



港股研究 | 公司深度 | 中通快递-W (02057.HK)

中通快递-W 深度报告：

“中”道驭舟稳潮头，“通”达全网筑壁垒

## 报告要点

依托前瞻性的产能投入、利益共享的网络治理模式，2016 年以来中通份额持续领先，稳居潮头。2024 年，在行业包裹价值持续走低的背景下，公司经营战略也在积极转向，市场份额经历短期波动。2025 年以来，随着电商平台生态回归理性，低价电商面临重大调整，中通凭借多年积累的规模优势、盈利能力与网络壁垒，市场份额有望重拾升势。在规模、利润、资产三大维度全面领先的基础上，公司通过强化服务能力反哺总部利润，率先推动全链路降本增效，网络经营实力再上新台阶，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468



鲁斯嘉

SAC: S0490519060002

SFC: BWN875



胡俊文

SAC: S0490524120001

中通快递-W (02057.HK)

2026-01-29

# 中通快递-W 深度报告： “中”道驭舟稳潮头，“通”达全网筑壁垒

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

## 领军者的“法宝”：基建领先、利益共享

中通作为“最年轻”的通达系快递公司，后发而先至。2016年10月，中通快递登陆美国纽交所，同年成为件量规模最大的民营快递公司，并连续9年蝉联行业第一。**中通快递完成赶超并引领行业，在于始终敢为人先：1) 率先实施有偿派费制度和转运中心直营化，变革加盟快递的生产关系；2) 适当超前投建转运中心，推动省际班车和分拣中心自动化升级，生产效率和成本领先行业，引领加盟快递生产力提质升级。**

快递行业竞争逻辑可拆解为两大因素，一是产能更迭带来的成本效率的竞争，二是比拼加盟快递网络的治理能力，**中通的领先“法宝”，归根结底是前瞻性的产能投入、利益共享的网络治理模式。**一方面，中通重视运营能力建设，持续加强基建投入。公司投资时间较早且投资规模领先于行业，对应公司单票运输成本处于领先地位，尤其分拣中心、土地等通胀性资产规模领先，中通的先发投入优势难以被颠覆。另一方面，中通以同建共享为基，构建领先网络生态：1) 实现有偿派费制度，平衡加盟网络盈利能力；2) 优化网络组织结构，推动全国网络股份制改革，平衡总部和加盟商的利益关系；3) 公司建立长效激励机制，实现总部和员工利益共享。

## 份额阶段性回落：策略和趋势的背离

自上市以来，公司份额稳步提升，2024年，中通件量规模达到340亿件，同比增长12.6%，低于行业件量增速21.5%，**二线快递公司表现更强的增长势头。中通份额的阶段性回落，本质是经营策略和行业趋势的背离，包裹价值贬值趋势下高质量发展策略导致公司份额流失。**1) 消费趋势变化：电商平台竞争加剧，低价竞争加码导致包裹价值贬值，低价包裹增长更快，“经济型”快递更具性价比。2) 中通经营策略转向：由份额提升转向服务、规模与利润均衡发展，公司坚持不做利润更低的低价件。

## 龙头回归：生态改善，优势重铸

2025年以来，随着电商平台策略回归理性和电商税收全面征管，标志着中国电商“野蛮生长”时代的终结，低价电商将面临重大调整。在电商降速提质的新常态下，我们认为公司份额有望再度提升：1) 快递行业比拼的重点不再是纯粹低价，中通在服务质量、网络效率和成本管控上，全方位领先；2) 公司强化服务能力提升全网盈利，率先推动全链路降本，网络经营实力进一步提升。随着总部的中转成本节降进入下半场，中通率先推动末端加盟商降本，驿站数量和网点处理件量领先于其他快递公司，有望率先完成网络部分直链，节省小哥的派送成本。**直链的模式下，快件派送自转运中心出发可不经二级网点直达末端驿站，若直链比例达到40%，有望节省末端成本0.10元。**中通凭借较高产品性价比、强健资产负债表和充足在手现金，综合竞争实力有望持续巩固，份额有望稳步提升，期待格局分化带来的非线性变化机会。**当前公司产能投放高峰已过，预期未来资本开支稳中有降；随着龙头份额的重新提升和盈利预期的改善，自由现金流有望延续改善趋势，分红比例有较大提升空间，当前估值倍数处于历史低位，其过去被压制的估值溢价有望得到修复。**预计公司2025-2027年归母净利润分别为91.7/104.5/113.2亿元，对应PE分别为14.2/12.5/11.5X，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

1、行业需求不及预期；2、行业发生恶性价格战；3、人工及燃油成本大幅上升；4、监管政策变动风险；5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

### 公司基础数据

当前股价 (HKD)	174.70
------------	--------

注：股价为2026年1月29日收盘价



## 目录

领军者的“法宝”：基建领先、利益共享 .....	6
步步为营，从追赶到领先 .....	7
同建共享为基，构建领先网络 .....	9
强化基建投入，建立资源壁垒 .....	11
份额阶段性回落：策略和趋势的背离 .....	14
消费趋势：包裹价值贬值，性价比权重提升 .....	14
策略转向：质量发展为先，推动产品升级 .....	17
龙头回归：生态改善，优势重铸 .....	19
电商生态回归理性，“反内卷”降速提质 .....	19
网络壁垒深厚，末端生态领先 .....	22
龙头优势回归，估值有望修复 .....	27
风险提示 .....	29

## 图表目录

图 1：报告逻辑框架 .....	6
图 2：中通快递成立于 2002 年 .....	7
图 3：中国快递行业发展阶段 .....	7
图 4：中通成功并非一蹴而就，从追赶逐步成为领先 .....	8
图 5：2016 年以来，中通持续成为行业市占率第一 .....	8
图 6：2024 年，人工成本约占快递成本的 50% .....	9
图 7：中通快递全国网络布局 .....	9
图 8：2008 年，中通率先开启有偿派费制度 .....	10
图 9：中通快递创始人持股比例低于其他通达系（截至 2025Q3） .....	10
图 10：中通快递将核心加盟商转换为公司股东 .....	10
图 11：中通加盟商平均管理网点数量持续下降 .....	11
图 12：中通较早完成转运中心直营化进程 .....	11
图 13：中通持续强调员工激励 .....	11
图 14：2018 年以来，中通每年花费超 2 亿元用于股权激励 .....	11
图 15：中通开启直营线路，提升运输效率 .....	12
图 16：中通自有车辆数量显著领先 .....	12
图 17：中通单票运输成本始终处于行业领先水平 .....	12
图 18：中通快递土地使用权投入力度较大 .....	13
图 19：中通快递转运中心投资规模领先于行业 .....	13
图 20：分拣设备价值持续贬值 .....	13
图 21：分拣中心价值持续升值 .....	13
图 22：中通单票运输成本处于行业领先地位 .....	13
图 23：2024 年以来，二线快递品牌件量增速更高 .....	14
图 24：2024 年，电商平台加大了对于用户和商家端的补贴力度 .....	15

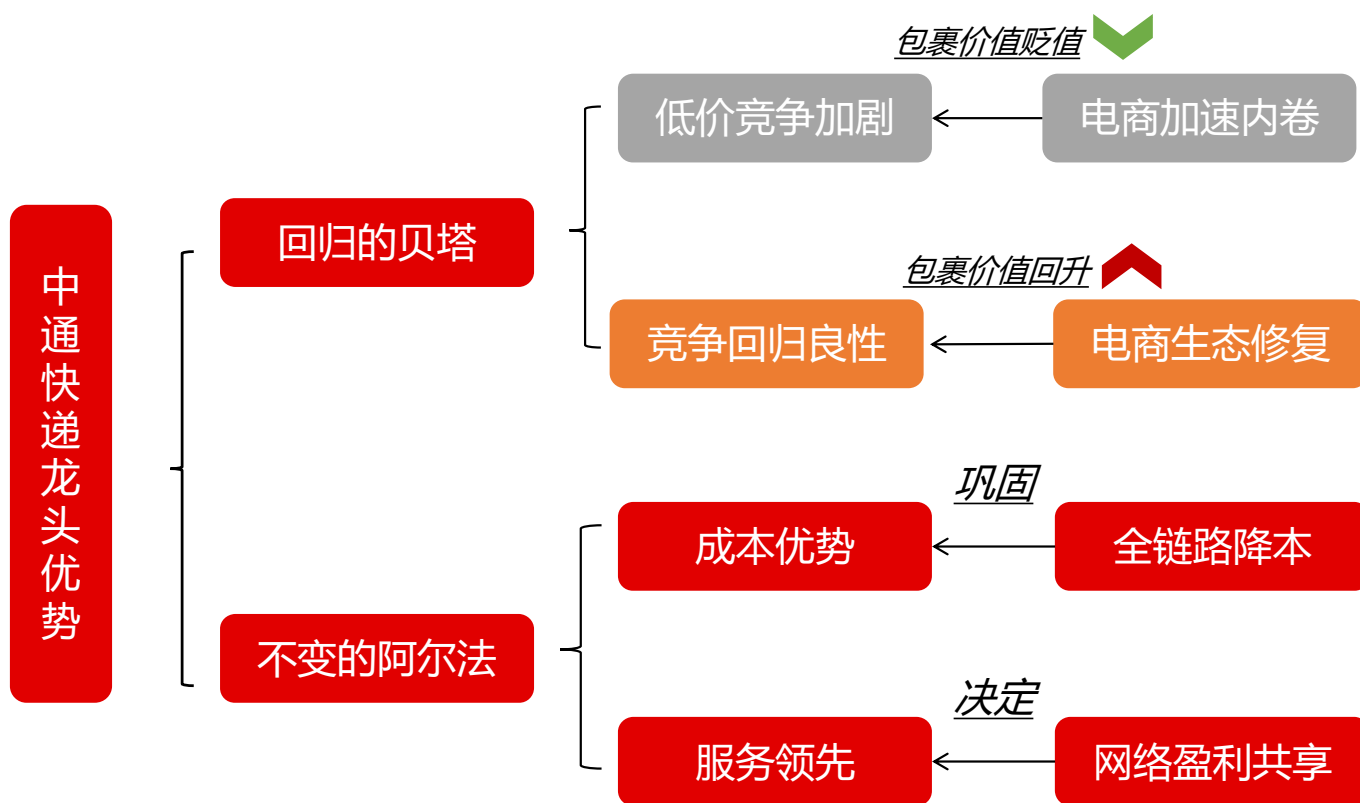
图 25: 2024 年以来, 快递业务量增速显著快于电商增速, 单个快递包裹持续贬值 .....	15
图 26: 电商行业 GMV 市占率变化 .....	16
图 27: 2024 年一季度, 中通强调服务、规模与利润均衡发展 .....	17
图 28: 中通相较于其他通达系单价走势分化 (元/件) .....	17
图 29: 中通相较于二线快递公司单票利润表现坚挺 (元/件) .....	17
图 30: 2024 年前三季度, 二线快递公司净利润增长显著 .....	18
图 31: 2025 年三季度, 拼多多主站收入增长降至个位数 .....	20
图 32: 2025 年 8 月以来, 经济快递总部平均单价同环比改善 .....	21
图 33: 2025Q3, 经济快递总部单票盈利环比改善 .....	21
图 34: 2025 年经济快递总部收入占全链路比例提升 .....	21
图 35: 经济快递品牌间份额差距依然不大, 位次尚未稳定 .....	21
图 36: 2025 年以来, 实物网络零售额与快递业务量增速差收敛 .....	22
图 37: 2025 年“反内卷”以来, 一线龙头快递增速跑赢二线快递 .....	22
图 38: 中通快递的单票盈利能力显著领先 .....	22
图 39: 中通在手现金规模远高于其他快递公司 .....	22
图 40: 中通的各项资产规模显著领先于行业 .....	23
图 41: 中通散单业务发力, 推动单票其他成本提升 .....	24
图 42: 快递公司单票成本曲线扁平化 .....	24
图 43: 末端直链降本流程图 .....	25
图 44: 2024 年, 中通单个网点管理快递件量领先 .....	25
图 45: 中通快递驿站数量领先于其他快递公司 .....	25
图 46: 中通集团构建快递生态圈 .....	26
图 47: 中通快递经营活动净现金流量维持改善趋势 .....	28
图 48: 2021 年以来, 中通快递资本开支稳步下降 .....	28
图 49: 2021 年以来, 中通快递分红比例稳步提升 .....	28
图 50: 2024 年, 中通快递经调整自由现金流超过 120 亿元 .....	28
表 1: 2014-2016 年, 中通快递收购加盟商所有资产总对价 (亿元) .....	10
表 2: 拼多多推出“千亿扶持”计划 .....	19
表 3: 阿里巴巴转向健康生态的战略转型 .....	20
表 4: 2025 年, 电商税收征管进入“精准监管”的新阶段 .....	20
表 5: 中通快递服务满意度常年稳居加盟快递第一 .....	23
表 6: 中通快递盈利预测 .....	27
表 7: 公司收入与利润敏感性测算 .....	29

## 领军者的“法宝”：基建领先、利益共享

中通快递作为“最年轻”的通达系快递公司，后发而先至。2016年10月，中通快递登陆美国纽交所，同年成为件量规模最大的民营快递公司，并连续8年蝉联行业第一。中通快递完成赶超并引领行业，在于始终敢为人先：1) 率先实施有偿派费制度和转运中心直营化，变革加盟快递生产关系；2) 适当超前投建转运中心，推动省际班车和分拣中心自动化升级，生产效率和成本领先行业，引领加盟快递生产力提质增效。

快递行业竞争逻辑可拆解为两大因素，一是产能更迭带来的成本效率的竞争，二是比拼加盟快递网络的治理能力。中通的领先“法宝”，归根结底是前瞻性的产能投入、利益共享的网络治理模式。

图 1：报告逻辑框架

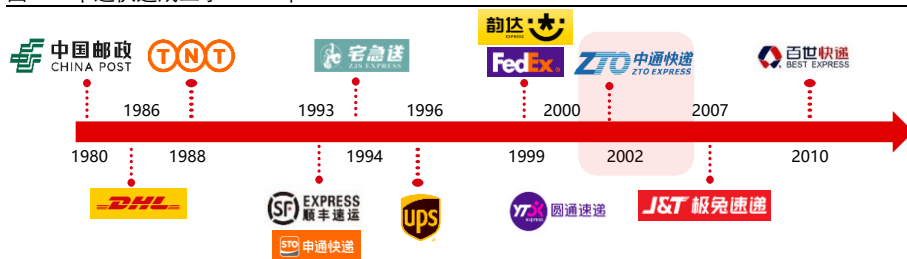


资料来源：长江证券研究所

## 步步为营，从追赶到领先

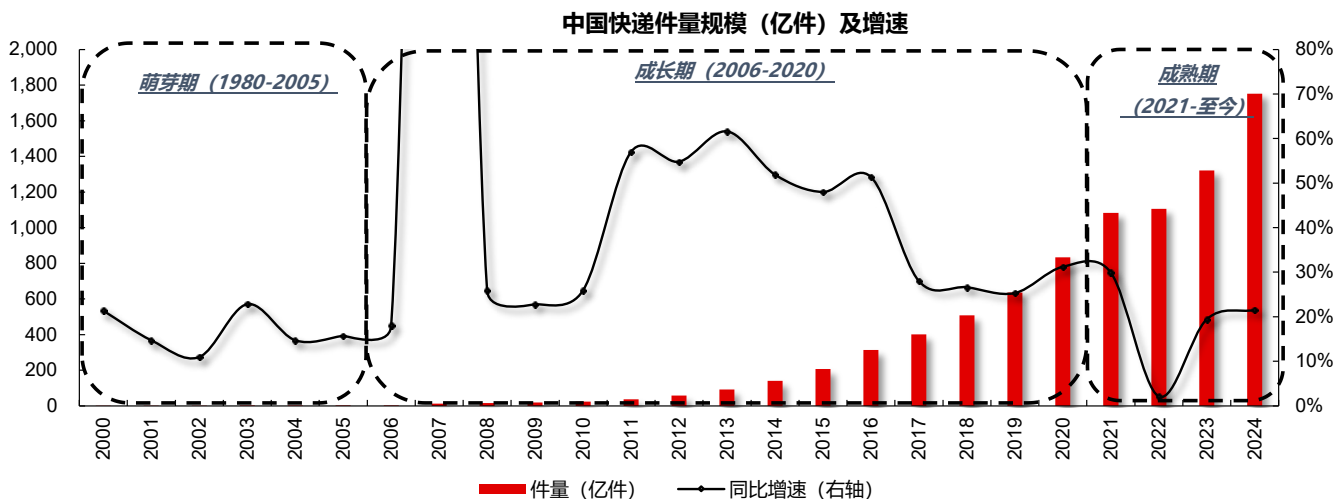
“最年轻”的通达系，后发而先至。中通快递成立于 2002 年 5 月，是“最年轻”的通达系快递公司，起步时与行业前辈存在差距。2005 年，随着淘宝与快递公司达成战略合作，快递需求迎来爆发式增长，中通精准把握电商快递高速成长的红利。2016 年 10 月，中通快递登陆美国纽交所，同年件量规模超越圆通速递登顶行业第一，自此开启连续 9 年领跑的辉煌征程。

图 2：中通快递成立于 2002 年



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 3：中国快递行业发展阶段



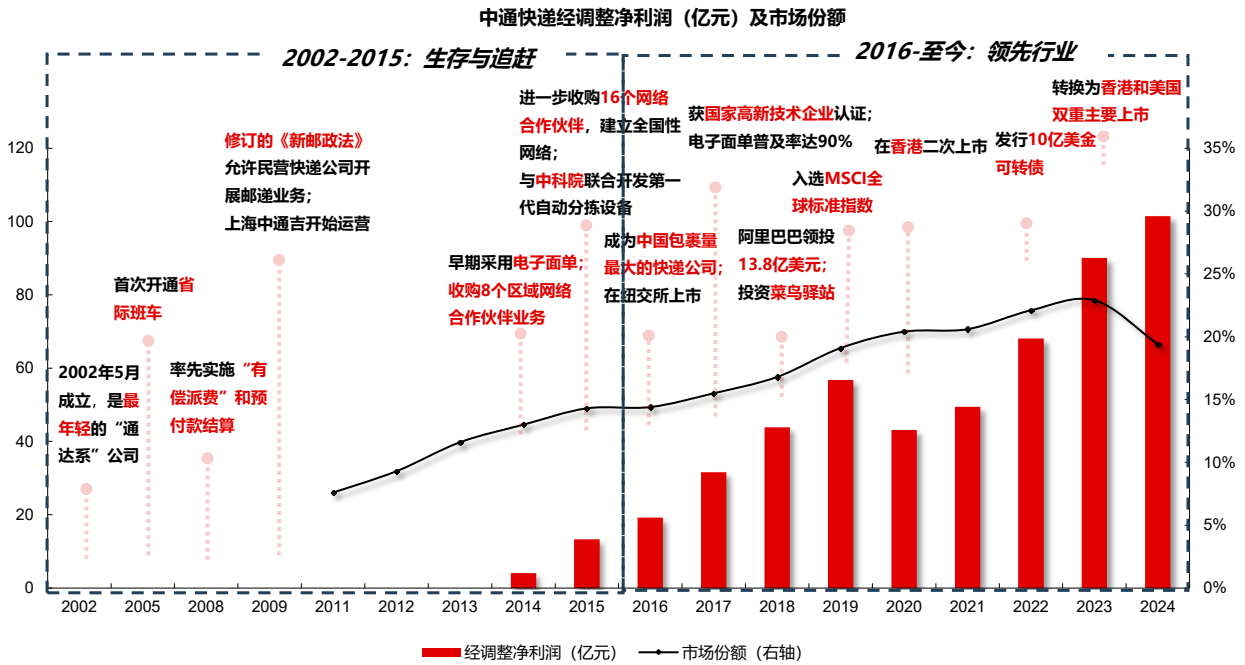
资料来源：国家邮政局，长江证券研究所

复盘中通快递的发展历程，公司的领先并非一蹴而就，从追赶到逐步实现跨越：

**生存与追赶：2002-2015 年**，中通凭借加盟管理模式快速扩张。公司步步为营，率先变革加盟管理模式和应用自动化分拣技术，份额快速提升。

**领先于行业：2016 年至今**，中通快递于 2016 年件量规模登顶，连续 9 年蝉联行业第一，量、利稳步增长。

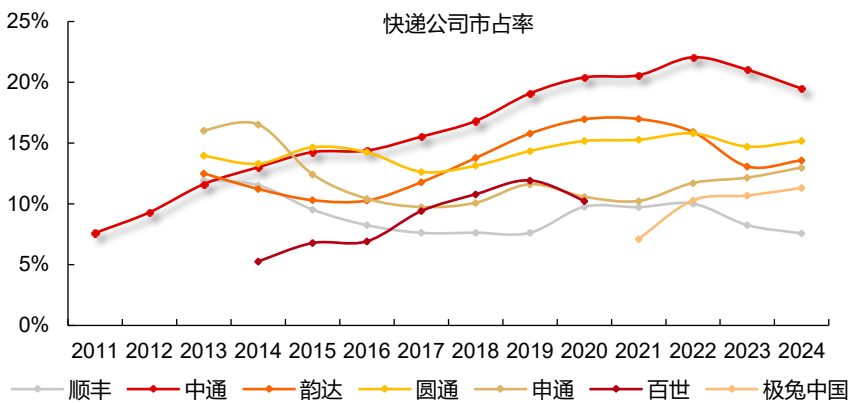
图 4：中通成功并非一蹴而就，从追赶逐步成为领先



资料来源：公司公告，长江证券研究所

中通快递的快速发展和超越，主要在于：1) 率先实施了有偿派费制度和转运中心直营化，完善加盟快递的生产关系；2) 较早投建转运中心，推动省际班车和分拣中心自动化升级，生产效率和成本领先行业，引领加盟快递生产力变革。

图 5：2016 年以来，中通持续成为行业市占率第一



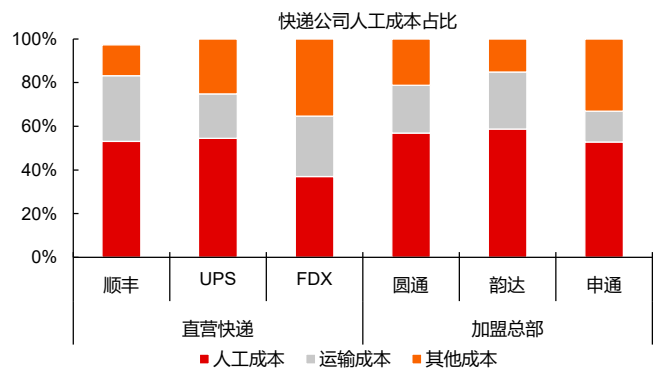
资料来源：国家邮政局，公司公告，长江证券研究所（注：2024 年国家邮政局调整快递行业规模口径，根据行业增速回溯调整 2023 年行业件量）

## 同建共享为基，构建领先网络

快递行业是典型的劳动密集型行业，考验快递公司管理能力输出。快递网络遍布全国，截至 2025 年三季度，中通总部自有员工约有 2 万人，全网员工数或达几十万级别。人力成本是快递公司最大的成本项，经测算中国快递公司人工成本占比超 50%。中国特色的加盟快递模式又延伸了总部的管理半径，快递网络分成“揽-转-运-派”四个环节，总部负责运输、中转环节，加盟商负责揽、派环节，总部需要调节总部和末端之间的网络架构和利益分配。

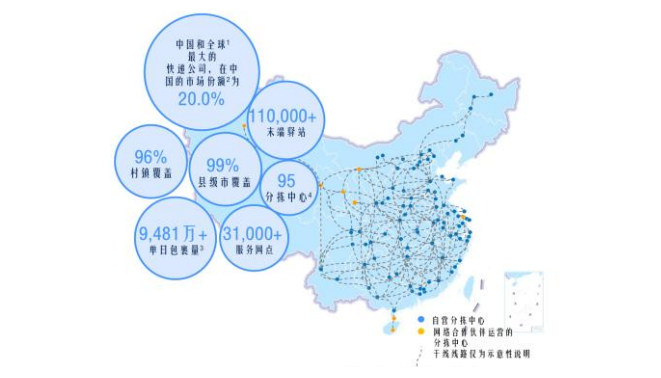
管理的难度在于利益分配，中通在各环节建立合理的利益分配和激励机制：1) 通过实现有偿派费制度，平衡加盟网络盈利能力；2) 优化网络组织结构，实现全国网络股份制改革，平衡总部和加盟商的利益关系；3) 公司建立长效激励机制，实现总部和员工利益共享。

图 6：2024 年，人工成本约占快递成本的 50%



资料来源：公司公告，长江证券研究所测算

图 7：中通快递全国网络布局



资料来源：公司公告，长江证券研究所

末端网点派费有偿，平衡加盟网络盈利能力。早期加盟快递网点仅依靠揽件费运营，由于中国地域间揽件数量存在较大差异，不同区域网点盈利能力差距较大。2008 年，中通率先提出有偿派费机制，按事先确定的计算方式支付给派件网点末端派费，平衡的末端派费分配机制提升了网点整体稳定性，共享派费机制延续至今。

图 8：2008 年，中通率先开启有偿派费制度

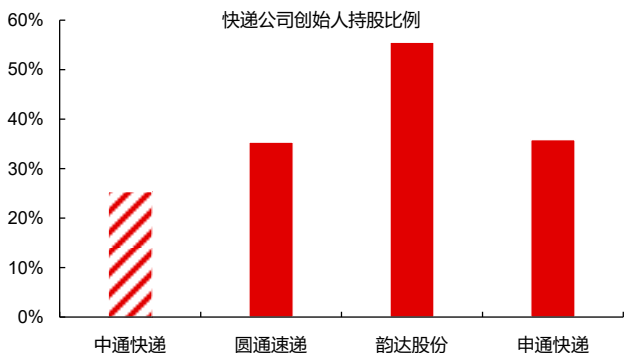


资料来源：公司公告，长江证券研究所

**优化网络组织结构，实现全国网络股份制改革。** 加盟快递早期凭借加盟网点实现快速扩张，随着加盟商经营能力持续壮大，总部对网点的管理阻碍也越来越大。2010 年开始，总部开启加盟网络改革，分别采取现金收购和总部股权置换的方式收购加盟商网点。2014 年公司收购 8 个区域网络合作伙伴，并在 2016 年收购 16 个网络合作伙伴，较早实现转运中心直营化，为转运中心自动化升级奠定基础。

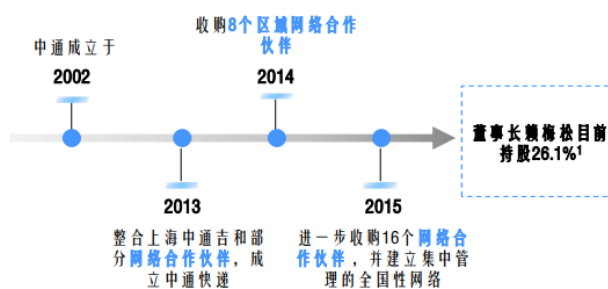
**中通采用股权收购的方式，让加盟商成为中通的共同利益主体，实现了全网集中高效管理。** 中通成功收购大加盟商后积极推动加盟网点的扁平化，2017 年以来中通加盟商平均管理网点数量持续下降并低于其他通达系，网络管理效率大幅提升。

图 9：中通快递创始人持股比例低于其他通达系（截至 2025Q3）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 10：中通快递将核心加盟商转换为公司股东



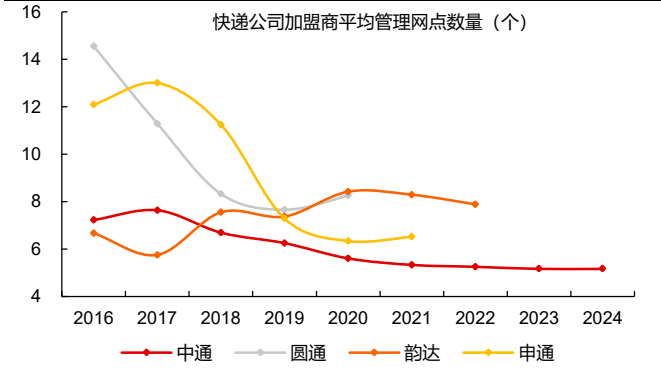
资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 1：2014-2016 年，中通快递收购加盟商所有资产总对价（亿元）

时间	现金对价 (万元)	股票 (万股)	每股公允价值 (元/股)	股权价值 (亿元)	收购总对价 (亿元)
2014	6450	20280.0	11.73	23.8	24.4
2015	5770	2638.7	48.64	12.8	13.4
2016	3070	60.0	50.11	0.3	0.6
合计	15290	22978.7		36.9	38.5

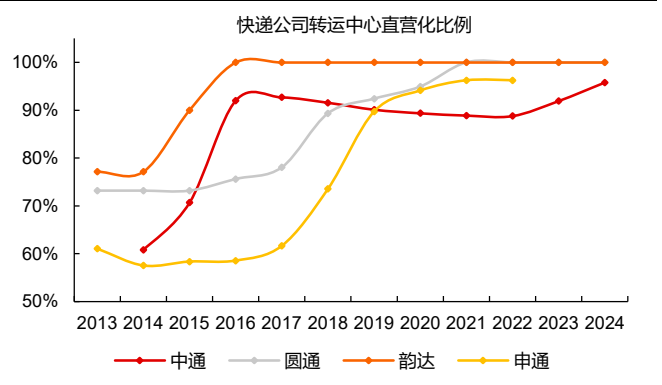
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 11: 中通加盟商平均管理网点数量持续下降



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 12: 中通较早完成转运中心直营化进程



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

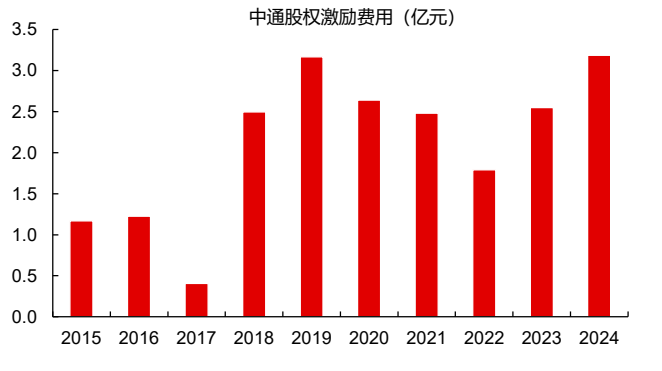
公司建立长效激励机制, 实现总部、员工利益共享。2016 年 6 月公司建立了员工持股平台——ZTO ES, 共发行 1600 万股, 对价为 1200 万美元, 除董事长与公司高管外, 持股人员还包括省区及重点城市的管理人员, 以及部分一线员工。2018 年以来, 公司每年花费 2-3 亿元用于股权激励, 构建全员利益共同体, 提升员工的积极性。

图 13: 中通持续强调员工激励

成立时间	激励方式	计划细则
2016年6月	2016年股权激励计划	可发行股数上限为300万股且每年增加, 相当于每年至少增加外发股数的0.5%, 2022年奖金池上限到达2100万股, 占现有股本的2.6%
2016年3月	2016年员工持股平台	公司设立员工持股平台ZTO ES, 共发行1600万股, 占现有股本比例的1.97%, 对价为1200万美元, 用于激励高级管理人员和其他员工
2024年3月	2024年股权激励计划	根据2024年股权激励计划授予的奖励最高股份数目为300万股, 占现有股本的0.37%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 14: 2018 年以来, 中通每年花费超 2 亿元用于股权激励

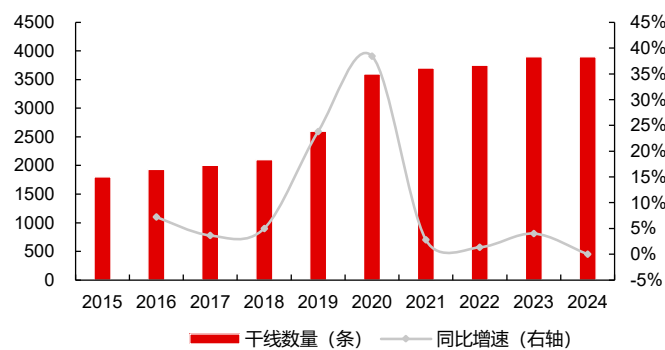


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 强化基建投入, 建立资源壁垒

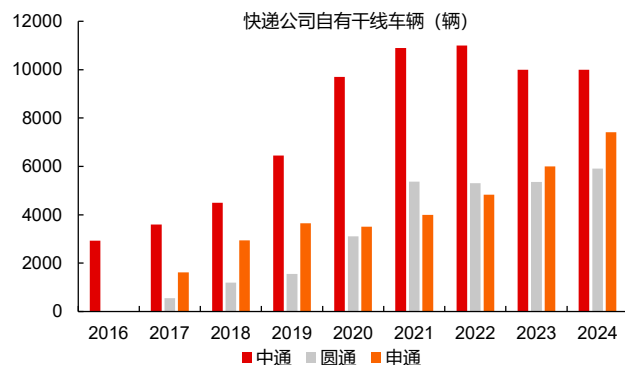
中通重视运营能力建设, 持续加强基建投入。快递行业比拼企业运营效率和成本管控能力, 中通始终走在领先生产力的前列。2007 年, 中通率先开启省际网络班车, 开创民营快递省际卡车运输的先河 (此前长距离运输更多依赖航空货运和铁路货运), 运营成本大幅优化。2019-2021 年, 中通大幅增加自有运输车辆投入, 加速直营线路开发, 同时采用运力甩挂降低单车运输成本, 运输成本处于行业领先水平。

图 15: 中通开启直营线路, 提升运输效率



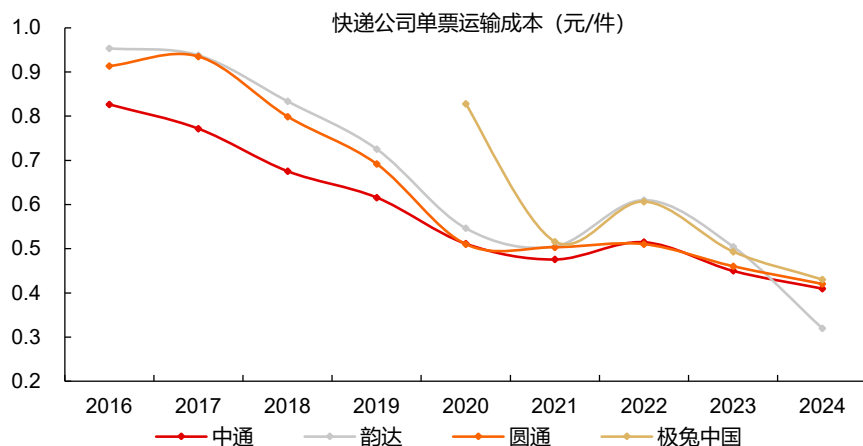
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 16: 中通自有车辆数量显著领先



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 17: 中通单票运输成本始终处于行业领先水平

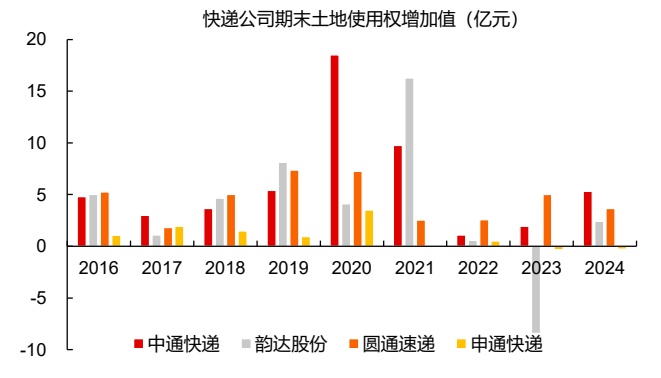


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

**土地、分拨投入力度领先, 规模效应充分释放。**公司投资时间较早且投资规模领先于行业, 对应公司单票分拣成本处于领先地位。随着公司顺利收购大加盟商, 加速推动转运中心自动化升级, 加大自动化设备购建和土地、房屋等基础设施的投入。自动化设备运营效率远高于人工分拣, 能在短期内迅速降低总部分拣成本, 中通较早应用自动化设备构建了分拣效率上的优势, 但随着分拣设备持续贬值、自动化红利的普及, 分拣成本的领先优势逐步收窄。

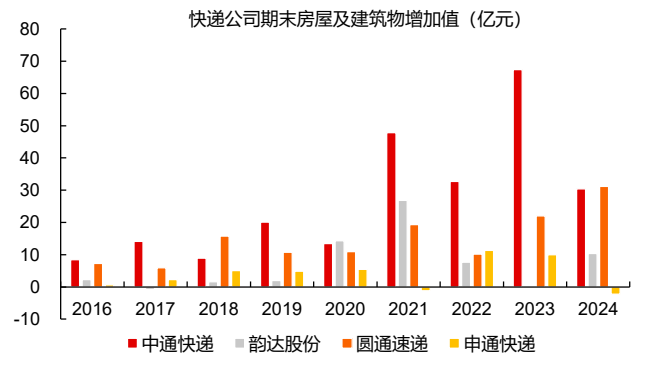
分拣中心等基建项目价值跟随中国商业地产价格中长期持续增长, 是稀缺的通胀性资产, 中通的先发投入优势难以被颠覆。

图 18: 中通快递土地使用权投入力度较大



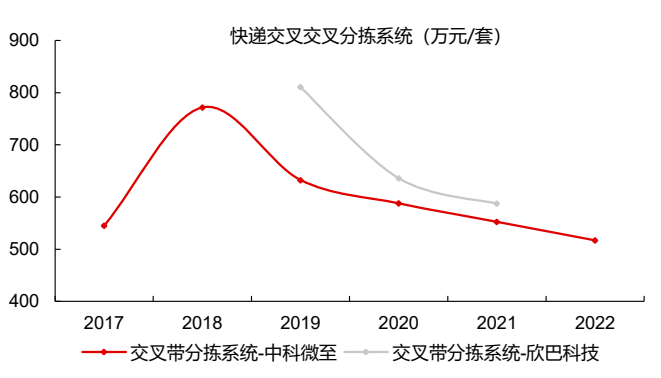
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 19: 中通快递转运中心投资规模领先于行业



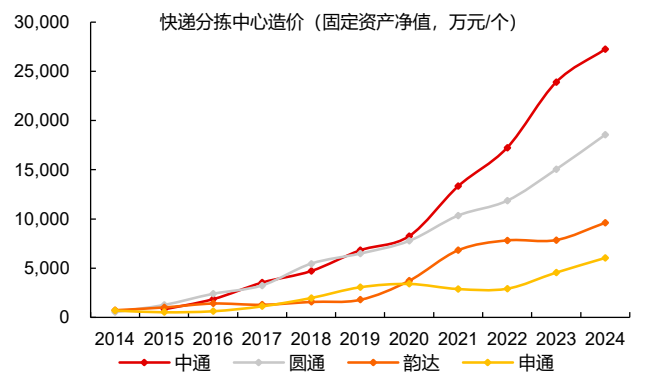
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 20: 分拣设备价值持续贬值



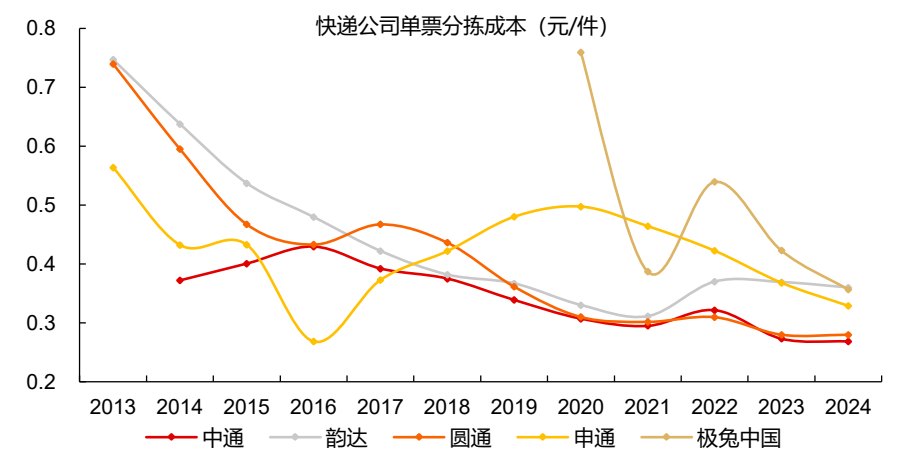
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 21: 分拣中心价值持续升值



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 22: 中通单票运输成本处于行业领先地位

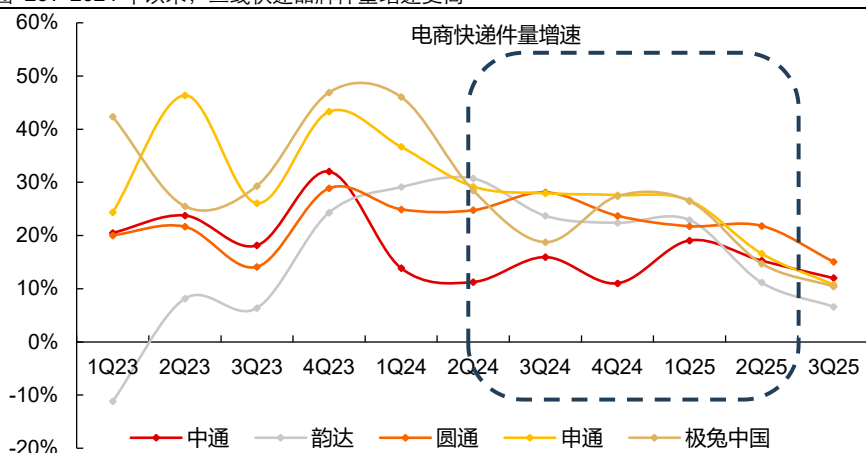


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 份额阶段性回落：策略和趋势的背离

分化趋势延缓，二线品牌份额提升。随着快递行业逐步进入存量竞争阶段，行业分化却未加速演绎。2024年，中通件量规模达到340亿件，同比增长12.6%，低于行业件量增速21.5%，二线快递公司表现更强的增长势头。**中通份额的阶段性回落，本质是经营策略和行业趋势的背离：1) 消费趋势变化：电商平台竞争加剧，低价竞争加码导致包裹价值贬值，低价包裹增长更快，“经济型”快递更具性价比。2) 中通经营策略转向：由份额提升转向服务、规模与利润均衡发展，公司坚持不做利润更低的低价件。**

图 23：2024 年以来，二线快递品牌件量增速更高



资料来源：公司公告，长江证券研究所

注：一线快递包括中通快递、圆通速递数据；二线快递包括申通快递、韵达股份和极兔速递（中国）

## 消费趋势：包裹价值贬值，性价比权重提升

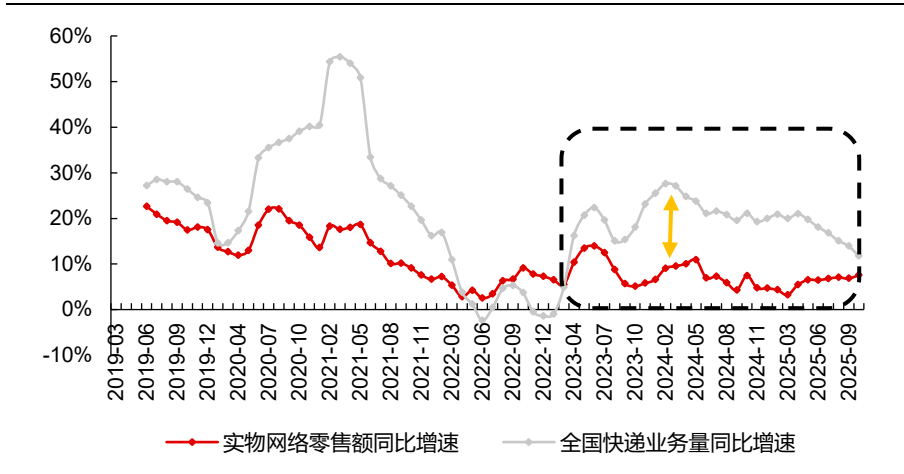
宏观层面上，宏观经济修复动能略显不足，消费理性化趋势显现，消费者决策重心向商品实用价值偏移，更具“价格力”的产品受消费者追捧。中观层面上，电商平台内卷加剧，不约而同将低价竞争纳入核心策略，加大用户和商家端的补贴力度。拼多多、抖音加速拓展二三线增量市场，天猫、京东等电商平台也通过线上红包、退货补贴等方式挖掘下沉市场。

图 24：2024 年，电商平台加大对于用户和商家端的补贴力度



资料来源：第一财经，澎湃新闻，长江证券研究所

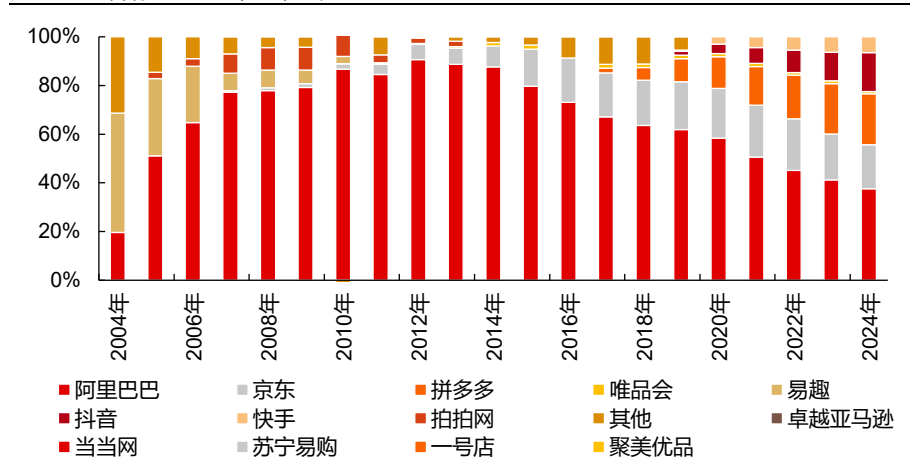
图 25：2024 年以来，快递业务量增速显著快于电商增速，单个快递包裹持续贬值



资料来源：国家邮政局，长江证券研究所

电商平台的竞争加剧引致包裹价值持续贬值。2024 年快递行业业务量增速显著快于实物网络零售额增速，意味着单个包裹价值持续下降，平台商家利润空间持续收窄，迫使商家压缩运营成本，成本导向下快递产品价格因素权重提升，因此更具“经济型”的低价产品更受商家青睐。

图 26: 电商行业 GMV 市占率变化



资料来源: 艾瑞咨询, 公司公告, 长江证券研究所

## 策略转向：质量发展为先，推动产品升级

中通快递在 2024 年开启战略转型关键年，经营策略从“规模优先”转向“量利平衡”。根据 2024 年一季度经营报告披露，公司积极突破同质化竞争，明确实施“服务质量-业务规模-盈利”三维均衡发展模式，战略重点转移到了服务质量上，战略性收缩低效业务板块，聚焦高附加值的退货件及散单件市场。公司差异化竞争策略已初显成效，2024 年前三季度公司散单业务量同比增长超过 40%，远高于公司 2024 年整体业务量增速 12.6%。

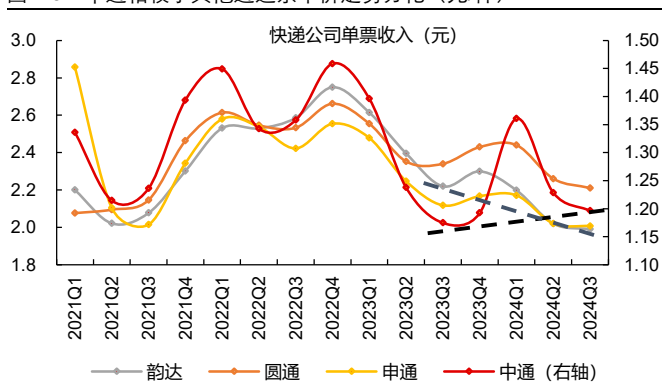
龙头企业差异化的竞争策略，客观上为尾部企业释放出政策调整空间。与此同时，行业包裹价值持续走低，这一结构性变化助推二线快递企业业务量增速领跑行业。以申通为代表，2024 年件量增速达 29.71%，成本优化幅度显著高于行业均值，2024 前三季度单票利润同比提升超过 20%，规模效应推动下单票利润显著改善。

图 27：2024 年一季度，中通强调服务、规模与利润均衡发展

公司	公告	表述
中通快递	2024年一季度未经审计财务业绩公告	中通一贯的战略目标是在服务质量、业务规模和盈利三个方面保持均衡发展。24 年年初，我们将战略重点转移到了服务质量上，在保持合理的业务规模和良好的利润水平的同时，更加关注打造差异化产品与服务，以满足客户多样化和个性化的需求，提升消费者对中通品牌的认知与认同。我们预计今年的行业增速在 15-20% 之间， <b>基于不做亏本快件的原则，我们接受市场份额在一定范围内回落。</b>
圆通速递	2024年4月26日圆通速递投资者调研会议纪要	2024 年，公司将继续坚定深耕快递主业，持续改善服务质量和客户体验，多维提升品牌溢价，并运用和融合人工智能等新兴技术推动数字化转型全面升级创新，实现数字化时代向人工智能时代的转变，夯实综合竞争力。
韵达股份	2024年5月6日投资者关系活动记录表	公司通过恢复加盟商的市场竞争能力、恢复公司产品能力、恢复服务履约能力等方面持续提升综合实力，建立良好的市场口碑，获取更多客户和消费者选择。
中通快递	2024年4月25日投资者关系活动记录表	2024 年，公司仍会坚持“业务规模、服务体验及利润”三驾马车并驾齐驱、均衡发展。2024 年，公司定位为“聚焦体验年”，继续聚焦全链路时效提升以及服务质量改善，基于数智化管控工具以及业务规模提升的视角实施精细化管理。

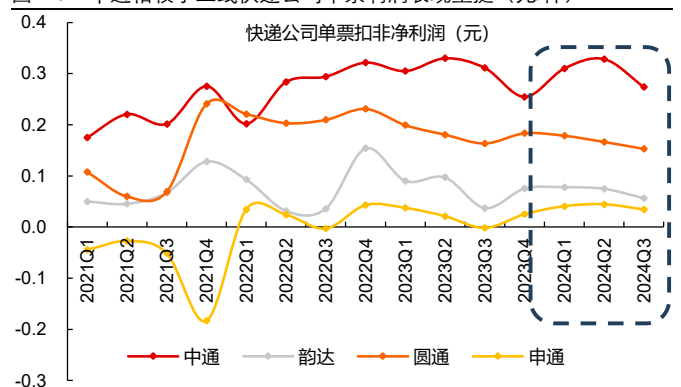
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 28：中通相较于其他通达系单价走势分化（元/件）



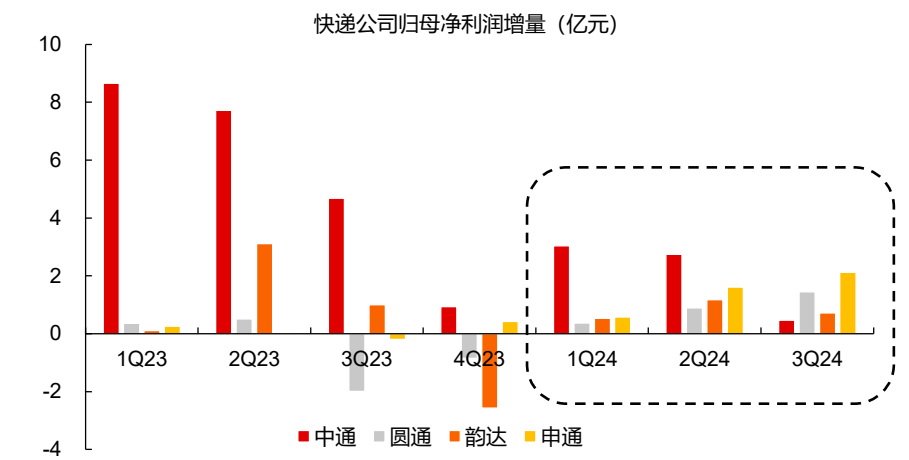
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 29：中通相较于二线快递公司单票利润表现坚挺（元/件）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 30：2024 年前三季度，二线快递公司净利润增长显著



资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 龙头回归：生态改善，优势重铸

2025 年以来，随着电商平台策略回归理性和电商税收全面征管，标志着中国电商“野蛮生长”时代的终结，低价电商将面临重大调整。在电商降速提质的新常态下，我们认为公司份额有望再度提升：

1) 快递行业比拼的重点不再是纯粹低价，中通在服务质量、网络效率和成本管控上，全方位领先；2) 公司强化服务能力提升全网盈利，率先推动全链路降本，网络经营实力进一步提升。随着总部的中转成本节降进入下半场，中通率先推动末端加盟商降本，驿站数量和网点处理件量领先于其他快递公司，有望率先完成网络部分直链，节省小哥的派送成本。直链的模式下，快件派送自转运中心出发可不经加盟网点直达末端驿站，若直链比例达到 40%，有望节省末端成本 0.12 元。

## 电商生态回归理性，“反内卷”降速提质

2025 年电商平台策略回归理性和电商税收全面征管，标志着中国电商“野蛮生长”时代的终结。随着发展红利的结束，低价电商将面临重大调整。

首先，电商平台策略回归理性。电商平台的竞争焦点，从过去盲目追求 GMV 增速转向合规治理和健康生态。例如，拼多多推出针对优质商家的“千亿扶持”计划，阿里巴巴优化平台规则、平衡各方利益等。电商平台策略从“低价优先”转向“质量优先”，这从根本上减少了对极致低价快递的需求压力。

表 2：拼多多推出“千亿扶持”计划

维度	具体措施
直接为商家降本	下调店铺保证金（部分类目降幅超 50%）、减免技术服务费（如“百亿补贴”技术服务费）、返还推广服务费
深入赋能农业	开展“多多好特产”专项行动，利用消费数据指导产区开发新品，投入资源提升农产品上行效率和品牌价值
推动产业带升级	“新质供给”专项团队深入产业带，利用平台数据指导厂商研发新品，助力白牌商家品牌化，破解同质化竞争
优化物流与市场拓展	延续“电商西进”，免除西部偏远地区的物流中转费，鼓励商家开拓西部市场
强化商家权益保障	成立由联席 CEO 挂帅的“商家权益保护委员会”，上线异常订单预警、升级申诉机制，建立常态化交流机制

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 3：阿里巴巴转向健康生态的战略转型

举措方向	具体措施
优化平台规则，平衡各方利益	松绑“仅退款”政策，打击“恶意店群”
真金白银扶持商家降本增效	减免技术服务费、运费险，提供 0 手续费极速回款，500 亿元补贴计划
整合生态资源，创造新体验	淘天、饿了么、飞猪“大消费会师”，推出“门店自提”等新服务
简化用户体验，回归购物本质	大促推行“官方立减”、取消复杂预售
打破平台壁垒，走向开放合作	接入微信支付，物流系统互联互通

资料来源：公司公告，央视网，36 氪，长江证券研究所

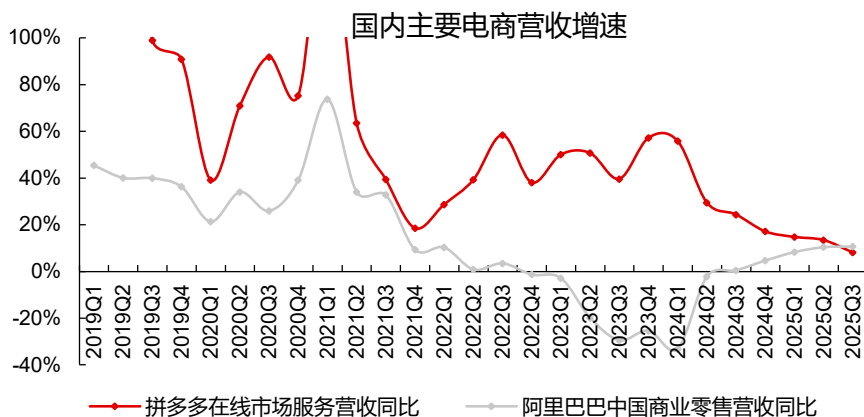
**其次，电商税收开始全面征收。**过去电商的繁荣，某种程度上是建立在事实上的“税负洼地”之上。部分经营者不开发票、不申报收入，综合税负远低于线下实体店，从而实现了极致低价。根据《互联网平台企业涉税信息报送规定》，2025 年 6 月，国内主要电商平台已完成涉税备案，需按季度向税务机关报送商家的身份信息和收入数据。一旦依法纳税，线上商家税务的“非对称优势”消失，将导致电商税务成本的提高。

表 4：2025 年，电商税收征管进入“精准监管”的新阶段

时间	法律法规	具体情况
2018 年 8 月 31 日	《中华人民共和国电子商务法》	第十三届全国人民代表大会常务委员会第五次会议表决通过，自 2019 年 1 月 1 日起正式施行
2021 年	《关于进一步优化税务监管方式的意见》	国家税务总局将电商纳入重点监管领域
2023 年	《网络交易监督管理办法》	进一步细化了平台责任
2025 年 6 月	《互联网平台企业涉税信息报送规定》	要求平台企业按季度向税务机关报送经营者、从业者的身份信息及收入明细

资料来源：国务院，商务部，国家税务总局，长江证券研究所

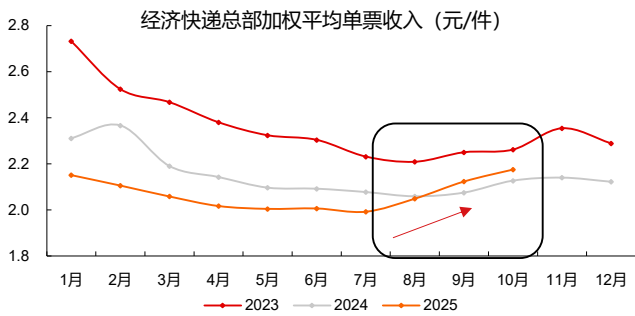
图 31：2025 年三季度，拼多多主站收入增长降至个位数



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

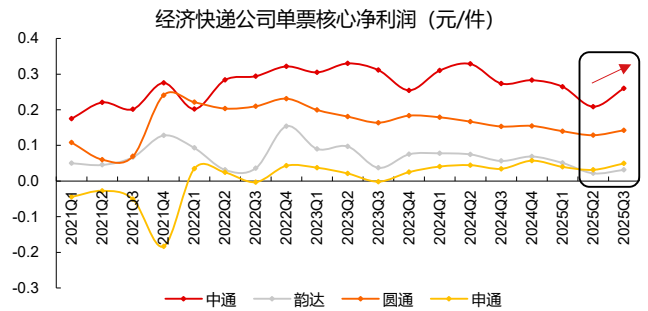
最后，快递“反内卷”明确价格竞争底线。2025年8月以来，快递行业“反内卷”成效显著，经济快递总部价格实现探底回升，9月价格同比增速实现转正。同时，经济快递公司的单票盈利能力也在2025Q3环比改善。邮政监管布局强调压实总部对网络管理的统一责任，旗帜鲜明“反内卷”，行业竞争的底线被重新确立。此外，电商生态的理性回归，所推动的电商需求结构性改革，也将使得“8毛发全国”的低价快递失去了发展土壤。

图 32：2025 年 8 月以来，经济快递总部平均单价同环比改善



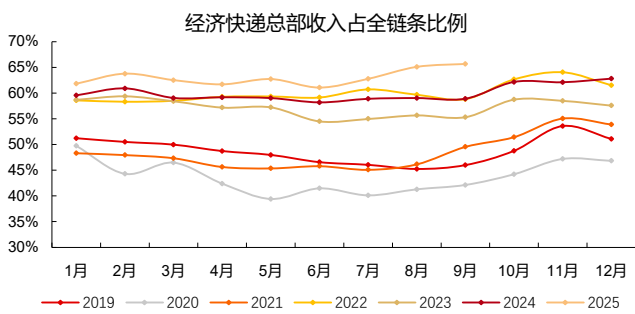
资料来源：Wind，各公司公告，长江证券研究所

图 33：2025Q3，经济快递总部单票盈利环比改善



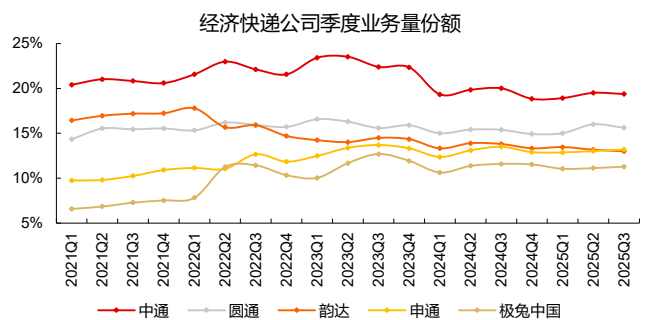
资料来源：Wind，各公司公告，长江证券研究所

图 34：2025 年经济快递总部收入占全链条比例提升



资料来源：Wind，国家邮政局，各公司公告，长江证券研究所

图 35：经济快递品牌间份额差距依然不大，位次尚未稳定



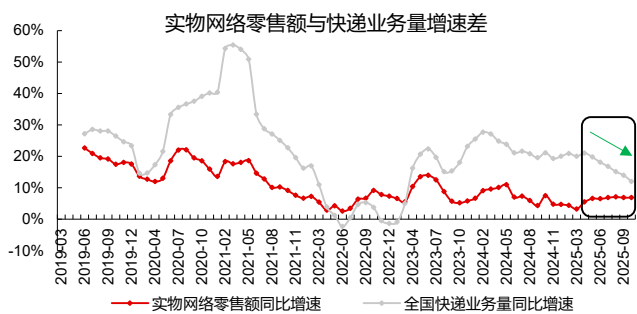
资料来源：Wind，国家邮政局，各公司公告，长江证券研究所

在电商降速提质的新常态下，价格不再是快递企业唯一的竞争武器，比拼的重点就重新回到了服务质量、网络效率和成本管控上。

**低价电商退出，电商降速提质。**电商平台策略调整、电商税收合规和快递反内卷，三重因素使得低价电商快速退出。2025 年二季度以来，快递业务量与实物网络零售额的增速剪刀差显著收敛，四季度全国快递业务量增速首次降至个位数。

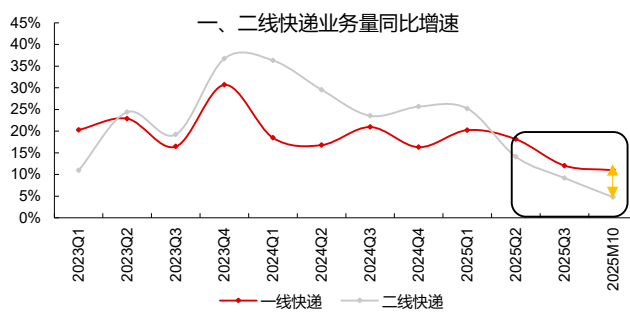
**龙头份额重新提升。**2025 年三季度，一线龙头快递（中通、圆通）增速开始跑赢二线快递。这反映了当纯粹的低价竞争被内外部因素约束后，快递核心竞争力重新回归到产品性价比上来。

图 36：2025 年以来，实物网络零售额与快递业务量增速差收敛



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 37：2025 年“反内卷”以来，一线龙头快递增速跑赢二线快递

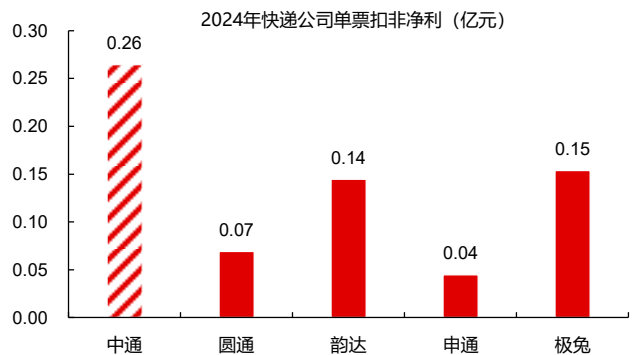


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

## 网络壁垒深厚，末端生态领先

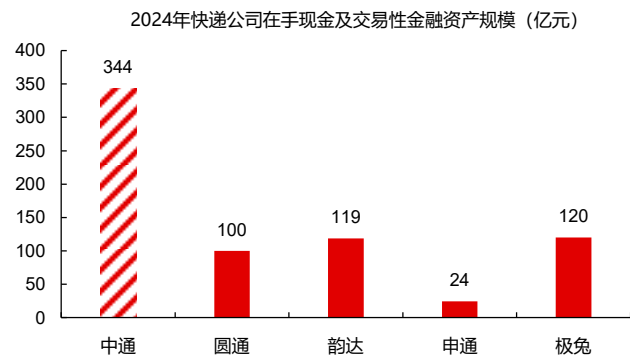
中通快递通过二十余年的战略布局已构建起多维竞争优势体系，2024 年公司全年处理包裹量达 340 亿件，市场份额连续九年稳居行业首位。在盈利能力方面，公司 2024 年调整后净利润达 101.5 亿元，单票净利为 0.26 元，形成显著的利润断层优势。财务方面，2024 年公司流动资产规模突破 300 亿元，资产负债率不足 30%，经营性现金流达 114 亿元，充裕的现金流保障持续投入能力。

图 38：中通快递的单票盈利能力显著领先



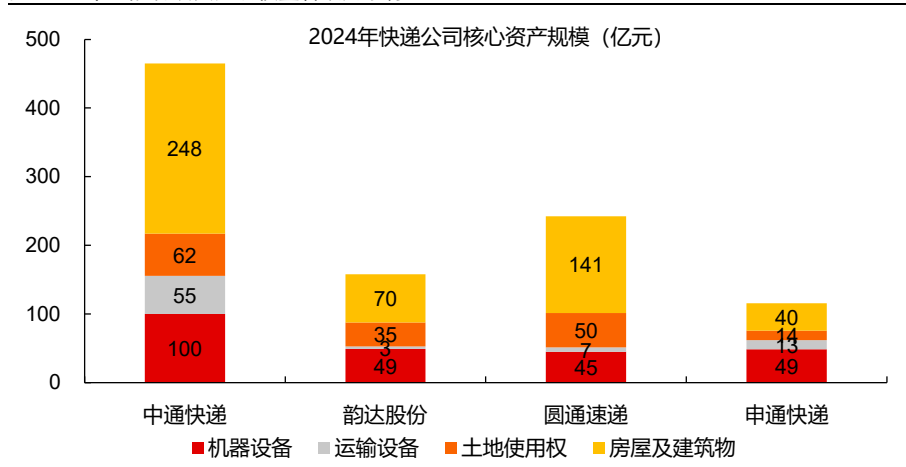
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 39：中通在手现金规模远高于其他快递公司



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 40: 中通的各项资产规模显著领先于行业



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

利润的领先地位源自其战略性的资产配置和更优异的快递服务质量。一方面, 公司各项资产投资额绝对领先, 且结构相对均衡, 尤其公司在土地、厂房等通胀性资产投资额显著领先, 短期优势难以被颠覆。另一方面, 利益共享的加盟网络显著提升了公司全链路服务品质, 服务满意度多年稳居加盟快递第一名, 凭借优秀的服务能力, 在末端服务场景构筑品牌溢价。

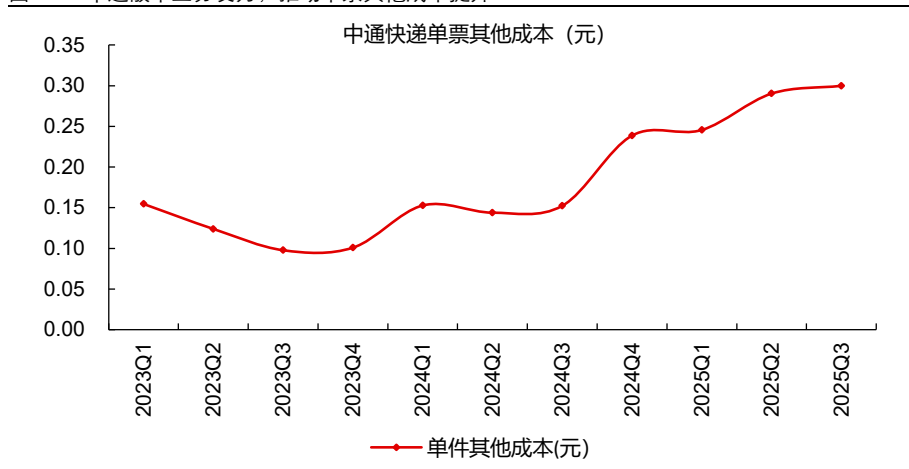
表 5: 中通快递服务满意度常年稳居加盟快递第一

快递企业公众满意度排名	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q3	2021Q3	2022Q3
1	顺丰	顺丰	顺丰	顺丰	顺丰	顺丰	顺丰	顺丰	顺丰	京东
2	邮政	邮政	邮政	邮政	邮政	邮政	邮政	京东	京东	顺丰
3	圆通	中通	中通	中通	中通	京东	京东	邮政	邮政	邮政
4	申通	圆通	申通	韵达	韵达	中通	韵达	中通	中通	中通
5	韵达	韵达	圆通	圆通	圆通	韵达	中通	百世	韵达	圆通
6	中通	申通	韵达	申通	申通	圆通	百世	申通	圆通	韵达

资料来源: 国家邮政局, 长江证券研究所

高毛利散件提供利润增量, 反哺总部规模扩张。公司以服务质量为基, 发力高毛利的散单业务, 退货件高增有望充分补贴总部利润, 单票其他成本快速提升 (包含直客客户派费)。截至 2024 年四季度, 中通散单件日均件量突破 700 万件/天, 推动四季度单票经营利润环比改善 0.04 元。展望未来, 中通以服务质量为基, 高毛利业务有望充分反哺公司件量规模快速扩张。

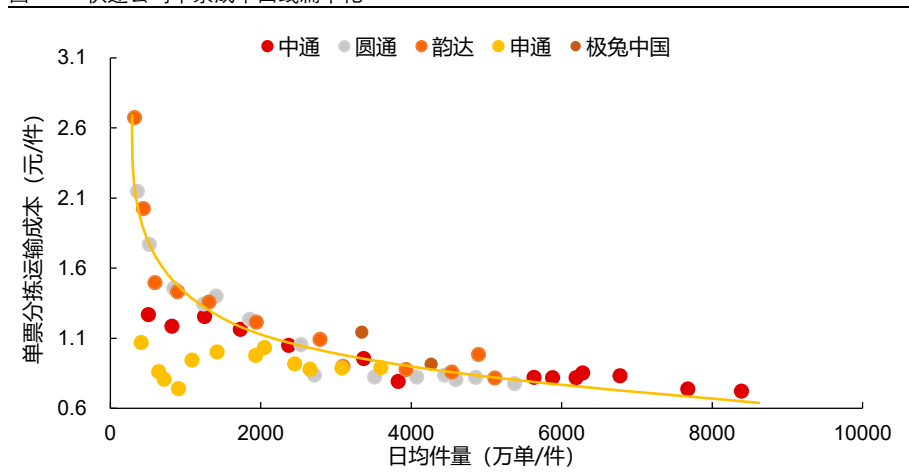
图 41: 中通散单业务发力, 推动单票其他成本提升



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

同时, 随着快递成本曲线逐步走向扁平化, 快递总部依靠规模效应带来的成本优化边际递减, 龙头企业构筑的成本壁垒逐步弱化, 公司积极寻求新的降本空间和成长曲线。

图 42: 快递公司单票成本曲线扁平化

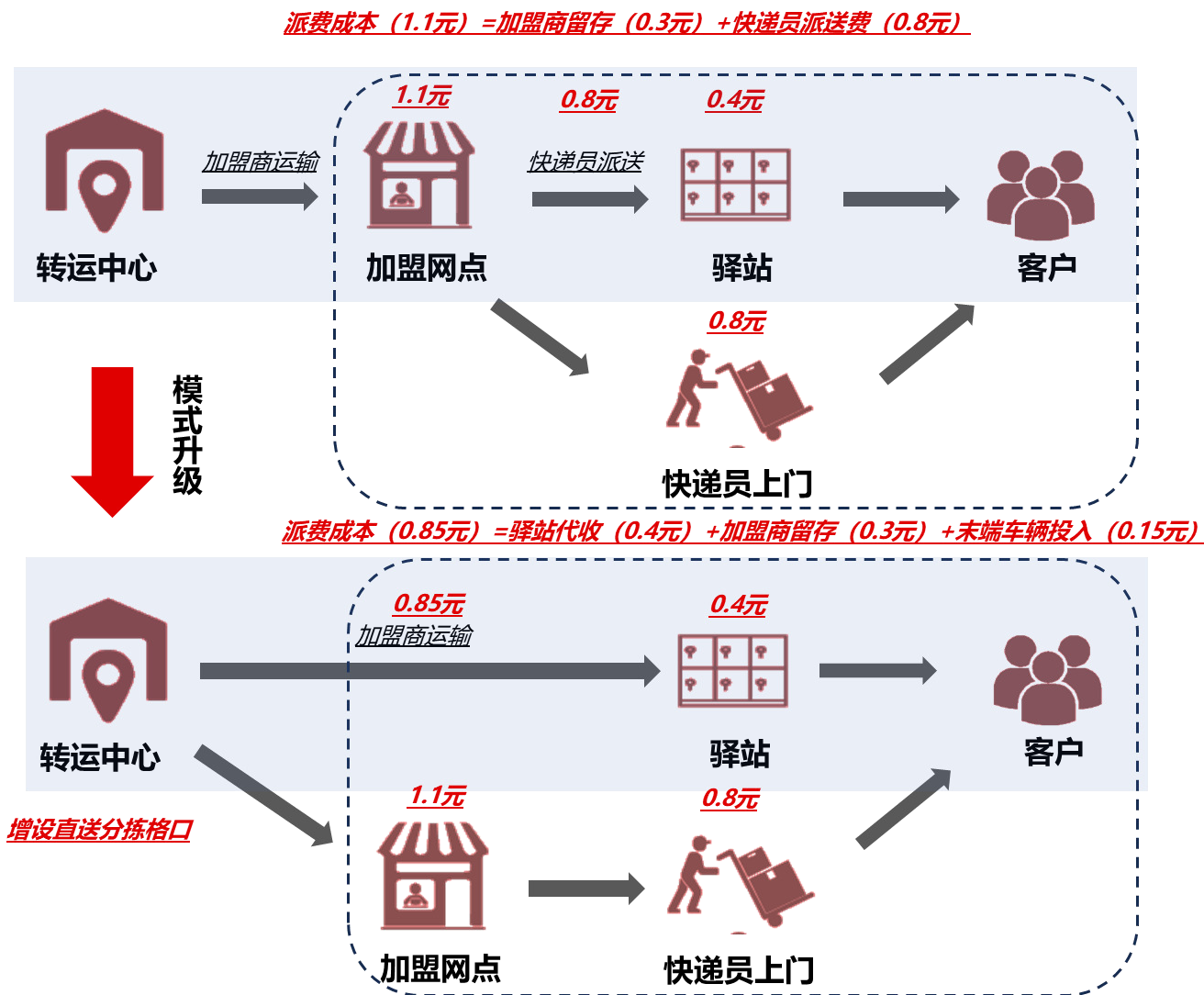


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

**末端直链提升人效, 构筑全链路成本壁垒。**公司依赖集团在末端布局的 9 万多家网点, 率先通过拉直网点-驿站的运输路线, 节省小哥的派送成本。原本的末端运输网络由转运中心-网点-驿站-客户的路径构成。直链的模式下, 快件派送自转运中心出发可不经二级、三级加盟网点直达末端驿站, 考虑到末端车辆投入成本 (单票成本约 0.15 元), 仍有望节省末端派费成本 0.25 元, 若直链比例达到 40%, 有望节省末端成本 0.10 元。同时, 随着无人物流车在快递末端环节的普及, 末端降本空间有望进一步提升。

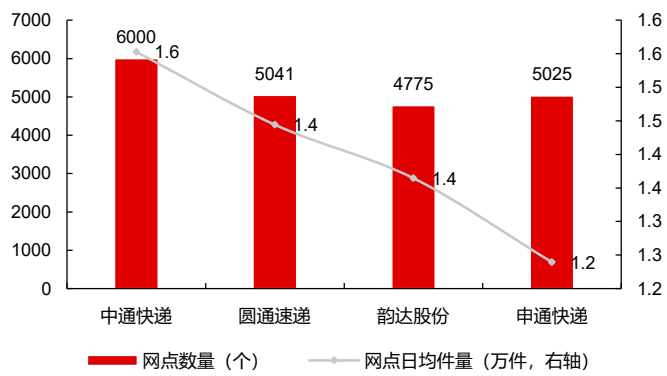
直链网络的搭建需要相应的驿站密度和件量规模以及自动化处理能力, 中通快递驿站数量和网点处理件量领先于其他快递公司, 有望率先完成网络部分直链, 推动派费成本节降。

图 43：末端直链降本流程图



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 44：2024 年，中通单个网点管理快递件量领先



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 45：中通快递驿站数量领先于其他快递公司

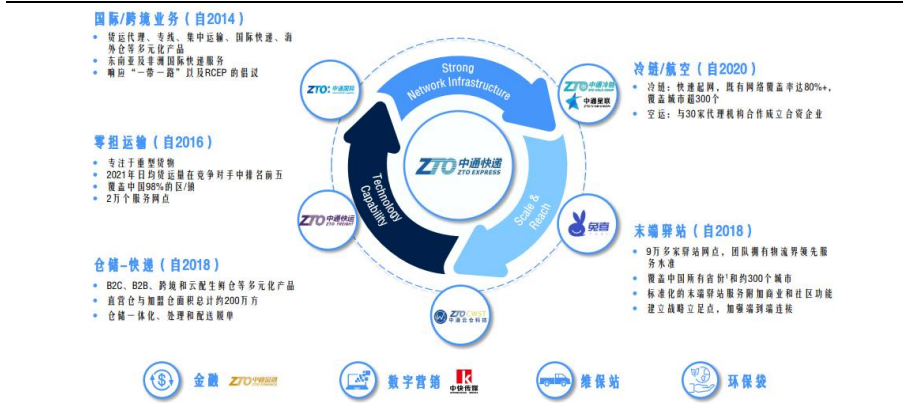
运营商	驿站品牌	覆盖城市	门店数量 (个)	备注
菜鸟驿站	城市驿站	100+	40000+	-
	乡村驿站	1200+	30000+	-
	校园驿站	300+	3000+	-
	合计	200+	170000+	2023年
中通快递	兔喜超市	300	110000+	2025年一季度
圆通速递	妈妈驿站	-	80000+	2024年
韵达股份	快递超市	-	90000+	2024年
申通快递	喵站	-	13000	2021年
极兔速递	极兔邻里	340+	37000+	百世邻里2021年数据
快宝驿站	快宝驿站	500+	17000+	-

资料来源：公司公告，百世邻里，长江证券研究所

**中通集团加速多元化投资，卡位构建物流生态圈。**中通快递集团依托核心快递主业优势，持续完善综合物流服务矩阵，在多个战略新兴业务板块形成先发优势：1) 中通快运以加盟网络起网，龙头优势显著，2024 年快运出货量居全国第三；2) 冷链网络加速布局，建成了覆盖全国的 1400 条干线路由线路；3) 末端建设成效显著，旗下兔喜驿站数量及服务质量稳居行业第一梯队；4) 仓储供应链能力显著提升，通过"自建+加盟"模式实现超 200 万平方米仓储资源覆盖。

此外，集团已正式启动航空货运公司筹建工作，标志着向航空物流领域迈出关键一步。集团通过快递、快运、冷链、仓储、航空等业务板块的深度协同，正在构建国内快递企业中完整的生态体系，卡位优势大幅领先其他通达系，有望发挥资源协同优势。

图 46：中通集团构建快递生态圈



资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 龙头优势回归，估值有望修复

随着行业增速放缓，行业竞争逐步回归理性。我们认为中通快递凭借较高产品性价比、强健资产负债表和充足在手现金，综合竞争实力有望持续巩固，份额有望稳步提升，期待格局分化带来的非线性变化机会。

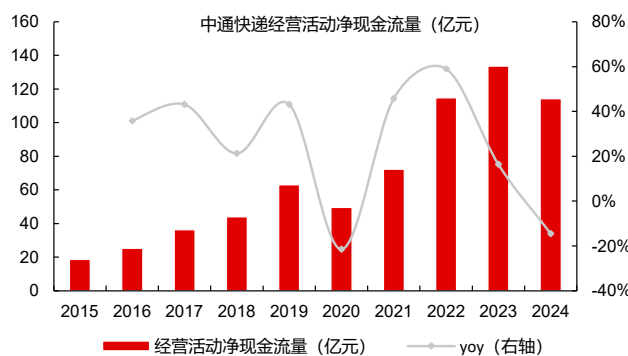
中通快递产能投放高峰已过，预期未来资本开支稳中有降。同时，随着龙头份额的重新提升和盈利预期的改善，公司自由现金流有望延续改善趋势，远期分红比例有较大提升空间，当前估值倍数处于历史低位，其过去被压制的估值溢价有望得到修复。预计公司2025-2027年归母净利润分别为91.7/104.5/113.2亿元，对应PE分别为14.2/12.5/11.5X，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：中通快递盈利预测

中通快递	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	384.2	442.8	464.8	514.4	566.9
yoy	8.6%	15.3%	5.0%	10.7%	10.2%
快递业务量(亿件)	302.0	340.1	385.3	423.9	466.3
yoy	23.8%	12.6%	13.3%	10.0%	10.0%
单票快递收入(元)	1.17	1.20	1.11	1.11	1.11
yoy	-12.0%	2.5%	-8.0%	0.5%	0.0%
单票快递成本(元)	0.84	0.86	0.86	0.86	0.86
yoy	-17.1%	1.7%	0.1%	0.1%	0.4%
单票运输成本(元)	0.45	0.41	0.40	0.39	0.37
单票中转成本(元)	0.27	0.27	0.26	0.25	0.24
单票其他成本(元)	0.12	0.18	0.20	0.22	0.24
单票毛利(元)	0.33	0.35	0.25	0.26	0.25
yoy	4.0%	4.4%	-27.7%	2.0%	-1.2%
单票归母净利润(元)	0.290	0.259	0.238	0.246	0.243
yoy	3.8%	-10.5%	-8.2%	3.5%	-1.5%
归母净利润(亿元)	87.5	88.2	91.7	104.5	113.2
yoy	28.5%	0.8%	4.0%	13.9%	8.4%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 47：中通快递经营活动净现金流量维持改善趋势



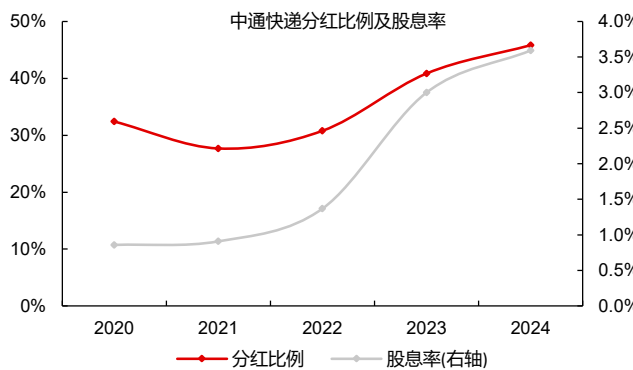
资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

图 48：2021 年以来，中通快递资本开支稳步下降



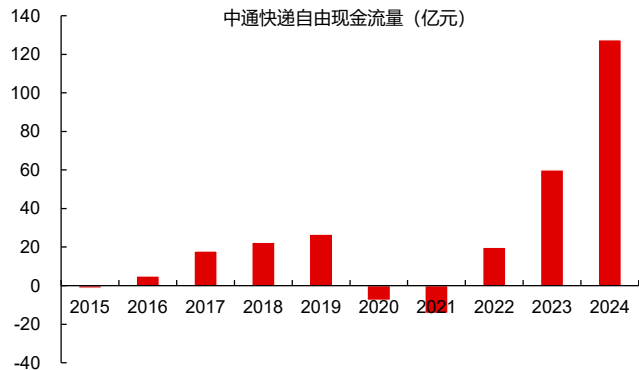
资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

图 49：2021 年以来，中通快递分红比例稳步提升



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

图 50：2024 年，中通快递经调整自由现金流超过 120 亿元



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 风险提示

1、行业需求不及预期。电商平台是产生快递包裹的重要来源，若线上消费需求低于预期，将拖累快递行业件量增速，导致快递公司利润增长承压。

2、行业发生恶性价格战。当前快递行业竞争格局并未稳固，尽管存在着龙头企业以价换量的现象，快递公司盈利能力相对稳固。若龙头企业竞争策略纷纷调整，行业发生恶性价格战将影响快递公司的盈利水平和经营能力。

3、人工及燃油成本大幅上升。快递产品中人工成本以及运输成本占比均较高，油价也是运输成本的重要成分，若油价及人工成本短期内大幅增长，将导致快递公司盈利承压。

4、监管政策变动风险。若相关监管部门的政策发生重大转向，对快递物流的经营管理发生重大变动，或将影响快递行业现有商业模式、竞争格局。

5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们认为行业业务量稳步增长，公司凭借服务质量稳步提升市场份额，反内卷托底行业价格，行业单价相对平稳。基于以上假设，我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 464.8 亿元、514.4 亿元、566.9 亿元，对应增速分别为 5.0%、10.7%、10.2%；预计 2025-2027 年归母净利润分别为 91.7 亿元、104.5 亿元、113.2 亿元，对应增速分别为 4.0%、13.9%、8.4%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，极端悲观假设下，若行业需求不及预期，行业价格竞争加剧，假设极端悲观情况下，我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 451.7 亿元、456.2 亿元、479.0 亿元，对应增速分别为 2.0%、1.0%、5.0%；预计 2025-2027 年归母净利润分别为 89.7 亿元、92.0 亿元、98.0 亿元，对应增速分别为 1.7%、2.6%、6.5%。

表 7：公司收入与利润敏感性测算

单位：亿元	基准情形			悲观情形		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	464.8	514.4	566.9	451.7	456.2	479.0
yoy	5.0%	10.7%	10.2%	2.0%	1.0%	5.0%
毛利率	25.6%	26.0%	25.9%	25.2%	25.5%	25.4%
归母净利润	91.7	104.5	113.2	89.7	92.0	98.0
yoy	4.0%	13.9%	8.4%	1.7%	2.6%	6.5%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。