

证券研究报告

公司研究

点评报告

中通快递-W (2057. HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

匡培钦 交运行业首席分析师

执业编号: S1500524070004

邮箱: kuangpeiqin@cindasc.com

秦梦鸽 交运行业分析师

执业编号: S1500524110002

邮箱: qinmengge@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦  
B座

邮编: 100031

## 中通快递 2025 年半年报点评：单票成本显著下降，件量增速指引下调

2025 年 8 月 20 日

事件：公司发布 2025 年中期业绩公告，25H1 实现营业收入 227.23 亿元，同比+9.8%，调整后净利润 43.12 亿元，同比-14.3%；其中 Q2 实现营业收入 118.32 亿元，同比+10.3%，调整后净利润 20.53 亿元，同比-26.8%。

### 点评：

#### ◆经营情况：25Q2 公司件量同比+16.5%，份额环比提升 0.6pct

1) 件量方面：25Q2 公司实现快递业务量 98.50 亿件，同比+16.5%，其中，散件业务量保持强劲增长趋势，Q2 同比增长超过 50%。Q2 市场份额约 19.5%，同比-0.1pct，环比+0.6pct，市场份额位居行业第一。上半年累计通达系市场份额排名：中通（19.2%）> 圆通（15.5%）> 韵达（13.3%）> 申通（12.9%）。

2) 价格方面：25Q2 公司单票快递收入为 1.12 元，同比-4.6%（-0.05 元）。单票收入下降一方面受行业竞争加剧影响，另一方面为货物结构变化导致。二季度公司增量激励增加 0.18 元、单票平均重量下降影响 0.05 元、KA 单票提升 0.17 元，综合导致核心快递单票收入下降 0.06 元。

3) 单票成本方面：得益于运营效能显著提升，25Q2 公司单票快递成本约 0.58 元，同比-11.0%（-0.07 元），其中，单票干线运输成本约 0.33 元，同比-15.0%（-0.06 元），单票分拣成本约 0.25 元，同比-5.1%（-0.01 元）。

4) 单票盈利及现金流方面：25Q2 公司单票调整后净利润 0.208 元，同比-37.2%（-0.12 元）；单票调整后归母净利润 0.206 元，同比-38.0%（-0.13 元）；单票经营性现金流 0.220 元，同比-46.5%（-0.19 元）。

#### ◆基于行业环境变化，公司件量增长目标下调为 14%至 18%

根据公司公告表述，当前的经济、竞争及政策环境构成了新格局，2025 年公司全年业务量指引下调为 388 亿件至 401 亿件，对应增速为 14%至 18%（此前为 20%至 24%）。公司将长期坚持“质量为先”的战略重点，打造差异化产品与服务体验，巩固既有优势并为未来构建核心竞争力。

#### ◆快递行业成长空间犹在，关注“反内卷”进展及行业竞争格局变化

一方面，电商快递件量规模扩张增速仍在，直播电商进一步崛起背景下，一方面网购消费渗透率进一步提升，另一方面网购消费行为的下沉化和碎片化推动了单快递包裹实物商品网购额的下行，我们认为快递行业相对上游电商仍有超额成长性。另一方面，在快递行业“反内卷”背景下，广东省率先调整快递底价，此后多地快递行业协会联合呼吁“反内卷”，叠加 9 月 1 日起社保新规实施及快递行业旺季临近，快递行业价格有望继续上涨。建议关注后续行业“反内卷”政策实质性落地进展及行业格局变化。

#### ◆盈利预测及估值

我们预计公司 2025-2027 年公司调整后归母净利润为 92.97 亿元、108.81 亿元和 127.82 亿元，同比-7.77%、+17.04%和+17.48%。中通快递是国内加盟制电商快递龙头，单票盈利及现金流领先，凭借自身规模、资产及管理

优势有望实现件量及利润稳健增长，维持“买入”评级。

◆**风险因素：**实物商品网购需求不及预期；电商快递价格竞争恶化；末端加盟商稳定性下降。

| 重要财务指标           | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元)       | 38,419 | 44,281 | 47,219 | 52,378 | 59,522 |
| 增长率 YoY %        | 8.60%  | 15.26% | 6.64%  | 10.92% | 13.64% |
| 调整后归属母公司净利润(百万元) | 9,000  | 10,080 | 9,297  | 10,881 | 12,782 |
| 增长率 YoY%         | 29.40% | 12.00% | -7.77% | 17.04% | 17.48% |
| 毛利率%             | 30.36% | 30.98% | 28.47% | 30.31% | 31.72% |
| 净资产收益率ROE%       | 14.63% | 14.21% | 12.02% | 13.25% | 14.50% |
| EPS(摊薄)(元)       | 10.83  | 10.95  | 9.99   | 11.96  | 14.32  |
| 市盈率 P/E(倍)       | 13.76  | 12.71  | 14.25  | 11.90  | 9.94   |
| 市净率 P/B(倍)       | 2.03   | 1.82   | 1.71   | 1.58   | 1.44   |

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 20 日收盘价

注：预测口径为调整后归母净利润

| 资产负债表            |        |         |         |         |
|------------------|--------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元           |        |         |         |         |
| 会计年度             | 2024A  | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
| <b>流动资产</b>      | 30,354 | 31,359  | 34,735  | 40,420  |
| 现金               | 13,531 | 12,305  | 13,254  | 16,353  |
| 应收账款及票据          | 1,504  | 1,603   | 1,779   | 2,021   |
| 存货               | 39     | 43      | 46      | 51      |
| 其他               | 15,280 | 17,407  | 19,657  | 21,994  |
| <b>非流动资产</b>     | 61,987 | 69,030  | 75,090  | 80,367  |
| 固定资产             | 33,915 | 36,224  | 37,826  | 38,794  |
| 无形资产             | 4,825  | 4,729   | 4,637   | 4,547   |
| 其他               | 23,246 | 28,077  | 32,627  | 37,027  |
| <b>资产总计</b>      | 92,340 | 100,389 | 109,825 | 120,787 |
| <b>流动负债</b>      | 28,273 | 31,431  | 34,802  | 38,592  |
| 短期借款             | 16,784 | 19,084  | 21,184  | 23,184  |
| 应付账款及票据          | 2,463  | 2,722   | 2,942   | 3,276   |
| 其他               | 9,026  | 9,625   | 10,676  | 12,133  |
| <b>非流动负债</b>     | 1,392  | 1,430   | 1,680   | 1,880   |
| 长期债务             | 0      | 300     | 550     | 750     |
| 其他               | 1,392  | 1,130   | 1,130   | 1,130   |
| <b>负债合计</b>      | 29,665 | 32,861  | 36,483  | 40,472  |
| 普通股股本            | 1      | 1       | 1       | 1       |
| 储备               | 63,488 | 68,276  | 74,015  | 80,894  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 62,062 | 66,850  | 72,589  | 79,468  |
| 少数股东权益           | 612    | 677     | 754     | 847     |
| <b>股东权益合计</b>    | 62,675 | 67,527  | 73,343  | 80,315  |
| 负债和股东权益          | 92,340 | 100,389 | 109,825 | 120,787 |

| 重要财务指标   |        |        |        |        |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元   |        |        |        |        |
| 会计年度     | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 营业收入     | 44,281 | 47,219 | 52,378 | 59,522 |
| YOY      | 15.26% | 6.64%  | 10.92% | 13.64% |
| 调整后归母净利润 | 10,080 | 9,297  | 10,881 | 12,782 |
| YOY      | 12.00% | -7.77% | 17.04% | 17.48% |
| EPS      | 10.95  | 9.99   | 11.96  | 14.32  |
| P/E      | 12.71  | 14.25  | 11.90  | 9.94   |

| 利润表             |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元          |        |        |        |        |
| 会计年度            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 营业收入            | 44,281 | 47,219 | 52,378 | 59,522 |
| 其他收入            | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>营业成本</b>     | 30,564 | 33,776 | 36,503 | 40,642 |
| 销售费用            | 2,690  | 3,116  | 3,457  | 3,928  |
| 管理费用            | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 研发费用            | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 财务费用            | -656   | 122    | 242    | 321    |
| <b>除税前溢利</b>    | 11,733 | 10,691 | 12,799 | 15,329 |
| 所得税             | 2,845  | 2,593  | 3,104  | 3,717  |
| <b>净利润</b>      | 8,888  | 8,098  | 9,695  | 11,612 |
| 少数股东损益          | 71     | 64     | 77     | 92     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 8,817  | 8,034  | 9,618  | 11,519 |
| <b>调整后归母净利润</b> | 10,080 | 9,297  | 10,881 | 12,782 |
| EBIT            | 11,077 | 10,813 | 13,041 | 15,650 |
| EBITDA          | 13,953 | 14,650 | 17,081 | 19,823 |
| EPS (元)         | 10.95  | 9.99   | 11.96  | 14.32  |

| 现金流量表          |        |         |         |         |
|----------------|--------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元         |        |         |         |         |
| 会计年度           | 2024A  | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
| <b>经营活动现金流</b> | 11,429 | 12,502  | 14,282  | 16,509  |
| 净利润            | 8,817  | 8,034   | 9,618   | 11,519  |
| 少数股东权益         | 71     | 64      | 77      | 92      |
| 折旧摊销           | 2,875  | 3,837   | 4,040   | 4,172   |
| 营运资金变动及其他      | -333   | 566     | 547     | 725     |
| <b>投资活动现金流</b> | -5,981 | -12,357 | -10,977 | -10,051 |
| 资本支出           | -6,670 | -6,050  | -5,550  | -5,050  |
| 其他投资           | 689    | -6,307  | -5,427  | -5,001  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -4,995 | -1,338  | -2,324  | -3,328  |
| 借款增加           | 2,354  | 2,600   | 2,350   | 2,200   |
| 普通股增加          | -1,006 | 0       | 0       | 0       |
| 已付股利           | -2,073 | -3,938  | -4,674  | -5,528  |
| 其他             | -4,271 | 0       | 0       | 0       |
| <b>现金净增加额</b>  | 480    | -1,226  | 949     | 3,099   |

## 研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，曾担任多家省交投外部评审委员及央视财经外部评论员，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

黄安，现任信达证券交运分析师，香港中文大学金融学硕士，先后就职于长城证券研究所、浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责海运、港口、危化品运输等行业的研究。

陈依晗，现任信达证券交运研究员，对外经贸大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责航空、机场等行业的研究。

秦梦鸽，现任信达证券交运分析师，上海财经大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2024年加入信达，主要负责快递、物流、公路等行业的研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                               | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---------------------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                         | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                         | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；  | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                         | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。