下载日志已记录，仅供内部参考

圆通速递（600233.SH）

强烈推荐（维持）

份额提升、盈利大幅增长，首次宣告中期分红

2026H1 公司实现营业收入 388.9 亿元，同比增长 8.39%；实现归母净利润 31.8 亿元，同比增长 73.44%。

- **2026 年上半年利润大幅增长：**2026H1 公司实现营业收入 388.9 亿元，同比增长 8.39%；实现归母净利润 31.8 亿元，同比增长 73.44%；实现扣非归母净利润 31.2 亿元，同比增长 76.87%。其中 26Q2 实现营业收入约 201.2 亿元，同比增长约 6.9%；实现归母净利润约 18.0 亿元，同比增长约 84.6%、环比增长约 30.5%；扣非归母净利润约 17.8 亿元，同比增长约 86.3%、环比增长约 32.5%，业绩增长明显快于收入增长。26H1 单票归母净利润约 0.20 元，同比提升约 0.07 元；其中 26Q2 单票归母净利润约 0.21 元，同比提升约 0.09 元，单票盈利修复趋势延续。
- **业务量增长较快，市场份额持续提升。**2026H1 公司完成快递业务量 162.78 亿件，同比增长 9.52%，超出行业平均增速 4.5pct；市占率约 16.2%，同比提升约 0.7pct。26Q2 公司完成快递业务量 86.36 亿件，同比增长 6.83%，较行业增速高约 2.6pct；Q2 市**占率约 16.4%，同比提升约 0.4pct、环比提升约 0.4pct。**
- **反内卷及成本优化推动单票快递毛利大幅改善。**2026H1 公司快递产品收入 353.0 亿元，同比增长约 8.4%；单票收入 2.17 元，同比下降 1.04%，较 2025 年全年 4.61%的降幅明显收窄（收入、成本同比均按披露口径计算，未剔除 2025Q4 以来派费结算口径调整对收入、成本的同步影响）；单票成本 1.90 元，同比下降 5.99%，其中揽收及派送服务成本 1.24 元，同比下降 0.10 元；运输与中心操作合计的核心成本 0.62 元，同比下降 0.02 元。上半年实现单票毛利 0.27 元，同比增长 57.1%，分季度测算，26Q2 单票收入约 2.10 元、成本约 1.82 元，单票毛利约 0.29 元、同比增长约 66%，盈利改善趋势延续。
- **资本开支回落、现金流改善，股东回报有望进入提升通道。**公司作为国内加盟制快递龙头之一，依托枢纽自营、末端加盟的网络结构及自有航空资源，持续巩固主业优势，并通过产品分层与国际化布局拓展成长空间。随着前期网络及产能投入逐步落地，公司资本开支回落，2026H1 资本开支 34.82 亿元，同比下降 21.4%，其中 Q2 同比下降 34.6%；同期经营现金流净额 39.59 亿元，同比增长 50.28%。上半年公司自由现金流约 4.76 亿元，较去年同期的−17.96 亿元显著改善、由负转正。公司首次实施中期分红约 4.11 亿元，股东回报迈出积极一步。后续资本开支回落有望释放更多可分配现金，叠加盈利增长与现金创造能力增强，分红规模及分红比例有望进一步提升。
- **展望未来，**在监管引导及总部、加盟商盈利诉求的共同约束下，快递行业竞争有望趋于理性，竞争格局逐步优化，叠加需求稳健增长与成本持续改善，行业盈利中枢有望进一步抬升。圆通作为国内加盟制快递龙头之一，持续深化数字化、智能化转型，以服务品质提升和精细化管理推动提质增效、巩固主业竞争优势，同时依托自有航空及海外网络推进国际化布局，拓展中长期增长空间。随着行业竞争改善与公司经营效率提升形成共振，公司有望实现市场份额与盈利能力的协同提升。调整 2026—2028 年公司归母净利润分别为 63.7、71.3、81.6 亿元，对应 10 月 12 日股价 PE 分别为 9.6、8.6、7.5

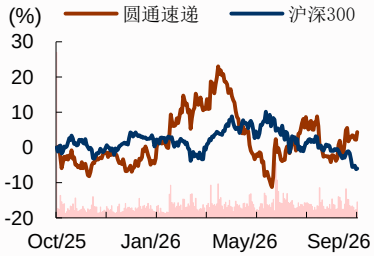
周期/交通运输
目标估值：NA
当前股价：17.86 元

基础数据

总股本（百万股）	3425
已上市流通股(百万股)	3425
总市值（十亿元）	61.2
流通市值（十亿元）	61.2
每股净资产（MRQ）	10.8
ROE（TTM）	15.3
资产负债率	33.1%
主要股东	上海圆通蛟龙投资发展(集
主要股东持股比例	30.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	-7	1
相对表现	16	-1	10



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

王春环 S1090524060003
wangchunhuan@cmschina.com.cn
孙修远 S1090524070005
sunxiuyuan@cmschina.com.cn
肖欣晨 S1090522010001
xiaoxinchen@cmschina.com.cn
刘若琮 S1090524110003
liuruocong@cmschina.com.cn
张瑜玲 S1090525060006
zhangyuling2@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

倍，维持“强烈推荐”评级。

- **风险提示：行业需求增速回落、行业竞争加剧、燃油价格大幅增长、行业监管政策变化、安全生产事故。**

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	69033	75277	80489	83314	87897
同比增长	20%	9%	7%	4%	6%
营业利润(百万元)	4803	5333	7826	8767	10028
同比增长	0%	11%	47%	12%	14%
归母净利润(百万元)	4012	4322	6370	7134	8163
同比增长	8%	8%	47%	12%	14%
每股收益(元)	1.17	1.26	1.86	2.08	2.38
PE	15.2	14.1	9.6	8.6	7.5
PB	1.9	1.8	1.5	1.3	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、需求稳健增长，反内卷推动价格企稳.....5
二、量份额双升、成本持续优化，单票盈利大幅修复.....6
（一）业务量增速持续领先行业，市场份额稳步提升.....6
（二）单票收入同比降幅大幅收窄，收入端保持稳健增长.....6
（三）成本持续优化，单票毛利大幅改善.....7
（四）分板块看主业毛利大幅改善，地缘扰动下航空构成主要拖累.....8
（五）费用率总体稳定，单票归母净利润显著回升.....9
三、加盟制快递龙头，网络、航空与 AI 构筑三重底盘.....10
（一）创始人夫妇为实际控制人，控制权稳固.....10
（二）枢纽自营、末端加盟的网络结构，底盘资源持续夯实.....10
（三）从数字化转向人工智能，AI 成为核心竞争策略.....11
（四）产品分层与国际化并行，打开中长期成长空间.....11
（五）资本开支见顶回落，股东回报进入提升通道.....12
四、盈利预测与投资建议.....13

图表目录

图 1：2024-2026 年圆通与行业季度快递业务量同比增速.....5
图 2：2024-2026 年圆通季度市场份额.....6
图 3：2024-2026 年圆通季度单票快递收入及同比增速.....7
图 4：2025-2026 年圆通季度单票快递成本与单票毛利.....8
图 5：2025-2026 年圆通季度归母净利润及单票归母净利润.....10
图 6：2019-2025 年圆通资本开支.....12
图 7：2024-2026 年圆通季度资本开支.....13
图 8：2016-2025 年圆通分红规模及分红率.....13
图 9：圆通速递历史 PE Band.....15
图 10：圆通速递历史 PB Band.....15

表 1：圆通单票快递产品收入、成本及毛利拆分 单位：元/票.....7
表 2：2026H1 圆通分行业收入、成本与毛利（单位：亿元）.....9

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：2025Q1-2026Q2 圆通季度经营与盈利拆分 9
表 4：圆通速递主要网络与产能资源（2026 年中报）.....11
表 5：圆通速递盈利预测核心假设.....14
表 6：2026 年分季度盈利预测 14
附：财务预测表.....16

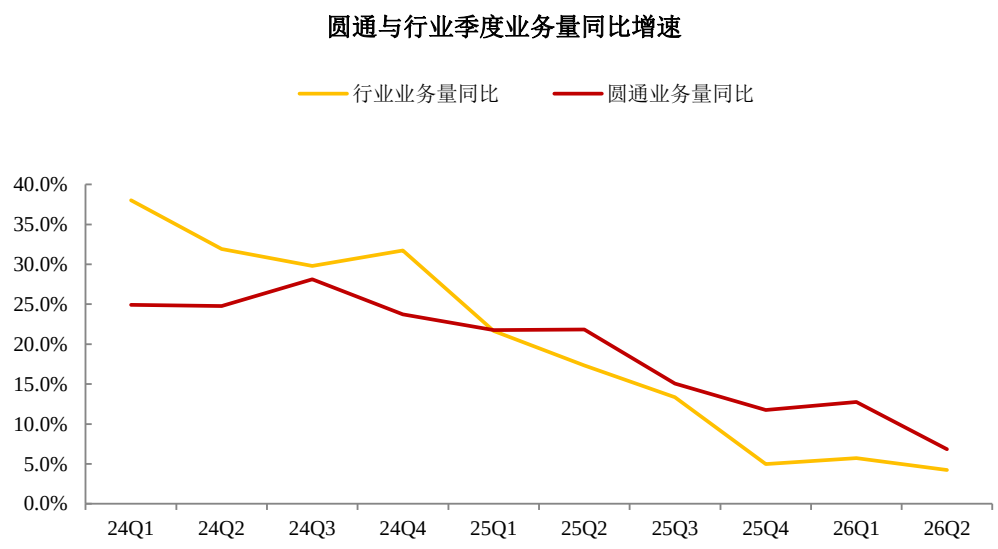
下载日志已记录，仅供内部参考

一、需求稳健增长，反内卷推动价格企稳

26 年上半年行业业务量同比增长 5.0%，行业需求中枢有所下移、总体增长稳健。2025 年全年完成快递业务量 1989.5 亿件、同比增长 13.6%，其中下半年受高基数以及反内卷推进下低价件减少等影响，增速逐季回落，四季度回落至 5.0%。26 年上半年完成业务量 1003.8 亿件、同比增长 5.0%，其中一季度 477.3 亿件、同比增长 5.7%，二季度 526.5 亿件、同比增长 4.2%； 7 月完成 170.8 亿件、同比增长 4.1%，与二季度 4.2%的增速基本持平，需求保持平稳。

反内卷推动行业价格企稳回升，上半年行业均价同比由负转正。2024、2025 年行业单票收入分别为 8.02、7.51 元，同比分别下降 6.3%、6.3%。25 年下半年反内卷政策推进以来，行业价格跌幅逐步收窄，26 年上半年行业业务收入 7714.1 亿元、同比增长 7.3%，快于业务量 5.0%的增速，对应行业单票收入 7.68 元、同比上涨 2.2%，结束此前连续两年约 6%的降幅。从季度看，2025 年三、四季度价格同比降幅分别收窄至 5.8%、4.4%，环比分别回升 0.5%、2.1%；26 年一季度行业单票收入 7.73 元、同比由负转正至上涨 1.0%，环比回升 2.0%，二季度 7.64 元、同比涨幅进一步扩大至 3.5%。7 月单票收入 7.63 元、同比上涨 3.8%，价格修复趋势延续。

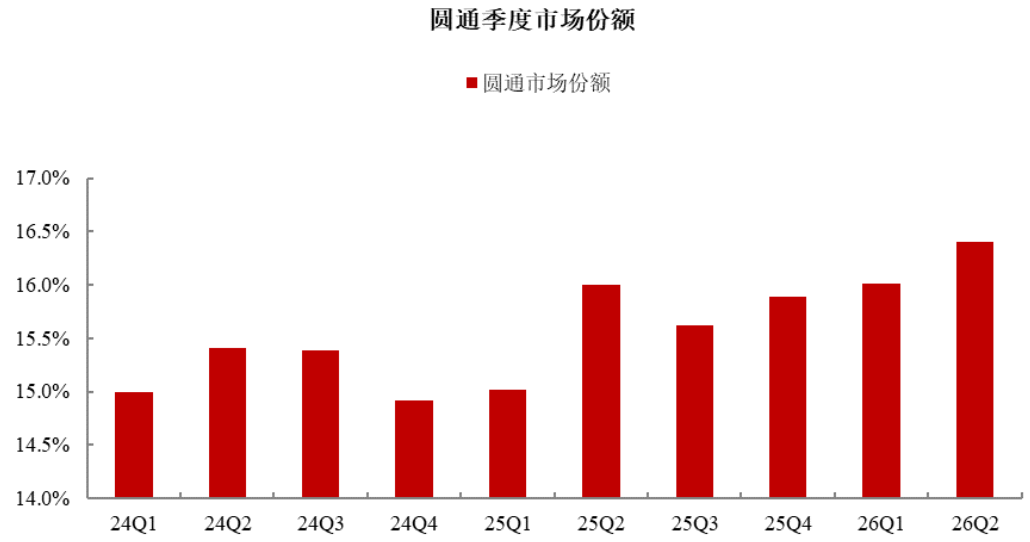
图 1：2024-2026 年圆通与行业季度快递业务量同比增速



资料来源：Wind、公司公告、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：2024-2026 年圆通季度市场份额



资料来源：Wind、公司公告、招商证券

二、量份额双升、成本持续优化，单票盈利大幅修复

（一）业务量增速持续领先行业，市场份额稳步提升

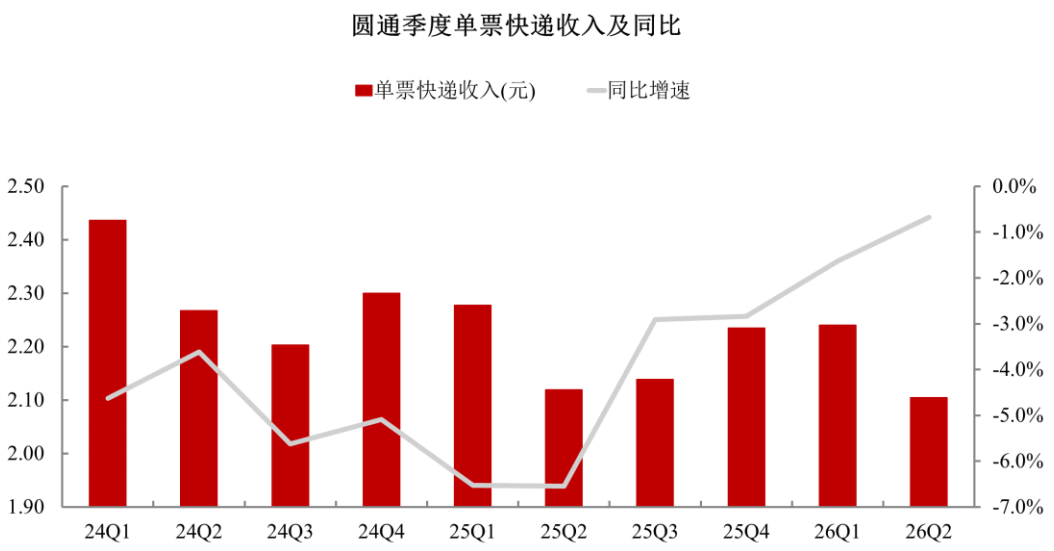
2026 年上半年公司完成快递业务量 162.78 亿件、同比增长 9.52%，高出行业平均增速 4.5 个百分点，市场份额 16.22%、同比提升 0.68 个百分点。分季度看，26Q1 完成业务量 76.43 亿件、同比增长 12.75%，高出行业 7.0 个百分点，市场份额 16.01%；26Q2 完成业务量 86.36 亿件、同比增长 6.83%，高出行业 2.6 个百分点，市场份额 16.40%、同比提升 0.40 个百分点、环比提升 0.39 个百分点。2026 年 7 月公司完成业务量 28.95 亿件，单月市场份额进一步升至 16.95%，份额提升趋势延续。

（二）单票收入同比降幅大幅收窄，收入端保持稳健增长

2026 年上半年公司快递产品收入 353.0 亿元、同比增长 8.4%，单票快递产品收入 2.17 元、同比下降 1.04%，较 2025 年全年 4.61%的降幅明显收窄。分季度测算，26Q1 单票快递收入 2.24 元、同比下降 1.63%，26Q2 为 2.10 元、同比下降 0.68%，降幅逐季收敛。2026 年 7 月单票快递收入 2.06 元，环比二季度有所回落，同比下降 0.86%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：2024-2026 年圆通季度单票快递收入及同比增速



资料来源：公司公告，招商证券

表 1：圆通单票快递产品收入、成本及毛利拆分 单位：元/票

项目	2026H1	2025H1	2024H1	26H1 同比	25H1 同比
单票快递产品收入	2.17	2.19	2.34	-1.04%	-6.55%
单票快递产品成本	1.90	2.02	2.11	-5.99%	-4.51%
其中：单票揽收及派送服务成本	1.24	1.34	1.34	-7.88%	0.20%
其中：单票运输成本	0.36	0.37	0.43	-2.41%	-12.81%
其中：单票中心操作成本	0.26	0.27	0.28	-3.47%	-3.63%
其中：单票面单成本	0.01	0.01	0.01	-12.81%	-6.51%
其中：单票国际快递及包裹服务成本	0.02	0.02	0.05	25.61%	-62.23%
单票毛利	0.27	0.17	0.23	57.11%	-25.34%

资料来源：公司公告，招商证券

说明：根据 2026 年中报业绩交流会，公司自 2025 年四季度起调整了派费结算口径，将进港操作费与派费轧差核算，单票收入与单票成本各减少约 0.1 元。因此 2026 年前三个季度的单票收入、单票成本同比数据与上年同期并不完全可比，实际的价格降幅小于报表体现的幅度，2026 年四季度起将恢复为可比口径。

（三）成本持续优化，单票毛利大幅改善

上半年公司运输及操作成本持续优化。2026 年上半年公司单票快递产品成本 1.90 元、同比下降 0.12 元、降幅 5.99%。

分项看，单票揽收及派送服务成本 1.24 元、同比下降 0.10 元、降幅 7.88%，降幅主要来自前述派费结算口径调整；

单票运输成本 0.36 元、同比下降 0.01 元、降幅 2.41%，主要得益于单车装载票数同比提升近 6.5%，以及运价管控、车队智能化管理与智能调度系统对运能资源的精准匹配；

单票中心操作成本 0.26 元、同比下降 0.01 元、降幅 3.47%，主要来自智能排班推行、自动化设备投放规模扩大以及柔性分拣与无人化技术应用，报告期内公司人均效能提升超 9%。

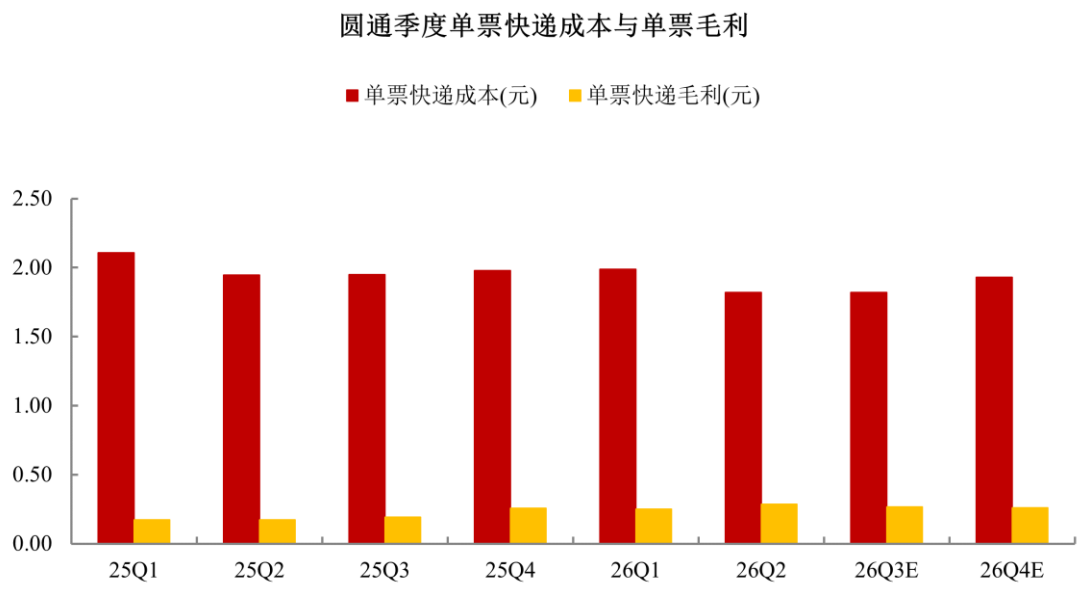
运输与中心操作合计的核心成本 0.62 元、同比下降 0.02 元。

下载日志已记录，仅供内部参考

受益成本优化，上半年公司快递业务单票毛利大幅提升。单票毛利 0.27 元、上年同期 0.17 元、同比增长 57.11%。对比来看，2025 年全年公司单票快递毛利 0.20 元、同比微降 1.01%，基本处于持平状态；2026 年上半年单票毛利同比增长 57.11%；测算 26Q2 单票快递成本 1.82 元、同比下降约 7%，对应单票快递毛利 0.29 元、同比增长约 66%，改善幅度较一季度进一步扩大。

展望后续，结构与技术两条线有望推动单票成本持续下行。产品结构上，小件占比提升将带动单票运输等成本自然下降；技术应用上，干线运输中司机与燃油成本各约占运输成本的四分之一、合计约占一半，自动驾驶成熟与新能源替代将打开这部分的下行空间，叠加 AI 对路由规划与运力调度的持续优化，单票运输成本仍有压降空间。

图 4：2025-2026 年圆通季度单票快递成本与单票毛利



资料来源：公司公告，招商证券

（四）分板块看主业毛利大幅改善，地缘扰动下航空构成主要拖累

2026 年上半年公司实现毛利 46.82 亿元、同比增长 51.7%，毛利率 12.04%、同比提升 3.44 个百分点。分行业看：

快递行业实现毛利 47.33 亿元、同比增长 72.1%，毛利率 13.14%、同比提升 4.86 个百分点，是毛利增长的绝对主力；

货代行业实现毛利 1.19 亿元、同比增长 52.2%，毛利率 8.18%、同比提升 0.70 个百分点，货代收入同比增长 39.06%，叠加毛利率改善，共同推动毛利增长；

航空业务毛利为负 2.33 亿元，亏损同比扩大 1.78 亿元，毛利率负 47.86%、同比下降 41.72 个百分点，上半年航油成本大幅增长叠加中东局势导致公司原有的部分中东航线被挤占、飞机利用率下降，是航空业务亏损扩大主要原因；

其他行业毛利 0.12 亿元、同比减少 0.14 亿元，其他业务毛利 0.51 亿元、同比减少 2.35 亿元。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：2026H1 圆通分行业收入、成本与毛利（单位：亿元）

分行业	营业收入	营业成本	毛利	毛利率	收入同比	毛利率变动
快递行业	360.28	312.95	47.33	13.14%	8.40%	+4.86pct
货代行业	14.54	13.35	1.19	8.18%	39.06%	+0.70pct
航空业务	4.86	7.19	-2.33	-47.86%	-45.24%	-41.72pct
其他行业	6.54	6.42	0.12	1.83%	451.58%	-20.30pct
主营业务合计	386.21	339.89	46.32	11.99%	9.45%	+4.06pct
其他业务	2.72	2.22	0.51	18.56%	-54.31%	-29.42pct
合计	388.93	342.11	46.82	12.04%	8.39%	+3.44pct

资料来源：公司公告，招商证券

（五）费用率总体稳定，单票归母净利润显著回升

2026 年上半年公司销售、管理、研发及财务费用合计 8.29 亿元、同比增长 8.6%，与收入增速基本同步，对应费用率 2.13%、同比基本持平。其中研发费用 1.08 亿元、同比增长 31.57%，主要系费用化研发投入增加；财务费用为-0.71 亿元，主要系利息收入增加。

2026 年上半年公司单票归母净利润 0.195 元、同比提升 0.07 元；其中 26Q2 单票归母净利润 0.208 元、同比提升 0.09 元，环比一季度的 0.180 元继续改善。

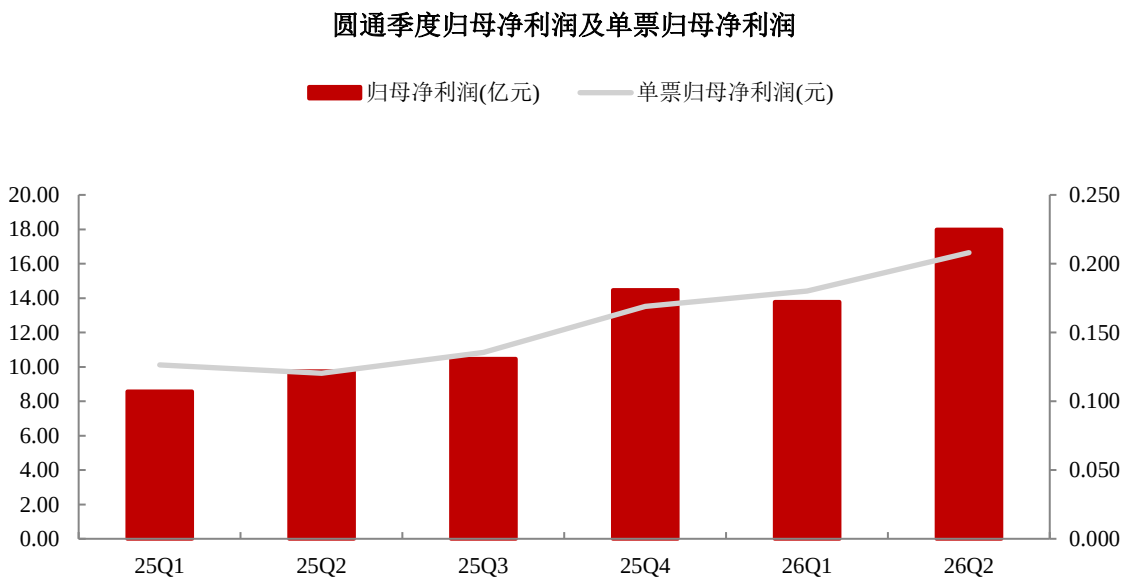
表 3：2025Q1-2026Q2 圆通季度经营与盈利拆分

项目	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
快递业务量（亿件）	67.79	80.84	77.21	85.60	76.43	86.36
同比	21.75%	21.82%	15.05%	11.76%	12.75%	6.83%
市场份额	15.02%	16.00%	15.62%	15.89%	16.01%	16.40%
单票快递收入（元）	2.28	2.12	2.14	2.23	2.24	2.10
同比	-6.53%	-6.55%	-2.91%	-2.84%	-1.63%	-0.68%
营业总收入（百万元）	17060	18823	18272	21121	18769	20125
毛利（百万元）	1455	1632	1718	2359	2097	2585
毛利率	8.53%	8.67%	9.40%	11.17%	11.18%	12.84%
四项费用合计（百万元）	361	403	446	492	383	446
费用率	2.12%	2.14%	2.44%	2.33%	2.04%	2.22%
营业利润（百万元）	1059	1173	1240	1861	1763	2119
归母净利润（百万元）	857	974	1046	1446	1378	1797
同比	-9.16%	-6.76%	10.97%	33.60%	60.76%	84.60%
单票归母净利润（元）	0.126	0.120	0.136	0.169	0.180	0.208
净利率	5.02%	5.17%	5.72%	6.85%	7.34%	8.93%

资料来源：Wind、公司公告、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：2025-2026 年圆通季度归母净利润及单票归母净利润



资料来源：Wind、公司公告、招商证券

三、加盟制快递龙头，网络、航空与 AI 构筑三重底盘

（一）创始人夫妇为实际控制人，控制权稳固

公司是国内加盟制快递龙头之一，2016 年通过重大资产重组实现 A 股上市。截至 2026 年 6 月末，公司总股本 34.23 亿股，报告期内因股权激励对象自主行权过户增加 36.55 万股。控股股东上海圆通蛟龙投资发展集团有限公司持股 10.51 亿股、占比 30.70%，实际控制人喻会蛟、张小娟夫妇直接持有 1.75 亿股、占比 5.10%，另有一致行动人所持 4769 万股的表决权归属蛟龙集团，实控人可支配表决权合计 12.73 亿股、占比 37.20%。

阿里系为公司第二大股东阵营，减持不影响公司实际运营和控制权归属。截至 2026 年中报，杭州阿里创业投资有限公司持股 3.13 亿股、占比 9.14%，杭州灏月企业管理有限公司持股 1.82 亿股、占比 5.31%，两者互为一致行动人、合计持股 4.95 亿股、占比 14.45%。受阿里战略调整影响，灏月自 2024 年末以来持续减持，持股占比由 11.00%降至 2025 年末的 7.37%、再降至报告期末的 5.31%，累计减持 1.97 亿股、持股下降 5.69 个点，其中报告期内减持 7040 万股、持股下降 2.06 个百分点。

（二）枢纽自营、末端加盟的网络结构，底盘资源持续夯实

公司采用枢纽转运中心自营化与末端加盟网络扁平化的运营模式，既保障了对整体快递服务网络的管控平衡能力，又能够根据行业动态及企业现状及时灵活地进行管理调整以协调平衡全网利益。枢纽转运中心自营模式下，公司可根据全网业

下载日志已记录，仅供内部参考

务量、快件时效、运营成本等情况综合考量并进行全网协调，持续优化转运中心规划布局与中转路由。

截至 2026 年 6 月末，公司在转运中心等共布局完成自动化分拣设备 420 套，自有干线运输车辆达 6911 辆，自有航空机队 13 架，其中波音 767-300 共 2 架、波音 757-200 共 10 架、ARJ21-700 共 1 架。公司全国 90%以上的转运中心已实现自有土地、自有中心，一方面避免了因对方不再出租或涨价带来的经营不确定性，另一方面按自身业务形态与流程设计建造的中心，有助于提升效率、实用性和拓展性。

表 4：圆通速递主要网络与产能资源（2026 年中报）

指标	数据
自动化分拣设备	420 套
自有干线运输车辆	6911 辆
自有航空机队	13 架，其中波音 767-300 2 架、波音 757-200 10 架、ARJ21-700 1 架
国际货运航线	累计开通 170 条
国际网络覆盖	6 大洲、150 多个国家和地区
清关口岸布局	嘉兴、上海、深圳、阿拉木图、东京等 48 个口岸
自有转运中心占比	全国 90%以上已为自有土地、自有中心
单车装载票数	同比提升近 6.5%
中心人均效能	提升超 9%
快递业务量与份额	162.78 亿件，份额 16.22%

资料来源：公司公告，其中自有转运中心占比引用自 2026 年中报业绩说明会，招商证券

（三）从数字化转向人工智能，AI 成为核心竞争策略

公司基于金刚系统这一核心系统，开发了全链路管控系统，形成了包括管理驾驶舱、网点管家、客户管家、行者系统等在内的系统和平台，覆盖揽收、中转、派送、客服全业务流程，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。

公司持续深化智能化转型，推进大模型、数字孪生、机器视觉等前沿技术在业务全链路的规模化落地应用，通过智多星与 AI 助手等智能体和智能化工具全面提高全网业务运营与管理决策效率。

降本端的作用可追溯到具体环节：依托数字员工与智能调度系统，单车装载票数同比提升近 6.5%，叠加智慧路由系统动态优化运输路径与车型结构，26 年上半年单票运输成本降至 0.36 元、同比降幅 2.41%；推行智能排班并扩大柔性分拣、无人化技术应用，中心人均效能提升超 9%，单票中心操作成本降至 0.26 元、同比降幅 3.47%。服务端，全程时长同比缩短超 1 小时，快件遗失率下降近 38%，客服人效提升超 20%。



（四）产品分层与国际化并行，打开中长期成长空间

产品端，公司持续完善差异化产品与服务体系，推进“圆准达”等产品落实全链路优先保障机制，构建“普遍服务—圆准达—高端时效产品”的差异化产品矩阵。同时，公司迭代升级数字营销平台，完善客户画像模型，加强客户精细化运营与

下载日志已记录，仅供内部参考

专属服务保障，持续优化客户结构；通过深化与电商平台的对接合作、开展精准营销和拓宽个人寄递渠道，推动散单及逆向物流等业务发展，拓展业务增长空间。

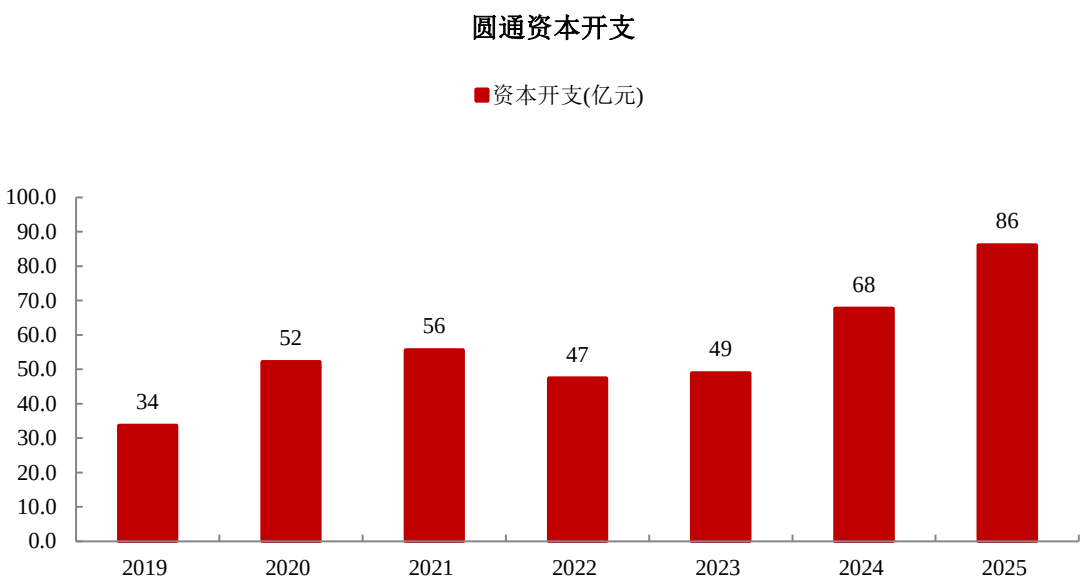
国际化方面，公司持续优化国际产品矩阵，打造涵盖集货发运、干线运输、清关转运、末端派送的一站式跨境物流服务体系，累计开通 170 条货运航线，国际网络覆盖 6 大洲、150 多个国家和地区，已在嘉兴、上海、深圳、阿拉木图、东京等 48 个口岸完成清关网络布局。

（五）资本开支见顶回落，股东回报进入提升通道

2026 年以来资本开支持续回落。2025 年公司资本开支 86.07 亿元、同比增长 27.2%，主要用于转运中心建设、自动化设备升级等。2026Q1、Q2 资本开支分别为 19.70 亿元、15.13 亿元，同比分别下降 7.0%、34.6%；上半年合计 34.82 亿元、同比下降 21.4%。

现金流与股东回报同步改善，未来分红比例有望进一步提升。2026 年上半年公司经营活动现金流量净额 39.59 亿元、同比增长 50.28%，购建长期资产支付的现金 34.82 亿元，按经营现金流减购建长期资产支付现金计算，自由现金流约 4.76 亿元，较上年同期的−17.96 亿元由负转正。在此基础上，公司于 9 月 16 日首次实施中期分红，每 10 股派发现金红利 1.2 元，合计派发现金红利约 4.11 亿元（含税），约占 2026 年上半年归属于上市公司股东净利润的 12.94%。随着公司资本开支见顶回落、现金流的持续改善以及公司改善股东回报意愿的增加，分红比例有望进一步提升。

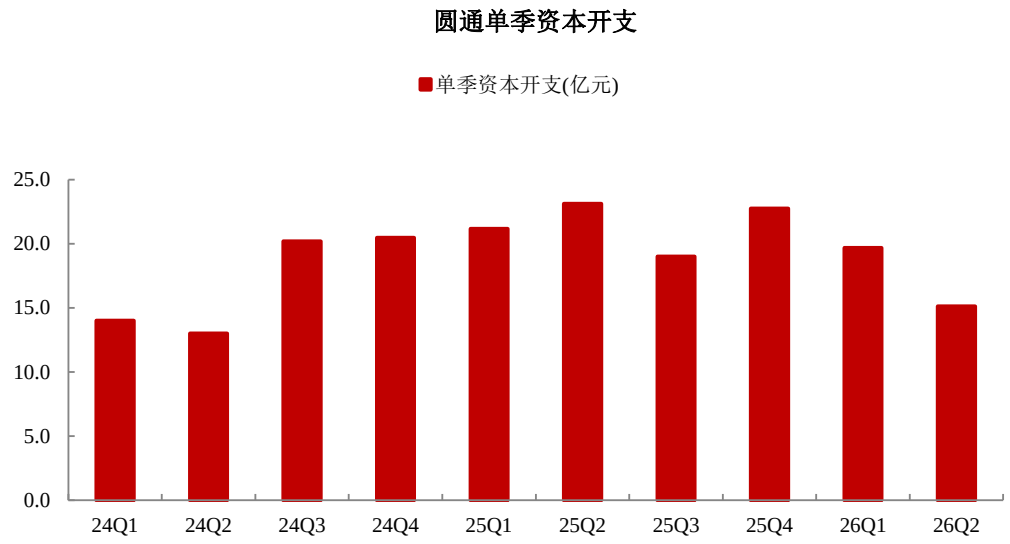
图 6：2019-2025 年圆通资本开支



资料来源：Wind、公司公告、招商证券

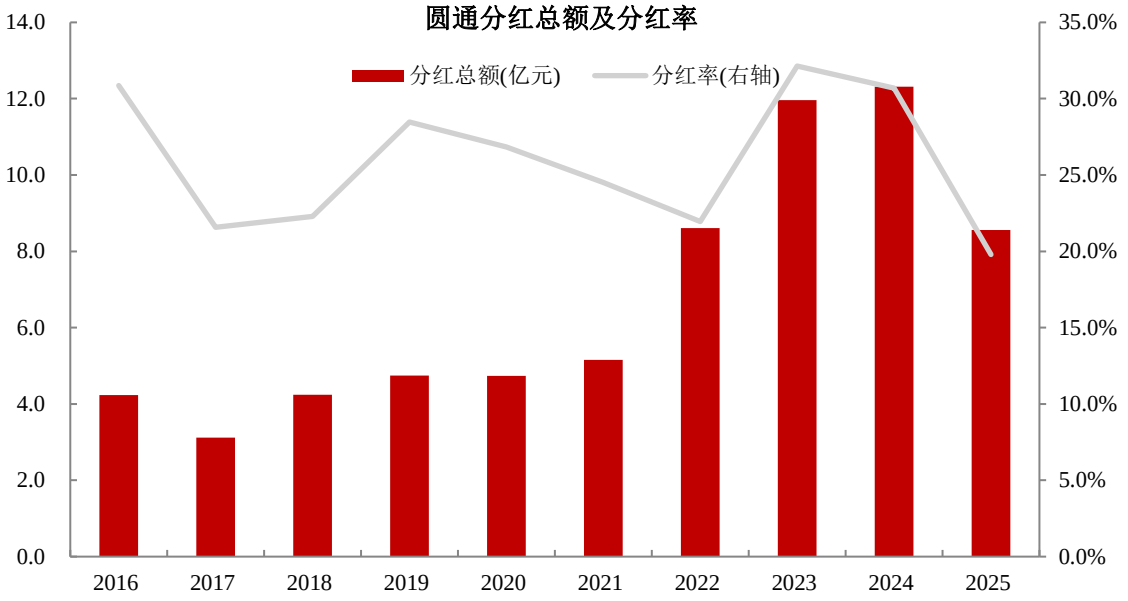
下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：2024-2026 年圆通季度资本开支



资料来源：Wind、公司公告、招商证券

图 8：2016-2025 年圆通分红规模及分红率



资料来源：Wind、公司公告、招商证券

四、盈利预测与投资建议

核心假设方面，业务量上，考虑到基数提升、行业需求增速中枢下移，公司业务量增速有所放缓，但是受益于公司运营、管理优势，市场份额仍持续提升。我们假设公司 2026 至 2028 年快递业务量分别为 338.6、362.3、384.1 亿件，同比分别增长 8.7%、7.0%、6.0%，对应市场份额分别为 16.2%、16.5%、16.7%。成本上，考虑到 AI 应用与自动化投入持续释放效率，但降幅将随基数抬升而收

下载日志已记录，仅供内部参考

窄，我们假设单票快递成本分别为 1.89、1.85、1.82 元，同比分别下降 5.2%、1.9%、1.6%，对应单票快递毛利分别为 0.27、0.27、0.29 元。价格上，考虑成本优化和反内卷基调的共同影响，假设单票快递收入分别为 2.15、2.12、2.11 元，同比分别下降 1.7%、1.4%、0.5%。

非快递业务方面，考虑到航空业务受成本及国际形势的多因素扰动、国际快递仍在投入期，我们假设 2026 年非快递业务毛利 0.50 亿元，较 2025 年的 5.05 亿元继续下降，2027 至 2028 年随嘉兴枢纽关务功能落地与航空减亏回升至 3.61 亿元。费用端假设 2026 至 2028 年销售费用率维持 0.42%，管理费用率分别为 1.59%、1.55%、1.55%，研发费用率分别为 0.24%、0.26%、0.25%。

表 5：圆通速递盈利预测核心假设

核心假设	2024	2025	2026E	2027E	2028E
快递业务量（亿件）	265.73	311.44	338.62	362.33	384.07
同比	25.33%	17.20%	8.73%	7.00%	6.00%
市场份额	15.18%	15.65%	16.19%	16.50%	16.66%
单票快递收入（元）	2.30	2.19	2.15	2.12	2.11
同比	-4.86%	-4.61%	-1.67%	-1.39%	-0.47%
单票快递成本（元）	2.09	1.99	1.89	1.85	1.82
同比	-4.05%	-4.95%	-5.20%	-1.91%	-1.62%
单票快递毛利（元）	0.20	0.20	0.27	0.27	0.29
同比	-12.57%	-1.01%	33.41%	2.25%	7.33%
毛利合计（亿元）	65.17	71.63	96.58	105.47	119.08
营业收入（亿元）	690.33	752.77	804.89	833.14	878.97
同比	19.67%	9.05%	6.92%	3.51%	5.50%
归母净利润（亿元）	40.12	43.22	63.70	71.34	81.63
同比	7.78%	7.73%	47.37%	12.00%	14.43%
单票归母净利润（元）	0.151	0.139	0.188	0.197	0.213
每股收益（元）	1.17	1.26	1.86	2.08	2.38

资料来源：Wind、公司公告、招商证券

分季度看，我们预计 26Q3 公司完成业务量 83.4 亿件、同比增长 8.0%，单票快递收入 2.09 元，单票快递成本 1.82 元、对应归母净利润 15.6 亿元、同比增长 49.4%；26Q4 完成业务量 92.4 亿件、同比增长 8.0%，单票快递收入 2.19 元，单票快递成本 1.93 元，对应归母净利润 16.3 亿元、同比增长 12.9%。

表 6：2026 年分季度盈利预测

项目	26Q1A	26Q2A	26Q3E	26Q4E	2026E
快递业务量（亿件）	76.43	86.36	83.39	92.45	338.62
同比	12.75%	6.83%	8.00%	8.00%	8.73%
单票快递收入（元）	2.24	2.10	2.09	2.19	2.15
单票快递成本（元）	1.99	1.82	1.82	1.93	1.89
单票快递毛利（元）	0.25	0.29	0.27	0.26	0.27
快递产品毛利（亿元）	19.25	24.70	22.22	24.18	90.36
归母净利润（亿元）	13.78	17.97	15.62	16.32	63.70
同比	60.76%	84.60%	49.38%	12.90%	47.37%
单票归母净利润（元）	0.180	0.208	0.187	0.177	0.188

资料来源：Wind、公司公告、招商证券

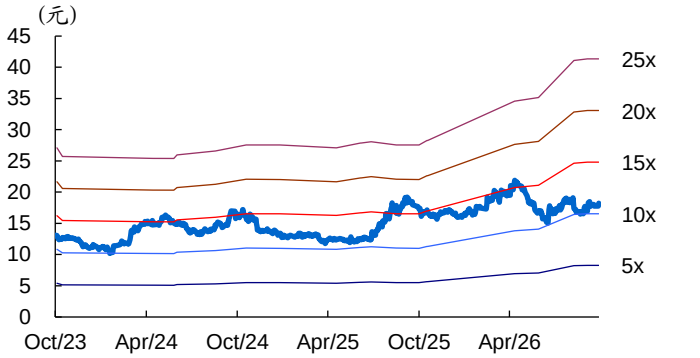
展望未来，在监管引导及总部、加盟商盈利诉求的共同约束下，快递行业竞争有望趋于理性，竞争格局逐步优化，叠加需求稳健增长与成本持续改善，行业盈利中枢有望进一步抬升。圆通作为国内加盟制快递龙头之一，持续深化数字化、智能化转型，以服务品质提升和精细化管理推动提质增效、巩固主业竞争优势，同

下载日志已记录，仅供内部参考

时依托自有航空及海外网络推进国际化布局，拓展中长期增长空间。随着行业竞争改善与公司经营效率提升形成共振，公司有望实现市场份额与盈利能力的协同提升。调整 2026—2028 年公司归母净利润分别为 63.7、71.3、81.6 亿元，对应 10 月 12 日股价 PE 分别为 9.6、8.6、7.5 倍，维持“强烈推荐”评级。

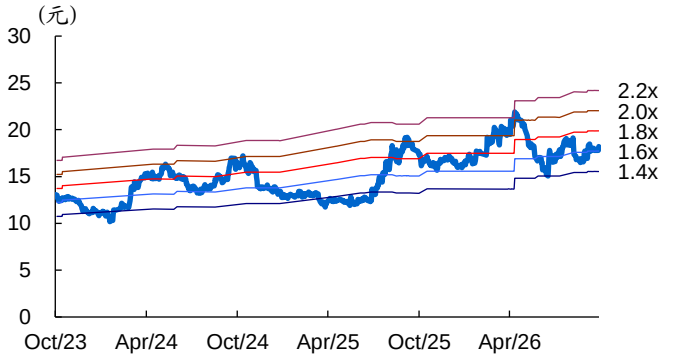
风险提示：行业需求增速回落、行业竞争加剧、燃油价格大幅增长、行业监管政策变化、安全生产事故。

图 9：圆通速递历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 10：圆通速递历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	15238	15893	15188	17081	21623
现金	8476	7424	6246	7880	12000
交易性投资	1221	1406	1406	1406	1406
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1967	1692	1809	1873	1976
其它应收款	238	238	254	263	278
存货	178	345	359	368	385
其他	3158	4789	5114	5291	5579
非流动资产	33056	38284	40984	43398	45556
长期股权投资	317	283	283	283	283
固定资产	21253	25142	28611	31706	34468
无形资产商誉	5765	6495	5845	5261	4735
其他	5721	6365	6244	6148	6071
资产总计	**48294**	**54178**	**56171**	**60479**	**67179**
流动负债	13755	15367	12308	10812	11197
短期借款	3998	4064	1727	0	0
应付账款	6084	6383	6638	6819	7121
预收账款	1589	1684	1751	1799	1878
其他	2084	3235	2192	2194	2198
长期负债	2331	3518	3518	3518	3518
长期借款	1738	1664	1664	1664	1664
其他	594	1854	1854	1854	1854
负债合计	**16086**	**18885**	**15826**	**14331**	**14716**
股本	998	974	974	974	974
资本公积金	12769	12849	12849	12849	12849
留存收益	17905	21005	26109	31969	38349
少数股东权益	536	465	414	357	292
归属于母公司所有者权益	31672	34828	39931	45791	52171
负债及权益合计	**48294**	**54178**	**56171**	**60479**	**67179**

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	5857	7850	9356	10411	11669
净利润	3989	4265	6319	7077	8098
折旧摊销	2304	2672	3482	3767	4023
财务费用	112	158	4	4	4
投资收益	93	95	(302)	(408)	(420)
营运资金变动	(586)	792	(147)	(28)	(37)
其它	(56)	(132)	0	0	0
投资活动现金流	(6469)	(8709)	(5880)	(5773)	(5762)
资本支出	(6768)	(8607)	(6181)	(6181)	(6181)
其他投资	300	(102)	302	408	420
筹资活动现金流	10	(171)	(4654)	(3005)	(1787)
借款变动	1075	(196)	(3384)	(1727)	0
普通股增加	5	(24)	0	0	0
资本公积增加	66	80	0	0	0
股利分配	(1198)	(1232)	(1266)	(1274)	(1783)
其他	63	1202	(4)	(4)	(4)
现金净增加额	(602)	(1031)	(1177)	1634	4120

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	69033	75277	80489	83314	87897
营业成本	62515	68114	70831	72767	75988
营业税金及附加	259	299	317	328	346
营业费用	220	303	337	348	368
管理费用	1129	1191	1283	1291	1362
研发费用	169	162	193	217	220
财务费用	120	46	4	4	4
资产减值损失	(111)	(58)	0	0	0
公允价值变动收益	49	31	36	36	36
其他收益	337	293	298	372	383
投资收益	(93)	(95)	(32)	0	0
营业利润	4803	5333	7826	8767	10028
营业外收入	48	98	113	113	113
营业外支出	82	128	143	143	143
利润总额	4769	5303	7796	8737	9998
所得税	780	1038	1477	1660	1900
少数股东损益	(23)	(58)	(51)	(57)	(65)
归属于母公司净利润	4012	4322	6370	7134	8163

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	20%	9%	7%	4%	6%
营业利润	0%	11%	47%	12%	14%
归母净利润	8%	8%	47%	12%	14%
获利能力					
毛利率	9.4%	9.5%	12.0%	12.7%	13.5%
净利率	5.8%	5.7%	7.9%	8.6%	9.3%
ROE	13.3%	13.0%	17.0%	16.6%	16.7%
ROIC	11.5%	10.8%	14.8%	15.5%	15.9%
偿债能力					
资产负债率	33.3%	34.9%	28.2%	23.7%	21.9%
净负债比率	12.3%	12.5%	6.0%	2.8%	2.5%
流动比率	1.1	1.0	1.2	1.6	1.9
速动比率	1.1	1.0	1.2	1.5	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
存货周转率	393.4	260.4	201.4	200.2	201.8
应收账款周转率	37.5	41.1	46.0	45.3	45.7
应付账款周转率	10.7	10.9	10.9	10.8	10.9
每股资料(元)					
EPS	1.17	1.26	1.86	2.08	2.38
每股经营净现金	1.71	2.29	2.73	3.04	3.41
每股净资产	9.25	10.17	11.67	13.38	15.24
每股股利	0.36	0.25	0.37	0.52	0.72
估值比率					
PE	15.2	14.1	9.6	8.6	7.5
PB	1.9	1.8	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.5	9.4	6.4	5.8	5.1

资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。