

韵达股份(002120.SZ) 家用轻工行业

评级：买入 维持评级

公司深度研究

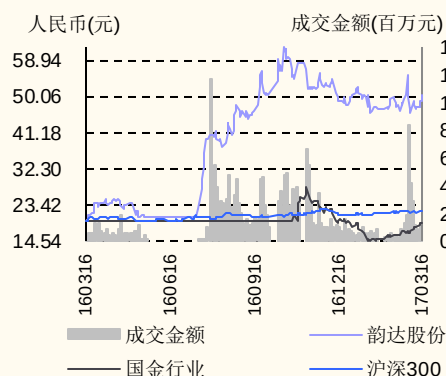
市场价格(人民币): 50.49 元

成本管控能力出色，长期成长性突出

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	98.22
总市值(百万元)	51,178.95
年内股价最高最低(元)	62.16/19.60
沪深 300 指数	3481.51
深证成指	10624.42



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.563	0.332	1.165	1.567	2.056
每股净资产(元)	3.62	3.77	13.09	23.66	37.52
每股经营性现金流(元)	0.77	0.96	7.50	12.61	3.95
市盈率(倍)	21.18	81.30	43.35	32.22	24.56
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	140.48%	-41.10%	2269.87%	34.54%	31.21%
净资产收益率(%)	15.53%	8.80%	60.04%	44.68%	36.96%
总股本(百万股)	150.28	150.28	1,013.65	1,013.65	1,013.65

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ **短期看点：成本管控效果显著下稳健运营：**韵达具备优秀成本控制能力，通过精简转运中心、加盟商自跑、鼓励“小而轻”等方法，致使2013-16年单票成本由2.86下降至1.58元（按公司自营口径），降幅达44.8%。按可比口径横向比较行业其他快递公司，韵达在价格战中采取稳健的策略，在保障毛利水平的前提下，收入成本平行下行，由于成本降幅具有领先优势，其单价在市场上也具备竞争力，最终实现业务量和净利润的双丰收。

■ **中长期看点（一）末端全方位解决方案提高品牌粘性：**韵达全方位的解决“最后一公里”问题，末端密集的20000+个网点、16650+个加盟式快递自提点以及结合智能快递柜的使用满足目前末端配送需求。而智能快递柜未来前景广阔，长期看快递柜盈利模式清晰后，当前对其的投资将逐渐兑现为韵达的直接收益。

■ **（二）信息化+智能化构筑核心竞争力：**韵达货运是较早建设信息化并引入智能化设备的快递企业，相关资产占总资产的比例在10%左右。截止16年6月底，韵达IT人员达334人（占比4.28%），每年投入研发经费约7000万元，并控股或参股相关IT技术公司，增强自主研发创新能力。信息化、智能化双管齐下，极大促进韵达货运运营效率的提高，使得快件时效（缩短8.5%）、申诉率（降低18.1%）等服务指标改善程度行业内名列前茅，构筑起韵达的核心竞争力。

■ **（三）多元化业务是未来看点：**韵达提出构建“以快递为核心”“以互联网+物流为内涵”的生态圈，布局韵达快递、韵达快运、韵达国际、韵达云仓、韵达科技五大业务板块，并已做出优递爱跨境电商平台、仓配一体化等探索，预计后期将融资以发展多元化业务布局未来。

投资建议

■ 我们预计韵达股份2017-18年净利润达到15.9及20.8亿元，同比增速为35%及31%。现公司市值为512亿，对应16-18年PE 分别为43/32/25倍。快递行业增速下降、市场价格保持低位、各家快递企业即将进入资产投入高峰，行业利润空间将被挤压。短期来看，韵达具有出色成本控制能力，在保持竞争力的同时可保障业绩增速。中长期来看，公司全放位布局末端配送、持续的信息化投入、构建快递生态圈，看好公司成长性。给予“买入”评级。

风险

■ 宏观经济波动，行业竞争加剧，电商增速放缓。

相关报告

- 1.《韵达借壳顺利过会，全年业绩有望超预期-新海股份公司点评》，2016.11.9
- 2.《快递业务量高增长，全年业绩有望超预期-新海股份公司点评》，2016.10.31
- 3.《韵达借壳上市号角吹响，具备增长硬实力-新海股份公司深度报告》，2016.9.27

沙沫

联系人
(8621)60230253
shamo@gjzq.com.cn

苏宝亮

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

内容目录

成功借壳新海股份，业绩持续高速增长.....	5
跻身民营快递第一梯队，终端加盟模式网络完善.....	5
2016 年度业绩增势喜人，厚积薄发未来赶超趋势明显.....	7
成本管控效果显著，稳健策略实现量利双收.....	10
盈利能力“逆流而上”，成本端改善明显.....	10
毛利结构显各家差异化战略，理性对待价格战.....	12
末端多样化服务，增强品牌粘性	17
“最后一公里”、“末端 100 米”多种解决方案.....	17
韵达全方位解决方案，兼顾现实和理想.....	19
信息化+智能化构筑核心竞争力，运营效率和服务质量显著提高.....	22
信息化+智能化行业领先，重视持续研发创新.....	22
运营效率和服务质量显著提高.....	25
享受行业高速发展带来的高估值，未来还看多元化业务的探索.....	26
快递行业转向需求拉动增长，短期行业增速将保持在 30%-40%	26
行业竞争激烈，多元化业务成未来看点.....	30
业绩预测及估值.....	34

图表目录

图表 1：韵达历年快递业务量及市占率.....	5
图表 2：韵达历史沿革	5
图表 3：上市快递公司资产状况及市盈率（截至 3.16）	6
图表 4：公司股权结构(截至 3.16)	6
图表 5：分区域加盟商数量	7
图表 6：各家覆盖率对比.....	7
图表 7：运输网络布局	7
图表 8：2016 年度业绩快报数据	8
图表 9：快递业务量及增速	8
图表 10：扣非归母净利润及增速	8
图表 11：单票扣非归母净利润.....	8
图表 12：第一期限限制性股票激励计划名单	9
图表 13：第一期限限制性股票激励计划解锁条件	9
图表 14：快递业务毛利率、净利率.....	10
图表 15：韵达快递业务毛利率、净利率.....	10
图表 16：韵达快递业务成本主要变化	10
图表 17：韵达单票成本变化（剔除加盟商自跑业务量）	11
图表 18：韵达员工变化	12
图表 19：韵达电子面单成本占比	12

图表 20: 转运中心自营率.....	13
图表 21: 各家公司收入确认方式.....	13
图表 22: 2016 年 1-6 月仅剔除派送费后单票收入明细.....	13
图表 23: 2016 年 1-6 月自营转运中心单票收入明细.....	13
图表 24: 近几年自营转运中心单票收入变化.....	14
图表 25: 近几年自营转运中心单票成本变化.....	14
图表 26: 2016 年 1-6 月自营转运中心单票成本明细.....	15
图表 27: 2016 年 1-6 月中转成本明细.....	15
图表 28: 近几年自营转运中心单票毛利变化.....	15
图表 29: 近几年自营转运中心单票毛利变化.....	16
图表 30: 2016 年快递业消费者申诉问题占比.....	17
图表 31: 智能快递柜使用模式.....	18
图表 32: 国内主要智能快递柜企业.....	18
图表 33: 韵达解决方案.....	19
图表 34: 圆通解决方案.....	19
图表 35: 丰巢科技股东结构变化.....	20
图表 36: 智能快递柜盈利模式.....	20
图表 37: 快递柜企业 2016 融资信息.....	21
图表 38: 韵达货运信息化建设系统.....	22
图表 39: 韵达信息化进程.....	22
图表 40: 韵达相关资产账面价值 (万元).....	23
图表 41: 2015 年相关资产情况 (百万).....	23
图表 42: 历年相关资产占总资产比例.....	23
图表 43: 人才结构对比: 韵达 (左), 圆通 (中), 申通 (右).....	24
图表 44: 相关科技公司及其成果.....	24
图表 45: 历年研发费用 (万元).....	24
图表 46: 服务质量相关指标.....	25
图表 47: 菜鸟观察时效提速排名榜.....	25
图表 48: 2015 年员工运营效率对比.....	25
图表 49: 规模以上快递业务量增速.....	26
图表 50: 规模以上快递业务收入增速.....	26
图表 51: 网购市场规模与快递业务量增速缺口.....	27
图表 52: 2012-2016 单月快递量.....	27
图表 53: “向西、向下”发展相关政策.....	27
图表 54: 农村网购市场规模.....	28
图表 55: 进口电商交易规模.....	28
图表 56: 进口零售电商交易规模.....	28
图表 57: 网络购物 PC 及移动端占比.....	29
图表 58: 2016 年 PC 端及移动端网购频率.....	29

图表 59: 微商市场规模	29
图表 60: 业务量市占率	30
图表 61: CR4、CR8 (2009-2015)	30
图表 62: 历年快递单价	30
图表 63: 2016 同城及异地快递单价差异	30
图表 64: 新兴竞争对手情况	31
图表 65: 2015 年 B2C 购物网站交易规模市场份额	31
图表 66: 2016 年 B2C 购物网站交易规模市场份额	31
图表 67: 募集资金去向	32
图表 68: 各快递公司变更后的经营范围	33
图表 69: 优递爱官网	33
图表 70: 仓配一体化	34
图表 71: 仓储增值服务	34
图表 72: 配送增值服务	34
图表 73: 韵达盈利预测表	35
图表 73: 变量预测	35

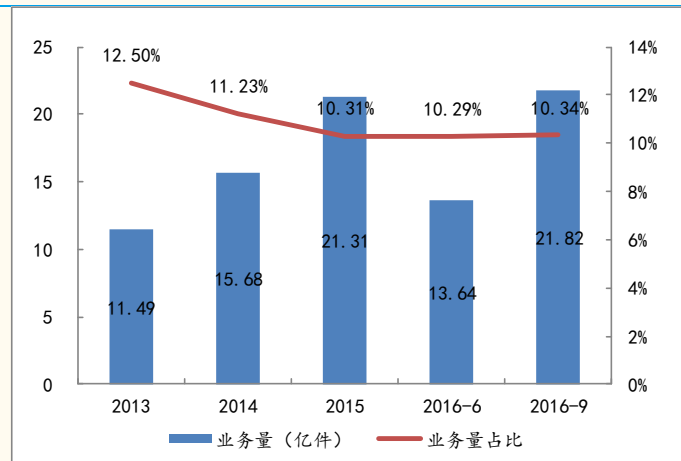
成功借壳新海股份，业绩持续高速增长

跻身民营快递第一梯队，终端加盟模式网络完善

■ 韵达历史沿革

- 1999年7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。经过十几年的发展，韵达注册资本已增加至7056万元（截至2016年6月），成为国内知名快递物流企业，跻身民营快递领先者“三通一达”，市占率达到10%以上，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“韵达股份”，市值达500多亿。

图表1：韵达历年快递业务量及市占率



来源：公司公告，国家邮政局，国金证券研究所

- 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，并将在部分业务上展开战略合作，全面助推韵达进化升级。

图表2：韵达历史沿革



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。另一方面，韵达于15年下半年启动私募股权融资，上市177.6亿的估值与正该等私募股权融资平均估值相当，一定程度上也反映出市场专业投资机构对韵达货运高成长性和股权市场价值的认可。

图表3：上市快递公司资产状况及市盈率（截至3.16）

公司名称	16/15总资产（亿元）	最新股价	总股本（亿股）	总市值（亿元）	16年业绩快报（归母净利润/亿元）	对应承诺PE
韵达货运	68.66/37.06	50.49	10.14	512	11.76	44
申通速递	81.61/28.44	28.08	15.31	430	11.93	36
圆通速递	102.12/61.87	24.92	28.21	703	13.5-14.5	50
顺丰控股	441.35/347.17	60.20	41.84	2,519	26.43	95

注：圆通业绩快报未出，数据来源于三季报和业绩预告。

来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司股权结构。**上海韵达货运有限公司最初股东只有聂樟清与聂腾云两人，2009年公司股权结构开始发生变化，截至上市前共经历了9次股权转让，尤其2015年以来至上市前发生了5次股权转让。韵达货运发展至今今天的韵达股份，控股股东为上海罗颀思投资管理有限公司，而聂腾云、陈立英夫妇则是韵达股份的实际控制人。

图表4：公司股权结构（截至3.16）

股东名称	持股数量	持股比例
上海罗颀思	573,043,201	56.53%
聂腾云	37,312,059	3.68%
陈立英	5,856,207	0.58%
聂樟清	6,117,806	0.60%
陈美香	6,117,806	0.60%
上海丰科	64,355,252	6.35%
桐庐韵嘉	9,308,805	0.92%
桐庐韵科	7,132,261	0.70%
聂腾云、陈立英夫妇及其一致行动人	709,243,397	69.97%
黄新华（减持中）	55,900,423	5.51%
上海复星创富	49,570,984	4.89%
上海太富祥川	41,825,733	4.13%
宁波招银	41,825,733	4.13%
深圳富海臻界	11,803,067	1.16%
宁波中钰	5,163,788	0.51%
宁波云晖景盛	3,932,629	0.39%
其他股东	94,379,577	9.31%
合计	1,013,645,331	100.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 韵达营运概况

- 民营快递企业的经营模式主要有两种，直营和加盟。大部分业务来自于电商件的“三通一达”为了迎合初期低成本、范围广的需要均采用加盟模式，主要是指允许加盟商加盟末端网点或转运中心，实现营业网点的迅速扩张以占有市场。目前韵达采用自营枢纽转运中心和终端取派加盟相结合的网络扁平化运营模式，所有自营枢纽转运中心的设立、投资、运营、管理都由韵达总部负责，收派两端则由具备快递经营许可资质的加盟商提供服务。这种运营模式具象到快递业务流程中，即揽收、派送环节工作主要由加盟商承担，而快件的分拣和中转主要由韵达负责。
- 在国家政策和中西部、“村淘”“海淘”的需求推动下，中西部、乡镇、国际市场将成为快递行业新的增长动力，近几年韵达顺势积极“向西、向下、向外”开拓网点。截至2016年6月，韵达股份快递业务已覆盖31个省、市、自治区，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全覆盖，县级以上城市覆盖率达到94.6%；西南和西北地区加盟商数量达到628家，比2013年增加了136家，增幅27.64%；2016年一到三季度，韵达新增区县网点27个，新增乡镇网点4366个。

图表5：分区域加盟商数量

地区	2013年		2014年		2015年		2016年6月末	
	数量 (家)	占比 (%)	数量 (家)	占比 (%)	数量 (家)	占比 (%)	数量 (家)	占比 (%)
华东	830	29.94	887	28.69	883	27.42	734	25.81
华南	371	13.38	419	13.55	434	13.48	349	12.27
华北	526	18.98	543	17.56	594	18.45	518	18.21
华中	280	10.10	311	10.06	326	10.12	310	10.90
西南	337	12.16	451	14.59	464	14.41	432	15.19
东北	273	9.85	291	9.41	306	9.50	305	10.72
西北	155	5.59	190	6.14	213	6.61	196	6.89
合计	2772	100.00	3092	100.00	3220	100.00	2844	100.00

来源：公司公告，国金证券研究所

- 美国当地时间2014年6月18日2:30pm，韵达速递美国服务中心在纽约宣布正式运营，标志着韵达速递向国际化发展迈出了实质步伐。之后韵达相继开拓了包括英国、荷兰、加拿大、新西兰、新加坡、韩国、日本、香港、台湾、泰国等国家和地区在内的国际快件物流网络。韵达还成立了国际事业部，显示国际业务是韵达未来战略布局重要组成部分。
- 实现营业网点高覆盖率的同时对加盟商管控能力强。网点是市场上的触手，网点的覆盖率直接关系到公司业务量水平。对比四家快递企业县级以上城市覆盖率，韵达货运相对优势，仅次于申通快递。另一方面，韵达转运中心实现90%以上的自营率，便于韵达根据全网络的业务量情况、快件时效、运营成本等情况进行全网协调，持续优化转运中心规划布局、中转路由等，而加盟商只需承担所属区域内的揽收、派送工作，职能较为单一，从而保障了韵达对快递服务网络的总体管控和协调能力。

图表6：各家覆盖率对比

	韵达货运	圆通速递	顺丰控股	申通快递
自营转运中心	54	60	282	48
合计转运中心	-	82	282	82
自营率	90%以上	73.17%	100.00%	58.54%
县级以上城市覆盖率	94.60%	93.90%	87.40%	96.40%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 发达的运输网络布局有效支撑点对点以及区域集散的干线运输及末端派送。目前，韵达货运已有2800余家加盟商及20000余家配送网点，在全国共设立了54个自营转运中心。韵达货运拥有完整的干线运输网络，其中常规干线运输线路多达3900多条，主干线运输车辆8400余辆，末端派送车辆20000余辆。同时，韵达货运还开辟了460余条常规航线。

图表7：运输网络布局

运输车辆	干线运输线路	常规航线	加盟商	服务网点	合作点	转运中心
28400+	3900+	460+	2800+	20000+	16650+	54（自营）

来源：公司公告，国金证券研究所

2016年度业绩增势喜人，厚积薄发未来赶超趋势明显

■ 最新业绩状况

- 2017年2月28日，公司公告称韵达股份2016年实现营业总收入73.61亿元，同比增45.66%；归属于上市公司股东的净利润为11.76亿元，同比增120.63%；基本每股收益为1.16元，同比增46.84%。横向对比各家公司陆续发布的业绩预告和快报数据可以发现，韵达归母净利润的同比增速在A股四家上市快递公司中最高。韵达的业绩实现超行业平均水平的高速增长并不是偶然事件，从各家公司披露的历年经营数据也可以看出韵达业绩增势近几年来都表现优异。

图表8：2016年度业绩快报数据

	15年归母净利润	16年归母净利润	同比增长	基本每股收益	16年扣非后归母净利润	超承诺利润
申通快递	7.65	12.62	64.97%	1.23	11.93	1.97%
圆通速递	7.17	13.5-14.5	88.28%-102.12%	-	-	-
韵达股份	5.33	11.76	120.63%	1.16	-	-
顺丰控股	19.67	41.80	112.51%	1.06	26.43	20.96%

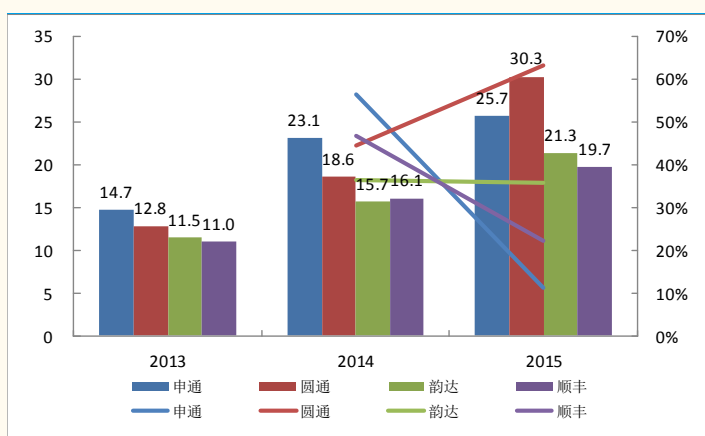
注：单位：亿元；顺丰控股15年归母净利润为剔除商业板块后所得；圆通16年数据来自业绩预告。

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 厚积：成本管控支撑高速发展

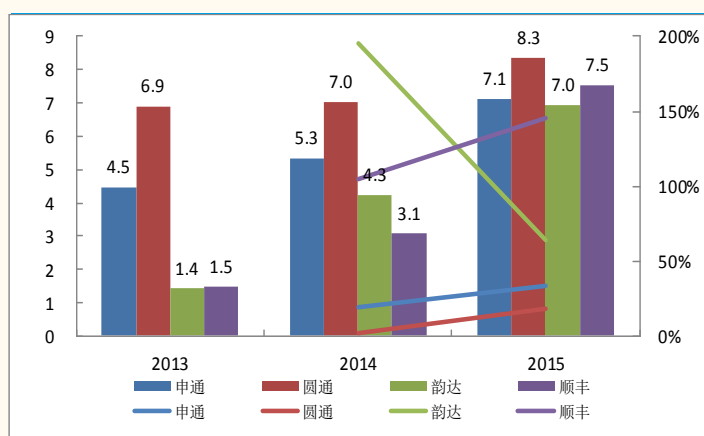
- 将四家公司过去三年的业绩进行对比，韵达在快递业务量、扣非归母净利润等方面与其他几家快递差距在逐渐缩小，且从业绩增速来看处强势地位，2013-2015年，韵达货运快递业务完成量复合增长率为36.18%，扣非归母净利润复合增长率为119.39%，处于高速发展的阶段。

图表9：快递业务量及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表10：扣非归母净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- 13年至16年上半年，韵达单票收入由3.68元下降至2.29元，降幅达37.8%，超出行业平均降幅14.6%，收入上的减少是对加盟商的适当让利，以应对价格战而维持其市场份额。但韵达扣除非经常性损益后单票快递净利润也保持增长态势，由2013年的0.13元/件提高到2015年的0.33元/件，可见其成本端改善显著，单票收入下行在盈利上的压力小于同行，在同质化市场中的竞争力较强，支撑其净利润高速增长。单票成本的大幅下降除了业务量上涨带来的规模效应以及电子面单的渗透率大幅提高，主要归功于韵达13年开始采取的一系列成本管控措施，如精简转运中心、优化路由提高了装载率；鼓励揽收“小而轻”快件而实施中转费包干制等。

图表11：单票扣非归母净利润

公司名称	2013	2014	2015
申通快递	0.30	0.23	0.28
圆通速递	0.54	0.38	0.28
韵达股份	0.13	0.27	0.33
顺丰控股	0.14	0.19	0.38

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 薄发：突破已经不远

- 股权激励计划提高安全边际。2017年3月2日晚，公司公告发布《第一期限制性股票激励计划》(草案)及其激励对象名单。据草案，这期激励计划拟向激励对象授予不超过102万股公司限制性股票，约占公司股本总额的0.1%，首次授予91.80万股，授予价格为27.17元/股。本计划的激励对象为公司董事、高级管理人员(不包括独立董事、监事)，公司及控股子公司中层管理人员，公司及控股子公司的核心业务(技术)人员，合

计154人。首次授予分为一年和两年解锁，解锁时间较短，授予价格较现价折扣为50%，激励效果明显。

图表12：第一期限限制性股票激励计划名单

姓名	职务	获授限制性股票数量（股）	占本计划拟授予限制性股票总量的比例（%）	占公司股本总额的比例（%）
赖世强	董事、副总裁	7,484	0.73	0.0007
杨周龙	董事、副总裁	7,484	0.73	0.0007
符勤	董事会秘书、董事、副总裁	6,236	0.61	0.0006
谢万涛	副总裁、财务总监	4,989	0.49	0.0005
中层管理人员、核心业务（技术）人员（150人）		891,807	87.43	0.0880
预留限制性股票		102,000	10.00	0.0101
合计		1,020,000	100.00	0.1006

来源：公司公告，国金证券研究所

- 根据该草案，以2016年实现的归母净利润11.76亿元为基数进行估计，可以计算出满足解锁条件2017年和2018年扣非归母净利润分别不低于14.11亿元、16.11亿元，高于业绩承诺。若该草案审议通过，将极大激励公司管理层和员工完成解锁目标，提高业绩安全边际。

图表13：第一期限限制性股票激励计划解锁条件

解锁阶段	绩效考核目标
第一期解锁	以2016年扣除非经常性损益的归母净利润为基数，解锁期首日最近一个会计年度经审计合并财务报表为2017年度财务报表，考核指标为2017年扣除非经常性损益的归母净利润增长率不低于20%
第二期解锁	以2016年扣除非经常性损益的归母净利润为基数，解锁期首日最近一个会计年度经审计合并财务报表为2018年度财务报表，考核指标为2018年扣除非经常性损益的归母净利润增长率不低于37%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 当前，行业转向由需求拉动增长，预计业务量增速由之前的50%放缓至35%左右，今年1-2月份快递平均单价为13.21元/件，同比下降3.9%，降幅较去年同期-10.3%虽有明显放缓，但趋势向下，预计单价未来几年内仍维持目前低位。快递公司主要成本是由人力及运输费用构成的，目前国内人口红利消退，用人成本连年上升，今年油价平均水平大概率较去年提升20%以上，并且规模扩张每年所需要的大量的资本支出也将提升成本压力。
- 行业整体业务量增速放缓，单价较低，成本上行，对于快递公司来讲，短期如何进行成本控制、提升利润率将是关注焦点，因此我们看好韵达的成本管控能力以及领先的信息化智能化水平，持续改善成本端，实现净利率稳步上升，或在这一阶段突破历史业绩，赶超同行。

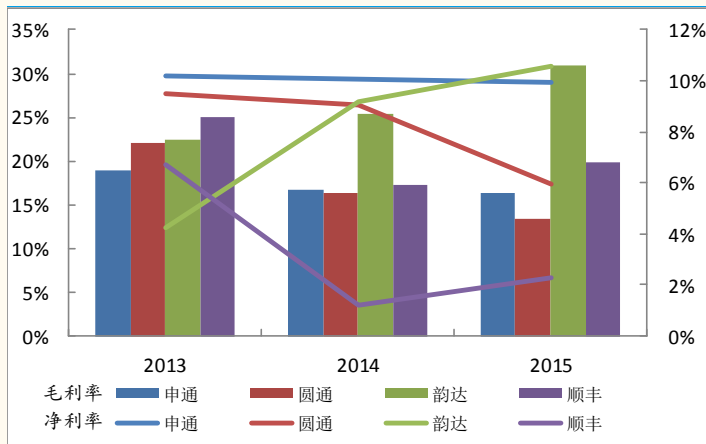
成本管控效果显著，稳健策略实现量利双收

盈利能力“逆流而上”，成本端改善明显

■ 韵达股份毛、净利率现状

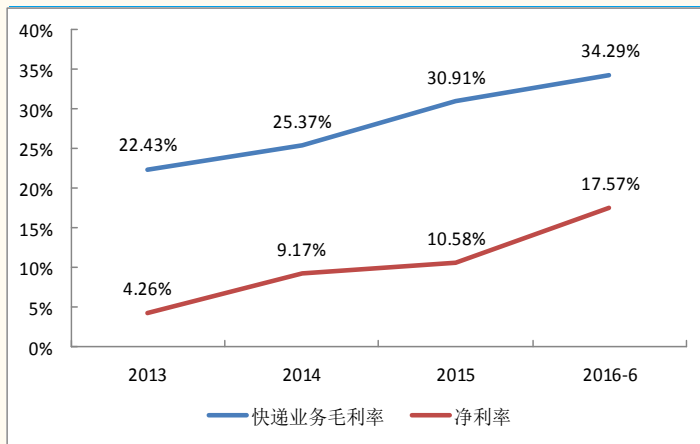
前文中我们发现韵达近几年的净利润复合增速非常快，达到119.39%，不仅远高于同行业公司，也远高于自身业务量的增速36.18%。与之呼应，2013年至2016年中期，单价下滑较快和行业整体毛利率持续下滑的情况下，韵达快递业务毛利率不降反升、“逆流而上”，分别为22.43%、25.37%、30.91%和34.29%；净利率为4.26%、9.17%、10.58%、17.57%。这都意味着韵达随业务量增加的收入增速跑赢其成本增速。

图表14：快递业务毛利率、净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表15：韵达快递业务毛利率、净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 成本管控效果显著，运输成本贡献最大

毛利率大小的主动权掌握在成本端，压低成本的前提下，才能达到理想毛利率的同时让收入降低，使得加盟商在这块成本更低，也就让自己的同质化产品更具有竞争力，吸引加盟商扩张业务。2013年开始，韵达为了提升自身盈利能力和竞争力以扩张业务，采取了一系列成本管控措施。

韵达快递业务成本构成主要分为两部分，面单成本和中转成本。韵达快递业务中转成本又分为运输成本和中心操作成本，中心操作成本包括职工薪酬、装卸扫描费、折旧摊销、办公及租赁等。下面列出几个今年变化比较明显的项目，发现运输成本是支出最大的部分，占总成本60%以上，同时也是降幅最为显著的部分。

图表16：韵达快递业务成本主要变化

项目	2013年		2014年		2015年		2016年1-6月	
	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)
运输成本	221,494.53	67.52	217,693.69	64.27	204,687.80	60.65	118,116.68	61.62
装卸扫描费(外包)	6,638.39	2.02	6,440.53	1.90	12,152.75	3.60	24,201.85	12.63
职工薪酬	56,638.55	17.26	60,446.04	17.85	58,953.41	17.47	18,810.81	9.81
面单成本	20,736.03	6.32	21,039.20	6.21	18,384.59	5.45	7,410.80	3.87
合计	305,507.50	93.12	305,619.46	90.23	294,178.55	87.17	168,540.14	87.93

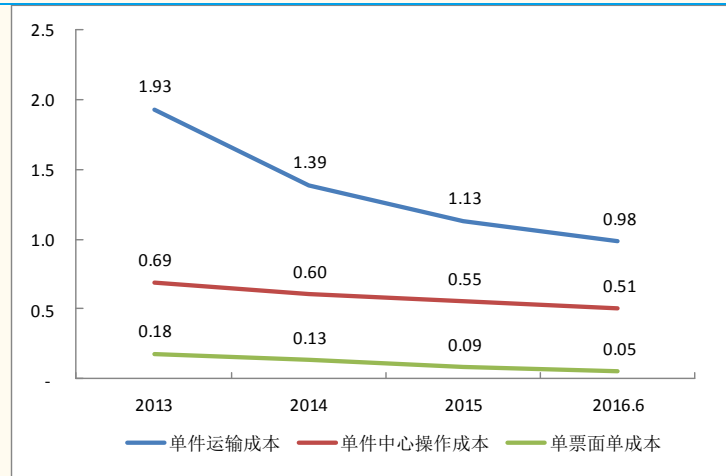
来源：公司公告，国金证券研究所

2014年12月，韵达开始鼓励加盟商自跑。即在运输条件和货源组织能力匹配情况下，由加盟商来承担部分由其发出货物的干线运输任务。2015年，由加盟商自跑承担的运输量为3.24亿件，占全部业务完成量的15.46%，直接减少中转费约5.75亿元。2016年1-6月，由加盟商自跑承担的运输量为1.61亿件，占2016年上半年业务完成量的11.80%，直接减少中转费约3.46亿元。

以上措施虽然直接减少了韵达货运转运中心承担的运输成本，但同时相

当于这部分业务量的中转环节完全与韵达总部无关，即无法体现韵达成本管控效果，做单票中转成本相关分析时，我们去掉这部分业务量。

图表17：韵达单票成本变化（剔除加盟商自跑业务量）



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 运输成本分析

2013年至2016年6月，单件运输成本由1.93元/件下降到0.98元/件，运输成本占比下降近6个百分点。显然韵达快递业务成本的大幅下降主要是由于其运输成本管控效果显著，据披露数据和公司经营变化分析原因，主要有以下几点：

- 1) 精简转运中心、优化路由。韵达货运通过各区域票件量的大数据分析，对运输路由进行优化设计和调减，在确保时效性的前提下大幅提升了单车装载率，进而大幅降低了单件运输成本。转运中心数量从2013年的80余家优化调整至2015年的50余家，干线运输线路从2013年的4500余条调整至目前的3900余条，运输车辆平均装载率从2013年的69%提升至2016年1-6月的88%。
- 2) 韵达货运通过实施包仓制、定额中转费、分段定额中转费等多种标准，鼓励加盟商揽收“小而轻”的快件。2013-2015年，韵达货运1KG以下的快件数量占比分别为66.92%、68.83%和71.01%。由于快递业的特殊性，重量轻的快递占用空间小，同等装载空间可以装运的快递量会更大。通过调整货品结构，就进一步提升了单车装载率，降低了单件运输成本。
- 3) 外部因素：汽油价格从2014年开始下跌走低、2014年“营改增”税收政策以及业务量增加后的规模效应。

■ 中心操作成本分析

鉴于快递业务量存在较为明显的峰谷值波动变化，快递公司在旺季普遍采用劳务派遣补充用工，主要从事临时性、辅助性及可替代性的如装卸、扫描、搬运等辅助环节的工作，这部分支出计入职工薪酬中。

为了满足国家劳务派遣用工占比不得超过10%的要求，韵达改变用工模式，原采取劳务派遣的工种，后通过业务外包的方式予以替代，该业务外包的费用即为装卸扫描费，并不计入职工薪酬。因此我们看到职工薪酬明显下降而装卸扫描费则显著上升，将职工薪酬和装卸扫描费（外包成本）合并计算分析，职工薪酬和装卸扫描费合计金额占快递业务总成本的比例分别为19.28%、19.75%、21.07%、22.44%，占比总体保持稳定，相关单件成本由0.55元/件下降至0.36元/件。

社会整体的职工平均薪酬逐步上升的趋势下，韵达相关成本反而减少主要是因为随着智能化设备的推广和人均效能的提升，转运中心所需的操

作人数相应减少。2015年转运中心自有员工和劳务派遣平均操作人数较2014年相应人数约减少1800人。

图表 18: 韵达员工变化

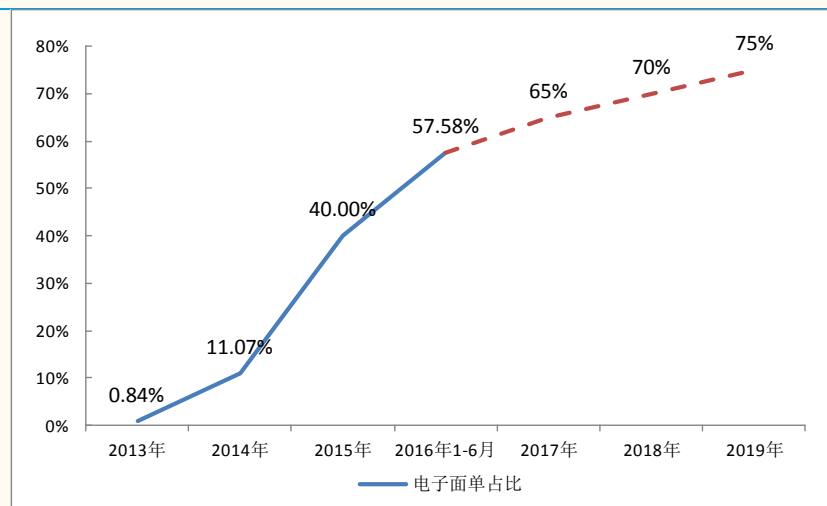
	2016. 6. 30	2016. 3. 31	2015. 12. 31	2014. 12. 31	2013. 12. 31
自有员工	8096	7805	4917	3277	4433
派遣员工	258	364	11514	11124	19340
合计	8254	8169	16431	14401	23773

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 面单成本分析

电子面单的出现使得快件在进入韵达网络开始流转之时，快件的始发地、目的地的地址、区域编码、收件人信息、快件货物类型、重量、体积，即已进入到大路由系统，大大提高了快递信息流转的效率。除此之外，电子面单成本比纸质面单低很多，因此各家快递都积极推进面单的电子化，面单方面成本持续下降即得益于韵达电子化程度提高，而外部因素主要是到“营改增”税收政策变化所致。据未来几年韵达将持续推进电子面单的使用，面单成本将进一步下降。

图表 19: 韵达电子面单成本占比



来源：公司公告，国金证券研究所

考虑到1) 电商虽然增速放缓，但又出现了微商、“村淘”、“海淘”等新的增长点，预计行业未来几年有望继续维持高增速，各企业还处于高速发展的阶段，业务量依旧可以实现快速增长，规模效益下平均成本有望进一步下降。2) 从各项单票成本来看，在韵达的管控措施下还有进一步下降的空间。我们预计韵达未来几年毛利率保持目前的水平没有压力，甚至可能继续增加。

毛利结构显各家差异化战略，理性对待价格战

- 为排除业务量的影响，我们比较单票收入及成本的大小。韵达、申通、圆通虽然都为加盟模式，但收入、成本确认口径不同，加上转运中心的自营率也有差异，因此要进行一些处理，尽量还原各家快递公司自营的单票收入、成本。

图表20: 转运中心自营率

	韵达货运	圆通速递	申通快递
自营转运中心	54	60	48
合计转运中心	-	82	82
转运中心自营比	90%以上	73.17%	58.54%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 统一口径处理

1) 圆通方面: 圆通转运中心大部分是自营, 20个中转加盟商中大部分处于偏远地区, 在全网的业务量占比很少, 仅5个处于长江三角洲地区等业务量较多的区域, 而且中转加盟商的中转费由圆通总部统一收取后再进行结算, 甚至还有补贴, 这种情形我们可以近似认为是中转全自营。因此, 圆通方面的处理只在快递收入和成本中剔除派送费。

图表21: 各家公司收入确认方式

公司名称	收入确认方式	成本确认方式
韵达货运	面单费、中转费、其他	面单成本、中转成本(运输成本、中心操作成本)、其他
申通速递	信息服务(面单费)、中转费、派送费	面单成本、中转成本
圆通速递	面单费、中转费、派送费	面单成本、中转成本(运输成本、中心操作成本、网点中转费)

来源: 公司公告, 国金证券研究所

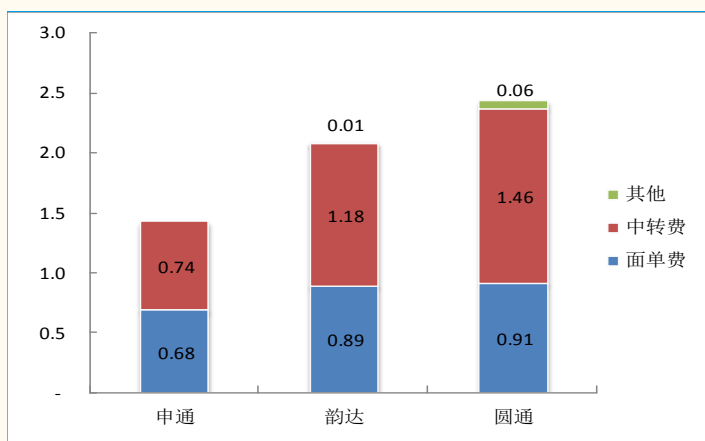
2) 申通方面: 申通转运中心自营率较低, 仅有59%, 根据申通公告披露, 中转加盟商的近几年业务量占比均在50%左右, 而且中转费是直接向始发地转运中心支付。因此我们剔除派送费后, 计算单票中转收入或成本时的使用经过自营转运中心分拨、运输的业务量, 未知年份的业务量, 则按50%估计。

3) 韵达方面: 韵达2014年底开始鼓励加盟商自跑, 2015年, 由加盟商自跑承担的运输量为3.24亿件; 2016年1-6月, 由加盟商自跑承担的运输量为1.61亿件。处理单票中转费和中转成本时我们把这部分业务量减去。

综上处理以后, 得到的是各家快递自营部分的单票收入和成本状况。

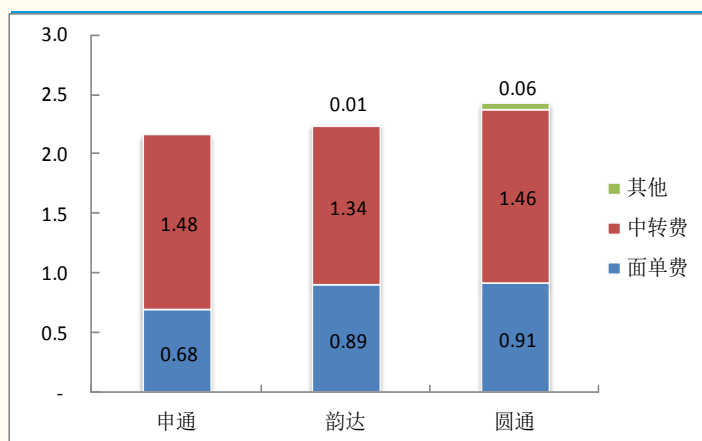
■ 单票收入状况

图表22: 2016年1-6月仅剔除派送费后单票收入明细



来源: 公司公告, 国金证券研究所

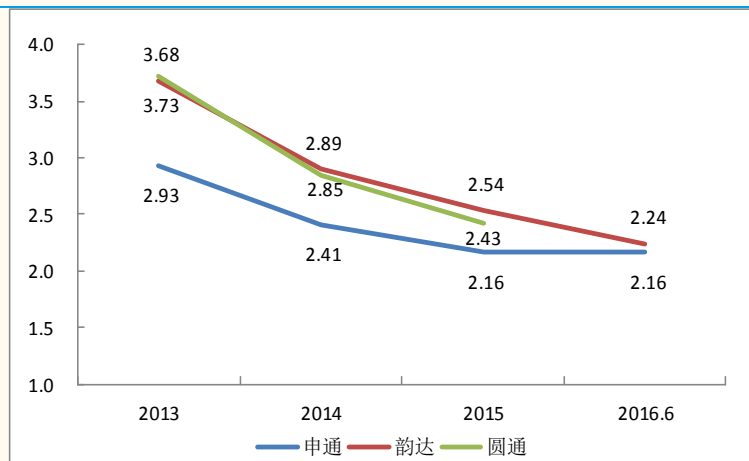
图表23: 2016年1-6月自营转运中心单票收入明细



来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 圆通数据为15年度数据, 其余为16年1-6月数据。

图表24：近几年自营转运中心单票收入变化



来源：公司公告，国金证券研究所

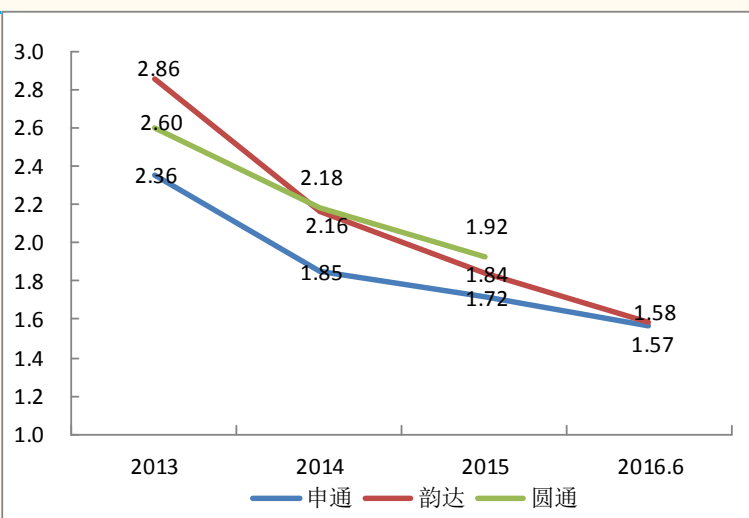
对于终端加盟网点，每单快递的成本包括：支付给其他网点的派送费，支付给快递员揽派件费，支付给快递公司中转费和面单费，以及网点运营成本、税收等。对于不同快递公司的加盟商，成本差异就在于转费和面单费的支出，可以说快递公司的单票收入差异决定了他们加盟商成本上的差异。从我们对单票成本的分析来看，圆通虽然略高而且16年单票收入有上升趋势但考虑到圆通对加盟商进行部分补贴，间接减少单票收入，目前三家快递实际单票总收入差距不大，韵达单票收入相对较低，在吸引加盟商而扩张网点和业务方面比较有竞争力。

近年来单票收入虽然在激烈的竞争中不断下降，但是下降趋势在减缓，目前三家公司处在三年的业绩承诺期间，为了保证净利润，价格方面应该会维持在目前的水平不会再下降，这就意味着利润多少或者说毛利率变化主要取决于其后期成本增减。

韵达比较突出的特点有两个：1) 快于同行的下降速度。13年至16年1-6月，单票收入下降了近40%。显示韵达想在行业激烈的竞争中提高自身对加盟商的吸引力，让利加盟商而扩张业务，在价格战中保证自身市场份额。2) 中转费收入相对较少。一种可能是中转成本本身相对同行就较少，另一种可能主要是在中转费上采取有条件的让利加盟商的策略，这点我们将在下文具体分析。

■ 单票成本状况

图表25：近几年自营转运中心单票成本变化

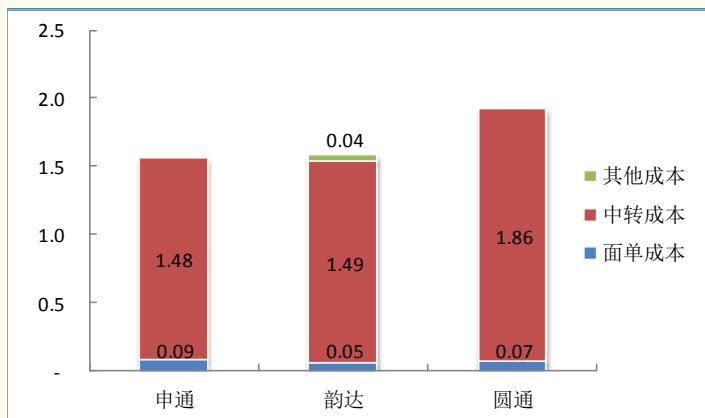


来源：公司公告，国金证券研究所

2013年至2016年1-6月，韵达单票成本从2.86元下降至1.58元，大幅下降52%，与申通达到同一水平。快递业务成本端主要由面单成本、中转成本等构成，将15年各家单票成本明细对比，申通与韵达成本差距主要在面单成本上；与圆通的差距则主要出在圆通中转成本上的网点中转费上。

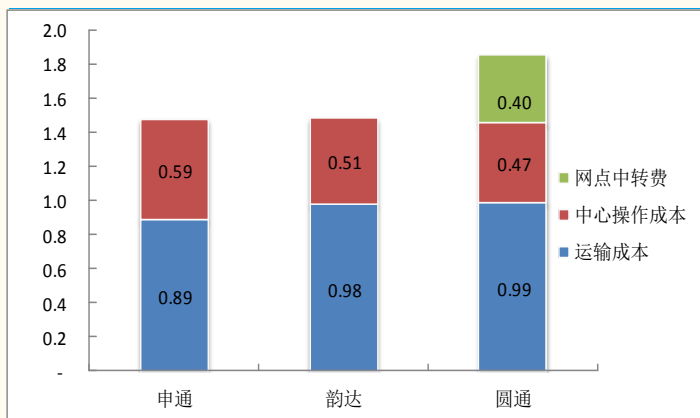
面单成本方面，韵达成本明显较低，主要是由于目前韵达是三家中电子面单使用率最高的。2016年1-6月，申通快递电子面单使用率达到49.43%；圆通2015年度电子面单使用率就已经达到50%以上；截至2016年1-6月，韵达快件的电子面单使用率已达到57.58%。

图表26：2016年1-6月自营转运中心单票成本明细



来源：公司公告，国金证券研究所

图表27：2016年1-6月中转成本明细



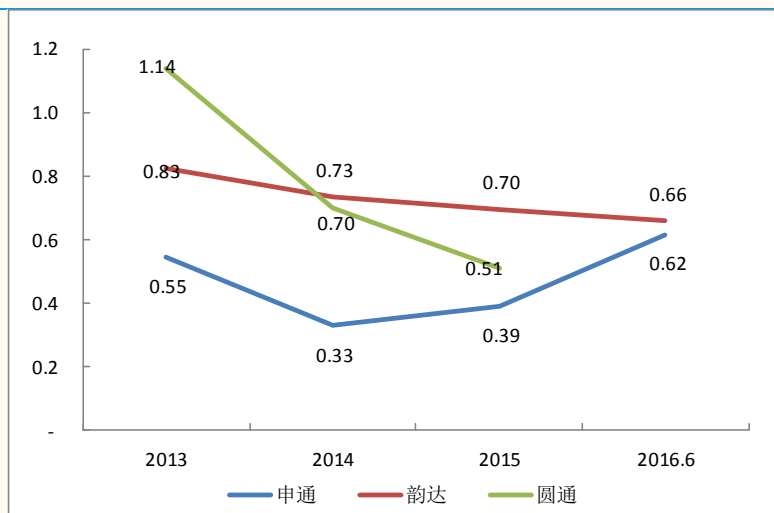
来源：公司公告，国金证券研究所

注：圆通数据为15年度数据，其余为16年1-6月数据。

■ 单票毛利状况

计算单票毛利时，我们依然将中转费的毛利部分尽量还原成各公司自营部分的毛利情况，处理方法同上。

图表28：近几年自营转运中心单票毛利变化



来源：公司公告，国金证券研究所

韵达的毛利情况相对稳定，成本端降幅领先优势下，收入维持平行下行，体现韵达在价格战中采取稳健的策略，旨在实现业务量和净利润的双丰收。申通的波动则源于其在近几年变化颇大的策略，特别是为鼓励扩张业务而在14年采取的有偿派送的包干制政策，15年取消这一制度后，申通对扩张业务越发谨慎，选择保证一定的毛利水平，结果是业务量增速

