

业绩符合预期，继续巩固龙头地位

投资要点

● **事件：**韵达股份公布 2019 年半年度报告，2019 年上半年实现营业收入 155.5 亿元（+163.5%），营业成本 132.0 亿元（+216.0%），均系报告期内快递服务派件模式调整，统计口径变化所致，剔除派费后营业收入 86.4 亿元（+46.3%）。归母净利润 13.0 亿元（+29.6%），扣非后归母净利润 11.9 亿元（+27.5%）。单看 19Q2，实现营收 88.7 亿元（+173.3%），归母净利润 7.3 亿元（+22.3%）。

● **龙头的增速，单件收入降幅收窄。**2019 年上半年公司完成快递量 43.3 亿件（+44.7%），市占率 15.6%、同比增长 2.1pp。2019Q1/Q2 韵达件量增速分别为 41.5%/47.1%。公司于今年 5 月剥离快运业务至上市公司体外，聚焦快递主业（18 年运乾物流亏损 1.8 亿，业绩拖累约 0.7 亿元），上半年纯快递业务收入 142.8 亿元（+174.2%），剔除派费影响后为 73.7 亿元（+41.4%）。从区域收入占比来看，相对薄弱区华南占比提升 11pp 至 16.6%，收入分布更加平衡。

2019 年上半年公司快递 ASP3.30 元，剔除派费影响后约为 1.70 元，同比下降 2.3%，单价降幅收窄，在价格战背景下体现了较强的获客能力。

● **龙头的盈利，精细化管理成本管控优秀。**2019 年上半年公司单票快递成本 2.83 元，单票快递毛利 0.47 元（-12.7%），我们测算系补贴增量超过了中转成本的降幅。上半年公司三费+研发费用整体同比增长 2.5 亿元（+57.5%），单票三费同比微增 2.5%。公司单票归母净利 0.29 元，同比下降 0.04 元（-10.9%），其中 Q1 和 Q2 单票归母净利分别为 0.32 元和 0.29 元。

公司现金流情况良好，2019 年上半年经营性现金流量净额同比增长 7.7 亿元（+87.6%），单票经营性现金流量净额同比增长 0.09 元（+29.6%）。公司现金及理财约 78 亿元，战略储备充足。

● **盈利预测与投资建议。**在电商快递行业竞争格局切换的阶段，韵达的管理、成本、件量的壁垒已经建立，进入市场份额、业绩、现金流的良性循环。公司业绩有望持续增长，系分享中国电商下沉红利的最佳标的。预计 2019-2021 年净利润分别为 28.8、35.1、42.0 亿元，对应当前股价 PE 分别为 28.4/23.3/19.5 倍，给予韵达目标价 44.2 元，维持“买入”评级。

● **风险提示：**价格战激化、电商增速下滑、人力成本大幅上涨。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	13855.99	34744.58	45028.17	57486.92
增长率	38.76%	150.75%	29.60%	27.67%
归属母公司净利润（百万元）	2697.99	2879.25	3506.99	4202.85
增长率	69.76%	6.72%	21.80%	19.84%
每股收益 EPS（元）	1.21	1.29	1.58	1.89
净资产收益率 ROE	22.55%	20.94%	21.21%	21.16%
PE	30.3	28.4	23.3	19.5
PB	7.1	6.0	5.0	4.1

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：陈照林
 执业证号：S1250518110001
 电话：13916801840
 邮箱：chzhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	22.27
流通 A 股(亿股)	5.75
52 周内股价区间(元)	28.43-40.8
总市值(亿元)	817.61
总资产(亿元)	186.14
每股净资产(元)	5.43

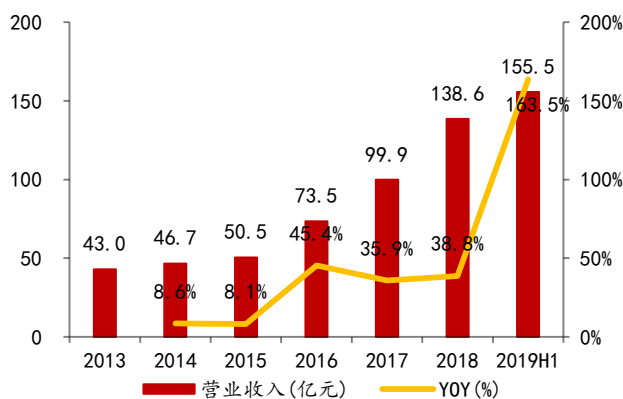
相关研究

1. 韵达股份（002120）：贯彻轻量化策略，电商系快递的领跑者（2019-02-12）

聚焦主业，继续巩固龙头地位

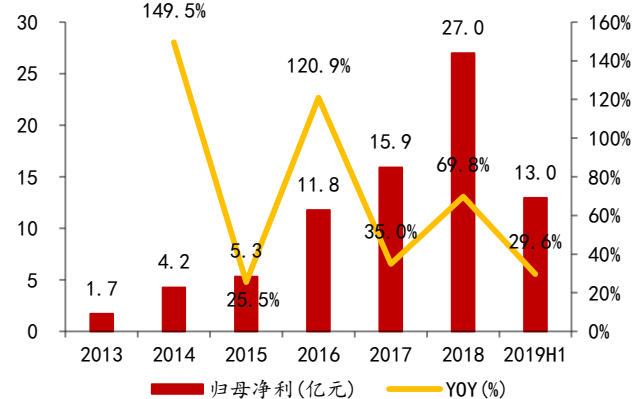
2019 年上半年韵达实现营业收入 155.5 亿元,同比增长 163.5%,营业成本 132.0 亿元,同比增长 216.0%,均系报告期内快递服务派件模式调整,统计口径变化所致,剔除派费后营业收入 86.37 亿元,同比增长 46.3%。归母净利润 13.0 亿元,同比增长 29.6%,扣非后归母净利润 11.9 亿元,同比增长 27.5%。单看 19Q2,公司实现营收 88.7 亿元,同比增长 173.3%,归母净利润 7.3 亿元,同比增长 22.3%。

图 1：韵达股份营收及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：韵达股份归母净利及同比增速

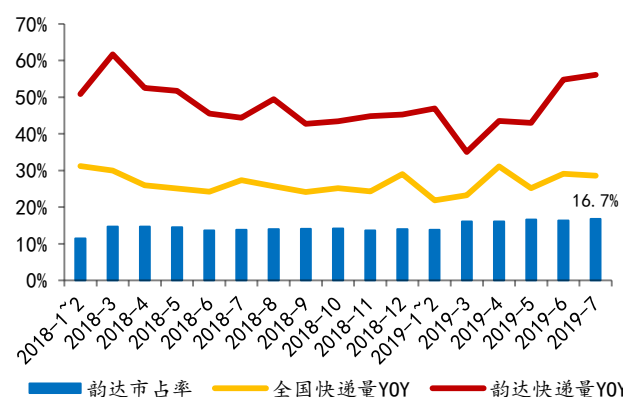


数据来源：公司公告，西南证券整理

快递量增速远超行业，单件收入降幅收窄

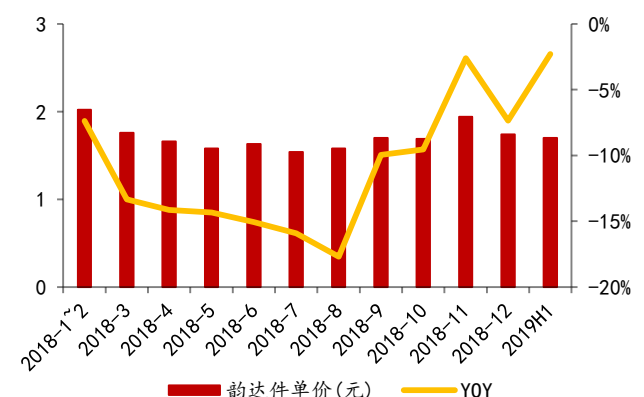
2019 年上半年公司快递量达到 43.3 亿件,同比增长 44.7%,超过全行业平均增速 19.0pp;上半年累计市占率 15.6%,同比增长 2.1pp。2019 年上半年公司快递量增速逐渐加大, Q1 和 Q2 分别同比增长 41.5%和 47.1%。2019 年上半年公司快递均价 3.30 元,剔除派费影响后单价为 1.70 元,同比下降 2.3%,单价降幅收窄,在价格战背景下体现了较强的获客能力。

图 3：韵达快递量增速不断攀升



数据来源：国家邮政局，公司公告，西南证券整理

图 4：韵达快递单价降幅收窄



数据来源：公司公告，西南证券整理

聚焦主业，快递收入大幅增长

上半年公司进一步聚焦主业，集中优势资源强化快递业务，实现快递业务收入 142.8 亿元（+174.2%），剔除派费影响后为 73.7 亿元，同比增长 41.4%。上半年公司快运业务收入 4.3 亿元，同比增长 177.4%。公司今年 5 月放弃对快运业务主体运乾物流的增资，以后将不再纳入合并报表，聚焦快递主业减少业绩拖累（18 年运乾物流亏损 1.8 亿，对上市公司业绩拖累约 0.7 亿元）

单票利润略有下降，现金流情况良好

2019 年上半年公司单票快递成本 2.8 元，单票快递毛利 0.47 元，均因口径调整与上年不可比。上半年公司三费+研发费用整体同比增长 2.5 亿元（+57.5%），其中管理费用同比增长 2.0 亿元（+59.7%），主要系职工薪酬和信息化费用的增加所致。上半年公司单票三费同比微增 2.5%。

公司 2019 年上半年单票归母净利 0.29 元，同比下降 0.04 元（-10.9%），其中 Q1 和 Q2 单票归母净利分别为 0.32 元和 0.29 元，同比下降 0.8%和 16.8%。公司现金流情况良好，2019 年上半年经营性现金流量净额同比增长 7.7 亿元（+87.6%），单票经营性现金流量净额同比增长 0.09 元（+29.6%）。

表 1：韵达单票业绩深度拆分

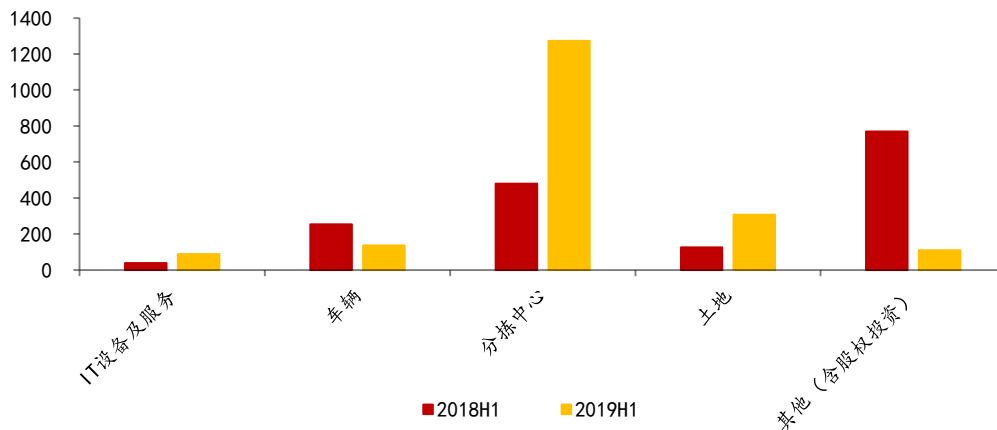
		2016	2017	2018	2018H1	2019H1	同比增长	同比增幅
快递量（亿件）		32.14	47.2	69.85	29.95	43.34	13.39	44.7%
市占率		10.3%	11.8%	13.8%	13.6%	15.6%	2.1%	-
单票收入		2.29	2.12	1.98	1.97	3.59	1.62	82.1%
	单票快递收入	2.13	1.94	1.72	1.74	3.30	1.56	89.5%
	面单收入	0.91	0.73	0.67	0.69	0.73	0.04	6.5%
	中转收入	1.21	1.21	1.05	1.05	0.96	-0.08	-7.9%
	派送服务					1.60	1.60	-
	特许经营	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-48.8%
	单票其他收入	0.16	0.18	0.26	0.23	0.29	0.06	26.5%
单票成本		1.57	1.50	1.43	1.39	3.05	1.65	118.4%
	单票快递成本	1.47	1.38	1.22	1.21	2.83	1.62	134.7%
	单票其他成本	0.10	0.13	0.21	0.19	0.22	0.03	14.3%
单票毛利		0.71	0.61	0.56	0.58	0.54	-0.03	-5.7%
	单票快递毛利	0.66	0.56	0.50	0.53	0.47	-0.07	-12.7%
	单票其他毛利	0.06	0.05	0.05	0.04	0.08	0.03	79.4%
单票三费		0.21	0.16	0.14	0.14	0.15	0.00	2.5%
	销售费用	0.05	0.03	0.02	0.03	0.02	0.00	-11.3%
	管理费用	0.16	0.13	0.11	0.11	0.12	0.01	10.4%
	财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
单票归母净利		0.37	0.34	0.39	0.33	0.30	-0.03	-10.4%
单票扣非归母净利		0.36	0.33	0.31	0.31	0.27	-0.04	-11.9%
单票经营性净现金流		0.61	0.63	0.53	0.29	0.38	0.09	29.6%

数据来源：公司公告，西南证券整理

投资力度持续加大，打造信息化、智能化、自动化核心资源

上半年公司投资支出同比增长 2.48 亿元（+14.9%）。报告期内公司加大对信息技术、分拣中心（自动化）和土地的投入，投资额分别同比增长 0.50 亿元（+133.0%）、7.94 亿元（+165.7%）和 1.81 亿元（+143.6%）。

图 5：圆通新增固定资产账面价值（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

核心假设与业务拆分

假设 1：韵达 2019/2020/2021 年快递业务件量增速分别为 42% /35% /30%；单票收入分别为 3.24 /3.18 /3.15 元。

假设 2：未来三年单票运输成本分别为 0.79 /0.78 /0.77 元；中心操作成本 0.38 元；整体单票成本分别为 2.82/2.77/2.75 元。

假设 3：快运业务 19H2 不再并表，物料销售及其他业务保持平稳。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下：

表 2：韵达业务拆分

单位：百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,856	34,745	45,028	57,487
快递业务	12,021	32,158	42,545	54,756
其他业务	1,835	2,587	2,483	2,731
营业成本	9,974	29,791	38,805	49,798
快递业务	8,507	27,947	37,107	47,930
其他业务	1,467	1,843	1,698	1,868
毛利率	28.0%	14.3%	13.8%	13.4%
快递业务	29.2%	13.1%	12.8%	12.5%
其他业务	20.1%	28.7%	31.6%	31.6%

数据来源：公司年报，西南证券

盈利预测与估值

在电商快递行业竞争格局切换的阶段，韵达的管理、成本、件量的壁垒已经建立，进入市场份额、业绩、现金流的良性循环。公司业绩有望持续增长，系分享中国电商下沉红利的最佳标的。

表 3：快递可比公司估值表（股价取 2019/8/30 收盘价）

代码	名称	当前	EPS（元）			PE		
		价格	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002120.SZ	韵达股份	36.72	1.29	1.58	1.89	28.4	23.3	19.5
600233.SH	圆通速递	11.09	0.70	0.80	0.97	15.8	13.9	11.4
002468.SZ	中通快递	22.89	1.30	1.51	1.77	17.6	15.2	12.9
ZTO.N	中通快递	146.25	6.12	7.41	9.03	23.9	19.7	16.2

数据来源：Wind，西南证券整理。注释：中通快递 EPS 预测取自 Wind 一致预期，股价换算成人民币时的汇率取 7.155

预计韵达股份 2019-2021 年净利润分别为 28.8、35.1、42.0 亿元，对应当前股价 PE 分别为 28.4/23.3/19.5 倍。

电商行业低线下沉红利继续释放，2019Q2 快递行业件量增速 28% 远超市场预期、未来 2 年仍可以维持 25% 的高增速，整体行业给予 PEG=0.8 的 20 倍 PE 的估值中枢。分公司来看，中通与韵达是中国电商快递行业领军者，在市占率的提升、成本及全网的稳定性方面均优于竞争对手，在行业分化利润向龙头集中的发展阶段，给予韵达 40% 估值溢价，给予韵达目标价 44.2 元，对应 20 年 PE 为 28 倍，维持“买入”评级。

风险提示

价格战激化、电商增速下滑、人力成本大幅上涨

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	13855.99	34744.58	45028.17	57486.92	净利润	2602.28	2878.25	3505.99	4201.85
营业成本	9973.84	29790.81	38805.02	49797.78	折旧与摊销	691.09	876.76	1074.01	1302.28
营业税金及附加	50.34	59.07	76.55	97.73	财务费用	-17.12	3.47	4.50	5.75
销售费用	174.57	243.21	315.20	402.41	资产减值损失	24.93	20.00	20.00	20.00
管理费用	788.71	1146.57	1485.93	1897.07	经营营运资本变动	-3353.02	97.92	-623.86	-701.03
财务费用	-17.12	3.47	4.50	5.75	其他	3766.31	-280.00	-300.00	-300.00
资产减值损失	24.93	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	3714.47	3596.40	3680.65	4528.85
投资收益	757.74	260.00	280.00	280.00	资本支出	-2276.21	-1500.00	-1800.00	-2100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-5452.15	260.00	280.00	280.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7728.35	-1240.00	-1520.00	-1820.00
营业利润	3619.91	3741.45	4600.98	5546.19	短期借款	400.00	-125.70	-274.30	0.00
其他非经营损益	-69.44	173.39	172.61	172.87	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3550.48	3914.83	4773.59	5719.06	股权融资	3901.14	0.00	0.00	0.00
所得税	948.20	1036.58	1267.59	1517.21	支付股利	-313.57	-674.50	-719.81	-876.75
净利润	2602.28	2878.25	3505.99	4201.85	其他	83.35	-1.74	-4.50	-5.75
少数股东损益	-95.72	-1.00	-1.00	-1.00	筹资活动现金流净额	4070.92	-801.94	-998.61	-882.50
归属母公司股东净利润	2697.99	2879.25	3506.99	4202.85	现金流量净额	57.04	1554.46	1162.04	1826.35
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1920.00	3474.46	4636.50	6462.85	成长能力				
应收和预付款项	757.41	1384.86	1795.64	2293.62	销售收入增长率	38.76%	150.75%	29.60%	27.67%
存货	38.88	59.58	77.61	99.60	营业利润增长率	66.44%	3.36%	22.97%	20.54%
其他流动资产	7453.54	7991.25	10356.48	13221.99	净利润增长率	63.93%	10.61%	21.81%	19.85%
长期股权投资	90.80	90.80	90.80	90.80	EBITDA 增长率	61.72%	7.63%	22.89%	20.68%
投资性房地产	43.76	43.76	43.76	43.76	获利能力				
固定资产和在建工程	5102.84	5797.54	6594.98	7464.15	毛利率	28.02%	14.26%	13.82%	13.38%
无形资产和开发支出	1238.49	1176.79	1115.10	1053.40	三费率	6.83%	4.01%	4.01%	4.01%
其他非流动资产	1435.20	1425.45	1415.69	1405.93	净利率	18.78%	8.28%	7.79%	7.31%
资产总计	18080.93	21444.49	26126.55	32136.10	ROE	22.55%	20.94%	21.21%	21.16%
短期借款	400.00	274.30	0.00	0.00	ROA	14.39%	13.42%	13.42%	13.08%
应付和预收款项	4590.16	5277.31	6816.49	8731.44	ROIC	39.01%	24.48%	24.59%	24.99%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.99%	13.30%	12.61%	11.92%
其他负债	1549.07	2145.70	2776.70	3546.19	营运能力				
负债合计	6539.24	7697.32	9593.19	12277.63	总资产周转率	1.01	1.76	1.89	1.97
股本	1712.76	2226.59	2226.59	2226.59	固定资产周转率	3.68	6.81	7.69	8.63
资本公积	3829.52	3315.69	3315.69	3315.69	应收账款周转率	32.09	44.00	37.63	37.38
留存收益	5978.43	8183.18	10970.36	14296.46	存货周转率	314.58	605.11	565.71	562.03
归属母公司股东权益	11460.43	13666.91	16454.09	19780.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.32%	—	—	—
少数股东权益	81.26	80.26	79.26	78.26	资本结构				
股东权益合计	11541.69	13747.18	16533.36	19858.46	资产负债率	36.17%	35.89%	36.72%	38.21%
负债和股东权益合计	18080.93	21444.49	26126.55	32136.10	带息债务/总负债	6.12%	3.56%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.57	1.69	1.77	1.81
					速动比率	1.56	1.68	1.76	1.80
					股利支付率	11.62%	23.43%	20.53%	20.86%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	4293.88	4621.68	5679.49	6854.22	每股收益	1.21	1.29	1.58	1.89
PE	30.30	28.40	23.31	19.45	每股净资产	5.15	6.14	7.39	8.88
PB	7.13	5.98	4.97	4.13	每股经营现金	1.67	1.62	1.65	2.03
PS	5.90	2.35	1.82	1.42	每股股利	0.14	0.30	0.32	0.39
EV/EBITDA	13.95	16.68	13.32	10.77					
股息率	0.38%	0.82%	0.88%	1.07%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn