

韵达股份(002120.SZ) / 物流 证券研究报告/公司点评

2022 年 4 月 28 日

评级：买入（维持）

市场价格：14.09

分析师：皇甫晓晗

执业证书编号：S0740521040001

电话：021-20315125

Email: huangfuxh@r.qlzq.com.cn

研究助理：王旭晖

Email: wangxh@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	33,500	41,729	53,517	62,905	72,437
营业收入增速	13%	12%	13%	14%	15%
归属于母公司的净利润	1,404	1,477	2,517	3,099	3,670
净利润增长率	-2%	5%	70%	23%	18%
摊薄每股收益(元)	0.48	0.51	0.87	1.07	1.27
每股现金流量(元)	0.40	0.90	2.05	2.30	2.50
净资产收益率	10%	9%	14%	15%	15%
市盈率(倍)	30	29	17	14	12
PEG	-7.4	-1.6	-10.1	0.5	0.3
市净率	2.9	2.7	2.3	2.0	1.7

备注：股价选取日期为 2022 年 4 月 28 日收盘价。

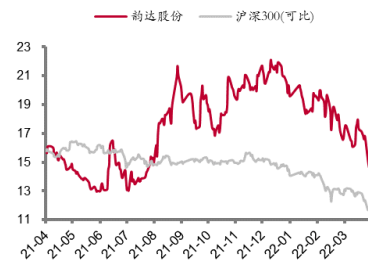
投资要点

- **核心观点：行业弱竞争状态下，韵达连续两个季度的业绩展现盈利弹性，预计 22 年将继续享受行业红利，持续释放盈利弹性。**
- **上调盈利预测，维持“买入”评级。**2021 年行业价格战趋缓，2022 年一季度行业价格仍维持高景气度。考虑到行业强监管态势大概率持续，主要企业竞争战略仍未改变，且 2021 年三季度以前韵达单票净利仍处低位，全年盈利弹性较大。我们上调韵达股份 2022-2024 年归母净利润预测为 25/31/37 亿元(此前预测 2022/2023 年为 15/16 亿元)，对应 EPS 为 0.87/1.07/1.27 元(此前预测 2022/2023 年为 0.51/0.56 元)，维持“买入”评级。
- **释放盈利弹性，拐点如期而至。**21 全年公司归母净利润 14.77 亿元，扣非后归母净利润 14.02 亿元，同比增长 16%。其中四季度扣非后归母净利润 6.96 亿元，同比增长 96%。2022 年一季度，韵达归母净利润 3.47 亿元，扣非归母净利润 4 亿元，同比增长 122%。2021 年，行政干预叠加企业旺季涨价，公司在 21 年 Q4 和 22 年 Q1 展现了显著的盈利弹性。单票净利来看，一季度韵达单票净利 0.09 元，同比增长 0.04 元，环比四季度下降 0.04 元。我们认为主要受春节件量较少，规模效应减弱，以及油价上涨和 3 月疫情影响。
- **单价依然坚挺，成本持续改善。**2021 年韵达完成业务量 184 亿件，同比增长 30%，市场份额稳定在 17%，持续位居行业第二。2021 年，韵达单票收入 2.14 元，同比下降 4%；单票运输成本 0.51 元，同比下降 7.3%，单票操作中心成本 0.31 元，同比下降 5.5%。2021 年四季度，公司单票收入 2.53 元，同比增长 0.04 元，环比增长 0.22 元。2022 年一季度，公司单票收入 2.53 元，同比增长 0.33 元，环比增长 0.23 元。主要系 2022 年一季度快递行业价格依然坚挺，2021 年 11 月份的涨价在一季度延续。
- **修复行情持续演绎，公司或将继续受益。**2021 年，行政干预减缓竞争压力，快递行业迎阶段性修复行情。2022 年，行业监管态势大概率持续，主要企业竞争战略仍未改变，我们预计疫情和油价上涨对成本端的影响，有望向价格端传导，本轮行情演绎或再超预期。韵达 2021 年三季度以前单票净利较低，2022 年盈利弹性较大。
- **风险提示事件：相关政策的实施仍有不确定性，价格战仍有加剧的可能；疫情对业务的影响风险；油价波动的风险；行业长期成本曲线若走平，将不利于企业之间的分化。**

基本状况

总股本(百万股)	2903
流通股本(百万股)	2810
市价(元)	14.09
市值(亿元)	409
流通市值(亿元)	396

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 韵达股份 2021 三季报点评：单价环比回升，利润修复初现（2021.11.01）
- 韵达股份 2021 中报点评：成本大幅下降，费用显著提升（2021.09.03）
- 韵达股份 2020 年报及 2021 一季报点评：公司实力提升，迎接阶段复苏

图表 1: 公司财务数据及盈利预测

损益表 (人民币百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	33,500	41,729	53,517	62,905	72,437
增长率	13%	12%	13%	14%	15%
营业成本	-30,320	-37,951	-47,455	-55,788	-64,276
% 销售收入	90.5%	90.9%	88.7%	88.7%	88.7%
毛利	3,181	3,778	6,062	7,117	8,161
% 销售收入	9.5%	9.1%	11.3%	11.3%	11.3%
营业税金及附加	-64	-107	-134	-157	-181
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-229	-317	-391	-447	-500
% 销售收入	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	-951	-1,361	-1,873	-2,139	-2,390
% 销售收入	2.8%	3.3%	3.5%	3.4%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	1,879	1,887	3,496	4,206	4,921
% 销售收入	5.6%	4.5%	6.5%	6.7%	6.8%
财务费用	-45	-214	-265	-277	-260
% 销售收入	0.1%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
资产减值损失	40	95	140	50	-5
公允价值变动收益	-40	-95	33	38	55
投资收益	229	124	100	229	229
% 税前利润	13.1%	6.7%	3.2%	5.8%	4.9%
营业利润	2,063	1,797	3,503	4,246	4,939
营业利润率	6.2%	4.3%	6.5%	6.7%	6.8%
营业外收支	-20	-62	-52	-52	-52
税前利润	1,752	1,865	3,148	3,976	4,707
利润率	5.2%	4.5%	5.9%	6.3%	6.5%
所得税	-328	-369	-598	-835	-989
所得税率	18.7%	19.8%	19.0%	21.0%	21.0%
净利润	1,424	1,496	2,550	3,141	3,719
少数股东损益	20	19	33	41	49
归属于母公司的净利润	1,404	1,477	2,517	3,099	3,670
净利率	4.2%	3.5%	4.7%	4.9%	5.1%
	5.15%	70.46%	23.12%	18.41%	
现金流量表 (人民币百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,424	1,496	2,550	3,141	3,719
加: 折旧和摊销	1,364	1,824	2,356	2,693	2,933
资产减值准备	0	0	0	0	0
公允价值变动损失	40	95	90	90	90
财务费用	-45	-214	-265	-277	-260
投资收益	229	124	100	229	229
少数股东损益	20	19	33	41	49
营运资金的变动	-1,672	-788	940	739	523
经营活动现金净流	1,148	2,625	5,933	6,658	7,260
固定资本投资	0	-6,530	-7,120	-5,520	-4,420
投资活动现金净流	496	-4,370	-6,402	-5,520	-4,420
股利分配	-533	-142	-242	-298	-353
其他	968	1,051	949	0	0
筹资活动现金净流	435	909	707	-298	-353
现金净流量	2,079	-836	237	840	2,487

资产负债表 (人民币百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,010	3,174	3,411	4,251	6,739
应收款项	997	1,897	1,452	1,706	1,965
存货	130	181	226	266	307
其他流动资产	8,450	6,429	6,506	7,138	7,781
流动资产	13,587	11,680	11,594	13,361	16,791
% 总资产	46.1%	32.4%	28.2%	29.3%	33.3%
长期投资	3,082	4,309	4,309	4,309	4,309
固定资产	11,400	16,308	20,552	22,958	24,125
% 总资产	38.6%	45.3%	50.0%	50.3%	47.8%
无形资产	2,552	4,227	4,658	4,989	5,220
非流动资产	15,913	24,345	29,519	32,256	33,654
% 总资产	53.9%	67.6%	71.8%	70.7%	66.7%
资产总计	29,501	36,025	41,113	45,618	50,444
短期借款	1,660	2,552	3,000	3,000	3,000
应付款项	4,348	5,380	6,219	7,025	7,606
其他流动负债	3,426	3,921	4,916	5,777	6,661
流动负债	9,435	11,853	14,136	15,802	17,267
长期贷款	0	142	142	142	142
其他长期负债	5,608	8,143	8,643	8,643	8,643
负债	15,043	20,138	22,921	24,588	26,053
普通股股东权益	14,378	15,790	18,066	20,867	24,184
少数股东权益	80	96	126	163	208
负债股东权益合计	29,501	36,025	41,113	45,618	50,444
比率分析					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标					
每股收益 (元)	0.48	0.51	0.87	1.07	1.27
每股净资产 (元)	4.96	5.44	6.23	7.20	8.34
每股经营现金净流 (元)	0.40	0.90	2.05	2.30	2.50
每股股利 (元)	0.18	0.05	0.08	0.10	0.12
回报率					
净资产收益率	9.77%	9.35%	13.93%	14.85%	15.18%
总资产收益率	4.76%	4.10%	6.12%	6.79%	7.28%
投入资本收益率	49.24%	17.29%	11.19%	15.08%	13.96%
增长率					
营业总收入增长率	13.42%	12.06%	12.92%	14.18%	15.05%
EBIT增长率	-43.37%	2.91%	83.91%	19.37%	16.35%
净利润增长率	-46.94%	5.15%	70.46%	23.12%	18.41%
总资产增长率	31.13%	22.12%	14.12%	10.96%	10.58%
资产管理能力					
应收账款周转天数	10.9	16.6	9.9	9.9	9.9
存货周转天数	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6
应付账款周转天数	54.6	54.0	50.0	48.0	45.0
固定资产周转天数	3.5	3.0	2.8	3.0	3.2
偿债能力					
净负债/股东权益	1.04	1.27	1.26	1.17	1.07
EBIT利息保障倍数	-41.9	-8.8	-13.2	-15.2	-18.9
资产负债率	50.99%	55.90%	55.75%	53.90%	51.65%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

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; 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 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)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。