

# 巨头赋能，品质与市占率有望双升

## 申通快递（002468.SZ）深度报告

评级：买入-A（维持）

分析师：凌军 SAC S0910523030001

2023年6月10日



本报告仅供华金证券客户中的专业投资者参考  
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- 1、巨头赋能，品质京东化：**2023年6月，菜鸟即将成为申通重要股东；申通1-4月累计业务量增速持续领跑行业，登顶5月菜鸟指数；菜鸟启动618预售订单夜派，大幅提高预售包裹半日达比例，预计菜鸟供应链预处理的包裹数量大幅度增长，申通有望持续受益。
- 2、快递行业被市场低估：**快递板块是2023年1月以来交通运输子领域下跌幅度最大的板块，目前快递股处于低预期、低股价阶段，部分公司低估值，但我们认为市场对于快递行业增长的潜力、国际快递的增长空间以及政府干预下的价格竞争温和度存在低估。
- 3、投资亮点——市占率提升叠加成本下降：**2022年申通的市占率排名第四，但与第三名的差距并非不可跨越；随着申通获得菜鸟赋能助力，我们判断申通市占率排名有望提升；随着快递量的提升，公司的单件成本有望快速下降；最重要的是，菜鸟作为大股东的支持，短期内竞争对手或许无法复制。
- 4、看好阿里赋能下的申通快递，维持“买入-A”评级：**我们预测2023 - 2025年公司归母净利润分别为7.5、9.5 和 12.0亿元，对应每股收益分别为0.49、0.62 和 0.79元，对应PE估值分别为23.2、18.4 和 14.5倍

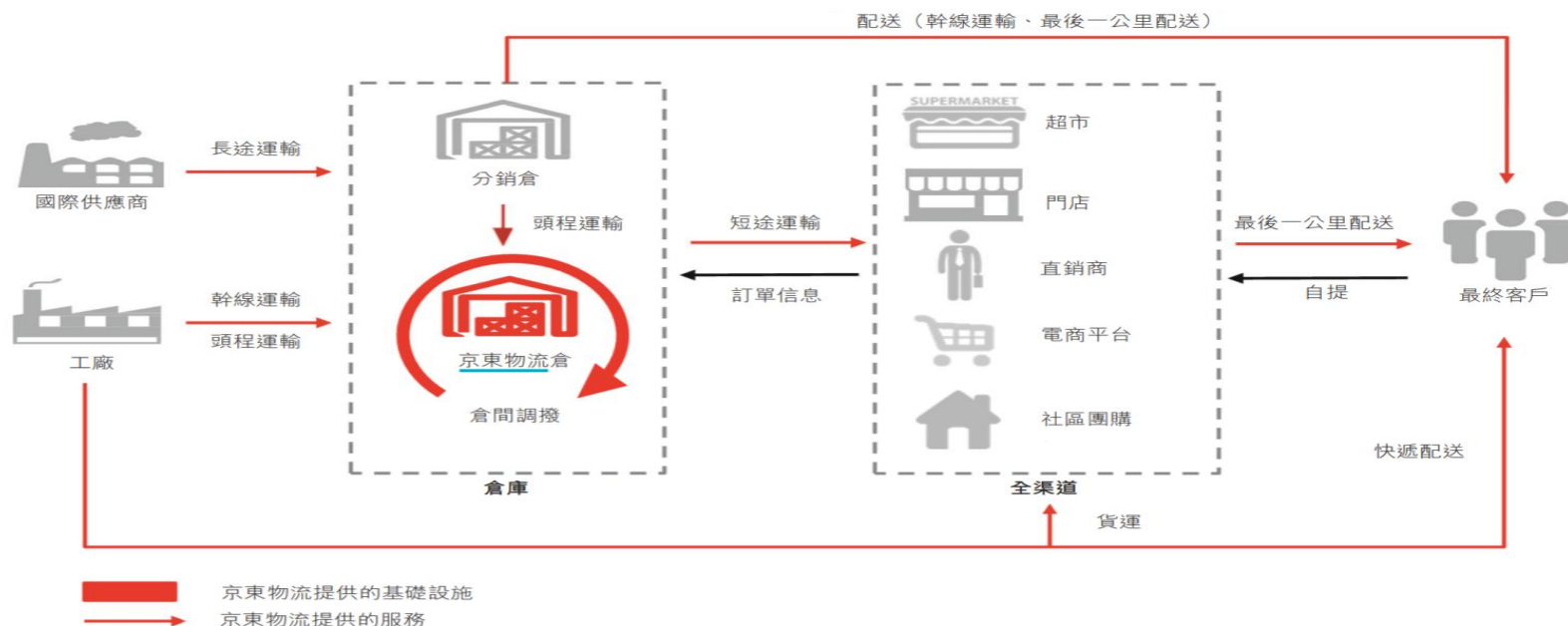
**风险提示：**管理改变带来业绩波动风险、单件快递盈利较少带来波动风险

- 01 巨头赋能——品质京东化
- 02 三层低估——行业预期差
- 03 投资亮点——量升成本降
- 04 盈利预测——规模效应提升盈利能力
- 05 风险提示

# 1.1 京东物流的高效和竞争力

- ◆ 给予消费者极致的送货品质体验是京东核心竞争力之一
- ◆ 而京东高效而富有竞争力的送货体验则是来自于京东物流独有的仓配一体化模式
- ◆ 尤其是通过京东物流仓结合大数据算法，将部分商品配置在前置仓，极大地缩短了消费者从下单-收货的时间

图：京东部分产品仓配一体化示意图



# 1.1 京东快递的竞争力排名不断提升

- ◆ 京东仓配一体化模式使得公众服务满意度持续提升
- ◆ 根据中国邮政局的调查，2022年Q3京东快递的公众满意度已经超过顺丰，位列第一名

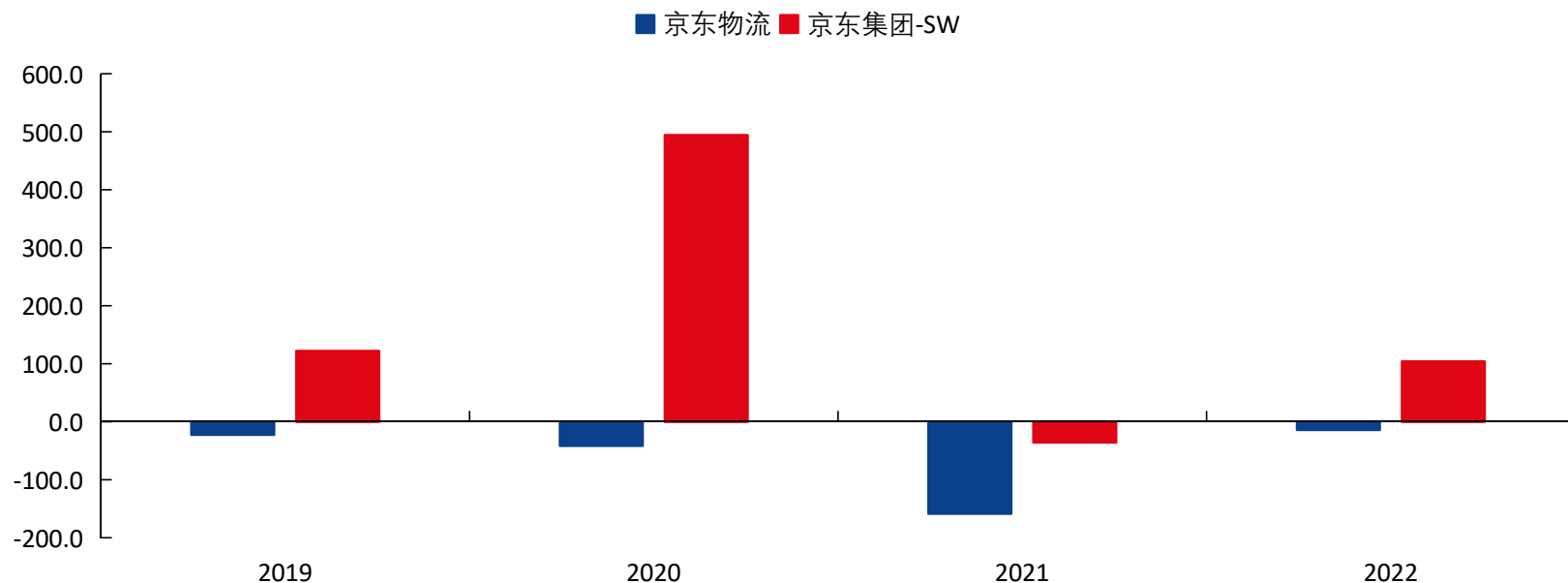
表：快递企业公众服务满意度排名

时间	第一名	第二名	第三名	第四名	第五名	第六名	第七名	第八名
2016	顺丰	EMS	中通	圆通	中通	韵达	百世	宅急送
2017	顺丰	EMS	中通	韵达	圆通	中通	百世	宅急送
2018	顺丰	EMS	京东快递	中通	韵达	圆通	百世	中通
2019	顺丰	EMS	京东快递	韵达	中通	百世	中通	圆通
2020	顺丰	京东快递	EMS	中通	韵达	百世	圆通	中通
2021	顺丰	京东快递	EMS	中通	韵达			
2022Q1	顺丰	京东快递	EMS	中通	韵达	圆通	申通	德邦
2022Q3	京东快递	顺丰	EMS	中通	圆通	韵达	申通	德邦

## 1.2 电商快递京东化两难——京东的代价

- ◆ 京东快递极致的品质体验造就了京东集团商业模式的成功，也让京东集团获得较为丰厚的利润回报
- ◆ 京东极致体验背后的成本体现在京东物流上市公司主体
- ◆ 因为是同一利益集团，京东集团可以在现金流上进行支持

图：京东物流归母净利润多年为负（亿元）



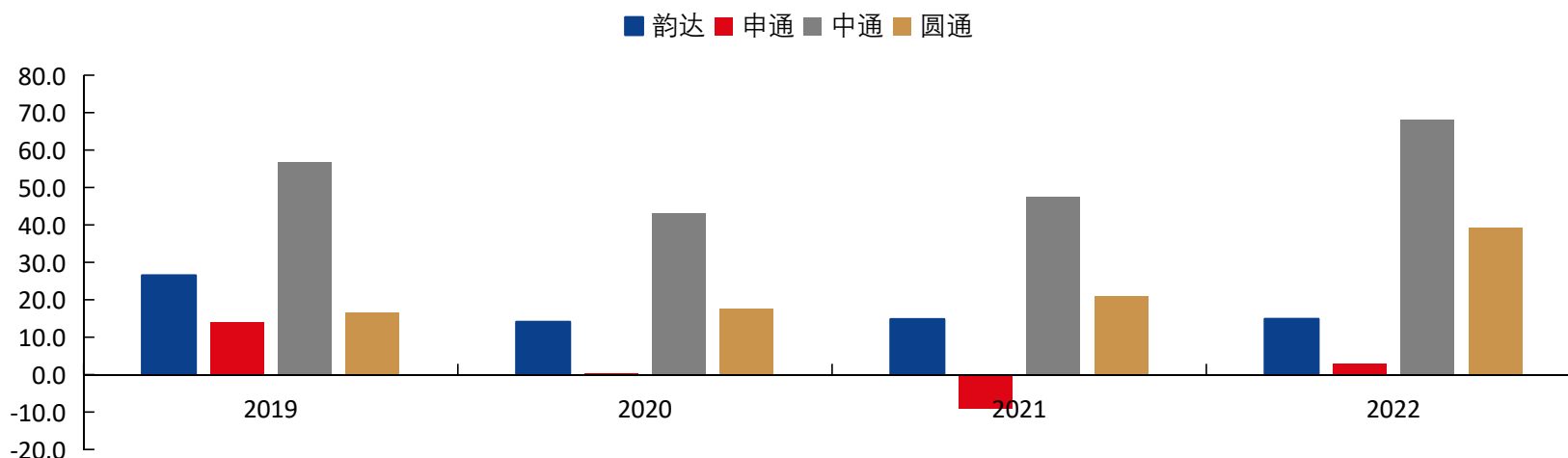
## 1.2 电商快递京东化两难

- ◆ 加盟制快递电商是独立的经营实体，在快速发展的同时必须兼顾现金流和利润

图：加盟制电商快递示意图



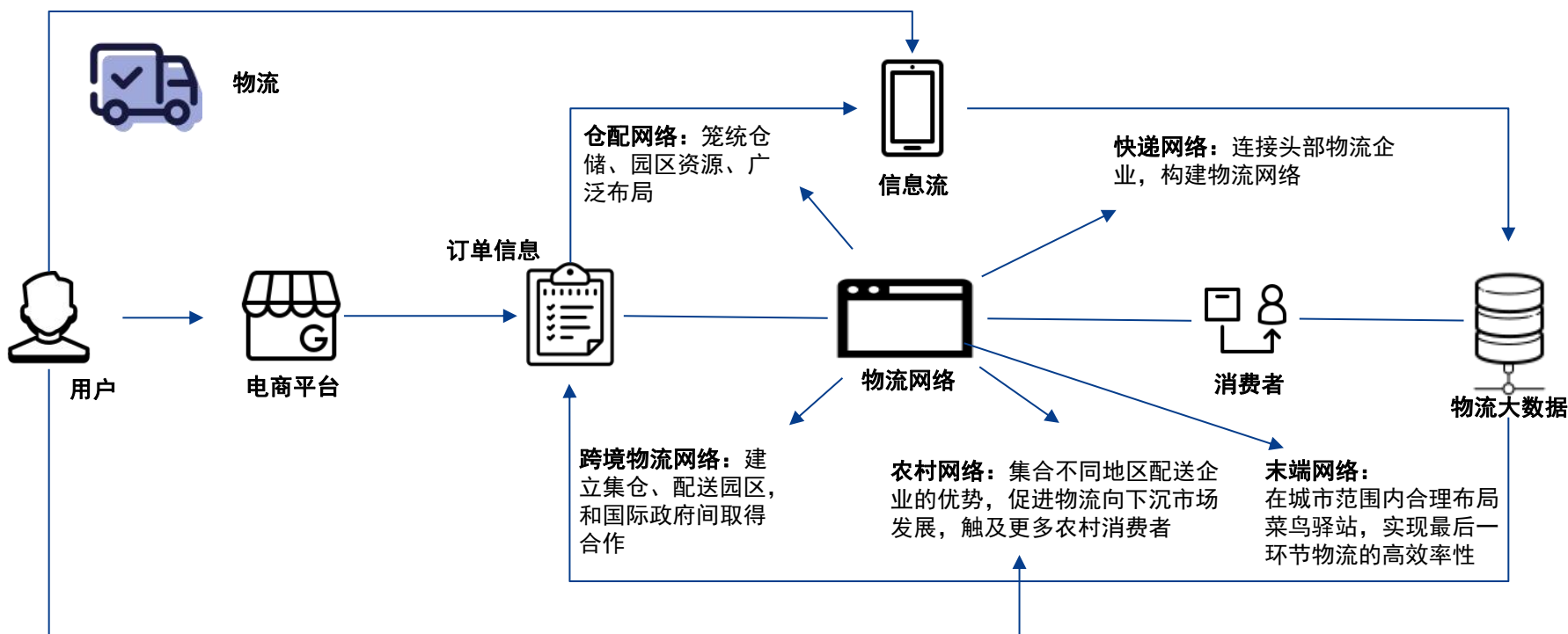
图：2020-2022年各加盟制电商快递归母净利润情况（亿元）



## 1.3 菜鸟的野心

- ◆ 为了提升天猫和淘宝的消费者体验，进一步优化阿里的物流渠道能力补全短板，在2013年，阿里终于下定决心，联合了以服务质量著称的顺丰和市占率更高的三通一达，孵化了菜鸟。

图：菜鸟的核心物流网络





## 1.3 菜鸟的野心

### ◆ 菜鸟通过资源整合，快速地构建了类似于仓配一体化的模式

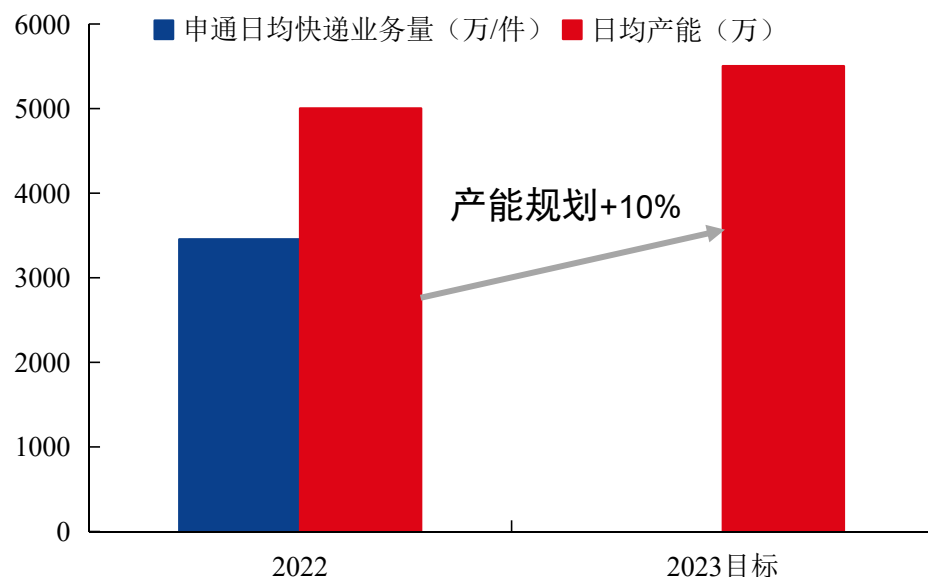
表：菜鸟与京东物流基础设施对比

基础设施类型	菜鸟	京东物流
仓配网络	B2C仓配网络目前拥有全国仓配网络7大枢纽，超过3000万+仓储面积，超过600万自营仓储面积，配送线路超过90000条	京东物流运营超1500个仓库，仓储总面积超3100万平方米（含云仓生态平台），云仓生态平台合作云仓的数量已超过2000个
陆运	全国范围拥有22个分拨中心和网点，其中自运营和合作伙伴运营的比例较高	自营运输车队运营超过4万辆运输车辆
空运	全球货运进出口双向覆盖全球150+国家，900+进出口空运线路	通过合作方式覆盖的航空货运航线超过1,000条。
末端配送	菜鸟驿站（包括农村地区及大学等）的总数量超过170,000个。位于城市住宅小区的菜鸟驿站超过116,000个，其中有逾80,000个提供送货上门服务	运营超过1.8万个配送站及网点，覆盖中国31个省、自治区和直辖市的300多个地级行政区
国际物流	1) 全球包裹服务覆盖全球220+个国家/地区，日均订单处理能力（常态支撑）200+万单；连接60+物流合作伙伴 2) 菜鸟网络的跨境物流合作伙伴数量已经有89家，覆盖全球224个国家/地区，跨境仓库数量达到231个，海外分拣中心总数增至15个，	全球拥有近90个保税仓库、直邮仓库和海外仓库，总管理面积近90万平方米。
收派人员	菜鸟直送配送员运力池超过400万	雇用超过29万名自有配送人员

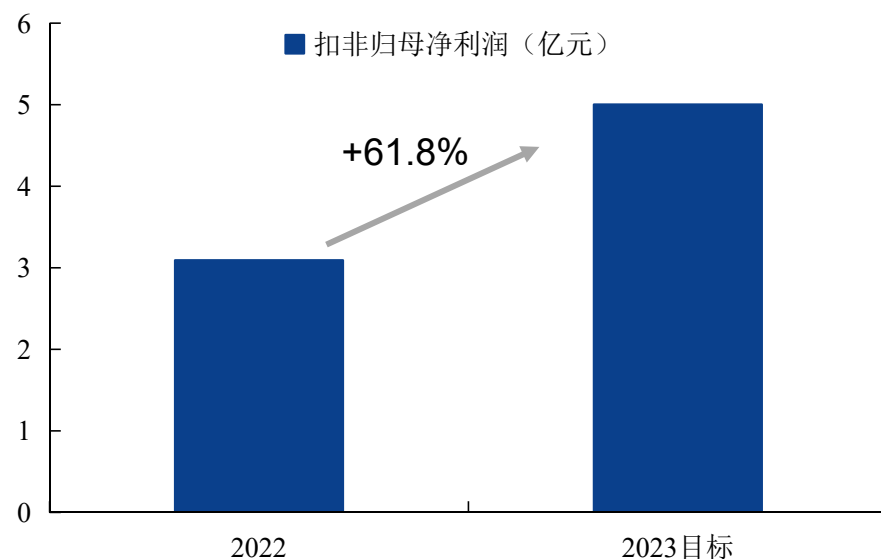
## 1.3 申通的规划

- ◆ 2020年起，申通提出了三年百亿计划，对新中心投产、升级设备。2022年申通全年共实施82个产能提升项目，推动常态吞吐能力站上日均5000万单量级。
- ◆ 根据股权激励：2023年第二个考核期目标为2023年业务量增速大于行业增速或扣非净利润大于5亿元，即2023年扣非净利润同比+61.8%

图：申通日均产能目标规划



图：申通股权激励归母净利润增长的实现条件



## 1.3 双方协同，两方共赢

- ◆ 5月18日，阿里巴巴董事会批准启动菜鸟集团上市计划，预计在未来 12到18个月内完成。
- ◆ 申通登顶5月菜鸟指数，业务量增速持续领跑行业；菜鸟启动618 预售订单夜派，大幅提升预售包裹半日达和次日达比例，预计菜鸟供应链预处理的包裹数量大幅度增长，申通有望持续受益。

图：菜鸟申通快递智选仓配次日达启动仪式



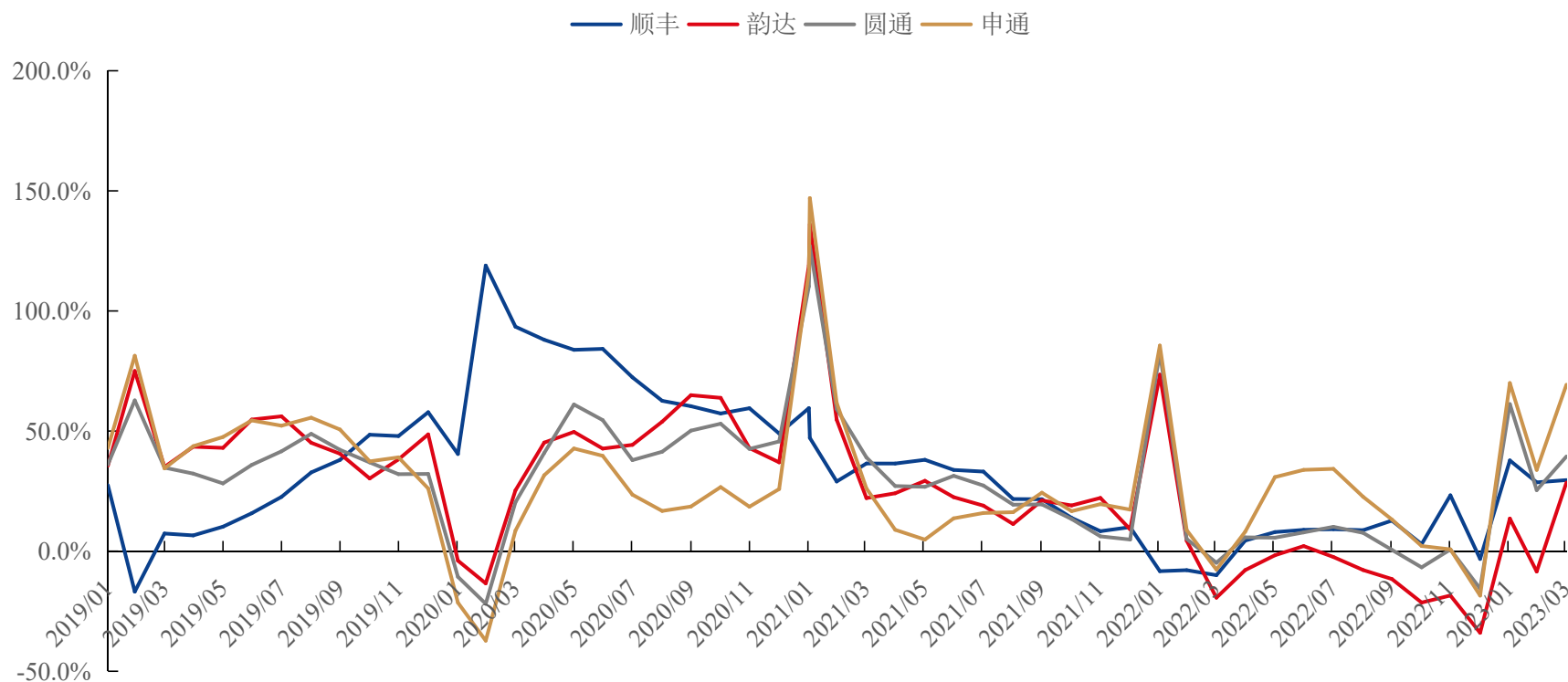
图：菜鸟申通快递智选仓配次日达助力生意增长



## 1.4 快递业务量增速领跑行业

◆ 4月，顺丰、韵达、圆通、申通业务量分别为9.68、14.55、17.37、13.39亿件，同比分别增长29.59%、28.53%、39.41%、69.28%

图：申通快递业务量增速领跑行业

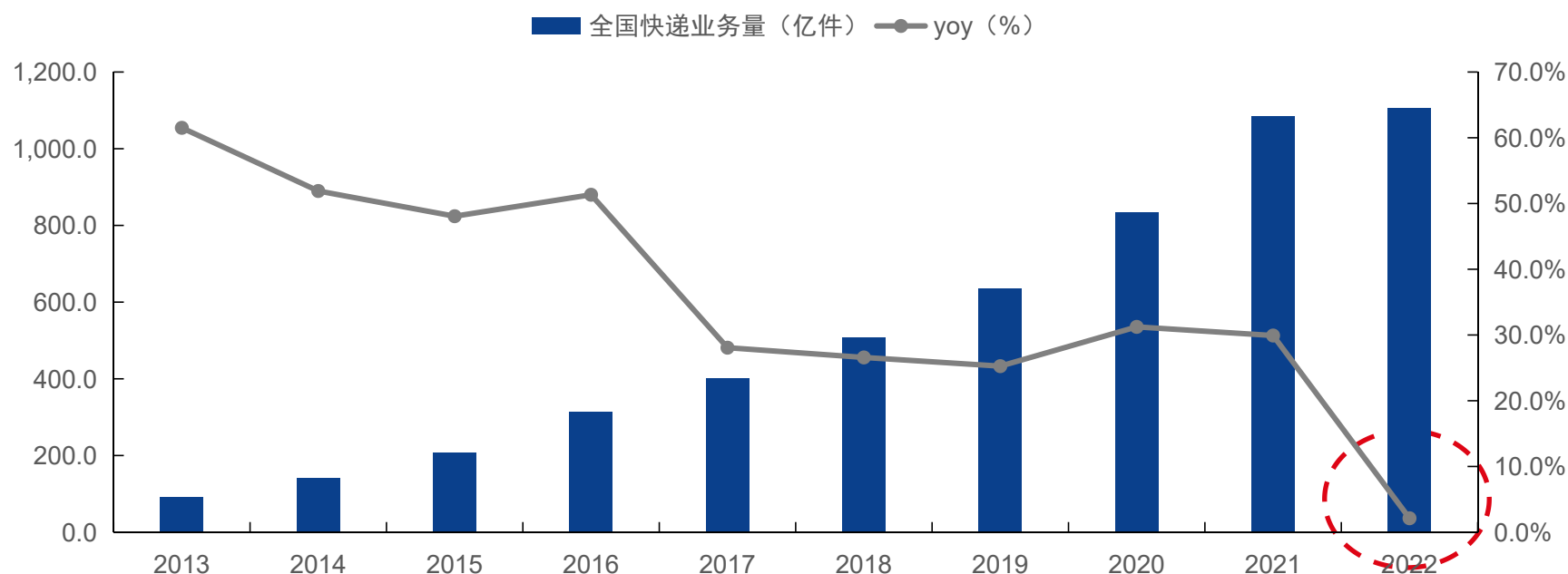


- 01 巨头赋能——品质京东化
- 02 三层低估——行业预期差
- 03 投资亮点——量升成本降
- 04 盈利预测——规模效应提升盈利能力
- 05 风险提示

## 2.1 国内快递行业增长的韧性被低估

- ◆ 年度行业快递增速首次出现业务量低增长，2022年全国快递量同比增长为2.1%
- ◆ 2022年的低增长是疫情背景下产生，具有特殊性
- ◆ 在2022年之前，全国快递量的增长一直高于29%

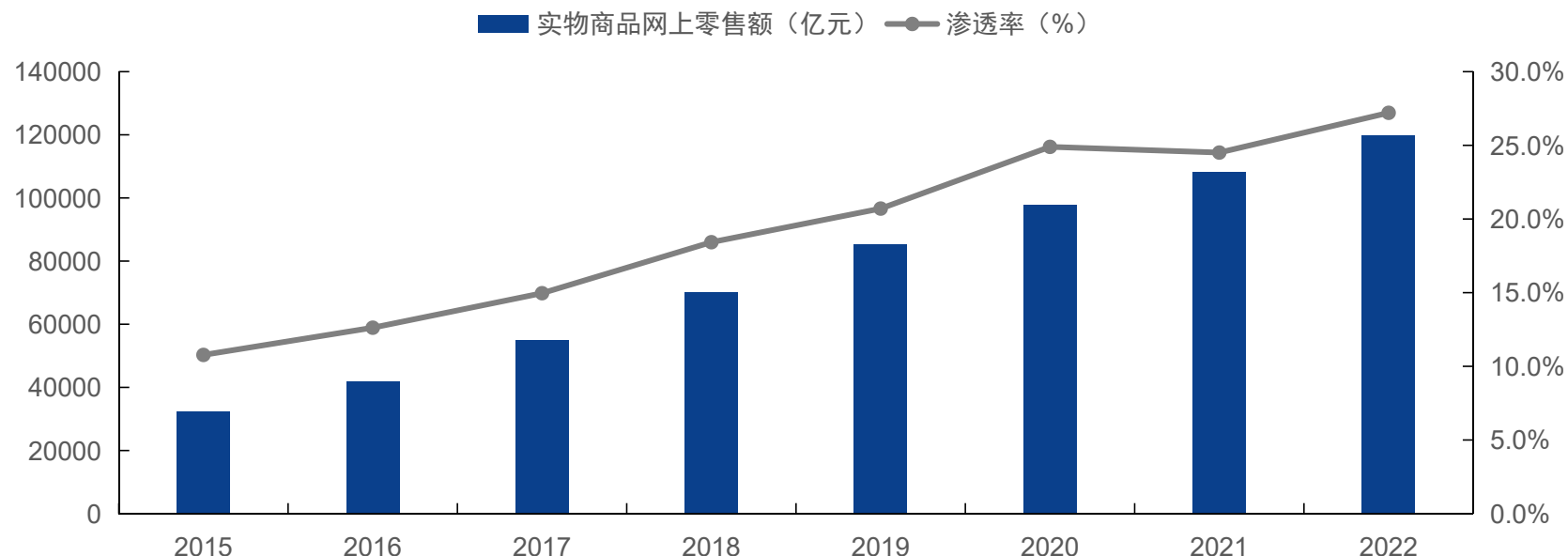
图：全国快递量以及同比增长示意图



## 2.1 电商渗透率仍有上升空间

- ◆ 2022年虽然快递量同比增速有所回落，但电商渗透率持续保持提升
- ◆ 2022年实物商品网上零售额达到119,642亿元，渗透率为27.2%。渗透率相比2021年提升2.7个百分点。

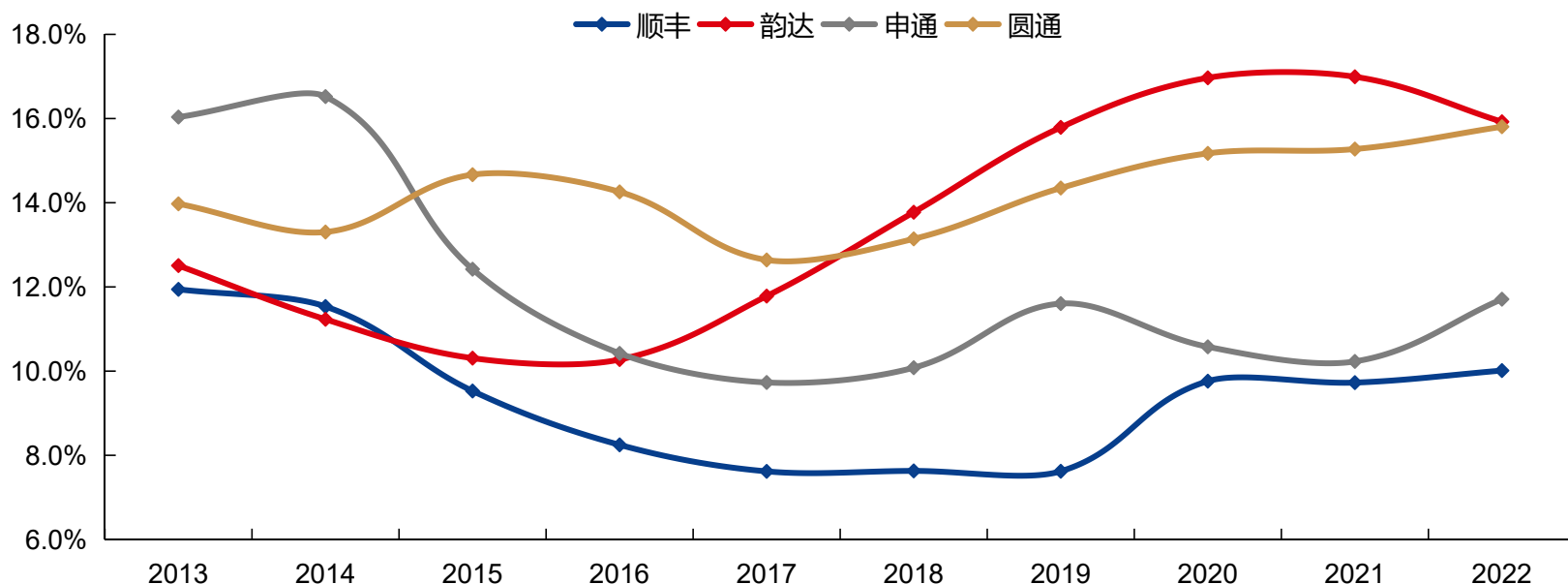
图：实物商品网上零售额及渗透率



## 2.1 龙头公司市占率提升有望持续

- ◆ 即使是行业进入低增速阶段，行业龙头有望依托综合优势持续提升份额，带来业绩增长
- ◆ 2017年来，优质龙头公司的市占率整体保持提升状态
- ◆ 2017年之前，由于行业增速保持40-50%以上高增长，导致大量中小企业进入

图：快递公司市占率

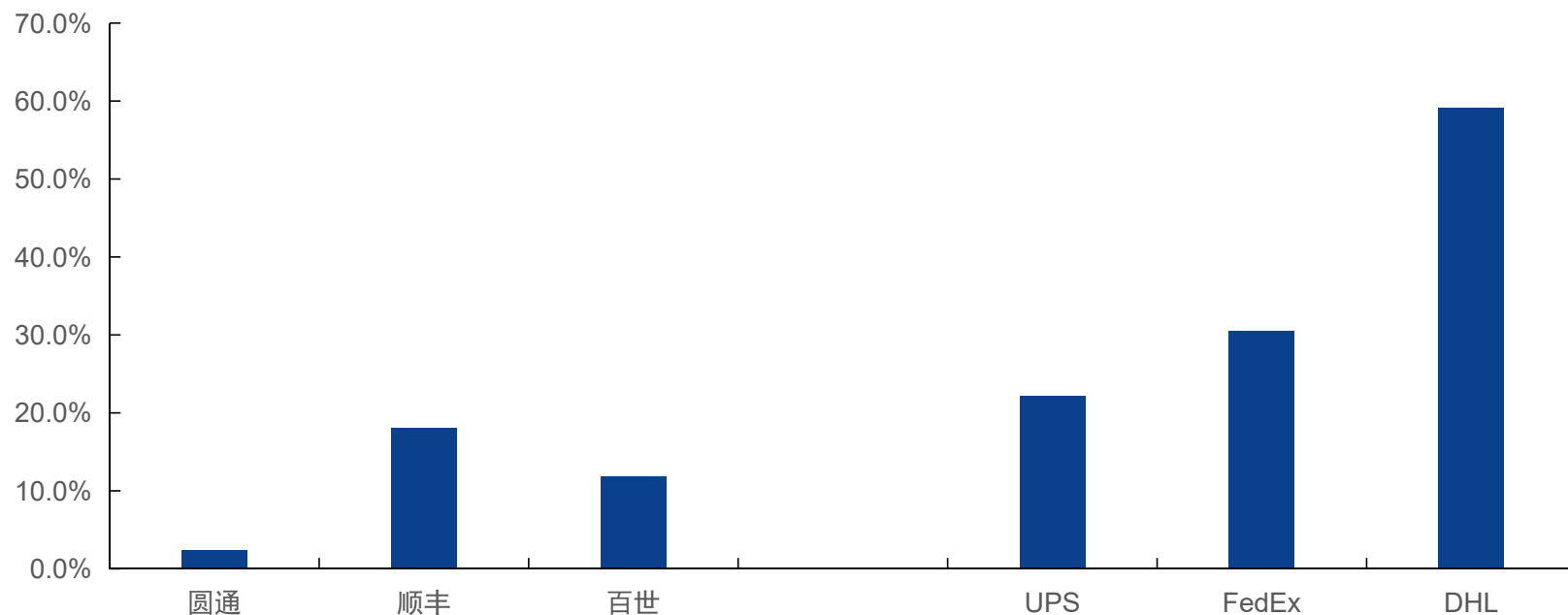




## 2.2 国际业务——快递公司的第二成长曲线

- ◆ 国际快递巨头都有较高的国际业务，说明国际业务既是可行的成长路径，也是必要的业务拓展范围
- ◆ 中国的快递龙头已经开始国际业务布局，2022年顺丰、圆通的国际业务收入占比分别为18.12% 和 2.34%。

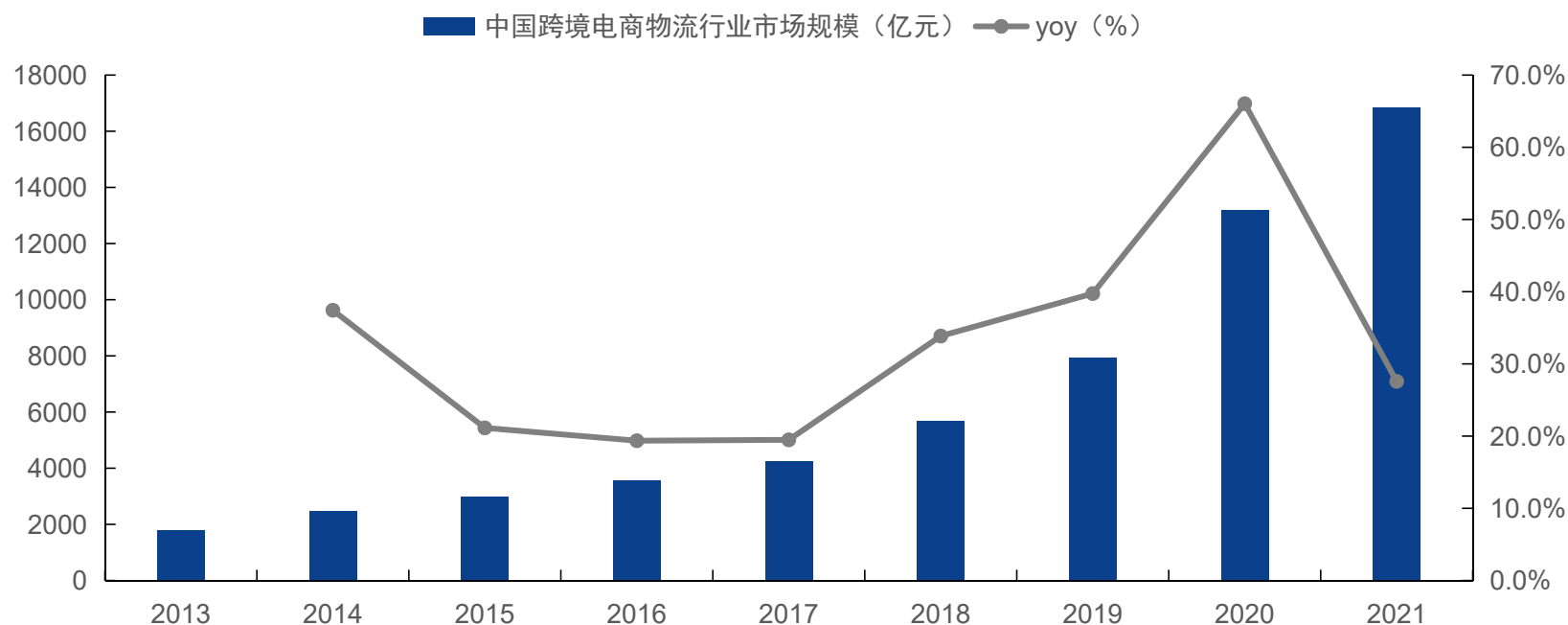
图：2022年全球典型快递公司国际业务营收占比



## 2.2 跨境电商保持较高增长水平

- ◆ 跨境电商是近年来的蓝海领域，即使在疫情期间，也显示出持续的高增长
- ◆ 2019-2021年中国跨境电商物流行业市场规模增速分别为39.7%、66.0%、27.6%

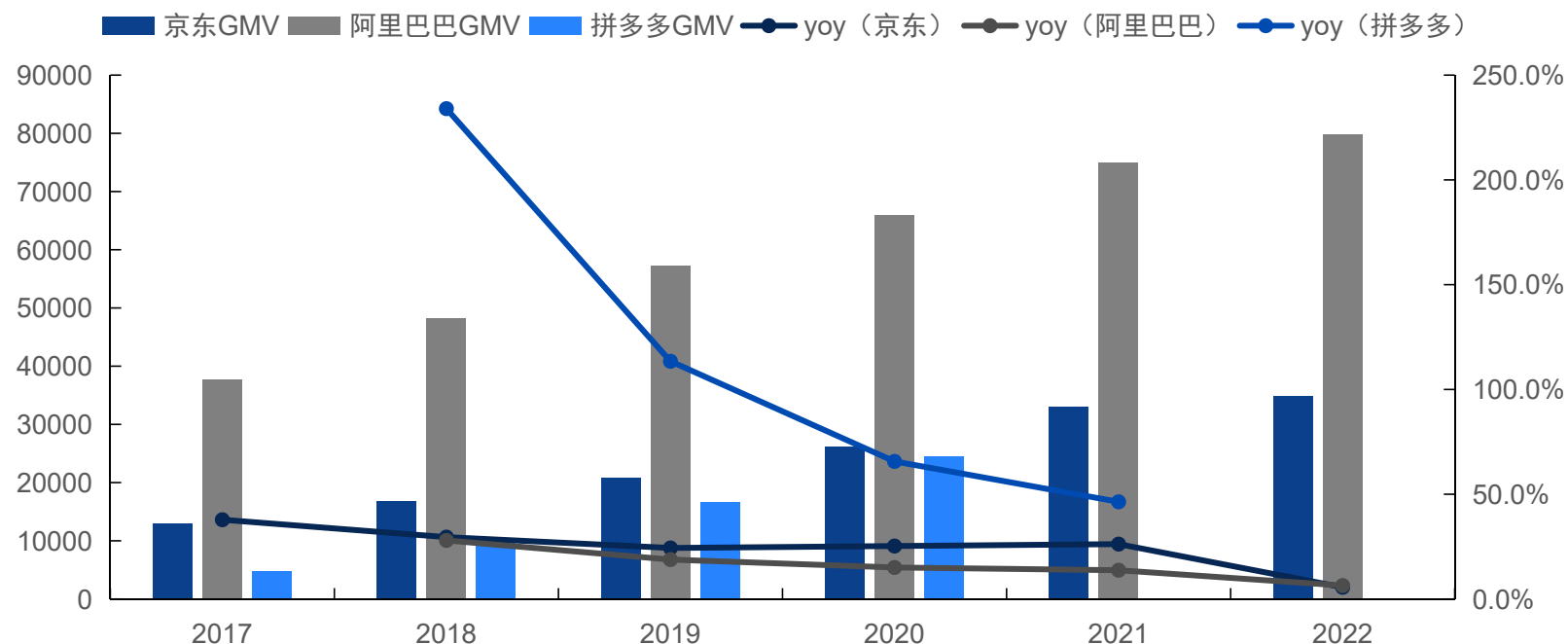
图：2013-2021年中国跨境电商物流行业市场规模



## 2.2 拼多多的启示——海外也在复制

- ◆ 产品性价比始终是消费者的追求之一
- ◆ 即使已经有电商龙头，依然可以用性价比切入
- ◆ 中国经验在海外有强大的生命力

图：京东、阿里巴巴、拼多多GMV数据及同比增速（亿元，%）



## 2.2 中国电商在海外体现出强大竞争力

- ◆ 根据data.ai公布的2023年1月iOS全球购物类App月活用户排行榜数据，Shein排名第2，速卖通排名第7，Temu则排名第17。
- ◆ 不断上升的全球电商用户量排名，使得这几家中国基因电商平台在海内外备受关注。





表：2023年1月iOS全球购物类App月活用户排行榜

活跃用户排名	公司	所属国家	活跃用户排名	公司	所属国家
1	 Amazon	美国	10	 Mercari	日本
2	 SHEIN	中国	11	 Target	美国
3	 Shopee	新加坡	12	 Wildberries	俄罗斯
4	 eBay	美国	13	 Mercadolibre	阿根廷
5	 Walmart	美国	14	 Nike	美国
6	 Lazada	新加坡	15	 Avito	俄罗斯
7	 AliExpress	中国	16	 Rakuten Ichiba	日本
8	 Aliexpress Russia	中国	17	 Temu	中国
9	 Etsy	美国			

## 2.2 中国电商在海外体现出强大竞争力

- ◆ 中国电商因地制宜，结合中国经验，采用不同策略
- ◆ 中国电商成长有望带动中国快递公司在全球走强

表：中国四大海外电商出海情况及竞争策略

名称	活跃市场区域	自身优势	最新动向
 Shein	主要覆盖北美、中东、拉美等地区	1、“小单快返”模式 2、独立站模式 3、通过流量聚合笼络忠实买家	1、设计提效，构建品牌防御墙 2、打造自身平台，输出供应链
 速卖通	覆盖全球超过200个国家地区，再韩国、巴西、西班牙等多国建立领先优势	1、敢于开拓，掌握全球多国新兴市场 2、背靠阿里，手握最为发达的国内外物流体系 3、积淀深厚，发挥巨大品牌影响力	1、推出商家自运营+全托管服务的多模式经营 2、提升到货时效，多地建设海外仓、优选仓 3、关注商品的性价比和售后服务，提升购物体验
 Temu	主要覆盖北美区域	1、选品极致性价比 2、擅长以社交、内容等多渠道裂变获客	1、流量为先加速扩张，布局加拿大、澳大利亚市场 2、加大招商工厂和工贸一体化商家，补充供应链
 TikTok Shop	已布局东南亚、英国、美国市场	1、掌握社交媒体巨大流量基数，客户导入便利 2、通过内容反哺电商营销，实现内容电商	1、助力优质商家快速提升，实现平台品牌升级 2、基于算法优势，精细化拆分海外市场

