

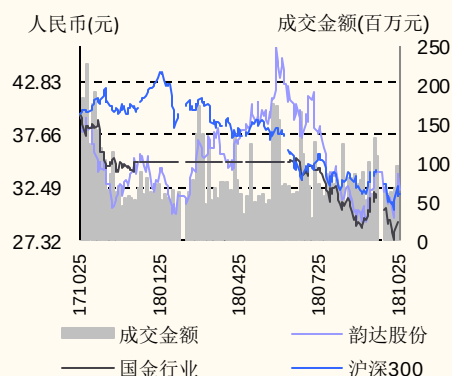
韵达股份 (002120.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 32.16 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)	55,082.51
年内股价最高最低(元)	46.20/28.97
沪深 300 指数	3194.31
中小板综	7553.34



相关报告

1. 《“韵”筹帷幄，决胜通“达”-韵达股份：“韵”筹帷幄，决胜通“...”》，2018.9.4
2. 《业务量增速持续领跑，成本+服务筑牢护城河-韵达股份半年报点评》，2018.8.27
3. 《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
4. 《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

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

快递业务量增速持续领跑，快运业务表现亮眼

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	1.430	1.561	1.940
每股净资产(元)	3.68	4.28	8.43	9.84	11.58
每股经营性现金流(元)	1.91	2.39	1.69	2.57	3.38
市盈率(倍)	43.40	35.06	21.82	19.72	14.58
净利润增长率(%)	2263.06%	35.01%	54.11%	3.13%	35.56%
净资产收益率(%)	31.53%	30.50%	22.24%	19.45%	21.34%
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 年前三季度实现营业收入 92.48 亿元，同比增长 35.23%；归母净利润 19.81 亿元，同比增长 68.42%。前三季度，公司完成业务量 47.63 亿票，同比增长 49.67%。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：Q3 公司业务量依旧保持高增态势，共完成 17.68 亿票 (+52.3%)，环比提升 2.0pcts，连续 7 个月维持件量增速 40% 以上，较行业平均增速高出 22.5pcts，市占率也提升至 14.1% (+1.8pcts)，主要得益于科技赋能、精细化管理和服务质量的提升。前三季度单票收入 1.69 元/-11.4%。我们认为，单票收入下降一方面是由于公司执行的包裹轻量化的市场策略，另一方面是韵达成本端改善后加大对网点补贴、抢占市场份额的体现。
- 转让丰巢股权带来净利润大幅增长，扣非归母净利润增速下滑。18 年前三季度营收 92.5 亿，同增 35%，较 18H1 增速略回落 1.7pct，与去年同期同比增速相比也略回落 5pct。归母净利润 19.8 亿，同增 68%，较 H1 增速大幅提高 34.7pct。净利润大幅增长的主要原因是来自于投资收益，2018Q3 单季度通过转让丰巢 13.5% 的股权获得投资收益 6.5 亿。而扣非归母净利润同比增速较 18H1 下降 6pct。与 18H1 相比，公司前三季度毛利率略下降 0.5pct 至 28.7%，三费率略降 0.15pct，而由于投资收益大幅增长，净利率由 H1 的 16.6% 提升至 21%。
- “一体两翼”持续推进，快运业务即将盈利。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%)，而 18Q3 单季实现快运收入 1.58 亿元，已超上半年快运营收，而营业成本 1.83 亿元，仅略亏 0.25 亿元，快运业务量的快速增长助推快运业务即将实现盈利。

投资建议

- 我们预计韵达股份 18-20 年 EPS 分别为 1.43、1.56、1.94 元，对应 PE 为 22、20、15 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。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	980	7,350	9,986	13,306	17,326	22,192	货币资金	139	433	1,810	2,816	4,420	7,286
增长率		650.3%	35.9%	33.3%	30.2%	28.1%	应收款项	191	350	421	905	1,178	1,509
主营业务成本	-734	-5,060	-7,092	-9,733	-12,723	-16,496	存货	107	26	25	195	254	330
%销售收入	74.9%	68.8%	71.0%	73.1%	73.4%	74.3%	其他流动资产	9	2,411	2,503	7,503	6,767	6,597
毛利	246	2,290	2,894	3,573	4,602	5,696	流动资产	446	3,220	4,758	11,418	12,619	15,722
%销售收入	25.1%	31.2%	29.0%	26.9%	26.6%	25.7%	%总资产	48.4%	48.0%	50.6%	62.7%	61.3%	63.8%
营业税金及附加	-6	-17	-23	-31	-40	-51	长期投资	92	258	567	1,052	1,222	1,412
%销售收入	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	275	2,437	2,975	3,923	4,757	5,368
营业费用	-36	-146	-139	-253	-329	-422	%总资产	29.9%	36.3%	31.7%	21.5%	23.1%	21.8%
%销售收入	3.7%	2.0%	1.4%	1.9%	1.9%	1.9%	无形资产	90	715	827	1,224	1,371	1,537
管理费用	-95	-515	-629	-732	-953	-1,110	非流动资产	474	3,490	4,641	6,804	7,955	8,922
%销售收入	9.7%	7.0%	6.3%	5.5%	5.5%	5.0%	%总资产	51.6%	52.0%	49.4%	37.3%	38.7%	36.2%
息税前利润 (EBIT)	108	1,612	2,103	2,558	3,581	4,114	资产总计	920	6,709	9,400	18,222	20,574	24,644
%销售收入	11.1%	21.9%	21.1%	19.2%	18.9%	18.5%	短期借款	86	0	0	760	0	0
财务费用	12	-1	6	35	54	88	应付款项	142	2,604	3,627	2,472	3,232	4,190
%销售收入	-1.2%	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	其他流动负债	61	319	473	3,819	3,704	3,783
资产减值损失	-3	-11	-23	0	0	0	流动负债	288	2,923	4,100	7,052	6,935	7,973
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	-17	17	66	713	50	50	其他长期负债	1	32	46	54	55	57
%税前利润	n.a	1.1%	3.1%	21.3%	17.4%	14.4%	负债	289	2,955	4,146	7,106	6,991	8,029
营业利润	99	1,617	2,175	3,336	3,577	4,915	普通股股东权益	566	3,733	5,212	11,117	13,583	16,614
营业利润率	10.1%	22.0%	21.8%	24.8%	23.4%	22.1%	少数股东权益	65	21	42	102	152	202
营业外收支	0	-24	-29	40	40	40	负债股东权益合计	920	6,709	9,400	18,222	20,574	24,644
税前利润	99	1,593	2,146	3,376	3,617	4,955	比率分析						
利润率	10.1%	21.7%	21.5%	25.3%	21.6%	22.3%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-22	-411	-558	-836	-1,022	-1,239	每股指标						
所得税率	22.1%	25.8%	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.332	1.161	1.306	1.430	1.561	1.940
净利润	77	1,181	1,587	2,540	2,595	3,716	每股净资产	3.765	3.683	4.281	8.431	9.842	11.582
少数股东损益	27	4	-2	60	50	50	每股经营现金净流	0.964	1.912	2.394	1.686	2.566	3.380
归属于母公司的净利润	50	1,177	1,589	2,480	2,545	3,666	每股股利	0.100	0.120	0.260	0.300	0.350	0.400
净利率	5.1%	16.0%	15.9%	18.6%	15.6%	16.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.80%	31.53%	30.50%	22.24%	19.45%	21.34%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	总资产收益率	5.41%	17.55%	16.91%	15.15%	14.60%	15.25%
净利润	77	1,181	1,587	2,540	2,595	3,716	投入资本收益率	11.79%	31.85%	29.61%	18.15%	19.11%	19.57%
少数股东损益	27	4	-2	60	50	50	增长率						
非现金支出	36	228	454	577	795	1,023	主营业务收入增长率	5.19%	650.34%	35.86%	33.26%	30.20%	28.09%
非经营收益	19	47	-70	-761	-753	-753	EBIT增长率	41.69%	1386.15%	30.44%	35.66%	28.24%	25.41%
营运资金变动	13	482	942	563	1,288	1,802	净利润增长率	-41.10%	2263.06%	35.01%	54.11%	3.13%	35.56%
经营活动现金净流	145	1,938	2,914	2,889	4,396	5,789	总资产增长率	13.26%	629.23%	40.10%	93.86%	12.90%	19.78%
资本开支	-59	-1,679	-1,386	-2,207	-1,735	-1,760	资产管理能力						
投资	-11	-101	-259	-485	-170	-190	应收账款周转天数	62.9	10.7	10.7	11.4	12.3	12.3
其他	0	-965	132	713	713	713	存货周转天数	50.2	4.8	1.3	4.1	6.4	6.5
投资活动现金净流	-69	-2,744	-1,512	-1,979	-1,192	-1,237	应付账款周转天数	46.9	56.9	84.3	80.2	81.8	82.1
股权募资	0	897	57	3,903	0	0	固定资产周转天数	98.8	115.8	103.1	97.9	88.5	75.9
债权募资	31	-42	0	9	0	0	偿债能力						
其他	-29	-3	-128	-514	-599	-685	净负债/股东权益	-8.41%	-11.52%	-34.44%	-40.49%	-42.54%	-50.85%
筹资活动现金净流	2	852	-72	3,397	-599	-685	EBIT利息保障倍数	-9.2	1,848.4	-350.7	-28.7	-45.5	-43.9
现金净流量	78	46	1,329	4,306	2,604	3,866	资产负债率	31.40%	44.04%	44.11%	35.77%	34.25%	35.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	6	9	24
增持	0	0	6	7	12
中性	0	1	2	2	4
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	3.00	1.71	1.61	1.50

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	2016-10-31	买入	54.35	N/A
2	2016-11-09	买入	58.09	N/A
3	2017-03-17	买入	50.49	60.00~65.00
4	2017-04-18	买入	43.44	N/A
5	2017-08-25	买入	44.60	N/A
6	2017-10-16	买入	51.15	60.00~65.00
7	2017-10-26	买入	51.80	N/A
8	2018-04-27	买入	49.43	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


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