

申通快递 (002468.SZ)

价格竞争导致业绩承压，看好反内卷带来的盈利修复

优于大市

核心观点

2025年二季度公司业绩表现短期承压。2025年上半年营收250.2亿元(+16.0%)，扣非归母净利润4.36亿元(-0.17%)；2025年二季度单季营收130.3亿元(+13.9%)，扣非归母净利润2.06亿元(-18.0%)。

公司业务量增长稳健，市占率较稳定，单票价格环比降幅明显。二季度行业价格竞争逐渐白热化，公司采取跟随策略，二季度的单票快递价格约1.97元，同比下降2.5%，环比减少7分钱。由于公司需求件量、利润和服务各方面的平衡，公司二季度业务量实现65.4亿件，同比增长16.0%，市占率同比减少了0.2个百分点至12.9%，环比增加了0.1个百分点。过去三年的百亿产能提升计划帮助公司网络实现了升级和优化，2025年底公司常态吞吐产能有望提升至日均9000万单(2024年底为7500万单)，公司业务量有望维持较快增长态势。

公司网络经营优化，单票成本持续下降，二季度单票盈利短期承压。得益于公司持续推进转运中心升级改造、干线路由优化以及自有运力投放，从而带动上半年单票运输成本和单票中转成本均同比下降0.01元，单票派送成本同比下降0.05元。由于二季度是淡季且龙头价格策略激进，公司二季度单票扣非净利有所下滑，为0.03元(25Q1和24Q2分别为0.04元、0.04元)。由于公司持续加强基础设施建设，提升全网吞吐产能，公司上半年资本开支为13.9亿元，同比微幅下降(24年同期资本开支分别为15.3亿元)。上半年公司经营性现金流为7.41亿元，同比有所下降主要是因为网点面单降价以及大客户业务持续增长。

风险提示：价格竞争恶化；电商快递需求增长低于预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

小幅调整公司盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为12.9/16.3/19.0亿元(25-26年调整幅度分别为+0.8%/+4.8%)，分别同比增长24%/26%/17%，考虑到公司已经形成件量、利润和服务同步提升的正循环，维持“优于大市”评级，现在股价对应25-26年EPS的PE估值分别为20X、16X。

盈利预测和财务指标

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 40,924 | 47,169 | 53,537 | 60,390 | 67,335 |
| (+/-%) | 21.5% | 15.3% | 13.5% | 12.8% | 11.5% |
| 净利润(百万元) | 341 | 1040 | 1293 | 1627 | 1903 |
| (+/-%) | 18.4% | 205.2% | 24.3% | 25.9% | 17.0% |
| 每股收益(元) | 0.22 | 0.68 | 0.84 | 1.06 | 1.24 |
| EBIT Margin | 1.2% | 3.3% | 3.2% | 3.5% | 3.6% |
| 净资产收益率(ROE) | 3.9% | 10.6% | 11.9% | 13.2% | 13.7% |
| 市盈率(PE) | 74.0 | 24.3 | 19.5 | 15.5 | 13.3 |
| EV/EBITDA | 24.2 | 14.4 | 13.9 | 12.0 | 10.9 |
| 市净率(PB) | 2.87 | 2.57 | 2.31 | 2.05 | 1.81 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·物流

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

基础数据

| | |
|------------|----------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 16.50元 |
| 总市值/流通市值 | 25258/24209百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 19.73/9.48元 |
| 近3个月日均成交额 | 571.40百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《申通快递(002468.SZ)-市场份额快速提升，单票盈利表现稳健》——2024-11-01
- 《申通快递(002468.SZ)-市场份额快速提升，盈利能力逐步改善》——2024-04-26
- 《申通快递(002468.SZ)-三季度市占率提升明显，盈利能力短期承压》——2023-11-01

