

韵达股份(002120.SZ)

存在预期差的A股加盟快递龙头

评级:

评级: 买入

目标价格:

最新收盘价: 19.17

股票代码: 002120

52周最高价/最低价: 23.38/12.88

总市值(亿) 556.46

自由流通市值(亿) 539.65

自由流通股数(百万) 2815.09



分析师: 游道柱

邮箱: youdz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522060002

本篇报告主要观点

- **韵达股份**：快递为主业，A股加盟快递市占率第一（数据来源：根据年报数据测算）。加盟快递特点，使得总部（公司）对加盟商有较强话语权，使得公司报表更像是消费品公司。公司未来业绩成长，来自单量增长与单票净利增长共同驱动。
- **公司的β**：快递正处在产业趋势拐点。线上渠道效率持续优化将驱动电商和快递继续增长，我们预计未来5年行业复合增速为15%。2021年网购用户数接近顶部，电商行业需要精细化管理，GMV需要客单价和购物次数的增长来驱动。客单价和购物次数的增长，需要更好的快递服务体验。我们判断，快递竞争因素切向服务后，快递公司竞争模型将切向“更大单量规模—更好服务—更大单量规模”。
- **公司的α**：电商发展的上半场，韵达在2016年及时把握住自动化分拣的红利，并在2018年单量实现对圆通速递的反超。电商发展下半场，韵达在华东大区单量的比较优势，决定了其服务稳定性优势，能够稳住A股加盟快递第一的位置。
- **盈利预测及投资建议**：我们预计韵达股份2022-2024年营收为547.12亿元、668.23亿元和773.06亿元，归母净利润分别为22.13亿元、39.87亿元和49.60亿元（EPS分别为0.76元、1.37元和1.71元），对应2022年7月22日收盘价19.17元PE分别为25.15倍、13.96倍和11.22倍，且2022年利润包括了非可持续疫情影响。考虑未来三年业绩成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示**：宏观经济增长不及预期、再次出现较为严重疫情、产粮区监管政策落地不及预期、社区团购品类扩张超预期

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	33,500	41,729	54,712	66,823	77,306
YoY (%)	-2.6%	24.6%	31.1%	22.1%	15.7%
归母净利润（百万元）	1,404	1,477	2,213	3,987	4,960
YoY (%)	-46.9%	5.1%	49.8%	80.2%	24.4%
毛利率 (%)	9.5%	9.1%	9.8%	12.4%	12.8%
每股收益（元）	0.48	0.51	0.76	1.37	1.71
ROE	9.8%	9.4%	12.4%	18.3%	18.5%
市盈率	39.94	37.59	25.15	13.96	11.22

目录

contents

- 01 韵达股份：A股加盟快递龙头
- 02 公司的 β ：快递正处在产业趋势拐点
- 03 公司的 α ：跑赢行业的逻辑是什么？
- 04 盈利预测及投资建议
- 05 风险提示

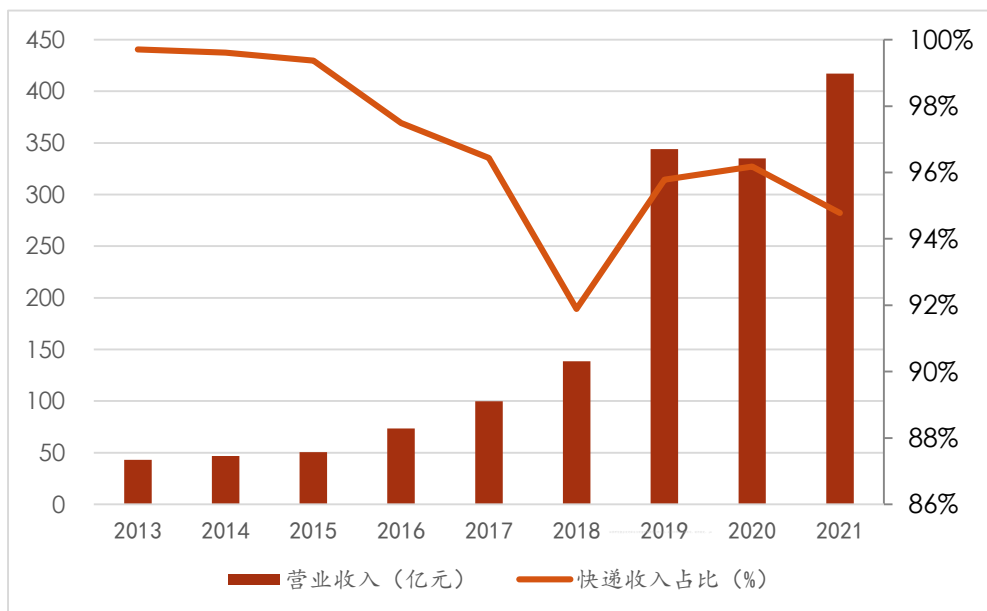
1

韵达股份：A股加盟快递龙头

1.1 营收构成：快递为主业，A股加盟快递龙头

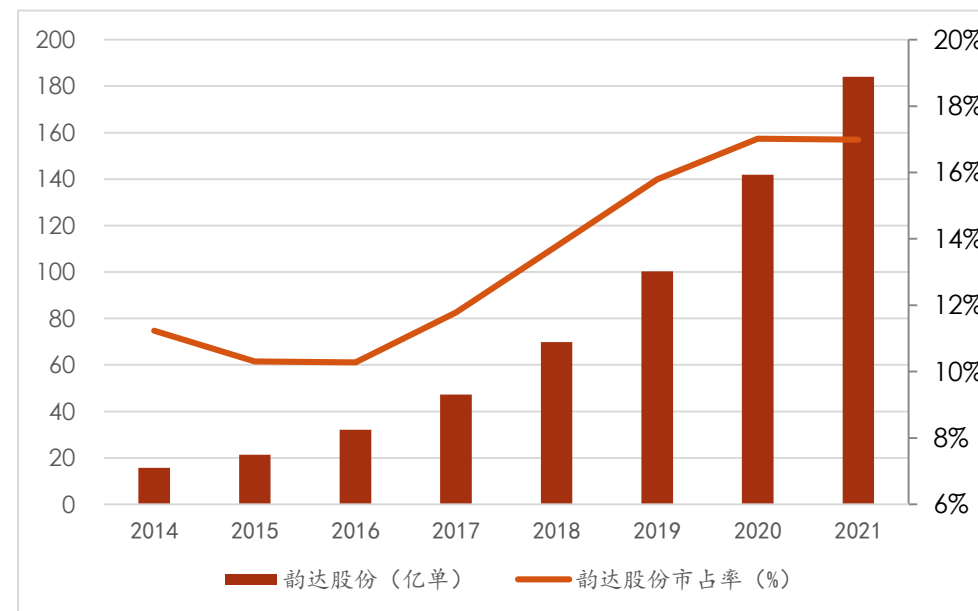
- 以2021年为例，营业收入417.29亿元，其中快递相关收入占比94.8%、其他收入占比5.2%（其他收入包括租赁、供应链服务、货代等快递物流相关业务）。
- 稳居A股加盟快递市占率第一，仅次于港股和美股上市的中通快递（数据来源：根据公司年报数据测算）：2021年快递单量184.02亿单，市占率达到17%（同期中通快递市占率为20.6%）。

图表：2013-2021年韵达股份营业收入情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2014-2021年韵达股份快递单量及市占率

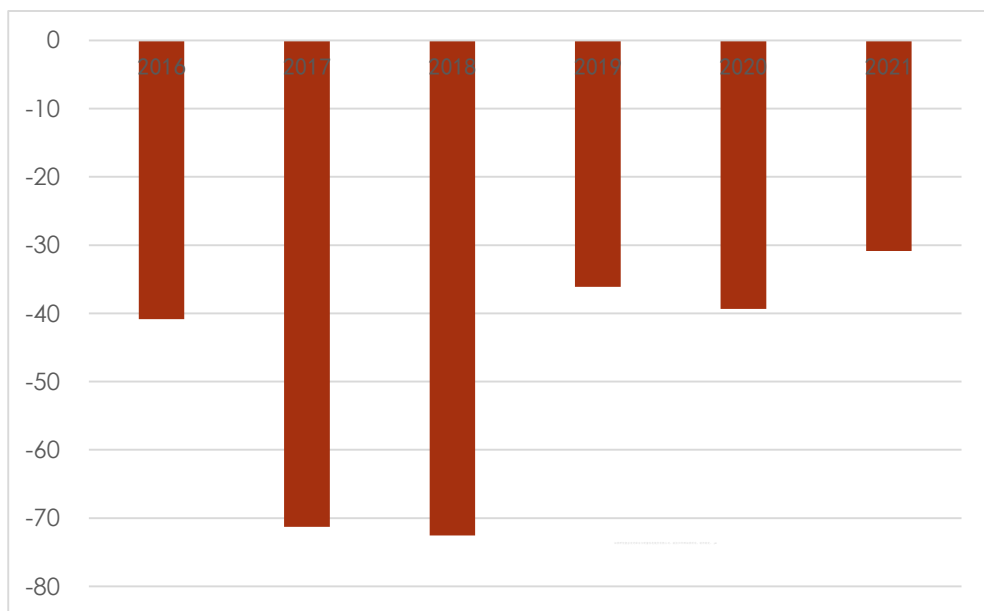


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2 产业链位置：总部对加盟商有较强话语权

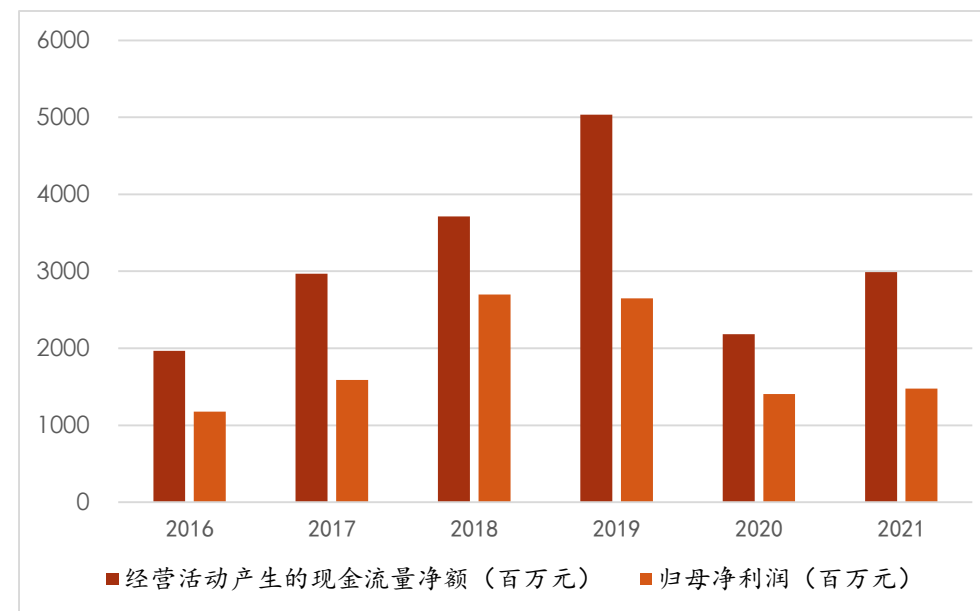
- 韵达股份的报表更像是消费品公司。加盟快递的特点，使得总部（公司）直接客户是收件加盟商，同时派件加盟商是公司的直接供应商。总部（公司）对加盟商有较强的话语权，使得其可以通过应付账款或合同负债的方式实现无息占款。我们判断，公司净营业周期始终是负数，意味着公司一旦度过资本开支高峰期，公司自由现金流将大幅好转，财务费用率甚至回到0%以下。

图表：2016–2021年韵达股份净营业周期（天）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2016–2021年韵达股份经营活动产生的现金流量净额始终好于同期归母净利润

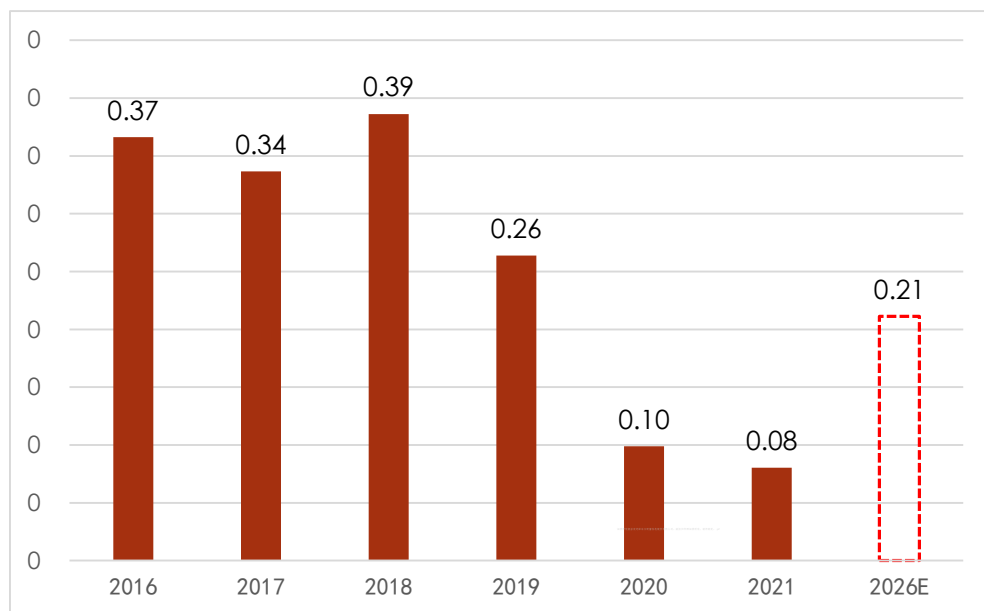


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3 业绩成长：我们预计单量与单票净利共同驱动

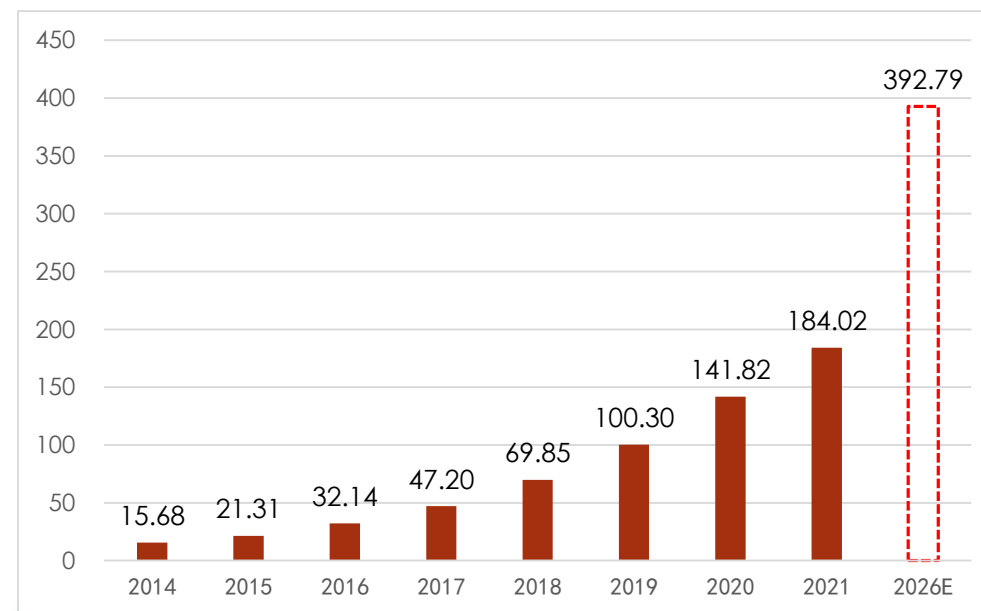
- **快递单量持续增长**：我们预计未来5年行业复合增速为15%，韵达股份单量增速将略快于行业（假设2026年韵达股份的市占率提升至18.2%）。
- **单票净利润将维持修复性增长**：2019年公司单票净利润为0.26元，2021年为0.08元。我们预计随着行业供需两端的变化，公司单票净利润将持续修复性增长，2019年单票净利润可以作为中期的锚。**假设2026年单票净利润修复至2019年的80%水平，意味着2021-2026年单票净利润复合增速为21.3%。**

图表：2016-2021年韵达股份单票归母净利润（元/单）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2016-2021年韵达股份快递单量（亿单）

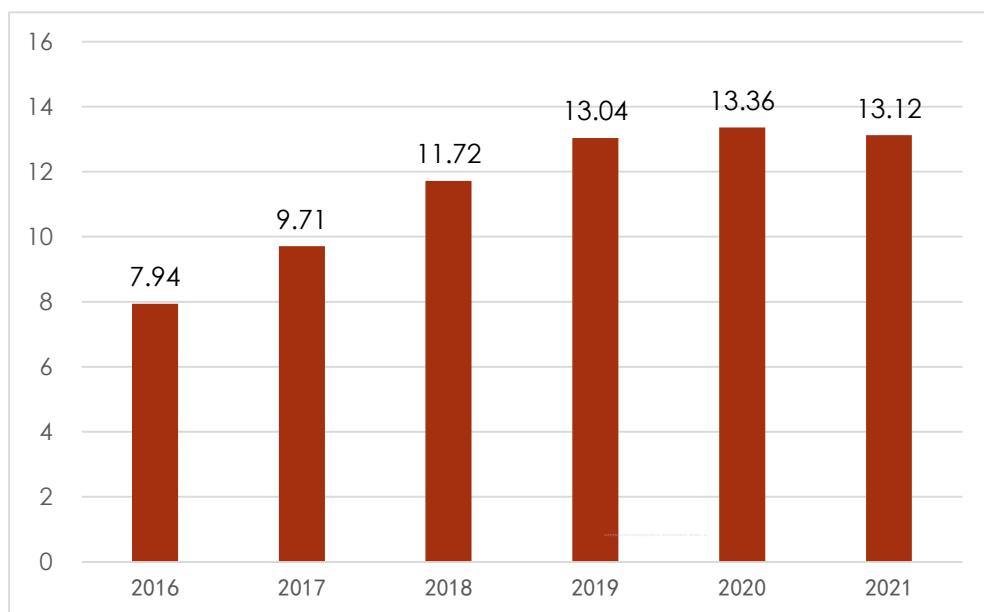


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.4 治理结构：实控人稳定，股权激励充分

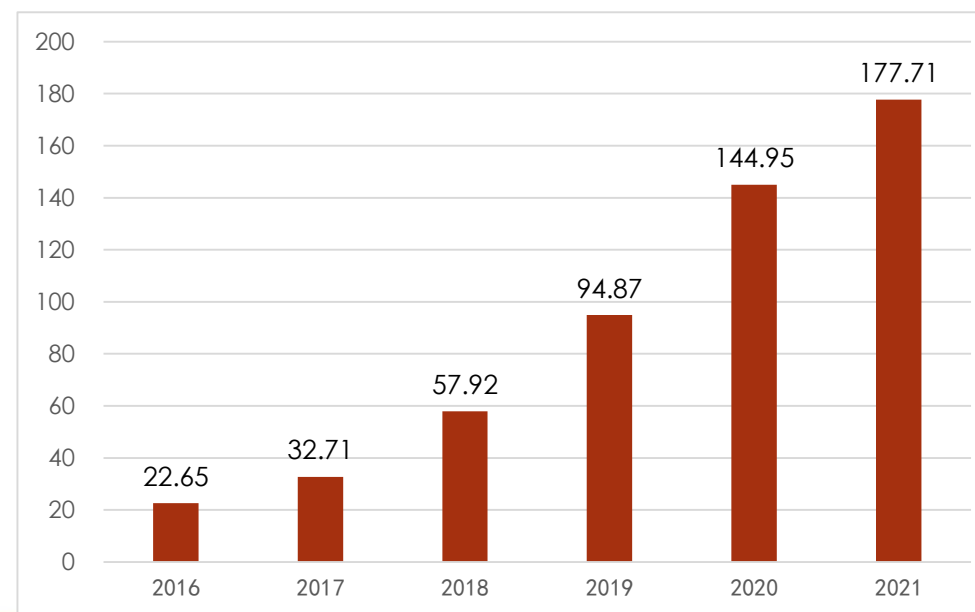
- 公司实际控制人是聂腾云、陈立英夫妇，也是公司创始人，目前直接或间接合计持有公司54.81%股份。
- 股权激励充分。快递属于服务消费，员工积极性对公司长期竞争力至关重要。2018年公司借壳上市以来，已经执行三次股权激励计划，激励对象为公司部分董事、高级管理人员、公司及控股子公司的中层管理人员以及核心业务（技术）人员，人数分别为142人、292人、350人（数据来源：公司公告）。

图表：2016-2021年韵达股份人均薪酬（万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2016-2021年韵达股份生产人员人均作业量（万单）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

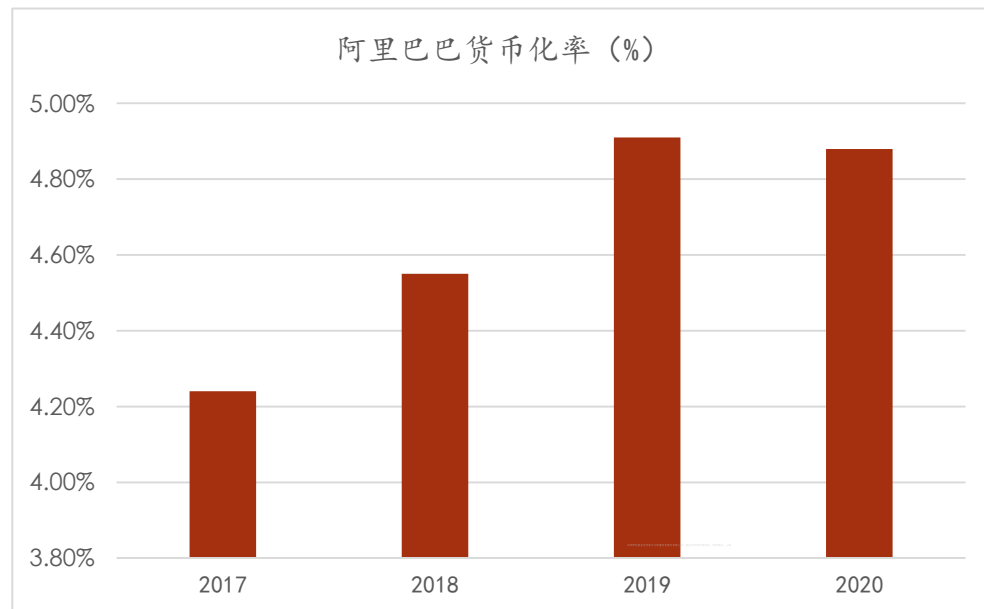
2

公司的 β ：快递正处在产业趋势拐点

2.1 总量：效率持续优化将驱动电商和快递继续增长

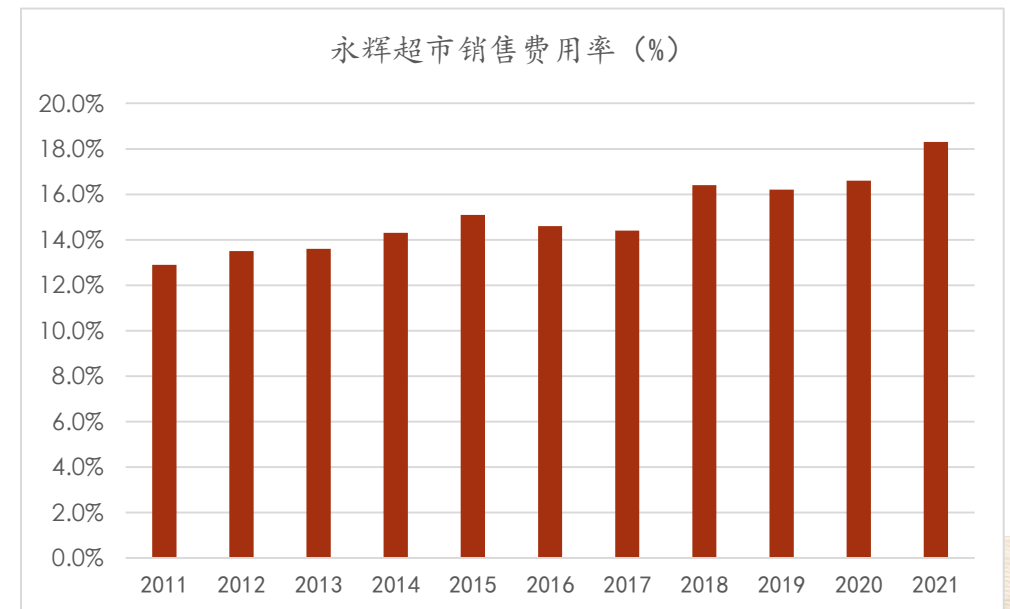
- 电商渗透率的提升，实际上是更高效率线上渠道对低效率线下流通渠道的逐步取代。**电商渗透率不会固化的停留在某一个百分比，未来能否继续提升的关键，取决于线上渠道的比较优势。**
- 从品类看：长尾商品是线上渠道的绝对优势品类。线上、线下渠道的效率之争，主要体现在非长尾商品上。
- 电商效率比较优势主要体现在：①更低的期间费用率；②更短的供应链环节。

图表：2017-2020年阿里巴巴货币化率（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2011-2021年永辉超市销售费用率（%）

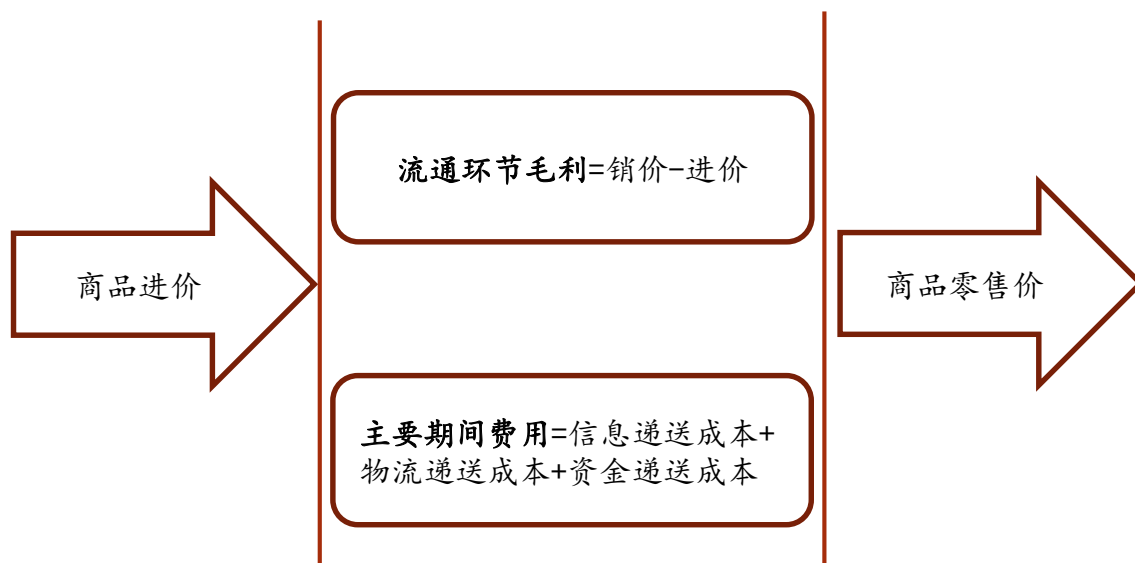


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.1 总量：效率持续优化将驱动电商和快递持续增长

- 从电商卖家的角度，成本项主要包括以下：①商品进货价格；②信息递送成本（相当于电商平台货币化的收入）；③物流递送成本；④资金递送成本。其中资金递送成本，就是零售交易中的支付佣金，线上、线下没有差别。

图表：线上卖家的主要成本费用项

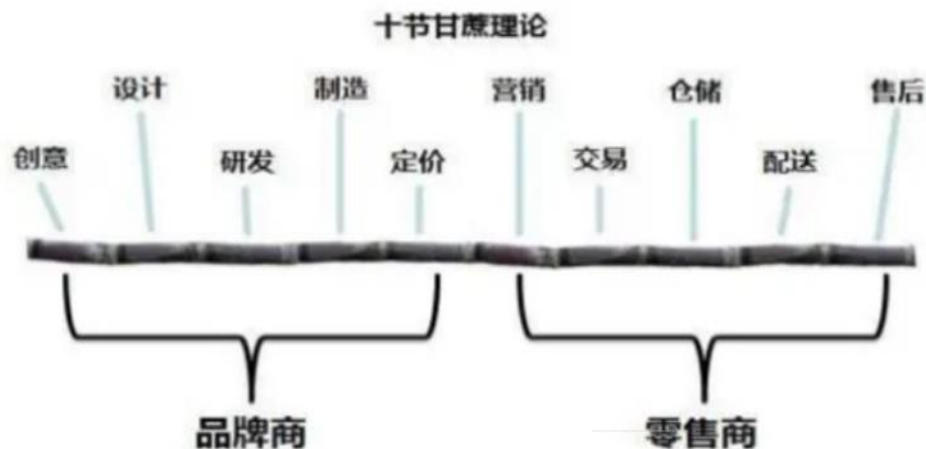


资料来源：华西证券研究所

2.1 总量：效率持续优化将驱动电商和快递继续增长

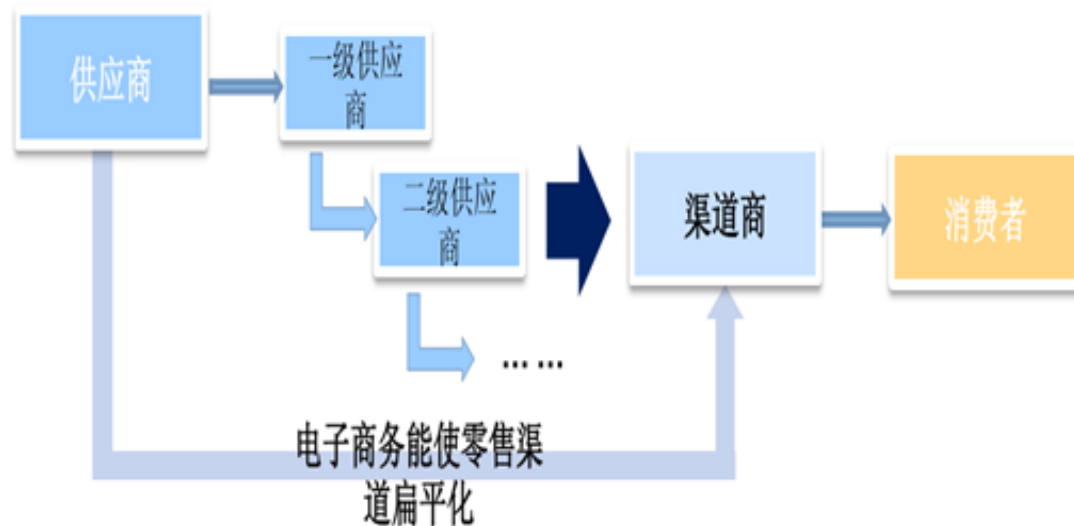
- 刘强东的甘蔗理论：产业链中每一环的利润率处于相对平衡的状态，为获得更多利润和话语权，企业应占据尽可能多的环节。用一个词来概括，则是“整合”，整合上下游资源。
- 线上渠道流通产业链冗余环节所带来的效率损耗还有继续优化的空间。渠道商做到一定规模后，可以纵向整合、甚至到制造环节（线下渠道由于体量原因，往往难以成为供应链的领导者）。比如京东、阿里、拼多多这几年C2M的努力，可以看作是类渠道品牌；再比如直播电商通过直播仓/前置仓缩短供应链长度。

图表：十字甘蔗理论



资料来源：《零售世界》，华西证券研究所

图表：电子商务使零售渠道扁平化

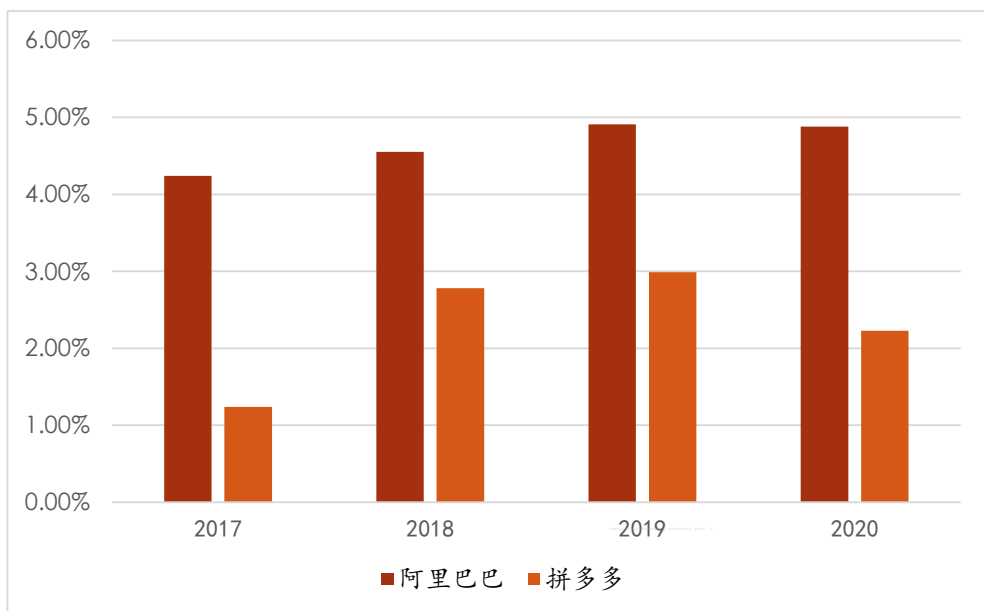


资料来源：《零售世界》，华西证券研究所

2.1 总量：效率持续优化将驱动电商和快递继续增长

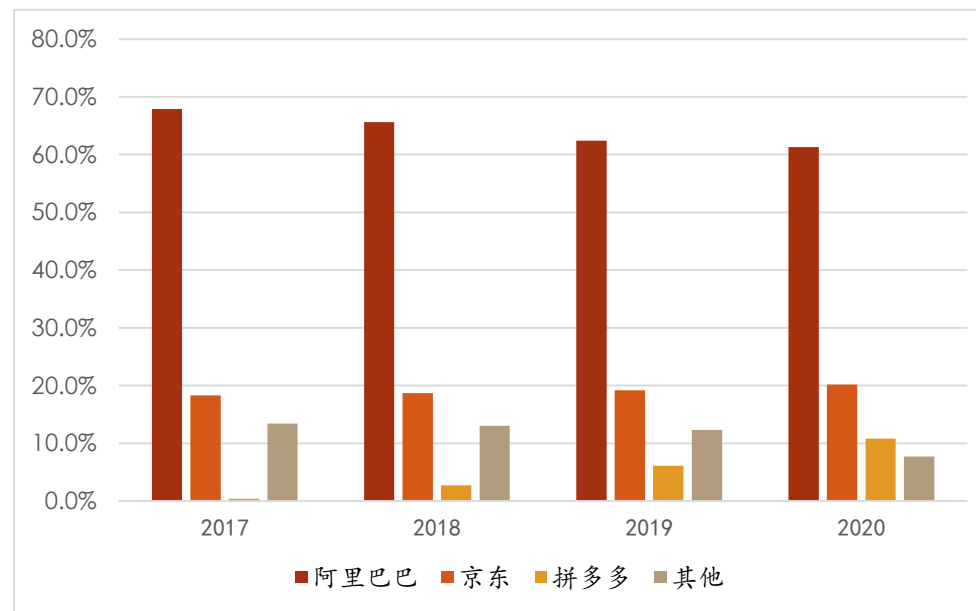
- 电商平台端的变化，将导致电商行业平均货币化率长期呈现下降趋势。
- 信息递送成本相当于电商平台货币化的收入。从卖家角度，包括电商平台交易佣金、以及支付给电商平台的营销费用（可以理解为信息搜集费）。电商平台收入=GMV*货币化率，在阿里、京东二人转时期，电商平台为了自身的超额利润，货币化率是稳中有升的。
- 随着更便宜流量的出现、以及电商去中心化的趋势，电商行业集中度在持续下降，原本处于中心位置进行流量分发的模式也在发生变化，**这些因素均将导致电商行业整体货币化率长期呈现下降趋势。**

图表：2017-2020年阿里巴巴与拼多多货币化率（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2017-2020年各家电商平台市占率（%）

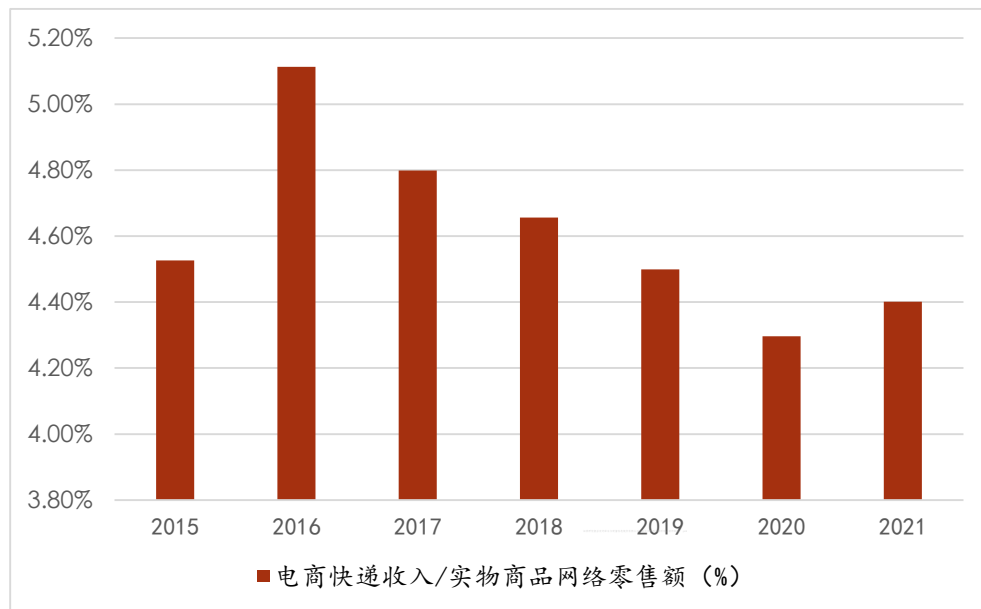


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.1 总量：效率持续优化将驱动电商和快递继续增长

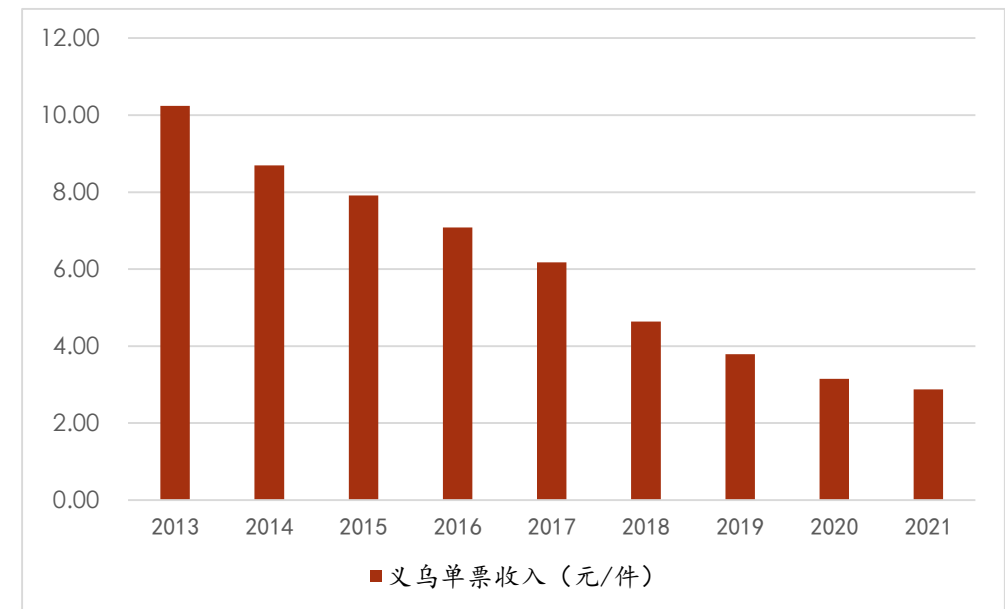
- **电商快递费用率已经低于全社会物流费用率。**用电商快递收入/实物商品网络零售额的比值，来表征电商整体卖家的平均物流费用率，除2016年以外，其他年份在4.5%上下，而全社会物流总费用/物流总额的比例稳定在5%左右。
- **从几乎纯电商件市场的金华（义乌）为例，2021年单票收入相较2013年下降72%，年均跌幅15%。**电商快递单票收入下降幅度远大于卖家平均物流费用率，主要原因是随着单票价格下降，更低客单价的物品开始具备网购的条件，**反映在电商端则是单次平均客单价的下降、快递业务量增速快于实物商品网络零售额增速。**

图表：2015-2021年电商快递费用率（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2013-2021年义乌单票收入（元/件）



资料来源：wind，华西证券研究所

2.1 总量：效率持续优化将驱动电商和快递持续增长

- **结论：线上渠道的各项费用均有继续优化的空间，这将推动电商渗透率的持续提升和电商快递的持续增长。我们预计未来5年快递业务量仍有翻倍空间，2021-2026年复合增速15%。**
- **假设一：未来5年GDP增速在5%左右，内需（社零）对GDP贡献比提升，社零增速略快于GDP增速。**
- **假设二：电商渗透率每年提升1.5个百分点，2022年假设提升1个百分点。**
- **假设三：2019-2021年快递增速明显快于实物网络零售增速，主因是较低客单价拼多多市占率的提升，带动电商整体客单价大幅下降。假设未来电商客单价下降的幅度逐步收窄，快递单量增速逐步接近实物网络零售额的增速。**

图表：预计2021-2026年快递单量复合增速为15%

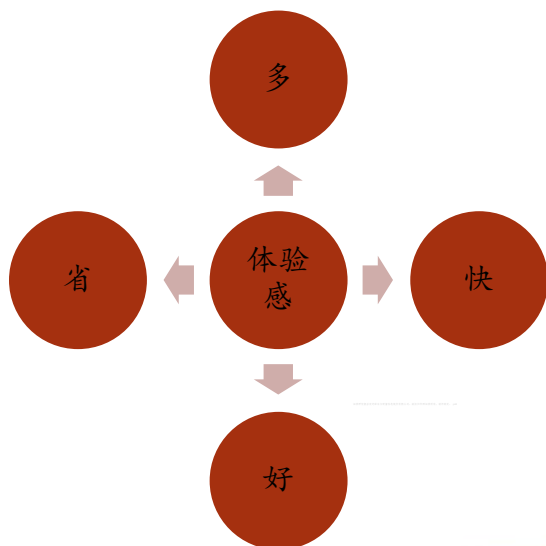
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
社零（万亿）	30.09	33.23	36.63	37.78	40.80	39.20	44.08	45.85	49.97	53.22	56.68	60.08
同比（%）		10.43%	10.21%	3.15%	8.00%	-3.93%	12.46%	4.00%	9.00%	6.50%	6.50%	6.00%
实物网络零售（亿）	32424	41944	54806	70198.2	85239.5	97590.3	108042.4	116906.26	137422.16	154337.58	172871.4	192255.66
渗透率（%）	10.77%	12.62%	14.96%	18.58%	20.89%	24.90%	24.51%	25.50%	27.50%	29.00%	30.50%	32.00%
同比（%）		29.36%	30.66%	28.08%	21.43%	14.49%	10.71%	8.20%	17.55%	12.31%	12.01%	11.21%
快递单量（亿）	206.70	312.80	400.60	507.10	635.20	833.60	1083.00	1226.00	1477.93	1689.41	1917.63	2151.83
同比（%）		51.33%	28.07%	26.59%	25.26%	31.23%	29.92%	13.20%	20.55%	14.31%	13.51%	12.21%
快递网购增速差（%）		21.97%	-2.60%	-1.50%	3.83%	16.74%	19.21%	5.00%	3.00%	2.00%	1.50%	1.00%

资料来源：wind，华西证券研究所

2.2 结构：未来中高端电商件增速快于低端电商件

- **从消费者角度，“多、快、好、省、体验感”是核心需求。**
- **多**：商品品类丰富，尤其在长尾商品，线上渠道相较线下渠道有着天然的优势。
- **快**：线下渠道能够即刻满足。线上渠道相当于是延迟满足，这些年快递的速度也在持续提高。
- **好**：商品质量好，是正品，一般相当于渠道为产品质量背书，京东、天猫二者市占率这些年稳中有升。
- **省**：同等质量下，价格最便宜。还包括，①网购能够节省出门的交通、时间成本；②搜寻成本，主要包括渠道所展示的信息数量和质量，帮助消费者决策。
- **体验感**：比如线下购物场所较好的装修环境，也能够给消费者带来额外的购物愉悦感。直播电商，相当于是在娱乐中购物，也能产生额外的愉悦感。

