

交通运输

2024 年 11 月 24 日

中通快递-W (02057)

——经营战略调整，回归市占率优先

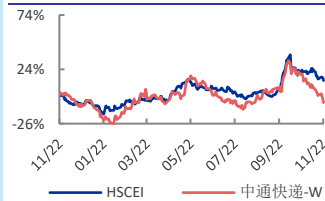
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2024 年 11 月 22 日

收盘价 (港币)	151.90
恒生中国企业指数	6887.05
52 周最高/最低 (港币)	219.00/124.10
H 股市值 (亿港元)	1,230.91
流通 H 股 (百万股)	604.24
汇率 (人民币/港币)	1.0818

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

王易 A0230123050001
wangyi@swsresearch.com
范晨轩 A0230123070006
fancx@swsresearch.com

联系人

王易
(8621)23297818x
wangyi@swsresearch.com

投资要点：

- **中通快递发布 2024 年三季报。**三季度公司实现营业收入 106.75 亿元，同比增长 17.6%；调整后净利润 23.9 亿元，同比增长 2.0%。三季度淡季价格竞争相对激烈，且叠加公司战略调整，业绩略低于预期。
- **增速承压，散件表现优异，带动单价同比增长。**24Q3 公司业务完成量 87.23 亿件，同比增长 15.9%，低于行业 (20.1%)，主要系公司舍弃部分低价件；单价端同比增长 2.6%，主要系高客单价包裹占比提升，尤其直客业务收入增速较快。自今年开拓散件业务以来，公司全面对接电商平台，渗透逆向物流合作，凭借优质履约、服务等指标，获得高质量客户的持续增长。（数据来自国家邮政局及公司公告）
- **成本持续改善，经营战略调整，关注后续市占率回升情况。**根据公司公告，三季度公司单票分拨成本为 0.25 元/票，同比下降 0.02 元；单票运输成本为 0.39 元/票，同比下降 0.04 元，核心成本降幅达到 0.06 元。公司运营效益持续释放，转运设施升级与标准化改革带动成本进一步优化。同时公司公告与业绩会指出，下阶段工作将回归市场份额优先战略，包括梳理网络政策、赋予网点确定性与信心、加速扩大规模优势等，并保障盈利水平的合理稳健性，关注后续产粮区价格情况与公司市占率变化。
- **下调盈利预测，维持“买入”评级。**结合公司 24 年件量指引及明年战略展望，我们下调公司 2024 年件量增速及单票收入假设，同时公司大力发展 KA 客户，收入和成本有同比增长，因此我们上调公司 KA 客户成本假设。基于以上假设，我们下调公司 24-26 年盈利预测，预计 2024-2026 年调整后净利润预测分别为 101.04/110.67/126.86 亿元（原 24-26E 预测为 108.73/130.90/156.69 亿元），同比增长 12%/10%/15%，对应 PE 分别为 11x/10x/9x。申通快递、圆通速递、顺丰控股主营业务均为快递行业，与中通快递可比，可比公司 24 年平均估值为 15x (11 月 22 日)，中通快递对比可比公司平均估值仍有较大空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：件量增速低于预期；散件业务发展受挫；价格波动加剧。**

财务数据及盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	35,377	38,419	42,704	46,206	49,577
同比增长率 (%)	16%	9%	11%	8%	7%
调整后净利润 (百万元)	6,806	9006	10104	11067	12686
同比增长率 (%)	38%	32%	12%	10%	15%
净资产收益率 (%)	12.22	14.52	13.33	13.87	14.27
市盈率	16.7x	12.6x	11.3x	10.3x	9.0x
市净率	2.1x	1.9x	1.4x	1.3x	1.1x

注：以上财务数据币种均为人民币，采用 2024 年 11 月 22 日港币汇率 0.92 元。



申万宏源研究微信服务号

附录 – 中通快递利润表

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
业务量 (亿件)	170	223	244	302	338	372	402
yoy (%)	40.0%	31.1%	9.4%	23.8%	12.0%	10.0%	8.0%
市占率	20.4%	20.6%	22.1%	22.9%	21.3%	21.0%	20.6%
营业收入 (亿元)	252.1	304.1	353.8	384.2	427.0	462.1	495.8
yoy (%)	14.0%	20.6%	16.3%	8.6%	11.2%	8.2%	7.3%
单票收入 (元/票)	1.49	1.36	1.45	1.27	1.26	1.24	1.23
营业成本 (亿元)	193.8	238.2	263.4	267.6	297.8	321.0	333.9
yoy (%)	25.1%	22.9%	10.6%	1.6%	11.3%	7.8%	4.0%
毛利 (亿元)	58.4	65.9	90.4	116.6	129.2	141.1	161.9
毛利率 (%)	23.1%	21.7%	25.6%	30.4%	30.3%	30.5%	32.7%
费用合计 (亿元)	10.8	10.9	13.0	16.5	18.0	19.5	20.9
费用率 (%)	4.3%	3.6%	3.7%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%
营业利润 (亿元)	47.5	55.0	77.4	100.1	111.2	121.6	141.0
营业利润率 (%)	18.9%	18.1%	21.9%	26.0%	26.0%	26.3%	28.4%
调整后净利润 (亿元)	45.9	49.5	68.1	90.1	101.0	110.7	126.9
yoy (%)	-13.3%	7.8%	37.6%	32.3%	12.2%	9.5%	14.6%
净利润率 (%)	18.2%	16.3%	19.2%	23.4%	23.7%	24.0%	25.6%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：净利润率采用调整后净利润/营业收入，以上财务数据币种均为人民币，采用 2024 年 11 月 22 日港币汇率 0.92 元

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。