

申通快递 (002468. SZ)

三季度市占率提升明显，盈利能力短期承压

增持

核心观点

23年三季度净利润在盈亏平衡点附近。2023年前三季度营收293.4亿元(同比+21.8%)，归母净利润2.21亿元(同比+4.8%)，扣非归母净利润2.10亿元(同比+36.3%)；2023年三季度单季营收102.5亿元(同比+12.4%)，归母净利润0.03亿元(同比-87.7%)，扣非归母净利润-0.08亿元(去年同期-0.11亿元)。

公司三季度价格策略积极，业务量增长亮眼，市占率提升明显。在行业竞争加剧的背景下，申通三季度价格策略积极，单票快递价格约为2.12元，同比下降12.6%、环比减少0.13元。受益于积极的价格策略以及优化升级的网络，公司三季度业务量同比提升26%，增速为通达系中最高，公司三季度市占率提升至13.7%(同比和环比分别增加了1.0个百分点和0.3个百分点)。四季度是快递传统旺季，且随着申通网络继续升级和优化，业务量增长有望维持在较高水平。

公司三季度单票盈利环比下降，资本开支规模维持在较高水平。由于公司三季度降价抢量，其三季度毛利率为3.07%，同比提升、环比下降(22年Q3和23年Q2分别为2.76%和4.26%)；三季度单票扣非净利约0.00元，同比持平、环比下降(22年Q3和23年Q2分别为0.00元和0.02元)。公司2022年全面启动三年百亿产能提升项目，加强基础设施建设，提升全网吞吐产能，因此看到公司近两年资本开支呈上升趋势(20年、21年和22年资本开支分别为24.0亿元、28.7亿元、35.9亿元)，今年前三季度资本开支为21.4亿元，同比略微下降(22年前三季度为22.8亿元)。

风险提示：价格竞争恶化；电商快递需求增长低于预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。

考虑到行业竞争加剧且公司价格策略较激进，下调公司盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为4.5/8.6/11.7亿元(23-24年调整幅度分别为-49.6%/-44.9%)，分别同比增长55.1%/92.5%/36.5%。考虑到公司经营困境反转，维持公司“增持”评级，现在股价对应23-24年EPS的PE估值分别为33X、17X。

公司研究·财报点评

交通运输·物流

证券分析师：罗丹
021-60933142
luodan4@guosen.com.cn
S0980520060003

证券分析师：高晟
021-60375436
gaosheng2@guosen.com.cn
S0980522070001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	9.57元
总市值/流通市值	14650/14279百万元
52周最高价/最低价	11.96/9.51元
近3个月日均成交额	92.49百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《申通快递 (002468. SZ) -三季度市占率提升明显，业绩表现短期承压》——2022-10-31

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,255	33,671	40,977	47,861	54,658
(+/-%)	17.1%	33.3%	21.7%	16.8%	14.2%
净利润(百万元)	-909	288	446	859	1173
(+/-%)	-2603.2%	-131.6%	55.1%	92.5%	36.5%
每股收益(元)	-0.59	0.19	0.29	0.56	0.77
EBIT Margin	-1.2%	1.3%	1.2%	2.5%	2.9%
净资产收益率(ROE)	-11.6%	3.5%	5.3%	9.5%	11.8%
市盈率(PE)	-16.1	50.9	32.8	17.1	12.5
EV/EBITDA	46.6	20.2	20.4	12.9	11.0
市净率(PB)	1.87	1.79	1.73	1.61	1.48

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

23年三季度净利润在盈亏平衡点附近。2023年前三季度营收293.4亿元(同比+21.8%),归母净利润2.21亿元(同比+4.8%),扣非归母净利润2.10亿元(同比+36.3%);2023年三季度单季营收102.5亿元(同比+12.4%),归母净利润0.03亿元(同比-87.7%),扣非归母净利润-0.08亿元(去年同期-0.11亿元)。

图1：申通快递累计营业收入及增速（单位：亿元、%）



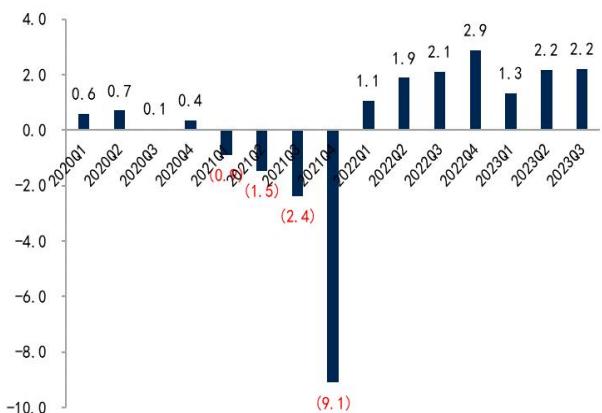
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 申通快递单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



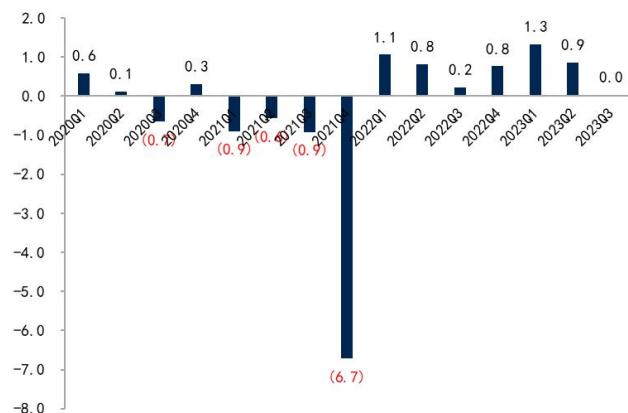
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：申通快递累计归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：申通快递单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

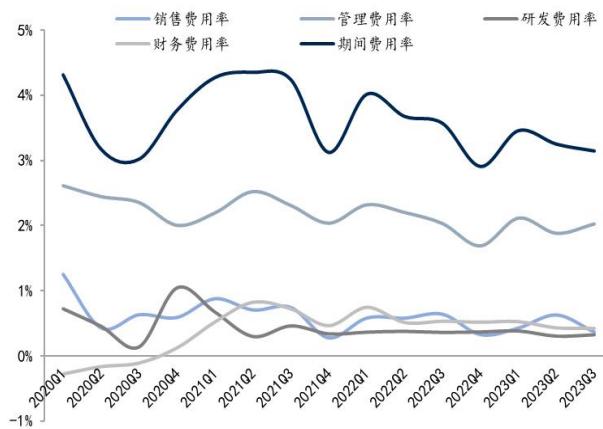


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

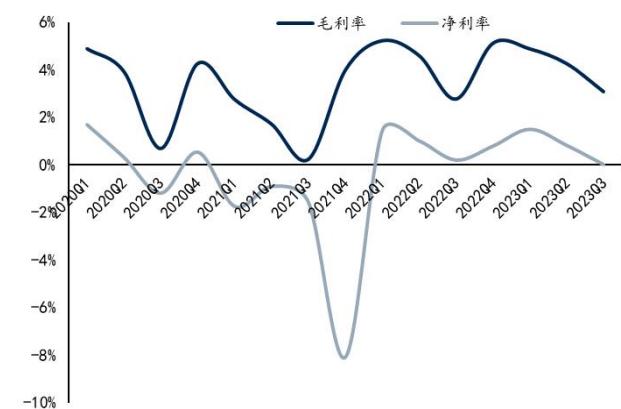
公司三季度价格策略积极，业务量增长亮眼，市占率提升明显。在行业竞争加剧的背景下，申通三季度价格策略积极，单票快递价格约为 2.12 元，同比下降 12.6%、环比减少 0.13 元。受益于积极的价格策略以及优化升级的网络，公司三季度业务量同比提升了 26%，增速为通达系中最高，公司三季度市占率提升至 13.7%（同比和环比分别增加了 1.0 个百分点和 0.3 个百分点）。四季度是快递传统旺季，且随着申通网络继续升级和优化，业务量增长有望维持在较高水平。

公司三季度单票盈利环比下降，资本开支规模维持在较高水平。由于公司三季度降价

抢量，其三季度毛利率为 3.07%，同比提升、环比下降（22 年 Q3 和 23 年 Q2 分别为 2.76% 和 4.26%）；三季度单票扣非净利约 0.00 元，同比持平、环比下降（22 年 Q3 和 23 年 Q2 分别为 0.00 元和 0.02 元）。公司 2022 年全面启动三年百亿产能提升项目，加强基础设施建设，提升全网吞吐产能，因此看到公司近两年资本开支呈上升趋势（20 年、21 年和 22 年资本开支分别为 24.0 亿元、28.7 亿元、35.9 亿元），今年前三季度资本开支为 21.4 亿元，同比略微下降（22 年前三季度为 22.8 亿元）。

图5：申通快递费用率变化趋势


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：申通快递毛利率及归母净利润率变化趋势


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑到行业竞争加剧且公司价格策略较激进，下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 4.5/8.6/11.7 亿元（23-24 年调整幅度分别为 -49.6%/-44.9%），分别同比增长 55.1%/92.5%/36.5%。考虑到公司经营困境反转，维持公司“增持”评级，现在股价对应 23-24 年 EPS 的 PE 估值分别为 33X、17X。

我们的盈利预测调整基于以下核心假设条件：

- 1) 收入：考虑到行业竞争加剧，公司降价抢量，上调业务量增速，下调单票快递收入，2023-2024 年快递业务量同比增速分别为 +32.7%/+19.7%（调整前预测值分别为 +22.4%/+18.4%）；2023-2024 年单票快递收入同比变化分别为 -8.1%/-2.4%（调整前预测值分别为 -3.6%/-1.6%）。
- 2) 成本：2023-2024 年单票运输及中转成本同比变化为 -10%/-5%（调整前预测值分别为 -10%/-5%）；2023-2024 年单票派送成本分别为 1.39 元/1.35 元（调整前预测值分别为 1.45 元/1.42 元）。
- 3) 费用：2023-2024 年管理费用率分别为 2%/2%（调整前预测值分别为 2%/2%）；2023-2024 年管理费用率分别为 0.6%/0.6%（调整前预测值分别为 0.6%/0.6%）。

表1：申通快递收入成本拆分

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E
总收入	21566	25255	33671	40977	47861
增速	-6.6%	17.1%	33.3%	21.7%	16.8%

快递业务收入	21090	24598	32577	39727	46420
增速	-6.7%	16.6%	32.4%	21.9%	16.8%
物料收入	117	106	104	120	132
增速	5.3%	-9.3%	-2.3%	15%	10%
仓储配送收入	237	432	415	477	548
增速	-25.8%	82.4%	-4.2%	15%	15%
其他收入	121	118	575	655	761
增速	246.8%	-2.9%	388.0%	15%	14%
总成本	20840	24667	32196	39010	44942
增速	0.8%	18.4%	30.5%	21.2%	15.2%
运输和中转成本	8087	9855	11524	13761	15647
增速	3.5%	21.9%	16.9%	19.4%	13.7%
面单成本	166.17	194.01	203.26	243	261
增速	-30.6%	16.8%	4.8%	19.4%	7.7%
派费成本	12276	14011	19470	23918	27824
增速	0.3%	14.1%	39.0%	22.8%	16.3%
物料成本	95	87	93	103	113
增速	1.1%	-7.9%	6.9%	10%	10%
仓储成本	180	458	436	479	527
增速	-22.8%	155.0%	-4.9%	10%	10%
其他业务成本	36	62	470	506	569
增速	12.3%	71.6%	655.3%	10%	10%
管理费用率	2.06%	1.99%	1.89%	2.0%	2.0%
销售费用率	0.61%	0.43%	0.37%	0.6%	0.6%
研发费用率	0.67%	0.61%	0.53%	0.6%	0.6%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2235	2166	2621	2108	3106	营业收入	25255	33671	40977	47861	54658
应收款项	1037	1152	1347	1574	1797	营业成本	24667	32196	39010	44942	51105
存货净额	55	44	199	241	287	营业税金及附加	52	59	102	120	137
其他流动资产	1290	1783	2459	2776	3170	销售费用	155	178	246	287	328
流动资产合计	7099	5203	5625	5698	7361	管理费用	567	685	881	1019	1155
固定资产	6390	8604	11093	13197	14140	研发费用	108	124	246	287	328
无形资产及其他	1450	1536	1476	1415	1355	财务费用	156	192	(66)	140	144
投资性房地产	3731	4895	4895	4895	4895	投资收益	103	104	88	82	75
长期股权投资	98	94	94	94	94	资产减值及公允价值变动	741	62	(60)	(40)	(30)
资产总计	18767	20332	23183	25299	27845	其他收入	(1428)	(39)	(246)	(287)	(328)
短期借款及交易性金融负债	4091	3554	3749	3920	4210	营业利润	(927)	487	586	1109	1506
应付款项	2513	3261	4084	4815	5610	营业外净收支	(73)	(124)	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	1704	2208	3929	4518	5136	利润总额	(1000)	363	566	1089	1486
流动负债合计	8309	9023	11762	13254	14956	所得税费用	(89)	90	141	272	372
长期借款及应付债券	1165	729	499	499	499	少数股东损益	(2)	(14)	(22)	(42)	(58)
其他长期负债	1416	2373	2418	2471	2536	归属于母公司净利润	(909)	288	446	859	1173
长期负债合计	2581	3102	2917	2970	3035	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	10890	12125	14679	16224	17991	净利润	(909)	288	446	859	1173
少数股东权益	49	38	22	(8)	(50)	资产减值准备	752	(628)	63	36	24
股东权益	7828	8169	8482	9083	9904	折旧摊销	842	898	949	1183	1364
负债和股东权益总计	18767	20332	23183	25299	27845	公允价值变动损失	(741)	(62)	60	40	30
						财务费用	156	192	(66)	140	144
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	996	(179)	1627	823	836
每股收益	(0.59)	0.19	0.29	0.56	0.77	其它	(755)	623	(79)	(66)	(65)
每股红利	0.09	0.12	0.09	0.17	0.23	经营活动现金流	186	940	3065	2875	3361
每股净资产	5.11	5.34	5.54	5.93	6.47	资本开支	(3175)	(2498)	(3501)	(3301)	(2301)
ROIC	-3.40%	1.87%	4%	7%	9%	其它投资现金流	(528)	2424	1059	0	0
ROE	-11.62%	3.52%	5%	9%	12%	投资活动现金流	(3680)	(71)	(2442)	(3301)	(2301)
毛利率	2%	4%	5%	6%	7%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBIT Margin	-1%	1%	1%	3%	3%	负债净变化	150	579	(230)	0	0
EBITDA Margin	2%	4%	4%	5%	5%	支付股利、利息	(144)	(190)	(134)	(258)	(352)
收入增长	17%	33%	22%	17%	14%	其它融资现金流	3111	(1715)	195	171	290
净利润增长率	-2603%	-132%	55%	93%	36%	融资活动现金流	3125	(937)	(169)	(87)	(62)
资产负债率	58%	60%	63%	64%	64%	现金净变动	(369)	(68)	454	(513)	999
股息率	1.0%	1.3%	0.9%	1.8%	2.4%	货币资金的期初余额	2604	2235	2166	2621	2108
P/E	(16.1)	50.9	32.8	17.1	12.5	货币资金的期末余额	2235	2166	2621	2108	3106
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	企业自由现金流	(1604)	(1457)	(557)	(390)	1104
EV/EBITDA	46.6	20.2	20.4	12.9	11.0	权益自由现金流	1657	(2593)	(543)	(324)	1285

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032