

韵达股份(002120.SZ)

报告日期: 2021年7月6日

深度报告

行业公司研究——物流 II 行业——

证券研究报告

A 股加盟制快递龙头，价格风险收窄前景可期

——韵达股份深度报告

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

报告导读

本报告根据加盟制快递分析框架的重点要素(规模、服务、产能)及核心变量(边际变化),分析 A 股加盟制快递龙头韵达股份的竞争优势及发展前景,并从投资角度分析借鉴互联网定价的估值锚切换或将带来的价值相对低估。

投资要点

□ A 股加盟制快递龙头，前期行业恶性价格战压制，市值超跌

韵达股份专注电商快递业务，基于自身网络优势、科技赋能等，稳居行业头部位置，公司业务规模日均单量由 2017Q4 的 1645 万件，增长到 2021 年 5 月份的 5200 万件，增长 216%，年复合增长 39%左右，市场份额由 2017 年的 11.78% 稳步提升至 2021 年 5 月的 17.48%，稳居行业头部。但受制于前期行业恶性价格战情绪压制，公司市值由 2017 年底的 557 亿元及 2019 年第三季度的 865 亿元超跌至当前的 380 亿元左右。

□ 政策推进，数据验证，恶性价格战或超预期改善

今年二季度以来价格降幅超预期改善，一方面政策端，4 月份浙江省审议通过了《浙江省快递业促进条例(草案)》要求快递价格不得低于运营成本；另一方面数据段看，5 月韵达票单价 2.02 元，同比微降 0.98%，但考虑到去年同期疫情期间派费收入增值税减免，口径有所差异，若剔除口径差异单价或已持平。

□ 规模效应叠加前期投入，巨头成本仍有下行空间，价格维稳后业绩受益

随着韵达股份快递网络及信息化投入的完备，规模效应叠加网络建设带来了成本壁垒。我们从装卸扫描(对应外包成本管控)、干线运输(对应运输结构优化)、办公租赁(对应资产自持)等维度看，韵达相应的对于车辆及厂房土地产能的补强已经启动，物业自持和车辆自营加速推进之下，未来单票快递成本下降整体依然可期，恶性价格战过后，低成本龙头或将在良性博弈中获益。

□ 估值仍存预期差，估值锚切换或进入价值修复期

市场对快递行业的估值仍停留在利润锚阶段，但我们认为行业同质化竞争期间，利润并不是加盟制短期首要目标，利润锚阶段性失效。相应地我们认为，当前估值高度应更多取决于未来壁垒深度，因此估值锚不妨脱离单纯的利润估值体系，增加在规模角度的考量，更具前瞻视角。

纵向估值角度看：我们从 PB、PS 角度看，韵达快递日均单量由 2017 年四季度的 1645 万件，增长到 2021 年 5 月份的 5200 万件，增长 216%，年复合增长 39%左右，但 PB 却随着运输网络布局的完善跌至 2.59 倍左右，较 3 年均值低 47%左右，PS 跌至 1.05 倍左右，较 3 年均值低 64%左右。

对标龙头角度看：2020 年中通快递单量 44.75 亿件，韵达股份 36.03 亿件，韵达单量为中通 80.51%，从盈利角度看，2020 年中通快递剔除货代以外业务单件毛利 0.334 元左右，韵达股份单件毛利 0.202 元左右，韵达单件毛利为中通 60.39%。但从市值角度看，2021/07/02 收盘价韵达股份市值仅为中通快递市值 23.1%左右。

评级

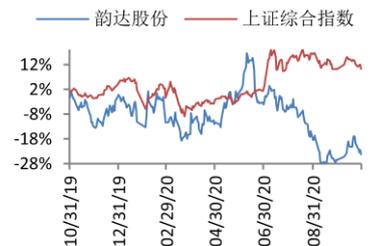
买入

上次评级 增持
当前价格 ¥13.14

单季度业绩

元/股

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



公司简介

公司是国内领先的快递综合服务提供商，采用“枢纽分拨自营与末端网络加盟”的快递经营模式，在快递核心业务基础上积极嫁接周边产业链。

相关报告

- 1《韵达股份 2020 年报及 2021 年一季报点评：单量持续高增，关注政策带来的盈利改善》2021.04.30
- 2《韵达股份 2020 年三季报点评：Q3 利润下降 48.5%，关注后期货额提升及价格战进程》2020.10.31
- 3《韵达股份 2020 年中报点评：价格博弈短期毛利降低，关注未来行业格局出清》2020.08.31

报告撰写人：匡培钦

□ 上调至“买入”评级

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别 17.94 亿元、22.46 亿元、25.90 亿元，同比分别增长 27.73%、25.18%、15.35%。前文论述，我们考虑到龙头溢价、单量规模及单件盈利等方面，我们认为韵达股份作为行业单量第二大快递企业、A 股加盟制快递龙头，价值低估，上调至“买入”评级。

□ 风险提示：资本支出超预期；价格战超预期；份额扩张不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	33500	43610	53141	64552
(+/-)	-2.63%	30.18%	21.85%	21.47%
净利润	1404	1794	2246	2590
(+/-)	-48.10%	27.73%	25.18%	15.35%
每股收益 (元)	0.48	0.62	0.77	0.89
P/E	27.00	21.14	16.89	14.64

正文目录

1. 电商快递需求仍在，集中度提升头部受益	6
1.1. 增量延续：线上消费红利驱动下，快递业仍有增长	6
1.2. 存量优化：发展侧重由量转质，龙头集中格局受益	9
1.3. 加盟制分析框架：核心是看主导因素的边际变化	13
2. 规模：弯道超车，稳居 A 股加盟制快递龙头	14
2.1. 厚积薄发，逐鹿中原	14
2.2. 融资加速、产能发力、网络完善，份额提升巩固领先地位	16
3. 服务：科技赋能、品质领先，静待拐点来时超额反弹	19
3.1. 技术赋能，打造科技轮子上的韵达	19
3.2. 时效占优叠加服务分级，具备加盟制业态下稀缺品质	20
4. 成本：行则将至，韵达成本下降路径及空间仍在	24
4.1. 与中通差距逐步缩小，下降路径明确	24
4.2. 未来降本增效还看外包成本管控、运输结构优化及资产自持	25
5. 投资：利空出尽市值超跌，价格风险收窄或迎修复期	28
5.1. 盈利预测	28
5.2. 行业估值锚或将改变，跟踪覆盖给予“买入”评级	29
5.3. 风险提示	31

图表目录

图 1: 电商行业产业链	6
图 2: 三大网购平台月活用户较快维持增长	6
图 3: 实物商品网上零售额 2016-2020 年复合增长 24%	7
图 4: 网购用户规模 2016-2020 年复合增长 14%	7
图 5: 限额以上社零可线上化占比达 55.7% (2021 年前 5 月)	7
图 6: 快递件量相对实体网购有超额增长	7
图 7: 我国累计实体网购渗透率 22.6% (2021 年前 5 月)	7
图 8: 预计 2022E 直播电商 GMV 达 2.85 万亿元	8
图 9: 2020E 直播电商用户人数 5.2 亿人	8
图 10: 城乡互联网普及率差距逐步缩小	8
图 11: 淘宝村、淘宝镇数量 2014-2020 年复合增速大于 70%	8
图 12: 制造业全链路与物流的联系将更为紧密	9
图 13: 2021 年前 5 月行业快递单量同比增长 50%	9
图 14: 行业快递单量 2007-2020 年复合增长 39%	9
图 15: 快递服务质量指数迅速增长	10
图 16: 快递有效申诉率不断下降	10
图 17: “规模-成本-价格”循环下龙头为王	10

图 18: 2021 年 5 月快递累计 CR8 指数 80.5%.....	11
图 19: 2021 年 5 月快递累计 CR4 指数 52.1% (自行测算)	11
图 20: 行业单量集中度持续提升	12
图 21: 当前 A 股份额龙头韵达与圆通市占率之差持续扩大.....	12
图 22: 加盟制快递分析框架	13
图 23: 韵达股份发展历程	14
图 24: 韵达股份股东架构 (截止 2021/3/31)	14
图 25: 韵达快递服务全流程	15
图 26: 韵达总资产在通达系中排名第二 (截止 2021/3/31)	15
图 27: 韵达固定资产在通达系中排名第三 (截止 2021/3/31)	15
图 28: 2020 年中国零担收入 10 强排行	16
图 29: 德邦股份营业收入 2015-2020 复合增速 16%.....	16
图 30: 韵达筹资阶段性高峰在 2-3 季度后传导至资本开支	17
图 31: 韵达资本开支在 2-3 季度后作用于单量份额提升	17
图 32: 韵达 2017-2020 年包含股权投资在内的投资状况	17
图 33: 韵达 2016-2020 年资本开支 CAGR 位居通达系第一	17
图 34: 韵达 2020 年筹资活动现金流入位居通达系第二	18
图 35: 韵达 2020 年资本开支位居通达系第二	18
图 36: 韵达服务网络覆盖情况 (截止 2020/12/31)	18
图 37: A 股加盟制快递龙一单量与龙二单量之比逐渐扩大.....	19
图 38: 韵达研发人员及人均研发支出稳步提升	19
图 39: 韵达研发支出领先 A 股通达系 (单位: 万元)	19
图 40: 韵达双层自动交叉带分拣设备	20
图 41: 韵达 2020 年转运中心效率领先通达系	20
图 42: 韵达转运中心效率逐年增长	20
图 43: 韵达发车能效逐年增长	21
图 44: 韵达车次枢纽比趋于提升	21
图 45: 韵达多维度实现干线运输环节优化	21
图 46: 公司发展战略锚定“守正开放、多元协同、一超多强”.....	22
图 47: 公司差异化战略赚取附加价值	22
图 48: 根据差异化服务实行的价格歧视能够攫取更多消费者剩余.....	22
图 49: 韵达全国范围仓库 340 个, 总面积 53.25 万平方米	23
图 50: 韵达提供专业化、定制化仓配体系规划	23
图 51: 韵达票单价较中通降幅明显	23
图 52: 韵达票单价 14-20 年降幅大于中通 10pts	23
图 53: 韵达 14-20 年票单价变动相对行业平均弹性 3.17	23
图 54: 中通 15-20 年票单价变动相对行业平均弹性 1.40	23
图 55: 韵达与中通的单票干线运输成本差距不断缩小	24
图 56: 韵达的单票分拣中心成本不处劣势	24
图 57: 韵达转运中心自营比例高于中通	24
图 58: 韵达转运中心 2020 年日均效能领先通达系	24
图 59: 韵达单票快递成本随规模扩张下降幅度领先 (2013-2020 年)	25
图 60: 韵达 2016-2020 年单票快递成本 CAGR 拆分	25
图 61: 韵达 2016-2020 年单票快递成本变动趋势	25

图 62: 韵达 2020 年单票劳务外包支出高于中通、圆通	26
图 63: 韵达承包车日均发车趟次不断增加	26
图 64: 韵达承包车发车趟次占比不断提升	26
图 65: 韵达自有运输设备及经营租赁租出运输设备账面价值情况	26
图 66: 通达系 2020 年末房屋及建筑物资产账面价值	27
图 67: 通达系 2020 年末土地使用权账面价值	27
图 68: 通达系 2020 年末运输设备账面价值	27
图 69: 中通 2020 年末自有大车优势突出	27
图 70: 韵达 2020 年分拆中心资本开支 37.08 亿元	28
图 71: 韵达 2020 年车辆资本开支 10.98 亿元	28
图 72: 韵达 2020 年土地资本开支 4.43 亿元	28
图 73: 韵达 2020 年剔除股权投资后资本开支 56.58 亿元	28
图 74: 加盟制快递估值借鉴互联网思路从单量规模角度价值分析	30
图 75: 韵达股份单量及估值情况	30
表 1: 已出清的中小快递	10
表 2: 极兔快递与京喜快递动向跟踪	11
表 3: 价格战结束后, 远期快递市场业务收入增量十分可观	12
表 4: 阿里系对通达加盟制快递持股情况 (截止 2020/12/31)	15
表 5: A 股通达系快递公司近期融资情况举例	16
表 6: 国家邮政局快递企业总体满意度排名	21
表 7: 韵达股份营业收入预测 (单位: 亿元)	29
表 8: 韵达股份简易利润表 (单位: 亿元)	29
表 9: 头部企业对比	31
表 10: 可比公司估值情况	31
表附录: 三大报表预测值	32

