

物流

如何经营好一张快递网络？从中通四季报管窥

证券研究报告

2018 年 03 月 11 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

姜明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516110002

jiangming@tfzq.com

黄盈

联系人

huangying1@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《物流-行业点评:业务量超 400 亿, 快递业全年数据收官》 2018-01-16
- 2 《物流-行业点评:17 年“双 11”物流怎样? 意料之外的预售与顺丰, 情理之中的仓配和标件》 2017-11-24
- 3 《物流-行业深度研究:物流地产的黄金 2.0 时代: 万物生长, 进化正当时》 2017-11-23

事件

中通 (ZTO.N) 披露 2017 年四季度业绩: 公司单季度实现业务量 20.15 亿票, 同比增长 35.8%; 营业收入 43.31 亿元, 同比增长 35.7%; 单季度调整后净利润 12.65 亿元, 同比增长 71.0%。

2017 全年, 公司包裹数量达到 62.19 亿件, 同比增长 38.3%; 收入实现 130.60 亿元, 同比增长 33.4%; 全年调整后净利润 32.29 亿元, 同比增长 49.2%。

2017 以高增速收官, 四季度增速略逊于前三季度

1Q 至 4Q, 中通快递的业务量增速分别为 41.9%、37.6%、39.4%与 35.8%, 其中四季度收入稍逊, 我们认为一方面符合了 17 年快递全行业的增速趋势, 另一方面, 旺季各家快递公司都在产能上限运行, 亦有大量货源被分流至二线快递处, 导致了四季度公司增速不及前三季度。公司全年包裹量增速 38.3%, 超出行业增速 10 个百分点, 市场竞争力再次充分体现。

直跑、轻量与电子面单, 共促四季度单价下行

拆解公司四季度收入, 快递收入 38.34 亿 (+26.5%), 仍然为板块主力, 但快递收入的增长远不如包裹数量增长, 主要在于单票包裹的价格有所下行; 公司营收的边际增量来自于货代收入部分, 四季度实现 2.70 亿元。

公司单票快递收入的下滑主因来自于以下几个方面: 1) 站点式自跑车数量增加, 中转费口径变小; 2) 包裹重量的下降; 3) 电子面单率提升。

成本控制得当, 单票运输成本略有增长

4 季度公司的运输成本为 0.75 元/票 (同比-0.08 元/票, 环比+0.03 元/票); 单票的操作费环比上基本维持不变, 为每票 0.38 元。总的来说, 公司的成本控制力是同行业中的佼佼者, 其中干线方面使用大量自有车辆进行运输, 自有车 3600 辆, 比例达到 3/4, 其中有大量的 15-17 米大车; 另外公司转运中心的自动化率也为全行业领先。

或受大客户影响, 营业利润率下滑

大客户服务符合电商行业 C2C 向 B2C 转型、流量集中的特点, 但由于大客户的成本中包含了一般成本与派费, 导致毛利率相对较低; 叠加公司对于 COE (China Oriental Express) 的收购事项, 公司的毛利率降至 31.2%, 同比减少 5.2 个百分点, 环比减少 5 个百分点, 单票毛利额为 0.67 元/票。

行业启示: 成本控制与加盟商自跑

中通有力的成本控制在于干线上 (4800 辆干线车辆中, 3/4 为自有, 自有车中又有一半以上是 15-17 米的大车), 对单票成本和人工成本的控制都很有力。而加盟商之间的自跑则对公司的时效和网络承载力有利, 但会缩小收入与成本的口径, 我们认为该行为会是快递网络的补充, 而非主力。

投资建议

中通作为通达系中在规模和成本上都较具优势的一家公司, 其经营与财务数据都非常值得我们深思。长期来看, 成本上的优势与综合物流能力的提升将会是快递公司构筑护城河的关键。A 股方面, 长期应当关注在成本、布局和增速上能够持续领先的标的, 推荐增速长期跑赢的韵达股份、估值较低的申通快递、圆通速递, 以及龙头优势鲜明、数据商业版图扩张完善的顺丰控股。

风险提示: 行业增速超预期下滑; 竞争格局恶化

1. 事件

中通 (ZTO.N) 披露 2017 年四季度业绩：公司单季度实现业务量 20.15 亿票，同比增长 35.8%；营业收入 43.31 亿元，同比增长 35.7%；单季度调整后净利润 12.65 亿元，同比增长 71.0%。

2017 全年，公司包裹数量达到 62.19 亿件，同比增长 38.3%；收入实现 130.60 亿元，同比增长 33.4%；全年调整后净利润 32.29 亿元，同比增长 49.2%。

中通财报链接：<http://zto.investorroom.com/>

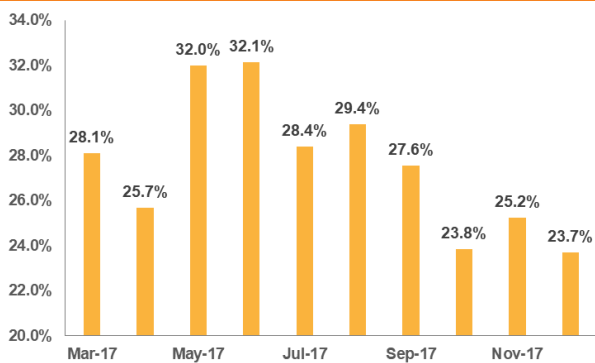
2. 点评

2.1. 公司数据点评

■ 2017 以高增速收官，四季度增速略逊于前三季度

2017 是中通快递在增速上远超行业的一年，从 1Q 至 4Q，中通快递的业务量增速分别为 41.9%、37.6%、39.4%与 35.8%，其中四季度收入稍逊，我们认为一方面符合了 17 年快递全行业的增速趋势，另一方面，由于 4Q 是行业旺季，各家快递公司都在产能上限运行，亦有大量货源被分流至二线快递处，导致了四季度公司增速不及前三季度。整体来说，公司作为行业规模第一的龙头公司，全年包裹量增速 38.3%，超出行业增速 10 个百分点，市场竞争力再次充分体现。

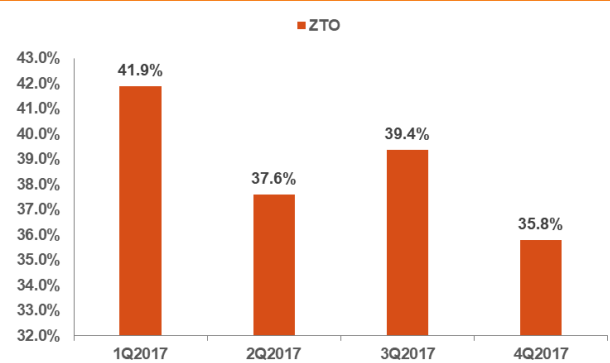
图 1：2017 年快递业逐月业务量增速 (%)



资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

注：为表示趋势，表格中剔除了 17 年 1、2 月份受春节假期扰动较大的数字

图 2：2017 年中通快递逐季包裹量增速 (%)



资料来源：公司财报，天风证券研究所

■ 直跑、轻量与电子面单，共促四季度单价下行

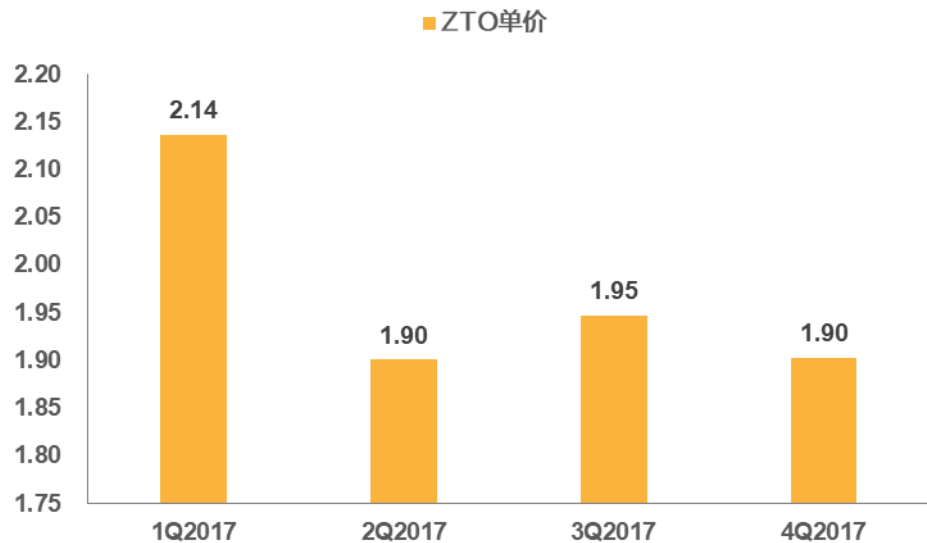
拆解公司四季度收入，快递收入 38.34 亿 (+26.5%)，仍然为主力板块，但快递收入的增长远不如包裹数量增长，主要在于单票包裹的价格有所下行；公司营收的边际增量来自于货代收入部分，四季度实现 2.70 亿元。

公司单票快递收入的下滑主因来自于以下几个方面：

- 1) **站点式自跑车数量增加，是为单价下滑的主要原因：**在来回货源需求重组的线路进行加盟商自跑，带来的是收入口径的缩小，即中转费的减少，但有利于快件时效；
- 2) **包裹重量的下降：**我们认为重量下降的原因一方面来自于重大件向快运网络分流，另一方面也是收到拼多多这类新兴电商的崛起所带动，轻量件占比提升，导致平均重量下降；

3) 电子面单率提升：电子面单的成本较手写面单更低，面单费率也更低。

图 3：2017 年逐季度 ZTO 快递单价变化（元/票）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

■ 成本控制得当，单票运输成本略有增长

中通在过多个季度的财报中已经体现了公司对于成本的控制能力，4 季度公司的运输成本为 0.75 元/票（同比-0.08 元/票，环比+0.03 元/票），考虑到自跑的增加，实际的运输成本趋势应较这个环比增加的数字略大；单票的操作费环比上基本维持不变，为每票 0.38 元，四季度的增加主要来自于人力成本，与旺季产能不足有关。总的来说，公司的成本控制力是同行业中的佼佼者，其中干线方面使用大量自有车辆进行运输，自有车 3600 辆，比例达到 3/4，其中有大量的 15-17 米大车；另外公司转运中心的自动化率也为全行业领先。

■ 或受大客户影响，营业利润率下滑

大客户（Key Enterprise Customers）为中通直营的客户。大客户的服务符合电商行业 C2C 向 B2C 转型、流量集中的特点，但由于大客户的成本中包含了一般成本与派费，导致毛利率相对较低，对公司利润率造成一定影响；叠加公司对于 COE（China Oriental Express）的收购事项，公司的毛利率降至 31.2%，同比减少 5.2 个百分点，环比减少 5 个百分点，单票毛利额为 0.67 元/票。

从远期来看，公司的愿景在于平衡市场份额与盈利能力，而我们认为从规模效应、成本节约的角度，对市场份额的追逐应是第一要务，因此即便短期对利润率有所影响，但只要是符合行业长期发展规律的措施（例如迎合大客户需求）也会是公司发展的重中之重。

2.2. 行业启示

中通作为行业的领军企业，不论是在增速和成本控制上都体现出较高的水平，规模效应带来低成本，而更低的盈亏平衡点则带来优质的现金流和更广阔的获取业务的空间，形成良性循环。我们从中通四季报中得到两个感想：

- 1) 一是干线仍然是加盟制快递成本控制的核心环节，中通的手段较为科学。加盟制快递不需要负担绝大部分的第一公里和最后一公里服务，主要的成本集中在干线运输与分拣上。就中通而言，干线运输车辆的高自有率一直是它的核心竞争优势：4800 辆车中 3600 辆为自有，而自有车辆中又有一半以上为 15-17 米的大货车。大货车的好处在于平摊了单票成本，以及节约司机的人工费用，积少成多，成为公司业绩领先的重

要因素；

- 2) **二是关于站点自跑。**加盟商互相间的自跑现象在各家公司均存在，即允许某些需求充足的线路上，加盟商进行自跑。**自跑的意义在于时效、网络与财务三个方面：时效上看**，自跑节约了预分拣、转运中心分拣等待等环节，是提升时效的利器；**网络上**看，自跑是在公司核心转运中心产能存在瓶颈时，扩大网络承载力的方式；**而在财务上**，自跑比例的提升则是同时降低了中转收入与中转成本。我们认为自跑将会是快递网络的一类补充，但快递公司的核心竞争力仍然是自有的干线网络，自跑的有利作用将会在一个较为稳定的程度上发挥。

3. 投资建议

中通作为通达系中在规模和成本上都较具优势的一家公司，其经营与财务数据都非常值得我们深思。长期来看，成本上的优势与综合物流能力的提升将会是快递公司构筑护城河的关键。A 股方面，长期应当关注在成本、布局和增速上能够持续领先的标的，推荐增速长期跑赢的韵达股份、估值较低的申通快递、圆通速递，以及龙头优势鲜明、数据商业版图扩张完善的顺丰控股。

4. 风险提示

行业增速超预期下滑；竞争格局恶化

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com