

申通快递 (002468)

证券研究报告

2020年11月01日

单价下行利润承压，关注边际改善

事件：

申通快递披露 2020 三季报，公司 Q3 单季实现营收 54.53 亿元，同比降 5.73%；归母净利润-0.65 亿元，同比降 123.96%；扣非归母净利润-0.83 亿元，同比降 131.04%。

前三季度公司实现营收 147.12 亿元，同比降 6.03%；归母净利润 0.05 亿元，同比降 99.53%；扣非归母净利润-0.51 亿元，同比降 104.87%。

业务量增速落后于行业增速，单价下行

公司前三季度累计完成业务量 59.52 亿件，同比 17.9%，其中 Q3 业务量 24.34 亿件，同比增 19.5%。横向比较通达系上市公司韵达、圆通 Q3 业务量增速 54.4%、43.3%，一线快递增速分化较大。公司年初至今累计业务量市占率 10.6%，同比去年同期 11.5%降 0.9 个百分点。单价方面，公司 Q3 单票价格 2.24 元/票，环比跌 0.13 元/票，同比跌 0.60 元/票，单价降幅较为明显。

加速产能建设，铺路双十一

成本端，公司三季度单位快递成本 2.23 元/票，同比降 0.36 元/票，环比降 0.05 元/票，成本改善较为明显，可见过去公司回收转运中心以及自动化升级、网络优化等工作已见成效。公司今年继续通过新、扩建转运中心、引进自动化设备方式加速产能扩充，3 季度末在建工程 5.90 亿，同比增 31.23%。其中购地新建转运中心 5 个，包括昆明、芜湖、广州良田、太原、上海，合计增加场地操作面积 40 万+平方米；租赁新建场地 16 个，合计增加场地操作面积 30 万+平方米。产能扩充项目在双十一前夕陆续完工投产，预计产能提升超 1 倍。

变革期重构信息化平台，关注边际改善

阿里入股后公司不断加大研发投入，2020 年前三季度开发支出同比增 43.60%。公司今年运用互联网思维重构信息化平台，先后推出“中心管家”、“运输管家”、“路由管家”等核心运营产品，完成在线数字化迭代。网络优化+产能扩建，我们认为环比上看，成本端的改善有望在旺季规模效应下进一步得到体现，四季度的利润能力有望转好。

投资建议：考虑到申通目前处于变革期，叠加行业价格竞争对于利润端的负面影响，我们将 2020-2022 年盈利预期 7.57、10.19 与 13.42 亿调整至 1.59、7.82、8.24 亿，维持增持评级。

风险提示：行业增长低于预期；竞争格局恶化；成本控制低于预期；管理改善低于预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,013.00	23,088.94	21,664.13	26,950.60	31,567.86
增长率(%)	34.41	35.71	(6.17)	24.40	17.13
EBITDA(百万元)	3,025.81	2,323.01	313.73	1,064.42	1,107.55
净利润(百万元)	2,049.19	1,408.31	158.66	781.51	824.40
增长率(%)	37.73	(31.27)	(88.73)	392.55	5.49
EPS(元/股)	1.34	0.92	0.10	0.51	0.54
市盈率(P/E)	10.53	15.32	135.94	27.60	26.16
市净率(P/B)	2.54	2.36	2.06	1.95	1.84
市销率(P/S)	1.27	0.93	1.00	0.80	0.68
EV/EBITDA	0.85	1.95	58.10	13.09	13.36

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/物流
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	14.09 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,530.80
流通 A 股股本(百万股)	1,492.05
A 股总市值(百万元)	21,569.00
流通 A 股市值(百万元)	21,022.92
每股净资产(元)	5.87
资产负债率(%)	40.62
一年内最高/最低(元)	21.46/14.00

作者

黄盈 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080007
huangying1@tfzq.com

姜明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002
jiangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《申通快递-公司点评:阿里增持 10.35%，竞争之路获加码》2020-09-22
- 《申通快递-半年报点评:价格竞争业绩承压，核心关注成本改善下的量价数据》2020-09-02
- 《申通快递-季报点评:疫情冲击短期业绩，关注长期管理改善》2020-05-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,022.03	3,210.59	2,828.68	7,227.30	6,133.63	营业收入	17,013.00	23,088.94	21,664.13	26,950.60	31,567.86
应收票据及应收账款	1,067.24	862.82	1,589.59	671.16	901.13	营业成本	14,250.07	20,668.59	20,936.91	25,283.81	29,755.87
预付账款	158.24	245.88	155.04	337.62	239.51	营业税金及附加	40.18	40.90	43.33	53.90	63.14
存货	26.56	40.67	52.90	46.94	82.95	营业费用	96.08	145.53	151.65	188.65	189.41
其他	887.48	2,076.49	2,444.12	2,012.01	2,447.24	管理费用	384.44	550.02	519.94	646.81	726.06
流动资产合计	6,161.55	6,436.46	7,070.33	10,295.03	9,804.47	研发费用	43.62	103.67	86.66	107.80	126.27
长期股权投资	121.05	124.04	124.04	124.04	124.04	财务费用	(113.06)	(69.07)	(43.33)	(53.90)	(63.14)
固定资产	2,667.18	3,992.60	4,053.02	4,056.13	4,011.85	资产减值损失	19.92	0.00	5.00	6.00	6.00
在建工程	228.88	449.95	305.97	231.58	168.95	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	856.65	970.77	921.25	871.73	822.20	投资净收益	414.46	27.18	200.00	200.00	200.00
其他	1,830.42	1,881.41	1,651.53	1,646.00	1,676.95	其他	(844.40)	(230.56)	(400.00)	(400.00)	(400.00)
非流动资产合计	5,704.17	7,418.76	7,055.80	6,929.47	6,803.98	营业利润	2,721.68	1,852.69	163.98	917.52	964.25
资产总计	11,865.72	13,855.22	14,126.13	17,224.51	16,608.45	营业外收入	61.05	17.66	70.00	60.00	60.00
短期借款	100.00	1,065.15	800.00	900.00	700.00	营业外支出	41.23	36.49	40.00	35.00	30.00
应付票据及应付账款	1,909.43	2,417.56	1,324.89	3,552.16	2,210.48	利润总额	2,741.50	1,833.86	193.98	942.52	994.25
其他	1,252.99	1,118.72	1,401.85	1,572.88	1,831.06	所得税	689.86	414.69	34.92	160.23	169.02
流动负债合计	3,262.42	4,601.43	3,526.74	6,025.04	4,741.54	净利润	2,051.64	1,419.16	159.06	782.29	825.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	2.45	10.86	0.40	0.78	0.83
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	2,049.19	1,408.31	158.66	781.51	824.40
其他	37.78	42.77	35.53	38.69	39.00	每股收益(元)	1.34	0.92	0.10	0.51	0.54
非流动负债合计	37.78	42.77	35.53	38.69	39.00						
负债合计	3,300.20	4,644.21	3,562.27	6,063.73	4,780.54	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	63.22	74.07	74.45	75.22	76.02	成长能力					
股本	422.01	422.01	1,530.80	1,530.80	1,530.80	营业收入	34.41%	35.71%	-6.17%	24.40%	17.13%
资本公积	3,194.10	3,194.10	3,194.10	3,194.10	3,194.10	营业利润	43.71%	-31.93%	-91.15%	459.53%	5.09%
留存收益	8,060.09	8,836.33	8,958.61	9,554.76	10,221.09	归属于母公司净利润	37.73%	-31.27%	-88.73%	392.55%	5.49%
其他	(3,173.90)	(3,315.50)	(3,194.10)	(3,194.10)	(3,194.10)	获利能力					
股东权益合计	8,565.53	9,211.02	10,563.86	11,160.77	11,827.92	毛利率	16.24%	10.48%	3.36%	6.18%	5.74%
负债和股东权益总计	11,865.72	13,855.22	14,126.13	17,224.51	16,608.45	净利率	12.04%	6.10%	0.73%	2.90%	2.61%
						ROE	24.10%	15.41%	1.51%	7.05%	7.02%
						ROIC	64.40%	33.45%	1.82%	10.03%	21.67%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	27.81%	33.52%	25.22%	35.20%	28.78%
净利润	2,051.64	1,419.16	158.66	781.51	824.40	净负债率	-45.79%	-23.29%	-19.20%	-56.69%	-45.94%
折旧摊销	424.37	662.58	193.08	200.80	206.43	流动比率	1.89	1.40	2.00	1.71	2.07
财务费用	7.94	34.20	(43.33)	(53.90)	(63.14)	速动比率	1.88	1.39	1.99	1.70	2.05
投资损失	(414.46)	(27.18)	(200.00)	(200.00)	(200.00)	营运能力					
营运资金变动	1,208.66	(890.34)	(1,602.68)	3,580.91	(1,717.25)	应收账款周转率	16.77	23.93	17.67	23.84	40.16
其它	(675.48)	777.23	0.40	0.78	0.83	存货周转率	579.01	686.82	463.06	539.89	486.09
经营活动现金流	2,602.67	1,975.65	(1,493.87)	4,310.10	(948.72)	总资产周转率	1.65	1.80	1.55	1.72	1.87
资本支出	3,115.31	2,295.97	67.24	76.84	49.69	每股指标(元)					
长期投资	70.40	2.98	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.34	0.92	0.10	0.51	0.54
其他	(4,808.99)	(5,246.15)	72.76	43.16	100.31	每股经营现金流	1.70	1.29	-0.98	2.82	-0.62
投资活动现金流	(1,623.29)	(2,947.19)	140.00	120.00	150.00	每股净资产	5.55	5.97	6.85	7.24	7.68
债权融资	100.00	1,065.15	800.00	900.00	700.00	估值比率					
股权融资	119.56	(72.53)	1,273.51	53.90	63.14	市盈率	10.53	15.32	135.94	27.60	26.16
其他	(438.68)	(832.57)	(1,101.56)	(985.37)	(1,058.09)	市净率	2.54	2.36	2.06	1.95	1.84
筹资活动现金流	(219.12)	160.05	971.95	(31.47)	(294.95)	EV/EBITDA	0.85	1.95	58.10	13.09	13.36
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.97	2.65	151.08	16.14	16.42
现金净增加额	760.26	(811.49)	(381.91)	4,398.63	(1,093.67)						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com