

002120.SZ

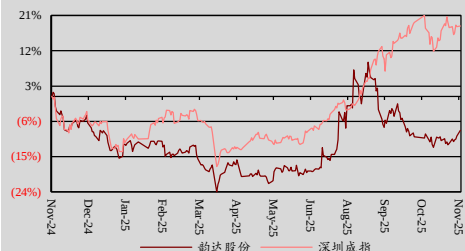
增持

原评级：增持

市场价格：人民币 7.55

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2.9	0.9	(12.6)	(12.3)
相对深圳成指	(30.2)	0.4	(33.3)	(32.6)

发行股数 (百万)	2,899.20
流通股 (百万)	2,815.13
总市值 (人民币 百万)	21,888.96
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	406.75
主要股东	
上海罗颀思投资管理有限公司	52.60%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 11 月 10 日收市价为标准

相关研究报告

《韵达股份》20241119
《韵达股份》20231120
《韵达股份》20230908

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
交通运输：物流

证券分析师：王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030004

证券分析师：刘国强

guoqiang.liu_01@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524070002

韵达股份

前三季度公司业务量保持增长，科技战略赋能长期经营

公司披露 2025 年三季报，2025 年前三季度，公司营业收入实现 374.93 亿元，同比增长 5.59%，归母净利实现 7.30 亿元，同比减少 48.15%，扣非归母净利实现 6.55 亿元，同比减少 44.15%。我们看好公司在快递行业“反内卷”的情况下未来经营有望改善，维持公司增持评级。

支撑评级的要点

- 前三季度归母净利润同比有所下滑，财务表现阶段性承压。2025 年前三季度，公司实现营业收入 374.93 亿元，同比增长 5.59%。实现归母净利润 7.30 亿元，同比减少 48.15%，若剔除非经常性损益影响，扣非归母净利润跌幅达 44.15%，公司经营活动产生的现金流量净额为 16.67 亿元，同比减少 48.11%，整体财务表现阶段性承压。
- 经营呈现量增价跌特点，转运中心调整造成阶段性冲击。前三季度，在经济稳健增长和政策红利的双重驱动下，实物商品网上零售额同比增长 6.50%，直接带动公司快递业务完成量实现 191.43 亿票，同比增长 12.98%；公司单票均价同比下降 6.31% 至 1.95 元；成本端短期受到公司部分转运中心搬迁升级影响，同比增速超过营收增速，业务量增长未完全覆盖单价下滑与成本上升的双重冲击，导致利润端有所承压。
- “反内卷”叠加消费旺季有望共促量价齐升，科技战略赋能长期经营。展望未来，“反内卷”政策落地有望推动行业定价理性化，叠加消费旺季的需求催化，公司单票价格有望提升；短期消费旺季或将驱动业务量增长，长期来看，国内经济稳健增长下消费场景持续拓展，以及农村快递网络体系的加速建设，将从城乡两端释放快递需求，为快递行业提供增量空间；公司运营能效进一步提升释放成本压力，“1+N+AI”多层次科技战略深入推进，持续赋能公司盈利，进一步巩固其行业竞争力。

估值

- 由于今年快递单票价格有所承压，我们调整此前盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 14.24/18.82/21.97 亿元，同比 -25.6%/+32.2%/+16.7%，EPS 为 0.49/0.65/0.76 元/股，对应 PE 分别 15.4/11.6/10.0 倍，我们认为公司在快递行业“反内卷”的情况下未来经营有望改善，维持公司增持评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济形势变动、快递行业不及发展预期、政策法规调整、极端天气干扰、上游原材料价格大幅上涨、信息系统瘫痪。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	44,983	48,543	52,006	55,988	59,305
增长率(%)	(5.2)	7.9	7.1	7.7	5.9
EBITDA(人民币 百万)	4,750	4,797	4,650	4,980	5,378
归母净利润(人民币 百万)	1,625	1,914	1,424	1,882	2,197
增长率(%)	9.6	17.8	(25.6)	32.2	16.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.56	0.66	0.49	0.65	0.76
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.83	0.99	
调整幅度(%)			(41.0)	(34.3)	
市盈率(倍)	13.5	11.4	15.4	11.6	10.0
市净率(倍)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(倍)	6.4	6.0	5.4	4.6	3.7
每股股息(人民币)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
股息率(%)	2.3	2.7	2.0	2.6	3.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	44,983	48,543	52,006	55,988	59,305
营业收入	44,983	48,543	52,006	55,988	59,305
营业成本	40,685	43,936	47,400	50,700	53,500
营业税金及附加	151	173	177	190	202
销售费用	345	253	335	361	382
管理费用	1,326	1,212	1,664	1,792	1,898
研发费用	283	263	338	364	385
财务费用	341	251	101	(71)	(133)
其他收益	3	1	2	2	2
资产减值损失	(60)	(94)	(60)	(77)	(68)
信用减值损失	(140)	(103)	(140)	(140)	(140)
资产处置收益	94	11	42	42	42
公允价值变动收益	88	34	61	61	61
投资收益	147	324	152	138	130
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	2,296	2,755	2,048	2,679	3,098
营业外收入	20	16	23	20	23
营业外支出	130	159	144	151	148
利润总额	2,186	2,613	1,927	2,548	2,973
所得税	537	666	482	638	744
净利润	1,649	1,947	1,445	1,910	2,229
少数股东损益	24	33	21	28	32
归母净利润	1,625	1,914	1,424	1,882	2,197
EBITDA	4,750	4,797	4,650	4,980	5,378
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.56	0.66	0.49	0.65	0.76

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,694	16,745	18,990	21,179	24,527
现金及等价物	4,958	5,703	13,753	16,133	19,001
应收账款	1,045	798	1,176	950	1,302
应收票据	0	0	0	0	0
存货	158	138	181	161	200
预付账款	450	505	526	577	586
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	7,082	9,600	3,354	3,358	3,436
非流动资产	24,384	22,573	21,561	20,687	19,751
长期投资	2,719	1,258	1,408	1,488	1,568
固定资产	12,665	12,574	13,495	13,076	12,281
无形资产	3,472	3,673	3,523	3,382	3,240
其他长期资产	5,528	5,069	3,136	2,741	2,662
资产合计	38,078	39,318	40,551	41,865	44,278
流动负债	10,219	12,387	12,325	12,770	13,383
短期借款	1,773	2,134	2,000	2,000	2,000
应付账款	3,522	3,091	4,044	3,588	4,465
其他流动负债	4,924	7,161	6,281	7,181	6,918
非流动负债	8,554	6,359	6,641	6,170	6,406
长期借款	874	558	100	100	100
其他长期负债	7,680	5,801	6,541	6,070	6,306
负债合计	18,773	18,746	18,966	18,940	19,789
股本	2,899	2,899	2,899	2,899	2,899
少数股东权益	141	106	127	154	187
归属母公司股东权益	19,165	20,467	21,459	22,771	24,302
负债和股东权益合计	38,078	39,318	40,551	41,865	44,278

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,649	1,947	1,445	1,910	2,229
折旧摊销	2,759	2,288	2,759	2,615	2,648
营运资金变动	(2,658)	65	530	175	364
其它	1,638	787	4	(285)	(273)
经营活动现金流	3,387	5,087	4,738	4,415	4,968
资本支出	(2,571)	(2,435)	(1,706)	(1,713)	(1,713)
投资变动		(955)	6,201	(9)	(9)
其他		220	174	170	162
投资活动产生的现金流	(1,753)	(3,170)	4,670	(1,551)	(1,559)
银行借款	104	46	(593)	0	0
股权融资	(884)	(1,013)	(431)	(570)	(665)
其他	(60)	(206)	(334)	86	125
筹资活动现金流	(839)	(1,173)	(1,358)	(484)	(541)
净现金流	794	744	8,050	2,380	2,868

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(5.2)	7.9	7.1	7.7	5.9
营业利润增长率(%)	16.3	20.0	(25.7)	30.8	15.6
归属于母公司净利润增长率(%)	9.6	17.8	(25.6)	32.2	16.7
息税前利润增长(%)	14.7	26.1	(24.6)	25.0	15.4
息税折旧前利润增长(%)	5.0	1.0	(3.1)	7.1	8.0
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	9.6	17.8	(25.6)	32.2	16.7
获利能力					
息税前利润率(%)	4.4	5.2	3.6	4.2	4.6
营业利润率(%)	5.1	5.7	3.9	4.8	5.2
毛利率(%)	9.6	9.5	8.9	9.4	9.8
归母净利润率(%)	3.6	3.9	2.7	3.4	3.7
ROE(%)	8.5	9.4	6.6	8.3	9.0
ROIC(%)	5.3	6.8	5.7	7.4	9.1
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
净负债权益比	0.3	0.3	(0.1)	(0.2)	(0.3)
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
应收账款周转率	37.3	52.7	52.7	52.7	52.7
应付账款周转率	11.0	14.7	14.6	14.7	14.7
费用率					
销售费用率(%)	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6
管理费用率(%)	2.9	2.5	3.2	3.2	3.2
研发费用率(%)	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
财务费用率(%)	0.8	0.5	0.2	(0.1)	(0.2)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.7	0.5	0.6	0.8
每股经营现金流(最新摊薄)	1.2	1.8	1.6	1.5	1.7
每股净资产(最新摊薄)	6.6	7.1	7.4	7.9	8.4
每股股息	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	13.5	11.4	15.4	11.6	10.0
P/B(最新摊薄)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.4	6.0	5.4	4.6	3.7
价格/现金流(倍)	6.5	4.3	4.6	5.0	4.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371