

研究所:

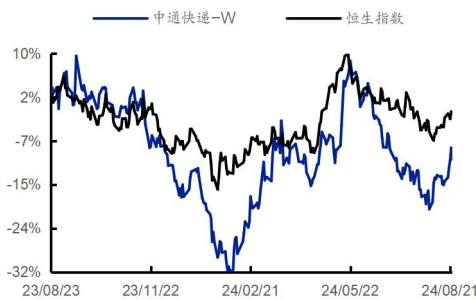
证券分析师:

祝玉波 S0350523120005
zhouyb01@ghzq.com.cn

散单件量年底有望翻倍，核心成本再创新低

——中通快递-W (02057) 2024 年上半年及二季度业绩点评

最近一年走势



相对恒生指数表现

2024/08/23

表现	1M	3M	12M
中通快递-W	2.6%	-16.1%	-10.4%
恒生指数	1.0%	-6.5%	-1.1%

市场数据

2024/08/23

当前价格 (港元)	161.50
52 周价格区间 (港元)	124.10-203.40
总市值 (百万港元)	130,276.90
流通市值 (百万港元)	130,276.90
总股本 (万股)	80,666.81
流通股本 (万股)	80,666.81
日均成交额 (百万港元)	137.22
近一月换手 (%)	2.41

相关报告

- 《中通快递-W (02057) 2024 年 Q1 业绩点评: 健康经营, 利润市场份额同比进一步提升 (买入)* 物流*祝玉波》——2024-05-18
- 《中通快递 (2057.HK) 深度报告: 共建共享, 基业长青 (买入)*物流*祝玉波》——2024-05-08
- 《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

事件:

2024 年 8 月 21 日, 中通快递发布 2024 年上半年及二季度业绩公告:

2024H1, 中通快递实现营业收入 206.86 亿元, 同比增长 10.48%, 其中核心快递服务收入 191.16 亿元, 同比增长 9.94%; 公司实现毛利 66.23 亿元, 同比增长 13.64%, 调整后净利润 50.30 亿元, 同比增长 13.01%。

其中 2024Q2, 中通快递实现营业收入 107.26 亿元, 同比增长 10.12%, 其中核心快递服务收入 98.76 亿元, 同比增长 9.75%; 公司实现毛利 36.20 亿元, 同比增长 9.56%, 调整后净利润 28.06 亿元, 同比增长 10.85%。

业务方面, 2024H1, 中通快递完成业务量 156.23 亿票, 同比增长 11.80%, 市占率达到 19.49%, 同比下降 1.97pcts; 其中 2024Q2, 中通快递完成业务量 84.52 亿票, 同比增长 10.10%, 市占率达到 19.63%, 同比下降 2.00pcts。

投资要点:

■ 散单占比持续提升, 支撑公司核心单票收入保持稳健

2024Q2 行业快递业务量同比增速高达 21.33%, 小件化趋势是行业增速超预期的关键, 但与此同时小件化趋势也导致低价电商件占比提升, 产量区价格竞争加剧, 不盈利甚至亏损快件占比随之变多。

但公司坚持推进高数量向高质量转型, 控制亏损业务及低粘性客户的流入, 2024Q2 虽然件量份额同比下降 2.00pcts, 但凭借服务质量的领先 (全链路时长稳居通达系第一, 末端上门服务响应速度和按需服务能力不断提高), 业务结构得到了大幅优化, 散件 (高价值的非电商件) 业务量亦有望在年底接近翻倍 (据公司披露, 上年日均不到 400 万单, 预计今年全年 600 万单, 峰值预计超过 700 万单)。

据我们测算, 公司散单价格是普通件的 4 倍, 散单带来的额外利润会在全链路合理分配, 散单占比的提升不仅可以提升末端盈利能力, 还能有效对冲公司增量补贴和小件化趋势带来的单价下行。2024Q2 在行业价格竞争背景下, 公司通过散单占比的提升, 仍然实现核

《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*祝玉波》
——2023-11-23

心单票收入 1.24 元, 与上年同期持平, 散单占比不断提升对公司价格的支撑正在逐渐兑现。

■ 重申件量增速, 规模效应助力全链路成本下行

虽然公司 2024Q2 件量同比增速低于行业, 但产能利用率仍保持合理水平, 2024Q2 公司单票核心成本 (运输+分拨成本) 0.65 元, 同比下降 0.02 元, 再创历史新低, 核心成本下降得益于车队运营效率提升和更好的资源利用, 即规模效应的进一步发挥。

其中 2024Q2 公司单票运输成本/单票分拨成本同比-0.03/+0.01 元, 分拨成本有所增加, 主要因场地扩张及设备迭代导致的折旧摊销成本上升 (截止 2024Q2, 同比增加 3 个直营转运中心及 55 套自动化分拣线), 但也为后续分拨成本进一步下行留下空间。

公司在 2024 年中期业绩公告中重申 2024 年业务量增长 15%-18% 的指引, 2024H1 公司业务量同比增长 11.80%, 预计下半年同比增速为 17.76%-23.34%。

2024H2 公司业务量增速有望加速, 在充足的产能储备下, 一方面在产能爬坡公司、“三网叠加”项目 (即线路直发) 的持续推进下, 公司核心成本有望进一步下行; 另一方面, 随着公司规模网点投入自动化分拣设备直分到末端、网点直送到店入库派件成本降低, 有利于末端成本的大幅下降, 提高全链路成本竞争力。

截止目前, 公司约 2000 个左右网点安装自动化 (全网 6000 个一级网点, 自动化率 33%), 为“三网叠加”、“派件直链”项目打好了坚实基础。

在“派件直链”方面, 根据我们测算, 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, 实现派件成本大幅下降; 在“三网叠加”方面, 公司中转次数已经下降至 2.09 次, 中转次数每降低 0.1 次, 单票中转成本有望降低 0.025 元。

在规模效应的基础上, 公司通过“派件直链”与“三网叠加”两大降本项目的推进, 有望打开全链路降本空间, 加强公司成本竞争力的核心壁垒。

■ “价”稳“本”降趋势将延续, 业绩保持稳健增长, 股东回报丰厚

2024Q2, 单票调整后净利润 0.33 元, 同比持平。中通快递服务单票收入 (不含货代) 为 1.24 元, 同比持平; 单票成本 (不含货代) 0.82 元, 同比增长 0.70% (同比增长 0.01 元); 单票核心成本 (运

输+分拨成本) 0.65 元, 同比下降 2.51% (同比下降 0.02 元); 单票毛利 (不含货代) 0.43 元, 同比下降 0.44% (同比下降 0.002 元); 毛利率 (不含货代) 同比下降 0.26pcts 至 34.35%; 2024Q2 公司单票收入及单票成本稳定, 最终实现单票调整后净利润的稳定。

叠加 2024Q2, 中通快递完成业务量 84.52 亿票, 同比增长 10.10%。最终公司实现量升利稳, 调整后净利润 28.06 亿元, 同比增长 10.85%, 实现业绩稳健增长。

长期来看, 价格方面, 公司通过散单业务占比提升, 可有效对冲价格竞争对单票盈利的负面影响, 保证“价”稳; 成本方面, 公司通过“三网叠加”和“派件直链”项目的推进, 实现全链路成本的进一步下降。在“价”稳“本”降的趋势下, 公司有望持续保证业绩稳健增长, 并通过分红及回购的方式保证丰厚股东回报。

- **盈利预测和投资评级** 我们预计中通快递 2024-2026 年营业收入分别为 429.76 亿元、484.31 亿元与 545.56 亿元, 同比分别+12%、+13%、+13%; 归母净利润分别为 100.77 亿元、118.00 亿元与 144.79 亿元, 同比分别+15%、+17%、+23%, 对应 EPS 为 12.40 元、14.52 元、17.81 元; 2024-2026 年对应 PE 分别为 11.92 倍、10.18 倍、8.30 倍。公司坚持“量、价、本、利”平衡发展, 看好电商快递龙头强者恒强, 维持“买入”评级。
- **风险提示** 行业增速不及预期、价格战重启、管理改善不及预期、成本管控不及预期、加盟商爆仓、中美关系不稳定。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	38419	42976	48431	54556
增长率(%)	9	12	13	13
归母净利润 (百万元)	8749	10077	11800	14479
增长率(%)	28	15	17	23
摊薄每股收益 (元)	10.76	12.40	14.52	17.81
ROE(%)	15	14	14	15
PE	13.69	11.92	10.18	8.30
PB	2.02	1.72	1.47	1.25
PS	3.14	2.80	2.48	2.20
EV/EBITDA	9.32	7.47	6.26	4.97

注: 选用 2024 年 8 月 23 日汇率, HKD/CNY=0.91524, 货币单位为人民币

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表:中通快递-W盈利预测表(股价单位为港元,其余货币单位为“人民币元”,选用2024年8月23日汇率, HKD/CNY=0.91524)

证券代码:	02057		股价:	161.50	投资评级:	买入	日期:	2024/08/23	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	15%	14%	14%	15%	EPS	10.83	12.40	14.52	17.81
毛利率	30%	32%	33%	36%	BVPS	73.57	86.01	100.57	118.42
期间费率	6%	6%	6%	6%	估值				
销售净利率	23%	23%	24%	27%	P/E	13.69	11.92	10.18	8.30
成长能力					P/B	2.02	1.72	1.47	1.25
收入增长率	9%	12%	13%	13%	P/S	3.14	2.80	2.48	2.20
利润增长率	28%	15%	17%	23%					
营运能力					利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.46	0.45	0.45	0.44	营业收入	38419	42976	48431	54556
应收账款周转率	55.22	55.19	49.19	53.44	营业成本	26756	29282	32210	34774
存货周转率	779.94	670.55	592.18	675.46	营业税金及附加				
偿债能力					销售费用	2425	2665	2906	3273
资产负债率	32%	30%	29%	27%	管理费用	-	-	-	-
流动比	1.34	1.38	1.50	1.71	财务费用	-417	-489	-299	-375
速动比	1.31	1.35	1.46	1.68	其他费用/(-收入)	-	-	-	-
					营业利润	9237	11029	13315	16509
资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支				
现金及现金等价物	12334	14545	19636	27726	利润总额	10693	12289	14390	17658
应收款项	573	985	984	1057	所得税费用	1939	2212	2590	3178
存货净额	28	59	50	53	净利润	8754	10077	11800	14479
其他流动资产	14019	14795	15786	16796	少数股东损益	5	0	0	0
流动资产合计	26954	30385	36455	45633	归属于母公司净利润	8749	10077	11800	14479
固定资产	32181	34274	36176	37850					
在建工程					现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	4937	5335	5693	6015	经营活动现金流	13361	13861	16771	19799
长期股权投资	3455	3455	3455	3455	净利润	8749	10077	11800	14479
资产总计	88465	100815	115345	132719	少数股东权益	5	0	0	0
短期借款	7766	8766	9266	9766	折旧摊销	2916	4509	4740	5004
应付款项	2557	2697	2994	3253	公允价值变动	543	-513	-484	-456
预收帐款					营运资金变动	1148	-212	716	772
其他流动负债	9738	10606	12004	13605	投资活动现金流	-12253	-12926	-12425	-12426
流动负债合计	20061	22069	24265	26624	资本支出	-6670	-7000	-7000	-7000
长期借款及应付债券	7030	7530	8030	8530	长期投资	-5899	-6300	-6200	-6200
其他长期负债	1094	824	824	824	其他	316	374	775	774
长期负债合计	8124	8354	8854	9354	筹资活动现金流	-770	1242	708	682
负债合计	28185	30423	33119	35978	债务融资	2354	1500	1000	1000
股本	1	1	1	1	权益融资	-1006	0	0	0
股东权益	60280	70392	82227	96741	其它	-2118	-258	-292	-318
负债和股东权益总计	88465	100815	115345	132719	现金净增加额	448	2212	5090	8090

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【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、大宗物流等板块。

【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视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。