

非金融公司 | 公司深度 | 韵达股份 (002120)

经营稳步修复，降本增效助力业绩回升



| 报告要点

快递业务规模的增长与上游电商消费息息相关，社交与直播电商平台的快速崛起与网购渗透率的提升驱动快递业务量的高速增长，2024年上半年快递件量增速超过20%。聚集性疫情影响叠加网络管理问题，前期对公司网络稳定性与业务量造成扰动。得益于公司对经营策略的灵活调整并基于底层良好的资产基础，公司业务量重拾增速，规模效应下降本效应逐步显现。随着公司资本开支见顶回落，产能利用率提升有望推动单票固定成本与变动成本同步改善，规模化效益有望持续显现。

| 分析师及联系人



李蔚

SAC: S0590522120002

韵达股份(002120)

经营稳步修复，降本增效助力业绩回升

行业： 交通运输/物流
投资评级： 买入（首次）
当前价格： 6.32 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 2,899.19/2,815.12
流通A股市值(百万元) 17,791.58
每股净资产(元) 6.64
资产负债率(%) 47.72
一年内最高/最低(元) 11.08/5.66

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

随着公司件量重拾增速，资本开支见顶回落，产能利用率提升有望推动单票固定成本与变动成本同步改善，规模化效益持续显现。

➤ 韵达股份：国内老牌快递服务企业

韵达快递品牌于1999年8月在上海创立，是国内老牌加盟制快递企业。公司股权结构集中，聂腾云、陈立英为实控人，阿里目前为公司第三大股东。2019-2023年公司营业收入年复合增长率为6.9%，公司盈利能力环比改善，降本增效逐步显现，2023年公司毛利率与归母净利润率同比提升0.42pct和0.49pct。

➤ 行业前景：线上消费仍具韧性，价格竞争整体可控

2024年上半年我国社零与实物网零增速分别为3.7%和8.8%，线上消费韧性犹存，同时消费形态的变化驱动快递业务量的持续高速增长。2010-2023年全国快递业务量年复合增长率为36.4%，2024年上半年同比增速为23.1%。可比口径下，上半年行业单票价格同比下降6.5%，价格竞争整体趋于温和并局限在一定区域范围内。行业CR8在85左右的水平波动，截至2024年6月末，公司市占率为13.6%。

➤ 扬帆再起：产能利用率修复，驱动盈利持续改善

2022年，受聚集性疫情影响叠加网络管理问题，公司部分网点经营出现问题，对业务量造成扰动。2023年以来得益于公司对经营策略的灵活调整并基于底层良好的资产基础，公司经营层面和业务规模得到双重修复，2024年上半年公司业务量增速跑赢行业约10个百分点，强规模效应下降本效应逐步显现，2024年一季度公司单票核心成本同比下降24.0%，单票费用同比下降29.4%。随着公司资本开支见顶回落，产能利用率的提升推动内部供需结构优化，规模化效益有望持续显现。

➤ 业务量重拾高增带动业绩企稳回升，给予“买入”评级

预计公司2024-2026年营业收入分别为523.52/587.39/636.21亿元，同比增速分别为16.38%/12.20%/8.31%；归母净利润分别为21.20/25.59/29.47亿元，同比增速分别为30.47%/20.71%/15.16%；3年CAGR为21.95%，EPS分别为0.73/0.88/1.02元。可比公司2024年平均PE为13.0倍，鉴于公司经营稳步改善，业务量重拾高增带动业绩企稳回升，综合相对估值法，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期；快递行业价格竞争超预期；成本管控效果不及预期；跨市选取可比公司风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	47434	44983	52352	58739	63621
增长率(%)	13.67%	-5.17%	16.38%	12.20%	8.31%
EBITDA(百万元)	4676	4763	5040	5908	6636
归母净利润(百万元)	1483	1625	2120	2559	2947
增长率(%)	0.43%	9.58%	30.47%	20.71%	15.16%
EPS(元/股)	0.51	0.56	0.73	0.88	1.02
市盈率(P/E)	12.4	11.3	8.6	7.2	6.2
市净率(P/B)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.8	5.3	4.4	3.7	3.1

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年08月23日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

快递业务规模的增长与上游电商消费息息相关，社交与直播电商平台的快速崛起与网购渗透率的提升驱动快递业务量的高速增长，2024年上半年快递件量增速超过20%。聚集性疫情影响叠加网络管理问题，前期对公司网络稳定性与业务量造成扰动。得益于公司对经营策略的灵活调整并基于底层良好的资产基础，公司业务量重拾增速，规模效应下降本效应逐步显现。随着公司资本开支见顶回落，产能利用率提升有望推动单票固定成本与变动成本同步改善，规模化效益有望持续显现。

核心假设

- 快递服务：假设快递服务收入2024-2026年同比分别增长16.8%、12.5%和8.5%，毛利率分别为8.7%、9.3%和9.7%；
- 物料销售：假设物料销售收入2024-2026年同比分别增长2.0%、2.0%和2.0%，毛利率分别为22.8%、22.8%和22.8%；
- 其他：假设其他业务收入2024-2026年同比分别增长5.0%、4.0%和4.0%，毛利率分别为37.5%、38.7%和39.9%。

盈利预测、估值与评级

预计公司2024-2026年营业收入分别为523.52/587.39/636.21亿元，同比增速分别为16.38%/12.20%/8.31%；归母净利润分别为21.20/25.59/29.47亿元，同比增速分别为30.47%/20.71%/15.16%；3年CAGR为21.95%，EPS分别为0.73/0.88/1.02元。可比公司2024年平均PE为13.0倍，鉴于公司经营稳步改善，业务量重拾高增带动业绩企稳回升，综合相对估值法，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

投资看点

- 短期来看，基于底层良好的资产基础和灵活的经营政策调整，公司网络稳定性和件量增速得到双重修复，产能利用率有望持续提升。
- 长期来看，强规模效应下降本效应逐步显现，进而传导到业绩层面的修复。公司资本开支见顶回落，产能利用率的提升推动供需结构持续优化，单票固定成本与变动成本有望同步改善，单票盈利进入上升通道。

正文目录

1.	韵达股份：国内老牌快递服务企业	6
1.1	发展历程：聚焦电商快递领域二十余年	6
1.2	股权架构：股权结构集中，管理层稳定	7
1.3	财务状况：盈利能力环比改善，业绩稳步修复	8
2.	行业前景：线上消费仍具韧性，价格竞争整体可控	10
2.1	业务规模：快递业务量增速持续高景气	10
2.2	单票价格：行业价格竞争整体趋于缓和	12
2.3	行业格局：行业集中度持续提升	13
3.	扬帆再起：产能利用率修复，驱动盈利持续改善	14
3.1	总部层面：基建设施布局较早，底层资产基础完备	14
3.2	网点层面：加密末端布局，网络稳定性迅速修复	16
3.3	规模效应：降本增效逐步显现，业绩弹性可期	18
4.	盈利预测、估值与投资建议	20
4.1	盈利预测	20
4.2	估值与投资建议	21
5.	风险提示	22

图表目录

图表 1:	韵达股份发展历程	6
图表 2:	加盟制快递业务模式示意图	7
图表 3:	韵达股份股权结构示意图（截至 2024 年 3 月末）	7
图表 4:	公司主要管理层基本情况	8
图表 5:	2017-2024 年 Q1 公司营业收入	8
图表 6:	2017-2023 年公司营业收入构成	8
图表 7:	2017-2024 年 Q1 公司营业成本	9
图表 8:	2017-2023 年公司营业成本构成	9
图表 9:	2017-2024 年 Q1 公司三费（单位：亿元）	9
图表 10:	2017-2024 年 Q1 公司费用率	9
图表 11:	2017-2024 年 Q1 公司归母净利润	9
图表 12:	2017-2024 年 Q1 公司毛利率与净利率	9
图表 13:	2015-2024 年 H1 社零与实物网零增速	10
图表 14:	2010-2024 年 H1 快递业务量增速	10
图表 15:	2022-2024 年快递周度揽收量（单位：亿件）	10
图表 16:	各电商平台低价营销策略	11
图表 17:	直播电商渗透率持续提升	11
图表 18:	直播电商不同品类商品退货率比较	11
图表 19:	直播电商不同商品类目销量及销售占比	12
图表 20:	2019-2024 年 6 月快递单票价格同比变动情况	13
图表 21:	快递头部企业 CAPEX 支出（单位：亿元）	13
图表 22:	2019-2024 年 6 月快递品牌集中度指数	14

图表 23:	2016-2024 年 H1 电商快递企业市场占有率	14
图表 24:	2019-2024 年 6 月通达系件量增速比较	14
图表 25:	2017-2023 年韵达资本开支方向 (单位: 亿元)	15
图表 26:	通达系土地使用权资产原值 (单位: 亿元)	15
图表 27:	通达系房屋及建筑物资产原值 (单位: 亿元)	15
图表 28:	通达系房屋及建筑物使用权资产原值 (单位: 亿元)	15
图表 29:	通达系自营枢纽转运中心数量 (单位: 个)	15
图表 30:	通达系机器与运输设备资产原值 (单位: 亿元)	16
图表 31:	单件快递对应的自有资产金额 (单位: 元/票)	16
图表 32:	总部向加盟商赋能政策汇总	17
图表 33:	通达系加盟商数量 (单位: 个)	18
图表 34:	韵达快递员数量与县级区域网络覆盖率	18
图表 35:	韵达件量增速与行业增速差	18
图表 36:	公司产能利用率与行业产能利用率比较	18
图表 37:	通达系单票核心成本比较 (单位: 元)	19
图表 38:	2019-2024Q1 通达系单票快递业务收入 (元)	19
图表 39:	2019-2024Q1 通达系单票费用 (元)	19
图表 40:	2019-2024Q1 通达系单票归母净利 (元)	20
图表 41:	2019-2024Q1 通达系单票经营性现金流 (元)	20
图表 42:	2022-2026 年公司营业收入及毛利率测算 (百万元)	21
图表 43:	可比公司估值指标比较	21

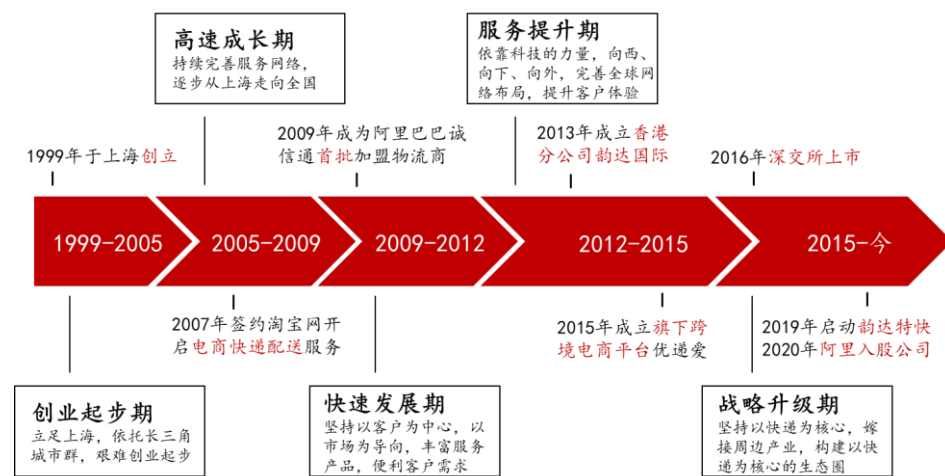
1. 韵达股份：国内老牌快递服务企业

1.1 发展历程：聚焦电商快递领域二十余年

韵达快递品牌于1999年8月8日在上海创立，初期主要经营长江三角区一带的快递物流服务。2007年与淘宝网签约，开启电商快递配送服务，逐步拓展国内快递服务。2009年与阿里巴巴达成合作，成为首批入围“中国中小企业商务服务伙伴计划”的物流服务商。随着在跨境电商业务的不断增长，公司着手加大与跨境电商的合作：2013年2月在香港成立分公司“韵达国际”，并在2015年成立旗下跨境电商平台“优选爱”，广泛实现国际业务拓展。

2016年12月23日，公司在深圳证券交易所上市。2020年，阿里旗下公司杭州阿里巴巴创业投资管理有限公司入股韵达，持股比例为2.0%。

图表1：韵达股份发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，搜狐网，中国快递协会，国联证券研究所

公司采用“枢纽中转自营与末端网络加盟”的快递经营模式，在有效控制核心资源、干线网络及服务品质的同时，实现快递收派两端的效率、业务开拓以及用户群体的拓展。截至2023年末，韵达在全国设立76个自营枢纽转运中心，枢纽转运中心自营比例为100%，并拥有4851个一级加盟商，设立末端门店、驿站等基础设施9.3万余个，县级区域覆盖率达99.4%，乡镇服务网络覆盖率达99.7%；同时开通国际业务城市272个，国际业务覆盖国家和地区41个。

图表2：加盟制快递业务模式示意图

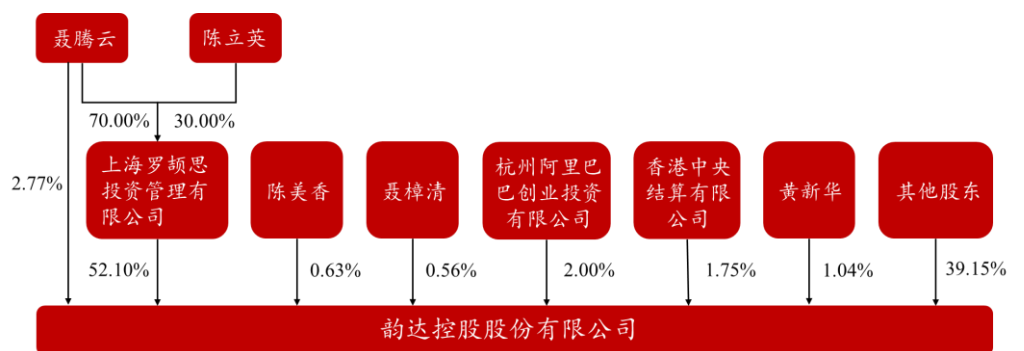


资料来源：公司年报，国联证券研究所

1.2 股权架构：股权结构集中，管理层稳定

公司股权结构集中，董事长聂腾云及联席董事长陈立英为公司的实际控制人。公司控股股东为上海罗颀思投资管理有限公司（以下简称“上海罗颀思”），截至2024年3月末持股比例为52.1%，上海罗颀思、聂腾云、聂樟清、陈美香系一致行动人。聂腾云、陈立英合计持有公司54.87%的股权。阿里目前为公司第三大股东，持股比例为2.0%。

图表3：韵达股份股权结构示意图（截至2024年3月末）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司核心管理团队人员稳定，物流行业从业经验丰富。公司核心管理层团队中，聂腾云、陈立英为公司创始人，其他成员为职业经理人，多数具有十余年的业内经验，且人员队伍保持稳定，为公司稳健经营和管理效率提升奠定良好的组织架构基础。

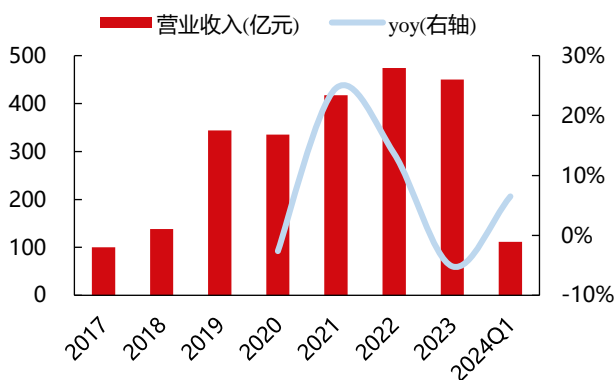
图表4：公司主要管理层基本情况

姓名	职务	履历情况
聂腾云	董事长、总裁	公司创始人
陈立英	联席董事长、副总裁	公司创始人
符勤	董事，副总裁	于 2015 年 4 月加入上海韵达货运有限公司，目前担任韵达股份董事、副总裁，并于 2022 年 9 月起担任德邦物流股份有限公司董事
谢万涛	副总裁、财务总监	于 2006 年 12 月至 2008 年 8 月担任华通行物流集团有限公司财务总监；2008 年 9 月至 2016 年 2 月担任德威集团首席财务官；2016 年 2 月加入上海韵达货运有限公司，目前担任公司副总裁，财务总监
杨周龙	副总裁	于 2010 年 1 月加入上海韵达货运有限公司，目前担任公司副总裁
周柏根	董事、副总裁	于 2000 年 9 月加入上海韵达货运有限公司，目前担任公司董事，副总裁
杨红波	董事会秘书	2008 年 7 月至 2017 年 3 月，曾任中国船舶工业股份有限公司法务专员，信息披露主管，董事会办公室部长助理；2017 年 3 月起任公司董事会办公室总监，2017 年 11 月至 2023 年 1 月，担任公司证券事务代表，目前担任韵达股份董事会秘书

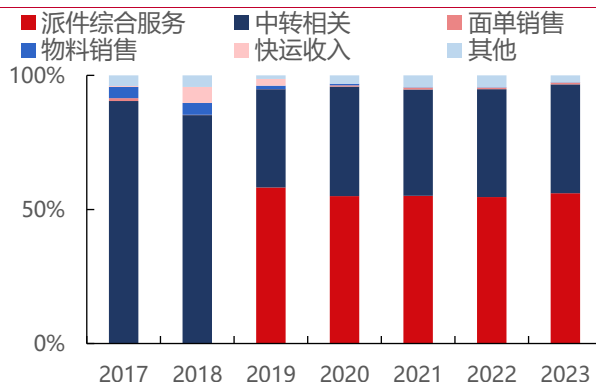
资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.3 财务状况：盈利能力环比改善，业绩稳步修复

公司主营业务包括快递服务、物料销售和其他服务，其中快递服务收入细分为派费收入、中转费收入、面单销售收入等等，其中公司 2019 年起对快递服务派件模式进行调整，调整后派费收入/派费成本对应计入营业收入/营业成本口径中。2019-2023 年，公司营业收入年复合增长率为 6.9%。其中，2020 年与 2023 年公司收入增速同比下滑，主要系部分网点受疫情影响以及 2023 年长时间持续的价格竞争，导致业务量与单票收入双重承压。

图表5：2017-2024 年 Q1 公司营业收入


资料来源：Wind，国联证券研究所

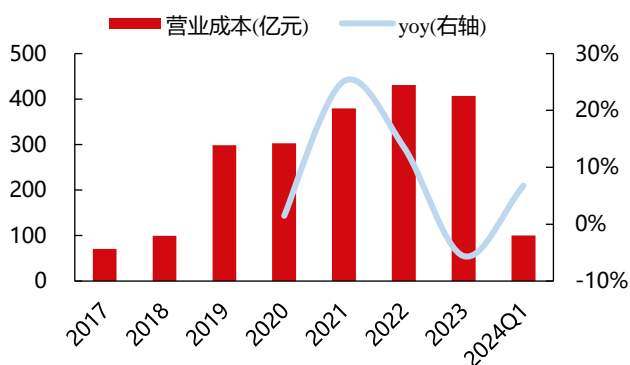
图表6：2017-2023 年公司营业收入构成


资料来源：Wind，国联证券研究所

公司成本优化成果显著，降本增效逐步显现。转运中心方面，公司实施多项手段提高

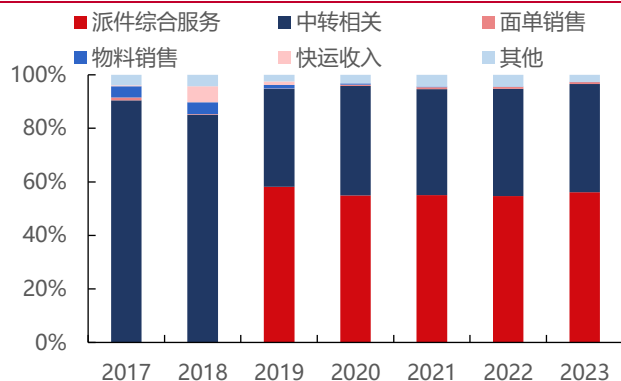
人均效能、动态调节设备运行时间；干线运输方面，公司积极优化配载和串联、车辆管理模式调整；同时通过对周边业务合理收缩和资源优化，促进经营期间费用得到有序改善，2023 年公司销售/管理/财务费用率分别同比-0.10 pct /-0.33 pct /-0.21pct，毛利率与归母净利润率同比提升 0.42 pct 和 0.49pct。

图表7：2017-2024 年 Q1 公司营业成本



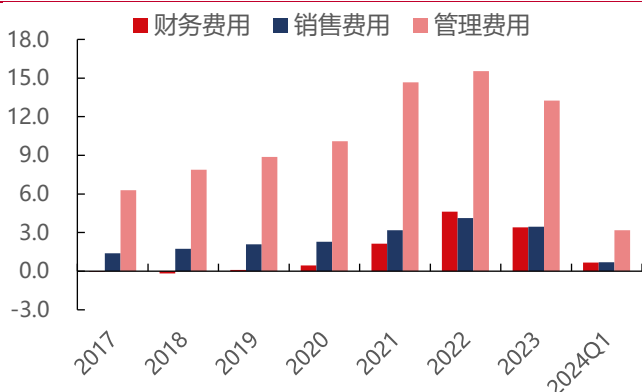
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：2017-2023 年公司营业成本构成



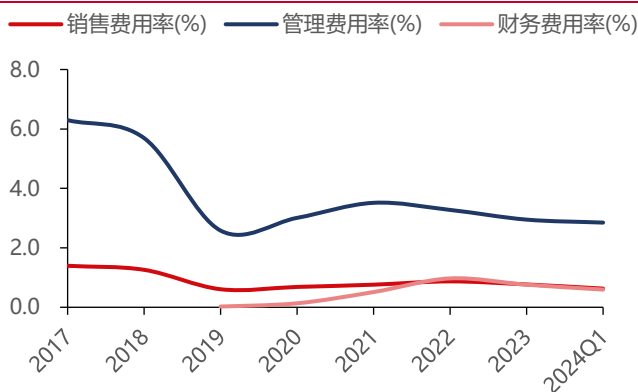
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：2017-2024 年 Q1 公司三费 (单位：亿元)



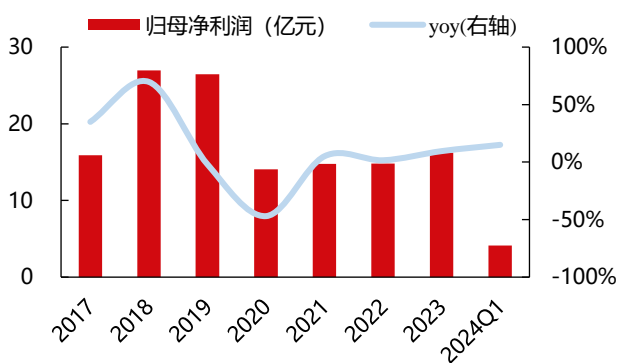
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：2017-2024 年 Q1 公司费用率



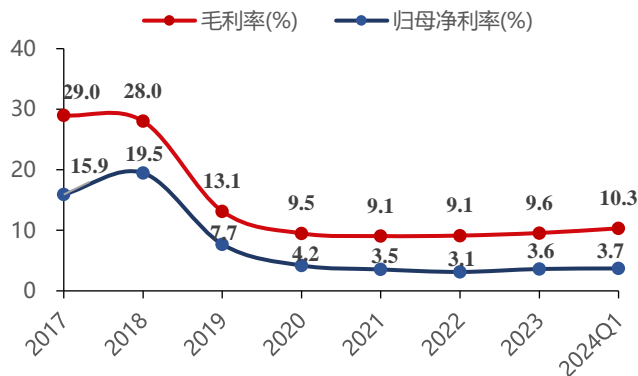
资料来源：Wind，国联证券研究所 (2017-2018 年公司财务费用为负值)

图表11：2017-2024 年 Q1 公司归母净利润



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12：2017-2024 年 Q1 公司毛利率与净利率



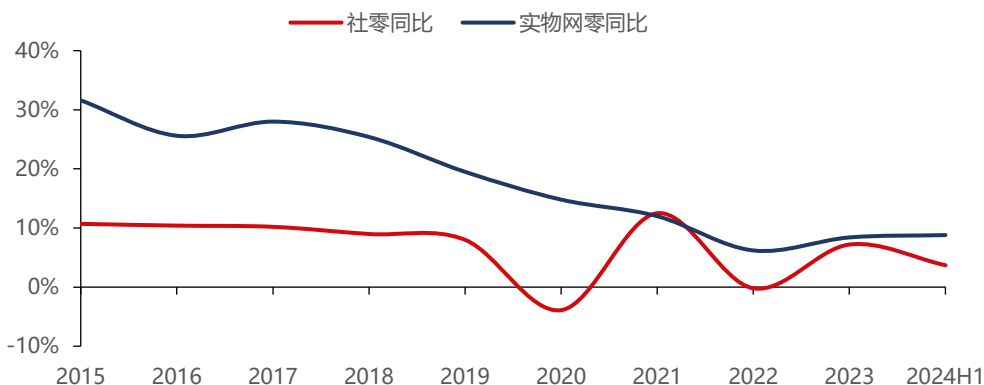
资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 行业前景：线上消费仍具韧性，价格竞争整体可控

2.1 业务规模：快递业务量增速持续高景气

我国快递件中超过 80% 来自于电商件，快递业务规模的增长与上游电商消费息息相关。伴随着电商平台的崛起与网购渗透率的提升，线上消费的增速持续高于社零增速。2024 年上半年，我国社零与实物网零增速分别为 3.7% 和 8.8%，线上消费韧性犹存。

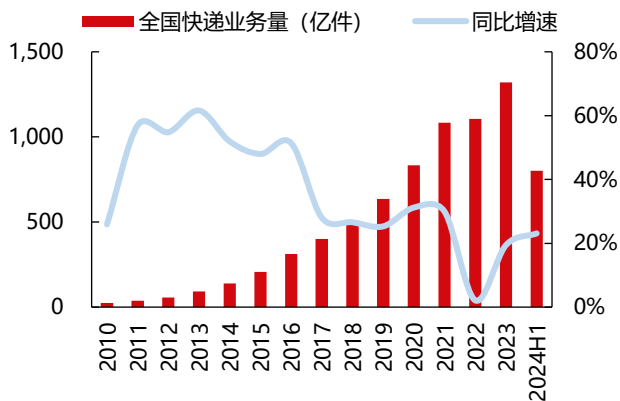
图表13：2015-2024 年 H1 社零与实物网零增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

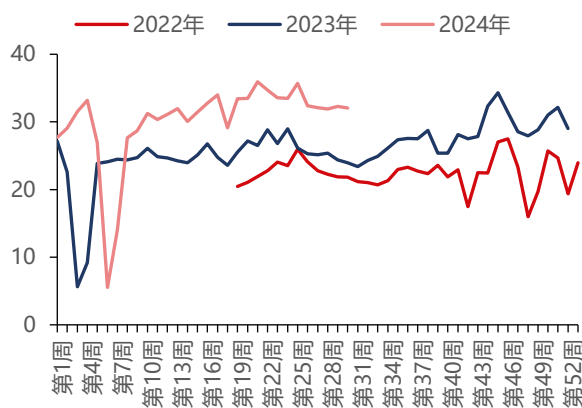
随着上游电商消费规模的快速扩张，2010-2023 年全国快递业务量从 23.4 亿件增长至 1320.7 亿件，年复合增长率为 36.4%。2024 年以来，全国快递业务量增速持续高景气，上半年同比增速为 23.1%。2024 年 618 大促期间（5.20-6.16），全国快递揽收量达 137.66 亿件，同比增长超 20%。

图表14：2010-2024 年 H1 快递业务量增速



资料来源：国家邮政局，国联证券研究所

图表15：2022-2024 年快递周度揽收量（单位：亿件）



资料来源：交通运输部，国联证券研究所

我国电商消费虽已过高增速区间，但消费形态的变化驱动着快递业务量的持续高速增长。一方面，电商平台之间的白热化竞争以及消费降级的背景下，低价战略逐渐成为消费主流，高货值订单分解成多个低价订单，提供快递包裹增量。

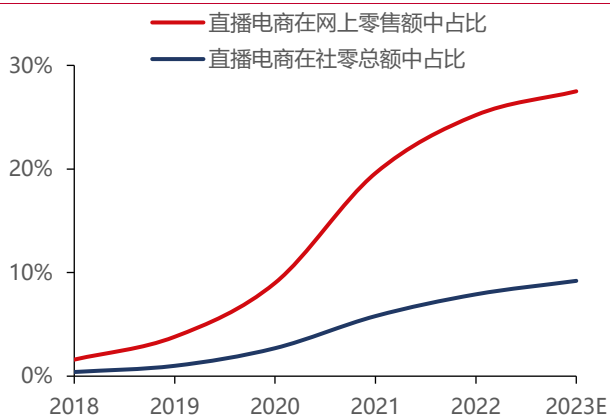
图表16：各电商平台低价营销策略

电商平台	主要低价营销策略
京东	2020年组建面向下沉市场的京喜事业群，包括京喜电商App、京喜拼拼、京喜便利店、京喜通、京喜达等；2023年以来通过百亿补贴、源头直采等形式培养客户低价心智
拼多多	首个瞄准低价市场的平台，通过拼团购买、百亿补贴、农产品直供和新品牌计划等提供低价商品；提出自动比价、9.9特卖等形式吸引消费者
淘宝	利用品牌特卖、直播带货、优惠券、红包以及C2M模式来降低商品价格
抖音	大力发展内容电商和泛货架电商。依靠短视频和直播带货，以及流量扶持和品牌合作来推广低价商品；设置“全网低价”和“同款低价”等标签，并通过增加流量曝光吸引消费者

资料来源：36氪，“电商行业”公众号，国联证券研究所

另一方面，随着竞争加剧，电商平台为吸引消费者，退货运费险服务的比例显著提升，同时直播电商、直播带货新兴消费形式渗透率持续提升，直播消费本身具有临时消费与冲动消费属性，根据《2020年中国直播电商行业研究报告》，直播电商较传统电商的退货率普遍偏高。直播电商平均退货率在30%-50%之间，高于传统电商退货率（10%-15%）。其中珠宝首饰与女装的退货率相对偏高，而根据抖音电商学习中心，直播商品类目中女装服饰的销量与销售额占比均显著领先。

图表17：直播电商渗透率持续提升



资料来源：国家统计局，直播电商企业财报，国联证券研究所

图表18：直播电商不同品类商品退货率比较

品类	退货率
珠宝首饰	70%-90%
女装	50%-60%
女包	50%
童装	40%-50%
休闲女鞋	40%
男装	30%-40%
化妆品&护肤品	10%

资料来源：2020年中国直播电商行业研究报告，国联证券研究所

图表19：直播电商不同商品类目销量及销售占比

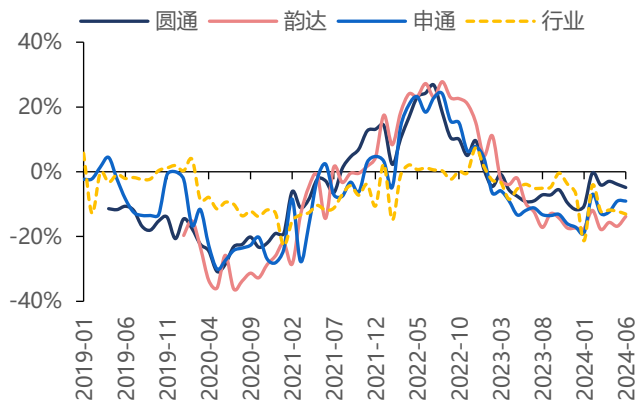


资料来源：抖音电商学习中心，搜狐网，国联证券研究所

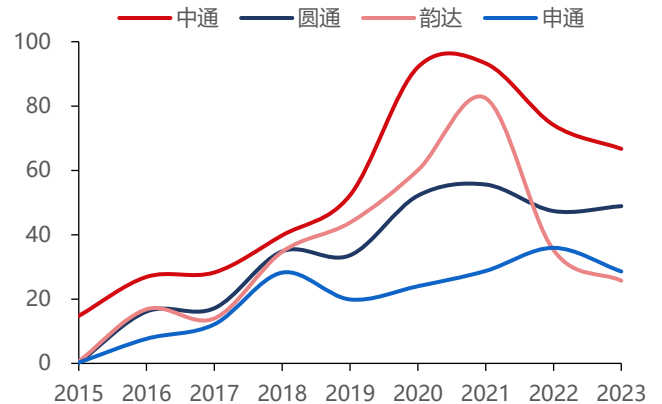
2.2 单票价格：行业价格竞争整体趋于缓和

2019-2021年，为抢夺市场份额，行业掀起较为激烈的价格竞争，行业单票价格同比降幅一度超过20%，激烈的价格战导致行业利润受到侵蚀，部分尾部企业陷入经营困境。2021年，监管部门采取措施遏制非理性价格战，助力快递行业重回轨道。2021年4月6日，义乌邮政管理局就“低价倾销”问题对部分快递企业发出警告并要求整改，同年4月，《浙江省快递促进条例（草案）》明确提出“快递经营企业无正当理由不得低于成本价格提供快递服务”。在监管机构的干预下，2021年下半年开始价格战逐步消退。

2023年，行业价格竞争激烈程度有所抬升，快递行业平均价格同比下降4.3%，部分企业价格降幅超过10%，在四季度传统旺季行业也并未迎来明显提价，涨价范围也进一步放缓。我们认为2023年价格战比较激烈的原因主要系：1) 2021年下半年至2022年行业价格回暖，快递企业现金流与利润情况均得到修复；2) 受2022年疫情影响，快递企业封控成本上升，各家对于快速提量摊薄成本的需求较为迫切；3) 2021年前后头部快递企业资本开支陆续达峰，考虑到投产周期一般为1-2年，各家企业释放产能的诉求有所增强。

图表20: 2019-2024年6月快递单票价格同比变动情况


资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表21: 快递头部企业 CAPEX 支出 (单位: 亿元)


资料来源: Wind, 国联证券研究所

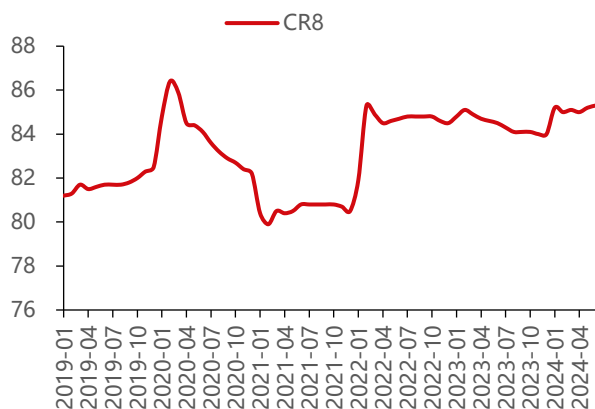
剔除国家邮政局口径调整影响后, 2024年上半年行业单票价格同比下降6.5%, 主要系低价件占比显著提升, 以及淡季存在局部价格竞争。我们认为整体来看行业价格竞争趋于缓和, 价格竞争或局限在一定区域范围内。一方面, 公开市场监管依然持续有效, 同时, 在经历了2023年长时间较为激烈的价格竞争后, 各家快递全链路网络利润受到严重压缩, 大面积放价抢量为使网络稳定性受到负面影响。另一方面, 头部快递企业资本开支高峰期已过, 本轮产能周期基本接近尾声, 行业产能投放速度亦将同步放缓。

2.3 行业格局: 行业集中度持续提升

2020年3月, 极兔正式宣布在国内起网, 行业集中度受到冲击, CR8集中度指数一度降至80以下。2022年至今, 行业格局基本重回稳态, CR8集中度指数在85左右的水平波动。

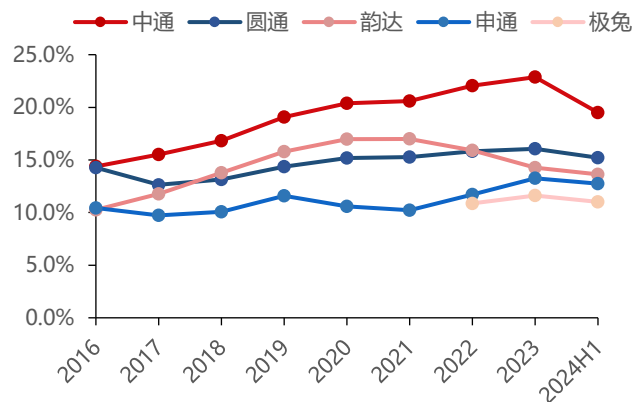
韵达在产能投放上发力较早, 2018年起公司市场份额保持在第二名的位置, 2022年, 受疫情影响山西、北京等地区部分网点关停, 公司网络稳定性受到负面影响, 末端配送异常导致业务量增速下降, 公司市占率出现下滑。自2023年下半年开始, 公司及时调整经营战略, 末端网络快速恢复, 公司快递件量增速逐渐复苏, 2024年以来, 公司月度件量增速持续高于行业增速, 并在同行中保持前列。截至2024年6月末, 公司市占率为13.6%。

图表22：2019-2024年6月快递品牌集中度指数



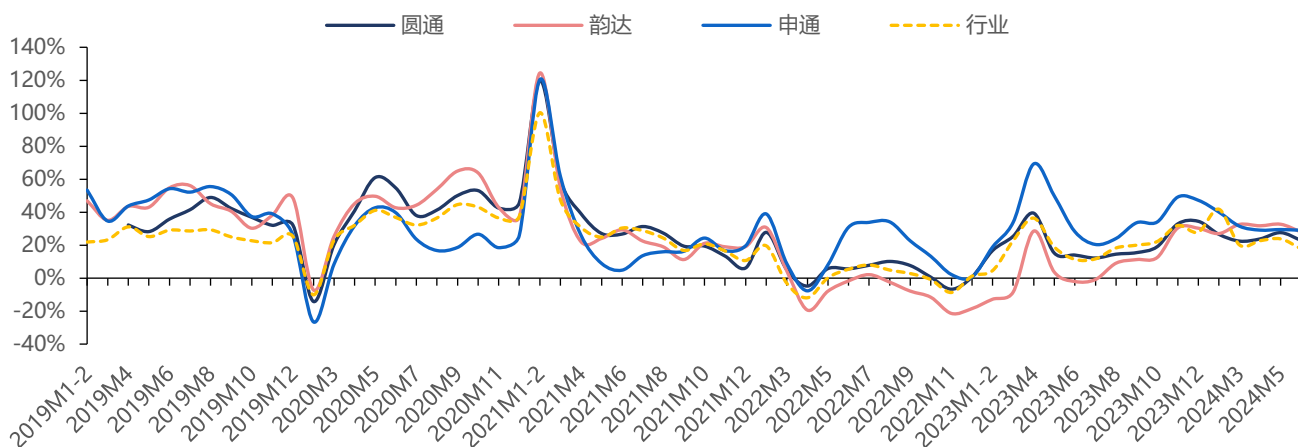
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表23：2016-2024年H1 电商快递企业市场占有率



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表24：2019-2024年6月通达系件量增速比较

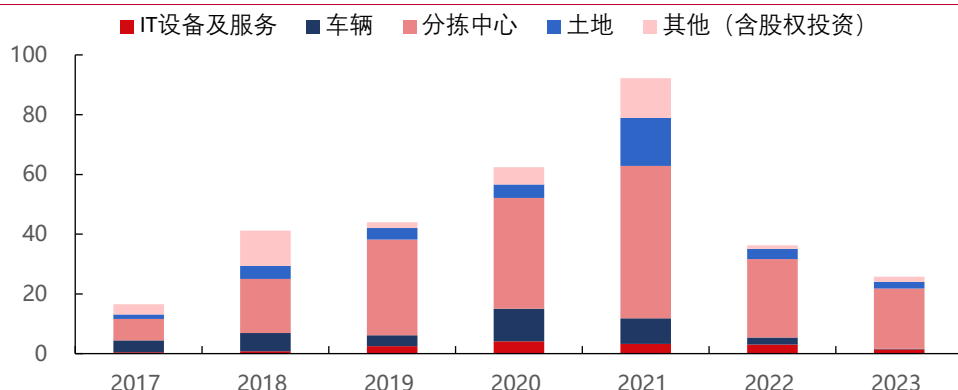


资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 扬帆再起：产能利用率修复，驱动盈利持续改善

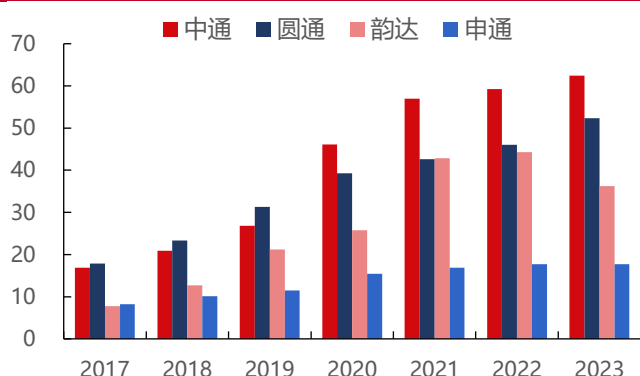
3.1 总部层面：基建设施布局较早，底层资产基础完备

公司在基建设施方面起步较早，从2016年开始着手布局。2018年公司加大资本开支力度，与龙头中通基本实现同步。2021年公司资本开支达峰，2022年后资本支出递减。从资本开支方向看，分拣中心支出占比约在61%，车辆与土地支出占比约为12%、10%，全方位的底层资产布局为公司产能的稳步扩张提供完备基础。

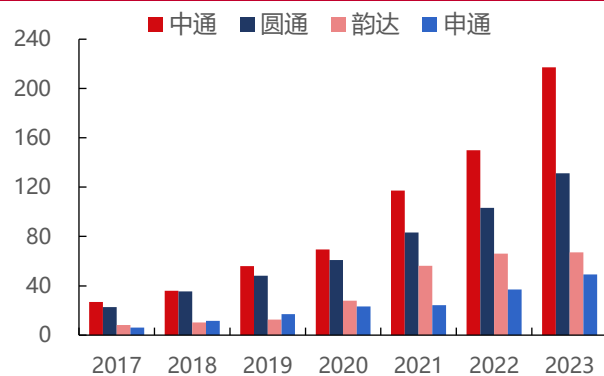
图表25：2017-2023年韵达资本开支方向（单位：亿元）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

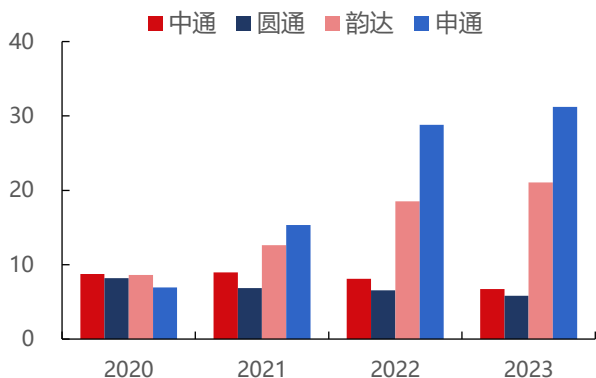
土地储备与转运中心资产方面，前期公司在转运中心直营化方面稍显滞后，从2021年开始公司在拿地方向着重发力，同时结合租赁方式实现转运中心网络的有效扩张。截至2023年，公司共有自营枢纽转运中心76个，自营比例为100%。

图表26：通达系土地使用权资产原值（单位：亿元）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

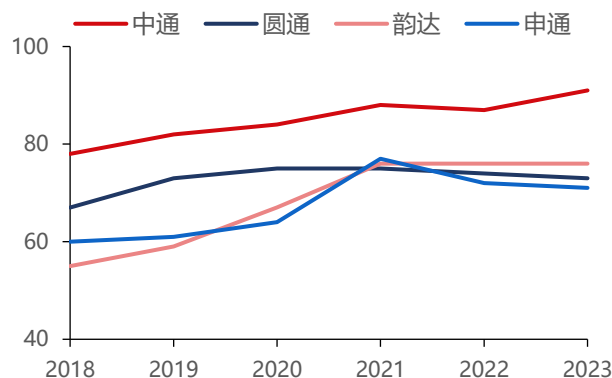
图表27：通达系房屋及建筑物资产原值（单位：亿元）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表28：通达系房屋及建筑物使用权资产原值（单位：亿元）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

（注：因港股财务报表差异，中通数据引用经营租赁使用权资产原值）

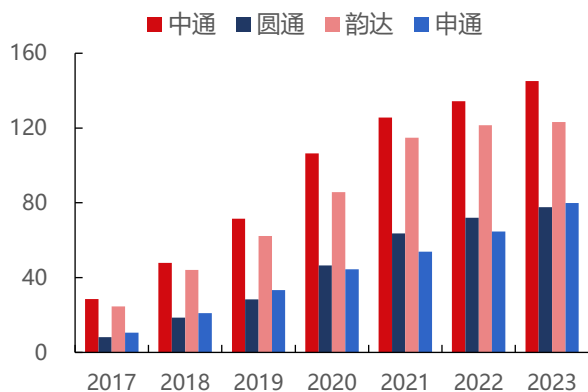
图表29：通达系自营枢纽转运中心数量（单位：个）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

分拣设备与运力资源方面，公司则具备相对领先的优势。韵达是快递业内较早布局自动化的企业，充分把握住自动化改造的机遇，在机器资产投放方面与龙头比肩。

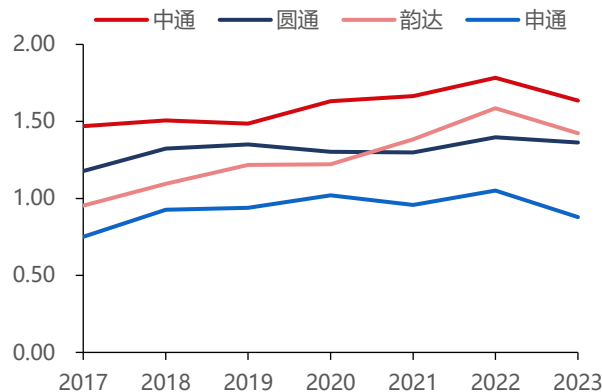
如用单件快递对应的资产金额（固定资产+在建工程+土地使用权）观测各家快递企业的产能投资强度，截至 2023 年末，中通/圆通/韵达/申通单件快递对应的资产金额为 1.64/1.36/1.42/0.88 元。在同行中，韵达相对属于重资产运营模式。

图表30：通达系机器与运输设备资产原值（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表31：单件快递对应的自有资产金额（单位：元/票）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

在快递企业的发展历程中，中通的前瞻性资产布局使得后续产能和份额实现了快速扩张，进而持续巩固行业龙头位置，验证了重资产模式的有效性。韵达通过把握住直营化和自动化的进程，完成了自动化资产构建、运输枢纽以及运力资源的积累，为后期边际效益增长降低了成本。

3.2 网点层面：加密末端布局，网络稳定性迅速修复

2022 年，受聚集性疫情影响，叠加网络管理问题，公司的网络稳定性受到一定冲击。由于快递公司都是全国范围内全网型布局，往往牵一发而动全身，负面效应容易被放大。当单个区域网点经营出现问题后，经过该网点的揽/派件运转会受到影响，对远端多个网点的揽件端也会造成负面影响，因此在快递行业已达到“海量”的业务规模下，对于全网运行的稳定性具有较高的要求，网络的波动会直接对业务量造成扰动。

同时，2021 年正值头部快递企业的资本开支高峰，在后续 1-2 年内陆续进入产能释放期。快递是规模效应尤为显著的行业之一，产能集中投放叠加件量增速受到干扰，导致难以充分发挥规模效应实现成本的有效节降。

2023 年以来，基于“全网一体、共建共享”的理念，公司针对赋能加盟商网点出台了一揽子政策。为减轻网点负担，提升加盟商积极性，公司从定价策略、考核机制、管理赋能多个方面，优化改进相关管理制度。同时公司积极向加盟商推进数字化技术、自动化资产以及网格仓等相关产线建设，提升末端经营效率。

图表32：总部向加盟商赋能政策汇总

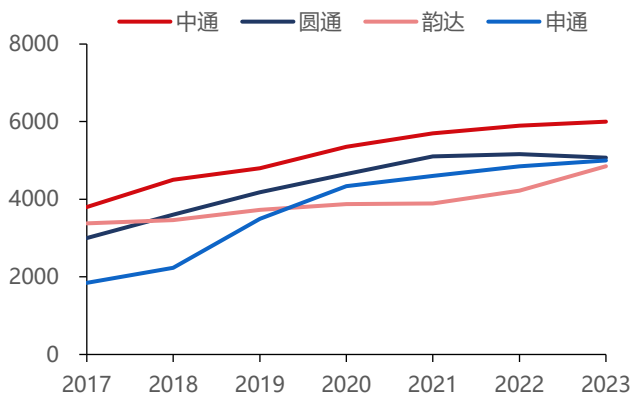
		内容
制度管理	定价策略	根据业务流量流向、市场环境、合理成本、货品结构等因素，优化定价策略，合理分配总部和加盟商利益
	考核机制	持续优化网点考核机制，改善服务流程，精简考核指标，切实减轻网点负担
	管理赋能	总部网管、运营、客服、路由规划等职能部门在全国各大区、各省区巡回对网点进行业务培训
	鼓励共同经营	优化“协发委”的组织力量和职能，吸引优秀的加盟商参与到快递网络的日常管理，对网点给予基于业务实质和经营实质的帮扶建议
技术/资产支持	数字化技术	在网点管家系统融合大数据分析和智能算法，积极整合末端网点管理和数据服务能力，提升经营效能
	自动化资产	积极向加盟商推进相关自动化产线建设
	网格仓建设	充分发挥末端自动化的集约效应、辐射效应和支线车的规模效应，降低末端运营成本

资料来源：公司公告，国联证券研究所

其中，公司首创的“网格仓业务”指在长三角、珠三角、京津冀等末端潜在规模效应较强的地区，将多个网点的快件运输至同一个仓库进行自动化分拣，快件全部实现直分到快递员及末端驿站门店，网格仓由公司直管，加盟商参与建设。网格仓模式下，网点得以减少末端到分拨的短驳距离，降低装卸车和集包次数，进而降低支线运输成本，同时通过集中自动化操作，降低网点人工操作成本，缩短分拣派送时长进而提升全链路时效。

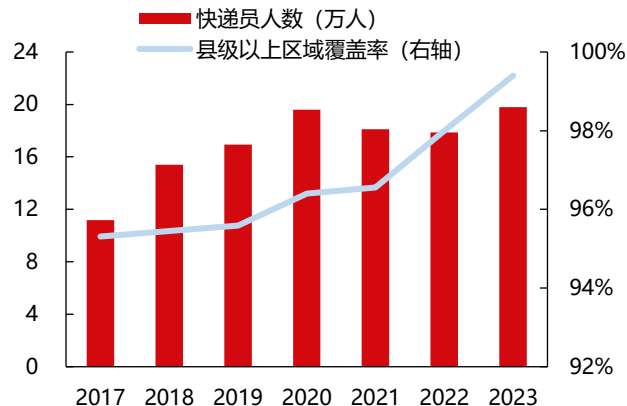
经过公司及时的经营策略调整，加盟商网络得以迅速修复。截至 2023 年末，公司一级加盟商数量上升至 4851 家，快递员人数为 19.8 万人，末端门店及驿站 9.3 万余个，县级区域和乡镇地区覆盖率分别为 99.4%和 99.7%。

图表33: 通达系加盟商数量 (单位: 个)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表34: 韵达快递员数量与县级区域网络覆盖率

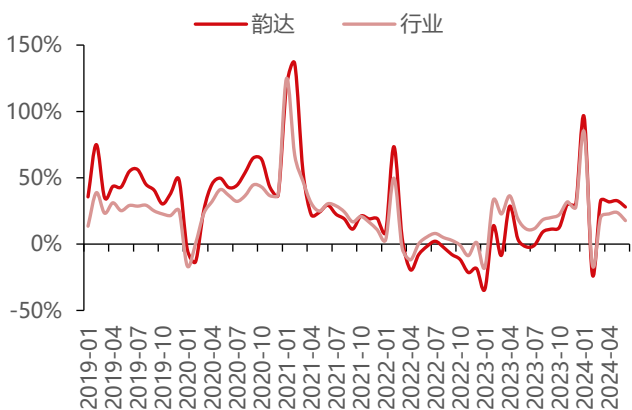


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

3.3 规模效应: 降本增效逐步显现, 业绩弹性可期

得益于公司管理层对经营策略的灵活调整, 2023 年以来公司业务量进入修复区间, 件量增速与行业增速差持续缩窄, 进入 2024 年, 公司业务量增速持续显著跑赢行业。伴随业务量的进一步修复, 公司产能利用率改善较为显著。如用当月日均件量/上年 11 月日均件量大致观测快递企业产能利用率变化情况, 2022 年公司产能利用率波动下降, 自 2023 年下半年开始, 公司产能利用率迎来较大程度改善, 与行业平均产能利用率趋于一致。

图表35: 韵达件量增速与行业增速差



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表36: 公司产能利用率与行业产能利用率比较



资料来源: Wind, 国联证券研究所 (产能利用率计算口径为当月日均件量/上年 11 月日均件量)

基于底层良好的资产基础和运营网络的恢复, 公司经营层面和业务规模得到双重修复, 在规模效应下降本效应逐步显现, 进而传导到业绩层面的修复。

单票成本方面, 从快递企业总部核心成本 (分拣成本+运输成本) 来看, 2023 年公司

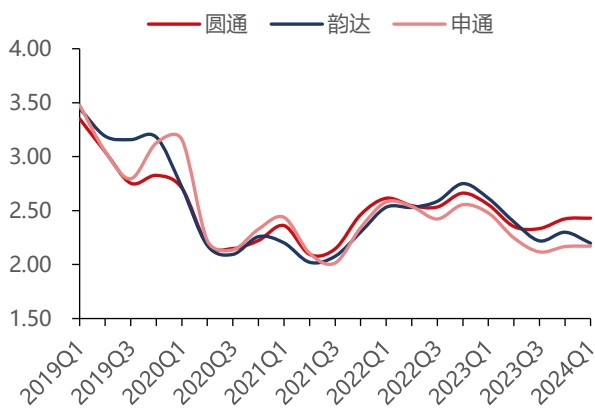
单票核心成本为 0.87 元，较 2022 年下降 0.11 元，与龙头差距约为 0.15 元，其中单票操作成本为 0.37 元，同比 2022 年持平，单票运输成本为 0.50 元，同比 2022 年下降 0.11 元。2024 年以来公司业务量保持高增，从一季度数据来看，一季度公司单票核心成本为 0.76 元，同比下降 24.01%，其中单票操作成本 0.34 元，同比下降 18.36%，单票运输成本 0.42 元，同比下降 28.06%，降本效应持续释放。

图表37：通达系单票核心成本比较（单位：元）

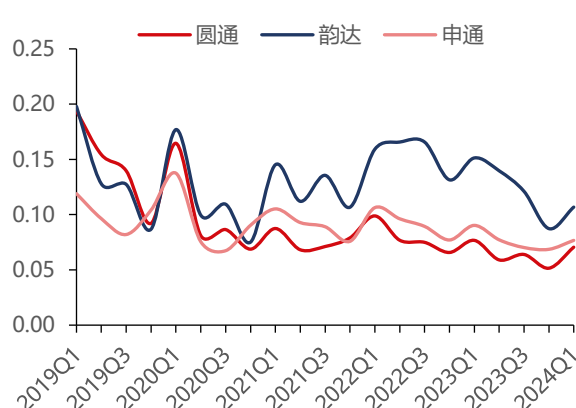
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
单票操作成本	中通	0.39	0.38	0.34	0.31	0.30	0.32	0.27
	圆通	0.47	0.44	0.36	0.31	0.30	0.31	0.29
	韵达	0.42	0.38	0.37	0.33	0.31	0.37	0.37
	申通	0.75	0.64	0.47	0.50	0.46	0.42	0.37
单票运输成本	中通	0.77	0.68	0.62	0.51	0.52	0.51	0.45
	圆通	0.93	0.80	0.69	0.51	0.50	0.51	0.46
	韵达	0.94	0.83	0.73	0.55	0.51	0.61	0.50
	申通	1.14	0.79	0.56	0.42	0.43	0.47	0.41
单票核心成本	中通	1.16	1.06	0.96	0.82	0.82	0.83	0.72
	圆通	1.40	1.24	1.05	0.82	0.80	0.82	0.75
	韵达	1.36	1.21	1.10	0.88	0.82	0.98	0.87
	申通	1.89	1.43	1.03	0.92	0.89	0.89	0.78

资料来源：公司公告，国联证券研究所

单票费用方面，可比口径下我们选取 A 股三家上市快递公司的季度数据进行观测，随着公司对多元业务和配置资源进行合理收缩优化，期间费用实现有效节降，2023 年至今公司单票费用进入下降通道，2023 年公司单票费用为 0.12 元，同比下降 0.03 元，2024 年一季度公司单票费用为 0.11 元，同比下降 0.04 元，较同行差距缩小至 0.04 元。

图表38：2019-2024Q1 通达系单票快递业务收入（元）


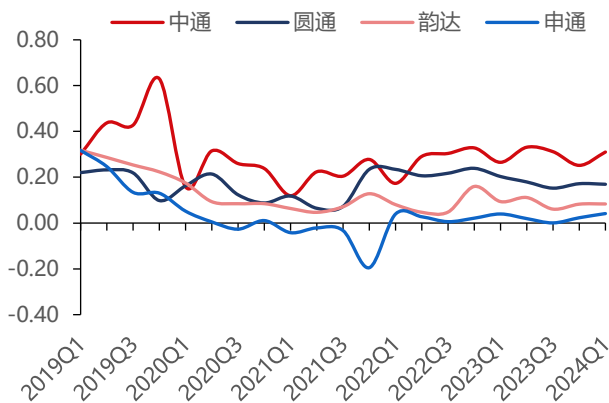
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表39：2019-2024Q1 通达系单票费用（元）


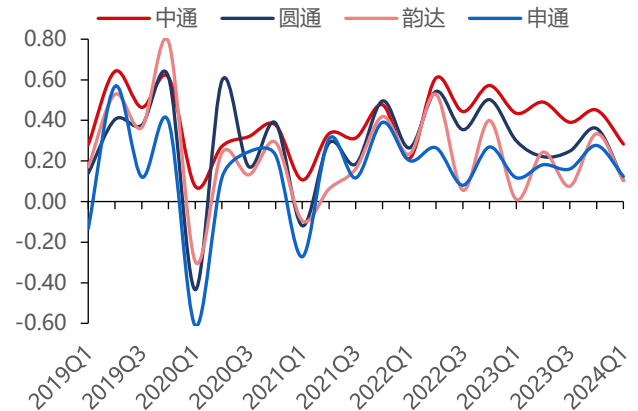
资料来源：Wind，国联证券研究所

整体来看，低价件占比提升叠加局部价格竞争，公司单票收入同比下降，基于业务量

重拾增速以及公司降本控费作用显著，单票利润持续改善。2024 年一季度，公司单票归母净利润为 0.08 元，环比 2023 年四季度持平。现金流情况同步改善，公司单票经营性现金流同比增加 0.09 元。随着公司资本开支见顶回落，产能利用率的提升推动内部供需结构持续优化，单票固定成本与变动成本有望同步改善，规模化效益持续显现。

图表40：2019-2024Q1 通达系单票归母净利润（元）


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表41：2019-2024Q1 通达系单票经营性现金流（元）


资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

公司的主营业务主要分为快递服务、物料销售和其他三大类。

(1) 快递服务：假设快递服务收入 2024-2026 年同比分别增长 16.8%、12.5%和 8.5%，毛利率分别为 8.7%、9.3%和 9.7%；

(2) 物料销售：假设物料销售收入 2024-2026 年同比分别增长 2.0%、2.0%和 2.0%，毛利率分别为 22.8%、22.8%和 22.8%；

(3) 其他：假设其他业务收入 2024-2026 年同比分别增长 5.0%、4.0%和 4.0%，毛利率分别为 37.5%、38.7%和 39.9%。

图表42：2022-2026 年公司营业收入及毛利率测算（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	47,433.7	44,982.5	52,351.6	58,739.5	63,621.3
yoy	13.7%	-5.2%	16.4%	12.2%	8.3%
毛利率	9.1%	9.6%	9.7%	10.2%	10.6%
快递服务					
收入	44,956.8	43,282.7	50,568.2	56,885.7	61,694.3
yoy	14.0%	-3.7%	16.8%	12.5%	8.5%
毛利率	8.4%	8.5%	8.7%	9.3%	9.7%
物料销售					
收入	65.0	45.7	46.6	47.6	48.5
yoy	-44.6%	-29.7%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	22.7%	22.8%	22.8%	22.8%	22.8%
其他					
收入	2,411.9	1,654.1	1,736.8	1,806.2	1,878.5
yoy	10.6%	-31.4%	5.0%	4.0%	4.0%
毛利率	22.6%	36.3%	37.5%	38.7%	39.9%

资料来源：iFinD，国联证券研究所

4.2 估值与投资建议

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 523.52/587.39/636.21 亿元，同比增速分别为 16.38%/12.20%/8.31%；归母净利润分别为 21.20/25.59/29.47 亿元，同比增速分别为 30.47%/20.71%/15.16%；3 年 CAGR 为 21.95%，EPS 分别为 0.73/0.88/1.02 元。采用 PE 估值方法对公司进行估值，可比公司 2024 年平均估值 13.0 倍，鉴于公司经营稳步改善，业务量重拾高增带动业绩企稳回升，给予公司 2024 年 14 倍 PE，目标价 10.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表43：可比公司估值指标比较

证券简称	股票代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	PE (X)			EPS (元)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中通快递-W	2057.HK	161.5	1313	11.7	10.2	8.9	12.61	14.55	16.66
圆通速递	600233.SH	14.8	510	11.6	9.8	8.9	1.27	1.51	1.67
申通快递	002468.SZ	8.4	129	15.7	10.8	9.0	0.54	0.78	0.93
平均值				13.0	10.3	8.9	4.81	5.61	6.42
韵达股份	002120.SZ	6.3	183	8.6	7.2	6.2	0.73	0.88	1.02

资料来源：iFinD，国联证券研究所（股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价；中通快递-W、圆通速递、申通快递预测值来自国联证券预测）

5. 风险提示

宏观经济复苏不及预期：宏观经济的疲弱会影响上游电商消费增速减缓，对于公司业务量的增长造成负面影响。

快递行业价格竞争超预期：快递企业在存量市场的竞争可能有重回“价格战”的风险，价格竞争加剧会导致公司盈利能力受到影响。

成本管控风险：若公司成本管控效果不及预期，将导致公司盈利能力受到负面影响。

跨市选取可比公司风险：选取的可比公司与公司在不同证券交易所上市，存在一定的估值体系差异风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