

公司研究

深入实施“产品分层”策略，盈利能力逐步改善

——韵达股份（002120.SZ）2022年业绩预告点评

要点

◆**事件：公司发布2022年业绩预告。**公司22年预计归母净利润13.1亿元~15.0亿元，同比变化-11.4%~+1.8%；其中公司22年第四季度预计归母净利润5.5亿元~7.4亿元，同比变化-22%~+6%，较22年第三季度增长149%~236%。公司22年预计扣非净利润为12.4亿元~14.2亿元，同比变化-11.9%~+1.2%；其中公司22年第四季度预计扣非归母净利润约5.4亿元~7.2亿元，同比变化-22%~+4%，较22年第三季度增长231%~341%。

◆**疫情带来负面冲击，公司快递单量恢复速度慢于行业平均。**公司2022年快递单量约176亿件，同比下降4.3%，较上年同期增速（46.8%）由正转负，也低于全国快递单量增速（2.1%）。2022年公司快递业务量占全国快递服务企业业务量的比例为15.9%，较上年同期减少1.07pct。公司2022年12月快递单量同比下降18.5%，低于行业平均增速（1.2%），公司快递业务量占全国快递服务企业业务量的比例约为14.4%，较上年同期占比减少3.5pct。公司快递单量负增长的原因除了疫情影响和上年高基数影响外，还有个重要原因是公司主动控制低价件规模和比例，以实现业务“有质量的增长”。自2022年8月份以来，公司加大在服务质量和服务时效方面管理力度，狠抓服务质量和时效提升和恢复工作，恢复公司持续稳定的服务口碑，进而获取更多客户的信赖和包裹回流。

◆**单票收入止跌回升，营业收入保持增长。**公司2022年快递业务收入约458亿元，同比增长15.6%，低于上年同期增速（24.0%）；全口径单票收入约2.60元，同比上涨约21%，较上年同期止跌回升。主要原因是公司积极改善客户结构和包裹结构，以及菜鸟裹裹业务结算口径发生变化。

◆**深入实施“产品分层”策略，提升公司核心竞争力。**面对不同客户群体的需求，公司逐步推出了众多产品，包括针对高端客户的“韵达特快”、面对大客户的全方位服务、服务电商平台的定制化产品以及代收等增值服务。通过“服务即品牌，品牌即优势”的竞争策略，充分挖掘核心资产优势、数智化科技优势、包裹量规模优势和末端资源优势，提高客户满意度，提升公司核心竞争力。

◆**2023年成本预计不会明显波动。**2023年，公司预计派件综合服务成本方面不会有明显波动；运输成本有望改善；转运中心有关的单票固定成本将得到改善；疫情防控方面产生的成本费用乐观预计同比大幅下降；四费有望带来优化。

◆**投资建议：**公司虽受疫情负面冲击，但通过深入实施“产品分层”策略以及其他措施，盈利能力逐渐改善。长期来看，在行业整体向溢价服务竞争格局发展的背景下，公司有望继续保持竞争优势，盈利有望继续修复。基于公司业务受疫情负面冲击，我们下调公司22年净利润预测20%至14.0亿元，下调公司23年-24年净利润预测1%/1%分别至25.7亿元、32.6亿元；维持公司“增持”评级。

◆**风险提示：**宏观经济波动风险导致快递需求下降；行业竞争超预期导致单票收入下滑；行政监管执行力度低于市场预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	33,500	41,729	48,763	57,329	66,080
营业收入增长率	-2.63%	24.56%	16.86%	17.57%	15.26%
净利润（百万元）	1,404	1,477	1,400	2,574	3,258
净利润增长率	-46.94%	5.15%	-5.18%	83.83%	26.58%
EPS（元）	0.48	0.51	0.48	0.89	1.12
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.77%	9.35%	8.22%	13.23%	14.51%
P/E	28	26	28	15	12
P/B	2.7	2.5	2.3	2.0	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-01-30

增持（维持）

当前价：13.44元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

021-52523841

chengxx@ebsecn.com

联系人：卢浩敏

021-52523659

luhaomin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	29.02
总市值(亿元)	390.06
一年最低/最高(元)	11.40/20.52
近3月换手率	68.65%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-16.07	-17.77	-24.55
绝对	-8.01	1.97	-33.69

资料来源：Wind

相关研报

疫情影响逐步消散，盈利有望继续增长——顺丰控股（002352.SZ）2022年业绩预告点评（2023-01-31）

防控政策不断优化，产能释放逐步恢复——快递行业2022年12月经营数据点评（2023-01-19）

成本管控显成效，盈利能力大幅提升——圆通速递（600233.SH）2022年业绩快报点评（2023-01-10）

百转千回，终见曙光——交通运输行业2023年投资策略（2022-11-21）

疫情短期冲击，未来盈利有望修复——韵达股份（002120.SZ）2022年中报点评（2022-08-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	33,500	41,729	48,763	57,329	66,080
营业成本	30,320	37,951	45,423	51,845	59,490
折旧和摊销	1,364	1,824	1,995	2,152	2,274
税金及附加	64	107	73	86	99
销售费用	229	317	293	344	396
管理费用	1,008	1,467	1,219	1,433	1,652
研发费用	205	267	244	287	330
财务费用	45	214	218	338	263
投资收益	229	124	150	180	200
营业利润	1,772	1,927	1,933	3,521	4,446
利润总额	1,752	1,865	1,893	3,481	4,406
所得税	328	369	473	870	1,101
净利润	1,424	1,496	1,420	2,611	3,304
少数股东损益	20	19	20	37	46
归属母公司净利润	1,404	1,477	1,400	2,574	3,258
EPS(元)	0.48	0.51	0.48	0.89	1.12

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,184	2,989	2,620	5,219	6,091
净利润	1,404	1,477	1,400	2,574	3,258
折旧摊销	1,364	1,824	1,995	2,152	2,274
净营运资金增加	1,255	1,278	1,902	688	590
其他	-1,840	-1,589	-2,677	-195	-32
投资活动产生现金流	-5,861	-5,857	-4,043	-820	-800
净资本支出	-6,001	-8,191	-1,000	-1,000	-1,000
长期投资变化	92	819	0	0	0
其他资产变化	48	1,515	-3,043	180	200
融资活动现金流	5,530	2,290	4,101	-3,371	-4,241
股本变化	673	4	-1	0	0
债务净变化	6,269	2,945	4,479	-2,885	-3,724
无息负债变化	-189	2,151	-837	850	995
净现金流	1,721	-607	2,678	1,028	1,050

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	9.5%	9.1%	6.8%	9.6%	10.0%
EBITDA 率	9.6%	9.6%	7.8%	10.2%	10.3%
EBIT 率	5.3%	5.0%	3.7%	6.4%	6.8%
税前净利润率	5.2%	4.5%	3.9%	6.1%	6.7%
归母净利润率	4.2%	3.5%	2.9%	4.5%	4.9%
ROA	4.8%	4.2%	3.5%	6.3%	7.9%
ROE (摊薄)	9.8%	9.4%	8.2%	13.2%	14.5%
经营性 ROIC	10.6%	7.7%	5.9%	12.2%	15.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	51%	56%	58%	53%	46%
流动比率	1.44	0.99	1.12	1.40	1.88
速动比率	1.43	0.97	1.11	1.38	1.86
归母权益/有息债务	2.06	1.59	1.18	1.69	2.88
有形资产/有息债务	3.79	3.14	2.52	3.19	4.77

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	29,501	36,025	40,927	41,354	41,676
货币资金	4,010	3,174	5,852	6,880	7,930
交易性金融资产	6,505	3,618	6,500	6,500	6,500
应收账款	677	1,507	1,991	2,341	2,698
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	324	395	456	536	618
存货	130	181	216	247	283
其他流动资产	1,840	2,522	2,522	2,522	2,522
流动资产合计	13,587	11,680	17,878	19,414	20,997
其他权益工具	1,196	1,382	1,200	1,200	1,200
长期股权投资	92	819	819	819	819
固定资产+使用权资产	9,481	14,686	14,722	14,101	13,107
在建工程	1,919	2,492	1,496	998	749
无形资产	2,552	4,227	4,142	4,059	3,978
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	146	93	93	93	93
非流动资产合计	15,913	24,345	23,049	21,940	20,679
总负债	15,043	20,138	23,780	21,745	19,016
短期借款	1,660	2,028	7,031	4,146	422
应付账款	3,794	5,009	4,542	5,184	5,949
应付票据	554	371	444	506	581
预收账款	122	182	213	250	288
其他流动负债	53	567	567	567	567
流动负债合计	9,435	11,853	15,911	13,875	11,144
长期借款	0	142	142	142	142
应付债券	5,320	7,231	7,231	7,231	7,231
其他非流动负债	278	481	481	481	481
非流动负债合计	5,608	8,285	7,869	7,870	7,872
股东权益	14,458	15,887	17,147	19,609	22,660
股本	2,899	2,903	2,902	2,902	2,902
公积金	3,293	3,347	3,488	3,745	4,071
未分配利润	8,260	9,577	10,686	12,861	15,532
归属母公司权益	14,378	15,790	17,030	19,456	22,461
少数股东权益	80	96	116	153	199

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.68%	0.76%	0.60%	0.60%	0.60%
管理费用率	3.01%	3.51%	2.50%	2.50%	2.50%
财务费用率	0.13%	0.51%	0.45%	0.59%	0.40%
研发费用率	0.61%	0.64%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税率	19%	20%	25%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.05	0.05	0.05	0.09	0.11
每股经营现金流	0.75	1.03	0.90	1.80	2.10
每股净资产	4.96	5.44	5.87	6.70	7.74
每股销售收入	11.56	14.38	16.80	19.75	22.77

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	28	26	28	15	12
PB	2.7	2.5	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	12.6	11.9	12.2	7.5	5.9
股息率	0.4%	0.4%	0.4%	0.7%	0.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE