

韵达股份 (002120.SZ)

价格战致盈利能力承压，成本持续改善

事件：公司发布 2020 年年报及 1Q21 季报。2020 年公司实现营收 335 亿元(-2.6%)，归母净利润 14 亿元(-47%)，扣非归母净利润 12.1 亿元(-50%)。1Q21 实现营收 83.3 亿元(+48.1%)，归母净利润 2.3 亿元(-31.6%)，扣非归母净利润 1.8 亿元(-30.7%)。

市场竞争激烈拖累盈利水平 (1) 2020 年：来自快递业务的收入为 317 亿元(-0.94%)，占比 94.5%，快递业务毛利率 7.8%，同比下降 3.6pct，主要系 1Q20 因疫情导致量不足、复工后市场竞争激烈、单票价格下行导致行业“增量不增利”；整体毛利率为 9.5%，同比-3.7pct。全年期间费用率为 4.4%，同比+0.7pct，其中销售费用率+0.1pct 至 0.7%，管理费用率+0.4pct 至 3%，研发费用率+0.1pct 至 0.6%，财务费用率+0.1pct 至 0.1%。
(2) 1Q21：营收同比高增长系上年同期基数较低，以及今年实行春节不打烊政策；毛利率 10.2%，同比-1.9pct，主要系 1Q20 享受过路费优惠，以及价格战未开启、单票价格较高。

价格战下市占率提升，成本持续改善。2020 年公司快递业务量保持高增长，共完成 141.44 亿件(+41%，增速高于行业 10pct)，市占率为 17% (+1.18pct)，继续排名行业第二。由于价格战影响，公司下调服务价格，快递单票收入为 2.24 元(-30%)。得益于公司成本管控和疫情期间国家出台优惠政策，2020 年单票快递成本下降 27%至 2.06 元，其中单票运输成本 0.55 元(-25%)，单票中转成本 0.33 元(-10%)，单票毛利为 0.17 元(-52%)。1Q21 价格战持续，公司完成快递业务量 36 亿件(+89%)，实现收入 79.3 亿元(+53%)，单票价格为 2.2 元(-19%)

持续投资核心资产，不断发挥规模效应。2020 年公司持续夯实基础设施底盘建设，持续投入核心资产，全年累计投资额 62.4 亿元，同比增长 42%，分别投向分拣中心 37 亿元(占 59%)、车辆 11 亿元(占 18%)、土地 4 亿元(占 7%)、IT 设备服务 4 亿元(占 7%)等。通过持续投资发挥规模效应，转运方面，自动化设备处理能力同比提升 30%，综合操作效率同比提升 31.6%，人均效能同比提升 14.2%；运能方面，持续优化车型，在核心区域、核心路线提升大运力车辆、牵引车辆比例，推行甩挂运输，整体运力同比提升 55%，车辆平均装载率同比提升 4.4 个百分点。

投资建议。市场竞争仍然激烈，我们预计公司 2021-2023 年实现净利润 17.3 亿元、20.6 亿元、24.3 亿元，EPS 为 0.60 元、0.71 元、0.84 元，对应 PE 为 27.0x、22.6x、19.2x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增速低于预期风险、市场竞争加剧风险、人工成本上升风险、电商增长不及预期风险、油价上涨风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	34,404	33,500	40,496	48,632	57,417
增长率 yoy (%)	148.3	-2.6	20.9	20.1	18.1
归母净利润(百万元)	2,647	1,404	1,726	2,063	2,433
增长率 yoy (%)	-1.9	-46.9	22.9	19.6	17.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.91	0.48	0.60	0.71	0.84
净资产收益率 (%)	19.4	9.9	10.9	11.7	12.2
P/E (倍)	17.6	33.2	27.0	22.6	19.2
P/B (倍)	3.5	3.2	2.9	2.6	2.3

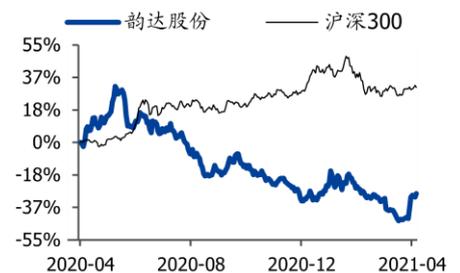
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 4 月 30 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	物流
前次评级	买入
4月30日收盘价(元)	16.10
总市值(百万元)	46,675.87
总股本(百万股)	2,899.12
其中自由流通股(%)	96.93
30日日均成交量(百万股)	18.32

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

研究助理 王凯婕

邮箱：wangkaijie@gszq.com

相关研究

- 《韵达股份 (002120.SZ)：成本管控良好，市占率持续提升》2020-11-01
- 《韵达股份 (002120.SZ)：市占率持续提升，单票成本下降明显》2020-09-01
- 《韵达股份 (002120.SZ)：短期业绩受疫情影响，精细化管理显成效》2020-04-30



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10969	13587	13814	12682	13141
现金	1931	4010	3976	2765	2952
应收票据及应收账款	689	677	881	921	1130
其他应收款	148	324	324	324	324
预付账款	127	101	143	141	185
存货	98	130	145	186	205
其他流动资产	7976	8345	8345	8345	8345
非流动资产	11527	15913	18767	22052	25532
长期投资	93	92	92	92	92
固定资产	6441	9481	11716	14219	16950
无形资产	2036	2552	3174	3959	4710
其他非流动资产	2958	3789	3786	3783	3780
资产总计	22497	29501	32581	34734	38673
流动负债	8815	9435	10907	11174	12889
短期借款	711	1660	1660	1660	1660
应付票据及应付账款	4936	4348	5821	6087	7803
其他流动负债	3169	3426	3426	3426	3426
非流动负债	148	5608	5608	5608	5608
长期借款	0	5320	5320	5320	5320
其他非流动负债	148	288	288	288	288
负债合计	8963	15043	16515	16782	18498
少数股东权益	71	80	80	80	80
股本	2226	2899	2899	2899	2899
资本公积	3413	2830	2830	2830	2830
留存收益	7851	8722	10330	12216	14440
归属母公司股东权益	13463	14378	15986	17872	20096
负债和股东权益	22497	29501	32581	34734	38673

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5036	2171	4784	4667	6965
净利润	2623	1424	1750	2092	2467
折旧摊销	1117	1453	1886	2451	3120
财务费用	40	102	173	186	196
投资损失	-208	-229	-240	-252	-265
营运资金变动	1428	-627	1211	188	1443
其他经营现金流	36	47	3	3	3
投资活动现金流	-5539	-5861	-4743	-5739	-6603
资本支出	4377	6004	4743	5739	6603
长期投资	20	236	0	0	0
其他投资现金流	-1141	379	0	0	0
筹资活动现金流	208	5530	-75	-140	-174
短期借款	311	949	0	0	0
长期借款	0	5320	0	0	0
普通股增加	514	673	0	0	0
资本公积增加	-417	-582	0	0	0
其他筹资现金流	-199	-830	-75	-140	-174
现金净增加额	-295	1709	-34	-1211	187

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	34404	33500	40496	48632	57417
营业成本	29880	30320	36609	44060	52089
营业税金及附加	51	64	81	97	115
营业费用	209	229	263	292	316
管理费用	887	1008	1215	1410	1608
研发费用	174	205	243	267	287
财务费用	9	45	173	186	196
资产减值损失	59	152	0	0	0
其他收益	209	97	181	218	218
公允价值变动收益	50	-40	0	0	0
投资净收益	208	229	240	252	265
资产处置收益	2	8	0	0	0
营业利润	3603	1772	2333	2790	3290
营业外收入	16	11	0	0	0
营业外支出	142	31	0	0	0
利润总额	3478	1752	2333	2790	3290
所得税	855	328	583	697	822
净利润	2623	1424	1750	2092	2467
少数股东损益	-24	20	24	29	34
归属母公司净利润	2647	1404	1726	2063	2433
EBITDA	4603	3251	4393	5426	6606
EPS (元)	0.91	0.48	0.60	0.71	0.84

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	148.3	-2.6	20.9	20.1	18.1
营业利润(%)	-0.5	-50.8	31.7	19.6	17.9
归属于母公司净利润(%)	-1.9	-46.9	22.9	19.6	17.9
获利能力					
毛利率(%)	13.1	9.5	9.6	9.4	9.3
净利率(%)	7.7	4.2	4.3	4.2	4.2
ROE(%)	19.4	9.9	10.9	11.7	12.2
ROIC(%)	18.4	6.7	8.1	8.9	9.6
偿债能力					
资产负债率(%)	39.8	51.0	50.7	48.3	47.8
净负债比率(%)	-7.9	22.5	20.5	25.1	21.4
流动比率	1.2	1.4	1.3	1.1	1.0
速动比率	1.2	1.4	1.3	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.3	1.3	1.4	1.6
应收账款周转率	56.2	49.1	52.0	54.0	56.0
应付账款周转率	7.5	6.5	7.2	7.4	7.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	0.48	0.60	0.71	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	0.75	1.65	1.61	2.40
每股净资产(最新摊薄)	4.64	4.96	5.51	6.16	6.93
估值比率					
P/E	17.6	33.2	27.0	22.6	19.2
P/B	3.5	3.2	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	9.9	15.4	11.4	9.4	7.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 4 月 30 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com