急剧下滑，由14年的56.55%的同比增速下降至15年的11.36%。圆通则明显采取了较为激进策略，以利润换市场，在其他行业巨头快递市占率都缩减的情况下，圆通近三年快递业务量占全国快递总量的比例由14%攀升至14.7%。

图表29：近几年自营转运中心单票毛利变化

公司名称	项目	2013	2014	2015	2016.1-6
申通	面单	0.75	0.71	0.62	0.60
	中转	-0.18	-0.16	-0.17	-0.00
	派送	-0.02	-0.22	-0.05	0.02
韵达	面单	0.88	0.84	0.84	0.84
	中转	-0.02	-0.09	-0.08	-0.14
	其他	-0.03	-0.02	-0.06	-0.03
圆通	面单	1.06	1.02	0.84	
	中转	-0.08	-0.43	-0.40	
	派送	0.01	0.03	0.01	
	其他	0.15	0.07	0.06	

来源：公司公告，国金证券研究所

我们可以看出，加盟制的快递公司盈利主要在面单上，中转方面基本会选择持平或者微亏，而派送费方面，申通和圆通处理也不大一样。这些都从微观层面体现出几家快递公司差异化的战略。

韵达选择保证面单毛利而加大牺牲中转毛利，是韵达为管控运输成本，选择利用中转费收取制度鼓励加盟商揽收“小而轻”快件的举措在微观上的反映。

申通14年派送费上的亏损急剧增加，体现有偿派送包干制政策给派送方面造成了不小的压力，目前的趋势是让利面单费，中转费则减少亏损。圆通中转方面亏损最多，体现其激进的战略，在中转上让利加盟商以鼓励其扩张市场。

从毛利角度看韵达采取的加盟商自跑举措。我们发现在中转方面，在韵达调整货物结构的战略下，是亏损的，而且这种亏损还有扩大的趋势。因此对韵达来说，加盟商自跑不仅免去一部分亏损，而且加盟商能够利用本地优势，灵活安排运输线路、组织回程车货源，对于符合自跑条件的加盟商来说这也减少了其中转成本，进而实现了韵达和加盟商的共赢。韵达有条件的选择部分加盟商自跑，也体现加盟模式和自营模式并没有绝对利弊，目前只是在两者之间找到最大效率和最低成本的平衡点，既需要更智能化、信息化的自营转运中心对全网进行掌控以保证服务和公司战略、指令得到贯彻，也需要在保证服务质量要求下将能节省成本的双赢领域开放给加盟商。

总结：

1、加盟商角度：快递公司的单票收入差异决定了他们各自的加盟商在成本上的差异。从我们的分析来看，韵达单票收入相对较低，在吸引加盟商以扩张网点和业务方面比较有竞争力。

2、快递公司本身：不论收入端还是成本端，除了圆通由于网点中转费一项支出略高，从最新数据看三家快递公司差距都不算大，近几年的趋势都是一起下降。而毛利大小及其结构的变化则从微观层面体现了快递公司差异化的发展策略。韵达采取比较稳健的策略，在保障毛利水平的前提下，收入成本平行下行，由于成本降幅具有领先优势，其单价在市场上也具备竞争力，最终实现业务量和净利润的双丰收。

末端多样化服务，增强品牌粘性

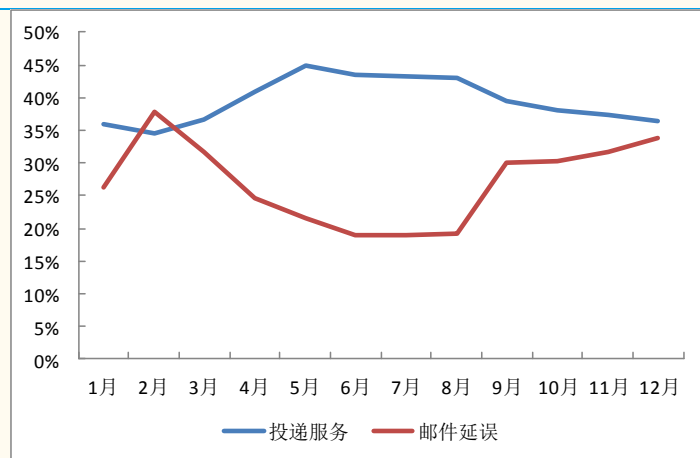
“最后一公里”、“末端100米”多种解决方案

■ 末端配送痛点颇多

用户视角。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。国家邮政局每个月的消费者申诉情况显示，快递服务申诉问题中“投递服务”和“延误”两个问题的占比一直居高不下，保持在60%以上。

快递公司视角。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。

图表30：2016年快递业消费者申诉问题占比



来源：国家邮政局，国金证券研究所

针对两方面的痛点，末端配送问题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。

■ 快递自提点

顾名思义，主要功能就是代收一片区域内所有用户的快件，通知用户自己上门自提。对于快递公司，快递员只用送到自提点即可，可以削弱配送到户的比例，大大减少末端配送的人工成本。对于用户自身，也可以灵活安排取件时间。

自提点分为企业自建和商家加盟两种，自建成本高昂，但是服务有保障，而且可以依托门店带动 O2O 业务。相比之下社区商户加盟方式则成本较低，但服务质量良莠不齐，很难标准化。加盟的代表主要有菜鸟驿站、圆通妈妈店等；自建的主要代表有京东、顺丰优选等。

菜鸟驿站——消费者在淘宝、天猫购物，下单时选择菜鸟驿站代收，可享受菜鸟驿站5天免费保管、便利自提、丢失必赔、隐私保护等特色服务。目前菜鸟校园驿站数量达2700个，日均处理包裹量200万件。

圆通妈妈店——圆通妈妈驿站为服务范围内的用户提供快件代收、保管、寄件的服务，还可以按照客户要求上门派送。合作伙伴包括连锁企业、个体商户、个体农杂货铺、残疾人、下岗工人、大学生、物业保安等。目前圆通驿站现在加盟合作数量在全国已经达到1.6万多家。

顺丰优选——2016年09月09日，顺丰优选首家线下门店在深圳开业，依托线上电商平台与线下社区门店，为用户提供日常所需的全球优质美食。

同时提供快件自提、寄件等服务。目前有1600多家门店，覆盖全国12个省。

■ 智能快递柜

智能快递柜是指设立在公共场合，可供投递和凭系统发送到手机的二维码或数字密码提取快件的24小时自助服务设备。智能快递柜在网购的终端环节实现了与消费者线上与线下的对接，可以有效解决无效投递和二次投递等问题，大幅提高快递员配送效率，方便用户随取随寄。在快递收发方面，智能快递柜相当于升级版的自提点，当然其建设成本和运营维护成本也是高昂很多。

图表31：智能快递柜使用模式



来源：邮宝官网，国金证券研究所

图表32：国内主要智能快递柜企业

名称	落地时间	运营公司	股东	公司类型	覆盖情况
丰巢智能柜	2015.6	丰巢科技	顺丰、申通、中通、韵达、普洛斯	快递公司	16000+小区，74个城市，40000+台柜机
速递易	2012.11	成都我来啦	三泰控股	第三方	已签约协议网点68911个，79个城市，22000+台柜机
E邮站	2013	中国邮政	中国邮政	快递公司	-
中集E栈	2014.11	中集电商	中集集团	第三方	3000+社区，10000+台柜机
云柜Cloudbox	2013	江苏云柜	江苏云柜	第三方	-
收件宝	-	上海富友	上海富友	第三方	-
乐家智能柜	2015.1	日日顺乐家	海尔	第三方	10000+社区，96个城市，1.2万个智能柜
格格货栈	-	南京魔格	聚宝网络	第三方	10000+小区，20+城市
近邻宝	2013.10	中科富创	淮油股份	第三方	22个省
递易智能	2014	递易智能	递易智能	第三方	合作高校超过100家
鸟箱	2014.3	厦门奕宝	厦门奕宝	第三方	-
安杰	2013.8	北京安杰	韵达、天鸿宝地	第三方	-
京东自提柜	2014.5	京东	京东集团	电商	-
苏宁自提柜	-	苏宁云商	苏宁云商	电商	-

来源：互联网，国金证券研究所

■ 众包物流

众包物流解决方案就是把原本由快递员承担的配送工作，转交给企业外的大众群体来完成。众包物流企业主要做运营平台，本身不直接提供服

务，而是通过平台来让海量的供给方与需求方快速建立联系，为两者的交易提供及时高效的技术支持和信用保障。

众包物流的方式可以很好的弥补淡旺季明显的快递行业人员需求，同时充分利用社会闲置人力资源。目前主要的平台有：人人快递，菜鸟裹裹。但缺陷也非常明显：行业壁垒低，缺乏有效监管，服务质量和人员素质得不到保证。

韵达全方位解决方案，兼顾现实和理想

2014年，韵达在发展思路从重“量”逐渐转向重服务质量和客户满意度，同时兼顾“利润”，深化“经营”。采取相关措施增强客户体验，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，同时也提升了品牌粘性。

相比圆通偏爱加盟式的快递自提点，韵达在“最后一公里”及“末端100米”方面采取了全方位的服务形式，自建、加盟的快递自提点以及智能快递柜均有布局，**兼顾低成本快速解决配送难题的现实需要和客户体验最好、市场空间广阔的理想模式——智能快递柜。**

图表33：韵达解决方案

末端配送	数量	性质	收费
自建门店	20000+	自建式快递自提点	
合作便利店、物业及第三方合作资源	16650+	加盟式快递自提点	
智能快递柜	74000+	-	0.4-0.6元/票

来源：公司公告，国金证券研究所

图表34：圆通解决方案

门店类型	职能及定位
圆通妈妈店	按照总部形象要求设计，市场定位于快递的社区服务，可进行就近派送，方便到店客户进行快件收发，并提供其他增值服务。
店中店	由合作的第三方提供场地，加盟商派驻快递员入驻现场为客户提供收派等服务。
代办点	加盟商与第三方合作，协助加盟商完成周边地区的收派工作，方便客户上门自提。

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 积极探索理想模式——智能快递柜

快递最后一公里的竞争正从拼网点、投入力的阶段向拼装备、拼技术的阶段升级，智能快递柜越发成为各大快递公司竞相争夺的香饽饽。韵达也不落后，积极与深圳丰巢，速递易、云柜、日日顺、e 邮站、南京魔格、中集、中科富创等各大智能快递柜公司开展合作，日均投递量已达每天30万件。除了开展合作，也积极投身于智能快递柜市场，目前持股的智能快递柜供应商有北京安杰和丰巢科技。

2011年1月10日，北京安杰信息科技有限公司成立，该公司一直致力于智能终端系列产品的研发、生产、投放、运营，主要产品有安杰智能快递柜，存包柜等，安杰互联网智能快递柜可拓展性非常强，可增加生鲜柜副柜，用以代收水果、蔬菜等生鲜物品。

2015年3月，韵达快递公司与北京安杰开展末端派送合作，在北京、上海等12个省市的300多个网点通过使用智能快递柜；2016年3月，韵达货运以1元对价取得该公司3%股权。

2015年6月，韵达参与投资创建“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。2017年1月份，各投资

方开启了对丰巢科技新一轮的增资，1月23日，韵达股份与丰巢科技现有股东共同签署了《关于认购深圳市丰巢科技有限公司股权之股权认购协议》，韵达股份作为投资主体，以现金方式对丰巢科技进行增资2亿元。根据本轮投资情况，顺丰仍然占据大股东的位置，韵达上升至二股东，中通位列三股东，新的股东结构如下：

图表35：丰巢科技股东结构变化

本次增资前，丰巢科技的股本结构如下：

序号	股东名称	出资方式	持股比例（%）
1	深圳市顺丰投资有限公司	货币	38.2500
2	申通快递有限公司	货币	14.0000
3	上海云韵投资管理有限公司	货币	19.0000
4	中通快递股份有限公司	货币	19.0000
5	苏州普洛斯企业服务有限公司	货币	4.7500
6	深圳市丰巢科技股权投资合伙企业（有限合伙）	货币	5.0000
	合计	-	100.0000

本次增资完成后，丰巢科技的股本结构如下：

序号	股东名称	出资方式	持股比例（%）
1	深圳市顺丰投资有限公司	货币	30.86
2	上海云韵投资管理有限公司	货币	10.36
3	韵达控股股份有限公司	货币	3.64
4	中通快递股份有限公司	货币	10.36
5	申通快递有限公司	货币	9.45
6	苏州普洛斯企业服务有限公司	货币	8.95
7	深圳市丰巢科技股权投资合伙企业（有限合伙）	货币	2.73
8	惠州仲长金创业投资合伙企业（有限合伙）	货币	3.09
9	宁波梅山保税港区鼎晖孚鸿股权投资合伙企业（有限合伙）	货币	7.27
10	杭州鼎晖新趋势股权投资合伙企业（有限合伙）	货币	1.82
11	深圳明德控股发展有限公司	货币	7.82
12	上海熠通投资中心（有限合伙）	货币	1.82
13	苏州钟鼎四号创业投资中心（有限合伙）	货币	1.27
14	宁波梅山保税港区鼎越股权投资合伙企业（有限合伙）	货币	0.55
	合计	-	100.00

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 智能快递柜现状及展望

1、当前盈利状况严峻

国内快递柜市场从12年才开始逐渐打开，由于前期投入巨大（铺设一组快递柜大概要3-4万元）、运营成本高（进场费、短信费、电费、网费、维护等等），盈利模式还在探索中而尚未成型，业内公司基本亏损。速递易自2012年以来一直处于亏损的状态，2016年亏损继续扩大，2016年1月至9月，丰巢科技营业收入为482.94万元，净利润为-15065.54万元。目前业内比较一致的派件盈利模式是向快递公司/快递员收费，按快件大小收取0.4-0.6元不等的费用。

图表36：智能快递柜盈利模式

公司名称	主要盈利模式	探索增值服务
速递易	派件、超期、寄存和广告收费	一站式洗衣、手机维修、必有商城
丰巢科技	派件、寄存和广告收费	微仓：实现“一手交钱，一手提货”。
日日顺	派件、寄存和广告收费	食品、保险、维修、家政等社区业务
格格货栈	派件、寄存和广告收费	为社区用户物品寄存、样品派发、社区洗衣等微仓服务；同时提供包括物业服务、生鲜O2O、业主社群、家政洗护等社区场景O2O生活服务。
递易智能	派件、寄存和广告收费、移动端营销	社区O2O生活服务
北京安杰	派件、超期、寄存和广告收费	增加生鲜柜副柜，用以代收水果、蔬菜等生鲜物品；存包：商品展示柜

来源：公司公告，国金证券研究所

2、行业发展新趋势——联盟

几年来行业普遍亏损，现在或探索着走向新的阶段——共享资源实现更加优化的网络布局、更具效率的运营管理，实现行业共赢。

2016年10月，江苏云柜、上海富友、中集电商结成“创赢联盟”，三方已在中国主要城市布点60000+个社区，未来12-18个月，三方计划在已有城市范围再优化和新增20000+个社区；并将逐步开放经营资源，包括：共建采购供应商库、共享城市运维人员、共同拓展广告资源、共建社区服务场景等。2016年11月6日的“柜友会”上，速递易、丰巢、中集等8家快递柜企业也初步达成共识，将整合快递柜行业资源，会减少在圈地方面的竞争，另外，“柜友会”初步打算整合柜机广告资源打包，提高广告价值，增强议价能力。

3、政策+需求双驱动，资本青睐，前景广阔

政府推动发展。根据国家邮政局发布的《中国智能快件箱发展现状及趋势报告》，在调查的50个城市中有40个城市的政府部门出台过相应政策来支持快件箱推广。31个城市的相关部门帮助快件箱企业与物业等机构进行协调，17个城市为快件箱企业提供了相应的资金补贴和税收优惠来促进快件箱企业的发展。

