

韵达股份（002120.SZ）

优于大市

三季度单票盈利企稳，反内卷有望继续助力业绩修复

核心观点

2025年三季度公司业绩表现承压。2025年前三季度营收374.93亿元（+5.6%），归母净利润7.3亿元（-48.2%），扣非归母净利润6.6亿元（-44.2%）；2025年三季度单季营收126.6亿元（+3.3%），归母净利润2.0亿元（-45.2%），扣非归母净利润2.0亿元（-40.6%）。

公司业务量稳步增长，市占率有所下滑，行业反内卷带动单票价格环比回升。2025年第三季度，公司业务量实现了64.2亿件（同比+6.6%），公司市占率为13.0%，同比减少0.8个百分点。今年1-7月份快递行业价格竞争逐步白热化，但是监管层于8月开始实行“反内卷”措施，行业提价从产粮区逐步扩散至大部分非产粮区，从而带动公司的单票快递收入8月和9月环比分别提升了0.01元和0.10元，最终使得公司单票快递收入同比降幅从二季度的5.4%收窄至三季度的2.1%，三季度的单票快递收入环比提升了0.03元至1.95元。

公司网络短期调整影响部分抵消了反内卷提价带来的正向效应，三季度单票盈利环比持平。虽然三季度行业反内卷实现了提价，但是公司三季度分拨中心的调整和搬迁仍然对成本造成了负面影响，从而导致公司三季度单票归母净利润环比持平，为0.03元。三季度单季公司实现毛利率6.68%，同比减少1.86个百分点、环比增加0.83个百分点。公司资本开支高峰期已过，2025年前三季度资本开支为19.4亿元，维持在相对低位水平。我们预计这轮反内卷提价有望持续到今年年底甚至到明年春节，四季度反内卷提价覆盖的件量规模和时间长度均比三季度更优，叠加考虑到四季度公司成本端的负面影响因素有望减少，公司四季度的业绩表现有望继续修复。

风险提示：价格竞争恶化；电商快递需求增长低于预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司调整网络的影响，下调公司盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为12.6/17.2/20.1亿元（25-27年调整幅度分别为-37%/-26%/-22%），分别同比-34.2%/+36.9%/+16.9%。考虑到行业反内卷有望带动公司业绩修复，维持公司“优于大市”评级，现在股价对应25-26年EPS的PE估值分别为17X、12X。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	44,983	48,543	51,698	56,093	61,438
(+/-%)	-5.2%	7.9%	6.5%	8.5%	9.5%
净利润(百万元)	1625	1914	1259	1723	2014
(+/-%)	9.6%	17.8%	-34.2%	36.9%	16.9%
每股收益(元)	0.56	0.66	0.43	0.59	0.69
EBIT Margin	4.9%	5.6%	3.5%	4.2%	4.5%
净资产收益率(ROE)	8.5%	9.4%	5.9%	7.6%	8.4%
市盈率(PE)	12.9	11.0	16.7	12.2	10.4
EV/EBITDA	9.1	8.8	11.1	9.1	8.0
市净率(PB)	1.10	1.03	0.98	0.93	0.88

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·物流

证券分析师：罗丹

021-60933142

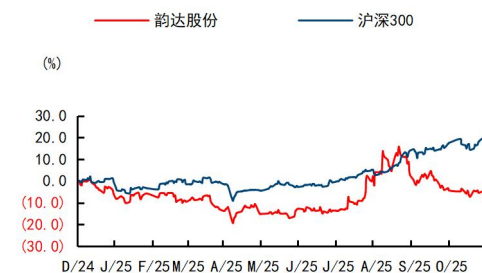
luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	7.25元
总市值/流通市值	21019/20410百万元
52周最高价/最低价	9.06/6.33元
近3个月日均成交额	508.31百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《韵达股份（002120.SZ）-2024年利润实现较快增长，一季度业绩表现承压》——2025-04-30
《韵达股份（002120.SZ）-二季度归母净利润同比增长23%，期待旺季经营改善》——2024-08-29
《韵达股份（002120.SZ）-经营稳定向好，盈利稳健增长》——2024-04-30
《韵达股份（002120.SZ）-三季度价格竞争拖累盈利，市场份额环比提升》——2023-10-31

2025 年三季度公司业绩表现承压。2025 年前三季度营收 374.93 亿元（+5.6%），归母净利润 7.3 亿元（-48.2%），扣非归母净利润 6.6 亿元（-44.2%）；2025 年三季度单季营收 126.6 亿元（+3.3%），归母净利润 2.0 亿元（-45.2%），扣非归母净利润 2.0 亿元（-40.6%）。

公司业务量稳步增长，市占率有所下滑，行业反内卷带动单票价格环比回升。2025 年第三季度，公司业务量实现了 64.2 亿件（同比+6.6%），公司市占率为 13.0%，同比减少 0.8 个百分点。今年 1-7 月份快递行业价格竞争逐步白热化，但是监管层于 8 月开始实行“反内卷”措施，行业提价从产粮区逐步扩散至大部分非产粮区，从而带动公司的单票快递收入 8 月和 9 月环比分别提升了 0.01 元和 0.10 元，最终使得公司单票快递收入同比降幅从二季度的 5.4%收窄至三季度的 2.1%，三季度的单票快递收入环比提升了 0.03 元至 1.95 元。

图1：韵达股份累计营业收入及增速（单位：亿元、%）



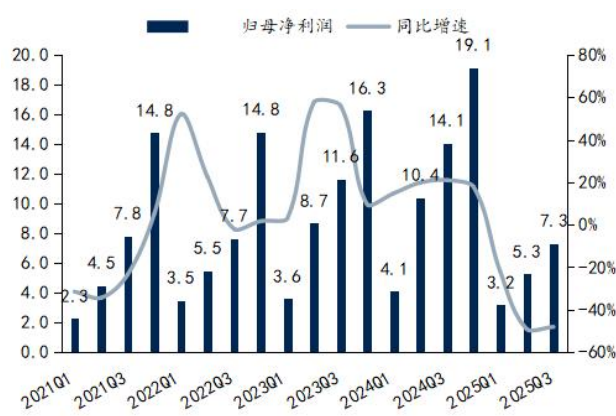
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：韵达股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：韵达股份累计归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

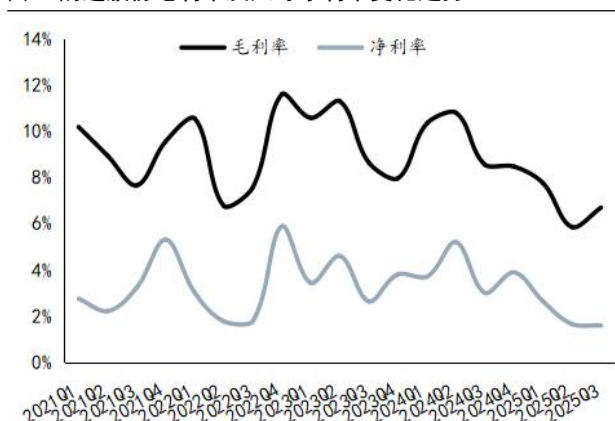
图4：韵达股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

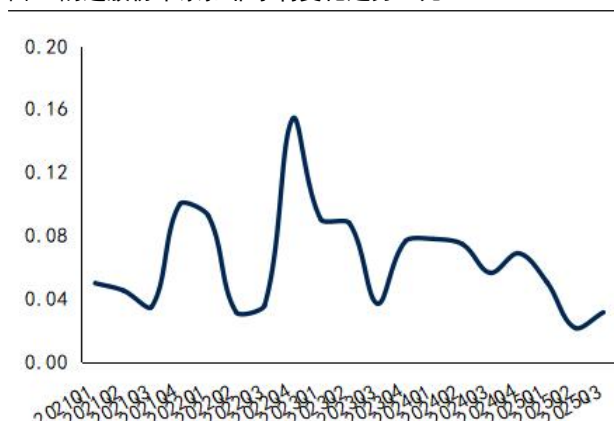
公司网络短期调整影响部分抵消了反内卷提价带来的正向效应，三季度单票盈利环比持平。虽然三季度行业反内卷实现了提价，但是公司三季度分拨中心的调整和搬迁仍然对成本造成了负面影响，从而导致公司三季度单票利润环比持平，为 0.03 元。三季度单季公司实现毛利率 6.68%，同比减少 1.86 个百分点、环比增加 0.83 个百分点。公司资本开支高峰期已过，2025 年前三季度资本开支为 19.4 亿元，维持在相对低位水平。我们预计本轮反内卷提价有望持续到今年年底甚至到明年春节，四季度反内卷提价覆盖的件量规模和时间长度均比三季度更优，叠加考虑到四季度公司成本端的负面影响因素有望减少，公司四季度的业绩表现有望继续修复。

图5：韵达股份毛利率及归母净利率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：韵达股份单票扣非净利变化趋势（元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑到公司调整网络的影响，下调公司盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 12.6/17.2/20.1 亿元（25-27 年调整幅度分别为 -37%/-26%/-22%），分别同比-34.2%/+36.9%/+16.9%。考虑到行业反内卷有望带动公司业绩修复，维持公司“优于大市”评级，现在股价对应 25-26 年 EPS 的 PE 估值分别为 17X、12X。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4958	5703	5232	5458	5699	营业收入	44983	48543	51698	56093	61438
应收款项	1509	1213	1133	1076	1178	营业成本	40685	43936	47873	51549	56278
存货净额	158	138	128	137	150	营业税金及附加	151	173	186	202	221
其他流动资产	3183	3514	3619	3926	4301	销售费用	345	253	269	292	319
流动资产合计	13694	16745	14168	15134	16401	管理费用	1326	1212	1284	1381	1499
固定资产	14975	14487	15383	15801	15995	研发费用	283	263	279	303	332
无形资产及其他	3472	3673	3527	3381	3235	财务费用	341	251	318	253	234
投资性房地产	5083	4324	4324	4324	4324	投资收益	147	324	176	189	125
长期股权投资	854	89	89	89	89	资产减值及公允价值变动	148	128	142	135	151
资产总计	38078	39318	37491	38729	40044	其他收入	(132)	(416)	(279)	(303)	(332)
短期借款及交易性金融负债	3742	5947	3856	4195	4286	营业利润	2296	2755	1807	2437	2832
应付款项	3622	3197	3197	3162	3153	营业外净收支	(110)	(142)	(100)	(100)	(100)
其他流动负债	2855	3243	3366	3620	3954	利润总额	2186	2613	1707	2337	2732
流动负债合计	10219	12387	10418	10977	11393	所得税费用	537	666	427	584	683
长期借款及应付债券	7681	5573	4773	4173	3573	少数股东损益	24	33	22	30	35
其他长期负债	873	785	830	883	948	归属于母公司净利润	1625	1914	1259	1723	2014
长期负债合计	8554	6359	5604	5057	4522	现金流量表（百万元）					
负债合计	18773	18746	16022	16034	15915	净利润	1625	1914	1259	1723	2014
少数股东权益	141	106	121	142	166	资产减值准备	19	34	17	3	2
股东权益	19165	20467	21348	22554	23964	折旧摊销	2162	1806	1532	1713	1836
负债和股东权益总计	38078	39318	37491	38729	40044	公允价值变动损失	(148)	(128)	(142)	(135)	(151)
关键财务与估值指标						财务费用	341	251	318	253	234
每股收益	0.56	0.66	0.43	0.59	0.69	营运资本变动	(4618)	653	171	16	(97)
每股红利	0.18	0.27	0.13	0.18	0.21	其它	(3)	(14)	(2)	17	22
每股净资产	6.61	7.06	7.36	7.78	8.27	经营活动现金流	(963)	4266	2835	3338	3625
ROIC	6.12%	7.49%	5%	7%	8%	资本开支	0	(1330)	(2157)	(1854)	(1735)
ROE	8.48%	9.35%	6%	8%	8%	其它投资现金流	278	(2291)	2120	(480)	(537)
毛利率	10%	9%	7%	8%	8%	投资活动现金流	230	(2856)	(37)	(2334)	(2272)
EBIT Margin	5%	6%	3%	4%	5%	权益性融资	12	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	6%	7%	8%	负债净变化	227	(315)	(800)	(600)	(600)
收入增长	-5%	8%	6%	8%	10%	支付股利、利息	(531)	(786)	(378)	(517)	(604)
净利润增长率	10%	18%	-34%	37%	17%	其它融资现金流	2382	1537	(2091)	339	91
资产负债率	50%	48%	43%	42%	40%	融资活动现金流	1784	(665)	(3269)	(778)	(1113)
股息率	2.5%	3.7%	1.8%	2.5%	2.9%	现金净变动	1051	745	(471)	226	240
P/E	12.9	11.0	16.7	12.2	10.4	货币资金的期初余额	3907	4958	5703	5232	5458
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	货币资金的期末余额	4958	5703	5232	5458	5699
EV/EBITDA	9.1	8.8	11.1	9.1	8.0	企业自由现金流	0	3146	901	1650	2096
						权益自由现金流	0	4368	(2228)	1199	1411

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032