

# 韵达股份 (002120.SZ)

## 经营稳定向好，盈利稳健增长

买入

### 核心观点

**2024年一季度公司业绩增长稳健。**2023年全年营收449.8亿元(-5.2%)，扣非归母净利润13.9亿元(+0.07%)；23年四季度单季营收121.5亿元(-0.3%)，扣非归母净利润4.20亿元(-39.3%)；2024年一季度单季营收111.6亿元(+6.5%)，扣非归母净利润3.85亿元(+11.5%)。

**公司业务量增速修复，市占率变化趋稳，行业竞争激烈导致单票价格同比降幅明显。**在行业竞争较为激烈的背景下，韵达采取相对积极的价格策略，四季度和一季度的单票快递价格分别约为2.30元和2.20元，同比降幅分别为16.4%和15.9%。2023年下半年以来，公司网络经营情况逐步稳定（2023年四季度和2024年一季度经营性净现金流同比均有所提升），业务量增速修复至正常水平，四季度和一季度的业务量同比增幅分别为24.3%和29.1%，一季度的增速已经高于行业同期增速，因此公司一季度的市占率与领先者的差距并未再继续拉大（公司四季度和一季度的市场份额比圆通分别少1.6 pct和1.7 pct）。

**公司单票成本下降明显，四季度单票盈利环比回升、一季度单票盈利环比持平。**2023年公司通过升级优化各类管理措施修炼好内功，实现成本费用方面较为明显的下降，2023年公司核心运营成本下降8.49亿，单票核心运营成本同比下降11%；四项费用规模下降4.39亿，同比下降比例为16%。得益于去年四季度以来快递需求表现旺盛，行业价格竞争可控，公司四季度和一季度单票扣非净利均为0.08元，呈稳定态势（23Q1、23Q2和23Q3分别为0.09元、0.09元和0.04元）。公司资本开支高峰期已过，2023年资本开支为25.7亿元，同比下降27%。

**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。

考虑行业价格竞争仍然持续，下调公司盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为19.8/24.1/27.4亿元（24-25年调整幅度分别为-31%/-22%），分别同比增长21.5%/21.9%/13.8%。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24-25年EPS的PE估值分别为12X、10X。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	47,434	44,983	49,108	53,235	57,388
(+/-%)	13.7%	-5.2%	9.2%	8.4%	7.8%
净利润(百万元)	1483	1625	1975	2408	2740
(+/-%)	0.4%	9.6%	21.5%	21.9%	13.8%
每股收益(元)	0.51	0.56	0.68	0.83	0.95
EBIT Margin	4.1%	4.9%	5.7%	5.8%	6.0%
净资产收益率(ROE)	8.7%	8.5%	9.6%	10.8%	11.3%
市盈率(PE)	15.4	14.1	11.6	9.5	8.3
EV/EBITDA	10.6	9.6	9.1	8.0	7.2
市净率(PB)	1.35	1.19	1.11	1.03	0.95

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

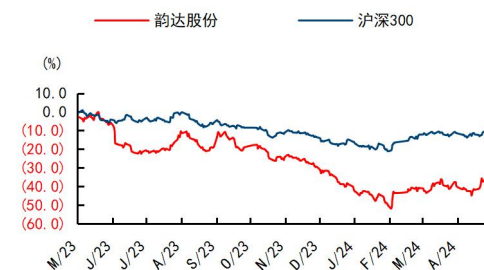
gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	7.85元
总市值/流通市值	22759/22099百万元
52周最高价/最低价	12.43/5.66元
近3个月日均成交额	208.04百万元

#### 市场走势



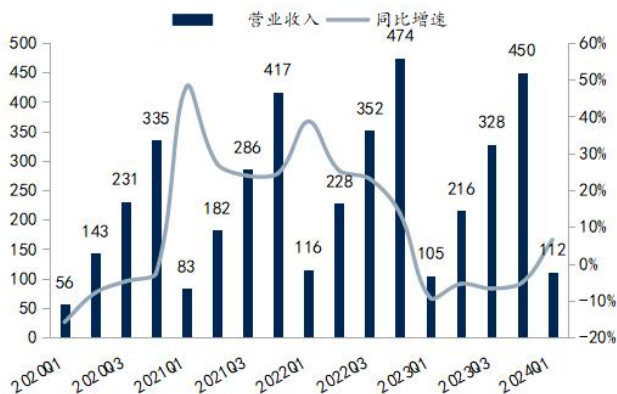
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《韵达股份(002120.SZ)-三季度价格竞争拖累盈利，市场份额环比提升》——2023-10-31
- 《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

**2024 年一季度公司业绩增长稳健。**2023 年全年营收 449.8 亿元（-5.2%），扣非归母净利润 13.9 亿元（+0.07%）；23 年四季度单季营收 121.5 亿元（-0.3%），扣非归母净利润 4.20 亿元（-39.3%）；2024 年一季度单季营收 111.6 亿元（+6.5%），扣非归母净利润 3.85 亿元（+11.5%）。

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、%）

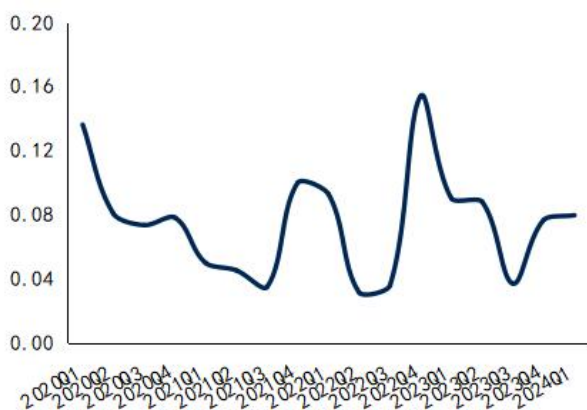


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司业务量增速修复，市占率变化趋稳，行业竞争激烈导致单票价格同比降幅明显。**在行业竞争较为激烈的背景下，韵达采取相对积极的价格策略，四季度和一季度的单票快递价格分别约为 2.30 元和 2.20 元，同比降幅分别为 16.4%和 15.9%。2023 年下半年以来，公司网络经营情况逐步稳定（2023 年四季度和 2024 年一季度经营性净现金流同比均有所提升），业务量增速修复至正常水平，四季度和一季度的业务量同比增幅分别为 24.3%和 29.1%，一季度的增速已经高于行业同期增速，因此公司一季度的市占率与领先者的差距并未再继续拉大（公司四季度和一季度的市场份额比圆通分别少 1.6 pct 和 1.7 pct）。

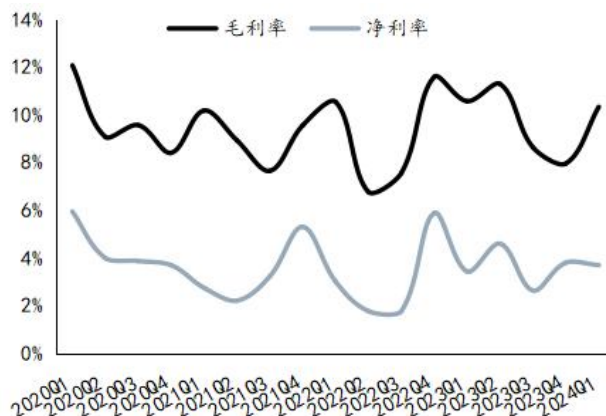
公司单票成本下降明显，四季度单票盈利环比回升、一季度单票盈利环比持平。2023年公司通过升级优化各类管理措施修炼好内功，实现成本费用方面较为明显的下降，2023年公司核心运营成本下降8.49亿，单票核心运营成本同比下降11%；四项费用规模下降4.39亿，同比下降比例为16%。得益于去年四季度以来快递需求表现旺盛，行业价格竞争可控，公司四季度和一季度单票扣非净利均为0.08元，呈稳定态势（23Q1、23Q2和23Q3分别为0.09元、0.09元和0.04元）。公司资本开支高峰期已过，2023年资本开支为25.7亿元，同比下降27%。

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：**考虑行业价格竞争仍然持续，下调公司盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为19.8/24.1/27.4亿元（24-25年调整幅度分别为-31%/-22%），分别同比增长21.5%/21.9%/13.8%。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24-25年EPS的PE估值分别为12X、10X。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3907	4958	5235	4480	4238	营业收入	47434	44983	49108	53235	57388
应收款项	1711	1509	1749	1750	1729	营业成本	43102	40685	44050	47736	51362
存货净额	208	158	223	253	286	营业税金及附加	131	151	123	133	143
其他流动资产	2927	3183	2947	3088	3328	销售费用	413	345	393	426	459
<b>流动资产合计</b>	<b>12918</b>	<b>13694</b>	<b>12154</b>	<b>12571</b>	<b>14082</b>	管理费用	1553	1326	1440	1523	1631
固定资产	16750	14975	16101	16927	17112	研发费用	308	283	295	319	344
无形资产及其他	4308	3472	3334	3196	3058	财务费用	461	341	310	249	218
投资性房地产	3290	5083	5083	5083	5083	投资收益	118	147	104	189	248
长期股权投资	806	854	854	854	854	资产减值及公允价值变动	72	148	(80)	(30)	(20)
<b>资产总计</b>	<b>38073</b>	<b>38078</b>	<b>37526</b>	<b>38631</b>	<b>40190</b>	其他收入	10	(132)	(95)	(19)	(44)
短期借款及交易性金融负债	3837	3742	2837	2531	2465	营业利润	1973	2296	2722	3308	3758
应付款项	5322	3622	3514	3546	3541	营业外净收支	(34)	(110)	(50)	(50)	(50)
其他流动负债	3864	2855	2667	2882	3100	<b>利润总额</b>	<b>1939</b>	<b>2186</b>	<b>2672</b>	<b>3258</b>	<b>3708</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>13023</b>	<b>10219</b>	<b>9018</b>	<b>8960</b>	<b>9106</b>	所得税费用	438	537	668	814	927
长期借款及应付债券	6962	7681	6881	6281	5681	少数股东损益	18	24	29	36	40
其他长期负债	1004	873	918	971	1036	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1483</b>	<b>1625</b>	<b>1975</b>	<b>2408</b>	<b>2740</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>7966</b>	<b>8554</b>	<b>7799</b>	<b>7252</b>	<b>6717</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>20989</b>	<b>18773</b>	<b>16817</b>	<b>16211</b>	<b>15823</b>	净利润	1483	1625	1975	2408	2740
少数股东权益	107	141	162	187	216	资产减值准备	41	19	13	4	2
股东权益	16976	19165	20547	22233	24151	折旧摊销	2196	2162	1555	1779	1932
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>38073</b>	<b>38078</b>	<b>37526</b>	<b>38631</b>	<b>40190</b>	公允价值变动损失	(72)	(148)	80	30	20
						财务费用	461	341	310	249	218
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(241)	(4618)	(305)	131	26
每股收益	0.51	0.56	0.68	0.83	0.95	其它	(29)	(3)	8	22	28
每股红利	0.19	0.18	0.20	0.25	0.28	<b>经营活动现金流</b>	<b>3377</b>	<b>(963)</b>	<b>3325</b>	<b>4373</b>	<b>4747</b>
每股净资产	5.85	6.61	7.09	7.67	8.33	资本开支	0	(419)	(2636)	(2501)	(2001)
ROIC	5.58%	6.12%	8%	8%	9%	其它投资现金流	(546)	278	1885	(1000)	(1500)
ROE	8.74%	8.48%	10%	11%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(533)</b>	<b>(189)</b>	<b>(751)</b>	<b>(3501)</b>	<b>(3501)</b>
毛利率	9%	10%	10%	10%	10%	权益性融资	55	44	0	0	0
EBIT Margin	4%	5%	6%	6%	6%	负债净变化	505	227	(800)	(600)	(600)
EBITDA Margin	9%	10%	9%	9%	9%	支付股利、利息	(537)	(531)	(592)	(722)	(822)
收入增长	14%	-5%	9%	8%	8%	其它融资现金流	(2102)	2769	(905)	(306)	(66)
净利润增长率	0%	10%	22%	22%	14%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2111)</b>	<b>2203</b>	<b>(2298)</b>	<b>(1628)</b>	<b>(1488)</b>
资产负债率	55%	50%	45%	42%	40%	<b>现金净变动</b>	<b>733</b>	<b>1051</b>	<b>277</b>	<b>(756)</b>	<b>(242)</b>
股息率	2.4%	2.3%	2.6%	3.2%	3.6%	货币资金的期初余额	3174	3907	4958	5235	4480
P/E	15.4	14.1	11.6	9.5	8.3	货币资金的期末余额	3907	4958	5235	4480	4238
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	企业自由现金流	0	(1222)	720	1733	2543
EV/EBITDA	10.6	9.6	9.1	8.0	7.2	权益自由现金流	0	1773	(1218)	640	1713

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