

2019年07月10日

韵达股份 (002120.SZ)

## 深度复盘：探寻韵达快速成长的密码

**前言：**韵达作为通达系中的后起之秀，自17年初正式登陆资本市场以来，公司持续稳健的增长表现不断超出投资者的预期，公司目前已经成长为A股电商快递新龙头，市值超700亿，作为一直对公司保持着紧密跟踪的研究团队，我们试图通过此篇报告探寻公司快速成长的密码。

**公司市值增长主要来自业绩驱动。**目前韵达市值超700亿，在A股电商快递中（除顺丰外）排第一，仅次于中通快递（美股上市，市值近1100亿人民币），以公司借壳时的估值178亿计算，15-18年公司市值复合增速为42%（18年公司市值按年底市值计算），而同期公司营收与扣非后净利润的复合增速分别为40%、45%，公司业绩的快速成长驱动公司市值不断新高。

**公司快速发展的背后是战略与战术皆优。**1) **战略层面：**公司深耕电商快递市场，持续聚焦快递主业，充分受益电商红利发展，同时核心基础设施资源持续投入，打造“站在科技轮子上的快递巨人”。2) **战术层面：**公司高管团队稳定，网络精细化管理能力突出，尤其是在转运（布局持续优化+自动化投入，中转操作成本行业领先）、网点（网络颗粒度细化，加盟商积极性高）、干线运输（首开直跑，创新付费模式，运输成本不断改善）等环节。清晰的战略定位以及战术层面的良好执行，使得公司效率、服务等各方面领跑同行。

**公司业绩有望继续保持稳健增长。**1) **收入端，**我们认为在价格战对公司收入端影响不宜过分担忧，公司单票收入下降趋势总体可控；2) **成本端，**公司在运输成本上相比中通仍有较大的改善空间，未来可通过提高自有车、甩挂车占比进一步降低运输成本；考虑到公司在中转环节的持续投入以及同行追赶需要一定时间，韵达在中转环节的优势仍有望保持。我们认为公司在单价降幅可控，单票成本仍有改善空间情况下，业绩有望保持稳健增长。

**投资建议：**公司深耕快递行业20年，战略定位清晰，战术执行层面精细化管理能力突出，随着公司基础设施资源持续投入，成本仍有改善空间，公司业绩有望继续保持稳健增长，未来公司仍将继续受益电商发展红利，我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为28.3、34.1、42.0亿元，对应现股价PE为25、21、17倍，维持“买入-A”评级。

## 公司深度分析

证券研究报告

物流

投资评级 **买入-A**

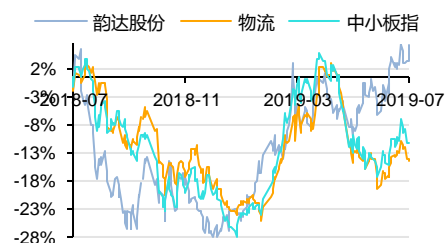
维持评级

6个月目标价：**38元**  
股价（2019-07-10）**31.92元**

### 交易数据

总市值(百万元)	71,072.88
流通市值(百万元)	18,302.21
总股本(百万股)	2,226.59
流通股本(百万股)	573.38
12个月价格区间	28.43/54.50元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.19	20.3	17.56
绝对收益	12.6	6.09	8.75

明兴

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040004  
mingxing@essence.com.cn

### 相关报告

韵达股份：韵达股份年报&一季报点评：业绩超预期增长，毛利率开始回升/沙沫	2019-04-29
韵达股份：业务量高速增长持续，充沛现金流保障公司健康发展/沙沫	2018-10-26
韵达股份：现金流充裕、业务量持续高速增长，保障长期竞争优势/沙沫	2018-08-27
韵达股份：从“量、收、利”看通达系新领跑者——2017年年报与2018年一季报点评/明兴	2018-04-29

■风险提示：1) 行业需求下行风险；价格竞争超出市场预期；成本持续上升风险。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	9,985.6	13,856.0	34,462.1	44,884.9	55,833.6
净利润	1,589.3	2,698.0	2,833.4	3,405.2	4,195.9
每股收益(元)	0.71	1.21	1.27	1.53	1.88
每股净资产(元)	2.34	5.15	6.50	7.67	9.09
<b>盈利和估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
市盈率(倍)	44.7	26.3	25.1	20.9	16.9
市净率(倍)	13.6	6.2	4.9	4.2	3.5
净利润率	15.9%	19.5%	8.2%	7.6%	7.5%
净资产收益率	30.5%	23.5%	19.6%	19.9%	20.7%
股息收益率	0.4%	1.1%	0.8%	1.1%	1.4%
ROIC	54.0%	101.9%	33.1%	26.1%	32.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

1. 持续稳健增长，登顶 A 股电商快递龙头 .....	5
2. 公司快速发展的背后是战略与战术皆优 .....	6
2.1. 战略层面：持续聚焦快递主业+核心资源投入 .....	6
2.2. 战术层面：精细化管理能力突出，不断提升核心竞争力 .....	8
3. 公司未来能否持续领先？ .....	13
3.1. 收入端：价格战影响总体可控 .....	14
3.2. 成本端：干线运输具备改善空间，中转优势有望保持 .....	14
4. 盈利预测与投资建议 .....	16
4.1. 核心假设 .....	16
4.2. 盈利预测与投资建议 .....	16
5. 风险提示 .....	17
附：韵达简介 .....	17

## 图表目录

图 1：上市快递公司市值比较（按 2019.7.10 收盘价，亿元） .....	5
图 2：韵达 15-18 年营收复合增速达 40% .....	5
图 3：韵达 15-18 年扣非业绩复合增速达 45% .....	5
图 4：近年来韵达市场份额（业务量口径）不断攀升 .....	6
图 5：各大快递公司市场份额变化 .....	6
图 6：中国电商件市场保持高景气度 .....	7
图 7：中国快递市场规模超 6000 亿 .....	7
图 8：中美电商渗透率比较 .....	7
图 9：中国快递包裹量与增速领先全球（2017） .....	7
图 10：公司实施“守正开放、多元协同、一超多强”的发展战略 .....	7
图 11：韵达资本开支持续加大 .....	8
图 12：韵达资本开支拆分（亿元） .....	8
图 13：韵达研发投入领先同行 .....	8
图 14：韵达基本实现电子面单全覆盖 .....	8
图 15：公司核心高管团队简介 .....	9
图 16：通达系转运中心直营比例比较 .....	9
图 17：通达系单个转运中心处理能力对比 .....	9
图 18：16-18 年各大快递企业机器设备新增投入（亿元） .....	10
图 19：韵达单票中转成本领先同行 .....	10
图 20：通达系中转操作员工数比较 .....	10
图 21：韵达中转人均效能领先同行 .....	10
图 22：通达系网点数量比较 .....	11
图 23：通达系单个网点包裹量（万件/年） .....	11
图 24：韵达前五大客户收入占比逐年下降 .....	11
图 25：韵达前五大客户收入占比低于同行（2018） .....	11
图 26：韵达单票运输成本逐年走低 .....	11

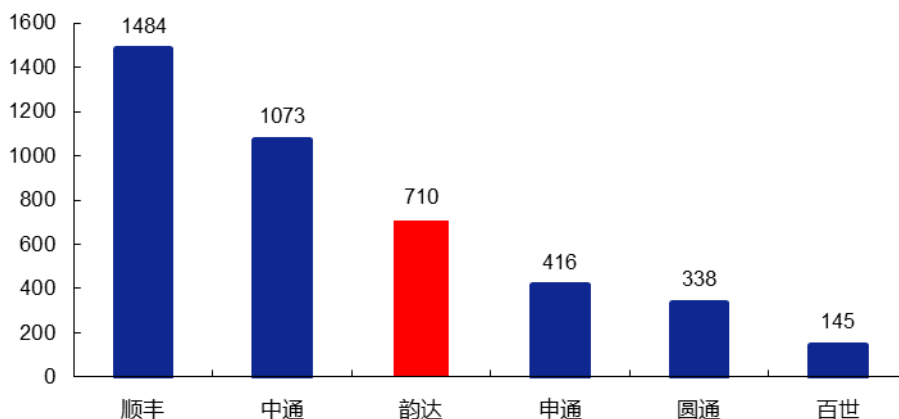
图 27: 韵达 1kg 以上快件量占比.....	12
图 28: 韵达 15 年车辆装载率较 13 年提升明显.....	12
图 29: 韵达运输设备账面价值 16 年开始大幅增长.....	12
图 30: 韵达月均有效申诉率水平领先同行 (件/百万) .....	13
图 31: 韵达全程时效排名领先同行 (件/百万) .....	13
图 32: 通达系各家扣非归母净利增速比较.....	14
图 33: 韵达单票收入降幅收窄.....	14
图 34: 韵达 19Q1 单票收入降幅同行最小.....	14
图 35: 韵达 17-18 年各类运输模式日均发车数 (次) .....	15
图 36: 通达系 2018 年单票运输成本比较.....	15
图 37: 韵达、中通单票中转成本领先 (元) .....	15
图 38: 通达系 2018 年机器设备新增与账面价值 (亿元) .....	15
图 39: 韵达快递业务收入、成本拆分预测.....	16
图 40: 韵达速递发展历史.....	17
图 41: 韵达速递股权结构.....	18
图 42: 韵达业务模式.....	19

**前言：**韵达作为通达系中的后起之秀，自 17 年初正式登陆资本市场以来，公司持续稳健的增长表现不断超出投资者的预期，公司目前已经成长为 A 股电商快递新龙头，市值超 700 亿，作为一直对公司保持着紧密跟踪的研究团队，我们试图通过此篇报告探寻公司快速成长的密码。

## 1. 持续稳健增长，登顶 A 股电商快递龙头

**公司市值增长主要来自业绩驱动。**目前韵达市值超 700 亿，在 A 股电商快递中（顺丰为商务件龙头）排第一，仅次于中通快递（美股上市，市值近 1100 亿人民币），以公司借壳时的估值 178 亿计算，15-18 年公司市值复合增速为 42%（18 年公司市值按年底市值计算），而同期公司营收与扣非后净利润的复合增速分别为 40%、45%，公司业绩的快速增长驱动公司市值不断新高。

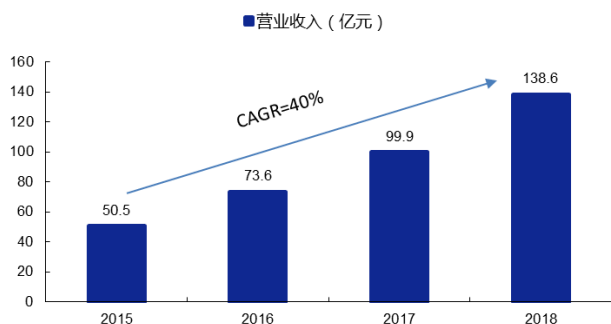
图 1：上市快递公司市值比较（按 2019.7.10 收盘价，亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

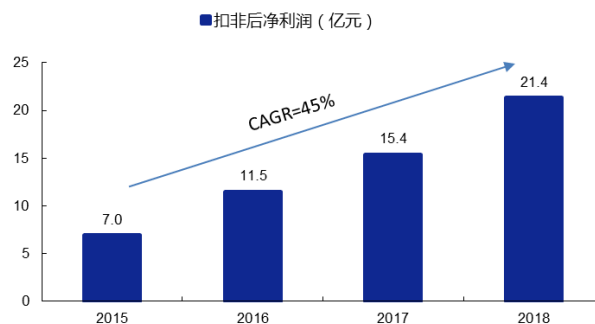
注：中通、百世美股上市，美元兑人民币汇率按 6.877 计算。

图 2：韵达 15-18 年营收复合增速达 40%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：韵达 15-18 年扣非业绩复合增速达 45%

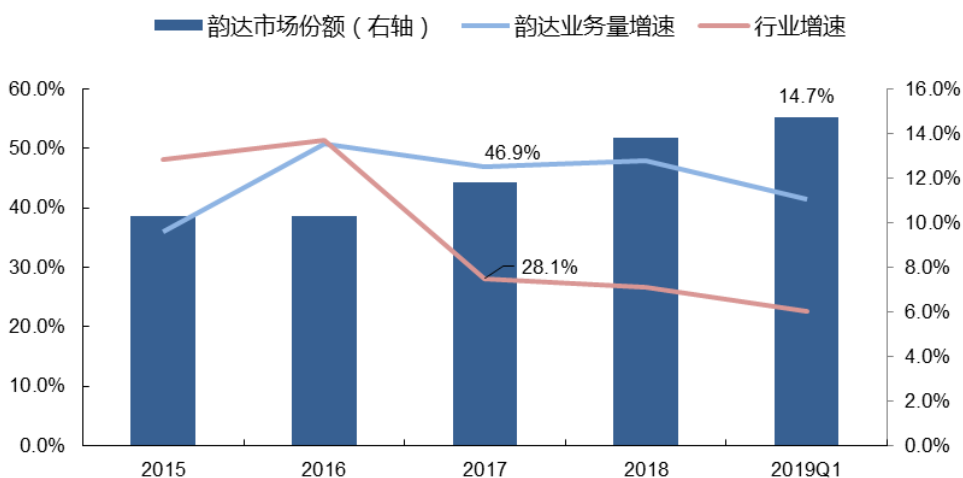


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**公司份额持续攀升，业务量规模居行业第二。**公司 18 年业务量同比增长 48%，近 70 亿票，市场份额 13.8%，跃居行业第二，19 年以来公司继续保持强劲增长，19Q1 业务量+41.5%，市场份额达到 14.7%，同比提升 2pts，继续紧追中通，而且自公司 17 年披露月度运营数据

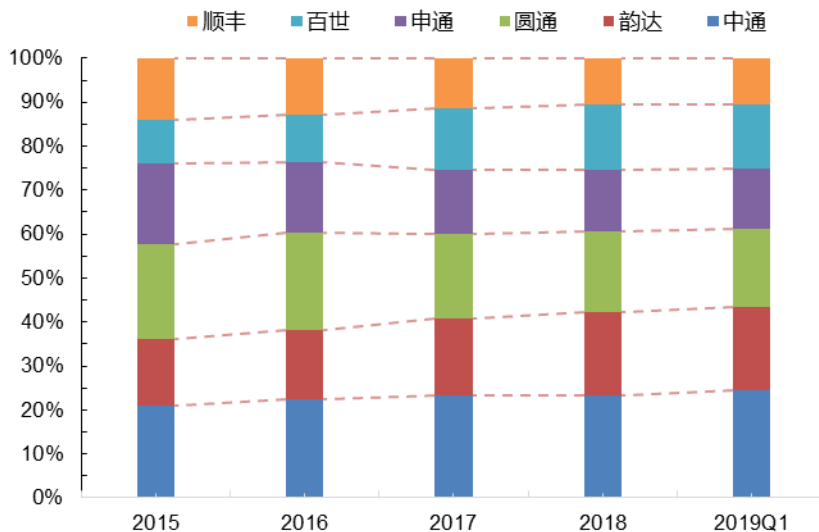
以来，公司每月的业务量增速基本保持在 40% 以上。

图 4：近年来韵达市场份额（业务量口径）不断攀升



资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

图 5：各大快递公司市场份额变化



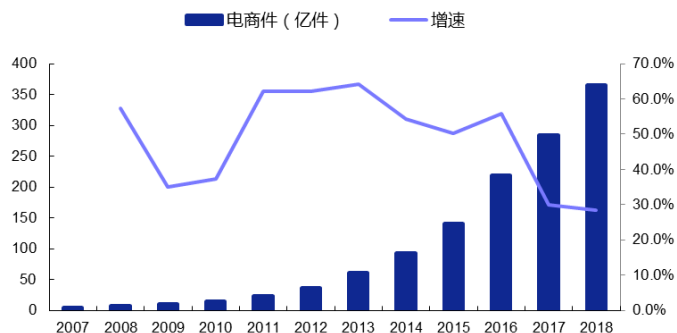
资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 2. 公司快速发展的背后是战略与战术皆优

### 2.1. 战略层面：持续聚焦快递主业+核心资源投入

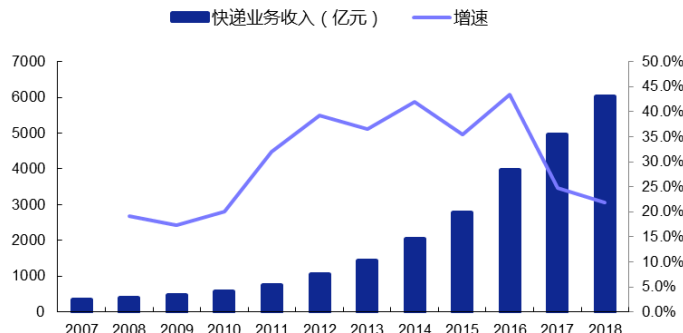
在中国电商快速发展背景下，快递行业已经成为物流领域最优质的赛道，2018 年全国快递业务量共完成 507.1 亿件，同比+26.6%，连续五年居世界第一。尽管快递市场绝对规模不及零担快运等，但其成长性、盈利能力远高于其他细分领域。公司深耕电商快递市场，持续聚焦快递主业，充分受益电商红利发展。

图 6：中国电商件市场保持高景气度



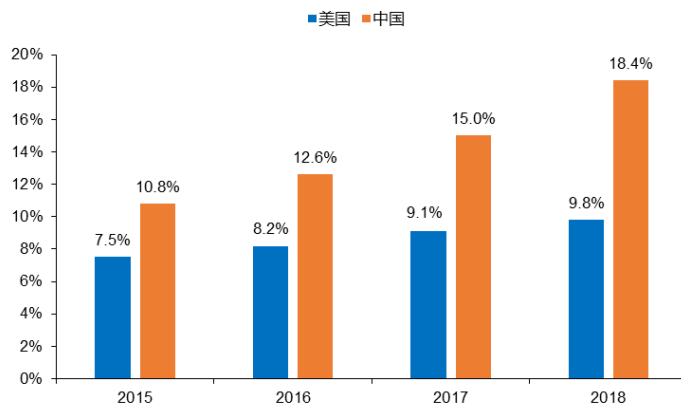
资料来源：国家邮政局，安信证券研究中心整理测算

图 7：中国快递市场规模超 6000 亿



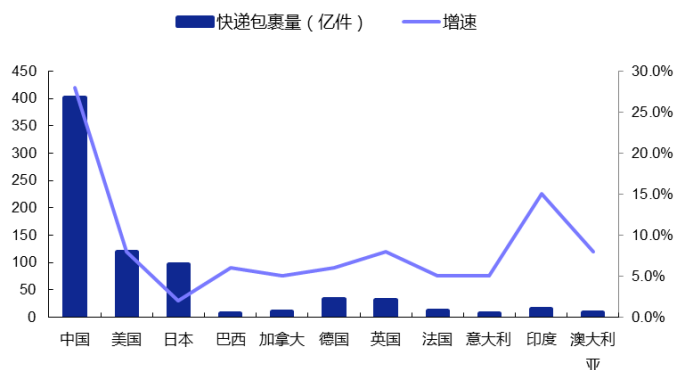
资料来源：国家邮政局，安信证券研究中心

图 8：中美电商渗透率比较



资料来源：国家统计局，Pitney Bowes，安信证券研究中心

图 9：中国快递包裹量与增速领先全球（2017）



资料来源：Pitney Bowes，安信证券研究中心

新业务有序推进，保持核心资源投入定力。公司在继续深耕快递主业的同时，用快递流量嫁接周边市场、周边需求、周边产品，陆续布局了韵达快运（已经从上市公司剥离）、韵达供应链、韵达国际、末端服务以及商业、广告宣传等周边产业链和新业务，打造快递综合服务提供商。公司目前新业务体量占比仍较小，18 年快递主业收入占比近九成。

图 10：公司实施“守正开放、多元协同、一超多强”的发展战略

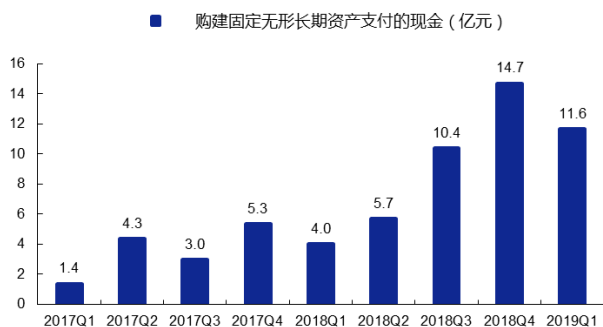


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

核心基础设施资源持续投入，打造“站在科技轮子上的快递巨人”。

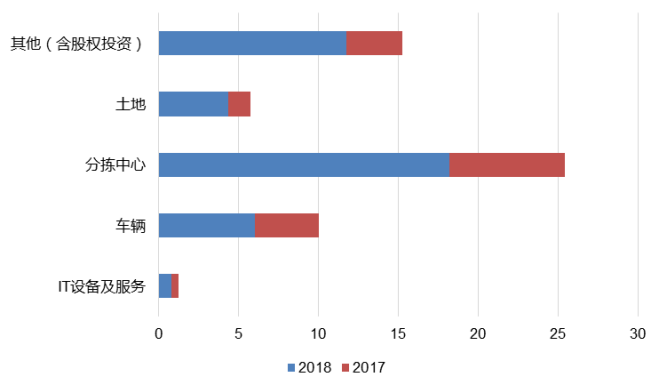
公司上市以来不断加大基础设施资源投入力度，18年公司完成投资额超40亿元，主要投向车辆、分拣中心、土地、IT等，进一步提升网络运能与自动化水平。

图 11：韵达资本开支持续加大



资料来源：Wind，安信证券研究中心

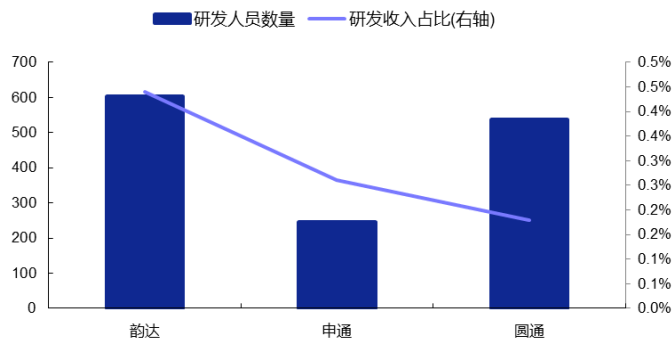
图 12：韵达资本开支拆分（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

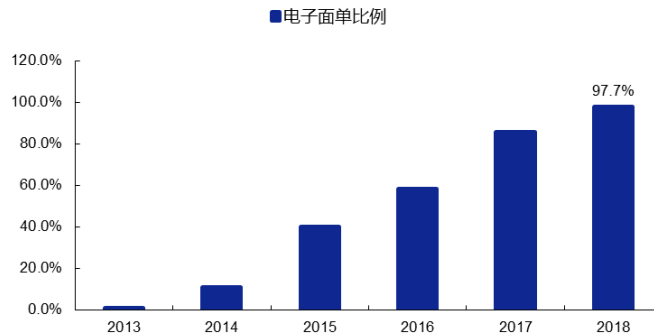
科技研发投入水平领先通达同行。18年公司研发人员达到604人，研发人员占比6.9%，研发投入规模6069万元，研发投入占收入比例0.4%，均领先同行，公司率先完成IT系统的顶层设计，对人、车、货、路由、数据、资金等全链路核心要素进行大数据、信息化基础设施建设；致力于打造成为“站在科技轮子上的快递巨人”。

图 13：韵达研发投入领先同行



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 14：韵达基本实现电子面单全覆盖



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2.2. 战术层面：精细化管理能力突出，不断提升核心竞争力

在清晰的发展战略背后需要具体的战术层面执行落地，韵达在执行层面同样表现优秀，公司创始人低调、实干，高管团队稳定，行业经验丰富，在转运、网点、干线等核心环节公司精细化管理水平突出，公司竞争力水平不断提升。

### 1) 核心高管团队稳定，行业经验丰富

公司除创始人外，主要高管成员均系职业经理人，在快递物流行业和相关专业化领域深耕多年，具备丰富的行业经验，同时我们也注意到公司上市以来核心高管团队十分稳定，这也保



证了公司战略的良好执行。

图 15: 公司核心高管团队简介

<b>聂腾云</b> 董事长兼总经理	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司<b>创始人及实际控制人</b></li> <li>现任韵达控股董事长兼总经理</li> </ul>
<b>周伯根</b> 副总裁	<ul style="list-style-type: none"> <li>具有<b>19年</b>快递运营经验，于2000年9月加入上海韵达货运有限公司</li> <li>目前担任韵达控股股份有限公司董事兼副总经理</li> </ul>
<b>赖世强</b> 副总裁	<ul style="list-style-type: none"> <li>具有<b>14年</b>快递运营经验，于2005年6月加入上海韵达货运有限公司</li> <li>目前担任韵达控股股份有限公司董事兼副总经理</li> </ul>
<b>杨周龙</b> 副总裁	<ul style="list-style-type: none"> <li>博士学历，于2010年1月加入上海韵达货运有限公司</li> <li>目前担任韵达控股股份有限公司董事兼副总经理</li> </ul>
<b>符勤</b> 副总裁兼董秘	<ul style="list-style-type: none"> <li>硕士学历，于2010年11月至2013年3月担任浙江森马服饰股份有限公司人力中心总监；2013年4月至2014年12月担任上海豫园黄金珠宝集团有限公司副总裁</li> <li>2015年4月加入上海韵达货运有限公司，目前担任韵达控股股份有限公司董事、董事会秘书兼副总经理</li> </ul>
<b>谢万涛</b> 副总裁兼财务总监	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国注册会计师(CICPA)。2006年12月至2008年8月担任华通物流集团有限公司财务总监；2008年9月至2016年2月担任德威集团(中国含香港及东南亚)首席财务官</li> <li>2016年2月加入上海韵达货运有限公司，目前担任韵达控股股份有限公司副总经理兼财务总监</li> </ul>

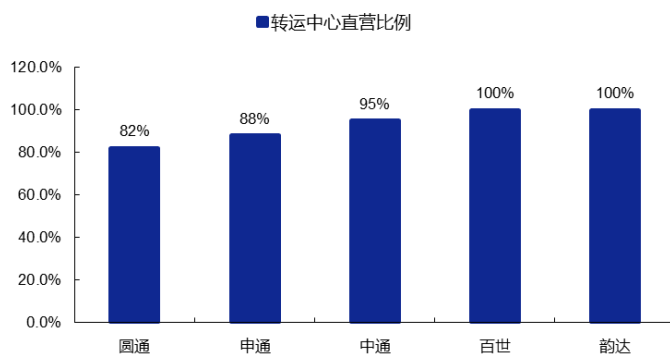
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 2) 转运: 布局持续优化+自动化投入, 中转操作成本行业领先

转运环节上, 业内首创转运中心, 加盟商实现就近管理。通达系快递公司中最早重视转运中心建设的是韵达。韵达 99 年成立, 加盟模式让公司高速发展, 直到 **2003 年**, 总部与加盟商的利益难以平衡, 为此韵达不得不开始管理系统化, 开始意识到建立转运中心的重要性。自此之后, 韵达就开始建转运中心, 最早建立无锡和杭州转运中心, 公司逐步通过转运中心实现对加盟商和网点的就近管理。另外, 转运中心在当时还有一个重要功能——有利于资金回笼, 过去加盟商是发完件后再补交面单费, 有了转运中心后总部能够预收加盟商面单费, 解决了加盟商拖欠问题。

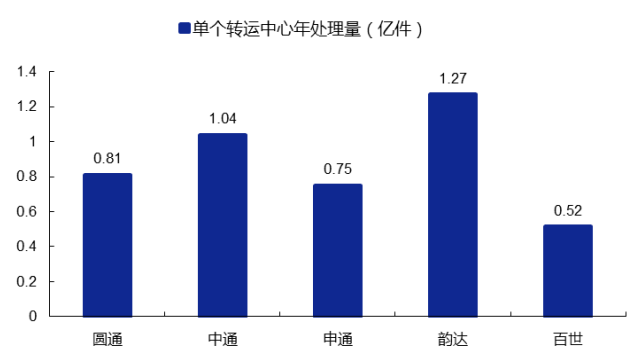
转运中心数量不断优化, 实现 **100% 直营**, 总部管控能力强。自 **2013 年**开始, 公司对全网 80 多个转运中心进行了优化布局, 将部分区域内二级转运中心合并至一级转运中心, 截止到 18 年底, 公司全网转运中心精简到 54 个, 并且实现 100% 直营 (同行直营比例最高), 总部对于全网管控能来进一步加强。

图 16: 通达系转运中心直营比例比较



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 17: 通达系单个转运中心处理能力对比



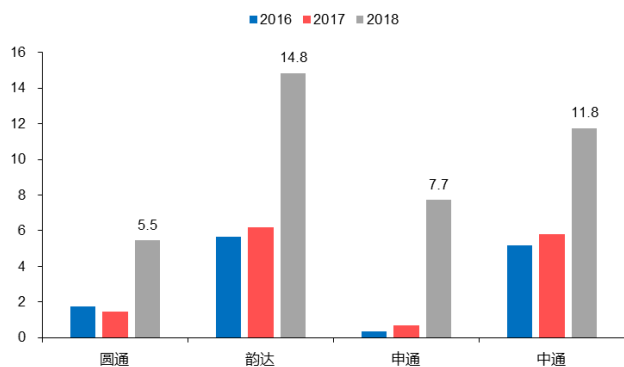
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公司单个转运中心处理效率高。根据 18 年数据, 韵达业务量位居行业第二, 而且转运中心

的数量均不及同行（韵达 54 个、中通、圆通 82 个，申通 68 个，百世 106 个），这意味着韵达单个转运中心的处理效率高于同行（单个年处理量 1.27 亿票，比中通高 22%）。

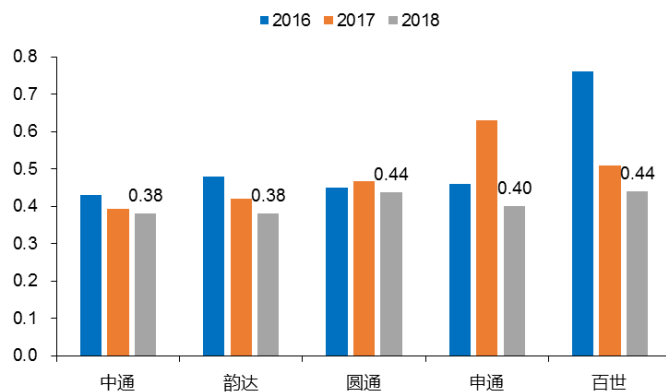
**自动化分拣设备持续投入，中转操作成本领先同行。**近年公司持续保持对自动化设备的投入和改造，16-18 年自动化设备新增规模领先同行，公司单票成本逐年改善，18 年单票中转操作成本 0.38 元（同比-9.5%），与中通持平，低于同行。自动化设备的投入也使公司人均效能不断提升，18 年中转人均年处理件量 126 万件，大幅领先同行。

图 18: 16-18 年各大快递企业机器设备新增投入 (亿元)



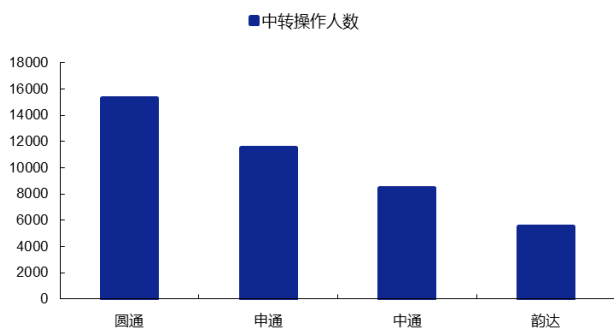
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 19: 韵达单票中转成本领先同行



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

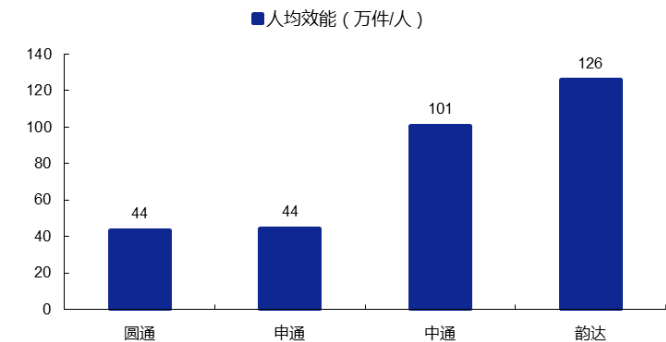
图 20: 通达系中转操作员工数比较



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：中通为测算值；其余采用生产人员数据。

图 21: 韵达中转人均效能领先同行

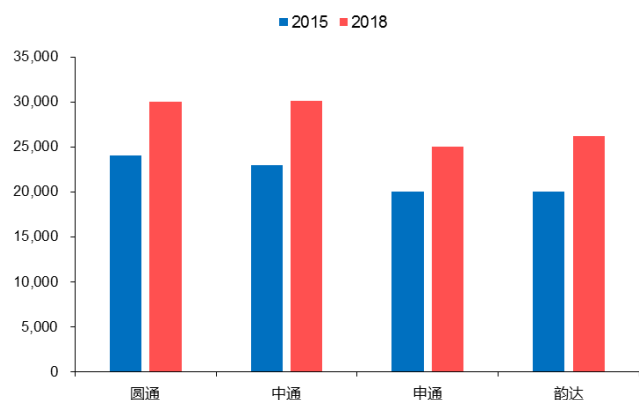


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3) 网点：网络颗粒度细化，加盟商积极性高

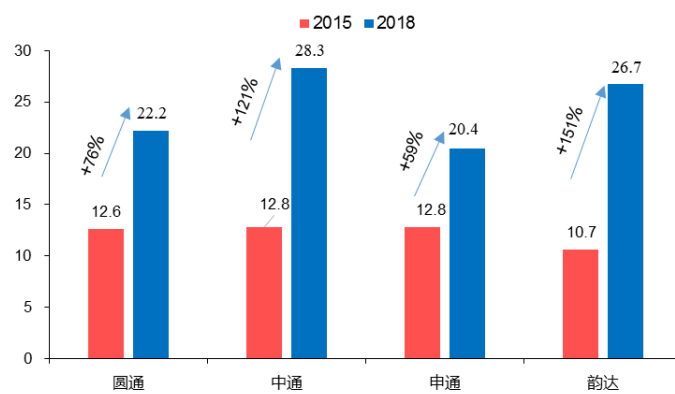
从 15-18 年的网点数据看，末端网点从 20000 家增长到 18 年 26149 家（增幅 31%，同行最高），公司网络颗粒度细化一方面使得公司更容易获得民营资本的进入，同时也细化了市场竞争，提高了网点开拓客户的积极性。15-18 年公司单个网点包裹量增幅 151%，亦领先同行。而公司对于前五大客户的依赖度也较低（18 年前五大客收入占比仅 5.7%）。

图 22: 通达系网点数量比较



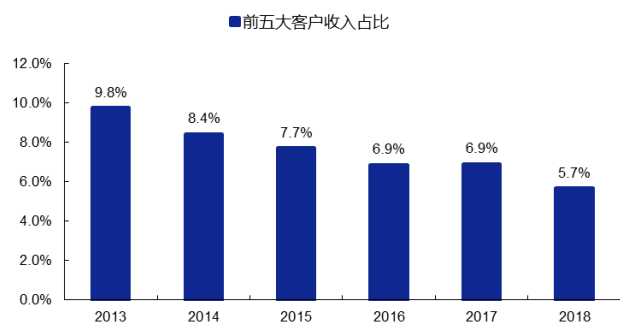
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 23: 通达系单个网点包裹量 (万件/年)



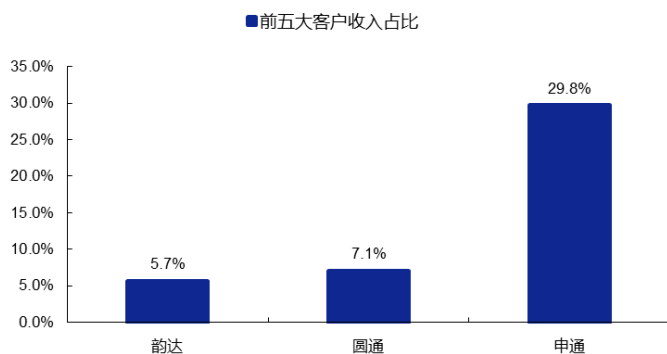
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 24: 韵达前五大客户收入占比逐年下降



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 25: 韵达前五大客户收入占比低于同行 (2018)

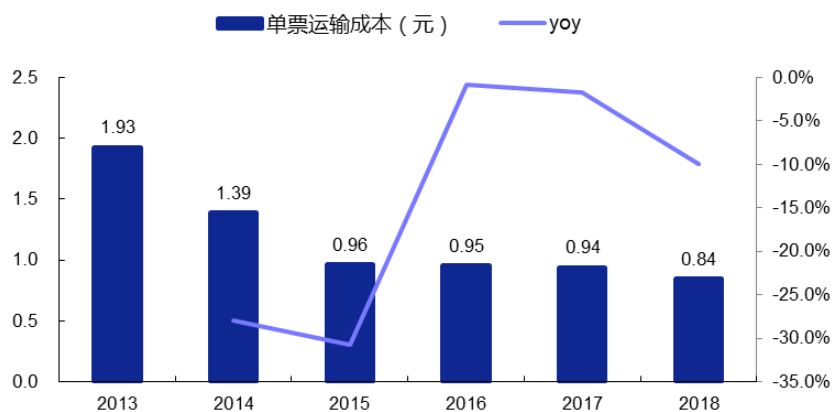


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

#### 4) 干线运输: 首开直跑, 创新付费模式, 运输成本不断改善

从数据上看, 2013-2018 年, 公司单票运输成本从 1.93 元下降到 18 年的 0.84 元, 降幅达到 56%; 我们发现 13-15 年公司单票运输成本改善最为明显 (单票降幅达 0.97 元), 而 15 年以后成本改善幅度趋缓。

图 26: 韵达单票运输成本逐年走低

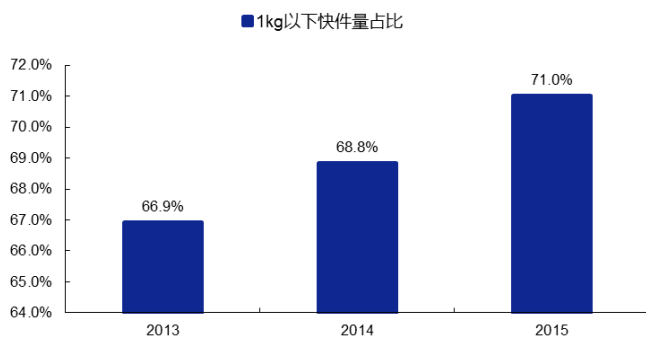


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

为何 13-15 年成本下降最快？我们认为主要是：

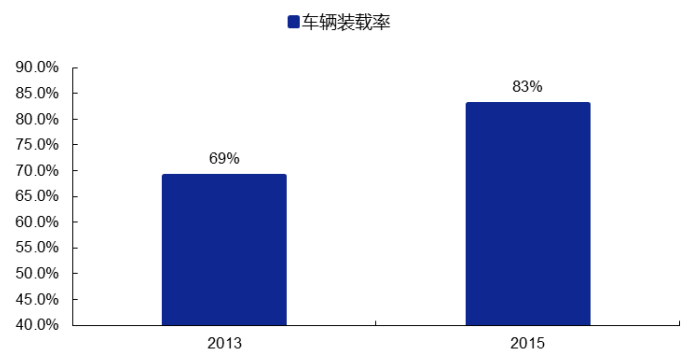
- A. **路由设计优化**，13-15 年公司对运输路由进行优化设计和调减，转运中心从 80 多个调减到 50 多个，运输线路从 4500+ 条下降到 3900 余条，同时公司采取一级路由转运的形式——较多的采取点对点直发，线路进一步拉直。这种形式有利于提高车辆装载率和干线运输效率，相应地会降低干线运输成本。
- B. **首开网点直跑+创新付费模式**。2014 年 12 月起，在货源匹配的条件下，公司开展加盟商网点自跑业务试点，这也是业内的首次尝试，由加盟商来承担部分干线运输成本，15 年由加盟商自跑承担的运输量占全部业务完成量的 15.46%；另外，2015 年 5 月起，公司开始推行**承包车模式**（公司自购车辆租给运输公司，运输公司提供运输服务），采用**按单公斤计费结算固定线路**的创新模式（我们看到后期同行也陆续从以车型、距离等计费模式转向以公斤计费），充分调动司机的积极性，提升装载率。
- C. **货品结构优化，小件占比提升**。公司通过鼓励加盟商揽收“小而轻”的快件，货品结构不断优化。1kg 以下的小件占比从 13 年的 66.9% 提升至 15 年的 71%（在同行中处于较高水平），同时也进一步提升单车装载率，降低了单件运输成本。

图 27：韵达 1kg 以上快件量占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

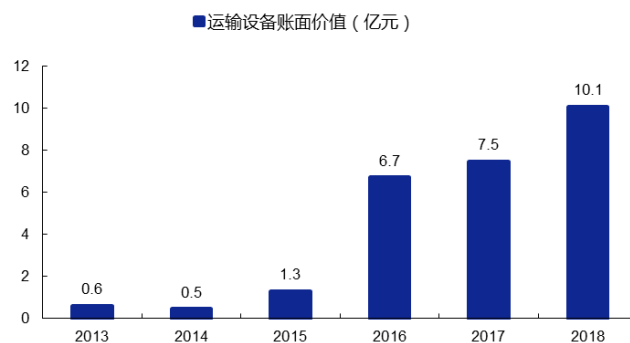
图 28：韵达 15 年车辆装载率较 13 年提升明显



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

而从 16 年开始公司单票运输成本改善幅度趋缓，我们认为可能的原因有：公司从 16 年下半年开始大量采购运输车辆，车辆人工与折旧成本增加；另外，16、17 年公司直跑比例可能有所下降（16H1 直跑占比降至 11.8%），而车辆装载率到 90%+ 后提升亦会放缓。

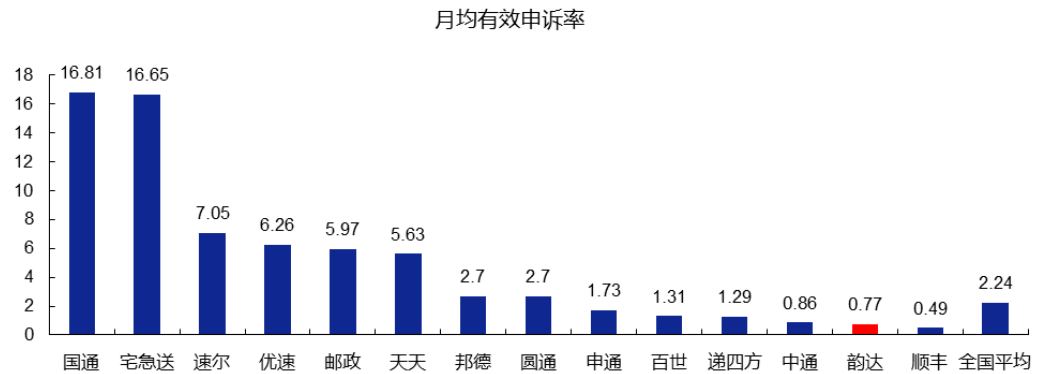
图 29：韵达运输设备账面价值 16 年开始大幅增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

服务、时效表现行业领先。在转运、网点、干线等核心环节不断实施精细化管理背景下，韵达在服务、时效方面亦取得了领先同行表现。18年国家邮政局公布的申诉情况看，韵达月均有效申诉率0.77，仅落后于顺丰，服务表现在通达同行中表现最好。另外，在邮局公布的《2018年快递服务时限准时率测试结果》，韵达全程时效排第三，仅次于顺丰、邮政EMS。

图 30：韵达月均有效申诉率水平领先同行（件/百万）



资料来源：国家邮政局，安信证券研究中心

图 31：韵达全程时效排名领先同行（件/百万）

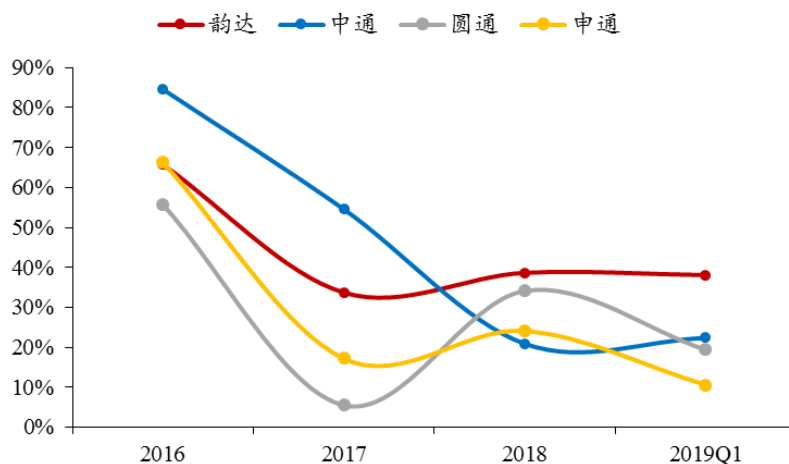
排名/时限	全程时限	寄出地处理时限	运输时限	寄达地处理时限	投递时限	72小时准时率
顺丰速运	1	1	1	1	1	1
邮政EMS	2	3	2	2	2	2
<b>韵达速递</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>3</b>
中通快递	4	6	4	4	5	4
圆通速递	5	8	3	6	3	6
申通快递	6	7	7	5	4	7
百世快递	7	5	6	8	6	5
德邦快递	8	9	8	7	8	8
优速快递	9	4	9	9	9	9

资料来源：国家邮政局，安信证券研究中心

### 3. 公司未来能否持续领先？

韵达上市以来，公司扣非业绩增速跟同行比保持相对领先优势，18年和19Q1公司扣非归母净利润增速39%、38%，为通达系最高。公司利润增速能否持续领先？我们主要从收入端与成本端来分析。

图 32: 通达系各家扣非归母净利润增速比较

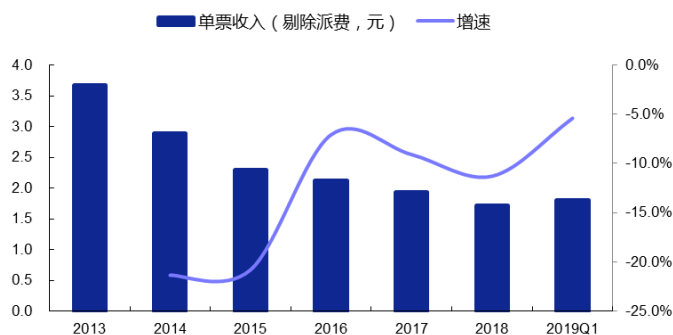


资料来源: 国家邮政局, 安信证券研究中心

### 3.1. 收入端: 价格战影响总体可控

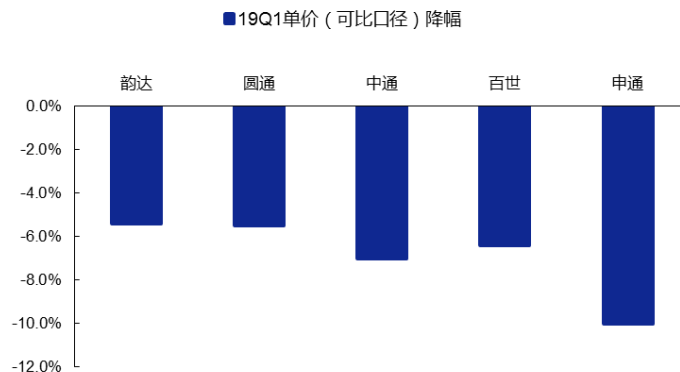
从公司近年单票收入走势看, 价格战对公司的影响总体可控, 尤其是从 19Q1 及 4、5 月份的经营数据来看, 尽管市场竞争仍激烈, 公司单票收入降幅基本维持在 4-5% (剔除派费后的可比口径), 处于通达同行最低水平。我们认为公司领先同行的时效、服务水平已经具备了较强的客户粘性。

图 33: 韵达单票收入降幅收窄



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 34: 韵达 19Q1 单票收入降幅同行最小



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

注: 圆通、申通单票收入数据口径有调整

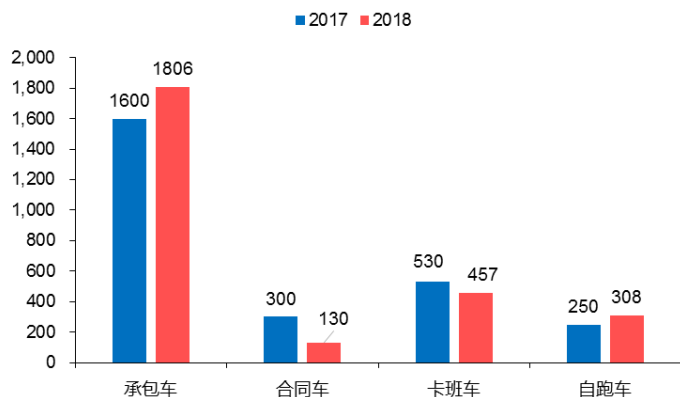
### 3.2. 成本端: 干线运输具备改善空间, 中转优势有望保持

#### 1) 运输成本: 对标中通仍有较大提升空间

18 年公司单票运输成本 0.84 元, 同比下降 10%, 而运输成本管控最好的中通, 单票运输成本仅 0.68 元, 韵达运输成本若能追赶上中通仍有 24% 的提升空间。

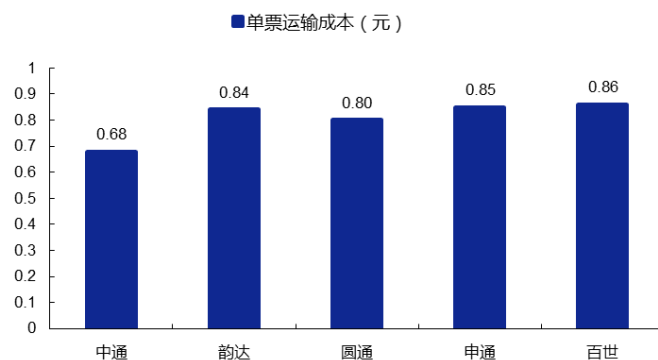
韵达单票运输成本相对较高, 我们认为主要原因在于公司干线运输以承包车为主 (18 年经营租赁租出运输车辆资产 7.8 亿元, 自有车资产仅 2.3 亿元), 自有车占比较小 (未披露具体数据), 而中通自有车占比达 82% (15-17 米大车占比高), 未来随着公司自有车以及大车、甩挂车的占比进一步提升, 单票运输成本有望追赶中通。

图 35：韵达 17-18 年各类运输模式日均发车数（次）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 36：通达系 2018 年单票运输成本比较

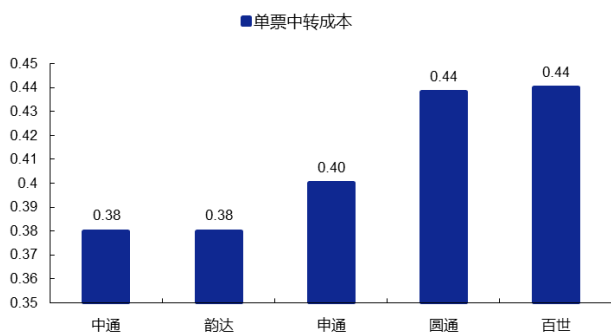


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2) 中转操作成本：成本领先优势仍将继续保持

18 年公司单票中转成本 0.38 元，与中通均为同行最低，从机器设备资产累计值以及新增投入情况看，韵达中通均保持着较大的优势。考虑到中转建设、设备升级的建设周期基本在两年左右，即使同行加大投入力度，韵达在保持既定投入规模情况下，中转环节的优势仍将保持。

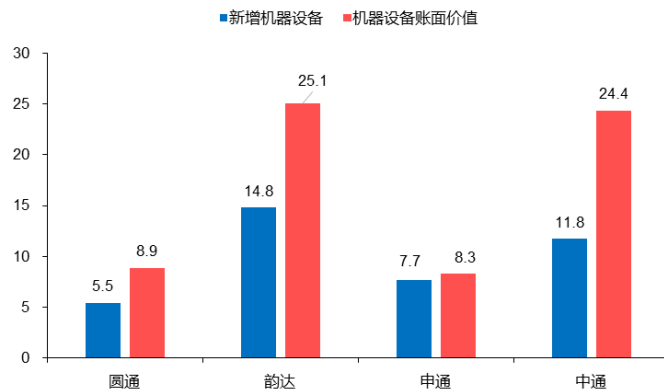
图 37：韵达、中通单票中转成本领先（元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：申通为全网模拟测算值

图 38：通达系 2018 年机器设备新增与账面价值（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

综上所述，我们认为在价格战对公司收入端的影响不宜过分担忧，公司单票收入下降趋势总体可控，另外，成本端，公司在运输成本上相比中通仍有较大的改善空间，未来可通过提高自有车、甩挂车占比进一步降低运输成本；考虑到公司在中转环节的持续投入以及同行追赶需要一定时间，韵达在中转环节的优势仍有望保持。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 核心假设

- 1) 预计公司 19-21 年市场份额逐年提升，对应业务量增速分别为 40%、32%、25%；
- 2) 快递市场价格竞争仍然激烈，但单票收入降幅总体可控，19-21 年公司单票快递收入（剔除派费）分别同比-8%、-5.6%、-5%；
- 3) 公司核心资源持续投入以及规模效应，中转、运输环节成本仍有下降空间，19-21 年单票快递成本（剔除派费）分别同比-7.6%、-5.4%、-4.7%。

图 39：韵达快递业务收入、成本拆分预测

单位：元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
业务量（亿件）	47.2	69.9	97.8	129.1	161.4
yoy	46.9%	48.0%	40.0%	32.0%	25.0%
单票收入（剔除派费）	1.94	1.72	1.58	1.49	1.42
yoy	-9.1%	-11.3%	-8.0%	-5.6%	-5.0%
其中：单票面单收入	0.73	0.67	0.61	0.58	0.55
yoy	-20.1%	-8.4%	-8.0%	-5.0%	-5.0%
单票中转收入	1.21	1.05	0.97	0.91	0.86
yoy	-0.4%	-12.8%	-8.0%	-6.0%	-5.0%
快递业务收入（剔除派费，亿元）	91.4	120.0	154.6	192.6	228.7
yoy	33.5%	31.3%	28.8%	24.6%	18.8%
单票成本	1.38	1.22	1.13	1.07	1.02
yoy	-6.7%	-11.4%	-7.6%	-5.4%	-4.7%
其中：单票运输成本	0.94	0.84	0.78	0.74	0.70
yoy	-1.6%	-10.0%	-8.0%	-5.0%	-5.0%
单票中转成本	0.42	0.38	0.35	0.33	0.31
yoy	-12.0%	-9.5%	-9.1%	-6.1%	-4.0%
快递业务成本（剔除派费，亿元）	64.9	85.1	110.1	137.5	163.9
yoy	37.1%	31.1%	29.4%	24.9%	19.1%
单票毛利	0.56	0.50	0.45	0.43	0.40
快递业务毛利率	29.0%	29.1%	28.8%	28.6%	28.3%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 4.2. 盈利预测与投资建议

公司深耕快递行业 20 年，战略定位清晰，战术执行层面精细化管理能力突出，随着公司基础设施资源持续投入，成本仍有改善空间，公司有望继续保持稳健增长，未来公司仍将继续受益电商发展红利，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 28.3、34.1、42.0 亿元，对应现价 PE 为 25、21、17 倍，维持“买入-A”评级。



## 5. 风险提示

- 1) 行业需求下行风险。快递的核心驱动力来自电商，电商网购规模增速若出现大幅下滑将导致快递业务量需求不及预期，而快递业务收入作为公司核心主业将受到需求波动影响。
- 2) 价格竞争超出市场预期。目前行业价格战总体可控，但并不排除大规模价格战，侵蚀上市公司利润。
- 3) 成本持续上升风险。运输、人工成本作为公司的主要成本，可能面临油价上升、人工成本大幅攀升的风险，另外公司部分经营场地系通过租赁取得，近年来场地租赁成本也在持续增长。

## 附：韵达简介

### 行稳致远，专注快递 20 年

公司 1999 年 8 月 8 日于上海创立，是集快递、物流、电子商务配送和仓储服务为一体的全国网络型品牌快递企业。2007 年 8 月 8 日，韵达速递成立淘宝事业部，正式开启电商快递配送服务。公司采取“枢纽转运中心和干线网络自营、终端揽派加盟相结合”的“小加盟商制”，既能控制成本又能保证时效，截止 2018 年年底，韵达速递的市占率为 13.77%，位居行业第二；目前，公司旗下已有快运业务、同城配送、跨境物流和“末端 100 米”即时配送等多种业务，累计服务近 100 亿人次，已覆盖 30 多个省、市、自治区，并在英国、荷兰、加拿大、泰国等国家开拓了国际快件物流网络。

图 40：韵达速递发展历史



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

## 公司融资与股权结构

2011 年，获得复星集团、联想创投入股；

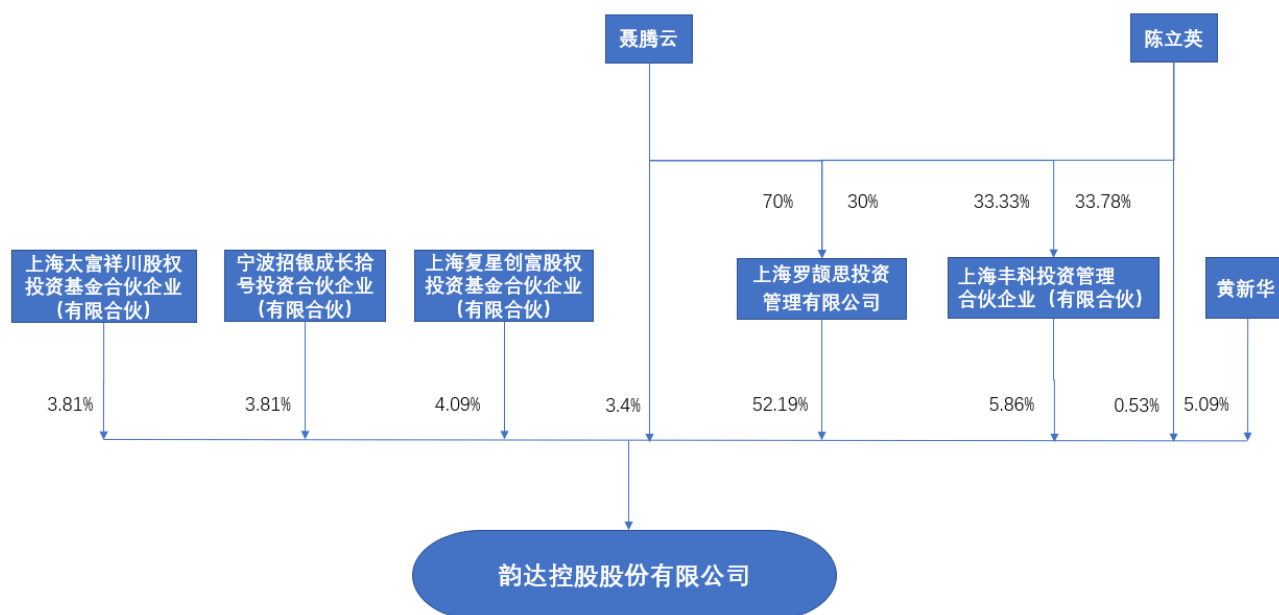
2016 年，获复星集团、中国平安、招商银行、东方富海、云晖投资的联合注资；

2017 年 1 月 18 日，韵达股份在深圳证券交易所正式挂牌上市；

2018 年 4 月，公司完成 39.15 亿元规模的定向增发；

公司第一大股东为上海罗颀思投资管理有限公司，持股 52.19%，实质控制人为聂腾云、陈立英夫妇，两人直接或间接持股公司 60.95% 的股份。

图 41：韵达速递股权结构



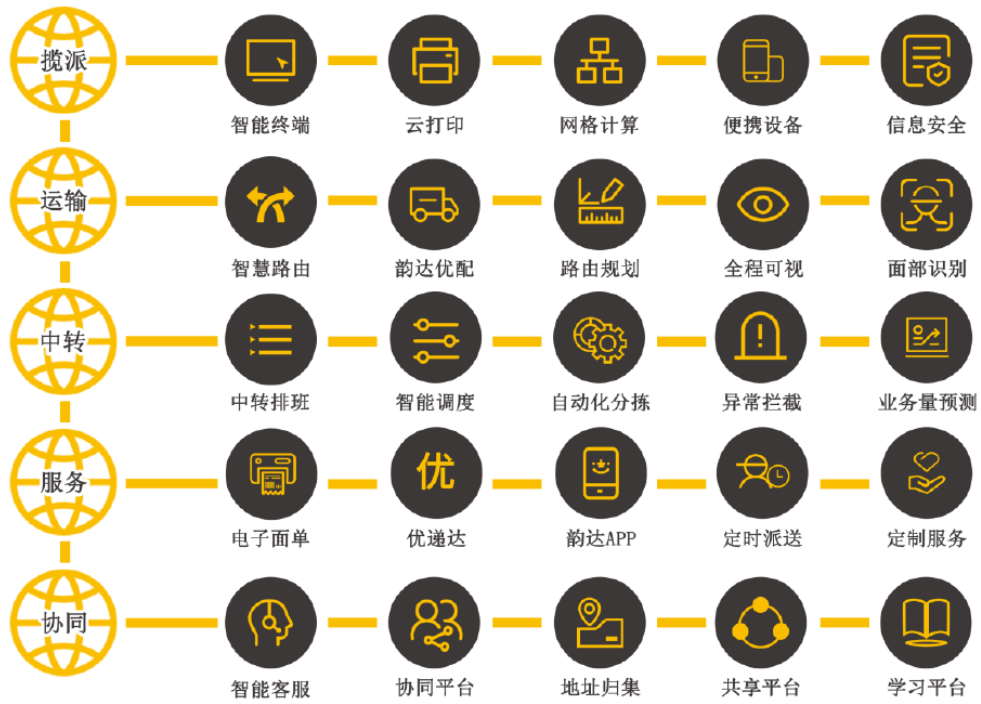
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 业务模式介绍

### 加盟制经营模式

**加盟制经营模式，加速网络扩张：**公司快递业务流程主要环节包括：揽收、中转、干线运输、派送。中转及干线运输环节由公司自营，而末端的揽收及派送环节由加盟商完成。截至 2018 年底，公司拥有加盟商 3464 家，末端网点 26149 个。派送电商件的快递公司多采用加盟模式，这主要是由于快递市场高速发展，加盟模式可以节省公司网络拓展成本，同时以更快的速度进行扩张。

图 42: 韵达业务模式



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	9,985.6	13,856.0	34,462.1	44,884.9	55,833.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	7,091.7	9,973.8	29,235.0	38,361.0	48,020.5	营业收入增长率	35.9%	38.8%	148.7%	30.2%	24.4%
营业税费	23.2	50.3	58.6	76.3	94.9	营业利润增长率	34.5%	66.4%	4.4%	19.7%	22.2%
销售费用	139.3	174.6	275.7	269.3	323.8	净利润增长率	35.0%	69.8%	5.0%	20.2%	23.2%
管理费用	628.6	788.7	1,550.8	1,795.4	1,954.2	EBITDA 增长率	40.5%	64.1%	9.6%	22.8%	22.0%
财务费用	-6.0	-17.1	-11.6	-14.3	-13.0	EBIT 增长率	32.7%	67.8%	4.6%	19.6%	22.3%
资产减值损失	22.8	24.9	23.9	24.4	24.1	NOPLAT 增长率	33.7%	64.6%	7.0%	19.6%	22.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-12.8%	229.8%	51.7%	-0.3%	16.7%
投资和汇兑收益	66.5	757.7	450.0	150.0	100.0	净资产增长率	39.9%	119.7%	25.7%	17.6%	18.0%
<b>营业利润</b>	2,174.9	3,619.9	3,779.7	4,522.8	5,529.0	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-29.0	-69.4	-44.6	-56.0	-52.5	毛利率	29.0%	28.0%	15.2%	14.5%	14.0%
<b>利润总额</b>	2,145.9	3,550.5	3,735.1	4,466.7	5,476.4	营业利润率	21.8%	26.1%	11.0%	10.1%	9.9%
减:所得税	558.4	948.2	933.8	1,116.7	1,369.1	净利润率	15.9%	19.5%	8.2%	7.6%	7.5%
<b>净利润</b>	1,589.3	2,698.0	2,833.4	3,405.2	4,195.9	EBITDA/营业收入	25.8%	30.5%	13.5%	12.7%	12.4%
						EBIT/营业收入	21.5%	26.0%	10.9%	10.0%	9.9%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	93	98	57	53	45
						流动营业资本周转天数	-23	13	29	17	6
货币资金	1,809.6	1,920.0	2,757.0	2,611.1	3,389.4	流动资产周转天数	144	194	124	110	92
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	14	15	7	7	7
应收帐款	421.0	716.8	623.4	1,122.2	1,049.2	存货周转天数	1	1	0	0	0
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	290	357	222	208	186
预付帐款	18.7	40.6	56.9	60.4	73.0	投资资本周转天数	100	145	112	104	90
存货	24.5	38.9	50.4	66.8	80.0	<b>投资回报率</b>					
其他流动资产	2,484.6	7,453.5	10,000.0	10,000.0	10,000.0	ROE	30.5%	23.5%	19.6%	19.9%	20.7%
可供出售金融资产	468.4	837.7	1,000.0	1,000.0	1,000.0	ROA	16.9%	14.4%	11.4%	12.2%	13.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	54.0%	101.9%	33.1%	26.1%	32.0%
长期股权投资	51.7	90.8	1,090.8	2,090.8	3,090.8	<b>费用率</b>					
投资性房地产	46.6	43.8	93.8	193.8	293.8	销售费用率	1.4%	1.3%	0.8%	0.6%	0.6%
固定资产	2,819.8	4,717.2	6,213.5	6,949.6	6,988.2	管理费用率	6.3%	5.7%	4.5%	4.0%	3.5%
在建工程	155.4	385.6	471.4	522.8	553.7	财务费用率	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
无形资产	760.5	1,222.1	1,770.2	2,495.6	3,392.4	三费/营业收入	7.6%	6.8%	5.3%	4.6%	4.1%
其他非流动资产	338.9	613.9	351.7	368.3	408.3	<b>偿债能力</b>					
<b>资产总额</b>	9,399.6	18,080.9	24,479.0	27,481.3	30,318.7	资产负债率	44.1%	36.2%	40.7%	37.9%	33.5%
短期债务	-	400.0	1,424.0	-	-	负债权益比	78.9%	56.7%	68.7%	61.0%	50.5%
应付帐款	2,899.3	4,388.5	5,356.5	8,069.9	7,403.4	流动比率	1.16	1.57	1.55	1.34	1.44
应付票据	52.9	117.3	40.6	66.0	67.4	速动比率	1.15	1.56	1.54	1.33	1.43
其他流动负债	1,147.8	1,573.1	1,890.2	2,226.8	2,650.5	利息保障倍数	-357.96	-210.30	-325.96	-314.34	-425.90
长期借款	-	-	1,205.1	-	-	<b>分红指标</b>					
其他非流动负债	45.8	60.3	50.0	50.0	50.0	DPS(元)	0.14	0.37	0.25	0.36	0.46
<b>负债总额</b>	4,145.8	6,539.2	9,966.4	10,412.6	10,171.4	分红比率	19.7%	30.2%	20.0%	23.3%	24.5%
少数股东权益	42.2	81.3	49.2	-6.0	-94.6	股息收益率	0.4%	1.1%	0.8%	1.1%	1.4%
股本	1,217.3	1,712.8	2,226.6	2,226.6	2,226.6						
留存收益	4,017.9	9,808.0	12,236.8	14,848.0	18,015.4						
<b>股东权益</b>	5,253.7	11,541.7	14,512.6	17,068.6	20,147.4						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,587.5	2,602.3	2,833.4	3,405.2	4,195.9	EPS(元)	0.71	1.21	1.27	1.53	1.88
加:折旧和摊销	486.2	691.1	869.8	1,187.1	1,433.7	BVPS(元)	2.34	5.15	6.50	7.67	9.09
资产减值准备	22.8	24.9	-	-	-	PE(X)	44.7	26.3	25.1	20.9	16.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.6	6.2	4.9	4.2	3.5
财务费用	0.0	19.2	-11.6	-14.3	-13.0	P/FCF	36.1	-24.9	109.4	86.7	34.9
投资损失	-66.5	-757.7	-450.0	-150.0	-100.0	P/S	7.1	5.1	2.1	1.6	1.3
少数股东损益	-1.9	-95.7	-32.1	-55.2	-88.6	EV/EBITDA	20.6	11.6	15.0	11.7	9.5
营运资金的变动	824.0	-3,912.1	-1,020.6	2,540.1	-234.2	CAGR(%)	28.3%	16.4%	33.3%	28.3%	16.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	2,968.4	3,714.5	2,189.1	6,912.9	5,194.0	PEG	1.6	1.6	0.8	0.7	1.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,512.4	-7,728.4	-3,762.3	-3,650.0	-3,400.0	ROIC/WACC	5.2	9.8	3.2	2.5	3.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	-71.8	4,070.9	2,410.3	-3,408.8	-1,015.7	REP	3.9	0.6	1.7	2.1	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

明兴声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
杨萍			
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034