



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

业绩符合预期，规模优势持续保持，单票成本持续改善

——中通快递 2023 年业绩点评

买入（维持）

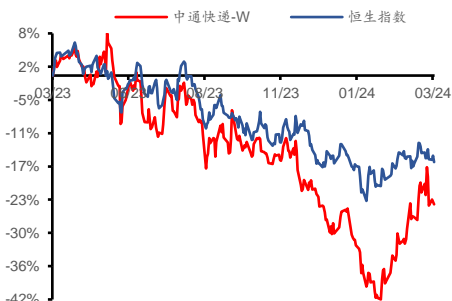
行业： 交通运输
日期： 2024年03月29日

分析师： 王亚琪
Tel: 021- 53686472
E-mail: wangyaqi@shzq.com
SAC 编号: S0870523060007

基本数据

| | |
|------------------|---------------|
| 最新收盘价（港元） | 165.00 |
| 12mth 港股价格区间（港元） | 126.10-234.80 |
| 总股本（百万股） | 812.87 |
| 流通股/总股本 | N/A |
| 流通市值（亿港元） | 1,018.75 |

最近一年股票与恒生指数比较



相关报告：

《单票经济效益优异，规模效应持续释放》

——2023 年 09 月 01 日

《行稳致远，进而有为》

——2023 年 07 月 05 日

■ 投资摘要

事件概述

3月20日，公司发布公告称，2023年公司实现营业收入、调整后净利润和调整后的归母净利润分别为384.2亿元、90.1亿元和90.0亿元，分别同比增长8.6%、32.3%和29.4%。其中，四季度公司实现营业收入106.2亿元，同比增长7.6%；调整后净利润为22.1亿元，同比增长4.4%。此外，2023年公司每股分配0.62美金，同比增长67.6%。

分析与判断

2023年快递行业的价格竞争较为激烈，尤其在电商需求集中的地区，2023年产粮区义乌的单票价格处于历史较低水位。我们认为，在行业整体呈现弱复苏的局面下，中通快递在保持高质量服务品质的同时，有效地平衡服务质量、业务量和利润之间的增长。

◆ **收入端：**2023年核心快递业务收入由去年同期的341.6亿元提升至375.1亿元，同比增长9.8%；其中，快递服务业务收入录得354.9亿元，同比增长8.9%，占总营收的92.4%。2023年公司实现包裹量302亿件，同比增长23.8%，市场份额扩大0.8pct至22.9%；和行业趋势一致，公司核心单票收入下降11.3%，即0.16元，其中0.05元为增量补贴。

◆ **成本端：**2023年公司总营业成本录得267.6亿元，同比增幅仅1.6%。得益于规模经济效益持续发挥、干线路线规划优化以及燃油价格的下降，干线运输成本录得135.9亿元，同比增长8.9%，单位运输成本则同比下滑12.1%（0.06元）。分拣中心的运营成本录得82.5亿元，同比增长5.2%，单位分拣成本则同比减少15.0%（0.05元）。运输+分拣环节合计减少0.11元。此外，公司2023年资本开支为66.7亿元，同比下滑8%。

◆ **利润：**2023年公司毛利完成116.6亿元，同比提升29.0%，毛利率提升4.8pct至30.4%。公司的规模优势、持续产能提升和稳定的销管费用结构抵消了价格下降带来的影响，全年经营性利润率提升了4.1pct至26.0%。

◆ **分红：**中通快递董事会已批准，2023年每股分配现金分红0.62美金，同比增长67.6%，且披露2024年股息支付率将不低于40%。此外，在原有的15亿美金回购计划基础上，公司将追加5亿美金，彰显管理层信心。

■ 投资建议

我们认为，“规模为王”是快递行业竞争的核心因素之一，而中通作为快递行业的龙头公司，有望持续发挥规模效应；同时，公司具备卓越的成本管控能力，2018-2023年期间（除2022年），核心单票成本均呈现持续下滑趋势，2023年单位运输成本和单位分拣成本则同比下滑

0.06 元和 0.05 元，成本端的持续改善有效对冲了行业价格竞争下的单票收入下滑。我们认为，在行业整体呈现弱复苏的局面下，中通快递在保持高质量服务品质的同时，有效地平衡服务质量、业务量和利润之间的增长。此外，据公司披露，预计 2024 全年包裹量 347.3-356.4 亿件，同比增长 15%-18%。我们预测，公司 2024-2026 年营业收入分别为 442.5 亿元、492.8 亿元和 528.4 亿元，分别同比增长 15.2%、11.4%和 7.2%，且毛利率较 2023 年持续改善，分别为 31.9%、32.2%和 32.4%；归母净利润分别为 104.4 亿元、119.1 亿元和 130.2 亿元，分别同比增长 19.3%、14.1%和 9.3%，对应的 EPS 为 12.67 元、14.46 元和 15.81 元，以 3 月 27 日收盘价对应的市盈率为 12x、10x 和 10x，维持“买入”评级。

■ 风险提示

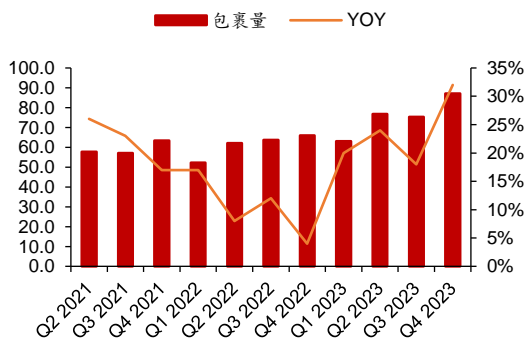
经济复苏不及预期；电商行业景气度不及预期；价格战过于激烈；监管政策变动；油价大幅上涨；人工成本持续上升等。

■ 数据预测与估值

| 单位：百万元人民币 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 38419 | 44251 | 49284 | 52842 |
| 年增长率 | 8.6% | 15.2% | 11.4% | 7.2% |
| 归属于母公司的净利润 | 8749 | 10437 | 11908 | 13021 |
| 年增长率 | 28.5% | 19.3% | 14.1% | 9.3% |
| 每股收益（元） | 10.83 | 12.67 | 14.46 | 15.81 |
| 市盈率（X） | 13.76 | 11.98 | 10.50 | 9.60 |
| 市净率（X） | 2.05 | 1.77 | 1.51 | 1.30 |

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024 年 03 月 27 日收盘价）

图 1：21Q2-23Q4 中通快递季度包裹量及增速（单位：亿件、%）



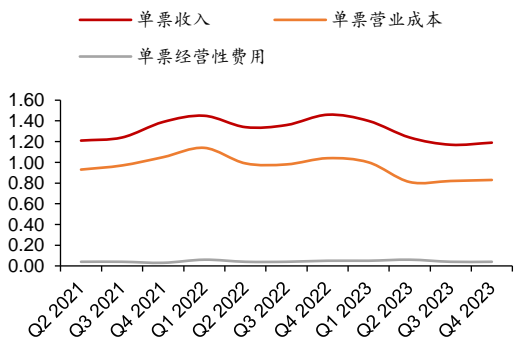
资料来源：中通快递 2023 年第一、四季度投资人演示材料，上海证券研究所

图 3：21Q2-23Q4 中通快递季度毛利及毛利率（单位：亿元、%）



资料来源：中通快递 2023 年第一、四季度投资人演示材料，上海证券研究所

图 5：21Q2-23Q4 中通快递季度单票收入、单票营业成本及单票经营性费用（单位：元/票）



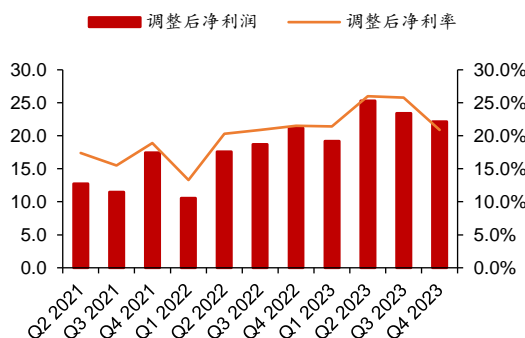
资料来源：中通快递 2023 年第一、四季度投资人演示材料，上海证券研究所

图 2：21Q2-23Q4 中通快递季度收入及增速（单位：亿元、%）



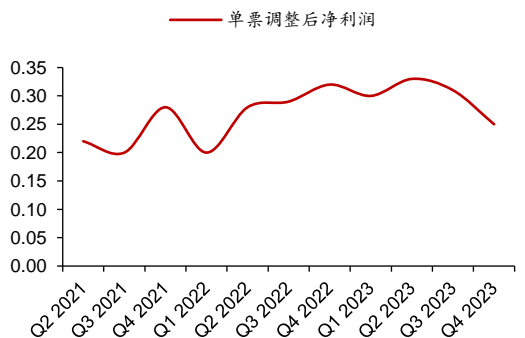
资料来源：中通快递 2023 年第一、四季度投资人演示材料，上海证券研究所

图 4：21Q2-23Q4 中通快递季度调整后净利润及调整后净利率（单位：亿元、%）



资料来源：中通快递 2023 年第一、四季度投资人演示材料，上海证券研究所

图 6：21Q2-23Q4 中通快递季度单票调整后净利润（单位：元/票）



资料来源：中通快递 2023 年第一、四季度投资人演示材料，上海证券研究所

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

| | |
|----------------|---|
| 股票投资评级： | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。 |
| 买入 | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 5-20% |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数±5%之间 |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 5%以上 |
| 无评级 | 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| 行业投资评级： | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。 |
| 增持 | 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数 |
| 中性 | 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平 |
| 减持 | 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数 |

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

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、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断