

► **事件概述：**2025 年 8 月 25 日，公司发布 2025 年半年报，公司业绩符合预期，物流业务毛利率实现上修，同比+1.6pct，蚂蚁消金投资收益为 7312 万元，同比增长 57.8%。2025 年上半年，1) 收入端：1H25 公司实现营收 122.3 亿元，同比-5.4%，实现销售毛利 18.3 亿元，同比+0.2%；毛利率 14.15%，同比+0.85pct。2) 利润端：1H25 公司实现归母净利润 5.1 亿元，同比+76.0%；归母净利率 4.17%；扣非后归母净利润 2.8 亿元，同比+12.8%，扣非归母净利率 2.30%。3) 投资收益：1H25 蚂蚁消金实现营收 100.41 亿元，同比增长 67.8%；实现净利润 14.60 亿元，同比增加 57.8%，为公司贡献 7312 万元投资收益，占投资收益比重为 27.7%。

2025 年二季度，1) 收入端：25 年第二季度公司实现营收 61.97 亿元，同比-5.03%，实现销售毛利 9.31 亿元，同比-5.97%；实现毛利率 15.02%，同比-0.15pct。2) 利润端：2025Q2 公司实现归母净利润 3.12 亿元，同比+161.93%；归母净利率 5.04%；扣非后归母净利润 1.24 亿元，同比+32.61%，扣非归母净利率 2.00%。

► **分业务结构看：**物流业务，业务毛利率实现向上修复，同比+1.6pct。1H25，公司物流板块实现营收 66.65 亿元，同比-16.67%；毛利为 6.58 亿元，同比-0.55%；毛利率为 9.87%，同比+1.6pct。其中：1) 智能公路港服务实现营业收入 6.14 亿元，毛利率 80.48%，同比+1.6pct。截至 1H25，公司累计实现公路港入驻企业 8674 家，出租率 86.4%，经营面积 626.3 万平方米，车流量 1611.5 万车次，实现平台营业额 339.85 亿元；2) 供应链物流服务累计运营仓储面积 36.2 万平方米，累计在运营客户 553 家，实现业务毛利率 6.02%

化学业务，深化海外基地布局，加大海外市场拓展力度。1H25，公司化学板块实现营收 55.61 亿元，同比+12.96%；毛利为 12.74 亿元，同比+0.71%；毛利率为 21.12%，同比-2.57pct。其中：1) 纺织印染助剂业务收入 35.77 亿元，同比+3.35%；实现毛利 9.36 亿元，毛利率 26.17%；2) 顺丁橡胶业务收入 15.33 亿元，同比+68.37%；实现毛利 1.72 亿元，毛利率 11.22%。

► **投资建议：**公司入股蚂蚁金服，将“制造+金融”相结合，公司控股股东传化集团或促成传化智联与钱塘征信在智能物流业务领域合作。叠加公司作为化学品细分市场龙头企业，领先技术力构筑护城河，龙头地位稳固，看好公司中长期发展。我们预计公司 25-27 年实现营收 310/348/378 亿元，归母净利润分别为 8.1/10.1/11.3 亿元，EPS 分别为 0.29/0.36/0.41 元，当前股价对应 PE 分别为 22/17/15 倍。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游制造业行业下行风险，客户集中度较高风险，新业务开展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	26,717	30,994	34,761	37,849
增长率 (%)	-20.6	16.0	12.2	8.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	152	812	1,013	1,132
增长率 (%)	-74.3	435.2	24.8	11.7
每股收益 (元)	0.05	0.29	0.36	0.41
PE	115	22	17	15
PB	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

6.28 元



分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@mszq.com

分析师 张骁瀚

执业证书：S0100525020001

邮箱：zhangxiaohan@mszq.com

研究助理 陈佳裕

执业证书：S0100124110008

邮箱：chenjiayu@mszq.com

相关研究

1. 传化智联 (002010.SZ) 深度报告：重估杭州物流资产，构建“基础设施+数字平台” -2025/03/14

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	26,717	30,994	34,761	37,849
营业成本	23,121	26,421	29,423	32,010
营业税金及附加	347	434	501	545
销售费用	782	930	1,112	1,211
管理费用	930	1,085	1,217	1,325
研发费用	453	527	626	719
EBIT	1,061	1,690	1,987	2,152
财务费用	416	558	556	550
资产减值损失	-117	-99	-110	-120
投资收益	243	279	313	341
营业利润	655	1,327	1,651	1,842
营业外收支	-168	-28	-30	-30
利润总额	488	1,299	1,621	1,812
所得税	202	343	428	478
净利润	285	957	1,194	1,334
归属于母公司净利润	152	812	1,013	1,132
EBITDA	1,562	2,251	2,580	2,773

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,529	4,713	5,153	5,778
应收账款及票据	1,621	1,391	1,560	1,698
预付款项	326	355	396	430
存货	1,758	2,103	2,342	2,547
其他流动资产	4,762	5,552	6,017	6,399
流动资产合计	14,997	14,113	15,467	16,853
长期股权投资	2,057	2,057	2,057	2,057
固定资产	2,117	2,533	2,811	3,062
无形资产	1,513	1,513	1,513	1,513
非流动资产合计	26,834	27,301	27,503	27,702
资产合计	41,830	41,415	42,970	44,555
短期借款	5,371	4,302	4,302	4,302
应付账款及票据	2,169	1,750	1,949	2,121
其他流动负债	6,939	6,862	7,163	7,416
流动负债合计	14,480	12,914	13,414	13,838
长期借款	6,403	6,584	6,584	6,584
其他长期负债	2,111	2,189	2,189	2,189
非流动负债合计	8,515	8,773	8,773	8,773
负债合计	22,995	21,687	22,187	22,611
股本	2,788	2,788	2,788	2,788
少数股东权益	1,583	1,728	1,909	2,111
股东权益合计	18,836	19,728	20,783	21,944
负债和股东权益合计	41,830	41,415	42,970	44,555

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-20.57	16.01	12.16	8.88
EBIT 增长率	-11.32	59.30	17.54	8.32
净利润增长率	-74.34	435.22	24.76	11.74
盈利能力 (%)				
毛利率	13.40	14.75	15.36	15.43
净利率	0.57	2.62	2.91	2.99
总资产收益率 ROA	0.36	1.96	2.36	2.54
净资产收益率 ROE	0.88	4.51	5.37	5.71
偿债能力				
流动比率	1.04	1.09	1.15	1.22
速动比率	0.71	0.66	0.71	0.76
现金比率	0.45	0.36	0.38	0.42
资产负债率 (%)	54.97	52.36	51.63	50.75
经营效率				
应收账款周转天数	19.86	17.11	14.64	14.85
存货周转天数	30.18	26.30	27.19	27.49
总资产周转率	0.64	0.74	0.82	0.86
每股指标 (元)				
每股收益	0.05	0.29	0.36	0.41
每股净资产	6.19	6.46	6.77	7.11
每股经营现金流	0.60	0.34	0.60	0.68
每股股利	0.10	0.05	0.06	0.07
估值分析				
PE	115	22	17	15
PB	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	17.94	12.46	10.87	10.11
股息收益率 (%)	1.59	0.79	0.98	1.10

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	285	957	1,194	1,334
折旧和摊销	501	560	593	620
营运资金变动	87	-1,326	-767	-722
经营活动现金流	1,661	936	1,685	1,900
资本开支	-806	-851	-807	-830
投资	575	-173	0	0
投资活动现金流	95	-702	-495	-490
股权募资	80	0	0	0
债务募资	674	-1,364	0	0
筹资活动现金流	-216	-2,050	-750	-785
现金净流量	1,543	-1,816	440	625

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048