

2019 年 4 月 30 日

张楠

fiona.zhang@capital.com.tw

目標價(元)

45

公司基本資訊

產業別	交通运输
A 股价(2019/4/29)	38.08
深证成指(2019/4/29)	9622.49
股價 12 個月高/低	46.46/28.05
總發行股數(百萬)	1712.76
A 股數(百萬)	440.42
A 市值(億元)	167.71
主要股東	上海罗颉思投资管理有限公司 (52.19%)
每股淨值(元)	7.02
股價/賬面淨值	5.43
	一個月 三個月 一年
股價漲跌(%)	-1.5 15.4 -0.1

近期評等

出刊日期 前日收盤 評等

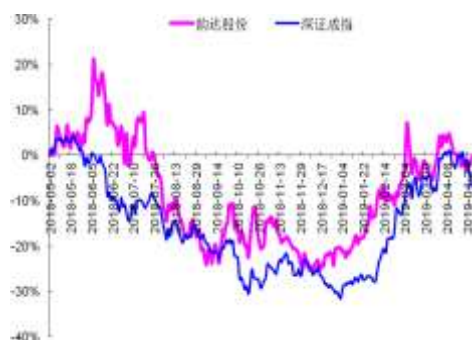
產品組合

速运物流	99.32%
商业销售	0.11%
其他	0.57%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	25.2%
一般法人	3.0%

股價相對大盤走勢



韵达股份(002120.SZ)

Buy 買入

业务量持续高增长，成本管控保障盈利能力

結論與建議：

公司 2018 年借助资本市场，夯实竞争力，2018 年年初完成 39.15 亿定增，目前现金流状况良好，为日后的持续扩张提供了较好的支撑。公司推行“服务引流”、“产品分层”等多层次竞争策略，看好公司成本管控方面的突出优势，随着行业壁垒高筑、规模效应的加强，预计公司未来将继续保持较快增长。预计 2019-2021 年实现净利润 29.35 亿元、36.29 亿元、43.38 亿元，yoy 分别增长 8.78%、23.64%、19.54%，EPS 为 1.71 元、2.11 元、2.53 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 18 倍、14 倍、11 倍，对此给予买入的投资建议。

■ **公司发布 18 年年报与 19 年一季报：**2018 年公司实现营业收入 138.56 亿元，yoy+38.76%；归母净利润为 26.98 亿元，yoy+69.76%；扣非后净利润为 21.35 亿元，yoy+38.66%，主要系出售丰巢获一次性税后收益约 4.4 亿元。同时，公司公布 19 年 Q1 实现营业收入 66.85 亿元，yoy+151.60%；归母净利润 5.67 亿元，yoy+40.38%；扣非后净利润为 5 亿元，yoy+38.08%，业绩表现略超市场预期。

■ **业务量持续增长，产品分层效果凸显：**公司 2018 年完成业务量 69.85 亿票，同比增长 48.74%，高于行业平均增速 22 个百分点，公司快递市场份额已达 13.77%，较 2017 年同期提高 2 个百分点。同时，公司优化快件结构，丰富产品线，发展高品质、高附加值的时效产品，以此提高中转、运输等环节的效率。

■ **毛利率小幅提升，成本控制持续优化：**2018 年快递业务毛利率为 28.02%，同比提高 2 个百分点，主要源于 2018 年单票成本下降至 1.22 元，同比下降 11.60%。同时，受益于规模经济、自动化和精细化管理，成本管控优势凸显，公司在中转自动化等方面的改善在同行业中较早，具备管理上的抢跑优势，从而带来成本降低、价格空间和业务增量的优势，预计 2019 年将继续加大对干线能力的投入。

■ **盈利预测：**考虑到低線電商（拼多多）滲透率繼續提升，且十分契合韵达的轻量化发展策略。公司快递量增速将进一步提升，规模效应正拓宽网络护城河；同时，公司成本费用管控凸显成效，在行业价格竞争加剧的背景下，公司利润增速将保持在高位。预计 2019-2021 年实现净利润 29.35 亿元、36.29 亿元、43.38 亿元，yoy 分别增长 8.78%、23.64%、19.54%，EPS 为 1.71 元、2.11 元、2.53 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 18 倍、14 倍、11 倍，对此给予买入的投资建议。

■ **風險提示：**竞争加剧，人工等成本大幅上升，新业务发展不及预期等。

..... 繼續下頁.....

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019F	2020F	2021F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	1,589	2,698	2,935	3,629	4,338
同比增減	%	35.01%	69.76%	8.78%	23.64%	19.54%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.306	1.575	1.714	2.119	2.533
同比增減	%	12.42%	20.65%	8.78%	23.64%	19.54%
A 股市盈率(P/E)	倍	23.21	19.24	17.68	14.30	11.96
股利 (DPS)	RMB 元	0.23	0.48	0.25	0.25	0.25
股息率 (Yield)	%	0.66%	1.57%	0.66%	0.66%	0.66%

預期報酬(Expected Return；ER)為準，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER $\geq$ 30%)；買入 Buy (30% > ER $\geq$ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER $\leq$ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER $\leq$ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
營業額	9,985.57	13,855.99	18,799.11	23,616.39	28,481.36
經營成本	7,091.70	9,973.84	13,471.41	16,847.68	20,227.33
毛利	542.36	802.30	5,327.70	6,768.71	8,254.04
營業稅金及附加	23.24	50.34	67.68	85.02	102.53
銷售費用	139.29	174.57	338.38	425.09	598.11
管理費用	581.31	788.71	1,221.94	1,605.91	1,936.73
財務費用	(6.00)	(17.12)	(7.52)	14.17	51.27
資產減值損失	22.83	24.93	24.93	24.93	24.93
投資收益	66.49	757.74	150.00	150.00	150.00
營業利潤	2,174.89	3,619.91	3,831.61	4,763.57	5,690.46
稅前利潤	2,145.87	3,550.48	3,811.61	4,743.57	5,670.46
所得稅	558.41	948.20	952.90	1,185.89	1,417.62
少數股東權益	(1.86)	(95.72)	(76.23)	(71.15)	(85.06)
淨利潤	1,589.32	2,697.99	2,934.94	3,628.83	4,337.90

附二：合并資產負債表

百萬元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
貨幣資金	1,810	3,881	6,410	9,974	14,578
存貨	25	26	27	28	30
應收帳款	327	343	360	378	397
流動資產合計	4,758	8,750	11,297	14,880	19,506
長期投資淨額	52	54	57	60	63
固定資產合計	2,820	2,961	3,109	3,264	3,427
在建工程	155	163	171	180	189
無形資產及其他資產合計	760	799	838	880	924
資產總計	9,400	13,763	16,501	20,285	25,120
流動負債合計	4,100	6,579	6,807	7,388	8,311
長期負債合計	46	48	51	53	56
負債合計	4,146	6,627	6,858	7,441	8,367
少數股東權益	42	44	47	49	51
股東權益合計	5,254	7,136	9,643	12,844	16,754
負債和股東權益總計	9,400	13,763	16,501	20,285	25,120

附三：合并現金流量表

百萬元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
經營活動產生的現金流量淨額	2,988	3,507	3,815	4,717	5,639
投資活動產生的現金流量淨額	-1,532	-1,379	-1,241	-1,117	-1,005
籌資活動產生的現金流量淨額	-72	-57	-46	-37	-29
現金及現金等價物淨增加額	1,384	2,071	2,529	3,564	4,605

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯繫公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或僱員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或僱員或會對此份報告內描述之證券，或持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯繫公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。