下载日志已记录，仅供内部参考

圆通速递（600233.SH）

AI 赋能降本增效，盈利释放价值重估

进取不止、向新图强的国内头部快递服务商。圆通速递为国内头部的加盟制快递物流服务商。公司 2016-2025 年营收 CAGR 为 18%，2016-2025 年归母净利 CAGR 近 14%，长期增长稳健。近年来，通过数字化、智能化转型与高效资本开支的驱动，公司的成本效率持续优化；同时市场份额回升，2026H1 市占率约 16.2%，稳居行业第二。

行业 β：快递行业进入高质量发展新阶段，公司有望利润份额双击。2025 年 7 月“反内卷”启动以来，快递行业价格逐步修复，通达系业绩增长逐季度释放。“反内卷”持续背景下 行业已进入价值竞争新阶段，竞争重心从价格博弈转向成本管控、网络效率与技术赋能，圆通凭借综合竞争力优势实现利润与份额同时受益。

公司 α：数字化智能化构建体系壁垒，多维优势驱动份额与盈利提升。1）数字化重塑全网管理，实现全链路降本增效。2019 年起，公司将数字化转型提升为“一把手工程”，通过“管理驾驶舱”“网点管家”“客户管家”“行者”等核心系统和平台，将数字化升级覆盖揽收、中转、派送、客服等全业务流程，实现了加盟商“非直营但类直营”的管理能力。依托全链条数字化能力普及，圆通服务质量明显改善，运输、分拣成本持续稳步下行，业务规模稳步扩张，规模效应与管理红利持续释放，为后续盈利改善打下坚实基础。**2）智能化升级占据先发优势，打造新一轮竞争的核心竞争力。**2024 年起，公司在前一阶段数字化进程基础上进一步升级为智能化阶段，依托 AI 应用驱动降本增效。2024-2026 年公司陆续推出智能体“智多星”、AI 助手、数字员工，落地了数字孪生、机器视觉、智能路由等六大 AI 全栈应用。AI 应用降本增效效果突出，据公司预测上百个智能体全年创造十亿级成本节约。领先的智能化能力，将成为公司在新一轮竞争的护城河。**3）高效资本投入构筑硬件底座。**2018-2025 年连续的资本开支补强，自有转运中心、自动化分拣设备、干线车辆自有化率均在行业前列水平，软硬件升级协同，持续放大降本效果。**4）航空与国际物流打造差异化第二增长曲线。**公司已经形成了“自有机队 + 国际物流 + 枢纽机场”一体化的协同闭环，为从国内快递服务商向综合性国际供应链服务商转型夯实长期差异化基础。

盈利预测与估值：在“反内卷”监管持续及 AI 应用规模化落地的双重驱动下，单票盈利有望延续改善，自由现金流随资本开支回落进入上行通道，为提升股东回报奠定基础。我们预计，2026-2028 年，**圆通速递的归母净利润分别为 65.23/73.28/80.12 亿元，分别同比+50.9%/+12.3%/+9.3%，**对应 EPS 分别为 1.90/2.14/2.34 元/股，2026 年盈利大幅增长受益于行业提价叠加成本优化；参考可比公司估值水平，并考虑公司 AI 应用领先、降本增效成果逐步显现带来的溢价，给予圆通速递 2026 年 15 倍 PE 估值，对应合理估值约 28.57 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（百万元）	69,033	75,277	85,000	92,064	99,343
增长率 yoy（%）	19.7	9.0	12.9	8.3	7.9
归母净利润（百万元）	4,012	4,322	6,523	7,328	8,012
增长率 yoy（%）	7.8	7.7	50.9	12.3	9.3
EPS 最新摊薄（元/股）	1.17	1.26	1.90	2.14	2.34
净资产收益率（%）	12.7	12.4	16.0	15.3	14.5
P/E（倍）	15.2	14.1	9.4	8.3	7.6
P/B（倍）	1.9	1.8	1.5	1.3	1.1

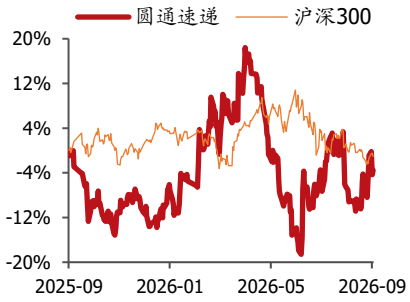
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 09 月 23 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	物流
09 月 23 日收盘价（元）	17.84
总市值（百万元）	61,104.03
总股本（百万股）	3,425.11
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	23.57

股价走势



作者

分析师 罗月江

执业证书编号：S0680525030001

邮箱：luoyuejiang@gszq.com

分析师 谭伊珊

执业证书编号：S0680526070001

邮箱：tanyishan@gszq.com

相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

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	15238	15893	20933	27830	36549
现金	8476	7424	13046	19551	27870
应收票据及应收账款	1967	1692	1869	2006	2148
其他应收款	238	238	284	308	332
预付账款	246	253	299	323	349
存货	178	345	198	205	213
其他流动资产	4133	5942	5237	5437	5637
非流动资产	33056	38284	40710	41894	41940
长期投资	317	283	283	283	283
固定资产	21253	25142	27367	28118	27488
无形资产	5372	6108	6840	7521	8153
其他非流动资产	6113	6752	6220	5972	6016
资产总计	48294	54178	61644	69724	78488
流动负债	13755	15367	16587	17830	19118
短期借款	3998	4064	4364	4664	4964
应付票据及应付账款	6084	6383	7293	7885	8509
其他流动负债	3673	4919	4930	5281	5644
非流动负债	2331	3518	3732	3732	3732
长期借款	1738	1664	1664	1664	1664
其他非流动负债	594	1854	2068	2068	2068
负债合计	16086	18885	20319	21562	22850
少数股东权益	536	465	440	412	381
股本	998	974	974	974	974
资本公积	13148	12849	12849	12849	12849
留存收益	17793	20885	26976	33842	41349
归属母公司股东权益	31672	34828	40884	47750	55258
负债和股东权益	48294	54178	61644	69724	78488

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	5857	7850	12134	13295	14163
净利润	3989	4265	6498	7300	7981
折旧摊销	2518	2883	4559	5067	5204
财务费用	112	158	174	182	189
投资损失	93	95	0	0	0
营运资金变动	-875	515	889	620	659
其他经营现金流	19	-66	13	126	130
投资活动现金流	-6469	-8709	-6175	-6446	-5450
资本支出	-6712	-8532	-7105	-6096	-5100
长期投资	131	-230	-100	-100	-100
其他投资现金流	112	53	1030	-250	-250
筹资活动现金流	10	-171	-316	-344	-394
短期借款	1003	66	300	300	300
长期借款	724	-73	0	0	0
普通股增加	5	-24	0	0	0
资本公积增加	66	-299	0	0	0
其他筹资现金流	-1787	159	-616	-644	-694
现金净增加额	-609	-1051	5622	6505	8319

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	69033	75277	85000	92064	99343
营业成本	62515	68114	75011	81099	87525
营业税金及附加	259	299	340	368	397
营业费用	220	303	340	368	397
管理费用	1129	1191	1233	1243	1291
研发费用	169	162	193	209	226
财务费用	120	46	63	-14	-104
资产减值损失	-22	0	-10	-10	-10
其他收益	337	293	425	460	497
公允价值变动收益	49	31	0	0	0
投资净收益	-93	-95	0	0	0
资产处置收益	-55	-39	-43	-46	-50
营业利润	4803	5333	8172	9175	10026
营业外收入	48	98	50	50	50
营业外支出	82	128	100	100	100
利润总额	4769	5303	8122	9125	9976
所得税	780	1038	1624	1825	1995
净利润	3989	4265	6498	7300	7981
少数股东损益	-23	-58	-25	-28	-31
归属母公司净利润	4012	4322	6523	7328	8012
EBITDA	7563	8365	12744	14178	15076
EPS（元/股）	1.17	1.26	1.90	2.14	2.34

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	19.7	9.0	12.9	8.3	7.9
营业利润(%)	0.3	11.0	53.2	12.3	9.3
归属母公司净利润(%)	7.8	7.7	50.9	12.3	9.3
获利能力					
毛利率(%)	9.4	9.5	11.8	11.9	11.9
净利率(%)	5.8	5.7	7.7	8.0	8.1
ROE(%)	12.7	12.4	16.0	15.3	14.5
ROIC(%)	11.0	10.2	13.3	12.9	12.3
偿债能力					
资产负债率(%)	33.3	34.9	33.0	30.9	29.1
净负债比率(%)	-7.4	0.9	-12.6	-23.7	-34.9
流动比率	1.1	1.0	1.3	1.6	1.9
速动比率	0.9	0.7	1.0	1.3	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3
应收账款周转率	37.5	41.1	47.7	47.5	47.8
应付账款周转率	10.7	10.9	11.0	10.7	10.7
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.17	1.26	1.90	2.14	2.34
每股经营现金流(最新摊薄)	1.71	2.29	3.54	3.88	4.14
每股净资产(最新摊薄)	9.25	10.17	11.94	13.94	16.13
估值比率					
P/E	15.2	14.1	9.4	8.3	7.6
P/B	1.9	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	6.2	6.8	4.4	3.5	2.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 23 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 公司基本情况：进取不止，向新图强 5
1.1 国内头部快递物流服务商 5
1.2 营收利润持续增长，盈利弹性加速释放 6
2. 行业 β：“反内卷”开 启价值竞争新阶段，利好头部强者 10
2.1 增速拐点：从高增长到稳增长，增长质量重于速度 10
2.2 快递 “反内卷”提 价增厚公司利润，行业格局持续改善 13
3. 公司 α：数字化智能化驱动，从成本追赶到体系壁垒的竞争力跃迁 15
3.1 战略纠偏与管理改革（2018-2019）：硬件追赶与思维转型并行 15
3.2 数字化落地（2019-2024）：全链路降本增效，加强全网竞争力 17
3.3 智能化领跑（2024 至今）：AI 驱动降本增效并占据先发优势 20
3.4 资本投入：持续夯实硬件底座 23
3.5 国际化：差异化能力与潜在增长极 26
4. 盈利预测与估值 27
4.1 盈利预测：预测 2026 年归母净利润为 65 亿元，同比增长 51% 27
4.2 估值：目标价 28.57 元，给予 “买入”评 级 29
风险提示 29

图表目录

图表 1： 圆通速递发展历程 5
图表 2： 圆通速递股权结构（截至 2026 年 7 月 20 日） 6
图表 3： 圆通速递营业收入情况 6
图表 4： 圆通速递归母净利润情况 6
图表 5： 圆通速递业务结构拆分（亿元） 7
图表 6： 圆通速递成本结构拆分（亿元） 7
图表 7： 圆通速递件量及市占率 7
图表 8： 圆通速递及其他快递公司市占率趋势 7
图表 9： 圆通速递期间费用率情况 8
图表 10： 圆通速递利润率情况 8
图表 11： 圆通速递 ROE 与杜邦分解情况 8
图表 12： 圆通速递经营性现金流情况 9
图表 13： 圆通速递资本开支情况 9
图表 14： 圆通速递自由现金流情况 9
图表 15： 中国快递行业业务量和同比增长情况 10
图表 16： 中国网购社零和网购渗透率情况 11
图表 17： 快递行业月度件量同比增速与社零增速对比 11
图表 18： 网购商品单包裹货值情况 11
图表 19： 快递行业件量当月同比（1-2 月合并） 12
图表 20： 快递行业收入当月同比（1-2 月合并） 12
图表 21： 中国快递行业收入集中度 CR8 12
图表 22： 2025 年 7 月至今快递 “反内卷”与涨 价时间表 14
图表 23： 通达兔快递公司 2025Q4、2026Q1、2026Q2 业绩情况 15
图表 24： 2018 年圆通发行可转债募集资金使用计划 16
图表 25： 圆通 2014-2019 年资本开支金额与增长情况 16
图表 26： 圆通 2016-2019 年基础设施情况 16
图表 27： 圆通速递 2014-2019 年件量增速与市场份额变化 17
图表 28： 2020 年非公开发行 A 股股票预案募集资金使用计划 18
图表 29： 圆通数字化转型时间轴 18
图表 30： 圆通的数字化转型在不同参与主体与不同嵌入场景中扩散 19
图表 31： 圆通核心运输与分拣成本情况 20

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 32: 圆通与其他快递公司季度市场份额.....20
图表 33: 圆通 2018-2023 年研发支出情况.....20
图表 34: 圆通 2024-2025 年数据资源研发支出情况.....20
图表 35: 圆通 AI 应用三阶段迭代.....21
图表 36: 2025 年圆通已经形成的 AI 应用场景.....22
图表 37: 2026 年圆通六大 AI 全栈应用.....22
图表 38: 圆通速递与其他快递公司资本开支情况（亿元）.....23
图表 39: 圆通速递固定资产与无形资产各类别期末原值增加值（亿元）.....24
图表 40: 圆通自营分拣中心数量圆通自动化分拣设备数量.....24
图表 41: 圆通干线车辆数量与自有车辆数量及比例情况.....24
图表 42: 圆通自营分拣中心数量.....25
图表 43: 圆通和其他快递公司房屋及建筑物资产原值对比（亿元）.....25
图表 44: 圆通和其他快递公司土地使用权无形资产原值对比（亿元）.....25
图表 45: 通达系快递公司单票毛利对比（元/件）.....26
图表 46: 通达系快递公司单票净利对比（元/件）.....26
图表 47: 圆通货代与航空业务收入（亿元）.....27
图表 48: 圆通货代与航空业务毛利（亿元）.....27
图表 49: 圆通速递业务量与盈利预测表.....28
图表 50: 可比公司估值表（PE 估值法）.....29

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 公司基本情况：进取不止，向新图强

1.1 国内头部快递物流服务商

圆通速递是国内头部综合物流运营商，以自营转运中心和加盟网络为基础，核心业务为快递，同时提供仓配、航空货运及国际供应链服务，并正加速数字化与国际化布局。圆通发展历程可以分为三个阶段：

一阶段：（2000-2015 年），**最先拥抱电商，借电商东风崛起。**2000 年，喻会蛟在上海创立圆通。2005 年淘宝网刚崛起，圆通率先与淘宝全面合作大规模承接电商件。2009 年，公司与 IBM 合作开发"金刚系统"，率先将快件全生命周期纳入信息化管控。2015 年，阿里创投及云锋新创战略入股，圆通航空首飞，全年业务量登顶行业第一。

二阶段：（2016-2017 年）**多元化探索导致主业波动、市占率承压。**2016 年，圆通成功借壳大杨创世（600233.SH）登陆 A 股，成为中国快递行业首家上市公司。同时公司不再满足于电商件单一赛道，向航空、国际、仓储、冷链等方向铺开。因新业务均处重投入、长培育阶段，短期无法贡献利润，并持续消耗管理资源，份额陆续被中通、韵达反超。

三阶段：（2018 年至今）**数字化、智能化管理重塑竞争力，市占率重回行业第二。**2018 年，管理层开启战略纠偏，补齐产能投入。2019 年，圆通启动从规模扩张到效率驱动的战略转型，开展数字化转型；2024 年进一步升级到智能化转型。公司陆续上线覆盖全链条的数字化平台与 AI 应用，持续推进全链路成本、效率和服务质量优化；同时公司持续补充基础设施建设，巩固服务质量与成本效率优势，份额上升至行业第二并仍在持续提升。

图表1：圆通速递发展历程

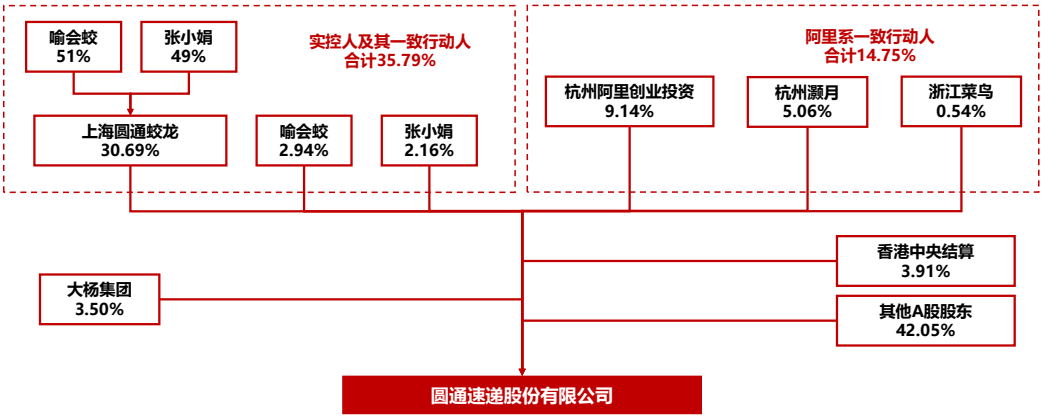


资料来源：圆通官网，各公司公告，Wind，物流指闻，国盛证券研究所

控股权集中且稳定。截至 2026 年 7 月 20 日，控股股东圆通蛟龙持股 30.69%，喻会蛟、张小娟直接持股 2.94%、2.16%，实控人与一致行动人合计持股约 35.79%，确保控制权稳定。**阿里系角色弱化但仍是重要股东。**阿里系由阿里创投、杭州灏月、菜鸟构成一致行动人，2026 年 7 月合计持股 14.75%，虽小比例减持，但仍为重要股东。**职业经理人治理与股权激励配合，**公司较早引入职业经理人制度，2019 年聘潘水苗任总裁，推进全网数字化、智能化转型，辅以多次股权激励计划以提升治理与执行效率，治理结构稳固。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表2：圆通速递股权结构（截至 2026 年 7 月 20 日）



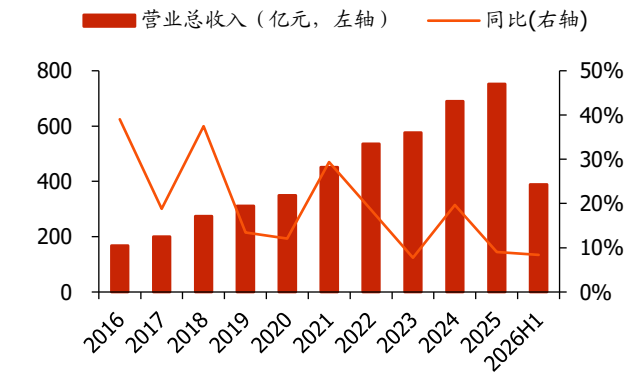
资料来源：圆通速递公司公告，Wind，国盛证券研究所
注：浙江菜鸟持股比例采用 7 月 6 日公告的数据；其他持股比例采用 2026 年 7 月 22 日公告的数据。

1.2 营收利润持续增长，盈利弹性加速释放

营业收入方面，圆通快递上市以来营业收入长期保持增长趋势，主要受快递件量持续增长驱动。2016-2025 年营业收入由 168 亿元增长至 753 亿元，CAGR 约 18%；2026H1 营业收入为 389 亿元，同比增长 8%。

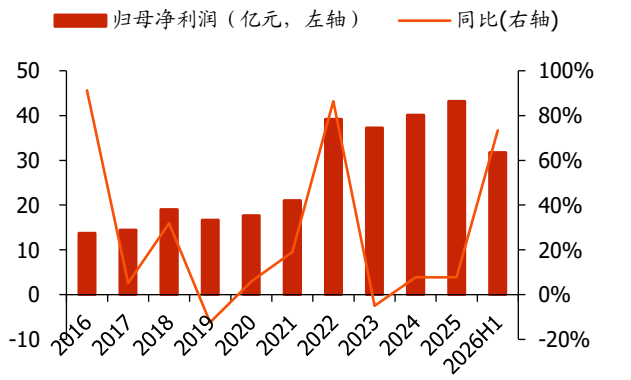
归母净利润方面，公司归母净利润长期增长稳健，2016-2025 年归母净利润由 13.7 亿元提升至 43.2 亿元，CAGR 近 14%。自 2022 年以来受益成本改善与件量增长，年利润水平较 2021 年前明显抬升。2025 年上半年由于价格竞争加剧，业绩阶段性承压，而下半年起行业“反内卷”带来的价格修复，带动 2025 全年盈利修复，并在 2026 年持续释放盈利弹性。2025 年公司归母净利润达 43.2 亿元，同比+8%；2026H1 归母净利润为 31.8 亿元，同比增长 73%。

图表3：圆通速递营业收入情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：圆通速递归母净利润情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

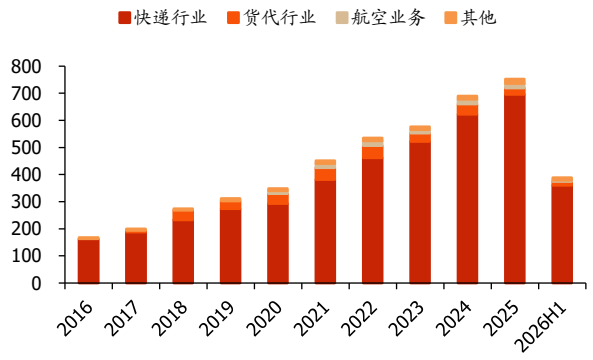
业务结构方面，**快递主业始终是公司收入的核心支柱，航空与货代业务作为补充。**从业务结构看，公司收入主要来源于快递行业，从 2016 年的 164 亿元增长至 2025 年的 696 亿元，CAGR 约 17%，2026H1 快递收入为 360 亿元，占比约 93%；航空业务从 2020

下载日志已记录，仅供内部参考

年的 11.2 亿元增长至 2025 年的 17.6 亿元，CAGR 约 9%；货代行业周期性较强，2022 年货代收入达到峰值 44.9 亿元后震荡回落至 2025 年 22.8 亿元。航空与货代为公司构建综合物流服务能力提供了差异化能力的支持。

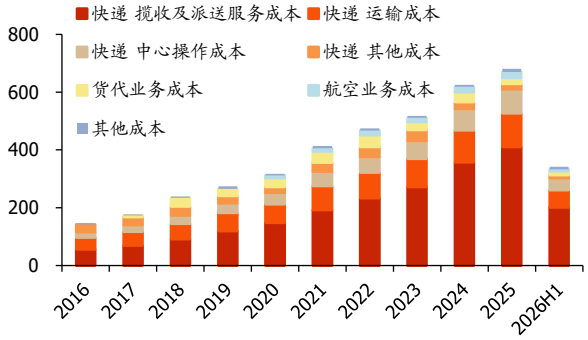
成本结构方面，公司快递业务成本主要由揽收及派送服务成本、运输成本、中心操作成本构成。派送服务支出占比最高，2026H1 约 64%，由于人工成本相对刚性，揽派成本占比长期呈增长趋势；运输成本与中心操作成本 2026H1 合计占比约 33%，受益于公司持续进行数字化、智能化转型，以及自动化设备升级、车辆升级等因素，运输与中心操作成本节降效果良好，占成本比重长期呈下降趋势。

图表5：圆通速递业务结构拆分（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

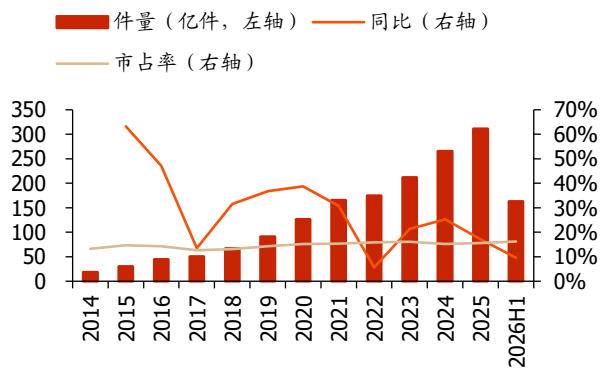
图表6：圆通速递成本结构拆分（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

