

中通快递（2057.HK）深度报告：共建共享，基业长青

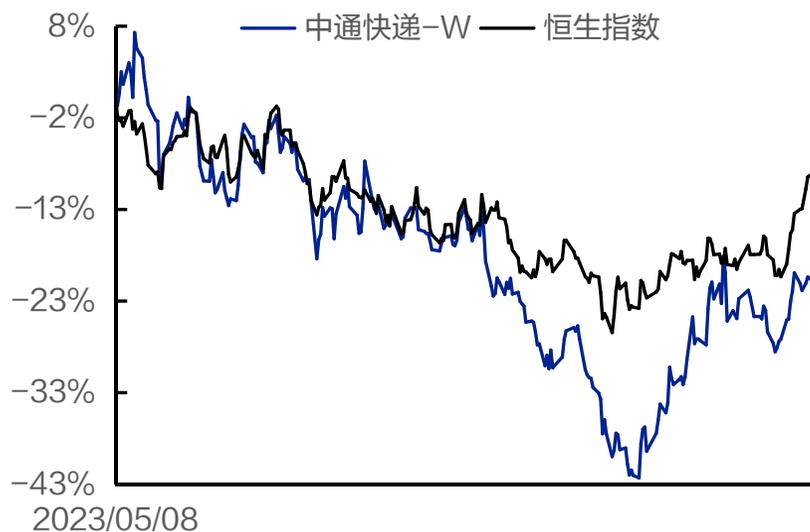
评级：买入(维持)

祝玉波(证券分析师)

S0350523120005

zhouyb01@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
中通快递-W	5.2%	29.5%	-18.6%
恒生指数	11.1%	15.1%	-7.3%

市场数据

2024/05/06

当前价格 (港元)	169.00
52周价格区间 (港元)	124.10-236.40
总市值 (百万港元)	137,374.47
流通市值 (百万港元)	137,374.47
总股本 (万股)	81,286.67
流通股本 (万股)	81,286.67
日均成交额 (百万元)	315.11
近一月换手 (%)	0.46

相关报告

《中通快递-W (02057) 2023年年度业绩公告点评: 稳增长、提分红, 价值投资选中通 (买入)*物流*祝玉波》——2024-03-21

《中通快递-W (02057) 动态点评: 中通快递入港股通, 基业长青, 长期看好 (买入)*物流*祝玉波》——2024-03-02

《中通快递-W (02057) 公司动态研究: 降本超预期+业务结构改善, 单票盈利稳健 (买入)*物流*许可, 祝玉波》——2023-11-23

◆ 历史复盘：洞察本质，弯道超车

三大关键决策，奠定龙头地位。2002年中通快递成立，2005年开通省际班车“扩网”、2009年推行有偿派费“稳网”、2014年完成股份制改革“链网”，凭借对加盟制快递商业模式本质的深刻洞察，中通快递在2017年弯道超车成为行业龙头，并不断与同行拉开差距。通过对中通快递“三大决策”的了解，有助于理解加盟制快递龙头中通快递的核心竞争力，和长期发展动能。

省际班车“扩网”：洞察市场需求，首个开通省际班车的民营快递企业，从江浙沪走向全国，极大的提升了网络覆盖范围和全国快递服务能力。
有偿派费“稳网”：率先提出全网“有偿派费”，解决“派费互免”模式下网络利益分配不均问题，极大提高了末端稳定性，加盟商换手率<5%。
股份改革“链网”：唯一推动股份制改革的加盟制快递公司，主要网络合作伙伴转为公司股东，形成集中性管理的全国性网络，实现全网一盘棋。
全网一盘棋，力出一孔：全网集中管理下，公司率先推动网络扁平，转运中心自营率快速提升，并为后续转运中心自动化改造提供条件。资本开支+规模增长下，公司充分发挥规模效应实现成本领先，更低的成本意味着更强的价格竞争力，从而获得更多单量，实现良性循环，强者恒强。

◆ 未来展望：同建共享，向上突破

共建共享理念，基业长青。省际班车、有偿派费、股份制改革的三大关键决策的践行，不仅造就了公司后来居上，更是让公司形成“同建共享”的长期理念。我们认为，该理念正是加盟制快递企业的核心竞争力，也是中通快递基业长青的基石。展望未来，落实至基本面，“同建共享”的理念将促进全链路降本以及产品分层策略的顺利实施。在全链路降本+产品分层的背景下，有望实现“量、价、本、利”向上突破，释放业绩弹性。

“同建共享”促进全链路降本：网点自动化+三网叠加+兔喜是全链路降本关键，其中末端成本占快递全链路成本2/3，主要工作在末端，在“同建共享”的理念下，中通快递网点将积极配合落实自动化和兔喜超市，加之三网叠加将继续促进公司全链路成本下行，将不断夯实公司成本竞争力。

“同建共享”促进产品分层：产品分层是未来通达系单票盈利拉开差距的关键，包括时效产品、送货上门、派前电联等，需要末端极强的履约能力。在“同建共享”的理念下，中通快递网点积极配合总部产品升级，公司有望通过中高端市场的渗透优化公司业务结构，打开盈利空间。

“同建共享”促进业务多元：中通快递已完成了包括国际/跨境业务、零担运输业务、仓储业务、兔喜超市、冷链/航空业务的多元化生态系统布局。其中中通快运已成为头部企业，2019-2023年均实现盈利。公司新业务发展成功率高发展好，亦受“共建共享”理念下合理利益分配的积极影响。

“量、价、本、利”向上突破，释放业绩弹性：在全链路降本，以及中高端业务持续渗透的背景下，公司“量、价、本、利”仍有很大提升空间，有望实现业绩持续释放，带来公司长期投资机会。

◆ 投资建议：

短期：行业进入温和价格竞争新阶段，公司“量、质、利”平衡发展战略下，业绩及现金流提前进入稳态，但估值正处底部，建议积极布局。

中期：价格竞争温和，但仍在持续，行业价格持续创新低，网点盈利能力已逼近极限，考虑社保政策三年全面落地，尾部企业全链路成本面临上涨压力，或催化头部企业加速集中，行业格局拐点亦可期，中通快递作为龙头企业，将充分受益于行业格局拐点带来的投资机会。

长期：“同建共享”的理念为公司长期发展保驾护航，展望未来，公司在全链路降本+产品分层+多元化布局的策略的持续推进下，“量、价、本、利”有望向上突破，带来业绩弹性。

我们预计2024-2026年公司营业收入分别为429.76、484.31、545.56亿元，归母净利润分别为100.77亿元、118.07亿元与144.89亿元，2024-2026年对应PE分别为12.54倍、10.70倍与8.72倍。公司作为加盟快递龙头，我们看好未来量本利平衡发展的长期策略，维持“买入”评级。

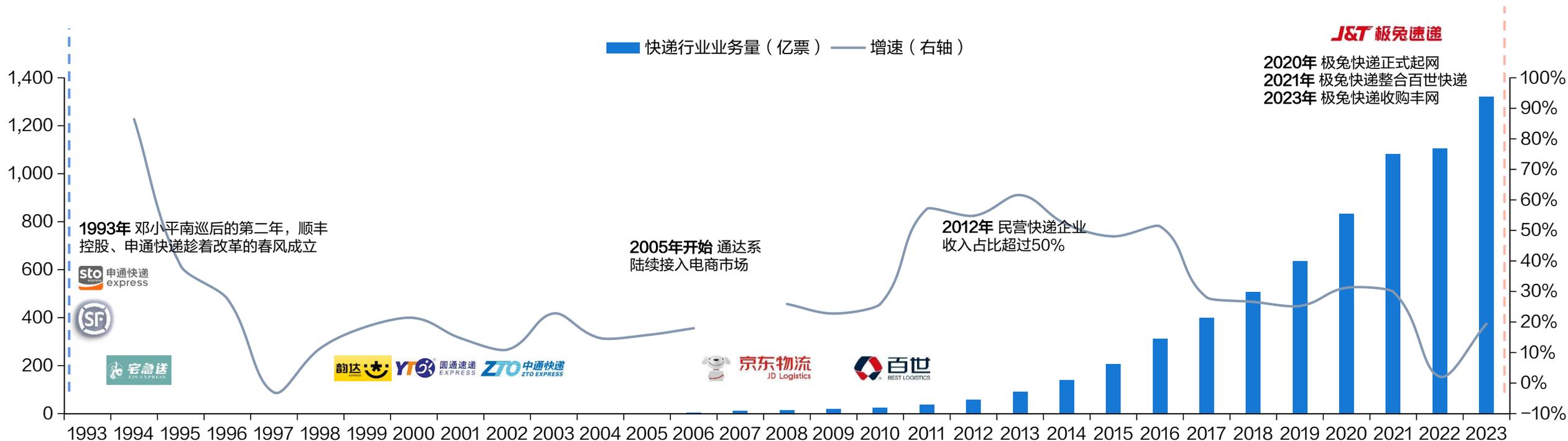
◆ **风险提示：**行业增速不及预期的风险；价格战重启的风险；管理改善不及预期的风险；成本管控不及预期的风险；加盟商爆仓的风险；海外市场拓展具有不确定性的风险；国内国际快递市场不可简单对比；测算偏差风险。

一、历史复盘：洞察本质，弯道超车

1.1 历史复盘：快递行业发展30余年，从商务件到电商件

- ◆ 中国民营快递行业初始于1993年，也就是邓小平南巡后的第二年，这一年顺丰控股和申通快递趁着改革开放的春风成立。在行业蓬勃发展的30年里，经济高速增长带动的商务快递需求，电商快速发展带动的电商快递需求，是支撑行业发展最主要动力。商务快递和电商快递需求爆发的时间节点不同、客户需求不同，行业形成了中高端和中低端两大赛道。

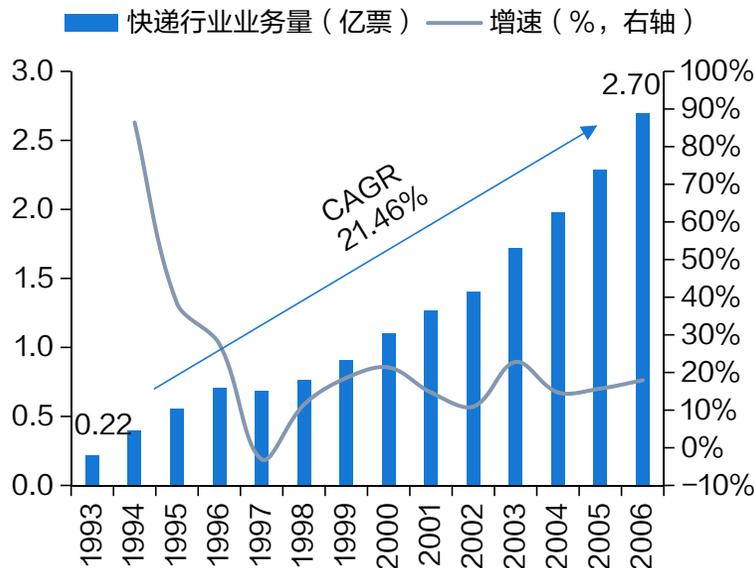
图表：中国快递行业发展历经30余年复盘



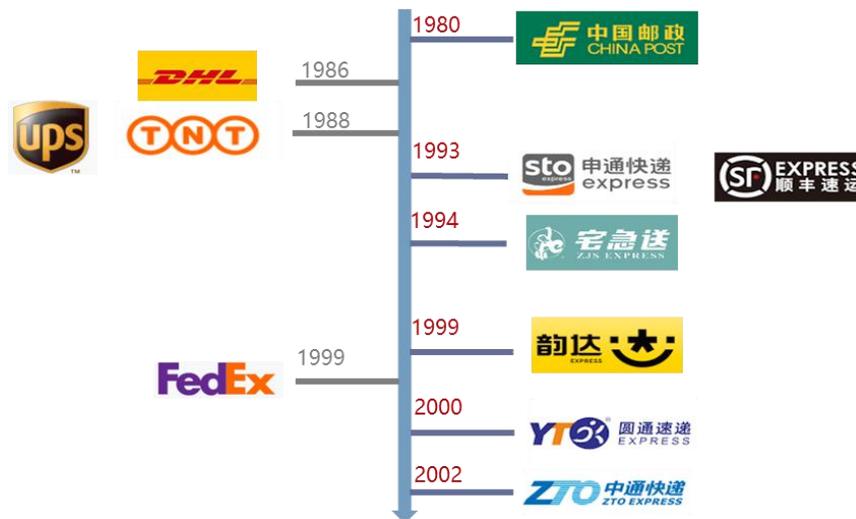
1.1 历史复盘：1993-2006年商务件主导期，三足鼎立，顺丰为王

- ◆ 1993年至2006年，中国经济的高速增长带动时效商务寄递需求的快速增长，中国快递行业从萌芽期发展至成长期，规模逐渐扩大，期间快递业务量的年均复合增长率达到21.46%。在快递行业的成长中前期，增长红利是决定企业发展的核心变量。民营企业凭借市场化的竞争策略，逐步抢占国有企业与外资企业的市场份额。该时期主要包括三类企业：①国营企业中国邮政；②UPS、FedEx、DHL、TNT等与中外运设立的合资子公司；③民营企业：顺丰、申通、宅急送、韵达、圆通、中通等。
- ◆ 在商务件主导的时期里，最终形成顺丰、宅急送、申通在华南、华北、江浙沪地区三足鼎立的格局。其中，顺丰通过加盟转直营的系统改造，奠定了在中高端快递市场的竞争优势，在与其他民营企业的竞争中脱颖而出，成为华南地区领先的快递企业。

图表：1993-2006年快递业务量CAGR达21.46%



图表：当时快递行业“主要玩家”包括国营企业、中外合资企业以及民营企业



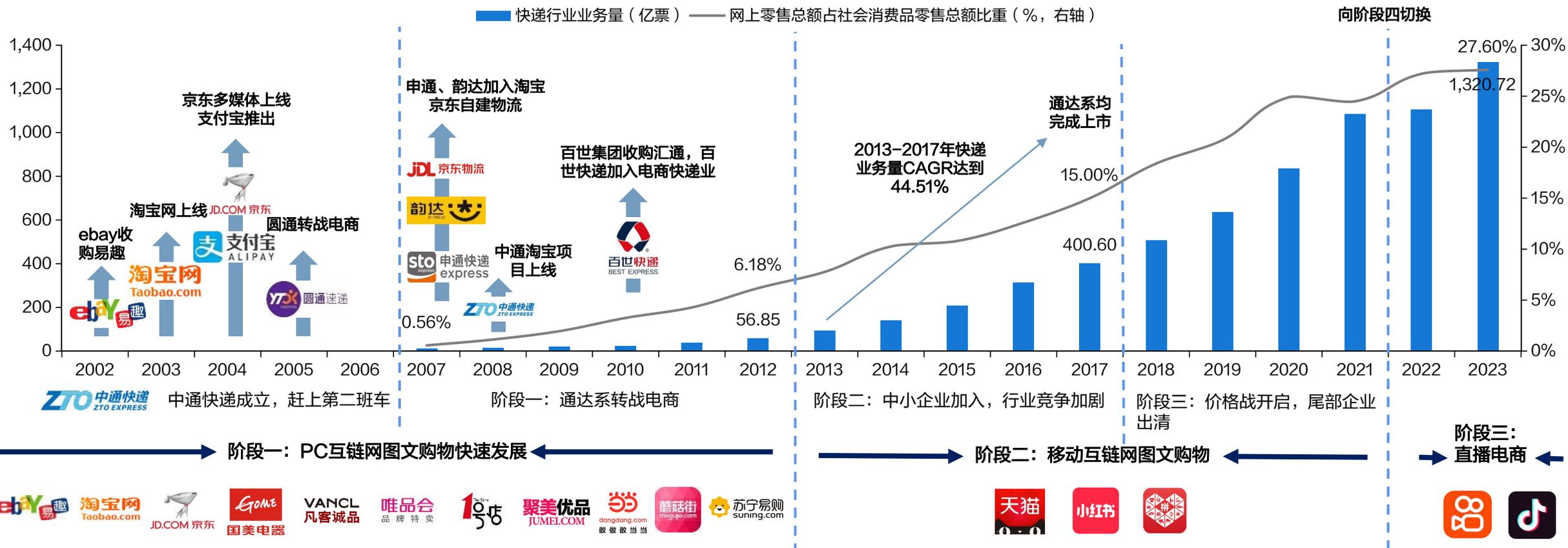
图表：早期快递行业形成顺丰、宅急送、申通“三足鼎立”格局



1.1 历史复盘：2003年起电商行业快速发展，中通快递启航

- ◆ 2002年5月8日，中通快递在上海成立，在当时民营快递已经形成了南有顺丰、北有宅急送、东有申通的三足鼎立格局，与已经成立近10年的同行相比，中通此时尚难以望其项背。
- ◆ 虽然中通没有赶上改革开放后，商务件主导的民营快递行业前10年的发展红利期，但在中通成立后的一年，2003年起随着电商平台迎来了高速发展，网上零售渗透率持续提升，快递行业在线上消费的催化下，进入发展快车道，中通成立后赶上了第二班车，开始启航。

图表：电商行业及电商快递快速发展

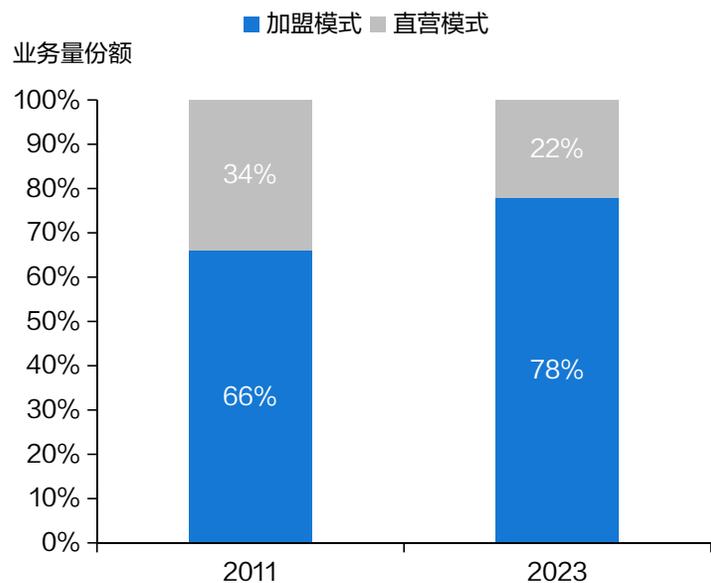


资料来源：Wind，中国统计年鉴（2007），澎湃新闻，北京周报，人民网，支付宝官网，格隆汇，罗戈网腾讯号，界面新闻，各公司官网，国海证券研究所

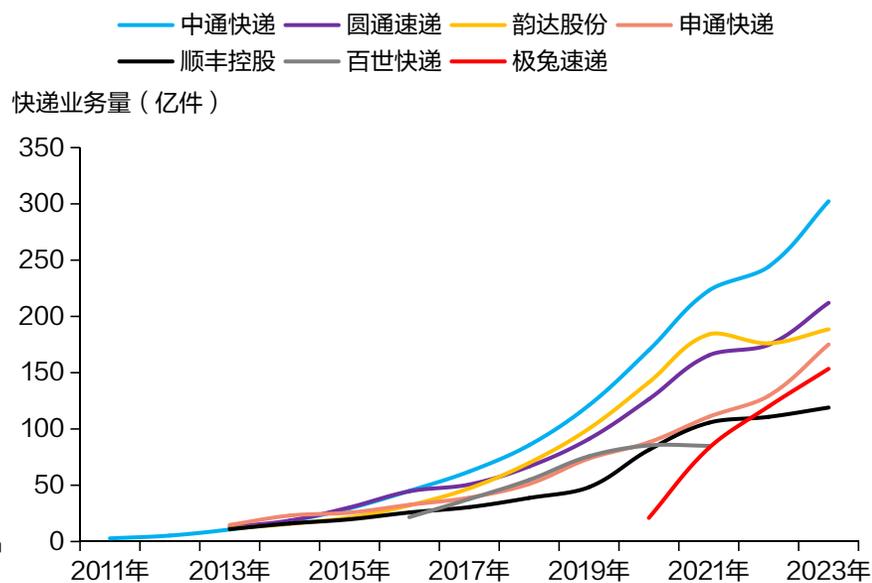
1.1 历史复盘：中通快递“后来居上”，成为龙头

- ◆ 电商行业的发展，对低成本快递需求广阔，加盟快递凭借网络可扩展性、灵活性、低成本、高资本效率的优势快速发展，业务量占比大幅提升。据中通快递披露，从2011年到2023年，加盟模式业务量份额从66%提升至78%，加盟制快递企业成为行业主力军。
- ◆ 据我们测算，作为加盟制快递最晚成立的中通快递，在2016年起反而后来居上，成为了行业业务量第一，并不断与同行拉开差距。截至2023年中通快递市占率已达到22.90%，领先行业第二名6.83pcts。梳理中通快递的发展史，之所以有如此亮眼的表现，与公司成立之初的10年（2005-2014年）里的三大重要决策不无关系，即省际班车、有偿派费和股份制改革。此外，中通快递“三大关键决策”更是让公司形成“同建共享”的长期理念，在今天仍发挥积极作用，为公司长期发展保驾护航。

