

# 韵达股份 (002120.SZ)

## 疫情影响可控，单票盈利同比大幅改善

**买入**

### 核心观点

**21年四季度和22年一季度业绩实现高增长。**2021年全年营收417.3亿元(+24.6%)，扣非归母净利润14.0亿元(+15.9%)；21年四季度单季营收131.3亿元(+26.1%)，扣非归母净利润7.0亿元(+96%)；2022年一季度单季营收115.5亿元(+38.7%)，扣非归母净利润4.0亿元(+122%)。在一季度疫情防控背景下，公司业绩表现稳健。

**公司业务量维持较快增长态势，价格稳健，疫情影响整体可控。**公司四季度和一季度业务量分别实现了20%和31%的较快增长，其中，3月中下旬，深圳、上海等城市因为疫情陆续实施封控管理，造成快递企业经营效率下降，导致日均业务量小幅受损，从而看到公司3月业务量增速下降至5%，整体影响可控。公司一季度市占率同比增加约1.4个百分点至17.8%。2021年二季度以来，监管机构规范快递行业非理性竞争行为，价格战持续缓和，尤其是进入四季度旺季以后，通达系等龙头快递公司形成价格联盟，同步上调快递单价，且一季度价格维持稳健，四季度和一季度公司单票快递价格同比升幅分别为1.9%和14.9%（其中一季度菜鸟裹裹业务的统计口径变化对单价有小幅影响）。

**公司四季度及一季度单票盈利同比明显改善，资本开支高点已过。**公司四季度和一季度单票快递净利分别约为0.13元和0.09元，同比均明显改善（20Q4和21Q1分别约为0.08元和0.05元），其中，四季度单票快递净利环比提升主要是得益于竞争缓和、旺季涨价；一季度单票快递净利环比有所下降主要是因为一季度业务量环比下降会导致固定成本摊销增厚、油价环比上涨以及防疫成本上升。公司四季度和一季度的资本开支分别为27.5亿元和13.7亿元，同比变化分别为+34%和+7.5%，2021年是公司的资本开支大年（全年资本开支82亿元），分拣中转中心的自建占比实现大幅提升，预计未来两年资本开支将明显下降。此外，一季度的公允价值变动损失和信用减值损失均是短期因素造成，不具有持续性。

**风险提示：**国内疫情变化；价格竞争恶化；电商快递需求增长低于预期。

**投资建议：**上调盈利预测，维持“买入”评级。

由于一季度价格表现略超预期，我们上调公司盈利预测，预计2022-2024年归母净利润分别为23.7/32.0/38.9亿元（22-23年调整幅度+18.5%/+15.2%），分别同比增长60%/35%/22%。考虑到疫情对公司影响可控，维持公司“买入”评级，现在股价对应22-23年EPS的PE估值分别为18X、13X。

### 盈利预测和财务指标

|             | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 33,500 | 41,729 | 51,671 | 60,879 | 70,924 |
| (+/-%)      | -2.6%  | 24.6%  | 23.8%  | 17.8%  | 16.5%  |
| 净利润(百万元)    | 1404   | 1477   | 2369   | 3196   | 3890   |
| (+/-%)      | -46.9% | 5.1%   | 60.4%  | 34.9%  | 21.7%  |
| 每股收益(元)     | 0.48   | 0.51   | 0.82   | 1.10   | 1.34   |
| EBIT Margin | 5.0%   | 3.9%   | 6.4%   | 6.9%   | 7.0%   |
| 净资产收益率(ROE) | 9.8%   | 9.4%   | 13.6%  | 16.2%  | 17.4%  |
| 市盈率(PE)     | 30.1   | 28.6   | 17.8   | 13.2   | 10.9   |
| EV/EBITDA   | 18.8   | 18.1   | 12.6   | 10.3   | 9.0    |
| 市净率(PB)     | 2.94   | 2.68   | 2.42   | 2.15   | 1.89   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 交通运输·物流

**证券分析师：姜明**

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

**证券分析师：罗丹**

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

#### 基础数据

|            |                |
|------------|----------------|
| 投资评级       | 买入(维持)         |
| 合理估值       |                |
| 收盘价        | 14.56元         |
| 总市值/流通市值   | 42268/40914百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 23.38/12.80元   |
| 近3个月日均成交额  | 257.04百万元      |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《韵达股份-002120-21年三季报点评：收入端派费调整滞后拖累盈利，期待旺季表现》——2021-11-01
- 《韵达股份-002120-21年中报财报点评：毛利同比正增长，维持核心竞争力》——2021-09-04
- 《韵达股份-002120-20年年报及21年一季度财报点评：毛利改善，非经营因素拖累净利》——2021-05-01
- 《韵达股份-002120-20年三季报财报点评：持续降价抢量，业绩符合预期》——2020-11-02
- 《韵达股份-002120-深度报告：不急不躁，积跬步以至千里》——2020-09-22

**21 年四季度和 22 年一季度业绩实现高增长。**2021 年全年营收 417.3 亿元（+24.6%），扣非归母净利润 14.0 亿元（+15.9%）；21 年四季度单季营收 131.3 亿元（+26.1%），扣非归母净利润 7.0 亿元（+96%）；2022 年一季度单季营收 116.5 亿元（+38.7%），扣非归母净利润 4.0 亿元（+122%）。在一季度疫情防控背景下，公司业绩表现稳健。

图1：韵达股份累计营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：韵达股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：韵达股份累计归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：韵达股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

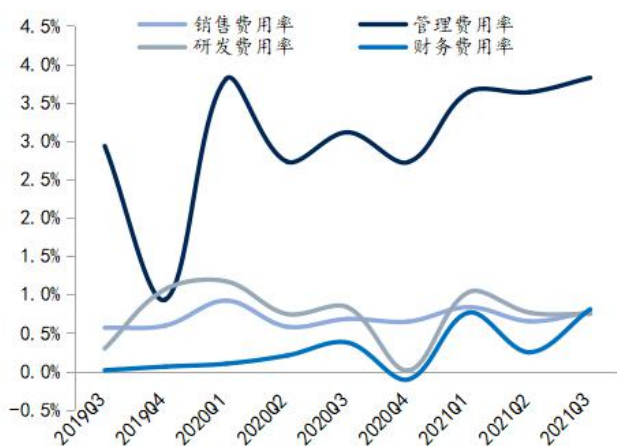


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司业务量维持较快增长态势，价格稳健，疫情影响整体可控。**公司四季度和一季度业务量分别实现了 20% 和 31% 的较快增长，其中，3 月中下旬，深圳、上海等城市因为疫情陆续实施封控管理，造成快递企业经营效率下降，导致日均业务量小幅受损，从而看到公司 3 月业务量增速下降至 5%，整体影响可控。公司一季度市占率同比增加约 1.4 个百分点至 17.8%。2021 年二季度以来，监管机构规范快递行业非理性竞争行为，价格战持续缓和，尤其是进入四季度旺季以后，通达系等龙头快递公司形成价格联盟，同步上调快递单价，且一季度价格维持稳健，四季度和一季度公司单票快递价格同比升幅分别为 1.9% 和 14.9%（其中一季度菜鸟裹裹业务的统计口径变化对单价有小幅影响）。

公司四季度及一季度单票盈利同比明显改善，资本开支高点已过。公司四季度和一季度单票快递净利分别约为 0.13 元和 0.09 元，同比均明显改善（20Q4 和 21Q1 分别约为 0.08 元和 0.05 元），其中，四季度单票快递净利环比提升主要是得益于竞争缓和、旺季涨价；一季度单票快递净利环比有所下降主要是因为一季度业务量环比下降会导致固定成本摊销增厚、油价环比上涨以及防疫成本上升。公司四季度和一季度的资本开支分别为 27.5 亿元和 13.7 亿元，同比变化分别为+34% 和+7.5%，2021 年是公司的资本开支大年（全年资本开支 82 亿元），分拣中转中心的自建占比实现大幅提升，预计未来两年资本开支将明显下降。此外，一季度的公允价值变动损失和信用减值损失均是短期因素造成，不具有持续性。

图5：韵达股份费用率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：韵达股份毛利率及归母净利率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**由于一季度价格表现略超预期，我们上调公司盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 23.7/32.0/38.9 亿元（22-23 年调整幅度 +18.5%/+15.2%），分别同比增长 60%/35%/22%。考虑到疫情对公司影响可控，维持公司“买入”评级，现在股价对应 22-23 年 EPS 的 PE 估值分别为 18X、13X。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 利润表（百万元）          | 2020        | 2021          | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 4010         | 3174         | 3582         | 3102         | 3187         | 营业收入              | 33500       | 41729         | 51671         | 60879         | 70924         |
| 应收款项             | 997          | 1897         | 2548         | 3503         | 4469         | 营业成本              | 30320       | 37951         | 45801         | 53680         | 62484         |
| 存货净额             | 130          | 181          | 231          | 284          | 348          | 营业税金及附加           | 64          | 107           | 129           | 152           | 177           |
| 其他流动资产           | 1945         | 2812         | 3100         | 3531         | 4114         | 销售费用              | 229         | 317           | 362           | 426           | 496           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>13587</b> | <b>11680</b> | <b>11461</b> | <b>13420</b> | <b>16618</b> | 管理费用              | 1008        | 1467          | 1771          | 2056          | 2368          |
| 固定资产             | 11400        | 16308        | 20117        | 21922        | 22510        | 研发费用              | 205         | 267           | 310           | 365           | 426           |
| 无形资产及其他          | 2552         | 4227         | 4059         | 3891         | 3723         | 财务费用              | 45          | 214           | 291           | 286           | 255           |
| 投资性房地产           | 1869         | 2990         | 2990         | 2990         | 2990         | 投资收益              | 229         | 124           | 104           | 189           | 248           |
| 长期股权投资           | 92           | 819          | 819          | 819          | 819          | 资产减值及公允价值变动       | (40)        | (95)          | (80)          | (30)          | (20)          |
| <b>资产总计</b>      | <b>29501</b> | <b>36025</b> | <b>39446</b> | <b>43042</b> | <b>46660</b> | 其他收入              | (251)       | 225           | (310)         | (365)         | (426)         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 1660         | 2552         | 2837         | 2531         | 1247         | 营业利润              | 1772        | 1927          | 3031          | 4072          | 4946          |
| 应付款项             | 4348         | 5380         | 6314         | 7105         | 8283         | 营业外净收支            | (20)        | (62)          | (50)          | (50)          | (50)          |
| 其他流动负债           | 3426         | 3921         | 4628         | 5418         | 6316         | <b>利润总额</b>       | <b>1752</b> | <b>1865</b>   | <b>2981</b>   | <b>4022</b>   | <b>4896</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>9435</b>  | <b>11853</b> | <b>13779</b> | <b>15054</b> | <b>15847</b> | 所得税费用             | 328         | 369           | 581           | 784           | 955           |
| 长期借款及应付债券        | 5320         | 7373         | 7143         | 7143         | 7143         | 少数股东损益            | 20          | 19            | 31            | 42            | 51            |
| 其他长期负债           | 288          | 912          | 957          | 1010         | 1075         | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>1404</b> | <b>1477</b>   | <b>2369</b>   | <b>3196</b>   | <b>3890</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>5608</b>  | <b>8285</b>  | <b>8100</b>  | <b>8153</b>  | <b>8218</b>  | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b>   | <b>2022E</b>  | <b>2023E</b>  | <b>2024E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>15043</b> | <b>20138</b> | <b>21879</b> | <b>23207</b> | <b>24065</b> | 净利润               | 1404        | 1477          | 2369          | 3196          | 3890          |
| 少数股东权益           | 80           | 96           | 119          | 149          | 186          | 资产减值准备            | 0           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 股东权益             | 14378        | 15790        | 17449        | 19686        | 22409        | 折旧摊销              | 1364        | 1824          | 1781          | 2134          | 2361          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>29501</b> | <b>36025</b> | <b>39446</b> | <b>43042</b> | <b>46660</b> | 公允价值变动损失          | 40          | 95            | 80            | 30            | 20            |
|                  |              |              |              |              |              | 财务费用              | 45          | 214           | 291           | 286           | 255           |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2020</b>  | <b>2021</b>  | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | 营运资本变动            | (1672)      | (788)         | 695           | 195           | 529           |
| 每股收益             | 0.48         | 0.51         | 0.82         | 1.10         | 1.34         | 其它                | 11          | 14            | 22            | 30            | 37            |
| 每股红利             | 0.21         | 0.15         | 0.24         | 0.33         | 0.40         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>1147</b> | <b>2621</b>   | <b>4947</b>   | <b>5586</b>   | <b>6837</b>   |
| 每股净资产            | 4.96         | 5.44         | 6.01         | 6.78         | 7.72         | 资本开支              | 0           | (6530)        | (5501)        | (3801)        | (2801)        |
| ROIC             | 12.47%       | 6.70%        | 12%          | 15%          | 17%          | 其它投资现金流           | 495         | 2888          | 1618          | (1000)        | (1500)        |
| ROE              | 9.77%        | 9.35%        | 14%          | 16%          | 17%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>496</b>  | <b>(4370)</b> | <b>(3883)</b> | <b>(4801)</b> | <b>(4301)</b> |
| 毛利率              | 9%           | 9%           | 11%          | 12%          | 12%          | 权益性融资             | (131)       | 74            | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 5%           | 4%           | 6%           | 7%           | 7%           | 负债净变化             | 0           | 142           | (230)         | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 9%           | 8%           | 10%          | 10%          | 10%          | 支付股利、利息           | (621)       | (429)         | (711)         | (959)         | (1167)        |
| 收入增长             | -3%          | 25%          | 24%          | 18%          | 16%          | 其它融资现金流           | 1809        | 1414          | 285           | (306)         | (1284)        |
| 净利润增长率           | -47%         | 5%           | 60%          | 35%          | 22%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>436</b>  | <b>912</b>    | <b>(655)</b>  | <b>(1265)</b> | <b>(2451)</b> |
| 资产负债率            | 51%          | 56%          | 56%          | 54%          | 52%          | <b>现金净变动</b>      | <b>2079</b> | <b>(836)</b>  | <b>408</b>    | <b>(480)</b>  | <b>85</b>     |
| 股息率              | 1.5%         | 1.0%         | 1.7%         | 2.3%         | 2.8%         | 货币资金的期初余额         | 1931        | 4010          | 3174          | 3582          | 3102          |
| P/E              | 30.1         | 28.6         | 17.8         | 13.2         | 10.9         | 货币资金的期末余额         | 4010        | 3174          | 3582          | 3102          | 3187          |
| P/B              | 2.9          | 2.7          | 2.4          | 2.1          | 1.9          | 企业自由现金流           | 0           | (4195)        | (370)         | 1909          | 4092          |
| EV/EBITDA        | 18.8         | 18.1         | 12.6         | 10.3         | 9.0          | 权益自由现金流           | 0           | (2639)        | (549)         | 1373          | 2603          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032