

增持 (维持)

韵达股份 (002120)

行业波动中努力修复、仍需砥砺前行

2023年04月27日

市场数据

市场数据日期 2023-04-26

收盘价(元) 11.95

总股本(百万股) 2902.26

流通股本(百万股) 2815.11

净资产(百万元) 16976.27

总资产(百万元) 38072.51

每股净资产(元) 5.85

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证交运】韵达股份2022年业绩预告点评: 修复重点看成本费用、加盟商、网格仓》
2023-01-31

《【兴证交运】韵达股份2022年三季报点评: 行业降速影响修复进度、修复方向确立静待管理改善》
2022-11-03

《【兴证交运】韵达股份2022年中报点评: 三项因素压制Q2业绩, 下半年环比改善弹性大, 股权激励强化改善确定性》
2022-09-04

分析师:

肖祎

xiaoyiyjy@xyzq.com.cn

S0190521080006

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年报及2023年一季报。1) 22年归母净利润14.8亿元(同比+1.62%)、扣非归母净利润13.9亿元(同比-0.94%); 2) 23年1季报归母净利润3.6亿元(同比+2.96%)、扣非归母净利润3.5亿元(同比-13.80%)。
- **分季度看:** 22Q1/22Q2/22Q3/22Q4/23Q1 快递利润分别为3.5/2.0/2.2/7.2/3.6亿元, 快递利润对应增速分别为52.0%/-8.7%/-34.6%/3.2%/3.3%
- **快递业务拆分:** 22Q1/22Q2/22Q3/22Q4/23Q1 快递份额分别为17.8%/15.7%/15.9%/14.7%/14.2%, 件量增速分别为19.6%/-9.2%/-2.8%/-17.3%/-11.2%, 单票利润分别为0.081/0.047/0.048/0.160/0.094元, 单票净利(扣非和其他收益)分别为0.079/-0.007/0.019/0.130/0.083元。2023年Q1单票净利拆分: 单票净利0.094元, 其中单票毛利0.264元(单票收入/单票成本/单票运输成本/单票中转成本估算分别为2.614元/2.350元/0.580元/0.400元)、单票期间费用为0.151元(单票销售费用/管理费用/财务费用/研发费用分别为0.025元/0.088元/0.015元/0.023元)、单票其他收益为0.010元、单票扣非净利为0.090元、单票非经损益为0.04元。此外公司Q1经营性现金流波动较大。
- **公司后续经营展望:** 1、自身导向: 尽管公司去年4季度及1季度坚持利润导向(可转债已发行), 但从份额表现和财务表现看, 公司2-3季度预计有份额回补诉求。1) 份额1季度环比下滑意味着需要企稳; 2) 份额下滑影响: a.对费用及部分可变成本摊薄效果削弱, Q1单票净利环比下降6.6分钱; b.减少派件网点派件总收入。2、行业环境有利有弊: 1) 今年头部快递份额诉求增加, 价格波动增加; 2) 今年申通有一定产能瓶颈约束; 3) 尾部快递掉队迹象增加。
- **公司后续业绩展望:** 1) 成本费用端有一定修复空间; 2) 收入端公司需要较为仔细地平衡量价关系, 价格端要对标同行保持跟进, 也需要兼顾网络内部加盟商生态情况。
- **盈利预测与投资建议:** 1) 业务量: 考虑到需兼顾利润, 市场部压缩和加盟商恢复过程, 件量增速假设2.8%, 件量181.0亿件; 2) 单票净利: 目前23Q1为0.094元(扣非扣其他收益的单票净利约0.083元), 整体看23年我们审慎假设单票净利全年0.108元。预计公司2023-2025年归母净利润分别为19.5、24.9、28.0亿元, 对应4月26日收盘价PE分别为17.8、13.9、12.4倍, 公司在行业波动中努力修复、仍需砥砺前行, 总部对扁平化加盟商的掌控力和扁平化加盟商对总部的支持, 构成了修复过程的压舱石, 增加了向上修复的概率, 维持“增持”评级。

- 风险提示：人力及包材等其他成本变动、快递价格波动超预期、相关政策影响不确定性、航空货运运价下滑。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	47434	49512	53025	57674
同比增长	13.7%	4.4%	7.1%	8.8%
归母净利润(百万元)	1483	1953	2488	2800
同比增长	1.6%	31.7%	27.4%	12.6%
毛利率	9.1%	10.8%	11.0%	11.1%
ROE	8.7%	10.4%	11.8%	11.8%
每股收益(元)	0.51	0.67	0.86	0.96
市盈率	23.4	17.8	13.9	12.4

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、韵达 2023-2025 年业绩测算

	2022A	2023E	2024E	2025E
行业增速及公司份额假设				
行业业务量 (亿件)	1,105.9	1,273.7	1,401.1	1,541.2
行业增速	2.1%	15.2%	10.0%	10.0%
公司份额同比	-1.1%	-1.7%	0.0%	0.1%
公司份额	15.9%	14.2%	14.2%	14.3%
公司业务量 (亿件)	176.1	181.0	199.1	220.5
公司增速	-4.3%	2.8%	10.0%	10.8%
总利润 (亿元)	14.8	19.53	24.88	28.00
总利润同比增速	1.67%	31.6%	27.4%	12.5%
PE	23.4	17.8	13.9	12.4
单票快递业务净利 (元)	0.084	0.108	0.125	0.127

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、韵达 2023 年业绩分季度测算

	22Q1A	22Q2A	22Q3A	22Q4A	23Q1A	23Q2E	23Q3E	23Q4E
行业增速及公司份额假设								
行业业务量 (亿件)	242.3	269.9	287.9	305.8	268.9	318.5	322.5	363.9
行业增速	10.5%	-1.7%	5.2%	-3.0%	11.0%	18.0%	12.0%	19.0%
公司份额同比	1.4%	-1.3%	-1.3%	-2.5%	-3.6%	-1.5%	-1.7%	-1.7%
公司份额	17.8%	15.7%	15.9%	14.7%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
公司业务量 (亿件)	43.1	42.3	45.7	44.9	38.3	45.2	45.8	51.7
公司增速	19.6%	-9.2%	-2.8%	-17.3%	-11.2%	6.9%	0.1%	15.0%
总利润 (亿元)	3.5	2.0	2.2	7.2	3.6	4.8	4.3	6.9
总利润同比增速	52%	-9%	-35%	3%	3%	141%	95%	-4%
单票快递业务净利 (元)	0.081	0.047	0.048	0.160	0.094	0.106	0.093	0.133
单票净利 (剔除其他收益和非) (元)	0.079	-0.007	0.019	0.130	0.083	0.086	0.075	0.115

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	12918	16814	21446	26409
货币资金	3907	7572	12109	16821
交易性金融资产	4161	4371	4175	4238
应收票据及应收账款	1367	1484	1633	1743
预付款项	424	352	401	438
存货	208	209	225	244
其他	2850	2828	2902	2924
非流动资产	25155	23258	21965	20394
长期股权投资	806	691	751	740
固定资产	13785	11885	9985	8085
在建工程	2965	2965	2965	2965
无形资产	4308	4882	5414	5863
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	82	-21	-126	-233
其他	3208	2855	2975	2974
资产总计	38073	40072	43411	46803
流动负债	13023	12812	13357	13891
短期借款	1895	1900	1920	1909
应付票据及应付账款	5322	5,877	6,199	6,697
其他	5806	5035	5238	5284
非流动负债	7966	8267	8752	9035
长期借款	647	947	1289	1644
其他	7319	7320	7463	7391
负债合计	20989	21080	22109	22926
股本	2902	2902	2902	2902
资本公积	2889	2889	2889	2889
未分配利润	10899	12671	14925	17432
少数股东权益	107	133	166	203
股东权益合计	17084	18993	21302	23877
负债及权益合计	38073	40072	43411	46803

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	1483	1953	2488	2800
折旧和摊销	2276	2097	2102	2102
资产减值准备	41	131	-27	1
资产处置损失	-9	-15	-16	-17
公允价值变动损失	-31	-25	-5	-6
财务费用	517	495	318	340
投资损失	-118	-99	-159	-173
少数股东损益	18	26	33	37
营运资金的变动	562	330	259	418
经营活动产生现金流量	5291	5027	4955	5498
投资活动产生现金流量	-3802	-450	-496	-514
融资活动产生现金流量	-713	-912	78	-272
现金净变动	831	3665	4537	4712
现金的期初余额	2677	3907	7572	12109
现金的期末余额	3508	7572	12109	16821

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	47434	49512	53025	57674
营业成本	43102	44172	47180	51270
税金及附加	131	139	143	133
销售费用	413	446	451	461
管理费用	1553	1857	1856	1961
研发费用	308	396	371	404
财务费用	461	495	318	340
其他收益	541	446	407	401
投资收益	118	99	159	173
公允价值变动收益	31	25	5	6
信用减值损失	-150	-99	-106	-115
资产减值损失	-41	0	0	0
资产处置收益	9	15	16	17
营业利润	1973	2494	3188	3587
营业外收入	24	35	16	17
营业外支出	58	54	53	58
利润总额	1939	2474	3150	3546
所得税	438	495	630	709
净利润	1501	1979	2520	2837
少数股东损益	18	26	33	37
归属母公司净利润	1483	1953	2488	2800
EPS(元)	0.51	0.67	0.86	0.96

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	13.7%	4.4%	7.1%	8.8%
营业利润增长率	3.6%	26.4%	27.8%	12.5%
归母净利润增长率	1.6%	31.7%	27.4%	12.6%
盈利能力				
毛利率	9.1%	10.8%	11.0%	11.1%
归母净利率		3.1%	3.9%	4.7%
ROE	8.7%	10.4%	11.8%	11.8%
偿债能力				
资产负债率	55.1%	52.6%	50.9%	49.0%
流动比率	0.99	1.31	1.61	1.90
速动比率	0.98	1.30	1.59	1.88
营运能力				
资产周转率	127.7%	126.7%	127.0%	127.9%
应收帐款周转率	3081.0%	3320.0%	3163.7%	3216.9%
存货周转率	22146.7%	21189.1%	21771.8%	21861.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.51	0.67	0.86	0.96
每股经营现金	1.82	1.73	1.71	1.89
每股净资产	5.85	6.50	7.28	8.16
估值比率(倍)				
PE	23.4	17.8	13.9	12.4
PB	2.0	1.8	1.6	1.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn