

韵达股份(002120)

报告日期: 2021 年 4 月 30 日

单量持续高增, 关注政策带来的盈利改善

——韵达股份 2020 年报及 2021 年一季报点评

✍ : 匡培钦 执业证书编号: S1230520070003
☎ : 021-80106013
✉ : kuangpei@stocke.com.cn

报告导读

业绩方面, 韵达股份 2020 年实现营收 335.00 亿元, 同比下降 2.63%; 实现归母净利润 14.04 亿元, 同比下降 46.94%; 实现扣非归母净利润 12.10 亿元, 同比下降 49.88%。21Q1 实现营收 83.30 亿元, 同比增长 48.10%, 实现归母净利润 2.29 亿元, 同比下降 31.57%。

业务方面, 韵达股份 21Q1 快递单量 36.03 亿件, 较 2019Q1 复合增长 42.11%, 单量维持高增, 业务市占率达 16.43%, 较 20Q1 提升 1.19pts, 较 19Q1 提升 1.74pts, 此外战略入股德邦完成, 后续估值锚切换或带来价值高弹性, 维持“增持”评级。

投资要点

□ 件量相对行业实现加速超额增长

件量超额增长加速。2020 年, 公司完成快递单量 141.82 亿件, 同比增长 41.40%, 增速高出行业水平 10.17pts, 市占率同比提升 1.22pts 至 17.01%。2021 年一季度, 就地过年催化快递需求, 公司完成快递单量 36.03 亿件, 同比增长 88.64%, 较 2019Q1 复合增长 42.11%, 市占率达 16.43%, 较 20Q1 提升 1.19pts, 较 19Q1 提升 1.74pts。

□ 单票毛利承压, 监管定调或催化行业价格战拐点来临

单价方面, 横向比较来看受制行业价格博弈影响较大。2020 年, 公司快递票单价(含派费) 2.25 元, 同比下降 30.14%。2021 年一季度, 公司快递票单价 2.19 元, 同比下降 19.01%, 2 年复合降幅 20.09% (圆通、顺丰、申通 2 年复合降幅分别 16.05%、17.58%、16.26%), 受价格战影响较大。

单票毛利方面, 短期仍然承压。2020 年, 公司单票快递业务毛利(含派费) 0.17 元, 同比下降 0.19 元。2020 年一季度, 公司单票综合毛利 0.24 元, 同比下降 0.09 元。

后续监管定调或有催化。2021 年 4 月 22 日, 浙江省政府第 70 次常务会议审议通过了《浙江省快递业促进条例(草案)》, 后续将以法规形式提请省人大常委会审议。草案规定, 快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务, 有助于行业健康发展及盈利弹性恢复, 后续快递监管干预力度进一步提升或可预期, 行业恶性价格竞争有望加速迎来拐点。

□ 横向纵向同时扩大布局, 提升综合物流竞争力

业务范围方面, 加大物流产业链布局。2020 年公司加大周边业务布局, 围绕供应链、国际业务、末端服务、车货匹配等加速业务体系建设。其中供应链业务年发货量 9500 万件, 国际业务方面已开通 13 条专线、覆盖 30 余个国家和地区。

客户管理及服务品质方面, 推动差异化描绘第二增长极。2020 年直营枢纽分拨中心达 67 个, 较上年增加 8 个, 县级及以上城市覆盖率达 96.40%, 在此基础上, 公司得以推进“服务引流”、“产品分层”、“大客户画像”等灵活竞争策

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥ 15.64

单季度业绩

元/股

1Q/2021

0.08

4Q/2020

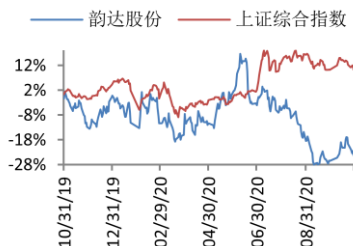
0.13

3Q/2020

0.12

2Q/2020

0.12



公司简介

公司是国内领先的快递综合服务提供商, 采用“枢纽分拨自营与末端网络加盟”的快递经营模式, 在快递核心业务基础上积极嫁接周边产业链。

相关报告

1《韵达股份 2020 年三季报点评: Q3 利润下降 48.5%, 关注后份额提升及价格战进程》2020.10.31

2《韵达股份 2020 年中报点评: 价格博弈短期毛利降低, 关注未来行业格局出清》2020.08.31

3《阿里入股赋能, 超额增长可期——韵达股份 2019 年报及 2020 年一季报点评》2020.04.30

报告撰写人: 匡培钦

联系人: 耿鹏智

略，充分发挥头部企业的服务品质优势和全程时效优势，大力开拓韵达特快及增值服务市场与客户，向科技创新、精益管理和优质服务要红利，培育第二增长曲线。

□ 战略入股德邦完成，优势互补强化协同效应

2021 年 4 月 23 日，韵达战略入股德邦完成股份登记，公司以现金方式认购德邦股份非公发 A 股 6695.75 万股，认购价格 9.17 元/股，股款总额 6.14 亿元，本次认购完成后韵达占德邦股份发行后总股本 6.52%。双方后续将充分发挥各自产品、服务经验、品牌价值及业内资源等相关优势，在市场拓展、网络优化和集中采购等方面进行合作，从而有望实现：1) 市占率提升、规模效应增强；2) 降本增效，市场竞争力巩固；3) 品牌价值提升。

□ 估值锚或待切换，具备较高投资价值弹性

从远期格局看当前估值，估值锚或由损益端更多转向规模端。我们认为，快递企业当前估值高度应更多取决于未来壁垒深度，因此估值锚不妨脱离单纯的利润估值体系，增加在规模角度的考量。参考互联网企业估值思路，从龙头溢价、单量规模及单件盈利等层次测算，当前公司价值或相对低估，具备较高投资价值弹性。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司 2021 年-2023 年归母净利润分别 17.74 亿元、22.18 亿元、25.54 亿元，对应现股价 PE 分别 25.6 倍、20.4 倍、17.8 倍，维持“增持”评级。

□ 风险提示：资本支出超预期；价格战超预期；份额扩张不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	33500	43610	53141	64552
(+/-)	-2.63%	30.18%	21.85%	21.47%
净利润	1404	1774	2218	2554
(+/-)	-48.10%	26.29%	25.05%	15.14%
每股收益 (元)	0.48	0.61	0.77	0.88
P/E	32.28	25.56	20.44	17.75

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	13587	12929	12953	13437
现金	4010	4000	3800	4250
交易性金融资产	6505	4502	6002	5670
应收账款	677	608	630	605
其它应收款	320	215	227	254
预付账款	101	89	106	99
存货	130	89	106	108
其他	1844	3425	2083	2451
非流动资产	15913	17351	18895	20091
金额资产类	0	279	93	124
长期投资	92	92	92	92
固定资产	9481	10929	12102	12994
无形资产	2552	3107	3702	4238
在建工程	1919	1696	1516	1293
其他	1869	1249	1390	1350
资产总计	29501	30279	31848	33528
流动负债	9435	9019	8982	8836
短期借款	1660	1700	1250	1227
应付款项	4348	4100	4461	4303
预收账款	122	790	751	554
其他	3304	2429	2520	2751
非流动负债	5608	5485	5520	5538
长期借款	0	0	0	0
其他	5608	5485	5520	5538
负债合计	15043	14505	14503	14374
少数股东权益	80	94	112	133
归属母公司股东权	14378	15681	17233	19021
负债和股东权益	29501	30279	31848	33528
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2184	2131	5675	4196
净利润	1424	1788	2236	2575
折旧摊销	1453	1596	1835	2063
财务费用	45	306	302	295
投资损失	(229)	(252)	(277)	(305)
营运资金变动	(1186)	(1999)	1728	(486)
其它	676	693	(149)	54
投资活动现金流	(5861)	(1405)	(4457)	(2662)
资本支出	(3420)	(2700)	(2700)	(2600)
长期投资	4	(282)	187	(30)
其他	(2445)	1577	(1944)	(32)
筹资活动现金流	5530	(736)	(1418)	(1083)
短期借款	949	40	(450)	(22)
长期借款	0	0	0	0
其他	4581	(777)	(967)	(1061)
现金净增加额	1852	(10)	(200)	450

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	33500	43610	53141	64552
营业成本	30320	39665	48498	59403
营业税金及附加	64	102	102	133
营业费用	229	262	319	355
管理费用	1008	948	978	963
研发费用	205	266	324	355
财务费用	45	306	302	295
资产减值损失	0	26	11	17
公允价值变动损益	106	97	97	97
投资净收益	229	252	277	305
其他经营收益	1772	2384	2981	3433
营业利润	11	0	0	0
营业外收支	31	0	0	0
利润总额	1752	2384	2981	3433
所得税	328	596	745	858
净利润	1424	1788	2236	2575
少数股东损益	20	14	18	21
归属母公司净利润	1404	1774	2218	2554
EBITDA	3228	4270	5098	5764
EPS (最新摊薄)	0.48	0.61	0.77	0.88
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-2.63%	30.18%	21.85%	21.47%
营业利润	-51.62%	34.54%	25.05%	15.14%
归属母公司净利润	-48.10%	26.29%	25.05%	15.14%
获利能力				
毛利率	9.50%	9.05%	8.74%	7.98%
净利率	4.25%	4.10%	4.21%	3.99%
ROE	10.03%	11.73%	13.39%	14.00%
ROIC	9.00%	11.54%	13.24%	13.71%
偿债能力				
资产负债率	50.99%	47.90%	45.54%	42.87%
净负债比率	11.04%	11.72%	8.62%	8.54%
流动比率	1.44	1.43	1.44	1.52
速动比率	1.43	1.42	1.43	1.51
营运能力				
总资产周转率	1.29	1.46	1.71	1.97
应收帐款周转率	49.07	66.53	81.72	97.38
应付帐款周转率	7.50	10.64	12.80	15.41
每股指标(元)				
每股收益	0.48	0.61	0.77	0.88
每股经营现金	0.75	0.74	1.96	1.45
每股净资产	4.96	5.41	5.94	6.56
估值比率				
P/E	32.28	25.56	20.44	17.75
P/B	3.15	2.89	2.63	2.38
EV/EBITDA	11.38	9.05	7.24	6.38

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn