

韵达股份 (002120.SZ)

网络修复，困境反转

核心观点：

- **头部快递品牌之一，稳步扩张经营改善。**韵达成立于1999年，历经二十五年成为头部快递品牌之一。根据国家邮政局披露数据测算，14-19年，得益于中转中心直营化、数智化改造，公司成本优势扩大，市场份额由行业第五逆袭至第二。尽管22年受网点风波份额受损，但23年来管理改善、网络修复下，公司重启份额扩张、业绩弹性显现，24年前三季度市占率、净利率同比双升。
- **行业供需反转，产业回报提升。**疫情前后行业经历增长、盈利中枢双换挡减弱资本开支意愿，21年行业资本开支达峰，头部快递企业基本完成直营化、自动化改造，行业进入产能爬坡期。在需求增长强劲的背景下，预计供需再平衡需要4年时间，2025年实现产能利用率达峰，行业盈利中枢逐渐从震荡走向稳定，韵达也迎来困境反转的战略机遇。
- **网络修复，困境反转。**根据公司财报，韵达2023年启动网络修复计划，末端网点数量增加（同比上升14.84%至4851家），网点数量提升能带来超额的件量增长，网络稳定性的提升则带来服务能力的提升。公司正沿着网点修复-市占率修复-成本修复-价格修复的路径逐步验证。韵达历史上积累了足够的资产底蕴，目前正值市占率-成本修复阶段，其产能爬坡空间足够支撑起行业领先的向下成本弹性和向上利润弹性。
- **盈利预测与投资建议。**随着公司盈利水平以及业务量修复，公司估值中枢有望回归合理，预计24-26年归母净利润分别为19.74、23.49、27.56亿元，参考可比公司估值，给予公司24年14倍PE估值，对应合理价值9.53元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示。**行业需求增长不及预期、行业价格竞争再度恶化、加盟网络运营出现不稳定现象、政策影响具备不确定性、宏观环境承压等。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	47,434	44,983	50,959	56,625	61,492
增长率（%）	13.7%	-5.2%	13.3%	11.1%	8.6%
EBITDA（百万元）	5,107	5,127	5,887	6,273	6,982
归母净利润（百万元）	1,483	1,625	1,974	2,349	2,756
增长率（%）	1.6%	9.6%	21.5%	19.0%	17.3%
EPS（元/股）	0.51	0.56	0.68	0.81	0.95
市盈率（x）	28.20	13.32	12.04	10.12	8.63
ROE（%）	8.7%	8.5%	10.3%	11.9%	13.4%
EV/EBITDA（x）	9.61	5.54	5.01	4.42	3.68

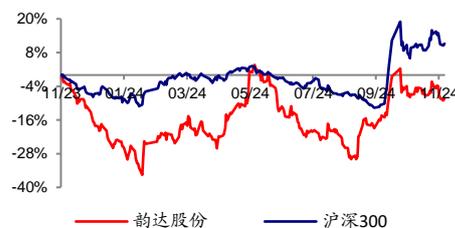
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	8.20元
合理价值	9.53元
前次评级	增持
报告日期	2024-11-19

相对市场表现



分析师：许可



SAC 执证号：S0260523120004

SFC CE No. BUY008



0755-82984511



xuke@gf.com.cn

分析师：周延宇



SAC 执证号：S0260523120008



0755-82534236



zhouyanyu@gf.com.cn

分析师：钟文海



SAC 执证号：S0260523120011



zhongwenhai@gf.com.cn

请注意，周延宇、钟文海并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

韵达股份 (002120.SZ) : 网络持续修复，盈利弹性显现	2024-10-30
韵达股份 (002120.SZ) : 降本成效初显，业绩如期兑现	2024-08-29
韵达股份 (002120.SZ) : 网络稳定性修复，盈利水平边际改善	2024-05-09

目录索引

一、 公司背景：头部快递品牌之一，稳步扩张经营改善	6
（一）产品定位：深耕中低端快递主业，打造多位一体生态圈	6
（二）发展历程：稳健扩张打造头部品牌，当下处在成长拐点期	7
（三）股权结构：创始人持股集中，电商系资本介入最轻	8
（四）商业模式：枢纽中转 100%自营+终端揽派加盟	9
（五）业财表现：份额稳步追赶，利润增速修复	12
二、 行业供需：供需反转，回报提升	14
（一）供给：资本周期尾声，资本开支达峰	14
（二）需求：成长期后期，增长仍具韧性	17
（三）供需平衡表：2021年资本开支达峰，产能利用率逐步提升	22
三、 未来展望：经营拐点显现，快速反转可期	24
（一）短期：末端网络修复，盈利弹性显现	24
（二）中期：多强格局持续，快速反转可期	27
（三）展望：有望走向利润与估值修复路线	30
四、 盈利预测和投资建议	33
五、 风险提示	35

