

评级： 买入

核心观点

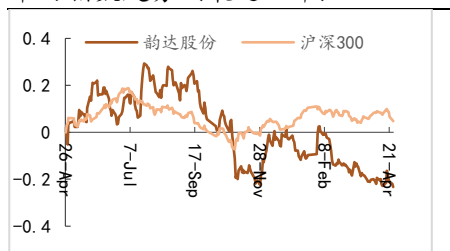
张功

SAC 执证编号：S0110522030003

zhanggong1@sczq.com.cn

电话：

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

| | |
|--------------|-------------|
| 最新收盘价(元) | 11.37 |
| 一年内最高/最低价(元) | 19.75/11.14 |
| 市盈率(当前) | 22.59 |
| 市净率(当前) | 2.00 |
| 总股本(亿股) | 29.02 |
| 总市值(亿元) | 329.99 |

资料来源：聚源数据

相关研究

- 利空出尽，大有可为
- 调整巩固提高，季度环比向好
- 突破重围，迎难而上

- **事件：公司发布 2022 年及 2023 年 Q1 业绩。**公司 2022 年营收 474.34 亿元，同比增长 13.65%；归属于上市公司股东净利润为 14.83 亿元，同比微增 1.62%；经营活动产生的现金流量净额为 52.91 亿元，同比增长 69.31%。公司 2023 年 Q1 营收 104.75 亿元，同比减少 9.38%；归属于上市公司股东的净利润约 3.59 亿元，同比增加 2.96%。
- **疫情扰动打乱运营节奏，2022Q4 重回增长通道。**2022 年公司累计完成快递业务量 176.09 亿票，市场份额达 15.92%，行业排名位列第二位。2022 年二季度受多重突发因素影响，导致公司业务量、运营成本和网络效率出现了短暂的不利影响。进入四季度后，公司大力优化包裹结构和包裹的品质，四季度毛利率达到 11.59%，单票毛利、单票净利同比环比双升。
- **2023 年 Q1 业务量增长不及预期，费用控制成果显著。**2023 年 Q1 公司完成业务量约 38.27 亿单，同比下降 11.2%，营收 104.75 亿元，同比减少 9.38%。公司管理费用率、财务费用率分别由 2022 年 Q1 的 4.14%/0.64%下降至 2023 年 Q1 的 4.04%/0.57%，费用控制成果显著。
- **2023 年打开成本下降通道，业务量有望重回增长。**近年来，公司在产能建设、车辆自有化及自动化资产构建方面处于可比领先优势，2022 年起扩张性资本开支已基本结束。当前及今后一段时期，公司快递经营的核心工作是服务提质、业务增量，深入落实“全网一体、共建共享”理念，将产能优势转化为实物量和高质量优势，利用与同行产能投放、资本开支的“错周期”，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。同时大力优化包裹结构和包裹的品质，促使韵达品牌溢价回归和优质客户群回岸，稳定加盟商网络，有望带动业务量持续增长。
- **投资建议：**根据公司经营情况的变动，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 23.94/31.95/39.64 亿元，以今日收盘价计算 PE 为 14.4/10.8/8.7。维持公司“买入”评级。

风险提示：经济恢复不及预期、油价上涨、价格竞争加剧。

盈利预测

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营收(亿元) | 474.34 | 545.81 | 621.41 | 698.66 |
| 营收增速(%) | 13.67 | 15.07 | 13.85 | 12.43 |
| 净利润(亿元) | 14.83 | 23.94 | 31.95 | 39.64 |
| 净利润增速(%) | 0.43 | 61.42 | 33.44 | 24.10 |
| EPS(元/股) | 0.51 | 0.82 | 1.10 | 1.37 |
| PE | 23.3 | 14.4 | 10.8 | 8.7 |

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 12918 | 15278 | 16816 | 20727 | 经营活动现金流 | 4777 | 5069 | 6007 | 6727 |
| 现金 | 3907 | 5458 | 6214 | 9325 | 净利润 | 1501 | 2425 | 3237 | 4016 |
| 应收账款 | 1367 | 1549 | 1764 | 1983 | 折旧摊销 | 2276 | 1571 | 1664 | 1694 |
| 其它应收款 | 351 | 483 | 550 | 618 | 财务费用 | 461 | 394 | 290 | 156 |
| 预付账款 | 424 | 341 | 388 | 437 | 投资损失 | -118 | -157 | -157 | -157 |
| 存货 | 208 | 228 | 258 | 289 | 营运资金变动 | 562 | 745 | 894 | 939 |
| 其他 | 6660 | 7219 | 7642 | 8075 | 其它 | 95 | 91 | 79 | 79 |
| 非流动资产 | 25155 | 25589 | 25441 | 24764 | 投资活动现金流 | -3802 | -1939 | -1439 | -939 |
| 长期投资 | 806 | 823 | 839 | 856 | 资本支出 | 3493 | 2000 | 1500 | 1000 |
| 固定资产 | 14775 | 16458 | 17547 | 18065 | 长期投资 | -82 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 4308 | 3590 | 2872 | 2154 | 其他 | -7213 | -3939 | -2939 | -1939 |
| 其他 | 5266 | 4718 | 4183 | 3689 | 筹资活动现金流 | -713 | -1579 | -3812 | -2677 |
| 资产总计 | 38073 | 40867 | 42257 | 45491 | 短期借款 | -132 | 344 | -1733 | -507 |
| 流动负债 | 13023 | 14921 | 14864 | 16096 | 长期借款 | -349 | -1367 | -1573 | -1745 |
| 短期借款 | 1895 | 2240 | 507 | 0 | 其他 | -231 | -556 | -507 | -425 |
| 应付账款 | 5322 | 6702 | 7588 | 8512 | 现金净增加额 | 318 | 1551 | 756 | 3111 |
| 其他 | 5806 | 5980 | 6769 | 7585 | 主要财务比率 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 非流动负债 | 7966 | 6599 | 5026 | 3281 | 成长能力 | | | | |
| 长期借款 | 7431 | 6064 | 4491 | 2745 | 营业收入 | 13.67% | 15.07% | 13.85% | 12.43% |
| 其他 | 535 | 535 | 535 | 535 | 营业利润 | 2.40% | 56.30% | 33.02% | 23.87% |
| 负债合计 | 20989 | 21520 | 19891 | 19377 | 归属母公司净利润 | 0.43% | 61.42% | 33.44% | 24.10% |
| 少数股东权益 | 107 | 139 | 181 | 233 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 16976 | 19208 | 22186 | 25881 | 毛利率 | 9.13% | 9.86% | 10.36% | 10.56% |
| 负债和股东权益 | 38073 | 40867 | 42257 | 45491 | 净利率 | 3.13% | 4.39% | 5.14% | 5.67% |
| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | ROE | 8.74% | 12.46% | 14.40% | 15.32% |
| 营业收入 | 47434 | 54581 | 62141 | 69866 | ROIC | 8.92% | 13.21% | 15.76% | 19.06% |
| 营业成本 | 43102 | 49198 | 55705 | 62485 | 偿债能力 | | | | |
| 营业税金及附加 | 131 | 132 | 161 | 181 | 资产负债率 | 55.13% | 52.66% | 47.07% | 42.60% |
| 营业费用 | 413 | 380 | 390 | 395 | 净负债比率 | 31.72% | 14.71% | -5.44% | -25.20% |
| 研发费用 | 308 | 344 | 385 | 419 | 流动比率 | 0.99 | 1.02 | 1.13 | 1.29 |
| 管理费用 | 1553 | 1430 | 1465 | 1483 | 速动比率 | 0.75 | 0.78 | 0.85 | 1.00 |
| 财务费用 | 461 | 394 | 290 | 156 | 营运能力 | | | | |
| 资产减值损失 | -41 | -16 | -18 | -20 | 总资产周转率 | 1.25 | 1.34 | 1.47 | 1.54 |
| 公允价值变动收益 | 31 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 34.69 | 35.24 | 35.24 | 35.24 |
| 投资净收益 | 118 | 157 | 157 | 157 | 应付账款周转率 | 9.21 | 8.20 | 8.20 | 8.20 |
| 营业利润 | 1973 | 3084 | 4103 | 5082 | 每股指标(元) | | | | |
| 营业外收入 | 24 | 17 | 17 | 17 | 每股收益 | 0.51 | 0.82 | 1.10 | 1.37 |
| 营业外支出 | 58 | 55 | 55 | 55 | 每股经营现金 | 1.65 | 1.75 | 2.07 | 2.32 |
| 利润总额 | 1939 | 3045 | 4064 | 5043 | 每股净资产 | 5.85 | 6.62 | 7.64 | 8.92 |
| 所得税 | 438 | 620 | 827 | 1027 | 估值比率 | | | | |
| 净利润 | 1501 | 2425 | 3237 | 4016 | P/E | 23.29 | 14.43 | 10.81 | 8.71 |
| 少数股东损益 | 18 | 31 | 42 | 52 | P/B | 2.03 | 1.80 | 1.56 | 1.33 |
| 归属母公司净利润 | 1483 | 2394 | 3195 | 3964 | | | | | |
| EBITDA | 4676 | 5010 | 6018 | 6892 | | | | | |
| EPS (元) | 0.51 | 0.82 | 1.10 | 1.37 | | | | | |

分析师简介

张功，男，南京航空航天大学硕士，证书编号：S0110522030003。2022年3月加入首创证券，负责交通运输板块研究。

分析师声明

本报告清晰准确地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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券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。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券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，投资者应当考虑到首创证券及/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。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--|---------------|------------------------|
| 1. 投资建议的比较标准 | | |
| 投资评级分为股票评级和行业评级 | 股票投资评级 | 买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 |
| 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准 | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间 |
| | 减持 | 相对沪深 300 指数跌幅 5%以上 |
| 2. 投资建议的评级标准 | 行业投资评级 | 看好 行业超越整体市场表现 |
| 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准 | 中性 | 行业与整体市场表现基本持平 |
| | 看淡 | 行业弱于整体市场表现 |