下载日志已记录，仅供内部参考

行业及产业

交通运输/
物流

行业研究/行业点评

证券研究报告

2026 年 08 月 29 日

物流行业的生命周期与估值锚：从 PEG、PE 到 PB

——《全球物流半月谈（二）》：成本优化与价格下降的公司优势，如何在不同发展阶段被定价

看好

相关研究

-

证券分析师
王易 A0230525050001
wangyi@swsresearch.com
闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com
范晨轩 A0230525070003
fancx@swsresearch.com
联系人
王易 A0230525050001
wangyi@swsresearch.com

本期投资提示：

- **估值方式不是选择，而是行业生命周期的结果。**物流是典型的规模效应行业，成本曲线的斜率决定定价能力，行业贝塔的高低决定市场愿意为"增长"还是"确定性"付费。我们将物流公司的定价范式划分为三个阶段，对应三种估值锚：PEG、PE、PB。
- **阶段一（行业高增速+公司成本领先）→PEG。**成本优势使得降价成为进攻武器：以价换量、以量摊薄固定成本、成本再下降的正反馈形成"增长飞轮"。只要利润增速维持在高位，市场即以 PEG 定价——2014–2017 年的中通、当下东南亚市场的极兔均是典型。
- **阶段二（行业贝塔回落）→PE。**件量增速中枢下移后，市场不再为份额故事支付溢价，转向盈利可见性。此阶段利润不一定下滑，但预期与估值倍数受影响；只要利润保持相对稳定、估值合理，投资空间依然可观——顺丰同城凭借多元客户结构与规模效应实现"利润加速"；通达系进入"份额与单票利润的再平衡"。
- **阶段三（产业增速趋缓+头部挺价）→PB。**当行业增速趋缓、格局固化，主要玩家会发现继续降价换份额的边际收益递减，而挺价保利润的边际收益递增，主要玩家的挺价意愿强于份额诉求（快递"反内卷"、集运运力纪律），竞争重心从损益表转向资产负债表，营运资本、净现金与净资产的产业价值显性化，PB 成为周期底部最重要的估值锚——集运是最佳范本。
- **投资分析意见：推荐极兔速递**，公司东南亚与新市场件量增速仍处高位，当前市场按 2026E 约 17XPE 定价（2026/8/28），但只要海外市场不断开拓、成长曲线不断延展，公司实际上仍处在 PEG 定价的过程中。**推荐顺丰同城，**当值估值较低，叠加不断兑现的业绩，存在双重修复空间，多元客户结构带来网络同乘效应，业绩逐年兑现，未来业绩存在超预期可能，盈利模型持续改善被证实后，PE 定价下的估值亦有抬升空间。**电商快递行业政策托底价格+头部挺价意愿强，正从 PE 阶段走向 PB 阶段。**本轮价格改善来自产业监管推动——邮政局消灭价格洼地、广东“反内卷”力度较强，价格有托底，叠加未来快递员权益与社保政策推出，价格中枢有望获得支撑，通达系共同挺价的合意越来越强。快递行业好比集运——市场总担心来年利润下滑、格局恶化，但中远海控已印证：行业增速趋缓后头部公司真实利润持续好于预期，且整个产业已进入股东回报非常优厚的阶段，中通目前分红回购力度较高，利润韧性与股东回报兑现度正是 PB 逻辑在快递行业的预演，推荐圆通速递、中通快递、申通快递，关注韵达股份。
- **风险提示：**区域代理网络发生波动、成本控制不及预期、经济增速不及预期、行业竞争程度超预期、油汇大幅波动。。

申万宏源研究微信服务号

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 估值方法是行业生命周期的函数

物流行业几乎所有公司的价值来源，都可以浓缩成一个等式：单票利润=单票收入-单票成本。行业不同阶段，市场对这一等式两端的关注度完全不同。成长期：收入端高速扩张，成本端因规模效应快速下移，此时"降价"不是牺牲利润，而是把当期成本红利的一部分让渡给客户、换取更快规模扩张的进攻动作，市场为"利润增速"定价，对应 PEG；成熟前期：行业增速中枢下移，增量的稀缺性下降，份额故事不再自动兑现为利润故事，市场为"盈利确定性"定价，对应 PE；成熟期/周期底部：增长趋缓，头部玩家挺价意愿增强，自由现金流、营运资本、净现金开始主导价值判断，市场为"资产价值与周期弹性"定价，对应 PB。

