

2023年08月29日

韵达股份（002120.SZ）

价格维护良好，毛利率提升显著

投资要点

韵达股份发布 23H1 半年报：23H1 实现营业收入 215.74 亿元，同比下降 5.58%；归属于上市公司股东的净利润 8.69 亿元，同比增长 57.68%；扣非后净利润 7.89 亿元，同比增长 47.97%；基本每股收益 0.30 元，同比增长 58.06%。

◆ **收入略有下滑，降幅环比收窄**：23H1 公司实现营收 215.74 亿元，同比下降 5.58%。其中，23Q2 实现营收 111.00 亿元，同比下降 1.56%，降幅环比 23Q1（9.31%）大幅收窄。

◆ **价格维护良好，业务量略受影响**上半年电商快递争相降价的情况下，韵达单票价格实现 2.45 元，同比下降 3.16%，明显低于行业平均降幅 4.28%。同时，价格坚挺对业务量产生一定影响。23H1 公司完成快递业务量 84.02 亿件，同比下降 1.63%。市占率 14.12%，在 A 股上市同业公司中仍保持第二名。

◆ **成本费用控制得当，23Q2 毛利率净利率显著提升**：23Q2 公司营收同比下降 1.56%，营业成本同比下降 6.39%，实现销售毛利率 11.28%，销售净利率 4.59%，同比分别提升 66.92%和 165.73%，一定程度上反映了公司良好的成本费用控制能力。

◆ **发力网格仓建设，提升末端能力**：公司通过推进网格仓的建设运营，构建多种模式相结合、互为补充的末端投递服务新格局，合理缓解加盟商平均投资强度，充分发挥末端自动化的集约效应、辐射效应和支线车的规模效应，不断降低末端运营成本，提高加盟商盈利能力。截至报告期末，公司正式投入运营的网格仓数量为 433 个。

◆ **调整盈利预测，维持“买入-A”评级**：公司在电商快递经营底蕴深厚，上半年发布股权激励，第一个行权期业绩考核指标为 24 年归母净利不低于 35 亿元或以 23 年公司完成业务量为基数，24 年业务量增速不低于行业平均水平。我们综合考虑公司成本控制能力和股权激励给业绩增长注入的动力，预测 2023 -2025 年每股收益分别为 0.68、0.81 和 0.98 元，对应 PE 分别为 14.1、12.0 和 9.9。

◆ **风险提示**：阶段性价格波动较大、快递复苏低于预期

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,729	47,434	49,450	56,783	64,676
YoY(%)	24.6	13.7	4.3	14.8	13.9
净利润(百万元)	1,477	1,483	1,988	2,338	2,836
YoY(%)	5.1	0.4	34.0	17.7	21.3
毛利率(%)	9.1	9.1	10.1	10.2	10.3
EPS(摊薄/元)	0.51	0.51	0.68	0.81	0.98
ROE(%)	9.4	8.8	10.6	11.3	12.1
P/E(倍)	19.0	18.9	14.1	12.0	9.9
P/B(倍)	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2
净利率(%)	3.5	3.1	4.0	4.1	4.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

交通运输 | 快递III

投资评级

买入-A(维持)

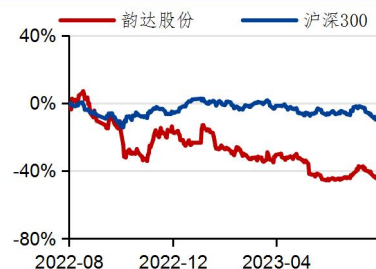
股价(2023-08-28)

9.67 元

交易数据

总市值(百万元)	28,064.89
流通市值(百万元)	27,222.08
总股本(百万股)	2,902.26
流通股本(百万股)	2,815.11
12 个月价格区间	18.15/9.56

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.04	-14.95	-37.28
绝对收益	-3.88	-17.51	-45.92

分析师

凌军

SAC 执业证书编号：S0910523030001
lingjun1@huajinsc.cn

相关报告



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11680	12918	13659	15847	18059
现金	3174	3907	4437	6108	8053
应收票据及应收账款	1507	1367	1629	1812	2107
预付账款	284	424	315	533	432
存货	181	208	193	267	256
其他流动资产	6535	7011	7086	7127	7211
非流动资产	24345	25155	25054	26540	27782
长期投资	819	806	939	1074	1215
固定资产	13816	13785	13339	14081	14586
无形资产	4227	4308	4897	5517	6109
其他非流动资产	5483	6256	5880	5867	5872
资产总计	36025	38073	38713	42387	45841
流动负债	11853	13023	12339	14015	14959
短期借款	2028	1895	1962	1928	1945
应付票据及应付账款	5380	5322	5711	6945	7455
其他流动负债	4445	5806	4666	5141	5560
非流动负债	8285	7966	7431	7346	7167
长期借款	7373	6962	6426	6341	6162
其他非流动负债	912	1004	1004	1004	1004
负债合计	20138	20989	19769	21360	22126
少数股东权益	96	107	131	160	194
股本	2903	2902	2902	2902	2902
资本公积	2867	2889	2889	2889	2889
留存收益	10057	11397	13154	15265	17821
归属母公司股东权益	15790	16976	18813	20867	23521
负债和股东权益	36025	38073	38713	42387	45841

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2989	5291	4447	5614	5875
净利润	1496	1501	2012	2367	2871
折旧摊销	1916	2276	1858	2037	2364
财务费用	214	461	218	176	118
投资损失	-124	-118	-170	-160	-143
营运资金变动	-977	562	516	1166	639
其他经营现金流	465	609	13	29	27
投资活动现金流	-5857	-3802	-1601	-3392	-3490
筹资活动现金流	2290	-713	-2316	-551	-440

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.51	0.51	0.68	0.81	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	1.03	1.82	1.53	1.93	2.02
每股净资产(最新摊薄)	5.44	5.85	6.48	7.19	8.10

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	41729	47434	49450	56783	64676
营业成本	37951	43102	44434	50974	57997
营业税金及附加	107	131	108	134	160
营业费用	317	413	413	474	540
管理费用	1467	1553	1236	1420	1488
研发费用	267	308	320	368	419
财务费用	214	461	218	176	118
资产减值损失	-27	-191	-135	-169	-194
公允价值变动收益	-95	31	-13	-29	-27
投资净收益	124	118	170	160	143
营业利润	1927	1973	2743	3200	3878
营业外收入	15	24	17	17	18
营业外支出	77	58	77	61	68
利润总额	1865	1939	2682	3156	3828
所得税	369	438	671	789	957
税后利润	1496	1501	2012	2367	2871
少数股东损益	19	18	24	28	34
归属母公司净利润	1477	1483	1988	2338	2836
EBITDA	4295	4673	4753	5363	6303

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	24.6	13.7	4.3	14.8	13.9
营业利润(%)	8.8	2.4	39.0	16.7	21.2
归属于母公司净利润(%)	5.1	0.4	34.0	17.7	21.3
获利能力					
毛利率(%)	9.1	9.1	10.1	10.2	10.3
净利率(%)	3.5	3.1	4.0	4.1	4.4
ROE(%)	9.4	8.8	10.6	11.3	12.1
ROIC(%)	7.3	6.6	7.7	8.3	9.1
偿债能力					
资产负债率(%)	55.9	55.1	51.1	50.4	48.3
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5
应收账款周转率	38.2	33.0	33.0	33.0	33.0
应付账款周转率	7.8	8.1	8.1	8.1	8.1
估值比率					
P/E	19.0	18.9	14.1	12.0	9.9
P/B	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.4	6.7	6.1	5.1	4.0

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

凌军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn