

稳健增长筑牢根基，年度目标量增 20%+

投资要点

- **事件:** 2024 年第四季度包裹量为 96.7 亿件，四季度营收同比增长 21.7% 至 129.2 亿元，全年包裹量为 340.1 亿件，同比增长 12.6%，全年营收增长 15.3% 至 442.8 亿元。全年毛利润增长 17.6% 至 137.2 亿元，毛利率为 31%。2024 年公司销售、一般和行政费用为 26.9 亿元，费用率为 6.1%，公司保持强劲盈利能力，2024 年实现归母净利润 88.2 亿元，同比增长 0.8%，归母净利率为 19.9%。
- **中国业务量领先的快递服务供应商，经过多年发展，公司凭借关键物流基础设施创新建立领先的服务网络。**截至 2024 年 12 月 31 日，公司在全国拥有逾 6000 位直接网络合作伙伴，经营超过 31000 个揽件和派件网点以及超过 11 万个末端驿站。凭借关键干线运输和分拣基础设施支持，公司建立广泛的服务网络，截至 2024 年 12 月 31 日，公司物流基础设施网络包括 95 个分拣中心与 596 条自动化分拣线，由逾 10000 辆自营干线卡车服务的逾 3900 条干线线路组成。
- **中国快递行业包裹量市场份额持续名列第一。**2024 年第四季度包裹量为 96.7 亿件，全年包裹量为 340.1 亿件，同比增长 12.6%，2024 年中国规模以上快递业务量为 1750.8 亿件，中通快递包裹市占率为 19.4%，整体市占率持续名列第一。四季度营收同比增长 21.7% 至 129.2 亿元，全年增长 15.3% 至 442.8 亿元。核心快递业务单票收入 2024 年四季度增长 0.13 元为 1.32 元，全年增长 0.04 元为 1.28 元。基于当前市场条件和运营情况，公司预计 2025 年的全年包裹量将在 408 亿至 422 亿件的区间，同比增长 20% 至 24%。
- **公司成本以干线运输以及分拣为主，全年来看单票成本下降趋势显著。**公司快递业务单位成本，2024 年四季度同比增长 0.1 元至 0.93 元，全年增长 0.01 元至 0.87 元；核心成本当中分拣和运输的合并单位成本，四季度下降 0.06 元，全年下降 0.04 元，为 0.68 元。公司保持强劲盈利能力，2024 年实现归母净利润 88.2 亿元，同比增长 0.8%，归母净利率为 19.9%。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 101、115.3、129.7 亿元，EPS 为 12.56、14.34、16.12 元。随着一系列促销费政策落地，消费市场呈现平稳增长趋势，快递件量持续增长，我们认为公司作为行业领先的快递公司，服务网络广泛且可靠，能够受益于快递行业的增长，给予 2025 年 14 倍 PE，对应目标价 190.54 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济环境风险、物流成本上涨风险、快递行业竞争加剧风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	44280.72	51084.18	57879.38	64458.11
增长率	15.26%	15.36%	13.30%	11.37%
归属母公司净利润(百万元)	8816.84	10102.54	11534.92	12971.51
增长率	0.78%	14.58%	14.18%	12.45%
每股收益 EPS	10.96	12.56	14.34	16.12
净资产收益率	14.21%	14.94%	15.60%	15.99%
PE	12.54	10.95	9.59	8.53

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58351859
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn
联系人：杨蕊
电话：021-58351985
邮箱：yangrui@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