1. 电商快递需求仍在，集中度提升头部受益

1.1. 增量延续：线上消费红利驱动下，快递业仍有增长

电商快递是 B2C 电商行业产业链中的重要环节，受线上消费直接驱动。快递物流业处于 B2C 电商产业链中处于商业模式的末端：顾客线上支付订单，网店店主发货，然后由快递公司进行实物交付。电商网购是快递业的内生驱动力，根据艾瑞咨询统计，电商件占国内快递的比例超过 80%。上游电商行业的发展将直接影响下游快递产业的发展。

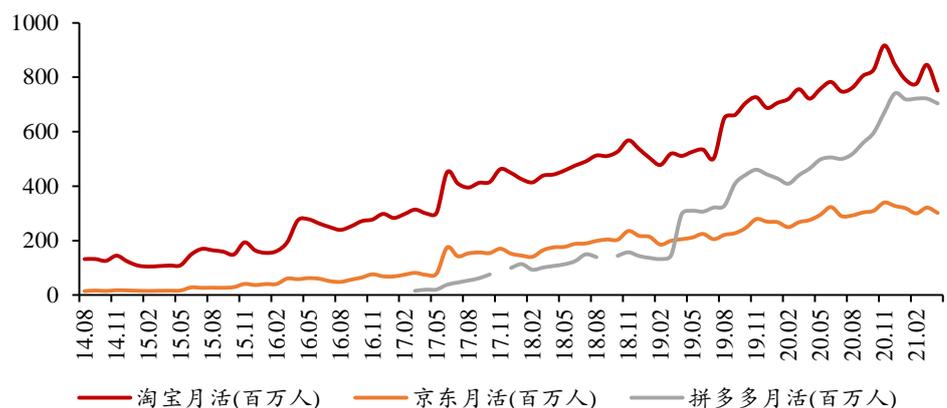
图 1：电商行业产业链



资料来源：浙商证券研究所

网购平台月活用户持续增长。截止 2021 年 4 月，淘宝 APP 月活用户 7.51 亿人，同比增长 4.09%，3 年复合增长 19.24%；京东 APP 月活用户 3.02 亿人，同比增长 9.55%，3 年复合增长 19.88%；拼多多 APP 月活用户 7.04 亿人，同比增长 51.44%，3 年复合增长 87.38%。

图 2：三大网购平台月活用户较快维持增长



资料来源：Wind、浙商证券研究所

当前实体网购规模可观。经过接近二十年的发展，我国线上消费已经非常成熟。根据 CNNIC 发布的第 47 次《中国互联网络发展状况统计报告》统计，截至 2020 年 12 月，我国网络购物用户规模达 7.82 亿人次，占网民整体数量的 79.1%；我国网络支付用户规模达 8.54 亿人次，占全体网民的 86.4%。从 2016 年到 2020 年，实体网购零售额从 4.19 万亿元提升到 9.76 万亿元，年复合增长率达 24.68%。

图 3：实物商品网上零售额 2016-2020 年复合增长 24%



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

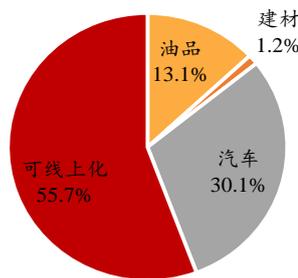
图 4：网购用户规模 2016-2020 年复合增长 14%



资料来源：中国互联网发展统计报告、浙商证券研究所

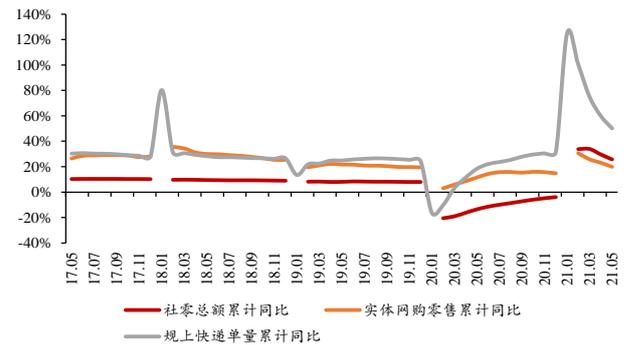
实体网购渗透率长期仍有 22.0pts 增长空间。我们以 2021 年前 5 月限额以上社零结构来看，剔除油品、建材、汽车等不可线上化消费品类，其余可线上化品类合计占比 55.7%。假设可线上化零售消费品类线上消费率长期达到 80%，结合 55.7% 的可线上化品类占比，测算实体网购渗透率可达 44.6%，相较 2021 年 1-5 月 22.6% 的实体网购渗透率水平仍有 22.0pts 空间。

图 5：限额以上社零可线上化占比达 55.7% (2021 年前 5 月)



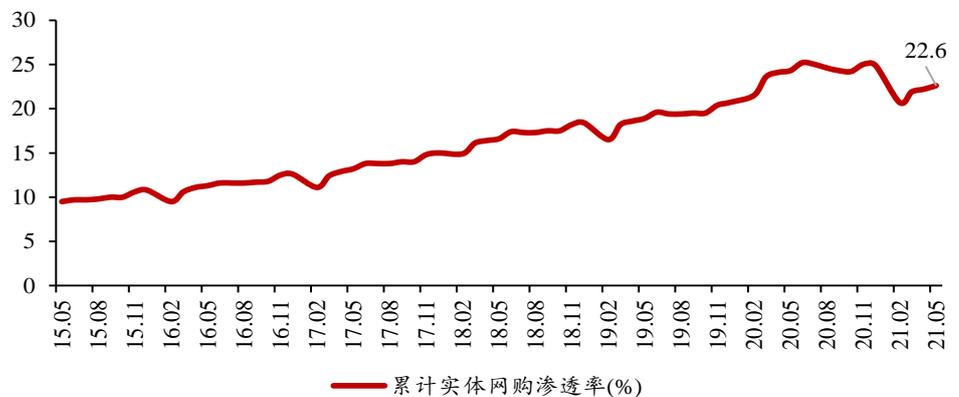
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 6：快递件量相对实体网购有超额增长



资料来源：Wind、浙商证券研究所

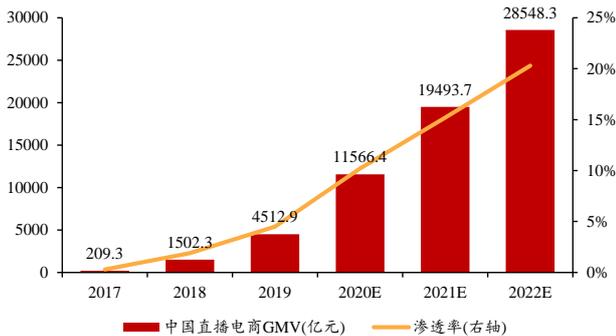
图 7：我国累计实体网购渗透率 22.6% (2021 年前 5 月)



资料来源：Wind、浙商证券研究所

未来增量红利一：上游电商模式百花齐放，直播带货异军突起。直播带货是自2016年兴起的通过互联网平台直播技术对商品进行在线展示、互动咨询、导购销售的数字化营销模式，完整的产业链条由供应端、平台端和消费者构成，有助于进一步激发线上消费的活力。2019年我国直播电商GMV同比大增200.4%至4512.9亿元，17-19年复合增速364.3%，对电商市场整体的渗透率也由2017年0.3%上升至2019年4.5%。根据艾媒咨询，2020年我国直播电商GMV增长156.3%至1.16万亿元，直播电商网购渗透率继续提升至10.2%，至2022年直播电商网购渗透率达20.3%。

图 8：预计 2022E 直播电商 GMV 达 2.85 万亿元



资料来源：艾瑞咨询、浙商证券研究所

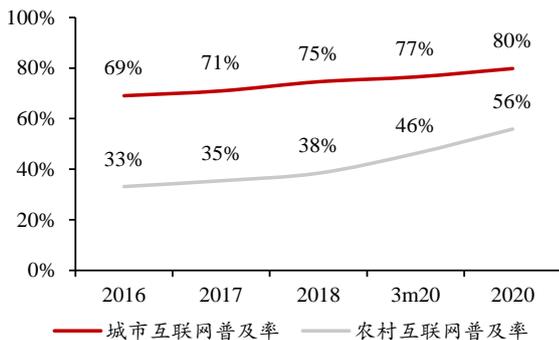
图 9：2020E 直播电商用户人数 5.2 亿人



资料来源：艾媒咨询、浙商证券研究所

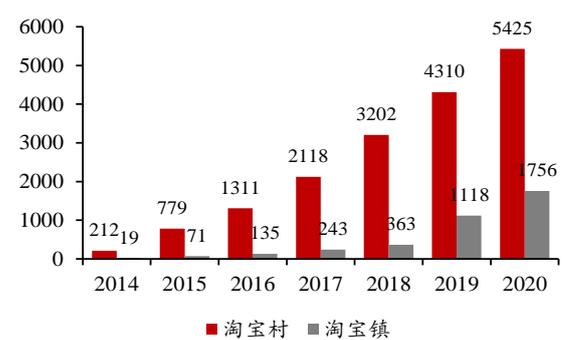
未来增量红利二：电商下沉、快递下沉，打开低线地区供需。根据CNNIC发布的第45次《中国互联网络发展状况统计报告》，下沉市场成为网络消费重要增量市场。截至2020年12月，我国农村地区互联网普及率为55.9%，较2020年3月提升9.7pts，城乡地区互联网普及率差异较2020年3月缩小6.4pts。随着农村地区互联网普及率上升，预计网购渗透率仍将提升。

图 10：城乡互联网普及率差距逐步缩小



资料来源：中国互联网发展状况报告、浙商证券研究所

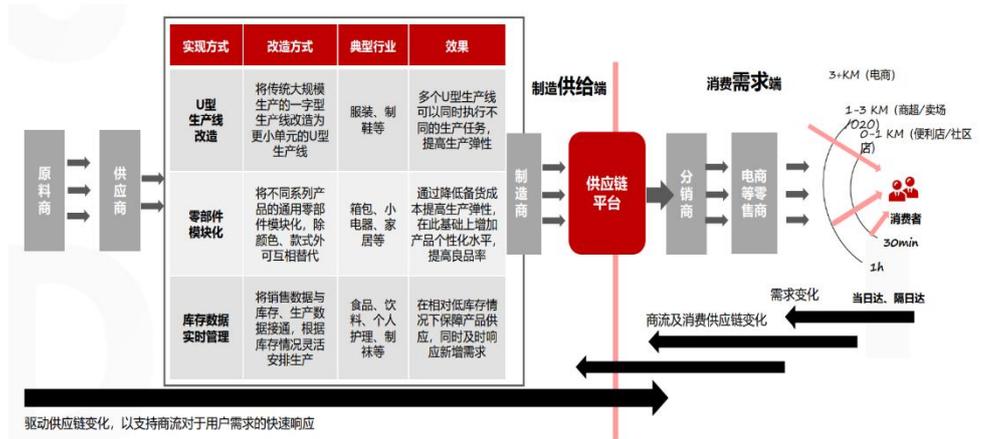
图 11：淘宝村、淘宝镇数量 2014-2020 年复合增速大于 70%



资料来源：阿里研究院、浙商证券研究所

未来增量红利三：“快递进厂”或引导快递进军制造业，有望切分制造供应链市场蓝海。2020年2月，国家邮政局与工信部联合印发《关于促进快递业与制造业深度融合发展的意见》，要求到2025年快递业服务制造业范围持续拓展，形成覆盖相关制造业采购、生产、销售和售后等环节的供应链服务能力，培育出仓配一体化、入厂物流、国际供应链、海外协同等融合发展的成熟模式。

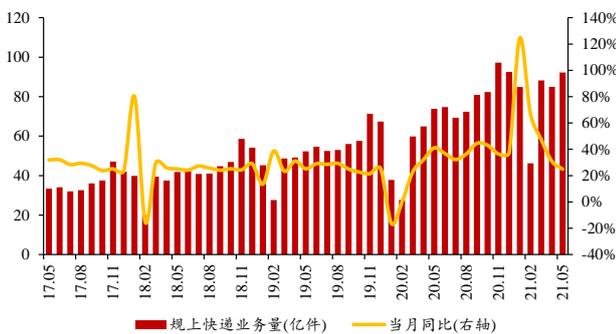
图 12: 制造业全链路与物流的联系将更为紧密



资料来源: 京东物流研究院、浙商证券研究所

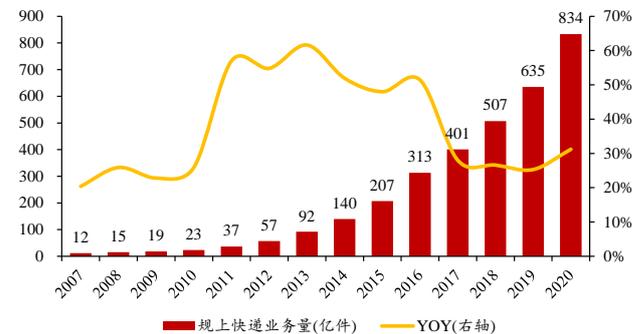
快递单量高增依然延续, 未来空间广阔。2020年, 全国行业快递单量 833.58 亿件, 同比增长 31.22%, 2007-2020 年复合增速 38.55%。2021 年前 5 月全国行业快递单量合计 396.52 亿件, 同比大增 50.14%; 剔除疫情影响看, 2021 年 1-5 月行业快递单量较 2019 年 1-5 月增长 77.82%, 2 年复合增速仍高达 33.35%。当前快递单量增速高于实体网购增速, 实体网购整体空间较大, 上游驱动有助快递件量增长打开广阔空间。

图 13: 2021 年前 5 月行业快递单量同比增长 50%



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图 14: 行业快递单量 2007-2020 年复合增长 39%



资料来源: Wind、浙商证券研究所

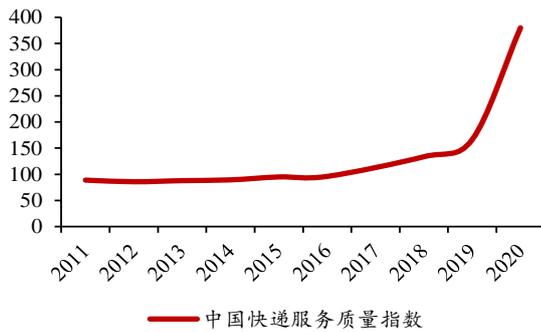
1.2. 存量优化: 发展侧重由量转质, 龙头集中格局受益

需求端: 龙头时效服务品质叠加低成本, 或将构建竞争壁垒。我国消费趋势正从一般消费转向品质消费, 快递物流服务品质重要性也进一步凸显。龙头当前稳步推进产品分层、服务提升, 此外龙头规模效应及前期投入带来单件低成本, 有助于提升单件毛利, 单件毛利的提升又增加降价筹码, 降价在现阶段最终将继续带来规模的提升, 规模、成本、价格三者之间相互作用。高服务品质叠加低成本, 将构建龙头企业行业竞争的壁垒:

- 1) 顺丰将对产品体系中的“时效产品”进行升级, 升级后的时效板块主要包含顺丰即日、顺丰特快、顺丰标快等三大产品;
- 2) 中通正式推出“标快”产品, 实行标准定价, 提供次晨、隔晨、次日、隔日等时效承诺, 将分阶段稳步推进“标快”产品, 满足客户多样化和个性化的需求, 此外在云南推出当天达、次晨达航空特快服务;

- 3) 京东物流宣布启动时效提速, 在去年快递提速的基础上加大资源投入, 强化公铁空跨区网络能力建设, 实现省内区内“夕发朝至”、跨省跨区 24 小时送达的寄递体验;
- 4) 菜鸟驿站联合淘宝推出按需送货上门服务, 首批将尝试在北京、上海、杭州三个城市启动, 淘宝包裹入站后消费者可以选择自主送货上门或到驿站自提, 通过菜鸟驿站配送产生的配送费由淘宝给予补贴, 有助为通达系公司完善服务链路。

图 15: 快递服务质量指数迅速增长



资料来源: Wind、浙商证券研究所

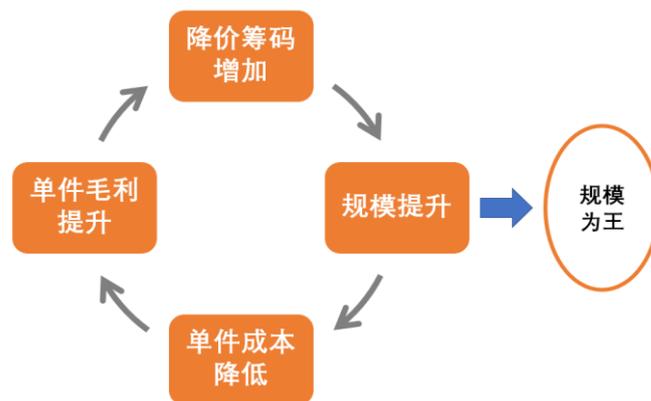
图 16: 快递有效申诉率不断下降



资料来源: Wind、国家邮政局、浙商证券研究所

规模先行, 循环累积因果, 龙头份额集中。龙头规模效应带来的单件低成本, 有助于提升单件毛利, 单件毛利的提升又增加降价筹码, 降价在现阶段最终将继续带来规模的提升, 规模、成本、价格三者之间相互作用。按当前市场发展水平, 中小快递成本甚至高于价格, 叠加监管定调(《浙江省快递业促进条例(草案)》规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务), 价格主导后续将转移到龙头手中, 因此规模效应为循环促进的先发因素, 后续仍看规模为王。

图 17: “规模-成本-价格”循环下龙头为王



资料来源: 浙商证券研究所

表 1: 已出清的中小快递

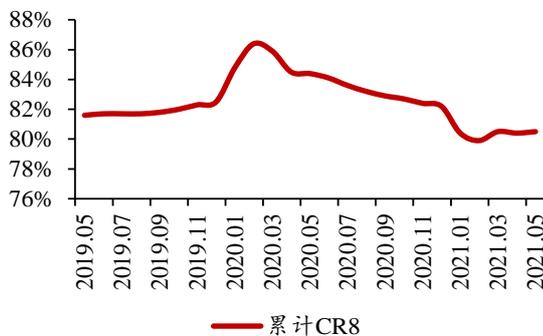
企业	成立时间	事件时间	事件	结局
天天快递	1994	2017.1.2	苏宁物流于出资 42.5 亿元, 收购天天快递 100% 股权	被苏宁物流收购
如风达	2008.4	2019.3.12	凡客诚品旗下自建物流部门, 2014 年被出售给天地华宇集团	被收购 服务 B 端

			2019.3, 被深圳通用物流电子商务有限公司收购, 公告暂停部分业务	
国通快递	2003.12	2019.3.22	国通快递人资部门下发通知全网停工状态, 所有员工进入放假状态	停止业务
全峰快递	2010.11	2019.4	2017 年被青旅物流集团收购, 2018 年创始人出走, 2019 年最后 44 辆卡车拍卖	终止业务
全一快递	2000.3	2019.10.31	2010 年被中外运敦豪 3 亿元收购, 2011 年, 出售给友和通	终止业务
品骏快递	2013.12	2019.11.25	唯品宣布旗下全资子公司品骏快递正式终止业务, 同时还与顺丰达成合作	终止业务

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

新入局者仅构成短期扰动, 龙头地位难以撼动。近期极兔低价策略抢占市场对行业票单价形成较大扰动, 快递龙头亦受影响。我们认为中长期看新入局者难以撼动龙头地位: 监管动向方面, 定调遏制恶性竞争, 低成本龙头进一步得到保障; 资本投入方面, 龙头资本投入多年, 已经产生规模效应, 规模及成本壁垒将对新入局者造成极大压力; 业务布局方面, 龙头多元化布局具备先发优势, 多元化经营带来的抵抗风险能力和盈利能力都强于新入局者; 流量吸引方面, 压价仅能在短期内获取流量, 长期流量的决定仍在产品的时效性与公司服务质量, 龙头已然证明自己, 而新入局者能否持续引流仍待考验。

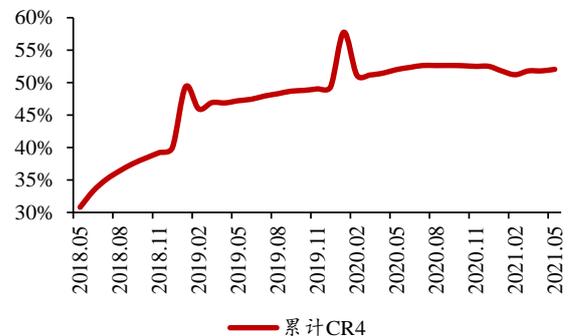
图 18: 2021 年 5 月快递累计 CR8 指数 80.5%



资料来源: Wind、浙商证券研究所

备注: 为国家邮政局公布的快递服务品牌集中度指数 CR8

图 19: 2021 年 5 月快递累计 CR4 指数 52.1% (自行测算)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

备注: 为顺丰、韵达、圆通、韵达单量累计市占率总和

表 2: 极兔快递与京喜快递动向跟踪

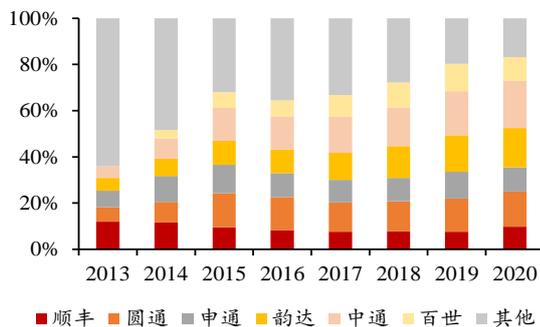
极兔快递动向		京喜快递动向	
2021 年 4 月	极兔快递在义乌地区“低价倾销”受到邮政管理局整治, 包括停运部分分拨中心等	2021 年 4 月	正观新闻消息称京喜快递亏损, 将停止快递业务运营, 官方回应运营平稳
2021 年 1 月	极兔快递日单量突破 2000 万单	2021 年 2 月	京喜快递出资 2000 万元成立安徽京喜物流公司
2020 年 11 月	极兔快递双十一日单量突破 1600 万单	2020 年 12 月	众邮快递更名为京喜快递
2020 年 10 月	极兔快递遭韵达、申通、圆通联手封杀	2020 年 9 月	众邮快递起网华北区域
2020 年 9 月	极兔快递日单量接近 1000 万单	2020 年 7 月	众邮快递出资 300 万元成立山东拓先物

2020年9月	极兔快递供应链科技创新斩获金牛奖	2020年6月	众邮快递出资200万元成立山西众邮供应链管理公司和内蒙古众邮物流科技有限公司
2020年7月	极兔快递斥资8200万投资控股五家公司,包括四家供应链管理公司和一家运输公司	2020年6月	众邮快递宣布江浙沪地区全面开放
2020年7月	极兔快递日单量突破500万单	2020年4月	众邮快递在广东起网测试运营
2020年5月	极兔快递日单量突破100万单		
2020年3月	极兔快递中国起网		

资料来源: 网络整理、浙商证券研究所

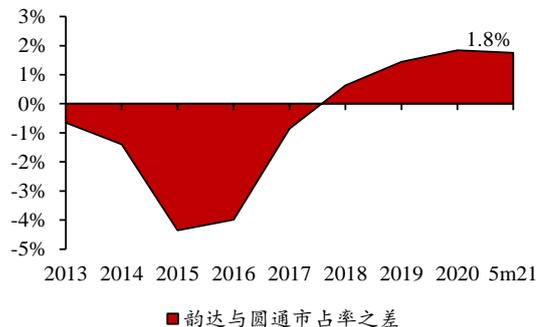
从行业格局看,我国快递价格战或已进入最后一阶段,份额位居前列的韵达超额优势扩大。历来价格竞争分为三个阶段:“市场集中度降低”——“中小企业出清”——“龙头份额提升”,在行业政策引导下,我们判断价格竞争拐点或有望加速到来。从绝对份额角度看,快递单量向龙头持续集中,韵达弯道超车,市占率由2013年5.6%上升至2021年前5月16.7%;从相对差额角度看,作为当前A股份额龙头,韵达与圆通(当前A股份额龙二)市占率差额由2013年-0.7pts持续扩大至2021年前5月1.8pts。

图 20: 行业单量集中度持续提升



资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

图 21: 当前 A 股份额龙头韵达与圆通市占率之差持续扩大



资料来源: Wind、浙商证券研究所

远期看,龙头流量变现利润可观。一方面恶性价战扭转,另一方面份额向龙头集中,我们测算通达系及顺丰营收增量可观。基于龙头企业护城河坚固大前提,假设行业2023年提价时机成熟;此外假设2021-2024年全国快递CAGR为20%,且顺丰、通达系市占率年均提升2.0pts,到2024年提升至92.2%。我们测算若提价0.1元,则到2024年贡献收入增量159亿元;若提价1元(相当于2020年行业票单价的9.5%左右),则贡献收入增量1594亿元,整体利润空间可观。

表 3: 价格战结束后, 远期快递市场业务收入增量十分可观

	顺丰、通达系市占率	全国快递单量增速 (%)	行业快递单量 (亿件)	顺丰、通达系单量 (亿件)	Δ1: 票单价提升 0.1 元对应业务收入增量(亿元)	Δ2: 票单价提升 1 元对应业务收入增量(亿元)
2019	80.4%	25.3%	635	511		
2020	83.2%	31.2%	834	694		
2021E	86.2%	20.0%	1001	863		
2022E	88.2%	20.0%	1201	1059		

2023E	90.2%	20.0%	1441	1300	130	1300
2024E	92.2%	20.0%	1729	1594	159	1594

资料来源: Wind、浙商证券研究所

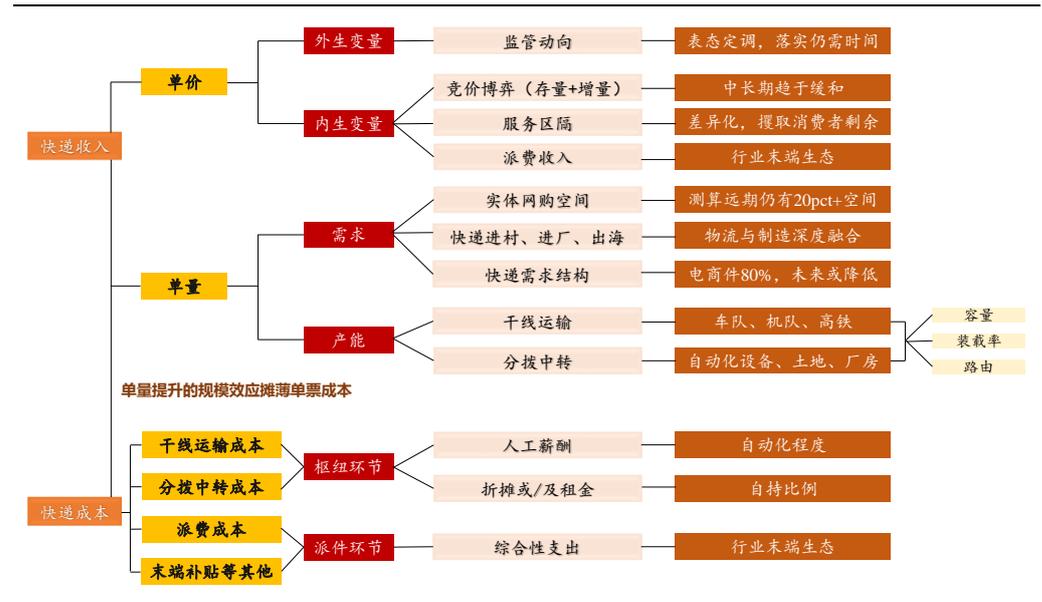
1.3. 加盟制分析框架：核心是看主导因素的边际变化

对于加盟制快递的研究，核心是规模、服务及成本要素的边际变化路径，可以分拆为价格端及成本端来看：

其一，在价格端，市场更多关注行业竞争格局的系统性影响，我们认为这固然是需要跟踪的指标之一，但除此之外，对于票单价的研究还应关注通达系在服务端出现的边际改善。中长期看，快递企业的经营逻辑落脚点依然要回归盈利，履约能力的核心壁垒构筑在于科技赋能、服务品质及客户锚定的渐进式优化。

其二，在成本端，市场更多关注单票绝对成本能达到的极限低值位置，但我们认为相较“终点”更应关注“路径”，即各通达系公司在实现单票成本压降过程中边际改善程度的不同，相应关注在设备自动化改良以及物业、土地、车辆等重要资产自持等方面的边际变化幅度。

图 22：加盟制快递分析框架



资料来源: 浙商证券研究所

备注: 中通快递不确认末端收派环节产生的收入及成本, 即派费收入与派费成本

2. 规模：弯道超车，稳居 A 股加盟制快递龙头

2.1. 厚积薄发，逐鹿中原

1999 年成立以来，公司先后经历创业起步期、高速成长期、快速发展期、服务提升期及战略升级期五大阶段。韵达快递成立于 1999 年，在目前市场的竞争对手中晚于顺丰和申通。2002 年，韵达开始摸索运用条码技术提高操作速度和查询方式，为公司注入科技基因。2007 年，韵达与淘宝网正式签订合作协议。2009 年，韵达成为阿里巴巴首批战略合作加盟商，并在全国各地成立转运中心，将网络拓展至全国。2016 年，韵达借壳新海股份，成功登陆 A 股。自 2018 年起，韵达快递单量份额反超圆通，稳居行业第二。

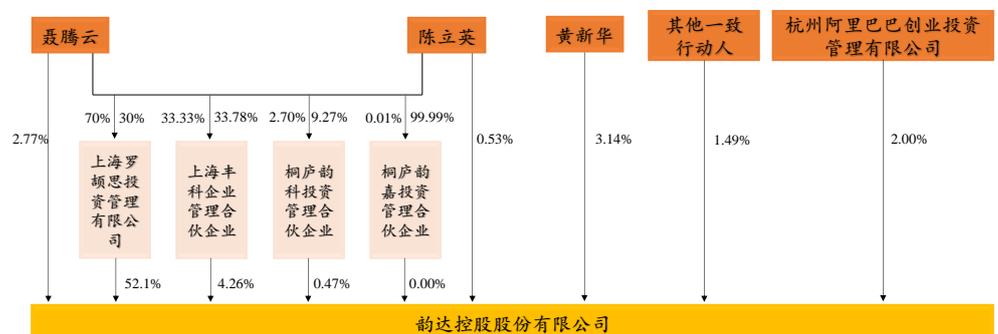
图 23：韵达股份发展历程



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2016 年借壳上市，聂腾云、陈立英夫妇为公司实控人。2016 年 12 月，新海股份以其全部资产和负债与韵达货运全体股东持有的 100% 股权的等值部分进行置换。置换完成后，上海罗顿思投资管理公司持股比例 56.53%，成为公司控股股东；聂腾云及其妻子陈立英合计持有上海罗顿思 100% 股权，成为公司实际控制人。截至 2021 年一季度末，上海罗顿思持股比例为 52.1%，聂腾云及其妻子陈立英直接及间接合计持有韵达股份 58.32% 股权。

图 24：韵达股份股东架构（截止 2021/3/31）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

阿里入股 2%，位处电商平台外相对中立。2020 年 4 月，韵达引入阿里创投作为战投，持股比例 2%。阿里在通达系快递持股相对较多，如圆通（阿里系合计持股 21.91%）、申通（阿里网络持股 14.65%，并有可能执行股权转让协议成为最终控制人）、百世（阿里

为第一大股东)。相比之下，韵达受制单一电商平台程度较低，得以在电商巨头之间相对中立发展。

表 4：阿里系对通达加盟制快递持股情况（截止 2020/12/31）

	阿里系持股情况	备注
中通快递	阿里集团持股比例 8.7%	投票权占比 2.7%
韵达股份	阿里创投持股比例 2%	-
圆通速递	阿里网络及阿里创投合计持股比例 21.91%	阿里网络持股 12%，阿里创投持股 9.91%
申通快递	阿里网络持股比例 14.65%	与阿里签订购新《购股权协议》，授予阿里网络进一步收购公司 10.35% 股份的权利
百世集团	阿里集团持股比例 27.43%，为第一大股东	投票权占比 46.7%，掌握控制权

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

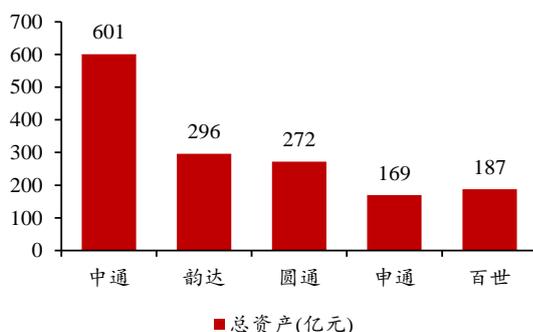
首个 A 股转运中心 100% 自营的加盟制快递。韵达所有枢纽转运中心均由总部投资设立并进行运营管理，实现对核心资源和干线网络的控制力，最终形成“枢纽转运中心和干线网络自营，终端揽派加盟相结合”的平台化扁平化运营模式。这种模式一方面可以利用加盟商快速扩张网络，灵活配置终端资源，另一方面通过对票件中转、运输的绝对控制，确保网络覆盖和服务质量双优。

图 25：韵达快递服务全流程



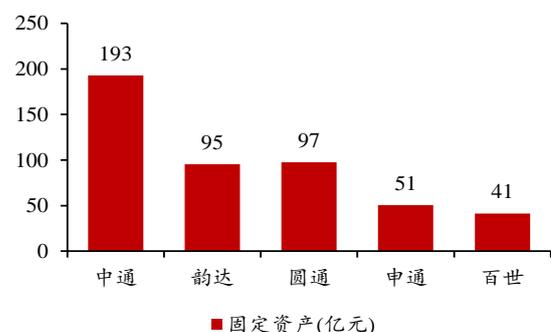
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 26：韵达总资产在通达系中排名第二（截止 2021/3/31）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

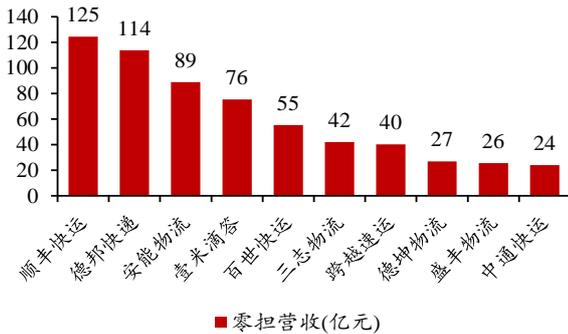
图 27：韵达固定资产在通达系中排名第三（截止 2021/3/31）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

剥离自身快运业务，战略入股德邦，优势互补强化协同效应。2019年韵达剥离此前并表快运业务，并于2021年4月23日完成战略入股德邦的股份登记。公司以现金方式认购德邦股份非公发A股6695.75万股，认购价格9.17元/股，股款总额6.14亿元，本次认购完成后韵达占德邦股份发行后总股本6.52%。双方后续将充分发挥各自产品、服务经验、品牌价值及业内资源等相关优势，在市场拓展、网络优化和集中采购等方面进行合作，从而有望实现：1) 市占率提升、规模效应增强；2) 降本增效，市场竞争力巩固；3) 品牌价值提升。

图 28：2020 年中国零担收入 10 强排行



资料来源：运联智库、浙商证券研究所

备注：收入统计区间为 2019.1.1-2019.12.31

图 29：德邦股份营业收入 2015-2020 复合增速 16%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

2.2. 融资加速、产能发力、网络完善，份额提升巩固领先地位

积极融资，发力扩大市场份额。在我们的加盟制快递分析框架中，规模先发、产能为基，而规模与产能的先导指标仍看融资。分季度量化来看，对于韵达，筹资现金流入平均约在 2-3 季度后转化为资本开支，而资本开支平均约在 2-3 季度后作用于单量份额提升，“融资-扩产-提份额”循环全周期约 4-6 个季度。从现金流量情况分析，韵达 2020 年筹资活动现金流入合计 83 亿元，位列通达系第二，根据周期时长推算或将助力 2021 年市场份额进一步增长，在 21Q2-22Q1 集中体现。此外，2021 年 5 月韵达公告拟发行可转债募资不超过 25 亿元，用于分拣设备自动化升级（预计项目投资总额 30.21 亿元），融资力度进一步维系。

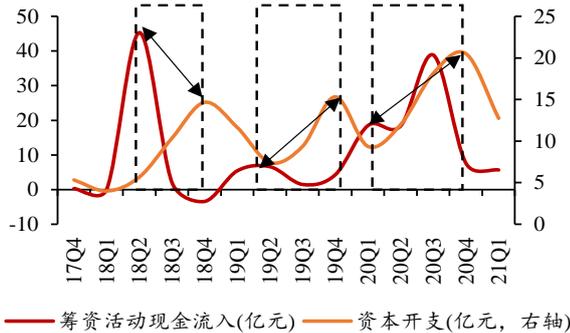
表 5：A 股通达系快递公司近期融资情况举例

快递公司	时间	融资情况
圆通速递	2020 年 11 月	圆通非公开发行股票审核通过
	2020 年 9 月	圆通拟非公开发行股票募集 45 亿元
	2020 年 9 月	圆通向阿里转让价值 66 亿元的股份
	2020 年 4 月	圆通发行第一期超短期融资券，总额 3 亿元
韵达股份	2021 年 5 月	韵达股份拟发行 2021 年度可转债，募资总额不超过 25 亿元
	2020 年 10 月	韵达发行 2020 年第三期中期票据，总额 5 亿元
	2020 年 8 月	韵达以下属全资子公司为标的设立私募基金，发行规模不超过 25 亿元
	2020 年 8 月	韵达股份境外子公司发行 5 亿美元债券
	2020 年 4 月	韵达股份向阿里转让 2% 股份
	2020 年 3 月	韵达股份发行 2020 年第一期中期票据，总额 5 亿元

	2020年2月	韵达发行2020年第一期超短期融资券, 总额1亿元
	2020年10月	2020年10月, 中通快递发行第二期公司债券, 总额5亿元
申通快递	2020年9月	申通快递获阿里33亿增持股份
	2020年4月	申通快递发行第一期公司债券, 总额5亿元
	2020年3月	申通快递发行2020年第一期超短期融资券, 总额5亿元

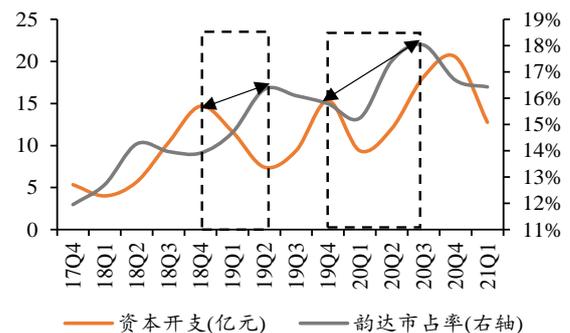
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 30: 韵达筹资阶段性高峰在 2-3 季度后传导至资本开支



资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

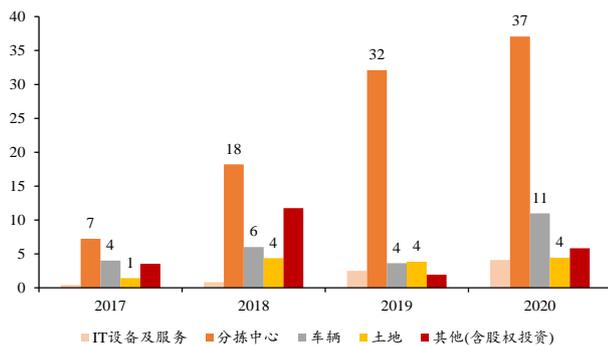
图 31: 韵达资本开支在 2-3 季度后作用于单量份额提升



资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

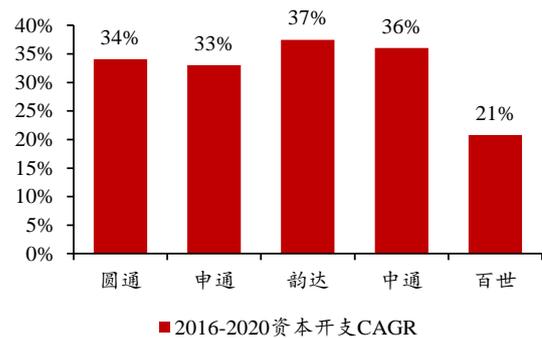
产能发力相应加码。韵达资本开支主要由分拣中心、车辆及土地构成, 从结构看, 韵达 2020 年分拣中心、车辆及土地资本开支各占 59%、18%、7%, 结构占比长期稳定。从总量及增速看, 剔除股权投资, 韵达 2020 年资本开支 60 亿元, 位居通达系第二; 2016-2020 年资本开支 CAGR 达 37%, 位居通达系第一。总体上, 韵达资本开支结构高度集中, 增速及规模十分可观。

图 32: 韵达 2017-2020 年包含股权投资在内的投资状况



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

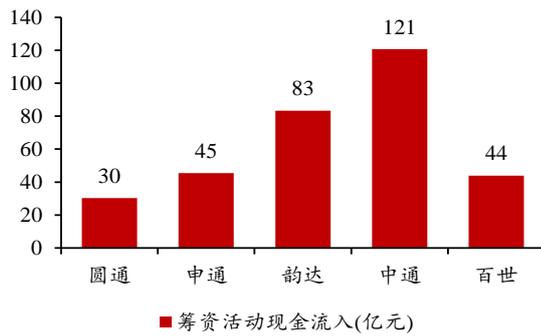
图 33: 韵达 2016-2020 年资本开支 CAGR 位居通达系第一



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

备注: 不包含股权投资金额

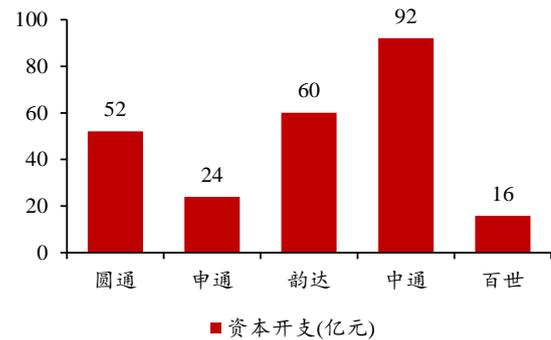
图 34：韵达 2020 年筹资活动现金流入位居通达系第二



资料来源：Wind、浙商证券研究所

备注：中通及百世统计口径为债务增加额与股本增加额之和

图 35：韵达 2020 年资本开支位居通达系第二



资料来源：Wind、浙商证券研究所

备注：不包含股权投资金额

网络全面覆盖。韵达高度重视网络建设，是业内较早实现网络扁平化、平台化、信息化的公司之一。截至 2020 年末，公司在全国设立 67 个自营枢纽转运中心，枢纽转运中心的自营比例为 100%；公司在全国拥有 3875 个加盟商及 3.26 万个网点及门店（含加盟商），加盟比例为 100%；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，县级以上区域覆盖率 96.40%，乡镇服务网络覆盖率达 97.68%。

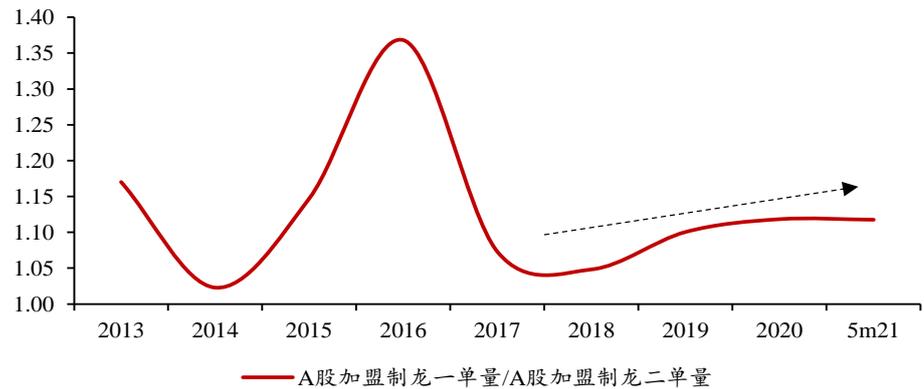
图 36：韵达服务网络覆盖情况（截止 2020/12/31）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

三重合力作用至份额上，韵达与追随者差距拉大。从 2015 年开始，韵达进入战略升级期，着力构筑以快递为核心的生态圈。在资本、产能及网络加持之下，2017 年起韵达单量份额开始进入全国前三，2018 年反超圆通成为全国第二，后续稳坐第二把交椅。从 A 股加盟制龙一与龙二竞争的边际变动来看，2017 年以来单量差距逐渐拉大，韵达与圆通的单量比由 2018 年 1.05 提升至 2021 年前 5 月 1.12。

图 37: A 股加盟制快递龙一单量与龙二单量之比逐渐扩大



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

备注: 自 2018 年起韵达反超圆通成为 A 股加盟制快递份额第一

3. 服务: 科技赋能、品质领先, 静待拐点来时超额反弹

3.1. 技术赋能, 打造科技轮子上的韵达

技术领跑, 打造站在科技轮子上的韵达。韵达重视以科技赋能全链路, 提升运转效率。2017-2020 年, 韵达研发人员 (含外包) 数量分别为 488 人、604 人、1178 人和 1338 人, 复合增长 40%; 人均研发支出分别为 9.69 万元、10.05 万元、14.79 万元和 22.13 万元。2020 年, 韵达研发投入合计 2.96 亿元, 大幅领先于 A 股通达系其他公司。

图 38: 韵达研发人员及人均研发支出稳步提升



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

备注: 研发人员含外包; 研发支出为资本化与费用化之和

图 39: 韵达研发支出领先 A 股通达系 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

备注: 研发支出为资本化与费用化之和

率先探索自动化设备研发工作, 保持技术升级迭代。2015 年以来, 韵达先后经历半自动化设备、单层全自动设备、双层全自动设备, 其中高速矩阵的分拣效率升级后提升 37%; 单层自动交叉带在分拣、中转、运输过程中分拣效率高达 2 万件/小时, 分拣差错率 1/10000 以下, 同等货量下可大大节省分拣人力。2019 年, 公司创新研发四层交叉带自动分拣线, 分拣效率再次得到提升。2020 年, 公司新增交叉带投入, 并新建/改造矩阵, 设备处理能力, 由 2019 年的 1200 多万件/小时提升到 2020 年 1600 多万件/小时, 同比提升 30% 以上。

图 40：韵达双层自动交叉带分拣设备



资料来源：网络公开资料、浙商证券研究所

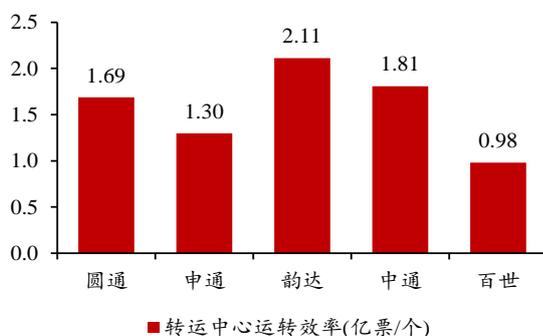
3.2. 时效占优叠加服务分级，具备加盟制业态下稀缺品质

服务时效及品质此前多为加盟制快递痛点。与直营系快递不同，加盟制快递借由加盟商进行末端网点扩张，扩张边际成本近似于 0，资产也相对较轻，可以在短时间内将网络铺开至全国。这一特点决定了加盟制快递单票价格远低于直营制快递，可以响应消费者海量的快递需求。但与此同时，快递公司难以对末端加盟商实施有效的管控和激励，导致整体时效性和服务质量打折。

服务时限方面，加盟制快递中韵达时效占优。在由国家邮政局评选的快递服务时限准确率的测试中，韵达快递时效性在 2017-2019 年连续三年高居通达系榜首，仅次于几家直营系快递。2020 年，全国重点地区主要快递企业的服务时限准时率进行测试前五名依次为顺丰速运、邮政 EMS、京东快递、中通快递、韵达速递，其中韵达速递 72 小时准时率在可比同行中的全程时限排名第 2，寄出地处理时限仅次于顺丰，寄达地处理时效仅次于顺丰和邮政。

1) **转运层面，中转中心高效运转。**公司以数据下沉、数字排班、掌上分拨、错分校验为抓手，运营管控智慧中转系统，提供全局中转的操作量计件数据，为中转提供运营决策。2020 年度，韵达转运中心自动化设备处理能力同比提升 30%，综合操作效率同比提升 31.6%，转运中心人均效能同比提升 14.2%。

图 41：韵达 2020 年转运中心效率领先通达系



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 42：韵达转运中心效率逐年增长



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2) 干线层面, 优化车型及平均装载率, 拉直运输线路。运力方面, 持续提升全网双边车辆的平均装载率; 进一步优化车型, 在核心区域、核心路线提升大运力车辆、牵引车辆比例, 持续推行甩挂运输, 整体运力同比提升 55%; 专项开发“车货配”等在途配载系统, 并根据大数据呈现的运输车辆、货运量和包裹节点提高发车管理与装载率的匹配程度。网络方面, 通过路由拉直优化(2020 年路由拉直率同比提升 3pts)、淡旺季货量预测及异常情况识别预警等措施提升干线运输稳定性, 完善“网点直跑”, 探索“支线协同”、“仓配协同”等新的敏捷经营支点。

图 43: 韵达发车能效逐年增长



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 44: 韵达车次枢纽比趋于提升



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 45: 韵达多维度实现干线运输环节优化



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

服务满意度方面, 韵达在可比公司中同样保持领先。根据国家邮政局对快递满意度调查结果的通告, 2020 年主要快递企业总体满意度前五名依次为顺丰速运、京东快递、邮政 EMS、中通快递、韵达速递。2016-2020 年, 韵达在加盟制快递中总体满意度排名分别为第 5、第 2、第 2、第 1、第 2, 服务水平在加盟制可比公司中持续保持领先优势。

表 6: 国家邮政局快递企业总体满意度排名

	2020	2019	2018	2017	2016
顺丰速运	1	1	1	1	1
京东快递	2	3	3	-	-
邮政 EMS	3	2	2	2	2
中通快递	4	5	4	3	3
韵达速递	5	4	5	4	6

百世快递	6	6	7	7	7
圆通速递	7	8	6	5	4
申通快递	8	7	8	6	5
天天快递	9	-	-	9	9
德邦快递	10	9	9	-	-
优速快递	-	10	10	-	-
宅急送快运	-	-	-	8	8
国通快递	-	-	-	-	10
快捷快递	-	-	-	10	-

资料来源：国家邮政局、浙商证券研究所

推动“客户分群、产品分层”，着力描绘第二增长极。依托不断扩大的标准快递业务品牌优势、规模优势和市场优势，公司将优质的服务品质进行流量转化，得以推进“服务引流”、“产品分层”、“大客户画像”等灵活竞争策略，充分发挥头部企业的服务品质优势和全程时效优势，大力开拓韵达特快及增值服务市场与客户，向科技创新、精益管理和优质服务要红利，培育第二增长曲线。

图 46：公司发展战略锚定“守正开放、多元协同、一超多强”



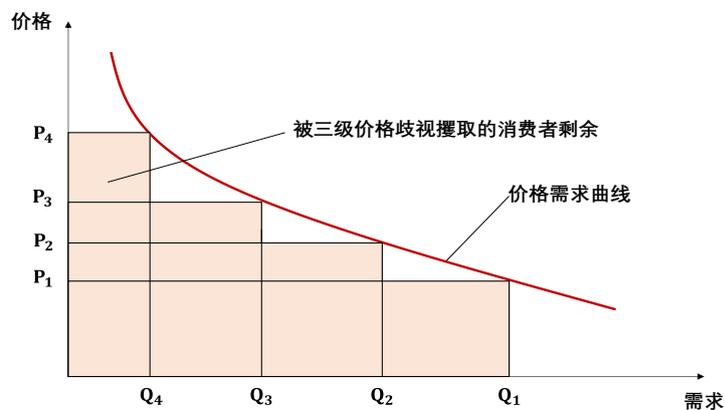
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 47：公司差异化战略赚取附加价值



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 48：根据差异化服务实行的价格歧视能够攫取更多消费者剩余



资料来源：浙商证券研究所

顺应物流与制造深度融合趋势，提供仓配一体服务体系。韵达提供“联合仓·仓配一体化”服务体系，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。技术端数智化，基于大数据分析的补货模型，有效降低缺货率和库存水平；服务端差

异化, 运用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, 打造定制化供应链解决方案。

图 49: 韵达全国范围仓库 340 个, 总面积 53.25 万平方米



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

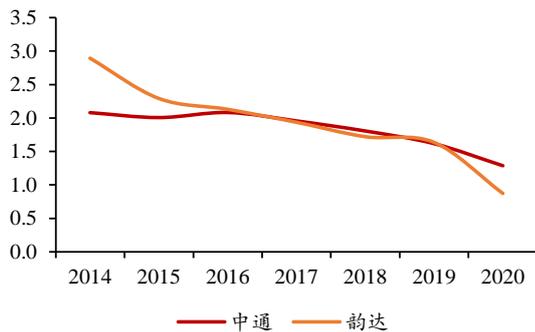
图 50: 韵达提供专业化、定制化仓配体系规划



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

历史单价降幅明显, 后续关注价格拐点来临时点。2014-2020 年, 韵达票单价由 2.89 元下降至 0.87 元, 年均下降 0.34 元; 中通票单价由 2.08 元下降至 1.29 元, 年均仅下降 0.13 元。复盘统计看, 韵达票单价变动对行业平均敏感度远高于中通, 若后续行业格局出清叠加服务业态升级带来行业价格拐点, 则韵达票单价或将实现较大幅度回弹。

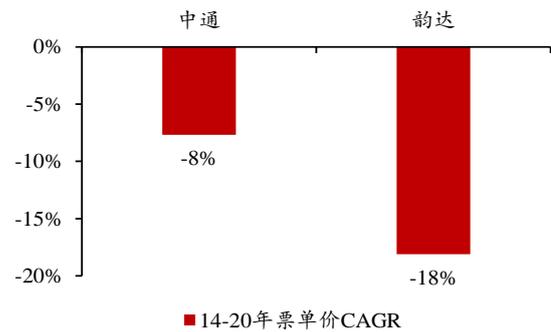
图 51: 韵达票单价较中通降幅明显



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

备注: 韵达票单价为剔除派费收入口径

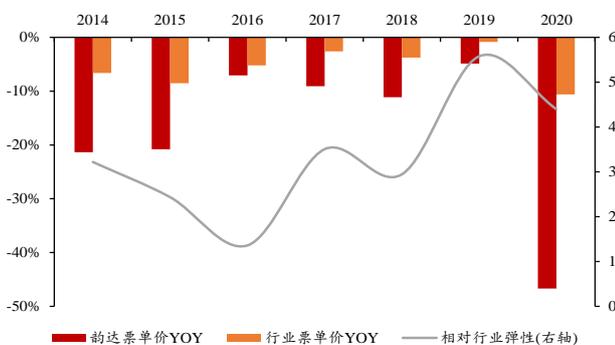
图 52: 韵达票单价 14-20 年降幅大于中通 10pts



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

备注: 韵达票单价为剔除派费收入口径

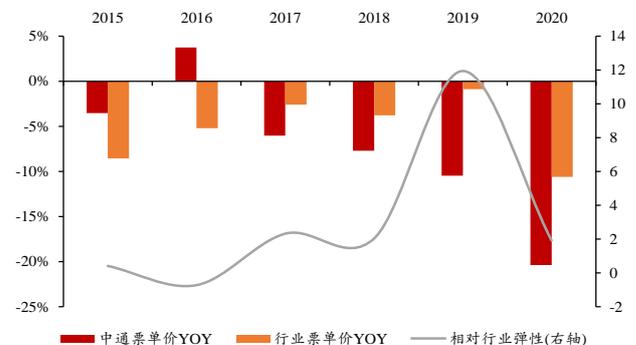
图 53: 韵达 14-20 年票单价变动相对行业平均弹性 3.17



资料来源: 公司公告、国家邮政局、浙商证券研究所

备注: 韵达票单价为剔除派费收入口径

图 54: 中通 15-20 年票单价变动相对行业平均弹性 1.40



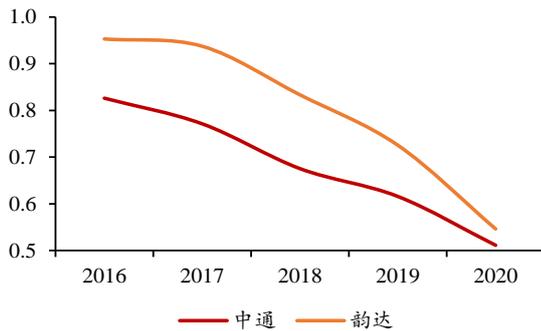
资料来源: 公司公告、国家邮政局、浙商证券研究所

4. 成本：行则将至，韵达成本下降路径及空间仍在

4.1. 与中通差距逐步缩小，下降路径明确

当前韵达与中通的单票快递成本差距主要体现在干线运输上。分拣中心成本方面，受益于较高的设备自动化程度及自营比例，韵达单票成本相较中通并未出现明显劣势，在2018-2019年间甚至优于中通；干线运输成本方面，中通受益于车队规模化、自有化、大型化优势，单票成本优于韵达，但领先优势呈现收窄趋势。两方面综合下，韵达与中通的单票快递成本差距由2016年相差0.14元收窄至2020年相差0.04元。

图 55：韵达与中通的单票干线运输成本差距不断缩小



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

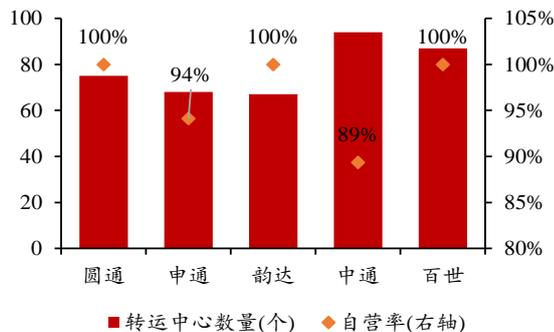
图 56：韵达的单票分拣中心成本不处劣势



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

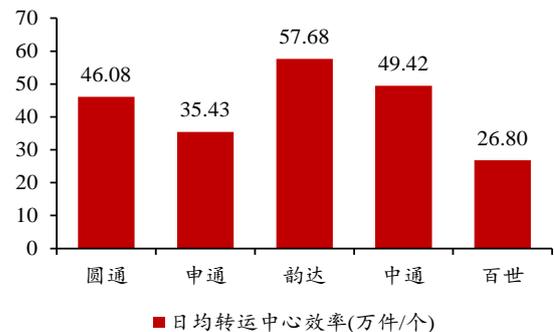
备注：韵达分拣中心成本口径包括中转相关成本中的职工薪酬、装卸扫描费、折旧摊销与办公及租赁成本

图 57：韵达转运中心自营比例高于中通



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

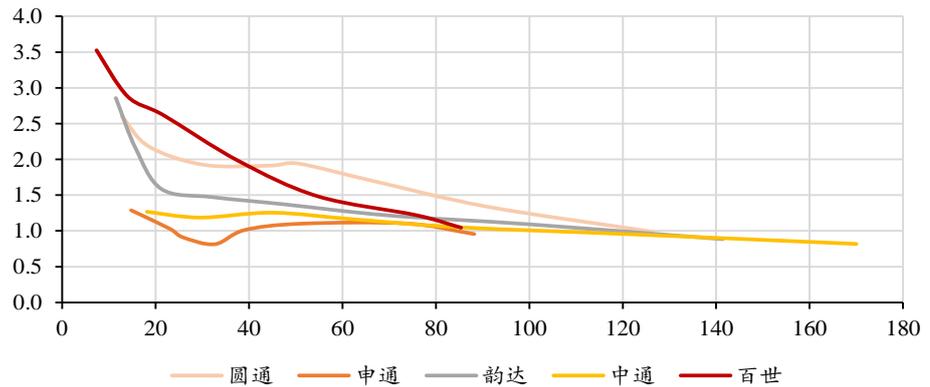
图 58：韵达转运中心 2020 年日均效能领先通达系



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

路径清晰，规模为王，韵达行则将至。一方面，从行业特性看，加盟制模式在资产端的固有属性内生地决定了企业成本下降曲线的学习难度较低，主要路径还是通过技术提升（由人力密集型升级为技术密集型）及资产自持（变动成本转固定成本，增强中长期摊薄成本能力）。另一方面，从规模效应看，以产能投放为基础形成的正向循环带来规模壁垒，这是加盟制快递企业突围的核心竞争力，韵达资本开支 2016-2020 年 37% 的复合增速领跑通达系，较持续的产能投放力度有望提升市场份额边际扩张的幅度，进而推动单票成本的下降。

图 59：韵达单票快递成本随规模扩张下降幅度领先（2013-2020 年）



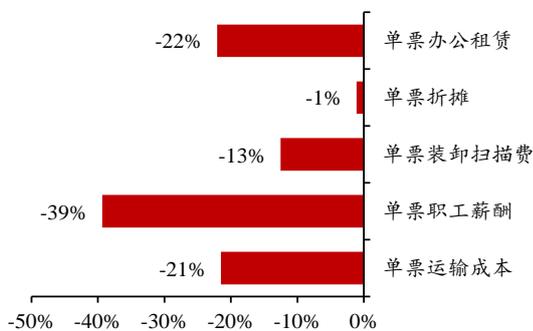
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

备注：横轴为快递单量（单位：亿件），纵轴为剔派后单票快递成本（单位：元）

4.2. 未来降本增效还看外包成本管控、运输结构优化及资产自持

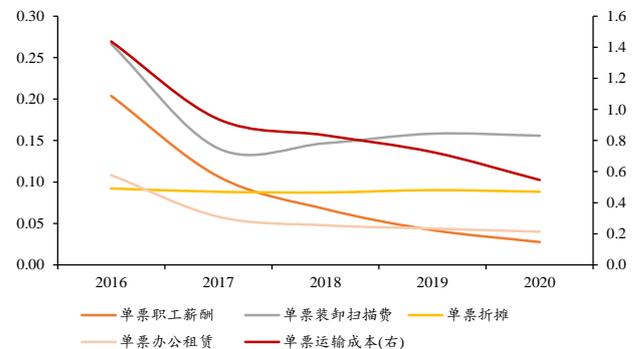
单票快递成本拆分来看，韵达运输、外包及租赁成本皆有下降空间。我们对韵达 2016-2020 年单票快递成本 CAGR 进行拆分，除单票职工薪酬复合降幅 39% 以外，其余单票快递成本均有比较明显的下降空间，集中体现在：1) 装卸扫描（对应外包成本管控）；2) 干线运输（对应运输结构优化）；3) 办公租赁（对应资产自持）。

图 60：韵达 2016-2020 年单票快递成本 CAGR 拆分



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

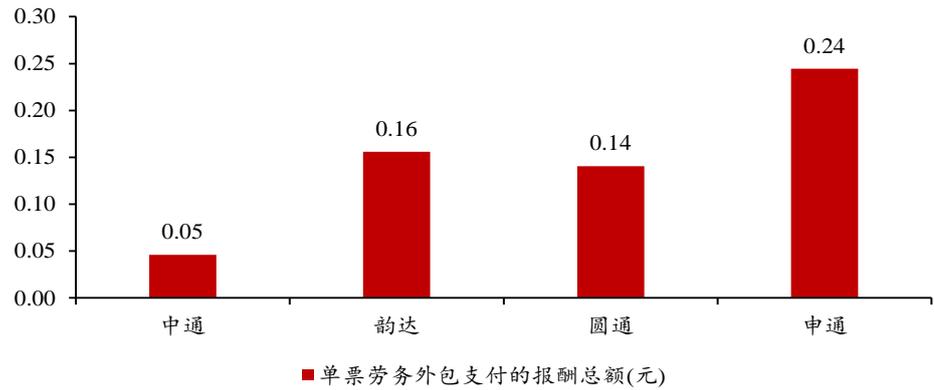
图 61：韵达 2016-2020 年单票快递成本变动趋势



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

下降空间一：外包成本管控。韵达劳务外包支出主要是分拣中心装卸扫描费用，2020 年劳务外包支出 22.05 亿元，单票劳务外包支出 0.16 元，同比微降 1.53%，预计随设备智能化程度提升，此项成本降幅有望扩大。对标中通，劳务外包支出主要是干线运输环节中对第三方卡车外包服务的使用（2018 年占干线运输成本比重分别 31%、26%、9%），且中通正继续增加自营且高性价比的大运力卡车以替代第三方高运力卡车，以期进一步降低单票外包成本。

图 62：韵达 2020 年单票劳务外包支出高于中通、圆通



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

下降空间二：运输结构优化。韵达的陆路运输主要采用承包车、合同车、卡班车等模式。近年来，韵达不断压缩成本较高的合同车和卡班车的业务规模，加大承包车的利用率，2017-2020 年，韵达承包车的趟次使用率分别为 66%、75%、74%、82%。

图 63：韵达承包车日均发车趟次不断增加



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 64：韵达承包车发车趟次占比不断提升



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

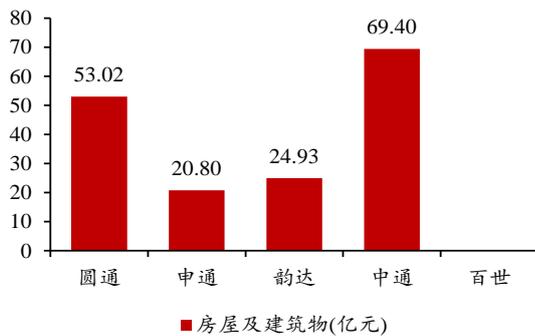
图 65：韵达自有运输设备及经营租赁租出运输设备账面价值情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

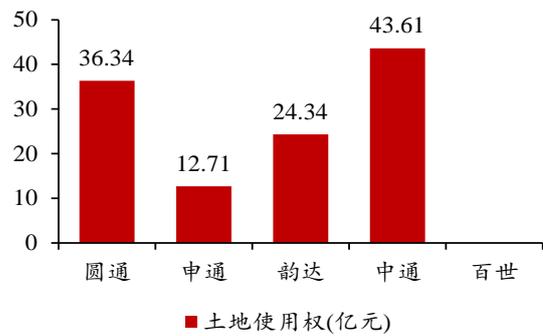
下降空间三：资产自持。土地使用权及房屋建筑方面，租金大概率刚性上涨，而自持则年均摊销额相对固定，并可保证转运中心稳定运营；运输设备方面，自有车辆保证运力可控，对第三方车队也有更多议价权，降低外包运力的费用。截至2020年末，韵达自持的房屋及建筑物账面价值约24.93亿元，土地使用权账面价值约24.34亿元，与中通和圆通相比都有较大差距；自有车辆方面，韵达自持的运输工具价值约为16.10亿元，与中通相比仍有较大差距。

图 66：通达系 2020 年末房屋及建筑物资产账面价值



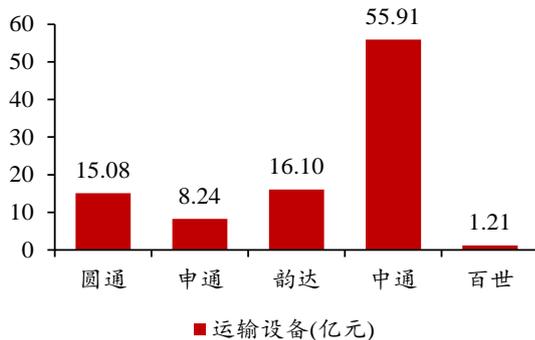
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 67：通达系 2020 年末土地使用权账面价值



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

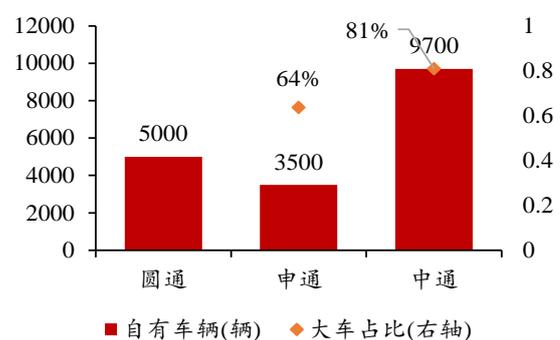
图 68：通达系 2020 年末运输设备账面价值



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

备注：圆通运输设备账面价值包括运输工具及飞发

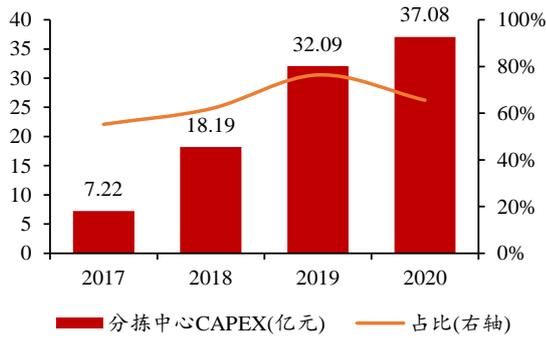
图 69：中通 2020 年末自有大车优势突出



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

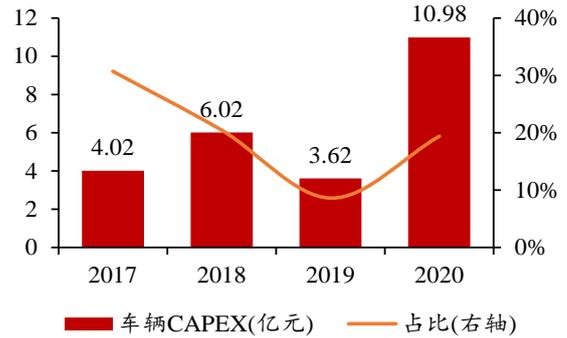
近年资产自持相关的资本开支稳步投入，继续提效降本可期。结构上，韵达2020年分拣中心、车辆及土地方面分别贡献66%、19%、8%的资本开支（剔除股权投资），其中车辆相关资本开支贡献比重同比提升10pts；增速上，韵达2017-2020年分拣中心、车辆及土地方面资本开支CAGR分别73%、40%、46%。展望未来，韵达或进一步补强车辆及土地产能，同时加速实施物业自持和车辆自营计划，单票快递成本下降整体依然可期。

图 70：韵达 2020 年分拣中心资本开支 37.08 亿元



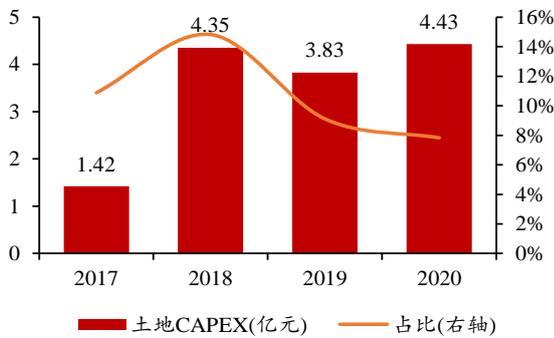
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 71：韵达 2020 年车辆资本开支 10.98 亿元



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 72：韵达 2020 年土地资本开支 4.43 亿元



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 73：韵达 2020 年剔除股权投资后资本开支 56.58 亿元



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

5. 投资：利空出尽市值超跌，价格风险收窄或迎修复期

5.1. 盈利预测

根据我们对加盟制快递行业趋势及公司发展前景的判断，在营收端预测方面我们作出如下关键假设：

- 1) 上游电商行业增长驱动仍在，带动 2021-2023 年快递行业单量规模维持平稳较快增长，同比增速分别为 30%、21%、21%，对应单量分别 1079 亿件、1308 亿元、1586 亿件。
- 2) 韵达受益于规模、服务及成本维度的持续强化，A 股加盟制龙头地位有望夯实，2021-2023 年单量市占率分别 17.5%、18.0%、18.5%。
- 3) 随分拣环节成本端逐步降本增效带来降价空间，单票中转收入稳中略降；
- 4) 物料销售收入增长与单量增速一致，其他业务收入维稳。

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别 436.10 亿元、531.41 亿元、645.52 亿元，同比分别增长 30.18%、21.85%、21.47%。

表 7：韵达股份营业收入预测（单位：亿元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	335.00	436.10	531.41	645.52
YOY	-	30.18%	21.85%	21.47%
其中：快递收入	316.63	416.69	510.36	622.44
平均单票收入(元)	3.19	2.24	2.21	2.17
快递业务量(亿件)	141.44	188.86	235.51	293.49
单量市占率	16.97%	17.50%	18.00%	18.50%
物料销售收入	5.57	6.61	8.24	10.27
其他收入	12.80	12.80	12.80	12.80

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

成本费用端：

- 1) 假设单票中转相关成本逐年降低，总物料销售成本及总派费成本增长与公司快递单量增速一致。
- 2) 假设 2021-2023 年销售费用率分别 0.60%、0.60%、0.55%，研发费用率分别 0.61%、0.61%、0.55%，投资收益年均稳健增长 10%。

暂不考虑未来转债发行影响，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别 17.94 亿元、22.46 亿元、25.90 亿元，同比分别增长 27.73%、25.18%、15.35%。

表 8：韵达股份简易利润表（单位：亿元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	335.00	436.10	531.41	645.52
YOY		30.18%	21.85%	21.47%
营业成本	303.20	396.65	484.98	594.03
YOY		30.82%	22.27%	22.48%
营业利润	17.72	24.11	30.18	34.82
YOY		36.07%	25.18%	15.35%
利润总额	17.52	24.11	30.18	34.82
YOY		37.62%	25.18%	15.35%
归母净利润	14.04	17.94	22.46	25.90
YOY		27.73%	25.18%	15.35%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

5.2. 行业估值锚或将改变，跟踪覆盖给予“买入”评级

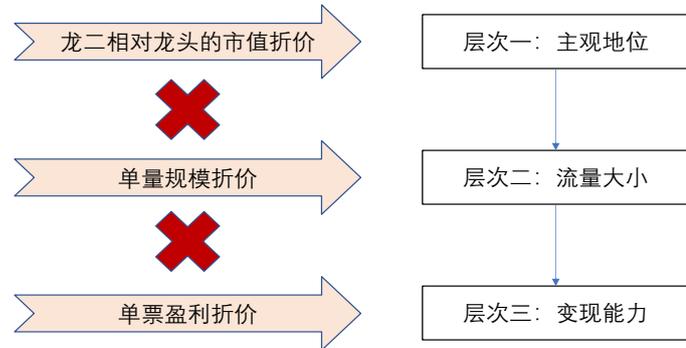
对于加盟制快递，从远期格局看当前估值，估值锚或由损益端更多转向规模端。利润并不是加盟制短期首要目标，相应地我们认为，当前估值高度应更多取决于未来壁垒深度，因此估值锚不妨脱离单纯的利润估值体系，增加在规模角度的考量，更具前瞻视角。

对应地在韵达的估值思路及方法上，我们认为未来长期看快递企业仍然是规模为王，因此不妨从单量规模价值角度考虑公司估值（具体参考 2021 年 4 月 26 日报告《**快递行业深度研究：略过当下，未来可期**》），我们从格局位置、流量大小及变现能力三个层次出

发进行判断。总体上我们认为，韵达在规模、服务及成本维度已经出现明显的边际变化，成效显现后将赋予标的较大投资弹性。

图 74：加盟制快递估值借鉴互联网思路从单量规模角度价值分析

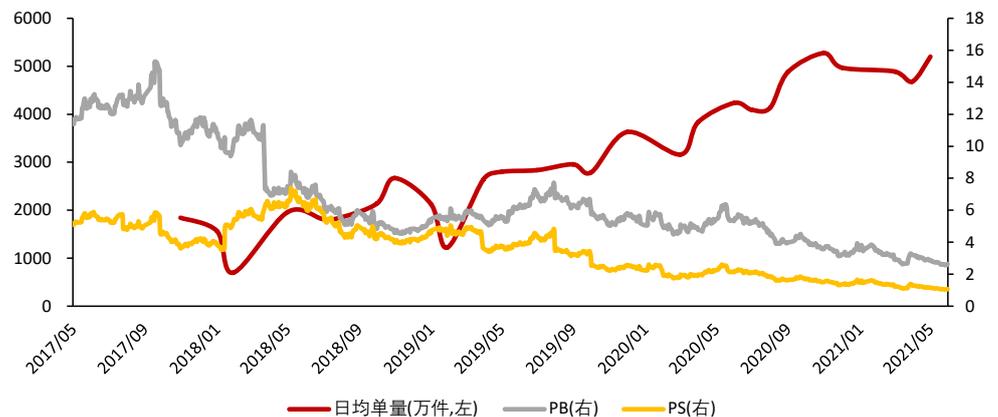
类比互联网企业估值的通达系估值逻辑：



资料来源：《互联网公司估值方法介绍》、浙商证券研究所

从纵向估值角度看：我们认为行业同质化竞争期间利润估值锚阶段性失效，我们从 PB、PS 角度看，韵达快递日均单量由 2017 年四季度的 1645 万件，增长到 2021 年 5 月份的 5200 万件，增长 216%，年复合增长 39% 左右，但 PB 却随着运输网络布局的完善跌至 2.59 倍左右，较 3 年均值低 47% 左右，PS 跌至 1.05 倍左右，较 3 年均值低 64% 左右。

图 75：韵达股份单量及估值情况



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

我们从对标行业龙头角度看：2020 年中通快递单量 44.75 亿件，韵达股份 36.03 亿件，韵达单量为中通 80.51%，从盈利角度看，2020 年中通快递剔除货代以外业务单件毛利 0.334 元左右，韵达股份单件毛利 0.202 元左右，韵达单件毛利为中通 60.39%。但从市值角度看，2021/07/02 收盘价韵达股份市值仅为中通快递市值 23.1% 左右。

表 9：头部企业对比

	韵达股份	中通快递	韵达/中通
2021Q1 单量(亿件)	36.03	44.75	80.51%
2020 年单量(亿件)	141.44	170.03	83.19%
2020 快递相关毛利(亿元)	28.59	56.87	50.27%
2020 单件毛利(元/件)	0.202	0.334	60.39%
市值(人民币亿元, 2021/07/02)	380	1644	23.11%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

因此考虑到龙头溢价、单量规模及单件盈利等方面，我们认为韵达股份作为行业单量第二大快递企业、A 股加盟制快递龙头，价值或有所低估，上调至“买入”评级。

表 10：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	市值(亿元)		PE		PS	PB	市占率
		2021/7/2	TTM	2021E	2022E	TTM	LF	2020 年
2057.HK	中通快递	1644	37.38	34.70	27.68	-	-	20.4%
600233.SH	圆通速递	307	16.47	16.43	14.15	0.80	1.80	15.2%
002468.SZ	申通快递	113	-	34.51	28.09	0.49	1.31	10.6%
002352.SZ	顺丰控股	3035	55.89	49.71	36.35	1.86	5.54	9.8%
	加权平均		47.35	42.52	32.03	1.72	5.06	-
002120.SZ	韵达股份	380	29.25	23.72	18.92	1.05	2.59	17.0%

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

备注：考虑到中通快递收入口径不一致，PS 暂不对中通快递加权计算；人民币兑港币按 0.8316 计算

5.3. 风险提示

- 资本支出超预期；
- 价格战超预期；
- 份额扩张不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	13587	12929	12953	13496
现金	4010	4000	3800	4310
交易性金融资产	6505	4502	6002	5670
应收账款	677	608	630	605
其它应收款	320	215	227	254
预付账款	101	89	106	99
存货	130	89	106	108
其他	1844	3425	2083	2451
非流动资产	15913	17351	18895	20091
金融资产类	0	279	93	124
长期投资	92	92	92	92
固定资产	9481	10929	12102	12994
无形资产	2552	3107	3702	4238
在建工程	1919	1696	1516	1293
其他	1869	1249	1390	1350
资产总计	29501	30279	31848	33587
流动负债	9435	9005	8949	8836
短期借款	1660	1686	1216	1227
应付款项	4348	4100	4461	4303
预收账款	122	790	751	554
其他	3304	2429	2520	2751
非流动负债	5608	5485	5520	5538
长期借款	0	0	0	0
其他	5608	5485	5520	5538
负债合计	15043	14490	14469	14374
少数股东权益	80	94	112	133
归属母公司股东权	14378	15695	17267	19080
负债和股东权益	29501	30279	31848	33587
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2184	2125	5666	2184
净利润	1424	1808	2264	1424
折旧摊销	1453	1596	1835	1453
财务费用	45	279	265	45
投资损失	(229)	(252)	(277)	(229)
营运资金变动	(1186)	(1999)	1728	(1186)
其它	676	693	(149)	676
投资活动现金流	(5861)	(1405)	(4457)	(5861)
资本支出	(3420)	(2700)	(2700)	(3420)
长期投资	4	(282)	187	4
其他	(2445)	1577	(1944)	(2445)
筹资活动现金流	5530	(730)	(1409)	5530
短期借款	949	26	(470)	949
长期借款	0	0	0	0
其他	4581	(756)	(939)	4581
现金净增加额	1852	(10)	(200)	1852

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	33500	43610	53141	64552
营业成本	30320	39665	48498	59403
营业税金及附加	64	102	102	133
营业费用	229	262	319	355
管理费用	1008	948	978	963
研发费用	205	266	324	355
财务费用	45	279	265	246
资产减值损失	0	26	11	17
公允价值变动损益	106	97	97	97
投资净收益	229	252	277	305
其他经营收益	1772	2411	3018	3482
营业利润	11	0	0	0
营业外收支	31	0	0	0
利润总额	1752	2411	3018	3482
所得税	328	603	755	870
净利润	1424	1808	2264	2611
少数股东损益	20	14	18	21
归属母公司净利润	1404	1794	2246	2590
EBITDA	3228	4296	5133	5811
EPS (最新摊薄)	0.48	0.62	0.77	0.89
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-2.63%	30.18%	21.85%	21.47%
营业利润	-51.62%	36.07%	25.18%	15.35%
归属母公司净利润	-48.10%	27.73%	25.18%	15.35%
获利能力				
毛利率	9.50%	9.05%	8.74%	7.98%
净利率	4.25%	4.15%	4.26%	4.05%
ROE	10.03%	11.86%	13.54%	14.16%
ROIC	9.00%	11.65%	13.38%	13.84%
偿债能力				
资产负债率	50.99%	47.86%	45.43%	42.80%
净负债比率	11.04%	11.63%	8.41%	8.54%
流动比率	1.44	1.44	1.45	1.53
速动比率	1.43	1.43	1.44	1.52
营运能力				
总资产周转率	1.29	1.46	1.71	1.97
应收帐款周转率	49.07	66.53	81.72	97.38
应付帐款周转率	7.50	10.64	12.80	15.41
每股指标(元)				
每股收益	0.48	0.62	0.77	0.89
每股经营现金	0.75	0.73	1.95	1.44
每股净资产	4.96	5.41	5.96	6.58
估值比率				
P/E	27.00	21.14	16.89	14.64
P/B	2.64	2.42	2.20	1.99
EV/EBITDA	11.38	7.26	5.74	5.04

资料来源: 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

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