

增持 (维持)

申通快递 (002468)

规模、资产、管理三要素驱动，经营改善明显、业绩改善可期

2023年05月03日

市场数据

市场数据日期	2023-04-28
收盘价(元)	10.73
总股本(百万股)	1530.80
流通股本(百万股)	1492.05
净资产(百万元)	8266.7
总资产(百万元)	21236.85
每股净资产(元)	5.40

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证交运】申通快递 2022 年业绩预告点评: 关注经营与业绩逐季改善进度, 具备提价空间》2023-02-04

《【兴证交运】申通快递 2020 年年报及 2021 年一季报点评: 费用高效控制, 价格竞争拖累业绩》2021-05-07

《申通快递 2020 年半年报点评: 二季度市场份额稳固, 竞争致盈利能力承压》2020-08-28

分析师:

肖祎

xiaoyiyjy@xyzq.com.cn

S0190521080006

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报。1) 22 年归母净利 2.9 亿元 (同比+131.64%)、扣非归母净利 3.1 亿元 (同比+132.77%); 2) 23 年 1 季报归母净利 1.3 亿元 (同比+24.91%)、扣非归母净利 1.3 亿元 (同比+34.09%)。
- **分季度看:** 22Q1/22Q2/22Q3/22Q4/23Q1 快递利润分别为 1.1/0.8/0.2/0.8/1.3 亿元, 快递利润对应增速分别为 106.4%/244.2%/124.2%/-111.4%/25.0%。
- **快递业务拆分:** 22Q1/22Q2/22Q3/22Q4/23Q1 快递份额分别为 11.1%/11.0%/12.7%/11.8%/12.5%, 件量增速分别为 26.2%/10.7%/29.9%/5.2%/24.3%, 单票利润分别为 0.039/0.027/0.006/0.021/0.040 元, 单票净利 (扣非和其他收益) 分别为 0.015/0.007/-0.023/0.022/0.025 元。
- **公司 22 年单票净利拆分:** 1) 单票不含派费单票收入 0.943 元, 同比 21 年-0.050 元, 其中单票转运收入 0.738 元, 同比-0.082 元, 单票面单收入 0.204 元, 同比+0.032 元; 2) 单票不含派费成本 0.906 元, 同比-0.001 元; 3) 派费端, 单票派费收入 1.573 元, 同比+0.345 元, 单票派费支出达 1.504 元, 同比+0.239 元, 4) 单票期间费用 0.091 元, 同比+0.002 元。
- **公司 23Q1 单票净利拆分:** 23Q1 单票收入约 2.478 元, 同比-0.102 元、环比-0.066 元, 主要因一季度行业份额竞争加剧, 通达系各公司单票价格均有下滑。23Q1 单票净利环比+0.018 元, 同比基本持平, 即使在行业单价整体下行环境中公司单票净利仍改善, 反映公司成本费用端效率的明显提升, 23Q1 单票期间费用为 0.090 元, 同比-0.016 元 (其中单票销售管理费用同比-0.011 元, 单票财务费用同比-0.006 元)。
- **公司 22 年经营回顾: 份额、资产、管理“三驾马车”并驾齐驱。** 2022 年及 23Q1 公司业务量保持较高增速, 份额持续提升, 22 年份额同比+1.5pct; 23Q1 份额同比提升 1.3pct, 环比+0.6pct。2022 年公司资本开支为 35.9 亿元, 多个大型分拨中心投产, 现金流方面, 经营性现金流 26.0 亿元、自由现金流-9.9 亿元; 管理上来自阿里和菜鸟的管理层体现出了较强的业务学习能力, 公司加快数字化转型。
- **23 年我们预计公司经营能力如产能、成本、服务会明显提升,** 公司总部产能从 21 年日均 4200 万单提升至 22 年日均 5000 万单, 2023 年公司计划开展 37 个产能提升项目, 年底常态化吞吐产能有望提升至日均 5500 万单; 公司在末端派送环节不断增加二派、三派履约范围, 全面提升末端派送时效, 推广按需配送、与不同平台合作, 以提供更优质的派送服务。

2022年由于疫情限制以及经营重心先放在提升产能和服务，公司成本改善尚不明显，预计23年随着规模、资产、管理等要素集齐，成本降幅将加快。

- **盈利预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润分别为7.1、15.9、18.2亿元，同比+146.4%、+125.0%、+14.1%，对应4月28日收盘价PE分别为23.2、10.3、9.0倍。申通自身经营效率提升具备较大弹性，对应到定价、成本、费用上均有望改善，同时也有望受益于行业环境的红利，申通目前为底层价格带性价比较高品牌，和头部中通相比终端价差足够大、和尾部快递相比价格接近，有望受益于尾部快递收缩的红利，公司经营改善明显，业绩改善可期，建议关注公司的经营改善和业绩改善进度。
- **风险提示：**行业份额竞争加剧、行业件量增长放缓、油价波动对成本影响、疫情对公司运营情况影响等。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33671	40239	46538	52728
同比增长	33.3%	19.5%	15.7%	13.3%
归母净利润(百万元)	288	709	1595	1820
同比增长	131.6%	146.3%	125.0%	14.1%
毛利率	4.4%	5.6%	7.8%	7.8%
ROE	3.5%	8.1%	15.4%	14.9%
每股收益(元)	0.19	0.46	1.04	1.19
市盈率	57.1	23.2	10.3	9.0

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、申通单票数据拆分（2021-2022 年）

单位：元	2021	2022	变化绝对值
单票快递业务收入	2.220	2.516	0.296
—单票转运收入	0.820	0.738	-0.082
—单票面单收入	0.172	0.204	0.032
—单票派件收入	1.228	1.573	0.345
单票物料销售及其他收入	0.059	0.085	0.025
单票快递业务收入(不含派费)	0.992	0.943	-0.050
单票快递业务成本	2.172	2.409	0.238
—单票转运成本	0.890	0.890	0.001
——单票运输成本	0.425	0.468	0.042
——单票中转成本	0.464	0.423	-0.042
—单票面单成本	0.018	0.016	-0.002
—单票派件成本	1.265	1.504	0.239
单票物料销售及其他成本	0.055	0.077	0.022
单票快递业务成本(不含派费)	0.907	0.906	-0.001
单票快递业务毛利	0.049	0.107	0.058
—单票转运毛利	-0.069	-0.152	-0.082
—单票面单毛利	0.154	0.188	0.034
—单票派件毛利	-0.037	0.070	0.106
单票物料销售及其他毛利	0.004	0.007	0.003
单票快递业务毛利(不含派费)	0.085	0.037	-0.048
单票期间费用	0.089	0.091	0.002
——单票销售	0.014	0.014	0.000
——单票管理	0.051	0.053	0.002
——单票财务	0.014	0.015	0.001
——单票研发	0.010	0.010	0.000

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、申通单票数据分季度拆分与预测（22Q1-23Q4）

	22Q1A	22Q2A	22Q3A	22Q4A	23Q1A	23Q2E	23Q3E	23Q4E
行业增速及公司份额假设								
行业业务量（亿件）	242.3	269.9	287.9	305.8	268.9	318.5	322.5	363.9
行业增速	10.5%	-1.7%	5.2%	-3.0%	11.0%	18.0%	12.0%	19.0%
公司份额同比	1.4%	1.2%	2.4%	0.9%	1.3%	1.5%	0.0%	1.2%
公司份额	11.1%	11.0%	12.7%	11.8%	12.5%	12.5%	12.7%	13.0%
公司业务量（亿件）	27.0	29.8	36.5	36.2	33.6	39.8	41.0	47.3
公司增速	26.2%	10.7%	29.9%	5.2%	24.3%	33.5%	12.3%	30.7%
归母净利（亿元）	1.1	0.8	0.2	0.8	1.3	1.6	1.8	2.3
归母净利同比增速	106.4%	244.2%	124.2%	-111.4%	25.0%	94.5%	724.6%	202.2%
单票收入	2.580	2.538	2.422	2.545	2.483	2.475	2.465	2.550
单票成本	2.448	2.434	2.353	2.418	2.370	2.362	2.350	2.430
单票毛利	0.132	0.104	0.069	0.127	0.113	0.113	0.115	0.120
单票费用	0.106	0.097	0.089	0.077	0.090	0.085	0.080	0.080
单票快递业务净利（元）	0.039	0.027	0.006	0.021	0.040	0.040	0.045	0.049
单票净利（剔除其他收益和非）（元）	0.015	0.007	(0.023)	0.022	0.025	0.031	0.037	0.041

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、申通 2023-2025 年业绩测算

	2022A	2023E	2024E	2025E
行业增速及公司份额假设				
行业业务量 (亿件)	1,105.9	1,273.7	1,401.1	1,541.2
行业增速	2.1%	15.2%	10.0%	10.0%
公司份额同比	1.5%	1.0%	0.7%	0.5%
公司份额	11.7%	12.7%	13.4%	13.9%
公司业务量 (亿件)	129.5	161.6	187.6	214.1
公司增速	16.9%	24.8%	16.1%	14.1%
归母净利 (亿元)	2.9	7.1	15.9	18.2
归母净利同比增速	131.6%	146.4%	125.0%	14.1%
PE	57.1	23.2	10.3	9.0
单票快递业务净利 (元)	0.022	0.044	0.085	0.085

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5203	7897	11319	14954
货币资金	2166	3438	6740	10172
交易性金融资产	59	1183	1025	916
应收票据及应收账款	935	1318	1458	1647
预付款项	304	387	425	483
存货	44	73	77	86
其他	1696	1499	1595	1650
非流动资产	15129	13517	12846	11997
长期股权投资	94	100	98	98
固定资产	7357	6389	5422	4454
在建工程	1247	1247	1247	1247
无形资产	1536	1627	1694	1764
商誉	792	912	854	863
长期待摊费用	395	423	456	476
其他	3707	2819	3076	3095
资产总计	20332	21414	24165	26951
流动负债	9023	9377	10013	10585
短期借款	1909	2573	2535	2443
应付票据及应付账款	3261	3,975	4,421	5,023
其他	3853	2829	3057	3119
非流动负债	3102	3245	3741	4123
长期借款	729	1068	1456	1859
其他	2373	2177	2285	2264
负债合计	12125	12622	13754	14708
股本	422	422	422	422
资本公积	3041	3041	3041	3041
未分配利润	4197	4901	6485	8294
少数股东权益	38	22	24	29
股东权益合计	8207	8792	10411	12243
负债及权益合计	20332	21414	24165	26951

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	288	709	1595	1820
折旧和摊销	986	1105	1106	1105
资产减值准备	151	50	-4	0
资产处置损失	24	-5	-5	-5
公允价值变动损失	12	4	-1	-2
财务费用	282	201	256	290
投资损失	-104	-95	-50	-60
少数股东损益	-14	-16	2	5
营运资金的变动	327	146	188	283
经营活动产生现金流量	2600	1994	3114	3442
投资活动产生现金流量	-796	-1245	20	-40
融资活动产生现金流量	-1788	522	169	31
现金净变动	22	1271	3302	3432
现金的期初余额	1655	2166	3438	6740
现金的期末余额	1677	3438	6740	10172

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	33671	40239	46538	52728
营业成本	32196	37976	42889	48620
税金及附加	59	80	93	105
销售费用	178	233	270	301
管理费用	685	833	940	1018
研发费用	124	161	209	237
财务费用	192	201	256	290
其他收益	333	230	253	278
投资收益	104	95	50	60
公允价值变动收益	-12	-4	1	2
信用减值损失	-78	-60	30	30
资产减值损失	-73	-20	-25	-25
资产处置收益	-24	5	5	5
营业利润	487	1000	2195	2507
营业外收入	32	24	28	32
营业外支出	156	101	93	105
利润总额	363	924	2129	2433
所得税	90	231	532	608
净利润	274	693	1597	1825
少数股东损益	-14	-16	2	5
归属母公司净利润	288	709	1595	1820
EPS(元)	0.19	0.46	1.04	1.19

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	33.3%	19.5%	15.7%	13.3%
营业利润增长率	152.5%	105.4%	119.4%	14.2%
归母净利润增长率	131.6%	146.3%	125.0%	14.1%
盈利能力				
毛利率	4.4%	5.6%	7.8%	7.8%
归母净利率		0.9%	1.8%	3.4%
ROE	3.5%	8.1%	15.4%	14.9%
偿债能力				
资产负债率	59.6%	58.9%	56.9%	54.6%
流动比率	0.58	0.84	1.13	1.41
速动比率	0.57	0.83	1.12	1.40
营运能力				
资产周转率	172.2%	192.8%	204.2%	206.3%
应收帐款周转率	3630.8%	3494.4%	3240.8%	3297.6%
存货周转率	65626.0%	64996.2%	57257.9%	59967.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.19	0.46	1.04	1.19
每股经营现金	1.70	1.30	2.03	2.25
每股净资产	5.34	5.73	6.79	7.98
估值比率(倍)				
PE	57.1	23.2	10.3	9.0
PB	2.0	1.9	1.6	1.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的12个月内内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者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口头承诺均为无效,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,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100020	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn