



反内卷助力价格企稳，智能化重塑竞争优势

——申通快递（002468.SZ）公司深度报告

交通运输行业分析师：罗江南

反内卷助力价格企稳，智能化重塑竞争优势

—— 申通快递（002468.SZ）公司深度报告

2025年12月23日

核心观点

- 申通快递：民营快递标杆，盈利能力向好：**2025年前三季度，公司实现主营业务收入385.70亿元，同比增长15.17%，实现归母净利润7.56亿元，同比增长15.81%，增速水平表现良好。
- 快递行业市场下沉显著，跨境业务大势所趋：**单量层面，随着县域经济活力提升与农村电商渗透率持续加深，下沉市场需求不断释放，成为行业单量增长的关键驱动力。价格维度，在“高质量发展”导向下，此前激烈的价格竞争逐渐趋稳，头部企业通过优化运营效率、拓展冷链快递等附加值业务提升盈利空间。市场格局方面，行业竞争依旧白热化，但竞争逻辑发生转变，“跨境业务”成为大势所趋，头部企业加速全球化布局，通过建设海外仓、拓展国际航线等深度参与跨境电商物流竞争。
- 反内卷效果显著，各龙头快递公司利润空间得到修复：**在反内卷政策颁布之后，八月份各龙头快递公司单票收入的相较去年同期下降趋势得到缓解。申通、圆通、韵达的单票收入分别为2.06元、2.15元、1.92元，环比增加4.57%，3.37%，0.52%，通达系快递价格环比回升。在内卷的量价竞争得到遏制后，通达系企业或转向高质量竞争。
- 公司补足产能短板，核心资产自有率提升：**公司秉承“中转直营、网点加盟”的经营模式，持续加强在核心中转枢纽的重资产投入，做大做强枢纽吞吐能力。近年来，公司结合数智化运营系统，全面评估中转布局、中转时效以及中转频次，针对中转频次较高的区域，通过裁撤或者搬迁转运中心的方式拉直中转分拨路由；针对业务量增长快且缺少产能支撑的区域，通过新建以及改扩建部分转运中心的方式解决产能供给不平衡的问题。
- 数字化产品全面落地，推动企业管理精细自动化：**随着物流基建的不断完善和自动化智能设备的普及，网络信息平台、自动化智能设备与业务已实现深度融合，公司通过核心运营系统的数智化建设在降低运营成本的同时提高快递服务效率，搭建完成一整套自上而下的数智化系统和产品。
- 阿里入主资源协同，布局精细物流生态：**2019年阿里巴巴首次作为战略投资者入股申通，为申通带来资金支持。此后，双方在物流仓储、信息系统对接、数字化升级等多个领域展开深入合作，提升行业服务质量并优化服务效率。
- 投资建议：**根据我们盈利预测结果，预计2025-2027年，公司分别实现营收542.65亿元/620.38亿元/696.24亿元，同比+15.04%/+14.33%/+12.23%；分别实现归母净利润12.90亿元/17.21亿元/20.80亿元，同比+24.09%/+33.34%/+20.80%；每股收益EPS为0.84元/1.12元/1.36元，对应PE为16.90倍/12.68倍/10.49倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**行业价格战竞争激烈的风险、产能投放落地不及预期的风险、宏观经济增速不及预期的风险。

申通快递 (股票代码: 002468)**推荐** 首次评级**分析师**

罗江南

✉:

luojiangnan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524050002

市场数据

2025年12月23日

股票代码	002468
A股收盘价(元)	14.56
上证指数	3,876.37
总股本(万股)	153,080
实际流通A股(万股)	146,720
流通A股市值(亿元)	214

相对沪深300表现图

2025年12月23日



资料来源：中国银河证券研究院

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	47,169	54,265	62,038	69,624
收入增长率%	15.26	15.04	14.33	12.23
归母净利润(百万元)	1,040	1,290	1,721	2,080
利润增长率%	205.24	24.09	33.34	20.90
分红率%	9.68	6.21	8.27	8.05
毛利率%	6.00	6.19	6.53	6.79
摊薄 EPS(元)	0.68	0.84	1.12	1.36
PE	20.98	16.90	12.68	10.49
PB	2.22	1.97	1.72	1.49
PS	0.46	0.40	0.35	0.31

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

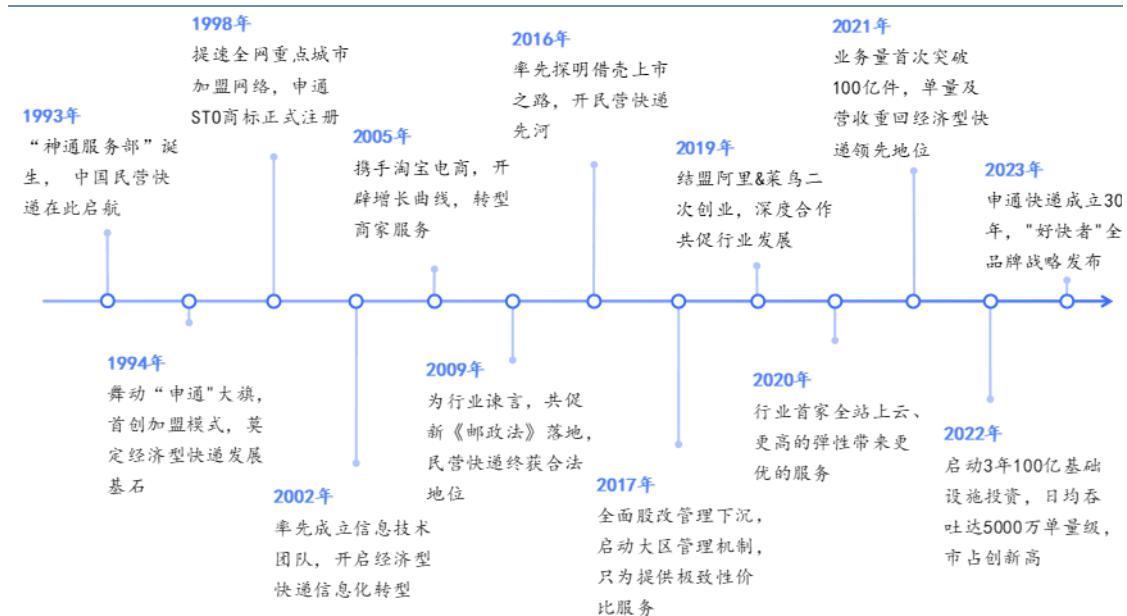
一、 公司概况：民营快递标杆，盈利能力向好	4
(一) 民营快递标杆，云端转型领航者	4
(二) 创始人主导治理，阿里系战略加持	4
(三) 利润进入修复通道，盈利能力加速恢复	5
二、 下沉市场亮眼，价格竞争趋稳	6
(一) 单量增速高位维持，下沉市场或为重要增长来源	7
(二) 高质量发展导向下，年内价格竞争或趋稳	10
(三) 反内卷政策：短期板块业绩修复，长期行业竞争良性有序	13
三、 资产与数字化短板补齐，阿里赋能 AI 时代	14
(一) 公司补足产能短板，核心资产自有率提升	15
(二) 数字化产品全面落地，推动企业管理精细自动化	19
(三) 阿里入主资源协同，布局精细物流生态	21
(四) 成本控制效果显著，利润水平具相对优势	23
四、 相对估值	24
五、 风险提示	26

一、公司概况：民营快递标杆，盈利能力向好

（一）民营快递标杆，云端转型领航者

立足长三角，广拓新业务。1993年，“神通服务部”诞生于浙江省杭州市，次年，“神通”开始在上海设立服务点。1994年，申通首创加盟模式。2002年，申通成立信息技术团队，推动快递服务也适应信息化时代发展。1998年，申通在全网重点城市提速加盟，正式注册 STO 商标。2005年，申通与淘宝电商开展合作，推动服务转型。2009年，申通谏言促成《邮政法》落地，民营快递取得合法地位。2016年12月，经中国证监会核准，申通与浙江艾迪西流体控制股份有限公司完成资产重组交易，申通成功借壳上市，成为继圆通之后A股市场中国民营快递第二股。2017年，申通推动全面股改管理下沉，启动大区管理机制，提升服务性价比。2019年，阿里巴巴拟投资47亿元入股申通，标志着双方在物流科技、快递末端、新零售物流等领域将展开进一步探索合作。2020年，申通在其发展战略中启动了一个重大举措——“全站上云”。逐步将申通的所有信息系统、业务流程及运营数据迁移到云端，以实现更高效的业务管理、成本控制以及服务创新，成为中国快递服务行业第一家实行信息“上云”的企业。2021年，申通业务量首次突破100亿件，重回快递领先地位。2022年，申通宣布启动为期三年的100亿元基础投资计划。这笔资金将主要用于快递网络的升级、信息技术的建设、智能化设备的引入，以及加强最后一公里配送能力。2023年，正值申通成立30周年，申通乘势而上推出“好快者”品牌战略，传递出“更快、更好”的服务理念，旨在提升其配送时效性，强化快递行业的竞争核心能力。

图1：公司历史沿革图



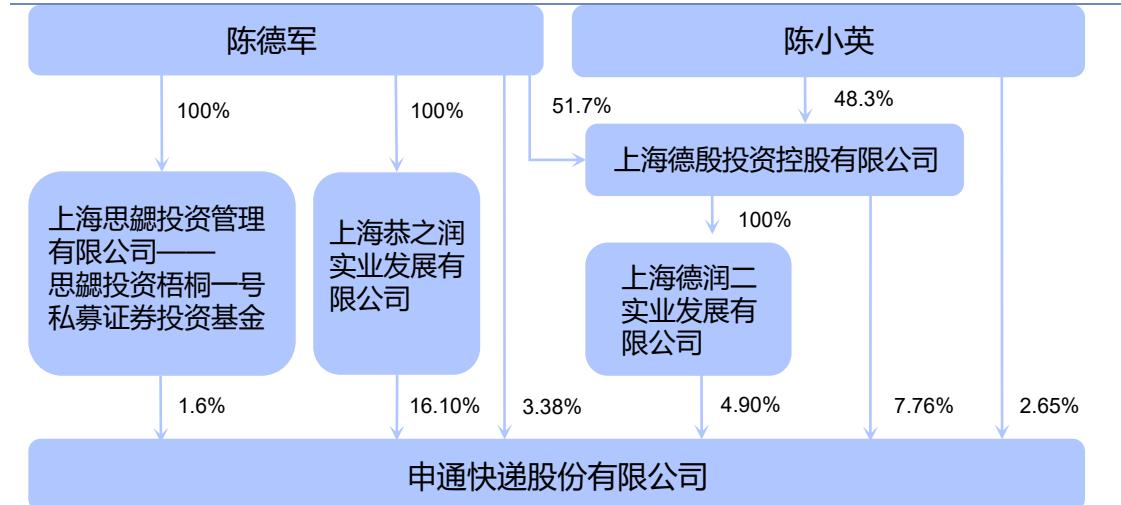
资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

（二）创始人主导治理，阿里系战略加持

公司实际控制人系陈德军、陈小英兄妹，其中陈德军同时担任公司董事长职位。截至2023年底，公司最大股东为上海恭之润实业发展有限公司，持有公司16.10%股份，而陈德军对其100%控股，从而实现对公司的间接控制。同时，陈德军、陈小英两人还通过直接持有上海德殷投资控股有限

公司、上海德润二实业发展有限公司、上海思勰投资管理有限公司——思勰投资梧桐一号私募证券投资基金、上海恭之润实业发展有限公司的股份以间接持有公司股份。陈德军、陈小英以自然人身份，分别直接持有公司 3.83%、2.65% 股份，即二人在间接控制的基础上，共同直接持有公司 6.48% 股份。陈德军、陈小英控制公司比例共计达到 35.85% 水平。

图2：公司股权结构图

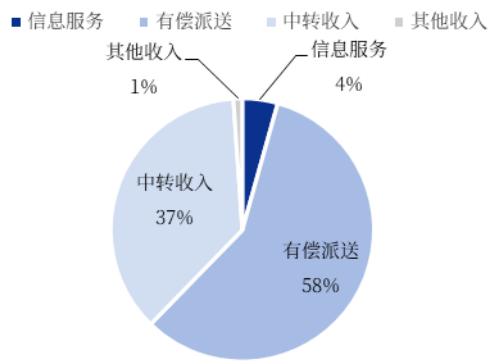


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）利润进入修复通道，盈利能力加速恢复

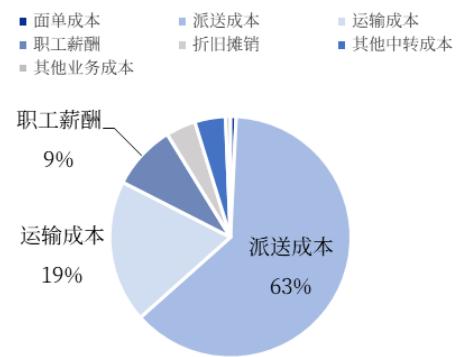
派送收入主导盈利结构，成本重仓末端配送。2024 年，公司营业总收入中，有偿派送营收占比 58%，中转收入占 37%，信息服务占 4%。其他收入占 1%。公司主要收入来源是末端配送环节，在快递网络的布局和配送效率、区域配送和转运方面具有一定的竞争优势。2024 年，公司营业总成本中，派送成本占比 63%，运输成本占比 19%，职工薪酬占比 9%。由此可见，公司运营重点为末端配送，在城市配送和最后一公里的派送上有较大投入。

