

韵达股份 (002120.SZ)

证券研究报告/公司点评

2024 年 5 月 13 日

**评级：增持（维持）**

市场价格：8.15 元

分析师：郑澄怀

执业证书编号：S0120521050001

电话：021-20315125

Email: zhengch@zts.com.cn

分析师：王旭晖

执业证书编号：S0740523110003

Email: wangxh06@zts.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	47,434	44,983	49,137	55,298	60,654
营业收入增速	14%	-5%	9%	13%	10%
归母净利润 (百万元)	1,483	1,625	2,065	2,541	2,873
净利润增长率	-2%	10%	27%	23%	13%
摊薄每股收益 (元)	0.51	0.56	0.71	0.88	0.99
每股现金流量 (元)	1.16	-0.33	1.28	1.74	1.90
净资产收益率	9%	8%	10%	11%	11%
市盈率 (倍)	16	15	11	9	8

备注：股价选取日期为 2024 年 5 月 10 日

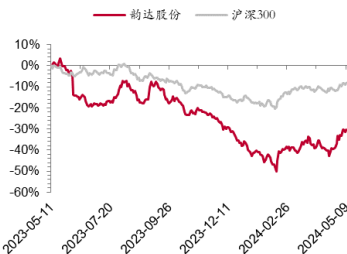
**投资要点**

- **核心观点：2023 年，韵达战略转变，自身网络稳定性逐渐修复。但受外界行业竞争影响，公司盈利依然承压。一季度，韵达份额边际回升，战略调整的效果仍需持续验证。**
- **调整盈利预测，维持“增持”评级。**2023 年，韵达业务重新聚焦快递主业，进行了稳定加盟商网络、降本增效、数字化建设等一系列举措，公司网络逐渐修复。但行业竞争持续，公司业绩承压。考虑到公司加盟商网络修复需要时间，2024 年行业价格竞争仍有不确定性，我们调整公司 2024-2026 年盈利预测为 20.7/25.4/28.7 亿元（此前预测 2024-2025 年为 30.2/37.2 亿元）。韵达一季度市场份额和业绩同比改善，已经体现了战略转变带来的积极影响，但信心的重建需要更长的时间，我们将持续跟踪公司战略调整的效果，维持“增持”评级。
- **单票净利依然承压，份额下降，业绩仍处修复阶段。**2023 年，韵达实现归母净利润 16.3 亿元，同比增长 9.6%。扣非后归母净利润 13.9 亿元，同比提升 0.1%。单票净利方面，2023 年单票净利 0.09 元，同比增长 2.3%，单票扣非净利 0.07 元，同比下降 6.5%。一季度，公司归母净利润 4.1 亿元，同比增长 14.8%，扣非净利润 3.9 亿元，同比增长 11.6%。单票净利方面，一季度韵达单票净利 0.08 元，同比下降 11.1%，单票扣非净利润 0.08 元，同比下降 13.6%。份额方面，2023 年，韵达共完成业务量 188.5 亿件，同比增长 7.1%，市场份额 14.3%，同比下降 1.7 个百分点。一季度韵达完成业务量 49.4 亿件，同比增长 29%，市场份额 13.3%，同比上升 0.5 个百分点。
- **网络逐渐稳定，成本大幅优化。**2023 年，公司利用“协发委”组织机制，采用大带小、老带新等方式帮助中小弱网点均衡发展，平衡总部和网点利益，取得了一定成效。成本方面，公司 2023 年单票核心成本 0.87 元，同比下降 11.2%，约下降 0.11 元。其中单票运输成本 0.5 元，同比下降 17.3%，约下降 0.11 元，单票操作成本 0.37 元，与 2022 年基本持平。
- **网络修复需要时间，效果仍需验证。**2023 年，公司已经在加盟商网络稳定，数字化建设，末端收派等方面做出了许多努力，市场份额和利润虽受外部环境影响略有承压，但已逐步显现边际改善的趋势。韵达是快递行业头部玩家，资产实力并不落后。随着加盟商网络稳定性逐渐修复，公司份额和利润有望重拾增长，建议持续关注。
- **风险提示事件：行业价格战加剧风险，研报使用信息更新不及时的风险。**

**基本状况**

总股本(百万股)	2899
流通股本(百万股)	2815
市价(元)	8.15
市值(亿元)	236
流通市值(亿元)	229

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

- 韵达股份 22 年年报及 23Q1 点评：拐点尚未显现，战略调整效果有待验证。（2023.04.30）
- 韵达股份 2022 二季报点评：Q2 业绩短期承压，看好旺季盈利修复。（2022.09.02）
- 韵达股份 2022 一季报点评：享受行业红利，释放盈利弹性。（2022.04.28）
- 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）

## 盈利预测表

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>47,434</b>	<b>44,983</b>	<b>49,137</b>	<b>55,298</b>	<b>60,654</b>	货币资金	3,907	4,958	5,101	6,392	8,218
增长率	14%	-5%	9%	13%	10%	应收款项	1,711	1,509	1,648	1,855	2,035
营业成本	-43,102	-40,685	-44,074	-49,622	-54,444	存货	208	158	172	194	213
% 销售收入	90.9%	90.4%	89.7%	89.7%	89.8%	其他流动资产	7,091	7,069	6,977	7,413	7,792
毛利	4,332	4,297	5,063	5,676	6,209	流动资产	12,918	13,694	13,899	15,854	18,258
% 销售收入	9.1%	9.6%	10.3%	10.3%	10.2%	% 总资产	33.9%	36.0%	34.5%	36.4%	38.8%
营业税金及附加	-131	-151	-147	-166	-182	长期投资	5,889	6,438	6,438	6,438	6,438
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	16,750	14,975	16,161	17,086	17,856
营业费用	-413	-345	-378	-415	-443	% 总资产	44.0%	39.3%	40.1%	39.2%	38.0%
% 销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	无形资产	4,308	3,472	3,833	4,194	4,455
管理费用	-1,422	-1,192	-1,327	-1,438	-1,516	非流动资产	25,155	24,384	26,432	27,718	28,749
% 销售收入	3.0%	2.6%	2.7%	2.6%	2.5%	% 总资产	66.1%	64.0%	65.5%	63.6%	61.2%
息税前利润 (EBIT)	2,235	2,474	3,071	3,519	3,929	<b>资产总计</b>	<b>38,073</b>	<b>38,078</b>	<b>40,330</b>	<b>43,573</b>	<b>47,007</b>
% 销售收入	4.7%	5.5%	6.3%	6.4%	6.5%	短期借款	3,837	3,742	3,000	3,000	3,000
财务费用	-461	-341	-307	-287	-271	应付款项	5,322	3,622	3,946	4,447	4,884
% 销售收入	1.0%	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%	其他流动负债	3,864	2,855	3,112	3,502	3,841
资产减值损失	-22	-188	-145	-19	38	流动负债	13,023	10,219	10,058	10,948	11,724
公允价值变动收益	31	88	50	57	73	长期贷款	647	874	874	874	874
投资收益	118	147	120	120	120	其他长期负债	7,319	7,680	8,180	8,180	8,180
% 税前利润	6.1%	6.7%	4.3%	3.7%	3.3%	<b>负债</b>	<b>20,989</b>	<b>18,773</b>	<b>19,112</b>	<b>20,003</b>	<b>20,778</b>
营业利润	1,901	2,180	2,790	3,390	3,889	<b>普通股股东权益</b>	<b>16,976</b>	<b>19,165</b>	<b>21,050</b>	<b>23,369</b>	<b>25,991</b>
营业利润率	4.0%	4.8%	5.7%	6.1%	6.4%	少数股东权益	107	141	168	201	238
营业外收支	-34	-110	-100	-100	-100	<b>负债股东权益合计</b>	<b>38,073</b>	<b>38,078</b>	<b>40,330</b>	<b>43,573</b>	<b>47,007</b>
税前利润	1,939	2,186	2,795	3,262	3,688	<b>比率分析</b>					
利润率	4.1%	4.9%	5.7%	5.9%	6.1%		2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-438	-537	-699	-685	-774	<b>每股指标</b>					
所得税率	22.6%	24.6%	25.0%	21.0%	21.0%	每股收益 (元)	0.51	0.56	0.71	0.88	0.99
净利润	1,501	1,649	2,096	2,577	2,913	每股净资产 (元)	5.85	6.61	7.26	8.06	8.97
少数股东损益	18	24	30	36	40	每股经营现金净流 (元)	1.16	-0.33	1.28	1.74	1.90
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,483</b>	<b>1,625</b>	<b>2,065</b>	<b>2,541</b>	<b>2,873</b>	每股股利 (元)	0.18	0.05	0.06	0.08	0.09
净利率	3.1%	3.6%	4.2%	4.6%	4.7%	<b>回报率</b>					
		9.58%	27.10%	23.04%	13.06%	净资产收益率	8.74%	8.48%	9.81%	10.87%	11.05%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						总资产收益率	3.90%	4.27%	5.12%	5.83%	6.11%
净利润	1,501	1,649	2,096	2,577	2,913	投入资本收益率	7.92%	8.74%	9.36%	10.68%	11.41%
加: 折旧和摊销	2,196	2,162	2,083	2,283	2,439	<b>增长率</b>					
资产减值准备	-41	-60	0	0	0	营业总收入增长率	13.67%	-5.17%	9.24%	12.54%	9.69%
公允价值变动损失	-72	-148	-50	-50	-50	EBIT增长率	18.74%	10.23%	23.08%	13.93%	11.22%
财务费用	-461	-341	-307	-287	-271	净利润增长率	0.43%	9.58%	27.10%	23.04%	13.06%
投资收益	118	147	120	120	120	总资产增长率	5.68%	0.02%	5.91%	8.04%	7.88%
少数股东损益	18	24	30	36	40	<b>资产管理能力</b>					
营运资金的变动	-241	-4,618	-426	226	198	应收账款周转天数	13.2	12.2	12.2	12.2	12.2
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,377</b>	<b>-957</b>	<b>3,700</b>	<b>5,033</b>	<b>5,497</b>	存货周转天数	1.6	1.6	1.4	1.3	1.4
固定资本投资	0	-419	-3,520	-3,520	-3,420	应付账款周转天数	47.2	34.1	34.1	34.1	34.1
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-533</b>	<b>-189</b>	<b>-3,135</b>	<b>-3,520</b>	<b>-3,420</b>	固定资产周转天数	3.4	3.5	3.2	3.5	3.6
股利分配	-533	-142	-181	-222	-251	<b>偿债能力</b>					
其他	-1,578	2,339	-242	0	0	净负债/股东权益	1.23	0.97	0.90	0.85	0.79
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,111</b>	<b>2,197</b>	<b>-422</b>	<b>-222</b>	<b>-251</b>	EBIT利息保障倍数	-4.9	-7.2	-10.0	-12.3	-14.5
<b>现金净流量</b>	<b>733</b>	<b>1,051</b>	<b>143</b>	<b>1,291</b>	<b>1,826</b>	资产负债率	55.13%	49.30%	47.39%	45.91%	44.20%

来源: wind, 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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。