

# 申通快递 (002468.SZ)

## 量本利正循环加速，民营快递先锋再启航

### 核心观点：

- **民营快递先锋，份额修复加速。**申通快递创立于1993年，在电商行业发展初期公司凭借大加盟商-轻资产模式快速扩张，建立先发优势。尽管后续由于改革滞后丢失先机，但近年来公司积极求变，先后完成转运中心直营化改造、与阿里合作数智化系统建设，并通过扩产缩窄差距，24H1公司市占率同比22年提升1.1pp，单票利润修复至4分。
- **行业供需反转，产业回报提升。**疫情前后行业经历增长、盈利中枢双换挡减弱资本开支意愿，21年行业资本开支达峰，头部快递企业基本完成直营化、自动化改造，行业进入产能爬坡期。在需求增长强劲背景下，预计供需再平衡需要4年时间，2025年实现产能利用率达峰，行业盈利中枢逐渐从震荡走向稳定，申通也迎来弯道超车的战略机遇。
- **量本利正循环加速，市值有望实现陡峭提升曲线。**22年起公司沿着“网络扩张-市占修复-成本优化-单票收入提升”成长路径持续演绎，当下修复至成本优化阶段。短期来看，量本利循环加速下公司利润修复已然开启，单票利润边际反转提速。中期而言，随着本轮产能扩张落地，公司网络竞争力已补足，单票收入在未来产品分层深化下打开空间，业绩回报行至收获期，未来ROE与分红率有望进一步提升，市值有望实现陡峭提升曲线。
- **盈利预测与投资建议。**数智化运营持续深化以及百亿扩产落地有望共同助力公司市值实现陡峭提升曲线，预计24-26年EPS分别为0.60、0.83、1.04元/股，参考可比公司，给予公司25年14倍PE估值，对应合理价值11.66元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示。**行业需求增长不及预期、行业价格竞争再度恶化、加盟网络运营出现不稳定现象、产能投放不及预期、政策影响具备不确定性、宏观环境承压等。

### 盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	33,671	40,924	48,096	55,339	61,019
增长率 (%)	33.3%	21.5%	17.5%	15.1%	10.3%
EBITDA (百万元)	2,200	2,498	3,438	4,043	4,581
归母净利润 (百万元)	288	341	920	1,275	1,589
增长率 (%)	131.6%	18.4%	170.1%	38.6%	24.7%
EPS (元/股)	0.19	0.23	0.60	0.83	1.04
市盈率 (P/E)	54.37	33.87	16.60	11.98	9.61
ROE (%)	3.5%	3.9%	9.4%	11.6%	12.7%
EV/EBITDA	9.17	6.77	5.53	4.09	3.03

数据：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

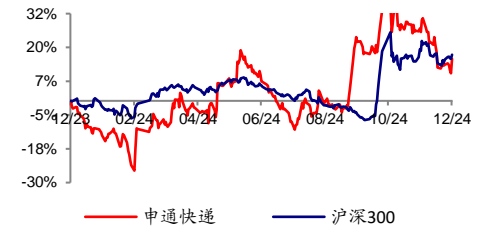
增持

当前价格	9.98 元
合理价值	11.66 元
前次评级	增持
报告日期	2024-12-07

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1531/1492
总市值/流通市值 (百万元)	15277/14891
一年内最高/最低 (元)	11.64/6.45
30 日日均成交量/成交额 (百万)	21.62/222.95
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-5.31/7.90

### 相对市场表现



### 相关研究：

申通快递 (002468.SZ) :外扩 2024-11-01  
规模内缮利润，弹性释放未来可期

## 目录索引

一、公司概况：民营快递先锋，份额加速修复.....	5
（一）成长历程：首批民营快递企业，开创快递加盟先河.....	5
（二）股权结构：目前创始人控股，但阿里具备控股“期权”.....	5
（三）商业模式：过去大加盟制，当下中转直营、末端加盟.....	7
（四）份额复盘：改革滞后错失先机，多重赋能加速追赶.....	8
（五）财务表现：造血能力恢复，盈利弹性释放.....	12
二、行业供需：供需拐点，回报提升.....	16
（一）供给：资本周期尾声，资本开支达峰.....	16
（二）需求：成长期后期，增长仍具韧性.....	18
（三）供需平衡表：2021年资本开支达峰，产能利用率逐步提升.....	23
三、未来展望：量本利正循环加速，市值有望实现陡峭提升曲线.....	25
（一）短期：扩产与降本双管齐下，盈利弹性加速兑现.....	25
（二）中期：借力格局拐点稳步追赶，深化产品分层打开空间.....	27
（三）展望：新一轮产能扩张尾声，市值有望实现陡峭提升曲线.....	28
四、盈利预测和投资建议.....	30
五、风险提示.....	32

## 图表索引

图 1: 申通快递成长经历.....	5
图 2: 申通快递股权结构 (截止 24Q3) .....	6
图 3: 16 年申通一级加盟商数量系通达系最少 .....	7
图 4: 16 年申通单个加盟商年均快递业务处理量系通达系第一 .....	7
图 5: 17 年后申通中转中心直营化改造提速 .....	8
图 6: 17 年后申通一级加盟商数量快速追赶 .....	8
图 7: 申通快递份额复盘.....	8
图 8: 14 年中国快递行业份额对比 (按业务量) .....	9
图 9: 14-17 年通达系资本开支对比 .....	9
图 10: 14-17 年各家转运中心自营率 .....	9
图 11: 14-17 年通达系年度快递业务量对比 .....	10
图 12: 14-17 年通达系季度业务量增速对比 .....	10
图 13: 14-17 年申通投诉率较高 .....	10
图 14: 14-17 年申通快递份额有所流失 .....	10
图 15: 18-21 年公司加大资本开支投入力度 .....	11
图 16: 18-21 年申通中转中心直营化持续提升 .....	11
图 17: 19 年申通与菜鸟签署《合作协议》的主要内容以及相关合作落地项目 ...	11
图 18: 三通一达系中, 阿里持有申通股权份额最高 .....	11
图 19: 18-21 年公司份额小幅修复.....	11
图 20: 三年百亿扩产计划, 公司保持稳健 Capex 支出 .....	12
图 21: 22 年以来申通与韵达日均件单量持续缩窄 .....	12
图 22: 22-24 年公司份额加速追赶.....	12
图 23: 22 年以来公司业务量增速位居通达系第一 .....	13
图 24: 公司单票收入 (扣派费) 处于通达系较低水平 .....	13
图 25: 21-23 年公司收入增速领先行业 .....	13
图 26: 公司成本结构 (扣派费) 中运输费用占比近半.....	14
图 27: 19-23 年申通单票运输+中转成本降幅近 4 成.....	14
图 28: 21 年以来公司毛利率进入修复通道.....	14
图 29: 公司费率控制保持行业领先水平.....	14
图 30: 22 年至今公司归母净利润稳步修复.....	15
图 31: 22 年至今公司单票利润与 ROE 进入修复通道.....	15
图 32: 23 年至今公司自由现金流转正 .....	15
图 33: 快递行业资本周期会经历四个阶段.....	16
图 34: FedEx 的资本周期复盘, 阶段四资本开支下行, 盈利能力提升.....	17
图 35: 美国快递龙头在成熟期具备提价抗通胀的能力 .....	17
图 36: 目前中低端快递行业正逐步切换至阶段四 .....	18
图 37: 中低端快递赛道成长后期 3 大因素 .....	18
图 38: 单包裹货值仍在下降通道中 .....	19
图 39: 快递业务量增长高于网上零售总额增长.....	19
图 40: 2024 年来, 快递业务量当月增速领先社零总额增速维持在 15-20pp.....	19

图 41: 抖音、快手和拼多多代表着低价电商平台 .....	20
图 42: 低价电商 GMV 增量占比不断提升 .....	20
图 43: 低价电商 GMV 总额占比不断提升 .....	20
图 44: 低价电商是下沉市场中更为主要的平台 .....	21
图 45: 24 年 1-8 月中、西部快递件量份额同比分别提升 1.2pp、0.9pp .....	21
图 46: 中国城镇与农村互联网普及率 .....	21
图 47: 全国城镇与农村居民人均消费支出 .....	21
图 48: 2000 年来日本本土快递件量（以宅配为主）增速领先 GDP 增速 0-5pp .....	22
图 49: 人均收入稳步增长 .....	22
图 50: 网上零售总额与社会消费品零售总额稳步增长 .....	22
图 51: 产品分层升级将带来单票收入提升 .....	23
图 52: 24 年全行业个人、散单件占比进一步提升 .....	23
图 53: 预计 24 年底行业新增需求超越新增供给 .....	24
图 54: 预计申通业务量仍会保持稳步增长 .....	24
图 55: 预计申通产能利用率将逐步提升 .....	24
图 56: 预计 24 年公司全网常态化吞吐能力提升至 7500 万件/日 .....	25
图 57: 申通末端派送成本仍有较大优化空间 .....	26
图 58: 近年来公司持续加大研发投入 .....	26
图 59: 据网点测算，使用无人车最高可降低单票派送成本 2 毛 .....	26
图 60: 24 年以来申通单票扣非净利修复至 3-5 分区间 .....	27
图 61: 2020 年以来快递行业 CR5 维持在 70-80% .....	27
图 62: 圆通速递股价复盘 .....	29
图 63: 申通快递股价复盘 .....	30
表 1: 申通总裁、副总裁、CFO 均来自菜鸟集团 .....	6
表 2: 股东回报存在较大提升空间 .....	15
表 3: 申通着力打造差异化服务，助力中长期业务价值增值 .....	28
表 4: 申通快递盈利预测表（单位：百万元） .....	31
表 5: 可比公司估值表 .....	32

## 一、公司概况：民营快递先锋，份额加速修复

### （一）成长历程：首批民营快递企业，开创快递加盟先河

申通快递前身“神通服务部”于1993年在浙江杭州创立，是通达系中成立最早的快递企业。经过三十年的发展，已成为行业头部企业。

公司早期立足上海，布局长三角，并于1999年率先采用“加盟制”，奠定了经济型快递发展的基础。2005年，申通与初创期的淘宝合作试点“推荐快递”，成功开启了电商件的第二增长曲线。

2016年12月，申通在深交所上市。2019年，申通引入电商资本，并在次年凭借电商的数智化能力，实现信息系统全面上云。2022年，公司启动了三年100亿的基础设施投资，进一步提升产能。2023年，申通提出“好快省”的新品牌战略，从量、质、服务三个维度奠定公司未来的发展基调。

图1：申通快递成长经历

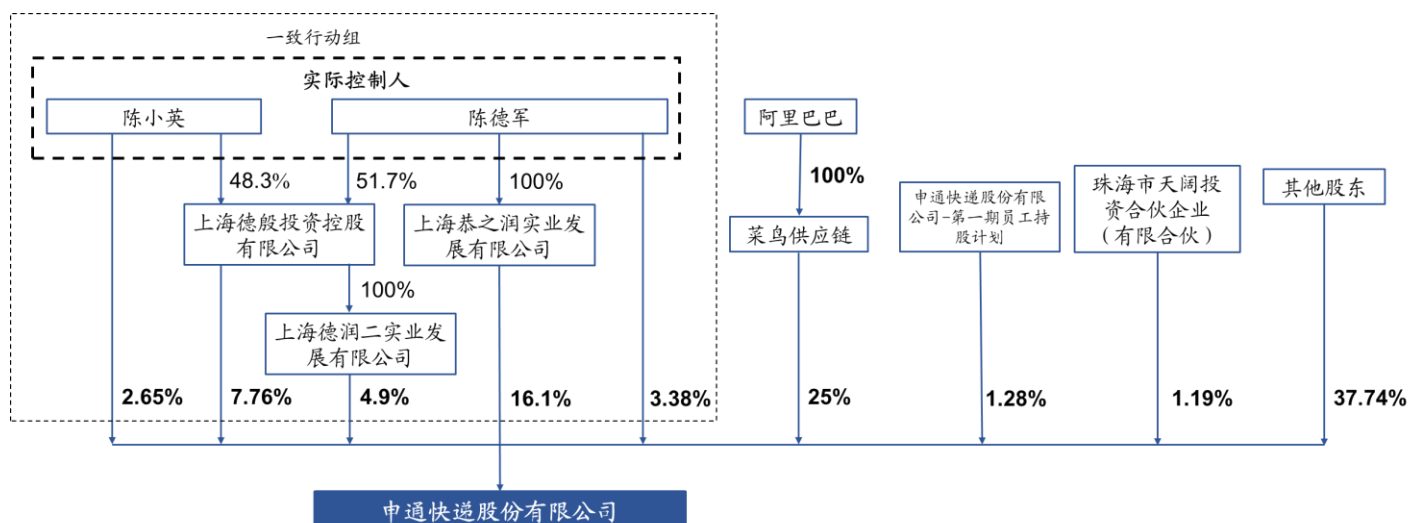


数据：申通快递公司官网，广发证券发展研究中心

### （二）股权结构：目前创始人控股，但阿里具备控股“期权”

目前仍是创始人控股。据Wind，截至24Q3，申通快递创始人陈德君、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殷投资、恭之润和德润二，合计持有申通股份34.79%的股份。

图2: 申通快递股权结构 (截止24Q3)



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

**阿里巴巴高管入驻申通。**在申通2019年接受阿里巴巴战略投资之后，截至2024H1，申通12位核心管理层中有3位曾在菜鸟集团任职，分别为总裁王文彬、副总裁韩永彦和CFO梁波，电商平台高管进驻将助力公司管理上的赋能，加速申通快递数智化转型步伐，也体现出阿里系资本对于申通快递业务扶持的重视程度。

表1: 申通总裁、副总裁、CFO均来自菜鸟集团

姓名	现任职务	任职日期	过往任职经历
王文彬	董事兼总经理	2021年2月	2007-2019: 分别担任阿里巴巴集团副总裁、淘宝及天猫技术产品负责人、商家事业部负责人、阿里云总裁 2015-2020: 担任菜鸟网络科技有限公司总经理、CTO兼快递事业部总经理 2019-2020: 兼任阿里巴巴集团 CEO 新零售特别助理
韩永彦	董事兼副总经理	2021年2月	2019-2020: 任菜鸟网络科技有限公司网络运输部总经理
梁波	副总经理兼财务负责人	2021年7月	2010-2015: 任职于阿里巴巴集团, 担任高级财务专家 2015-2017: 任职于蚂蚁金服, 担任高级财务专家 2017-2021: 任职于浙江菜鸟, 担任资深财务专家

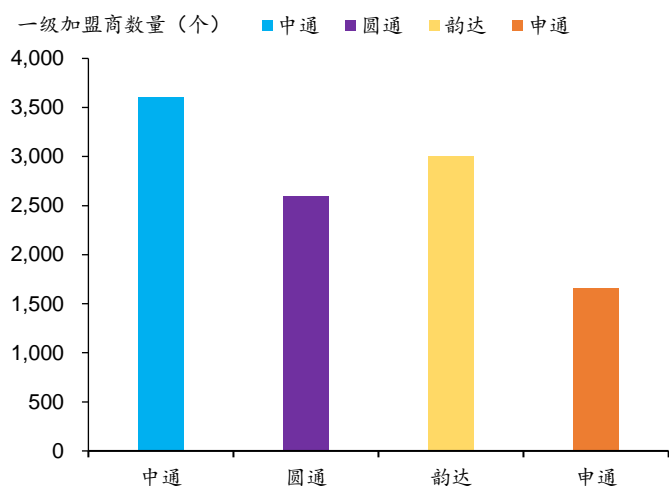
数据 : Wind, 申通快递公司年报, 广发证券发展研究中心

阿里具备控股“期权”，当下最晚行权时点在25年底。2019年申通引入电商资本，截至2024年10月阿里巴巴持有申通25%的股份，是实际控制人之外的股东中持股最大的股东。根据公司2022年12月公布的《关于公司股东签署经第二次修订和重述的购股权协议之延期协议的公告》显示，阿里网络拥有在2025年12月27日之前购买德润二和恭之润的股权的权利。如果阿里网络按照协议全部买入德润二和恭之润持有的21%股份，加上其原有的25%，阿里网络的持股比例将达到约46%，从而成为申通快递的实际控制人。

### （三）商业模式：过去大加盟制，当下中转直营、末端加盟

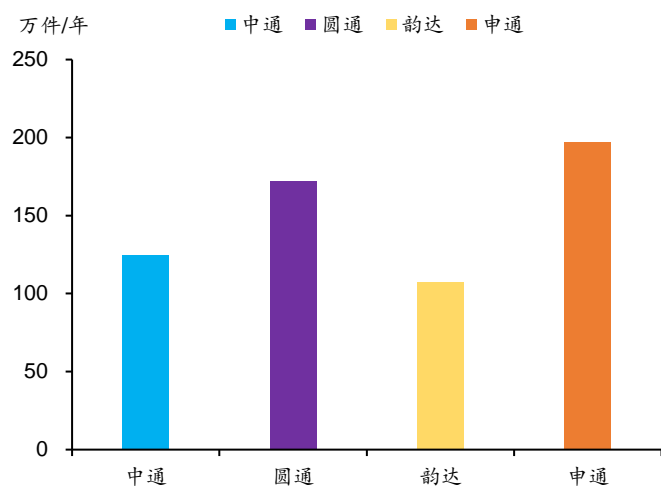
**早期大加盟商，加盟商数量少且份额集中：**作为民营快递开启加盟制先河的申通，早期虽然总部资金弱，但具备先发优势与号召力，得以吸引到实力强劲的大加盟商，从而在电商大繁荣时期积极把握时代红利，以最优成本优势快速扩张网点。

图3：16年申通一级加盟商数量系通达系最少



数据：中通、圆通、韵达、申通公司年报，广发证券发展研究中心

图4：16年申通单个加盟商年均快递业务处理量系通达系第一



数据：中通、圆通、韵达、申通公司年报，广发证券发展研究中心

**当下中转直营+末端加盟，网格管理持续深化：**随着行业中枢增长下移，电商快递行业精细化管理时代来临，过往大加盟商割据一方弊病凸显，总部难以盘活一盘棋有效控制成本与友商正面竞争。为了加强总部集权，17年起申通通过向各大加盟商收购等方式提升自营化，17年起申通中转中心直营化率与一级加盟商数量快速追赶，过去大加盟商割据一方困境得以解决。22年以来公司开始实施网格化管理，滴灌式赋能末端网点运营，组织结构趋于扁平化。

图5: 17年后申通中转中心直营化改造提速

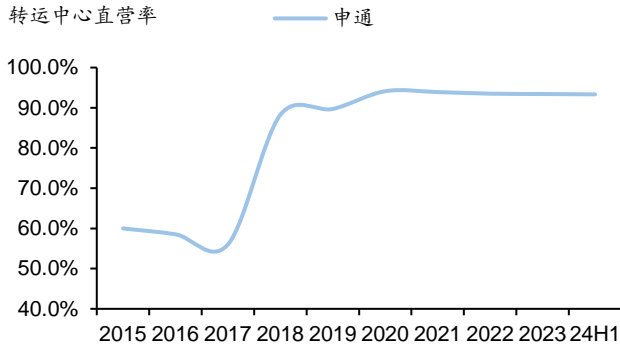
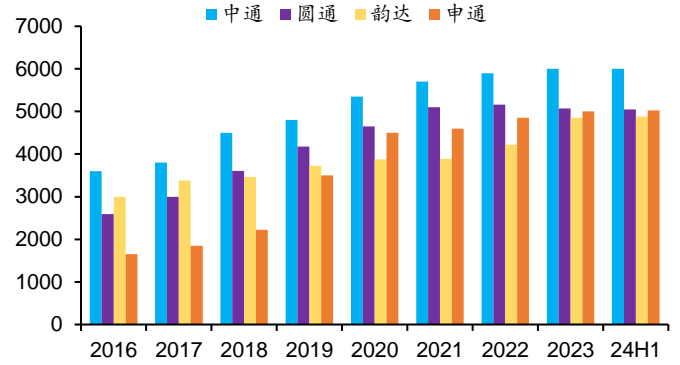


图6: 17年后申通一级加盟商数量快速追赶



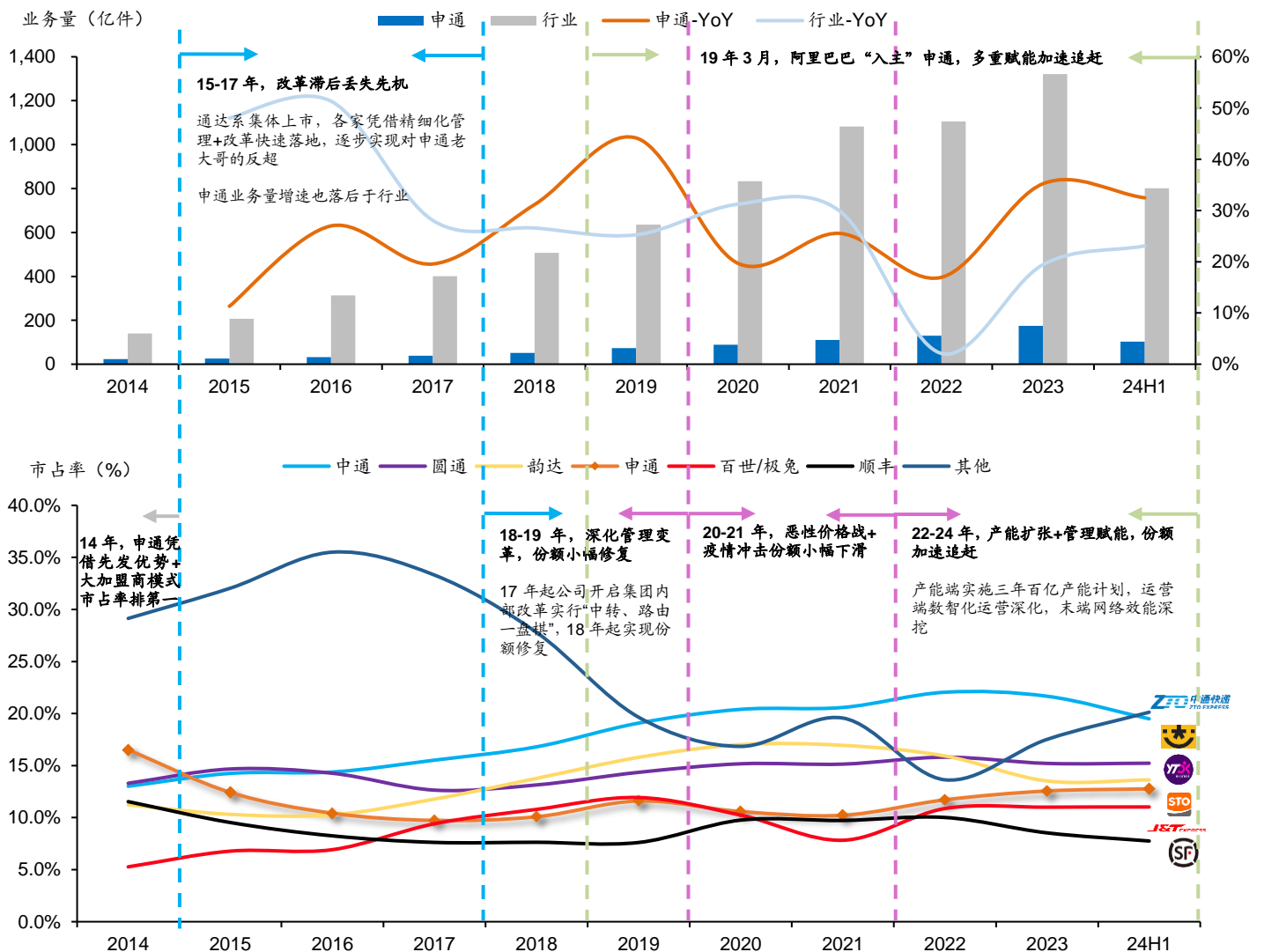
数据：中通、圆通、韵达、申通公司财报，圆通投资者互动中心，广发证券发展研究中心

数据：中通、圆通、韵达、申通公司财报，圆通投资者互动中心，广发证券发展研究中心

注：申通快递 2021-2023 年数据系估计

(四) 份额复盘：改革滞后错失先机，多重赋能加速追赶

图7: 申通快递份额复盘



数据：Wind，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

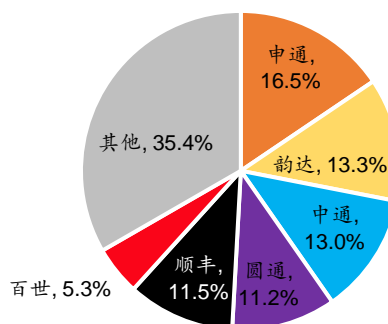


从份额变化的角度，申通快递成长经历大体可以分为四大阶段：

### 1. 先发优势明显，份额稳居第一（13-14年）

作为民营电商快递加盟制的首创者，申通凭借大加盟商模式，积极把握电商发展红利，早期实现了网络的快速扩张，奠定自身网络竞争力先发优势。据申通快递借壳上市资料文件，13-14年公司市占率分别为16.03%、16.52%，稳居通达系之首。

图8：14年中国快递行业份额对比（按业务量）

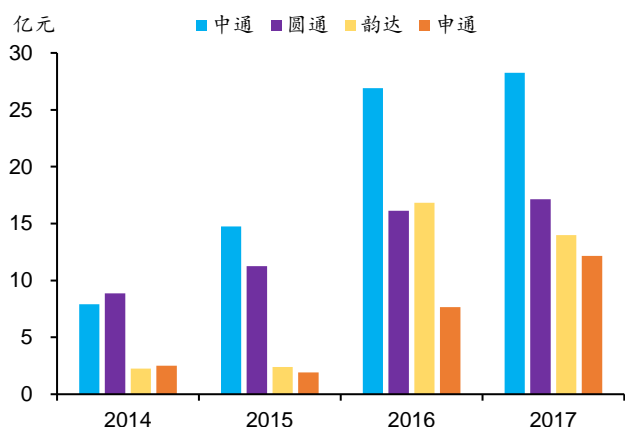


数据：Wind，申通快递借壳上市资料文件，广发证券发展研究中心

### 2. 改革滞后错失先机，份额逐渐下滑至第四（15-17年）

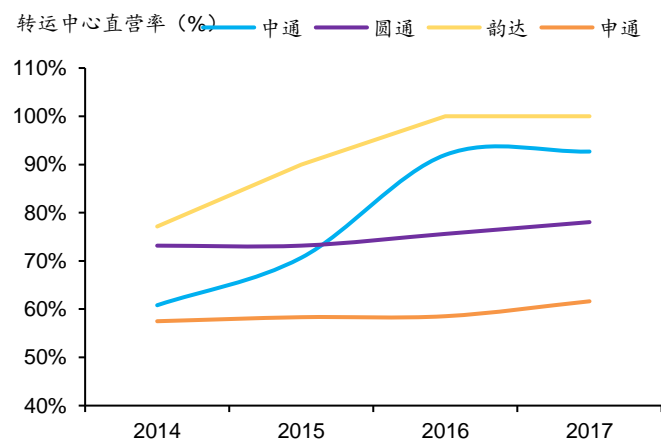
15年-17年，国内快递行业背靠电商红利持续释放延续高速增长，期间业务量实现年化39.2%高增速，行业投融资达到阶段小高潮，17年通达系均完成上市。上市后，中通、圆通、韵达在资产端加快投建转运中心提升产能上限，在运营端通过提高中转中心自营率加强总部控制权等措施，实现业务量领先于行业增速增长。而申通受制于“大加盟制”模式弊端，大加盟商议价权过高、总部改革推进节奏滞后、新增产能不足，导致在与其他通达系企业竞争过程中失去先发优势，公司成长性受到约束，最终业务量增速下坡、投诉率高企、市场份额流失。

图9：14-17年通达系资本开支对比



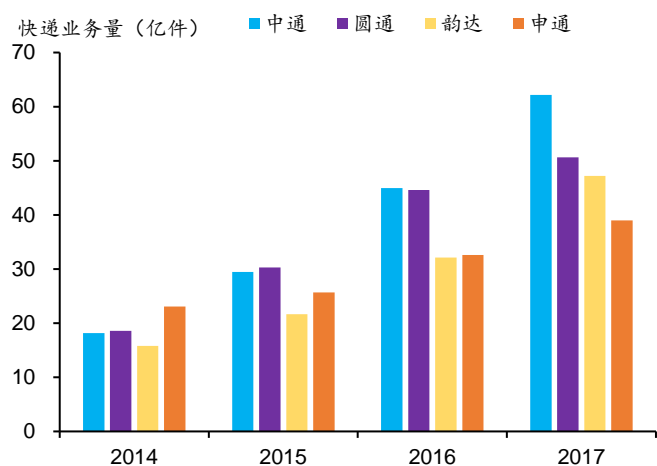
数据：Wind，广发证券发展研究中心

图10：14-17年各家转运中心自营率



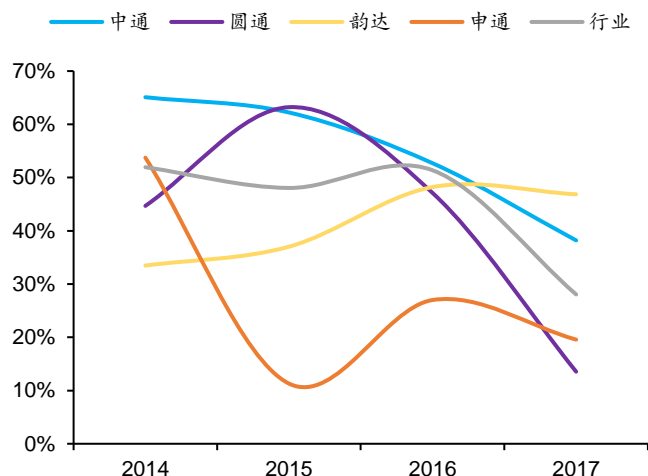
数据：中通、圆通、韵达、申通公司年报，广发证券发展研究中心

图11: 14-17年通达系年度快递业务量对比



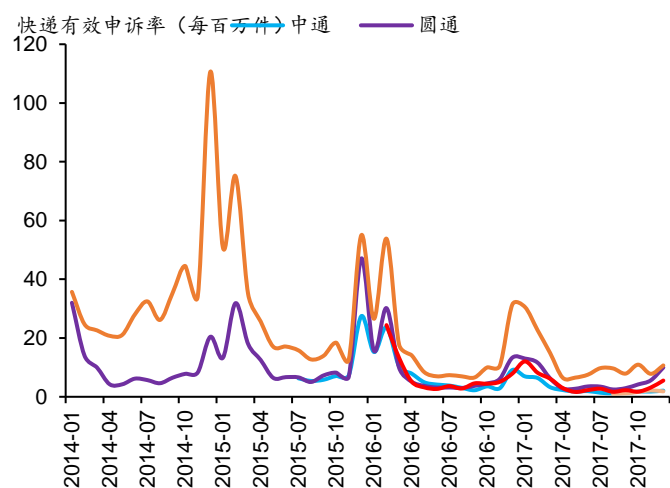
数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 14-17年通达系季度业务量增速对比



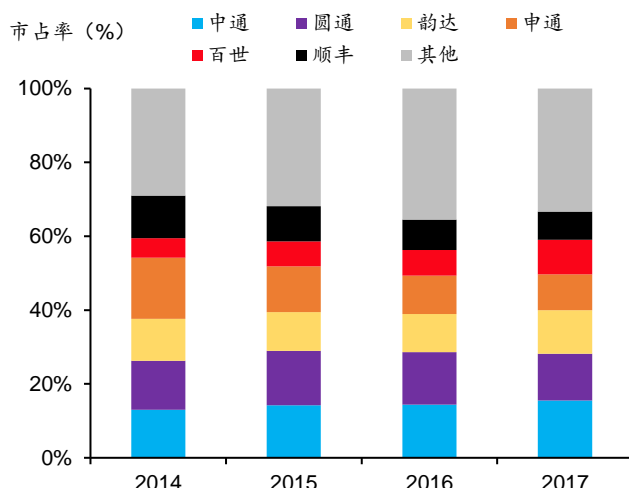
数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 14-17年申通投诉率较高



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 14-17年申通快递份额有所流失

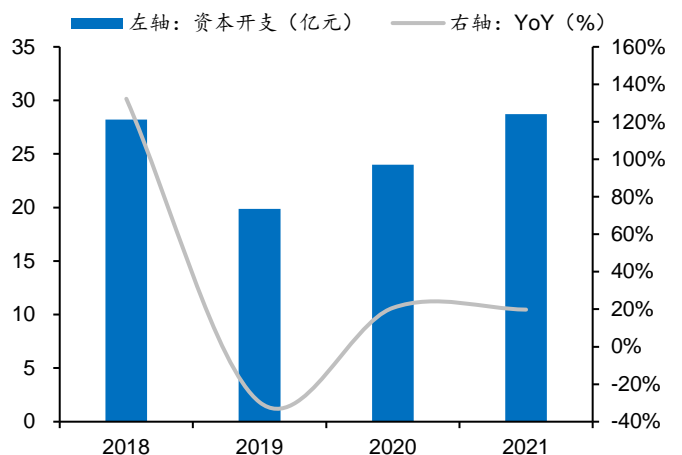


数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

### 3. 内部求变+外寻合作, 份额小幅修复 (18-21年)

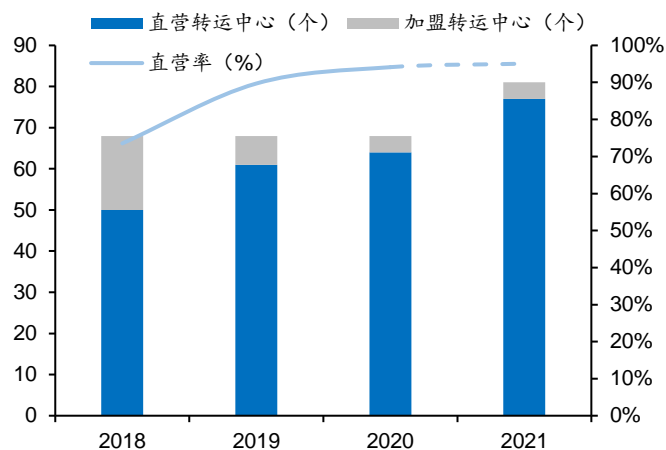
18年以来公司积极求变, 管理层通过加大对基础设施产能建设、强化末端网络质量、战略上提升中转中心直营化、重视数智化运营等手段推动市占率 并修复。19年公司进一步与阿里巴巴、菜鸟达成战略合作, 双方围绕信息系统、数智化运营、末端网络优化等运营维度进行深入合作, 电商系资本入局给予公司相对充沛的电商件业务增量与技术支持, 支撑公司市场份额进一步修复。18-19年, 公司市占率较17年分别提升0.4pp、1.9pp至10.1%、11.6%。20-21年, 由于恶性价格战冲击叠加疫情影响行业业务量, 公司市场份额出现小幅下滑, 但整体较17年仍实现了份额的修复, 内部管理的积极求变以及外部电商系资本赋能打造的网络稳定性与数智化运营基因为后续份额加速追赶奠定基础。

图15: 18-21年公司加大资本开支投入力度



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 18-21年申通中转中心直营化持续提升



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

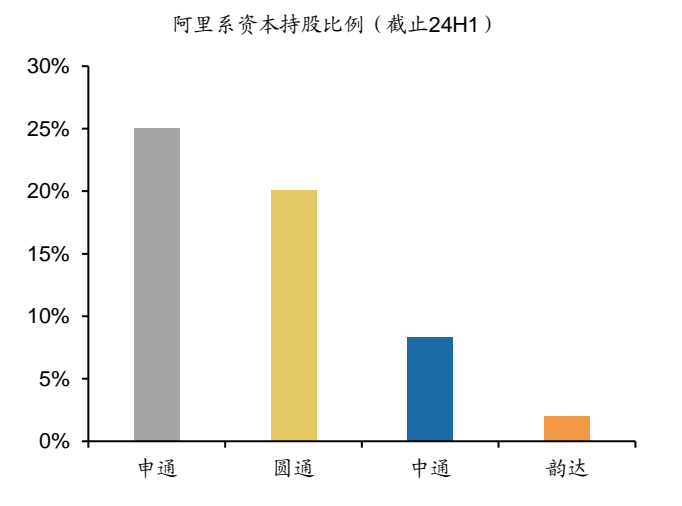
注: 21年加盟转运中心数量未披露按20年数量测算直营率

图17: 19年申通与菜鸟签署《合作协议》的主要内容以及相关合作落地项目



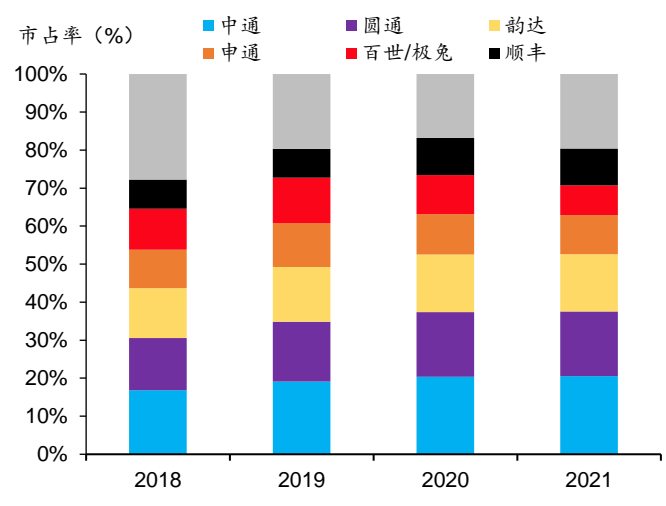
数据 : 申通快递《关于签署业务合作协议的公告》, 申通之家, 申通快递公司年报, 广发证券发展研究中心

图18: 三通一达系中, 阿里持有申通股权份额最高



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 18-21年公司份额小幅修复

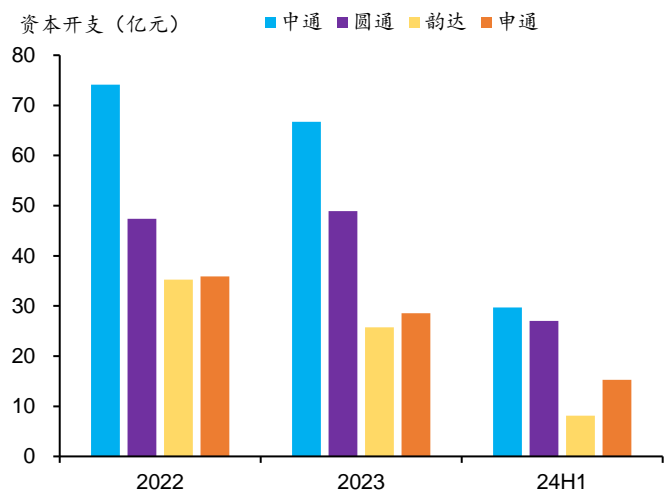


数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

#### 4. 三年百亿扩产，份额加速修复（22年至今）

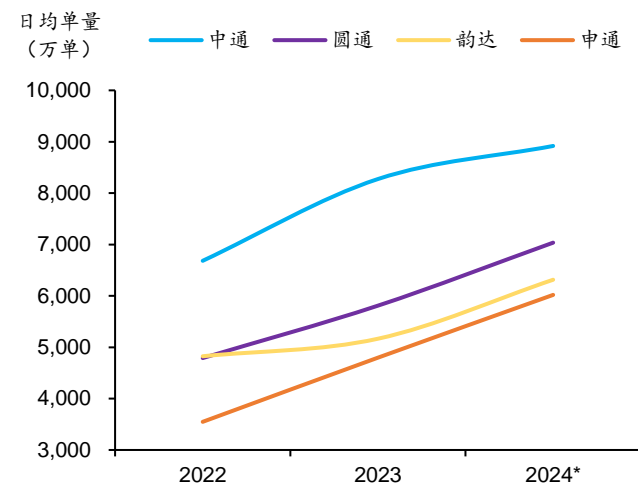
22年公司宣布启动三年百亿扩产计划，在行业资本开支整体达峰背景下，公司结合自身发展规划稳健扩产能，进而实现份额的快速追赶，申通与韵达日均件单量差距由22年的1277万单进一步缩减至24年10月的295万单。

图20: 三年百亿扩产计划，公司保持稳健Capex支出



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

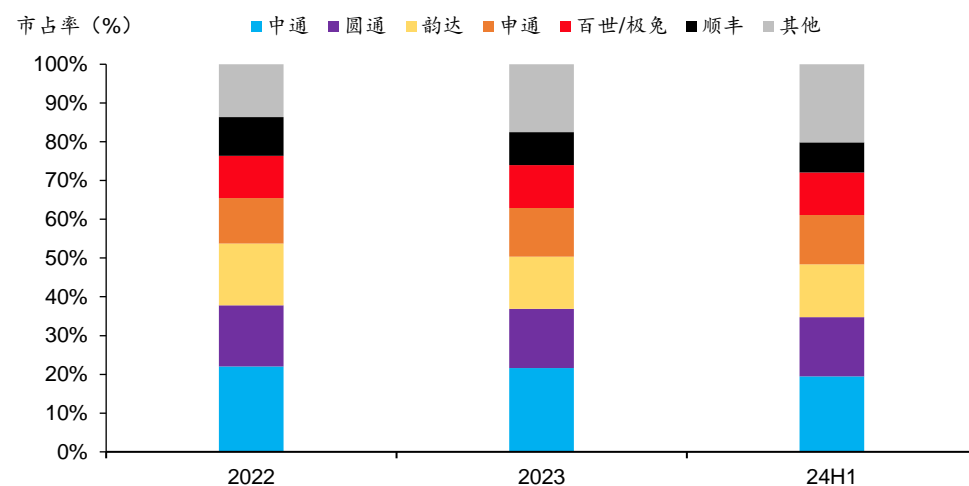
图21: 22年以来申通与韵达日均件单量持续缩窄



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

注: 24年中通为1-9月日均, 圆通、韵达、申通为1-10月日均

图22: 22-24年公司份额加速追赶

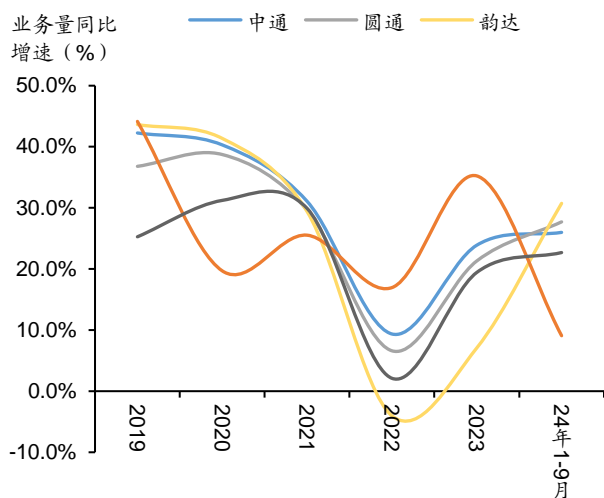


数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

#### （五）财务表现：造血能力恢复，盈利弹性释放

三年百亿扩产计划稳步推进下，22年以来公司业务量领先行业快速增长。尽管期间受行业温和价格战冲击，公司单票收入有所下滑，但得益于“以价换量”竞争策略效果显现，公司收入增速重回15-20%增长区间。

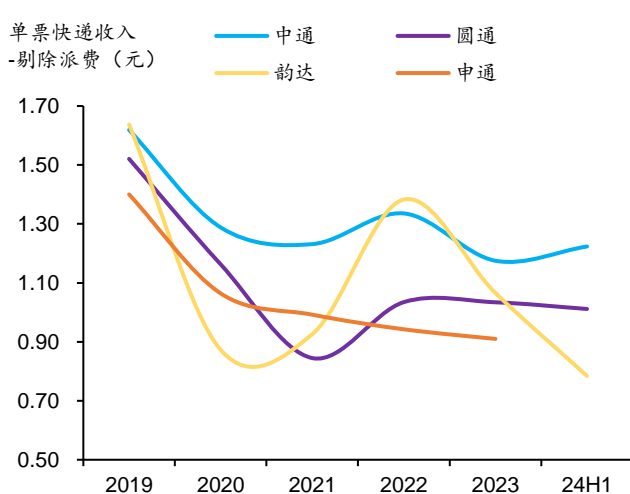
图23: 22年以来公司业务量增速位居通达系第一



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

注: 中通未披露7、8月经营数据

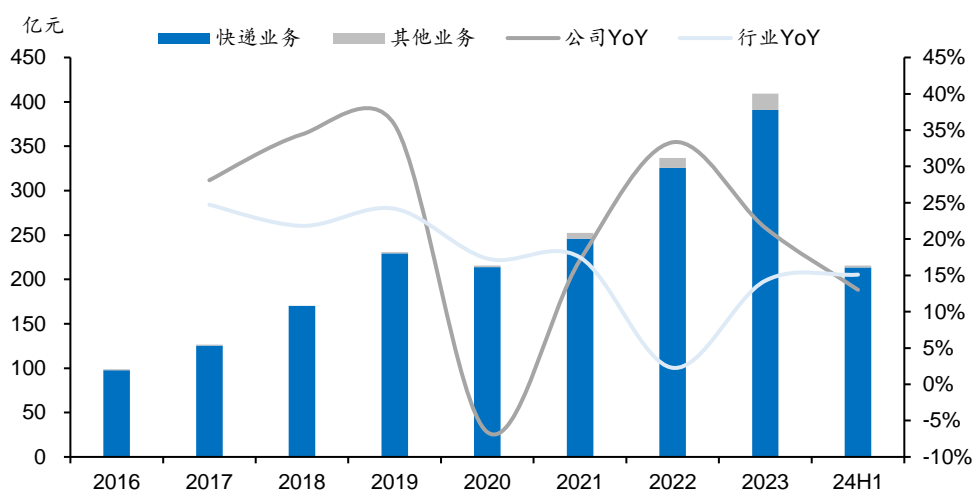
图24: 公司单票收入(扣派费)处于通达系较低水平



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

注: 24H1 中通未披露派费收入, 圆通派费收入按披露的派费支出测算

图25: 21-23年公司收入增速领先行业

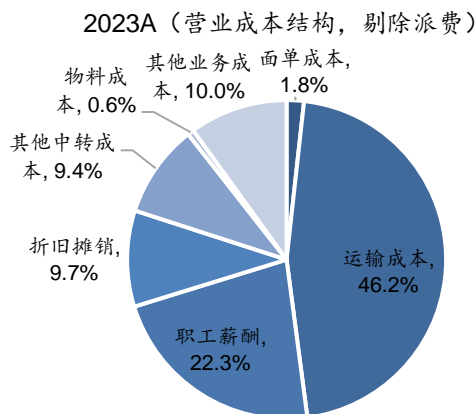


数据 : 广发证券发展研究中心

行业 YoY 系国家邮政局公布的规模以上快递业务收入同比测算

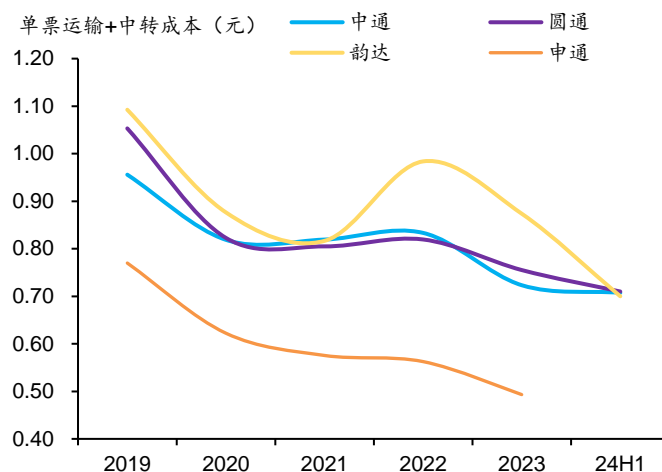
成本方面, 与其他通达系成本结构一样, 剔除派费下公司中转成本(运输+中转)占比超7成, 过去一直也是降本优化重心。得益于末端精细化管理、件量增长规模效应显现, 我们根据申通快递公司年报测算, 公司单票中转成本由19年的0.77元稳步下降至23年的0.49元, 降幅近四成, 带动21年至今公司毛利率进入修复通道。费用方面, 得益于公司严控费用成本, 期间费用率常年来稳定在3%左右, 费用控制处于行业领先水平。

图26: 公司成本结构(扣派费)中运输费用占比近半



数据 : 申通 2023 年年报, 广发证券发展研究中心

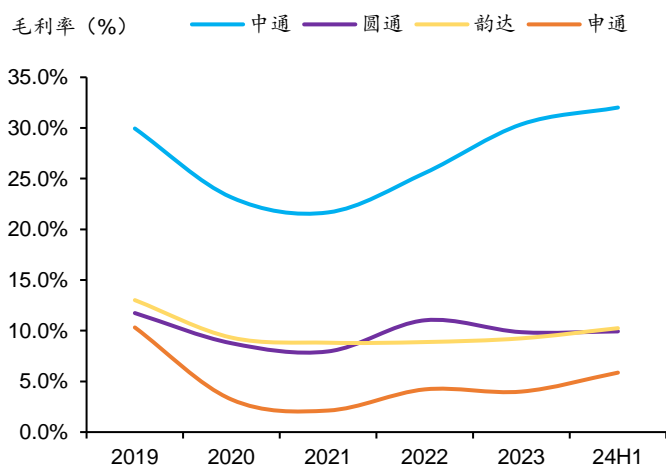
图 27: 19-23 年申通单票运输+中转成本降幅近 4 成



数据 : 中通、圆通、韵达、申通公司年报, 广发证券发展研究中心

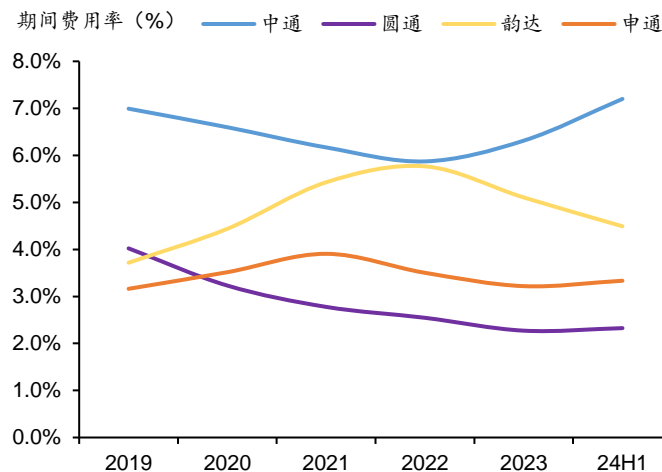
注: 申通 24H1 未披露成本拆分

图28: 21年以来公司毛利率进入修复通道



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 公司费率控制保持行业领先水平



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

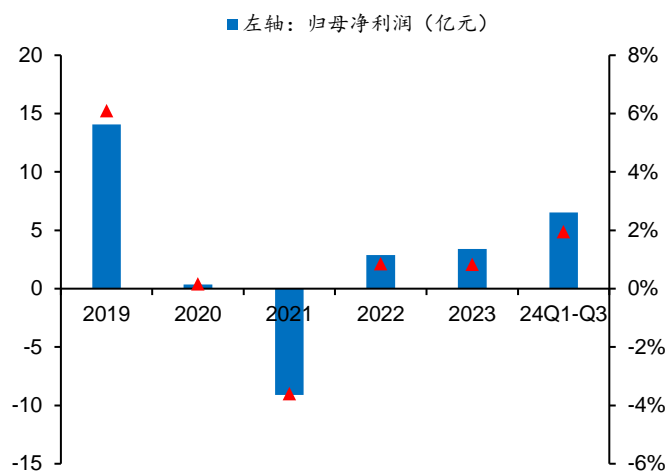
期间费用率计算公式为(销售费用+管理费用+财务费用+研发费用)/营业收入

盈利弹性修复, 自由现金流转正。20年业务量受疫情冲击增速下滑, 同时行业进入恶性价格战, 公司盈利能力明显下滑, 21年前三季度行业恶性价格战持续叠加公司计提大额减值损失背景下, 21年公司实现亏损。但22年以来, 监管引导行业良性发展, 同时恶性价格战缓解, 在业务量恢复增长叠加降本增效深挖下, 公司正沿着“成本修复→利润修复→现金流修复”路径稳步修复价值。

22年至今公司单票利润与ROE进入修复通道, 23年公司自由现金流转正, 24年进入业绩高增收获期, 24前三季度归母净利润率、自由现金流同比分别增长1.1pp、5.6亿元。随着利润与现金流双重修复, 23年公司时隔三年重启分红计划, 纵向对比公司

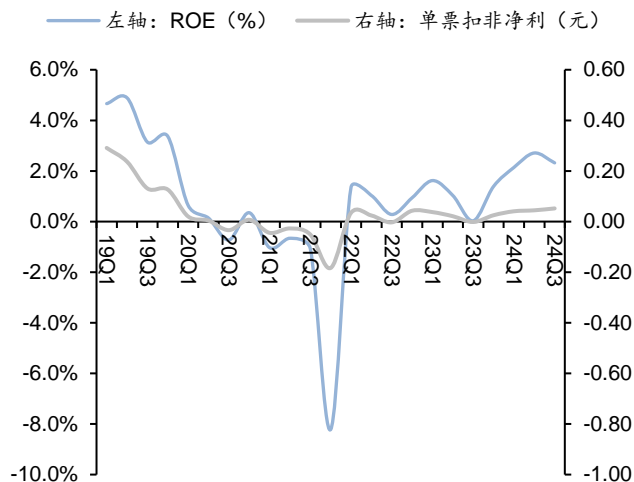
历史分红水平与横向行业比较，未来分红率仍有较大提升空间。

图30: 22年至今公司归母净利润稳步修复



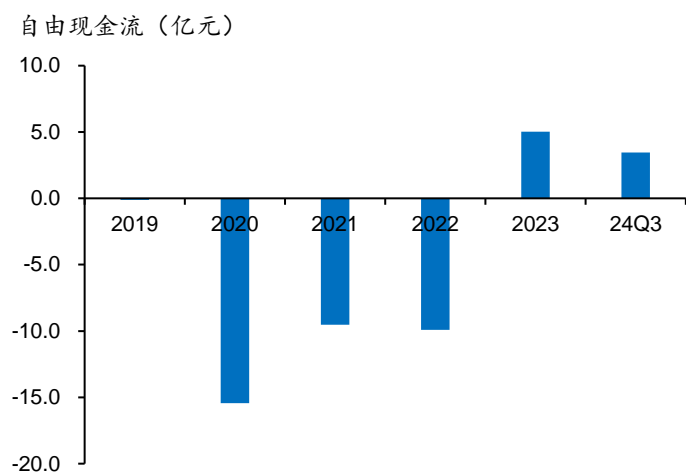
数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

图31: 22年至今公司单票利润与 ROE 进入修复通道



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

图32: 23年至今公司自由现金流转正



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

表2: 股东回报存在较大提升空间

年份	中通		圆通		韵达		申通	
	分红率	股息率	分红率	股息率	分红率	股息率	分红率	股息率
2023	40.87%	3.00%	32.14%	2.85%	30.25%	2.28%	8.94%	0.26%
2022	30.79%	1.37%	21.95%	1.24%	10.15%	0.36%	--	--
2021	27.68%	0.91%	24.5%	0.9%	10.22%	0.25%	--	--
2020	32.42%	0.86%	26.83%	1.3%	10.13%	0.31%	--	--
2019	--	--	28.46%	1.19%	20.14%	0.72%	10.87%	0.51%
2018	--	--	22.28%	1.5%	30.22%	1.57%	37.35%	3.04%

数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

## 二、行业供需：供需拐点，回报提升

疫情前后，电商快递经历增长中枢（业务量增速由25%+下降至10-20%）、盈利中枢（平均ROE由20%下降至10%）的两轮换挡，企业资本开支意愿减弱，产业进入资本周期尾声，股东回报出现修复信号。

### （一）供给：资本周期尾声，资本开支达峰

快递行业具有资产重、经营杠杆高的特征，虽然在发展过程中，较为同质化的产品与强正外部性使得行业会受到来自政策、电商平台等干扰，但作为市场化的行业，外力的供给约束力相对有限，企业资本开支才是决定行业长周期供给方向的因素，而影响企业资本开支的关键变量就是回报率，因此快递行业的资本周期属性明显。

根据行业回报和资本开支的不同状态，快递行业资本周期可划分为四个阶段：

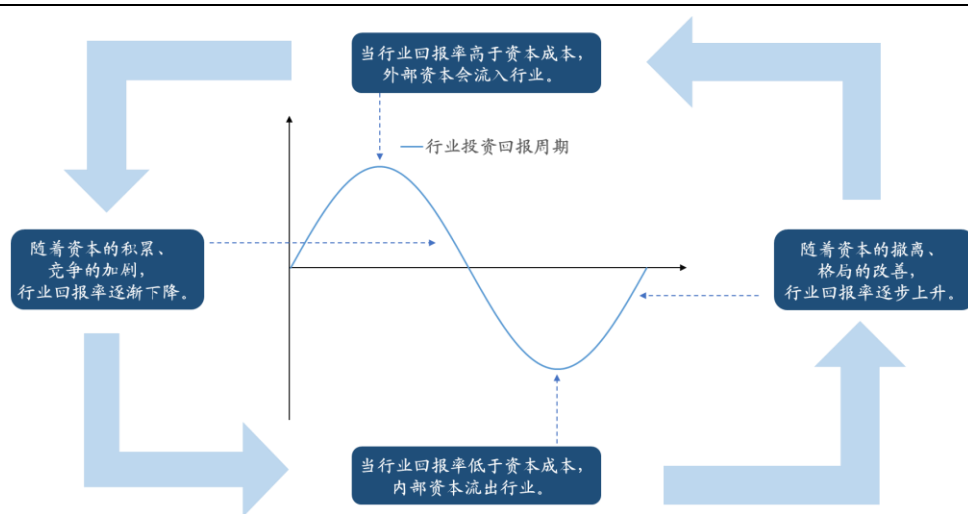
**阶段1：**行业潜在回报高，吸引新进入者投资。

**阶段2：**业务竞争加剧，行业回报跌至低于资本成本的水平。

**阶段3：**投资回落，行业整合，尾部企业退出。

**阶段4：**供给侧改善，行业回报升至高于资本成本的水平。

图33：快递行业资本周期会经历四个阶段



数据：广发证券发展研究中心

### 1. 美国经验：供给侧改善后，龙头企业具备抗通胀能力

回顾美国快递巨头FedEx的发展历程，其资本开支与净利润的相互关系就是资本周期的清晰体现。1988-1992年，成长中后期的低净利率环境下，资本开支相对营收的规模开始下行，投资放缓。1993-2007年，行业逐步进入成熟期后，供给侧改善，FedEx净利率稳中有升。



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/238050034117007005>