

投资评级 优于大市 首次覆盖

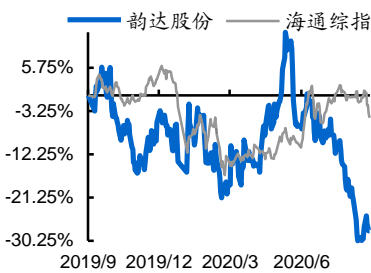
毛利率下滑或系价格战所致，市场份额逐步提升未来可期

股票数据

09月25日收盘价(元)	18.89
52周股价波动(元)	17.90-39.37
总股本/流通A股(百万股)	2899/2796
总市值/流通市值(百万元)	54767/52826

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.0	-21.3	-23.2
相对涨幅(%)	-8.9	-22.7	-33.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 虞楠

Tel: (021) 23219382

Email: yun@htsec.com

证书: S0850512070003

分析师: 罗月江

Tel: (010) 56760091

Email: lyj12399@htsec.com

证书: S0850518100001

投资要点:

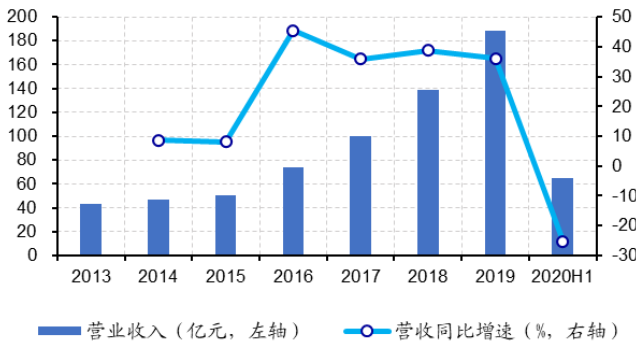
- **公司发布2020年半年报。**2020H1: 实现营收143.18亿元/-7.95%, 实现归母净利润6.81亿元/-47.47%, 实现扣非后归母净利润5.59亿元/-52.87%。2020H1实现整体毛利率为10.25%, 同比下滑4.89个百分点, 实现快递业务毛利率7.44%, 同比下滑6.68个百分点。
- **2020Q2:** 实现营收86.93亿元/-1.99%, 实现归母净利润3.47亿元/-52.45%, 实现扣非后归母净利润3亿元/-56.40%。2020Q2整体毛利率为9.07%, 环比下滑3个百分点。
- **运营数据:** 2020H1完成快递业务量56.29亿件/+29.88%, 增速高出行业平均增速7.8个百分点, 市场份额达到16.61%, 较去年同期提高1个百分点(2020H1, 全国快递业务量为338.8亿件/+22.1%; 全国快递业务收入为3823.8亿元/+12.6%)。2020H1单票收入为2.36元, 同比减少0.94元。
- **市场份额进一步提升。**公司业务量保持高速增长的态势, 2020Q1业务量增速为7.06%(市场份额15.24%, 同比提升0.55个点), 2020Q2业务量增速为45.84%(市场份额17.42%, 同比提升1.08个点)。我们认为通达系价格战已经到了白热化阶段, 龙头公司将把提升市场份额目前作为最主要的策略, 挤占对手份额, 迫使对手无法进入“产能扩张—业务量提升—成本降低—利润提升”的循环。我们认为现阶段的公司市场份额提升或将对应未来巨大的利润弹性。
- **毛利率下滑或系价格战所致。**2020H1公司整体毛利率及快递业务毛利率均有不同程度下滑, 我们推断主要因为价格竞争激烈, 公司基于当前快递市场的发展, 在部分区域采取合理的市场策略。
- **研发费用同比增加2倍以上。**2020H1公司研发费用达到1.3亿, 同比提升2倍以上, 占收入比重达到0.9%, 占归母净利润19%, 我们认为公司在信息化建设上投入力度加大, 其成效无论是在单票成本还是在产品质量上都会逐渐体现。
- **盈利预测与投资建议: PE估值法:** 参考可比公司2020年平均PE为31倍, 公司2020-2022年对应PE分别为30倍、26倍、22倍, 我们认为公司作为龙头快递公司之一, 2017年以来业务量持续高速增长, 市占率稳中有增, 给予公司2020年32-35倍PE, 对应合理价值区间为19.84-21.70元, 首次覆盖予以“优于大市”评级。
- **风险提示。**宏观经济增速不及预期; 快递业务量增速不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13856	34404	32944	39746	46734
(+/-)YoY(%)	38.8%	148.3%	-4.2%	20.6%	17.6%
净利润(百万元)	2698	2647	1789	2073	2498
(+/-)YoY(%)	69.8%	-1.9%	-32.4%	15.9%	20.5%
全面摊薄EPS(元)	0.93	0.91	0.62	0.72	0.86
毛利率(%)	28.0%	13.1%	9.3%	9.0%	9.1%
净资产收益率(%)	23.5%	19.7%	11.2%	11.5%	12.1%

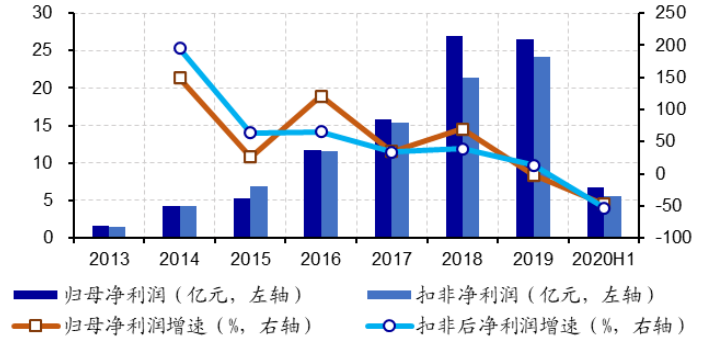
资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

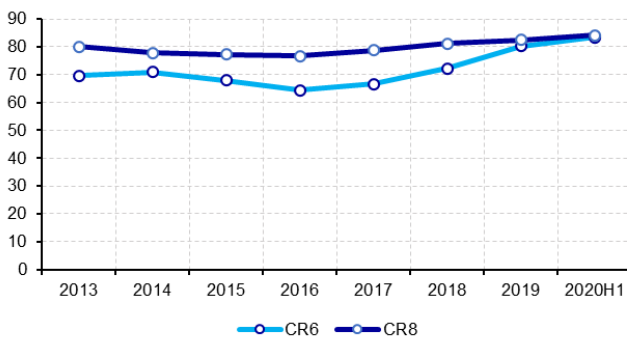
图1 韵达股份 2013-2020H1 营业收入及增速情况


资料来源：新海股份资产重组说明书、韵达股份 2016-2020H1 定期报告，海通证券研究所

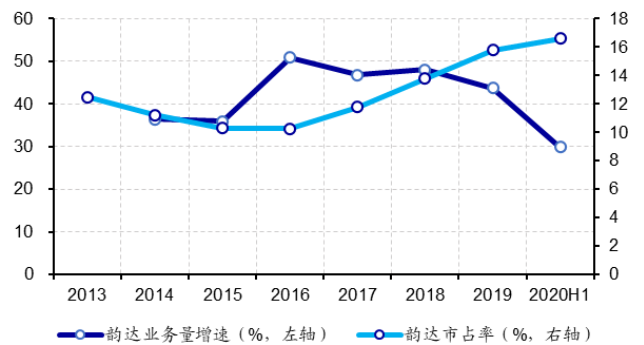
注：2019、2020H1 营业收入为剔除派费后收入

图2 韵达股份 2013-2020H1 归母/扣非净利润及增速情况


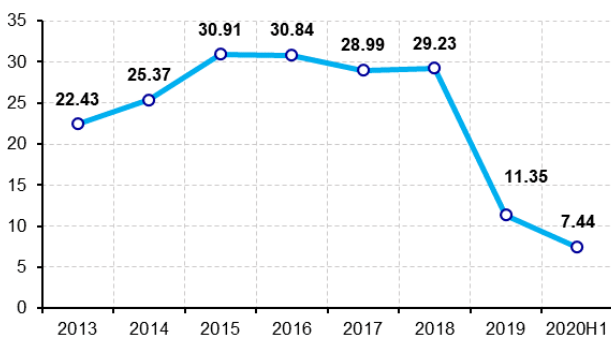
资料来源：新海股份资产重组说明书、韵达股份 2016-2020H1 定期报告，海通证券研究所

图3 快递行业集中度指数 CR8、CR6 情况


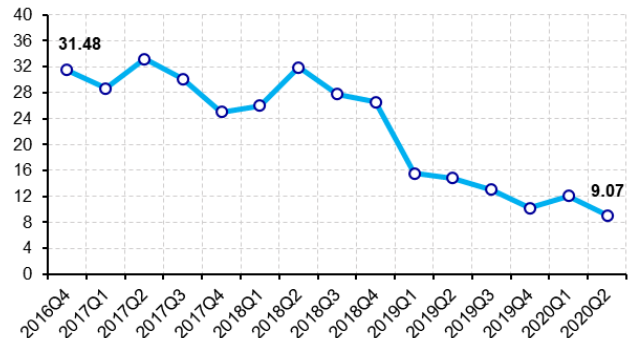
资料来源：中通快递、韵达股份、圆通速递、申通快递、顺丰控股、百世集团定期报告、国家邮政局官网，海通证券研究所

图4 韵达股份 2013-2020H1 业务量增速及市占率情况


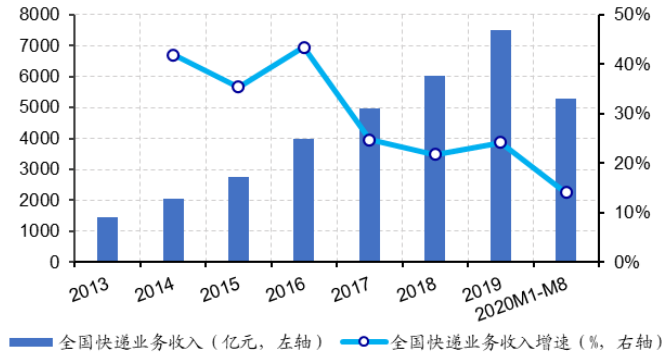
资料来源：新海股份资产重组说明书、韵达股份 2017-2020H1 定期报告，国家邮政局官网，海通证券研究所

图5 韵达股份主营业务(快递)2013-2020H1 毛利率情况(%)


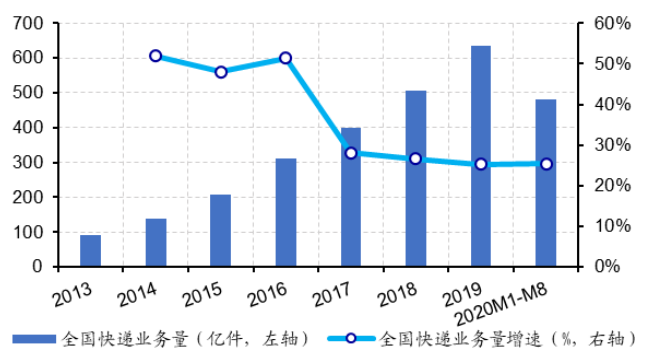
资料来源：新海股份资产重组说明书、韵达股份 2016-2020H1 定期报告，海通证券研究所

图6 韵达股份 2016Q4-2020Q2 分季度毛利率情况(%)


资料来源：韵达股份 2016-2020H1 定期报告、wind，海通证券研究所

图7 快递行业 2013-2020M1-M7 快递业务收入及增速情况


资料来源：国家邮政局，海通证券研究所

图8 快递行业 2013-2020M1-M7 快递业务量及增速


资料来源：国家邮政局，海通证券研究所

● 盈利预测。

假设 1: 公司营业收入、净利润、业务量、市占率从 2013-2020H1 呈现较大波动，我们判断快递行业格局仍然在不断变动，公司上述四项指标在未来有继续波动的可能。我们预测公司 2020-2022 年业务量和市占率情况如下：

2020-2022 年公司业务量：137.41 亿件、174.51 亿件、211.16 亿件，业务量增速分别为：37%、27%、21%。

2020-2022 年公司市占率为：16.90%、17.89%、18.34%。

假设 2: 韵达股份的营业务由**快递服务收入**（面单销售收入+派费收入+中转费收入+特许收入）、**物料销售收入**、**其他业务收入**（快运服务收入+其他收入）三部分构成。快递业务是公司的主要业务。我们假定快递业务三部分业务收入 2020-2022 年情况如下：

2020-2022 年面单收入：24.96 亿元、28.53 亿元、32.10 亿元，增速为：-65.75%、23%、23%。

2020-2022 年派费收入：182.10 亿元、217.39 亿元、255.15 亿元，增速为 17.14%、19.38%、17.37%。

2020-2022 年中转收入：99.83 亿元、120.44 亿元、136.99 亿元，增速为 9.60%、23%、23%。

2020-2022 年特许收入：3325 万元、4157 万元、5196 万元，增速为 50%、25%、25%。

假设 3: 物料销售 2020-2022 年收入为：13.26 亿元、17.24 亿元、22.41 亿元，增速为 34%、30%、30%。

假设 4: 其他业务 2020-2022 年收入为：8.96 亿元、13.44 亿元、20.16 亿元，增速为-12%、50%、50%。

根据以上假设，预计 2020-2022 年公司营业收入为 329.44 亿元、397.46 亿元、467.34 亿元，同比增速为-4.24%、20.65%、17.58%，毛利分别为 30.65 亿元、35.80 亿元、42.41 亿元，毛利率分别为 9.30%、9.01%、9.07%。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 17.89 亿元、20.73 亿元、24.98 亿元，对应 EPS 为 0.62 元、0.72 元、0.86 元。

● **风险提示。** 宏观经济增速不及预期；快递业务量增速不及预期。

表 1 公司分项业务盈利预测 (百万元)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
快递服务收入					
收入	18939	31964	30722	36678	42476
面单收入	4648	7288	2496	2853	3210
派费收入	6918	15546	18210	21739	25515
中转收入	7352	9108	9983	12044	13699
特许收入	20.93	22.17	33.25	41.57	51.96
物料销售收入	711.27	989.74	1326	1724	2241
其他业务收入	1124	1450	896	1344	2016
快运业务收入	538.31	431.99	0	0	0
其他收入	585.75	1018.18	896	1344	2016
综合收入	13855.99	34404.05	32944.15	39745.78	46733.81
综合成本	9973.84	29880.23	29879.30	36165.38	42492.98
综合毛利率	28.02%	13.15%	9.30%	9.01%	9.07%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600233	圆通速递	441	0.59	0.68	0.75	0.85	21.56	20.56	18.52	16.38
002468	中通快递	238	0.92	0.59	0.80	0.96	21.20	26.36	19.36	16.67
002352	顺丰控股	3522	1.31	1.61	1.95	2.35	28.32	48.13	39.60	32.85
603056	德邦股份	145	0.34	0.51	0.67	0.76	32.96	29.35	22.45	19.86
均值							26	31	25	21

资料来源: Wind 一致性预测 (收盘价日期为 2020 年 9 月 26 日), 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业收入	34404	32944	39746	46734
每股收益	0.91	0.62	0.72	0.86	营业成本	29880	29879	36165	42493
每股净资产	4.64	5.50	6.23	7.10	毛利率%	13.1%	9.3%	9.0%	9.1%
每股经营现金流	1.74	-0.53	1.08	1.18	营业税金及附加	51	40	60	75
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	209	231	238	327
P/E	20.69	30.62	26.42	21.92	营业费用率%	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%
P/B	4.07	3.43	3.03	2.66	管理费用	887	791	1192	1355
P/S	1.22	1.66	1.38	1.17	管理费用率%	2.6%	2.4%	3.0%	2.9%
EV/EBITDA	16.88	22.65	22.04	19.55	EBIT	3202	1708	1772	2086
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	9	-384	-518	-618
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	-1.2%	-1.3%	-1.3%
毛利率	13.1%	9.3%	9.0%	9.1%	资产减值损失	0	3	3	4
净利润率	7.7%	5.4%	5.2%	5.3%	投资收益	208	66	72	93
净资产收益率	19.7%	11.2%	11.5%	12.1%	营业利润	3603	2289	2559	3078
资产回报率	11.8%	7.4%	7.4%	7.8%	营业外收支	-126	31	12	14
投资回报率	17.0%	7.1%	6.6%	6.9%	利润总额	3478	2320	2571	3092
盈利增长 (%)					EBITDA	4319	2468	2539	2869
营业收入增长率	148.3%	-4.2%	20.6%	17.6%	所得税	855	545	514	618
EBIT 增长率	14.0%	-46.7%	3.8%	17.7%	有效所得税率%	24.6%	23.5%	20.0%	20.0%
净利润增长率	-1.9%	-32.4%	15.9%	20.5%	少数股东损益	-24	-14	-16	-24
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2647	1789	2073	2498
资产负债率	39.8%	33.5%	35.7%	35.3%					
流动比率	1.24	1.84	1.69	1.56	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.22	1.80	1.65	1.52	货币资金	1931	1380	2097	2122
现金比率	0.22	0.22	0.27	0.23	应收账款及应收票据	689	1354	1742	2305
经营效率指标					存货	98	105	89	105
应收帐款周转天数	7.30	15.00	16.00	18.00	其它流动资产	8252	8897	9382	9582
存货周转天数	1.19	1.28	0.90	0.90	流动资产合计	10969	11736	13310	14113
总资产周转率	1.53	1.37	1.41	1.47	长期股权投资	93	93	93	93
固定资产周转率	5.34	5.05	5.09	5.10	固定资产	6441	6526	7804	9168
					在建工程	1539	1989	2819	3809
					无形资产	2036	2298	2690	3191
					非流动资产合计	11527	12330	14843	17713
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	22497	24066	28153	31826
净利润	2647	1789	2073	2498	短期借款	711	1000	1250	1400
少数股东损益	-24	-14	-16	-24	应付票据及应付账款	4936	2866	3470	4077
非现金支出	1176	757	764	779	预收账款	1341	1252	1510	1682
非经营收益	-213	-81	-62	-82	其它流动负债	1828	1275	1647	1887
营运资金变动	1450	-3994	377	241	流动负债合计	8815	6393	7877	9046
经营活动现金流	5036	-1543	3135	3412	长期借款	0	14	30	40
资产	-4373	-1526	-3257	-3624	其它长期负债	148	1648	2148	2148
投资	-16	-41	-12	-15	非流动负债合计	148	1662	2178	2188
其他	-1151	66	72	93	负债总计	8963	8055	10055	11234
投资活动现金流	-5539	-1501	-3197	-3545	实收资本	2226	2899	2899	2899
债权募资	1310	303	266	160	归属于母公司所有者权益	13463	15954	18058	20576
股权募资	478	673	0	0	少数股东权益	71	57	41	17
其他	-1580	1488	482	-22	负债和所有者权益合计	22497	24066	28153	31826
融资活动现金流	208	2464	748	138					
现金净流量	-295	-551	717	25					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 25 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

虞楠 交通运输行业
罗月江 交通运输行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 白云机场,上海机场,宏川智慧,德邦股份,大秦铁路,中通快递,中国国航,深圳机场,春秋航空,吉祥航空,圆通速递

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。