



# 中通快递-W (02057.HK): 坚持不做亏本件, 单票盈利逆势提升

2024年5月17日

强烈推荐/维持

中通快递-W

公司报告

**事件:** 公司发布 2024 年一季报, 公司实现业务量 71.7 亿件, 同比增长 13.9%, 市场份额由去年同期的 21.2% 降至 19.3%。调整后净利润 22.24 亿元, 同比增长 15.8%。

**公司坚持不做亏本件, 单票收入保持稳定, 但市场份额下降:** 一季度公司较为罕见的出现了市场份额的同比下降, 且降幅较明显, 这与公司坚持不做亏本件, 战略放弃了部分低价客户有关。

**24Q1 行业件量增速达到 25.2%, 超市场预期。**这其中低价件的迅猛增长与占比上升对行业竞争态势造成了较大的影响。为了争夺增量需求, 低价件领域的价格竞争较其他价格段也更为激烈。

公司从盈利角度考虑选择不参与低价件领域的价格战, 因此失去了该部分增量, 导致业务量增速低于行业均值。但也得益于此, 公司核心单票收入降幅仅 2.5%, 降幅远低于行业平均水平。与之对比, 圆通、韵达和申通的单票收入同比降幅分别为 4.9%、15.9% 和 12.4%。

**继续强化成本管控, 成本降幅大于收入降幅, 单票利润提升:** 一季度公司单票成本 0.94 元, 同比下降 0.06 元, 降幅大于收入降幅的 0.04 元。其中单票运输成本由 0.51 元降至 0.47 元, 单票分拣成本由 0.32 元降至 0.30 元。受益于成本的下降, 公司单票盈利 (调整后) 由 0.30 元提升至 0.31 元。

**下半年价格竞争有望放缓, 预计公司份额逐步回升:** 我们认为公司份额下降是暂时性的。一方面, 低价件领域的激烈价格战导致相关公司的加盟商与快递员收入承压较严重, 本身难以长期持续; 另一方面, 行业处于资本开支下行期, 持续的高增长会对各公司的产能提出挑战, 一季度为行业淡季, 各家公司产能都不饱和, 但若旺季依旧维持高增速, 则产能问题可能逐渐凸显。若下半年“以价换量”的模式逐渐受阻, 则竞争有望放缓, 公司的市场份额也会相应回升。

**盈利预测与估值建议:** 中通一直坚持服务质量、业务规模和盈利水平三者均衡提增的战略。依靠多样化的产品服务、一流的运营效率和最稳定的加盟网络, 中通成功构建了高品牌认知度和客户满意度并以此获得了收入端的溢价, 避免了公司陷入行业成本内卷的困境。这是我们持续推荐中通的原因。

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 102.0、121.1 与 138.6 亿, 对应 PE 分别为 13.9X、11.7X 和 10.2X。公司作为通达系龙头的地位稳固, 公司盈利强劲, PE 估值不高, 具备较强的安全边际。若价格战缓和, 则盈利与股价皆有较大的向上弹性, 维持“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 行业政策出现重大变化、价格战烈度超预期、宏观经济增速下滑。

## 公司简介:

中通快递是一家集快递、物流、电商、印务于一体的大型集团公司。公司通过全国网络等增值服务提供相应的快递服务, 其运营模式为高度可扩展的网络合作伙伴模式。服务项目有国内快递、国际快递、物流配送与仓储等, 提供“门到门”服务和限时(当天件、次晨达、次日达等)服务, 同时开展电子商务配送、代收货款、签单返回、到付、代取件、区域时效件等增值业务

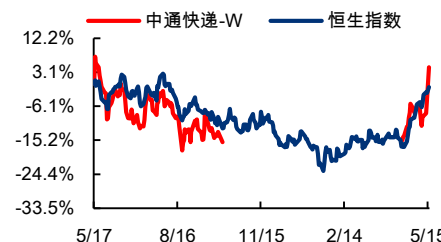
资料来源: 公司官网, 同花顺

## 交易数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 52 周股价区间 (港元) | 234.8-126.1   |
| 总市值 (亿港元)     | 1,533.88      |
| 流通市值 (亿港元)    | 1,144.97      |
| 总股本/流通股数 (万股) | 81,287/60,677 |
| A 股/B 股 (万股)  | -/-           |
| 52 周日均换手率     | 0.112         |

资料来源: 恒生聚源, 东兴证券研究所

## 52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源, 东兴证券研究所

## 分析师: 曹奕丰

021-25102904

caoyf\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050005

## 财务指标预测

| 指标          | 2022A     | 2023A     | 2024E     | 2025E     | 2026E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元)  | 35,377.00 | 38,418.92 | 43,314.86 | 49,291.40 | 55,096.09 |
| 增长率 (%)     | 16.35%    | 8.60%     | 12.74%    | 13.80%    | 11.78%    |
| 归母净利润 (百万元) | 6,809.06  | 8,749.00  | 10,201.63 | 12,109.60 | 13,860.44 |
| 增长率 (%)     | 43.20%    | 28.49%    | 16.60%    | 18.70%    | 14.46%    |
| 净资产收益率 (%)  | 12.60%    | 14.63%    | 16.96%    | 17.96%    | 18.30%    |
| 每股收益 (元)    | 8.41      | 10.83     | 12.55     | 14.90     | 17.05     |
| PE          | 20.68     | 16.06     | 13.86     | 11.67     | 10.20     |
| PB          | 2.62      | 2.36      | 2.35      | 2.10      | 1.87      |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

**附表: 公司盈利预测表**

| 资产负债表           |       | 单位: 百万元 |       |       |       |                | 利润表    |        | 单位: 百万元 |        |        |  |  |
|-----------------|-------|---------|-------|-------|-------|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|--|--|
|                 | 2022A | 2023A   | 2024E | 2025E | 2026E |                | 2022A  | 2023A  | 2024E   | 2025E  | 2026E  |  |  |
| <b>流动资产合计</b>   | 24475 | 26954   | 28077 | 29435 | 35427 | <b>营业收入</b>    | 35377  | 38419  | 43315   | 49291  | 55096  |  |  |
| 货币资金            | 11693 | 12334   | 12994 | 13802 | 19234 | <b>营业成本</b>    | 26338  | 26756  | 29722   | 33318  | 36932  |  |  |
| 应收账款            | 819   | 573     | 646   | 735   | 821   | 营业税金及附加        | 0      | 0      | 0       | 0      | 0      |  |  |
| 其他应收款           | 2978  | 3174    | 3578  | 4072  | 4551  | 营业费用           | 0      | 0      | 0       | 0      | 0      |  |  |
| 预付款项            | 0     | 0       | 0     | 0     | 0     | 管理费用           | 1823   | 2057   | 2168    | 2295   | 2372   |  |  |
| 存货              | 41    | 28      | 81    | 91    | 101   | 财务费用           | -460   | -511   | -586    | -683   | -724   |  |  |
| 其他流动资产          | 5136  | 5753    | 5466  | 5193  | 4933  | 研发费用           | 0      | 0      | 0       | 0      | 0      |  |  |
| <b>非流动资产合计</b>  | 54049 | 61512   | 63253 | 64071 | 64106 | 资产减值损失         | 0      | 26     | 0       | 0      | 0      |  |  |
| 长期股权投资          | 0     | 0       | 0     | 0     | 0     | 公允价值变动收益       | 53     | 46     | 0       | 0      | 0      |  |  |
| 固定资产            | 28813 | 32181   | 34443 | 35829 | 36380 | 投资净收益          | -32    | 6      | 0       | 0      | 0      |  |  |
| 无形资产            | 6281  | 6333    | 6403  | 6371  | 6340  | 加: 其他收益        | 775    | 771    | 809     | 850    | 892    |  |  |
| 其他非流动资产         | 7731  | 13963   | 13265 | 12601 | 11971 | <b>营业利润</b>    | 8286   | 10689  | 12820   | 15212  | 17408  |  |  |
| <b>资产总计</b>     | 78524 | 88465   | 91330 | 93506 | 99533 | 营业外收入          | 0      | 0      | 0       | 0      | 0      |  |  |
| <b>流动负债合计</b>   | 16405 | 20061   | 17664 | 13481 | 12090 | 营业外支出          | 0      | 0      | 0       | 0      | 0      |  |  |
| 短期借款            | 5394  | 7766    | 5864  | 1548  | 0     | <b>利润总额</b>    | 8286   | 10689  | 12820   | 15212  | 17408  |  |  |
| 应付账款            | 2403  | 2557    | 2802  | 3140  | 3481  | 所得税            | 1633   | 1939   | 2564    | 3042   | 3482   |  |  |
| 预收款项            | 0     | 0       | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>     | 6659   | 8754   | 10256   | 12170  | 13926  |  |  |
| 一年内到期的非流动负债     | 0     | 0       | 0     | 0     | 0     | 少数股东损益         | -150   | 5      | 55      | 60     | 66     |  |  |
| <b>非流动负债合计</b>  | 7646  | 8124    | 7210  | 6244  | 5279  | 归属母公司净利润       | 6809   | 8749   | 10202   | 12110  | 13860  |  |  |
| 长期借款            | 6789  | 7030    | 6030  | 5030  | 4030  | <b>主要财务比率</b>  |        |        |         |        |        |  |  |
| 应付债券            | 0     | 0       | 0     | 0     | 0     |                | 2022A  | 2023A  | 2024E   | 2025E  | 2026E  |  |  |
| <b>负债合计</b>     | 24051 | 28185   | 24874 | 19725 | 17369 | <b>成长能力</b>    |        |        |         |        |        |  |  |
| 少数股东权益          | 444   | 479     | 533   | 593   | 659   | 营业收入增长         | 16.35% | 8.60%  | 12.74%  | 13.80% | 11.78% |  |  |
| 实收资本(或股本)       | 815   | 813     | 813   | 813   | 813   | 营业利润增长         | 44.38% | 28.99% | 19.94%  | 18.66% | 14.44% |  |  |
| 资本公积            | 0     | 0       | 0     | 0     | 0     | 归属于母公司净利润增长    | 43.20% | 28.49% | 16.60%  | 18.70% | 14.46% |  |  |
| 未分配利润           | 47829 | 53219   | 59340 | 66606 | 74922 | <b>获利能力</b>    |        |        |         |        |        |  |  |
| 归属母公司股东权益合计     | 54029 | 59802   | 60153 | 67418 | 75735 | 毛利率(%)         | 25.55% | 30.36% | 31.38%  | 32.41% | 32.97% |  |  |
| <b>负债和所有者权益</b> | 78524 | 88465   | 91330 | 93506 | 99533 | 净利率(%)         | 18.82% | 22.79% | 23.68%  | 24.69% | 25.28% |  |  |
| <b>现金流量表</b>    |       |         |       |       |       | <b>单位: 百万元</b> |        |        |         |        |        |  |  |
|                 | 2022A | 2023A   | 2024E | 2025E | 2026E | 总资产净利润(%)      | 8.67%  | 9.89%  | 11.17%  | 12.95% | 13.93% |  |  |
|                 |       |         |       |       |       | ROE(%)         | 12.60% | 14.63% | 16.96%  | 17.96% | 18.30% |  |  |
| <b>经营活动现金流</b>  | 11479 | 13361   | 11699 | 14427 | 16486 | <b>偿债能力</b>    |        |        |         |        |        |  |  |
| 净利润             | 6659  | 8754    | 10256 | 12170 | 13926 | 资产负债率(%)       | 31%    | 32%    | 27%     | 21%    | 17%    |  |  |
| 折旧摊销            | 2222  | 2671    | 2868  | 3245  | 3580  | 流动比率           | 1.49   | 1.34   | 1.59    | 2.18   | 2.93   |  |  |
| 财务费用            | -460  | -511    | -586  | -683  | -724  | 速动比率           | 1.49   | 1.34   | 1.58    | 2.18   | 2.92   |  |  |
| 应收账款减少          | 114   | 246     | -73   | -89   | -87   | <b>营运能力</b>    |        |        |         |        |        |  |  |
| 预收账款增加          | 0     | 0       | 0     | 0     | 0     | 总资产周转率         | 0.50   | 0.46   | 0.48    | 0.53   | 0.57   |  |  |
| <b>投资活动现金流</b>  | 11479 | -12253  | -4643 | -4142 | -3686 | 应收账款周转率        | 40.38  | 55.22  | 71.12   | 71.43  | 70.83  |  |  |
| 公允价值变动收益        | 53    | 46      | 0     | 0     | 0     | 应付账款周转率        | 15.60  | 15.49  | 16.17   | 16.59  | 16.64  |  |  |
| 长期投资减少          | 0     | 0       | 0     | 0     | 0     | <b>每股指标(元)</b> |        |        |         |        |        |  |  |
| 投资收益            | -32   | 6       | 0     | 0     | 0     | 每股收益(最新摊薄)     | 8.41   | 10.83  | 12.55   | 14.90  | 17.05  |  |  |
| <b>筹资活动现金流</b>  | 7058  | -770    | -6396 | -9477 | -7368 | 每股净现金流(最新摊薄)   | 3.06   | 0.42   | 0.81    | 0.99   | 6.68   |  |  |
| 应付债券增加          | 0     | 0       | 0     | 0     | 0     | 每股净资产(最新摊薄)    | 66.27  | 73.57  | 74.00   | 82.94  | 93.17  |  |  |
| 长期借款增加          | 6789  | 241     | -1000 | -1000 | -1000 | <b>估值比率</b>    |        |        |         |        |        |  |  |
| 普通股增加           | 7     | -2      | 0     | 0     | 0     | P/E            | 20.68  | 16.06  | 13.86   | 11.67  | 10.20  |  |  |
| 资本公积增加          | 0     | 0       | 0     | 0     | 0     | P/B            | 2.62   | 2.36   | 2.35    | 2.10   | 1.87   |  |  |
| <b>现金净增加额</b>   | 30017 | 338     | 661   | 807   | 5433  | EV/EBITDA      | 14.16  | 11.19  | 9.29    | 7.55   | 6.23   |  |  |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

| 报告类型   | 标题                                     | 日期         |
|--------|--|------------|
| 行业普通报告 | 快递行业 3 月数据点评: 通达系公司维持较高增速, 低端件价格降幅略超预期 | 2024-04-23 |
| 公司普通报告 | 中通快递-W (02057.HK): 业绩符合预期, 派息提升值得关注    | 2024-03-25 |
| 行业普通报告 | 快递行业 1-2 月数据点评: 低基数下维持较高增速, 价格竞争或将逐步缓解 | 2024-03-25 |
| 行业普通报告 | 快递行业 12 月数据点评: 增速维持较高水平, 价格端仍然承压       | 2024-01-24 |
| 公司普通报告 | 中通快递-SW(2057.HK): 成本管控优秀, 淡季盈利稳健显龙头本色  | 2023-11-20 |
| 公司普通报告 | 中通快递-SW(2057.HK): 单票利润持续提升, 市场份额稳健扩张   | 2023-03-20 |

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士, 金融数学硕士, 8年投资研究经验, 2015-2018年就职于广发证券发展研究中心, 2019年加盟东兴证券研究所, 专注于交通运输行业研究。现兼任东兴证券能源与材料组组长。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

| 北京                       | 上海                      | 深圳                     |
|--------------------------|-------------------------|------------------------|
| 西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层 | 虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层 | 福田区益田路 6009 号新世界中心 46F |
| 邮编: 100033               | 邮编: 200082              | 邮编: 518038             |
| 电话: 010-66554070         | 电话: 021-25102800        | 电话: 0755-83239601      |
| 传真: 010-66554008         | 传真: 021-25102881        | 传真: 0755-23824526      |