

韵达股份 (002120)

证券研究报告

2021年09月03日

提高市场份额，拓展业务边界

事件：2021年上半年，韵达股份实现营业收入182.09亿元，同比增长27%；归母净利润4.46亿元，同比下滑34%；ROE为3.1%，同比下滑。

快递单量高增长，份额提升

2021年上半年，韵达股份完成快递业务量82.61亿票，同比增长46.76%，增速高出行业平均增速0.96个百分点；市场份额已达16.73%，较去年同期提高0.12个百分点。韵达股份市场份额提升，主要来自通过自营转运枢纽、改善货品结构、实施加盟商自跑等措施，实现了快件时效、人均效能、运营效率和服务质量等管理指标的持续提升，运营成本和全程时效有效降低。

产品分层，拓展业务边界

对于标准快递业务，韵达股份巩固并不断扩大品牌优势、规模优势和市场优势。针对不同客户的不同需求，韵达股份实施快递业务“客户分群、产品分层”策略，大力发展菜鸟裹裹、韵达特快等高附加值时效产品，获得更高附加值。此外，韵达股份用快递流量积极嫁接周边市场，陆续布局了韵达供应链、韵达国际、韵达冷链、韵达科技以及韵达末端服务、广告宣传等周边产业链，拓展业务边界。

立体式网购经济打开快递增长空间

一是多元平台电商持续增长：淘宝、京东商城等综合电商平台稳健发展，拼多多、微商等新型电商平台快速崛起，快手、抖音、B站等娱乐大厂快速成长为基于直播带货的综合电商平台。二是县域、乡镇、农村等“下沉市场”正成为流量增长核心区域。三是生活场景快递化，同城鲜花、蛋糕、菜场、商超的配送，代买药、代取送物等跑腿业务快速发展。快递市场空间越来越大，未来高增长的持续性可能超预期。

投资建议：快递市场需求超预期高增长，韵达股份市场份额持续提升。但是价格竞争激烈导致盈利下滑，将2021-2022年归母净利润预测由24、27亿元下调至14、15亿元，增加2023年归母净利润预测为17亿元，维持“增持”评级。

风险提示：行业需求增速放缓，成本下降速递放缓，价格竞争激烈。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	34,404.05	33,500.43	42,422.88	51,869.04	58,793.34
增长率(%)	148.30	(2.63)	26.63	22.27	13.35
EBITDA(百万元)	4,672.60	3,432.82	2,677.22	3,172.37	3,577.39
净利润(百万元)	2,647.20	1,404.49	1,356.65	1,522.52	1,736.16
增长率(%)	(1.88)	(46.94)	(3.41)	12.23	14.03
EPS(元/股)	0.91	0.48	0.47	0.52	0.60
市盈率(P/E)	19.42	36.60	37.89	33.77	29.61
市净率(P/B)	3.82	3.58	3.08	2.85	2.62
市销率(P/S)	1.49	1.53	1.21	0.99	0.87
EV/EBITDA	13.82	10.16	16.92	14.07	12.15

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/物流
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	17.71元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,902.77
流通A股股本(百万股)	2,810.01
A股总市值(百万元)	51,407.99
流通A股市值(百万元)	49,765.32
每股净资产(元)	5.14
资产负债率(%)	51.91
一年内最高/最低(元)	21.39/12.60

作者

陈金海 分析师
SAC执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

高晟 分析师
SAC执业证书编号：S1110521040001
gaosheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《韵达股份-季报点评:量升价跌，储备资源备战旺季》2020-11-01
- 《韵达股份-季报点评:疫情与竞争影响业绩表现，关注长期成长》2020-05-01
- 《韵达股份-季报点评:单季度扣非业绩增24.96%，业绩规模领跑行业》2019-11-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,931.15	4,010.34	1,272.69	1,556.07	1,763.80
应收票据及应收账款	688.54	676.94	2,858.30	1,464.12	3,435.32
预付账款	126.90	100.75	191.01	166.35	239.13
存货	97.76	130.15	1,596.87	1,586.51	213.64
其他	8,124.85	8,669.21	8,359.48	8,091.53	8,551.82
流动资产合计	10,969.20	13,587.39	14,278.35	12,864.59	14,203.72
长期股权投资	92.59	91.54	91.54	91.54	91.54
固定资产	6,440.70	9,480.94	11,821.50	13,789.56	15,467.46
在建工程	1,539.22	1,919.47	1,451.68	1,171.01	1,002.61
无形资产	2,036.01	2,552.30	2,950.55	3,332.14	3,697.07
其他	1,418.94	1,869.12	2,061.50	2,041.85	2,041.85
非流动资产合计	11,527.45	15,913.38	18,376.78	20,426.11	22,300.53
资产总计	22,496.65	29,500.77	32,655.12	33,290.69	36,504.24
短期借款	710.84	1,660.04	3,562.16	3,107.56	2,032.24
应付票据及应付账款	4,935.57	4,348.33	6,445.57	6,775.39	8,225.89
其他	3,168.57	3,426.42	4,293.43	3,633.10	4,819.76
流动负债合计	8,814.98	9,434.79	14,301.16	13,516.06	15,077.90
长期借款	0.00	0.00	27.79	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	147.52	5,608.20	1,500.00	1,500.00	1,500.00
非流动负债合计	147.52	5,608.20	1,527.79	1,500.00	1,500.00
负债合计	8,962.50	15,043.00	15,828.95	15,016.06	16,577.90
少数股东权益	71.31	79.88	151.28	231.42	322.79
股本	2,226.29	2,899.12	2,902.77	2,902.77	2,902.77
资本公积	3,412.57	2,830.48	2,830.48	2,830.48	2,830.48
留存收益	11,263.40	11,552.86	12,772.12	14,140.45	15,700.79
其他	(3,439.41)	(2,904.57)	(1,830.48)	(1,830.48)	(1,830.48)
股东权益合计	13,534.15	14,457.77	16,826.17	18,274.64	19,926.35
负债和股东权益总	22,496.65	29,500.77	32,655.12	33,290.69	36,504.24

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,623.00	1,424.11	1,356.65	1,522.52	1,736.16
折旧摊销	1,116.92	1,453.49	728.98	931.02	1,125.58
财务费用	40.27	102.47	91.46	165.57	112.70
投资损失	(207.98)	(228.94)	(250.00)	(250.00)	(250.00)
营运资金变动	8,253.39	5,259.35	(4,764.94)	1,386.29	1,505.76
其它	(6,789.97)	(5,826.85)	71.40	80.13	91.38
经营活动现金流	5,035.64	2,183.64	(2,766.45)	3,835.53	4,321.57
资本支出	4,718.62	(160.98)	7,108.20	3,000.00	3,000.00
长期投资	92.59	(1.05)	0.00	0.00	0.00
其他	(10,350.10)	(5,699.27)	(9,858.20)	(5,750.00)	(5,750.00)
投资活动现金流	(5,538.89)	(5,861.30)	(2,750.00)	(2,750.00)	(2,750.00)
债权融资	710.84	1,660.04	3,589.95	3,107.56	2,032.24
股权融资	121.37	(1.41)	986.27	(165.57)	(112.70)
其他	(623.77)	3,871.12	(1,797.43)	(3,744.14)	(3,283.39)
筹资活动现金流	208.43	5,529.75	2,778.80	(802.14)	(1,363.84)
汇率变动影响	(0.17)	0.55	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(294.99)	1,852.64	(2,737.65)	283.38	207.73

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	34,404.05	33,500.43	42,422.88	51,869.04	58,793.34
营业成本	29,880.23	30,319.51	38,858.04	47,595.45	54,004.62
营业税金及附加	51.46	64.35	84.85	103.74	117.59
营业费用	208.61	229.29	254.54	311.21	352.76
管理费用	887.45	1,007.94	1,272.69	1,556.07	1,763.80
研发费用	174.27	204.86	254.54	311.21	352.76
财务费用	8.65	44.90	91.46	165.57	112.70
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	49.89	(39.96)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	207.81	229.49	250.00	250.00	250.00
其他	(667.68)	(331.99)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
营业利润	3,603.36	1,772.03	1,856.78	2,075.79	2,339.12
营业外收入	16.28	10.90	12.23	13.14	12.09
营业外支出	142.05	30.83	83.94	85.61	66.79
利润总额	3,477.59	1,752.10	1,785.07	2,003.32	2,284.41
所得税	854.59	328.00	357.01	400.66	456.88
净利润	2,623.00	1,424.11	1,428.05	1,602.66	1,827.53
少数股东损益	(24.19)	19.61	71.40	80.13	91.38
归属于母公司净利润	2,647.20	1,404.49	1,356.65	1,522.52	1,736.16
每股收益(元)	0.91	0.48	0.47	0.52	0.60

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	148.30%	-2.63%	26.63%	22.27%	13.35%
营业利润	-0.46%	-50.82%	4.78%	11.80%	12.69%
归属于母公司净利润	-1.88%	-46.94%	-3.41%	12.23%	14.03%
获利能力					
毛利率	13.15%	9.50%	8.40%	8.24%	8.15%
净利率	7.69%	4.19%	3.20%	2.94%	2.95%
ROE	19.66%	9.77%	8.14%	8.44%	8.86%
ROIC	32.23%	37.92%	41.75%	16.95%	17.39%
偿债能力					
资产负债率	39.84%	50.99%	48.47%	45.11%	45.41%
净负债率	-9.02%	-16.26%	13.77%	8.49%	1.35%
流动比率	1.24	1.44	1.00	0.95	0.94
速动比率	1.23	1.43	0.89	0.83	0.93
营运能力					
应收账款周转率	56.15	49.07	24.00	24.00	24.00
存货周转率	503.55	293.97	49.13	32.59	65.32
总资产周转率	1.70	1.29	1.37	1.57	1.68
每股指标(元)					
每股收益	0.91	0.48	0.47	0.52	0.60
每股经营现金流	1.73	0.75	-0.95	1.32	1.49
每股净资产	4.64	4.95	5.74	6.22	6.75
估值比率					
市盈率	19.42	36.60	37.89	33.77	29.61
市净率	3.82	3.58	3.08	2.85	2.62
EV/EBITDA	13.82	10.16	16.92	14.07	12.15
EV/EBIT	17.77	16.86	23.26	19.92	17.72

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com