

➤ **事件:** 2025 年 8 月 29 日, 公司发布 2025 年半年报。持续降本提效 1H25 两项单票核心成本共降 9 分钱, 看好快递反内卷背景下, 下半年公司业绩修复。

**1H25, 1) 收入:** 1H25 公司实现营收 248.3 亿元, 同比+6.8%, 实现销售毛利 16.8 亿元, 同比-31.5%; 毛利率 6.8%, 同比-3.8pct。 **2) 利润:** 1H25 公司实现归母净利润 5.3 亿元, 同比-49.2%; 归母净利率 2.1%, 同比-2.3pct; 扣非归母净利 4.5 亿元, 同比-45.6%; 扣非归母净利率 1.8%, 同比-1.8pct。 **3) 票均:** 1H25 公司实现单票快递收入 1.92 元/票, 同比-0.16 元/票; 单票利润为 0.04 元/票, 同比-0.05 元/票; 单票分拣成本 0.28 元/票, 同比-0.03 元/票; 单票运输成本 0.31 元/票, 同比-0.08 元/票。

**单季度看, 2025Q2, 1) 收入:** 25Q2 公司实现营收 126.4 亿元, 同比+4.5%, 实现销售毛利 7.4 亿元, 同比-43.3%; 毛利率 5.8%, 同比-4.9pct。 **2) 利润:** 25Q2 公司实现归母净利润 2.1 亿元, 同比-66.9%; 归母净利率 1.6%; 扣非归母净利 1.4 亿元, 同比-67.8%; 扣非归母净利率 1.1%。 **3) 票均:** 2Q25 公司实现单票收入 1.90 元/票, 同比-0.12 元/票; 单票利润为 0.03 元/票, 同比-0.07 元/票。

➤ **持续优化加盟制快递网络末端生态, 重视快递资产、数字化、智能化、无人化布局。**

**1) 推进网格仓和集包仓建设。** 1H25 公司正式投入运营的网格仓数量为 1926 个, 较 24 年底实现翻倍。1H25 公司正式投入运营的集包仓数量为 468 个, 并对集包仓智能化和自动化升级, 进一步提高了揽收、交件、分拣的时效, 减少包裹在运输、操作过程中的破损, 提高服务质量。

**2) 构建“1+N+AI”多层次科技战略。** 打造快递行业垂类大模型和“韵达智能体”, 为公司服务网络的日常快递揽派、客服仲裁、路由规划、工单管理、分拨管理、包裹可视化管理等提供支持, 将进一步提升链路运营质量和效率。

**3) 公司积极部署无人机、无人车等末端配送方式,** 截至 1H25 公司已在 8 个省市进行无人机、无人车推广工作。

➤ **投资建议:** 我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 18.2、22.0、24.8 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 13、11、9 倍。公司为快递行业领军企业之一, 市场份额相对稳定, 业务量实现稳步增长。随公司数字化转型, 成本有望得到进一步节降, 随 2H25 快递“反内卷”持续推进, 有望实现价量齐升, 看好下半年公司业绩修复。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 宏观需求修复不及预期, 油价及人工成本大幅上行, 行业竞争进一步恶化风险, 成本节降进展不及预期。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	48,543	54,387	61,392	67,464
增长率 (%)	7.9	12.0	12.9	9.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,914	1,818	2,204	2,477
增长率 (%)	17.8	-5.0	21.2	12.4
每股收益 (元)	0.66	0.63	0.76	0.85
PE	12	13	11	9
PB	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价)

**推荐**
**维持评级**
**当前价格:**
**7.99 元**

**分析师 黄文鹤**

执业证书: S0100524100004

邮箱: huangwenhe@glms.com.cn

**分析师 张骁瀚**

执业证书: S0100525020001

邮箱: zhangxiaohan@glms.com.cn

**研究助理 陈佳裕**

执业证书: S0100124110008

邮箱: chenjiayu@glms.com.cn

#### 相关研究

1. 韵达股份 (002120.SZ) 事件点评: 控股股东增持彰显长期发展信心, 25Q1 业务量稳步增长-2025/05/08

## 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	48,543	54,387	61,392	67,464
营业成本	43,936	49,715	55,640	60,990
营业税金及附加	173	272	368	472
销售费用	253	354	430	506
管理费用	1,212	1,305	1,473	1,619
研发费用	263	245	368	405
EBIT	2,730	2,562	3,202	3,577
财务费用	251	200	176	156
资产减值损失	-94	-8	-9	-10
投资收益	324	272	184	202
营业利润	2,755	2,638	3,214	3,628
营业外收支	-142	-155	-205	-245
利润总额	2,613	2,483	3,009	3,383
所得税	666	633	767	863
净利润	1,947	1,850	2,242	2,520
归属于母公司净利润	1,914	1,818	2,204	2,477
EBITDA	5,018	4,909	5,612	6,052

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,703	7,600	9,220	10,854
应收账款及票据	798	657	638	652
预付款项	505	547	612	671
存货	138	130	145	159
其他流动资产	9,600	8,893	8,952	9,002
流动资产合计	16,745	17,827	19,567	21,339
长期股权投资	89	89	89	89
固定资产	12,574	13,345	13,992	14,557
无形资产	3,673	3,673	3,673	3,673
非流动资产合计	22,573	22,867	23,275	23,671
资产合计	39,318	40,694	42,842	45,010
短期借款	2,134	2,216	2,216	2,216
应付账款及票据	3,197	3,038	3,091	3,049
其他流动负债	7,055	7,768	8,170	8,525
流动负债合计	12,387	13,022	13,477	13,790
长期借款	558	37	37	37
其他长期负债	5,801	5,763	5,763	5,763
非流动负债合计	6,359	5,800	5,800	5,800
负债合计	18,746	18,821	19,276	19,590
股本	2,899	2,899	2,899	2,899
少数股东权益	106	137	175	218
股东权益合计	20,572	21,873	23,566	25,420
负债和股东权益合计	39,318	40,694	42,842	45,010

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	7.92	12.04	12.88	9.89
EBIT 增长率	15.29	-6.16	24.96	11.73
净利润增长率	17.77	-4.99	21.19	12.41
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	9.49	8.59	9.37	9.60
净利润率	3.94	3.34	3.59	3.67
总资产收益率 ROA	4.87	4.47	5.14	5.50
净资产收益率 ROE	9.35	8.37	9.42	9.83
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.35	1.37	1.45	1.55
速动比率	1.06	1.07	1.16	1.26
现金比率	0.46	0.58	0.68	0.79
资产负债率 (%)	47.68	46.25	44.99	43.52
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	6.83	4.82	3.80	3.44
存货周转天数	1.21	0.97	0.89	0.90
总资产周转率	1.25	1.36	1.47	1.54
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.66	0.63	0.76	0.85
每股净资产	7.06	7.50	8.07	8.69
每股经营现金流	1.75	1.52	1.82	1.89
每股股利	0.20	0.19	0.23	0.26
<b>估值分析</b>				
PE	12	13	11	9
PB	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.84	5.97	5.22	4.84
股息收益率 (%)	2.50	2.37	2.87	3.23

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,947	1,850	2,242	2,520
折旧和摊销	2,288	2,347	2,411	2,475
营运资金变动	616	-10	231	68
经营活动现金流	5,087	4,398	5,262	5,466
资本开支	-2,381	-2,430	-2,570	-2,662
投资	1,378	855	0	0
投资活动现金流	-3,170	-1,161	-2,386	-2,459
股权募资	0	0	0	0
债务募资	202	-58	0	0
筹资活动现金流	-1,173	-1,340	-1,256	-1,373
现金净流量	762	1,897	1,620	1,634

## 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。	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