表 1：物流公司三阶段估值框架总览

维度	阶段一：高贝塔+成本领先	阶段二：贝塔回落	阶段三：低增长+挺价
行业特征	行业增速较高，需求弹性大	增速中枢降至 10–20%，增量稀缺	增速个位数，格局固化，头部挺价
公司策略	主动降价换量，飞轮正循环	份额与利润再平衡，控份额保单票利	挺价保利润，资本开支收敛
竞争优势	成本曲线更陡（降幅＞价格降幅）	客户/场景多元、网络同乘效应	营运资本、净现金、资产重置成本
估值锚	PEG	PE（合理倍数）	PB（底部支撑）
核心跟踪	单票毛差、份额斜率、利润增速	利润稳定性、份额变化、多元度	净现金、分红回购兑现、中期 ROE
代表案例	中通 2014–2020；极兔东南亚	顺丰同城；通达系当前	集运；快递"反内卷"

资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 阶段一：高贝塔+成本领先，降价即武器，增长即估值（PEG）

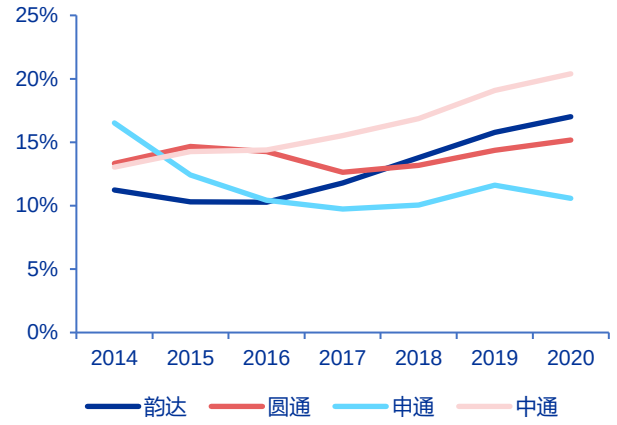
成本曲线更陡的公司，降价是"进攻"而非"让利"。物流是固定成本占比高、网络效应强的行业：转运中心、干线车辆、自动化分拣设备的折旧与运营成本，只有被足够大的件量摊薄，单票成本才会下移。当行业处于高增速期，需求弹性充足，此时拥有更陡成本曲线（成本下降更快）的公司主动降价，本质是把当期成本红利的一部分让渡给客户，以换取件量的超线性增长——件量增长再进一步摊薄固定成本，形成"降价→增量→降本→再降价"的飞轮。在这一阶段，公司的单票收入可能持续下降，但只要单票成本的降幅≥单票收入的降幅，单票利润甚至可以不降反升，利润总量随件量高速膨胀。市场在此阶段为增长付费：只要利润增速维持在高位，PEG 估值为核心——估值弹性来自"增速可持续多久"的判断，而非当期盈利的绝对水平。

中通快递（2014–2017）是用成本优势打赢价格战的教科书。中通率先完成"中转直营化"（转运中心与干线自有化、加盟商与总部交叉持股的"同建共享"），构筑了通达系中最陡的成本曲线。公司从 2011 年的行业第六开始逆势突围，保持行业市占率和排名位次的持续提升，2013 年中通超越 EMS，市占率成为行业第五；2014 年中通超越顺丰和韵达，行业市占率首次进入前三。2015 年中通超越昔日市占率第一的申通，跻身行业前二；2016 年中通终于超越圆通，成为行业第一，并且保持第一的领先位置直到今天。2016–2020 年件量从约 45 亿件增至 170 亿件，2020 年增速仍高达+40.3%，市占率从 2014 年约 10%一路升至 2020 年的 20.4%。2014-2017 年公司单票收入持续下行，单票收入从

下载日志已记录，仅供内部参考

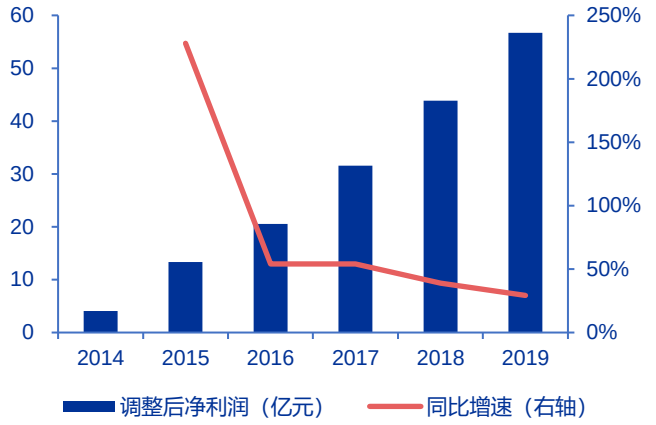
2014 年的 2.08 元下降至 2017 年的 1.96 元，但单票成本降得更快：单票成本从 2014 年的 1.52 元下降至 2017 年的 1.36 元。这一阶段的中通，市场普遍以 PEG 视角定价：只要"份额提升→成本下降→利润增长"的链条未断，利润增速在，估值的锚就在。

图 1：2014-2020 年通达系市占率



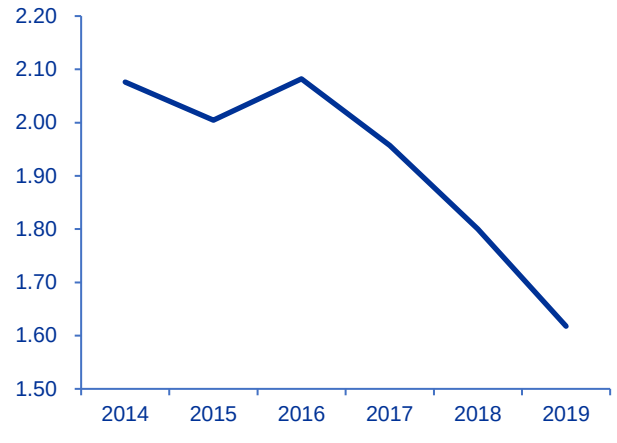
资料来源：公司公告，国家邮政局，申万宏源研究

图 2：2014-2019 年中通快递调整后净利润（亿元）及同比增速



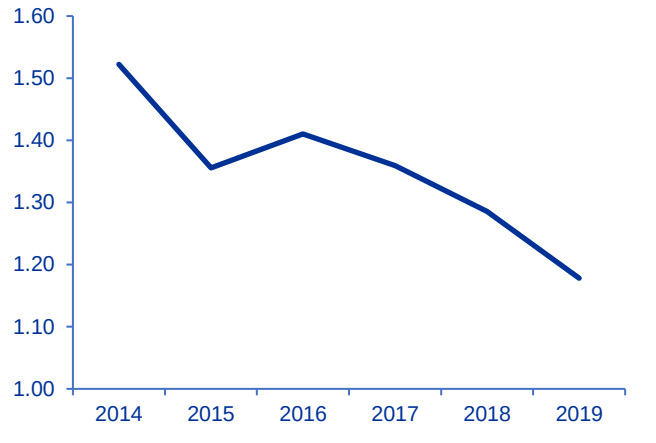
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：中通快递单票收入（不含派费）（元/票）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：中通快递单票成本（不含派费）（元/票）



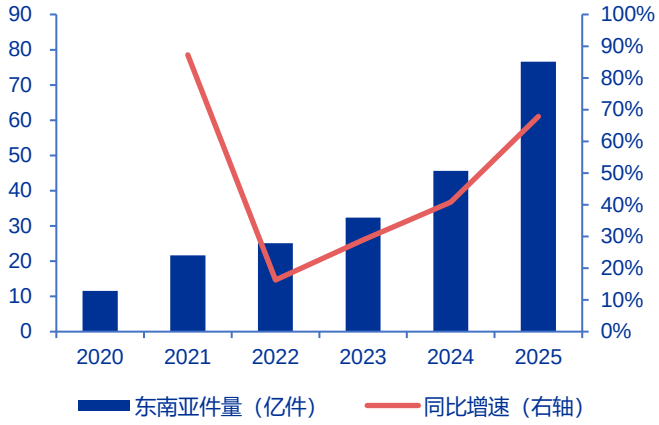
资料来源：公司公告，申万宏源研究

极兔速递东南亚市场是当下仍在进行时的"阶段一"样本。极兔是"高行业贝塔+低成本领先"在当下的最佳映射。2025 年公司东南亚件量 76.6 亿件，同比增长 67.8%，增速创四年新高，单票收入下降的同时单票成本大幅下降，盈利能力持续改善，2025 年经调整 ebitda 大增 54.72%至 7.06 亿美元——典型的"降价不减利，反而增利"。

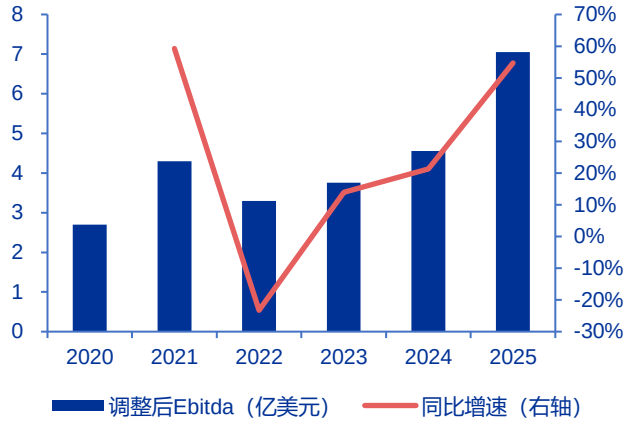
图 5：2020-2025 年极兔东南亚市场业务量（亿件）及同比增速

图 6：2020-2025 年极兔东南亚市场调整后 Ebitda（亿美元）及同比增速

下载日志已记录，仅供内部参考

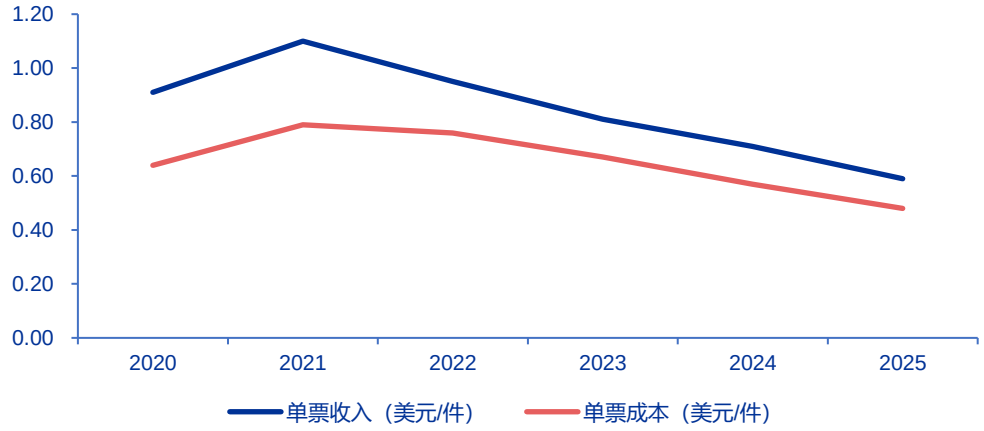


资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：极兔东南亚市场单票收入及单票成本（元/票）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

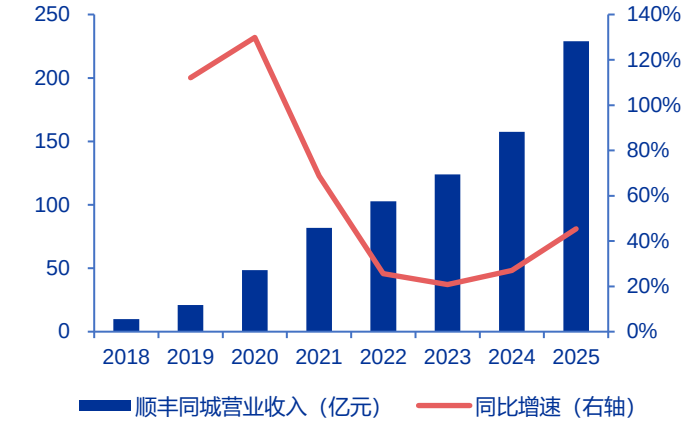
3. 阶段二：贝塔回落，从"为增长付费"转向"为确定性付费"（PE）

这一阶段重点不是利润，是预期。当行业增速从 30%以上的中枢回落，市场首先要修正的是"高增长永续"的假设。这一阶段不一定杀利润，很多公司利润仍在创新高，但一定杀估值倍数：PEG 框架失效，市场转向 PE，为盈利的可见性与稳定性付费。估值范式切换本身就会带来一段"戴维斯双杀式"的预期阵痛，即便基本面并未恶化。此阶段的主要矛盾是份额与利润的"再平衡"：若公司能在行业降速中维持利润的相对稳定，只要估值处于合理区间，投资空间依然可观——因为"稳态利润+合理估值"本身具有吸引力；反之，若为保份额而再度陷入价格战，则是阶段二的典型陷阱。

顺丰同城是增速换档期利润反而加速的"优等生"。即时配送行业度过早期爆发式扩张后进入渗透深化期，而公司 2025 年年报显示其实现了"收入高增+利润加速"的罕见组合：收入 229.0 亿元，同比增长 45.4%，归母净利润 2.8 亿元，同比增长 110.6%，净利率 1.2%，同比增加 0.4pct。

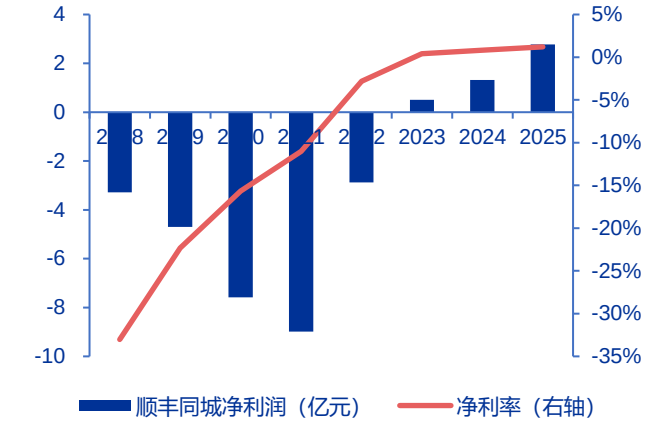
下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：2018-2025 年顺丰同城营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

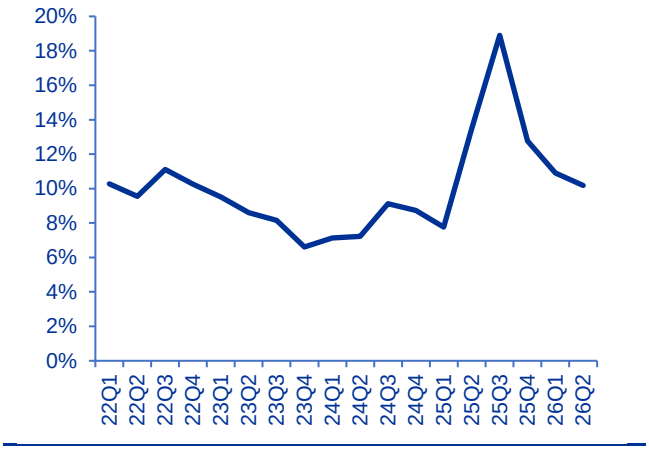
图 9：2020-2025 年极兔东南亚市场调整后 Ebitda（亿美元）及同比增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

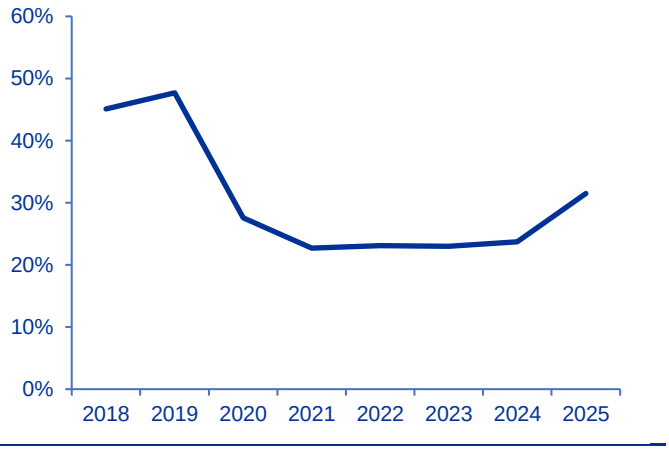
值得特别强调的是顺丰同城客户结构的多元性与规模效应。顺丰同城的收入不依赖单一巨头——既有瑞幸等餐饮茶饮头部客户，又能在同城网络中同时承接肯德基等连锁餐饮、商超零售（麦德龙等）、月结企业客户与最后一公里电商件。同一张弹性运力网络在同一商圈内叠加多个客户的订单密度：送完瑞幸的骑手顺路可以送肯德基与商超订单，订单密度提升直接摊薄单均履约成本——这正是即时配送的"规模效应"，也是其在客户物流费用率下降时期仍能同时实现收入 45%增长与利润率改善的结构性原因。**多元客户结构=更平滑的收入波动+更高的网络利用率，这正是阶段二 PE 定价下市场最愿意付溢价的属性。**对这类公司，PE 定价的合理演绎是：利润体量尚小但增速快、盈利模型仍在改善通道中，市场以"当期 PE+利润 CAGR"的中性组合给估值，弹性来自利润率抬升的持续性，而非行业贝塔。

图 10：瑞幸配送费用率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11：顺丰同城前 2-5 名客户收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

通达系进入件量降速后的"份额—利润"再平衡。2019-2025 年的中国快递市场给出了阶段二的完整图景：此阶段评估通达系公司的核心标尺转变为三条：一是份额的此消彼长——份额仍在提升的公司拥有更强的网络稳定性与定价话语权；二是单票利润的韧性——单票成本仍在下降的公司，利润有底部支撑；三是估值的合理性——在 PE 框架下，若公司利润能维持相对稳定，机会恰恰来自"预期杀过头、利润没杀"的错价。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：通达系 PE 估值



资料来源：Wind，申万宏源研究

4. 阶段三：产业增速趋缓，挺价意愿与资产价值（PB）

当份额不再是目的，资产负债表开始说话。当行业增速趋缓、格局固化，主要玩家会发现：继续降价换份额的边际收益递减，而挺价保利润的边际收益递增。通达系在"反内卷"后的集体理性、集运业在经历多轮出清后的运力纪律（班轮公司主动控制运力投放、以长约锁定收益、宁可闲置也不恶性倾价），都是同一逻辑的产业表达：头部玩家挺价意愿系统性增强。此时行业的"价值"不再体现为利润表的高增长，而是体现为三点：一是营运资本的价值——预收/月结模式下的现金循环，快递揽派与海运订舱均是"先收款后履约"的生意，营运资本占用低甚至为负；二是净资本的价值——多年利润沉淀为现金、船舶、土地与转运中心等重置成本高昂的资产；三是周期底部的净资产支撑——当利润在周期底部趋近于零时，PE 失效，而"净现金+净资产"构成估值下限，PB 由此获得真正的定价意义。PB 在阶段三之所以有效，恰恰因为它是周期底部的估值工具：市场愿意为一倍净资产附近的物流资产支付多少溢价，取决于这套资产在未来周期中能产生的中期 ROE 与股东回报兑现度（分红+回购）。

集运是"挺价纪律+千亿净现金、PB 定价"的范本。集运是"挺价意愿+资产价值"最极致的行业，经历多轮周期出清与联盟整合后，班轮公司的运力纪律显著增强（主动慢速航行、控制运力投放、长协占比提升），中远海控为标准画像，货币资金充足，资产负债率持续优化，分红回购对限度高，投资者对于"1 倍 PB 买入一套净现金覆盖近半市值、中期 ROE 中枢稳定的资产是否划算"更看重。这个阶段 PB 成色主要看以下方面：1）净资产的"质量"——现金与可变现资产占比 vs 沉没性资产；2）行业挺价/运力纪律的证据（价格指数、长协价、闲置运力）；3）分红与回购的兑现率（把账面价值转化为股东回报的能力）；4）中期 ROE 中枢（决定 1 倍 PB 之上应有的溢价）。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：重点公司估值表

证券代码	证券简称	2026/8/28		申万预测归母净利润（亿元，报表货币）				PE		
		收盘价（元，当地货币）	总市值（亿元,当地货币）	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
1519.HK	极兔速递	9.85	950	3.98	7.02	9.06	10.50	17	13	12
2057.HK	中通快递	166.30	1,270	95.13	111.27	126.04	141.06	10	9	8
9699.HK	顺丰同城	8.20	75	2.78	4.52	7.55	9.54	14	9	7
600233.SH	圆通速递	16.92	579	43.22	67.83	79.55	94.52	9	7	6
002468.SZ	申通快递	14.05	215	13.69	23.26	27.89	30.64	9	8	7
002120.SZ	韵达股份	6.75	196	11.71	21.28	25.99	29.99	9	8	7

注：极兔速递、中通快递收盘价和市值货币单位为港元，极兔速递预测归母净利润货币单位为美元，其余均为人民币。取美元兑港元汇率为 7.85，港元兑人民币汇率为 0.86。

资料来源：Wind，申万宏源研究

5. 风险提示

成本控制不及预期；

经济增速不及预期；

行业竞争程度超预期；

区域代理网络发生波动；

油汇大幅波动。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。