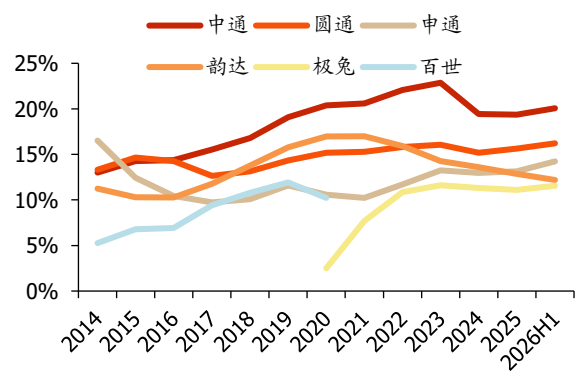
圆通快递件量长期保持增长趋势。从 2014 年的约 18.6 亿件增长至 2025 年的 311 亿件，CAGR 约 29%，2026H1 件量约 163 亿件，同比增长约 10%。**近年市占率稳步上升。**公司市占率从 2014 年约 13%提升至 2015 年约 15%，随后受行业竞争加剧及公司多元化探索影响，2016-2017 年市占率有所回落。2018 年起，随着基础设施投入见效及数字化转型成效显现，市占率逐步回升，至 2022 年市占率已回升至 15.8%，年中圆通反超韵达市占率跃居行业第二；2023 年后市占率逐年提升并坐稳行业第二，2025 年进一步升至 15.7%，2026H1 提升至 16.2%。**件量和市占率的持续上升，体现公司成本效率、服务质量与网络稳定性等综合实力持续增强，也验证了公司近年数字化、智能化转型与精细化管理的有效性。**

图表7：圆通速递件量及市占率



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表8：圆通速递及其他快递公司市占率趋势



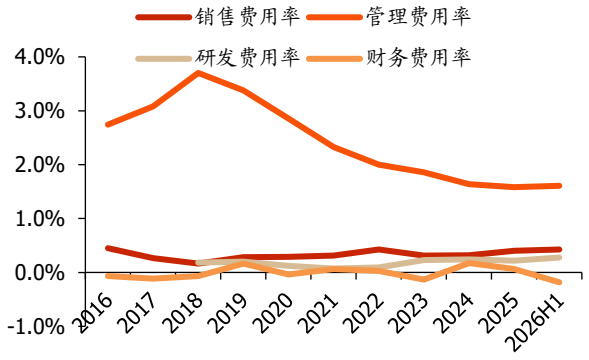
资料来源：Wind，各公司公告，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

费用管控成效显著，规模效应持续显现。费用率方面，期间费用率合计由 2016 年约 3.1%降至 2025 年约 2.3%，其中管理费用率由 2.7%降至 1.6%，降幅最为突出；研发费用率由 2018 年 0.18%提升至 2025 年 0.22%，反映公司对数字化能力建设的持续加码；销售费用率与财务费用率维持低位。整体费用管控能力在通达系中处于较优水平。

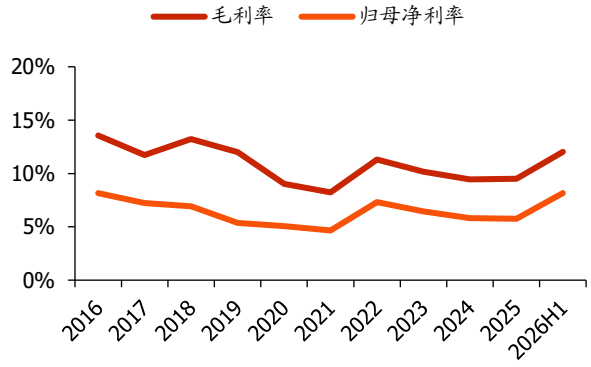
盈利能力指标企稳回升。利润率方面，公司毛利率与净利率受行业价格竞争影响有所波动，2026H1 出现企稳回升。毛利率 2021 年一度降至 8.2%的阶段低点，2022 年修复至 11.3%，此后回落至 2025 年 9.5%，2026H1 提升至 12.0%；归母净利率 2021 年一度降至 4.7%的阶段低点，2022 年短暂修复至 7.3%，后回落至 2025 年 5.7%。2025 年 7 月快递行业“反内卷”开启 后，公司盈利状况逐步好转，盈利能力改善趋势明确，2026H1 提升至 8.2%。

图表9：圆通速递期间费用率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

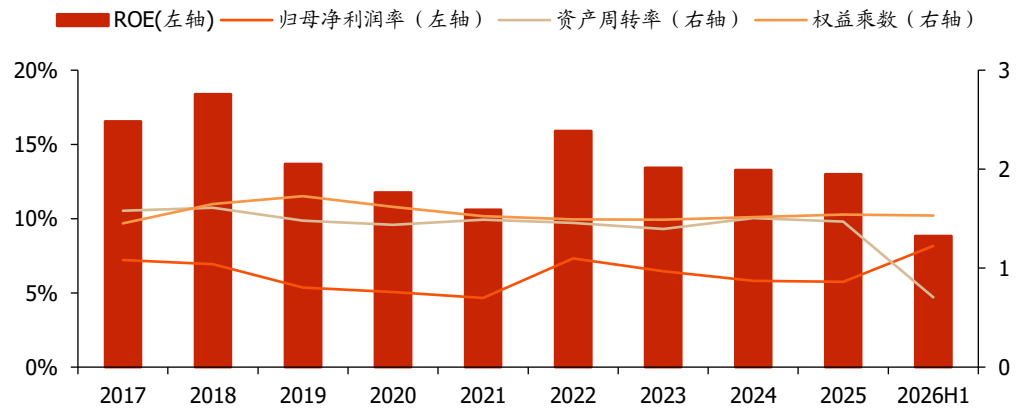
图表10：圆通速递利润率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

ROE 方面，过去几年受利润率下滑影响回落，2026H1 企稳回升。2023-2025 年，公司 ROE 基本维持在约 13%水平，根据杜邦分解，2023-2025 年，归母净利率自 6.5%到 5.7%逐步下滑，资产周转率基本维持在 1.4-1.5 次左右；权益乘数维持在 1.5 倍左右，杠杆水平稳健可控。2026H1，因行业价格修复驱动净利率回升，半年度 ROE 为 8.8%，年化 ROE 可达 17.6%。**随着行业“反内卷”持 续深化以及公司持续优化成本，未来 ROE 有望迎来趋势性改善。**

图表11：圆通速递 ROE 与杜邦分解情况



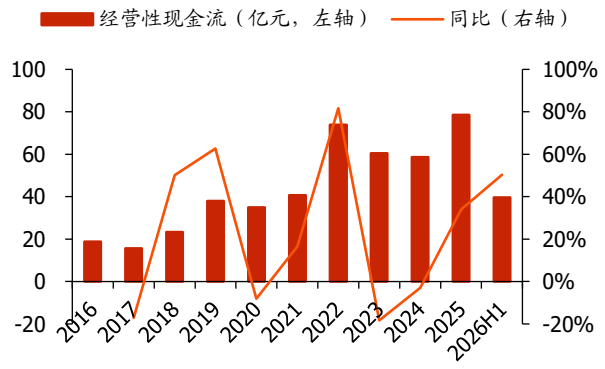
资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

公司经营性现金流持续保持充裕，快递主业维持强造血能力。2016-2025 年经营性现金流由 18.8 亿元增长至 78.5 亿元，CAGR 约 17%。2025 年经营性现金流为 78.5 亿元，同比增长 34%，创历史新高；2026H1 经营性现金流同比增长加速，达到 50%。充裕的经营现金流为公司持续的产能建设与资本投入提供了坚实的资金保障。

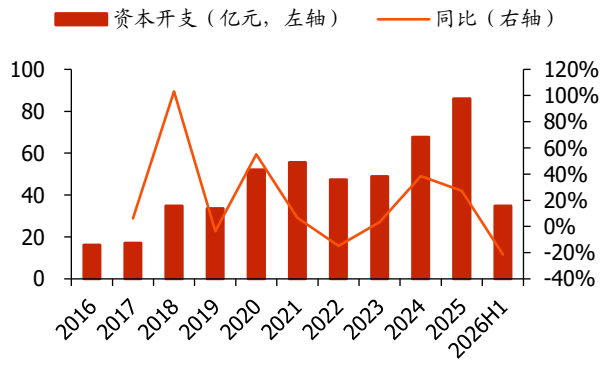
资本开支方面，公司过去几年资本开支显著提升，2026 年开始放缓。资本开支由 2016 年的 16.1 亿元增长至 2025 年的 86.1 亿元，CAGR 约 20%，2026H1 资本开支为 34.8 亿元，同比-21%，主要投向转运中心建设、自动化设备购置、土地储备、航空机队扩张及干线车辆汰换等重大项目。基础设施的完善是公司构建长期成本优势与时效壁垒的必要前提。

图表12：圆通速递经营性现金流情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

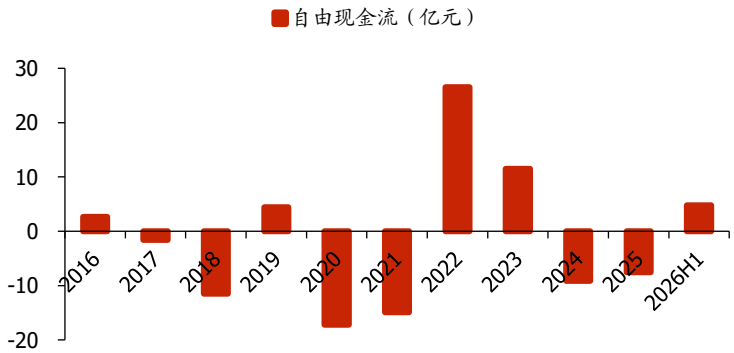
图表13：圆通速递资本开支情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

受资本开支扩张影响，公司自由现金流自 2024-2025 年呈净流出状态，2026 年转为净流入。2022 年因经营现金流高增叠加资本开支阶段性放缓，自由现金流一度转正至 26.6 亿元；后续现金流由于资本支出的增加，自由现金流下降转为净流出，2024 年为-9.1 亿元，2025 年为-7.6 亿元。随着产能布局进入尾声，2026H1 自由现金流由净流出转为净流入，达到 4.8 亿元。**未来公司资本开支有望继续收敛，叠加行业价格修复驱动盈利改善，自由现金流有望趋势性好转，为未来提升股东回报创造空间。**

图表14：圆通速递自由现金流情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 行业 β：“反内卷”开 启价值竞争新阶段，利好头部强者

2.1 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%。

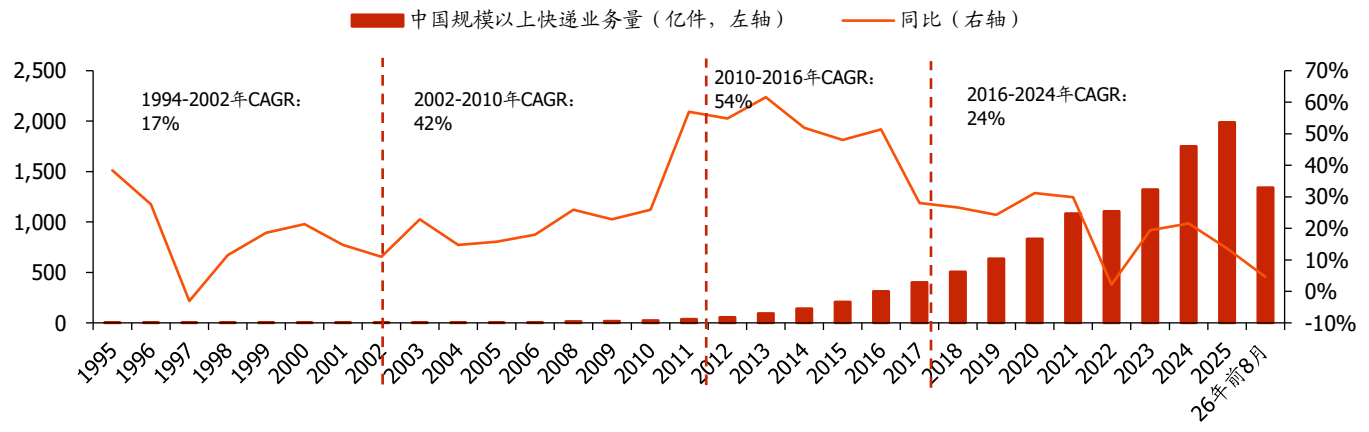
2002-2010 年：电商启蒙期与制度修订。2005 年淘宝网快速崛起，电商件需求开始萌芽，成为快递行业的新驱动力，行业件量从 2002 年的 1.4 亿件增长至 2010 年的 23.4 亿件，年均 CAGR 为 42%。2009 年，新《邮政法》修订实施，正式确认民营快递合法地位。

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 312.8 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 年前 8 月快递业务量为 1341 亿件，同比增长 4.6%，与实物商品网上零售额同比增速相近，包裹小件化趋势明显减弱。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15：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

