

扣非利润增长 13%，成本优势持续增强

投资要点

- **业绩:** 公司发布 2019 年年报及 2020 年一季报, 2019 年韵达实现营收 344.0 亿元 (+148.3%), 营业成本 298.8 亿元 (+199.6%), 系报告期内将派费计入收入、统计口径变化所致, 剔除派费后可比营业收入 188.6 亿元 (+36.1%)。全年实现归母净利润 26.5 亿元 (-1.9%), 扣非后归母净利润 24.1 亿元 (+13.1%)。

2020 年 Q1 实现营收 56.3 亿元 (-15.9%), 归母净利润 3.3 亿元 (-41.1%), 扣非后归母净利润 2.6 亿元 (-48.0%)。

- **龙头的增速, 单票成本持续下降。** 2019 年全年公司快递量达到 100.3 亿件 (+43.6%), 超过全行业平均增速 19.3pp, 全年市占率 15.8%, 同比增长 2.0pp, 市占率紧跟行业龙头中通。2019 年全年公司快递单票收入为 3.19 元, 剔除派费影响后单票为 1.63 元, 剔除派费 ASP 同比下降 0.09 元 (-5.0%)。

2019 年公司单票快递成本 2.8 元, 扣除派费后单票成本 1.09 元, 扣除派费单票成本同比下降 0.13 元 (-10.4%), 其中单票运输成本 0.73 元, 同比下降 12.95%。

单票快递毛利 0.36 元, 同比降 0.14 元 (同比-28.1%), 主要系行业价格竞争激化背景下公司给予网点派费补贴, 公司 19 年单票派费成本高于派费收入 0.18 元。公司 2019 年单票归母净利 0.26 元, 同比下降 0.12 元 (-31.7%)。

- **费用管控良好, 现金流稳健。** 全年公司三费+研发费用整体同比增长 2.7 亿元 (+27.0%), 公司单票三费同比下降 18.7%。公司现金流情况良好, 2019 年经营性现金流量净额同比增长 13.2 亿元 (+35.6%), 单票经营性现金流量净额同比微微下降 0.03 元 (-5.6%)。

- **盈利预测与投资建议。** 在电商快递迈入行业龙头市场份额存量竞争的阶段, 高资本开支/价战边际加剧将是常态, 电商巨头对物流资产的布局加码体现出快递企业的战略投资价值。我们看好韵达在精细化管理方面的执行力, 稳健的成本降低是其在价格战中生存的基本盘。预计 2020-2022 年净利润分别为 28.1、33.9、39.6 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 23.2/19.3/16.5 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。

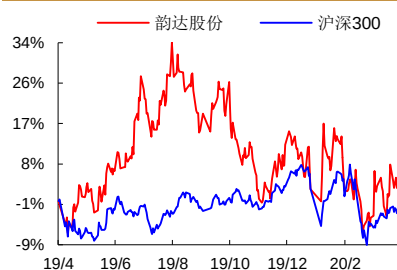
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	34404.05	42735.81	52976.99	65333.09
增长率	148.30%	24.22%	23.96%	23.32%
归属母公司净利润 (百万元)	2647.20	2814.05	3391.15	3960.08
增长率	-1.88%	6.30%	20.51%	16.78%
每股收益 EPS (元)	1.19	1.26	1.52	1.78
净资产收益率 ROE	19.38%	17.93%	18.45%	18.42%
PE	24.7	23.2	19.3	16.5
PB	4.9	4.2	3.6	3.0

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)	22.26
流通 A 股(亿股)	21.50
52 周内股价区间(元)	27.07-39.55
总市值(亿元)	653.19
总资产(亿元)	229.23
每股净资产(元)	6.20

相关研究

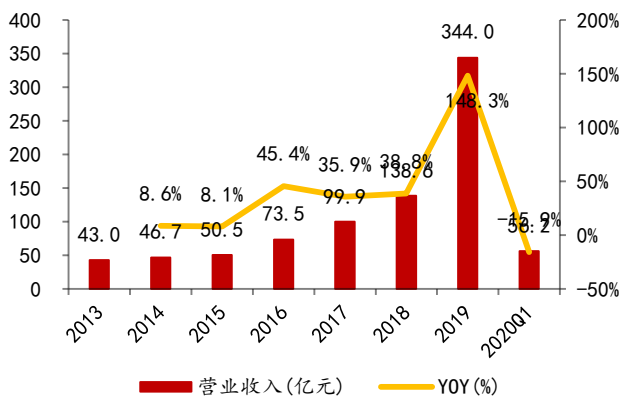
1. 韵达股份 (002120): 业绩符合预期, 继续巩固龙头地位 (2019-08-30)

聚焦主业，继续巩固龙头地位

2019 年全年韵达实现营业收入 344.0 亿元，同比增长 148.3%，营业成本 298.8 亿元，同比增长 199.6%，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 188.6 亿元，同比增长 36.1%。

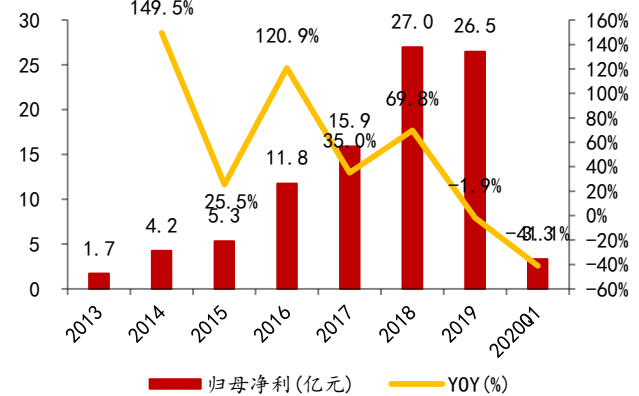
归母净利润 26.5 亿元，同比下降 1.9%，扣非后归母净利润 24.1 亿元，同比增长 13.1%。受疫情影响，2020 年第一季度实现营收 56.3 亿元，同比下降 15.9%，归母净利润 3.3 亿元，同比下降 41.1%，扣非后归母净利润 2.6 亿元，同比下降 48.0%。

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

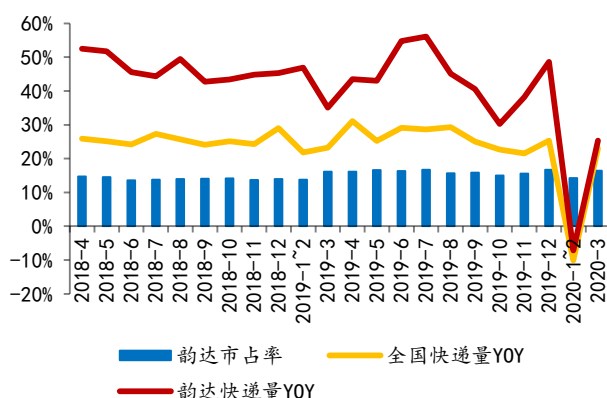


数据来源：公司公告，西南证券整理

快递量增速远超行业

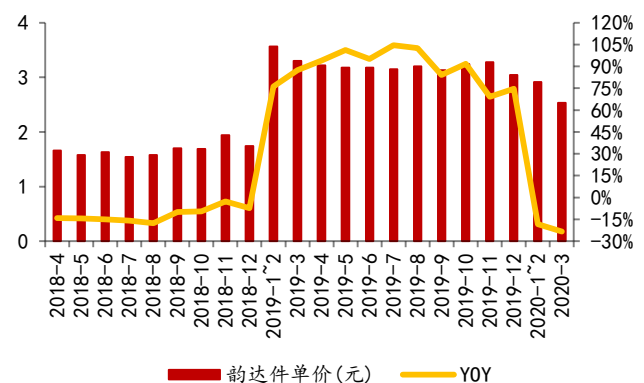
2019 年全年公司快递量达到 100.3 亿件，同比增长 43.6%，超过全行业平均增速 19.3pp；全年累计市占率 15.8%，同比增长 2.0pp。2020 年第一季度快递业务量达 19.1 亿件，同比增长 7.1%。2019 年全年公司快递单票收入为 3.19 元，剔除派费影响后单价为 1.63 元，同比下降 5.0%。

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

2019 年公司实现快递业务收入 319.6 亿元(+165.9%)，剔除派费影响后为 164.2 亿元，同比增长 36.6%。快运业务收入 4.3 亿元，同比下降 19.8%。

单票利润略有下降，现金流情况良好

2019 年公司单票快递成本 2.8 元，单票快递毛利 0.36 元，均因口径调整与上年不可比。全年公司三费+研发费用整体同比增长 2.7 亿元(+27.0%)，其中研发费用同比增长 1.1 亿元(+187.2%)。公司单票三费同比下降 18.7%。

公司 2019 年单票归母净利 0.26 元，同比下降 0.12 元(-31.7%)。公司现金流情况良好，2019 年经营性现金流量净额同比增长 13.2 亿元(+35.6%)，单票经营性现金流量净额同比微微下降 0.03 元(-5.6%)。

表 1：韵达单票业绩深度拆分

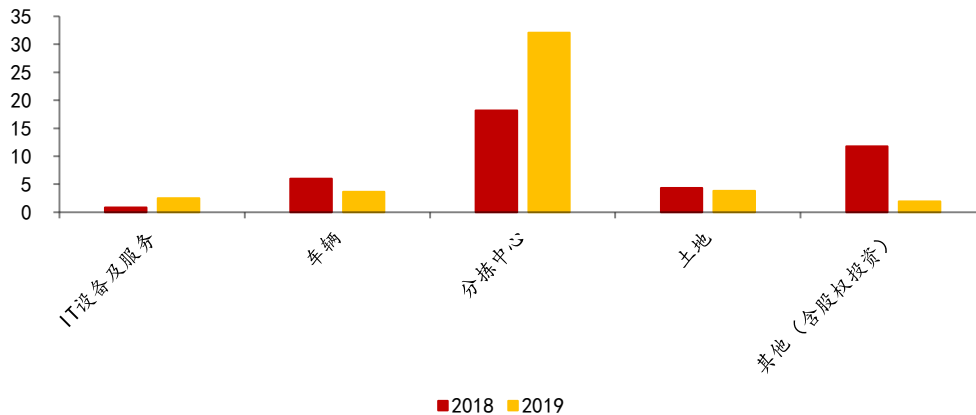
	2016	2017	2018	2019	同比增量	同比增幅
快递量（亿件）	32.14	47.2	69.85	100.3	30.45	43.6%
市占率	10.3%	11.8%	13.8%	15.8%	2.0%	-
单票收入	2.29	2.12	1.98	3.43	1.45	
单票快递收入	2.13	1.94	1.72	3.19	1.47	
面单收入	0.91	0.73	0.67	0.73	0.06	9.2%
中转收入	1.21	1.21	1.05	0.91	-0.14	-13.7%
派送服务				1.55	1.55	-
特许经营	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	
单票其他收入	0.16	0.18	0.26	0.24	-0.02	-7.4%
单票成本	1.57	1.50	1.43	2.98		
单票快递成本	1.47	1.38	1.22	2.83		
单票其他成本	0.10	0.13	0.21	0.15	-0.06	-26.7%
单票毛利	0.71	0.61	0.56	0.45	-0.10	-18.8%
单票快递毛利	0.66	0.56	0.50	0.36	-0.14	-28.1%
单票其他毛利	0.06	0.05	0.05	0.09	0.04	69.5%
单票三费	0.21	0.16	0.14	0.11	-0.03	-18.7%
销售费用	0.05	0.03	0.02	0.02	0.00	-16.8%
管理费用	0.16	0.13	0.11	0.09	-0.02	-21.6%
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-135.2%
单票净利润	0.37	0.34	0.37	0.26	-0.11	-29.8%
单票归母净利	0.37	0.34	0.39	0.26	-0.12	-31.7%
单票扣非归母净利	0.36	0.33	0.31	0.24	-0.06	-21.3%
单票经营性净现金流（亿元）	0.61	0.63	0.53	0.50	-0.03	-5.6%

数据来源：公司公告，西南证券整理。注：2019 年公司单票收入口径调整，将派费计入收入，由此部分数据不可同比

投资力度持续加大，打造信息化、智能化、自动化核心资源

2019 年公司投资支出同比增长 2.83 亿元（+6.9%）。报告期内公司加大对信息技术、分拣中心（自动化），投资额分别同比增长 1.66 亿元（+199.0%）、13.89 亿元（+76.4%）。

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 2020/2021/2022 年快递业务件量增速分别为 28% /26% /24%；单票收入分别为 3.08 /3.02 /2.99 元。

假设 2：未来三年单票运输成本分别为 0.71 /0.70 /0.68 元；中心操作成本 0.36 元；整体单票成本分别为 2.77/2.72/2.71 元。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年份业务收入成本如下：

表 2：韵达业务拆分

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	34,404	42,736	52,977	65,333
快递业务	31,964	39,564	48,854	59,973
其他业务	2,440	3,172	4,123	5,360
营业成本	29,880	37,587	46,660	57,736
快递业务	28,336	35,580	44,051	54,344
其他业务	1,544	2,007	2,609	3,392

数据来源：公司年报，西南证券

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）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	34404.05	42735.81	52976.99	65333.09	净利润	2623.00	2813.05	3390.15	3959.08
营业成本	29880.23	37586.67	46660.23	57735.71	折旧与摊销	1116.92	183.21	358.49	582.36
营业税金及附加	51.46	72.65	90.06	111.07	财务费用	8.65	4.27	5.30	6.53
销售费用	208.61	299.15	370.84	457.33	资产减值损失	0.00	20.00	20.00	20.00
管理费用	887.45	1410.28	1748.24	2155.99	经营营运资本变动	8217.58	-8449.18	-612.38	-664.67
财务费用	8.65	4.27	5.30	6.53	其他	-6930.52	-313.26	-338.80	-336.95
资产减值损失	0.00	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	5035.64	-5741.90	2822.76	3566.35
投资收益	207.98	260.00	280.00	280.00	资本支出	4629.71	-1500.00	-1800.00	-2100.00
公允价值变动损益	49.89	33.26	38.80	36.95	其他	-10168.60	293.26	318.80	316.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5538.89	-1206.74	-1481.20	-1783.05
营业利润	3603.36	3636.04	4401.12	5163.41	短期借款	310.84	9951.48	391.37	306.63
其他非经营损益	-125.77	128.99	121.98	124.31	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3477.59	3765.03	4523.10	5287.73	股权融资	96.56	0.00	0.00	0.00
所得税	854.59	951.98	1132.94	1328.64	支付股利	0.00	-661.80	-703.51	-847.79
净利润	2623.00	2813.05	3390.15	3959.08	其他	-198.97	1.39	-5.30	-6.53
少数股东损益	-24.19	-1.00	-1.00	-1.00	筹资活动现金流净额	208.43	9291.07	-317.44	-547.69
归属母公司股东净利润	2647.20	2814.05	3391.15	3960.08	现金流量净额	-294.76	2342.43	1024.12	1235.61
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1931.15	4273.58	5297.70	6533.31	成长能力				
应收和预付款项	815.44	1707.63	2117.14	2611.80	销售收入增长率	148.30%	24.22%	23.96%	23.32%
存货	97.76	75.17	93.32	115.47	营业利润增长率	-0.46%	0.91%	21.04%	17.32%
其他流动资产	8124.85	16829.12	19184.59	22026.50	净利润增长率	0.80%	7.25%	20.52%	16.78%
长期股权投资	92.59	92.59	92.59	92.59	EBITDA 增长率	10.13%	-19.15%	24.62%	20.72%
投资性房地产	40.91	40.91	40.91	40.91	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	1425.19	2975.10	4601.15	毛利率	13.15%	12.05%	11.92%	11.63%
无形资产和开发支出	2036.01	1939.30	1842.59	1745.87	三费率	3.21%	4.01%	4.01%	4.01%
其他非流动资产	9357.94	9346.25	9334.56	9322.87	净利率	7.62%	6.58%	6.40%	6.06%
资产总计	22496.65	35729.74	40978.50	47090.47	ROE	19.38%	17.93%	18.45%	18.42%
短期借款	710.84	10662.32	11053.69	11360.32	ROA	11.66%	7.87%	8.27%	8.41%
应付和预收款项	6717.10	6597.76	8133.36	10052.12	ROIC	58.50%	58.05%	28.63%	26.16%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.75%	8.95%	8.99%	8.80%
其他负债	1534.57	2778.59	3413.74	4189.02	营运能力				
负债合计	8962.50	20038.67	22600.79	25601.46	总资产周转率	1.70	1.47	1.38	1.48
股本	2226.29	2740.12	2740.12	2740.12	固定资产周转率	14.59	72.12	27.79	19.05
资本公积	3412.57	2898.74	2898.74	2898.74	应收账款周转率	56.15	43.37	36.90	36.81
留存收益	7850.83	10003.08	12690.72	15803.02	存货周转率	437.34	434.69	553.85	553.05
归属母公司股东权益	13462.84	15620.76	18308.40	21420.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.18%	—	—	—
少数股东权益	71.31	70.31	69.31	68.31	资本结构				
股东权益合计	13534.15	15691.07	18377.71	21489.01	资产负债率	39.84%	56.08%	55.15%	54.37%
负债和股东权益合计	22496.65	35729.74	40978.50	47090.47	带息债务/总负债	7.93%	53.21%	48.91%	44.37%
					流动比率	1.24	1.15	1.19	1.23
					速动比率	1.23	1.15	1.18	1.22
					股利支付率	0.00%	23.52%	20.75%	21.41%
					每股指标				
					每股收益	1.19	1.26	1.52	1.78
					每股净资产	6.05	7.02	8.22	9.62
					每股经营现金	2.26	-2.58	1.27	1.60
					每股股利	0.00	0.30	0.32	0.38
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	4728.93	3823.53	4764.91	5752.30					
PE	24.67	23.21	19.26	16.49					
PB	4.85	4.18	3.57	3.05					
PS	1.90	1.53	1.23	1.00					
EV/EBITDA	10.09	18.42	14.65	11.97					
股息率	0.00%	1.01%	1.08%	1.30%					

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
持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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
	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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn