

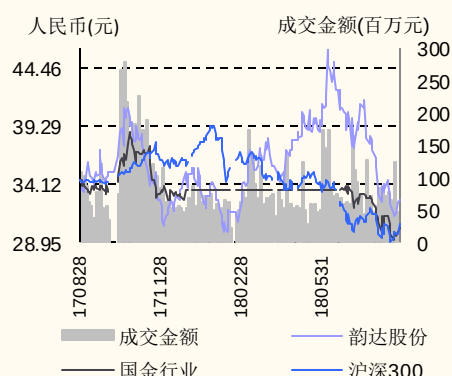
韵达股份 (002120.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 32.72 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	235.05
总市值(百万元)	56,041.66
年内股价最高最低(元)	46.20/29.88
沪深 300 指数	3406.57
中小板综	8895.11



相关报告

- 1.《一季度业务量高增长，经营质量稳步提升-韵达股份公司点评》，2018.5.2
- 2.《高品质保障业务量持续高增长，“一体两翼”打造综合物流生态圈-...》，2018.4.27
- 3.《高品质持续拉动业务量高增长，规模优势显现单位费用下降-韵达股...》，2017.10.26
- 4.《重视产能升级替换，快递调价或预示行业竞争拐点-韵达股份公司研...》，2017.10.16

业务量增速持续领跑，成本+服务筑牢护城河

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.161	1.306	1.216	1.570	1.969
每股净资产(元)	3.68	4.28	8.22	9.91	12.08
每股经营性现金流(元)	1.91	2.39	2.90	3.85	4.89
市盈率(倍)	43.40	35.06	26.91	20.84	16.62
净利润增长率(%)	2263.06%	35.01%	31.10%	29.08%	25.40%
净资产收益率(%)	31.53%	30.50%	19.26%	20.62%	21.22%
总股本(百万股)	1,013.65	1,217.25	1,712.76	1,712.76	1,712.76

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 韵达股份 2018 年上半年实现营业收入 59.03 亿元，同比增长 36.95%；归母净利润 10 亿元，同比增长 33.78%。上半年，公司完成业务量 29.95 亿票，同比增长 52.26%。业绩表现符合预期。

经营分析

- **业务量增速持续领跑行业，单票收入有所下降：**18 年公司业务量依旧保持高增态势，H1 共完成 29.95 亿票 (+52.3%)，比行业 27.5% 的增速高出 90%，增速持续领跑，市占率也提升至 13.56% (+2.2pct)，主要得益于科技赋能、精细化管理和服务质量的提升。H1 单票收入 1.74 元，同比降幅达 12.56%。我们认为，单票收入下降一方面是由于拼多多占比提升带来的包裹轻量化，另一方面是韵达让利加盟商、抢占市场份额的体现。
- **成本管控良好、服务质量领先，筑牢护城河：**18H1 公司单票成本为 1.21 元 (-12.74%)，降幅略高于单票收入，带动快递服务毛利率较期初提高 1.65pct 至 30.64%。公司通过转运中心自营、信息化+智能化投入、优化路由、运输模式和货品结构等，保持较强的成本管控能力。期间费用率也在下降，为 7.3% (-0.6pct)，主要是由于利息收入的增加。成本和费用的把控带来了净利润的较高增长 (+31.3%)，增速略低于营收主要是其他业务营业成本增速较快所致。同时，公司服务质量不断提升，6 月申诉率仅 0.26，可比公司最低。以成本优势维持盈利，以服务质量开拓市场，看好公司竞争力。
- **“一体两翼”持续推进，“两翼”羽翼渐丰：**韵达在以快递业务为主体的基础上，不断嫁接周边，新业务领域也取得较快进展。快运业务表现亮眼，H1 实现业务量 44.2 万吨，快运收入 1.56 亿元 (占总营收 2.6%)，分别较期初增长 585.27% 和 587.14%；韵达联合仓储业务量较去年增长 200%；国际业务上，公司进口业务同比增长 111%，出口业务同比增长 68%。“两翼”逐渐张开，综合物流生态圈初具规模，有望为公司带来新增长点。

投资建议

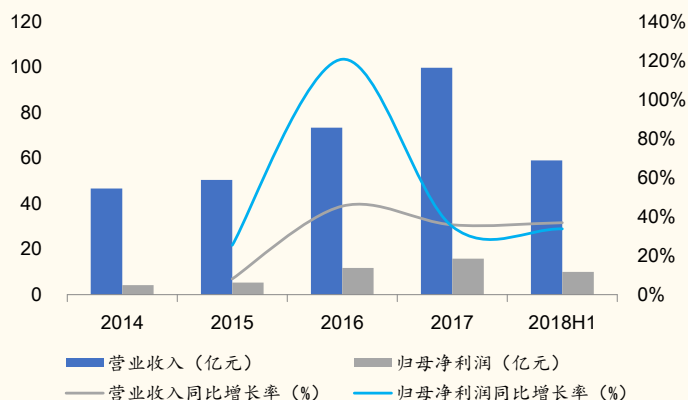
- 我们预计韵达股份 2018-2020 年 EPS 分别为 1.22、1.57、1.97 元，对应 PE 为 27、21、17 倍，韵达以科技创新挖深护城河，成本管控铸就核心竞争优势，服务质量保证市场份额，看好公司成长性，维持“买入”评级。

风险提示

- 电商增速下滑导致快递需求下滑，行业竞争加剧，盈利能力下降，信息化、智能化提升程度不及预期，加盟商网点不稳定，新业务发展不及预期等。

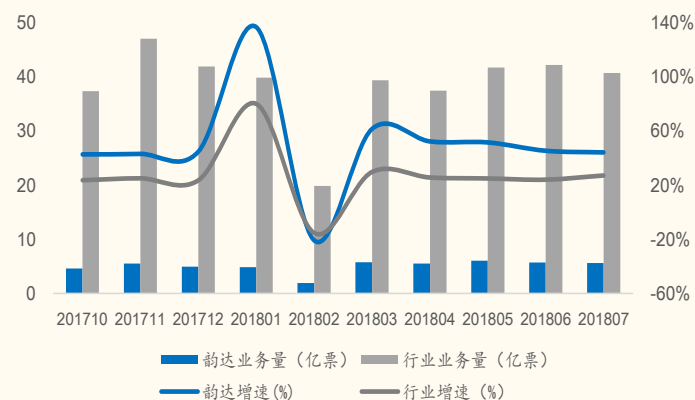
苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

图表 1：韵达 2014-2018H1 营收和归母净利润增长情况



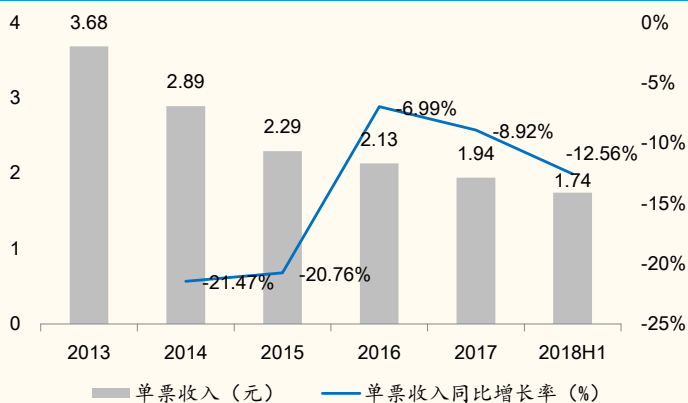
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：韵达业务量增速持续领先行业



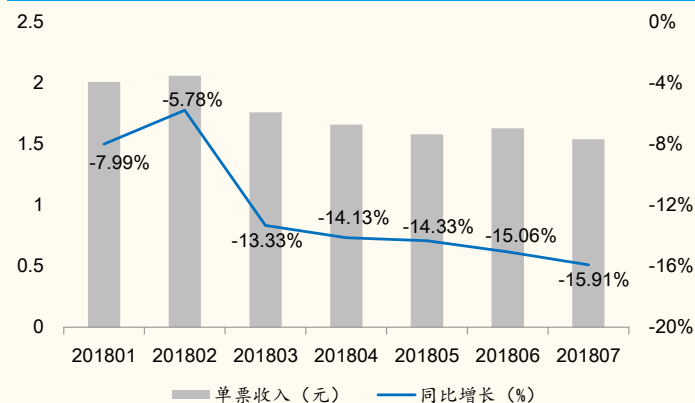
来源：公司公告、国家邮政局、国金证券研究所

图表 3：韵达 2016 年后单票收入降幅扩大



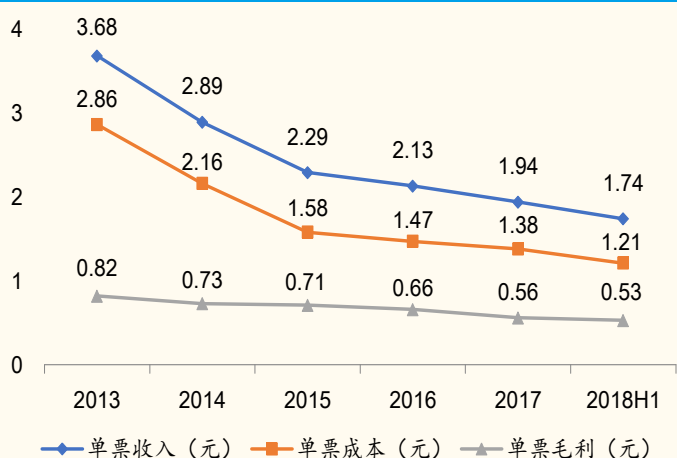
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4：韵达 2018 年单票收入变化情况



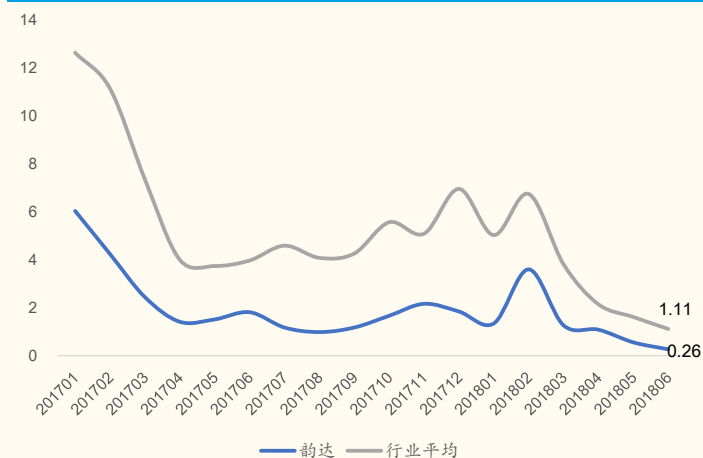
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 5：韵达单票收益变化情况



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 6：韵达有效申诉率（有效申诉件数/百万件快件）行业领先



来源：国家邮政局、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	980	7,350	9,986	13,306	17,326	22,192
增长率		650.3%	35.9%	33.3%	30.2%	28.1%
主营业务成本	-734	-5,060	-7,092	-9,733	-12,723	-16,496
%销售收入	74.9%	68.8%	71.0%	73.1%	73.4%	74.3%
毛利	246	2,290	2,894	3,573	4,602	5,696
%销售收入	25.1%	31.2%	29.0%	26.9%	26.6%	25.7%
营业税金及附加	-6	-17	-23	-31	-40	-51
%销售收入	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-36	-146	-139	-133	-173	-222
%销售收入	3.7%	2.0%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-95	-515	-629	-732	-953	-1,110
%销售收入	9.7%	7.0%	6.3%	5.5%	5.5%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	108	1,612	2,103	2,678	3,436	4,314
%销售收入	11.1%	21.9%	21.1%	20.1%	19.8%	19.4%
财务费用	12	-1	6	69	131	179
%销售收入	-1.2%	0.0%	-0.1%	-0.5%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	-3	-11	-23	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	0
投资收益	-17	17	66	100	100	100
%税前利润	n.a	1.1%	3.1%	3.5%	2.7%	2.2%
营业利润	99	1,617	2,175	2,847	3,667	4,593
营业利润率	10.1%	22.0%	21.8%	21.4%	21.2%	20.7%
营业外收支	0	-24	-29	-30	-30	-30
税前利润	99	1,593	2,146	2,817	3,637	4,563
利润率	10.1%	21.7%	21.5%	21.2%	21.0%	20.6%
所得税	-22	-411	-558	-732	-946	-1,186
所得税率	22.1%	25.8%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	77	1,181	1,587	2,085	2,692	3,377
少数股东损益	27	4	-2	1	2	4
归属于母公司的净利润	50	1,177	1,589	2,084	2,690	3,373
净利率	5.1%	16.0%	15.9%	15.7%	15.5%	15.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	77	1,181	1,587	2,085	2,692	3,377
少数股东损益	27	4	-2	1	2	4
非现金支出	36	228	454	577	795	1,023
非经营收益	19	47	-70	-78	-70	-70
营运资金变动	13	482	942	1,231	1,654	2,100
经营活动现金净流	145	1,938	2,914	3,815	5,071	6,430
资本开支	-59	-1,679	-1,386	-1,589	-1,800	-1,841
投资	-11	-101	-259	-250	-290	-330
其他	0	-965	132	100	100	100
投资活动现金净流	-69	-2,744	-1,512	-1,739	-1,990	-2,071
股权募资	0	897	57	3,915	0	0
债权募资	31	-42	0	0	0	0
其他	-29	-3	-128	-395	-461	-526
筹资活动现金净流	2	852	-72	3,520	-461	-526
现金净流量	78	46	1,329	5,596	2,620	3,832

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	139	433	1,810	7,406	10,026	13,858
应收账款	191	350	421	569	740	948
存货	107	26	25	34	44	57
其他流动资产	9	2,411	2,503	2,629	2,638	2,649
流动资产	446	3,220	4,758	10,637	13,449	17,513
%总资产	48.4%	48.0%	50.6%	64.4%	65.3%	67.9%
长期投资	92	258	567	817	1,107	1,437
固定资产	275	2,437	2,975	3,803	4,537	5,068
%总资产	29.9%	36.3%	31.7%	23.0%	22.0%	19.7%
无形资产	90	715	827	956	1,098	1,255
非流动资产	474	3,490	4,641	5,881	7,146	8,265
%总资产	51.6%	52.0%	49.4%	35.6%	34.7%	32.1%
资产总计	920	6,709	9,400	16,519	20,595	25,778
短期借款	86	0	0	0	0	0
应付款项	142	2,604	3,627	4,987	6,641	8,739
其他流动负债	61	319	473	631	823	1,057
流动负债	288	2,923	4,100	5,618	7,464	9,796
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	32	46	41	41	41
负债	289	2,955	4,146	5,660	7,505	9,838
普通股股东权益	566	3,733	5,212	10,816	13,045	15,891
少数股东权益	65	21	42	43	45	49
负债股东权益合计	920	6,709	9,400	16,519	20,595	25,778

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.332	1.161	1.306	1.216	1.570	1.969
每股净资产	3.765	3.683	4.281	8.220	9.914	12.077
每股经营现金净流	0.964	1.912	2.394	2.900	3.854	4.887
每股股利	0.100	0.120	0.260	0.300	0.350	0.400
回报率						
净资产收益率	8.80%	31.53%	30.50%	19.26%	20.62%	21.22%
总资产收益率	5.41%	17.55%	16.91%	12.61%	13.06%	13.08%
投入资本收益率	11.79%	31.85%	29.61%	18.25%	19.43%	20.03%
增长率						
主营业务收入增长率	5.19%	650.34%	35.86%	33.26%	30.20%	28.09%
EBIT增长率	41.69%	1386.15%	30.44%	27.35%	28.33%	25.53%
净利润增长率	-41.10%	2263.06%	35.01%	31.10%	29.08%	25.40%
总资产增长率	13.26%	629.23%	40.10%	75.74%	24.68%	25.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	62.9	10.7	10.7	10.5	10.6	10.6
存货周转天数	50.2	4.8	1.3	1.1	1.1	1.1
应付账款周转天数	46.9	56.9	84.3	81.3	85.6	89.1
固定资产周转天数	98.8	115.8	103.1	97.9	88.5	75.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.41%	-11.52%	-34.44%	-68.20%	-76.60%	-86.94%
EBIT利息保障倍数	-9.2	1,848.4	-350.7	-38.7	-26.3	-24.1
资产负债率	31.40%	44.04%	44.11%	34.26%	36.44%	38.16%

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	4	6	8	25
增持	0	1	2	2	6
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.25	1.20	1.35

来源：朝阳永续

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

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	51.17	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
6	2017-08-25	买入	44.60	N/A
7	2017-10-16	买入	51.15	60.00~65.00
8	2017-10-26	买入	51.80	N/A

来源：国金证券研究所


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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH