

002468.SZ

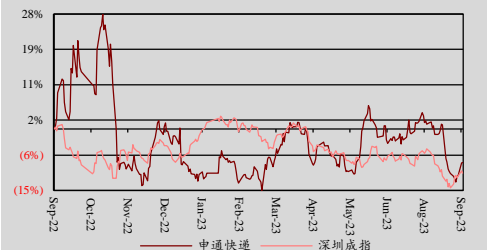
增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 10.30

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	0.9	(9.2)	(1.2)	(7.4)
相对深圳成指	6.1	(3.0)	2.5	2.4

发行股数(百万)	1,530.80
流通股(百万)	1,492.05
总市值(人民币 百万)	15,767.26
3 个月日均交易额(人民币 百万)	118.89
主要股东	
浙江菜鸟供应链管理有限公司	25

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2023 年 9 月 5 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 物流

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

联系人: 刘国强

guoqiang.liu_01@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122070018

申通快递

快递收入良好增长, 成本优化增厚利润水平

公司披露 2023 年半年度业绩, 营业收入为 190.86 亿元, 同比增长 27.58%; 归母净利润实现 2.18 亿元, 同比增长 15.73%, 整体符合我们预期。分业务看, 快递业务实现收入 181.74 亿元, 同比增长 24.85%, 物料销售和其他业务分别实现收入 0.64/8.49 亿元, 同比增长 43.75%/136.61%。今年公司快递业务实现收入占比 95.22%, 并保持稳定增长, 因此实现扣非后归母净利润 2.18 亿元, 同比增长 31.72%, 维持公司**增持**评级。

支撑评级的要点

- **快递业务良好增长, 经营业绩同比大幅领先行业。**公司快递业务上半年实现收入 181.74 亿元, 同比增长 24.85%, 低于上年同期增速 (34.2%), 但大幅领先快递行业同比增速 11.3%。完成快递件量 77.20 亿件, 同比增长 35.92%; 单票收入约 2.35 元, 同比下降 8.2%。上半年公司不断提升市场份额, 市占率由 11.09% 提升至 12.97%。从供给端看, 公司上半年持续推进产能提升, 全年计划实施 37 个产能提升项目和 18 个改造优化项目, 预计 2023 年底常态吞吐产能提升至日均 6,000 万单以上。从需求端看, 公司上半年时效质量提升效果显著, 揽签时效缩短至 44 小时, 在多个主流平台的物流指数排名提升, 客户服务体验明显提升。同时, 公司上半年存在 25% 股份转让菜鸟, 有望持续获得阿里及菜鸟赋能。
- **单票价格小幅回落, 单票成本同比环比下降。**公司上半年单票价格 2.35 元, 同比下降 8.2%。单票成本 2.25 元, 同比下降 7.8%。从价格端看, 公司持续改善货品结构, 单票货重下降; 菜鸟裹裹业务占比减少, 由于其价格高于其他业务, 故整体平均单价下降。从成本端看, 核心成本项有效改善, 公司扩大自研自动化分拣设备的有效应用, 持续提升分拣效率, 并优化自有车队运力结构及路线规划, 加大各环节数智化能力的建设投入, 实现成本良好控制。预计公司将得益于规模效益进一步提升, 实现成本端持续优化。
- **展望后市, 需求端利好叠加供给端公司产能优化, 公司下半年有望基于降价争量、成本优化增厚利润水平。**公司上半年快递业务实现毛利润 8.3 亿元, 毛利率 4.59%, 同比下降 0.17pct。后续展望, 看好快递业务因后续进入旺季呈现的件量增长, 叠加产能积极扩容、规模效应带动成本改善, 公司实现利润端显著提升。

估值

- 由于上半年公司单票收入有所下滑, 我们调整此前盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润 6.10/10.02/14.27 亿元, 同比 +112.0%/+64.3%/+42.4%, EPS 为 0.40/0.65/0.93 元/股, 对应 PE 分别为 25.9/15.7/11.1 倍, 维持公司**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 需求增长不及预期、快递行业同业间竞争加剧、油价上升导致运输成本上升。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	25,255	33,671	40,123	46,661	54,232
增长率(%)	17.1	33.3	19.2	16.3	16.2
EBITDA(人民币 百万)	327	1,794	2,820	3,446	4,104
归母净利润(人民币 百万)	(909)	288	610	1,002	1,427
增长率(%)	(2,603.2)	(131.6)	112.0	64.3	42.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	(0.59)	0.19	0.40	0.65	0.93
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.49	0.61	0.90
调整幅度(%)	-	-	(18.7)	7.3	3.6
市盈率(倍)	(17.3)	54.8	25.9	15.7	11.1
市净率(倍)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA(倍)	52.8	12.9	6.9	4.9	3.6
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2
股息率(%)	0.0	0.0	1.0	1.6	2.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	25,255	33,671	40,123	46,661	54,232
营业收入	25,255	33,671	40,123	46,661	54,232
营业成本	24,667	32,196	37,294	43,326	50,074
营业税金及附加	52	59	76	88	103
销售费用	155	178	229	267	310
管理费用	567	685	859	999	1,161
研发费用	108	124	188	219	254
财务费用	156	192	224	167	115
其他收益	2	3	3	3	3
资产减值损失	(729)	(73)	(401)	(237)	(319)
信用减值损失	(50)	(78)	(44)	(44)	(44)
资产处置收益	(25)	(24)	0	0	0
公允价值变动收益	12	(12)	0	0	0
投资收益	103	104	75	87	92
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	(927)	487	886	1,405	1,948
营业外收入	21	32	27	29	28
营业外支出	94	156	125	141	133
利润总额	(1,000)	363	788	1,294	1,843
所得税	(89)	90	132	217	309
净利润	(911)	274	656	1,077	1,534
少数股东损益	(2)	(14)	46	75	107
归母净利润	(909)	288	610	1,002	1,427
EBITDA	327	1,794	2,820	3,446	4,104
EPS(最新股本摊薄, 元)	(0.59)	0.19	0.40	0.65	0.93

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,099	5,203	5,702	7,666	10,450
现金及等价物	2,235	2,166	2,581	4,250	6,646
应收帐款	851	935	1,193	1,282	1,595
应收票据	0	0	0	0	0
存货	55	44	70	62	91
预付账款	246	304	333	407	448
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,713	1,754	1,525	1,665	1,670
非流动资产	11,668	15,129	14,230	13,431	12,353
长期投资	489	566	716	796	876
固定资产	5,663	7,357	8,046	7,976	7,682
无形资产	1,450	1,536	1,498	1,465	1,427
其他长期资产	4,067	5,670	3,970	3,194	2,368
资产合计	18,767	20,332	19,933	21,097	22,803
流动负债	8,309	9,023	10,005	10,594	11,000
短期借款	3,672	1,909	3,178	2,000	2,000
应付账款	2,513	3,261	3,428	4,343	4,638
其他流动负债	2,123	3,853	3,400	4,251	4,362
非流动负债	2,581	3,102	1,217	967	1,092
长期借款	150	729	500	500	500
其他长期负债	2,431	2,373	717	467	592
负债合计	10,890	12,125	11,223	11,561	12,092
股本	422	422	422	422	422
少数股东权益	49	38	84	159	266
归属母公司股东权益	7,828	8,169	8,626	9,377	10,445
负债和股东权益合计	18,767	20,332	19,933	21,097	22,803

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	(911)	274	656	1,077	1,534
折旧摊销	1,400	1,517	1,788	1,964	2,136
营运资金变动	422	654	184	1,165	171
其它	1,010	156	574	305	348
经营活动现金流	1,920	2,600	3,201	4,511	4,189
资本支出	(2,873)	(3,592)	(1,171)	(1,306)	(1,306)
投资变动	(491)	2,335	(71)	(70)	(70)
其他	(332)	461	55	77	82
投资活动产生的现金流	(3,696)	(796)	(1,187)	(1,299)	(1,294)
银行借款	1,453	(1,184)	1,041	(1,178)	0
股权融资	(2,200)	(1,566)	(153)	(251)	(358)
其他	1,570	963	(2,486)	(114)	(141)
筹资活动现金流	824	(1,788)	(1,599)	(1,543)	(499)
净现金流	(952)	17	415	1,668	2,397

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	17.1	33.3	19.2	16.3	16.2
营业利润增长率(%)	(907.0)	(152.5)	82.0	58.6	38.6
归属于母公司净利润增长率(%)	(2,603.2)	(131.6)	112.0	64.3	42.4
息税前利润增长(%)	890.2	(125.9)	271.8	43.6	32.8
息税折旧前利润增长(%)	(54.2)	448.5	57.2	22.2	19.1
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(2,603.2)	(131.6)	112.0	64.3	42.4
获利能力					
息税前利润率(%)	(4.2)	0.8	2.6	3.2	3.6
营业利润率(%)	(3.7)	1.4	2.2	3.0	3.6
毛利率(%)	2.3	4.4	7.1	7.1	7.7
归母净利润率(%)	(3.6)	0.9	1.5	2.1	2.6
ROE(%)	(11.6)	3.5	7.1	10.7	13.7
ROIC(%)	(8.7)	1.3	7.0	11.7	17.1
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
净负债权益比	0.5	0.5	0.3	0.0	(0.2)
流动比率	0.9	0.6	0.6	0.7	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.7	2.0	2.3	2.5
应收账款周转率	27.9	37.7	37.7	37.7	37.7
应付账款周转率	10.1	11.7	12.0	12.0	12.1
费用率					
销售费用率(%)	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
管理费用率(%)	2.2	2.0	2.1	2.1	2.1
研发费用率(%)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
财务费用率(%)	0.6	0.6	0.6	0.4	0.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.6)	0.2	0.4	0.7	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	1.3	1.7	2.1	2.9	2.7
每股净资产(最新摊薄)	5.1	5.3	5.6	6.1	6.8
每股股息	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	(17.3)	54.8	25.9	15.7	11.1
P/B(最新摊薄)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	52.8	12.9	6.9	4.9	3.6
价格/现金流(倍)	8.2	6.1	4.9	3.5	3.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371