国家邮政局局长马军胜在2017年全国邮政管理工作会议中提出，要大力推进快递末端设施能力建设，加快智能快件箱建设布局，力争派件量占比提高两个百分点，逐步形成以住宅投递、智能快件箱投递和公共服务站投递等模式互为补充的末端投递服务新格局。近期刚发布的《快递业发展十三五规划》在发展指标中，明确提出到2020年，智能快件箱投递快件占比至少要达到10%。

广阔的市场需求。作为末端配送有效的解决方案，市场需求巨大。2015年全国主要城市安装智能快件箱已逾6万组，2016年全国布放智能快件箱累计超10万组，年投递快件逾10亿件。

图表37：快递柜企业2016融资信息

企业	时间	融资方式	融资额	用途
中集电商	3月	A轮（深圳远致富海，凯盈资本等）	3亿元	建立以e栈为原点的智慧社区商业布局
聚宝网络	5月	新三板定增	1.56亿元	深化智能快递柜、社区媒体布局
丰巢科技	6月	股东增资（顺丰、申通、韵达、中通、普洛斯）	5亿元	布局更多快递柜网点和微仓等业务的拓展
日日顺乐家	7月	A轮融资（未透露来源）	未透露	在1.2万个社区网点推进社群电商
递易智能	6月	Pre-A轮（邦明资本）	数千万	引入人才、完善产品
速递易	12月	三泰控股资本	1250万	高校网点拓展和运营

来源：公司公告，国金证券研究所

资本大力追捧。智能快递柜以其独特的不可替代性，成为解决末端最后100米的有效手段，其广阔的市场空间以及流量入口方面的巨大潜力使得其频繁获得融资，资本是逐利的，资本不断涌入说明资本市场对其业务模式、市场价值的认可。

总结：韵达全方位的解决方案兼顾现实和理想，末端密集的20000+个网点、16650+个加盟式快递自提点以及结合智能快递柜的使用满足目前末端配送需求，基本解决最后一公里的问题，而智能快递柜未来前景广阔，长期看快递柜盈利模式清晰后，当前对其的投资将逐渐兑现为韵达的直接收益。

信息化+智能化构筑核心竞争力，运营效率和服务质量显著提高

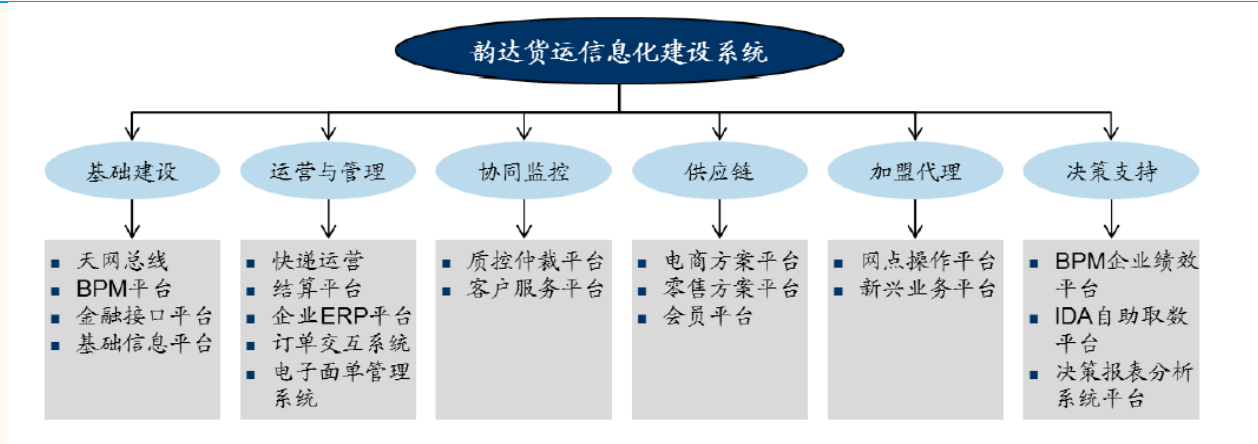
信息化+智能化行业领先，重视持续研发创新

■ **未来趋势：智慧物流。**自从商务部办公厅2015年下发《关于智慧物流配送体系建设的实施意见》以来，国内关于智慧物流方面的探索和实践如雨后春笋般层出不穷。智慧物流通过科学的动态管理实现物流的智能化，能有效地提高资源利用率，降低物流成本，提升行业服务水平，增加行业附加值和社会价值。目前，中国的智慧物流领域还处于起步阶段，快递企业主要致力于建立信息化平台、系统和引进自动化智能设备。

■ 信息化建设

韵达实施信息化管理起步较早，在国内民营快递企业中较早实施了 SAP 管理、ORACLE OTMS 运输管理系统、数据仓库平台、SOA/BPM 工作流平台等，并自主研发微笑平台、自动仲裁系统、电子面单二维码系统、仓库管理系统、第四方物流平台石墨系统、区域市场协同平台等。现有信息系统主要包括13大平台，50多套系统。此外，韵达货运大力推广手持终端、车载终端、无线终端等终端设备，实现快件和交通运输的实时信息化。

图表38：韵达货运信息化建设系统



来源：公司公告，国金证券研究所

图表39：韵达信息化进程

2002年9月	韵达开通公司官方网站： http://www.yundaex.com/ ，为客户和服务网点查询提供便利，正式告别依靠电话为客户查件、咨询的时代。
2009年	韵达率先、自主研发并上线了预付款系统，实现了全网在财务管理上的一体化管控，从而确保了全网的规范化运作。
2011年2月28日	韵达速递在物流行业率先、正式启动SAP项目。通过此项目实现了商务智能、客户关系管理及供应链管理以及可持续性。
2012年	大数据时代来临，韵达数据仓库率先、正式上线，为公司带来了获取更丰富、更深入和更准确地洞察市场行为的大量机会。
2012年6月	韵达速递开通全国统一客户服务热线：400-821-6789(后升级为95546)，为客户提供查询、咨询及其他业务受理服务。
2013年	韵达率先自主研发并推广使用了二维码电子面单，截止目前，韵达的二维码电子面单的普及率和应用电子面单方面的市场份额在整个业内名列前茅。
2014年7月	为了更好的提高客户满意度，提升韵达品牌形象，做到主动服务，经公司管理层研究决定，对系统及业务已培训覆盖的地区试运行“微笑计划”——客服自助共享平台。
2015年6月6日	顺丰、申通、中通、韵达、普洛斯联合发布公告，共同投资创建深圳市丰巢科技有限公司，致力于研发运营面向所有快递公司、电商物流使用的24小时自助开放平台——“丰巢”智能快递柜。

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 智能化设备运用

在自动化智能化方面，韵达货运率先引入了交叉带自动分拣系统。该系统全程仅需扫码一次，分拣效率高达2万件/小时，分拣差错率1/10000，处理同样数量的快件可以节省分拣人力40%。

图表30：交叉带自动分拣系统



来源：公司公告，国金证券研究所

图表31：自动化仓储管理



来源：互联网，国金证券研究所

韵达货运积极引入自动化仓储管理技术，通过类目仓的建设，并针对货物的物理特性自动设定仓库管理参数，通过智能标签技术、条码及射频技术等现代化技术实现仓库环境的自动化监控、库存的自动调配和分类、自动补货、商品的包装和配送等。

■ 信息化、智能化相关资产逐年增加

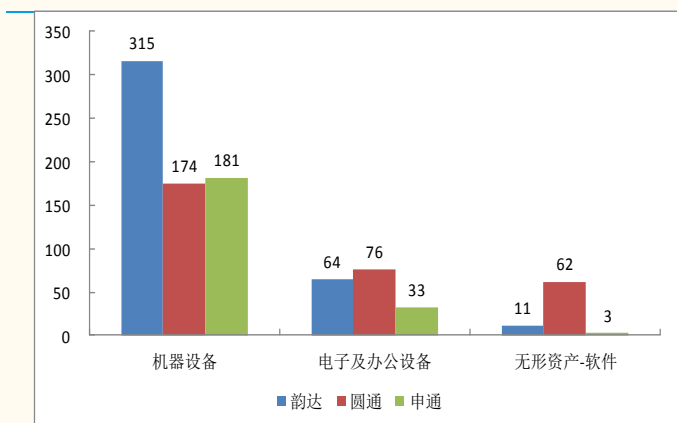
在加盟式的民营快递企业中，韵达相对重视信息化、智能化的投入，相关资产逐年增加，占总资产的比例也是三家快递中最高的。

图表40：韵达相关资产账面价值（万元）

韵达	2013	2014	2015	2016.6
机器设备	20527.75	23789.99	31505.61	35927.79
电子设备	9503.80	7443.78	6325.33	6890.14
办公设备	209.34	167.31	115.04	98.86
无形资产-软件	816.38	1078.12	1143.49	1030.64
总资产	199148.13	247995.27	370559.84	519874.01
占总资产比例	15.60%	13.10%	10.55%	8.45%

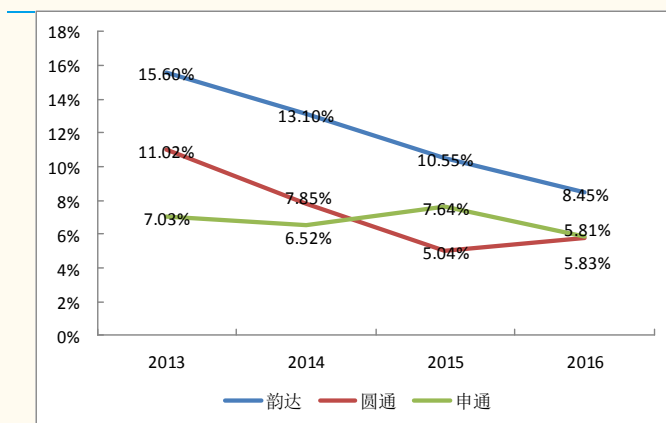
来源：公司公告，国金证券研究所

图表41：2015年相关资产情况（百万）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表42：历年相关资产占总资产比例



来源：公司公告，国金证券研究所

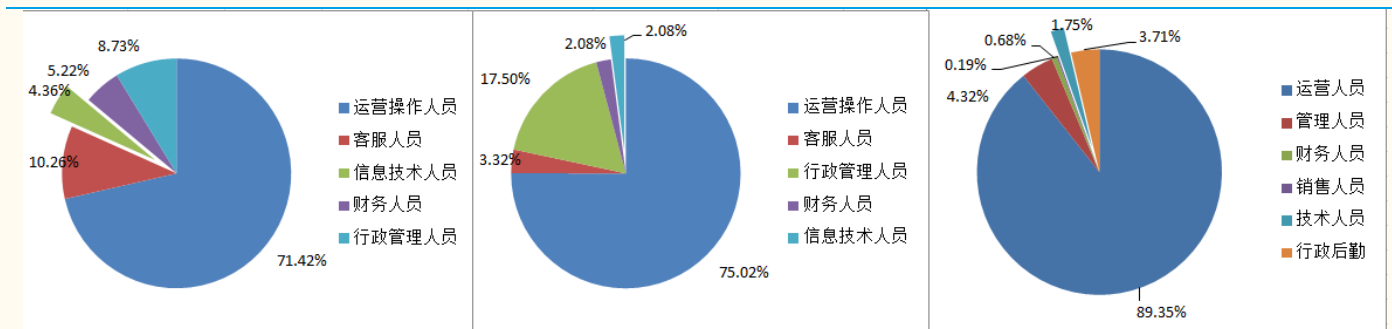
注：圆通数据为16年3月末数据，其余为16年6月末数据。

■ 研发创新能力强

韵达货运体系拥有自有的IT架构开发体系，非常重视研发的过程管理，并通过了国际软件行业的软件能力成熟度集成模型CMMI3认证。

人才结构方面。截至2016年6月末，韵达IT人员达334人（占比4.36%），具有强大的研发创新实力，而申通、圆通的占比分别为1.75%和2.08%。

图表43：人才结构对比：韵达（左），圆通（中），申通（右）



来源：公司公告，国金证券研究所

投资、参股相关高新科技公司：上海东普信息科技有限公司（控股子公司）、深圳市丰巢科技有限公司（重要参股公司）、蜂网投资有限公司（重要参股公司）。

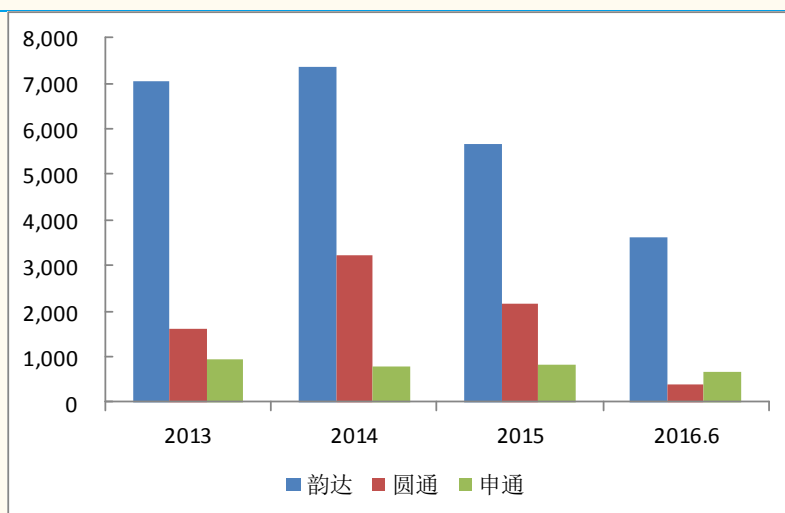
图表44：相关科技公司及其成果

公司名称	主要成果
上海东普信息科技有限公司	2015年获得高新技术企业证书，拥有国家专利：快递电子面单、折叠式热敏纸结构，同时韵达42项软件著作权里有12项出自该公司。
深圳市丰巢科技有限公司	致力于研发运营面向所有快递公司、电商物流使用的24小时自助开放平台——“丰巢”智能快递柜
蜂网投资有限公司	速递网络软件的研发、设计与制作，并提供相关技术咨询与技术服务；

来源：公司公告，国金证券研究所

研发资金投入：韵达研发支出主要包括信息化费用、技术研发费用以及已资本化的信息支出，历年研发投入总额在7000万元左右。

图表45：历年研发费用（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

注：圆通为16年3月末数据，其余为16年6月末数据。

运营效率和服务质量显著提高

2013年至2015年，韵达货运的接单能力已从600件/秒提升至2,100件/秒，提升了近4倍。韵达货运自主研发的地址归集系统排查率和准确率分别高达96%和98%，可有效保障快件的安全和时效，进一步降低了操作过程中因失误造成的运营风险。

图表46：服务质量相关指标

服务质量指标	计算公式	改善成果
全程时效	所有票件量从揽收至签收的平均时效	缩短8.6%
12305申诉率	$12305\text{申诉率} = \text{有效申诉量} / \text{揽件量} * 1,000,000$	降低18.1%
损坏率	$\text{损坏率} = \text{损坏量} / (\text{揽件量} + \text{派件量} + \text{操作量}) / 3 * 10000$	降低12.5%
遗失率	$\text{遗失率} = \text{遗失率} / (\text{揽件量} + \text{派件量} + \text{操作量}) / 3 * 10000$	降低35.7%

来源：公司公告，国金证券研究所

2015年9月，《快递杂志》公众号“菜鸟观察”栏目披露，菜鸟网络曾于2015年对14家快递企业在业务时效等各方面进行了一次综合大盘点。调查数据显示，韵达速递在快件时效方面提升明显。

图表47：菜鸟观察时效提速排名榜

排名	2日内达 增幅	排名	3日内达 增幅	排名	3日以上达降 幅
1	全峰	1	顺丰	1	圆通
2	邮政小包	2	申通	2	韵达
3	圆通	3	圆通	3	百世汇通
4	韵达	4	天天	4	顺丰
5	百世汇通	5	百世汇通	5	天天
6	中通	6	ZMS	6	中通
7	宅急送	7	优速	7	优速
8	天天	8	韵达	8	申通

来源：快递杂志，国金证券研究所

韵达货运引入并改进智能化分拣设备，倡导技术革新，最大程度的提升人均效能。在业务量快速增长的情况下，操作人员数量增长得到合理控制。此外，由于快递行业的作业特性，业务量存在较为明显的峰谷值波动变化，为此，韵达货运针对性地对部分岗位采用了更机动灵活的用工模式，如将转运中心部分流程化的工序采用外包，在保证业务时效性的前提下，有效降低业务量波动对人力成本的影响，人均效能显著提升，人均操作货量从2013年平均261件/人/天，提升至2015年平均500件/人/天。

图表48：2015年员工运营效率对比

	韵达货运	圆通速递	申通快递
自有员工	4917	21201	8428
自有+派遣	16431	23392	-
业务量（亿件）	21.31	30.32	25.68
单人单日包裹处理量	355	355	-

来源：公司公告，国金证券研究所

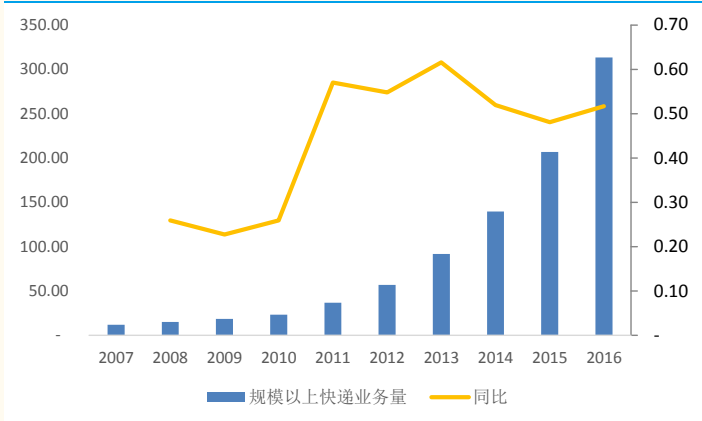
享受行业高速发展带来的高估值，未来还看多元化业务的探索

快递行业转向需求拉动增长，短期行业增速将保持在30%-40%

■ 2C端电商带动快递业爆发式增长

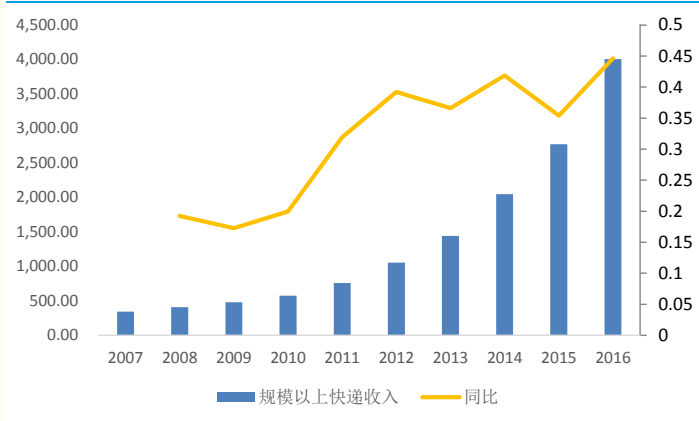
- 国内快递市场出现时间较短，真正的爆发式增长也仅出现在近几年。2016年全国快递业务收入完成3974.4亿元，同比增长43.5%；全国快递业务量完成312.8亿件，同比增长51.4%。

图表49：规模以上快递业务量增速



来源：wind，国金证券研究所

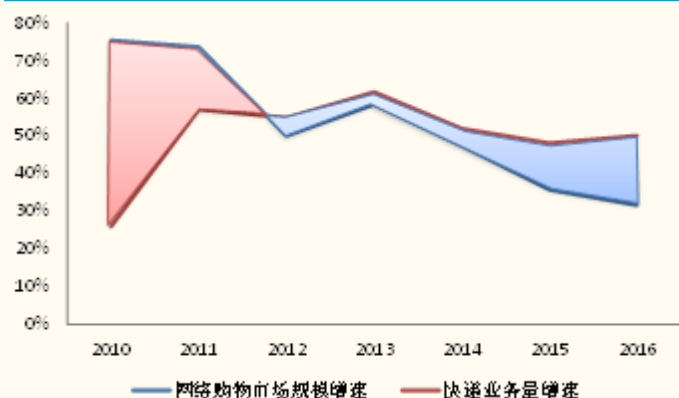
图表50：规模以上快递业务收入增速



来源：wind，国金证券研究所

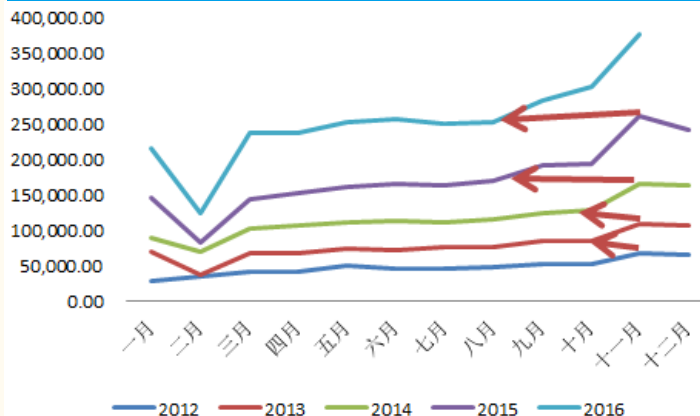
- 我国快递的兴起主要是由于了B2C及C2C平台网络购物的普及，尤其是以“三通一达”为主的民营快递公司，资料显示，在民营快递高速发展初期来自淘宝天猫等网购件业务在四家公司占到60%至80%。截至今年，快递业务量已经持续6年维持在50%以上的高速增长通道中，我们目前推动快递业务发展依然是2C端的电商产业。
- 产能不足的情况或已改变，转向需求拉动
 - 虽然从数字上看，快递业务量增速自2012年起就慢于网购规模（B2C以及C2C交易规模之和）增速，但是我们认为这是由于快递行业一直处于产能不足状态，所以在供不应求的情况下，每年快递业务量增速完全由产能扩张速度决定，即使网购市场规模增速开始出现下滑，但是市场上依旧有还未被消化的需求等待新产能投放后被吸收。所以我们可以观测到每年11月份的快递量几乎与下一年非旺季每月快递量相当，11-12月是快递需求最旺盛的月份，每年双十一及双十二也常有爆仓等新闻引起社会关注，在购物节来临之前，各快递企业也会积极准备，所以我们假设每年11月份业务量为快递行业当年产能峰值。在下一年双十一来临之前，快递业务量在前半年依旧维持甚至高于这个水平，可以说明市场中有充足甚至过剩的需求可以直接将上一年增加的产能消化掉。
 - 但是2016年产生一些变化，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，我们从图52可以看出2016年红色箭头开始出现向左下倾斜的趋势。这说明市场产能已经充足，今年快递业务量的增长多半是由需求驱动。所以明年快递业务量增速若没有超预期催化因素，极有可能出现断崖式下跌，直接达到30%左右。

图表51：网购市场规模与快递业务量增速缺口



来源：Wind，国金证券研究所

图表52：2012-2016年月快递量



来源：CNNIC，国金证券研究所

- 自2014年起，中国快递业务量规模已赶超美国成为全球第一，但从人均业务量来看，中国人均快递业务量约15件，仍低于美国等成熟市场的水平，人均快递业务量仍有上升空间。我们认为我国快递行业在未来3年内仍然将处于高速发展阶段，主要是由于2C端电商行业城乡差异逐渐缩小，农村电商高速发展，或将其增速稳定在20%以上，另外，一些网购行为的变化如移动端渗透、退换货等也能增加快递使用频率。
- 乡镇快递市场巨大
 - 近两年相关政策发布愈发频繁，提出各种口号方针，如“向西、向下”“快递下乡”“农村电商”“乡乡有网点，村村通快递”等，《快递业十三五规划》提出2020年，快递网点乡镇覆盖率由目前的80%提升至90%。政策驱动下各地区各企业积极响应，阿里巴巴与各地政府携手搭建农村电商平台，计划在三至五年内投资100亿元，建立1000个县级服务中心和10万个村级服务站，支持“村淘”计划、促进当地经济。同时，京东也致力于建设“农产品进城，工业品下乡”双向流通格局。

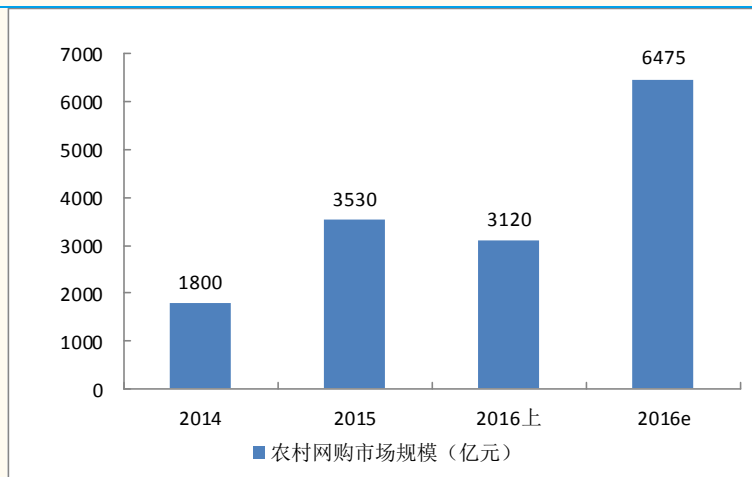
图表53：“向西、向下”发展相关政策

时间	国家相关政策	相关内容
2013.05	《深化流通体制改革加快流通产业发展重点工作部门分工方案》	大力发展第三方物流促进企业内部物流社会化。加强城际配送、城市配送、农村配送的有效衔接
2015.05	《关于推进“快递向西向下”服务拓展工程的指导意见》	要求进一步健全城乡快递服务网络，加强快递在中西部、农村地区与电子商务的协同发展，促进农村流通现代化。进一步巩固快递与电子商务的协同发展。到2020年基本实现“乡乡有网点，村村通快递”。
2015.10	《关于促进快递业发展的若干意见》	旨在到2020年，基本建成普惠城乡、技术先进、服务优质、安全高效、绿色节能的快递服务体系，形成覆盖全国、联通国际的服务网络。
2016.01	《关于落实发展新理念加快农业现代化实现全面小康目标的若干意见》	加快完善县乡村物流体系，实施“快递下乡”工程。
2016.03	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	提出对邮政网络、基础设施、邮政安全的建设和提升，完善农村和西部地区的快递基础设施建设，鼓励农村电商

来源：公司公告，国金证券研究所

据首届中国农村电子商务主题会议上发布的《中国农村电子商务发展报告（2015-2016）》，2015年农村网购市场规模达3530亿元，同比增长96%，15年全年网购交易总额增长1万亿，农村即贡献了17.3%的增长，预计2016年全年农村网络零售额将达6475亿元。2016年一季度农村网络零售额1480多亿元，二季度进一步上升到1680多亿元，环比增长13.48%，高出城市网络零售环比增速4个百分点以上。农村网络零售额在全国网络零售额的占比持续提升，据艾瑞咨询，16年上半年网购规模交易总额为2.09万亿元，即农村网购已经占到总额的14.9%。快递业方面，2015年全国农村地区收投快件量超过50亿件，2016年超80亿件，2015年全国快递业务量为206.7亿件，农村即贡献了16年14.5%的增速。

图表54：农村网购市场规模



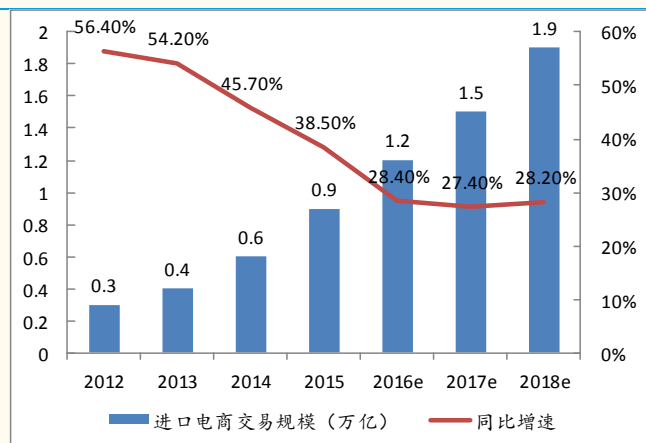
来源：商务部，国金证券研究所

截至2016年末，中国乡村常住人口58973万人，占总人口比重为42.65%，2015年我国农民人均收入突破万元大关，达到10772元，比上年名义增8.9%，增幅连续6年高于GDP和城镇居民收入增幅。而截至2016年6月农村互联网普及率仅为31.7%，远低于城镇67.2%的普及率，农村电商的信息应用落后于需求。随着智能手机在农村的普及以及互联网在农村的渗透不断加深，城乡差距缩小，相信农村电子商务的发展步伐会不断加快，当地农产品通过网络销往全国甚至全球，提高当地农民收入，反过来又使他们有更强的消费能力，这样相互促进，形成良性循环，推动农村电子商务加速发展。

■ B2C跨境电商迅速兴起

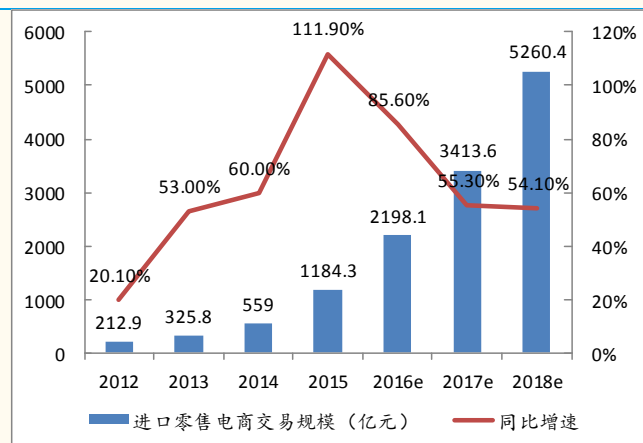
- 中国消费者的跨境购物自2005年起步以来，经历了个人代购、代购体系化、海淘、进口零售电商几个阶段，随进口零售电商的兴起，整个行业出现明显增长。去年4月份之后，跨境电商新政迅速调整并设立了缓冲期，明确了行业未来发展的税收政策取向，跨境电商竞争环境更加公平有序，对行业健康可持续发展来说是长期利好。
- 2015年，进口电商市场交易规模达9千亿元，增长率为38.5%。随着2014年下半年进口零售电商政策的放开，大量内贸电商和创业企业涌入进口零售电商市场。2015年，该市场的市场规模达到1184.3亿元，增长率为111.9%，在进口电商中的渗透率达13.2%。进口零售电商的迅速兴起的需求端刺激带动了快递业国际业务的布局和发展。

图表55：进口电商交易规模



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表56：进口零售电商交易规模

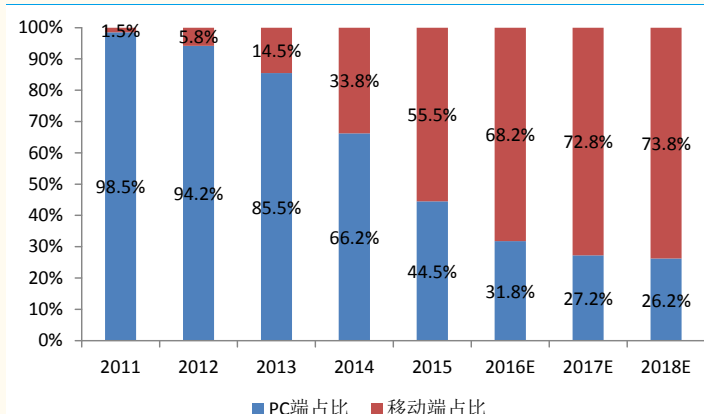


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

■ 网购行为变化

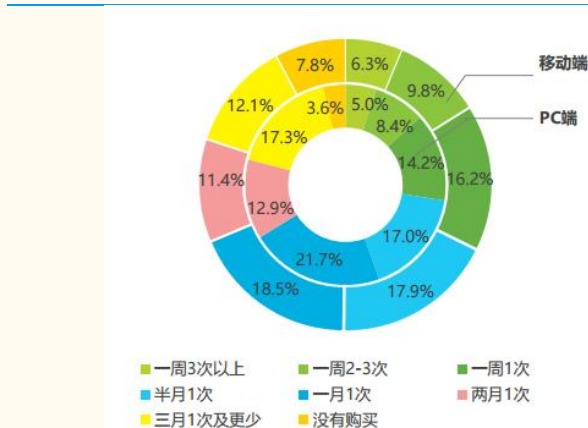
- **移动端渗透增加网购频率：**网络购物主要流量入口正在逐步从PC端向移动端转移。根据艾瑞咨询的数据显示，截至2015年，网络购物中移动端的占比已经超过PC端，移动端具有更加便捷、碎片化的特性，使得这个趋势还将持续。移动端网购使消费者可以随时随地进行网上购物，相比较PC端购物时间及空间限制进一步被打破，所以移动端消费者购物频率更高，而且网购更倾向于日用商品的购买，购物模式偏向小额多次化。所以即使在网购规模增长放缓的情况下，移动端的渗透增加用户网购频率，依旧支撑快递量的高增长。根据测算16年移动端用户网购次数较PC端多15%左右。

图表57：网络购物PC及移动端占比



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

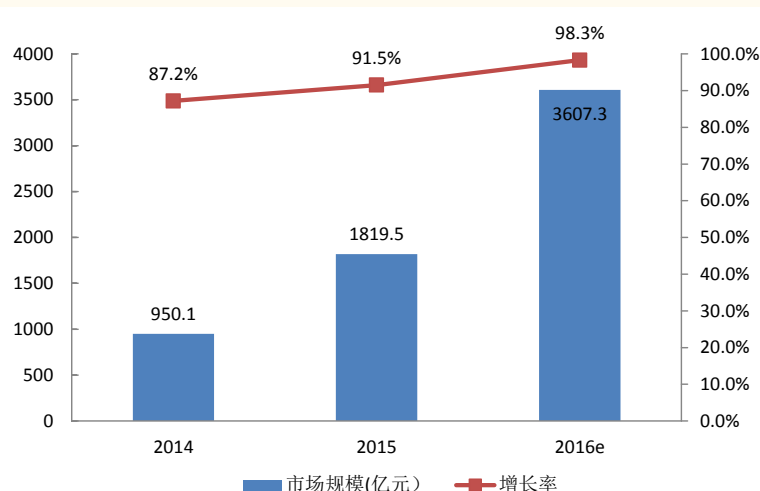
图表58：2016年PC端及移动端网购频率



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

- **微商发展：**微商是近两年伴随着微信的普及而成长起来的一种社会化移动社交电商，包含基于微信公众号的B2C平台及朋友圈的C2C模式。根据中国互联网协会发布的《2016中国微商行业发展研究报告》显示，2015年国内微商市场规模已经达到1800亿元，预计2016年达到3600亿元。虽然相比较网购，微商的市场规模小，但是微商作为社交电商，消费者使用频率会更高，而且其面对的客户更加零散，对快递的依赖性及使用率会更高。

图表59：微商市场规模



来源：中国互联网协会，国金证券研究所

- **网购消费者保护政策完善，退货率提升：**近几年网购市场逐步走向规范化，2014年开始实施的消费者权益保护法规定网购商品到货之后7日内无理由退货。在受到退货保护后，消费者网上消费行为会倾向不理性，消费频率会增加，同时退货率也会随之上涨。根据KurtSalmon数据指出，

现在电商市场退货率约为1/3。根据新闻报道，2014-2015年双十一期间，退货率更是高达60%-70%。高退货率催生快递使用次数，假设平均电商退货率为30%左右，电商30%的规模增速可带动约40%的快递量增长。

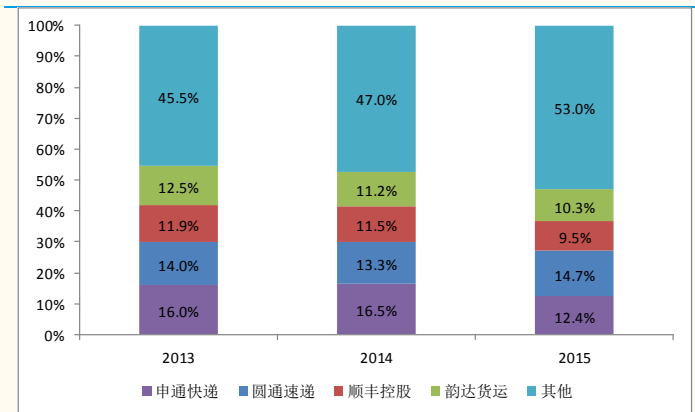
- 我们预计未来三年快递业业务量会维持在30-40%的增速。电商规模增速将稳定在20%左右。移动端的渗透在2014-16年增速较快，且在16年移动端在网购中的占比达到约70%，预计未来占比会维持在这个程度，所以未来3年移动端对于网购频率的利好因素将减弱。微商由于市场规模小，所以其将持续保持高速增长的趋势，退货率在电商市场逐渐规范的情况下也将有所好转。所以快递业务量增速将是20%电商增速+20%/4退货率+5-10%微商+5%其他=35%-40%。相比较其他行业，快递行业30%以上的增速依旧属于高速增长行业。行业高增长会带来行业公司利润规模增长，同时估值也将维持在较高水平。

行业竞争激烈，多元化业务成未来看点

- 内忧：利润空间不断减少，核心动力增速放缓

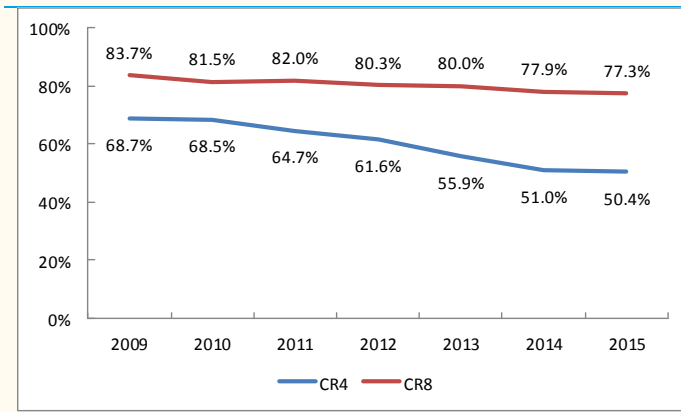
2009年至2015年，快递行业业务收入 CR4从68.7%下降至50.4%，CR8从83.7%下降至77.3%。集中度下降显示了国内快递企业仍处于激烈竞争的阶段，排名居前的快递企业间竞争尤甚。

图表60：业务量市占率



来源：公司公告，国金证券研究所

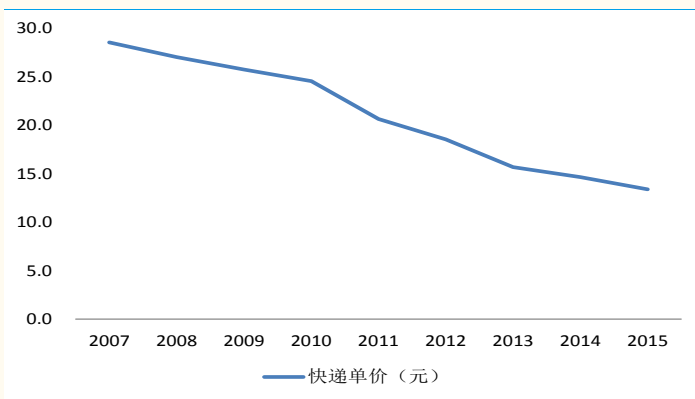
图表61：CR4、CR8（2009-2015）



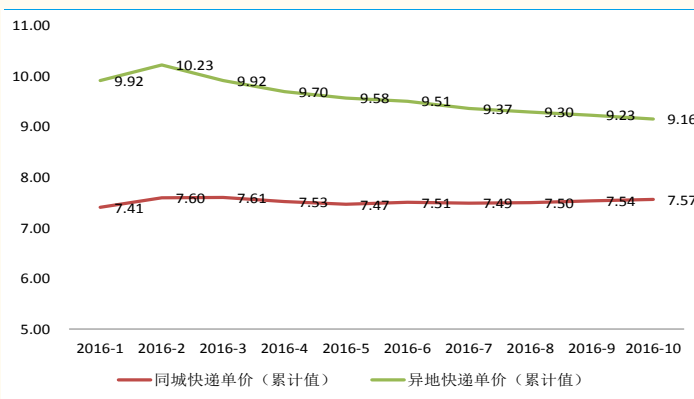
来源：国家邮政局，国金证券研究所

单件价格或最能反映快递业竞争的激烈程度。2007-2015年快递单价由28.5元/件下降至2015年的13.4元/件，每年复合下降速度为10%。快递单件价格虽然一直在下滑，但是降幅在逐渐收窄。2016年全国快递平均单价为12.79元/件，同比下降5%，降幅进一步收窄。同城快递单价自2008年开始基本保持稳定，异地快递单价与同城快递单价间的差异也在逐步缩小，根据美国行业经验，当快递单价降到最低点的时候，不会马上反弹，我们预计快递价格未来大概率在较低的价格位持续一段时间。

图表62：历年快递单价



图表63：2016同城及异地快递单价差异



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

快递行业依旧处在高速发展的阶段，但不可否认的是其核心动力——电商的增速在逐渐放缓，短期内30%以上的业务量增速与之前50%的增速已不能同日而语。如果说之前单票利润空间的下降还有高速增长的业务量弥补，未来如果还想继续维持利润的高速增长，就要减少其对与电商件的依赖，或者说对业务量的依赖，发展增值及多元化业务。

■ 外患：新的主体侵占市场份额

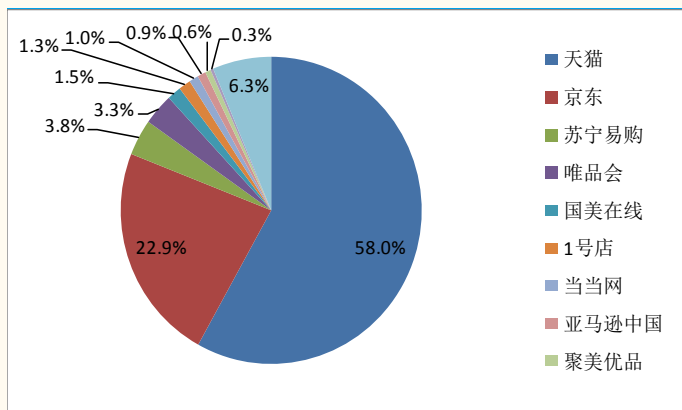
快递业是依托网络发展的产业，进入门槛低。京东、苏宁、亚马逊、益实多、凡客诚品、易迅等电商企业正在加速进入快递服务领域，中铁快运、东航快递、德邦物流等物流企业均已获准经营国内快递业务。新的市场主体不断涌入，极大地加剧了市场竞争。在电商行业，市场份额排名靠前的自营电商企业多数都采取了完全自建物流或者部分自建物流的方式，也就是说大部分排名靠前的网络零售企业都不同程度的进入了快递行业，而且大部分自建物流的电商，其市场份额都在增加。

图表64：新兴竞争对手情况

京东	京东自建物流多年，拥有7个大物流中心，覆盖2646个区县，2016年11月23日，京东正式宣布京东物流将以品牌化运营的方式全面对社会开放。京东快递面向全国42个城市面向商家开通上门接货服务，有当日达、次日达、隔日达高质量标准化服务。
苏宁云商	2012年苏宁物流从苏宁的内部服务体系中剥离出来，转型成为第三方物流公司；2017年1月2日，苏宁宣布收购天天快递
亚马逊中国	亚马逊在中国境内建有13个运营中心，300多条干线运输网络的运力，2015年10月27日下午，亚马逊中国在上海宣布了一项“物流+”计划，正式进军物流业，特别是面向中国市场全面开放其物流系统。

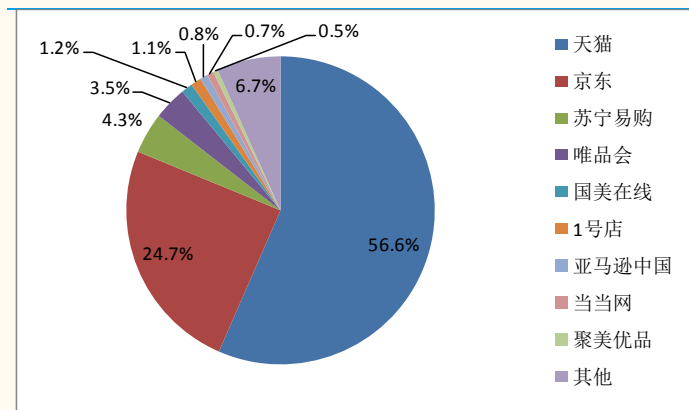
来源：互联网，国金证券研究所

图表65：2015年B2C购物网站交易规模市场份额



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表66：2016年B2C购物网站交易规模市场份额



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

■ 内忧外患下，巨头纷纷上市抢占转型先机

2016年“三通一达”及顺丰先后宣布登陆资本市场的计划，旨在借助资本谋求跨越式发展。根据各大快递公司的借壳上市时募集配套资金用途来看，募集资金主要有（1）运能提升及建设干线网络（2）智能化信息系统（3）综合物流服务设备。上市后快递公司将专注于通过对自有运输能力的加强/干线网络的铺建/终端网络的覆盖进一步加强对快递运输能力的掌控以进一步提升整体网络运输效率，同时积极拓展上下游产业链，开发多元化产品以提供全产业链一体化综合物流服务。

图表67：募集资金去向

募集配套资金用途	顺丰	申通	圆通
运能网络能力提升	中转场建设项目	中转仓配一体化	转运中心建设和智能设备升级项目
	航材购置及飞行支持项目	运输车辆购置项目	运能网络提升项目
多元化设备	冷运车辆及温控设备采购项目	技改及设备购置项目	
信息化	信息服务平台建设及下一代物流信息化技术研发项目	信息一体化平台项目	智能物流信息一体化平台建设项目

来源：公司公告，国金证券研究所

跟踪各大快递公司的发展动态，发现近年来主要做出了以下探索：

- 1) **调整产品结构。**顺丰以提供高端件及专业化速递为主，虽然其每年业务量水平较“三通一达”有较大差距，但是其确创造更高的利润。顺丰单位业务毛利水平在5-6元/件，而“三通一达”自2013年以后均不到1元/件。目前申通已推出24小时、48小时、72小时等时效性产品，圆通推出8小时、12小时次晨、24小时次日达等更加细分产品。截至目前，圆通速递拥有4架自有货机，1架租赁货机，预计2020年机队规模达到30架左右。申通也紧随其后，2016年11月1日，申通在香港举办跨大洲（中国-欧洲）全货机，成为了国内第一家拥有跨大洲全货机包机的快递公司。可见民营快递公司开始发展高附加值的高端件、国际件。
- 2) **新零售。**在传统的物流业务之外，顺丰很早就开始了商贸领域的拓展。去年下半年，各地的顺丰“嘿客”招牌陆续撤下，换上鲜绿色调的“顺丰优选”。顺丰优选的功能与定位十分明确：充分运用顺丰的物流能力带来的速度与价格优势，提供价格合理的优质进口商品，满足不断升级的消费需求。此外，收发快递的服务在“顺丰优选”的门店中得到了保留。妈妈商贸作为圆通新零售的载体，依托分布在全国的5万多个圆通妈妈驿站（终端），和全球供应链物流网络，为消费者提供安全无忧的寄件、代收快件等服务、日常所需的生活消费品、地方名优特产，并融入跨境购的体验。
- 3) **综合物流服务。**今年3月1日，圆通已经试运营快运业务，主打30-100kg 的电商大件，按照规划，未来将陆续拓展到零担等产品。2017年2月16日，申通快递公告称，旗下全资子公司与县域农业电商服务公司杭州安厨达成框架性合作协议，双方将在市场开拓、流量共享、城乡配送网络等方面展开战略合作。这意味着申通借此布局农村市场，并进军冷链物流。而顺丰在冷链方面早有布局，顺丰控股目前在食品生鲜与医药流通领域上提供冷链运输服务，现顺丰控股已拥有61个正式投入运营的冷库，并配备有冷运车497辆。

■ 韵达生态圈布局未来，试水跨境电商、仓配

韵达一直致力于构建“以快递业务为核心”“以互联网+物流为内涵”的生态圈，布局韵达快递、韵达快运、韵达国际、韵达云仓、韵达科技等五大业务板块，并在相关业务板块内开拓以仓配、云便利、跨境物流、供应链管理、智能快递柜等为内容的延伸服务。

据1月12日公告，韵达对组织架构将做出重大调整，事业部板块除了仓储、国际、终端事业部之外，还新增了商业事业部，形成以快递为核心的四大事业部，这也是韵达战略规划的最直接体现。

韵达此次上市并没有采取“韵达货运”、“韵达速递”等传统简称，而是变为了“韵达股份”这一简称，去掉了快递这一行业元素。对比其他快递，韵达在经营范围的界定上也淡去了“快递”的限定，更加突出科技等综合元素，韵达生态圈的发展战略也由此体现。

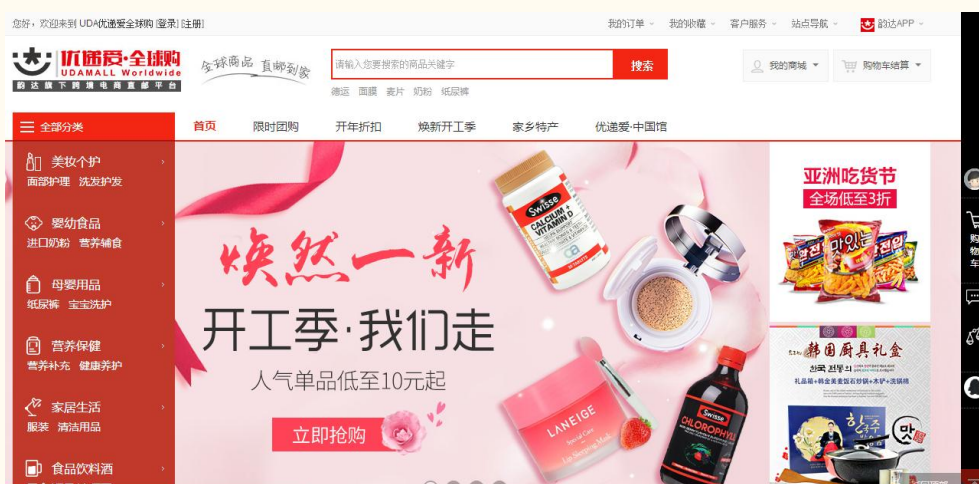
图表68：各快递公司变更后的经营范围

公司名称	变更后的经营范围
申通	国内快递（邮政企业专营业务除外），普通货运（除危险化学品），国际、国内货物运输代理（除危险化学品），报关服务，仓储服务（除危险化学品），销售纸制品、电子产品，实业投资。
圆通	国内、国际快递：从事道路、航空、水路国际货物运输代理业务；普通货物仓储；国内航空运输代理；汽车租赁服务；供应链管理服务。
韵达	实业投资，企业管理咨询，商务信息咨询，汽车租赁，信息科技专业领域内的技术开发、技术服务、技术咨询；各类广告的设计、制作、代理，利用自有媒体发布各类广告。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 采取“跨境物流+电商”模式开展多元化业务。2015年2月2日，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，定位于全球中高端消费用户。韵达每在海外设立一个新网点进行跨境寄递业务，就会同时在优递爱设一个相应的新馆，该馆依托韵达速递服务网络，汇合该网点所在国家知名大中型品牌商、生产商，开展跨境电商零售业务。

图表69：优递爱官网



来源：uda官网，国金证券研究所

韵达在全国范围内已经拥有仓库340个，总面积达532497平方米；同时自主研发联合仓系统平台，包括系统产品包括“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；再依托韵达强大的运输配送资源及网络资源，形成了韵达联合仓·仓配一体化服务体系，主要提供仓配一体化服务、智能分仓发货服务、仓储增值服务、配送增值服务。

图表 70: 仓配一体化



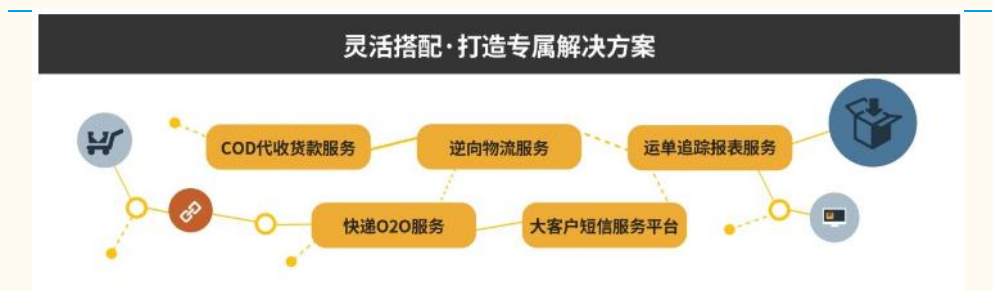
来源：公司官网，国金证券研究所

图表 71: 仓储增值服务



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 72: 配送增值服务



来源：公司官网，国金证券研究所

业绩预测及估值

根据对面单/中转收入成本及业务量等变量的预测，我们预计韵达股份 2017-18 年净利润达到 15.9 及 20.8 亿元，同比增速为 35% 及 31%。现公司市值为 512 亿，对应 16-18 年 PE 分别为 43/32/25 倍。快递行业增速下降、市场价格保持低位、各家快递企业即将进入资产投入高峰，行业利润空间将被挤压。短期来看，韵达具有出色成本控制，在保持竞争力的同时可保障业绩增速。中长期来看，公司全放位布局末端配送、持续的信息化投入、构建快递生态圈，看好公司成长性。

图表 73：韵达盈利预测表

	韵达					
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (万元)	430,310.91	467,271.09	505,347.46	735,390.67	1,031,915.24	1,370,464.39
面单	121,535.48	153,280.44	197,165.28	284,325.89	390,186.72	517,673.05
中转	298,939.90	298,798.08	290,079.97	419,564.78	603,028.52	806,791.33
有偿派送	-	-	-	-	-	-
其他快递收入	2,417.10	1,743.60	1,230.90	1,500.00	1,700.00	2,000.00
快递业务收入	422,892.48	453,822.12	488,476.15	705,390.67	994,915.24	1,326,464.39
物料销售	6,158.29	11,618.96	13,695.74	20,000.00	25,000.00	30,000.00
其他业务收入	1,260.14	1,830.01	3,175.57	10,000.00	12,000.00	14,000.00
营业成本	333,243.17	346,593.90	348,283.28	509,756.78	729,394.50	975,216.61
面单成本	20,736.03	21,039.20	18,384.59	14,437.78	19,509.34	25,252.34
中转成本	301,025.90	312,129.02	304,490.55	451,612.42	660,859.77	887,598.83
其他成本	6,295.02	5,528.86	14,623.83	16,406.57	23,225.40	31,565.43
快递业务成本	328,056.95	338,697.08	337,498.97	482,456.78	703,594.50	944,416.61
物料销售	5,186.22	7,872.08	10,160.60	16,800.00	21,000.00	25,200.00
其他业务收入	-	24.74	623.71	4,000.00	4,800.00	5,600.00
毛利	97,067.74	120,677.19	157,064.18	225,633.89	302,520.74	395,247.78
面单	100,799.45	132,241.24	178,780.69	269,888.10	370,677.38	492,420.71
中转	-2,086.00	-13,330.94	-14,410.58	-32,047.64	-57,831.25	-80,807.50
其他	-3,877.92	-3,785.26	-13,392.93	-14,906.57	-21,525.40	-29,565.43
快递业务收入	94,835.53	115,125.04	150,977.18	222,933.89	291,320.74	382,047.78
物料销售	972.07	3,746.88	3,535.14	3,200.00	4,000.00	4,800.00
其他业务收入	1,260.14	1,805.27	2,551.86	6,000.00	7,200.00	8,400.00
毛利率	23%	26%	31%	31%	29%	29%
面单	83%	86%	91%	95%	95%	95%
中转	-1%	-4%	-5%	-8%	-10%	-10%
其他	-160%	-217%	-1088%	-994%	-1266%	-1478%
快递业务收入	22%	25%	31%	32%	29%	29%
物料销售	16%	32%	26%	16%	16%	16%
其他业务收入	100%	99%	80%	60%	60%	60%

来源：国金证券研究所

图表 74：变量预测

单位收入						
面单费	1.06	0.98	0.93	0.87	0.84	0.82
面单费计算	1.06	0.97	0.92	0.87	0.84	0.82
电子面单收入	0.91	0.85	0.79	0.80	0.78	0.77
纸质面单收入	1.06	0.99	1.01	0.99	0.98	0.97
电子面单占比	1%	11%	40%	65%	70%	75%
纸质面单占比	99%	89%	60%	35%	30%	25%
中转费	2.60	1.91	1.61	1.39	1.46	1.48
亏损 (拟补贴金额)	0.02	0.09	0.08	0.14	0.15	0.16
其他	0.02	0.01	0.01	-	-	-
合计	3.68	2.89	2.54	-	-	-
单位成本						
单票中转成本	2.62	1.99	1.69	1.53	1.61	1.64
单件运输成本	1.93	1.39	1.13	1.03	1.12	1.16
布伦特原油	108.70	99.45	53.60	45.13	55.00	60.50
汽油 (93#)	-	8,566.00	6,830.00	5,832.00	6,473.52	6,991.40
柴油	-	7,504.00	5,305.00	4,824.00	5,306.40	5,571.72
yoy 单件运输成本	-	-28%	-18%	-9%	9%	3%
yoy 布伦特原油	-	-9%	-46%	-16%	22%	10%
yoy 汽油 (93#)	-	-	-20%	-15%	11%	8%
yoy 柴油	-	-	-29%	-9%	10%	5%
单件中心操作成本	0.69	0.60	0.55	0.50	0.49	0.48
单票面单成本	0.18	0.13	0.09	0.04	0.04	0.04
纸质面单成本 (估计数)	0.18	0.14	0.13	0.07	0.07	0.07
电子面单成本 (估算数)	-	0.04	0.04	0.03	0.03	0.03
单票其他成本	0.05	0.04	0.07	0.05	0.05	0.05
单位成本合计	2.86	2.16	1.84	1.62	1.71	1.73
业务量预测						
快递业务量 (万件)	114,898.22	156,783.16	213,072.36	328,131.43	464,508.00	631,308.60
yoy	-	36%	36%	54%	42%	36%
自营完成快递业务量	114,898.22	156,783.16	180,672.36	278,911.72	385,541.64	505,046.88
自营占比	100%	100%	85%	85%	83%	80%
全行业业务量 (亿件)	91.87	139.6	206.7	312.8	422.28	548.964
增速	-	52%	48%	51%	35%	30%
市占率	12.51%	11.23%	10.31%	10.49%	11%	11.50%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	936	931	980	7,354	10,318	13,705
增长率		-0.5%	5.2%	650.8%	40.3%	32.8%
主营业务成本	-751	-735	-734	-5,098	-7,294	-9,752
%销售收入	80.2%	78.9%	74.9%	69.3%	70.7%	71.2%
毛利	185	197	246	2,256	3,024	3,952
%销售收入	19.8%	21.1%	25.1%	30.7%	29.3%	28.8%
营业税金及附加	-4	-5	-6	-11	-15	-21
%销售收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-32	-32	-36	-154	-212	-274
%销售收入	3.4%	3.5%	3.7%	2.1%	2.1%	2.0%
管理费用	-82	-83	-95	-552	-722	-959
%销售收入	8.8%	8.9%	9.7%	7.5%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	67	77	108	1,539	2,075	2,699
%销售收入	7.2%	8.2%	11.1%	20.9%	20.1%	19.7%
财务费用	-15	1	12	-28	-22	11
%销售收入	1.6%	-0.2%	-1.2%	0.4%	0.2%	-0.1%
资产减值损失	-5	-2	-3	0	0	0
公允价值变动收益	4	-4	-1	0	0	0
投资收益	1	47	-17	10	12	15
%税前利润	1.6%	38.3%	n.a	0.6%	0.6%	0.5%
营业利润	52	119	99	1,522	2,065	2,724
营业利润率	5.6%	12.8%	10.1%	20.7%	20.0%	19.9%
营业外收支	11	4	0	55	58	60
税前利润	64	123	99	1,577	2,123	2,784
利润率	6.8%	13.2%	10.1%	21.4%	20.6%	20.3%
所得税	-8	-20	-22	-394	-531	-696
所得税率	13.4%	16.6%	22.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	55	103	77	1,183	1,592	2,088
少数股东损益	20	18	27	2	4	4
归属于母公司的净利润	35	85	50	1,181	1,588	2,084
净利率	3.8%	9.1%	5.1%	16.1%	15.4%	15.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	55	103	77	1,183	1,592	2,088
非现金支出	35	33	36	99	191	236
非经营收益	7	-41	19	-105	-47	-30
营运资金变动	27	20	13	-49	159	-1,701
经营活动现金净流	124	116	145	1,128	1,895	594
资本开支	-53	-60	-59	-1,967	-721	-520
投资	0	46	-11	-116	-46	-50
其他	0	0	0	10	12	15
投资活动现金净流	-53	-14	-69	-2,073	-755	-555
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-62	-89	31	766	-843	167
其他	-35	-24	-29	190	-28	0
筹资活动现金净流	-97	-114	2	956	-870	167
现金净流量	-26	-12	78	11	270	206

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	73	60	139	150	420	626
应收款项	181	182	191	262	367	488
存货	105	95	107	43	62	83
其他流动资产	18	5	9	2,092	2,567	5,089
流动资产	377	342	446	2,547	3,416	6,286
%总资产	43.9%	42.1%	48.4%	49.7%	51.5%	63.8%
长期投资	94	93	92	208	253	303
固定资产	282	271	275	1,733	2,270	2,761
%总资产	32.9%	33.3%	29.9%	33.8%	34.2%	28.0%
无形资产	95	88	90	266	269	270
非流动资产	482	470	474	2,583	3,222	3,570
%总资产	56.1%	57.9%	51.6%	50.3%	48.5%	36.2%
资产总计	859	812	920	5,130	6,637	9,856
短期借款	145	54	86	855	12	178
应付款项	116	103	142	1,874	2,596	3,347
其他流动负债	43	43	61	368	403	615
流动负债	303	200	288	3,096	3,011	4,140
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	0	1	0	0	0
负债	304	200	289	3,096	3,011	4,141
普通股股东权益	477	545	566	1,966	3,555	5,639
少数股东权益	77	68	65	67	71	75
负债股东权益合计	859	812	920	5,130	6,637	9,856

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.234	0.563	0.332	1.165	1.567	2.056
每股净资产	3.176	3.623	3.765	13.085	23.655	37.524
每股经营现金净流	0.826	0.769	0.964	7.505	12.609	3.953
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.37%	15.53%	8.80%	60.04%	44.68%	36.96%
总资产收益率	4.09%	10.41%	5.41%	23.01%	23.93%	21.15%
投入资本收益率	8.31%	9.58%	11.79%	39.97%	42.78%	34.34%
增长率						
主营业务收入增长率	1.97%	-0.49%	5.19%	n/a	40.31%	32.82%
EBIT增长率	-1.70%	13.92%	41.69%	n/a	34.80%	30.05%
净利润增长率	-51.63%	140.48%	-41.10%	n/a	34.54%	31.21%
总资产增长率	-0.96%	-5.42%	13.26%	n/a	29.39%	48.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	57.8	65.0	62.9	9.0	9.0	9.0
存货周转天数	62.8	49.8	50.2	3.1	3.1	3.1
应付账款周转天数	37.9	41.4	46.9	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	106.9	105.5	98.8	73.6	64.4	56.2
偿债能力						
净负债/股东权益	12.22%	-0.91%	-8.41%	34.64%	-11.25%	-7.82%
EBIT利息保障倍数	4.6	-53.1	-9.2	56.0	95.3	-249.3
资产负债率	35.43%	24.64%	31.40%	60.35%	45.37%	42.02%

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	0	3	5	5	11
增持	0	1	1	1	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.17	1.17	1.15

来源：朝阳永续

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

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	50.65	57.00~58.00
2	2016-10-31	买入	54.35	N/A
3	2016-11-09	买入	58.09	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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。

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。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

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 7BD