

2025 年 09 月 01 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com
张付哲
SAC: S1350525070001
zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 08 月 29 日
收盘价（元）	16.95
一年内最高/最低（元）	19.55/11.97
总市值（百万元）	57,972.83
流通市值（百万元）	57,972.83
总股本（百万股）	3,420.23
资产负债率（%）	33.56
每股净资产（元/股）	9.36

资料来源：聚源数据

圆通速递(600233. SH)

——竞争环境中盈利坚挺，反内卷业绩弹性可期

投资要点：

- **事件：**圆通速递 2025H1 实现营业收入 358.83 亿元，同比+10.19%，归母净利润 18.31 亿元，同比-7.90%；2025Q2 营业收入 188.23 亿元，同比+9.84%，归母净利润 9.74 亿元，同比-6.76%，其中快递净利润 10.38 亿元，同比-9.07%。
- **Q2 业务量增速亮眼，份额保持提升，资本开支增长匹配其竞争实力。**2025Q2 公司完成件量 80.84 亿件，同比增长 21.84%，市场份额达到 16.0%，同比提升 0.6pcts；单票快递收入 2.12 元，同比下降 0.14 元（或-6.2%）。公司坚持积极的竞争策略，依靠综合服务能力，业务量增速在“通达系”中表现突出。25H1 公司资本开支 44.3 亿元，同比+64%，产能投放增速较快，匹配不断增长的实力和相对积极的竞争策略。
- **坚持做好成本管控，公司 AI+智能化水平行业领先。**2025Q2 圆通单票核心成本 0.59 元，同比下降 0.07 元（或-9.2%），其中单票运输成本 0.34 元，同比下降 0.05 元（或-12.8%）；单票中心操作成本 0.25 元，同比下降 0.02 元（或-3.8%）；单票费用 0.05 元，同比下降 0.01 元（或-13.4%）。公司除了在传统的车辆、中心投入资产优化成本之外，也在推动智多星（“YTO-GPT”）等“AI+”工具的全网应用，通过实现 AI 助手、智慧路由、数字孪生、智能客服等功能，公司积极推动全网一体数字化、标准化落地见效，提升加盟网络经营管理效能，增强全网综合竞争力。
- **2025Q2 竞争加剧环境中利润表现坚挺，快递单票利润环比微降。**2025Q2，圆通单票归母净利润 0.12 元，同比下降 0.04 元（或-23.5%），环比 Q1 下降 0.006 元；圆通快递业务归母净利润 10.38 亿元，同比下降 9.07%，单票快递业务归母净利润 0.13 元，同比下降 0.04 元（或-22.8%），但环比 Q1 仅下滑 0.01 元，考虑 Q2 价格竞争压力显著高于 Q1，表明公司具有较强的网络实力和经营韧性；Q2 航空货代业务合计亏损约 0.64 亿元，环比 Q1 减亏约 0.3 亿元。
- **盈利预测与评级：**展望全年，行业“反内卷”逐步全国铺开，圆通作为行业龙头公司有望大幅受益。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 45.71/58.35/66.95 亿元，同比+13.93%/+27.64%/+14.73%，当前股价对应的 PE 分别为 12.68/9.94/8.66 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示。**行业需求降速风险，行业提价不及预期风险，反内卷政策未达预期风险

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	57,684	69,033	76,258	83,727	90,893
同比增长率（%）	7.74%	19.67%	10.47%	9.79%	8.56%
归母净利润（百万元）	3,723	4,012	4,571	5,835	6,695
同比增长率（%）	-5.03%	7.78%	13.93%	27.64%	14.73%
每股收益（元/股）	1.09	1.17	1.34	1.71	1.96
ROE（%）	12.93%	12.67%	13.08%	14.91%	15.24%
市盈率（P/E）	15.57	14.45	12.68	9.94	8.66

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	8,476	7,268	8,945	13,116
应收票据及账款	1,969	1,952	2,143	2,327
预付账款	246	303	333	361
其他应收款	238	282	309	336
存货	178	167	181	196
其他流动资产	4,131	3,935	4,201	4,456
流动资产总计	15,238	13,906	16,112	20,791
长期股权投资	317	234	151	67
固定资产	21,573	25,214	26,987	27,560
在建工程	2,287	2,281	1,824	1,393
无形资产	5,372	5,682	6,365	6,779
长期待摊费用	541	602	603	545
其他非流动资产	2,965	3,813	4,324	4,636
非流动资产合计	33,056	37,825	40,254	40,980
资产总计	48,294	51,731	56,365	61,772
短期借款	3,998	2,998	2,798	2,798
应付票据及账款	6,084	6,689	7,266	7,859
其他流动负债	3,673	4,446	4,849	5,251
流动负债合计	13,755	14,133	14,913	15,909
长期借款	1,908	1,667	1,310	889
其他非流动负债	423	423	423	423
非流动负债合计	2,331	2,090	1,733	1,312
负债合计	16,086	16,223	16,646	17,220
股本	998	998	998	998
资本公积	13,148	13,148	13,148	13,148
留存收益	17,526	20,806	24,992	29,794
归属母公司权益	31,672	34,952	39,138	43,940
少数股东权益	536	556	582	612
股东权益合计	32,208	35,508	39,719	44,552
负债和股东权益合计	48,294	51,731	56,365	61,772

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	3,989	4,382	5,651	6,515
折旧与摊销	2,518	3,155	3,638	4,040
财务费用	120	231	172	133
投资损失	93	103	103	103
营运资金变动	-879	1,502	452	487
其他经营现金流	14	258	265	265
经营性现金净流量	5,857	9,632	10,281	11,544
投资性现金净流量	-6,469	-8,076	-6,226	-4,926
筹资性现金净流量	10	-2,764	-2,378	-2,446
现金流量净额	-609	-1,208	1,677	4,172

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	69,033	76,258	83,727	90,893
营业成本	62,515	68,734	74,664	80,758
税金及附加	259	286	314	341
销售费用	220	259	268	282
管理费用	1,129	1,258	1,281	1,300
研发费用	169	187	205	222
财务费用	120	231	172	133
资产减值损失	-22	-22	-22	-22
信用减值损失	-33	-33	-33	-33
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-93	-103	-103	-103
公允价值变动损益	49	0	0	0
资产处置收益	-55	-15	-15	-15
其他收益	337	421	421	421
营业利润	4,803	5,552	7,072	8,106
营业外收入	48	50	50	50
营业外支出	82	103	103	103
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	4,769	5,499	7,019	8,053
所得税	780	907	1,158	1,329
净利润	3,989	4,592	5,861	6,724
少数股东损益	-23	20	26	30
归属母公司股东净利润	4,012	4,571	5,835	6,695
EPS(元)	1.17	1.34	1.71	1.96

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	19.67%	10.47%	9.79%	8.56%
营业利润增长率	0.31%	15.60%	27.37%	14.62%
归母净利润增长率	7.78%	13.93%	27.64%	14.73%
经营现金流增长率	-3.00%	64.46%	6.74%	12.29%
盈利能力				
毛利率	9.44%	9.87%	10.82%	11.15%
净利率	5.78%	6.02%	7.00%	7.40%
ROE	12.67%	13.08%	14.91%	15.24%
ROA	8.31%	8.84%	10.35%	10.84%
估值倍数				
P/E	14.45	12.68	9.94	8.66
P/S	0.84	0.76	0.69	0.64
P/B	1.83	1.66	1.48	1.32
股息率	2.12%	2.23%	2.84%	3.26%
EV/EBITDA	7	7	6	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。