



个股深度报告
申通快递 (002468)

证券研究报告
2018年9月18日

新物流时代系列之申通快递： 全方位强劲变革，估值修复可期

首席分析师：许可 执业证书编号：S1220518090001 联系方式：138-2329-8608

联系人：李跃森 联系方式：185-0309-3683

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

- 回顾近百年来全球快递物流行业发展史，从投资角度看，快递物流业历来是低利润率、护城河需要持续加深、商业模式不断演变、先发优势较容易被颠覆的典型二流商业模式。但在这样的行业中，在天才企业家的领导之下，却诞生了像FedEx、UPS、DHL、yamato等伟大企业。
- 我国的快递物流行业起步于改革开放之后，目前仍处于成长期，一超多强格局初现，中高端市场顺丰暂无对手，低端市场通达系你追我赶，综合物流服务巨头之梦尚需时日，但为抢占赛道又必须投入资源开始布局。当前，时效件市场竞争者已经进场，电商件市场短期胜负难分，电商平台经过数年摸索储备，逐步跨界入局。
- 未来的中国快递“三巨头”可能是谁？即将上演的时效市场竞争将如何演绎？电商件市场谁将是最终赢家？



深度解读物流行业发展趋势



- 资源受约束条件下，短期利润增长和长期战略布局之间，企业如何选择？
- 直营制快递企业如何破解成本困境，具有中国特色的加盟制企业又如何平衡总部与终端的关系？
- **直营系**：顺丰作为已经胜出的选手，在从优秀到卓越的过渡阶段，如何进行估值？快运市场集中度极低，德邦作为领头羊，能否持续扩大领先优势？
- **通达系**：为什么中通能够后来居上，展露巨头之象？为什么韵达上半年业务量增速远超通达系？为什么圆通、申通业务增速遭遇低谷，通过强力调整又能否追回差距？具有互联网基因的追赶者百世，能否持续缩小与行业第一之间的差距？
- **电商系**：菜鸟到底要做什么，如何盈利？自带流量的京东物流优势是什么，又将如何重塑第三方物流市场？
- 经过2018上半年持续调整，行业估值逐步回归。当前时点，如何发掘快递行业投资价值？

方正交运 “新物流时代系列”报告，给你答案！

- 制度是王朝的根基。2006-2015年是我国快递业的黄金十年，随着电商井喷式增长，采用大加盟制的申通优势尽显，并将这种制度的优势发挥到了极致，从而使其成为了加盟制集大成者。但是2015年以来，以申通走下王座为标志，随着电商增速放缓，行业进入精细化管理时代，属于大加盟制的时代开始落幕，申通也进入调整低潮期。
- 改革滞后使申通错失先发优势，但并没有形成质的差距。市场对于低价的敏感远高于对服务的敏感，价格竞争的本质依然是成本竞争。改良加盟制，是战略；降低成本，是战术。历经一年时间的调整，申通竞争力已经开始回升，近期业务量增速开始确定性回暖。
- 快递是一个像衣食住行一样的刚需行业，对前景不必悲观。头部企业的综合物流服务商转型之路都已起步，新兴的快运业务将持续翻倍增长。菜鸟的强势介入，减小了通达系间的差异化，同质化的竞争导致相互模仿，差距很难持续拉大。在这个充分竞争的行业，申通能否王者归来，成为最终的赢家，现在无法判断。短期来看，申通业务量回暖超预期，估值修复可期，具备安全边际。

- 预计申通快递2018-2020年营业收入分别为164.69亿元，216.24亿元，273.03亿元人民币，净利润21.37亿元，26.26亿元，33.22亿元人民币，对应PE为11.26倍、9.17倍、7.25倍。
- 首次覆盖，给予“推荐”评级
- 风险提示：价格战加剧，成本超预期上涨，电商市场发展不及预期

图表1：盈利预测

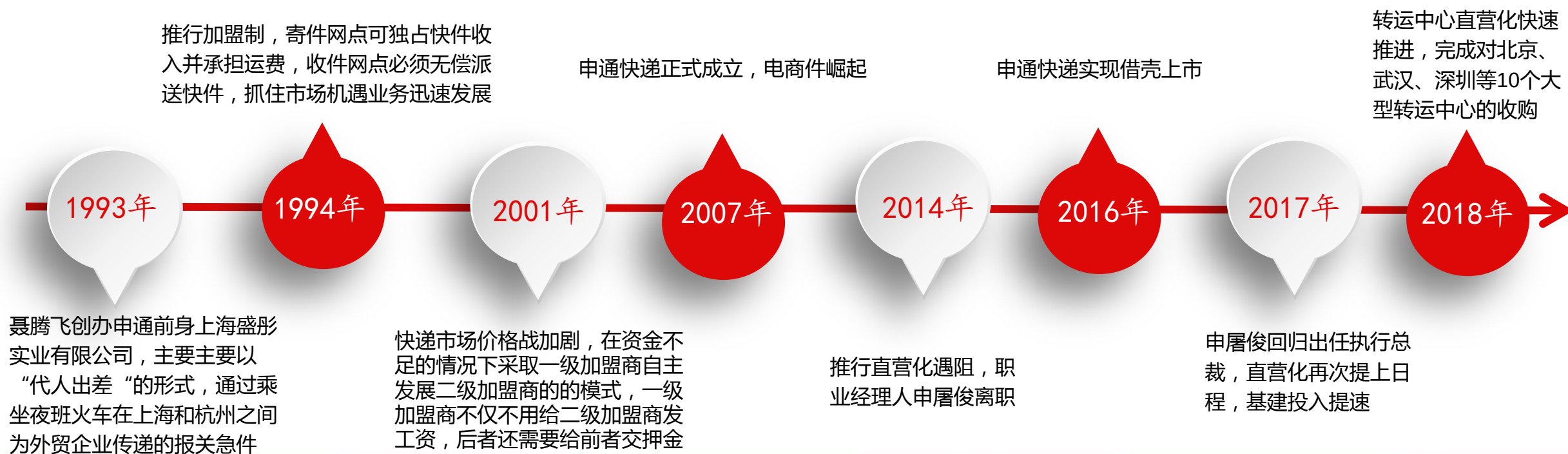
单位/百万	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	12,657.24	16,469.04	21,624.61	27,303.13
(+/-)(%)	28.1	30.12	31.3	26.26
净利润	1,487.84	2,136.69	2,625.91	3,321.73
(+/-)(%)	17.93	43.61	22.9	26.5
EPS(元)	0.97	1.4	1.72	2.17
P/E	25.41	11.26	9.17	7.25

-  **加盟制集大成者，2015成为转折年**
-  **改革滞后导致失去先发优势，但并未拉开质的差距**
-  **全方位强劲变革，竞争力开始回升**
-  **业务量增速确定性回暖，估值水平通达系最低**

加盟制集大成者，2015成为转折年

1. 起步于1993年，加盟制快递集大成者

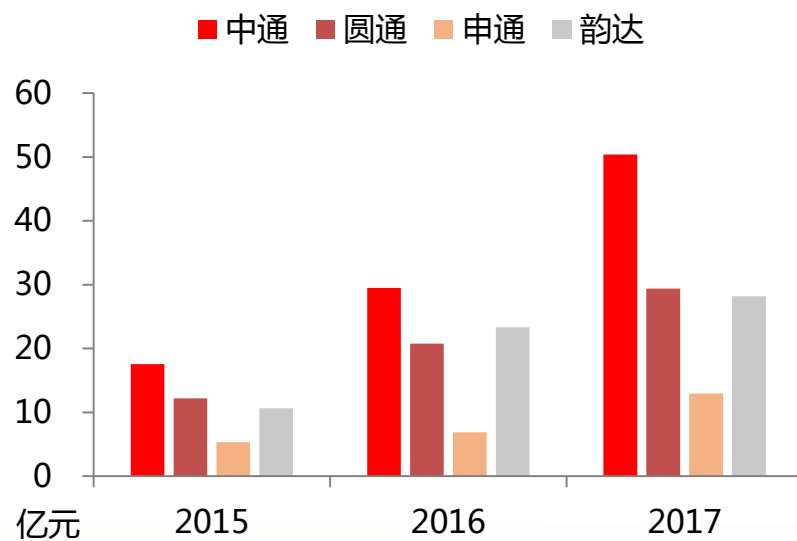
- 申通成立于1993年，最早推行加盟模式并迅速取得成功，在长三角站稳脚跟。一直到2014年，申通都是通达系领头羊，是最有条件实行加盟制也对加盟制贯彻最为彻底的企业，从而成为加盟制快递集大成者。
- 作为曾经最成功的加盟制快递企业，申通成为通达系的摇篮。韵达创始人聂腾云是申通创始人聂腾飞的亲兄弟，曾参与创办申通；圆通董事长喻渭蛟的妻子张小娟曾任职申通财务部门；中通联合创始人商学兵曾是申通的温州网点加盟商，是申通非常有实力的地方诸侯之一。



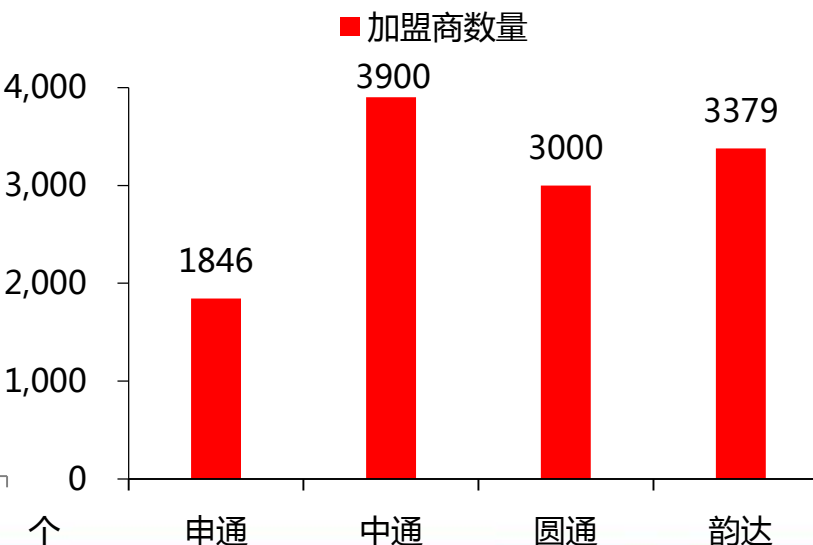
2. 轻资产中的“轻资产”，加盟制中的“大加盟制”

- **通达系中资产最轻。**加盟制快递不同于直营快递，其业务收派均由加盟商负责，体制上就决定了轻资产结构。而申通作为老牌加盟制企业，其加盟制贯彻最为彻底，固定资产为通达系最低，2015年时固定资产也仅达到5.3亿。能够以如此轻量的投资就在全中国铺设可一张高效的网络，这本身就是一种商业模式上的奇迹。这种轻资产的模式，一方面是一种战略选择，使得申通在网络扩张时代速度更快，布局更深；另一方面，也是申通先发优势的体现，申通实力更强，加盟申通更容易赚钱，因此有实力的加盟商也更多，总部不需要承担太多投资。
- **加盟制中的“大加盟制”。**同其他通达系相比，申通加盟商数量更少，单个加盟商规模更大。大加盟实力雄厚，在网络扩张阶段开拓市场能力更强，能大幅提高运营效率，更快达到规模经济。

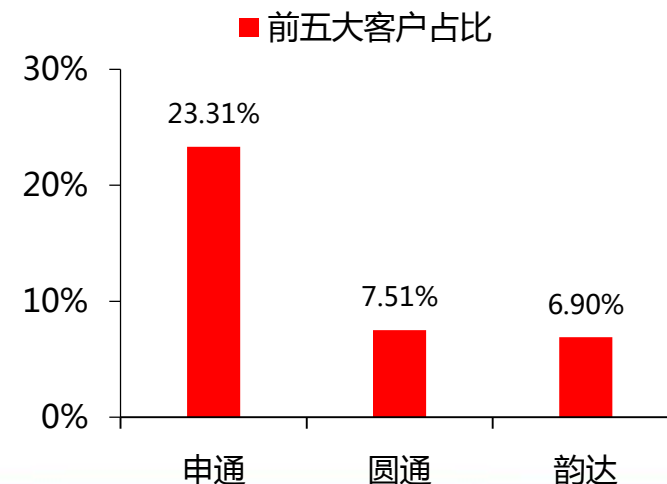
图表2：三通一达固定资产情况，申通最低



图表3：2017年申通加盟商数量远少于同行



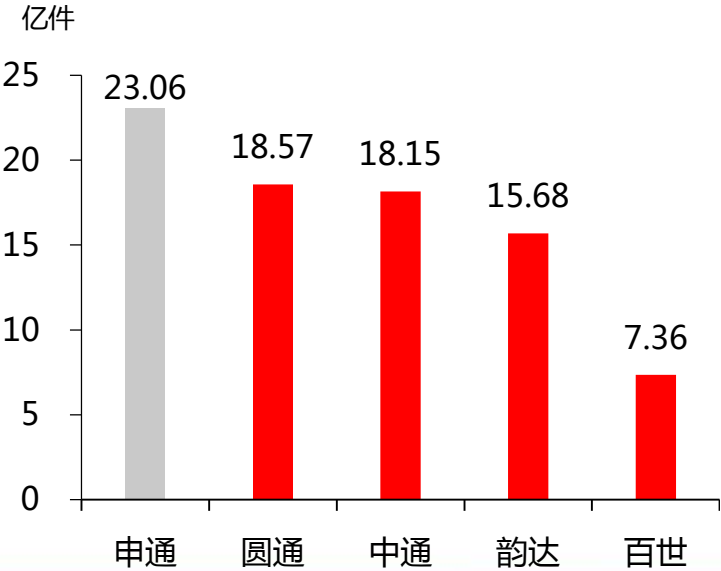
图表4：申通前五大加盟商业务量占比远高于同行（2017年）



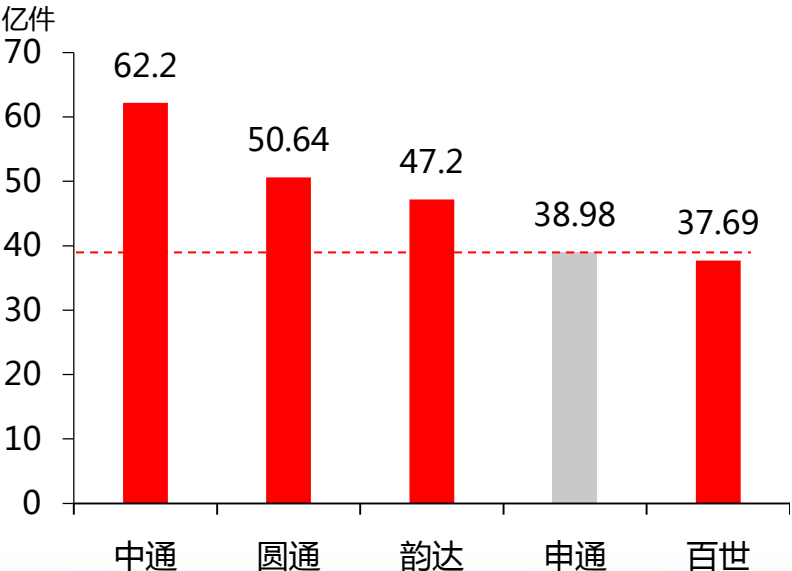
3. 曾经的通达系领头羊，2015年成为转折年

- 2006-2015是中国快递业发展的**黄金十年**，申通凭借先发优势、合理的制度再叠加早期规模效应带来的价格优势，乘电商爆发之东风实现了快速低成本扩张，牢牢占据了通达系领头羊位置并且对其他企业保持着绝对优势。然而随着精细化管理时代的到来，调整滞后的申通护城河逐步被攻破。
- 2015年成为转折年，通过总部降价和加盟商激励等方式，圆通业务量迅速增长并成为行业第一。2016年，行业座次再次发生变化，中通超越圆通成为行业第一。截至2018H1，申通已经从第一滑落至第五，优势不再。

图表5：通达系2014年业务量



图表6：通达系2017年业务量



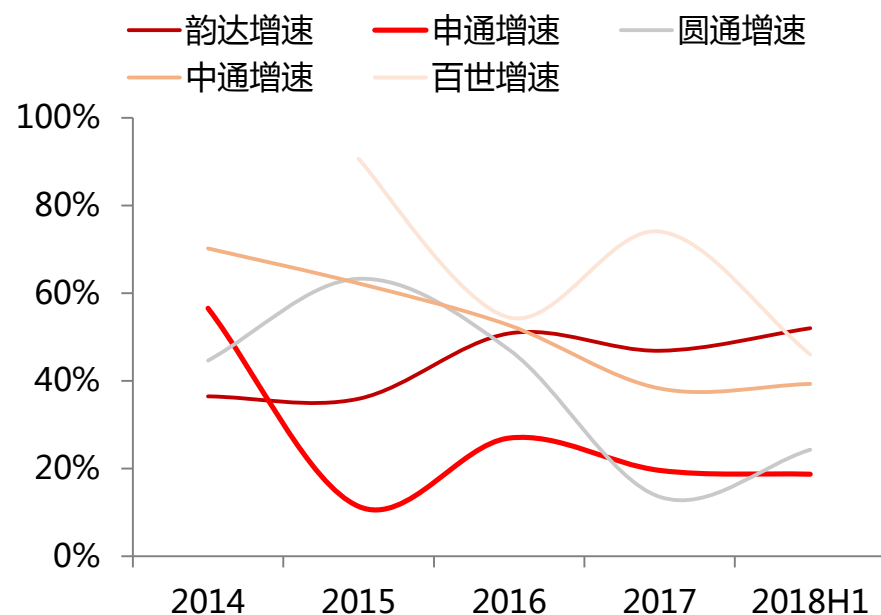
图表7：申通从行业第一跌至行业第五

年份	顺丰	圆通	中通	韵达	申通
2013	4	2	5	3	1
2014	4	2	3	5	1
2015	4	1	2	4	3
2016	4	2	1	4	3
2017	4	2	1	3	4
2018H1	6	3	1	2	5

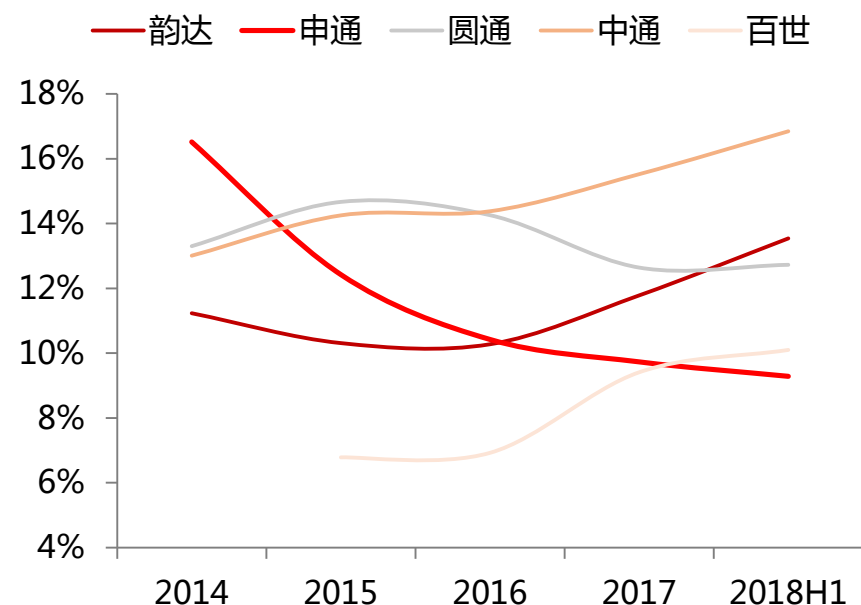
4. 被超越的是业务量，利润差距不大

- 2015年开始，申通业务增速遭遇滑铁卢，近三年均处于通达系中较低水平。截至2018H1，各家业务增速进一步分化，韵达、百世、中通高于行业，圆通、申通低于行业。
- 市占率方面的下滑则更为明显，截至2018H1，申通市占率（9.28%）被百世赶超，位列行业第5名，与行业第一的中通（16.85%）相差7.57个百分点，差距已经非常明显

图表8：通达业务增速明显分化



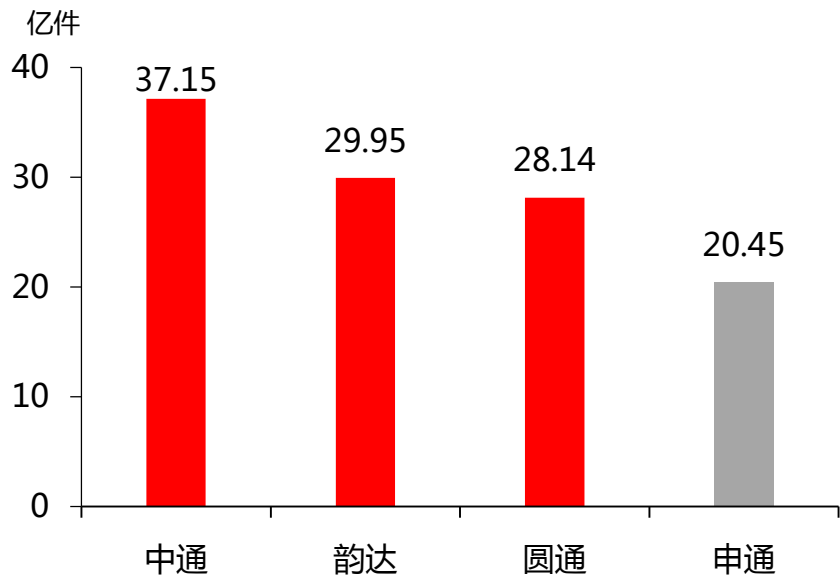
图表9：申通市占率不断下滑



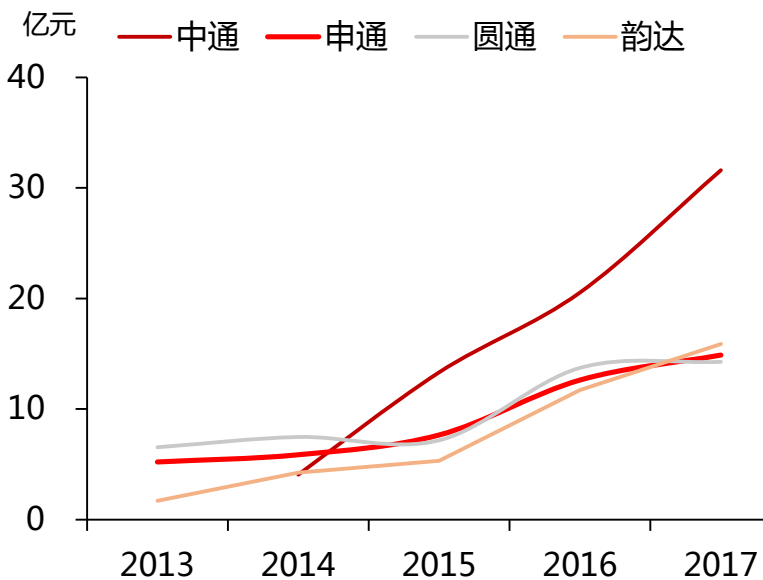
4. 被超越的是业务量，利润差距不大

- 2015年以来，虽然业务量上已经形成明显差距，但是利润上，除中通外，通达之间差距并不明显
 - 2018H1业务量：申通为中通的55%，韵达的68%，圆通的73%
 - 2018H1净利润：申通为中通的42%，韵达的88%，圆通的107%

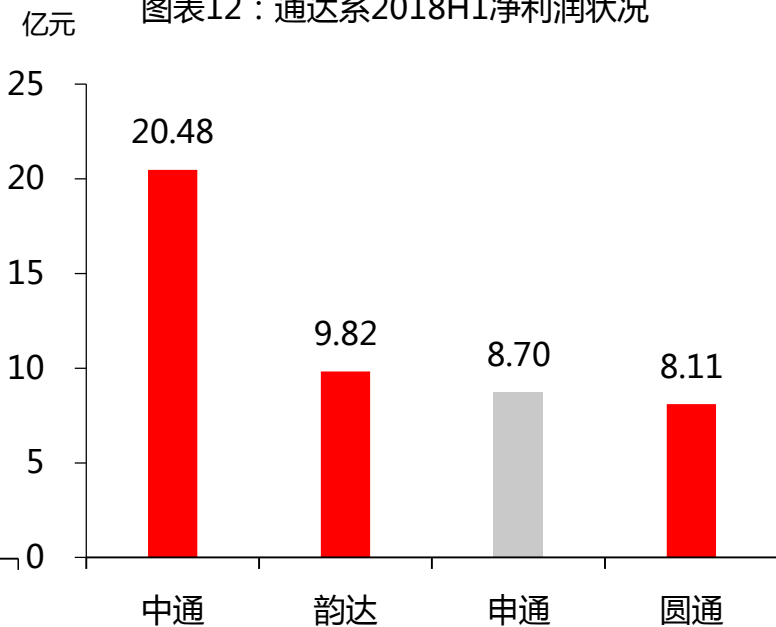
图表10：通达系2018H1业务量状况



图表11：2013-2017通达系利润



图表12：通达系2018H1净利润状况



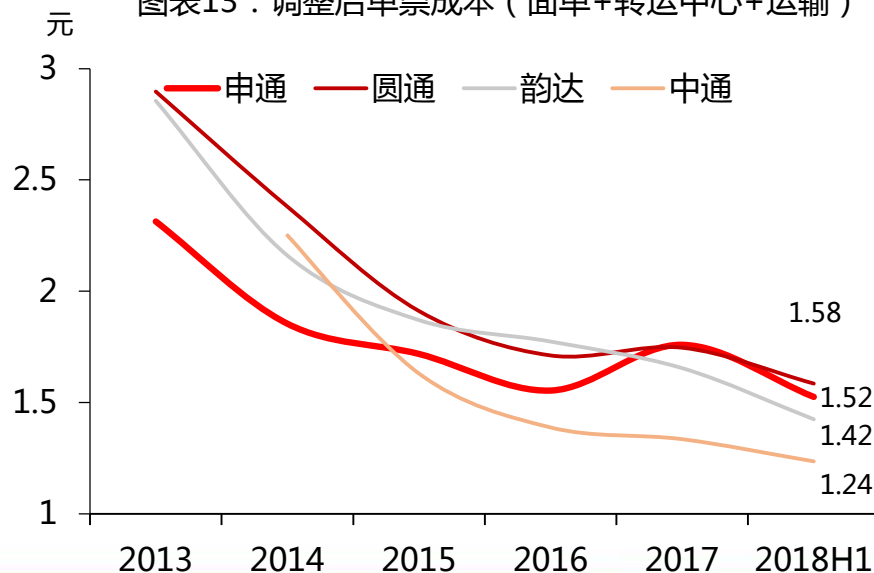
改革滞后导致失去先发优势，但并未拉开质的差距

直接原因 | 1. 价格调整滞后是表象，成本控制滞后是实质

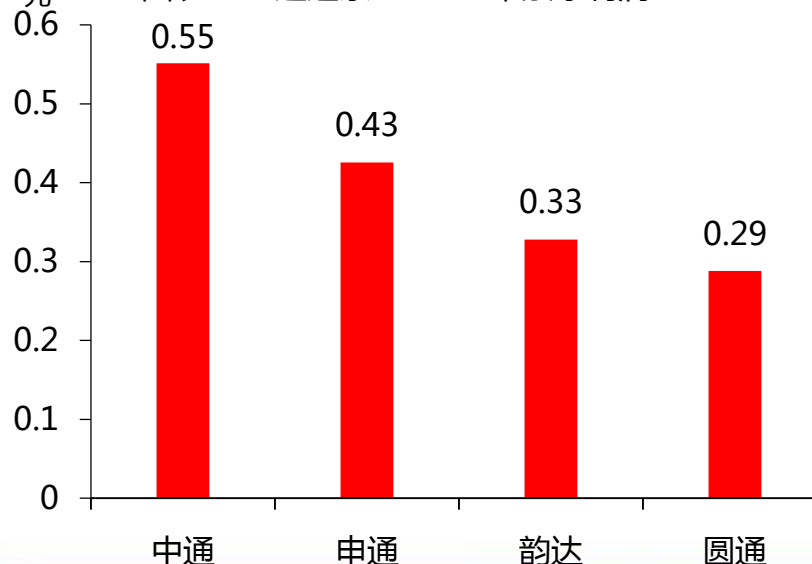
为什么申通近三年的业务量增速会落后其他通达系？

- 终端价格竞争力下滑，是申通业务量增速行业垫底的直接原因。2018H1，申通单票利润高居行业第二，从利润角度看是好事，是实现业绩承诺的有力保障。但从业务量的角度看，申通的高额单票利润是以牺牲市场份额为代价的，面对同行的价格持续下探，申通并没有实时跟进，从而导致了当前在业务层面的被动。
- 根据统一口径的2018H1单票成本：中通（1.24）< 韵达（1.42）< **申通（1.52）** < 圆通（1.58）。中通有较大优势，成本低价格也低，因而能持续保持高增速。申通对于成本的管理已经滞后于中通和韵达，而且与中通相比差距已经较为明显。在利润的硬约束之下，成本已经成为决定申通价格竞争力的关键因素，只有更低的成本才能有更低的价格。

图表13：调整后单票成本（面单+转运中心+运输）



图表14：通达系2018H1单票净利润

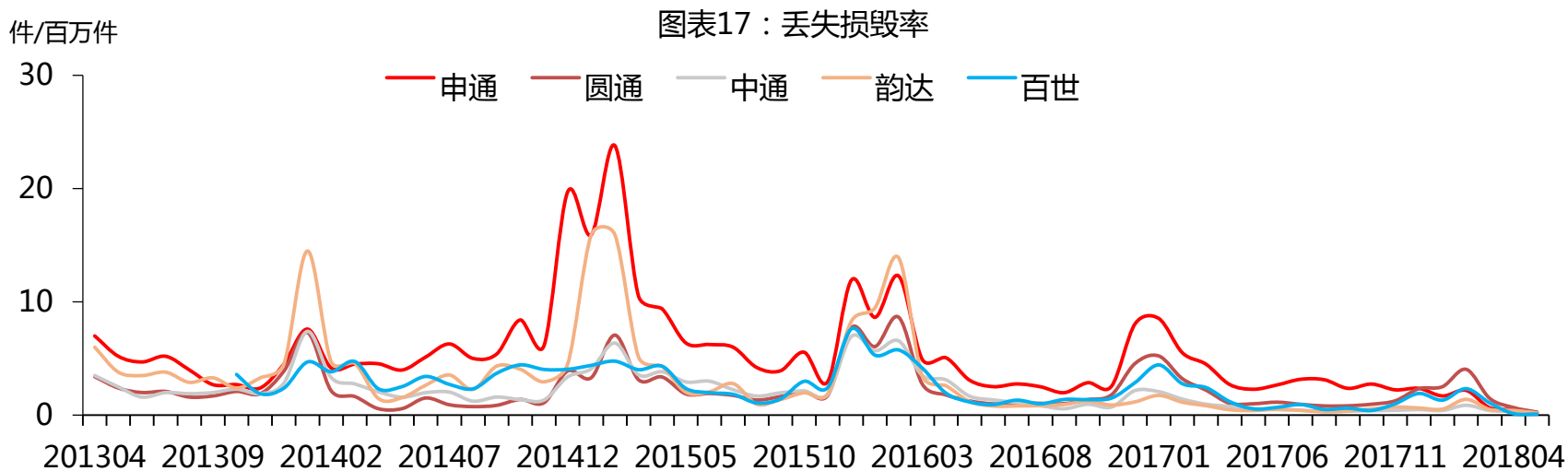
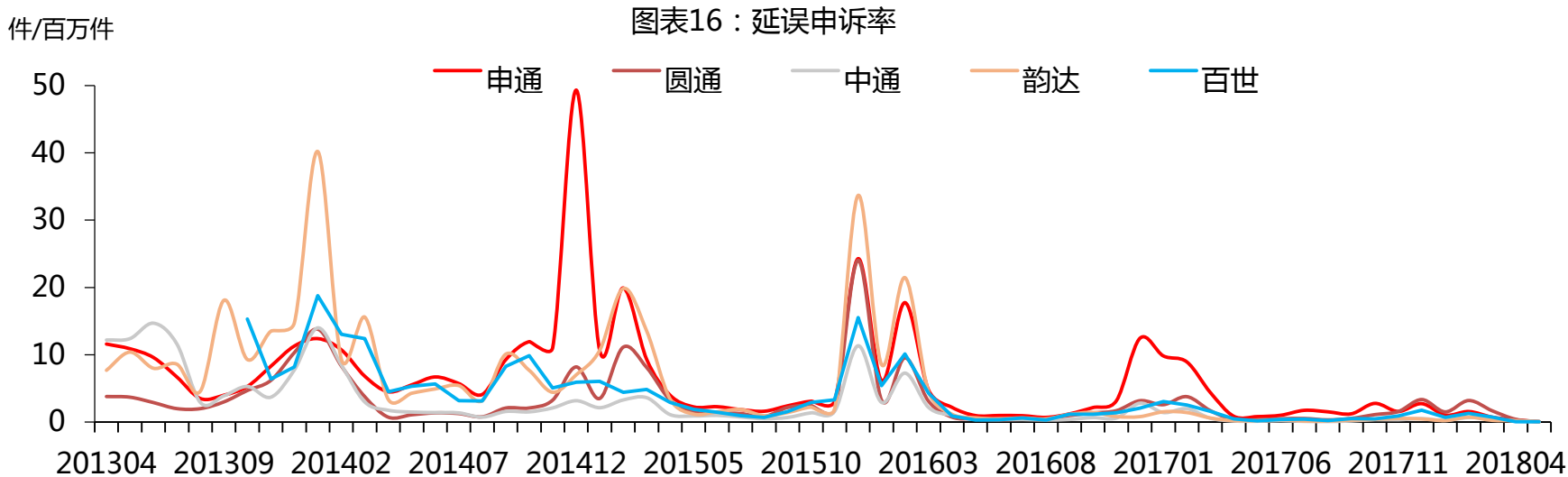


图表15：申通业绩承诺完成情况

年份	项目	业绩承诺 (亿元)	实际实现 (亿元)	完成率
2016	扣非净利润	11.7	11.83	101%
2017	扣非净利润	14	14.52	104%
2018	扣非净利润	16	-	-

直接原因 | 2. 服务水平提升滞后

- 国家邮政局公布的延误申诉率、丢失损毁申诉率指标，对于观察快递企业的服务质量及运营水平，具有重要参考意义。
- 2015年-2017年，可以看到申通的投诉率综合来看明显高于同行，服务质量提升滞后，尤其是在每年的第四季运营度，快递企业旺季，更为显著。这与在此期间申通市占率下滑的事实是一致的。
- 2018年以来，申通投诉率显著降低，服务效率差异逐渐缩小。



内在原因 | 昨日的优势成为今日的劣势，大加盟模式弊端尽显

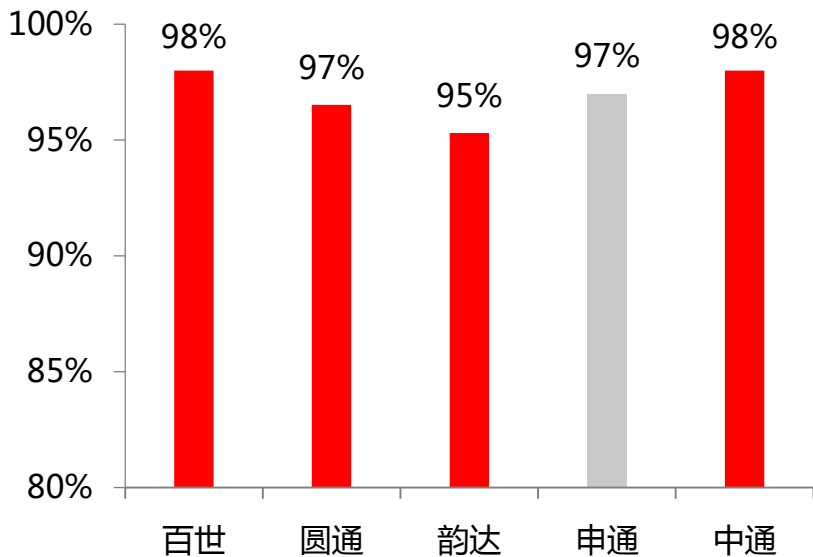
- 2006-2015年是我国快递业的黄金十年，随着电商井喷式增长，采用大加盟模式的申通优势尽显，并将这种制度的优势发挥到了极致，从而使其成为了加盟制集大成者。但是2015年以来，**以申通走下王座为标志**，随着电商增速放缓，**行业进入精细化管理时代，属于大加盟制的时代开始落幕**，新王即位。
- **2006-2015**：电商崛起，业务量爆发，大加盟模式在网络铺设上存在优势，利大于弊
 - 申通起步早，总部资金实力弱，但有先发优势和品牌号召力，能够吸引到最有实力的大加盟商。这些加盟商有较强的资金投入能力和管理能力，能够迅速发展网点，做大申通的网络体系，使得申通能够以最低成本实现最快速度的扩张。
 - 大加盟商规模大，抵御风险能力较强，利于维持快递网络的稳定。同时运营效率较高，因而管理费用相对较低。
- **2015年至今**：精细化管理时代到来，成本管控成为第一要务，大加盟模式弊端尽显
 - 加盟商规模大，势力强，网络层级多，利益结构复杂管控难度极大，总部对于加盟商约束力有限。申通一直有“十大诸侯”之说，总部的决策落实到网点执行时，往往大打折扣。
 - 大加盟商大多占据一线等重要城市转运中心，且自动化率偏低，扩大投资意愿不强，设备自动化等降成本措施难以施行。

**申通市占率滑落至行业第五，
是否意味着已经同其他通达系公司拉开质的差距？**

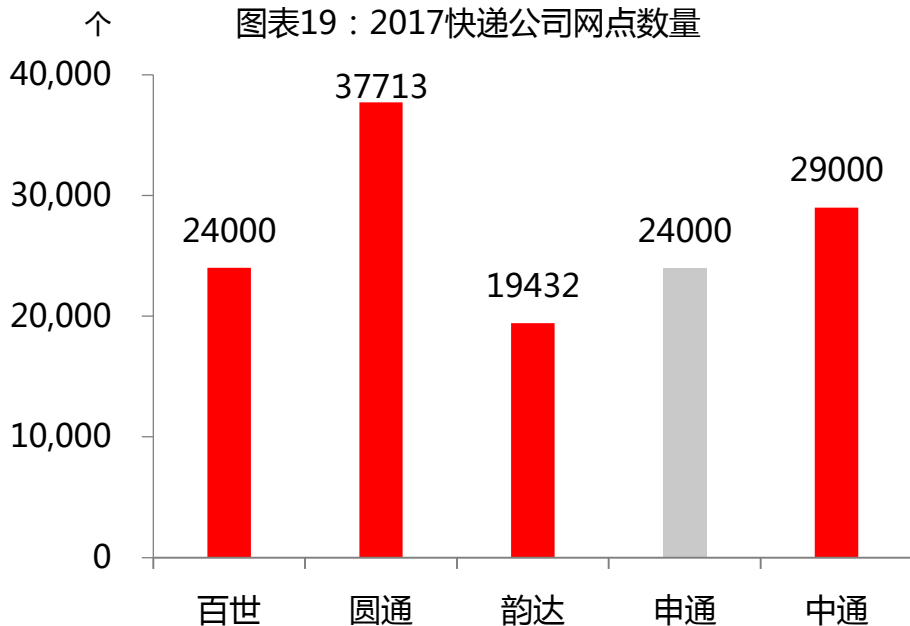
1. 网络布局 | 布局完善，与同行无无明显差异

- 申通县区覆盖率达97%，快递网点数量亦达到通达系平均水平，其网络布局完善，较其他通达系无明显差距。
- 网络覆盖情况：**各大快递公司均录得95%以上的县区覆盖率，网络布局已经完善。
- 网点数量：**通达系均拥有1.9万以上网点，网点数量充足。除圆通网点数量较多外，其他四家快递公司网点数量差距不明显。

图表18：2017快递公司县区覆盖率

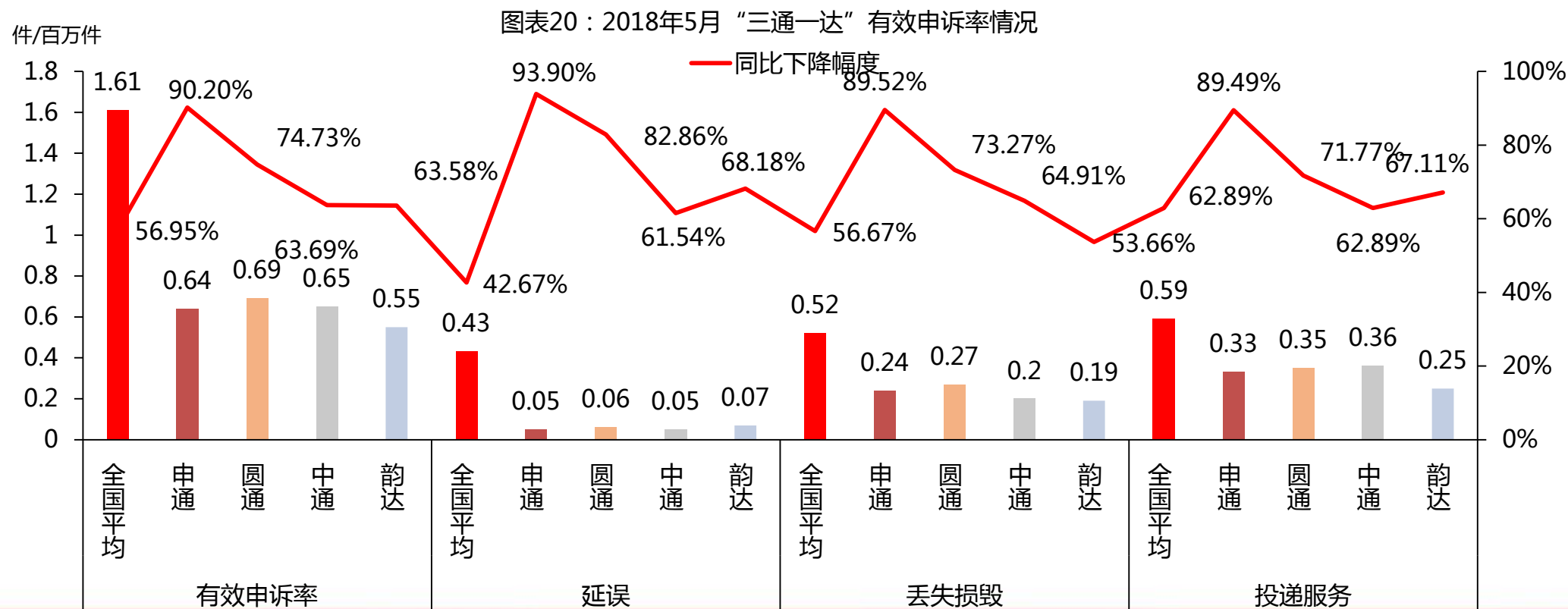


图表19：2017快递公司网点数量

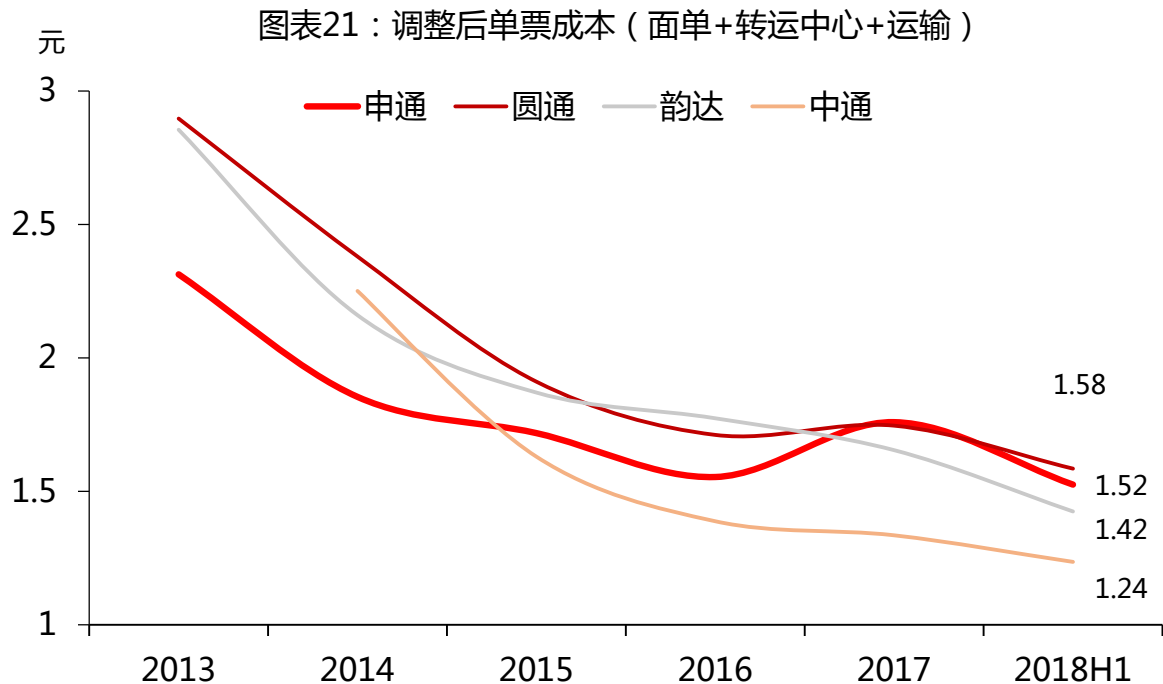


2. 服务水平 | 2018年申通服务指标表现优异，达到行业领先水平

- 2018年，随着“通达系”快递企业不断加强运营管理，提高服务质量，三通一达有效申诉率都大幅度下降，服务水平显著提升，服务水平之间的差距逐渐减小。
- 具体来看，申通有效申诉率和投递服务指标表现均优于行业，且与其他通达系差异较小，服务方面业已达到行业领先水平。



3. 单票成本 | 处于通达系中游水平



- 申通、圆通的成本中包含派送奖励成本，为了比较通达系相同口径的单票业务成本，扣除派送奖励成本，仅保留面单、转运、运输三项成本，再进行单票成本的比较
- 截至2018H1，单票成本由低到高分别为中通（1.24）<韵达（1.42）<申通（1.52）<圆通（1.58）。中通优势明显，申通处于中游水平，未来存在大幅下降空间
- 因此，从网络、服务、成本三个方面来看，申通并未与通达系其他企业拉开质的差距。同时，目前的差距也主要体现在业务层面，而不是利润层面。

全方位强劲变革，竞争力开始回升

1. 收购大加盟商，加速推进转运中心直营化

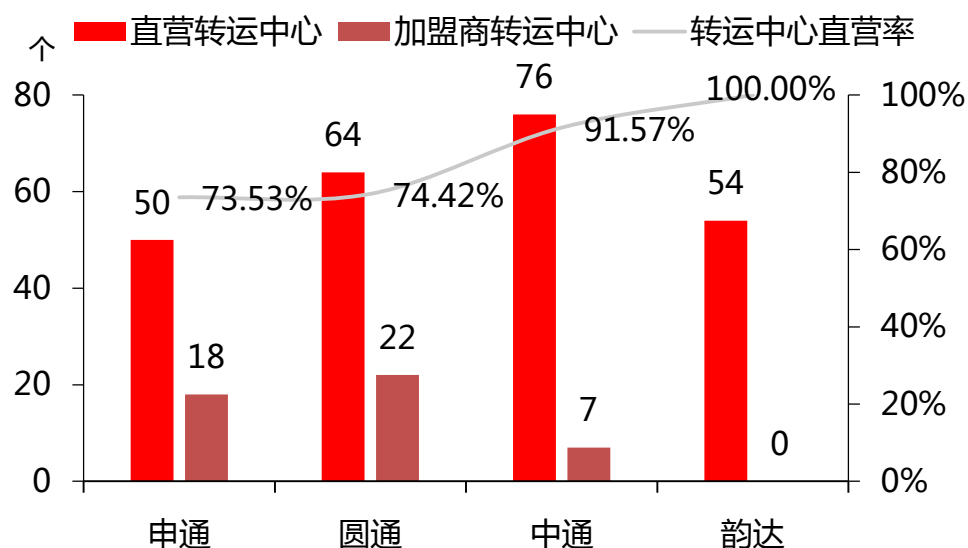
▪ 转运中心优化

2018H1申通共有68个转运中心，较2017年的86个下降21%。削减冗余转运中心，有助于提升转运效率，发挥规模效应，降低中转成本。**韵达、百世、中通**在发展过程中都存在精简转运中心的时期。

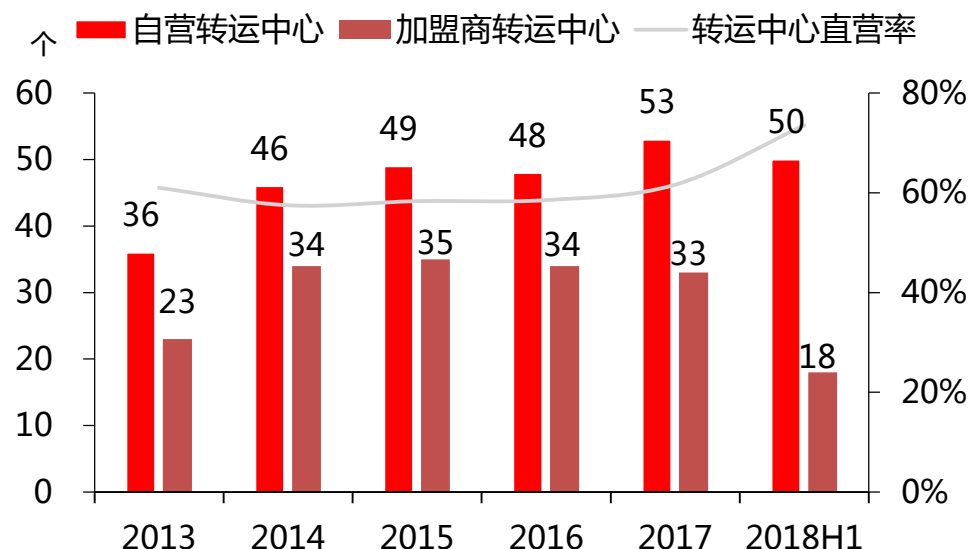
▪ 转运中心直营化加速

2018年来，申通在9个月的时间内完成10个加盟商转运中心收购。截至2018年9月9日，**申通直营化转运中心数目达55个，直营化率由2017年的61%上升到81%，提升明显**。总部直营转运中心，有助于提升转运中心的自动化水平，避免加盟商同业竞争的现象，最大化的提升运输效率，降低运输成本

图表22：2018H1通达系转运中心直营情况



图表23：申通转运中心直营率快速提升



1. 收购大加盟商，加速推进转运中心直营化

深化网点经营体制改革，推动网络扁平化

- **深化网点经营体制改革，减少加盟商承包层级。**截至2018年6月30日，全网共有独立网点数量达2,012个。
- **推进末端网点垂直考核，加强总部与网点联系，提升末端经营管理能力。**2018年上半年已经开通64个站点进行垂直考核，有望结合费制调整进行垂直考核推进落实。
- **上线菜鸟星计划，提高快递员工作积极性，改善末端服务水平。**2018年7月，申通向“星级快递员”发放奖金超过700万元。

费制政策适时调整，平衡利益，增强网络稳定性

- **适时根据市场变化，调整费制，增强网络稳定性。**2018年开始根据不同时期的市场变化制定相应的费用政策，对派费、车线补贴、续重派费、乡镇补贴、核心城市补贴等费用进行适当的调整。适时根据市场变化，调整费制，有利于增强网络稳定性。

优化运输模式，集约化运输，降本增效

- **运输管理扁平化。**2018年4月开始，总部统一管理油站、保险、保养、统一备件价格指导价，其余职能一律下放省区管理。
- **改革司机工资体系，全网车辆统一调度，统一整合。**通过全面调整司机工资按距离提成；整合干线与支线；整合网络车与网点车进；增加车辆运输节点等措施提高车辆使用率，降低运输成本。

2. 优化管理团队，提升执行力

- **管理团队关系理顺**：作为申通快递创始人之一的陈小英于2017年9月辞去申通相关职务，外加2014年妹夫奚春阳调离申通主要岗位，申通管理权目前集中在陈德军手中。**管理层关系理顺，是申通具备大刀阔斧改革能力的基础**
- **管理结构优化**：2017年申屠俊重回管理层，任执行总裁一职。其曾在2013年空降申通执行总裁一职。**重新聘请职业经理人管理团队，是申通全面变革的开端。**

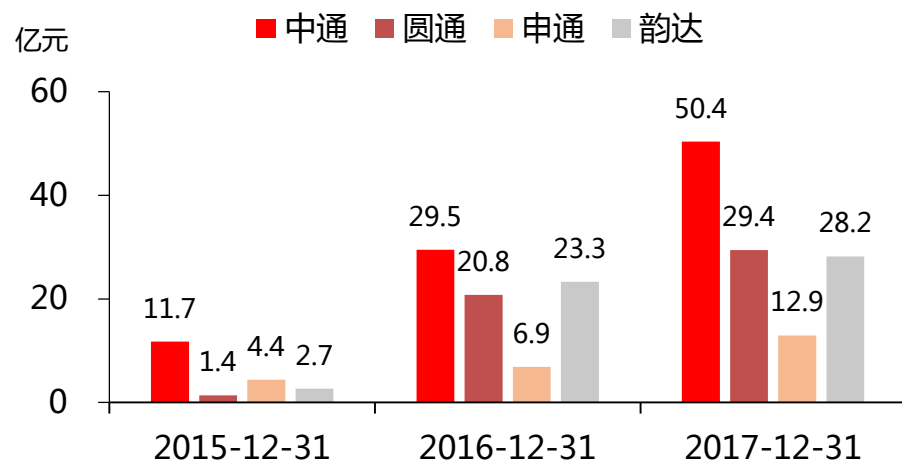
图表24：申通管理层一览

姓名	职务	性别	年龄	个人简历
陈德军	董事会主席,董事,总经理	男	48	申通快递有限公司董事长、上海盛彤实业有限公司董事长、上海快递协会会长、桐庐县总商会上海商会会长。自2007年以来一直任职于申通快递有限公司，现任申通快递有限公司董事长、总经理；2016年12月28日至今任申通快递股份有限公司董事长、总经理。
陈 泉	董事,副总经理,董秘	男	33	本科学历。2013年8月至2015年11月担任申通快递有限公司总经理助理；2015年11月至今任申通快递有限公司董事、董事会秘书；2016年12月28日至今任申通快递股份有限公司董事、副总经理兼董事会秘书。
邹建生	董事,副总经理	男	49	硕士学历。2008年至2011年，任浙江省桐庐县委常委、人武部部长；2011年至2015年，任浙江陆军预备役师党委常委、后勤部部长；2015年9月，任申通快递有限公司总经理助理；2015年10月至2016年12月，任申通快递有限公司董事长助理；2016年12月至今，任申通快递有限公司副总经理、申通快递股份有限公司副总经理。
王明利	董事,副总经理	男	45	研究生学历，注册会计师。2004年9月至2009年6月担任维他奶（上海）有限公司财务经理；2009年6月至2014年担任中国水饮料（香港）集团有限公司财务总监；2014年7月至今担任申通快递有限公司财务总监，2015年11月至今担任申通快递有限公司董事；2016年12月28日至今任申通快递股份有限公司董事、副总经理。
唐 锦	副总经理	男	31	大专学历，2007年至今任职于申通快递有限公司，现任申通快递有限公司总经理助理；2017年1月20日至今任申通快递股份有限公司副总经理。
熊大海	副总经理	男	55	本科学历，2011年1月至2012年3月在宅急送快递有限公司工作，历任副总裁、董事、董秘；2012年4月至今任职于申通快递有限公司，现任申通快递有限公司副总经理；2017年3月14日至今任申通快递股份有限公司副总经理。
陈海建	财务总监	男	37	研究生学历，中国注册会计师，税务师，中级会计师。2004年7月至2016年5月在利安达会计师事务所（特殊普通合伙）浙江分所工作，担任部门经理职务、合伙人；2016年6月至2017年6月在申通快递有限公司工作，担任财务副总监职务；2017年7月至今在申通快递有限公司担任财务总监职务。

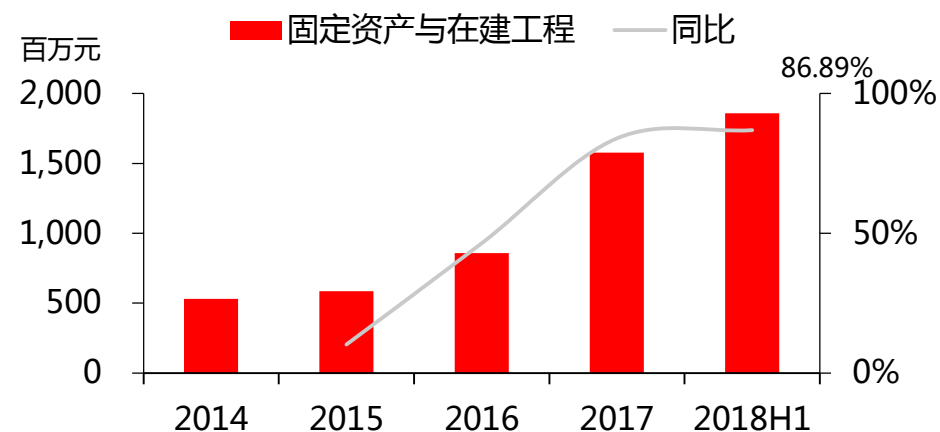
3. 基础设施加速升级，轻资产向重资产转化

- **过去为轻资产模式**：申通一直以来固定资产在加盟制快递企业中都是最低的，2014年其固定资产在总资产中的占比为18.61%，远低于韵达和圆通38.49%和28.07%；2015年其固定资产为4.4亿，不及中通的一半。
- **逐渐向重资产转型**：中通和韵达通过加大对转运中心和车辆等固定资产的投资成功降低成本的经验表明加盟制快递企业也需要向重资产转型，申通的固定资产在2017年达到了12.9亿，比15年增长了近3倍，固定资产2018H1达到了86.89%，而18H1 固定资产占总资产的比重也达到了20.38%，接近中通和韵达。

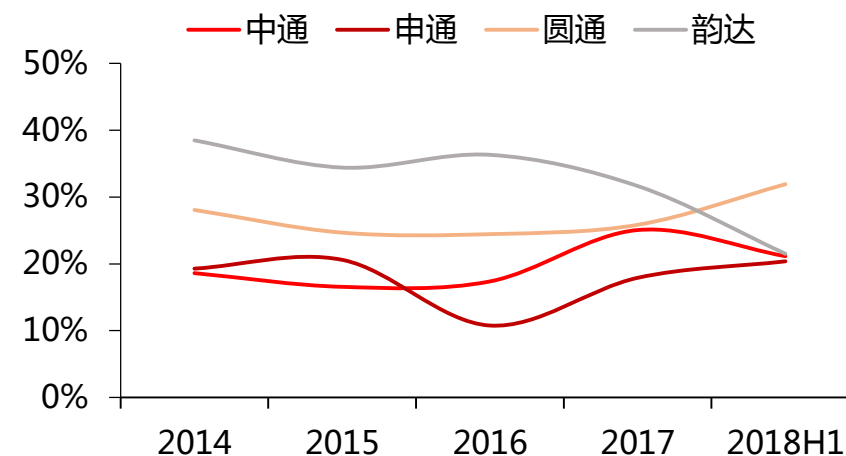
图表26：各快递企业近年固定资产



图表25：申通固定资产（包括在建工程）及增速



图表27：各快递企业固定资产与在建工程占总资产比重

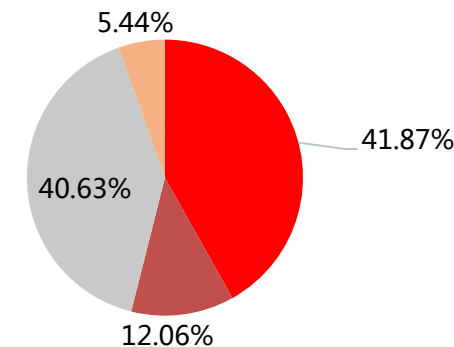


3. 基础设施加速升级，轻资产向重资产转化

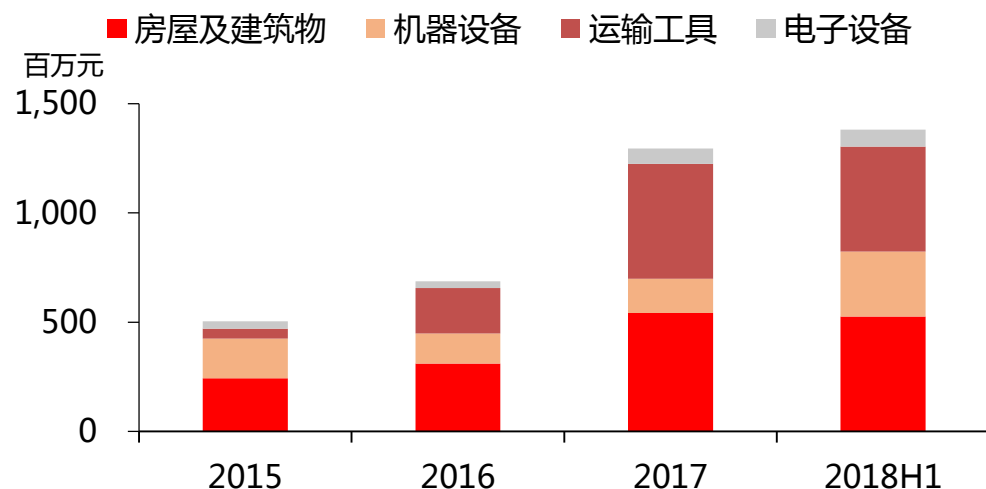
- **申通的固定资产主要由房屋建筑物、运输工具以及机器设备构成。**
- **投资力度加大：**申通的房屋及建筑物由15年的2.43亿元增加到了18H1的5.25亿元；机器设备由15年的1.81亿元增长到了2.97亿；运输工具增幅最大，从15年的0.46亿增长到18H1的4.81亿，增长超过10倍。
- **仍有提升空间：**对比中通和韵达，申通的房屋及建筑物等固定资产规模太小，有望将来继续加大投资，形成规模效应，降低单位成本。

图表28：申通固定资产构成情况（2017年）

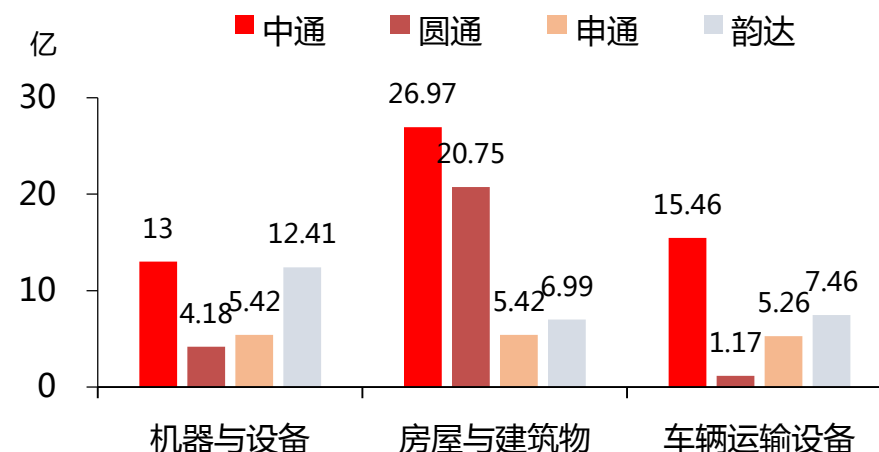
■ 房屋及建筑物 ■ 机器设备 ■ 运输工具 ■ 电子设备



图表29：固定资产变化情况



图表30：各快递企业固定资产情况（2017年）



3. 基础设施加速升级，轻资产向重资产转化

- 转运中心

转运中心是提供集散、分拣、转运等基础业务的物流设施，是加盟制快递企业运送效率、服务质量的基础，是加盟制快递公司的最核心资产，也是其固定资产中占比最高的部分。

- 转运中心要看数量和直营化水平

转运中心的数量决定快递公司的网络布局的运输能力。过多的转运中心会提升运营成本，过少的转运中心会降低快递运送效率。转运中心的直营化水平决定快递公司的管理能力，也是转运中心高自动化的基础。

- 自动化设备

自动化设备是转运中心的配套设备，也是降低人工成本，提高已分拣效率的关键。快递运输对时效性有较高的要求，在装卸、分拣、装车等环节均需投入人力和设备，生产设备智能化对快递企业正常运转和成本控制至关重要。

- 自动化设备要看应用普及水平

目前针对转运中心的自动化设备多种多样，各行业龙头也针对自身经营情况对新设备进行研发。但自动化设备的关键在于普及水平，仅少数转运中心进行自动化改造对于总部来讲效果甚微。



3. 基础设施加速升级，轻资产向重资产转化

■ 申通设备自动化加速

申通不断加大分拣系统研发力度，增加对自动化设备投入，提高转运中心自动化水平。2016年12月以前，申通未配备半自动化和自动化流水系统；截至2017，20个转运中心安装自动化分拣设备。

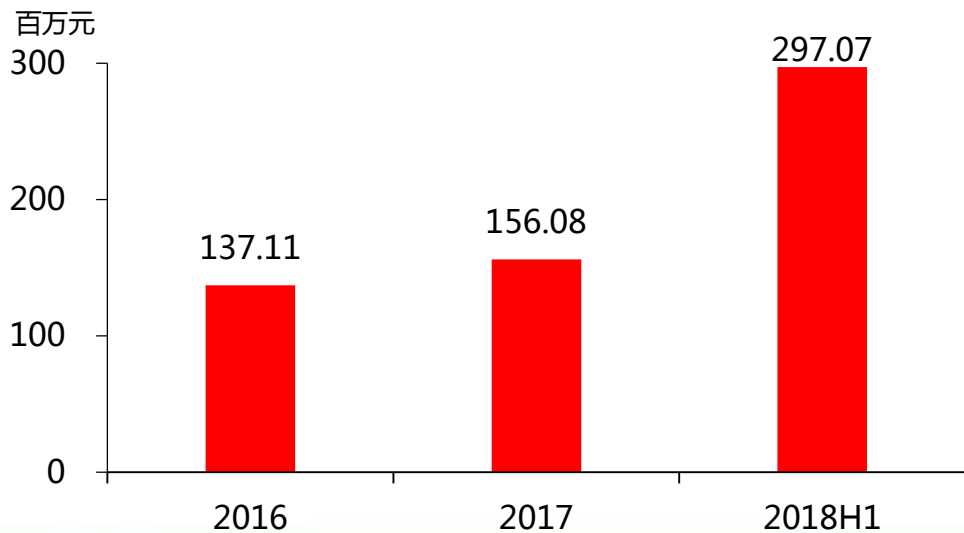
■ 申通自动化设备普及率较低，仍有较大的提升空间

目前来看，申通自动化设备投入方面滞后于韵达和中通。但随着核心转运中心直营化，自动分拣设备的安装和普及也就迫在眉睫。截至2018H1，公司货币资金28.60亿，资金储备充裕，具备足够的能力完成自动分拣设备的普及。

图表31：通达系自动化分拣设备应用状况

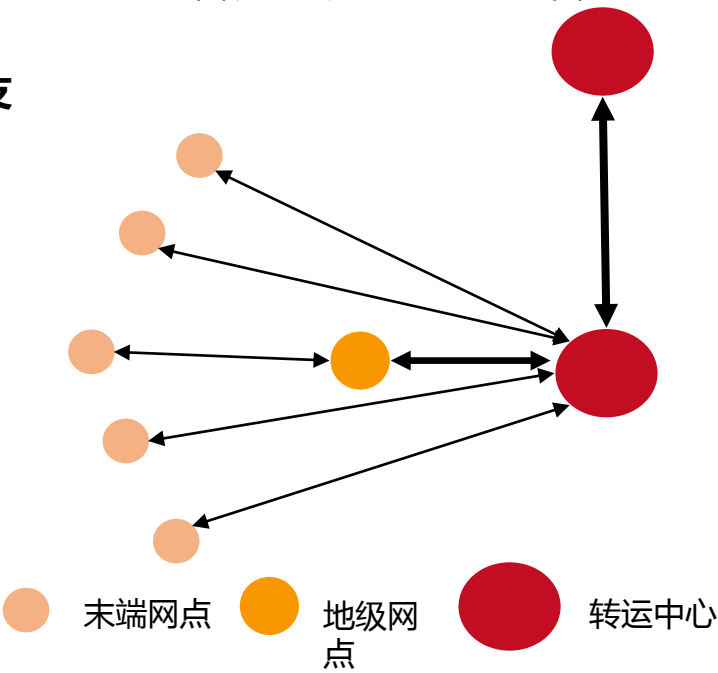
快递公司	自动分拣设备应用状况
顺丰	2018H1，顺丰拥有33条全自动中转中心
圆通	2018H1，拥有自动化分拣设备15套
申通	截至2017，20个转运中心安装自动化分拣设备，在义乌、天津、临沂安装小黄人自动分拣系统
韵达	2018H1，韵达54个转运中心均配备自动分拣设备
中通	2018H1，中通已投入使用64条自动化分拣流水线

图表32：申通机器设备投入状况

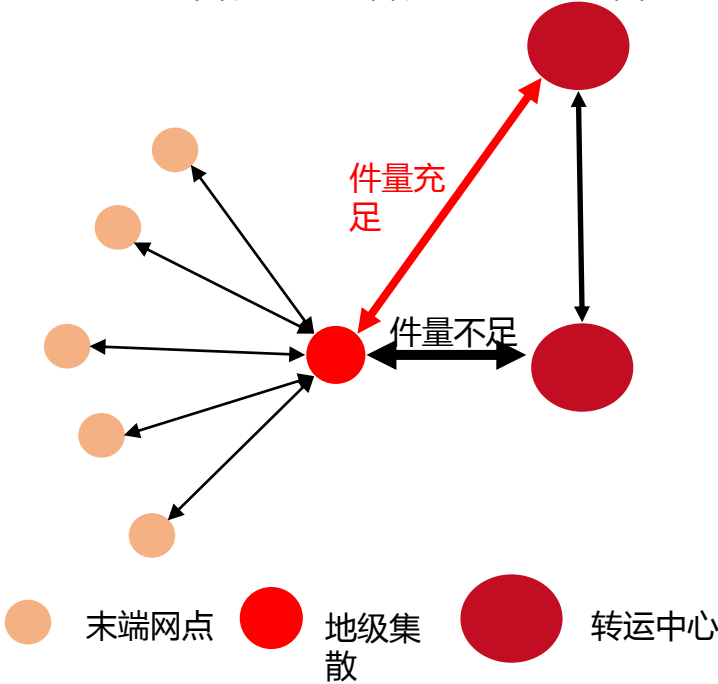


4. 提升运输能力 | 优化支线网络，实行小集散模式

图表33：原运营模式示意图



图表34：小集散运营模式示意图



- 2017年开始，申通优化支线网络，实行小集散模式
- 运作方式：地级集散件量充足，直接进行转运，件量不足，则通过转运中心转运。
- 意义：小集散是一种轴辐式+全连通模式。小集散有助于充分发挥地级集散地的集散功能，减少网点运输空载率、运输距离，降低网点的运输成本。

图表35：2017年通达系网络运营模式比较

公司	转运模式	转运中心（个）	干线数量（条）	干线年均业务量(万件)	转运中心年均业务量（百万件）
圆通	轴辐式	86	3475	145.73	58.88
韵达	轴辐式+全联通	54	4300	109.77	87.41
申通	轴辐式+全联通	86	1830	213.01	45.33
中通	轴辐式+全联通	82	2000	310.95	75.84

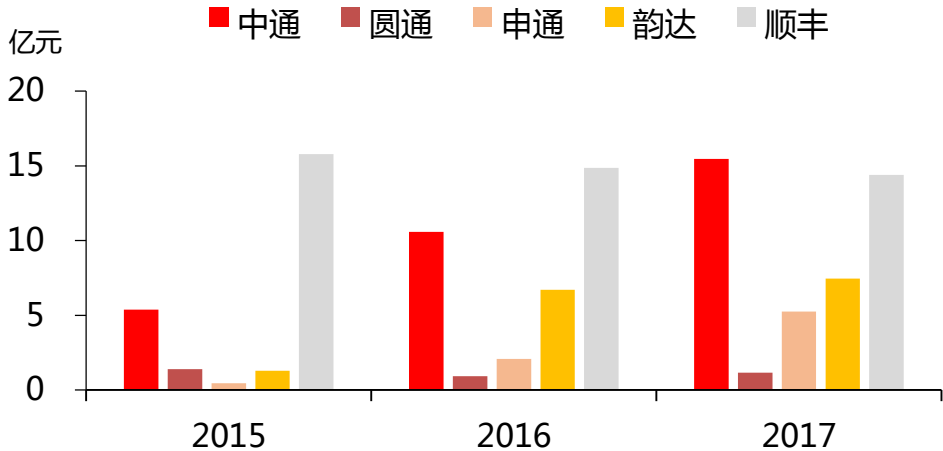
4. 提升运输能力 | 扩大自有车队规模

- 干线车辆高使用率
申通干线车辆年均业务量相对较高，空载率低，有效的降低单票的运输成本。
- 干线运输自营比例高
申通自有干线运输车辆相对较多，自营占比较高。申通在干线运输业务的管控能力较强，能够较为有效的对干线运输进行组织协调，因而拥有较高的运营效率。
- 车辆高规格
在干线车辆中，13.5米以上规格车辆有1750辆（YoY13.56%），其中申通自有1155辆。高规格车辆通过运输规模效应有效降低单票油耗、路桥费等成本，提高申通运输成本控制能力。

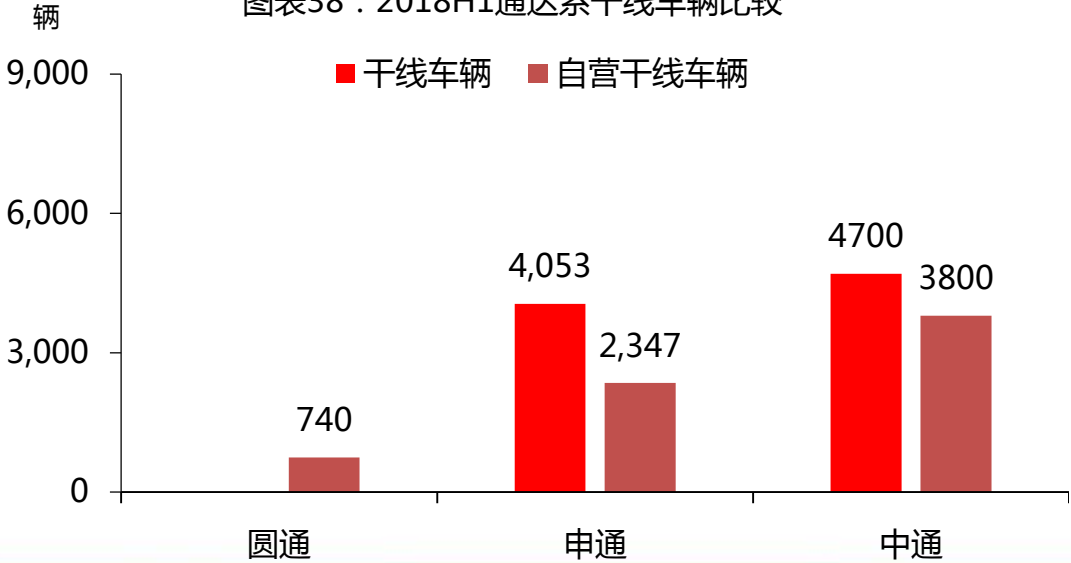
图表37：2017年通达系干线运输状况

公司	干线车辆（辆）	干线车辆年均业务量(万件)
申通	3485	111.85
中通	4800	129.56

图表36：通达系近年车辆运输设备资产比较



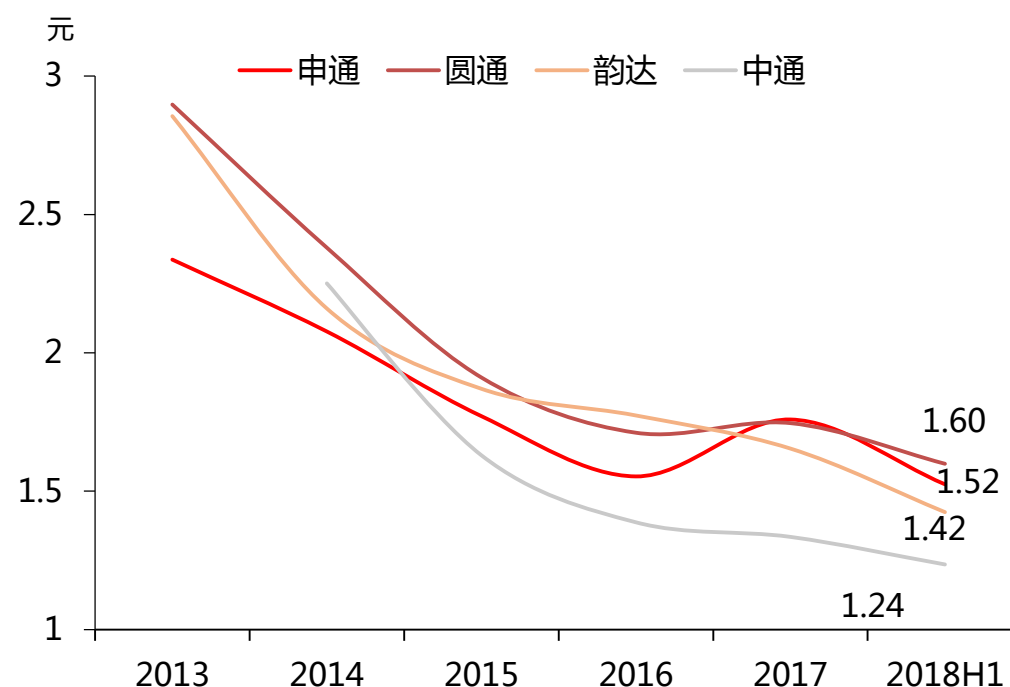
图表38：2018H1通达系干线车辆比较



5. 成本重回下降通道，未来下降动力十足

- 截至2018H1，单票成本由低到高分别为中通（1.24）、韵达（1.42）、申通（1.52）、圆通（1.60），整体差距较大。
- 从单票成本趋势来看，通达系单票成本均呈下降趋势。
- 中通**：近年来中通单票成本一直保持通达系中最低的水平，低成本赋予了中通最强的降价能力和盈利能力。
- 韵达**：作为后来居上者，韵达的单票成本呈稳定下降趋势，目前其单票成本仅次于中通。
- 圆通**：圆通成本端略逊色于其他通达系，但考虑到圆通的航空件占比最高，其单票成本存在虚高的可能。
- 申通**：2016年前申通的单票成本存在一定的竞争优势，2017由于数据处理及自营车辆增加的原因出现一定波动。2018H1单票成本重回下降通道，随着转运中心直营化率不断提升，未来中通成本端仍有较强的下降动力。

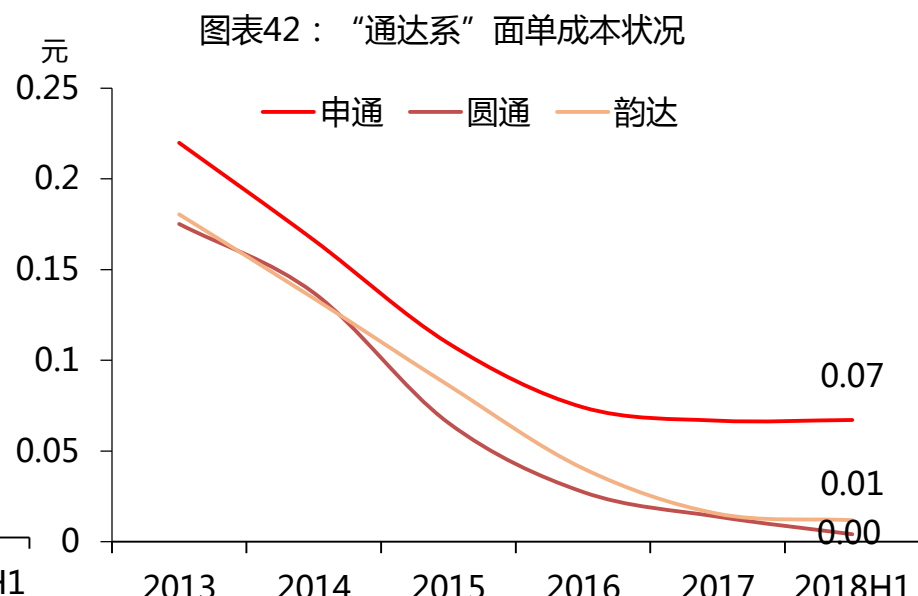
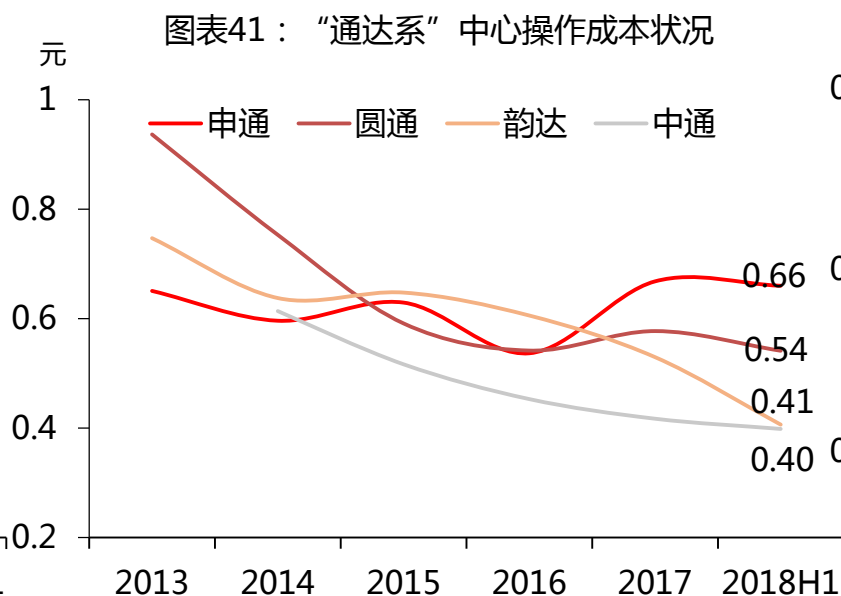
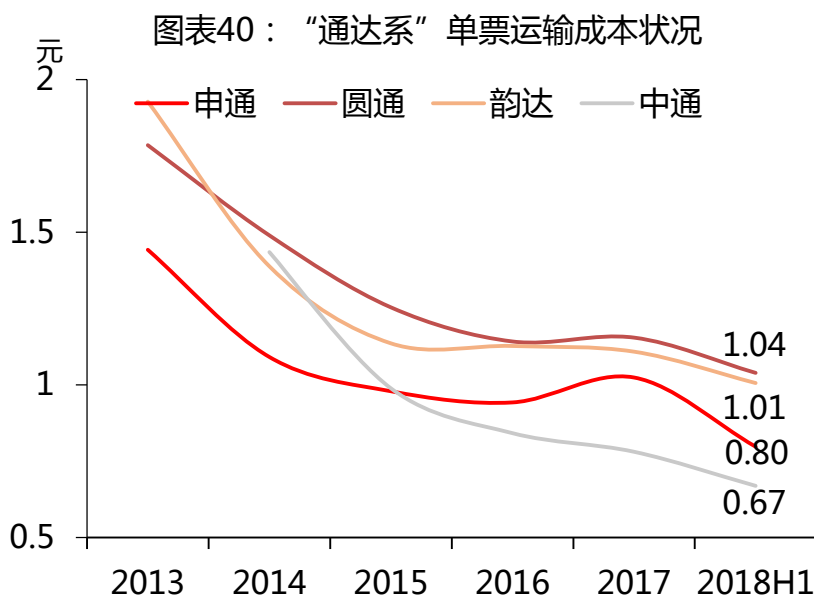
图表39：“通达系”单票成本实际状况



注：由于通达系业务模式、直营业务比例不同，其单票成本原始数据不存在可比性，本报告中的单票收入、成本数据均为经过标准化处理后的数据。

5. 成本重回下降通道 | 运输成本较低

- 单票收入由**单票运输成本**、**单票中心操作成本**和**单票面单成本**三部分构成。
- 单票运输成本**：中通拥有全行业最多的自营车辆（包含最多的高规格甩挂车），较强的规模效应使得中通拥有最低的单票运输成本。**申通由于拥有较多的自营运输车辆，其运输成本亦存在一定的优势。**
- 单票中心操作收入**：中心操作成本是转运中心的分拣成本，中通和韵达拥有较高的转运中心直营率和领先的分拣设备，其中心操作成本最低。**申通由于正处于直营化过渡阶段，中心操作成本较高，但随着近期的不断改革，其成本下降动力较强。**
- 单票面单成本**：随着电子面单的普及，面单成本下降是必然趋势。目前圆通和韵达已经下降至最低点，**申通仍有0.05元的下降空间。**

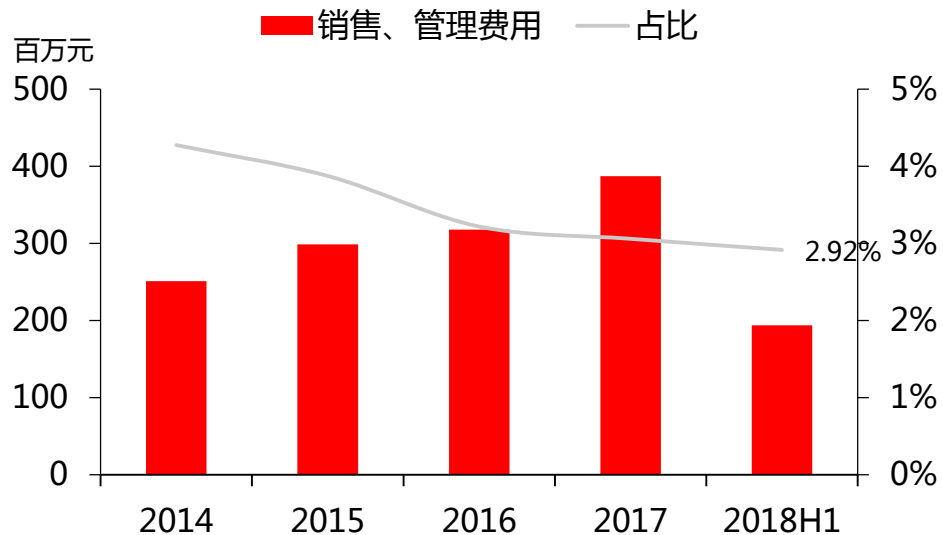


注：由于通达系业务模式、直营业务比例不同，其单票收入原始数据不存在可比性，本报告中的单票收入、成本数据均为经过标准化处理后的数据。

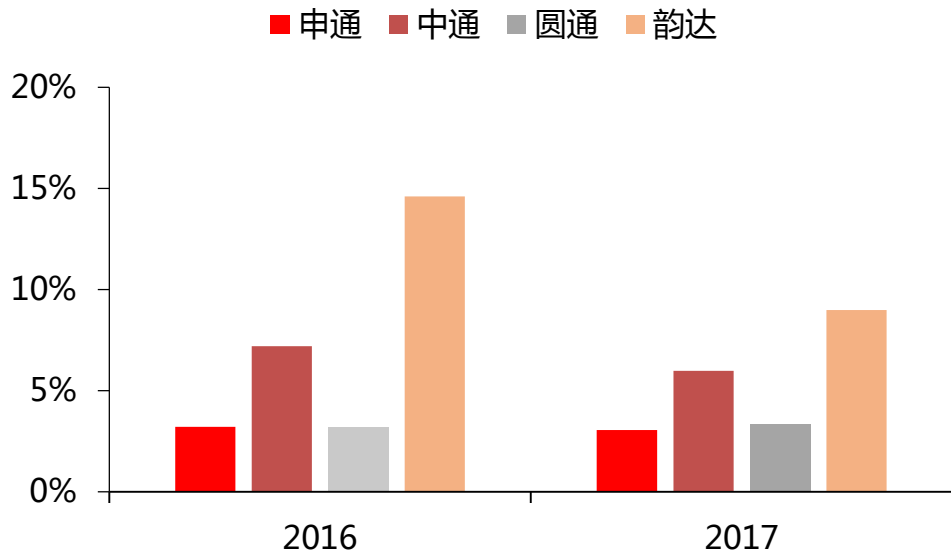
6. 规模效应明显，费用控制能力强

- **规模效应明显**：销售、管理费用在营收中的占比一直在下降，从2014年的4.28%降至2018年H1的2.92%。
- **成本管控能力强**：申通的期间费用管控能力优于其他通达系企业，在2017年，其销售、管理费用在营收中的占比为3.06%，低于圆通（3.34%）、中通（5.98%）和韵达（8.99%）。

图表43：销售、管理费用及其占总收入比重



图表44：各快递企业销售、管理费用占营收比重



业务量增速确定性回暖，估值水平通达系最低

1. 基本面已经起变化，业务量增速确定性回暖

■ 基本面发生显著变化，业务量增速回暖具备确定性

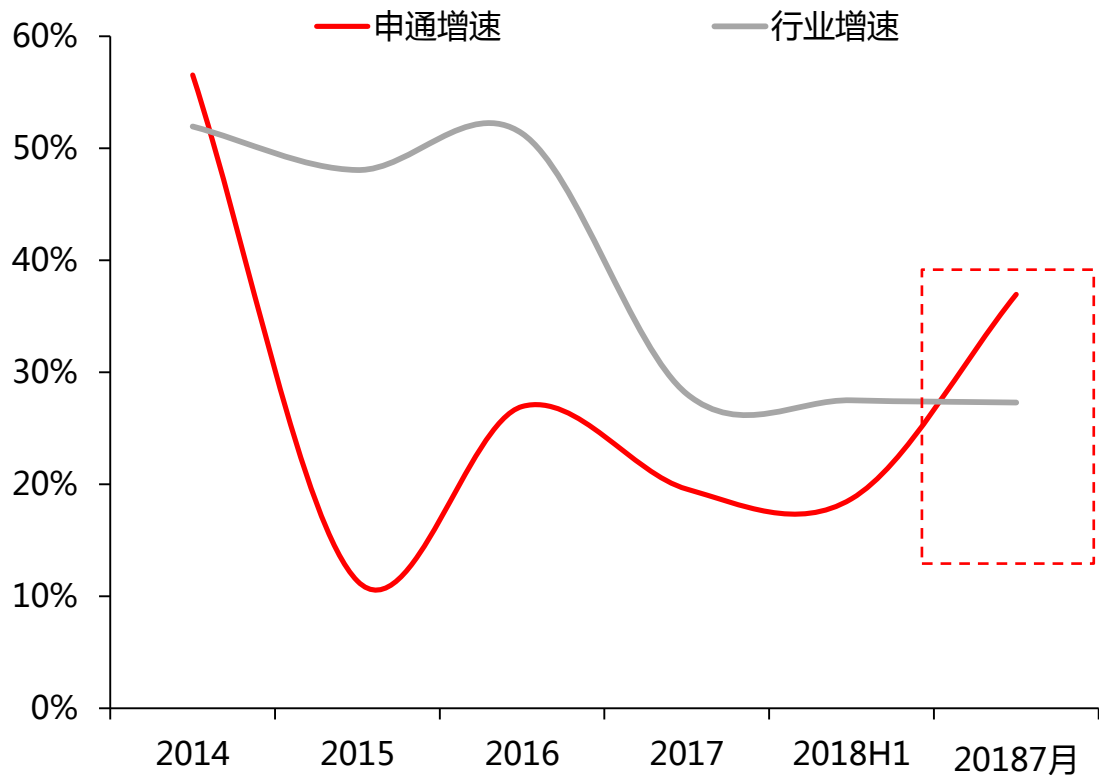
- 1) 加盟制制度方面，申通已经开始加速收购大型加盟商，转运中心直营化快速推进
- 2) 管理方面，申通管理层关系已经理顺，执行力明显增强
- 3) 成本方面，随着申通不断加强投资和精细化管理，成本下降空间已经打开
- 4) 末端网点方面，申通加强管理，稳定性和业务员激励制度亦逐渐完善

因此，我们认为申通经历强劲的变革已经具备较强的行业竞争力，**未来业务增速回暖具备确定性**

■ 业务量增速回暖或滞后于公司变革

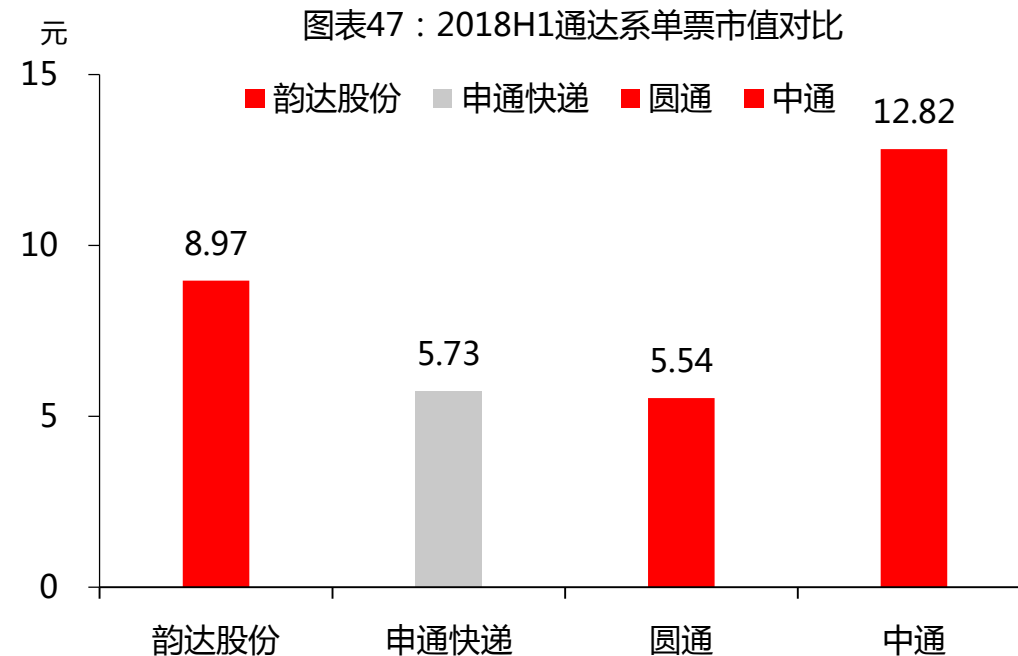
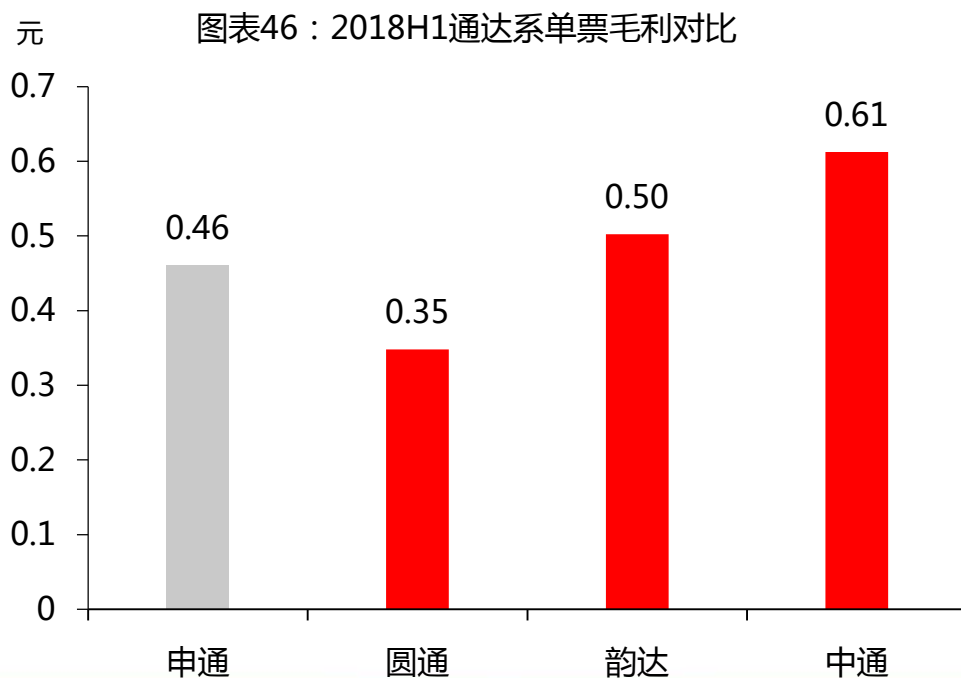
虽然申通在短期内完成强劲变革，但变革带来的竞争力提升是需要时间兑现，未来其业务量增速回暖或略微滞后于变革速度

图表45：2018年7月申通增速已经显现回暖迹象



2. 单票市值较低

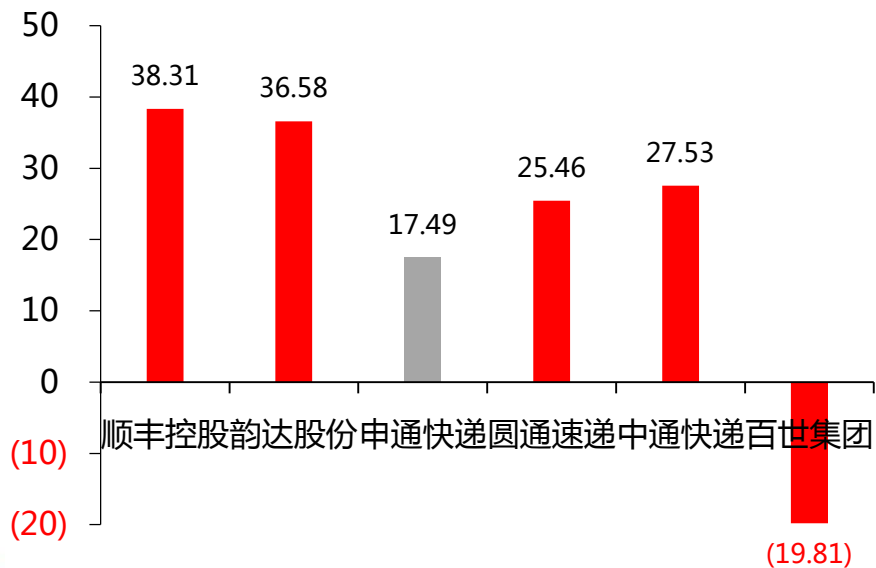
- 单票市值指标，可以反应市场对于当下和未来每票快递业务所赋予的价值
- 申通单票市值是韵达的64%，中通的45%，但其单票毛利是韵达的92%，中通的75%。申通具备较强的盈利能力，从单票市值角度来看，存在被低估的可能



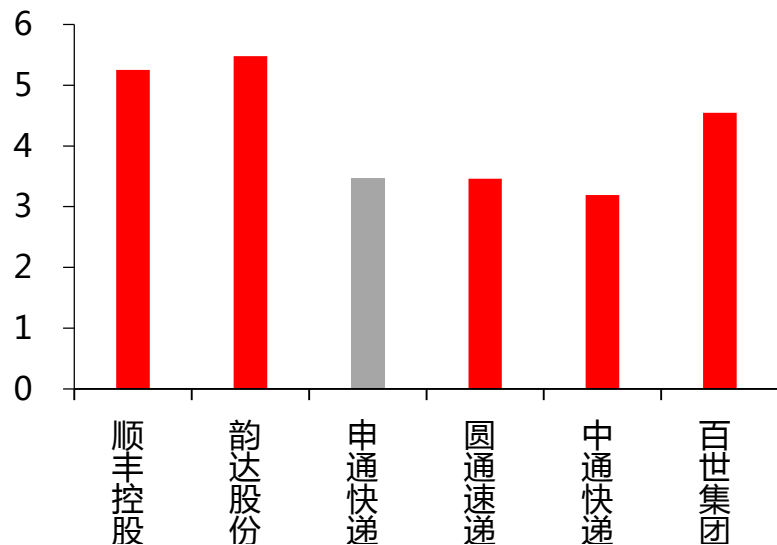
3. 估值最低，存在戴维斯双击机会

- 快递行业仍处于成长期，目前行业PE均值29.07（不含百世），单就个股来看，申通估值最低
- 快递行业目前处在快速发展期，在充分竞争、格局未定的背景之下，申通能不能成为最终的赢家，现在无法判断。但短期来看，申通与其他公司并未拉开质的差距。申通估值具备安全边际，随着业务增速确定性回暖，股价有望迎来戴维斯双击。

图表48：上市快递公司PE对比（2018.08.31）



图表49：上市快递公司PB对比（2018.08.31）



- 价格战加剧

市场竞争加剧，可能引起恶性价格战局面出现，将直接影响申通的盈利能力

- 成本超预期上涨

成本超预期上涨可能会导致申通的盈利能力减弱

- 电商市场发展不及预期

电商市场的快速发展是快递业务量高速增长的基础，电商市场发展不及预期可能会导致行业增速下滑

盈利预测



资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	5,853.65	8,363.87	11,461.67	15,799.36
现金	3,243.53	4,522.56	6,868.04	10,933.47
应收账款	710.11	1,059.45	1,391.11	1,565.23
其它应收款	97.05	306.69	402.69	549.21
预付账款	123.24	140.12	181.85	225.63
存货	32.20	737.58	957.23	749.21
其他	1,647.53	1,597.47	1,660.75	1,776.61
非流动资产	2,955.36	3,081.90	3,387.33	3,654.72
长期投资	344.36	344.36	344.36	344.36
固定资产	1,577.98	1,676.07	1,798.69	1,859.15
无形资产	880.66	909.11	1,091.92	1,298.86
其他	152.36	152.36	152.36	152.36
资产总计	8,809.01	11,445.77	14,849.00	19,454.08
流动负债	2,006.89	2,489.43	3,249.23	4,515.05
短期借款	5.00	5.00	5.00	5.00
应付账款	806.30	810.05	1,051.30	1,305.74
其他	1,195.59	1,674.38	2,192.93	3,204.31
非流动负债	26.04	26.04	26.04	26.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	26.04	26.04	26.04	26.04
负债合计	2,032.93	2,515.47	3,275.27	4,541.09
少数股东权益	23.30	28.82	34.34	39.86
股本	1,531.00	1,531.00	1,531.00	1,531.00
资本公积	3,194.10	3,194.10	3,194.10	3,194.10
留存收益	3,122.96	5,259.65	7,885.56	11,207.29
归属母公司股东权益	7,861.77	9,998.46	12,624.37	15,946.10
负债和股东权益	9,918.00	12,542.75	15,933.97	20,527.04

现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2,098.04	1,354.04	2,975.82	4,744.16
净利润	1,487.69	2,142.21	2,631.43	3,327.25
折旧摊销	231.09	343.31	426.69	513.12
财务费用	1.15	-	-	-
投资损失	-32.00	-28.70	-28.70	-28.70
营运资金变动	319.01	-748.64	7.47	993.56
其他	91.09	-354.14	-61.07	-61.07
投资活动现金流	-2,371.98	-75.00	-630.34	-678.73
资本支出	-1,212.48	-103.70	-659.04	-707.43
长期投资	-1,162.02	-	-	-
其他	2.52	28.70	28.70	28.70
筹资活动现金流	-344.28	-	-	-
短期借款	-	-	-	-
长期借款	-	-	-	-
普通股增加	-	-	-	-
资本公积增加	-	-180.06	-225.07	-259.83
其他	-344.28	180.06	225.07	259.83
现金净增加额	-618.22	1,279.04	2,345.48	4,065.43

盈利预测



利润表	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	12,657.24	16,469.04	21,624.61	27,303.13
营业成本	10,321.74	13,587.05	17,633.42	22,203.46
营业税金及附加	44.91	40.27	52.87	66.76
营业费用	76.25	104.43	137.13	173.14
管理费用	311.15	376.03	493.75	623.41
财务费用	-86.40	-116.04	-116.04	-116.04
资产减值损失	127.71	12.01	12.01	12.01
公允价值变动收益	-	-	-	-
投资净收益	32.00	28.70	28.70	28.70
营业利润	1,893.89	2,493.99	3,440.17	4,369.10
营业外收入	116.04	408.67	115.60	115.60
营业外支出	20.64	42.52	42.52	42.52
利润总额	1,989.30	2,860.14	3,513.25	4,442.18
所得税	501.60	717.93	881.82	1,114.92
净利润	1,487.69	2,142.21	2,631.43	3,327.25
少数股东损益	-0.14	5.52	5.52	5.52
归属母公司净利润	1,487.84	2,136.69	2,625.91	3,321.73
EBITDA	2,134.29	2,704.56	3,734.13	4,749.49
EPS (元)	0.97	1.40	1.72	2.17

主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	0.28	0.30	0.31	0.26
营业利润	0.16	0.32	0.38	0.27
归属母公司净利润	0.18	0.44	0.23	0.26
获利能力				
毛利率	0.18	0.17	0.18	0.19
净利率	0.12	0.13	0.12	0.12
ROE	0.19	0.21	0.21	0.21
ROIC	0.33	0.34	0.45	0.67
偿债能力				
资产负债率	0.20	0.20	0.21	0.22
净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.92	3.36	3.53	3.50
速动比率	2.90	3.06	3.23	3.33
营运能力				
总资产周转率	1.51	1.63	1.64	1.59
应收账款周转率	18.53	18.61	17.65	18.47
应付账款周转率	17.99	20.38	23.24	23.17
每股指标(元)				
每股收益	0.97	1.40	1.72	2.17
每股经营现金	1.37	0.88	1.94	3.10
每股净资产	5.14	6.53	8.25	10.42
估值比率				
P/E	25.41	11.26	9.17	7.25
P/B	4.81	2.41	1.91	1.51
EV/EBITDA	16.19	7.68	4.94	3.02

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

致谢

感谢杨建亮、邓芳对本报告做出的贡献。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

THANKS

方正证券 正在你身边

联系人：许可 138-2329-8608



方正证券股份有限公司

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦B座11层

11F, Pacific Insurance Building, No.28 Fengsheng Lane, Taipingqiao Street,
Xicheng District, Beijing, China