

韵达股份(002120)

点评报告

行业公司研究——家用轻工行业

证券研究报告

# 10月量价如期双升，看好盈利持续修复

## ——韵达股份10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

韵达股份10月快递经营数据进一步向好，10月快递票单价2.17元，环比提升0.03元，同比表现微降0.01元，剔除上年同期派费增值税优惠影响后同比口径或已实现同比正增；日均快递单量5535亿件，同比增长21.1%，再创历史新高。

电商快递边际修复层次已开始由“单价修复”向“盈利修复”递进演绎，旺季已至催化仍在，持续看好经营数据及盈利稳步兑现，维持韵达股份“买入”评级。

### 投资要点

#### □ 票单价可比口径或已实现同比正增，日均单量再创新高

10月票单价2.17元，环比提升0.03元，可比口径同比或已正增。韵达10月快递票单价2.17元，环比看已连续4个月维持正增长，同比看表现微降0.01元，但剔除上年同期派费增值税优惠影响后可比口径或已实现同比正增长。进入11月传统旺季，根据草根调研，快递单价依然维持上行趋势。

10月日均单量突破5500万件创历史新高，单量及份额同比双增长。韵达10月日均单量5535亿件，同比增长21.1%，单量创历史新高，同比增速高出行业0.3pts。份额方面，10月单量市占率17.3%，环比提升0.02pts，同比提升0.04pts。

#### □ 旺季总量继续高增但波谷趋平，供需匹配度提升推进降本增效

我们认为，电商快递龙头价值增长应区分边际修复和稳态红利两大步骤，当下所处步骤为边际修复，沿着“政策预期”-“单价修复”-“盈利修复”路径逐渐推演，韵达21Q3扣非归母净利润同比增长6.7%，已经验证主业盈利修复节点的开启。21Q4旺季经营方面，11月1日-16日全国邮政快递企业共揽收快件68亿件，同比增长18.2%，其中双11当天处理快件6.96亿件，再创历史新高，同时在电商平台促销节奏转变及实体网购常态化推动下，双11快递件量相对平时全年日均单量趋于平滑，有助于供需匹配、降本增效。

#### □ 价值修复三层次两阶段，未来进入盈利修复的本质阶段

对于恶性价格战后的价值修复，我们认为要区分三个阶段：1)政策管控、2)价格回归、3)盈利修复。今年二三季度随着政策的出台，价格段逐步呈现回归良性态势，在政策及价格修复之后，即将进入价值修复的最本质阶段即盈利修复阶段。我们预期从Q4以及明年整体盈利向上，明年看，单件盈利修复叠加规模增长，业绩或有高弹性。

#### □ 盈利预测及估值

我们预计公司2021-2023年归母净利润分别13.64亿元、19.67亿元、24.71亿元，同比分别-2.9%、+44.2%、+25.6%。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股电商快递龙头韵达股份，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 ¥18.98

### 单季度业绩

### 元/股

|         |      |
|---------|------|
| 3Q/2021 | 0.12 |
| 2Q/2021 | 0.08 |
| 1Q/2021 | 0.08 |
| 4Q/2020 | 0.13 |



### 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年三季度报点评：21Q3扣非业绩同比环比双升，主业盈利稳步改善》2021.10.30
- 2《韵达股份(002120)：9月票单价环比+0.09元，Q3淡季日均单量突破5100万件》2021.10.18
- 3《韵达股份(002120)：8月量价双升趋势延续，逐步回归高质量发展步调》2021.09.18

报告撰写人：匡培钦

**财务摘要**

| (百万元)    | 2020A   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|----------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 33500   | 42453  | 52492  | 65162  |
| (+/-)    | -2.63%  | 26.72% | 23.65% | 24.14% |
| 归母净利润    | 1404    | 1364   | 1967   | 2471   |
| (+/-)    | -48.10% | -2.86% | 44.21% | 25.57% |
| 每股收益 (元) | 0.48    | 0.47   | 0.68   | 0.85   |
| P/E      | 39.23   | 40.38  | 28.00  | 22.30  |

**表附录：三大报表预测值**

| <b>资产负债表</b>   |       |       |       |       | <b>利润表</b>        |         |        |        |        |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元        | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E | 单位: 百万元           | 2020    | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| <b>流动资产</b>    | 13587 | 12930 | 12954 | 13087 | <b>营业收入</b>       | 33500   | 42453  | 52492  | 65162  |
| 现金             | 4010  | 4000  | 3800  | 3900  | 营业成本              | 30320   | 38598  | 47506  | 58878  |
| 交易性金融资产        | 6505  | 4502  | 6002  | 5670  | 营业税金及附加           | 64      | 100    | 101    | 135    |
| 应收账款           | 677   | 609   | 631   | 606   | 营业费用              | 229     | 340    | 315    | 391    |
| 其它应收款          | 320   | 215   | 227   | 254   | 管理费用              | 1008    | 1337   | 1653   | 2118   |
| 预付账款           | 101   | 89    | 106   | 99    | 研发费用              | 205     | 259    | 325    | 411    |
| 存货             | 130   | 89    | 106   | 108   | 财务费用              | 45      | 286    | 285    | 266    |
| 其他             | 1844  | 3425  | 2083  | 2451  | 资产减值损失            | 0       | 25     | 10     | 17     |
| <b>非流动资产</b>   | 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     | 229    | 252    | 277    |
| 固定资产           | 9481  | 10929 | 12102 | 12994 | <b>营业利润</b>       | 1772    | 1834   | 2644   | 3321   |
| 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  | <b>利润总额</b>       | 1752    | 1834   | 2644   | 3321   |
| 其他             | 1869  | 1249  | 1390  | 1350  | 所得税               | 328     | 458    | 661    | 830    |
| <b>资产总计</b>    | 29501 | 30280 | 31849 | 33178 | <b>净利润</b>        | 1424    | 1375   | 1983   | 2491   |
| <b>流动负债</b>    | 9435  | 9306  | 9447  | 9009  | 少数股东损益            | 20      | 11     | 16     | 20     |
| 短期借款           | 1660  | 1987  | 1714  | 1400  | <b>归属母公司净利润</b>   | 1404    | 1364   | 1967   | 2471   |
| 应付款项           | 4348  | 4100  | 4461  | 4303  | <b>EBITDA</b>     | 3228    | 3727   | 4779   | 5670   |
| 预收账款           | 122   | 790   | 751   | 554   | <b>EPS (最新摊薄)</b> | 0.48    | 0.47   | 0.68   | 0.85   |
| 其他             | 3304  | 2429  | 2520  | 2751  | <b>主要财务比率</b>     |         |        |        |        |
| <b>非流动负债</b>   | 5608  | 5485  | 5520  | 5538  |                   | 2020    | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>成长能力</b>       |         |        |        |        |
| 其他             | 5608  | 5485  | 5520  | 5538  | 营业收入              | -2.63%  | 26.72% | 23.65% | 24.14% |
| <b>负债合计</b>    | 15043 | 14792 | 14967 | 14547 | 营业利润              | -51.62% | 3.48%  | 44.21% | 25.57% |
| 少数股东权益         | 80    | 91    | 107   | 127   | 归属母公司净利润          | -48.10% | -2.86% | 44.21% | 25.57% |
| 归属母公司股东权益      | 14378 | 15398 | 16775 | 18504 | <b>获利能力</b>       |         |        |        |        |
| <b>负债和股东权益</b> | 29501 | 30280 | 31849 | 33178 | 毛利率               | 9.50%   | 9.08%  | 9.50%  | 9.64%  |
|                |       |       |       |       | 净利率               | 4.25%   | 3.24%  | 3.78%  | 3.82%  |
|                |       |       |       |       | ROE               | 10.03%  | 9.11%  | 12.16% | 13.91% |
|                |       |       |       |       | ROIC              | 9.00%   | 9.19%  | 11.94% | 13.59% |
|                |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>       |         |        |        |        |
|                |       |       |       |       | 资产负债率             | 50.99%  | 48.85% | 46.99% | 43.85% |
|                |       |       |       |       | 净负债比率             | 11.04%  | 13.43% | 11.45% | 9.63%  |
|                |       |       |       |       | 流动比率              | 1.44    | 1.39   | 1.37   | 1.45   |
|                |       |       |       |       | 速动比率              | 1.43    | 1.38   | 1.36   | 1.44   |
|                |       |       |       |       | <b>营运能力</b>       |         |        |        |        |
|                |       |       |       |       | 总资产周转率            | 1.29    | 1.42   | 1.69   | 2.00   |
|                |       |       |       |       | 应收帐款周转率           | 49.07   | 64.76  | 80.72  | 98.30  |
|                |       |       |       |       | 应付帐款周转率           | 7.50    | 10.35  | 12.53  | 15.28  |
|                |       |       |       |       | <b>每股指标(元)</b>    |         |        |        |        |
|                |       |       |       |       | 每股收益              | 0.48    | 0.47   | 0.68   | 0.85   |
|                |       |       |       |       | 每股经营现金            | 0.75    | 0.59   | 1.87   | 1.42   |
|                |       |       |       |       | 每股净资产             | 4.96    | 5.30   | 5.78   | 6.37   |
|                |       |       |       |       | <b>估值比率</b>       |         |        |        |        |
|                |       |       |       |       | P/E               | 39.23   | 40.38  | 28.00  | 22.30  |
|                |       |       |       |       | P/B               | 3.83    | 3.58   | 3.28   | 2.98   |
|                |       |       |       |       | EV/EBITDA         | 11.38   | 13.06  | 9.86   | 8.30   |

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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>