图表：消费者购物主要考虑的5个因素

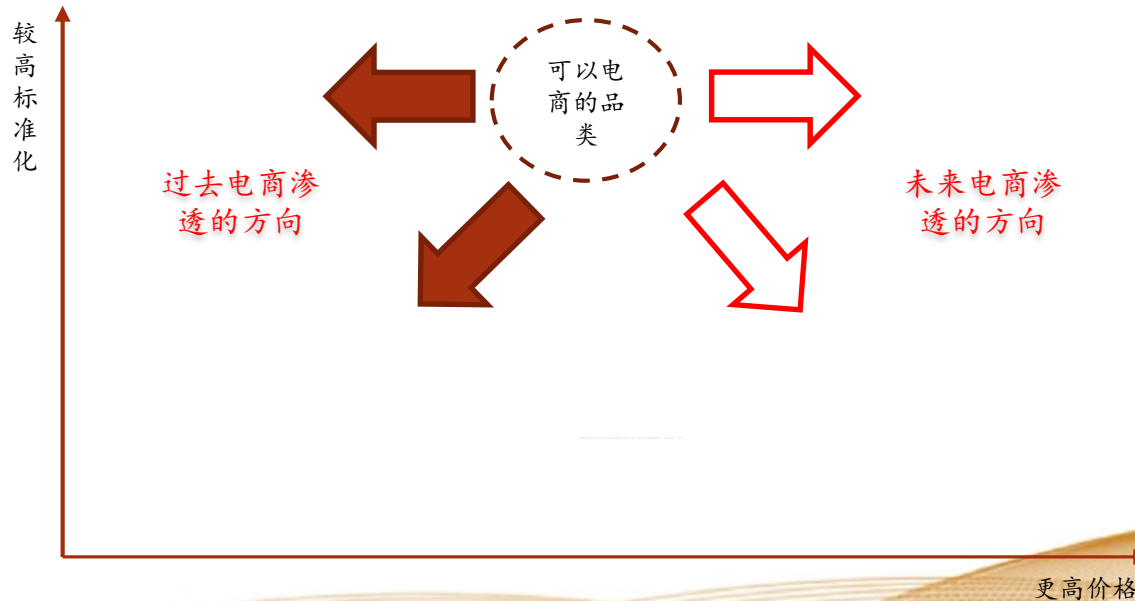


资料来源：华西证券研究所

2.2 结构：未来中高端电商件增速快于低端电商件

- 从品类角度，高毛利额商品将是未来电商增速最快的细分领域，意味着电商快递的中高端需求增速要快于行业平均。
- 首先，直播电商对网购的提升，主要体现在“省、体验感”。直播电商通过视频的方式，全方位展示商品，能够一定程度弥补电商渠道无法进行实物效果体验的缺点。在直播电商驱动下，尤其是非标品高毛利额商品电商渗透率有望进一步上行。
- 其次，毛利能够覆盖快递成本，是一个品类能够实现电商化的最基本条件。但不能亲自体验、延迟交货，决定了率先实现电商的中等毛利额的商品。电商平台信任度的提升、以及直播电商更全的信息展示度，也在推动标品中更高毛利额（往往意味着更高单价）电商渗透率的提升。
- 从更长的维度：绝大多数消费品将陆续进入量稳的时代，产品结构升级（均价提升）将是行业增长主要动力。

图表：电商渗透品类的方向（从标准化和价格两个维度）

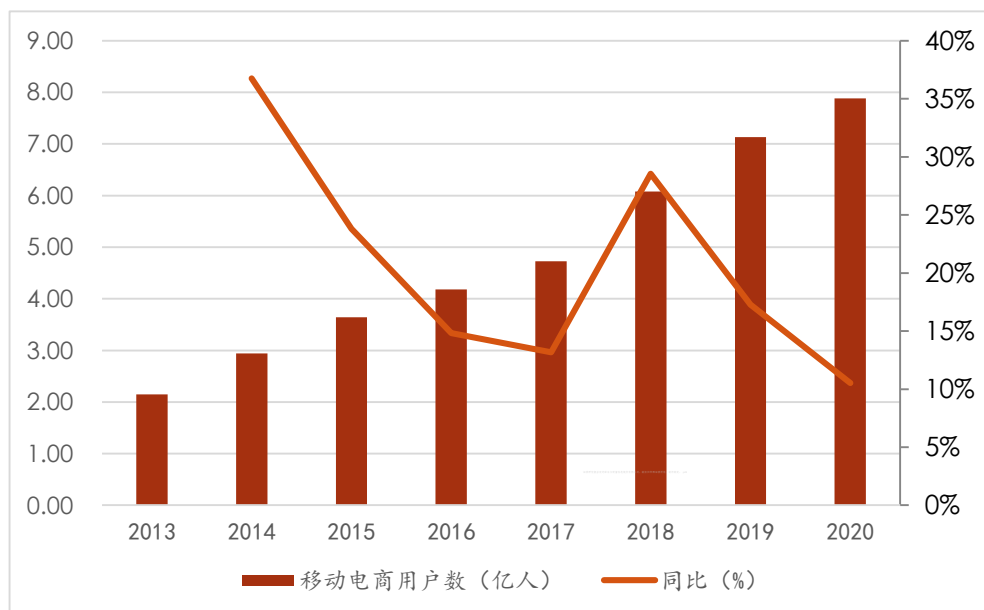


资料来源：华西证券研究所

2.2 结构：未来中高端电商件增速快于低端电商件

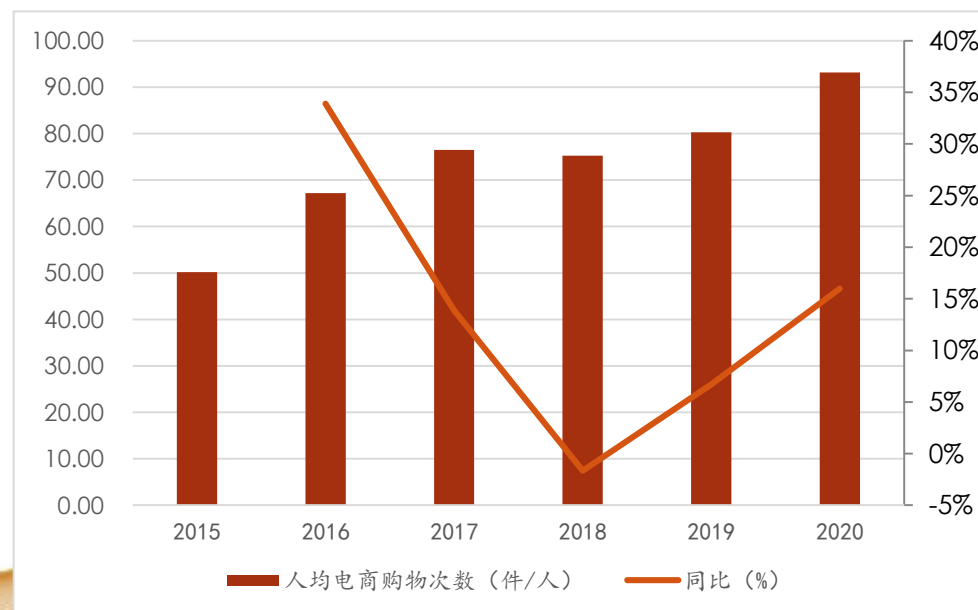
- GMV是电商平台的重要指标，年度GMV=活跃用户数量*客单价*购物次数。**之前电商平台GMV增长主要动力是活跃用户数量的增长，但以移动电商用户数为例，2021年预计超过8亿、渗透率在80%以上，意味着电商行业总体用户渗透率接近见顶，未来增长主要靠客单价和购物次数的增长，这两个指标的增长需要购物体验的持续提升。
- 横向对比未来的头部电商平台，商品供给端很难做出差异，信息交换和资金支付基本趋同（稳态下，各家货币化率会在一个均衡水平），影响购物体验的差异大概率在物流快递。**对于大多数平台，物流快递是公共基础设施，所以电商平台的竞争，大概率会体现在电商平台将部分利润向物流快递环节倾斜，来提升自己平台的购物体验。比如抖音推出的音尊达服务。

图表：2013-2020年移动电商用户数变化趋势



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图表：2015-2020年人均电商购物次数变化趋势



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

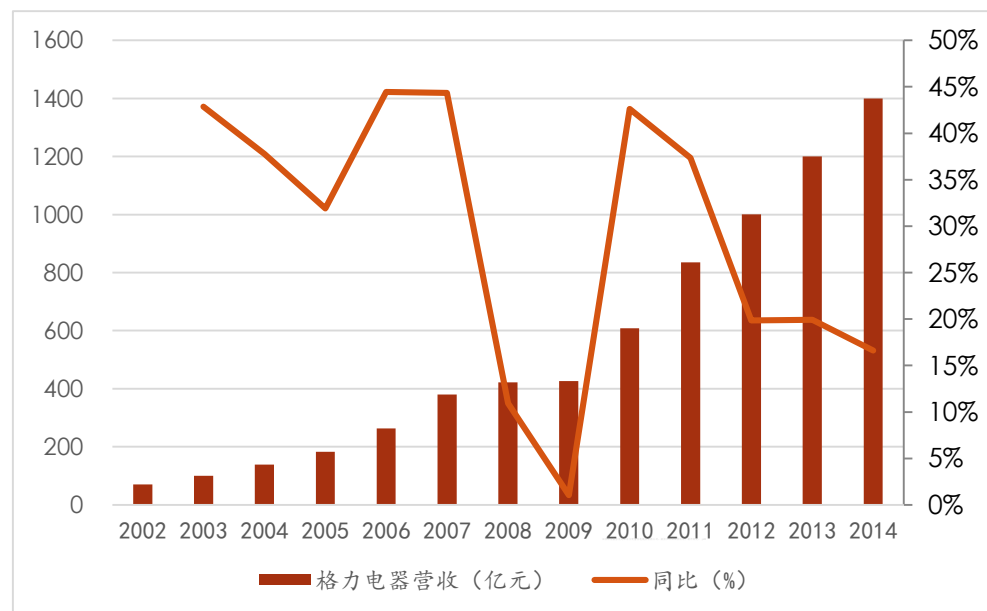
3

公司的 α ：跑赢行业的逻辑是什么？

3.1 深度思考：快递行业究竟靠什么取胜？

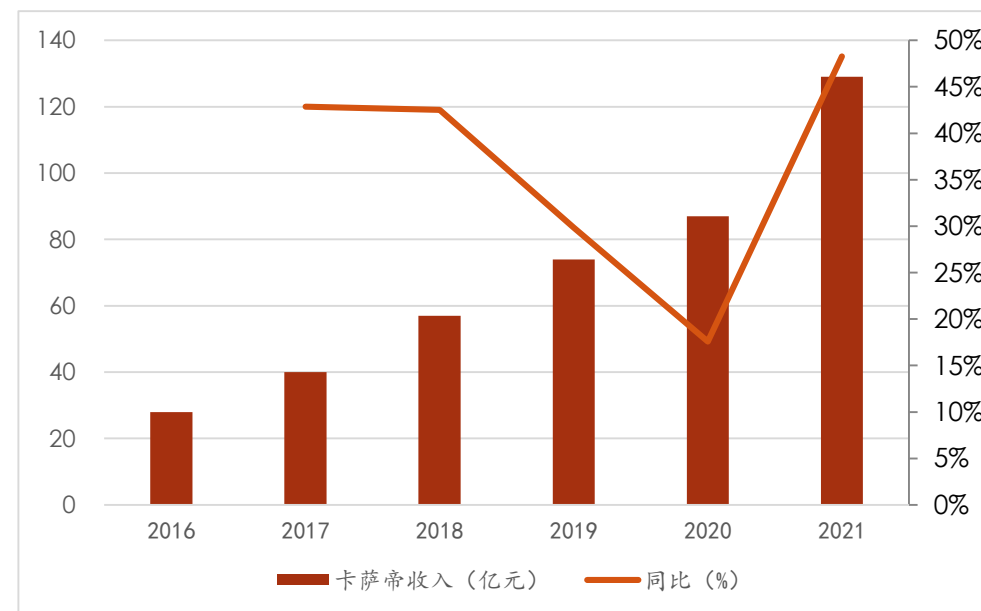
- **先抛出一个共性的结论：在消费行业，只有自身供给能力与当期需求核心特点最匹配的公司，才是当期最强的α。**
- **先以白电为例，主要分为两个产业阶段：保有量提升阶段和更新为主阶段。在提保有量阶段，主力消费群体实现白电从0到1，这个时候物美价廉是第一要素，所以格力这些国产品牌凭借性价比优势轻松击退当时的海外品牌；在白电进入更新为主阶段后，这一阶段消费者对白电的需求，开始叠加基本功能以外的需求，所以定位高端品牌的卡萨帝开始呈现高速增长态势。需求结构变了，自然背后比拼的供给能力也随之变化。**

图表：2002-2014年格力电器营业收入变化趋势



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2016-2021年卡萨帝收入变化趋势

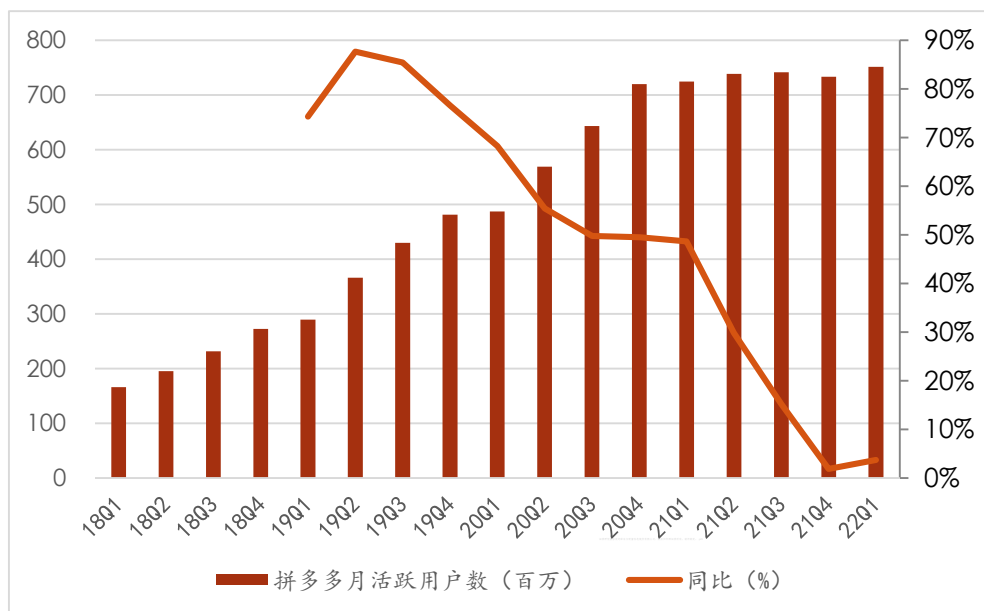


资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.1 深度思考：快递行业究竟靠什么取胜？

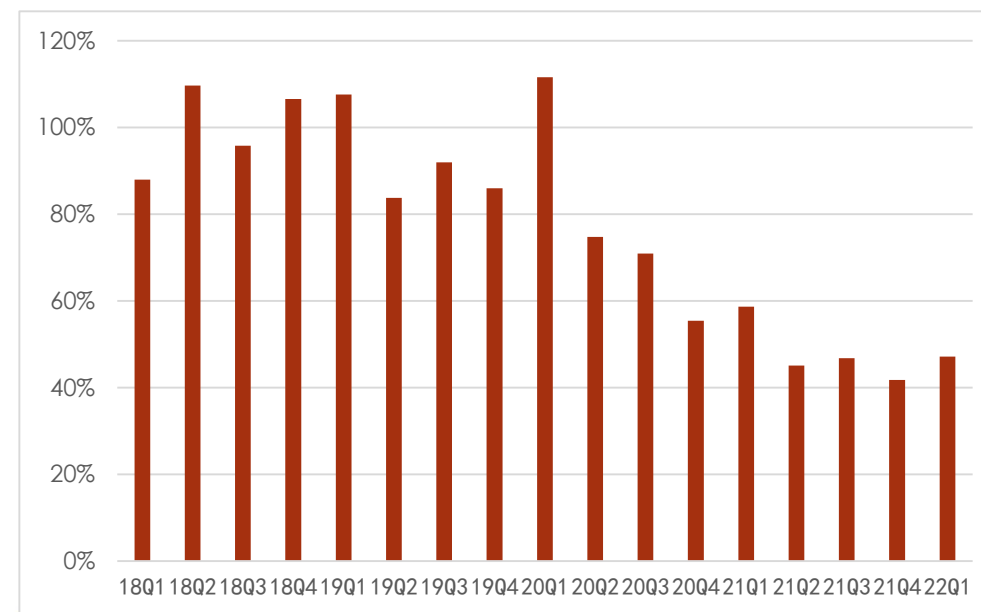
- **再回到快递行业：作为电商的伴生需求，电商行业变化趋势始终在深刻影响快递行业。**
- **电商上下半场的驱动因素不同：**①电商上半场，GMV增长主要依赖网购用户数的增长，因此电商平台报表的特征是高销售费用投入，通过拉新来获得GMV增长；②电商下半场，GMV增长主要依赖客单价和购物次数的增长。
- **当前正处于电商的中场阶段：**电商用户数接近顶部，GMV增长驱动因素开始切换，电商发展环境的变化，将决定了快递行业致胜因子发生变化。我们判断，上半场价格（成本）致胜，下半场服务致胜。

图表：18Q1-22Q1拼多多月活跃用户数变化趋势



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：18Q1-22Q1拼多多销售费用率变化趋势

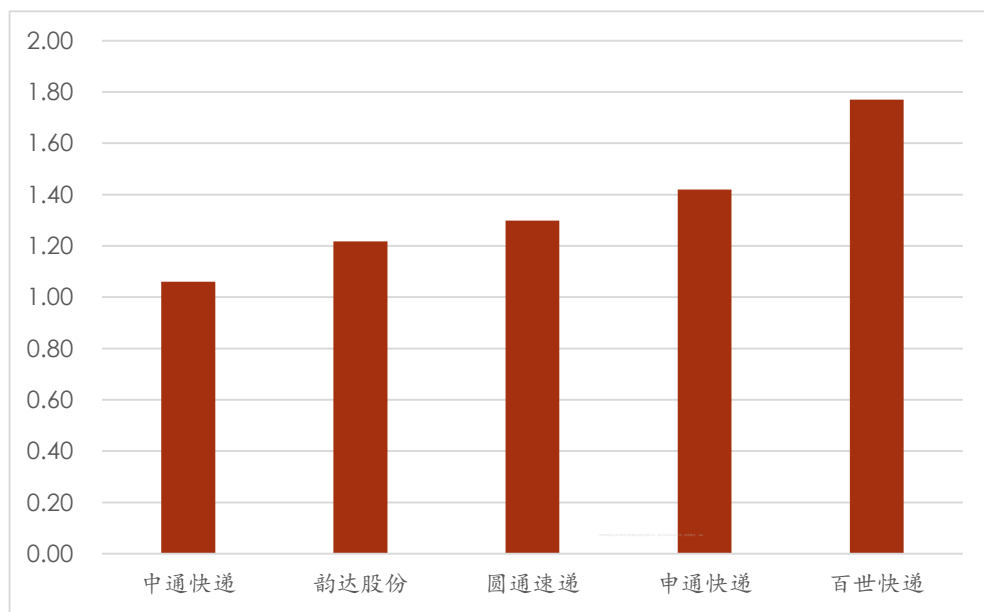


资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.2 电商上半场：韵达股份做对了什么？

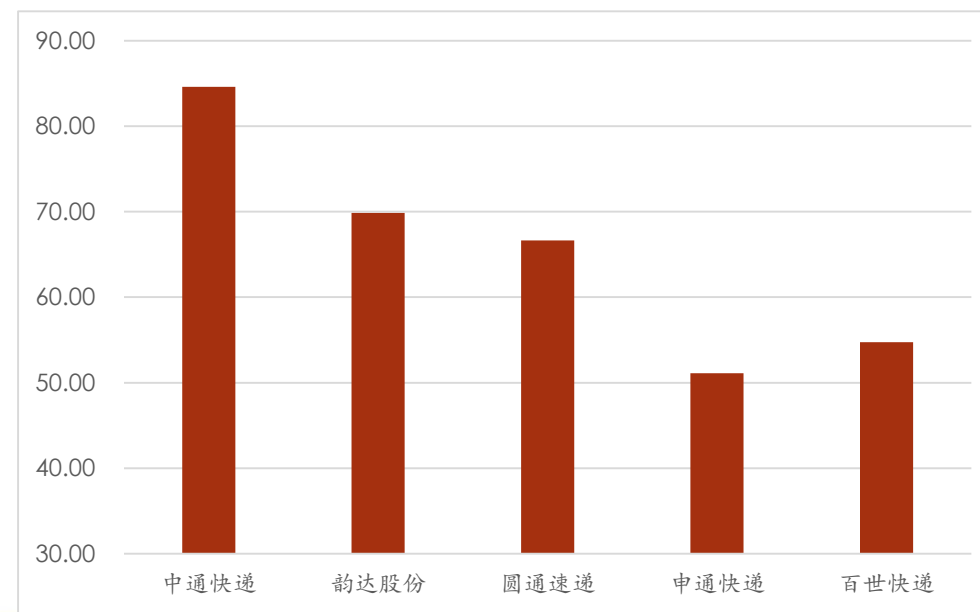
- **电商上半场的特点：粗放式发展。** GMV增量主要由新用户贡献，尤其2018年拼多多崛起后，新增用户以下沉市场为主，需要更低客单价商品实现揽客。
- **电商上半场对快递的要求：价格低是第一位。** 从需求侧来解释，快递是网络购物的必须项。随着快递价格持续下降，更低单价的商品开始具备网购的条件。从各家公司来看，这一阶段是成本越低的公司市占率相对较高（唯一例外是百世一直亏钱打市场，尽管成本高于申通，但市占率高于申通）。

图表：2018年各家单票成本（元/单，不含派送成本）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2018年各家快递单量（亿单）

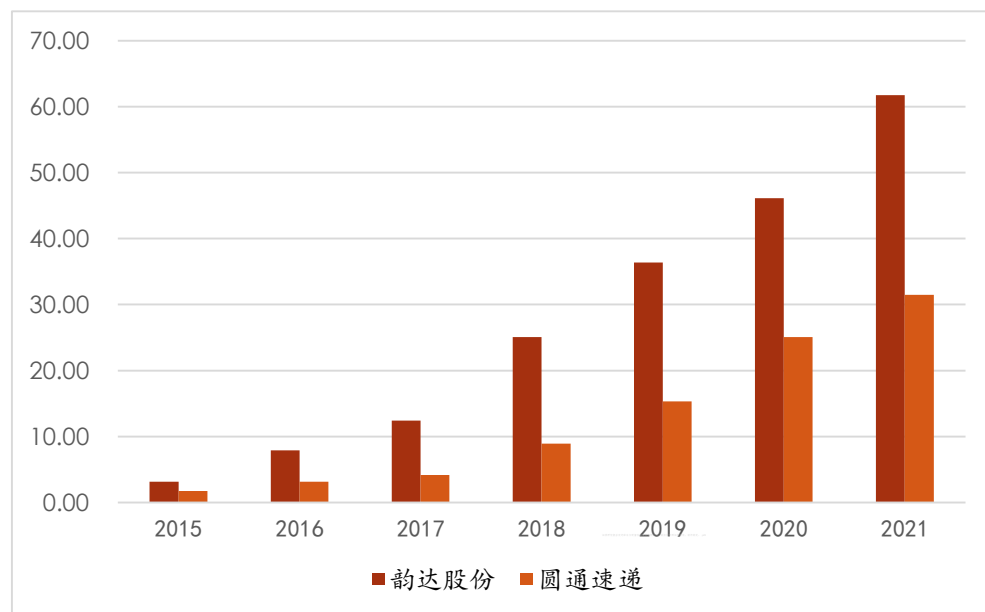


资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.2 电商上半场：韵达股份做对了什么？

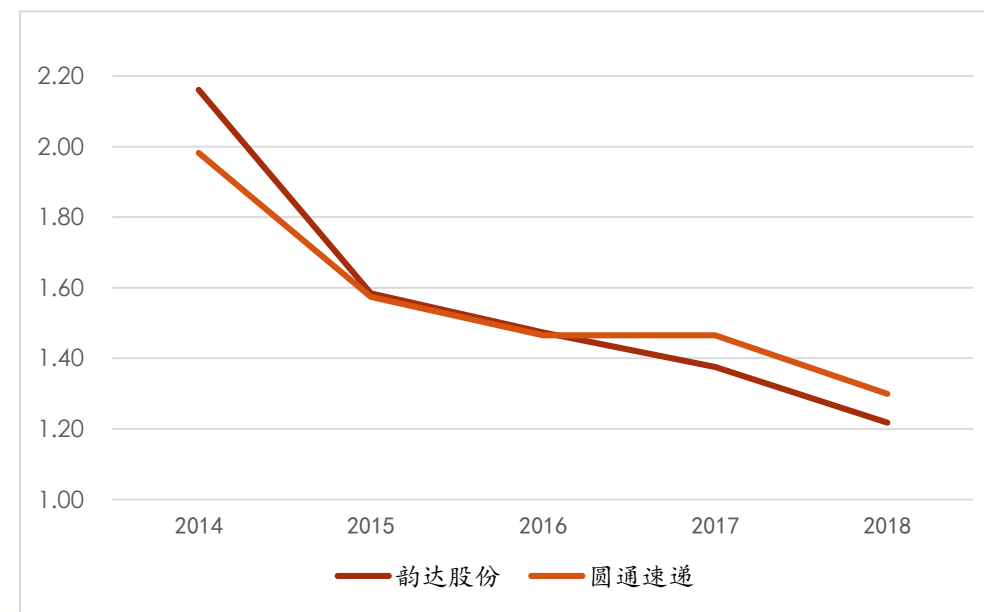
- **在电商上半场**，快递公司的竞争模型是“更大单量规模—更低单位成本—更低价格—更大单量规模”。在正常循环下，领先者的优势很难被反超。但在这个过程中发生了两个例外，一个是百世用持续亏钱的打法完成了对申通的反超，一个是韵达股份在2018年实现了对圆通速递的反超。
- **韵达股份最正确的一件事是及时把握住了自动化分拣的红利**。韵达股份从2016年开始坚决投资自动分拣设备，而圆通速递从2018/2019年才开始投入，利用这2-3年时间差，韵达股份迅速在单票成本上追上圆通速递。这一阶段是成本致胜，韵达股份也在2018年实现了单量对圆通的反超。

图表：2015-2021年机械设备账面价值情况（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2014-2018年单票成本变化情况（不包括派送成本）

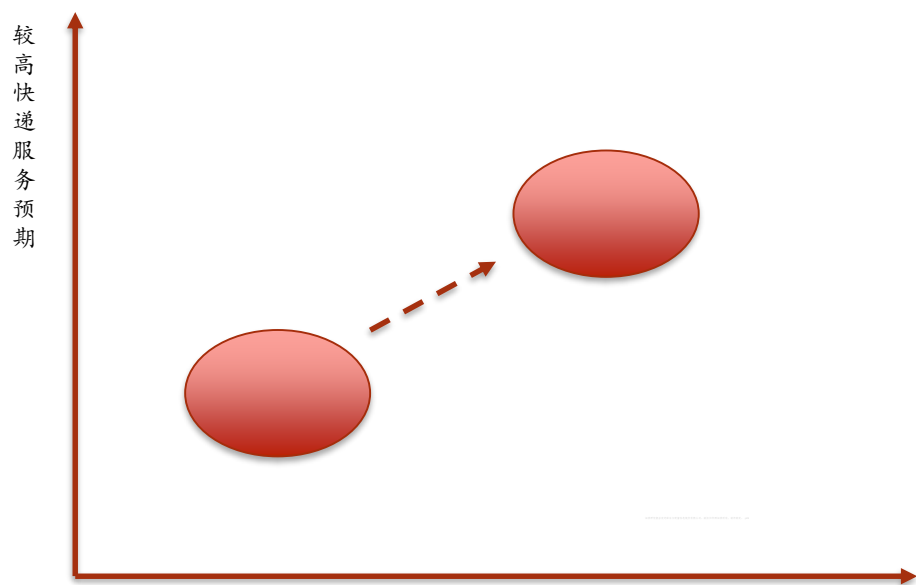


资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3 电商下半场：韵达股份取胜的基础是什么？

- **电商下半场：**网购用户数接近顶部，行业需要精细化管理，GMV需要客单价和购物次数的增长来驱动。客单价和购物次数的增长，需要更好的快递服务体验。**电商发展环境变化，导致快递核心竞争要素将发生变化，这是我们未来做快递行业投资研究必须要重视的一个变化。**
- **从用户的角度，**单价越高的商品，对快递服务的预期越高；**从电商平台的角度，**在电商行业集中度持续下降过程中，只有京东市占率是稳定有升的，其背后的核心原因是京东快递优异的用户体验。

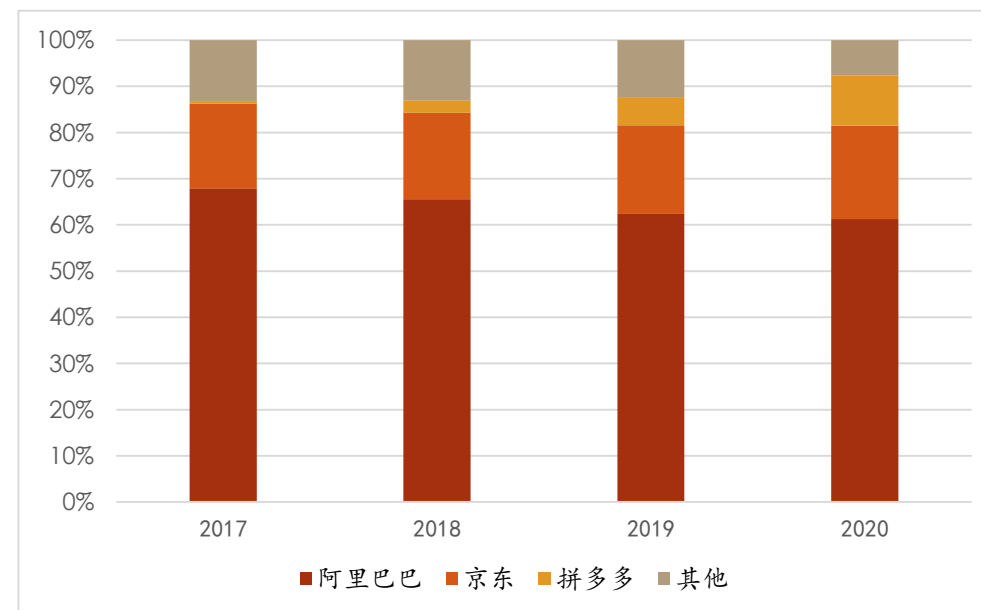
图表：单价越高的商品对快递服务的预期越高



资料来源：华西证券研究所

较高价格的商品

图表：2017-2020年各家电商平台市占率（%）

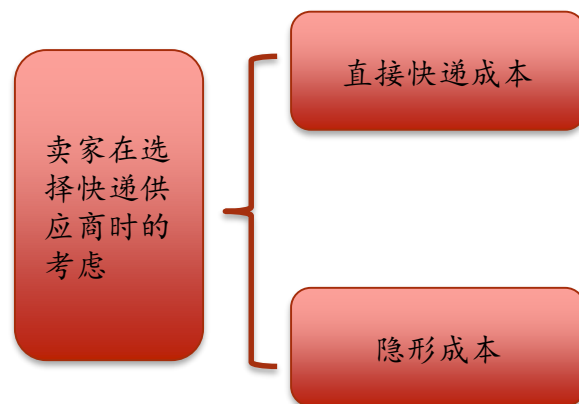


资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3 电商下半场：韵达股份取胜的基础是什么？

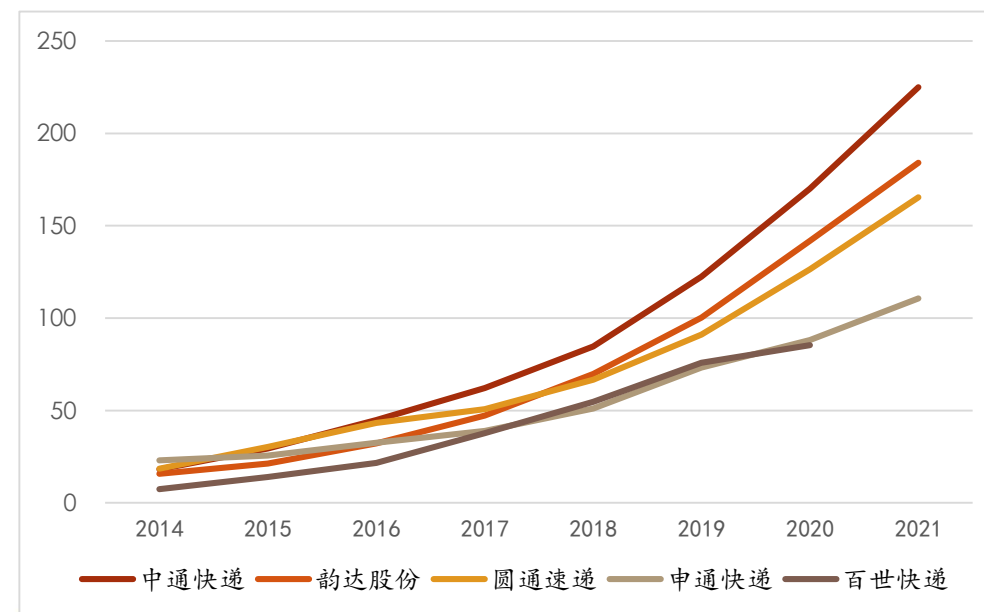
- 在竞争要素切向服务后，通达系之间的服务差异如何体现？导致通达系服务差异的底层逻辑是什么？
- 从电商卖家角度，选择快递供应商会考虑直接快递成本和隐形成本（因快递服务差导致的差评、退货等）。目前中通快递单票价格已经比同行高3毛钱。
- 从快递公司角度，好的快递服务其实就是服务稳定性和快递时效。从通达系最底层经营逻辑，我们可以推断一个结论，快递单量规模越高的公司，它的服务稳定性和时效将好于其他同行。**我们判断，在电商下半场快递竞争因素切向服务后，通达系的竞争模型将切向“更大单量规模—更好服务—更大单量规模”。**

图表：单价越高的商品对快递服务的预期越高



资料来源：华西证券研究所

图表：2014-2021年各家快递单量（亿单）

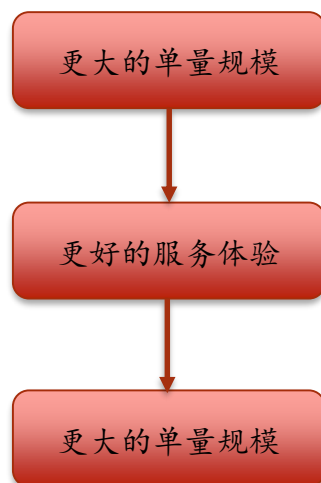


资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3 电商下半场：韵达股份取胜的基础是什么？

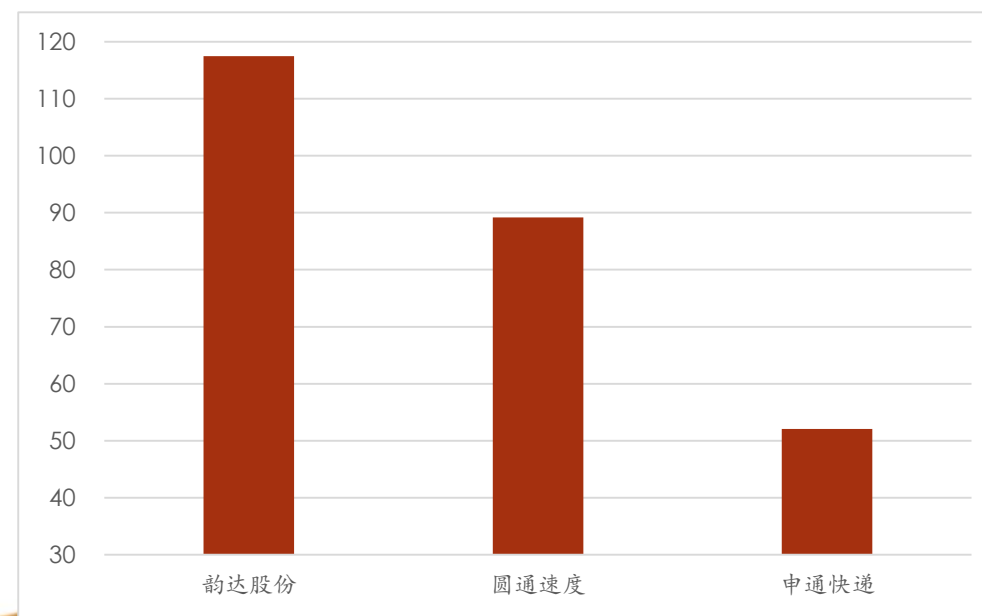
- 以中通快递为例，2021年单量规模是申通快递的2.04倍，订单密度的巨大领先优势是中通快递服务稳定性和时效比较优势的底层原因，因此中通快递在末端单票价格才比同行高3毛钱。
- 以韵达股份为例，假设各家华东大区价格是整体的90%，那么韵达股份在华东大区单量规模是申通快递的2.26倍，因此我们可以合理判断，**韵达股份在华东大区是具备向电商卖家要服务溢价基础的。**

图表：电商下半场快递公司的竞争模型



资料来源：华西证券研究所

图表：2021年A股三家加盟快递在华东大区快递单量（亿单）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.4 电商上、下半场快递行业的总结

- 在电商上半场，电商需要用低价格商品去拉新（对应也需要低价格快递供给），快递公司的竞争模型是“更大单量规模—更低单位成本—更低价格—更大单量规模”。正常情况下是强者恒强，但也会出行持续亏损的玩家、以及某一个阶段某家公司战略决策不够及时，进而导致行业排序的变化。
- 在电商下半场，电商需要用更好的购物体验去推动客单价和购物次数增长（对应也需要更好的快递服务体验），通达系的竞争模型将切向“更大单量规模—更好服务—更大单量规模”。**我们判断，建立服务体验的比较优势是一个慢变量，相较电商上半场，电商下半场排名靠前的快递公司战略失误几率越来越低，快递公司之间的排序将会更稳定。**

4

盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

- **单量核心假设：**2021年韵达市占率17%。综合考虑2022年Q2韵达网络的短期影响、以及长期的比较优势，假设2022-2024年韵达市占率分别为17.1%、17.5%、17.8%。
- **单票收入假设：**结合1-5月单票收入情况，以及未来电商需求端的变化，假设2022-2024年韵达单票收入同比增长15%、下降1%、下降0.5%。
- **单票成本假设：**假设2023年没有疫情影响，假设2022-2024年韵达单票成本同比增长14%、下降4%、下降1%。

图表：2022-2024年韵达股份盈利预测

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
行业单量 (亿单)	507.10	635.20	833.60	1083.00	1226.00	1477.93	1689.41
同比 (%)		25.26%	31.23%	29.92%	13.20%	20.55%	14.31%
韵达单量 (亿单)	69.85	100.30	141.82	184.02	209.65	258.64	300.71
市占率	13.8%	15.8%	17.0%	17.0%	17.1%	17.5%	17.8%
韵达单票收入 (元/单)	1.72	3.18	2.23	2.14	2.46	2.44	2.43
同比 (%)		85.38%	-29.95%	-4.03%	15.00%	-1.00%	-0.50%
韵达单票成本 (元/单)	1.22	2.83	2.06	1.97	2.24	2.15	2.13
同比 (%)		131.98%	-27.12%	-4.45%	14.00%	-4.00%	-1.00%
韵达归母净利润 (百万元)	2697.99	2647.20	1404.49	1476.76	2212.59	3987.05	4959.68
韵达单票归母净利润 (元/单)	0.39	0.26	0.10	0.08	0.11	0.15	0.16

资料来源：wind，华西证券研究所

4.2 投资建议

- 我们预计韵达股份2022-2024年营收为547.12亿元、668.23亿元和773.06亿元，归母净利润分别为22.13亿元、39.87亿元和49.60亿元（EPS分别为0.76元、1.37元和1.71元），对应2022年7月22日收盘价19.17元PE分别为25.15倍、13.96倍和11.22倍。
- 我们判断，在电商下半场，建立服务体验比较优势是一个慢变量，相较电商上半场，电商下半场排名靠前快递公司战略失误几率越来越低，快递公司排序将会更稳定，业绩可预测性也在变强。**预计韵达股份2021-2024年业绩复合增速为49.6%，并且2022年利润包括了非可持续的疫情影响（4/5月单量后退至A股加盟快递第二，但我们认为韵达的底层逻辑并没有变化，这一点是韵达股份目前的预期差），因此首次覆盖，给予“买入”评级。**

可比公司估值表（韵达股份盈利预测来自华西证券研究所，其余盈利预测来自wind一致预期）

重点公司										
股票代码	股票名称	收盘价(元)	EPS(元)				P/E			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002120.SZ	顺丰控股	53	0.87	1.42	1.93	2.51	79.21	37.32	27.46	21.12
2057.HK	中通快递	206.2	6.77	8.78	11.08	13.35	30.77	23.49	18.61	15.45
2618.HK	京东物流	16.96	-3.72	-0.34	0.05	0.41	-8.44	(49.88)	339.20	41.37
002120.SZ	韵达股份	19.17	0.51	0.76	1.37	1.71	31.9	25.15	13.96	11.22
600233.SH	圆通速递	19.59	0.61	0.96	1.19	1.42	27.24	20.41	16.46	13.80
002468.SZ	申通快递	12.62	-0.59	0.38	0.57	0.79	-15.30	33.21	22.14	15.97

资料来源：wind, 华西证券研究所

注：①收盘价采用2022年7月22日收盘价；②中通快递、京东物流的货币单位为港元，其余均为人民币



风险提示

5 风险提示

- **宏观经济增长不及预期。**人均可支配收入与消费倾向决定当期总体消费情况。如果宏观经济增长不及预期，消费总体情况将受到收入和消费倾向的双杀。尽管此时电商渠道凭借效率的比较优势，增速能够跑赢消费整体情况，但纵向比较的电商和快递增速可能依旧不及市场预期。
- **再次出现较为严重疫情。**动态清零政策下的部门区域动态管理，将会导致整个快递网络流转不畅，出现非消费能力因素导致的快递单量回落。在这期间，因为快递公司的固定成本不能充分平摊，将会导致公司阶段性业绩不及预期。
- **产粮区监管政策落地不及预期。**几个核心产粮区的主产业是电商，之前快递价格的洼地是形成电商产业聚集的基础。如果地方政府持续执行监管政策，导致当地快递价格上涨幅度过快、进而引起电商产业外迁的话，可能会影响当地政府继续执行监管政策的决心。这时，确实要考验快递公司在主要产粮区之间价格政策的平衡能力。
- **社区团购品类扩张超预期。**社区团购的物流履约路径，与网络快递存在很大差异。当期社区团购的主品类，其实是远场电商很难渗透的品类。未来需要继续观察，现有的社区团购玩家未来是否会以现有品类为引流产品，向远场电商覆盖的品类去扩张。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	41,729	54,712	66,823	77,306	净利润	1,496	2,235	4,027	5,010
YoY (%)	24.6%	31.1%	22.1%	15.7%	折旧和摊销	2,309	2,579	2,820	2,999
营业成本	37,951	49,341	58,523	67,380	营运资金变动	-959	3,032	-1,036	1,942
营业税金及附加	107	137	167	193	经营活动现金流	2,989	7,861	5,760	9,853
销售费用	317	410	501	580	资本开支	-8,191	-3,275	-2,436	-1,716
管理费用	1,467	1,860	2,205	2,474	投资	-854	1,000	-500	-1,000
财务费用	214	30	-46	-72	投资活动现金流	-5,857	-2,221	-2,870	-2,639
研发费用	267	328	368	387	股权募资	74	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	2,989	-2,300	-2,300	-2,300
投资收益	124	55	67	77	筹资活动现金流	2,290	-2,545	-2,379	-2,364
营业利润	1,927	2,824	5,373	6,673	现金净流量	-607	3,095	511	4,850
营业外收支	-62	-30	-3	6	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	1,865	2,794	5,370	6,680	成长能力 (%)				
所得税	369	559	1,342	1,670	营业收入增长率	24.6%	31.1%	22.1%	15.7%
净利润	1,496	2,235	4,027	5,010	净利润增长率	5.1%	49.8%	80.2%	24.4%
归属于母公司净利润	1,477	2,213	3,987	4,960	盈利能力 (%)				
YoY (%)	5.1%	49.8%	80.2%	24.4%	毛利率	9.1%	9.8%	12.4%	12.8%
每股收益	0.51	0.76	1.37	1.71	净利率	3.5%	4.0%	6.0%	6.4%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率ROA	4.1%	5.7%	9.5%	10.5%
货币资金	3,174	6,269	6,780	11,630	净资产收益率ROE	9.4%	12.4%	18.3%	18.5%
预付款项	284	247	293	337	偿债能力 (%)				
存货	181	93	232	142	流动比率	0.99	0.95	1.10	1.32
其他流动资产	8,041	7,486	9,749	11,485	速动比率	0.73	0.71	0.81	1.02
流动资产合计	11,680	14,095	17,053	23,594	现金比率	0.27	0.42	0.44	0.65
长期股权投资	819	819	819	819	资产负债率	55.9%	54.1%	47.4%	42.7%
固定资产	13,816	13,747	12,846	11,278	经营效率 (%)				
无形资产	4,227	5,117	5,797	6,267	总资产周转率	1.27	1.46	1.65	1.74
非流动资产合计	24,345	25,065	24,745	23,546	每股指标 (元)				
资产合计	36,025	39,160	41,799	47,141	每股收益	0.51	0.76	1.37	1.71
短期借款	2,028	1,728	1,428	1,128	每股净资产	5.44	6.15	7.52	9.23
应付账款及票据	5,380	7,504	7,777	9,816	每股经营现金流	1.03	2.71	1.98	3.39
其他流动负债	4,445	5,673	6,310	6,904	每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	11,853	14,905	15,516	17,848	估值分析				
长期借款	142	142	142	142	PE	37.59	25.15	13.96	11.22
其他长期负债	8,143	6,143	4,143	2,143	PB	3.76	3.12	2.55	2.08
非流动负债合计	8,285	6,285	4,285	2,285					
负债合计	20,138	21,190	19,801	20,133					
股本	2,903	2,903	2,903	2,903					
少数股东权益	96	119	159	209					
股东权益合计	15,887	17,971	21,998	27,008					
负债和股东权益合计	36,025	39,160	41,799	47,141					

分析师与研究助理简介

- 游道柱**：华西证券研究所交运行业首席分析师。11年实业、卖方和买方的复合经历（6年实业、3年卖方、2年买方），曾就职于申万宏源证券研究所，所在团队曾获新财富入围、水晶球第一等奖项。具备消费互联网、食品饮料、家电、免税等多个行业的研究体会，擅长从底层商业逻辑出发、以及跨行业比较的视角去推演行业和公司未来的发展趋势。目前重点覆盖快递、航空、机场、免税、化工物流、供应链等。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

- 华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。
- 本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。
- 在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。
- 本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。