

韵达股份(002120)

点评报告

行业公司研究——物流行业

证券研究报告

8月量价双升趋势延续，逐步回归高质量发展步调

——韵达股份8月经营数据点评

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

报告导读

对于我们此前提出的价格战风险收窄逻辑，韵达股份6-8月份经营数据持续验证，6月票单价环比维稳2.02元，7月票单价环比提升0.02元至2.04元，8月票单价进一步环比提升0.01元至2.05元。

行业恶性价格战加速缓和信号已现，旺季将至建议关注韵达股份往后逐月量价趋势及逐季经营毛利润业绩，静待行业政策落地催化，维持韵达股份“买入”评级。

投资要点

□ 量价双升延续，恶性价格战改善拐点筑实

票单价环比拐点持续，验证恶性价格战加速改善。8月作为相对淡季，韵达票单价2.05元，环比微增0.01元，恶性价格战风险收窄之下6-8月韵达票单价向上拐点持续。展望后续，9月提派费将继续推升价格，Q4传统旺季价格将有望持续环比提升。

单量同比稳增，总体将回归高质量发展。韵达8月快递单量15.25亿件，同比增长19.0%，淡季日均件量4919万件，相应单量市占率17.0%。当月单量同比增速边际趋缓，我们判断主要系严查刷单行为及低价客户梳理所致，总体稳步回归高质量发展。此外政策强监管下行业主要新入局者战略重心转移、份额扩张乏力，预计韵达单量增速有望相应回升。

□ 多因素综合催化下，经营毛利润逐季高增可期

从价格风险收窄向业绩端传导的逻辑看，由单价、单票成本及单量主导的经营毛利润才反映盈利本质，韵达21Q2毛利润同比高增12%，已反映盈利拐点的初现。我们认为，后续Q3及Q4受益于：1)收入端政策驱动恶性竞争改善及传统旺季来临量价双升、2)成本端同期低基数效应消退及规模效应摊薄单件成本，韵达经营毛利润将实现逐季度同比高增，业绩将超市市场预期。

□ 估值锚切换见真章，当前价值仍有低估

市场对快递行业的估值仍停留在利润锚阶段，但我们认为行业同质化竞争期间，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。我们从格局位置、流量大小及变现能力三个层次进行判断。对标龙头中通，2021年上半年韵达单量为中通的80.6%；韵达单件毛利为中通的80.5%；但韵达2021/09/17市值仅为中通市值的32.5%。估值锚切换带来相对低估。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司2021-2023年归母净利润分别17.94亿元、22.46亿元、25.90亿元，同比分别增长27.73%、25.18%、15.35%。考虑到龙头溢价、单量规模及单件盈利等方面，我们依然看好行业单量第二大快递企业、A股加盟制快递龙头韵达股份，公司价值修复空间确定，维持“买入”评级。

□ 风险提示：政策管控松动；快递价格战恶化；实体网购增长回落。

评级

买入

| | |
|------|--------|
| 上次评级 | 买入 |
| 当前价格 | ¥18.97 |

单季度业绩

元/股

| | |
|---------|------|
| 2Q/2021 | 0.08 |
| 1Q/2021 | 0.08 |
| 4Q/2020 | 0.13 |
| 3Q/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2021年半年报点评：21Q2毛利同比高增12%，竞争改善已向业绩传导》2021.08.30
- 2《韵达股份更新四问四答：回调创造买入机会，恶性竞争已止迎接价值修复》2021.07.24
- 3《韵达股份(002120)六问六答：驱动仍在，风险收窄，拐点确立，价值重估》2021.07.10
- 4《韵达股份深度：A股加盟制快递龙头，价格风险收窄前景可期》2021.07.06

报告撰写人：匡培钦

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 | 1794 | 2246 | 2590 |
| (+/-) | -48.10% | 27.73% | 25.18% | 15.35% |
| 每股收益 (元) | 0.48 | 0.62 | 0.77 | 0.89 |
| P/E | 39.16 | 30.66 | 24.49 | 21.23 |

表附录：三大报表预测值

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 13587 | 12929 | 12953 | 13496 | 营业收入 | 33500 | 43610 | 53141 | 64552 |
| 现金 | 4010 | 4000 | 3800 | 4310 | 营业成本 | 30320 | 39665 | 48498 | 59403 |
| 交易性金融资产 | 6505 | 4502 | 6002 | 5670 | 营业税金及附加 | 64 | 102 | 102 | 133 |
| 应收账款 | 677 | 608 | 630 | 605 | 营业费用 | 229 | 262 | 319 | 355 |
| 其它应收款 | 320 | 215 | 227 | 254 | 管理费用 | 1008 | 948 | 978 | 963 |
| 预付账款 | 101 | 89 | 106 | 99 | 研发费用 | 205 | 266 | 324 | 355 |
| 存货 | 130 | 89 | 106 | 108 | 财务费用 | 45 | 279 | 265 | 246 |
| 其他 | 1844 | 3425 | 2083 | 2451 | 资产减值损失 | 0 | 26 | 11 | 17 |
| 非流动资产 | 15913 | 17351 | 18895 | 20091 | 其他经营收益 | 106 | 97 | 97 | 97 |
| 金额资产类 | 0 | 279 | 93 | 124 | 公允价值变动损益 | (40) | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 92 | 92 | 92 | 92 | 投资净收益 | 229 | 252 | 277 | 305 |
| 固定资产 | 9481 | 10929 | 12102 | 12994 | 营业利润 | 1772 | 2411 | 3018 | 3482 |
| 无形资产 | 2552 | 3107 | 3702 | 4238 | 营业外收支 | (20) | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 1919 | 1696 | 1516 | 1293 | 利润总额 | 1752 | 2411 | 3018 | 3482 |
| 其他 | 1869 | 1249 | 1390 | 1350 | 所得税 | 328 | 603 | 755 | 870 |
| 资产总计 | 29501 | 30279 | 31848 | 33587 | 净利润 | 1424 | 1808 | 2264 | 2611 |
| 流动负债 | 9435 | 9005 | 8949 | 8836 | 少数股东损益 | 20 | 14 | 18 | 21 |
| 短期借款 | 1660 | 1686 | 1216 | 1227 | 归属母公司净利润 | 1404 | 1794 | 2246 | 2590 |
| 应付款项 | 4348 | 4100 | 4461 | 4303 | EBITDA | 3228 | 4296 | 5133 | 5811 |
| 预收账款 | 122 | 790 | 751 | 554 | EPS (最新摊薄) | 0.48 | 0.62 | 0.77 | 0.89 |
| 其他 | 3304 | 2429 | 2520 | 2751 | | | | | |
| 非流动负债 | 5608 | 5485 | 5520 | 5538 | 主要财务比率 | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 其他 | 5608 | 5485 | 5520 | 5538 | 成长能力 | | | | |
| 负债合计 | 15043 | 14490 | 14469 | 14374 | 营业收入 | -2.63% | 30.18% | 21.85% | 21.47% |
| 少数股东权益 | 80 | 94 | 112 | 133 | 营业利润 | -51.62% | 36.07% | 25.18% | 15.35% |
| 归属母公司股东权益 | 14378 | 15695 | 17267 | 19080 | 归属母公司净利润 | -48.10% | 27.73% | 25.18% | 15.35% |
| 负债和股东权益 | 29501 | 30279 | 31848 | 33587 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 9.50% | 9.05% | 8.74% | 7.98% |
| | | | | | 净利率 | 4.25% | 4.15% | 4.26% | 4.05% |
| | | | | | ROE | 10.03% | 11.86% | 13.54% | 14.16% |
| | | | | | ROIC | 9.00% | 11.65% | 13.38% | 13.84% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 50.99% | 47.86% | 45.43% | 42.80% |
| | | | | | 净负债比率 | 11.04% | 11.63% | 8.41% | 8.54% |
| | | | | | 流动比率 | 1.44 | 1.44 | 1.45 | 1.53 |
| | | | | | 速动比率 | 1.43 | 1.43 | 1.44 | 1.52 |
| | | | | | 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 | 0.62 | 0.77 | 0.89 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.75 | 0.73 | 1.95 | 1.44 |
| | | | | | 每股净资产 | 4.96 | 5.41 | 5.96 | 6.58 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 39.16 | 30.66 | 24.49 | 21.23 |
| | | | | | P/B | 3.83 | 3.50 | 3.19 | 2.88 |
| | | | | | EV/EBITDA | 11.38 | 11.24 | 9.06 | 7.98 |

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：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>