

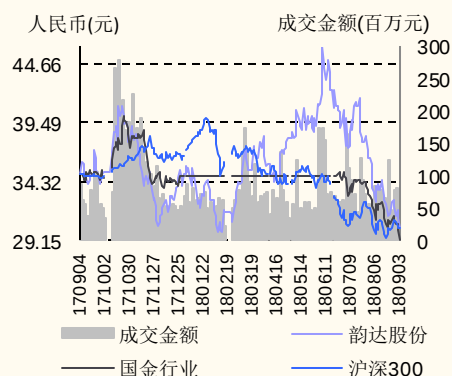
韵达股份 (002120.SZ) 买入 (维持评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 30.19 元
目标价格 (人民币): 40.00-42.00 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 235.05
总市值(百万元) 51,708.36
年内股价最高最低(元) 46.20/29.88
沪深 300 指数 3321.83
中小板综 8623.09



相关报告

- 1.《业务量增速持续领跑，成本+服务筑牢护城河-韵达股份半年报点评》，2018.8.27
- 2.《一季度业务量高增长，经营质量稳步提升-韵达股份公司点评》，2018.5.2
- 3.《高品质保障业务量持续高增长，“一体两翼”打造综合物流生态圈-...》，2018.4.27
- 4.《高品质持续拉动业务量高增长，规模优势显现单位费用下降-韵达股...》，2017.10.26
- 5.《重视产能升级替换，快递调价或预示行业竞争拐点-韵达股份公司研...》，2017.10.16

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

“韵”筹帷幄，决胜通“达”

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.161	1.306	1.497	1.556	1.949
每股净资产(元)	3.68	4.28	8.58	10.26	12.40
每股经营性现金流(元)	1.91	2.39	1.05	3.06	3.93
市盈率(倍)	43.40	35.06	20.17	19.40	15.49
净利润增长率(%)	2263.06%	35.01%	61.29%	3.97%	25.23%
净资产收益率(%)	31.53%	30.50%	22.69%	19.74%	20.46%
总股本(百万股)	1,013.65	1,217.25	1,712.76	1,712.76	1,712.76

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **业绩增长较快，凸显公司成长性：**韵达 17 年实现营收 99.86 亿元 (+35.86%)，归母净利 15.89 亿元 (+35.01%)，扣非净利 15.40 亿元 (+33.71%)，EPS1.31 元/股。18H1，实现营收 59.03 亿元 (+36.95%)，归母净利 10 亿元 (+33.78%)，扣非净利 9.31 亿元 (+30.15%)，利润增速超预期。公司业绩增速保持在较高水平，成长性优势突出。
- **业务量增速持续领跑，轻量化致单票收入下降：**17 年韵达完成快递业务量 47.20 亿件 (+46.86%)，18 年 1-7 月完成快递业务量 35.58 亿件 (+51%)，高出行业增速 23.5pct，7 月市占率达 13.8%。7 月韵达业务量增速仍高出圆通、申通 7.4pct，持续领跑行业。H1 单票收入 1.74 元 (-12.56%)，主要原因在于同期单票重量下降 13.66%，以及电子面单使用率提升和加盟商直跑，公司定价能力不减。
- **科技赋能全网，服务&成本优势筑牢护城河：**韵达在信息化管理和自动化设备投入方面走在行业前列，科技赋能全网，利于降本增效。服务质量持续提升，7 月申诉率仅 0.25，通达系最低。韵达通过转运中心自营、信息化+智能化投入、优化路由和运输模式，保持较强的成本管控力。13-18H1，单票成本从 2.86 元下降至 1.21 元，降幅近 6 成，保证了高毛利率的维持 (H1 为 30.64%)。以服务质量开拓市场，以成本优势维持盈利，看好公司竞争力。
- **“一体两翼”打造综合物流生态圈：**韵达积极向综合物流服务商转型，以快递核心业务为主体，深挖产品细分，积极推进快递业务“向西向下”，发掘潜在需求。同时拓展快运、同城、跨境和仓配等新业务板块，打造坚实两翼。18H1，快运业务实现业务量 44.2 万吨，收入 1.56 亿元 (占总营收 2.6%)，分别较期初增长 585.27%和 587.14%；韵达联合仓仓储业务量较去年增长 200%；国际业务上，公司进口业务同比增长 111%，出口业务同比增长 68%。“两翼”逐渐张开，为公司带来新增长点。

投资建议

- 考虑到单票收入降低及下半年公司转让丰巢股权预计带来投资收益 4.4 亿元，我们对盈利预测进行了调整。预计韵达股份 18-20 年 EPS 分别为 1.50、1.56、1.95 元，对应 PE 为 20、19、15 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 电商增速下滑导致快递需求下滑，行业竞争加剧，信息化、智能化提升程度、新业务发展不及预期，18 年 12 月 7732 万股限售股解禁等。

内容目录

1.国内快递第一梯队，成功借壳新海股份.....	5
1.1 韵达历史沿革	5
1.2 引入战投助力发展，成功借壳新海股份.....	5
1.3 “一体两翼”打造综合物流生态圈.....	7
2.一体：聚精会神深耕快递主业，护城河不断拓宽加深.....	9
2.1 以快递为核心，业绩增势喜人.....	9
2.2 单票收入持续下降，成本管控优秀.....	10
2.3 转运中心 100%自营降本增效，终端加盟服务网络日渐完备.....	11
2.4 末端多样性服务，增强品牌粘性	13
3.快递行业的发展趋势.....	14
3.1 电商增速放缓，行业降速换挡，但韧性仍在.....	14
3.2 竞争格局：龙头进一步分化，行业加速向头部集中	15
3.3 向西向下向外，开辟新增长点.....	17
4.韵达在快递领域的竞争优势	19
4.1 服务质量提升带动业绩良性循环	19
4.2 优秀的成本管控能力.....	20
4.3 信息化+智能化赋能全网，站在科技轮子上快马加鞭	24
5.两翼：快运、同城、跨境、仓配四管齐下，多元化布局开辟新增长点	26
5.1 进军快运，开辟新增长点.....	26
5.2 布局同城即配，智慧物流定胜负	28
5.3 跨境寄递成增长亮点，韵达积极布局国际业务	32
5.4 韵达联合仓，打造仓配一体化供应链	33
6.盈利预测与投资建议.....	36
7.风险提示	38

图表目录

图表 1：韵达股份公司发展大事记.....	5
图表 2：韵达股份十大股东明细（截至 2018 年 H1）	6
图表 3：非公开发行募集资金用途.....	6
图表 4：韵达股份主营业务构成（亿元）	7
图表 5：韵达股份主要产品和服务.....	8
图表 6：韵达股份“一体两翼”发展战略.....	8
图表 7：韵达业务量增速持续高于行业，市占率近 14%.....	9
图表 8：韵达 2014-2018H1 收入和利润增长情况.....	10
图表 9：韵达有效申诉率在可比公司中处于领先地位（有效申诉件数/百万件快件）	10
图表 10：韵达有效申诉率持续低于行业平均水平（有效申诉件数/百万件快件）	10

件)	10
图表 11: 韵达 2013-2018H1 单票收入、成本和毛利变化情况	11
图表 12: 韵达采用“自营与加盟有益结合”的经营模式	12
图表 13: 韵达转运中心自营比率领先通达系	12
图表 14: 2017 年韵达加盟商及服务网络分布情况	12
图表 15: 韵达服务网点覆盖全国	13
图表 16: 各快递公司市占率变化情况 (%)	15
图表 17: 2018 年 1-7 月各快递公司业务量增速 (%)	15
图表 18: 快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8 不断提升	16
图表 19: 快递行业单票价格降幅收窄	16
图表 20: 中国快递服务质量指数变化情况	16
图表 21: 中西部地区快递业务量增速较快, 潜力巨大	17
图表 22: 2013-2017 年农村网民规模及互联网普及率	18
图表 23: 2014-2017 年农村网络零售额增长情况	18
图表 24: 2015-2017 年海关跨境电商零售进出口额及增长率	18
图表 25: 韵达有效申诉率通达系最低 (有效申诉件数/百万件快件)	19
图表 26: 韵达单票收入、成本及毛利变化情况 (元/件)	20
图表 27: 韵达单票成本变化情况分拆 (元/件)	20
图表 28: 韵达 2013-2018H1 单票收益变化趋势 (元/件)	21
图表 29: 韵达、圆通、中通单票成本对比 (元/件)	21
图表 30: 韵达、圆通、中通快递业务毛利率对比 (%)	21
图表 31: 韵达转运中心自动化升级项目投资计划 (单位: 万元)	22
图表 32: 韵达、圆通、中通固定资产投入及增速对比	22
图表 33: 韵达、圆通、中通新增机器设备投入情况 (百万元)	23
图表 34: 韵达、圆通、中通运输设备账面价值 (百万元)	24
图表 35: 韵达 2015-2017 年研发人员数量增长情况	25
图表 36: 韵达 2015-2017 年研发投入金额增长情况	25
图表 37: 快运与快递的区别	26
图表 38: 2017 年我国公路货运细分市场规模 (万亿)	27
图表 39: 各大快递公司进军快运领域	27
图表 40: 即时配送行业用户规模增长情况	28
图表 41: 即时配送行业订单规模增长情况	28
图表 42: 即时配送与传统快递的区别	29
图表 43: 顺丰、圆通、韵达均布局同城即配领域	30
图表 44: 云递配运营模式	30
图表 45: 云递配利用大数据前沿技术提升配送效率	31
图表 46: 跨境电商交易规模和渗透率逐渐提升	32
图表 47: 跨境寄递业务成增长亮点	32
图表 48: 仓配一体化与各环节分离的物流模式对比	33

图表 49：韵达仓配一体化解决方案.....	34
图表 50：韵达联合仓系统平台.....	35
图表 51：韵达股份 2018-2020 年盈利预测.....	37

1.国内快递第一梯队，成功借壳新海股份

1.1 韵达历史沿革

1999年8月，聂樟清和聂腾云借款50万元作为注册资本，成立上海韵达货运有限公司。经过近20年的发展，韵达注册资本已增加至17.13亿元，成为国内知名快递物流企业，跻身民营快递领先者，与中通、圆通和申通并称“三通一达”，稳居行业第一梯队，并于17年初成功借壳新海股份登陆中小板块，更名为“韵达股份”，目前市值约520亿元。

公司的发展可以分为三个阶段。从创立到2006年，是公司为快递业务发展奠基的阶段，这一阶段，国内快递主要依赖企业物流需求的增长，公司在此阶段不断积累，拓展业务量和公司规模，员工人数由一开始的17人快速上升至千人。2007年电商开始爆发式增长，一直到2012年，这5年间，随着电商以势不可挡的态势发展壮大，随之产生的快递需求也在飙升，推动快递行业不断扩张。公司抓住机遇，于2007年与淘宝网签约并成立淘宝事业部，正式开启电商快递配送之路。在电商发展的推动下，公司的业务量激增，快速成长为行业龙头企业之一。2013年以来，在深耕快递核心业务的同时，公司也不断拓展业务范围，深入推进“一体两翼”发展战略，努力构建“以快递核心业务为主体、以周边产品开发和新业态发展为两翼”的综合物流生态圈，目前已经布局韵达快递、韵达快运、韵达仓配一体化供应链、韵达国际等业务板块，并且每个板块的业务都进一步细分，业务网络不断向纵深发展，同时2015年韵达成立优递爱网购商城，布局跨境电商，产业链不断延长拓宽，生态圈框架初现。

图表 1：韵达股份公司发展大事记

时间	大事记
1999年	韵达品牌在上海创立，员工仅17人
2001年	韵达速递总部乔迁至上海市物华路178号，营业面积从300平方米变为6000平方米
2002年	韵达速递官方网站正式上线
2005年	韵达速递总部乔迁至北青路88号，占地面积20000平方米
2007年	韵达速递与淘宝网签约，成立淘宝事业部，正式开启电商快递配送服务
2009年	韵达速递总部乔迁，成立台湾公司和香港公司，韵达速递同城限时达登陆淘宝网，与阿里巴巴签约，成为阿里巴巴诚信通首批战略合作加盟物流商
2010年	韵达速递获“2010中国电子商务百强企业”称号，获得“中国民用航空运输销售代理业务资格认证”
2014年	韵达速递在中国·杭州跨境贸易电子商务进口业务启动暨产业园开园仪式上宣布，将携手中外运进入跨境电子商务领域 韵达速递跨境电子商务平台——优递爱(uda)网上购物商城(http://www.udamall.com)宣布正式上线，标志着韵达速递正式进军跨境电子商务市场
2015年	与上海良友便利签约，开启零售业O2O和C2B双向业务合作新模式 韵达速递全国服务热线95546启用 开通美国、新西兰服务中心，与印度最大快递公司TCI XPS合作，进军印度市场
2016年	复星集团、中国平安、招商银行、东方富海、云晖投资等五大财团联合注资韵达；宣布借壳新海股份
2017年	成功上市，更名为“韵达股份”；快运业务起网
2018年	非公开发行股票工作完成；投资浙江驿栈，退股丰巢

来源：公司官网、公司公告、国金证券研究所

1.2 引入战投助力发展，成功借壳新海股份

2011年，韵达率先实施资本战略，成为最早走上资本化发展道路的国内快递企业，陆续引入战略投资者：上海复星创富、天津君睿祺(15年退出)、上海太富祥川、宁波招银、宁波中钰。16年2月28日，复星集团、中国平安、招商银行、东方富海、云晖投资等五大财团联合注资韵达，并在部分业务上展开战略合作，全面助推韵达进化升级。

截至2018年中报，上海罗颀思投资管理有限公司持有公司股份52.26%，较一季度末比例下降了4.22%，为公司控股股东，上海丰科投资管理合伙企业

(有限合伙)持股 5.87%，黄新华持股 5.10%，均较一季度末的持股比例稍有下降，主要原因是非公开发行股份带来的稀释作用。聂腾云、陈立英夫妇通过控制上海罗顿思、上海丰科、桐庐韵嘉等成为公司的实际控制人，公司股权结构较稳定。

图表 2：韵达股份十大股东明细（截至 2018 年 H1）

排名	股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
1	上海罗顿思投资管理有限公司	687,552,476	52.26
2	上海丰科投资管理合伙企业（有限合伙）	77,215,143	5.87
3	黄新华	67,070,814	5.10
4	上海复星创富股权投资基金合伙企业（有限合伙）	59,476,585	4.52
5	上海太富祥川股权投资基金合伙企业（有限合伙）	50,183,627	3.81
6	宁波招银成长拾号投资合伙企业（有限合伙）	50,183,627	3.81
7	聂腾云	44,768,001	3.40
8	中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深	20,125,786	1.53
9	深圳富海臻界物流二号投资企业（有限合伙）	14,161,634	1.08
10	平安资产-工商银行-鑫享 3 号资产管理产品	12,578,616	0.96
合计		1,083,316,309	82.34

来源：公司公告、国金证券研究所

继顺丰、圆通、申通之后，韵达也欲借壳上市借助资本力量寻求跨越式发展，2016 年 7 月宣布作价 180 亿（后改为 177.6 亿元）借壳新海股份，资产增值率为 548.51%，除顺丰外估价最高。作为最晚启动“借壳上市”的五大巨头之一，韵达于 16 年 12 月 15 日即获证监会核准批复，12 月 23 日新增 A 股上市，17 年 1 月 18 日赶超顺丰完成整个上市流程，共耗时 6 个月 14 天，耗时最少，很好地证明了其资产的优质和估值的合理性。本次借壳上市，公司承诺 2016、2017 和 2018 年实现扣非归母净利润分别不低于 113,039 万元、136,037 万元和 155,960 万元。目前，公司已达成 2016 及 2017 年度的业绩承诺。

上市后，公司又及时启动了非公开发行股票募资计划，募集不超过 39.2 亿元资金，投入转运中心自动化升级和供应链智能信息化系统建设等项目，并于 2018 年 4 月完成此次非公开发行股票工作。此次融资主要投入信息化、智能化相关项目，有利于筑牢公司核心竞争力，也契合目前快递行业的发展方向。

图表 3：非公开发行募集资金用途

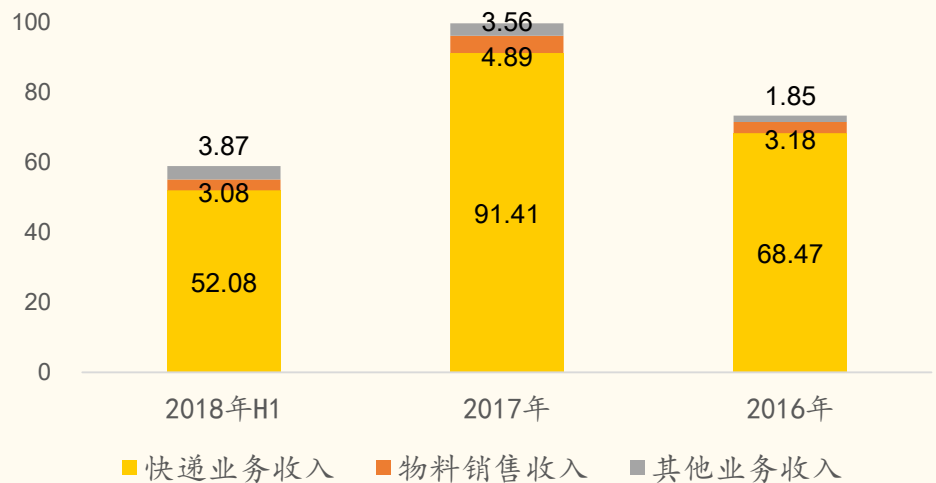
序号	项目名称	募集资金拟投入金额（万元）
1	智能仓配一体化转运中心建设项目	13,601.69
2	转运中心自动化升级项目	205,243.08
3	快递网络运能提升项目	103,104.00
4	供应链智能信息化系统建设项目	69,570.60
	合计	391,519.37

来源：公司年报、国金证券研究所

1.3 “一体两翼”打造综合物流生态圈

公司较顺丰、申通等企业而言起步较晚，但近年来发展迅速，作为后起之秀大有赶超前人之势。公司一直以快递业务为核心，历年以快递业务收入为主要营收来源，2017 年快递业务收入占全部营收的 91.54%。除了快递业务收入外，公司营收中还包括物料销售收入和其他业务收入，占比 8.46%。其中，快递收入主要由中转费收入与面单收入构成，物料销售收入主要是向加盟商销售与快递相关的物料、包装等，依附快递业务而存在。2018 年 H1 快递业务收入占比为 88.23%，较 17 年有所下降，表明其他业务板块正在快速发展，占营收比例在提升。

图表 4：韵达股份主营业务构成（亿元）



来源：公司公告、国金证券研究所

在以快递核心业务为主体进行发展的基础上，公司积极嫁接周边产业、市场和资源，不断拓展业务布局，目前已形成包含**韵达快递**、**韵达快运**、**韵达仓配一体化供应链**和**韵达国际**等业务板块协同发展的格局。在拓宽业务范围的同时，公司也在不断深挖不同业务的细分需求，产品线不断丰富，很好地满足不同客户多元化和个性化的需求。

在快递产品领域，形成了包含标准快递服务、增值服务和时效产品（“橙诺达”、“准时达”、“裹裹派单”及新开发的“优递达”）在内的完整产品线。快运领域虽然刚起步不久，但也已形成电商大件、小票零担和惠至达等不同产品分类。同城即配领域也已上线云递配和同城代派等服务。

图表 5：韵达股份主要产品和服务



来源：公司年报、国金证券研究所

可见，公司在发展快递核心业务的基础上，不断向周边领域拓宽业务布局，同时深挖产品线，使得公司的业务网络在广度和深度上不断延伸，符合公司“一体两翼”的发展战略，“以快递核心业务为主体、以周边产品开发和新业态发展为两翼”的综合物流生态圈已经初具规模，有力地为公司未来的良好发展奠定坚实基础。

图表 6：韵达股份“一体两翼”发展战略



来源：公司年报、国金证券研究所

2.一体：聚精会神深耕快递主业，护城河不断拓宽加深

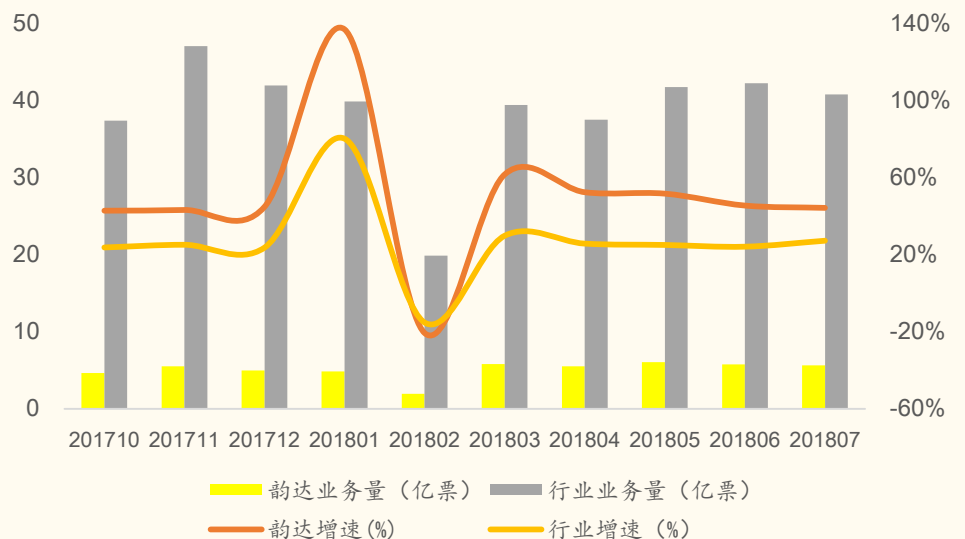
2.1 以快递为核心，业绩增势喜人

韵达作为国内快递行业第一梯队的领军企业之一，一直以快递核心业务为主体，聚精会神深耕快递主业，追求“向客户提供无与伦比的快递服务体验”的伟大愿景。同时，根据地域性、时效性和个性化需求，公司采取了“客户分群、产品分层”的竞争策略，在快递业务领域形成了丰富的细分产品，包括标准快递服务，以韵必达、准时达和裹裹派单为代表的时效产品，和开放平台、代收货款等一系列的增值服务。

韵达十分注重智能化和信息化建设，通过将网络信息平台、自动化智能化设备与业务深度融合，采取自营转运枢纽、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，17 年公司在快递业务量、营业收入与利润、全程时效、客诉率、客户满意度等经营与服务指标上取得了靓丽成绩。

业务量方面，17 年韵达完成快递业务量 47.20 亿件，同比增长 46.86%，远超行业同比 28% 的增速，日均票件超过 1300 万件。18 年 1-7 月，韵达完成快递业务量 35.58 亿件，同比增长 51%，远高于行业 27.5% 的平均增速，业务量超过圆通成为行业第二，经营效率提升和智能化建设带来的成本改善和服务质量提升效果持续显现。同时，韵达的快递市场份额不断提升，17 年底市占率达到 11.83%，而根据行业最新数据，2018 年 7 月韵达市占率已经达到 13.8%。

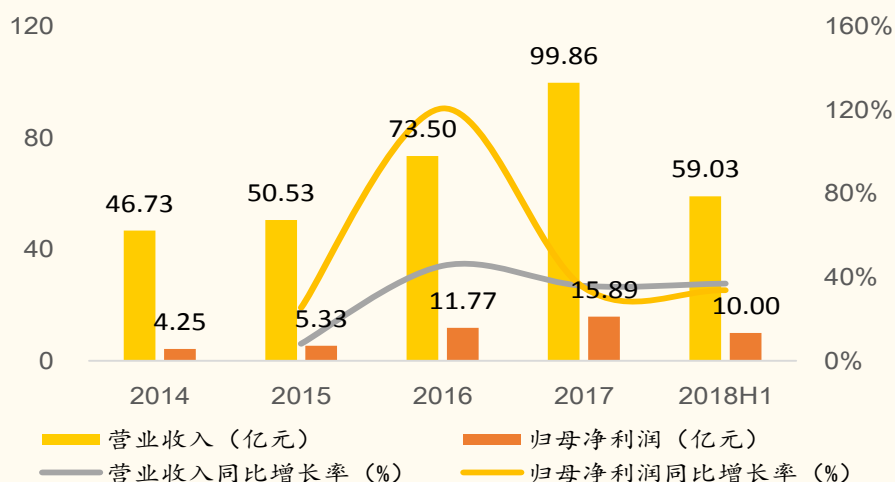
图表 7：韵达业务量增速持续高于行业，市占率近 14%



来源：国家邮政局、公司公告、国金证券研究所

收入和利润方面，公司 2017 年实现营业收入 99.86 亿元，同比增长 35.86%，归母净利润 15.89 亿元，同比增长 35.01%，扣非归母净利润 15.40 亿元，同比增长 33.71%，实现基本每股收益 1.31 元/股，加权平均净资产收益率 35.45%。2018 年 H1，公司实现营业收入 59.03 亿元，同比增长 36.95%，归母净利润 10 亿元，同比增长 33.78%，扣非归母净利润 9.31 亿元，同比增长 30.15%，利润增速超预期，基本每股收益 0.62 元/股（根据最新股本调整）。公司业绩增速保持在较高水平，成长性优势突出。

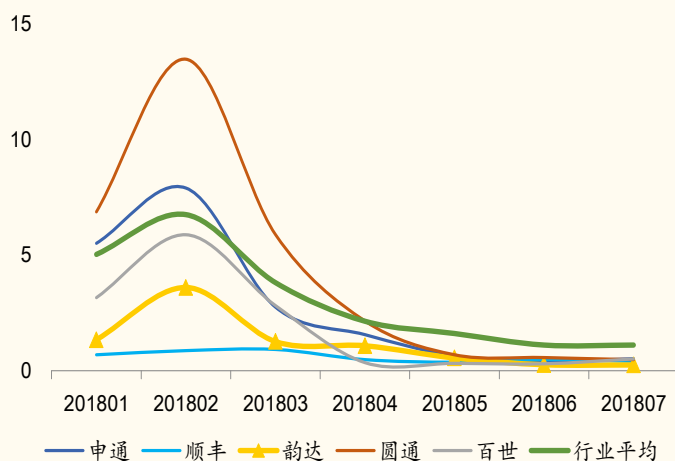
图表 8：韵达 2014-2018H1 收入和利润增长情况



来源：公司公告、国金证券研究所

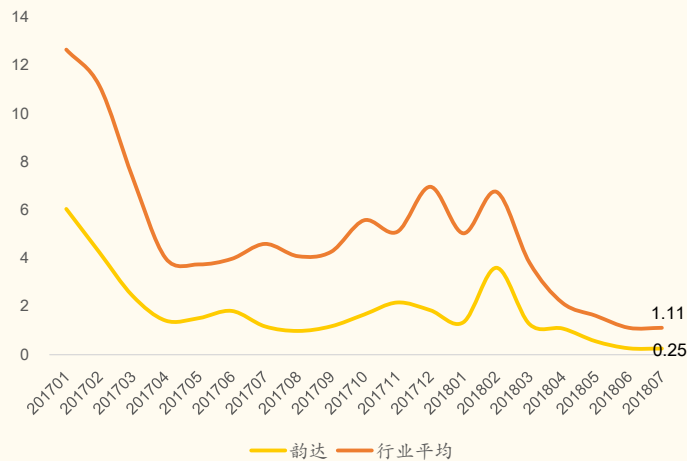
服务质量方面，主要服务指标引领可比公司。根据国家邮政局数据，2017 年公司申诉率指标月均值通达系最低，仅次于顺丰，排名行业第二，12305 顾客满意度在行业中保持领先地位。2018 年来，公司的有效申诉率不断走低，7 月份申诉率已降至 0.25（有效申诉件数/百万件快件），持续低于行业平均水平，服务质量不断改善。时效方面，根据国家邮政局《关于 2017 年快递服务时限准时率测试结果的通告》，韵达 2017 年快递服务全程时限指标紧随顺丰、EMS，排名第三。

图表 9：韵达有效申诉率在可比公司中处于领先地位（有效申诉件数/百万件快件）



来源：国家邮政局、国金证券研究所

图表 10：韵达有效申诉率持续低于行业平均水平（有效申诉件数/百万件快件）



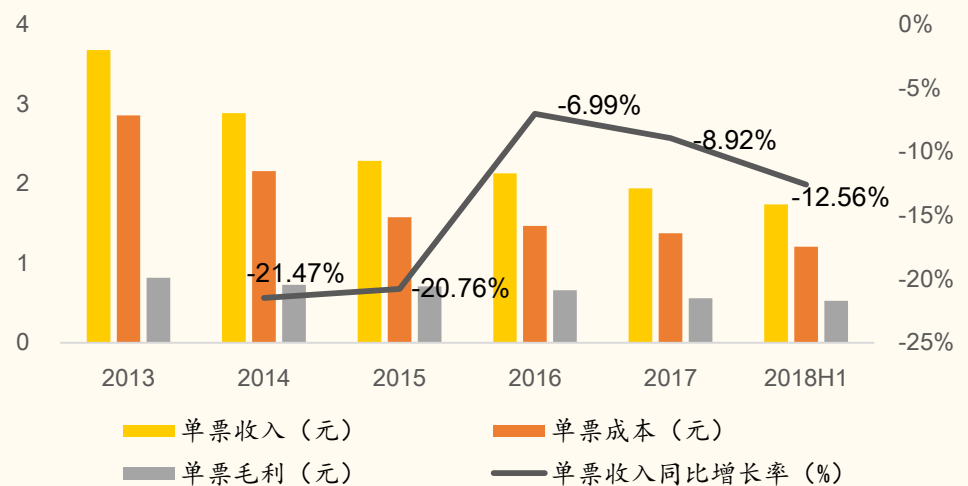
来源：国家邮政局、国金证券研究所

2.2 单票收入持续下降，成本管控优秀

韵达的单票收入包括面单费及中转费，2013 至 2017 年，韵达的单票收入持续下降，从 3.68 元/票下降至 1.94 元/票，降幅为 47.28%。2018 年 7 月，单票收入进一步下降至 1.54 元/票，总降幅 58.15%。而同期，行业单票收入从 13 年的 15.69 元/票下降至 18 年 7 月的 11.80 元/票，降幅 24.79%。韵达为加盟制快递企业，其向加盟商收取的面单及中转费用，可以看作公司单票收入的一部分。在价格战中，快递公司单票收入的降幅大于行业，可见价格战中大部分的价格损失转移给了快递公司而非加盟商，是公司对加盟商进行让利的表现。

公司总部的让利可以使得加盟商利润得到边际改善，有利于激发加盟商揽派件的积极性，同时加盟商成本降低使得其市场上更有竞争力，从而有助于快递业务量的持续增长和市场份额的不断增加。单票收入的下降也与拼多多崛起带来的快递包裹轻量化以及公司注重向小轻件方向优化货品结构有关，2018 年 H1 公司快递服务单票重量同比下降 13.66%，是单票收入降低的主要原因，考虑到单票重量的变化，其实实质上单票收入的变化幅度较小（H1 单票收入 1.74 元，同比降低 12.56%）。此外，电子面单使用率的提升以及加盟商直跑都会使得单票收入有所下降。

图表 11：韵达 2013-2018H1 单票收入、成本和毛利变化情况



来源：公司公告、国金证券研究所

虽然韵达的单票收入在持续下降，但是由于韵达具有出色的成本管控能力，其单票成本近年来也在一直下降，从 13 年的 2.86 元/票下降至 17 年的 1.38 元/票，降幅达 51.75%，大于同期单票收入的降幅。18 年 H1 单票成本进一步下降至 1.21 元，同比降低 12.74%。成本的大幅降低使得韵达可以保持较高的毛利水平。

韵达的快递成本主要包括面单成本和中转成本两部分，其中中转成本主要包含中转运输成本和中心操作成本。而成本之所以可以大幅降低主要有以下几个方面的原因：一是电子面单使用率的提高使得面单成本迅速下降，从 13 年的 0.18 元下降至 17 年的 0.02 元；二是 15 年韵达推出了承包车模式，韵达出资购买车辆，租给运输公司，再购买运输公司的驾驶运输服务，减轻了公司自购车辆的资本开支，同时自有车辆的增多可以提高车辆的满载率，优化运输效率，使得中转运输成本下降；三是转运中心全直营，一方面可以加强总部对转运中心的控制力，充分利用转运中心产能，提高经营效率，另一方面可以增强公司对自动化设备进行投资的意愿，自动化和智能化的提高可以提升分拨效率，减少分拣人力成本，从而有利于公司成本的低位维持。

未来，随着电子面单的进一步推广，以及信息化、智能化程度的进一步增强，规模效应的日益凸显，单票成本依旧有下降空间。韵达以其出色的成本管控能力有望保持较低价格，具备竞争优势。

2.3 转运中心 100%自营降本增效，终端加盟服务网络日渐完备

公司采用“自营与加盟有益结合”的平台化、扁平化经营模式，所有自营枢纽转运中心的设立、投资、运营、管理均由公司总部负责，实现对核心资源与干线网络的控制力；收派两端由具备快递经营许可、资质优良的加盟商提供服务。该模式既有利于提高对票件分拣、中转、运输等物流核心环节的服务质量和全程时效水平，又有利于服务网络的快速扩张和终端资源的灵活配置。

目前，韵达是 A 股首家实现枢纽转运中心 100% 自营的快递企业，自营率显著高于通达系。转运中心自营，使得公司对自动化设备进行投资的意愿增强，自动化和智能化的提高可以提升分拨效率，减少分拣人力成本，从而有利于公司维持低成本。同时公司对土地使用权的投入力度也很大，通过购买土地自建转运中心，可以保证场地的稳定，降低经营风险。

而末端采用加盟模式可以使得企业轻资产运行，成本低，从而价格低，目标市场更为大众化，匹配主流快递市场用户的需求。同时，加盟模式的渗透率较高，符合数量众多、分布零散的消费者需求，新增加盟商的边际成本很低，能很好地保证规模扩张的灵活性，有助于快递企业覆盖率的迅速提升。截至 2018 年 H1，韵达在全国共拥有约 3400 家加盟商及 20423 家配送网点（含加盟商），加盟比例为 100%，网点数量较年初增加 5.10%。17 年底韵达服务网络已覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，地级以上城市除青海的玉树、果洛州和海南的三沙市外已实现 100% 全覆盖。可见，自营与加盟结合的经营模式助力公司的服务网络不断突破，目前在国内外已经形成了较为完备的高覆盖。

图表 12：韵达采用“自营与加盟有益结合”的经营模式



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 13：韵达转运中心自营比率领先通达系

	转运中心数量	其中：自营数量	自营比例
韵达	54	54	100%
圆通	118	64	54%
申通	68	50	74%
中通	83	76	92%

来源：公司公告、公司官网、国金证券研究 注：除申通截至 18H1 外其余数据截至 2017 年年末

图表 14：2017 年韵达加盟商及服务网络分布情况

节点类型	广东大区	上海大区	北京大区	江苏大区	浙江大区	华中西南大区
加盟商	291	409	740	640	426	873
网点及门店	2331	1676	3245	2729	1729	4343
转运中心	6	5	10	13	11	8

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 15：韵达服务网点覆盖全国



来源：公司官网、国金证券研究所

2.4 末端多样性服务，增强品牌粘性

韵达一直将末端服务作为实现“向客户提供无与伦比的快递服务体验”愿景的关键点，下大力气在“最后一公里”及“末端 100 米”方面持续发力。

以往，快递行业末端配送痛点颇多，严重影响了用户的服务体验。用户方面，快递配送等待时间长、配送时间段不灵活导致无法及时取件，自提点太远或自提时寻件困难等等问题，导致末端配送成了整个快递服务环节中客户体验最差的部分。快递公司方面，成本上，劳动密集型的配送成本越来越高，配送方面的支出将成为一大负担；时间上，尽管快递公司长距离的中转时效不断提升，但是末端短短的一段配送距离，由于涉及与客户的交互，比如配送时等待用户和大量的“二次配送”，就要耗费大量的时间。

针对以上痛点，末端配送要解决的主要问题就在于：1) 灵活的取件时间、方便的取件地点；2) 减少“二次配送”；3) 尽量降低人工配送到户比例。可以采取的主要方式有快递自提点、智能快递柜和众包物流等方式。而韵达提供全方位解决方案，在快递自提点（自建&加盟）和智能快递柜方面均有布局。同时还通过开发、上线“韵掌柜”、“韵镖侠”APP 等移动办公工具，提升加盟商业务运营管控能力，助力快递员化解因送货时间冲突、效率低下等导致的“最后一公里”痛点。截至 2018 年 H1，韵达合作便利店、物业及第三方合作资源超过 2.3 万个，可使用的智能快递柜 15 万个。在对末端配送的布局上，短期内虽然增加了投入和成本，但长期看，随着中国劳动力红利的逐渐消失，末端的信息化自动化建设未来能显著降低配送的人工成本。此外，随着快递行业集中度和竞争格局的改变，未来客户体验将是决定企业长久发展的重要因素，而对末端配送网络的完善可以有效改善客户体验，有助于服务质量的提高，客户粘性的提升，进而促进营业收入的进一步增长。

而目前，解决末端配送痛点的最理想模式便是智能快递柜，市场需求巨大。同时，政策也明确要求助力智能快递柜的发展，《快递业发展“十三五”规划》明确提出到 2020 年，智能快件箱投递快件占比至少要达到 10%；18 年全国邮政管理工作会指出要解决末端等短板弱项，实施“末端转型升级”行动计划，

适应城市治理新要求，加快推进“快递入区”工程，大力发展第三方和智能终端服务体系。

在需求和政策双轮驱动下，未来智能快递柜的市场前景十分广阔，成为各大快递公司竞相布局的香饽饽。韵达也与速递易、云柜、富友等各大智能快递公司开展合作，截至 2017 年底日投递量已达每天 105 万件。

值得一提的是，韵达于 2015 年 6 月与顺丰、申通、中通、普洛斯一起投资创建“丰巢科技”，合作研发“丰巢”智能快递柜以提供体验最佳的平台化快递收寄交互业务，通过 2017 年 1 月和 2018 年 1 月的两轮增资，韵达及全资子公司宁波梅山保税港区福杉投资有限公司、上海云韵投资管理有限公司合计持有丰巢科技 13.47% 股权。而 2018 年 6 月 14 日，韵达发布公告称拟将公司及全资子公司合计持有的丰巢科技 13.47% 的股权，转让给深圳玮荣，交易完成后，韵达及福杉投资、云韵投资将不再持有丰巢科技的股权。当天，申通也发布公告，宣布转让“丰巢科技”全部股权。

韵达退出丰巢一方面可能是与丰巢的盈利状况不理想有关，据申通公告，2018 年 1-5 月丰巢的营业收入为 2.88 亿元，净利润为-2.49 亿元。另一方面，可能是竞业禁止协议和快递公司站队的体现，在 5 月，韵达退出丰巢之前，发布公告称公司全资子公司福杉投资与圆通、中通、申通和百世等企业，向菜鸟全资子公司浙江驿栈增资，其中，福杉投资出资 7.17 亿元，将持有浙江驿栈 10% 的股权。通达系退出丰巢，投资浙江驿栈，反映出通达离开顺丰转向阿里的布局，将必然使得智能快递柜格局发生改变，形成丰巢、菜鸟和中邮速递易三足鼎立的局面。

此次转股，我们认为，对韵达来说利大于弊。首先，丰巢盈利状况欠佳，及时退出可以避免后续的亏损对公司业绩的影响。其次，转股后，丰巢表示与韵达的业务合作保持不变，同时快递柜费用也不变，加上对浙江驿栈的投资，可以进一步拓展多元化末端派送渠道，对于韵达在末端配送的布局不会造成不利影响。最后，顺丰仅仅是物流公司，而通达的业务来源还是多来自于阿里等电商，此举有弃暗投明的意味，未来通过与阿里的合作，有望获得持续良好的业务增量；同时，菜鸟网络已经形成生态圈，发展潜力不差丰巢，并且目前韵达合作的菜鸟驿站达 1.5 万家，有助于韵达在保证业务量的同时提供更具时效、更高质量的末端派送服务。

3. 快递行业的发展趋势

3.1 电商增速放缓，行业降速换挡，但韧性仍在

过去几年，我国的快递市场跟随电商经历了爆发式的增长，民营企业迅速发展壮大，形成了以顺丰+通达为主的一超多强格局。由于我国快递市场中，电商件的占比超过 60%，随着电商增速逐步趋于稳定，快递行业增速也在换挡。2011-2017 年，我国快递量从 36.7 亿件增长到 400.6 亿件，复合增速高达 50%。但 2017 年，中国快递业务量增速从上年的 51.3% 回落至 28.1%，预示着行业迎来增速下行拐点。2018 年前 7 月，快递业务量为 261.6 亿件，同比增长 27.5%，较 17 年同期下滑 3.2 个百分点。快递行业增速企稳，短期可能保持在 25%-30% 的区间。

同时，2016 年以来，网购规模增速与业务量增速差距在逐步拉大，且全年单月快递业务量略小于 2015 年 11 月水平，说明快递行业已经从产能端转移至需求端，需求的拉动对快递行业的发展至关重要。

虽然目前行业增速下行，但仍存在十足的韧性，短期成长性仍较高。主要体现在以下几个方面。

首先，网络零售额仍保持较高增速。根据商务部《中国电子商务报告 2017》的数据显示，2017 年，全国网上零售额 7.18 万亿元，同比增长 32.2%。其中，实物商品网上零售额 5.48 万亿元，占社会消费品零售总额的比例达到 15.0%。同时，网购用户数量不断增加，截至 2017 年 12 月，我国网络购物用户规模达 5.33 亿，同比增长 14.3%，占网民总数的 69.1%，2011-2017 年共计增加了

3.4 亿人，年均复合增长率达 118.4%。在行业高度 2C 的背景下，用户规模的快速增长有利于快递业务量的增长。

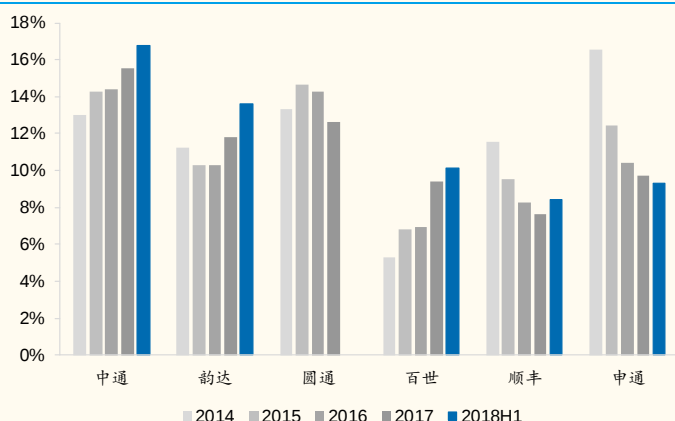
其次，网购行为趋于日常化、轻量多次化，利于快递业务量的提升。一方面是 PC 端逐渐向移动端过渡，2017 年手机网络购物用户规模达到 5.06 亿，同比增长 14.7%，使用比例从 63.4% 增至 67.2%。移动端网购使消费者可以随时随地进行网上购物，相比较 PC 端，购物时间及空间限制进一步被打破，所以移动端消费者购物频率更高，根据测算 PC 端用户网购次数较移动端多 10-15%，而且网购更倾向于日用商品的购买，购物模式偏向小额多次化。

最后，电商新贵拼多多的崛起提供业务增量。在消费升级的背景下，天猫、京东等平台逐渐向高端游走，为中低端市场留出了空间，主打高性价比的拼多多电商拼多多很好地挖掘了这块蛋糕，业务量呈爆发式增长，市占率由 2017 年 Q1 的 2% 迅速提升至 2018 年 Q1 的 5%。拼多多的崛起将成为快递业务的新增长点，而拼多多的成长之路，也映射出三四线城市和农村地区电商巨大的发展潜力。

3.2 竞争格局：龙头进一步分化，行业加速向头部集中

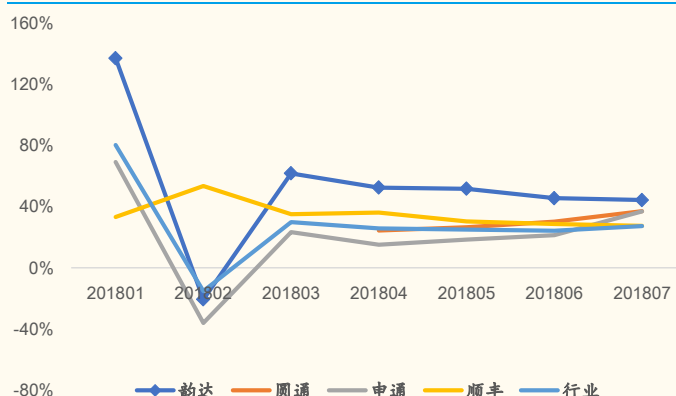
行业发展加速分化，龙头市场份额格局重塑。一方面，受市场竞争、客户需求及服务水平等多重因素影响，快递服务产品进一步细分，快递产品由传统的“标准快递”服务逐渐向附加值更高的时效产品细分，由过去大小包裹混合的“粗放型产品”逐渐向小件包裹、大包裹和快运产品细分，而对于时效产品、小件包裹，享有规模优势和服务优质的龙头快递公司将拥有更强的议价能力和获客渠道。另一方面，受快递网络均衡性、快递服务水平、科技化能力差异等因素驱动，快递市场竞争格局也发生了深刻的变化，部分快递公司因战略调整、经营发展等多种原因，经营发展压力加大，包裹和货品正向部分快递公司流进，龙头企业近两年的经营表现已经出现明显分化，体现在“三通一达”的市占率格局重塑上，从 15-18H1，韵达、中通和百世的市占率稳步提升，而圆通、申通的市占率却在下降，中通 2016 年超越圆通成为行业第一，韵达 2017 年超越申通成为行业第三。2018 年上半年，韵达超过圆通成为第二，7 月市占率达 13.8%，而圆通为 13.4%。百世 18 年 Q2 的市占率提升至 10.5%，超越申通成为行业第四，快递龙头的市场份额排位在加速变化中。市占率格局重塑的背后是快递量增速的明显分化，上半年，韵达业务量同比增长 52%，百世增速 50% 仅次于韵达，远高于行业平均 27.5% 的增速，圆通 6 月业务量增速仅为 30.18%，而申通上半年的业务量增速为 18.6%，低于行业平均水平。

图表 16：各快递公司市占率变化情况 (%)



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 17：2018 年 1-7 月各快递公司业务量增速 (%)

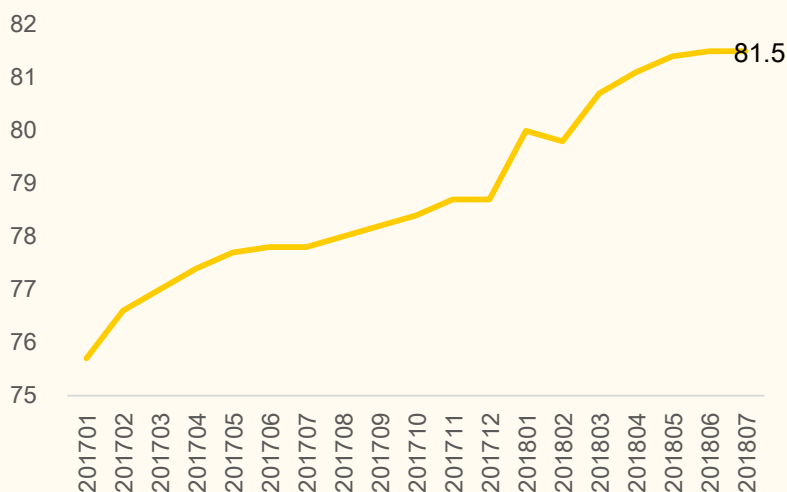


来源：公司公告、国金证券研究所

集中度不断提升，业务量加速向头部聚集。2017 年来，我国快递行业集中度持续提升，快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8 由 2017 年 1 月的 75.7 提升至 2018 年 7 月的 81.5，7 月集中度同比上升 3.7 个百分点，快递市场正加速向头部企业聚集，二三线企业正加速离场，龙头企业的竞争格局进一步改善，

利好网络稳定、具备规模效应和服务质量较高的快递公司，这些公司未来有望进一步提高市占率，从而促进行业的进一步集中，预计 2018 年下半年快递业务量向龙头企业聚集的趋势将延续甚至强化。

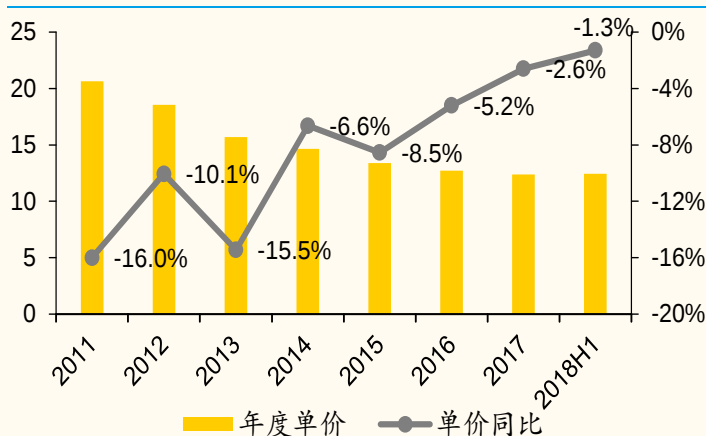
图表 18：快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8 不断提升



来源：国家邮政局、国金证券研究所

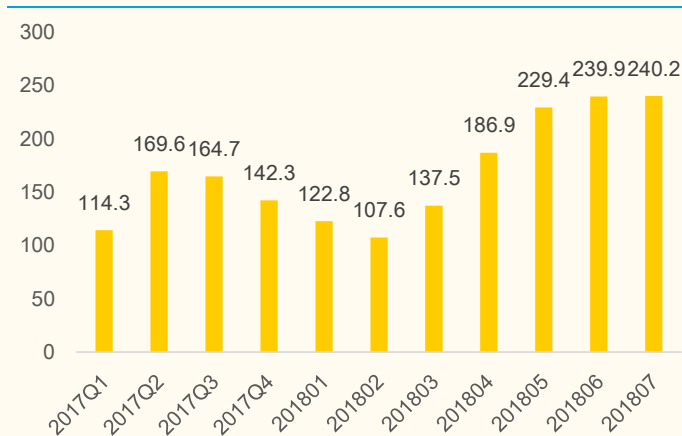
单票价格降幅收窄，价格战转向品质战。从快递单价上看，目前单价仍旧处于下降通道中，但近年来单价降幅持续收窄，从 2015 年的 8.5% 收紧至 2018 年 H1 的 1.3%，同时 2018 年 H1 单价环比提升 2.66%，如果考虑到快递包裹轻量化趋势，则行业单价跌幅更小。在租金、人工和运输等刚性成本的约束下，快递单价的下降空间已经十分有限，未来一段时间有望企稳。从美国快递行业经验来看，单价降低至最低点时，不会马上反弹，而且这一阶段快递公司为保证市场份额依然会持续大量资本支出，从而拉低利润率，再次发动价格战的可能性较小，而价格大概率在较低的价格位维持一段时间，为了保证业务量的增长，在行业集中度提升和消费者对服务品质更加看重的背景下，龙头企业将通过提升服务质量来维持市场竞争力，这从近来快递服务质量指数不断提升中也可以看出。快递行业将由价格战转向品质战，能够保证产品时效，不断提升服务质量的快递公司有望在品质战中脱颖而出，在保持市场份额的同时提高议价能力，从而使得盈利得到边际改善。

