



证券研究报告•A股公司动态

申通快递(002468.SZ)

收购阿里菜鸟旗下丹鸟物流，快递行业春秋争霸的终结，战国时代开启

分析师：梁骁

liangxiaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524050005

分析师：韩军

hanjunbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519110001

SFC 编号:BRP908

发布日期：2025年7月28日

行业动态信息及核心观点

申通快递(002468.SZ)拟3.62亿元收购阿里巴巴旗下丹鸟物流

- ✓ 2025年7月25日，申通快递全资子公司拟以现金方式收购阿里巴巴旗下“浙江菜鸟供应链”“阿里创投”“阿里网络”所持有浙江丹鸟物流科技有限公司（简称“丹鸟物流”）的100%股权，交易对价为人民币36,205.02万元。
- ✓ 申通收购丹鸟堪称快递行业的“田氏代齐”（公元前386年的齐国田氏取代姜姓政权），申通在收购完成后，代替菜鸟将成为阿里巴巴国内快递市场的核心载体。结合去年底阿里对菜鸟业务的“三家分晋”似的战略调整——对业务进行整合和拆分（菜鸟裹裹、菜鸟驿站回归淘天集团；菜鸟业务聚焦国际物流；地网物流资产板块资本化运营），标志着国内电商平台投资参股快递模式的“春秋时代”瓦解，而周天子+战国七雄格局基本形成（邮政+中通/圆通/韵达/申通/极兔/顺丰/京东物流）。

核心观点：

- 1、丹鸟从最初的落地配成为直营快递企业，25财年营收预估占菜鸟国内物流收入约26%，主要从事品质快递及逆向物流服务。本次股权变更是阿里快递战略转型的映射。
- 2、推算在收购丹鸟后，申通业务量市占率提升至约13.5%，阔别十年再次进入快递行业前三。阿里菜鸟在年底行权增持申通21%股权的可能性增大。快递行业4+3的七雄格局基本确立，申通实现困境反转。
- 3、申通快递收购丹鸟物流后，增强申通在逆向退货场景的揽派核心竞争力，申通支撑丹鸟物流降低成本，共同进攻中高端快递市场。
- 4、本次交易对申通拉升件量增长，价格逆转下降趋势；加速成本优化，但竞争压力减缓利润改善；联手菜鸟，融合后的产能需求补齐。

内容摘要

1、丹鸟物流的核心业务及在菜鸟体系的地位

(1) 2025年财年，菜鸟物流营业收入为人民币1013亿元，过去5年复合年增长率约18%，收入来自于国际物流服务、国内物流服务及科技及其他服务。最大客户为内部阿里巴巴集团，收入占比基本维持在3成左右。

(2) 丹鸟物流经多次迭代，从最初的落地配公司成为直营快递企业。2025财年（2024Q2-2025Q1）的营收预估约为120亿，占菜鸟国内物流总收入约26%。

(3) 菜鸟（含丹鸟物流）目前为国内第三大品质电商物流公司。丹鸟物流作为菜鸟品质电商物流的重要载体公司，主要从事国内品质快递及逆向物流服务。具体而言，丹鸟物流通过全国自营网络为天猫、天猫超市、淘宝等电商平台及消费者提供服务。

(4) 丹鸟物流实控人的调整，是阿里快递物流战略转型的重要映射，菜鸟则将重心转向国际物流和科技领域。

2、快递行业新战国七雄格局的后续演化进程

(1) 电商平台的竞争策略和战略，根本上决定了不同时期快递市场格局。今年快递产品价格持续下行，反内卷的大背景下行业迫切需要供给侧结构改革。结合公司本次公告披露的丹鸟物流业务单量规模，推算在收购丹鸟物流后，申通快递业务量市场份额提升至约13.5%，代替韵达，阔别十年再次进入快递行业前三。

(2) 阿里菜鸟在2025年底行权增持申通21%股权的可能性增大。快递行业4+3的七雄格局基本确立，申通快递的战略地位确立，背靠阿里和菜鸟，获得在品质快递业务、产能投放等方面的资源支撑，实现困境反转。

内容摘要

3、申通快递收购丹鸟物流后双方的业务协同

（1）增强申通快递在逆向退货场景的揽派核心竞争力。2024年，菜鸟速递（丹鸟物流）及申通快递合计拥有约18%的电商退货件市场占有率，日均件量超400万件。在今年收购丹鸟物流后，双方融合后，在电商退货件市场成为仅次于顺丰和京东物流的第三大服务商。

（2）申通支撑丹鸟物流降低成本，共同进攻中高端快递市场。2025财年菜鸟速递（丹鸟）在多方面均与可比友商有需要补足的差距，但预估的单票运营成本仍高于中高端快递龙头的顺丰。因此，在能力存在短板的情况下仍有较高成本，所以申通收购丹鸟物流后，能够加快双方降本节奏，解决亏损抢夺中高端快递市场的难题，为申通快递母公司贡献更多利润。

4、本次交易对申通快递业绩情况的影响分析

- （1）对单量及价格的影响：拉升5pct件量增长，价格逆转下降趋势。
- （2）对成本及盈利的影响：加速成本优化，但竞争压力减缓利润改善。
- （3）联手菜鸟，融合后的产能需求补齐，可以支撑业务增长。

投资建议：测算2025-2027年公司归母净利润13.3/20.0/25.5亿元，同比增长6.0%/ 28.3%/ 13.2%，对应PE 17.5/11.6/9.1 x。由于之前处于亏损状态，PE呈现较大波动，PE中枢为20x。鉴于公司仍在利润修复期，且与前一位的盈利差距在缩小，同时行业格局向好趋势，取中值偏下15-18x推算，以2025年业绩计算目标市值200-240亿。

目录

1

丹鸟物流的核心业务及在菜鸟体系的地位

2

快递行业新战国七雄格局的后续演化进程

3

申通快递收购丹鸟物流后双方的业务协同

4

本次交易对申通快递业绩情况的影响分析

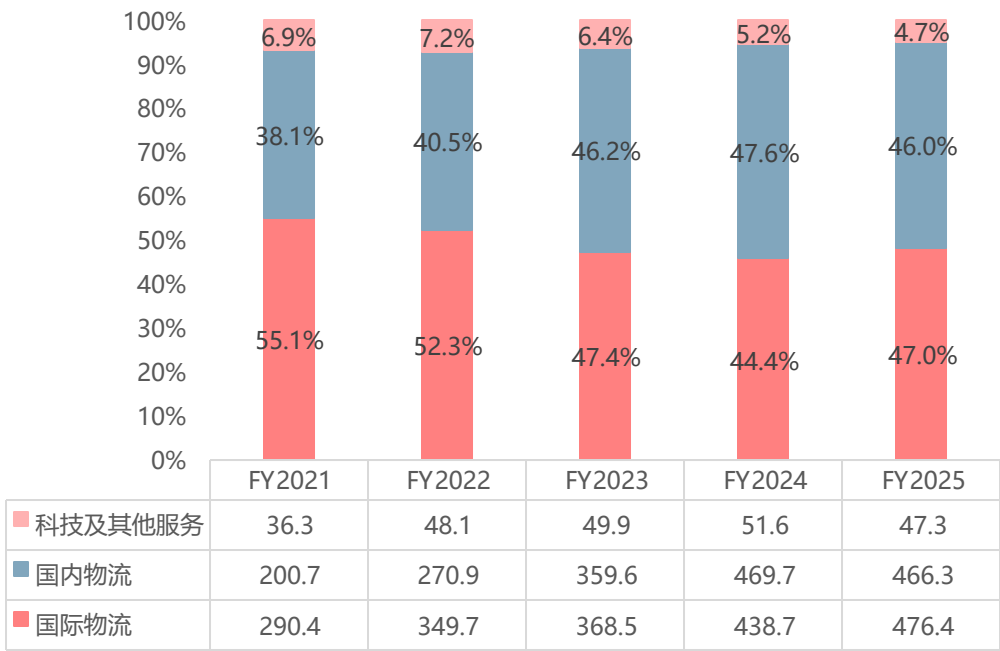
菜鸟物流以面向商家的快递物流收入为主，大部分为阿里生态客户

- 自2013年创建以来，菜鸟物流孵化于阿里巴巴全球最大的电商生态系统中，通过整合社会化资源与自建物流基础设施相结合的方式满足客户的物流需求。
- 2025年最新财政年度（对应自然年2024Q2-2025Q1），菜鸟物流营业收入为人民币**1012.7亿元**，过去5年复合年增长率**约18%**，收入来自于国际物流服务、国内物流服务及科技及其他服务。最大客户为内部阿里巴巴集团，收入占比基本维持在**3成左右**。

图表：菜鸟物流核心业务板块情况



图表：菜鸟物流2021-2025财年按业务划分的收入构成情况（亿元）



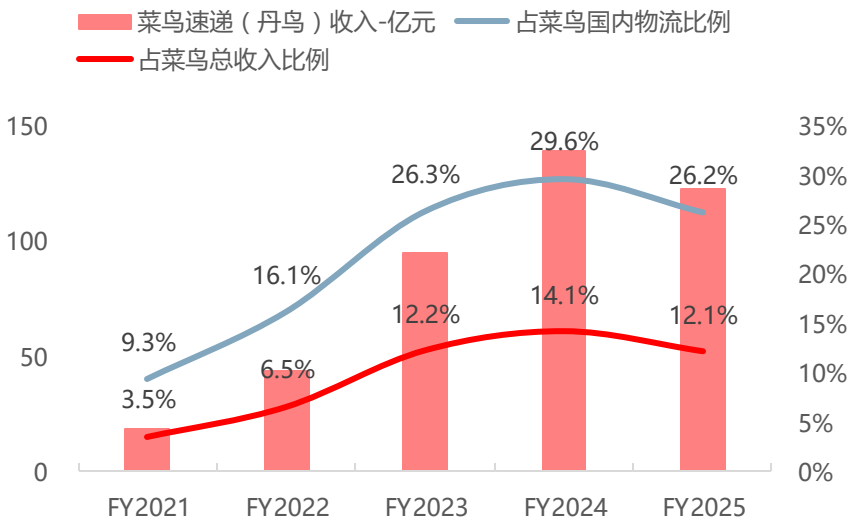
丹鸟物流经多次迭代，从最初的落地配公司成为直营快递企业

- 丹鸟物流经多次迭代发展，2025财年（2024Q2-2025Q1）的营收预估约为**120亿**，占菜鸟国内物流总收入约**26%**。
- ✓ 2018年，菜鸟深度整合五家配送合作方（万象、昇邦、东骏、芝麻开门和黄马甲），专注于区域性仓配业务。
- ✓ 2019年，丹鸟品牌亮相，在“新零售”概念下，其定位是构建一张高效的S2B2b物流网络，服务于阿里整个新零售布局。
- ✓ 2022年，丹鸟更名为菜鸟直送，强化送货上门服务并升级配送时效，服务阿里的同城零售战略。
- ✓ 2023年，年初阿里启动“1+6+N”的变革，随后启动菜鸟上市。为了让上市步履走实，6月菜鸟直送升级为全国性自营品质快递——菜鸟速递，将服务天猫超市的配送业务升级为全国快递网络，主打的半日达、当日达等品质服务，丹鸟物流是其背后实际的运营主体。
- ✓ 2024年，菜鸟上市并没有如期推进，3月阿里集团公告决定撤回菜鸟上市申请并要约收购菜鸟少数股东的股权和员工已归属的股权。

图表：菜鸟速递（即丹鸟物流）主要业务情况

业务模式		前台场景	履约模式	预估生成单量 (万单/天)	菜鸟渗透情况
国内物流	1P自营	天猫国际	保税仓+落地配	~50	菜鸟速递（即丹鸟） 基本渗透100% 日均约350万单
		天猫超市	自营仓+落地配	~250	
		阿里健康	医药仓+落地配	~50	
	3P平台	天猫旗舰店	仓配一体 菜鸟仓+三方配	~3500	通过仓配渗透25% 日均约800万单/天 其中 菜鸟速递配送近100万单
		小红书等非阿里平台	三方仓+三方配	-	菜鸟速递~30-50万单

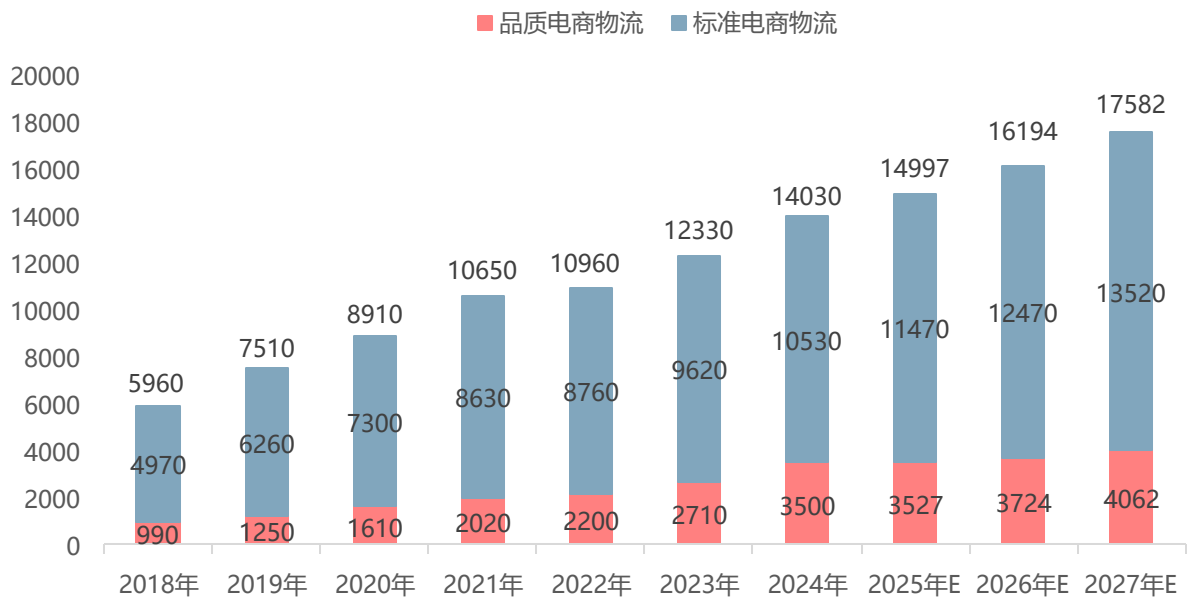
图表：预估菜鸟速递（即丹鸟物流）收入情况



菜鸟（含丹鸟物流）目前为国内第三大品质电商物流公司

- 中国是全球最大的电商市场，品质电商物流市场（指采用高标准仓库或具有时效性快递并承诺送货上门的电商物流服务）增长一直快于整体市场。
- 菜鸟近些年加快对阿里电商生态业务的服务能力，使得2024年按收入计，市场份额达到**13.3%**，位居市场**第三大品质**电商物流公司。
- 丹鸟物流作为菜鸟品质电商物流的重要载体公司，主要**从事国内品质快递及逆向物流服务**。具体而言，丹鸟物流通过全国自营网络为**天猫、天猫超市、淘宝等电商平台及消费者**提供上门揽收、中转配送、逆向退货等一站式快速、可靠的快递等相关服务，并实现送货上门。目前，丹鸟物流已在全国约300个城市提供业内领先的半日达/次晨达、送货上门、晚到必赔、全链路时效透传等高确定性履约服务。

图表：2018年至2027年（预测）中国国内电商物流市场规模，单位：亿元人民币



图表：2024年中国品质电商物流公司排名（按收入计）

排名	品质电商物流公司	营业收入（亿元）	市场份额
1	京东物流	874	25.0%
2	顺丰控股	630	18.0%
3	菜鸟（含丹鸟）	466	13.3%
4	中国邮政	157	4.5%
5	日日顺	100	2.9%

丹鸟物流实控人的调整，是阿里快递物流战略转型的重要映射

- 从2013年菜鸟物流成立以来，其战略历经几轮调整：菜鸟战略变化：资产驱动→技术赋能→数智化+网络建设→体验驱动。当前，阿里巴巴集团正整体聚焦核心业务，菜鸟则将重心转向**国际物流和科技领域**，主攻全球供应链、跨境物流、海外本地快递等“出海”赛道。
- 同时，菜鸟收缩国内物流业务但并未完全放弃：
- 目前菜鸟国内业务的菜鸟裹裹和菜鸟驿站已经回归淘天集团（阿里国内电商主体）、菜鸟供应链业务的聚焦资产管理，而伴随丹鸟物流被申通快递收购，阿里国内电商核心基本盘的配送端基本盘，已经完成保障、接管或兜底承接。
- 菜鸟物流的战略实现路径，也由投资参股和并购转向收缩，2025年以来，已经陆续减持圆通速递、韵达股份。

时间	2010-2013年 资产驱动	2014-2018年 技术赋能	2019年-2021年 数智化+网络建设	2022年-至今 体验驱动
最高任务	为每年千亿量级的快递包裹，提升物流体验和效率，实现“全国24小时必达，全球72小时必达”			
菜鸟的解法	• 13年菜鸟成立日排名前四股权占比，除天猫外，均为地产公司或地产背景 48% 32% 10% 5% 5% 阿里 银泰 复星 富春 通达+顺丰 • 从物流园区入手：建公共仓储网络 建设公共仓储网络  让快递公司把分拨中心放在菜鸟仓里	• 赋能快递公司：2014年推出电子面单；菜鸟裹裹；2015年菜鸟驿站 电子面单 菜鸟裹裹 菜鸟驿站 信息支持 单量导入 末端共配 赋能快递公司 • 与通达互相持股，六轮战投百世 • 推出丹鸟，对标京东物流仓配体系 • 跟着阿里平台商业流向走：海外建仓，布局东南亚物流	• 2019年推出“一横两纵”战略 智慧供应链 数智化物流 全球物流网络 履约网络 交付网络 菜鸟裹裹 菜鸟驿站 物流园区 物流技术 全球包裹网 全球供应链 • 一横是物流行业数字化升级 • 两纵是围绕新零售的智慧供应链能力，和全球化供应链网络能力	• 菜鸟2022年要做的五件大事  力推送货上门  升级出海解决方案  以绿色物流和应急物流为特色建设ESG  推出特色行业供应链解决方案  物流科技&地网下乡出海

目录

1

丹鸟物流的核心业务及在菜鸟体系的地位

2

快递行业新战国七雄格局的后续演化进程

3

申通快递收购丹鸟物流后双方的业务协同

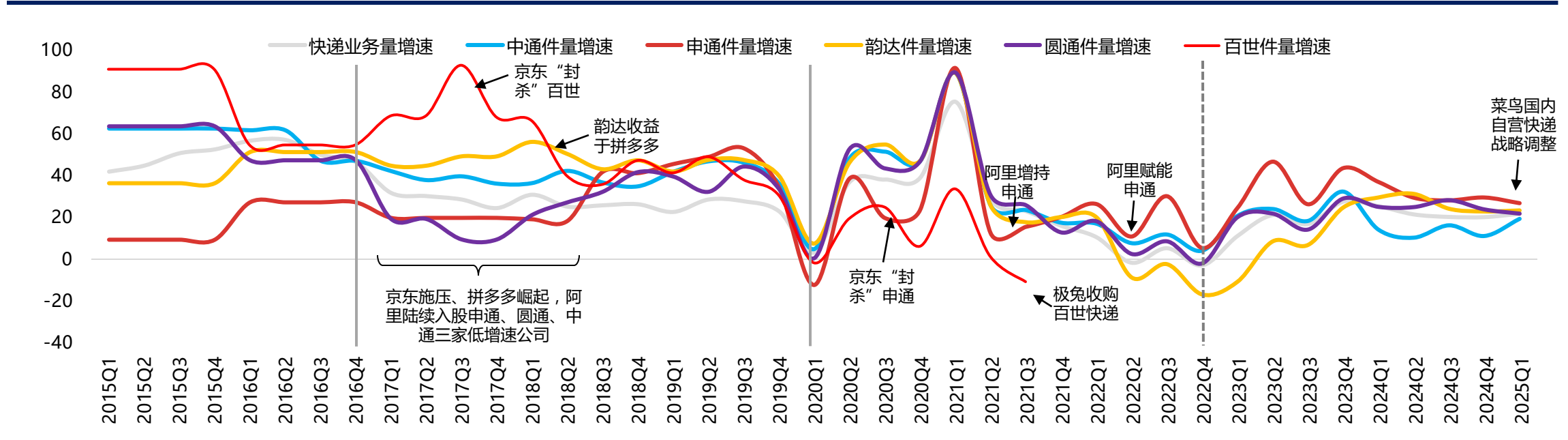
4

本次交易对申通快递业绩情况的影响分析

电商平台的竞争策略和战略，根本上决定了不同时期快递市场格局

- ✓ 在淘宝天猫的电商业务快速发展时期，由于**百世和圆通**与淘系长期的战略合作和股权关系，两家快递公司获得了高于行业的件量增速表现。
- ✓ 阿里出于对京东的忌惮不接入京东物流，因此京东在17年和20年分别对**百世和申通**进行了“封杀”，导致两家快递公司的件量增速掉队，百世后被收购。
- ✓ 拼多多从2017年开始崛起，在快递供应商方面，发展初期选择了加盟制快递中阿里参股最少的**韵达**作为重点，并将兄弟公司**极兔**引入国内。
- ✓ 21年开始兴起的直播电商模式，对履约时效和退换货的较高要求，助力**中通、圆通**等成为了其主要合作伙伴，韵达在直播电商时代的落后。
- ✓ 2024年底开始，阿里自建的菜鸟速递开始战略收缩，将扶持重心转向参股最多的**申通**，并在25年初逐渐减持韵达、圆通等。

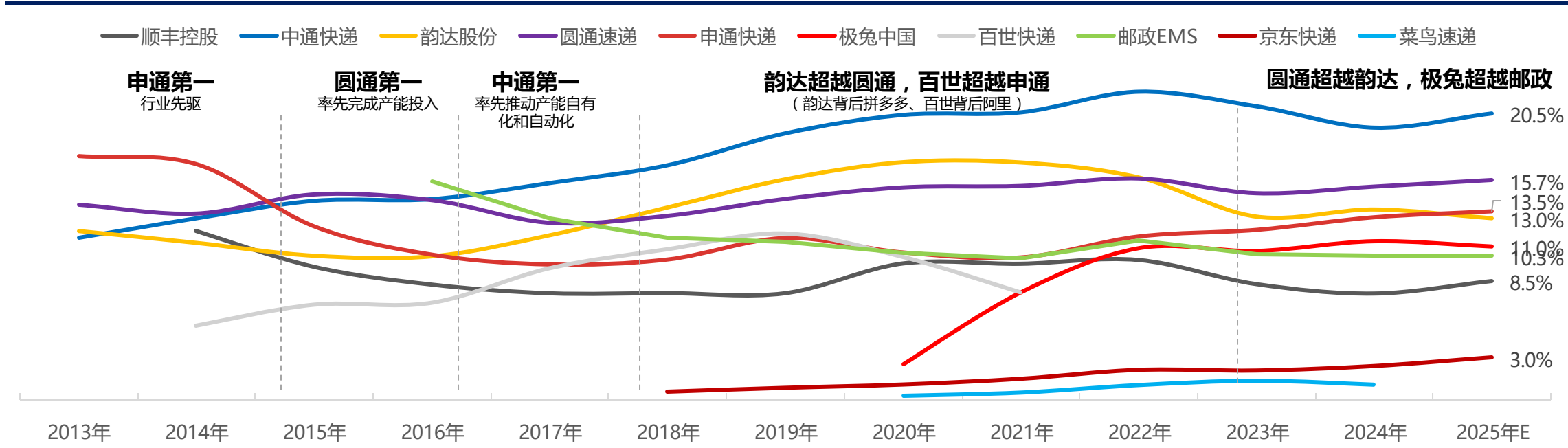
图表：2015年以来快递行业及快递市场主要玩家业务量增速同比变化



申通快递业务量市场份额提升，代替韵达进入前三

- 快递行业内各玩家市场格局的演进与洗牌，背后既有电商平台角斗的映射，更有对需求趋势判断下的前瞻性产能布局，它们共同决定了不同时期快递市场竞争格局，是真正决定各家快递公司的“兴衰起落”的关键因素。
- 2022年后各家快递公司市占率进入平稳期（TOP8稳定在90%），意味着要拿更多市场份额、需要更激烈的价格战，快递总部和加盟商承受越来越大压力。从21年底政策开始关注“快递反内卷”（怕影响快递小哥就业、影响快递网络的稳定性），延缓份额提升。
- 今年快递产品价格持续下行，反内卷的大背景下行业迫切需要供给侧结构改革。结合公司本次公告披露的丹鸟物流业务单量规模，推算在收购丹鸟物流后，申通快递业务量市场份额提升至**约13.5%**，代替韵达，**阔别十年**再次进入快递行业前三。

图表：2012-2024年快递行业主要快递公司市场份额变化情况



阿里菜鸟在2025年底行权增持申通21%股权的可能性增大

- 截止2024年底，申通快递创始人**陈德军、陈小英**仍是公司实际控制人，二人通过直接持股以及通过德股投资、恭之润和德润二，合计持有申通股份**34.79%的股份**。前十大股东合计持股68.01%，阿里系则在**2019年完成战略入股后**，已成为申通第二大股东，**合计持股25%**。
 - ✓ 2019年3月，申通快递实控人与阿里巴巴签署了《框架协议》，阿里巴巴出资46.6亿元成为公司战略投资者，持有上市公司14.65%股权。
 - ✓ 2020年9月，阿里巴巴再出资33亿元按每股20.8元部分行权增持申通10.35%股权到25%。
- 阿里系具备申通快递的控股“期权”。如果行权时股价太低，很可能触发全面要约收购，导致所有股东把股权回售导致退市，不符合各方利益。
 - ✓ 2019年8月申通与阿里巴巴签署《购股权协议》，赋予阿里巴巴或其指定第三方自2019年12月28日起三年内（即行权期至2022年12月27日止）购买上市公司股权的权利，总行权价格为99.82亿元，对应每股20.80元。
 - ✓ 2022年12月，申通快递控股股东及实际控制人与阿里网络签署了《购股权延期协议》。协议约定，阿里网络或其指定第三方有权自该协议生效之日起至2025年12月27日期间拥有购买**申通21%**控股股东股权的权利，或其持有的部分申通股份的权利，对应**每股16.50元**。
- 考虑今年严酷的价格战竞争环境下的不确定性，之前市场判断大概率行权期仍会像22年底一样继续向后推迟，目前收购丹鸟物流预示阿里系行权的概率增大。
 - ✓ 申通2025年及以后的业绩预期，决定了菜鸟继续行权的时间窗口。按行权价16.5元倒算，需要申通的市值**达到253亿**，按13-15x的较高P/E估值，也需要申通快递今年利润**完成18-19.5亿**。然而在2025年完成行权价对应的业绩目标是极具挑战性的，申通快递2025年目前wind净利润一致预期为13-14亿（单票利润约5-6分钱），而2024年业绩为10亿（单票利润4分多）。所以申通快递需要单票利润改善达到与韵达一样，才能达成行权价对应的利润。

图表：申通快递前十大股东（截止2024年底）及阿里参股通达系比例

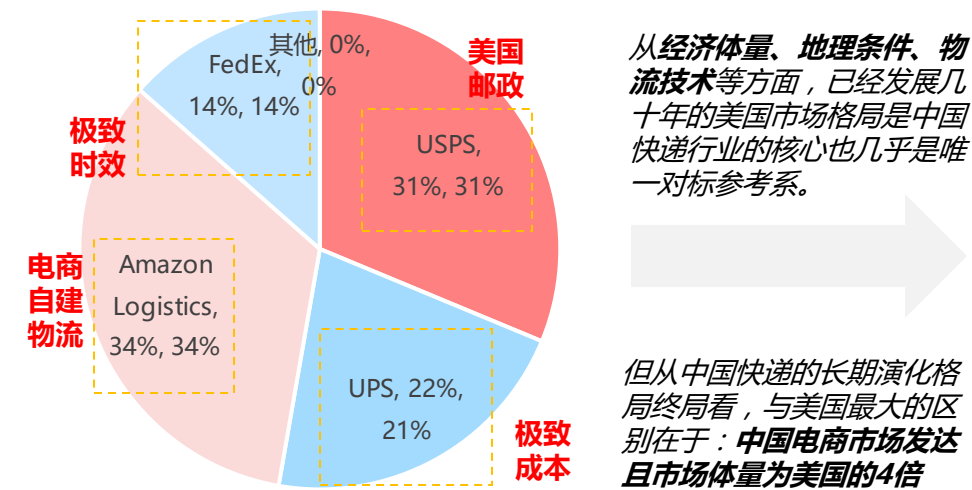
股东名称	股东性质	持股比例（%）	持股数量（万股）	质押股份数（万股）
浙江菜鸟供应链管理有限公司	境内非国有法人	25.00	38,270	-
上海恭之润实业发展有限公司	境内非国有法人	16.10	24,646	-
上海德股投资控股有限公司	境内非国有法人	7.76	11,872	-
上海德润二实业发展有限公司	境内非国有法人	4.90	7,501	-
陈德军	境内自然人	3.38	5,168	3,876
陈小英	境内自然人	2.65	4,059	-

公司	股东名称	持股比例	阿里系合计持股比例
圆通	阿里巴巴（中国）网络技术有限公司	11.01%	20.09%
	杭州阿里创业投资有限公司	9.08%	
申通	浙江菜鸟供应链管理有限公司	25.00%	25.00%
中通	阿里巴巴集团控股有限公司	8.80%	8.80%
韵达	杭州阿里巴巴创业投资管理有限公司	1.99%	1.99%

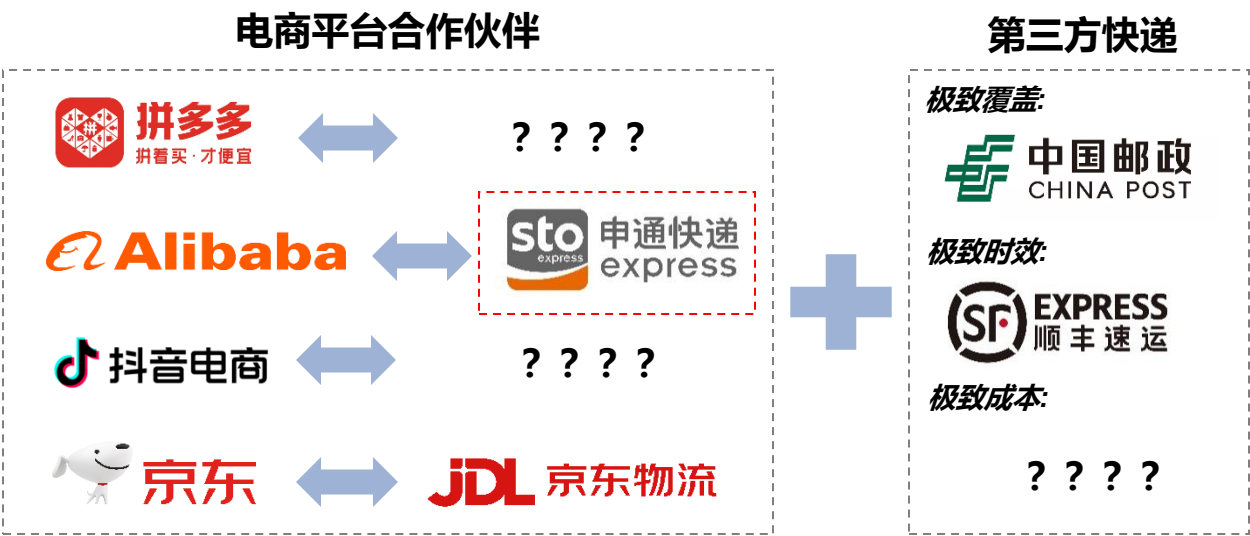
快递行业4+3的七雄格局基本确立，申通快递的战略地位确立

- 短期：总部降本进入瓶颈、加盟商盈利诉求和再投资现状，共同决定行业价格战的硝烟未散，但有政府干预和指导，价格战烈度和出清速度可控。
 - 长期：已经呈现4+3的七雄格局（“3”即中国邮政民生托底保障，大概率顺丰凭借服务优势占据时效快递龙头；“4”即各大电商平台系各控制或自建一家快递物流公司，目前京东物流已经较为清晰），其他加盟制玩家需要抢占电商快递龙头或绑定平台的战略位置，这一序幕徐徐拉开。
- ✓ **申通快递**背靠阿里和菜鸟，获得在品质快递业务、产能投放等方面的资源支撑，可能超过韵达股份、困境反转。

图表：2024年美国快递3+1市场格局情况



图表：中国快递行业市场长期“七雄格局”



目录

1

丹鸟物流的核心业务及在菜鸟体系的地位

2

快递行业新战国七雄格局的后续演化进程

3

申通快递收购丹鸟物流后双方的业务协同

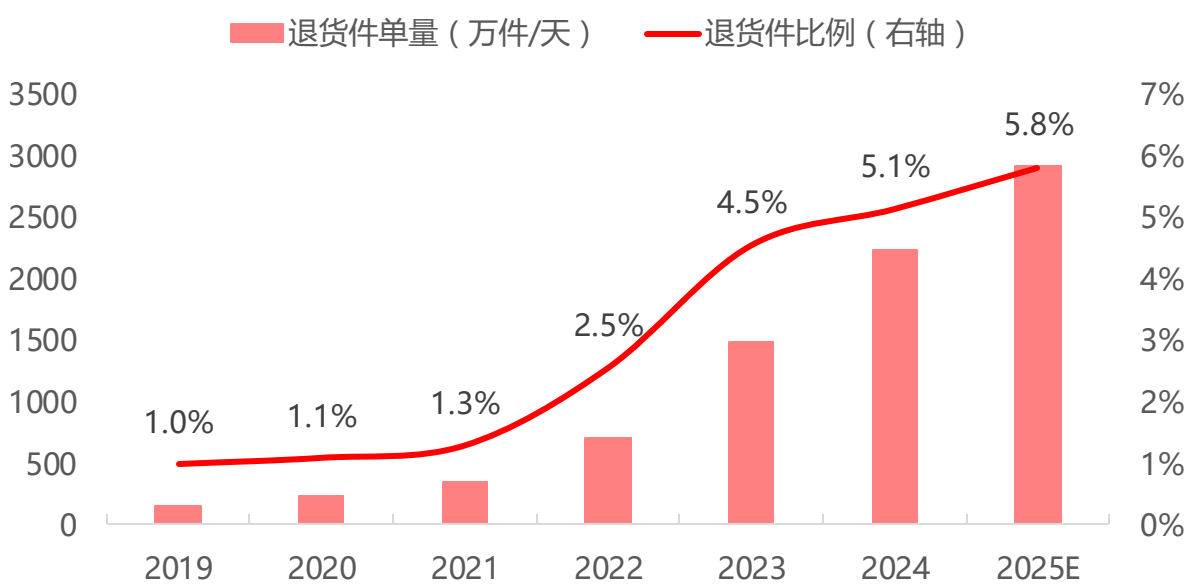
4

本次交易对申通快递业绩情况的影响分析

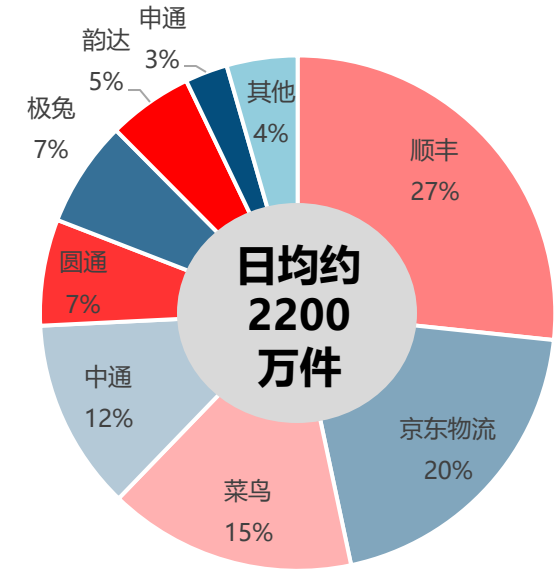
增强申通快递在逆向退货场景的揽派核心竞争力

- 目前快递市场退货件在整体电商快递中的占比**约5-6%**，2025年预估日均退货件量**约3000万件**，占比相比去年提升0.5-1个百分点。
- 2024年，菜鸟速递（丹鸟物流）及申通快递合计拥有**约18%**的电商退货件市场占有率，日均件量**超400万件**。在今年收购丹鸟物流后，双方融合后，在电商退货件市场成为**仅次于顺丰和京东物流的第三大服务商**。
- 电商平台为了保证消费者体验，逆向退换货快递能够给到快递公司相较于**正向快递2倍甚至更高的价格**，目前电商退货件市场价格在**5-8元之间**，相对于普通电商件**3-4元的价格，具有较大优势**。当然退货件也对上门服务时效等服务体验提出了更高的要求，而丹鸟物流服务天猫超市等自营品类所积累的能力，可以增强申通快递在逆向退货场景的揽派核心竞争力。

图表：2019-2025年快递逆向退货件情况



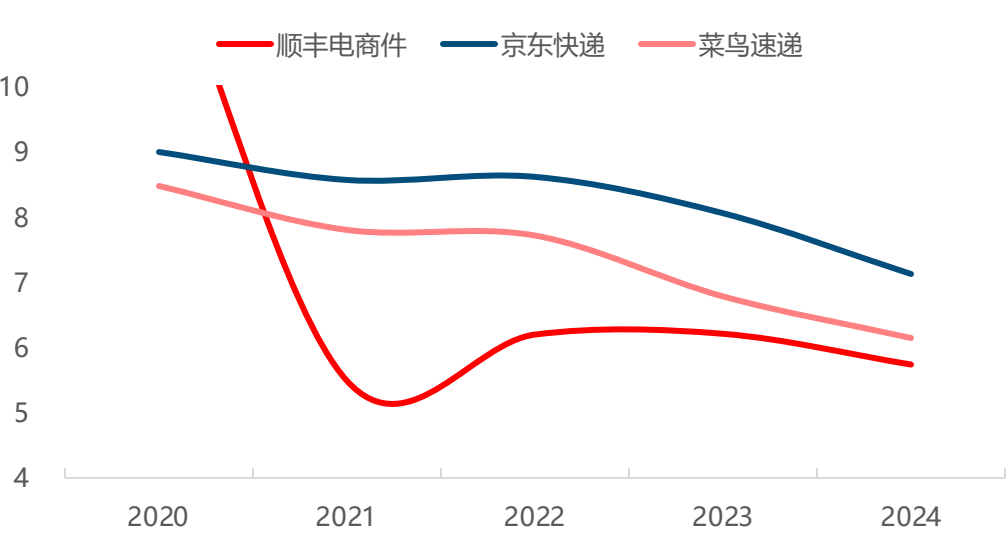
图表：2024年退货逆向场景快递需求端分布



申通支撑丹鸟物流降低成本，共同进攻中高端快递市场

- 顺丰、京东物流及中国邮政是国内仅有极少数可提供中高端快递（时效快递+品质电商快递）的物流服务商，较高的进入门槛和运营要求是顺丰和京东物流分别占据两个市场的主要原因：
 - ✓ 关键、稀缺的资源，如航空货运机队（顺丰机队规模占据近40%左右市场）、航空货运枢纽、机场起降时刻及空侧地面网络；
 - ✓ 品牌知名度，因为客户倾向于信任并使用知名品牌的服务；尤其是体现在时效达成率、准时率等硬性指标方面。
- 2025财年菜鸟速递（丹鸟）在自有干线、终端网点、飞机数量及快递小哥数量方面均与可比友商有需要补足的差距，但预估的单票运营成本仍高于中高端快递龙头的顺丰。因此，在能力存在短板的情况下仍有较高成本，所以申通收购丹鸟物流后，能够加快双方降本节奏，解决**亏损抢券中高端快递市场的难题**，为**申通快递母公司贡献更多利润**。

图表：菜鸟速递与可比友商在单票运营成本方面的对比（单位：元/件）



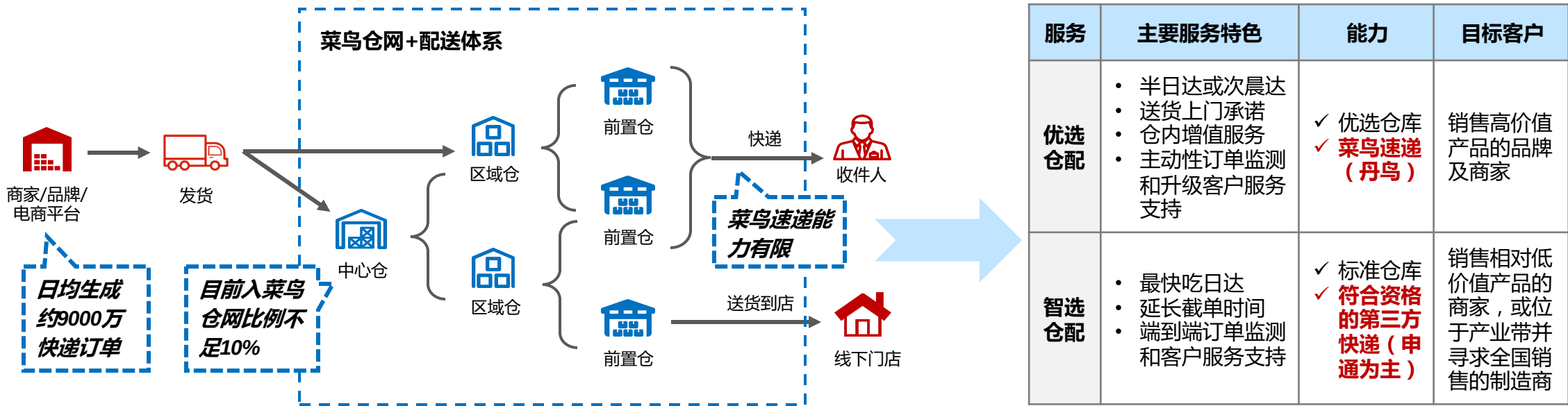
图表：2024年菜鸟速递（丹鸟物流）与可比友商在运营能力方面的对比

	分拣中心	自有干线	终端网点	自有飞机数量	小哥数量
圆通	76	5900	80000	13	20+万
菜鸟	59（租赁为主）	2000+	2600	-	~5万
顺丰	373	-	36000	89	60万
京东	400	7500	8500	10	38万

协同合作增强对菜鸟供应链业务配送环节的持续渗透

- 菜鸟速递（丹鸟物流）之前也承接类似京东物流的国内供应链的快递部分，客户主要为阿里平台（天猫旗舰店）上的品牌商家或部分高客单件中小电商卖家。后续核心策略将是引导客户**入菜鸟仓+丹鸟物流（或申通快递）配送**。
- 目前，菜鸟物流在国内供应链业务（即对标京东物流外部一体化供应链服务）上，目前阿里平台日均生成快递1亿件以上，但在服务自身生态平台的渗透率方面仍有差距。因此未来申通快递联手丹鸟物流在阿里体系内的渗透率至少可以**提升至京东物流的渗透率水平（20-25%）**，假设渗透率每年**约5pct提升**，平均每年增加日均500万左右订单。

图表：菜鸟国内供应链模式、现状及主要产品示意图



目录

1

丹鸟物流的核心业务及在菜鸟体系的地位

2

快递行业新战国七雄格局的后续演化进程

3

申通快递收购丹鸟物流后双方的业务协同

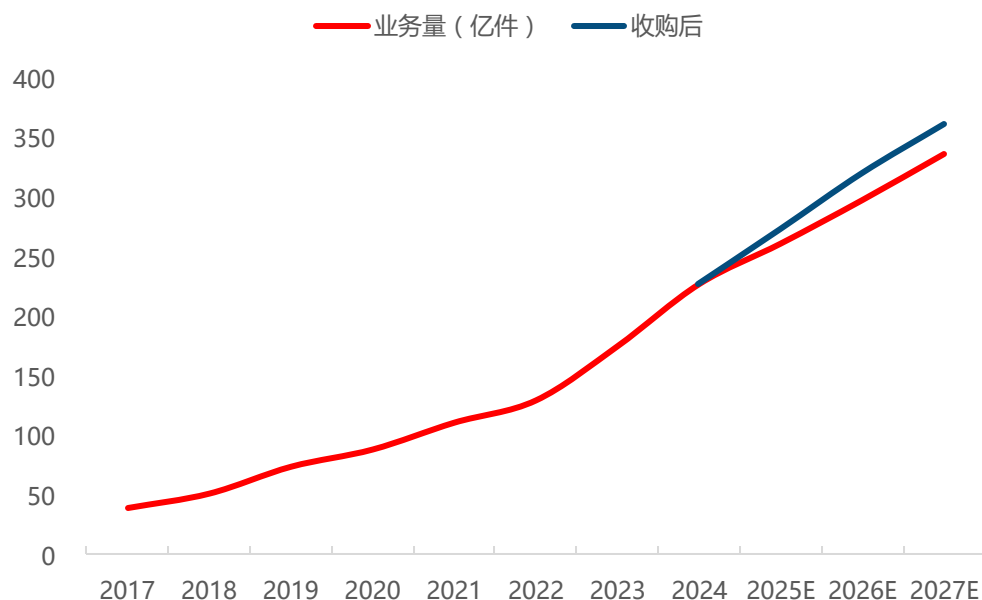
4

本次交易对申通快递业绩情况的影响分析

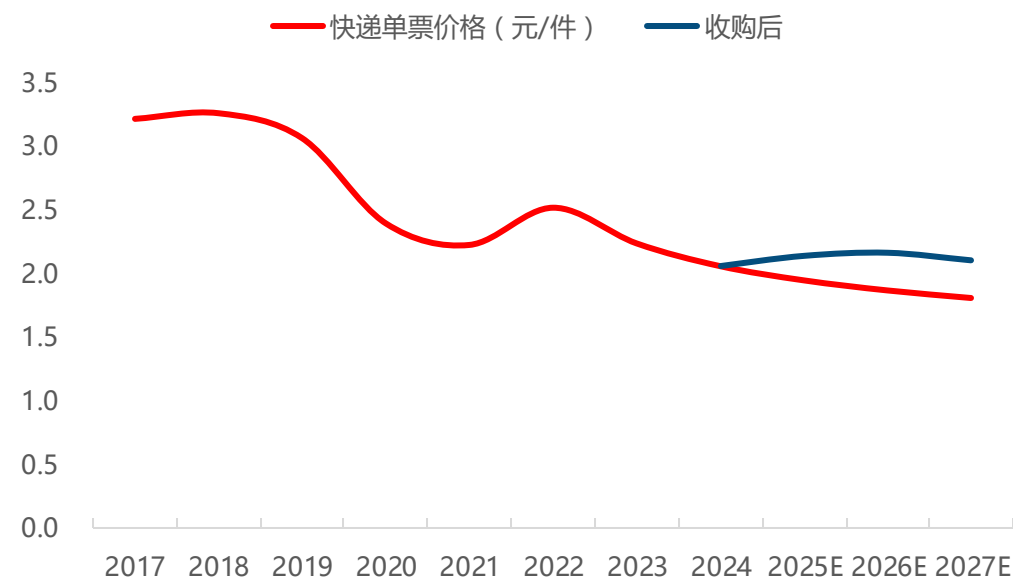
对单量及价格的影响：拉升5pct件量增长，价格逆转下降趋势

- 目前阿里系快递订单1+亿件/天，其中申通承接1500-2000万，高于其大盘市占率。2025年伴随并购丹鸟物流完成，申通快递可承接菜鸟速递（丹鸟）“按需送货上门、退货件”等业务，包括退货件200-300万单，正向上门快递100-200万单。2025-2027年分别增加约12亿、23亿、25亿件快递。
- 申通快递过去两年业务量增速持续领跑行业，但单票价格持续回落，但营收仍然保持20%的较高增长。伴随并购丹鸟物流完成，其6元左右的价格，让申通快递未来三年整体价格维持稳定水平。2025-2027年分别增加约2.13元、2.16元、2.10元。

图表：并购前后申通快递业务量预期情况对比



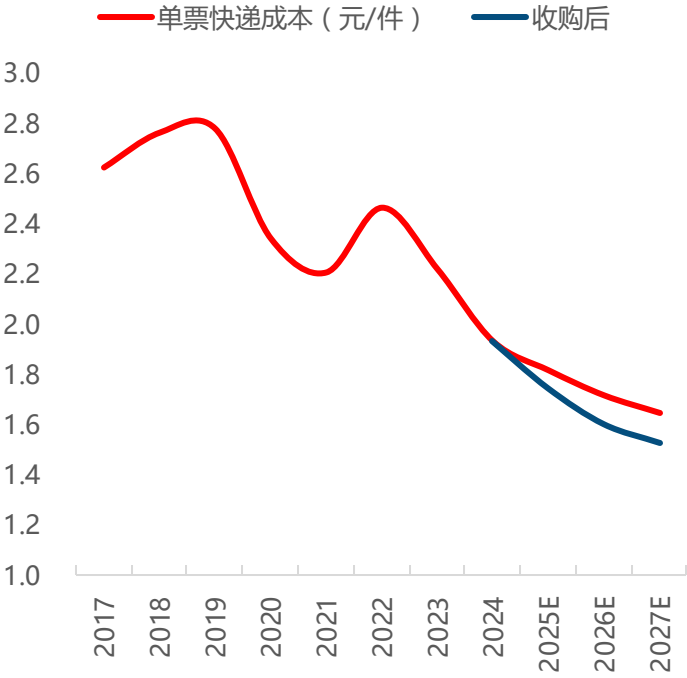
图表：并购前后申通快递单票价格预期情况对比



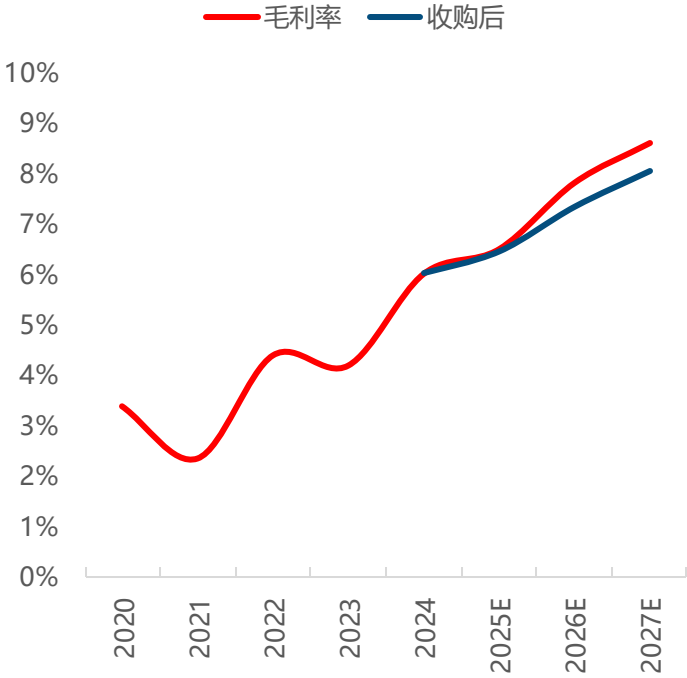
对成本及盈利的影响：加速成本优化，但竞争压力减缓利润改善

- 在价格维持稳定的基础上，受益于规模经济与成本持续优化，直营快递相对低毛利率，拉低申通整体毛利率；但由于产能建设、件量结构调整，单票成本继续优化。
- 由于品质快递盈利能力高于经济快递，因此公司单票归母净利润有所改善。但考虑今年及后续行业竞争压力仍然存在，预计改善幅度不会明显提升。

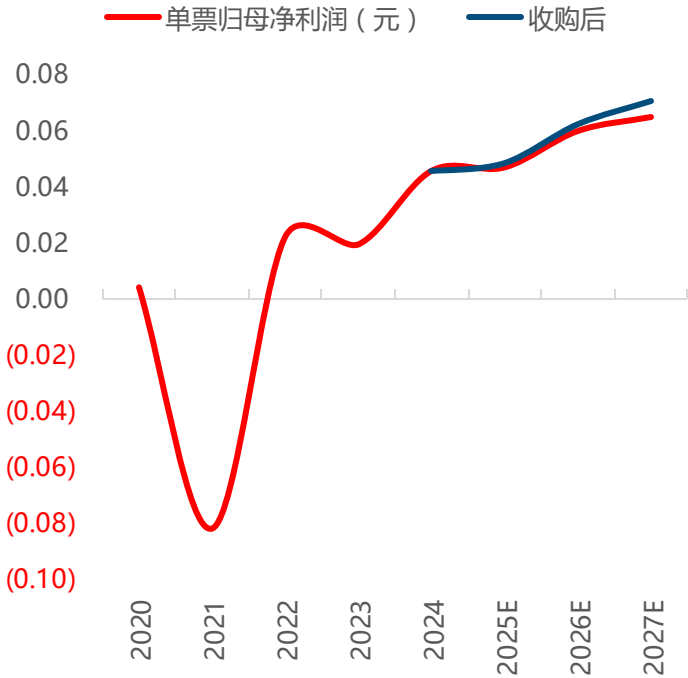
图表：并购前后申通快递单票成本预期情况对比



图表：并购前后申通快递毛利率预期情况对比



图表：并购前后申通快递单票归母净利润预期情况对比

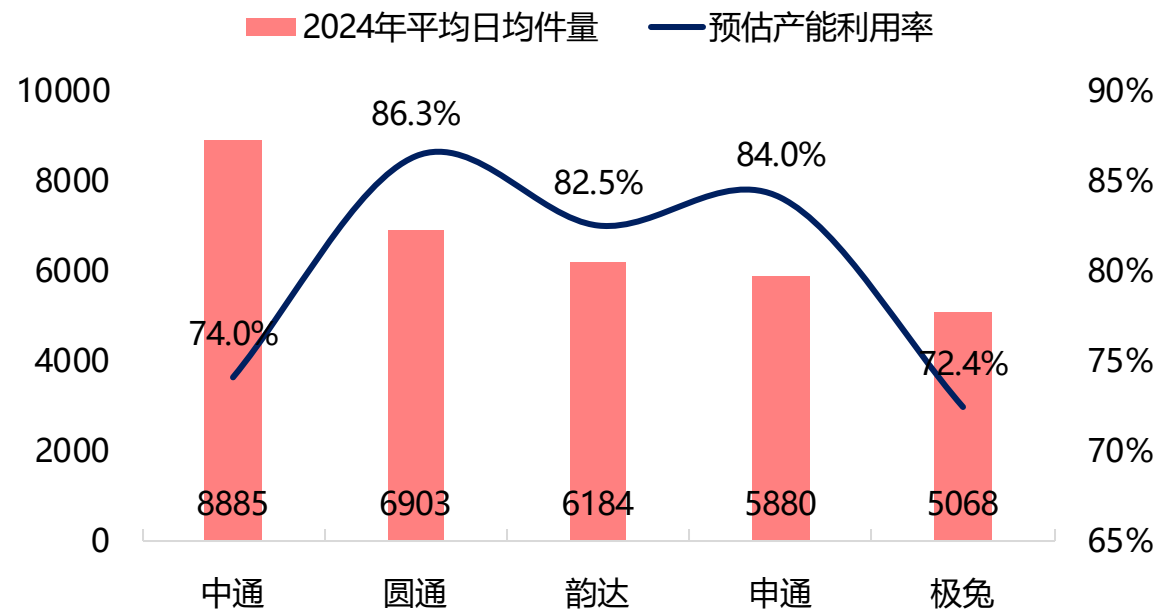


联手菜鸟，融合后的产能需求补齐，可以支撑业务增长

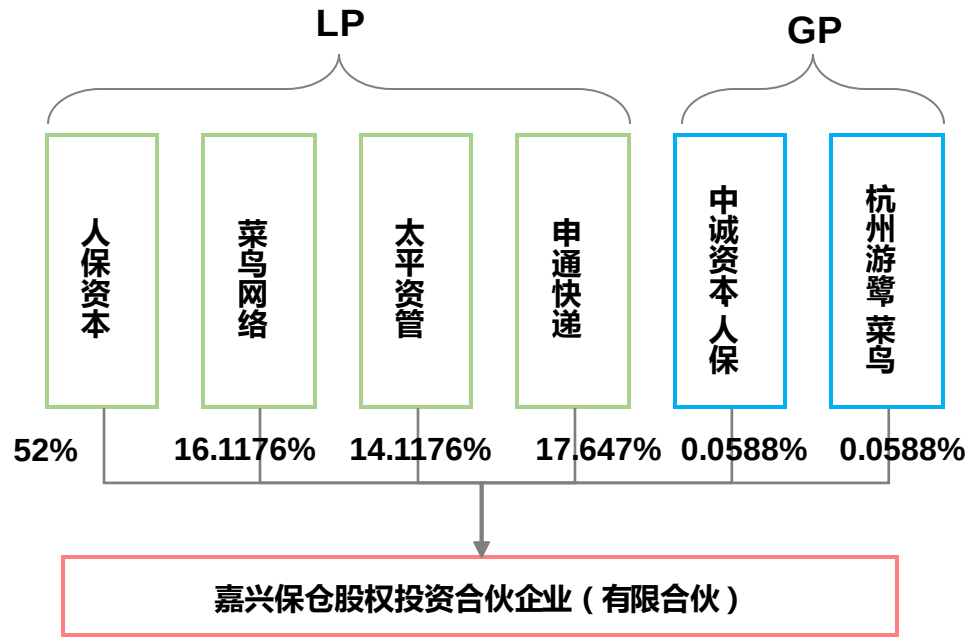
- 即使市场最担心的产能建设的资本开支资金来源问题，申通目前联手菜鸟和投资方设立几十亿的物流地产基金，可以顺利解决产能投融资问题。

注：值得注意在资产负债表的“其他非流动金融资产”里，24Q3开始**新增2.6亿与专业机构共同投资若干物业项目资产**（与菜鸟及险资成立的物流基金，申通参股17.65%。

图表：日均件量（万件）及预估产能利用率



图表：申通联手菜鸟和投资方设立物流地产基金



申通快递盈利预测

- 2025-2027年快递件量预计为273、321、362亿件。
- 2025-2027年快递单价假设为2.13、2.16、2.07元/件。
- 测算得2025-2027年公司归母净利润13.3/20.0/25.5亿元，同比增长6.0%/ 28.3%/ 13.2%，对应PE 17.5/11.6/9.1 x。
- 由于之前处于亏损状态，PE呈现较大波动，PE中枢为20x。鉴于公司仍在利润修复期，且与前一位的盈利差距在缩小，同时行业格局向好趋势，取中值偏下15-18x推算，以2025年业绩计算目标市值200-240亿。

图表：申通快递利润表预测

单位：亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	409.2	471.7	589.5	699.2	757.9
增长率	21.5%	15.3%	25.0%	18.6%	8.4%
营业成本	392.1	443.4	551.5	647.9	696.8
毛利	17.1	28.3	38.0	51.3	61.1
增长率	15.9%	65.6%	34.0%	35.1%	19.0%
毛利率	4.2%	6.0%	6.4%	7.3%	8.1%
运营费用	13.2	14.4	18.5	21.8	23.7
管理费	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
归母净利润	3.4	10.4	13.3	19.9	25.5
净利润率	0.8%	2.2%	2.2%	2.9%	3.4%
估值比率					
P/S	0.57	0.49	0.39	0.33	0.31
P/E	68.1	22.3	17.5	11.6	9.1

图表：快递公司历史P/E估值情况

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	8年平均
韵达	24.3	21.7	27.7	26.6	50.9	28.6	15.9	11.4	25.9
圆通	32.5	17.3	17.7	21.7	42.9	17.6	12.9	12.1	21.8
中通	28.2	19.8	27.9	31.7	35.4	24.6	17.4	12.5	24.7
申通	15.9	12.8	19.3	50.1	-67.3	-34.3	40	19.7	7.0
平均	25.2	17.9	23.2	26.7	43.1	23.6	15.4	12.0	19.9
顺丰	28.4	34.8	28.1	56.8	95.9	40.7	25.5	20.7	41.4

风险分析

（1）电商件快递需求增长缓慢：对于2025-2027年业务量，尤其是双十一、618等电商大促季的预期，快递行业和大部分公司普遍保持谨慎，目前主要商家客户经营压力较大且对参与电商促销活动意愿不断减弱。

（2）行业整体降派费风险虽然消除，但不同品牌快递总部及加盟商由于对市场份额及利润诉求不同，将导致价格短期波动以及各家公司价格策略的间接连锁反应。

（3）与阿里及菜鸟物流的业务合作不及预期：双方基于股权关系，今年2023年开始在仓配等业务进行合作，同时今年申通披露增加双方关联交易金额，虽然以上为申通快递贡献了件量增速，但面对未来更加激烈的竞争环境，申通是否能够匹配及满足阿里及菜鸟物流需求，并且获得与其他业务基本一致的利润水平，需要关注。

（4）终端运营模式优化降本效果有限：模式试点效果，并不能在全国范围推广落地。

分析师介绍

梁骁：交通运输行业分析师，南开大学硕士，先后供职于中集集团物流板块、顺丰控股、京东物流，曾参与撰写《国家多式联运标准修订建议报告》并为交通物流相关十四五规划建言献策，2022年加入中信建投证券研究发展部，覆盖快递快运/仓储运输/供应链物流/跨境物流/铁路货运/航空物流，具有丰富的交运物流行业研究经验以及资源，擅于把握和挖掘公司长期价值，工作地北京。

韩军：交通运输行业首席分析师，曾供职于上海国际航运研究中心，3年政府规划与市场咨询经验，曾负责或参与为交通运输部、上海市交通委、港航企业等提供决策咨询服务二十余项。7年交通运输行业证券研究经验，深入覆盖航运、港口、高铁、快递、物流板块，擅长把握周期性和政策性投资机会。2021第十九届新财富最佳分析师交通运输行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 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，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层

电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室

电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心
35楼

电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼

电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk