

研究所  
 证券分析师: 许可 S0350521080001  
 xuk02@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 周延宇 S0350521090001  
 zhouyy01@ghzq.com.cn  
 联系人: 祝玉波 S0350121120080  
 zhoub01@ghzq.com.cn  
 联系人: 钟文海 S0350121090029  
 zhongwh@ghzq.com.cn

## Q1 单票盈利稳定, 供需再平衡, 业绩修复可期

### ——韵达股份(002120) 2022 年报及 2023 年一季报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
韵达股份	1.3%	-10.8%	-17.7%
沪深 300	-0.6%	-4.6%	2.4%

#### 市场数据

市场数据	2023/04/27
当前价格(元)	11.95
52 周价格区间(元)	11.14-19.75
总市值(百万)	34,682.05
流通市值(百万)	33,640.52
总股本(万股)	290,226.35
流通股本(万股)	281,510.65
日均成交额(百万)	262.43
近一月换手(%)	1.26

#### 相关报告

《——韵达股份(002120) 点评报告: Q4 业绩超预期, 看好价格修复+产能爬坡带来高业绩弹性(买入)\*物流\*许可, 周延宇》——2023-01-31

《——韵达股份(002120) 点评报告: 进入长期价值区间, 期待公司困境反转(买入)\*物流\*许可, 周延宇》——2022-11-03

《——韵达股份(002120) 点评报告: 疫后修复产能爬坡, 期待公司困境反转(买入)\*物流\*许可, 周延宇》——2022-09-03

#### 事件:

韵达股份 2022 年年报以及 2023 年一季度季报已发布:

财务方面, 2022 年, 韵达股份实现营业收入 474.34 亿元, 同比增长 13.65%; 实现归母净利润 14.83 亿元, 同比增长 1.62%; 扣非归母净利润 13.89 亿元, 同比下降 0.94%; 2023Q1, 韵达股份实现营业收入 104.75 亿元, 同比下降 9.38%; 实现归母净利润 3.59 亿元, 同比增长 2.96%; 扣非归母净利润 3.45 亿元, 同比下降 13.80%。

经营方面, 2022 年韵达股份全年业务量完成 176.09 亿票, 同比下降 4.31%, 单票收入 2.55 元, 同比提升 19.14%。2023Q1 业务量完成 38.27 亿票, 同比下降 11.21%; 单票收入 2.61 元, 同比提升 3.22%。

#### 投资要点:

##### ■ 客户结构优化, 2022Q4 盈利能力快速修复

2022Q4, 韵达股份单票利润达到 0.16 元, 同比上升 0.03 元, 环比上升 0.11 元。尽管在疫情影响下, 行业需求、公司供给受到限制, 公司业务量受到冲击(四季度公司业务量 44.94 亿票, 同比下降 17.31%), 同时成本端压力增加。但是公司通过积极优化客户结构, 四季度单票收入实现同比增长 12.59% 达到 2.72 元, 整体盈利能力快速修复。最终实现 2022Q4 利润总额 8.73 亿元, 实现归属于上市公司股东的净利润 7.18 亿元, 单票毛利、单票净利同比环比双升。

##### ■ 费用优化, 2023Q1 单票盈利维持稳定, 业绩修复可期

受疫情对货物按时收派、网点正常营业的影响, 2023Q1 公司业务量同比下降 11.21%, 成本端短期受到冲击, 但公司通过积极优化客户结构, 单票收入同比增长 3.22% 至 2.61 元, 且费用端有所优化, 单票总费用降低 0.01 元/票, 其中单票管理费用下降 0.01 元/票。最终单票扣非归母净利润稳定在 0.09 元/票, 同比基本持平。

目前, 公司正在进行战略聚焦, 快递周边业务会有一定的收缩优化, 会形成相应销售与管理费用优化; 随着各项调整措施的推进与落地,

《——韵达股份(002120)事件点评：业绩稳健增长，疫情复苏弹性可期（买入）\*物流\*许可，周延宇》——2022-04-30

《——韵达股份(002120)事件点评：量价齐升，维持“买入”评级（买入）\*物流\*许可，周延宇》——2022-02-20

公司期间费用有望逐步回到合理区间，业绩修复可期。

#### ■ 公司供需差再平衡，期待成本优化带来高业绩弹性

2023 年快递行业需求正在加速修复（1-2 月行业业务量同比增速 4.59%，3 月修复至 22.76%，Q1 实现 10.99% 的双位数增长），需求回暖信号已现。供给方面，公司 2022 年起扩张性资本开支已基本结束，公司供需将进入再平衡的阶段，公司将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。除成本优化外，同时供给端韵达股份不断优化网络、提升服务能力，在客户结构的持续改善下价格弹性值得期待，看好公司高业绩弹性带来的投资机会。

■ **盈利预测和投资评级** 根据公司公告调整盈利预测，我们预计韵达股份 2023-2025 年营业收入分别为 531.81 亿元、597.14 亿元与 669.13 亿元，归母净利润分别为 28.16 亿元、34.33 亿元与 40.98 亿元，2023-2025 年对应 PE 分别为 12.32 倍、10.10 倍与 8.46 倍，供需环境优化+格局改善支撑价格+产能爬坡优化成本，看好公司高业绩弹性带来的投资机会，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 价格竞争加剧的风险、行业景气度不及预期的风险、监管政策变动带来的风险、成本管控不及预期的风险、快递加盟商爆仓的风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	47434	53181	59714	66913
增长率（%）	14	12	12	12
归母净利润（百万元）	1483	2816	3433	4098
增长率（%）	2	90	22	19
摊薄每股收益（元）	0.51	0.97	1.18	1.41
ROE（%）	9	14	15	15
P/E	28.20	12.32	10.10	8.46
P/B	2.46	1.75	1.49	1.27
P/S	0.88	0.65	0.58	0.52
EV/EBITDA	9.61	6.00	4.51	3.25

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：韵达股份盈利预测表

证券代码:	002120		股价:	11.95	投资评级:	买入	日期:	2023/04/27	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	9%	14%	15%	15%	EPS	0.51	0.97	1.18	1.41
毛利率	9%	12%	13%	13%	BVPS	5.85	6.82	8.00	9.41
期间费率	5%	5%	5%	5%	<b>估值</b>				
销售净利率	3%	5%	6%	6%	P/E	28.20	12.32	10.10	8.46
<b>成长能力</b>					P/B	2.46	1.75	1.49	1.27
收入增长率	14%	12%	12%	12%	P/S	0.88	0.65	0.58	0.52
利润增长率	2%	90%	22%	19%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
总资产周转率	1.25	1.20	1.25	1.23	<b>营业收入</b>	<b>47434</b>	<b>53181</b>	<b>59714</b>	<b>66913</b>
应收账款周转率	34.69	31.29	53.30	28.01	营业成本	43102	46842	52121	58005
存货周转率	227.62	229.77	294.31	215.07	营业税金及附加	131	128	131	147
<b>偿债能力</b>					销售费用	413	425	448	502
资产负债率	55%	55%	51%	49%	管理费用	1553	1702	1971	2208
流动比	0.99	1.12	1.33	1.55	财务费用	461	266	299	335
速动比	0.75	0.93	1.15	1.39	其他费用/(-收入)	308	415	478	535
					<b>营业利润</b>	<b>1973</b>	<b>3721</b>	<b>4534</b>	<b>5398</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业外净收支	-34	-39	-45	-39
现金及现金等价物	8068	12880	17331	23099	<b>利润总额</b>	<b>1939</b>	<b>3682</b>	<b>4489</b>	<b>5359</b>
应收款项	1367	1699	1120	2389	所得税费用	438	832	1014	1210
存货净额	208	231	203	311	<b>净利润</b>	<b>1501</b>	<b>2851</b>	<b>3475</b>	<b>4149</b>
其他流动资产	3274	3430	3171	3581	少数股东损益	18	35	42	50
<b>流动资产合计</b>	<b>12918</b>	<b>18240</b>	<b>21826</b>	<b>29380</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1483</b>	<b>2816</b>	<b>3433</b>	<b>4098</b>
固定资产	13785	14779	14901	14197					
在建工程	2965	2599	2324	2006	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
无形资产及其他	7598	7768	7938	8058	<b>经营活动现金流</b>	<b>5291</b>	<b>7638</b>	<b>6998</b>	<b>7716</b>
长期股权投资	806	806	806	806	净利润	1483	2816	3433	4098
<b>资产总计</b>	<b>38073</b>	<b>44193</b>	<b>47795</b>	<b>54446</b>	少数股东权益	18	35	42	50
短期借款	1895	2295	2495	2595	折旧摊销	2790	2402	2683	2903
应付款项	5322	7111	6861	8612	公允价值变动	-31	0	0	0
预收帐款	102	180	197	197	营运资金变动	589	2359	793	616
其他流动负债	5704	6706	6866	7518	<b>投资活动现金流</b>	<b>-3802</b>	<b>-3121</b>	<b>-2627</b>	<b>-1922</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>13023</b>	<b>16292</b>	<b>16419</b>	<b>18922</b>	资本支出	-3366	-3239	-2745	-2039
长期借款及应付债券	6962	6962	6962	6962	长期投资	-82	0	0	0
其他长期负债	1004	1004	1004	1004	其他	-354	118	118	118
<b>长期负债合计</b>	<b>7966</b>	<b>7966</b>	<b>7966</b>	<b>7966</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-713</b>	<b>295</b>	<b>80</b>	<b>-27</b>
<b>负债合计</b>	<b>20989</b>	<b>24259</b>	<b>24386</b>	<b>26888</b>	债务融资	512	400	200	100
股本	2902	2902	2902	2902	权益融资	1	0	0	0
股东权益	17084	19934	23410	27558	其它	-1226	-105	-120	-127
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>38073</b>	<b>44193</b>	<b>47795</b>	<b>54446</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>831</b>	<b>4812</b>	<b>4451</b>	<b>5767</b>

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

### 【交运小组介绍】

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，4年交运行业研究经验，坚持深度价值，主攻机场航空等出行板块。

周延宇：交通运输行业资深分析师，兰州大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会，主攻快递、快运、跨境物流、化工物流、大宗物流等板块。

李然：交通运输行业资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，3年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。

祝玉波：交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

钟文海：交通运输行业研究员，美国罗切斯特大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

王航：交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）硕士，深度价值导向，主攻机场航空板块。

### 【分析师承诺】

许可，周延宇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

### 【国海证券投资评级标准】

#### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

#### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保

证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。