2025 年二季度公司业绩表现短期承压。2025 年上半年营收 250.2 亿元 (+16.0%)，扣非归母净利润 4.36 亿元 (-0.17%)；2025 年二季度单季营收 130.3 亿元 (+13.9%)，扣非归母净利润 2.06 亿元 (-18.0%)。

图1：申通快递累计营业收入及增速（单位：亿元、%）



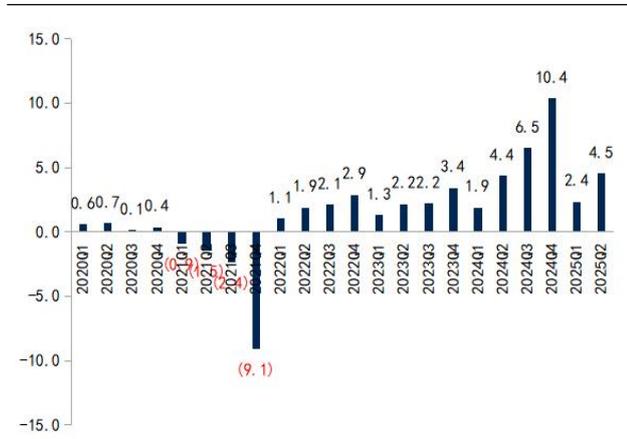
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：申通快递单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



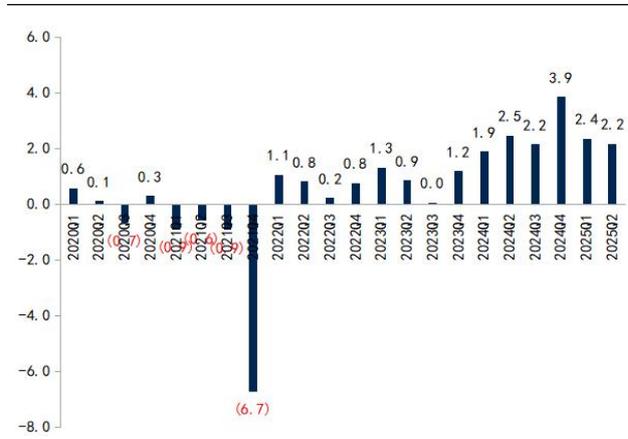
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：申通快递累计归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：申通快递单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



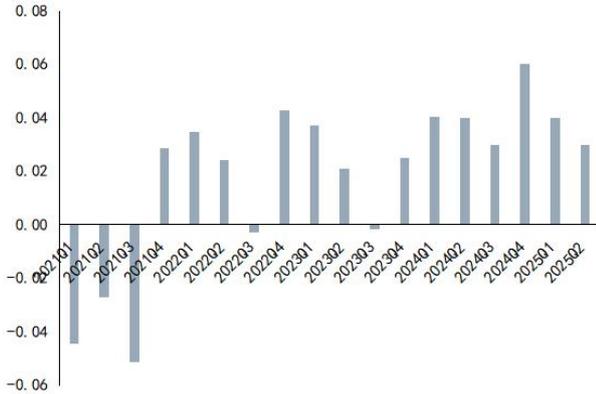
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司业务量增长稳健，市占率较稳定，单票价格环比降幅明显。二季度行业价格竞争逐渐白热化，公司采取跟随策略，二季度的单票快递价格约 1.97 元，同比下降 2.5%，环比减少 7 分钱。由于公司需求件量、利润和服务各方面的平衡，公司二季度业务量实现 65.4 亿件，同比增长 16.0%，市占率同比减少了 0.2 个百分点至 12.9%，环比增加了 0.1 个百分点。过去三年的百亿产能提升计划帮助公司网络实现了升级和优化，2025 年底公司常态吞吐产能有望提升至日均 9000 万单 (2024 年底为 7500 万单)，公司业务量有望维持较快增长态势。

公司网络经营优化，单票成本持续下降，二季度单票盈利短期承压。得益于公司持续推进转运中心升级改造、干线路由优化以及自有运力投放，从而带动上半年单票运输

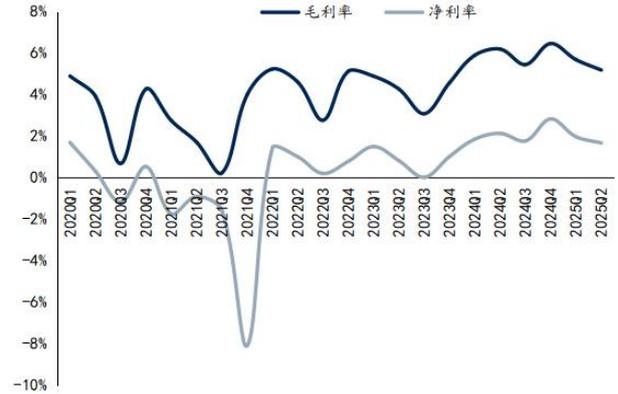
成本和单票中转成本均同比下降 0.01 元，单票派送成本同比下降 0.05 元。由于二季度是淡季且龙头价格策略激进，公司二季度单票扣非净利有所下滑，为 0.03 元（25Q1 和 24Q2 分别为 0.04 元、0.04 元）。公司持续加强基础设施建设，提升全网吞吐产能，公司上半年资本开支为 13.9 亿元，同比微幅下降（24 年同期资本开支分别为 15.3 亿元）。上半年公司经营性现金流为 7.41 亿元，同比有所下降主要是因为网点面单降价以及大客户业务持续增长。

图5: 申通快递单票扣非净利变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 申通快递毛利率及归母净利率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级。

微幅调整公司盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 12.9/16.3/19.0 亿元（25-26 年调整幅度分别为+0.8%/+4.8%），分别同比增长 24%/26%/17%，考虑到公司已经形成件量、利润和服务同步提升的正循环，维持“优于大市”评级，现在股价对应 25-26 年 EPS 的 PE 估值分别为 20X、16X。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 现金及现金等价物 | 2433 | 2001 | 3176 | 3927 | 6051 | 营业收入 | 40924 | 47169 | 53537 | 60390 | 67335 |
| 应收款项 | 1053 | 1095 | 1173 | 1158 | 1107 | 营业成本 | 39214 | 44337 | 50347 | 56646 | 63093 |
| 存货净额 | 88 | 85 | 135 | 152 | 169 | 营业税金及附加 | 78 | 84 | 107 | 121 | 135 |
| 其他流动资产 | 2224 | 3452 | 2891 | 3261 | 3636 | 销售费用 | 168 | 135 | 161 | 181 | 202 |
| 流动资产合计 | 6236 | 7088 | 6376 | 7498 | 9963 | 管理费用 | 801 | 889 | 975 | 1091 | 1209 |
| 固定资产 | 9648 | 10770 | 12583 | 14122 | 14710 | 研发费用 | 167 | 178 | 214 | 242 | 269 |
| 无形资产及其他 | 1554 | 1613 | 1550 | 1486 | 1423 | 财务费用 | 181 | 238 | 181 | 142 | 116 |
| 投资性房地产 | 5269 | 5816 | 5816 | 5816 | 5816 | 投资收益 | 14 | 33 | 22 | 25 | 27 |
| 长期股权投资 | 43 | 25 | 25 | 25 | 25 | 资产减值及公允价值变动 | 54 | 84 | 60 | 60 | 60 |
| 资产总计 | 22750 | 25312 | 26350 | 28948 | 31937 | 其他收入 | (89) | (248) | (214) | (242) | (269) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 3694 | 4353 | 3749 | 3920 | 4210 | 营业利润 | 460 | 1356 | 1635 | 2053 | 2398 |
| 应付款项 | 3441 | 3801 | 4053 | 4558 | 5076 | 营业外净收支 | (42) | (52) | (20) | (20) | (20) |
| 其他流动负债 | 2941 | 3544 | 4031 | 4533 | 5048 | 利润总额 | 418 | 1304 | 1615 | 2033 | 2378 |
| 流动负债合计 | 10077 | 11697 | 11833 | 13010 | 14335 | 所得税费用 | 85 | 277 | 339 | 427 | 499 |
| 长期借款及应付债券 | 1495 | 1320 | 1090 | 1090 | 1090 | 少数股东损益 | (7) | (14) | (17) | (21) | (25) |
| 其他长期负债 | 2360 | 2487 | 2532 | 2585 | 2650 | 归属于母公司净利润 | 341 | 1040 | 1293 | 1627 | 1903 |
| 长期负债合计 | 3854 | 3807 | 3622 | 3675 | 3740 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 13931 | 15504 | 15455 | 16685 | 18074 | 净利润 | 341 | 1040 | 1293 | 1627 | 1903 |
| 少数股东权益 | 31 | 1 | (11) | (26) | (44) | 资产减值准备 | (100) | 1 | 9 | 6 | 4 |
| 股东权益 | 8788 | 9807 | 10905 | 12289 | 13906 | 折旧摊销 | 1123 | 1287 | 1202 | 1380 | 1533 |
| 负债和股东权益总计 | 22750 | 25312 | 26350 | 28948 | 31937 | 公允价值变动损失 | (54) | (84) | (60) | (60) | (60) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 181 | 238 | 181 | 142 | 116 |
| 每股收益 | 0.22 | 0.68 | 0.84 | 1.06 | 1.24 | 营运资本变动 | 40 | (724) | 1226 | 693 | 762 |
| 每股红利 | 0.08 | 0.11 | 0.13 | 0.16 | 0.19 | 其它 | 95 | (12) | (21) | (21) | (22) |
| 每股净资产 | 5.74 | 6.41 | 7.12 | 8.03 | 9.08 | 经营活动现金流 | 1446 | 1507 | 3648 | 3625 | 4120 |
| ROIC | 2.28% | 7.59% | 8% | 10% | 11% | 资本开支 | (2067) | (2426) | (2901) | (2801) | (2001) |
| ROE | 3.88% | 10.60% | 12% | 13% | 14% | 其它投资现金流 | (380) | (16) | 1455 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 4% | 6% | 6% | 6% | 6% | 投资活动现金流 | (2395) | (2425) | (1446) | (2801) | (2001) |
| EBIT Margin | 1% | 3% | 3% | 3% | 4% | 权益性融资 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 4% | 6% | 5% | 6% | 6% | 负债净变化 | 766 | (174) | (230) | 0 | 0 |
| 收入增长 | 22% | 15% | 14% | 13% | 12% | 支付股利、利息 | (126) | (161) | (194) | (244) | (285) |
| 净利润增长率 | 18% | 205% | 24% | 26% | 17% | 其它融资现金流 | (65) | 1156 | (604) | 171 | 290 |
| 资产负债率 | 61% | 61% | 59% | 58% | 56% | 融资活动现金流 | 1216 | 486 | (1027) | (73) | 5 |
| 股息率 | 0.5% | 0.6% | 0.8% | 1.0% | 1.1% | 现金净变动 | 267 | (432) | 1175 | 751 | 2124 |
| P/E | 74.0 | 24.3 | 19.5 | 15.5 | 13.3 | 货币资金的期初余额 | 2166 | 2433 | 2001 | 3176 | 3927 |
| P/B | 2.9 | 2.6 | 2.3 | 2.1 | 1.8 | 货币资金的期末余额 | 2433 | 2001 | 3176 | 3927 | 6051 |
| EV/EBITDA | 24.2 | 14.4 | 13.9 | 12.0 | 10.9 | 企业自由现金流 | (509) | (646) | 897 | 939 | 2211 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 192 | 336 | (80) | 998 | 2409 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|------|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032