

# 从成本追赶到数字化转型构建体系壁垒

## 圆通速递(600233)

### 主要观点:

#### ► 公司是国内领先的综合快递物流运营商

公司以自营的枢纽转运中心和扁平的终端加盟网络为基础，快递产品贡献公司主要的收入和利润。公司快递的业务量市占率在国内排名第二，近年公司在通达兔内部保持最强的资本开支强度。

#### ► 快递行业开启高质量发展新阶段

过去20余年，在“需求、技术、资本”三重红利影响下，格局博弈使得快递行业一直处于“增长-降本-价格战”的循环之中。但当下各家的利润层面已经拉开足够大的差距，并且本次政策纠偏的治理目标更接近重建竞争秩序。内部外因素共同作用下，快递行业正式迈入高质量发展新阶段。

#### ► 公司通过数字化智能化重塑竞争力

2019年至今，公司将数字化转型提升至“一把手工程”，目前已经形成“管理驾驶舱+网点管家+客户管家+YTO-GPT”的系统矩阵，将数字化与标准化下沉至加盟商，打造“非直营但类直营”的全网管理能力。通过数字化、智能化实现的全网协同能力，将是公司在下一个阶段的核心竞争力。

### 投资建议:

我们预计圆通速递2026-2028年营收为800.00亿元、869.16亿元和932.65亿元，归母净利润分别为60.68亿元、73.99亿元、84.16亿元（EPS分别为1.77元、2.16元和2.46元），对应2026年5月7日收盘价21.35元PE分别为12.04倍、9.88倍和8.68倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示:

业务量增速不及预期、油价波动与加盟网络稳定性风险、监管政策不及预期的风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	69,033	75,277	80,000	86,916	93,265
YoY (%)	19.7%	9.0%	6.3%	8.6%	7.3%
归母净利润(百万元)	4,012	4,322	6,068	7,399	8,416
YoY (%)	7.8%	7.7%	40.4%	21.9%	13.7%
毛利率 (%)	9.4%	9.5%	11.9%	12.8%	13.2%
每股收益(元)	1.16	1.26	1.77	2.16	2.46
ROE	12.7%	12.4%	14.8%	15.3%	14.8%
市盈率	18.33	16.97	12.04	9.88	8.68

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	21.35
股票代码:	600233
52周最高价/最低价:	22.86/12.36
总市值(亿)	730.7
自由流通市值(亿)	730.7
自由流通股数(百万)	3,422.71



分析师: 游道柱

邮箱: youdz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522060002

联系电话:

正文目录

1. 公司介绍：国内领先的综合性快递物流运营商 .....4

1.1. 经营模式：依托加盟模式布局快递主业 .....4

1.2. 行业地位：排名第二但近年最强资本开支力度 ..... 5

1.3. 资本回报：期待未来通过净利率提高来推升 ROE ..... 7

2. 快递行业：告别“增长-降本-价格战”旧循环，开启高质量发展新阶段 .....8

2.1. 历史复盘：三大红利驱动增长，格局失衡引发价格竞争 .....8

2.2. 展望未来：快递行业正式迈入高质量发展新阶段 ..... 23

3. 圆通速递：三轮战略调整与竞争力重塑之路 ..... 24

3.1. 2017年：战略失焦与投入错配，市占率滑落至行业第三 ..... 24

3.2. 2018年：硬件基建补短板，业务量增速回归行业第一梯队 ..... 25

3.3. 2019年至今：将数字化转型提升至“一把手工程” ..... 26

3.4. 竞争力演变：从成本追赶到数字化转型构建体系壁垒 ..... 29

4. 盈利预测及投资建议 ..... 31

4.1. 盈利预测 ..... 31

4.2. 投资建议 ..... 32

5. 风险提示 ..... 33

图表目录

图 1 圆通速递快递主业的经营模式 .....4

图 2 截止 2025 年底圆通速递的快递网络建设情况 ..... 5

图 3 2016-2025 年圆通速递营业收入变化趋势 ..... 5

图 4 2016-2025 年圆通速递毛利额变化趋势 ..... 5

图 5 2025 年主要快递公司业务量市占率 (%) ..... 6

图 6 2016-2025 年圆通速递业务量变化趋势 ..... 6

图 7 2025 年主要快递公司资本开支情况 ..... 7

图 8 2017-2025 年各家资本开支情况 (亿元) ..... 7

图 9 2013-2024 年快递行业营业网点等变化趋势 ..... 9

图 10 2013-2025 年金华快递价格 (元/件) ..... 9

图 11 快递行业需求结构拆分及盈利分析框架 ..... 9

图 12 2006-2012 年淘宝 GMV 变化趋势 (亿元) ..... 10

图 13 2006-2012 年快递业务量变化趋势 ..... 10

图 14 2013-2017 淘宝+天猫合计 GMV 变化趋势 ..... 11

图 15 2013-2017 年快递业务量等变化趋势 ..... 11

图 16 2019 年拼购类社交电商模式 ..... 12

图 17 拼多多 GMV 变化趋势 (十亿元) ..... 12

图 18 2015-2018 年社交电商 GMV 变化趋势 (亿元) ..... 12

图 19 2018 年三大电商平台用户层级分布 ..... 13

图 20 2019 年各月快递及实物网零累计同比 (%) ..... 13

图 21 2017-2024 年直播电商 GMV 趋势 (亿元) ..... 14

图 22 2020 年各月快递及实物网零累计同比 (%) ..... 14

图 23 2017-2024 年直播电商渗透率变化趋势 (%) ..... 15

图 24 2019-2024 年退货件变化趋势 (亿件) ..... 15

图 25 2015-2019 年申通快递电子面单比例 (%) ..... 16

图 26 2013-2020 年圆通速递单票面单成本 (元) ..... 16

图 27 2015-2025 年各家机器设备情况 (亿元) ..... 16

图 28 2013-2020 年圆通速递单票分拨成本 (元) ..... 16

图 29 2017 年各家固定资产情况、单票转运成本 ..... 18

图 30 2013-2017 年各家快递单量 (亿单) ..... 18

图 31 2016-2025 年各家累计资本开支 (亿元) ..... 18

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 32	2025 年底各家固定资产情况 (亿元)	18
图 33	2013-2017 年各家电商平台市占率 (%)	19
图 34	2017 年主要快递公司业务量市占率 (%)	19
图 35	金华 (义乌) 单票平均收入变化趋势 (元)	20
图 36	2019 年各家单票平均利润 (元/单)	20
图 37	2025 年各月金华 (义乌) 单票收入 (元)	22
图 38	2025 年二季度各家利润及同比增长情况	22
图 39	历年初国家邮政局对当年业务量增速目标	23
图 40	四家快递公司合计资本开支情况 (亿元)	23
图 41	2025 年主要快递公司 EBIT 情况 (亿元)	24
图 42	2025 年主要快递公司单票盈利情况 (元)	24
图 43	两家机器设备与运输设备合计情况 (亿元)	25
图 44	主要快递公司单票中心操作成本 (元)	25
图 45	2018-2025 年圆通速递资本开支 (亿元)	26
图 46	2017-2025 年机器设备账面价值情况 (亿元)	26
图 47	圆通速递的金刚核心系统	27
图 48	圆通速递的“技术、管理、组织、业务”转型示意图	28
图 48	圆通速递数字化、标准化赋能加盟商	28
图 50	圆通速递的 AI 智慧决策框架	29
图 51	历年圆通速递自动化分拣设备情况 (套)	30
图 52	历年圆通速递干线运输车辆情况 (辆)	30
图 53	历年圆通速递与中通快递单票核心成本 (元)	30
图 54	历年圆通速递相较于中通快递单量的倍数	30
表 1	2025 年主要快递公司的核心经营数据	6
表 2	2017-2025 年圆通速递的权益 ROE 及详细拆分	7
表 3	2017-2025 年圆通速递净利率及详细拆分	8
表 4	九识智能 E6 与菜鸟 GT-Lite 主要参数对比	17
表 5	2021 年快递行业政策纠偏的主要政策/事件	21
表 6	2025 年以来快递反内卷落实情况 (节选)	22
表 7	2018 年圆通速递发行可转债主要投资项目 (亿元)	25
表 8	2021 年圆通速递非公开发行股份募集资金的主要投资项目 (亿元)	26
表 9	圆通速递智能管理 (AI 助手) 框架	31
表 10	圆通速递盈利预测核心假设表	32
表 11	可比公司估值表	33

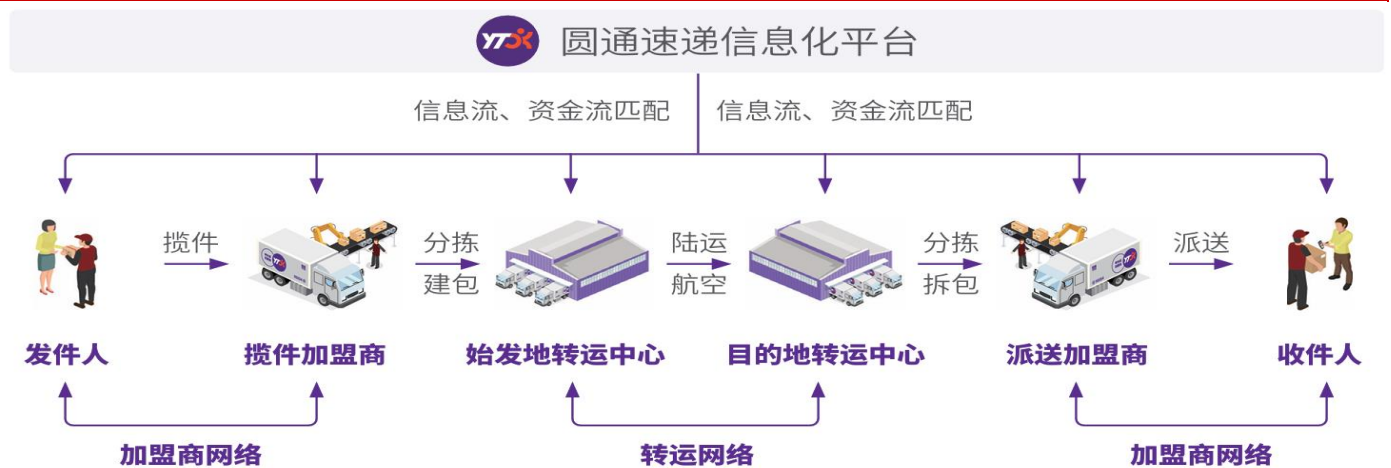
## 1. 公司介绍：国内领先的综合性快递物流运营商

### 1.1. 经营模式：依托加盟模式布局快递主业

公司以自营的枢纽转运中心和扁平的终端加盟网络为基础，以快递服务为核心，推进数字化、智能化发展，积极布局物流生态，深化拓展国际市场，围绕客户需求提供国内、国际快递、仓配一体、商贸、航空货运及供应链等综合服务。

以快递服务流程为例，主要环节包括快件揽收、快件中转、干线运输、快件派送，其中，快件中转环节主要由公司自营枢纽转运中心体系承担，快件揽收和派送环节主要由加盟商网络承担。公司通过自主研发的信息化平台、数字化系统等进行路由管控、操作节点监控、转运中心及加盟商管理、资金结算等，实现快件生命周期的全程信息化控制与跟踪，以及全网数字化、智能化管理。

图 1 圆通速递快递主业的经营模式



资料来源：公司公告，华西证券研究所

截止 2025 年底，公司快递服务网络覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，地级以上城市已基本实现全覆盖，县级以上城市覆盖率达 99.96%。其中：

- ①收派网络：加盟商数量 4972 家，活跃终端门店超 78000 个。
- ②干线运输：干线运输车辆超 8400 辆，其中自有干线运输车辆 6810 辆。机队 13 架，其中波音 767-300 共 2 架、波音 757-200 共 10 架、ARJ21-700 共 1 架。
- ③分拨环节：全国范围自营枢纽转运中心布局自动化分拣设备 386 套。

图 2 截止 2025 年底圆通速递的快递网络建设情况

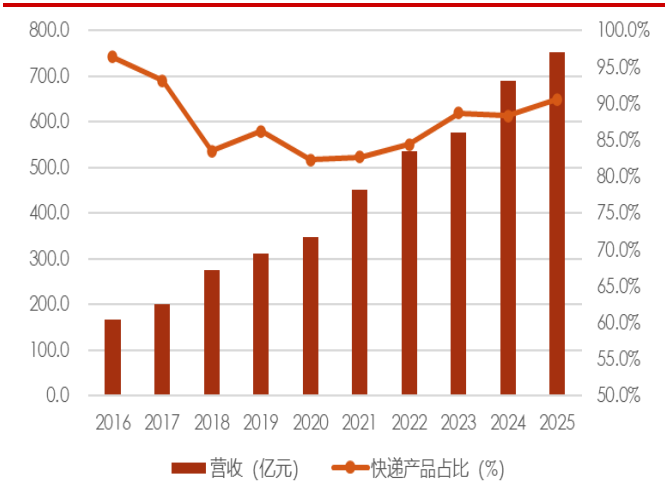


资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 1.2. 行业地位：排名靠前，最强资本开支力度

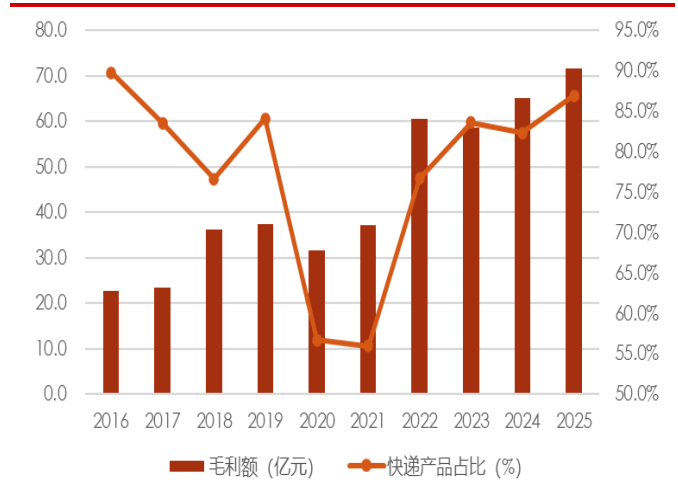
快递产品贡献公司主要的收入和利润。2025 年公司营业收入为 752.8 亿元、同比增长 9%，2016-2025 年复合增速为 18.1%，其中快递产品收入 682.1 亿元（占比 91%）、航空行业收入 17.6 亿元（占比 2.3%）、货代行业收入 22.8 亿元（占比 3%）、其他收入 30.2 亿元（占比 4%）；2025 年公司毛利额为 71.6 亿元、同比增长 9.9%，2016-2025 年复合增速为 13.6%，其中快递产品毛利额为 62.3 亿元（占比 87%）。

图 3 2016-2025 年圆通速递营业收入变化趋势



资料来源：公司公告，华西证券研究所

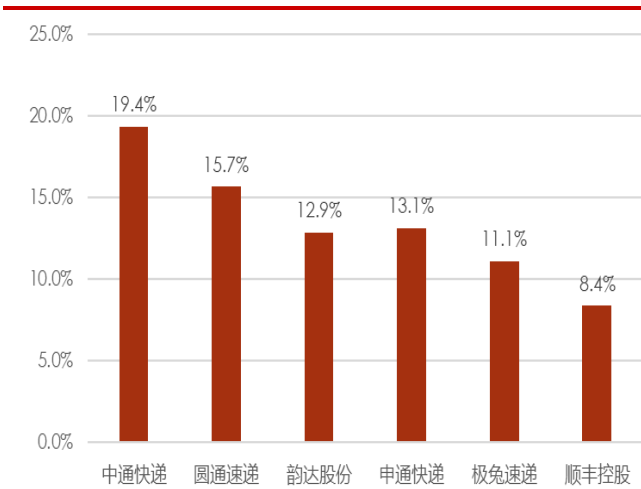
图 4 2016-2025 年圆通速递毛利额变化趋势



资料来源：公司公告，华西证券研究所

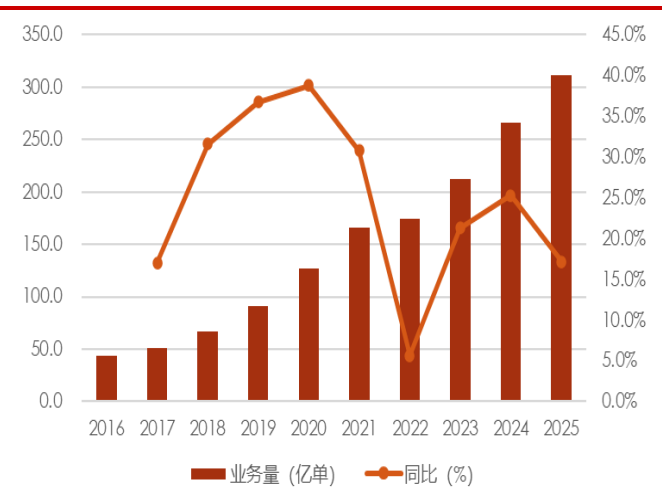
公司快递的业务量市占率在国内排名第二。以 2025 年为例，国内主要快递公司的业务量市占率分别为中通快递（19.4%）、圆通速递（15.7%）、申通快递（13.1%）、韵达股份（12.9%）、极兔速递（11.1%）、顺丰控股（8.4%），6 家合计业务量市占率达到 80.5%。2025 年公司完成业务量 311.4 亿单、同比增长 17.2%，2016-2025 年复合增速为 24.5%。

图 5 2025 年主要快递公司业务量市占率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 2016-2025 年圆通速递业务量变化趋势



资料来源：公司公告，华西证券研究所

主要快递公司之间的利润差距明显大于业务量之间的差距。我们分别计算 2025 年通达兔内部之间的业务量市占率分别为中通快递 (26.8%) > 圆通速递 (21.7%) > 申通快递 (18.2%) > 韵达股份 (17.8%) > 极兔速递 (15.4%)，EBIT 市占率分别为中通快递 (55%) > 圆通速递 (24.5%) > 申通快递 (9%) > 韵达股份 (8.3%) > 极兔速递 (3.1%)，top2 (中通快递与圆通速递) 以 48.6% 的业务量获得了 79.5% 的 EBIT。

表 1 2025 年主要快递公司的核心经营数据

	中通快递	圆通速递	申通快递	韵达股份	极兔速递
单量 (亿单)	385.20	311.44	261.38	256.01	220.66
单量市占率 (%)	19.4%	15.7%	13.1%	12.9%	11.1%
毛利额 (亿元)	122.15	71.63	35.62	38.53	31.71
单票毛利 (元)	0.32	0.23	0.14	0.15	0.14
EBIT (亿元)	118.43	52.83	19.47	17.86	6.66
单票 EBIT (元)	0.31	0.17	0.07	0.07	0.03
归母净利润 (亿元)	101.07	43.22	13.69	11.71	
单票归母净利润 (元)	0.26	0.14	0.05	0.05	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

备注：①极兔速递为经调整后 EBIT，2025 年美元兑人民币汇率按照 7.1 计算；②圆通速递包括货代及航空业务，2025 年快递业务的归母净利润为 46.14 亿元。

近年公司在通达兔内部保持最强的资本开支强度。资本开支规模，一方面取决于公司自身的资金实力 (比如利润规模或短期外部融资情况，另一方面则取决于公司的意愿 (扩张或维持)。横向看，2025 年各家资本开支规模分别为中通快递 (60.74 亿元) > 圆通速递 (86.07 亿元) > 申通快递 (31.52 亿元) > 韵达股份 (25.04 亿元) > 极兔速递 (21.05 亿元)。纵向看，中通快递、申通快递与韵达股份在 2021 年资本开

支规模达峰后，2022-2025 年资本开支规模整体相对比较平稳或稳中有降，但圆通速递在 2024、2025 年依旧保持了资本开支较快的增长。

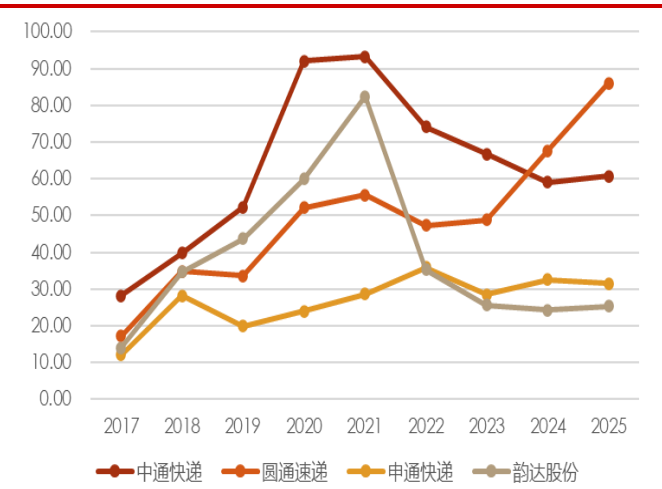
图 7 2025 年主要快递公司资本开支情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

备注：25 年美元对人民币汇率按照 7.1 计算，假设 25 年极兔速递的资本开支 50% 投在国内市场。

图 8 2017-2025 年各家资本开支情况（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 1.3. 资本回报：期待未来通过净利率提高来推升 ROE

公司权益 ROE 从 2023 年的 13.4% 稳中略降至 2025 年的 13%，其中归母净利率从 6.6% 降至 5.6%，是权益 ROE 的主要拖累项，而资产周转率与权益乘数整体稳中有升。从单季度看，2026Q1 公司净利率从去年同期的 4.94% 提升至 7.27%，单季度权益 ROE 则从 25Q1 的 2.67% 提升至 3.88%。如果 26 年归母净利率提升至 6.6%，并且资产周转率、权益乘数与上年持平，则 26 年公司权益 ROE 将提升至 15.2%。

表 2 2017-2025 年圆通速递的权益 ROE 及详细拆分

项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
权益 ROE (%)	16.6%	18.4%	13.7%	11.8%	10.6%	15.9%	13.4%	13.3%	13.0%
归母净利率 (%)	7.2%	6.9%	5.4%	5.1%	4.7%	7.3%	6.4%	5.8%	5.7%
资产周转率	1.58	1.61	1.48	1.44	1.49	1.46	1.40	1.51	1.47
权益乘数	1.45	1.65	1.73	1.62	1.53	1.49	1.49	1.52	1.54

资料来源：IFIND，华西证券研究所

2025 年公司净利率从前一年的 5.78% 略降至 5.67%，主要是所得税率的影响（所得税率从 2024 年的 16.4% 提升至 2025 年的 19.6%），期间费用率则保持稳中有降的趋势。不考虑所得税率的影响，2025 年公司所得税前利润率从 24 年的 6.9% 提升至 7%。26Q1 公司毛利率从去年同期的 8.5% 提升至 11.2%，毛利率的变化与价格策略、成本优化情况相关，我们将在本篇报告第二、第三章详细讨论这两方面的逻辑。

表 3 2017-2025 年圆通速递净利率及详细拆分

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
毛利率 (%)	11.74%	13.22%	12.01%	9.04%	8.23%	11.30%	10.16%	9.44%	9.52%
非经营损益占比	1.15%	0.62%	-0.42%	0.84%	1.16%	1.08%	0.75%	0.27%	0.23%
营业外支占比	0.35%	0.19%	-0.14%	-0.04%	-0.19%	-0.09%	-0.13%	-0.05%	-0.04%
期间费用占比	3.23%	3.98%	4.02%	3.23%	2.78%	2.55%	2.27%	2.37%	2.26%
税占比	2.55%	2.66%	2.03%	1.31%	1.57%	2.34%	2.00%	1.51%	1.78%
净利率	7.45%	7.39%	5.40%	5.29%	4.84%	7.40%	6.50%	5.78%	5.67%

资料来源：IFIND，华西证券研究所

备注：①非经营损益包括投资收益、其他收益等科目；②占比均为占营业收入比。

## 2. 快递行业：告别“增长-降本-价格战”旧循环，开启高质量发展新阶段

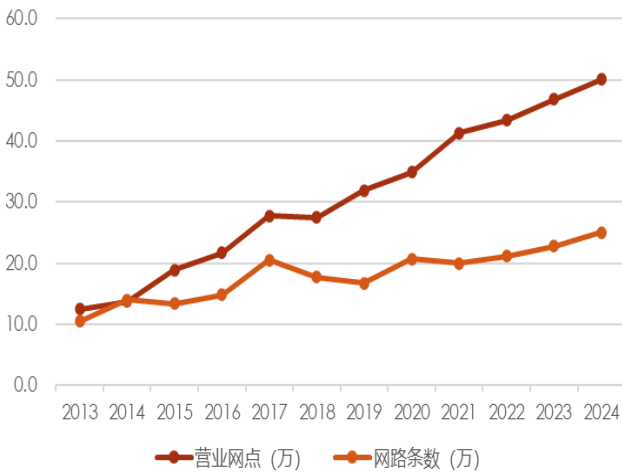
### 2.1. 历史复盘：三大红利驱动增长，格局失衡引发价格竞争

从电商的角度，快递的供给能力是其相对社零超额增长的核心因素之一。快递的供给能力则包括两个方面：

首先是快递履约网络的建设，解决的是网购包裹能否送达的问题。截止 2024 年底，全行业企业共设立各类营业网点 50.1 万处、同比增长 7.0%，全国设立村级寄递物流综合服务站（村邮站）达到 42.7 万处、同比增长 16.9%。以圆通速递为例，截止 2025 年底，其快递服务网络覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，地级以上城市已基本实现全覆盖，县级以上城市覆盖率达 99.96%。快递网络持续完善拓宽城乡物流覆盖，有力拉动线上购物需求的持续增长。

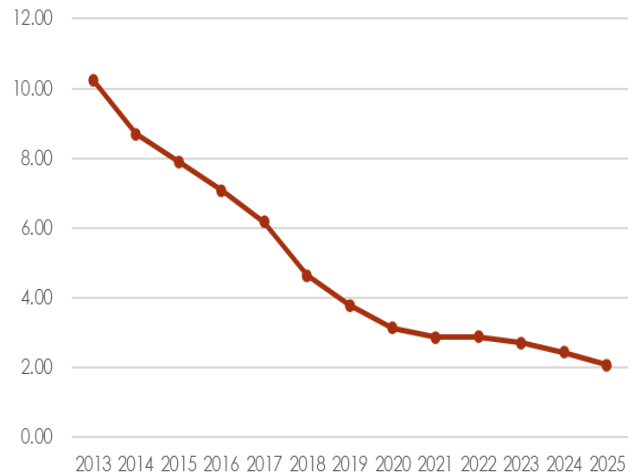
其次是快递的价格，解决的是不同货值包裹是否发得起快递的问题。从宏观角度，电商渗透率的提升，实际上是更高效率线上渠道对低效率线下流通渠道的逐步取代，而作为电商卖家重要成本项之一的快递费用，其价格的持续下降意味着线上渠道效率的提高。从微观角度，商品的毛利能否覆盖快递费用，是其能否线上化的核心要素。从快递价格来看，以金华（义乌）为例，其快递平均价格从 2013 年的 10.24 元/件降至 2025 年的 2.08 元/件，累计降幅 80%左右，期间年复合降幅为 12.5%，持续下降的快递角度则从另外一个角度推动了线上购物需求的繁荣。

图 9 2013-2024 年快递行业营业网点等变化趋势



资料来源: IFIND, 华西证券研究所

图 10 2013-2025 年金华快递价格 (元/件)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

从快递的角度，网购包裹是其持续增长的主要驱动力。回顾快递行业发展历史：第一阶段快递主要需求来自商务活动，如外贸活动对样品、函证的递送需求，并随着国内经济的发展，内外贸商务活动共同成为行业增长动力；第二阶段快递主要需求来自于网络购物领域，此阶段主要有两个触发点：一是 2003 年非典爆发触发了网络购物的兴起，二是 2009 年底新《邮政法》正式给予民营快递合法化身份，自此迎来网络购物与快递行业的快速发展期，电商件逐渐成为快递行业增长的主要动力。从当前阶段来看，快递行业的需求主要来自电商件、商务件、个人散件，截止 2025 年四季度，电商件占比快递业务量的 85%左右。

图 11 快递行业需求结构拆分及盈利分析框架



资料来源: 华西证券研究所

总体来说，“需求、技术、资本、格局、价格、成本”是一个互相影响的系统，需求增长为快递行业通过规模效益降成本提供量的基础，技术迭代、资本助力、格局博弈则提升了单票成本与单票价格下降的斜率，而持续下降的单票价格反过来又促进需求的增长。过去 20 余年，在“需求、技术、资本”三重红利影响下，格局博弈使得快递行业一直处于“增长-降本-价格战”的循环之中。

## 2.1.1. 需求红利：电商爆发带动行业二十余年高速增长

### 第一轮需求的红利：网购逐步成长为快递增长的主要驱动力

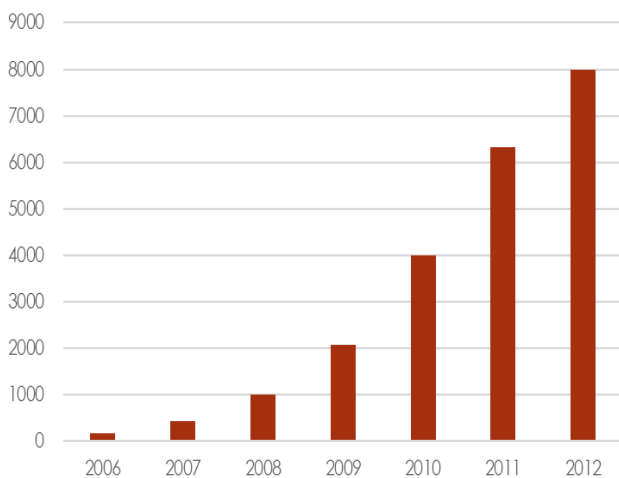
2003 年“非典”期间，线下出行受限后，部分消费行为被迫迁移至线上，网购由边缘尝试开始进入大众视野。2003 年 5 月淘宝网的创立，成为中国网购生态真正意义上的起点之一。

2004 年支付宝上线，并推出担保交易模式。在支付宝出现之前，线上购物的核心障碍并非商品供给不足，而是买卖双方互不信任、支付流程繁琐、履约风险高。在担保交易模式下，买家先将货款支付给支付宝，确认收货后资金再转给卖家。这一制度创新直接降低了网购交易摩擦，推动交易频次上升。

2005 年，圆通把区域运费降至 8 元，并成为淘宝的第一个合作快递企业，在此后 3 年间乘势而上，仅通过淘宝送出的快递业务量就增加了日均 28 万件。随后其他快递接入淘宝，比如 2007 年 8 月韵达与淘宝网正式签约并成立专门淘宝事业部；比如 2008 年 3 月中通快递正式接入淘宝推荐物流平台，上线第一天公司全网业务量比前一天直接翻番。

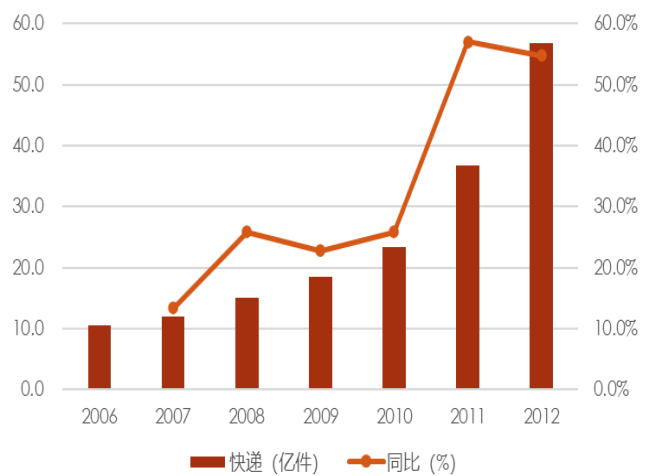
从商流来看，淘宝的 GMV 从 2006 年的 169 亿元增长至 2012 年的 8000 亿元（此外天猫 GMV 为 2000 亿元），6 年时间仅仅淘宝的 GMV 累计实现 46 倍以上的增长、年均复合增速达到 90%；从物流来看，快递业务量从 2006 年的 10.6 亿件增长至 2012 年的 56.9 亿件，年复合增速为 32.3%，而且随着电商件占比的提高，快递业务量增速呈现持续提升的趋势。2012 年网购业务已经占到快递业务 50% 以上，这意味着行业主流需求不再是商务寄递，而是电商履约。

图 12 2006-2012 年淘宝 GMV 变化趋势（亿元）



资料来源：新浪财经，中国互联网协会，华西证券研究所

图 13 2006-2012 年快递业务量变化趋势



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 第二轮需求的红利：B2C 模式崛起带来的履约标准抬升

我们认为，2013 年前后，中国电商进入第二阶段增长。第一阶段的核心是流量红利释放，C2C 主导、低价驱动、履约要求相对比较粗放；而从 2013 年起，平台竞争逻辑开始转向品牌化、标准化和体验化，快递需求也由此进入第二轮红利期。这一阶段并非简单的包裹量再加速，而是包裹背后货值提升、品牌敏感度提升、履约标准提升，从而使快递第一次真正意义上成为零售体验的一部分。

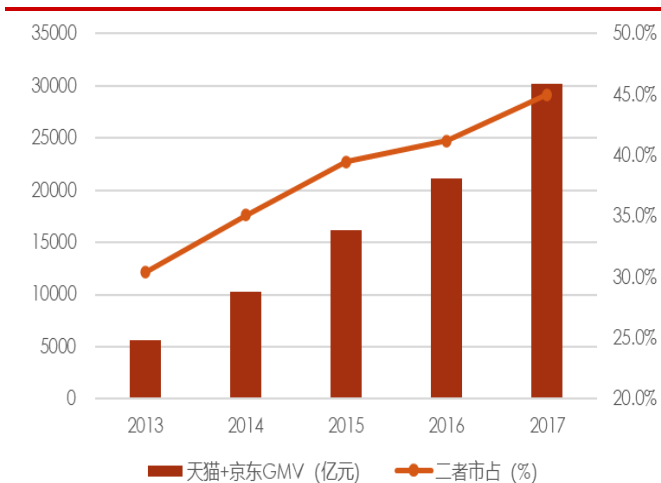
比如 2011 年 1 月淘宝商城正式更名为天猫，并在其年度盛典上强调“天猫唯一的任务是致力打造品质、服务、物流等方面的购物标准”；比如 2010 年 4 月京东宣布

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

推出“211 限时达”服务，即北京、上海、广州、成都四城市区域由京东自营配送，小件商品实现上午 11:00 前提交现货订单，当日送达；夜里 11:00 前提交现货订单，第二天上午送达。截至 2017 年，“211 限时达”服务已经覆盖全国华北、华东、华南、西南、华中、东北区的各中心城市和重要城市。

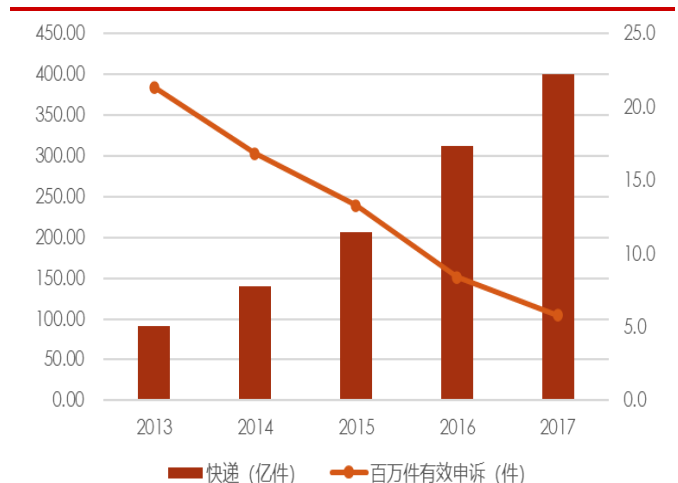
从商流来看，天猫与京东的合计 GMV 由 2013 年的 5665 亿元增长至 2017 年的 30236 亿元、年均增长 52%（其中京东年均增长 64%、天猫年均增长 48%），二者在电商市场的合计市占率则从 2013 年的 30.4% 提升至 2017 年的 45%；从物流来看，2013-2017 年快递业务量从 91.9 亿件增长至 400.6 亿件、年均增长 44.5%，行业有效申诉率持续下降，百万件有效申诉率则从 2013 年的 21.4 件下降至 2017 年的 5.8 件。

图 14 2013-2017 淘宝+天猫合计 GMV 变化趋势



资料来源：云观咨询，华西证券研究所

图 15 2013-2017 年快递业务量等变化趋势

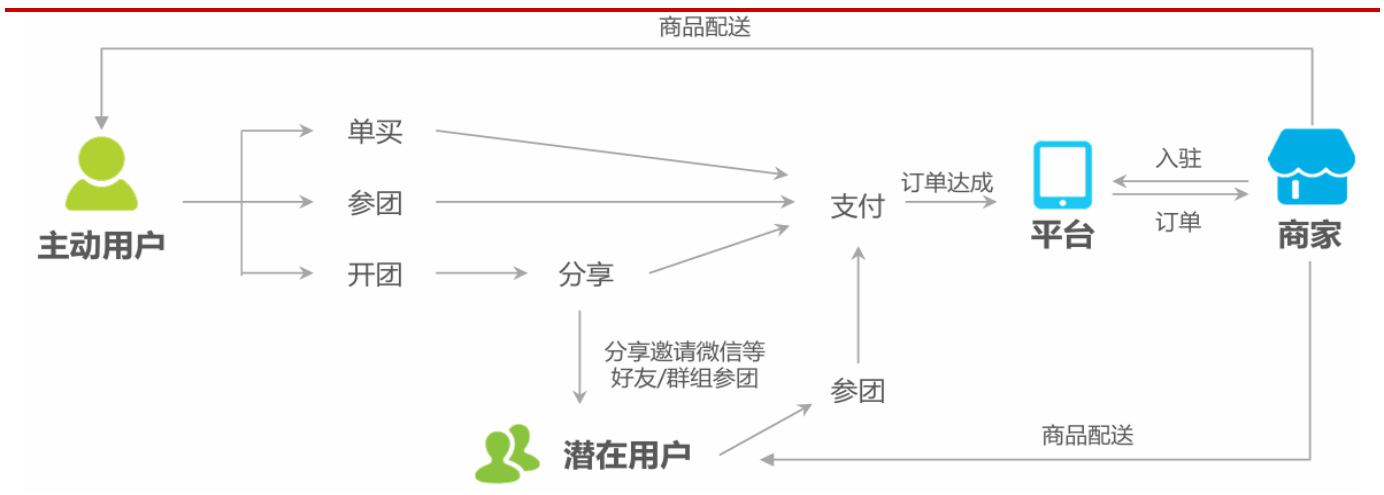


资料来源：国家邮政局，华西证券研究所

### 第三轮需求的红利：社交电商+下沉流量+低客单价

2017-2018 年的关键词是“社交电商+拼多多”。拼购类社交电商以社交分享的方式组团，用户组团成功后可以以比单人购买时更低的价格购买商品。拼团的发起人和参与者多通过微信分享并完成交易，通过低价激发消费者分享积极性，让消费者自行传播，拼购类社交电商平台只需花费一次引流成本吸引主动用户开团。

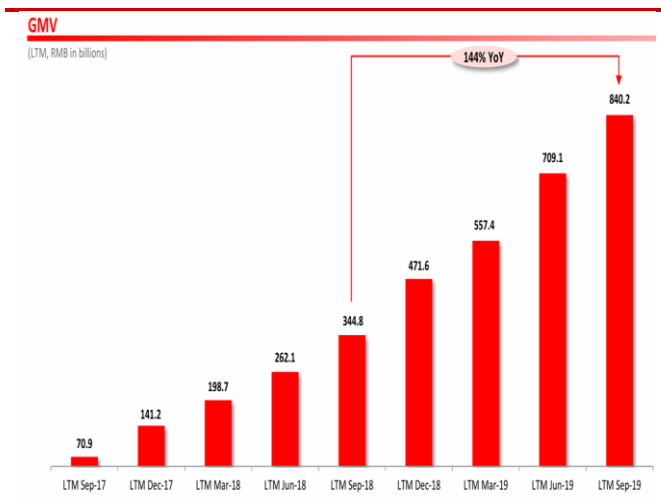
图 16 2019 年拼购类社交电商模式



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

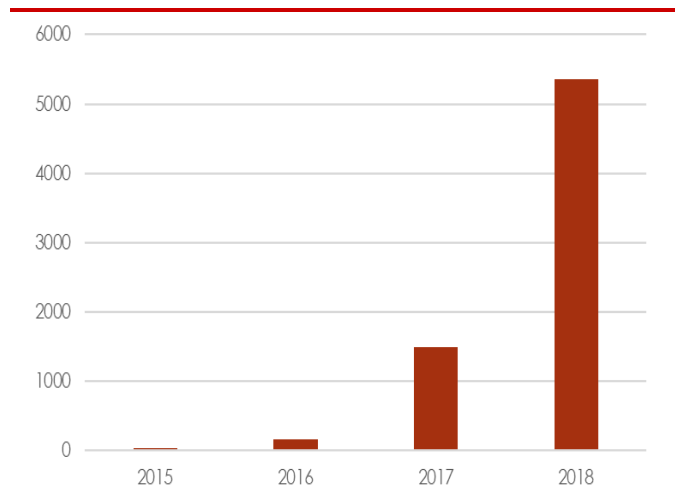
经历多年发展的传统电商巨头进入品牌升级期，迫使大量低端商家开始寻找新的流量来源。这一部分产能供给与三线及以下城市用户的需求完美契合，在微信等社交流量的助力下，拼购类社交电商填补了这一部分市场空白，实现爆发式增长，2018 年行业规模达 5352.8 亿。作为社交电商的领先者，拼多多截止 2019 年 9 月底（过去 12 个月）GMV 达到 8402 亿元，同比增长 144%。

图 17 拼多多 GMV 变化趋势（十亿元）



资料来源：拼多多公告，华西证券研究所

图 18 2015-2018 年社交电商 GMV 变化趋势（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

与传统电商平台相比，拼多多具有以下两个特点：①流量结构的下沉。2018 年拼多多用户的三线及以下城市占比 46.2%，高于其他平台。低线用户收入水平相对较低、闲暇时间相对较多、对价格敏感度更高；②拼多多无购物车模式，在这种机制下，一个订单往往就对应一个包裹，而非传统平台通过购物车实现多件合并结算放大了订单与包裹数量。根据艾瑞咨询，2018 年传统电商平台的平均客单价为 100-500 元，而拼多多只有 42.5 元。

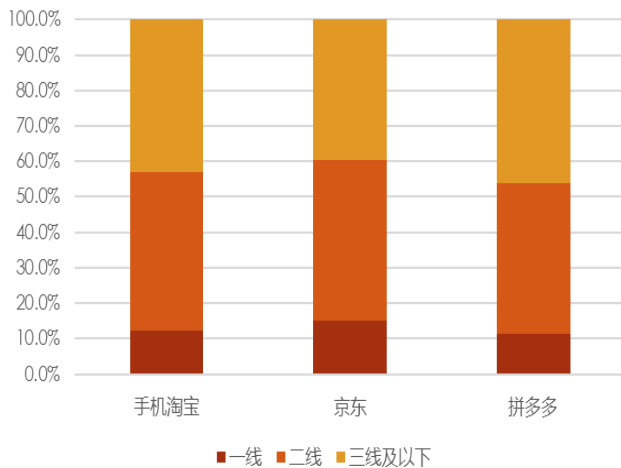
拼多多 GMV 的高增长、更低的客单价，使得来自拼多多的包裹成为快递行业的主要增长动力，并且快递业务量的增速高于电商的增速。根据申通快递 2018 年报，

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2018 年拼多多订单数 111 亿笔、同比增长 158%，拼多多平台产生的快递总件量行业占比达 21%（其中增量占比为 64%），拼多多成为这一阶段快递需求的核心驱动力。

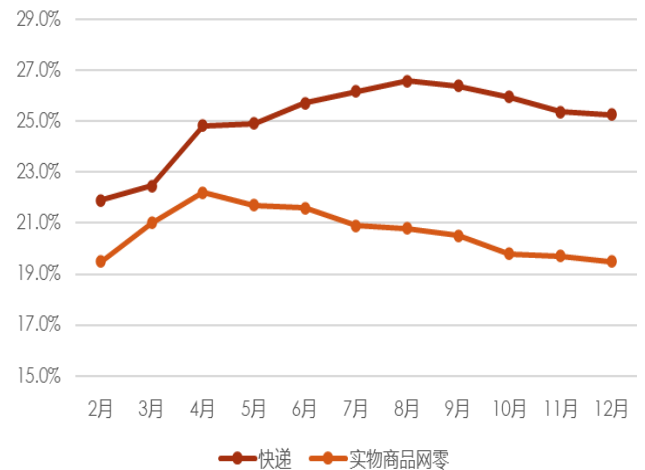
这一轮需求红利还对快递产生了两个影响：①包裹小型化与轻量化。比如根据韵达股份 2018 年报，其快递单票重量下降 12.94%、单票成本下降 11.6%，这意味着小件化改善了装载率、中转自动化适配程度，进而拉低了平均成本；②这轮红利也为未来竞争埋下隐患，需求高速增长更多来自低货值包裹放量，导致行业单票收入承压，尤其当社交电商的额持续提升后，快递将进入更为激烈的份额竞争阶段。

图 19 2018 年三大电商平台用户层级分布



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

图 20 2019 年各月快递及实物网零累计同比 (%)



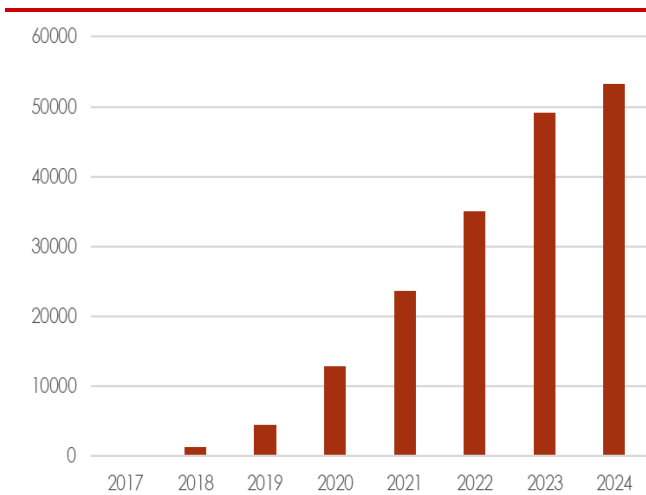
资料来源：IFIND，华西证券研究所

#### 第四轮需求的红利：疫情扰动与直播电商的爆发

2020 年直播电商的爆发，成为推动电商与快递增长的主要动力。在传统货架电商时代，消费者往往基于明确需求搜索商品，订单生成偏“计划性”。而在直播电商时代，订单生成更依赖内容种草、即时互动和情绪触发，消费链路被显著缩短，转化效率大幅提高。

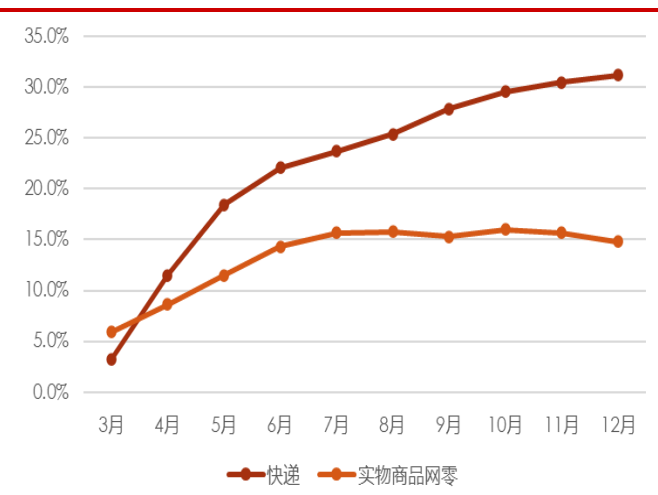
直播电商具备两个特点：①客单价相对较低。根据卡思数据的 30 日调研显示，84.61%的抖音带货产品价格 在 200 元以下，而快手甚至有 88.95%的带货产品价格 在 80 元以下。随着直播电商渗透率的提升，进一步强化了快递需求增长更多来自低货值包裹放量的趋势；②更容易冲动消费。直播电商通过即时互动、情感渲染、限时稀缺等核心机制，构建了比货架电商更强大的冲动消费触发系统。

图 21 2017-2024 年直播电商 GMV 趋势 (亿元)



资料来源：电商宝，华西证券研究所

图 22 2020 年各月快递及实物网零累计同比 (%)



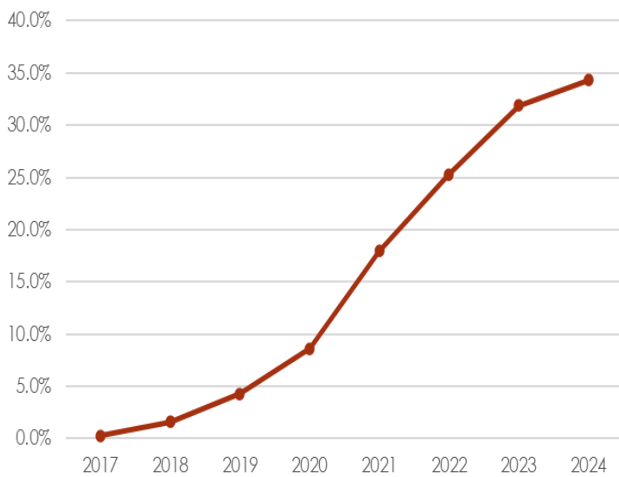
资料来源：IFIND，华西证券研究所

### 第五轮需求的红利：退货件逐渐成为网购的一部分

近年来电商退货率呈逐年上升趋势。以女装类目为例，平均退货率已从 2019 年的 30% 大幅攀升至 65%—80%。我们认为高退货率是各个因素共同作用的结果：

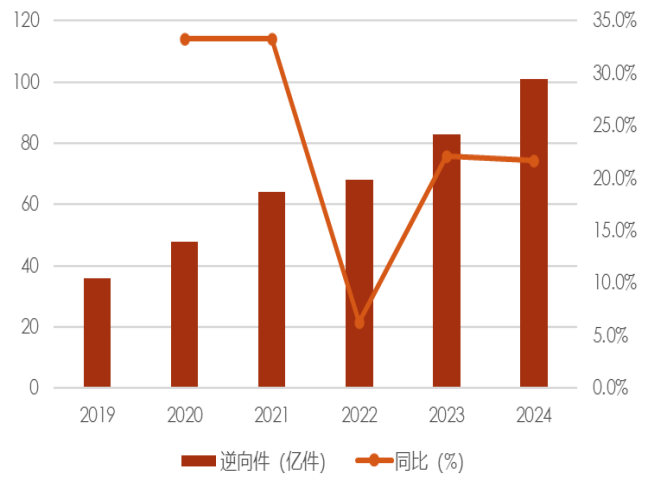
- ①直播诱导冲动消费。直播间通过强光灯、美颜滤镜过度美化商品，配合“限量秒杀”话术制造紧迫感，导致非理性下单。消费者收货后因实物与预期落差大（色差、面料质感不符）选择退货。
- ②滥用退货政策。运费险普及降低退货成本，部分用户将直播间当作“免费试衣间”：多件下单试穿后仅留 1-2 件，甚至婚礼、旅游穿戴后不拆吊牌退回。更有恶意调包（正品换仿品退货）、虚构质量问题等灰色行为。
- ③商家品控失守。比如主播展示优质样品（A 版），实际发货用廉价面料或简化工艺的 B 版；尺码混乱、质检漏洞导致版型不合身、洗后缩水等问题。
- ④算法推荐助长虚假繁荣。平台流量分配依赖 GMV（成交额）而非实际留存率，迫使商家通过美化商品和刷单冲量。

图 23 2017-2024 年直播电商渗透率变化趋势 (%)



资料来源：电商宝，华西证券研究所

图 24 2019-2024 年退货件变化趋势 (亿件)



资料来源：智研咨询，华西证券研究所

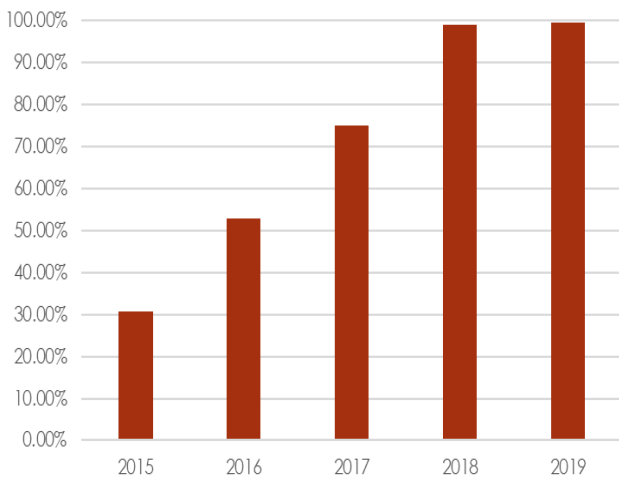
## 2.1.2. 技术红利：数字化升级赋能企业持续降本增效

### 第一轮技术红利：电子面单与自动化分拣

2014 年 5 月，菜鸟网络联合三通一达等 14 家主流快递公司推出了电子面单平台。各大快递公司和商家都可申请免费接入使用。通过菜鸟电子面单平台，快递公司可以无成本地对接所有商家，商家也可通过接入该平台，享受所有快递公司的电子面单服务。以申通快递为例，截止 2019 年其全面电子面单的使用率已经达到 99.55%。

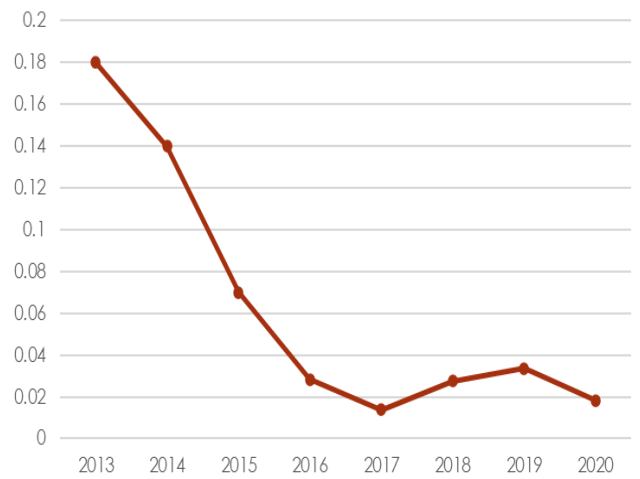
电子面单对快递企业的意义，一方面降低了直接的无聊成本，比如电子运单的材料成本仅为传统多联纸质面单的约三分之一，并显著降低了人工录入和分拣识别的误差；另一方面，电子面单为后续的自动分拣、路径识别、实时路由和全链路追踪提供了统一的数据接口。比如 2017 年 3 月，申通快递为推广电子面单使用率以便提高自动化分拣效率，将纸质面单的价格提高了 0.1 元/票。

图 25 2015-2019 年申通快递电子面单比例 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

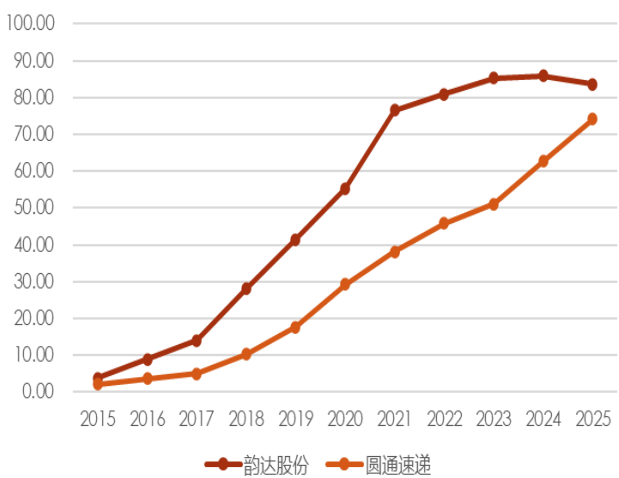
图 26 2013-2020 年圆通速递单票面单成本 (元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

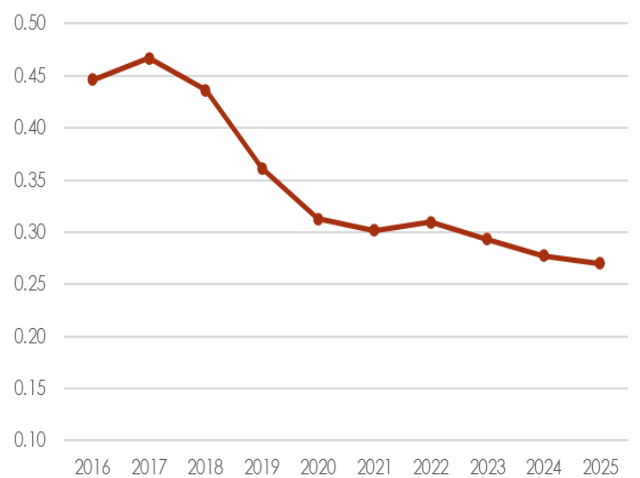
在此基础上，快递行业于 2015-2016 年前后进入了转运中心自动化建设的高峰期。圆通在自动化改造上起步略晚于中通、韵达，但自 2018 年后明显加速追赶。自动化设备扩张的背后，是转运中心的“少人化、无人化”和单中心处理密度的同步提升。在单量的持续增长下，快递公司单票分拨成本持续下降。

图 27 2015-2025 年各家机器设备情况 (亿元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 28 2013-2020 年圆通速递单票分拨成本 (元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 第二轮技术红利：无人配送车逐步在快递末端场景落地

2018 年一辆用于末端配送的无人车（含服务费）价格高达百万元，2019 至 2021 年降至 20 万—30 万元，2025 年价格进一步下探。25 年 5 月，九识智能发布 E 系列首款车型 E6，售价 1.98 万元。25 年 6 月，菜鸟推出新款无人车 GT-Lite，定价 2.18 万元，叠加限时优惠后低至 1.68 万元。我们认为，无人车价格大幅下降是其能够在物流末端市场较快落地的主因之一。

表 4 九识智能 E6 与菜鸟 GT-Lite 主要参数对比

企业	车型	载货空间及续航	价格模式	裸车价格	软件服务费
九识智能	E6	6.5 立方米, 130km	硬件销售+月度订阅	1.98 万元	1800 元/月
菜鸟	GT-Lite	7 立方米, 110-130km	硬件销售+年度订阅	1.68-2.18 万元	20000 元/年

资料来源：赛博汽车，菜鸟官网，华西证券研究所

从当前看，无人配送车最先突破的“网点—驿站”短驳场景，本质上是一个高人工占比、流程标准化、路由相对固定的经济模型。一方面，尤其通达系快递员每天大部分时间在派送快递至驿站/到家，相当一部分时间在重复性往返网点。无人配送车可以承接重复性往返网点的工作，将快递员的精力释放到上门服务中；另一方面，通达系 70%以上快递并不是直接送上门（根据圆通速递年报，2024 上半年入库入柜比例已经达到 72%+），这部分可以由无人车直接从网点送到驿站或快递柜。

根据圆通科技相关负责人反馈，2000 件是一个重要的盈亏平衡点，单车单日运输超过 2000 件，无人快递车的提效降本优势凸显。以圆通速递安次区一网点为例，无人驾驶快递车用于网点到乡村服务站的派送和揽收，每天可完成 2-3 趟投递任务，单程 30 公里的路程，相较于传统取派模式，成本下降 40%左右。

我们判断从长期的角度，无人车在快递行业落地的速度取决于无人车的技术迭代速度、综合销售价格、网点快递业务量、路权开放的情况这四个因素。在此基础上，我们认为从长期的角度，需要关注两个方面：

**第一，无人配送车的使用对整个快递网络的优化。**当前无人车并非孤立替代单一司机或单台支线车，其真正价值在于倒逼企业重构“分拣—接驳—派送—揽收”全链条组织方式。核心变化是传统以网点为中心的人工作业转向以中转场、驿站为节点的直连化网络。比如山东顺丰在鲁西十城共计投入 52 台无人车，打造“中转直发”和“最后一公里配送”两大核心场景的标杆案例，其中 48 台无人车应用于中转直发场景，单车日均往返 5 个来回，日均行驶 6240km，运输 8 万票快件，运输单票成本下降 1.32 元/票，效率提升 30%。

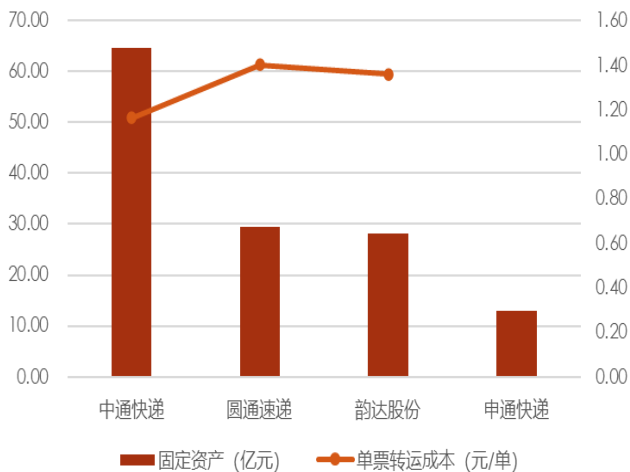
**第二，长期角度无人车不仅仅局限于末端环节。**随着无人车的技术迭代、路权开放的情况，长期的角度我们还可以继续期待更长距离、更大装载量的无人车的使用，进一步提升快递全网络运输环节的无人车渗透率。

### 2.1.3. 资本红利：巨额投入支撑全国履约网络快速建成

在行业的需求红利与技术红利下，必要的资本开支才能够确保公司进入规模效益的正向循环。考虑前期各家公司的利润体量相对较小，此时率先取得外部股权融资的公司有望获得发展的加速度。

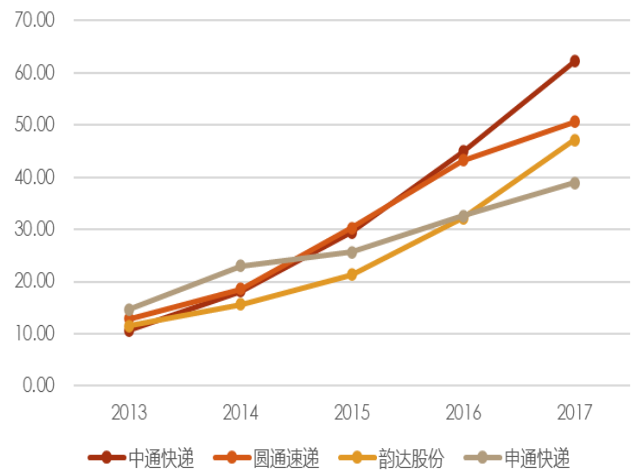
比如中通快递继 2013 年获得红杉资本注资后，2015 年获得 19.34 亿元的股权融资（相当于 2014 年中通归母净利润的 4.6 倍）。获得外部资金支持后，中通快递一方面使用“股权+现金”的方式对分拨中心进行直营，另一方面加大资本开支的力度，2017 年固定资产达 64.73 亿元，明显领先其他的同行。凭借固定资产的领先优势，中通快递率先进入“单量比较优势—单位成本比较优势—利润比较优势—资本开支比较优势”的正向循环。中通快递自 2016 年以来持续位列快递业务量市占率第一名。

图 29 2017 年各家固定资产情况、单票转运成本



资料来源：公司公告，华西证券研究所

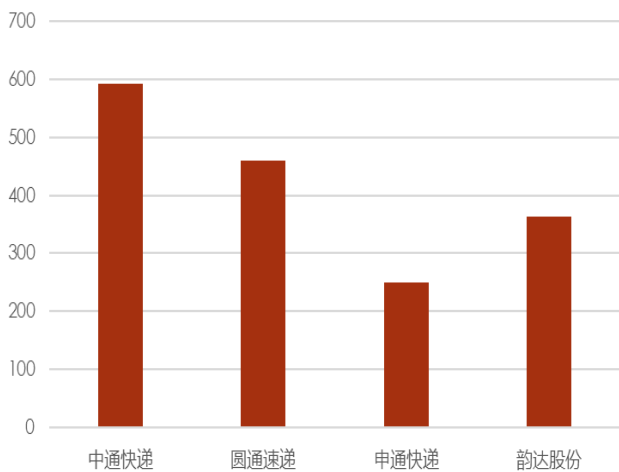
图 30 2013-2017 年各家快递单量 (亿单)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

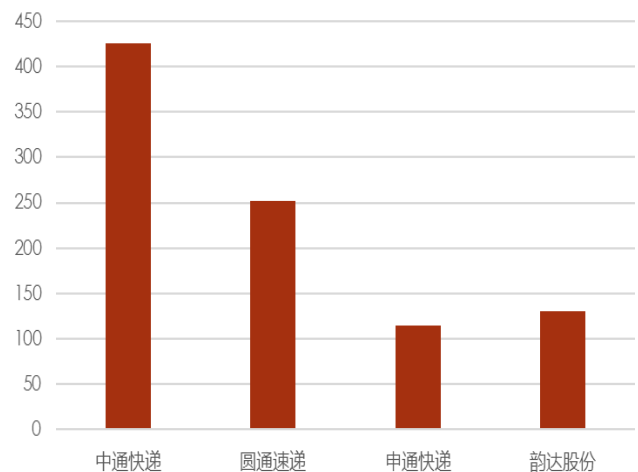
以 2016-2025 年为例，各家分别股权融资为：中通快递（279 亿元）、圆通速递（97 亿元）、韵达股份（63.7 亿元）、申通快递（28 亿元）。在外部股权融资以及自身经营积累的支持下，各家通过资本开支构建分拨中心、干线运输车辆，较快建设成覆盖全国的履约网络，把握住快递行业的每一轮需求红利与技术红利。

图 31 2016-2025 年各家累计资本开支 (亿元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 32 2025 年底各家固定资产情况 (亿元)

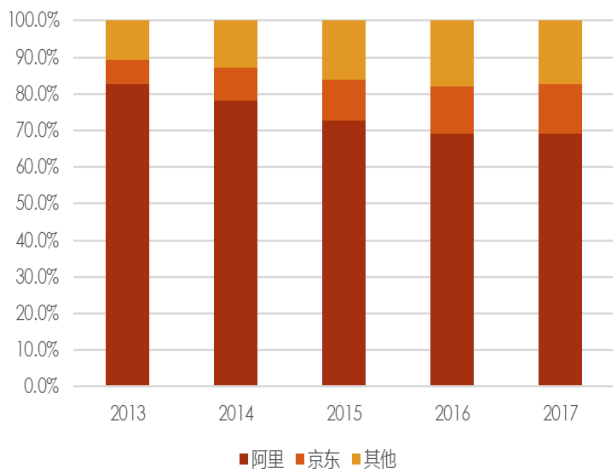


资料来源：公司公告，华西证券研究所

#### 2.1.4. 格局博弈：同质化竞争引发价格战与两轮政策纠偏

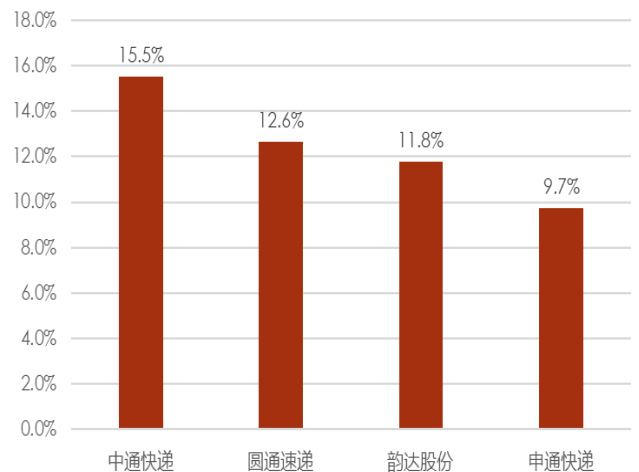
我们认为阿里巴巴是国内快递格局不够好的核心影响因素之一。比如 2015-2017 年阿里巴巴（天猫+淘宝）在电商市场的份额在 70%左右、京东则在 12%左右，考虑京东商城使用京东物流为主，阿里的电商包裹是此时各家快递的主要需求方。从阿里的角度，此阶段的主要竞争对手是线下的各类零售渠道，快递格局不够好、并且可以持续的价格竞争，可以帮助阿里的整个电商生态提高竞争力。比如阿里在 2015 年推出电子面单后，免费提供给各家快递公司使用，其实是间接缩小了各家的差距。

图 33 2013-2017 年各家电商平台市占率 (%)



资料来源：云观咨询，华西证券研究所

图 34 2017 年主要快递公司业务量市占率 (%)



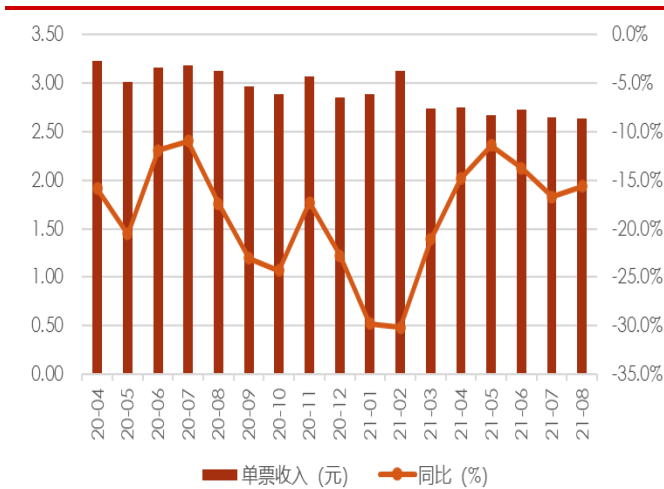
资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 第一次政策纠偏：2021 年三季度以“保障权益”为抓手

2020 年 4 月-2021 年 8 月行业处于失序竞争的阶段，比如金华（义乌）的平均单票收入平均同比降幅接近 20%，单票收入从 19 年 8 月的 3.86 元降至 21 年 8 月的 2.64 元，累计降幅达到 1.22 元、降幅达到 30%。快递公司方面，申通快递 2021 年前三季度连续亏损，韵达股份 2021 年前两个季度利润同比下降 30% 左右。

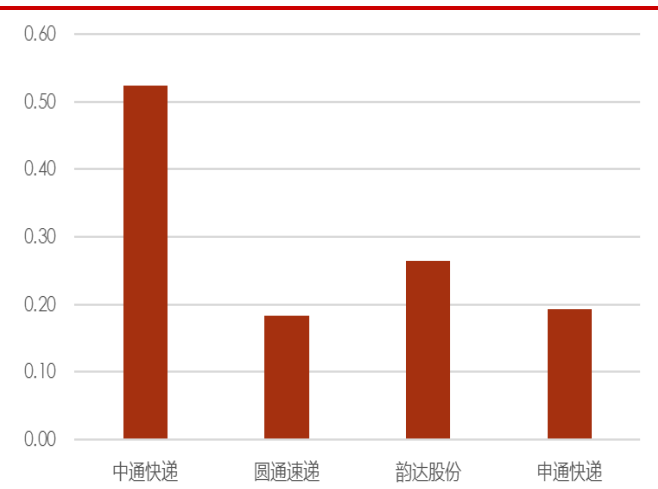
我们判断这次失序竞争的原因主要包括三个方面：①2017-2019 年 A 股三家（圆通速递、韵达股份、申通快递）均在借壳上市后的三年业绩承诺期，这期间各家均保持相对克制的资本开支，比如期间申通快递累计经营活动净现金流 66.7 亿元、但资本开支只有 60.2 亿元；②2020 年 3 月极兔在国内正式起网，并通过低价抢量，2020 年 9 月全网日均单量稳定在 800 万单以上，2021 年初日均单量做到了 2000 万单；③2020 年直播电商开始爆发，低货值包裹增长更快拉低了平均价格。

图 35 金华（义乌）单票平均收入变化趋势（元）



资料来源：IFIND，华西证券研究所

图 36 2019 年各家单票平均利润（元/单）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

本轮价格纠偏的推进路径，呈现出鲜明的“地方试点—地方立法—中央扩围”特征。比如 2021 年 3 月义乌市快递行业协会制定出台《关于维护行业平稳有序，推进行业高质量发展的实施意见》，要求维护市场秩序、科学制定增速标准，并强调不得随意降低派费标准、保障从业者合法权益；2021 年 4 月，义乌邮政管理局对极兔、百世下达警示函，随后义乌管局果断采取强制措施，关停部分分拨功能；2021 年 4 月 22 日，浙江省政府审议通过《浙江省快递业促进条例（草案）》，明确规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务；2021 年 6 月，国家邮政局调研义乌市场秩序规范和快递小哥权益保障等问题；2021 年 7 月，国家市场监督管理总局发布了《价格违法行为行政处罚规定（修订征求意见稿）》，将快递行业“价格战”产生的市场乱象行为，纳入监管范围；2021 年 9 月，为响应 7 部门制定的《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》，六大快递企业集体为快递员上涨 0.1 元派费。

表 5 2021 年快递行业政策纠偏的主要政策/事件

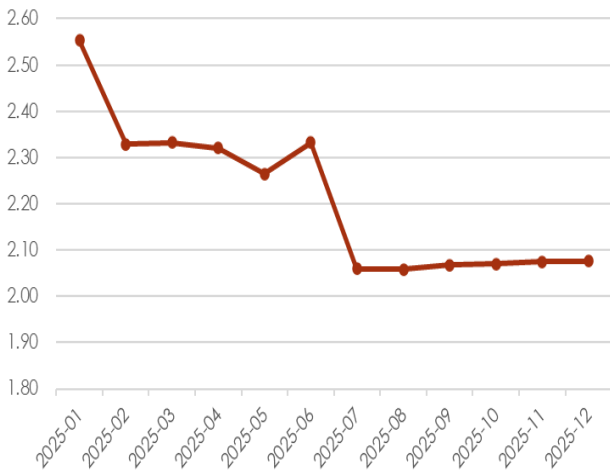
时间	政策/事件
2021 年 3 月	义乌市快递行业协会制定出台《关于维护行业平稳有序，推进行业高质量发展的实施意见》，即“义乌七条”。
2021 年 4 月	依据“义乌七条”，义乌邮政管理局对极兔、百世下达警示函。无果情况下，义乌管局果断采取强制措施，关停部分分拨功能。
2021 年 4 月	浙江省政府审议通过《浙江省快递业促进条例（草案）》，明确规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务
2021 年 5 月	义乌市快递行业协会出台《义乌市快递企业经营自律考核办法（试行）》，对在义乌市经营快递业务的各品牌企业，从安全生产管理、市场秩序维护、绿色快递治理和自律机制执行等四大方面进行考核。
2021 年 6 月	国家邮政局调研义乌市场秩序规范和快递小哥权益保障等问题，肯定了义乌管局的工作
2021 年 7 月	国家市场监督管理总局发布了《价格违法行为行政处罚规定（修订征求意见稿）》，将快递行业“价格战”产生的市场乱象行为，纳入监管范围。
2021 年 7 月	浙江省邮政管理局与省市场监管局联合印发了《关于规范快递服务治理价格违规行为的通告》，要求快递企业应对服务价格明码标价，并按照快递服务标准提供服务，且不得以低于成本的价格提供快递服务。
2021 年 9 月	为响应 7 部门制定的《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》，六大快递企业集体为快递员上涨 0.1 元派费。

资料来源：澎湃，南方都市报，国家市场监督管理总局，华西证券研究所

### 第二次政策纠偏：中央定调、法治化落地、全国扩散

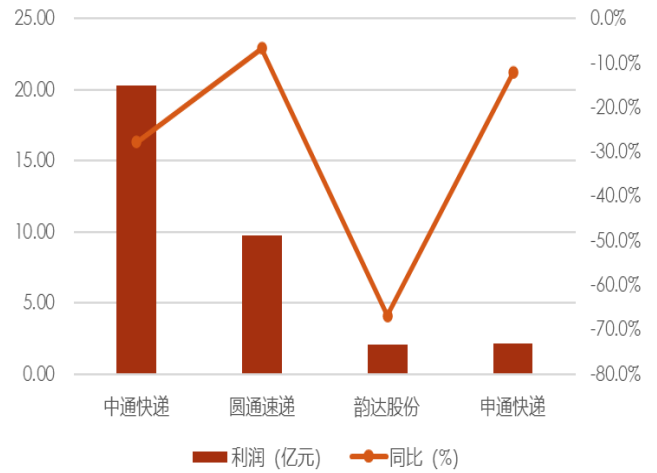
2025 年前三季度，行业已经再次滑入典型的无序竞争区间。比如金华（义乌）快递平均单票价格从 1 月的 2.55 元降至 7 月的 2.06 元，环比降幅达 19.4%。尽管 25 年二季度行业业务量增速达 17.3%，但各家主要快递公司（中通快递、圆通速递、韵达股份与申通快递）单季度利润均出现不同程度的负增长。若把盈利拆解为“件量 X 单票净利”，可以看到 2025Q2 件量增长并不足以对冲单票盈利下滑，行业处于“越忙越薄”的低质量扩张阶段。

图 37 2025 年各月金华（义乌）单票收入（元）



资料来源：IFIND，华西证券研究所

图 38 2025 年二季度各家利润及同比增长情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

总体来看，第二轮政策监管具备以下三个方面的特点：①层级更高。2025 年 7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议明确提出“依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”；②法治化基础更强。2025 年 7 月《价格法修正草案（征求意见稿）》进一步完善低价倾销认定标准，将“低于成本价倾销”以及“强制其他经营者按其定价规则低价倾销”纳入更明确的约束框架；③执行路径更加清晰。7 月国家邮政局召开快递企业座谈会，要求依法依规治理行业“内卷式”竞争，并强调地方邮政管理部门要加大监管和执法力度。

表 6 2025 年以来快递反内卷落实情况（节选）

时间	地区	内容
2025 年 7 月	义乌	快递单票价格下限上调 0.1 元至 1.2 元，并于 7 月 18 日起生效。
2025 年 8 月	广东	8 月 4 日起，广东省快递底价整体上调 0.4 元/票，单票均价涨至 1.4 元以上，按照有关部门要求，各家均不得低于 1.4 元成本价揽收。
2025 年 8 月	福建	8 月 20 日，福建多家快递公司给加盟网点及客户下发涨价通知，0.3kg 以内的最低价不得低于 1.5 元，涨幅约 0.3~0.4 元。调整后，中通 1.58 元、圆通 1.55 元、韵达/申通/极兔 1.5 元。
2025 年 9 月	上海	自 2025 年 9 月 22 日零时起，对上海区域所有用户的快递收件价格进行上调
2026 年 3 月	四川	自 2026 年 3 月 11 日零时起，对四川省全区域出港快件收件价格进行上调
2026 年 3 月	湖南	3 月 24 日起，0-3kg 快件单票上浮 0.05 元，3kg 以上续重每公斤上浮 0.05 元
2026 年 3 月	江苏	江苏召开“反内卷”工作会，抵制前端低于成本价倾销，稳步提升末端派费
2026 年 4 月	山东	自 4 月 1 日起，山东省内中通、圆通、申通、韵达、极兔五大加盟制快递同步调价。具体标准为：3kg 以内每单上调 0.15 元，3kg 以上续重每公斤上调 0.05 元

资料来源：浙江日报，中国物流与采购杂志，澎湃新闻，华西证券研究所

## 2.2. 展望未来：快递行业正式迈入高质量发展新阶段

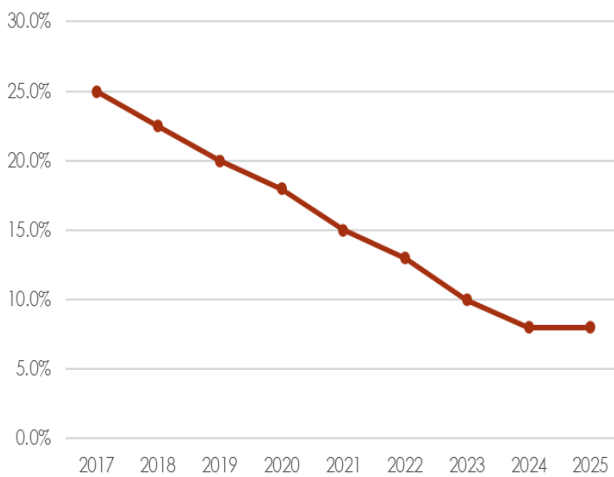
### 2.2.1. 当前的社会各类群体正处于预期重建阶段

首先，对需求的高增长预期是过去行业在“增长-降本-价格战”循环中的原因之一，而当前正处于对未来需求增长预期的重建阶段：

首先，快递业务量的增速取决于社零增速、电商渗透率、单包裹货值的情况，同时也取决于网购用户增速与平均客单价。但我们可以将每年初国家邮政局对当年快递业务量增速目标的表述看作是行业对快递需求的预期，2017-2025 年国家邮政局对当年业务量的增速从 25% 降低至 8%。

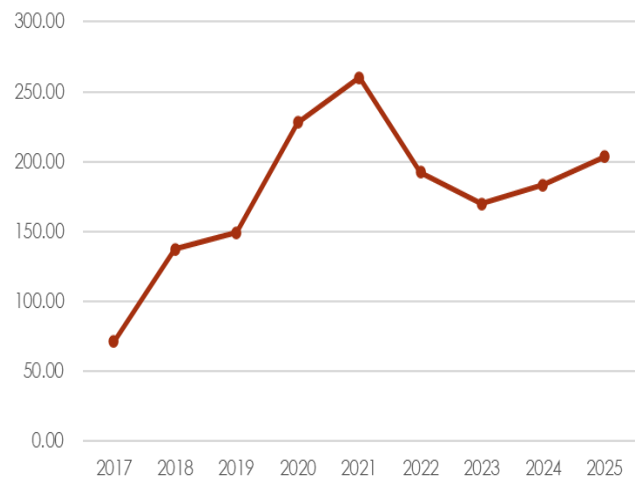
另一方面，快递企业的资本开支反应了其对未来需求的增长预期。以四家（中通快递、圆通速递、申通快递、韵达股份）合计资本开支为例，2021 年资本开支规模已经达峰（260 亿元），如果减掉 2024、2025 年圆通速递资本开支的增量，四家在 2023-2025 年资本开支基本稳定在 160 亿元左右。

图 39 历年初国家邮政局对当年业务量增速目标



资料来源：IFIND，华西证券研究所

图 40 四家快递公司合计资本开支情况（亿元）



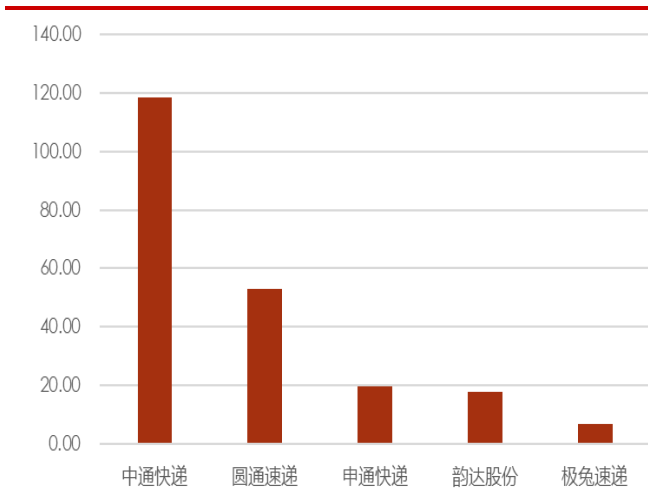
资料来源：公司公告，华西证券研究所

其次，各家业务量份额拉开的不够大是过去行业在“增长-降本-价格战”循环中的原因之二，但当前各家的利润层面已经拉开足够大的差距：

首先，从利润总额的角度，主要快递公司之间的利润差距明显大于业务量之间的差距。我们分别计算 2025 年通达兔内部之间的业务量市占率分别为中通快递（26.8%）>圆通速递（21.7%）>申通快递（18.2%）>韵达股份（17.8%）>极兔速递（15.4%），EBIT 市占率分别为中通快递（55%）>圆通速递（24.5%）>申通快递（9%）>韵达股份（8.3%）>极兔速递（3.1%），top2（中通快递与圆通速递）以 48.6% 的业务量获得了 79.5% 的 EBIT。

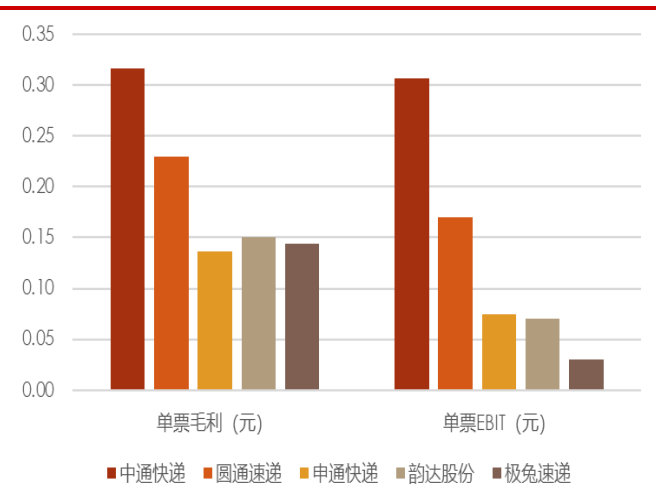
其次，从 2025 年单票盈利的角度，单票毛利已经形成了三个梯队：中通快递（0.32 元）>圆通速递（0.23 元）>其余三家（0.14-0.15 元），单票 EBIT 形成了四个梯队：中通快递（0.31 元）>圆通速递（0.17 元）>申通与韵达（0.07 元）>极兔速递（0.03 元）。

图 41 2025 年主要快递公司 EBIT 情况（亿元）



资料来源：IFIND，华西证券研究所

图 42 2025 年主要快递公司单票盈利情况（元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2.2.2. 本次政策纠偏的治理目标更接近重建竞争秩序

我们比较两轮政策纠纷的框架后发现，第二次的政策叙事与治理目标发生了升级。2021 年基于就业群体权益保障，比如 2021 年 7 月 8 日，经国务院同意，交通运输部、国家邮政局、国家发改委、人社部、商务部、市场监管总局、全国总工会等七部门联合印发《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》，明确提出要督促企业合理确定末端派费水平，遏制“以罚代管”，保障快递员劳动报酬，完善社会保险，优化作业环境，健全协同治理机制，切实维护快递员群体合法权益。这意味着政策的切入点是“保快递员、保派费、保网点”，价格治理更多是权益保障的派生结果。

2025 年则明显不同，这次快递行业反内卷是在“依法依规治理企业低价无序竞争”大的宏观政策框架之下。2025 年 7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议明确提出“依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”。2025 年 7 月《价格法修正草案（征求意见稿）》进一步完善低价倾销认定标准，将“低于成本价倾销”以及“强制其他经营者按其定价规则低价倾销”纳入更明确的约束框架。7 月国家邮政局召开快递企业座谈会，要求依法依规治理行业“内卷式”竞争，并强调地方邮政管理部门要加大监管和执法力度。

总体来说，2021 年行业治理聚焦过度低价竞争的成本由谁承担，2025 年监管则上升到行业顶层审视，探讨低价无序竞争是否还适合作为行业主流竞争模式。因此我们认为，2021 年的治理目标更偏向托底，2025 年则更接近重建竞争秩序。

## 3. 圆通速递：三轮战略调整与竞争力重塑之路

### 3.1. 2017 年：战略失焦与投入错配，市占率滑落至行业第三

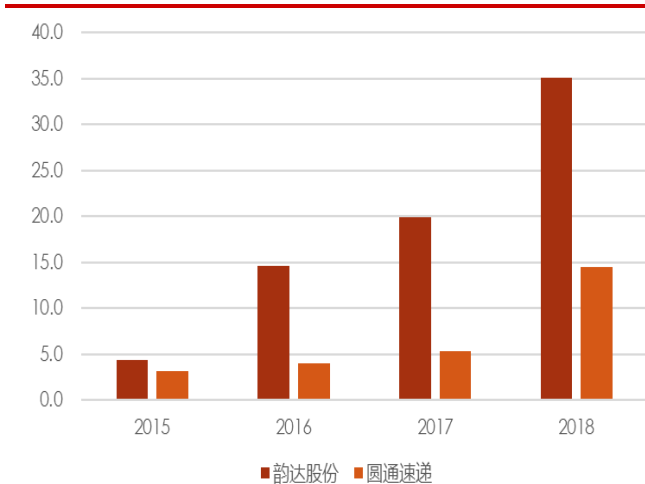
2017 年前后是圆通速递发展历史的一个较为特殊的阶段，2016、2017 年连续两年业务量增速跑输行业，2016 年业务量市占率掉至第二，2018 年业务量市占率掉至第三。总结增速与市占率的掉队，我们认为主要包括以下两个方面的原因：

①公司较早布局航空与国际业务，但在转运中心的自动化分拣设备、干线运输车辆这两个方面投入落后同行。以 2017 年为例，圆通速递的机器设备与运输设备账面

原值仅 5.3 亿元，而韵达股份为 19.9 亿元。自动化分拣设备投入的滞后，导致公司的单票中心操作成本下降幅度落后于同行，进而在“单量增长-成本下降”的正向循环中落后于同行。

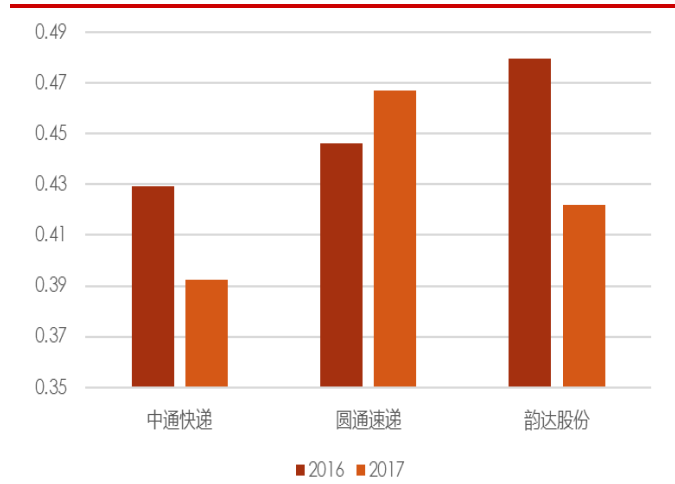
②部分网点利润承压。比如 2017 年初，北京花园桥网点被曝出快件积压、加盟商跑路等问题，负面事件通过网络效应迅速扩散，影响了揽派稳定性与品牌口碑。

图 43 两家机器设备与运输设备合计情况（亿元）



资料来源：IFIND，华西证券研究所

图 44 主要快递公司单票中心操作成本（元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3.2. 2018 年：硬件基建补短板，业务量增速回归行业第一梯队

2018 年底公司可转债的成功发行，为这一阶段硬件基建补短板打下了坚实的基础。根据公司公告，本次发行可转债共募集资金 36.5 亿元，主要用于多功能转运中心、自动化升级项目等。

表 7 2018 年圆通速递发行可转债主要投资项目（亿元）

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金额
1	多功能转运及仓储一体化建设项目	31.45	23
2	转运中心自动化升级项目	22.19	10
3	航空运能提升项目	5.84	3.5
合计		59.48	36.5

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2021 年 12 月，公司成功向 16 名机构投资者非公开发行股份，价格为 14.04 元/股，发行股数为 269943019 股，募集资金总额为 37.9 亿元。根据前期的规划，本次募集资金主要用于多功能网络枢纽中心、运能网络提升等项目。

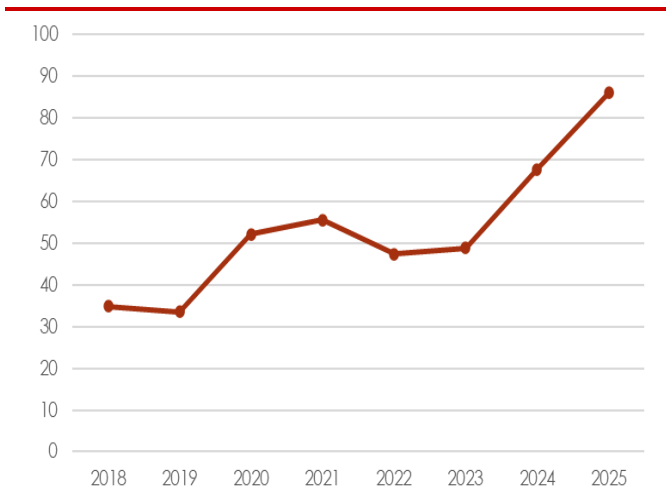
表 8 2021 年圆通速递非公开发行股份募集资金的主要投资项目（亿元）

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金额
1	多功能网络枢纽中心建设项目	59.1	23.4
2	运能网络提升项目	6	5
3	信息系统及数据能力提升项目	4.27	2
4	补充流动资金	7.5	7.5
	合计	76.9	37.9

资料来源：公司公告，华西证券研究所

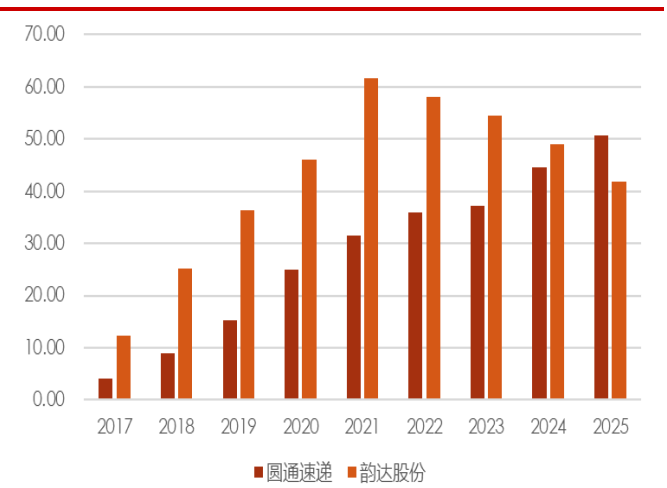
在自身经营积累以及多次外部融资的支持下，公司自 2018 年开始进入硬件基建补短板的阶段。2018-2025 年公司累计资本开支 426.1 亿元，同期中通快递 538 亿元、韵达股份 331.7 亿元、申通快递 229.4 亿元。截止 2025 年底，圆通速递的机器设备账面价值已经超过韵达股份。在“单量增长-成本下降”正向循环帮助下，圆通速递 2018 年业务量增速赶上行业，并在 2023 年业务量市占率回升至第二。

图 45 2018-2025 年圆通速递资本开支（亿元）



资料来源：IFIND，华西证券研究所

图 46 2017-2025 年机器设备账面价值情况（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3.3. 2019 年至今：将数字化转型提升至“一把手工程”

回顾公司的数字化转型战略演进过程，并非单纯的 IT 升级，而是一次围绕加盟制快递网络治理、成本效率优化与服务能力重塑的系统性经营变革。其核心主线可以概括为三个阶段：

#### 第一个阶段：夯实信息化底座。

公司自 2009 年起持续投入大量资金开发拥有自主知识产权的快递服务运营系统——“金刚系统”，并具备独立开发及升级能力，保证系统功能与公司业务发展要求高度匹配，极大地提高了公司信息化水平，有效提升了内部管理效率和客户服务质量，为公司不断拓展境内外业务奠定了基础。截止 2018 年底，公司形成了金刚核心系统，包括“网点管家”、“行者系统”、“管理驾驶舱系统”、“尊者系统”、“自动化分拣系

统”、“运盟系统”等在内的行业领先互联网信息技术平台，覆盖揽收、中转、派送、客服等全业务流程以及财务结算、人力资源等日常管理的各方面，实现了对快件流转全生命周期的信息监控、跟踪及资源调度，促进了快递网络的不断优化和服务质量的稳步提升。

2018年，公司继续升级“尊者”“行者”“运盟”等业务系统，打造自动化监控平台，实现业务运营“全方位可视可控”；同年又加强客户管家、家庭管家、业财融合系统建设，将数字能力由运营环节向客户与财务管理拓展。这一时期，公司已不再满足于快件流转追踪，而是试图把数字系统嵌入成本、质量、服务与结算管理中。

图 47 圆通速递的金刚核心系统



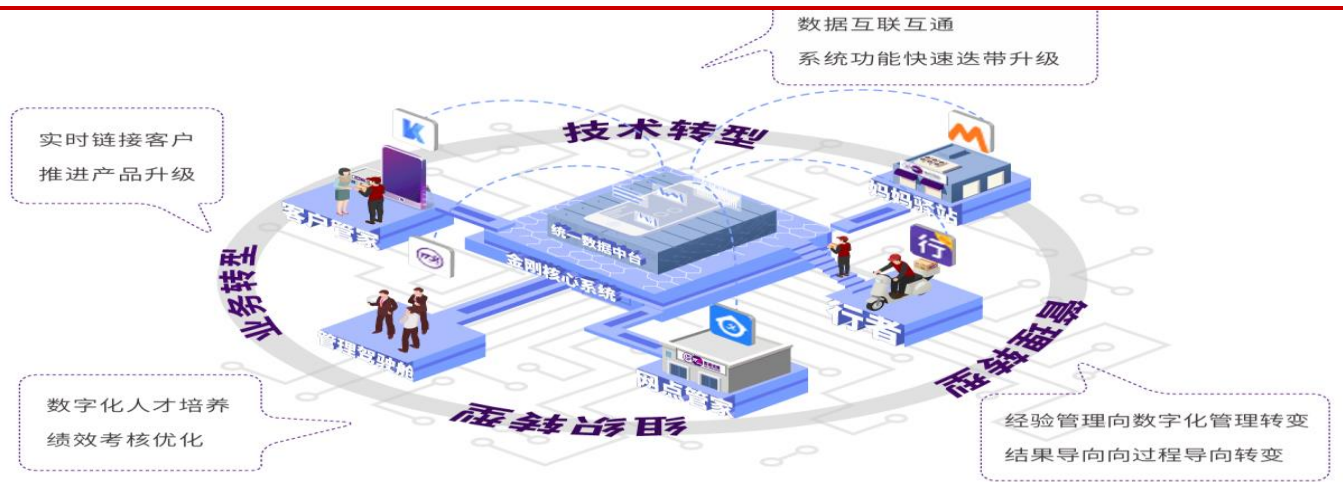
资料来源：公司公告，华西证券研究所

**第二个阶段：真正的拐点发生在潘水苗出任总裁之后。**

2019年4月，潘水苗担任圆通速递总裁，提出将圆通数字化转型由“业务驱动”转化为“技术驱动”的思路。业务驱动常常立足于本位主义的需求，系统创新不足就会产生很多信息孤岛，既无法解决实际问题，又增加了无效开发。在潘水苗的推动下，公司将数字化转型中的产品经理角色由“二传手”转变成整个系统开发的“主导者”，理顺分工，优化开发流程，公司数字化转型加速推进。

公司在2020年报中明确提出，秉承“数字化、移动化、实时化、可视化”原则，调整和转变管理思路，重构业务流程和管理制度，推进公司全面数字化转型。管理驾驶舱、网点管家、客户管家等移动化平台实现信息互联互通，快件时效、服务质量、中转运输、分拣操作、配送环节都可实时输出指标数据，为总部管理层提供即时决策依据。通过数字化、移动化管控工具的打造和运用，公司、省管理区、转运中心、加盟网络等管理具备有效抓手，日常监控直达责任业务单元，绩效与考核体系更趋细化，业务流程与管理制得以重构，管控边界进一步延伸。

图 48 圆通速递的“技术、管理、组织、业务”转型示意图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2021-2023 年，圆通数字化战略的重点由总部内部提效，转向加盟网络治理重塑。比如 2021 年公司不断完善网点管家、客户管家等数字化管理工具，协助加盟商实时掌握其业务运营及经营业绩等情况，为其日常管理提供有效抓手，提高加盟商管理运营决策的及时性、准确性；比如 2022 年，公司重点完善、推广加盟商财务系统建设，开发、应用智能客服系统，并搭建、优化业务员与客服的绩效系统，加盟商应用积极性高，系统推广使用情况良好。截止 2022 年底，加盟商财务系统使用率超 85%，智能客服系统使用率达 40%。这意味着圆通数字化不再停留于总部“看见问题”，而是开始帮助加盟商“算清账、管好人、服务好客户、传导好价格”。

图 49 圆通速递数字化、标准化赋能加盟商



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**第三个阶段：数字化全面升级到智能化。**

2024 年，公司依托领先的自主创新能力及完善的数字化系统，创新应用自然语言理解、机器视觉、语音识别、地图技术、人机交互、大模型等前沿科技，全面推进智能化发展。结合业务全流程应用场景，研发并升级智多星（“YTO-GPT”）等系统应用。搭建并完善智慧路由系统，可根据历史订单量、成本等要素实时、动态计算和优

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

化路由调整方案，进一步促进运输成本下降，提升干线运输时效。持续优化智能揽派系统，通过动态数字地图技术智能规划揽派路由，提升业务员履约率。构建并完善数字营销中心，深度挖掘潜在客户。

图 50 圆通速递的 AI 智慧决策框架



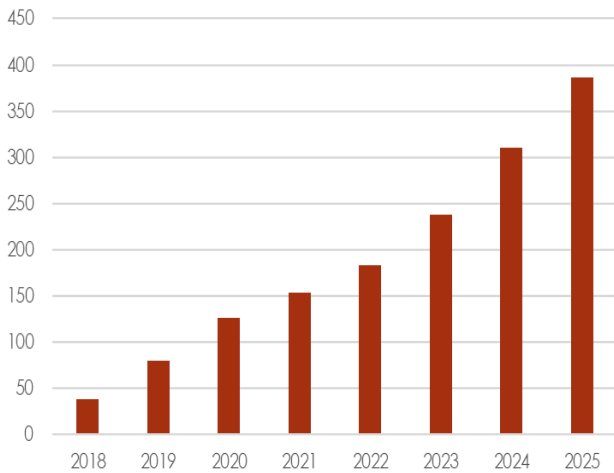
资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3.4. 竞争力演变：从成本追赶到数字化转型构建体系壁垒

**第一个阶段的核心竞争力：构建“自营分拨和终端加盟”的履约网络，支撑核心成本优化并持续接近行业的领先者**

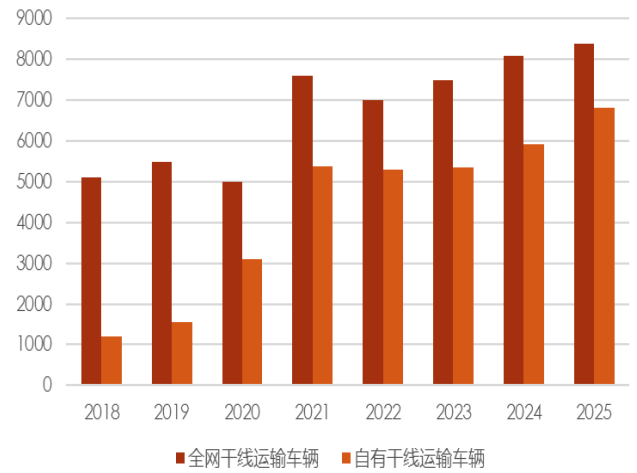
在自身经营积累以及多次外部融资的支持下，公司自 2018 年开始进入硬件基建补短板的阶段。2018-2025 年公司累计资本开支 426.1 亿元。截止 2025 年底，公司快递服务网络覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，地级以上城市已基本实现全覆盖，县级以上城市覆盖率达 99.96%。其中：加盟商数量 4972 家、干线运输车辆超 8400 辆（自有干线运输车辆 6810 辆、机队 13 架、全国范围自营枢纽转运中心 76 个、布局自动化分拣设备 386 套。

图 51 历年圆通速递自动化分拣设备情况（套）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

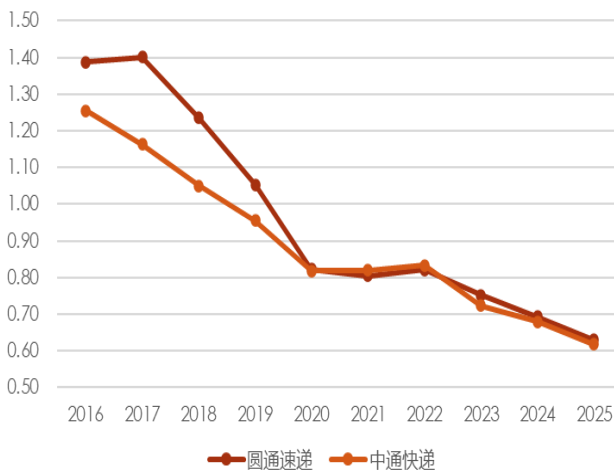
图 52 历年圆通速递干线运输车辆情况（辆）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

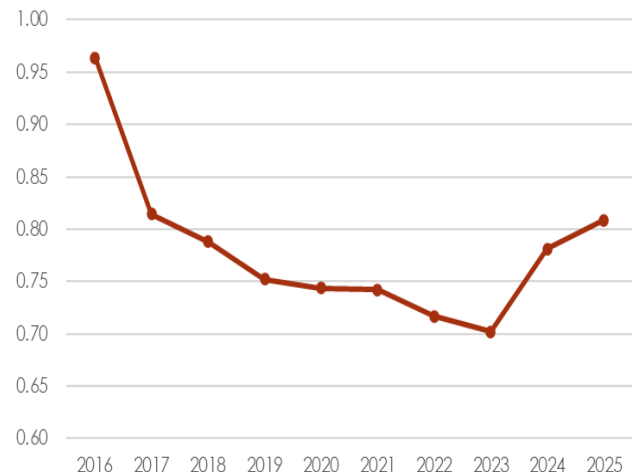
一方面，随着公司硬件基础设施的建设，同时在数字化转型的助力下，公司的单票核心成本（分拨+干线运输）持续优化。纵向看，圆通速递单票核心成本从2016年的1.39元/单优化至2025年的0.63元/单。横向看，圆通速递单票核心成本相较于中通快递的劣势从2017年的0.24元/单收窄至2025年的0.01元/单；另一方面，时间成本与资金投入是快递公司构建履约网络的核心两个因素。从2025年看，各家利润规模已经形成较为明显的梯队差距（各家2025年EBIT分别为中通快递118.4亿元>圆通速递52.8亿元>申通快递19.5亿元>韵达股份17.86亿元>极兔国内6.7亿元）。在不考虑外部融资支持情况下，各家利润规模差异将决定未来资本开支的差异，进而决定履约网络的硬件与软件差异。

图 53 历年圆通速递与中通快递单票核心成本（元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 54 历年圆通速递相较于中通快递单量的倍数



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 第二个阶段的核心竞争力：数字化/AI 全链路应用的先发优势与运营穿透力

公司已经形成“管理驾驶舱+网点管家+客户管家+YTO-GPT”的系统矩阵，原则为“数字化、移动化、实时化、可视化”，深度渗透财务、客服、路由与派件场景。其

中管理驾驶舱解决的是加盟制快递网络中最核心的总部管理半径问题，网点管家与“一号工程”解决的则是加盟网络“做得对、算得清、能盈利”的问题，客户管家对应的是圆通从“成本竞争”转向“服务竞争”和“客户运营”的关键一步。全网应用智多星（“YTO-GPT”）赋能各部门对人员、成本、质量、市场等多维度高效管控，推动管理决策向数字化、信息化、智能化转型，提升全网管理能力和效率。

表 9 圆通速递智能管理（AI 助手）框架

项目	内容
部长助手	上线质量及安全模块，提升实时数据查看及寻找责任人效率；实时监控转运中心快件，推送破损情况；智能分析转运中心运营成本情况。
操作工助手	分岗制定，覆盖 21 个岗位，进行日常工作总结、专项推荐学习。
经理助手	上线网点经理智能助手，定期推送网点服务质量与操作情况：质量环节，设定散单当日待取件提醒、工单及时解决率提醒、追踪驿站服务质量；管理环节，追踪分析市场和网点财务状况。
业务员助手	开发者助手功能，每日可节省 30-60 分钟工作时间：操作环节，应用智能外呼，设置异常提醒；质量环节，设定工单实时提醒

资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们判断，在加盟快递公司“总部单票核心成本趋同、末端成本占比更高”的阶段，圆通通过“一号工程”将数字化与标准化下沉至加盟商，全面推进加盟网络数字化、标准化建设落地见效，全网管理与服务水平稳步提升，打造“非直营但类直营”的全网管理能力，将显著降低隐性摩擦成本与政策传导失真。在第一个阶段，硬件基础设施的建设与业务量的增长决定核心成本的下降斜率。在第二个阶段，通过数字化、智能化实现的全网协同能力，将是各家服务溢价的核心影响因素。

数字化、智能化的真正战略意义并不只在短期降本，更在于它强化了圆通对加盟网络的“软控制”。传统加盟制快递的痛点，是总部难以穿透一线数据与流程，导致管理半径受限。而 AI 助手、智能派件、智能客服、工单闭环和数字孪生等工具，本质上都在提升总部对网点、快递员和客户体验的实时感知与即时纠偏能力。

## 4. 盈利预测及投资建议

### 4.1. 盈利预测

快递业务核心假设：2026-2028 年单量同比增长 10%、10%、8%，单票收入同比下降 2.5%、下降 1%、下降 0.5%，单票成本同比下降 5%、下降 2%、下降 1%。

航空业务核心假设：2026-2028 年营业收入同比增长 5%、增长 5%、增长 5%，毛利率分别为-5%、-4%、-3%。

货代行业核心假设：2026-2028 年营业收入同比增长 5%、增长 5%、增长 5%，毛利率分别为 8.5%、8.5%、8.5%。

其他收入核心假设：2026-2028 年营业收入同比-14%、增长 7.4%、增长 6.5%，毛利率分别为 40%、40%、40%。

表 10 圆通速递盈利预测核心假设表

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
快递产品收入 (百万元)	51171.78	61011.29	68211.06	73156.37	79667.28	85610.46
同比 (%)	13.2%	19.2%	11.8%	7.2%	8.9%	7.5%
快递单量 (亿单)	212.04	265.74	311.44	342.58	376.84	406.99
同比 (%)	21.3%	25.3%	17.2%	10.0%	10.0%	8.0%
单票收入 (元)	2.41	2.30	2.19	2.14	2.11	2.10
同比 (%)	-6.7%	-4.9%	-4.6%	-2.5%	-1.0%	-0.5%
快递产品成本 (百万元)	46271.78	55642.84	61982.62	64771.84	69824.04	74655.87
单票成本 (元)	2.18	2.09	1.99	1.89	1.85	1.83
同比 (%)	-6.0%	-4.0%	-5.0%	-5.0%	-2.0%	-1.0%
航空业务收入 (百万元)	1199.25	1717.32	1760.77	1848.81	1941.25	2038.31
同比 (%)	-32.5%	43.2%	2.5%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)	-20.3%	-9.7%	-7.1%	-5.0%	-4.0%	-3.0%
货代行业收入 (百万元)	3068.32	3759.11	2284.42	2398.64	2518.57	2644.50
同比 (%)	-31.6%	22.5%	-39.2%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)	10.26%	8.48%	7.75%	8.50%	8.50%	8.50%
其他收入	2245.00	2544.95	3020.59	2596.34	2788.93	2971.49
同比 (%)	8.9%	13.4%	18.7%	-14.0%	7.4%	6.5%
毛利率 (%)	39.57%	39.15%	29.24%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 4.2. 投资建议

我们预计圆通速递 2026-2028 年营收为 800.00 亿元、869.16 亿元和 932.65 亿元，归母净利润分别为 60.68 亿元、73.99 亿元、84.16 亿元 (EPS 分别为 1.77 元、2.16 元和 2.46 元)，对应 2026 年 5 月 7 日收盘价 21.35 元 PE 分别为 12.04 倍、9.88 倍和 8.68 倍。

我们认为，快递行业已经告别“增长-降本-价格战”旧循环，开启高质量发展新阶段。公司角度，2019 年以来持续通过数字化、智能化转型，打造“非直营但类直营”的全网管理能力。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 11 可比公司估值表

股票代码	公司名称	收盘价	EPS (元)				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
2057.HK	中通快递	200.8	12.72	15.42	17.38	19.59	12.78	12.77	11.33	10.18
600233.SH	圆通速递	21.35	1.26	1.77	2.16	2.46	16.97	12.04	9.88	8.68
002468.SZ	申通快递	16.38	0.89	1.37	1.61	1.89	15.01	11.91	10.21	8.68
1519.HK	极兔速递	9.88	0.15	0.55	0.8	1.12	60.75	20.77	14.4	11.18

资料来源：IFIND，华西证券研究所

注：①中通快递与极兔速递的货币单位为港元；②圆通速递盈利预测来自华西证券研究所，其余来自 IFIND 一致盈利预测；③以上收盘价均采用 2026 年 5 月 7 日收盘价。

## 5. 风险提示

**业务量增速不及预期。**当前公司的利润模型仍建立在“件量增长+规模摊薄”之上。如果宏观经济不及预期导致电商需求走弱，将有可能影响公司单票成本的优化幅度，进而导致盈利预期不及预期。

**油价波动与加盟网络稳定性风险。**油价上行将抬升运输成本，而加盟商盈利承压若引发末端网络的不稳定，也会反向影响服务质量与市占率的提升节奏。

**监管政策不及预期的风险。**2025 年三季度以来的快递反内卷政策，全国多个省市快递涨价落地是单票利润修复的核心原因。如果本来政策持续性不及预期，将会导致快递公司的盈利不及预期。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	75,277	80,000	86,916	93,265	净利润	4,265	6,129	7,473	8,501
YoY (%)	9.0%	6.3%	8.6%	7.3%	折旧和摊销	2,883	4,896	5,497	6,035
营业成本	68,114	70,466	75,821	80,958	营运资金变动	515	1,639	250	-1,005
营业税金及附加	299	280	304	326	经营活动现金流	7,850	13,069	13,560	13,868
销售费用	303	320	348	373	资本开支	-8,532	-6,430	-5,572	-4,878
管理费用	1,191	1,240	1,304	1,352	投资	-230	1,000	-500	-1,000
财务费用	46	47	-109	-262	投资活动现金流	-8,709	-5,510	-6,159	-5,972
研发费用	162	176	183	187	股权募资	35	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	1,339	-300	-300	-300
投资收益	-95	-80	-87	-93	筹资活动现金流	-171	-496	-481	-466
营业利润	5,333	7,711	9,327	10,611	现金净流量	-1,051	7,063	6,920	7,430
营业外收支	-30	-50	15	15	<b>主要财务指标</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
利润总额	5,303	7,661	9,342	10,626	<b>成长能力</b>				
所得税	1,038	1,532	1,868	2,125	营业收入增长率	9.0%	6.3%	8.6%	7.3%
净利润	4,265	6,129	7,473	8,501	净利润增长率	7.7%	40.4%	21.9%	13.7%
归属于母公司净利润	4,322	6,068	7,399	8,416	<b>盈利能力</b>				
YoY (%)	7.7%	40.4%	21.9%	13.7%	毛利率	9.5%	11.9%	12.8%	13.2%
每股收益	1.26	1.77	2.16	2.46	净利率	5.7%	7.6%	8.5%	9.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	总资产收益率 ROA	8.0%	9.6%	10.4%	10.5%
货币资金	7,424	14,487	21,407	28,838	净资产收益率 ROE	12.4%	14.8%	15.3%	14.8%
预付款项	253	352	379	405	<b>偿债能力</b>				
存货	345	47	375	75	流动比率	1.03	1.28	1.68	2.15
其他流动资产	7,872	8,945	9,233	12,668	速动比率	0.70	0.98	1.32	1.77
流动资产合计	15,893	23,831	31,394	41,986	现金比率	0.48	0.78	1.15	1.48
长期股权投资	283	283	283	283	资产负债率	34.9%	34.8%	31.2%	28.7%
固定资产	25,142	25,756	25,179	23,574	<b>经营效率</b>				
无形资产	6,108	6,998	7,678	8,148	总资产周转率	1.47	1.36	1.29	1.23
非流动资产合计	38,284	39,689	39,692	38,457	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	54,178	63,520	71,086	80,443	每股收益	1.26	1.77	2.16	2.46
短期借款	4,064	3,764	3,464	3,164	每股净资产	10.18	11.95	14.11	16.57
应付账款及票据	6,383	7,319	7,424	8,317	每股经营现金流	2.29	3.82	3.96	4.05
其他流动负债	4,919	7,497	7,783	8,047	每股股利	0.25	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	15,367	18,580	18,672	19,529	<b>估值分析</b>				
长期借款	1,664	1,664	1,664	1,664	PE	16.97	12.04	9.88	8.68
其他长期负债	1,854	1,854	1,854	1,854	PB	1.61	1.79	1.51	1.29
非流动负债合计	3,518	3,518	3,518	3,518					
负债合计	18,885	22,098	22,190	23,047					
股本	974	974	974	974					
少数股东权益	465	526	601	686					
股东权益合计	35,293	41,422	48,895	57,396					
负债和股东权益合计	54,178	63,520	71,086	80,443					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。