## 2.2 国际快递业务——国家政策支持

- ◆ 近年来，地方政府也发现跨境电商和国际快递的蓝海商机
- ◆ 浙江、上海、广西、江苏、福建、广东、重庆、吉林等省市均有出台鼓励政策

表：部分省市助推“快递出海”鼓励政策

时间	发布单位	政策
2020年3月	浙江	《浙江省人民政府办公厅关于开展快递业“两进一出”工程全国试点的实施意见》
2020年7月	国家邮政局、上海	《关于加快推进上海邮政快递业高质量发展合作协议》
2020年7月	广西	《关于印发中国（崇左）跨境电子商务综合试验区实施方案的通知》
2021年2月	江苏	《关于促进全省跨境电子商务高质量发展的工作意见》
2021年4月	厦门	《厦门市加快境外航空货运高质量发展的若干措施》
2021年6月	连云港	《关于促进中国（江苏）自由贸易试验区连云港片区联动创新协同发展的实施意见》
2021年11月	唐山	《唐山市关于推进对外贸易创新发展的若干措施》
2021年12月	广东	《关于推进跨境电商高质量发展的若干政策措施》
2022年6月	重庆	《中国（重庆）自由贸易试验区“十四五”规划（2021—2025年）》
2022年9月	吉林	《关于做好跨周期调节进一步稳外贸的实施方案》

## 2.2 快递公司在国际快递的布局

### ◆ 目前各中国快递公司的国际业务优先布局在东南亚地区

表：国内主要快递公司东南亚发展布局策略

公司名称	主要业务区域	经营模式
极兔	印尼、泰国、越南、马来西亚、菲律宾、新加坡	1、紧密联系本土头部电商Lazada与Shopee，增强客户粘性。 2、国内全套智能分拣系统+建立区域转运+片区集散+网点收派的形式移植海外，提升收派效率
顺丰	泰国	1、加强国际空网建设，加密新马泰东南亚流向的全货机定班航线，完善国际快递空网布局； 2、融合嘉里物流东南亚本土网络资源深耕细作，追平国际头部快递水平
中通	老挝、缅甸、柬埔寨、泰国	1、东南亚各国之间的快递往返业务：如 2020 年3 月，开通柬埔寨至越南陆运往返专线； 2、跨境电商合作：越南合作伙伴包括 SENDO、来赞宝、淘宝国际等跨境电商； 3、冷链运输服务布局：中通国际已将冷链服务拓展至老挝、缅甸、柬埔寨、泰国 4 个东南亚国家
圆通	越南、菲律宾	1、依托自有航空网络开发东南亚货运航线； 2、探索跨境电商铁路班列的运营和产品；
韵达	马来西亚、越南	1、开发海上航运路线
百世	泰国、越南、新加坡	1、大力建设分拣中心和末端站点； 2、开启二级加盟商制度

## 2.3 快递价格竞争进入温和时代

- ◆ 恶性竞争影响就业和民生，政府出台政策干预
- ◆ 2021年以来，国务院、市场监管总局、国家邮政局、江苏以及义乌等地方邮政局陆续出台政策，对快递行业的恶性价竞争进行指引

表：政策频发引导快递行业良性竞争

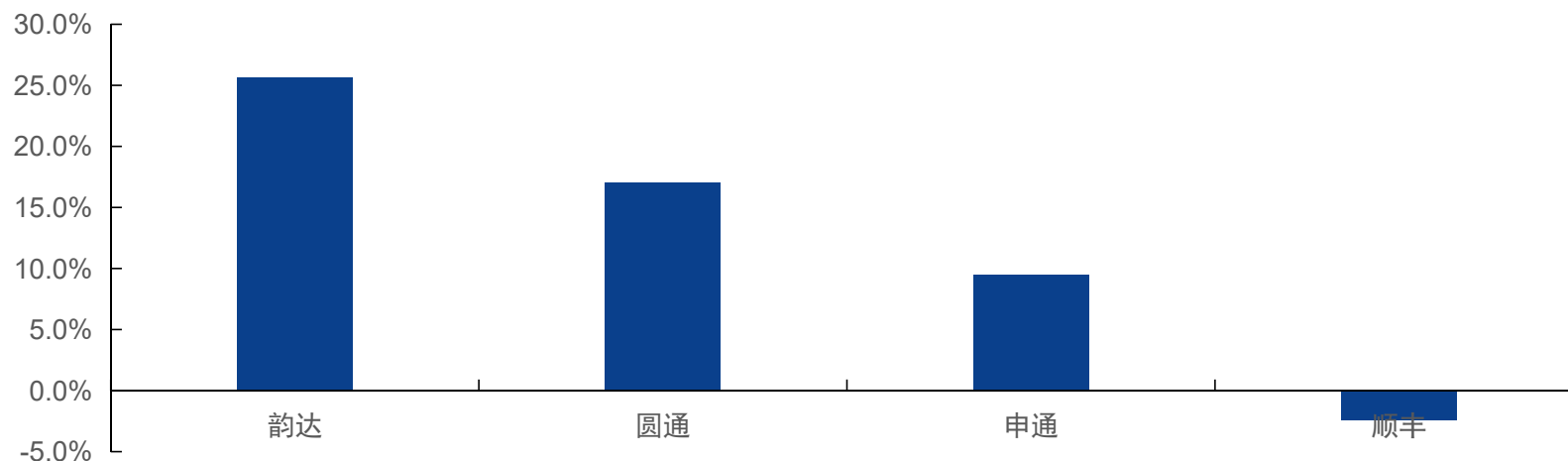
时间	政策	具体内容
2021.3	《关于维护行业平稳有序推进行业高质量发展的实施意见》	义乌邮政管理局发布《关于维护行业平稳有序推进行业高质量发展的实施意见》，要求维护市场秩序、科学制定增速标准,以及保护合法权益、不得随意降低派费标准
2021.4	《浙江省快递业促进条例（草案）》	浙江省政府审议通过《浙江省快递业促进条例（草案）》，规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务；电子商务平台经营者不得利用技术等手段阻断快递经营者正常服务；平台型快递经营者不得禁止或者附加不合理条件限制其他快递经营者进入
2021.7	《价格违法行为行政处罚规定（修订征求意见稿）》	市场监管总局发布《价格违法行为行政处罚规定（修订征求意见稿）》，界定低价倾销行为及相应的处罚标准
2022.1	《快递市场管理办法（修订草案）》	国家邮政局就《快递市场管理办法（修订草案）》开始公开征求意见，以促进快递业高质量发展为主线，坚持问题导向，从而适应快递市场监督管理工作实际，更加有效规范市场主体经营行为，促进快递业持续健康发展
2022.4	《关于加快建设全国统一大市场的意见》	中共中央国务院印发《关于加快建设全国统一大市场的意见》，依法查处不正当竞争行为。对市场主体、消费者反映强烈的重点行业和领域，加强全链条竞争监管执法，以公正监管保障公平竞争
2022.7	《2022年全省快递市场秩序整顿专项行动工作方案》	江苏省邮政管理局印发《2022年全省快递市场秩序整顿专项行动工作方案》，着力整治快递“黄牛”、利用快递服务“刷单”、低价无序竞争、快递末端服务不规范等突出问题。
2022.11	《快递服务》国家标准（征求意见稿）	关于征求《快递服务》国家标准（征求意见稿）意见的通知在国家邮政局网站公布，征求意见稿提出成本分区，要求快递服务主体根据产品种类、服务距离等因素，科学测算成本，以快件收寄地所在县到寄达地所在县为基本单元，向用户公布服务时限和服务价格，且不应无正当理由以低于成本价格提供快递服务。



## 2.3 价格竞争进入温和时代

- ◆ 政策干预下，2022年迎来快递服务价格的首次上涨，尤其是以电商快递为主的龙头公司价格上升更为明显
- ◆ 韵达、圆通、申通的快递服务价格分别上涨25.6%、17.0%、9.5%

图：2022年各快递公司快递单价变化幅度



## 2.3 长期看，价格下降有潜力，电商公司有动力

- ◆ 电商经过长期发展，意味着长期存活的卖家以业务量大的居多
- ◆ 日均300票，也就是一年10万单的业务量，快递降价0.1元，一年能节省成本1万元

表：不同业务规模对应快递降价幅度节省成本的敏感性分析

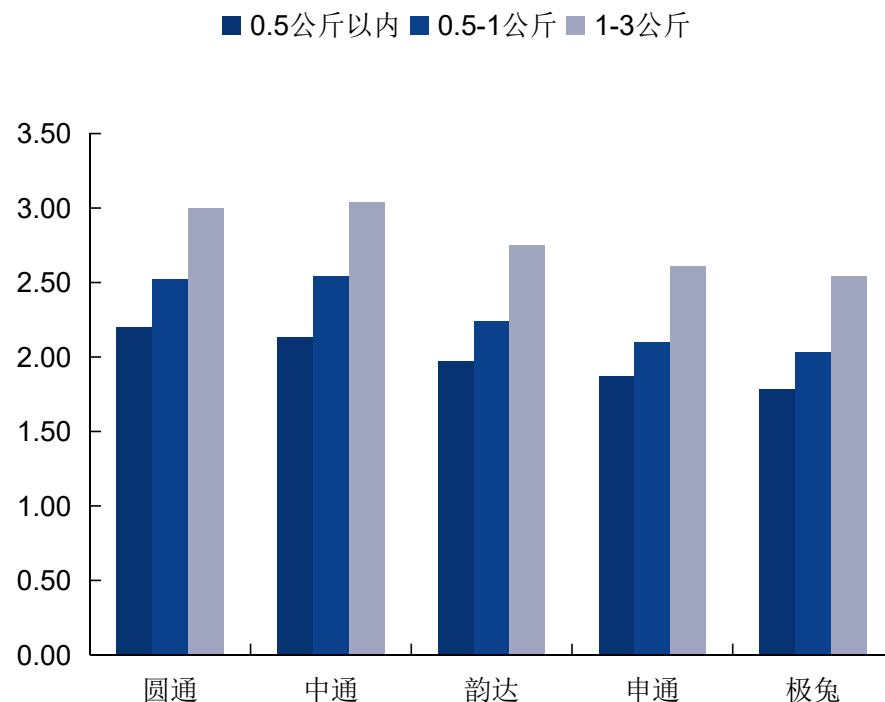
业务量规模(万)	快递降价幅度（元）			
	0.05	0.1	0.15	0.2
5	0.25	0.5	0.75	1
10	0.5	1	1.5	2
15	0.75	1.5	2.25	3
20	1	2	3	4
25	1.25	2.5	3.75	5
30	1.5	3	4.5	6

## 2.3 长期看，价格下降有潜力，龙头公司有动力

- ◆ 第一梯队和第二梯队快递公司终端价差有0.2-0.3元/票，给第一梯队公司提供了空间和报表基础
- ◆ 第一梯队公司已经积累了服务品质、利润、规模等综合竞争力优势

图：2023年3月各品牌不同重量规模电商件价格（元/件）

表：2023年3月各品牌不同重量规模电商件价差（元/件）

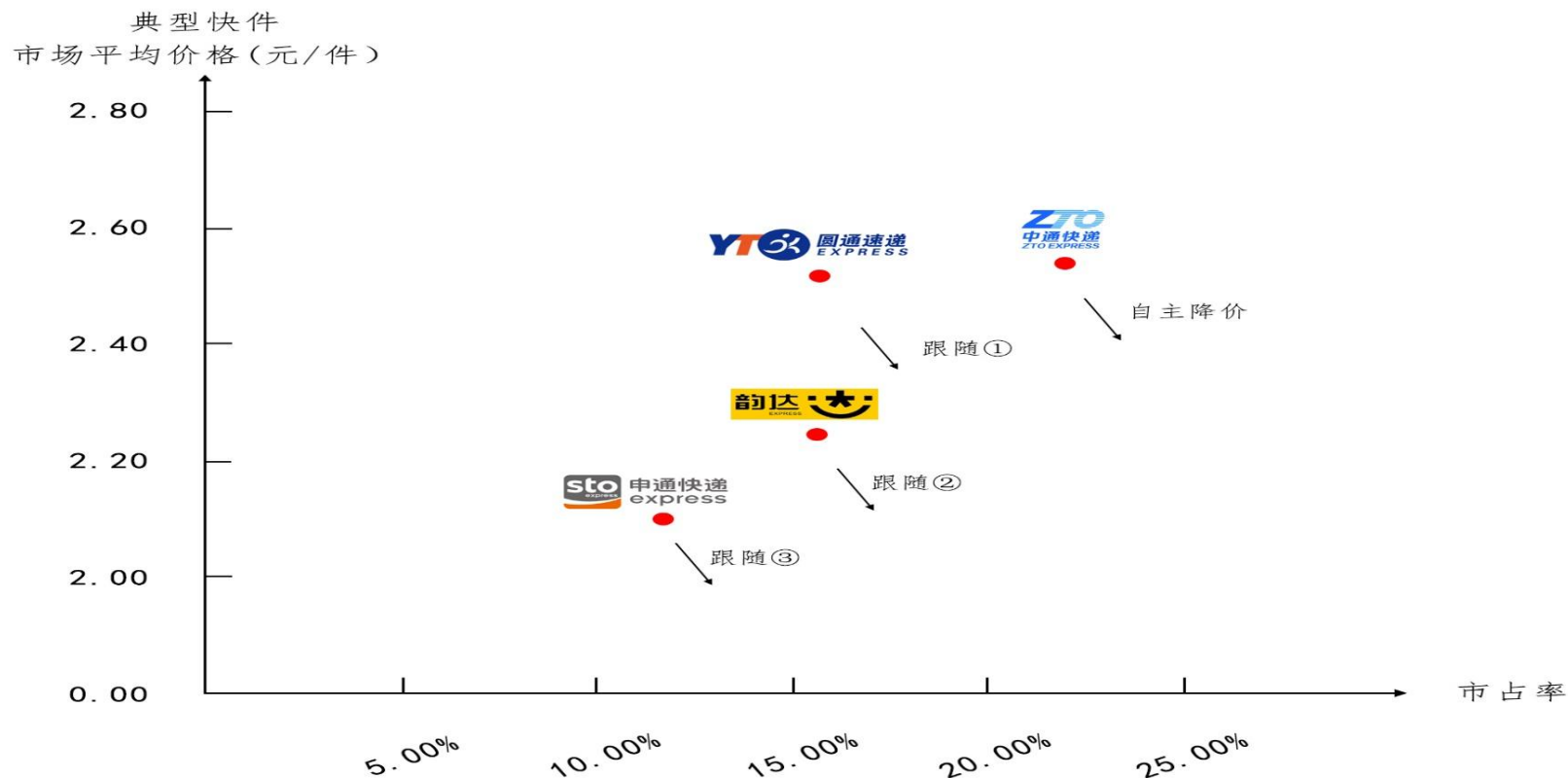


品牌	不同品牌间价差		
	0.5公斤以内	0.5-1公斤	1-3公斤
中通-圆通	-0.07	0.02	0.04
中通-韵达	0.16	0.30	0.29
圆通-韵达	0.23	0.28	0.25
韵达-申通	0.10	0.14	0.14
申通-极兔	0.09	0.07	0.07

## 2.3 节奏看，中通发起价格下跌，其他公司跟随

- ◆ 中通由于在利润端和市场份额具有领先优势，通常优先发起价格竞争
- ◆ 其他快递龙头处于跟随状态，因此往往业绩端体现有所滞后

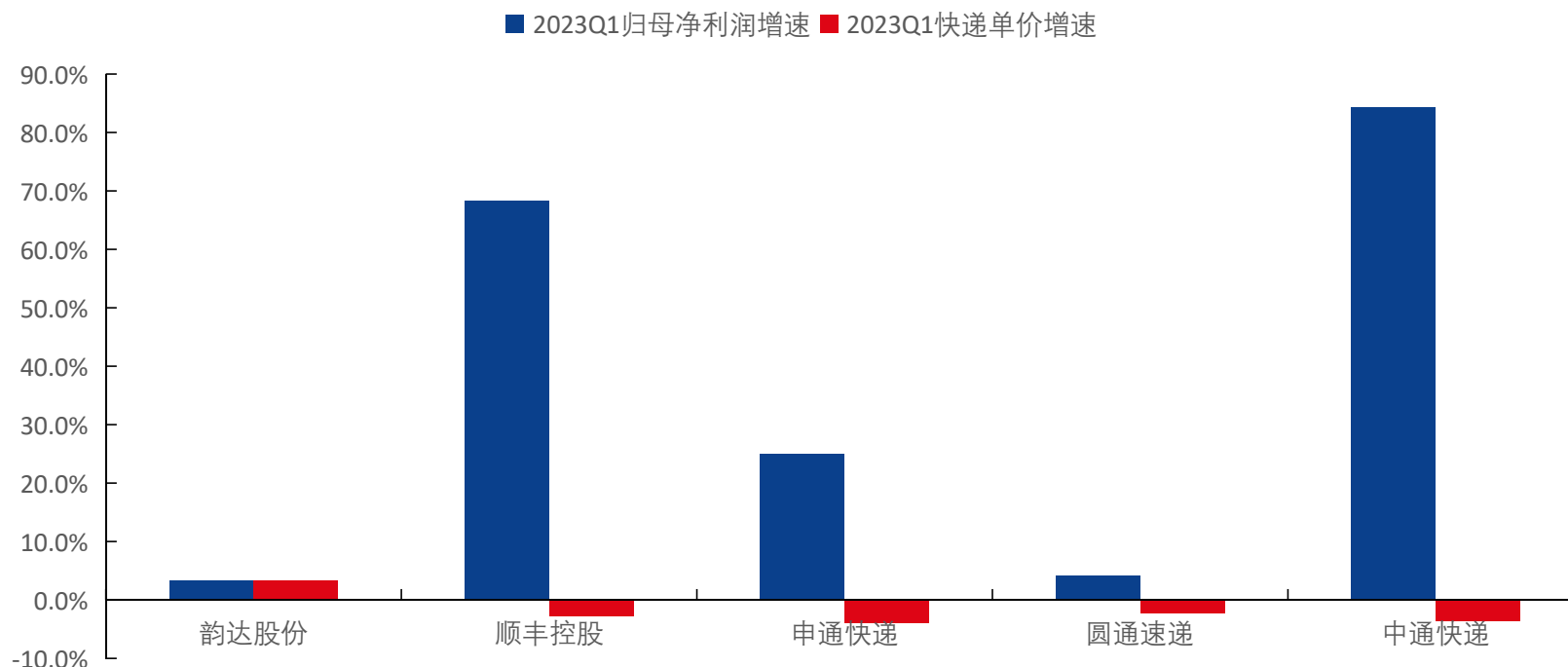
图：各快递公司价格联动模式



## 2.3 温和价格竞争下快递公司增长韧性较强

- ◆ 即使在过去激烈的价格竞争中，部分公司利润向下波动幅度较小，体现出强大的抗压能力
- ◆ 2023年Q1温和价格竞争下，大部分快递公司仍然呈现强劲的业绩增长

图：2023年Q1温和价格竞争下大部分公司业绩增长较好

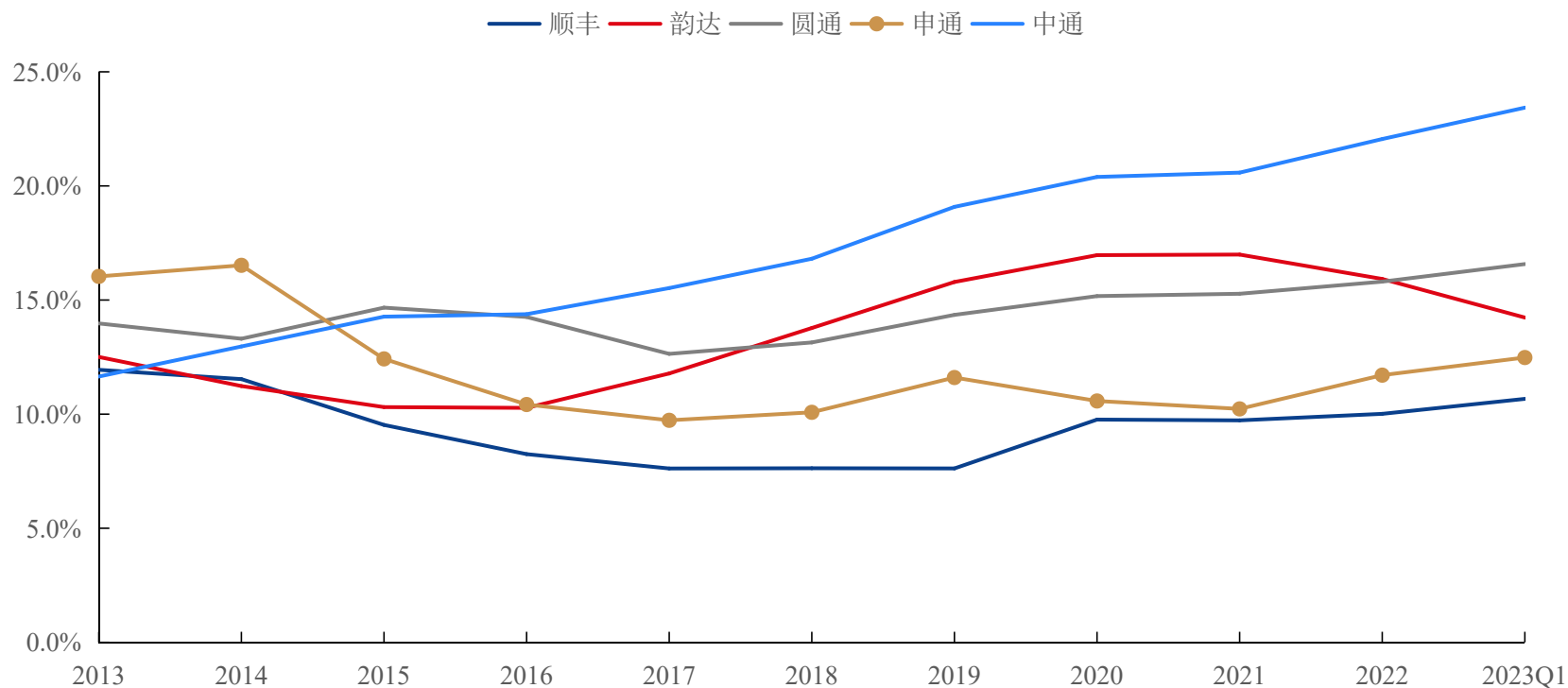


- 01 巨头赋能——品质京东化
- 02 三层低估——行业预期差
- 03 投资亮点——量升成本降
- 04 盈利预测——规模效应提升盈利能力
- 05 风险提示

## 3.1 曾经的第一，底蕴深厚

- ◆ 申通是最早采用加盟制探索电商快递的企业，2013年和2014年申通的市占率为第一
- ◆ 2014年之后申通市占率排名开始下滑主要固定资产投资不足，但在阿里的赋能下，能有效弥补该竞争短板

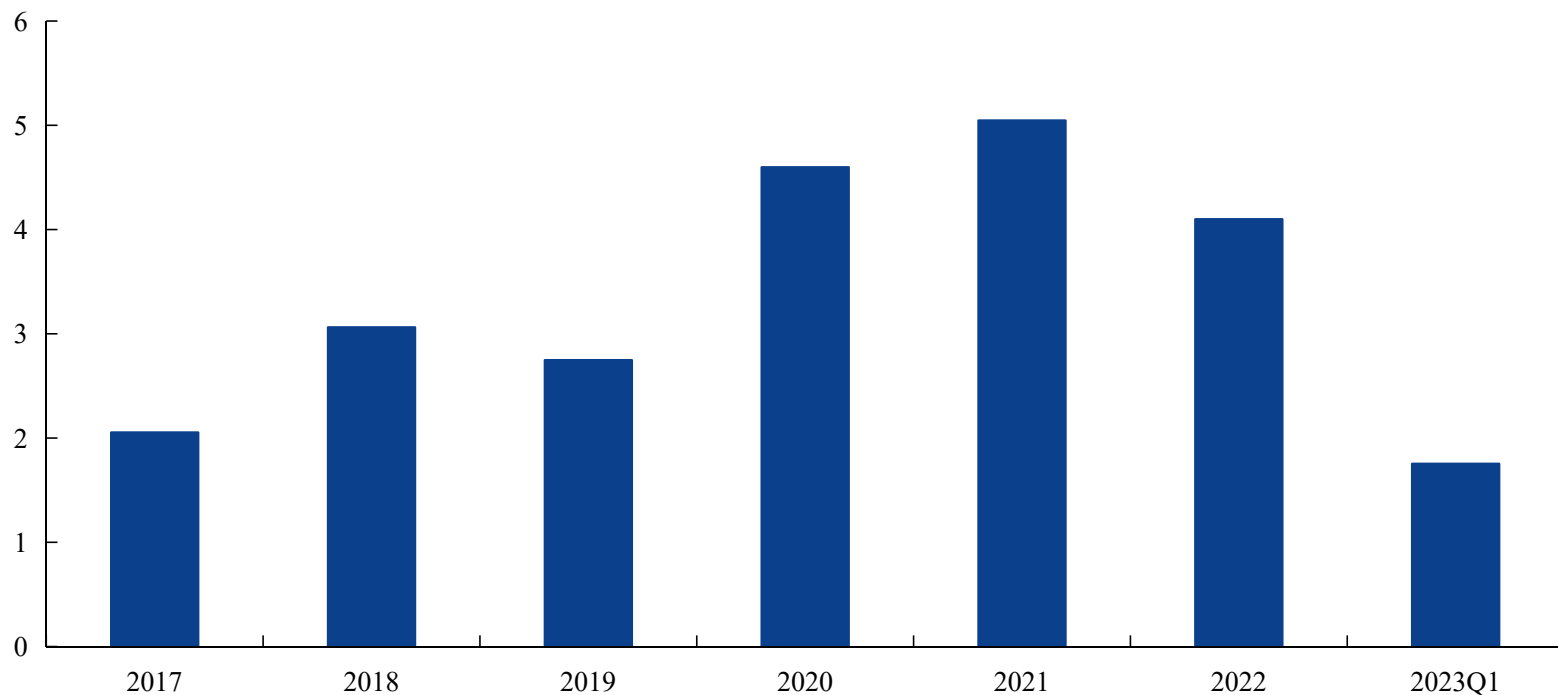
图：2013年-2023Q1快递公司行业市占率对比情况



## 3.2 目前第四，与第三差距并非无法跨越

- ◆ 目前申通市占率在几大上市快递公司中排名第四
- ◆ 22年申通市占率与第三名差距为4.1pct，23Q1这一数字大幅缩小至1.8pct，与第三差距并非无法跨越
- ◆ 申通“百亿计划”缩小基础设施差距同时有望实现市占率排名跃升

图：2017年后申通市占率与第三名差距（pct）

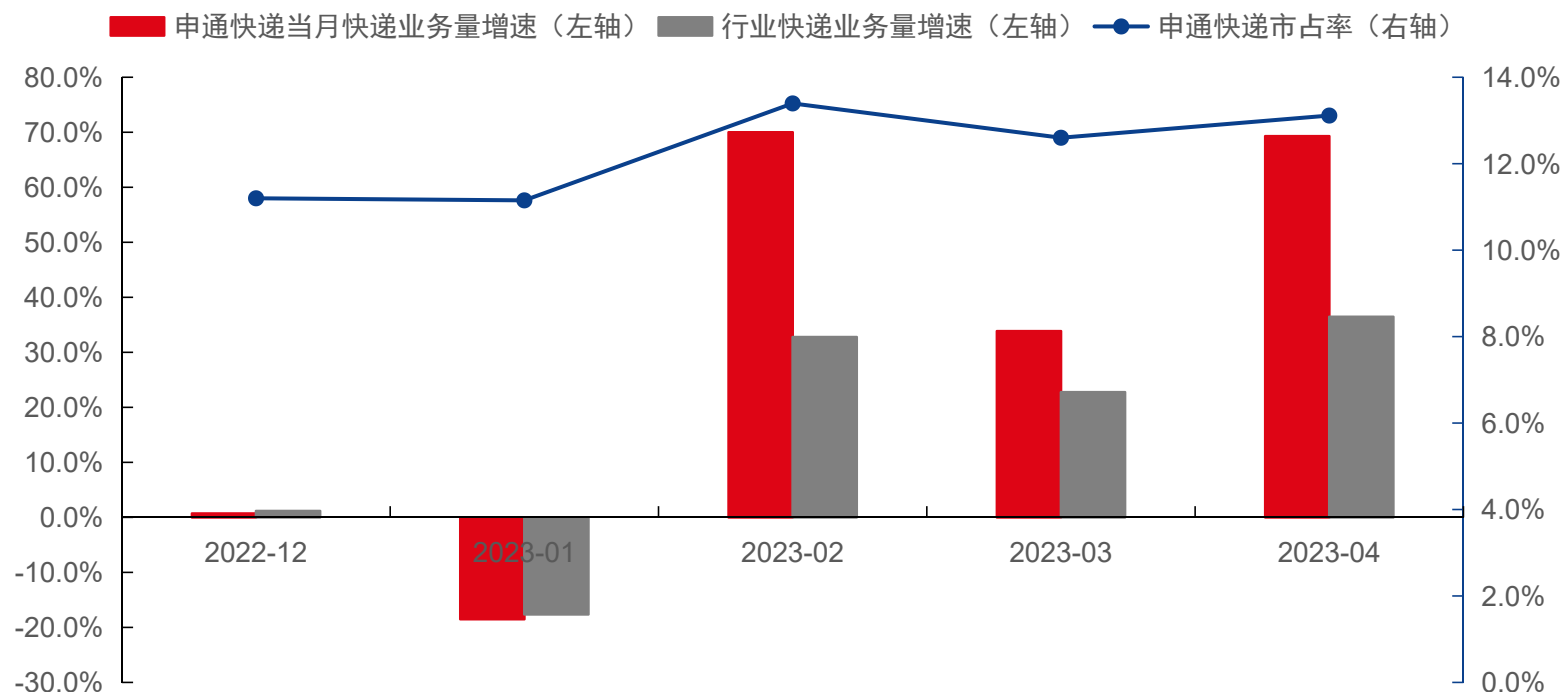




## 3.2 23年月度数据显示申通市占率不断提升

- ◆ 23年月度数据显示，申通快递市占率提升加速，2月快递业务量增速开始大幅超过行业增速，产能加速释放
- ◆ 4月份申通快递业务量增速为69.3%，超行业增速32.8个百分点；4月份申通市占率为13.1%，同比提升2.5个百分点

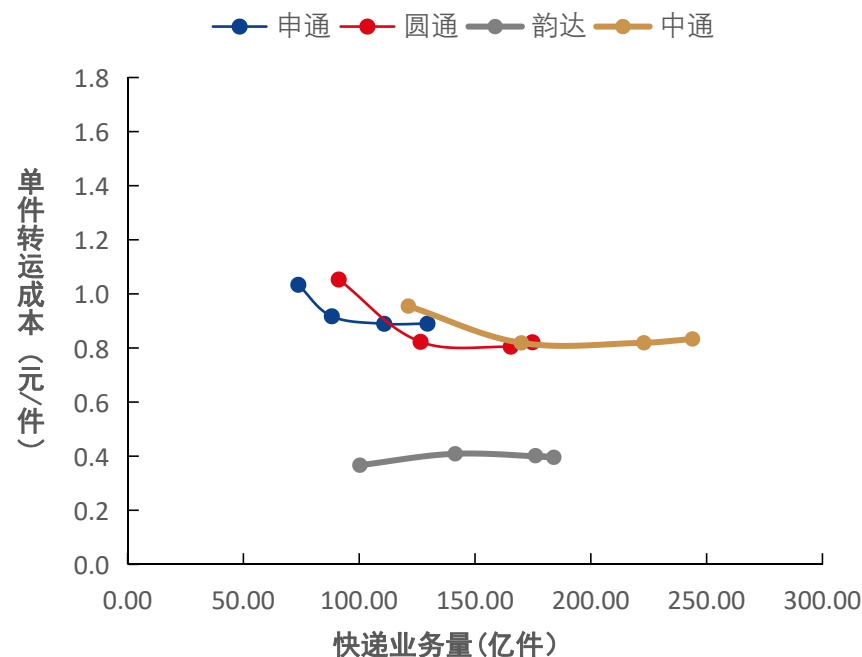
图：月度数据显示申通市占率不断提升



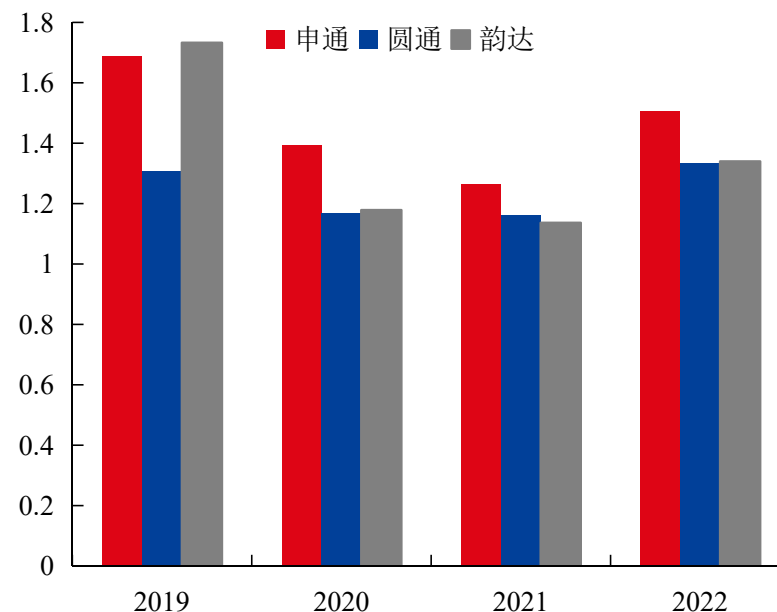
### 3.3 成本有较大下行空间

- ◆ 历史上随着快递量提升带来的规模效应是单位成本的主要因素
- ◆ 在菜鸟的助力下，申通快递量进入高速增长阶段，单位成本有望实现较大下降

图：申通单件转运成本仍有下降空间



图：申通单件派送成本仍有下降空间（元/件）

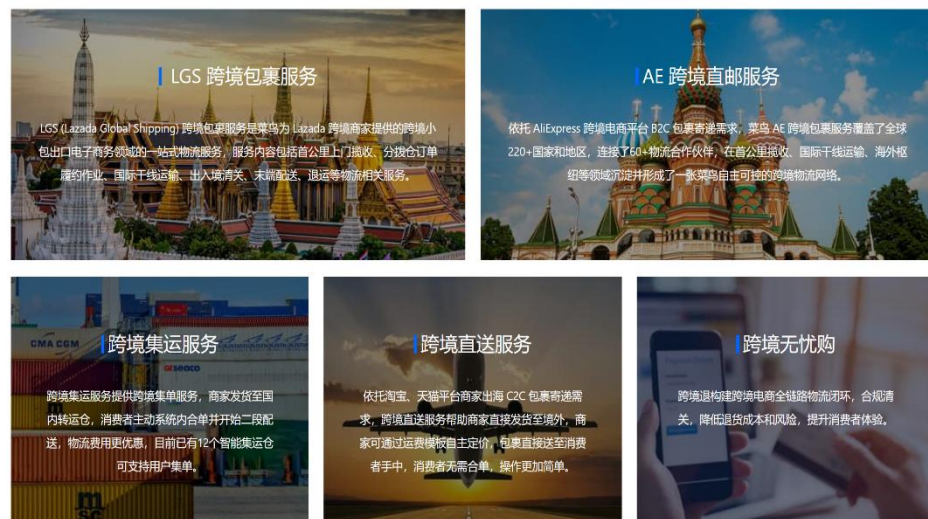


## 3.4 申通国际快递有望受益于菜鸟跨境物流布局

- ◆ 菜鸟跨境物流网建设日臻完善。当前，菜鸟已在全球布局6大智慧物流枢纽，海外建有15个自动分拨中心，服务于进出口外贸的跨境仓库已突破100个，面积超300万平米。每月有240多架包机用于干线运输，并和全球超过60个口岸合作建立智能清关系统，其中菜鸟国际快递的“5美元10日达”物流产品已覆盖20个国家
- ◆ 外部业务体量大。截至2022年Q3，菜鸟外部收入占比已经提升至73%，21年3月，菜鸟日均跨境包裹量已经超过500万，目前日均处理跨境订单与全球三大快递巨头FedEx、DHL、UPS在同一梯队。

图：菜鸟出口包裹服务分类

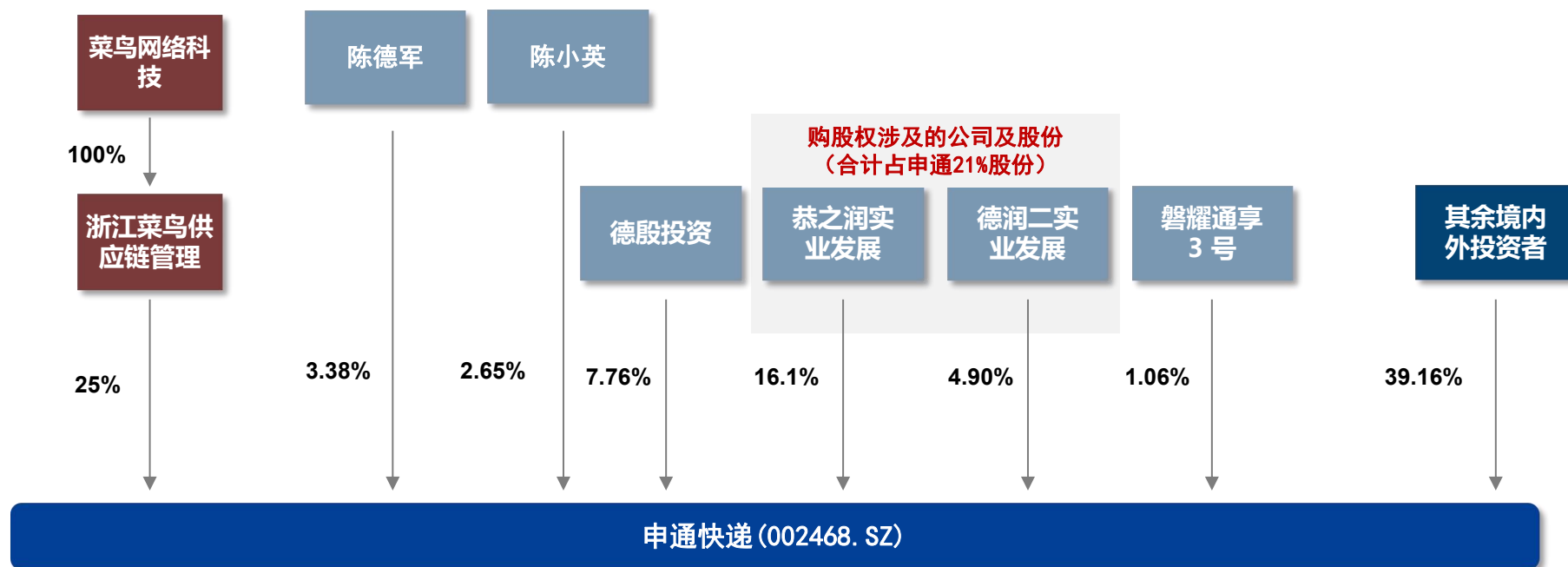
图：在国内优选仓及多个海外重点国家加码本地物流投入



### 3.5 独家优势，不可复制

- ◆ 别人口中的优秀孩子终究不是自己的娃
- ◆ 菜鸟的独家支持短期内不可复制

图：菜鸟入驻之后申通快递股权结构示意图



注：6月5日阿里网络与菜鸟签署了《关于购股权行权安排之协议》，菜鸟后续有权要求阿里网络优先指定其作为购股权的行权主体。若菜鸟行权，菜鸟可以直接或间接进一步拥有申通共21%股份，即向德股投资和陈德军、陈小英发出书面通知要求购买：（1）德润二100%的股权或德润二届时持有的4.9%的申通股份；（2）恭之润100%的股权或恭之润届时持有的16.1%的上市公司股份

- 01 巨头赋能——品质京东化
- 02 三层低估——行业预期差
- 03 投资亮点——量升成本降
- 04 盈利预测——规模效应提升盈利能力
- 05 风险提示

## 4.1 规模效应提升盈利能力

### 申通快递重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,255	33,671	40,178	46,439	53,732
YoY (%)	17.1	33.3	19.3	15.6	15.7
净利润(百万元)	-909	288	752	952	1,204
YoY (%)	-2603.2	131.6	161.5	26.5	26.5
毛利率 (%)	2.3	4.4	5.6	5.6	5.7
EPS (摊薄/元)	-0.59	0.19	0.49	0.62	0.79
ROE (%)	-11.6	3.3	8.4	9.6	10.8
P/E (倍)	-19.2	60.8	23.2	18.4	14.5
P/B (倍)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6
净利率 (%)	-3.6	0.9	1.9	2.0	2.2

### 申通快递收入预测明细

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
快递业务收入 (亿元)	246.0	325.8	387.0	444.4	510.4
YoY	15.1%	32.4%	18.8%	14.8%	14.8%
其中：有偿派送 (亿元)	136.1	203.7	232.2	262.2	298.6
YoY	13.5%	49.7%	14.0%	12.9%	13.9%
中转收入 (亿元)	90.9	95.6	116.1	137.8	163.3
YoY	23.2%	5.2%	21.4%	18.7%	18.5%
信息服务 (亿元)	19.1	26.4	31.0	31.1	33.2
YoY	10.3%	38.8%	17.1%	0.5%	6.6%
其他业务收入 (亿元)	6.6	10.9	14.8	19.9	26.9
YoY	233.5%	66.5%	35.0%	35.0%	35.0%

# 财务报表预测与估值数据汇总

**申通快递（002468）股价（2023-06-09）：11.42元 投资评级：买入-A**

资产负债表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7099	5203	4913	6061	7514
现金	2235	2166	1491	2497	3478
应收票据及应收账款	851	935	1196	1267	1583
预付账款	246	304	352	406	471
存货	55	44	72	61	93
其他流动资产	3713	1754	1802	1829	1889
<b>非流动资产</b>	11668	15129	15893	16397	17049
长期投资	98	94	211	327	443
固定资产	5663	7357	8048	8503	8972
无形资产	1468	1569	1667	1765	1867
其他非流动资产	4440	6109	5966	5802	5767
<b>资产总计</b>	18767	20332	20805	22458	24563
<b>流动负债</b>	8309	9023	8746	9486	10409
短期借款	3672	1909	2790	2350	2570
应付票据及应付账款	2513	3261	3545	4315	4772
其他流动负债	2123	3853	2411	2821	3067
<b>非流动负债</b>	2581	3102	3099	3070	3051
长期借款	1165	729	726	697	678
其他非流动负债	1416	2373	2373	2373	2373
<b>负债合计</b>	10890	12125	11846	12556	13460
少数股东权益	49	38	38	38	38
股本	422	422	422	422	422
资本公积	3177	3041	3041	3041	3041
留存收益	4483	4770	5517	6467	7669
归属母公司股东权益	7828	8169	8922	9863	11065
<b>负债和股东权益</b>	18767	20332	20805	22458	24563

利润表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	25255	33671	40178	46439	53732
<b>营业成本</b>	24667	32196	37948	43826	50667
<b>营业税金及附加</b>	52	59	71	83	99
<b>营业费用</b>	155	178	224	259	299
<b>管理费用</b>	567	685	683	743	806
<b>研发费用</b>	108	124	156	177	206
<b>财务费用</b>	156	192	112	119	82
<b>资产减值损失</b>	-779	-151	0	0	0
<b>公允价值变动收益</b>	12	-12	0	0	0
<b>投资净收益</b>	103	104	75	87	92
<b>营业利润</b>	-927	487	1060	1319	1664
<b>营业外收入</b>	21	32	24	25	25
<b>营业外支出</b>	94	156	80	91	105
<b>利润总额</b>	-1000	363	1003	1253	1585
<b>所得税</b>	-89	90	251	301	380
<b>净利润</b>	-911	274	752	952	1204
<b>少数股东损益</b>	-2	-14	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	-909	288	752	952	1204
<b>EBITDA</b>	160	1448	2264	2733	3107



# 财务报表预测与估值数据汇总

申通快递（002468）股价（2023-06-09）：11.42元 投资评级：买入-A

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1920	2600	1989	3382	2863
净利润	-911	274	752	952	1204
折旧摊销	928	986	1150	1361	1440
财务费用	156	192	112	119	82
投资活动现金流	-3696	-796	-1839	-1778	-2000
筹资活动现金流	824	-1788	-826	-598	119
每股指标（元）					
每股收益 (最新摊薄)	-0.59	0.19	0.49	0.62	0.79
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.25	1.70	1.30	2.21	1.87
每股净资产 (最新摊薄)	5.11	5.34	5.83	6.44	7.23

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	17.1	33.3	19.3	15.6	15.7
营业利润(%)	-907.0	152.5	117.6	24.4	26.2
归属于母公司净利润(%)	-2603.2	131.6	161.5	26.5	26.5
获利能力					
毛利率(%)	2.3	4.4	5.6	5.6	5.7
净利率(%)	-3.6	0.9	1.9	2.0	2.2
ROE(%)	-11.6	3.3	8.4	9.6	10.8
ROIC(%)	-4.9	2.4	5.7	6.9	7.6
偿债能力					
资产负债率(%)	58.0	59.6	56.9	55.9	54.8
流动比率	0.9	0.6	0.6	0.6	0.7
速动比率	0.7	0.4	0.3	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.7	2.0	2.1	2.3
应收账款周转率	27.9	37.7	37.7	37.7	37.7
应付账款周转率	9.8	11.2	11.2	11.2	11.2
估值比率					
P/E	-19.2	60.8	23.2	18.4	14.5
P/B	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	42.0	6.3	4.0	2.8	2.2



- 01 巨头赋能——品质京东化
- 02 三层低估——行业预期差
- 03 投资亮点——量升成本降
- 04 盈利预测——规模效应提升盈利能力
- 05 风险提示

## ◆ 阿里对于业务经营的管理改变带来业绩波动风险

阿里成为公司重要股东后展开对业务管理的一系列变革，可能短期内影响公司经营

## ◆ 单件快递盈利较少带来经营波动风险

申通快递在各家上市公司中单件快递的盈利较少，从而给公司在经营策略调整空间带来限制，一定程度上影响公司竞争力，带来阶段性业绩的波动

凌军，华金证券交通运输首席分析师，2023年3月入职华金证券研究所。曾先后在平安证券、国泰君安任职交通运输高级分析师。

16年证券投资分析从业经验，4年交通运输卖方研究经验，3年交通运输买方研究经验。

2008、2009、2015年先后获得交通运输新财富分析师（团队）前三名；于2008、2009年获得卖方分析师水晶球奖第四名和第三名。

## 行业评级体系

### 收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

### 风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300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沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上。

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

## 分析师声明

凌军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址:

上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场30层

北京市朝阳区建国路108号横琴人寿大厦17层

深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦10楼05单元

电话: 021-20655588

网址: [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)