

申通快递 (002468)

证券研究报告

2020年09月22日

阿里增持 10.35%，竞争之路获加码

事件

申通公告股权变动，公司股东德殷德润拟进行分立，将拆分为新设公司 1 与新设公司 2，前者拥有上市公司 25% 股权，后者拥有上市公司 4.9% 股权。阿里网络占新设公司 1 的 58.6% 股权，公司股东德殷投资占新设公司 1 的 41.4% 股权。

同时，阿里网络与德殷投资、实际控制人签署了《股权转让协议》，拟在德殷德润分立完成后由阿里网络向德殷投资购买德殷投资届时持有的新设公司 1 的 41.40% 的股权，转让价格 32.95 亿。在此交易方案下，阿里网络以 32.95 亿成本获得上市公司股权比例达到 10.35%，对应市值 318 亿。本次股权交割完成后，阿里网络将持有公司 25% 股权。公司实控人陈德军、陈小英持股比例 35.84%。

另外，阿里巴巴拥有对（1）德殷投资持有的新设公司 2 的 100% 股权或新设公司 2 届时持有的 4.9% 的公司股份；以及（2）德殷投资持有的上海恭之润实业发展有限公司 100% 的股权或恭之润届时持有的 16.1% 的公司股份的购买权。同时公司公告，拟以 2-3 亿元回购不超过 0.8% 股份。

本次交易方案较为复杂，阿里巴巴以 32.95 亿获取公司 10.35% 股权

本次交易后，德殷德润将会被拆分为新公司 1 与新公司 2（新设公司名称未定），拆分后的德殷德润将会注销，而德殷德润分立完成后，阿里网络将会以 32.95 亿的成本获取公司 10.35% 股权，自此阿里网络持股比例将达到申通上市公司的 25%。本次阿里增持的对应市值为 318 亿，与去年入股时一致。

阿里巴巴多次入股，持续扩大对快递和物流领域的影响力

继前次阿里增持圆通，对圆通的持股比例整体达到 22.50%，本次分立交易完成后，阿里对申通的持股比例也将达到 25%。近年来阿里频繁参与快递公司融资，我们认为该现象的背景基于两点：1）首先快递行业的竞争进入深水区，一线头部企业融资等需求增强；2）其次，电商行业去中心化趋势初显，阿里也存在通过股权方式与快递和物流企业形成更为深度的绑定。因此从结果上看，阿里巴巴对快递行业的渗透逐步深化。

投资建议

阿里入股将对公司长期竞争力产生积极正面的影响，我们维持 2020-2022 年 7.57、10.19 与 13.42 亿的盈利预测，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	26,181.94	32,450.46	38,025.08
增长率(%)	34.41	35.71	13.40	23.94	17.18
EBITDA(百万元)	3,025.81	2,323.01	1,009.64	1,339.97	1,718.59
净利润(百万元)	2,049.19	1,408.31	756.69	1,019.11	1,341.77
增长率(%)	37.73	(31.27)	(46.27)	34.68	31.66
EPS(元/股)	1.34	0.92	0.49	0.67	0.88
市盈率(P/E)	12.83	18.66	34.74	25.79	19.59
市净率(P/B)	3.09	2.88	2.40	2.24	2.05
市销率(P/S)	1.54	1.14	1.00	0.81	0.69
EV/EBITDA	0.85	1.95	21.92	13.29	10.23

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	17.17 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)	26,283.87
流通 A 股市值(百万元)	25,618.42
每股净资产(元)	5.91
资产负债率(%)	39.43
一年内最高/最低(元)	23.90/14.77

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-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
- 《申通快递-季报点评:业绩仍处阵痛期，成本改善趋势出现》2019-11-01

1. 事件

申通公告股权变动，公司股东德殷德润拟进行分立，将拆分为新设公司 1 与新设公司 2，前者拥有上市公司 25% 股权，后者拥有上市公司 4.9% 股权。阿里网络占新设公司 1 的 58.6% 股权，公司股东德殷投资占新设公司 1 的 41.4% 股权。

同时，阿里网络与德殷投资、实际控制人签署了《股权转让协议》，拟在德殷德润分立完成后由阿里网络向德殷投资购买德殷投资届时持有的新设公司 1 的 41.40% 的股权，转让价格 32.95 亿。在此交易方案下，阿里网络以 32.95 亿成本获得上市公司股权比例达到 10.35%，对应市值 318 亿。本次股权交割完成后，阿里网络将持有公司 25% 股权。公司实控人陈德军、陈小英持股比例 35.84%。

另外，阿里巴巴拥有对（1）德殷投资持有的新设公司 2 的 100% 股权或新设公司 2 届时持有的 4.9% 的公司股份；以及（2）德殷投资持有的上海恭之润实业发展有限公司 100% 的股权或恭之润届时持有的 16.1% 的公司股份的购买权。

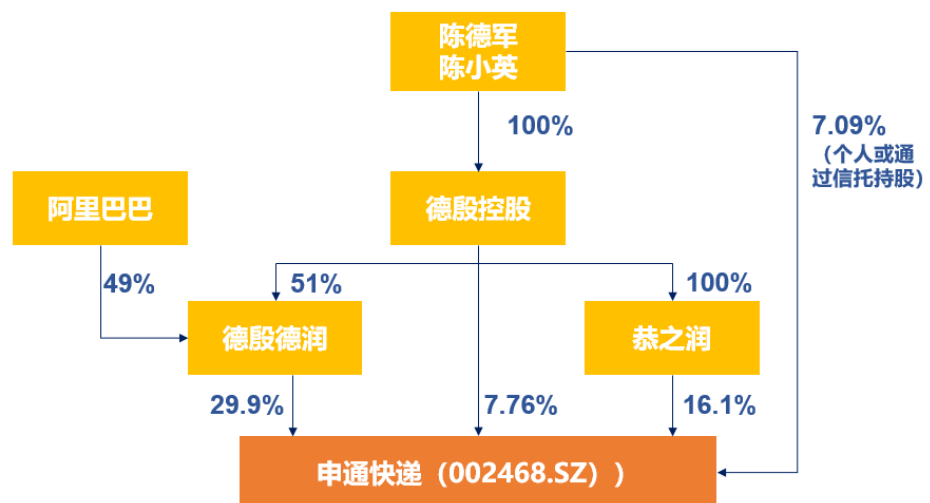
同时公司公告，拟以 2-3 亿元回购不超过 0.8% 股份。

2. 点评

■ 本次交易方案较为复杂，阿里巴巴以 32.95 亿获取公司 10.35% 股权

本次方案复杂，我们重新梳理在此之前申通的股权结构：在本次交易前，公司实际控制人陈德军、陈小英分别通过个人持股、信托、德殷控股、德殷德润与恭之润合计持有上市公司 46.2% 股权，阿里巴巴通过德殷德润间接持有上市公司 14.65% 股权。

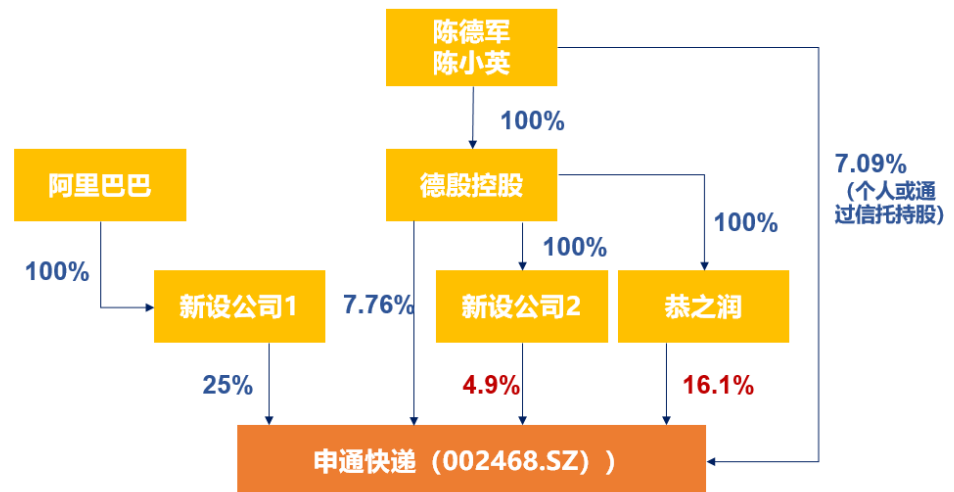
图 1：本次交易前申通快递股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

本次交易后，德殷德润将会被拆分为新公司 1 与新公司 2（新设公司名称未定），拆分后的德殷德润将会注销，而德殷德润分立完成后，阿里网络将会以 32.95 亿的成本获取公司 10.35% 股权，自此阿里网络持股比例将达到申通上市公司的 25%。本次阿里增持的对应市值为 318 亿。

图 2：本次分立完成后申通快递股权结构（阿里网络对图中红字部分有购股权）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

■ 成本端改善见成效，核心关注管理改善与协同效应

2018 年至今，公司不断推进中转直营化，累计收购了 19 个核心城市转运中心。同时，公司通过大力推动设备升级、精益管理的方式，夯实自有资产及管控成本，目前来看成本改善已初见成效。社会经济活动逐步恢复后，公司重回快速增长轨道，未来核心关注规模效应下公司的量价数据变化。公司 8 月业务量 7.88 亿件，同比增长 16.74%，慢于行业竞争对手。我们认为阿里的强项在于系统、管理输出以及商流支持上，随着持股比例的提升，双方的生态协同也有望达到新的高度。

■ 阿里巴巴多次入股，持续扩大对快递和物流领域的影响力

继前次阿里增持圆通，对圆通的持股比例整体达到 22.50%，本次分立交易完成后，阿里对申通的持股比例也将达到 25%。近年来阿里频繁参与快递公司融资，我们认为该现象的背景基于两点：1) 首先快递行业的竞争进入深水区，一线头部企业融资等需求增强；2) 其次，电商行业去中心化趋势初显，阿里也存在通过股权方式与快递和物流企业形成更为深度的绑定。因此从结果上看，阿里巴巴对快递行业的渗透逐步深化。

表 1：阿里巴巴历史上多次参与快递公司投资，当前已参与大部分一线快递企业

时间	公司	投资方式
2008	百世	阿里与富士康共投 1500 万美元；随后多次增资
2015.5	圆通	以云锋新创、阿里创投获取圆通 20% 股权，上市后稀释至 17.48% (第二大股东)
2018.5	中通	13.8 亿美金获取 10% 左右股权
2019.3	申通	46.65 亿人民币获得 14.65% 股权
2020.4	韵达	阿里持股韵达股份 2%
2020.5	百世	购买百世 1.5 亿美金可转债
2020.9	圆通	66 亿获得 12% 股权

资料来源：天眼查，天风证券研究所

3. 投资建议

阿里入股将对公司长期竞争力产生积极正面的影响，我们维持 2020-2022 年 7.57、10.19 与 13.42 亿的盈利预测，维持增持评级。

4. 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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,022.03	3,210.59	3,643.81	8,076.29	8,063.00
应收票据及应收账款	1,067.24	862.82	2,101.01	808.13	1,085.78
预付账款	158.24	245.88	226.03	364.46	321.68
存货	26.56	40.67	69.47	50.20	104.22
其他	887.48	2,076.49	2,539.74	1,997.21	2,560.70
流动资产合计	6,161.55	6,436.46	8,580.05	11,296.28	12,135.38
长期股权投资	121.05	124.04	124.04	124.04	124.04
固定资产	2,667.18	3,992.60	4,053.02	4,056.13	4,011.85
在建工程	228.88	449.95	305.97	231.58	168.95
无形资产	856.65	970.77	921.25	871.73	822.20
其他	1,830.42	1,881.41	1,651.53	1,646.00	1,676.95
非流动资产合计	5,704.17	7,418.76	7,055.80	6,929.47	6,803.98
资产总计	11,865.72	13,855.22	15,635.85	18,225.76	18,939.36
短期借款	100.00	1,065.15	800.00	900.00	700.00
应付票据及应付账款	1,909.43	2,417.56	1,987.53	3,858.00	2,993.07
其他	1,252.99	1,118.72	1,786.63	1,624.51	2,316.92
流动负债合计	3,262.42	4,601.43	4,574.16	6,382.51	6,009.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	37.78	42.77	35.53	38.69	39.00
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	4,609.69	6,421.20	6,048.99
少数股东权益	63.22	74.07	75.87	76.88	78.19
股本	422.01	422.01	1,530.80	1,530.80	1,530.80
资本公积	3,194.10	3,194.10	3,194.10	3,194.10	3,194.10
留存收益	8,060.09	8,836.33	9,419.49	10,196.88	11,281.39
其他	(3,173.90)	(3,315.50)	(3,194.10)	(3,194.10)	(3,194.10)
股东权益合计	8,565.53	9,211.02	11,026.16	11,804.56	12,890.38
负债和股东权益总计	11,865.72	13,855.22	15,635.85	18,225.76	18,939.36

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,051.64	1,419.16	756.69	1,019.11	1,341.77
折旧摊销	424.37	662.58	193.08	200.80	206.43
财务费用	7.94	34.20	(78.55)	(64.90)	(76.05)
投资损失	(414.46)	(27.18)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	1,208.66	(890.34)	(1,249.85)	3,433.28	(1,055.54)
其它	(675.48)	777.23	1.90	1.02	1.34
经营活动现金流	2,602.67	1,975.65	(576.73)	4,389.31	217.95
资本支出	3,115.31	2,295.97	67.24	76.84	49.69
长期投资	70.40	2.98	0.00	0.00	0.00
其他	(4,808.99)	(5,246.15)	72.76	43.16	100.31
投资活动现金流	(1,623.29)	(2,947.19)	140.00	120.00	150.00
债权融资	100.00	1,065.15	800.00	900.00	700.00
股权融资	119.56	(72.53)	1,308.73	64.90	76.05
其他	(438.68)	(832.57)	(1,238.78)	(1,041.73)	(1,157.30)
筹资活动现金流	(219.12)	160.05	869.95	(76.83)	(381.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	760.26	(811.49)	433.22	4,432.48	(13.29)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17,013.00	23,088.94	26,181.94	32,450.46	38,025.08
营业成本	14,250.07	20,668.59	24,644.02	30,304.63	35,376.05
营业税金及附加	40.18	40.90	52.36	64.90	76.05
营业费用	96.08	145.53	157.09	227.15	228.15
管理费用	384.44	550.02	602.18	778.81	874.58
研发费用	43.62	103.67	104.73	129.80	152.10
财务费用	(113.06)	(69.07)	(78.55)	(64.90)	(76.05)
资产减值损失	19.92	0.00	5.00	6.00	6.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	414.46	27.18	200.00	200.00	200.00
其他	(844.40)	(230.56)	(400.00)	(400.00)	(400.00)
营业利润	2,721.68	1,852.69	895.10	1,204.07	1,588.21
营业外收入	61.05	17.66	70.00	60.00	60.00
营业外支出	41.23	36.49	40.00	35.00	30.00
利润总额	2,741.50	1,833.86	925.10	1,229.07	1,618.21
所得税	689.86	414.69	166.52	208.94	275.10
净利润	2,051.64	1,419.16	758.58	1,020.13	1,343.11
少数股东损益	2.45	10.86	1.90	1.02	1.34
归属于母公司净利润	2,049.19	1,408.31	756.69	1,019.11	1,341.77
每股收益(元)	1.34	0.92	0.49	0.67	0.88

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	34.41%	35.71%	13.40%	23.94%	17.18%
营业利润	43.71%	-31.93%	-51.69%	34.52%	31.90%
归属于母公司净利润	37.73%	-31.27%	-46.27%	34.68%	31.66%
获利能力					
毛利率	16.24%	10.48%	5.87%	6.61%	6.97%
净利率	12.04%	6.10%	2.89%	3.14%	3.53%
ROE	24.10%	15.41%	6.91%	8.69%	10.47%
ROIC	64.40%	33.45%	12.29%	13.92%	38.66%
偿债能力					
资产负债率	27.81%	33.52%	29.48%	35.23%	31.94%
净负债率	-45.79%	-23.29%	-25.79%	-60.79%	-57.12%
流动比率	1.89	1.40	1.88	1.77	2.02
速动比率	1.88	1.39	1.86	1.76	2.00
营运能力					
应收账款周转率	16.77	23.93	17.67	22.31	40.16
存货周转率	579.01	686.82	475.44	542.37	492.50
总资产周转率	1.65	1.80	1.78	1.92	2.05
每股指标(元)					
每股收益	1.34	0.92	0.49	0.67	0.88
每股经营现金流	1.70	1.29	-0.38	2.87	0.14
每股净资产	5.55	5.97	7.15	7.66	8.37
估值比率					
市盈率	12.83	18.66	34.74	25.79	19.59
市净率	3.09	2.88	2.40	2.24	2.05
EV/EBITDA	0.85	1.95	21.92	13.29	10.23
EV/EBIT	0.97	2.65	27.10	15.63	11.63

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