

强烈推荐-A (维持)

韵达股份 002120.SZ

目标估值: -元
当前股价: 19.31 元
2020年11月01日

Q3价格竞争持续, 看好中期盈利上行

基础数据

上证综指	3225
总股本(万股)	289912
已上市流通股(万股)	279650
总市值(亿元)	560
流通市值(亿元)	540
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	12.2
资产负债率	50.5%
主要股东	上海罗颀投资管理
主要股东持股比例	52.1%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《韵达股份(002120)——成本管控得力, 业绩环比改善确定性高》2020-05-01
- 2、《韵达股份(002120)——成本优势强化, 推出“韵达特快”》2019-11-01
- 3、《韵达股份(002120)——业务量快速增长, 规模优势显现》2019-09-02

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn
S1090519010004

王西典

wangxidian@cmschina.com.cn
S1090519030004

研究助理

肖欣晨

021-68407569
xiaoxinchen@cmschina.com.cn

投资建议: 电商快递价格战使得行业整体盈利下行, 基于价格战仍然持续的预期, 我们下调盈利预测, 预计 20-22 年公司归母净利润为 16.3/21.8/29 亿元。公司作为电商快递行业龙头, 持续的核心资产投入与优秀的成本管控能力使得其竞争优势较强; 我们看好公司最终突出重围, 实现盈利水平回升, 当前时点仍然维持“强烈推荐-A 评级”。

- **韵达股份发布三季报, 业绩符合预期。** 20 年前三季度公司实现营收 230.87 亿元, 同比-4.8%, 实现归母净利 10.20 亿元, 同比-48%, 实现扣非归母净利为 8.54 亿元, 同比-52%。20 年 Q3 实现营收 87.70 亿元, 同比增长 0.81%, 实现归母净利 3.39 亿元, 同比-49%, 实现扣非归母净利 2.95 亿元, 同比-51%。
- **收入情况: 疫情驱动网购渗透率提升, 公司 20Q3 业务量增速达 54%, 但激烈的价格战使得单票收入承压。** 公司 Q3 实现业务量 40.13 亿票, 同比+54%, 超行业增速 16.54pct, 截止 9 月市占率为 17.17%, 排名行业第二。当前是电商快递向寡头垄断市场转变的关键阶段, 龙头公司压价冲量, 单票价格同比下滑明显, Q3 公司单票快递收入为 2.09 元, 同比-33.7% (可比口径约下降 20%左右), 环比下降 3.8% (三季度环比降幅有所收窄)。
- **成本情况: 三季度增加资本投入, 成本管控继续加强, 毛利率环比实现小幅回升。** 前三季度资本开支约 39.5 亿 (其中 Q3 资本投入为 18 亿元, 环比+6 亿), 为后续发展提供产能支撑。在燃油价格上涨, 高速公路恢复收费等因素影响下, 三季度公司持续优化运营模式, 利用仓配一体化、自动化、信息化等技术升级推进精细化管理, Q3 营业成本 79.3 亿元, 同比仅+4.83%, 单季度单票营业成本下降至 1.98 元 (同比-32.1%, 环比-7%)。Q3 单票毛利为 0.21 元, 毛利率为 9.57% (同比-3.47pct, 环比回升 0.49pct)。
- **展望: 四季度价格战有望缓解, 中期行业分化加剧, 但终将迎来盈利上行周期。** 四季度是传统旺季, 价格战预计将随着“双十一”的到来有所缓和, 快递行业有望迎来短期的量价齐升, 公司 Q4 盈利水平将有所好转。中期来看, 快递行业正面临向寡头垄断格局转变的关键时期, 预计明年龙头公司继续分化, 竞争格局将更为清晰。目前韵达市占率排名靠前, 持续的核心资产投入与优秀的成本管控能力使得其竞争优势较强, 公司有望最终突出重围, 实现盈利水平回升。
- **风险提示: 行业价格战持续恶化、加盟商网点不稳定、疫情扩散超预期**

财务数据与估值

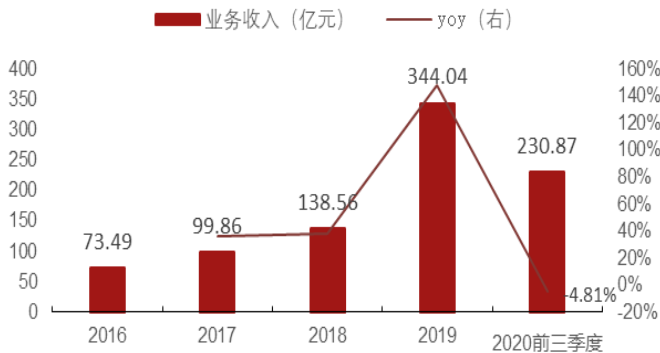
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	13856	34404	38637	49581	61813
同比增长	39%	148%	12%	28%	25%
营业利润(百万元)	3620	3603	2246	2935	3905
同比增长	66%	-0%	-38%	31%	33%
净利润(百万元)	2698	2647	1634	2175	2898
同比增长	70%	-2%	-38%	33%	33%
每股收益(元)	1.58	1.19	0.56	0.75	1.00
PE	12.3	16.2	34.3	25.7	19.3
PB	2.9	3.2	3.8	3.4	3.0

资料来源: 公司数据、招商证券

1. 事件

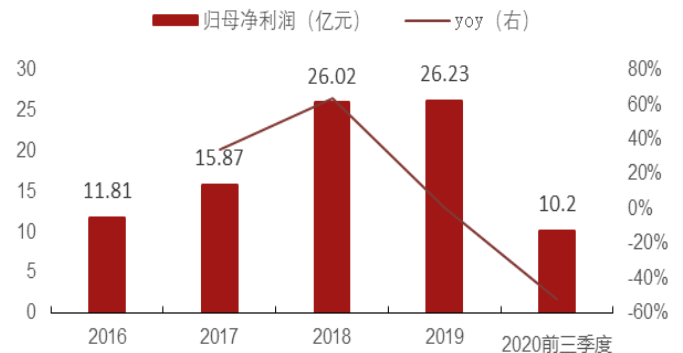
韵达股份发布三季报, 业绩符合预期。2020 年前三季度公司实现营业收入 230.87 亿元, 同比-4.81%, 实现归母净利润 10.20 亿元, 同比-47.83%, 实现扣非归母净利润为 8.54 亿元, 同比-52.14%。2020 年 Q3 公司实现营业收入 87.70 亿元, 同比增长 0.81%, 实现归母净利润 3.39 亿元, 同比-48.54%, 实现扣非归母净利润 2.95 亿元, 同比-50.69%。

图 1: 韵达营业收入增长情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 韵达净利润增长情况



资料来源: 公司公告、招商证券

2. 点评

➢ 电商件市场维持高景气, 龙头公司竞争加剧, Q3 业绩承压

收入情况: 疫情驱动网购渗透率提升, 电商快递景气度较高, 公司 20Q3 业务量增速达 54%, 但激烈的价格竞争使得单票收入同比降幅较大。总体来看, 公司 Q3 实现业务量 40.13 亿票, 同比增长 54.41%, 超行业增速 16.54 个百分点, 20 年前三季度市占率为 17.17%, 排名行业第二 (仅次于中通)。当前是电商快递向寡头垄断市场转变的关键阶段, 龙头公司压价冲量, 单票价格同比下滑明显, Q3 公司单票快递收入为 2.09 元, 同比-33.7% (可比口径约下降 20%左右), 环比下降 3.8% (三季度环比降幅有所收窄)。随着双十一旺季来临, 预计 Q4 电商件价格战将有所缓和, 单票价格环比将出现提升, 盈利情况将有所好转。

成本情况: 公司三季度增加资本投入, 成本管控继续加强, 毛利率环比实现小幅回升。前三季度公司资本开支约 39.5 亿 (其中 Q3 资本投入为 18 亿元, 比二季度增加约 6 亿元), 主要投资项目为智能仓配一体化转运中心建设 (1.2 亿)、转运中心自动化升级 (20 亿)、信息化系统建设 (6.4 亿)、快递网络运能提升 (10.6 亿) 等。在燃油价格上涨, 高速公路恢复收费等因素影响下, 三季度公司持续优化运营模式, 利用仓配一体化、自动化、信息化等技术升级推进精细化管理, Q3 营业成本 79.3 亿元, 同比仅+4.83%, 单季度单票营业成本下降至 1.98 元 (同比-32.1%, 环比-7%)。Q3 单票毛利为 0.21 元 同比降幅明显, 但环比持平; 毛利率为 9.57%, 同比-3.47pct, 环比回升 0.49pct。

费用端: 营业与管理费率同比小幅增加但仍然可控, 研发和财务费用增长明显。公司 Q3 营业费率达 0.68%, 管理费率为 3.11%, 两者合计为 3.79%, 同比增长 0.29pct 点, 或与前置性投入增加有关。研发费用方面, Q3 大幅加大研发费用投入 (0.73 亿), 同比增长近 1.8 倍; 财务费用方面, 公司 Q3 较多新增借款、票据等融资使得财务费用 (0.33

亿) 同比增长明显。

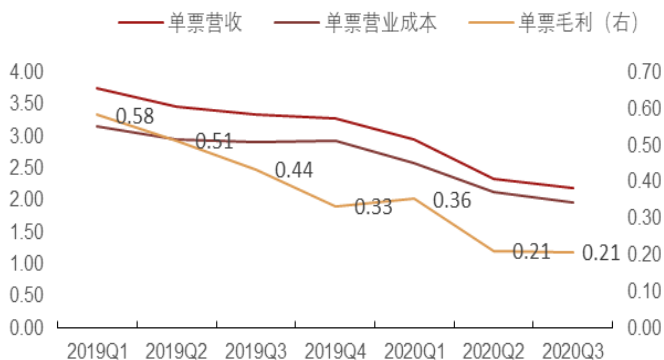
总体来看, 疫情下网购渗透率提升, 公司业务量增长明显, 累计市占率与第三名拉开差距。公司成本管控能力继续加强, 单件成本下降显著, 但受限于单票价格降幅, Q3 业绩明显承压。

表 1: 韵达股份三季报财务数据概况

单位: 亿元	2019Q3	2020Q3	同比增速
业务量: 亿件	26.0	40.1	54.4%
营业总收入	87.0	87.7	0.81%
单票总营收	3.35	2.19	-34.7%
营业成本	75.7	79.3	4.83%
单票成本: 元	2.91	1.98	-32.1%
毛利	11.33	8.39	-26.0%
毛利率	13.0%	9.6%	-3.4pct
单票毛利: 元	0.44	0.21	-52.1%
营业+管理费用率	3.5%	3.8%	0.3pct
扣非归母净利润	5.98	2.95	-50.7%

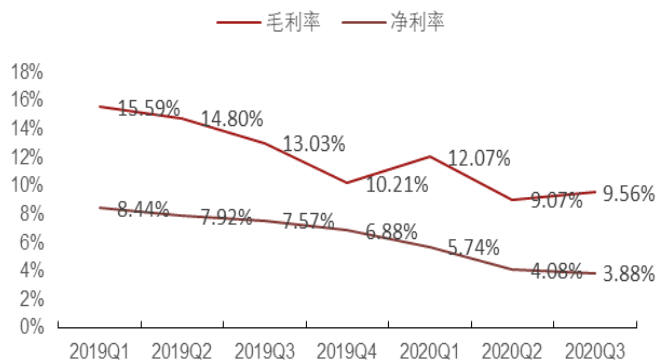
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 韵达单票盈利情况 (单位: 元/票)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 韵达毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、招商证券

➤ 展望: 四季度价格战有望缓解, 中期行业分化加剧, 但终将迎来盈利上行周期

四季度是传统旺季, 价格战预计将随着“双十一”的到来有所缓和, 快递行业有望迎来短期的量价齐升, 公司 Q4 盈利水平将有所好转。中期来看, 快递行业正面临向寡头垄断格局转变的关键时期, 预计明年龙头公司继续分化, 竞争格局将更为清晰。目前韵达市占率排名靠前, 持续的核心资产投入与优秀的成本管控能力使其竞争优势较强, 公司有望最终突出重围, 实现盈利水平回升。

3. 投资建议

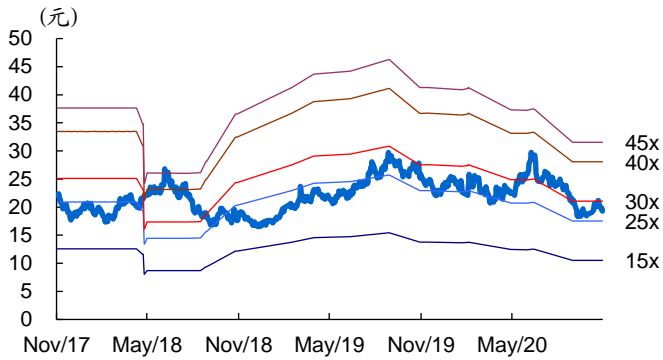
电商快递价格战使得行业整体盈利下行, 基于价格战仍然持续的预期, 我们下调盈利预测, 预计 20-22 年公司归母净利润为 16.3、21.8、29 亿元。当前 EPS 为 0.56/0.75/1.00 元, 对应当前股价 PE 为 34.3/25.7/19.3x。公司作为电商快递行业龙头, 持续的核心资

产投入与优秀的成本管控能力使得其竞争优势较强；我们看好公司最终突出重围，实现盈利水平回升，当前时点仍然维持“强烈推荐-A 评级”。

4. 风险提示

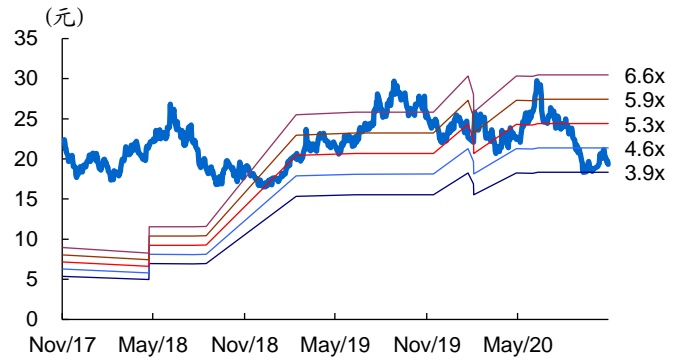
行业价格战持续恶化、加盟商网点不稳定、疫情扩散超预期

图 5: 韵达股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 6: 韵达股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《韵达股份（002120）—成本管控得力，业绩环比改善确定性高》2020-05-01
- 2、《韵达股份（002120）—成本优势强化，推出“韵达特快”》2019-11-01
- 3、《韵达股份（002120）—业务量快速增长，规模优势显现》2019-09-02

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10170	10969	16506	17014	19656
现金	1920	1931	5018	4118	5061
交易性投资	0	7000	6500	6000	6000
应收票据	0	0	464	595	742
应收款项	537	689	960	1232	1536
其它应收款	180	0	232	297	371
存货	39	98	93	119	147
其他	7494	1252	3239	4653	5799
非流动资产	7911	11527	14387	15764	19073
长期股权投资	91	93	150	150	150
固定资产	4717	6441	8290	8810	11235
无形资产	1222	2036	2199	1979	1781
其他	1881	2958	3748	4825	5907
资产总计	18081	22497	30892	32778	38729
流动负债	6479	8815	11015	12910	15643
短期借款	400	711	681	0	0
应付账款	2900	4294	5027	6440	7980
预收账款	907	1341	1569	2011	2492
其他	2271	2470	3738	4459	5170
长期负债	60	148	5075	3148	4148
长期借款	0	0	0	0	0
其他	60	148	5075	3148	4148
负债合计	6539	8963	16090	16057	19790
股本	1713	2226	2899	2899	2899
资本公积金	3769	3391	2819	2819	2819
留存收益	5979	7845	8947	10795	13041
少数股东权益	81	71	136	207	180
归属于母公司所有者权益	11460	13463	14666	16514	18759
负债及权益合计	18081	22497	30892	32778	38729

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3714	5036	1889	4197	5347
净利润	2698	2647	1634	2175	2898
折旧摊销	691	1117	1245	1722	1789
财务费用	(17)	40	(7)	2	2
投资收益	(758)	(208)	(250)	(350)	(350)
营运资金变动	1218	1568	(736)	660	1025
其它	(117)	(128)	3	(12)	(16)
投资活动现金流	(7728)	(5539)	(3275)	(2160)	(4750)
资本支出	(3470)	(4377)	(3500)	(3000)	(5000)
其他投资	(4259)	(1162)	225	840	250
筹资活动现金流	4071	208	4473	(2937)	346
借款变动	491	452	(30)	(681)	0
普通股增加	496	514	673	0	0
资本公积增加	3369	(378)	(572)	0	0
股利分配	(316)	(445)	(532)	(327)	(652)
其他	32	66	4934	(1929)	998
现金净增加额	57	(295)	3087	(900)	943

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13856	34404	38637	49581	61813
营业成本	9974	29880	34982	44820	55538
营业税金及附加	50	51	77	99	124
营业费用	175	209	270	347	433
管理费用	789	887	1213	1557	1941
研发费用	61	174	232	297	371
财务费用	(17)	9	(7)	2	2
资产减值损失	25	0	22	22	0
公允价值变动收益	0	50	50	50	50
其他收益	62	209	150	150	150
投资收益	758	151	200	300	300
营业利润	3620	3603	2246	2935	3905
营业外收入	10	16	16	16	16
营业外支出	79	142	142	142	142
利润总额	3550	3478	2121	2810	3779
所得税	948	855	501	655	908
少数股东损益	(96)	(24)	(15)	(20)	(26)
归属于母公司净利润	2698	2647	1634	2175	2898

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	39%	148%	12%	28%	25%
营业利润	66%	-0%	-38%	31%	33%
净利润	70%	-2%	-38%	33%	33%
获利能力					
毛利率	28.0%	13.1%	9.5%	9.6%	10.2%
净利率	19.5%	7.7%	4.2%	4.4%	4.7%
ROE	23.5%	19.7%	11.1%	13.2%	15.4%
ROIC	19.9%	18.8%	10.7%	13.0%	15.2%
偿债能力					
资产负债率	36.2%	39.8%	52.1%	49.0%	51.1%
净负债比率	2.2%	3.2%	2.2%	0.0%	0.0%
流动比率	1.6	1.2	1.5	1.3	1.3
速动比率	1.6	1.2	1.5	1.3	1.2
营运能力					
资产周转率	0.8	1.5	1.3	1.5	1.6
存货周转率	314.6	437.3	367.3	423.9	417.6
应收帐款周转率	32.1	56.2	46.9	45.2	44.7
应付帐款周转率	4.2	8.3	7.5	7.8	7.7
每股资料 (元)					
EPS	1.58	1.19	0.56	0.75	1.00
每股经营现金	2.17	2.26	0.65	1.45	1.84
每股净资产	6.69	6.05	5.06	5.70	6.47
每股股利	0.26	0.24	0.11	0.22	0.30
估值比率					
PE	12.3	16.2	34.3	25.7	19.3
PB	2.9	3.2	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	12.2	11.1	15.0	11.2	9.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

王西典：上海交通大学工科硕士，2017 年加入招商证券，现任研发中心高级分析师，拥有大宗商品、交运物流等多个行业研究经验。

肖欣晨：澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业研究助理。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。