

中通快递-W (02057.HK)

量质利齐升，强者恒强

快递行业新阶段：格局优化，龙头受益。快递行业正经历从“量增”到“质升”的拐点。政策层面，2026年“反内卷”持续深化并超预期，有效托底行业价格，遏制恶性竞争，燃油成本传导进一步推涨快递价格，从而增厚通达系单票利润；需求层面，电商平台转向价值竞争，对物流服务质量要求提升。行业增速虽换挡至个位数，但这些变化共同推动行业竞争焦点从价格竞争转向价值竞争，为综合实力领先的头部企业创造了有利环境，“反内卷”以来头部快递企业的份额持续上升。

中通“反内卷”表现：量利齐升，验证龙头α。自2025年下半年“反内卷”以来，中通成功打破了“保利润则失份额”的传统困境。在行业增速放缓的背景下，公司凭借卓越的网络管理能力和成本、服务优势，2025Q4件量增速达9.2%，跑赢行业5%的增速，份额同环比均提升；与此同时，单票收入实现显著修复，驱动利润端同步增长，实现份额与盈利能力的双重提升。龙头优势在高质量竞争阶段被进一步放大。

护城河：成本与服务双轮驱动。公司的核心竞争力源于前瞻性重资产投入与运营构筑的成本优势和服务能力，结合“共建共享”理念打造的稳定网络，形成可持续的“量本利”正循环。**(1)硬实力：成本护城河深。**公司通过自建转运中心、前瞻性购置土地、大规模部署自动化设备及组建行业规模最大、自有比例最高的高运力干线车队，既实现了行业最低的单票核心成本，又提升了网络稳定性与服务时效。截至2025年末，公司累计资本开支和相关资产规模在通达系遥遥领先。**(2)软实力：网络根基牢。**公司首创并践行“共建共享”，将核心加盟商转为股东，首创有偿派费机制，平衡各合作伙伴利益，网络稳定性优异。基于成本、服务质量与网络稳定的优势，公司逐步形成与同行间的服务溢价，并积极推进产品结构升级，增厚单票收入与单票利润。在“量本利”正循环推动下，2016-2025年公司件量份额长期提升，净利润占通达系合计净利的比重亦持续提升。

盈利预测与估值：中通快递已经构筑起坚实的护城河——依托长期积累的规模优势、极致的成本管控与领先的服务质量，有望在行业步入高质量发展阶段中，进一步实现份额与单票盈利的同步提升。我们预测，2026-2028年，调整后净利润分别为**116.87/130.58/145.05**亿元，分别同比+22.9%/+11.7%/+11.1%，调整后归母净利润分别为**115.16/128.67/142.92**亿元，分别同比+23.1%/+11.7%/+11.1%，对应EPS分别为14.96/16.71/18.56元/股。参考可比公司估值，并考虑中通快递领先的规模、成本与质量优势，给予中通快递-W(2057.HK)2026年15倍PE估值，对应合理估值约257.90港元，给予“买入”评级。

风险提示：快递“反内卷”持续性不及预期；业务量不及预期；行业格局恶化；成本大幅上涨；测算误差风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万人民币)	44,281	49,099	58,329	63,967	69,569
增长率 yoy (%)	15.3	10.9	18.8	9.7	8.8
归母净利润(百万人民币)	8,817	9,081	11,216	12,567	13,992
增长率 yoy (%)	0.8	3.0	23.5	12.0	11.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	11.45	11.79	14.57	16.32	18.17
净资产收益率 (%)	14.2	13.7	17.5	19.2	19.0
P/E (倍)	14.8	14.4	11.6	10.4	9.3
P/B (倍)	2.1	2.0	2.0	2.0	1.8

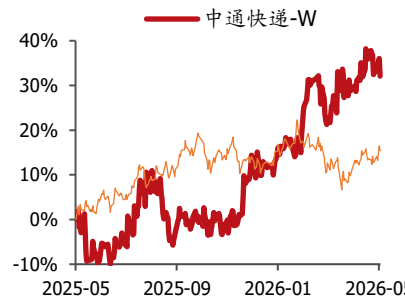
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年05月08日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	物流
05月08日收盘价(港元)	195.00
总市值(百万港元)	150,130.64
总股本(百万股)	769.90
其中自由流通股(%)	99.39
30日日均成交量(百万股)	2.02

股价走势



作者

分析师 罗月江

执业证书编号：S0680525030001

邮箱：luoyuejiang@gszq.com

研究助理 谭伊珊

执业证书编号：S0680125110005

邮箱：tanyishan@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	30354	33965	43821	45771	53900
现金	13531	10047	15418	14326	19420
应收票据及应收账款	1504	1287	1944	2132	2319
其他应收款	6460	6975	8749	9595	10435
预付账款	0	0	0	0	0
存货	39	41	59	65	70
其他流动资产	8820	15615	17650	19653	21656
非流动资产	61987	57059	60053	62401	64086
长期投资	12879	6261	6761	7261	7761
固定资产	33915	35434	37660	39236	40160
无形资产	4825	4608	4731	4857	4974
其他非流动资产	10367	10757	10902	11047	11192
资产总计	92340	91024	103874	108171	117986
流动负债	28273	22869	27625	30116	31586
短期借款	16784	10934	11934	12934	12934
应付票据及应付账款	2463	2577	3442	3749	4042
其他流动负债	9026	9357	12249	13433	14609
非流动负债	1392	1018	11368	11368	11368
长期借款	0	142	10492	10492	10492
其他非流动负债	1392	876	876	876	876
负债合计	29665	23888	38994	41485	42955
少数股东权益	612	752	923	1114	1327
股本	1	1	1	1	1
资本公积	63488	66920	64493	66108	74240
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	62062	66384	63957	65572	73704
负债和股东权益	92340	91024	103874	108171	117986

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	11429	11968	14912	15587	17106
净利润	8817	9081	11216	12567	13992
折旧摊销	3066	3408	3151	3297	3459
财务费用	338	249	266	333	343
投资损失	57	87	89	91	93
营运资金变动	-2152	-385	1271	449	435
其他经营现金流	1303	-471	-1083	-1151	-1217
投资活动现金流	-5981	-4827	-6981	-6394	-5808
资本支出	-5902	-6074	-5500	-5000	-4500
长期投资	256	6618	-500	-500	-500
其他投资现金流	-335	-5371	-981	-894	-808
筹资活动现金流	-4995	-10567	-2501	-10227	-6145
短期借款	9018	-5850	1000	1000	0
长期借款	-7030	142	10350	0	0
普通股增加	-1157	-1253	-8910	-5670	0
资本公积增加	2986	3431	-2427	1615	8132
其他筹资现金流	-8812	-7038	-2514	-7172	-14277
现金净增加额	480	-3484	5371	-1092	5095

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	44281	49099	58329	63967	69569
营业成本	30564	36827	42728	46534	50182
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	2690	2638	2916	3134	3339
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-656	-498	-384	-398	-372
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	-7	921	1075	1160	1244
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	57	87	89	91	93
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	11027	9634	12685	14299	16048
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	11733	11141	14234	15948	17757
所得税	2845	1905	2847	3190	3551
净利润	8888	9236	11387	12758	14205
少数股东损益	71	155	171	191	213
归属母公司净利润	8817	9081	11216	12567	13992
EBITDA	14143	14051	17001	18847	20844
EPS (元/股)	11.45	11.79	14.57	16.32	18.17

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	15.3	10.9	18.8	9.7	8.8
营业利润(%)	19.4	-12.6	31.7	12.7	12.2
归属母公司净利润(%)	0.8	3.0	23.5	12.0	11.3
获利能力					
毛利率(%)	31.0	25.0	26.7	27.3	27.9
净利率(%)	19.9	18.5	19.2	19.6	20.1
ROE(%)	14.2	13.7	17.5	19.2	19.0
ROIC(%)	10.6	11.3	12.7	13.8	14.1
偿债能力					
资产负债率(%)	32.1	26.2	37.5	38.4	36.4
净负债比率(%)	5.2	1.5	10.8	13.6	5.3
流动比率	1.1	1.5	1.6	1.5	1.7
速动比率	1.1	1.5	1.6	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	42.7	35.2	36.1	31.4	31.3
应付账款周转率	12.2	14.6	14.2	12.9	12.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	11.45	11.79	14.57	16.32	18.17
每股经营现金流(最新摊薄)	14.85	15.55	19.37	20.24	22.22
每股净资产(最新摊薄)	80.61	86.22	83.07	85.17	95.73
估值比率					
P/E	14.8	14.4	11.6	10.4	9.3
P/B	2.1	2.0	2.0	2.0	1.8
EV/EBITDA	7.8	8.1	8.1	7.4	6.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 05 月 08 日收盘价

内容目录

1.行业新阶段：增速换挡、政策托底与需求升级共塑新格局	5
1.1 增速拐点：从高增长到稳增长，增长质量重于速度	5
1.2 政策托底 快递 “反内卷” 持续深化，行业格局持续改善	8
1.3 电商需求转变：平台转向价值竞争，优质服务重要性凸显	10
2.中通快递：量利齐升，龙头优势回归	10
2.1 中通快递基本情况：长期领先，盈利突出	10
2.2 中通快递核心竞争力：成本领先，服务领先，强者恒强	15
2.3 服务质量提升，持续产品升级，共同推动单票利润大幅领先	21
2.4 加盟体系牢固，管理相得益彰	23
2.5 “反内卷” 新阶段，龙头份额、利润同步提升	23
3.盈利预测与估值	25
3.1 盈利预测：预测 2026 年调整后净利 116.87 亿元，同比+22.9%	25
3.2 估值：目标价 257.90 港元，给予“买入”评级	27
风险提示	27

图表目录

图表 1: 中国快递行业业务量和同比增长情况	5
图表 2: 中国网购社零和网购渗透率情况	6
图表 3: 快递行业月度件量同比增速与社零增速对比	6
图表 4: 网购商品单包裹货值情况	6
图表 5: 快递行业件量当月同比 (1-2 月合并)	7
图表 6: 快递行业收入当月同比 (1-2 月合并)	7
图表 7: 中国快递行业 CR8	7
图表 8: 2025 年 7 月至 2026 年 4 月快递 “反内卷” 与涨价时间表	9
图表 9: 通达兔快递公司 2025Q4-2026Q1 业绩情况	9
图表 10: 中通快递发展历程	11
图表 11: 中通快递包裹量与市场份额情况	11
图表 12: 加盟制快递件量的市场份额变化情况	11
图表 13: 中通快递股权结构 (截至 2025 年末)	12
图表 14: 中通快递营业收入情况	12
图表 15: 中通快递 GAAP 净利润情况	12
图表 16: 中通快递调整后净利润情况	13
图表 17: 中通快递费用率情况	13
图表 18: 中通快递利润率情况	13
图表 19: 中通快递杜邦分析情况	13
图表 20: 中通快递经营性现金流情况	14
图表 21: 中通快递资本开支额与方向	14
图表 22: 中通快递自由现金流	14
图表 23: 中通快递分红与股票回购情况	14
图表 24: 中通快递回购计划、各年分红与回购情况、股息率情况	14
图表 25: 中通资本开支在 2014-2023 年高于同行 (亿元)	15
图表 26: 中通固定资产+在建工程+无形资产在同行中领先 (亿元)	15
图表 27: 中通自营分拣中心比例总体提升	16
图表 28: 中通自有分拣中心数量高于同行 (个)	16
图表 29: 中通房屋与建筑物固定资产原值高于同行 (亿元)	16
图表 30: 中通土地使用权无形资产账面价值高于同行 (亿元)	17
图表 31: 中通自动化分拣设备布局早、数量高于同行 (套)	17
图表 32: 中通机器及设备固定资产原值高于同行 (亿元)	17
图表 33: 中通自有干线车辆和自有高运力车辆比例提升	18

图表 34:	2017-2022 年中通自有干线车辆数量高于同行.....	18
图表 35:	中通运输设备固定资产原值高于同行 (亿元)	18
图表 36:	通达系单票快递核心成本 (元/件)	19
图表 37:	中通单票快递核心成本 (运输+分拣成本) 长期在行业中保持较低位置 (元/件)	19
图表 38:	中通末端直分直送示意图	20
图表 39:	中通快递 2026-2028 年主营业务单票成本预测	20
图表 40:	中通快递其他成本持续上升 (元/件)	21
图表 41:	中通单票毛利领先同行 (元/件)	22
图表 42:	中通单票净利领先同行 (元/件)	22
图表 43:	加盟制快递“量本利”的正循环示意图	22
图表 44:	通达系快递的利润向龙头企业集中	23
图表 45:	中通各季度单票收入与单票净利变化	24
图表 46:	中通各季度市占率 (按件量) 与同比变化	24
图表 47:	2025Q1-2026Q1 通达系件量、件量份额及单票数据	25
图表 48:	中通快递盈利预测的关键假设	26
图表 49:	中通快递调整后净利润预测情况	26
图表 50:	可比公司估值表 (PE 估值法)	27

1. 行业新阶段：增速换挡、政策托底需求升级共塑新格局

1.1 增速拐点：从高增长到稳增长，增长质量重于速度

中国快递行业三十余年的发展历程可划分为五个阶段：

1990-2001年：萌芽起步期。顺丰、申通等企业相继成立，但整体处于区域化、分散化状态，市场仍由邮政主导。这一时期民营快递以“黑快递”形式夹缝中生存，主要服务于商务件需求。全国快递业务量从1990年的343万件增长至2001年的约1.27亿件，基数低，行业尚未形成规模效应，其中1994-2002年行业件量CAGR约为17%。

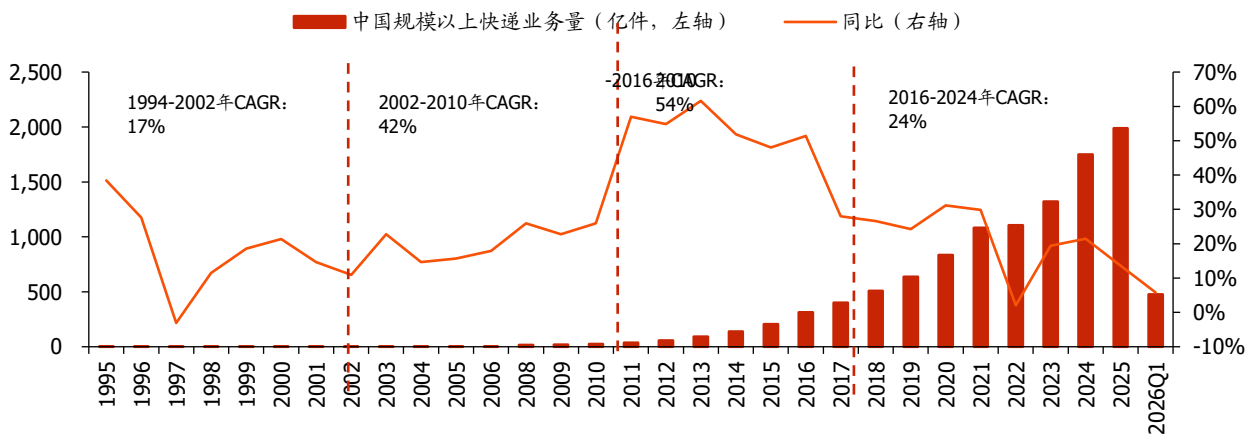
2002-2010年：电商启蒙期与制度修订。2005年淘宝网快速崛起，电商件需求开始萌芽，成为快递行业的新驱动力，行业件量从2002年的1.40亿件增长至2010年的23.40亿件，年均CAGR为42%。2009年，新《邮政法》修订实施，正式确认民营快递合法地位。

2011-2016年：电商爆发与黄金增长期。电商进入黄金增长期，带动电商快递爆发式增长，到2016年，行业件量飙升至312.80亿件，2010-2016年CAGR达54%。2016年，主要快递玩家通达系及顺丰集中上市，行业资本化进程加速。

2017-2025年上半年：增速放缓与分化加剧。行业增速从50%以上的高位逐步回落至个位数至20%区间，电商渗透率逐步趋于饱和，增量红利减弱，2016-2024年行业件量复合增速约为24%。规模效应持续释放推动成本下降，单票收入从2017年的12.4元/件降至2024年的约8.0元/件，行业价格竞争时有加剧。在此背景下，通达系内部份额开始出现明显分化，头部企业与尾部企业的差距拉大。

2025年下半年至今：“反内卷”与价值转型期。2025年7月国家邮政局启动行业“反内卷”治理，义乌、广东率先涨价并蔓延至全国，价格修复正式开启。2026年开年，快递行业件量增长在2023年来首次慢于实物商品网上零售额增长，2026年Q1快递业务量为477.3亿件，同比增长5.8%，低于实物商品网上零售额的7.5%的同比增速，包裹小件化趋势发生逆转。行业竞争逻辑从数量驱动转向价值驱动，进入量稳质升的新阶段。

图表1：中国快递行业业务量和同比增长情况

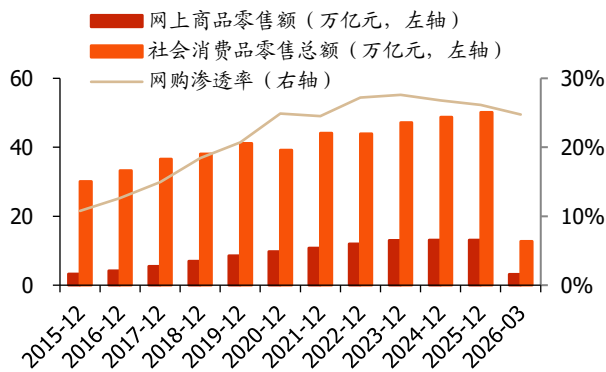


资料来源：Wind，国盛证券研究所

驱动快递行业量增的两大因素正发生变化。通过梳理快递行业三十余年的发展历程，我们发现，驱动快递行业量增主要有两方面因素，一是电商平台GMV总量扩张和电商渗透率提升，二是包裹小件化与逆向件增长带来的结构性红利。目前这两大因素均已出现转折，导致2025年下半年起行业增速逐步下滑至个位数区间。

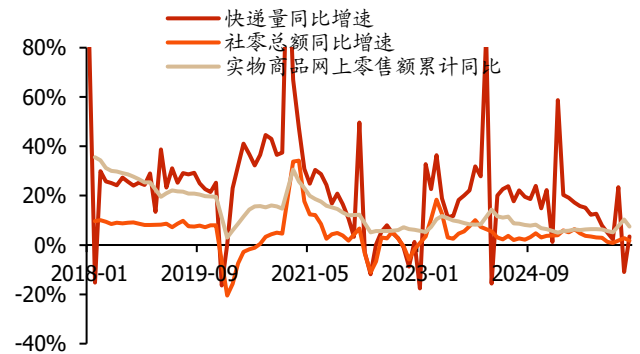
首先，从电商需求看，电商渗透率已进入平台期并小幅回落。实物商品网上零售额占社零总额的比重稳定在25%-28%的高位，单纯依靠渗透率提升带来的增量红利明显减弱。电商平台自身的增长也从高速扩张转向理性增长，进一步放缓了总量增长的节奏。此外，随着电商税征收逐步规范，部分过往依赖薄利多销、甚至“刷单”的电商商家因无法转嫁成本而闭店，短期内对快递行业件量造成了一定扰动。

图表2: 中国网购社零和网购渗透率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

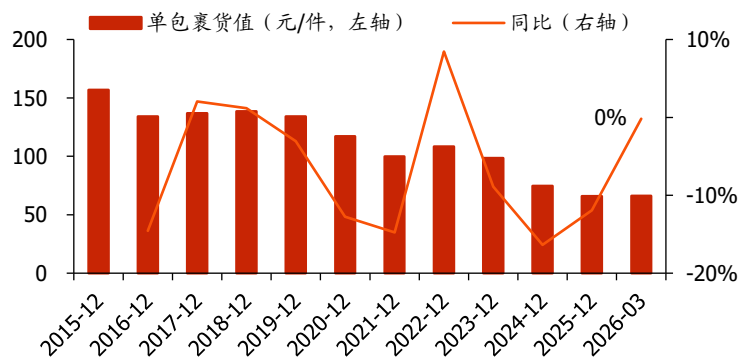
图表3: 快递行业月度件量同比增速与社零增速对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

其次，包裹小件化趋势已逐渐弱化并出现逆转，包裹价值量开始回升。2023-2025年，单包裹货值分别同比下降8.9%、16.4%和11.9%，小件化是当时快递件量增速持续跑赢电商零售额的主要原因。但进入2026年，Q1快递件量同比增速放缓至5.8%，低于实物商品网上零售额7.5%的同比增速，单包裹价值量止跌趋稳，维持在66元/件左右，表明快递包裹增长正从数量扩张转向价值驱动。这背后主要有两个原因：一是2025年下半年起的快递“反内卷”提价及电商税征收，对超低价件形成挤出；二是平台流量分配权重向服务质量倾斜，推动高价值商品在快递包裹中的占比逐步提升。

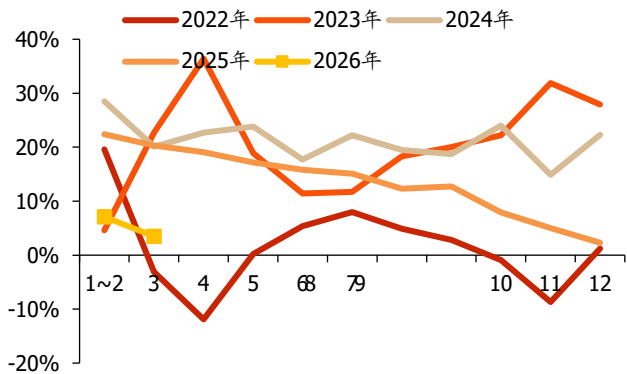
图表4: 网购商品单包裹货值情况



资料来源: Wind, 国家邮政局, 国盛证券研究所
注: 单包裹货值=网上商品零售额/快递业务量

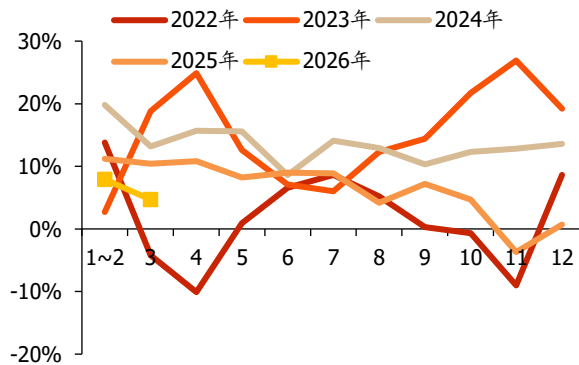
综合来看，未来快递行业增速换挡至个位数或成为新常态。2026年Q1快递行业件量同比增速为5.8%，行业收入同比增速为6.8%，增速较前三年明显放缓。对快递企业而言，追求有利润、有黏性的健康业务量增长，比盲目追逐低质量业务量增长更为重要。能够更好承接高价值商品配送需求、提供稳定履约服务的头部企业，将获得更优质的客户基础和更强的议价能力。快递行业正进入量稳质升的发展阶段，这为以中通为代表、坚持量质并举的头部企业提供了有利的竞争环境。

图表5: 快递行业件量当月同比 (1-2月合并)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 快递行业收入当月同比 (1-2月合并)

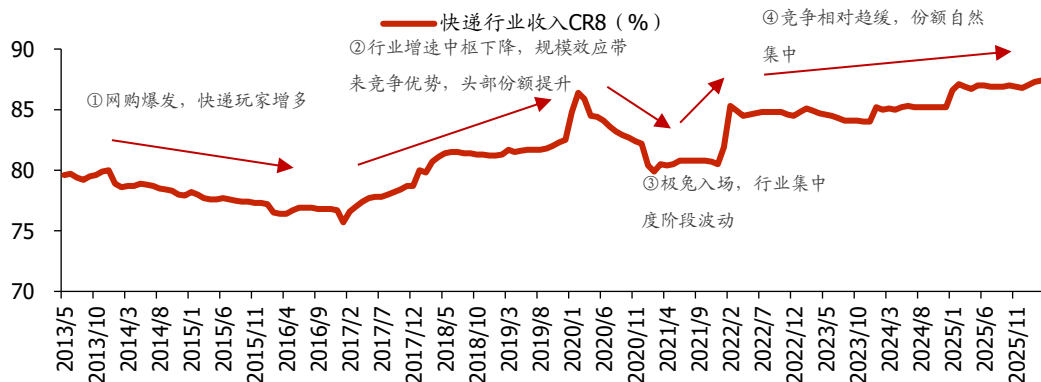


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

竞争格局方面，行业集中度持续提升，同时内部企业之间的分化也在加剧。从总量层面看，自2016年来行业集中度长期波动上升，近两年提升更为稳健，2024年快递与包裹服务品牌集中度指数CR8为85.2%，2025年进一步提升至86.8%，进入2026年，份额向头部集中的趋势持续强化，1-3月快递业务收入CR8达87.4%，快递业务量CR8高达96.0%，意味着未形成大规模的快递企业基本出清完毕，行业规模化、集约化特征显著。内部看，电商快递之间的份额争夺依然激烈，但分化趋势日益明显，中通长期保持领先地位，其他通达系位次时有交替。

中长期看，快递行业的规模效应与网络效应，使得市场格局有进一步向寡头格局收敛的趋势。头部企业依靠成本和服务优势持续获得份额，也可能通过并购整合来加速行业出清，行业集中度的提升仍具备持续性。

图表7: 中国快递行业CR8



资料来源: Wind, 国家邮政局, 圆通速递公司公告, 凤凰网财经, 国盛证券研究所

1.2 政策托底：快递“反内卷”持续深化，行业格局持续改善

2025年电商快递整体“先抑后扬”运行。2025年上半年，电商快递价格竞争加剧，通达系为争夺市场份额普遍采取以价换量策略，盈利持续承压。转机出现在7月，2025年7月8日邮政局党组会议提出要进一步加强对行业监管，旗帜鲜明反对“内卷式”竞争，并联合中通、圆通、韵达、申通、极兔等快递企业启动行业“反内卷”进程。义乌率先开启涨价，广东落地了全年幅度最大、执行最为严格的涨价政策，随后涨价迅速蔓延至全国22个省份，覆盖全国包裹量超90%的区域。与2021年先地方后全国推动的涨价不同，2025年的“反内卷”呈现“自上而下，地方邮管局监督推进”的特征，国家邮政局主导、快递企业总部积极响应，地方邮管局的强力监管与执法，使得本轮涨价的力度和持续性均超预期。叠加旺季因素，部分地区在10月开启二次涨价，且涨价的持续性较往年更强。

“反内卷”政策效果上，8月通达系单票收入出现拐点，2025年下半年通达系的单票收入、单票毛利、单票净利环比全面改善。但件量方面，由于电商税政策、“反内卷”提价和高基数的原因，通达系快递在Q3、Q4均出现了件量同比增速的下滑。而通达内部的分化并未由于行业增长红利消退而减缓，反而份额分化进一步扩大，“反内卷”背景下更考验快递总部管理能力和网络实力，头部快递竞争实力能显著放大。2025年Q4以来，中通、圆通通过内生增长实现份额环比提升，而申通因收购丹鸟也实现份额增长。

进入2026年，“反内卷”持续升级，涨价进度与蔓延范围超预期。1月召开的2026年全国邮政工作会议将整治“内卷式”竞争作为年度重点任务，并提出穿透式监管、纠治差异化派费等；3月政府工作报告明确要求深入整治“内卷式”竞争，政策从行业监管上升至宏观导向。浙江、广东等产粮区率先落实：省局强调“旗帜鲜明反内卷”，并延长锁盘期至5月底。义乌罕见淡季挺价，各省释放出一致信号：“反内卷”深化、竞争维度转向服务质量、加强快递员权益保障。

此外，2026年3月以来，新一轮涨价动力更为多元，一方面，四川等非产粮区加盟商自下而上挺派费；另一方面，油价上涨导致干线成本抬升，倒逼各省快递价格上调。在燃油成本传导、“反内卷”持续和加盟商自下而上挺价共同推动下，2026年3月快递行业开启了新一轮提价并迅速向多省市蔓延。

图表8: 2025年7月至2026年4月快递“反内卷”与涨价时间表

时间	事件	备注(市占率为25年市占率)
2025年7月8日	国家邮政局党组会: 加强快递行业监管, 反对“内卷式”竞争, 完善规章制度, 依法依规整治末端服务质量问题等。	2025年快递“反内卷”起点
2025年7月17日	义乌: 提价1-2毛。	市占率: 义乌6.9%
2025年7月29日	国家邮政局召开快递企业座谈会: 依法依规治理行业“内卷式”竞争, 强化农村地区领取快件违规收费等突出问题整治, 促进行业高质量发展。	国家邮政局市场监管司有关负责人、中通、圆通、韵达、申通、极兔等快递企业相关负责人参会
2025年8月4日	广东: 提价3-7毛, 设置价格底线1.4元。	市占率: 广东23.1%
2025年8月-11月	22个省份陆续上调快递价格。具体来看, 华东地区、华中地区均已调整, 华北、东北、西南地区的北京、天津、河北、辽宁、四川、西藏等多地也已进行调整。	市占率: 94%
2026年1月8日	2026年全国邮政工作会议召开, 对2026年重点工作进行了再强调再部署, 明确提出要“加强行业治理, 要落实强监管要求, 综合整治‘内卷式’竞争”。	将“综合整治内卷式竞争”作为年度重点任务单独列出
2026年2月5日	2026年全国邮政市场监管工作会议召开, 会议明确了2026年六大重点任务, 包括聚力整治快递行业内卷, 健全规范有序竞争生态。	
2026年3月	广东锁盘时间延长至5月底	
2026年3月11日	四川省全区域范围内所有收货价格取消部分折扣, 末端派费每票上调0.1元, 收件价格同步上调0.1元—0.3元/票。	2026年四川率先启动快递价格调整
2026年3月13日	义乌针对发往北京、上海等高成本一线城市的快件, 每票额外加收1元特殊派费。	
2026年3月17日	云南、江西等加盟快递价格上调。	
2026年3月23日-4月底	湖南、山东、河北、福建等省份加盟快递落地提价。	
2026年4月28日	国家邮政局召开主要快递企业负责人座谈会。邮政速递、顺丰、中通、圆通、韵达、申通、菜鸟、京东、极兔、德邦等品牌快递企业负责人围绕促进行业高质量发展、整治“内卷式”竞争、维护行业安全稳定、提升快递服务质量等重点工作进行发言。	

资料来源: 国家邮政局, 物流沙龙视频号, 新华网, 浙江在线, 中国物流与采购杂志, 物流时代周刊, 派代, 深圳物流与供应链管理协会, 青岛市物流协会公众号, 国盛证券研究所

我们认为, 本轮自2025年7月开启的价格修复将在2026年进一步持续与巩固, 通达系快递公司单票收入与单票利润明显改善。尽管油价上涨对运输成本形成一定压力, 但通过各省区涨价有效传导了燃油成本, 且据我们测算, 油价每上涨10%, 仅影响单票干线运输成本约0.01元/件, 实际冲击有限且充分转嫁; 叠加“反内卷”持续超预期, 产粮区节后挺价、非产粮区自下而上涨派费的多因素, 涨价已经向多省市蔓延, 通达系26年利润弹性或逐步兑现。

图表9: 通达兔快递公司2025Q4-2026Q1业绩情况

	中通快递-W	圆通速递	申通快递	韵达股份	极兔速递-W
2025年归母净利润/调整净利(亿元)	95.13	43.22	13.69	11.71	4.25亿美元
yoy	-6.30%	7.7%	31.6%	-38.8%	112.3%
25Q4归母净利润/调整净利(亿元)	26.95	14.46	6.13	4.41	25H2 2.69亿美元
yoy	-1.40%	33.6%	58.2%	-12.8%	25H2 +96.3%
25Q4件量(亿件)	105.58	85.60	72.76	64.58	25H2 161.4亿件
yoy	9.20%	11.8%	9.9%	-5.6%	18.3%
25Q4单票净利(元/件)	0.26	0.17	0.08	0.07	25H2 0.017美元
yoy	-9.8%	19.5%	43.9%	-7.6%	65.9%
26Q1归母净利润/调整净利(亿元)	-	13.78	4.59	4.87	-
yoy	-	60.8%	94.3%	51.7%	-
26Q1件量(亿件)	-	76.43	66.42	57.10	83.26
yoy	-	12.7%	14.4%	-6.0%	26.2%
26Q1单票净利(元/件)	-	0.18	0.07	0.09	-
yoy	-	42.6%	69.9%	61.4%	-

资料来源: Wind, 各公司公告, 国盛证券研究所

行业格局方面，头部快递在本轮“反内卷”中竞争实力凸显，单票利润、份额有望同步提升，而未来随着快递员社保缴纳政策的逐步落地，快递行业合规成本将系统性上升，或进一步强化快递行业的提价诉求，提升价格中枢，并加速出清盈利薄弱的尾部企业。

1.3 电商需求转变：平台转向价值竞争，优质服务重要性凸显

2025年，中国电商行业进入深度调整期。无序内卷逐渐难以为继，单纯依赖补贴、低价引流的模式已无法为电商行业带来可持续的增长，重流量轻质量的商家利润空间也持续被压缩。

进入2026年，电商转向价值竞争，改变了电商对快递行业需求结构。2026年淘天方面推出四大举措，为商家提供“服务即增长”的完整发展路径，加码服务增长红利，将升级真实体验分加分体系，针对消费者痛点问题，分行业为提供好服务的商家加分，并可转化为对商家的流量与资源扶持。考核维度包括了“物流速度”项目，这意味着，提供优质、稳定物流服务的商家将获得平台资源倾斜。

平台战略的调整，使得电商商家的快递物流需求分化。对价格极度敏感、不惜牺牲服务换取最低成本的电商零售商家增长受限。而重视店铺评分、复购率和品牌体验的商家，对快递服务的品质、时效和稳定性提出了更高要求，并愿意为此支付合理溢价。这一变化利好头部快递企业。头部快递品牌在时效、服务质量、网络稳定性方面优于尾部品牌，成为商家寻求物流服务升级的优先选择。因此，需求结构的优化，不仅支撑了头部快递公司单票收入的韧性，还为其扩大市场份额提供了优质的客户基础。

2. 中通快递：量利齐升，龙头优势回归

2.1 中通快递基本情况：长期领先，盈利突出

中通快递是通达系中最年轻的企业，但是公司凭借清晰的战略布局和持续的运营突破，实现了从行业新入者到行业龙头的跨越式发展。中通快递的发展历程可以分为四个阶段：

2002-2008年，起步与网络搭建期。2002年5月中通在上海成立。2004年开启了全国性网络的初步构建，形成以上海、广东、北京三地为中心，辐射全国的网络型业务格局。2005年首次开通省际班车，为后续规模扩张奠定基础。

2009-2016年，规模扩张与效率提升期。伴随电商爆发，中通通过加大转运中心直营化、推行派费平衡机制等措施，强化终端管控与网络稳定性。2016年，其年包裹量跃居行业第一，同年成功在纽交所上市，资本加持进一步加速了基础设施投入与技术升级。

2017-2023年，巩固领先与服务升级期。上市后，中通持续投入分拣中心自建、分拣设备自动化、车辆自有化与大型化，投入信息技术系统，推动成本下行与服务时效提升，并持续巩固行业份额领先优势。2020年在港二次上市，2023年完成香港与纽约双重主要上市，国际融资渠道顺畅与治理结构升级，助力长期竞争力巩固。

2024年至今，注重股东回报，高质量发展期。2024年起，公司战略重心转向提升服务质量，公司进入高质量发展期。同时公司加大股东回报，自2024年起维持中期分红，2023-2025年实际分红率维持在40%，同时开展大额股份回购。2026年起，公司进一步加码股东回报，将含现金分红与回购的股东回报率调整为不低于上一财年调整净利润的50%。

图表10: 中通快递发展历程

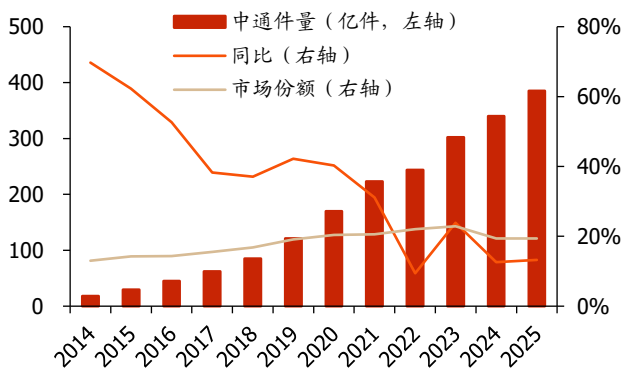


资料来源: 中通快递业绩演示材料, 中通快递公司公告, 国盛证券研究所

中通快递包裹量在2014-2016年高速增长，并在2016年后稳居行业第一，更在2016年后持续拉大领先优势。2014-2025年，中通快递包裹量年复合增速约为32.0%，市场份额从2014年13.0%逐步提升至2025年19.4%，最高曾达22.9%，尽管2024年市占率有阶段性下滑，但公司及时调整经营策略并在2025年下半年份额止跌回升，继续保持龙头优势。

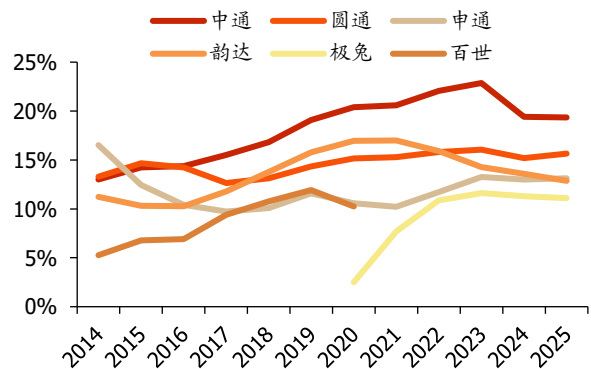
中通能实现份额领先并强化，一方面得益于在行业早期同质化竞争阶段，公司凭借独特的“同建共享”理念与首创的“派费平衡”机制，保障了加盟网络的稳定与健康，为后续扩张打下组织基础；另一方面，在行业进入资本与效率竞争阶段后，其前瞻、持续的资本开支构筑并巩固了快递运营的成本优势与时效优势，形成了“更低成本→更强定价能力/更高盈利→更多份额→更大规模效应→更低成本”的正反馈效应。这种前瞻性的战略投入、网络稳定性和已形成的规模、成本优势，共同推动公司穿越行业周期，实现了市场份额的持续提升与龙头地位的不断巩固。

图表11: 中通快递包裹量与市场份额情况



资料来源: 公司公告, Wind, 澎湃新闻, 国盛证券研究所

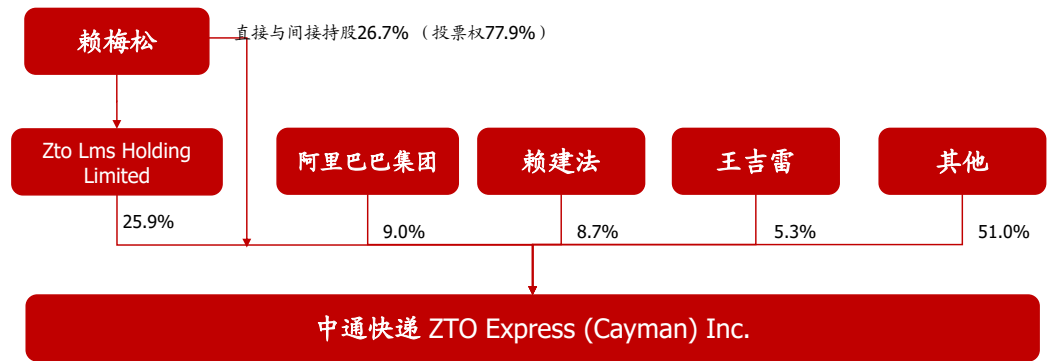
图表12: 加盟制快递件量的市场份额变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

股权结构方面，截至2025年底，创始人、董事长兼首席执行官赖梅松直接或间接持有公司26.7%的权益，并通过双重股权架构拥有77.9%投票权，执行董事王吉雷和胡红群通过相关实体间接持有，整体上赖梅松以绝对优势掌控了中通的经营决策权。外部战略股东层面，阿里巴巴集团控股有限公司是中通第二大股东，持股9%，作为重要战略伙伴对中通业务长期发展具有协同效应。

图表13: 中通快递股权结构 (截至2025年末)

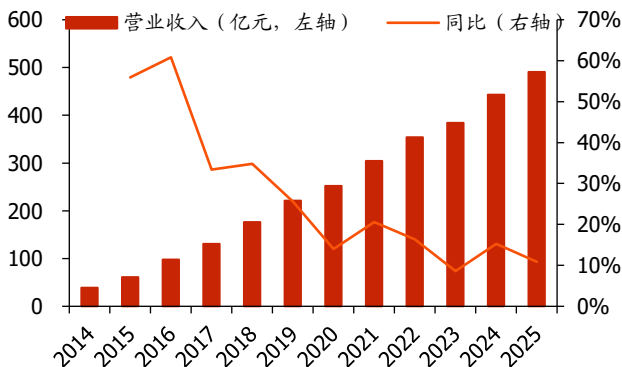


资料来源: 中通快递2025年报, Wind, 国盛证券研究所

注: 赖梅松通过100%持有Zto Lms Holding Limited从而间接持有2.061亿股B类普通股, 并通过Zto Lms Holding Limited、ZTO ES间接持股和个人直接持股共计持有约620万股A类普通股, 其中B类普通股有10票投票权, A类普通股有1票投票权。

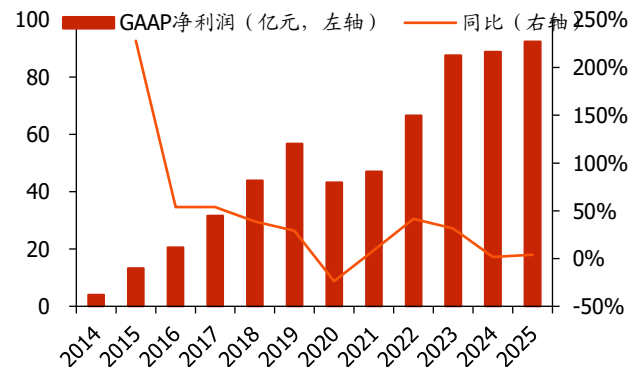
2014-2025年中通营业收入CAGR为25.9%，主要受量增驱动，2025年营业收入为490.99亿元，同比增长10.9%。2014-2025年中通调整后净利润CAGR为33.2%，主要受量增和成本与费用率改善驱动，2025年调整后净利润为95.13亿元，同比减少6.3%。盈利能力方面，公司净利率在2022年起维持在18%以上，ROE维持在13%以上，2025年因行业整体价格竞争加剧影响，各项盈利能力指标同比小幅下滑，但影响可控。2025年7月快递行业“反内卷”开启，各地陆续启动涨价后，公司盈利状况逐渐好转，25Q4调整后净利26.9亿元，同比-1.4%。

图表14: 中通快递营业收入情况



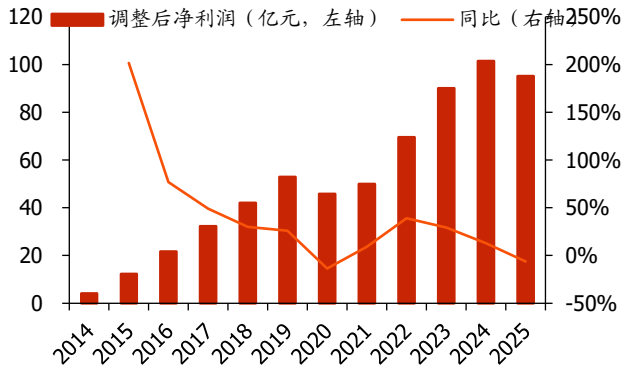
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表15: 中通快递GAAP净利润情况



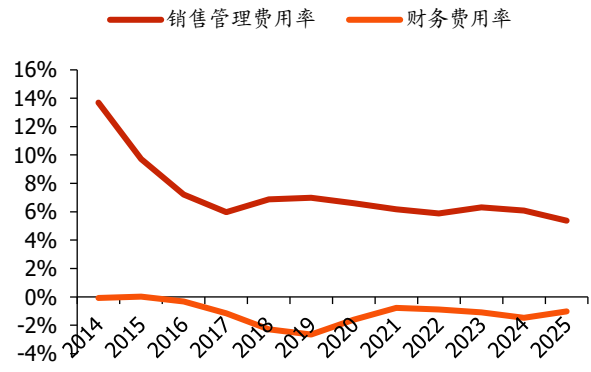
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表16: 中通快递调整后净利润情况



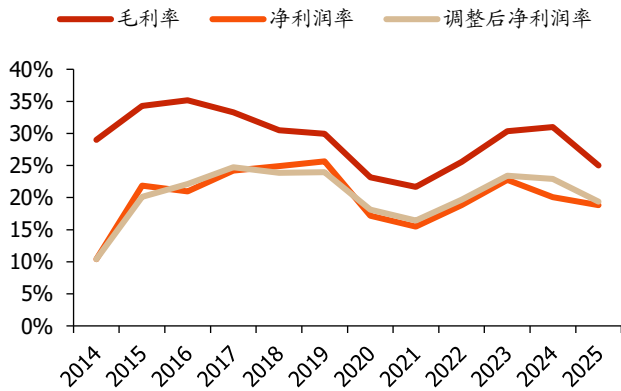
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表17: 中通快递费用率情况



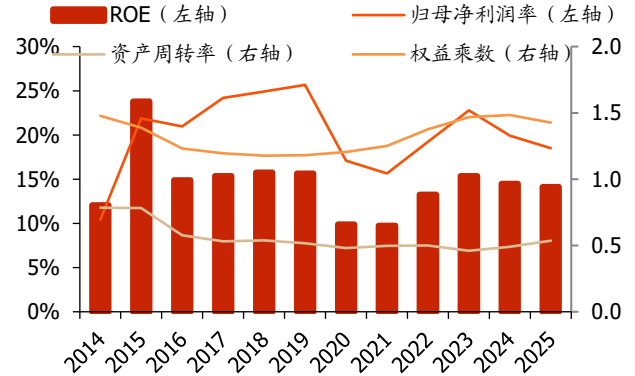
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表18: 中通快递利润率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表19: 中通快递杜邦分析情况

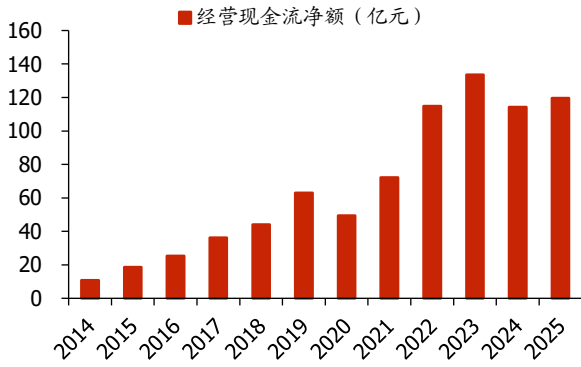


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

现金流方面, 公司经营性现金流持续保持充裕, 2022年后, 持续保持在110亿元以上, 快递主业维持强“造血”能力。随着2020-2021年行业价格战趋缓及公司产能建设高峰回落, 公司资本开支规模从2021年的93亿元峰值逐步回落到25年的61亿元左右。这一增一减的变化, 自由现金流自2022年以来明显改善, 2025年自由现金流为59亿元, 为公司提升股东回报力度提供了充足的资金基础。

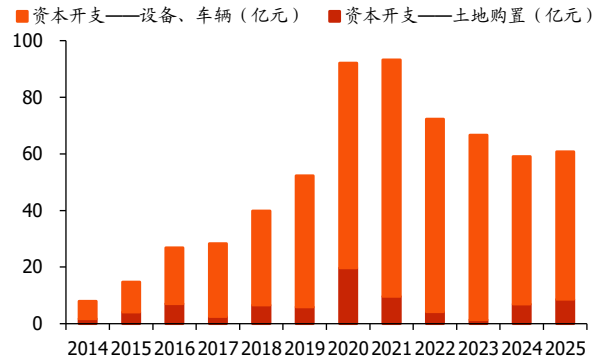
股东回报方面, 公司对股东回报的重视程度进一步提升。2023-2025年公司分红率稳定在40%左右, 加上股票回购金额, 年股东回报率达50%以上。2026年股东回报进一步加码, 公司发行15亿美元可转债, 旨用于股份回购, 截至目前, 2026年股份回购额已超过6亿美元。且公司计划2026年起, 全年股东回报率(含股份回购和分红)不低于50%。

图表20: 中通快递经营性现金流情况



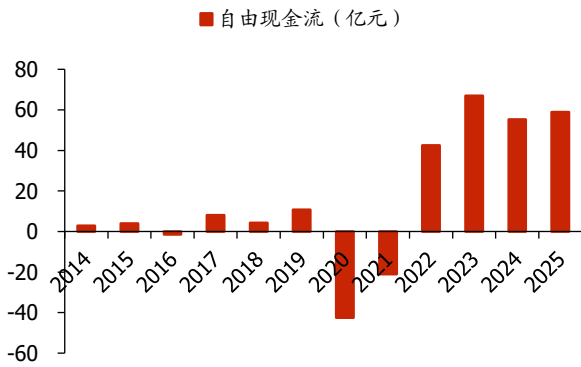
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表21: 中通快递资本开支额与方向



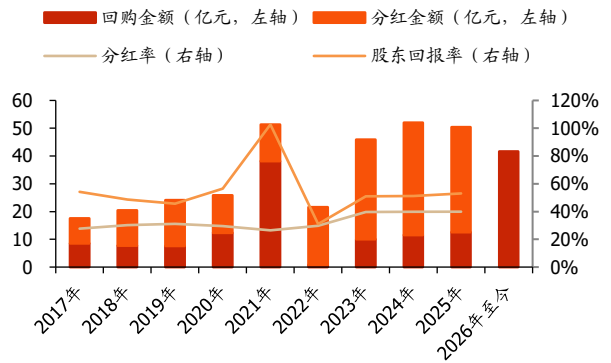
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表22: 中通快递自由现金流



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所
注: 自由现金流=经营性现金流-资本开支

图表23: 中通快递分红与股票回购情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表24: 中通快递回购计划、各年分红与回购情况、股息率情况

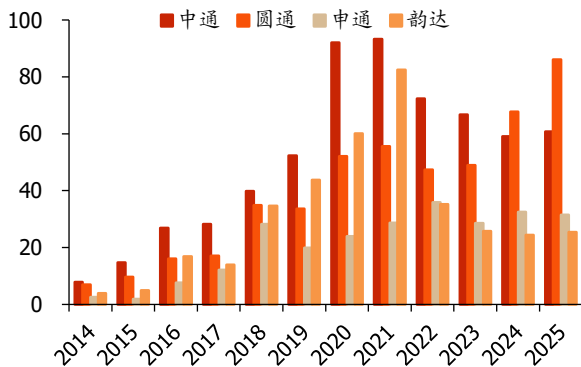
时间	中通快递回购计划				
2017年5月21日-2018年5月	12个月内回购3亿美元A类普通股。最终实际回购2.25亿美元。				
2018年11月14日-2026年6月	计划18个月内回购5亿美元A类普通股。后修改回购总值至20亿美元，并延长至2026年初完成。				
2026年2月	发售15亿美元可转债，并计划14亿美元净额主要用于股份回购。				
时间	分红金额 (亿元)	回购金额 (亿元)	分红率	股东回报率 (购)	股息率
2017年	8.95	8.58	28%	54%	1.2%
2018年	12.71	7.70	30%	49%	1.5%
2019年	16.49	7.63	31%	46%	1.3%
2020年	13.54	12.28	30%	56%	0.8%
2021年	13.23	38.11	26%	103%	0.9%
2022年	20.73	0.85	30%	31%	1.3%
2023年	35.76	10.06	40%	51%	2.9%
2024年	40.43	11.57	40%	51%	3.5%
2025年	37.84	12.53	40%	53%	3.2%
2026年至今		41.88*			

资料来源: Wind, 中通快递公司公告, 国盛证券研究所
注: 2026年股份回购的人民币金额按美元兑港币7.8、美元兑人民币6.95的汇率估算

2.2 中通快递核心竞争力：成本领先，服务领先，强者恒强

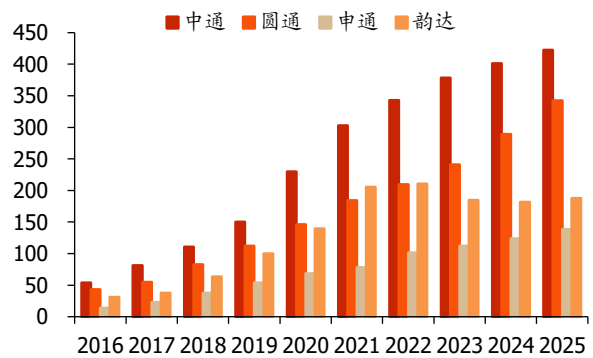
在电商快递这一高度同质化的赛道中，企业的长期竞争力并非取决于短期的价格策略，而在于通过前瞻性的产能投入与合理布局所形成的成本优势。因此，稳定的产能投入是公司提升业绩、保持行业优势的基石，投入差异也将直接导致企业间业绩分化。比较通达系自 2014 年以来资本开支情况，2014-2023 年中通快递资本开支位列第一，2024-2025 年资本开支位列第二，2014-2025 年中通累计的资本开支达 614 亿元，超第二名 138 亿元。比较通达系自 2014 年以来的固定资产、在建工程与无形资产规模，中通自 2016 年以来保持领先，截至 2025 年末，中通账面的固定资产、在建工程与无形资产规模达 422 亿元。

图表25：中通资本开支在 2014-2023 年高于同行（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表26：中通固定资产+在建工程+无形资产在同行中领先（亿元）

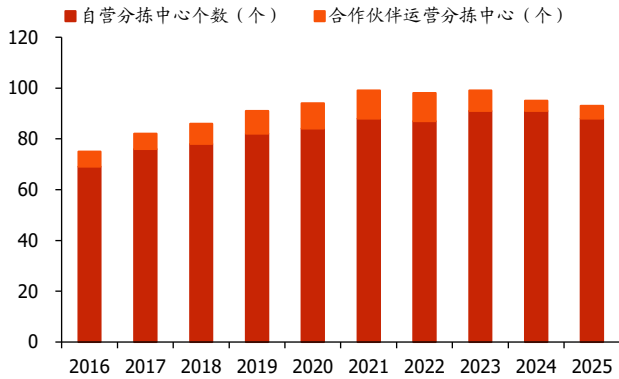


资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

快递公司资本支出主要投向自营转运中心建设、自动化分拣设备采购、土地购置与建设、干线运输车辆购置以及 IT 系统升级等项目。

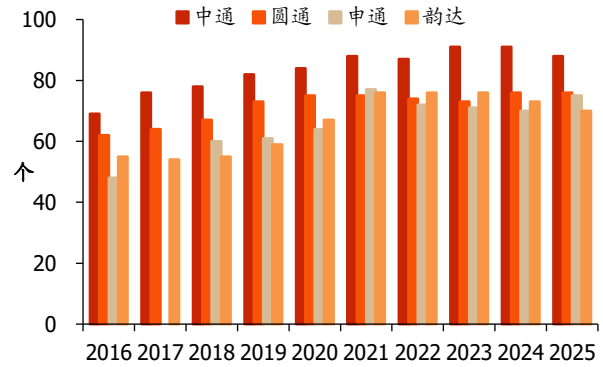
在转运中心自营布局方面，中通的自营比例处于行业领先水平。截至 2025 年底，中通共拥有 93 个转运中心，包括 88 个自营转运中心，5 个非自营转运中心。由于转运中心在区域上处于核心的枢纽位置，在业务流程上也处于关键的环节，因此转运中心的运营对公司而言意义重大。过去，加盟的转运中心存在管理缺位、运营不佳、资金不足等情况，在产能利用及中转效率上难以得到有效提升。而在进行转运中心直营后可以明显降本增效，一方面，可以提高产品时效、强化流程管理、及时更新相关技术设备、优化路由规划设计、提高干线运输效率等；另一方面，全网归属于一个总部，协同性更高，有利于网内资源整合、集中采购、人员稳定。可以说，中通的高直营率既体现了总部对转运中心和全网的强大管控力，也有效提升了全网的效率与稳定性，成为其构建长期竞争力的重要举措。

图表27: 中通自营分拣中心比例总体提升



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

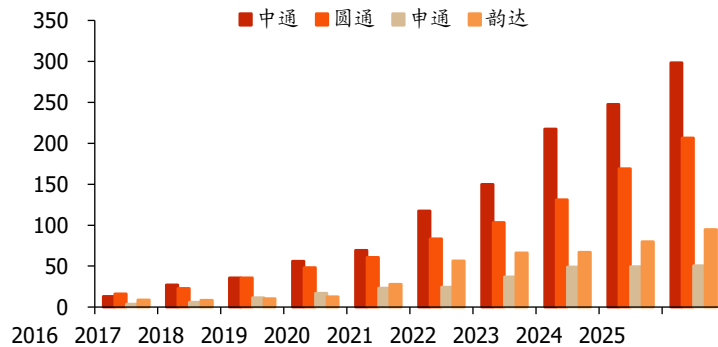
图表28: 中通自有分拣中心数量高于同行 (个)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

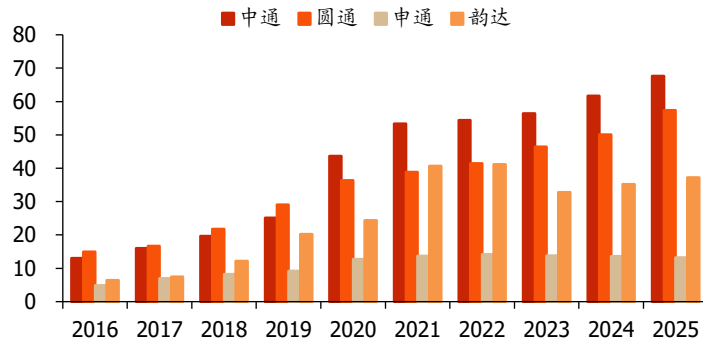
除了加盟中心转自营, 中通还前瞻性地购买土地和自建转运中心, 帮助中通构建长期优势。2016-2025年, 中通的房屋与建筑物固定资产原值和土地使用权账面价值超越圆通并保持领先。相较于租赁场地的模式, 购买土地自建转运中心, 一方面将可变的租金支出转化为固定的折旧、避免了租金上涨压力; 另一方面场地改造也更为灵活, 更能适应公司不断变化的新增建设需求, 如按需定制层高、卸货平台设计, 部署自动化设备, 提升运营效率, 且无需担心租赁合同到期导致的设备迁移或投入损失。

图表29: 中通房屋与建筑物固定资产原值高于同行 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

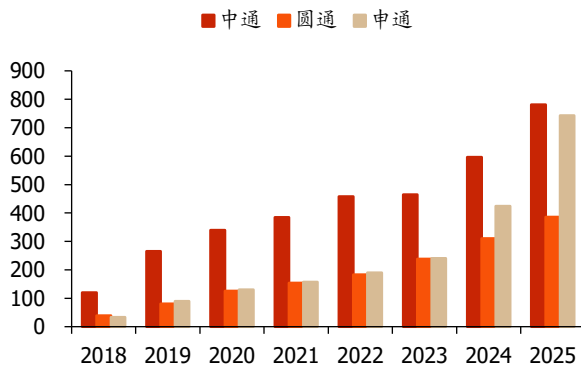
图表30: 中通土地使用权无形资产账面价值高于同行(亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

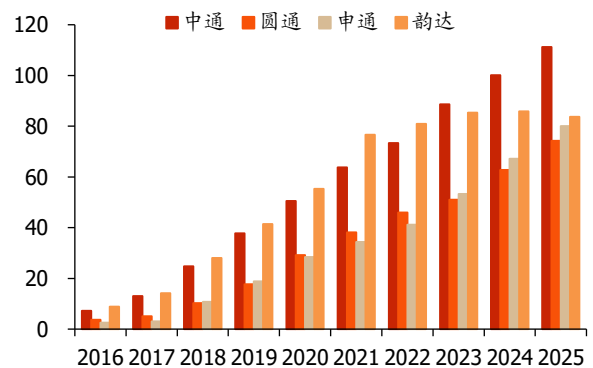
自动化分拣方面, 中通布局早而广泛, 助力分拣降本增效。截至 2025 年底 中通拥有 781 台自动化分拣设备, 同比增长 31%。自动化设备的投入一方面有助于提升转运枢纽的分拣能力和运行效率, 降低转运环节的人工成本, 满足公司日益增长的业务需求, 另一方面可通过自动化分拣降低分拣差错率, 提升快递服务的品质保障。

图表31: 中通自动化分拣设备布局早, 数量高于同行(套)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

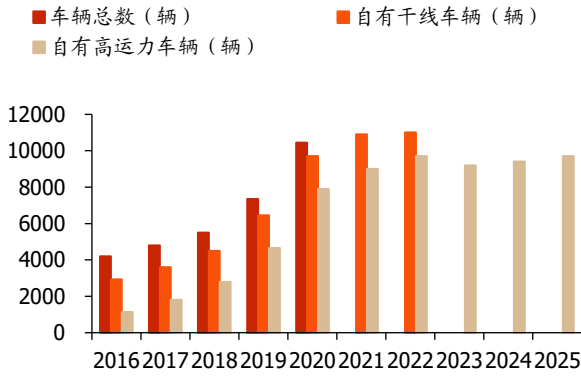
图表32: 中通机器及设备固定资产原值高于同行(亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

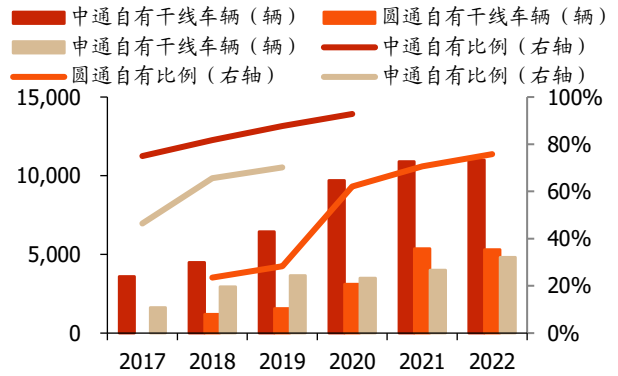
干线运输车辆方面, 中通数量与结构行业领先。2016 年至 2025 年, 公司自有干线运输车辆数从 2930 辆提升至超过 10000 辆, 自有比例从 2016 年的 70% 持续提升, 2020 年已达 93%, 自有高运力车辆数量从 2016 年 1145 辆提升至 2025 年 9700 辆。加大自有运力规模及高运力车辆比例, 能明显降低干线运输成本。自有车辆的使用, 增强了总部对运输环节的调度控制力与稳定性, 避免了外包运力价格波动和服务质量参差不齐的风险; 而高运力车辆比例的提升, 则通过大幅提升单车装载容积, 在件量增长与装载率满足要求的前提下, 增加单车次运输的包裹数量, 从而摊薄单包裹的干线运输成本。

图表33: 中通自有干线车辆和自有高运力车辆比例提升



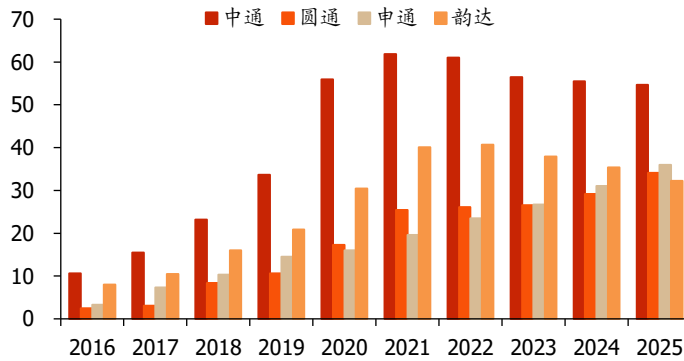
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表34: 2017-2022年中通自有干线车辆数量高于同行



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表35: 中通运输设备固定资产原值高于同行 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

综上, 公司前瞻性资本开支与重资产投入, 在快递行业的规模效应下, 公司的单票成本持续降低, 并构筑了可持续的成本领先优势。成本优势主要体现在运输和分拨两大环节:

运输成本方面, 公司持续打造行业规模最大、自有比例最高、大车比例最高的干线车队。截至 2025 年, 公司有超万辆自有车辆, 15-17 米高运力甩挂车约 9700 辆, 大车化直接提升单车装载量, 配合节能设计与智能路由系统动态优化路径、提高往返装载率, 使得单票运输成本长期处于行业最低梯队, 2025 年单票运输成本降至 0.36 元/件, 同比下降 0.05 元/件。

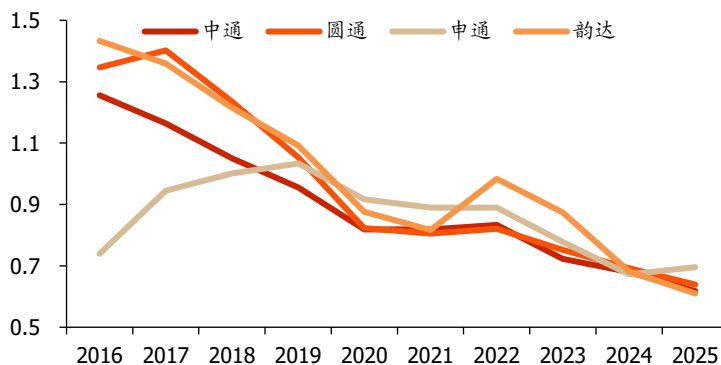
分拨成本方面, 中通过过早期的全国网络股份制改革, 实现转运中心直营率长期在 90% 左右及以上, 并结合前瞻性土地购置和中心自建, 既规避了租金上涨压力, 又为大规模部署自动化设备提供了稳定场地。截至 2025 年, 公司已投入 781 套自动化分拣线, 自动化大幅替代人工、减少返工损耗, 2025 年单票分拨成本为 0.26 元/件, 同比下降 0.01 元/件, 并明显低于其他通达系公司。

图表36: 通达系单票快递核心成本(元/件)

单位: 元/件	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
中通	1.27	1.19	1.26	1.16	1.05	0.96	0.82	0.82	0.83	0.72	0.68	0.62
其中: 运输	0.90	0.79	0.83	0.77	0.68	0.62	0.51	0.52	0.51	0.45	0.41	0.36
分拣	0.37	0.40	0.43	0.39	0.38	0.34	0.31	0.30	0.32	0.27	0.27	0.26
圆通	1.77	1.46	1.35	1.40	1.24	1.05	0.82	0.80	0.82	0.75	0.69	0.64
其中: 运输	1.18	0.99	0.91	0.93	0.80	0.69	0.51	0.50	0.51	0.46	0.42	0.37
分拣	0.59	0.47	0.43	0.47	0.44	0.36	0.31	0.30	0.31	0.29	0.28	0.27
申通	0.86	0.80	0.74	0.94	1.00	1.03	0.92	0.89	0.89	0.78	0.67	0.70
其中: 运输			0.47	0.57			0.42	0.43	0.47	0.41	0.37	0.39
分拣			0.27	0.37			0.50	0.46	0.42	0.37	0.30	0.31
韵达	1.99	1.43	1.43	1.36	1.22	1.09	0.88	0.82	0.98	0.87	0.68	0.61
其中: 运输	1.39	0.96	0.95	0.94	0.83	0.73	0.55	0.51	0.61	0.50	0.36	0.33
分拣	0.60	0.47	0.48	0.42	0.38	0.37	0.33	0.31	0.37	0.37	0.32	0.28

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表37: 中通单票快递核心成本(运输+分拣成本)长期在行业中保持较低位置(元/件)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

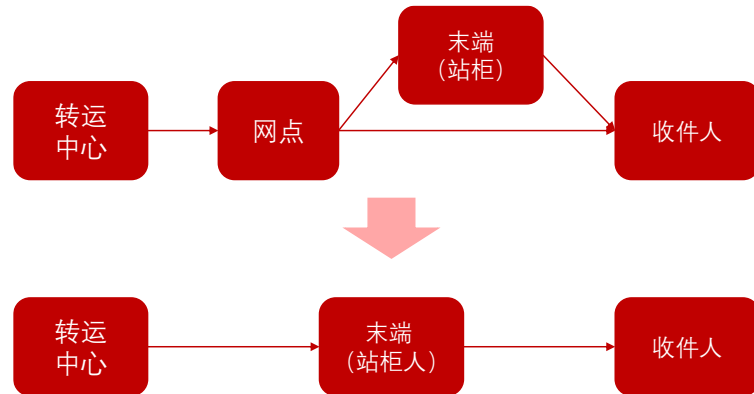
然而, 随着多年持续投入, 干线大车占比与分拣自动化率已趋于高位, 进一步降本的空间相对收窄, 基础设施投入驱动的运输与分拣环节边际收益正逐渐递减。因此, 加盟制快递下一阶段可挖掘的成本优化重点, 将转向全链路路由的优化以及末端成本的管控, 其中“直分直送”就是优化末端成本的重要举措。

加强直分直送, 网络结构扁平化, 激活最后一公里。直分直送, 指通过减少二次分拣和中间搬运环节, 提升派送时效与人效。传统加盟制快递的全链路流程为“收件→网点→中转→中转→网点→驿站派件”, 快递员需要去网点取件并派件; 而“直分直送”主要是指: 在快件到达区域转运中心后, 不再经过二次分拣与中间网点, 而是直接从中心分拨至末端驿站或片区承包区, 实现从中心到派送终端的直达, 快递员可以直接去到驿站派件, 无需到网点进行分拣。一方面, 该模式可以优化全链条成本, 提升分拣效率, 还可以进一步解放业务员, 也有助于总部在价格竞争与利润上获得更大弹性。另一方面, 该模式的落地需要满足一定前提条件, 一是件量必须达到较大规模, 否则难以摊薄直送所需的集包与运输成本, 二是末端网点需具备集包分拨能力, 加盟商愿意进行相应设备投入。

中通是全国件量最多的快递公司, 从单线路快递密度来说, 是目前行业内最具备条件规模化推行末端直分直送的企业。中通近年来重视直分直送的推广, 主动帮扶网点, 加速

优化运营管理模式，并结合兔喜驿站数量扩张，增加无人车投放等方式，共同推进末端降本，与合作伙伴实现共赢。

图表38: 中通末端直分直送示意图



资料来源: 国盛证券研究所绘制

我们预计公司未来核心成本改善仍受益于运输与分拨方面的投入，而业务结构的改变会推升其他成本。运输方面，公司通过提高车辆装载率、优化路由、车辆升级汰换等因素或持续优化运输成本，然而2026年由于中东地区冲突推高油价，2026年燃油成本维持较高中枢水平，从而抵消了运输成本节降的效果；预计27年起油价同比下滑，综上所述我们预计26-28年单票运输费用分别为0.36/0.34/0.33元/件，同比0.0%/-6.3%/-4.0%；分拨方面，通过转运中心建设升级和自动化设备的投入与升级，我们预计26-28年单票分拨成本为0.25/0.24/0.23元/件，下降3.0%/3.0%/3.0%；物料方面，我们预计26-28年单票物料成本为0.01/0.01/0.01元/件，下降2.0%/2.0%/2.0%；其它成本方面，成本包括服务直客客户、散件与逆向件等业务所产生的额外成本，一般该成本会被对应服务提升的价格覆盖，我们预计26-28年单票其它成本为0.35/0.38/0.40元/件，增长15.4%/8.6%/5.3%。综合下来，我们预计26-28年单票成本为0.98/0.97/0.97元/件，同比+4.1%/0.0%/-0.1%。

图表39: 中通快递2026-2028年主营业务单票成本预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
单票运输成本 (元/件)	0.45	0.41	0.36	0.36	0.34	0.33
yoy	-12.1%	-8.8%	-11.7%	0.0%	-6.3%	-4.0%
单票分拨中心运营成本 (元/件)	0.27	0.27	0.26	0.25	0.24	0.23
yoy	-15.0%	-1.4%	-5.2%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
单票物料成本 (元/件)	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01
yoy	-10.5%	12.7%	-21.7%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
单票其他成本 (元/件)	0.12	0.18	0.30	0.35	0.38	0.40
yoy	-35.1%	49.2%	73.2%	15.4%	8.6%	5.3%
单票核心成本 (运输+中转, 元/件)	0.72	0.68	0.62	0.61	0.58	0.56
yoy	-13.2%	-6.0%	-9.1%	-1.2%	-4.9%	-3.6%
单票主营业务成本 (元/件)	0.86	0.87	0.94	0.98	0.97	0.97
yoy	-17.0%	1.9%	7.1%	4.1%	0.0%	-0.1%

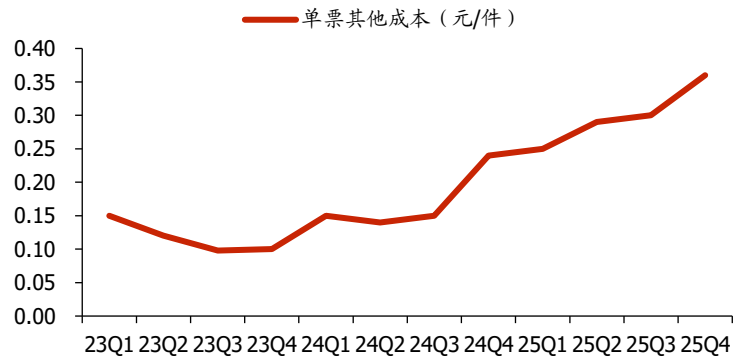
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所
注: 主营业务成本不包含货运代理业务成本

2.3 服务质量提升，持续产品升级，共同推动单票利润大幅领先

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。2024 年初起，公司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。为此，中通开始有意识地舍弃部分低价件，这一保质量的主动选择，虽然在短期内导致 2024 年市场份额小幅下滑，却换来了业务结构的显著优化：高价值业务量增长迅速，带动单票收入稳步上升。与此同时，服务直客客户、散件与逆向件等高附加值业务的大幅增长，也带来了单票其他成本中直客服务支出的相应增加，印证了中通服务质量优化后，产品结构也在不断升级优化。

进入 2025 年，中通在巩固服务质量优势的基础上，进一步优化了规模与利润的平衡策略。公司在稳住份额下跌趋势并实现回升的同时，服务质量和产品结构仍在持续优化。2025 年，公司直客服务业务收入实现同比增长 111.8%，单票其他成本的上涨也反映出高价值业务在总业务量中的占比逐步提升，战略转型成效进一步显现。

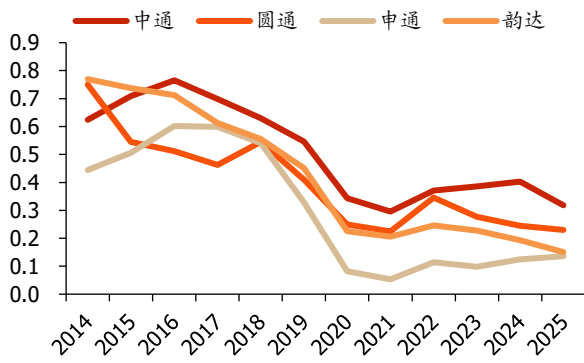
图表 40：中通快递其他成本持续上升（元/件）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

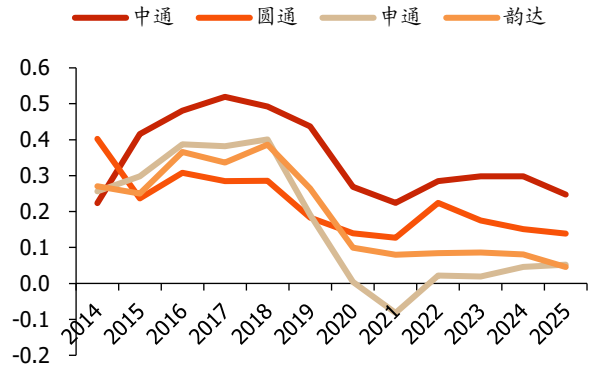
成本优势与业务结构改善带来的服务溢价共同推动公司利润持续领先。在成本端，公司通过前瞻性的重资产投入——转运中心自营化、干线车队自有高运力化、以及核心土地自持——构筑了成本护城河。在收入端，公司并未单纯依赖价格竞争，而是凭借较高的时效、稳定的服务质量，形成了区别于同行的服务溢价能力。成本与收入两端共同发力，使得公司的单票毛利与单票净利自 2016 年以来持续领先于同行。2025 年，公司的单票毛利 0.32 元/件，单票净利为 0.25 元/件。

图表41: 中通单票毛利领先同行(元/件)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表42: 中通单票净利领先同行(元/件)

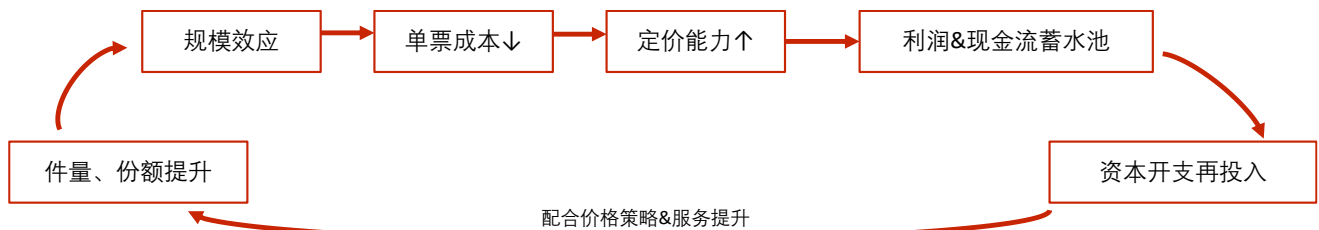


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

我们认为，加盟制快递的竞争核心在于“量本利”正循环的自我强化。起点是通过具有竞争力的价格或服务获取业务量，业务量的规模效应摊薄了固定成本，而单票成本的下降又为企业提供了更强的定价弹性和利润空间，从而支撑其在不损伤核心盈利能力的前提下，通过价格竞争等方式，进一步巩固或扩大市场份额，实现正向螺旋上升。而未能建立起循环的公司会逐步因成本劣势而出清。

中通正是这一正循环的最佳实践者。公司凭借前瞻性的资产布局 and “同建共享”机制，将规模效应持续转化为成本护城河，最终实现份额、盈利能力的持续领跑。

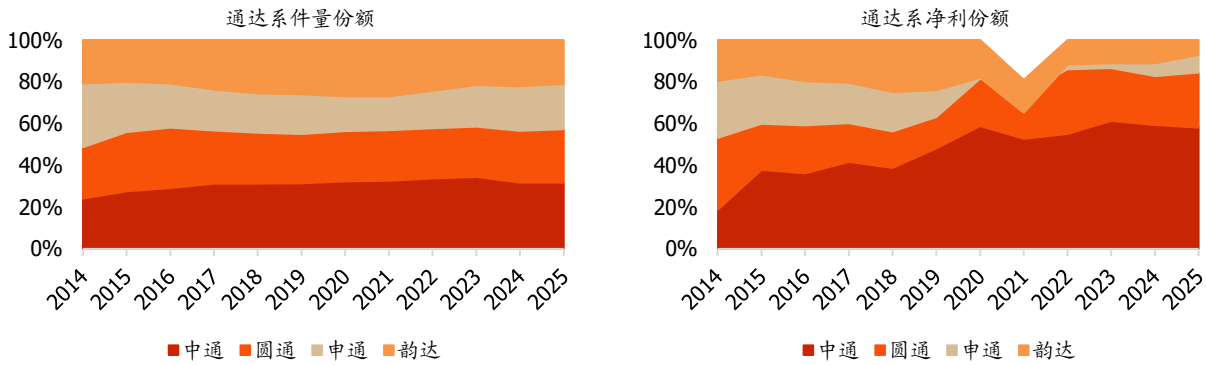
图表43: 加盟制快递“量本利”的正循环示意图



资料来源: 国盛证券研究所绘制

体现在利润层面，龙头的优势会进一步放大。长期以来，中通净利润在通达系总净利润中的占比不断提升，2025年中通件量约占通达系总件量的32%，净利润约占通达系总净利润的58%。

图表44: 通达系快递的利润向龙头企业集中



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.4 加盟体系牢固，管理相得益彰

加盟网络的稳定性是中通软实力的体现。

中通坚持“同建共享”理念，让关键区域的网络合作伙伴转变为公司股东，实现了加盟商和总部为利益共同体。并让员工参与企业成长。加盟商管理方面，中通首创了有偿派费制，改变了加盟制初期揽件网点收费、派件网点无偿派送的不公平机制，又提高偏远地区的派送费，防止不同地区加盟商和网点的失衡发展，有利于全网网点保持稳定。

在末端建设上，截至 2025 年末，中通网络覆盖了全国 99% 的城市和县区，拥有逾 6000 个直接网络合作伙伴~~31000~~个揽件和派件网点以及约 10 万个末端驿站，规模居于行业前列。2025 年稳定的合作伙伴网络流失率约 5%，一定程度上反映出加盟商对中通体系的认可度与黏性。

2.5 “反内卷”新阶段，龙头份额、利润同步提升

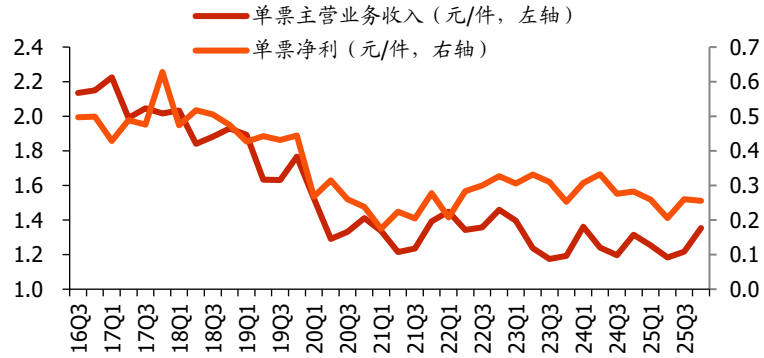
从盈利端看，价格修复直接驱动业绩改善。单票收入方面，通达系单票收入从 25Q3 到 26Q1 持续修复，带来单票净利普遍增长。2025Q3-2025Q4，中通单票主营业务收入分别为 1.22/1.35 元/件，环比+0.03/+0.14 元/件，主要受益于“反内卷”提价；中通单票净利分别为 0.26/0.26 元/件，环比+0.05/-0.01 元/件，2025Q4 环比略降主要是由于 2025Q3 调整净利润中包含退税 3.76 亿元，贡献单票净利 0.04 元/件，若剔除该影响，中通 2025Q4 核心单票净利环比 2025Q3 提升 0.03 元/件，“反内卷”显著提升了公司的业绩。

从件量端看，增速逆势领先，份额重拾升势。“反内卷”以来，快递行业增速由于电商税、同期基数大和快递价格拉涨等因素放缓至个位数同比增长。而通达内部分额分化仍在持续，在告别无序低价竞争后，比拼的核心更侧重于快递总部管理能力和网络实力，头部快递竞争实力能显著放大，份额逐步向其集中。中通 25Q4 件量增速为 9.2%，高于行业 5.0% 的增速，增速跑赢行业 4.3pct，份额同环比均提升。

中通在本轮“反内卷”中，成功打破了以往“提份额则失利润”或“保利润则失份额”的困境，实现了份额、利润双升。中通凭借其深厚的护城河，有望在快递行业高质量发展阶段持续享有龙头红利。

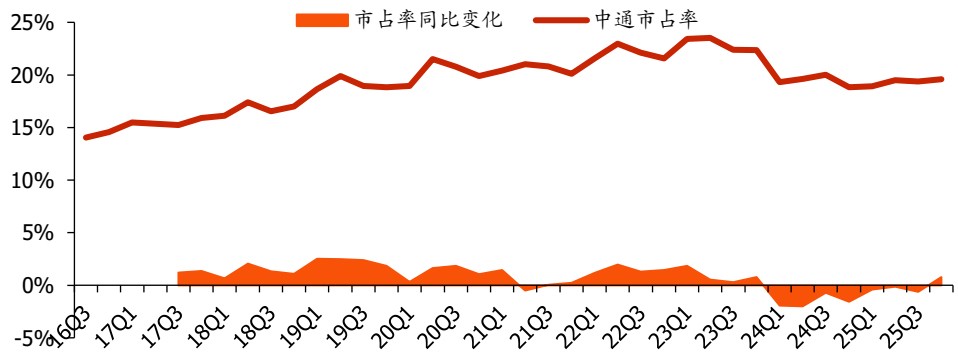
展望2026全年，根据中通预测，公司2026年包裹量预期约423.7-435.2亿件，同比增长10%-13%。而根据国家邮政局预测，2026年行业件量预计增长8%，则中通2026全年市占率有望进一步提升。同时全年“反内卷”趋势有望持续，公司单票收入和单票利润有望保持稳中有增。

图表45：中通各季度单票收入与单票净利变化



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表46：中通各季度市占率（按件量）与同比变化



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表47: 2025Q1-2026Q1 通达系件量、件量份额及单票数据

指标	公司	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
件量 (亿件)	中通快递	85.39	98.47	95.73	105.58	96.49*
	圆通速递	67.79	80.84	77.21	85.60	76.43
	申通快递	58.07	65.40	65.15	72.76	66.42
	韵达股份	60.76	66.50	64.17	64.58	57.10
件量增速	中通快递	19.1%	16.5%	9.7%	9.2%	13.0%*
	圆通速递	21.7%	21.8%	15.0%	11.8%	12.7%
	申通快递	26.6%	16.0%	10.7%	9.9%	14.4%
	韵达股份	22.9%	11.2%	6.6%	-5.6%	-6.0%
额 (按件量)	中通快递	18.9%	19.5%	19.4%	19.6%	20.2%*
	圆通速递	15.0%	16.0%	15.6%	15.9%	16.0%
	申通快递	12.9%	12.9%	13.2%	13.5%	13.9%
	韵达股份	13.5%	13.2%	13.0%	12.0%	12.0%
单票快递收入 (元/件)	中通快递	1.25	1.18	1.22	1.35	-
	圆通速递	2.28	2.12	2.14	2.24	2.24
	申通快递	2.04	1.97	2.05	2.31	2.33
	韵达股份	1.98	1.91	1.95	2.14	2.17
单票毛利 (全业务, 元/件)	中通快递	0.31	0.30	0.31	0.35	-
	圆通速递	0.21	0.20	0.22	0.28	0.27
	申通快递	0.12	0.10	0.13	0.19	0.17
	韵达股份	0.16	0.11	0.13	0.20	0.20
单票归母净利 (元/件)	中通快递	0.26	0.21	0.26	0.26	-
	圆通速递	0.13	0.12	0.14	0.10	0.18
	申通快递	0.04	0.03	0.05	0.08	0.07
	韵达股份	0.05	0.03	0.03	0.07	0.09

资料来源: 中通快递公司公告, Wind, 国盛证券研究所

注: 1) 中通快递净利为经调整净利润, 其他为归母净利润; 2) 中通快递 26Q1 件量、增速与份额为估算值

3. 盈利预测与估值

3.1 盈利预测: 预测 2026 年调整后净利 116.87 亿元, 同比+22.9%

关键假设:

1) 包裹量: 我们预测, 中通 2026-2028 年包裹量为 429.5/468.1/505.6 亿件, 同比 +11.5%/+9.0%/+8.0%。该预测基于: ①中国电商及快递市场进入存量发展阶段, 行业整体增速中枢回落或至中高个位数; ②公司作为行业龙头, 凭借成本与服务优势, 市占率有望持续提升, 增速高于行业平均水平。③据中通快递预测, 2026 年公司目标业务量同比增长 10%-13%。

2) 单票主营业务收入: 我们预测, 中通 2026-2028 年单票主营业务收入为 1.34/1.35/1.36 元/件, 同比+6.6%/+0.7%/+0.7%。该预测基于: ①行业“反内卷”政策持续托底, 恶

性价格竞争空间被压缩，行业单价有望在合理区间内保持相对稳定；②公司坚持“量质并举”战略，通过服务分层与产品升级，在中高端电商件市场巩固品牌溢价，对冲基础价格下行压力。

3) 单票主营业务成本: 我们预测, 中通 2026-2028 年单票主营业务成本为 0.98/0.97/0.97 元/件, 同比+4.1%/0.0%/-0.1%。

4) 毛利率: 我们预测, 中通 2026-2028 年毛利率为 26.7%/27.3%/27.9%。该预测基于: ①2026 年受益于“反内卷”与燃油成本传导, 单票收入上涨, 此外单票核心成本仍处于缓慢下降通道, 带动毛利率从 2025 年的短期低点逐步修复; ②公司深厚的成本护城河及运营效率的持续改善, 保障毛利率维持在行业较高水平。

图表48: 中通快递盈利预测的关键假设

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
包裹量 (亿件)	302.0	340.1	385.2	429.5	468.1	505.6
yoy	23.8%	12.6%	13.3%	11.5%	9.0%	8.0%
单票主营收入 (元/件)	1.24	1.28	1.25	1.34	1.35	1.36
yoy	-11.3%	2.7%	-1.7%	6.6%	0.7%	0.7%
单票主营成本 (元/件)	0.86	0.87	0.94	0.98	0.97	0.97
yoy	-17.0%	1.9%	7.1%	4.1%	0.0%	-0.1%
单票主营毛利 (元/件)	0.38	0.40	0.32	0.36	0.37	0.38
yoy	4.6%	4.5%	-21.0%	13.9%	2.5%	3.0%
总营业收入 (亿元)	384.19	442.81	490.99	583.29	639.67	695.69
yoy	8.6%	15.3%	10.9%	18.8%	9.7%	8.8%
总毛利 (亿元)	116.63	137.17	122.71	156.02	174.33	193.87
毛利率	30.4%	31.0%	25.0%	26.7%	27.3%	27.9%

资料来源: 中通快递公司公告, 国盛证券研究所

注: 主营收入包括快递服务、物料销售与其他业务收入, 不包括货运代理服务收入

我们预测, 中通快递 2026-2028 年营业收入分别为 583.29/639.67/695.69 亿元, 同比+18.8%/+9.7%/+8.8%。增长主要驱动力为包裹量的稳健增长, 以及单票收入 2026 年同比提升和 2027-2028 年保持平稳; 预测 **2026-2028 年调整后净利润分别为 116.87/130.58/145.05 亿元, 分别同比+22.9%/+11.7%/+11.1%, 调整后归母净利润分别为 115.16/128.67/142.92 亿元, 分别同比+23.1%/+11.7%/+11.1%, 对应 EPS 分别为 14.96/16.71/18.56 元/股。**

图表49: 中通快递调整后净利润预测情况

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
调整后净利润 (亿元)	90.06	101.50	95.13	116.87	130.58	145.05
yoy	32.32%	12.71%	-6.28%	22.86%	11.73%	11.08%
调整后归母净利润 (亿元)	90.005	100.80	93.58	115.16	128.67	142.92
yoy	29.39%	11.99%	-7.16%	23.07%	11.73%	11.08%

资料来源: 中通快递公司公告, 国盛证券研究所

3.2 估值：目标价 257.90 港元，给予“买入”评级

我们选取圆通速递、韵达股份、申通快递作为可比公司，主要基于三点：一是均以加盟制电商快递为核心业务，模式与中通高度同质；二是在中国市场与中通形成直接竞争，可比性强。

参考可比公司估值，并考虑中通快递国内快递龙头地位，与领先的规模、成本与质量优势，给予中通快递-W (2057.HK) 2026 年 15 倍 PE 估值，对应合理估值约 257.90 港元，给予“买入”评级。

图表50: 可比公司估值表 (PE 估值法)

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
600233.SH	圆通速递	20.84	1.26	1.74	2.00	16.6	11.9	10.4
002120.SZ	韵达股份	7.89	0.41	0.72	0.82	19.2	11.0	9.6
002468.SZ	申通快递	16.28	0.92	1.37	1.60	17.7	11.9	10.2
均值			0.86	1.28	1.48	17.8	11.6	10.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 预测 EPS 采用 Wind 一致预期, 估值日期为 2026 年 5 月 8 日

风险提示

快递“反内卷”持续性不及预期: 若快递行业“反内卷”相关政策执行力度减弱或阶段性退坡, 行业价格竞争可能加剧, 对公司业绩和估值造成负面冲击。

快递业务量不及预期: 当前快递行业仍保持个位数的同比增长, 如果后续增速或业务量规模不及预期, 公司收入端增长动能或将削弱, 影响公司业绩和估值。

行业格局恶化: 此前快递公司价格战的一个重要目标是抢占市场份额, 若行业格局继续恶化, 价格和估值均承压。

成本大幅上涨: 公司成本结构中包含燃油采购、人工薪酬、场地租金等主要变动与固定成本项目, 若相关成本大幅上涨并且无法及时转嫁, 将对净利润构成负面影响。

测算误差风险: 本文涉及多处假设与测算, 如 2026Q1 中通件量增速假设, 燃油成本影响测算等经营中, 因市场环境变化、竞争策略变化等因素, 测算假设和结果可能与实际情况存在偏差, 分析仅供参考。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com