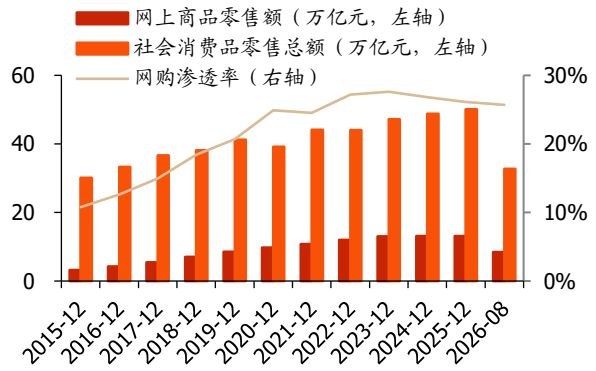
驱动快递行业量增的两大因素正发生变化。通过梳理快递行业三十余年的发展历程，我们发现，驱动快递行业量增主要有两方面因素，一是电商平台 GMV 总量扩张和电商渗透

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

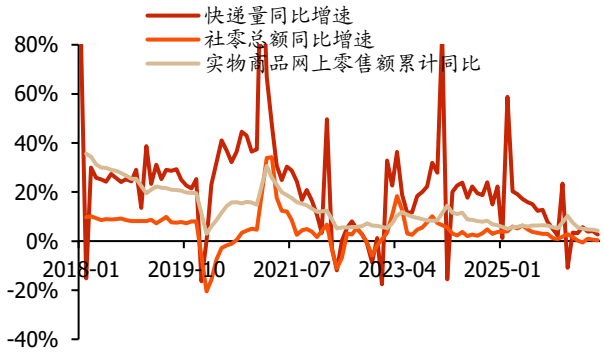
首先，从电商需求看，电商渗透率已进入平台期。2022 年以后，实物商品网上零售额占社零总额的比重稳定在 25%-28%的高位，单纯依靠渗透率提升带来的增量红利明显减弱。电商平台自身的增长也从高速扩张转向理性增长，进一步放缓了总量增长的节奏。此外，随着电商税征收逐步规范，部分过往依赖薄利多销、甚至“刷单”的电商商家因无法转嫁成本而闭店，短期内对快递行业件量造成了一定扰动。

图表16：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

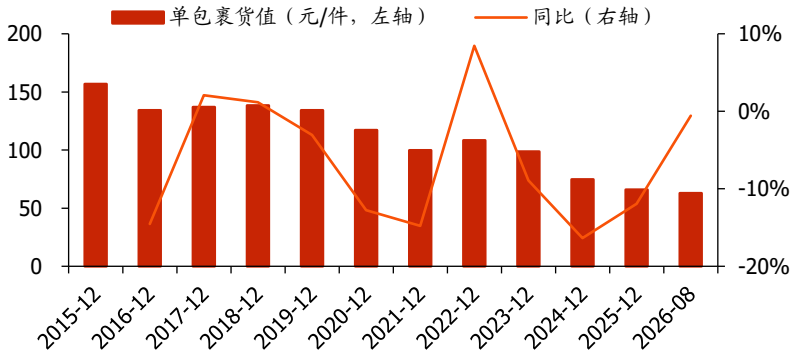
图表17：快递行业月度件量同比增速与社零增速对比



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，包裹价值量开始止跌趋稳。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，前 8 月快递件量同比增速放缓至 4.6%，接近实物商品网上零售额 4.3%的同比增速，单包裹价值量止跌趋稳，维持在 63 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18：网购商品单包裹货值情况



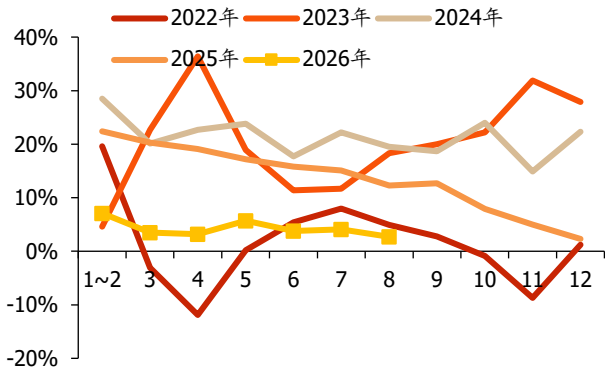
资料来源：Wind，国家邮政局，国盛证券研究所
注：单包裹货值=网上商品零售额/快递业务量

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 年前 8 月快递行业件量同比增速为 4.6%，行业收入同比增速为 7.4%，增速较前三年明显放缓，快递行业正进

下载日志已记录，仅供内部参考

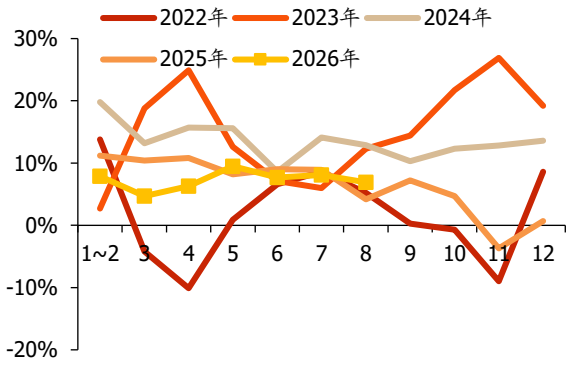
入量稳质升的发展阶段。对快递企业而言，追求有利润、有黏性的健康业务量增长，比盲目追逐低质量业务量增长更为重要。

图表19：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20：快递行业收入当月同比（1-2 月合并）

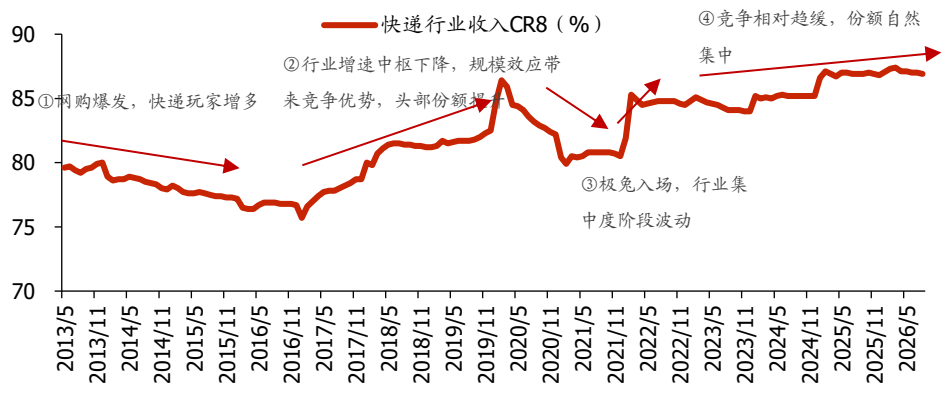


资料来源：Wind，国盛证券研究所

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，1-8 月快递业务收入 CR8 达 86.9%，快递业务量 CR8 高达 96.2%，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，圆通在近几年份额竞争中占据优势，圆通于 2022 年中份额超越韵达跃居行业第二，并在 2023 年以后持续巩固提升份额优势。

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21：中国快递行业收入集中度 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

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 快递“反内卷”提价增厚公司利润，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。而通达系内部的分化并未因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，申通因收购丹鸟与内生增长也实现份额增长，中通、圆通通过内生增长实现份额环比提升。

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。

2026 年 3-4 月，快递行业涨价动力更为多元，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 3-4 月快递行业开启了新一轮提价并迅速向多省市蔓延。2026 年 4-7 月，在多次邮政局会议与多次邮政局调研中强调要整治“内卷式”竞争，给行业淡季与下半年的行业“反内卷”工作继续定调 ；7 月 29 日印发的《邮政业 发展“十五五”规划》，提及“十五五”时 期，国家邮政局将持续整治“内卷式”竞 争。

2026 年 8 月底至 9 月，行业将步入旺季，国家邮政局陆续赴河北、河南、江苏、浙江调研座谈并强调“内卷式”竞 争治理，价格洼地提价与核心产粮区价格维护力度明显增强，9 月河南、义乌、安徽、江苏陆续提价；随着电商旺季渐近，行业有望启动全国性普涨。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表22：2025 年 7 月至今快递“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。	
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 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-4 月底	义乌、云南、江西、贵州、湖南、山东、河北、福建等多个省份加盟快递落地提价。	油价上涨，价格传导
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。	
2026 年 4 月 29 日	国家邮政局召开局长办公会议，强调要持续巩固行业整治“内卷式”竞 争工作成效，更好服务纵深推进全国统一大市场建设。	
2026 年 6 月 1 日-2 日	6 月 1 日至 2 日，国家邮政局党组书记、局长赵冲久带队赴浙江省调研。强调要加强行业监管，严格执法，督促企业合规经营，整治“内卷式”竞争，营 造公平竞争市场环境。	
2026 年 6 月 8 日	国家邮政局召开党组会议。强调要聚焦重点领域，全面排查化解各类风险，深入整治“内卷式”竞争，指导企业规范内部考核机制。	
2026 年 6 月 29 日-7 月 2 日	国家邮政局党组成员、副局长廖进荣带队赴上海调研，走访快递企业总部。强调要进一步强化企业总部统一管理责任，持续深化治理“内卷式”竞争，强化快递员群体合法权益保障，加强安全生产管理，维护快递服务网络稳定，促进快递业高质量发展。	
2026 年 7 月 29 日	国家邮政局、国家发展改革委、交通运输部联合印发《邮政业发展“十五五”规划》。《规划》提及“十五五”时期，国家邮政局将持续整治“内卷式”竞争。	
2026 年 8-9 月	8 月下旬至 9 月上旬，国家邮政局赴河北、河南、江苏、浙江调研座谈并强调反内卷。9 月河南、义乌、安徽、江苏通达兔快递陆续提价。	“反内卷”强化、旺季涨价

资料来源：国家邮政局，河南省邮政管理局，河北省邮政管理局，物流沙龙公众号、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，21 世纪经济报道，，物流指闻，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，带动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，实际冲击有限且充分转嫁；叠加“反内卷”持续超预期，产粮区春节后挺价、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，带动通达系快递公司 Q1、Q2 业绩均实现中高速增长，其中因低基数效应，通达系 Q2 利润增长较 Q1 进一步加速。展望下半年，监管部门再强调持续深化治理“内卷式”竞争，预计下半年行业仍将竞争秩序保持改善，终端价格合理修复，叠加 9-12 月旺季，行业有望进一步涨价，从而带动快递公司 2026 年下半年利润弹性将持续兑现。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表23：通达兔快递公司 2025Q4、2026Q1、2026Q2 业绩情况

	中通快递	圆通速递	申通快递	韵达股份	极兔速递
25Q4 归母净利/调整净利（亿元）	27.0	14.5	6.1	4.4	25H2 2.7 亿美元
YOY	-1%	34%	58%	-13%	25H2 +96%
25Q4 件量（亿件）	106	86	73	65	25H2 161 亿件
YOY	9%	12%	10%	-6%	18%
25Q4 单票净利（元/件）	0.26	0.17	0.08	0.07	25H2 0.02 美元
YOY	-10%	20%	44%	-8%	66%
26Q1 归母净利/调整净利（亿元）	23.8	13.8	4.6	4.9	-
YOY	5%	61%	94%	52%	-
26Q1 件量（亿件）	97	76	66	57	-
YOY	13%	13%	14%	-6%	-
26Q1 单票净利（元/件）	0.25	0.18	0.07	0.09	-
YOY	-7%	43%	70%	61%	-
26Q2 归母净利/调整净利（亿元）	30.9	18.0	5.8	5.1	26H1：3.5 亿美元
YOY	50%	85%	165%	146%	124%
26Q2 件量（亿件）	105	86	77	65	26H1：175
YOY	7%	7%	17%	-2%	25%
26Q2 单票净利（元/件）	0.29	0.21	0.08	0.08	26H1：0.02 美元
YOY	41%	73%	127%	150%	79%

资料来源：Wind，各公司公告，国盛证券研究所

3. 公司 α：数字化智能化驱动，从成本追赶到体系壁垒的竞争力跃迁

圆通速递的 α，核心在于其以数字化智能化为主线、历时七年完成的竞争力重塑。2019 年以前公司曾因战略节奏判断偏差短暂经历份额下滑；2019 年，新任总裁潘水苗确立技术驱动的发展方向，启动全链路数字化转型；此后 7 年，公司完成了信息化到数字化再到智能化的三级迭代，成本与效率明显优化，市场份额重回行业第二位，并在 AI 应用领域建立了先发优势。本章从上述逻辑出发，分析圆通竞争力重塑的路径与成效。

3.1 战略纠偏与管理改革（2018-2019）：硬件追赶与思维转型并行

2015 年，圆通业务量居行业首位，市占率约 15%。同年公司开始布局航空货运并签约采购 15 架波音货机，同时扩展国际物流、冷链、仓储等新业务方向。由于上述业务均处重资本投入、长培育周期阶段，客观上分流了主业资源与注意力，2016 至 2017 年期间，公司在核心产能建设节奏上有所放缓，市占率被中通、韵达阶段性反超。

2018 年起，管理层将经营重心重新聚焦于降本增效与核心竞争力的构建。同年末，公司发行可转换公司债券，募集资金 36.5 亿元，投向多功能转运中心建设（23 亿元）、转运中心自动化升级（10 亿元）和航空运能提升（3.5 亿元），为产能回补提供了资金支撑。当年资本开支明显提速，购建固定资产、无形资产及长期资产支付的现金为 35 亿元，同比增长 103%，并在 2019 年依然维持较高的资本开支水平。2018 年与 2019 年末，公司分别有枢纽转运中心 67 个/73 个，自动化分拣设备 39 套/80 套，自有运输车辆 1199 辆/1555 辆，硬件设施均有明显增长。

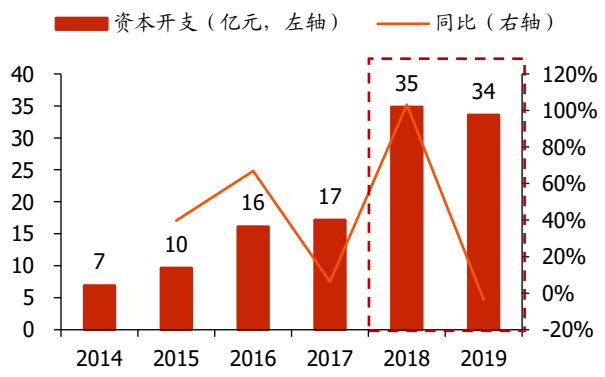
下载日志已记录，仅供内部参考

图表24：2018 年圆通发行可转债募集资金使用计划

项目名称	项目名称	投资总额（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
多功能转运及仓储一体化建设项目	南通转运枢纽	3.32	2.60
	芜湖转运枢纽	2.74	2.20
	绍兴转运枢纽	5.00	4.00
	温州转运枢纽	3.32	2.26
	泰州转运枢纽	1.75	0.93
	南昌转运枢纽	1.35	0.85
	漯河转运枢纽	4.01	3.07
	盘锦转运枢纽	1.97	1.00
	沈阳转运枢纽	3.50	2.89
	长沙转运枢纽	4.49	3.20
	合计	**31.45**	**23.00**
转运中心自动化升级项目	智能化全自动输送设备	8.91	
	智能化全自动分拣设备	4.48	
	配套自动/半自动分拣设备	4.33	
	其他配套设备	4.46	
	合计	**22.19**	**10.00**
航空运能提升项目	波音 757-200 飞机 2 架	2.90	3.50
	波音 737-800 飞机 2 架	2.94	
	合计	**5.84**	**3.50**
总计		**59.49**	**36.50**

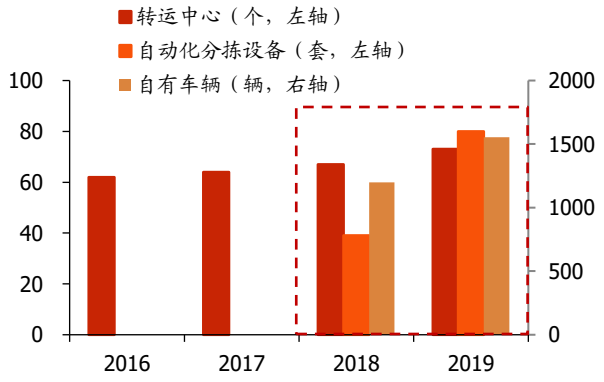
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表25：圆通 2014-2019 年资本开支金额与增长情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表26：圆通 2016-2019 年基础设施情况

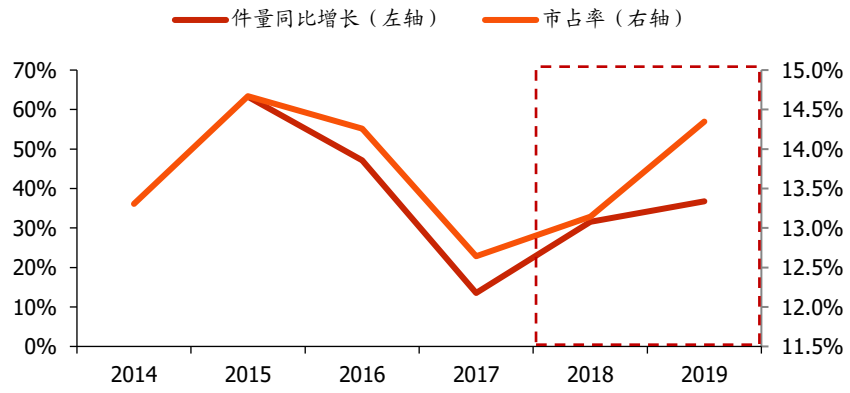


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

随着基础设施补齐，公司件量于 2018 年起加速增长，2018-2019 年分别同比增长 32%/37%，较 2017 年 14%的件量增速明显提速；同时，市场份额于 2018 年起重拾上升趋势，同比提升 0.5pct 达到 13.1%，2019 年市占率进一步提升 1.2pct 达 14.3%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表27：圆通速递 2014-2019 年件量增速与市场份额变化



资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.2 数字化落地（2019-2024）：全链路降本增效，加强全网竞争力

仅依靠硬件层面的产能回补不足以彻底改变竞争能力，还需要在精细管理与成本管控等软实力层面实现突破，才能真正将硬件投入转化为运营效能。近几年，数字化、智能化能力的突破，正是驱动公司全网效能不断提升的关键法宝。

圆通此前较早完成了快递业务的信息化部署。自 2009 年起，公司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，至 2018 年末已形成“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” 等核心系统矩阵，覆盖揽收、中转、派送、客服全业务流程及日常管理的各个方面，为后续数字化转型奠定了数据资产基础。

2019 年 4 月，潘水苗出任总裁，将数字化转型列为“一把手”工程，目 标是用数字化转型推动操作效率的提升和成本的下降，推动服务质量的提升和定价能力的改善，实现客户分层和产品分级的。他调整了管理理念，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，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； 效仿科技类企业，边用边开发，遇到问题就及时迭代；实现快速跟进客户需求，大幅提升效率，减少无效开发，系统之间互联互通和统一规划较此前大幅提升。数字化转型带来的明显变化，就是一降一升。2020 年，在投入没有增加的基础上，圆通的技术开发人员数量有所下降，但开发效率大幅提升。

2021 年 12 月，公司完成非公开发行，募集资金 37.9 亿元。相较于上一轮发行可转债募资，本轮募资将更多资金用于提升信息系统及数据能力，加快全面数字化、信息化转型，信息系统及数据能力提升项目计划投资 4.3 亿元（募资 2 亿元），为数字化战略的纵深推进提供了增量资金保障。

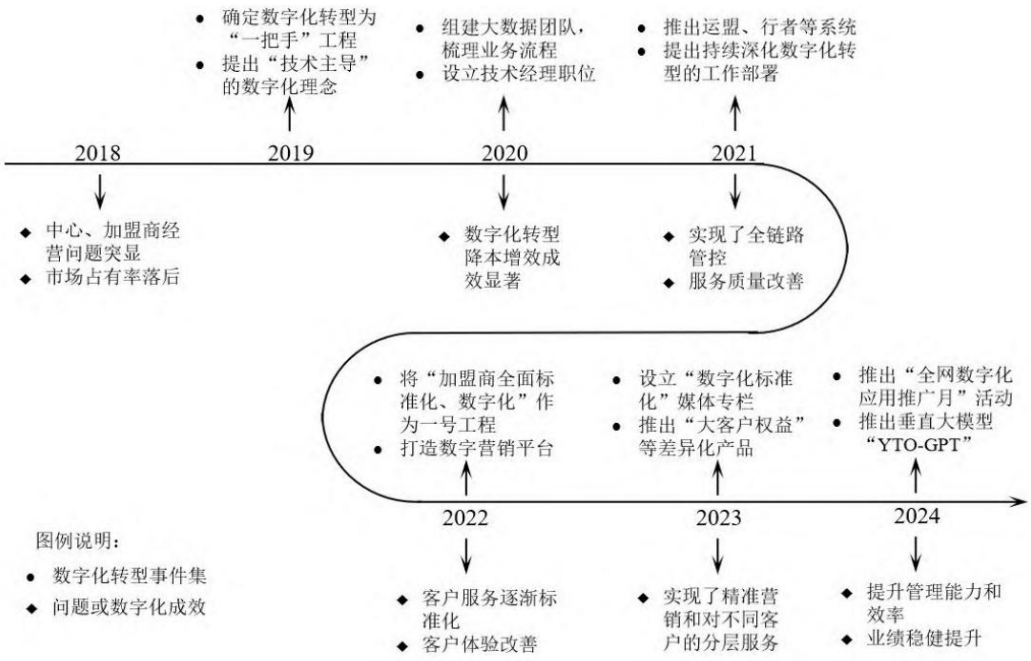
下载日志已记录，仅供内部参考

图表28：2020 年非公开发行 A 股股票预案募集资金使用计划

项目名称	项目名称	投资总额（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
多功能网络枢纽中心建设项目	**合计**	**59.13**	**23.40**
运能网络提升项目	牵引头	3.19	2.66
	挂厢	2.25	1.88
	9.6 米运输车	0.56	0.46
	合计	**6.00**	**5.00**
信息系统及数据能力提升项目	购置软件	0.28	0.28
	购置硬件	1.76	1.72
	研发支出	2.23	
	合计	**4.27**	**2.00**
补充流动资金	**合计**	**7.50**	**7.50**
合计		**76.91**	**37.90**

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表29：圆通数字化转型时间轴



资料来源：董静、吕孟丽、王诗翔《从业务主导到技术主导的制度逻辑变革——基于圆通数字化转型的案例研究》，国盛证券研究所

圆通的本轮数字化转型不仅围绕总部与内部成本管理，更扩散并落实到末端网络服务与客户营销全链路管理，形成了覆盖全链路的数字化能力。

在总部营运管理方面，为了降低单票运输成本，2020 年，依托数字化能力，圆通速递对每条线路的单车装载票数进行实时感知和管控，将车均票量（平均单车装载票数）从 2019 年的 7922 票提升到 9746 票，车均票量同比提升超 28%，人均效能同比提升超 36%；2021 年上半年车均票量又进一步提升至 12000 票，单票运能成本大幅下降。为了降低单票中心操作成本，圆通将转运中心岗位的管控效率数字化，对全国所有进港卸车效率用实时数据展现，卸货效率从 2020 年 9 月的平均每小时约 900 件，提升至 2021 年 3 月的 1400 件，显著优化了单票中心操作成本中的人力成本。圆通将管理能力的提升归功

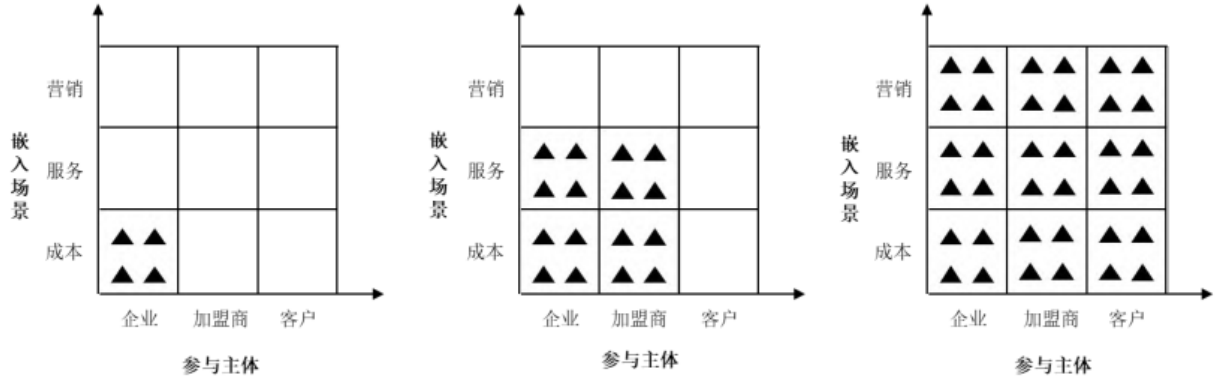
下载日志已记录，仅供内部参考

于数字化转型升级，圆通通过对每个转运中心、每个岗位进行精细化管理，从而降低成本。

在加盟网络数字化与标准化方面，此前快递行业的数字化主要集中于总部层面和转运环节，圆通则将数字化延伸至规模庞大、管理异质性较高的加盟商群体。为了解决加盟制企业的管理痛点，**公司秉承打造“非直营的类直营化”的 理念，在 2022 年将加盟网络的数字化、标准化建设作为“一号工程”持续 深化加盟网络服务与管理。**公司通过自主研发的财务、人资、客服等数字化系统以及各项业务的标准化管理规范，将管理标准化和经营工具下沉至加盟商，推动加盟商财务核算、业务运营、服务质量全方位可视可控，助力加盟商增强财务分析能力、精准考核完善激励、提高员工工作效率，全面提升加盟商综合经营实力。截至当年年末，加盟商财务系统使用率超过 85%，智能客服系统使用率达 40%。2025 年，“一号工程”已基本实 现加盟商全覆盖，全网综合经营实力显著提升。

在客户营销方面，圆通以“客户管家”为载 体，推广智能客服，推进精准营销策略，全面链接客户，多维改善客户体验，增强客户粘性。截至 2022 年上半年末，客户管家活跃度大幅提升。2023-2025 年公司借助人工智能技术，持续优化“客户管家”系统 模块，不断完善智能客服系统，提高客服接待、处理和仲裁各环节智能化水平，服务效率显著提升；2025 年升级推出了客户管家 ERP 系统，新增“店铺经营分析”和“智能库存管理”两 大核心功能，帮助电商商家实时监控销售数据，实现全流程管控出入库及退换货等，深度打通商流、物流全链条，进一步为客户赋能，提升客户服务体验，增强客户粘性。

图表30：圆通的数字化转型在不同参与主体与不同嵌入场景中扩散

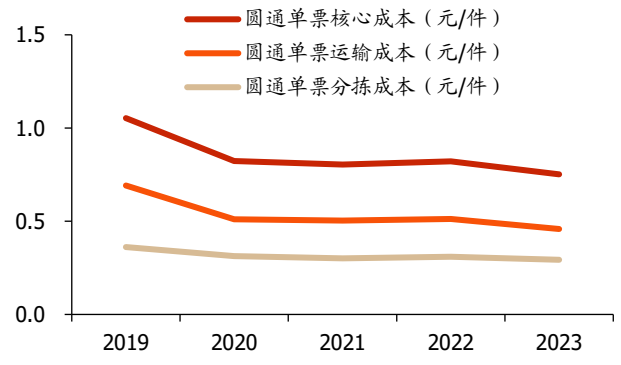


资料来源：董静、吕孟丽、王诗翔《从业务主导到技术主导的制度逻辑变革——基于圆通数字化转型的案例研究》，国盛证券研究所

全链路数字化全面落地后，圆通成本、份额等经营指标实现全方位改善。业务规模稳步扩张，全程快件时效显著压缩，客户投诉、核心成本下行，服务质量持续改善。成本端改善成果尤为突出，2019 至 2023 年公司单票运输成本由 0.69 元降至 0.46 元，累计下降 34%；单票中心操作成本由 0.36 元降至 0.29 元，累计下降 19%。运营效率的持续优化支撑份额修复，公司于 2022Q2 市场份额反超韵达，自此稳居行业第二位。

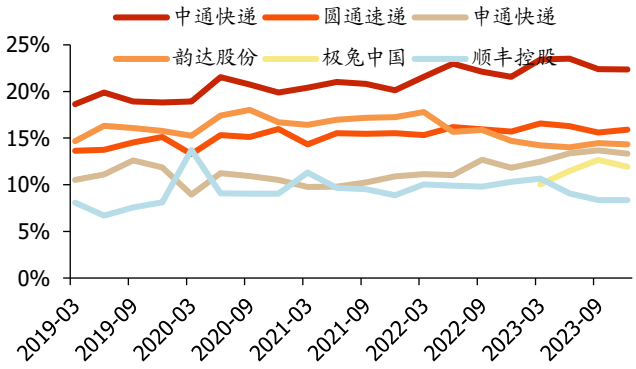
下载日志已记录，仅供内部参考

图表31：圆通核心运输与分拣成本情况



资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

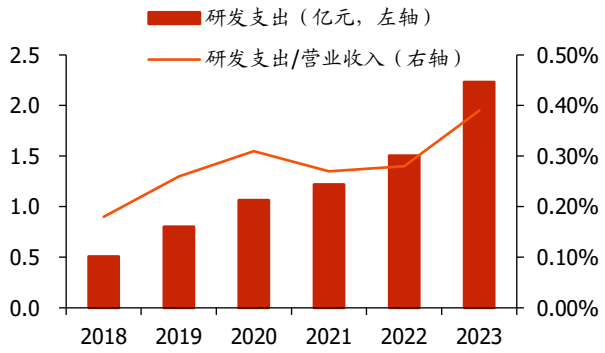
图表32：圆通与其他快递公司季度市场份额



资料来源：Wind，国盛证券研究所

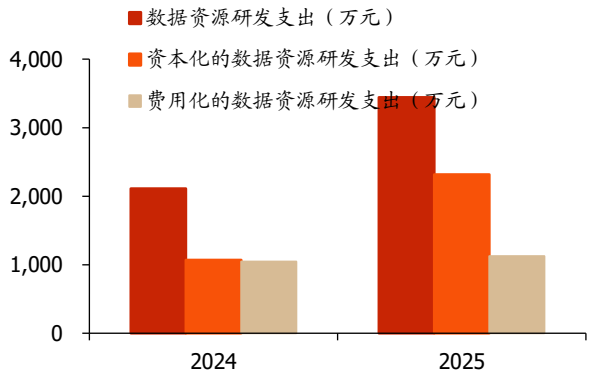
研发支出从 2018 年的 0.51 亿元增至 2023 年的 2.23 亿元，但占营收比重仅 0.39%，技术投入产出效率突出。2024 年，公司完成数据资产入表，标志着公司已具备将数据资源持续转化为长期经济效益的核心能力。

图表33：圆通 2018-2023 年研发支出情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表34：圆通 2024-2025 年数据资源研发支出情况



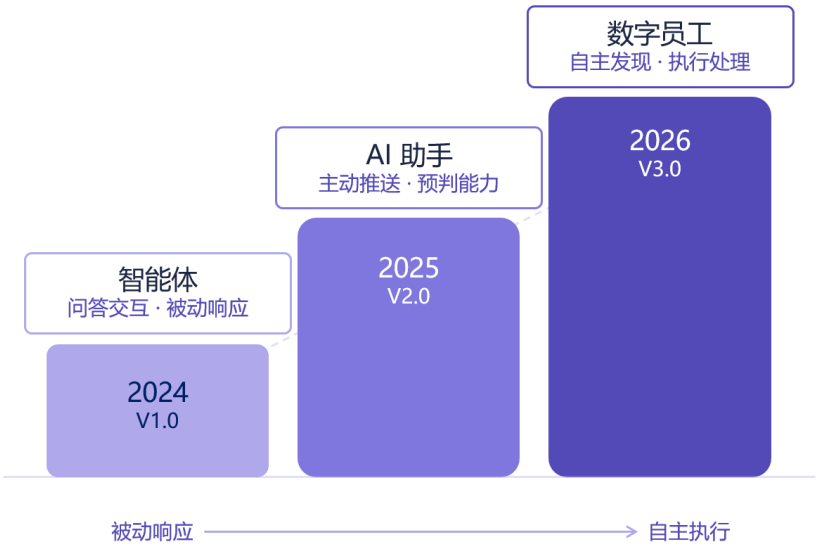
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.3 智能化领跑（2024 至今）：AI 驱动降本增效并占据先发优势

随着公司信息化、数字化转型趋于完善与 AI 大模型的崛起，公司积极应用新兴的 AI 技术，从数字化阶段进一步向智能化阶段转型。2024 年 1 月，圆通推出人工智能大模型智多星（YTO-GPT），全面从数字化时代迈向人工智能时代，较国内 AI 应用热潮的全面兴起提前约一年。截至当前，在 AI 应用演进路径上，圆通走出了清晰的三年三个阶段：2024 年 1.0 是智能体，核心功能是你问我答，被动响应；2025 年 2.0 是 AI 助手，从被动响应发展到主动推送；2026 年 3.0 是数字员工，发现问题后主动执行、直接处理。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表35：圆通 AI 应用三阶段迭代



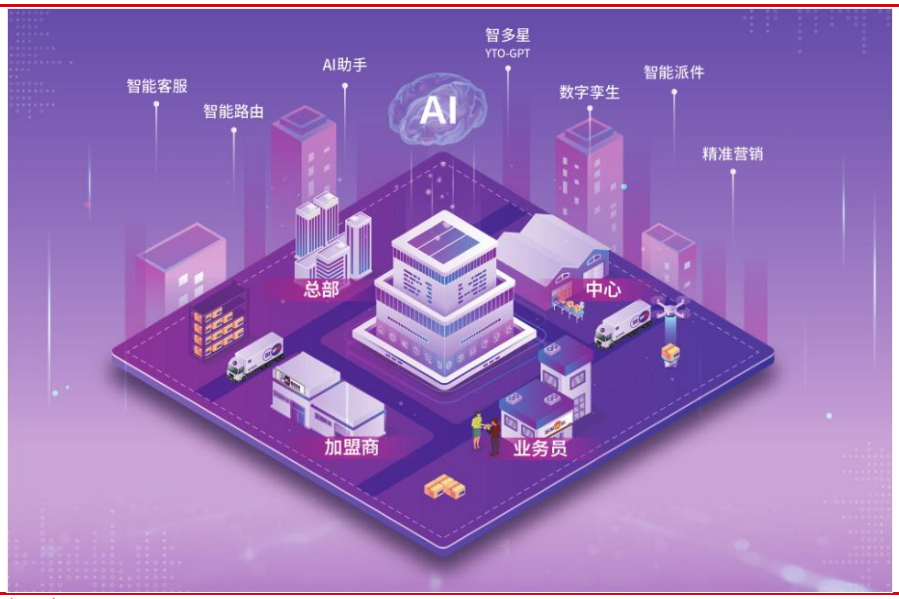
资料来源：中国证券报，国盛证券研究所绘制

2024 年，公司紧抓人工智能技术变革机遇，结合业务全流程应用场景，加速布局人工智能定制化部署与场景落地，研发并升级智多星（YTO-GPT）等系统应用。人工智能应用随后逐渐落地推广，赋能业务运营：运输方面，公司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；转运方面，公司推进数字孪生在转运中心管理和运营中的运用，实现管理人员对格口、小车、供件台的实时监控，以及异常情况的预警提醒，可进一步帮助管理人员及时发现问题，降低运营风险，提升运营效率；客服方面，公司持续迭代、拓展智能客服的应用场景，强化人机交互，推动服务前置和及时响应，稳步提升服务品质。

2025 年，公司持续深化自然语言理解、大模型、数字孪生等技术的垂直运用，推动前沿技术与业务场景深度融合，打造覆盖全链路的智能化运营体系。实现各类经营管理数据的智能化调取和分析，有效提升全网管理决策效率；为不同员工打造专属智能助手，实现数据自动分析、前置提醒和主动推送，提高管理效率和操作人效；持续优化智慧路由系统，强化运输路径的智能规划和动态调整，提升干线运输时效、降低运输成本；全面推广智能派件系统应用，提升快递员揽派效率和履约能力，并结合客户画像标签优化揽派消息推送。同时，公司研发和升级 ERP 系统，为客户提供商流、物流一站式解决方案，增强客户粘性。对于圆通而言，AI 早已不再是概念规划，而是驱动企业运转的核心生产工具。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表36：2025 年圆通已经形成的 AI 应用场景



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2026 年，圆通进一步加强 AI 的主动执行能力，开发出“数字员工”应用， 推动经营管理向 AI 驱动转型。截至目前，公司已形成六大 AI 全栈应用：数字孪生、机器视觉、智能体、AI 助手、数字员工、AI 编程，覆盖营运、网络管理、客服、营销、管理、安全、人力资源、财务等全链路业务条线。

图表37：2026 年圆通六大 AI 全栈应用

AI 应用	应用成果
数字孪生	可实现全网集运中心全域可视化管控，100%覆盖全网枢纽，能够实时监控、智能预警，大幅压缩中转各环节等待、异常处置时长。
机器视觉	覆盖 24 个业务场景的全链路实时感知网络，显著优化分拣精度、破损管控、客服质量与时效水平。
智能体	智能体落地超 100 个，深度嵌入全业务环节，2026 年至今累计 Token 吞吐量超 2.6 万亿，可秒级响应、精准分析，创造十亿量级成本节约。
AI 助手	分层覆盖全岗位序列，通过信息主动推送辅助各节点决策，打通管理落地“最后一公里”， 实现全层级精准赋能。
数字员工	28 位数字员工全面承接全流程标准化工作，具备主动执行、复盘迭代能力，推动经营管理向 AI 驱动转型。
AI 编程	深度融入研发全流程，通过自动优化迭代，提升研发效率与技术创新能力。

资料来源：圆通之家，国盛证券研究所

圆通的数字化、智能化能力已成为核心竞争壁垒。AI 应用已通过全网实景规模化验证，在提升服务质量、降本增效及强化加盟网络管控方面成效显著。具体数据上，路由规划单一智能体在 2025 年即实现运营成本节约 1.5 亿元，上百个智能体全年可量化成本节约已达十亿级别；数字孪生技术实现全网集运中心 100%可视化，卸车等待时长缩短 25%，异常事件处理时长降低 45%，换包异常响应时长降低 40%，小车异常影响时长缩短 90%；机器视觉已覆盖 24 个业务场景，全网快件破损降低 25.2%；AI 仲裁日均有 1.2 万个理赔订单可以在秒级内完成，AI 仲裁准确率达 98%。

这些应用不仅直接创造了可量化效益，更从战略上解决了传统加盟制快递总部难以穿透一线数据与流程的痛点，通过 AI 助手、智能派件、智能客服等工具，总部得以对网点运营和客户体验进行实时感知与纠偏，强化了一线管理效率与一线操作人效。

下载日志已记录，仅供内部参考

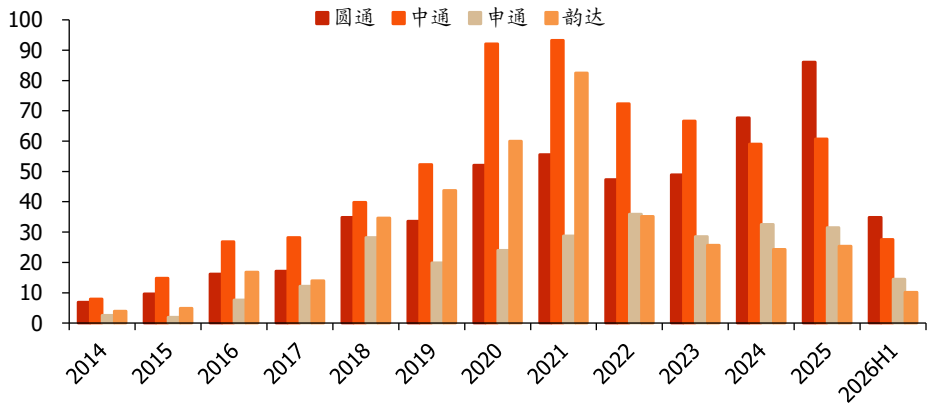
由此，行业竞争维度也正在发生变化——过去十年，通达系之间的竞争主线围绕业务量展开，竞争维度集中在价格、规模和网络密度，而当前竞争重心已转向成本管控能力、网络运营效率和技术赋能深度，人工智能正在渗透到快递路由规划、分拣调度、客服仲裁、末端派送等全链路环节，全面驱动降本增效。

展望未来，我们认为，AI 的降本空间远未触达天花板。当前百个智能体实现的十亿级节约仅代表初级阶段，数字员工规模将持续扩大，AI 能力将从辅助决策向自主决策演进。圆通作为行业内少有的完成信息化、数字化、智能化完整三级迭代、提前布局生成式 AI 大模型的企业，在新一轮竞争中占据了明确的先发位置。这一领先优势需要业务场景、数据积淀和算法迭代的同步推进，短期内难以通过资本投入追平，构成了圆通具有持续性的竞争壁垒。

3.4 资本投入：持续夯实硬件底座

数字化与智能化的运行需要硬件基础设施作为支撑。近三年圆通在行业增速放缓的背景下保持了较高的资本开支强度：2023 年投入 49 亿元，2024 年投入 68 亿元，规模超过中通位居通达系首位，2025 年资本开支为 86 亿元，持续高位。2026H1 约 35 亿元，同比下降 21%。

图表38：圆通速递与其他快递公司资本开支情况（亿元）



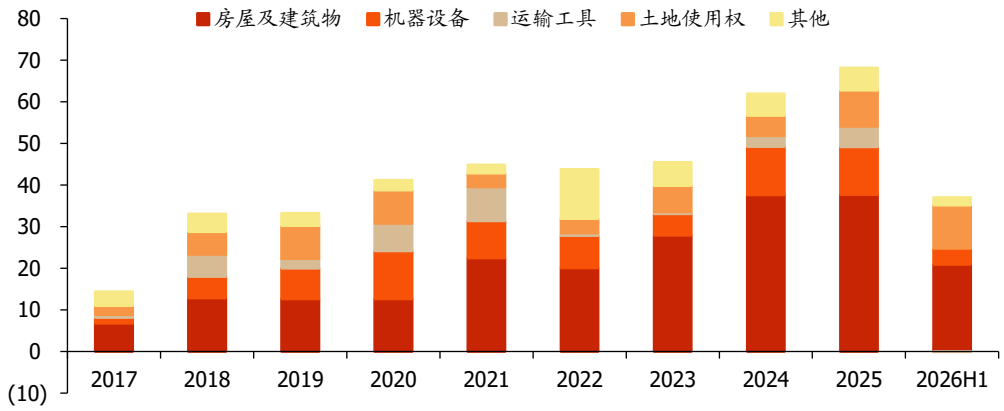
资料来源：Wind，中通快递官网演示材料，国盛证券研究所

资本开支的核心目的在于弥补历史形成的资产端差距。2014 至 2023 年，圆通累计资本开支约 322 亿元，同期中通约 494 亿元。公司通过 2024-2025 两年的加速投入，在运营底盘、自有资产占比和自动化水平三个维度上持续缩小差距。

资本开支主要投向三个方面：一是转运中心建设与升级，2025 年房屋及建筑物固定资产原值同比增加 38 亿元，机器设备同比增加 12 亿元；二是运输设备购置与汰换，运输工具固定资产原值同比增加 5 亿元，飞机及发动机同比增加 2 亿元；三是核心区域土地储备，土地使用权无形资产原值同比增加 9 亿元。

下载日志已记录，仅供内部参考

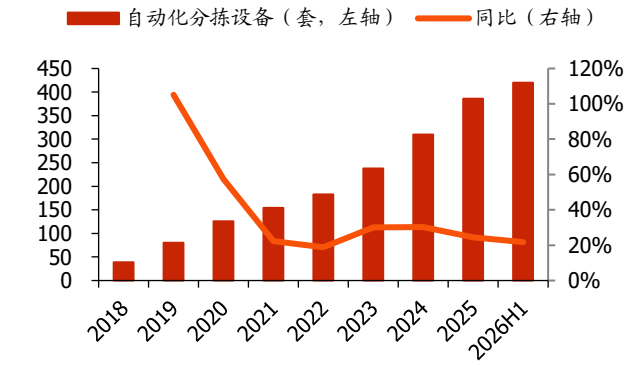
图表39：圆通速递固定资产与无形资产各类别期末原值增加值（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

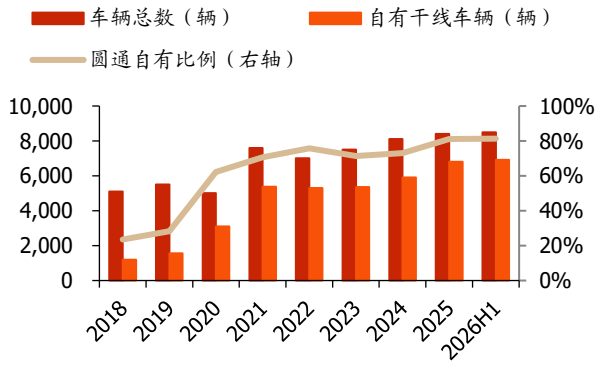
自动化方面，截至 2026H1 末公司自动化分拣设备已布局 420 套，同比增加 22%。运力方面，截至 2026H1 末全网干线运输车辆超 8500 辆，其中自有车辆 6911 辆，自有化率约 81%。

图表40：圆通自营分拣中心数量圆通自动化分拣设备数量



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表41：圆通干线车辆数量与自有车辆数量及比例情况

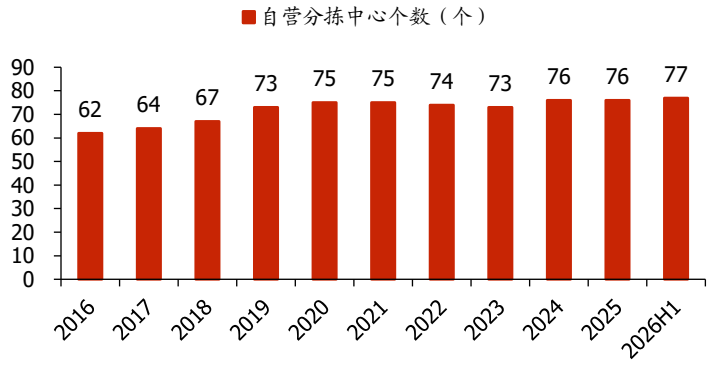


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

转运中心方面，2026H1 末，公司在全国拥有自营枢纽转运中心 77 个，房屋及建筑物资产原值和土地所有权原值在同业中保持领先。

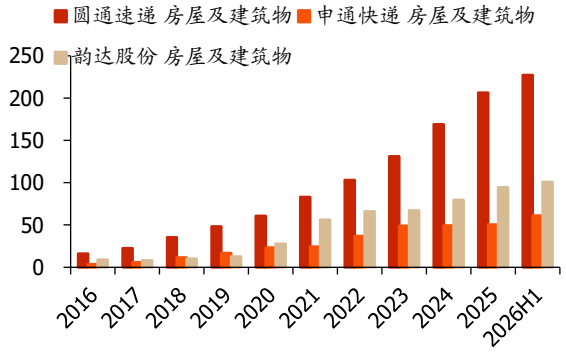
下载日志已记录，仅供内部参考

图表42：圆通自营分拣中心数量



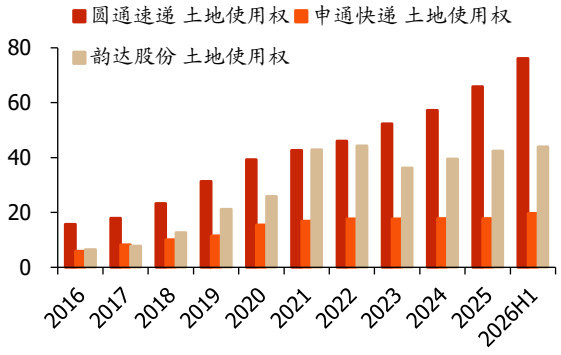
资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表43：圆通和其他快递公司房屋及建筑物资产原值对比（亿元）



资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

图表44：圆通和其他快递公司土地使用权无形资产原值对比（亿元）



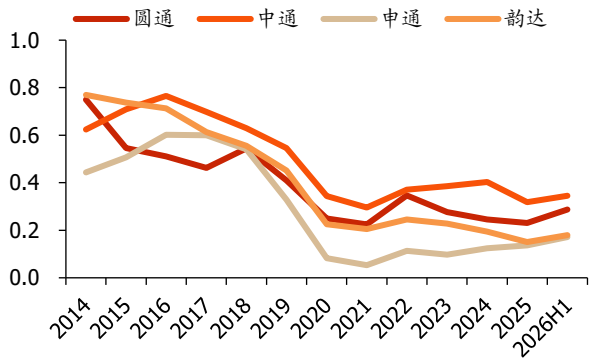
资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

公司的资本开支并非简单的产能外延扩张，而是集中于自动化、智能化等核心产能环节的精准投放，是数字化战略在物理层面的落地。高强度投入的本质，是为数字化和智能化构筑运行基础——自动化设备提供实时数据采集能力，数字化平台将数据转化为分析洞察，智能化系统基于分析结果实现决策优化，三者形成闭环、递进支撑。

投入效果已在运营数据中持续兑现。2026H1，圆通单票运输成本降至 0.36 元，较 2025 年下降 0.01 元；单票中心操作成本降至 0.26 元，较 2025 年下降 0.01 元；两者合计 0.63 元，较 2025 年下降 0.01 元。单票毛利从 2025 年的 0.23 元提升至 2026H1 的 0.29 元；单票净利从 2025 年的 0.14 元升至 2026H1 的 0.20 元，与行业龙头中通的差距持续收窄。

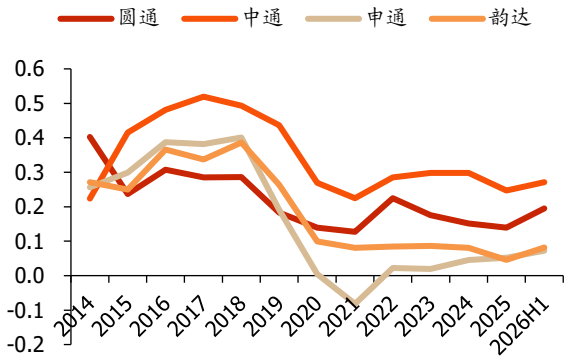
下载日志已记录，仅供内部参考

图表45：通达系快递公司单票毛利对比（元/件）



资料来源：各公司公告，Wind，国盛证券研究所

图表46：通达系快递公司单票净利对比（元/件）



资料来源：各公司公告，Wind，国盛证券研究所

3.5 国际化：差异化能力与潜在增长极

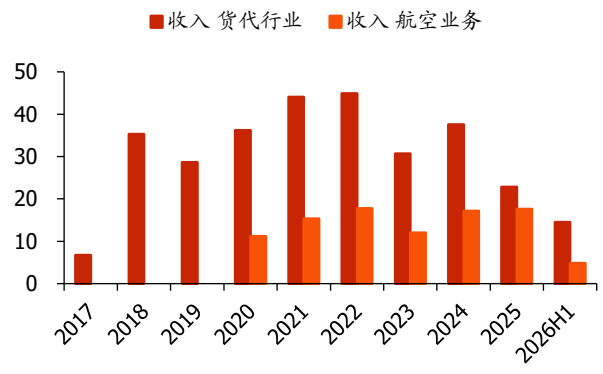
圆通在航空与国际物流领域的布局，是公司区别于其他通达系的重要差异化能力之一。圆通已经形成了“机队+国际业务+枢纽机场”一体化的协同闭环，圆通航空是运力提供方，圆通国际快递是业务需求方，嘉兴机场则是承载这一体系的物理枢纽与战略支点。

航空方面，2015 年圆通航空成立并首飞，开始规模化建设自有航力。截至 2026H1，公司自有机队规模为 13 架，累计开通货运航线 170 余条。
航空业务当前仍处于战略投入期，2026H1 营业收入为 4.9 亿元，毛利率约-48%，短期财务表现承压，主要受高油价环境影响。但从中长期视角看，自有航空运力是次日达、次晨达等高时效产品的核心支撑，也是发展国际业务的运力支撑。

国际物流方面，子公司圆通国际快递（06123.HK）是公司国际化战略的核心载体。公司于 2017 年以 10.41 亿港元收购香港上市公司先达国际物流控股有限公司 61.87%股权（后增持为 63.84%并改名），切入国际货代业务并获取覆盖全球的海外网络与干线运力，成为公司推进国际化战略、打造海外投融资平台的核心载体。业务层面，圆通国际快递以空运、海运货代为核心，兼营国际快递及包裹、国际供应链业务。截至 2025 年末，服务网络已覆盖 6 个大洲、150 多个国家和地区，海外网络代理点超千家。
从经营情况看，圆通国际快递业绩随国际贸易景气与运价波动呈现明显周期性。2020-2021 年受益于全球供应链紧张及运价高企，归母净利分别为 2.5 亿港元、2.7 亿港元，较 2017-2019 年大幅增长；2022-2026H1 年业绩随运价回归常态及贸易环境变化而逐步回落，2026H1 实现净亏损 6169 万港元。未来，圆通国际快递将深化客户分层管理，推动业务由单一运输服务向综合供应链服务升级，以增强客户黏性并提升客单价；继续推进“1+7”重点国家及区域网络建设，加强对关键节点资源和重要基础设施的掌控，深化布局本土化服务能力。随着产品结构优化与海外枢纽落地，国际业务有望逐步实现减亏并贡献盈利。

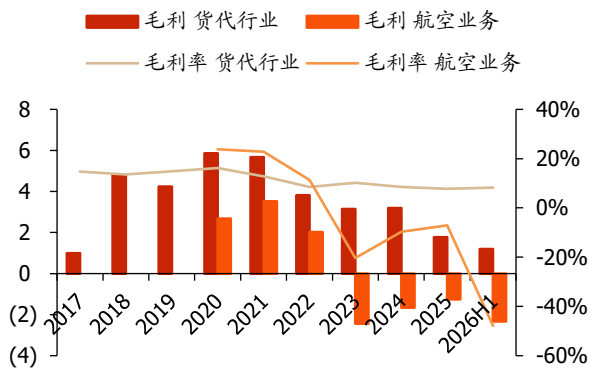
下载日志已记录，仅供内部参考

图表47：圆通货代与航空业务收入（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表48：圆通货代与航空业务毛利（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

枢纽机场方面，2018 年，公司与嘉兴市政府签署协议，投资 122 亿元建设嘉兴全球航空物流枢纽——东方天地港，项目于 2025 年 12 月正式投运。嘉兴东方天地港的全面投运，标志着公司自有全货机加自有航空枢纽的航空货运闭环正式形成，具备了从集货发运、干线运输、清关转运到末端派送的全链条自主运营能力，在同业中具有显著的稀缺性。随着东方天地港产能逐步爬坡和国际航线网络持续加密，航空业务有望从战略性投入阶段过渡至盈利贡献阶段，并为跨境电商、高端制造出海等增量领域打开市场空间。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测：预测 2026 年归母净利润为 65 亿元，同比增长 51%

关键假设：

1）业务量：公司 2026H1 业务量 163 亿件，同比增长 10%，市占率进一步提升至 16.2%。考虑到快递行业增速已换挡至个位数，公司凭借持续的产能扩张、成本优势和服务质量提升，有望持续获得超越行业的增长。我们预计 2026-2028 年公司快递业务量分别为 352/387/422 亿件，同比增长 13%/10%/9%，高于行业增速。

2）单票收入：2025 年 Q4 起，受益于行业“反内卷”涨价持续落地，单票收入环比明显改善；2026 年 Q1 单票收入进一步企稳回升，Q2 由于淡季因素环比回落。考虑到“反内卷”政策的持续深化及电商平台向价值竞争的转变，单票收入下行压力有望缓解。我们预计 2026-2028 年单票快递收入分别为 2.19/2.16/2.14 元，同比分别为 0%/-2%/-1%。

3）单票成本：2025 年公司单票快递成本为 1.99 元，其中单票运输成本 0.37 元、单票中心操作成本 0.27 元。随着 AI 应用的规模化落地、自动化设备的持续投用以及规模效应的进一步释放，2026H1 单票运输成本 0.36 元，单票中心操作成本 0.26 元，较 2025 年进一步下降，未来单票成本仍具备下行空间。我们预计 2026-2028 年单票快递成本分别为 1.93/1.90/1.88 元，同比分别为-3%/-2%/-1%。

4）毛利率：2025 年公司综合毛利率为 9.5%。2026H1，受益于“反内卷”带来的价格修复及成本端的持续优化，毛利率提升至 12.0%。展望未来，随着单票收入的企稳回升与单票成本的持续下行，快递业务毛利率有望稳步提升，而航空业务短期受国际油价影响相对承压。我们预计 2026-2028 年公司综合毛利率分别为 11.8%/11.9%/11.9%。

下载日志已记录，仅供内部参考

5）费用率：公司 2023-2025 年管理费用率稳步下降，主因收入增长后费用得到摊薄，我们预测该趋势延续，预测公司 2026-2028 年管理费用率分别为 1.5%/1.4%/1.3%；销售费用、研发费用率预计同比稳定，预测公司 2026-2028 年销售费用率均为 0.4%，研发费用率均为 0.2%；财务费用方面，我们预测公司自由现金流逐步改善，因此预测公司 2026-2028 年财务费用逐步下降，分别为 0.1%/0.0%/-0.1%。

图表49：圆通速递业务量与盈利预测表

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
圆通快递业务量（亿件）	212	266	311	352	387	422
YOY	21%	25%	17%	13%	10%	9%
单票快递收入（元）	2.41	2.30	2.19	2.19	2.16	2.14
YOY	-7%	-5%	-5%	0%	-2%	-1%
单票快递成本（元）	2.18	2.09	1.99	1.93	1.90	1.88
YOY	-6%	-4%	-5%	-3%	-2%	-1%
单票派送服务支出（元）	1.28	1.35	1.32	1.29	1.28	1.28
YOY	-4%	5%	-2%	-2%	-1%	-1%
单票中心操作成本（元）	0.29	0.28	0.27	0.25	0.25	0.24
YOY	-5%	-5%	-4%	-5%	-3%	-2%
单票运输成本（元）	0.46	0.42	0.37	0.36	0.34	0.33
YOY	-10%	-10%	-10%	-4%	-5%	-2%
单票其他成本（元）	0.15	0.05	0.03	0.03	0.03	0.03
YOY	-14%	-62%	-39%	-2%	-2%	-2%
单票快递业务毛利（元）	0.23	0.20	0.20	0.26	0.25	0.25
YOY	-13%	-13%	0%	28%	0%	-1%
营业收入（亿元）	576.84	690.33	752.77	850.00	920.64	993.43
YOY	8%	20%	9%	13%	8%	8%
营业成本（亿元）	518.25	625.15	681.14	750.11	810.99	875.25
YOY	9%	21%	9%	10%	8%	8%
毛利（亿元）	58.59	65.17	71.63	99.89	109.65	118.18
YOY	-3%	11%	10%	39%	10%	8%
毛利率	10.2%	9.4%	9.5%	11.8%	11.9%	11.9%
归母净利润（亿元）	37.23	40.12	43.22	65.23	73.28	80.12
YOY	-5%	8%	8%	51%	12%	9%

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所预测

我们预测，圆通速递 2026-2028 年营业收入分别为 850.00/920.64/993.43 亿元，同比+12.9%/+8.3%/+7.9%，增长主要驱动力为包裹量的稳健增长；**预测 2026-2028 年归母净利润分别为 65.23/73.28/80.12 亿元，分别同比+50.9%/+12.3%/+9.3%，对应 EPS 分别为 1.90/2.14/2.34 元/股。**

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 估值：目标价 28.57 元，给予“买入”评级

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

参考可比公司估值，并考虑公司 AI 应用领先、降本增效成果逐步显现带来的溢价，**给予圆通速递 2026 年 15 倍 PE 估值，对应合理估值约 28.57 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	单位	EPS（元）			PE（倍）		
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
2057.HK	中通快递-W	154.60	港元	11.89	14.11	15.94	11.2	9.4	8.3
002468.SZ	申通快递	14.77	元	0.89	1.44	1.70	16.5	10.2	8.7
002120.SZ	韵达股份	6.88	元	0.41	0.73	0.83	16.8	9.4	8.3
均值							14.8	9.7	8.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所
注：中通快递、申通快递盈利预测采用国盛证券预测值，韵达股份盈利预测采用 Wind 一致预期；行情采用 2026 年 9 月 23 日收盘行情。

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：本文假设与预测可能因市场环境变化而与实际情况存在偏差，仅供参考。

下载日志已记录，仅供内部参考

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：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
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

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

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