中信证券 CITIC SECURITIES

控本优秀，业绩稳健

中通快递（ZTO.N）2019Q3 业绩点评 | 2019.11.20

中信证券研究部

刘正
首席交运分析师
S1010511080004

扈世民
交运分析师
S1010519040004

核心观点

公司 Q3 件量同增 46%，单季 ASP 跌幅环比扩大 1.7pcts 至 13.2%，同时单票分拣+运输成本同降 10.7%，降幅环比 2.1pcts，共同推动公司单票毛利同降 17%至 0.52 元，跌幅环比 Q2 持平。受益费用管控&政府补贴大幅增长，同时利息收入放缓，公司归母净利同增 23.4%至 13.1 亿元。

- **Q3 毛利同增 20.5%，归净利同增 23.4%至 13.1 亿元。**2019Q3 公司快递/货代/配件/其他营收分别为 46.8/2.7/2.8/0.4 亿元，同比+27%/-6%/+38%/-29%，推动 Q3 总营收同增 24.4%至 52.7 亿元。受价格下跌影响，公司当季毛利同增 20.5%，Q3 增速环比 Q2 放缓 0.9pct，盈利能力持续且稳定。受益管理销售费用仅同增 16.6%以及政府补贴增加推动其他收益大幅增长 494%至 0.94 亿元，同时由于 2018 年 Q3 不再存在现金低基数效应使得 2019Q3 利息收入增速下行至 18%，最终使得公司 Q3 净利同增 23.4%至 13.1 亿元，增速较 Q2 扣非净利增速略微放缓 2pcts。
- **单票分拣+运输成本同降 10.7%，成本继续保持良好下降趋势。**Q3 公司单票运输成本同降 9.7%至 0.58 元，降幅环比 Q2 加速 0.5pct，成本下降来源：1）自有车运输包裹数量占比从去年 Q3 的 71%提升至目前的 74%；2）公司高运力甩挂车占比从去年同期的 57%提升至目前的 69%。公司单票分拣成本同降 12.4%至 0.32 元，降幅环比 Q2 加速 4pcts，成本下降来源：1）人均分拣效率同比提升 16.7%；2）公司严格控制对临时员工的雇佣；3）Q3 公司上线自动化分拣设备 208 套，同比大幅增加 130 套，进而推动自动化分拣率同升 12pcts 至 66%。
- **Q3 件量同增 46%，单票毛利同降 17%至 0.52 元，依旧显著领先其他通达公司。**2019Q3 中通件量同增 45.9%至 30.6 亿件，而韵达/圆通/申通 Q3 件量分别同增 47.0%/44.1%/52.7%，即使体量巨大，中通仍能保持件量增速与其他通达系同样步调。虽然 Q3 公司单票成本下降 10.7%，但是由于行业竞争激烈，公司单票价格同比下降 13.2%，最终推动公司 Q3 单票毛利同降 17.3%至 0.52 元。公司 Q3 单票毛利降幅与韵达相同，单季毛利 0.52 元仍然显著领先韵达（0.44 元）、圆通（0.42 元）和申通（0.25 元）。
- **经营现金流稳健，资本开支加速。**Q3 公司经调整净利同增 23.4%至 13.2 亿元，而公司经营净现金流同增 55%至 14.2 亿元，无论是增速还是绝对数额都要高于公司业绩表现，表现了中通极其稳健的经营现金流产生能力。Q3 公司资本开支 17.1 亿元，同比增长 56%，环比增长 111%，资本开支提速。同时 Q3 公司自有车/自有大运力甩挂车分别环比新增 750/800 辆，分拣设备环比增加 53 套。
- **风险因素：**宏观经济增速下行，电商网购需求放缓，竞争加剧，成本持续上涨。
- **投资建议：**2019Q3 公司继续保持稳健的业绩增长，在行业价格竞争加剧背景下，Q3 公司仍能保持业绩增速环比 Q2 基本持平，显示了优秀成本控制与网络管控能力，我们维持公司 2019/20/21 年 EPS 预测为 6.2/7.8/9.7 元，对应 PE 分别为 22/17/14 倍，维持“买入”评级。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,060	17,604	22,304	27,901	34,217
YoY	33.4%	34.8%	26.7%	25.1%	22.6%
净利润(百万元)	3,160	4,383	4,885	6,030	7,455
YoY	64.5%	38.7%	11.5%	23.4%	23.6%
Non-GAAP 净利(百万元)	3,230	4,196	5,005	6,150	7,525
YoY	58.9%	29.9%	19.3%	22.9%	22.3%
每股收益 EPS(基本)(元)	4.41	5.82	6.24	7.77	9.67
PE	36	27	25	20	16
PB	5.2	3.6	3.2	2.8	2.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2019 年 11 月 18 日收盘价

中通快递	ZTO.N
评级	买入（维持）
当前价	22.4 美元
目标价	23.0 美元
总股本	782.1 百万股
流通股本	576.0 百万股
52 周最高/最低价	23.1/17.1 美元
近 1 月绝对涨幅	7.6 %
近 6 月绝对涨幅	24.5%
近 12 月绝对涨幅	34.0%

利润表 （百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,060	17,604	22,304	27,901	34,217
营业成本	8,714	12,240	15,526	19,472	23,814
毛利率	33.3%	30.5%	30.4%	30.2%	30.4%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售管理费用	781	1,211	1,323	1,562	1,797
管理费用率	6.0%	6.9%	5.9%	5.6%	5.3%
财务费用	(151)	(400)	(400)	(371)	(350)
财务费用率	-1.2%	-2.3%	-1.8%	-1.3%	-1.0%
投资收益	(30)	563	30	30	30
营业利润	3,821	5,336	5,885	7,268	8,986
营业利润率	29.3%	30.3%	26.4%	26.0%	26.3%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	3,821	5,336	5,885	7,268	8,986
所得税	646	929	1,001	1,235	1,528
所得税率	16.9%	17.4%	17.0%	17.0%	17.0%
未确认的投资损失	(16)	(19)	0	0	0
少数股东损益	(1)	5	(0)	2	3
可转换可赎回优先股赎回价值变动	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润（GAAP）	3,160	4,383	4,885	6,031	7,455
经调整归母净利（Non-GAAP）	3,230	4,196	5,005	6,150	7,525
净利率	24.2%	24.9%	21.9%	21.6%	21.8%

资产负债表 （百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,774	4,623	4,658	5,470	7,062
短期投资	5,225	13,600	12,600	11,600	11,100
存货	34	44	67	77	94
其他流动资产	1,345	2,967	2,995	3,785	5,001
流动资产	12,378	21,234	20,320	20,931	23,256
物业、厂房及设备	6,473	9,036	13,559	17,920	21,954
长期股权投资	610	2,207	2,307	2,407	2,507
无形资产	60	54	49	43	38
商誉	4,242	4,242	4,242	4,242	4,242
其他长期资产	2,065	2,910	3,937	4,926	5,820
非流动资产	13,450	18,449	24,094	29,539	34,561
资产总计	25,828	39,683	44,414	50,469	57,817
短期借款	250	0	0	0	0
应付账款、应付票据和其他应付	889	1,312	1,602	2,028	2,496
其他流动负债	3,007	3,830	4,353	5,030	5,785
流动负债	4,146	5,141	5,954	7,058	8,281
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	240	272	334	402	456
非流动性负债	240	272	334	402	456
负债合计	4,386	5,413	6,288	7,460	8,737
实收股本	0.47	0.52	0.52	0.52	0.51
股本溢价	15,976	24,138	23,638	22,838	22,038
减：库存股	915	1,545	1,895	1,945	2,045
其他	4,544	8,534	12,540	18,173	24,940
归母公司权益合计	21,435	34,217	38,073	42,956	49,023
少数股东权益	6	52	52	54	57
股东权益合计	21,441	34,270	38,125	43,010	49,080
负债股东权益总计	25,828	39,683	44,414	50,469	57,817

现金流量表 （百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,159	4,388	4,885	6,032	7,458
折旧和摊销	560	854	1,285	1,810	2,349
其他运营项调整	89	-394	120	120	70
营运资金的变化	-206	-450	785	294	0
其他经营现金流	29	7	-225	-297	-323
经营现金流合计	3,631	4,404	6,850	7,959	9,554
资本支出	-2,827	-3,981	-6,550	-6,800	-6,900
投资收益	0	798	30	30	30
其他投资现金流	-5,468	-9,689	774	810	286
投资现金流合计	-8,295	-12,873	-5,746	-5,960	-6,584
权益变动	1	8,162	0	0	0
负债变化	-200	-250	0	0	0
股票回购	-858	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000
其他融资现金流	-5	130	-188	-307	-500
汇率变动对现金的影响	-424	276	0	0	0
融资现金流合计	-1,062	7,042	-1,188	-1,307	-1,500
现金及现金等价物净增加额	-6,149	-1,426	-84	691	1,470

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率（%）					
营业收入	33.4%	34.8%	26.7%	25.1%	22.6%
营业利润	35.5%	39.7%	10.3%	23.5%	23.6%
净利润	64.5%	38.7%	11.5%	23.4%	23.6%
利润率（%）					
毛利率	33.3%	30.5%	30.4%	30.2%	30.4%
EBITDA Margin	32.3%	32.7%	30.4%	31.2%	32.1%
净利率	24.2%	24.9%	21.9%	21.6%	21.8%
回报率（%）					
净资产收益率	14.7%	12.8%	12.8%	14.0%	15.2%
总资产收益率	12.2%	11.0%	11.0%	11.9%	12.9%
其他（%）					
资产负债率	17.0%	13.6%	14.2%	14.8%	15.1%
所得税率	16.9%	17.4%	17.0%	17.0%	17.0%
股利支付率	0.0%	4.1%	6.1%	8.1%	10.1%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA （UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。