

研究所:

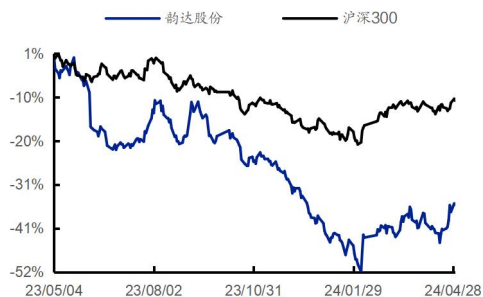
证券分析师:

祝玉波 S0350523120005
zhouyb01@ghzq.com.cn

业务量增速回归，供需再平衡，业绩弹性可期

——韵达股份（002120）2023 年报及 2024 年一季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
韵达股份	7.5%	22.7%	-35.0%
沪深 300	1.9%	11.1%	-10.5%

市场数据

市场数据	2024/04/30
当前价格(元)	7.85
52 周价格区间(元)	5.66-12.43
总市值(百万)	22,758.67
流通市值(百万)	22,098.71
总股本(万股)	289,919.42
流通股本(万股)	281,512.28
日均成交额(百万)	300.45
近一月换手(%)	0.86

相关报告

- 《韵达股份（002120）2023 年三季度报点评：费用端改善明显，期待量价拐点（买入）*物流*许可》——2023-11-02
- 《韵达股份（002120）公司动态研究：Q2 单票盈利修复明显，旺季或显拐点（买入）*物流*许可》——2023-09-06
- 《韵达股份（002120）2022 年报及 2023 年一季度报点评：Q1 单票盈利稳定，供需再平衡，业绩修

事件:

2024 年 4 月 29 日，韵达股份发布 2023 年年报及 2024 年一季度报:

财务方面，2023 年，韵达股份实现营业收入 449.83 亿元，同比下降 5.17%；实现归母净利润 16.25 亿元，同比增长 9.58%；扣非归母净利润 13.90 亿元，同比增长 0.07%；2024Q1，韵达股份实现营业收入 111.56 亿元，同比增长 6.50%；实现归母净利润 4.12 亿元，同比增长 15.02%；扣非归母净利润 3.85 亿元，同比增长 11.50%。

经营方面，2023 年韵达股份全年业务量完成 188.54 亿票，同比增长 7.07%，快递单票收入 2.30 元，同比下降 10.08%。2024Q1 业务量完成 49.42 亿票，同比增长 29.14%；快递单票收入 2.20 元，同比下降 18.94%。

投资要点:

■ 服务水平及获客能力持续提升，业务量增速回归

2022 年受疫情影响，公司供给受限制，业务量增速受到冲击，业务量同比下降 4.31%；2023 年，随着疫情后公司供给侧的逐渐修复，以及公司充分发挥服务履约能力和数字化能力，持续提升公司服务水平和获客能力，公司增速逐渐修复，2023 年业务量同比增长 7.07%，并于 2023 年 12 月以来业务量增速开始超过行业增速，2024Q1 业务量同比增长 29.14%（行业同比增长 25.20%），领先行业 3.94pct。

■ 规模效应下，降本降费成果逐步兑现，净利润率持续改善

2023 年公司逐渐优化调整运输资源结构，增加自营车辆占比，优化车辆配载与串联，加强车辆标准化管理，随着规模化效益的发挥，运输成本下降；2023 年公司利用智能分拣设备和数字化工具，提高分拣效率、随着产能爬坡，分拣成本的亦得到节降。最终 2023 年公司单票核心运营成本同比下降 11%，公司 2023 年营业成本同比下降 5.61%，毛利率 9.55%，同比提升 0.42pct。

复可期（买入）*物流*许可，周延宇》——
2023-04-27

《韵达股份（002120）点评报告：Q4 业绩超预期，看好价格修复+产能爬坡带来高业绩弹性（买入）*物流*许可，周延宇》——2023-01-31

费用方面，2023 年公司通过周边业务合理收缩和资源优化，持续强化快递核心主业地位，四项费用同比下降 16.09%，四项费用率同比下降 0.66pct（销售/管理/研发/财务费用率同比分别 -0.10/-0.33/-0.02/-0.21pct），最终公司实现归母净利润同比增长 9.58%，归母净利润率 3.61%，同比提升 0.49pct，扣非归母净利率 3.09%，同比提升 0.16pct。

2024 年 Q1，公司件量高速增长，成本费用改善举措持续推进，虽然营业成本同比增加 6.79%，毛利率 10.33%，同比下降 0.24pct，但公司四项费用同比下降 8.92%，四项费用率同比下降 0.80pct（销售/管理/研发/财务费用率同比分别 -0.29/-0.35/-0.19/+0.03pct），最终公司实现归母净利润同比增长 15.02%，归母净利润率 3.70%，同比提升 0.27pct，扣非归母净利率 3.45%，同比提升 0.15pct。

在公司降本降费举措的持续推进下，叠加业务量恢复增长后的产能爬坡，公司净利润率有望持续修复。

■ **增速回归+资本开支达峰，期待供需再平衡下，公司成本费用优化带来的业绩弹性**

2024 年快递行业增速仍具韧性（2024Q1 行业业务量同比增速 25.20%，4 月以来根据交通运输部数据增速仍然超过 20%）。供给方面，公司 2022 年起扩张性资本开支已基本结束，公司供需将进入再平衡的阶段，公司将充分发挥规模效应和集约效应，持续降低单票固定资产折旧成本和可变成本，扩大边际优势，公司成本费用有望持续优化；除成本费用外，公司不断优化网络、提升服务能力，在客户结构的持续改善下价格弹性值得期待，看好公司高业绩弹性带来的投资机会。

■ **盈利预测和投资评级** 根据公司 2023 年年报及 2024 年一季报，我们引入 2026 年盈利预测，我们预计韵达股份 2024-2026 年营业收入分别为 595.50 亿元、668.08 亿元与 736.70 亿元，归母净利润分别为 22.32 亿元、30.08 亿元与 38.28 亿元，2024-2026 年对应 PE 分别为 10.20 倍、7.57 倍与 5.95 倍，业务量增速回归+服务质量提升溢价+产能爬坡下成本费用优化，看好公司高业绩弹性带来的投资机会，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 价格竞争加剧的风险、行业景气度不及预期的风险、监管政策变动带来的风险、成本管控不及预期的风险、快递加盟商爆仓的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	44983	59550	66808	73670
增长率(%)	-5	32	12	10
归母净利润(百万元)	1625	2232	3008	3828
增长率(%)	10	37	35	27
摊薄每股收益(元)	0.56	0.77	1.04	1.32
ROE(%)	8	11	13	14
P/E	13.32	10.20	7.57	5.95
P/B	1.13	1.08	0.95	0.83
P/S	0.48	0.38	0.34	0.31
EV/EBITDA	5.54	4.26	2.90	1.86

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：韵达股份盈利预测表

证券代码:	002120				股价:	7.85		投资评级:	买入		日期:	2024/04/30	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	8%	11%	13%	14%	EPS	0.56	0.77	1.04	1.32				
毛利率	10%	10%	11%	12%	BVPS	6.61	7.29	8.22	9.41				
期间费率	4%	5%	5%	5%	估值								
销售净利率	4%	4%	5%	5%	P/E	13.32	10.20	7.57	5.95				
成长能力					P/B	1.13	1.08	0.95	0.83				
收入增长率	-5%	32%	12%	10%	P/S	0.48	0.38	0.34	0.31				
利润增长率	10%	37%	35%	27%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	1.18	1.45	1.48	1.49	营业收入	44983	59550	66808	73670				
应收账款周转率	43.05	46.85	50.34	47.91	营业成本	40685	53372	59358	64867				
存货周转率	284.54	301.18	289.24	269.31	营业税金及附加	151	208	234	258				
偿债能力					销售费用	345	459	514	567				
资产负债率	49%	48%	47%	44%	管理费用	1326	1846	2038	2247				
流动比	1.34	1.58	1.85	2.17	财务费用	341	417	468	516				
速动比	1.01	1.27	1.55	1.88	其他费用/(-收入)	283	387	434	479				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	2296	3041	4082	5186				
现金及现金等价物	8839	12474	17271	22569	营业外净收支	-110	-38	-36	-37				
应收款项	1045	1271	1327	1538	利润总额	2186	3003	4046	5149				
存货净额	158	198	231	274	所得税费用	537	738	994	1265				
其他流动资产	3652	3837	4057	4254	净利润	1649	2265	3052	3884				
流动资产合计	13694	17779	22886	28634	少数股东损益	24	33	44	56				
固定资产	12665	12266	11596	10654	归属于母公司净利润	1625	2232	3008	3828				
在建工程	2309	1843	1468	1200	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	8555	8435	8315	8195	经营活动现金流	3387	5835	6989	7535				
长期股权投资	854	854	854	854	净利润	1625	2232	3008	3828				
资产总计	38078	41178	45120	49537	少数股东损益	24	33	44	56				
短期借款	1773	1743	1723	1713	折旧摊销	2759	2716	2894	3061				
应付款项	3622	4087	4652	5079	公允价值变动	-88	0	0	0				
合同负债	1469	1601	1781	1946	营运资金变动	-1592	593	822	395				
其他流动负债	3356	3801	4189	4443	投资活动现金流	-1753	-1738	-1676	-1627				
流动负债合计	10219	11232	12344	13180	资本支出	-1995	-1738	-1736	-1737				
长期借款及应付债券	7681	7781	7881	7981	长期投资	-8	-80	-60	-40				
其他长期负债	873	853	833	813	其他	250	80	120	150				
长期负债合计	8554	8634	8714	8794	筹资活动现金流	-839	-511	-546	-621				
负债合计	18773	19866	21057	21974	债务融资	294	50	60	70				
股本	2899	2899	2899	2899	权益融资	44	-36	0	0				
股东权益	19306	21312	24063	27564	其它	-1177	-526	-606	-691				
负债和股东权益总计	38078	41178	45120	49537	现金净增加额	806	3585	4767	5288				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【**交运小组介绍**】

祝玉波：交通运输行业首席分析师，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境电商物流、化工物流、汽车物流等细分产业链板块。

张付哲：交通运输行业研究助理，航运行业专家，3年航运咨询行业从业经验，先后就职于 Drewry 和 VesselsValue，以产业助力金融，主攻航运、船舶、港口等板块。

张晋铭：交通运输行业研究助理，新南威尔士大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，主攻交运基础设施、化工物流、大宗物流等板块。

【**分析师承诺**】

祝玉波，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【**国海证券投资评级标准**】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【**免责声明**】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【**风险提示**】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。