

# 韵达股份 (002120.SZ)

## 三季度价格竞争拖累盈利，市场份额环比提升

买入

### 核心观点

**2023年三季度公司业绩承压。**2023年前三季度营收328.4亿元(同比-6.8%)，归母净利润11.6亿元(同比+56.1%)，扣非归母净利润9.7亿元(同比+39.1%)；2023年三季度单季营收112.6亿元(同比-9.2%)，归母净利润3.0亿元(同比+51.5%)，扣非归母净利润1.8亿元(+10.2%)。

**公司三季度业务量稳定增长，去年一季度以来单季市场份额首次实现环比提升，快递单价同比及环比均下降明显。**23年三季度，韵达由于网络经营逐步稳定以及积极降价抢量，三季度实现业务量48.7亿件，同比增长6.4%。公司三季度市场份额达到14.5%，同比减少了1.4个百分点，环比增加了0.5个百分点。由于今年三季度行业竞争加剧，公司三季度快递单票价格为2.22元，同比下降了14.2%，环比减少了0.18元。

**韵达三季度单票成本优化显著，单票扣非净利同比持平。**韵达网络经营逐步稳定，网络经营效率提升，成本优化明显，三季度单票核心经营成本(中转+运输)为0.82元，同比下降18%、环比下降4%。同时，韵达积极优化改善期间费用，三季度期间费用率为5.2%，同比减少0.9个百分点、环比减少0.5个百分点。但是公司三季度盈利能力受到了价格竞争的拖累，单票价格也下降明显，从而导致单票扣非净利仅为0.04元，同比基本持平、环比减少0.05元。公司23年前三季度的资本开支为18.1亿元，同比小幅下降(22年前三季度为22.9亿元)。公司前三季度资产负债率为50.75%，有所优化(22年前三季度为56.28%、23年上半年为53.16%)。

**风险提示：**价格竞争恶化；电商快递需求增长低于预期。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑行业价格竞争加剧，下调公司盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为18.8/27.3/34.7亿元(23-25年调整幅度分别为-31%/-22%/-14%)，分别同比增长27%/45%/27%。考虑到现在行业竞争格局正处于龙头向寡头过渡的关键时点，而公司经营质量已经开始边际改善，维持公司“买入”评级，现在股价对应23-24年EPS的PE估值分别为14X、10X。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,729	47,434	47,567	56,021	64,256
(+/-%)	24.6%	13.7%	0.3%	17.8%	14.7%
净利润(百万元)	1477	1483	1880	2734	3466
(+/-%)	5.1%	0.4%	26.8%	45.4%	26.8%
每股收益(元)	0.51	0.51	0.65	0.94	1.20
EBIT Margin	3.9%	4.1%	5.6%	6.2%	6.8%
净资产收益率(ROE)	9.4%	8.7%	10.3%	13.5%	15.3%
市盈率(PE)	18.2	18.1	14.3	9.8	7.7
EV/EBITDA	13.6	11.6	10.6	8.6	7.4
市净率(PB)	1.70	1.58	1.47	1.33	1.18

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：罗丹**

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

**证券分析师：高晟**

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	9.25元
总市值/流通市值	26818/26040百万元
52周最高价/最低价	15.43/8.77元
近3个月日均成交额	213.96百万元

#### 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.SZ)——一季度单票扣非净利同比持平，期待困境反转》——2023-04-26
- 《韵达股份(002120.SZ)——三季度经营缓慢修复，期待四季度旺季改善》——2022-10-31
- 《韵达股份(002120.SZ)——疫情拖累二季度业绩，经营修复可期》——2022-08-31
- 《韵达股份(002120.SZ)——疫情影响可控，单票盈利同比大幅改善》——2022-04-28
- 《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

**2023 年三季度公司业绩承压。**2023 年前三季度营收 328.4 亿元（同比-6.8%），归母净利润 11.6 亿元（同比+56.1%），扣非归母净利润 9.7 亿元（同比+39.1%）；2023 年三季度单季营收 112.6 亿元（同比-9.2%），归母净利润 3.0 亿元（同比+51.5%），扣非归母净利润 1.8 亿元（+10.2%）。

图1：韵达股份累计营业收入及增速（单位：亿元、%）



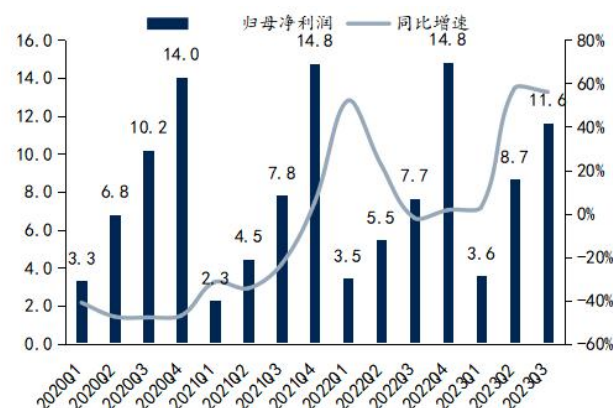
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）



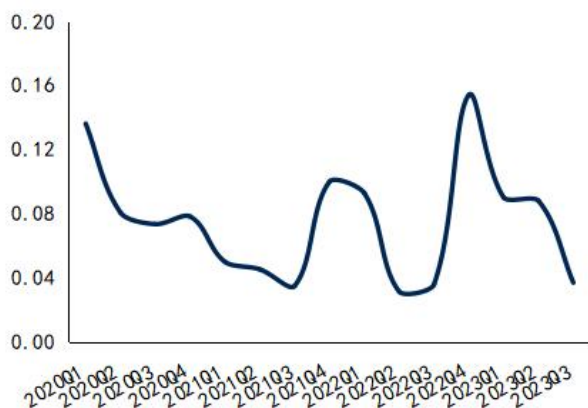
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司三季度业务量稳定增长，去年一季度以来单季市场份额首次实现环比提升，快递单价同比及环比均下降明显。**23 年三季度，韵达由于网络经营逐步稳定以及积极降价抢量，三季度实现业务量 48.7 亿件，同比增长 6.4%。公司三季度市场份额达到 14.5%，同比减少了 1.4 个百分点，环比增加了 0.5 个百分点。由于今年三季度行业竞争加剧，公司三季度快递单票价格为 2.22 元，同比下降了 14.2%，环比减少了 0.18 元。

**韵达三季度单票成本优化显著，单票扣非净利同比持平。**韵达网络经营逐步稳定，网络经营效率提升，成本优化明显，三季度单票核心经营成本（中转+运输）为 0.82 元，同比下降 18%、环比下降 4%。同时，韵达积极优化改善期间费用，三季度期间费用率

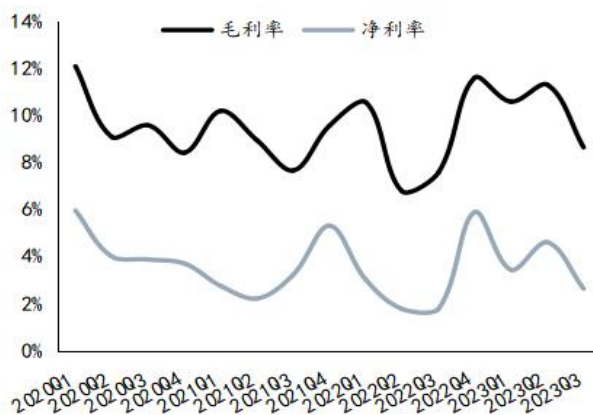
为 5.2%，同比减少 0.9 个百分点、环比减少 0.5 个百分点。但是公司三季度盈利能力受到了价格竞争的拖累，单票价格也下降明显，从而导致单票扣非净利仅为 0.04 元，同比基本持平、环比减少 0.05 元。公司 23 年前三季度的资本开支为 18.1 亿元，同比小幅下降（22 年前三季度为 22.9 亿元）。公司前三季度资产负债率为 50.75%，有所优化（22 年前三季度为 56.28%、23 年上半年为 53.16%）。

图5：韵达股份单票扣非净利变化趋势（元）



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：**考虑行业价格竞争加剧，下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 18.8/27.3/34.7 亿元（23-25 年调整幅度分别为-31%/-22%/-14%），分别同比增长 27%/45%/27%。考虑到现在行业竞争格局正处于龙头向寡头过渡的关键时点，而公司经营质量已经开始边际改善，维持公司“买入”评级，现在股价对应 23-24 年 EPS 的 PE 估值分别为 14X、10X。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3174	3907	4849	5348	6665	营业收入	41729	47434	47567	56021	64256
应收款项	1897	1711	1694	1842	1936	营业成本	37951	43102	42663	49971	57060
存货净额	181	208	215	265	318	营业税金及附加	107	131	119	140	161
其他流动资产	2812	2927	2854	3249	3727	销售费用	317	413	381	448	514
<b>流动资产合计</b>	<b>11680</b>	<b>12918</b>	<b>11612</b>	<b>13704</b>	<b>17146</b>	管理费用	1467	1553	1457	1629	1779
固定资产	16308	16750	18105	18760	18768	研发费用	267	308	285	336	386
无形资产及其他	4227	4308	4137	3965	3794	财务费用	214	461	297	215	155
投资性房地产	2990	3290	3290	3290	3290	投资收益	124	118	104	189	248
长期股权投资	819	806	806	806	806	资产减值及公允价值变动	(95)	72	(80)	(30)	(20)
<b>资产总计</b>	<b>36025</b>	<b>38073</b>	<b>37950</b>	<b>40526</b>	<b>43805</b>	其他收入	225	10	(85)	(36)	(86)
短期借款及交易性金融负债	2552	3837	2837	2531	2465	营业利润	1927	1973	2589	3741	4730
应付款项	5380	5322	5196	5955	6660	营业外净收支	(62)	(34)	(50)	(50)	(50)
其他流动负债	3921	3864	4289	5020	5737	<b>利润总额</b>	<b>1865</b>	<b>1939</b>	<b>2539</b>	<b>3691</b>	<b>4680</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>11853</b>	<b>13023</b>	<b>12322</b>	<b>13506</b>	<b>14862</b>	所得税费用	369	438	635	923	1170
长期借款及应付债券	7373	6962	6162	5562	4962	少数股东损益	19	18	24	35	44
其他长期负债	912	1004	1049	1102	1167	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1477</b>	<b>1483</b>	<b>1880</b>	<b>2734</b>	<b>3466</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>8285</b>	<b>7966</b>	<b>7211</b>	<b>6664</b>	<b>6129</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>20138</b>	<b>20989</b>	<b>19533</b>	<b>20170</b>	<b>20991</b>	净利润	1477	1483	1880	2734	3466
少数股东权益	96	107	124	149	181	资产减值准备	0	41	10	2	1
股东权益	15790	16976	18293	20206	22633	折旧摊销	1824	2196	1727	1985	2143
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>36025</b>	<b>38073</b>	<b>37950</b>	<b>40526</b>	<b>43805</b>	公允价值变动损失	95	(72)	80	30	20
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	财务费用	214	461	297	215	155
每股收益	0.51	0.51	0.65	0.94	1.20	营运资本变动	(788)	(241)	439	952	862
每股红利	0.15	0.19	0.19	0.28	0.36	其它	14	(29)	7	23	31
每股净资产	5.44	5.85	6.31	6.97	7.81	<b>经营活动现金流</b>	<b>2621</b>	<b>3377</b>	<b>4144</b>	<b>5726</b>	<b>6524</b>
ROIC	6.70%	5.58%	8%	11%	14%	资本开支	0	(2619)	(3001)	(2501)	(2001)
ROE	9.35%	8.74%	10%	14%	15%	其它投资现金流	2888	(546)	2164	(1000)	(1500)
毛利率	9%	9%	10%	11%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>2160</b>	<b>(3152)</b>	<b>(837)</b>	<b>(3501)</b>	<b>(3501)</b>
EBIT Margin	4%	4%	6%	6%	7%	权益性融资	(30)	1	0	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	9%	10%	10%	负债净变化	142	505	(800)	(600)	(600)
收入增长	25%	14%	0%	18%	15%	支付股利、利息	(429)	(537)	(564)	(820)	(1040)
净利润增长率	5%	0%	27%	45%	27%	其它融资现金流	(5013)	570	(1000)	(306)	(66)
资产负债率	56%	55%	52%	50%	48%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(5618)</b>	<b>508</b>	<b>(2364)</b>	<b>(1726)</b>	<b>(1706)</b>
股息率	1.6%	2.0%	2.1%	3.1%	3.9%	<b>现金净变动</b>	<b>(836)</b>	<b>733</b>	<b>942</b>	<b>499</b>	<b>1317</b>
P/E	18.2	18.1	14.3	9.8	7.7	货币资金的期初余额	4010	3174	3907	4849	5348
P/B	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2	货币资金的期末余额	3174	3907	4849	5348	6665
EV/EBITDA	13.6	11.6	10.6	8.6	7.4	企业自由现金流	0	827	1162	3059	4273
						权益自由现金流	0	1903	(861)	1992	3491

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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