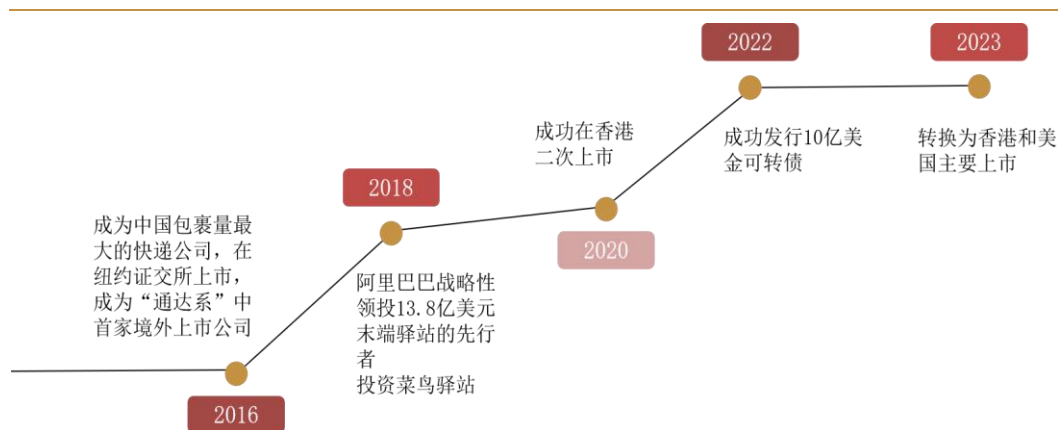
52 周区间(港元)	136.6-215.4
3 个月平均成交量(百万)	2.32
流通股数(亿)	8.04
市值(亿)	1,190.61

相关研究

1 中国领先的快递服务供应商

中通快递创建于 2002 年 5 月 8 日，是中国业务量领先的快递服务供应商。公司是一家以快递为核心业务，集跨境、快运、云仓、冷链、金融、商业（兔喜生活）等生态板块于一体的综合物流服务企业。2002 年创建、2016 年在美国纽约证券交易所上市，2020 年在港交所上市。公司是中国快速增长的电子商务市场关键推动者，也是直接受益者，已成为数百万电子商务客户值得信赖的快递合作伙伴，包括在阿里巴巴、拼多多和京东等电子商务网站上销售和购买产品的在线商家和消费者。

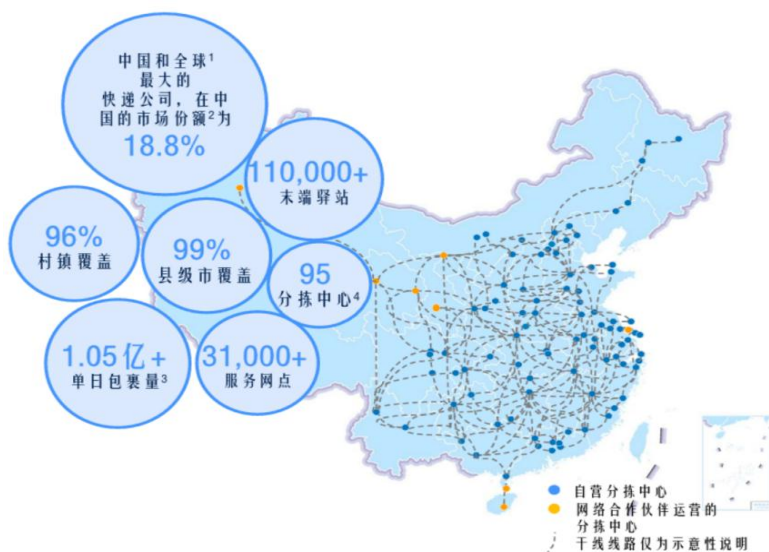
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

经过多年发展，公司凭借关键物流基础设施创新建立领先的服务网络。截至 2024 年 12 月 31 日，公司在全国拥有逾 6000 位直接网络合作伙伴，经营超过 31000 个揽件和派件网点以及超过 11 万个末端驿站。凭借关键干线运输和分拣基础设施支持，公司建立广泛的服务网络，截至 2024 年 12 月 31 日，公司物流基础设施网络包括 95 个分拣中心与 596 条自动化分拣线，由逾 10000 辆自营干线卡车服务的逾 3900 条干线线路组成。

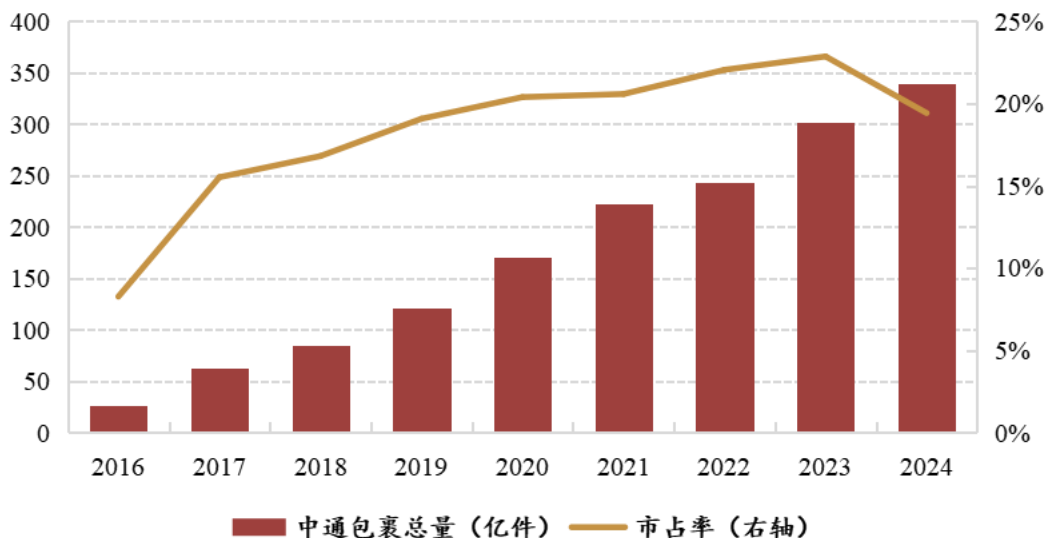
图 2：公司快递服务网络



数据来源：公司官网，西南证券整理

中国快递行业包裹量市场份额持续名列第一。2024 年第四季度包裹量为 96.7 亿件，全年包裹量为 340.1 亿件，同比增长 12.6%，2024 年中国规模以上快递业务量为 1750.8 亿件，中通快递包裹市占率为 19.4%，较 2023 年下跌 3.4pp，但整体市占率持续名列第一。

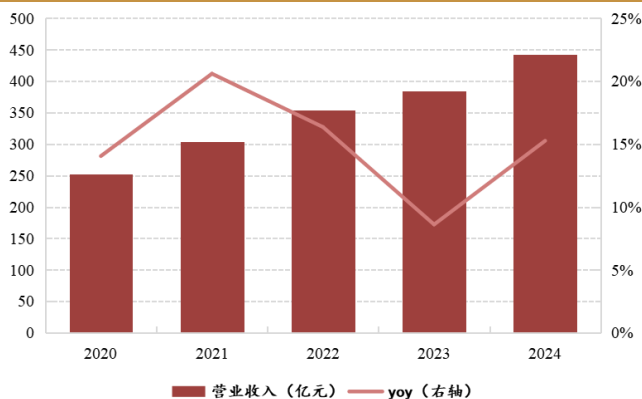
图 3：公司包裹总量以及市占率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

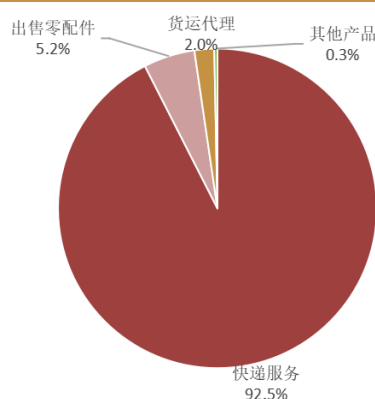
公司营收以快递服务为主，四季度增速显著，全年保持稳健增长。2024Q4，公司完成包裹量 96.7 亿件，同比增长 11%，其中四季度转接业务量增速接近 50%，逆向单量部分同比翻倍。四季度营收同比增长 21.7% 至 129.2 亿元，全年增长 15.3% 至 442.8 亿元。核心快递业务单票收入 2024 年四季度增长 0.13 元为 1.32 元，全年增长 0.04 元为 1.28 元。

图 4：公司营业收入情况



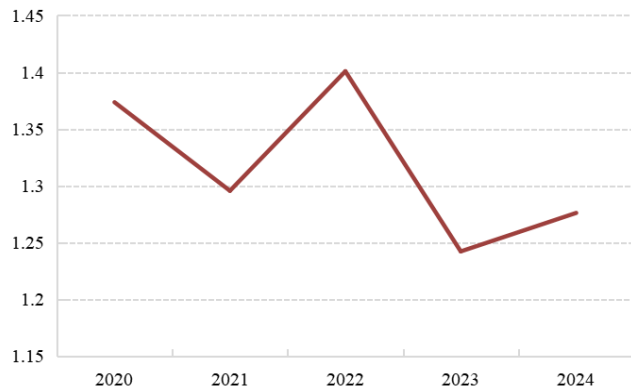
数据来源：wind，西南证券整理

图 5：公司主营业务构成-2024 年



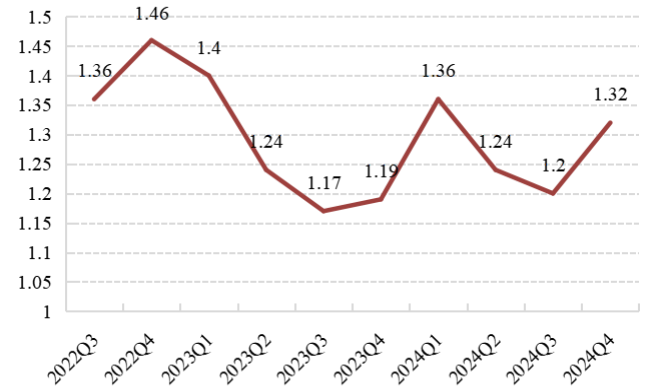
数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司单票收入-年度（元）



数据来源: wind, 公司官网, 西南证券整理

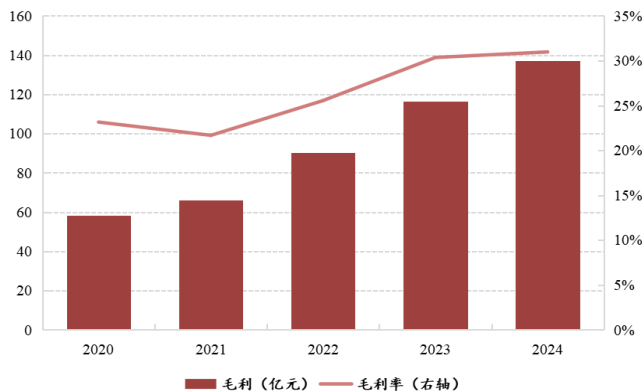
图 7：公司单票收入-季度（元）



数据来源: wind, 公司官网, 西南证券整理

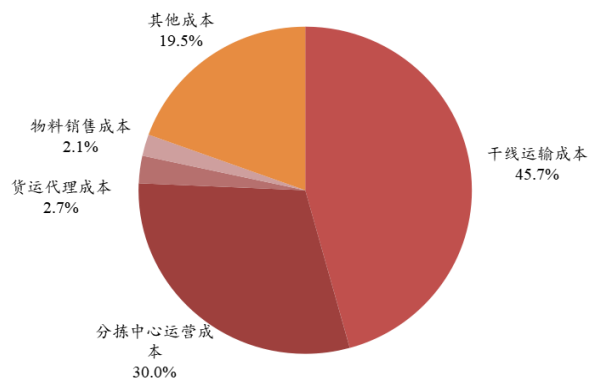
公司成本以干线运输以及分拣为主，全年来看单票成本下降趋势显著。公司快递业务单位成本，2024 年四季度同比增长 0.1 元至 0.93 元，全年增长 0.01 元至 0.87 元；核心成本当中分拣和运输的合并单位成本，四季度下降 0.06 元，全年下降 0.04 元，为 0.68 元。2024 年四季度毛利润增长 20.2%至 37.6 亿元，毛利率为 29.1%，全年毛利润增长 17.6%至 137.2 亿元，毛利率为 31%。

图 8：公司毛利润情况



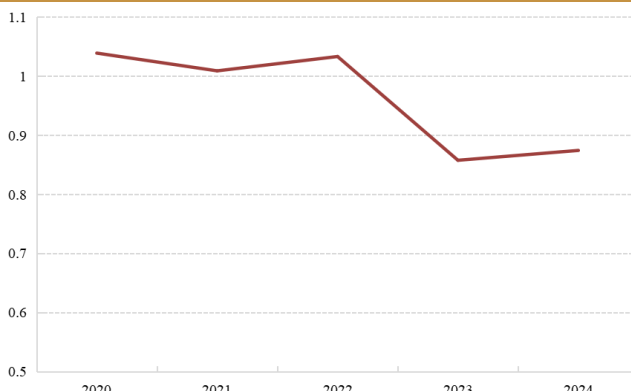
数据来源: wind, 西南证券整理

图 9：公司主营业务成本构成-2024 年



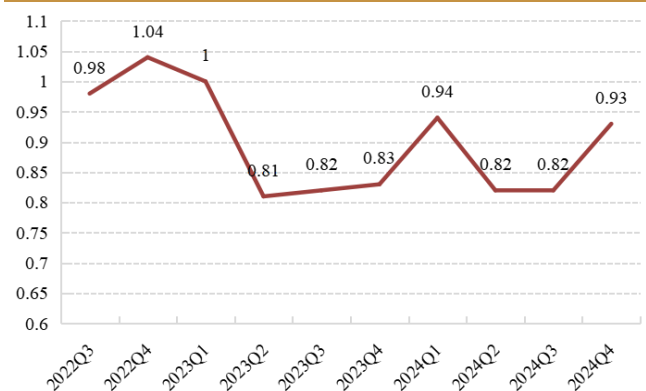
数据来源: wind, 西南证券整理

图 10：公司单票成本-年度（元）



数据来源: wind, 西南证券整理

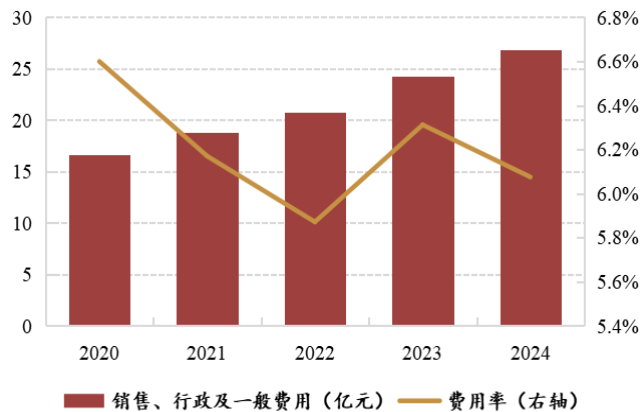
图 11：公司单票成本-季度（元）



数据来源: wind, 西南证券整理

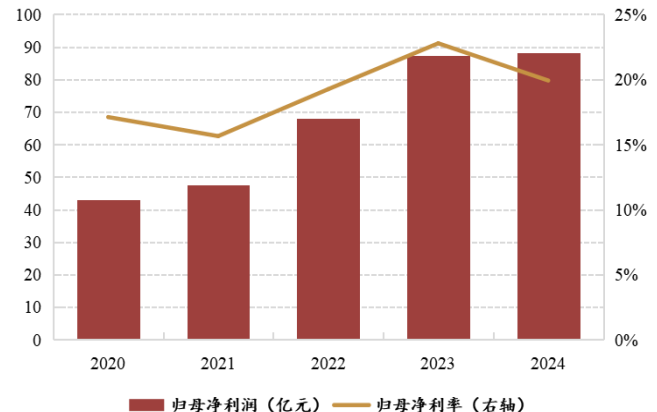
费用率下降，保持强劲的盈利能力。2024 年公司销售、一般和行政费用为 26.9 亿元，费用率为 6.1%，较 2023 年下降 0.2pp，公司保持强劲盈利能力，2024 年实现归母净利润 88.2 亿元，同比增长 0.8%，归母净利率为 19.9%。

图 12：公司费用情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 13：公司归母净利润情况



数据来源：wind，西南证券整理

2 盈利预测及估值

关键假设：

1) 随着宏观经济逐步修复，同时一系列促销费政策落地，消费市场呈现平稳增长趋势，快递件量持续增长，我们认为公司作为行业领先的快递公司，服务网络广泛且可靠，能够受益于快递行业的增长，预计 2025-2027 年公司快递服务量同比增长 20%、14%、12%。

2) 公司基础设施产能利用率随着快递件量的增长而不断提升，使得公司单位件量的服务成本有所下降，在此基础上公司能够为寄件人提供更有优势的运送服务费，我们预计公司 2025-2027 年快递单票服务收入下降 3.6%、0.4%、0.4% 为 1.23 元、1.225 元、1.22 元；预计 2025-2027 年快递单票成本下降 3.9%、0.7%、0.6% 为 0.84 元、0.834 元、0.829 元。

3) 公司货运代理业务占比较小，我们预计 2025-2027 年该业务不发生重大变化。

表 1：公司 2025-2027 年盈利预测

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
快递业务				
收入	43395.30	50198.76	56993.96	63572.69
yoy	15.68%	15.68%	13.54%	11.54%
毛利率	31.48%	31.70%	31.90%	32.05%
尾程履约				
收入	885.41	885.41	885.41	885.41
yoy	-2.36%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	6.45%	6.15%	6.12%	6.24%

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	44280.71	51084.17	57879.37	64458.10
yoy	15.26%	15.36%	13.30%	11.37%
营业成本	30563.63	35115.84	39641.67	44026.20
毛利率	30.98%	31.26%	31.51%	31.70%

数据来源: wind, 西南证券

我们预计公司 2025-2027 年营收为 510.8、578.8、644.6 亿元, 归母净利润为 101、115.3、129.7 亿元, EPS 为 12.56、14.34、16.12 元。

表 2: 可比公司估值

公司	代码	股价 (元/港元)	每股净收益 (元/港元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
顺丰控股	002352.SZ	43.07	2.04	2.36	2.76	3.17	21	18	16	14
圆通速递	600233.SH	13.13	1.23	1.41	1.62	-	11	9	8	-
申通快递	002468.SZ	11.16	0.63	0.87	1.06	-	18	13	11	-
可比公司估值							17	13	11	14
中通快递-W	2057.HK	148.00	11.88	13.61	15.54	17.48	12	11	10	8

数据来源: wind, 西南证券整理注: 股价截至 2025-04-18, 汇率为 1 港币=0.9225 人民币, 中通快递-W 数据对应单位为港元, 其余对应单位为元

考虑到公司业务主要为快递业务, 我们选取和公司业务较为相近的三家公司, 顺丰控股、圆通速递、申通快递, 可比公司 2025 年平均 PE 为 13 倍。随着宏观经济逐步修复, 同时一系列促销费政策落地, 消费市场呈现平稳增长趋势, 快递件量持续增长, 我们认为公司作为行业领先的快递公司, 服务网络广泛且可靠, 能够受益于快递行业的增长, 给予 2025 年 14 倍 PE, 对应目标价 190.54 港元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

附：财务报表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	13503.0	12771.0	14469.8	16114.5	营业额	44280.72	51084.18	57879.38	64458.11
应收账款	1503.7	1734.7	1965.5	2188.9	销售成本	30563.63	35115.84	39641.68	44026.21
预付款项、按金及其他应收款项	3447.7	4198.7	4757.2	5297.9	毛利	13717.09	15968.34	18237.70	20431.90
其他应收款	0.0	0.0	0.0	0.0	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	38.6	45.1	50.9	56.5	销售、一般和行政费用	-2690.02	-3065.05	-3472.76	-3867.49
其他流动资产	11860.8	12938.2	14659.2	16325.4	财务费用	-637.69	-644.82	-708.35	-839.68
流动资产总计	30353.7	31687.7	35902.6	39983.3	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	33915.4	32321.3	30727.3	29133.3	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	11675.55	13548.11	15473.28	17404.10
无形资产	6753.6	6461.3	6835.7	6876.8	所得税	2787.95	3364.49	3845.78	4328.49
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	税后利润	8887.60	10183.62	11627.50	13075.61
其他非流动资产	21317.7	22317.7	22317.7	22317.7	归属于非控制股东利润	70.76	81.08	92.57	104.10
非流动资产合计	61986.6	61100.3	59880.7	58327.7	归属于母公司股东利润	8816.84	10102.54	11534.92	12971.51
资产总计	92340.3	92788.1	95783.3	98311.0	EBITDA	14061.27	15789.58	17984.56	20117.37
短期借款	16784.0	11895.5	9880.7	5689.3	NOPLAT	10929.14	12765.05	14569.00	16313.34
应付账款	2463.4	2830.3	3195.1	3548.5	EPS(元)	10.96	12.56	14.34	16.12
其他流动负债	9025.8	8357.7	6566.2	5693.4					
流动负债合计	28273.2	23083.5	19642.0	14931.2	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他非流动负债	1392.3	1392.3	1392.3	1392.3	营收额增长率	15.26%	15.36%	13.30%	11.37%
非流动负债合计	1392.3	1392.3	1392.3	1392.3	EBIT 增长率	8.45%	16.90%	14.43%	12.19%
负债合计	29665.5	24475.7	21034.2	16323.5	EBITDA 增长率	7.39%	12.29%	13.90%	11.86%
股本	0.52	0.52	0.52	0.52	税后利润增长率	1.52%	14.58%	14.18%	12.45%
归属于母公司股东权益	62062.4	67618.8	73963.0	81097.3	盈利能力				
归属于非控制股东权益	612.4	693.5	786.1	890.2	毛利率	30.98%	31.26%	31.51%	31.70%
权益合计	62674.8	68312.3	74749.1	81987.5	净利率	20.07%	19.93%	20.09%	20.29%
负债和权益合计	92340.3	92788.1	95783.3	98311.0	ROE	14.21%	14.94%	15.60%	15.99%
					ROA	9.55%	10.89%	12.04%	13.19%
					ROIC	15.25%	16.57%	18.16%	19.28%
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	估值倍数				
税后经营利润	10856.5	12459.9	14209.5	15953.7	P/E	12.54	10.95	9.59	8.53
折旧与摊销	3023.4	2886.3	3219.6	3553.0	P/S	2.50	2.16	1.91	1.72
财务费用	-637.7	-644.8	-708.3	-839.7	P/B	1.78	1.64	1.50	1.36
其他经营资金	-1812.8	-2367.1	-3942.8	-2955.4	股息率	0.00%	4.11%	4.69%	5.28%
经营性现金净流量	11429.4	12334.2	12778.0	15711.6	EV/EBIT	1.36	0.98	0.73	0.40
投资性现金净流量	-5980.7	-4276.3	-4582.0	-4878.1	EV/EBITDA	1.07	0.80	0.60	0.33
筹资性现金净流量	-4995.2	-8789.9	-6497.2	-9188.8	EV/NOPLAT	1.38	0.99	0.74	0.41
现金流量净额	453.5	-731.9	1698.8	1644.7					

数据来源：公司公告，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn