

## “先有后优”从规模驱动到价值驱动，Q4 经营状况有望改善

2025 年 11 月 01 日

➤ **事件概括：**2025 年 10 月 31 日，公司发布 2025 年三季度报。2025Q3 归母净利润同比-8.5%，**“先有后优”从规模驱动进阶至价值驱动，有望改善 Q4 经营状况。**

**2025 年前三季度，1) 收入：**2025Q1-3 公司实现营收 2252.6 亿元，同比+8.9%，实现销售毛利 292.0 亿元，同比+1.2%；毛利率 13.0%，同比-1.0pct。**2) 利润：**2025Q1-3 公司实现归母净利润 83.1 亿元，同比+9.1%；归母净利率 3.7%，同比持平；扣非归母净利润 67.8 亿元，同比+0.5%；扣非归母净利率 3.0%，同比-0.3pct。**3) 件量及票均收入：**2025Q1-3 总件量实现 121 亿票，同比增长 28.3%；票均收入为 18.6 元/票，同比-15.2%。

**单季度看，2025Q3，1) 收入：**2025Q3 公司实现营收 784.0 亿元，同比+8.2%，实现销售毛利 97.9 亿元，同比-4.4%；毛利率 12.5%，同比-1.6pct，毛利下滑主要是公司为开拓供应链和国际业务的市场扩大销售团队，2025Q3 销售费用率+0.2pct。**2) 利润：**2025Q3 公司实现归母净利润 25.7 亿元，同比-8.5%；归母净利率 3.3%；扣非归母净利润 22.3 亿元，同比-14.2%；扣非归母净利率 2.8%。**3) 业务量：**2025Q3 完成件量 43.1 亿件，同比+33.4%。**4) 2025 年回购：**回购进展，截至 2025Q3，回购总金额约 3 亿元，均价 40.36 元/股；**Q4 公司上修回购资金总额**，10 月 30 日公司公告将回购股份的资金总额调整为 15-30 亿元（原先为 5-10 亿元），回购实施期限延长至 26 年 10 月 29 日。**5) “共同成长”持股计划：**2025 年 9 月 15 日进行首次授予，授予虚拟股份单元不超过 8114 万份，授予价格为人民币 35 元/份。

➤ **分业务看：**1) **2025Q3 公司速运物流业务收入**同比+14.4%，业务规模稳步扩大。**2) 2025Q3 供应链及国际业务收入**同比-5.3%，主要是国际货代业务受海运价格较去年同期高位显著回落影响，其中，国际快递及跨境电商物流收入同比+27%。

➤ **“先有”策略成效显著，“后优”逐步推进，实现从“规模驱动”到“价值驱动”转变。**2025Q3 公司业务量延续高增长，同比+33.4%，增速高于国内快递行业整体平均水平，市场份额稳步提升，规模效应带来的成本节降的效益反哺至前端业务拓展，物流网络产量利用率显著提升；“后优”体现在从“规模驱动”到“价值驱动”转变，公司逐步优化营运模式，推动网络结构扁平化与差异化分层，进而构建起结构性提效降本长效机制，2025Q4 公司有望逐步实现结构性提效降本，Q4 归母净利润有望实现同比持平，2025 年全年归母净利润或保持稳健增长。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 112/130/152 亿元，EPS 分别为 2.22/2.59/3.01 元，A 股当前股价对应 PE 为 18/16/13 倍，H 股当前股价对应 PE 为 18/15/13 倍。随着顺周期预期改善，中高端快递市场具备需求回暖机会价值，随先有后优政策逐步落实，公司业绩具备较大弹性。**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，新业务改善不及预期，海外经济衰退及国际地缘政治环境恶化。

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)       | 284,420 | 310,994 | 343,438 | 383,098 |
| 增长率 (%)          | 10.1    | 9.3     | 10.4    | 11.5    |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 10,170  | 11,198  | 13,039  | 15,172  |
| 增长率 (%)          | 23.5    | 10.1    | 16.4    | 16.4    |
| 每股收益 (元)         | 2.02    | 2.22    | 2.59    | 3.01    |
| PE               | 20      | 18      | 16      | 13      |
| PB               | 2.2     | 2.0     | 1.8     | 1.7     |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价；港币兑人民币汇率为 1:0.92）

## 推荐

维持评级(A 股)

维持评级(H 股)

A 股价格：40.33 元

H 股价格：36.06 港元



分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@glms.com.cn

分析师 张晓瀚

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. 顺丰控股 (002352.SZ) & 顺丰控股 (6936.HK) 2025 年半年报点评：25Q2 扣非同比+3.5%，提出“共同成长”持股计划彰显长期发展信心-2025/08/31

2. 顺丰控股 (002352.SZ) / 顺丰控股 (6936.HK) 深度报告：顺势而为，构筑长期主义价值底色-2025/07/09

**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     | 284,420 | 310,994 | 343,438 | 383,098 |
| 营业成本      | 244,810 | 268,388 | 294,670 | 326,783 |
| 营业税金及附加   | 714     | 1,244   | 1,545   | 2,069   |
| 销售费用      | 3,096   | 3,110   | 3,434   | 3,831   |
| 管理费用      | 18,557  | 19,437  | 21,568  | 24,078  |
| 研发费用      | 2,534   | 2,799   | 4,121   | 5,517   |
| EBIT      | 15,116  | 16,460  | 18,452  | 21,215  |
| 财务费用      | 1,849   | 1,874   | 1,648   | 1,502   |
| 资产减值损失    | -331    | -511    | -297    | -326    |
| 投资收益      | 748     | 933     | 962     | 958     |
| 营业利润      | 13,668  | 15,045  | 17,509  | 20,390  |
| 营业外收支     | -61     | -60     | -60     | -60     |
| 利润总额      | 13,607  | 14,985  | 17,449  | 20,330  |
| 所得税       | 3,388   | 3,731   | 4,345   | 5,083   |
| 净利润       | 10,219  | 11,254  | 13,104  | 15,248  |
| 归属于母公司净利润 | 10,170  | 11,198  | 13,039  | 15,172  |
| EBITDA    | 32,448  | 33,926  | 36,043  | 38,934  |

| 资产负债表 (百万元) | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金        | 33,936  | 22,623  | 34,766  | 48,882  |
| 应收账款及票据     | 27,982  | 30,192  | 33,342  | 37,192  |
| 预付款项        | 2,790   | 2,684   | 2,652   | 2,778   |
| 存货          | 2,432   | 2,374   | 2,607   | 2,891   |
| 其他流动资产      | 21,546  | 37,126  | 37,834  | 38,699  |
| 流动资产合计      | 88,687  | 94,999  | 111,201 | 130,442 |
| 长期股权投资      | 6,204   | 7,218   | 7,218   | 7,218   |
| 固定资产        | 54,058  | 54,316  | 54,802  | 54,932  |
| 无形资产        | 16,733  | 16,733  | 16,733  | 16,733  |
| 非流动资产合计     | 125,137 | 126,075 | 125,872 | 125,541 |
| 资产合计        | 213,824 | 221,074 | 237,072 | 255,983 |
| 短期借款        | 15,003  | 7,274   | 7,274   | 7,274   |
| 应付账款及票据     | 27,396  | 29,538  | 32,430  | 35,964  |
| 其他流动负债      | 29,795  | 36,445  | 38,765  | 41,592  |
| 流动负债合计      | 72,193  | 73,257  | 78,469  | 84,831  |
| 长期借款        | 6,186   | 5,158   | 5,158   | 5,158   |
| 其他长期负债      | 33,109  | 33,031  | 33,031  | 33,031  |
| 非流动负债合计     | 39,296  | 38,190  | 38,190  | 38,190  |
| 负债合计        | 111,489 | 111,447 | 116,659 | 123,020 |
| 股本          | 4,986   | 5,039   | 5,039   | 5,039   |
| 少数股东权益      | 10,342  | 10,398  | 10,464  | 10,540  |
| 股东权益合计      | 102,335 | 109,627 | 120,414 | 132,963 |
| 负债和股东权益合计   | 213,824 | 221,074 | 237,072 | 255,983 |

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         | 10.07 | 9.34  | 10.43 | 11.55 |
| EBIT 增长率        | 28.89 | 8.89  | 12.10 | 14.97 |
| 净利润增长率          | 23.51 | 10.10 | 16.44 | 16.36 |
| <b>盈利能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率             | 13.93 | 13.70 | 14.20 | 14.70 |
| 净利率             | 3.58  | 3.60  | 3.80  | 3.96  |
| 总资产收益率 ROA      | 4.76  | 5.07  | 5.50  | 5.93  |
| 净资产收益率 ROE      | 11.06 | 11.28 | 11.86 | 12.39 |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 1.23  | 1.30  | 1.42  | 1.54  |
| 速动比率            | 1.06  | 1.12  | 1.24  | 1.37  |
| 现金比率            | 0.47  | 0.31  | 0.44  | 0.58  |
| 资产负债率 (%)       | 52.14 | 50.41 | 49.21 | 48.06 |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 33.45 | 33.37 | 33.01 | 32.86 |
| 存货周转天数          | 3.58  | 3.22  | 3.04  | 3.03  |
| 总资产周转率          | 1.31  | 1.43  | 1.50  | 1.55  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 2.02  | 2.22  | 2.59  | 3.01  |
| 每股净资产           | 18.25 | 19.69 | 21.82 | 24.29 |
| 每股经营现金流         | 6.39  | 7.10  | 6.52  | 6.99  |
| 每股股利            | 0.84  | 0.46  | 0.54  | 0.62  |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 20    | 18    | 16    | 13    |
| PB              | 2.2   | 2.0   | 1.8   | 1.7   |
| EV/EBITDA       | 7.14  | 6.83  | 6.43  | 5.95  |
| 股息收益率 (%)       | 2.08  | 1.14  | 1.33  | 1.54  |

| 现金流量表 (百万元) | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润         | 10,219  | 11,254  | 13,104  | 15,248  |
| 折旧和摊销       | 17,332  | 17,465  | 17,591  | 17,718  |
| 营运资金变动      | 2,551   | 5,268   | 562     | 578     |
| 经营活动现金流     | 32,186  | 35,773  | 32,866  | 35,219  |
| 资本开支        | -9,035  | -10,163 | -10,849 | -10,844 |
| 投资          | 154     | -15,712 | 0       | 0       |
| 投资活动现金流     | -12,055 | -25,409 | -9,887  | -9,887  |
| 股权募资        | 5,353   | 0       | 0       | 0       |
| 债务募资        | 0       | -9,047  | 0       | 0       |
| 筹资活动现金流     | -27,979 | -21,677 | -10,835 | -11,216 |
| 现金净流量       | -7,802  | -11,314 | 12,144  | 14,116  |

## 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