

证券研究报告—动态报告

交通运输

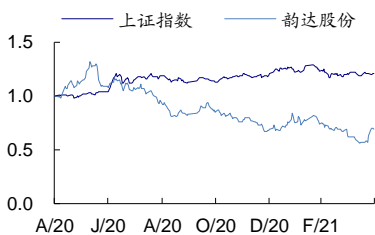
物流 II

韵达股份(002120)
买入

20 年年报及 21 年一季报财报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,899/2,796
总市值/流通(百万元)	45,342/43,737
上证综指/深圳成指	3,475/14,464
12 个月最高/最低(元)	39.37/12.60

相关研究报告:

《韵达股份-002120-20 年三季报财报点评: 持续降价抢量, 业绩符合预期》——2020-11-02
 《韵达股份-002120-深度报告: 不急不躁, 积跬步以至千里》——2020-09-22
 《韵达股份-002120-20 年半年报财报点评: 快递成本持续优化, 降价抢量导致业绩下滑》——2020-09-01

证券分析师: 姜明

E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010004

证券分析师: 罗丹

E-MAIL: luodan4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520060003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

毛利改善, 非经营因素拖累净利

● 非经营因素拖累, 一季度业绩同比下滑

2020 年四季度单季营收 104.1 亿元 (+2.6%), 扣非归母净利润 3.55 亿元 (-43.5%), 主要由于价格战、计提应收坏账以及理财产品损益变动导致业绩同比大幅下滑。2021 年一季度营收 83.3 亿元 (+48.1%), 扣非归母净利润 1.80 亿元 (-30.7%), 主要由于财务费用增加、计提应收坏账、理财产品损益变动等非经营因素导致净利同比大幅下滑, 而公司一季度毛利润同比实现了 25% 的正增长。

● 业务量增速表现亮眼, 快递价格竞争有所缓和

通过降价抢量, 公司 2020 年业务量实现 41% 的高速增长, 增速在通达系中第一, 市占率提升至 17.0%, 与落后者的差距进一步拉大。2020 年四季度以来, 行业价格战持续, 但是今年一季度受益于春节不打烊安排, 价格战一定程度上有所缓和, 去年四季度和今年一季度单票收快递入分别同比下降 29% 和 19%。

● 单位成本较快下降, 加大资本开支维持竞争力

得益于规模效应、运营调整优化, 公司 2020 年单票运输+中转成本同比下降约 20%。受益于一季度价格战有所缓和, 公司一季度毛利率达到 10.2%, 环比增加 1.8 个百分点。由于公司去年通过债务渠道融资, 导致一季度财务费用同比增加 0.58 亿元; 由于应收账款账期较长, 信用减值损失同比增加 0.5 亿元。公司持续增加核心资产、扩充产能, 2020 年全年和 2021 年一季度资本开支分别为 60 亿元和 12.8 亿元, 投入力度仅次于中通。

● 风险提示: 行业发生恶性价格战; 成本优化低于预期。
● 投资建议: 维持“买入”评级

考虑到价格战影响, 下调盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 13.3/17.9/25.2 亿元 (21-22 年预测值下调幅度分别为 33%/27%); 摊薄 EPS 分别为 0.46/0.62/0.87 元。考虑到公司仍然具有领先优势, 基于龙头成长的长期推荐逻辑, 我们给予公司 22 年 27 倍的目标 PE, 得到目标价 16.7 元, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

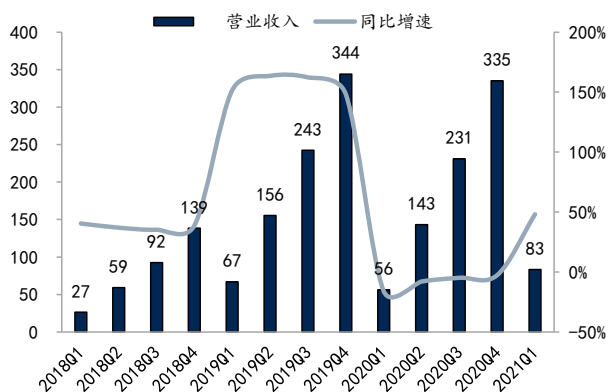
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	34,404	33,500	39,074	47,717	57,885
(+/-%)	148.3%	-2.6%	16.6%	22.1%	21.3%
净利润(百万元)	2647	1404	1328	1792	2515
(+/-%)	-1.9%	-46.9%	-5.4%	34.9%	40.4%
摊薄每股收益(元)	1.19	0.63	0.46	0.62	0.87
EBIT Margin	9.8%	5.6%	4.3%	4.7%	5.4%
净资产收益率(ROE)	19.7%	9.8%	8.7%	10.8%	13.7%
市盈率(PE)	13.3	25.0	34.4	25.5	18.2
EV/EBITDA	10.0	15.5	21.0	15.5	12.0
市净率(PB)	2.61	2.44	2.99	2.76	2.50

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

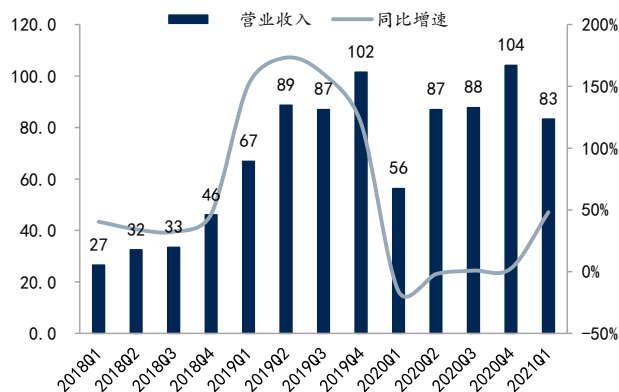
2020年四季度和2021年一季度业绩同比大幅下滑。2020年四季度单季营收104.1亿元(+2.6%)，扣非归母净利润3.55亿元(-43.5%)，主要由于价格战、计提应收坏账以及理财产品损益变动导致业绩同比大幅下滑。2021年一季度营收83.3亿元(+48.1%)，扣非归母净利润1.80亿元(-30.7%)，主要由于财务费用增加、计提应收坏账、理财产品损益变动等非经营因素导致净利同比大幅下滑，而公司一季度毛利润同比实现了25%的正增长。

图 1：韵达股份累计营业收入及增速（亿元）



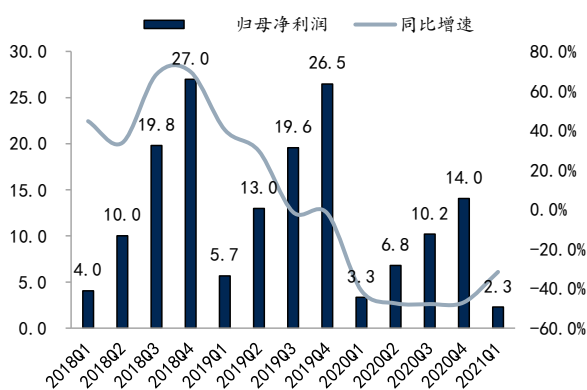
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：韵达股份单季营业收入及增速（亿元）



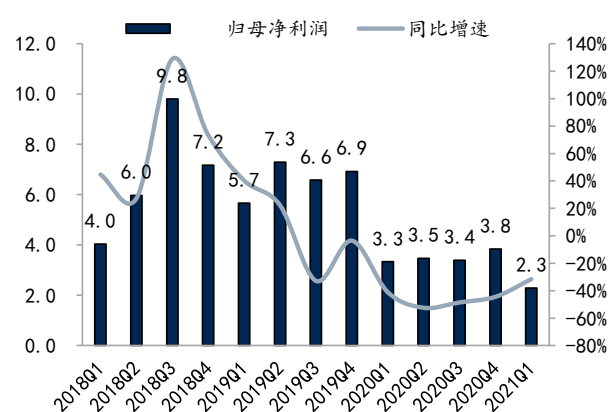
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：韵达股份累计归母净利润及增速（亿元）



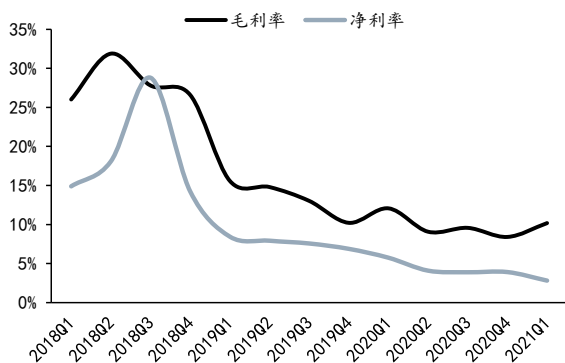
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：韵达股份单季归母净利润及增速（亿元）

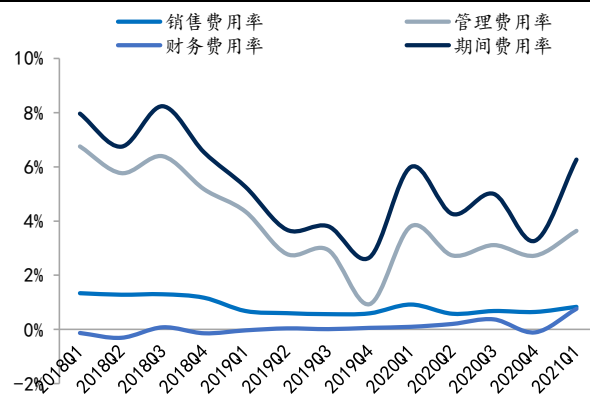


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

一季度毛利率环比改善，毛利润同比正增长，财务费用率提升。由于今年一季度不享受高速公路免费政策，公司单票快递成本降幅有所收窄，而价格端降幅较大，导致公司一季度毛利率同比减少 1.9 个百分点(环比增加 1.8 个百分点)；由于 2020 年应付债券大幅增加，2021 年一季度财务费用率同比增加 0.66 个百分点；一季度净利润率同比减少 2.9 个百分点至 2.8%。

图 5: 韵达股份毛利率、净利率变化情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 韵达股份三项费用率变化情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

估值结果。我们采用 PE 相对估值法进行估值, 我们参考韵达自身的历史平均估值水平, 给予 27 倍的目标估值。由于韵达今年降价抢量, 短期利润波动较大, 韵达具有龙头成长逻辑, 2022 年经营将恢复稳定, 因此我们基于韵达 2022 年 17.9 亿元的归母净利润预测值, 我们得到公司的合理市值为 483 亿元, 对应的目标价为 16.7 元。

表 1: 快递板块同类公司估值比较

代码	简称	股价 (4月28日)	EPS (元)			PE			PB (21E)	ROE (21E)	总市值 (亿元)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E			
002120	韵达股份	15.77	0.63	0.46	0.62	34.4	25.5	18.2	3.0	8.7	560
600233	圆通速递	11.42	0.56	0.55	0.61	20.4	20.8	18.7	2.0	9.5	361
002468	申通快递	8.53	0.56	0.77	0.98	15.2	11.1	8.7	1.5	11.1	131

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议: 维持“买入”评级。考虑到价格战影响, 下调盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 13.3/17.9/25.2 亿元(21-22 年预测值下调幅度分别为 33%/27%); 摊薄 EPS 分别为 0.46/0.62/0.87 元。考虑到公司仍然具有领先优势, 基于龙头成长的长期推荐逻辑, 我们给予公司 22 年 27 倍的目标 PE, 得到目标价 16.7 元, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	10515	9885	5965	5870	营业收入	33500	39074	47717	57885
应收款项	997	963	1177	1427	营业成本	30320	35702	43495	52383
存货净额	130	114	138	165	营业税金及附加	64	59	72	87
其他流动资产	1945	1172	1432	1737	销售费用	229	274	286	347
流动资产合计	13587	12134	8711	9199	管理费用	1008	1352	1629	1954
固定资产	11400	14957	18558	22149	财务费用	45	119	137	143
无形资产及其他	2552	3250	3948	4646	投资收益	229	234	164	164
投资性房地产	1869	1869	1869	1869	资产减值及公允价值变动	(40)	(60)	0	0
长期股权投资	92	92	92	92	其他收入	(251)	0	0	0
资产总计	29501	32302	33178	37955	营业利润	1772	1742	2262	3135
短期借款及交易性金融负债	1660	2000	2643	3385	营业外净收支	(20)	(100)	(100)	(100)
应付款项	4348	5684	6885	8260	利润总额	1752	1642	2162	3035
其他流动负债	3426	3610	4370	5245	所得税费用	328	296	346	486
流动负债合计	9435	11293	13898	16890	少数股东损益	20	18	24	34
长期借款及应付债券	5320	5320	2320	2320	归属于母公司净利润	1404	1328	1792	2515
其他长期负债	288	288	288	288					
长期负债合计	5608	5608	2608	2608	现金流量表 (百万元)				
负债合计	15043	16902	16507	19498	净利润	1404	1328	1792	2515
少数股东权益	80	93	110	133	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	14378	15308	16562	18323	折旧摊销	1364	1288	1784	2323
负债和股东权益总计	29501	32302	33178	37955	公允价值变动损失	40	60	0	0
					财务费用	45	119	137	143
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1672)	2341	1465	1667
每股收益	0.63	0.46	0.62	0.87	其它	11	13	17	24
每股红利	0.28	0.14	0.19	0.26	经营活动现金流	1147	5031	5058	6529
每股净资产	6.46	5.28	5.71	6.32	资本开支	(4687)	(5603)	(6083)	(6611)
ROIC	14%	10%	13%	16%	其它投资现金流	495	(1301)	2342	0
ROE	10%	9%	11%	14%	投资活动现金流	(4192)	(6904)	(3741)	(6611)
毛利率	9%	9%	9%	10%	权益性融资	89	0	0	0
EBIT Margin	6%	4%	5%	5%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	8%	8%	9%	支付股利、利息	(621)	(398)	(538)	(755)
收入增长	-3%	17%	22%	21%	其它融资现金流	6277	340	643	742
净利润增长率	-47%	-5%	35%	40%	融资活动现金流	5124	(58)	(2894)	(13)
资产负债率	51%	53%	50%	52%	现金净变动	2079	(1932)	(1578)	(95)
息率	1.8%	1.1%	1.5%	2.1%	货币资金的期初余额	1931	4010	2079	501
P/E	25.0	34.4	25.5	18.2	货币资金的期末余额	4010	2079	501	406
P/B	2.4	3.0	2.8	2.5	企业自由现金流	(3468)	(590)	(957)	(6)
EV/EBITDA	15.5	21.0	15.5	12.0	权益自由现金流	2809	(348)	(428)	616

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032