

申通快递 (002468)

公司研究/深度报告

精细化管理变革，边际改善值得期待

深度研究报告/交通运输

2019年02月12日

报告摘要:

● 快递行业维持高景气度，未来两年有望保持20%以上增速

受益于拼多多的爆发式增长，快递行业仍然维持高景气度，在整体经济下行趋势下，表现出较强的增长韧性。我们认为随着电商人群和电商品类的逐渐渗透，三四线城市及中西部地区等下沉市场的电商需求拥有不可低估的消费潜力，预计未来两年行业仍能保持20%以上的较高增速。

● 管理体制调整滞后拖累公司发展进程

公司的核心业务为快递业务，占营收的99.33%，公司主要采用“中转直营、网点加盟”的经营模式，凭借其加盟制的先发优势，公司在早期实现了快递网络的快速布局，然而随着行业精细化管理时代的到来，调整滞后的管理体制拖累了公司整体的发展进程，使得公司份额逐年降低。

● 投资补短板，公司核心竞争力逐步提升

公司加速推进转运中心直营化，截至2018年底转运中心直营率达到88%，随着公司对已购买转运中心的持续设备投入和精细化管理，以及对转运中心直营的持续推进，成本边际改善值得期待。同时公司的业务量增速逐渐回升，服务质量改善明显，投诉率下降至通达系最低。我们认为随着公司精细化管理的逐步推进，市场份额有望回升。

● 投资建议

预计18-20年EPS为1.36/1.53/1.86元，对应PE为14/13/10倍，相比于韵达股份(23X)和圆通速递(16X)，公司估值较低。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

行业增速不及预期、行业发生大规模价格战

推荐

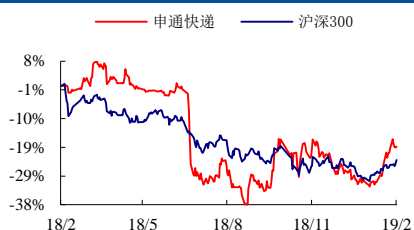
首次评级

当前价格: 19.3元

交易数据 2019-2-11

近12个月最高/最低(元)	25.67/14.7
总股本(百万股)	1,531
流通股本(百万股)	332
流通股比例(%)	21.67
总市值(亿元)	295
流通市值(亿元)	64

该股与沪深300走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 钟奇

执业证号: S0100518110001

电话: 021-60876718

邮箱: zhongqi@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12,657	16,604	20,784	25,629
增长率(%)	28.1%	31.2%	25.2%	23.3%
归属母公司股东净利润(百万元)	1,488	2,086	2,339	2,845
增长率(%)	17.9%	40.2%	12.1%	21.6%
每股收益(元)	0.97	1.36	1.53	1.86
PE(现价)	20	14	13	10
PB	4.3	3.3	2.6	2.1

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

目 录

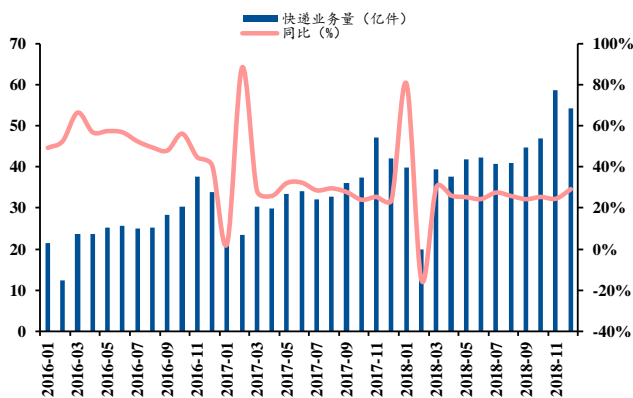
一、行业维持高景气度，未来两年有望保持 20%以上增速	3
(一) 快递行业维持高景气度，具备逆周期的增长韧性.....	3
(二) 低线城市消费继续驱动电商快递保持中高速增长.....	3
(三) 预计未来两年行业仍能保持 20% 以上增速.....	4
二、管理体制调整滞后拖累公司发展进程	6
(一) 以快递业务为核心，深耕行业二十余载.....	6
(二) 股权高度集中，加盟制快递头部企业.....	7
1、股权高度集中，实际控制人为陈德军、陈小英.....	7
2、加盟制快递集大成者，实现网络的全覆盖.....	7
3、行业头部企业，居于第一梯队.....	8
(三) 回顾公司发展，管理体制拖累发展进程.....	8
三、投资弥补短板，核心竞争力逐步提升	10
(一) 投资补短板，成本管控能力提升.....	10
1、加大固定资产投资，弥补短板.....	10
2、精细化管理时代，运输成本和职工薪酬控制成关键.....	11
3、加速推进转运中心直营化，提升成本管控能力.....	12
(二) 业务增速与快递质量齐头并进，份额有望回升.....	14
1、业务量、业务收入增速重回高速轨道.....	14
2、强化服务管控，快递服务质量改善明显.....	15
3、市场份额呈现上升态势.....	15
四、盈利预测及投资建议	16
(一) 业绩拆分.....	16
(二) 相对估值.....	17
五、风险提示	17

一、行业维持高景气度，未来两年有望保持 20% 以上增速

(一) 快递行业维持高景气度，具备逆周期的增长韧性

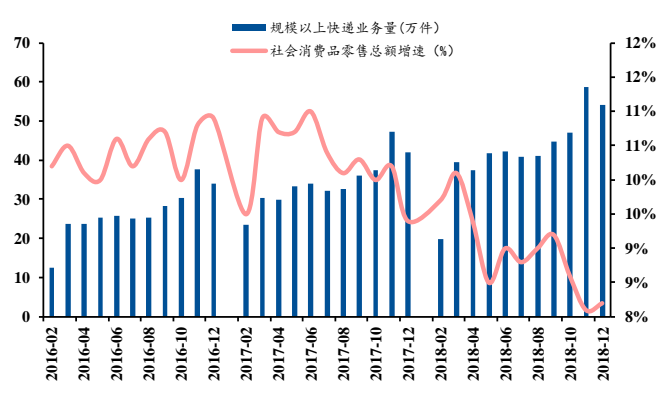
快递行业维持高景气度，表现出较强的增长韧性。据国家邮政局统计，2018 年全国快递业务量累计完成 507.1 亿元，同比增长 26.60%，较去年同期增速 28.04% 仅下滑 1.44 个百分点，可见快递行业在整体经济增速下行的趋势下，整体增速表现出较强的增长韧性。

图 1：快递行业增长维持高景气度



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：行业具备逆周期的增长韧性

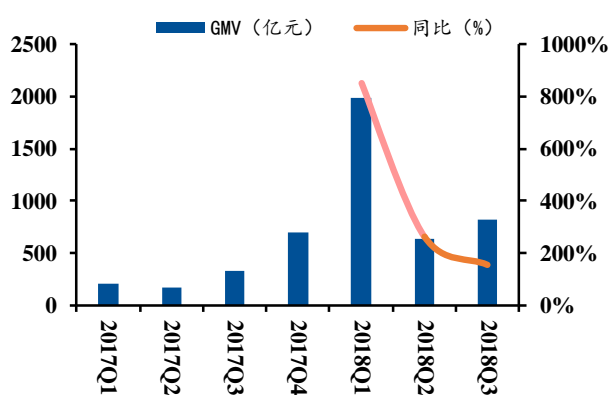


资料来源：wind，民生证券研究院

(二) 低线城市消费继续驱动电商快递保持中高速增长

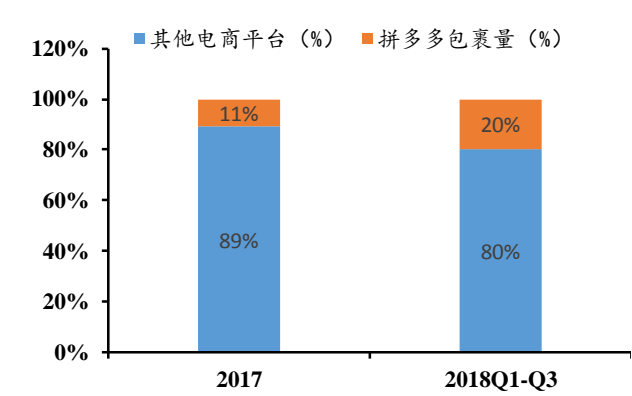
低线城市的电商需求爆发，维持行业高景气度。目前行业保持较高增速的主要原因来自于拼多多新模式的爆发增长，2018Q1/Q2/Q3 的 GMV 同比增速为 850.72%/582.55%/386.23%，且在拼多多模式下，此类中低端电商具有较低的客单价，提高了 GMV 向快递包裹的转化率。根据公开数据和调研数据进行测算，预计 2018 年前三季度，拼多多快递包裹量占全国快递包裹量的 20% 左右。

图 3：拼多多 GMV (亿元) 及同比 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

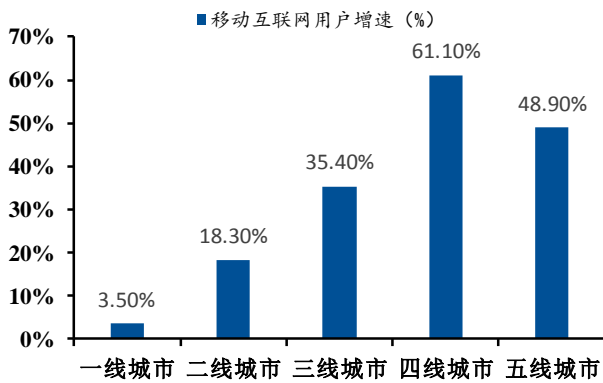
图 4：拼多多包裹量占比持续增加



资料来源：公司公告，民生证券研究院

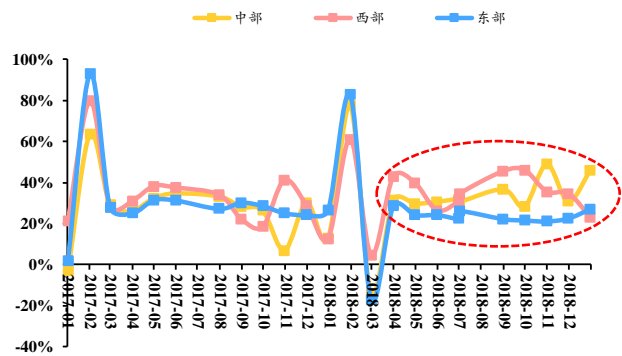
拼多多现象的背后，其本质是低线城市和中西部地区的崛起。一二线城市由于其基数效应增速放缓不可避免，随着电商人群和电商品类的逐渐渗透，三四线城市及中西部地区等下沉市场的电商需求拥有不可低估的消费潜力。从互联网渗透率数据来看，截至 2017 年末，一二线城市的互联网渗透率增速由于存在基数效应而较小，但三四线城市的互联网渗透率增速较高，分别达到 35.40% 和 61.10%。从业务量增速情况来看，中西部地区的业务量增速在 2018 年增加明显，2018 年全年中部/西部业务量同比增速分别为 34.24%/35.27%，分别高于东部地区业务量增速（24.73%）9.51 个百分点和 10.54 个百分点。

图 5：低线城市的互联网增速



资料来源：凯瑞咨询，民生证券研究院

图 6：中西部地区业务量增速提升明显



资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

（三）预计未来两年行业仍能保持 20% 以上增速

按照快递业务来源主体进行分类，主要有电商件、商条件和个人件，现阶段电商件是快递的主要构成。整体来看，尽管我国快递行业在基数效应下增速放缓的趋势难以避免，但是随着电商人群向三四线城市及中西部地区的继续渗透，其广大的电商需求仍将继续支撑快递业保持强韧性的增长，预计未来两年行业仍能保持 20% 以上的较高增速。计算过程的核心假设如下：

（1）2018 年是拼多多的爆发期，由于基数效应及渗透率的进一步提升预计接下来两年同比增速将有所放缓，预计拼多多 GMV2018/2019/2020 的同比增速为 215%/90%/60%。

（2）由于拼多多的 GMV 计算过程中包括取消的订单交易额，假设 2018/2019/2020 的取消订单比例为 20%/20%/20%。

（3）假设 2018/2019/2020 年拼多多的单件包裹价格为 50/60/65 元。

（4）预计 2018/2019/2020 来自拼多多的快递业务量占比分别为 20%/25%/30%。

（5）受宏观经济影响，预计商条件+个人件 19/20 年的增速为 10%/10%。

根据以上假设，最终 2019/2020 的快递业务量分别为 618.18 亿元/753.54 亿元，同比增速分别为 21.91%/21.90%。

表 1: 未来两年快递业务量预测

	2017	2018	2019E	2020E
业务量 (亿件)	400.56	507.10	618.18	753.54
yoy	28.04%	26.60%	21.91%	21.90%
电商件 (亿件)	360.50	456.39	562.40	692.18
yoy	28.04%	26.60%	23.23%	23.08%
PDD GMV (亿元)	1410	4440	8436	13497.6
yoy		214.89%	90.00%	60.00%
实际交易额 (亿元)		3552	6748.8	10798.08
单件价格 (元)		50	60	65
PDD 业务量 (亿件)		88.80	140.60	207.66
yoy			58.33%	47.69%
PDD 占比		19.46%	25.00%	30.00%
商务件+个人	40.06	50.71	55.78	61.36
yoy			10.00%	10.00%

资料来源: 民生证券研究院

同时, 国家邮政局此前也在会议上表示, 预计 2019 年全年邮政业业务总量完成 15000 亿元, 同比增长 22%; 业务收入完成 9300 亿元, 同比增长 18%。其中, 快递业务量完成 600 亿件, 同比增长 20%; 业务收入完成 7150 亿元, 同比增长 19%。

表 2: 国家邮政局预计快递业务量增速

	预计增速	实际增速
2016	34%	51.17%
2017	28%	28.04%
2018	22%	26.60%
2019	20%	--

资料来源: 国家邮政局, 民生证券研究院

二、管理体制调整滞后拖累公司发展进程

(一) 以快递业务为核心，深耕行业二十余载

申通快递是我国知名的快递物流企业，作为通达系中最早成立的公司创立于 1993 年，经过 25 年的持续发展，公司目前已经在全国范围内形成了完善、流畅的快递运营网络。

表 3: 公司发展历程

时间	事件
1993 年	申通的雏形“神通综合服务部”在杭州成立
1995 年	在上海设点布局业务
1996 年	注册“上海盛形实业有限公司”，在南京、苏州、义乌、绍兴、北京等地开始纷纷建立网点，形成网络雏形
1998 年	注册“sto”商标
2002 年	应用电脑查询、把枪扫描等新技术，进行服务升级
2007 年	申通快递在上海成立。实现省会城市网点基本覆盖，开始向地县延伸
2010-2002 年	申通快递在全国布局完成，网点覆盖全国各大省市县级区域，江浙沪基本实现派送无盲区。成为国内快递网络、规模庞大的民营快递体系之一。
2014 年	7 月，申通快递东北大区、西北大区完成授牌，标志公司快递片区由五大区转变为七大区，区域划分更加细化，管理更为深入
	8 月，与中铁合作试运行“沪深”快递专列，开创民营快递与铁路合作之先河
	11 月，双十一当天全网订单量达 3050 万件，创历史新高
2016 年	12 月，申通快递日本专线正式开通，迈出覆盖国际网络的重要一步
	12 月，公司借壳艾迪西上市
2017 年	4 月，成立申雪供应链管理有限公司，主要从事食品经营及冷链

资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

目前公司的核心业务是快递业务，截至 2018 年半年报，占营收的 99.33%。快递产品包括限时递、当日递、次晨递、24 小时件、48 小时件、72 小时件、重点城市间 24 小时件（航空时效产品）等汽运时效标准产品，以及承诺达、代收货款等增值产品。此外，申通快递及其子公司还提供信封、文件袋、纸箱等快递包装物销售服务，占营收的 0.48%。未来，公司将以快递为基础，通过打通上下游产业链，从而构建快递、快运、国际、金融、数据和供应链六大业务板块，实现公司多元化的战略布局，为申通快递注入发展的新动能，终将申通快递打造成以快递业务为核心的国际化综合物流服务集团企业。

表 4: 公司的主要业务产品

业务	产品	
快递业务	标准业务	汽运时效产品, 包括限时递、当日递、次晨递、24 小时件、48 小时件等; 航空时效产品, 包括重点城市间 24 小时件;
	增值服务	承诺达、代收货款等
	物料销售	提供信封、文件袋、纸箱等快递包装物
国际业务	目前主要有国际小包、国际邮政包裹、海外仓等业务, 目前公司的国际业务服务地区已经覆盖美国、澳大利亚、俄罗斯、英国、日本、韩国等 26 个国家和地区	
仓储业务	公司仓储业务的主要服务对象为电子商务经营中有仓储、加工、配送需求的商家, 其中包含但不限于电子商务中平台类企业、平台内运营商家、及独立 B2C 企业等	
冷链业务	提供冷藏、冷冻仓储并提供冷链当日配、次日配、隔日配等供应链服务, 冷链成为公司重要的战略发展布局之一, 2018 年 1 月, 公司全资孙公司上海申雪供应链管理有限公司已成为“上海市物流协会会员企业”	

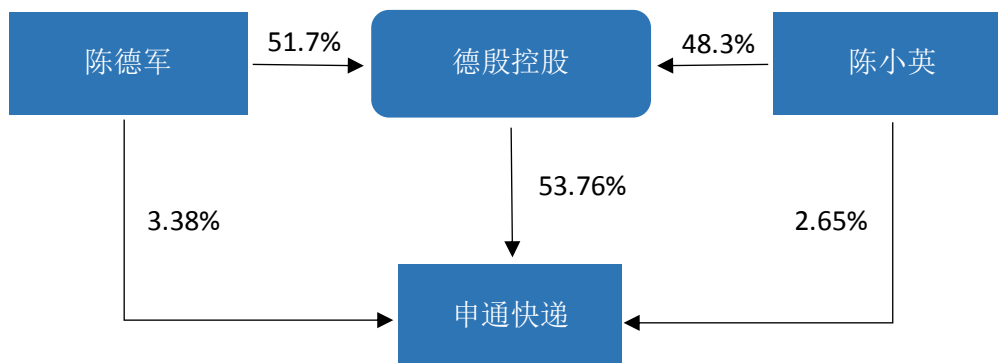
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(二) 股权高度集中, 加盟制快递头部企业

1、股权高度集中, 实际控制人为陈德军、陈小英

公司股权保持高度集中。公司通过借壳艾迪西, 向申通快递原股东陈德军、陈小英发行股份支付现金购买申通快递 100% 股权, 以现金支付 20 亿元, 股份支付 149 亿元, 合计作价 169 亿元, 并向 9 名特定投资者发行股票募集配套资金 48 亿元, 于 2016 年 12 月 30 日正式登陆深交所中小板。截至 2018 年三季报, 公司实际控制人陈德军、陈小英通过德殷控股间接和直接持有公司股份合计 31.17% 和 28.62%, 实现公司股权高度集中。

图 7: 公司股权结构图



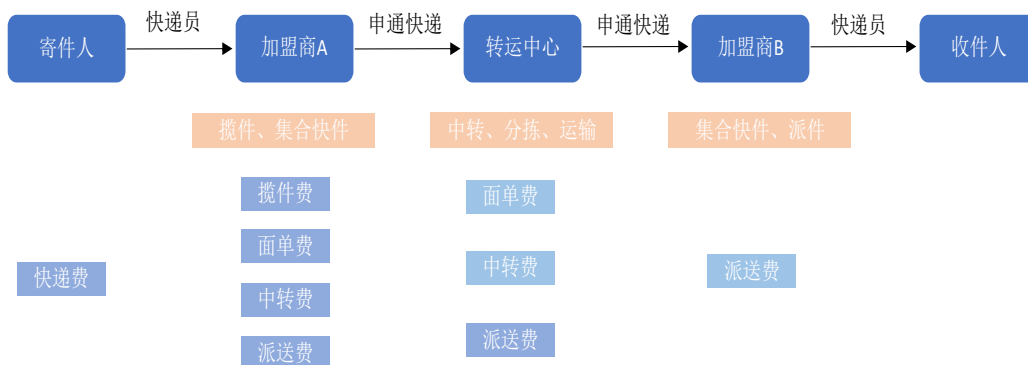
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2、加盟制快递集大成者, 实现网络的全覆盖

公司主要采用“中转直营、网点加盟”的经营模式。至 2018 年半年报, 公司已经拥有 68 个转运中心, 独立网点 2012 家, 服务站点及门店 24000 余家, 已开通过路由达到 9453 条, 较 2017 年底增长 84.02%, 加盟模式使得公司实现了网络的快速布局。在加盟模式下, 总部负责网络建设、中转和运营相关业务, 包括分拣、干线运输等, 加盟网点负责收派件和支线运输。

结算方面，总部承担统一支付结算功能。以快递流转的各环节来看，寄件人所在的加盟网点向总部支付面单费、中转费和收件地的派送费等，并由总部向收件人所在的派件加盟网点支付派送费。

图 8：快递流转的各环节收入拆分



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3、行业头部企业，居于第一梯队

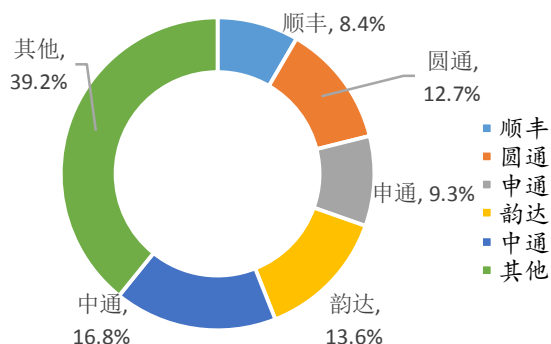
行业集中度较高，公司居于第一梯队。根据国家邮政局统计数据，快递行业 CR8 指数已从 2015 年 1 月的 78.20 提升至 2018 年 12 月的 81.20，且呈现上升趋势。这主要是由于 2016 年第一梯队快递公司陆续上市融资，资金量充足使得公司通过价格战逐步挤占二三线企业的市场份额，市场开始向头部企业集中。作为电商快递的头部企业，截至 2018 年上半年，申通市占率为 9.3%，居于行业第一梯队。

图 9：行业集中度不断提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：快递行业第一梯队公司市占率

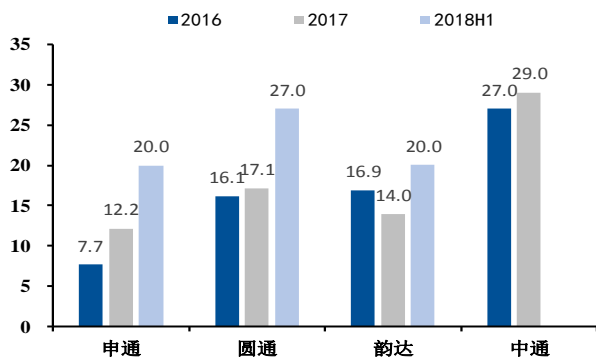


资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

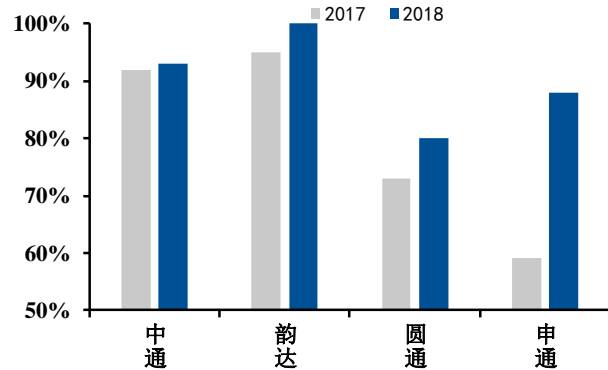
(三) 回顾公司发展，管理体制拖累发展进程

自 2006 年开始，我国快递业迎来了发展的黄金时期，公司凭借加盟制的先发优势，乘电商爆发之东风实现了快速的扩张，牢牢的占据了通达系第一梯队的位置。然而随着精细化管理时代的到来，调整滞后的管理体制拖累了公司整体的发展进程。

较低的转运中心直营率，难以适应精细化管理时代的发展。从资本支出的情况来看，相比于同类型的通达系公司，申通前几年更倾向于轻资产模式，整体投资明显低于韵达、中通等公司。且从投资内容占比来看，公司前几年投资的主要方向集中在运输车辆购置和分拣中心上，在土地和设备上的投资相对较少。因此公司 2017 年转运中心直营率为 59%，远低于中通（92%）和韵达（95%）。由于一线等重要城市的转运中心多为大加盟商所有，自动化率较低，总部的降本增效措施难以推进。得益于公司在 18 年对转运中心的加大投入，直营率达到 88%，但是相对于精细化管理较为突出的中通和韵达来说仍具备改善空间。

图 11：申通构建固定资产的现金流出较少


资料来源：公司公告，民生证券研究院（备注：中通统计至 2017 年）

图 12：通达系转运中心直营率变化


资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 5：各公司投资状况分析

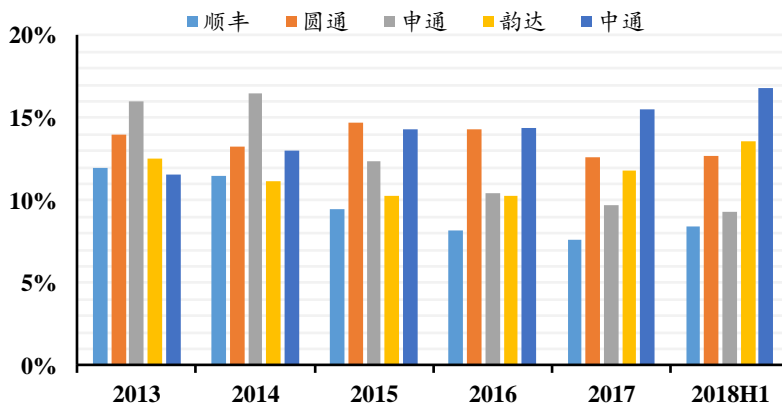
	项目	投资金额 (百万)	比例
申通	土地	225.92	16.39%
	转运中心	471.03	34.17%
	车辆	407.79	29.59%
	信息设备	61.79	4.48%
	其他（含股权投资）	211.84	15.37%
	合计	1378.38	16.39%
韵达	IT 设备及服务	19.7	2.48%
	车辆	1.7	24.22%
	分拣中心	18.0	43.50%
	土地	20.5	8.57%
	其他（含股权投资）	12.6	21.23%
	合计	7.0	-

资料来源：公司公告，民生证券研究院

调整滞后的管理体制，使得公司市占率逐年下降。申通快递作为通达系成立最早的公司，凭借加盟制的先发优势，其在 2012 年以前是绝对的民营快递龙头。对于公司来说，加盟制

占用资金少，可以快速扩展网点，在发展初期加盟制的推行让申通快递迅速实现了全国的网络布局。但是随着行业逐渐脱离粗放的高增速时代开始进入精细化管理时代时，传统加盟制出现弊端，使得公司难以适应快递企业的标准化和集约化发展趋势。公司市场份额逐渐被其他快递公司蚕食，市占率从2013年的16.0%下降到2018年上半年的9.3%。截至2018年半年报，公司市占率比圆通、韵达和中通分别低3.4%/4.3%/7.5%，居于第一梯队企业的末位。

图 13：申通市占率从 2015 年的 16.0% 逐渐下降至 2018 年上半年的 9.3%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

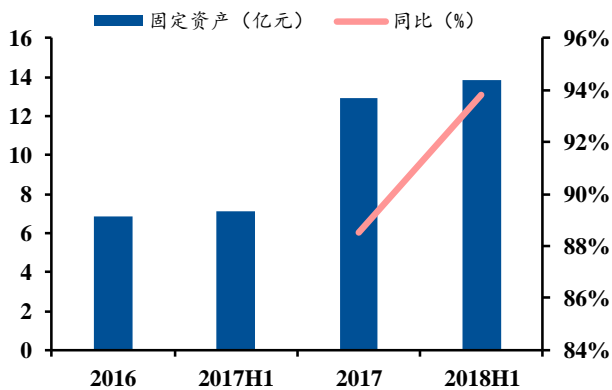
三、投资弥补短板，核心竞争力逐步提升

（一）投资补短板，成本管控能力提升

1、加大固定资产投资，弥补短板

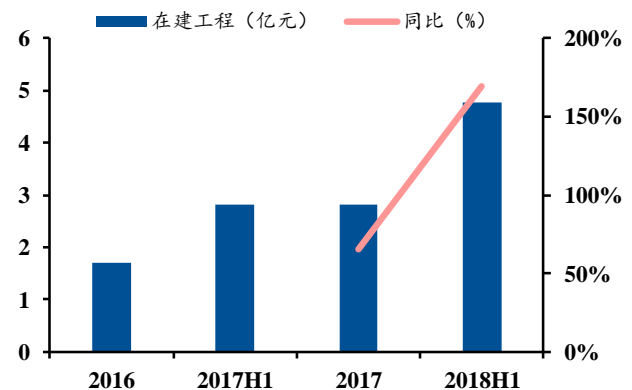
通过对公司过往发展进行分析，我们发现申通前几年更倾向于轻资产模式，对于基建投资、自动化设备升级等资本投入略显滞后。但自从意识到自身劣势之后，公司开始大幅增加固定资产投资以弥补短板。截至2018年半年报，公司固定资产达13.82亿元，同比增长93.83%，在建工程达4.78亿元，同比增长169.50%。

图 14: 公司固定资产投资大幅增加 (2018H1)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

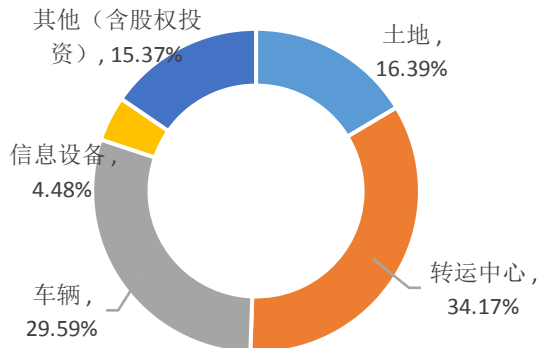
图 15: 公司在建工程总额大幅增加 (2018H1)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

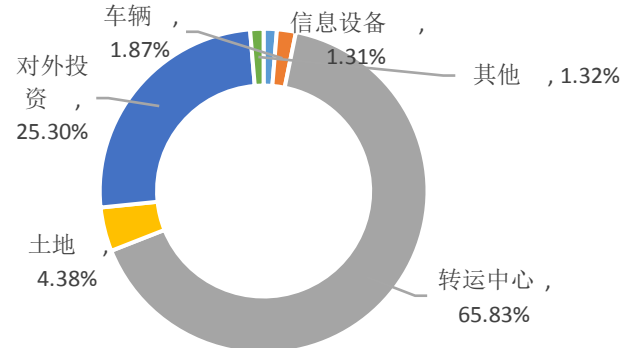
2017 年以来, 公司高度重视基建投资和自动化设备方面的劣势, 开始加大基础设施投入, 包括新建、改扩建的中转枢纽场地和自动化设备的更新、信息化设备等。从投资总额上来看, 2018 年投资力度更大, 截至 2018 年半年报, 公司投资总额达到 1751.54 亿元, 高出 2017 年全年的投资总额 373.16 亿元; 从投资方向上来看, 公司的投资方向由原本的车辆购置转向转运中心投资, 使得 2018 年上半年转运中心投资比例达到 65.38%。

图 16: 2017 年投资状况分析



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 17: 2018 年上半年投资状况分析

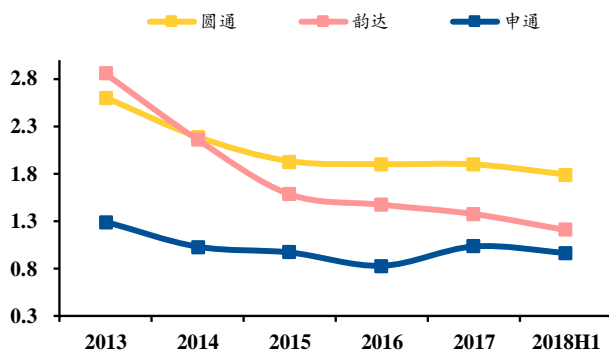


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2、精细化管理时代, 运输成本和职工薪酬控制成关键

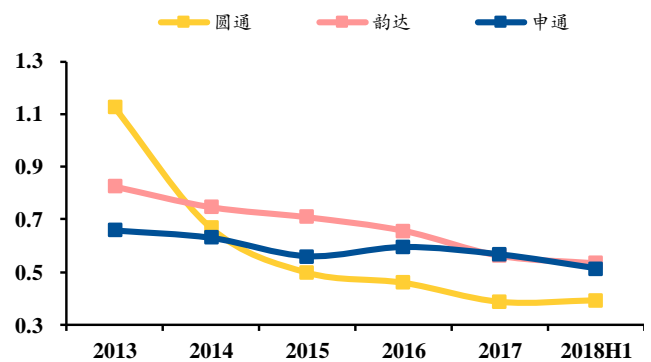
规模化效应造成的成本改善能力减弱。通过对单票成本 (剔除派送成本) 的趋势变化进入分析, 我们发现, 在全国网络的建设初期, 通过快速扩张网点形成的规模化效应极强, 对成本的边际改善空间较大, 但是随着快递网络的建成, 由规模化效应带来的成本边际改善能力逐渐递减, 行业告别粗放的高增速时代, 进入精细化管理时代是行业的大势所趋。

图 18: 单票成本 (剔除派送成本) 变化



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

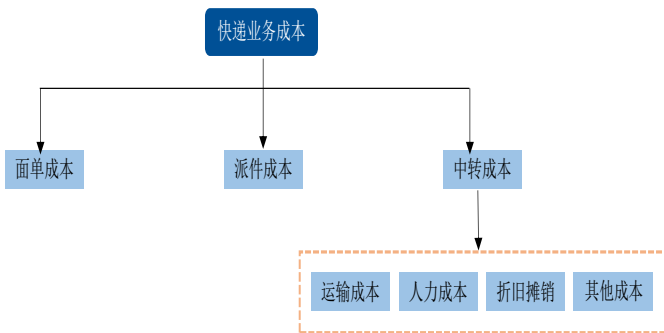
图 19: 单件毛利 (剔除派送成本) 变化



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

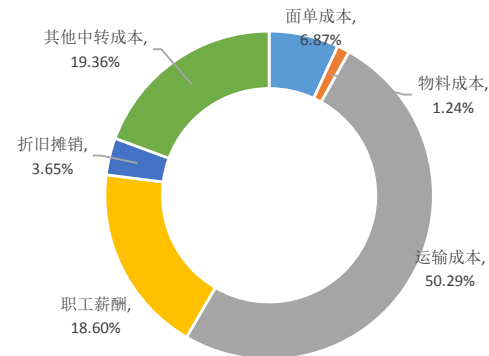
精细化管理时代, 运输成本和职工薪酬成为公司成本管控的关键。快递公司的快递业务成本主要分为三部分: 面单成本、派送成本和中转成本, 中转成本又可细分为运输成本、职工薪酬、折旧摊销和其他中转成本。由于总部对派送费进行统一支付结算, 揽件方网点向总部支付派件费, 总部又向派件方网点支付其派件费, 所以相应的派送成本并不是精细化管理的重点。剔除派送成本后, 我们对公司成本构成进行分析, 其中运输成本和职工薪酬占比最高, 分别为 50.29% 和 18.60%, 同时对标在精细化管理上具有先发优势的韵达和申通, 我们认为运输成本和职工薪酬将成为公司精细化管理的重点。

图 20: 公司快递业务成本拆分



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 21: 剔除派送成本后的成本构成 (2018 年半年报)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3、加速推进转运中心直营化, 提升成本管控能力

收购非直营转运中心, 成本改善值得期待。转运中心作为连接揽件方和派件方的中转中枢, 关系到快递服务的时效和质量, 是服务过程中的核心节点。通过推进转运中心直营化, 优势主要体现在以下三个方面:

(1) 对快递网络进行有效管理, 公司可通过对运输车辆进行重新编制和运输线路调整, 提升快递的中转效率进而降低运输成本;

(2) 总部具备资金优势，能够对转运中心进行改造并投入自动化分拣设备，降低人工成本；

(3) 从财务角度来看，收购转运中心后，分拣中心土地转化为自有，节约场地租赁成本，只需对土地投资额每年进行折旧摊销。

自 2018 年以来，公司加速推进转运中心直营化，分别购买了北京、湖北、深圳等核心转运中心，截至 2018 年底，公司 68 个转运中心中已经实现了 60 个转运中心的自营，转运中心直营率已经达到 88%。对比精细化管理进程较快的其他通达系公司，我们认为随着公司对已购买转运中心的持续设备投入和精细化管理，以及对转运中心直营的持续推进，成本边际改善值得期待。

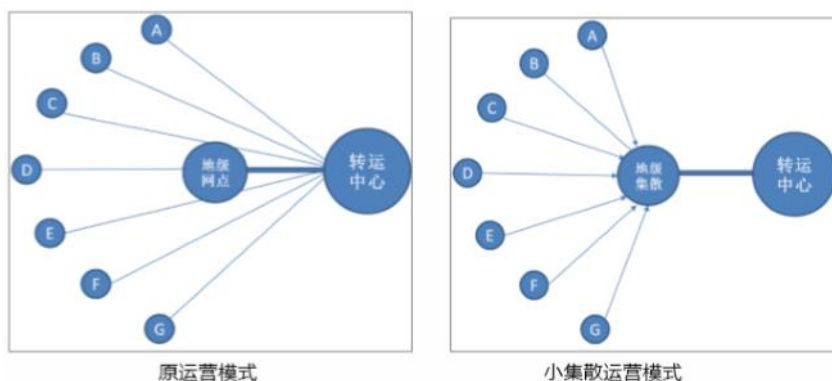
表 6：申通快递收购转运中心情况一览

	收购金额 (亿元)	收购转运中心数量	项目地点
2018 年 4 月	2.89	3	北京
	1.24	2	湖北
2018 年 6 月	2.38	4	深圳
	3.45	1	广东
	0.62	1	湖南
	0.80	2	东莞
2018 年 8 月	0.20	1	南昌
	0.81	1	郑州
	0.26	1	南宁
	0.33	1	长春
2018 年 10 月	0.39	1	龙里新
	0.35	1	昆明
2018 年 12 月	0.50	1	成都
	0.35	1	沈阳
	0.38	1	山西

资料来源：公司公告，民生证券研究院

推进转运中心自营，有利于实施中转布局“一盘棋”战略。按照公司发展规划的总体目标，对全网的中转统一进行布局：(1) 大中转小集散布局。明确未来的中转布局采用大中转、小集散模式，在管理上大中转实行总部直营，小集散实行网点自主；(2) 枢纽功能分级管理。建立枢纽等级对接机制，特级枢纽负责一个区域与全国的对接，一级枢纽负责一个省份与全国的对接，二级枢纽负责几个地级城市与全国的对接；(3) 三级枢纽统一布局。根据发展战略目标和地域环境的差异，统筹兼顾时效与成本，在全网统一进行布局，逐步推进大中转建设，5 年内，拟在东北、华北、华东、华中、华南、西南、西北形成 7 个特级枢纽、30 个一级枢纽、若干个二级枢纽的大中转格局。航空运输在重点线路实行包板、包仓，最终实现全货机运输。

图 22：大中转、小集散模式



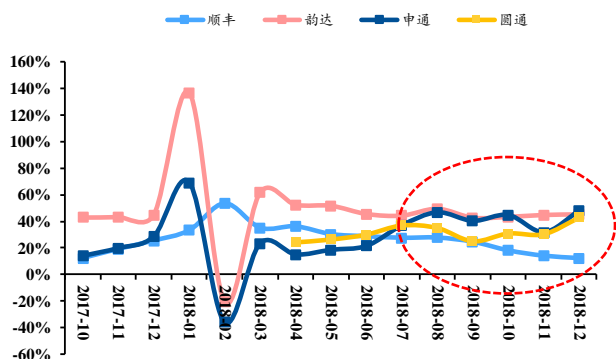
资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）业务增速与快递质量齐头并进，份额有望回升

1、业务量、业务收入增速重回高速轨道

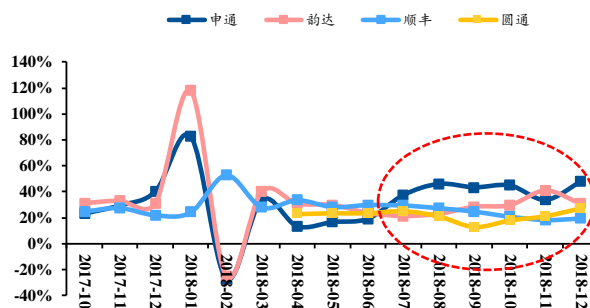
长期以来，申通快递的增速处于行业平均水平以下，在公司借壳上市之后开始改善管理、提升核心转运中心以及干线运营车辆的自营比例、改善服务质量，业务量增速逐步回升，收入增速在 2017 年再次超过行业平均水平，2018 年除了公司业务量增速提升带来收入增速提升外，前三季度新增自营转运中心资产组并表导致公司收入端增速高于行业增速近 6 个百分点。我们预计，随着公司精细化管理进程的推进、核心转运中心比例进一步提升以及全网效率、服务质量逐步改善，公司业务量增长仍将维持高增速，而高业务增速也将带动业务收入的高速增长。

图 23：业务量增速重回高轨道



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 24：业务收入增速重回高速轨道



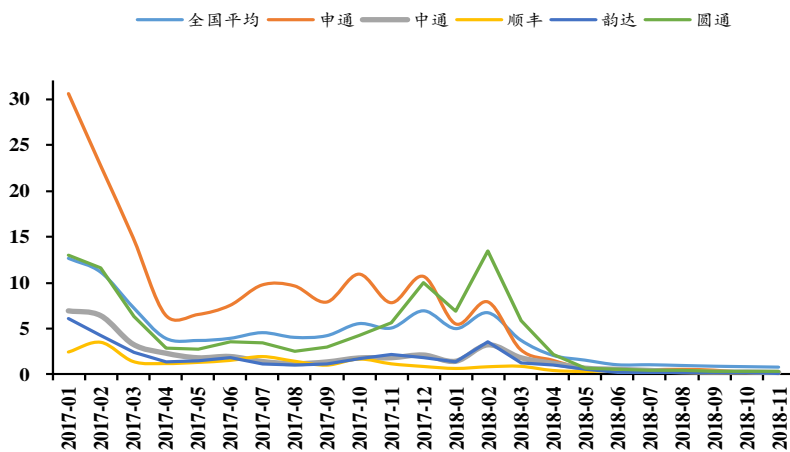
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、强化服务管控，快递服务质量改善明显

除 95543 呼叫系统、官网在线客服平台及官方微信平台等多种方式，公司还通过多种举措强化服务管控：(1) 95543 呼叫中心系统平台扩容升级；(2) 搭建省区客户服务体系；(3) 重新优化邮政申诉考核办法并优化邮政申诉相关人员的绩效考核方案。

从快递服务申诉率（快递企业每百万件业务量发生申诉问题的件数）数据来看，申通的快递服务质量改善程度最为明显，公司申诉率已从 2017 年 1 月的 30.57 降低至 2018 年 11 月的 0.12，均低于全国平均/中通/顺丰/韵达/圆通的 0.85/0.18/0.27/0.13/0.31，跃居为通达系中快递服务质量最优。

图 25：申通的快递质量改善明显

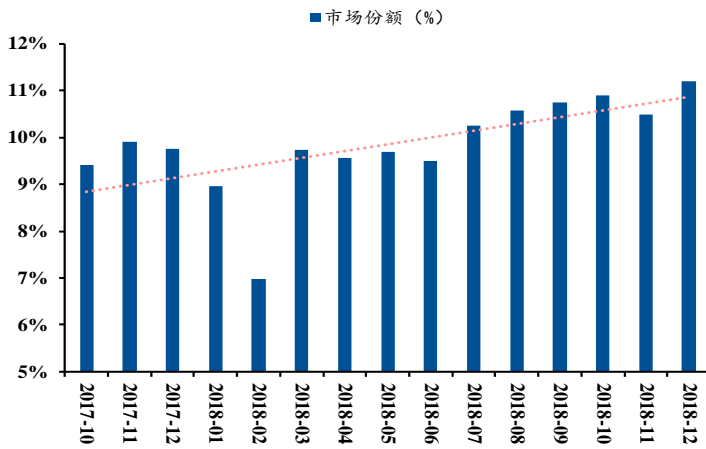


资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

3、市场份额呈现上升态势

从市场份额来看，申通的市占率 18 年呈现小幅回升态势。我们认为份额的回升主要是基于两方面的因素：(1) 得益于公司在精细化管理的推进，公司的服务效率和服务质量得到显著的提升，使得公司市场份额增加；(2) 通达系企业继续抢占二三线快递市场份额，头部集中度提高。公司 2018 年 12 月市场份额达到 11.20%，较去年同期增加 1.44 个百分点，市场份额变化整体呈现上升态势。

图 26: 公司市场份额回升, 2018 年 12 月达到 11.20%, 较去年同期增加 1.44 个百分点



资料来源: 公司公告, 国家邮政局, 民生证券研究院

四、盈利预测及投资建议

公司是我国快递行业的头部企业之一, 享受行业高增速带来的快速增长, 随着行业集中度的不断提高, 以及公司精细化管理的持续推进, 预计公司市场份额有望呈上升态势。目前公司的精细化管理体制正在逐步增强, 对标通达系公司, 预计公司未来仍将继续大规模的收购核心转运中心、提升自营车辆比例, 整合网络资源, 以进一步降本增效。

(一) 业绩拆分

表 7: 公司业绩拆分 (百万元)

	2016	2017	2018H1	2018	2019E	2020E
营业收入	9828.63	12659.68	6629.45	16603.76	20783.95	25629.12
面单收入	2131.48	2784.51	1451.95	3680.64	4600.433	5678.249
中转收入	2346.09	3352.59	1554.20	3885.12	4856.013	5993.708
派送收入	5246.11	6432.30	3578.75	8946	11245.5	13880.16
物料收入	104.94	90.27	31.65	80.00	70.00	65.00
其他	10.47	11.45	12.90	12	12.00	12.00
营业成本	7,919.44	10,321.74	5371.17	13737.00	17145.79	21225.19
面单成本	241.66	260.25	137.29	332.28	415.32	512.62
中转成本	2412.10	3682.40	1837.30	5060.88	6325.596	7886.457
运输成本	1,537.12	2,228.80	1005.43	2504.88	3130.851	3864.364
职工薪酬	513.35	629.82	371.86	817.92	894.5287	1104.104
折旧摊销	139.73	178.60	72.96	920.16	1214.003	1577.291
其他中转成本	221.89	645.18	387.06	817.92	1086.213	1340.698
派送成本	5,176.18	6,305.04	3371.84	8281.44	10350.98	12776.06
其他	0.57	0.67	0.45	0.24	0.12	0.12

资料来源: 民生证券研究院

(二) 相对估值

预计 2018-2020 年，公司归属于母公司股东的净利润分别为 20.89 亿元/23.44 亿元/28.53 亿元，EPS 为 1.36 元/1.53 元/1.86 元，对应 PE 为 14/12/10 倍。相比于通达系公司估值，申通快递估值相对较低。首次覆盖，给予“推荐评级”。(备注：申通快递估值来自民生证券研究院估值，韵达股份、圆通速递的估值均来自于一致预测)

表 8：横向估值比较

代码	简称	EPS			PE		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
002120	韵达股份	1.44	1.52	1.92	24	23	18
600233	圆通速递	0.62	0.75	0.89	19	16	14
002468	申通快递	1.36	1.53	1.86	14	13	10

资料来源：Wind，民生证券研究院

五、风险提示

- 1、行业增速不及预期；
- 2、行业发生大规模价格战。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	12,657	16,604	20,784	25,629
营业成本	10,322	13,737	17,146	21,225
营业税金及附加	45	58	62	64
销售费用	76	100	125	154
管理费用	311	408	478	564
EBIT	1,903	2,300	2,973	3,622
财务费用	(86)	(72)	(105)	(149)
资产减值损失	128	0	0	0
投资收益	32	390	32	32
营业利润	1,894	2,763	3,109	3,802
营业外收支	95	0	0	0
利润总额	1,989	2,858	3,205	3,898
所得税	502	772	865	1,052
净利润	1,488	2,086	2,339	2,845
归属于母公司净利润	1,488	2,086	2,339	2,845
EBITDA	2,134	2,624	3,410	4,173

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3244	4683	6723	9421
应收账款及票据	962	1227	1535	1893
预付款项	123	164	205	253
存货	32	41	52	64
其他流动资产	1395	1395	1395	1395
流动资产合计	5854	7847	10332	13547
长期股权投资	51	51	51	51
固定资产	1295	1903	2511	3119
无形资产	720	874	1021	1160
非流动资产合计	2955	3551	4032	4401
资产合计	8809	11398	14364	17948
短期借款	5	0	0	0
应付账款及票据	806	936	1169	1447
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2007	2510	3136	3875
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	26	26	26	26
非流动负债合计	26	26	26	26
负债合计	2033	2536	3162	3901
股本	422	422	422	422
少数股东权益	23	23	23	23
股东权益合计	6776	8862	11202	14047
负债和股东权益合计	8809	11398	14364	17948

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	28.1	31.2	25.2	23.3
EBIT 增长率	17.3	20.9	29.2	21.8
净利润增长率	17.9	40.2	12.1	21.6
盈利能力				
毛利率	18.5	17.3	17.5	17.2
净利润率	11.8	12.6	11.3	11.1
总资产收益率 ROA	16.9	18.3	16.3	15.9
净资产收益率 ROE	22.0	23.6	20.9	20.3
偿债能力				
流动比率	2.9	3.1	3.3	3.5
速动比率	2.9	3.1	3.3	3.5
现金比率	1.6	1.9	2.1	2.4
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	19.7	19.7	19.7	19.7
存货周转天数	1.1	1.1	1.1	1.1
总资产周转率	1.5	1.6	1.6	1.6
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	1.4	1.5	1.9
每股净资产	4.4	5.8	7.3	9.2
每股经营现金流	1.4	1.2	1.8	2.3
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	19.6	14.0	12.5	10.2
PB	4.3	3.3	2.6	2.1
EV/EBITDA	12.1	9.3	6.6	4.7
股息收益率	1.0	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,488	2,086	2,339	2,845
折旧和摊销	359	324	438	551
营运资金变动	319	(46)	182	221
经营活动现金流	2,098	1,879	2,832	3,490
资本开支	1,212	824	824	824
投资	(1,162)	0	0	0
投资活动现金流	(2,372)	(434)	(792)	(792)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(200)	0	0	0
筹资活动现金流	(344)	(5)	0	0
现金净流量	(618)	1,440	2,040	2,698

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 快递行业增长维持高景气度.....	3
图 2: 行业具备逆周期的增长韧性.....	3
图 3: 拼多多 GMV (亿元) 及同比 (%)	3
图 4: 拼多多包裹量占比持续增加.....	3
图 5: 低线城市的互联网增速.....	4
图 6: 中西部地区业务量增速提升明显.....	4
图 7: 公司股权结构图	7
图 8: 快递流转的各环节收入拆分.....	8
图 9: 行业集中度不断提升.....	8
图 10: 快递行业第一梯队公司市占率.....	8
图 11: 申通构建固定资产的现金流出较少.....	9
图 12: 通达系转运中心直营率变化.....	9
图 13: 申通市占率从 2015 年的 16.0% 逐渐下降至 2018 年上半年的 9.3%	10
图 14: 公司固定资产投资大幅增加 (2018H1)	11
图 15: 公司在建工程总额大幅增加 (2018H1)	11
图 16: 2017 年投资状况分析.....	11
图 17: 2018 年上半年投资状况分析.....	11
图 18: 单票成本 (剔除派送成本) 变化.....	12
图 19: 单件毛利 (剔除派送成本) 变化.....	12
图 20: 公司快递业务成本拆分.....	12
图 21: 剔除派送成本后的成本构成 (2018 年半年报)	12
图 22: 大中转、小集散模式.....	14
图 23: 业务量增速重回高轨道.....	14
图 24: 业务收入增速重回高速轨道.....	14
图 25: 申通的快递质量改善明显.....	15
图 26: 公司市场份额回升, 2018 年 12 月达到 11.20%, 较去年同期增加 1.44 个百分点.....	16

表格目录

表 1: 未来两年快递业务量预测.....	5
表 2: 国家邮政局预计快递业务量增速.....	5
表 3: 公司发展历程	6
表 4: 公司的主要业务产品.....	7
表 5: 各公司投资状况分析.....	9
表 6: 申通快递收购转运中心情况一览.....	13
表 7: 公司业绩拆分 (百万元)	16
表 8: 横向估值比较	17

分析师简介

钟奇，民生研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。