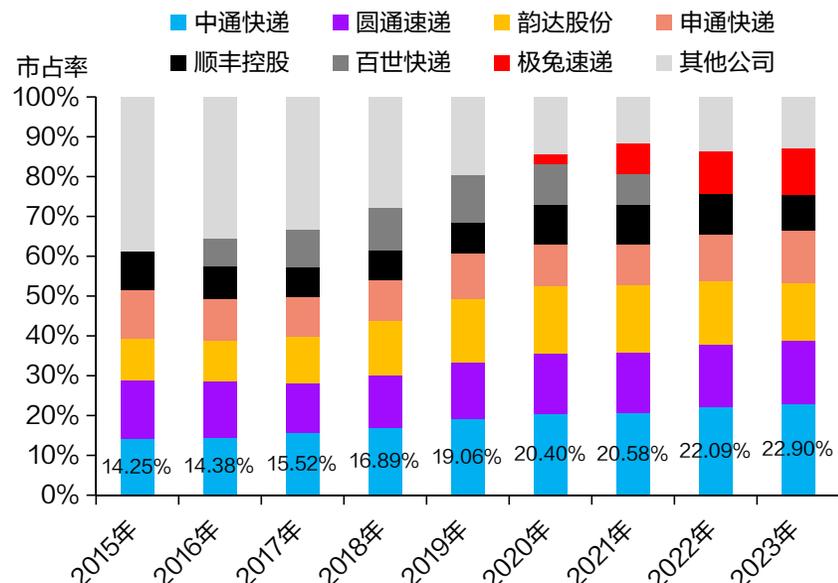
图表：低成本加盟快递成本优势明显，在电商件驱动下迎来发展机遇



图表：中通快递业务量快速增长，后来居上



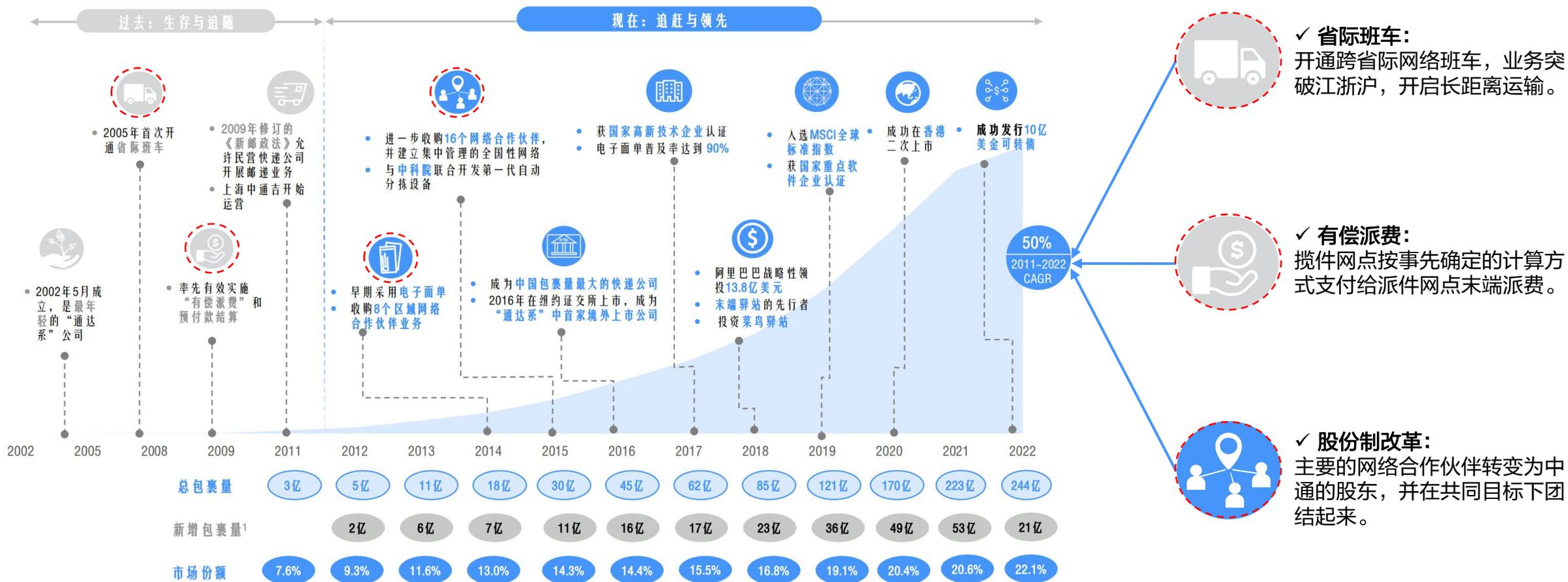
图表：中通快递业务量市占率不断提升



1.2 三大关键决策：跨省班车+有偿派费+股份制改革

◆ 2005年开通省际班车“扩网”、2009年推行有偿派费“稳网”、2014年开始股份制改革“链网”，凭借对加盟制快递商业模式本质的深刻洞察，前十年中通快递解决了把“蛋糕做大”（扩网），以及各利益群体“分好蛋糕”（稳网和链网）的核心问题，成功实现弯道超车。因此，对中通快递成立前十年的“三大关键决策”的理解，有助于我们更深层次的理解加盟制快递商业模式的核心竞争力——管理能力。

图表：中通快递发展历程复盘，及三大关键决策



资料来源：中通快递2023年第三季度投资人演示材料，澎湃新闻，运联智库腾讯号，国海证券研究所

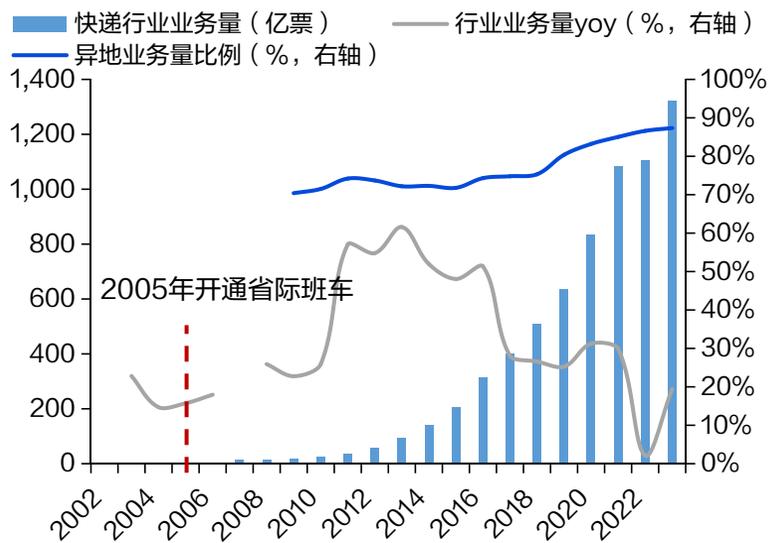
1.2 三大关键决策：决策①—省际班车“扩网”

- ◆ 2005年，中通快递成为第一个开通跨省际网络班车的民营快递企业。在此之前，长距离的运输完全依赖航空和铁路托运。在当时，中通快递的业务量只有同行的几分之一，且业务仅限于江浙沪，但彼时的中通快递却率先开通省际运输。车辆本身装载率低，直接做跨省运输短期内带来了极大的成本压力，但后来省际班车的优势逐渐凸显，也打开了公司发展空间。
- ◆ 公司率先开通省际班车，实际是洞察了行业供需的变化。在供给侧，2007年我国“五纵七横”公路运输大通道主骨架基本形成，为省际班车提供了基础设施支撑；在需求侧，2005年起通达系陆续接入电商市场、单量激增，异地快递占比高。因此在供需两侧的支撑下，公司前期投入的供给被需求快速消化，装载率的提升让单票运输成本急剧下降，大幅提高了自身业务量规模。
- ◆ 在随后的几年里，打开局面的中通快速扩网，班车覆盖了全国31个省市自治区，编织起一张通达全国的快递网络。据公司披露，截至2023年，中通快递已实现网点数31000家，县级覆盖率99%，村镇覆盖率96%，服务范围基本涵盖全国。

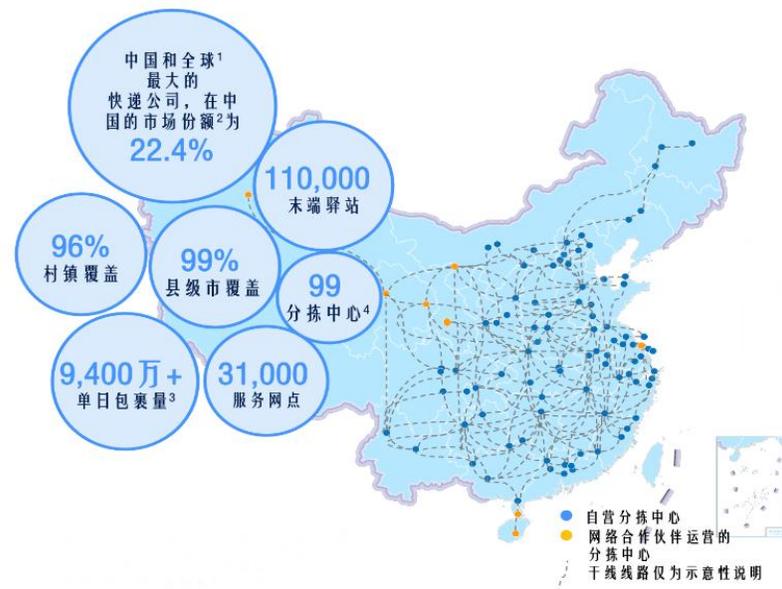
图表：我国“五纵七横”国道主干线于2007年提前完成



图表：2007年业务量猛增叠加异地件量占比高，公司运力得以被快速消化，省际班车模式跑通



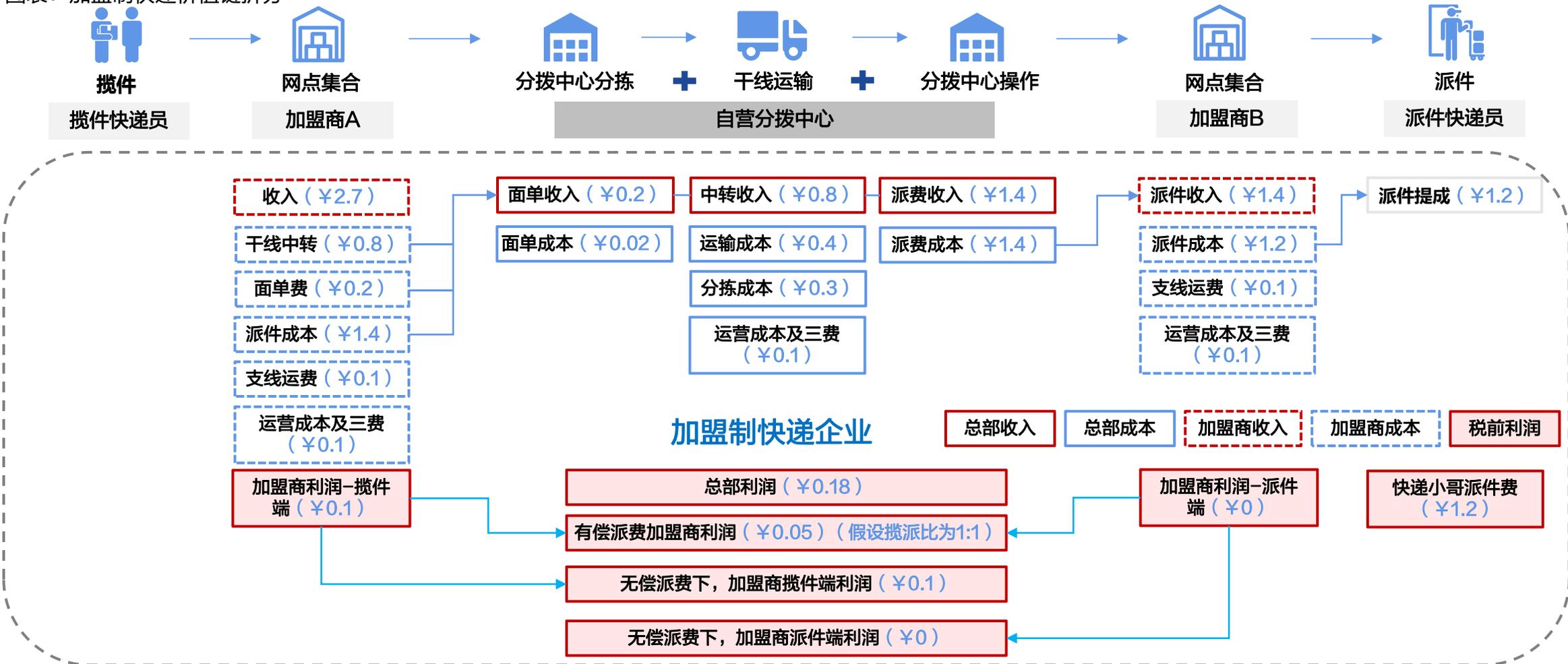
图表：截至2023年中通快递服务范围基本涵盖全国



1.2 三大关键决策：决策②—有偿派费“稳网”

◆ 从加盟制快递价值链拆分来看，客户端收入在揽件加盟商、总部、派件加盟商之间分配。据我们测算，若实施无偿派费，加盟商在揽件端和派件端的单票利润分别为0.1/0元，如此利润分配势必会在揽件较多和派件较多的加盟商之间造成不平衡，导致分利不平衡，这也是早期加盟网点的最大风险。

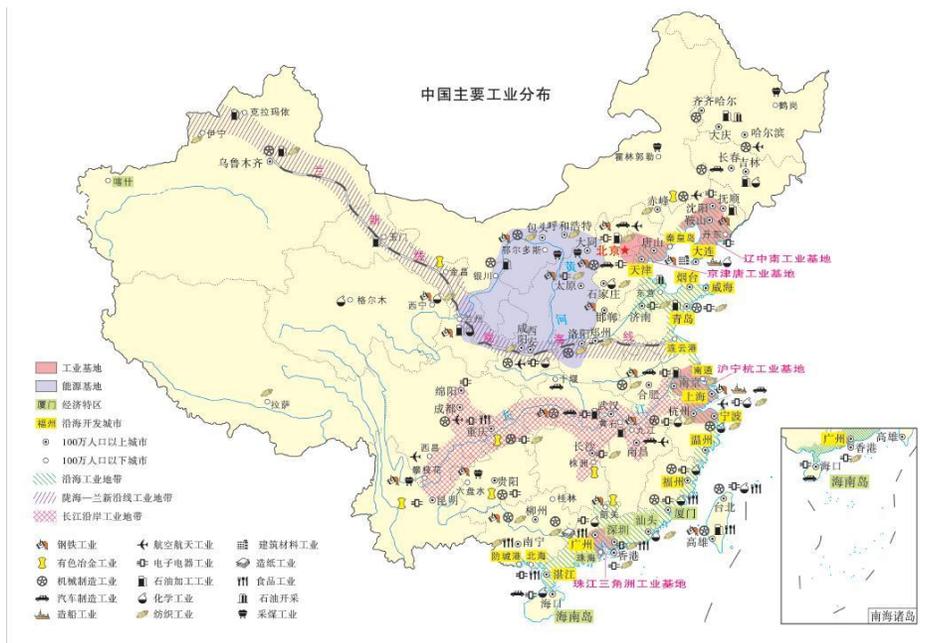
图表：加盟制快递价值链拆分



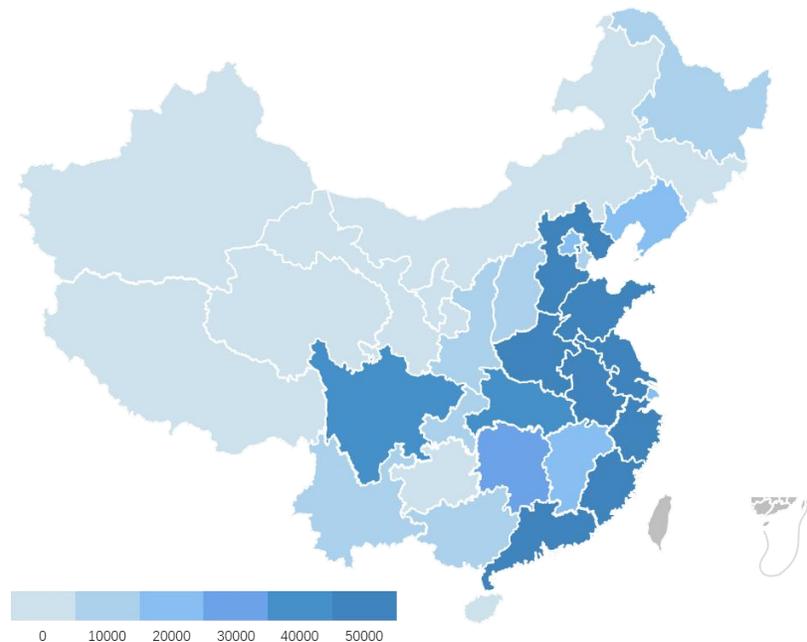
1.2 三大关键决策：决策②—有偿派费“稳网”

- ◆ 收派件不平衡，究其本质，与我国产业分布有较大关系。我国成熟的工业基地多集中于沿海地区，商品主要在沿海进行生产、销往内陆。这就造成产粮区主要集中于沿海地区以及长江一带，这也是快递的揽收与派送存在天然的地域不平衡的主要原因。
- ◆ 2008年以前，快递业务主要为江浙沪短途，揽件与派件网点实行“派费互免”的政策较为合理。但随着全国网络的铺设，“派费互免”的模式下，利润分配不均的问题越发凸显，派件量大于揽件量的网点盈利能力差，甚至亏损，对全网网络稳定性和服务质量会产生较大负面影响。
- ◆ 2009年。中通率先提出全网“有偿派费”，虽然短期内触碰到产粮区加盟商的利益，且前端加盟商的出件成本上升影响其当地的竞争力，但阵痛期后，中通网络稳定性得到了质的提升，极大的促进中通服务质量的提升，获得了更多客户的青睐，这也是中通快递业务量高速增长的关键。

图表：中国各省工业中心分布



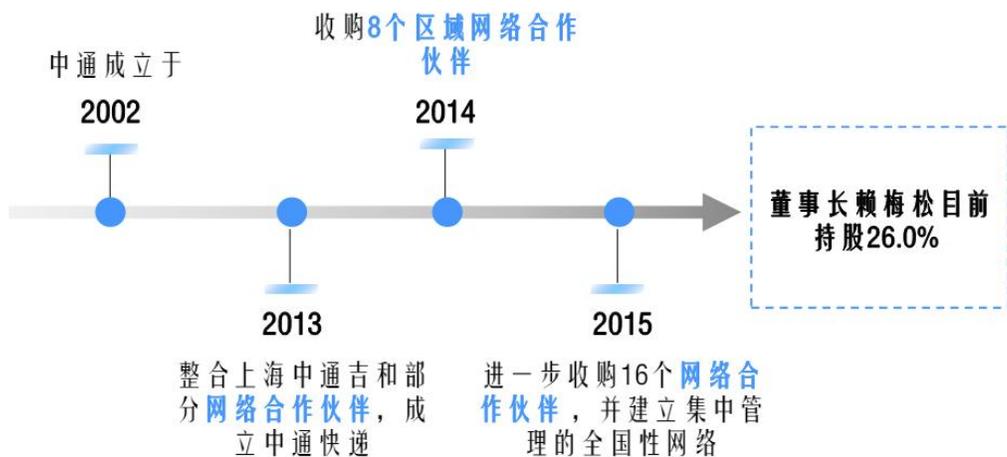
图表：2024年1月中国各省份快递揽件量分布



1.2 三大关键决策：决策③—股份改革“链网”

- ◆ 有偿派费稳定网络后，中通快递更是通过股份制改革，将全网利益高度绑定。从2010年起，中通网络内部进行股份制改革，先后将湖北、陕西、辽宁、江西、广东、湖南、天津、北京、吉林、山西、四川、山东等网点进行了股份置换和控股，**全网93%以上快递的转运环节都在总部掌握中，且在改制过程中，总部充分考虑了网点利益分配。**主要的网络合作伙伴转变为中通的股东后，从根本上平衡了利益、建立了信任，也为中通网络长期稳定性打下了坚实的基础，**实现了集中性管理，全国一张网，一盘棋，全网并购及投资效率大幅提升。**
- ◆ 在此期间，为了公司的长期发展，创始人赖梅松更是带头让出自己20%的管理股。一方面以略高于市场的价格收回省公司转直营；另一方面，总部分股份让省公司老板成为中通股东和职业经理人。**通过财散所以人聚，公司得以集中力量办大事，也让中通快递在未来10年，公司利益分配得当，网络稳定性凸显，在行业不断洗牌的过程中，由于网络的稳定和利益的一致，弯道超车后一直处于领先地位。**

图表：中通快递“同建共享”将网络加盟商转换为股东（数据截至2023Q4）



图表：同股不同权模式确保实际控制人拥有绝对话语权（数据截至2023Q4）

主要股东	持有相关股份数量	所有权占比	投票权占比
赖梅松	4,989,947股A类普通股 206,100,000股B类普通股	26.0%	77.4%
阿里巴巴集团控股有限公司	71,941,287股A类普通股	8.9%	2.7%
JPMorgan Chase & Co.	66,697,403股A类普通股	8.2%	2.5%
赖建法	66,252,639股A类普通股	8.2%	2.5%
Invesco Advisers, Inc.	45,447,372股A类普通股	5.6%	1.7%
王吉雷	42,181,499股A类普通股	5.2%	1.6%
合计		61.9%	88.3%

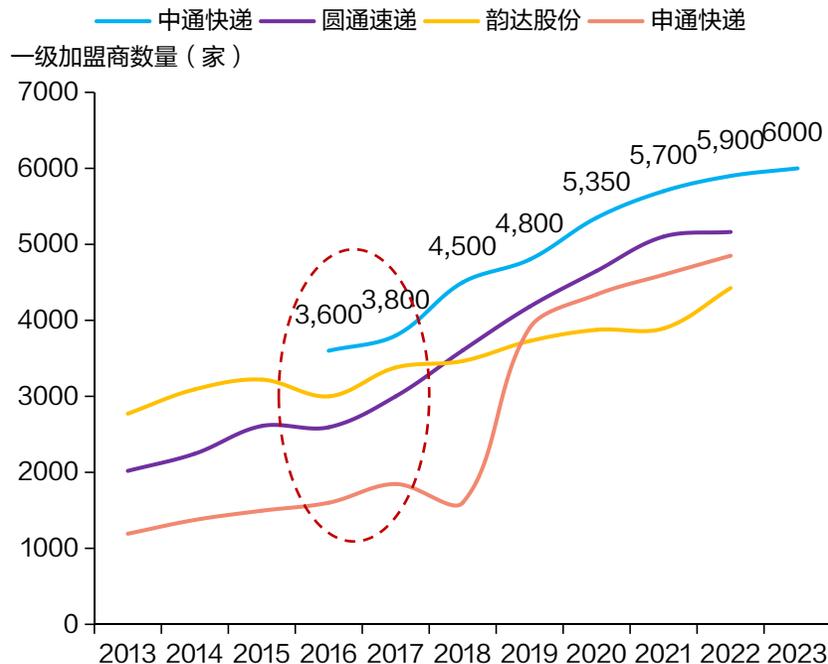
图表：中通快递有限公司（业务主体）持股比例分散，且原区域负责人持有较多股份（数据截至2024Q1）



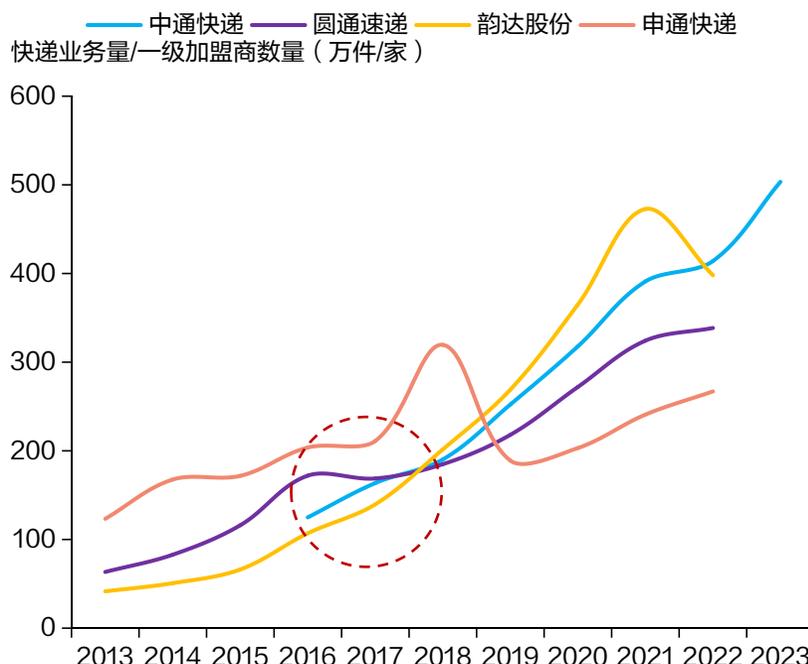
1.3 全网一盘棋，力出一孔：率先实现网络扁平，中心自营率快速提升

- ◆ 在全网集中管理下，公司率先推动网络扁平化及转运中心自营率，为后续网络稳定，和转运中心资本开支改造创造了条件。
- ◆ 网络扁平化方面，中通快递一级加盟商数量长期领先其他通达系快递公司，在2016-2017年，单个一级加盟商平均业务量比其他通达系低约40-70万票，从而避免了当时大加盟商制下管理难度加大的问题。且中通早期就收购了主要转运中心，从2015年起中心自营率就一直处于较高水平，为场地自动化改造升级做好了前置准备。

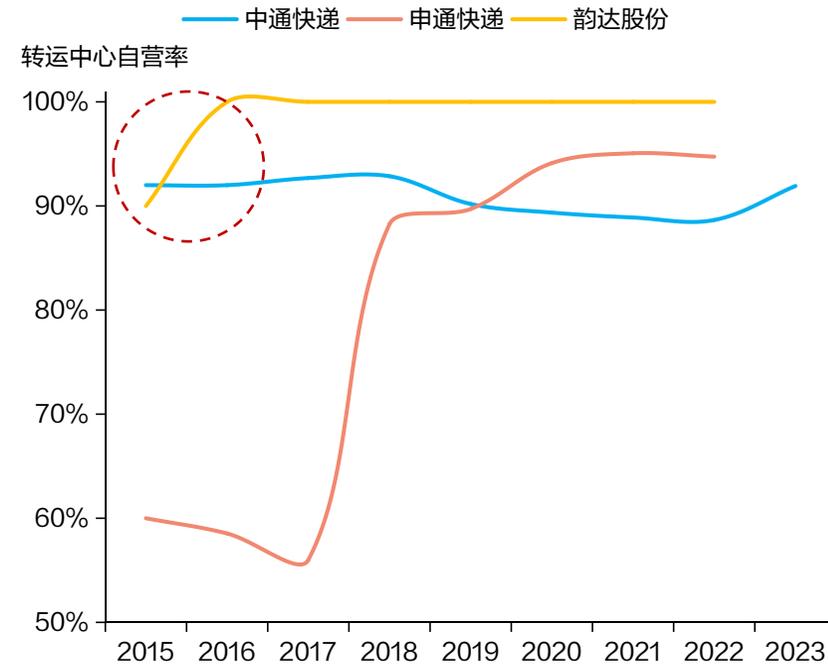
图表：通达系快递公司一级加盟商数量



图表：通达系快递公司快递业务量/一级加盟商数量



图表：通达系快递公司转运中心自营率

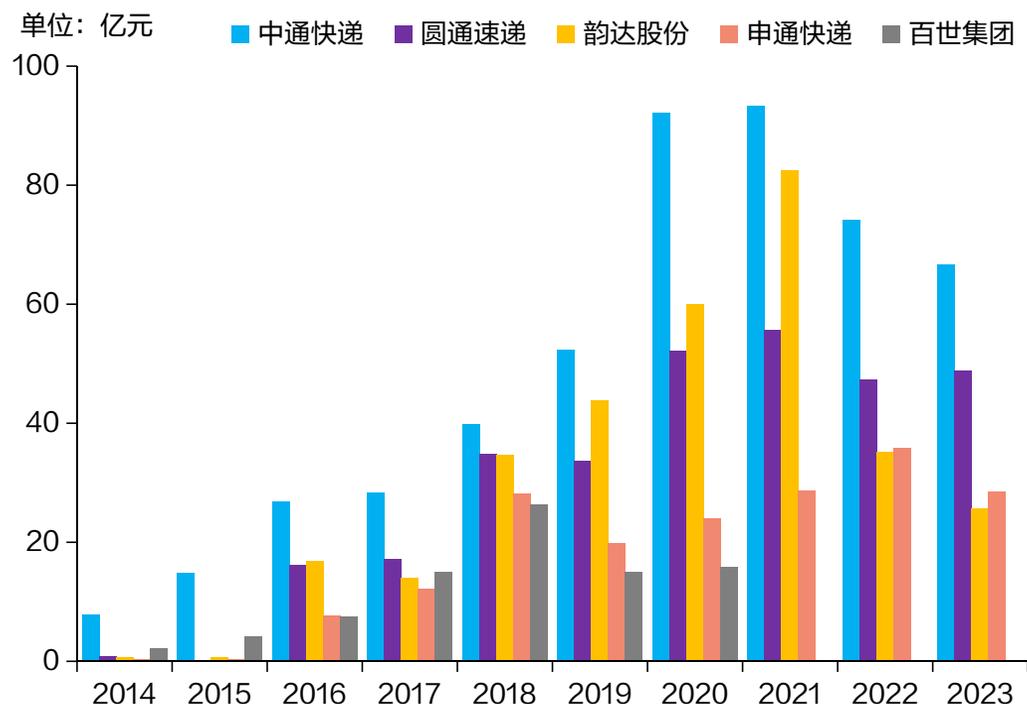


注：申通快递2021-2022年数据系我们根据公司最新直营转运中心数量估计

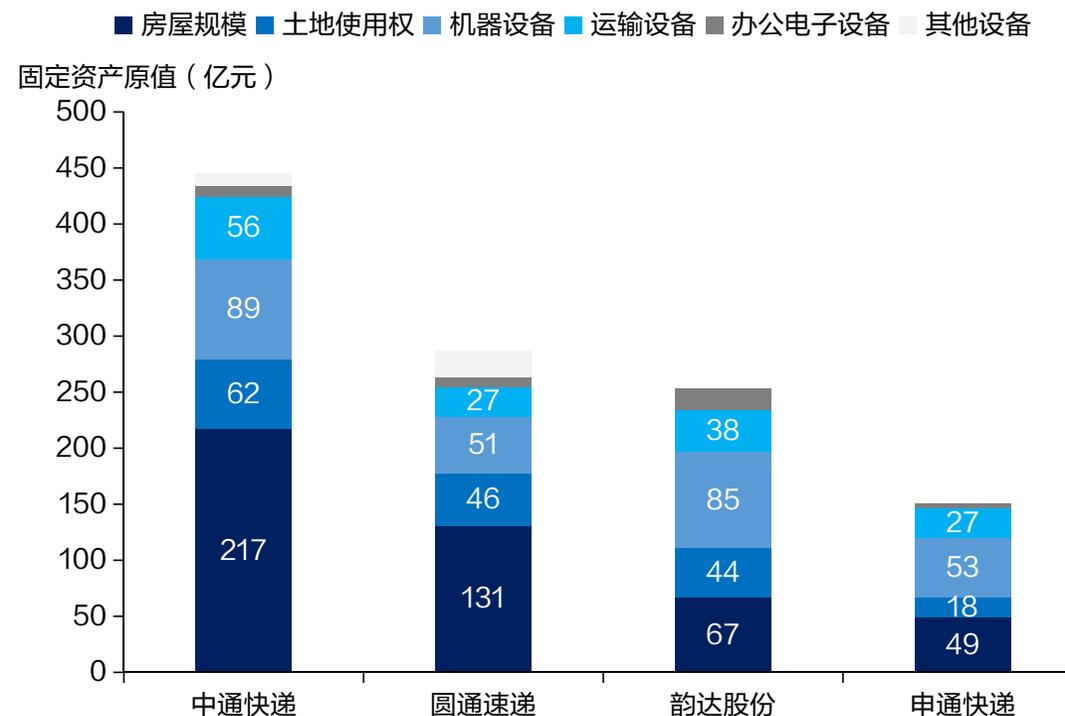
1.3 全网一盘棋，力出一孔：资本开支领先

- ◆ 在完成转运中心自营改造后，为公司中转自动化率提供了前置条件。2014年至2023年中通快递总资本开支496.08亿元，远高于圆通速递/韵达股份/申通快递的306.71/313.96/185.73亿元，且2023年中通快递房屋建筑以及土地使用权等抗通胀资产合计280亿元，远高于同期圆通速递/韵达股份/申通快递的177/111/67亿元。
- ◆ 中通快递领先的资本开支，尤其在房屋、建筑及土地使用权等抗通胀资产的提前布局，为中通快递后续单票成本竞争力打下了良好的基础。

图表：中通快递资本开支节奏持续领先



图表：截至2023年，中通快递固定资产规模大、结构均衡，抗通胀资产较多

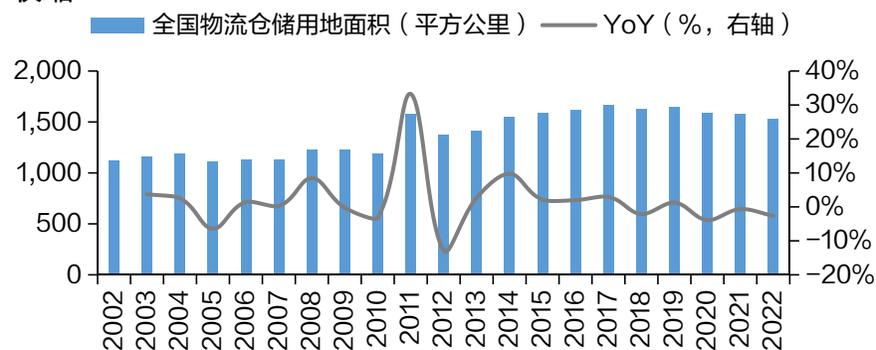


注：2021年12月百世集团将国内快递业务转让给极兔速递，因此其数据截至2020年。

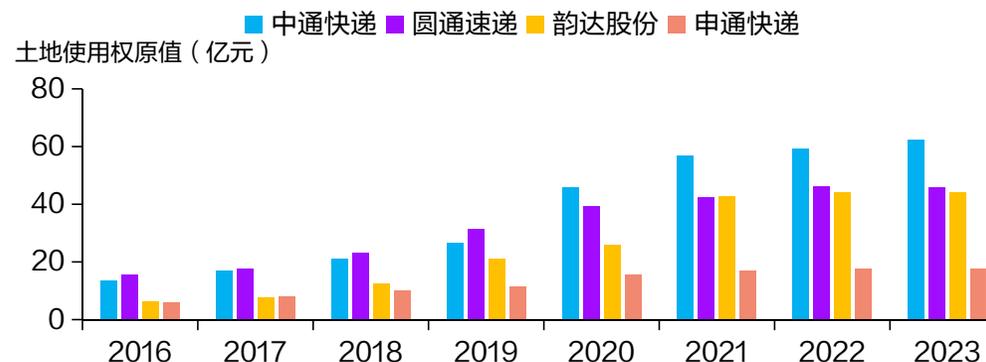
1.3 全网一盘棋，力出一孔：资本开支领先

- ◆ 从抗通胀资产具体来看，全国物流仓储用地供给增长相对有限，2022年同比-2.65%，呈收缩趋势。这使得我国工业仓储用地成交均价逐年上涨，2021年成交均价达317元/m²，较2016年253元/m²已上升25.30%，意味着越早购置土地使用权资产，价格越便宜。
- ◆ 中通快递土地使用权资产规模长期领先其他通达系快递公司，为其铸就成本护城河打下基础，中通快递单票折旧摊销成本优势明显。2023年公司单票土地使用权摊销成本为0.004元，低于圆通速递的0.006元，且为长期优势。

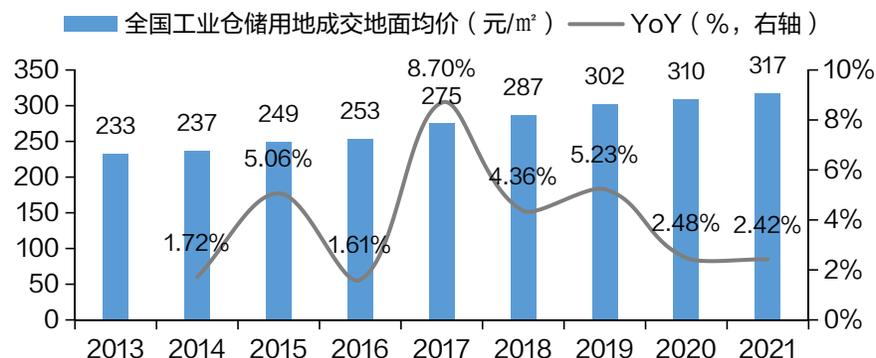
图表：2002-2022年全国物流仓储用地供给增长有限，乃至收缩



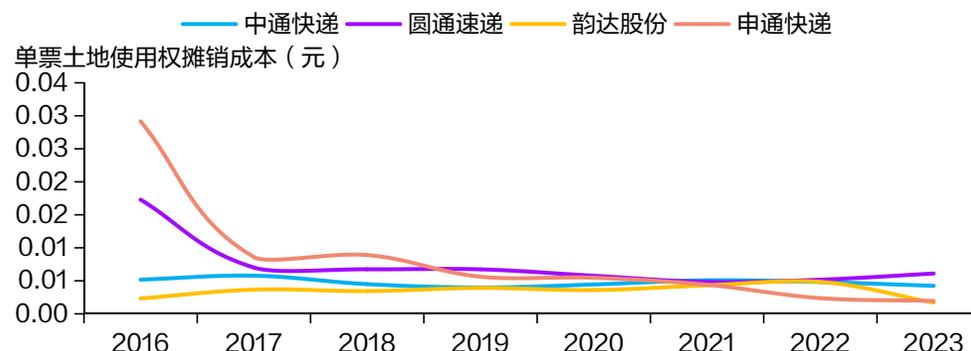
图表：2020年起中通快递土地使用权资产规模领先



图表：工业仓储用地成交价逐年上涨



图表：中通快递单票土地使用权摊销成本优势明显

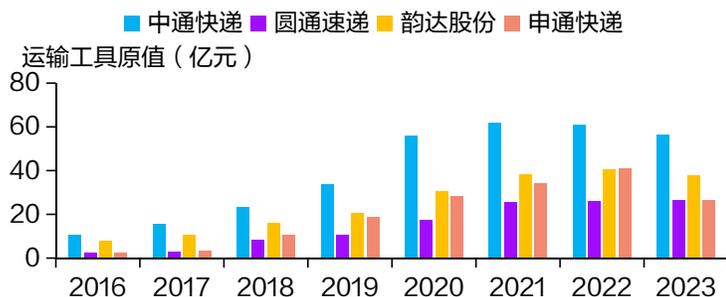


注：申通快递单票折旧摊销成本低主要因口径差异导致

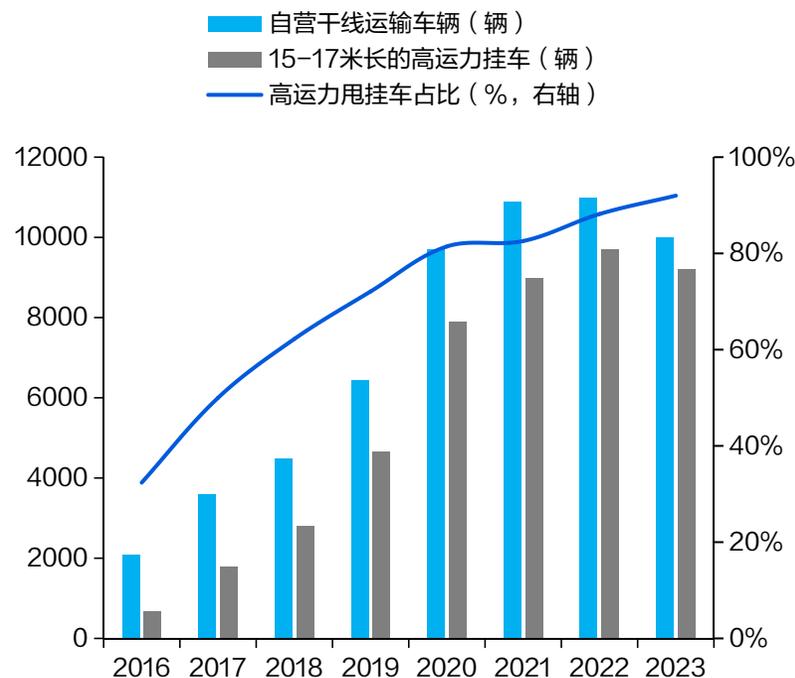
1.3 全网一盘棋，力出一孔：自营大车优势明显

- ◆ 类似的还有运输工具，中通快递投资运输工具时间早、规模大，2023年运输工具原值达56亿元，对比圆通速递/韵达股份/申通快递运输工具原值27/38/27亿元，优势显著。中通快递早期车辆自营率领先，2023年自营率更是达到100%，其中15-17米高运力甩挂车占比超过90%。
- ◆ 中通快递将自有大车优势充分转化为运输成本优势，单票运输成本长期低于同行。2023H1，中通快递单票运输成本为0.46元（2023H2已降至0.44元），低于圆通速递同期0.45元。

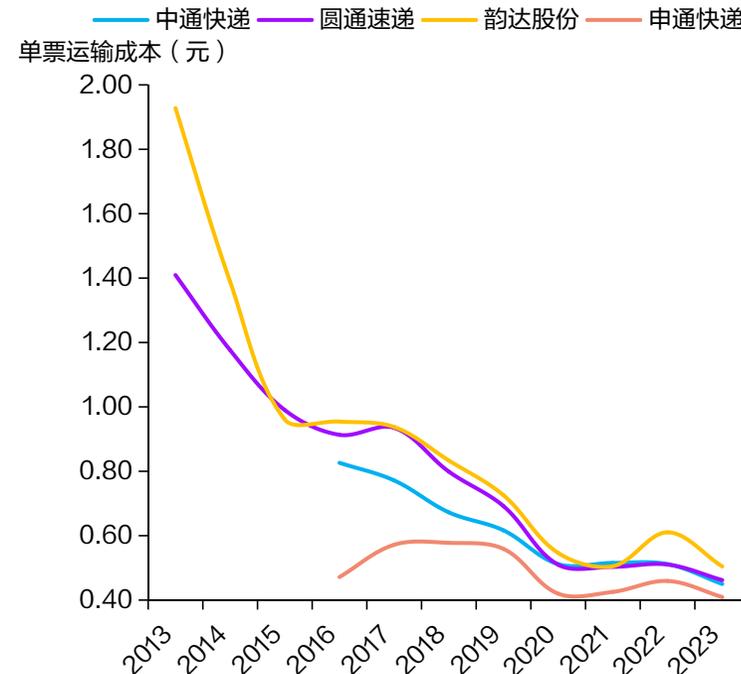
图表：中通快递投资运输工具时间早、规模大



图表：2022年中通快递自营车中高运力甩挂车占比超过90%

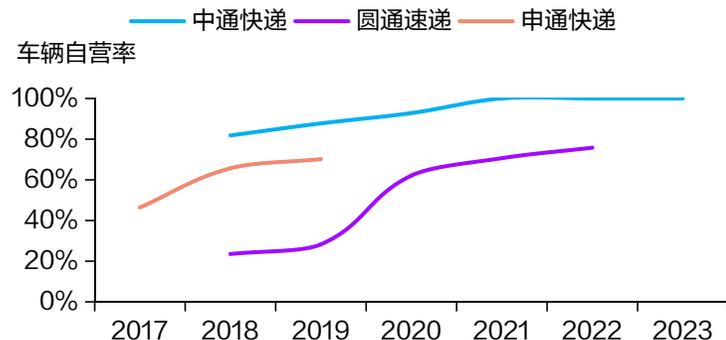


图表：中通快递自有大车优势转化为运输成本优势



注：申通快递单票运输成本较低主因数据口径差异导致。

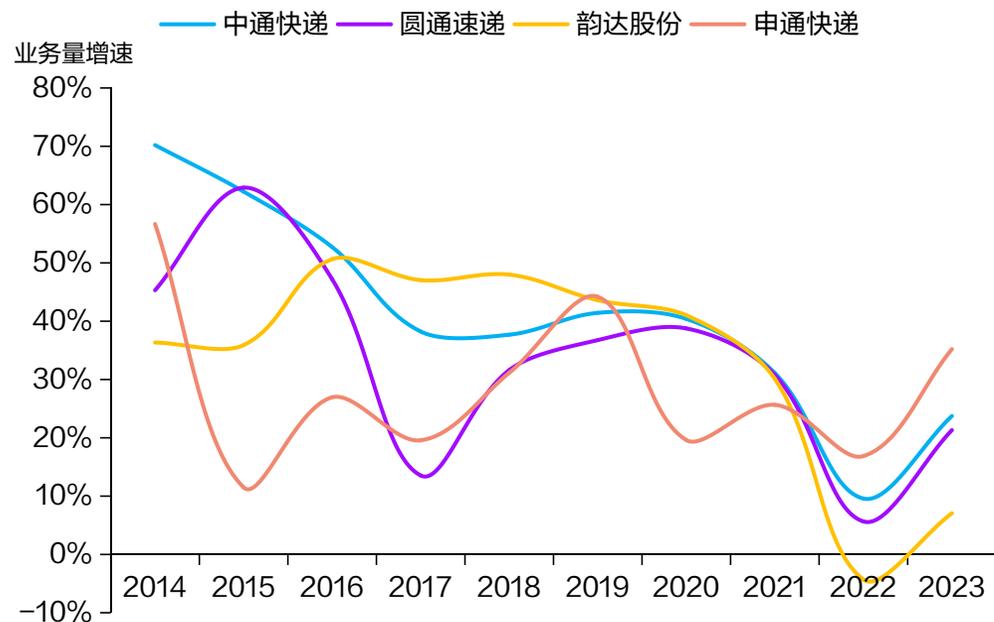
图表：中通快递车辆自营率领先



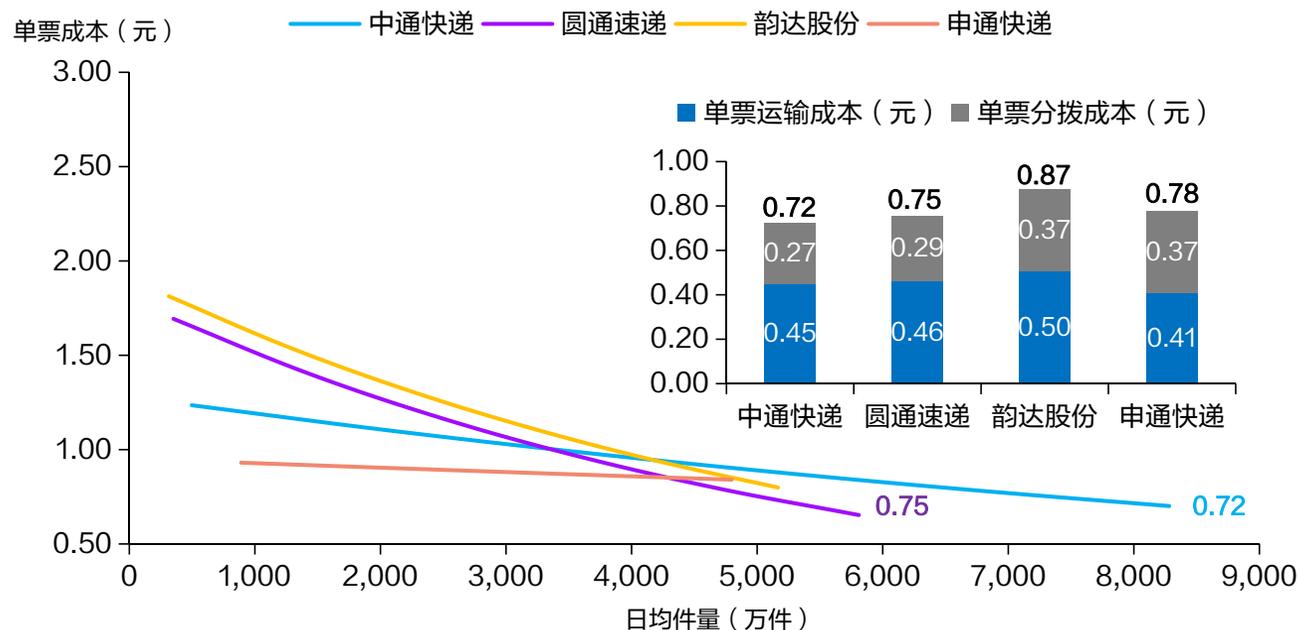
1.3 全网一盘棋，力出一孔：规模效应充分发挥，强者恒强

- ◆ “大手笔”投资的同时，中通快递件量增长领先市场，业务量快速的增长有效消化了前期投产，在规模效应的发挥下，中通快递单票成本持续下行，并处于行业领先水平。2023年公司单票运输和分拨成本分别为0.45/0.27元，圆通速递（0.46/0.29元）、韵达股份（0.50/0.37元）、申通快递（0.41/0.37元）。成本竞争力让中通获得更多单量，最终实现强者恒强。
- ◆ 2023年，中通快递单票运输和分拨成本分别达0.45/0.27元，同比分别下降12.12%/15.11%，在规模效应充分释放下，公司单票中转（运输+分拨）成本再创新低，强者恒强。

图表：中通快递件量增速持续领先



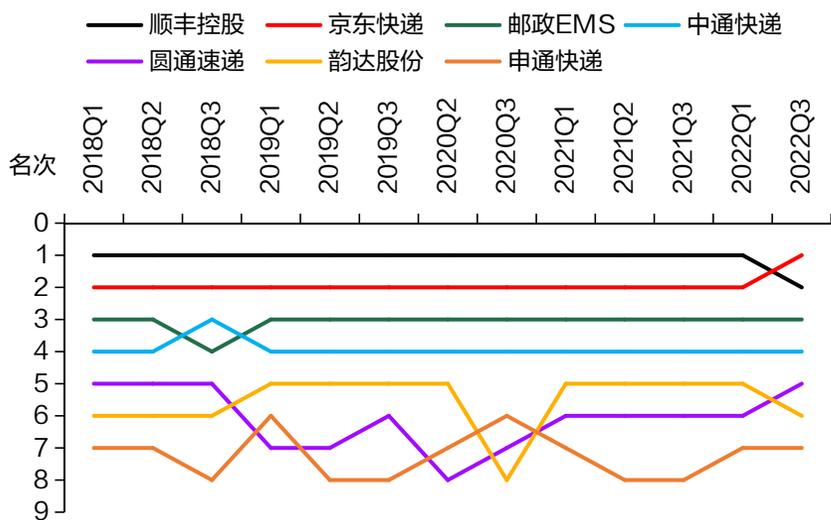
图表：规模效应有效降低快递企业中转支出（数据截至2023年）



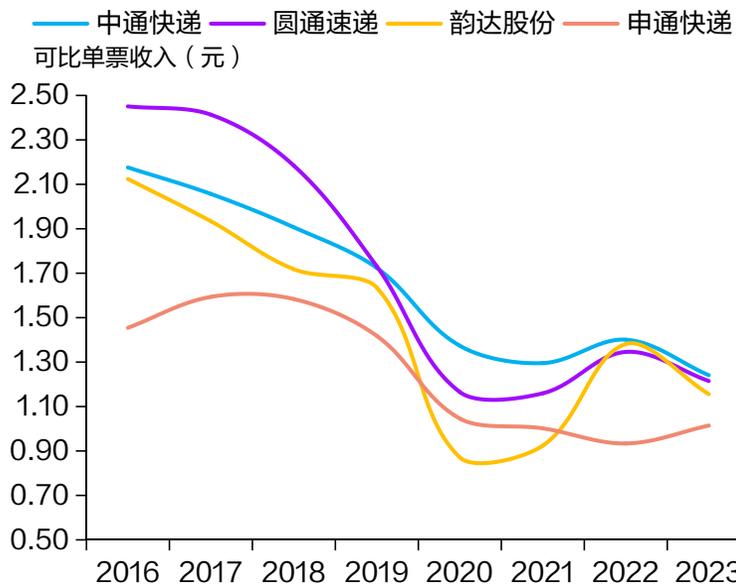
1.3 全网一盘棋，力出一孔：中通快递溢价能力强

- ◆ 除了成本领先外，服务质量的领先也为中通带来了一定的溢价。中通在实施“有偿派费”和“股份改革”等措施后，加盟商之间实现了利益共享，网络稳定性强，中通快递加盟商换手率<5%。
- ◆ 在稳定的网络下，中通快递公众满意度排名名列加盟系快递公司第一，快递行业前茅。公司单票价格凭此与友商拉开差距，并且长期领先，表现出较强的溢价能力。据双壹咨询公众号，2022年3月中通快递比同行前端溢价0.24元/票。

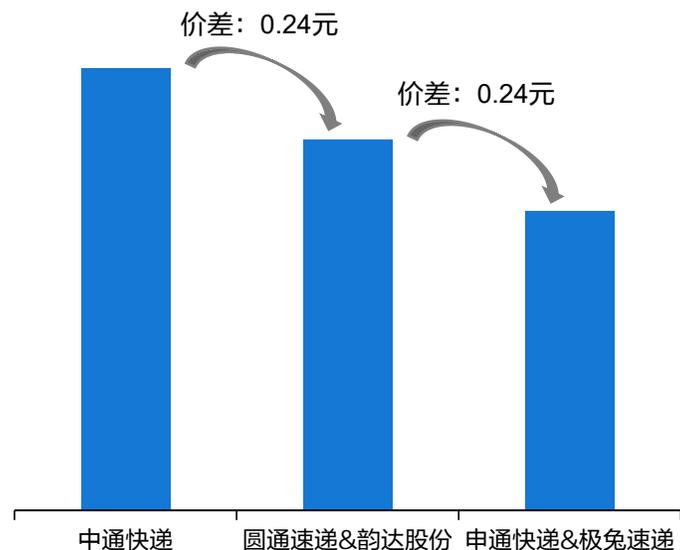
图表：中通快递稳居加盟系快递公司服务满意度第一



图表：中通快递可比单票收入水平领先



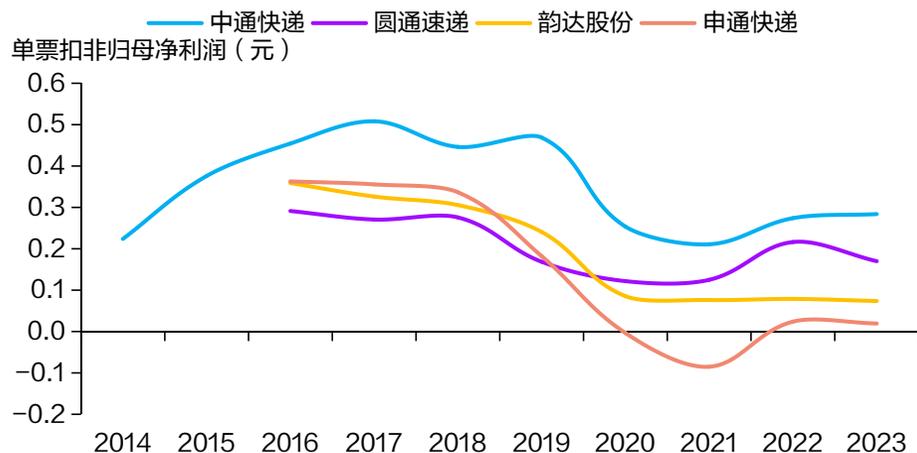
图表：调查表明各大品牌价差明显，中通占优（双壹咨询公众号，2022/3）



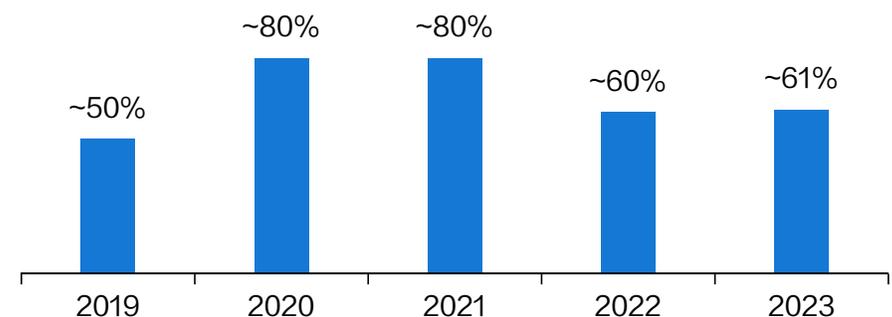
1.3 全网一盘棋，力出一孔：量、本、利均大幅领先同行

- ◆ 在成本，价格领先的背景下，中通快递不仅市占率领先同行，单票盈利亦大幅领先同行，最终实现远高于同行的利润水平。如2023年公司占通达系包裹量市场份额的34%，但占通达系净利润市场份额约61%。

图表：2023年中通快递单票扣非归母净利润差距与同行拉大



图表：2023年中通快递占通达系净利润市场份额61%



图表：2023年中通快递业务量、单票盈利大幅领先，实现总业绩的大幅领先

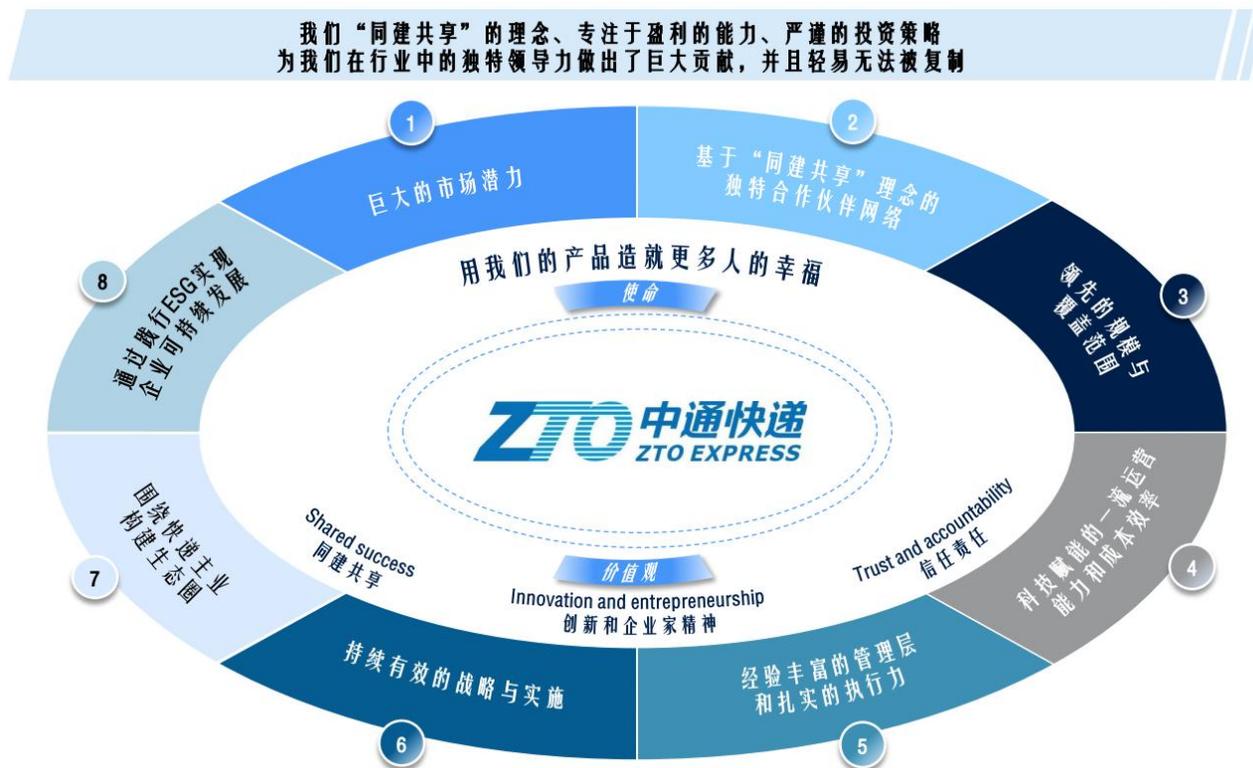
企业	重点指标	2021	2022	2023
中通快递	业务量 (亿票)	222.90	244.27	302.27
	业务量增速 (%)	31.10%	9.59%	23.74%
	单票扣非归母净利润 (元)	0.21	0.27	0.28
	单票扣非归母净利润增速 (%)	-16.87%	29.96%	3.58%
	扣非归母净利润 (亿元)	47.00	66.93	85.79
圆通速递	业务量 (亿票)	165.42	174.78	212.04
	业务量增速 (%)	30.79%	5.66%	21.31%
	单票扣非归母净利润 (元)	0.12	0.22	0.17
	单票扣非归母净利润增速 (%)	2.59%	73.13%	-21.39%
	扣非归母净利润 (亿元)	20.66	37.80	36.05
韵达股份	业务量 (亿票)	184.02	176.09	188.54
	业务量增速 (%)	30.10%	-4.31%	7.07%
	单票扣非归母净利润 (元)	0.08	0.08	0.07
	单票扣非归母净利润增速 (%)	-10.94%	3.52%	-6.54%
	扣非归母净利润 (亿元)	14.02	13.89	13.90
申通快递	业务量 (亿票)	110.79	129.48	175.07
	业务量增速 (%)	25.65%	16.87%	35.21%
	单票扣非归母净利润 (元)	-0.09	0.02	0.02
	单票扣非归母净利润增速 (%)		-128.04%	-18.75%
	扣非归母净利润 (亿元)	-9.43	3.09	3.39
顺丰控股	业务量 (亿票)	105.50	110.73	119.01
	业务量增速 (%)	29.65%	4.96%	7.48%
	单票扣非归母净利润 (元)	0.17	0.48	0.60
	单票扣非归母净利润增速 (%)	-76.93%	177.22%	24.37%
	扣非归母净利润 (亿元)	18.34	53.37	71.34
	扣非归母净利润增速 (%)	-70.09%	190.97%	33.67%

二、未来展望：同建共享，向上突破

2.1 什么是同建共享？

- ◆ “同建共享”即凝聚人心、平衡各方利益、共担风险、保证回报。如“有偿派费”和“股份制改革”充分体现了“同建共享”的理念。在推行“有偿派费”政策的同时，中通还对经济欠发达地区实行二级中转费补贴，根据进出快件量对转运中心操作费用实行差额结算，平衡了全网的利益分配，提高了全网整体的运营能力，促进了网络的健康发展。
- ◆ “同建共享”理念启发中通加强和改进网络合作伙伴模式，并成为其取得成功的基石。未来公司全链路降本、产品分层、多元化的战略落地，需要总部各利益群体及末端网络合作伙伴的充分支持，中通“共建共享”理念有望为中通快递在新发展阶段继续处于领先地位。

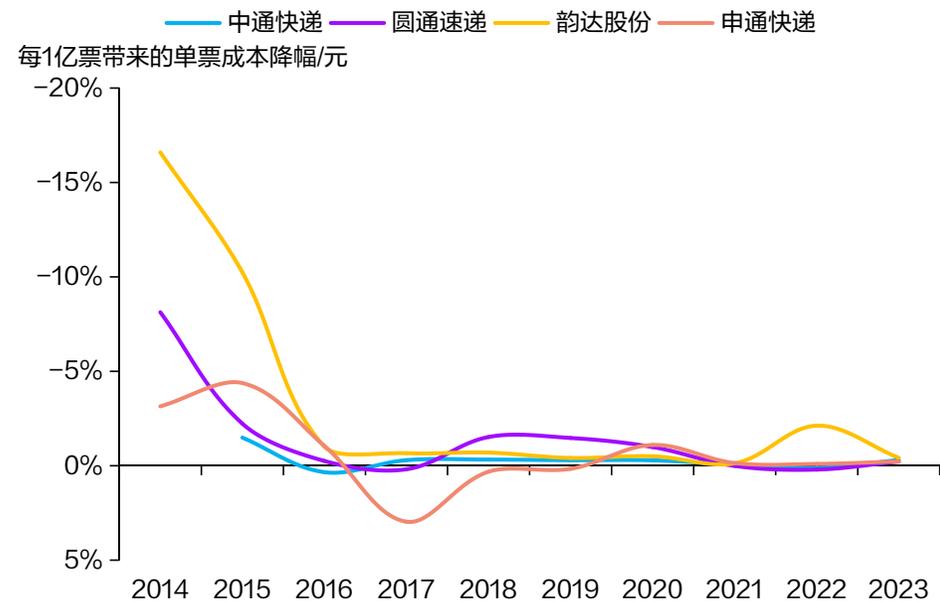
图表：同建共享理念是公司核心竞争力的重要来源



2.2 “同建共享”促进全链路降本：中转运输环节规模效应已边际递减

- ◆ 快递作为典型的规模效应行业，规模的扩大将摊薄公司全链路成本（如中转环节的土地、车辆、自动化设备，及收派环节的网点、末端快递员），单票成本的下降（更低的价格）将获得更多的件量，从而实现良性循环。随着件量的增加，总部层面的中转运输环节的边际效应在递减。以中通为例，在日票量807万票的2015年，每1亿票的业务量增长可以带来约0.0149元的单票成本下降，而到达日均8281万票的2023年，每1亿票的增幅仅能带来约0.0030元的单票成本降幅。
- ◆ 随着中转运输等其他环节降本空间收窄，全链路降本的重心逐渐转移至末端环节。以圆通速递为例，与2013年相比，2023年运输成本/操作成本/网点中转成本/面单成本/末端派送成本已分别下降67.22%/60.34%/52.75%/91.10%/9.32%，除行业末端派送成本外，其他成本降幅均较为明显，因此未来降本空间重在末端，而末端成本节降则需要全网加盟商的密切配合。

图表：近两年各家快递公司，规模效应对成本的边际贡献在递减



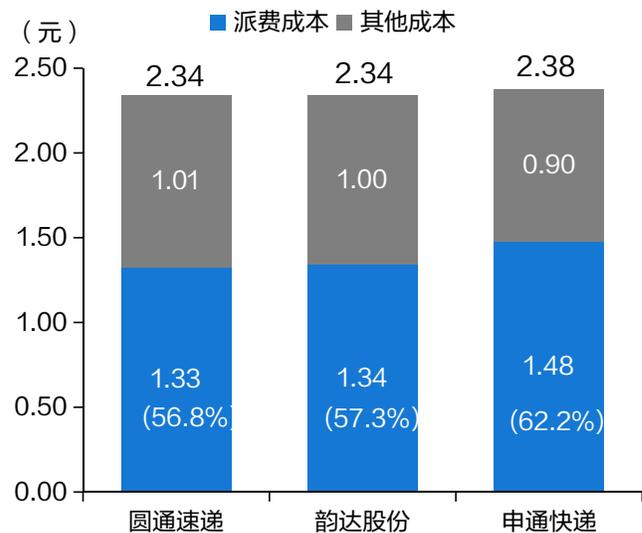
图表：其他环节历史降本幅度较大，但降本空间收窄，全链路降本重心转移至末端环节



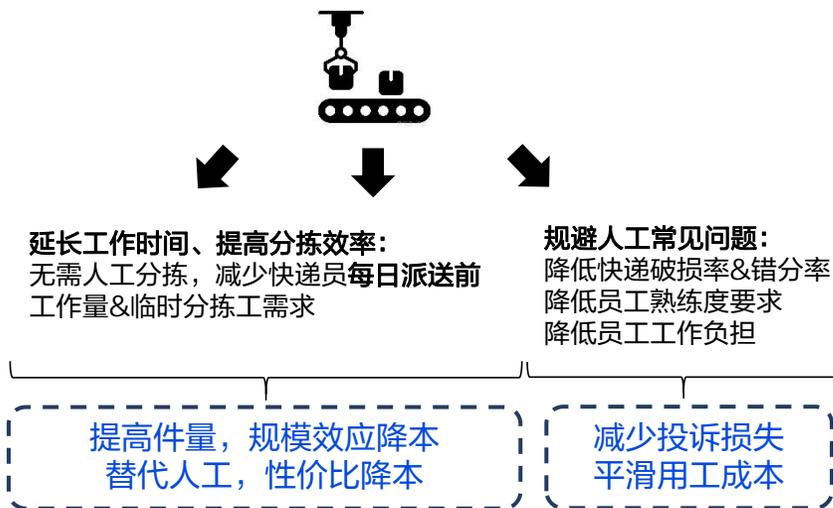
2.2 “同建共享”促进全链路降本：网点自动化+三网叠加，降低成本

- ◆ 从圆通速递、韵达股份及申通快递三家快递公司成本构成来看，2022年，末端成本（包括网点、支线、快递员）约占全链路成本约60%，末端成本的下降才是体现未来成本竞争力的关键。
- ◆ 一方面，与总部相似，末端网点亦有规模效应，随着件量的增加以及自动化设备的投入，网点通过规模效应应有较大的降本空间；另一方面，随着件量的增加，公司积极推动三网叠加，全网平均包裹中转次数将持续减少，中转节点的减少也将降低全链路成本。
- ◆ 需要注意的是，网点自动化能力提升是三网叠加中第二张网、第三张网发展的前提（量足够大才能直发，较大的量则需要自动化投入提高操作效率）。而网点自动化投入，则需要加盟商积极响应总部号召主动投入，亦考验各家公司对末端的管理能力。

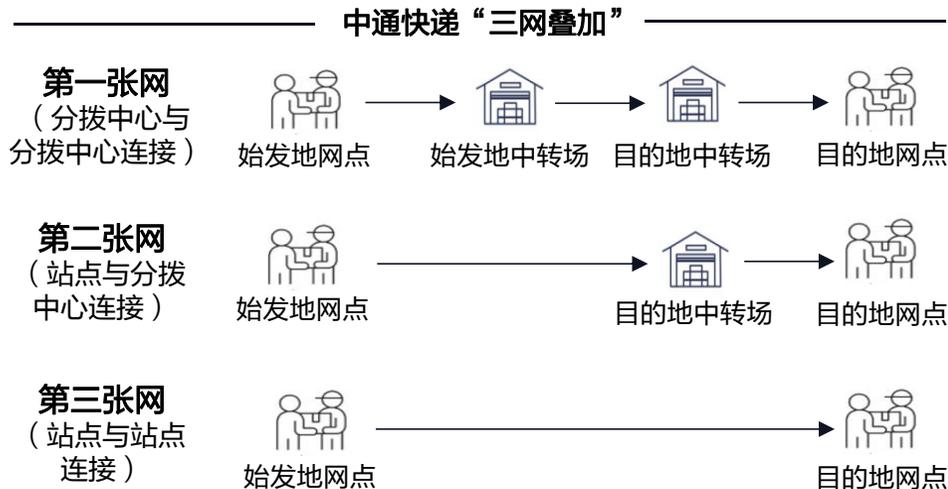
图表：2022年，圆通速递、韵达股份及申通快递末端派送成本占各快递公司全链路成本约60%



图表：网点自动化降本原理



图表：三网叠加项目，中转次数减少的降本原理



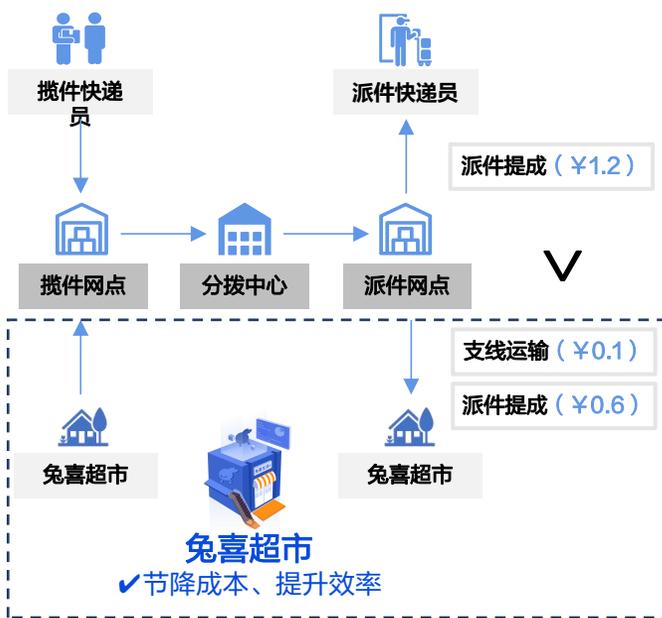
2.2 “同建共享”促进全链路降本：兔喜超市代收，降低末端成本

- ◆ 除了自动化+三网叠加外，末端代收（兔喜超市）亦是降低末端派送成本的关键。兔喜超市将快递收发点与便利店业务结合起来，门店在提供快递收发服务、新增收入和降本的同时，销售客流也有所提升，进而实现持续盈利。
- ◆ 兔喜超市代收服务实现降本功能：快递员将快递放置于兔喜超市而无需上门配送，由收件人自行前往兔喜超市签收快递。通常兔喜超市派送一单快递成本在0.6元，加上从派件网点到兔喜超市的支线运输成本约0.1元，共计0.7元，小于快递员派送所需派费1.2元，从而降低末端派送成本。截止2023年四季度，公司末端驿站在全国已有110000+门店，仅次于菜鸟驿站，布局基本涵盖全国，为末端代收降本提供了庞大的基础设施。

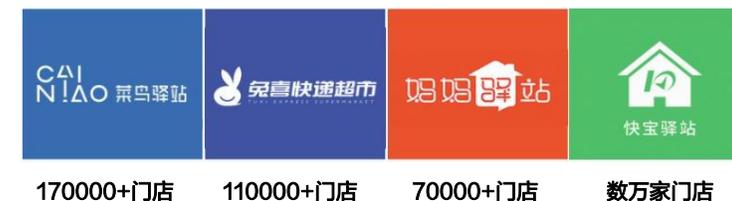
图表：中通快递兔喜超市介绍



图表：兔喜超市降本原理



图表：中通兔喜超市数量与同行对比（中通数据截止2023年Q4，其他同行为官网最新数据）



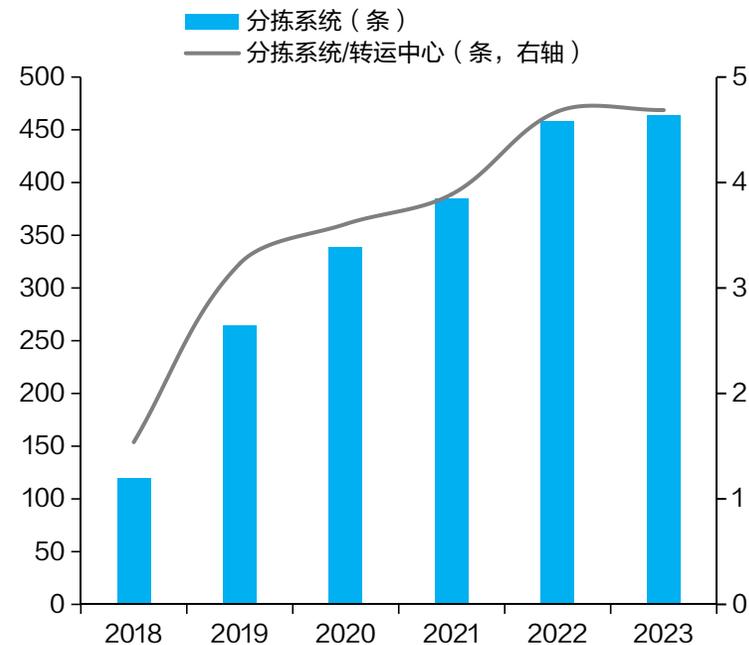
图表：中通兔喜超市布局基本涵盖全国



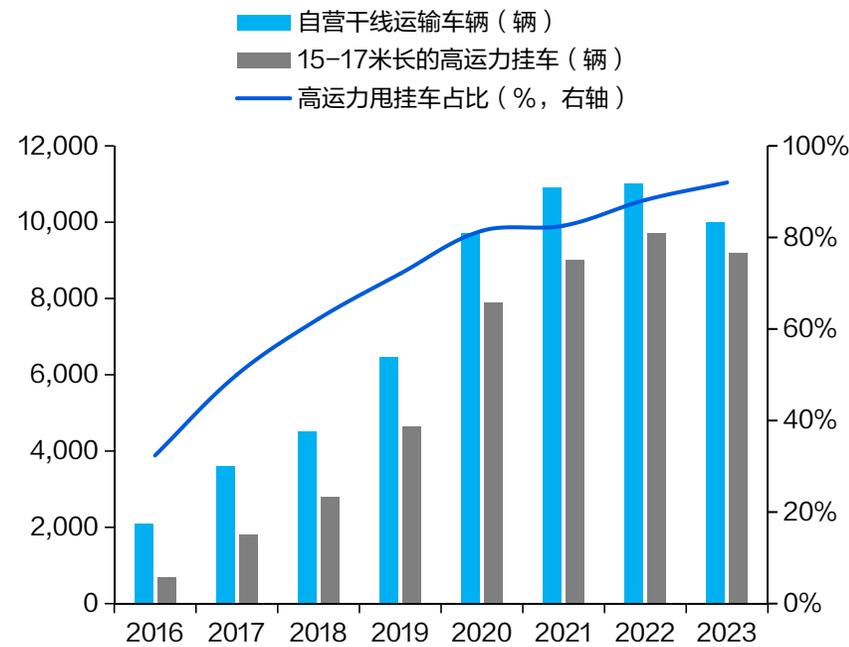
2.2 “同建共享”促进全链路降本：总部已做好准备，开始重点支持末端建设

- ◆ 转运中心自动化率提升带来直发中转操作能力的提升；高运力自有干线车辆占比的提升满足中心/网点直发对更大车型的需要。随着总部自动化能力和大车占比提升措施的落地，总部层面对于三网叠加策略的实施在中转、干线环节已经做好了充分的准备，开始重点支持末端投入。
- ◆ 对于末端网点，中通快递成立中通金融，为快递网点的经营发展提供便捷灵活、高效精准的金融支持，例如为网点购买自动化分拣设备和末端驿站建设提供贷款支持，帮助网点熨平经营周期波动，同时加快自动化建设、跟上总部节奏，最终为自动化及免喜降本战略落地提供资金保障。

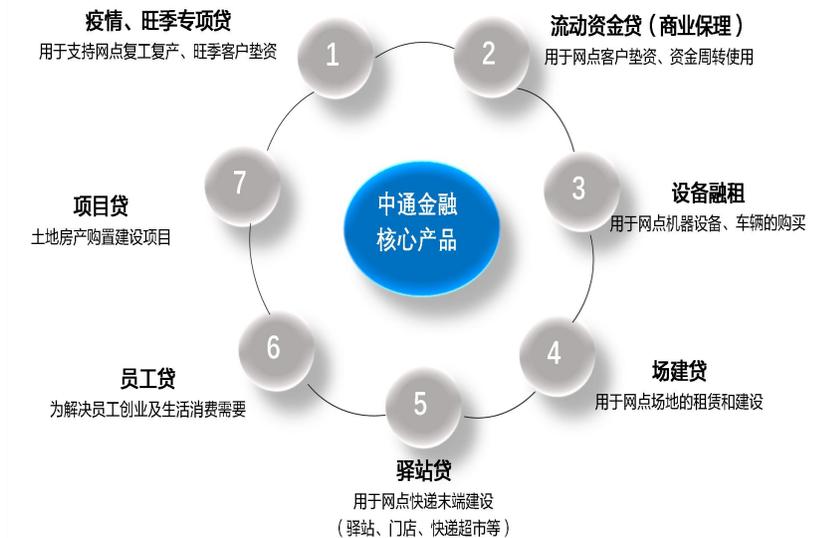
图表：中通快递中心自动化程度持续提升，为三网叠加中转能力做好了准备



图表：中通快递自营高运力甩挂车占比持续提升，为三网叠加干线能力做好了准备



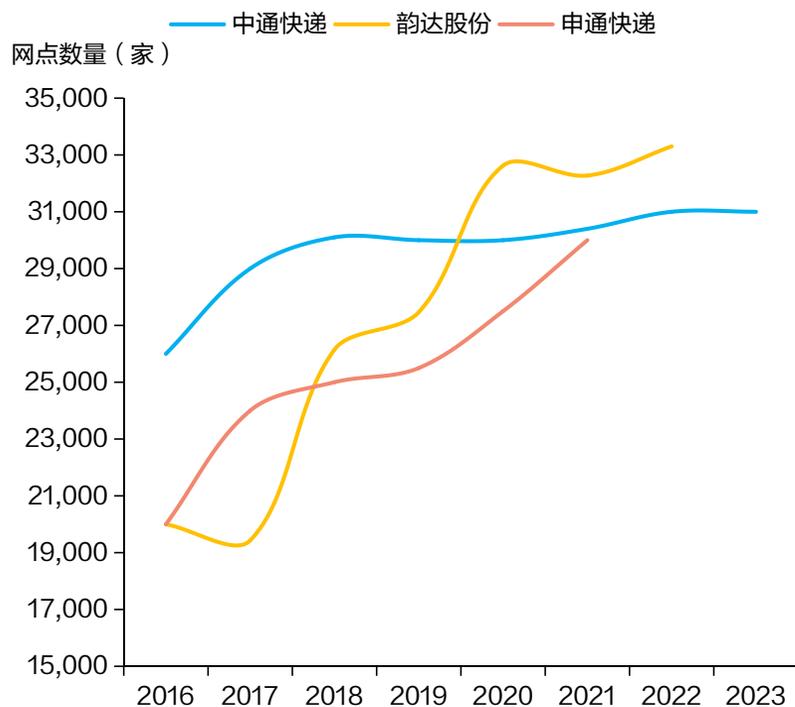
图表：中通金融服务满足末端网点多样需求，为末端自动化、免喜超市战略布局提供了资金保障



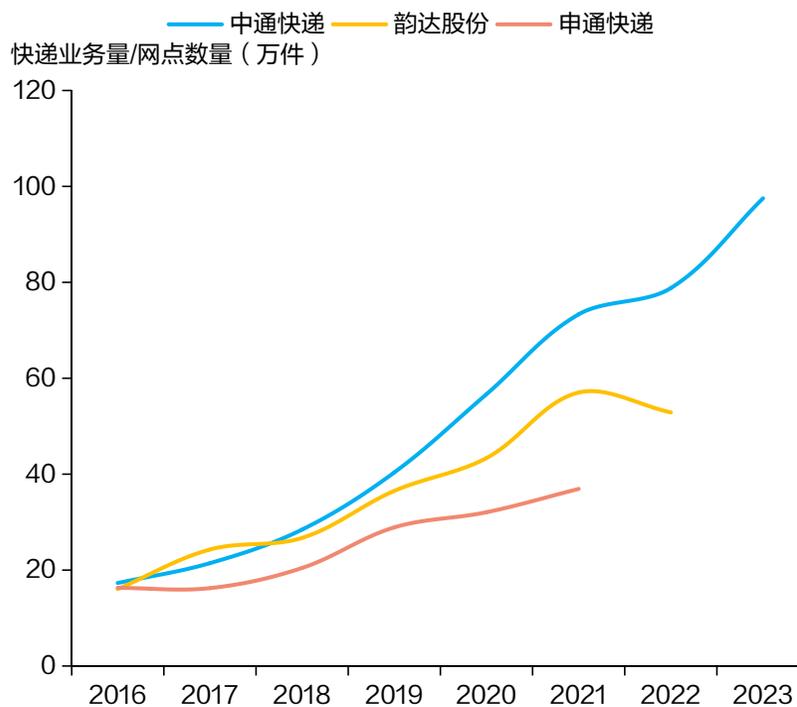
2.2 “同建共享”促进全链路降本：网点规模支撑兔喜超市建设

- ◆ 规模领先下，2020年及以后，中通快递单位网点件量已遥遥领先，为末端兔喜超市的独立建设，提供了件量保障。
- ◆ 在规模的支持下，中通快递兔喜超市加速布局，截至2023年，兔喜超市数量达到11万家，相比2019年增长了267%。

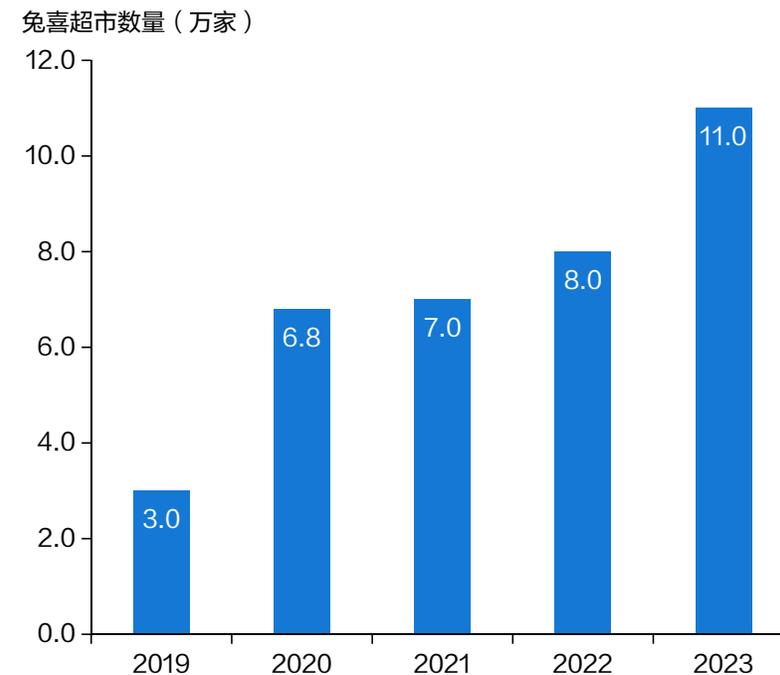
图表：2016-2023年通达系快递公司网点数量



图表：2016-2023年通达系快递公司快递业务量/网点数量对比



图表：2019-2023年，中通快递兔喜超市数量大幅增加



2.2 “同建共享”促进全链路降本：我们对降本空间的测算

◆ 根据“三网叠加”对中转成本，以及网点自动化、免喜超市对末端成本的节降效果测算，结合当前已降本释放给末端的利润，我们预计中通快递2024/2025/2026年全链路单票成本相比2023年分别有望下降0.07/0.11/0.16元，对应全链路成本节降22.76/38.51/54.26亿元，为加盟商带来盈利增厚外，也有望为公司总部带来较大业绩弹性空间。

图表：网点自动化降本空间测算

		加盟商网点	
		每日件量（件）：13000	
人工分拣		机器分拣	
人工分拣速度（件/小时）	220	机器分拣速度（件/小时）	8000
人工分拣所需工时（小时/天）	59	完全替代人工分拣	
快递分拣工月薪（元）	5000	设备总投资额（万元）	80
每日分拣时长（小时）	6	假设5年折旧，每年折旧（万元）	16（每日折旧438元）
快递分拣时薪（元）	28	每年电费（万元）	1（每日电费27元）
		雇佣2人卸货&操作&看管（元/月）	25000（每日人工900元）
每日分拣所需成本（元）=所需工时*分拣时薪	1641	每日分拣所需成本（元）	1366
单位分拣成本（元/件）	0.13	单位分拣成本（元/件）	0.11
网点自动化设备节约单位分拣成本（元/件）：0.02（已经推进60%，0.012已释放给末端）			

图表：“三网叠加”降本空间测算

网络层次	含义	分拣次数	件量占比	单票成本节降	单票成本节降（加总）
第一张网	收件网点-转运中心A-转运中心B-派件网点	2	70%	0	
第二张网	收件网点-转运中心A/B-派件网点	1	20%	0.30	0.12
第三张网	收件网点-派件网点	0	10%	0.60	

图表：免喜超市降本测算

免喜超市		小哥派送	
支线运输费用（元/件）	0.10	派件提成（元/件）	1.20
派件提成（元/件）	0.60		
单票派送成本（元/件）	0.70	单票派送成本（元/件）	1.20
单票派送成本节降（元/件）	0.50	（入站率已经60%，0.30降本已释放给末端）	

图表：快递末端降本空间综合测算

	2023年	2024年E			2025年E			2026年E			单票成本相比2023年节降			成本相比2023年节降（假设件量为350亿件）		
	单票成本	基本假设	成本节降	单票成本	基本假设	成本节降	单票成本	基本假设	成本节降	单票成本	2024年E	2025年E	2026年E	2024年E	2025年E	2026年E
面单成本（元）	0.02			0.02			0.02			0.02	/	/	/	/	/	/
运输成本（元）	0.45	精细管理+规模效应	0.03	0.42	精细管理+规模效应	0.01	0.41	精细管理+规模效应	0.01	0.40	-6.67%	-8.89%	-11.12%	10.51亿元	14.01亿元	17.51亿元
分拣成本（元）	0.27	“三网叠加”第二张网比例提高3% “三网叠加”第三张网比例提高1.5%	0.02	0.26	“三网叠加”第二张网比例提高3% “三网叠加”第三张网比例提高1.5%	0.02	0.24	“三网叠加”第二张网比例提高3% “三网叠加”第三张网比例提高1.5%	0.02	0.22	-6.59%	-13.17%	-19.76%	6.30亿元	12.60亿元	18.90亿元
运营成本及三费（元）	0.12	网点自动化覆盖率提升10%	0.002	0.12	网点自动化覆盖率提升10%	0.002	0.11	网点自动化覆盖率提升10%	0.002	0.11	-1.70%	-3.41%	-5.11%	0.70亿元	1.40亿元	2.10亿元
派费成本（元）	1.20	快递入免喜超市率提升3%	0.02	1.19	快递入免喜超市率提升3%	0.02	1.17	快递入免喜超市率提升3%	0.02	1.16	-1.25%	-2.50%	-3.75%	5.25亿元	10.50亿元	15.75亿元
合计	2.06		0.07	1.99		0.04	1.95		0.04	1.90	-3.16%	-5.35%	-7.53%	22.76亿元	38.51亿元	54.26亿元

2.3 “同建共享”促进产品分层：中端市场空间广阔、增长更快

- ◆ 近年来，中低端电商件与高端商务件&个人件之间的“中间地带”——中高端电商件发展势头良好，据灼识咨询测算，2022年市场规模约2200亿元，占比已逾五分之一，市场空间广阔。究其原因：一是传统电商快递业务的消费升级，网购者越来越重视更优质的物流服务，例如更好的时效、送货上门、顺畅的逆向物流以及更高的可预测性，低价已经不是唯一要求；二是抖音、快手等新兴电商平台崛起带来的新需求，这类平台对及时履约的要求非常严格，催生了对快递服务更高的要求。
- ◆ 据灼识咨询预测，我国中高端电商件市场规模有望从2022年的2200亿元增长到2027年的4330亿元，CAGR+14.5%，高于同时期中低端电商件市场规模CAGR+9.07%。我们认为中高端电商件市场空间广阔、增长更快，未来将成为各快递公司竞争的焦点。

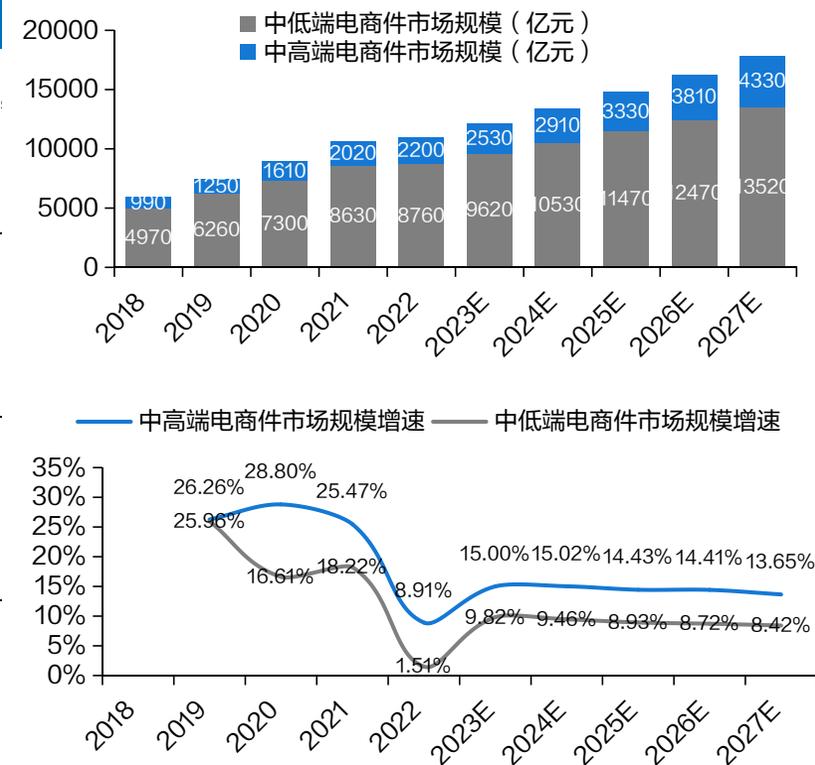
图表：低端与高端之间的中间地带：中高端电商件品类



图表：新兴电商平台对快递服务标准要求更高

平台	产品名称	推出时间	服务要求
音尊达		2022.01	1、派送前电联； 2、送货上门服务，末端优先派送，末端投诉获赔包裹优先转运，客户专属服务； 3、良好的服务态度。 4、若当快递公司未按照承诺服务履约且产生客诉时，由快递公司对商家进行赔付，5元/单
抖音	极速达	2022.07	1、时效快； 2、承诺必达，可实现商品同城当日达、周边城市次日达； 3、该服务还未在抖音电商内全面展开，仅在吉林等地开始测试； 4、服务涵盖了生鲜蔬菜的同城配送。
	小时达	2023.11	1、快速、便捷的配送方式； 2、帮助消费者节省时间和精力，避免长时间等待物流配送的烦恼； 3、该服务还未在抖音电商内全面展开，仅在北京等地开始测试； 4、提高商品的时效性。
快手	按需派送	2022.03	1、要求快递员派前电联收件人，然后根据用户需求来选择送货上门，还是投放快递柜或代收点； 2、客服体验方面包含了专属客服、直连人工等服务； 3、物流体验方面，除按需派送外，隐私面单、优先发货等多环节服务也在逐步落地；

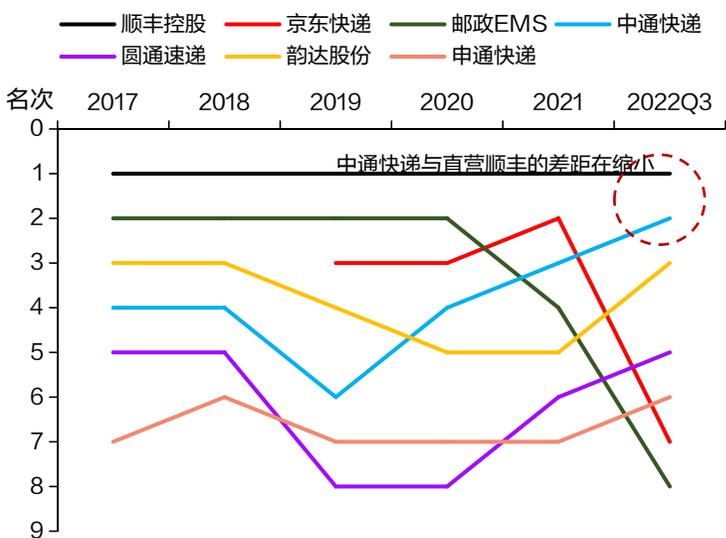
图表：中端电商件市场的市场空间测算（灼识咨询）



2.3 “同建共享” 促进产品分层：中通产品力持续提升

- ◆ 件量增长将提高，除规模降本外，亦会促进收派频次提升、减少中转次数，从而使中通快递全链路时效逐渐缩短，中通快递排名逐渐上升。
- ◆ 2023年，中通快递全链路时效提速3.72小时，公司产品力持续加强。
- ◆ 从产品矩阵来看，中通快递现有“中通标快”与“中通好快”两款产品满足中高端快递需求，产品丰富度与顺丰控股、京东快递基本一致（除顺丰控股拥有“跨城急件”以外）。从三家拳头产品“顺丰特快”、“京东特快送”、“中通好快”对比来看，中通快递在短途与顺丰、京东相当，但价格极具竞争力；中长途时效方面虽尚未达到次日达，但隔日达时效差异不大，费率相比另外两家普遍更低。
- ◆ 除时效外，“中通好快”全面对标直营产品，提供种类丰富的专属权益，在中高端快递市场具备几乎同等竞争力。

图表：2019-2022Q3，中通快递全链路时效排名逐渐上升



图表：产品矩阵对比，中通快递vs直营快递（数据为2024年3月）

寄递物品信息：文件，1kg											
中长途：上海（寄）——北京（收）											
顺丰控股				京东物流				中通快递			
寄件时间	运费	时效	可选产品	寄件时间	运费	时效	可选产品	寄件时间	运费	时效	可选产品
3月26日09:00-10:00				3月26日09:00-10:00				3月26日09:00-10:00			
跨城急件	525	3月26日 22:30前									
顺丰特快	23	3月27日12:00前	特快送	18		3月27日 20:00前	中通好快	14		3月28日14:00前	
顺丰标快	18	3月28日12:00前	特惠送	16		3月28日 22:00前	中通标快	12			
短途：上海（寄）——杭州（收）											
顺丰控股				京东物流				中通快递			
3月26日09:00-10:00				3月26日09:00-10:00				3月26日09:00-10:00			
跨城急件	154	3月26日19:00前									
顺丰特快	-	-	特快送	-	-	-	中通好快	11		3月27日14:00前	
顺丰标快	12	3月27日12:00前	特惠送	12		3月27日12:00前	中通标快	8			
长途：上海（寄）——成都（收）											
顺丰控股				京东物流				中通快递			
3月26日09:00-10:00				3月26日09:00-10:00				3月26日09:00-10:00			
跨城急件	946	3月27日 02:00前									
顺丰特快	23	3月27日12:00前	特快送	20		3月27日 20:00前	中通好快	17		3月28日 22:00前	
顺丰标快	18	3月28日18:00前	特惠送	16		3月28日 22:00前	中通标快	15			

图表：高端产品“中通好快”对标直营

顺丰特快	京东特快送	中通好快
六大尊享服务	五大权益	七大优势
①1小时内上门收件（特殊区域稍作加时）	①1小时上门收件（特殊区域稍作加时）	①1小时内上门取件
②承诺精准、高效的送达时间（如12:00前，18:00前）	②专属时效承诺，超时可赔付	②专属时效承诺，超时可赔付
③电商高峰期优先派送	③全流程优先保障、优先派送	③尊享VIP专属服务，优先中转
④寄件免费享用部分包材（文件封、防水袋等）	④电商高峰期优先派送	④保价、签单返还、运费到付和代收货款等保值服务选择
⑤专属的增值服务选择：准时保	⑤上门包装服务并免费提供部分包材（文件封、防水袋、填充物）	⑤总部专属中通好快客服进行查件跟单
⑥高端产品售后服务优先回应	⑥提供保价、京尊达等保值服务	⑥高性价比的生鲜特产寄递选择
	⑦贴心服务：黄色防水面单，提高手机号码隐私服务	

2.3 “同建共享”促进产品分层：服务能力在于末端管控能力差异

- ◆ 加盟制快递企业要做好产品分层，除时效外，核心在于末端直管能力，真正做到“总部直管”快递员工资，才能从根本上提升末端服务能力。
- ◆ 2020年中通率先实现派费直链，派费直接打入快递员账户。此举加强了总部和基层之间的链接，保障一线人员的利益、破除了以往派费传导层级多、派费补贴到手快递员难落实的问题，做到了“总部直管”快递员的类直营能力，为末端服务质量提升及产品分层创造了前提条件。
- ◆ 总体来看，中通快递通过搭建集中管理的自有中天系统，整合周边应用和设备，支撑网络合作伙伴进行端到端高效协作。形成“两全齐美”的模式：既保持加盟商组织架构，同时实现数字化垂直管理。充分利用技术赋能红利，打造上下一体、高效运转的末端网络。

图表：中通快递快递员手机端实时显示派费收入



图表：自主研发中天系统，实现网络高效协同

包裹分拣、运输和跟踪管理：

通过电子面单跟踪每个包裹的路线和配送信息
监控分拣中心的运力，每辆当班货车的实时移动情况

结算付款计算：

跟踪每一张配送订单，计算出中转费与末端配送费

平台整合：

中天系统与电商平台订单系统相连接，
可供商家无缝下达配送订单

移动应用程序：

为揽件、派件人员提供移动设备支持

客户服务支持：

为客户跟踪包裹、搜索网点位置

销售配件：

便携式条码阅读器、面单、包装材料等

数据分析和决策支持：

为核心管理团队提供表现看板，以供实时监控和评估业务

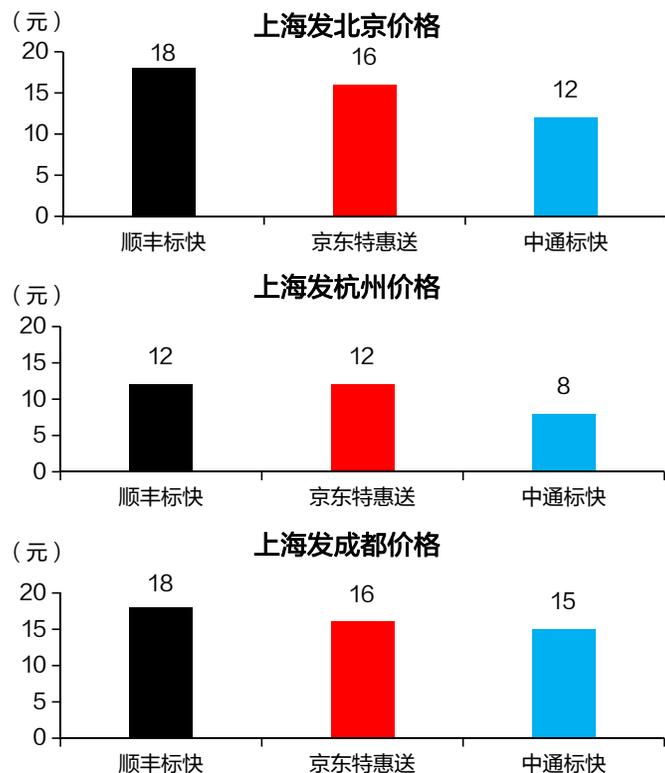
中通快递中天系统



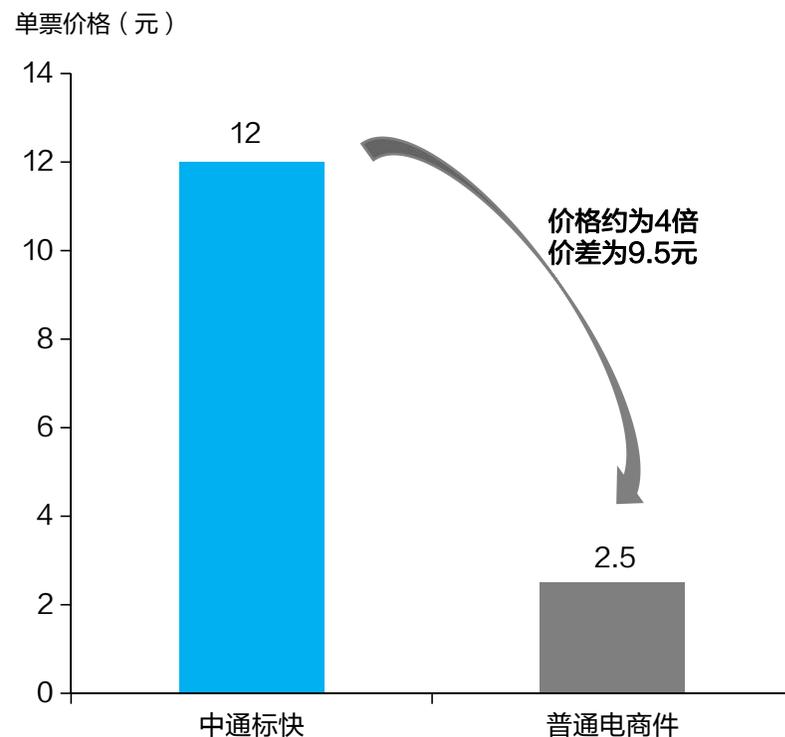
2.3 “同建共享”促进产品分层：中高端市场盈利能力强

- ◆ 当前，中通标快与同行中高端产品相比价格更低，其有望凭借性价比优势切入对应市场层级，从中高端市场分得一块蛋糕。
- ◆ 中高端市场的盈利水平显著高于中低端市场，业务结构优化有望带来公司价格弹性。我们测算中通标快价格约为普通电商件的4倍，价差约为9.5元；毛利润约为普通电商件的5倍，利差约为2.03元。按照公司2023年302亿件测算（约8300万件/天），若中通散单件量占比提升1%（约83万件/天），中通快递单票收入预计上升0.095元，单票毛利润预计上升0.020元。产品分层将有效带动公司价与利可观提升。

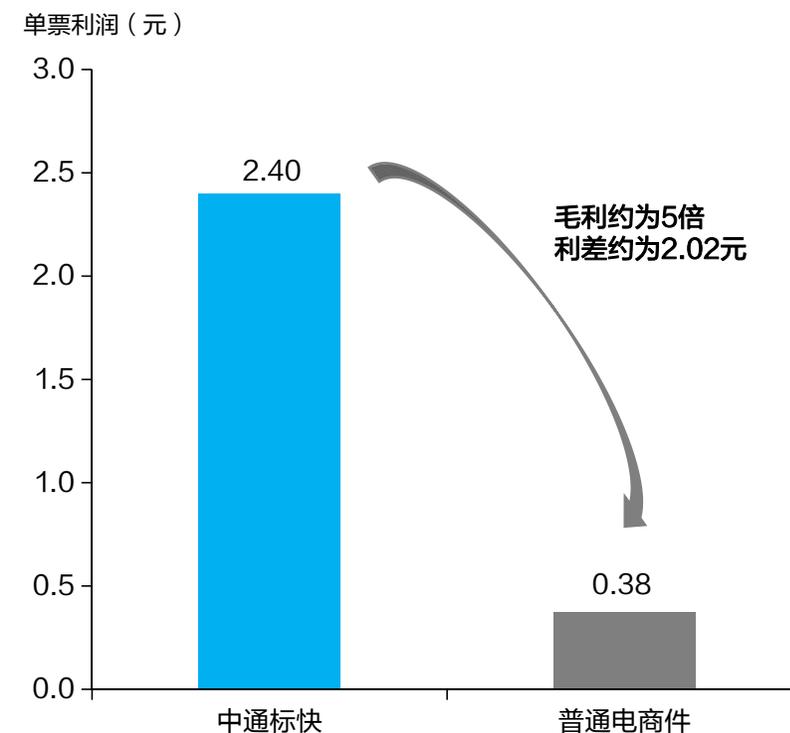
图表：中通标快收费与同行中端产品对比



图表：中通标快价格与普通电商件对比



图表：中通标快单票盈利能力或是普通电商的5倍



2.4 “共建共享” 促进多元化布局：中通已实现快运业务领先

◆ 在主营业务与同行逐渐拉开差距的同时，中通快递从2014年开启多元化布局，2014年成立国际/跨境业务，2016年开启零担运输业务，2018年推出仓储业务，2018年推出兔喜超市，2020年进军冷链/航空业务，完成了多元化的生态系统布局。目前中通快运已成为头部企业，且已连续5年实现盈利（2019-2023年）。继加盟快递业务后来居上成为行业龙头后，中通又成为加盟快运头部企业。公司新业务发展成功率高发展好，亦是“共建共享”理念的重要催化。中通快运核心管理层均有股份，且董事长为核心管理层赖建法，而非创始人本人，极大的提振了核心管理层的工作动力。

图表：中通快递国际业务加速布局



图表：中通快递新业务布局陆续落地

- 国际/跨境业务（自2014）
- 货运代理、专线、集中运输、国际快递、海外仓等多元化产品
 - 东南亚及非洲国际快递服务
 - 响应“一带一路”以及RCEP的倡议

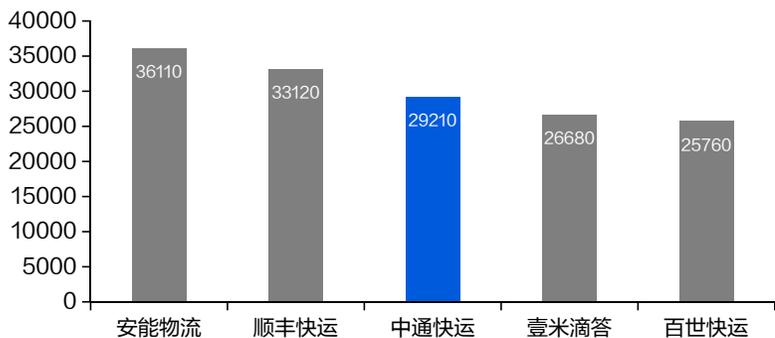
- 零担运输（自2016）
- 专注于重型货物
 - 2022年货运量在竞争对手中排名前五
 - 覆盖中国98%的区/镇
 - 2万个服务网点

- 仓储-快递（自2018）
- B2C、B2B、跨境和云配生鲜仓等多元化产品
 - 直营仓与加盟仓面积总计约200万方
 - 仓储一体化、处理和配送履约



- 末端驿站（自2018）**
- 约11万家驿站网点
 - 覆盖中国所有省份¹和约300个城市
 - 标准化的末端驿站服务附加商业和社区功能
 - 建立战略立足点，加强端到端连接

图表：2022年中通快运货量排名加盟快运第二，全网快运第三



金融 ZTO 中通金融 ZTO FINANCE



数字营销 中快传媒 ZK



维保站



环保袋

2.5 产品分层对冲价格竞争，有望实现单票收入稳定

- ◆ 基于对价格竞争与产品分层的假设，在中性假设下（公司与加盟商分摊收益比例为3:7），我们预计2024-2026年中通快递单票收入分别为1.19/1.17/1.17元，同比分别-0.05/-0.02/-0.002元，变化幅度分别为-4.15%/-1.81%/-0.13%。在现阶段，虽然行业价格竞争仍在继续，但产品分层有望充分对冲降价对公司单票盈利的负向影响，从而保证公司单票收入的稳定。

图表：产品结构优化下我们预测的中通快递单票收入提升空间

	2022	2023	公司:加盟商=2:8			公司:加盟商=3:7			公司:加盟商=4:6		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
单票收入（元）	1.40	1.24	1.18	1.15	1.14	1.19	1.17	1.17	1.20	1.19	1.20
yoy		-11.28%	-4.91%	-2.62%	-0.96%	-4.15%	-1.81%	-0.13%	-3.38%	-1.00%	+0.67%

核心假设：产品分层下，新产品利润公司与加盟商分摊收益比例为3:7

2024E	价格竞争：单票价格下降0.08元；中通标快渗透率上升1.0%，单票价格上升0.0285元；综合单票价格下降0.0515，相比上一年降幅4.15% =-0.08+0.095*0.3=-0.0515
2025E	价格竞争：单票价格下降0.05元；中通标快渗透率上升1.0%，单票价格上升0.0285元；综合单票价格下降0.0215，相比上一年降幅1.81% =-0.05+0.095*0.3=-0.0215
2026E	价格竞争：单票价格下降0.03元；中通标快渗透率上升1.0%，单票价格上升0.0285元；综合单票价格上升0.0015，相比上一年降幅0.13% =-0.03+0.095*0.3=-0.0015

注：加盟商即网络合作伙伴，指在本集团网络内拥有及经营揽件及派件网点及以本集团的“中通”品牌经营快递服务的业务伙伴

2.6 三网叠加+末端降本，单票降本空间仍然较大

- ◆ 我们预计在“同建共享”的理念下，各网点有能力落实好总部的成本节降&产品分层等各项政策，真正实现“力出一孔”。
- ◆ 基于前文的计算结果，我们预计2024-2026年，三网叠加/网点自动化/兔喜超市每年分别有望为中通快递带来成本节降0.02/0.01/0.02元，合计0.04元。其中，三网叠加发生在转运中心，降本收益全部归属公司所有。网点自动化/兔喜超市均属末端降本举措，收益应在公司与加盟商之间进行合理分配。我们假设三种末端降本收益分配情况：1) 公司:加盟商=2:8；2) 公司:加盟商=3:7；3) 公司:加盟商=4:6，三种情况下中通快递单票成本节降测算结果如下图所示。
- ◆ 在中性假设下，我们预计末端降本收益在公司与加盟商之间按照3:7进行分配，预计2024-2026年中通快递单票成本分别为0.80/0.77/0.74元，同比分别-0.05/-0.03/-0.03元，变化幅度分别为-6.19%/-4.11%/-4.29%。

图表：中通快递单票降本空间测算结果

	2022	2023	公司:加盟商=2:8			公司:加盟商=3:7			公司:加盟商=4:6		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
运输成本(元)	0.51	0.45	0.42	0.41	0.40	0.42	0.41	0.40	0.42	0.41	0.40
yoy		-12.05%	-6.67%	-2.38%	-2.44%	-6.67%	-2.38%	-2.44%	-6.67%	-2.38%	-2.44%
分拣成本(元)	0.32	0.27	0.26	0.24	0.22	0.26	0.24	0.22	0.26	0.24	0.22
yoy		-15.04%	-6.59%	-7.05%	-7.59%	-6.59%	-7.05%	-7.59%	-6.59%	-7.05%	-7.59%
面单成本	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
yoy		-10.49%	/	/	/	/	/	/	/	/	/
其他成本(元)	0.18	0.12	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.10	0.11	0.10	0.10
yoy		-35.14%	-2.90%	-2.98%	-3.08%	-4.35%	-4.55%	-4.76%	-5.80%	-8.95%	-12.31%
运营成本及三费降幅(元)			0.0004	0.0004	0.0004	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
派费成本降幅(元)			0.003	0.003	0.003	0.005	0.005	0.005	0.006	0.006	0.006
单票成本合计(元)	1.03	0.86	0.81	0.77	0.74	0.80	0.77	0.74	0.80	0.77	0.73
yoy		-17.00%	-6.00%	-3.89%	-4.05%	-6.19%	-4.11%	-4.29%	-6.39%	-4.33%	-4.53%

注：加盟商即网络合作伙伴，指在本集团网络内拥有及经营揽件及派件网点及以本集团的“中通”品牌经营快递服务的业务伙伴

2.7 “量、价、本、利” 向上突破，带来业绩弹性

- ◆ 中通快递作为国内电商快递龙头，在成本及溢价能力双重领先的背景下，有望实现持续的市场份额扩张和利润目标达成，在增速上预计未来仍将实现不低于行业的业务量增速，在业绩上也已进入稳健增长期。
- ◆ 综合我们本章对公司收入与成本的分析预测，我们预计2024-2026年中通快递归母净利润分别为100.77/118.07/144.89亿元，同比分别增长15.17%/17.18%/22.71%。公司“量、价、本、利”持续向上突破，后期业绩弹性可期。

图表：“量、价、本、利” 向上突破，带来业绩弹性

	2022	2023	公司:加盟商=2:8			公司:加盟商=3:7			公司:加盟商=4:6		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
单票收入	1.40	1.24	1.18	1.15	1.14	1.19	1.17	1.17	1.20	1.19	1.20
yoy		-11.28%	-4.91%	-2.62%	-0.96%	-4.15%	-1.81%	-0.13%	-3.38%	-1.00%	+0.67%
单票成本	1.03	0.86	0.81	0.77	0.74	0.80	0.77	0.74	0.80	0.77	0.73
yoy		-17.00%	-6.00%	-3.89%	-4.05%	-6.19%	-4.11%	-4.29%	-6.39%	-4.33%	-4.53%
单票毛利(元)	0.37	0.38	0.37	0.38	0.40	0.39	0.40	0.43	0.40	0.42	0.46
yoy		4.81%	-2.49%	0.11%	+5.44%	+0.42%	+3.00%	+7.95%	+3.34%	+5.74%	+10.19%
单票费用及其他(元)	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
yoy		/	/	/	/	/	/	/	/	/	/
单票归母净利润	0.28	0.29	0.28	0.28	0.30	0.29	0.30	0.33	0.31	0.33	0.37
yoy		5.66%	-3.81%	-0.90%	+7.22%	-0.01%	+2.93%	+10.38%	+3.69%	+6.41%	+13.05%
业务量	243.89	302.02	353.36	406.37	459.20	353.36	406.37	459.20	353.36	406.37	459.20
yoy		24%	17%	15%	13%	17%	15%	13%	17%	15%	13%
归母净利润	68.09	87.49	100.27	114.27	138.46	100.77	118.07	144.89	108.18	132.48	169.31
yoy		28.49%	14.61%	13.97%	21.16%	15.17%	17.18%	22.71%	23.65%	22.46%	27.80%

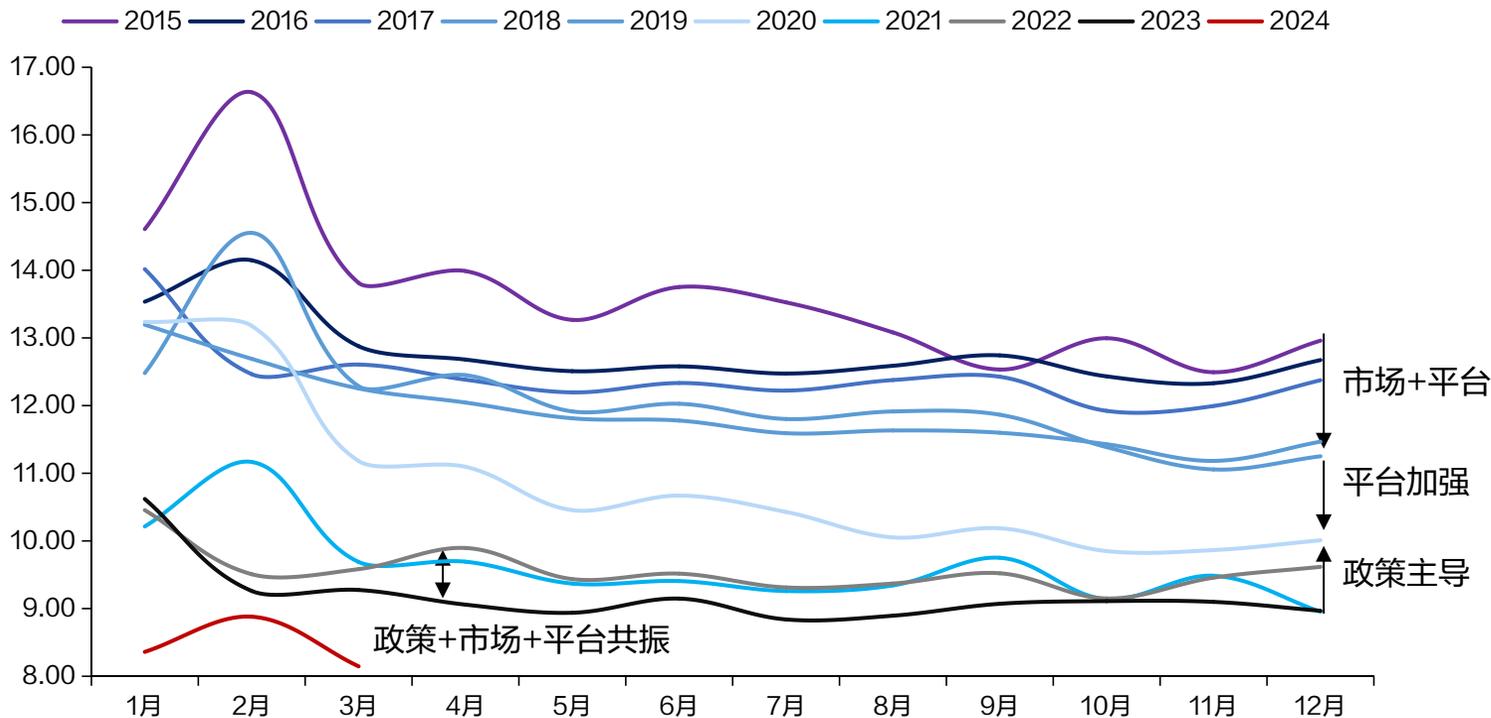
注：加盟商即网络合作伙伴，指在本集团网络内拥有及经营揽件及派件网点及以本集团的“中通”品牌经营快递服务的业务伙伴

三、投资建议：短期估值修复，中期格局拐点，长期本利突破均有投资机会

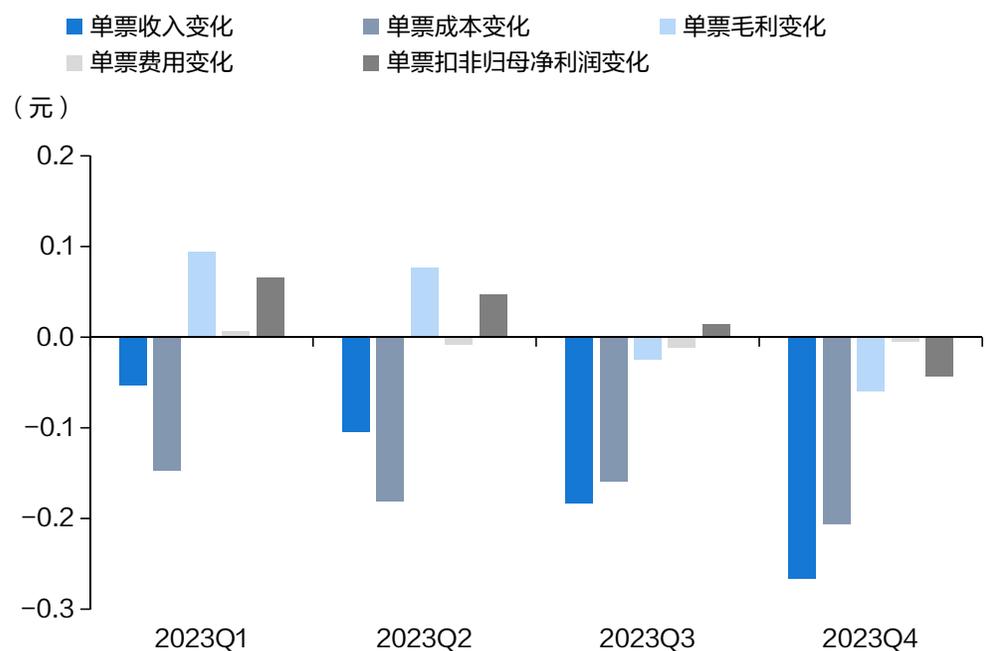
3.1 短期估值修复：温和价格竞争，单票盈利稳定

- ◆ 2021Q4-2022年：政策主导，叫停恶性价格战，单价企稳修复；2023年起：政策托底+市场供需关系+平台高履约需求共振下（快递企业不止聚焦价格战，同时重视品质提升），快递行业进入温和价格竞争阶段。
- ◆ 在温和价格竞争的背景下，中通在产品分层、全链路降本背景下，有效的对冲了价格竞争对单票盈利地负面影响，也是唯一一家通达系快递里，实现2023年Q1-Q3单票盈利，及2023年市占率双重提升的加盟快递公司。

图表：在政策托底+市场供需+平台高履约的共同影响下，快递行业进入温和价格竞争新阶段

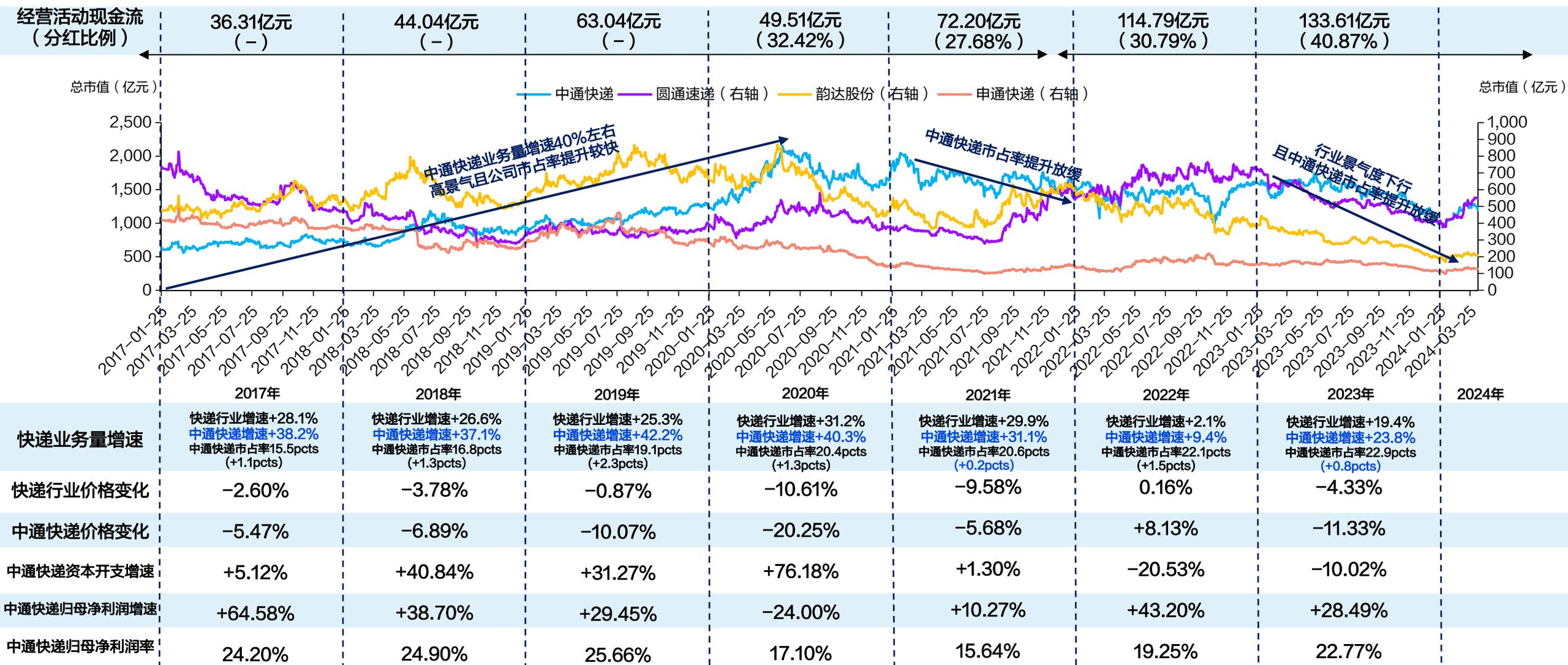


图表：2023年中通快递在降本范围内的价格竞争策略反而促使其单票盈利上行



3.1 短期估值修复：景气度超预期，有望实现量利齐升，估值修复

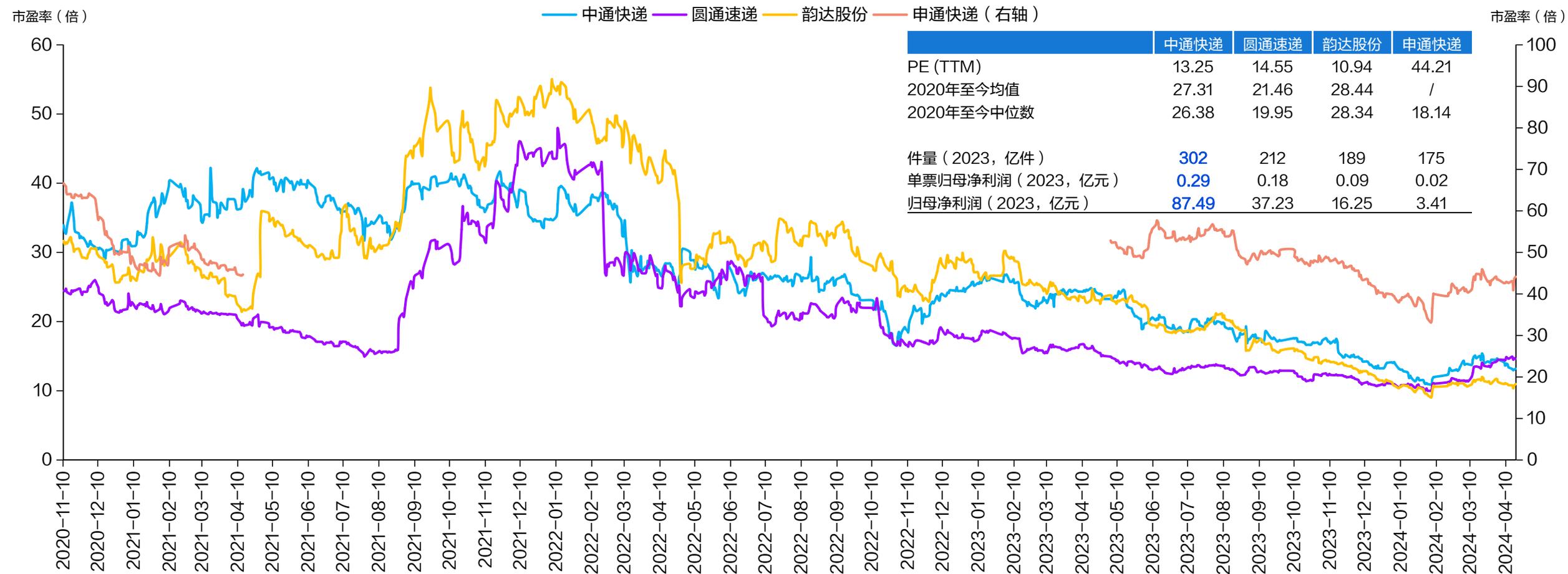
◆ 考虑目前快递行业增速超预期（邮管局指引2024年快递行业业务量增速预计8%，但交通运输部高频数据显示，快递行业2024年Q1增速超过20%），结合中通快递在降本范围内的价格竞争，单票盈利稳定性强，业绩增速有望跟随业务量增速同步修复，迎来估值修复机会。



3.1 短期估值修复：与友商估值对比，中通未表现出明显溢价

◆ 中通快递作为国内电商快递公司龙头，件量与盈利能力均远远领先可比同行（圆通速递、韵达股份、申通快递），但与同行对比来看，当前估值水平尚未拉开差距，存在进一步修复的空间。

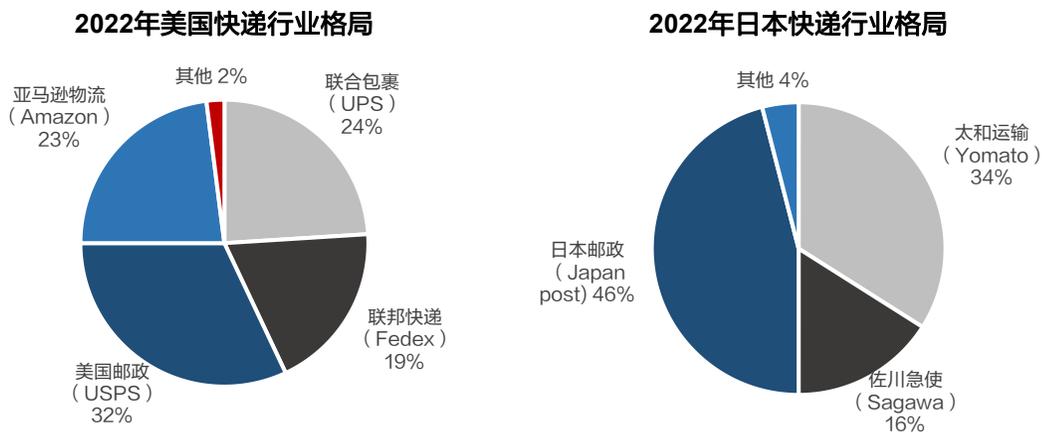
图表：通达系快递公司市盈率表（截至2024年4月19日）



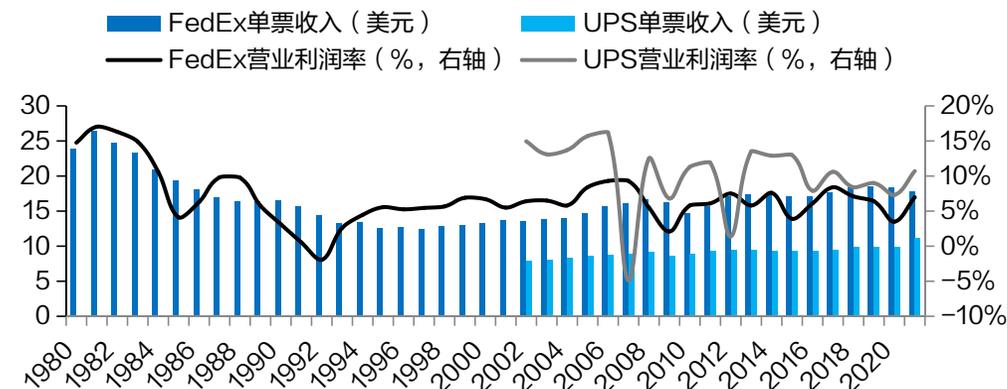
3.2 中期格局拐点：我国快递已进入竞争中后期，期待格局拐点带来业绩弹性

◆ 对标美国市场，格局拐点后，快递行业单票收入将进入修复通道。我国快递已进入竞争中后期，期待格局拐点后，提价带来的业绩弹性。

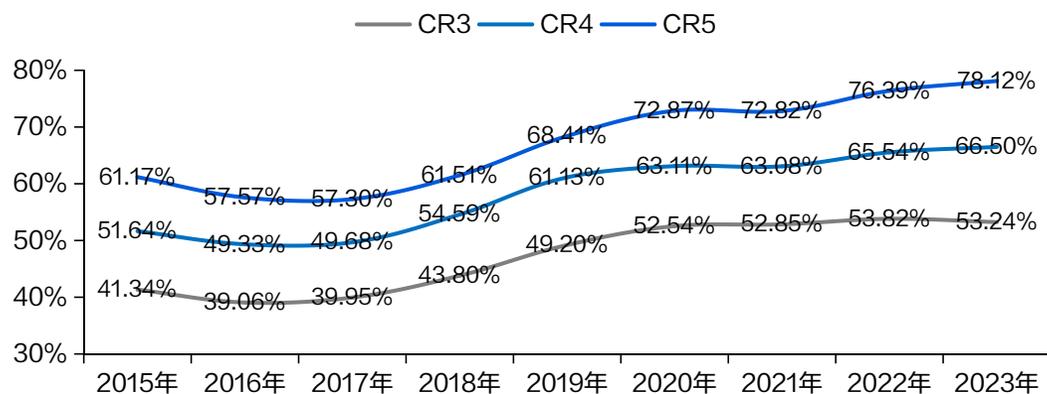
图表：美国、日本经验表明，稳定格局下快递行业通常有3-4位“主要玩家”



图表：2000年起美国快递行业竞争缓和，龙头单价水平开始修复



图表：我国的电商快递CR3、CR4、CR5变化趋势



图表：中通快递历史单票收入及单票盈利仍处低位，有较大修复空间



3.2 中期格局拐点：快递新规 & “合同+社保”政策有望催化行业头部集中

- ◆ 当前行业价格再创新低，网点盈利能力已逼近极限。“快递新规”第五十四条要求对加盟制快递企业末端服务能力提出新的挑战，同时“合同+社保”政策将于三年全面落地，尾部企业全链路成本压力加大。我们预计政策组合拳将催化头部企业加速集中，快递行业格局演变或将加速。
- ◆ 据我们测算，假设本轮社保政策全面落地，“加盟制”快递企业全链路单票成本将增加0.08~0.16元。若考虑三年落地，同时成本增加在总部、加盟商、劳务企业之间分摊，未来三年每年单票成本将增加0.01~0.02元。
- ◆ 当前利润较薄尾部企业在快递行业监管趋严、服务质量提升之势下，或面临较大压力，尾部出清到来或提前，快递行业格局将得以重塑。

图表：“快递新规”第五十四条

《快递市场管理办法》第五十四条：

经营快递业务的企业有下列情形之一的，由邮政管理部门责令改正，予以警告或者通报批评，可以并处1万元以下的罚款；情节严重的，处1万元以上3万元以下的罚款：

- (一) 未经用户同意代为确认收到快件的；
- (二) 未经用户同意擅自使用智能快件箱、快递服务站等方式投递快件的；
- (三) 乱扔快件、踩踏快件的。

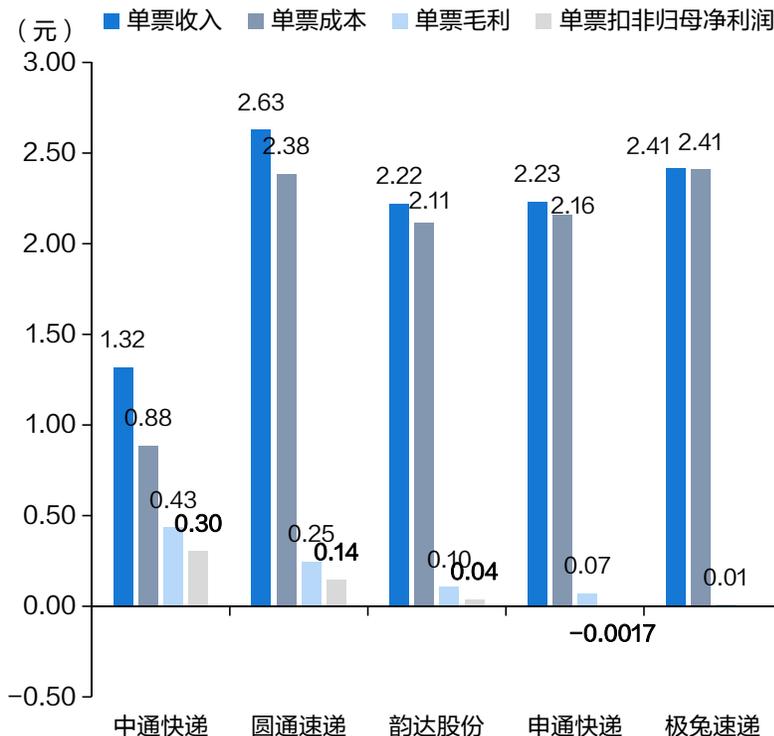
图表：关爱快递员权益政策梳理

时间	政策内容
2021-01-04	全国邮政管理工作会议提出制定《快递末端派费核算指引》和《快递员劳动定额标准》，指导企业制定单件派费标准，督促快递企业及时足额发放工资。
2021-07-08	七部门联合印发关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见，督促快递企业及时足额发放工资，优先为快递员缴纳工伤保险、人身意外险等险种。
2021-12-31	人力资源社会保障部办公厅与国家邮政局办公室联合发布《关于推进基层快递网点优先参加工伤保险工作的通知》，要求做好基层快递网点快递员参加工伤保险的组织实施工作，力争尽快实现全面覆盖。
2022-01-01	《中华人民共和国法律援助法》新规于2022年1月1日正式实施，覆盖外卖小哥、快递员等新就业形态劳动者为其提供法律援助维护权益。
2022-03-15	国家邮政局此前发布《邮政服务和快递服务用户申诉处理办法（征求意见稿）》公开征求意见，建立投诉申诉系统，遏制恶意投诉对快递员合法权益的侵害。
2024-01-19	国家邮政局召开全国快递行业推进劳动合同制度动员部署电视电话会议，要求在全行业落实劳动合同制度，维护快递员包括社保在内的基本劳动权益。

图表：合同+社保政策对单票成本的潜在影响测算

	中通	圆通	韵达	申通	极免
单票所需人数 (人)	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001
补缴社保费率					
养老保险	15%	15%	15%	15%	15%
医疗保险	10%	10%	10%	10%	10%
失业保险	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
生育保险	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
合计	26%	26%	26%	26%	26%
社保基准下限 (元/月)	5000	5000	5000	5000	5000
单人补缴社保新增支出	15600	15600	15600	15600	15600
单票成本增加 (元)					
假设100%的人需补缴社保	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
假设70%的人需补缴社保	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11
假设50%的人需补缴社保	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
2023件量 (亿件)	302.27	212.04	188.54	175.07	153.31
营业成本增加 (亿元)					
假设100%的人需补缴社保	47.15	33.08	29.41	27.31	23.92
假设70%的人需补缴社保	33.01	23.15	20.59	19.12	16.74
假设50%的人需补缴社保	23.58	16.54	14.71	13.66	11.96
2023年快递收入 (亿元)		511.24	446.11	390.99	
2023年成本增加占收入比例		3.24%	3.30%	3.49%	

图表：各家单票盈利情况对比 (2023年Q3)



注：
1) 极兔速递为2023年中国市场业务数据
2) 中通快递单票收入、成本均不含派费

3.3 长期本利突破：全链路降本+产品分层，有望实现盈利向上突破

- ◆ 通过践行“同建共享”理念，公司未来将持续推进全链路降本+产品分层的策略，“量、价、本、利”有望向上突破，迎来业绩向上弹性。
- ◆ 我们预计2024-2026年公司营业收入分别为429.76、484.31、545.56亿元，归母净利润分别为100.77亿元、118.07亿元与144.89亿元，2024-2026年对应PE分别为12.54倍、10.70倍与8.72倍。公司作为加盟快递龙头，我们看好未来量本利平衡发展的长期策略，维持“买入”评级。

图表：单票盈利及件量的增长，有望迎来业绩向上弹性

预测依据		2023A	2024E	2025E	2026E
业务量（亿件）	预计快递行业业务量增速近几年双位数，逐年放缓	302.02	353.36	406.37	459.20
YoY			17.00%	15.00%	13.00%
快递单票收入（元）	价格战影响行业降价；中通产品分层单价提升	1.24	1.19	1.17	1.17
YoY			-4.15%	-1.81%	-0.13%
快递单票成本（元）	多项降本措施落地共推单票成本下降	0.86	0.80	0.77	0.74
YoY			-6.19%	-4.11%	-4.29%
营业收入（百万元）		38418.92	42976.15	48431.00	54556.41
YoY			11.86%	12.69%	12.65%
快递业务收入（百万元）		37512.11	42069.35	47506.06	53612.97
YoY			12.15%	12.92%	12.86%
营业成本（百万元）		26756.49	29282.46	32210.16	34774.00
YoY			9.44%	10.00%	7.96%
快递业务成本（百万元）		25902.23	28428.20	31347.35	33902.57
YoY			9.75%	10.27%	8.15%
毛利润（百万元）		11662.43	13693.69	16220.84	19782.40
YoY			17.42%	18.45%	21.96%
毛利率		30.36%	31.86%	33.49%	36.26%
快递业务毛利润（百万元）		11609.88	13641.15	16158.71	19710.40
YoY			17.50%	18.46%	21.98%
快递业务毛利率		30.95%	32.43%	34.01%	36.76%
归母净利润（百万元）		8749.00	10076.61	11807.27	14488.53
YoY			15.17%	17.18%	22.71%
归母净利润率		22.77%	24.02%	25.27%	27.84%

- ◆ 行业增速不及预期的风险。若快递行业增速不及预期，则会直接影响公司业绩；
- ◆ 价格战重启的风险。快递行业参与者较多，若价格战重启将对公司利润产生影响；
- ◆ 管理改善不及预期的风险。若管理改善不及预期，可能导致公司成本费用短期内上升；
- ◆ 成本管控不及预期的风险。若成本管控不及预期，快递成本上升将对公司利润产生影响；
- ◆ 加盟商爆仓的风险。若加盟商爆仓，收派件能力将受到影响，公司可能无法正常履约，影响消费者体验；
- ◆ 海外市场拓展具有不确定性的风险。海外市场拓展面临地缘政治、当地实际情况等多方面因素影响，存在不确定性风险；
- ◆ 国内国际快递市场不可简单对比。国内快递市场与国际存在众多方面差异，不可简单对比；
- ◆ 测算偏差风险。报告测算结果已尽可能公正客观，但不排除仍有偏差风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	38419	42976	48431	54556
增长率(%)	9	12	13	13
归母净利润	8749	10077	11807	14489
增长率(%)	28	15	17	23
摊薄每股收益 (元)	10.62	12.24	14.34	17.59
ROE(%)	15	14	14	15
P/E	13.58	12.54	10.70	8.72
P/B	2.03	1.81	1.54	1.31
P/S	3.15	2.94	2.61	2.32
EV/EBITDA	9.37	7.83	6.56	5.22

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

注: 货币单位为人民币, 港元兑人民币汇率取0.9081

中通快递-W盈利预测表

证券代码: 2057.HK

股价: 169.00

投资评级: 买入(维持)

日期: 20240506

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	12334	15017	20190	28363	营业收入	38419	42976	48431	54556	每股指标				
应收款项	573	985	984	1057	营业成本	26756	29282	32210	34774	EPS	10.83	12.24	14.34	17.59
存货净额	28	59	50	53	营业税金及附加					BVPS	72.62	84.99	99.46	117.18
其他流动资产	14019	14795	15786	16796	销售费用	2425	2665	2906	3273	估值				
流动资产合计	26954	30857	37009	46271	管理费用					P/E	13.6	12.5	10.7	8.7
固定资产	32181	34274	36176	37850	财务费用	-417	-489	-309	-386	P/B	2.0	1.8	1.5	1.3
在建工程					其他费用/(-收入)					P/S	3.2	2.9	2.6	2.3
无形资产及其他	4937	5335	5693	6015	营业利润	9237	11029	13315	16509	财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期股权投资	3455	3455	3455	3455	营业外净收支					盈利能力				
资产总计	88465	101159	115772	133230	利润总额	10693	12289	14399	17669	ROE	15%	14%	14%	15%
短期借款	7766	8766	9266	9766	所得税费用	1939	2212	2592	3180	毛利率	30%	32%	33%	36%
应付款项	2557	2697	2994	3253	净利润	8754	10077	11807	14489	期间费率	6%	6%	6%	6%
预收帐款					少数股东损益	5	0	0	0	销售净利率	23%	23%	24%	27%
其他流动负债	9738	10606	12004	13605	归属于母公司净利润	8749	10077	11807	14489	成长能力				
流动负债合计	20061	22069	24265	26624	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	收入增长率	9%	12%	13%	13%
长期借款及应付债券	7030	7530	8030	8530	经营活动现金流	13361	13861	16779	19808	利润增长率	28%	15%	17%	23%
其他长期负债	1094	1094	1094	1094	净利润	8749	10077	11807	14489	营运能力				
长期负债合计	8124	8624	9124	9624	少数股东损益	5	0	0	0	总资产周转率	0.46	0.45	0.45	0.44
负债合计	28185	30693	33388	36248	折旧摊销	2916	4509	4740	5004	应收账款周转率	55.22	55.19	49.19	53.44
股本	1	1	1	1	公允价值变动	543	-513	-484	-456	存货周转率	779.94	670.55	592.18	675.46
股东权益	60280	70467	82384	96982	营运资金变动	1148	-212	716	772	偿债能力				
负债和股东权益总计	88465	101159	115772	133230	投资活动现金流	-12253	-12529	-12425	-12426	资产负债率	32%	30%	29%	27%
					资本支出	-6670	-7000	-7000	-7000	流动比	1.34	1.40	1.53	1.74
					长期投资	-5899	-6300	-6200	-6200	速动比	1.31	1.37	1.48	1.70
					其他	316	771	775	774					
					筹资活动现金流	-770	1242	708	682					
					债务融资	2354	1500	1000	1000					
					权益融资	-1006	0	0	0					
					其它	-2118	-258	-292	-318					
					现金净增加额	448	2683	5173	8174					

交运小组介绍

祝玉波：交通运输行业首席分析师，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境电商物流化工物流，汽车物流等细分产业链板块。

张付哲：交通运输行业研究助理，航运行业专家，3年航运咨询行业从业经验，先后就职于Drewry和VesselsValue，以产业助力金融，主攻航运、船舶、港口等板块。

张晋铭：交通运输行业研究助理，新南威尔士大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，主攻交运基础设施、化工物流等板块。

分析师承诺

祝玉波，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

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唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 交运研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597