图表 19：快递行业单票价格降幅收窄



来源：Wind、国金证券研究所

图表 20：中国快递服务质量指数变化情况

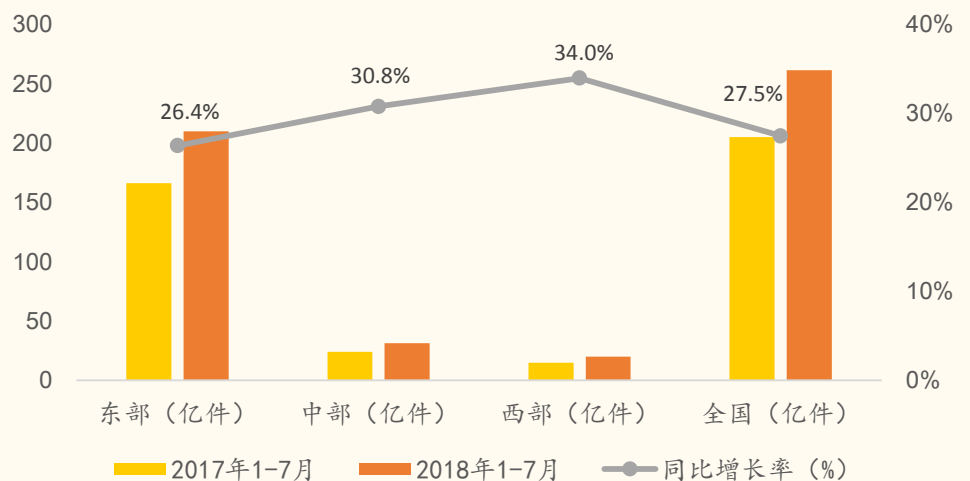


来源：国家邮政局、国金证券研究所

3.3 向西向下向外，开辟新增长点

行业区域性明显，中西部地区潜力巨大。我国快递行业的区域性特征十分明显，快递需求和快递企业集中于东部，特别是长三角、珠三角和京津冀地区，是快递流出流入较多的区域，仅广东和浙江两个省就贡献了 45% 的快递量，而中西部地区由于经济发展水平较低，对于快递流入的需求大于流出，造成中西部地区快递业务量和业务收入占比远小于东部地区。但中西部地区快递需求潜力巨大，18 年来，中部和西部地区的快递量增速都有非常明显的提升，业务量和收入占比也有所增加。据国家邮政局数据，1-7 月，东、中、西部地区快递业务量比重分别为 80.3%、12% 和 7.7%，业务收入比重分别为 80.3%、11.1% 和 8.6%。与去年同期相比，东、中、西部地区的业务量增速分别为 26.4%、30.8% 和 34.0%，而全国整体增速为 27.5%，东部地区低于整体增速，而中、西部地区分别高于整体增速 3.3 和 6.5 个百分点；此外，东部地区快递业务量比重与快递业务收入比重均下降了 0.7 个百分点，中部地区快递业务量比重和快递业务收入比重均上升了 0.3 个百分点，西部地区快递业务量比重和快递业务收入比重均上升了 0.4 个百分点。目前，中西部地区的快递需求仍未被充分发掘，未来，随着拼多多等电商的崛起，线上消费将不断向中西部地区渗透，中西部地区有望带来可观的业务增量，成为新的增长点。

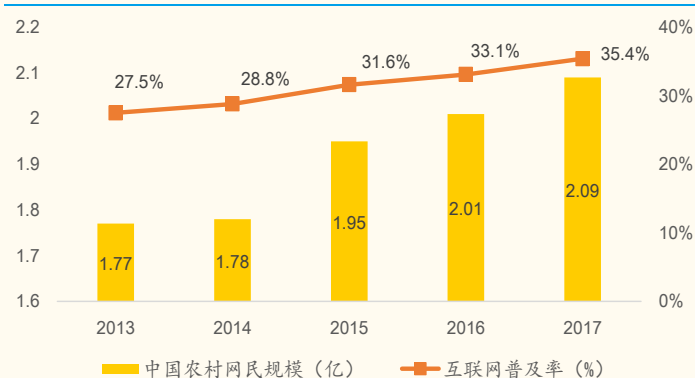
图表 21：中西部地区快递业务量增速较快，潜力巨大



来源：国家邮政局、国金证券研究所

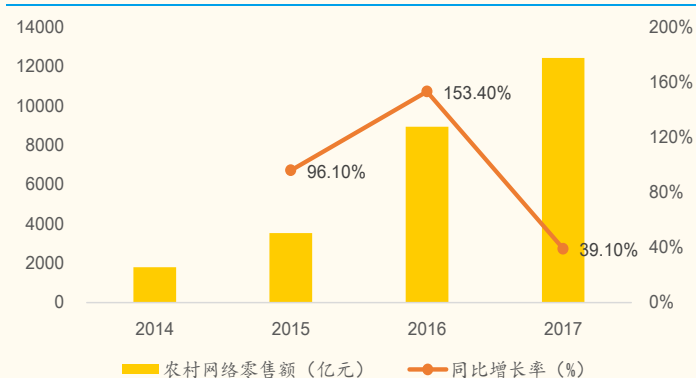
农村电商一片蓝海，巨大增量在路上。中国互联网络信息中心的数据显示，截止到 2017 年 12 月，我国农村网民规模达到 2.09 亿人，较 2016 年底增加 793 万人，体量规模巨大。另一方面，从互联网普及率来看，中国农村地区互联网普及率仅为 35.4%，远低于城镇 71.0% 的普及率，农村电商是一片蓝海。而定位低端电商市场的拼多多的爆发，也是农村电商市场潜力的缩影。此外，商务部数据显示，2017 年全国农村实现网络零售额达 1.24 万亿元，同比增长 39.1%，高于全国 32.2% 的整体增速。截至 2017 年 12 月，农村网店达 985.6 万家，较 2016 年增加 169.3 万家，同比增长 20.7%。农村电商主体保持较高的增长态势。而同时，国家对农村电商支持力度持续加大，2014-2017 年，中央“一号文件”均明确提出发展农村电商，《快递业发展“十三五”规划》中明确指出要引导快递企业加强农村地区网络建设，完善农村地区网点建设标准和服务标准，推进“农户+电商+快递”发展模式，助力精准扶贫。而 18 年 2 月印发的《中共中央国务院关于实施乡村振兴战略的意见》指出要建设现代化农产品冷链仓储物流体系，打造农产品销售公共服务平台，支持供销、邮政及各类企业把服务网点延伸到乡村，深入实施电子商务进农村综合示范，加快推进农村流通现代化。农村电商巨大的发展潜力叠加政策风口支持，农村这片蓝海未来将成为快递业务增量的不竭源泉。

图表 22：2013-2017 年农村网民规模及互联网普及率



来源：中国互联网络信息中心、国金证券研究所

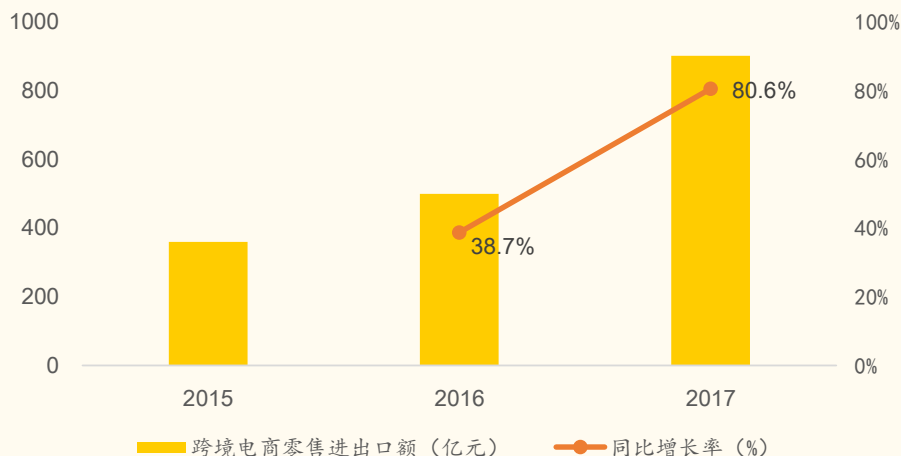
图表 23：2014-2017 年农村网络零售额增长情况



来源：《中国电子商务报告 2017》、国金证券研究所

跨境电商方兴未艾，跨境寄递成亮点。2017 年我国跨境电商继续保持快速发展态势，跨境网络零售迅速增长。各大电商平台依托其已有优势在跨境领域迅速崛起，如天猫国际、网易考拉、京东、苏宁等纷纷开展了跨境电商服务。2017 年中国海关验放的跨境电商零售进出口额为 902.4 亿元，同比增长 80.6%，其中出口为 336.5 亿元，进口为 565.9 亿元，同比分别增长了 41.3% 和 120%。近 3 年中国海关跨境电商零售进出口额年均增长率在 50% 以上。跨境电商的快速增长，带动跨境寄递服务迅猛发展。国家邮政局数据显示，2017 年我国国际/港澳台快递业务量完成 8.3 亿件，同比增长 33.8%，而行业整体增速为 28%。2018 年前 7 月国际/港澳台快递业务量完成 6.1 亿件，同比增长 43.2%，增速超行业整体增速 15.7 个百分点，连续 14 个月高于行业整体增速，成为我国快递业务增长亮点。而阿里研究院预测，2020 年我国跨境电商零售进出口额将分别达到 1.5 万亿和 2.2 万亿，巨大的市场增量对跨境快递业务的带动作用值得期待。

图表 24：2015-2017 年海关跨境电商零售进出口额及增长率



来源：《中国电子商务报告 2017》、国金证券研究所

总体上，我们认为快递行业仍具有较高的投资价值。中短期来看，电商增速放缓但韧性仍在，市场集中度快速提升，市场份额加速向龙头聚集，竞争逐渐进入白热化，末端价格或将由下行转向企稳，同时未来的竞争焦点将转向服务品质的提升。

在这样的行业背景下，要想突出重围，需要企业具备十分强大的成本管控能力，成本低的企业可以在单价不利的条件下保持较高的盈利能力和对加盟商的让利空间，保证末端对业务量的吸引力，所以成本将是快递基本面分析的一大重点。此外，未来服务质量决定了企业能否持续扩大市场份额，所以相关的产能投入和运营的不断优化也是十分重要的一点，在信息化和智能化方面提早布局和投资的企业将率先把服务质量提升至较高水平，有利于抢占先机。最后，电商增速虽然放缓，但仍有很多新的增长点可以发掘，比如中西部、农村和境外地区都蕴藏着巨大的快递服务需求，能够前瞻、提早布局这些市场的企业也有望披荆斩棘，开辟新的增长点，在市场份额的争夺战中立于不败之地。

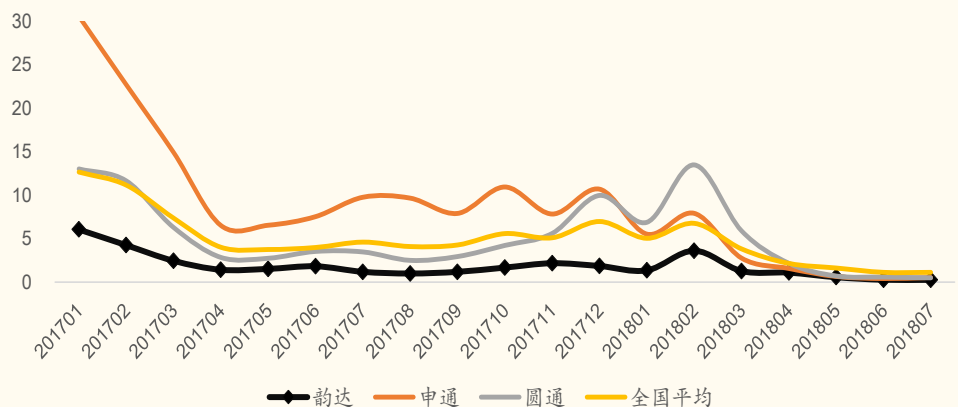
4. 韵达在快递领域的竞争优势

4.1 服务质量提升带动业绩良性循环

韵达以“向客户提供无与伦比的快递服务体验”为愿景，通过将网络信息平台、大数据平台、自动化智能化设备与业务深度融合，通过车货匹配、智能路由、运输可视化管理等智慧场景化应用，助力公司实现货品结构优化，保障快件时效的不断完善，损坏率和遗失率不断降低，服务质量提升至行业领先水平。

有效申诉率方面通达系最低。根据国家邮政局数据，2017 年来，韵达有效申诉率不断走低，持续低于全国平均水平，目前在通达系中最低，2018 年 7 月有效申诉率仅 0.25，超越以高服务品质著称的顺丰。**时效方面**，根据国家邮政局《关于 2017 年快递服务时限准时率测试结果的通告》，韵达 2017 年快递服务全程时限指标紧随顺丰、EMS，排名第三。**客户满意度指标方面**，根据国家邮政局《关于 2017 年快递服务满意度调查结果的通告》，2017 年韵达快递服务公众满意度上升显著，总体满意度仅次于顺丰、EMS 和中通，高于圆通和申通，处行业领先水平。而 2016 年韵达总体满意度还落后于圆通和申通，排在第 6 位，表明 2017 年韵达服务质量提升十分明显。

图表 25：韵达有效申诉率通达系最低（有效申诉件数/百万件快件）



来源：国家邮政局、国金证券研究所

服务质量的提升直接推动快递业务量远超行业平均水平的快速增长。17 年韵达完成快递业务量 47.20 亿件，同比增长 46.86%，远超行业同比 28% 的增速，日均票件超过 1300 万件。18 年上半年，韵达完成快递业务量 29.95 亿件，同比增长 52%，远高于行业 27.5% 的平均增速，业务量超过圆通成为行业第二。同时，韵达的快递市场份额不断提升，17 年底市占率达到 11.83%，18 年 7 月韵达市占率已经达到 13.8%。我们认为，公司业务量的高速增长与服务质量的提升密不可分。原因在于，2012-2014 年间，韵达申诉率高于行业平均水平，服务质量较差，同期业务量增速也低于行业，市占率出现下降。而之后服务质量逐步提升，2015 年下半年申诉率开始低于行业平均水平，随后，公司的快递业务量开始出现快速增长，2016 年增速达到 51%，与行业增速持平，并且在

17 年行业增速开始下滑时仍能保持远超行业水平的增长速度。服务质量的提升可以极大地增加客户粘性，促进业务量的增长，进而市场份额稳步提升，业绩稳定增长，进而企业可以更多地进行科技投入与创新，进一步优化服务质量。所以，韵达已经步入了“优质服务——业务量快速发展——科技投入与创新——优质服务”的良性循环发展，有利于韵达在快递行业由价格战逐步转向品质战的过程中持续开拓市场份额。

4.2 优秀的成本管控能力

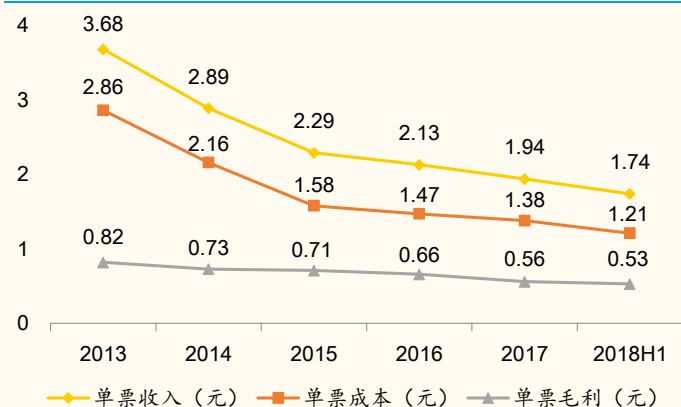
在对快递行业发展情况的分析中我们可以看出，成本是快递基本面分析非常重要的因素，也是快递企业突围并立于不败之地的关键所在。下面，我们来分析一下韵达在成本方面是否具备能够为企业带来持续核心竞争力的优势。

韵达是加盟制快递企业，加盟模式涉及总部和加盟商两个盈利主体，分别负责干线中转和末端揽派，两者的利益平衡对全网的运营效果十分重要。而总部的快递成本越低，对加盟商的让利空间就更大，从而使得加盟商在末端市场中保持对业务的吸引力。此外，总部有效的成本管控也可以保证公司的盈利水平。所以，我们主要探讨总部的运营成本。

对加盟制快递企业来说，总部的运营成本主要包括中转运输成本、中心操作成本和面单成本。由于韵达的电子面单使用率已经达到很高的水平，2017 年底达到 85.89%，2017 年 12 月电子面单日均使用率更是高达 92.27%，所以纸质面单成本已经很低，运营成本中最主要的组成部分就是中转运输成本和中心操作成本。

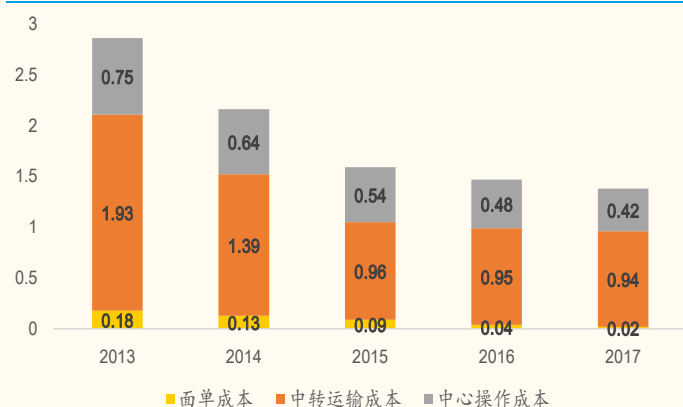
2013-2017 年，韵达单票成本从 2.86 元下降至 1.38 元，累计下降 1.48 元，降幅达到 51.7%，成本端改善十分明显。其中，单票运输成本从 1.93 元下降至 0.94 元，单票中心操作成本从 0.75 元降低至 0.42 元，分别降低 0.99 和 0.33 元。而同期韵达的单票收入从 3.68 元降低至 1.94 元，降幅 47.3%。成本的降幅大于收入降幅，使得韵达在单票收入趋势性下降的情况下，单票毛利依旧保持在较高的位置，从 2013 年的 0.82 元下降至 17 年的 0.56 元，降幅仅 32.5%，低于单票收入降幅。18 年 H1，韵达单票收入和成本进一步下降至 1.74 元和 1.21 元，单票成本同比降幅（12.74%）略高于单票收入降幅（12.56%），单票毛利为 0.53 元，依旧保持较高水平。

图表 26：韵达单票收入、成本及毛利变化情况（元/件）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 27：韵达单票成本变化情况分析（元/件）

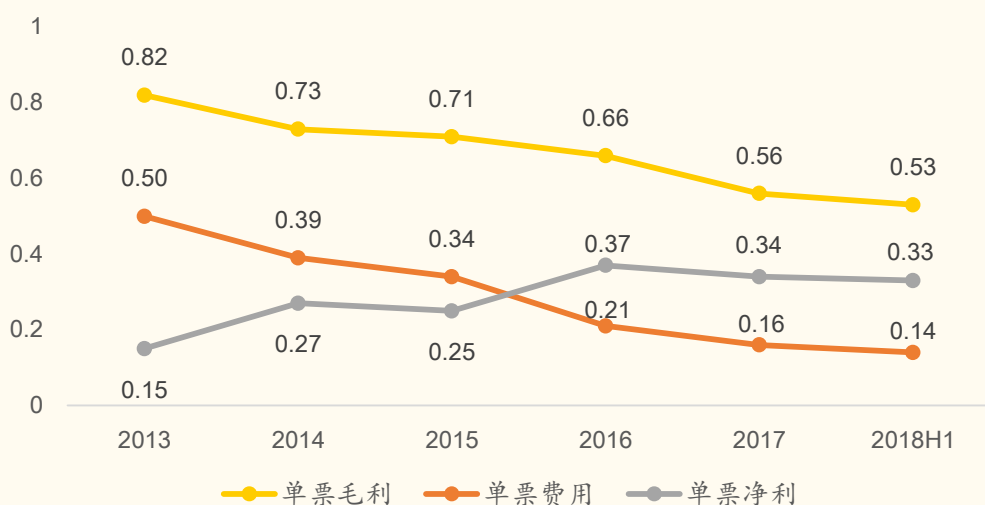


来源：公司公告、国金证券研究所

此外，从单票费用的变化中，可以看出规模效应带来的积极影响。业务量增速超过期间费用，由此带来单票费用的下降，比如 2017 年公司销售费用比上年略微下降，管理费用的增速远低于业务量增速，而财务费用在 17 年由于利息收入增长由正转负。韵达单票费用从 2013 年的 0.50 元下降至 2017 年的 0.16 元，带动单票净利在单票毛利逐年下降的情况下依旧能保持上升趋势。2018 年 H1 这一趋势继续保持，销售费用（+13.53%）和管理费用（+34.17%）

增速均低于业务量增速 (+52.26%)，而财务费用由于利息收入提升较快出现大幅改善，同比降低 681.14%，单票费用降低至 0.14 元，单票净利维持在 0.33 元的水平。

图表 28：韵达 2013-2018H1 单票收益变化趋势 (元/件)

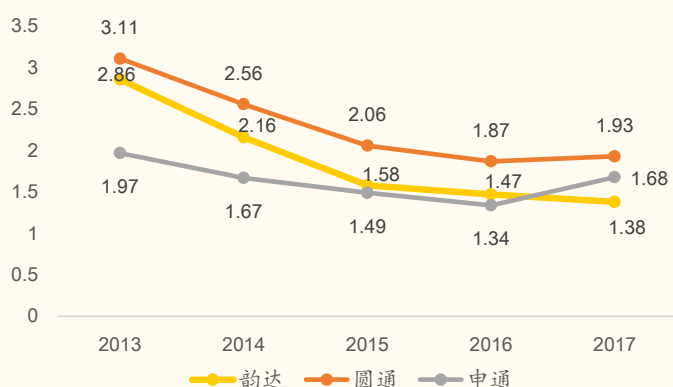


来源：公司公告、国金证券研究所

在考虑转运中心自营率并将口径调整一致后，我们将圆通和申通与韵达进行对比。2013-2017 年圆通单票收入从 4.17 元下降至 2.32 元，降低 1.85 元，降幅 44.4%，单票成本从 3.11 元降低至 1.93 元，下降 1.18 元，降幅 37.9%，成本降幅小于收入。同时，与圆通相比，韵达的单票成本更低，并且下降额和下降幅度均更大。2013-2017 年申通单票收入从 2.55 元下降至 2.21 元，仅降低 0.34 元，降幅 13.3%，单票成本从 1.97 元下降至 1.68 元，降低 0.29 元，降幅 14.7%。可以看出，申通近 5 年的单票收入下降并不多，但同样，单票成本也仅有小幅降低，并且 2017 年单票成本高出韵达 0.3 元。从毛利来看，韵达的单票毛利除 13 年外比圆通和申通都要高。以上均表明，近几年韵达的成本优化十分明显，17 年的单票成本已经达到较低水平，低于圆通和申通，公司具备的成本管控能力领先通达系。

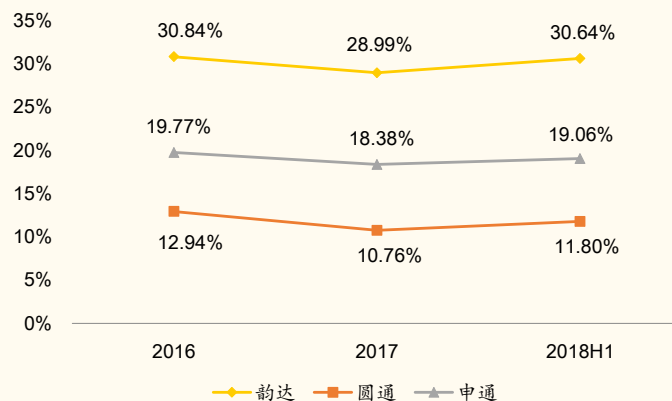
韵达的成本优势使得公司的快递业务保持较高的毛利水平，明显高于圆通和申通。

图表 29：韵达、圆通、申通单票成本对比 (元/件)



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 30：韵达、圆通、申通快递业务毛利率对比 (%)



来源：公司公告、国金证券研究所

那么，韵达的成本为什么可以快速下降，除了电子面单使用率上升和规模效应日益凸显外，我们认为，还有以下几个方面的原因。

■ **转运中心自营增强中转管控力，自动化升级有利于降本增效。**

■ 韵达是 A 股首家枢纽转运中心 100% 自营的快递企业，自营率通达系第一。所有枢纽转运中心均由总部设立、投资、运营和管理，并且通过路由优化，对转运中心进行了整合与精简，数量由 80 余家减少到 54 家，有利于总部实现对核心资源与干线网络的控制力，使得总部更加专注于中转主业，对转运中心升级和扩容进行投入的力度更大，不断提升操作过程的自动化与智能化，大幅减少人工成本，优化运营效率，保障全程时效水平，从而降低单位中转成本。韵达近年来对转运中心自动化升级的投入力度很大，定增预案中转运中心自动化升级项目计划投资总额达 20.5 亿元，占全部募集资金的 52.3%，包括智能化全自动分拣设备、配套自动/半自动分拣设备，小件分拣专用设备和配套输送设备等。考虑增加设备对于利润表的影响，机械设备折旧年限为 10 年，残值率 5%，年折旧率 9.5%，每年多产生折旧约 2 亿元，一般一个工人一年工资约为 6 万元，一套设备年产生折旧 20 万，若一台设备可为公司节省 3 个员工，在利润表上就可以抵消负面影响。而引入自动化的分拣设备代替原有的人工分拣不仅可以实现处理速度的大幅提高，补足转运中心效率短板，节约人力成本，还可以减少分拣过程中货物破损的风险，进行长时间稳定作业，使得服务质量更加稳定。

图表 31：韵达转运中心自动化升级项目投资计划（单位：万元）

序号	项目名称	投资总金额	2017 年	2018 年	2019 年
1	智能化全自动分拣设备	116,600.00	70,800.00	27,800.00	18,000.00
2	配套自动/半自动分拣设备	40,403.44	26,489.34	7,999.57	5,914.53
3	小件分拣专用设备	400.00	400.00	-	-
4	配套输送设备	47,839.64	37,213.58	4,951.88	5,674.19
	合计	205,243.08	134,902.92	40,751.45	29,588.72

来源：公司公告、国金证券研究所

■ 与 16 年相比，17 年韵达中转成本中与人工相关的职工薪酬和装卸扫描费占营业成本的比例从 19.81% 降低至 16.45%，下降了 3.36 个百分点。同时绝对值的增幅也远小于业务量的增幅，表明单票人力成本在下降。此外，在业务量快速增长的背景下，生产人员数量也从 16 年的 6924 人下降至 17 年的 6515 人，表明公司逐步以自动化设备代替人工劳动，人力成本节约成效凸显。

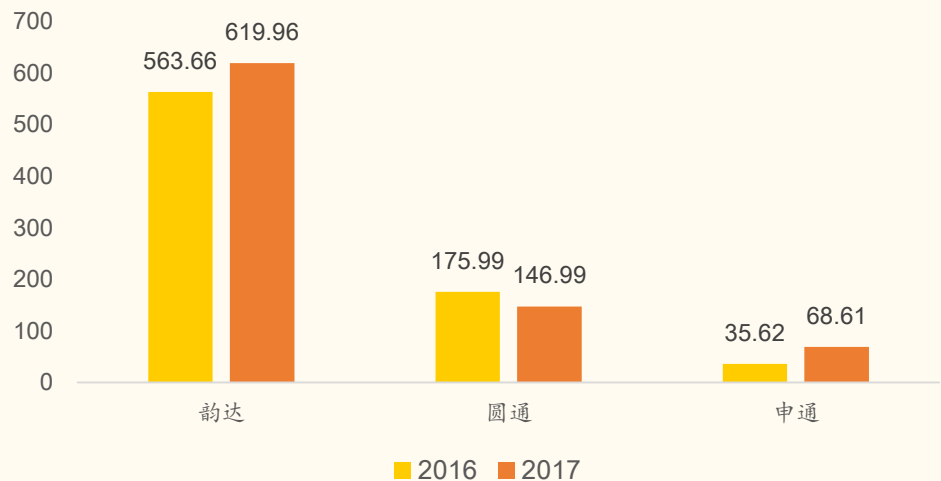
■ 韵达在自动化设备投入方面一直走在行业前列，就总资产的增速和对机器设备的新增投入金额来说，韵达远远领先圆通和申通。并且韵达目前的自动分拣效率已经达到很高的水平，高速矩阵升级后可以达到 3700 件/h；自动交叉带在分拣、中转、运输过程，全程仅需扫码一次、过程不落地，分拣效率高达 2 万件/h，分拣差错率 1/10000，节省约 40% 的分拣人力。

图表 32：韵达、圆通、申通固定资产投入及增速对比

	2016 年末（亿元）	2017 年末（亿元）	同比增减（%）
韵达	67.09	94.00	40.10
圆通	111.68	141.43	26.64
申通	79.64	88.09	10.60

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 33：韵达、圆通、申通新增机器设备投入情况（百万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

■ 提高物业自有化率，增强网络稳定性并降低运营成本。

■ 韵达深入实施“物业自持”战略，不断提高物业自有化率。之前，公司大部分转运中心所在土地和建筑部分为通过租赁方式取得，在租金普遍上涨的市场环境下，租赁成本上升对公司运营成本影响较大。2017 年，租赁成本已经达到 2.7 亿元，占到运营成本的 4%。同时，通过租赁取得的转运中心具有一定的不确定性，一旦土地租赁合同不能继续，公司就要面临转运中心重新选址和搬迁的问题，不利于公司网络的稳定性。而通过提高物业自有化比例，通过购地自建转运中心，能够减少物业租赁价格上涨的市场风险，同时降低运营成本。韵达在定增预案中也表示，对智能仓配一体化转运中心建设项目的投入预计达到 19.7 亿元，包括 7 个转运中心建设项目，该项目的投入将进一步扩大物业自持比例。

■ 优化路由，降低运输成本。

■ 路由是为实现快件点到点交换、运输而建立的交通工具、运输路径体系。合理布局网络及路由，可以减少中间环节，提高满载率，从而降低单票路桥费、油费等运输成本。韵达十分重视路由的优化，自 2013 年起整合运输网络，合并部分区域内二级转运中心至一级转运中心，主动简化运输路线，将转运中心数量由 80 余家优化调整至 54 家，干线运输路线由 4500 条调整至 4300 余条。

■ 路由网络上，韵达采取“点对点”和“区域集散”相结合的方式，前者是一种全连通的网络，任意两个城市之间均有直达运送车辆，后者是仅以某些城市为枢纽，在枢纽间开行直达运送车辆，相近的城市通过枢纽进行中转。将两者相结合能够同时利用“点对点”较低的运输成本优势和“区域集散”低分拣成本的优势，降低运输成本。韵达通过将两种方式结合在一起，实现了扁平的转运路由结构，平均一个转运中心连接的干线数量达到 79.6 条，网络连通度很高。此外，韵达还鼓励加盟商自跑，可以减少固有运输流程的时效损失，降低运输成本。

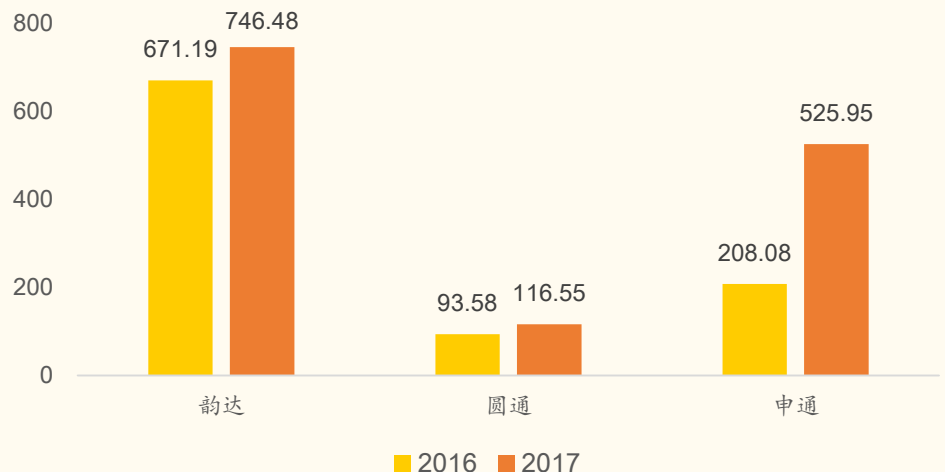
■ 同时，韵达十分重视“智慧路由”的建设。公司基于快件货量、流向等因素，结合大路由系统、电子面单系统和地址归集技术，实现聪明的路由规划与智慧运输。通过发挥“集散模式”与“规模优势”，实现最大化路由拉直，有效解决“点对点运输货量和运能不匹配”的难题。通过路由仿真与预警，发挥路由网络强大的仿真、预警、调整功能，对路由进行主动调整和干预，优化路由时效和成本。通过大数据分析，实现对车线路由的不断优化，有利于提高运输安全、降低运输成本。此外，韵达还对路由进行可视化管理，研发了“神行者”智能运力管控平台，通过车辆 GPS、韵达

司机 APP 等操作系统，实现对车辆行驶状况的可视化管控，保障干线运输效率。

■ 多样的运输模式，不断扩充的运输能力。

- 中转运输方面，公司以陆路运输为主，采用承包车、合同车、卡班车和网点自跑车等多种运输模式，并且以航空运输作为陆运运输的有效补充。合同车按趟次结算，所以满载率难以提升，而卡班车仅作为临时补充运力，价格较高。而中转运输采用外包方式会产生车辆难以稳定供应，时效和满载率不高的问题，15 年韵达推出的承包车模式可以有效解决这些问题。承包车是由韵达出资购买车辆，再租赁给第三方运输公司开展运输服务，自有车辆占比的提升可以使得总部对干线运输的掌控更加精准，提高满载率，降低单票运输的成本，并且向运输公司收取的租赁费也可以一定程度上抵消自购车辆的资金投入。2017 年，承包车已经达到日均发车 1600 余趟次，远远超过合同车的日均 300 余趟次，卡班车的日均 530 余趟次及自跑车的日均 250 余趟次，成为韵达主要的运输模式。
- 增加自有运力，可以有效降低用车成本，尤其是旺季外包车辆提价时更具成本优势。韵达近期十分注重对车辆的购置，投入了大量的资金，16 和 17 年分别新增运输设备投入 6.33 亿和 2.91 亿元，17 年末拥有标准化车辆超过 12000 余辆。此外，韵达的运输设备的账面价值明显高于圆通和申通。

图表 34：韵达、圆通、申通运输设备账面价值（百万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

4.3 信息化+智能化赋能全网，站在科技轮子上快马加鞭

未来行业发展要向智慧物流转型，信息化、智能化在降低成本、提高效率，改善行业基本面上十分重要，韵达深刻理解信息化、智能化对现代物流产业发展的极端重要性，在信息化和智能化方面大力投入，目前已经形成了较为成熟的信息化和智能化体系，构筑了公司强有力的护城河。

公司精准把握“智慧物流”的发展方向，前沿性、开拓性黑科技项目不断涌现。目前韵达已经构建了 13 大信息处理平台和 50 多套信息系统等基本的信息化管理平台，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，充分利用大数据、深度学习、机器视觉、决策优化、物联网、机器人等先进技术，打造更智能、更高效的韵达物流生态体系，并将信息化、数据化、智慧化管理与决策贯穿于快递生命周期全过程，实现“将公司装入计算机中”，打造“智慧物流”。

自动化分拣设备降本增效。韵达已逐步在全国枢纽分拨中心上线了全自动或半自动分拣设备，自动分拣的核心技术由公司自主研发，结合地址归集算法，主要应用于“智能矩阵”和“自动交叉带”两种硬件。以“自动交叉带”分拣系统为例：在分拣、中转、运输过程，全程仅需扫码一次、全程不落地，分拣

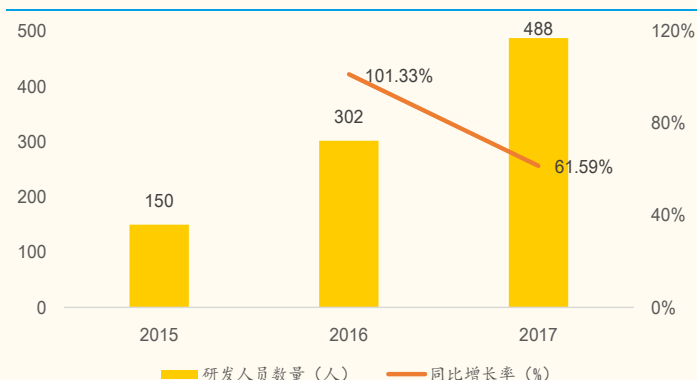
效率高达 20000 件/小时，分拣差错率 1/10000，同等货量下可节省分拣人力，有效避免人工分拣差错高带来的二次处理成本和车线资源浪费，既提高了工作和管理效率，又确保了快递服务的时效性和稳定性。

智能终端设备应用全链路场景。
快手设备：快手设备由韵达自主集成研发，具备满足不同应用场景的多种型号，已广泛应用到分拨中心和网点，提升了快件操作效率。快手设备已与自动分拣设备对接，并对接到核心业务系统。不同型号的设备因应用场景不同研发了不同的功能，更好的满足了快件的操作需求。
便携式打印机：系统将订单信息推送给揽派员，揽派员接收到订单后，通过便携式打印机直接打印面单。提升了揽派员揽件效率，并且提升了客户体验。至 17 年底，韵达已在全网推广超过 7 万台的便携式打印机。
“平板指环王”扫描枪：平板指环王是一款工业级安卓平板，可以和多种设备及操作系统搭配，让工作人员彻底解放双手，同时可应用于各种复杂苛刻的工业环境。指环王可以满足分拨装卸车、到发件扫描等功能，网点扫描、称重、签收等功能。一个平板最高可连接 4 个指环，效率可达 5600 票/小时，可以有效提高工作效率、减少操作人员强度，同时降低企业采购成本。

无人机和无人仓锦上添花。韵达致力于研制适用于快递行业的无人机产品，已成立“无人机研发专项团队”，目前韵达科技正与国内外多家大型供应商合作开发“小型垂直起降固定翼无人机”，未来，随着无人机技术的成熟，将在同城加急和特殊场景等快递服务中得到应用。无人仓技术可以实现从入库、存储、包装、分拣的全流程、全系统的智能化和无人化，对于物流业发展具有里程碑的意义。目前，韵达已经落地无人仓含有数十台 AGV 起货调度车及两条智能无人包装线，可以实现从电商订单分拣出货到打包上车全自动化；公司正在建设总部快运智慧仓，已经引进无人叉车技术，未来可实现 24 小时不间断机器人分拣和无人叉车穿梭运送货物，预测均效可提高 3 至 5 倍，可以节省 70% 的人力。

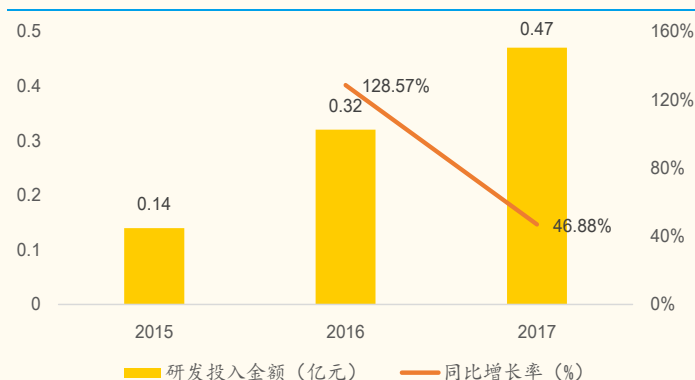
韵达坚持以信息化管理和科技创新为公司发展的驱动力，近年来在人员配备和研发等方面投入力度十分巨大。截至 17 年底，韵达信息化科技从业人员 800 余人，研发人员数量从 15 年的 150 人快速攀升至 17 年的 488 人，占比也从 3.05% 上升至 5.22%。研发投入金额也从 15 年的 0.14 亿元上升至 17 年的 0.47 亿元，占营收的比例从 0.28% 上升至 0.47%。未来，随着自动化、数据化在全链路场景的应用，信息化和智能化将赋能全网，韵达将站在科技轮子上快马加鞭，朝着光明的前景奔去。

图表 35：韵达 2015-2017 年研发人员数量增长情况



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 36：韵达 2015-2017 年研发投入金额增长情况



来源：公司公告、国金证券研究所

5.两翼：快运、同城、跨境、仓配四管齐下，多元化布局开辟新增长点

5.1 进军快运，开辟新增长点

快递行业虽然仍处于生命周期中的成长阶段，未来一段时间将会保持较高的增速，但电商发展速度的趋缓使得快递行业的核心动力有所下降，加上目前快递市场基本形成以顺丰和通达为代表的龙头竞争格局，行业集中度已经很高。为了保障长期的良好发展，快递企业向综合物流服务商的转型是必然趋势。各大快递公司也纷纷在主业范围内挖深和拓宽护城河，而快运作为市场空间广阔、发展前景良好的转型机会成为兵家必争之地，各家快递公司近年来纷纷进军快运领域，为企业发展寻求新的增长点。

区别于快递，快运的运输对象在重量、数量和体积方面都比快递大，快递主要针对中小件运输，重量一般在 30kg 以下，而快运则可实现对 30-100kg 电商大件、100-500kg 小票零担、500-3000kg 大零担的运输以及对 3000kg 以上货物的整车运输。此外，在网络建设方面，由于快递“门到门”及快运“点到点”的不同派送特点，快递的网络覆盖面积大且密集，而快运的网点及班线数量均少于快递。但是，快运与快递是相辅相成的，快运业务可以直接利用快递前期铺设的网点布局和积累的客户资源，所以快递企业进军快运业务变得相对简单，前期投入也大大减少。

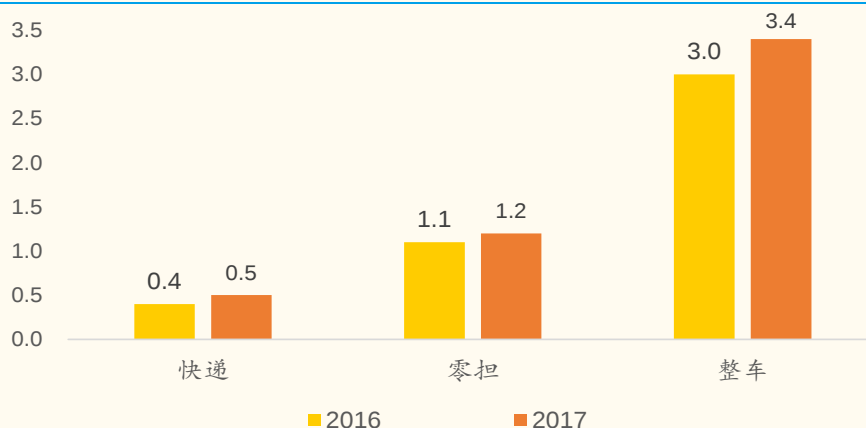
图表 37：快运与快递的区别

	快运	快递
货物特征	“大、重、多” 体积较大、重量较重、一票多件	“小、散、轻” 体积小、归属不集中、重量轻
末端配送模式	对象多为企业，配送至工业区或批发市场	对象多为个人，配送至住宅区
时效	追求时间精准度	缩短等待时间
储运环节	满足个性化需求，会提供仓储功能	提高转运速度，基本不提供仓储功能

来源：韵达快运微信公众号、公开资料整理、国金证券研究所

而在我国，快运市场特别是零担快运正处于初级发展阶段，行业集中度很低，2016 年零担快运市场前十份额仅 3.2%，蕴含着极大的发展整合空间。2017 年我国物流运输费用为 6.6 万亿元，公路货运量占总货运量比例约为 78%，据测算公路运输费用约 5.1 万亿元，零担大概占公路货运市场的 1/4，则 2017 年零担市场空间约 1.2 万亿，是快递市场规模的 2 倍。此外，近年来，随着电商的不断发展以及消费者消费行为的改变，“大件时代”日趋显现，家电、家具等大件产品的网购需求持续旺盛，而传统快递由于单件重量的限制显然难以满足这部分需求，就为快运行业的增长提供了源源不断的动力。未来，随着大家电、家具等品类电商渠道渗透率的不断提升，快运行业将显著受益。韵达进军快运不仅可以满足市场的新兴需求，还可以提高老客户的客户粘性。同时快运广阔的市场空间以及与快递业务潜在的协同效应也可以为企业的发展带来新增长点。

图表 38：2017 年我国公路货运细分市场规模（万亿）



来源：中国产业信息网、中国报告网、国金证券研究所

相较于其他快递龙头，韵达进军快运的时间较晚，2017 年 10 月才正式起网，主营产品包含 30-100kg 的电商大件、100-500kg 的小票零担以及 500kg 以上的大票零担。而顺丰 2014 年便推出重货产品，现已形成包含重货快运、重货专运、重货包裹和小票零担在内的快运体系。中通 2016 年成立快运公司，主营 10kg 以上产品，重量产品主打 10-300kg 小票零担，同时提供更优惠价格的 300kg 以上大票零担服务，时效产品目前包含标准快运，后续会推出更多核心产品。圆通于 2017 年 3 月开通快运服务，致力打造“快递时效，零担价格”的中高端快运产品，并将继续通过多种方式积极拓展重货快运产品，打造电商大件、零担、整车产品服务。申通在韵达之后进军快运，与快捷快递共同出资组建了申通快运，于 2018 年 3 月起网，主要为客户提供单件重量在 10-70kg，单票重量在 300kg 以内的电商大件、商业大包裹微快运门到门服务。服务产品包括：标准快运、电商特惠、物流普运三大主营产品，并为客户提供丰富的增值服务产品。但起网后进展并不顺利，由于快捷快递生产经营问题以及各方股东对商业模式、运营及发展战略存在重大分歧，申通快运项目于 4 月中旬开始暂缓推进，至今仍未重新启动。

图表 39：各大快递公司进军快运领域



来源：公司官网、公司公告、国金证券研究所

虽然韵达快运起网较晚，但快运业务的发展速度十分迅猛。截至 2017 年底，起网仅 3 个月的韵达快运已开通网点 2737 家，市级覆盖率达 96%，场地面积 15 万平方米，开通线路 257 条，快运业务完成业务量 6.45 万吨，实现快运服务收入 2270.28 万元。2018 年 H1，韵达完成快运业务量 44.2 万吨，实现快运业务收入 1.56 亿元，占营收比例达到 2.64%，快运业务发展十分迅速。上半年，韵达快运已开通网点 4444 家，较年初增长 62.37%，市级覆盖率达 97%，网络覆盖不断优化；场地面积约 25 万平方米，较年初增长 66.67%；开通线路 544 条，较年初增长 111.67%，业务处理能力不断提高。

这一方面表明快运市场的需求巨大，另一方面也是韵达在该领域具备核心竞争力的体现。尽管各大快递公司均涉足快运领域，但鲜有公司能在运营体系、智能化和信息化建设以及成本管控等方面与韵达形成竞争。

在进军快运领域的方式上，韵达与中通一致，均是通过成立快运公司独立运营快运业务。在运联传媒发布的 2018 年零担快运 30 强排行榜中，起网不到 2 年的中通快运以 15.6 亿的总收入排名第 12，是较 17 年新进入榜单的企业。这表明零担行业的大局尚未确定，排名靠后的企业仍有机会冲击行业格局。以韵达快运目前的发展速度，在未来一段时间很有可能冲击榜单排名，后起之秀定能在快运市场取一瓢饮。而快运与快递主业潜在的协同作用能够更好地助力企业不断向综合物流服务商转型。

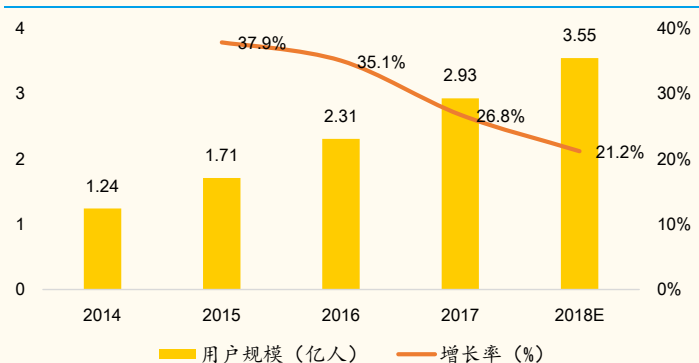
5.2 布局同城即配，智慧物流定胜负

受信息化、移动智能终端技术快速迭代的影响，最近两年，以餐饮外卖、商超、鲜花、蛋糕、门店调拨等同城 4 小时内即时配送服务为主的同城配送市场在一、二线城市突飞猛进，并快速向三、四线城市辐射。即时配送无需经过仓储和周转，是直接端到端的即时性送达服务，与传统快递业务的核心区别在于及时性。

在我国，即时配送的发展源于外卖需求的兴起。据艾媒咨询，截至 2017 年，餐饮外卖行业规模 2061 亿元，同比增长 79.8%，预计 2018 年将达到 2430 亿元，2017 年我国在线餐饮外卖用户规模突破 3 亿人，同比增长 19.1%，预计 2018 年将达到 3.55 亿人。由于外卖的用户数量大，交易频次高，催生了极大的即时配送需求，美团众包、蜂鸟众包等依托外卖平台的即时配送纷纷诞生。而除了外卖，电商转战“新零售”对商超宅配、快递揽派、生鲜医药配送和跑腿等的促进以及懒人经济的兴起都为即时配送贡献了极大的需求潜力。

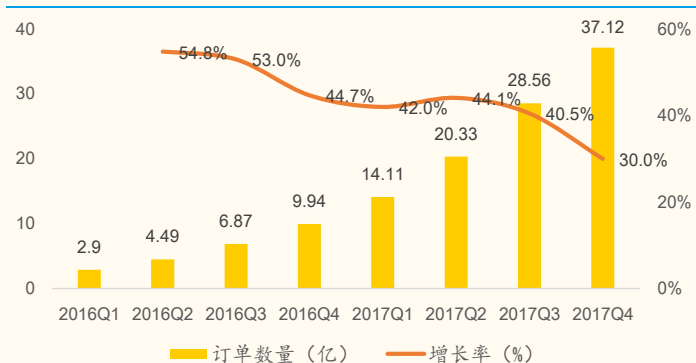
即时配送行业方兴未艾，2017 年用户规模达 2.93 亿人，同比增长 26.8%，其中有 44.3% 的用户使用频率不少于每周 1 次，用户粘性很高。2017 年 Q4，即时配送整体订单规模达 37.12 亿，环比增长 30%。即时配送的迅猛发展也吸引了新兴即时配送企业和传统快递行业的进入。专业即时配送企业包括 C2C 的闪送和人人快送等以及 B2C 的点我达、达达等。电商巨头阿里和京东也纷纷布局，阿里生态融入点我达和蜂鸟配送，京东除了自建物流外也与达达合并，为 O2O 战略打好基础。

图表 40：即时配送行业用户规模增长情况



来源：艾媒咨询、国金证券研究所

图表 41：即时配送行业订单规模增长情况



来源：艾媒咨询、国金证券研究所

即时配送领域广阔的市场空间自然也吸引传统快递企业的进入。**同城即配与传统的快递业务是有本质区别的**，后者模式为网点揽件，送至分拣中心，再到网点，然后进行派送，环节多导致效率低下，很难满足用户对时效的要求，而即时配送是点对点，省去了中间的中转、仓配过程，是深入到一级的末端配送。作为快递领域的细分板块，传统快递业务的延伸，同城即配主要定位于中高端客户，**对于传统快递公司产品结构和业务布局的完善、盈利能力的提升以及向综合物流服务商的转型都具有十分重要的战略意义**，这也是韵达选择进入同城配送领域的原因。

图表 42：即时配送与传统快递的区别



来源：艾媒咨询、国金证券研究所

其实，在韵达之前，顺丰和圆通也已对即时配送领域有所布局。顺丰于 17 年初以直营模式切入同城即配领域，包含顺丰专送、即刻送与夜配等产品。同城业务开展仅一年，已经获得了迅速的发展，2017 年顺丰同城业务营收 3.66 亿元 (+636.18%)，全国专职配送人员超 6000 人。此外，顺丰同城急送业务已经于 2018 年 7 月在北京、上海、广州、深圳和杭州 5 城同步上线。圆通也于 2017 年推出“计时达”，包含即时配送、同城限时和省际限时三种产品，目前已开通北京、天津、上海、杭州、南京、广州、深圳、成都、重庆、武汉、西安 11 个重点城市，实现华东、华北、华南、华中、西南西北五大经济板块核心城市全覆盖。

韵达于 18 年 3 月切入即时配送领域，旗下移动事业部打造的智能化即时配送云平台云递配也于 4 月上线，涵盖同城直送业务和快递末端智慧配送服务，商家、网点、个人发出配送订单，云递配骑士通过 APP 自由选择订单并配送，得到报酬。云递配提供 3 种服务：个人直送业务（文件、发票、合同、礼品、生鲜水果等）；商家店配业务（餐饮、生鲜、鲜花、蛋糕等），垂直服务于商户，为商户提供运力解决方案；快递代寄代派业务，业务员和骑士通过 APP 接单，很好地调用社会闲散运力。三大业务紧密结合，构筑庞大的同城配送网络，全方位渗透居民生活全场景。目前，云递配业务已经在上海开通，根据公司规划，北京、广州、深圳、杭州、武汉、南京、苏州作为重点目标城市将陆续开通。

图表 43：顺丰、圆通、韵达均布局同城即配领域

产品	顺丰 同城急送	圆通 计时速达（即时配送）	韵达 云递配
产品介绍	面向所有客户的全场景同城物流配送，最快 30 分钟送达（含上门时间），专人直拿直送，打造顺丰高时效物流产品，为客户提供全城范围内的急速配送服务。	圆通计时速达对快件时效进行精准管理，从单一标准化服务向定制化服务升级，打造综合物流服务能力，为客户提供精准定制化产品服务。	平台吸纳更多配送人员，通过大数据分析、精准定位及智能匹配等技术，打通同城物流供求信息渠道，为发货用户提供诚信、安全、便捷、高效的发货渠道，实现一键发货并解决最后 1 公里问题。
时效	3 公里平均 30 分钟送达，5 公里平均 60 分钟送达，10 公里平均 90 分钟送达	客户周边范围 3km 内，即取即送，2 小时内送达	专人直送 60 分钟送达全城
服务范围	文件、证照、样品、鲜花、蛋糕、生鲜、3C 数码、礼品、私人物品	贵重物品、3C 产品递送、个性化配送	C2C 用户（文件、发票、合同、礼品、生鲜水果）、B2C 垂直平台（餐饮、生鲜、鲜花、蛋糕等）、配送团
运营模式	全直营，单独组网，多数为专人负责揽派兵采取直拿直送方式	单独组建同城“B 网”，前期全部直营，据媒体最新报道目前加盟商可入股并分红	韵达负责开发同城配送的业务系统，负责路径设计优化、配送及整个城配系统的维护，由加盟商从事同城快件的揽收和派送。
覆盖范围	北京、上海、深圳、杭州、广州等五大城市已经开通，其他城市陆续开通中	2017 年圆通计时速达开通北京、天津、上海、杭州、南京、广州、深圳、成都、重庆、武汉、西安 11 个重点城市，实现华东、华北、华南、华中、西南西北五大经济板块核心城市全覆盖。	已经在上海开通，根据公司规模，北京、广州、深圳、杭州、武汉、南京、苏州作为重点目标城市将陆续开通。
产品优势	全职小哥，值得信赖；同城急送，专业安全；不惧风雨，准时送达。	时效保障：精准时效承诺，超时未达，全额退费；服务到位；个性定制：将传统快递与落地配完美结合、兼顾标准化及个性化，全面满足客户多元化的新需求。	末端外包给加盟商，利于降本增效；通过大数据分析、精准定位和智能匹配等技术，打通同城物流供求信息渠道，同时利用大数据前沿技术提升配送效率。

来源：公司网站、顺丰同城急送微信公众号、公开资料整理、国金证券研究所

图表 44：云递配运营模式



来源：云递配官网、国金证券研究所

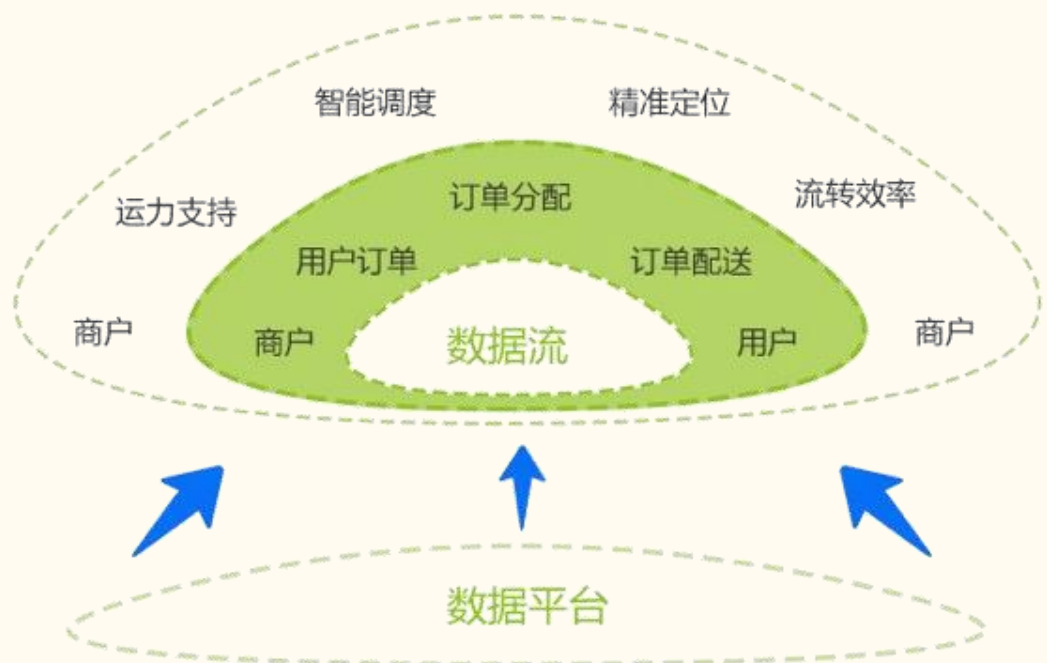
与顺丰和圆通的直营模式不同，韵达的同城业务仍然保留了加盟商，韵达负责开发同城配送的业务系统，路径设计优化、配送及整个城配系统的维护，由加盟商从事同城快件的揽收和派送。可以看出，与顺丰和圆通相比，韵达更注重平台和系统的支撑。商家通过平台引流，然后输出订单。将末端外包给加盟商不仅可以提高经营的灵活性，使得韵达可以专注于平台运营维护，保障订单引流，同城业务快速扩张，也有利于企业轻资产的维持，降低经营成本。而价格方面，韵达云递配与现有的即时配送产品基本持平，距离 5 公里以内，重量在 5 公斤以下的货物，收费 16 元；超出 5 公里后，每增加 5 公里加收 10 元；5~20 公斤每增加 1 公斤，加收 2 元；超出 20 公斤后，每增加 1 公斤，加收 5 元。相同价格下，成本能够更低，这就使得韵达的同城业务可以获得更高的盈利水平。

此外，云递配兼顾即时配送和快递末端配送，可以在发展同城业务的同时有效解决快递主业的“最后一公里”问题。云递配也已与菜鸟裹裹在同城配送领域达成正式合作，用户通过菜鸟裹裹同城直送，即可享受到人人快递同城帮送，60 分钟送达的服务。

最重要的一点，韵达一贯重视在信息化、智能化建设上的大力投入，云递配平台也不例外，这在物流向智慧物流演变的背景下，对于核心竞争力的打造是十分重要的。韵达在城市快速配送网络建设项目计划投资总额 4 亿元，其中研发费用 6087 万元，占比超过 15%。

同时，云递配平台的定位便是智能化平台，通过大数据分析、精准定位和智能匹配等技术，打通同城物流供求信息渠道，提高订单获取的数量和派单的准确性，提高配送服务质量；同时利用大数据前沿技术，打通各个环节数据流，对物流资源进行更加智能化、精准化、信息化的调度以及更加有效的资源配置，降低配送成本，提高配送效率，优化用户配送服务体验。此外，韵达致力于研制适用于快递行业的无人机产品，未来对同城物流的时效提升也具有重要意义。

图表 45：云递配利用大数据前沿技术提升配送效率

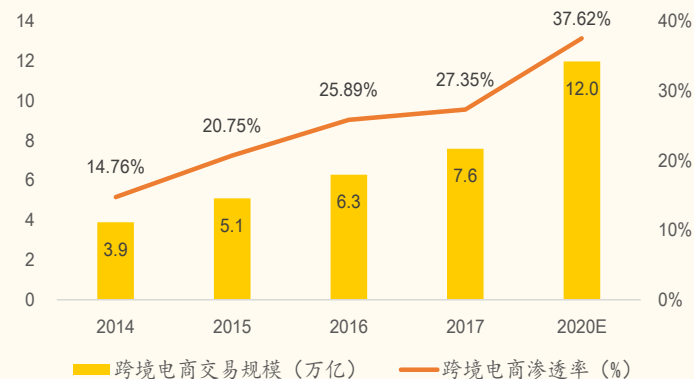


来源：云递配官网、国金证券研究所

5.3 跨境寄递成增长亮点，韵达积极布局国际业务

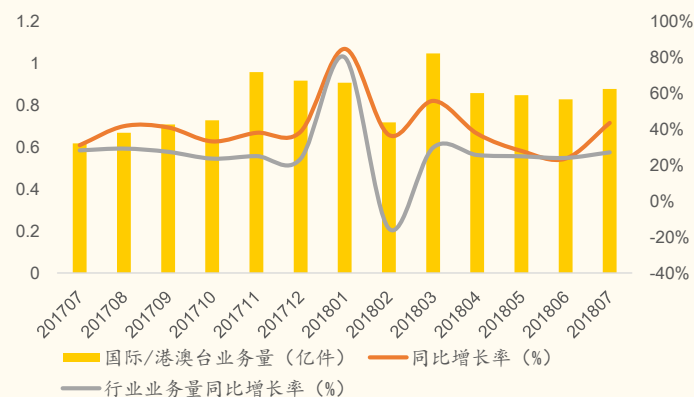
近年来，随着跨境电商的不断发展，跨境电商渗透率的不断提高，跨境寄递需求不断增长。国家邮政局数据显示，2017 年我国国际/港澳台快递业务量完成 8.3 亿件，同比增长 33.8%，而行业整体增速为 28%。2018 年前 7 月国际/港澳台快递业务量完成 6.1 亿件，同比增长 43.2%，增速超行业整体增速 15.7 个百分点，连续 14 个月高于行业整体增速，成为我国快递业务增长亮点。此外，由于国际快递单价较高，2018 年上半年业务量仅占 2.4% 的国际/港澳台快递却贡献了 10.5% 的业务收入，同时业务量的比重也较去年同期上升 0.3 个百分点。可见，跨境寄递业务未来的增长潜力巨大。

图表 46：跨境电商交易规模和渗透率逐渐提升



来源：中国产业信息网、国金证券研究所

图表 47：跨境寄递业务成增长亮点



来源：国家邮政局、国金证券研究所

同时，跨境电商也迎来密集政策红利，国家一方面为跨境电商提供优惠政策，一方面在通关、报检、海外仓建设等环节不断完善配套措施，为跨境电商的发展提供基础设施支持。今年 4 月，出入境检验检疫管理职责和队伍正式划入海关总署，机构改革后，通关作业上实现了“一次申报”“一次查验”“一次放行”的“三个一”的标准，大大提高了跨境电商在通关、报检上的便利化程度。7 月，国务院常务会议决定新设一批跨境电商电子商务综合试验区，至此，跨境电商电子商务综合试验区经过 3 次扩围入选城市已达 35 个。会议也鼓励企业加快建设“海外仓”和全球营销网络，打造跨境电商知名品牌，积极开拓多元化市场，提高国际竞争力。同时，海关进出口货物整合申报于 8 月 1 日实施，报关单和报检单合二为一，有利于提升海关的工作效率，对电商的物流时效和效率提升有积极影响。

除了对跨境电商发展的支持，物流建设作为跨境电商战略布局的重点，也是政策扶持的对象，监管部门对中国快递企业走出去持积极态度，《快递业发展“十三五”规划》提出，鼓励重点快递企业以服务跨境电商、伴随国内企业境外发展等为契机，衔接境外物流体系，构筑立足周边、覆盖“一带一路”、面向全球的跨境寄递网络。国家邮政局局长马军胜在 2018 年全国邮政管理工作会议中也提出，要加强国际邮件快件航空运输网络建设，支持有条件的企业海外建仓并鼓励共建共享，提高我国快递品牌的世界竞争力。

在政策利好不断释放，跨境业务成长加快的背景下，跨境电商红利将得到充分释放，对比国际快递巨头的成长历程，国内快递企业国际化是必由之路。

韵达较早布局国际业务，目前已经形成了单独的韵达国际业务板块。韵达国际拥有强大的全球货运跟踪系统、运单及订单管理系统和海外仓储系统，可为客户提供快递、物流及电子商务等门到门服务，为大客户定制仓配一体化解决方案。截至 2017 年底，韵达已相继开拓了包括德国、法国、荷兰、加拿大、新西兰、新加坡、韩国、日本、香港等 24 个国家和地区在内的国际快件物流网络，海外主要国家网点布局初步成形。

2017 年，公司进口业务同比增长超过 273%，出口业务同样迅速增长，服务能力及效率行业领先。此外，韵达在 2015 年上线了优递爱跨境电子商务平

台，进军跨境电子商务市场。在进入跨境电商领域的同时积极拓展国际物流网络，两者可以起到很好的协同作用，跨境电商的景气度不断提升，一方面可以直接带动优递爱商城业务量的增长，同时也促进韵达跨境寄递规模的扩张。

但我国跨境物流的发展也面临一些挑战，一是跨境长物流链带来的成本高昂，配送时间长，用户体验差，二是仓储物流智能化程度不高。**能够解决这些痛点的企业才有望在跨境物流领域脱颖而出。**韵达拥有突出的网络布局能力，并且未来也致力于进一步搭建国际网络覆盖，随着边境仓、海外仓的布局增多，可以很好地解决跨境电商配送时间长的问题。另一方面，韵达在信息化和智能化方面投入力度巨大，非公开发行募集的 39.2 亿元中有 6.96 亿预期投入在供应链智能信息化系统建设项目上，并且目前已经具备全球货运跟踪系统、运单及订单管理系统和海外仓储系统，在仓储物流智能化建设方面具有优势，有利于提高跨境物流的效率，看好韵达未来在国际业务板块的长期发展。

5.4 韵达联合仓，打造仓配一体化供应链

仓配一体化就是“仓储+配送”的整合，区别于单纯的仓储、运输和配送，旨在为客户提供一站式仓储和配送服务。仓储与配送作为电子商务后端的服务，主要是解决卖家货物配备（集货、加工、分货、拣选、配货、包装）和组织对客户的送货。

近年来，B2C 电商的快速发展驱动渠道和消费不断升级，渠道方面，销售渠道从传统的线下一渠道向线上网络、电视购物、线下门店等全渠道发展，随着渠道的多样化，电商需要具有在多个渠道间自由切换的能力；消费方面，消费者对物流配送时效的要求越来越高。在此背景下，仓配分离模式的弊端逐渐显现出来，包括信息无法共享、整体效率低、供应链协同难度大、服务响应慢以及责任难以清晰划分等，而仓配一体化模式能很好地解决仓配分离面临的诸多问题，可以使物流的各个环节实现无缝对接，简化了流通环节，实现高效协同，提高效率，缩短配送周期，责任划分也更加明晰。仓配一体化服务的价值不断凸显，市场对仓配一体化的物流需求也越来越强烈。

图表 48：仓配一体化与各环节分离的物流模式对比



来源：物流技术与应用微信公众号、国金证券研究所

随着仓配一体逐渐成为业内共识，业务的进入者也越来越多，竞争已经呈现愈演愈烈之势。各大快递公司也纷纷试水，顺丰、申通、中通、圆通和韵达均已布局仓配一体化业务。那么，我们不禁要问，快递企业传统业务重在“配送”，为什么要做“仓储”，从而形成“仓配一体”？

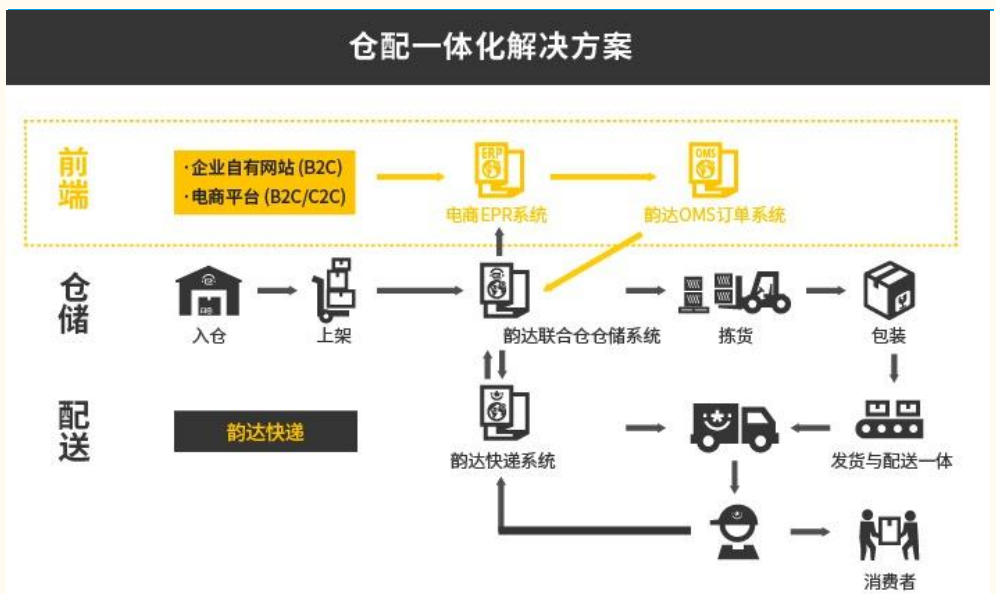
首先，2018 年全国邮政管理工作会议要求推进快递企业转型升级，支持企业创新寄递服务，加快发展冷链、医药等高附加值业务，拓展大包裹、快运、仓配一体、即时递送等新型服务。可以看出快递企业未来向供应链综合服务商转型是必然趋势，而从配送到仓配一体，实现一站式服务，为更多的客户提供优质的仓配服务体验，不仅是国家要求，更是快递企业转型综合物流服务商的重要环节。

其次，快递企业发展仓储服务可以为企业的发展带来诸多有利影响，仓储业务可以让快递企业离客户更近，离客户的客户也更近，通过多地建仓，可以让信息流动取代商品的跨区流动，为消费者实行就近配送，最大程度地缩短运输距离和时长，让快递更快，运营成本更加低廉；同时，一旦客户成功入驻，相应的配套服务如商品管理、订单管理、商品配送、逆向物流等均可开展，并且客户在不同仓储服务提供商间的转换成本较高，从而增强客户粘性；此外，从单一配送过渡到仓配一体，为企业提供了新的利润点，如仓储收益、订单操作收益等，也保证了快递业务量的稳定性；最后，快递企业普遍已经铺设了全国性网络，从快递延伸至仓储不需要前期大量的投入，具有一定的成本优势。

韵达目前已经形成了以“联合仓”为主体的仓配一体化服务体系，主要包括仓配一体化服务、智能分仓发货服务、供应链解决方案、联合仓系统平台和项目服务五大板块。

其中仓配一体化服务主要依托韵达强大的运输配送资源及网络资源，旨在为客户提供一站式仓储配送服务。仓储与配送作为电子商务后端的服务，主要解决卖家货物配备和组织对消费者的配送。目前韵达已经形成了专属的仓储管理流程体系和完备的仓配一体化解决方案，并提供多样化的增值服务。

图表 49：韵达仓配一体化解决方案



来源：韵达联合仓官网、国金证券研究所

智能分仓发货服务主要依托丰富的仓储资源、自主研发的联合仓仓储系统、OMS 订单系统，高效的运营流程和管理体系，为电商客户提供在全国多个仓库的仓储管理、订单生产和快递配送服务，实现多仓联合库存管理，订单智能分配到多仓，快速发货；基于大数据分析的补货模型，有效降低缺货率和库存水平。智能分仓发货服务可以很好地解决配送时效慢，物流成本高的问题。

联合仓系统平台则是由韵达专业的物流系统开发团队自主研发的，包括“OMS 订单管理系统”、“WMS 仓储管理系统”、“V9 结算系统”、“COD 代收货款系统”等等，并获得了多项国家软件著作权证书，其中韵达云仓还获得2017 京交会科技创新服务示范案例奖；联合仓系统平台将系统与流程紧密结合，从订单下达到出仓配送，灵活的系统搭配将满足客户多样的需求。

图表 50：韵达联合仓系统平台



来源：韵达联合仓微信公众号、国金证券研究所

韵达致力于根据广大客户的个性化需求，提供专业、一体化的快递物流供应链管理模式和最佳解决方案。借助公司庞大的网络平台和领先的信息化管理系统等，将仓储、运输、配送、数据服务等业务互联互通，形成“万仓联盟”，同时通过优化仓储及配送，开放深度合作，构建资源共享平台，整合资源，与合作伙伴建立战略合作，强强联合，共同打造“韵达联合仓·仓配一体化”服务体系管理新模式。截至 2018 年 H1，韵达可利用仓库资源（联合仓）达 418 个，面积超过 160 万平米，已经对接淘宝天猫、京东、一号店、唯品会等主流电商平台，仓储业务量较去年增长 200%。

韵达联合仓在仓配一体业务领域有如下竞争优势。

- 韵达联合仓不是“单打独斗”，而是实现“万仓联盟”，将韵达网络内的分拨中心、网点、服务部和分部的仓储项目联合在一起，统一品牌，便于招商和规模的扩大；有利于形成规模效应，保证低成本和对客户的吸引力；韵达在全国均有仓库网点，有利于满足客户全国的发货需求；同时，韵达联合仓总部还会为加盟网点提供调研分析、实施规划、系统开发等服务支持，有利于各分仓保证服务质量，统一服务标准。韵达转运中心 100% 自营也有利于对网络配送的掌控和优化，确保配送时效。
- 在仓储业务的管理上，韵达自主研发的联合仓系统是一大亮点。而系统的好坏对仓配一体业务来说至关重要，好的系统可以大幅提升仓储及配送效率，全面降低仓配运行管理成本，改善物流企业的服务质量。
- 韵达的联合仓系统包括“OMS 订单管理系统”、“WMS 仓储管理系统”、“V9 结算系统”、“COD 代收货款系统”，支持大、中、小型仓库进行有效精准的仓库一体化管理，支持多点、多仓、多货主的管理，对应多种作业模式、多种行业的商品管理需求，支持现代物流设备、物流技术的应用，

也支持多种与外部系统的交换模式，用户界面友好。韵达强大的信息系统开发运维能力很好地匹配未来物流智慧化、智能化、信息化的发展趋势，对仓配一体业务降本增效具有重要意义。

此外，韵达也十分重视仓配一体服务的发展，在非公开募集的 39.2 亿元资金中，有 1.36 亿元用于智能仓配一体化转运中心的建设。2018 年，韵达继续发力仓配业务，在仓配资源基础上，进一步打造供应链开放平台，实现仓储、快递、快运及商业等多个板块资源的互联互通，实现内部资源相互借力和支撑，为客户提供综合性的解决方案。

综上，韵达在发展快递主体业务的同时，也积极拓展周边产业链，布局快运、同城、跨境和仓配领域，综合物流生态圈规模初具，有利于韵达打造坚实两翼，为公司发展带来新的增长点。

6.盈利预测与投资建议

我们对韵达各项业务进行了分拆，并分别进行了收入、成本和毛利的预测，同时也对单票收入、单票成本和业务量进行了预测，具体如下。

图表 51：韵达股份 2018-2020 年盈利预测

韵达					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（万元）	734971.54	998557.39	1303267.26	1685328.35	2107002.57
面单	292317.60	342995.18	458548.00	585590.00	735553.00
中转	389459.25	569724.74	711776.00	925610.00	1146964.00
特许	2889.48	1331.54	1331.54	1000.00	1000.00
快递业务收入	684666.33	914051.46	1171655.54	1512200.00	1883517.00
物料销售收入	31838.82	48899.31	66014.07	82517.59	99021.10
快运	0.00	2270.28	12259.51	15937.37	19921.71
其他	18466.40	33336.34	53338.14	74673.40	104542.76
其他业务收入	18466.40	35606.62	65597.66	90610.77	124464.47
营业成本（万元）	505983.15	709170.12	918554.61	1206190.71	1512433.94
面单	13002.20	7311.68	6844.00	9445.00	12467.00
中转	460542.47	641717.69	821280.00	1086175.00	1358903.00
特许	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
快递业务成本	473544.67	649029.37	828124.00	1095620.00	1371370.00
物料销售成本	22100.69	29898.53	39608.44	49510.55	59412.66
快运		2580.35	13485.46	16256.11	18925.62
其他	10337.79	27661.87	37336.70	44804.04	62725.66
其他业务成本	10337.79	30242.22	50822.16	61060.15	81651.28
毛利（万元）	228988.40	289387.26	384712.66	479137.65	594568.63
面单	279315.40	335683.50	451704.00	576145.00	723086.00
中转	-71083.22	-71992.95	-109504.00	-160565.00	-211939.00
特许			1331.54	1000.00	1000.00
快递业务毛利	211121.66	265022.09	343531.54	416580.00	512147.00
物料销售毛利	9738.13	19000.78	26405.63	33007.03	39608.44
快运		-310.08	-1225.95	-318.75	996.09
其他	8128.61	5674.47	16001.44	29869.36	41817.10
其他业务毛利	8128.61	5364.40	14775.49	29550.61	42813.19
毛利率（%）	31%	29%	30%	28%	28%
面单	96%	98%	99%	98%	98%
中转	-18%	-13%	-15%	-17%	-18%
特许			100%	100%	100%
快递业务	31%	29%	29%	28%	27%
物料销售	31%	39%	40%	40%	40%
快运		-14%	-10%	-2%	5%
其他	44%	17%	30%	40%	40%
其他业务	44%	15%	23%	33%	34%
单票收入（元）					
面单	0.91	0.73	0.67	0.62	0.59
中转	1.21	1.21	1.04	0.98	0.92
特许	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
快递业务	2.13	1.94	1.71	1.60	1.51
其他	0.16	0.18	0.19	0.18	0.18
合计	2.29	2.12	1.90	1.78	1.69
单票成本（元）					
单票中转成本	1.43	1.36	1.20	1.15	1.09
其中：单票中转运输成本	0.95	0.94	0.85	0.82	0.79
单票中心操作成本	0.48	0.42	0.35	0.33	0.30
单票面单成本	0.04	0.02	0.01	0.01	0.01
快递业务	1.47	1.38	1.21	1.16	1.10
其他	0.10	0.13	0.13	0.12	0.11
合计	1.57	1.51	1.34	1.28	1.21
业务量预测（万件）					
快递业务量（万件）	321400	472000	684400	944500	1246700
YOY（%）	51%	47%	45%	38%	32%

来源：公司公告、国金证券研究所

根据以上预测，我们预计韵达股份 2018-2020 年 EPS 分别为 1.50、1.56、1.95 元，对应 PE 为 20、19、15 倍，韵达以科技创新挖深护城河，成本管控铸就核心竞争优势，服务质量提升保证市场份额，看好公司业绩成长性，维持“买入”评级。

7.风险提示

- **电商增速下滑导致快递需求下滑：**电商增速逐步趋于稳定，2017 年快递行业增速由 50%换挡至 30%，韵达对电商件依赖程度较高，若电商增速下滑可能导致公司业务量增速不及预期，影响公司业绩；
- **行业竞争加剧：**快递行业进入龙头竞争时代，集中度不断提升，竞争加剧可能再次引发价格战，使公司面临盈利能力下降的风险；
- **信息化、智能化提升程度不及预期：**公司十分注重信息化和智能化建设，进行了大力的投入，若研发速度和效果不及预期，可能使得公司信息化和智能化程度提升缓慢，进而成本优化速度降低，公司可能失去成本优势；
- **加盟商网点不稳定：**若公司对于加盟商管理不善，可能出现加盟商网店停止营业、爆仓等情况，将对公司正常运营造成伤害；
- **新业务发展不及预期：**公司积极进军新业务，如快运、同城，而这些业务仍处于起步阶段，可能存在开展进度不及预期的风险。
- **限售股解禁风险：**2018 年 12 月 24 日，公司将有 7732 万股解禁，占解禁前流通股的 32.89%，占总股本的 4.51%。股票解禁可能引起股价波动，投资者应注意解禁风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	980	7,350	9,986	13,033	16,853	21,070
增长率		650.3%	35.9%	30.5%	29.3%	25.0%
主营业务成本	-734	-5,060	-7,092	-9,186	-12,062	-15,124
%销售收入	74.9%	68.8%	71.0%	70.5%	71.6%	71.8%
毛利	246	2,290	2,894	3,847	4,791	5,946
%销售收入	25.1%	31.2%	29.0%	29.5%	28.4%	28.2%
营业税金及附加	-6	-17	-23	-30	-39	-48
%销售收入	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-36	-146	-139	-182	-236	-295
%销售收入	3.7%	2.0%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-95	-515	-629	-782	-1,011	-1,264
%销售收入	9.7%	7.0%	6.3%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	108	1,612	2,103	2,853	3,505	4,338
%销售收入	11.1%	21.9%	21.1%	21.9%	20.8%	20.6%
财务费用	12	-1	6	48	79	108
%销售收入	-1.2%	0.0%	-0.1%	-0.4%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-3	-11	-23	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	0
投资收益	-17	17	66	595	50	100
%税前利润	n.a	1.1%	3.1%	17.2%	1.4%	2.2%
营业利润	99	1,617	2,175	3,495	3,634	4,546
营业利润率	10.1%	22.0%	21.8%	26.8%	21.6%	21.6%
营业外收支	0	-24	-29	-30	-30	-30
税前利润	99	1,593	2,146	3,465	3,604	4,516
利润率	10.1%	21.7%	21.5%	26.6%	21.4%	21.4%
所得税	-22	-411	-558	-901	-937	-1,174
所得税率	22.1%	25.8%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	77	1,181	1,587	2,564	2,667	3,342
少数股东损益	27	4	-2	1	2	4
归属于母公司的净利润	50	1,177	1,589	2,563	2,665	3,338
净利率	5.1%	16.0%	15.9%	19.7%	15.8%	15.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	77	1,181	1,587	2,564	2,667	3,342
少数股东损益	27	4	-2	1	2	4
非现金支出	36	228	454	577	795	1,023
非经营收益	19	47	-70	-573	-20	-70
营运资金变动	13	482	942	-1,181	587	871
经营活动现金净流	145	1,938	2,914	1,388	4,029	5,166
资本开支	-59	-1,679	-1,386	-1,859	-1,900	-1,971
投资	-11	-101	-259	-900	-290	-330
其他	0	-965	132	595	50	100
投资活动现金净流	-69	-2,744	-1,512	-2,164	-2,140	-2,201
股权募资	0	897	57	3,915	0	0
债权募资	31	-42	0	0	0	0
其他	-29	-3	-128	-395	-461	-526
筹资活动现金净流	2	852	-72	3,520	-461	-526
现金净流量	78	46	1,329	2,744	1,428	2,439

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	139	433	1,810	4,554	5,982	8,421
应收账款	191	350	421	495	590	527
存货	107	26	25	26	34	42
其他流动资产	9	2,411	2,503	5,018	6,024	7,030
流动资产	446	3,220	4,758	10,093	12,630	16,020
%总资产	48.4%	48.0%	50.6%	59.7%	60.7%	63.0%
长期投资	92	258	567	1,467	1,757	2,087
固定资产	275	2,437	2,975	3,873	4,707	5,368
%总资产	29.9%	36.3%	31.7%	22.9%	22.6%	21.1%
无形资产	90	715	827	956	1,098	1,255
非流动资产	474	3,490	4,641	6,801	8,166	9,415
%总资产	51.6%	52.0%	49.4%	40.3%	39.3%	37.0%
资产总计	920	6,709	9,400	16,894	20,796	25,435
短期借款	86	0	0	0	0	0
应付款项	142	2,604	3,627	4,837	6,330	7,932
其他流动负债	61	319	473	677	879	1,100
流动负债	288	2,923	4,100	5,514	7,209	9,032
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	32	46	41	41	41
负债	289	2,955	4,146	5,555	7,251	9,074
普通股股东权益	566	3,733	5,212	11,295	13,500	16,312
少数股东权益	65	21	42	43	45	49
负债股东权益合计	920	6,709	9,400	16,894	20,796	25,435

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.332	1.161	1.306	1.497	1.556	1.949
每股净资产	3.765	3.683	4.281	8.585	10.260	12.397
每股经营现金净流	0.964	1.912	2.394	1.055	3.062	3.926
每股股利	0.100	0.120	0.260	0.300	0.350	0.400
回报率						
净资产收益率	8.80%	31.53%	30.50%	22.69%	19.74%	20.46%
总资产收益率	5.41%	17.55%	16.91%	15.17%	12.82%	13.12%
投入资本收益率	11.79%	31.85%	29.61%	18.62%	19.15%	19.62%
增长率						
主营业务收入增长率	5.19%	650.34%	35.86%	30.52%	29.32%	25.02%
EBIT 增长率	41.69%	1386.15%	30.44%	35.67%	22.88%	23.75%
净利润增长率	-41.10%	2263.06%	35.01%	61.29%	3.97%	25.23%
总资产增长率	13.26%	629.23%	40.10%	79.73%	23.10%	22.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	62.9	10.7	10.7	10.4	10.0	8.0
存货周转天数	50.2	4.8	1.3	1.0	0.9	0.9
应付账款周转天数	46.9	56.9	84.3	83.3	83.6	85.3
固定资产周转天数	98.8	115.8	103.1	99.9	91.0	79.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.41%	-11.52%	-34.44%	-40.16%	-44.16%	-51.47%
EBIT 利息保障倍数	-9.2	1,848.4	-350.7	-59.8	-44.4	-40.2
资产负债率	31.40%	44.04%	44.11%	32.88%	34.87%	35.67%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	8	9	12	29
增持	5	6	6	7	11
中性	1	1	1	1	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.64	1.53	1.50	1.45	1.43

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-09-27	买入	51.17	57.00~58.00
2	2016-10-31	买入	54.35	N/A
3	2016-11-09	买入	58.09	N/A
4	2017-03-17	买入	50.49	60.00~65.00
5	2017-04-18	买入	43.44	N/A
6	2017-08-25	买入	44.60	N/A
7	2017-10-16	买入	51.15	60.00~65.00
8	2017-10-26	买入	51.80	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH