

# 韵达股份 (002120.SZ)

## 买入(维持评级)

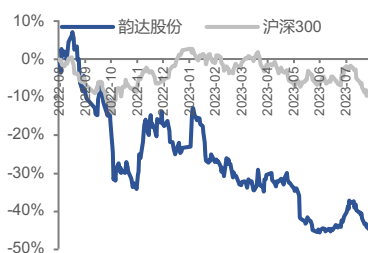
### 23H1 归母同比+57.7%，收入承压利润持续改善

当前价格: 9.67 元  
目标价格: 12.47 元

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2902/2815
总市值/流通市值 (百万元)	28065/27222
每股净资产 (元)	6.09
资产负债率 (%)	53.16
一年内最高/最低 (元)	18.61/9.46

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 陈照林  
执业证书编号: S0210522050006  
邮箱: czl3792@hfzq.com.cn

- 事件:** 韵达股份公布2023半年报。23H1公司实现营业收入215.7亿元, 同比-5.6%; 归母净利润8.7亿元, 同比+57.7%; 扣非归母净利润7.9亿元, 同比+48.0%。分季度看, 23Q1/Q2公司分别实现营业收入104.8亿元(同比-9.3%), 111.0亿元(同比-1.6%); 归母净利润3.6亿元(同比+3.2%), 5.1亿元(同比+156.3%); 扣非归母净利润3.5亿元(同比-13.8%), 4.4亿元(同比+234.1%)。
- 行业弱价格竞争明显, 量价承压。量:** 2023H1公司快递业务量为84.0亿件, 同比-1.6%, 市占率为14.1%, 同比-2.6pp, 通达系第三。23Q2公司快递业务量为45.8亿件, 同比+8.1%, 市占率14.0%, 同比-1.7pp。**价:** 2023H1公司ASP为2.45元, 同比-3.1%, 增速领先行业(同比-4.3%); 23Q2ASP为2.32元, 同比-8.4%。
- 成本改善下, 单票盈利情况持续修复。** 23H1公司实现营业收入215.7亿元, 同比-5.6%; 归母净利润8.7亿元, 同比+57.7%, 单票归母净利润0.10元, 同比+61.6%; 扣非归母净利润7.9亿元, 同比+48.0%, 单票扣非归母净利润0.09元, 同比+50.4%, 单票盈利增速同比大幅提升。其中, 23Q2公司实单票归母净利润0.11元, 同比+137.0%; 单票扣非归母净利润0.10元, 同比+209.0%。公司利润持续改善, 主要系成本端优化所致, 2023H1, 公司核心运营成本同比下降3.1%, 其中23Q2快递核心运营成本同比下降10.8%、环比下降14.6%
- 盈利预测与投资建议。** 行业端, 需求端增速下移, 件量增速趋于中速增长, 上市快递企业有产能利用率修复动力, 终端价格承压。公司端, 23H1业绩展现韵达经营改善决心。向前看, 我们看好在疫情消退需求恢复背景下, 行业经营环境改善, 公司综合服务能力的恢复和提升将持续助力公司成本费用端的改善, 经营实力持续在利润上兑现。考虑上半年行业弱价格竞争明显, 我们下调公司2023/24/25年归母净利至20/30/37亿元(前值2023/24/25: 28/35/41亿元), 对应EPS分别为: 0.70、1.04、1.28元。考虑行业供给竞争端温和价格竞争预期仍在, 我们给予公司12倍PE, 对应2024年目标价12.47元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 行业需求恢复不及预期风险; 价格战激化风险; 油价上涨风险。

#### 相关报告

- 《韵达股份(002120.SZ): 23Q1 归母净利同比+16.3%, 经营修复可期》2023.04.26
- 《韵达股份(002120.SZ): 22Q3 毛利率环比+0.8pp, 经营仍处恢复期》2022.11.01
- 《韵达股份深度报告: 行业向上 经营修复》2022.08.01

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,729	47,434	49,123	56,023	63,678
增长率 (%)	25	14	4	14	14
净利润(百万元)	1,477	1,483	2,040	3,017	3,721
增长率 (%)	5	0	38	48	23
EPS (元/股)	0.51	0.51	0.70	1.04	1.28
市盈率 (P/E)	19.0	18.9	13.8	9.3	7.5
市净率 (P/B)	1.8	1.7	1.5	1.3	1.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

**图表 1: 财务预测摘要**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,907	4,105	5,066	6,582	<b>营业收入</b>	47,434	49,123	56,023	63,678
应收票据及账款	1,367	1,023	719	626	营业成本	43,102	44,392	49,727	56,113
预付账款	424	436	489	552	税金及附加	131	206	216	213
存货	208	215	240	271	销售费用	413	428	446	507
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,553	1,474	1,681	1,910
其他流动资产	7,011	7,105	7,518	7,977	研发费用	308	319	362	412
流动资产合计	12,918	12,884	14,032	16,008	财务费用	461	151	148	155
长期股权投资	806	806	806	806	信用减值损失	-150	-110	-96	-118
固定资产	13,785	16,086	17,829	19,320	资产减值损失	-41	-14	-18	-24
在建工程	2,965	3,668	4,143	4,726	公允价值变动收益	31	-35	-33	-12
无形资产	4,308	4,733	5,209	5,361	投资收益	118	157	133	136
商誉	0	0	0	0	其他收益	541	541	541	541
其他非流动资产	3,290	3,356	3,407	3,448	<b>营业利润</b>	1,973	2,702	3,978	4,899
非流动资产合计	25,155	28,648	31,394	33,661	营业外收入	24	24	24	24
<b>资产合计</b>	<b>38,073</b>	<b>41,533</b>	<b>45,426</b>	<b>49,669</b>	营业外支出	58	58	58	58
短期借款	1,895	1,198	867	0	<b>利润总额</b>	1,939	2,668	3,944	4,865
应付票据及账款	5,322	6,368	6,864	7,669	所得税	438	602	890	1,098
预收款项	102	603	314	388	<b>净利润</b>	1,501	2,066	3,054	3,767
合同负债	1,380	1,464	2,087	2,084	少数股东损益	18	25	37	46
其他应付款	1,019	1,019	1,019	1,019	<b>归属母公司净利润</b>	1,483	2,040	3,017	3,721
其他流动负债	3,304	3,310	3,432	3,574	EPS (摊薄)	0.51	0.70	1.04	1.28
流动负债合计	13,023	13,963	14,582	14,736					
长期借款	647	1,152	1,658	2,163					
应付债券	6,315	6,315	6,315	6,315					
其他非流动负债	1,004	1,004	1,004	1,004					
非流动负债合计	7,966	8,472	8,977	9,482					
<b>负债合计</b>	<b>20,989</b>	<b>22,435</b>	<b>23,559</b>	<b>24,218</b>					
归属母公司所有者权益	16,976	18,965	21,697	25,236					
少数股东权益	107	132	169	215					
<b>所有者权益合计</b>	<b>17,084</b>	<b>19,097</b>	<b>21,867</b>	<b>25,451</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>38,073</b>	<b>41,533</b>	<b>45,426</b>	<b>49,669</b>					

<b>现金流量表</b>				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,291</b>	<b>6,574</b>	<b>6,780</b>	<b>7,590</b>
现金收益	4,238	4,729	6,114	7,152
存货影响	-28	-6	-26	-31
经营性应收影响	41	345	270	54
经营性应付影响	-166	1,548	206	880
其他影响	1,206	-42	216	-465
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,802</b>	<b>-5,882</b>	<b>-5,560</b>	<b>-5,376</b>
资本支出	-2,800	-5,940	-5,607	-5,456
股权投资	13	0	0	0
其他长期资产变化	-1,015	58	47	80
<b>融资活动现金流</b>	<b>-713</b>	<b>-494</b>	<b>-259</b>	<b>-698</b>
借款增加	875	-192	174	-361
股利及利息支付	-537	-530	-436	-453
股东融资	1	0	0	0
其他影响	-1,052	228	3	116

<b>主要财务比率</b>				
	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	13.7%	3.6%	14.0%	13.7%
EBIT 增长率	15.5%	17.5%	45.2%	22.7%
归母净利润增长率	0.4%	37.6%	47.8%	23.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	9.1%	9.6%	11.2%	11.9%
净利率	3.2%	4.2%	5.5%	5.9%
ROE	8.7%	10.7%	13.8%	14.6%
ROIC	11.8%	12.7%	16.2%	17.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	55.1%	54.0%	51.9%	48.8%
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.1
速动比率	1.0	0.9	0.9	1.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.3
应收账款周转天数	11	9	6	4
存货周转天数	2	2	2	2
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.51	0.70	1.04	1.28
每股经营现金流	1.82	2.27	2.34	2.62
每股净资产	5.85	6.53	7.48	8.70
<b>估值比率</b>				
P/E	18.9	13.8	9.3	7.5
P/B	1.7	1.5	1.3	1.1

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn