



# 中通快递-W (02057.HK): 反内卷带动公司盈利水平修复

2025 年 11 月 26 日

强烈推荐/维持

中通快递-W

公司报告

**事件:** 公司发布 2025 三季报, Q3 单季公司完成业务量 95.73 亿件, 同比增长 9.8%, 市场份额下降 0.6pct 至 19.4%。公司 Q3 调整后净利润 25.06 亿元, 同比增长 5.0%。

**基于行业件量增速整体下降, 公司略微下调业务量指引:** Q3 公司业务量增速为 9.8%, 低于行业均值的 13.3%, 市场份额下降 0.6 pct 至 19.4%。三季度行业反内卷趋势逐渐成型, 推动行业从数量竞争转向高质量发展, 由于以价换量受到遏制, 行业件量增速呈下降趋势。此外, 今年双十一行业件量略低于预期, 行业件量增速从 9 月的 12.7% 降至 10 月的 7.9%, 降幅较为明显。公司基于行业趋势变化, 下调了中报给出的业务指引至全年 382-387 亿件, 对应同比增速 12.3%-13.8% (原指引为 388-401 亿件, 对应业务量同比增长 14%-18%), 对应 Q4 单季业务量增速 5.9%-11.1%。

**反内卷带动单票收入同比转正:** 公司 Q3 单票收入同比增长 0.02 元 (1.7%) 至 1.21 元/票, 相比于 Q1 和 Q2 的分别同比下降 7.8% 和 4.6%, 收入端有一定改善。从收入结构上看, 单票激励增加导致单票收入下降 0.14 元、单票平均重量下降导致单票收入下降 0.02 元, 而单票收入提升的因素主要是 KA 客户占比提升, 导致单票收入提升 0.18 元。虽然单票激励同比依旧有明显提升, 但相比 Q2 的同比增长 0.18 元, Q3 的增长 0.14 元环比看确有下降, 三季度的反内卷对公司单票收入带来了较为积极的影响。

**单票核心成本同比下降 0.04 元:** 25Q3 公司单票成本 0.91 元, 同比 24Q3 增长 11.5%, 其中单票核心成本 (运输+分拣) 同比下降 0.04 元, 单票其他成本提升 0.15 元。核心成本方面, Q3 单票运输成本由去年同期的 0.39 元降至 0.34 元, 单票分拣成本维持 0.25 元不变。

公司散件保持了强劲的增长势头, 同比增长超 50%, 带动单票收入与其他成本大幅增长。散件业务提升单票收入约 0.18 元, 提升单票成本 0.15 元, 整体看对公司业务形成贡献。

**单票盈利开始修复, 四季度有望继续回升:** Q3 公司单票盈利水平环比有所回升, 单票调整后净利润由 Q2 的 0.21 元提升至 Q3 的 0.26 元。随着行业反内卷的环境成型, 公司调整业务量指引, 将战略重心转向质量优先, 我们预计四季度行业与公司件量增速会有所下降, 但单票盈利水平会继续回升。

**盈利预测与估值建议:** 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 90.6、102.2 与 115.3 亿, 对应 PE 分别为 13.0X、11.5X 和 10.2X。公司作为通达系龙头的地位稳固, 能够在价格战中维持相对稳定的盈利水平, 具备较强的安全边际。我们维持公司 “强烈推荐” 评级。

**风险提示:** 行业政策出现重大变化、反内卷力度不及预期、宏观经济增速下滑。

## 公司简介:

中通快递是一家集快递、物流、电商、印务于一体的大型集团公司。公司通过全国网络等增值服务提供相应的快递服务, 其运营模式为高度可扩展的网络合作伙伴模式。服务项目有国内快递、国际快递、物流配送与仓储等, 提供 “门到门” 服务和限时 (当天件、次晨达、次日达等) 服务, 同时开展电子商务配送、代收货款、签单返回、到付、代取件、区域时效件等增值业务

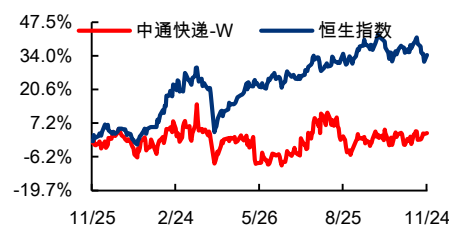
资料来源: 公司官网, 同花顺

## 交易数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 52 周股价区间 (港元) | 172.2-132.9   |
| 总市值 (亿港元)     | 1,192.62      |
| 流通市值 (亿港元)    | 884.7         |
| 总股本/流通股数 (万股) | 79,827/59,217 |
| A 股/B 股 (万股)  | -/-           |
| 52 周日均换手率     | 0.373         |

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师: 曹奕丰

021-25102904

caoyf\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050005

## 财务指标预测

| 指标          | 2023A     | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元)  | 38,418.92 | 44,280.72 | 48,773.52 | 54,040.89 | 59,534.89 |
| 增长率 (%)     | 8.60%     | 15.26%    | 10.15%    | 10.80%    | 10.17%    |
| 归母净利润 (百万元) | 8,749.00  | 8,816.84  | 9,061.99  | 10,221.79 | 11,529.87 |
| 增长率 (%)     | 28.49%    | 0.78%     | 2.78%     | 12.80%    | 12.80%    |
| 净资产收益率 (%)  | 14.63%    | 14.21%    | 15.24%    | 15.58%    | 15.90%    |
| 每股收益 (元)    | 10.83     | 10.95     | 11.15     | 12.57     | 14.18     |
| PE          | 13.40     | 13.26     | 13.02     | 11.54     | 10.23     |
| PB          | 1.98      | 1.90      | 1.98      | 1.80      | 1.63      |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

**附表：公司盈利预测表**

| 资产负债表           |       |       | 单位:百万元 |       |        | 利润表            |        |        | 单位:百万元 |        |        |
|-----------------|-------|-------|--------|-------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                 | 2023A | 2024A | 2025E  | 2026E | 2027E  |                | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| <b>流动资产合计</b>   | 26954 | 30354 | 32101  | 33247 | 36676  | <b>营业收入</b>    | 38419  | 44281  | 48774  | 54041  | 59535  |
| 货币资金            | 12334 | 13465 | 14632  | 15131 | 17859  | <b>营业成本</b>    | 26756  | 30564  | 36040  | 39888  | 43637  |
| 应收账款            | 573   | 1504  | 1656   | 1835  | 2022   | 营业税金及附加        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他应收款           | 3174  | 3448  | 3798   | 4208  | 4635   | 营业费用           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 预付款项            | 0     | 0     | 0      | 0     | 0      | 管理费用           | 1823   | 2057   | 2120   | 2187   | 2260   |
| 存货              | 28    | 39    | 99     | 109   | 120    | 财务费用           | -511   | -638   | -625   | -769   | -789   |
| 其他流动资产          | 5136  | 5753  | 5466   | 5193  | 4933   | 研发费用           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>非流动资产合计</b>  | 61512 | 61987 | 63638  | 64383 | 64357  | 资产减值损失         | 0      | 26     | 0      | 0      | 0      |
| 长期股权投资          | 0     | 0     | 0      | 0     | 0      | 公允价值变动收益       | 53     | 46     | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产            | 32181 | 33915 | 36187  | 37603 | 38200  | 投资净收益          | -32    | 6      | 0      | 0      | 0      |
| 无形资产            | 6333  | 6754  | 6824   | 6792  | 6762   | 加：其他收益         | 771    | 750    | 787    | 827    | 868    |
| 其他非流动资产         | 7731  | 13963 | 13265  | 12601 | 11971  | <b>营业利润</b>    | 10689  | 11676  | 12026  | 13562  | 15295  |
| <b>资产总计</b>     | 88465 | 92340 | 95739  | 97629 | 101033 | 营业外收入          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>流动负债合计</b>   | 20061 | 28273 | 25973  | 21592 | 17928  | 营业外支出          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 短期借款            | 7766  | 16784 | 8790   | 4050  | 0      | <b>利润总额</b>    | 10689  | 11676  | 12026  | 13562  | 15295  |
| 应付账款            | 2557  | 2463  | 2865   | 3171  | 3469   | 所得税            | 1939   | 2845   | 2886   | 3255   | 3671   |
| 预收款项            | 0     | 0     | 0      | 0     | 0      | <b>净利润</b>     | 8754   | 8888   | 9140   | 10307  | 11624  |
| 一年内到期的非流动负债     | 0     | 0     | 0      | 0     | 0      | 少数股东损益         | 5      | 71     | 78     | 86     | 94     |
| <b>非流动负债合计</b>  | 8124  | 1392  | 1576   | 1629  | 1685   | 归属母公司净利润       | 8749   | 8817   | 9062   | 10222  | 11530  |
| 长期借款            | 7030  | 0     | 0      | 0     | 0      | <b>主要财务比率</b>  |        |        |        |        |        |
| 应付债券            | 0     | 0     | 0      | 0     | 0      |                |        |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>     | 28185 | 29665 | 27549  | 23221 | 19612  | <b>成长能力</b>    | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 少数股东权益          | 479   | 612   | 690    | 776   | 870    | 营业收入增长         | 8.60%  | 15.26% | 10.15% | 10.80% | 10.17% |
| 实收资本（或股本）       | 815   | 813   | 813    | 813   | 813    | 营业利润增长         | 28.99% | 9.23%  | 3.00%  | 12.77% | 12.77% |
| 资本公积            | 0     | 0     | 0      | 0     | 0      | 归属于母公司净利润增长    | 28.49% | 0.78%  | 2.78%  | 12.80% | 12.80% |
| 未分配利润           | 47829 | 53219 | 58656  | 64789 | 71707  | <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权益合计     | 59802 | 62062 | 59469  | 65602 | 72520  | 毛利率(%)         | 30.36% | 30.98% | 26.11% | 26.19% | 26.70% |
| <b>负债和所有者权益</b> | 88465 | 92340 | 95739  | 97629 | 101033 | 净利率(%)         | 22.79% | 20.07% | 18.74% | 19.07% | 19.52% |
| <b>现金流量表</b>    |       |       |        |       |        | 总资产净利润(%)      | 9.89%  | 9.55%  | 9.47%  | 10.47% | 11.41% |
|                 |       |       |        |       |        | ROE(%)         | 14.63% | 14.21% | 15.24% | 15.58% | 15.90% |
| <b>经营活动现金流</b>  | 13361 | 11429 | 16636  | 12607 | 14187  | <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 净利润             | 8754  | 8888  | 9140   | 10307 | 11624  | 资产负债率(%)       | 32%    | 32%    | 29%    | 24%    | 19%    |
| 折旧摊销            | 2222  | 2671  | 2858   | 3216  | 3533   | 流动比率           | 1.34   | 1.07   | 1.24   | 1.54   | 2.05   |
| 财务费用            | -511  | -638  | -625   | -769  | -789   | 速动比率           | 1.34   | 1.07   | 1.23   | 1.53   | 2.04   |
| 应收账款减少          | 246   | -931  | -153   | -179  | -187   | <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 预收账款增加          | 0     | 0     | 0      | 0     | 0      | 总资产周转率         | 0.46   | 0.49   | 0.52   | 0.56   | 0.60   |
| <b>投资活动现金流</b>  | 13361 | -5981 | -4476  | -4049 | -3587  | 应收账款周转率        | 55.22  | 42.65  | 30.87  | 30.96  | 30.87  |
| 公允价值变动收益        | 53    | 46    | 0      | 0     | 0      | 应付账款周转率        | 15.49  | 17.64  | 18.31  | 17.91  | 17.93  |
| 长期投资减少          | 0     | 0     | 0      | 0     | 0      | <b>每股指标（元）</b> |        |        |        |        |        |
| 投资收益            | -32   | 6     | 0      | 0     | 0      | 每股收益(最新摊薄)     | 10.83  | 10.95  | 11.15  | 12.57  | 14.18  |
| <b>筹资活动现金流</b>  | -770  | -4995 | -10994 | -8059 | -7872  | 每股净现金流(最新摊薄)   | 0.42   | 0.56   | 1.44   | 0.61   | 3.36   |
| 应付债券增加          | 0     | 0     | 0      | 0     | 0      | 每股净资产(最新摊薄)    | 73.35  | 76.35  | 73.16  | 80.70  | 89.21  |
| 长期借款增加          | 241   | -7030 | 0      | 0     | 0      | <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 普通股增加           | 7     | -2    | 0      | 0     | 0      | P/E            | 13.40  | 13.26  | 13.02  | 11.54  | 10.23  |
| 资本公积增加          | 0     | 0     | 0      | 0     | 0      | P/B            | 1.98   | 1.90   | 1.98   | 1.80   | 1.63   |
| <b>现金净增加额</b>   | 25952 | 454   | 1167   | 499   | 2728   | EV/EBITDA      | 9.74   | 8.85   | 7.87   | 6.68   | 5.55   |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

| 报告类型   | 标题                                            | 日期         |
|--------|-----------------------------------------------|------------|
| 行业普通报告 | 快递 10 月数据点评: 件量增速降至较低水平, 双十一热度略低预期            | 2025-11-21 |
| 行业普通报告 | 航空机场 10 月数据点评: 行业供需关系整体向好, 客座率继续提升            | 2025-11-18 |
| 行业深度报告 | 航空业三季报综述: 客座率维持较高水平, 燃油成本下降利好航司业绩             | 2025-11-06 |
| 行业普通报告 | 快递 9 月数据点评: 通达系单票收入继续回升                       | 2025-10-24 |
| 行业普通报告 | 航空机场 9 月数据点评: 客座率整体维持较高水平, 国际线同比提升明显          | 2025-10-17 |
| 行业深度报告 | 高速公路: 高股息个股超跌或带来配置机会                          | 2025-09-24 |
| 行业普通报告 | 快递 8 月数据点评: 反内卷遏制以价换量, 通达系单票收入明显回升            | 2025-09-22 |
| 行业普通报告 | 航空机场 8 月数据点评: 供给低增长, 客座率环比改善                  | 2025-09-17 |
| 公司普通报告 | 中通快递-W (02057.HK): 价格竞争导致 Q2 盈利承压, 下半年有望逐步修复  | 2025-09-12 |
| 公司普通报告 | 中通快递-W (02057.HK): 价格战导致收入端承压, 份额增长依旧是经营重心    | 2025-05-22 |
| 公司普通报告 | 中通快递-W (02057.HK): 散件增长带动单票收入提升, 25 年重心重回份额增长 | 2025-03-24 |
| 公司普通报告 | 中通快递-W (02057.HK): 散客业务高增长, 核心成本持续优化          | 2024-11-22 |
| 公司普通报告 | 中通快递-W (02057.HK): 持续提升收入质量, 单票盈利表现优异         | 2024-08-22 |

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，9 年投资研究经验，2015-2018 年就职于广发证券发展研究中心，2019 年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (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)：以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (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)：以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526