

韵达股份(002120.SZ)

家用轻工行业

评级：买入 维持评级

公司点评

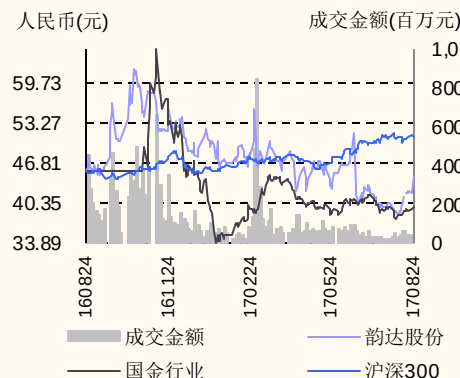
市场价格(人民币)：44.60 元

业务量增速跑赢行业，经营效率将持续提升

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	97.44
总市值(百万元)	54,289.51
年内股价最高最低(元)	62.16/38.65
沪深 300 指数	3734.65
深证成指	10552.96



相关报告

1. 《成本管控效果显著，“一体两翼”构建快递生态圈-韵达股份公司点...》，2017.4.18
2. 《成本管控能力出色，长期成长性突出-韵达股份公司深度研究》，2017.3.17
3. 《韵达借壳顺利过会，全年业绩有望超预期-新海股份公司点评》，2016.11.9
4. 《快递业务量高增长，全年业绩有望超预期-新海股份公司点评》，2016.10.31
5. 《韵达借壳上市号角吹响，具备增长硬实力-新海股份公司深度报告》，2016.9.27

沙沫

联系人
(8621)60230253
shamo@gjzq.com.cn

苏宝亮

分析师 SAC 执业编号：S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.332	1.161	1.608	2.030	2.344
每股净资产(元)	3.77	3.68	5.51	7.54	9.88
每股经营性现金流(元)	0.96	1.91	1.34	2.61	2.41
市盈率(倍)	81.30	43.40	27.73	21.97	19.03
行业优化市盈率(倍)	23.82	23.82	23.82	23.82	23.82
净利润增长率(%)	-41.10%	2263.06%	38.49%	26.20%	15.48%
净资产收益率(%)	8.80%	31.53%	29.20%	26.93%	23.72%
总股本(百万股)	150.28	1,013.65	1,013.65	1,013.65	1,013.65

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩简评

- 韵达股份 8 月 23 日公告 2017 年上半年财报：2017 年上半年公司实现营业收入 43.1 亿元，同比增长 43.17%；实现归属上市公司股东净利润 7.48 亿元，同比增长 41%。

经营分析

- 业务量增速持续跑赢行业平均，服务质量进一步抬升：公司上半年完成业务量 19.67 亿件，同比增长 44.28%，跑赢整体行业 32% 的增速；公司快递业务市占率自 2015-2016 年的 10.3% 提升至 11.4%。我们认为公司业务量增速快于整体行业增速主要源于其服务品质的提升，从上半年申诉率水平来看，公司服务有效申诉率一直远低于行业平均。现消费者相比价格，对快递服务质量及时性敏感性增强，在服务质量上有竞争优势的公司或将进一步提升市场份额。
- 单件收入降幅趋缓，单件净利润持稳：上半年快递业务单件收入为 1.99 元每件，较去年同期下降 4.6%；分业务来看，电子面单占比进一步提升使得单件面单费下降是单件收入下滑的主要原因；公司整体单件归母净利润达到 0.38 元/件，较去年同期的 0.39 元/件下降 2.25%；其中单件毛利每件下降 0.04 元，其中快递业务毛利有所下降，但是物料销售及其他业务收入规模增长呈现高速增长；单件费用率从 0.33 元/件下降至 0.3 元/件，我们认为下降原因主要是由于规模效应，同时由于会计科目重新分类致使投资损失减少。
- 拟募集资金约 45 亿元，持续推升经营效率，成本管控能力或将提升：公司现拟募集资金不超过 45.17 亿元，此次募投资金主要强调高质量产能置换及购买土地，其主要目的是使原有运行更加稳定及高效，有利于持续优化快递产品全程时效、提升客户服务体验度、集中优势资源扩大市场份额，并且在财务报表上体现新增的是折旧费用，取代原有的租赁或人工费用，对短期利润的负面影响有限。
- 多元化业务是未来看点：在最后一公里方面，公司末端密集的 20000+ 个网点、16650+ 个加盟式快递自提点以及结合智能快递柜的使用满足目前末端配送需求；本期一季度，公司对深圳市丰巢科技有限公司进行增资，成为第二大股东，持续发展“丰巢”智能快递柜业务，目前，公司已和丰巢、速递易、云柜、中集、富友等各大智能快递柜公司开展合作，日均投递量可达 80 万件。另外公司在仓配一体及国际化业务上也有广泛布局，公司可利用仓库

资源达 300 余个，面积超过 150 万平方米；公司现已在 20 个国家或地区开通跨境物流之国际业务。

投资建议

- 我们预计韵达股份 2017-19 年 EPS 为 1.61/2.03/2.34 元/股。短期来看，韵达具有出色成本控制能力，在保持竞争力的同时可保障业绩增速。中长期来看，公司全方位布局末端配送、持续的信息化投入、构建快递生态圈，看好公司成长性。给予“买入”评级。

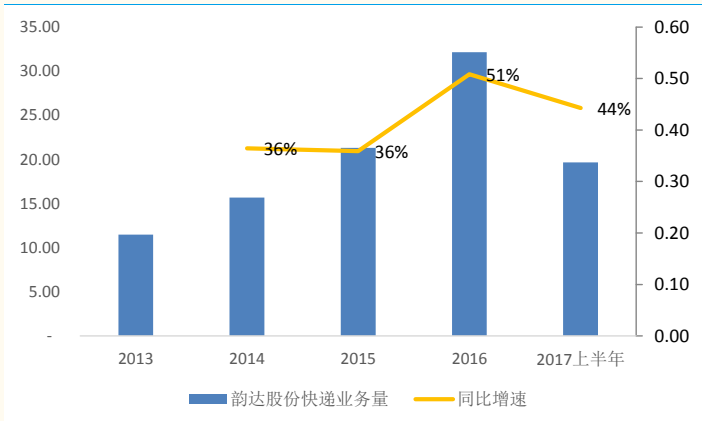
风险

- 宏观经济波动，行业竞争加剧，电商增速放缓。

业务量增速持续跑赢行业平均，服务质量进一步抬升

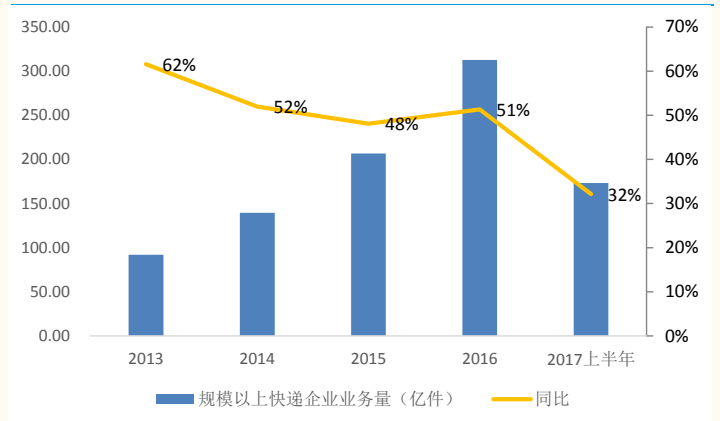
- 公司上半年完成业务量 19.67 亿件，同比增长 44.28%；上半年全行业规模以上快递公司实现业务量 173.18 亿件，同比增长 32%；公司快递业务市占率在本期上半年有明显提升，自 2015-2016 年的 10.3% 提升至 11.4%。我们认为公司业务量增速快于整体行业增速主要源于其服务品质的提升，从上半年申诉率水平来看，公司服务有效申诉率一直远低于行业平均，并且在行业申诉率降低的情况下，公司申诉率改善情况也快于行业。从现在公司电商件结构来看，天猫件占比相对淘宝件在提升，消费者相对于价格，对于快递服务质量及时效性敏感性增强，在服务质量上有竞争优势的公司或将进一步提升市场份额。

图表 1：韵达股份业务量增速



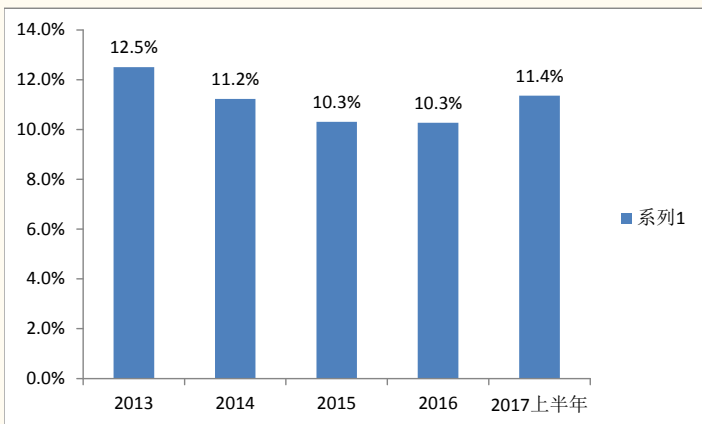
来源：公司财报，国金证券研究所

图表 2：行业业务量增速



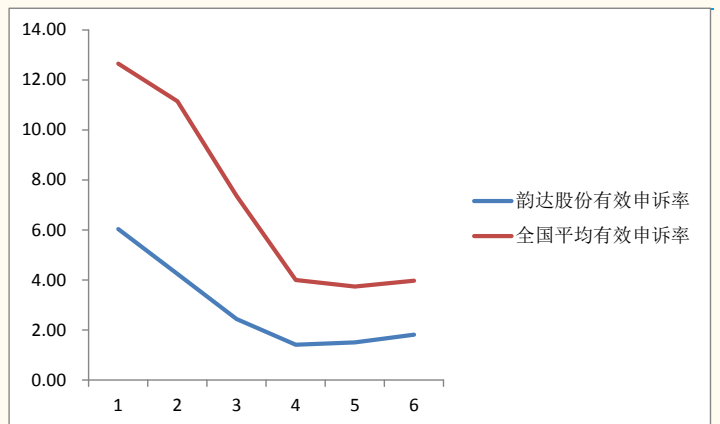
来源：公司财报，国金证券研究所

图表 3：韵达股份市占率



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 4：韵达股份有效申诉率



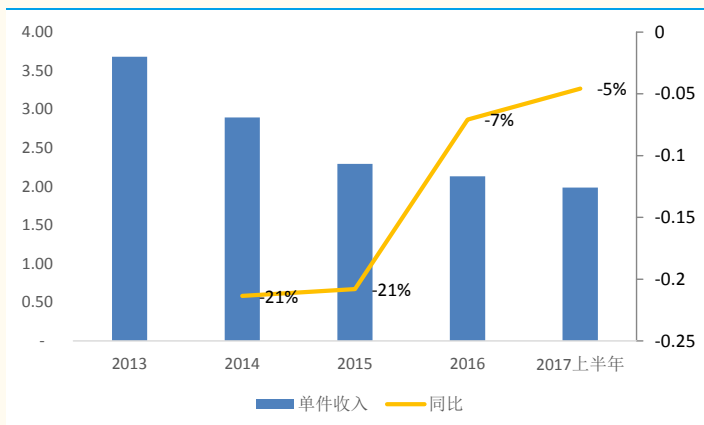
来源：公司财报，国金证券研究所

单件收入降幅趋缓，单件净利润持稳

- 上半年快递业务单件收入为 1.99 元每件，较去年同期下降 4.6%；分业务来看，单件收入下降主要原因是单件面单费自去年上半年的 0.89 元/件，下降至 0.77 元/件，我们认为主要是由于电子面单占比进一步提升，预计公司电子面单占比从年初 70% 上升至 85% 左右。单件中转收入在本期出现回升走势，由去年同期的 1.18 元/件上升至 1.22 元/件，我们认为主要与油价上涨及快递市场价格战趋缓相关。
- 快递业务单件毛利从 2016 年上半年的 0.68 元/件下降至本期的 0.6 元/件，其中单件收入每件降低 0.095 元，成本每件下降 0.024 元；从现有数据来看，我们认为公司本期单件毛利下降主要是在替换电子面单时公司让利于加盟商、或者加盟商自跑占比在减小、或者市场竞争依旧严峻存在降价保持或提升市占率的可能性。

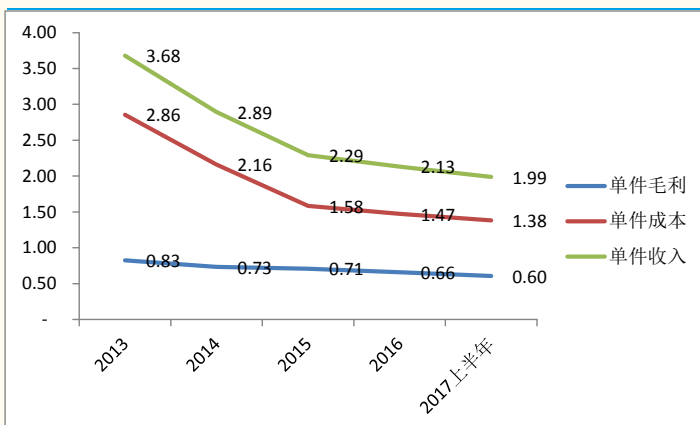
- 公司整体单件归母净利润达到 0.38 元/件，较去年同期的 0.39 元/件下降 2.25%；其中单件费用率从 0.33 元/件下降至 0.3 元/件，我们认为下降原因主要是由于规模化效应，同时由于深圳市丰巢科技有限公司从去年的权益法计量（长期股权投资中）变更为成本法计量（股权减少调整至可供出售金融资产），所以该公司的投资损失本期没有发生，也间接降低单件费用率，物料销售规模提升也贡献部分利润，降低整体单件毛利下降速度。

图表 5：韵达股份快递业务单件收入



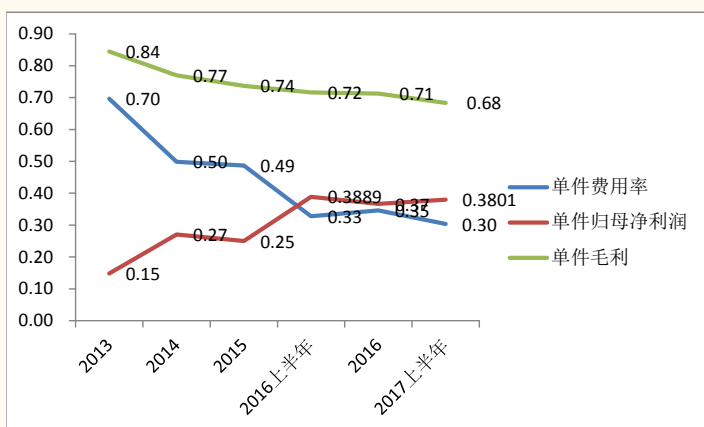
来源：公司财报，国金证券研究所

图表 6：快递业务单件收入、成本、毛利水平



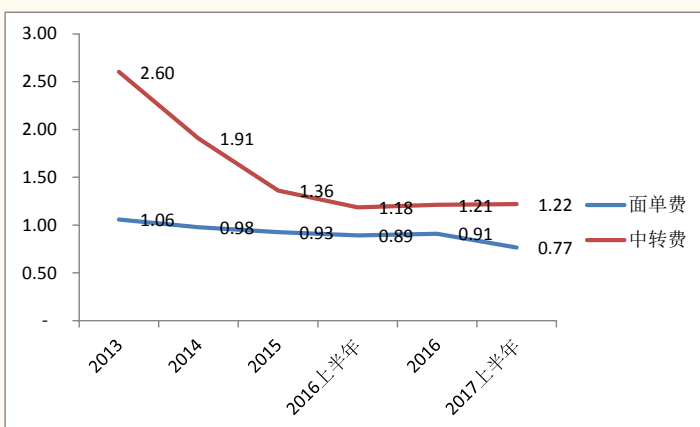
来源：公司财报，国金证券研究所

图表 7：公司单件收益分析



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 8：单件面单费及单件中转费走势



来源：公司财报，国金证券研究所

拟募集资金约 45 亿元，持续推升经营效率，成本管控能力或将提升

- 韵达具备优秀成本控制能力，通过精简转运中心、加盟商自跑、鼓励“小而轻”等方法，近几年公司单件成本有明显下降，并且相比行业中其他可比公司成本优势明显，使其在价格战中保持主动位置。
- 公司现拟募集资金不超过 45.17 亿元，主要投向智能仓配一体化转运中心建设项目、转运中心自动化升级项目、快递网络运能提升项目、供应链智能信息化系统建设项目和城市快速配送网络项目。未来公司资本开支主要强调高质量产能置换及购买土地，其主要目的是使原有运行更加稳定及更加高效，有利于持续优化快递产品全程时效、提升客户服务体验度、集中优势资源扩大市场份额，并且在财务报表上体现新增的是折旧费用，取代原有的租赁或人工费用，对短期利润的负面影响有限。

多元化业务是未来看点

- 韵达提出构建“以快递为核心”“以互联网+物流为内涵”的生态圈，布局韵达快递、韵达快运、韵达国际、韵达云仓、韵达科技五大业务板块，并已做出优递爱跨境电商平台、仓配一体化等探索。在最后一公里方面，公

司末端密集的 20000+个网点、16650+个加盟式快递自提点以及结合智能快递柜的使用满足目前末端配送需求；本期一季度，公司对深圳市丰巢科技有限公司进行增资，成为第二大股东，持续发展“丰巢”智能快递柜业务，目前，公司已和丰巢、速递易、云柜、中集、富友等各大智能快递柜公司开展合作，日均投递量可达 80 万件。另外公司在**仓配一体及国际化业务**上也有广泛布局，公司可利用仓库资源达 300 余个，面积超过 150 万平方米；公司现已在 20 个国家或地区开通跨境物流之国际业务。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	931	980	7,350	10,651	14,237	17,618
增长率		5.2%	650.3%	44.9%	33.7%	23.7%
主营业务成本	-735	-734	-5,060	-7,577	-10,295	-12,972
%销售收入	78.9%	74.9%	68.8%	71.1%	72.3%	73.6%
毛利	197	246	2,290	3,073	3,943	4,646
%销售收入	21.1%	25.1%	31.2%	28.9%	27.7%	26.4%
营业税金及附加	-5	-6	-17	-24	-33	-41
%销售收入	0.5%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-32	-36	-146	-202	-271	-335
%销售收入	3.5%	3.7%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%
管理费用	-83	-95	-515	-692	-925	-1,145
%销售收入	8.9%	9.7%	7.0%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	77	108	1,612	2,154	2,714	3,125
%销售收入	8.2%	11.1%	21.9%	20.2%	19.1%	17.7%
财务费用	1	12	-1	11	21	34
%销售收入	-0.2%	-1.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-2	-3	-11	0	0	0
公允价值变动收益	-4	-1	0	0	0	0
投资收益	47	-17	17	15	15	15
%税前利润	38.3%	n.a	1.1%	0.7%	0.5%	0.5%
营业利润	119	99	1,617	2,180	2,750	3,174
营业利润率	12.8%	10.1%	22.0%	20.5%	19.3%	18.0%
营业外收支	4	0	-24	0	0	0
税前利润	123	99	1,593	2,180	2,750	3,174
利润率	13.2%	10.1%	21.7%	20.5%	19.3%	18.0%
所得税	-20	-22	-411	-545	-687	-794
所得税率	16.6%	22.1%	25.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	103	77	1,181	1,635	2,062	2,381
少数股东损益	18	27	4	5	5	5
归属于母公司的净利润	85	50	1,177	1,630	2,057	2,376
净利率	9.1%	5.1%	16.0%	15.3%	14.5%	13.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	103	77	1,181	1,635	2,062	2,381
少数股东损益	18	27	4	5	5	5
非现金支出	33	36	228	246	305	377
非经营收益	-41	19	47	-16	-15	-15
营运资金变动	20	13	482	-507	294	-298
经营活动现金净流	116	145	1,938	1,359	2,646	2,445
资本开支	-60	-59	-1,679	-786	-1,326	-1,327
投资	46	-11	-101	-601	-600	-600
其他	0	0	-965	15	15	15
投资活动现金净流	-14	-69	-2,744	-1,372	-1,911	-1,912
股权募资	0	0	897	0	0	0
债权募资	-89	31	-42	1	0	1
其他	-24	-29	-3	220	0	0
筹资活动现金净流	-114	2	852	221	0	1
现金净流量	-12	78	46	208	736	534

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	60	139	433	640	1,376	1,910
应收款项	182	191	350	452	605	748
存货	95	107	26	37	51	64
其他流动资产	5	9	2,411	3,024	3,532	4,540
流动资产	342	446	3,220	4,154	5,563	7,262
%总资产	42.1%	48.4%	48.0%	47.3%	47.1%	48.2%
长期投资	93	92	258	859	1,458	2,058
固定资产	271	275	2,437	2,945	3,954	4,891
%总资产	33.3%	29.9%	36.3%	33.5%	33.5%	32.5%
无形资产	88	90	715	748	761	774
非流动资产	470	474	3,490	4,631	6,252	7,802
%总资产	57.9%	51.6%	52.0%	52.7%	52.9%	51.8%
资产总计	812	920	6,709	8,785	11,815	15,064
短期借款	54	86	0	0	0	0
应付款项	103	142	2,604	2,755	3,591	4,332
其他流动负债	43	61	319	385	515	640
流动负债	200	288	2,923	3,140	4,107	4,972
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	1	32	35	36	38
负债	200	289	2,955	3,175	4,143	5,011
普通股股东权益	545	566	3,733	5,583	7,641	10,017
少数股东权益	68	65	21	26	31	36
负债股东权益合计	812	920	6,709	8,785	11,815	15,064

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.563	0.332	1.161	1.608	2.030	2.344
每股净资产	3.623	3.765	3.683	5.508	7.538	9.882
每股经营现金净流	0.769	0.964	1.912	1.341	2.611	2.412
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.53%	8.80%	31.53%	29.20%	26.93%	23.72%
总资产收益率	10.41%	5.41%	17.55%	18.56%	17.41%	15.77%
投入资本收益率	9.58%	11.79%	31.85%	28.80%	26.53%	23.32%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.49%	5.19%	650.34%	44.91%	33.67%	23.75%
EBIT 增长率	13.92%	41.69%	#####	33.64%	25.98%	15.16%
净利润增长率	140.48%	-41.10%	#####	38.49%	26.20%	15.48%
总资产增长率	-5.42%	13.26%	629.23%	30.93%	34.49%	27.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	65.0	62.9	10.7	10.5	10.5	10.5
存货周转天数	49.8	50.2	4.8	1.8	1.8	1.8
应付账款周转天数	41.4	46.9	56.9	70.0	65.0	60.0
固定资产周转天数	105.5	98.8	115.8	89.1	79.7	73.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.91%	-8.41%	-11.52%	-11.41%	-17.93%	-18.99%
EBIT 利息保障倍数	-53.1	-9.2	1,848.4	-194.0	-130.1	-92.0
资产负债率	24.64%	31.40%	44.04%	36.14%	35.07%	33.27%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	3	6	6	9
增持	5	5	5	5	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.63	1.63	1.45	1.45	1.44

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-09-27	买入	50.65	57.00~58.00
2	2016-10-31	买入	54.35	N/A
3	2016-11-09	买入	58.09	N/A
4	2017-03-17	买入	50.49	60.00~65.00
5	2017-04-18	买入	43.44	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD