

# 韵达股份 (002120.SZ)

## Q3 扣非净利润增速环比提升，持续看好公司精细化管理

**事件:** 韵达股份发布 2019 年第三季度报告。2019 前三季度营业收入 242.53 亿元，同比增长 162.26%，归母净利润 19.55 亿元，同比下降 1.29%，扣非净利润 17.85 亿元，同比增长 26.61%。2019Q3 营收 86.99 亿元，同比增长 160.04%，归母净利润 6.59 亿元，同比下降 32.81%，扣非净利润为 5.98 亿元，同比增长 24.96%。

### 点评:

**受去年同期处置丰巢股权影响净利润有所下降，Q3 扣非净利润增速环比提升。** 公司第三季度归母净利润同比下降 32.81%，主要系上年同期处置丰巢股权产生投资收益基数高所致。公司 Q3 扣非净利润增速 24.96%，相较于 Q2 扣非净利润增速 20.7% 提升 4.26pct，主要受益快运业务剥离，税收清缴影响结束，去年同期基数较低。

**公司件量保持高速增长，受市场竞争影响小于同行。** 2019 前三季度公司完成快递业务量 69.33 亿票，同比增长 45.53%，增速高出行业 19 个百分点，市场份额达到 15.79%，较去年同期提高 2.08 个百分点。我们剔除派费因素，测算公司前三季度毛利率下降约 2.23pct，Q3 毛利率环比下降 1.77pct 至 13%，受市场竞争影响小于同行。费用方面，销售费用同比增长 22.85%，主要系职工薪酬、房租费等增加所致；管理费用同比增长 44.02%，主要系技术服务及职工薪酬等增加所致；研发投入增加 44.66%，主要系研发人员增加所致；财务费用同比增长 123.96%，主要系利息支出增加所致。

**公司成本管控优势明显，持续提高服务体验打造竞争壁垒。** 公司不断深化基于科技创新和精细化管理的“成本领先型”竞争策略，在核心区域、核心路线提升牵引车比例和平均装载率，开发“车货匹配”、“空载车辆管理”等在途配载系统，通过自动化设备升级改造（研发投入多层交叉带，效率较以往提升 2 倍），推进直跑，减少中转环节，持续降低单票边际成本。高效、便捷、优质的快递服务体验使得公司快递业务量获得了远高于行业增速的快速增长，市场份额稳步提升。

**投资策略:** 我们预测公司 2019-2021 年净利润为 29.29 亿元、36.5 亿元、44.61 亿元，同比增长 8.5%、24.6%、22.2%，维持“买入”评级。

**风险提示:** 电商增长不及预期的风险、价格战超预期风险、人力成本大幅上升风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,986	13,856	34,189	44,928	57,206
增长率 yoy (%)	35.9	38.8	146.7	31.4	27.3
归母净利润(百万元)	1,589	2,698	2,929	3,650	4,461
增长率 yoy (%)	35.0	69.8	8.5	24.6	22.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.71	1.21	1.32	1.64	2.00
净资产收益率(%)	30.2	22.5	21.0	22.1	22.4
P/E(倍)	46.9	27.6	25.4	20.4	16.7
P/B(倍)	14.3	6.5	5.5	4.6	3.8

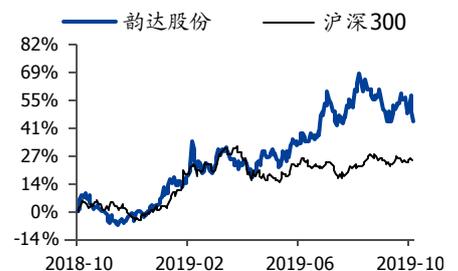
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	物流
前次评级	买入
最新收盘价	33.45
总市值(百万元)	74,479.57
总股本(百万股)	2,226.59
其中自由流通股(%)	25.81
30 日日均成交量(百万股)	3.33

#### 股价走势



#### 作者

分析师 张俊

执业证书编号: S0680518010004

邮箱: zhangjun1@gszq.com

研究助理 郑树明

邮箱: zhengshuming@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《韵达股份 (002120.SZ): 业绩符合预期, 持续精细化管理》2019-08-29
- 2、《韵达股份 (002120.SZ): 格局趋于稳定, 强者恒强》2019-08-06



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	4,758	10,170	11,748	13,940	18,168
现金	1,810	1,920	2,034	4,839	7,481
应收账款	327	537	1,594	1,206	2,360
其他应收款	94	3	237	78	323
预付账款	19	41	106	87	158
存货	25	39	147	99	216
其他流动资产	2,485	7,630	7,630	7,630	7,630
<b>非流动资产</b>	4,641	7,911	13,728	16,188	18,913
长期投资	52	91	150	209	268
固定投资	2,820	4,717	10,168	12,292	14,607
无形资产	760	1,222	1,423	1,665	1,955
其他非流动资产	1,009	1,881	1,988	2,022	2,082
<b>资产总计</b>	9,400	18,081	25,476	30,128	37,081
<b>流动负债</b>	4,100	6,479	11,832	13,996	17,668
短期借款	0	400	400	400	400
应付账款	1,805	2,900	1,966	7,707	4,691
其他流动负债	2,295	3,179	9,466	5,889	12,577
<b>非流动负债</b>	46	60	60	60	60
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	46	60	60	60	60
<b>负债合计</b>	4,146	6,539	11,893	14,057	17,728
少数股东权益	42	81	10	-92	-212
股本	1,217	1,713	2,227	2,227	2,227
资本公积	424	3,830	3,316	3,316	3,316
留存收益	3,594	5,978	7,972	10,448	13,478
归属母公司股东收益	5,212	11,460	13,574	16,164	19,565
<b>负债和股东权益</b>	9,400	18,081	25,476	30,128	37,081

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	2,968	3,714	7,543	7,554	8,023
净利润	1,587	2,602	2,857	3,548	4,341
折旧摊销	486	691	880	1,328	1,707
财务费用	-6	-17	-18	-29	-35
投资损失	-66	-758	-65	-70	-75
营运资金变动	942	1,077	3,889	2,777	2,085
其他经营现金流	25	119	0	0	0
<b>投资活动净现金流</b>	-1,512	-7,728	-6,632	-3,718	-4,357
资本支出	1,398	3,470	5,758	2,401	2,666
长期投资	-259	-417	-59	-39	-59
其他投资现金流	-373	-4,675	-933	-1,356	-1,750
<b>筹资活动净现金流</b>	-72	4,071	-797	-1,030	-1,025
短期借款	0	400	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	204	496	514	0	0
资本公积增加	-172	3,406	-514	0	0
其他筹资现金流	-103	-230	-797	-1,030	-1,025
<b>现金净增加额</b>	1,384	57	114	2,805	2,642

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	9,986	13,856	34,189	44,928	57,206
营业成本	7,092	9,974	29,200	38,695	49,592
营业税金及附加	23	50	58	67	74
营业费用	139	175	233	292	360
管理费用	629	789	979	1,213	1,482
财务费用	-6	-17	-18	-29	-35
资产减值损失	23	25	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	66	758	65	70	75
<b>营业利润</b>	2,175	3,620	3,888	4,859	5,933
营业外收入	43	10	10	10	10
营业外支出	72	79	79	79	79
<b>利润总额</b>	2,146	3,550	3,818	4,790	5,863
所得税	558	948	961	1,242	1,522
<b>净利润</b>	1,587	2,602	2,857	3,548	4,341
少数股东收益	-2	-96	-71	-102	-120
<b>归属母公司净利润</b>	1,589	2,698	2,929	3,650	4,461
EBITDA	2,578	4,208	4,663	6,039	7,410
EPS (元/股)	0.71	1.21	1.32	1.64	2.00

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	35.9	38.8	146.7	31.4	27.3
营业利润 (%)	34.5	66.4	7.4	25.0	22.1
归属母公司净利润 (%)	35.0	69.8	8.5	24.6	22.2
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	29.0	28.0	14.6	13.9	13.3
净利率 (%)	15.9	19.5	8.6	8.1	7.8
ROE (%)	30.2	22.5	21.0	22.1	22.4
ROIC (%)	29.5	21.6	20.2	21.0	21.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	44.1	36.2	46.7	46.7	47.8
净负债比率 (%)	-34.4	-13.2	-12.0	-27.6	-36.6
流动比率	1.2	1.6	1.0	1.0	1.0
速动比率	1.2	1.6	1.0	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.24	1.01	1.57	1.62	1.70
应收账款周转率	34.0	32.1	32.1	32.1	32.1
应付账款周转率	4.3	4.2	12.0	8.0	8.0
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.71	1.21	1.32	1.64	2.00
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.33	-0.37	3.39	3.39	3.60
每股净资产 (最新摊薄)	2.34	5.15	6.10	7.26	8.79
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	46.9	27.6	25.4	20.4	16.7
P/B	14.3	6.5	5.5	4.6	3.8
EV/EBITDA	28.2	17.4	15.6	11.6	9.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com