

行业竞争加剧，公司短期承压

——申通快递 (002468.SZ) 2020年三季度报点评

要点

◆ **事件：公司发布2020年前三季度业绩。** 公司20年前三季度收入为147亿，同比下降6.03%；归母净利润为0.05亿，同比下降99.5%，扣非归母净利润亏损0.5亿，同比下降105%。其中第三季度实现收入54.5亿，同比下降5.73%；归母净利润亏损0.65亿，同比下降124%；扣非归母净利润亏损0.8亿，同比下降131%。

◆ **三季度快递单量增速下降，市场占比下降。** 公司20年第三季度快件完成量约24.34亿票，同比增长约19.55%，大幅落后于行业增长率（37.9%），环比第二季度（11.23%）有所下降。公司快递业务量占全国快递服务企业业务量的比例约为10.93%，较19年同期占比下降1.68pct，环比第二季度占比下降约0.3pct。

◆ **市场竞争加剧，单票收入下降。** 公司20年第三季度快递业务收入约51.99亿，较19年同期下降约8.66%；单票收入约2.14元，较19年同期下降约23.6%，环比第二季度降幅收窄3.55pct。收入下降原因主要是激烈的市场竞争情况下，公司让利末端网点。

◆ **单票成本下降，毛利率环比下降。** 公司20年第三季度全口径单票成本约2.23元，环比第二季度环比下降14.0%，延续下降趋势。公司积极推进转运中心直营化，导致短期成本上升，截止20年6月底，公司全网共有转运中心68个，其中自营转运中心63个。另一方面，公司通过优化路由，整合线路，提高装载率，优化运费结算模式，使得运输成本有效下降。综合以上，公司20年第三季度综合毛利率为0.68%，环比第二季度下降3.24pct。

◆ **延续资本开支，公司短期承压。** 公司20年9月底固定资产+在建工程合计约46亿，较19年9月底增加约10.6亿。资本开支的主要投向是收购中转中心、设备更新换代、信息系统建设等。

◆ **阿里增持，业务协同可期。** 20年9月阿里行权增持公司（10.35%）股份至25%，若阿里全部行权，则阿里将累计持有上市公司46%的股权，最终可能导致公司实控人变更。阿里增持进一步加深双方联系，公司更能通过借助阿里系产品（钉钉、菜鸟）来实现更多的业务创新，增强业务综合竞争力，加速公司快递复兴。

◆ **盈利预测和投资建议。** 快递市场竞争加剧，公司短期承压；阿里增持公司，双方业务协同可期；另外公司回购股票用于股权激励或员工持股计划，以调动管理人员及核心团队的工作积极性，促进公司可持续发展。我们下调公司20-22年eps分别为0.50、0.69、0.79元，维持公司“增持”评级。

◆ **风险提示：** 网络购物增速下滑，导致快递行业增速下滑；物流中心爆仓，将带来区域性快递单量减少，及客户流失；行业竞争超预期，将导致单票收入下滑，进而影响公司利润水平。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	17,013	23,089	23,405	26,265	30,153
营业收入增长率	34.41%	35.71%	1.37%	12.22%	14.80%
净利润（百万元）	2,049	1,408	765	1,054	1,210
净利润增长率	37.73%	-31.27%	-45.67%	37.71%	14.86%
EPS（元）	1.34	0.92	0.50	0.69	0.79
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.10%	15.41%	7.75%	9.71%	10.13%
P/E	11	15	28	20	18
P/B	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2020-10-30

增持（维持）

当前价：14.09元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

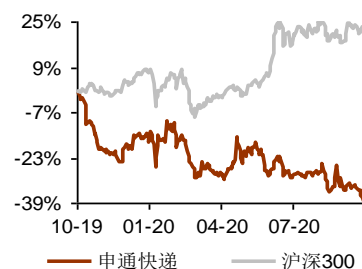
021-52523841

chengxx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	15.31
总市值(亿元)	215.69
一年最低/最高(元)	14.00/20.90
近3月换手率	46.36%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.39	-13.33	-50.40
绝对	-8.09	-14.92	-31.60

资料来源：Wind

相关研报

盈利保持快速增长，丰网启航加强公司竞争力——顺丰控股 (002352.SZ) 2020年三季度报点评 (20201027)

国内经济复苏刺激需求恢复，四季度可能出现‘淡季不淡’——交通运输行业周报 20201018 (20201018)

成本短期承压，长期有望改善——申通快递 (002468.SZ) 2019年报及2020年一季度报点评 (2020-05-01)

快递物流日新月异，离岛免税异军突起——从交运角度看内循环投资方向 (20200816)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17,013	23,089	23,405	26,265	30,153
营业成本	14,250	20,669	21,960	24,350	27,963
折旧和摊销	389	612	748	949	1,162
税金及附加	40	41	35	39	45
销售费用	96	146	117	131	151
管理费用	384	550	468	525	603
研发费用	44	104	70	79	90
财务费用	-113	-69	-1	-13	-21
投资收益	414	27	50	60	70
营业利润	2,722	1,853	1,021	1,398	1,603
利润总额	2,741	1,834	1,001	1,378	1,583
所得税	690	415	230	317	364
净利润	2,052	1,419	771	1,061	1,219
少数股东损益	2	11	5	7	9
归属母公司净利润	2,049	1,408	765	1,054	1,210
EPS(按最新股本计)	1.34	0.92	0.50	0.69	0.79

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,603	1,976	1,526	2,160	2,654
净利润	2,049	1,408	765	1,054	1,210
折旧摊销	389	612	748	949	1,162
净营运资金增加	-1,196	245	-2	50	23
其他	1,360	-290	15	107	259
投资活动产生现金流	-1,623	-2,947	-1,842	-1,940	-1,930
净资本支出	-2,822	-1,986	-1,998	-2,000	-2,000
长期投资变化	121	124	0	0	0
其他资产变化	1,078	-1,085	155	60	70
融资活动现金流	-219	160	-554	66	-336
股本变化	0	0	-1	0	0
债务净变化	95	965	-525	130	-249
无息负债变化	1,172	379	111	398	587
净现金流	763	-811	-870	286	389

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	16.2%	10.5%	6.2%	7.3%	7.3%
EBITDA 率	15.3%	10.6%	7.1%	8.7%	8.9%
EBIT 率	12.8%	7.7%	3.9%	5.0%	5.0%
税前净利润率	16.1%	7.9%	4.3%	5.2%	5.2%
归母净利润率	12.0%	6.1%	3.3%	4.0%	4.0%
ROA	17.3%	10.2%	5.4%	6.8%	7.1%
ROE (摊薄)	24.1%	15.4%	7.8%	9.7%	10.1%
经营性 ROIC	27.2%	17.3%	7.7%	9.9%	10.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	28%	34%	30%	30%	30%
流动比率	1.89	1.40	1.33	1.28	1.31
速动比率	1.88	1.39	1.32	1.27	1.30
归母权益/有息债务	85.02	8.58	18.29	16.21	28.45
有形资产/有息债务	95.22	10.66	21.73	19.79	35.03

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	11,866	13,855	14,182	15,693	17,143
货币资金	4,022	3,211	2,340	2,627	3,015
交易性金融资产	0	1,075	1,000	1,000	1,000
应收帐款	1,031	863	927	1,040	1,194
应收票据	36	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	123	107	109	122	140
存货	27	41	43	48	55
其他流动资产	764	894	894	894	894
流动资产合计	6,162	6,436	5,575	6,020	6,631
其他权益工具	0	230	200	200	200
长期股权投资	121	124	124	124	124
固定资产	2,667	3,992	4,888	5,721	6,408
在建工程	229	450	725	862	931
无形资产	857	948	929	911	893
商誉	1,314	1,339	1,339	1,339	1,339
其他非流动资产	113	117	117	117	117
非流动资产合计	5,704	7,419	8,607	9,673	10,512
总负债	3,300	4,644	4,230	4,757	5,095
短期借款	100	1,065	540	669	420
应付账款	1,909	2,418	2,569	2,848	3,271
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	534	712	712	810	930
其他流动负债	0	0	4	4	4
流动负债合计	3,262	4,601	4,194	4,719	5,057
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	28	31	31	31	31
非流动负债合计	38	43	36	38	38
股东权益	8,566	9,211	9,952	10,937	12,048
股本	422	422	421	421	421
公积金	3,700	3,779	3,768	3,768	3,768
未分配利润	4,360	5,057	5,669	6,646	7,750
归属母公司权益	8,502	9,137	9,873	10,850	11,952
少数股东权益	63	74	79	87	95

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0.56%	0.63%	0.50%	0.50%	0.50%
管理费用率	2.26%	2.38%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	-0.66%	-0.30%	-0.01%	-0.05%	-0.07%
研发费用率	0.26%	0.45%	0.30%	0.30%	0.30%
所得税率	25%	23%	23%	23%	23%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.50	0.10	0.05	0.07	0.08
每股经营现金流	1.70	1.29	1.00	1.41	1.73
每股净资产	5.55	5.97	6.45	7.09	7.81
每股销售收入	11.11	15.08	15.30	17.17	19.71

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	11	15	28	20	18
PB	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	1.4	2.1	3.3	2.5	2.0
股息率	3.5%	0.7%	0.4%	0.5%	0.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