

公司研究

行业价格战有望缓和，公司盈利能力改善可期

——韵达股份（002120.SZ）2020年报及2021年一季度点评

要点

◆**事件：公司发布2020年报及2021年一季度报。**公司20年实现营业收入335亿元，同比下降2.63%；实现归母净利润14.0亿元，同比下降46.94%；实现扣非归母净利润12.1亿元，同比下降49.88%。公司拟派发现金股利（税前）0.049元/股，分红率约10%。21年一季度公司实现营业收入83.3亿元，同比上涨48.1%，实现归母净利润2.29亿元，同比下降31.57%。

◆**快递单量保持高增速，市场占比继续提升。**公司2020年快递单量约141.44亿件，同比增长41.02%，超全国快递单量增速9.8pct。2020年公司快递业务量占全国快递服务企业业务量的比例为17.0%，较19年同期提升1.18pct。2021年一季度公司快递完成量约36.03亿件，同比增长88.6%，占全国快递业务量比例为16.43%，较上年同期占比提升1.19pct。

◆**2020年快递业务收入下降，单票收入下降。**公司2020年实现快递服务收入316.6亿元，同比下降0.94%；全口径单票收入2.24元，同比下降29.8%，主要原因是少部分快递企业以补贴市场的方式，通过较为激进的价格政策进行低价竞争、快速获量，导致部分区域的快递单价下行明显。2021年第一季度，由于上年低基数叠加今年“春节不打烊”，公司快递业务收入同比上涨52.78%；单票收入约2.20元，同比下降约19%。

◆**单票成本降幅低于单票收入降幅，快递业务毛利率下降。**公司2020年单票成本约2.06元，同比下降27.21%，其中单票运输成本、单票转运成本分别同比下降24.7%、10.0%，主要原因是公司通过提升装载率和成本挖潜，提高了经营效率。2020年公司转运中心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%，转运中心人均效能同比提升14.2%。综合收入成本，公司2020年单票毛利约0.17元，同比下降51.8%；2020年公司快递服务毛利率为7.78%，同比下降3.57个百分点。

◆**入股德邦落地，业务协同可期。**公司日前已持有德邦股份6.52%的股权。未来公司与德邦将充分利用各自领域的业务能力和资源，实现优势互补，共同提升市场占有率，进一步提高规模效益，降本增效，增强双方的市场竞争力，并增强持续盈利能力及提升品牌价值。

◆**投资建议：**基于快递行业未来竞争格局具有较大不确定性，我们下调公司2021-2022年净利润15%/32%至18.1亿元/19.8亿元，新增2023年净利润为22.0亿元，2021年-2023年对应EPS分别为0.62、0.68、0.76元；《浙江省快递业促进条例（草案）》出台，快递行业价格战有望缓和；我们认为公司服务成本仍具备一定优势，盈利能力有望改善，维持公司“增持”评级。

◆**风险提示：**宏观经济波动风险导致快递需求下降；行业竞争超预期导致单票收入下滑；行政监管执行力度低于市场预期。

公司盈利预测与估值简表

| 指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 34,404 | 33,500 | 39,226 | 46,417 | 55,294 |
| 营业收入增长率 | 148.30% | -2.63% | 17.09% | 18.33% | 19.13% |
| 净利润（百万元） | 2,647 | 1,404 | 1,808 | 1,979 | 2,198 |
| 净利润增长率 | -1.88% | -46.94% | 28.71% | 9.46% | 11.09% |
| EPS（元） | 1.19 | 0.48 | 0.62 | 0.68 | 0.76 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 19.66% | 9.77% | 11.25% | 11.08% | 11.07% |
| P/E | 14 | 33 | 26 | 24 | 21 |
| P/B | 2.7 | 3.2 | 2.9 | 2.6 | 2.4 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-30。公司2019年底股本约22.26亿股，2020年因转债转增以及回购导致股本增加至28.99亿股。

增持（维持）

当前价：16.10元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

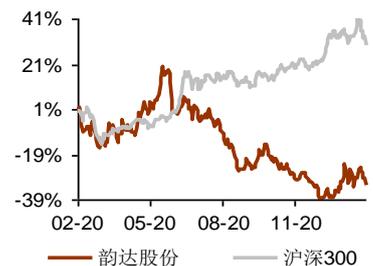
021-52523841

chengxx@ebscn.com

市场数据

| | |
|------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 28.99 |
| 总市值(亿元) | 466.76 |
| 一年最低/最高(元) | 12.60/30.09 |
| 近3月换手率 | 31.72% |

股价相对走势



收益表现

| % | 1M | 3M | 1Y |
|----|-------|--------|--------|
| 相对 | 13.43 | -13.36 | -29.02 |
| 绝对 | 14.35 | -12.45 | -28.11 |

资料来源：Wind

相关研报

产能持续扩张，成本短期承压——申通快递（002468.SZ）2020年报及2021年一季度点评（2021-04-29）

疫情推升海外货运需求，国际业务盈利大幅提升——圆通速递（600233.SH）2020年报及2021年一季度点评（2021-04-28）

短期盈利能力承压，看好长期竞争优势——顺丰控股（002352.SZ）2021年一季度点评（2021-04-23）

市场份额继续提升，资本开支保持公司竞争力——韵达股份（002120.SZ）2020年三季度点评（2020-10-31）

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 34,404 | 33,500 | 39,226 | 46,417 | 55,294 |
| 营业成本 | 29,880 | 30,320 | 35,713 | 42,480 | 50,809 |
| 折旧和摊销 | 1,039 | 1,364 | 1,312 | 1,412 | 1,518 |
| 税金及附加 | 51 | 64 | 59 | 70 | 83 |
| 销售费用 | 209 | 229 | 235 | 279 | 332 |
| 管理费用 | 887 | 1,008 | 981 | 1,160 | 1,382 |
| 研发费用 | 174 | 205 | 196 | 232 | 276 |
| 财务费用 | 9 | 45 | 53 | 69 | 93 |
| 投资收益 | 208 | 229 | 250 | 300 | 350 |
| 营业利润 | 3,603 | 1,772 | 2,475 | 2,705 | 3,000 |
| 利润总额 | 3,478 | 1,752 | 2,435 | 2,665 | 2,960 |
| 所得税 | 855 | 328 | 609 | 666 | 740 |
| 净利润 | 2,623 | 1,424 | 1,826 | 1,999 | 2,220 |
| 少数股东损益 | -24 | 20 | 18 | 20 | 22 |
| 归属母公司净利润 | 2,647 | 1,404 | 1,808 | 1,979 | 2,198 |
| EPS(元) | 1.19 | 0.48 | 0.62 | 0.68 | 0.76 |

| 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 5,036 | 2,184 | 3,814 | 3,965 | 4,484 |
| 净利润 | 2,647 | 1,404 | 1,808 | 1,979 | 2,198 |
| 折旧摊销 | 1,039 | 1,364 | 1,312 | 1,412 | 1,518 |
| 净营运资金增加 | -5,771 | 1,255 | -20 | 35 | 47 |
| 其他 | 7,121 | -1,840 | 714 | 539 | 721 |
| 投资活动产生现金流 | -5,539 | -5,861 | 213 | -700 | -650 |
| 净资本支出 | -4,373 | -6,001 | 0 | -1,000 | -1,000 |
| 长期投资变化 | 93 | 92 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | -1,259 | 48 | 213 | 300 | 350 |
| 融资活动现金流 | 208 | 5,530 | -1,835 | -250 | -301 |
| 股本变化 | 514 | 673 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 311 | 6,269 | -1,660 | 0 | 0 |
| 无息负债变化 | 2,112 | -189 | 912 | 1,096 | 1,345 |
| 净现金流 | -295 | 1,721 | 2,192 | 3,016 | 3,533 |

主要指标

| 盈利能力 (%) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 13.1% | 9.5% | 9.0% | 8.5% | 8.1% |
| EBITDA 率 | 13.2% | 9.6% | 9.2% | 8.4% | 7.7% |
| EBIT 率 | 9.9% | 5.3% | 5.8% | 5.3% | 5.0% |
| 税前净利润率 | 10.1% | 5.2% | 6.2% | 5.7% | 5.4% |
| 归母净利润率 | 7.7% | 4.2% | 4.6% | 4.3% | 4.0% |
| ROA | 11.7% | 4.8% | 6.0% | 6.0% | 6.0% |
| ROE (摊薄) | 19.7% | 9.8% | 11.3% | 11.1% | 11.1% |
| 经营性 ROIC | 30.9% | 10.6% | 14.1% | 15.7% | 18.1% |

| 偿债能力 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 40% | 51% | 47% | 46% | 46% |
| 流动比率 | 1.24 | 1.44 | 1.84 | 1.97 | 2.08 |
| 速动比率 | 1.23 | 1.43 | 1.82 | 1.95 | 2.06 |
| 归母权益/有息债务 | 18.94 | 2.06 | 3.02 | 3.36 | 3.73 |
| 有形资产/有息债务 | 28.28 | 3.79 | 5.19 | 5.74 | 6.37 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 资产负债表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 22,497 | 29,501 | 30,457 | 33,371 | 36,728 |
| 货币资金 | 1,931 | 4,010 | 6,202 | 9,217 | 12,751 |
| 交易性金融资产 | 7,000 | 6,505 | 6,500 | 6,500 | 6,500 |
| 应收帐款 | 689 | 677 | 793 | 938 | 1,117 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应收款 (合计) | 148 | 324 | 375 | 444 | 528 |
| 存货 | 98 | 130 | 153 | 182 | 218 |
| 其他流动资产 | 977 | 1,840 | 1,840 | 1,840 | 1,840 |
| 流动资产合计 | 10,969 | 13,587 | 15,981 | 19,263 | 23,123 |
| 其他权益工具 | 973 | 1,196 | 1,200 | 1,200 | 1,200 |
| 长期股权投资 | 93 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| 固定资产 | 6,441 | 9,481 | 9,180 | 8,997 | 8,593 |
| 在建工程 | 1,539 | 1,919 | 960 | 730 | 615 |
| 无形资产 | 2,036 | 2,552 | 2,501 | 2,451 | 2,402 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 49 | 146 | 146 | 146 | 146 |
| 非流动资产合计 | 11,527 | 15,913 | 14,476 | 14,108 | 13,605 |
| 总负债 | 8,963 | 15,043 | 14,295 | 15,390 | 16,735 |
| 短期借款 | 711 | 1,660 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 4,294 | 3,794 | 4,469 | 5,316 | 6,359 |
| 应付票据 | 642 | 554 | 652 | 776 | 928 |
| 预收账款 | 1,341 | 122 | 143 | 169 | 201 |
| 其他流动负债 | 299 | 53 | 53 | 53 | 53 |
| 流动负债合计 | 8,815 | 9,435 | 8,689 | 9,783 | 11,128 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 5,320 | 5,320 | 5,320 | 5,320 |
| 其他非流动负债 | 135 | 278 | 278 | 278 | 278 |
| 非流动负债合计 | 148 | 5,608 | 5,605 | 5,608 | 5,607 |
| 股东权益 | 13,534 | 14,458 | 16,162 | 17,980 | 19,993 |
| 股本 | 2,226 | 2,899 | 2,899 | 2,899 | 2,899 |
| 公积金 | 3,828 | 3,293 | 3,474 | 3,672 | 3,892 |
| 未分配利润 | 7,435 | 8,260 | 9,745 | 11,343 | 13,121 |
| 归属母公司权益 | 13,463 | 14,378 | 16,064 | 17,862 | 19,852 |
| 少数股东权益 | 71 | 80 | 98 | 118 | 140 |

| 费用率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 0.61% | 0.68% | 0.60% | 0.60% | 0.60% |
| 管理费用率 | 2.58% | 3.01% | 2.50% | 2.50% | 2.50% |
| 财务费用率 | 0.03% | 0.13% | 0.14% | 0.15% | 0.17% |
| 研发费用率 | 0.51% | 0.61% | 0.50% | 0.50% | 0.50% |
| 所得税率 | 25% | 19% | 25% | 25% | 25% |

| 每股指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股红利 | 0.24 | 0.05 | 0.06 | 0.07 | 0.08 |
| 每股经营现金流 | 2.26 | 0.75 | 1.32 | 1.37 | 1.55 |
| 每股净资产 | 6.05 | 4.96 | 5.54 | 6.16 | 6.85 |
| 每股销售收入 | 15.45 | 11.56 | 13.53 | 16.01 | 19.07 |

| 估值指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE | 14 | 33 | 26 | 24 | 21 |
| PB | 2.7 | 3.2 | 2.9 | 2.6 | 2.4 |
| EV/EBITDA | 7.1 | 15.1 | 12.3 | 10.8 | 9.3 |
| 股息率 | 1.5% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.5% |

行业及公司评级体系

| | 评级 | 说明 |
|---------|-----|--|
| 行业及公司评级 | 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上 |
| | 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%； |
| | 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%； |
| | 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%； |
| | 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上； |
| | 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |
| 基准指数说明： | | A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。 |

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE