

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  
 zhoub01@ghzq.com.cn  
 联系人: 钟文海 S0350121090029  
 zhongwh@ghzq.com.cn

## 业务量增长强劲，单票盈利稳定，业绩弹性可期

### ——申通快递（002468）2022 年年报及 2023 年一季报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
申通快递	-0.5%	7.1%	35.7%
沪深 300	0.7%	-3.6%	2.8%

#### 市场数据

当前价格 (元)	10.73
52 周价格区间 (元)	8.32-14.52
总市值 (百万)	16,425.51
流通市值 (百万)	16,009.65
总股本 (万股)	153,080.22
流通股本 (万股)	149,204.57
日均成交额 (百万)	79.91
近一月换手 (%)	0.85

#### 相关报告

《——申通快递（002468）点评报告：Q3 业绩波动，不改公司长期向好趋势（买入）\*物流\*许可，周延宇》——2022-11-07

《——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

#### 事件:

##### 申通快递发布 2022 年年报及 2023 年一季报:

经营方面 2022 年，申通快递实现营业收入 336.71 亿元，同比增长 33.32%；完成归母净利润 2.88 亿元（2021 年亏损 9.09 亿元）；完成扣非归母净利润 3.09 亿元（2021 年亏损 9.43 亿元）。2023Q1，申通快递实现营业收入 87.44 亿元，同比增长 22.25%；完成归母净利润 1.33 亿元，同比增长 24.91%；完成扣非归母净利润 1.25 亿元，同比增长 34.09%。

业务方面，2022 年，申通快递完成快递业务量 129.48 亿票，同比增长 16.87%，市占率 11.71%，同比提升 1.48pct，单票收入 2.52 元，同比提升 13.46%。2023Q1，申通快递完成快递业务量 33.56 亿票，同比增长 24.34%，市占率 12.48%，同比提升 1.34pcts，单票收入 2.48 元，同比下降 3.74%。

#### 投资要点:

##### ■ 业务量增长强劲，单票盈利稳定，合理的价格竞争实现量利双升

2023Q1，公司业务量 33.56 亿票，同比增长 24.34%，远高于行业增速（2023Q1 行业 268.87 亿票，同比增长 10.99%），公司实现市占率同比提升 1.34pcts 至 12.48%；2023Q1 公司在保证业务量高增长同时，虽然价格同比下降 0.04 元/票，但通过产能爬坡和精细化管理，成本同比下降 0.03 元/票，费用也同比下降 0.02 元/票，最终实现单票净利润 0.04 元/票，同环比保持稳定。2023Q1 公司件量增长强劲，单票净利润稳定，最终实现归母净利润 1.33 亿元，同比增长 24.91%；扣非归母净利润 1.25 亿元，同比增长 34.09%，成本费用节降下合理的价格竞争反而能使公司实现量利双升。

##### ■ 产品力、产能双提升，促进件量增长、产能爬坡降本正向循环

2022 年年初公司提出设立时效专项基金以提升质量和时效，全年公司在运输时效方面，通过“申行者”APP 建立全链路时效预警，使主观延误比例显著下降。随着三年百亿计划的推进及时效专项基金继续发挥作用，公司有望通过产品力的提升，带来增量客户的同时，

《——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

《——申通快递（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

缩小和头部企业的价格差距。

对于快递公司，规模是基础，资本开支是提升产能和降本增效的关键。公司在三年百亿级产能提升项目下 2022 年共完成 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，带动公司业务量及市场份额大幅增长，在件量高速增长的同时，公司也将通过产能爬坡持续降本提升价格竞争力，带来更多单量，形成正向循环。

#### ■ 量、价、成本均有看点，持续推荐业绩弹性较大的申通快递

公司量（2023 年 Q1 申通快递保持高增长）、价（产品力提升提高单票快递溢价）、成本（规模效应下产能爬坡降低单票快递成本）均有看点。公司 2023Q1 单票盈利仅 0.04 元/票，随着“价”涨“本”降，申通相比其他同行单票盈利仍有较大提升空间，持续推荐业绩弹性较大的申通快递。

■ **盈利预测和投资评级** 基于宏观经济环境与行业竞争环境考虑，我们根据公司 2023Q1 业绩调整盈利预测，预计申通快递 2023-2025 年营业收入分别为 389.88 亿元、442.76 亿元与 496.29 亿元，归母净利润分别为 6.83 亿元、14.02 亿元与 17.72 亿元，2023-2025 年对应 PE 分别为 24.06 倍、11.72 倍与 9.27 倍。公司通过合理的价格竞争实现量利双升，有望带来较大的业绩弹性，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 宏观经济增长不及预期、时效件增长不及预期、国际业务发展不及预期、市场扩张不及预期、并购整合风险、人工成本快速上升、油价暴涨、航空事故。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	33671	38988	44276	49629
增长率（%）	33	16	14	12
归母净利润（百万元）	288	683	1402	1772
增长率（%）	132	137	105	26
摊薄每股收益（元）	0.19	0.45	0.92	1.16
ROE（%）	4	8	14	15
P/E	54.37	24.06	11.72	9.27
P/B	1.94	1.84	1.58	1.35
P/S	0.47	0.42	0.37	0.33
EV/EBITDA	8.57	7.04	4.63	2.98

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:	10.73	投资评级:	买入	日期:	2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	4%	8%	14%	15%	EPS	0.19	0.45	0.92	1.16
毛利率	4%	6%	8%	8%	BVPS	5.34	5.82	6.77	7.97
期间费率	3%	3%	3%	3%	<b>估值</b>				
销售净利率	1%	2%	3%	4%	P/E	54.37	24.06	11.72	9.27
<b>成长能力</b>					P/B	1.94	1.84	1.58	1.35
收入增长率	33%	16%	14%	12%	P/S	0.47	0.42	0.37	0.33
利润增长率	132%	137%	105%	26%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
总资产周转率	1.66	1.73	1.86	1.84	营业收入	33671	38988	44276	49629
应收账款周转率	36.00	34.44	29.71	39.89	营业成本	32196	36827	40871	45531
存货周转率	772.61	339.00	869.58	405.77	营业税金及附加	59	68	77	86
<b>偿债能力</b>					销售费用	178	206	234	263
资产负债率	60%	60%	56%	54%	管理费用	685	780	886	993
流动比	0.58	0.64	0.81	1.06	财务费用	192	214	244	273
速动比	0.37	0.45	0.62	0.88	其他费用 / (-收入)	124	144	155	174
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	487	1002	1976	2472
现金及现金等价物	2225	3450	4504	8659	营业外净收支	-124	-69	-89	-94
应收款项	935	1132	1490	1244	利润总额	363	933	1887	2379
存货净额	44	115	51	122	所得税费用	90	230	466	587
其他流动资产	1999	2059	2239	2156	净利润	274	703	1422	1792
<b>流动资产合计</b>	<b>5203</b>	<b>6757</b>	<b>8284</b>	<b>12182</b>	少数股东损益	-14	20	20	20
固定资产	7357	8135	8027	7317	归属于母公司净利润	288	683	1402	1772
在建工程	1247	1083	898	769	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
无形资产及其他	6431	6471	6511	6551	经营活动现金流	2600	3340	2624	5922
长期股权投资	94	94	94	94	净利润	288	683	1402	1772
<b>资产总计</b>	<b>20332</b>	<b>22540</b>	<b>23814</b>	<b>26912</b>	少数股东权益	-14	20	20	20
短期借款	1909	2109	2209	1709	折旧摊销	1517	1546	1753	1900
应付款项	3261	4340	3688	5148	公允价值变动	12	0	0	0
预收帐款	23	11	16	22	营运资金变动	326	926	-781	2001
其他流动负债	3830	4017	4357	4635	投资活动现金流	-796	-2214	-1563	-1168
<b>流动负债合计</b>	<b>9023</b>	<b>10477</b>	<b>10270</b>	<b>11513</b>	资本支出	-3541	-2294	-1613	-1218
长期借款及应付债券	729	729	729	729	长期投资	2744	0	0	0
其他长期负债	2373	2373	2373	2373	其他	0	80	50	50
<b>长期负债合计</b>	<b>3102</b>	<b>3102</b>	<b>3102</b>	<b>3102</b>	筹资活动现金流	-1788	100	-8	-598
<b>负债合计</b>	<b>12125</b>	<b>13579</b>	<b>13372</b>	<b>14615</b>	债务融资	-1121	200	100	-500
股本	422	422	422	422	权益融资	0	0	0	0
股东权益	8207	8961	10442	12297	其它	-667	-100	-108	-98
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20332</b>	<b>22540</b>	<b>23814</b>	<b>26912</b>	现金净增加额	22	1225	1053	4156

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述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。