

## 公司研究 | 点评报告 | 圆通速递 (600233.SH)

# Q3 利润逐步释放，Q4 盈利弹性可期

### 报告要点

2025Q3，公司营业收入为 182.7 亿元，同比增长 8.7%；归母净利润为 10.5 亿元，同比增长 11.0%。2025Q3，公司份额同比提升 0.2pct 至 15.6%。8 月以来快递反内卷扩散，驱动单价环比持续提升，公司单票归母净利润环比提升 0.015 元，结束 23Q4 以来单票利润下降趋势，业绩拐点确立。7 月单价基数较低，掩盖三季度利润弹性，8 月以来，公司单价环比持续改善，当前全国二次涨价启动，四季度利润弹性显著，看好后续快递反内卷持续性，维持“买入”评级。

### 分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468



鲁斯嘉

SAC: S0490519060002

SFC: BWN875



胡俊文

SAC: S0490524120001

圆通速递 (600233.SH)

2025-11-05

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## Q3 利润逐步释放，Q4 盈利弹性可期

### 事件描述

圆通速递发布 2025 年三季报：2025Q3，公司营业收入为 182.7 亿元，同比增长 8.7%；归母净利润为 10.5 亿元，同比增长 11.0%。

### 事件评论

- **Q3 份额同比提升，价格企稳回升。**2025Q3，公司件量同比增长 15.0%至 77.2 亿件，份额同比提升 0.2pct 至 15.6%。2025Q3，公司单票价格同比下降 3.0%至 2.14 元，环比提升 0.03 元，8 月以来快递反内卷扩散，驱动单价环比持续提升。
- **均重提升&规模效应放缓，单票成本环比持平。**2025Q3，公司单票成本为 1.95 元，同比下降 0.09 元，环比持平，主要因为受末端涨价影响，行业轻小件比例下降，Q3 产品均重上涨提高成本，件量增速有所下降也导致规模效应边际放缓。
- **单票净利环比提升，盈利拐点到来。**2025Q3，公司单票毛利同比提升 0.02 元至 0.20 元，环比提升 0.03 元。单票期间费用同比下降 0.01 元，环比提升 0.01 元。去年同期税返导致单票利润高基数，因此三季度公司单票归母净利润同比下降 0.005 元，若剔除税率影响，单票归母净利润同比提升 0.028 元。最终，公司单票归母净利润环比提升 0.015 元，结束 23Q4 以来单票利润下降趋势，业绩拐点确立。
- **经营现金流持续改善，资本开支维持高位。**2025Q3，公司经营活动净现金流量同比增长 15.0%至 20.4 亿元，反内卷驱动公司盈利提升，经营现金流随之改善。2025Q3，公司资本开支同比下降 5.8%至 19.0 亿元，资本开支维持高位，公司持续推动产能升级，2025 年前三季度累计资本开支同比增长 34.1%。
- **业绩初步兑现，Q4 利润弹性可期。**7 月单价基数较低，掩盖三季度利润弹性。8 月以来，公司单价环比持续改善，当前全国二次涨价启动，四季度利润弹性显著。反内卷是宏观治理的中长期命题，十五五规划进一步强化管控反不正当竞争，看好快递反内卷持续性。同时，公司引领快递数字化变革，将 AI 与物流结合提升全网管理能力，推动智多星（“YTO-GPT”）等智能体全网应用，在 AI 助手、智慧路由、数字孪生、智能客服等方面取得积极进展，网络能效、服务水平持续升级。公司积极推进国际化发展战略，稳步构建“中国联世界，世界联世界”的全球物流网络，开设中日、中哈等优质专线，综合竞争实力强化，中长期份额有望持续提升。预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润有望达到 43.5/50.8/57.9 亿元，对应 PE 为 13.1/11.2/9.9X，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 1、行业价格竞争加剧；
- 2、宏观需求修复不及预期；
- 3、油价及人工成本大幅上行。

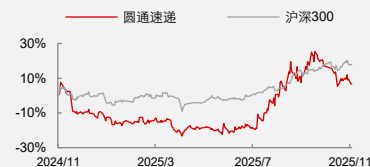
请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 当前股价(元)       | 16.70       |
| 总股本(万股)       | 342,254     |
| 流通A股/B股(万股)   | 342,254/0   |
| 每股净资产(元)      | 9.75        |
| 近12月最高/最低价(元) | 20.57/11.97 |

注：股价为 2025 年 11 月 4 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《Q2 盈利韧性凸显，份额提升趋势延续》2025-09-02
- 《Q4 量增驱动利升，Q1 主业韧性显现》2025-05-06
- 《单票利润表现稳健，份额提升势头强劲》2024-11-09


 更多研报请访问  
 长江研究小程序

## 风险提示

- 1、行业价格竞争加剧。当前快递行业格局并非完全稳固，仍存在部分区域的价格竞争，若行业价格竞争加剧将影响公司的盈利水平和经营能力。
- 2、宏观需求修复不及预期。快递行业上游主要是电商平台，若线上消费需求低于预期，将会拖累快递件量增速，公司盈利面临压力。
- 3、油价及人工成本大幅上行。快递产品中人力成本和运输成本占比较高，油价是运输成本的重要来源，若油价及人工成本在短期内大幅上行，将引致公司成本承压。

## 财务报表及预测指标

| 利润表 (百万元)        |       |       |       |       | 资产负债表 (百万元) |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
|                  | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |             | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业总收入            | 69033 | 77892 | 85820 | 94570 | 货币资金        | 8476  | 8558  | 8989  | 12842 |
| 营业成本             | 62515 | 70304 | 77120 | 84734 | 交易性金融资产     | 1221  | 1021  | 1021  | 1021  |
| 毛利               | 6517  | 7588  | 8701  | 9836  | 应收账款        | 1967  | 2269  | 2473  | 2740  |
| %营业收入            | 9%    | 10%   | 10%   | 10%   | 存货          | 178   | 195   | 217   | 237   |
| 营业税金及附加          | 259   | 292   | 322   | 354   | 预付账款        | 246   | 279   | 305   | 335   |
| %营业收入            | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 其他流动资产      | 3150  | 3577  | 3607  | 3636  |
| 销售费用             | 220   | 243   | 268   | 295   | 流动资产合计      | 15238 | 15898 | 16610 | 20809 |
| %营业收入            | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 长期股权投资      | 317   | 305   | 305   | 305   |
| 管理费用             | 1129  | 1402  | 1545  | 1702  | 投资性房地产      | 182   | 182   | 182   | 182   |
| %营业收入            | 2%    | 2%    | 2%    | 2%    | 固定资产合计      | 21253 | 25953 | 30315 | 32635 |
| 研发费用             | 169   | 191   | 210   | 231   | 无形资产        | 5372  | 5652  | 5892  | 6112  |
| %营业收入            | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 商誉          | 349   | 339   | 329   | 319   |
| 财务费用             | 120   | 82    | 68    | 86    | 递延所得税资产     | 285   | 285   | 285   | 285   |
| %营业收入            | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 其他非流动资产     | 5297  | 6037  | 6237  | 6337  |
| 加：资产减值损失         | -22   | 0     | 0     | 0     | 资产总计        | 48294 | 54652 | 60156 | 66985 |
| 信用减值损失           | -33   | -20   | -20   | -20   | 短期贷款        | 3998  | 3952  | 3618  | 3118  |
| 公允价值变动收益         | 49    | 0     | 0     | 0     | 应付款项        | 6084  | 7228  | 7717  | 8595  |
| 投资收益             | -93   | -105  | -116  | -128  | 预收账款        | 322   | 369   | 403   | 446   |
| 营业利润             | 4803  | 5658  | 6599  | 7510  | 应付职工薪酬      | 309   | 350   | 383   | 421   |
| %营业收入            | 7%    | 7%    | 8%    | 8%    | 应交税费        | 475   | 609   | 631   | 717   |
| 营业外收支            | -34   | -84   | -84   | -84   | 其他流动负债      | 2567  | 3190  | 3289  | 3689  |
| 利润总额             | 4769  | 5574  | 6515  | 7426  | 流动负债合计      | 13755 | 15698 | 16041 | 16986 |
| %营业收入            | 7%    | 7%    | 8%    | 8%    | 长期借款        | 1738  | 1738  | 1738  | 1738  |
| 所得税费用            | 780   | 1158  | 1354  | 1543  | 应付债券        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 净利润              | 3989  | 4415  | 5161  | 5883  | 递延所得税负债     | 38    | 38    | 38    | 38    |
| 归属于母公司所有者的净利润    | 4012  | 4349  | 5084  | 5795  | 其他非流动负债     | 555   | 555   | 555   | 555   |
| 少数股东损益           | -23   | 66    | 77    | 88    | 负债合计        | 16086 | 18029 | 18372 | 19317 |
| EPS (元)          | 1.17  | 1.27  | 1.49  | 1.69  | 归属于母公司所有者权益 | 31672 | 36022 | 41105 | 46900 |
| 现金流量表 (百万元)      |       |       |       |       | 少数股东权益      | 536   | 602   | 679   | 768   |
|                  | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 股东权益        | 32208 | 36624 | 41785 | 47668 |
| 经营活动现金流净额        | 5857  | 7350  | 7570  | 8987  | 负债及股东权益     | 48294 | 54652 | 60156 | 66985 |
| 取得投资收益收回现金       | 133   | -105  | -116  | -128  | 基本指标        |       |       |       |       |
| 长期股权投资           | 202   | 12    | 0     | 0     |             | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 资本性支出            | -4325 | -6300 | -6200 | -4120 | 每股收益        | 1.17  | 1.27  | 1.49  | 1.69  |
| 其他               | -2479 | -677  | -343  | -250  | 每股经营现金流     | 1.71  | 2.15  | 2.21  | 2.63  |
| 投资活动现金流净额        | -6469 | -7070 | -6659 | -4498 | 市盈率         | 12.10 | 13.79 | 11.80 | 10.35 |
| 债券融资             | 0     | 0     | 0     | 0     | 市净率         | 1.53  | 1.67  | 1.46  | 1.28  |
| 股权融资             | 57    | 0     | 0     | 0     | EV/EBITDA   | 6.40  | 8.48  | 7.13  | 5.93  |
| 银行贷款增加 (减少)      | 1727  | -46   | -334  | -500  | 总资产收益率      | 8.3%  | 8.0%  | 8.5%  | 8.7%  |
| 筹资成本             | -1299 | -152  | -147  | -136  | 净资产收益率      | 12.7% | 12.1% | 12.4% | 12.4% |
| 其他               | -475  | 0     | 0     | 0     | 净利率         | 5.8%  | 5.6%  | 5.9%  | 6.1%  |
| 筹资活动现金流净额        | 10    | -198  | -481  | -636  | 资产负债率       | 33.3% | 33.0% | 30.5% | 28.8% |
| 现金净流量 (不含汇率变动影响) | -602  | 82    | 431   | 3853  | 总资产周转率      | 1.43  | 1.43  | 1.43  | 1.41  |

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

|       |                                                             |
|-------|-------------------------------------------------------------|
| 行业评级  | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：  |
| 看好    | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数                                         |
| 中性    | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平                                        |
| 看淡    | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数                                         |
| 公司评级  | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：      |
| 买入    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%                                     |
| 增持    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间                                 |
| 中性    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间                                  |
| 减持    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%                                      |
| 无投资评级 | 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。 |

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。