

综合性国际供应链集成领军企业，业绩持续改善

投资要点

- **事件:** 公司同步披露了 2025 年年报与 2026 年一季报，公司 2025 年实现营业收入 752.77 亿元，同比增长 9.05%；归属于上市公司股东的净利润 43.22 亿元，同比增长 7.73%；公司 2026 年一季度实现营业收入 187.69 亿元，同比增长 10.01%；归母净利润 13.78 亿元，同比增长 60.76%。
- **深耕超二十年，国内领先的综合性国际供应链集成商。** 2000 年，公司董事长喻会蛟在上海长宁区创立圆通速递，2005 年，公司和淘宝合作，率先与电商开启“线下线上”融合新模式。2016 年 10 月，公司成功登陆 A 股资本市场。近年来，公司围绕国家战略部署、坚守快递物流主业、加大产业生态投资布局，已发展成为一家集快递物流、科技、航空、金融、商贸等为一体的综合性国际供应链集成商。
- **快递行业健康有序发展，消费体验持续优化。** 2025 年全国快递服务企业业务量累计完成 1,989.5 亿件，同比增长 13.6%；快递业务收入近 1.5 万亿元，同比增长 6.5%。在监管规范引导及行业协同自律下，行业发展范式加速转型，逐步由价格竞争转向价值竞争。2025 年下半年以来，行业内主要服务企业积极响应政策号召，落实“反内卷”相关举措，推动终端价格实现合理回升，共同维护健康有序的市场环境，切实推进行业高质量发展。2026 年 3 月，我国快递服务质量指数达 503.9，其中快递服务公众满意度为 84.9 分，同比提升 0.2 分。
- **公司以快递业务为主，提供综合解决方案。** 公司 2025 年快递业务完成量 311.44 亿件，同比增长 17.20%，超出行业平均增速 3.60 个百分点。截至 2025 年底，公司在全国范围内拥有自营枢纽转运中心 76 个，在转运中心等共布局完成自动化分拣设备 386 套，公司自有干线运输车辆达 6,810 辆，自有航空机队数量 13 架。2025 年，受行业市场竞争等因素影响，公司单票快递产品收入 2.19 元，同比降幅 4.61%，得益于公司持续聚焦深化成本管控，2025 年，公司单票快递产品成本 1.99 元，同比降幅 4.95%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2026/27/28 年营收分别为 801.1、875.9、991.8 亿元，归母净利润分别为 44.0、49.6、57.0 亿元，EPS 分别为 1.29、1.45、1.67 元，对应 PE 分别为 17、15、13 倍。我们看好公司作为快递龙头能享受行业增长带来的盈利弹性，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险，市场竞争风险，客户需求变化或流失风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	75276.85	80110.11	87591.67	99184.31
增长率	9.05%	6.42%	9.34%	13.23%
归属母公司净利润 (百万元)	4322.35	4402.72	4961.38	5702.85
增长率	7.73%	1.86%	12.69%	14.94%
每股收益 EPS (元)	1.26	1.29	1.45	1.67
净资产收益率 ROE	12.08%	11.40%	11.70%	12.16%
PE	18	17	15	13
PB	2.20	2.01	1.83	1.65

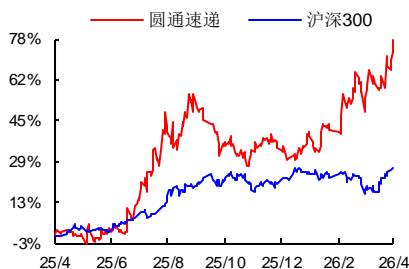
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 胡光悒
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

分析师: 杨蕊
执业证号: S1250525070007
电话: 021-58351985
邮箱: yangrui@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	34.23
流通 A 股(亿股)	34.23
52 周内股价区间(元)	12.51-22.38
总市值(亿元)	766.00
总资产(亿元)	545.01
每股净资产(元)	10.58

相关研究

目 录

1 深耕超二十年，国内领先的综合性国际供应链集成商.....	1
2 快递市场：行业健康有序发展，消费体验持续优化.....	3
3 主营业务：以快递业务为主，提供综合解决方案.....	4
3.1 深耕快递主业，全网经营实力稳步提升.....	4
3.2 持续加大基础设施建设，增强核心资源掌控力.....	5
3.3 采取扁平化加盟模式，加盟商负责末端网络运营.....	6
3.4 深化成本精细管控，核心成本稳步下降.....	7
4 期间费用率整体呈下降态势，现金流创造能力强.....	8
5 盈利预测与估值.....	9
6 风险提示.....	10

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2026 年 3 月底)	1
图 3: 公司 2025 年主营业务结构情况	2
图 4: 公司 2025 年主营业务毛利情况	2
图 5: 公司 2021 年以来营业收入及增速.....	2
图 6: 公司 2021 年以来归母净利润及增速	2
图 7: 我国快递业务量 (亿件)	3
图 8: 我国快递业务收入 (亿元)	3
图 9: 我国快递服务质量指数.....	3
图 10: 我国快递服务公众满意度	3
图 11: 公司信息化平台	4
图 12: 公司全面推动智能化发展	4
图 13: 公司快递业务完成量 (亿件)	4
图 14: 公司自营枢纽转运中心 (个)	5
图 15: 公司自有干线运输车辆 (辆)	5
图 16: 公司自有航空机队数量 (架)	5
图 17: 截至 2025 年底公司自有航空机队机型占比.....	5
图 18: 公司加盟商终端门店网络	6
图 19: 公司加盟商数量 (家)	6
图 20: 公司活跃终端门店 (个)	6
图 21: 公司单票快递产品收入 (元)	7
图 22: 公司单票快递产品成本 (元)	7
图 23: 公司单票运输成本 (元)	7
图 24: 公司单票中心操作成本 (元)	7
图 25: 公司销售毛利率和销售净利率	8
图 26: 公司期间费用率	8
图 27: 公司销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入	8
图 28: 公司资产负债率	8

表 目 录

表 1: 分业务收入及毛利率	9
表 2: 可比公司估值.....	9
附表: 财务预测与估值	11

1 深耕超二十年，国内领先的综合性国际供应链集成商

2000 年，公司董事长喻会蛟在上海长宁区创立圆通速递，2005 年，公司和淘宝合作，率先与电商开启“线下线上”融合新模式。2009 年，公司与 IBM 合作，研发了拥有自主知识产权的核心业务（金刚）系统，为公司的数字化转型打下了坚实基础。2016 年 9 月，大杨创世获得证监会核准，完成重大资产重组事项，2016 年 10 月公司名称变更为圆通速递股份有限公司，证券简称变更为“圆通速递”，公司成功登陆 A 股资本市场。上市后，公司积极推动国际化布局，以信息流、包裹流、资金流、关务流四流合一为目标，构建仓、干、线、配、关、技一体化的一站式全链路服务能力，通过“全球一张网”“天上一片云”“商贸一条链”“金融一平台”，打造圆通综合性国际供应链生态体系。2022 年，公司全面深化与中国商飞战略合作，深度参与中国商飞旗下翔运国际混合所有制改革，助力打造全球供应链。2024 年，圆通与哈萨克斯坦国家邮政正式合作，开通两国跨境快递物流业务，同年公司嘉兴全球航空物流枢纽“东方天地港”多式联运中心交付，并获国务院总理李强考察。近年来，公司围绕国家战略部署、坚守快递物流主业、加大产业生态投资布局，已发展成为一家集快递物流、科技、航空、金融、商贸等为一体的综合性国际供应链集成商。

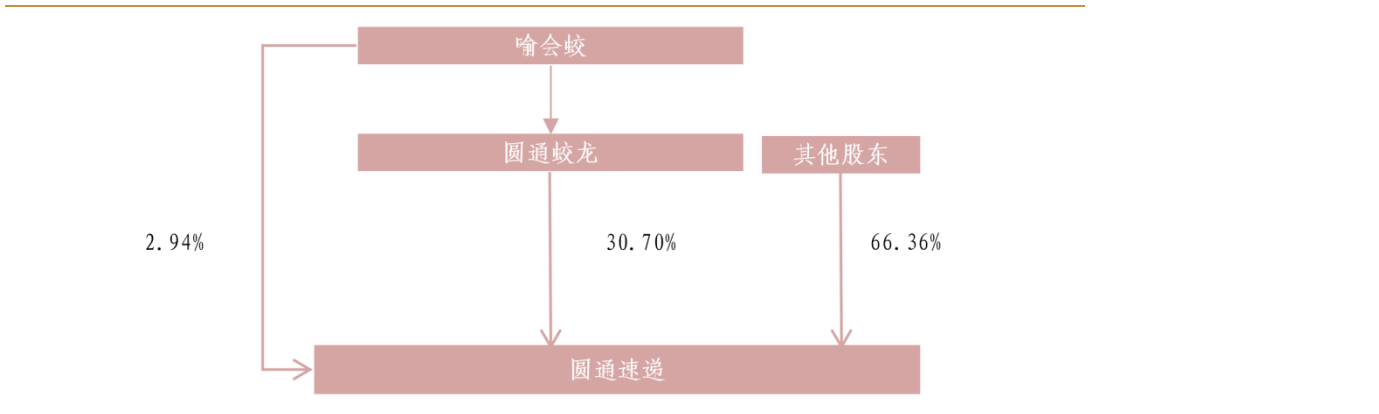
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

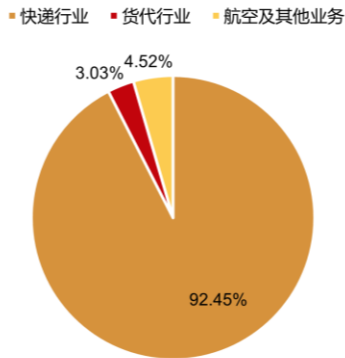
实际控制人为喻会蛟。公司控股股东为上海圆通蛟龙投资发展（集团）有限公司，截至 2026 年 3 月底直接持有公司 30.70% 的股份，公司实际控制人为公司董事长喻会蛟，喻会蛟直接持有公司 2.94% 的股份并通过控股圆通蛟龙间接持有公司股份，公司的管理层与股东的利益高度一致，有助于保持战略定力，更关注企业的长期价值增长。

图 2：公司股权结构（截至 2026 年 3 月底）

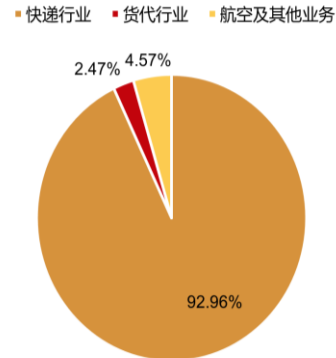


数据来源：公司官网，西南证券整理

公司主营业务结构：公司是国内领先的综合性快递物流运营商，以自营的枢纽转运中心和扁平的终端加盟网络为基础，以快递服务为核心，推进数字化、智能化发展，积极布局物流生态，深化拓展国际市场，围绕客户需求提供国内、国际快递、仓配一体、商贸、航空货运及供应链等综合服务。2025 年公司的营收主要来自**快递行业**，占比约为 **92.45%**，其次是**货代行业**，占比为 **3.03%**；毛利贡献方面，**快递行业**所贡献的毛利占比最高，约为 **92.96%**。

图 3：公司 2025 年主营业务结构情况


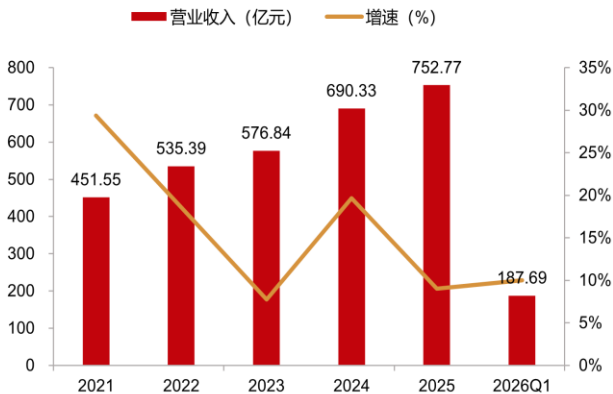
数据来源：iFinD，西南证券整理

图 4：公司 2025 年主营业务毛利情况


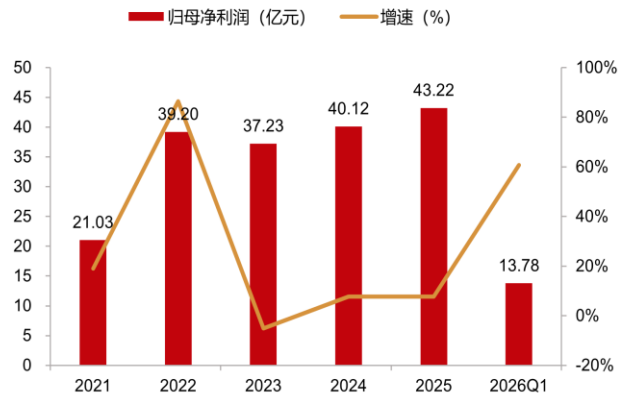
数据来源：iFinD，西南证券整理

公司业绩状况：受我国电商快递需求旺盛等因素影响，2021 年，公司营业收入迈过 400 亿元门槛并在之后持续突破，2025 年，公司全年营收突破 700 亿元，达到 **752.77 亿元**，同比增长 **9.05%**。根据公司披露的 2026 年一季度报告，2026 年一季度公司实现营收 **187.69 亿元**，同比增长 **10.01%**，继续保持增长势头。

归母净利润方面，2021 年以来，除了在 2023 年有所下滑，其余年份公司的归母净利润均保持了正向增长。2024 年，公司以数字化、智能化手段持续提升公司精细化管理能力，持续挖掘核心成本降幅空间，夯实竞争基础，归母净利润同比增长 **7.78%**，重回增长轨道，2025 年公司实现归母净利润 **43.22 亿元**，同比增长 **7.73%**，其中，公司快递业务实现归母净利润 **46.14 亿元**，同比增长 **7.14%**，根据公司披露的 2026 年一季度报告，2026 年一季度公司实现归母净利润 **13.78 亿元**，同比大增 **60.76%**。

图 5：公司 2021 年以来营业收入及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

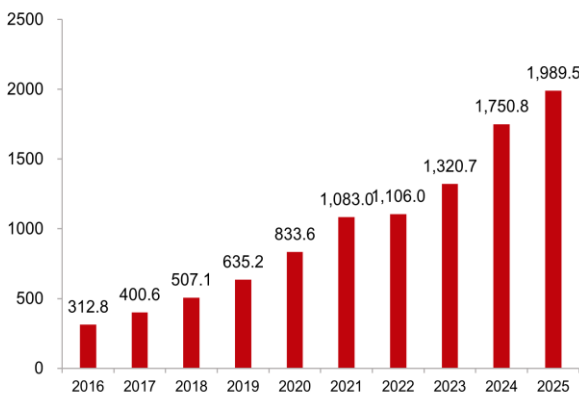
图 6：公司 2021 年以来归母净利润及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

2 快递市场：行业健康有序发展，消费体验持续优化

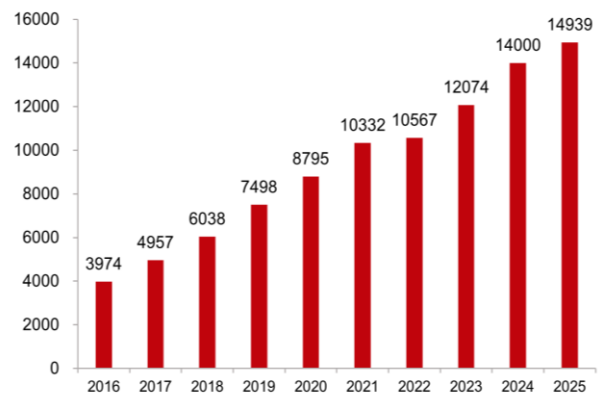
2025 年，快递行业发展稳中有进、持续向好，业务规模与收入再创新高，服务质效稳步提升，基础网络纵深拓展，智能化转型加速推进，绿色发展成效显著，逐步迈入高质量发展阶段。国家邮政局数据显示，2025 年全国快递服务企业业务量累计完成 1,989.5 亿件，同比增长 13.6%；快递业务收入近 1.5 万亿元，同比增长 6.5%。在监管规范引导及行业协同自律下，行业发展范式加速转型，逐步由价格竞争转向价值竞争，主要快递服务企业致力于不断提质增效，通过精细运营管理、升级服务体验、优化网络布局，深化打造企业核心竞争力。2025 年下半年以来，行业内主要服务企业积极响应政策号召，落实“反内卷”相关举措，推动终端价格实现合理回升，共同维护健康有序的市场环境，切实推进行业高质量发展。

图 7：我国快递业务量（亿件）



数据来源：iFinD，西南证券整理

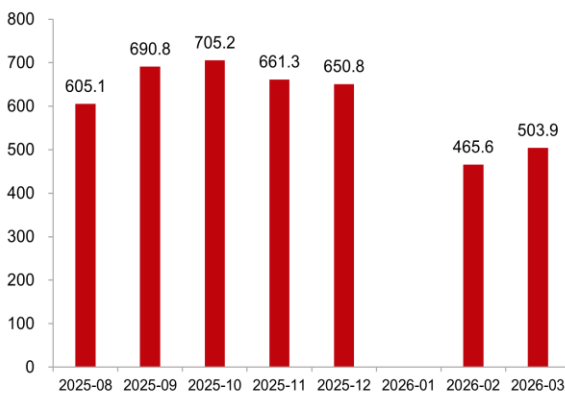
图 8：我国快递业务收入（亿元）



数据来源：iFinD，西南证券整理

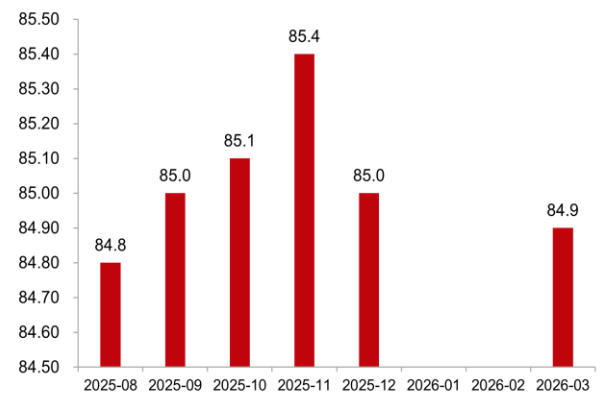
近年来，快递行业坚持以消费者需求为导向，聚焦升级服务能力，服务质效持续提升。2026 年 3 月，我国快递服务质量指数达 503.9，其中快递服务公众满意度为 84.9 分，同比提升 0.2 分。主要快递服务企业依托大数据与人工智能技术，不断完善多元化产品服务体系，并搭建客户需求分析体系，识别用户在时效偏好、交付方式等方面的个性化诉求，优化服务供给，按需提供多元化、差异化服务；强化智慧物流基础设施建设，通过智能调度、前置仓配等方式提升履约效率，持续改善“最后一公里”服务效能；建立健全客户反馈响应机制，提升问题一次性解决能力，消费者服务体验持续改善。

图 9：我国快递服务质量指数



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 10：我国快递服务公众满意度



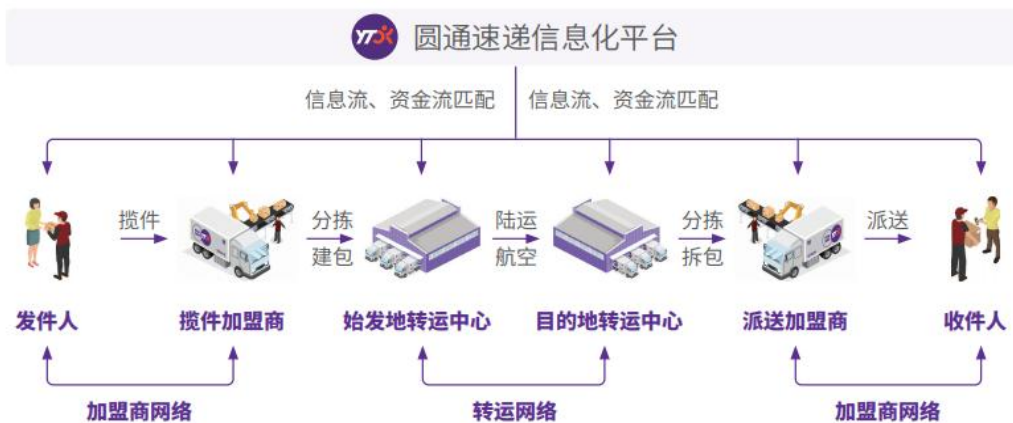
数据来源：iFinD，西南证券整理

3 主营业务：以快递业务为主，提供综合解决方案

3.1 深耕快递主业，全网经营实力稳步提升

公司快递服务流程的主要环节包括快件揽收、快件中转、干线运输、快件派送，其中，快件中转环节主要由公司自营枢纽转运中心体系承担，快件揽收和派送环节主要由加盟商网络承担。公司通过自主研发的信息化平台、数字化系统等进行路由管控、操作节点监控，依托转运中心等实现快件生命周期的全程信息化控制与跟踪以及全网数字化、智能化管理。

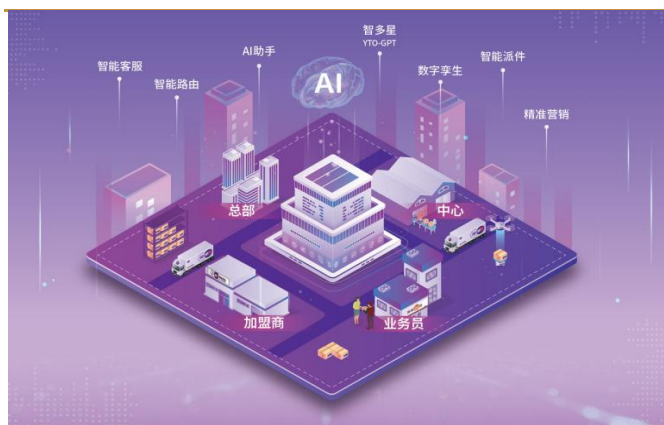
图 11：公司信息化平台



数据来源：公司年报，西南证券整理

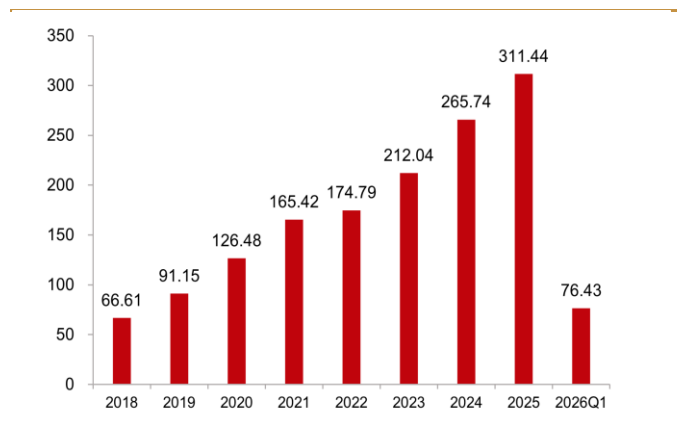
公司创新应用人工智能等前沿技术，全面推进智能化发展，以科技赋能公司提质降本增效。公司扎实推进全网一体数字化、标准化全面见效，推行精益中心自驱改善，精细管控核心成本，并逐步完善差异化的产品和服务体系，强化客户服务和营销创新能力，快件时效、服务质量、客户体验等持续改善，品牌价值和溢价显著增强，全网经营实力稳步提升。2025 年公司快递业务完成量 311.44 亿件，同比增长 17.20%，超出行业平均增速 3.60 个百分点。

图 12：公司全面推动智能化发展



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 13：公司快递业务完成量（亿件）

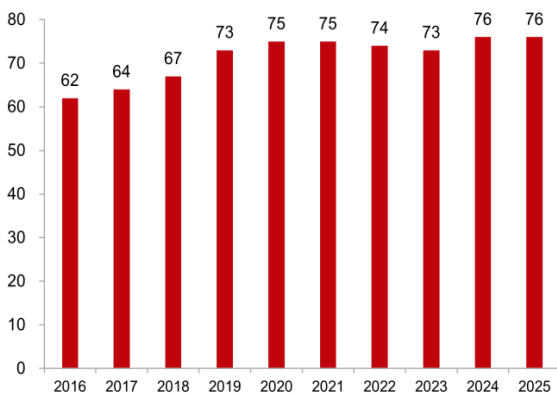


数据来源：iFinD，西南证券整理

3.2 持续加大基础设施建设，增强核心资源掌控力

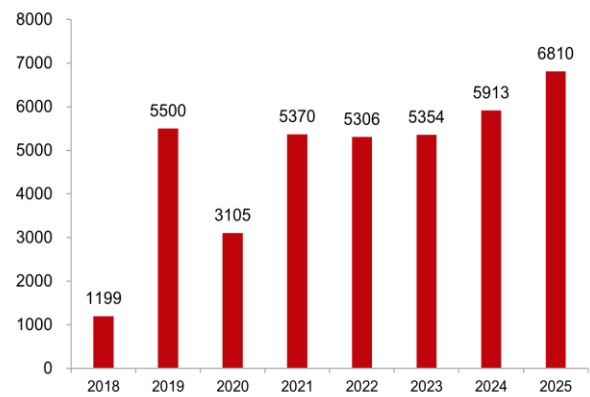
公司逐步完善转运中心布局，落实转运中心新建及改扩建计划，持续升级改造设备工艺，推广应用窄带分拣、无人供件等先进设备，提升转运中心自动化、智能化水平。截至 2025 年底，公司在全国范围内拥有自营枢纽转运中心 76 个，在转运中心等共布局完成自动化分拣设备 386 套。公司合理配置运能运力，优化车队规模和车型结构，提升甩挂车辆、大型运输车辆占比，截至 2025 年底，公司自有干线运输车辆达 6,810 辆；同时公司持续加强多元化配送终端建设，满足消费者差异化服务需求。公司积极探索无人车、无人机等先进技术应用，推行智能室内柜铺设，提高配送终端智能化水平。公司秉承“快递+”运营理念，基于快递业务的流量优势，拓展多样化便民商贸服务，发掘终端市场潜力，赋能末端提质增效。

图 14：公司自营枢纽转运中心（个）



数据来源：iFinD，西南证券整理

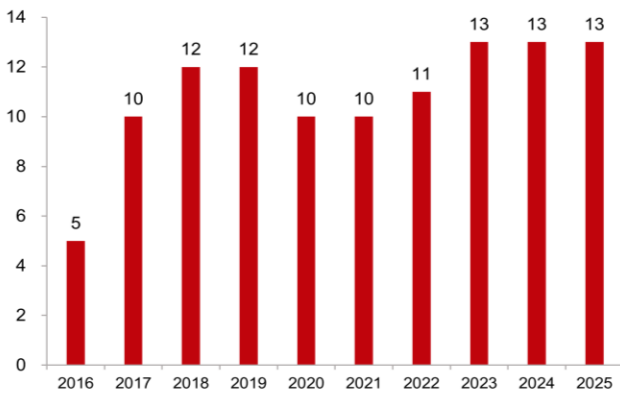
图 15：公司自有干线运输车辆（辆）



数据来源：iFinD，西南证券整理

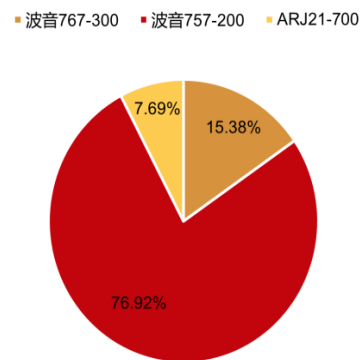
公司稳步加强中远途航空货运能力建设，提升航空物流综合服务能力，截至 2025 年底，公司自有航空机队数量 13 架，其中波音 767-300 共 2 架，波音 757-200 共 10 架，ARJ21-700 共 1 架。公司充分发挥自有航空、航线网络等优势资源，做精做专中澳、中日等优质专线，深化拓展哈萨克斯坦等中亚国家的全链路快递服务；加快中东、东欧、非洲等新兴市场布局，提升本地化配送能力。公司积极拓展“卡空联运”“空空联运”等多式联运业务，累计开通 160 多条货运航线，并通过自有全货机机队和包机资源协同，实现航空运力资源灵活配置。

图 16：公司自有航空机队数量（架）



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 17：截至 2025 年底公司自有航空机队机型占比



数据来源：iFinD，西南证券整理

3.3 采取扁平化加盟模式，加盟商负责末端网络运营

公司致力于搭建与合作伙伴和谐共生的快递业务平台，采用枢纽转运中心自营化和末端加盟网络扁平化的运营模式，掌控枢纽转运中心等核心资源，并有效调动庞大加盟网络中的资金和人力资源，将快递服务网络末端延伸至全国各地。公司为加盟商提供快件的运输中转、标准化管控、客户服务、安全管理、流程管理、信息技术等综合服务，并授权其在日常运营中使用公司的商标和企业 VI（视觉设计）。

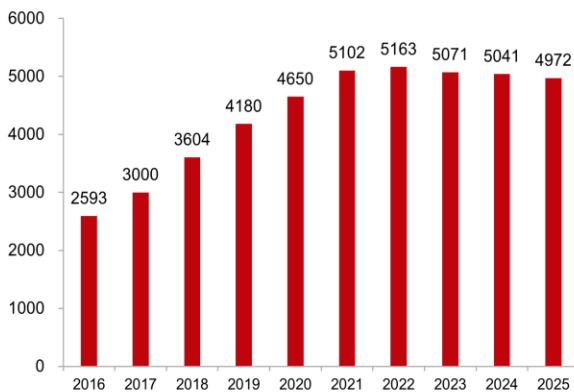
图 18：公司加盟商终端门店网络



数据来源：公司年报，西南证券整理

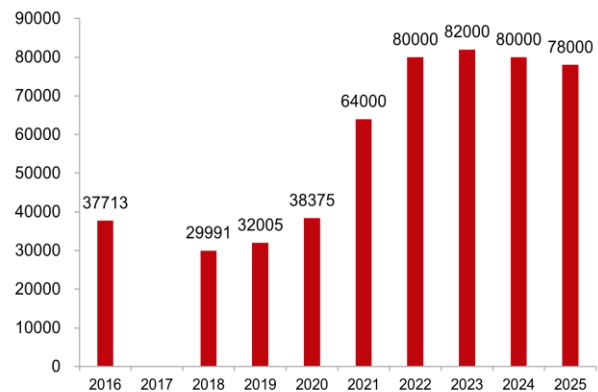
终端门店是快递服务的最末端，承担快件揽收、派送和初步分拣功能，终端门店覆盖率直接影响快递服务的开展范围和服务能力。公司与加盟商在社区等区域采取招商分租等多种模式建设、运营终端门店，鼓励终端门店与城市电商或便利服务相结合，增加终端门店收入，降低终端派送成本。公司的终端门店主要为圆通妈妈驿站，同时公司及加盟商亦结合各项社会资源，拓展了包含智能快递柜等灵活多样的末端网络形式，与圆通妈妈驿站统一构成终端配送网络。截至 2025 年底，公司加盟商数量 4,972 家，活跃终端门店超 78,000 个。

图 19：公司加盟商数量（家）



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 20：公司活跃终端门店（个）

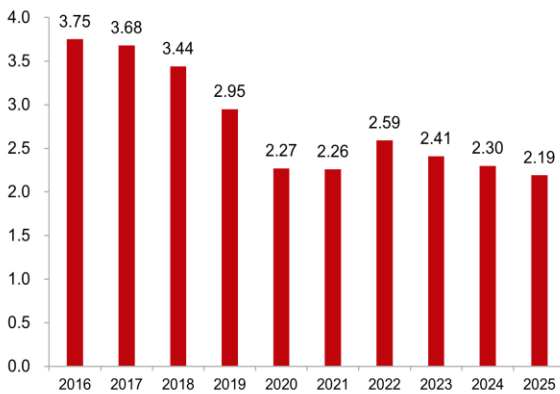


数据来源：iFinD，西南证券整理

3.4 深化成本精细管控，核心成本稳步下降

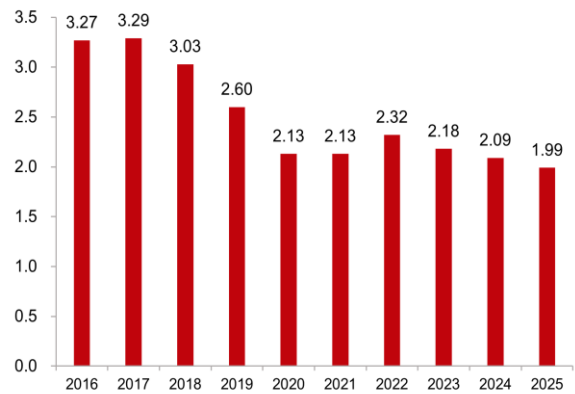
2025 年由于行业市场竞争等因素影响,公司单票快递产品收入 2.19 元,同比降幅 4.61%,得益于公司持续聚焦深化成本管控,2025 年,公司单票快递产品成本 1.99 元,同比降幅 4.95%,其中,公司单票运输成本和中心操作成本较去年同期共计下降 0.06 元。

图 21: 公司单票快递产品收入 (元)



数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 22: 公司单票快递产品成本 (元)

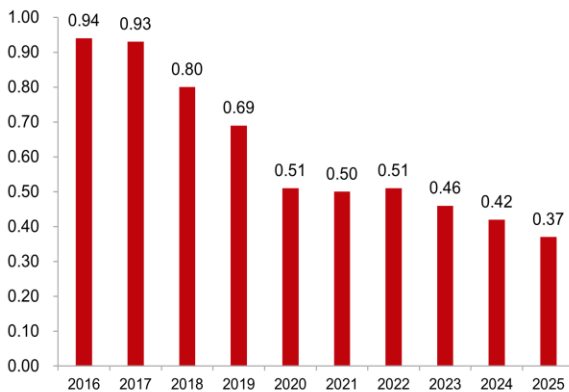


数据来源: iFinD, 西南证券整理

单票运输成本方面,公司深化车辆装载质量管控,实时监控车辆装载情况,推动单车装载率和单车装载票数持续提升,截至 2025 年底,公司单车装载票数同比提升超 7%。公司持续优化车队和车型结构,推行智能化车队管理,依托智能调度系统实现运能资源精准匹配。此外,公司不断加强运价管控,优化单双边运价和计费模式,动态优化干线路由,专项改善异常单边线路,推广干线延伸,提高单车行驶里程。2025 年,公司单票运输成本 0.37 元,较去年同期下降 0.05 元,降幅 10.35%。

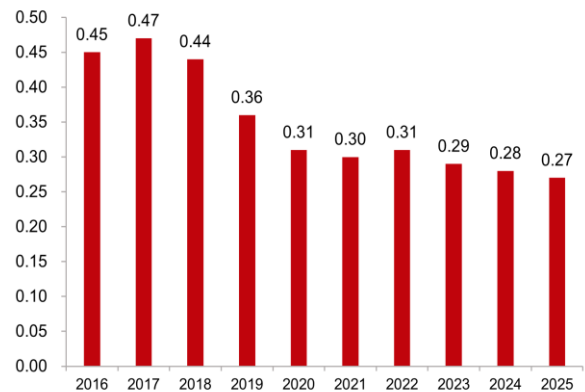
单票中心操作成本方面,公司深化自驱型精益中心建设,精细管控工序效能,提升装卸统筹人员复用率,逐步落实中心全员绩效管理,推行智能排班,有效提升中心人均效能;持续扩大中心智能化设备应用规模,推广柔性分拣和无人化技术等应用,减少分拣操作次数,提升中转效率。截至报告期末,公司人均效能提升超 13%。2025 年,公司单票中心操作成本 0.27 元,较去年同期下降 0.01 元,降幅 3.75%。

图 23: 公司单票运输成本 (元)



数据来源: iFinD, 西南证券整理

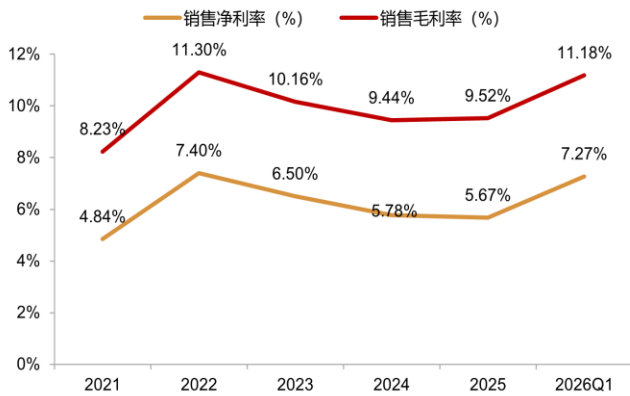
图 24: 公司单票中心操作成本 (元)



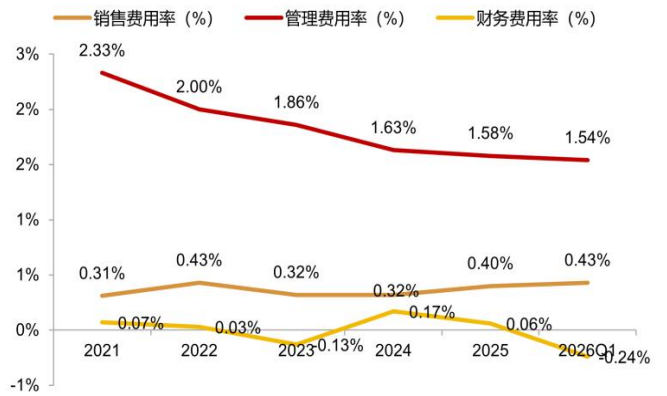
数据来源: iFinD, 西南证券整理

4 期间费用率整体呈下降态势，现金流创造能力强

2022 年以前，快递行业的恶性“价格战”问题让所有企业深陷增量不增收的泥潭，而 2022 年，多个涉及快递行业的监管政策密集出台，在政府的一系列措施制约下，快递公司间的价格战得到有效遏制，公司的销售毛利率和净利率也都同步上涨，其中销售毛利率由 2021 年的 8.23% 大幅上升至 11.30%。但是 2023 年以来，行业为了争夺市场份额重启激烈竞争，公司的销售毛利率也一度降至 2024 年的 9.44%。2025 年以来公司对内持续深化科技创新，推动人工智能等前沿技术与业务场景的落地应用，对外紧抓跨境电商发展机遇，深化国际化布局，依托自有航空、全球网络与专业团队优势，不断提升跨境全链路物流服务能力，实现国内业务与国际业务的双向协同发展。2026 年一季度，公司的销售毛利率由 2025 年底的 9.52% 提升至 11.18%，销售净利率由 2025 年底的 5.67% 提升至 7.27%。未来随着公司持续深化自然语言理解、大模型、数字孪生等前沿技术的垂直运用，打造全链路智能化矩阵，全面推动公司智能化发展，公司的销售毛利率和销售净利率均有望改善。

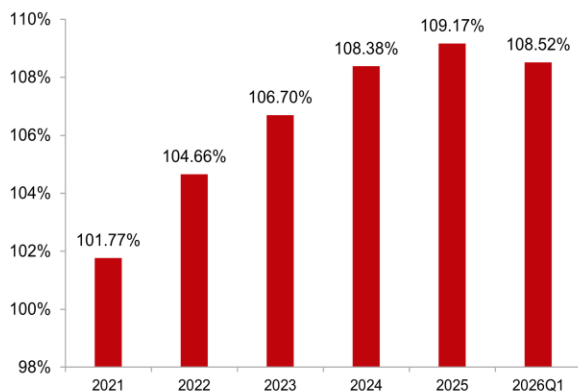
图 25：公司销售毛利率和销售净利率


数据来源：iFinD，西南证券整理

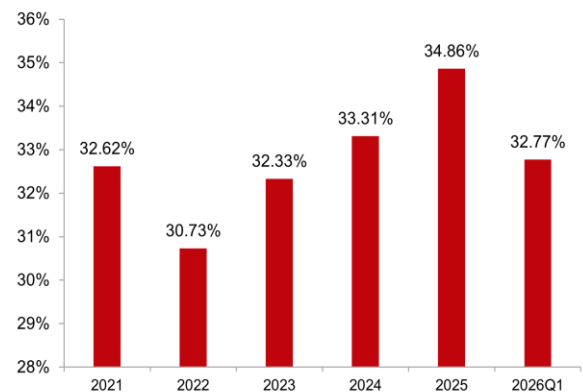
图 26：公司期间费用率


数据来源：iFinD，西南证券整理

公司现金流创造能力强，盈利质量高。从销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入这一指标来看，2021 年以来公司销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入长期保持在 100% 以上水平。未来，公司通过经营活动带来持续的现金流积累以及公司通过偿还债务带来的长期借款余额持续减少有望使得公司资产负债率持续优化，降低财务风险。

图 27：公司销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入


数据来源：iFinD，西南证券整理

图 28：公司资产负债率


数据来源：iFinD，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

1) 快递业务贡献公司主要营收及盈利，业务量方面，公司 2025 年快递业务量超出行业平均增速，预计 2026-2028 年公司快递业务量同比+10%、+12%、+15%；单票收入方面，考虑到价格战仍将持续，但在“反内卷”下价格降幅收窄，预计公司 2026-2028 年单票收入呈现下降趋势，同比-3%、-2%、-1%；公司通过精细管控、数智赋能推进全链路降本，预计快递业务毛利率呈上升趋势，2026-2028 年快递业务毛利率分别为 9.6%、9.7%、9.8%。

2) 货代服务等其他业务方面，我们预计国际贸易及海外经济有望回暖，同时随着公司持续推进智能化，未来可为客户提供更多增值服务，因此预计 2026-2028 年货代服务等其他业务营收同比+3%、+4%、+5%，毛利率分别为 8.5%、8.8%、9.0%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	75276.8	80110.1	87591.7	99184.3
	YoY	9.05%	6.42%	9.34%	13.23%
	营业成本	68114.0	72483.9	79150.1	89515.4
	毛利率	9.52%	9.52%	9.64%	9.75%
快递业务	营业收入	69593.4	74256.1	81503.5	92791.8
	YoY	11.72%	6.70%	9.76%	13.85%
	营业成本	62935.1	67127.5	73597.7	83698.2
	毛利率	9.57%	9.60%	9.70%	9.80%
货代服务等其他业务	营业收入	5683.5	5854.0	6088.1	6392.5
	YoY	-15.65%	3.00%	4.00%	5.00%
	营业成本	5178.9	5356.4	5552.4	5817.2
	毛利率	8.88%	8.50%	8.80%	9.00%

数据来源：iFinD，西南证券

预计公司 2026/27/28 年营收分别为 801.1、875.9、991.8 亿元，归母净利润分别为 44.0、49.6、57.0 亿元，EPS 分别为 1.29、1.45、1.67 元，对应 PE 分别为 17、15、13 倍。我们选取快递行业中的顺丰控股和申通快递作为可比公司，两家公司 2026 年的平均 PE 为 15 倍，看好公司作为快递龙头能享受行业增长带来的盈利弹性，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
002352.SZ	顺丰控股	36.7	2.21	2.45	2.77	3.06	17	15	13	12
002468.SZ	申通快递	17.73	0.89	1.24	1.48	1.84	20	14	12	10
平均值							18	15	13	11
600233.SH	圆通速递	22.38	1.26	1.29	1.45	1.67	18	17	15	13

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

宏观经济波动风险，市场竞争风险，客户需求变化或流失风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	75276.85	80110.11	87591.67	99184.31	净利润	4264.63	4402.72	4961.38	5702.85
营业成本	68113.96	72483.93	79150.07	89515.39	折旧与摊销	2671.97	1872.49	1872.49	1872.49
营业税金及附加	298.66	272.34	306.06	355.75	财务费用	46.20	76.07	93.71	88.78
销售费用	302.57	283.94	318.02	347.76	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1191.48	1507.30	1569.78	1736.07	经营营运资本变动	7.22	-881.12	75.06	488.39
财务费用	46.20	76.07	93.71	88.78	其他	859.84	94.51	93.22	125.71
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	7849.87	5564.68	7095.86	8278.21
投资收益	-95.05	-66.38	-86.30	-112.19	资本支出	-5127.28	-5000.00	-5000.00	-5000.00
公允价值变动损益	31.17	0.00	0.00	0.00	其他	-3582.02	485.47	-83.17	-164.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-8709.30	-4514.53	-5083.17	-5164.06
营业利润	5332.87	5420.14	6067.73	7028.37	短期借款	66.19	-64.39	0.00	0.00
其他非经营损益	-30.28	0.00	0.00	0.00	长期借款	-73.23	0.00	0.00	0.00
利润总额	5302.59	5420.14	6067.73	7028.37	股权融资	-323.29	0.00	0.00	0.00
所得税	1037.96	1017.42	1106.35	1325.52	支付股利	-855.68	-1086.70	-1153.68	-1201.84
净利润	4264.63	4402.72	4961.38	5702.85	其他	1014.82	71.97	145.95	195.01
少数股东损益	-57.72	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-171.19	-1079.13	-1007.73	-1006.83
归属母公司股东净利润	4322.35	4402.72	4961.38	5702.85	现金流量净额	-1051.05	-28.98	1004.96	2107.33
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	7423.70	7394.72	8399.68	10507.01	成长能力				
应收和预付款项	2183.07	2700.34	2864.83	3155.65	销售收入增长率	9.05%	6.42%	9.34%	13.23%
存货	344.84	256.28	302.14	370.47	营业利润增长率	11.04%	1.64%	11.95%	15.83%
其他流动资产	5941.78	5427.27	5930.13	6642.58	净利润增长率	6.90%	3.24%	12.69%	14.94%
长期股权投资	282.91	282.91	282.91	282.91	EBITDA 增长率	11.39%	-8.48%	9.03%	11.90%
投资性房地产	170.09	170.09	170.09	170.09	获利能力				
固定资产和在建工程	28111.16	31518.85	34926.53	38334.22	毛利率	9.52%	9.52%	9.64%	9.75%
无形资产和开发支出	6494.95	6275.05	6055.16	5835.26	三费率	2.05%	2.33%	2.26%	2.19%
其他非流动资产	3225.36	3360.53	3154.62	2992.11	净利率	5.67%	5.50%	5.66%	5.75%
资产总计	54177.86	57386.04	62086.08	68290.31	ROE	12.08%	11.40%	11.70%	12.16%
短期借款	4064.39	4000.00	4000.00	4000.00	ROA	7.87%	7.67%	7.99%	8.35%
应付和预收款项	7779.17	8670.88	9251.28	10467.67	ROIC	13.30%	12.02%	12.30%	13.05%
长期借款	1664.28	1664.28	1664.28	1664.28	EBITDA/销售收入	10.70%	9.20%	9.17%	9.06%
其他负债	5377.17	4443.95	4757.73	5242.68	营运能力				
负债合计	18885.01	18779.11	19673.30	21374.63	总资产周转率	1.47	1.44	1.47	1.52
股本	974.01	974.01	974.01	974.01	固定资产周转率	3.25	3.29	3.85	4.69
资本公积	12848.69	12848.69	12848.69	12848.69	应收账款周转率	38.89	39.33	37.38	39.34
留存收益	20884.54	24200.56	28008.27	32509.28	存货周转率	260.36	241.16	283.48	266.17
归属母公司股东权益	34828.17	38142.25	41948.11	46451.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.17%	—	—	—
少数股东权益	464.67	464.67	464.67	464.67	资本结构				
股东权益合计	35292.85	38606.92	42412.79	46915.67	资产负债率	34.86%	32.72%	31.69%	31.30%
负债和股东权益合计	54177.86	57386.04	62086.08	68290.31	带息债务/总负债	32.98%	32.82%	31.33%	28.83%
					流动比率	1.03	1.04	1.11	1.20
					速动比率	1.01	1.03	1.09	1.18
					股利支付率	19.80%	24.68%	23.25%	21.07%
					每股指标				
					每股收益	1.26	1.29	1.45	1.67
					每股净资产	10.18	11.14	12.26	13.57
					每股经营现金	2.29	1.63	2.07	2.42
					每股股利	0.25	0.32	0.34	0.35
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	8051.05	7368.70	8033.93	8989.64					
PE	17.72	17.40	15.44	13.43					
PB	2.20	2.01	1.83	1.65					
PS	1.02	0.96	0.87	0.77					
EV/EBITDA	2.13	2.31	2.01	1.57					
股息率	1.12%	1.42%	1.51%	1.57%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn