

2022年1月12日

张楠  
H70294@capital.com.tw  
目标价(元) 21

公司基本信息

产业别	交通运输		
A 股价(2022/1/12)	18.29		
上证指数(2022/1/12)	3597.43		
股价 12 个月高/低	19.49/8.79		
总发行股数(百万)	3435.03		
A 股数(百万)	3165.08		
A 市值(亿元)	578.89		
主要股东	上海圆通蛟龙投资发展(集团)有限公司 (30.38%)		
每股净值(元)	6.23		
股价/账面净值	2.94		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	6.0	18.1	58.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2021-8-27	9.3	区间操作
2021-9-22	12.66	买入
2021-10-20	14.08	买入
2021-11-29	15.18	买入
2021-12-21	17.05	买入

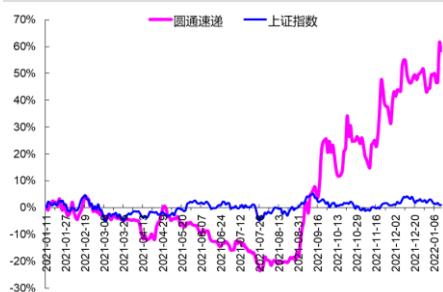
产品组合

国内时效产品	79.56%
货代服务	9.82%
国际快递产品	1.15%
航空业务	3.22%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.7%
一般法人	65.6%

股价相对大盘走势



圆通速递(600233.SH)

Buy 买进

严监管下单价企稳回升, Q4 业绩大幅超预期

结论与建议:

- **事件:** 圆通速递公布 2021 年业绩预增公告, 预计 2021 年归母净利 20—22 亿元, 同比增长 13.20%—24.52%。其中, Q4 实现归母净利 10.46—12.46 亿元, 同比大增 174.68%—227.20%, 业绩大幅增长, 超预期。
- **旺季提价, Q4 业绩大幅提升:** 在限制行业恶性竞争和保障快递小哥权益等政策指引下, 头部快递企业纷纷上调单票价格。进入 Q4 旺季以来, 通达系等快递企业齐发布涨价通知, 价格战明显放缓, 助推 Q4 业绩大幅增长。公司预计 21Q4 归母净利 10.46-12.46 亿元, 同比大增 175%-227%, 环比增长 239%-304%, 盈利能力同比、环比显著得到修复。从单票收入看, 10、11 月单价达 2.29 元、2.59 元, 同比上涨 6.86%、12.32%, 环比上涨 0.45%、12.93%, 涨幅领先全行业。公司在 2021 年 7 月的 2.02 元低点后开始反弹, 11 月单票收入达 2.59 元, 相较于 2021 年 7 月增长 28.22%。旺季提价以及政策严监管下, 快递单价有望持续温和上升, 或将带动公司盈利持续改善。
- **业务量保持高增长:** 1-11 月, 公司累计完成快递业务量 149.6 亿件, 同比增长 34.07%, 高于行业平均增速 1.8pct, 业务增速位居 A 股上市快递企业第一; 市占率 15.3%, 同比提升 0.2%。根据国家邮政局预计, 2021 年快递业务量为 1085 亿件, 同比增长 30%。随着下沉市场消费升级、内容电商、社区团购的崛起, 网购渗透率仍将持续提升, 预计 2022 年业务量将达到 1225 亿件, 同比增长 13%左右。其次, 《“十四五”邮政业发展规划》提出, 预计到 2025 年, 快递业务量超过 1500 亿件, 形成多个年业务量超过 200 亿件的邮政快递品牌, 业务量有望继续保持稳健增长。
- **持续推进数字化转型, 提升服务质量:** 2021 年公司持续推进数字化转型, 以数字化管理工具为依托, 深度挖掘市场差异化需求, 完善客户分层, 产品升级, 增强公司议价能力, 同时精准管控全链路、全流程各项成本, 实现全网一体降本增效。2021H1 公司快递单票成本同比下降 2.63%至 2.08 元, 人均效能同比提升超 20%。在快递行业价值竞争的新阶段, 随着数字化业务的深层赋能以及服务质量的提升, 公司有望充分受益。
- **快递行业监管再升级:** 2021 年国家及部分地方政府相继出台一系列快递行业监管政策和指导意见, 规范非理性竞争行为。自 9 月 1 日起, 快递公司在严监管下上调派费, 竞争格局逐步由价格驱动转向价值驱动。其次, 2022 年 1 月 7 日, 国家邮政局发布《快递市场管理办法(修订草案)》, 再次明确经营快递业务的企业及其从业人员: 1) 不得与他人相互串通操纵市场价格, 损害其他经营快递业务的企业或者用户的合法权益; 2) 不得无正当理由以低于成本价格提供快递服务; 3) 未经用户同意, 不得代为确认收到快件, 不得擅自将快件投递到智能快递箱、快递服务站等快递末端服务设施; 4) 依法保障快递从业人员劳动报酬、劳动条件、劳动保护、职业培训、职业发展、社会保险等方面的合法权益。综合来看, 有望引导快递企业健康有序竞争, 进一步降低价格战发生的可能性, 提

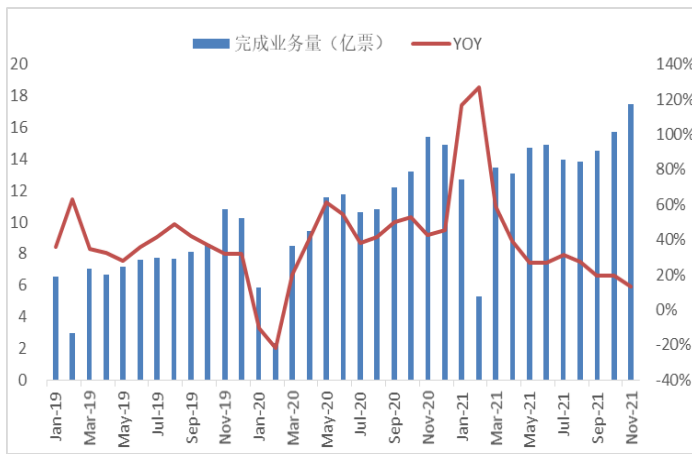
升企业服务质量。预计 2022 年行业将从追逐高增速逐渐转向高质量竞争，头部快递企业或将首先受益。

- **盈利预测:** 在政策监管持续升级的背景下，公司服务质量持续改善，产品定价能力增强，盈利能力有望持续改善。我们上调 21、22 年盈利预测，预计 21、22 年分别实现净利润 21.09 亿元、26.8 亿元（原 15.6 亿元、20.19 亿元），YoY 分别为+19%、YoY+27%，EPS 为 0.61 元、0.78 元。当前 A 股股价对应 P/E 为 30 倍和 24 倍，维持买入投资建议。
- **风险提示:** 市场竞争加剧，降本增效不及预期，加盟商网店不稳定等。

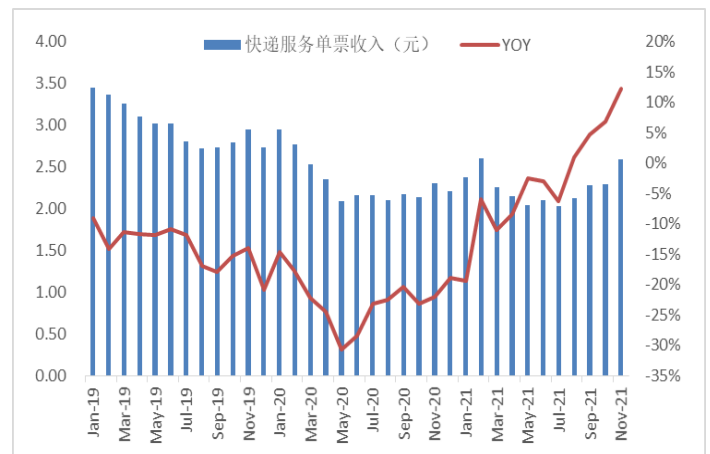
..... 继续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021E	2022E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1,904	1,668	1,767	2,109	2,680
同比增减	%	31.97%	-12.41%	5.94%	19.36%	27.10%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.67	0.59	0.56	0.61	0.78
同比增减	%	31.83%	-12.85%	-4.69%	9.81%	27.10%
A 股市盈率(P/E)	X	16.86	19.35	20.30	30.34	23.87
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
股息率 (Yield)	%	1.50%	1.02%	1.32%	0.81%	0.81%

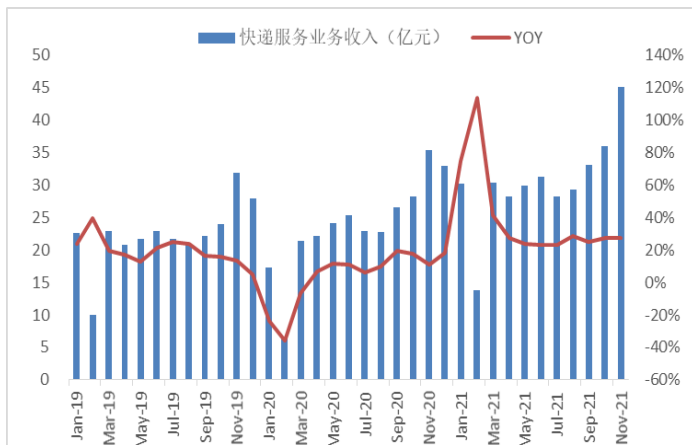
图：公司业务量与增速（亿票，%）



图：公司单票收入与增速（元，%）



图：公司营业收入与增速（亿元，%）



【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

**附一：合并损益表**

会计年度（百万元）	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	27,465.14	31,151.12	34,907.04	42,391.11	51,134.28
经营成本	23,834.17	27,411.33	31,752.53	38,560.27	46,272.33
毛利	3,630.97	3,739.79	3,154.51	3,830.84	4,861.95
营业税金及附加	83.30	92.68	103.39	125.56	151.45
销售费用	45.20	88.11	100.30	105.98	127.84
管理费用	1,016.71	1,051.98	997.40	1,059.78	1,278.36
财务费用	(18.49)	51.50	(13.44)	(42.39)	51.13
资产减值损失	48.99	(342.01)	(0.91)	0.00	0.00
投资收益	85.33	14.62	0.09	0.00	50.00
营业利润	2,528.05	2,264.55	2,217.67	2,639.52	3,352.03
税前利润	2,579.13	2,220.22	2,202.29	2,629.52	3,342.03
所得税	647.44	539.43	354.59	420.72	534.73
少数股东权益	27.71	13.08	80.95	99.92	127.00
净利润	1,903.98	1,667.70	1,766.75	2,108.88	2,680.31

**附二：合并资产负债表**

会计年度（百万元）	2018	2019	2020	2021E	2022E
货币资金	4,061.44	3,569.53	4,672.85	5,555.30	7,552.44
应收账款	61.48	61.53	51.09	56.20	61.82
存货	1,397.41	1,195.79	1,358.32	1,426.24	1,497.55
流动资产合计	8,804.11	8,628.15	8,654.70	10,037.74	12,111.81
长期股权投资	311.23	312.10	291.38	305.95	321.25
固定资产	5,313.14	7,218.21	9,686.42	10,170.74	10,679.28
在建工程	586.55	897.29	1,061.16	1,114.22	1,169.93
非流动资产合计	11,164.42	13,532.82	17,774.45	18,663.17	19,596.33
资产总计	19,968.53	22,160.97	26,429.15	28,700.91	31,708.14
流动负债合计	4,814.95	5,642.61	8,628.57	9,292.44	10,119.63
非流动负债合计	3,359.66	3,297.43	284.91	299.16	314.11
负债合计	8,174.62	8,940.04	8,913.48	9,591.60	10,433.75
少数股东权益	294.46	327.27	386.18	405.49	425.76
股东权益合计	11,793.92	13,220.94	17,515.67	19,109.31	21,274.39
负债及股东权益合计	19,968.53	22,160.97	26,429.15	28,700.91	31,708.14

**附三：合并现金流量表**

会计年度（百万元）	2018	2019	2020	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	2,336.010	3,798.780	3,491.020	2,741.54	3,484.41
投资活动产生的现金流量净额	-5,361.450	-3,763.070	-3,331.310	(2,665.05)	(2,132.04)
筹资活动产生的现金流量净额	3,685.270	-556.920	1,007.450	805.96	644.77
现金及现金等价物净增加额	661.820	-500.250	1,122.600	882.45	1,997.14

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买进，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。