

申通快递 (002468.SZ)

量本利正循环加速，民营快递先锋再启航

核心观点：

- **民营快递先锋，份额修复加速。**申通快递创立于 1993 年，在电商行业发展初期公司凭借大加盟商-轻资产模式快速扩张，建立先发优势。尽管后续由于改革滞后丢失先机，但近年来公司积极求变，先后完成转运中心直营化改造、与阿里合作数智化系统建设，并通过扩产缩窄差距，24H1 公司市占率同比 22 年提升 1.1pp，单票利润修复至 4 分。
- **行业供需反转，产业回报提升。**疫情前后行业经历增长、盈利中枢双换挡减弱资本开支意愿，21 年行业资本开支达峰，头部快递企业基本完成直营化、自动化改造，行业进入产能爬坡期。在需求增长强劲背景下，预计供需再平衡需要 4 年时间，2025 年实现产能利用率达峰，行业盈利中枢逐渐从震荡走向稳定，申通也迎来弯道超车的战略机遇。
- **量本利正循环加速，市值有望实现陡峭提升曲线。**22 年起公司沿着“网络扩张-市占修复-成本优化-单票收入提升”成长路径持续演绎，当下修复至成本优化阶段。短期来看，量本利循环加速下公司利润修复已然开启，单票利润边际反转提速。中期而言，随着本轮产能扩张落地，公司网络竞争力已补足，单票收入在未来产品分层深化下打开空间，业绩回报行至收获期，未来 ROE 与分红率有望进一步提升，市值有望实现陡峭提升曲线。
- **盈利预测与投资建议。**数智化运营持续深化以及百亿扩产落地有望共同助力公司市值实现陡峭提升曲线，预计 24-26 年 EPS 分别为 0.60、0.83、1.04 元/股，参考可比公司，给予公司 25 年 14 倍 PE 估值，对应合理价值 11.66 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示。**行业需求增长不及预期、行业价格竞争再度恶化、加盟网络运营出现不稳定现象、产能投放不及预期、政策影响具备不确定性、宏观环境承压等。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	33,671	40,924	48,096	55,339	61,019
增长率（%）	33.3%	21.5%	17.5%	15.1%	10.3%
EBITDA（百万元）	2,200	2,498	3,438	4,043	4,581
归母净利润（百万元）	288	341	920	1,275	1,589
增长率（%）	131.6%	18.4%	170.1%	38.6%	24.7%
EPS（元/股）	0.19	0.23	0.60	0.83	1.04
市盈率（P/E）	54.37	33.87	16.60	11.98	9.61
ROE（%）	3.5%	3.9%	9.4%	11.6%	12.7%
EV/EBITDA	9.17	6.77	5.53	4.09	3.03

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

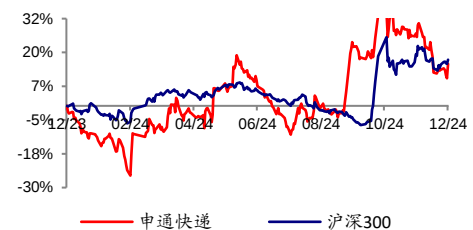
增持

当前价格	9.98 元
合理价值	11.66 元
前次评级	增持
报告日期	2024-12-07

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1531/1492
总市值/流通市值（百万元）	15277/14891
一年内最高/最低（元）	11.64/6.45
30 日日均成交量/成交额（百万）	21.62/222.95
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-5.31/7.90

相对市场表现



分析师：

许可



SAC 执证号：S0260523120004



SFC CE No. BUY008



0755-82984511



xuke@gf.com.cn

分析师：

周延宇



SAC 执证号：S0260523120008



0755-82534236



zhouyanyu@gf.com.cn

分析师：

钟文海



SAC 执证号：S0260523120011



zhongwenhai@gf.com.cn

请注意，周延宇、钟文海并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

申通快递 (002468.SZ)：外扩 2024-11-01

规模内缮利润，弹性释放未来

可期

目录索引

一、公司概况：民营快递先锋，份额加速修复	5
（一）成长历程：首批民营快递企业，开创快递加盟先河	5
（二）股权结构：目前创始人控股，但阿里具备控股“期权”	5
（三）商业模式：过去大加盟制，当下中转直营、末端加盟	7
（四）份额复盘：改革滞后错失先机，多重赋能加速追赶	8
（五）财务表现：造血能力恢复，盈利弹性释放	12
二、行业供需：供需拐点，回报提升	16
（一）供给：资本周期尾声，资本开支达峰	16
（二）需求：成长期后期，增长仍具韧性	18
（三）供需平衡表：2021 年资本开支达峰，产能利用率逐步提升	23
三、未来展望：量本利正循环加速，市值有望实现陡峭提升曲线	25
（一）短期：扩产与降本双管齐下，盈利弹性加速兑现	25
（二）中期：借力格局拐点稳步追赶，深化产品分层打开空间	27
（三）展望：新一轮产能扩张尾声，市值有望实现陡峭提升曲线	28
四、盈利预测和投资建议	30
五、风险提示	32

图表索引

图 1: 申通快递成长经历	5
图 2: 申通快递股权结构 (截止 24Q3)	6
图 3: 16 年申通一级加盟商数量系通达系最少	7
图 4: 16 年申通单个加盟商年均快递业务处理量系通达系第一	7
图 5: 17 年后申通中转中心直营化改造提速	8
图 6: 17 年后申通一级加盟商数量快速追赶	8
图 7: 申通快递份额复盘	8
图 8: 14 年中国快递行业份额对比 (按业务量)	9
图 9: 14-17 年通达系资本开支对比	9
图 10: 14-17 年各家转运中心自营率	9
图 11: 14-17 年通达系年度快递业务量对比	10
图 12: 14-17 年通达系季度业务量增速对比	10
图 13: 14-17 年申通投诉率较高	10
图 14: 14-17 年申通快递份额有所流失	10
图 15: 18-21 年公司加大资本开支投入力度	11
图 16: 18-21 年申通中转中心直营化持续提升	11
图 17: 19 年申通与菜鸟签署《合作协议》的主要内容以及相关合作落地项目 ...	11
图 18: 三通一达系中, 阿里持有申通股权份额最高	11
图 19: 18-21 年公司份额小幅修复	11
图 20: 三年百亿扩产计划, 公司保持稳健 Capex 支出	12
图 21: 22 年以来申通与韵达日均件单量持续缩窄	12
图 22: 22-24 年公司份额加速追赶	12
图 23: 22 年以来公司业务量增速位居通达系第一	13
图 24: 公司单票收入 (扣派费) 处于通达系较低水平	13
图 25: 21-23 年公司收入增速领先行业	13
图 26: 公司成本结构 (扣派费) 中运输费用占比近半	14
图 27: 19-23 年申通单票运输+中转成本降幅近 4 成	14
图 28: 21 年以来公司毛利率进入修复通道	14
图 29: 公司费率控制保持行业领先水平	14
图 30: 22 年至今公司归母净利润稳步修复	15
图 31: 22 年至今公司单票利润与 ROE 进入修复通道	15
图 32: 23 年至今公司自由现金流转正	15
图 33: 快递行业资本周期会经历四个阶段	16
图 34: FedEx 的资本周期复盘, 阶段四资本开支下行, 盈利能力提升	17
图 35: 美国快递龙头在成熟期具备提价抗通胀的能力	17
图 36: 目前中低端快递行业正逐步切换至阶段四	18
图 37: 中低端快递赛道成长后期 3 大因素	18
图 38: 单包裹货值仍在下降通道中	19
图 39: 快递业务量增长高于网上零售总额增长	19
图 40: 2024 年来, 快递业务量当月增速领先社零总额增速维持在 15-20pp	19

图 41: 抖音、快手和拼多多代表着低价电商平台	20
图 42: 低价电商 GMV 增量占比不断提升	20
图 43: 低价电商 GMV 总额占比不断提升	20
图 44: 低价电商是下沉市场中更为主要的平台	21
图 45: 24 年 1-8 月中、西部快递件量份额同比分别提升 1.2pp、0.9pp	21
图 46: 中国城镇与农村互联网普及率	21
图 47: 全国城镇与农村居民人均消费支出	21
图 48: 2000 年来日本本土快递件量（以宅配为主）增速领先 GDP 增速 0-5pp	22
图 49: 人均收入稳步增长	22
图 50: 网上零售总额与社会消费品零售总额稳步增长	22
图 51: 产品分层升级将带来单票收入提升	23
图 52: 24 年全行业个人、散单件占比进一步提升	23
图 53: 预计 24 年底行业新增需求超越新增供给	24
图 54: 预计申通业务量仍会保持稳步增长	24
图 55: 预计申通产能利用率将逐步提升	24
图 56: 预计 24 年公司全网常态化吞吐能力提升至 7500 万件/日	25
图 57: 申通末端派送成本仍有较大优化空间	26
图 58: 近年来公司持续加大研发投入	26
图 59: 据网点测算, 使用无人车最高可降低单票派送成本 2 毛	26
图 60: 24 年以来申通单票扣非净利修复至 3-5 分区间	27
图 61: 2020 年以来快递行业 CR5 维持在 70-80%	27
图 62: 圆通速递股价复盘	29
图 63: 申通快递股价复盘	30
表 1: 申通总裁、副总裁、CFO 均来自菜鸟集团	6
表 2: 股东回报存在较大提升空间	15
表 3: 申通着力打造差异化服务, 助力中长期业务价值增值	28
表 4: 申通快递盈利预测表 (单位: 百万元)	31
表 5: 可比公司估值表	32

一、公司概况：民营快递先锋，份额加速修复

（一）成长历程：首批民营快递企业，开创快递加盟先河

申通快递前身“神通服务部”于1993年在浙江杭州创立，是通达系中成立最早的快递企业。经过三十年的发展，已成为行业头部企业。

公司早期立足上海，布局长三角，并于1999年率先采用“加盟制”，奠定了经济型快递发展的基础。2005年，申通与初创期的淘宝合作试点“推荐快递”，成功开启了电商件的第二增长曲线。

2016年12月，申通在深交所上市。2019年，申通引入电商资本，并在次年凭借电商的数智化能力，实现信息系统全面上云。2022年，公司启动了三年100亿的基础设施投资，进一步提升产能。2023年，申通提出“好快省”的新品牌战略，从量、质、服务三个维度奠定公司未来的发展基调。

图1：申通快递成长经历

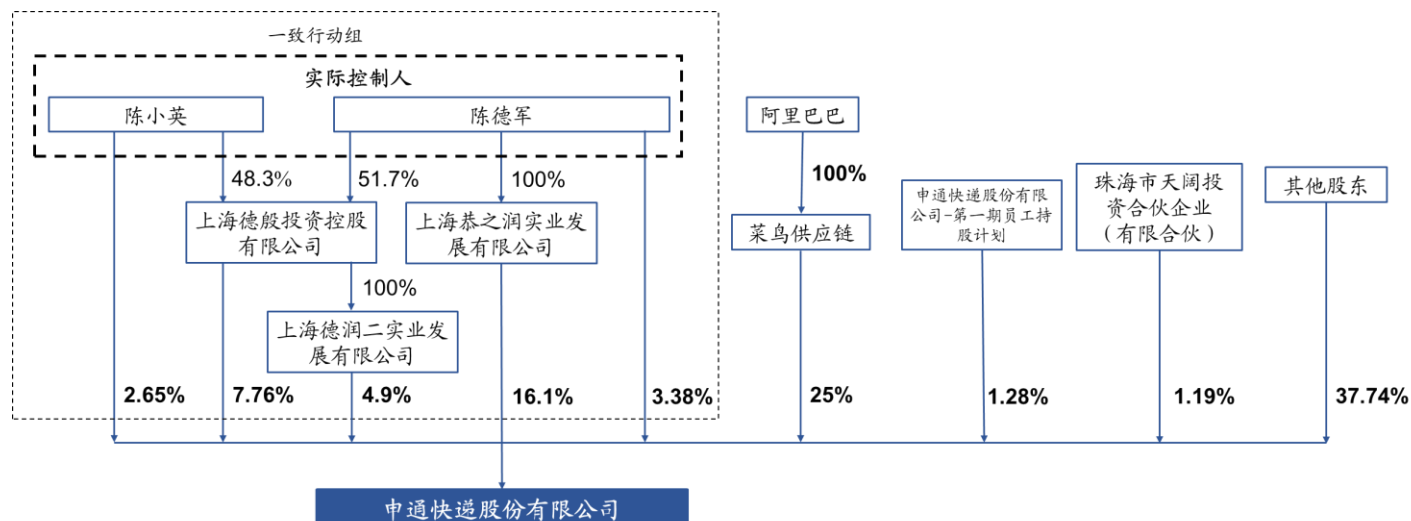


数据来源：申通快递公司官网，广发证券发展研究中心

（二）股权结构：目前创始人控股，但阿里具备控股“期权”

目前仍是创始人控股。据Wind，截至24Q3，申通快递创始人陈德君、陈小英仍是公司实际控制人，二人通过直接持股以及通过德殷投资、恭之润和德润二，合计持有申通股份34.79%的股份。

图2：申通快递股权结构（截止24Q3）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

阿里巴巴高管入驻申通。在申通2019年接受阿里巴巴战略投资之后，截至2024H1，申通12位核心管理层中有3位曾在菜鸟集团任职，分别为总裁王文彬、副总裁韩永彦和CFO梁波，电商平台高管进驻将助力公司管理上的赋能，加速申通快递数智化转型步伐，也体现出阿里系资本对于申通快递业务扶持的重视程度。

表1：申通总裁、副总裁、CFO均来自菜鸟集团

姓名	现任职务	任职日期	过往任职经历
王文彬	董事兼总经理	2021年2月	2007-2019：分别担任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：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：兼任阿里巴巴集团 CEO 新零售特别助理
韩永彦	董事兼副总经理	2021年2月	2019-2020：任菜鸟网络科技有限公司网络运输部总经理
梁波	副总经理兼财务负责人	2021年7月	2010-2015：任职于阿里巴巴集团，担任高级财务专家 2015-2017：任职于蚂蚁金服，担任高级财务专家 2017-2021：任职于浙江菜鸟，担任资深财务专家

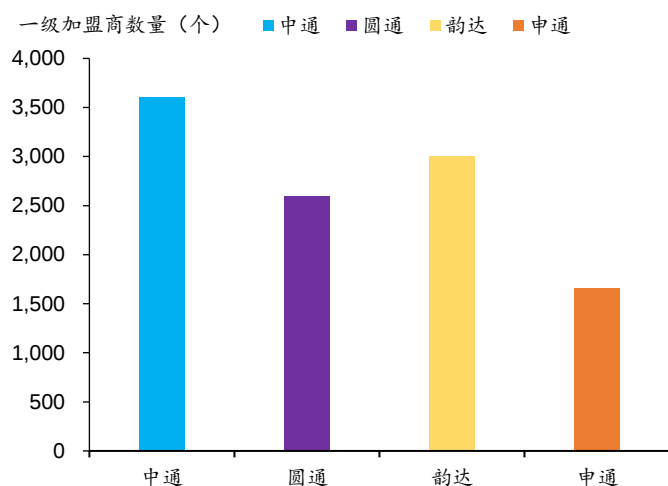
数据来源：Wind，申通快递公司年报，广发证券发展研究中心

阿里具备控股“期权”，当下最晚行权时点在25年底。2019年申通引入电商资本，截至2024年10月阿里巴巴持有申通25%的股份，是实际控制人之外的股东中持股最大的股东。根据公司2022年12月公布的《关于公司股东签署经第二次修订和重述的购股权协议之延期协议的公告》显示，阿里网络拥有在2025年12月27日之前购买德润二和恭之润的股权的权利。如果阿里网络按照协议全部买入德润二和恭之润持有的21%股份，加上其原有的25%，阿里网络的持股比例将达到约46%，从而成为申通快递的实际控制人。

（三）商业模式：过去大加盟制，当下中转直营、末端加盟

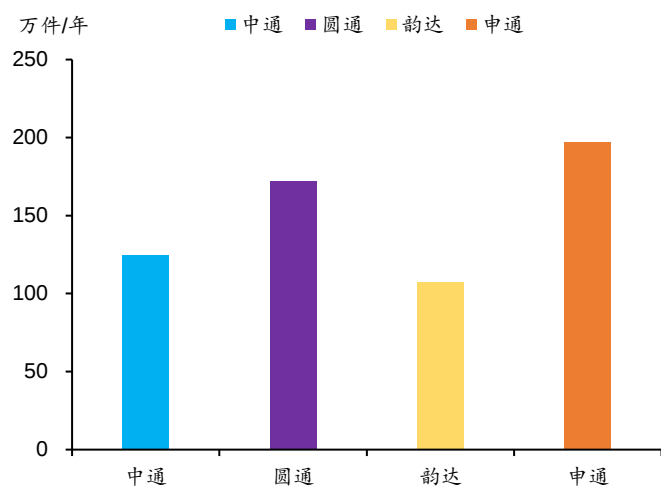
早期大加盟商，加盟商数量少且份额集中：作为民营快递开启加盟制先河的申通，早期虽然总部资金弱，但具备先发优势与号召力，得以吸引到实力强劲的大加盟商，从而在电商大繁荣时期积极把握时代红利，以最优成本优势快速扩张网点。

图3：16年申通一级加盟商数量系通达系最少



数据来源：中通、圆通、韵达、申通公司年报，广发证券发展研究中心

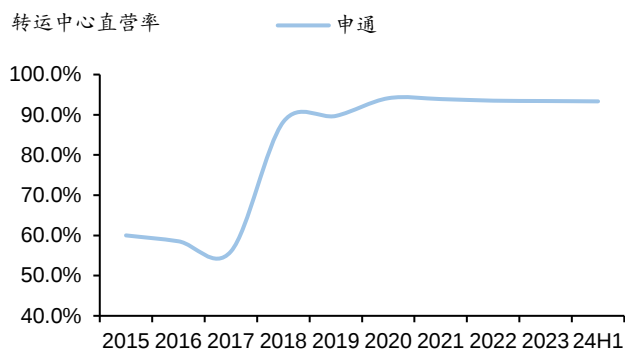
图4：16年申通单个加盟商年均快递业务处理量系通达系第一



数据来源：中通、圆通、韵达、申通公司年报，广发证券发展研究中心

当下中转直营+末端加盟，网格管理持续深化：随着行业中枢增长下移，电商快递行业精细化管理时代来临，过往大加盟商割据一方弊病凸显，总部难以盘活一盘棋有效控制成本与友商正面竞争。为了加强总部集权，17年起申通通过向各大加盟商收购等方式提升自营化，17年起申通中转中心直营化率与一级加盟商数量快速追赶，过去大加盟商割据一方困境得以解决。22年以来公司开始实施网格化管理，滴灌式赋能末端网点运营，组织结构趋于扁平化。

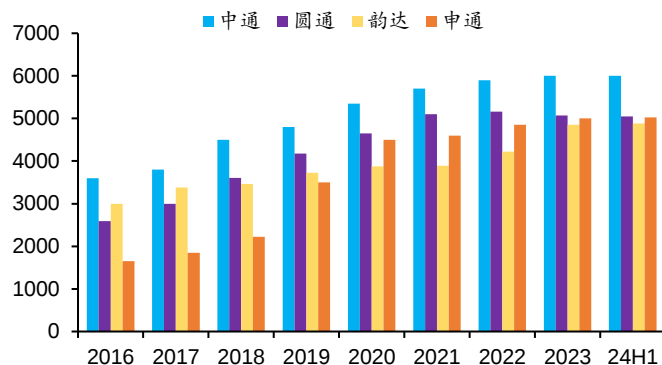
图5：17年后申通中转中心直营化改造提速



数据来源：中通、圆通、韵达、申通公司财报，圆通投资者互动中心，广发证券发展研究中心

注：申通快递 2021-2023 年数据系估计

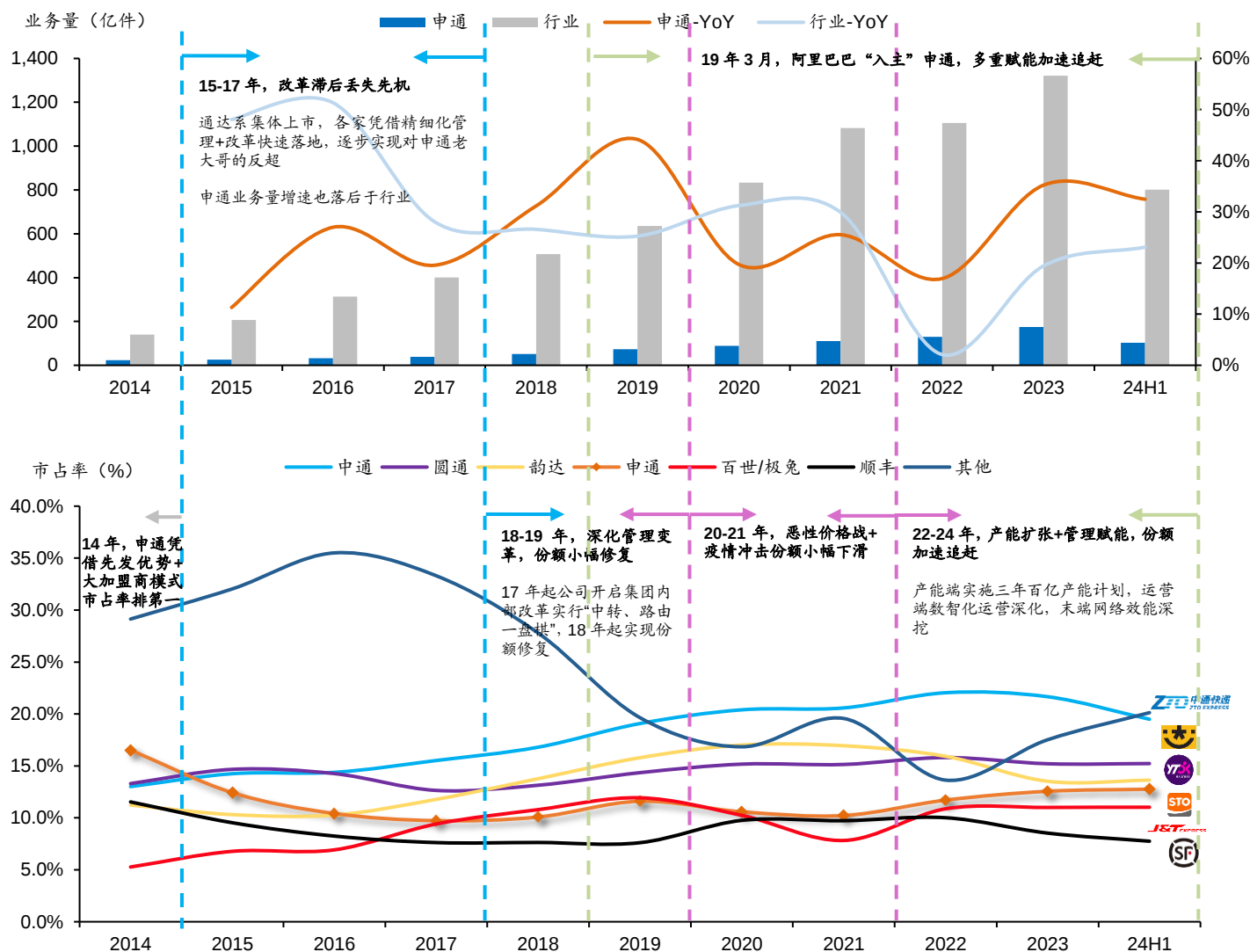
图6：17年后申通一级加盟商数量快速追赶



数据来源：中通、圆通、韵达、申通公司财报，圆通投资者互动中心，广发证券发展研究中心

（四）份额复盘：改革滞后错失先机，多重赋能加速追赶

图7：申通快递份额复盘



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

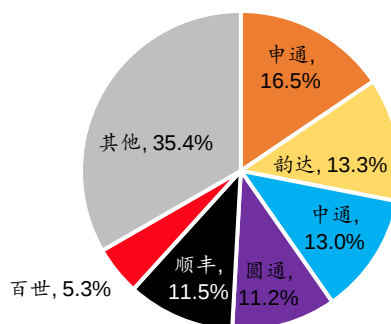
请务必阅读末页的免责声明

从份额变化的角度，申通快递成长经历大体可以分为四大阶段：

1. 先发优势明显，份额稳居第一（13-14年）

作为民营电商快递加盟制的首创者，申通凭借大加盟商模式，积极把握电商发展红利，早期实现了网络的快速扩张，奠定自身网络竞争力先发优势。据申通快递借壳上市资料文件，13-14年公司市占率分别为16.03%、16.52%，稳居通达系之首。

图8：14年中国快递行业份额对比（按业务量）

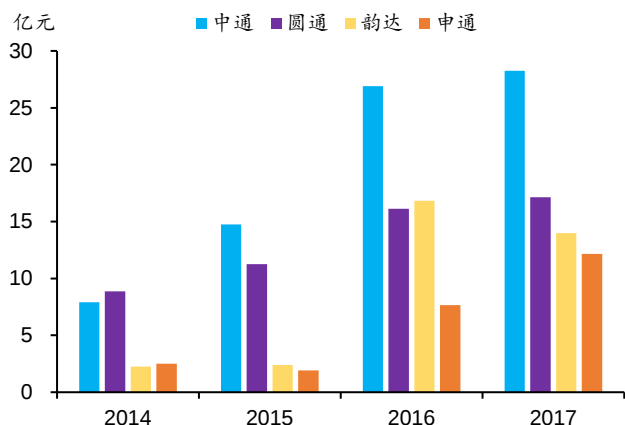


数据来源：Wind，申通快递借壳上市资料文件，广发证券发展研究中心

2. 改革滞后错失先机，份额逐渐下滑至第四（15-17年）

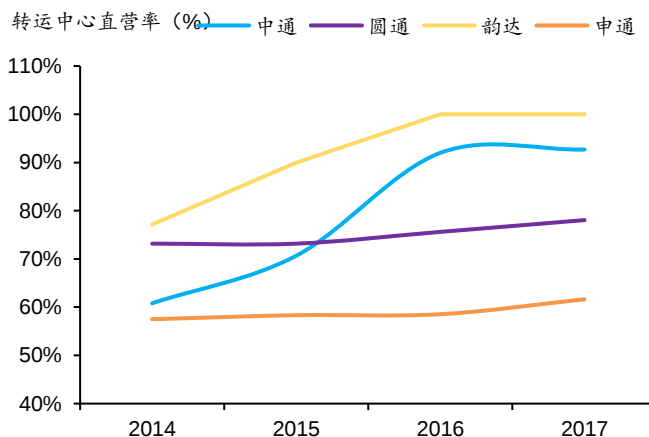
15年-17年，国内快递行业背靠电商红利持续释放延续高速增长，期间业务量实现年化39.2%高增速，行业投融资达到阶段小高潮，17年通达系均完成上市。上市后，中通、圆通、韵达在资产端加快投建转运中心提升产能上限，在运营端通过提高中转中心自营率加强总部控制权等措施，实现业务量领先于行业增速增长。而申通受制于“大加盟制”模式弊端，大加盟商议价权过高、总部改革推进节奏滞后、新增产能不足，导致在与其他通达系企业竞争过程中失去先发优势，公司成长性受到约束，最终业务量增速下坡、投诉率高企、市场份额流失。

图9：14-17年通达系资本开支对比



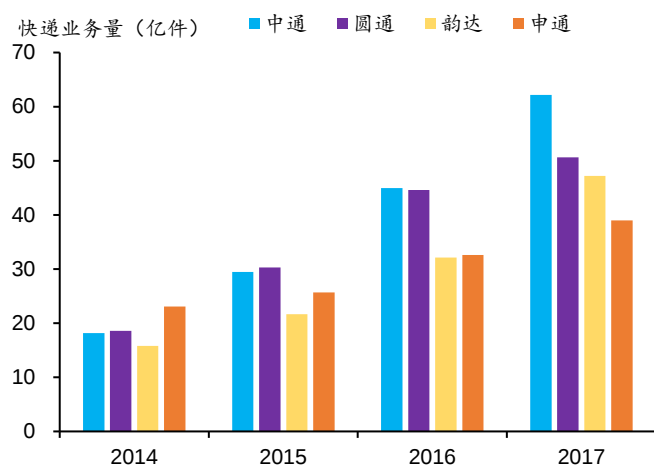
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：14-17年各家转运中心自营率



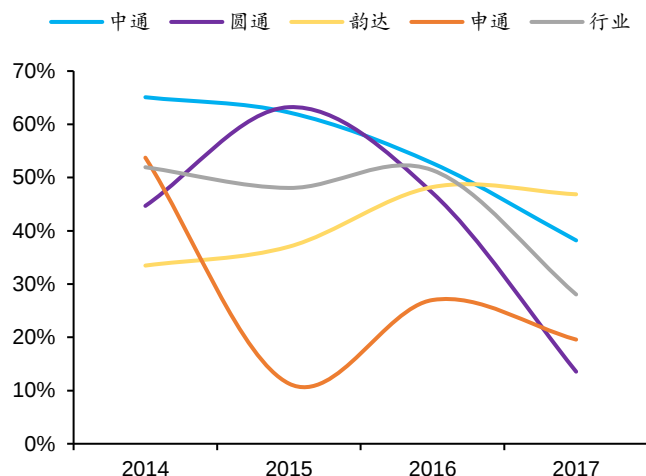
数据来源：中通、圆通、韵达、申通公司年报，广发证券发展研究中心

图11: 14-17年通达系年度快递业务量对比



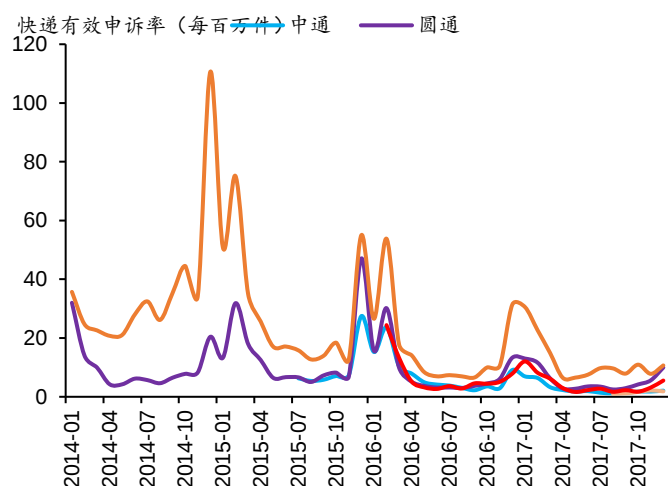
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 14-17年通达系季度业务量增速对比



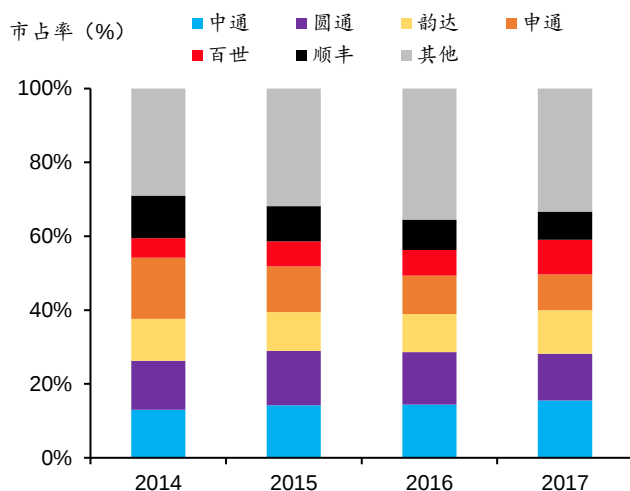
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 14-17年申通投诉率较高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 14-17年申通快递份额有所流失

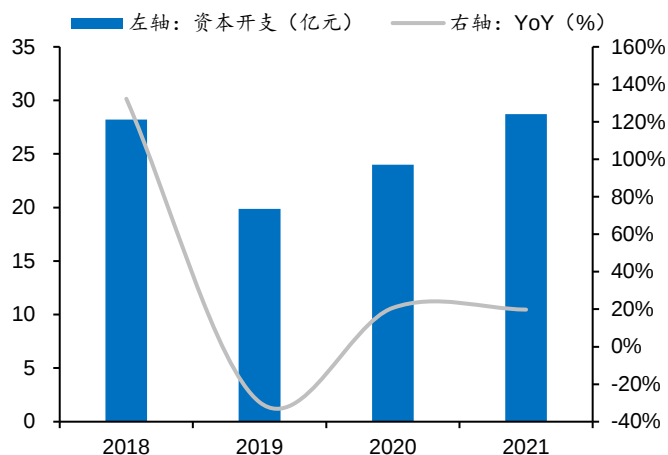


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3.内部求变+外寻合作，份额小幅修复（18-21年）

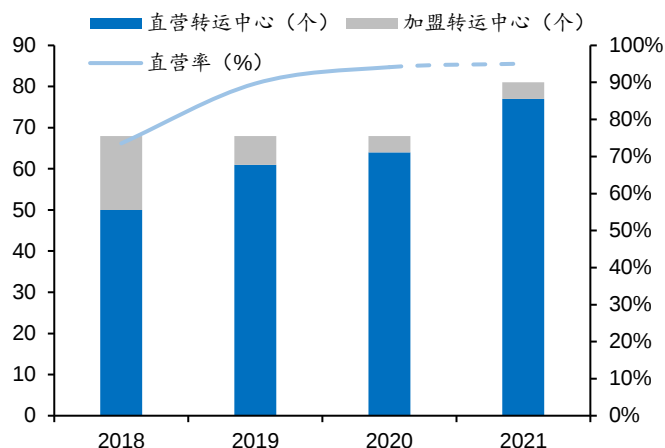
18年以来公司积极求变,管理层通过加大对基础设施产能建设、强化末端网络质量、战略上提升中转中心直营化、重视数智化运营等手段推动市占率维稳并修复。19年公司进一步与阿里巴巴、菜鸟达成战略合作,双方围绕信息系统、数智化运营、末端网络优化等运营维度进行深入合作,电商系资本入局给予公司相对充沛的电商件业务增量与技术支持,支撑公司市场份额进一步修复。18-19年,公司市占率较17年分别提升0.4pp、1.9pp至10.1%、11.6%。20-21年,由于恶性价战冲击叠加疫情影响行业业务量,公司市场份额出现小幅下滑,但整体较17年仍实现了份额的修复,内部管理的积极求变以及外部电商系资本赋能打造的网络稳定性与数智化运营基因为后续份额加速追赶奠定基础。

图15: 18-21年公司加大资本开支投入力度



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 18-21年申通中转中心直营化持续提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

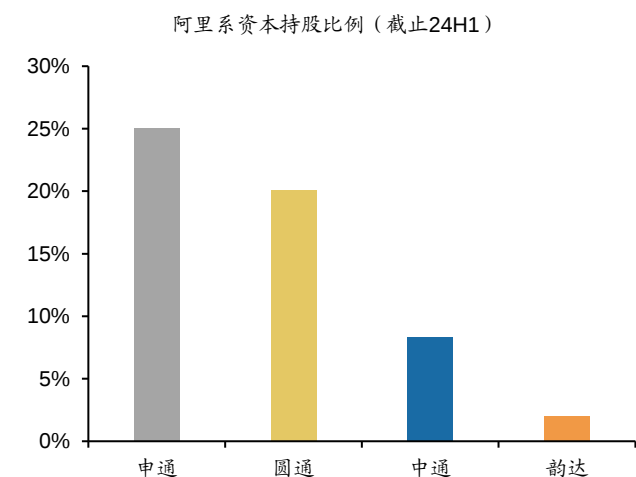
注: 21年加盟转运中心数量未披露按20年数量测算直营率

图17: 19年申通与菜鸟签署《合作协议》的主要内容以及相关合作落地项目



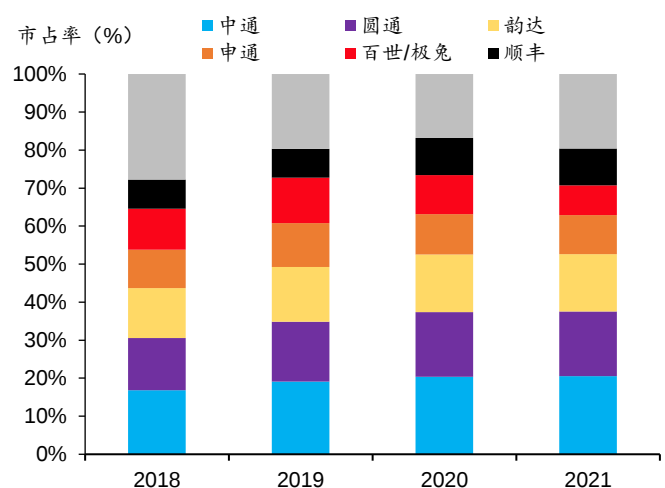
数据来源: 申通快递《关于签署业务合作协议的公告》, 申通之家, 申通快递公司年报, 广发证券发展研究中心

图18: 三通一达系中, 阿里持有申通股权份额最高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 18-21年公司份额小幅修复

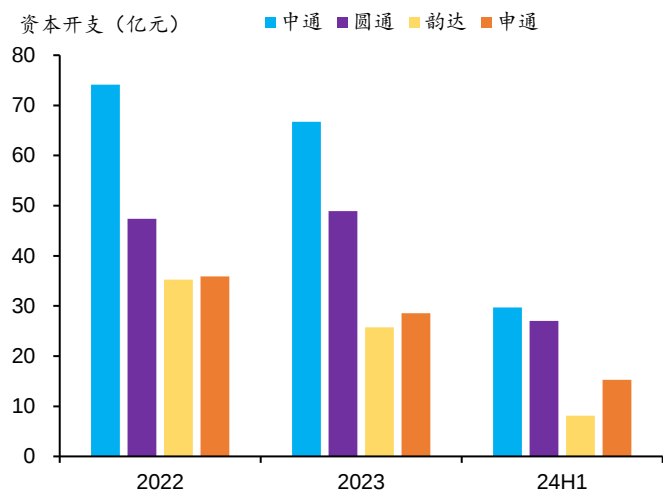


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

4. 三年百亿扩产，份额加速修复（22年至今）

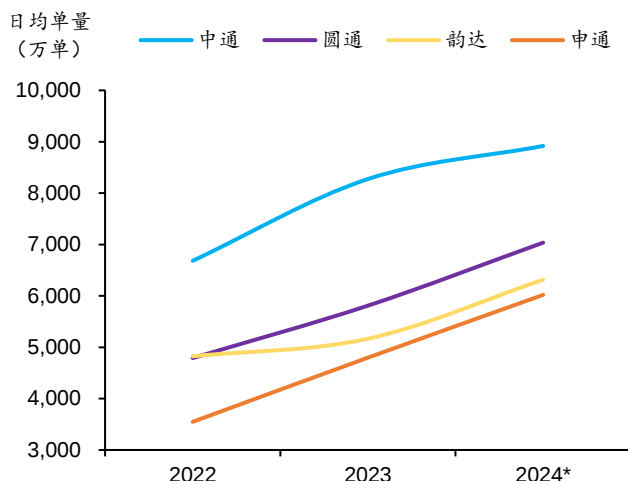
22年公司宣布启动三年百亿扩产计划，在行业资本开支整体达峰背景下，公司结合自身发展规划稳健扩产能，进而实现份额的快速追赶，申通与韵达日均件单量差距由22年的1277万单进一步缩减至24年10月的295万单。

图20：三年百亿扩产计划，公司保持稳健Capex支出



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

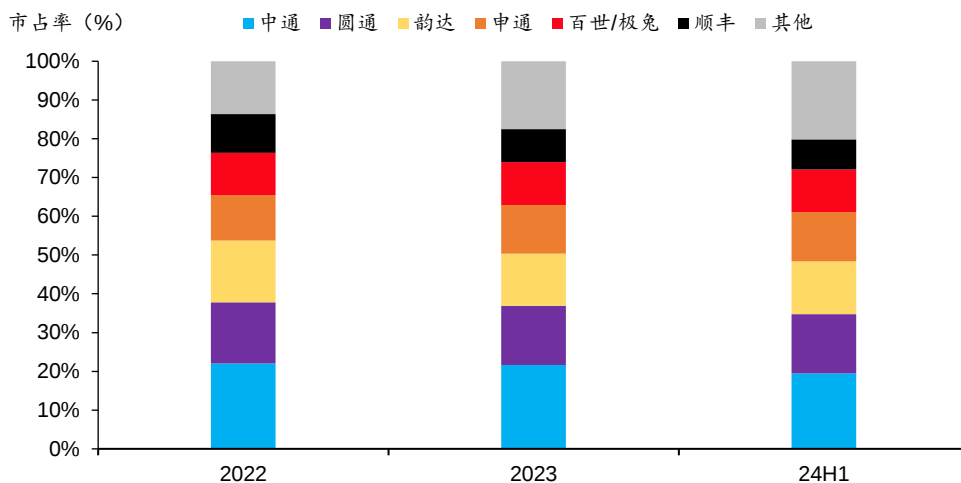
图21：22年以来申通与韵达日均件单量持续缩窄



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：24年中通为1-9月日均，圆通、韵达、申通为1-10月日均

图22：22-24年公司份额加速追赶

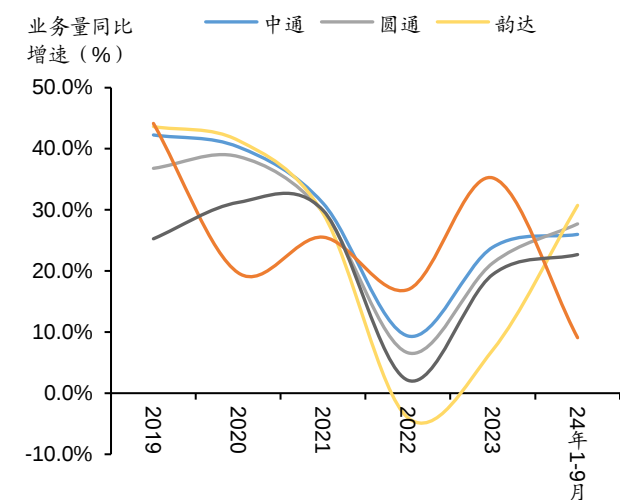


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（五）财务表现：造血能力恢复，盈利弹性释放

三年百亿扩产计划稳步推进下，22年以来公司业务量领先行业快速增长。尽管期间受行业温和价格战冲击，公司单票收入有所下滑，但得益于“以价换量”竞争策略效果显现，公司收入增速重回15-20%增长区间。

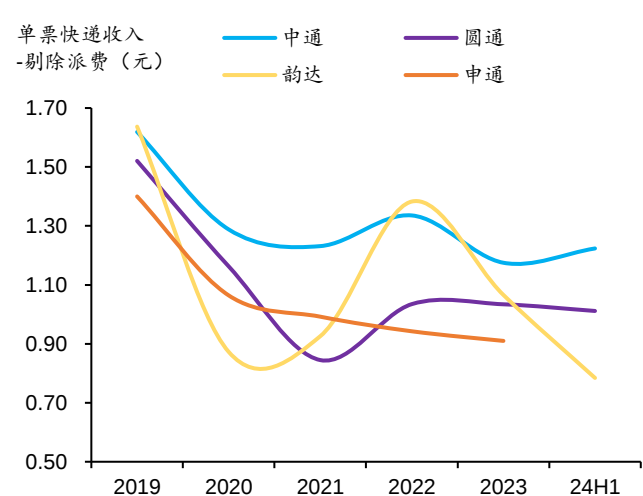
图23: 22年以来公司业务量增速位居通达系第一



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 中通未披露7、8月经营数据

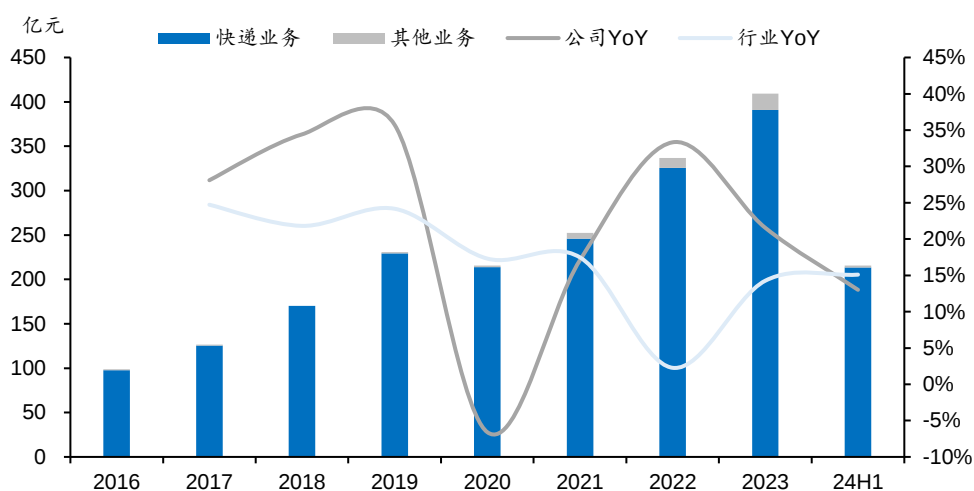
图24: 公司单票收入(扣派费)处于通达系较低水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 24H1 申通未披露派费收入, 圆通派费收入按披露的派费支出测算

图25: 21-23年公司收入增速领先行业

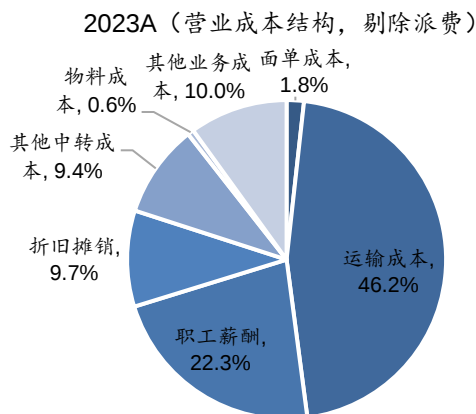


数据来源: 广发证券发展研究中心

行业 YoY 系国家邮政局公布的规模以上快递业务收入同比测算

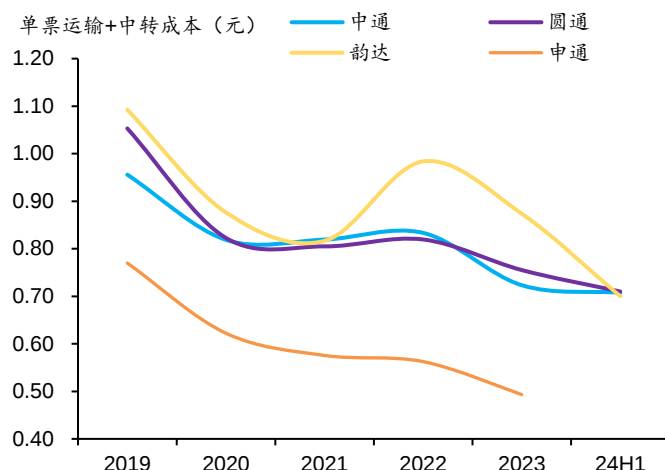
成本方面, 与其他通达系成本结构一样, 剔除派费下公司中转成本(运输+中转)占比超7成, 过去一直也是降本优化重心。得益于末端精细化管理、件量增长规模效应显现, 我们根据申通快递公司年报测算, 公司单票中转成本由19年的0.77元稳步下降至23年的0.49元, 降幅近四成, 带动21年至今公司毛利率进入修复通道。费用方面, 得益于公司严控费用成本, 期间费用率常年来稳定在3%左右, 费用控制处于行业领先水平。

图26：公司成本结构（扣派费）中运输费用占比近半



数据来源：申通 2023 年年报，广发证券发展研究中心

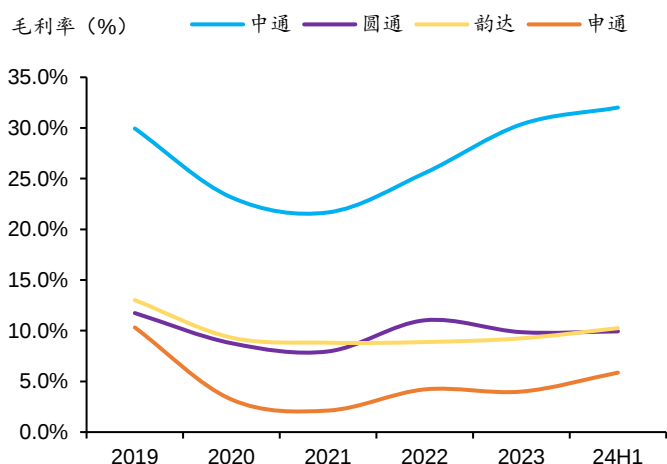
图 27：19-23 年申通单票运输+中转成本降幅近 4 成



数据来源：中通、圆通、韵达、申通公司年报，广发证券发展研究中心

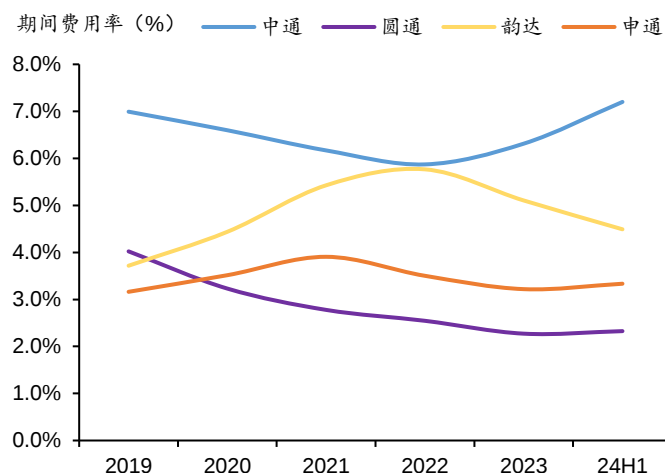
注：申通 24H1 未披露成本拆分

图28：21年以来公司毛利率进入修复通道



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 29：公司费率控制保持行业领先水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

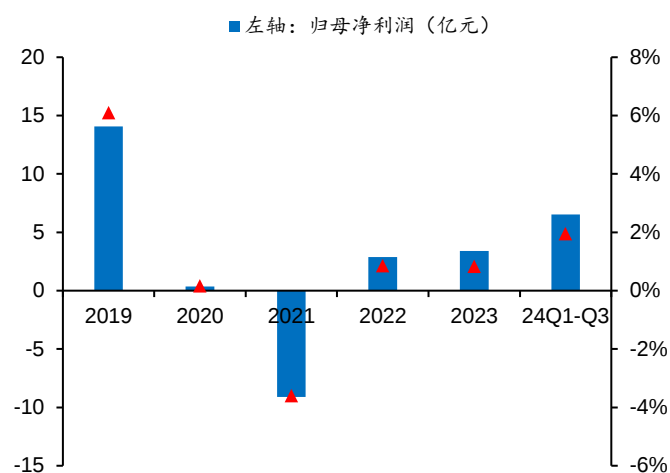
期间费用率计算公式为（销售费用+管理费用+财务费用+研发费用）/营业收入

盈利弹性修复，自由现金流转正。20年业务量受疫情冲击增速下滑，同时行业进入恶性价战，公司盈利能力明显下滑，21年前三季度行业恶性价战持续叠加公司计提大额减值损失背景下，21年公司实现亏损。但22年以来，监管引导行业良性发展，同时恶性价战缓解，在业务量恢复增长叠加降本增效深挖下，公司正沿着“成本修复→利润修复→现金流修复”路径稳步修复价值。

22年至今公司单票利润与ROE进入修复通道，23年公司自由现金流转正，24年进入业绩高增收获期，24前三季度归母净利润率、自由现金流同比分别增长1.1pp、5.6亿元。随着利润与现金流双重修复，23年公司时隔三年重启分红计划，纵向对比公司

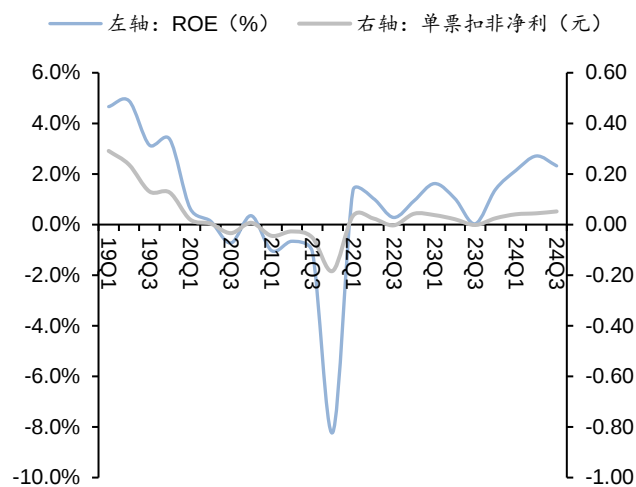
历史分红水平与横向行业比较，未来分红率仍有较大提升空间。

图30：22年至今公司归母净利润稳步修复



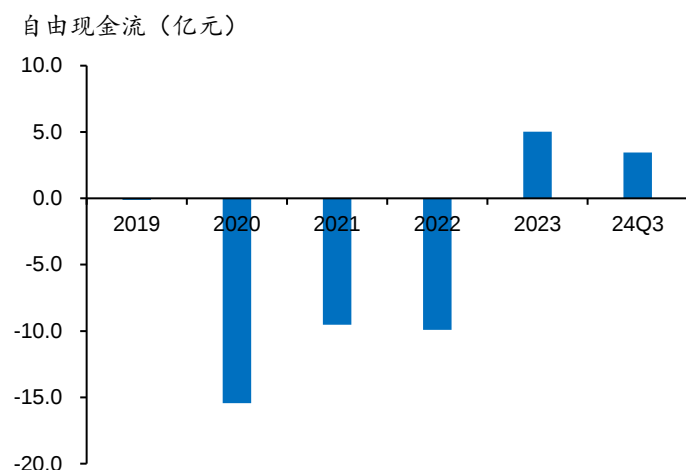
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图31：22年至今公司单票利润与ROE进入修复通道



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图32：23年至今公司自由现金流转正



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表2：股东回报存在较大提升空间

年份	中通		圆通		韵达		申通	
	分红率	股息率	分红率	股息率	分红率	股息率	分红率	股息率
2023	40.87%	3.00%	32.14%	2.85%	30.25%	2.28%	8.94%	0.26%
2022	30.79%	1.37%	21.95%	1.24%	10.15%	0.36%	--	--
2021	27.68%	0.91%	24.5%	0.9%	10.22%	0.25%	--	--
2020	32.42%	0.86%	26.83%	1.3%	10.13%	0.31%	--	--
2019	--	--	28.46%	1.19%	20.14%	0.72%	10.87%	0.51%
2018	--	--	22.28%	1.5%	30.22%	1.57%	37.35%	3.04%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、行业供需：供需拐点，回报提升

疫情前后，电商快递经历增长中枢（业务量增速由25%+下降至10-20%）、盈利中枢（平均ROE由20%下降至10%）的两轮换挡，企业资本开支意愿减弱，产业进入资本周期尾声，股东回报出现修复信号。

（一）供给：资本周期尾声，资本开支达峰

快递行业具有资产重、经营杠杆高的特征，虽然在发展过程中，较为同质化的产品与强正外部性使得行业会受到来自政策、电商平台等干扰，但作为市场化的行业，外力的供给约束力相对有限，企业资本开支才是决定行业长周期供给方向的因素，而影响企业资本开支的关键变量就是回报率，因此快递行业的资本周期属性明显。

根据行业回报和资本开支的不同状态，快递行业资本周期可划分为四个阶段：

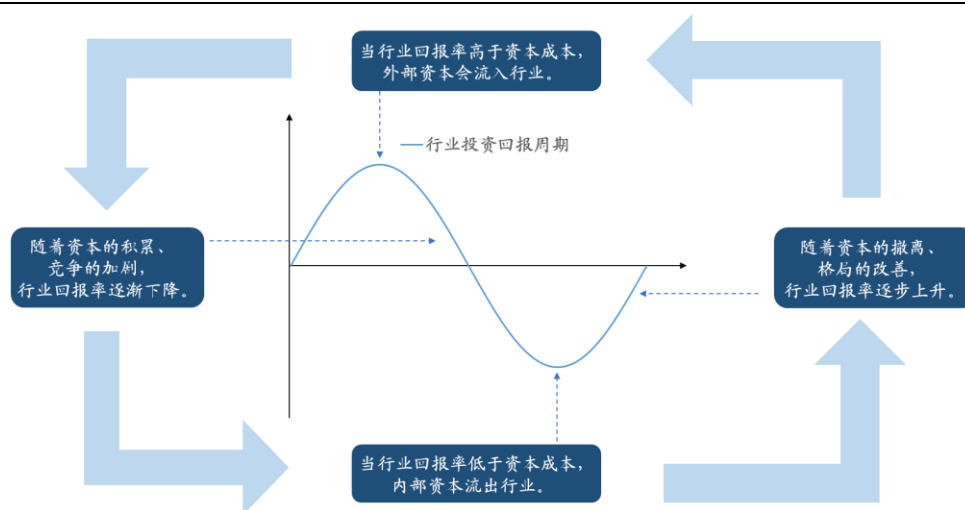
阶段1：行业潜在回报高，吸引新进入者投资。

阶段2：业务竞争加剧，行业回报跌至低于资本成本的水平。

阶段3：投资回落，行业整合，尾部企业退出。

阶段4：供给侧改善，行业回报升至高于资本成本的水平。

图33：快递行业资本周期会经历四个阶段

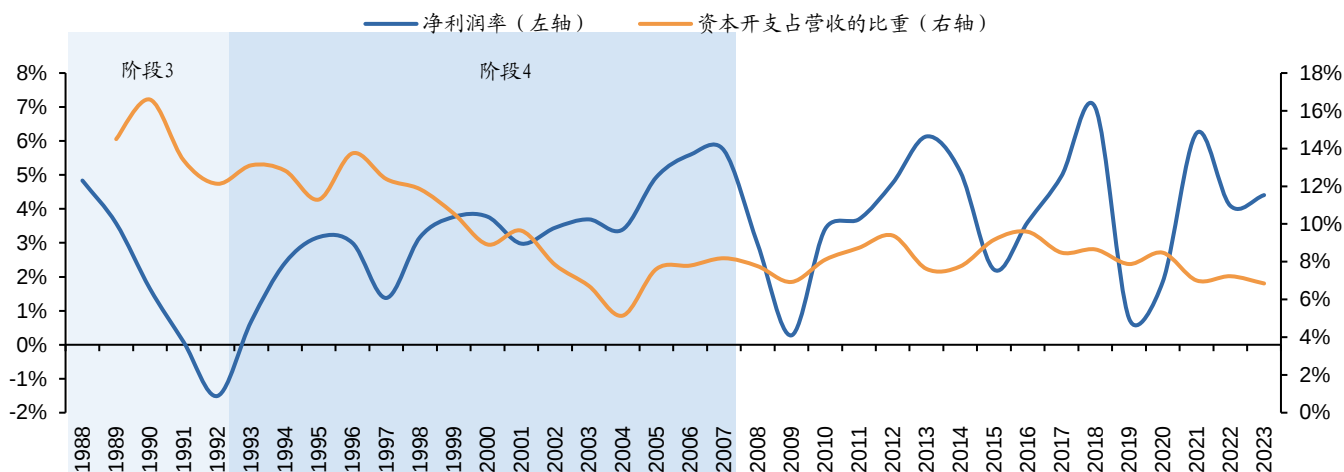


数据来源：广发证券发展研究中心

1. 美国经验：供给侧改善后，龙头企业具备抗通胀能力

回顾美国快递巨头FedEx的发展历程，其资本开支与净利润的相互关系就是资本周期的清晰体现。1988-1992年，成长中后期的低净利率环境下，资本开支相对营收的规模开始下行，投资放缓。1993-2007年，行业逐步进入成熟期后，供给侧改善，FedEx净利率稳中有升。

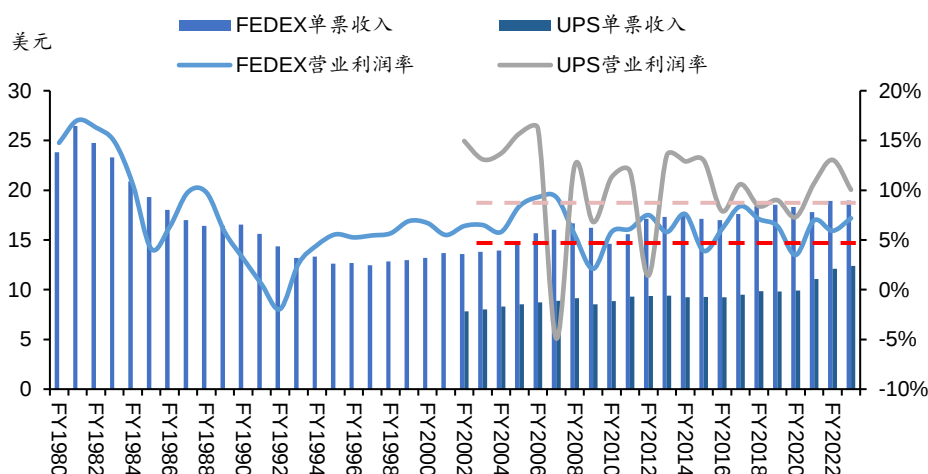
图34: FedEx的资本周期复盘，阶段四资本开支下行，盈利能力提升



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

利润率稳重有升反映的是成熟期下、供需格局优化的快递龙头拥有定价权，具备提价抗通胀的能力。2000年以来，UPS、FedEX得以通过持续提价维持住营业利润率的稳定。

图35: 美国快递龙头在成熟期具备提价抗通胀的能力



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

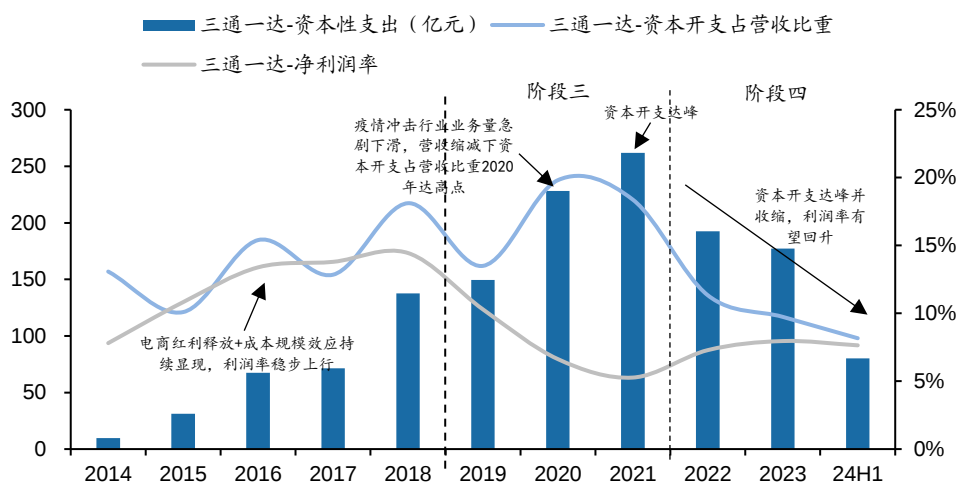
2. 中国复盘：第二轮资本周期接近尾声

1993年顺丰和申通成立，中国民营快递行业迎来蓬勃发展的31年，经济高速增长带动的**商务快递需求**和电商快速发展带动的**电商快递需求**是支撑行业发展的两大动力，快递行业分化为中高端赛道和中低端赛道，行业也因此经历了两轮相对完整的资本周期。

聚焦中低端资本周期（2007-至今）来看，2007年起，电商行业快速发展，新的快递需求迎来高速增长，吸引了众多玩家进入，资金不断流入后，带来的也是中低端快递行业竞争的逐渐加剧。价格战愈演愈烈下，中低端快递行业利润率开始走低。直至2021年，中小玩家逐步退出，政策底出现，中低端快递行业资本开支总量达峰，

头部企业资本开支占营收比重从2021年的18.4%回落到24H1的7.6%，净利润率由2021年的5.3%逐步回升至24H1的7.6%，中低端赛道逐步往资本周期阶段四切换。

图36：目前中低端快递行业正逐步切换至阶段四



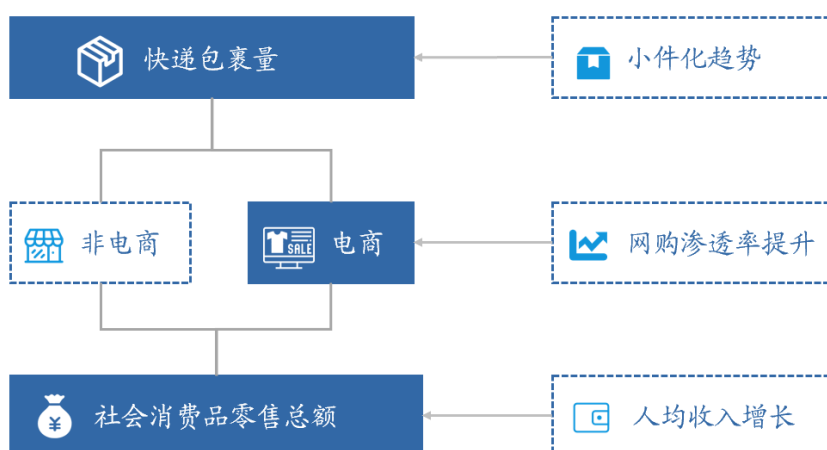
数据来源：Wind，中通、圆通、韵达、申通公司财报，广发证券发展研究中心

注：净利润率采用整体法计算（即三通一达合计净利润/三通一达合计营业收入）

（二）需求：成长期后期，增长仍具韧性

中低端快递赛道的需求侧红利来自于电商，早期一二线城市网购人口的增加带动线下需求转向线上，伴随电商行业进入成长后期，快递件量增速开始换挡，但分别从短期、中期和长期来看，快递需求会受益于快递包裹小件化、下沉市场电商渗透率提升以及人均消费水平提升，因此预计未来三年，快递业务量的增长具备较强韧性。

图37：中低端快递赛道成长后期3大因素



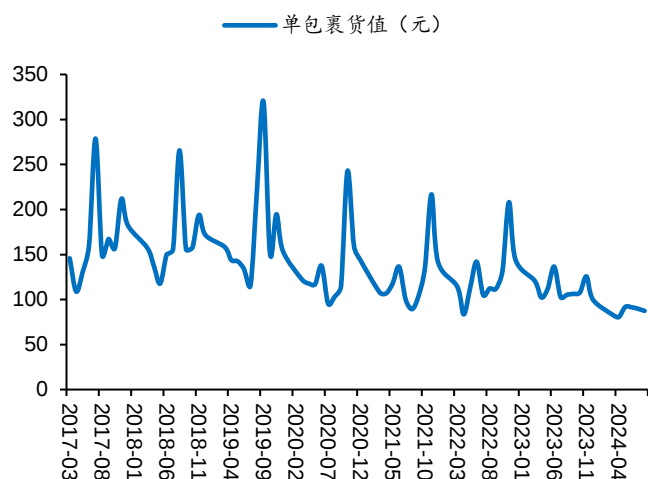
数据来源：广发证券发展研究中心

1. 短期：快递小件化趋势有望延续

2020-2021年间，快递业务量增速与实物网上零售额增速呈现分化，快递业务量增

速高于实物网上零售额增速，尽管在2022年受到疫情冲击，两者的增速有放缓，进入2023年后快递业务量增速再度超过实物网上零售额增速，2024年快递业务量增速领先社会零售额增速保持在15-20pp，增速分化的动力是快递小件化趋势的延续。

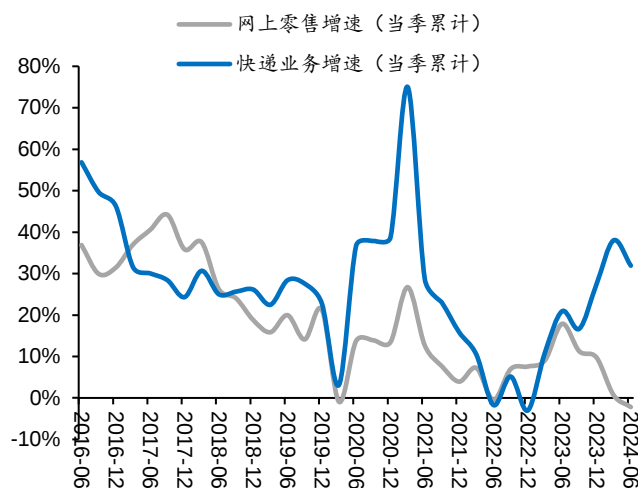
图38：单包裹货值仍在下降通道中



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

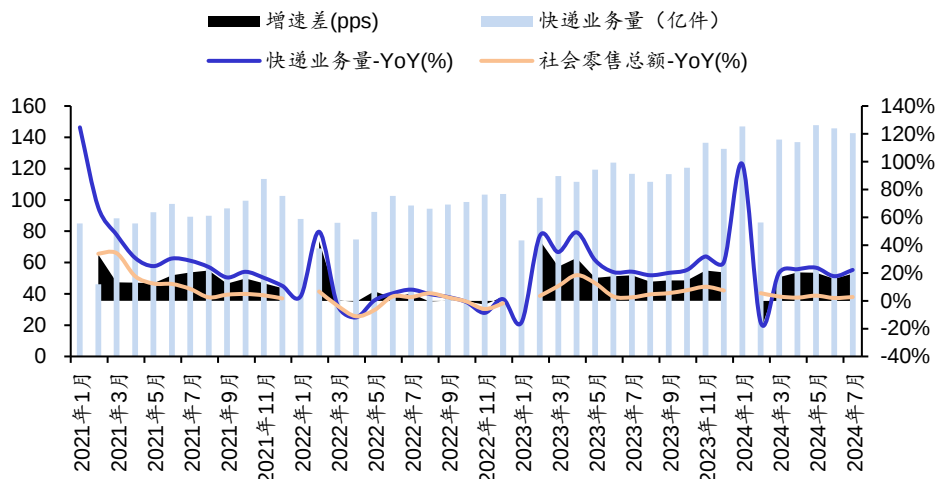
单包裹货值按网上零售和服务值/快递件量测算，剔除1-2月

图39：快递业务量增长高于网上零售总额增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

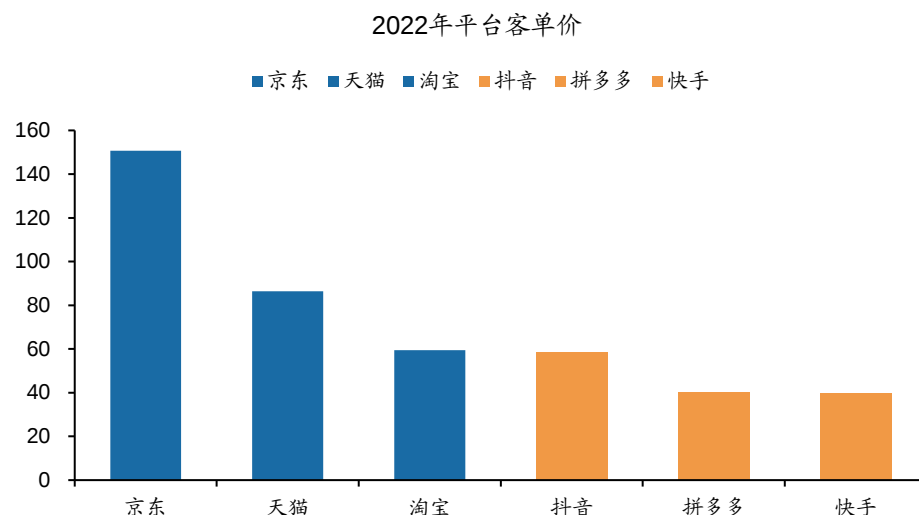
图40：2024年来，快递业务量当月增速领先社零总额增速维持在15-20pp



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

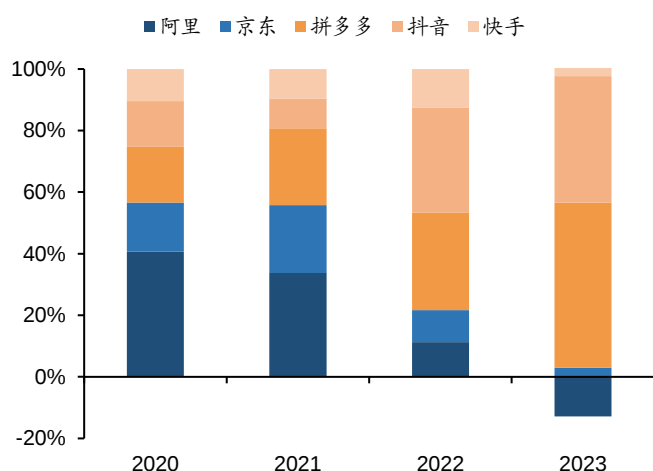
小件化趋势延续的内源驱动力来源于以拼多多、抖音、快手为代表的低价电商平台崛起。近年来新兴低价电商平台GMV贡献更多增量，电商总量格局正在改变。相比于传统电商平台，近几年发展较快的拼多多、抖音与快手三家的货单价分别为40元、58元与39元，均远低于京东（150元）和天猫（86元）。2023年抖音和拼多多几乎贡献了国内综合电商平台GMV全部增量，低客单价新兴电商平台崛起对应着相同GMV增量将贡献更多包裹，支撑快递小件化趋势延续。

图41: 抖音、快手和拼多多代表着低价电商平台



数据来源: Datayes, 抖音电商官网, 拼多多年报, 浙江省电子商务促进会数字贸易研究院, 广发证券发展研究中心

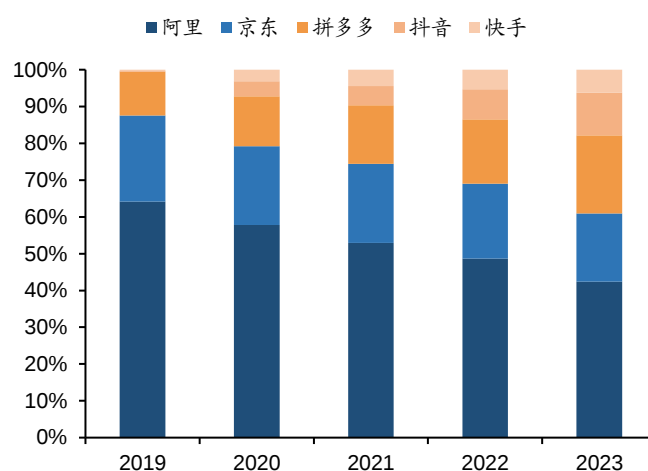
图42: 低价电商GMV增量占比不断提升



数据来源: 新茅榜, 灼识咨询, 广发证券发展研究中心

注: 数据仅供参考

图43: 低价电商GMV总额占比不断提升



数据来源: 新茅榜, 灼识咨询, 广发证券发展研究中心

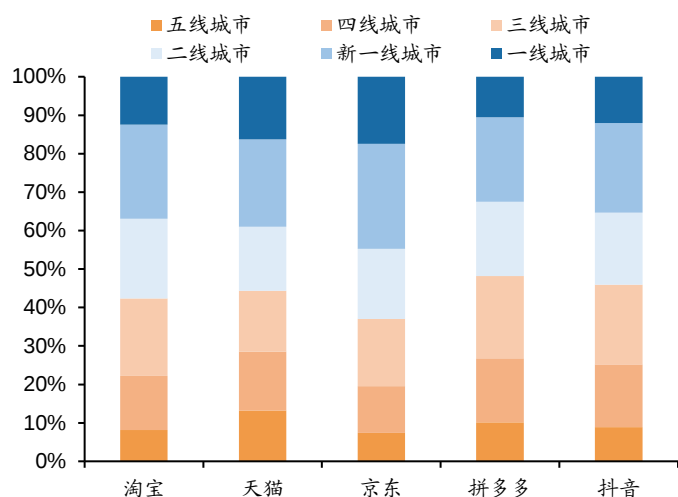
注: 数据仅供参考

2. 中期: 下沉市场电商渗透率仍有提升空间

据易观分析, 下沉市场中, 低价电商是更为主要的平台, 三线及以下城市结构占比最大的两家是拼多多和抖音, 占比分别为48.17%和45.89% (2022年)。下沉市场的网购人口红利是低价电商平台的增长发力点, 除拼多多和抖音外, 传统电商淘宝、天猫与京东为拓展下沉市场均推出了特价版商城, 如京东19年推出京喜, 淘宝20年推出淘特, 传统电商平台也在积极把握下沉市场的需求红利。

2024年以三四线城市为主的中西部电商需求进一步挖掘, 从24年1-8月行业快递件量结构来看, 中部和西部地区快递份额同比分别提升1.2pp、0.9pp, 低线城市电商消费需求端韧性显现, 未来仍有深挖空间。

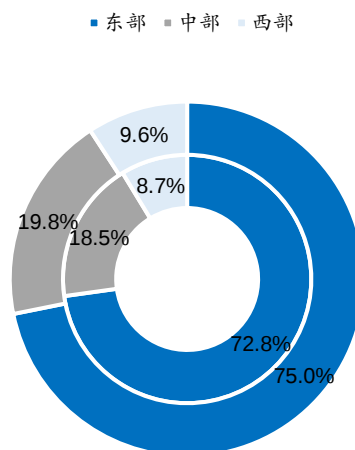
图44：低价电商是下沉市场中更为主要的平台



数据来源：易观分析，广发证券发展研究中心

注：数据截止 2022 年 8 月

图 45：24 年 1-8 月中、西部快递件量份额同比分别提升 1.2pp、0.9pp

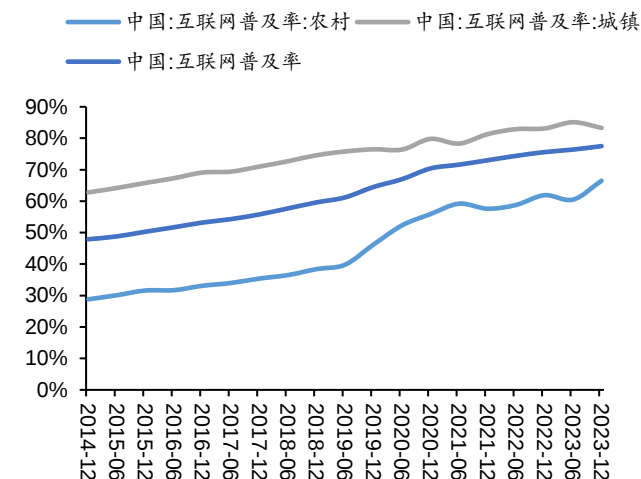


数据来源：国家邮政局，广发证券发展研究中心

中期维度看，下沉市场电商渗透率仍有提升空间。2019年以来，随着拼多多、抖音和快手等新兴社媒和低价电商平台在低线市场加速渗透，农村地区互联网普及率快速提升，成为中国互联网普及率增长的新动力。

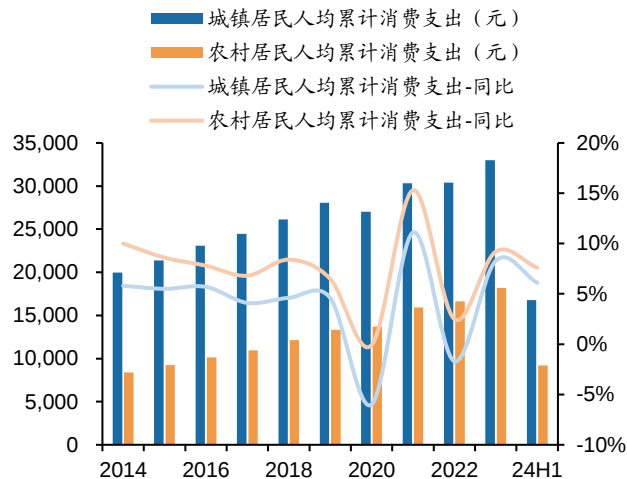
2023年12月农村地区互联网普及率66.5%，与城镇仍有15%左右的差距。同时农村人均消费支出保持增长态势，且增速高于城市，展现出农村消费的潜力，预计下沉市场的需求红利释放仍有持续性。

图46：中国城镇与农村互联网普及率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图47：全国城镇与农村居民人均消费支出



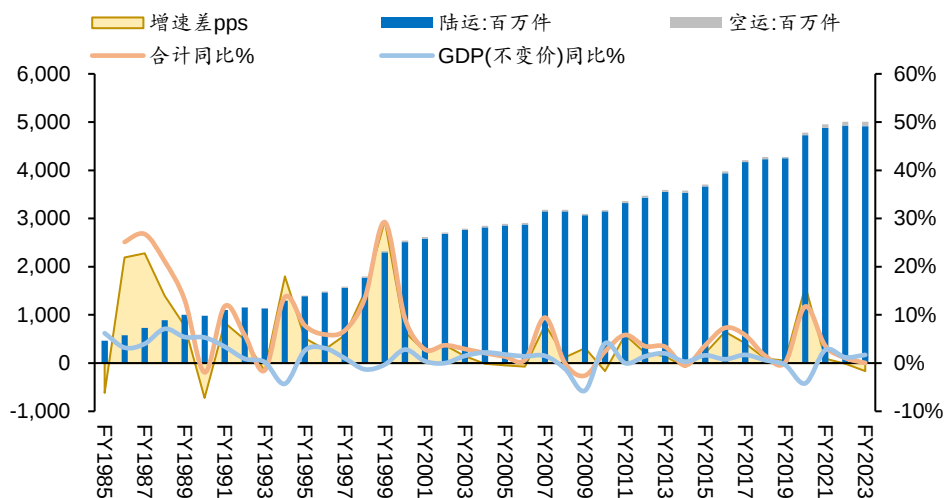
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

3. 长期：行业长期增长中枢跟随消费增速，产品分层有望催化客单价中枢上移

对标日本成熟的快递行业，2000年后其国内快递件量同比增速与GDP增速围绕0至

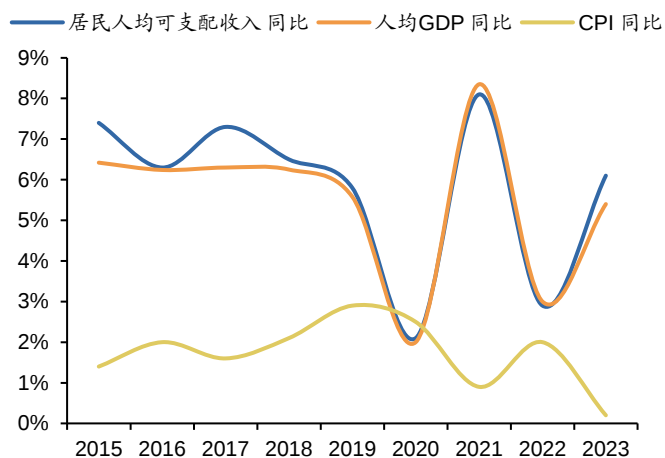
5pp小幅波动。我国的快递行业以消费类寄递需求为主，预计其长期发展将跟随消费行业增长中枢，远期伴随小件化趋势渗透率达峰，未来行业快递件量增速或回落至与社会消费品零售额增速和实物网上零售额增速趋同。

图48：2000年来日本本土快递件量（以宅配为主）增速领先GDP增速0-5pp



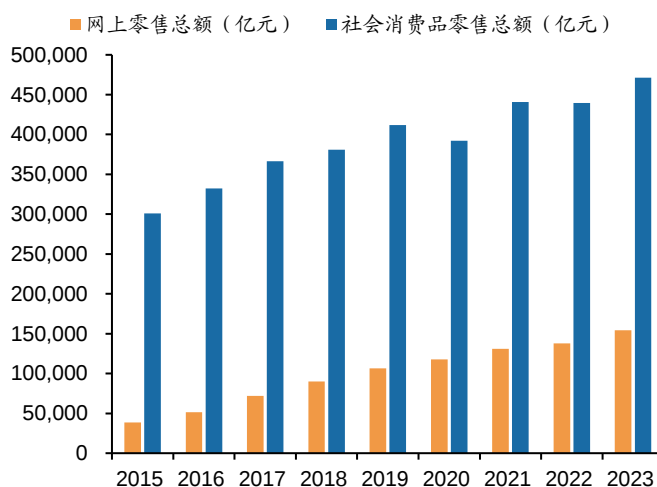
数据来源：日本国土安全省，广发证券发展研究中心

图49：人均收入稳步增长



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

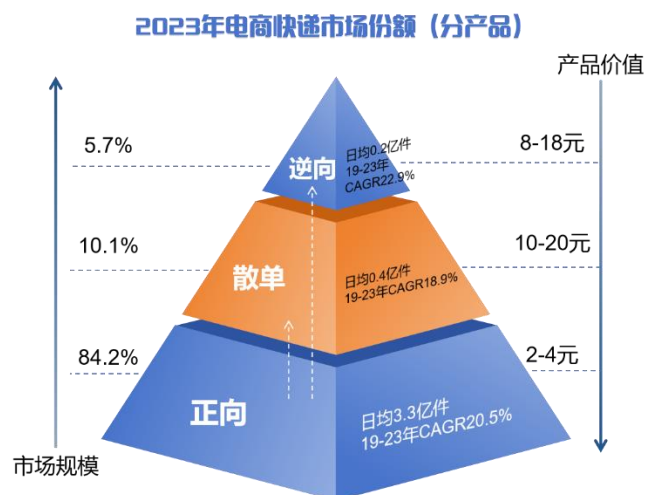
图50：网上零售总额与社会消费品零售总额稳步增长



数据来源：Choice，广发证券发展研究中心

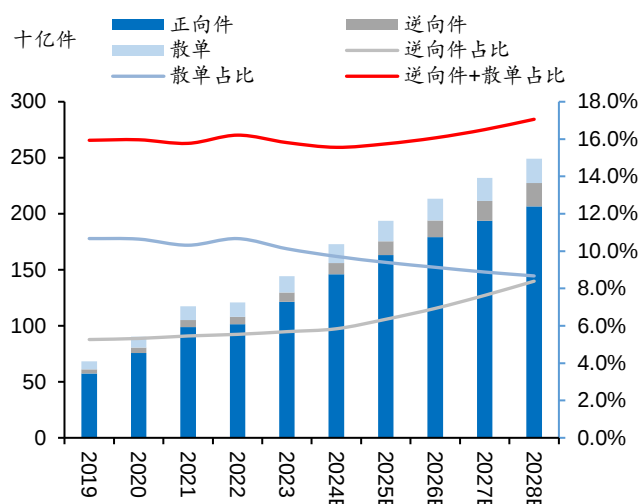
尽管未来行业快递件量增速增长中枢下移，但随着电商深度发展、国民人均可支配收入提升，以逆向件、散单件为代表的电商快递中高端产品市场份额上行可期。据国家邮政局与灼识咨询，逆向件日均单量已由19年的986万件提升至23年的2247件,19-23CAGR为22.9%，占全行业快递件量份额从19年的5.3%提升至23年的5.7%，渗透率仍有较大提升空间。产品分层下，电商快递行业单票收入中长期上行可期。

图 51：产品分层升级将带来单票收入提升



数据来源：国家邮政局，灼识咨询，广发证券发展研究中心

图 52：24 年全行业个人、散单件占比进一步提升



数据来源：国家邮政局，灼识咨询，广发证券发展研究中心

（三）供需平衡表：2021 年资本开支达峰，产能利用率逐步提升

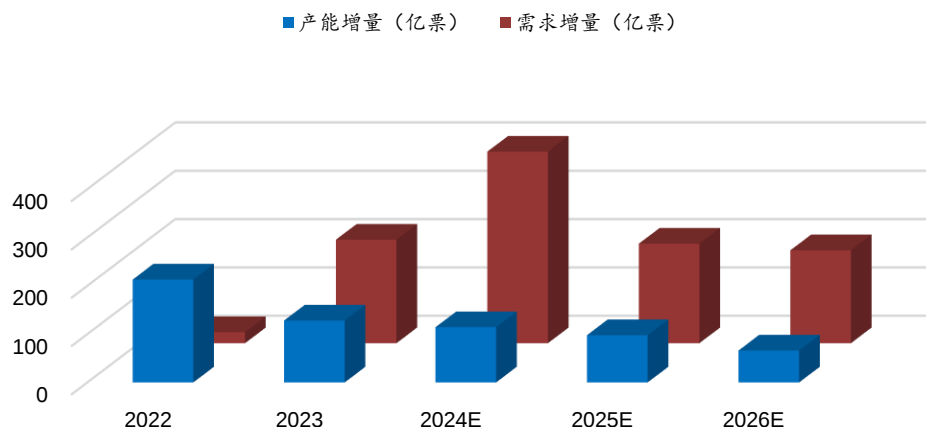
年内维度看，快递需求具有明显的季节效应（春节停工停产、“618”与“双十一”电商节等），早期需求高景气的阶段，各企业资本开支均从旺季产能上限、市占率目标、需求预期延续高增这三个维度来进行规划，行业发展中前期资本开支总额不断膨胀。

资本开支的投向主要有两个，一是已有资产的升级替代，随着各企业已有的固定资产规模不断增加，每年需要更新迭代的设备、车辆、场地等均在不断增加；二是新增资产的投资建设，但随着行业需求增速换挡，各企业需要更多平衡产能利用率与投资回报率的问题。

需求侧：因线上渗透率提升与小件化趋势延续，快递行业业务量增速仍高于实物网上零售额增速，而实物网上零售额增速高于GDP增速。参考GDP增速及24年1-8月行业快递件量同比增长22.5%后，我们预计2024-2026年中国快递行业业务量将达到1716、1922与2115亿票，同比增速分别为30%、12%与10%（此处24年增速以23年旧口径测算）。

供给侧：考虑各企业资本开支达峰，维持已有资产的升级替代的基础上，投向新增资产的资本开支按照19-21年的平均单位业务增票所需资本开支测算产能，24-26年的产能增量预计将小于需求增量，行业供需格局有望改善，板块ROE进入修复通道。

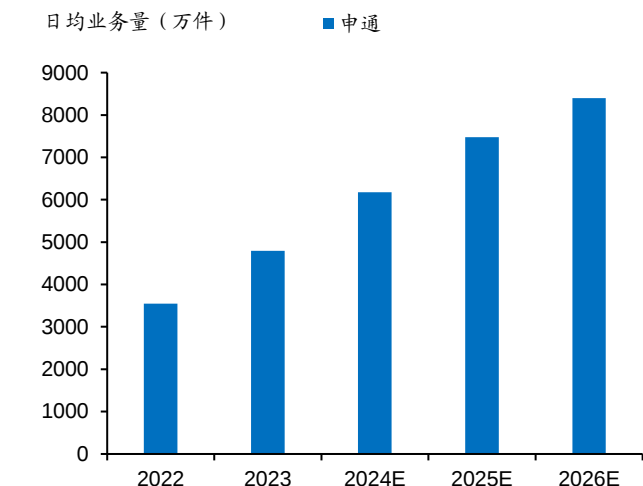
图53: 预计24年底行业新增需求超越新增供给



数据来源: Wind, 中通、圆通、申通、韵达公司年报, 广发证券发展研究中心

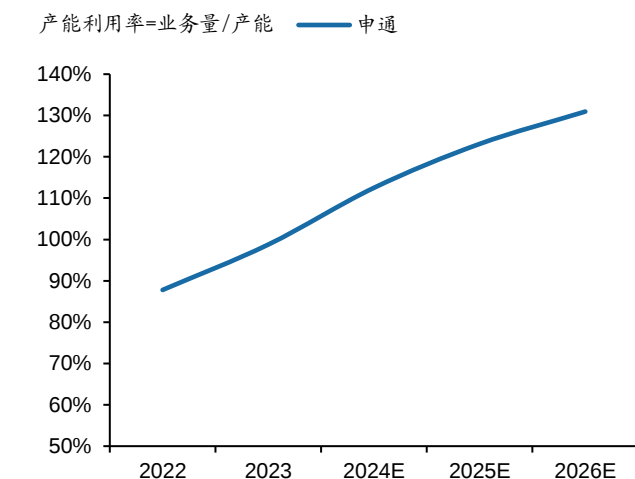
发展中前期, 行业增速仍处于高位, 且各企业在旺季通常都会使用外包产能, 因此可以假设在2019年前, 各企业均是处于满产能运行的状态, 可以根据相同的产能预测逻辑预测企业总产能(按照19-21年的平均单位业务增票所需资本开支测算产能)。在资本开支收缩并细化背景下, 测算下申通快递25年、26年产能利用率将分别达到123%、130%。

图54: 预计申通业务量仍会保持稳步增长



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图55: 预计申通产能利用率将逐步提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、未来展望：量本利正循环加速，市值有望实现陡峭提升曲线

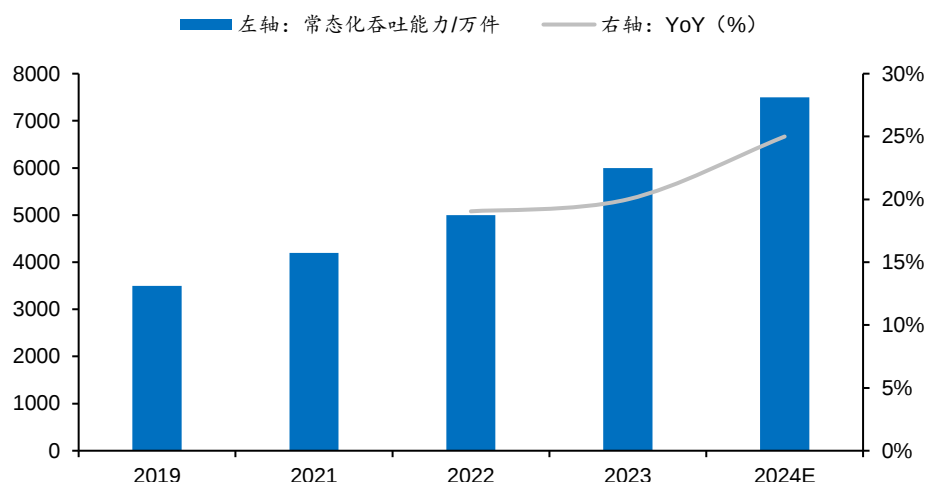
近5年来公司积极变革，向外寻求战略合作，向内夯实经营底盘。随着三年百亿扩产产能释放，数智化运营效果显著，公司22年起正沿着“网络扩张-市占修复-成本优化-收入提升”成长路径持续演绎，当前市占率明显修复、降本增效释放下，已带来可观的盈利弹性，未来单票收入空间有望在公司“立足性价比，打造差异化”经营策略实施下进一步打开，量本利正循环加速，业绩弹性持续兑现。

（一）短期：扩产与降本双管齐下，盈利弹性加速兑现

短期来看，公司看点在于产能扩容、降本增效下单票利润边际反转趋势有望加速。

产能方面，公司全网产能逐年上升，经营底盘持续夯实。22年起的三年百亿扩产计划实施下，公司产能短板得以补齐，全网常态化吞吐能力由21年的4200万件/日提升到24年的7500万件/日，网络底盘不断夯实。

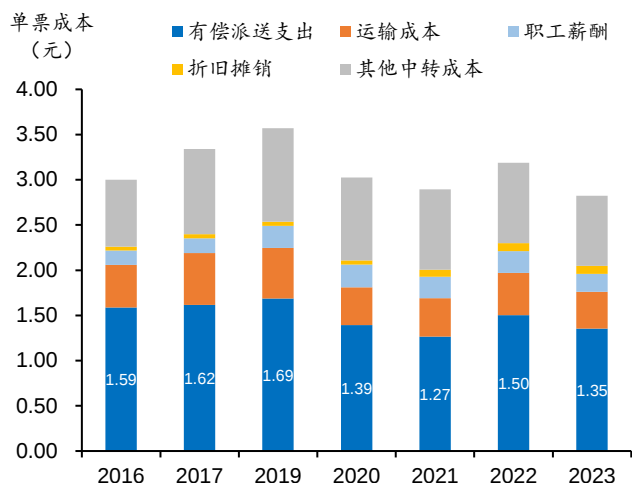
图56：预计24年公司全网常态化吞吐能力提升至7500万件/日



数据来源：申通快递公司年报，广发证券发展研究中心

成本方面，干线成本持续优化，降本重心转向末端。随着加盟制电商快递日均发送件量均达到5000万件以上，规模效应带来的中转成本优化边际效应收窄，未来成本优化重心在于末端派送成本。在传统件量增长、末端网点派件密度提升带来的成本节降外，得益于高额研发投入支撑、高管数智化运营背景赋能，未来申通驿站直分直送、无人车派送等渗透率提升下，末端派送成本优化可期。以无人车为例，据公司官网披露，按网点实际运营情况测算最高可降低单票派送成本2毛。

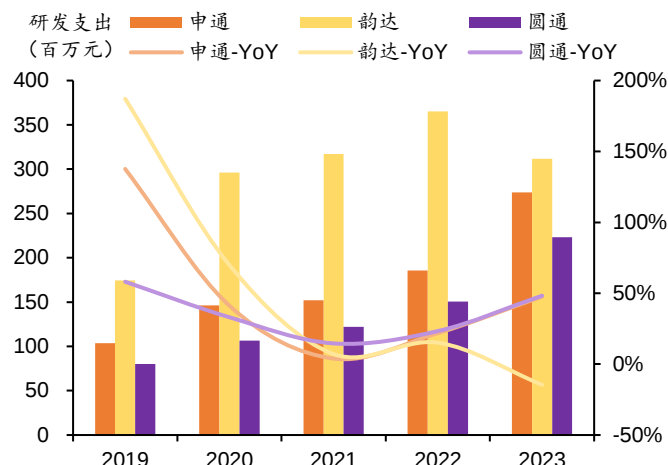
图57：申通末端派送成本仍有较大优化空间



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：申通 18 年报披露的成本分析口径有变，为保证可比此处删去 18 年数据

图 58：近年来公司持续加大研发投入



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

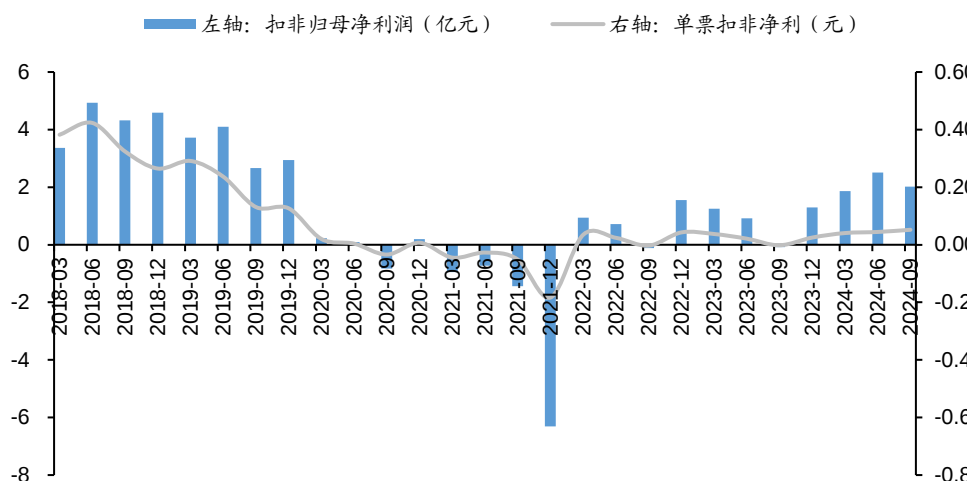
图59：据网点测算，使用无人车最高可降低单票派送成本2毛



数据来源：申通快递单点登录官网，广发证券发展研究中心

利润方面，盈利弹性加速兑现，单票利润边际反转趋势有望加速。尽管23年来行业重启价格战，但公司产能加速释放、精细化成本管控下，22年底公司单票扣非利润进入修复通道，24年以来单票利润修复至3-5分区间。短期而言，随着产能利用率提升、末端网点成本优化，公司单票利润边际上行趋势有望延续并加速。

图60：24年以来申通单票扣非净利修复至3-5分区间



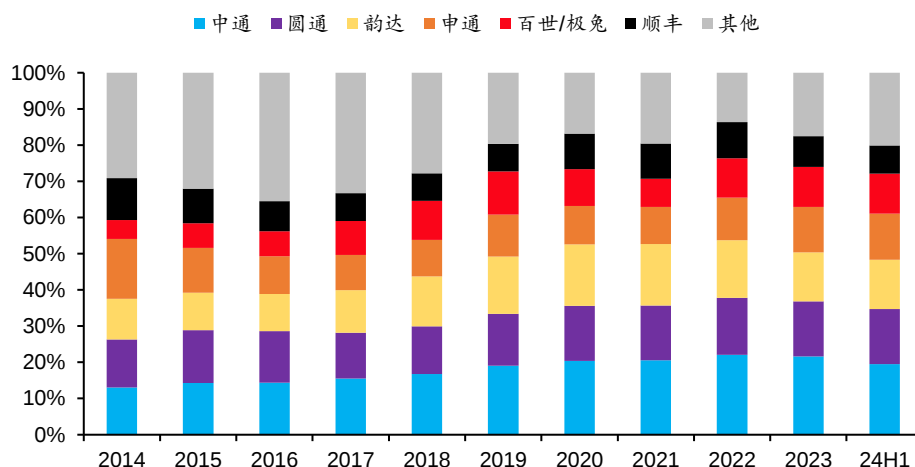
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）中期：借力格局拐点稳步追赶，深化产品分层打开空间

中期来看，公司成长迎来双重机遇：①行业资本开支达峰并收缩，当下处在供需格局拐点，大概率维持多强格局，同时政策端限制恶性价格战重启，给予公司相对宽松的竞争环境；②网络竞争力提升下公司得以立足性价比利基市场，打造差异化中高端产品，单票收入具备上行空间。

格局方面，多强格局给予公司相对宽松竞争环境。当下正处格局拐点，行业格局主要受政策与供需两大因素影响，一方面政策约束了行业恶性价格战出清，另一方面行业供需格局反转下板块进入ROE上行通道，行业内并购整合难度加大。中期视角看，通达系各家在不同产品分层上都有广阔的空间可以耕耘，电商快递赛道大概率要维持多强格局。

图61：2020年以来快递行业CR5维持在70-80%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

成长方面，公司扎实稳定的快递网络竞争力也进一步外化到差异化产品探索上。近年来公司在按需配送、区域时效件以及大客户服务等差异化产品上积极探索，并取得了不错的成效。据2023年年报，在大客户服务上，公司承接品牌类大客户约 150 家，服务规模同比增长 400%。随着未来散单件、逆向件，以及KA运营产品份额的提升，公司未来单票收入上行可期，成长潜力亟待释放。

表3：申通着力打造差异化服务，助力中长期业务价值增值

服务类型	服务内容与最新进展
大客户服务	为品牌客户打造高体验、高品质、高性价比的个性化快递综合解决方案。 23 年公司承接品牌类大客户约 150 家，服务规模同比增长 400%
平台客户服务	23H1 与京东达成合作协议，承接京东平台部分增量。此外，公司与抖音达成了在按需配送、仓配服务、逆向物流等方面的合作。
按需配送服务	23 年，推出“申咚咚”产品。在末端派送、售后保障方面可以做到 100% 按需配送、100% 爽约退赔，目前服务已覆盖百城。
区域时效件	在京津冀、长三角、珠三角等经济圈开展次日达业务。

数据来源：申通快递 2023 年年报，广发证券发展研究中心

（三）展望：新一轮产能扩张尾声，市值有望实现陡峭提升曲线

1. 圆通经验：最优产能带动成本节降，管理改善推动定价提升

回顾圆通股价，公司产能扩张与股价走势表现出一定关系。源于快递行业对高性价比的追求，前期大规模的资产开支是快递企业不可避免的营运节奏。而产能投入与企业回报具备一定的周期特征。以圆通为例：21年8月前，公司处于产能扩张期，持续探索最优产能，大量净利润留存企业，支持资本开支，维系产能扩张。导致公司归母净利润表现相对乏力，对股价的支撑度低。达到最优产能后，公司业绩随着业务量增长持续兑现，同时资本开支现金需求减弱开始加大股东回报，基本面向好叠加分红率提升支撑股价上行。

图62：圆通速递股价复盘



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

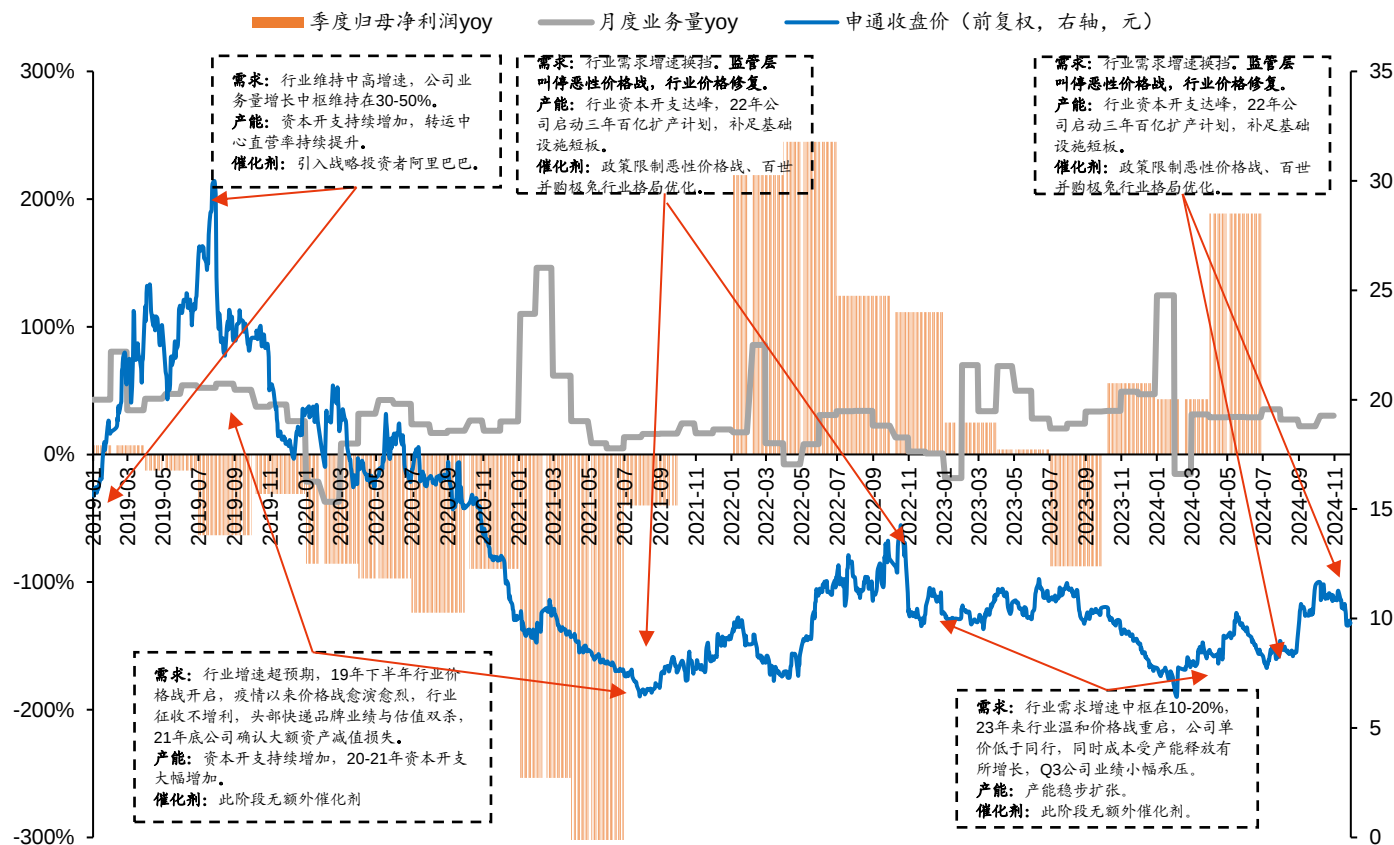
注：股价更新至 11.29 日

2. 申通展望：新一轮产能扩张尾声，市值有望实现陡峭提升曲线

对申通而言，22年以来公司正沿着“产能扩张-份额追赶-成本优化-价格修复”的路径逐步验证，当下行至成本优化阶段，盈利弹性初步兑现。向后展望，随着三年百亿扩产计划进入尾声，公司最优产能呼之欲出，数智化技术驱动下成本尚有节降空间，差异化战略实施有望支撑单票价格上行，未来公司回报率与分红率有望开启新一轮上行期。

24年以来，公司利润已先于估值修复。复盘申通股价，24年8月底受益于中报业绩兑现、盈利弹性释放，利润修复先于估值修复铸就反转动力。随着10月后进入快递旺季，产能利用率提升叠加旺季涨价催化，盈利弹性有望继续兑现。中期来看，行业供需格局反转、多强格局持续奠定相对温和的竞争环境，公司作为民营快递先锋，三十年沉淀的网络壁垒稳固，此轮产能投放落实与管理改革深化进一步夯实全网经营基本盘，未来产品分层深化下单票利润上行可期，市值有望实现陡峭提升曲线。

图63: 申通快递股价复盘



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

由于 21Q4 公司确认大额资产减值损失，剔除 21Q4 单季归母净利润 yoy

注：股价更新至 11.29 日

四、盈利预测和投资建议

报表端看，公司收入端主要为快递服务收入、物料销售收入与其他收入三大块，其中快递服务作为公司核心主业，收入规模占比在95%左右。基于国内快递件量增速、公司自身经营状况，我们对公司各业务口径做出如下假设：

(1) 快递服务收入：业务量方面，预计在小件化趋势延续+下沉市场电商渗透提升下，行业快递件量有望保持10-20%中高增速，公司末端网络稳定性持续修复下，预计公司24-26年业务量增速分别为25.0%/15.5%/10.5%，小幅跑赢行业。收入端，快递新政推出后，预计行业整体单价会短期停止下行，公司单票收入整体保持平稳。成本端，在当前产能利用率较低背景下，公司业务量增长带来的成本节降仍有较大空间，预计24-26年公司单票成本同比分别下降0.14/0.01/0.00元。预计24-26年快递服务收入毛利率分别为4.9%/5.5%/5.5%。

(2) 物料销售收入与其他收入：其他收入主要包含公司提供的金融服务、广告服务以及云仓储解决方案等新的业务，物料销售收入相对稳定主要包含出售订单运单、包装材料等收入。结合公司新业务研发进展，我们预计24-26年物料销售与其他收入

同比增速分别为2%/4%/4%，对应毛利率分别为8.0%/8.0%/8.0%。

整体而言,公司短期仍处在“产能扩张-成本优化-利润弹性释放”的量本利正循环中,且受益于四季度旺季加持,全年盈利弹性有望兑现。中期则受益于行业格局拐点下份额稳步追赶,同时此轮产能投放落实与管理改革深化进一步夯实全网经营基本盘,未来产品分层深化下单票利润上行可期。

我们预计24-26年公司营业收入为481.0/553.4/610.2亿元,同比分别增长18%/15%/10%,归母净利润分别为9.2/12.8/15.9亿元,同比分别增长170.1%/38.6%/24.7%,毛利率稳中有升,分别为5.3%/5.8%/5.9%。

表4: 申通快递盈利预测表 (单位: 百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
快递服务收入					
收入	32,577	39,097	46,225	53,389	58,995
增长率		20.02%	18.23%	15.50%	10.50%
成本	31,290	37,666	43,938	50,479	55,725
毛利	1,287	1,431	2,286	2,910	3,270
毛利率(%)	3.9%	3.7%	4.9%	5.5%	5.5%
物料销售收入与其他收入					
收入	679	1,826	1,871	1,950	2,024
增长率		169%	2%	4%	4%
成本	563	1,645	1,721	1,794	1,862
毛利	116	182	150	156	162
毛利率(%)	17.1%	9.9%	8.0%	8.0%	8.0%
合计					
收入	33,671	40,924	48,096	55,339	61,019
增长率		22%	18%	15%	10%
成本	32,196	39,214	45,538	52,133	57,433
毛利	1,475	1,710	2,557	3,206	3,587
毛利率	4.4%	4.2%	5.3%	5.8%	5.9%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

可比公司选取依据: 圆通、中通、韵达以及极兔均为电商快递主营,且为加盟制模式,与公司类似。对比国内A股上市的电商快递业务量数据来看,据Wind,2024年1-10月,申通、圆通、韵达累计快递业务量分别为182.96、213.88、191.93亿件,同比增速分别为30.7%、28.2%、26.6%。考虑到申通快递当下处于产能扩张落地后的业务量快速爬坡阶段,网络竞争力正在持续追赶,同时阿里赋能下数智化运营带来的管理杠杆持续显现,预计公司业务量增速、单票利润弹性将继续领先于同行,有望享受领先于行业平均更高的估值水平,参照当前中通、韵达、圆通 25年 9-11x的PE估值区间,给予公司25年14x PE,对应合理价值11.66元/股。

表5：可比公司估值表

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	净利润（百万元）			PE估值水平		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
中通快递-W	02057.HK	电商快递	1190	8,749	9,197	10,616	10.83	12.94	11.21
韵达股份	002120.SZ	电商快递	232	1,625	1,974	2,349	13.32	11.73	9.86
圆通速递	600233.SH	电商快递	501	3,723	4,307	4,962	11.36	11.63	10.10
极兔速递-W	01519.HK	电商快递	545	-1,101	170	393		320.91	138.68

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：市值更新至最新日期，中通、韵达、圆通盈利预测来自广发证券，极兔来自 Wind 一致预测。

五、风险提示

（一）行业需求增长不及预期

若行业需求增长不及预期，公司业务量增长将受到冲击，公司成长性受限的同时，公司产能利用率也会受到影响，进而降低公司盈利能力。

（二）行业价格竞争再度恶化

若行业再度进入无序或恶性的价格竞争当中，行业整体单票收入将再度下行，公司盈利能力会受到影响。

（三）加盟网络运营出现不稳定现象

由于公司运营着一张全国性的快递网络，若网络出现不稳定现象，公司的整体产能与日常的经营活动会受到影响。

（四）产能投放不及预期

22年以来公司推行三年百亿扩产计划，若产能实际投产规模不及预期，则公司未来成长性有所受限。

（五）政策影响具备不确定性

快递行业受到交通运输部、国家邮政局等部门监管，相关政策的制定、推出以及后续影响均有一定不确定性。

（六）宏观环境承压

快递行业的整体运行与生产、消费等宏观因子息息相关，若整体宏观环境承压，快递行业的供给与需求均会受到一定影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,203	6,236	8,063	11,141	14,950
货币资金	2,166	2,433	3,576	6,498	10,142
应收及预付	1,239	1,132	1,722	1,844	1,965
存货	44	88	88	96	115
其他流动资产	1,754	2,584	2,677	2,703	2,728
非流动资产	15,129	16,514	16,989	16,569	15,975
长期股权投资	94	43	43	43	43
固定资产	7,357	9,422	9,251	8,841	8,157
在建工程	1,247	226	342	512	782
无形资产	1,536	1,554	1,574	1,594	1,614
其他长期资产	4,895	5,269	5,779	5,579	5,379
资产总计	20,332	22,750	25,051	27,709	30,924
流动负债	9,023	10,077	10,435	11,142	12,406
短期借款	1,909	2,998	1,998	1,698	2,198
应付及预收	3,284	3,472	4,441	5,006	5,400
其他流动负债	3,830	3,607	3,996	4,437	4,807
非流动负债	3,102	3,854	4,771	5,521	5,991
长期借款	729	1,495	1,395	1,345	1,315
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,373	2,360	3,376	4,176	4,676
负债合计	12,125	13,931	15,206	16,663	18,397
股本	422	422	422	422	422
资本公积	3,041	3,018	3,048	3,048	3,048
留存收益	4,770	5,111	6,394	7,600	9,087
归属母公司股东权益	8,169	8,788	9,819	11,026	12,512
少数股东权益	38	31	26	21	16
负债和股东权益	20,332	22,750	25,051	27,709	30,924

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	33,671	40,924	48,096	55,339	61,019
营业成本	32,196	39,214	45,538	52,133	57,433
营业税金及附加	59	78	91	105	116
销售费用	178	168	198	228	251
管理费用	685	801	866	941	1,037
研发费用	124	167	168	194	214
财务费用	192	181	198	182	159
资产减值损失	-73	-52	0	0	0
公允价值变动收益	-12	2	0	0	0
投资净收益	104	14	22	20	18
营业利润	487	460	1,150	1,625	1,991
营业外收支	-124	-42	-25	-63	-43
利润总额	363	418	1,125	1,561	1,948
所得税	90	85	210	292	364
净利润	274	333	915	1,270	1,584
少数股东损益	-14	-7	-5	-5	-5
归属母公司净利润	288	341	920	1,275	1,589
EBITDA	2,200	2,498	3,438	4,043	4,581
EPS (元)	0.19	0.23	0.60	0.83	1.04

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,600	3,358	3,987	4,751	4,976
净利润	274	333	915	1,270	1,584
折旧摊销	1,517	1,806	2,115	2,300	2,474
营运资金变动	326	879	686	850	599
其它	484	340	270	331	318
投资活动现金流	-796	-2,940	-2,589	-1,944	-1,925
资本支出	-3,541	-2,809	-2,011	-1,964	-1,943
投资变动	2,744	-141	0	0	0
其他	0	11	-578	20	18
筹资活动现金流	-1,788	262	-671	115	593
银行借款	-1,184	1,855	-1,100	-350	470
股权融资	0	0	30	0	0
其他	-603	-1,593	399	465	123
现金净增加额	22	683	727	2,922	3,645
期初现金余额	1,655	1,677	2,359	3,086	6,008
期末现金余额	1,677	2,359	3,086	6,008	9,653

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	33.3%	21.5%	17.5%	15.1%	10.3%
营业利润增长	152.5%	-5.5%	149.9%	41.3%	22.6%
归母净利润增长	131.6%	18.4%	170.1%	38.6%	24.7%
获利能力					
毛利率	4.4%	4.2%	5.3%	5.8%	5.9%
净利率	0.8%	0.8%	1.9%	2.3%	2.6%
ROE	3.5%	3.9%	9.4%	11.6%	12.7%
ROIC	3.5%	3.4%	6.3%	7.5%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	59.6%	61.2%	60.7%	60.1%	59.5%
净负债比率	147.7%	158.0%	154.5%	150.8%	146.8%
流动比率	0.58	0.62	0.77	1.00	1.21
速动比率	0.37	0.39	0.54	0.78	1.00
营运能力					
总资产周转率	1.72	1.90	2.01	2.10	2.08
应收账款周转率	37.71	46.06	44.60	40.82	42.32
存货周转率	656.26	596.96	517.80	566.23	543.83
每股指标 (元)					
每股收益	0.19	0.23	0.60	0.83	1.04
每股经营现金流	2	2	3	3	3
每股净资产	5.34	5.74	6.41	7.20	8.17
估值比率					
P/E	54.37	33.87	16.60	11.98	9.61
P/B	1.94	1.36	1.56	1.39	1.22
EV/EBITDA	9.17	6.77	5.53	4.09	3.03

广发交通运输行业研究小组

- 许可：首席分析师，西南财经大学硕士，7 年证券从业经验，2 年私募经验，更注重从投资视角看待公司长期投资价值，擅长系统化深度研究。
- 周延宇：资深分析师，毕业于兰州大学，5 年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，覆盖大物流全产业链及物流基础设施资产，擅长为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会。
- 陈宇：资深分析师，南开大学本硕，7 年交运行业研究经验，1 年产业研究经验，坚持产业链上下游一体化研究，产研融合的方法，覆盖航空机场跨境物流低空经济，及时跟踪公司及行业信息，擅长为投资者挖掘高弹性周期性机会，并提供景气度验证。
- 李然：资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，5 年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。
- 钟文海：资深分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，3 年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻大物流全产业链及物流基础设施资产。
- 王航：交通运输行业分析师，香港中文大学(深圳)硕士，2 年交运行业研究经验，深度价值导向，主攻交运基础设施方向。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与顺丰控股(06936)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。