

扣非归母净利同比高增，成本端改善

华泰研究

2024 年 10 月 31 日 | 中国内地

季报点评

仓储物流

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

12.18

研究员

沈晓峰

SAC No. S0570516110001

shenxiaofeng@htsc.com

SFC No. BCG366

+(86) 21 2897 2088

联系人

耿岱琳

SAC No. S0570124070117

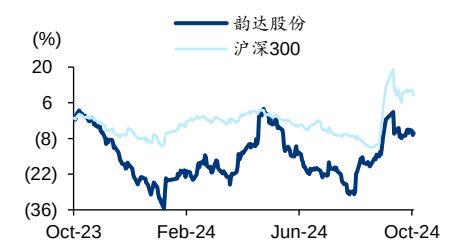
gengdailin@htsc.com

+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	12.18
收盘价(人民币 截至 10 月 30 日)	8.41
市值(人民币百万)	24,382
6 个月平均日成交额(人民币百万)	227.28
52 周价格范围(人民币)	5.87-9.44
BVPS(人民币)	6.94

股价走势图



资料来源: Wind

公司公布三季度业绩:营业收入 122.6 亿元,同比/环比+8.84/1.33%;归母净利润 3.67 亿元,同比/环比+24.3/-41.5%;扣非归母净利润 3.40 亿元,同比/环比+88.5/-24.0%。前三季度公司收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 355.1/14.1/11.7 亿元,同比+8.14/+20.8/+20.9%。Q3 扣非归母净利润同比高增,主因快递业务成本费用持续改善,归母净利低于我们预期(5.48 亿,同比+85%),主因计提资产减值损失。自邮政局喊话“反内卷”,快递核心“产粮区”自发提价,与旺季共同拉升行业景气。展望明年,公司产能利用率有望继续提升、控费仍有空间,推动毛利率修复,维持“买入”评级。

件均价降幅收窄明显,件量增速与行业同步放缓

行业方面,3Q24 快递行业件量同比增长 20.0%,1Q/2Q 分别同比+25.2/+21.3%,步入淡季,件量增速有所放缓;国内件均价同比减少 6.5%,1Q/2Q 分别同比-6.2/-6.8%,义乌、潮汕等地自发提价,行业件均价降幅收窄。公司方面,公司件量同比增长 23.7%(1Q/2Q: +29.1/+30.8%),件量增速放缓;前三季度件均价同比下降 13.6%,或因 23 年同期基数较高、直客比例大幅下降、公司加大对加盟商现金流支持与货品均重下降,件均价降幅逐季收窄(1Q/2Q/3Q: -15.9/-15.6/-10.4%)。公司转为量价均衡,市场份额较为稳定(1Q/2Q/3Q 分别为 13.3/13.9/13.8%)。(数据来源:交通运输部、公司公告)

控费促进利润释放,资产减值计提扰动利润

3Q24 公司毛利率为 8.5%,同比-0.09pct;24 年前三季度公司毛利率为 9.9%,同比-0.28pct,毛利率小幅下降,但降幅环比收窄(1Q/2Q 毛利率降幅分别为-0.24/-0.49pct),考虑到公司在资本开支上具有先发性,产能利用率有进一步提升空间,公司仍有降本空间。3Q24 四项费用合计为 4.93 亿元,同比-16.33%,核心运营成本与四项费用均保持下降。随着经营性现金流提升(9M24 同比+112%),预计负债规模缩小、市场资金成本的下降有望节降财务费用。24 年前三季度计提信用与固定资产减值损失准备 1.7 亿元,主要为超期应收账款,对前三季度归母净利影响为-1.3 亿元。

盈利预测与估值

我们维持对公司 24/25/26 年归母净利润预测,分别为 21.0/25.6/30.0 亿元,同比增速分别为 29.3/21.9/17.3%,对应 EPS 分别为 0.72、0.88、1.04 元。虽然市场份额不靠前,但考虑到公司利用率提升和降本空间均不小,25 年业绩增长确信用度高,给予 25E 13.8x PE,对应目标价为 12.18 元(可比公司 Wind 一致预期),维持“买入”。

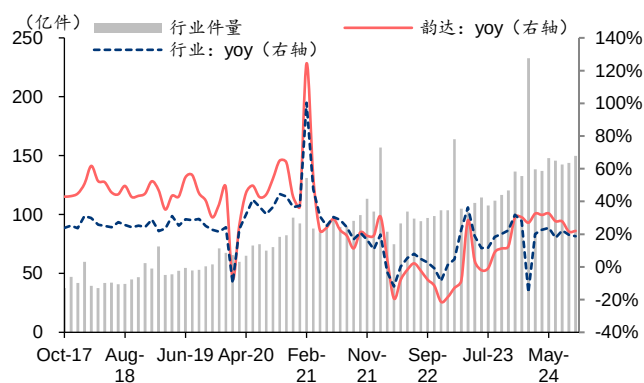
风险提示:行业增速低于预期;价格竞争恶化;旺季需求增长低于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	47,434	44,983	54,872	60,490	65,552
+/-%	13.67	(5.17)	21.99	10.24	8.37
归属母公司净利润(人民币百万)	1,483	1,625	2,101	2,560	3,002
+/-%	0.43	9.58	29.28	21.85	17.27
EPS(人民币,最新摊薄)	0.51	0.56	0.72	0.88	1.04
ROE(%)	8.79	8.54	10.18	11.34	12.10
PE(倍)	16.30	14.88	11.51	9.45	8.05
PB(倍)	1.42	1.26	1.16	1.07	0.97
EV/EBITDA(倍)	5.43	5.21	4.21	4.11	2.51

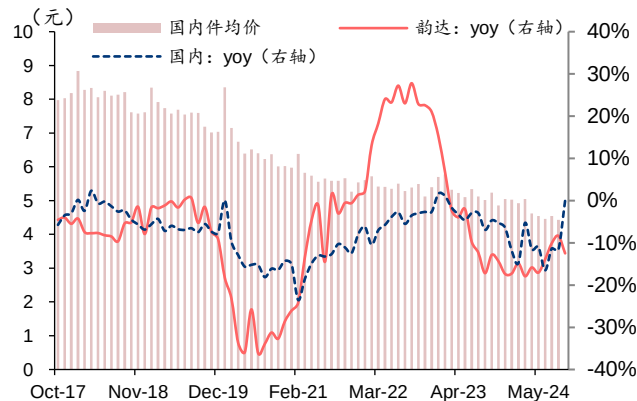
资料来源:公司公告、华泰研究预测

图表1: 快递件量同比增速 (韵达 vs 行业)



注: 剔除了1月数据, 2月数据为1-2月累计值
 资料来源: Wind、华泰研究

图表2: 快递件均价同比增速 (韵达 vs 行业)



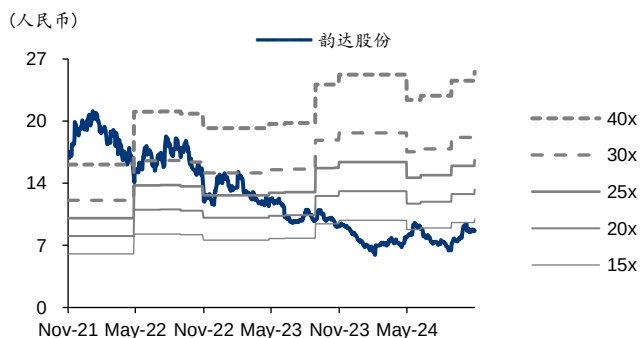
注: 剔除了1月数据, 2月数据为1-2月累计值
 资料来源: Wind、华泰研究

图表3: 可比快递企业估值表 (2024/10/30)

代码	简称	股价 (交易币种)	EPS (元)				PE (倍)				PEG	PB (MRQ) (亿, 交易币种)	市值
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
ZTO US	中通快递	23.76	1.52	1.75	2.08	2.37	15.59	13.58	11.45	10.03	0.70	2.27	188
002468 CH	申通快递	11.06	0.22	0.57	0.81	0.98	49.69	19.35	13.73	11.26	0.44	1.80	169
600233 CH	圆通速递	16.70	1.08	1.24	1.46	1.69	15.46	13.48	11.42	9.87	0.68	1.88	575
002352 CH	顺丰控股	44.21	1.71	2.01	2.33	2.69	25.86	21.75	18.76	16.27	1.20	2.34	2,129
快递企业							26.65	17.04	13.84	11.86	0.77	2.01	

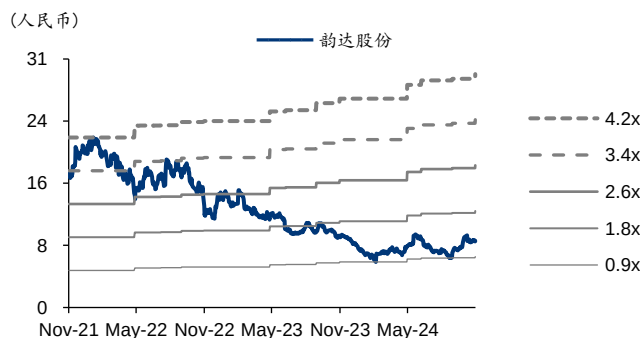
注: 1) EPS 基于最新股本摊薄; 2) 可比公司盈利预测/估值基于 Wind 一致预期; 3) 行业指标为个股均值; 4) 中通快递 PE 基于最新美元兑人民币汇率
 资料来源: Wind、华泰研究

图表4: 韵达股份 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 韵达股份 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	12,918	13,694	19,325	15,455	23,831
现金	3,907	4,958	9,851	6,023	13,830
应收账款	1,367	1,045	1,989	1,420	2,190
其他应收账款	351.41	468.95	464.11	560.01	578.66
预付账款	423.70	450.21	275.61	659.52	366.02
存货	208.39	158.09	273.81	211.19	310.87
其他流动资产	6,660	6,614	6,472	6,581	6,556
非流动资产	25,155	24,384	25,442	25,711	25,869
长期投资	806.11	854.43	1,144	1,282	1,457
固定投资	13,785	12,665	14,210	14,324	13,985
无形资产	4,308	3,472	3,819	4,078	4,293
其他非流动资产	6,256	7,392	6,269	6,026	6,133
资产总计	38,073	38,078	44,767	41,166	49,700
流动负债	13,023	10,219	15,388	10,146	16,512
短期借款	1,895	1,773	1,899	1,856	1,842
应付账款	4,681	3,522	7,301	4,367	8,056
其他流动负债	6,446	4,924	6,188	3,924	6,614
非流动负债	7,966	8,554	8,434	8,114	8,013
长期借款	646.97	873.57	719.94	542.94	357.58
其他非流动负债	7,319	7,680	7,714	7,571	7,655
负债合计	20,989	18,773	23,822	18,260	24,525
少数股东权益	107.24	140.64	171.47	209.04	253.10
股本	2,902	2,899	2,899	2,899	2,899
资本公积	2,889	2,811	2,811	2,811	2,811
留存公积	11,397	12,891	14,377	16,186	18,309
归属母公司股东权益	16,976	19,165	20,773	22,696	24,922
负债和股东权益	38,073	38,078	44,767	41,166	49,700

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	5,291	3,387	10,327	(54.38)	11,281
净利润	1,501	1,649	2,132	2,598	3,046
折旧摊销	2,790	2,759	2,109	2,484	2,582
财务费用	460.67	341.42	240.57	168.15	84.29
投资损失	(117.59)	(146.88)	(121.21)	(134.60)	(131.21)
营运资金变动	561.52	(1,597)	6,208	(4,890)	5,919
其他经营现金	95.00	381.16	(241.01)	(279.68)	(219.44)
投资活动现金	(3,802)	(1,753)	(2,961)	(2,602)	(2,485)
资本支出	(3,524)	(2,571)	(3,636)	(2,358)	(2,155)
长期投资	(81.67)	(8.09)	(289.15)	(138.77)	(174.90)
其他投资现金	(196.39)	826.04	963.68	(104.89)	(155.73)
筹资活动现金	(712.57)	(839.47)	(2,473)	(1,172)	(988.56)
短期借款	(132.32)	(122.72)	125.92	(43.04)	(13.28)
长期借款	505.38	226.59	(153.62)	(177.00)	(185.37)
普通股增加	(0.50)	(0.00)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	21.67	(78.30)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,107)	(865.05)	(2,445)	(951.52)	(789.91)
现金净增加额	831.22	805.99	4,892	(3,828)	7,807

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	47,434	44,983	54,872	60,490	65,552
营业成本	43,102	40,685	49,493	54,375	58,771
营业税金及附加	130.79	151.41	177.31	193.51	207.60
营业费用	413.33	345.49	404.60	441.56	473.72
管理费用	1,553	1,326	1,586	1,731	1,857
财务费用	460.67	341.42	240.57	168.15	84.29
资产减值损失	(40.76)	(59.82)	(72.98)	(80.45)	(87.18)
公允价值变动收益	31.16	88.26	8.12	42.51	46.30
投资净收益	117.59	146.88	121.21	134.60	131.21
营业利润	1,973	2,296	2,911	3,534	4,145
营业外收入	24.12	20.33	19.75	21.40	20.49
营业外支出	58.17	129.89	88.39	92.15	103.48
利润总额	1,939	2,186	2,842	3,463	4,062
所得税	437.95	537.26	710.61	865.85	1,015
净利润	1,501	1,649	2,132	2,598	3,046
少数股东损益	18.24	23.85	30.83	37.57	44.06
归属母公司净利润	1,483	1,625	2,101	2,560	3,002
EBITDA	5,072	5,262	4,917	5,874	6,498
EPS (人民币, 基本)	0.51	0.56	0.72	0.88	1.04

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	13.67	(5.17)	21.99	10.24	8.37
营业利润	2.40	16.34	26.80	21.40	17.27
归属母公司净利润	0.43	9.58	29.28	21.85	17.27
获利能力 (%)					
毛利率	9.13	9.55	9.80	10.11	10.34
净利率	3.17	3.67	3.89	4.29	4.65
ROE	8.79	8.54	10.18	11.34	12.10
ROIC	9.13	9.69	13.80	12.56	20.73
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.13	49.30	53.21	44.36	49.35
净负债比率 (%)	43.33	36.24	1.11	16.18	(16.66)
流动比率	0.99	1.34	1.26	1.52	1.44
速动比率	0.77	1.02	1.06	1.19	1.25
营运能力					
总资产周转率	1.28	1.18	1.32	1.41	1.44
应收账款周转率	33.01	37.29	36.18	35.49	36.32
应付账款周转率	8.90	9.92	9.15	9.32	9.46
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.56	0.72	0.88	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	1.82	1.17	3.56	(0.02)	3.89
每股净资产(最新摊薄)	5.86	6.61	7.17	7.83	8.60
估值比率					
PE (倍)	16.30	14.88	11.51	9.45	8.05
PB (倍)	1.42	1.26	1.16	1.07	0.97
EV EBITDA (倍)	5.43	5.21	4.21	4.11	2.51

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司