

韵达股份(002120.SZ) / 物流 证券研究报告/公司点评

2023 年 4 月 30 日

评级：增持（下调）

市场价格：12.14

分析师：皇甫晓晗

执业证书编号：S0740521040001

电话：021-20315125

Email: huangfuxh@r.qlzq.com.cn

研究助理：王旭晖

Email: wangxh@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,729	47,434	51,644	56,250	61,279
营业收入增速	25%	14%	9%	9%	9%
归属于母公司的净利润	1,477	1,483	2,212	3,015	3,717
净利润增长率	-2%	0%	49%	36%	23%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.51	0.76	1.04	1.28
每股现金流量(元)	0.90	1.17	1.78	2.04	2.34
净资产收益率	9%	9%	12%	14%	15%
市盈率(倍)	24	24	16	12	9
PEG	-1.3	-1.4	1.0	0.4	0.3
市净率	2.2	2.1	1.9	1.6	1.4

备注：股价选取日期为 2023 年 4 月 28 日收盘价。

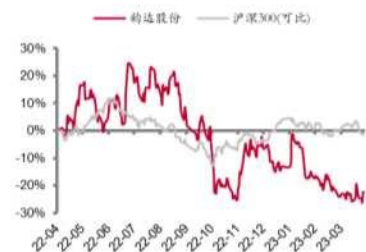
投资要点

- **核心观点：韵达 2023 年一季度业绩尚未出现拐点，外部环境叠加公司战略调整，利润、份额仍然承压。当下，韵达仍是行业未来头部玩家的主要竞争者之一，但网络信心的重建需要时间，效果有待验证。**
- **调整盈利预测，下调至“增持”评级。**2022 年，受疫情突发、油价上涨等因素影响，韵达业务量同比下降，单票成本上升。此外，公司自身的战略调整也进一步加大了业绩波动，业绩表现相对低迷。23Q1 暂未现拐点，我们调整韵达 2023-2025 年归母净利润预测为 22/30/37 亿元（此前预测 2023-2024 年为 31/37 亿元），对应 EPS 为 0.76/1.04/1.28 元（此前预测 2023-2024 年为 1.07/1.27 元）。考虑到 2023 年韵达仍然处于网络修复阶段，信心的重建需要时间，效果有待验证，下调至“增持”评级。
- **盈利承压，份额下降，业绩尚处于调整周期。**2022 年，韵达实现归母净利润 14.8 亿元，同比增长 1.6%，扣非后净利润 13.9 亿元，同比下降 0.9%。单票净利 0.09 元，同比提升 0.01 元。2023 年一季度，公司实现归母净利润 3.6 亿元，同比增长 3%，扣非后净利润 3.5 亿元，同比下降 13.8%。单票净利 0.09 元，与 2022 年基本持平。份额方面，韵达 2022 年业务量 176 亿件，同比下降 4.3%，市场份额从 2021 年的 17% 下降至 16%。一季度，公司完成业务量 38 亿件，市场份额下降至 14%。
- **外部因素叠加公司战略调整影响，是主要原因。**2022 年二季度，受疫情影响，韵达 Q2 业务量同比下降 9.2%。同时，公司战略调整导致末端网点稳定性不佳，导致公司业务量进一步承压。在业务量下滑影响下，公司规模效应减弱，叠加油价、人工成本上升等影响，成本大幅上升。2022 年，公司单票运输成本 0.61 元，同比增长 21%，单票操作中心成本 0.37 元，同比增长 20%。此外，2022 年四季度，公司以利润为战略导向，实现单票净利 0.18 元，同比大幅提升 0.05 元，环比提升 0.14 元，主要系行业旺季期间，公司主动调整包裹结构和客户品质，收入质量有所提升。一季度，公司继续利润导向战略，但因件量下滑导致成本上升，单票净利和市场份额仍有所下降，暂未出现拐点。
- **重建网络信心需要时间和耐心，效果有待验证。**当下，公司市场份额存在压力，存在份额回补的诉求，已经在战略上做了优化调整，逐步重建网络信心。但在市场强监管政策下，行业未来不再有恶性竞争已成为市场共识。我们认为在这种外部环境下，稳定性的重要程度大于爆发性。韵达当下仍具备竞争行业未来头部玩家的硬实力，但信任是加盟制的基础，重建网络信心需要时间，其效果仍需逐步验证。
- **风险提示事件：相关政策的实施仍有不确定性，价格战仍有加剧的可能；油价波动的风险；行业长期成本曲线若走平，将不利于企业之间的分化。**

基本状况

总股本(百万股)	2902
流通股本(百万股)	2815
市价(元)	12.14
市值(亿元)	352
流通市值(亿元)	342

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 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）
- 韵达股份 2021 中报点评：成本大幅下降，费用显著提升（2021.09.03）

图表 1: 公司财务数据及盈利预测

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	41,729	47,434	51,644	56,250	61,279	货币资金	3,174	3,907	2,673	2,769	4,765
增长率	25%	14%	9%	9%	9%	应收账款	1,897	1,711	1,401	1,526	1,662
营业成本	-37,951	-43,102	-46,010	-49,516	-53,510	存货	181	208	222	238	258
% 销售收入	90.9%	90.9%	89.1%	88.0%	87.3%	其他流动资产	6,429	7,091	6,087	6,371	6,681
毛利	3,778	4,332	5,634	6,734	7,769	流动资产	11,680	12,918	10,383	10,905	13,366
% 销售收入	9.1%	9.1%	10.9%	12.0%	12.7%	% 总资产	32.4%	33.9%	25.5%	24.8%	28.0%
营业税金及附加	-107	-131	-129	-141	-153	长期投资	4,109	4,597	4,597	4,597	4,597
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	16,308	16,750	21,022	23,403	24,543
营业费用	-317	-413	-377	-399	-423	% 总资产	45.3%	44.0%	51.6%	53.2%	51.3%
% 销售收入	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	无形资产	4,227	4,308	4,736	5,063	5,291
管理费用	-1,361	-1,422	-1,808	-1,912	-2,022	非流动资产	24,345	25,155	30,354	33,063	34,430
% 销售收入	3.3%	3.0%	3.5%	3.4%	3.3%	% 总资产	67.6%	66.1%	74.5%	75.2%	72.0%
息税前利润 (EBIT)	1,887	2,235	3,148	4,109	4,998	资产总计	36,025	38,073	40,737	43,968	47,796
% 销售收入	4.5%	4.7%	6.1%	7.3%	8.2%	短期借款	2,552	3,837	3,000	3,000	3,000
财务费用	-214	-461	-303	-294	-283	应付款项	5,380	5,322	6,019	6,195	6,272
% 销售收入	0.5%	1.0%	0.6%	0.5%	0.5%	其他流动负债	3,921	3,864	4,144	4,440	4,790
资产减值损失	95	-22	50	-5	121	流动负债	11,853	13,023	13,163	13,635	14,062
公允价值变动收益	-95	31	33	27	38	长期贷款	142	647	648	648	648
投资收益	124	118	100	229	229	其他长期负债	8,143	7,319	7,819	7,819	7,819
% 税前利润	6.7%	6.1%	3.6%	5.9%	4.8%	负债	20,138	20,989	21,630	22,102	22,529
营业利润	1,797	1,901	3,028	4,066	5,102	普通股股东权益	15,790	16,976	18,976	21,702	25,063
营业利润率	4.3%	4.0%	5.9%	7.2%	8.3%	少数股东权益	96	107	131	164	204
营业外收支	-62	-34	-52	-52	-52	负债股东权益合计	36,025	38,073	40,737	43,968	47,796
税前利润	1,865	1,939	2,763	3,862	4,762						
利润率	4.5%	4.1%	5.3%	6.9%	7.8%	比率分析					
所得税	-369	-438	-525	-811	-1,000		2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税率	19.8%	22.6%	19.0%	21.0%	21.0%	每股指标					
净利润	1,496	1,501	2,238	3,051	3,762	每股收益 (元)	0.51	0.51	0.76	1.04	1.28
少数股东损益	19	18	26	36	45	每股净资产 (元)	5.44	5.85	6.55	7.49	8.65
归属于母公司的净利润	1,477	1,483	2,212	3,015	3,717	每股经营现金净流 (元)	0.90	1.17	1.78	2.04	2.34
净利率	3.5%	3.1%	4.3%	5.4%	6.1%	每股股利 (元)	0.18	0.05	0.07	0.10	0.12
		0.43%	49.13%	36.30%	23.29%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	9.35%	8.74%	11.66%	13.89%	14.83%
净利润	1,496	1,501	2,238	3,051	3,762	总资产收益率	4.10%	3.90%	5.43%	6.86%	7.78%
加: 折旧和摊销	1,824	2,196	2,371	2,721	2,963	投入资本收益率	12.18%	9.65%	9.81%	12.77%	12.85%
资产减值准备	0	-41	0	0	0	增长率					
公允价值变动损失	95	-72	90	90	90	营业总收入增长率	24.56%	13.67%	8.88%	8.92%	8.94%
财务费用	-214	-461	-303	-294	-283	EBIT增长率	2.91%	18.74%	40.32%	28.94%	20.76%
投资收益	124	118	100	229	229	净利润增长率	5.15%	0.43%	49.13%	36.30%	23.29%
少数股东损益	19	18	26	36	45	总资产增长率	22.12%	5.68%	7.00%	7.93%	8.71%
营运资金的变动	-788	-241	474	47	-39	资产管理能力					
经营活动现金净流	2,620	3,382	5,171	5,905	6,772	应收账款周转天数	16.6	13.2	9.9	9.9	9.9
固定资本投资	0	-2,619	-7,120	-5,520	-4,420	存货周转天数	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7
投资活动现金净流	2,160	-3,152	-5,856	-5,520	-4,420	应付账款周转天数	54.0	47.2	50.0	48.0	45.0
股利分配	-533	-142	-212	-289	-356	固定资产周转天数	3.0	3.4	2.6	2.6	2.7
其他	-5,084	645	-337	0	0	偿债能力					
筹资活动现金净流	-5,617	503	-548	-289	-356	净负债/股东权益	1.27	1.23	1.13	1.01	0.89
现金净流量	-836	733	-1,234	97	1,996	EBIT利息保障倍数	-8.8	-4.9	-10.4	-14.0	-17.6
						资产负债率	55.90%	55.13%	53.10%	50.27%	47.14%

来源: 公司公告、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。