

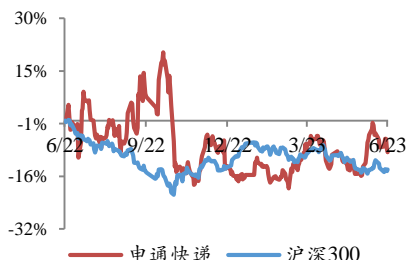
能力提升进入质变阶段，静待业绩持续高速增长

投资评级：增持（首次）

报告日期：2023-06-30

收盘价（元）	10.82
近12个月最高/最低（元）	14.30/9.55
总股本（百万股）	1,531
流通股本（百万股）	1,492
流通股比例（%）	97.47
总市值（亿元）	166
流通市值（亿元）	161

公司价格与沪深300走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 持续激烈的价格战风险较小，需求复苏确定性强。

价格战判断：监管不允许持续激烈的价格竞争，规模效应递减乃至规模负效应挑战和通达稀薄的单票毛利（0.11元-0.32元），导致企业打不起持续激烈的价格战；同时，价格手段并非提高市占份额的最优策略。但我们认为，灵活适度的价格策略将成为较长时期内的行业常态。

行业需求判断：2023年件量增速超15%的可能性较大，可预见的时间内，受益于退货件增长和小件化趋势，件量增速将收敛于但高于网上实物商品零售额增速（2023年前5月为11.8%），保持10%左右增速。

● 申通能力提升已从量变进入质变，业绩持续高速增长趋势日渐明朗。

能力质变带动市占份额持续创上市以来历史新高（2023年前5月为12.9%），迎来扣非净利润拐点（2021年-9.4亿元，2022年3.1亿元，1Q2023达1.3亿元）。申通仍处于规模正效应阶段，后续有很大的改进空间：①运输环节，2022年为提升服务质量，增加发车频次导致单票运输成本增加0.04元，同期圆通仅增加0.01元，多增加的0.03元意味着将来的下降空间。②派件环节，很好地诠释了申通“藏富于加盟商”（与网点调整及扶持等因素有关），2022年申通单票派费提高0.24元，比圆通多提高0.07元，比韵达多提高0.04元。此外，申通2022年单票派费占收入比+2.8pp，增幅比圆通多2.7pp，比韵达多3.4pp，这些差额都是将来规模效应进一步加强后，申通可以实现的相对增长空间。

● 投资建议：申通的拐点和阿里赋能尚未被充分计价，重视投资机会

年初以来的相对收益是对申通边际向好的认可，偏弱的市场情绪未充分计价多重利好，申通后续有望迎来更大的投资机会。我们测算2023年-2025年归母净利润分别为6.8亿元、14.3亿元和20.4亿元，当前市值165.6亿元，对应24.3x，11.6x和8.1x。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

价格战恶化；油价及人工成本上涨；消费复苏不及预期；监管政策变化。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	33671	41917	48617	56792
收入同比（%）	33.3%	24.5%	16.0%	16.8%
归属母公司净利润	288	683	1432	2042
净利润同比（%）	131.6%	137.4%	109.7%	42.5%
毛利率（%）	4.4%	5.4%	7.4%	8.3%
ROE（%）	3.5%	8.4%	16.7%	21.6%
每股收益（元）	0.19	0.45	0.94	1.33
P/E	54.37	24.25	11.56	8.11
P/B	1.94	2.04	1.93	1.75
EV/EBITDA	9.17	9.49	6.55	4.92

资料来源：ifind，华安证券研究所整理

正文目录

本报告观点.....	4
1 持续激烈价格战风险小，需求复苏确定性强.....	5
1.1 客观环境和主观意图均不支持激烈的价格竞争.....	5
1.1.1 监管不允许激烈价格战，企业激烈价格战“贵”且无用.....	5
1.1.2 激烈价格战并非抢占份额的最优选择，龙头主动发起激烈价格战的意愿不强.....	7
1.2 2023 年行业件量增速超 15%，中长期保持 10%左右增速.....	7
2 申通能力提升正在发生质变，保持长期持续较快进步的 trends 日渐明朗.....	9
2.1 投资能力：自建与租赁并举，产能补短板效果初显.....	11
2.2 定价能力：分拣环节定价效率进步明显，运输环节定价效果大概率可进一步提升，派件环节静待规模效应释放.....	14
2.3 运营能力：数字化是未来的胜负手，申通有望后来者居上.....	17
3 阿里赋能与投资机会点小结.....	17
风险提示：.....	20
财务报表与盈利预测.....	21

图表目录

图表 1 激烈价格战，2020 年单票收入降幅超 20%	5
图表 2 激烈价格战，快递企业盈利能力加速下降	5
图表 3 激烈价格战传导至派费端，快递企业派费大幅下降	5
图表 4 监管持续加码政策，规范快递行业健康发展	6
图表 5 截至 2023Q1，通达单票扣非净利均处 3 毛以下	6
图表 6 成本端规模效应已不明显，甚至出现规模负效应	6
图表 7 激烈价格战并非抢占份额的最优选择，龙头主动发起激烈价格战的意愿不强	7
图表 8 2023 年前 5 月件量累计增速修复至 17.4%	8
图表 9 2023 年前 5 月收入累计增速修复至 12.3%	8
图表 10 近 10 年前 5 月占比最高为 37.0%	8
图表 11 中性预估，2023 年快递行业增量为 190 亿件	8
图表 12 快递件量增量来源经历过 GDP 增长、淘系为主的电商消费、电商去中心化阶段的快递小件化趋势三个阶段	9
图表 13 电商快递企业“131”研究框架	10
图表 14 申通件量市占率达 12.9%，创上市以来新高	10
图表 15 申通扣非净利逐年逐季改善，1Q23 达 1.3 亿元	10
图表 16 申通的件量水平，仍处于连续的规模正效应阶段	11
图表 17 一线四城近 4 年来地价呈波动上升态势	12
图表 18 建安成本不断上涨，加重固定资产折旧压力	12
图表 19 申通转运中心收归直营节奏明显落后同行	13
图表 20 申通 2022 年土地使用权增加值仅 1 亿元	13
图表 21 申通 2022 年房屋建筑物增加值大幅增长，逆势补短板，同行增加值减少	13
图表 22 申通使用权资产中的房屋建筑物和土地使用权，2022 年合计达 27.2 亿元	13
图表 23 申通 2022 年自建与租赁的房屋建筑物和土地使用权增加值仍快速增长，高于圆通和韵达	13
图表 24 申通 2023 年产能预计可达 5500w 单/天，具备进一步提升份额的基础	13
图表 25 申通机器设备投放力度整体与圆通相当	14
图表 26 申通单票人工及其他成本仍处快速下降通道	14
图表 27 申通 2020 年后，单票分拣成本快速下降	15
图表 28 申通分拨新增件量/新增投入比，自 2021 年开始持续保持行业领先	15
图表 29 申通 2022 年单票运输成本提升幅度大，意味着进步空间大	16
图表 30 申通 2022 年单票派费绝对值提高最多	16
图表 31 申通单票派费占收入比最高，2022 年提升幅度大	16
图表 32 电商快递企业数字化重在运营，而非研发投入规模	17
图表 33 核心高管出自阿里，尤其是总经理王文彬和 CFO 梁波的阿里经验均超 10 年	18
图表 34 申通第一期员工持股计划	19
图表 35 核心假设与盈利预测	20

本报告观点

本报告主要讨论了价格战、行业需求、申通核心能力质变的具体表现、阿里赋能与申通投资机会四个方面的问题。

首先，价格战进一步恶化的可能性较低，但龙头根据自身产能周期及季节因素等，采取灵活的价格策略或成行业常态。客观上，监管不允许持续过激的价格竞争行为，通达单票毛利稀薄（2022年通达单票毛利介于0.11元至0.32元），成本端规模效应递减乃至面临规模负效应挑战，持续过激的价格战既不被允许，企业也打不起。主观上，过去历史证明价格战并非获取份额的最优选择，龙头不愿也没必要采取持续过激的价格策略。但我们认为，为追求更优的产能利用率及受行业季节因素扰动，灵活的价格策略或将在较长时间内成为行业常态。

其次，2023年需求复苏确定性高，行业件量增长超15%是大概率事件（我们采用两种方式测算均超17%）。中长期维度看，受益于退货件和小件化趋势，行业增速将收敛于但高于网上实物零售额增速（2023年前5个月为11.8%）。

再次，申通的核心能力提升正从量变走向质变，业绩保持长期较高速增长的趋势日益明朗。从结果输出维度看，申通的市占份额已连创上市以来新高，2022年为11.7%，2023Q1为12.5%，2023年前5个月进一步升至12.9%。同时，扣非净利润也出现拐点，2021年-9.4亿元，2022年3.1亿元，2023Q1进一步提升至1.3亿元。此外，单票成本（剔除派费）显示，申通仍处于连续的规模正效应阶段。我们认为，核心能力的提升是取得上述进步的原因，核心能力仍有进一步的提升空间及“藏富于加盟商”的土壤，是申通后续业绩持续高速增长的基础。具体而言，①自建与租赁并举补齐产能短板初现成效，日均产能从2019年的2000万单/天，提升至2022年的5000万单/天，2023年有望提升至6000万单/天（2022年报显示5500万单/天）。机器设备带动的分拣环节的单票人工及其他成本自2020年的0.46元降至2022年的0.39元（累计降幅约14%），较同行仍有较大下降空间。②运输环节，为进一步提升服务质量，2022年增加发车频次导致单票运输成本增加0.04元，同期圆通增加0.01元，多增加的0.03元意味着将来的下降空间。③派件环节，很好地诠释了申通“藏富于加盟商”（与网点调整等因素有关），2022年申通单票派费提高0.24元，比圆通多提高0.07元，比韵达多提高0.04元，申通单票派费占收入比提高2.8pp，增幅比圆通多2.7pp，比韵达多3.4pp，这些差额是申通将来规模效应进一步增强后，可以实现的相对增长空间。

最后，阿里赋能与申通潜在的投资机会联系较强。阿里给予申通人才、资源和资金、业务和数字化全方位赋能，助力申通治理机制与流程全面升级。这是申通管理和决策质量提高、产能扩建与资金压力两难自解、业务进一步打开想象空间、及数字化水平有望后来者居上的关键影响变量，也是除全体申通人努力奋斗外，将业绩持续高速增长由趋势变为现实的重要保障。诚然，市场对申通能力提升与阿里赋能有一定程度计价，具体表现为申通2023年初以来在二级市场取得的相对收益。但我们认为，当前的市场情绪偏弱，上述计价并不充分，申通后续有望迎来更大的增长机会。根据我们的测算，申通2023年至2025年归母净利润分别为6.8亿元、14.3亿元和20.4亿元，当前市值165.6亿元，对应24.3x，11.6x和8.1x。首次覆盖，给予“增持”评级。

本报告正文由此开始：

1 持续激烈价格战风险小，需求复苏确定性强

1.1 客观环境和主观意图均不支持激烈的价格竞争

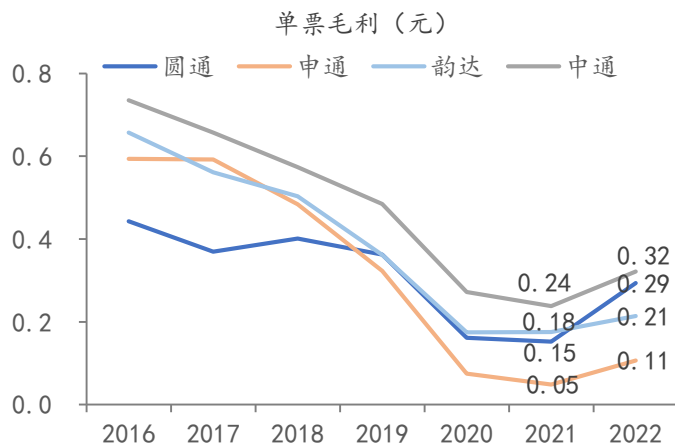
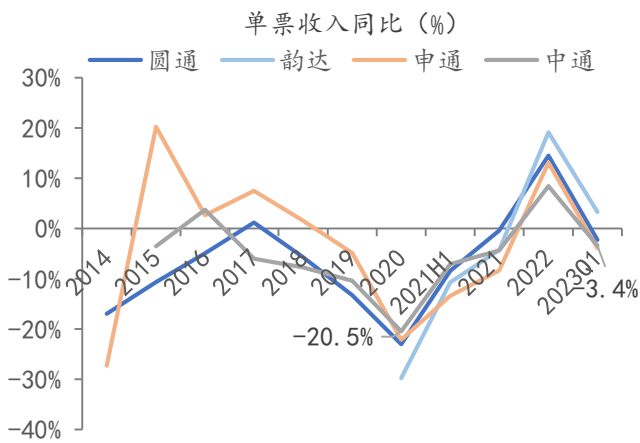
客观上，监管不允许激烈价格战，电商快递企业也打不起激烈价格战。一方面，激烈价格战可能会导致潜在的社会风险，与监管意图相悖，不被监管允许；另一方面，当前电商快递企业单票毛利低（截至 2022 年，电商快递企业单票毛利介于 0.11 元至 0.32 元之间），叠加规模提升带动的单票降本效果边际递减，电商快递企业“打不起”激烈价格战。主观上，电商快递企业龙头不愿意发起激烈价格战。通过精益化管理和服务质量提升，在对盈利水平危害较小的前提下，采取适度灵活的定价策略，龙头便可实现件量市占率目标，通过激烈的价格手段提升市占并非最优选择。

1.1.1 监管不允许激烈价格战，企业激烈价格战“贵”且无用

2019 年四季度至 2021 年上半年，行业经历了激烈价格战。2019 年四季度起，行业发生激烈价格战，各电商快递企业单票收入大幅下滑，单票毛利快速变薄，价格竞争最终传导至加盟商与小哥端，单票派费持续大幅下降。

图表 1 激烈价格战，2020 年单票收入降幅超 20%

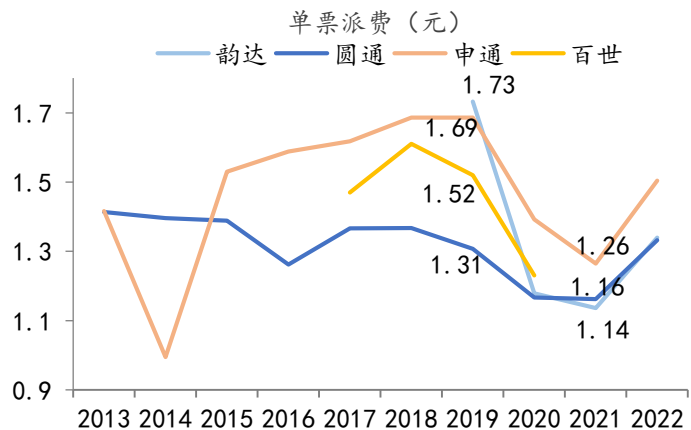
图表 2 激烈价格战，快递企业盈利能力加速下降



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 3 激烈价格战传导至派费端，快递企业派费大幅下降



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

监管不允许持续激烈价格战，从2021年4月出台相关政策到政策持续加码，可以判断监管立场之坚定。激烈的价格竞争传导至加盟商和小哥端后，引起监管重视。为促进行业健康持续发展，监管从2021年4月开始，多次出台政策规范行业竞争。经历了对快递企业在部分区域的收入及成本管控，到明确提出“快递经营者不得以低于成本价格提供快递服务”，到最终推向全国。在政策不断推出的过程中，通达于2021年9月落地末端派费提价0.1元政策。如图表3所示，2021年监管介入后，2022年快递企业派费均有所上涨，其中，申通的单票派费上涨最明显。

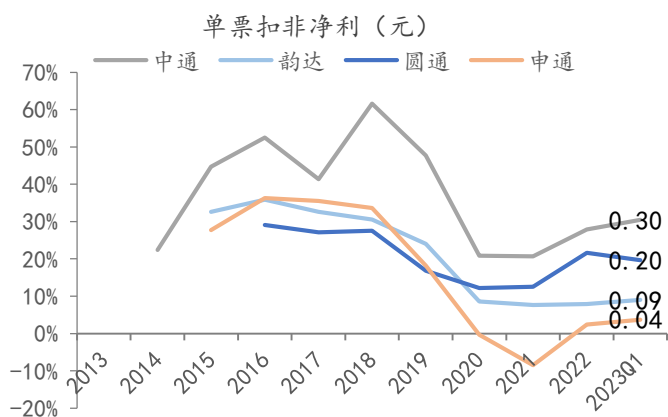
图表4 监管持续加码政策，规范快递行业健康发展

	政策时间线	监管单位/相关政策	相关内容
2021	4月9日	义乌管理局	百世、极兔远低于成本价揽件，责令其分拨中心停业整顿
	4月22日	《浙江省快递促进条例（草案）》	明确规定“快递经营者不得以低于成本价格提供快递服务”
	6月23日	《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》	提出制定《快递末端派费核算指引》等，保障快递小哥权益
	9月29日	《浙江省快递促进条例》	草案获浙江省人大常委会通过，2022年3月1日起实施
	9月29日	《广州市快递条例（草案）》	加强快递行业监管，维护从业人员利益
2022	1月7日	《快递市场管理办法（修订草案）》（征求意见稿）	新增价格规范：“不得无正当理由以低于成本价格提供快递服务”

资料来源：义乌邮管局，浙江省人大，广州市人大，国家邮政局，华安证券研究所整理

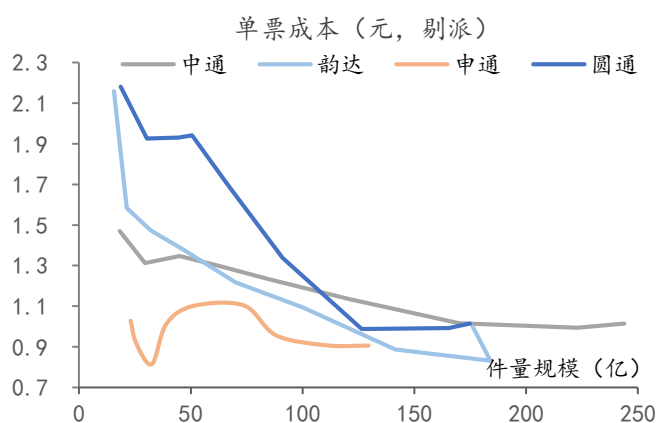
对快递企业来说，激烈的价格战“昂贵”且无用。激烈的价格战对快递企业来说过于“昂贵”，截至2023年一季度，通达的单票扣非净利润为0.04元-0.30元，不具备承受单票0.3元以上的价格竞争可能引发的经营风险，即企业打不起激烈价格战。此外，如图6所示，随着件量规模的增加，单票成本（剔除派费）下降幅度逐年递减。截至2022年，件量规模领先的企业，出现单票成本随件量规模扩大而上涨的情况，行业面临规模负效应挑战。需要说明的是，规模负效应与产能投放节奏有关，当产能利用率与精益管理水平进一步提高后，仍可重回规模正效应，但规模效应边际递减的趋势不可逆转。因此，仅仅通过价格手段抢占份额，进而扩大竞争优势的策略已然行不通，即企业打激烈价格战对增强竞争优势的作用不大。

图表5 截至2023Q1，通达单票扣非净利均处3毛以下



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表6 成本端规模效应已不明显，甚至出现规模负效应

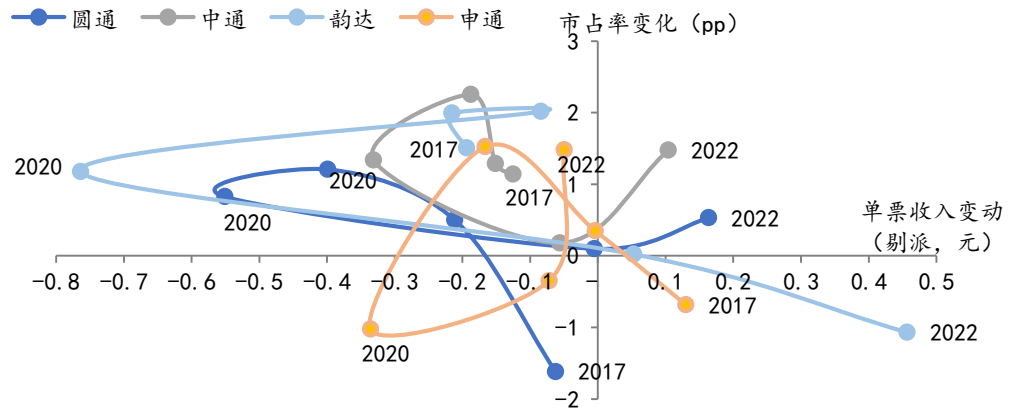


资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

1.1.2 激烈价格战并非抢占份额的最优选择，龙头主动发起激烈价格战的意愿不强

激烈价格战客观上有提高市占份额的作用，但由于同行跟进，过激的价格手段大大增加了消耗，不是抢占市场的最佳手段。2017年至2022年，中通的价格波动幅度最小(波动区间为-0.33元/票至+0.10元/票)，但份额提升最多(15.5%至22.1%，累计提高6.5pp)，价格波动最小的份额提升最明显，说明价格并非份额提升的最优策略。此外，中通2020年单票收入下降0.33元，份额提升1.34pp；2019年单票收入下降0.19元，份额提升2.25pp；2022年单票收入提高0.1元，份额提升1.47pp，即降价最多的年份并非份额提高最多的年份。因此，我们认为对龙头而言，激烈的价格手段并非提升份额的最佳选择，聚焦能力提升，并根据自身产能节奏、效率诉求与行业季节变化等因素，采取灵活适度的价格策略，是更优选择。故而，龙头主动发起激烈价格战的意愿不强。

图表7 激烈价格战并非抢占份额的最优选择，龙头主动发起激烈价格战的意愿不强

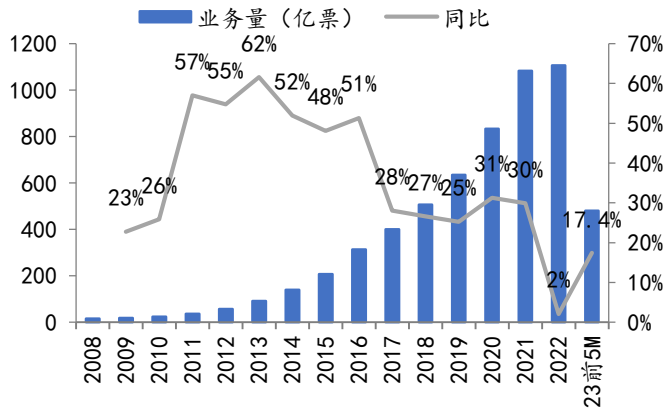


资料来源：公司公告，国家邮政局，华安证券研究所整理

1.2 2023年行业件量增速超15%，中长期保持10%左右增速

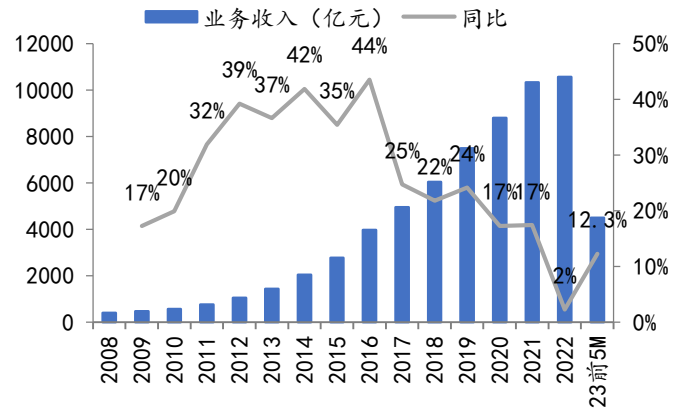
首先，2023年行业需求复苏确定性强，件量增速有望15%。2022年经历了封城，分拨中心关停，人手短缺等多重因素干扰，打断了快递行业的正常供给。因此，2022年快递件量（同比2.1%）和收入增速（2.3%）均呈断崖式下跌，可以说快递行业的2022年，是“消失的一年”。展望2023年，我们认为，需求复苏的确定性很强。根据国家邮政局数据，2023年1-5月全国快递业务量累计约480.9亿件，同比增速17.4%，复苏迹象十分明显。我们采用如下两个维度测算2023年件量规模：①过去10年，1-5月件量占全年的件量比重最高为37.0%，假如2023年前5个月件量累计占比为37.0%，对应全年业务量约1,300亿件，对应业务量增速约17.5%；②基于历年行业件量增量变化趋势，给予三种情景假设。乐观场景下，即不考虑“消失的一年”（2022年），行业2023年件量增量没有出现向下拐点，与2021年持平，对应件量增量为249亿件，增幅22.5%；悲观场景下，即与2023年前5个月实物商品网上零售额增速相同，对应件量增量为130亿件，增幅为11.8%；中性场景下，即取乐观与悲观场景增量均值，对应增量为190亿件，增幅为17.2%。综合两种测算结果，我们倾向于2023年的快递件量增速在17%左右。

图表 8 2023 年前 5 月件量累计增速修复至 17.4%



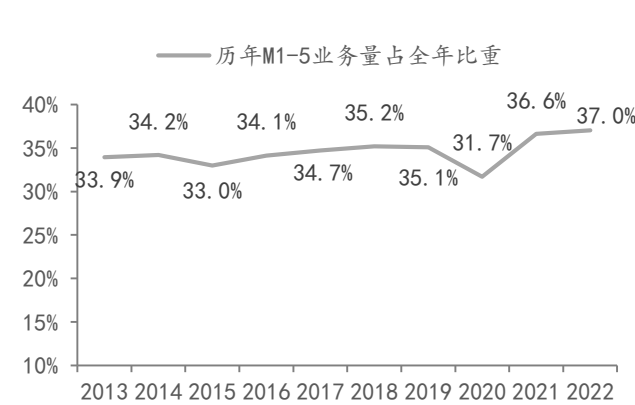
资料来源：国家邮政局，华安证券研究所整理

图表 9 2023 年前 5 月收入累计增速修复至 12.3%



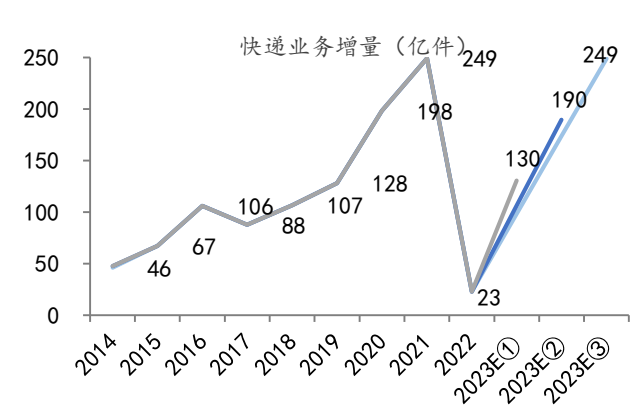
资料来源：国家邮政局，华安证券研究所整理

图表 10 近 10 年前 5 月占比最高为 37.0%



资料来源：国家邮政局，华安证券研究所整理

图表 11 中性预估，2023 年快递行业增量为 190 亿件

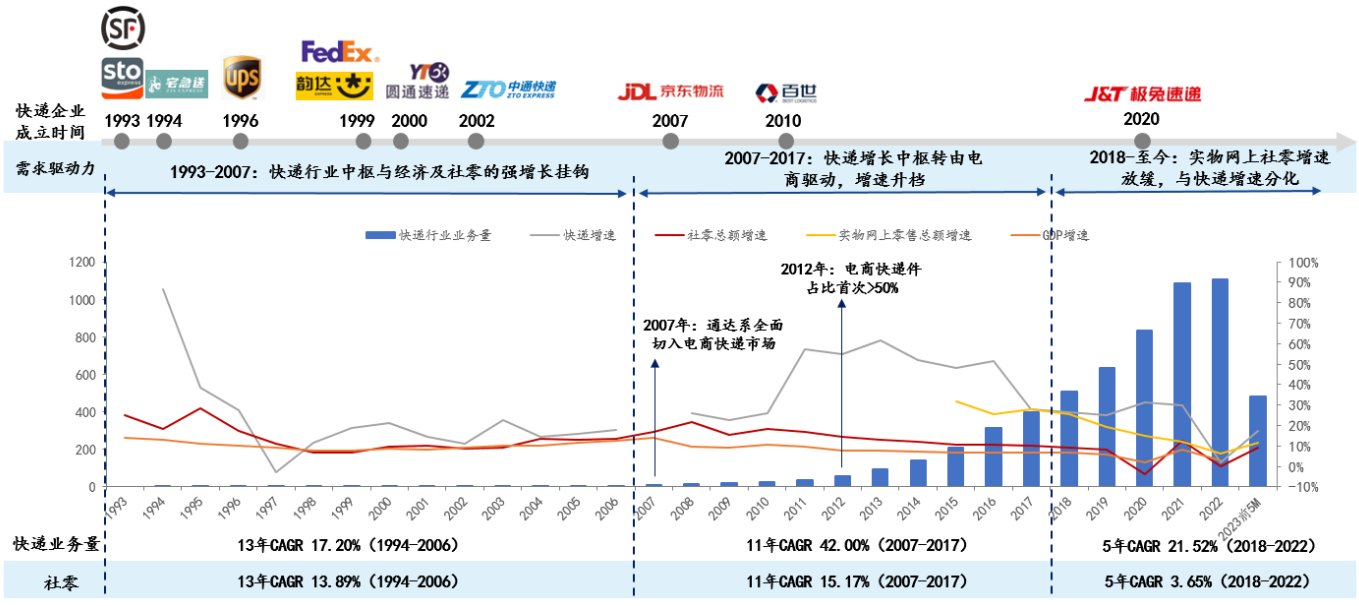


资料来源：国家邮政局，华安证券研究所整理

注：2023①表示悲观场景，2023②表示中性场景，2023③表示乐观场景

其次，线上消费持续增长与快递小件化趋势，有望推动行业业务量中长期保持 10%左右增长。根据不同时期快递增长的主要推力，大致可分为三个阶段。第一阶段(1993-2007 年)，GDP 增长是主要推力，当时商务件是主流；第二阶段(2008-2017 年)，淘系为主的电商消费是主要推力，电商件快速成长为主流；第三阶段(2018 至今)，电商去中心化，下沉用户与下沉消费场景渗透率不断提高，低价电商催生快递小件化，成为该阶段快递增量的主要来源。我们判断未来几年，小件化趋势仍将持续叠加退货件快速增长，快递件量增速将收敛于但高于实物商品网上零售额增速(2022 年增速 6.2%，2023 年前 5 个月增速为 11.8%)，保持中长期 10%左右增长。

图表 12 快递件量增量来源经历过 GDP 增长、淘系为主的电商消费、电商去中心化阶段的快递小件化趋势三个阶段



资料来源：国家统计局，国家邮政局，华安证券研究所整理

注：横轴“2023前5M”处无GDP数据，GDP仅更新至2022年年度数据

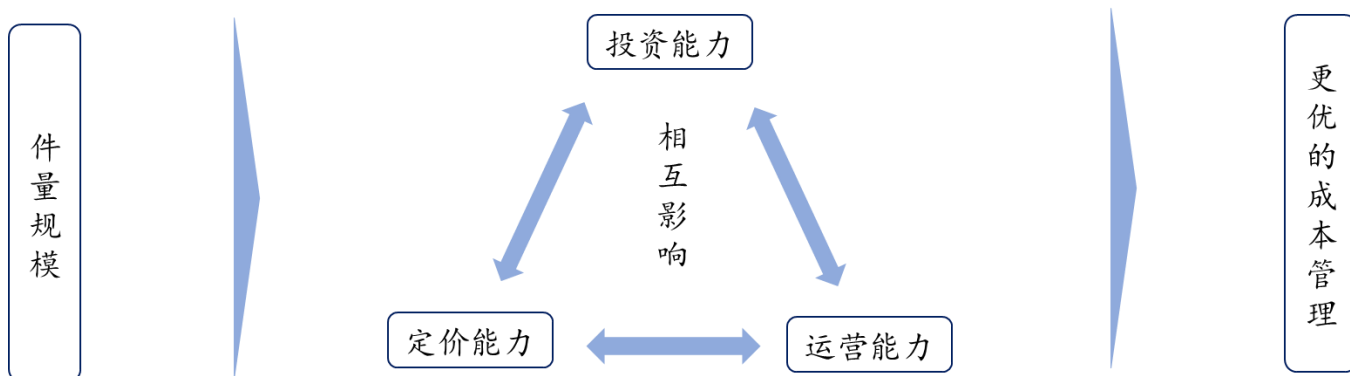
2 申通能力提升正在发生质变，保持长期持续较快进步的趋势日渐明朗

我们将电商快递企业的研究框架总结为“131”，即一个关键变量，三大核心能力和一个目标结果。具体而言，一个关键变量指的是件量规模，三大核心能力指的是“投资能力”、定价能力和运营能力，一个目标结果指的是更优的成本管理。

从输出结果项看，电商快递企业的核心竞争力是更优的成本管理，从经营输入项看，电商快递企业的核心能力是“投资能力”、定价能力和运营能力。三大能力之间是相互影响的，我们认为，“投资能力”是前提条件，定价能力是传导机制，运营能力是结果保障，如果三大能力之间的配合度较好，则可实现较为优秀的成本管理。

需要强调的是，件量规模的变化是影响三大核心能力配合程度好或差的关键变量，当件量规模出现阶段性抬升后，会对三大核心能力提出更高要求，导致电商快递企业出现一定的管理周期。这也是在不同阶段，评价哪家电商快递企业表现相对更优时，得出的结论有所不同的原因。

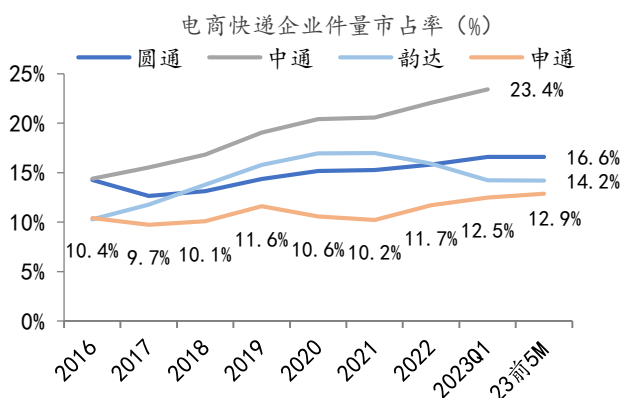
图表 13 电商快递企业“131”研究框架



资料来源：华安证券研究所整理

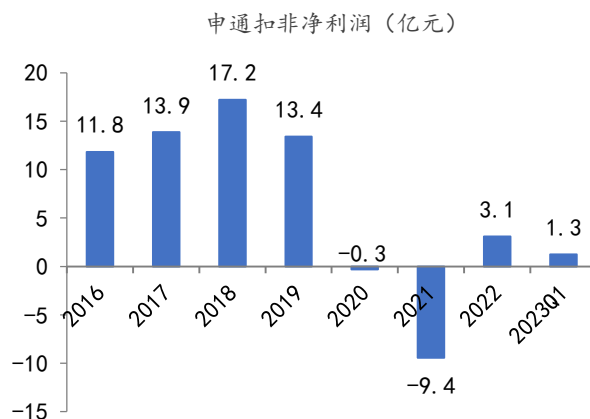
申通市占率创上市以来新高，扣非净利润逐年逐季改善，说明申通的能力提升，正从量变到质变。件量市占率方面，申通经历了稳中略降到不断创新高两个阶段。具体而言，2016年底上市至2021年，申通的件量市占率介于9.7%（2017年）至11.6%（2019年）之间，2021年降至10.2%，整体稳中有降。在2021年见底后，申通件量市占率进入稳步较快增长阶段，2022年创上市以来市占率最高记录，达11.7%，2023年前5月再次刷新历史记录达12.9%。扣非净利润方面，2020年和2021年因行业价格战及自身核心能力相对落后等因素，扣非净利润由盈转亏，2021年扣非净利降至-9.4亿元，之后盈利能力修复，2022年扣非净利润增至3.1亿元，2023Q1进一步提升至1.3亿元。根据公司股权激励目标，2023年扣非净利润不低于5亿元。规模效应方面，申通件量规模当下仍处于连续的规模正效应阶段。件量份额和扣非净利润的同步提升，以及连续的规模正效应，是申通基建和管理能力不断补短板的结果，我们认为，申通的综合能力提升正在经历量变到质变的过程。

图表 14 申通件量市占率达 12.9%，创上市以来新高



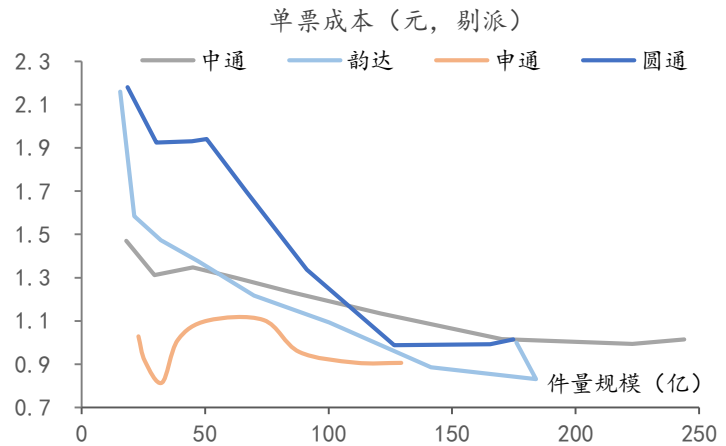
资料来源：公司公告，国家邮政局，华安证券研究所整理

图表 15 申通扣非净利润逐年逐季改善，1Q23 达 1.3 亿元



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 16 申通的件量水平，仍处于连续的规模正效应阶段



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

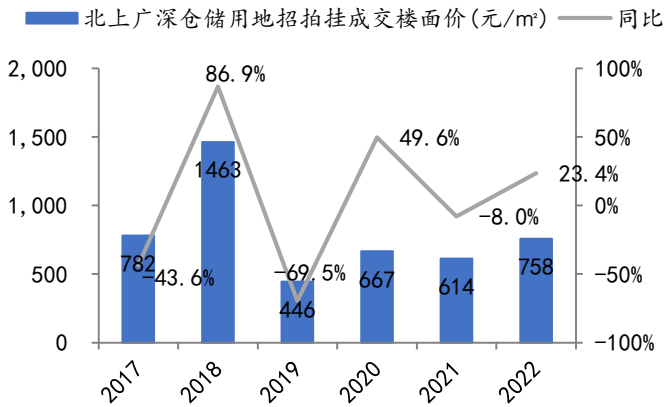
2.1 投资能力：自建与租赁并举，产能补短板效果初显

“投资能力”表现较优的企业具备更强的长期竞争力。该处的“投资能力”主要指投资拿地，建设分拨中心的能力。作为电商快递企业运营网络的核心节点，分拨中心对电商快递企业的长期竞争力至关重要，投资建设分拨中心的能力是其他核心能力得以发挥作用的前提条件。具体而言，分拨中心的产能空间决定了业务量的规模上限与扩张速度，分拨中心的分布与单个分拨中心的面积，既在短期影响网络的成本表现，又在长期影响网络效率的调优空间。

分拨中心由土地建筑和机器设备两个部分组成，土地建筑因土地稀缺性和建安成本刚性上涨等因素具备很强的先发优势，机器设备则因技术不断进步具备明显的后发优势。

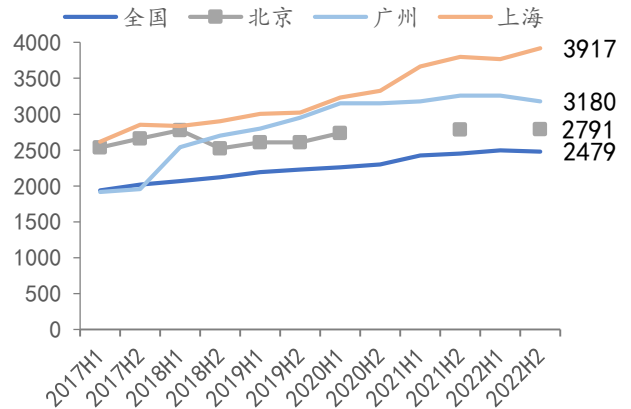
土地的稀缺性和建安成本的刚性上涨，及分拨中心位置分布影响支线效率等因素，导致土地建筑具备很强的先发优势。具体内容如下：①核心城市的土地资源是极其稀缺的，同时满足区位和面积要求的地块越来越少，拿地难度逐年增加；②建安成本不断上涨，后建成的分拨中心建筑，单位面积会导致更多的固定资产折旧，持续影响整张运营网络的成本管控；③尽管地价受区位和经济周期影响，2019年以来北上广深仓储用地招拍挂成交楼面价呈波动上涨趋势，此外，地理位置通过影响支线效率，进而影响加盟商的成本曲线；④可以更好地赋能加盟商，即总部可承担更多快件的建包动作，利用规模优势降低建包成本，并与加盟商共享降本效益。

图表 17 一线四城近 4 年来地价呈波动上升态势



资料来源：中指研究院，华安证券研究所整理

图表 18 建安成本不断上涨，加重固定资产折旧压力

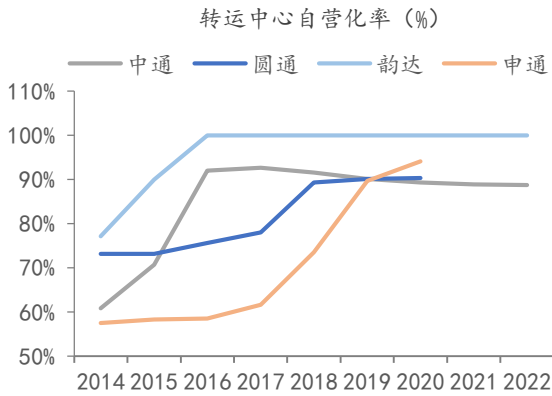


资料来源：建设工程造价信息网，华安证券研究所整理

注：仓储用地建安成本数据缺失，图中数据为高层住宅建安成本。

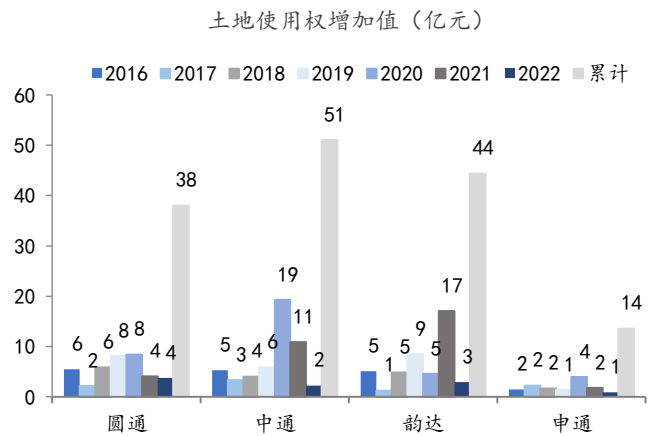
通过加速自建与加大租赁两种方式，申通产能补短板取得阶段性成果，具备进一步提升份额的基础。转运中心直营化是自动化升级的前提，因此转运中心直营化节奏慢于同行，导致申通的产能扩张节奏（主要是投资拿地和转运中心房屋建筑两个方面）和自动化升级节奏相对落后。产能补短板面临“拿地”和“资金”双重压力，申通选择加速自建和加大租赁双管齐下，解决土地获取难和资金压力大的问题。①申通土地使用权增加值和房屋建筑物增加值方面，2020年至2022年，较之同行整体仍旧较少，但较之自身房屋建筑物增加值的历年表现，呈加速趋势，2022年达13亿元（超过韵达的10亿元）。②使用权资产方面（中长期的租赁方式主要确认为使用权资产和租赁负债），申通含房屋建筑物和土地使用权在内的使用权资产增加值2021年和2022年分别为12亿元和16亿元，远超圆通（分别为1.7亿元和1.4亿元）和韵达（4.2亿元和7.1亿元）。我们判断，其中不乏与阿里的合作开发和定制租赁。③如果对自有的房屋建筑物、土地使用权、使用权资产中的房屋建筑物和使用权资产中的土地使用权增加值的合计值进行比较，2022年申通为29.8亿元，超过圆通（26.2亿元）和韵达（20.2亿元）。这种自建和租赁并举的方式，是“拿地”和“资金”两难自解的明智之举。一方面，在土地紧缺的一线城市，与阿里的合作可降低土地获取难度；另一方面，定制租赁可减少短期资金支出。通过2021年的47个改扩建项目和2022年的82个产能提升项目，申通成功将日均产能从2019年的2,000w单/天，提升至2022年的5,000w单/天，累计增幅为150%（同期行业件量累计增幅为74%）。2022年年报显示，公司2023年将继续37个产能扩建项目，年底产能可提升至5,500w单/天，我们判断有望接近6,000w单/天，申通已具备进一步提升市场份额的基础。

图表 19 申通转运中心收归直营节奏明显落后同行



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 20 申通 2022 年土地使用权增加值仅 1 亿元



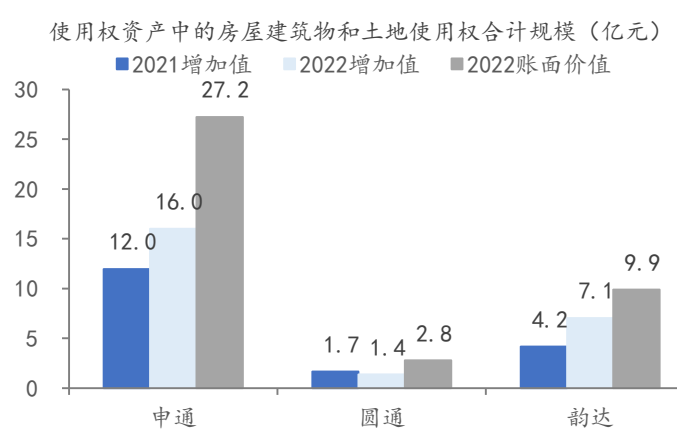
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 21 申通 2022 年房屋建筑物增加值大幅增长，逆势补短板，同行增加值减少



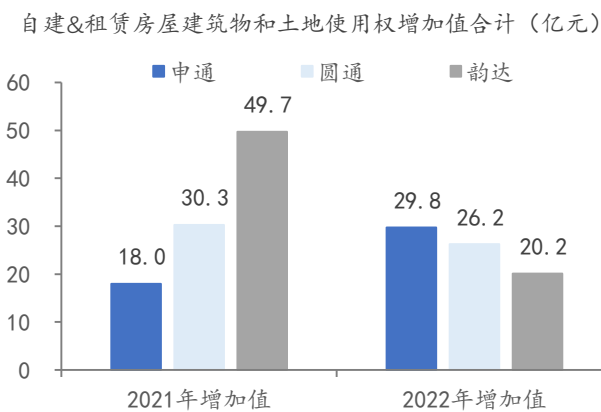
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 22 申通使用权资产中的房屋建筑物和土地使用权，2022 年合计达 27.2 亿元



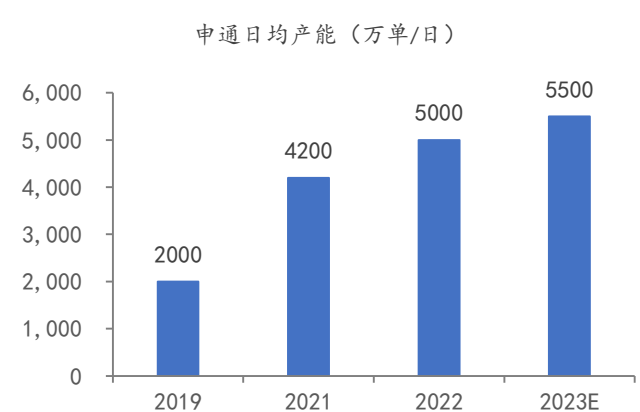
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 23 申通 2022 年自建与租赁的房屋建筑物和土地使用权增加值仍快速增长，高于圆通和韵达



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 24 申通 2023 年产能预计可达 5500w 单/天，具备进一步提升份额的基础

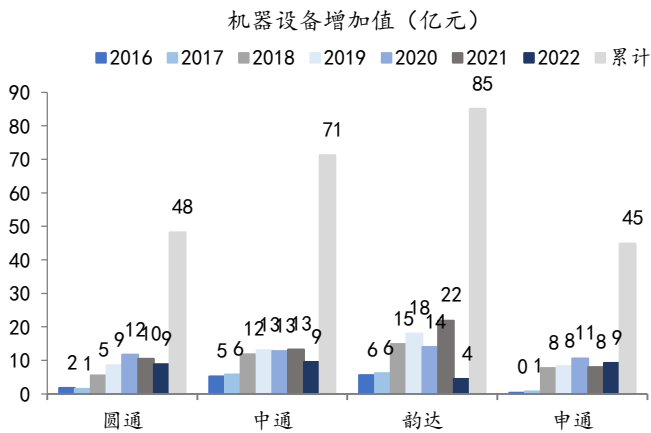


资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

(2) 转运中心机器设备的后发优势，申通主要体现为人工及其他成本仍处于下降通道。为便于比较通达设备投放后的作用，我们将转运中心的成本分拆为场地折旧、土地摊销、机器设备折旧和人工及其他四类，并根据通达的折旧摊销办法及转运中心成本等信息，计算了通达机器设备投放后，单票转运中心人工等成本的降本数值(人为调整后的数据，与实际发生的存在一定程度误差)。

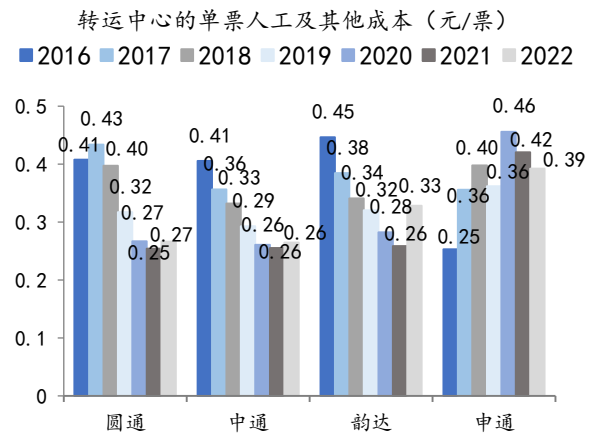
如图表19所示，申通转运中心直营化基本在2020年完成，根据我们的测算，申通转运中心的单票人工及其他成本从2020年的0.46元降至2021年的0.42元(同比-7.8%)，再降至2022年的0.39元(同比-6.8%)，同行在2022年则面临不同程度上涨。我们认为，该环节的单票成本，将来仍有进一步下降的空间。

图表 25 申通机器设备投放力度整体与圆通相当



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 26 申通单票人工及其他成本仍处快速下降通道



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

2.2 定价能力：分拣环节定价效率进步明显，运输环节定价效果大概率可进一步提升，派件环节静待规模效应释放

定价能力更优的企业，可以拥有更高的资源利用效率和更加稳定的加盟商网络。该处的“定价”指的是总部对加盟商的发件报价或对终端客户的补贴，是三大核心能力的传导机制。作为前提条件的投资能力，如果没有与之匹配的定价能力，则存在造成巨大浪费和产能不够的风险。同时，加盟模式的主要矛盾是总部与加盟商之间的分润机制，最理想的状态是总部与加盟商都能获得较优的经营回报，进而建立长期且稳定的良性合作。因此，我们认为，定价最重要的目标是保障合理高效的产能利用率和实现长期稳定的加盟关系。

快递业务的收入由面单费收入、中转费收入、派件费收入(中通不含派费)和其他四个部分组成。面单费收入，即揽收加盟商使用快递面单需预先支付给总部公司的费用，通常采取全网统一定价的方式；中转费收入，源于揽收加盟商为总部提供的快件流转和运输等服务支付的费用，收费标准非常灵活，由总部综合考虑不同线路、车辆装载情况和快件结构后给出；派件费收入，本质上是揽收加盟商为派件加盟商的派件服务支付的费用，但通常总部会根据不同区域和流向的实际情况，指定特定的派费标准，并由总部先行向揽收加盟商收费，

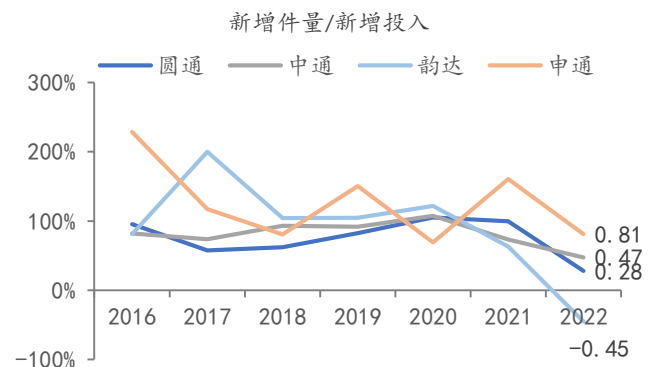
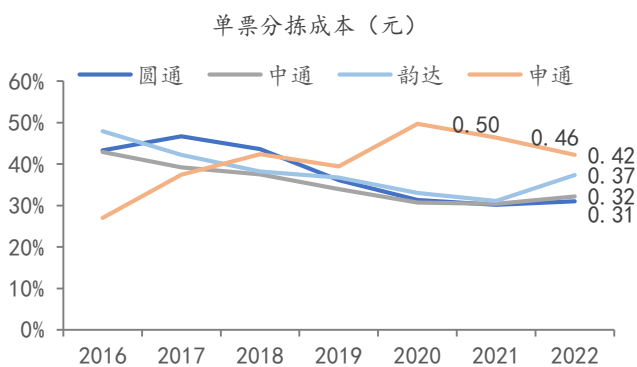
之后支付给派件加盟商。不难看出，总部的定价能力集中体现在中转费定价和派件费定价。

(1) 中转费定价，旨在提高分拨中心产能利用效率和干线运输效率。从快递收、转、运、派四个环节看，中转费主要涉及转和运两个环节，即分拨中心分拣和干线运输。

申通“转”环节的定价效果在持续快速提升。从结果维度看，定价能力的强弱在分拣环节体现为分拣效率的高低，最终反应为单票分拣成本。此外，新增件量与新增投入比（即分拨中心的单位新增投入带来的件量增长），同样可以佐证定价效果，该数值越高意味着单位新增投入带动的新增件量越多，说明公司的定价更合理。自2020年，申通基本实现转运中心自营后，单票成本进入下降通道且仍未出现放慢迹象，转环节的定价效果明显提升。目前距离第3名，仍有0.05元空间。同时，申通的新增件量与分拨中心新增投入比自2021年以来保持行业领先水平，说明现阶段的申通，在把握分拣中心投入和件量增长节奏方面的能力，同样取得明显进步。

图表 27 申通 2020 年后，单票分拣成本快速下降

图表 28 申通分拨新增件量/新增投入比，自 2021 年开始持续保持行业领先

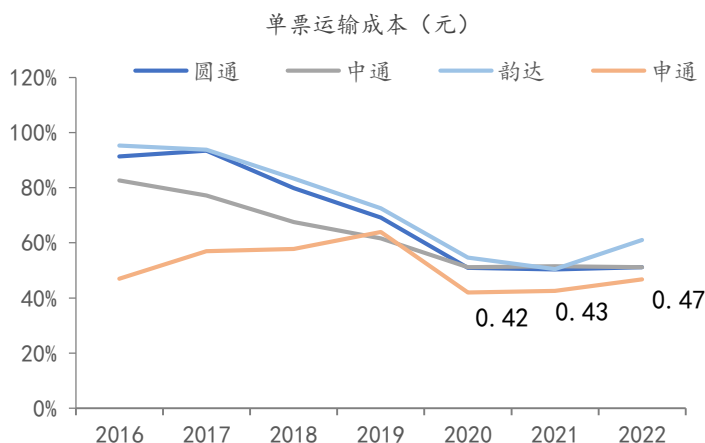


资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

申通“运”环节的定价效果大概率可进一步提升。2022年，申通单票运输成本从2021年的0.43元提升至0.47元（同比+9.9%），提升幅度明显大于圆通（同比+1.6%）和中通（同比-0.7%）。我们判断，与申通为提升服务质量，增加发车频次有关，将来可以一边提升服务质量，一边提高运输环节效率，单票成本增加幅度比同行高出的部分，意味着进步空间，申通有很大概率将进步空间转化为进步事实。

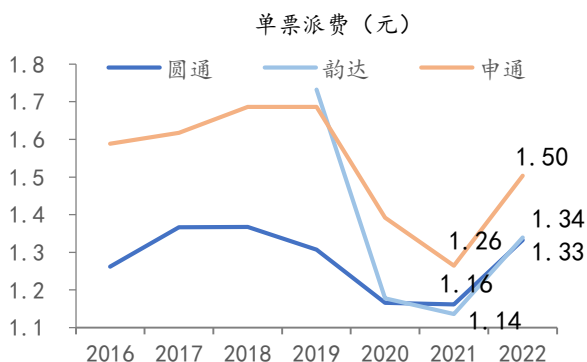
图表 29 申通 2022 年单票运输成本提升幅度大，意味着进步空间大



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

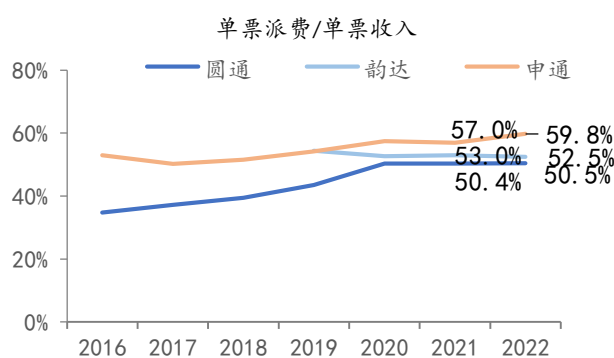
(2)派送费定价，旨在促进与加盟商的良性合作关系，申通藏富于加盟商，既可以提高加盟商网络的稳定性，又可以为将来派费端的规模效应打下良好基础。我们从单票派费绝对值提升的差额和单票派费收入占比提升的差额两个维度对此展开论述：①单票派费提升维度，2022年，申通、圆通和韵达单票派费分别较2021年提高0.24元，0.17元和0.20元。我们认为，单票派费方面，申通比圆通和韵达多提高的0.07元和0.04元，就是未来申通在不改藏富于加盟商的前提下，派费端规模效应的空间。②单票派费收入占比维度，2022年，申通、圆通和韵达单票派费/单票收入分别较2021年+2.8pp、+0.1pp和-0.6pp，申通增幅比圆通多2.7pp，比韵达多3.4pp，这个差额的部分，仍可视为将来申通派费端规模效应增强后，申通可以获得相对调优空间。

图表 30 申通 2022 年单票派费绝对值提高最多



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 31 申通单票派费占收入比最高，2022 年提升幅度大

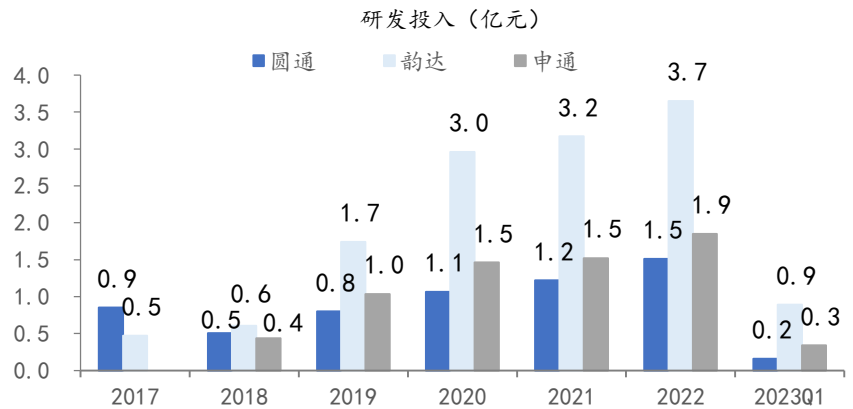


资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

2.3 运营能力：数字化是将来的胜负手，申通有望后来者居上

如前文所述，当前电商快递玩家，或多或少已经面临规模负效应的挑战，能否将规模负效应拉回到规模正效应，关键是产能投放节奏和数字化水平高低。产能投放节奏整体上看，各家资本开支将逐步回落。某种程度上来说，数字化几乎已刻不容缓，我们认为，在电商快递这类极度重运营的行业中，数字化水平高低与研发投入的规模大小不一定呈正相关关系，主要取决于数据资产的积累、经营工具的功能创新能力和执行力。

图表 32 电商快递企业数字化重在运营，而非研发投入规模



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

提高数字化水平，申通有望后来者居上。首先，数据资产是数字化的前提之一，申通受益于阿里赋能与自身30年的沉淀，数据资产的积累具备一定优势。其次，从功能创新的角度看，申通当前推广的网点管家、片区管家和超级商家平台等工具，分别在赋能加盟商、基层管理和商家服务及精准营销等方面，发挥越来越大的作用。最后，关于执行力，自王文彬先生等管理层履职以来，申通已经在分拆加盟商、产能补短板、服务质量提升（**2023年5月申通菜鸟指数排名第一**）等多个方面，用事实证明了自身高效的执行力。因此，我们有理由相信，申通的数字化水平有望实现后来者居上。

3 阿里赋能与投资机会点小结

阿里的赋能与申通的投资机会关系较大，因此将两者放在一起讨论。

复盘过去申通落后的原因，我们认为根源是管理不足，传导的链条大致可以总结为，管理层决策失误→转运中心直营化、自动化节奏落后→产能不足，份额下降→规模效应、服务质量较同行差距扩大→成本劣势、终端议价空间压缩→盈利下降→市值回落。可见申通的困境反转，需要人才（对应过去管理层决策失误）、需要资源和资金（对应产能不足）、需要业务支持（对应份额下降，注：抢占份额必须以能力提升为前提）、需要加速数字化能力建设（对应成本和服务劣势）。

阿里对申通的赋能是围绕人才、资源和资金、业务、数字化的全方位赋能，从而带动申通管理机制与流程的全面升级。首先，人才方面，阿里向申通输出核心高管。现任总经理王文彬，于2021年2月任职申通总经理至今，2007年至2020年在阿里的不同业态任职，具备丰富的数字化、技术、物流和零售经验。现任副总经理韩永彦，于2021年2月任职申通副总经理至今，具备丰富的物流网络运营经验，2019年至2020年曾任职菜鸟网络运营部总经理，同样具备阿里背景。现任财务负责人梁波，于2021年7月任职申通财务负责人至今，在阿里集团、蚂蚁金服和菜鸟均任职过财务专家，具备丰富的财务管理经验。上述核心高管均获股权激励，做大做强的动力十足。其次，资源和资金方面，阿里先后在2019年和2020年战投申通46.6亿元和33.0亿元，为申通的长期发展带来资金支持，通过合作开发与定向租赁，帮助申通缓解土地获取和资金支出压力，加速产能补短板。再次，业务支持方面，随着申通能力不断提升，阿里将来在业务层面的支持力度也有望加大，2023年5月菜鸟联合申通推出“智选仓配次日达产品”。最后，数字化方面，阿里掌握了流量、商品、价格、订单、履约等多维度数据资产、具备先进的数字化技术和应用经验，假以时日，有望助力申通在数字化建设方面，后来居上。目前，申通引入阿里云，已实现业务系统全面上云。

图表 33 核心高管出自阿里，尤其是总经理王文彬和 CFO 梁波的阿里经验均超 10 年

姓名	职务	任职时间	学历	履历
王文彬	总经理	2021/2/1	博士	早期在美国硅谷从事计算机领域的研发工作； 2003-2007年，任美国红帽公司业务与技术推广负责人； 2007-2019年，阿里巴巴集团副总裁、淘宝及天猫技术产品负责人、商家事业部负责人、阿里云总裁； 2015-2020年，担任菜鸟网络科技有限公司总经理、CTO兼快递事业部总经理； 2019-2020年，兼任阿里巴巴集团CEO新零售特别助理； 2019年6月-2021年1月，任菜鸟旗下深圳北镇、浙江心怡等公司董事长； 2021年2月至今，任申通董事兼总经理。
梁波	副总经理兼CFO	2021/7/28	本科	早期主要在国内知名会计师事务所从事财务工作； 2010-2015年，任阿里巴巴集团高级财务专家，重点参与B2B及农村淘宝等业务； 2015-2017年，任蚂蚁金服高级财务专家，重点参与支付宝业务； 2017-2021年，任浙江菜鸟资深财务专家职务； 2017-2021年，任浙江丹鸟副CFO职务； 2021年7月至今，任申通副总经理兼CFO。
韩永彦	副总经理	2021/2/1	本科	2007-2019年，任德邦物流有限公司轮值CEO兼高级副总裁； 2019年4月-2020年1月，任菜鸟网络科技有限公司网络运输部总经理； 2020年3月-2021年11月，任申通运营副总经理； 2021年11月至今，任申通常务副总裁； 2021年2月至今，任申通董事兼副总经理。

资料来源：公司公告，iFind，华安证券研究所整理

图表 34 申通第一期员工持股计划

持有人	职务	拟认购份额 (万份)	拟认购份额/本员工持 股计划总份额
已授予小计		1435.64	73.40%
王文彬	董事、总经理	298.12	15.24%
韩永彦	董事、副总经理	122.97	6.29%
梁波	副总经理、财务负责人	74.53	3.81%
唐锦	副总经理	24.22	1.24%
郭林	董事会秘书	7.45	0.38%
顾利娟	监事会主席	5.59	0.29%
王超群	监事	9.32	0.48%
金建云	监事	4.47	0.23%
核心管理/骨干人员 (不超过116人)		888.97	45.45%
预留		520.35	26.60%
合计		1955.99	100.00%

注：认购价为1元/股，锁定期为36个月；已授予的1,435.64万份，于2022年3月29日过户至“申通快递股份有限公司第一期员工持股计划”证券账户

资料来源：公司公告，iFind，华安证券研究所整理

申通的投资机会源自公司市占份额不断提升、仍处连续的规模正效应阶段、利润改善空间大且拐点已至和市场情绪差预期未打满四个方面。在公司的不懈努力与阿里加持下，经过四年左右发展（从阿里2019年战投申通起算），申通的经营和财务表现，均已进入由量变到质变的阶段。综合前文所述：

①份额不断创上市以来新高，份额从2016年的10.4%提升至2022年的11.7%，2023Q1提升至12.5%，2023年前5个月进一步提升至12.9%。

②单票成本（剔除派费）仍处于规模正效应阶段，同行或多或少面临规模负效应挑战（受产能投放节奏的影响）。

③利润改善空间仍大（运输和派送环节调优空间大），具备持续超预期的可能。根据我们的测算，申通2023年至2025年件量有望达170.4亿件（同比+31.6%）、196亿件（同比+15%）和229.3亿件（同比+17%），市场份额有望达13.1%（同比+1.4pp）、13.7%（同比+0.6pp）和14.6%（同比+0.9pp），营业收入有望达419.2亿元（同比+24.5%）、486.2亿元（同比+16.0%）和567.9亿元（同比+16.8%），归母净利润有望达6.8亿元（同比+137.5%）、14.3亿元（同比+109.6%）和20.4亿元（同比+42.5%），对应单票归母净利润为0.04元（同比+80.4%）、0.07元（同比+82.3%）和0.09元（同比+21.8%）。

④尽管市场对申通能力提升与阿里赋能有一定程度计价，但我们认为，整体偏弱的市场情绪，对上述利好尚未充分计价。申通后续有望迎来更大幅度的增长机会。

图表 35 核心假设与盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
行业业务量 (亿件)	1105.8	1301.9	1432.1	1575.3
yoy	2.10%	17.7%	10.0%	10.0%
市占率	11.7%	13.1%	13.7%	14.6%
yoy	1.50%	1.4%	0.6%	0.9%
总收入 (亿元)	336.7	419.2	486.2	567.9
yoy	33.3%	24.5%	16.0%	16.8%
业务量 (亿件)	129.5	170.4	196.0	229.3
yoy	16.9%	31.6%	15.0%	17.0%
归母净利润 (亿元)	2.9	6.8	14.3	20.4
yoy	131.6%	137.5%	109.6%	42.5%
快递业务收入 (亿元)	325.8	407.3	473.3	553.8
yoy	32.4%	25.0%	16.2%	17.0%
快递业务毛利润 (亿元)	13.8	16.6	29.0	39.0
yoy	156.2%	20.3%	74.6%	34.6%
单票收入 (元)	2.5	2.4	2.4	2.4
yoy	13.3%	-5.0%	1.0%	0.0%
单票归母净利润 (元)	0.02	0.04	0.07	0.09
yoy	127.1%	80.4%	82.3%	21.8%

资料来源：公司公告，国家邮政局，华安证券研究所整理

风险提示：

价格战恶化；与阿里协同效果不及预期；油价及人工成本上涨；消费复苏不及预期；运营能力提升不及预期；监管政策变化。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5203	8788	4757	8011	营业收入	33671	41917	48617	56792
现金	2166	5399	1090	3989	营业成本	32196	39636	45001	52065
应收账款	935	1436	1665	1945	营业税金及附加	59	73	85	99
其他应收款	217	172	200	233	销售费用	178	222	257	301
预付账款	304	178	203	234	管理费用	685	838	972	1136
存货	44	65	62	71	财务费用	192	231	267	312
其他流动资产	1537	1537	1538	1538	资产减值损失	-73	0	0	0
非流动资产	15129	18739	21081	22122	公允价值变动收益	-12	0	0	0
长期投资	94	94	94	94	投资净收益	104	80	50	50
固定资产	7357	10566	12872	14159	营业利润	487	1016	2030	2844
无形资产	1536	1536	1631	1721	营业外收入	32	25	26	28
其他非流动资产	6141	6543	6484	6148	营业外支出	156	95	115	122
资产总计	20332	27527	25838	30133	利润总额	363	947	1941	2750
流动负债	9023	16103	13799	17119	所得税	90	234	479	679
短期借款	1909	7610	5787	7803	净利润	274	713	1462	2072
应付账款	3261	3801	3945	4279	少数股东损益	-14	30	30	30
其他流动负债	3853	4692	4067	5036	归属母公司净利润	288	683	1432	2042
非流动负债	3102	3252	3345	3445	EBITDA	2200	2482	3989	5153
长期借款	729	929	979	1079	EPS (元)	0.19	0.45	0.94	1.33
其他非流动负债	2373	2323	2367	2367					
负债合计	12125	19355	17145	20564					
少数股东权益	38	68	98	128	主要财务比率				
股本	422	422	422	422	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	3041	3041	3041	3041	成长能力				
留存收益	4707	4641	5133	5978	营业收入	33.3%	24.5%	16.0%	16.8%
归属母公司股东权益	8169	8103	8595	9441	营业利润	152.5%	108.6%	99.9%	40.1%
负债和股东权益	20332	27527	25838	30133	归属于母公司净利	131.6%	137.4%	109.7%	42.5%
					获利能力				
					毛利率 (%)	4.4%	5.4%	7.4%	8.3%
					净利率 (%)	0.9%	1.6%	2.9%	3.6%
					ROE (%)	3.5%	8.4%	16.7%	21.6%
					ROIC (%)	3.5%	3.6%	8.3%	10.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	59.6%	70.3%	66.4%	68.2%
					净负债比率 (%)	147.7%	236.9%	197.2%	214.9%
					流动比率	0.58	0.55	0.34	0.47
					速动比率	0.54	0.53	0.33	0.45
					营运能力				
					总资产周转率	1.66	1.52	1.88	1.88
					应收账款周转率	36.00	29.20	29.20	29.20
					应付账款周转率	9.87	10.43	11.41	12.17
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.19	0.45	0.94	1.33
					每股经营现金流薄)	1.70	2.32	1.96	3.68
					每股净资产	5.34	5.29	5.61	6.17
					估值比率				
					P/E	54.37	24.25	11.56	8.11
					P/B	1.94	2.04	1.93	1.75
					EV/EBITDA	9.17	9.49	6.55	4.92

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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。