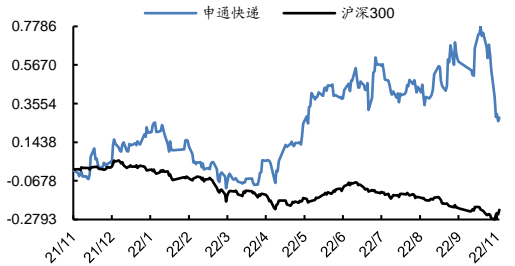


研究所
证券分析师: 许可 S0350521080001
xuk02@ghzq.com.cn
证券分析师: 周延宇 S0350521090001
zhouyy01@ghzq.com.cn
联系人: 祝玉波 S0350121120080
zhouyb01@ghzq.com.cn
联系人: 钟文海 S0350121090029
zhongwh@ghzq.com.cn

Q3 业绩波动, 不改公司长期向好趋势

——申通快递(002468)点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
申通快递	-19.4%	-9.0%	27.9%
沪深300	-1.0%	-8.2%	-22.6%

市场数据

当前价格(元)	10.28
52周价格区间(元)	7.03-14.52
总市值(百万)	15,736.65
流通市值(百万)	15,338.23
总股本(万股)	153,080.22
流通股本(万股)	149,204.57
日均成交额(百万)	529.69
近一月换手(%)	2.24

《——申通快递(002468)点评报告: 盈利能力持续修复, 期待产能爬坡下的业绩弹性 (买入)*物流*许可, 周延宇》——2022-09-02

《——申通快递(002468)事件点评: 盈利能力修复, 期待需求回暖 (买入)*物流*许可, 周延宇》——2022-04-30

《——申通快递(002468)事件点评: 业务量增速领先, 维持“买入”评级 (买入)*物流*许可, 周延宇》——2022-02-20

事件:

申通快递发布2022年第三季度报告:

经营方面, 2022Q3, 申通快递实现营业收入 91.17 亿元, 同比增长 54.72%; 归母净利润 0.22 亿元(去年同期亏损 0.92 亿元), 环比减少 0.60 亿元; 扣非归母净利润亏损 0.11 亿元(去年同期亏损 1.44 亿元), 环比减少 0.83 亿元。

业务方面, 2022Q3, 申通快递完成快递业务量 36.47 亿件, 同比增长 29.93%, 环比提升 22.30%; 市占率 12.67%, 同比提升 2.41pcts, 环比提升 1.62pcts; 单票营业收入 2.50 元, 同比增长 19.08%, 环比下降 4.52%。

投资要点:

■ 业务量增速领跑行业, Q3 业绩有所承压

2022Q3 申通单票营业收入 2.50 元, 环比减少 0.12 元; 单票营业成本 2.43 元, 环比减少 0.07 元; 单票毛利 0.07 元, 环比减少 0.05 元; 单票费用 0.09 元, 环比减少 0.01 元; 其他收益及投资收益 0.04 元, 环比增加 0.02 元; 最终单票归母净利润 0.01 元, 环比减少 0.02 元。

2022Q3 公司单票盈利能力环比略有下滑, 主要因公司以价换量的淡季营销策略所致, 单票营业收入环比降幅大于规模效应下的单票营业成本降幅。但在该策略下, 公司 Q3 业务量同比增长 29.93%, 环比增长 22.30%, 业务量增速领跑整个行业, 市占率大幅同比提升 2.41pcts, 环比提升 1.62pcts。

■ 运营底盘优化, 产品力有望持续提升

快递公司资本开支是提升产能和效率的关键, 申通提出三年百亿投资计划, 通过全网扩能、提质、增效等举措实施, 公司产品力有望持续提升。2022 年, 公司计划实施 82 个产能提升项目, 预计年底常态吞吐产能将拓展至 5000 万件/日, 截止 2022Q3 申通资本开支

《——中通快递（002468）事件点评：剔除减值后 Q4 实现盈利，上调至“买入”评级（买入）*物流*许可，周延宇》——2022-01-30
《业绩略低于预期，长期关注行业格局改善（增持）*其他建材*周延宇，许可》——2021-09-01

总额 22.79 亿元，同比增长 31.25%，资本开支力度加大。

2022 年年初公司提出设立时效专项基金已提升质量和时效，3 月份开始效果逐步体现，全网时效逐渐提升，公司 2022 年 1-5 月快递平均时效较去年同期提升 3 个小时，与第一名差逐渐缩小。随着三年百亿计划的推进，公司有望通过产品力的提升，缩小和头部企业的价格差距。

■ 业绩波动不改向好趋势，进入深度价值布局区间

2022Q3，公司考虑产能爬坡和时效提升的需要，采用了以价换量的营销策略，单票盈利虽有下滑，但也达到了产品力提升的目的，有益于公司旺季服务保障和长期发展。2022Q4，公司开始实行旺季涨价策略，Q4 有望实现量价齐升，单票盈利能力也有望随之修复。

长期来看，与头部企业相比，申通的看点在于单票利润的修复弹性和领跑行业的业务量增速，看好公司后续沿着市占率修复、产品力修复、成本修复、价格修复的路径实现自身价值修复。持续推荐业绩弹性较大，成长性领先的申通快递。

■ **盈利预测和投资评级** 我们根据公司前三季业绩调整盈利预测，预计申通快递 2022-2024 年营业收入分别为 326.68 亿元、380.17 亿元与 426.20 亿元，归母净利润分别为 3.71 亿元、9.03 亿元与 11.99 亿元，2022-2024 年对应 PE 分别为 42.46、17.44 与 13.13 倍。公司淡季营销策略导致业绩下滑，但公司或逐步进入长期价值布局区间，随着公司旺季营销策略调整，修复弹性可期，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 行业景气度不及预期、价格战重启、监管政策变动、互联网企业强制介入、加盟商爆仓、人工成本快速通胀、油价持续暴涨、疫情影响冲击企业运营。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	25255	32668	38017	42620
增长率（%）	17	29	16	12
归母净利润（百万元）	-909	371	903	1199
增长率（%）	-2603	141	144	33
摊薄每股收益（元）	-0.60	0.24	0.59	0.78
ROE（%）	-12	5	10	12
P/E	—	42.46	17.44	13.13
P/B	1.78	1.92	1.73	1.53
P/S	0.55	0.48	0.41	0.37
EV/EBITDA	14.37	11.91	7.61	5.75

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：申通快递盈利预测表

证券代码:	002468				股价:	10.28				投资评级:	买入				日期:	2022/11/04			
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E										
盈利能力					每股指标														
ROE	-12%	5%	10%	12%	EPS	-0.60	0.24	0.59	0.78										
毛利率	2%	5%	6%	7%	BVPS	5.11	5.36	5.95	6.73										
期间费率	3%	3%	3%	3%	估值														
销售净利率	-4%	1%	2%	3%	P/E	—	42.46	17.44	13.13										
成长能力					P/B	1.78	1.92	1.73	1.53										
收入增长率	17%	29%	16%	12%	P/S	0.55	0.48	0.41	0.37										
利润增长率	-2,603%	141%	144%	33%															
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
总资产周转率	1.35	1.63	1.74	1.78	营业收入	25255	32668	38017	42620										
应收账款周转率	29.69	25.98	25.73	25.86	营业成本	24667	31159	35588	39645										
存货周转率	463.06	432.46	414.61	429.93	营业税金及附加	52	62	72	81										
偿债能力					销售费用	155	199	232	260										
资产负债率	58%	59%	58%	56%	管理费用	567	712	817	916										
流动比	0.85	0.69	0.71	0.81	财务费用	156	50	50	50										
速动比	0.82	0.64	0.66	0.76	其他费用/(-收入)	108	121	141	149										
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	-927	535	1237	1638										
现金及现金等价物	4717	3333	3850	5326	营业外净收支	-73	-34	-39	-49										
应收款项	851	1257	1477	1648	利润总额	-1000	501	1198	1589										
存货净额	55	76	92	99	所得税费用	-89	115	276	365										
其他流动资产	1476	1619	1726	1794	净利润	-911	386	923	1224										
流动资产合计	7099	6285	7146	8868	少数股东损益	-2	15	20	25										
固定资产	5663	7675	8679	9143	归属于母公司净利润	-909	371	903	1199										
在建工程	727	719	713	499	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
无形资产及其他	5181	5221	5261	5301	经营活动现金流	1920	2380	2937	3505										
长期股权投资	98	98	98	98	净利润	-909	371	903	1199										
资产总计	18767	19997	21896	23909	少数股东权益	-2	15	20	25										
短期借款	3672	3322	3522	3622	折旧摊销	1400	1356	1562	1810										
应付款项	2513	3523	3977	4456	公允价值变动	-12	0	0	0										
预收帐款	3	338	133	295	营运资金变动	603	624	433	443										
其他流动负债	2120	1971	2498	2546	投资活动现金流	-3696	-3414	-2619	-2129										
流动负债合计	8309	9154	10130	10919	资本支出	-2849	-3434	-2639	-2149										
长期借款及应付债券	1165	1165	1165	1165	长期投资	-861	0	0	0										
其他长期负债	1416	1416	1416	1416	其他	14	20	20	20										
长期负债合计	2581	2581	2581	2581	筹资活动现金流	824	-350	200	100										
负债合计	10890	11735	12711	13500	债务融资	1475	-350	200	100										
股本	422	422	422	422	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	7877	8263	9185	10409	其它	-652	0	0	0										
负债和股东权益总计	18767	19997	21896	23909	现金净增加额	-949	-1384	517	1476										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【交运小组介绍】

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，4年交运行业研究经验，坚持以实业思维做研究，寻找优质公司，挖掘行业本质，主攻机场、航空等出行板块。

周延宇：交通运输行业资深分析师，兰州大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会，主攻快递、快运、跨境物流、化工物流、大宗物流等板块。

李然：交通运输行业资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，3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。

祝玉波：交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

钟文海：交通运输行业研究员，美国罗切斯特大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

王航：交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）硕士，深度价值导向，主攻机场航空板块。

【分析师承诺】

许可，周延宇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告

所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。