

中通快递-W (02057.HK)

坚持量质并举，长期价值凸显

优于大市

核心观点

行业发展复盘：快递需求增长从高速迈向稳健，行业竞争回归理性。1) 2010年后随着电商爆发带动快递包裹需求高速增长，我国快递业务量自2010年的23.4亿件增长至2025年的1990亿件，年复合增速达到34.5%，我国快递需求增长韧性一直很强，直到2025年下半年由于受到快递反内卷提价和电商征税影响，件量增速才快速掉落到个位数。2) 2010年后，民营快递迎来发展风口，快递服务商开始跑马圈地；2016-2020年，第一梯队快递龙头陆续上市，快递竞争格局加速出清；2021年-2025年，在反内卷及高质量发展的政策背景下，龙头价格竞争虽有反复，但整体控制在合理范围内。

公司发展复盘：中通快递依托创新模式、前瞻布局以及不犯错，在行业竞争长跑中脱颖而出。1) 2005年，公司是第一个开通跨省际网络班车的民营快递企业；2) 2007年，公司出于平衡网络利益分配的考虑，率先提出“无偿派费”转变为“有偿派费”模式；3) 2010年公司率先开始推行股份制改革，多个利益主体向共同利益主体转变；4) 2010年以后，公司在干线车辆、自动化设备、转运中心等资源投入上一直遥遥领先。得益于上述领先的模式创新以及战略布局，中通快递最终在2016年件量和利润规模均成为行业第一，自此以后公司形成了“规模-成本-利润-质量”多维度的良性循环，竞争壁垒持续加深。

公司看点：龙头优势回归，长期投资价值显著。1) 中通快递竞争优势依然显著，我们认为核心竞争力主要体现在市场份额领先、网络经营能力领先、具有品牌溢价、加盟商稳定性更强以及资金实力雄厚。2) 中短期来看，由于中通将坚持“量质并举”策略，且反内卷快递提价以及电商征税导致低价包裹减少，快递行业需求结构有所优化，中通市场份额有望实现持续提升，从而推动行业竞争格局进一步优化。3) 中长期来看，快递行业竞争格局稳定后，中通有望进一步打造多元化服务体系，盈利能力有望实现提升。

盈利预测与估值：考虑价格竞争影响，我们小幅调整了公司盈利预测，预计中通快递2025-2027年归母净利润94.8/105.9/117.8亿元（25-27年调整幅度分别为-8.0%/-10.3%/-12.7%），同比+7.5%/+11.7%/+11.2%。公司中长期成长逻辑有望开始兑现，现阶段公司股价和估值仍然处于底部，公司中长期投资价值凸显，维持公司“优于大市”评级，现在股价对应26-27年EPS的PE估值分别为12X、11X。

风险提示：电商快递需求低于预期，行业价格竞争加剧。

盈利预测和财务指标

	2022	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	38,419	44,281	48,842	53,482	57,760
(+/-%)	8.6%	15.3%	10.3%	9.5%	8.0%
净利润(百万元)	8749	8817	9482	10594	11777
(+/-%)	28.5%	0.8%	7.5%	11.7%	11.2%
每股收益(元)	11.00	11.08	11.92	13.32	14.80
EBIT Margin	24.0%	24.9%	20.7%	21.5%	22.3%
净资产收益率 (ROE)	14.6%	14.2%	14.0%	14.3%	14.5%
市盈率 (PE)	14.7	14.6	13.6	12.1	10.9
EV/EBITDA	13.8	12.1	12.5	11.1	10.0
市净率 (PB)	2.15	2.07	1.90	1.73	1.58

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

交通运输·物流

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	199.00 - 214.00 港元
收盘价	172.10 港元
总市值/流通市值	136910/101441 百万港元
52周最高价/最低价	182.70/121.75 港元
近3个月日均成交额	247.54 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中通快递-W (02057.HK) - 回归份额优先策略，持续夯实领先优势》——2025-03-20
- 《中通快递-W (02057.HK) - 专注平衡增长策略，经营业绩表现稳健》——2024-08-21
- 《中通快递-SW (02057.HK) - 平衡质量、规模与盈利，中长期投资价值凸显》——2024-05-17

内容目录

公司概况：国内领先的快递服务龙头	5
后发先至，国内领先的快递服务龙头	5
收入利润增长稳健，盈利能力优秀	6
历史复盘：运筹帷幄，决胜千里	8
行业需求：快递件量增长从高速逐步迈向稳健	8
竞争格局：价格竞争逐步回归理性，竞争格局尚未稳固	10
公司成长路径：把握机遇，战略前瞻，良性循环	14
公司在美股资本市场的股价表现回溯	21
未来战略：整装待发，重夺份额，龙头回归	22
行业从成长期步入成熟期，需求增速开始快速回落	22
同质化竞争严重，价格战阶段性反复	23
公司看点：坚持量质并举，长期价值凸显	24
盈利预测、估值与投资建议：	27
假设前提与盈利预测结果	27
相对估值：目标价 199-214 港币	28
投资建议：“优于大市”评级	29
风险提示	30
附表：财务预测与估值	31

图表目录

图 1: 中通快递历史沿革	5
图 2: 中通快递在行业中所处赛道	6
图 3: 中通快递股权结构	6
图 4: 中通快递的营业收入及同比增速	7
图 5: 中通快递归母净利润及同比增速	7
图 6: 中通快递毛利率和净利率表现	7
图 7: 中通快递 ROE 表现	7
图 8: 中通快递经营性净现金流表现 (亿元)	8
图 9: 中通快递资产负债率表现	8
图 10: 我国电商渗透率弯道超车成为全球第一	9
图 11: 我国电商销售规模成为全球第一 (2024 年, 亿美元)	9
图 12: 我国主流电商平台国内 GMV 的增长趋势 (万亿元)	9
图 13: 我国快递行业件量及增速	9
图 14: 电商包裹是我国快递需求增长的主要驱动力 (亿件)	10
图 15: 2022 年中国快递件量规模在全球范围内遥遥领先 (亿件)	10
图 16: 中通快递加盟制的经营模式	10
图 17: 2020 年我国快递行业单价下降加速	12
图 18: 2020 年以前我国快递行业 CR8 集中度指数快速提升	12
图 19: 2021 年至今快递行业单价下降趋势 (元)	13
图 20: A 股通达系上市公司月度单票价格同比变化	13
图 21: 通达系各家的单票快递净利变化趋势 (元)	13
图 22: 快递主流玩家资本开支合计规模及快递行业件量增速的变化趋势	14
图 23: 中通快递加盟网络运营模式	15
图 24: 我国快递行业揽件端的区域件量占比不均衡	15
图 25: 我国快递行业揽件端件量区域集中度较高 (件量占比)	15
图 26: 2017 年我国快递龙头的转运中心自营比例对比	16
图 27: 2018 年我国快递龙头的干线车辆自营比例对比	16
图 28: 2017 年我国快递龙头的运输工具原值对比 (亿元)	16
图 29: 2017 年我国快递龙头的机器设备原值对比 (亿元)	16
图 30: 2017 年我国快递龙头的业务量对比 (亿件)	17
图 31: 2017 年我国快递龙头的归母净利润对比 (亿元)	17
图 32: 2014-2025 年通达免资本开支变化趋势 (亿元)	18
图 33: 2020-2024 年期间快递龙头的累计资本开支对比 (亿元)	18
图 34: 2017-2024 年快递龙头的运输工具资产原值对比 (亿元)	18
图 35: 2017-2024 年快递龙头的机器设备资产原值对比 (亿元)	18
图 36: 2017-2024 年快递龙头的房屋及建筑物原值对比 (亿元)	18
图 37: 2017-2024 年快递龙头的土地使用权原值对比 (亿元)	19

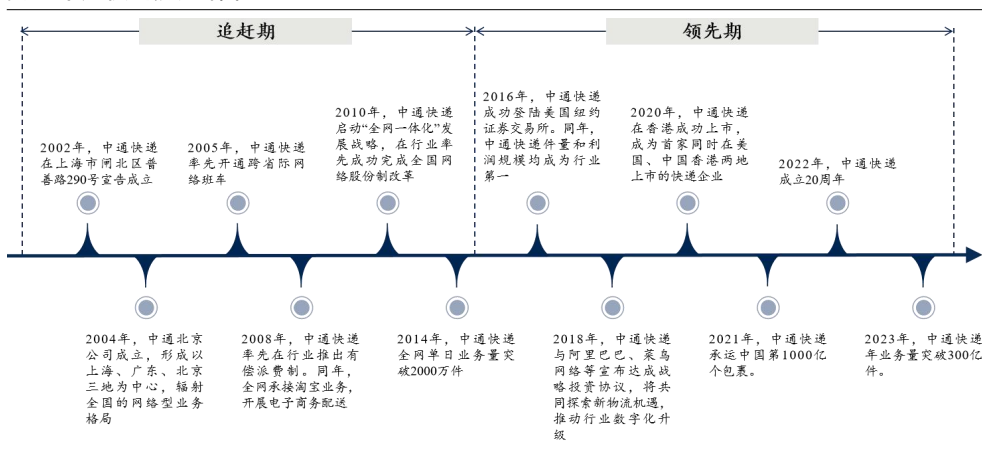
图 38: 2017-2024 年快递龙头平均单个加盟商处理件量规模对比 (万件)	19
图 39: 快递企业单票核心成本随着业务规模增长持续下降	19
图 40: 2014-2024 年通达系快递企业单票核心成本变化趋势 (元)	19
图 41: 2018-2025 年通达免季度市场份额变化趋势	20
图 42: 中通快递美股上市以来股价表现及回溯	22
图 43: 快递行业月度件量及增速 (亿件)	22
图 44: 快递行业周度件量及增速 (万件)	22
图 45: 中通快递 2016 年至 2025 年前三季度单票快递价格及同比	23
图 46: 圆通、申通及韵达 2016 年至 2025 年前三季度单票快递价格及同比	23
图 47: 通达免历年市场份额对比	24
图 48: 通达系历年归母净利润对比 (亿元)	24
图 49: 通达系历年固定资产净值对比 (亿元)	25
图 50: 通达系应收账款周转率对比	25
图 51: 通达系应付账款周转率对比	25
图 52: 通达系历年单票归母净利对比 (元)	25
图 53: 全国、义乌和广东省的份额分布对比	26
图 54: 通达免历年可用流动资金规模对比 (亿元)	26
图 55: 中通集团生态链	27
图 56: 中通快递港股 PE 变化趋势	29
表 1: 2000-2016 年我国成立了大量的快递服务商	10
表 2: 第一梯队快递公司上市融资日期及金额	11
表 3: 截至 2020 年底, 我国二线快递开始逐步退出市场竞争	11
表 4: 2021 年关于规范快递竞争和保障快递小哥、外卖小哥权益的监管措施及政策	12
表 5: 中通快递融资历程	17
表 6: 2020 年 10 家快递服务品牌主要时限指标排名表现	20
表 7: 竞争格局出清后的假设下中通快递的利润弹性测算	26
表 8: 中通快递收入、成本和核心数据预测	28
表 9: 同类公司估值比较	29

公司概况：国内领先的快递服务龙头

后发先至，国内领先的快递服务龙头

中通快递成立于2002年5月8日，通过加盟商网络合作模式，为客户提供快递服务及其他增值服务。作为“三通一达”中成立最晚的企业，中通快递通过在行业内率先开通跨省际网络班车、实施并完善有偿派送机制、优化二级中转费结算体系、推出全国网络股份制等政策，快速发展并赶超同行。经过20余年的发展，公司已经成为国内业务量、服务质量领先的快递行业龙头企业。2016年10月27日，中通快递成功在美国纽约证券交易所上市，成为继2014年阿里巴巴赴美上市以来最大规模的中国企业赴美IPO；2020年9月29日，中通快递在香港成功上市，成为首家同时在美国、中国香港两地上市的快递企业；2023年5月1日，中通快递在香港联交所的第二上市地位转为主要上市地位；2024年3月1日，中通快递被纳入“港股通”名单，正式成为港股通投资标的。

图1：中通快递历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

中通快递立足中低端快递赛道，业务主要以电商快递为主。公路货运行业根据货物重量和服务模式的不同，可以分为快递、快运、专线和整车等细分市场。快递行业主要处理单票重量在3kg以下的小件、轻量级货物，强调快速配送和广泛覆盖，通常具有较高的利润率；快运则针对单票重量在20-500kg的货物，提供比快递稍慢但成本较低的服务；专线运输专注于某个区域内的固定路线运输，适合单票重量20kg-3t的重货货物的运输，往往时效慢但价格便宜；整车运输则涉及占用整个车辆，单票重量往往在3t以上的货物运输，市场规模大但利润率较低。

在快递行业中，根据服务品质和运输货品的差异，又可细分为中高端和中低端市场。中低端市场主要面向价格敏感型客户，提供基础的及时送达和货物追踪服务，三通一达和极兔占据这一领域大部分市场；中高端市场则提供更快速、更个性化的服务，如次日达、冷链运输等，顺丰、京东物流和EMS等企业在这一领域占据绝对优势，通过高质量服务吸引对服务有更高要求的客户。

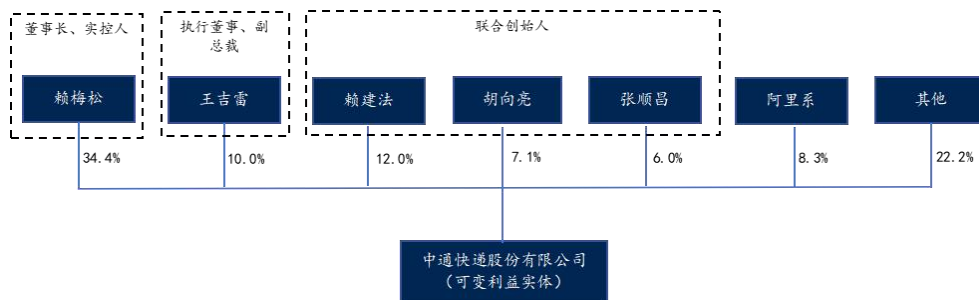
图2：中通快递在行业中所处赛道



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

中通采用同股不同权结构，实控人持股比例相对较低，但拥有绝对话语权。截至2024年底，赖梅松、赖建法、王吉雷、胡向亮、张顺昌、滕建英、商学兵等人分别持有中通快递的34.4%、12.0%、10.0%、7.1%、6.0%、5.0%、4.4%股权，阿里巴巴集团持股比例约8.3%。中通快递采用同股不同权机制，公司股本包括A类普通股和B类普通股，其中每股A类普通股赋予持有人行使一票投票权，而每股B类普通股赋予持有人行使十票投票权，截至2024年底，创始人赖梅松先生持有公司普通股比重约34%，但占公司总投票权比重为77.5%，为公司实际控制人。

图3：中通快递股权结构



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

收入利润增长稳健，盈利能力优秀

近年来，公司收入维持稳健增长，受价格战影响净利润增长有所波动。2014-2019年是行业快速成长期，公司营业收入由39.0亿元增长到221.1亿元，期间CAGR为41.5%，归母净利润也由4.1亿元增长至56.7亿元，期间CAGR达到69%。2020年行业价格竞争加剧后，公司营收和利润增速均有所放缓，2024年公司实

现主营业务收入 442.8 亿元，2019-2024 年期间 CAGR 为 14.9%，2024 年公司实现归母净利润 88.2 亿元，2019-2024 年期间 CAGR 为 9.2%。

图4：中通快递的营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：中通快递归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

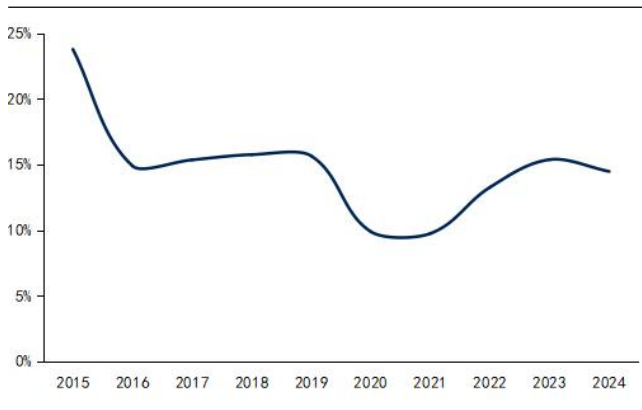
2019 年以前盈利能力维持在较高水平，2020 年以后价格战导致盈利能力有所波动。2019 年以前，我国快递行业竞争相对良性，中通快递毛利率基本能稳定在 30% 以上，净利率能稳定在 20% 以上，2020 年以后由于龙头竞争白热化、价格战不断反复，中通快递盈利能力波动显著加大，2024 年中通快递毛利率和净利率分别为 31.0% 和 20.1%。剔除 2020 年和 2021 年恶性价格战影响的两年，公司 ROE 基本都稳定在 15% 左右的较高水平。

图6：中通快递毛利率和净利率表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

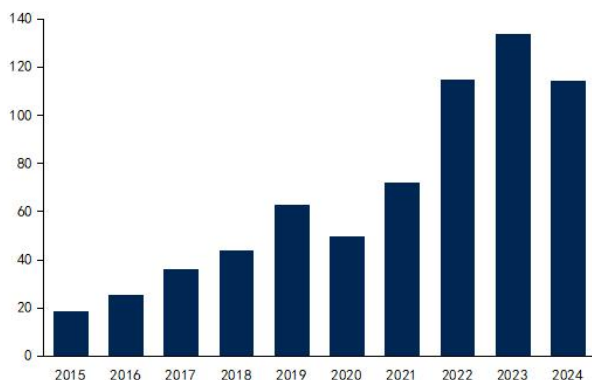
图7：中通快递 ROE 表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

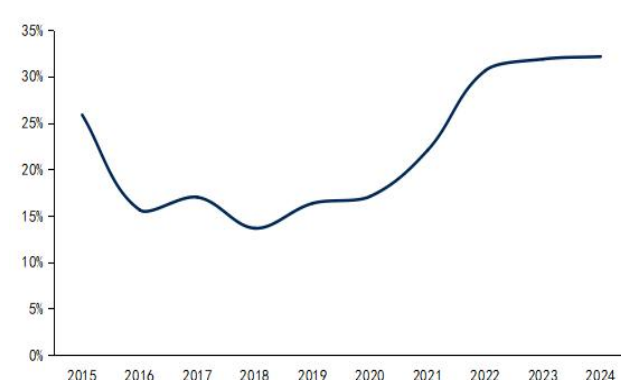
中通快递现金流充沛且负债率低。1) 由于快递公司盈利情况优异、规模效应强、对上下游议价能力较强，公司应收账款周转率一直明显高于应付账款周转率，公司经营性现金流表现亮眼，2022 年以来经营性净现金流规模一直在 100 亿以上，且账上可用流动资金（货币资金+受限制资金+短期投资）也非常充沛，截至 2025 年 6 月，公司可用流动资金达到 265.4 亿元。2) 公司资产负债率一直较低，2024 年公司的资产负债率为 32%，充沛的现金流使公司保持优秀的偿债能力。

图8: 中通快递经营性净现金流表现 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 中通快递资产负债率表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

历史复盘：运筹帷幄，决胜千里

行业需求：快递件量增长从高速逐步迈向稳健

2009 年以前：需求以商务件为主，服务商以邮政快递为主

我国现代快递业的真正起步阶段是在 20 世纪 70 年代末至 90 年代初。1978 年中国实行改革开放政策后，经济发展速度加快，国际贸易往来频繁，国内及国际快递业务剧增。1979 年我国第一家快递企业——中国对外贸易运输公司成立。中国邮政先后于 1980 年、1984 年开办了国际、国内特快专递业务，开中国大陆快递业之先河。1980 年中国邮政还开办了全球邮政特快专递业务 (EMS)，随后国际快递巨头也纷纷通过合资、委托代理等方式进入中国市场。

顺应需求，民营企业于 90 年代开始进入快递行业。1986 年颁布的《邮政法》规定：“信件和其他具有信件性质的物品寄递业务由邮政企业专营，但是国务院另有规定的除外”。但随着市场经济进一步发展，邮政企业已经无法满足外贸行业对报关材料、样品等快递传递的需求，民营快递企业因此迅速崛起。20 世纪 90 年代初至 21 世纪初大量的文件在珠三角和香港间传递，1993 年顺丰应运而生，同时申通快递在长三角地区成立，1994 年初，宅急送在北京成立，随后韵达、圆通和中通分别于 1999 年、2000 年和 2002 年成立。

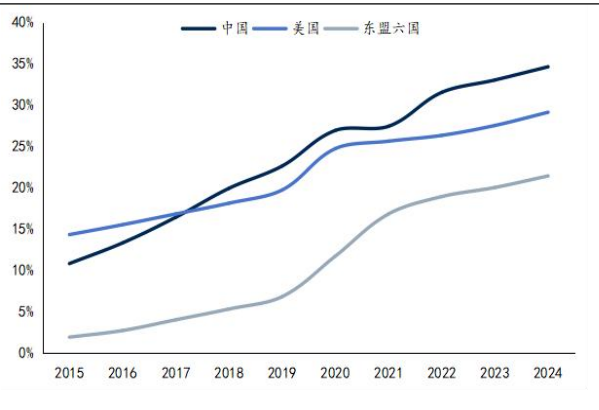
2009 年至今：电商包裹需求成为主导，民营快递发展壮大

2010 年后我国电商行业迎来爆发成长期。2000-2009 年是我国电商行业的起步阶段，2003 年淘宝网和京东相继成立，成为中国电商发展史上的重要里程碑。随着互联网技术的成熟以及对网民、网购习惯的逐步培育，2010 年前后，我国电商市场开始爆发式成长，2008 年中国超越美国成为全球网民最多的国家，到 2009 年我国网购人数更是突破 1 亿大关，2015 年中国电商市场规模正式超越美国，成为全球第一大电商市场，阿里巴巴国内电商平台 GMV 自 2010 年的 4000 亿元快速增长至 2020 年的 6.6 万亿，年复合增速达到 32%，我国网上零售渗透率也从 2010 年的 3% 快速提升至 2020 年的 25%。

2009年民营快递经营合法化，政策开始大力扶持快递行业发展。2009年4月24日，修订后的《邮政法》通过审议并正式颁布。新《邮政法》给予民营快递合法身份，对快递业务经营许可、申请快递许可资质以及快递市场监管等辟出专章予以规定。自此，民营快递焦虑多年的身份问题得以解决，市场主体的活力得到极大释放，快递业发展不断提速。中国邮政业由此形成了国有、民营、合资、外资“同台竞技”的局面。此后，针对优化行业发展环境，党中央、国务院又相继出台了一系列支持邮政业发展的政策文件，极大地释放了政策红利，激发了发展动力。

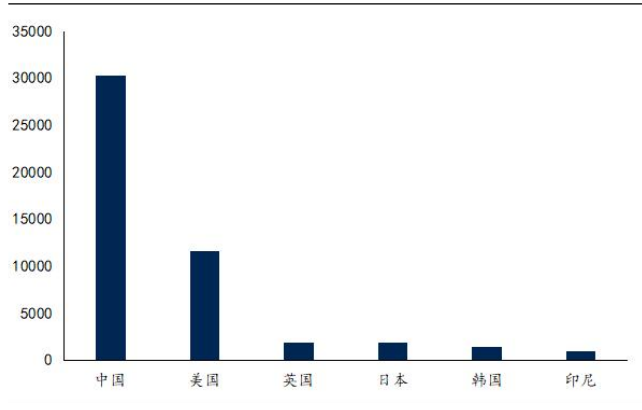
得益于政策支持以及我国电商市场的蓬勃发展，我国快递行业于2010年前后也进入高速发展期。我国快递业务量自2010年的23.4亿件增长至2025年的1990亿件，年复合增速达到34.5%，我国快递业务量自2014年首度超过美国后，持续保持世界第一。其中，2010年至2016年行业尚处在爆发式增长阶段，快递件量增速维持在50%及以上；2017年以来，快递行业件量增速开始缓慢放缓，但是快递行业增长韧性很强，2024年行业件量增速仍然达到了21.5%，直至2025年下半年由于受快递反内卷提价和电商征税影响，件量增速才开始掉落至个位数。

图10: 我国电商渗透率弯道超车成为全球第一



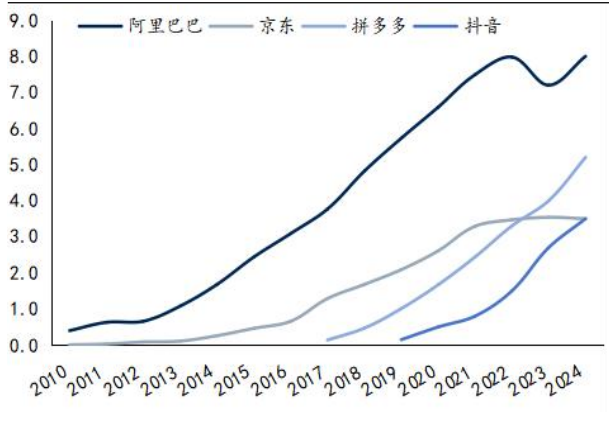
资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图11: 我国电商销售规模成为全球第一 (2024年, 亿美元)



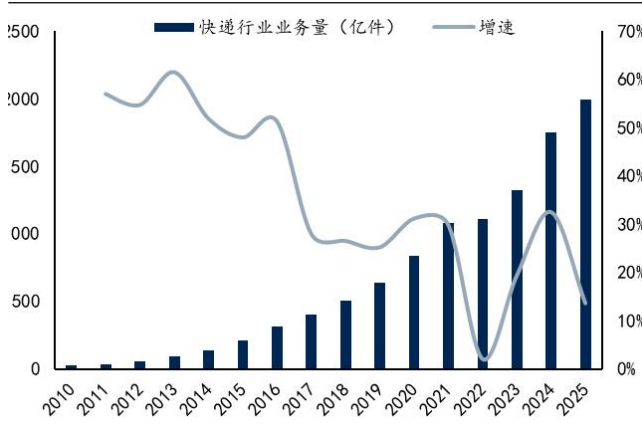
资料来源: Mob i loud, 国信证券经济研究所整理

图12: 我国主流电商平台国内 GMV 的增长趋势 (万亿元)



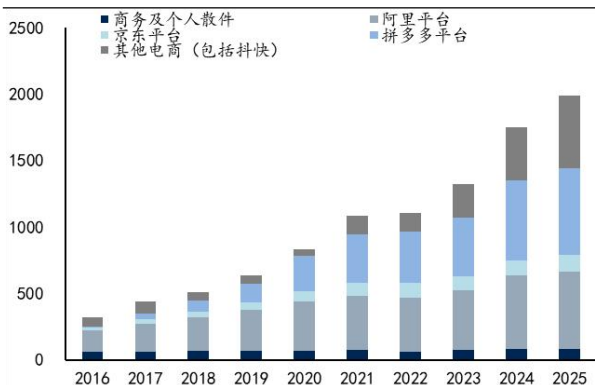
资料来源: 公司公告, 36 氪, 国信证券经济研究所整理

图13: 我国快递行业件量及增速



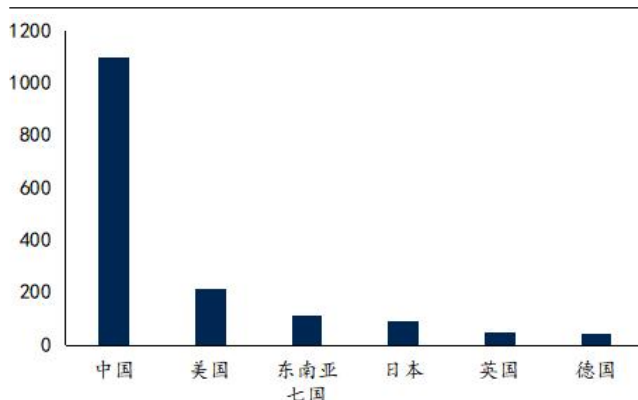
资料来源: 国家邮政局, 国信证券经济研究所整理

图14: 电商包裹是我国快递需求增长的主要驱动力 (亿件)



资料来源: 国家邮政局, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图15: 2022 年中国快递件量规模在全球范围内遥遥领先 (亿件)



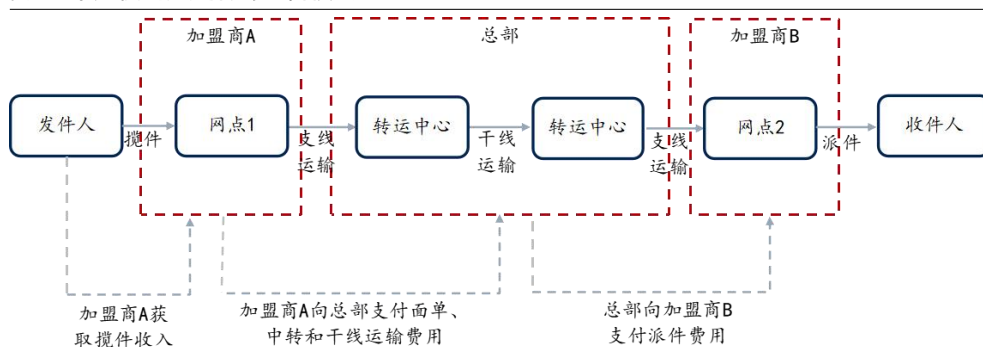
资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

竞争格局: 价格竞争逐步回归理性, 竞争格局尚未稳固

2016 年以前: 民营快递迎来成长风口, 快递服务商跑马圈地

我国快递企业经营模式分为两种——直营模式和加盟模式。直营模式的代表是顺丰, 提供中高端的快递产品; 而加盟模式的代表是通达系, 提供中低端的快递产品。为了满足 2010 年前后爆发性增长的电商快递需求, 以通达系为代表的加盟制快递通过加盟模式有效地借助社会资本和劳动力, 实现了网络产能的快速投产运营。2000-2015 年期间大量的加盟制快递服务商成立且快速发展, 一度成为我国快递行业第二梯队的中坚力量。

图16: 中通快递加盟制的经营模式



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 2000-2016 年我国成立了大量的快递服务商

快递品牌	成立年份	快递品牌	成立年份
顺丰快递	1993 年	百世快递	2007 年
申通快递	1993 年	全一快递	2008 年
韵达快递	1996 年	如风达快递	2008 年
圆通快递	2000 年	全峰快递	2010 年
中通快递	2002 年	德邦股份	2013 年正式上线快递业务
国通快递	2003 年	安能物流	2016 年加入快递行业争夺战
速尔快递	2006 年	极兔速递	2020 年正式进入中国快递市场

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2016-2020 年：第一梯队龙头陆续上市，快递竞争格局快速出清

2016-2019 年，第一梯队企业快速扩大竞争优势，逐步出清二线企业。自 2016 年快递龙头陆续上市融资后，龙头企业资金充裕，一方面公司可以放心大胆地进一步通过降低价格抢占市场份额，另一方面公司可以投入更多的产能来支撑规模的快速增长，因此，我们可以看到 2016 年至 2019 年，天天快递、德邦快递、全峰快递等二三线快递企业被陆续边缘化甚至于淘汰出局。

表2：第一梯队快递公司上市融资日期及金额

公司	上市时间	上市后第一次定增融资金额	第一次定增后账上可用现金规模	截至目前通过定增和可转债累计融资金额
中通快递	2016 年 10 月美股上市、2020 年 9 月港股上市	95 亿元	约 113 亿元	约 260 亿元
圆通速递	2016 年 10 月	23 亿元	约 60 亿元	约 97 亿元
申通快递	2016 年 12 月	48 亿元	约 49 亿元	约 47 亿元
韵达股份	2016 年 12 月	39 亿元	约 66 亿元	约 63 亿元
顺丰控股	2017 年 2 月 A 股上市、2024 年 11 月港股二次上市	80 亿元	约 203 亿元	约 440 亿元
极兔速递	2023 年 10 月港股上市	30 亿元	约 36 亿元	约 32 亿元

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

表3：截至 2020 年底，我国二线快递开始逐步退出市场竞争

一线快递（CR8）	二线快递（CR15）	三线快递（CR22）	已经淘汰出局（CR30）
中通快递	天天快递	DHL	品骏快递
韵达快递	德邦快递	UPS	全一快递
圆通速递	优速快递	Fedex	国通快递
申通快递	苏宁易购	TNT	如风达
百世快递	宅急送	民航快递	快捷快递
顺丰速运	跨越速运	递四方	全峰快递
EMS	速尔快递	中外运	安能快递
京东快递			卓越亚马逊

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2020 年头部企业竞争恶化。2016-2018 年，“四通一达”五家电商快递龙头由于在经营战略和管理上出现差异，最终导致在成本、利润和规模上拉开了差距，中通成为了新的领先者，而老牌龙头申通逐步落后。在这期间，在领先者与落后者差距加大，且落后者百世快递不论从经营情况还是资金层面都开始面临危机，而 2020 年还有极兔、京东物流这些背景较强的新竞争者进入中低端快递市场，因此，领先者中通出于把握契机完成第一梯队玩家优胜劣汰的目的，主动发起大幅降价

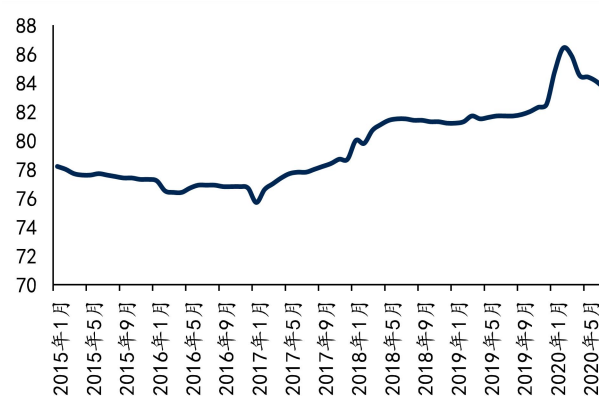
挤压竞争对手份额，而极兔由于刚进入中国市场也采取了“烧钱-降价-抢份额”的竞争策略，从而导致 2020 年中低端快递市场经历了一场恶性价战。

图17: 2020 年我国快递行业单价下降加速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 2020 年以前我国快递行业 CR8 集中度指数快速提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综上，我们看到 2016-2020 年快递行业的集中度提升显著。我国快递集中度指数从 2016 年的 76.7 提升至 2020 年的 82.2，三通一达的市场份额从 2016 年的 52.7% 快速提升到 2020 年的 63.1%。

2021-2025 年：反内卷及高质量发展的政策背景下，龙头竞争回归相对理性

由于 2020 年快递行业的恶性价格战导致快递小哥生存境况加速恶化，同时资本的无序竞争导致快递小哥和消费者之间的矛盾持续加深，在反内卷和高质量发展的指导思想下，2021 年 4 月至 2021 年 9 月，监管部门对快递行业无序竞争的管控持续加码，从而可以看到 2021 年四季度至 2022 年，快递行业的价格实现了显著回升，行业价格战回归理性。在监管层持续的监管指导下，2023 年至 2024 年行业价格战也维持相对稳定的态势，恶性价格战一去不复返。

表4: 2021 年关于规范快递竞争和保障快递小哥、外卖小哥权益的监管措施及政策

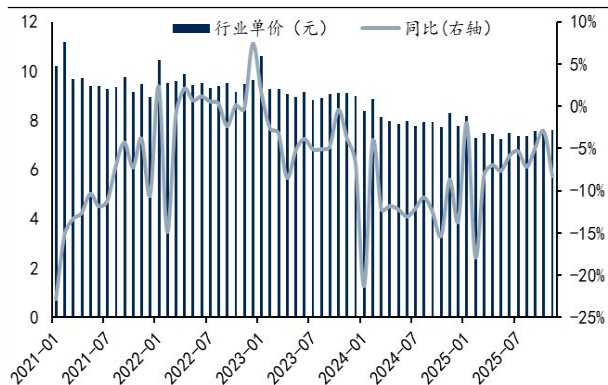
日期	事件	影响
4月9日	因低价倾销,百世快递、极兔速递被浙江省义乌市邮政管理局处罚,这两家快递企业在义乌的部分分拨中心停运整顿。	义乌是快递价格竞争洼地,此次处罚对各家快递龙头的无序价格竞争具有警示作用
4月24日	浙江省政府第70次常务会议审议通过了《浙江省快递业促进条例(草案)》。草案规定,快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务;电子商务平台经营者不得利用技术手段阻断快递经营者正常服务;平台型快递经营者不得禁止或者附加不合理条件限制其他快递经营者进入。	该法案的提出,对快递行业竞争具有规范和指导作用,倡导良性竞争、禁止恶性竞争和电商平台参与的不公平竞争。
6月23日	经国务院同意,交通运输部、国家邮政局、国家发展改革委、人力资源社会保障部、商务部、市场监管总局、全国总工会联合印发了《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》。意见强调做好快递员权益保障工作。	《意见》坚持高质量发展的基本方向,有助于破解行业发展的堵点问题。《意见》针对不正当市场竞争、区域差异化派费等问题提出了相应措施,将有利于促进快递市场竞争秩序更加规范、快递行业发展更加稳健。
7月22日	人社部等八部门共同印发《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》,“指导意见”要求,各地要放开灵活就业人员在就业地参加基本养老、基本医疗保险的户籍限制,做到应保	为劳动者的就业身份做了全面归类,就业身份明确了,相应的社保安排就比较方便落实。

	尽保。
7月22日	中国就业培训技术指导中心发布了“2021年第二季度全国招聘大于求职‘最缺工’的100个职业排行”，快递员位列前十。快递小哥已经出现用工紧缺现象。
7月26日	市场监管总局、国家网信办、国家发展改革委、公安部、人力资源社会保障部、商务部、中华全国总工会联合印发的《关于落实保障外卖小哥基层员工薪酬，有利网络餐饮平台责任 切实维护外卖送餐员权益的指导意见》公开发布，对保障外卖送餐员正当权益提出全方位要求。
7月13日	京东集团宣布，用两年时间，将员工平均年薪由14薪逐步涨至16保障快递小哥基层员工薪酬，有利薪，将惠及包括仓储、快递、客服等员工在内的24万一线员工。于提高终端网络稳定性。
7月22日	顺丰推出“一哥丰收计划”，从2021年8月1日起至12月31日，保障快递小哥基层员工薪酬，有利在现有收派计提不变的基础上，新增投入2亿元以上，用于员工收入提升。于提高终端网络稳定性。
8月底	中通、申通、圆通、韵达、百世和极兔六大快递公司陆续宣布，9保障快递小哥基层员工薪酬，有利月1日起上调全网派费0.1元/票。于提高终端网络稳定性。
9月6日	顺丰官方发布消息称，再加5亿元力推“员工可持续发展保障”保障快递小哥基层员工薪酬，有利计划。于提高终端网络稳定性。

资料来源：国家邮政局，公司官网，国信证券经济研究所整理

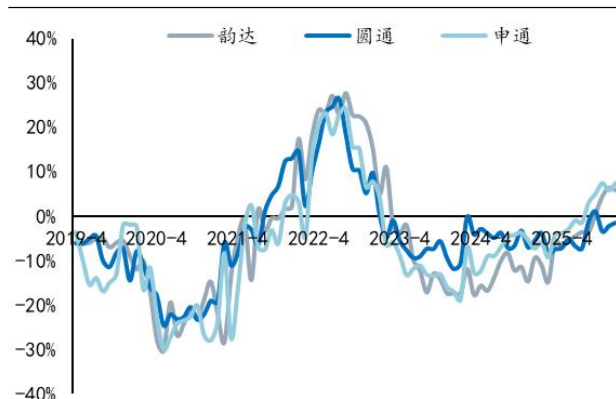
2021 至今，龙头公司不再一味降价抢份额，而是开始兼顾服务质量与利润表现。首先，由于快递龙头不再通过恶行价格战来快速抢占份额，各家公司的资本开支自 2021 年达到高点后就开始稳步下降，大家不再进行军备竞争。其次，顺应高质量发展大方针，各家也开始重视且提升服务质量。即使是粗放式成长起来的极兔快递，在 2022 年一季度完成和百世的两网融合之后，也开始修炼内功、稳步提升服务质量。得益于快递龙头开始兼顾份额和利润的平衡，中通、圆通、韵达和申通的单票快递净利也自 2021 年三季度降到上市以来的最低点（分别为 0.2 元、0.03 元、0.04 元、-0.05 元）后快速回升至正常水平，2021 年四季度中通、圆通、韵达和申通的单票快递净利分别为 0.28 元、0.1 元、0.15 元、0.03 元。

图19: 2021 年至今快递行业单价下降趋势（元）



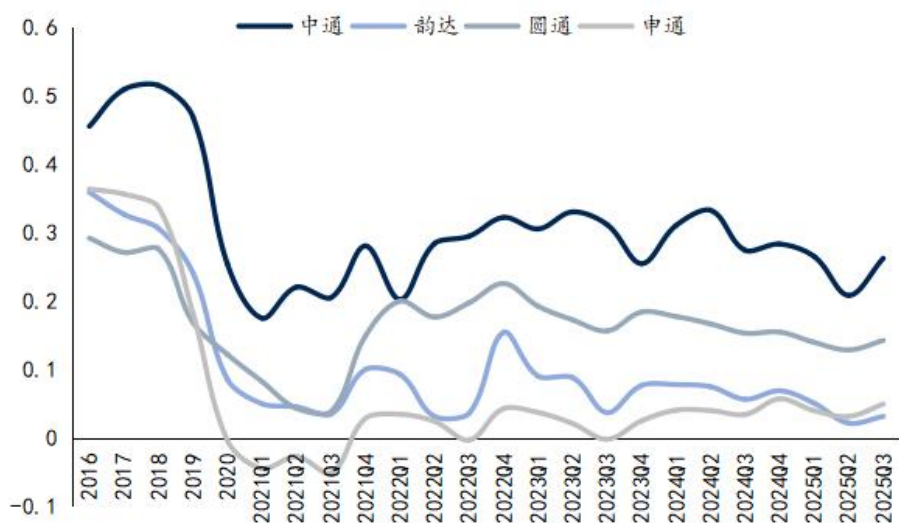
资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所整理

图20: A 股通达系上市公司月度单票价格同比变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图21: 通达系各家的单票快递净利变化趋势（元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22：快递主流玩家资本开支合计规模及快递行业件量增速的变化趋势



资料来源：公司公告，国家邮政局，国信证券经济研究所整理

公司成长路径：把握机遇，战略前瞻，良性循环

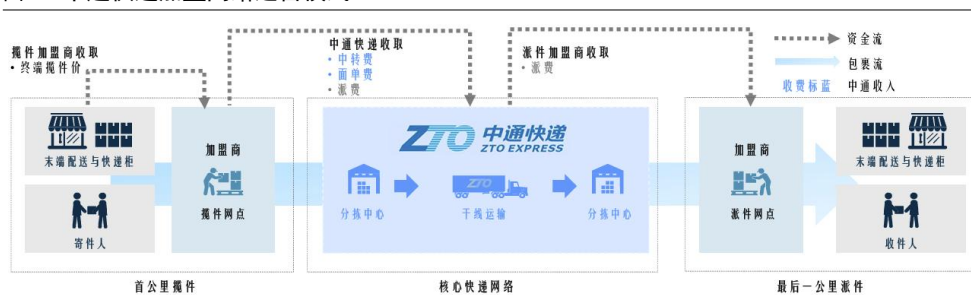
2002-2009年：生存阶段，脚踏实地，逐步壮大

中通快递最先开通跨省际运输班车，助力公司快速编织全国网络。中通在通达系中成立最晚，起始之初，中通的网络仅仅覆盖江浙沪区域，且件量规模明显低于竞争对手。2005年，中通三大区域网络趋于成熟——以上海为中心的华东地区、

以北京为中心的华北地区以及以广州为中心的华南地区，起初，华东、华南和华北三大区域内已开通网络班车，实现“当日达”和“次日达”，可是三大区域之间不通班车，长线运输主要依靠铁路与航空。当年，中通快递成为第一个开通跨省际网络班车的民营快递企业，由于件数不多，最初班车是亏损的，但坚持下来的中通抢占了先机，随后几年，中通快速编织起一张覆盖全国的快递网络。

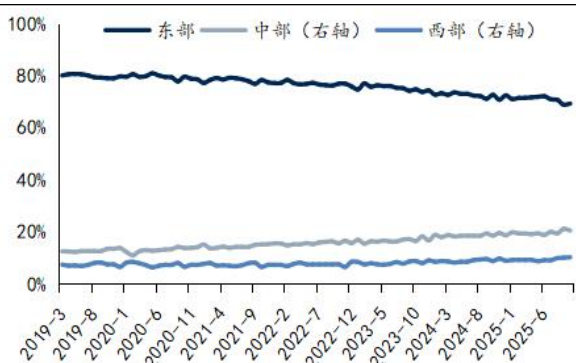
中通快递率先实行“有偿派费”，实现网络利益的平衡分配。我国地区经济发展区域不平衡，各地互联网渗透率以及电商消费普及程度都具有显著的差异性。东部沿海地区人口密度大，二三产业发达，揽件需求相对较高，而中西部地区揽件规模较小，且由于地广人稀的地理原因，快递布局薄弱，末端网点较为分散，一定程度上增加了派件成本。在2008年之前，快递业务主要集中在江浙沪等短途区域，当时的“派费互免”政策在一定程度上是合理的。但随着快递网络向全国扩张，原有的利润分配模式导致揽件量大的网点盈利能力下降，甚至出现亏损，“无偿派费”的弊端在于广东、北京等揽件为主的产粮区赚走了网络的大部分利润，这对整个网络的稳定性和服务质量构成了负面影响。因此，2007年，中通快递坚持公平公正原则，平衡网络利益分配，率先提出从“无偿派费、派费互免”转变为“有偿派费”，“有偿派费”推行后，中通快递的网络稳定性明显提升，也为之后全国范围内铺设快递网络打下了坚实的基础。

图23: 中通快递加盟网络运营模式



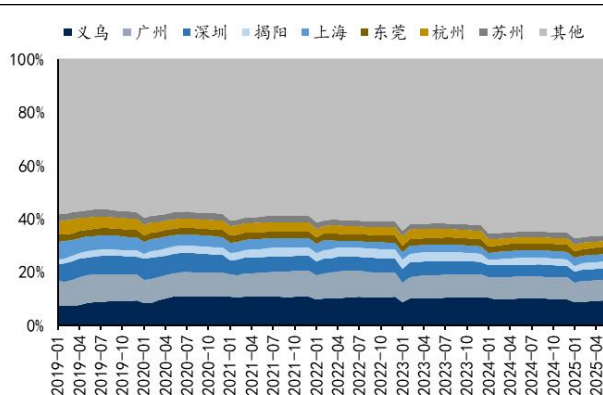
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 我国快递行业揽件端的区域件量占比不均衡



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 我国快递行业揽件端件量区域集中度较高(件量占比)



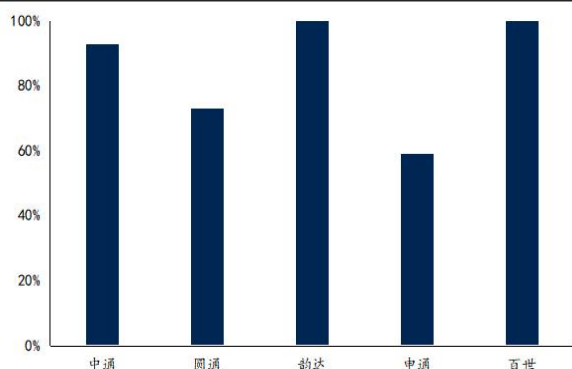
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2010-2016年：从追赶到领先

2010年中通开始推行股份制改革，多个利益主体向共同利益主体转变。2010年起，中通陆续将掌握省级核心分拨资源的省公司，从各自为政的“诸侯”转变为齐心协力的集团股东，期间赖梅松率先将自己持有的20%管理股让出，共用45%的公司股份与省公司股份进行置换定价，透明且优越于市场价。2016年底股份制改革基本完成，公司账面上的商誉余额增至42亿元。此次股份制改革后，中通完成了对区域核心中转中心的直营化改造，且通过股权绑定使省区加盟商成为公司股东，总部和加盟商形成利益共同体，从而全网达到“思想统一、政令畅通”的效果。

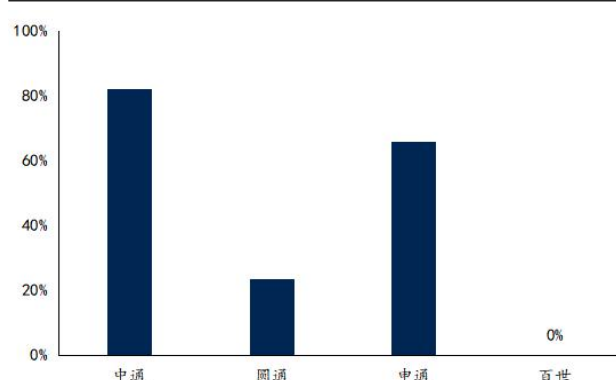
2010年以后，公司也开始重视轻资产网络向重资产网络转型，更多的财力投到网络能力建设上。1) 首先通过股份制改革，完成了控股核心转运中心，2017年中通转运中心自营率超过90%，从而可以实现最优化全网干线路由以及自购土地、自建厂房，最终可以达到降本增效的效果；2) 通过购入大量干线车辆以及提升车队管理能力，持续提升干线的自有车队比例、降低外包车队比例，从而达到降本增效的效果，2018年中通干线车辆的自营率达到82%，而同期其他竞争对手的干线车辆自营率均明显低于中通；3) 通过购入大量自动化分拣设备，持续提升转运中心的自动化程度、减少人员配置，从而达到降本增效的效果。

图26: 2017年我国快递龙头的转运中心自营比例对比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图27: 2018年我国快递龙头的干线车辆自营比例对比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图28: 2017年我国快递龙头的运输工具原值对比（亿元）

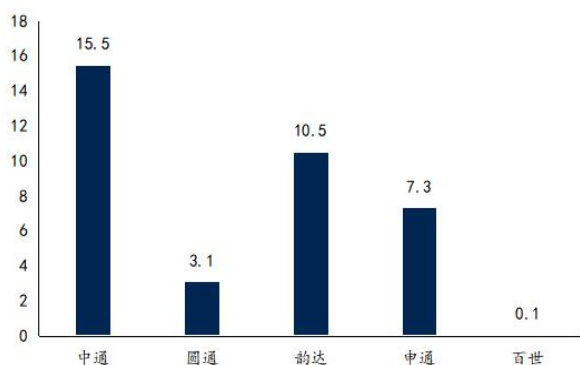
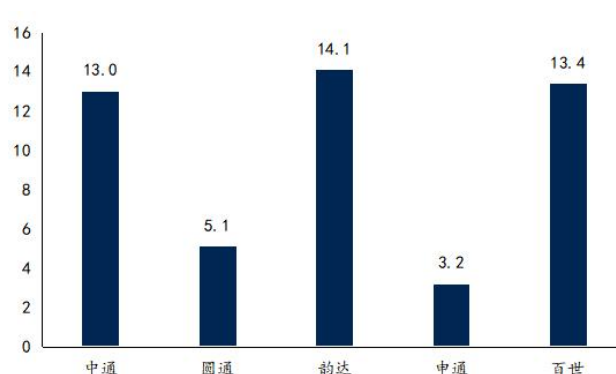


图29: 2017年我国快递龙头的机器设备原值对比（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

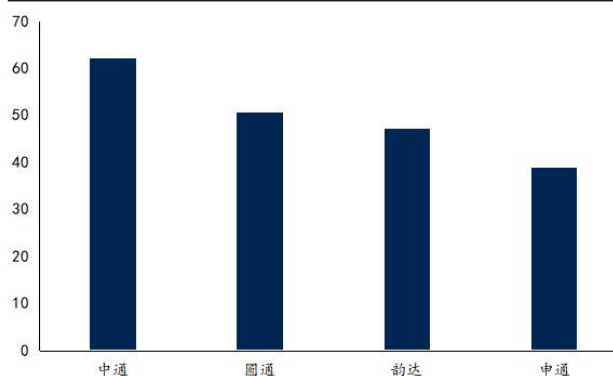
2012 年以后公司也开始借助资本的力量加速发展。2013 年至 2018 年间，中通快递经过三轮主要融资，2013 年红衫资本入股投资中通，2015 年华平投资进入中通，2016 年中通完成美国上市，中通快递有效借助了资本的力量，不仅加速优化网络、扩张产能以及抢占市场，而且发展更规范、体系更健康。2016 年中通快递业务量达到 45 亿件，件量规模首次超过圆通成为行业第一，净利润规模也明显领先于通达系其他竞争对手。

表5: 中通快递融资历程

时间	融资阶段	融资股东	融资金额
2013 年 5 月	A 轮	金石资本、红衫中国	未披露
2015 年 6 月	B 轮	华平投资、歌斐资产、渣打银行、高瓴资本、红衫中国	数十亿人名币
2016 年 10 月	美股 IPO 上市	公开发行	14 亿美元
2018 年 5 月	战略融资	阿里巴巴、菜鸟网络	13.8 亿美元
2020 年 9 月	港股 IPO 上市	公开发行	98.1 亿港元

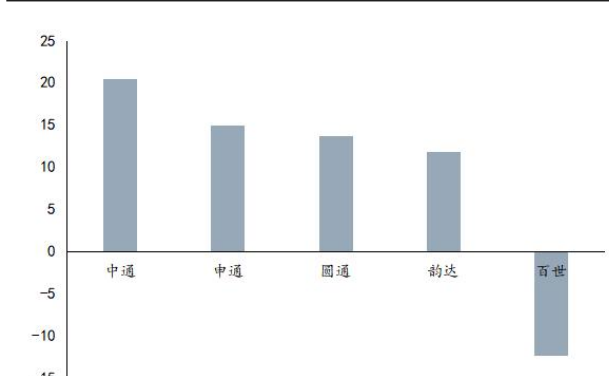
资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

图30: 2017 年我国快递龙头的业务量对比（亿件）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图31: 2017 年我国快递龙头的归母净利润对比（亿元）



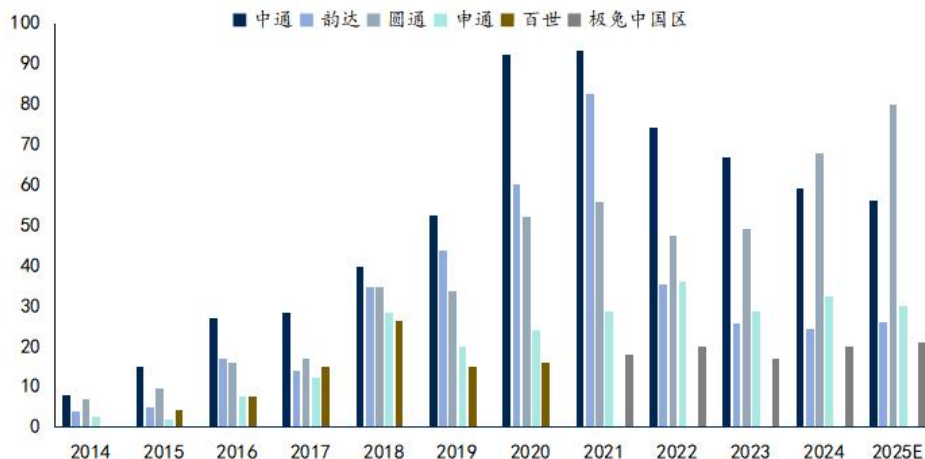
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2017-2025 年：良性循环，持续加深护城河

公司加速扩充产能抢占市场份额,同时具有较优的加盟商管理能力。2017 年以来,公司的资本开支水平一直处于行业领先水平,2021 年资本开支水平达到 93 亿元高点,2020-2024 年中通累计资本开支达到 385 亿元,远高于龙二圆通的 272 亿元,从而支撑公司网络在产能、精细化经营、稳定性等方面的领先优势持续扩大。截至 2024 年底,公司的车辆资产原值、设备资产原值、房屋建筑物原值以及土地使用权原值均远远高于其他同行。此外,中通快递在加盟商的经营管理以及利

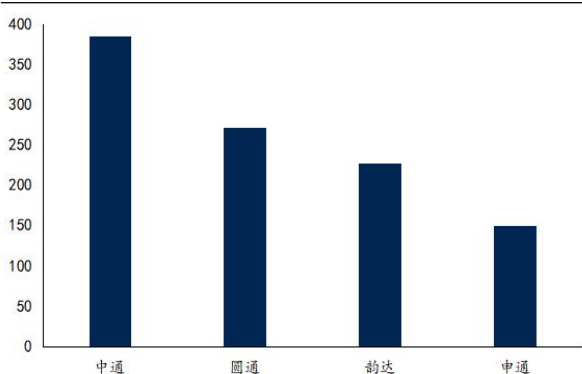
益权力平衡上也均具有优势，平均单个加盟商的规模也一直控制合适的水平，从而有利于总部进行扁平化的高效管理。

图32: 2014-2025 年通达免资本开支变化趋势（亿元）



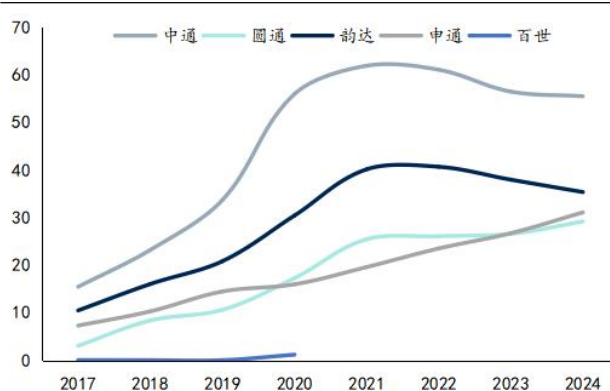
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图33: 2020-2024 年期间快递龙头的累计资本开支对比（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图34: 2017-2024 年快递龙头的运输工具资产原值对比（亿元）



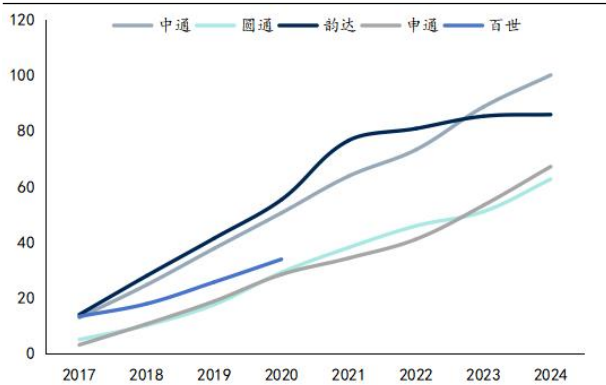
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图35: 2017-2024 年快递龙头的机器设备资产原值对比（亿元）

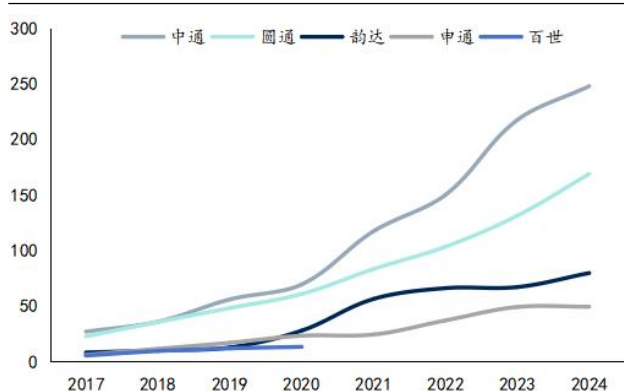


图36: 2017-2024 年快递龙头的房屋及建筑物原值对比（亿元）





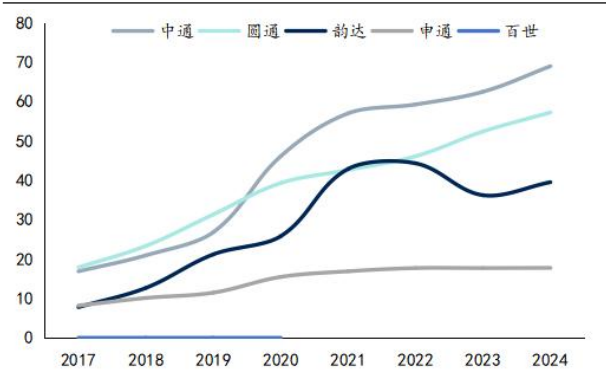
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理



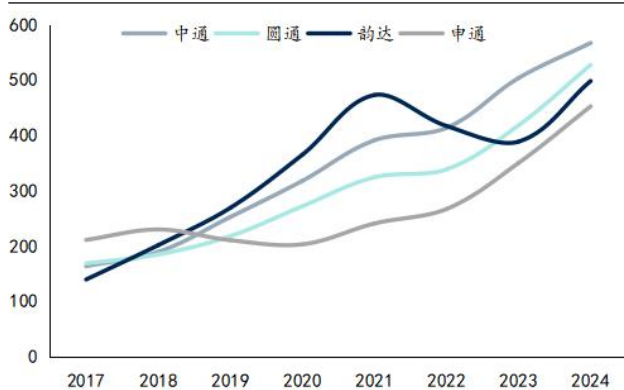
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图37：2017-2024 年快递龙头的土地使用权原值对比(亿元)

图38：2017-2024 年快递龙头平均单个加盟商处理件量规模对比（万件）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

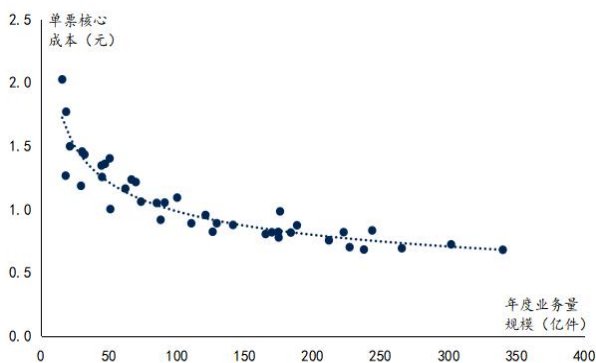


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

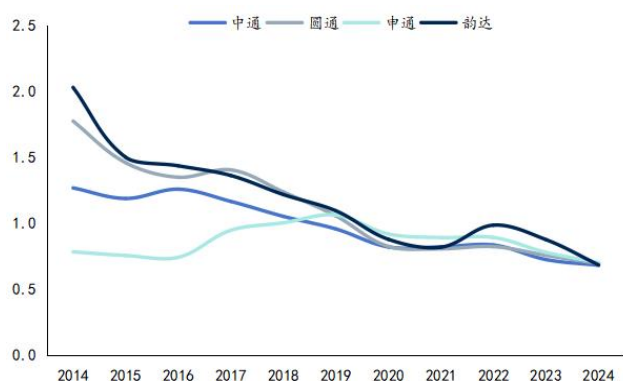
规模效应优势持续，中通单票成本表现一直优于同行竞争者。中低端快递是规模效应极强且同质化竞争显著的市场，公司通过优化经营管理以及网络基础后，逐步实现了更低的单票成本，然后更低的成本促使公司可以以更低的价格去抢占市场份额，而更高的市场份额有使得公司规模效应更强，单票成本领先优势更加明显，从而形成正向循环。2025 年三季度，中通快递市场份额为 19.4%，相较圆通、申通、韵达和极兔，中通快递的份额分别高出 3.7 pct、6.2 pct、6.4 pct 以及 8.1 pct。

图39：快递企业单票核心成本随着业务规模增长持续下降

图40：2014-2024 年通达系快递企业单票核心成本变化趋势（元）

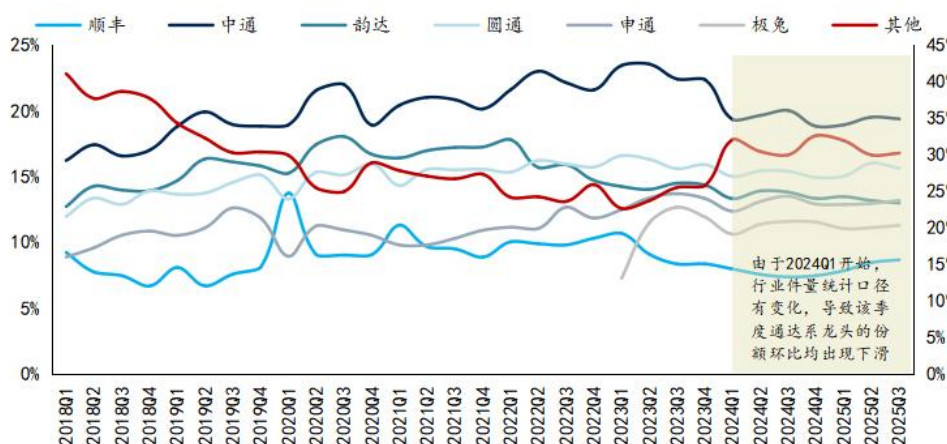


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图41: 2018-2025 年通达免季度市场份额变化趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

通过多年积淀，电商家逐渐认可中通的品牌溢价。虽然从C端收件人的角度来看，通达免加盟制快递提供的服务同质化显著，但是中通快递基于更完善的网络基础以及更大的件量规模，已经可以提供时效更快更稳、破损更少的快递服务，不少发货规模较大的B端电商家已经认可中通快递的更优质服务，愿意支付服务溢价，中通的包裹单价有时候可以比同行高出2%-5%。

表6: 2020年10家快递服务品牌主要时限指标排名表现

快递品牌	全程时限	寄出地处理时限	运输时限	寄达地处理时限	投递时限	72小时准时率
顺丰速运	1	1	1	1	1	1
邮政EMS	2	3	2	2	5	2
京东快递	3	6	3	4	2	3
中通快递	4	5	4	6	4	4
韵达快递	5	2	5	3	6	5
百世快递	6	4	6	5	7	6
申通快递	7	8	7	8	3	7
圆通快递	8	7	8	7	8	8
天天快递	9	9	9	10	9	9

德邦快递	10	10	10	9	10	10
------	----	----	----	---	----	----

资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所整理

公司在美股资本市场的股价表现回溯

回溯中通快递自 2016 年 10 月在美国上市后的股价表现，可以分为五个阶段：

1) 2016 年至 2020 年上半年：高成长、正循环阶段，股价持续上涨。2016 年中通快递市场份额首次超过圆通，成为中低端快递市场的新龙一，之后几年快递市场集中度持续提升，第二梯队快递服务商逐渐被淘汰出局，中通快递形成市场份额、利润及服务均同步快速提升的正循环发展态势，从而支撑股价自 2019 年初至 2020 年 7 月一年半的时间内涨幅达到 140%。

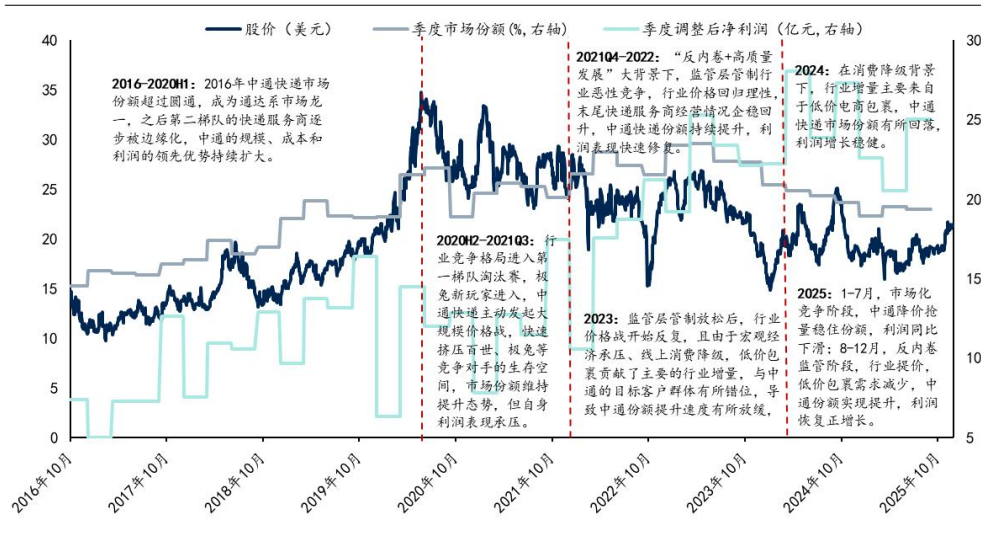
2) 2020 年下半年至 2021 年三季度：主动发起价格竞争、加速竞争格局出清阶段，股价震荡下行。2020 年下半年开始，考虑到当时百世和申通竞争力已经逐渐边缘化，且极兔作为新进入者加入了中国市场竞争，中通快递主动发起了价格战且加大产能投入，以期加速实现行业出清。但在第一梯队玩家混战阶段，中通快递利润同比也出现了显著下滑，且份额提升速度有所放缓。该期间股价表现为震荡下行，2020 年 7 月至 2021 年 8 月，股价整体下跌约 30%。

3) 2021 年四季度至 2022 年：监管管控价格竞争、行业竞争回归理性、疫情干扰加剧阶段，股价震荡小幅下行。2021 年二季度监管层开始介入管制快递行业的恶性价格战，于当年 9 月行业主流玩家达成默契一致涨价，此后一年行业竞争回归到相对理性水平。由于价格战暂停以及极兔收购了百世，中通快递并没有在 2021 年这轮价格战竞争中抢占到希望得到的较大份额。2022 年中通快递又恢复到每年份额稳步提升的节奏，同时利润也实现了快速修复，但是由于 2022 年国内疫情管控对快递经营造成较为明显的负面影响，从而导致行业及公司件量增速表现承压。综合以上基本情况，公司该期间的股价表现为震荡下行，2021 年 10 月至 2022 年底，股价整体下跌约 10%。

4) 2023-2024 年：低价包裹快速增长、行业价格竞争持续反复阶段，股价呈现宽幅震荡。疫情管控放开后，2023-2024 年宏观经济表现承压且消费降级明显，因此可以看到以拼多多、抖音为代表的低价电商平台销售额增速显著高于行业平均水平，因此导致快递行业件量的增量也主要来自于低价包裹寄递需求，而低价包裹电商客户对快递价格更为敏感、对服务质量要求较低，因此这类客户更多会选择申通、韵达、极兔等价格更低的快递服务商，而并不是中通快递的目标客户群体，从而导致该期间中通快递的市场份额表现不及预期，2023 年中通下调了市场份额的提升目标、2024 年市场份额甚至还出现了下滑。最终导致 2023-2024 年中通快递股价呈现宽幅震荡的态势。

5) 2025 年：中通恢复份额扩张策略、监管推行反内卷阶段，股价震荡小幅上行。2025 年上半年，中通采取激进的降价抢量策略，行业价格竞争显著加剧，二季度中通市场份额同比基本维持稳定、业绩同比出现明显下滑。2025 年下半年，在监管层反内卷政策指导下，行业价格回升，低价包裹需求减少，中通盈利能力修复，四季度市场份额也开始实现提升。综合以上基本情况，公司 2025 年初至今股价整体上涨了约 18%。

图42: 中通快递美股上市以来股价表现及回溯



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

未来战略：整装待发，重夺份额，龙头回归

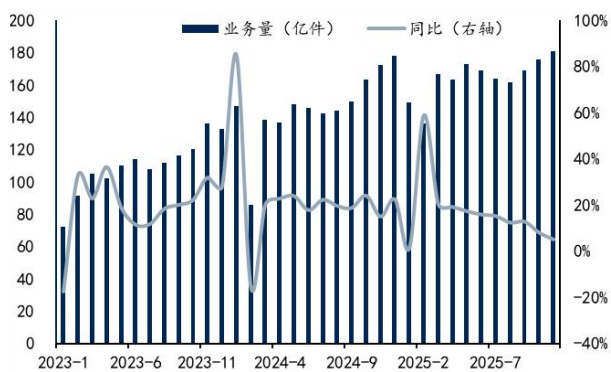
行业从成长期步入成熟期，需求增速开始快速回落

回溯历史，快递需求增长一直呈现较强韧性。2017-2024年，我国快递行业件量的年复合增速达到23%，一直维持较快增长态势（疫情防控影响较大的2022年除外），主要得益于多方面原因，一是我国电商消费模式不断创新，自2010年前后阿里电商平台爆发再到2014年微商兴起再到2018年拼多多崛起再到2020年直播带货掀起新消费业态，不断拓宽了消费人群以及消费品类；二是在电商模式创新的帮助下，电商也在加速渗透低线城市和农村市场，根据各地邮政局的数据，近几年低线城市的快递业务量增速明显高于一线和新一线城市；三是近两年，由于消费降级趋势明显，抖音、拼多多等电商平台销售表现仍然亮眼，而该类电商平台的高退货率（根据丰巢的招股书，2023年全国电商退换货快递量已达到82亿件，预计到2028年将增长至209亿件）以及无购物车模式导致线上消费订单碎片化，也是支撑快递行业件量呈现较快增长的原因之一。

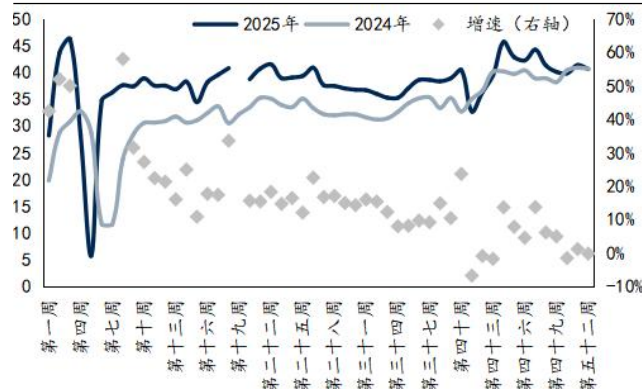
2025年下半年快递件量增速快速回落，预计2026年快递行业件量增速将明显放缓。2025年上半年快递行业延续前几年高景气态势，件量增速仍然达到19%，而今年下半年，由于监管层指导快递行业进行“反内卷”提价以及税务局开始征收电商税，使得部分低毛利的中小电商商家成本上升明显，无法继续经营、退出市场竞争，从而导致低价包裹的寄递需求有所减少，因此看到快递行业件量增速自8月开始加速下行，增速从7月的15.1%下降到12月的2.6%。我们认为反内卷政策和电商税执行造成的短期不稳定性较明显，2026年全年快递行业件量增速仍然有望恢复至中高个位数，但相较近两年20%左右的高增速，也是明显放缓了。

图43: 快递行业月度件量及增速（亿件）

图44: 快递行业周度件量及增速（万件）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

同质化竞争严重，价格战阶段性反复

快递是同质化竞争，在快递竞争格局尚未出清的背景下，行业价格竞争持续反复。快递行业价格竞争往往也是具有周期性的，在行业周期高点，行业供需相对平衡阶段且没有主流玩家掉队的情况下，价格竞争往往相对缓和，这个阶段快递总部和加盟商将会更重视利润以及升级优化自身的经营底盘；而在行业周期低点，行业供给过剩且有玩家出现明显掉队的情况下，行业价格竞争就会明显加剧，具有竞争优势的玩家会趁势扩大自己的市场份额。疫情结束后，快递行业价格竞争一直呈现波动状态，时而激烈时而缓和，2023 年全年由于各家快递龙头份额诉求较强，行业价格战有所加剧，而 2024 年一季度得益于中通快递调整策略，价格竞争又暂时趋缓，2024 年暑期淡季，竞争又有所加剧，2024 年旺季得益于监管层反内卷指导，行业竞争又暂时缓和。

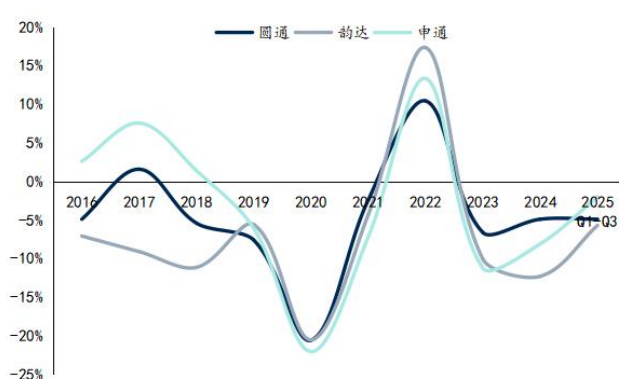
展望 2026 年，我们认为我国快递行业将回归适度的价格竞争。2025 年上半年由于龙一和龙二对市场份额诉求均较强，采用激进的价格策略来抢夺市场份额，而其他玩家也积极应对，从而导致行业价格竞争逐渐白热化，上半年通达系单票价格同比降幅扩大且二季度净利润同比也均出现不同程度的下降。2025 年下半年在监管层的反内卷政策指导下，行业价格战暂缓，单票价格环比提升显著，从而带动通达系公司的三季度单票利润环比均出现不同程度的提升，且我们预计四季度通达系公司的单票利润环比会继续上行，此轮反内卷管制我们预计有望持续至 2026 年春节。考虑到 2025 年中央经济工作会议将“深入整治‘内卷式’竞争”列为明年经济工作重点任务，我们认为 2026 年监管层大概率仍然不会容忍恶性价格战的发生，通达兔可能会在合理底价以上进行市场化竞争。

图45: 中通快递 2016 年至 2025 年前三季度单票快递价格及同比

图46: 圆通、申通及韵达 2016 年至 2025 年前三季度单票快递价格及同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



注: 个别年份快递公司的收入统计口径有变化, 该公司当年的单票价格同比已调整为可比口径

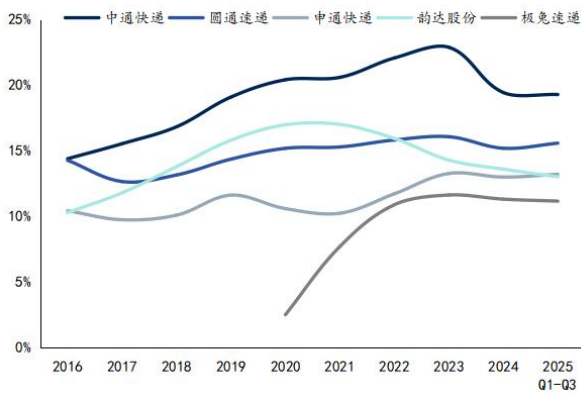
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司看点: 坚持量质并举, 长期价值凸显

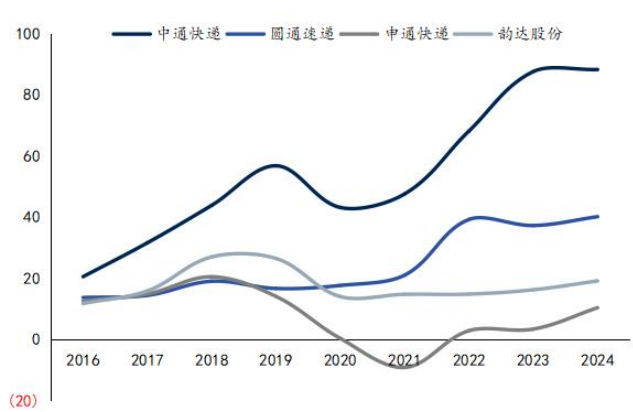
中通快递竞争优势依然显著, 我们认为核心竞争力主要体现在市场份额领先、网络经营能力领先、具有品牌溢价、加盟商稳定性更强以及资金实力雄厚。1) 公司市场份额在快递市场排名第一, 2025年三季度市场份额为19.4%, 比第二名高出3.7个百分点, 比第五名高出8.1个百分点, 由于快递行业商业模式决定了其规模效应极强, 更高的市场份额意味着有更强的规模效应, 公司往往可以更低成本驱动去抢占份额以及获取更高的利润。2) 中通快递在网络优化布局上一直领先, 从而助力中通在经营成本、服务质量等方面也一直拥有优势, 比如中通投入自有车队、自动化中转设备的节奏一直比同行更早更快, 中通在末端驿站布局上也比同行领先, 现在中通在末端直链上的优化也具有优势。3) 得益于各方面优势的叠加及积累, 中通近十年相较同行, 一直拥有品牌溢价, 因此现在中通在末端价格上比同行可以高出几分钱甚至1毛钱。4) 中通快递近十年由于一直是龙一, 总部和加盟商的盈利能力也一直由于同行, 我们认为中通快递加盟商的资金池更加雄厚, 其投入的分拣设备、车辆等资源较多, 且规模往往比同行更大, 其经营能力和抗风险能力均会更强。5) 中通快递得益于近十年利润比同行更高以及融资金额比同行更高, 现在其掌上可用的流动资金规模明显高于同行竞争对手, 这为公司应对价格战、优化网络等提供了更强的保障。

图47: 通达系历年单票价格对比

图48: 通达系历年归母净利润对比 (亿元)

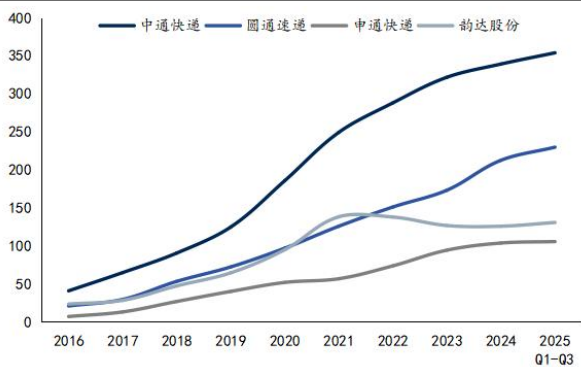


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



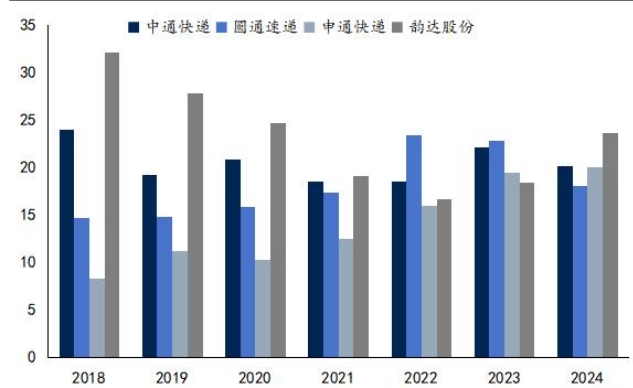
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图49：通达系历年固定资产净值对比（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图50：通达系应收账款周转率对比



注：将圆通、申通和韵达的收入口径按照中通进行调整后计算的周转率

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图51：通达系应付账款周转率对比

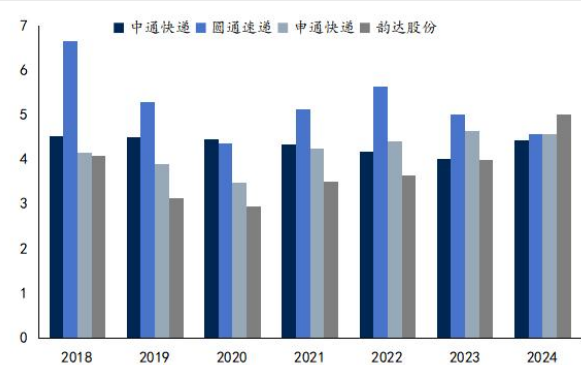
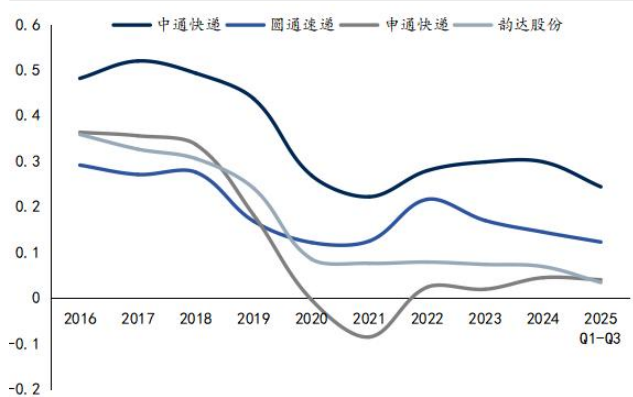


图52：通达系历年单票归母净利润对比（元）

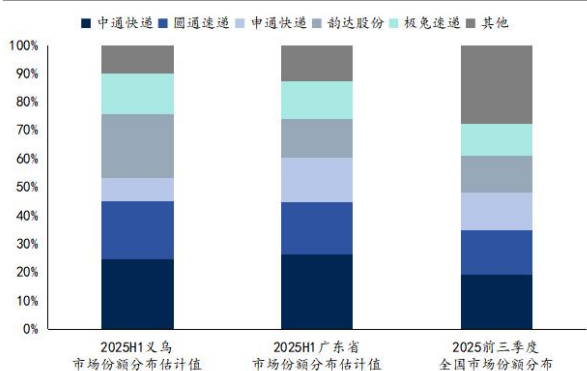


注：将圆通、申通和韵达的成本口径按照中通进行调整后计算的周转率

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

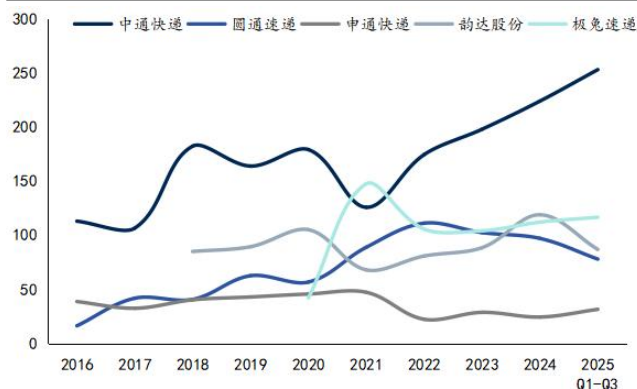
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图53：全国、义乌和广东省的份额分布对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图54：通达免历年可用流动资金规模对比 (亿元)



注：可用流动资金=现金及现金等价物+短期投资金融资产

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中短期来看，中通市场份额有望实现持续提升，最终实现推动行业竞争格局实现进一步优化。2024 年由于快递行业主要增量来自于低价包裹，而低价包裹并不是中通的最优目标客群以及中通公司当年进行网络升级以及兼顾利润较快增长，中通 2024 年的市场份额出现了暂时性下滑。而等公司完成网络升级后，中通 2025 年又将战略重心转向了市场份额，提出了“量质并举”的核心战略。且叠加 2025 年下半年快递行业反内卷以及征收电商税均导致低价电商包裹减少，从而使得低价包裹占比更大的竞争对手的件量增速受影响更大，因此看到 2025 年四季度以来中通快递件量增速持续超过行业增速，中通市场份额开始恢复提升态势。综合考虑，在电商和快递行业回归高质量发展的背景下，中通快递依托“量质并举”战略 2026 年有望推动市场份额实现持续提升。

再往后展望，由于中低端快递规模效应极强、同质化竞争严重且供大于需，我们认为行业竞争格局还有进一步出清的可能性。理论推演下，我们认为快递行业接下来的竞争格局出清大概率有两种实现路径，一是龙头公司通过适度价格战持续抢占市场份额，直至某一家落后者失去竞争力，该路径需要的出清时间会比较漫长；二是龙头公司直接通过兼并收购落后者实现行业出清，该路径的出清速度较快，但是落地难度较大，且收购后整合难度也较大。行业竞争格局出清后，胜出的龙头企业在短时间内有望实现量价齐升，从而带来较大的利润弹性。

表7：竞争格局出清后的假设下中通快递的利润弹性测算

	2024 年	竞争格局出清后 情景一	竞争格局出清后 情景二	竞争格局出清后 情景三
行业件量 (亿件)	1751	2381	2381	2381
市场份额	19.4%	25%	28%	30%
公司年度业务量 (亿件)	340	595	667	714
单票扣非净利 (元)	0.30	0.29	0.31	0.34

扣非净利润（亿元）	101.5	172.6	206.7	242.9
若不出清的情况对应的单票扣非净利（元）	-	0.26	0.26	0.26
若不出清的情况对应的扣非净利（亿元）	-	136	136	136
单票扣非净利提升幅度（元）	-	0.03	0.05	0.08
扣非净利润提升额（亿元）	-	36.4	70.5	106.7
利润弹性幅度	-	27%	52%	78%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

中长期来看，快递行业竞争格局稳定后，中通有望进一步打造多元化服务体系，盈利能力有望提升。行业竞争格局出清后，胜出的龙头企业将不会再困于价格战竞争，龙头企业必然会将多出的精力、财力和人力投入到构建多元化的服务体系中去。首先行业价格战的结束，意味着原来受价格战拖累的企业有望实现单票利润的提升；其次，龙头企业可以开始大力推进差异化服务、落实产品分层，当中低端快递的龙头企业向上去渗透客户群体，其品牌溢价将越来越强，从而也将带动公司单票利润提升；最后，龙头企业还可以尝试更大的发展布局，比如物流服务出海，也将打开规模和利润的增长空间。中通集团的最终目标是成为一家综合物流服务提供商，在核心的快递业务基础上，不断拓展提供的服务种类，目标是打造快递、零担、跨境、仓储、含开工、冷链及商业解决方案等的生态系统。

图55：中通集团生态链



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

盈利预测、估值与投资建议：

假设前提与盈利预测结果

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- 1) 业务量：由于受反内卷提价和电商税征收的影响，低价包裹寄递需求减少，我

们预计 2026 年我国快递行业件量增速会放缓至中高个位数，得益于包裹结构优化以及中通快递采取“量质并举”策略，我们预计未来 2-3 年中通快递件量增速有望高于行业增速，从而带动市场份额提升。

2) 单票快递收入：由于“反内卷”将继续成为 2026 年经济工作的重点之一，我们认为在监管层指导下，快递行业价格竞争会维持在合理范围内。我们预计未来 2-3 年中通快递的单票收入会维持中低个位数的下滑。

3) 单票快递核心成本：通过规模效应、网络精细化经营等方式，我们认为 2026 年中通快递的单票成本会继续维持稳步下滑趋势。

表8: 中通快递收入、成本和核心数据预测

单位: 亿元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	353.8	384.2	442.8	488.4	534.8	577.6
yoy	16.3%	8.6%	15.3%	10.3%	9.5%	8.0%
其中:						
快递服务	325.8	354.9	409.5	452.8	496.7	536.7
yoy	18.7%	8.9%	15.4%	10.6%	9.7%	8.1%
物料销售	13.8	18.8	23.0	25.3	27.8	30.6
yoy	12.5%	35.5%	22.6%	10.0%	10.0%	10.0%
货运代理	12.1	9.1	8.9	8.9	8.9	8.9
yoy	-20.7%	-25.2%	-2.4%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	2.0	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
yoy	5.1%	-27.7%	-3.8%	0.0%	0.0%	0.0%
总成本	263.4	267.6	305.6	358.5	389.4	416.5
yoy	10.6%	1.6%	14.2%	16.4%	12.1%	7.2%
其中:						
快递服务	247.4	253.9	290.8	343.0	373.2	399.5
yoy	11.7%	2.6%	14.6%	18.0%	8.8%	7.0%
物料销售	4.6	5.13	6.52	7.17	7.89	8.68
yoy	32.4%	10.8%	26.9%	10.0%	10.0%	10.0%
货运代理	11.4	8.5	8.3	8.3	8.3	8.3
yoy	-14.3%	-24.9%	-3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
核心指标:						
单票快递收入 (元)	1.40	1.24	1.28	1.23	1.19	1.17
yoy	8.4%	-12.0%	2.5%	-4.0%	-3.0%	-2.0%
业务量 (亿件)	243.9	302.0	340.1	386.7	428.4	472.3
yoy	9.4%	23.8%	12.6%	13.7%	10.8%	10.3%
单票快递核心成本 (元)	0.83	0.72	0.68	0.62	0.58	0.55
yoy	1.7%	-13.2%	-6.0%	-9.2%	-6.3%	-4.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

考虑价格竞争影响，我们小幅调整了公司盈利预测，预计中通快递 2025-2027 年营收分别为 488/535/578 亿元，同比 +10.3%/+9.5%/+8.0%，归母净利润 94.8/105.9/117.8 亿元（25-27 年调整幅度分别为 -8.0%/-10.3%/-12.7%），同比 +7.5%/+11.7%/+11.2%，每股收益 25-27 年分别为 11.9/13.3/14.8 元。

相对估值：目标价 199-214 港币

考虑行业竞争格局尚不稳定，价格战仍然有反复的可能性，中通快递未来 5 年的利润稳态增长预测确定性并不高，因此，我们采用相对估值方法来估算公司的合理价值区间。我们结合公司历史估值平均水平以及可对比快递公司估值，来寻找

中通快递的合理估值，中通快递 2022 年以来的前瞻 PE 估值的平均水平在 14 倍左右，圆通速递 2022 年以来的前瞻 PE 估值水平的平均估值也在 14 倍左右，考虑到中通作为龙一的估值溢价与 A 股和港股之间的估值差可以对冲掉，我们认为短期给予中通快递 13.5-14.5 倍的目标估值是合理的，基于中通快递 2026 年 106 亿元的归母净利润预测值，我们得到公司的合理市值为 1588-1706 亿港元，对应的目标价为 199-214 港币。

表9: 同类公司估值比较

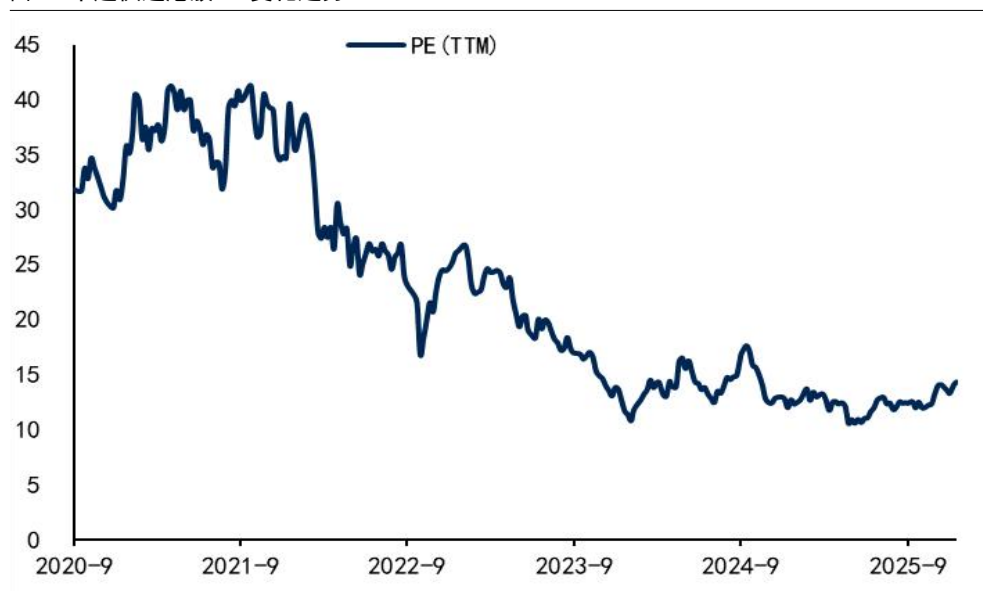
公司代码	公司名称	主营业务	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE		24-26 年净利润 CAGR 预测值
					2025E	2026E	2025E	2026E	
600233.SH	圆通速递	快递	17.5	599	1.25	1.43	14.0	12.2	+11%
002468.SZ	申通快递	快递	13.8	211	0.84	1.06	16.4	13.0	+25%
002352.SZ	顺丰控股	快递	39.5	1991	2.15	2.55	18.3	15.5	+12%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议：“优于大市”评级

由于中通快递明确未来坚持“量质并举”策略，叠加在快递反内卷提价以及征收电商税的背景下，快递行业低价包裹需求减少，件量结构优化有利于中通快递抢占市场份额，公司中长期成长逻辑有望开始兑现，现阶段公司股价和估值仍然处于底部，公司中长期投资价值凸显，维持公司“优于大市”评级，现在股价对应 26-27 年 EPS 的 PE 估值分别为 12X、11X。

图56: 中通快递港股 PE 变化趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

公司需求增速风险

我们预计快递行业未来 1 年件量仍然能维持中高个位数增长，且中通快递公司市场份额可维持提升态势，若未来行业件量增速低于预期或者公司份额表现低于预期，则会导致公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

行业竞争加剧风险

快递行业目前正处于第一梯队龙头优胜劣汰阶段，若监管层反内卷执行力度低于预期，行业价格竞争激烈程度超出预期，则会导致快递公司的短期利润出现大幅低于预期的风险出现。我们预计公司未来 1 年单票快递收入降幅维持低位水平，若未来公司价格降幅超出预期，则存在公司未来 3 年业绩预期高估的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	12334	13531	14299	14271	14837	营业收入	38419	44281	48842	53482	57760
应收款项	6450	7964	8698	9524	10286	营业成本	26756	30564	35850	38935	41645
存货净额	28	39	45	49	52	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	687	(28)	733	802	866	销售费用	2425	2690	2833	2995	3177
流动资产合计	26954	30354	32622	35264	38783	管理费用	0	0	48	48	48
固定资产	32181	33915	36203	37730	37958	财务费用	(290)	(338)	(226)	(329)	(367)
无形资产及其他	4937	4825	4777	4728	4680	投资收益	0	0	8	13	15
投资性房地产	7803	8496	8496	8496	8496	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	16591	14751	14751	17267	21524	其他收入	996	176	1042	1034	1054
资产总计	88465	92340	96849	103485	111441	营业利润	10523	11541	11387	12880	14327
短期借款及交易性金融负债	7766	16784	13657	12736	12568	营业外净收支	170	192	121	135	142
应付款项	2890	2952	3398	3689	3938	利润总额	10693	11733	11508	13015	14469
其他流动负债	9405	8537	9968	10800	11521	所得税费用	1939	2845	1956	2343	2604
流动负债合计	20061	28273	27023	27224	28027	少数股东损益	5	71	69	78	87
长期借款及应付债券	7030	0	0	0	0	归属于母公司净利润	8749	8817	9482	10594	11777
其他长期负债	1094	1392	1392	1392	1392	现金流量表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	8124	1392	1392	1392	1392	净利润	8749	8817	9482	10594	11777
负债合计	28185	29665	28415	28617	29419	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	479	612	682	760	848	折旧摊销	2875	2875	3260	3548	3872
股东权益	59802	62062	67752	74108	81174	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	88465	92340	96849	103485	111441	财务费用	(290)	(338)	(226)	(329)	(367)
关键财务与估值指标	2022	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1169	(2010)	376	223	141
每股收益	11.00	11.08	11.92	13.32	14.80	其它	5	71	69	78	87
每股红利	4.50	5.07	4.77	5.33	5.92	经营活动现金流	12799	9753	13188	14443	15877
每股净资产	75.17	78.01	85.17	93.16	102.04	资本开支	(6243)	(4609)	(5500)	(5026)	(4052)
ROIC	15%	16%	16%	17%	17%	其它投资现金流	(1701)	(1394)	0	(1770)	(2124)
ROE	15%	14%	14%	14%	15%	投资活动现金流	(11966)	(4163)	(5500)	(9312)	(10433)
毛利率	30%	31%	27%	27%	28%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	24%	25%	21%	22%	22%	负债净变化	241	(7030)	0	0	0
EBITDA Margin	32%	31%	27%	28%	29%	支付股利、利息	(3576)	(4034)	(3793)	(4237)	(4711)
收入增长	9%	15%	10%	10%	8%	其它融资现金流	6479	17735	(3127)	(921)	(168)
净利润增长率	28%	1%	8%	12%	11%	融资活动现金流	(192)	(4393)	(6920)	(5159)	(4878)
资产负债率	32%	33%	30%	28%	27%	现金净变动	641	1197	768	(28)	566
息率	2.6%	2.9%	2.7%	3.1%	3.4%	货币资金的期初余额	11693	12334	13531	14299	14271
P/E	14.7	14.6	13.6	12.1	10.9	货币资金的期末余额	12334	13531	14299	14271	14837
P/B	2.1	2.1	1.9	1.7	1.6	企业自由现金流	5364	4609	6528	8178	10530
EV/EBITDA	14	12	12	11	10	权益自由现金流	12321	15569	3589	7527	10664

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032