

增持 (维持)

申通快递 (002468)

禀赋机遇加执行，三大拐点助力申通元老复兴

2023年06月06日

### 市场数据

市场数据日期	2023-06-05
收盘价(元)	10.43
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 22 年报及 23 年 1 季报点评: 规模、资产、管理三要素驱动, 经营改善明显, 业绩改善可期》  
2023-05-03

《【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

### 分析师:

肖祎

xiaoyiyiy@xyzq.com.cn

S0190521080006

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

### 投资要点

- **禀赋: 申通是通达系元老, 禀赋深厚, 网络底盘并不差。**公司于 1993 年成立, 为通达系快递元老, 发展经历了 3 个节点, 因率先布点成网领先行业, 因错失中转直营化、中转自动化机遇而下滑。复盘申通过去从领先到下滑的原因, 我们认为公司底子并不差, 网点实力深厚, 网络瓶颈在总部, 亟待总部补齐产能短板, 撬动网络经营杠杆。
- **机遇: 外部环境具备三大拐点, 为元老复兴创造契机。**1) 商流拐点, 阿里电商业务出现回升拐点; 2) 效率拐点, 数字化改造加盟网络, 从经验决策改为数据决策, 强化末端经营效率与客户粘性, 带来快递行业第 4 次机遇; 3) 资本拐点, 行业集中度有望进一步提升。
- **执行: 借力阿里, 机制、管理、产能三要素共振。**授人以鱼不如授人以渔, 阿里入股带来 3 项重要变化: 1) 治理刷新, 梳理职业经理人机制; 2) 管理提效, 全面接入阿里云、大力推进网络数字化; 3) 资源协同, 阿里物流园区资源丰富、助力申通突破产能瓶颈。
- **看点: 公司在行业竞争排序中具有明显上升迹象, 网络经营改善先行、总部利润蓄势待发, 投资具备三大看点: 1) 份额拐点, 规模跃升至日均 4000 万单安全地带, 份额坐四望三; 2) 效率拐点, 干线成本曲线处于陡峭阶段, 规模、资产、管理三要素合力, 干线成本改善幅度有望领跑行业, 预计今明 2 年单票有望改善 1.7 毛钱; 派件成本较同行高出 1.6-1.7 毛钱, 规模跃升推动派件密度提升、人均效能提升, 单票派件支出改善弹性较大; 3) 议价权拐点, 规模经济提频提速、资产提升操作规范性、管理细化运营颗粒度, 合力推动公司基础产品服务提升, 终端定价能力提升带动渠道盈利改善, 总部定价权提升弹性较大。**
- **盈利预测与投资建议: 我们预测 2023/2024/2025 年行业件量分别为 1274/1402/1542 亿件, 公司份额分别为 12.8%/13.8%/15.3%, 公司日均单量分别为 4464/5295/6458 万件, 同比增长 25.8%/18.6%/22.0%。我们调整公司盈利预测, 预计 2023/2024/2025 年公司归母净利润分别为 5.7/11.6/18.9 亿元, 对应单票净利润分别为 3.5/6.0/8.0 分钱, 同比增长 96.8%/104.8%/62.6%, 对应 EPS 分别为 0.37/0.76/1.23 元, 对应 6 月 5 日收盘价 PE 分别为 28.2/13.8/8.5 倍, 对应 PB 估值为 1.9/1.6/1.4 倍。公司网络正处于从经营改善到业绩改善的关键阶段, 随着业绩如期释放, 对应今年及明年业绩改善弹性最大、单票估值最低、PE 估值较低, 建议重视三大拐点助力下的快递元老复兴机会, 给予“增持”评级。**
- **风险提示: 行业增速放缓、行业价格竞争加剧、公司产能提升不及预期、公司成本改善不及预期、总部对加盟网点控制力不及预期等。**

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33671	40078	45501	52721
同比增长	33.3%	19.0%	13.5%	15.9%
归母净利润(百万元)	288	566	1160	1886
同比增长	131.6%	96.7%	105.1%	62.5%
毛利率	4.4%	5.2%	6.6%	8.0%
ROE	3.5%	6.6%	11.8%	16.1%
每股收益(元)	0.19	0.37	0.76	1.23
市盈率	55.5	28.2	13.8	8.5

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

## 目 录

一、禀赋深厚，网络底盘并不差 .....	- 5 -
1.1、网点强 .....	- 5 -
1.2、总部弱 .....	- 6 -
二、外力三大拐点，元老复兴具备契机 .....	- 7 -
2.1、商流拐点：电商平台开放竞争新格局 .....	- 7 -
2.2、效率拐点：快递第 4 次机遇网络数字化 .....	- 10 -
2.3、资本拐点：行业集中度有望进一步提升 .....	- 12 -
三、借力阿里，机制、技术、产能三要素共振 .....	- 16 -
3.1、治理刷新，树立职业机制 .....	- 17 -
3.2、科技赋能，数字化运营 .....	- 18 -
3.3、资源协同，快速提升产能 .....	- 20 -
3.4、大力改革，网络结构扁平化 .....	- 22 -
四、投资三大看点，网络价值蓄势待发 .....	- 24 -
4.1、份额拐点：规模跃升至安全地带，份额坐四望三 .....	- 24 -
4.2、效率拐点：成本下降空间更大 .....	- 25 -
4.3、议价权拐点：服务质量提升带动终端定价提升 .....	- 27 -
五、生态协同，分层产品有望弯道超车 .....	- 28 -
盈利预测与投资建议 .....	- 29 -
风险提示 .....	- 31 -

## 图目录

图 1、申通发展历程的三个重要节点示意图（1993 年至今） .....	- 5 -
图 2、快递单票收入年度变化（2007-2022 年） .....	- 6 -
图 3、申通各区域收入分布较为均匀（2022 年） .....	- 6 -
图 4、快递全链条产能具有木桶效应 .....	- 6 -
图 5、申通总资产明显低于同行（单位：亿元） .....	- 6 -
图 6、申通每年 Q4 旺季受产能限制被动限流 .....	- 7 -
图 7、同行圆通淡旺季份额波动更小 .....	- 7 -
图 8、行业件量增长驱动三阶段 .....	- 7 -
图 9、社零大盘整体回暖 .....	- 8 -
图 10、分品类限额以上商品零售额 2022 年与 2023 年 4 月同比增速对比 .....	- 8 -
图 11、2023 年以来各电商平台加大补贴投入示意图 .....	- 9 -
图 12、重合商家一键管理多平台发货系统示意图 .....	- 10 -
图 13、电商平台商家重合度对申通潜在影响较大示意图 .....	- 10 -
图 14、快递企业的历次机遇与份额变动情况（2011-2023 年 Q1） .....	- 11 -
图 15、圆通数字化赋能加盟网络示意图 .....	- 11 -
图 16、数字化机遇给与申通弯道超车机会 .....	- 12 -
图 17、行业 CR4 集中度提升过程示意图（2016 年至今） .....	- 12 -
图 18、通达快递竞争格局示意图（2023 年 Q1） .....	- 13 -
图 19、行业成本曲线平坦化（2013-2022 年） .....	- 13 -
图 20、行业增速放缓（2011-2022 年） .....	- 13 -
图 21、东南亚第一大电商平台 SEA GMV 增速放缓 .....	- 14 -
图 22、东南亚电商快递竞争加剧 .....	- 15 -
图 23、泰国位居第三的快递公司 Flash Express 发展历程 .....	- 15 -
图 24、港股物流板块 PE 估值近 2 年多处于个位数水平（2020 年至今） .....	- 15 -

图 25、申通快递股权结构（截止 2023 年 5 月）	- 16 -
图 26、申通借力阿里三要素共振示意图	- 16 -
图 27、申通数字化全景图（数字化底层、数字化应用、数字化目标）	- 18 -
图 28、申通运营条线全链路数字化应用示意图	- 19 -
图 29、申通市场条线加盟商环节数字化应用示意图	- 19 -
图 30、申通总部产能不足制约旺季份额（2018-2022 年申通份额变化）	- 20 -
图 31、申通产能要素中，不动产是短板	- 20 -
图 32、阿里物流园区资源丰富（阿里子公司菜鸟网络物流园区分布）	- 21 -
图 33、申通通过“合作拿地+定制租赁”补齐分拨场地短板（单位：亿元）	- 21 -
图 34、公司 22 年投产的重要分拨中心示意图	- 21 -
图 35、公司分拨场地解决后全链路产能上升较快	- 21 -
图 36、通达系快递资本开支比较	- 22 -
图 37、通达系快递固定资产及在建工程比较	- 22 -
图 38、申通加盟商梳理	- 22 -
图 39、申通加盟商体量分布结构变化	- 22 -
图 40、申通网络大加盟占比逐步和同行接近	- 23 -
图 41、公司投资具备三大看点	- 24 -
图 42、通达系快递规模变动（2015 年-2023 年 Q1）	- 24 -
图 43、通达系企业份额变化及预测（2021-2025 年）	- 24 -
图 44、申通转运成本曲线处于较为陡峭阶段	- 25 -
图 45、申通单票派件成本较同行更高	- 26 -
图 46、通达系有效申诉率变化（2021 年-2023Q1，取典型月份）	- 27 -
图 47、通达系申诉处理工作质量综合指数变化（2021 年-2023Q1，取典型月份）	- 27 -
图 48、2023 年申通揽签全链路时长缩短	- 27 -
图 49、申通与同行总部单票收入差距有望收窄	- 28 -
图 50、申通快递产品升级发展路径示意图	- 29 -
图 51、申通 PB Bands（近 5 年）	- 30 -
图 52、申通 PE Bands（近 5 年）	- 30 -

## 表目录

表 1、申通发展历程的三个重要节点	- 5 -
表 2、2022 年线下门店关闭数量及品类统计	- 9 -
表 3、申通长期化理念树立长期信心	- 17 -
表 4、申通快递高管团队简介	- 17 -
表 5、申通员工持股计划业绩考核指标	- 18 -
表 6、申通数字化应用汇总表	- 19 -
表 7、2016-2022 年申通加盟商数量与体量变化	- 23 -
表 8、申通网络前十大加盟占比下降	- 23 -
表 9、申通总部单票成本拆分与测算	- 25 -
表 10、某典型派件区域加盟商派费情况样本	- 26 -
表 11、申通单票数据分季度拆分与预测（22Q1-23Q4E）	- 29 -
表 12、申通 2023-2025 年业绩测算	- 30 -
表 13、通达系公司盈利预测与估值汇总	- 30 -

## 报告正文

## 一、禀赋深厚，网络底盘并不差

申通于 1993 年与顺丰同时期成立，是通达系快递元老，发展经历了 3 个节点，因率先布点成网领先行业，因错失中转直营化、中转自动化机遇而下滑。

复盘申通过去从领先到下滑的原因，我们认为公司底子并不差，网点实力深厚，网络瓶颈在总部，亟待总部补齐产能短板，撬动网络经营杠杆。

表 1、申通发展历程的三个重要节点

发展节点	背景介绍
布点成网 提前 10 年	1993 年公司成立，在业内首创加盟制，通过网络效应率先布点成网； 2014 年前市场份额在通达系为首位
中转直营化 落后 8 年	2010 年，中通、圆通率先引领转运中心的直营化转变，理顺生产关系，将转运中心的经营权从加盟商手中收回，产能扩张更具自主权。这一步申通和韵达均有落后，因加盟商利益较难撼动未下定决心； 2015 年，申通市场份额逐步被中通圆通超过； 2018 年，申通利用上市后融资获得的资金跟上直营化
中转自动化 落后 5 年	2015 年，中通、韵达率先引领转运中心的自动化改造，强化干线基建，自动化设备分拣取代人工，经测算自动化可将单票分拣成本减少约 48%，从 0.48 元/件下降至 0.25 元/件。这一步申通和圆通均有落后； 2019 年申通下定决心强化基建； 2020 年开始通过 2-3 年的时间完成购置土地、建安、自动化设备铺设。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理与测算

图 1、申通发展历程的三个重要节点示意图（1993 年至今）

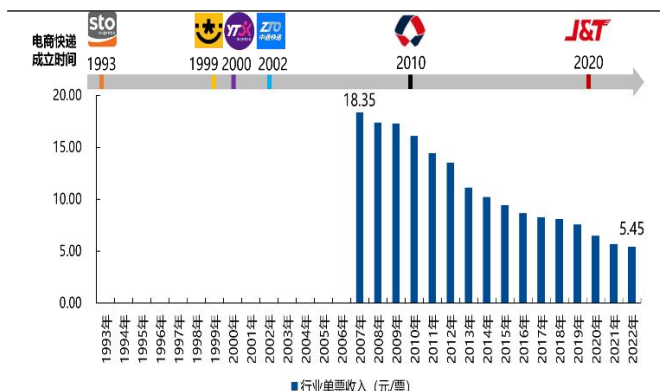


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理与测算

## 1.1、网点强

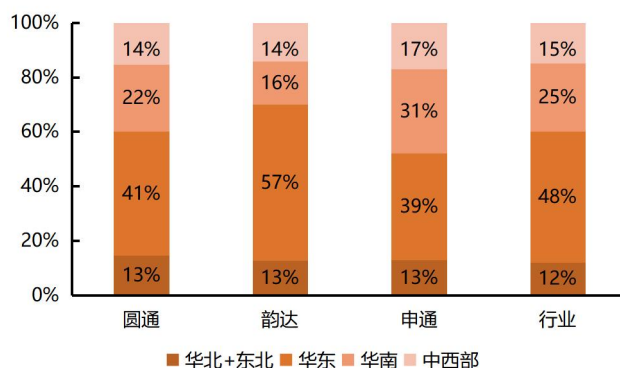
申通成立时间早于其他通达快递 6-10 年，通过率先布点成网，多年处于行业领先地位，份额方面一直到 2015 年才失去冠军宝座，单价方面在 2007 年快递行业均价仍高达近 20 元/件。申通快递加盟商在 2000 年-2015 年的 15 年期间，回报率非常可观。申通加盟商更早更长的发展历程积累下较为厚实底蕴。

图 2、快递单票收入年度变化（2007-2022 年）



资料来源：国家邮政局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、申通各区域收入分布较为均匀（2022 年）



资料来源：各公司公告，国家邮政局，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.2、总部弱

申通网络的瓶颈在总部。快递网络产能具有木桶效应。快递收发地分散、链条长，每年都需总部牵头、加盟商配合进行全链条、全区域的产能升级。

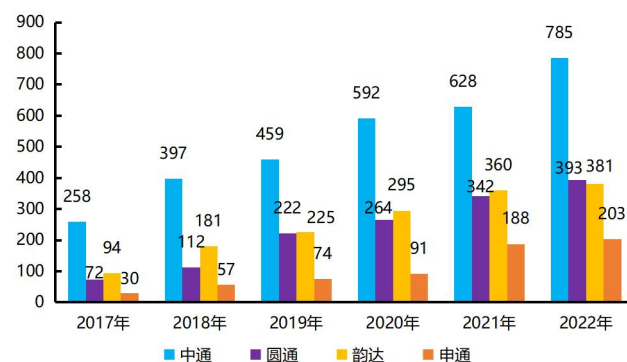
申通之前总部资产相对不足，经济产能不足限制了全网单量增长，如果旺季临时增投外包产能，公司需要花费较高人力和资金去租用场地，从而利润降低。这是过去几年，申通的单量市场份额没有大幅增长，部分年份存在萎缩，利润方面表现欠佳，且成本较高的原因。

图 4、快递全链条产能具有木桶效应



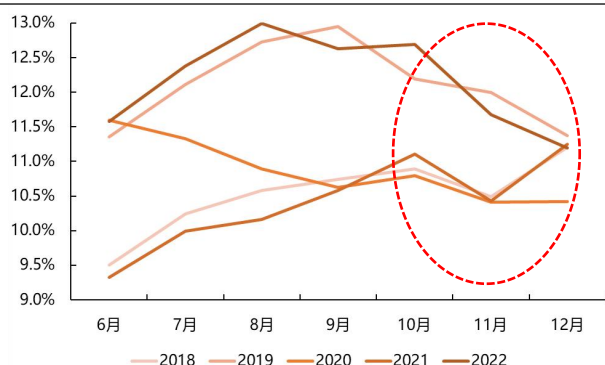
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、申通总资产明显低于同行（单位：亿元）



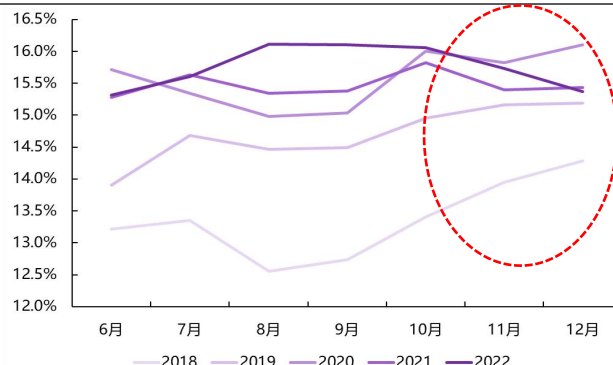
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、申通每年 Q4 旺季受产能限制被动限流



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、同行圆通淡旺季份额波动更小



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

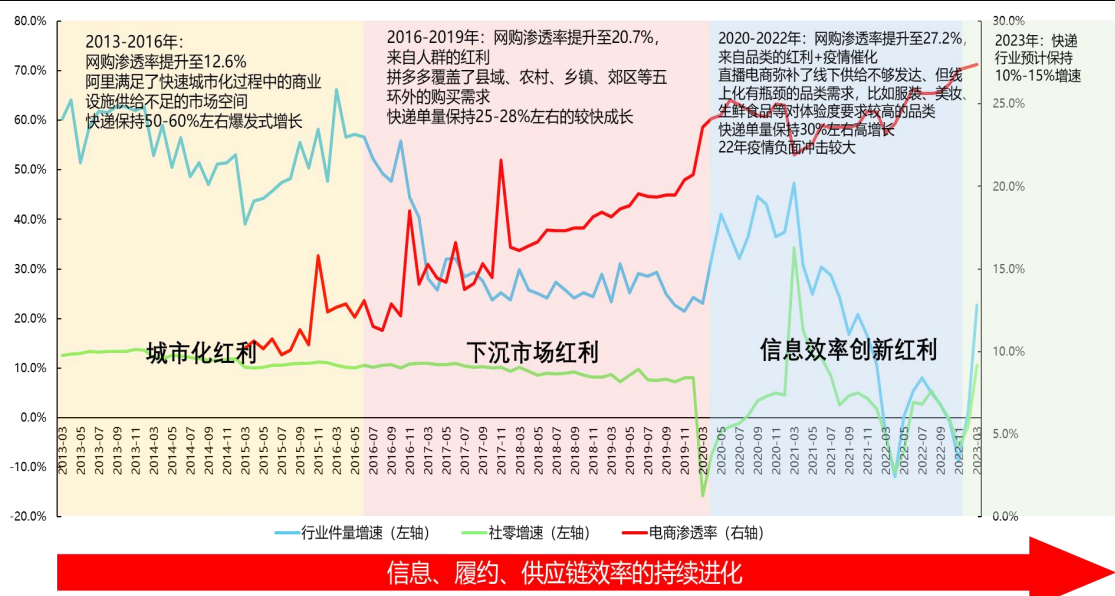
## 二、外力三大拐点，元老复兴具备契机

### 2.1、商流拐点：电商平台开放竞争新格局

行业件量增速经历 3 个阶段：

- 1) 2013-2016 年电商用户急剧增加，行业件量迎来爆发式增长，增速保持在 50-60%；
- 2) 2016-2019 年下沉市场红利给行业带来新增量，行业件量保持 25-28% 高增速；
- 3) 2020-2022 年内容电商红利弥补空缺，剔除疫情期间影响，行业仍保持 30% 左右高增长。

图 8、行业件量增长驱动三阶段



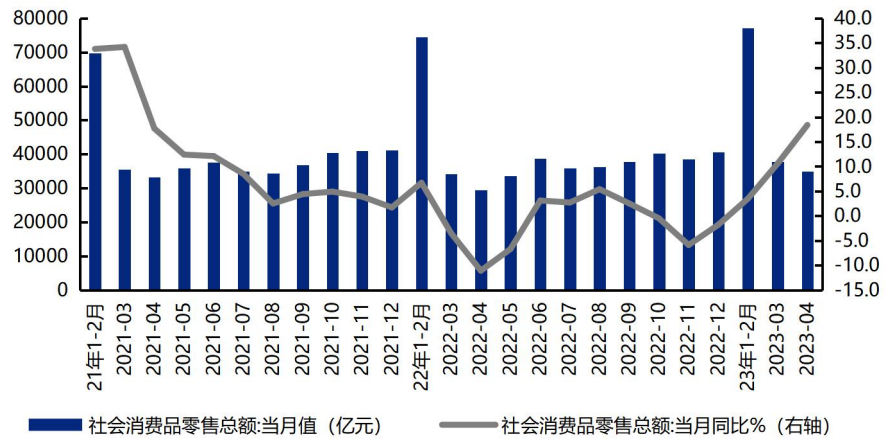
资料来源：国家邮政局，国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

**2023年，后疫情阶段，我们预计快递行业将保持10%-15%增速**

支撑点：

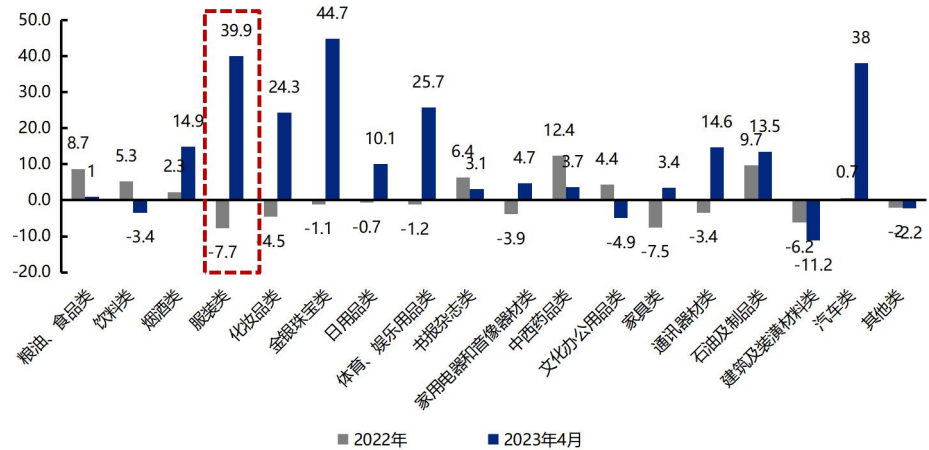
- 1) 社零大盘整体回暖，与淘系相关的服装鞋帽品类等疫情受损更深，也有望较好反弹；
- 2) 电商的整体效率提升，如天猫等补贴投入扩大；
- 3) 线下零售业在疫情三年的收缩。

**图9、社零大盘整体回暖**



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

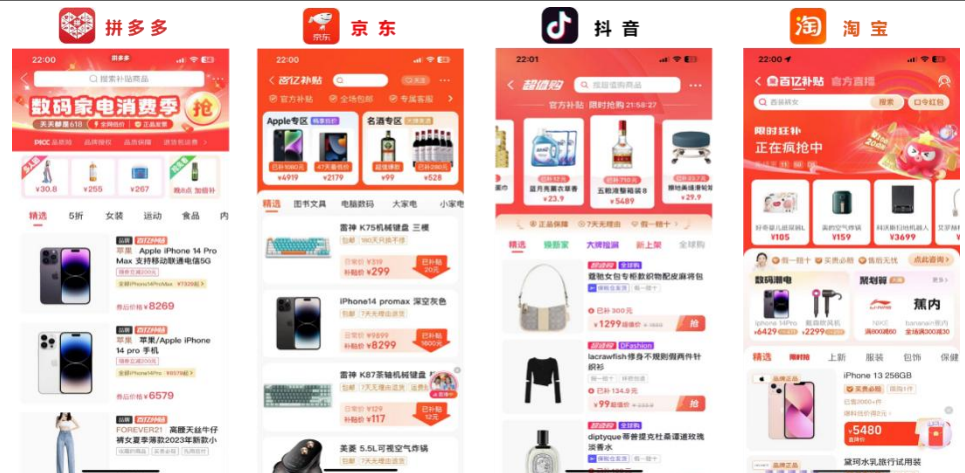
**图10、分品类限额以上商品零售额2022年与2023年4月同比增速对比**



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理（单位：%）



图 11、2023 年以来各电商平台加大补贴投入示意图



资料来源：淘宝、京东、抖音、拼多多平台，兴业证券经济与金融研究院整理

线下零售业因存在较高的租金成本和较为固定的人工成本，在疫情三年的收缩较为明显。根据联商网零售研究中心统计，受疫情影响，2022 年至少超过 7400 家线下门店关闭，分业态来看，包括服饰 3800 多家，餐饮 1800 多家，超市 680 多家，美妆 600 多家，百货至少 59 家，影院 130 多家等等。这部分供给的收缩，预计难以在较短时间恢复，这部分份额有望让位于线上零售。

表 2、2022 年线下门店关闭数量及品类统计

类型	门店	典型门店
服饰	至少 28 个服饰品牌 3800 多家门店关闭	其中太平鸟闭店 871 家， 森马闭店 860 家， 美特斯邦威闭店 351 家等等
超市	34 家知名超市企业 超 680 家门店关闭	联华超市关闭 198 家， 红旗连锁超市关闭 79 家， 绿地优选关闭 70 多家， 中百集团关闭 63 家(超市、便利店业态)等
美妆	至少 31 家美妆品牌 600 多家门店关闭	悦诗风吟计划撤店 600 多家， HAYDON 黑洞闭店 5 家， 3CE STYLENANDA 闭店 2 家等
百货	至少 37 家百货品牌 59 家百货门店正式闭店	大商股份关闭 4 家， 通程控股、银座股份、新世界百货关闭 3 家， 百盛、南城百货、民生百货关闭 2 家， 其余 30 家企业均关闭 1 家

资料来源：联商网零售研究中心《2022 年，线下实体零售阵亡名单出炉》，兴业证券经济与金融研究院整理

网购渗透率凭借效率优势继续提升的过程中，电商平台也进入了开放竞争新格局。电商平台的新格局变化，申通可能是最为受益的快递公司之一：

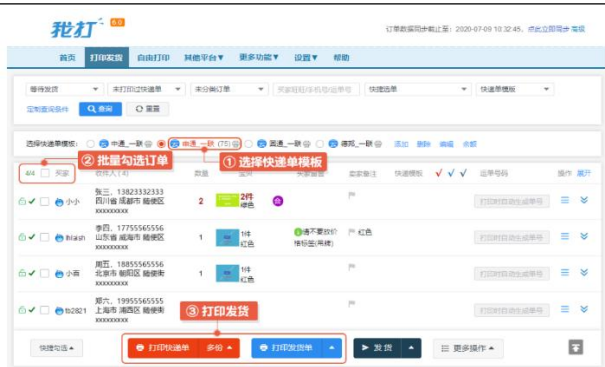
1) 各个平台的商家重合和一键管理多平台需求，使得平台接口恢复的潜在受益面较表面受益面要大。京东于 2020 年 7 月发布《关于合作快递服务调整的通知》，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

要求商家停用申通、国通等几家快递公司产品。我们估算 2020 年 7 月京东对申通直观影响约 1.1% 市场份额左右，但我们预计潜在比例或远不止 1.1%。因商家重合度较高，这部分多平台商家无法在京东平台系统发货列表中选择申通，在其他平台与申通合作也可能受影响。随着今年京东发货平台恢复申通入口，考虑到重合卖家在多个平台的业务量选择申通概率增加，我们预计也有望带来可观增量，预计大于今年市场份额 1.1% 对应单量。

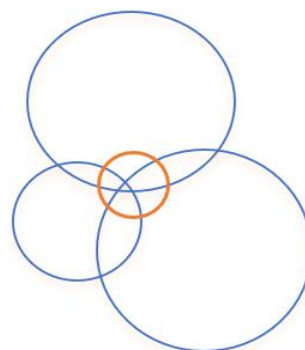
2) 各个平台的差异化，使得申通增长来源更加均衡，对应货品结构、网络流向、区域覆盖、波动波谷更加均衡。快递的网络特性，使得总量不变的情况下更好的均衡度对应更好的运营效率。

图 12、重合商家一键管理多平台发货系统示意图



资料来源：“我打软件”的多平台多快递发货订单系统界面示意图，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、电商平台商家重合度对申通潜在影响较大示意图



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理  
注：蓝色圆圈表示不同电商平台商家，橙色圆圈表示申通电商客户

## 2.2、效率拐点：快递第 4 次机遇网络数字化

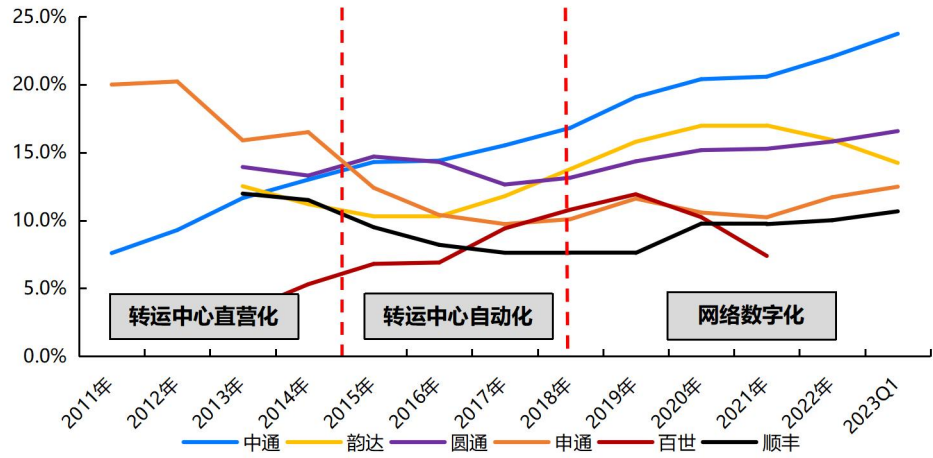
快递行业效率突破，历史上有 3 次机遇：

- 1) 拥抱电商；
- 2) 干线直营化理顺加盟制生产关系；
- 3) 干线自动化提升干线中转效率；

2020 年以来，行业经营效率带来第 4 次机遇：网络数字化，重塑终端议价能力。随着物流基建的不断完善和自动化智能设备的普及，网络信息平台、自动化智能设备与业务已实现深度融合，数智化转型已经具备充分的落地条件。

以圆通为例，圆通是加盟网络数字化转型的标杆。圆通在 2019 年之前用投资解决了总部成本的差异，体现出单票利润与韵达贴近。而 2019-2022 年持续增加的数字化投入，提升了末端的议价能力，体现出单票利润开始向中通逼近。

图 14、快递企业的历次机遇与份额变动情况（2011-2023 年 Q1）



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**数字化系统对加盟商经营效率提升具有重要价值，主要表现为：**

1) 解决加盟商财务能力不足的问题

加盟商将自身财务数据接入系统，实现可视化、标准化；

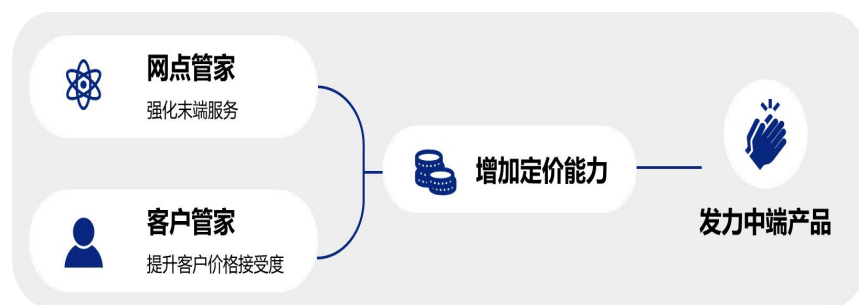
2) 解决总部收费处罚不透明的问题

加盟商过去是通过向总部预充值，总部扣款的方式实现成本、惩罚、奖励的核算，中间会有很多不透明过程。数字化能够使相关流程透明化，以圆通为例，通过接入数字化系统，圆通将总部复杂的一揽子收费政策集成，直接在前端网点计算好，解决了加盟商面临的成本核算不透明、与省区摩擦沟通成本高、资金回流速度慢等问题；

3) 解决加盟商运营难度大的问题：

实现考核标准的可视化，便于加盟商寻找自身问题，提高纠偏能力。

图 15、圆通数字化赋能加盟网络示意图



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

快递行业的第 4 次机遇数字化转型浪潮中，申通具备弯道超车的机会。数字化转型背后是 4 个转型（技术转型、管理转型、组织转型、业务转型），不是简单的

业务线上化，要求管理、业务、技术三者融合，是一把手工程。申通技术能力强、一把手重视程度高、组织转型顾虑少。技术方面，公司引入阿里云并成为通达系首家将全部业务系统搬到云上的快递企业，通过引入云原生技术实现了技术全面升级。组织方面，公司新一届董事会及核心管理层具有丰富的互联网以及物流快递领域的履职经历，对快递行业数智运营具有深度感知，省区及片区管理团队较为年轻化。公司从最初的系统产品打造、全链路产品覆盖及仿真测试和预警、到最终实现赋能决策，数智化能力在较快提升。

图 16、数字化机遇给与申通弯道超车机会

	网点管家	客户管家	系统依托	网络配合度	总部重视程度	总部运营能力
申通	✓	✓	菜鸟技术赋能+自研	✓	总裁一把手工程	✓
同行1	✓	✓	自建	✓	✓	✓
同行2	✓	✓	自建	✓	总裁一把手工程	✓
同行3	✓	✓	自建	✓	✓	✓

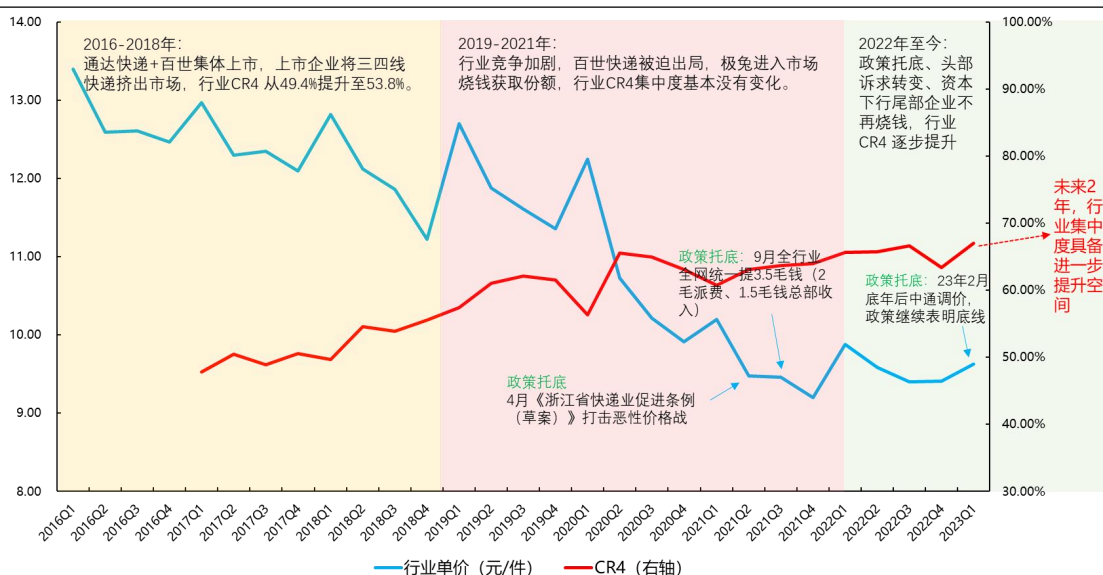
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、资本拐点：行业集中度有望进一步提升

历史行业集中度提升经历 3 个阶段：

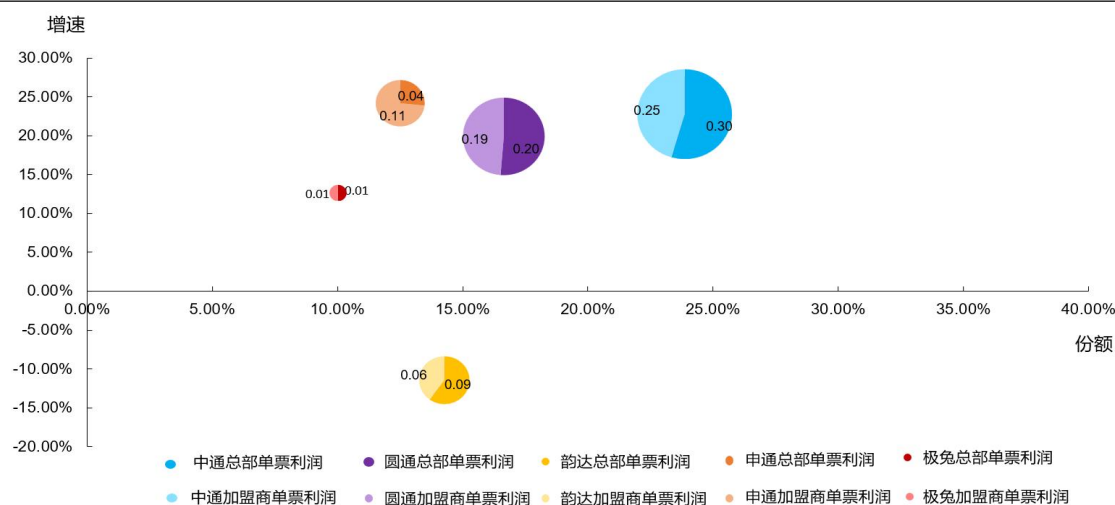
- 1) 2016-2018 年，通达快递+百世集体上市，上市企业将三四线快递挤出市场，行业 CR4 从 2016 年的 49.4% 提升至 2018 年的 53.8%；
- 2) 2019-2021 年，行业竞争加剧，百世快递被迫出局，极兔进入市场烧钱获取份额，行业 CR4 集中度基本没有变化(2019 年 60.8%，2020 年 63.1%，2021 年 63.1%)；
- 3) 2021 年底至今，资本拐点使得尾部企业诉求变化，从烧钱扩张到减亏收缩，行业 CR4 逐步提升，从 21Q4 的 64.0% 提升至 23 年 Q1 的 67.0%。

图 17、行业 CR4 集中度提升过程示意图（2016 年至今）



资料来源：国家邮政局，各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、通达快递竞争格局示意图（2023 年 Q1）



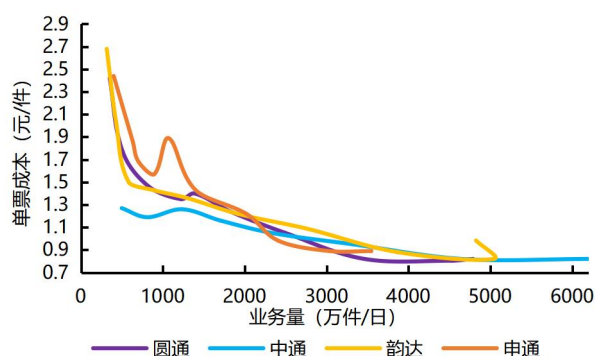
资料来源：公司公告，“量子咨询”，兴业证券经济与金融研究院整理与测算

未来 2 年，考虑到尾部快递的融资具备较大难度，行业 CR4 在未来 2 年预计具备进一步提升空间。

我们认为极兔进入快递行业有着特殊历史环境：①拼多多快速发展可能会受到淘系快递垄断格局阻挠，有必要自建物流；②行业高增长，新玩家具备发展条件。

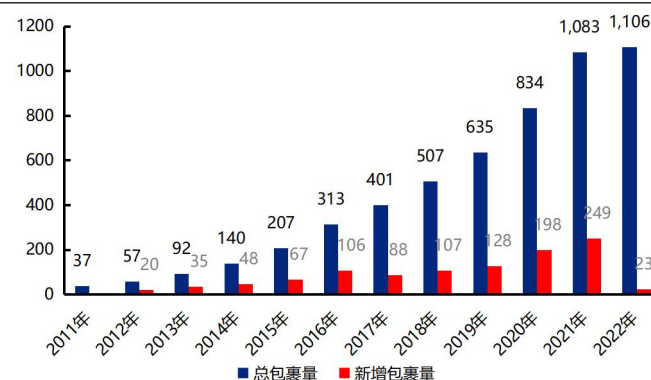
未来很难有快递新进入者：①存量快递成本够低，不排他，没有必要自建网络快递；反垄断政策下，电商企业不必担心淘系快递企业的排他性政策；目前通达系继续在为拼多多、抖音等电商平台提供服务；②行业增量减少，存量竞争带来的资金压力更大。2020 和 2021 年，行业业务量分别增长 198 亿件和 249 亿件，每年的增量比中通的业务体量还大（中通 2020/2021 年业务量为 170/223 亿件）。即便如此，根据极兔进入中国市场起量也消耗了大量资金，而当行业增速放缓，每年仅 100 亿件左右增量的时候，烧出成规模的快递企业难度将成倍加大。随着行业规模的扩张，成本曲线持续放缓。在成本下降接近极限之后，企业会自发地将精力从成本的降低转化至收入的提升，即出现战略的转向。

图 19、行业成本曲线平坦化（2013-2022 年）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、行业增速放缓（2011-2022 年）



资料来源：单位：亿件，国家邮政局，兴业证券经济与金融研究院整理

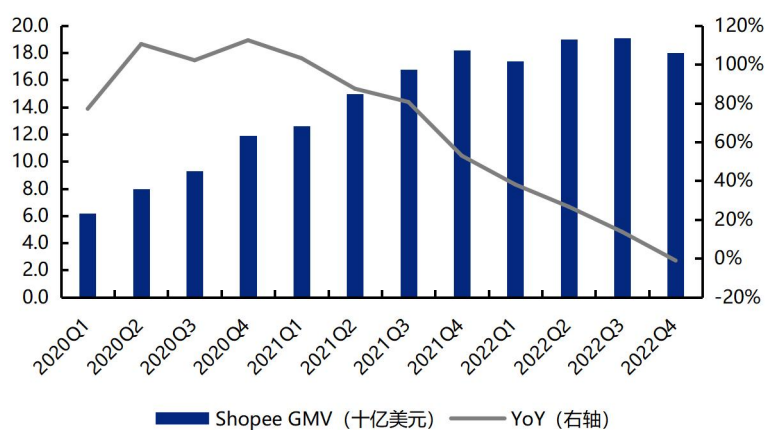
于此同时，极兔主要业务所在的东南亚市场竞争也愈发激烈，当地核心电商玩家 2022 年出现显著增长放缓，同时行业玩家 2020 年起逐步增加。

以东南亚主流电商平台 Shopee（SEA 旗下）为例，其在 2020Q1-2021Q3 一直保持 GMV 高速增长状态(其中连续四个季度增速超 100%)。但随着更多新玩家涌入东南亚市场，加之当地疫情缓解后出现的线下消费回流，2022 年起 Shopee GMV 增速急剧下降，2022Q3/Q4 仅为 14%/-1%。

行业玩家方面：2017 年，Flash Express 成立于泰国曼谷，尽管起步较晚，但目前已成为泰国前三的快递服务公司。公司服务覆盖全泰国 77 个省，设立了超过 2,500 个网点，提供上门揽收包裹、次日达、周末揽派件等专业运输服务以及相关增值保险服务。2022 年，Flash Express 共处理 7 亿个包裹，日均单量达 200 万个。自成立以来，公司已获得超过 7.8 亿美元的资金，其背后亦有中国资本比如 eWTP、高榕资本的身影，雄厚的资本支持给予公司底价竞争的底气，而管理团队对本地市场的深度见解加上中国经验使其在洞察当地需求和用户习惯基础上更好地进行技术和运营落地，加之与泰国第二大电商平台的 Lazada 的深度合作，助力 Flash Express 成为第一家获得独角兽地位的泰国公司。

在电商增速放缓以及竞争者数量增加的市场环境下，极兔在东南亚市场的经营难度较早年有所增加。

图 21、东南亚第一大电商平台 SEA GMV 增速放缓



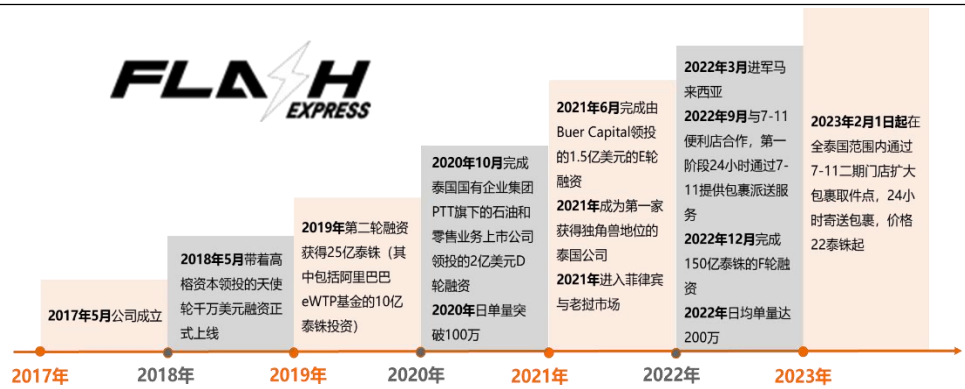
资料来源：SEA 年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、东南亚电商快递竞争加剧



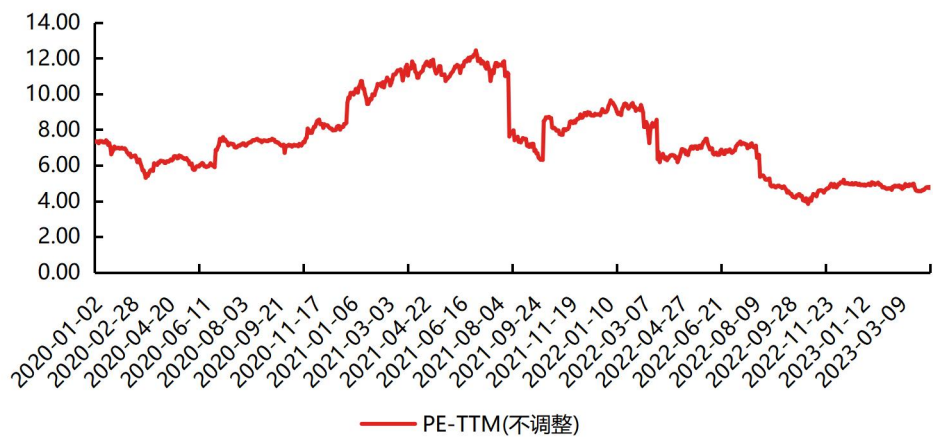
资料来源：微信公众号“7点5度”文章《万字长文，读懂东南亚物流》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、泰国位居第三的快递公司 Flash Express 发展历程



资料来源：公司官网，泰国澜象网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、港股物流板块 PE 估值近 2 年多处于个位数水平（2020 年至今）

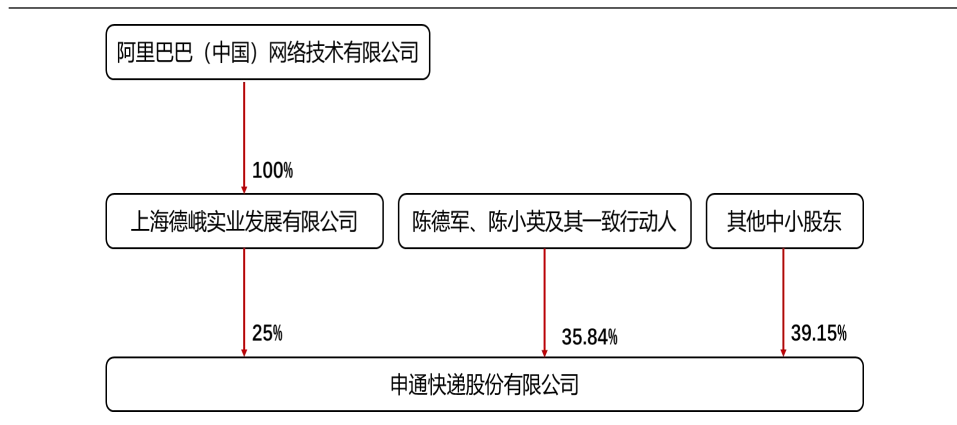


资料来源：同花顺 iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理（备注：行业分类根据港股申万行业分类）

### 三、借力阿里，机制、技术、产能三要素共振

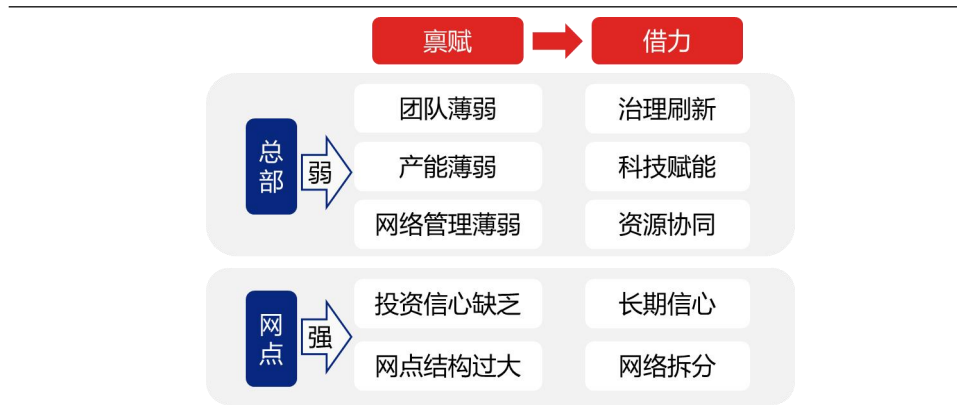
公司于 2019 年引入阿里作为公司股东,截至 2023 年 5 月,阿里合计持有公司 25% 股份,陈德军兄妹及一致行动人持有公司 35.84% 股权。同时阿里与申通控股股东和实际控制人陈德军和陈小英以及股东德殷投资签订了优先购股权协议,若阿里进一步行权,可以拿到另外 21% 股份,2019 年协议规定优先购股权价格为 20.8 元/股,2022 年 12 月该协议到期后续签,新协议调整优先购股权价格为 16.5 元/股。

图 25、申通快递股权结构（截止 2023 年 5 月）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、申通借力阿里三要素共振示意图



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为，阿里对公司最大的帮助并非具体业务的导流，这在当前市场化竞争环境下也并不现实，阿里对公司最重要的帮助是树机制、补技术、扩产能、强信心。网点层面，也将发挥申通网点实力强优势，树立长期化理念，强化发展信心。阿里入股，本身对申通就是强大的信用背书，同时公司提出“三年复兴计划”、“航海计划”、“三年百亿计划”等，明确长期化理念并让让加盟商获得持续的支持，梳理全网加盟商长期信心。



表 3、申通长期化理念树立长期信心

名称	计划要点
复兴计划	2019 年 5 月 31 日，申通 2019 年年中工作会议上给出未来三年目标：实现申通复兴，日单五千万，行业排前三。
航海计划	2019 年 6 月初，“航海计划”在申通全网正式启动，通过对基数派费、发件基数、实派差额、任务指标等一系列核心 KPI 指数的调整，激励网点挖潜增效，积极拓展业务。
“三年百亿”计划	2020 年起申通提出三年百亿计划，希望能以此打磨，复兴申通，预计到 2023 年底公司常态吞吐产能将达到日均 5500 万单。

资料来源：公司公告，“申通之声”，“驿站”公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.1、治理刷新，树立职业机制

2020 年，申通开始全面引入职业经理人管理。2021 年，公司董事会完成换届选举，并产生了公司新一届董事会及核心管理层，标志着新的管理层到位。

目前，申通核心管理层由王文彬、韩永彦、梁波、路遥、唐锦等构成。陈小英女士于 2017 年退出董事会，陈德军董事长主要负责把握公司战略方向，具体经营由来自职业经理人王文彬总裁负责。

表 4、申通快递高管团队简介

职务	姓名	从业经历
总经理	王文彬	博士研究生 20 年以上互联网及物流行业经历
运营副总经理	韩永彦	15 年物流行业经历 曾任德邦物流轮值 CEO
副总经理 兼财务负责人	梁波	10 年以上电商财务管理经历 曾任浙江丹鸟副 CFO
董事	路遥	10 年快递从业经历 曾任申通运营管理部总监、川藏省区总经理、现任广东省区总经理及公司董事
副总经理	唐锦	15 年快递从业经历 现任申通山东省区总经理及公司副总经理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

现任公司管理层具有丰富的互联网以及物流快递领域的履职经历，对快递行业的战略规划、数智运营、财务管控以及资本运作等方面具有丰富经验。总裁王文彬为博士研究生学历，早期在美国硅谷从事计算机领域的研发工作，后进入阿里集团，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、阿里云总裁以及菜鸟网络总经理、CTO 兼快递事业部总经理等职务，对整个物流行业有非常深的理解，进入申通后，他首先对整个管理层及核心业务部门负责人做了选拔，新上任的管理层年龄均在 40 岁上下，且在互联网、快递物流行业有着多年经验。

2020 年，新任核心管理层下定决心大刀阔斧改革，提高产能，要做数据化、现代化的系统，并且注重数据，要求所有数据线上化，要求各个管理层和省区负责人制定全年计划目标、全年预算、月度滚动预测目标等，注重数字化，根据数据分

析做出规划与判断。

管理层到位后,申通在 2022 年也推出股权激励计划,涉及王文彬、韩永彦、梁波、唐锦等高管及核心员工,让管理层及核心员工与公司至少绑定三年,推动公司优良发展,实现申通三年发展规划(2023-2025 年)。

表 5、申通员工持股计划业绩考核指标

考核期	业绩考核目标	解锁比例
第一个考核期	2022 年公司业务量增速≥行业增速或 2022 年扣非归母净利润扭亏为盈	50%
第二个考核期	2023 年公司业务量增速≥行业增速或 2023 年扣非归母净利润≥5 亿元	50%

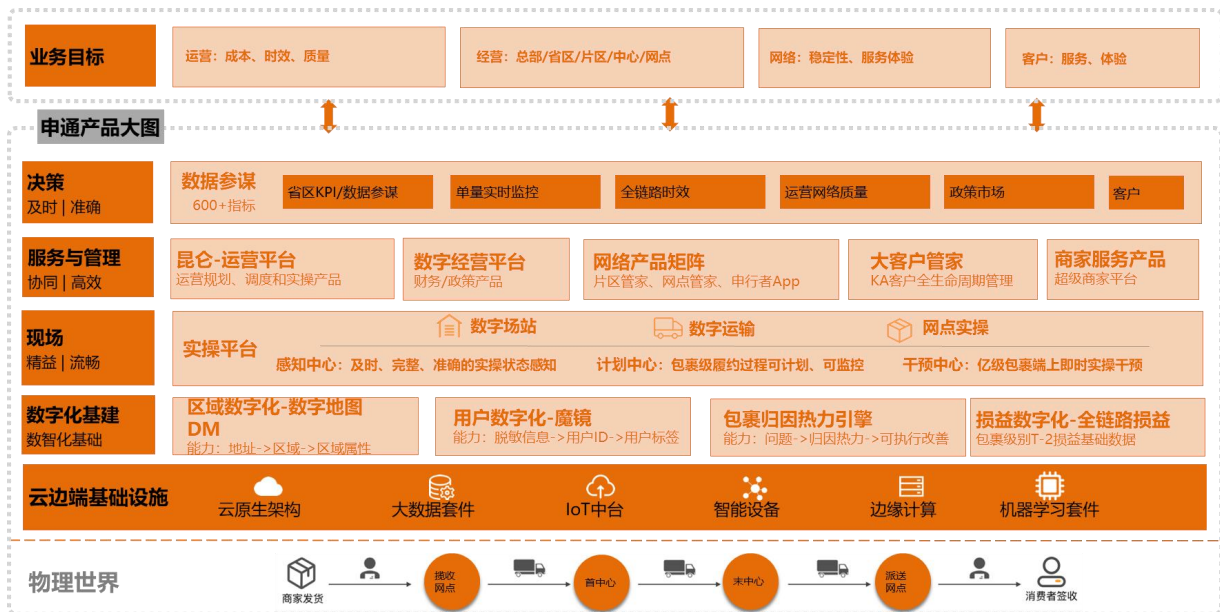
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

注:上述当年度快递行业增速为国家邮政局定期公告的全国快递服务企业当年业务量同比增长率

### 3.2、科技赋能,数字化运营

数智化转型是快递行业由传统人力密集型的服务业向科技驱动型的服务业转变的关键命题。在与阿里形成合作关系后,申通进一步引进新的系统和软件,自主研发能力也进一步加强,提升了全链路产品和系统打造。目前公司已搭建完成一整套自上而下的数智化系统和产品。

图 27、申通数字化全景图(数字化底层、数字化应用、数字化目标)



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

数字化应用在效果上,分为两个条线:

- 1) 运营条线,细化管控颗粒度,改进成本和服务;
- 2) 市场条线,降低信息不对称,提升定价能力和客户黏性。

总部，管理层决策方面，申通已上线数据参谋平台，实现了对单量、时效、服务质量以及损益等方面的决策分析。干线运营条线，智能运营平台——昆仑系统已投入使用，实现了产能诊断、件量预测、网络规划等功能，使成本管控颗粒度更细、预警场景覆盖范围更广。省区市场条线，搭建数字经营平台，通过政策管家、财务管家等数字化产品实现省区对加盟商政策及收费标准线上化，减少两者间沟通摩擦成本，使得结算流程更加公开透明。

与此同时，数智化也赋能到前线网点共同使用，全新的“片区管家”与“网点管家”发布，给予快递员手机 APP “申行者”，这些使得申通在 2022 年网络侧产品的矩阵基本成型，进一步推动降本增效。

表 6、申通数字化应用汇总表

范围	主体	系统	产品	模块
总部	管理层	数据参谋	数据参谋	省区 KPI/数据参谋/单量实时监控/全链路时效/运营网络质量/政策市场/客户
	市场条线	数字经营平台	政策管家	价格政策制定、审批、分析
			财务管家	计费要素线上化，使总部、省区、转运中心、加盟网点的结算对账更清晰、透明
	运营条线	昆仑运营平台	数字化中转	驱动班次安排、用工人数、用工结构
			数字化车队	形成动态、灵活、可视的运输降本实施机制
		网点实操干预	及时掌握派件区域、单量以及时效情况	
网络	片区	网络产品矩阵	片区管家	总部目标拆解、片区任务驱动、网点过程管理
	网点		网点管家	实操管控、质量控制和财务管理等
	快递员		申行者 APP	高效便捷揽派工具
客户	客户	商家服务产品	超级商家平台	订单管理、打单发货、物流跟踪、时效预警、一键工单、财务对账等
	大客户			KA 客户全生命周期管理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、申通运营条线全链路数字化应用示意图



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、申通市场条线加盟商环节数字化应用示意图

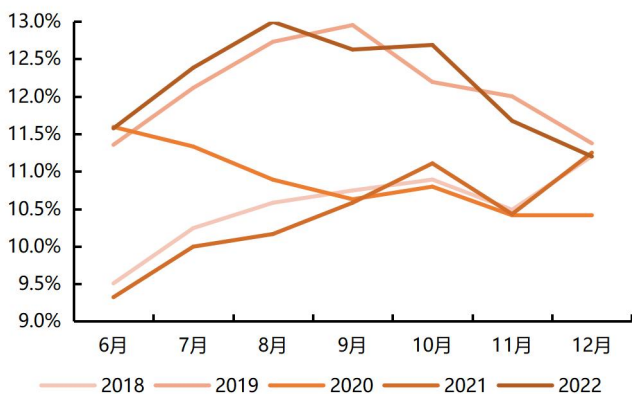


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.3、资源协同，快速提升产能

申通网络的瓶颈在总部产能。前文提到，申通总部资产相对不足，限制了全网单量增长，特别是在旺季影响更加明显，如果旺季临时增投外包产能，公司需要花费较高人力和资金去租用场地，从而利润降低、服务不稳定，我们观察到公司每年旺季份额均较年中有明显下滑。这是过去几年，申通的单量及市场份额没有大幅增长、部分年份存在萎缩、利润方面表现欠佳、成本较高的主要原因。

图 30、申通总部产能不足制约旺季份额(2018-2022 年申通份额变化)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、申通产能要素中，不动产是短板



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理（单位备注：最外圈为 0.5，每圈间隔 0.1）

申通产能要素中，分拨中心的土地资源是短板。分拨中心场地是全链路产能中获取难度最大、时间最长的一环。设备、车辆等不动产的差距可以通过增加资本投入快速补齐，且随着自动化设备的快速更新换代，后发的设备、车辆投入反而能够以更低的价格取得和先发者相近的效果，但土地资源的投入则需要更长时间。

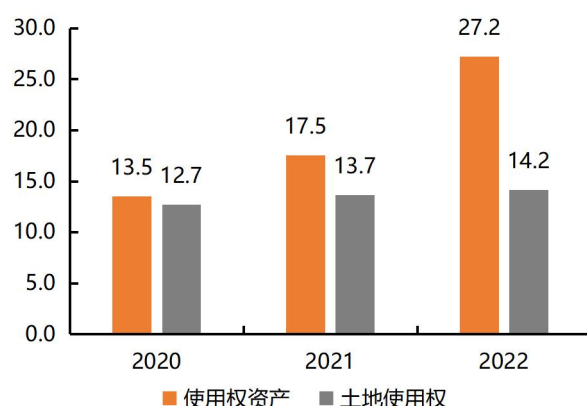
申通借力阿里迅速补齐分拨场地短板。依靠其在物流地产、仓储等领域的强大实力，公司与其在物流地产开发方面进行合作，帮助公司进行土地拓展，完成场地改扩建、科学规划和落地运营。一方面针对土地资源比较紧张且要求较高的一线核心城市(如北京等)，公司可通过与阿里资源的结合，开展物流地产的合作开发，进行定制化租赁，快速解决一线城市土地供应的短板；另一方面，针对 2-3 线城市，公司置业中心积极开展土地资源获取，开展自建项目。从资产结果看，公司使用权资产增长快于土地使用权资产，2020 至 2022 年，公司使用权资产从 13.5 亿元增加至 27.2 亿元，土地使用权资产从 12.7 亿元增加至 14.2 亿元，反映了公司通过特有的长租方式快速增加场地。(备注：公司对中长期的租赁方式主要确认为使用权资产和租赁负债)

图 32、阿里物流园区资源丰富（阿里子公司菜鸟网络物流园区分布）



资料来源：菜鸟网络官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、申通通过“合作拿地+定制租赁”补齐分拨场地短板（单位：亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

随着公司分拨场地短板补齐，公司全链路产能快速上升：1) 自营转运中心从 2019 年 61 个增加至 2022 年 72 个，数量和同行趋近；2) 分拨设备，截至 2022 年底自动化设备达到 313 套，处于行业中上游水平，同时公司也拥有自己的自动化设备设计公司，机器设备投入具备后发优势；2) 干线运力，2022 年底自有车辆 4826 辆，大运力甩挂车辆占比达到了 79%。在这些举措下，申通全网吞吐产能扩大，全年共完成 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、市场份额大幅增长。2022 年较多申通网点感知到竞争力增强，这与产能扩张带来的时效及服务改善密不可分。

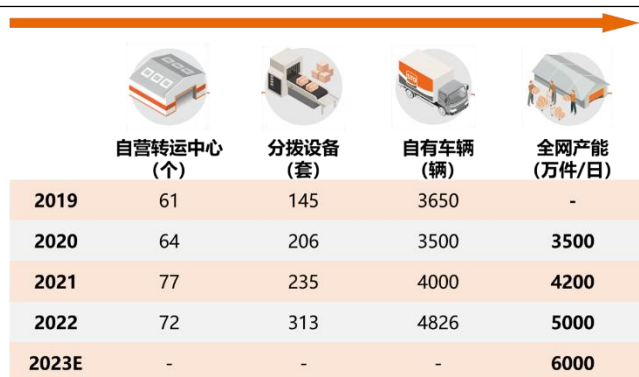
公司 23 年计划再实施 37 个产能提升项目，有望带动 23 年产能提升至日均 6000 万单。

图 34、公司 22 年投产的重要分拨中心示意图



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

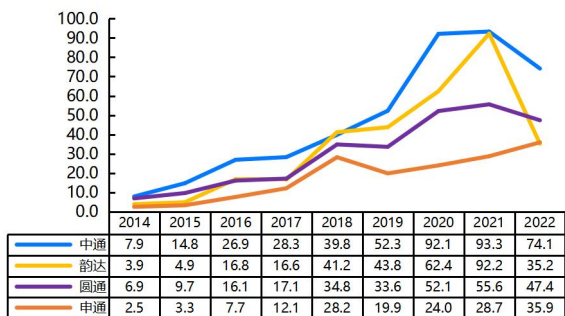
图 35、公司分拨场地解决后全链路产能上升较快



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

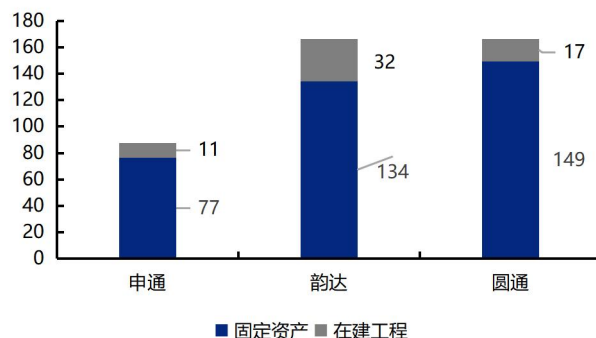
虽然申通固定资产+建工程与同行比仍有一定差距，但产能与固定资产投入并不完全挂钩，因为随着硬件、技术革新，自动化水平会越来越高，而且机器设备等硬件每年价格都有下降，所以产能与固定资产投入并非呈绝对线性关系。

图 36、通达系快递资本开支比较



资料来源：单位：亿元，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、通达系快递固定资产及在建工程比较



资料来源：单位：亿元，公司公告（2023年3月31日），兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.4、大力改革，网络结构扁平化

申通新管理层对网点去劣存优，去除过大网点、培育腰部网点，网络结构从“倒金字塔形”转变为“橄榄型”，改善较大。

近年来，申通持续推进网点优化工作，从服务质量、创收能力、发展意愿、投资能力等多维度动态监测网点情况。一方面制订明确标准，针对落后网点实施主动汰换措施；另一方面推进重点城市规模较大的网点进行经营体制改革，推动快递网络向西、向下发展。在拆分过程中，公司注意培养件量均衡的腰部加盟商。申通通过拆分业绩指标较差的大加盟商，补贴新的加盟商，逐渐培养腰部网点，使得腰部网点的实力更均衡。

截止 2022 年年末，公司拥有独立网点超 4,850 家，较 2016 年上市初期增加 3000 余家。目前，网络中经营能力不强、跟不上节奏的网点通过扁平化拆分已基本完成清理。2016-2021 年，申通全网业务量增长 236%，单个加盟商体量日均和同行相比较为均衡。

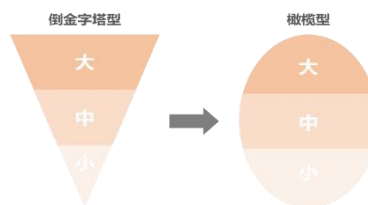
在网络结构优化的基础上，公司跟进推进片区化管理机制，将对加盟商的管理颗粒度从省区细化到片区，强化总部对加盟商的链接和赋能。公司 2022 年全面启动网格化服务项目，按照进出港件量、服务半径、服务网点数等维度，将全国网点划分为超过 220 个片区，每个片区责任到人，时效质量的指标由片区负责人关注，片区负责人进一步与网点协调，形成小片区负责人机制。网格化服务使片区负责人深入网点一线，进而促进了省总与一线加盟商的联动，提升了主动服务网点能力。

图 38、申通加盟商梳理



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、申通加盟商体量分布结构变化



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、2016-2022 年申通加盟商数量与体量变化

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
业务量 (亿件)	33.0	39.0	51.1	73.7	88.2	110.8	129.5
加盟商数量 (个)	1600	1846	2233	3500	4340	4610	4850
新增加盟商数量 (个)	-	246	387	1267	840	270	240
单个加盟商平均体量 (件/日均)	5651	5785	6272	5770	5566	6584	7314

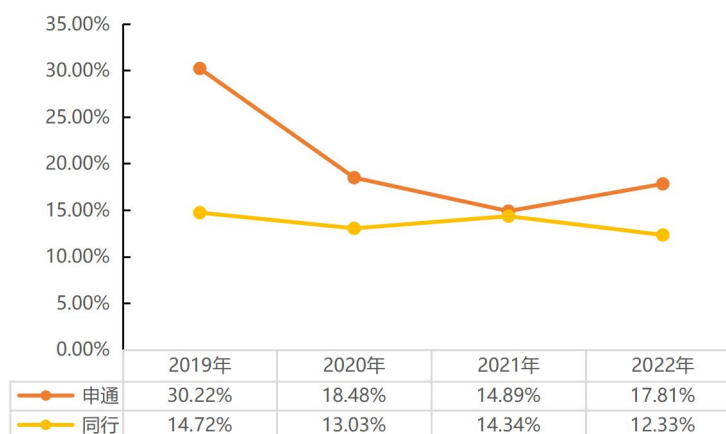
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、申通网络前十大大加盟商占比下降

排名	2019		2020		2021		2022	
	单量 (亿件)	占比	单量 (亿件)	占比	单量 (亿件)	占比	单量 (亿件)	占比
1	9.36	12.69%	7.78	8.82%	9.70	8.76%	8.90	6.87%
2	4.21	5.71%	1.65	1.88%	1.59	1.44%	2.07	1.60%
3	2.95	4.00%	1.93	2.19%	0.99	0.90%	1.78	1.37%
4	1.64	2.23%	0.94	1.07%	0.90	0.81%	1.74	1.35%
5	1.09	1.48%	0.85	0.97%	0.70	0.63%	1.67	1.29%
6	0.76	1.03%	0.71	0.81%	0.67	0.61%	1.51	1.17%
7	0.67	0.91%	0.67	0.76%	0.63	0.57%	1.49	1.15%
8	0.64	0.87%	0.82	0.93%	0.62	0.56%	1.36	1.05%
9	0.53	0.71%	0.43	0.49%	0.36	0.33%	1.30	1.00%
10	0.42	0.58%	0.50	0.56%	0.32	0.29%	1.23	0.95%
<b>合计</b>	<b>22.27</b>	<b>30.22%</b>	<b>16.30</b>	<b>18.48%</b>	<b>16.49</b>	<b>14.89%</b>	<b>23.06</b>	<b>17.81%</b>

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、申通网络大加盟占比逐步和同行接近



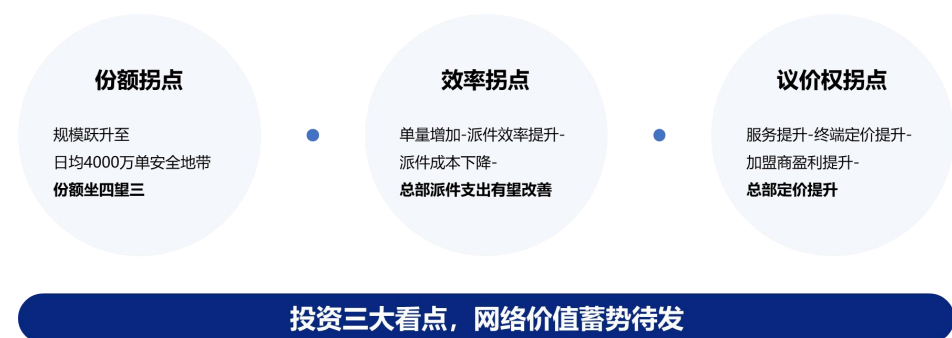
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 四、投资三大看点，网络价值蓄势待发

前面我们分析，公司从2020年至2022年，借力阿里，机制、管理、产能三要素共振，经营改善较大，落到投资价值上，公司具备三大看点：

- 1) 份额拐点：规模跃升至日均4000万单安全地带，份额坐四望三；
- 2) 效率拐点：公司成本曲线处于陡峭阶段，单量增加-派件效率提升-派件成本下降-总部派件支出有望改善；
- 3) 议价权拐点：服务质量提升-终端价格提升-揽件加盟商盈利提升-总部收入有望改善。

图 41、公司投资具备三大看点



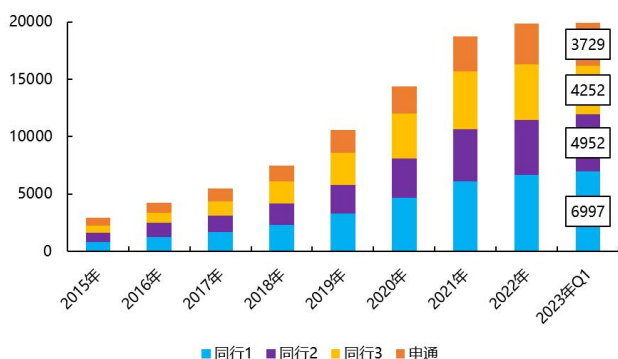
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

### 4.1、份额拐点：规模跃升至安全地带，份额坐四望三

行业通常默认业务量日均3000万单为网络盈利的规模临界值，日均3000万单以下网络处于危险地带，日均4000万单以上网络则处于安全地带。申通业务量从2020年的日均2416万单到2023年Q1的日均约3729万单，从危险地带进入安全地带，对全网的效率提升、投资信心强化有着重要支撑。

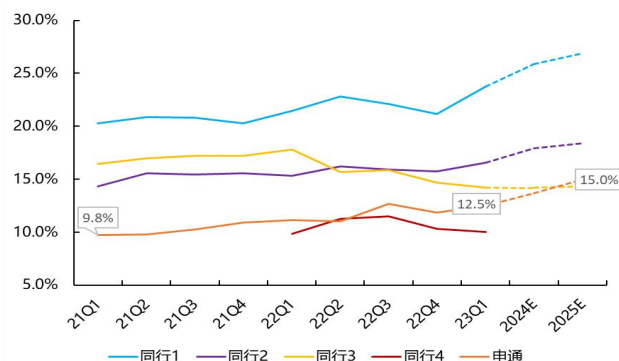
公司在行业竞争中的排序也有明显变化，份额从21H1的9.8%提升至23Q1的12.5%，呈现出坐四望三的格局。在当前头部压制趋缓，腰部单量外溢、尾部资本下行的行业竞争格局背景下，申通份额有望更上一个台阶。

图 42、通达系快递规模变动（2015年-2023年Q1）



资料来源：单位：万件/日，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 43、通达兔企业份额变化及预测（2021-2025年）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理预测



## 4.2、效率拐点：成本下降空间更大

物流行业的第一性原理为规模经济，随着公司规模、资产、管理三要素大幅改善，公司的效率正处于提升拐点，总部干线成本和加盟商派件成本降幅均有望领先于行业。

### 1、干线转运成本

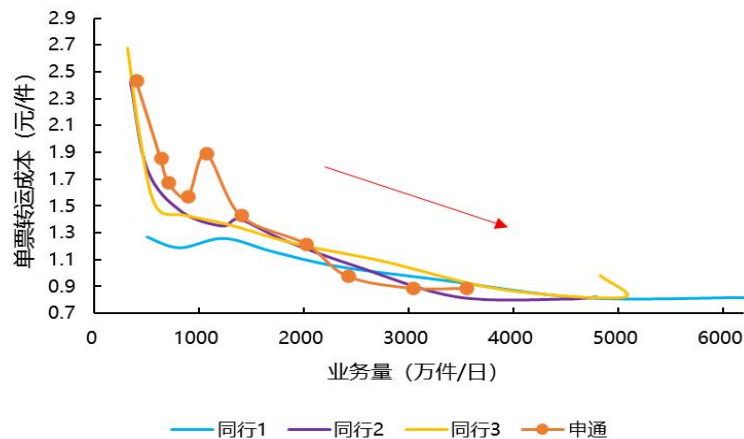
申通作为后来者，有 3 个有利因素为干线转运成本追平领先者创造了契机：

a.成本曲线为凹性，申通正处于最陡峭阶段。成本曲线角度，日均 3000-4000 万单是快递行业体现规模效应的关键节点，通过通达系公司成本曲线可以看出当企业日均单量达到 3000 万单以上时，单票转运成本降幅开始进入平滑阶段。申通业务量从 2020 年的日均 2416 万单到 2023 年 Q1 的日均 3729 万单，相较于同行，申通处于成本下降更快阶段。

b.数字化工具助力学习曲线较快下移，申通数字化进步较快。2023 年，公司将基于数智化管控工具以及业务规模提升的视角实施精细化管理，通过数据分析挖掘降本空间，分环节细颗粒度管控成本；通过提升自有运力结构，建立数智化干线车队，形成动态、灵活、可视的降本实施机制，优化干线运输成本；

c.申通借力阿里，场地资源补充较快，使得自动化设备的铺设较为顺利，自动化分拣设备的投入，精准快速提升人效、时效以及坪效。

图 44、申通转运成本曲线处于较为陡峭阶段



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、申通总部单票成本拆分与测算

科目	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
业务量 (亿件)	73.71	88.18	110.79	129.48	162.95	193.26
日均单量 (万件)	2019	2416	3035	3547	4464	5295
单票快递成本	2.75	2.33	2.17	2.41	2.32	2.24
单票面单成本	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
单票派送成本	1.66	1.39	1.26	1.50	1.47	1.44
单票转运成本	1.06	0.92	0.89	0.89	0.83	0.78
单票运输成本	0.56	0.42	0.43	0.47	-	-

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

单票中转成本	0.50	0.50	0.46	0.42	-	-
职工薪酬	0.24	0.25	0.23	0.24	-	-
折旧摊销	0.05	0.05	0.08	0.09	-	-
其他中转成本	0.21	0.20	0.15	0.10	-	-

资料来源：单位：元/件（除特别说明），公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、派件成本

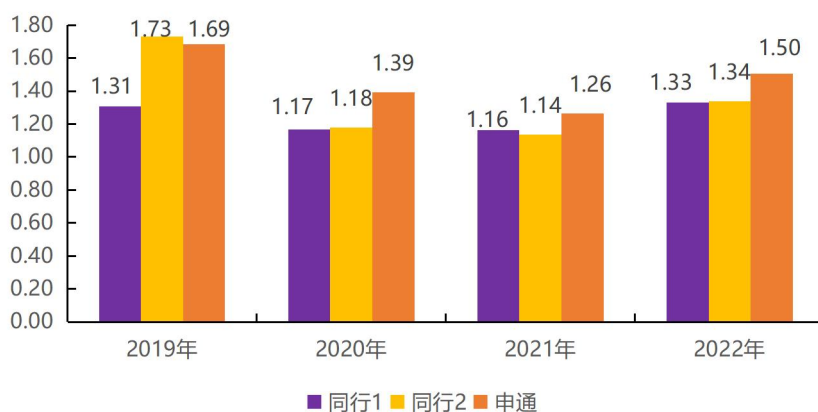
近两年申通对派件端给予较多补贴，目前与同行相比申通总部单票派件成本更高。

我们分析，申通派件端补贴更多的原因为：1) 过往2年和前3名单量差距较大，客观上单个加盟商派件效率低于同行，需要给与更多补贴；2) 过往2年，公司对网点去劣存优，去除过大网点、培育腰部网点，公司为扶持这部分网点做强，给与派费扶持。

考虑到 1) 单量增加-派件效率提升-加盟商派件成本下降 2) 网络整体竞争力提升-新增网点盈利情况向好，公司给与派件端的补贴有望减轻，派件端具备成本下降空间。

申通 2022 年报提到：2023 年公司将进一步提升末端派送效率，通过赋能网点投递资源，及时掌握派件区域、单量以及时效情况，高效地开展末端派件工作。随着公司件量进一步提升、末端派件提质增效，派件端加盟商成本也有望下降，从而降低总部派件成本。

图 45、申通单票派件成本较同行更高



资料来源：单位：元/件，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 10、某典型派件区域加盟商派费情况样本

单位：元（除特别说明） 指标	2022年9月				2023年4月			
	同行1	同行2	同行3	申通	同行1	同行2	同行3	申通
下属承包区数量（个）	30.00	30.00	30.00	-	30.00	30.00	30.00	-
网点单票派费收入	1.7多	1.7多	1.60	<b>1.7多</b>	1.55	1.60	1.50	<b>1.65</b>
网点单票派件成本	1.4-1.45	1.4-1.45	1.4-1.45	<b>1.4-1.45</b>	1.35-1.4	1.35-1.4	1.35-1.4	<b>1.35-1.4</b>
直营区-支付给小哥单票派费	1.10	1.10	1.10	<b>1.10</b>	1.00	1.00	1.00	<b>1.00</b>

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

驿站单票投递成本	0.6-0.8	0.6-0.8	0.6-0.8	<b>0.6-0.8</b>	0.6-0.8	0.6-0.8	0.6-0.8	<b>0.6-0.8</b>
入库入柜率 (%)	85%-90%	85%-90%	85%-90%	<b>85%-90%</b>	85%-90%	85%-90%	85%-90%	<b>85%-90%</b>
网点单票培训成本	0.03-0.04	0.02-0.03	0.06-0.08	<b>0.03-0.04</b>	0.03-0.04	0.02-0.03	0.03-0.04	<b>0.03-0.04</b>
网点单票利润	0.2-0.3	0.2-0.3	0.15-0.2	<b>0.2-0.3</b>	0.1-0.2	0.1-0.2	0.05	<b>0.2-0.25</b>

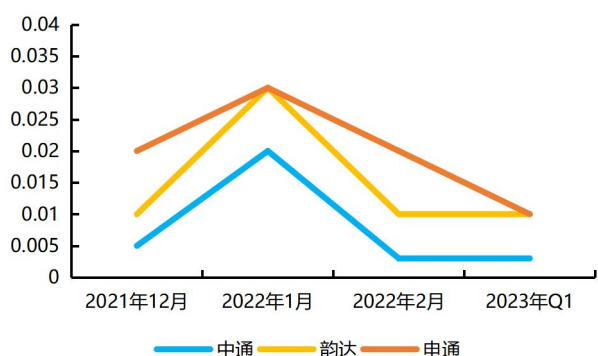
资料来源：量子咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

### 4.3、议价权拐点：服务质量提升带动终端定价提升

公司规模、资产、管理改善，不仅带来成本效率改善拐点，也带来服务品质改善拐点。1) 规模增加，支持运营提频提速；2) 自动化设备铺设，推动中转处理时效和遗失破损率改善；3) 数字化系统覆盖实操场景，推动包裹全链路顺畅流通。

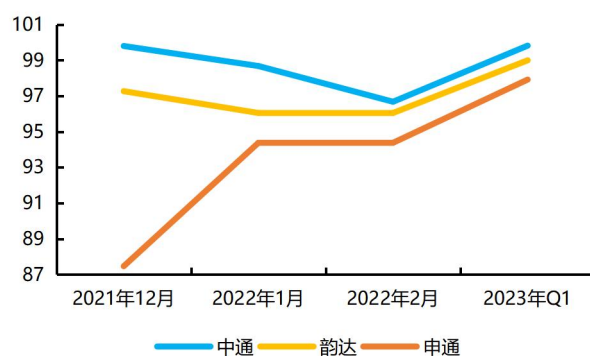
从结果看，公司服务质量提升显著。申通与行业头部企业全链路时效差距从2021年的7-8小时缩短到目前的1-2小时。2023年，申通揽签全链路时长从1月份的53小时，缩短到5月的44小时，某平台大客户次日达成率高达83%。

图 46、通达系有效申诉率变化（2021年-2023Q1，取典型月份）



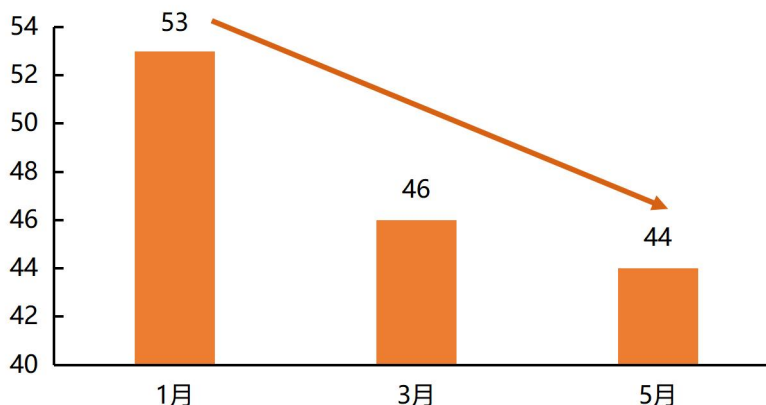
资料来源：国家邮政局，兴业证券经济与金融研究院整理  
单位：申诉件数/百万件快件业务量

图 47、通达系申诉处理工作质量综合指数变化（2021年-2023Q1，取典型月份）



资料来源：国家邮政局，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：对企业申诉处理工作质量的综合评价，参数包含一次结案率、逾期率、企业答复不规范率、企业答复不属实率、工作满意率等五个指标

图 48、2023 年申通揽签全链路时长缩短

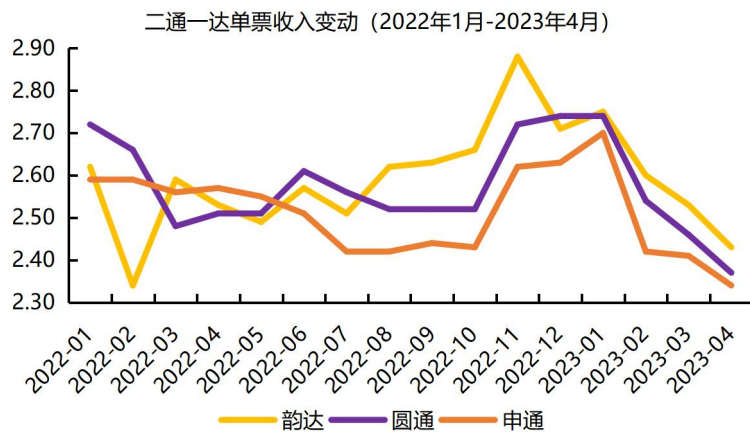


资料来源：单位：小时，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2023年，公司在主要平台服务质量排名表现良好。抖音时效达成率持续提升，通达系公司中排名从2、3月份第5名提升至5月份第3名。与此同时，5月公司荣登菜鸟指数总分第一，该指数包含时效、服务、信息等指标。

随着公司在时效及服务质量上投入加大、为客户带来更高效的服务体验，其终端定价有望更上一个台阶，对应总部对渠道定价也有望提升。公司正进入服务质量提升-终端网点对客户议价权提升-网点盈利改善-总部对渠道议价权提升路径中，最终落到业绩表现上，我们预计公司与同行对网点的单票收入的差距有望收窄。

图 49、申通与同行总部单票收入差距有望收窄



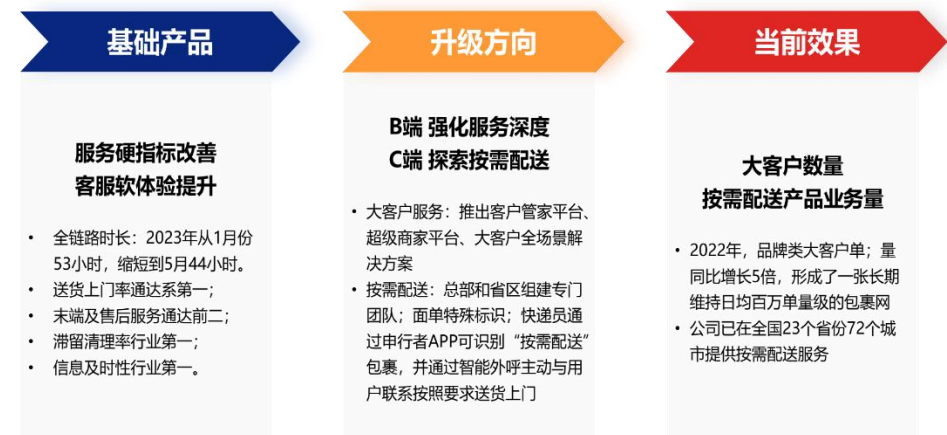
资料来源：单位：元/件，各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 五、生态协同，分层产品有望弯道超车

前面我们分析，从申通角度，来自阿里的支持并非具体业务导流，这在市场化竞争环境下并不现实，阿里入股帮助刷新网络治理，树立公平规范的机制、数据驱动的管理工具、长期发展的信心。同样从阿里角度出发，入股申通，也是服务于提升服务消费体验的初心，提供了与快递公司基于互信共同探索服务创新的土壤。

在网络底盘改善基础上，公司针对不同类型的客户及其需求推出按需配送、区域时效件、大客户服务服务，满足客户个性化需求，全面提升客户体验及满意度，目前已经初现成效。

图 50、申通快递产品升级发展路径示意图



资料来源：驿站公众号《做深做透经济件！申通发力大客户，“六大能力”开打市场战》、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 盈利预测与投资建议

**盈利预测与估值：**我们预测 2023/2024/2025 年行业件量分别为 1274/1402/1542 亿件，公司份额分别为 12.8%/13.8%/15.3%，公司日均单量分别为 4464/5295/6458 万件，同比增长 25.8%/18.6%/22.0%。我们调整公司盈利预测，预计 2023/2024/2025 年公司归母净利润分别为 5.7/11.6/18.9 亿元，对应单票净利润分别为 3.5/6.0/8.0 分钱，同比增长 96.8%/104.8%/62.6%，对应 EPS 分别为 0.37/0.76/1.23 元，对应 6 月 5 日收盘价 PE 分别为 28.2/13.8/8.5 倍，对应 PB 估值为 1.9/1.6/1.4 倍。

表 11、申通单票数据分季度分拆与预测（22Q1-23Q4E）

	22Q1A	22Q2A	22Q3A	22Q4A	23Q1A	23Q2E	23Q3E	23Q4E
<b>行业增速及公司份额假设</b>								
行业业务量 (亿件)	242.3	269.9	287.9	305.8	268.9	318.8	322.5	363.9
行业增速	10.5%	-1.7%	5.2%	-3.0%	11.0%	18.1%	12.0%	19.0%
公司份额变化 (pct)	1.4	1.2	2.4	0.9	1.3	1.8	0.1	1.2
公司份额	11.1%	11.0%	12.7%	11.8%	12.5%	12.8%	12.8%	13.0%
公司业务量 (亿件)	27.0	29.8	36.5	36.2	33.6	40.8	41.3	47.3
公司增速	26.2%	10.7%	29.9%	5.2%	24.3%	36.9%	13.2%	30.7%
归母净利 (亿元)	1.1	0.8	0.2	0.8	1.3	1.5	1.0	1.9
归母净利同比增速	218.9%	244.7%	124.2%	-111.4%	25.0%	79%	352%	142%
单票快递业务收入 (元)	2.580	2.538	2.422	2.545	2.483	2.468	2.450	2.550
单票快递业务成本 (元)	2.448	2.434	2.353	2.418	2.370	2.360	2.360	2.442
单票快递业务毛利 (元)	0.132	0.104	0.069	0.127	0.113	0.108	0.090	0.108
单票快递业务费用 (元)	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	0.036	0.024	0.039
单票净利 (剔除其他收益和非) (元)	0.015	0.007	-0.023	0.022	0.025	0.027	0.016	0.031

资料来源：国家统计局，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 12、申通 2023-2025 年业绩测算

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>行业增速及公司份额假设</b>				
行业业务量 (亿件)	1,105.9	1,274.1	1,401.5	1,541.6
行业增速	2.1%	15.2%	10.0%	10.0%
公司份额变化 (pct)	1.5%	1.1%	1.0%	1.5%
公司份额	11.7%	12.8%	13.8%	15.3%
公司业务量 (亿件)	129.5	163.0	193.3	235.7
公司增速	16.9%	25.8%	18.6%	22.0%
归母净利 (亿元)	2.9	5.7	11.6	18.9
归母净利同比增速	131.6%	96.8%	104.8%	62.6%
PE	55.5	28.2	13.8	8.5
单票快递业务净利 (元)	0.022	0.035	0.060	0.080

资料来源：国家统计局，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 13、通达系公司盈利预测与估值汇总

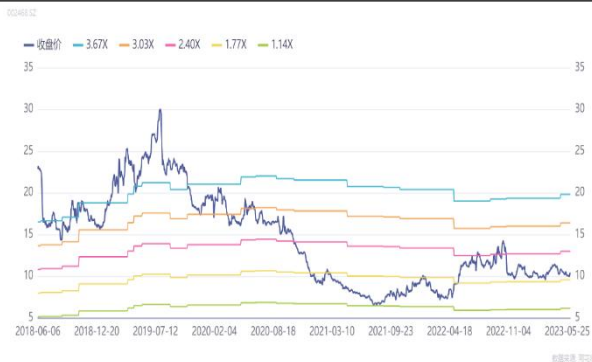
股票名称	业务量 (亿件)				归母净利润 (亿元)				净资产 (亿元)
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A
中通快递	243.9	304.7	356.2	407.2	68.1	91.7	110.4	130.3	540.3
圆通速递	174.8	216.0	250.2	283.0	39.2	42.5	51.5	60.9	266.7
韵达股份	176.1	181.0	199.1	220.6	14.8	19.5	24.9	28.0	169.8
申通快递	129.5	163.0	193.3	235.7	2.9	5.7	11.6	18.9	81.7

股票名称	单票估值				PE 估值				PB 估值
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A
中通快递	5.8	4.7	4.0	3.5	20.9	15.5	12.9	10.9	2.6
圆通速递	3.1	2.5	2.1	1.9	13.6	12.6	10.4	8.8	2.0
韵达股份	1.8	1.8	1.6	1.5	21.9	16.6	13.1	11.6	1.9
申通快递	1.2	1.0	0.8	0.7	55.5	28.2	13.8	8.5	2.0

资料来源：Wind，各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

图 51、申通 PB Bands (近 5 年)



资料来源：同花顺 iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、申通 PE Bands (近 5 年)



资料来源：同花顺 iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

**投资建议：**公司在行业竞争排序中具有明显上升迹象，网络经营改善先行、总部利润蓄势待发，投资具备三大看点：1) 份额拐点，规模跃升至日均 4000 万单安全地带，份额坐四望三；2) 效率拐点，成本曲线处于陡峭阶段，单量增加-派件效率提升-派件成本下降-总部派件支出有望改善；3) 议价权拐点，服务质量提升-终端价格提升-揽件加盟商盈利提升-总部收入有望改善。公司网络正处于从经营改善到业绩改善的关键阶段，随着业绩如期释放，对应今年及明年业绩改善弹性最大、单票估值最低和 PE 估值较低，建议重视三大拐点助力下的快递元老复兴机会，给予“增持”评级。

## 风险提示

**行业增速放缓：**快递行业总体上与宏观经济增长速度呈现较强的正相关关系。当经济增长放缓或出现衰退时，人们的消费能力可能下降，导致快递服务需求减少。这可能导致申通快递面临订单量下降、营收减少的风险。

**行业价格竞争加剧：**随着市场竞争的加剧，快递行业中价格战可能会出现为了争夺市场份额，各家公司可能被迫降低价格，从而影响申通快递的盈利能力。如果价格竞争加剧，申通快递可能会面临毛利率下降、盈利能力受损的风险。

**公司产能提升不及预期：**申通快递在扩大业务规模和满足客户需求时需要不断投放新的产能。然而，产能投放可能会受到各种因素的限制，例如土地资源有限、政策限制、资金压力等。如果申通快递无法及时增加产能，可能会错失市场机会，影响市场份额和业务增长。

**公司成本改善不及预期：**成本的改善与规模、高效资产投入、管理精细化密切相关，资产利用率、精细化管理效果可能不及预期，同时，作为快递行业主要成本之一的运输成本因燃油价格的波动存在上升的压力。这些因素可能影响公司成本改善效果，进而影响公司利润水平。

**总部对加盟网点控制力不及预期：**公司目前前十大加盟商占比已经有下降，但仍有 17.81%，总部对这部分加盟商的控制力和议价权改善或不及预期。

## 附表

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	5203	7704	10650	14391
货币资金	2166	3264	6129	9627
交易性金融资产	59	1183	1025	916
应收票据及应收账款	935	1298	1412	1631
预付款项	304	388	421	482
存货	44	73	76	85
其他	1696	1497	1588	1650
<b>非流动资产</b>	15129	13571	12894	12039
长期股权投资	94	100	98	98
固定资产	7357	6443	5469	4496
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
<b>资产总计</b>	20332	21275	23544	26429
<b>流动负债</b>	9023	9380	9970	10575
短期借款	1909	2573	2535	2443
应付票据及应付账款	3261	3,978	4,378	5,013
其他	3853	2829	3057	3119
<b>非流动负债</b>	3102	3245	3741	4123
长期借款	729	1068	1456	1859
其他	2373	2177	2285	2264
<b>负债合计</b>	12125	12626	13710	14698
股本	422	422	422	422
资本公积	3041	3041	3041	3041
未分配利润	4197	4759	5911	7785
少数股东权益	38	22	24	29
<b>股东权益合计</b>	8207	8649	9834	11731
<b>负债及权益合计</b>	20332	21275	23544	26429

## 现金流量表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	288	566	1160	1886
折旧和摊销	986	1111	1113	1111
资产减值准备	151	-60	25	34
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	247	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	220	150	242
<b>经营活动产生现金流量</b>	2600	1821	2667	3506
<b>投资活动产生现金流量</b>	-796	-1245	20	-40
<b>融资活动产生现金流量</b>	-1788	522	178	31
现金净变动	22	1098	2865	3497
现金的期初余额	1655	2166	3264	6129
现金的期末余额	1677	3264	6129	9627

## 分析师声明

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	33671	40078	45501	52721
营业成本	32196	38011	42476	48526
税金及附加	59	80	91	105
销售费用	178	232	264	301
管理费用	685	830	919	1018
研发费用	124	160	205	237
财务费用	192	201	247	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
<b>营业利润</b>	487	809	1613	2595
营业外收入	32	24	27	32
营业外支出	156	100	91	105
<b>利润总额</b>	363	733	1550	2521
所得税	90	183	387	630
净利润	274	550	1162	1891
少数股东损益	-14	-16	2	5
<b>归属母公司净利润</b>	288	566	1160	1886
<b>EPS(元)</b>	0.19	0.37	0.76	1.23

## 主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	33.3%	19.0%	13.5%	15.9%
营业利润增长率	152.5%	66.2%	99.4%	60.9%
归母净利润增长率	131.6%	96.7%	105.1%	62.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	4.4%	5.2%	6.6%	8.0%
归母净利率	0.9%	1.4%	2.5%	3.6%
ROE	3.5%	6.6%	11.8%	16.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	59.6%	59.3%	58.2%	55.6%
流动比率	0.58	0.82	1.07	1.36
速动比率	0.57	0.81	1.06	1.35
<b>营运能力</b>				
资产周转率	172.2%	192.7%	203.0%	211.0%
应收帐款周转率	3377.4%	3181.2%	3007.7%	3092.0%
存货周转率	65626.0%	65018.3%	56961.1%	60186.5%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.19	0.37	0.76	1.23
每股经营现金	1.70	1.19	1.74	2.29
每股净资产	5.34	5.64	6.41	7.64
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	55.5	28.2	13.8	8.5
PB	2.0	1.9	1.6	1.4



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发送、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