图表索引

图 1: 行业可细分为时效件、品质电商件、公务件与中低端电商件赛道.....	6
图 2: 中高端产品与中低端产品特征不同.....	6
图 3: 快递市场竞争三大要素为价格、时效和服务.....	6
图 4: 韵达深耕标准快递主业, 依托自身服务、网络能力外延生态圈.....	7
图 5: 韵达股份发展历程.....	8
图 6: 韵达股份股权结构.....	8
图 7: 针对传统电商件正向物流业务中, 京东与菜鸟运营模式对比.....	9
图 8: 三通一达中, 韵达最后才与电商系资本绑定.....	9
图 9: 三通一达中, 韵达的电商系资本持股最少.....	9
图 10: 电商快递中仓配、直营、加盟三种模式服务流程对比.....	10
图 11: 韵达商业模式为枢纽中转自营+终端揽派加盟.....	11
图 12: 通达系中韵达最早完成中转中心自营化改造.....	12
图 13: 2022 年来韵达一级加盟商规模快速修复.....	12
图 14: 2023 年来行业重启价格战.....	12
图 15: 但韵达凭借末端网络修复实现份额逆势增长.....	12
图 16: 2022 至今韵达毛利率进入修复通道.....	13
图 17: 2022 至今韵达净利率进入修复通道.....	13
图 18: 24Q3 以来韵达归母利润增速恢复至中双位数.....	13
图 19: 24Q3 以来韵达经营性现金流达 32.13 亿元.....	13
图 20: 24Q3 以来韵达资产负债率为 48.0%较 22 年底降 7.1pp.....	14
图 21: 2023 年韵达分红率提升至 30%, 接近圆通.....	14
图 22: 快递行业资本周期会经历四个阶段.....	15
图 23: FedEx 的资本周期复盘, 阶段四资本开支下行, 盈利能力提升.....	15
图 24: 美国快递龙头在成熟期具备提价抗通胀的能力.....	16
图 25: 目前中低端快递行业正逐步切换至阶段四.....	17
图 26: 中低端快递赛道成长后期 3 大因素.....	17
图 27: 单包裹货值仍在下降通道中.....	18
图 28: 快递业务量增长高于网上零售总额增长.....	18
图 29: 2024 年来, 快递业务量当月增速领先社零总额增速维持在 15-20pp.....	18
图 30: 抖音、快手和拼多多代表着低价电商平台.....	19
图 31: 低价电商 GMV 增量占比不断提升.....	19
图 32: 低价电商 GMV 总额占比不断提升.....	19
图 33: 低价电商是下沉市场中更为主要的平台.....	20
图 34: 24 年 1-8 月中/西部快递件量份额进一步提升.....	20
图 35: 中国城镇与农村互联网普及率.....	20
图 36: 全国城镇与农村居民人均消费支出.....	20
图 37: 2000 年来日本本土快递件量(以宅配为主)增速领先 GDP 增速 0-5pp.....	21
图 38: 人均收入稳步增长.....	21
图 39: 网上零售总额与社会消费品零售总额稳步增长.....	21
图 40: 产品分层升级将带来单票收入提升.....	22

图 41: 24 年全行业个人、散单件占比进一步提升.....	22
图 42: 行业新增需求超越新增供给.....	23
图 43: 预计韵达业务量仍会保持稳步增长.....	23
图 44: 预计韵达产能利用率将逐步提升.....	23
图 45: 截至 24H1, 韵达一级加盟商为 4884 个.....	25
图 46: 24 年前三季度, 韵达业务量增速领先行业 6pp.....	25
图 47: 韵达与中通、圆通单票分拣成本差距缩窄.....	25
图 48: 预计韵达 24 年产能利用率提升幅度通达系第一.....	25
图 49: 截止 24H1, 韵达投入网格仓 700 余个.....	26
图 50: 韵达单票利润由 22 年的 6-7 分钱修复至 24 年的 8-9 分钱.....	27
图 51: 中低端格局复盘, 过去完整历经三轮周期, 当下处在中后期.....	28
图 52: 2020 年以来快递行业 CR5 维持在 70-80%.....	28
图 53: 从绝对规模看, 除中通外其余几家日均单量差距并不算大.....	29
图 54: 14-23 年韵达累计资本开支规模行业第二.....	30
图 55: 截止 24H1, 韵达表内资产竞争力也并不弱.....	30
图 56: 圆通股价复盘.....	31
图 57: 韵达股价复盘.....	32

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/726004032035011001>