

韵达股份 (002120.SZ)

一季度单票扣非净利同比持平，期待困境反转

买入

核心观点

22年四季度业绩稳健，23年一季度业绩承压。2022年全年营收474.3亿元(+13.7%)，扣非归母净利润13.9亿元(-0.9%)；22年四季度单季营收122.2亿元(-7.0%)，扣非归母净利润6.9亿元(-0.7%)；2023年一季度单季营收104.8亿元(-9.4%)，扣非归母净利润3.5亿元(-13.8%)。

韵达一季度业务量增长仍然承压，市场份额有所下滑。22年四季度以来，韵达调整经营策略，主动优化包裹结构、淘汰低质量业务，因此看到公司四季度和今年一季度业务量同比分别为-17.3%和-11.2%，业务量同比表现弱于行业，从而导致公司一季度市场份额同比减少3.8个百分点下滑至14.0%。得益于行业竞争态势可控以及公司主动优化业务结构，公司一季度单票价格同比增长了3.3%，价格同比表现优于同行。

韵达一季度单票扣非净利同比持平，资本开支大幅收缩。在油价高企、疫情成本增加的背景下，叠加去年韵达业务量同比下滑（韵达网络出现疫情导致经营效率下降明显）导致资产利用率受损，2022年韵达的单位成本上升明显，单票运输成本和单票中转成本分别为0.61元和0.37元，同比分别为+21%和+20%。公司四季度调整经营策略后，盈利能力开始明显修复，去年四季度和今年一季度公司的毛利率分别为11.6%和10.6%，同比变化分别为+2.03%和+0.03%；四季度单票扣非净利为0.15元，同比提升明显（21Q4单票扣非净利为0.10元），一季度单票扣非净利为0.09元，同比持平。公司22年全年和23年一季度的资本开支分别为35.2亿元和7.4亿元，同比大幅下降（21年全年和22年一季度分别为82.5亿元和13.7亿元）。在资本开支大幅收缩的背景下，23年公司需求又有望明显改善，因此预计公司23年的资产利用率有望明显改善。

风险提示：国内疫情变化；价格竞争恶化；电商快递需求增长低于预期。

投资建议：小幅下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到公司经营修复需要时间过渡，小幅下调公司盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为27.4/35.0/40.3亿元（23-24年调整幅度分别为-4.6%/-1.8%），分别同比增长84%/28%/15%。考虑到公司经营质量已经开始边际改善，维持公司“买入”评级，现在股价对应23-24年EPS的PE估值分别为12X、9X。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,729	47,434	54,454	61,279	68,142
(+/-%)	24.6%	13.7%	14.8%	12.5%	11.2%
净利润(百万元)	1477	1483	2735	3496	4032
(+/-%)	5.1%	0.4%	84.4%	27.9%	15.3%
每股收益(元)	0.51	0.51	0.94	1.20	1.39
EBIT Margin	3.9%	4.1%	6.4%	7.0%	7.0%
净资产收益率(ROE)	9.4%	8.7%	14.5%	16.4%	16.7%
市盈率(PE)	22.3	22.3	12.1	9.4	8.2
EV/EBITDA	15.4	13.1	10.1	8.4	7.6
市净率(PB)	2.09	1.94	1.75	1.55	1.37

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·物流

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn luodan4@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	11.37元
总市值/流通市值	32999/32008百万元
52周最高价/最低价	19.75/11.14元
近3个月日均成交额	394.73百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《韵达股份(002120.SZ)-三季度经营缓慢修复，期待四季度旺季改善》——2022-10-31
- 《韵达股份(002120.SZ)-疫情拖累二季度业绩，经营修复可期》——2022-08-31
- 《韵达股份(002120.SZ)-疫情影响可控，单票盈利同比大幅改善》——2022-04-28
- 《韵达股份-002120-21年三季度点评：收入端派费调整滞后拖累盈利，期待旺季表现》——2021-11-01
- 《韵达股份-002120-21年中报财报点评：毛利润同比正增长，维持核心竞争力》——2021-09-04

22 年四季度业绩稳健，23 年一季度业绩承压。2022 年全年营收 474.3 亿元 (+13.7%)，扣非归母净利润 13.9 亿元 (-0.9%)；22 年四季度单季营收 122.2 亿元 (-7.0%)，扣非归母净利润 6.9 亿元 (-0.7%)；2023 年一季度单季营收 104.8 亿元 (-9.4%)，扣非归母净利润 3.5 亿元 (-13.8%)。

图1：韵达股份累计营业收入及增速（单位：亿元、%）



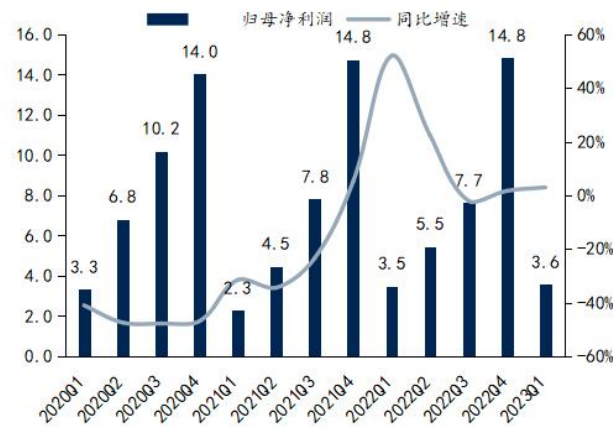
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：韵达股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



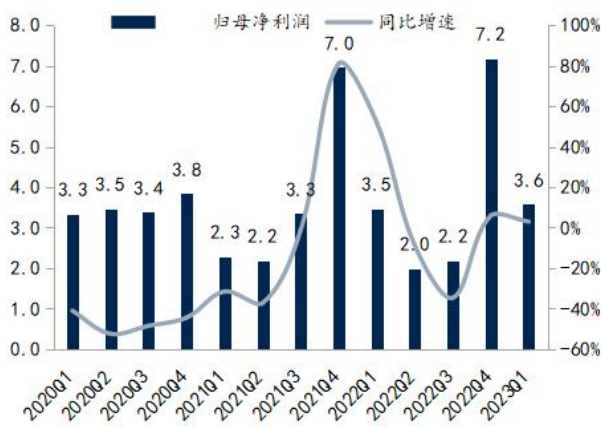
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：韵达股份累计归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：韵达股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



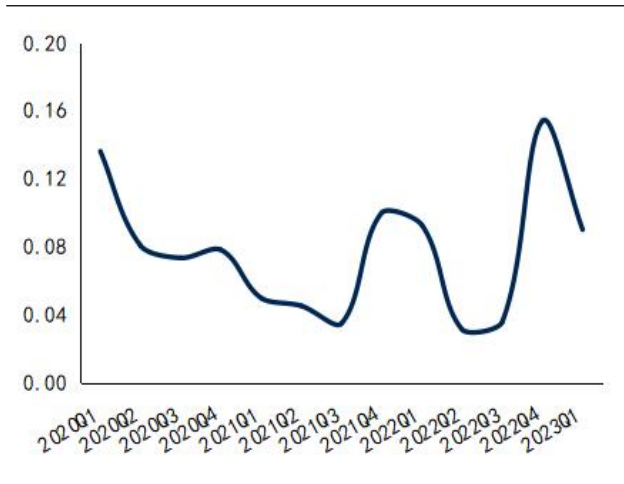
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

一季度业务量增长仍然承压，市场份额有所下滑。22 年四季度以来，韵达调整经营策略，主动优化包裹结构、淘汰低质量业务，因此看到公司四季度和今年一季度业务量同比分别为-17.3%和-11.2%，业务量同比表现弱于行业，从而导致公司一季度市场份额同比减少了 3.8 个百分点达到 14.0%。得益于行业竞争态势可控以及公司主动优化业务结构，公司一季度单票价格同比增长了 3.3%，价格同比表现优于同行。

一季度单票扣非净利同比持平，资本开支大幅收缩。在油价高企、疫情成本增加的背景下，叠加去年韵达业务量同比下滑（韵达网络出现疫情导致经营效率下降）导致资

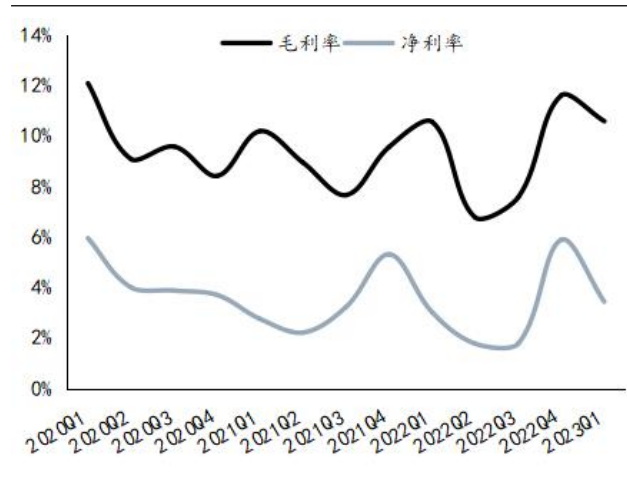
产利用率受损，2022年韵达的单位成本上升明显，单票运输成本和单票中转成本分别为0.61元和0.37元，同比分别为+21%和+20%。公司四季度调整经营策略后，公司盈利能力开始明显修复，去年四季度和今年一季度公司的毛利率分别为11.6%和10.6%，同比变化分别为+2.03%和+0.03%；四季度单票扣非净利为0.15元，同比提升明显（21Q4单票扣非净利为0.10元），一季度单票扣非净利为0.09元，同比持平。公司22年全年和23年一季度的资本开支分别为35.2亿元和7.4亿元，同比大幅下降（21年全年和22年一季度分别为82.5亿元和13.7亿元）。在资本开支大幅收缩的背景下，23年公司需求又有望明显改善，因此预计公司今年的资产利用率有望明显改善。

图5: 韵达股份单票扣非净利变化趋势（元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 韵达股份毛利率及归母净利率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑到公司经营修复需要时间过渡，小幅下调公司盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为27.4/35.0/40.3亿元（23-24年调整幅度分别为-4.6%/-1.8%），分别同比增长84%/28%/15%。考虑到公司经营质量已经开始边际改善，维持公司“买入”评级，现在股价对应23-24年EPS的PE估值分别为12X、9X。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3174	3907	5233	5875	6814	营业收入	41729	47434	54454	61279	68142
应收款项	1897	1711	1939	2015	2054	营业成本	37951	43102	48361	54115	60135
存货净额	181	208	244	288	336	营业税金及附加	107	131	136	153	170
其他流动资产	2812	2927	3267	3554	3952	销售费用	317	413	381	429	477
流动资产合计	11680	12918	12684	14732	17655	管理费用	1467	1553	1751	1949	2148
固定资产	16308	16750	17620	17818	17887	研发费用	267	308	327	368	409
无形资产及其他	4227	4308	4137	3965	3794	财务费用	214	461	234	90	0
投资性房地产	2990	3290	3290	3290	3290	投资收益	124	118	104	189	248
长期股权投资	819	806	806	806	806	资产减值及公允价值变动	(95)	72	(80)	(30)	(20)
资产总计	36025	38073	38538	40612	43432	其他收入	225	10	(15)	(115)	(156)
短期借款及交易性金融负债	2552	3837	2837	2531	1247	营业利润	1927	1973	3599	4587	5283
应付款项	5380	5322	5918	6472	7039	营业外净收支	(62)	(34)	(50)	(50)	(50)
其他流动负债	3921	3864	4892	5470	6085	利润总额	1865	1939	3549	4537	5233
流动负债合计	11853	13023	13647	14474	14371	所得税费用	369	438	781	998	1151
长期借款及应付债券	7373	6962	4820	3536	3536	少数股东损益	19	18	33	43	49
其他长期负债	912	1004	1049	1102	1167	归属于母公司净利润	1477	1483	2735	3496	4032
长期负债合计	8285	7966	5869	4638	4703	现金流量表 (百万元)					
负债合计	20138	20989	19516	19112	19074	净利润	1477	1483	2735	3496	4032
少数股东权益	96	107	131	162	197	资产减值准备	0	41	9	1	0
股东权益	15790	16976	18890	21338	24161	折旧摊销	1824	2196	1713	1943	2084
负债和股东权益总计	36025	38073	38538	40612	43432	公允价值变动损失	95	(72)	80	30	20
关键财务与估值指标						财务费用	214	461	234	90	0
每股收益	0.51	0.51	0.94	1.20	1.39	营运资本变动	(788)	(241)	1074	782	762
每股红利	0.15	0.19	0.28	0.36	0.42	其它	14	(29)	15	30	35
每股净资产	5.44	5.85	6.51	7.35	8.32	经营活动现金流	2621	3377	5626	6282	6933
ROIC	6.70%	5.58%	13%	19%	22%	资本开支	0	(2619)	(2501)	(2001)	(2001)
ROE	9.35%	8.74%	14%	16%	17%	其它投资现金流	2888	(546)	2164	(1000)	(1500)
毛利率	9%	9%	11%	12%	12%	投资活动现金流	2160	(3152)	(337)	(3001)	(3501)
EBIT Margin	4%	4%	6%	7%	7%	权益性融资	(30)	1	0	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	10%	10%	10%	负债净变化	142	505	(2142)	(1284)	0
收入增长	25%	14%	15%	13%	11%	支付股利、利息	(429)	(537)	(820)	(1049)	(1210)
净利润增长率	5%	0%	84%	28%	15%	其它融资现金流	(5013)	570	(1000)	(306)	(1284)
资产负债率	56%	55%	51%	47%	44%	融资活动现金流	(5618)	508	(3963)	(2639)	(2494)
股息率	1.3%	1.6%	2.5%	3.2%	3.7%	现金净变动	(836)	733	1326	642	938
P/E	22.3	22.3	12.1	9.4	8.2	货币资金的期初余额	4010	3174	3907	5233	5875
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4	货币资金的期末余额	3174	3907	5233	5875	6814
EV/EBITDA	15.4	13.1	10.1	8.4	7.6	企业自由现金流	0	827	3014	4051	4590
						权益自由现金流	0	1903	(311)	2391	3306

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032