

# 加盟快递龙头，优势强化，价值凸显

## 中通快递 (ZTO.US) 首次覆盖

### 核心结论

**国内加盟快递龙头。**公司过去五年件量CAGR为46.2%，份额从2014年的13.0%提升至2019年的19.1%，居行业之首，近三年增量份额持续增加（17/18/19年增加1.1%/1.3%/2.3%）。公司盈利能力强劲，过去五年，调整净利CAGR67%，平均净利率/ROE为23%/18%，处于行业较高水平。

**需求韧性仍强，未来格局有望优化。**当前社零增速虽有放缓，但线上实物商品占社零比重逐步提升至21.5%，驱动电商快递需求稳中向好，我们预计未来三年行业件量CAGR约19%。目前行业CR8达到历史高位的86.4%，激烈价格战下行业将加速出清，未来格局有望优化。在行业红利向格局红利切换下，我们认为综合实力全面领先的中通将拉开差距，成为行业赢家。

**硬实力：价格战下成本是核心，规模效应及精细运营是降本的有效途径。**公司通过持续产能投入，打造规模化全国网络，形成高门槛和强大网络效应，叠加高效运营的自动化分拣系统改造、提升自有车辆和大车比例等，成本端不断优化（19年单票成本1.18元，过去五年CAGR为-5%），支撑公司在行业竞争加剧下维持稳定的盈利水平，不断提升市占率。我们预计未来三年公司单件成本仍有可持续下降空间（CAGR约-6%），单票盈利保持较高水平。

**软实力：中通小加盟商策略加强了总部对加盟商和保证末端网点的管控，**同时每个加盟商因管理的网点数量较少，有利于网点精细管理，加盟商换手率连续三年低于5%。扁平化管理体系及同建共享理念造就卓越的服务质量。

**盈利预测和投资建议：**中通龙头价值凸显，具备领先规模与质量水平，拥有最多以价换量资本，竞争优势有望长期保持。我们预计公司2020-22年调整后净利为57.81/67.66/80.89亿元，EPS为7.33/8.48/10.06元，给予20-21年平均EV/EBITDA约15倍估值，目标价28.6美元，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：1) 宏观经济下滑；2) 行业竞争加剧；3) 电商增速放缓风险。

### 核心数据

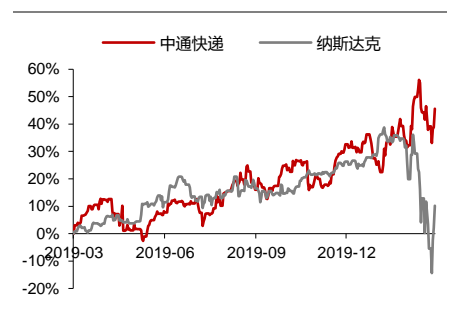
财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	17,604	22,110	25,814	32,087	39,233
增长率	34.8%	25.6%	16.8%	24.3%	22.3%
净利润 (百万元)	4,201	5,292	5,781	6,766	8,089
增长率	30.1%	26.0%	9.2%	17.0%	19.5%
每股收益 (EPS)	5.59	6.75	7.33	8.48	10.06
市盈率 (P/E)	32.68	27.05	24.92	21.53	18.14
市净率 (P/B)	4.01	3.74	3.29	2.90	2.54

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级	增持
股票代码	ZTO.US
前次评级	
评级变动	首次
当前价格	25.82

### 近一年股价走势



### 分析师

吴剑裸 S0800519100002  
021-38584234  
wujianliang@research.xbmail.com.cn

### 联系人

李莹  
021-38584265  
liyinying@research.xbmail.com.cn  
吴岑  
wucen@research.xbmail.com.cn

### 相关研究

## 索引

## 内容目录

投资要点 .....	5
关键假设 .....	5
区别于市场的观点 .....	5
股价上涨催化剂 .....	5
估值与目标价 .....	5
中通快递核心指标概览 .....	6
一、行业：需求稳中向好，供给加速出清 .....	7
1.1 线上渗透率提升，行业需求无虞 .....	7
1.2 行业加速出清，未来格局有望优化 .....	8
二、硬件：规模效应+精细管理 .....	10
2.1 产能投入夯实护城河 .....	10
2.2 高效运营推动成本优化 .....	13
2.3 马太效应，强者恒强 .....	18
三、软件：加盟体系+服务质量 .....	20
3.1 扁平化体系利于管控 .....	20
3.2 “同建共享”均衡利益 .....	21
3.3 服务质量领先 .....	21
四、财务：盈利能力强，现金流充裕 .....	22
五、盈利预测、估值和投资建议 .....	24
5.1 盈利预测 .....	24
5.2 估值和建议 .....	25
5.3 疫情敏感性测算 .....	27
风险提示 .....	28
附录 .....	29

## 图表目录

图 1：中通快递核心指标概览图 .....	6
图 2：快递业务收入与业务量情况 .....	7
图 3：快递发展指数趋势向上 .....	7
图 4：网上商品渗透率逐步提升 .....	7
图 5：线上实物商品零售额渗透率趋势向上 .....	7
图 6：实物网购规模与快递件量增速 .....	8
图 7：预计 2020-22 年行业件量复合增速约 19% .....	8
图 8：近十年来，单票价格复合增速为-7.5% .....	8

图 9: 快递 CR8 持续提升 .....	9
图 10: 各快递企业单件毛利对比 (元) .....	9
图 11: 中通保持龙头地位不动摇 .....	9
图 12: 中通增量市场份额逐步提升 .....	9
图 13: 公司规模显著 .....	10
图 14: 加盟制快递企业固定资产 (亿元) 对比 .....	10
图 15: 中通 Capex (亿元) 持续居首 .....	10
图 16: 公司转运中心数量逐步上升 .....	11
图 17: 中通自动化设备规模持续增长 .....	12
图 18: 各快递企业机器设备账面价值 (亿元) .....	12
图 19: 公司近期业务量增速持续超分拨中心员工增速 .....	12
图 20: 土地使用权账面价值 (亿元) 对比 .....	12
图 21: 房屋及建筑物账面价值 (亿元) 对比 .....	12
图 22: 公司车队规模 (辆) 持续扩大 .....	13
图 23: 公司大车及自有车辆比例稳步增长 .....	13
图 24: 运输设备账面价值 (亿元) 对比 .....	13
图 25: 资本支出提升带来单件成本下降 .....	14
图 26: 中通固定成本占比较高 .....	14
图 27: 单票成本增速情况 .....	14
图 28: 中通快递单票成本 CAGR 下降约 5% .....	15
图 29: 单件运输与分拨费用 (元) 对比 .....	15
图 30: 当前公司单票毛利超通达系平均水平约 26% .....	17
图 31: 中通营运处于良性正循环 .....	19
图 32: 中通直接加盟商 (家) 数量稳步增长 .....	20
图 33: 中通加盟商数量 (家) 位于通达系首位 (截至 2019H1) .....	20
图 34: 中通网点扁平化促进时效与成本改善 .....	20
图 35: 主要 5 家快递企业实控人持股情况 .....	21
图 36: 中通快递净利润率保持领先态势 .....	22
图 37: 单件净利 (元) 对比 .....	22
图 38: 中通账上现金充足 .....	22
图 39: 经营性现金流净额 (亿元) 对比 .....	22
图 40: 期间费用 (亿元) 对比 .....	23
图 41: 单票期间费用 (亿元) 对比 .....	23
图 42: 当前快递 A 股 PE (TTM) 情况 .....	25
图 43: 当前快递 A 股 EV/EBITDA (TTM) 情况 .....	25
图 44: 当前国际快递企业 PE (TTM) 情况 .....	25
图 45: 当前国际快递企业 EV/EBITDA (TTM) 情况 .....	25

表 1: 2020 年全国件量规模测算.....	8
表 2: 中通自营转运中心数量居首.....	11
表 3: 中通快递分季度单件成本源于运输与分拨成本下降.....	15
表 4: 运输项参数表.....	16
表 5: 运输项敏感性测算表.....	16
表 6: 分拨项参数表.....	17
表 7: 分拨项敏感性测算表.....	17
表 8: 公司 20-22 年快递业务单票成本预测.....	18
表 9: 中通各项指标.....	19
表 10: 高效紧密的加盟商管理措施.....	21
表 11: 快递有效申诉率（每百万件里有效申诉件数）.....	21
表 12: 中通资产负债率处于较低水平.....	22
表 13: 公司快递业务盈利预测关键假设.....	24
表 14: 快递行业可比公司估值情况（股价截至 2020/03/27）.....	26
表 15: 公司相对估值每股股价 28.6 美元.....	26
表 16: 公司绝对估值每股股价 30.3 美元.....	26
表 17: 免收通行费期间及疫情防控成本变动对于 2020 年归母净利弹性测算.....	27
表 18: 业务量增速敏感性测算.....	27
表 19: 美国通用会计准则调节表.....	29

## 投资要点

### 关键假设

- 1) 件量层面: 2019 年全国业务量为 635 亿件, 公司业务量约 121.2 亿件, 份额为 19.1%。考虑新冠疫情影响, 我们预计 2020-22 年全国快递件量为 746/903/1,065 亿件, 增速为 17.4%/21.0%/18.0%; 马太效应下, 公司件量增速有望持续领先行业, 我们预计 2020-22 年公司件量增速约 30%/32%/28%, 对应件量 157/208/266 亿件, 市占率分别为 21%/23%/25%。
- 2) 价格层面: 鉴于行业价格战以及包裹轻量化影响, 我们预计 2020-22 年公司单件快递价格分别为 1.56/1.47/1.41 元, 单价变动幅度分别为-9.3%/-5.8%/-3.9%。
- 3) 成本层面: 公司快递业务成本主要由运输与分拨成本构成, 规模化效应下, 叠加逐步加大自有车辆、运输大车化以及升级分拣自动化设备等操作, 运转成本仍有下降空间, 预计 2020-22 年公司单件快递成本分别为 1.09/1.02/0.98 元, 成本变动幅度分别为-7.6%/-6.1%/-4.5%。
- 4) 费用率层面: 公司 SG&A 主要包括管理层、员工薪水、福利、办公设施折旧、租金等费用, 费用率变化不大, 我们预计 2020-22 年公司 SG&A 费用率分别为 7.1%/6.9%/6.9%。

### 区别于市场的观点

- 1) 市场认为电商快递龙头不具备护城河。我们认为公司前瞻性的产能投入, 打造出规模化全国网络, 形成高门槛和强大网络效应, 配合高效的运营体系, 在加盟商“同建共享”理念下, 服务质量逐步提升, 硬件与软件之间形成良性正循环。19 年底, 公司账上现金 163.9 亿元, 最为充裕, 资产负债率仅 16% (同行约 30%-40%负债率), 有较高杠杆提升空间。在行业红利向格局红利切换下, 综合实力全面领先的中通将拉开差距, 成为行业赢家。
- 2) 市场担忧行业增速放缓、价格战背景下, 公司成本下降空间有限, 盈利将受损。我们细拆公司运输及分拨成本端因子 (运输成本归因为三类变量: 大车比例、自有比例及装载率, 分拨成本归为两类变量: 自动分拣及人工劳力), 并分别进行敏感性测算, 发现其未来单位成本仍有持续改善空间 (未来三年 CAGR 约-6%), 单票盈利有望保持在较高水平。中长期, 随着行业供给出清, 格局优化, 公司盈利能力也将进入上行通道。

### 股价上涨催化剂

短期: 公司件量增长超预期; 中长期: 行业供给出清, 价格战停止, 公司盈利能力稳步上行。

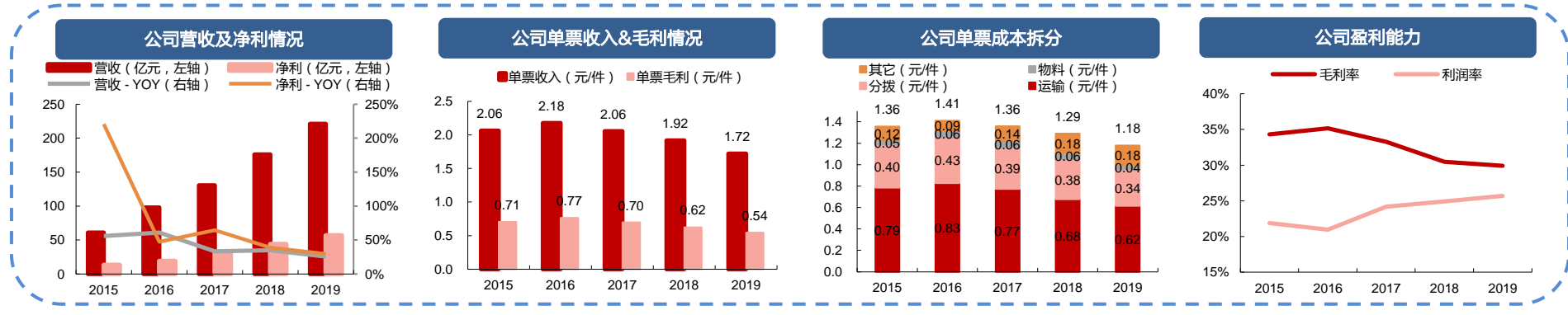
### 估值与目标价

截至 2020/3/27, 过去三年, A 股/国际快递平均 PE 约 27/31 倍, 2020 年预计市盈率均为 18 倍; 过去三年, A 股/国际快递平均 EV/EBITDA 约 16/12 倍, 2020 年预计 EV/EBITDA 分别为 15/11 倍。当前, A 股 PE 估值处于三分位水平, 国际快递 PE 估值处于二分位水平。

我们预计公司 2020-22 年营业收入为 258.14/320.87/392.33 亿元, 增速为 16.8%/24.3%/22.3%, 调整后净利润为 57.81/67.66/80.89 亿元, 增速为 9.2%/17.0%/19.5%, EPS 为 7.33/8.48/10.06 元。鉴于中通国内快递龙头地位, 其 18-21 年净利 CAGR 达 17.2%, 大幅高于国际快递公司平均 6.3% 的年复合增速, 我们给予公司 20-21 年平均 15 倍的 EV/EBITDA 估值 (今年疫情冲击 EBITDA 致偏高), 高于国际平均的 11 倍, 对应目标估值 28.6 美元, 首次覆盖给予增持评级。

## 中通快递核心指标概览

图 1：中通快递核心指标概览图



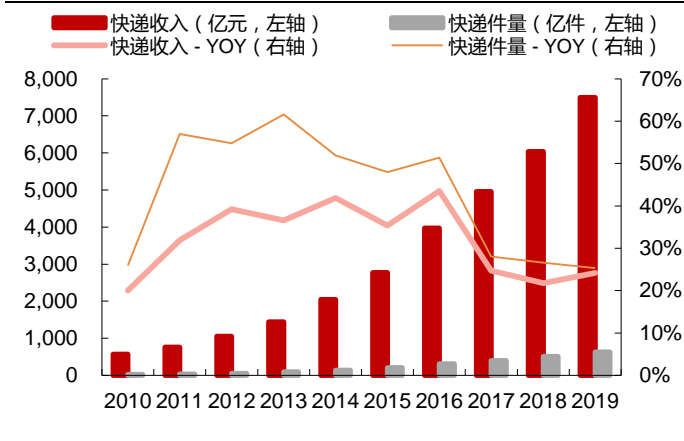
资料来源：公司公告，西部证券研发中心整理

## 一、行业：需求稳中向好，供给加速出清

### 1.1 线上渗透率提升，行业需求无虞

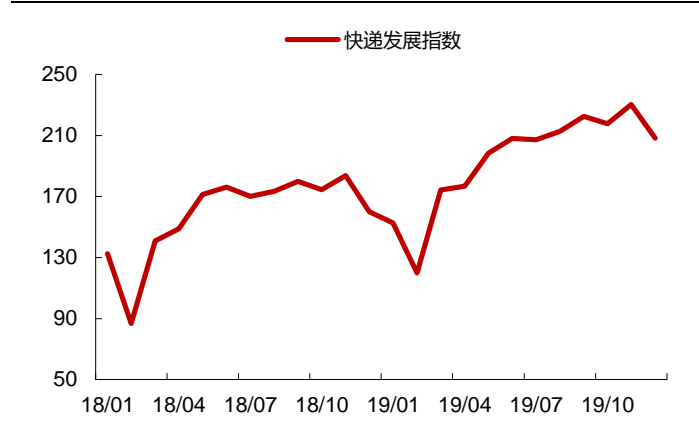
2019 年全年行业快递业务量完成 635.2 亿件，同比增长 25.3%；快递业务收入 7,497.8 亿元，同比增长 24.2%。2010-2019 年期间，快递业务量复合增速约为 44.3%，在连续十年高基数上，2019 年快递件量增速虽有所放缓，但仍然保持较强增长态势。

图 2：快递业务收入与业务量情况



资料来源：国家邮政局，西部证券研发中心

图 3：快递发展指数趋势向上

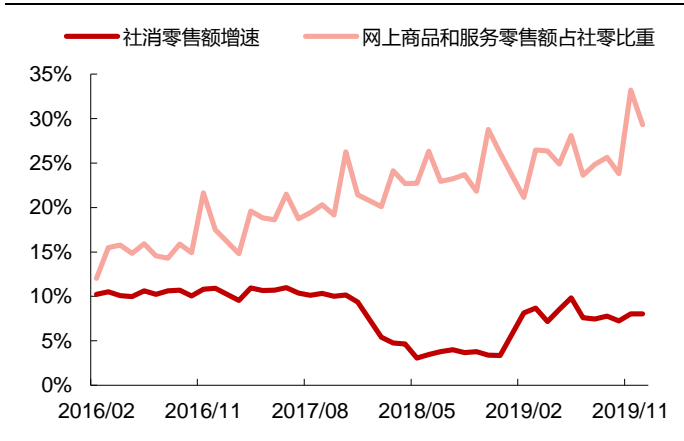


资料来源：国家邮政局，西部证券研发中心

现阶段社零增速虽有放缓，但网络商品渗透率处于逐步抬升态势。当前线上实物商品占社零比重提升至 21.5%（同比+5pct），拼多多、抖音等 APP 崛起贡献增量及线上消费习惯塑形，交易渠道逐步挤压线下市场份额，驱动电商快递需求稳中向好。因新冠疫情影响，短期快递业务量有所冲击，但中长期会进一步培养居民网购消费习惯。

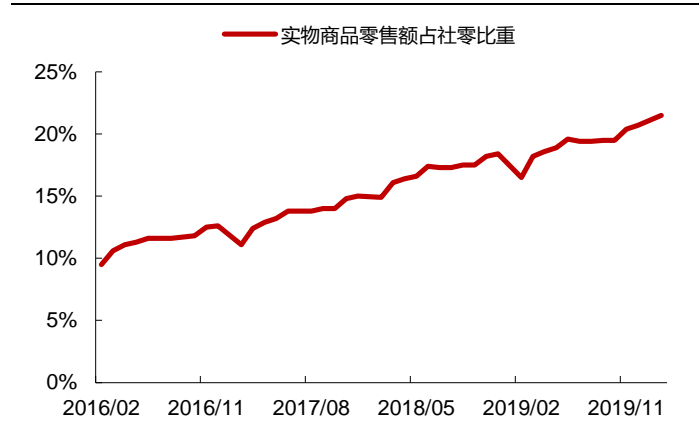
根据国家邮政局，今年 1-2 月合计约 65.5 亿件，同比下降 10.1%。基于疫情防控逐步见效，中性假设今年 3-12 月业务量增速为 21%，则全年业务量约为 745.9 亿件，同比增长约 17.4%。因疫情致 2020 年业务量低基数，我们认为 2021 年件量规模有望出现回增，预计 2021 年增速重回 20% 以上。综上，我们预计 2020-22 年快递行业件量为 745.9/902.5/1,065.0 亿件，同比增速 17.4%/21.0%/18.0%，三年 CAGR 约 18.8%。

图 4：网上商品渗透率逐步提升



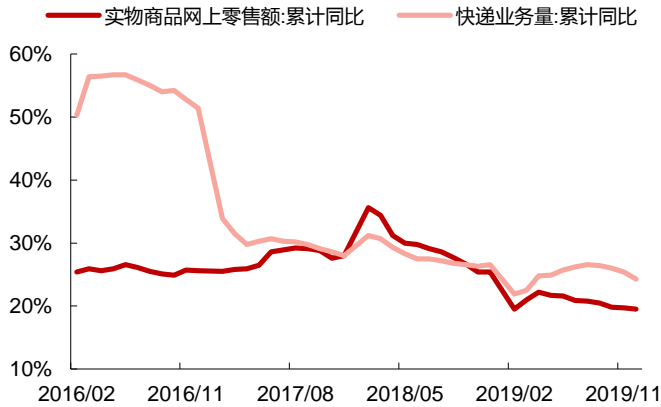
资料来源：国家邮政局，西部证券研发中心

图 5：线上实物商品零售额渗透率趋势向上



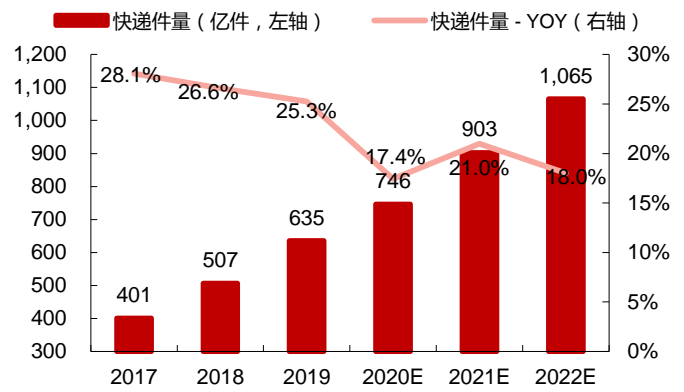
资料来源：国家邮政局，西部证券研发中心

图 6：实物网购规模与快递件量增速



资料来源：国家邮政局，国家统计局，西部证券研发中心

图 7：预计 2020-22 年行业件量复合增速约 19%



资料来源：国家邮政局，西部证券研发中心

表 1：2020 年全国件量规模测算

假设 20 年 3-12 月件量 YOY	19%	20%	21%	22%	23%
20 年 1-2 月件量 (亿)	65.5	65.5	65.5	65.5	65.5
20 年 3-12 月件量 (亿)	669.1	674.8	680.4	686.0	691.6
2020 年全国件量 (亿)	734.6	740.3	745.9	751.5	757.1
2020 年全国件量 YOY	15.7%	16.5%	17.4%	18.3%	19.2%

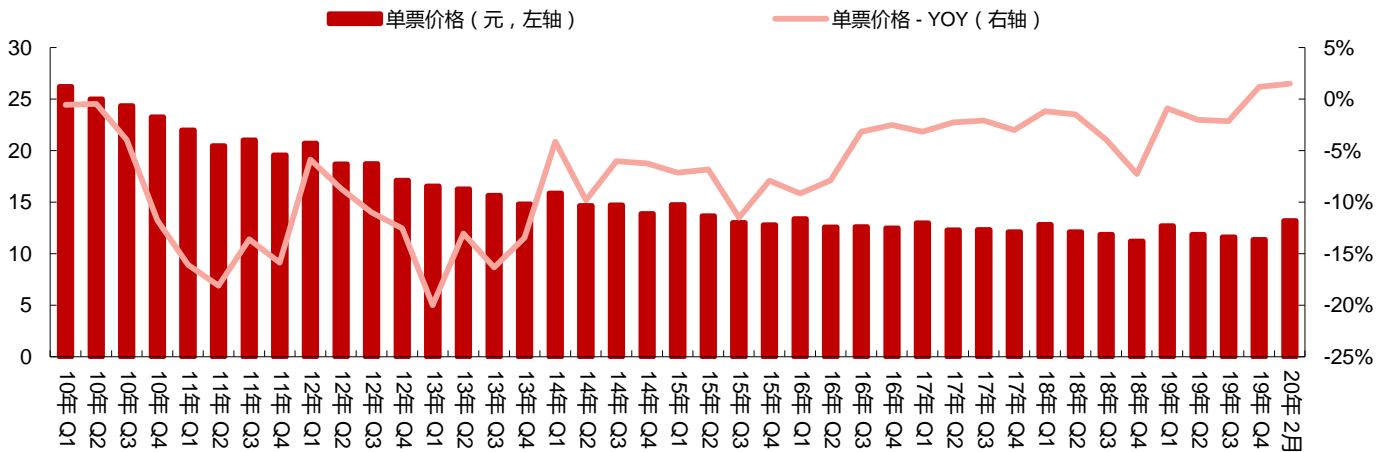
资料来源：国家邮政局，西部证券研发中心

注：灰色底纹为报告默认假设

## 1.2 行业加速出清，未来格局有望优化

2010-2019 年的十年为电商平台黄金发展期，快递需求得到驱动，行业每年增量空间较大，超出通达系产能的寄递需求使二三线企业过得较为滋润。伴随 2016 年件量增速从 51.4% 滑落至 2017 年的 28.0% 增速后，增量市场收窄。为了维持以往的高增速，在产品同质化下，价格成为主要竞争手段，以价换量成为常态，过去十年快递单价 CAGR 为 -7.5%。在激烈的价格战中，二三线快递生存艰难，行业供给加速出清，CR8 提升至历史高位的 86.4%，这也意味着今年开始，头部企业将面临相互之间的直接厮杀。

图 8：近十年来，单票价格复合增速为 -7.5%



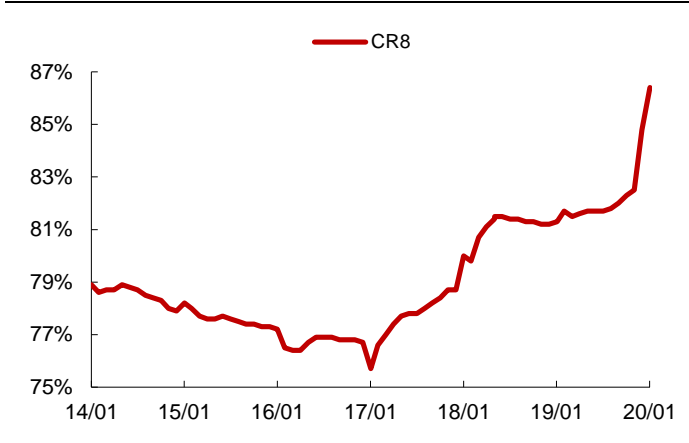
资料来源：国家邮政局，西部证券研发中心

此外，顺丰自 2019 年 5 月开始针对中大型电商客户推出特惠业务，同年 5 月至 12 月公司件量月均增速约 34.2%，领先行业约 8.5pct，超出市场预期。截至 2020 年 2 月底，顺丰市场份



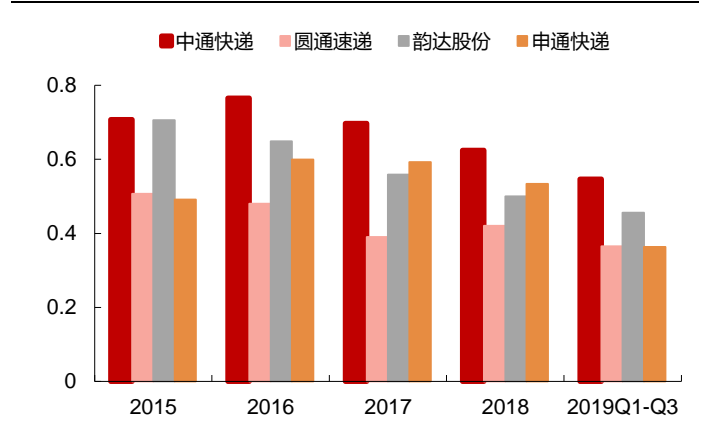
额较同期提升约 7.4pct 至 15.9%。当前顺丰特惠件日均件量达 500-600 万件，占其快递产品结构约 3 成件量，虽然价格仍相对高于加盟快递产品，主要冲击质量更高的货品快递，对通达系份额影响暂时有限，但随着特惠件业务量增加（顺丰预计 2020 年下半年日均件量将达到 1,000 万件），规模效应将显现，成本与价格有可能进一步下降，届时顺丰特惠件可能对以电商件为主的通达系造成一定冲击，使得电商快递竞争格局更为激烈。

图 9：快递 CR8 持续提升



资料来源：国家邮政局，西部证券研发中心

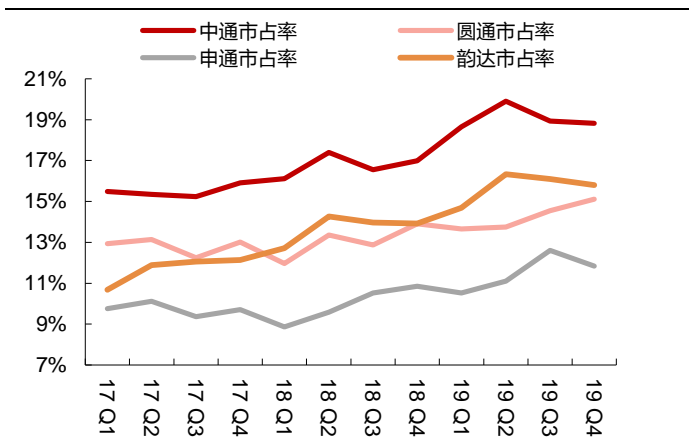
图 10：各快递企业单件毛利对比（元）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

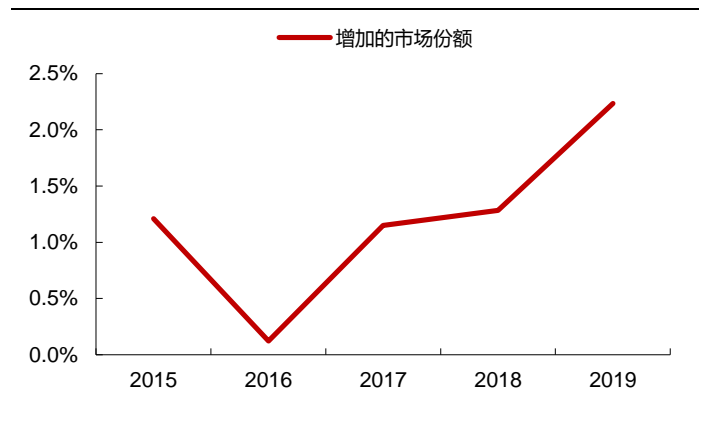
在此背景下，我们优选龙头中通快递。公司自 2016 年以来每年的增量市场份额持续提升（图 12），过去五年业务量 CAGR 为 46.2%，超行业约 10.8pct。在 2019 年，公司份额达 19.1%，件量增速为 42.2%，超行业增速约 16.9pct，市场份额保持首位。我们认为公司前瞻性的产能投入，打造出规模化全国网络，形成高门槛和强大网络效应，配合高效的运营体系，在加盟商“同建共享”理念下，服务质量逐步提升，硬件与软件之间形成良性正循环。同时，公司单位成本仍有持续改善潜力，存在较大以量换价空间，甚至在价格战中维持较稳定的盈利水平。在行业红利向格局红利切换下，我们认为综合实力全面领先的中通将拉开差距，或成为行业赢家。

图 11：中通保持龙头地位不动摇



资料来源：公司公告，国家邮政局，西部证券研发中心

图 12：中通增量市场份额逐步提升



资料来源：公司公告，国家邮政局，西部证券研发中心

注：当年增加的市场份额=当年市场份额-前一年市场市场份额

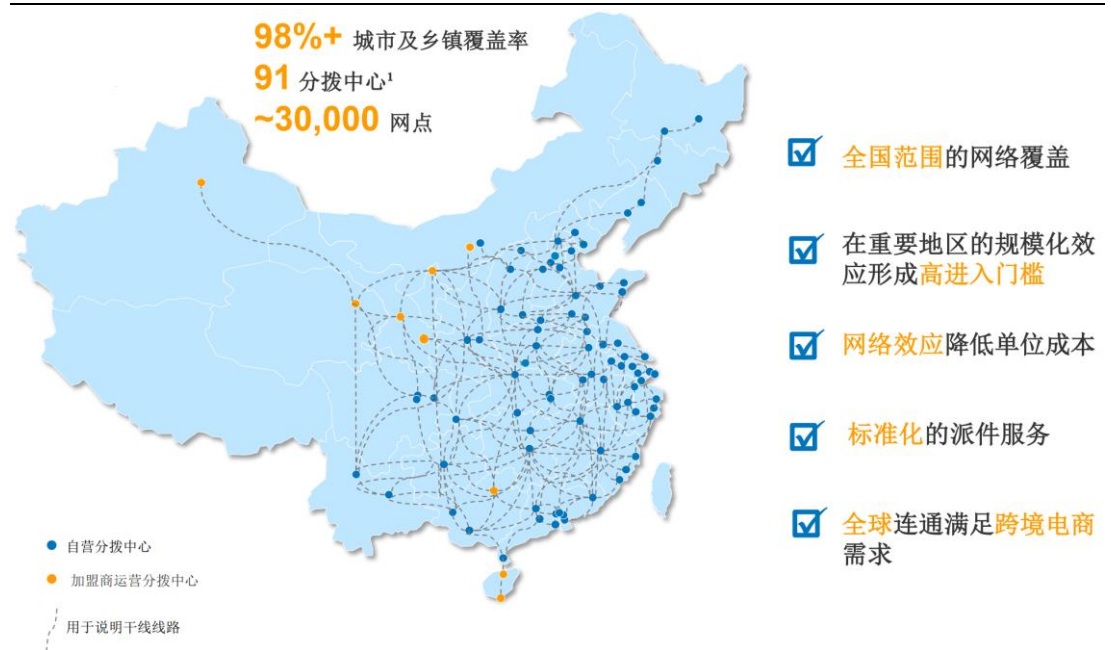
## 二、硬件：规模效应+精细管理

### 2.1 产能投入夯实护城河

价格战下成本是核心，规模效应及精细运营是降本的有效途径。中通的规模效应源于领先且持续的基础建设，精细化管理则反映在公司对车辆管理、装载率、自动分拣升级及人员综合协调等领域，二者共同推动成本改善。

公司极具规模的网络形成高门槛与强大网络效应，核心在于网络成熟后重置成本和进入壁垒极高。公司全国覆盖率已超 98%，在规模效应下，公司单位成本得以持续降低。根据公告，过去 6 年公司资本支出同业最高，形成了高壁垒硬实力。

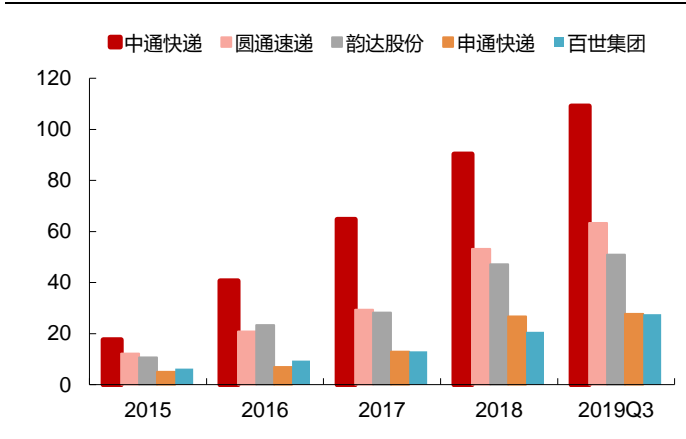
图 13：公司规模显著



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

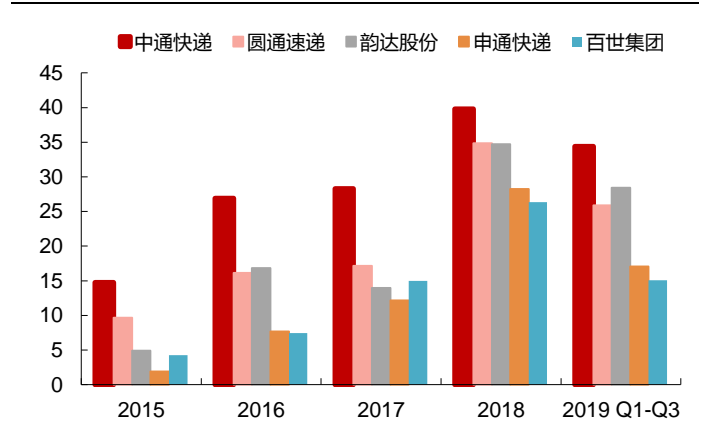
稳定的产能投入是规模扩张的基石，产能投入情况差异将导致快递企业业绩分化。比较上市快递企业近五年来固定资产规模及资本开支情况，我们发现历年中通快递均处于同行前列。

图 14：加盟制快递企业固定资产（亿元）对比



资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

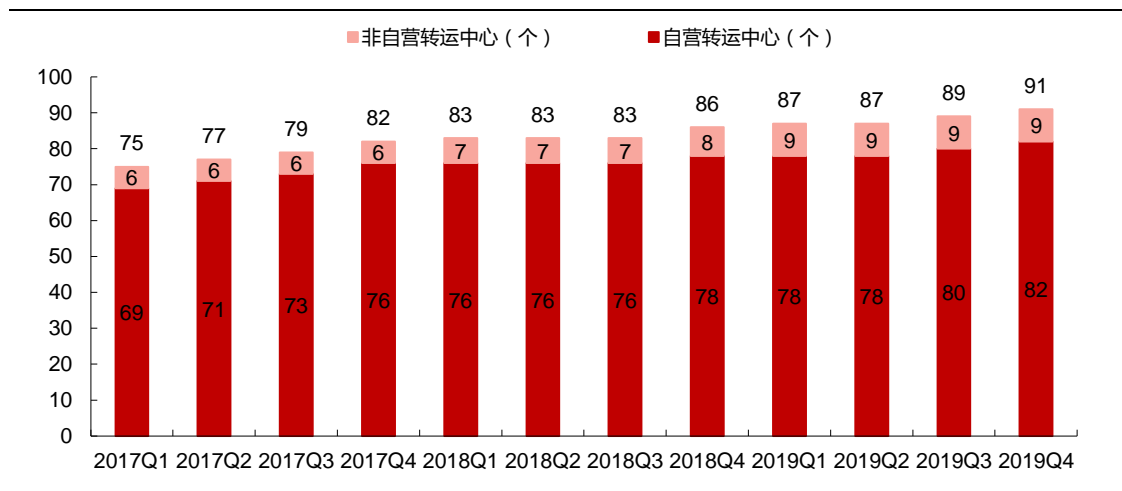
图 15：中通 Capex（亿元）持续居首



资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

快递企业资本支出主要流向自营转运中心建设、自动化分拣设备、购地建房、加大全网大车比例、提升信息技术化水平等项目。转运中心自有建设方面，中通处于行业较高水平。截至2019年底，中通共拥有91个转运中心，包括82个自营转运中心，9个非自营转运中心。与通达相比，公司自营转运中心数量高于同行约2成。加大对于直营转运中心掌控权的原因在于过去加盟转运中心与自营转运中心利益不匹配。加盟转运中心根据货物重量收费，偏好大件货品，而总部以面单盈利，偏好小件货品。利益分化造成总部较难管控货物结构，加盟商大件货品偏多，进而削弱总部在小件市场上的竞争力。随着自营转运中心数量提升，中通得以进一步优化路由、提升快件时效与服务质量，有利于之后的精细化管理。

图 16：公司转运中心数量逐步上升



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

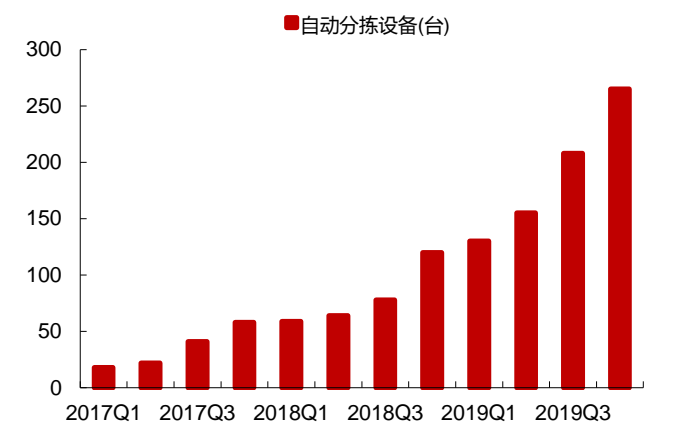
表 2：中通自营转运中心数量居首

自营转运中心 (个)	2015	2016	2017	2018	2019H1
中通快递	68	69	76	78	78
圆通速递	60	62	64	67	68
韵达股份	54	55	54	55	55
申通快递	49	48	48	60	60
<b>通达平均</b>	<b>58</b>	<b>59</b>	<b>61</b>	<b>65</b>	<b>65</b>

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

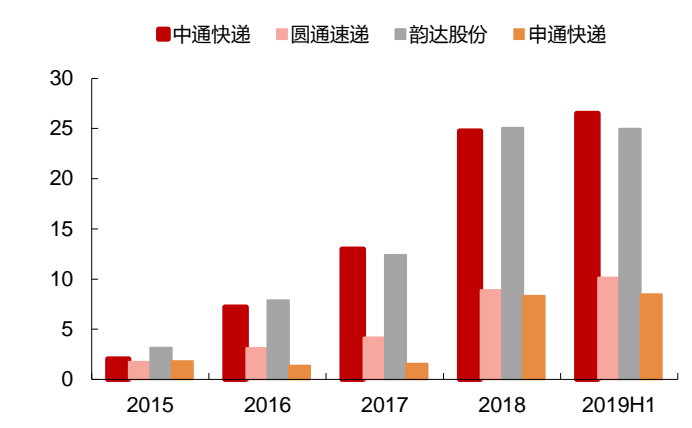
自动化分拣方面，中通效率持续提升。截至2019年底，中通拥有265台自动化分拣设备，较同期增长121%。自动化设备的投入一方面有助于提升转运枢纽的分拣能力和运行效率，降低转运环节的人工成本，满足公司日益增长的业务需求，另一方面可通过自动化分拣降低分拣差错率，提升快递服务的品质保障。

图 17: 中通自动化设备规模持续增长



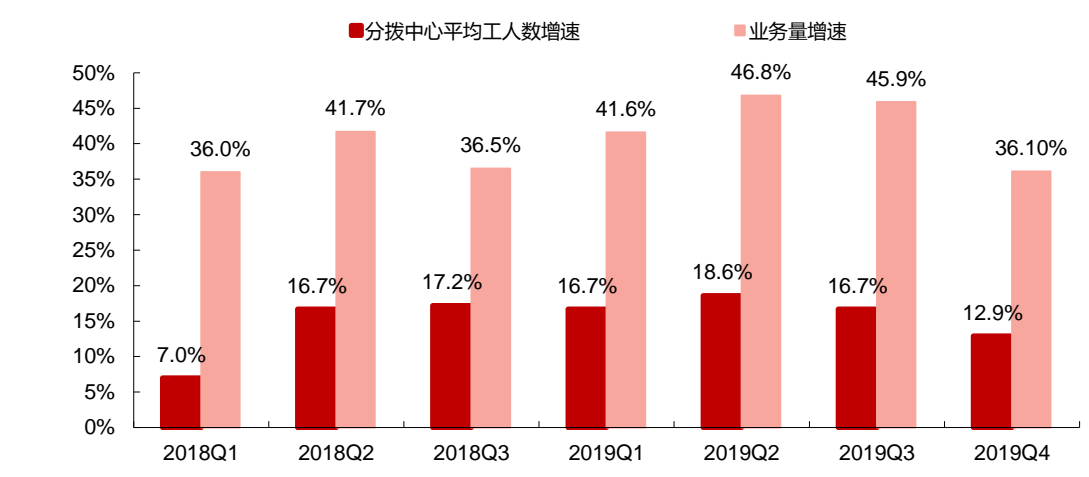
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 18: 各快递企业机器设备账面价值 (亿元)



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

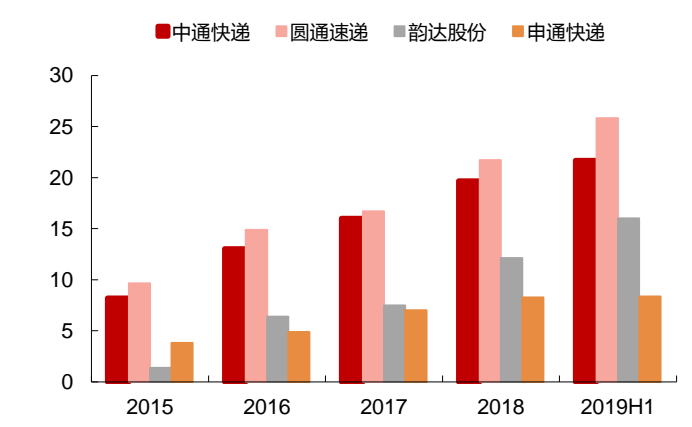
图 19: 公司近期业务量增速持续超分拨中心员工增速



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

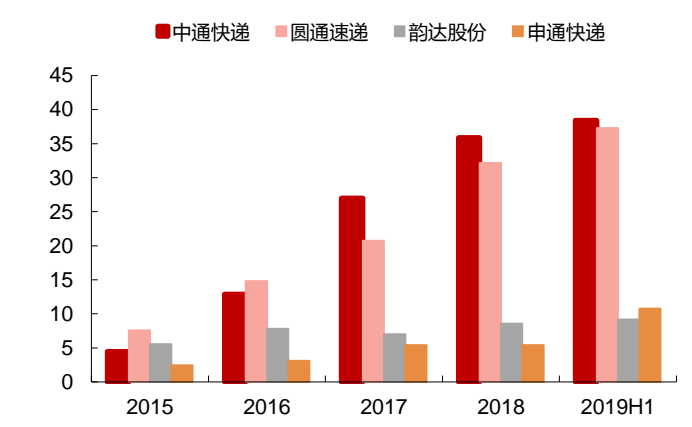
购地建房方面, 中通具备前瞻性布局。土地资源一方面缓解租金上涨的压力, 另一方面伴随业务量急剧增加, 土地资源为后续产能增加, 如扩建转运中心提供地面基础。当前公司与圆通土地储备优势明显, 房屋建筑物积累较多, 为未来扩充提供充足支撑。

图 20: 土地使用权账面价值 (亿元) 对比



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

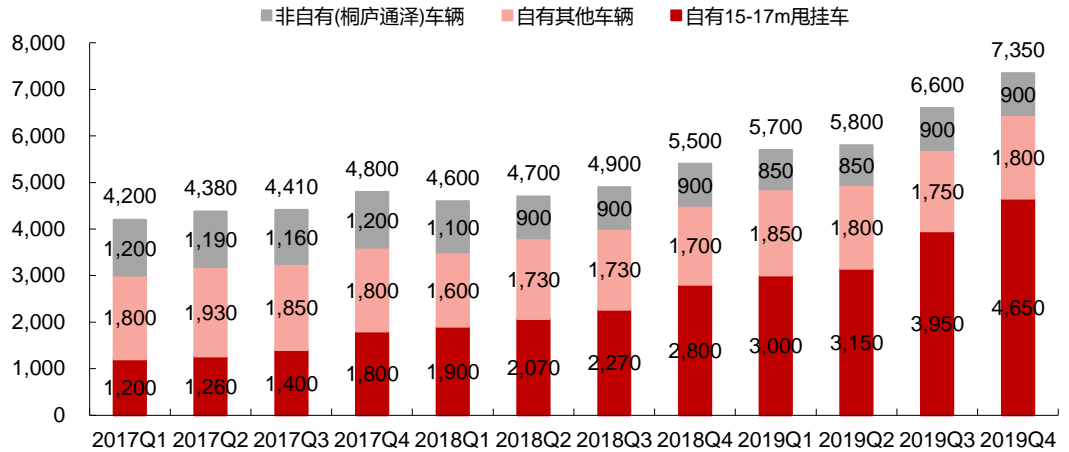
图 21: 房屋及建筑物账面价值 (亿元) 对比



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

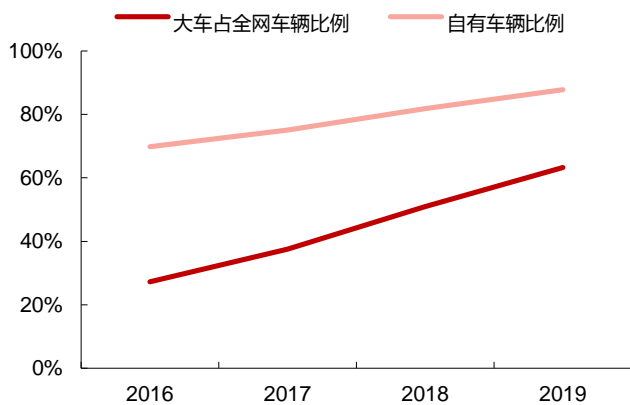
车辆配备方面，中通领跑行业。2016年至2019年，公司全网运输车辆数目从4,200辆提升至7,350辆，其中自有车辆比例从69.8%提升至87.8%，大车占比从27.3%提升至63.3%。在车辆利用率有保证及货量稳定的情况下，大车比例的提升降低了运输边际成本(大车平均装8,000件包裹，小车约3,600件，大车单位成本相对低)，而提升自有车辆比例可以降低运营成本，降低外包运输成本波动，压缩成本。对比通达运输设备账面价值，中通车队规模领跑行业。

图 22：公司车队规模（辆）持续扩大



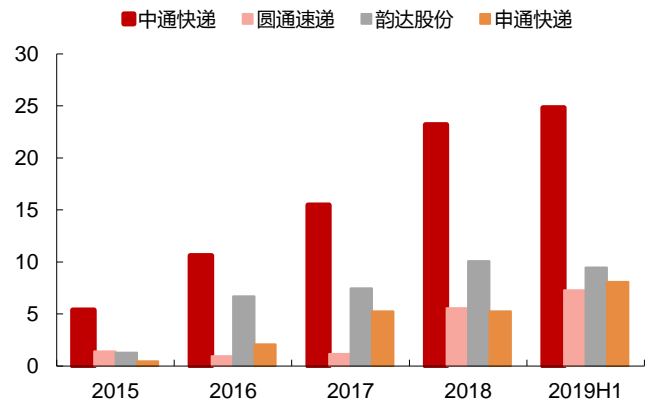
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 23：公司大车及自有车辆比例稳步增长



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 24：运输设备账面价值（亿元）对比

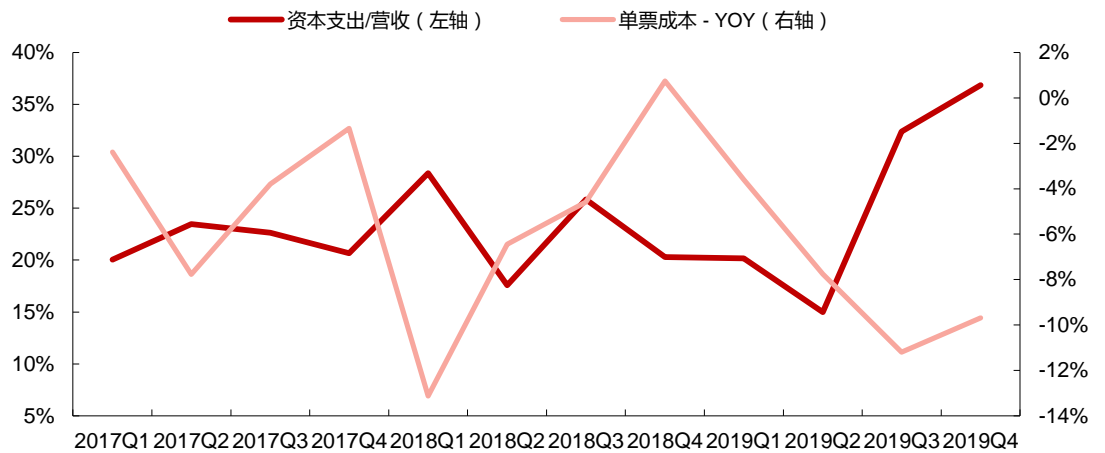


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

## 2.2 高效运营推动成本优化

电商快递同质化背景下，下游议价能力较弱，行业竞争激烈，成本为快递企业核心竞争因素。根据测算，公司资本支出占营收比例越大，单票成本下降越显著，逻辑在于：通过保持较高资本开支，升级车辆系统、自动化分拣中心、供应链智能信息化平台建设及仓配一体化转运中心建设，在运输及分拨系统合理配置、相互协调下，包裹处理效率提升，造就快递单件成本下滑。

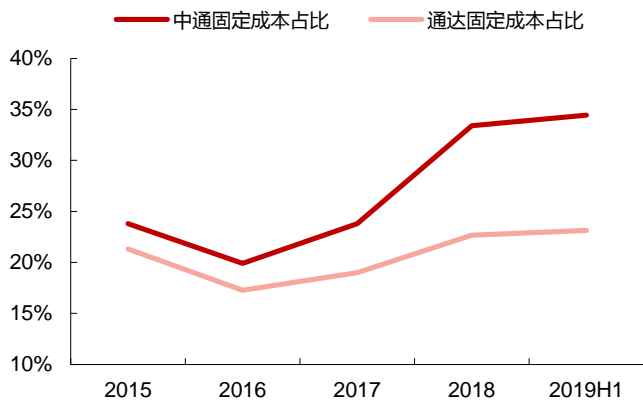
图 25：资本支出提升带来单件成本下降



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

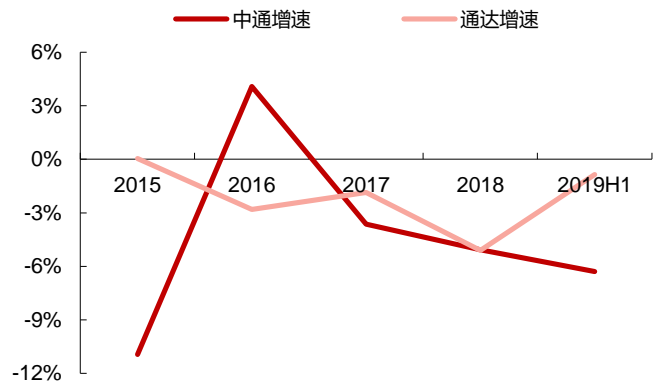
通过拆分通达系成本性质（我们假设固定成本包含直接材料、人工、折旧摊销等，非固定成本包含派送、运输、中转费用等）拆分，我们发现中通快递固定成本占比高于通达系平均水平，2015-2019H1 固定成本占比分别为 24%/20%/24%/33%/34%，超出行业均值约 2pct/3pct/5pct/11pct/11pct。对比同行，除 2016 年因投入分拣设备及运输车辆过多，产能利用率未匹配致成本落后，公司其余年份单票成本改善幅度均好于行业平均。

图 26：中通固定成本占比较高



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 27：单票成本增速情况



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

注：通达增速不含中通在内

公司单票成本由运输、分拨、物料及其它成本构成（剔除货代业务），其中运输与分拨二者为主要成本，占比达 8 成，物料与其它成本占约 2 成。公司单位成本下降幅度较大，与 17Q1 相比，19Q4 单票成本下降约 22.8%，其中单票运输成本下降 31.8%至 0.65 元，单票分拨成本下降 25.9%至 0.35 元。自有车辆、大车占比、自动化分拣设备提升贡献主要单票成本降幅。

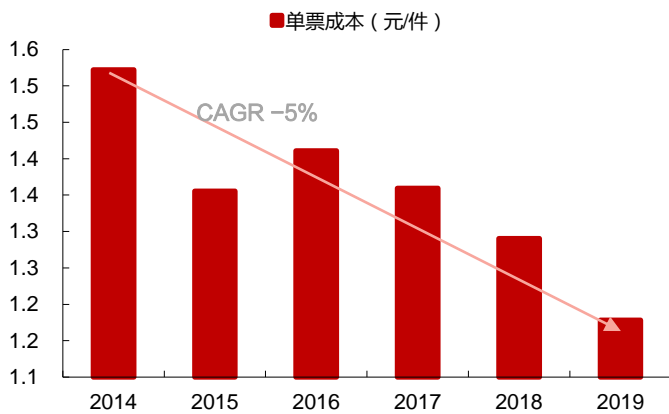
表 3：中通快递分季度单件成本源于运输与分拨成本下降

单位：元/件	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
运输成本	0.95	0.71	0.72	0.75	0.74	0.60	0.65	0.72	0.70	0.55	0.58	0.65
同比	0.6%	-6.4%	-9.9%	-9.8%	-22.1%	-15.5%	-9.7%	-4.0%	-5.4%	-8.3%	-10.8%	-10.0%
占比	59.7%	57.3%	55.4%	56.0%	52.9%	51.7%	51.2%	52.9%	52.6%	51.4%	52.3%	52.8%
分拨成本	0.47	0.35	0.38	0.38	0.43	0.33	0.37	0.38	0.39	0.31	0.32	0.35
同比	-10.1%	-16.1%	-11.5%	-1.6%	-8.5%	-5.7%	-2.6%	0.0%	-9.3%	-6.1%	-13.5%	-8.3%
占比	29.6%	28.2%	29.2%	28.4%	30.7%	28.4%	29.1%	27.9%	29.3%	29.0%	28.8%	28.4%
物料成本	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.05	0.05	0.05	0.04
同比	-10.8%	-9.8%	-2.5%	-8.3%	20.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-16.7%	-16.7%	-16.7%	-41.3%
占比	3.1%	4.8%	4.6%	4.5%	4.3%	5.2%	4.7%	4.4%	3.8%	4.7%	4.5%	2.9%
其它成本	0.12	0.12	0.14	0.15	0.17	0.17	0.19	0.20	0.19	0.16	0.16	0.20
同比	3.1%	16.9%	94.2%	75.1%	41.7%	41.7%	35.7%	33.3%	11.8%	-5.9%	-15.8%	-1.7%
占比	7.5%	9.7%	10.8%	11.2%	12.1%	14.7%	15.0%	14.7%	14.3%	15.0%	14.4%	16.0%
单件成本	1.59	1.24	1.30	1.34	1.40	1.16	1.27	1.36	1.33	1.07	1.11	1.23
同比	-3.0%	-7.8%	-4.5%	-2.1%	-11.9%	-6.5%	-2.3%	1.5%	-5.0%	-7.8%	-12.6%	-9.7%
占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

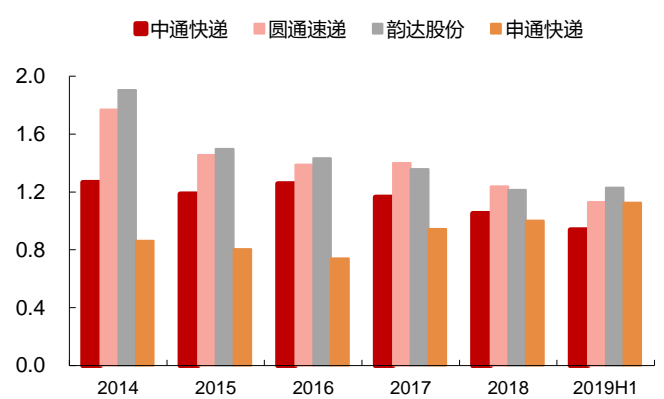
注：物料成本包括便携式 RF 枪、用于数字运单打印的热敏纸以及公司品牌包装材料和制服等；其它成本包括纸质运单材料成本、信息技术相关成本及营业税附加费等。

图 28：中通快递单票成本 CAGR 下降约 5%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 29：单件运输与分拨费用 (元) 对比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

细拆运输成本，我们认为运输成本由大车比例、自有车辆及装载率综合驱动。2019 年单位运输成本为 0.62 元，同比下降 8.8%。根据我们测算，大车方面，2018 年与 2019 年中通大车占全网比例（加权平均）为 44.1%/56.4%，平均每辆货车可装载 0.55/0.61 万件快递，单位车型成本系数表示：以小车运输成本为基准，在该大车比例下整体每运输 1 万件包裹折合需要的小车运输的成本系数为 2.40/2.34，2019 年因大车占比提升，单位运输成本下降 2.6%；自有方面，2018 年与 2019 年公司自有车辆占全网比例（加权平均）为 79.3%/85.5%，单位自有成本系数表示：以非自有车辆运输成本为基准，在该自有车辆比例下，整体车辆运输成本系数为 0.80/0.79，2019 年因自有占比提升带来单位运输成本下降约 1.9%；装载率方面，在 2018 年与 2019 年装载率为 75%/81% 情况下，单位空间成本系数表示：以满载时单位体积成本为基

准，在假设装载率下单位运输成本系数为 1.18/1.13，2019 年因自装载率提升带来单位运输成本下降约 4.6%。在大车比例、自有车辆及装载率提升下，单件运输成本下滑 8.8%（计算方式  $(1-2.6\%) * (1-1.9\%) * (1-4.6\%) - 1$ ）。根据敏感性测算，以 2019 年数据为基准，大车占比/自有车辆比例/装载率每提升 5%，对应运输成本分别下降 0.9%/1.6%/3.5%，综合作用下，单位运输费用可下降约 5.9%。

表 4：运输项参数表

分项	各项参数				
大车占比	时间段	大车比例	加权装载量（万件）	单位车型成本系数	单票运输成本 YOY
	2018 年	44%	0.55	2.40	
	2019 年	56%	0.61	2.34	-2.6%
自有占比	时间段	自有车辆比例	非自有车辆比例	单位自有成本系数	单票运输成本 YOY
	2018 年	79%	0.21	0.80	
	2019 年	86%	0.14	0.79	-1.9%
装载率	时间段	假设装载率	运输固定成本比例	单位空间成本系数	单票运输成本 YOY
	2018 年	75%	55%	1.18	
	2019 年	81%	55%	1.13	-4.6%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

注：假设 1）单件包裹体积约为 15dm<sup>3</sup>；2）6 类车货厢为 120m<sup>3</sup>，可装 8,000 件包裹；3）其余车型货箱平均为 54m<sup>3</sup>，可装 3,600 件包裹；4）大车运输总成本为小车成本的 1.75 倍；5）自有大车运输成为外包大车运输成本的 0.75 倍。

表 5：运输项敏感性测算表

运输项	+1%	+2%	+5%	+10%
大车占比提升对运输成本影响	-0.2%	-0.4%	-0.9%	-1.8%
自有比例提升对运输成本影响	-0.3%	-0.6%	-1.6%	-3.2%
装载率提升对运输成本影响	-0.7%	-1.4%	-3.5%	-6.6%
单位运输费用影响	-1.2%	-2.5%	-5.9%	-11.2%

资料来源：西部证券研发中心

注：以 2019 年数据为基准，大车占比/自有比例/装载率提升 1%/2%/5%/10%对运输成本影响，如：大车占比、自有车辆比例、装载率分别提升 1%，则分别使运输成本下降 0.2%/0.3%/0.7%，三者同时下降 1%情况下，运输成本下降  $(1-0.2\%)*(1-0.3\%)*(1-0.7\%) - 1 = -1.2\%$ 。

分拨成本方面，成本改善得益于公司分拨中心自动化程度持续提高以及分拨中心人力资源更合理和优化地配置。2019 年单票分拨成本为 0.34 元，同比下降 9.6%。根据我们测算，设备方面，2018 年与 2019 年中通分拨设备数量（加权平均）为 73/171 台，各时间段下，每台机器所需处理该期业务量所需成本系数分别为 0.07/0.06；人工方面，2018 年与 2019 年分拨人数 2.9/3.4 万人情况下，单位人工成本系数约 0.24/0.22。单位成本系数与人工成本系数之和即为单位分拨成本。在分拨设备及分拨人数提升下，公司单件分拨成本下滑 9.6%（计算方式  $(0.07+0.24)/(0.06+0.22) - 1 \approx -9.6\%$ ）。根据敏感性测算，以 2019 年数据为基准，在其他情况不变前提下，自动分拨设备数每提升 5%，分拨成本下降 1.7%。



表 6：分拨项参数表

分项	各项参数			
分拣设备	时间段	分拨设备数量（台）	业务量（亿件）	单位机器成本系数
	2018 年	73	85	0.07
	2019 年	171	121	0.06
人力资源	时间段	分拣人工数量（人）	业务量（亿件）	单位人工成本系数
	2018 年	28,910	85	0.24
	2019 年	33,626	121	0.22

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

注：假设 1) 18 年/19 年每台分拨设备费用分别为 810/400 万，每个员工工资为 7/7.95 万元；2) 自动分拨设备数量按期间加权法计算；3) 分拣人工数量为测算数据。

表 7：分拨项敏感性测算表

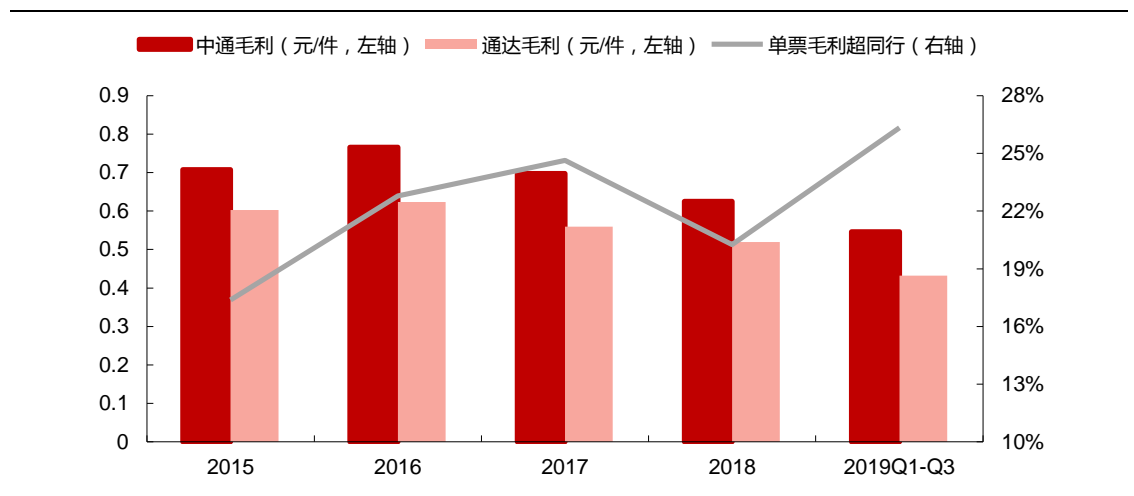
自动分拨设备数量	+1%	+5%	+10%	+15%	+20%
单位分拨成本影响	-0.3%	-1.7%	-3.3%	-5.0%	-6.6%

资料来源：西部证券研发中心

注：以 2019 年数据为基准，分拨设备数量提升 1%/5%/10%/15%/20% 对分拨成本影响。假设一台全自动机器一天分拣 28 万件，每天两个班次，每班平均分拣 14 万件，每班需要 25 个自动分拣操作人员辅助机器分拣，机器费用假设为 400 万/年，工人工资为 7.95 万/年，则一台全自动分拣机器年成本约  $400+2*25*7.95=797.5$  万元。假设一台全自动机器一个班次分拣效率等于 100 个人一个班次手工分拣的效率，则一整天一台全自动机器可代替 200 名手动分拣工人，200 个工人年总成本为  $200*7.95=1,590$  万元，所以每加装一条全自动分拣线（对应减少 200 个手动分拣员）每年可节省约 792.5 万元分拣成本。

在运输与分拨效率综合提升下，中通成本优势突出，单票毛利保持行业较高水平。过去 5 年，因行业竞争影响，快递企业单票毛利有所收窄，但中通票均盈利能力仍然超过同行 2 成以上。较高的单票盈利能力能抵御价格战冲击。我们认为公司逐步形成“产能投入-服务提升-规模扩大-成本下降-提升盈利-加大产能投入”的正循环，未来有望持续维持成本-毛利领先优势。

图 30：当前公司单票毛利超通达系平均水平约 26%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

我们预计公司未来成本改善仍受益于运输与分拨方面的改造。运输方面，公司通过大车化、提高自有车辆占比、装载率等方式降低单票运输成本，我们预计 20-22 年单票运输费用分别为 0.57/0.53/0.51 元，下降 8.0%/6.0%/5.1%；分拨方面，通过优化人力资源配置、提升智能分拣等自动化设备普及率（截至 19 年底公司累计安装自动分拣设备 265 台），提高分拣效率、降低单票人工成本，我们预计 20-22 年单票网点分拨成本为 0.32/0.29/0.28 元，下降 7.0%/7.0%/4.1%；物料方面，成本包括便携式 RF 枪、用于数字运单打印的热敏纸以及公司品牌包装材料和制服等，我们预计 20-22 年单票物料成本为 0.04/0.04/0.04 元/件，变动幅度为 -7.5%/+2.2%/-6.2%；其它方面，成本包括纸质运单材料成本、信息技术相关成本及营业税附加费等，我们预计 20-22 年单票其它成本为 0.16/0.15/0.15 元/件，下降 7.4%/6.6%/2.6%。综合下来，我们预计 20-22 年单票成本为 1.09/1.02/1.98 元，下降幅度为 7.6%/6.1%/4.5%。

表 8：公司 20-22 年快递业务单票成本预测

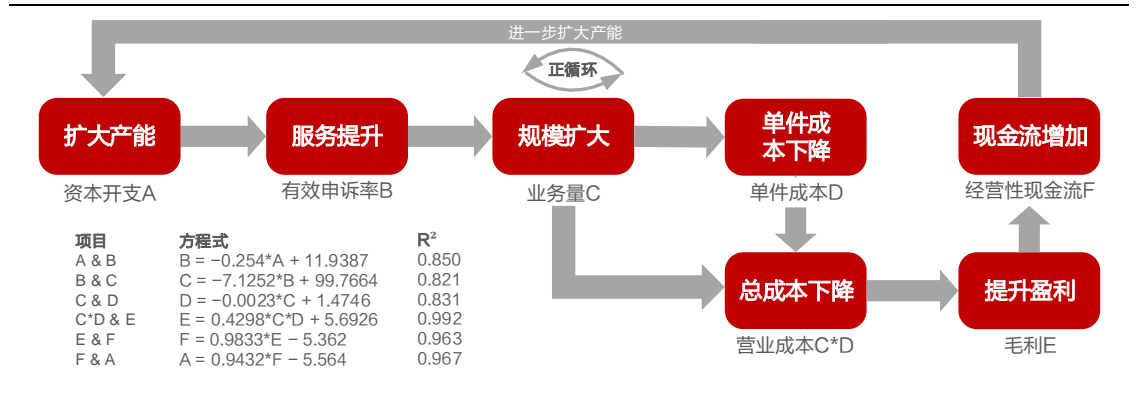
单位：元	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
单票成本	1.36	1.41	1.36	1.29	1.18	1.09	1.02	0.98
YOY	-11.0%	3.9%	-3.6%	-5.1%	-8.7%	-7.6%	-6.1%	-4.5%
运输成本	0.79	0.83	0.77	0.68	0.62	0.57	0.53	0.51
YOY	-12.2%	5.0%	-6.6%	-12.5%	-8.8%	-8.0%	-6.0%	-5.1%
分拨成本	0.40	0.43	0.39	0.38	0.34	0.32	0.29	0.28
YOY	7.6%	7.2%	-8.7%	-4.4%	-9.6%	-7.0%	-7.0%	-4.1%
物料成本	0.05	0.06	0.06	0.06	0.04	0.04	0.04	0.04
YOY	-18.0%	39.3%	-6.4%	-2.2%	-22.2%	-7.5%	2.2%	-6.2%
其它成本	0.12	0.09	0.14	0.18	0.18	0.16	0.15	0.15
YOY	-38.2%	-26.3%	48.5%	33.2%	-2.2%	-7.4%	-6.6%	-2.6%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

### 2.3 马太效应，强者恒强

快递马太效应显著，我们发现中通目前已逐步形成“产能投入-服务提升-规模扩大-成本下降-提升盈利-加大产能投入”的正循环，未来有望持续维持成本-毛利领先优势，进而扩大市占率。具体逻辑为：1）中通增加资本开支（下图指标 A）来购买土地、机器设备和车辆，扩大产能；2）产能提升后，快递时效和服务质量（指标 B）得到提升，顾客服务满意度提高并反映为申诉率下降；3）更好的服务和口碑带来了更多的业务量，中通业务规模（指标 C）扩大，市占率进一步上升；4）业务量的增加提高了规模效应，使得单件成本（指标 D）进一步下降，成本领先优势继续保持；5）在业务量扩大和单件成本下降综合作用下，中通毛利润（指标 E）提升；6）利润的增加带来更多的经营性现金流（指标 F）；7）经营性现金流增加让中通拥有更多资金可以进一步增加资本开支、扩大产能，最终形成一个良性、环环相扣的正循环。通过对中通 2015-2019 年指标进行回归分析，我们发现中通资本开支、有效申诉率、业务量、单票成本、毛利、经营性现金流等指标间  $R^2$ （如下图所示）分别为 85%/82%/83%/99%/96%/97%，各节点之间均具备强相关性（ $R^2 > 80\%$ ）。我们认为中通目前已逐步形成上述正循环，未来有望继续维持龙头地位。

图 31：中通营运处于良性正循环



资料来源：公司公告，国家邮政局，西部证券研发中心

表 9：中通各项指标

序号	项目	2015	2016	2017	2018	2019
A	资本开支（亿元）	10.62	19.86	25.72	40.49	52.26
B	有效申诉率（申诉件数/百万件）	10.68	7.57	2.68	0.86	0.07
C	业务量（亿件）	29.46	44.98	62.19	85.20	121.21
D	单票成本（元/件）	1.36	1.41	1.36	1.29	1.18
C * D	成本（亿元）	39.93	63.46	84.54	109.95	142.79
E	毛利（亿元）	20.88	34.43	43.36	53.26	65.95
F	经营性现金流净额（亿元）	18.68	25.37	36.31	44.04	63.04

资料来源：公司公告，国家邮政局，西部证券研发中心

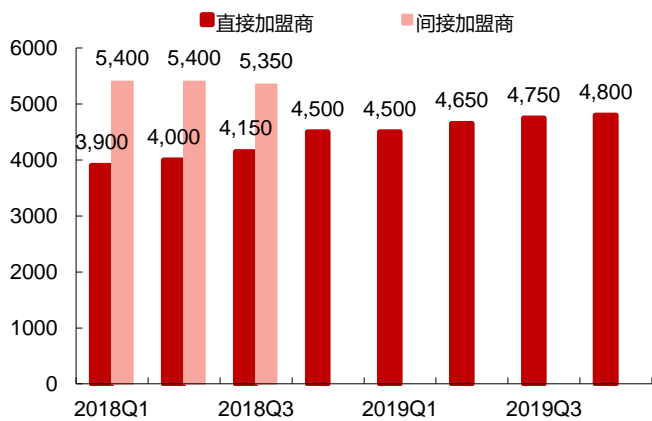
### 三、软件：加盟体系+服务质量

#### 3.1 扁平化体系利于管控

电商的爆发增长需要具有可扩展性和灵活性的快递业务模式。因网络可扩性、灵活性、低投入、网络增值特性，加盟模式成为行业主导模式。然而加盟模式也存在弊端（如政策难落实、利益分配不均），单一地区加盟商停摆会对发送/接收该地包裹带来影响，稳定的加盟体系尤为重要。

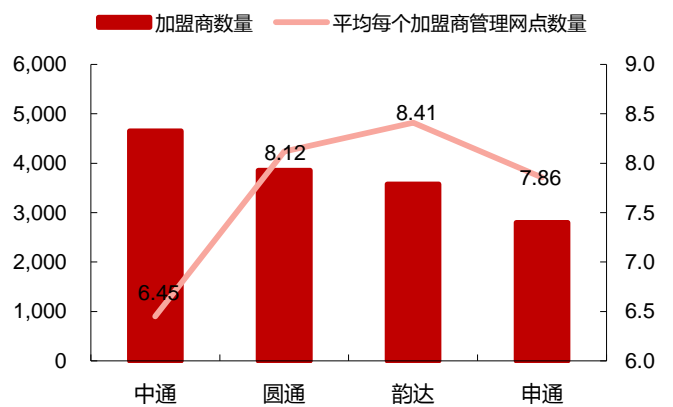
作为行业龙头，中通牢固的加盟生态体系是公司软实力的展现。中通加盟制优势体现在两个方面：一是推动网络平衡，二是加盟商网络扁平化。具体：1）在网络平衡方面，中通首创了有偿派费制，改变了加盟制初期揽件网点收费、派件网点无偿派送的不公平机制，又对偏远地区的中转派送给予补贴，防止不同地区加盟商和网点的失衡发展，有利于全网网点保持稳定，2017-2019年，中通加盟商换手率连续三年低于5%；2）在加盟商网络结构上，实行小加盟商、网络扁平化策略，2018-2019年，中通直接（一级）加盟商数量稳步增长，间接加盟商数量逐步下降，2019年H1，中通直接加盟商数量居于通达系首位，达4,650家，平均每家加盟商管理6.5个网点（通达平均为7.7个网点/加盟商），2019年底中通直接加盟商突破4,800家。中通的小加盟商策略加强了总部对加盟商和保证末端网点的管控，提高了全网稳定性，同时每个加盟商因管理的网点数量较少，有利于网点精细化管理。

图 32：中通直接加盟商（家）数量稳步增长



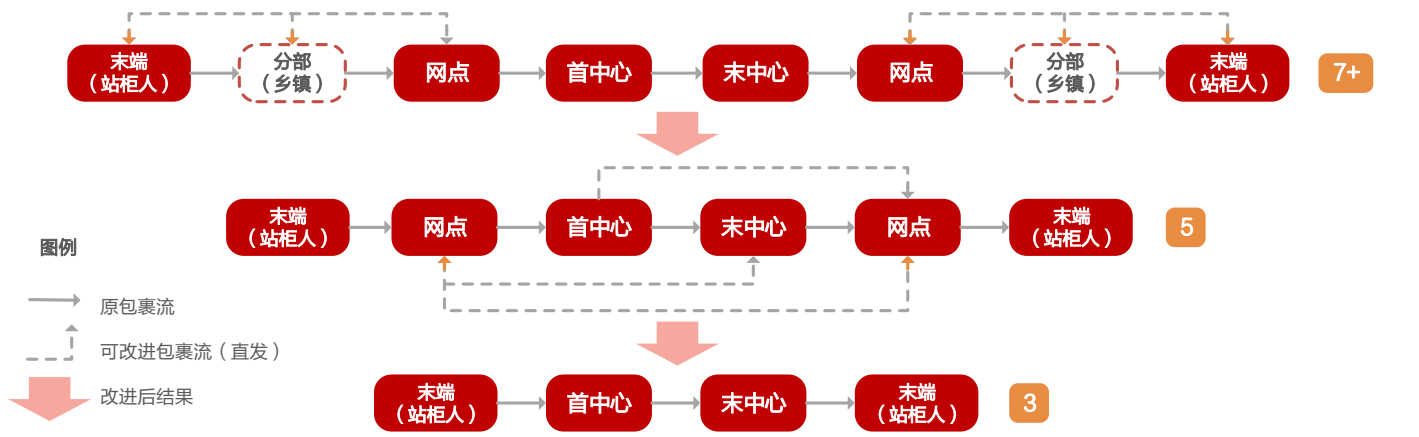
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 33：中通加盟商数量（家）位于通达系首位（截至 2019H1）



资料来源：公司公告，公司官网，西部证券研发中心

图 34：中通网点扁平化促进时效与成本改善



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表 10: 高效紧密的加盟商管理措施

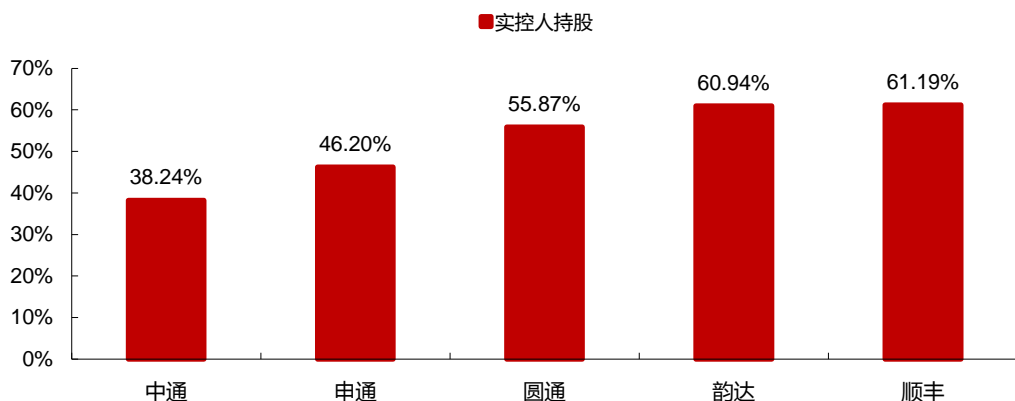
主题	措施
中央管控 IT 系统	1) 中央 IT 系统连接并监测所有网点; 2) 定制的 IT 解决方案为加盟商和网点提供最佳管理解决方案。
绩效奖励机制	1) 基于包裹量、服务质量和盈利能力的 KPI 考核指标; 2) 完善的奖励机制, 加盟商持股政策。
质量管控和监测	1) 全国范围内拥有超过 1,800 位客服代表以确保服务质量; 2) 实时监控和分析包裹量; 3) 与地区管理层进行定期回顾。
培训和提升	1) 综合培训以提升加盟商运营效率和质量; 2) 针对服务网点就新系统和产品进行培训; 3) 实地考察以助网点提升运营管理。

资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

### 3.2 “同建共享” 均衡利益

在转运中心加盟转直营方面, 不同于其他加盟制快递企业对加盟商直接现金收购的方式, 中通首创“同建共享”——让关键区域的总经理持有中通股份, 加盟商既成为中通的股东也是管理层, 打破了传统快递公司总部和加盟商之前的利益博弈关系, 实现了加盟商和总部为利益共同体。在主流快递企业中, 根据天眼查, 中通实控人持有的股权比例最低, 为 38.2%(2019Q4)。同时, 为了让员工参与企业成长, 中通于 2013 年成立桐庐通泽物流有限公司, 公司鼓励员工持股桐庐通泽, 这样既可以与员工分享企业成长收益, 亦使中通获得稳定的运力资源。根据天眼查, 截至 2018 年底, 中通员工作为主要持股人持有桐庐通泽 73.4%的股权; 截至 2019Q3, 桐庐通泽有约 900 辆干线运输车辆, 运力占中通全网干线运力的 13.6%。

图 35: 主要 5 家快递企业实控人持股情况



资料来源: 天眼查, 西部证券研发中心

注: 中通截至 2019Q4, 其他截至 2019Q3

### 3.3 服务质量领先

服务质量方面, 伴随电商客户对快递服务质量要求提升, 通过产能优化升级及加大监控总部及加盟商质量管理体系, 中通在处理行业最多业务量的同时, 仍然保持较低申诉率, 有效申诉率下降较为显著。2019 年全国快递有效申诉率为百万分之 0.56, 近四年申诉率 CAGR-55%, 同期中通申诉率下降 CAGR 为-71%。

表 11: 快递有效申诉率 (每百万件里有效申诉件数)

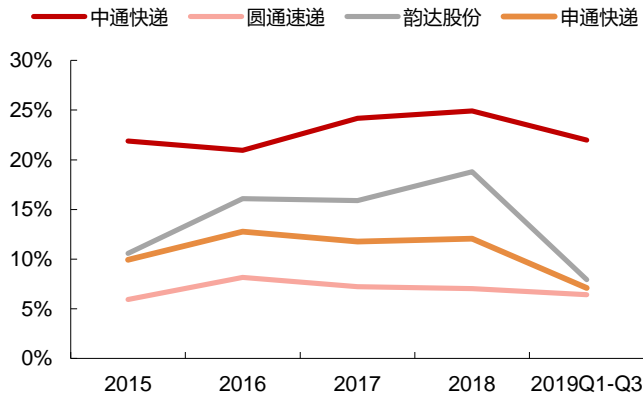
企业	全国平均	中通快递	圆通速递	韵达快递	申通快递	顺丰速运	德邦快递	京东物流	苏宁易购	百世快递
2015	13.38	10.68	14.15	19.08	29.10	2.06	6.65	1.05	1.87	11.65
2019	0.56	0.07	0.23	0.07	0.05	0.16	2.82	0.24	0.01	0.11
CAGR	-55%	-71%	-64%	-75%	-80%	-47%	-19%	-31%	-77%	-69%

资料来源: 国家邮政局, 西部证券研发中心

## 四、财务：盈利能力强，现金流充裕

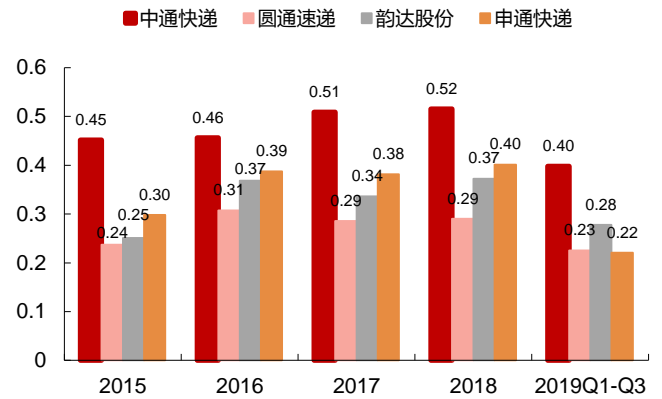
得益于公司硬件与软件合理搭配的优势，中通盈利能力持续领先同行，过去五年公司净利润率均保持20%以上。尽管受到价格战影响，盈利有所冲击，但2019年前三季度公司单票净利仍超出同行约42%。稳健账面现金与现金流支撑未来可持续发展。2019年公司经营性现金流为63.04亿元，截至2019年底，公司账上现金约163.90亿元，资产负债率仅16%（同行约30%-40%负债率）。面对益加激烈格局，公司能有较高杠杆提升空间，有利于支撑未来产能投放。

图 36：中通快递净利润率保持领先态势



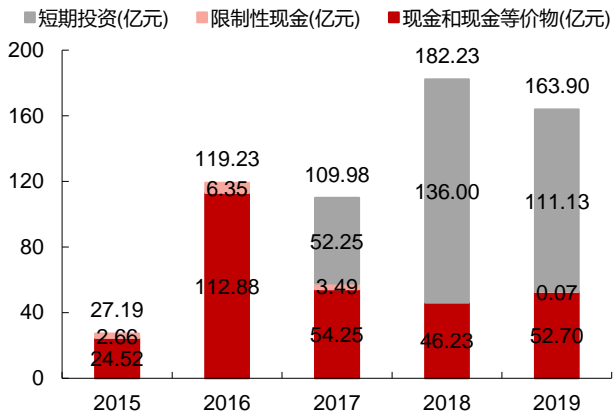
资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

图 37：单件净利（元）对比



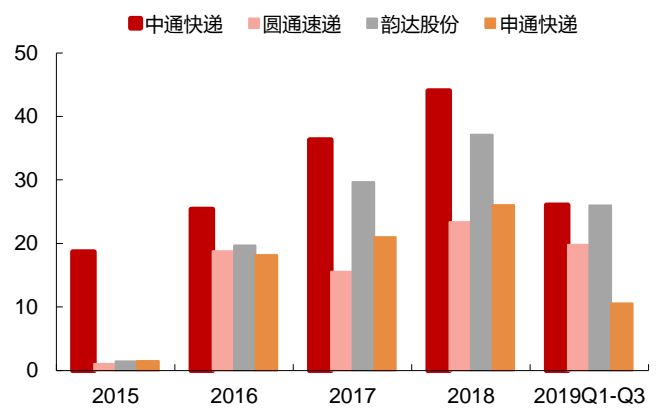
资料来源：Wind 资讯，公司公告，西部证券研发中心

图 38：中通账上现金充足



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 39：经营性现金流净额（亿元）对比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

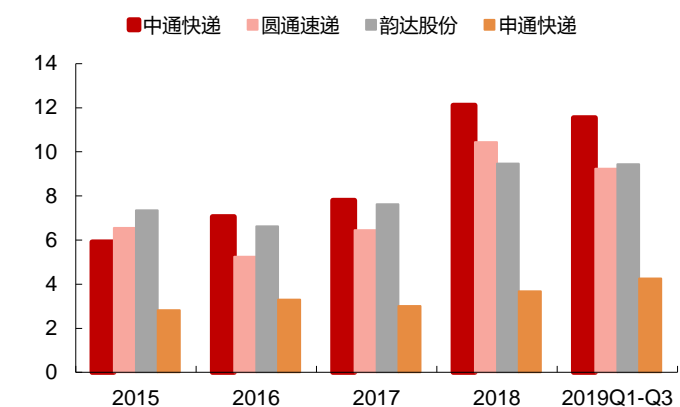
表 12：中通资产负债率处于较低水平

资产负债率	2015	2016	2017	2018	2019Q3
中通快递	26%	16%	17%	14%	14%
圆通速递	14%	27%	34%	41%	38%
韵达股份	31%	44%	44%	36%	35%
申通快递	52%	32%	23%	28%	30%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

费用率方面，对于加盟制快递企业，销售费用通常集中于总部营销及客服部门人员工资、广告营销费等；管理费用主要包含工资、折旧及摊销费用、办公费等；而财务费用则主要与债务融资规模相关。伴随规模提升，通达系单票期间费用均有下降，申通因固定资产（截至19Q3的固定资产为28亿元，下同）规模较低，单票费用约0.08元，固定资产规模最大的中通（固定资产109亿元）单票费用接近圆通（固定资产63亿元）与韵达（固定资产51亿元），反映公司非折旧费用方面成本管控良好。

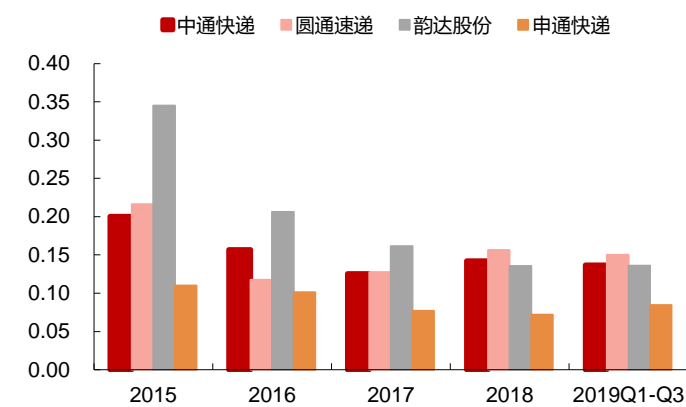
图 40：期间费用（亿元）对比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

注：中通期间费用以 SG&A 代表，圆通/韵达/申通期间费用为销售、管理、财务费用

图 41：单票期间费用（亿元）对比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

## 五、盈利预测、估值和投资建议

### 5.1 盈利预测

核心假设：

1) 件量层面：2019年全国业务量为635亿件，公司业务量约121.2亿件，份额为19.1%。考虑新冠疫情影响，我们预计2020-22年全国快递件量为746/903/1,065亿件，增速为17.4%/21.0%/18.0%；马太效应下，公司件量增速有望持续领先行业，我们预计2020-22年公司件量增速约30%/32%/28%，对应件量157/208/266亿件，市占率分别为21%/23%/25%。

2) 价格层面：鉴于行业价格战以及包裹轻量化影响，我们预计2020-22年公司单件快递价格分别为1.56/1.47/1.41元，单价变动幅度分别为-9.3%/-5.8%/-3.9%。

3) 成本层面：公司快递业务成本主要由运输与分拨成本构成，规模化效应下，叠加逐步加大自有车辆、运输大车化以及升级分拣自动化设备等操作，运转成本仍有下降空间，预计2020-22年公司单件快递成本分别为1.09/1.02/0.98元，成本变动幅度分别为-7.6%/-6.1%/-4.5%。

4) 费用率层面：公司SG&A主要包括管理层、员工薪水、福利、办公设施折旧、租金等费用，费用率变化不大，我们预计2020-22年公司SG&A费用率分别为7.1%/6.9%/6.9%。

基于以上假设，我们预计中通快递2020-2022年营业收入为258.14/320.87/392.33亿元，增速为16.8%/24.3%/22.3%，调整后净利润为57.81/67.66/80.89亿元，增速为9.2%/17.0%/19.5%，EPS为7.33/8.48/10.06元。

表 13：公司快递业务盈利预测关键假设

快递业务拆分	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
单票收入（元）	2.07	2.18	2.06	1.92	1.72	1.56	1.47	1.41
YOY	-3.9%	5.3%	-5.5%	-6.9%	-10.1%	-9.3%	-5.8%	-3.9%
单票成本（元）	1.36	1.41	1.36	1.29	1.18	1.09	1.02	0.98
YOY	-11.0%	3.9%	-3.6%	-5.1%	-8.7%	-7.6%	-6.1%	-4.5%
运输成本（元）	0.79	0.83	0.77	0.68	0.62	0.57	0.53	0.51
YOY	-12.2%	5.0%	-6.6%	-12.5%	-8.8%	-8.0%	-6.0%	-5.1%
分拨成本（元）	0.40	0.43	0.39	0.38	0.34	0.32	0.29	0.28
YOY	7.6%	7.2%	-8.7%	-4.4%	-9.6%	-7.0%	-7.0%	-4.1%
物料成本（元）	0.05	0.06	0.06	0.06	0.04	0.04	0.04	0.04
YOY	-18.0%	39.3%	-6.4%	-2.2%	-22.2%	-7.5%	2.2%	-6.2%
其它成本（元）	0.12	0.09	0.14	0.18	0.18	0.16	0.15	0.15
YOY	-38.2%	-26.3%	48.5%	33.2%	-2.2%	-7.4%	-6.6%	-2.6%
单票毛利（元）	0.71	0.77	0.70	0.62	0.54	0.47	0.45	0.44
毛利率	34.3%	35.2%	33.9%	32.6%	31.6%	30.3%	30.5%	31.0%
业务量（亿件）	29.46	44.98	62.19	85.25	121.21	157.42	207.97	266.03

资料来源：公司公告，西部证券研发中心



## 5.2 估值和建议

截至 2020/3/27，过去三年，A 股/国际快递平均 PE 约 27/31 倍，2020 年预计市盈率均为 18 倍；过去三年，A 股/国际快递平均 EV/EBITDA 约 16/12 倍，2020 年预计 EV/EBITDA 分别为 15/11 倍。当前，A 股 PE 估值处于三分位水平，国际快递 PE 估值处于二分位水平。

我们预计公司 2020-22 年营业收入为 258.14/320.87/392.33 亿元，增速为 16.8%/24.3%/22.3%，调整后净利为 57.81/67.66/80.89 亿元，增速为 9.2%/17.0%/19.5%，EPS 为 7.33/8.48/10.06 元。鉴于中通国内快递龙头地位，其 18-21 年净利 CAGR 达 17.2%，大幅高于国际快递公司平均 6.3% 的年复合增速，我们给予公司 20-21 年平均 15 倍的 EV/EBITDA 估值（考虑今年新冠疫情影响公司 EBITDA，公司企业价值倍数偏高），高于国际平均的 11 倍，对应目标估值 28.6 美元，首次覆盖给予增持评级。

图 42：当前快递 A 股 PE (TTM) 情况



资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

图 43：当前快递 A 股 EV/EBITDA (TTM) 情况



资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

图 44：当前国际快递企业 PE (TTM) 情况



资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

图 45：当前国际快递企业 EV/EBITDA (TTM) 情况



资料来源：Wind 资讯，西部证券研发中心

表 14: 快递行业可比公司估值情况 (股价截至 2020/03/27)

公司	币种	股价 (元)	总市值 (百万元)	P/E		EV/EBITDA		ROE(%)		18-21 净利
				2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	CAGR (%)
<b>国际可比公司</b>										
UPS	USD	99.78	85,660	12.9	11.9	11.3	10.5	136.9	86.5	5.7
FedEx	USD	125.60	32,813	13.2	11.6	8.6	7.7	13.4	14.0	-1.5
CH Robinson	USD	65.89	8,888	18.6	15.7	14.5	12.9	28.8	32.8	-2.5
大和控股	JPY	1,702.00	700,101	29.4	22.0	7.6	6.7	4.0	5.3	17.8
三菱仓库	JPY	2,252.00	198,088	15.5	15.0	11.7	11.0	4.3	4.3	12.2
<b>平均值</b>				<b>17.9</b>	<b>15.2</b>	<b>10.8</b>	<b>9.8</b>	<b>37.5</b>	<b>28.6</b>	<b>6.3</b>
<b>中值</b>				<b>15.5</b>	<b>15.0</b>	<b>11.3</b>	<b>10.5</b>	<b>13.4</b>	<b>14.0</b>	<b>5.7</b>
<b>中通快递</b>	USD	25.82	20,190	<b>24.9</b>	<b>21.5</b>	<b>13.5</b>	<b>12.4</b>	<b>14.6</b>	<b>14.1</b>	<b>17.2</b>
<b>A 股上市公司</b>										
顺丰控股	CNY	45.60	201,293	27.3	23.0	20.4	17.3	13.9	14.5	17.3
圆通速递	CNY	11.17	35,347	14.0	11.9	12.9	11.4	16.5	16.5	14.9
申通快递	CNY	16.45	25,182	13.6	11.5	12.6	10.3	15.9	16.2	2.1
韵达股份	CNY	27.89	62,091	18.5	15.5	15.2	12.8	20.2	20.1	14.7
德邦股份	CNY	10.07	9,667	16.7	12.3	13.3	9.2	12.4	14.8	4.2
<b>平均值</b>				<b>18.0</b>	<b>14.8</b>	<b>14.9</b>	<b>12.2</b>	<b>15.8</b>	<b>16.4</b>	<b>10.6</b>
<b>中值</b>				<b>16.7</b>	<b>12.3</b>	<b>13.3</b>	<b>11.4</b>	<b>15.9</b>	<b>16.2</b>	<b>14.7</b>

资料来源: Wind 资讯, Bloomberg, 西部证券研发中心

注: 中通快递、圆通速递、顺丰控股采用西部证券财务估值, 其余采用万得与彭端一致预期; CAGR 为未来三年净利复合增速。

表 15: 公司相对估值每股股价 28.6 美元

EV/EBITDA 估值	2020E	2021E
2020/21E 调整 EBITDA (百万人民币)	8,586	10,757
隐含 EV/EBITDA 倍数	15X	15X
EV (百万人民币)	128,790	161,354
现金 (百万人民币)	7,071	19,034
增加: 投资收益 (百万人民币)	1,852	2,074
隐含 2020/21E 远期股权估值(百万人民币)	137,713	182,462
隐含 2020/21E 远期股权估值(百万美元)	19,472	25,799
每股价值 (美元)	24.7	32.5
未来 12 个月平均每股估值(美元)	28.6	

资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

注: USDCNY 按 7.07 计算

表 16: 公司绝对估值每股股价 30.3 美元

项目	数值	项目	数值
企业价值 (百万元)	162,112	股权资本成本 Ke	7.9%
现金 (百万元)	5,270	无风险利率 Rf	2.7%
股权价值 (百万元)	167,382	市场预期收益率 Rm	11.1%
股本 (百万股)	782	Rm-Rf	8.4%

每股价值 (美元)	30.3	有效税率 t	18%
贝塔值 Beta	0.59	WACC	7.7%

我们分四阶段测算未来现金流,第一阶段为 2020-2022 年,依据我们的模型的估计值测算现金流,第二阶段为 2023-27 年,假设各项现金流计算指标增长 10%,第三阶段为 2028-30 年指标增长 5%,第四阶段为 2031 年及以后,永续增长 1%, 综上测算得出公司股权价值约 1,674 亿元, 对应每股价值约 30.3 美元。

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

### 5.3 疫情敏感性测算

今年以来新冠疫情蔓延,对快递企业成本端与规模端存在影响。成本端方面,交通运输部发布自 2 月 17 日零时起至疫情防控工作结束(时间暂未明确),全国公路免收车辆通行费,对于快递企业运输费用或有利好,但另一方面,因疫情期间导致快递成本上升问题亦需关注。根据敏感性测算,若:1)免收通行费至 6 月底;2)疫情期间单件成本上升 7.5%情况下,二者共同作用下将增厚公司归母净利润约 9.0%。规模端方面,因部分跨省运输阻断导致运输不畅、快递员复工难、厂家与买家复工晚等现象导致快递件量增速有所影响。根据测算,若业务量增速在原有假设下(30%增速)下滑 5pct 至 25%,相对于 2020 年归母净利下滑 2.3%,但仍然能够较 19 年归母净利增长近 7%。

表 17: 免收通行费期间及疫情防控成本变动对于 2020 年归母净利弹性测算

假设疫情防控至	每月	3 月底	4 月底	5 月底	6 月底
因疫情防控增加的成本					
0.0%	+3.2%	+6.3%	+9.5%	+12.8%	+16.0%
7.5%	+1.8%	+3.5%	+5.3%	+7.2%	+9.0%
15.0%	+0.4%	+0.8%	+1.2%	+1.6%	+2.0%
17.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
22.5%	-1.0%	-2.0%	-3.0%	-4.0%	-5.1%
30.0%	-2.4%	-4.8%	-7.2%	-9.7%	-12.1%

资料来源:公司公告,西部证券研发中心

注:2020 年归母净利根据西部证券研究预测,灰色底纹为默认预测

表 18: 业务量增速敏感性测算

中通 2020 年业务量增速假设	15%	20%	25%	30%	35%
件量 (亿件)	139.24	145.30	151.36	157.42	163.48
归母净利 (亿元)	53.92	55.23	56.53	57.84	59.14
相对于 2020 年归母净利变化	-6.8%	-4.5%	-2.3%	0.0%	+2.3%
相对于 2019 年归母净利变化	+1.8%	+4.3%	+6.8%	+9.2%	+11.7%

资料来源:公司公告,西部证券研发中心

注:灰色底纹为默认预测

## 风险提示

- 1) 宏观经济下滑。快递物流行业对国民经济的发展具有重要的基础作用，同时也明显受到宏观经济状况的影响。伴随宏观经济增速放缓，未来的发展，仍然面临较为复杂的局面。
- 2) 行业竞争加剧。当前快递物流行业的市场竞争已较为激烈。位居行业前列的快递物流企业不断通过各种方式，努力扩大自己的业务和网络范围；若中通快递不能采取积极有效的措施应对不断变化的市场竞争格局，将可能面临业务增长放缓及市场份额下降的风险。
- 3) 电商增速放缓风险。目前行业电商快递业务量占行业需求约八成，对电商依赖较大，将来若网络销售额放缓，或对快递企业件量产生一定冲击。

## 附录

表 19：美国通用会计准则调节表

单位：百万人民币	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
净利润	502.9	716.9	717.2	1221.9	557.5	1492.2	1059.4	1278.9	681.6	1365.1	1307.7	2316.8
加：股权激励费用	0.3	13.5	13.5	13.5	199.7	28.0	10.9	0.0	284.3	10.8	10.8	10.8
投资减值	-	-	-	30.0	-	-	-	-	-	-	-	56.0
减：处置股权投资和子公司收益	-	-	-	-	-	424.5	11.8	-	-0.5	-	-	-2.3
未变现的股权投资权益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	754.5
调整后净利润	503.1	730.4	730.7	1265.4	757.2	1095.7	1058.5	1289.7	966.4	1375.9	1318.5	1631.5
调整后净利润率	19.2%	24.6%	23.3%	29.2%	21.4%	26.1%	25.0%	22.9%	21.1%	25.4%	25.0%	23.8%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	4,623	5,277	6,568	7,490	8,873	营业收入	17,604	22,110	25,814	32,087	39,233
应收和应付款项	1,459	1,699	1,905	2,140	2,496	营业成本	(12,240)	(15,489)	(18,336)	(22,691)	(27,515)
短期投资	13,600	11,113	11,141	11,551	12,069	经营费用	(783)	(839)	(1,092)	(1,454)	(1,845)
存货净额	44	44	52	64	78	EBITDA	6,422	8,334	8,586	10,757	13,431
其他流动资产	1,508	1,965	2,493	3,084	3,609	折旧摊销	(855)	(1,265)	(1,684)	(2,258)	(2,959)
<b>流动资产合计</b>	<b>21,234</b>	<b>20,098</b>	<b>22,159</b>	<b>24,330</b>	<b>27,126</b>	息税前利润	4,582	5,782	6,386	7,941	9,873
固定资产	9,036	12,471	14,948	19,023	23,439	利息费用	400	585	524	566	609
无形资产	6,265	6,798	9,081	10,288	11,545	其他营业外收支	604	709	0	0	0
长期投资	2,207	3,109	3,478	3,845	4,212	<b>税前利润</b>	<b>5,586</b>	<b>7,077</b>	<b>6,911</b>	<b>8,508</b>	<b>10,482</b>
其他长期资产	941	2,512	3,297	3,743	4,676	所得税费用	(929)	(1,078)	(1,121)	(1,732)	(2,383)
<b>非流动资产合计</b>	<b>18,449</b>	<b>25,792</b>	<b>30,804</b>	<b>36,899</b>	<b>43,872</b>	权益法下投资收益	(19)	(8)	(8)	(9)	(10)
<b>资产总计</b>	<b>39,683</b>	<b>45,891</b>	<b>52,964</b>	<b>61,229</b>	<b>70,998</b>	Non-GAAP 调整项	(436)	(698)	0	0	0
应付和预收款项	2,308	2,830	3,548	4,641	5,618	<b>调整后净利润</b>	<b>4,201</b>	<b>5,292</b>	<b>5,781</b>	<b>6,766</b>	<b>8,089</b>
其他流动负债	2,834	3,851	4,479	5,043	5,966	少数股东损益	5	(3)	(3)	(3)	(3)
<b>流动负债合计</b>	<b>5,141</b>	<b>6,681</b>	<b>8,027</b>	<b>9,684</b>	<b>11,584</b>	<b>归母净利润</b>	<b>4,196</b>	<b>5,295</b>	<b>5,784</b>	<b>6,769</b>	<b>8,092</b>
递延所得税负债	158	208	208	208	208						
长期应付款	23	0	0	0	0	<b>财务指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
其他长期负债	91	598	798	1,044	1,361	<b>盈利能力</b>					
<b>长期负债合计</b>	<b>272</b>	<b>806</b>	<b>1,006</b>	<b>1,251</b>	<b>1,569</b>	ROE	15.1%	14.6%	14.1%	14.4%	15.0%
<b>负债合计</b>	<b>5,413</b>	<b>7,487</b>	<b>9,033</b>	<b>10,935</b>	<b>13,153</b>	毛利率	30.5%	29.9%	29.0%	29.3%	29.9%
<b>股东权益合计</b>	<b>34,270</b>	<b>38,403</b>	<b>43,931</b>	<b>50,294</b>	<b>57,845</b>	净利率	23.9%	23.9%	22.4%	21.1%	20.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>39,683</b>	<b>45,891</b>	<b>52,964</b>	<b>61,229</b>	<b>70,998</b>	<b>成长能力</b>					
						营业收入增长率	34.8%	25.6%	16.8%	24.3%	22.3%
						营业利润增长率	15.6%	26.1%	11.0%	23.4%	24.5%
						净利润增长率	30.1%	26.0%	9.2%	17.0%	19.5%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	13.6%	16.3%	17.1%	17.9%	18.5%
						流动比	4.13	3.01	2.76	2.51	2.34
						速动比	4.12	3.00	2.75	2.51	2.33
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	5.59	6.75	7.33	8.48	10.06
						BVPS	45.51	48.85	55.55	62.93	71.86
						<b>估值</b>					
						P/E	32.68	27.05	24.92	21.53	18.14
						P/B	4.01	3.74	3.29	2.90	2.54
						P/S	8.12	6.46	5.53	4.45	3.64

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

买入:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性:	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出:	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

## 联系我们

联系地址: 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层  
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

## 机构销售团队:

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕晗屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	18662826262	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售助理	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎越	上海	机构销售助理	19121348206	yanyue@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
张帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓洁	深圳	机构销售助理	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhuzhu@research.xbmail.com.cn
李文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
袁盼峰	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
魏彤	北京	机构销售助理	13120078585	weitong@research.xbmail.com.cn

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本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：91610000719782242D。