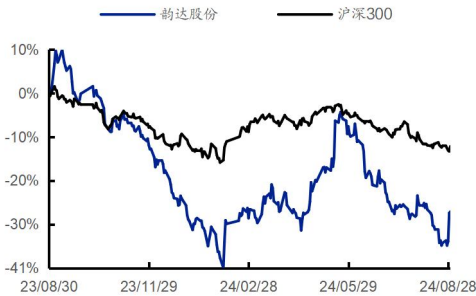


研究所:
 证券分析师: 祝玉波 S0350523120005
 zhouyb01@ghzq.com.cn
 联系人: 张晋铭 S0350124040003
 zhangjm02@ghzq.com.cn

业务量增速领跑行业，静待单票盈利修复

——韵达股份（002120）2024年半年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/08/30

表现	1M	3M	12M
韵达股份	1.2%	-19.8%	-27.5%
沪深300	-1.4%	-7.6%	-12.3%

市场数据

2024/08/30

当前价格(元)	7.02
52周价格区间(元)	5.66-11.08
总市值(百万)	20,352.35
流通市值(百万)	19,762.17
总股本(万股)	289,919.47
流通股本(万股)	281,512.33
日均成交额(百万)	562.64
近一月换手(%)	0.81

相关报告

- 《韵达股份（002120）2023年报及2024年一季报点评：业务量增速回归，供需再平衡，业绩弹性可期（买入）*物流*祝玉波》——2024-05-04
- 《韵达股份（002120）2023年三季报点评：费用端改善明显，期待量价拐点（买入）*物流*祝玉波》——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*祝玉波》——2023-09-06
- 《韵达股份（002120）2022年报及2023年一季

事件:

2024年8月28日，韵达股份发布2024年半年报:

财务方面，2024H1韵达股份实现营业收入232.52亿元，同比增长7.78%；实现归母净利润10.41亿元，同比增长19.80%；扣非归母净利润8.32亿元，同比增长5.42%；其中2024Q2韵达股份实现营业收入120.96亿元，同比增长8.98%；实现归母净利润6.28亿元，同比增长23.15%；扣非归母净利润4.47亿元，同比增长0.70%。

经营方面，2024H1韵达股份业务量完成109.24亿票，同比增长30.02%，单票营业收入2.13元，同比下降17.11%。其中2024Q2业务量完成59.82亿票，同比增长30.75%，单票营业收入2.02元，同比下降16.65%。

投资要点:

■ 受益于快递小件化趋势，公司产能充裕，增速领跑行业

2024H1行业快递业务量增速高达23.11%，远超预期（国家邮政局年初预计2024年增速8%），小件化趋势是行业增速超预期的关键（小件化趋势即单个包裹货值下降（2024H1同比下降6.49%），同样的销售额贡献更多件量）。韵达股份产能爬坡空间大，公司充分享受快递小件化带来的增长红利，增速领跑行业，2024H1同比增长30.02%（高于快递行业增速23.11%），市占率提升0.72pct；其中2024Q2同比增长30.75%（远高于快递行业增速21.33%），市占率提升1.00pct。

■ 规模效应发挥，降本降费对冲价格降幅影响，实现量利齐升

2024H1，在行业价格竞争及小件化趋势下，公司单票营业收入2.13元，同比下降0.44元（yoy-17.11%），但公司通过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，运输成本逐步下降。同时，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，最终公司2024Q2单票核心运营成本同比下降24.58%，环比下降15.28%。公司2024H1年单票营业成本1.90元，同比下降0.38元（yoy-16.76%），缓解了价格竞争压力，

报点评：Q1 单票盈利稳定，供需再平衡，业绩修复可期（买入）*物流*祝玉波——2023-04-27

实现毛利率 10.57%，同比基本稳定。

费用方面，2024H1 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，四项费用合计 10.44 亿元，同比下降 14.35%，四项费用率合计为 4.49%，同比下降 1.16pct（销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.29/-0.33/-0.17/-0.37pct），最终公司实现归母净利润 10.41 亿元，同比增长 19.80%，单票归母净利润 0.10 元，同比下降 0.01 元，归母净利润率 4.48%，同比提升 0.45pct；由于本期确认投资净收益 3.29 亿元，最终公司单票扣非归母净利润 0.08 元，同比下降 0.02 元，扣非归母净利率 3.58%，同比下降 0.08pct。

2024Q2 价格竞争延续，公司单票营业收入 2.02 元，同比下降 0.40 元（yoy-16.65%）。但公司件量继续快速增长，成本费用改善举措持续推进，单票营业成本同比下降 0.35 元，对冲了一部分价格竞争的影响，使得公司实现单票毛利 0.22 元，同比下降 0.06 元，毛利率 10.79%，同比下降 0.49pct。同时，公司四项费用合计 5.17 亿元，同比下降 19.26%，四项费用率合计 4.27%，同比下降 1.49pct（销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.28/-0.31/-0.16/-0.74pct），最终公司实现归母净利润 6.28 亿元，同比增长 23.15%，单票归母净利润 0.11 元，同比下降 0.01 元，归母净利润率 5.19%，同比提升 0.60pct；由于本期确认投资净收益 3.00 亿元，最终公司单票扣非归母净利润 0.07 元，同比下降 0.02 元，扣非归母净利率 3.70%，同比下降 0.30pct。

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降本，成本费用节降对冲了一部分价格竞争影响，实现公司量利齐升。

■ 成本费用优化仍有空间，静待定价能力修复带来业绩弹性

2024 年快递行业增速仍具韧性，需求旺盛。供给方面，公司 2022 年起扩张性资本开支已基本结束，已进入再平衡的阶段，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，静待公司不断优化网络、提升服务能力，在客户结构的持续改善下价格向上弹性，静待公司成本费用持续改善以及定价能力修复下，公司单票盈利的修复。

■ **盈利预测和投资评级** 我们预计韵达股份 2024-2026 年营业收入分别为 531.58 亿元、591.50 亿元与 652.76 亿元，归母净利润分别为 18.03 亿元、22.15 亿元与 26.26 亿元，2024-2026 年对应 PE 分别为 11.29 倍、9.19 倍与 7.75 倍，业务量增速领跑叠加产能爬坡下成本费用优化，静待公司溢价能力提升，单票盈利修复带来的业绩弹性，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	53158	59150	65276
增长率(%)	-5	18	11	10
归母净利润（百万元）	1625	1803	2215	2626
增长率(%)	10	11	23	19
摊薄每股收益（元）	0.56	0.62	0.76	0.91
ROE(%)	8	9	10	10
P/E	13.32	11.29	9.19	7.75
P/B	1.13	0.98	0.90	0.81
P/S	0.48	0.38	0.34	0.31
EV/EBITDA	5.54	4.78	3.29	2.40

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:	7.02				投资评级:	买入				日期:	2024/08/30			
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%	9%	10%	10%	EPS	0.56	0.62	0.76	0.91										
毛利率	10%	9%	10%	10%	BVPS	6.61	7.15	7.84	8.66										
期间费率	4%	5%	5%	5%	估值														
销售净利率	4%	3%	4%	4%	P/E	13.32	11.29	9.19	7.75										
成长能力					P/B	1.13	0.98	0.90	0.81										
收入增长率	-5%	18%	11%	10%	P/S	0.48	0.38	0.34	0.31										
利润增长率	10%	11%	23%	19%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	1.18	1.37	1.42	1.46	营业收入	44983	53158	59150	65276										
应收账款周转率	37.29	51.43	51.43	51.43	营业成本	40685	48233	53190	58453										
存货周转率	222.03	300.00	276.92	257.14	营业税金及附加	151	186	207	228										
偿债能力					销售费用	345	409	455	503										
资产负债率	49%	47%	47%	45%	管理费用	1326	1648	1804	1991										
流动比	1.34	1.60	1.80	2.11	财务费用	341	372	414	457										
速动比	1.01	1.27	1.49	1.79	其他费用/(-收入)	283	346	384	424										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	2296	2464	3016	3570										
现金及现金等价物	8839	11436	15699	19599	营业外净收支	-110	-38	-36	-37										
应收款项	1045	1022	1278	1261	利润总额	2186	2426	2979	3533										
存货净额	158	163	221	234	所得税费用	537	596	732	868										
其他流动资产	3652	3684	3980	4078	净利润	1649	1830	2247	2665										
流动资产合计	13694	16306	21178	25171	少数股东损益	24	26	32	39										
固定资产	12665	12266	11596	10654	归属于母公司净利润	1625	1803	2215	2626										
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	4448	6375	6017										
长期股权投资	854	854	854	854	净利润	1625	1803	2215	2626										
资产总计	38078	39704	43412	46074	少数股东损益	24	26	32	39										
短期借款	1773	1743	1723	1713	折旧摊销	2759	2716	2894	3061										
应付款项	3622	3345	4486	4282	公允价值变动	-88	0	0	0										
合同负债	1469	1447	1596	1754	营运资金变动	-1592	-38	1013	96										
其他流动负债	3356	3631	3964	4199	投资活动现金流	-1753	-1418	-1676	-1627										
流动负债合计	10219	10165	11768	11948	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	400	120	150										
长期负债合计	8554	8634	8714	8794	筹资活动现金流	-839	-483	-466	-501										
负债合计	18773	18799	20481	20741	债务融资	294	50	60	70										
股本	2899	2899	2899	2899	权益融资	44	-50	0	0										
股东权益	19306	20905	22931	25333	其它	-1177	-483	-526	-571										
负债和股东权益总计	38078	39704	43412	46074	现金净增加额	806	2547	4233	3890										

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。