



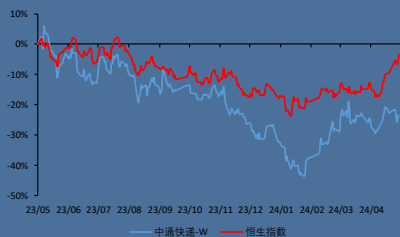
Research and
Development Center

中国电商快递龙头，资产及管理双领军

— 中通快递-W (2057.HK) 深度报告

2024 年 05 月 13 日

左前明 能源行业首席分析师
执业编号 S1500518070001
联系电话 010-83326712
邮箱 zuoqianming@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
深度报告
中通快递-W (2057.HK)
投资评级 买入
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (港元)	165.00
最近一月涨跌幅 (%)	1.79
总股本 (亿股)	8.13
自由流通股本比例 (%)	36.50
总市值 (亿港元)	1,341.23

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

中国电商快递龙头，资产及管理双领军

2024年05月13日

本期内容提要：
◆后起之秀，崛起为电商快递份额及盈利龙头

中通快递成立于2002年，晚于申通、韵达、圆通。公司成立后，通过率先开启跨省际网络班车等业务拓展，率先推动有偿派费机制和全网一体化发展战略等机制变革，率先布局转运中心直营化及分拣设备自动化等多维举措，后来居上站上行业龙头地位，分别于2016年及2020年在纽交所及联交所上市，并自24年3月起纳入港股通标的。公司高度聚焦国内电商快递业务，适度拓展综合物流生态，在资产布局及管理能力的双向赋能下，盈利及现金流领先电商快递行业，相应提升了分红及回购力度。

◆快递行业成长空间犹在，盈利质量提升

业务量方面，电商快递件量规模扩张增速仍在，直播电商进一步崛起背景下，一方面网购消费渗透率进一步提升，另一方面网购消费行为的下沉化和碎片化推动了单快递包裹实物商品网购额的下行，我们认为快递行业相对上游电商仍有超额成长性。

竞争秩序方面，基于对政策、龙头意向、新进入者三因素的综合研判，我们分析，从相对2023年的边际变化角度，未来行业价格竞争或将缓和。

◆资产端变革领军：直营化、大型化、自动化

在运输环节，2021年起公司向桐庐通泽购买卡车，实现干线车辆的完全直营化，2021年起自有干线车辆占比100%，此外2023年高运力卡车占直营车辆比例达90%以上，为线路拉直、路由优化提供了运输资产条件。受益于规模效应提升、路由规划优化及车辆大型化自有化率提升等综合影响，公司单票干线运输成本由2016年0.83元下降至2023年0.45元，我们认为未来随干线直链的推进或还有进一步下降的空间。

在分拣环节，2013-2015年期间公司采取“现金+股权”形式收购区域网络合作伙伴及其资产，逐步完成对分拣中心的直营化改造，截止2023年末中通的自营分拣中心数量占总数比重91.9%，且自营转运中心当中位于自有场地的中心数量占比由2017年46.1%提升至2022年74.7%，单个分拣中心辐射的揽派件网点数呈下行趋势，有助于提升加盟商分拣触达度；同时，公司自2015年起发力分拣中心的分拣设备自动化，投入使用的自动化分拣设备由2017年的58套高增至2023年的464套。受益于规模效应提升、分拣设备自动化率提升、场地自有化程度提升等综合影响，公司单票分拣成本由2016年0.43元下降至2023年0.27元，我们认为未来随分拣频次的下降或还有进一步下降的空间。

公司致力于中转履约运营模式创新。中通在2022年3月提出“三网叠加”战略，公司预计未来3-5年内将有15%-20%的件量会通过第二和第三张网运行，单票成本可以下降约0.30元，总成本降幅在30-40亿元。我们认为中通的“三网叠加”战略本质是基于大件量规模基础的路由规划能力再升级，有望基于公司自身的规模效应和经营效率优势，通过干线直链减少分拣及运输频次，从而对单票分拣及干线运输成本实现进一步的优化。

◆管理端战略领军：同建共享理念深入全网

在总部和加盟商、快递员的同建共享方面，公司开创性地以股份置换实现加盟转直营，较为平稳顺利地完成变革转换，于2013-2015年通过定价公允

透明的换股交易整合部分网络合作伙伴，将主要的网络合作伙伴转化为公司的股东，实现利益协同；此外在业内首推有偿派费，此外实施派费直达，增强网点及快递员稳定性。

在总部内部的同建共享方面，2016年6月，公司发行1600万股普通股建立员工持股平台ZTO ES，对价1200万美元，用于激励公司的高级职员及员工，建立长效激励机制。截止2023年3月31日，公司已通过该平台授出与1025万股A类普通股相关的若干权利作为股份奖励，其中除了董事及高级职员之外的其他雇员获授814万股，占比79.4%。

◆盈利预测及估值

考虑到行业竞争秩序的稳定、公司件量份额的稳增以及单票核心成本的下行，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为105.26亿元、120.10亿元、136.55亿元，同比分别增长20.3%、14.1%、13.7%。中通快递是国内加盟制电商快递龙头，在行业迈入高质量发展阶段及维持稳定的竞争秩序的大背景下，凭借自身规模、资产及管理优势有望实现件量及利润稳健增长，此外公司被纳入港股通标的，有望迎来流动性改善。根据我们的盈利预测，公司2023-2026年归母净利润复合增速16.0%，综合考虑PEG估值及历史估值情况，对应24年105.26亿元归母净利润，给予15倍市盈率中枢，目标市值1579亿元人民币（折合1738亿港元），首次覆盖给予“买入”评级。

◆风险因素：实物商品网购需求不及预期；电商快递价格竞争恶化；末端加盟商稳定性下降。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	35,377	38,419	42,930	47,298	51,700
增长率 YoY %	16.35%	8.60%	11.74%	10.17%	9.31%
归属母公司净利润 (百万元)	6,809	8,749	10,526	12,010	13,655
增长率 YoY%	43.20%	28.49%	20.31%	14.10%	13.70%
毛利率%	25.55%	30.36%	33.93%	35.11%	36.40%
净资产收益率ROE%	12.60%	14.63%	15.89%	16.33%	16.68%
EPS(摊薄)(元)	8.41	10.83	12.95	14.78	16.80
市盈率 P/E(倍)	22.86	13.59	11.58	10.15	8.93
市净率 P/B(倍)	2.94	2.03	1.84	1.66	1.49

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2024年5月10日收盘价

目录

一、后起之秀，电商快递份额及盈利龙头	6
二、行业迈入高质量发展阶段，为龙头发展创造良好条件	11
2.1 电商快递仍有成长性	11
2.1.0 总量的增长，叠加份额提升，带来电商快递头部企业单量相对高增长	11
2.1.1 网购渗透率提升叠加单包裹货值下行，有望驱动电商快递业务总量增长	12
2.1.2 电商快递格局分化或非快变量，重视商流的赋能	14
2.2 政策、龙头、新进入者三因素综合研判，预计行业价格竞争的边际变化偏中性	16
三、资产端变革领军：直营化、大型化、自动化	20
3.1 运输环节：直营及大型车辆赋能降本	20
3.2 分拣环节：积极布局自营转运中心，同时把握设备自动化大潮	23
3.3 路由直链推动中转履约运营模式创新	25
四、管理端战略领军：共建共享理念深入全网	26
4.1 通过股份置换及“有偿派送+二级中转补贴+派费直连”，实现总部和加盟商、快递员的全网共建共享	26
4.2 通过员工持股平台实现总部内部的全网共建共享	27
五、盈利预测及估值	28
5.1 预计公司 2024 年归母净利润 105.26 亿元	28
5.2 目标市值 1738 亿港元，首次覆盖“买入”评级	29
5.3 风险提示	30

表目录

表 1：中通快递重要发展历程节点	6
表 2：中通快递重要发展历程节点	7
表 3：中通快递实行双重股权架构（截止 2023/3/31）	7
表 4：通达系龙头对于经营策略前瞻及行业竞争判断的相关表述梳理	18
表 5：中通快递上市后通过员工持股平台授予股份奖励情况	27
表 6：中通快递营业收入预测（单位：亿元）	28
表 7：中通快递营业收入预测（单位：亿元）	29
表 8：加盟制快递重点公司估值表	29

图目录

图 1：中通快递创始人持股比例在行业内较低	8
图 2：公司 2023 年快递业务营收占比 92.4%	8
图 3：公司快递业务毛利率稳定在 30% 以上	8
图 4：公司快递件量份额自 2016 年起位居行业第一	9
图 5：规模效应提升带动公司单票核心成本下降	9
图 6：公司单票快递业务毛利领先行业（元）	9
图 7：公司归母净利润领先行业（亿元）	9
图 8：公司归母净利率领先行业	10
图 9：公司账面货币资金领先行业（亿元）	10
图 10：2010 年后快递行业包裹量增长与网购市场规模增长的相关性逐步走强	11
图 11：电商快递企业单量成长性驱动框架	12
图 12：2023 年实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重同比提升 0.4pcts	13
图 13：预计 23-26E 直播电商市场规模复合增长 18.4%	13
图 14：内容平台直播电商观看人次及购买转化率稳步提升	13
图 15：2024 年前 3 月快递单包裹货值同比下降 27.0%（元）	14
图 16：2023 年以来快递件量与实物商品网购增速差逐步走扩	14
图 17：我国网民数量稳步提升	14
图 18：2022 年直播电商 GMV 份额同比提升 6 个百分点	15
图 19：2022 年抖音+快手 GMV 份额已经接近 15%	15
图 20：抖音直播 GMV 高速增长（亿元）	15
图 21：直播电商为通达系快递包裹重要来源	16
图 22：我国快递价格竞争经历“中小主导-头部主导-新进资本主导-政策规制”（%）	17
图 23：快递票单价与服务业居民物价指数呈背离趋势	18
图 24：快递量收增速差自 2021 年以来有所收窄	18
图 25：极兔中国快递包裹量增速放缓	19
图 26：极兔中国单票亏损显著收窄	19
图 27：广东省和浙江省快递业务量占全国比重趋于提升	20
图 28：单边甩挂模式	21

图 29: 双边甩挂模式	21
图 30: 循环甩挂模式	21
图 31: 纯零担场景下, 4*2 车型 (四轴) 单挂和双挂的单公里成本和吨公里成本对比	21
图 32: 中通快递干线车辆自有化比例达到 100%	22
图 33: 中通运输工具资产价值领先行业 (亿元)	22
图 34: 中通快递 23 年自有干线车辆高运力比例达到 92.0%	22
图 35: 中通干线单车日均运输快递票数稳步增长	23
图 36: 中通单票干线运输成本稳步下降 (单位: 元)	23
图 37: 中通分拣中心自营率维持 90% 以上	23
图 38: 中通快递单个分拣中心逐步更加贴近揽派网点	23
图 39: 中通分拣中心位于自有场地比重提升	24
图 40: 中通土地使用权账面价值行业领先 (亿元)	24
图 41: 中通分拣中心设备自动化率提升	24
图 42: 中通机器设备净额行业领先 (亿元)	24
图 43: 中通单转运中心日均分拣快递票数稳步增长	25
图 44: 中通单票分拣成本稳步下降 (单位: 元)	25
图 45: 公司“三网叠加”干线直链模式	25
图 46: 公司成功将主要加盟商转变为股东	26
图 47: 我国东部贡献主要快递业务量 (亿件)	27
图 48: 我国异地件贡献主要快递业务量 (亿件)	27
图 49: 中通快递-W (2057.HK) 上市以来 PE(TTM) 及 20-23 年归母净利润复合增速情况	30

投资聚焦

电商快递行业件量规模的成长性基于电商平台变革的推动或会好于市场预期；此外价格竞争从边际变化的角度或趋于稳定，基于单票成本的下行，龙头的单票盈利仍然具有增长能力。中通快递是国内加盟制电商快递龙头，在行业迈入高质量发展阶段及维持稳定的竞争秩序的大背景下，凭借自身规模、资产及管理优势有望实现件量及利润稳健增长，此外公司被纳入港股通标的，有望迎来流动性改善。

一、后起之秀，电商快递份额及盈利龙头

公司在国内电商快递企业中创立较晚，后来者居上站稳领先地位。中通快递成立于2002年5月8日，晚于申通（成立于1993年）、韵达（成立于1999年）、圆通（成立于2000年）。公司成立后，通过率先开启跨省际网络班车等业务拓展、率先推动有偿派费机制和全网一体化发展战略等机制变革、率先布局转运中心直营化及分拣设备自动化等多维举措，后来居上站上行业龙头地位。

表1：中通快递重要发展历程节点

时间	事件
2002年	5月8日在上海市闸北区普善路290号宣告成立，首日业务量57票
2005年	率先开通跨省际网络班车
2008年	率先在行业推出有偿派费制，并优化二级中转费结算体系，实现从手工结算向系统自动化结算转变；同年全网承接淘宝业务，开展电子商务配送
2010年	启动“全网一体化”发展战略，在行业率先成功完成全国网络股份制改革
2016年	10月27日成功登陆美国纽约证券交易所，创当年美国证券市场最大规模IPO，也是继阿里巴巴2014年赴美上市以来最大规模的中国企业赴美IPO
2020年	在香港成功上市，成为首家同时在美国、中国香港两地上市的快递企业

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

融资先行，完成两地上市且已纳入港股通标的，资本助力公司发展。公司上市前分别于2013年、2015年进行了A、B轮融资，引入包括红杉中国、高瓴资本等多家头部机构在内的投资者，率先发力投融资储备。2016年赴美IPO，成为继阿里巴巴2014年赴美上市以来最大规模的中国企业赴美IPO，募资用于土地收购、设施建设、设备购买等分拣能力提升项目以及卡车购买等干线运力提升项目等。2020年赴港IPO，募资用于基础设施及产能开发、网络合作伙伴的能力及网络稳定性增强以及物流生态系统投资等。2023年4月26日，公司自愿将在香港联交所第二上市地位转为主要上市地位，成为于香港联交所及纽交所双重主要上市的公司。2024年3月1日，上交所发布公告，根据《上海证券交易所沪港通业务实施办法》的有关规定，将中通快递-W(02057)纳入沪港通下的港股通股票名单，自3月4日起正式生效，股票标的流动性及估值有望改善。

表2：中通快递重要发展历程节点

时间	事件	募资总额	投资机构
2013年5月17日	A轮融资	未披露	红杉中国
2015年6月9日	B轮融资	10亿人民币	渣打银行, 歌斐资产, 高瓴资本, 红杉中国, 华平投资
2016年10月27日	赴美IPO	14.06亿美元	公众
2018年5月29日	战略融资	13.8亿美元	阿里巴巴, 菜鸟网络
2020年9月29日	赴港IPO	112.81亿港元	公众
2022年8月24日	发行可转换优先票据	10亿美元	未披露

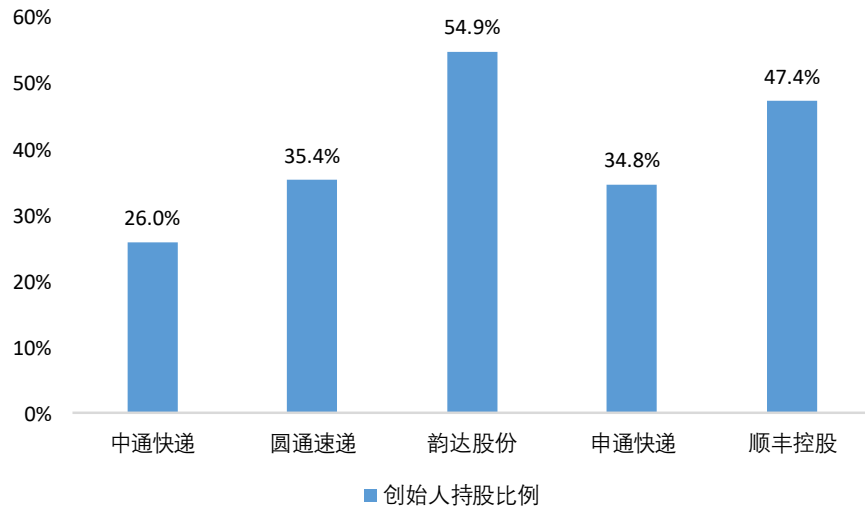
资料来源：企查查，Wind，公司公告，信达证券研发中心

同股不同权，有利于实现总部与加盟商的利益协同。公司通过发行A、B股的方式实行双重股权架构，对于所有需要股东投票的事项，每类A股普通股赋予持有人行使一票投票权，而每股B类普通股赋予持有人行使十票投票权。截止2023年3月31日，公司创始人赖梅松先生持有公司25.9%股权，同时拥有77.6%的投票权，在持股比例较低的同时又对公司重大事项决策具有重大影响力。实控人及第一大股东持股比例相对较低的情况赋予了加盟商入股的空间，有助于总部与加盟商的利益协同。

表3：中通快递实行双重股权架构（截止2023/3/31）

	A类普通股 (万股)	B类普通股 (亿股)	普通股总数 (亿股)	持股比例	投票权比例
董事及高管	5,213.50	2.06	2.58	31.7%	79.4%
赖梅松	498.99	2.06	2.11	25.9%	77.6%
王吉雷	4,220.73	-	0.42	5.2%	1.6%
其他	493.78	-	0.05	0.6%	0.2%
主要股东					
Zto Lms Holding Limited	402.52	2.06	2.10	25.8%	77.6%
阿里巴巴	7,194.13	-	0.72	8.8%	2.7%
赖建法先生及 Zto Ljf Holding Limited	6,625.26	-	0.66	8.1%	2.5%
Zto Wjl Holding Limited	4,208.73	-	0.42	5.2%	1.6%

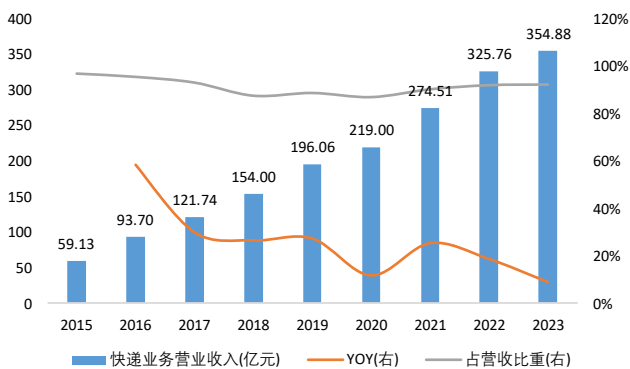
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图1：中通快递创始人持股比例在行业内较低


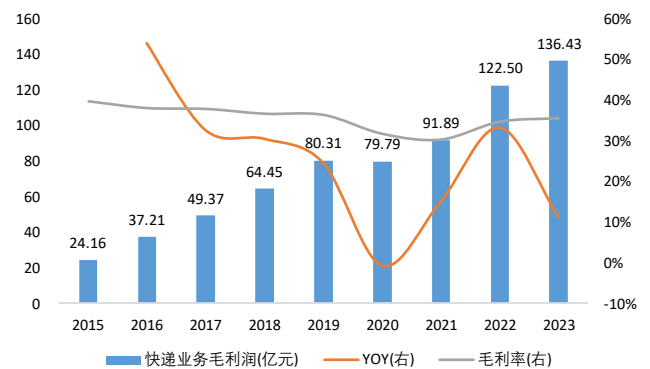
资料来源：各公司公告，Wind，信达证券研发中心

备注：中通快递数据截止 2023/12/31；其他公司数据截止 2024/3/31

高度聚焦国内电商快递业务，适度拓展综合物流生态圈。电商快递业务贡献公司主要的业绩，2023 年收入占比为 92.4%。该业务主要由 2 个部分组成，一是向网络合作伙伴提供快递服务，主要包括包裹分拣及干线运输服务；二是向若干企业客户（垂直电商客户和传统商户）直接提供快递服务，以将其产品递送予终端消费者。此外，公司兼营少部分货运代理服务及物料销售业务，在核心的快递业务基础上，不断拓展提供的服务种类，目标是打造快递、零担、跨境、仓储、航空、冷链及商业解决方案等的生态系统。

图2：公司 2023 年快递业务营收占比 92.4%


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

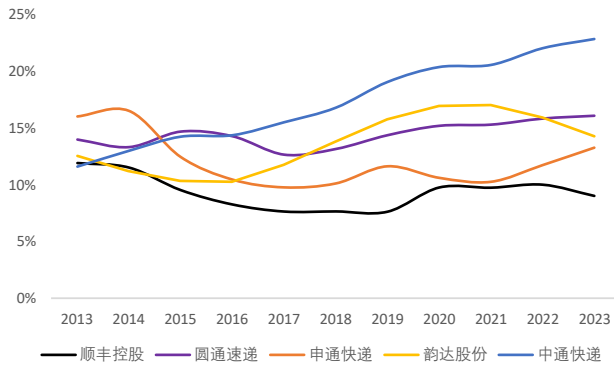
图3：公司快递业务毛利率稳定在 30%以上


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

快递件量份额自 2016 年起位居行业第一，驱动规模效应提升及单票成本下行。通过全网利益机制梳理、转运中心直营化、分拣设备自动化等举措，公司稳步提升自身快递业务件量规模，自 2016 年起份额跃居行业第一，2023 年份额达到 22.9%（2013 年仅 11.6%）。规模

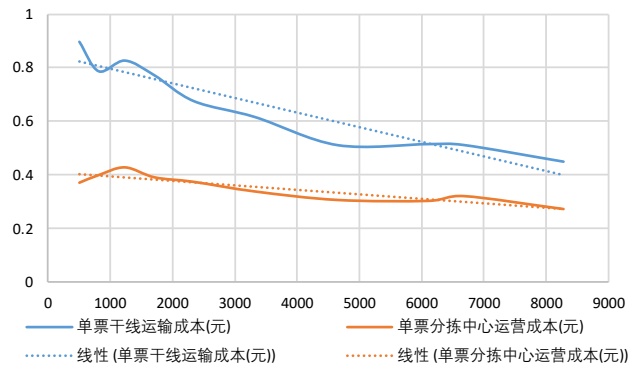
效应的提升带动单票核心成本下行,公司单票干线运输成本由2014年的0.90元下降至2023年的0.45元,年均下降0.05元;单票分拣中心运营成本由2014年的0.37元下降至2023年的0.27元,年均下降0.01元。

图4: 公司快递件量份额自2016年起位居行业第一



资料来源: Wind, 各公司公告, 信达证券研发中心

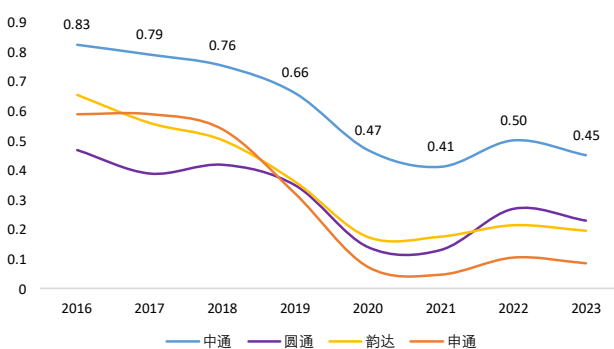
图5: 规模效应提升带动公司单票核心成本下降



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

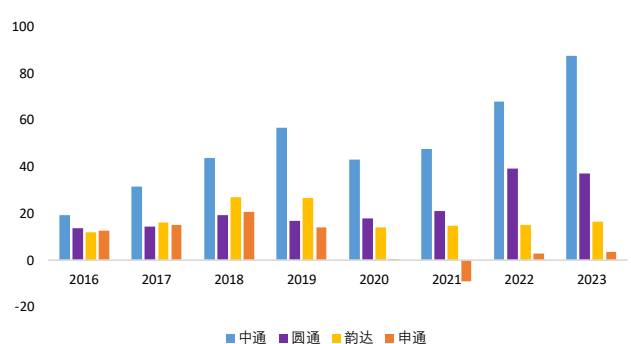
资产布局及管理能力双向赋能, 公司盈利及现金领先行业, 相应提升分红及回购力度。 通达系公司横向对比看, 中通的主业快递业务单票盈利能力优于同行, 同时叠加规模份额的优势, 带来归母净利润及归母净利率领先行业, 账上资金情况良好。根据公司公告, 2023年每股分配现金股利0.62美金, 以及2024年股息支付率不低于40%, 此外董事会还授权批准在原有的14亿美金回购计划基础上追加5亿美金。受益于中国经济和快递物流行业的长期增长前景, 叠加公司的竞争优势和自由现金流积累, 中通已经做好稳步提升投资者回报的准备。

图6: 公司单票快递业务毛利领先行业 (元)

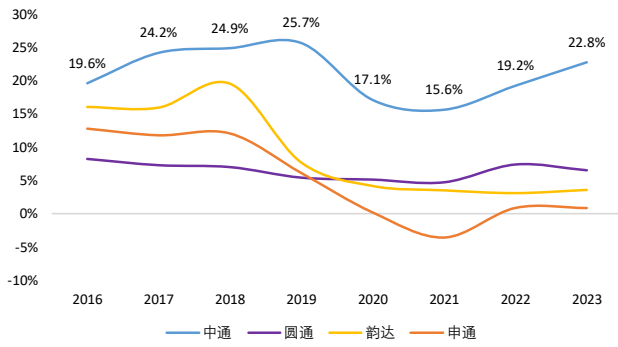


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

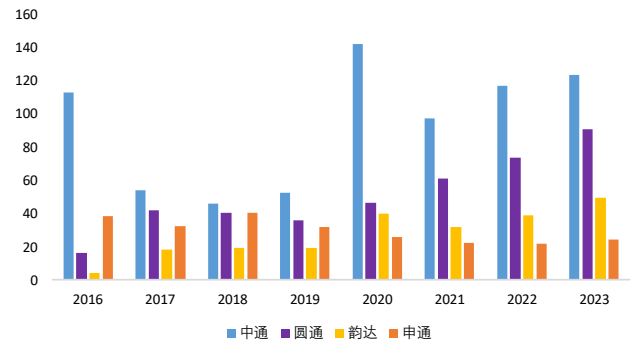
图7: 公司归母净利润领先行业 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图8：公司归母净利率领先行业


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图9：公司账面货币资金领先行业（亿元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

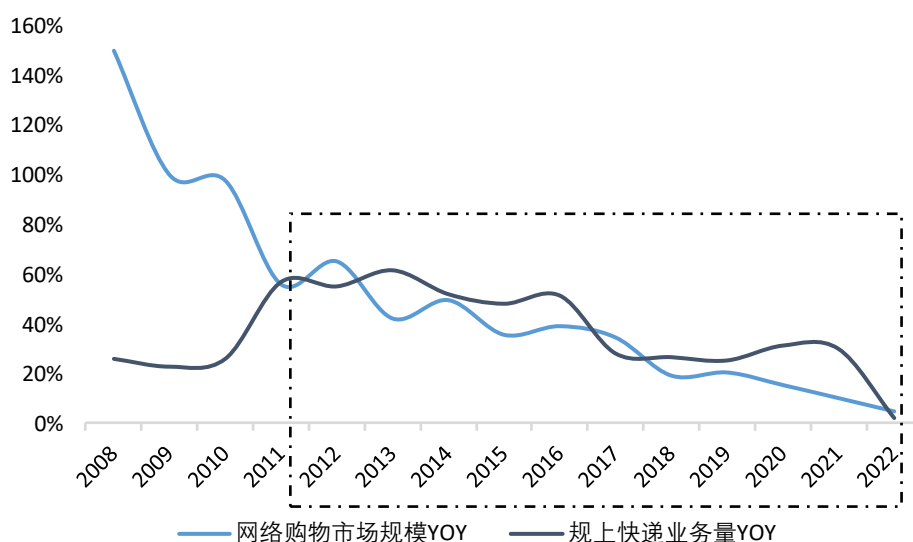
二、行业迈入高质量发展阶段，为龙头发展创造良好条件

2.1 电商快递仍有成长性

2.1.0 总量的增长，叠加份额提升，带来电商快递头部企业单量相对高增长

快递行业整体的成长性，从 2010 年之后与线上消费的相关性逐步走强。2010 年为我国电商以及电商物流发展的重要时间节点，当年阿里开始重视物流配送环节，正式对外宣布“淘宝大物流计划”，其中淘宝物流平台由淘宝联合仓储、快递、软件等企业组成服务联盟，提供一站式电子商务物流配送外包服务，解决商家货物配备（集货、加工、分货、拣选、配货、包装）和递送的难题。2013 年，阿里牵头银泰集团、复星集团、富春集团、顺丰、申通、圆通、中通、韵达以及资本金融机构组建菜鸟网络科技有限公司。我们分析，自 2010 年后，快递包裹中电商包裹的业务量占比逐步提升，当前或已占据主要的份额。

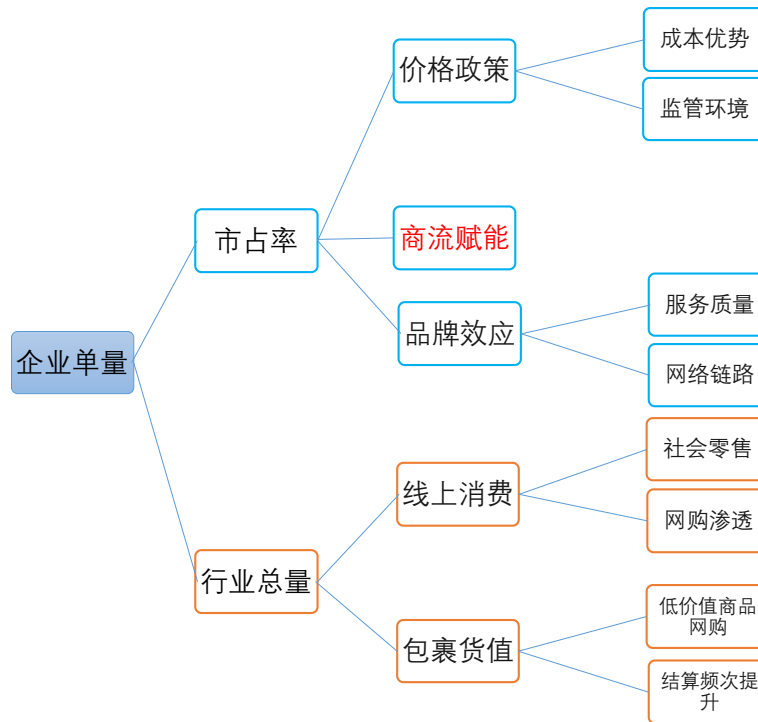
图10：2010年后快递行业包裹量增长与网购市场规模增长的相关性逐步走强



资料来源：Wind，信达证券研发中心

对于总业务量的增长，主要得益于线上消费增长及单包裹货值下行。一方面线上消费构成原始驱动，其中社会零售总额的增长是基础，网购渗透率的提升带来线上消费的驱动；另一方面单包裹货值下行构成增量，而单包裹货值的下行由网购订单碎片化趋势驱动。

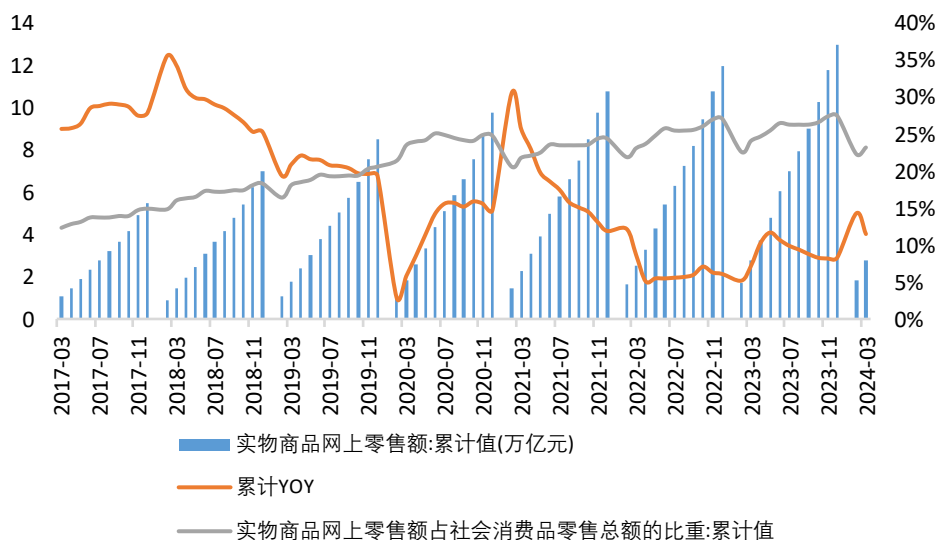
对于快递头部企业的份额提升，主要得益于品牌服务能力及低成本带来的价格策略优势。一方面快递需求的变化已经逐步由完全的价格敏感转向服务敏感，快递网络链路稳定性及完善程度是快递品牌服务的重要基础之一；另一方面，龙头资产储备具备先发优势，较强的规模效应能够带来较为灵活的价格杠杆调节能力。此外，我们认为电商快递企业份额驱动因素的关键边际增量在于上游电商平台的商流赋能。

图11：电商快递企业单量成长性驱动框架


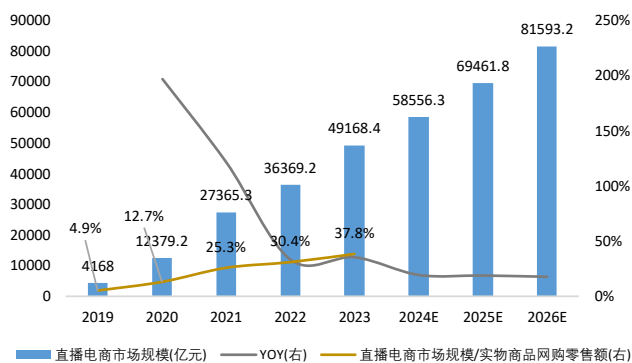
资料来源：信达证券研发中心

2.1.1 网购渗透率提升叠加单包裹货值下行，有望驱动电商快递业务总量增长

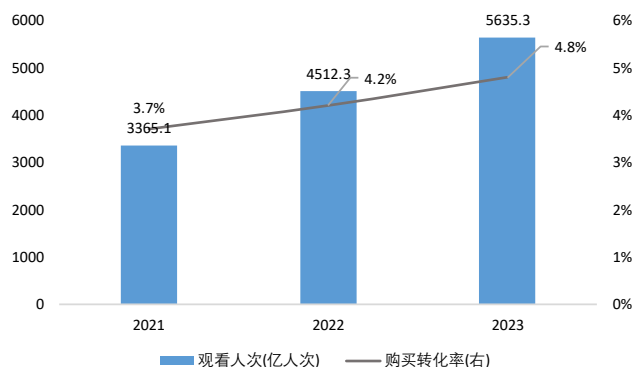
实物商品网购增长仍有驱动。2023年，我国实物商品网上零售额13.02万亿元，同比增长8.4%，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重27.6%，同比提升0.4pcts（2017年实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重仅15.0%）。我们认为，未来直播电商或将成为整体实物商品网购的重要增长驱动，根据艾瑞咨询《2023年中国直播电商行业研究报告》预计，我国直播电商行业市场规模2023-2026E年复合增速18.4%，渗透率由2019年4.9%提升至2023年37.8%，其中2023E市场规模同比增长35.2%至4.92万亿元。北京市经济和信息化局、北京市商务局也于2022年联合发布《北京市数字消费能级提升工作方案》，提出到2025年北京市直播电商成交额达2万亿元（为2023年全国直播电商市场规模的40.7%）。

图12：2023年实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重同比提升0.4pcts


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图13：预计23-26E直播电商市场规模复合增长18.4%


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图14：内容平台直播电商观看人次及购买转化率稳步提升


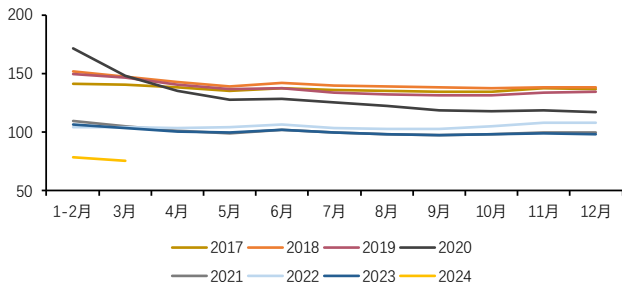
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

备注：购买转化率=购买人次/观看人次

单个快递包裹承接的实物商品网购货值逐步下行。受到社交电商无购物车模式带动结算频次提升以及直播电商发展共同带来的电商平台订单碎片化影响，我们以累计实体网购零售额除以累计快递单量测算，2017年快递单包裹货值136.82元，2023年单包裹货值98.56元。2017年，快递单量同比增速与实体网购同比增速都为28%左右，而后至2021年快递单量YOY为29.9%、实体网购YOY为12.0%，增速差逐步扩大；2022年疫情暂时性影响快递履约能力，实体网购YOY高出快递单量YOY4.1个百分点；2023年疫情影响减弱后，快递行业件量相对实体网购增速差恢复走扩，23年YOY增速差达11.0pcts；2024年前3月，快递单包裹货值同比下降27.0%至75.59元。我们预计，后续直播电商进一步崛起背景下，一方面网购消费进一步下沉化，另一方面网购消费进一步冲动化（根据电商报，直播电商平均退货率为30%-50%，高于传统电商退货率的10%-15%），快递单包裹货值仍有持续下降

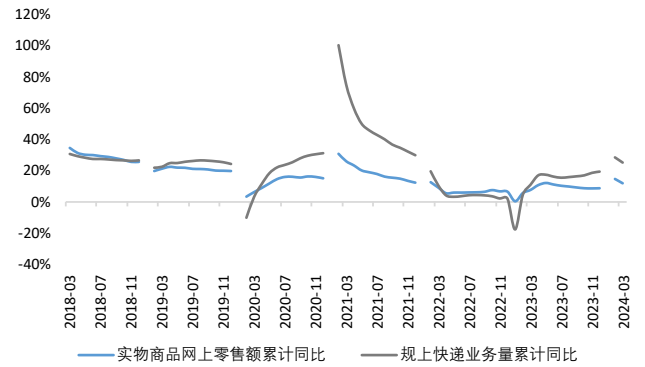
空间。

图15：2024年前3月快递单包裹货值同比下降27.0%（元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图16：2023年以来快递件量与实物商品网购增速差逐步走扩



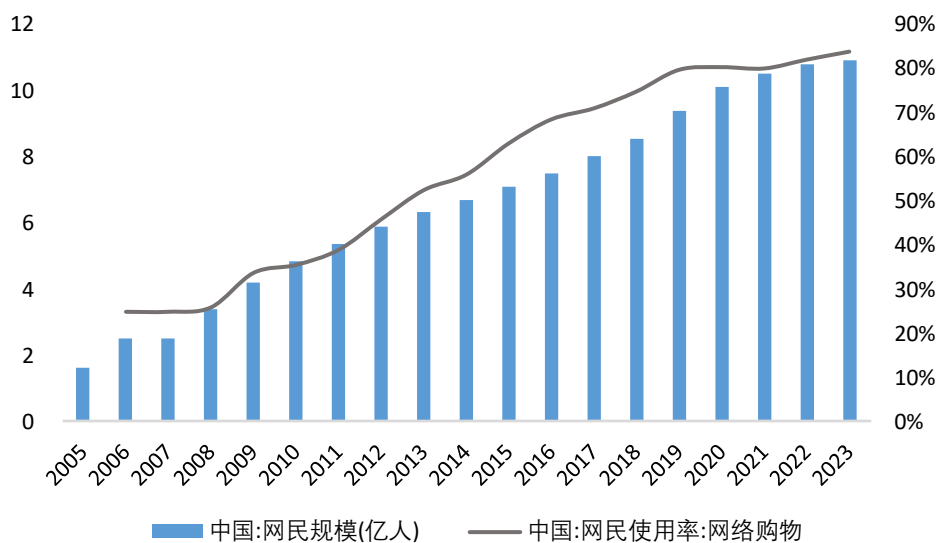
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.1.2 电商快递格局分化或并非快变量，重视商流的赋能

上游驱动电商行业经历三次变革，直播电商有望最新接棒：

- 1) 2005-2017年：通讯科技（智能手机、支付技术等）完善，淘系、京东网购的崛起驱动快递行业的发展。**此阶段，网购的基本盘形成，拓宽了我国居民的消费渠道，网民数量由1.11亿人提升至7.72亿人。
- 2) 2018-2020年：网购普及度进一步提升，拼多多社交拼团的崛起驱动快递行业的发展。**此阶段，社交拼团带动了网购的下沉，实物商品网购渗透率由18.4%提升至24.9%。
- 3) 2021年至今：网购营销创新，抖音快手等直播电商的崛起驱动了快递行业的发展。**此阶段，直播带货作为一种重要的网购营销新形式崛起，通过立体化的营销策略进一步带动了网购下沉及冲动消费。

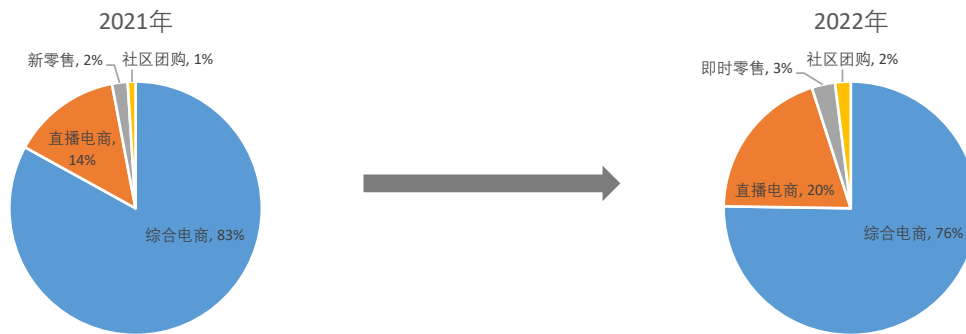
图17：我国网民数量稳步提升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

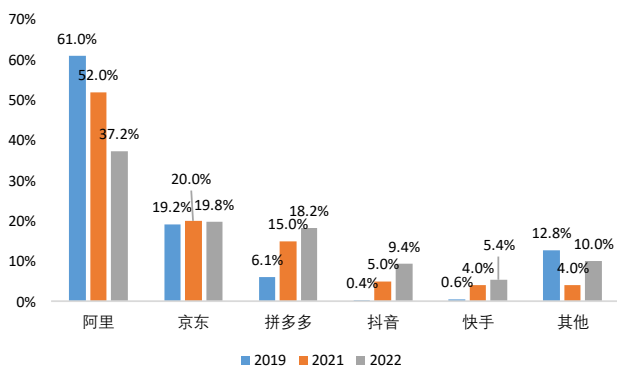
直播电商在电商平台中的话语权稳步提升。2022年，直播电商 GMV 占整体电商市场 GMV 比重达 20%，同比提升 6 个百分点；其中，抖音及快手合计 GMV 份额达 14.8%（2019 年合计仅为 1.0%）。抖音直播电商 2022 年 GMV 高达 1.5 万亿元，2018-2022 年复合增速高达 250.0%。

图18：2022年直播电商 GMV 份额同比提升 6 个百分点



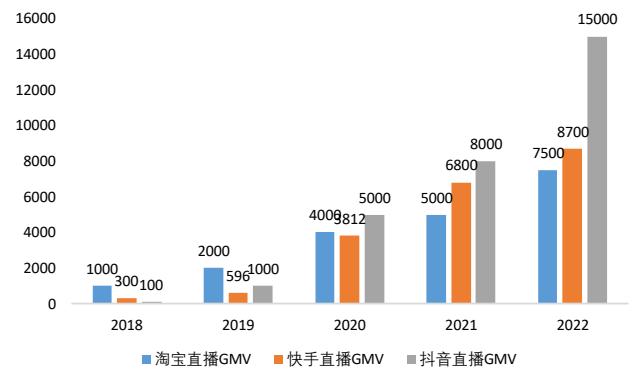
资料来源：星图数据，信达证券研发中心

图19：2022年抖音+快手 GMV 份额已经接近 15%



资料来源：电商报，星图数据，驱动中国官方微博，信达证券研发中心

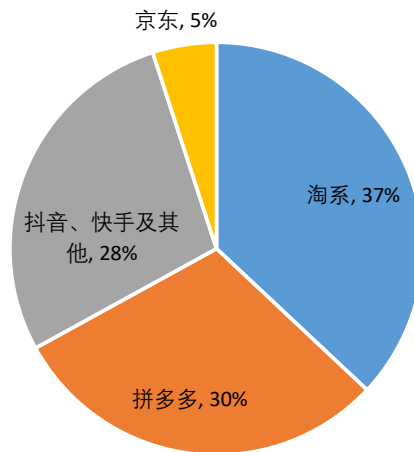
图20：抖音直播 GMV 高速增长（亿元）



资料来源：招商银行研究院，星图数据，信达证券研发中心

对应下游电商快递行业包裹量结构，直播电商有望贡献显著增量。根据招商银行研究院统计，通达系快递企业包裹件量中，阿里系（淘宝+天猫）占比 37%，拼多多占比 30%，抖音快手及其他占比 28%。从结构趋势的变动上看，我们分析阿里系包裹量占比较此前有一定下降，与此同时抖音快手等直播电商包裹量占比较此前有一定提升。展望未来，伴随着直播电商相对高增速的持续，抖音、快手等直播电商对电商快递包裹量的贡献程度有望进一步提升。

图21: 直播电商为通达系快递包裹重要来源



资料来源: 招商银行研究院, 信达证券研发中心

2.2 政策、龙头、新进入者三因素综合研判, 预计行业价格竞争的边际变化偏中性

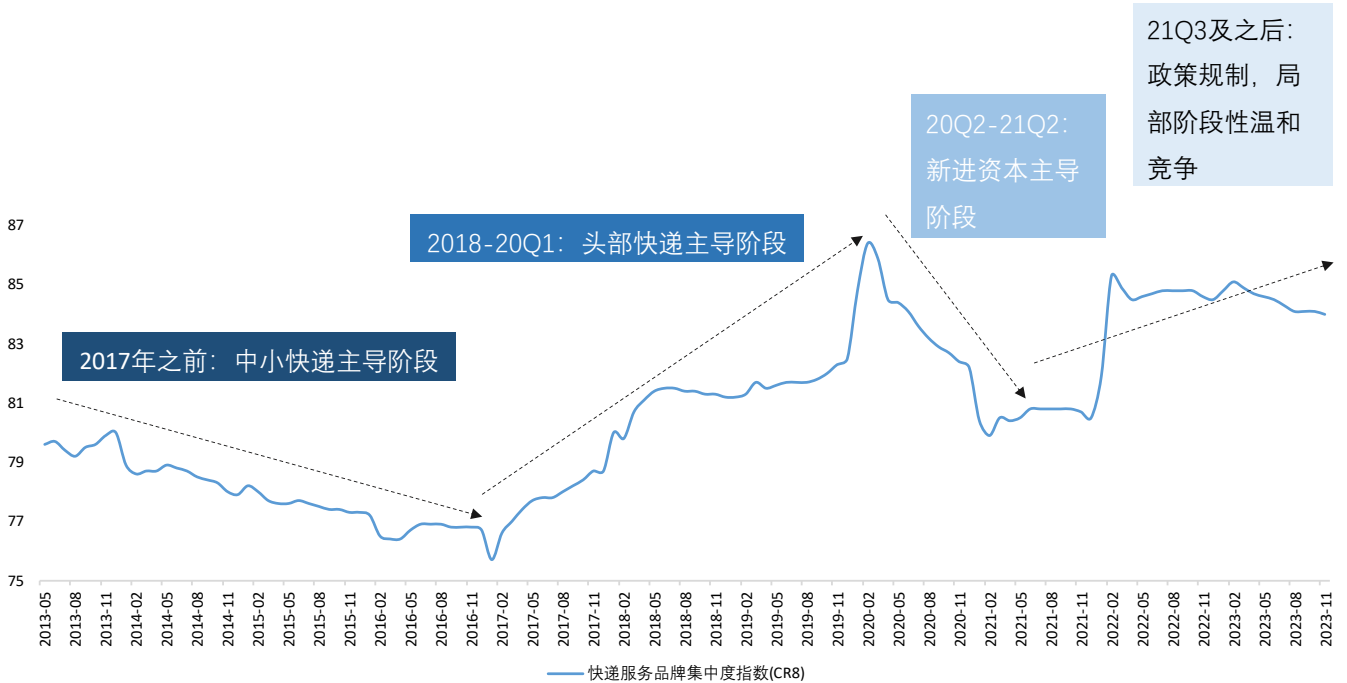
我国快递价格竞争经历“中小主导-头部主导-新进资本主导”阶段, 而后监管介入形成规制, 价格竞争的秩序边际有所改善。

1) **2017年之前:** 中小快递主导阶段。价格竞争主要由中小快递发起, 行业集中度下降。

2) **2018-20Q1:** 头部快递主导阶段。价格竞争主要由头部快递主导, 行业集中度提升。

3) **20Q2-21Q2:** 新进资本主导阶段。极兔进入中国市场, 行业集中度下降, 龙头盈利及现金流受损。

4) **21Q3及之后:** 监管政策“托底”之下恶性竞争结束, 23年以来局部区域在局部时间段仍有一定程度的偏温和的价格竞争。

图22：我国快递价格竞争经历“中小主导-头部主导-新进资本主导-政策规制”（%）


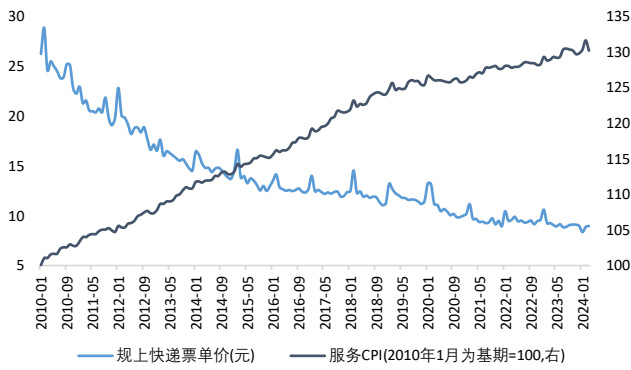
资料来源：Wind，信达证券研发中心

基于对政策、龙头意向及产能情况、新进入者三因素的综合研判，我们分析，从相对 2023 年的边际变化角度，未来行业价格竞争激烈程度或偏稳定：

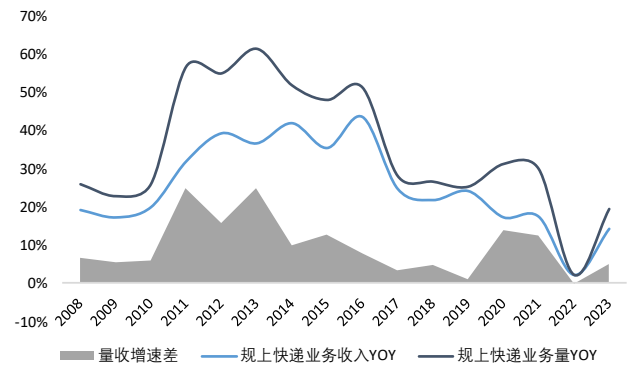
1、政策监管

政策监管的工作重点是提升快递行业的发展质量。我国 2023 年快递行业单量 1320.72 亿件，2018-2023 年复合增速超过 20%。2023 年 12 月，新《快递市场管理办法》正式公布，修订后的《快递市场管理办法》主要内容包括：明确促进快递发展的保障措施，建立绿色低碳发展的制度导向，优化快递市场秩序的规制方式，加强消费者使用快递服务的权益保护，体现快递安全发展的制度要求，完善快递行业治理的制度手段等。2024 年 1 月，市场监管总局（国家标准委）发布《快递包装重金属与特定物质限量》《快递服务》《快递循环包装箱》等五项国家标准，进一步规范邮政行业发展，提升快递服务质量水平。

考虑到快递行业特性，我们认为监管的“托底”或具备持续性，护航行业相对健康的发展步调。快递行业具备明显的劳动密集属性，拥有大量的末端揽派从业人员，从业人员的稳定关系到社会的稳定。因此，党中央、国务院就保障快递员、外卖配送员权益多次作出重要指示，要求完善多渠道灵活就业的社会保障制度，维护好快递员、外卖配送员等的合法权益。2021 年 6 月，经国务院同意，交通运输部、国家邮政局、国家发展改革委、人力资源社会保障部、商务部、市场监管总局、全国总工会联合印发《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》；2024 年 1 月，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，深入学习贯彻习近平总书记关心关爱快递员群体重要指示批示精神，宣贯国家邮政局、人力资源社会保障部《快递行业推进劳动合同制度专项行动方案》，切实提升快递员群体的获得感、幸福感、安全感。我们分析，监管的“托底”或具备持续性，2023 年监管价格竞争秩序的手段相对灵活，主要是在局部时间、局部区域定点消除“跑冒滴漏”现象，预计 2024 年从边际的角度，价格仍有望维持稳定。

图23：快递票单价与服务业居民物价指数呈背离趋势


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图24：快递量收增速差自 2021 年以来有所收窄


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2、龙头意向

份额（件量增速）与盈利都是重要的考量因素，我们判断龙头或将有所兼顾。以中通快递为例，公司在 2022 年第四季度及 2022 财政年未经审计财务业绩公告中提出，2023 年要在保持服务质量和客户体验的同时，继续领跑行业，目标市场份额提升至少 1.5 个百分点，但在实际经营的过程当中价格策略的权衡调整效果不及预期，基于对质、量、利平衡发展的要求，公司在 2023 年第三季度未经审计财务业绩公告中指出“原本全年增长 1.5 个百分点的市场份额目标已经不合理”。展望未来 1-2 年的时间维度，考虑行业规模增速中枢边际上的放缓以及头部电商快递公司的表态及经营举措，我们认为龙头或会对份额及盈利的增长目标有所兼顾。

表4：通达系龙头对于经营策略前瞻及行业竞争判断的相关表述梳理

公司	公告	表述
中通快递	2023 年第四季度未经审计财务业绩公告	多年来，我们坚持一贯的策略，有效平衡服务质量、业务量和利润之间的增长。尽管长短期宏观经济及行业发展仍存在不确定性，我们对中通多年积累的竞争优势充满信心
韵达股份	2024 年 5 月 6 日投资者关系活动记录表	在以高质量发展为引领的新时代，单纯依靠降价抢量的策略是行不通的。公司通过恢复加盟商的市场竞争能力、恢复公司产品能力、恢复服务履约能力等方面持续提升综合实力，建立良好的市场口碑，获取更多客户和消费者选择
圆通速递	2024 年 4 月 26 日圆通速递投资者调研会议纪要	行业主要竞争策略正由价格竞争转向价值竞争，服务质量、客户体验、成本管控、业务创新等综合能力更强的企业将进一步获得竞争的主动权。2024 年，公司将继续坚定深耕快递主业，持续改善服务质量和客户体验，多维提升品牌溢价，并运用和融合人工智能等新兴技术推动数字化转型全面升级创新，实现数字化时代向人工智能时代的转变，夯实综合竞争力
申通快递	2024 年 4 月 25 日投资者关系活动记录表	2024 年，公司仍会坚持“业务规模、服务体验及利润”三驾马车并驾齐驱、均衡发展。2024 年，公司定位为“聚焦体验年”，继续聚焦全链路时效提升以及服务质量改善，基于数智化管控工具以及业务规模提升的视角实施精细化管理

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

3、新进入者

极兔战略重心转移，其余潜在新进入者未来或难有契机再度发起恶性竞争。2020 年极兔通过收购中国龙邦快递，获得国内快递运营资质牌照，在国内正式起网运营，日均单量由 2020 年的 569 万件高增至 2021 年的 2283 万件。2021 年 4 月，由于“低价倾销”且整改未达要求，极兔义乌的部分分拨中心被整治停运。从单量的增长节奏看，2021 年极兔国内快递件量同

比增速达 300.0%，2022 年及 2023 年同比增速分别放缓至 44.3%、27.6%；从单票盈利的减亏节奏看，2020-2023 年极兔中国单票毛利分别为 -0.28 美元、-0.15 美元、-0.06 美元、+0.004 美元。事实上，2022 年 6 月极兔武汉大客户交流会上，高管披露极兔的未来，是希望在全球运营最后一公里，成为集合快递、快运、冷链、高端商务件和各国相互跨境的综合物流服务商，我们认为未来极兔国内电商快递业务或会更加重视提质增效。此外，在行业高质量发展成为重点的大背景下，其余潜在新进入者通过过去的“低价-份额扩张-融资-低价”传统路径实现规模增长的逻辑链路已经不被允许，未来或难有契机再度发起恶性竞争。

图25：极兔中国快递包裹量增速放缓

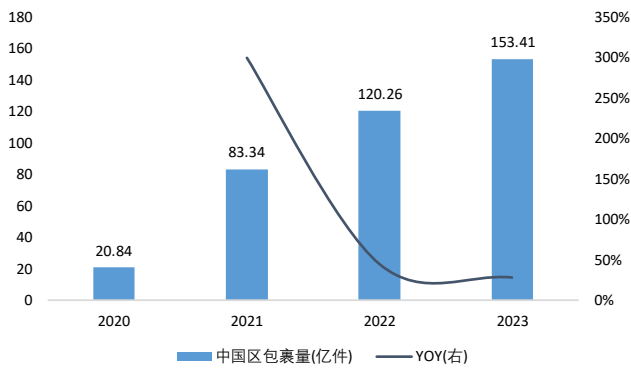
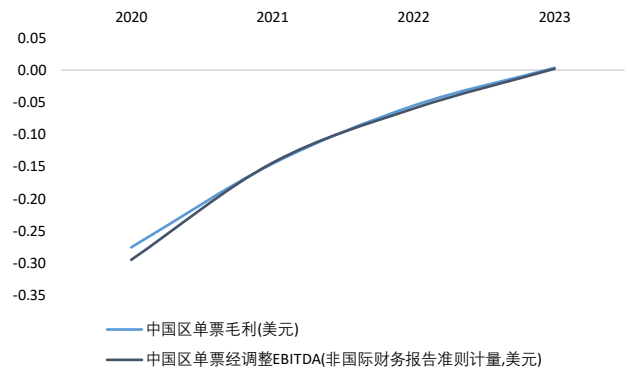


图26：极兔中国单票亏损显著收窄



资料来源：极兔速递招股说明书，信达证券研发中心

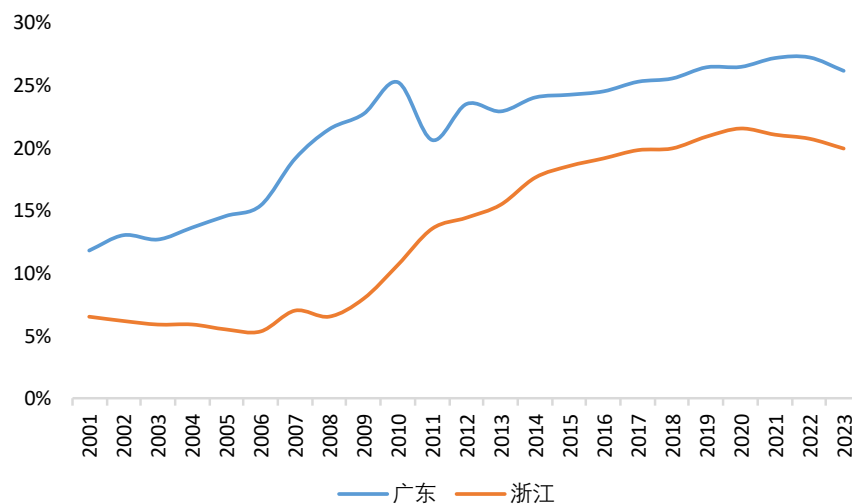
资料来源：极兔速递招股说明书，信达证券研发中心

三、资产端变革领军：直营化、大型化、自动化

3.1 运输环节：直营及大型车辆赋能降本

快递业务在国内的揽收区位结构趋于集中，推动车辆直营化及大型化的必要性提升，且直营车辆在运输成本、稳定性、时效性等方面相较外协车辆具备优势。广东省、浙江省快递业务量占全国比重由2001年的11.8%、6.5%提升至2023年的26.2%、19.9%，快递揽收区位结构的集中化，一方面提升对大型快递运输车辆的需求，另一方面考虑需求刚性化背景下专线车队议价力的提升，快递公司车辆直营化的必要性也有望提升。在运价方面，外协车辆需要考虑运输淡旺季的季节性条款，价格波动幅度相对较大；在稳定性方面，如属于单边外协车辆，司机需要自行寻找回程货，因此不同的线路履约的意愿有所差异，稳定性相对较弱；在时效方面，外协车辆可能同时携带其他货品，装卸及运输时效较难以把握；在利润率方面，外协车队或需要保障一定的利润率，报价可能相对较高，大型车辆的自有化，能够较好地缓解上述外协车辆的痛点。

图27：广东省和浙江省快递业务量占全国比重趋于提升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

大型车辆替代小型车辆能够在提升装载率的同时减少发车频次，降低干线运输环节的单票成本。根据交通运输部，甩挂运输与传统运输相比，成本更低，效率更高，车辆周转更快，节能减排效果更好，采用甩挂运输可提高效率30%至50%，降低成本30%至40%，减少油耗20%至30%。头部电商快递企业具备明显领先的网络管理经验及能力，推广大运力甩挂车辆同时借力智慧车辆运行监控系统、智慧路由系统等一系列数字化管控工具，可以优化路由规划和线路拉直率，在干线运输环节推动降本增效。

图28：单边甩挂模式



资料来源：运联研究院，信达证券研发中心

图29：双边甩挂模式



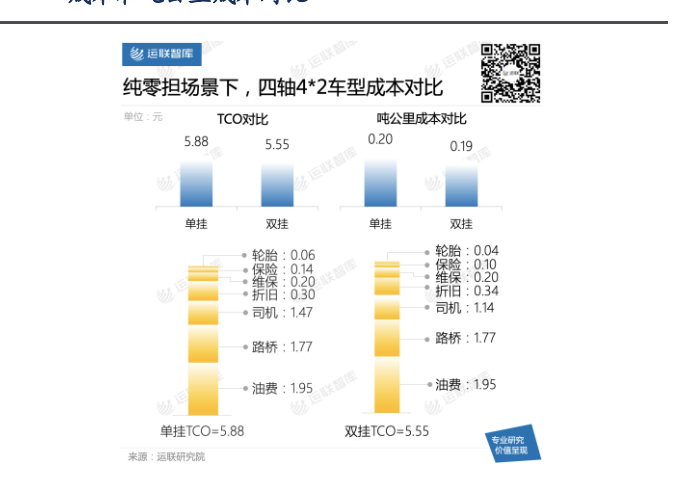
资料来源：运联研究院，信达证券研发中心

图30：循环甩挂模式



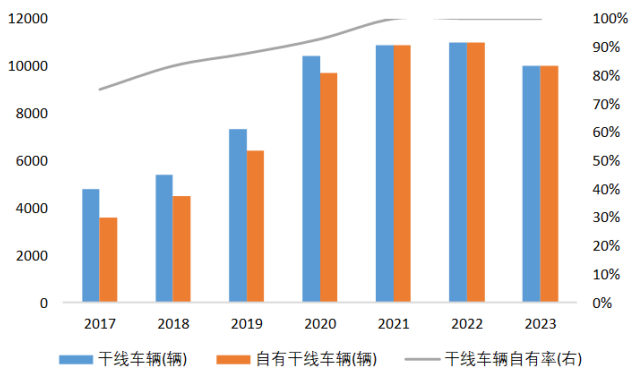
资料来源：运联研究院，信达证券研发中心

图31：纯零担场景下，4*2车型（四轴）单挂和双挂的单公里成本和吨公里成本对比

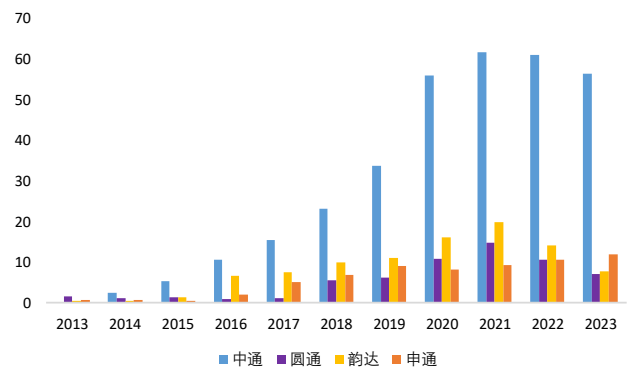


资料来源：运联研究院，信达证券研发中心

公司车辆直营化比例达到 100%，有望实现高度自主的干线运输掌控能力。2020 年及之前，公司将部分干线运输需求外包给桐庐通泽（专门为中通工作的运输运营商），2017 年自有干线车辆占比 75.0%。2021 年起，公司向桐庐通泽购买卡车，实现干线车辆的完全直营化，2021 年自有干线车辆占比 100%。

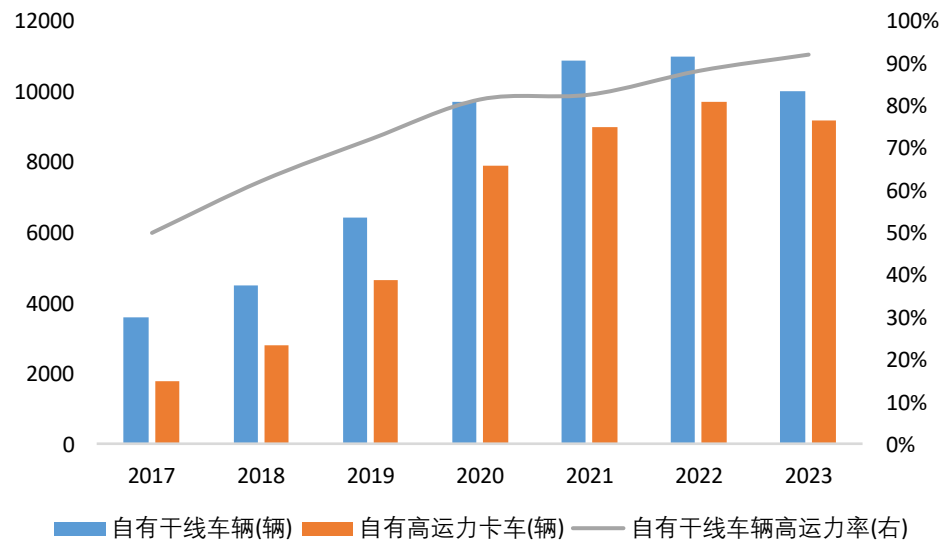
图32：中通快递干线车辆自有化比例达到 100%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图33：中通运输工具资产价值领先行业（亿元）


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

公司高运力卡车占直营车辆比例达 90% 以上，为线路拉直、路由优化提供了运输资产条件。为进一步提升运营效率，公司系统性地提升自有车队内 15-17 米长的高运力挂车车型比例，由 2017 年的 50.0% 提升至 2023 年的 92.0%。此外，公司还开发改进车辆部件和专利拖车设计，例如公司专利设计的弧形铝制拖车与传统的方型钢制集装箱相比，不仅更轻而且更符合空气动力学，容量更大（145 立方米而不是 127 立方米）、重量更轻（6700 公斤/辆而不是 9000 公斤/辆）。同时，公司还将嵌入 RFID 芯片的米其林轮胎作为干线车辆的标准配置，通过评估车速和估计油耗等实时运行情况评估正常磨损情况，从而更好地管理运输设备。

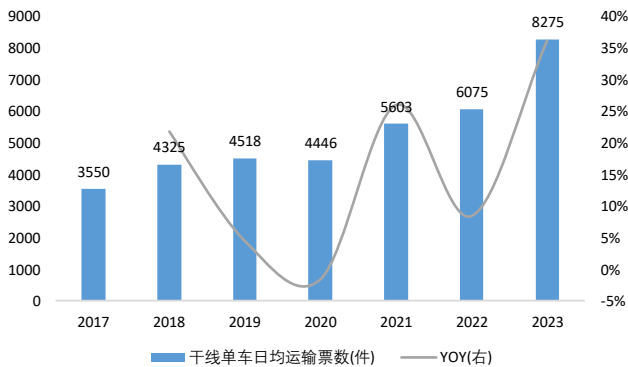
图34：中通快递 23 年自有干线车辆高运力比例达到 92.0%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

单票运输成本稳步下降，未来随线路拉直或还有进一步下行空间。受益于规模效应提升、路由规划优化及车辆大型化自有化率提升等综合影响，公司单车日均运输快递票数由 2017 年 3550 件增长至 2023 年 8275 件，复合增速 15.1%；单票干线运输成本由 2016 年 0.83

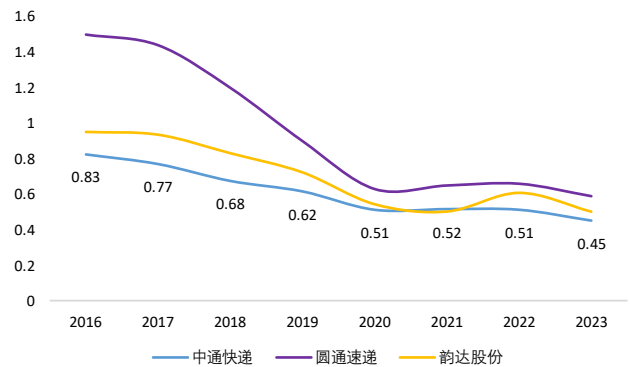
元下降至 2023 年 0.45 元，我们认为未来随干线直链的推进还有进一步下降的空间。

图35：中通干线单车日均运输快递票数稳步增长



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图36：中通单票干线运输成本稳步下降（单位：元）

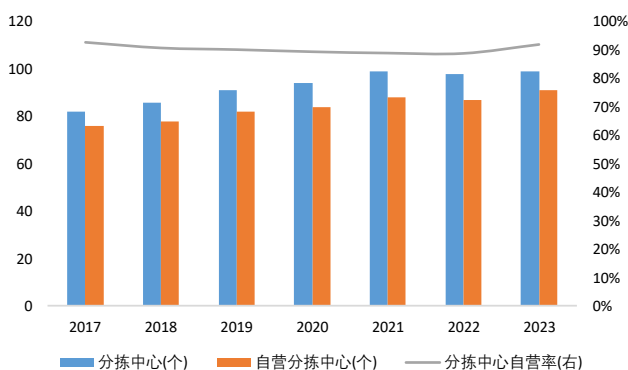


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

3.2 分拣环节：积极布局自营转运中心，同时把握设备自动化大潮

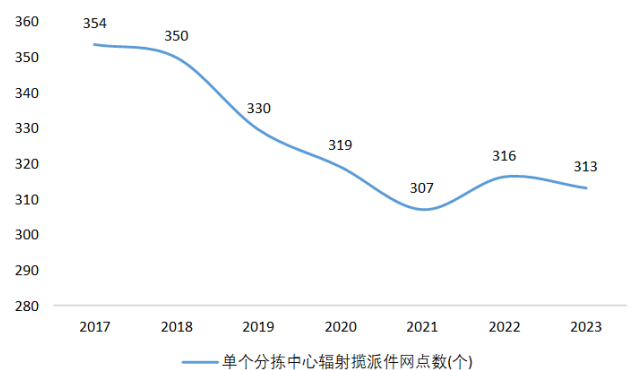
公司自营转运中心数量领先，减轻加盟商的支线运输压力，且为线路拉直、路由优化提供了节点资产条件。2010年起公司启动“全网一体化”发展战略，在行业率先成功完成全国网络股份制改革，2013-2015年期间采取“现金+股权”形式收购区域网络合作伙伴及其资产，逐步完成对分拣中心的直营化改造，截止2023年末中通的自营分拣中心数量91个、占比91.9%，其余少数由业务合作伙伴运营的分拣中心位于国内偏远地区。此外，为增强业务的稳定性，公司计划对自有场所的土地和设施进行长期投资，自营转运中心当中位于自有场地的中心数量占比由2017年46.1%提升至2022年74.7%。整体看，公司单个分拣中心辐射的揽派件网点数波动下行，有助于提升加盟商分拣触达度、降低网点的支线运输成本压力。

图37：中通分拣中心自营率维持90%以上

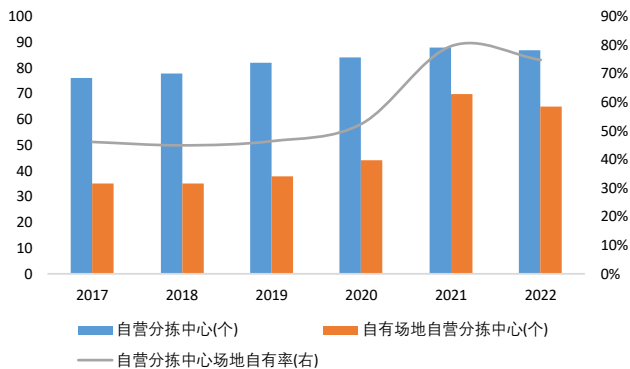


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

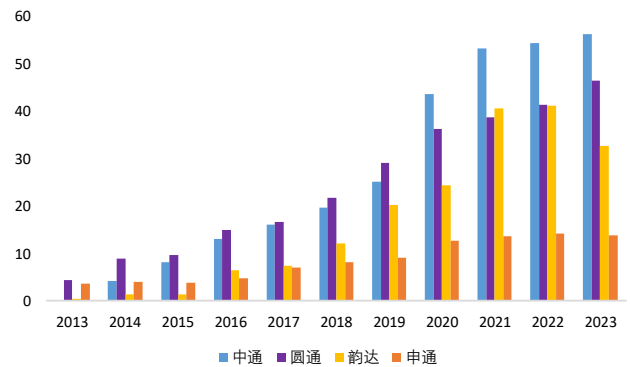
图38：中通快递单个分拣中心逐步更加贴近揽派网点



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

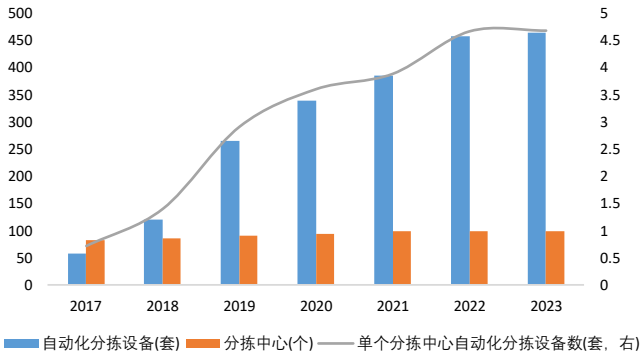
图39：中通分拣中心位于自有场地比重提升


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

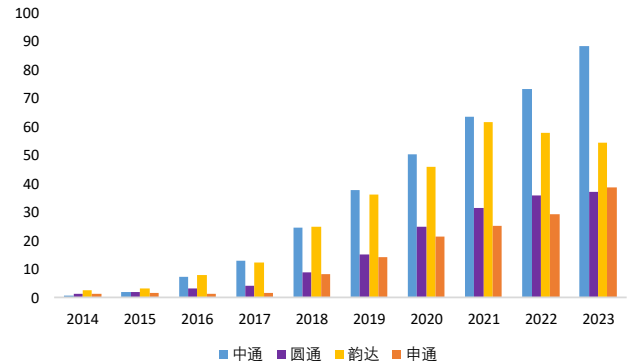
图40：中通土地使用权账面价值行业领先（亿元）


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

公司分拣自动化程度稳步提升。中通自 2015 年起发力分拣中心的分拣设备自动化，当年机器设备净额同比大幅增长 143.8%至 2.03 亿元，并经历了 2015-2019 年的高速增长期，每年同比增速都在 50%以上。相应地，公司投入使用的自动化分拣设备由 2017 年的 58 套增至 2023 年的 464 套，转运中心的设备自动化程度逐步提升。

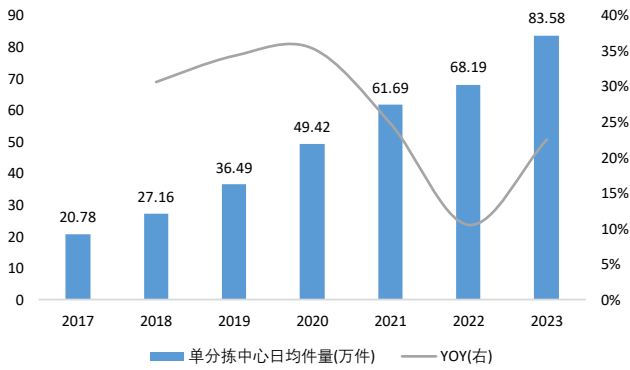
图41：中通分拣中心设备自动化率提升


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

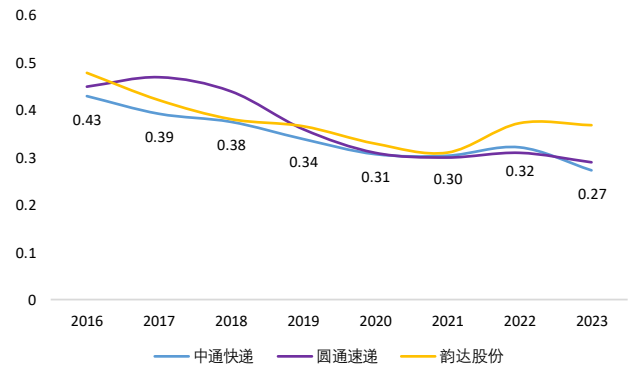
图42：中通机器设备净额行业领先（亿元）


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

单票分拣成本稳步下降，未来随分拣频次下降或还有进一步下行空间。受益于规模效应提升、分拣设备自动化率提升、场地自有化程度提升等综合影响，公司单分拣中心日均分拣快递票数由 2017 年 20.78 万件增长至 2023 年 83.58 万件，复合增速 26.1%；单票分拣成本由 2016 年 0.43 元下降至 2023 年 0.27 元，我们认为未来随分拣频次的下降还有进一步下降的空间。

图43：中通单转运中心日均分拣快递票数稳步增长


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图44：中通单票分拣成本稳步下降（单位：元）


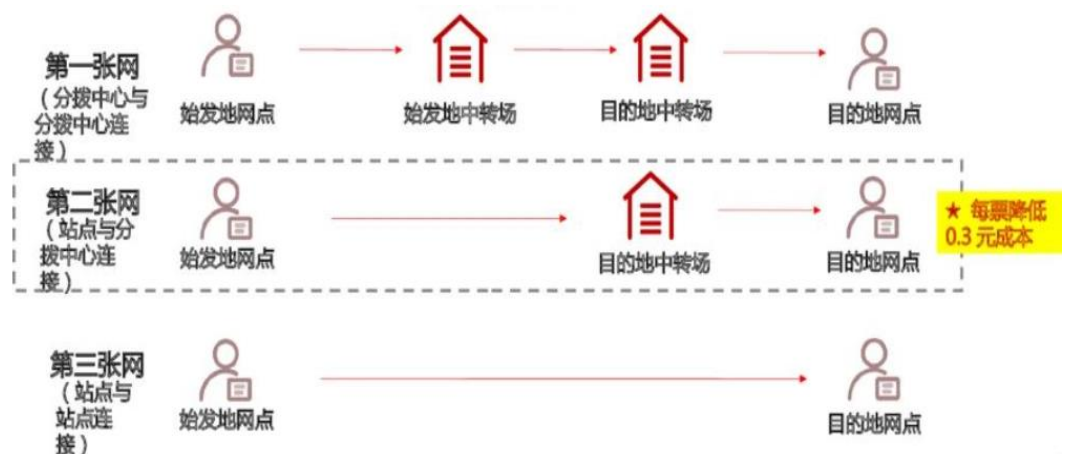
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

3.3 路由直链推动中转履约运营模式创新

基于自身规模优势，公司自 2022 年起提出三网叠加的干线直链模式。2022 年 3 月，中通快递创始人赖梅松先生在 2021 年四季度业绩电话会中提出“三网叠加”战略。我们认为中通的“三网叠加”战略本质是基于大件量规模基础的路由规划能力再升级，有望基于公司自身的规模效应和经营效率优势，通过干线直链减少分拣及运输频次，从而对单票分拣及干线运输成本实现进一步的优化，在干线履约方面引领行业运营模式的创新。

- 1) 第一张网：**始发地分拣中心-目的地分拣中心直链。此为最为基础的干线运输网络。
- 2) 第二张网：**始发地网点-目的地分拣中心直链。此张网络绕过了始发地分拣中心，未来公司预计在 100 个左右的总部直营分拣中心之外，还帮助县级城市的加盟商购置土地建立 200-300 个网点能够直达的小型分拣中心。
- 3) 第三张网：**始发地网点-目的地网点直链。

公司预计未来 3-5 年内将有 15%-20%的件量会通过第二和第三张网运行，单票成本可以下降约 0.30 元，总成本降幅在 30-40 亿元。

图45：公司“三网叠加”干线直链模式


资料来源：邮政研究院，信达证券研发中心

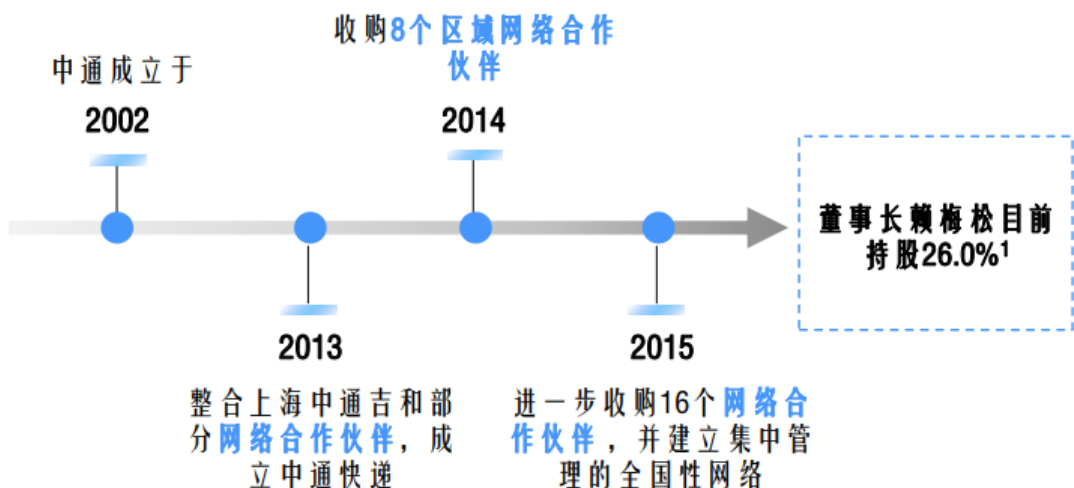
四、管理端战略领军：同建共享理念深入全网

在加盟制快递行业中，末端加盟商作为独立经营的主体，在总部的宏观政策调控下直接参与市场竞争，因此两者之间同时存在博弈与协作的关系，全网利益的协同具备很大的战略意义。中通的同建共享理念，既体现在总部和加盟商、快递员的同建共享，又体现在总部内部的同建共享。

4.1 通过股份置换及“有偿派送+二级中转补贴+派费直连”，实现总部和加盟商、快递员的同建共享

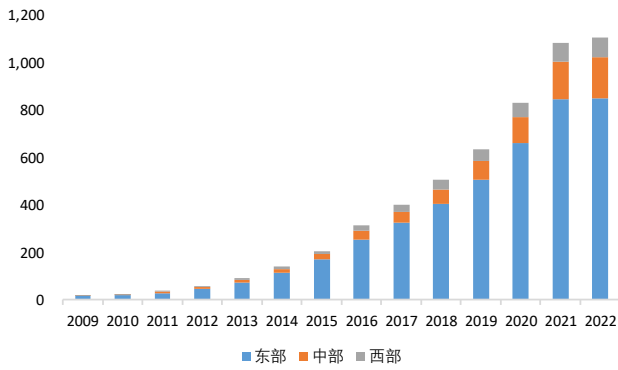
通过总部和加盟商的股份置换实现对加盟商收购，且让核心加盟商成为总部股东，提升全网凝聚力。2010年，中通启动“全网一体化”发展战略，在行业率先实施全国网络股份制改革，公司开创性地以股份置换实现加盟转直营，较为平稳顺利地完成变革转换。2013-2015年公司通过定价公允透明的换股交易整合部分网络合作伙伴，将主要的网络合作伙伴转化为公司的股东，实现利益协同。在这一过程中，创始人赖梅松先生出让自己20%的管理股，并压缩创始人的股份，共计拿出45%股份，用于平稳收编华南、华北、华中等大区的加盟商。

图46：公司成功将主要加盟商转变为股东

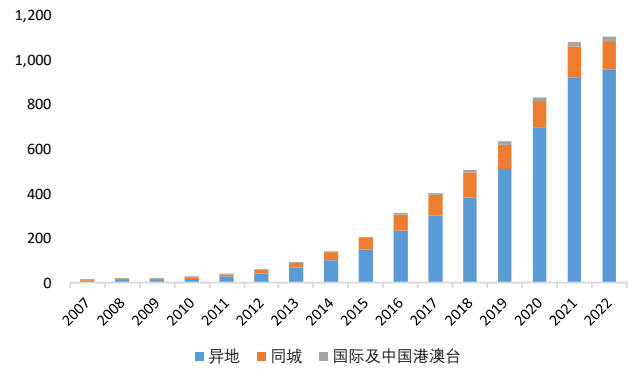


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

业内首推有偿派费，此外实施派费直达，增强快递员稳定性。2008年之前，快递网点仅靠揽件费运营，揽派加盟商之间实行派费互免，在此情况下派件量大于揽件量（如由于地域差异和经济发展不平衡）的网点盈利能力差甚至亏损，会对网点服务质量和稳定性造成影响；2008年之后，公司推出共享机制，基于我国东西部经济发展不均衡的现状将全网划分成A、B、C三个等级，各等级的派费金额不等，对不同区域业务员的派件费用进行合理划分，揽件网点按事先确定的计算方式支付给派件网点末端派费。此外，2020年起公司开始实施派费直达，通过快递员工作应用软件直接结算派费，也就是当日派费当日直达快递员，中间环节不会截留。

图47：我国东部贡献主要快递业务量（亿件）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图48：我国异地件贡献主要快递业务量（亿件）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

4.2 通过员工持股平台实现总部内部的同建共享

设置员工持股平台，建设长效激励机制。2016年6月，公司发行1600万股普通股建立员工持股平台ZTO ES，对价1200万美元，用于激励公司的高级职员及员工。截止2023年3月31日，公司已通过该平台授出与1025万股A类普通股相关的若干权利作为股份奖励，其中除了董事及高级职员之外的其他雇员获授814万股，占比79.4%。

表5：中通快递上市后通过员工持股平台授予股份奖励情况

时间	授予情况
2017.3.28	向董事、高级职员和其他员工授予与14.80万股A类普通股和64.12万股A类普通股相关的权利
2018.3.7	向若干高级职员及员工授予与90.69万股A类普通股相关的权利
2019.3.11	向若干高级职员及员工授予与94.46万股A类普通股相关的权利
2020.3.13	向若干高级职员及员工授予与78.51万股A类普通股相关的权利
2021.3.16	向若干高级职员及员工授予与63.58万股A类普通股相关的权利
2022.3.15	向若干高级职员及员工授予与78.69万股A类普通股相关的权利
2023.3.14	向若干高级职员及员工授予与87.73万股A类普通股相关的权利

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

五、盈利预测及估值

5.1 预计公司 2024 年归母净利润 105.26 亿元

收入端：

- 1) 考虑上游直播电商崛起及变革驱动行业单量的稳健增长，我们假设行业 2024-2026 年的快递业务量同比分别增长 13.0%、12.0%、10.0%；此外考虑中通在资产端及管理端的领军优势有望助力份额提升，假设公司 2024-2026 年的件量份额分别为 23.6%、24.0%、24.5%。
- 2) 考虑行业进入高质量发展阶段，企业竞争秩序趋稳，同时考虑到包裹结构改善及成本优化带来一定调价空间，我们假设公司 2024-2026 年单票快递收入分别为 1.13 元、1.09 元、1.06 元。
- 3) 考虑跨境出口景气的改善，我们假设公司 2024-2026 年货代服务收入同比分别增长 15.0%、13.0%、10.0%。
- 4) 考虑电子面单普及程度或已到高位，假设单票物料销售收入维稳，整体收入随快递业务件量增长。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 429.30 亿元、472.98 亿元、517.00 亿元，同比分别+11.7%、+10.2%、+9.3%。

表6：中通快递营业收入预测（单位：亿元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	353.77	384.19	429.30	472.98	517.00
YOY	-	8.6%	11.7%	10.2%	9.3%
其中：快递收入	325.76	354.88	395.84	435.27	475.26
平均单票快递收入(元)	1.34	1.18	1.13	1.09	1.06
快递业务量(亿件)	243.90	302.02	351.85	401.16	450.47
件量 YOY	-	23.8%	16.5%	14.0%	12.3%
货运代理服务收入	12.13	9.07	10.43	11.78	12.96
物料销售收入	13.85	18.77	21.86	24.93	27.99
平均单票物料收入(元)	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
其他	2.04	1.47	1.17	1.00	0.79

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

成本费用端：

- 1) 考虑到规模效应、资产升级及管理优化带来的降本曲线，假设单票快递核心成本（干线运输、分拣中心运营）逐年降低。
- 2) 考虑到面单和物料销售的特性，假设单票面单成本稳定、物料销售业务毛利率稳定。
- 3) 考虑到货代服务行业的商业模式本质为成本加成，假设毛利率维稳。

综上，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 105.26 亿元、120.10 亿元、136.55

亿元，同比分别增长 20.3%、14.1%、13.7%。

表7：中通快递营业收入预测（单位：亿元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	353.77	384.19	429.30	472.98	517.00
YOY		8.6%	11.7%	10.2%	9.3%
营业成本	263.38	267.56	283.65	306.91	328.83
YOY		1.6%	6.0%	8.2%	7.1%
营业利润	69.62	92.37	118.55	136.21	155.54
YOY		32.7%	28.3%	14.9%	14.2%
除税前利润	82.92	106.93	128.65	146.79	166.89
YOY		29.0%	20.3%	14.1%	13.7%
归母净利润	68.09	87.49	105.26	120.10	136.55
YOY		28.5%	20.3%	14.1%	13.7%
单票归母净利润（元）	0.28	0.29	0.30	0.30	0.30

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

5.2 目标市值 1738 亿港元，首次覆盖“买入”评级

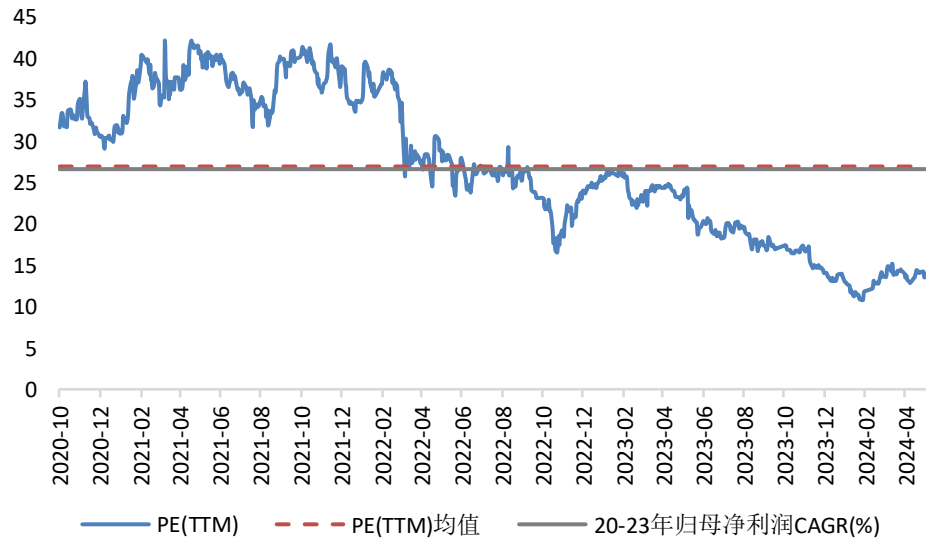
此前市场对成长性及竞争秩序的分歧导致电商快递板块估值调整至低位，中通、韵达、圆通、申通 2024 年市盈率平均仅 13 倍左右。对电商快递行业过度悲观的预期或应得到改善，我们认为，行业件量规模的成长性基于电商变革的推动或会好于市场预期；此外价格竞争从边际变化的角度或趋于稳定，基于单票成本的下行，龙头的单票盈利仍然具有增长能力。中通快递是国内加盟制电商快递龙头，在行业迈入高质量发展阶段及维持稳定的竞争秩序的大背景下，凭借自身规模、资产及管理优势有望实现件量及利润稳健增长，此外公司被纳入港股通标的，有望迎来流动性改善。根据我们的盈利预测，公司 2023-2026 年归母净利润复合增速 16.0%，综合考虑 PEG 估值及历史估值情况，对应 24 年 105.26 亿元归母净利润，给予 15 倍市盈率中枢，目标市值 1579 亿元人民币（折合 1738 亿港元），首次覆盖给予“买入”评级。

表8：加盟制快递重点公司估值表

证券代码	公司简称	市值	归母净利润（亿元）					市盈率			
		(亿元)	2024/5/10	23A	24E	25E	26E	23A	TTM	24E	25E
2057.HK	中通快递-W	1,219	87.49	105.26	120.10	136.55	13.93	13.89	11.58	10.15	8.93
002120.SZ	韵达股份	236	16.25	22.25	27.00	29.61	14.54	14.07	10.62	8.75	7.98
600233.SH	圆通速递	559	37.23	44.08	51.71	58.96	15.02	14.87	12.68	10.81	9.48
002468.SZ	中通快递	142	3.41	7.99	11.38	13.91	41.61	35.61	17.73	12.46	10.19

资料来源：Wind，信达证券研发中心

备注：中通快递 24-26 年归母净利润为信达交运团队预测，其余为万得一致预期；金额单位为人民币

图49：中通快递-W（2057.HK）上市以来 PE(TTM)及 20-23 年归母净利润复合增速情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

5.3 风险提示

实物商品网购需求不及预期：实物商品网购是快递业务量发展的上游驱动，若实物商品网购需求不及预期，快递业务量的提升或不及预期。

电商快递价格竞争恶化：电商快递行业服务差异化程度相对较低，若各家电商快递企业采取过度激进的价格竞争策略，或影响公司的经营利润及现金流情况。

末端加盟商稳定性下降：电商快递加盟商负责末端包裹的揽派以及支线运输，如果因为激励政策等原因导致末端不稳，或影响公司履约的质量。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	26,954	32,900	39,970	48,254	
现金	12,334	15,740	20,497	26,660	
应收账款及票据	573	640	705	770	
存货	28	30	32	35	
其他	14,019	16,490	18,736	20,788	
非流动资产	61,512	65,895	69,828	73,380	
固定资产	32,181	31,813	31,292	30,537	
无形资产	4,937	4,838	4,742	4,649	
其他	24,394	29,244	33,794	38,194	
资产总计	88,465	98,794	109,797	121,634	
流动负债	20,061	23,658	27,088	30,413	
短期借款	7,766	10,066	12,166	14,166	
应付账款及票据	2,557	2,711	2,933	3,142	
其他	9,738	10,882	11,989	13,105	
非流动负债	8,124	8,424	8,674	8,874	
长期债务	7,030	7,330	7,580	7,780	
其他	1,094	1,094	1,094	1,094	
负债合计	28,185	32,082	35,762	39,287	
普通股股本	1	1	1	1	
储备	60,503	66,928	74,244	82,547	
归属母公司股东权益	59,802	66,227	73,543	81,846	
少数股东权益	479	485	493	501	
股东权益合计	60,280	66,712	74,036	82,347	
负债和股东权益	88,465	98,794	109,797	121,634	

重要财务指标		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	38419	42930	47298	51700	
(+/-) (%)	9%	12%	10%	9%	
归母净利润	8749	10526	12010	13655	
(+/-) (%)	28%	20%	14%	14%	
EPS	10.83	12.95	14.78	16.80	
P/E	13.59	11.58	10.15	8.93	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	38,419	42,930	47,298	51,700	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	26,756	28,365	30,691	32,883	
销售费用	2,425	2,710	2,986	3,264	
管理费用	0	0	0	0	
研发费用	0	0	0	0	
财务费用	-417	131	181	203	
除税前溢利	10,693	12,865	14,679	16,689	
所得税	1,939	2,332	2,661	3,026	
净利润	8,754	10,532	12,018	13,664	
少数股东损益	5	7	7	9	
归属母公司净利润	8,749	10,526	12,010	13,655	
EBIT	10,276	12,995	14,860	16,893	
EBITDA	13,151	16,512	18,327	20,290	
EPS (元)	10.83	12.95	14.78	16.80	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	13,361	14,082	15,579	17,138	
净利润	8,749	10,526	12,010	13,655	
少数股东权益	5	7	7	9	
折旧摊销	2,875	3,517	3,467	3,397	
营运资金变动及其他	1,731	33	94	77	
投资活动现金流	-12,253	-8,459	-7,661	-6,911	
资本支出	-6,670	-3,050	-2,850	-2,550	
其他投资	-5,583	-5,409	-4,811	-4,361	
筹资活动现金流	-770	-2,326	-3,271	-4,173	
借款增加	2,354	2,600	2,350	2,200	
普通股增加	-1,006	0	0	0	
已付股利	-2,073	-4,926	-5,621	-6,373	
其他	-45	0	0	0	
现金净增加额	448	3,406	4,756	6,164	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券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并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。