图3：公司 2024 年主营业务收入结构图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：公司 2024 年成本结构图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司疫后收入水平明显提升，2025Q3 业绩表现良好。2024 年，公司完成主营业务收入 471.69 亿元，同比增长 21.54%。累计来看，从 2017 年到 2025Q3 年，公司主营业务收入增速基本维持在 20% 左右。受疫情冲击，2020 年主营业务收入下降，出现负增速。2025 前三季度，公司实现主营业务收入 385.7 亿元，同比增长 15.17%，增速水平表现良好。

净利润实现疫后扭亏，增幅趋势向好。2024 年，公司完成归母净利润 10.40 亿元，同比增长

205.24%。随着公司三年百亿级项目的落地实施，公司产量得到显著提升，带动业绩表现持续优化。累计来看，2017-2018年，公司归母净利润增速分别为17.93%、37.73%，增速水平表现良好。2019-2021年，受新冠疫情冲击，归母净利润增速为负，在物流中断、人员短缺的背景下，2021年增速为-2603.16%。进入2022年，快递行业服务回温，公司实现盈利的能力改善。2025前三季度，公司实现归母净利润7.56亿元，同比增长15.81%。

图5：公司2017-2025Q1-Q3主营业务收入及同比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：公司2017-2025Q1-Q3归母净利润及同比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

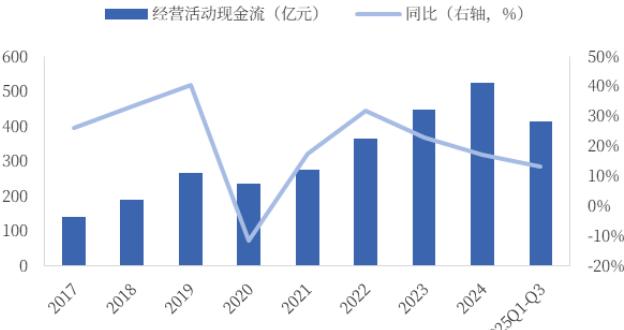
利润与现金流进入修复通道，盈利趋势向好。2020年，受新冠疫情冲击、油价波动、公司投资扩张、行业竞争加剧等多重因素，公司盈利水平明显下降，净利率与ROE出现负增长，经营活动现金流增幅也跌至最低水平。进入22年，公司各项财务指标进入修复通道。2025年前三季度公司实现毛利率5.68%，净利率1.96%，ROE达到7.35%，整体盈利趋势向好。

图7：公司2017-2025Q1-Q3毛利率、净利率、ROE



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图8：公司2017-2025Q1-Q3经营活动现金流及同比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、下沉市场亮眼，价格竞争趋稳

快递行业市场下沉显著，反内卷推动行业高质量发展。单量层面，各快递企业表现分化，而随着县域经济活力提升与农村电商渗透率持续加深，下沉市场（县域及农村地区）需求不断释放，成为行业单量增长的关键驱动力。价格维度，在“高质量发展”导向下，此前激烈的价格竞争逐渐趋稳，企业纷纷从“拼价格”转向“拼价值”，头部企业通过优化运营效率、拓展冷链快递等附加值业务提升盈利空间，中小玩家也聚焦区域或细分市场以差异化服务谋求发展。市场格局方面，

行业竞争依旧白热化，但竞争逻辑发生转变，“跨境业务”成为大势所趋，头部企业加速全球化布局，通过建设海外仓、拓展国际航线等深度参与跨境电商物流竞争，中小企业则深耕区域或垂直领域寻求突破。政策端，“反内卷”相关举措持续落地，短期推动板块业绩修复，避免企业陷入无序成本消耗；长期来看，更引导行业竞争向良性、可持续方向演进，倒逼全行业在服务质量升级、智能技术应用（如智能分拣、无人配送）、绿色包装推广等方面加大投入，整体推动快递行业从“规模扩张”向“规模与质量并重”的高质量发展阶段转型。

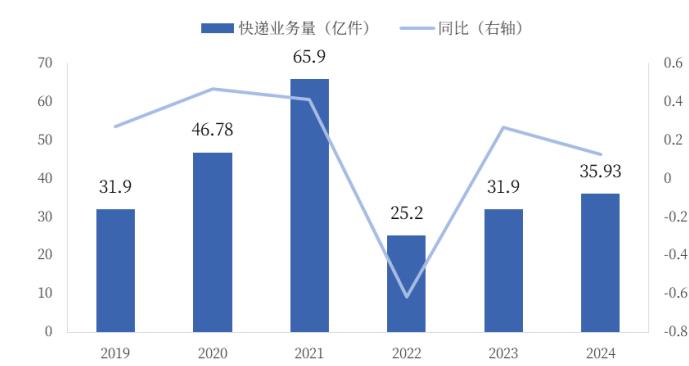
双十一当天快递业务量呈阶梯式增长。虽同比增速有所放缓，但仍创历史新高；2019-2024年“618”活动期间全行业揽收快件量在2024年达35.93亿件，市场规模在波动中保持修复态势。2024年双十一促销日，中通以超1.3亿件的单量领跑主要快递公司，圆通、韵达、申通单量均超0.9亿件，极兔、顺丰分别以约0.8亿件、0.6亿件紧随其后，头部企业市场份额优势显著，行业集中化趋势持续强化。

图9：2016-2024年双十一当天快递单量



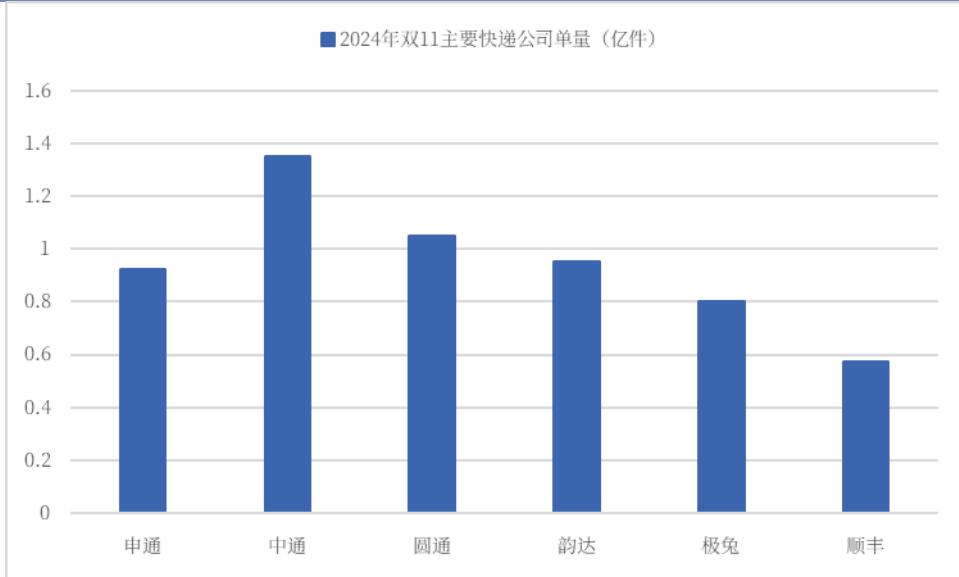
资料来源：公司公告，wind，中国银河证券研究院

图10：2019-2024年“618”活动期间全行业揽收快件量



资料来源：公司公告，wind，中国银河证券研究院

图11：2024年主要快递公司双11促销日单量



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

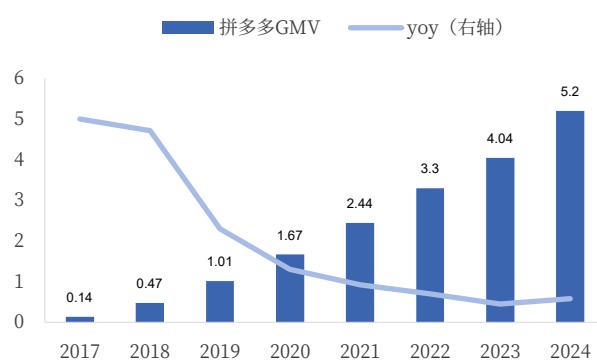
（一）单量增速高位维持，下沉市场或为重要增长来源

快递行业业绩超预期，未来有望加速复苏。2025前三季度，社零总额呈平稳态势，8月份社零

总额为 3.97 万亿元，同比增长 2.30%。相比总体社零，前 6 月份实物商品网上零售额占社零总额的比重保持在 20% 以上，2025 年 6 月已经提升至 24.90%。从各主流电商平台数据来看，京东 2024 年 GMV 为 4.5 万亿元，同比增 12.5%；阿里巴巴 2024 年 GMV 为 8.0 万亿元，同比降 2.43%，虽继续贡献最主要的 GMV 份额，GMV 同比呈现下降；拼多多 2024 年 GMV 为 5.2 万亿元，同比增 28.55%，在主流电商平台中增速继续领先。

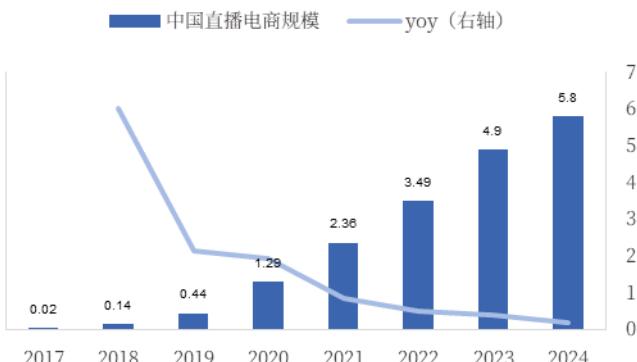
新兴模式电商崛起，为上游商流注入新的动力。2016 年淘宝直播正式上线，开启了直播电商“元年”，市场初具规模。2018 年抖音、快手新兴平台先后布局直播电商板块，主播崛起，直播电商进快速发展时期。根据 wind，2024 年直播电商市场规模约 5.8 万亿元，同比增速为 18.37%。虽然行业增速出现一定下滑，但依旧在释放增长信号。2017-2024 年 CAGR 增速高达 152%。在 2023 年的抖音电商生态大会中提到抖音电商 GMV 增长 80%，货架场景 GMV 增速 140%；拼多多 GMV 从 2017 年 1412 亿增长到 2024 年 5.2 万亿，CAGR 增速为 157%。

图12: 拼多多 GMV 及增速 (单位: 万亿元)



资料来源：公司公告，wind，中国银河证券研究院

图13: 中国直播电商市场规模及增速 (单位: 万亿元)



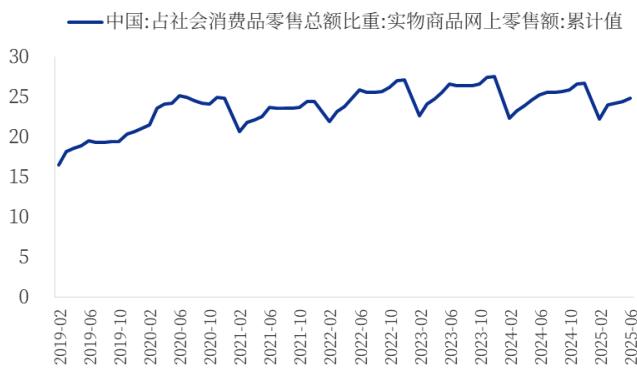
资料来源：wind，中国银河证券研究院

网络零售额增速恢复，快递业务量迎来反弹。快递业务量趋势上呈现先升后降态势，在 1 月同比增速恢复至 84.80% 的峰值水平，而此后增速一路走低，2 月回落至 -15.60%，此后再次升高，4 月增至 22.70%。单量层面，除 2 月外，今年开始单量保持 100 亿件以上的月度业务量，1 月达到 147 亿件创历史新高。线上渠道在消费品销售的重要性随着网购渗透率渐深而获提升，且疫情的出现一定程度上加剧了这一趋势，随着疫情的结束网上销售的频率并没有缩减，快递行业单量增速仍有保障，未来成长可期。

单包裹货值持续走低，下沉市场或成为重要增长来源。当前，社会消费降级现象明显，快递规模效应带来的成本下降、消费弱复苏、下沉市场网购渗透率提升加速了单包裹货值的下降，从而带来包裹数的增量。电商行业进入存量发展阶段，红利弱化，下沉市场仍有可能成为未来快递包裹量增长的重要来源。虽然电商行业进入存量发展阶段，红利弱化，以拼多多为代表的新兴电商依靠低价、社交、直播在下沉市场迅速裂变，打开了低线城市的消费力，提升下沉市场网购渗透率的同时加快单包裹货值的下降，从而带来包裹量的增加。拼多多在 TOPS 电商平台的 GMV 占比从 2017 年的 2% 提升到 2024 年 21%。

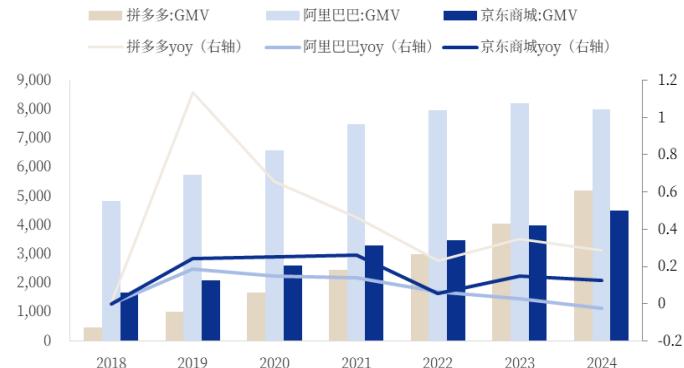
24 年直播电商仍将具备增速，赋能行业边际增量。相比普通图文电商，直播电商具有更强的娱乐性和互动性，通过“货找人”的模式，提高网购频次，具有更高的 UV 转化率。同时，由于直播电商容易激发出消费者的非计划性消费需求，其购后也具有更高的退货率。随着直播电商渗透率的提升，高转化率带来更多正向电商包裹寄递需求，高退货率带来更多逆向退货件寄递需求，预计将双向提高人均包裹数量，从而进一步为快递行业带来更多边际增量。

图14: 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重 (单位: %)



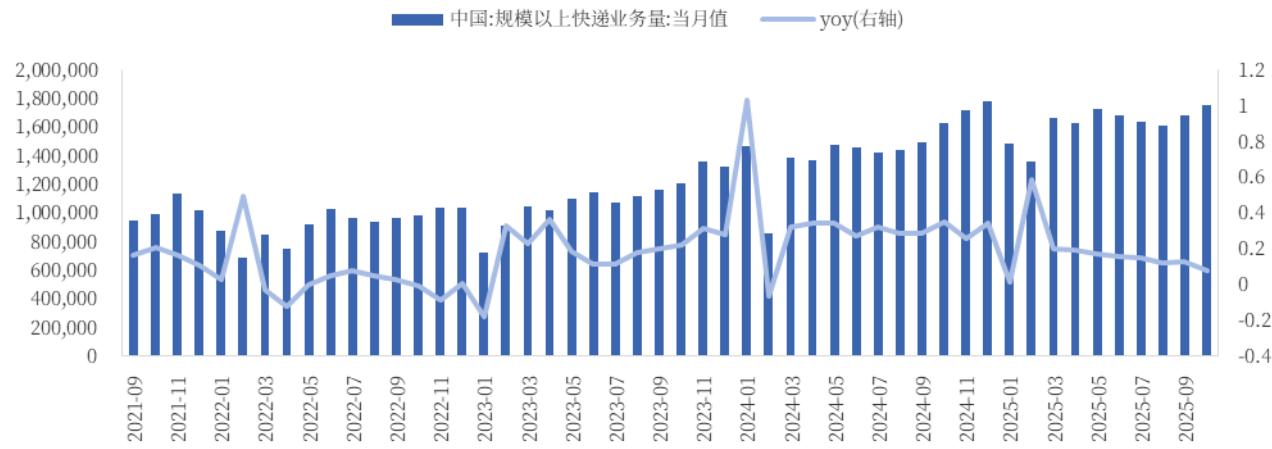
资料来源: 国家统计局, wind, 中国银河证券研究院

图15: 京东阿里巴巴拼多多年度 GMV 及同比 (单位: 十亿元)



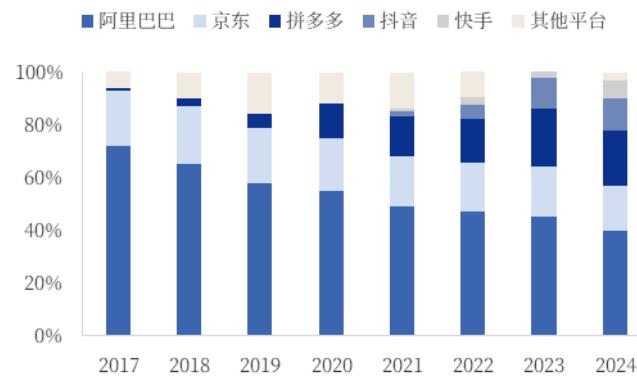
资料来源: 公司公告, wind, 中国银河证券研究院

图16: 月度快递行业业务量 (单位: 万件)



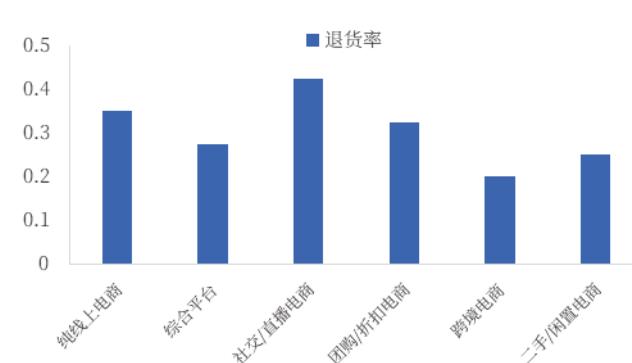
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图17: 主要电商平台 GMV 占比情况



资料来源: 国家统计局, wind, 中国银河证券研究院

图18: 各电商模式退货率对比

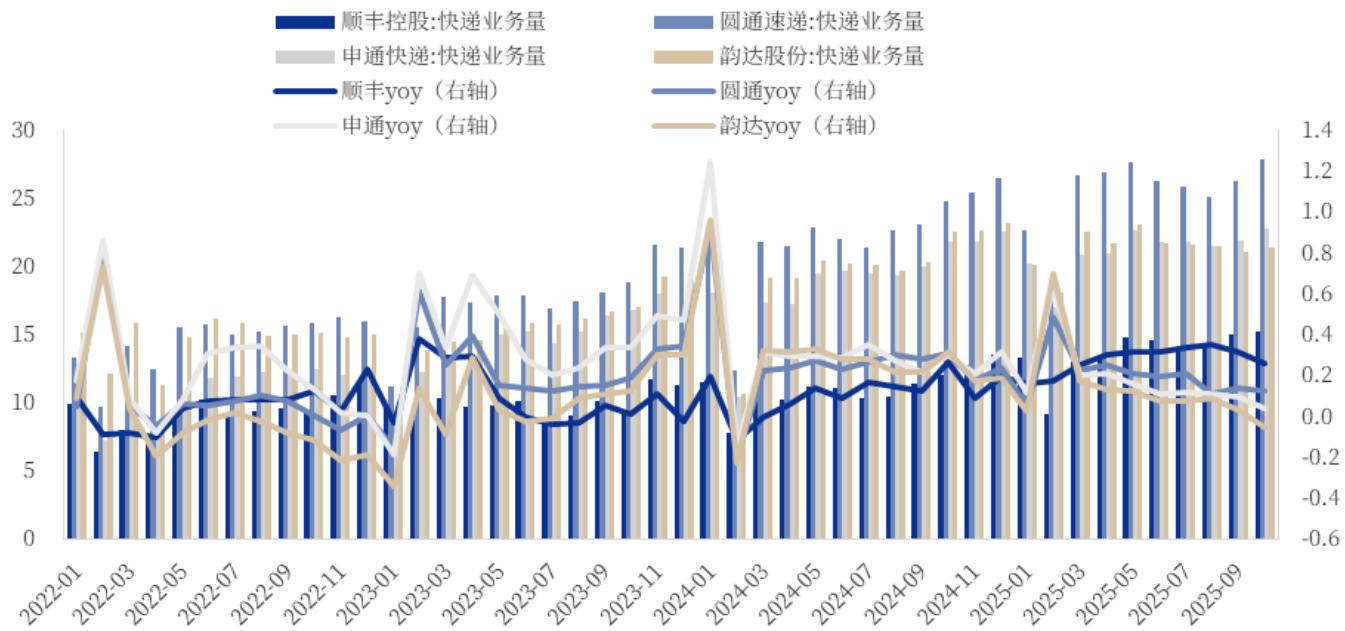


资料来源: 公司公告, wind, 中国银河证券研究院

通达系单量跃升, 顺丰存量区间波动。2025 年前 10 月上市公司单量表现有所不同。其中顺丰单量于 13-14 亿票之间双向波动, 均高于 2024 年同期水平。通达系方面, 韵达、圆通、申通整体趋势保持一致, 于 2 月份实现跃升, 之后有所增加, 但始终高于顺丰。同时, 韵达单价持续下降, 但

降幅有所减小。通达系市占率均稳步提升，自2月以来单量不断增长。通达系合计单量方面，前10月始终高于2024年同期水平，9月、10月三家合计单量分别达69.24、71.98亿票，比2024年同期水平提高10个百分点以上。

图19：各龙头企业快递业务量及增速（单位：亿件）



资料来源：各公司公告，Wind，中国银河证券研究院

通达系竞争小幅加剧，各家表现有所分化。电商件的绝对主力通达系表现有所分化，除未在A股上市的中通外，韵达与圆通表现相对较好，其中圆通上半年领跑，韵达紧随其后。2月份行业整体出现大幅下降，而后3月均有所回升。3月圆通增幅44.37%，高于申通的22.72%和韵达的24.48%，单月单量方面，圆通增长至26.65亿票，高于韵达的22.53亿票和申通的20.85亿票。

（二）高质量发展导向下，年内价格竞争或趋稳

整体竞争温和，价格波动放缓。2025年10月，快递行业平均单价为7.48元，较去年同期小幅下行，主要系反内卷政策的效果显现需要时间，单量结构中顺丰占比提升较多所致。此后随着淡季竞争加速，行业整体单价进入加速下滑通道。尽管价格战仍然存在，但上半年价格波动较2020、2021年同期更为平缓，行业整体价格竞争较为温和，目前仍处于良性竞争的范围。

图20：月度快递行业业务收入（单位：亿元）

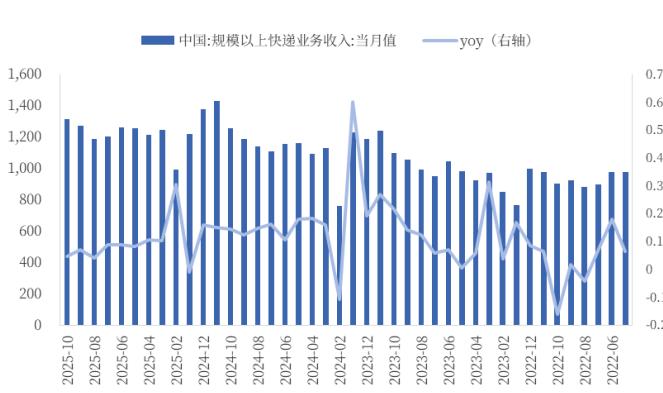


图21：月度快递行业业务单票收入（单位：元）



资料来源：国家邮政局，wind，中国银河证券研究院

资料来源：国家邮政局，wind，中国银河证券研究院

单价层面，通达系各家均呈现加速下滑的趋势，10月韵达、圆通、申通单票收入分别为2.11、2.23、2.18元，分别同比下滑4%、下滑3%、上涨7%。考虑到价格战导致加盟商利润微薄，再大幅降价将影响企业稳定，预计未来价格竞争将放缓。且目前行业在反内卷政策引导下逐步从“价格竞争”转向“价值竞争”。加速向高质量发展转型。单量增长依赖下沉市场（县域及农村地区）需求释放，此为关键驱动力；价格维度竞争趋稳，头部企业通过优化运营效率、拓展冷链快递等增值业务提升盈利空间，中小玩家聚焦区域或细分市场以差异化服务谋求发展。

图22：顺丰快递单票收入（单位：元）



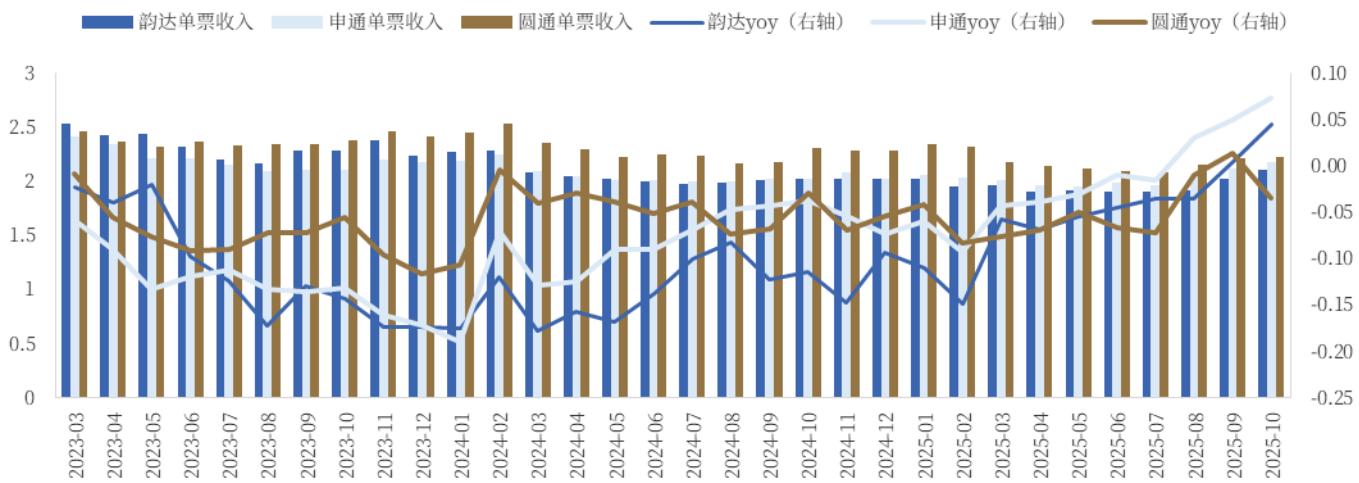
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图23：顺丰快递服务业业务收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

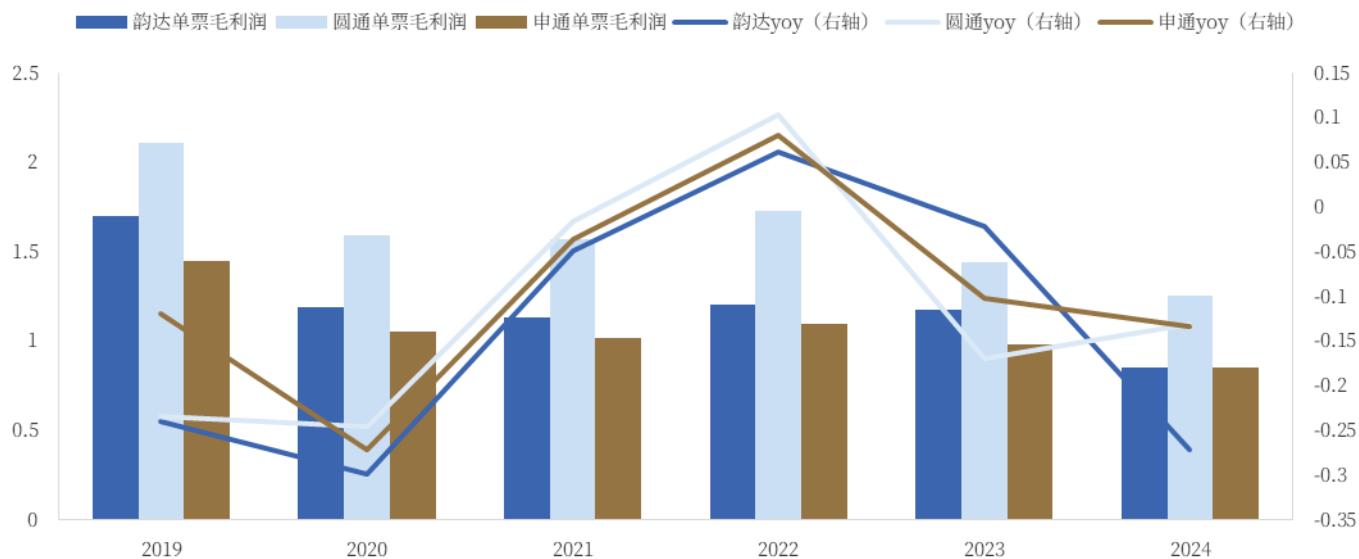
图24：A股通达系企业快递月度单票收入（单位：元）



资料来源：各公司公告，Wind，中国银河证券研究院

在反内卷政策引导下，快递行业单票毛利虽仍承压，但年内跌幅显著收窄。通达系公司单票收入加速下滑，总部盈利空间持续被挤压，10月韵达、圆通、申通快递业务单票收入分别低至2.11、2.23、2.18元，同比跌幅为1.44%、2.54%、2.38%。自价格战以来，除申通市占率相对稳定外，韵达、圆通市场份额均有一定程度下降。从单票毛利润看，2024年韵达、申通、圆通单票毛利润分别同比下滑27.2%、13.37%、13.02%，其中韵达和申通单票毛利润均为0.85元左右，圆通单票毛利润相对更高。整体而言，行业在反内卷政策推动下，价格竞争虽未完全消除，但跌幅已显著好于同期，正逐步向高质量发展转型。

图25: A股通达系企业单票毛利润 (单位: 元)



资料来源: 各公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

2024年以来, 快递价格虽同比仍有一定降幅, 环比表现稳健。与此同时交通运输部公布新修订的《快递市场管理办法》, 自2024年3月1日起施行。其中规定, 经营快递业务的企业未经用户同意不得代为确认收到快件, 不得擅自将快件投递到智能快件箱、快递服务站等。一定程度上有望推动快递行业更加关注消费者个性化需求, 保障快递小哥权益, 促进产品分层, 实现行业高质量发展。

表1: 快递行业价格政策梳理

时间	政策	内容
2021年3月	《关于维护行业平稳有序推进行业高质量发展的实施意见》	国家邮政管理局发布《关于维护行业平稳有序推进行业高质量发展的实施意见》, 要求维护市场秩序、科学制定增速标准, 以及保护合法权益、不得随意降低派费标准
2021年4月	《浙江省快递业促进条例(草案)》	浙江省政府审议通过《浙江省快递业促进条例(草案)》, 规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务; 电子商务平台经营者不得利用技术等手段阻断快递经营者正常服务; 平台型快递经营者不得禁止或者附加不合理条件限制其他快递经营者进入
2021年7月	《价格违法行为行政处罚规定(修订征求意见稿)》	市场监管总局发布《价格违法行为行政处罚规定(修订征求意见稿)》, 界定低价倾销行为及相应的处罚标准
2021年7月	《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》	提出要制定《快递末端派费核算指引》和《快递员劳动定额标准》, 建立行业工资集体协商机制, 引导电商平台和快递企业加强协同, 加强劳动保障监察执法。
2022年1月	《快递市场管理办法(修订草案)》	国家邮政局就《快递市场管理办法(修订草案)》开始公开征求意见, 以促进快递业高质量发展为主线, 坚持问题导向, 从而适应快递市场监督管理工作实际, 更加有效规范市场主体经营行为, 促进快递业持续健康发展
2022年4月	《关于加快建设全国统一大市场的意见》	中共中央国务院印发《关于加快建设全国统一大市场的意见》, 依法查处不正当竞争行为。对市场主体、消费者反映强烈的重点行业和领域, 加强全链条竞争监管执法, 以公正监管保障公平竞争
2022年7月	《2022年全省快递市场秩序整顿专项行动工作方案》	江苏省邮政管理局印发《2022年全省快递市场秩序整顿专项行动工作方案》, 着力整治快递“黄牛”、利用快递服务“刷单”、低价无序竞争、快递末端服务不规范等突出问题。
2022年11月	《快递服务》国家标准(征求意见稿)	关于征求《快递服务》国家标准(征求意见稿)意见的通知在国家邮政局网站公布, 征求意见稿提出成本分区, 要求快递服务主体根据产品种类、服务距离等因素, 科学测算成本, 以快件收寄地所在县到寄达地所在县为基本单元, 向用户公布服务时限和服务价格, 且不应无正当理由以低于成本价格提供快递服务。

2023年2月	2023年全国邮政市场监管工作会议	加强监管执法，整治规范市场秩序，优化市场竞争生态，保障快递员基本劳动权益及合理报酬。
2024年3月	《快递市场管理办法》	旨在加强快递市场的监督管理，保障快递服务质量与安全。
2024年8月	国家邮政局规范市场秩序专题会议	聚焦规范市场秩序，提升快递服务质量，着力打造良性竞争生态，进一步推动行业发展转型升级和高质量发展。

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

在政策托底下，行业淡季或者局部良性价格竞争可能会使得价格产生波动，但低于成本的恶性价格竞争或将不再发生，行业进入良性竞争和高质量发展阶段。

（三）反内卷政策：短期板块业绩修复，长期行业竞争良性有序

反内卷政策体系不断完善，长期行业竞争良性有序。2020-2021年风向标义乌率先出现快递价格竞争加剧的现象，并成为全国快递价格走势的缩影。2021年，义乌快递协会首推“低价倾销警示”，建立全国首个区域性快递底价。随后保障快递员权益的工作在全国推进，成为第一次行业竞争缓解最大的政策推动力。此时期监管聚焦于短期内价格干预，而未指引行业长期高质量发展。2024年，国家邮政局将快递行业“反内卷”纳入行业发展国家战略，并在2025年进行了规模强度空前的“反内卷”整治。快递行业竞争格局或迎来改善转机。

表2：反内卷政策发布，政策内容以及颁布机构

时间	政策/事件	政策内容	发行机构
2021-2023	对低价倾销快递进行警示、整顿	强化价格管控机制的系统性建设，规范网点经营秩序，保障用户权益，打破恶性循环	义乌市快递行业协会
	《快递市场管理办法（修订草案）》（征求意见稿）	将“促进快递业高质量发展”作为核心目标。提出“迅速、准确、安全、方便、环保”的服务标准。优化网络布局。	国家邮政局
2023-2024	《快递市场管理办法》	规范用户权益保障，安全管理，绿色发展和市场秩序规范结合	国家邮政局
	《规范市场秩序、提升服务质量专题会议》	坚决反对“内卷式”的恶性竞争，部署全国性服务质量专项整治以及考核	国家邮政局
2025-今	2025年7月8日，国家邮政局党组召开会议，旗帜鲜明反对“内卷式”竞争	进行更加严格的价格管控。对恶化的末端服务质量进行专项整治，对快递员权益实行制度化保障，改良行业竞争氛围	国家邮政局
	7月29日，国家邮政局召开快递企业座谈会	积极推动解决“内卷式”竞争和农村地区领取快件违规收费等问题，维护好行业良好发展生态	国家邮政局

资料来源：Wind、国家邮政局、义乌市快递行业协会、中国银河证券研究院

轻小物件价格托底，规范大客户最低价格。“反内卷”政策推行价格管控。国家邮政局通过座谈会明确要求各地建立轻小件托底价格体系。因广东全国快递业务量最大，本轮运价调整于快递淡季前，率先在浙江义乌、广东潮汕等产粮区开展局部试点。具体而言，义乌先将快递底价从1.1元/票上调至1.2元，广东随后规定单票成本不得低于1.4元，0.1千克特价件价格上调0.4元/票左右，派费同步增加0.1元/票。同时，广东地区设置15天锁盘期，避免快递公司间争夺客户。“反内卷”先以“产粮区+加盟商亏损严重区域”为主，后续快递旺季期间，其他地区或积极跟进，推动全国性运价修复。

快递员权益保障增强，服务质量得到提高。因快递底价提高，企业营收得到提升。“反内卷”政策下，营收增长有效传导至末端，减缓网点的经营压力并推动快递员收入改善。极兔《平台算法和劳动规则协议》规定派费直达快递员，且占加盟商单票派件收入比例不低于25%，同时通过技术手段防范派费截留行为。福建等地倡议末端派费不低于1元/票，同步推动派费核算机制透明化，杜绝“以罚代管”。快递网点的经营压力减小，快递员权益的制度化保障体系，叠加“反内卷”政策，

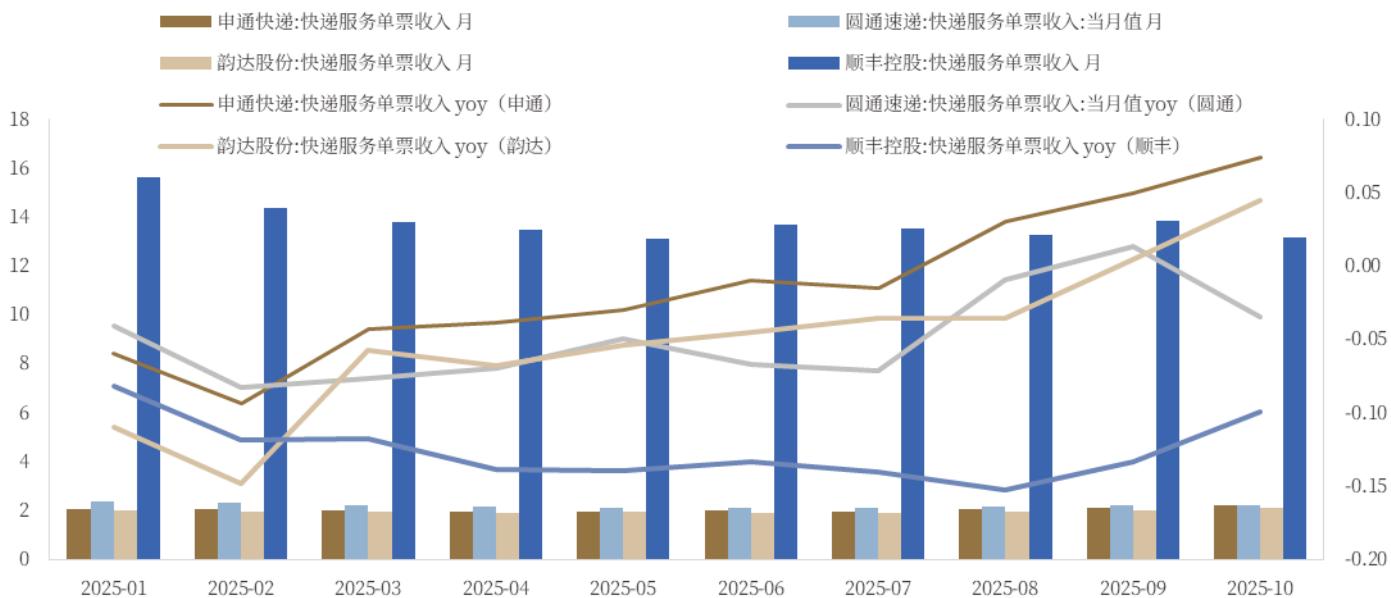
将推动严格依规整治末端服务质量乱象。短期内快递行业末端服务质量或迎来改善。

长期行业竞争有序，从“价格战”转为“价值战”。快递基层网点的单票净收入较低，在遏制低价恶性竞争后，企业盈利空间将显著修复，快递网络运营回归平稳、基层网点经营趋于稳定。由于资金压力缓解，中小企业或延缓被并购或退出市场，进而暂时减缓快递行业出清速度。在利润空间增大后，行业或才有能力从同质化的“量价竞争”转向以服务，技术，效率为核心的差异化高质量发展。其中，申通拉萨转运中心于8月投用全自动化分拣设备，大幅提高分拣效率，向智能化时代发展。随着监管逐步推进全国层面的反内卷措施，快递板块的盈利能力有望得到长期向好，行业有望重归良性竞争。

反内卷政策为快递行业进行“绿色赋能”。国家发展改革委《深入推进快递包装绿色转型行动方案》要求，2025年底前，同城快递可循环包装使用比例达10%，禁止过度包装并推广原装直发模式，推广可循环包装。政策鼓励快递企业投资光伏、储能项目，进行低碳基础设施建设。短期内虽将推高企业资本开支，但长期可通过碳交易、政府补贴等显性收益途径，以及企业声誉提升、ESG评级优化等隐性价值维度实现收益。

反内卷效果显著，各龙头快递公司利润空间得到修复。在反内卷政策颁布之后，十月份各龙头快递公司单票收入的相较去年同期的下降趋势得到缓解。申通、圆通、韵达的单票收入分别为2.18元、2.23元、2.11元，环比增加2.28%、0.91%、4.45%。其中通达系快递价格环比回升。在内卷的量价竞争得到遏制后，通达系企业或转向高质量竞争。

图26：各龙头快递公司2025年单票收入（单位：元）



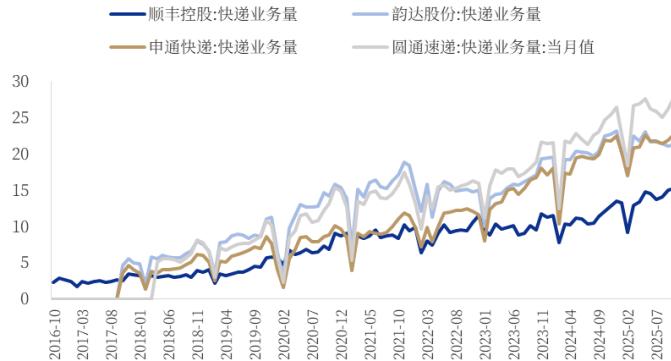
资料来源：各公司公告，Wind，中国银河证券研究院

三、资产与数字化短板补齐，阿里赋能AI时代

战略转型破局，打造“直营化+数字化+阿里生态”三驱重塑增长引擎。2017年，通达系均完成集体上市。中通、圆通、韵达均在资产端加快转运中心建设，提升转运中心自营率，实现业务量的迅速增长。公司受制于“大加盟制”弊端，产能投放不足，业务量增速下滑，市场份额流失。近年来，公司通过战略调整加速补齐产能、运输及末端网络布局的短板。在产能建设方面，公司持续推进“中转直营化”战略；运输网络方面，通过“网格化”管理模式优化干线路由；数字化建设领域，公司打造“昆仑系统”智能管理平台，实现全链路可视化管控。得益于阿里系资源赋能，申通接入菜鸟电子面

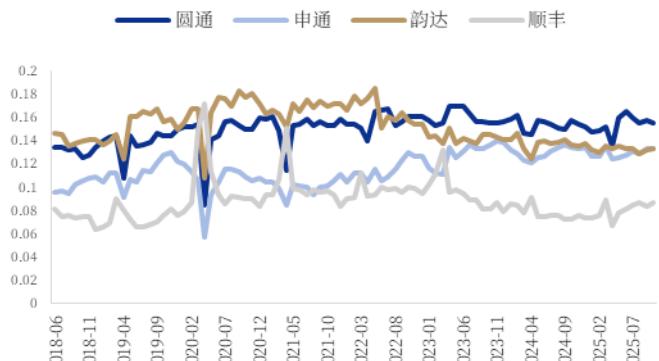
单系统，并依托阿里云技术构建“管家”系统实现网点数字化运营显现出“基建+科技+生态”协同效应带来的质效提升。

图27: 2016-2025.10 圆通、申通、韵达、顺丰快递业务量（单位：亿票）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图28: 2018-2025.10 圆通、申通、韵达、顺丰市占率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（一）公司补足产能短板，核心资产自有率提升

坚定服务好顾客和消费者，持续投入基础设施建设。公司秉承“中转直营、网点加盟”的经营模式，持续加强在核心中转枢纽的重资产投入，提升中转分拣效率，做大做强枢纽吞吐能力。近年来，公司结合数智化运营系统，全面评估中转布局、中转时效以及中转频次，针对中转频次较高的区域，通过裁撤或者搬迁转运中心的方式拉直中转分拨路由；针对业务量增长快且缺少产能支撑的区域，通过新建以及改扩建部分转运中心的方式解决产能供给不平衡的问题。

加大转运中心布局，提高自营数量。2017年，公司在全国范围内共有86个转运中心，其中自营转运中心数量为40个，低于圆通（64）、韵达（54）。截至2024年，公司共有自营转运中心70个转运中心，直营转运中心数量增多，网点服务范围扩大，为快递中转效率提高提供有利条件。

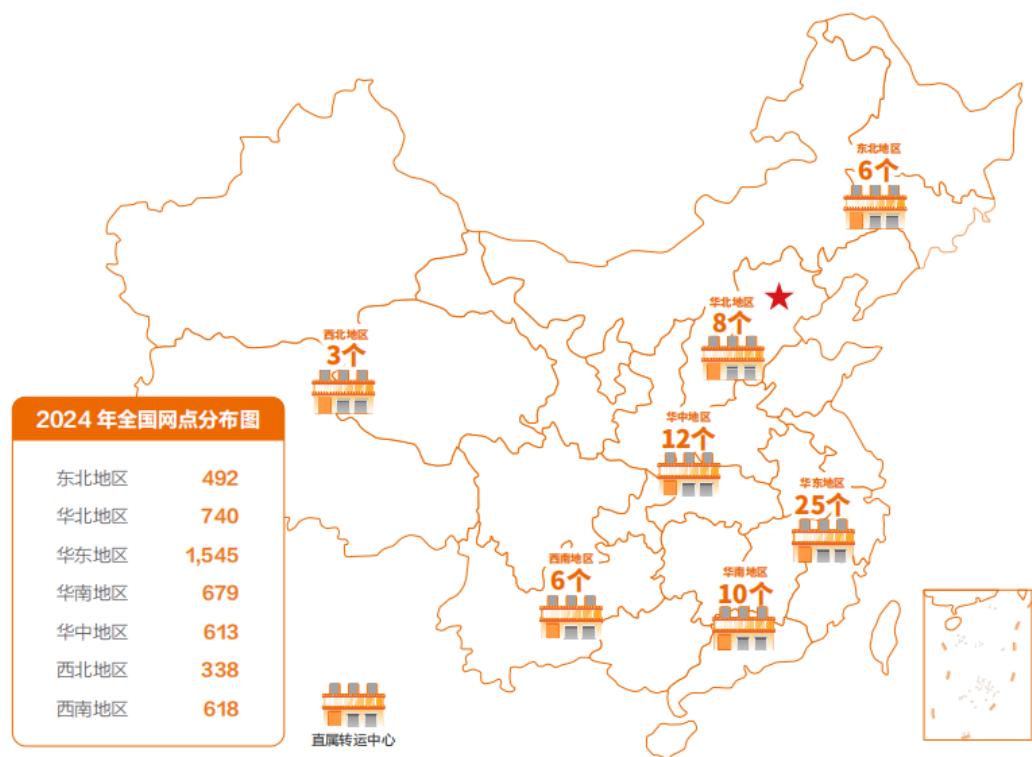
启动三年百亿级产能提升项目，推动产能突破。2022年，申通坚定“打造中国质效领先的经济型快递”战略目标，坚持“聚焦经营、服务赋能及打造有质量的单量”的年度经营策略，全面启动三年百亿级产能提升项目。截至2024年，公司顺利完成三年百亿产能提升计划，累计实施179个产能提升项目，推动公司常态吞吐产能突破日均7,500万单，并具备了高峰期处理亿级包裹的能力。公司将继续投入基础设施建设，推动公司产能再上新台阶，预计2025年内常态吞吐产能将提升至日均9,000万单以上。

表3: 2022-2024 申通“三年百亿”产能提升项目实施情况整理列表

时间	事件
2022 年	全年共完成 82 个产能提升项目，推动常态吞吐能力站上日均 5,000 万单量级
2023 年	公司全年共实施 37 个产能提升项目和 18 个改造优化项目，推动公司常态吞吐产能突破日均 6,000 万单
2024 年	顺利完成三年百亿产能提升计划，三年来累计实施 179 个产能提升项目，公司全年共完成 42 个改扩建项目，推动公司常态吞吐产能突破日均 7,500 万单，带动公司业务量及市场份额大幅增长

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图29：申通 2024 年转运中心分布图



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

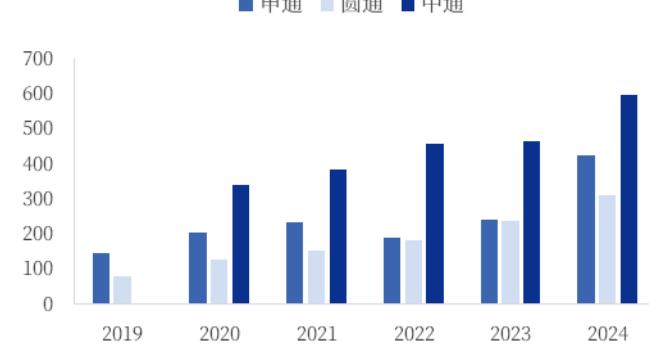
持续投放智能设备，提高数智化分拣能力。截至 2024 年，公司共有自动化分拣设备数量 424 套，设备数量增多，转运中心人效、时效、坪效进一步提升。公司重视分拣设备的研发与精进。近年来，公司不断优化设备及工艺，全面保障新交付项目的设备质量；引进侧滑式分拣机以提升小件及异形件处理效率，降低分拣成本；在原有自研的高速交叉带基础上，全新开发了多层超高速交叉带，可满足转运中心不同的产能需求；针对自研设备开发管理系统，并不断扩大自研设备的接入范围，逐渐形成覆盖全网的动态、实时业务数据系统。

图30：2017-2024 通达系&申通直属转运中心数量（单位：个）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图31：2019-2024 通达系&申通自动化分拣设备数量（单位：套）

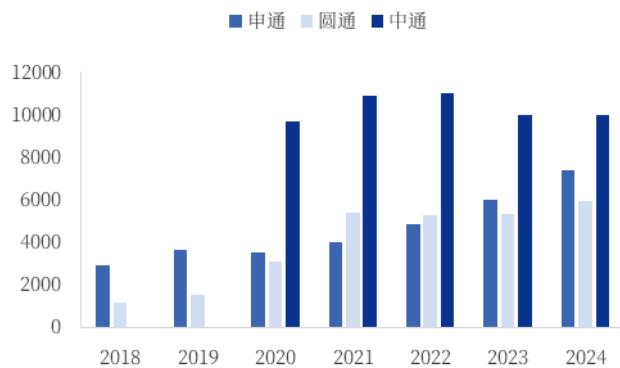


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

优化运力结构，提升自有车辆运能占比。截至 2024 年，公司共有自有干线车辆 7412 辆，同比增长 23.7%。近年来，公司持续推进线路拉直及战略性开线等运营策略，并通过货源前置预警，及时地调整运力结构，自有干线车辆从 2941 辆增多到 7412 辆，增幅两成以上，自有车队整体运能得到提升。

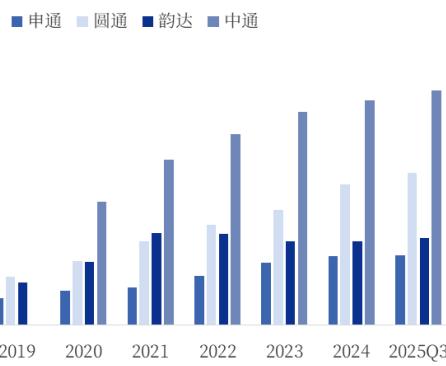
业务持续扩展，产能再上新台阶。2019 年，公司日均单量达到 2000 万件。2022 年，公司启动“3 年 100 亿”基础设施投资战略，日均单量突破 5000 万件。截至 2024 年，公司常态化吞吐产能已提升至日均 7500 万单以上，再创历史新高。随着业务量快速、产能利用率提高，公司将继续投入中心建设，推动公司产能再上新台阶。

图32: 2018-2024 通达系&申通自有干线车辆数量（单位：辆）



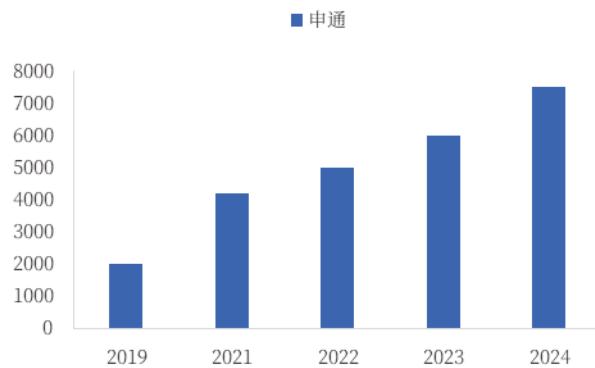
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图34: 2017-2025Q3 通达系&申通固定资产（单位：亿元）



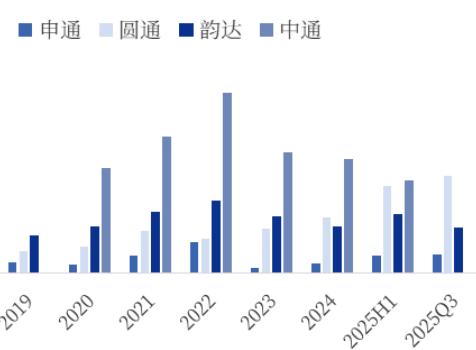
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图33: 2019、2021-2024 申通日均产能（单位：万单）



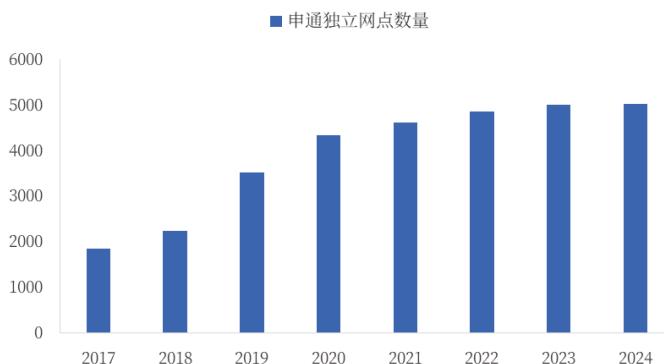
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图35: 2017-2025Q3 通达系&申通在建工程（单位：亿元）

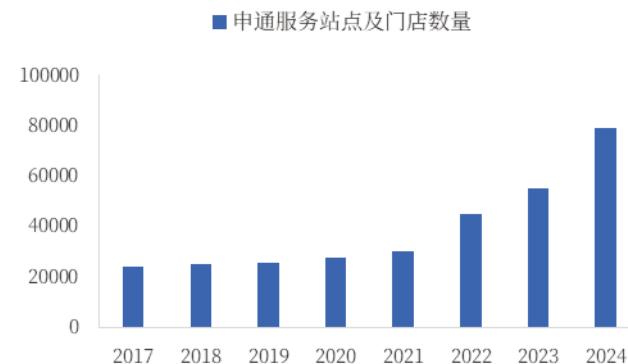


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

优化末端网点结构，促进稳定高效运营。公司逐年推进网点优化工作，有序开展末端网点扁平化改革，推动快递网络向西、向下发展，激发网点活力，促进网络稳定且高效运营。公司独立网点、服务站点及门店数量逐年增加。至 2025 年上半年，全网独立网点已达 5,082 家，同比增长 1.13%；全国地市级区域网络覆盖率达 100%，区县级区域网络覆盖率达 99.7%，全网服务站点及门店数从 2017 年的 2.4 万家到 2025 年的 8.9 万家，已经形成了覆盖率较为全面的快递服务网络。

图36：申通独立网点数量（单位：个）


资料来源：公司年报、公司官网、中国银河证券研究院

图37：申通服务站点及门店数量（单位：个）


资料来源：公司年报、公司官网、中国银河证券研究院

表4：通达系&申通独立网点数量（单位：个）

公司	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
申通	2233	3525	4,340	4610	4,850	5,000	5,025	5,082
圆通	3604	4180	-	5102	5,163		5045	
韵达	3464	3728	3,875	3893	4,224	4,851	4,884	4,744
中通	-	-	30000	30400	31,000	31,000	31,000	31,000

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

表 5：通达系&申通服务站点及门店数量（单位：个）

公司	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
申通	25,000	25,500	27,500	30,000	45,000	55,000	79,000	89,000
圆通	40000	-	46,000	64000	80,000	82,000	75,000	
韵达	26149	27466	32,624	32274	33,301	93,000	94,000	97,000
中通	-	-	68000	70000	80,000	110,000	110,000	110,000

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

加盟商布局沿海枢纽，发件签收量巨大。2024 年，公司前 10 大加盟商分布在各沿海地区及交通枢纽，分别来自金华、揭阳、临沂、佛山、汕头、绍兴、广州（2 家），总发件量超 37 亿票，总签收量达 3.5 亿票，员工总数 6233 人。其中第一大加盟商位处浙江金华，发件量超 10 亿，签收量 124,483,932 票，员工数量 2554 人。

表 6：2024 年申通前 10 大加盟商情况梳理表

序号	客户名	城市	发件量 (票)	签收量 (票)	员工数量
1	第一名	金华市	1,005,565,648	124,483,932	2,554
2	第二名	临沂市	342,382,212	71,111,270	669
3	第三名	汕头市	387,544,409	10,784,621	380
4	第四名	广州市	336,561,886	11,355,628	109
5	第五名	揭阳市	250,185,818	34,468,310	682

6	第六名	汕头市	319,106,510	26,618,250	480
7	第七名	绍兴市	304,170,320	3,627,214	362
8	第八名	揭阳市	223,062,105	21,054,790	287
9	第九名	佛山市	300,138,391	28,927,535	496
10	第十名	广州市	234,790,563	21,156,693	214

资料来源：公司年报，公司官网，中国银河证券研究院

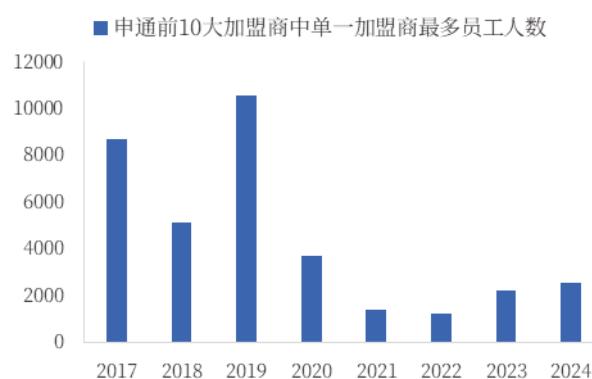
加盟模式转变，末端加盟深化。2024年，申通前10大加盟商员工人数共计6233名，其中单一加盟商最多员工人数为2554名。末端加盟网点是公司提供优质快递服务的基础，随着大加盟商占据份额弊端日显、网点优化工作的不断推进，公司通过收购各大加盟商手里的资产（干线运输、转运中心）、实施网格化、扁平化管理模式，前10大加盟商中的员工数量下降，不断提升自营化水平。

图38：2017-2024年申通前10大加盟商员工人数（单位：人）

图39：2017-2024年申通前10大加盟商中单一加盟商最多员工人数（单位：人）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

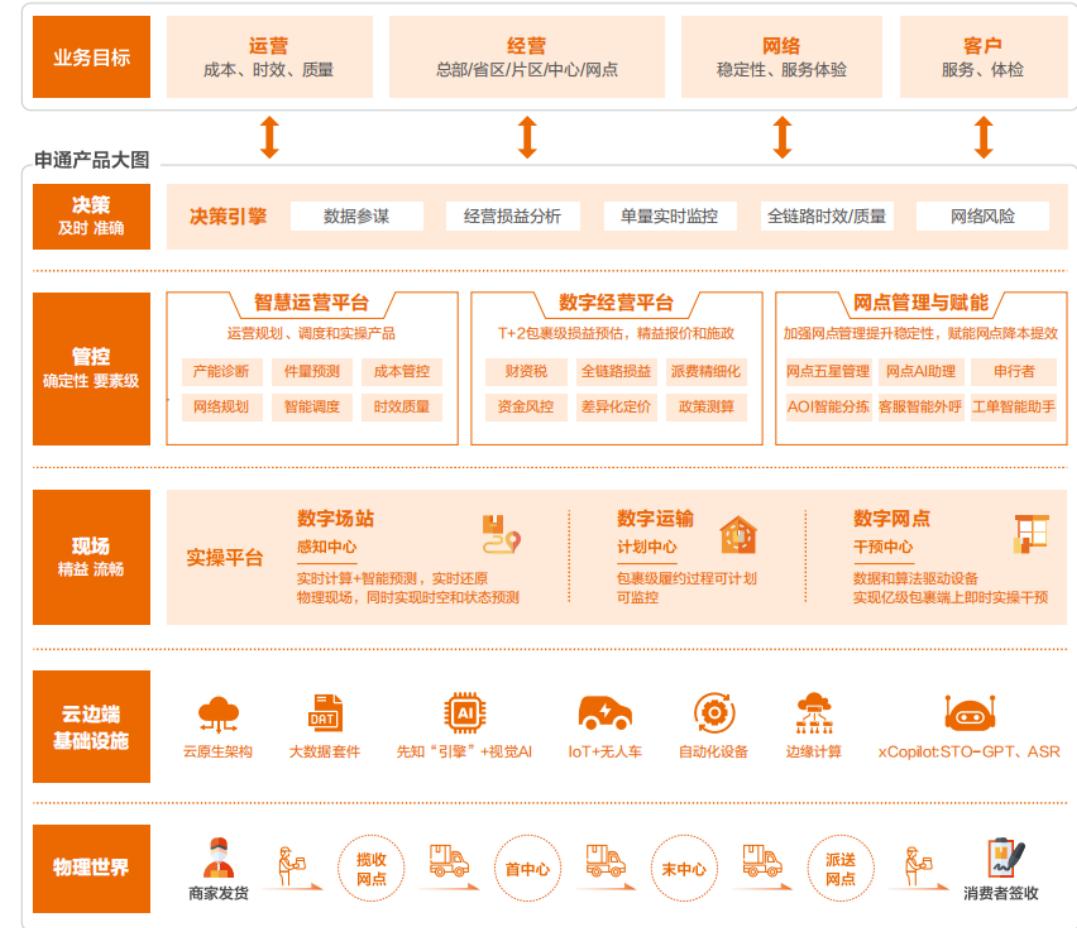


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）数字化产品全面落地，推动企业管理精细自动化

搭建完善数智化系统和产品，实现快递企业精细化管理。随着物流基建的不断完善和自动化智能设备的普及，网络信息平台、自动化智能设备与业务已实现深度融合，公司通过核心运营系统的数智化建设在降低运营成本的同时提高快递服务效率，搭建完成一整套自上而下的数智化系统和产品。

图40：申通数智化系统及产品示意图



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

数字产品全方位落地，实现物流的信息化、自动化、智能化。在总部决策层面，已上线数据参谋平台，实现了对单量、时效、服务质量以及损益等方面的数据决策分析；在运营管控方面，智能运营平台-昆仑系统持续迭代，实现了产能诊断、件量预测、网络规划以及成本管控；在快递全链路层面，相关产品已经全面覆盖揽派、运输、中转等实操场景，实现了对快件及时、准确、完整的状态感知，让快件的履约过程可计划和可监控，做到亿级包裹端上即时干预。

表 7：申通数字化应用情况汇总表

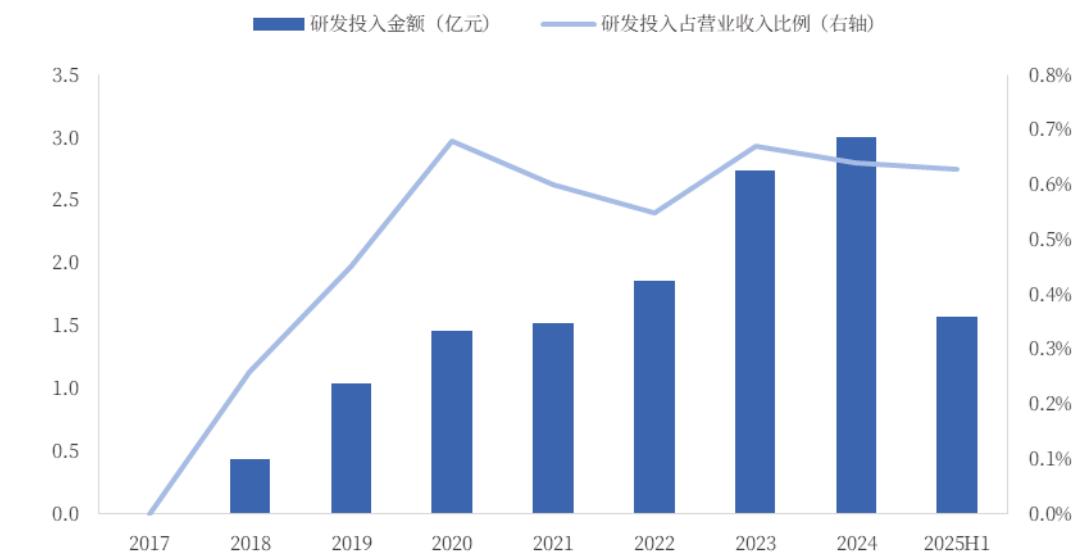
范围	主体	系统	产品	模块
总部	管理层	数据参谋	数据参谋	省区 KPI/数据参谋/单量实时监控/全链路时效/运营网络质量/政策市场/客户
	市场条线		政策管家	价格政策制定、审批、分析
	运营条线	昆仑运营平台	财务管家	计费要素线上化，使总部、省区、转运中心、加盟网点的结算对账更清晰、透明
			数字化中转	驱动班次安排、用工人数、用工结构
			数字化车队	形成动态、灵活、可视的运输降本实施机制
			网点实操干预	及时掌握派件区域、单量以及时效情况
网络	片区	网络产品矩阵	片区管家	总部目标拆解、片区任务驱动、网点过程管理
	网点		网点管家	实操管控、质量控制和财务管理等
	快递员		申行者 APP	高效便捷揽派工具

客户	客户	商家服务产品	超级商家平台	订单管理、打单发货、物流跟踪、时效预警、一键工单、财务对账等
	大客户			KA 客户全生命周期管理

资料来源：公司年报，公司官网，中国银河证券研究院

资金助力技术创新和研发活动，研发投入及占营收比双增长。公司致力于通过加大研发投入推动公司数字化建设和竞争力提升。2017 年至 2025 年 H1，公司的年度研发投入金额逐年迅速增长，2017 年仅 145,095.35 元，在 2025 年上半年翻千余番达到 157,154,881.33 元。研发投入占营业收入的比例同样呈现增长趋势，在 2025 年上半年已达到 0.63%。

图41：2017-2025H1 申通研发投入金额及占营收比例

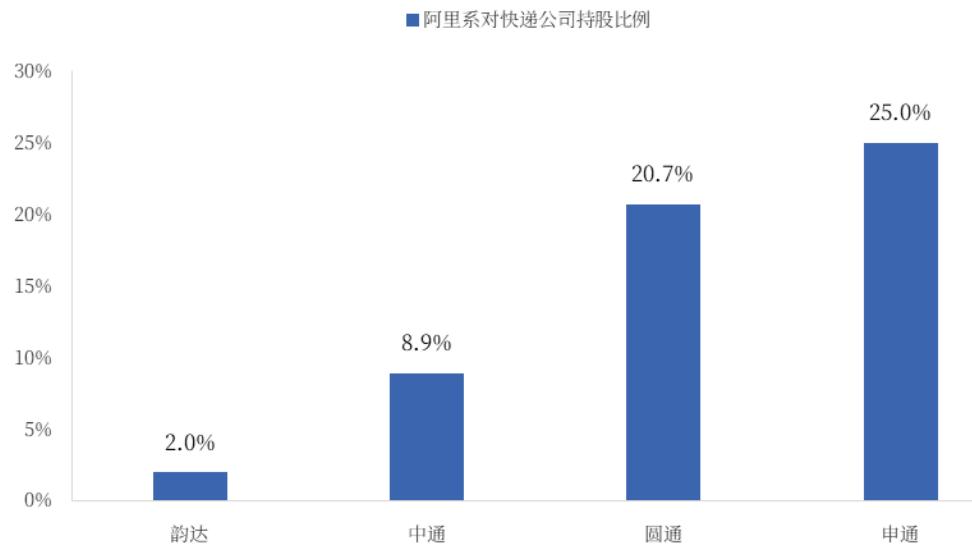


资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

（三）阿里入主资源协同，布局精细物流生态

阿里系持股比例居首位，战略合作打造物流生态。2019 年阿里巴巴首次作为战略投资者入股申通，为申通带来资金支持。此后，双方在物流仓储、信息系统对接、数字化升级等多个领域展开深入合作，共同推动快递行业的服务质量提升和服务效率优化。根据最新数据，阿里巴巴集团在快递行业的投资布局中，对申通快递的持股比例最高，达到了 25%，位列圆通（20.7%）、中通（8.9%）、韵达（2.0%）之前。

图42：阿里系对快递公司持股比例图



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

高管团队专业能力多元，从业经验深厚。高管团队成员普遍具有高教育背景和丰富行业经验，在物流领域具有深厚的实战经验和管理能力。总经理王文彬拥有博士研究生学位；团队从业经历均在 10 年以上，涉及物流快递、互联网、电商等行业，运营副总经理韩永彦曾任德邦物流轮值 CEO，董事路遥在申通担任过多个重要职位，包括运营管理部总监和省区总经理。

表 8：申通高管团队简介表

职务	姓名	从业经历
总经理	王文彬	博士研究生 20 年以上互联网及物流行业经历
运营副总经理	韩永彦	15 年物流行业经历 曾任德邦物流轮值 CEO
副总经理兼财务负责人	梁波	10 年以上电商财务管理经历 曾任浙江丹鸟副 CFO
董事	路遥	10 年快递从业经历 曾任申通运营管理部总监、川藏省区总经理、现任广东省区总经理及公司董事
副总经理	唐锦	15 年快递从业经历 现任申通山东省区总经理及公司副总经理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

员工激励与业绩增长挂钩，注重盈利能力提升。公司设立业绩目标，按比例解锁员工持股，激励管理层和核心员工努力提升业务表现，以实现公司的长期发展和市场竞争力的提升。公司要求 2022 年的快递业务量增长率至少达到当年快递行业的平均增长率，或实现 2022 年度扣除非经常性损益后的归母净利润扭亏为盈，要求 2023 年的快递业务量增长率不低于当年快递行业的平均增长率，或实现 2023 年度扣除非经常性损益后的归母净利润不低于 5 亿元人民币，对达成目标的员工分别给予解锁 50% 的激励。

表 9：申通第一期员工持股计划内容整理表

考核期	业绩考核目标	对应公司层面解锁比例
第一个考核期	2022 年快递业务量增长率不低于当年快递行业增长率或 2022 年度扣非后归母净利润扭亏为盈	50%

第二个考核期	2023 年快递业务量增长率不低于当年快递行业增长率或 2023 年度扣非后归母净利润不低于 5 亿元	50%
--------	---	-----

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

菜鸟仓储辐射境外，布局全球供应链。阿里系旗下的菜鸟在全球范围内建立了广泛的物流仓储网络。在全球供应链方面，菜鸟在全球运营超 80 万平方米的境外仓。菜鸟仓储的主要仓储类型包括保税仓、集货境外仓和 GFC 境外仓，覆盖了中国的主要城市，如杭州、上海、宁波、重庆、广州、郑州、深圳、福州等，中国台湾、中国香港等地区，以及日本、韩国、美国、澳洲、新西兰、欧洲等国家和地区，并将“科技基因”运用于物流运营的每一个环节，建立了全球最大的数字化驿站网络。

表 10: 菜鸟仓储资源分布整理表

类型	地点	仓库名称
保税仓	杭州	汉达杭州下沙保税 A 仓，汉达杭出下沙保税 B 仓、心怡杭州下沙保税仓、心怡杭州保视仓 2、赛诚杭州下沙保租仓。追同杭别下沙保税仓，壹步达杭州下沙保税仓、犹洲华征仓储
	上海	菜鸟上海基森保税仓、上海基森仓储 2、上海基森仓储 3
	宁波	百世宁波北仑保税仓 A 仓、百世宁波北仑保税仓 B 仓，百世宁波北仑保税仓 C 仓、宁兴宁波北仑保税仓，正正宁波北仑保税仓 A 仓、正正宁波北仑保税仓 B 仓、嘉里宁波北仑保税仓、嘉里宁波慈溪保税仓、富立宁波北仑保税仓、丫丫宁波北仑保税仓
	重庆	重庆港腾供应链管理有限公司、重庆西永丝路广序保税仓
	广州	中远广州机场保税仓、心怡广州南沙保税仓、卓志广州南沙保税仓、鄂增广州南沙跨境保税仓
	郑州	自贸达郑州 5 号仓、心怡郑州 B 保保税仓，郑州空港综保区易通保税仓
	深圳	保宏深圳前海保税仓
	福州	福州平潭口岸保税、福州马尾口岸保税
集货境外仓	日本	斑马大阪仓、日通成田仓、日通成田仓第三仓库
	韩国	ICB 仓库
	美国	洛杉矶斑马仓、特拉华斑马仓、洛杉矶 Vayageone 仓
	澳洲	EWE 悉尼仓、EWE 墨尔本仓、心怡悉尼仓
	新西兰	中通仓
	欧洲	德国 hemes、英国斑马仓、英国 hemes
	中国台湾	中通台北仓、中通桃园仓、新竹桃园仓
	中国香港	心怡仓、中远仓
GFC 境外仓	中国香港	心怡香港海外备货仓、香港递四方 GFC 仓、Zebra HKG DC
	澳洲	EWE SYDNEY 仓储
	新西兰	NFS 新西兰 GFC 仓
	欧盟	4PX 德国 GFC 仓、4PX 西班牙仓
	日本	4PX 日本仓
	韩国	韩国 GFC 仓
	美国	斑马美国洛杉矶 GFC 仓

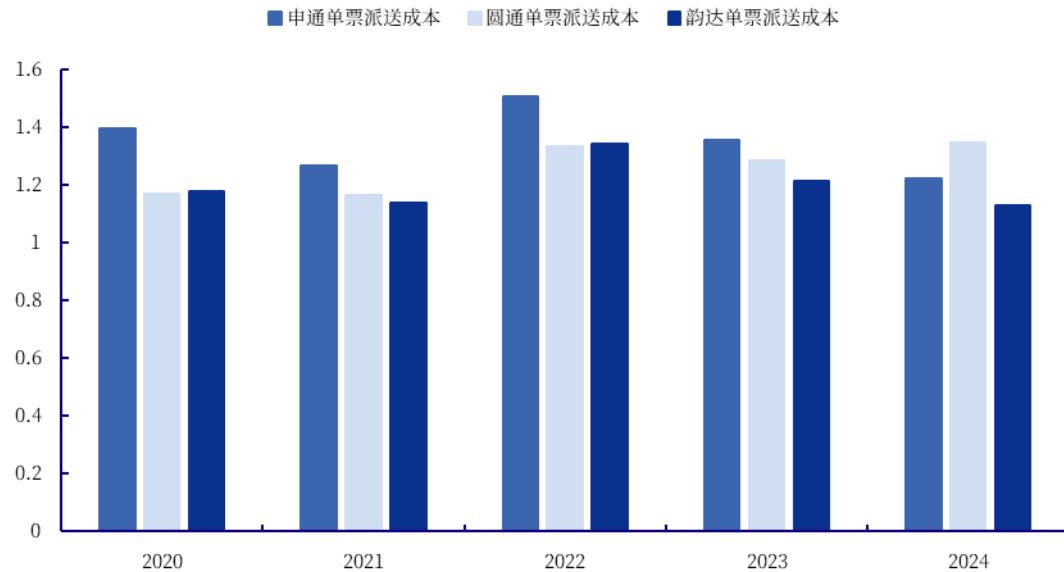
资料来源: Wind、菜鸟地网、中国银河证券研究院

(四) 成本控制效果显著，利润水平具相对优势

成本显著下降，抓好费用管理。2024 年，公司单票派送成本达到 1.22 元。根据公司年报测算，

从 2020-2024 年，公司的单票派送成本从 1.39 元下降到 1.22 元，降幅近三成，与圆通、韵达单票派送成本的差距逐步减小。一方面，近年来派送成本的下降折射出公司总业务量的增多；另一方面，公司近几年费用控制较为良好。

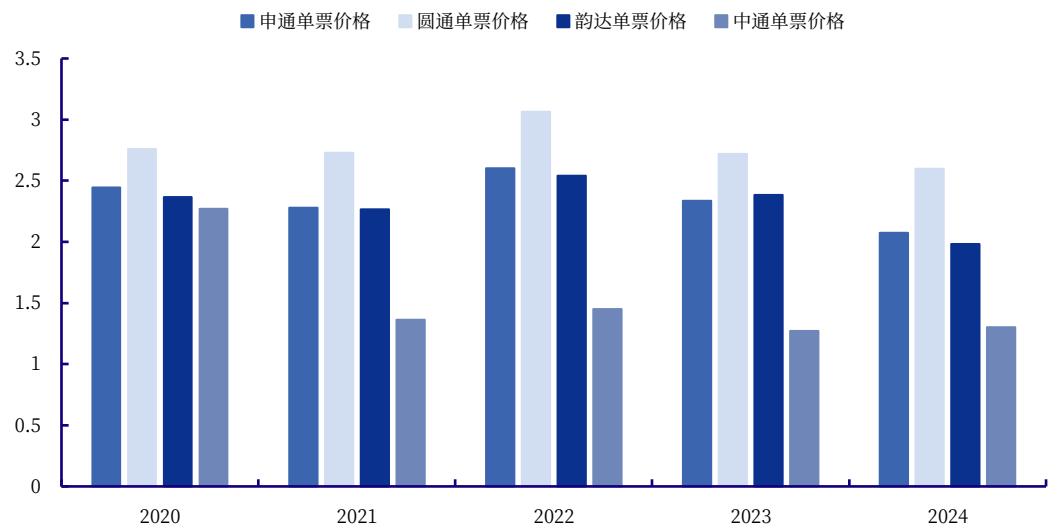
图43: 2020-2024 年通达系&申通单票派送成本 (单位: 元)



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

单票价格稳定，利润水平提升。2024 年，公司单票价格达到 2.08 元。随着公司近年来单票成本的下降，公司利润水平得到提升。与通达系各公司相比，2024 年公司单票价格低于圆通 (2.60)、高于韵达 (1.98)、中通 (1.30)，相对具有优势。

图44: 2020-2024 年通达系&申通单票价格 (单位:元)



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

四、相对估值

我们预计申通快递 2025-2027 年营业收入分别为 542.7 亿元、620.4 亿元与 696.2 亿元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 11: 公司盈利预测表

亿元	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
一、营业总收入	216	253	337	409	472	543	620	696
1、快递业务收入	214	246	326	391	467	537	610	680
yoy (%)		15.1%	32.4%	20.0%	19.3%	15.2%	13.5%	11.4%
2、其他业务收入	2	7	11	18	5	5	10	1,6
二、营业成本	208	246	322	392	443	509	580	649
1、面单成本	2	2	2	3	3	4	4	4
yoy		16.8%	4.8%	34.0%	25.0%	11.0%	10.0%	1.9%
占成本比	0.8%	0.8%	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
2、派送成本	123	140	195	237	278	315	354	390
yoy		14.1%	39.0%	21.6%	17.3%	13.3%	12.3%	10.3%
占成本比	58.9%	56.9%	60.5%	60.4%	62.7%	61.8%	61.0%	60.1%
3、运输成本	37	47	61	72	85	102	123	146
yoy		27.3%	28.4%	18.4%	18.00%	20.0%	21.0%	19.0%
占成本比	17.8%	19.1%	18.8%	18.3%	19.1%	20.0%	21.2%	22.5%
4、职工薪酬	22	26	31	35	39	45	51	54
yoy		18.4%	20.1%	11.1%	11.7%	16.0%	12.9%	7.0%
占成本比	10.5%	10.6%	9.7%	8.8%	8.7%	8.8%	8.8%	8.8%
5、其他业务成本	40	88	11	15	18	21	24	28
yoy		117.8%	27.3%	35.3%	17.1%	20.0%	15.2%	15.2%
占成本比	1.9%	3.6%	3.5%	3.9%	4.0%	4.2%	4.2%	4.4%
三、总毛利	7	6	15	17	28	34	41	47
毛利率	3.4%	2.5%	4.4%	4.2%	6.0%	6.2%	6.5%	6.8%

资料来源：wind, 中国银河证券研究院

结合公司业务情况，我们选取快递行业中具有代表性的上市公司圆通速递、中通快递、韵达股份，作为可比公司。我们以 2025 年 12 月 10 日收盘价计算，可比公司 2025 年平均市盈率为 12.73 倍。考虑到公司产能投放加速落地，2025 年前三季度利润表现良好，或享有更高的业务量增速与盈利水平。综合对标可比公司估值水平，我们给予申通快递 2026 年 13 至 15 倍 PE。

表 12: 可比公司财务对比 (PE)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
			2025/12/10	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E
600233.SH	圆通速递	16.67	1.16	1.24	1.46	1.61	14.37	11.58	10.33	10.35
2057.HK	中通快递-W	161.3	10.95	11.59	12.90	14.14	14.73	12.35	11.40	11.41

002120.SZ	韵达股份	6.84	0.66	0.48	0.64	0.75	10.36	14.25	10.69	9.12
	平均值	-	-	-	-	-	13.15	12.73	10.81	10.29
002468.SZ	申通快递	14.14	0.68	1.05	1.45	1.75	20.98	16.90	12.68	10.49

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

我们以 2025 年 12 月 10 日收盘价计算, 可比公司 2025 年平均市净率为 1.50 倍。考虑到公司产能投放提速, 资产周转效率领先行业, 净资产质量持续提升。综合对标可比公司的市净率水平, 我们给予申通快递 2026 年 1.9 至 2.2 倍 PB。

表 13: 可比公司财务对比 (PB)

证券代码	证券简称	收盘价	每股净资产 (元/股)				PB (倍)			
			2025/12/10	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E
600233.SH	圆通速递	16.67	9.22	10.06	11.05	11.985	1.85	1.66	1.54	1.39
2057.HK	中通快递-W	161.3	76.59	85.91	95.58	106.50	1.80	1.88	1.69	1.51
002120.SZ	韵达股份	6.84	7.06	7.325	7.855	8.44	1.03	0.93	0.87	0.81
	平均值	-				-	1.57	1.50	1.37	1.26
002468.SZ	申通快递	14.14	6.41	7.44	8.81	10.42	2.22	1.97	1.72	1.49

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

五、风险提示

- 1) **行业价格战竞争激烈的风险:** 当前行业价格战竞争激烈, 尽管在相关政策引导下价格低于成本的可能性微乎其微, 但公司业绩、毛利、单票收入仍受价格竞争影响, 可能出现向下波动趋势。
- 2) **产能投放落地不及预期的风险:** 公司自 2022 年推行三年百亿级产能提升项目, 若产能投放落地不及项目预期, 可能影响公司业绩及未来战略规划。
- 3) **宏观经济增速不及预期的风险:** 经济下行, 宏观经济增速缓慢, 快递行业需求不足, 业务量增速下降, 影响公司业务量增速与利润增速。

图表目录

图 1: 公司历史沿革图	4
图 2: 公司股权结构图	5
图 3: 公司 2024 年主营业务收入结构图	5
图 4: 公司 2024 年成本结构图	5
图 5: 公司 2017-2025Q1-Q3 主营业务收入及同比	6
图 6: 公司 2017-2025Q1-Q3 归母净利润及同比	6
图 7: 公司 2017-2025Q1-Q3 毛利率、净利率、ROE	6
图 8: 公司 2017-2025Q1-Q3 经营活动现金流及同比	6
图 9: 2016-2024 年双十一当天快递单量	7
图 10: 2019-2024 年“618”活动期间全行业揽收快件量	7
图 11: 2024 主要快递公司双 11 促销日单量	7
图 12: 拼多多 GMV 及增速 (单位: 万亿元)	8
图 13: 中国直播电商市场规模及增速 (单位: 万亿元)	8
图 14: 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重 (单位: %)	9
图 15: 京东阿里巴巴拼多多年度 GMV 及同比 (单位: 十亿元)	9
图 16: 月度快递行业业务量 (单位: 万件)	9
图 17: 主要电商平台 GMV 占比情况	9
图 18: 各电商模式退货率对比	9
图 19: 各龙头企业快递业务量及增速 (单位: 亿件)	10
图 20: 月度快递行业业务收入 (单位: 亿元)	10
图 21: 月度快递行业业务单票收入 (单位: 元)	10
图 22: 顺丰快递单票收入 (单位: 元)	11
图 23: 顺丰快递服务业业务收入 (单位: 亿元)	11
图 24: A 股通达系企业快递月度单票收入 (单位: 元)	11
图 25: A 股通达系企业单票毛利润 (单位: 元)	12
图 26: 各龙头快递公司 2025 年单票收入 (单位: 元)	14
图 27: 2016-2025.10 圆通、申通、韵达、顺丰快递业务量 (单位: 亿票)	15
图 28: 2018-2025.10 圆通、申通、韵达、顺丰市占率	15
图 29: 申通 2024 年转运中心分布图	16
图 30: 2017-2024 通达系&申通直属转运中心数量 (单位: 个)	16
图 31: 2019-2024 通达系&申通自动化分拣设备数量 (单位: 套)	16
图 32: 2018-2024 通达系&申通自有干线车辆数量 (单位: 辆)	17
图 33: 2019、2021-2024 申通日均产能 (单位: 万单)	17

图 34: 2017-2025Q3 通达系&申通固定资产 (单位: 亿元)	17
图 35: 2017-2025Q3 通达系&申通在建工程 (单位: 亿元)	17
图 36: 申通独立网点数量 (单位: 个)	18
图 37: 申通服务站点及门店数量 (单位: 个)	18
图 38: 2017-2024 年申通前 10 大加盟商员工人数 (单位: 人)	19
图 39: 2017-2024 年申通前 10 大加盟商中单一加盟商最多员工人数 (单位: 人)	19
图 40: 申通数智化系统及产品示意图.....	20
图 41: 2017-2025H1 申通研发投入金额及占营收比例.....	21
图 42: 阿里系对快递公司持股比例图.....	22
图 43: 2020-2024 年通达系&申通单票派送成本 (单位: 元)	24
图 44: 2020-2024 年通达系&申通单票价格 (单位:元)	24
 表 1: 快递行业价格政策梳理.....	12
表 2: 反内卷政策发布, 政策内容以及颁布机构.....	13
表 3: 2022-2024 申通“三年百亿”产能提升项目实施情况整理列表.....	15
表 4: 通达系&申通独立网点数量 (单位: 个)	18
表 5: 通达系&申通服务站点及门店数量 (单位: 个)	18
表 6: 2024 年申通前 10 大加盟商情况梳理表	18
表 7: 申通数字化应用情况汇总表	20
表 8: 申通高管团队简介表	22
表 9: 申通第一期员工持股计划内容整理表.....	22
表 10: 菜鸟仓储资源分布整理表	23
表 11: 公司盈利预测表	25
表 12: 可比公司财务对比 (PE)	25
表 13: 可比公司财务对比 (PB)	26

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,088	9,072	12,082	15,409
现金	2,001	3,738	5,999	8,524
应收账款	1,095	1,269	1,373	1,588
其它应收款	246	304	330	374
预付账款	333	413	445	504
存货	85	93	116	124
其他	3,329	3,255	3,819	4,295
非流动资产	18,224	18,576	18,504	18,241
长期投资	586	625	675	642
固定资产	10,362	11,104	11,382	11,319
无形资产	1,613	1,651	1,682	1,707
其他	5,663	5,197	4,765	4,573
资产总计	25,312	27,649	30,586	33,650
流动负债	11,697	12,326	13,198	13,912
短期借款	3,654	3,654	3,654	3,654
应付账款	3,801	4,242	4,510	4,687
其他	4,242	4,429	5,034	5,571
非流动负债	3,807	4,243	4,677	5,111
长期借款	1,320	1,650	1,980	2,310
其他	2,487	2,593	2,697	2,800
负债总计	15,504	16,569	17,875	19,023
少数股东权益	1	3	11	23
归属母公司股东权益	9,807	11,077	12,700	14,604
负债和股东权益	25,312	27,649	30,586	33,650

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	47,169	54,265	62,038	69,624
营业成本	44,337	50,907	57,986	64,898
税金及附加	84	98	110	120
销售费用	135	150	155	167
管理费用	889	1,053	1,167	1,316
研发费用	178	201	234	266
财务费用	238	286	272	247
资产减值损失	-52	-41	-42	-41
公允价值变动收益	31	0	0	0
投资收益及其他	69	76	166	137
营业利润	1,356	1,606	2,238	2,706
营业外收入	16	30	30	32
营业外支出	68	73	73	73
利润总额	1,304	1,562	2,195	2,665
所得税	277	270	465	573
净利润	1,026	1,292	1,729	2,092
少数股东损益	-14	2	9	11
归属母公司净利润	1,040	1,290	1,721	2,080
EBITDA	3,707	3,977	4,838	5,522
EPS (元)	0.68	0.84	1.12	1.36

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	15.3%	15.0%	14.3%	12.2%
营业利润增长率	194.6%	18.4%	39.4%	20.9%
归母净利润增长率	205.2%	24.1%	33.3%	20.9%
毛利率	6.0%	6.2%	6.5%	6.8%
净利率	2.2%	2.4%	2.8%	3.0%
ROE	10.6%	11.6%	13.5%	14.2%
ROIC	6.8%	7.8%	9.0%	9.6%
资产负债率	61.3%	59.9%	58.4%	56.5%
净资产负债率	158.1%	149.5%	140.6%	130.1%
流动比率	0.61	0.74	0.92	1.11
速动比率	0.32	0.41	0.56	0.71
总资产周转率	1.96	2.05	2.13	2.17
应收账款周转率	48.71	45.91	46.97	47.03
应付账款周转率	12.24	12.66	13.25	14.11
每股收益	0.68	0.84	1.12	1.36
每股经营现金流	2.58	2.28	2.95	3.11
每股净资产	6.41	7.24	8.30	9.54
P/E	21.20	16.90	12.68	10.49
P/B	2.25	1.97	1.72	1.49
EV/EBITDA	7.57	6.66	5.10	4.09
PS	0.47	0.40	0.35	0.31

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗江南，交通运输行业分析师。南京大学工学硕士，理学学士，9年证券从业经验，先后供职于申万宏源证券、长城证券。2015、2016年金牛奖交通运输行业第5名团队成员，2018年东方财富choice交通运输行业第2名，2019年wind最佳分析师交通运输行业第4名。长期专注交通运输行业研究，具备扎实的研究功底与产业基础。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：

程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：

林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn