

锚定重心，聚焦件量和市场份额提升

华泰研究

2025 年 3 月 20 日 | 中国香港/美国

年报点评

仓储物流

中通快递发布 2024 年业绩：1) 营业收入同比增长 15.3%至 442.8 亿元；2) 归母净利/调整后净利为 88.2 亿/100.8 亿元，同比增长 0.8%/12.0%，基本符合我们的预期；3) 完成快递量 340 亿件，同比增长 12.6%。市场份额为 19.4%，同比下滑 3.4pct。市场份额下滑主因 1H24 公司舍弃部分低价件；自 3Q24 以来，公司积极调整经营策略，市场份额环比有所回升。根据公司指引，25 年公司将重新聚焦件量和市场份额增长。为提升市场份额，我们认为中通将下调价格，快递价格竞争或加剧，公司盈利增速或放缓；但中长期，我们看好中通进一步扩大其市场份额优势和单票成本下降，维持“买入”。

24 年盈利实现稳健增长，单票收入同比+2.7%，单票净利同比+0.1%

24 年以来，行业低价值电商件比重上升给公司整体战略带来挑战。24 年公司件量同比增长 12.6%，低于行业件量增速的 21.5%，主因公司舍弃部分低价件量。盈利方面，24 年公司实现毛利/调整后 EBITDA 利润/调整后净利 137.2 亿/163.6 亿/100.8 亿元，利润率为 31.0%/36.9%/22.8%，同比 +0.6pct/+0.2pct/-0.7pct。其中，单票收入/单票成本/单票调整后净利为 1.28/0.87/0.30 元，同比+2.7%/+1.9%/+0.1%。

快递行业需求向好，25 年业务目标聚焦市场份额提升

根据公司指引，25 年公司业务重心将聚焦件量增长和市场份额提升，预计件量同比增长 20%-24%，高于行业增速。25 年 1-2 月，全国快递件量同比增长 22.4%，行业需求向好，主因消费需求逐步回暖，传统电商零售和直播电商持续带动消费者动能。尽管短期为提升市场份额，25 年单票收入或有所下降；中长期维度，我们看好公司通过扩大市场份额领先优势，稳固其行业龙头地位；同时通过规模优势和精细化管理，进一步下降单票成本，实现盈利的稳健性。

下调 25 年净利预测，下调目标价至 197.6 港币/25.4 美元，维持“买入”

考虑公司或下调价格从而获取更多业务量，以提升市场份额，我们下调 25 年单票收入假设，对应下调 25 年净利预测 8.2%至 98.5 亿元（调整后净利 102.3 亿元）；维持 26 年净利预测 117.7 亿元（调整后净利 120.8 亿元）；新增 27 年净利预测 128.3 亿元（调整后净利 131.7 亿元）。我们基于 15.0x 25E PE（公司历史三年 PE 均值减一个标准差，估值较历史折价主因行业价格竞争加剧；25E EPS 12.25 元），下调目标价至 197.6 港币/25.4 美元（前值目标价 199.7 港币/30.6 美元，基于 13.9x 25E PE），维持“买入”。

风险提示：件量增速低于预期；成本高于预期；行业价格竞争恶化。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	38,419	44,281	52,183	59,902	66,500
+/-%	8.60	15.26	17.85	14.79	11.01
归属母公司净利润 (人民币百万)	8,749	8,817	9,854	11,772	12,827
+/-%	28.49	0.78	11.76	19.46	8.96
EPS (人民币，最新摊薄)	10.83	10.95	12.25	14.63	15.94
ROE (%)	15.37	14.47	15.16	16.46	16.26
PE (倍)	14.79	14.62	13.07	10.94	10.04
PB (倍)	2.16	2.08	1.90	1.72	1.56
EV EBITDA (倍)	10.17	8.94	7.73	6.38	5.58

资料来源：公司公告、华泰研究预测

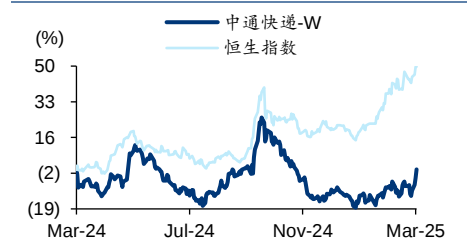
	2057 HK	ZTO US
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	港币：197.60	美元：25.40

研究员	林珊
SAC No. S0570520080001	linshan@htsc.com
SFC No. BIR018	+(86) 21 2897 2209
研究员	沈晓峰
SAC No. S0570516110001	shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366	+(86) 21 2897 2088

基本数据

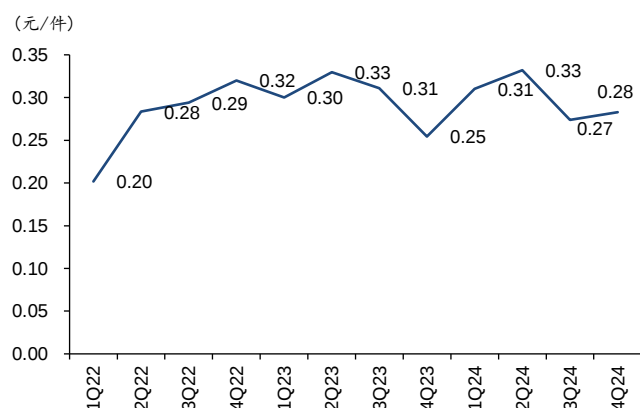
(港币/美元)	2057 HK	ZTO US
目标价	197.60	25.40
收盘价 (截至 3 月 19 日)	172.20	21.30
市值 (百万)	138,529	17,003
6 个月平均日成交额 (百万)	279.12	61.95
	138.00-219.	
52 周价格范围	00 17.86-27.50	
BVPS	76.59	10.48

股价走势图



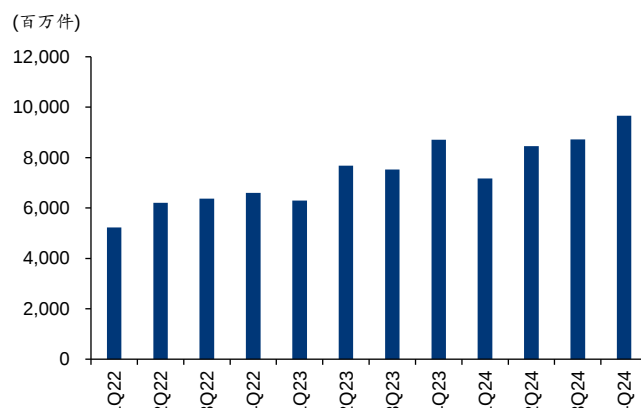
资料来源：S&P

图表1：中通快递：调整后单票净利润（季度）



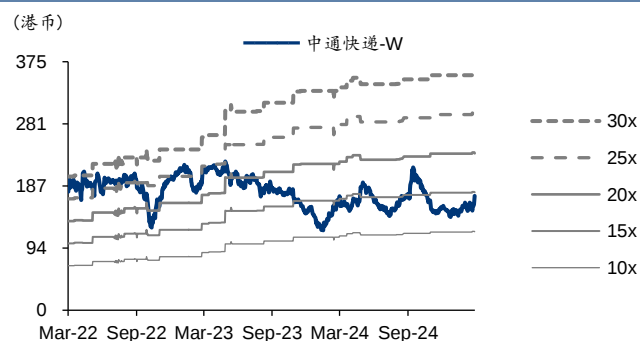
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：中通快递：快递件量（季度）



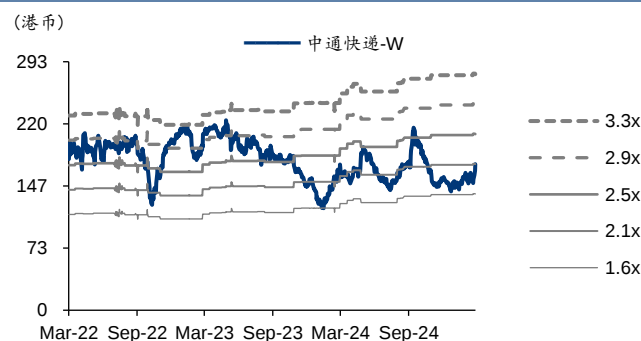
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：中通快递-WPE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表4：中通快递-WPB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	38,419	44,281	52,183	59,902	66,500
销售成本	(26,756)	(30,564)	(37,055)	(42,129)	(47,057)
毛利润	11,663	13,717	15,127	17,773	19,443
销售及分销成本	(2,425)	(2,690)	(3,336)	(3,836)	(4,335)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	771.00	749.78	782.74	778.72	864.50
财务成本净额	417.00	655.62	453.02	670.93	988.61
应占联营公司利润及亏损	4.00	57.41	59.13	58.56	58.75
税前利润	10,689	11,676	13,028	15,564	16,961
税费开支	(1,939)	(2,845)	(3,159)	(3,774)	(4,113)
少数股东损益	(5.00)	(70.76)	(73.59)	(76.53)	(79.60)
归母净利润	8,749	8,817	9,854	11,772	12,827
折旧和摊销	(2,875)	(3,023)	(3,186)	(3,308)	(3,397)
EBITDA	13,858	15,094	16,743	19,409	20,875
EPS (人民币, 基本)	10.83	10.95	12.25	14.63	15.94

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	28.00	38.57	40.40	45.93	51.30
应收账款和票据	573.00	1,504	1,223	1,404	1,559
现金及现金等价物	13,020	13,503	20,067	25,883	31,983
其他流动资产	13,332	15,308	14,650	14,869	14,796
总流动资产	26,953	30,354	35,980	42,202	48,389
固定资产	37,818	40,086	42,220	43,985	45,336
无形资产	23.00	17.04	13.85	11.65	13.45
其他长期资产	23,670	21,884	21,232	20,586	19,611
总长期资产	61,511	61,987	63,466	64,583	64,960
总资产	88,465	92,340	99,446	106,786	113,349
应付账款	2,557	9,733	9,911	9,996	10,006
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	17,504	18,540	19,729	19,963	18,912
总流动负债	20,061	28,273	29,640	29,960	28,918
长期债务	456.00	377.72	403.77	395.09	397.98
其他长期债务	7,668	1,015	889.10	930.91	916.97
总长期负债	8,124	1,392	1,293	1,326	1,315
股本	24,202	24,390	24,390	24,390	24,390
储备/其他项目	35,599	37,672	43,584	50,647	58,344
股东权益	59,801	62,062	67,975	75,038	82,734
少数股东权益	479.00	612.44	538.85	462.32	382.72
总权益	60,280	62,675	68,514	75,500	83,117

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	14.79	14.62	13.07	10.94	10.04
PB	2.16	2.08	1.90	1.72	1.56
EV EBITDA	10.17	8.94	7.73	6.38	5.58
股息率 (%)	2.79	3.15	3.06	3.65	3.98
自由现金流收益率 (%)	3.93	9.14	6.13	7.35	8.27

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	13,858	15,094	16,743	19,409	20,875
融资成本	(417.00)	(655.62)	(453.02)	(670.93)	(988.61)
营运资本变动	413.00	6,235	456.03	(101.23)	(150.52)
税费	(1,939)	(2,845)	(3,159)	(3,774)	(4,113)
其他	2,356	(8,394)	854.32	370.48	915.98
经营活动现金流	14,271	9,434	14,441	15,233	16,539
CAPEX	(6,670)	(5,902)	(5,317)	(5,071)	(4,750)
其他投资活动	(5,582)	40.23	1,289	952.72	1,391
投资活动现金流	(12,253)	(5,864)	(4,032)	(4,123)	(3,363)
债务增加量	2,128	9,028	584.66	(30.29)	(1,406)
权益增加量	0.00	(0.00)	0.00	0.00	0.00
派发股息	(3,605)	(4,057)	(3,942)	(4,709)	(5,131)
其他融资活动现金流	707.00	(8,111)	(543.73)	(554.33)	(537.61)
融资活动现金流	(770.00)	(3,140)	(3,901)	(5,293)	(7,075)
现金变动	1,248	431.01	6,508	5,817	6,101
年初现金	12,588	13,020	13,503	20,067	25,883
汇率波动影响	(816.00)	51.49	55.41	(1.00)	(1.00)
年末现金	13,020	13,503	20,067	25,883	31,983

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	8.60	15.26	17.85	14.79	11.01
毛利润	29.03	17.61	10.28	17.49	9.39
营业利润	29.35	17.67	6.77	17.03	8.54
净利润	28.49	0.78	11.76	19.46	8.96
EPS	28.65	1.17	11.82	19.46	8.96
盈利能力比率 (%)					
毛利率率	30.36	30.98	28.99	29.67	29.24
EBITDA	36.07	34.09	32.08	32.40	31.39
净利润率	22.77	19.91	18.88	19.65	19.29
ROE	15.37	14.47	15.16	16.46	16.26
ROA	10.48	9.75	10.28	11.42	11.65
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(21.01)	(21.15)	(28.93)	(33.97)	(38.18)
流动比率	1.34	1.07	1.21	1.41	1.67
速动比率	1.34	1.07	1.21	1.41	1.67

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.46	0.49	0.54	0.58	0.60
应收账款周转天数	6.52	8.44	9.41	7.90	8.02
应付账款周转天数	33.37	72.38	95.42	85.06	76.51
存货周转天数	0.46	0.39	0.38	0.37	0.37
现金转换周期	(26.38)	(63.55)	(85.63)	(76.79)	(68.12)

每股指标 (人民币)

EPS	10.83	10.95	12.25	14.63	15.94
每股净资产	74.01	77.11	84.50	93.28	102.84

免责声明

分析师声明

本人，林珊、沈晓峰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林珊、沈晓峰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司