17	0.15	0.24	0.28	0.31
回报率					
净资产收益率	9.31%	14.70%	13.86%	14.09%	14.17%
总资产收益率	6.15%	9.98%	9.57%	9.87%	10.02%
投入资本收益率	12.46%	14.26%	19.13%	21.07%	24.18%
增长率					
营业总收入增长率	29.36%	18.57%	10.00%	12.74%	13.01%
EBIT 增长率	22.34%	95.15%	15.77%	13.84%	12.43%
净利润增长率	19.06%	86.35%	6.06%	14.66%	13.42%
总资产增长率	29.49%	14.71%	10.63%	11.23%	11.69%
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	3.5	4.4
偿债能力					
净负债/股东权益	0.48	0.44	0.42	0.40	0.39
EBIT 利息保障倍数	-77.5	-319.4	-542.0	417.7	91.2
资产负债率	32.62%	30.73%	29.66%	28.80%	28.18%

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。