

2019 年 6 月 27 日

张楠

fiona.zhang@capital.com.tw

目標價(元)

37

公司基本資訊

產業別	交通运输
A 股价(2019/6/26)	30.60
深证成指(2019/6/26)	9122.43
股價 12 個月高/低	32.46/21.31
總發行股數(百萬)	2226.59
A 股數(百萬)	573.38
A 市值(億元)	175.45
主要股東	上海罗颀思投资管理 有限公司 (52.19%)
每股淨值(元)	5.03
股價/賬面淨值	6.08
	一個月 三個月 一年
股價漲跌(%)	4.1 1.2 -0.4

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2019-4-30	38.08	买入

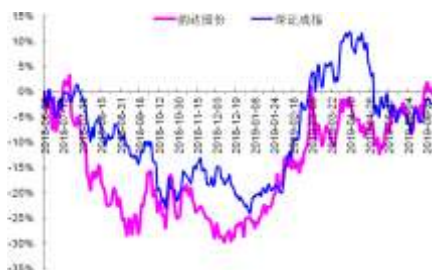
產品組合

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

业务量持续快速增长，保障长期竞争优势

結論與建議：

韵达近日公布 5 月主要经营数据，公司实现快递服务业务收入 27.59 亿元，完成业务量 8.68 亿件，YOY 分别为+186.8%、+43%。受益于电商促销活动的带动以及公司服务水平的提升，公司业务量持续高增长。随着二季度各大电商年中大促活动的到来，公司快递业务有望持续增长。当前股价对应 PE 分别为 24.34 倍、21.47 倍、18.45 倍，给予买入的投资建议。

■ **事件：**公司公布 5 月快递服务经营简报。数据显示，5 月快递服务业务收入 27.59 亿元，同比增长 186.80%，完成业务量 8.68 亿件，同比增长 43%，快递单票收入 3.18 元，同比增长 101.27%。1-5 月快递服务业务收入 114.57 亿元，同比增长 168.13%，完成业务量 34.44 亿件，同比增长 42.31%，快递单票收入 3.33 元，同比增长 88.40%。

主要系：1) 受益于电商经济持续繁荣和公司服务水平提升等因素推动，公司 5 月业务量持续高增长，远高于行业平均 25.2% 增速；2) 公司自 2019 年 1 月 1 日起对快递服务中有关派件服务模式进行调整，调整后，公司向加盟商提供的快递服务内容增加派件服务，与之对应的公司快递服务收入增加派费收入项目，受此影响以及快递业务量增长的带动，快递服务收入同比保持较大幅度的增长。

■ **精细化管理及自动化设备投入，有望进一步优化运营成本。**对加盟制快递企业来说，总部运营成本主要包括运输成本和中转成本。公司通过 1) 合理布局运输网络，优化车型等精细化管理，提升单车装载率，降低运输成本；2) 转运枢纽中心 100% 自营增强中转管控力，实现对票件核心环节的绝对控制；自动化设备升级，提升揽件、分拣效率的同时降低中转成本。

■ **优化快件结构，增强客户粘性。**快递产品正由传统的“标准快递”逐步向附加值更高的时效产品、特色产品、定制化产品细分。公司通过执行小件化策略，优化快件结构，形成产品分层，以此来提高中转、运输等环节的效率。同时，快件时效、损坏率和遗失率等多项服务指标达到行业领先水平，5 月公司有效申诉率 0.02（每百万件有效申诉件数），低于行业 0.30 的平均水平。极大地增强了老客户的粘性，也为吸引新客户做出良好的口碑宣传。

■ **盈利预测：**网购市场仍然是快递增长的主要动力，随着年中购物狂欢节“618”的到来，公司快递业务有望持续增长。预计 2019-2021 年实现净利润 28.34 亿元、32.13 亿元、37.39 亿元，yoy 分别增长 5.03%（剔除 18 年 5.88 亿出售丰巢股权收益后同比增长 32.73%）、13.39%、16.36%，EPS 为 1.27 元、1.44 元、1.68 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 24.34 倍、21.47 倍、18.45 倍，对此给予买入的投资建议。

■ **风险提示：**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	1,589.32	2,697.99	2,833.74	3,213.17	3,738.93
同比增減	%	35.01%	69.76%	5.03%	13.39%	16.36%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.31	1.58	1.27	1.44	1.68
同比增減	%	12.42%	20.65%	-19.21%	13.39%	16.36%
A 股市盈率(P/E)	倍	35.06	19.24	24.34	21.47	18.45
股利 (DPS)	RMB 元	0.24	0.48	0.48	0.48	0.48
股息率 (Yield)	%	0.52%	1.57%	1.55%	1.55%	1.55%

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%)

图：公司快递服务业务收入与增速



资料来源：公司公告，群益上海整理

注：2019 年起派费收入进行调整

图：公司业务量与增速



资料来源：公司公告，群益上海整理

附一：合并损益表

百萬元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
營業額	9,985.57	13,855.99	33,670.06	43,350.20	52,687.83
經營成本	7,091.70	9,973.84	28,275.84	37,112.04	45,324.93
毛利	2,893.87	3,882.15	5,394.22	6,238.16	7,362.90
營業稅金及附加	23.24	50.34	94.28	121.38	147.53
銷售費用	139.29	174.57	202.02	260.10	316.13
管理費用	628.62	788.71	1,346.80	1,517.26	1,844.07
財務費用	(6.00)	(17.12)	(16.84)	(21.68)	(26.34)
資產減值損失	22.83	24.93	40.00	40.00	40.00
投資收益	66.49	757.74	120.00	60.00	60.00
營業利潤	2,174.89	3,619.91	3,696.44	4,186.02	4,864.42
稅前利潤	2,145.87	3,550.48	3,656.44	4,146.02	4,824.42
所得稅	558.41	948.20	914.11	1,036.51	1,206.11
少數股東權益	(1.86)	(95.72)	(91.41)	(103.65)	(120.61)
淨利潤	1,589.32	2,697.99	2,833.74	3,213.17	3,738.93

附二：合并資產負債表

百萬元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
貨幣資金	1,809.60	1,920.00	8,854.86	10,676.48	13,185.88
存貨	24.53	38.88	40.82	42.87	45.01
應收帳款	326.87	536.82	644.18	773.02	927.62
流動資產合計	4,758.41	10,169.83	14,039.87	15,992.37	18,658.51
長期投資淨額	51.66	90.80	108.96	130.75	156.90
固定資產合計	2,819.78	4,717.21	5,660.65	6,792.78	8,151.34
在建工程	155.35	385.64	404.92	425.17	446.43
無形資產及其他資產合計	760.50	1,222.12	1,466.54	1,759.85	2,111.82
資產總計	9,399.56	18,080.93	22,476.02	25,875.75	30,278.58
流動負債合計	4,100.00	6,478.89	9,105.99	10,358.15	12,087.48
長期負債合計	45.83	60.35	63.37	66.54	69.86
負債合計	4,145.83	6,539.24	9,169.36	10,424.68	12,157.34
少數股東權益	42.21	81.26	85.32	89.59	94.07
股東權益合計	5,253.73	11,541.69	13,306.67	15,451.07	18,121.24
負債和股東權益總計	9,399.56	18,080.93	22,476.02	25,875.75	30,278.58

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	2,968.38	3,714.47	4,250.61	3,855.80	4,486.71
投資活動產生的現金流量淨額	(1,512.43)	(7,728.35)	3,091.34	(1,545.67)	(1,391.10)
籌資活動產生的現金流量淨額	(71.84)	4,070.92	(407.09)	(488.51)	(586.21)
現金及現金等價物淨增加額	1,384.12	57.04	6,934.86	1,821.62	2,509.40

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，及其分公司及其聯營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雇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雇員或會對此份報告內描述之證券，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營公司可能以其戶口，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。