

个股深度报告
韵达股份 (002120)

新物流时代系列之韵达股份： 通达系后起之秀，成本与效率领跑者

首席分析师：许可 执业证书编号：S1220518090001 联系方式：138-2329-8608


联系人：李跃森 联系方式：185-0309-3683

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

- 回顾近百年来全球快递物流行业发展史，从投资角度看，快递物流业历来是**低利润率、护城河需要持续加深、商业模式不断演变、先发优势较容易被颠覆**的典型**二流商业模式**。但在这样的行业中，在**天才企业家**的领导之下，却诞生了像FedEx、UPS、DHL、yamato等伟大企业。
- 我国的快递物流行业起步于改革开放之后，目前仍处于成长期，中高端市场顺丰暂无对手，中低端市场通达系你追我赶，综合物流服务巨头之梦尚需时日，但为抢占赛道又必须投入资源开始布局。当前，时效件市场竞争者已经进场，电商件市场短期胜负难分，电商平台经过数年摸索储备，逐步跨界入局。
- 未来的中国版快递“三巨头”可能是谁？即将上演的时效市场竞争将如何演绎？电商件市场谁将是最终赢家？



深度解读物流行业发展趋势

- 
- 资源受约束条件下，短期利润增长和长期战略布局之间，企业如何选择？
 - 直营制快递企业如何破解成本困境，具有中国特色的加盟制企业又如何平衡总部与终端的关系？
 - **直营系**：顺丰作为已经胜出的选手，在从优秀到卓越的过渡阶段，如何进行估值？快运市场集中度极低，中高端赛道的德邦，能否持续扩大领先优势？
 - **通达系**：为什么中通能够后来居上，展露巨头之象？为什么韵达上半年业务量增速远超通达系？为什么圆通、申通业务增速遭遇低谷，通过强力调整又能否追回差距？具有互联网基因的追赶者百世，能否持续缩小与行业第一之间的差距？
 - **电商系**：菜鸟到底要做什么，如何盈利？自带流量的京东物流优势是什么，又将如何重塑第三方物流市场？
 - 经过2018年持续调整，行业估值逐步回归。当前时点，如何发掘快递行业投资价值？

方正交运 “新物流时代系列” 报告，给你答案！

韵达股份 (002120.SZ)

通达系后起之秀，成本与效率领跑者

- **中低端市场领先者，优秀管理体系造就成本与服务优势**

近年来，中国的网络购物市场迅速成长，电商的迅速发展，更是带动了快递行业业务量的提升。韵达快递依托“小加盟制”下优秀的管理体系与完善的全国网络，成本管控效果明显，业务量持续攀升，服务质量不断改善，18年底韵达快递市占率更是达到 13.77%，成为行业第二。随着社交电商的不断崛起，轻量化的电商件将助推韵达快递业务打开新的成长空间。

- **巩固快递“护城河”，新业务助力打造综合物流生态圈**

快递行业已经告别了高增速的发展时期，全行业增速将逐步放缓。但是随着物流行业的不断发展，新的市场将会成为快递企业争夺的下一个热点。韵达快递结合自身成本管控优势，将努力构建“以快递核心业务为主体、以周边产品开发和新业态发展为两翼”的综合物流“生态圈”，进一步积极布局快运、仓配、即时配送、跨境物流等业务，开拓新业务的同时，不断巩固快递“护城河”，努力打造综合物流平台，开拓业绩新增长点。


- **成本优势明显，充沛的现金流不断提升盈利能力**


快递行业的规模效应决定了成本是快递企业的核心竞争力，韵达快递经过不断的科技投入与体系化管理，单票成本目前仅次于中通，成本管控得到有效改善。同时，韵达快递充沛的现金流能够支持其他业务不断发展，持续提升企业“造血能力”，新的业务又能产生新的收益，为公司发展带来良性循环。而且，规模效应将持续降低成本，有助于提高公司营运能力和竞争力，不断提升公司盈利能力。


- 预计韵达股份2018-2020年收入分别为138.65、185.34、238.44亿元人民币，净利润分别为26.21，27.82，32.22亿元人民币，对应PE为22.73、21.42、18.49倍
- 首次覆盖，给予“推荐”评级
- 风险提示：电商市场发展不及预期，成本超预期上涨，恶性价格战爆发，网点停摆，新业务发展不及预期

图表1：盈利预测

单位/百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	9985.57	13865.08	18534.32	23843.69
(+/-)(%)	35.86	38.85	33.68	28.65
净利润	1589.32	2621.24	2781.79	3221.81
(+/-)(%)	35.01	64.93	6.12	15.82
EPS(元)	0.93	1.53	1.62	1.88
P/E	49.34	22.73	21.42	18.49

-  **1. 中低端市场领先者，优秀管理体系造就成本与服务优势** **P4**

-  **2. 巩固快递“护城河”，新业务助力打造综合物流生态圈** **P16**

-  **3. 成本优势明显，充沛的现金流不断提升盈利能力** **P27**

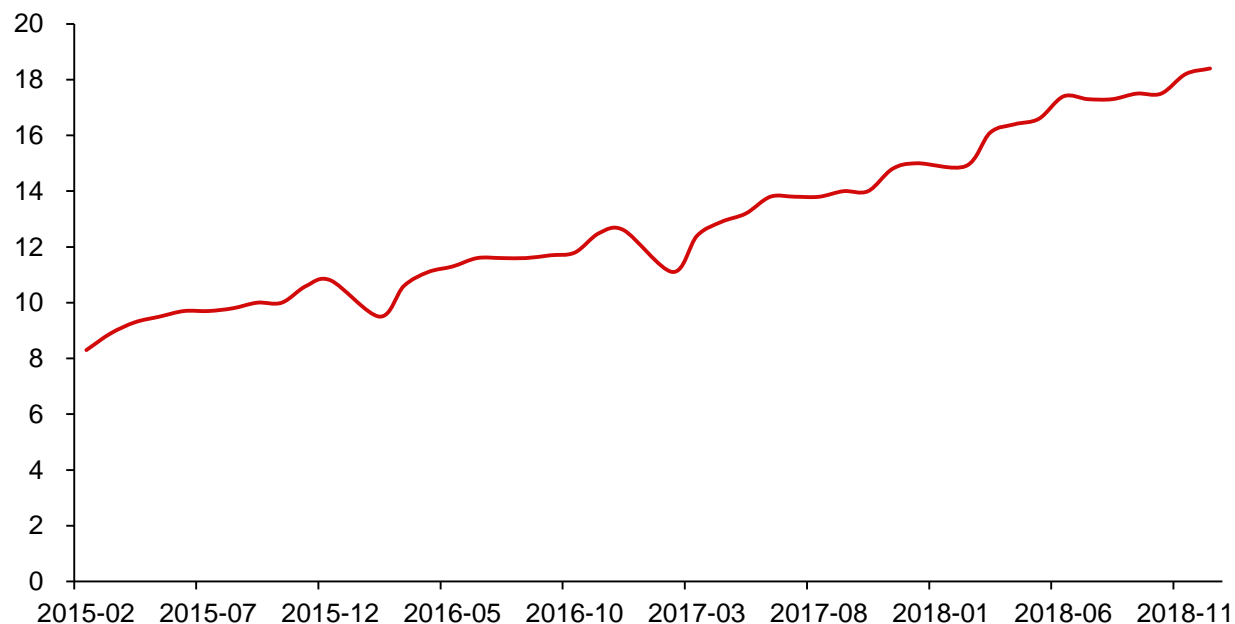
1.中低端市场领先者，优秀管理体系造就成本与服务优势

- | | |
|------------------------------|-----|
| 1.1电商发展势头强劲，不断为快递行业提供发展动力 | P5 |
| 1.2“加盟制”建立全国网络，打造综合物流平台 | P8 |
| 1.3加盟制中的“小加盟制”，有利于控制成本与服务 | P11 |
| 1.4调整派件模式与派费，增强总部话语权，改善公司现金流 | P14 |

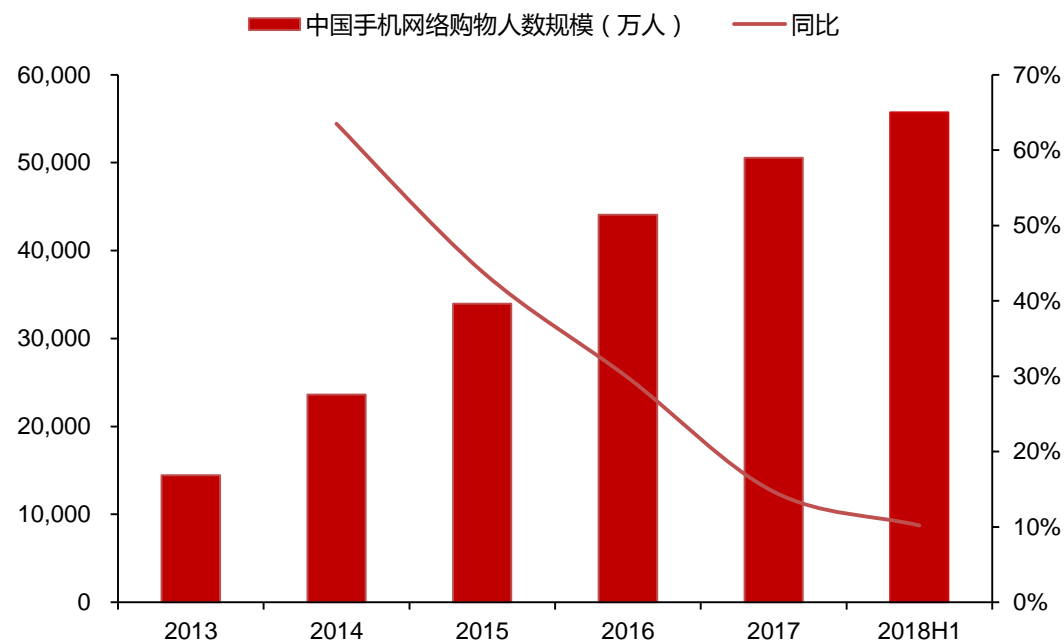
1.1 行业背景 | 电商发展势头强劲

- 电商行业发展前景广阔**：近年来，中国的网络购物市场迅速成长，电商发展迅速，带动了快递行业的发展，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重越来越大，在2018年达到18.40%，并保持着继续上升的趋势。同时，移动端网购规模也在不断壮大，截至2018年上半年，手机网络购物规模达到5.57亿人，同比增长15.98%。相对于PC端，手机端网购更加方便，购物频率更高，未来几年手机网购规模将继续保持较高增长。

图表2：实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重(%)：累计值



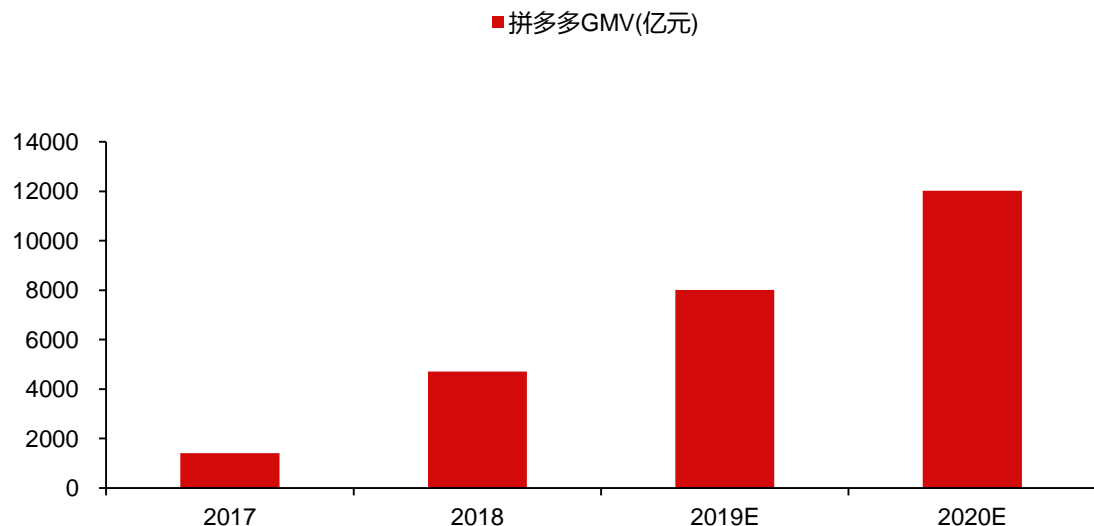
图表3：中国手机网络购物人数规模



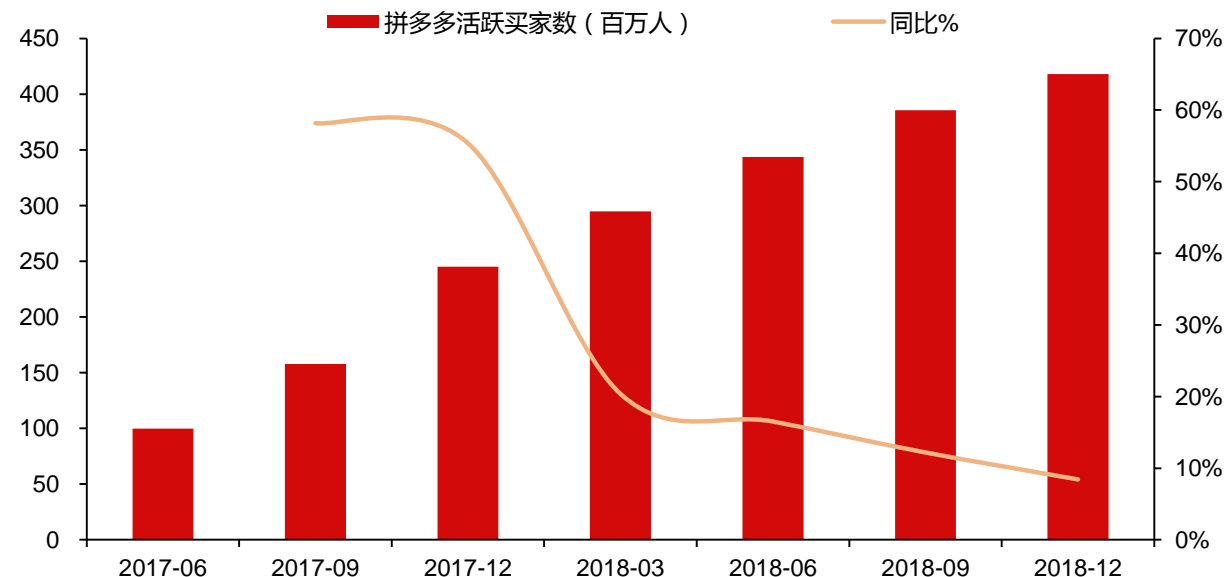
1.1 行业背景 | 社交电商高速发展为快递业提供动力

- 社交电商迅速崛起**：近几年，社交电商迅速崛起，尤其是新晋电商巨头拼多多，通过高性价比平台和微信社交平台扩张迅速抢占中低端消费市场。2017年，拼多多GMV达到1412亿元，活跃买家数量达到2.45亿，2018年拼多多GMV更是达到4716.0亿元，同比增长234%左右，活跃买家数量达到4.18亿，同比增长71%。预计未来拼多多业务将继续高速发展，作为快递行业的上游，不断为快递提供发展动力。

图表4：拼多多GMV增长迅猛



图表5：拼多多活跃买家增长迅速



1.1 行业背景 | 利好政策将继续支持行业发展

图表6：快递行业相关政策文件

时间	文件名	政策内容
2019年	《国务院办公厅关于深入开展消费扶贫助力打赢脱贫攻坚战的指导意见》	深入实施快递下乡工程，完善贫困地区快递服务网络，支持快递企业与农业、供销、商贸企业加强合作，还提出在有条件的贫困地区设立电商产业孵化园，培育规模化电商企业。
2018年	《快递暂行条例》	指出将快递作为城市基础设施，在分拣场的用地、路权、用车标准方面做出保障性规定，并且鼓励多个经营快递业务的企业共享末端服务设施，为用户提供便捷的快递末端服务。
2018年	《国家物流枢纽布局和建设规划》	鼓励发展航空快递、高铁快递、冷链快递、电商快递、跨境寄递，推动快递物流与供应链、产业链融合发展。
2018年	《关于推进电子商务与快递物流协同发展的意见》	第四条第十二项提及“鼓励快递物流企业、电子商务企业与连锁商业机构、便利店、物业服务企业、高等院校开展合作，提供集约化配送、网订店取等多样化、个性化服务。”明确鼓励快递末端发展。
2017年	《关于加强和改进快递末端服务管理工作的指导意见》	积极推进快递入区工程，争取将智慧快件箱和末端投递服务中心等设施列入城市基础设施规划。
2016年	《交通运输部关于推进供给侧结构性改革 促进物流业“降本增效”的若干意见》	切实发挥交通运输在物流业发展中的基础和主体作用，促进物流业“降本增效”，包括完善衔接顺畅的基础网络，构建集约高效的服务平台，提升运输链条的组织效率，健全匹配协调的标准体系，营造规范有序的市场环境。

1.2 发展历程 | “加盟制” 建立全国网络，打造综合物流平台

- 稳扎稳打，业务不断扩张：**随着我国快递行业的蓬勃发展，尤其近几年“新零售”变革催化，电商经济纵深发展等有利因素带动下，韵达凭借“加盟制”快速建立了全国网点，市场份额位于行业前列；同时，韵达快递通过打造多样化的快递产品、积极布局快运业务、同城配送、跨境物流和“末端100米”的即时配送等业务，朝着综合物流服务平台进军。

行业背景

民营快递公司萌芽：改革开放带来民营经济大发展，外贸公司办理出关手续、递送报关单的需求旺盛，但是邮政速递难以满足外贸公司对时效性的需求

电商件推动快递行业迅速发展
淘宝开始催生大量电商件的发展，电商件拉动通达系快递公司迅速发展

国家政策推动快递行业进一步发展
《快递行业“十三五”发展规划》，《物流业发展中长期规划》等颁布促进快递公司进一步发展

快递公司上市潮 顺丰、圆通、申通、韵达在国内借壳上市；中通、百世在美股上市。2016-2017年全部快递公司完成上市融资

1999

快递业务初步发展阶段

韵达成立 1999年，韵达在上海成立
业务扩张 经历三次搬迁
官网上线 2002年，韵达官方网站正式上线
有偿派送 全网络实施有偿派送

2006

快递业务爆发式发展阶段

韵达与电商 2007年，成立**淘宝事业部**；2009年，成为**阿里巴巴**诚信通首批战略合作加盟物流商
机构投资 2011年，获得**复星集团、联想**创投入股；

2014

业务拓展 2014年，**韵达物流园**（华南地区最大干线）开园；2015年，**优递爱**网上购物商城上线；与“零公里速递服务平台”和北京安杰信息科技有限公司，**小小超市、浙江有加利连锁超市，浙江十足连锁便利店和良友便利**合作

2016

综合物流生态圈发展阶段

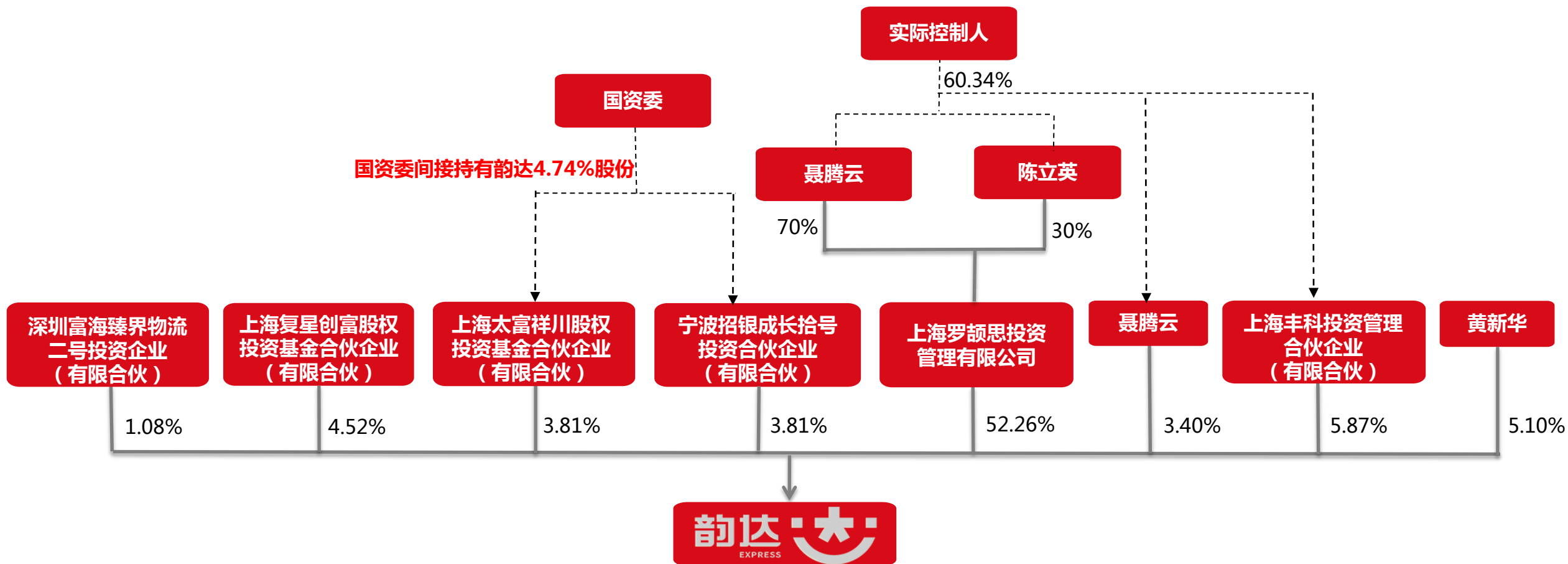
投融资 2015年，投资创建**丰巢**；2016年，获**复星集团、中国平安、招商银行、东方富海、云晖投资**的联合注资；2018年，投资浙江驿站，退股**丰巢**
海外扩张 2014年和2015年，先后在美国、德国、新西兰、印度成立快递服务中心

2018

公司变革

1.2 股权结构 | 战略投资助力发展企业

图表7：公司股权结构



1.2 管理团队稳定 | 高管团队形成人才梯队

- 管理团队优秀，高管人才成梯队，有助于企业长远发展。**管理团队方面，韵达股份管理团队整体较为年轻，高管层除了聂樟清先生和周柏根先生外，其余均为70后和80后，高管年龄有梯度也为公司未来发展做好了人才的储备。同时，在公司总部与加盟商的管理上，一方面，韵达施行限制性股权激励，能够加强公司员工的稳定性；另一方面，韵达通过降低单票收入，让利给加盟商，可以增强各级网点的积极性，增强韵达总部的话语权。

图表8：韵达管理层个人信息

姓名	职务	出生年月	学历	加入韵达时间
聂腾云	董事长、总裁	1976/01	中职	1999
陈立英	副董事长、副总裁	1975/10	硕士	1999
聂樟清	董事	1951/04	初中	1999
周柏根	董事、副总裁	1965/11	高中	2000
赖世强	董事、副总裁	1977/10	专科	2005
杨周龙	董事、副总裁	1980/01	博士	2010
王红波	董事	1969/03	硕士	2016
白涛	董事	1978/07	硕士	2010
符勤	董事、副总裁、董事会秘书	1976/09	硕士	2015
谢万涛	副总裁，财务总监	1970/01	本科	2016

公司与员工

推行股权激励

- 第一期股权激励授予105.5万股，占总股本0.08%；第二期股权激励授予180.4万股，激励对象288人，占总股本0.15%；
- 2016年7月，上海云韵投资管理有限公司将其持有的1%股权转让给员工持股平台丰巢科技。

总部与加盟商

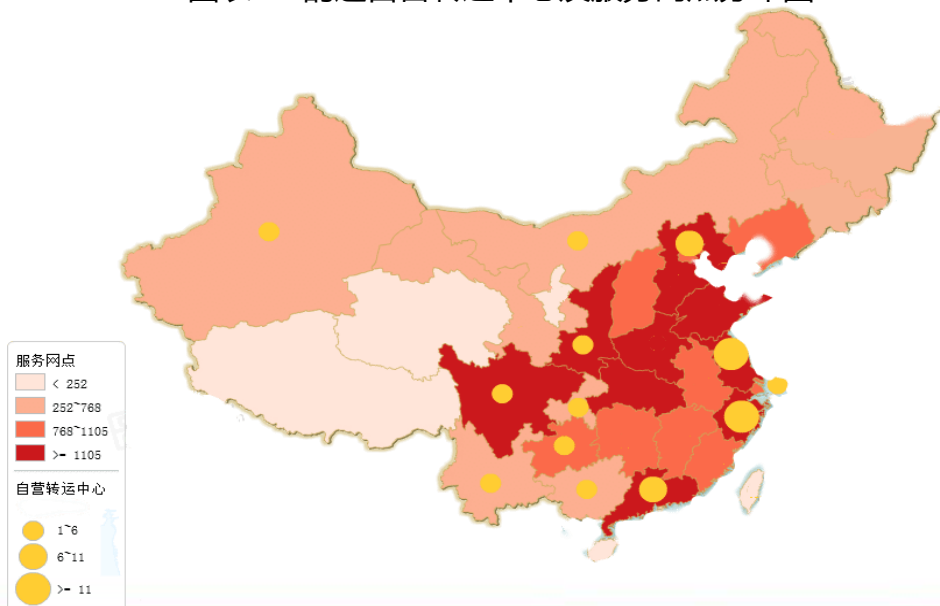
降低单票收入

- 提升末端网点竞争力，增强网点的积极性与稳定性
- 搭建沟通平台，举办“战略研修班”**
- 提升经营能力和盈利水平
- 实施“星火计划”**
- 推进全网服务更加标准、专业和精细，持续巩固服务优势
- 开发“韵掌柜”“韵镖侠”**
- 提升加盟商业务运营管控能力，解决“最后一公里”痛点。

1.3 经营模式 | “小加盟” 制度有利于控制成本，保证服务质量

- 加盟制中的“小加盟制”**：随着快递公司经营业务的不断拓展，总部对于成本和服务管控能力的不断提升，快递企业的经营模式必然会由单一加盟模式和直营模式向“自营、加盟、代理混合模式”转型。韵达采取“枢纽转运中心和干线网络自营、终端揽派加盟相结合”的“小加盟商制”，运营模式更为平台化、扁平化，所有自营枢纽转运中心的设立、投资、运营、管理由韵达总部负责，收派两端由具备快递经营许可资质的加盟商提供服务，既能保证成本又能保证时效服务。
- 转运中心全自营，有助于控制成本与服务**：截至2018年6月，韵达拥有20423家配送网点，在全国设立了54个转运中心，实现了全自营化，总部对转运中心和全网有较强的管理和控制能力。韵达经营模式既有利于实现对票件分拣、中转、运输等物流核心环节**服务质量和全程时效水平**，又有利于**服务网络的快速扩张**、灵活配置终端资源，同时**有利于保持较高的资产周转效率和健康的投资回报率**。

图表9：韵达自营转运中心及服务网点分布图



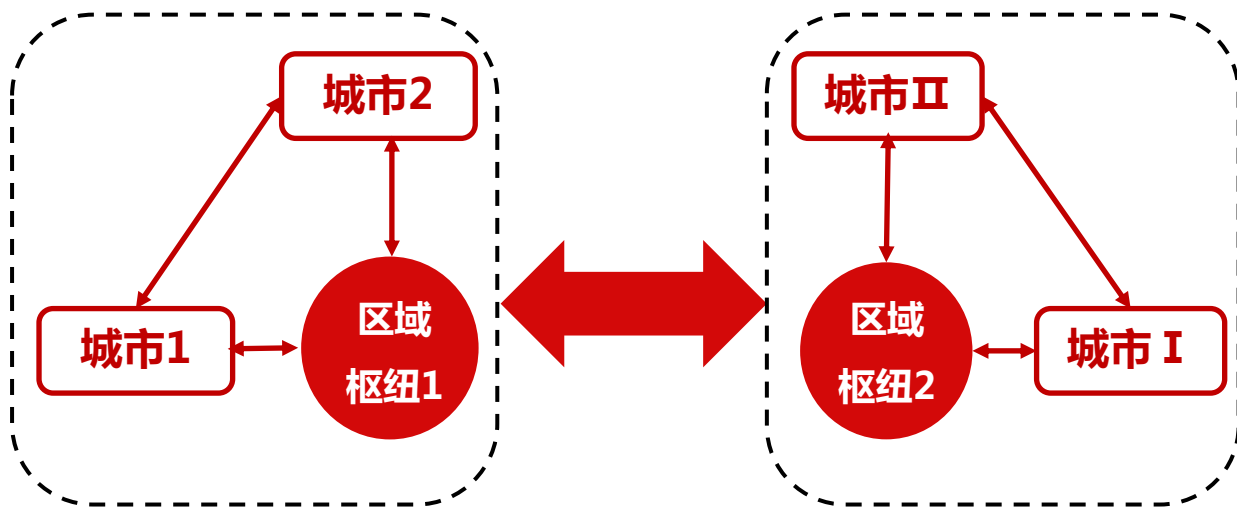
图表10：直营与加盟两种模式优劣势比较

	优点	劣势	适用市场	适用时期
加盟制	资产模式轻，扩张成本低，扩张速度快 成本低，价格竞争力强 网点自负盈亏，操作灵活	管控能力较差，网点容易出现异常 服务水平难以统一 战略布局推行阻力大，资源调配能力弱	价格敏感度高 时效敏感度低 质量敏感度低	高速扩张期
直营制	服务标准化，客户体验佳 全局反应快，资源调配强 各业务网络共享，协同效应明显 提供物流供应链一揽子解决方案	扩张成本高，扩张速度慢 末端经营因为高度统一导致灵活性差	价格敏感度低 时效敏感度高 质量敏感度高	

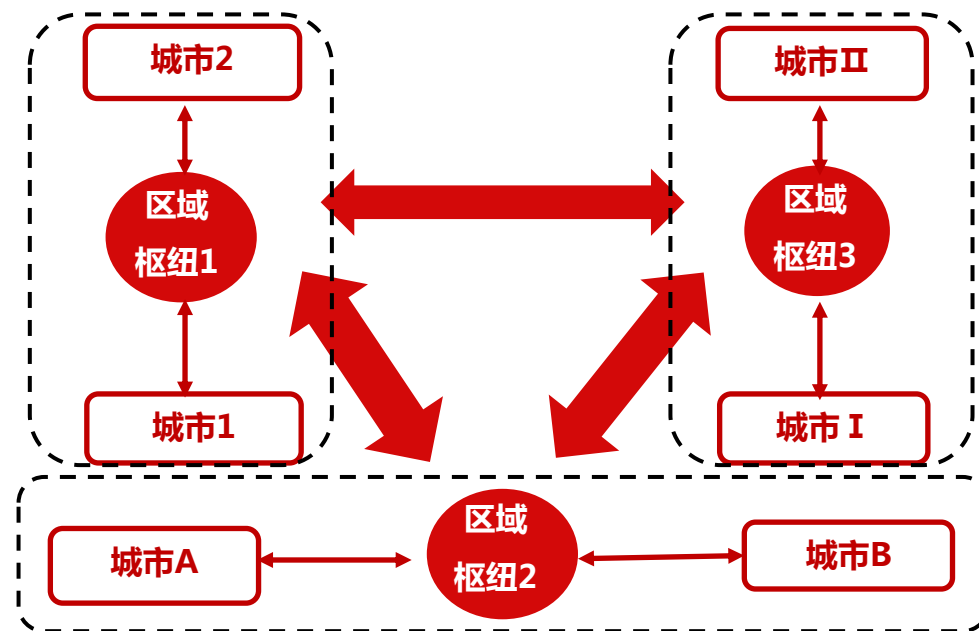
1.3 经营模式 | “轴辐式+点对点”网络，扁平化运营模式

- 轴辐式可以提升物流枢纽间的规模运输效应，降低分拣成本，但当节点业务量足够大时，分拣和运输成本上升；点对点式干线运输效率更高，可以降低部分分拣成本。**韵达采用“轴辐式+点对点”的路由转运形式，可以降低空载率，提高运营效率。**此模式对路由规划有技术要求，有一定的进入壁垒。在业务量达到一定规模时，这种模式比起轴辐式可以**更大程度降低成本，提升时效。**

图表11：一级路由转运形式



图表12：多级路由转运形式



1.3 经营模式 | “点对点+自跑” 运输模式可以大大降低运输成本

- 韵达采用加盟商自跑和点对点的运输模式，能够有效地提高运输效率并降低运输成本。点对点信息化水平和路由规划要求高，因此，韵达采用智慧路由管理系统，通过平台对车辆信息进行跟踪监控，实时掌握路由货量信息，及时调整车线、规模效应要效益。

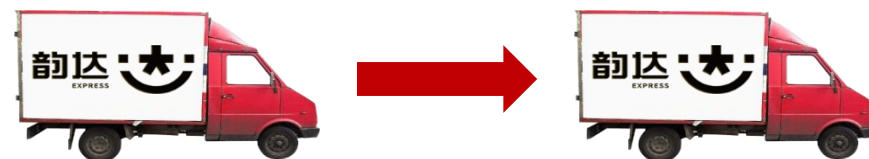
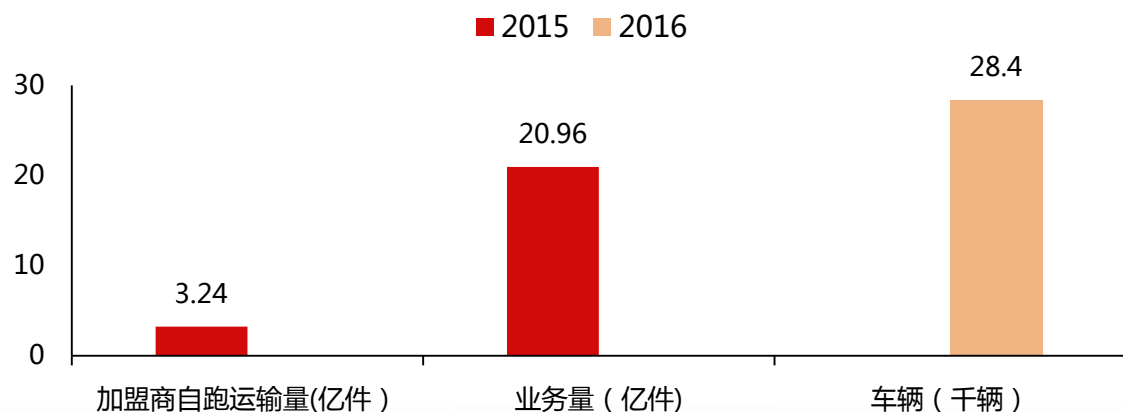
图表13：韵达运输模式

运输模式	内容	目的
点对点	针对旺季和个别快件发出量较大的市场，韵达货运会依据发出货量，安排点到点的运输通道	减少时效损失 降低成本
自跑	对发货量较大的加盟网点，在满足装载率要求的情况下，由加盟商申请并经韵达货运批准，加盟商的快件不经始发转运中心直接送达末端转运中心处理	减少始发分拨操作 降低运输成本 降低人工成本

图表14：韵达智慧路由系统

系统	目的
ORACLEO TMS运输管理系统	通过大数据的路由推演优化路由线路 提高运能和网络效率 降低成本
“神行者”智能运力管控平台	可视化监控车辆行驶状况
SOA/BPM工作平台	保证业务连续性 保证系统稳定性 保证系统安全性

图表15：韵达运输量及运输车辆



1.4 调整派件模式 | 增强对下游的控制力

- 韵达将于2019年1月1日起在全网范围内对现行派件模式进行调整，由原来的“揽派两端加盟商（网点）之间直接进行派件服务”调整为“统一由公司通过向派件端加盟商（网点）采购服务的形式向揽件端加盟商（网点）提供派件服务”。

旧模式

总部和加盟商分工：总部只负责分拣和转运环节，在揽收和派送两个环节，是由揽件端的加盟网点和派件端的加盟网点自行负责的，一个核心的体现是，两者在财务上直接支付和结算有偿派费。

加盟商间结算方式：派费虽然由揽派两端的加盟商直接、自行结算，但出于管理的需要，韵达总部主导研发了用于加盟商管理和其资金结算的专项系统。所有的加盟商都通过这个系统来结算派费。

新模式

在全网的快递派送服务中，公司将向揽件端加盟商(网点)提供面单销售、中转运输、**快件派送**、物料销售等服务。

- 公司将通过向实力强、服务好的目的地加盟商(网点)采购派件服务的形式，由公司向揽件端加盟商(网点)提供包裹派送服务。
- 按照快递服务标准等多个指标，遴选、确定多个不同的派件服务供应商。
- 公司将自主选择、采购任一派送服务供应商，提供该区域某单快递的派送服务，并根据派件服务质量，进行考核、评价、奖惩乃至剔除服务资格。
- 在此过程中，公司将向揽件端加盟商(网点)收取相应服务收入，在会计核算时确认为派费收入；同时，公司将向派件端加盟商(网点)支付派件费用，在会计核算时核算派件成本。

1.4 调整派件模式 | 改善公司现金流

- 这次调整是基于对末端服务的现实管控要求及对未来长远发展的打算，此次调整也会对韵达快递服务经营产生一定的影响。

①对公司快递服务网络：

- 公司现有快递服务网络的数量、业务覆盖度等不会因本次调整发生重大变化。
- 公司将与所有加盟商重新签订修订后的《特许经营（加盟）合同》，并就派件服务、定价依据、三方权利义务等进行明确约定。
- 有利于**强化总部管理**，公司将借助信息化能力和快递网络管理体系，尝试优化完善末端服务管理管控标准、派件供应商的遴选考核标准、奖惩标准等，打造管理规范化、服务标准化、供应商动态遴选的快递派件服务网络。

②对公司快递收派模式：

- 有利于实施**收派分离**。在经过此次调整后，派件的网点局限性有了一定的改善，到达加盟商网点的快件，可能交给其他“派件服务供应商”来派送，也有可能引入第三方平台，通过招标参与派送，在不触及加盟商收件利益的前提下，以此来提高服务质量跟派送效率，也有利于形成良性竞争，提升整体服务水平，降低成本。

③对公司财务情况的影响：

- 本次调整后，公司快递服务收入主要包括面单销售收入、中转运输收入、**派费收入**和物料销售收入。公司进行账务处理时，将向揽件端加盟商（网点）收取的有偿派费款项确认为“预收账款-预收派送费”，派送服务完成后结转收入。
- 派费的收取一定程度上扩大了营收规模，**公司资金占用量增多**，根据行业内派费情况，假设2019年韵达单票派费为1.38元，2019年韵达营收规模将增长131亿元，平均每月扩大10.92亿元。

统筹管理

开放业务

引入三方

提升服务

鼓励竞争

降低成本

2.巩固快递“护城河”，新业务助力打造综合物流生态圈

2.1 快递业务持续增长，不断巩固成本与服务优势

P17

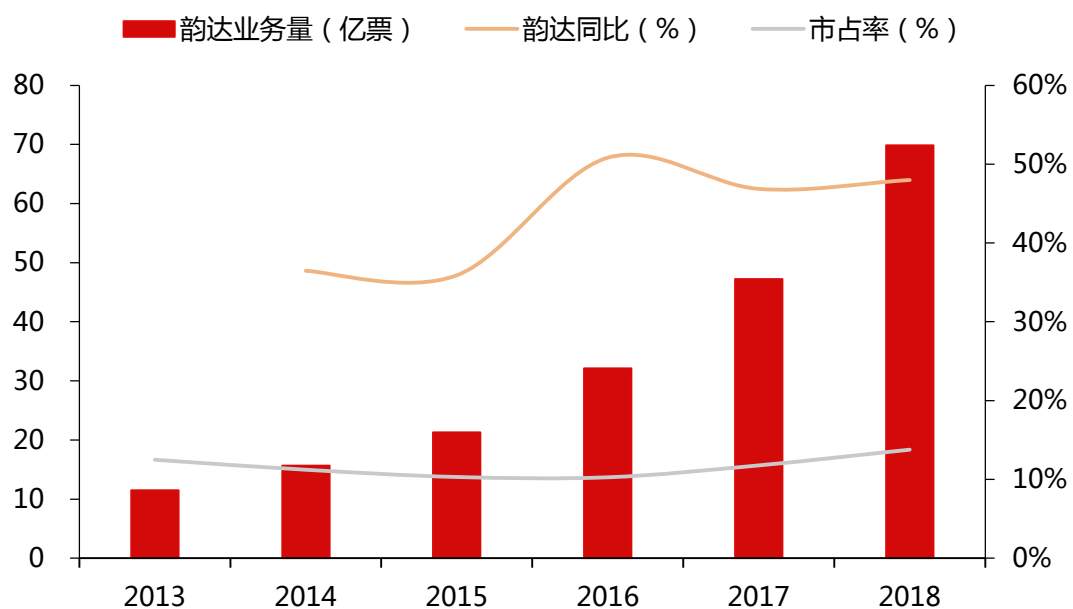
2.2 “一体两翼”，打造综合物流生态圈

P20

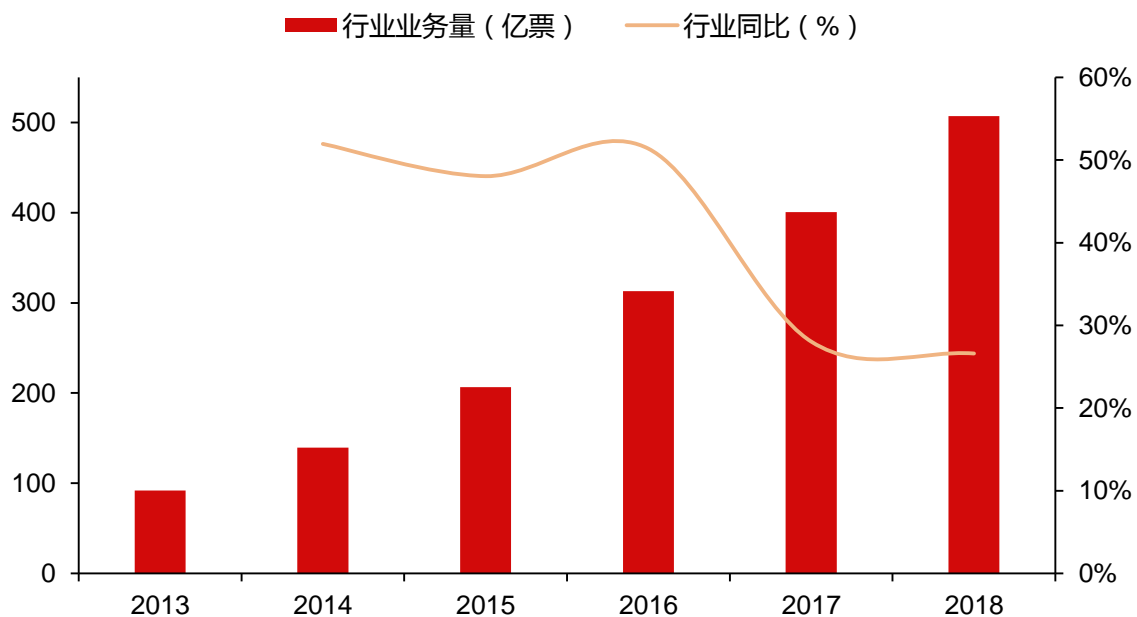
2.1 经营概况 | 快递业务量保持高速增长，远超行业平均

- 快递业务是韵达快递业务核心**：近五年快递行业业务量持续上涨，韵达快递业务量增速均在30%以上。18年完成业务量69.85亿件，同比增长47.99%，远高于行业平均增速26.60%。这主要源于轻量级电商件数量的变化，由于拼多多等的社交电商产生的电商件数量快速爆发，韵达业务量不断提升。

图表16：韵达业务量及市占率不断提高



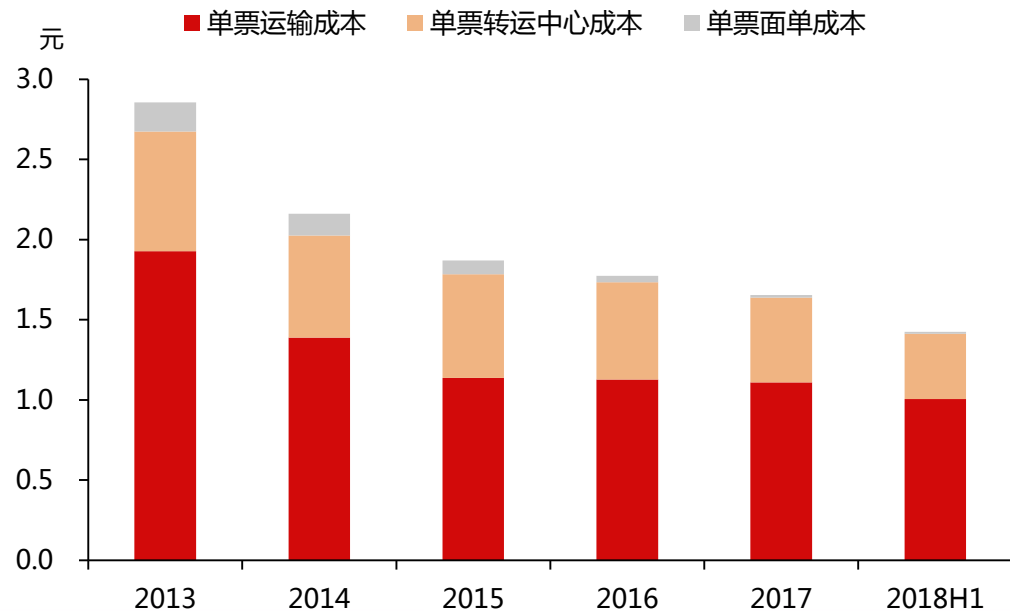
图表17：行业业务量及同比增速



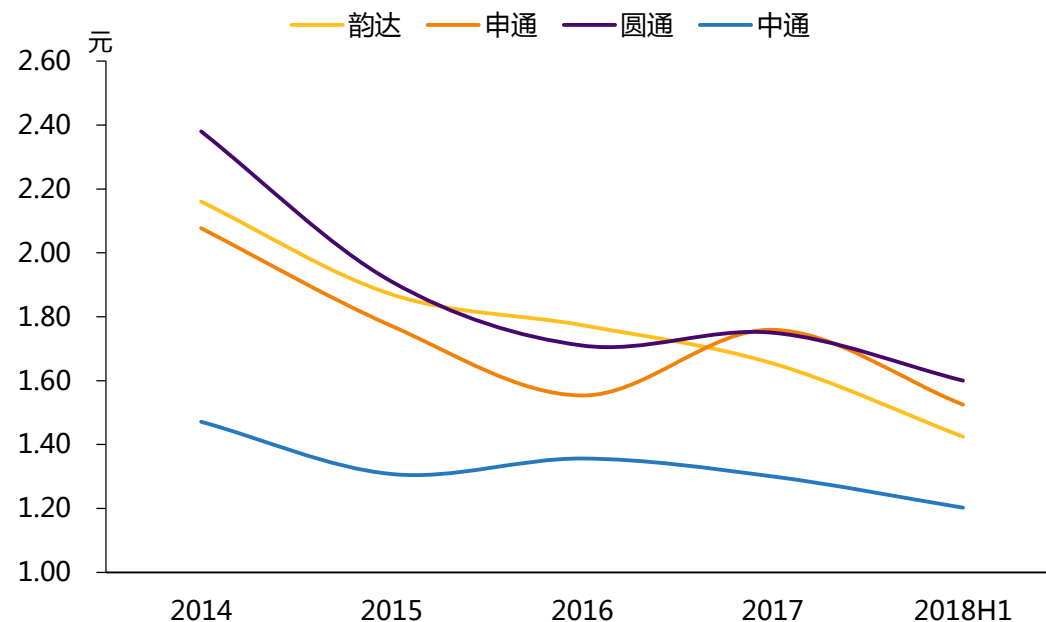
2.1 经营概况 | 优秀的单票成本管控能力

- 总部的运营成本=中转运输成本+中心操作成本+面单成本
- 在消除自跑直营影响后测算出韵达从2013年到2018年6月，韵达单票成本从2.86元/件下降至1.42元/件，累计下降1.44元/件，成本端改善十分明显。韵达的单票成本不断降低，在通达系中排名第二，仅次于中通。
- 2013年后将转运中心数量由80余个降低到50余个，单票转运中心成本大大降低。同时，点对点+自跑的经营模式也极大的节省了总部的运输成本。

图表18：韵达单票成本持续降低



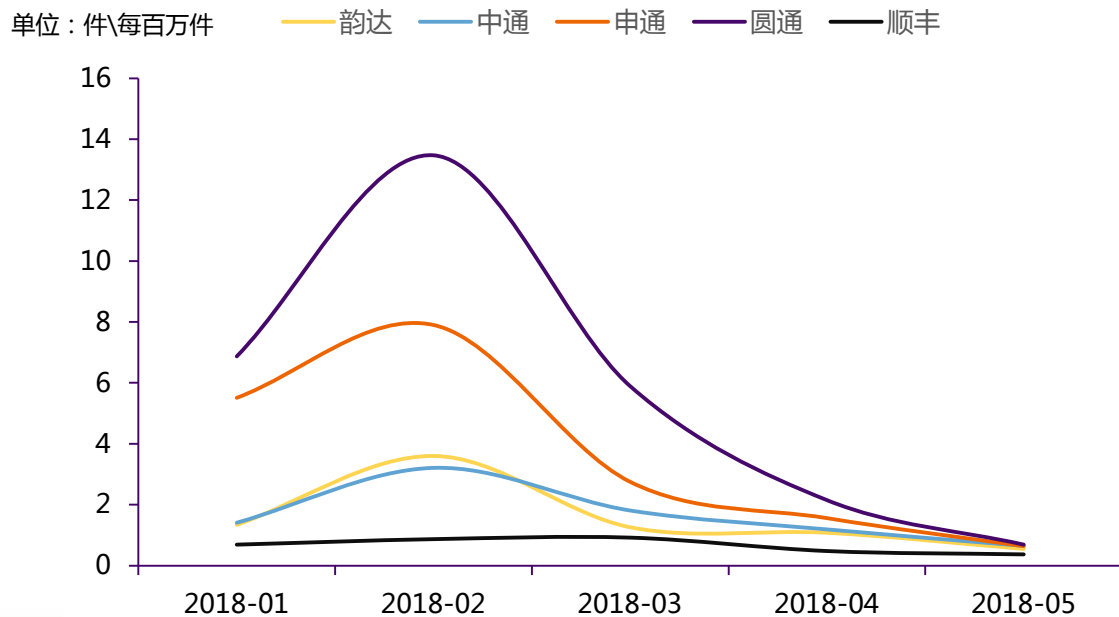
图表19：通达系实际单票成本变化对比



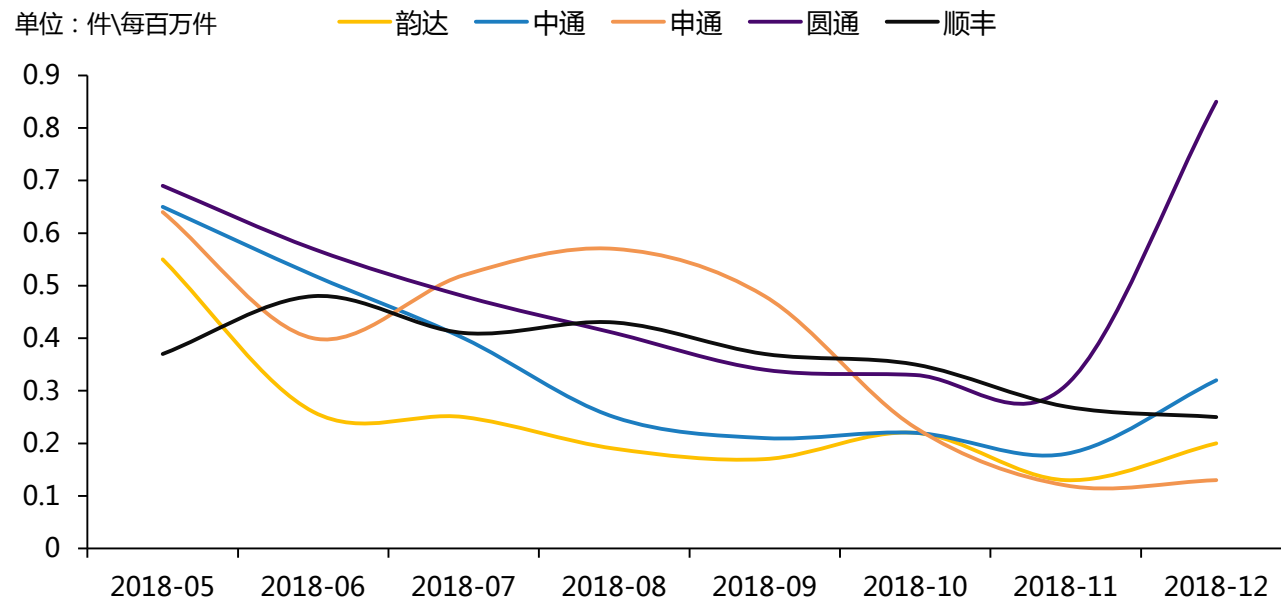
2.1 服务品质 | 申诉率在“通达系”+顺丰中处于较低位置

- 近年来，韵达申诉率不断走低，远远低于行业平均水平，服务质量高。从历史数据观察来看，韵达有效申诉率长期低于0.5。2018年12月，韵达快递服务消费者有效申诉率为0.2件/每百万件，低于全国平均水平。
- 韵达申诉率低，长期处于“通达系”+顺丰中的较低位置，申诉率排名第二，服务质量高，已经在快递行业中树立起优质的服务品牌。

图表20：韵达申诉率持续降低（2018年5月前）



图表21：韵达申诉率达到行业最低（2018年5月-2018年12月）



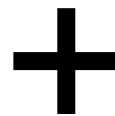
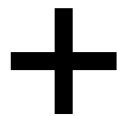
2.2 一体两翼 | 打造综合物流生态圈

- 快递行业已经告别了高增速的发展时期，全行业增速将逐步放缓。但是随着物流行业的不断发展，新的市场将会成为快递企业争夺的下一个热点。韵达快递结合自身成本管控优势，将努力构建“以快递核心业务为主体、以周边产品开发和新业态发展为两翼”的综合物流“生态圈”。

发展战略

新业务、新业态

金融平台
投资平台
广告业务



快递周边产业链

韵达快运
韵达云仓
韵达国际

快递服务

项目快递管理综合服务
电子商务快递服务
OFFICE快递服务
到付件/贵重物品/当天件
签单返还/代收快递
国际快递/港澳台专线快递

快运业务

电商大件：30-100kg
小票零担：100-500kg
大票零担：500kg以上

仓配服务

智能分仓发货服务
基于大数据分析的补货模型
仓储增值服务
配送增值服务
联合仓系统平台
项目服务—仓配体系规则

末端服务

网点
智能柜
共同配送
物业

末端100米
最后一公里
合作便利店

跨境业务

德国韵达
日本韵达
韩国韵达
美国韵达
香港韵达
澳大利亚韵达

南非韵达
欧洲韵达
加拿大韵达
新、马韵达
丹麦韵达

快递及周边产品服务

2.2 快运业务 | 瞄准中低端快运市场

百世在**2012年**收购全际通，成立百世快运，截至2017年12月，覆盖全国，9500+个站点，100%省市覆盖率，98%区县覆盖率。

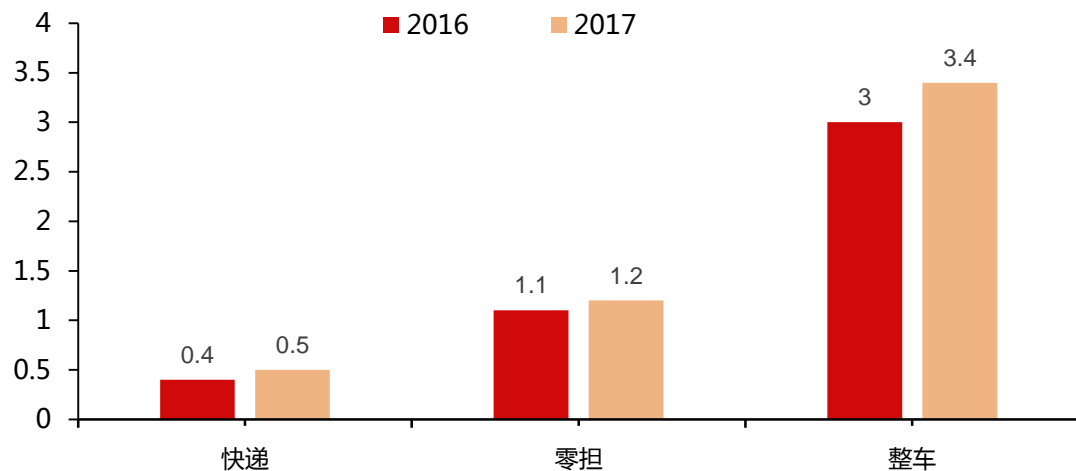
顺丰**2014年**推出重货产品，定位中高端市场，现已包含重货快运、重货专运、重货包裹和小票零担在内的快运服务。

中通**2016年**进入快运领域，目前已拥有超6600家网点，2018年总发货量近300万吨，结算营收超16亿元。

圆通于**2017年3月**开通快运服务，打造电商大件、零担、整车产品服务，定位中高端快运市场。

韵达在**2017年10月**开展快运业务，主营产品含三类，已拥有7000家网点。

图表22：2017年我国公路货运细分市场规模（万亿）



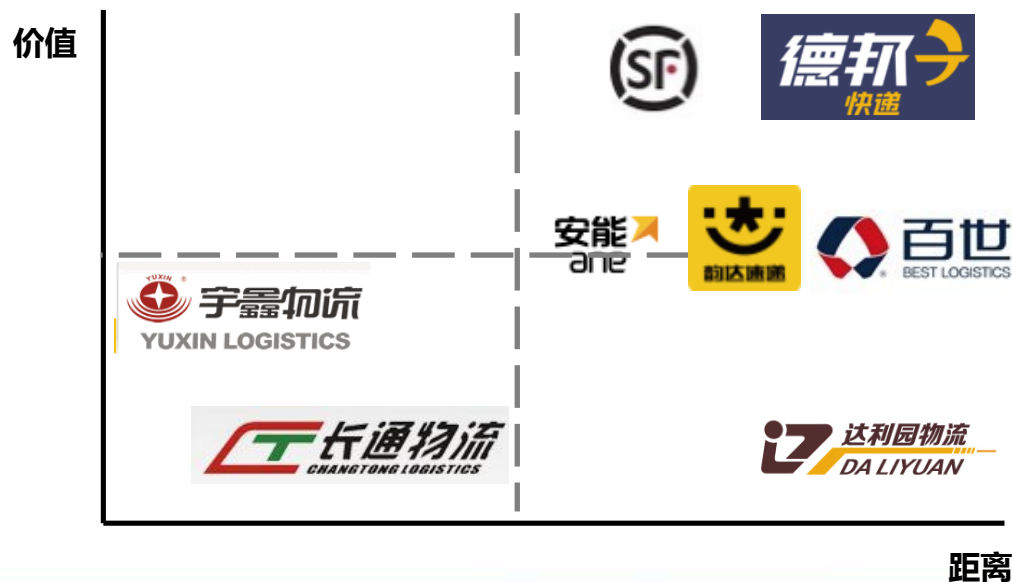
图表23：几大快递公司主营零担产品

品牌	产品	公斤段/时效划分
韵达	电商大件	30-100kg
	小票零担	100-500kg
	大票零担	500kg以上
中通	小票零担	10-300kg
	大票零担	300kg以上
	标准快运	时效产品
百世	惠心件	5-60kg
	S3电商大件	60-180kg
	S10标准小零担	180-600kg
	T托盘运输	600kg以上

2.2 快运业务 | 瞄准中低端快运市场

- 目前高端市场基本被德邦与顺丰占领，从德邦与顺丰的网络形态与运营模式来看，两家都是全网型直营企业，揽货能力强，运输时效稳定性高，对于后期申诉有保障，可以凭借高服务质量得到高端客户的青睐。韵达将新快运业务瞄准了千亿以上规模的中端快运市场，面对的是**百世、安能、中通等竞争对手**，与同为**加盟商模式**，且同快递业务也很出色的中通和百世相比较，韵达和他们推出的快运服务同质化程度很高，完备的服务体系和价格成为了当前竞争的关键。
- 市场集中度低，中端零担市场格局尚未形成，市场上没有绝对优势方。由于零担单位成本高，不计成本进行价格战不利于企业发展，尤其是对于百世、中通尚处于盈利的边缘的公司，由于韵达在快递业务成本控制方面行业领先，在其优秀的快递业务的成本管控基础上，有助于快运业务的迅速成长。

图表24：零担市场竞争格局示意图



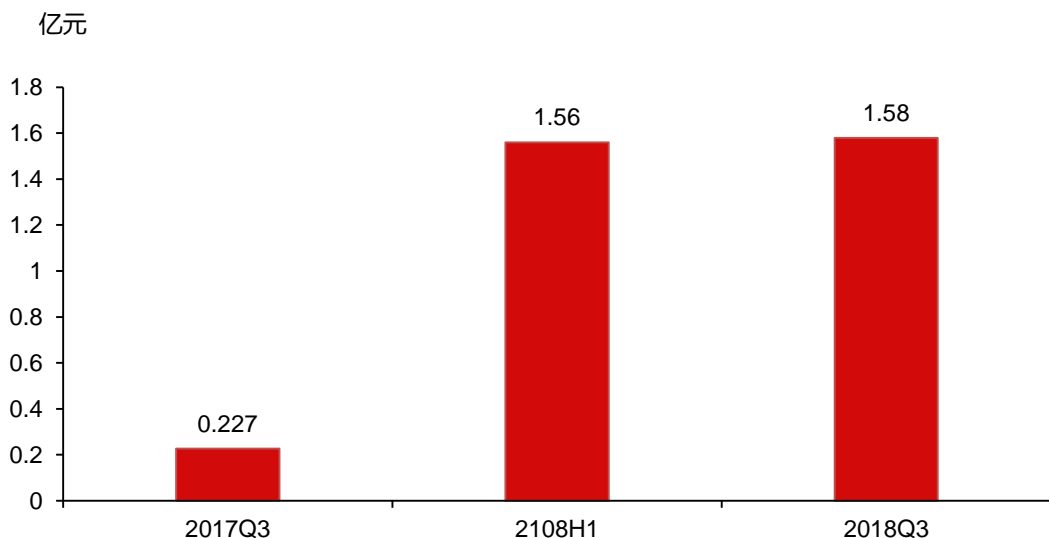
图表25：上海青浦到河南郑州登封产品价格

品牌	产品/划分	重货 (元/公斤)	泡货 (元/立方)	起步价 (元)	时效 (天)
百世	零担快运	1.75	350	45	3
中通	小票零担	1.7	340	80	2-3
	大票零担	1.6	320	80	2-3
	800kg以上	1.5	300	80	2-3
韵达	40-200kg	2.8	560	120	4
	200kg以上	2.6-2.7	520-540	120	4
安能	零担快运	2	400	80	3-4

2.2 快运业务 | 韵达快运发展迅速

- 快运业务营收增速较快**：由于韵达在业内出色的品牌效应和快递业务作为基础，其快运业务的发展速度十分迅猛。**截至2017年底，已开通2737家网点**，市级覆盖率达96%，场地面积15万平方米，开通线路257条，快运业务完成业务量6.45万吨，实现快运服务收入2270.28万元，营业成本为2580.35万元，略亏310万元。2018年上半年，韵达快运业务量达到44.2万吨，**快运业务收入1.56亿元，占营收比例2.64%**。2018H1，韵达快运已开通网点4444家，较年初增长62.37%，市级覆盖率达97%，场地面积约25万平方米，较年初增长66.67%；开通线路544条，较年初增长111.67%，快运业务不断升级。
- 快运业务接近盈利水平**：2018Q3，韵达**单季实现快运收入1.58亿元，已超上半年快运营收**，而营业成本为1.83亿元，略亏0.25亿元，其快运业务即将实现盈利。这一方面表明快运市场的需求巨大，另一方面也是韵达在该领域具备核心竞争力的体现。而且韵达作为老牌快递公司，依托快递业务市占率不断提升的优势，快运业务未来发展可期。

图表26：韵达快运营业收入不断提高



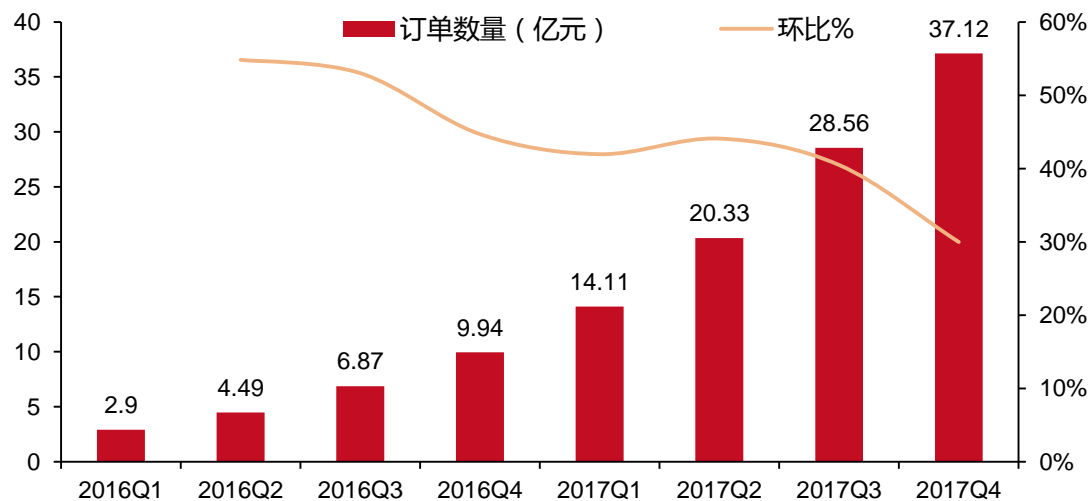
图表27：韵达市占率持续提升

	韵达市占率	申通市占率	圆通市占率	中通市占率	百世市占率	顺丰市占率
2012	8.00%	12.00%	10.00%	6.00%		20.00%
2013	12.95%	16.00%	13.93%	11.65%		11.97%
2014	11.23%	16.52%	13.30%	13.01%	5.27%	11.53%
2015	10.31%	12.42%	14.67%	14.25%	6.78%	9.53%
2016	10.27%	10.42%	14.26%	14.38%	6.92%	8.25%
2017	11.78%	9.73%	12.64%	15.52%	9.41%	7.62%
2018	13.80%	10.10%	13.10%	16.90%	10.80%	7.60%

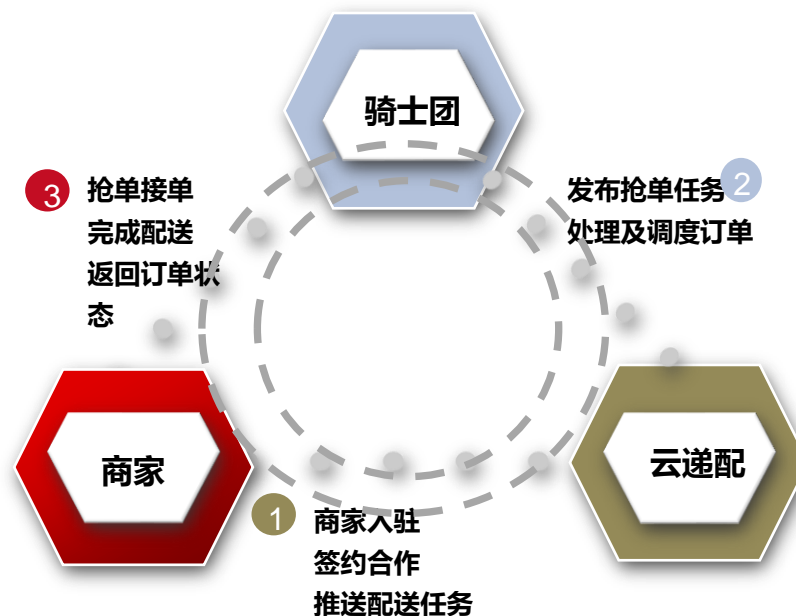
2.2 同城配送 | 行业发展潜力较大，韵达业务发展仍需时间检验

- **即时配送行业潜力巨大**：根据国家邮政局统计，2017年同城快递市场规模达到734亿元，即时配送936亿元，总计约1600亿元。智研咨询推测同城快递未来3年复合增速达到25%，即时配送复合增速50%，**预计2020年同城配送市场规模将达到4592亿元。**
- **韵达即时配送处于发展初期**：韵达于18年3月切入即时配送领域，由于韵达进入同城配送领域时间较晚，目前的市场份额有限，虽然行业存在巨大发展潜能，但想在短时间内将同城配送业务实现全国大范围的覆盖，不是一件容易的事情，而且目前韵达上线的“云递配”产品较市场上同类产品仍有一定差距，与“闪送”以及“达达”相比，覆盖面积较小，上门取件的时效性较低，而且“达达”在同城服务中提供“帮买”服务，所以就当前市场来看，韵达虽然有着完备的系统 and 平台，但想迅速扩大规模，还需要时间。

图表28：即时配送行业订单规模增长情况



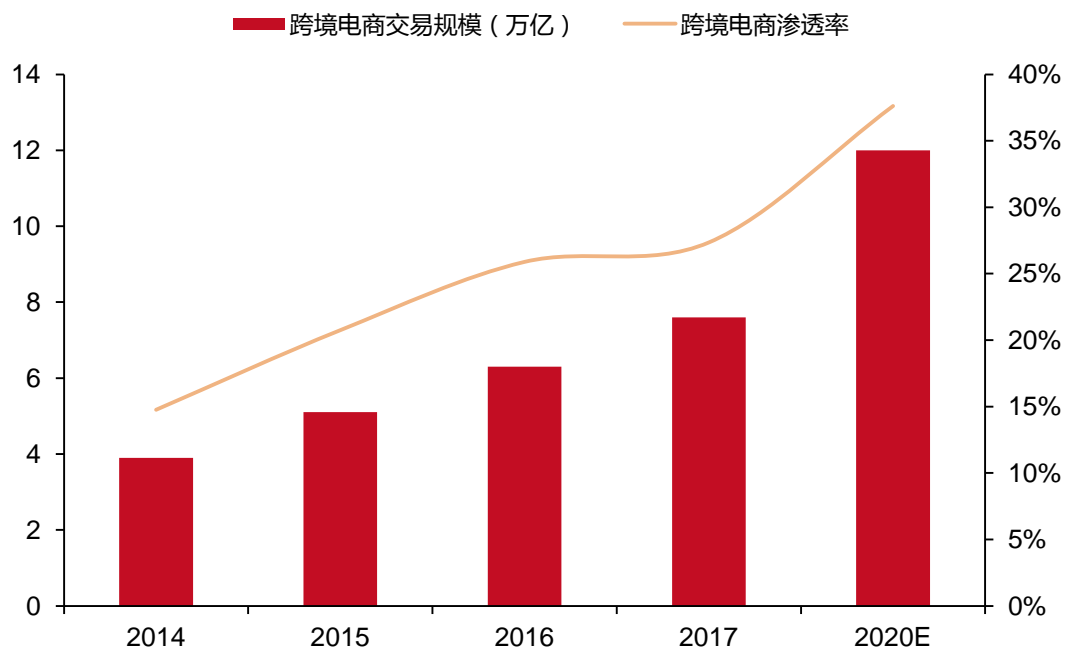
图表29：韵达即时配送运营模式



2.2 跨境物流 | 行业未来增长空间大，韵达增速较快

- 市场规模和行业增速预测**：根据尼尔森咨询公司预计，我国跨境电商未来五年将增长300%，年复合增速超过50%，未来发展空间巨大。跨境电商的高速增长将成为各第三方快递公司国际业务的主要推动力。国家邮政局数据显示，2017年我国国际/港澳台快递业务量完成**8.3亿件，同比增长33.8%，而行业整体增速为28%。2018年前7月国际/港澳台快递业务量完成6.1亿件，同比增长43.2%，增速超行业整体增速15.7个百分点，连续14个月高于行业整体增速。**

图表30：跨境电商交易规模和渗透率逐渐提升



①**韵达国际业务布局较快，已经形成全球网。**截至 2018年上半年，韵达已相继开拓了包括德国、法国、荷兰、加拿大、新西兰、新加坡、韩国、日本、香港等36个国家和地区在内的国际快件物流网络。

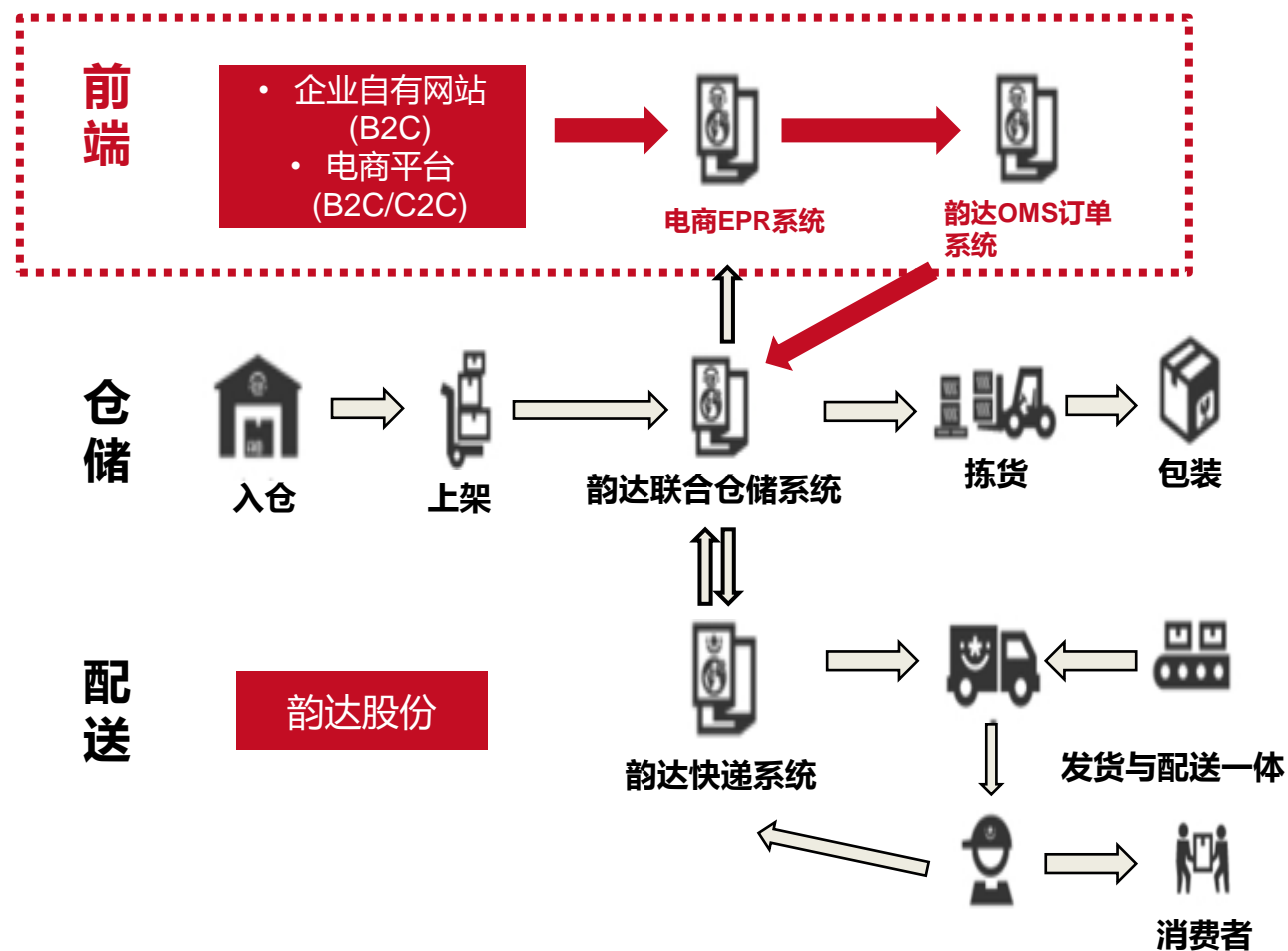
②**2017年，公司进口业务同比增长超过273%，截至2018H1，公司进口业务同比增长111%，出口业务同比增长68%。**2015年，上线了优递爱跨境电子商务平台，目前商城销售品类范围涉及母婴用品、营养保健、美容护肤、食品酒类、个人护理、生活电器、户外用品、居家厨卫等类目，同时已开设美国馆、德国馆和韩国馆三大国家专属版块。

③**韵达大力投入的信息化和智能化，助力国际业务的发展。**公司非公开发行募集的39.2亿元中有6.96亿预期投入在供应链智能信息化系统建设项目上，并且目前已经具备**全球货运跟踪系统、运单及订单管理系统和海外仓储系统**，有利于提高跨境物流的效率。

2.2 仓配服务 | 以“联合仓”为主体的仓配一体化服务体系

- 2016年，韵达开始打造其仓配一体化业务，其目前的仓配服务主要包括仓配一体化服务、智能分仓发货服务、供应链解决方案、联合仓系统平台和项目服务。仓储与配送作为电子商务后端的服务，主要解决卖家货物配备和组织对消费者的配送。韵达已经形成了专属的仓储管理流程体系和完备的仓配一体化解决方案。在前端依托于韵达自己研发的OMS订单系统，仓储依托于韵达联合仓储系统，配送则依托于韵达快递系统。
- 韵达十分重视仓配一体化服务的发展，在非公开募集的39.2亿元资金中，有1.36亿元用于智能仓配一体化转运中心的建设。截至2018H1，韵达可利用仓库资源（联合仓）达418个，面积超过160万平方米，已经对接淘宝天猫、京东、一号店、唯品会等主流电商平台。可以看出韵达较其他传统快递行业提前向综合物流企业转型，加之其强大的平台以及系统支撑，看好韵达在仓配一体化领域的发展。

图表31：韵达仓配一体化解决方案



3.成本优势明显，充沛的现金流不断提升盈利能力

- | | |
|--------------------------|-----|
| 3.1成本端：单票成本降幅明显，结构不断优化 | P28 |
| 3.2收入端：单票收入业内领先，其他业务持续增长 | P30 |
| 3.3支出端：持续增加研发投入，降本增效 | P32 |
| 3.4现金流：现金流充沛，持续提升“造血能力” | P35 |
| 3.5利润端：利润水平较高，不断提升盈利能力 | P39 |

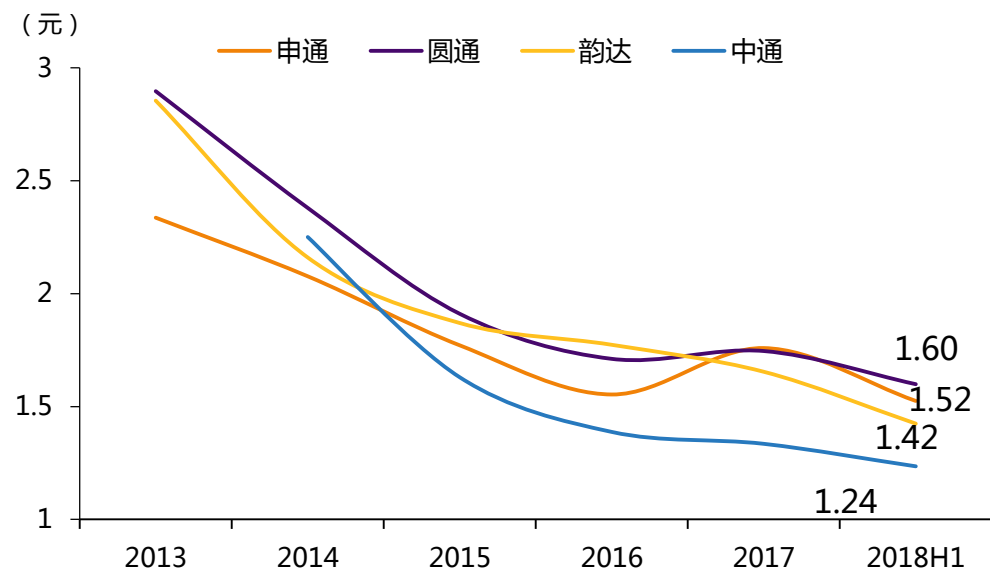
3.1 成本端 | 单票成本降幅明显，结构不断优化

- **单票成本降幅明显**：近年来，韵达快递单票成本不断压缩，至2018H1达历年最低水平。这体现了韵达内部较好的成本管控能力，为韵达在业内激烈竞争中增加竞争实力。
- **单票成本结构不断优化**：普及电子面单后，面单成本降至每单0.01元。2018年市占率提升，边际规模效应渐显带动下，2018年年中较2017年年末相比降幅近10%，单票运输成本降幅突出。（注：单票成本为标准化后）

图表32：韵达单票成本结构不断优化

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
单票运输成本（元）	1.93	1.39	1.14	1.13	1.11	1.01
单票中心操作成本（元）	0.75	0.64	0.65	0.61	0.53	0.40
单票面单成本（元）	0.18	0.13	0.09	0.04	0.02	0.01
单票成本（元）	2.86	2.16	1.88	1.78	1.66	1.42

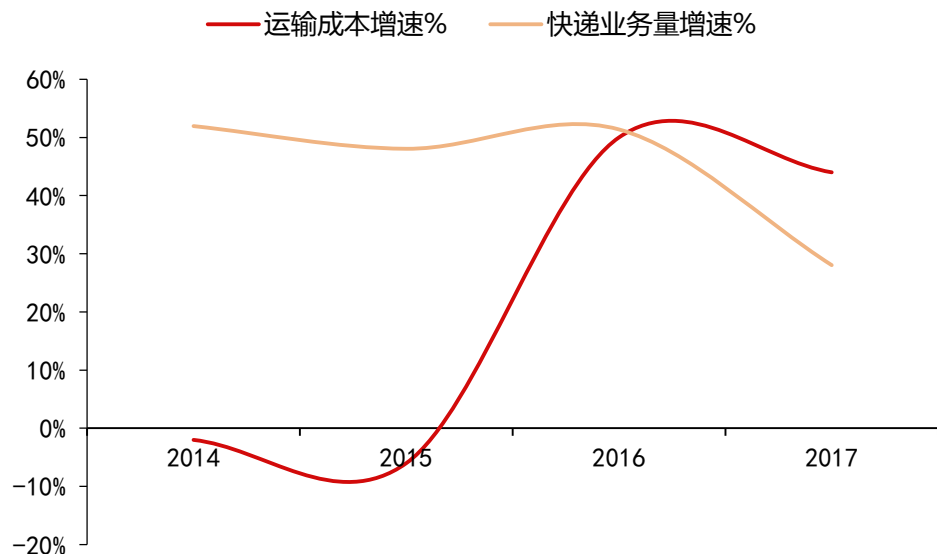
图表33：通达系标准化后单票成本呈下降趋势



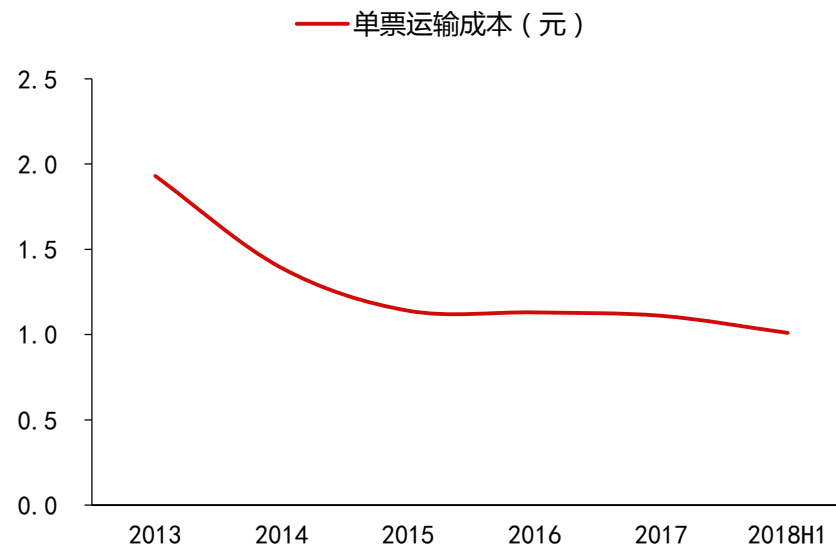
3.1 成本端 | 业务高增长下仍能较好管理运输成本

- 规模效应明显**：快递公司成本端的主要支出一般为运输成本，运输成本作为变动成本，与快递件数存在高度相关性。同时，韵达单票运输成本持续降低，在市占率不断提高，业务规模达快递业内第二情况下，运输成本也降至历年最低水平。由此可见，韵达成本管控良好。

图表34：韵达运输成本增速高于快递业务量增速



图表35：韵达单票运输成本不断下降



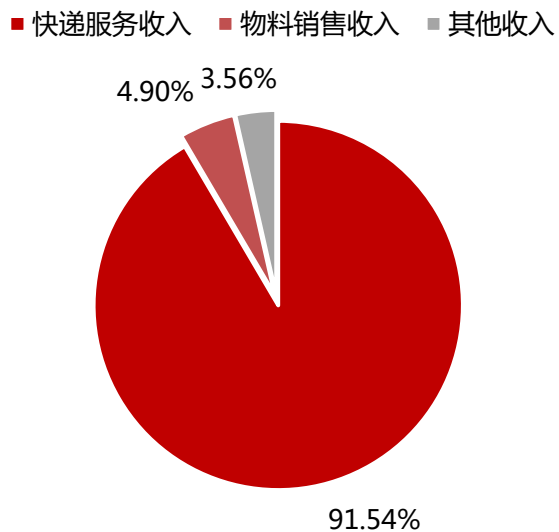
图表36：2017年营业成本构成

营业成本项目	金额 (百万元)
运输成本	4425.03
职工薪酬	503.12
装卸扫描费	663.39
折旧摊销	416.35
办公及租赁	273.98
中转其他成本	135.30

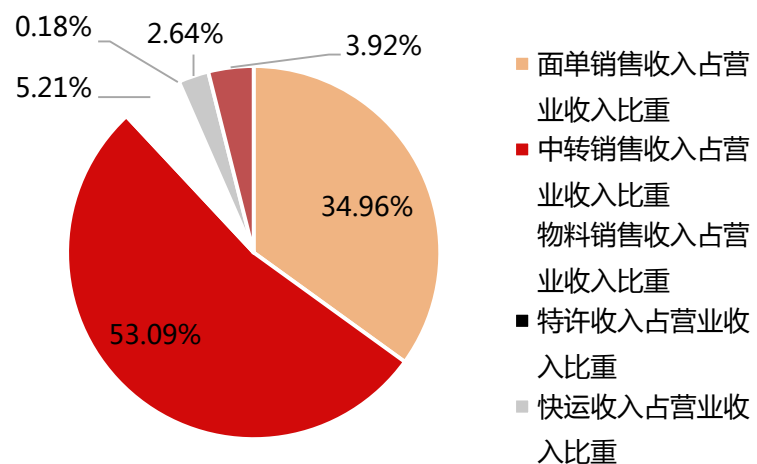
3.2 收入端 | 以电商件为核心，不断拓展其他业务

- 韵达快递的营业收入自2016年来保持高速增长，主要是由于快递件数不断增加，市占率超越圆通成为行业第二。在2018年第三季度报告中，快递业务量相比去年同期增长35.23%，发展势头良好。
- 韵达主营业务以快递服务为主，其中快递件以电子商务件为主。2016年至2017年快递服务收入占比不断下降，至2018年上半年首次占比低于90%至88.23%，主要是由于新增的快运业务计入其他收入。

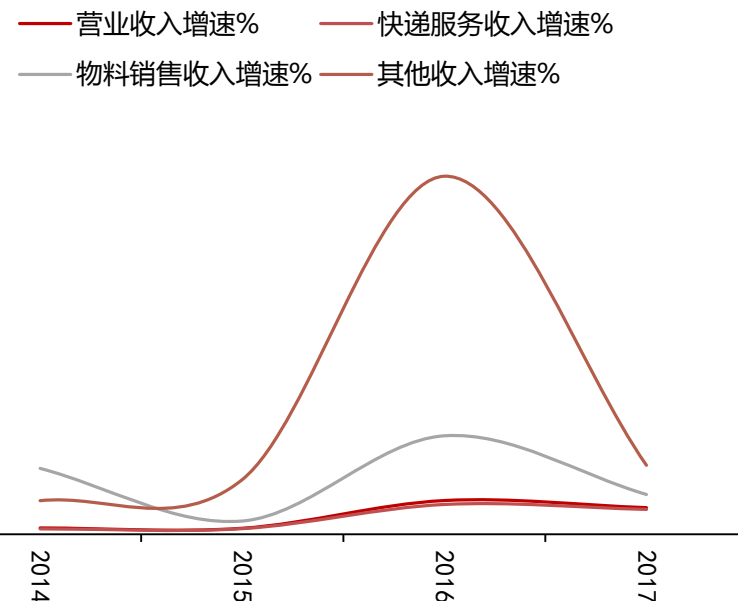
图表37：2017年韵达业务占比分布图



图表38：2017年韵达快递业务收入占比



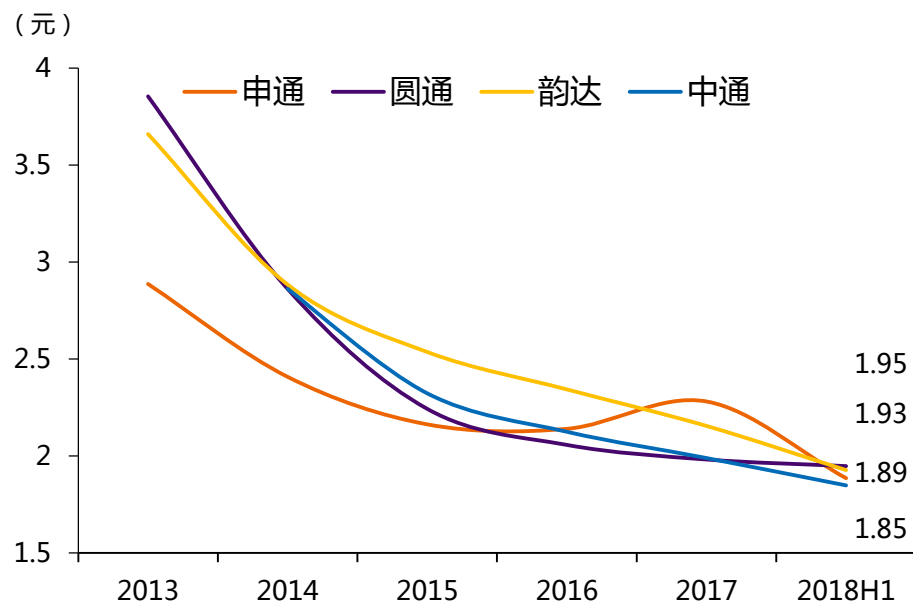
图表39：近年来韵达各项收入增速较高



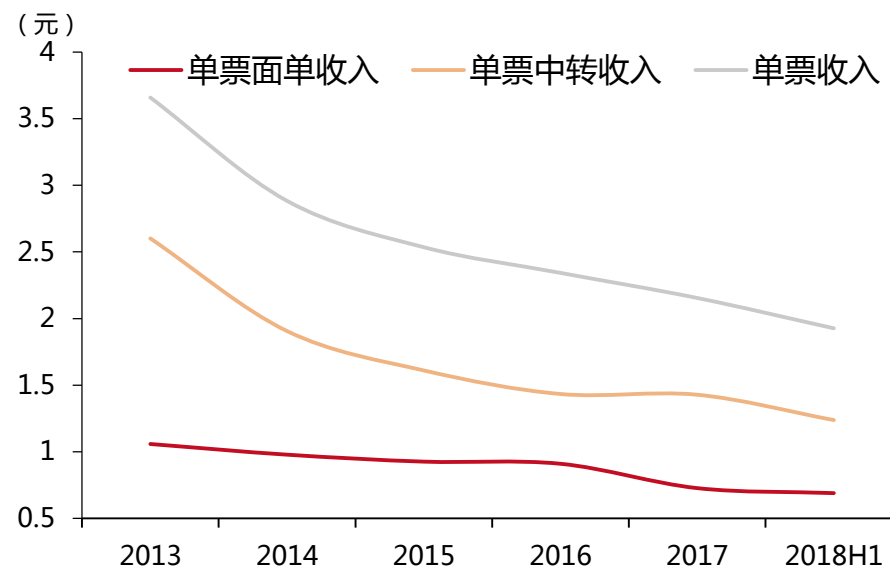
3.2 收入端 | 单票收入差距缩小，处于行业领先水平

- 截止2018H1，通达系各快递公司标准化后单票收入差距进一步减小。韵达快递业务单票收入仅次于圆通，为1.93元/票
- 原因：**韵达单票收入较高，在通达系中拥有较强竞争优势：①即通过降低单票收入的方式给加盟商降低成本，创造利润空间和价格战降价空间。②通过适当的管理激励方式激励加盟商，提高服务质量和揽件积极性。

图表40：韵达标准化后单票收入位居行业前列



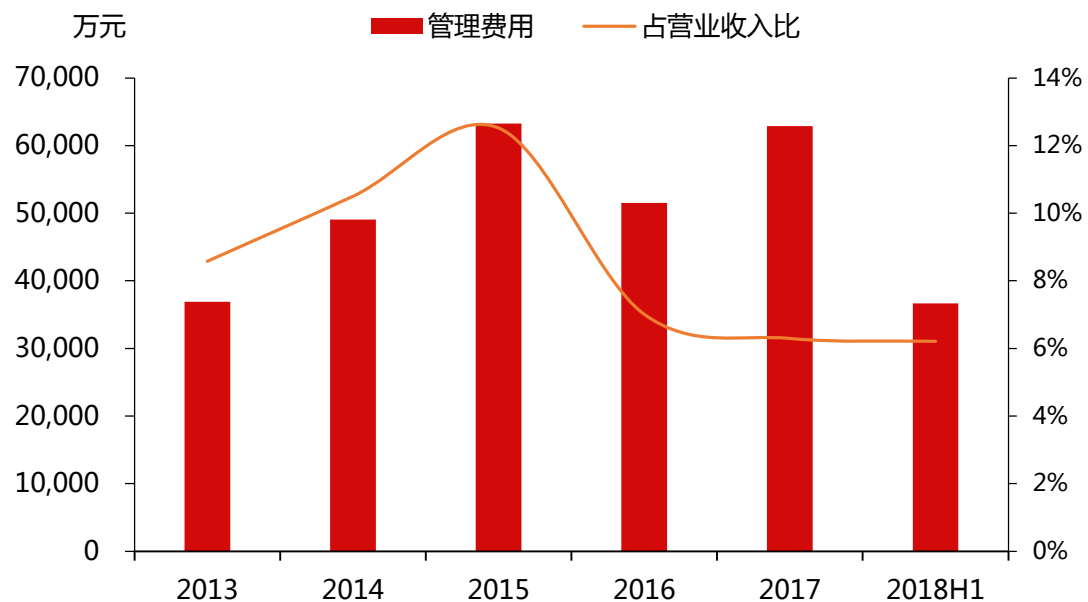
图表41：韵达实际单票收入结构



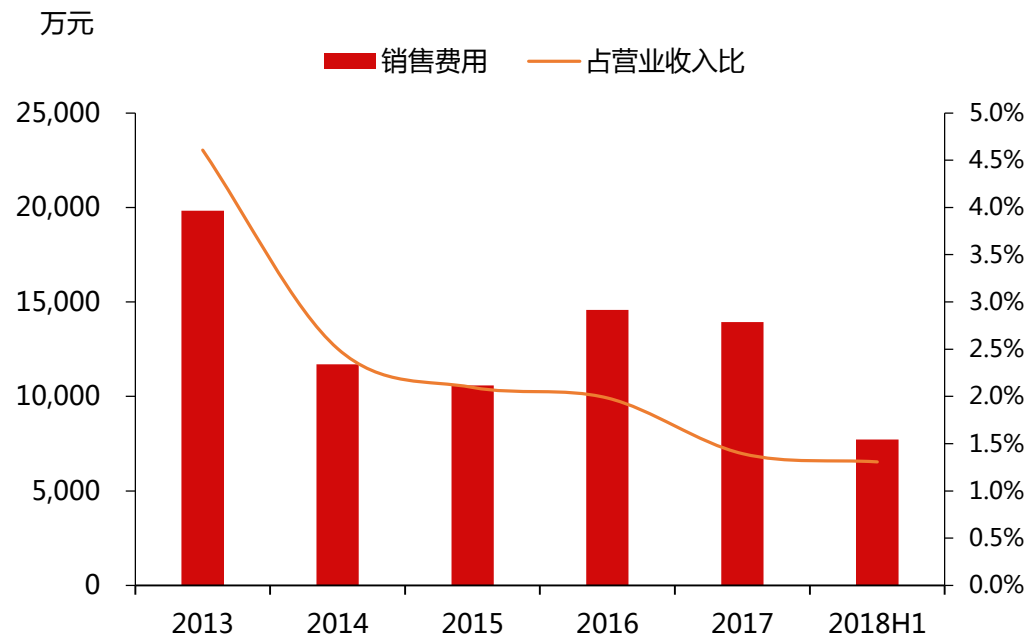
3.3 支出端 | 管理与销售费用占三费比减少，总额升高可能较大

- 管理费用2015年较高是由于实施股权激励所致，2016年回落后，因快运业务初期业务支出较大、研发支出投入总量增多，2017年管理费用增加，随着固定资产折旧摊销规模的扩大，未来管理费用有继续增多的可能。
- 销售费用占营业收入比下降幅度较大，随着2017年10月开启的快运业务的不断推进，2018年新上线的云递配等业务，销售费用可能会再次上升。

图表42：韵达管理费用占营收比例上升



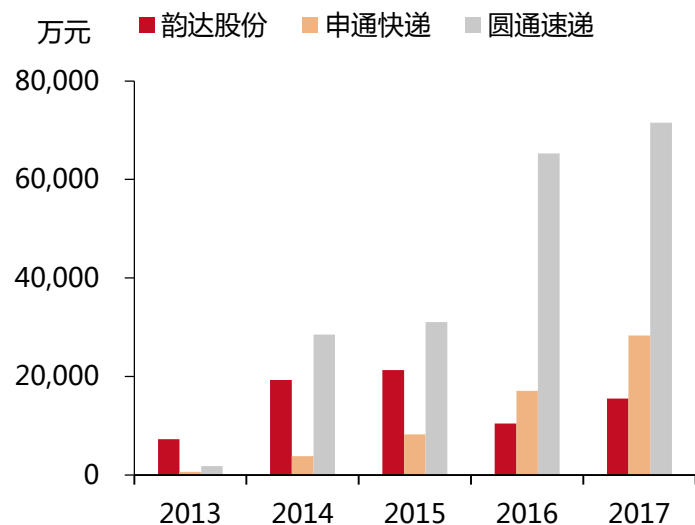
图表43：销售费用占营收比例下降



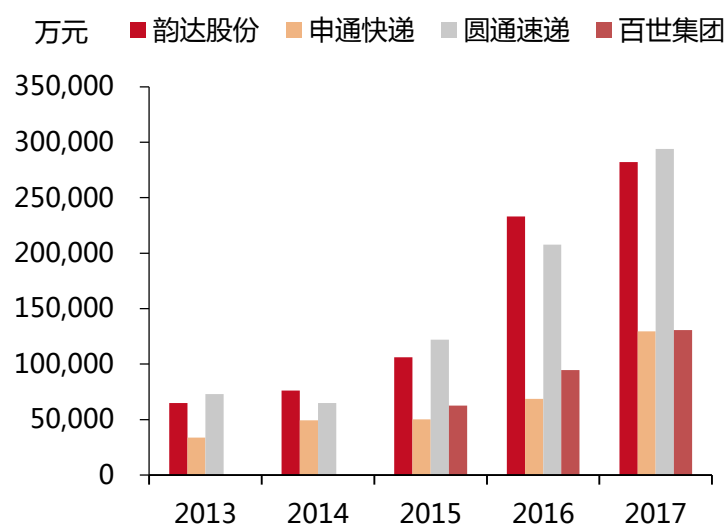
3.3 支出端 | 固定资本开支一直保持高水平

- 韵达在营业收入低于位于同行业中游水平情况下，仍将资金投向在建工程、固定资产。这些虽然给公司现金流带来压力，但结合偿债能力分析现金流量来看，韵达现金流量仍然十分健康。
- 韵达快递积极修炼内功以应对市场，借助精准的成本管理、技术投入，在竞争激烈的快递市场里仍然获得远高于业内水平的利润。同时，高利润率能在市场变化时通过做出一定让利，进一步提高市占率。如截止2018Q3，快递市占率较去年提高近2%，跃居业内第二，利润率仍保持超20%。

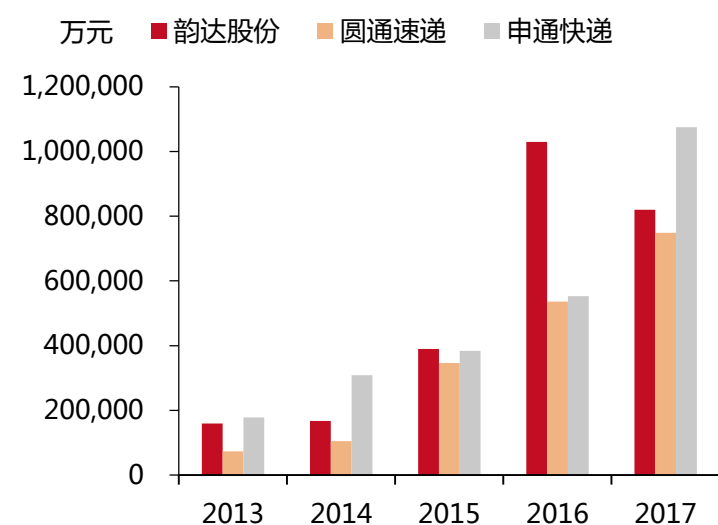
图表44：韵达每年在建工程的数额较高



图表45：韵达固定资产水平处于行业前列



图表46：韵达资本支出的数额高于同行业



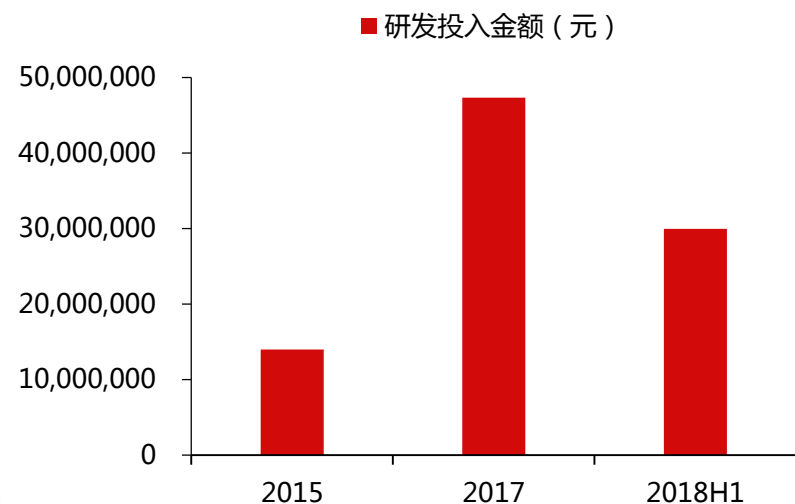
3.3 支出端 | 研发投入占比高，助力中转效率提升

- 科技赋能，研发投入持续上升：**韵达近年来对人员和研发等投入力度大，截至2017年底，韵达信息化科技从业人员800余人，研发人员488人，占比上升到5.22%；生产人员职工人数、劳务外包支付报酬和装卸扫描费出现较大变动，其中，生产人员由2016年的6924人下降到2017年的6515人；2017年扫描装卸费相比2016年增长0.43亿元，较2013年增幅达到270.94%；人均扫描费上升0.73万元/人，增长了62.93%。排除员工外包因素，可以推测，韵达逐步采用自动化设备替代人工。

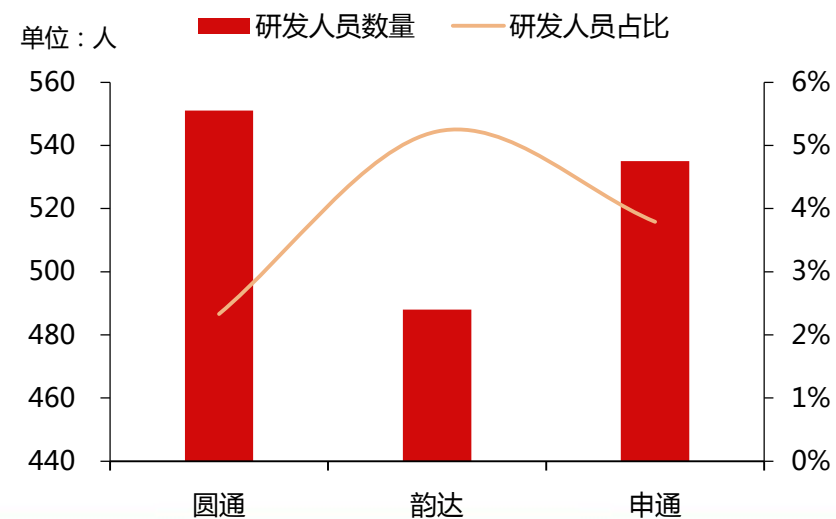
图表47：韵达近年扫描装卸人员情况

	2017年	2016年	变化率(%)
生产人员(人)	6515	6924	-5.91
扫描装卸费(亿元)	1.23	0.8	53.75
人均扫描装卸费(万元/人)	1.89	1.16	62.93

图表48：韵达近年来研发投入状况



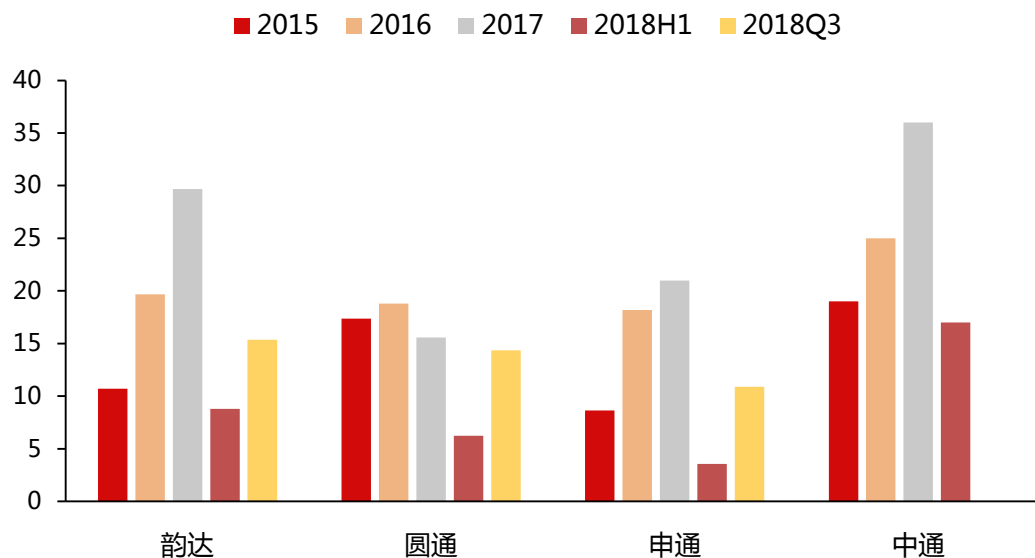
图表49：两通一达近年来研发人员情况



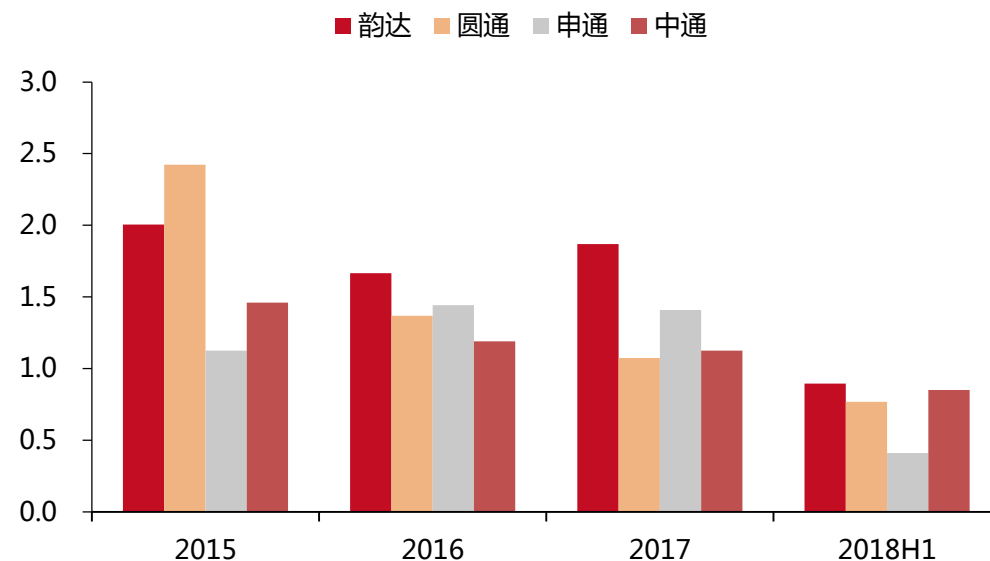
3.4 现金流 | 经营活动现金流增多提升经营能力

- 充沛的现金流持续提升韵达“造血”能力**：韵达近三年经营活动产生的现金流快速增长，从15年的10.71亿元增长到17年的29.68亿元，增速达到50%以上。这说明韵达快速增长的业务量给企业带来了稳定增长的现金流。从绝对值来看，自韵达上市后，尽管营收规模较低，但现金流绝对值超过圆通和申通，仅次于中通，处于通达系第二。充沛的现金流可以不断反哺韵达主营业务，不断提供发展动力。

图表50：通达系各公司经营活动产生的现金流净额（亿元）



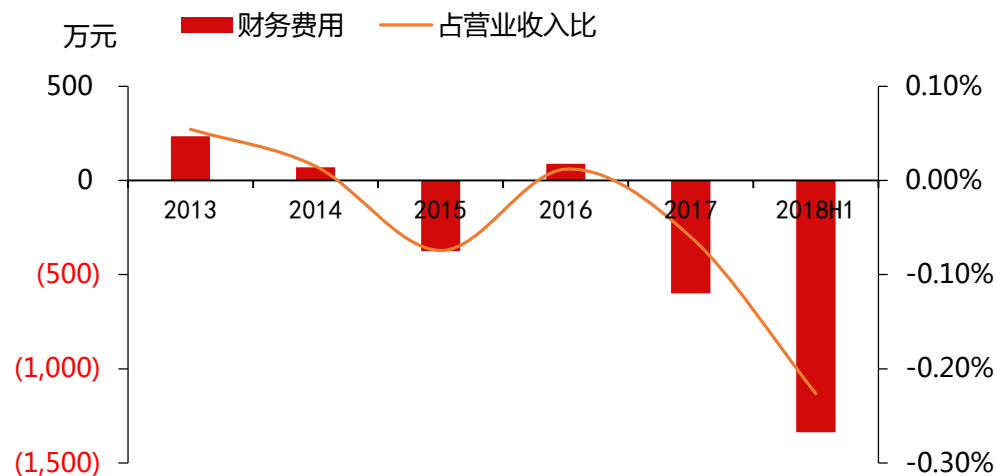
图表51：通达系各公司现金流量净额/净利润



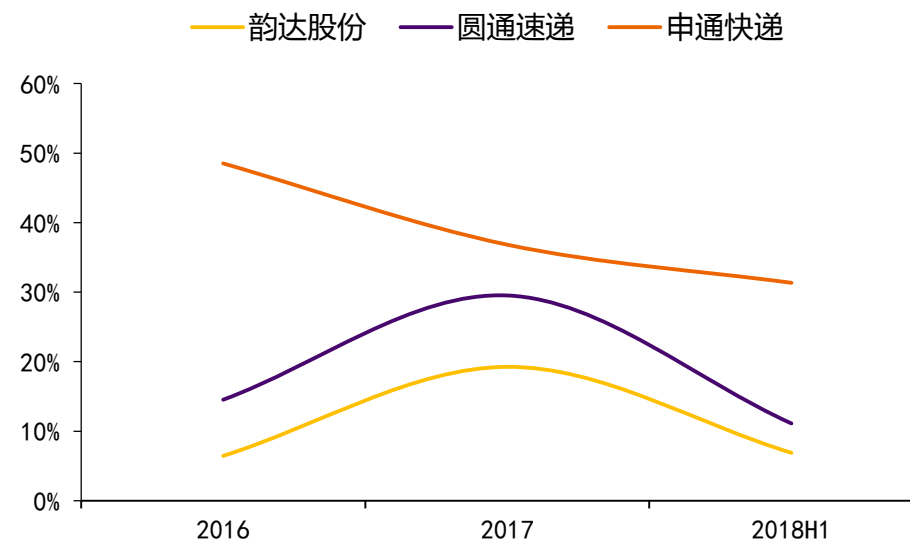
3.4 现金流 | 资金充裕，抗风险能力强

- **抗风险能力强**：与其他加盟制快递企业相同，韵达快递财务收入远大于财务费用支出。说明企业有较多资金并未投入生产而是以流动资金留存于体内，一定程度上提高了抗风险能力。
- 闲置资金相对于同质公司水平较低，结合募集资金用途、投资现金流，说明有更多的生产投资机会，韵达为扩大市场份额，正不断增强其供给端的服务能力。

图表52：企业有较多流动资金导致财务费用为负数



图表53：韵达股份现金及现金等价物占总资产比例



3.4 现金流 | 定向增资不断改善资产结构

- 2018年新增定向融资38.42亿元，主要用于完善快递网络，充足现金使得抗风险能力进一步提高。韵达整体资产负债率呈下降趋势，资产结构不断改善。

图表54：韵达股份定增融资38.42亿元

预案日	2016-12-22	2018-04-20
增发目的	壳资源重组	定向增发
增发类型	定向	定向
发行价格	19.79	39.75
增发上市日收盘价	50.05	48.58
增发数量（万股）	86,336.53	9,849.54
实际募集总额（亿元）	170.86	39.15
实际募资净额（亿元）	170.86	38.42
认购方式	现金	现金
定价方式	定价	定价

图表55：韵达定增资金用于完善快递网络

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

3.4 现金流 | 通达系中现金利用效率最高，运营能力优秀

- 韵达营运周转能力不断改善：从2016年到2017年，韵达存货周转天数从1.93天加速至1.28天，虽然应收账款周转天数从9.81天上升到10.60天，应付账款周转天数上升至83.16天，但整体现金循环周期上升，说明韵达营运周转能力有一定提升。
- 从行业对比来看，韵达的存货周转周期相对较长，应付账款周转天数在通达系中最高，为83.16天，优势明显。这说明韵达对上游供应商的资金占用能力为通达系中最强，在与上游合作中占主导优势。
- 以现金循环周期看整体资金使用效率，韵达靠对上游供应商强大的议价能力使其在通达系中的资金使用效率最高。

图表56：韵达近三年周转情况

	存货周转天数	应付账款周转天数	应收账款周转天数	现金循环周期
2016	1.93	81.04	9.81	-69.3
2017	1.28	83.16	10.60	-71.28
2018H1	0.96	80.78	12.04	-67.78

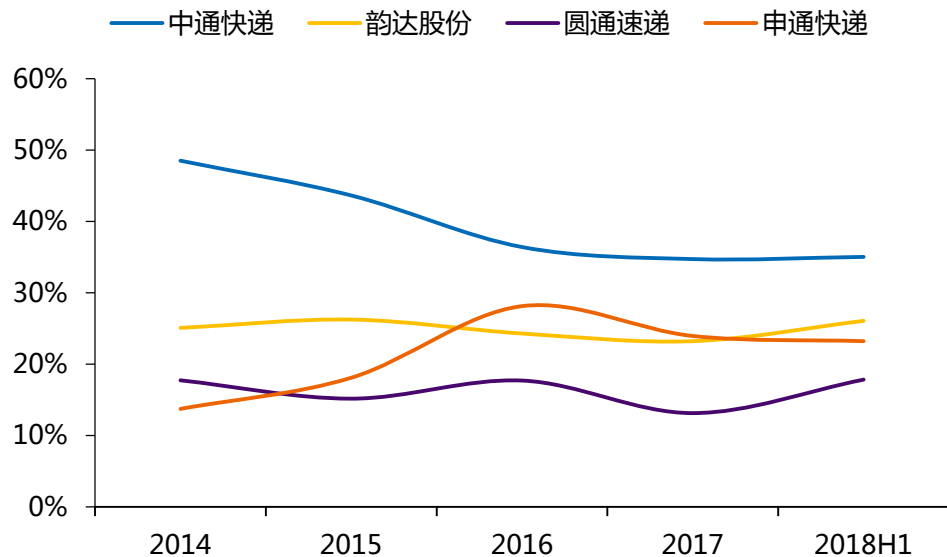
图表57：2017年韵达、申通、圆通周转情况对比

	存货周转天数	应付账款周转天数	应收账款周转天数	现金循环周期
韵达	1.28	83.16	10.60	-71.28
申通	1.09	24.54	19.42	-4.03
圆通	0.79	36.65	11.71	-24.15
中通	1.41	31.03	6.69	-22.93

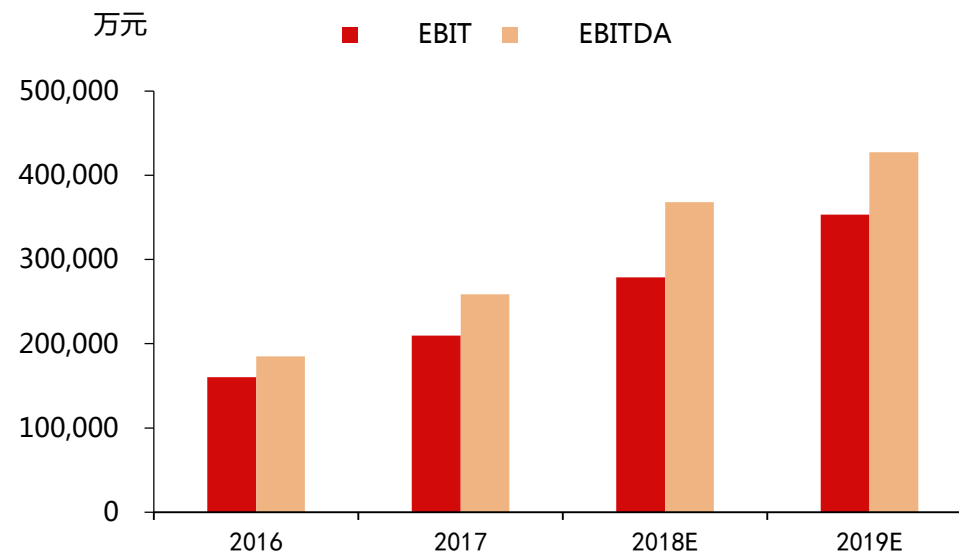
3.5 利润端 | 单票毛利率处于行业第二

- 截止至2018H1，韵达标准化后的单票毛利率有所提升，位于行业第二；在毛利率提升时，韵达在快递市场业务市占率也逐渐占据第二位。韵达毛利率目前处于业内领先地位，主要是成本端控制较好，毛利率短期下滑从而提高市场份额不会影响正常经营，更有利于经营现金流流入增加，利于企业战略实施，反哺其他业务发展。同时，EBIT、EBITDA年复合增长率均为30%左右，韵达的费用控制取得成效。

图表58：韵达股份单票毛利率仅次于中通



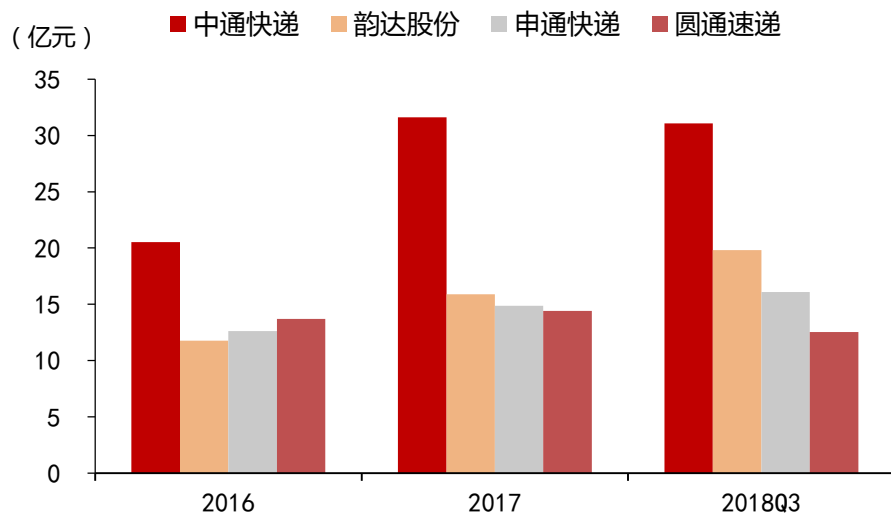
图表59：韵达股份费用控制取得成效



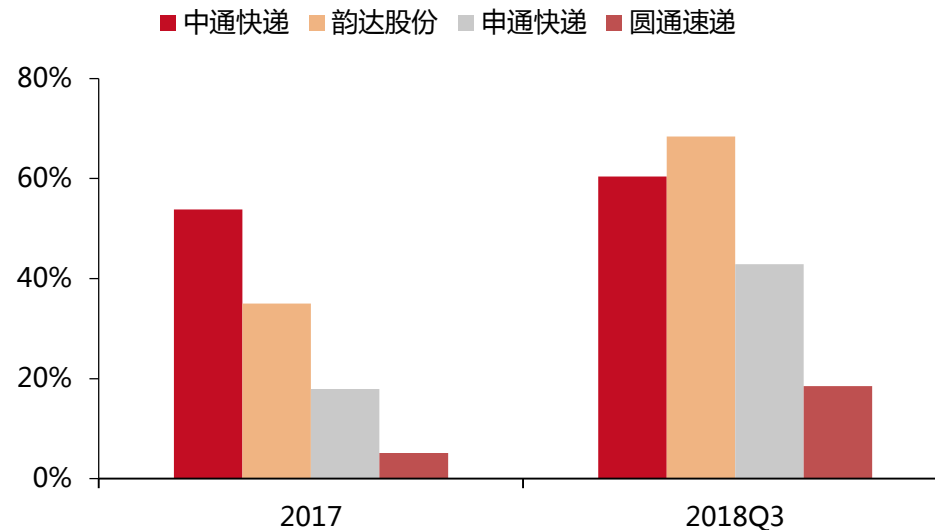
3.5 利润端 | 通达系净利润差距不断加大，韵达净利润增速名列前茅

- 通达系各公司净利润拉开差距。韵达快递作为后起之秀，2018年Q3净利润总额位通达系第二；且韵达与中通的净利润差距较2017年进一步缩小。
- 2018年Q3韵达净利润增速快，2017年为35.01%，2018年Q3增速为68.42%，增长为通达系中最快；韵达在净利润基数不断增大的情况下依然能保持高度增速，发展势头良好，**规模效应将持续降低成本，有助于提高公司营运能力和竞争力，不断提升公司盈利能力。**

图表60：韵达净利润不断提升



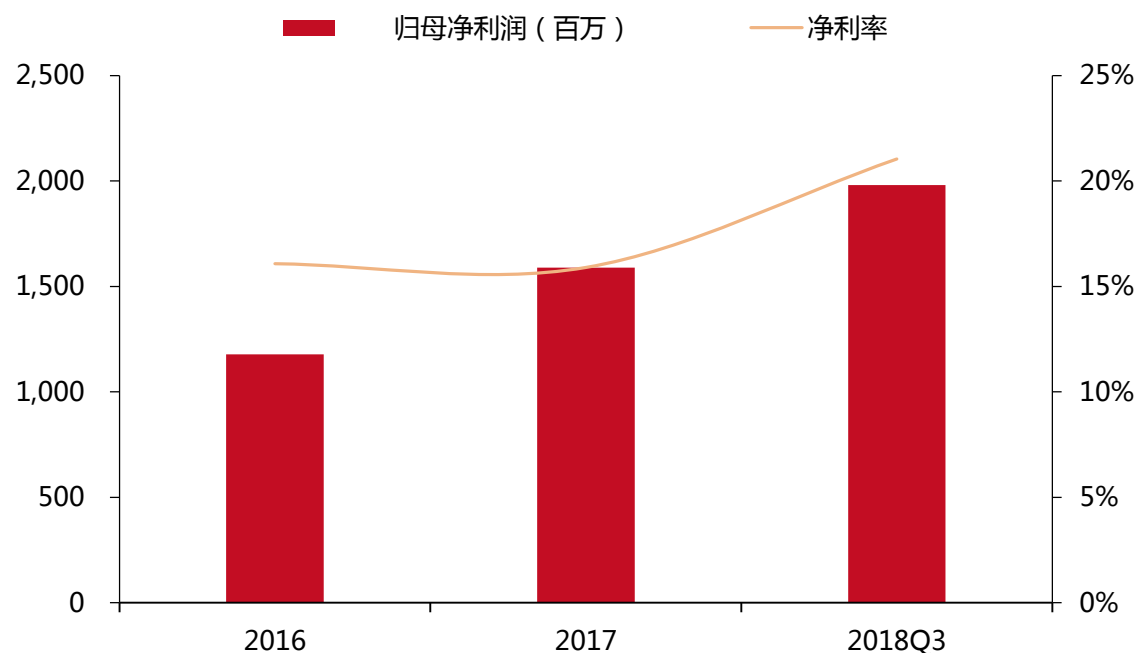
图表61：韵达净利润增长率在通达系中最高



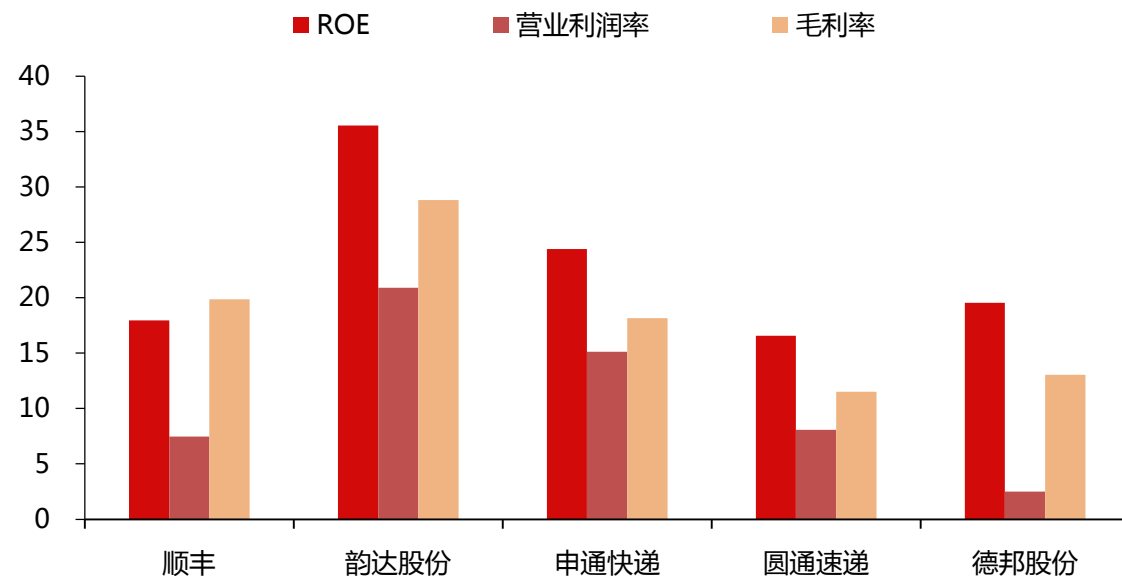
3.5 利润端 | 净利润率位于行业领先水平

- 预计韵达股份净利润率保持在20%左右，拓展的快运业务虽然初期业务净利润仍然为负，由于相对于快递业务净利润而言占比较小，对整体净利润影响小。
- **各项盈利能力指标处于行业领先地位**：韵达股份ROE和ROA变动较大，但历年均处于业内领先水平。在价格极度敏感的快递市场占据较大的优势。随着其他业务的不断拓展，在未来，韵达依托成本与服务优势，盈利能力将不断提高，助推韵达打开新的成长空间。

图表62：韵达归母净利润和净利率不断提高



图表63：2017年，韵达各项盈利能力指标处于行业领先地位



图表64：可比公司估值表（2019.03.03）

证券代码	证券简称	市值（亿元）	市盈率PE（TTM）	市净率PB（LF）
002120.SZ	韵达股份	621.9	23.4	5.44
ZTO.N	中通快递	1033.8	24.5	3.21
600223.SH	圆通速递	365.7	22.3	3.56
002468.SZ	申通快递	330.7	16.2	3.89
002352.SZ	顺丰控股	1619.0	35.5	4.43
BEST.N	百世集团	152.8	-25.2	3.79

- 电商市场发展不及预期
- 成本超预期上涨
- 恶性价格战爆发
- 网点停摆
- 新业务发展不及预期

图表65：营收预测

单位：百万元	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
快递业务收入	9127.2	12,273.39	16,075.09	21,050.33	25,237.66	30,364.83
快递业务增速 (%)	33.87%	0.34	0.31	0.31	0.20	0.20
其中：中转费收入	5697.25	8009.65	10566.32	13836.60	16588.98	19888.86
面单销售收入	3429.95	4263.75	5508.76	7213.72	8648.68	10475.97
物料销售收入	488.99	698.50	949.96	1,090.08	1,268.08	1,469.39
物料销售收入增速 (%)	53.58%	42.85%	36.00%	14.75%	16.33%	15.88%
快运收入	22.7	471.75	1,027.84	1,175.85	1,345.17	1,538.88
快运收入环比增速 (%)	—	1978.19%	118%	14%	14%	14%
特许费收入	13.32	21.40	21.40	21.40	21.40	21.40
特许费收入增速 (%)	-53.89%	60.66%	—	—	—	—
其他主营业务	333.36	400.03	460.04	506.04	556.64	612.31
其他主营业务增速 (%)	80.53%	20.00%	15.00%	10.00%	10.00%	10.00%
营业总收入	9985.57	13865.08	18534.32	23843.69	28428.95	34006.80
营业总收入增速 (%)	35.86%	38.85%	33.68%	28.65%	19.23%	19.62%

图表66：公司财务预测表

附录：公司财务预测表					单位：百万元				
资产负债表					利润表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4758.41	8008.12	12909.81	18380.29	营业总收入	9985.57	13865.08	18534.32	23843.69
现金	1809.60	4637.32	9413.39	14557.02	营业成本	7091.70	9993.76	13486.96	17792.21
应收账款	326.87	540.79	634.05	834.85	营业税金及附加	23.24	41.31	49.09	64.50
其它应收款	94.10	121.48	160.61	209.31	营业费用	139.29	180.25	185.34	238.44
预付账款	18.75	41.40	48.58	64.45	管理费用	628.62	831.90	1112.06	1430.62
存货	24.53	182.57	168.62	230.11	财务费用	-6.00	-23.00	-23.00	-23.00
其他	2484.56	2484.56	2484.56	2484.56	资产减值损失	22.83	0.00	0.00	0.00
非流动资产	4641.15	4441.33	4281.54	4073.82	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	566.62	566.62	566.62	566.62	投资净收益	66.49	713.22	66.49	41.66
固定资产	2975.13	2546.24	2140.40	1728.20	营业利润	2174.89	3554.08	3790.36	4382.58
无形资产	827.19	1056.27	1302.32	1506.79	营业外收入	42.92	10.00	17.39	14.92
其他	272.20	272.20	272.20	272.20	营业外支出	71.95	80.00	56.31	64.21
资产总计	9399.56	12449.45	17191.35	22454.11	利润总额	2145.87	3484.08	3734.02	4321.69
流动负债	4100.00	4524.43	6484.48	8522.78	所得税	558.41	858.63	952.16	1097.23
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	1587.46	2625.45	2781.86	3224.46
应付账款	1804.55	1794.88	2600.29	3465.35	少数股东损益	-1.86	4.21	0.06	2.65
其他	2295.45	2729.56	3884.20	5057.43	归属母公司净利润	1589.32	2621.24	2781.79	3221.81
非流动负债	45.83	45.83	45.83	45.83	EBITDA	2588.88	3330.76	4200.30	4826.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.93	1.53	1.62	1.88
其他	45.83	45.83	45.83	45.83					
负债合计	4145.83	4570.27	6530.32	8568.62	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	42.21	46.42	46.49	49.13	成长能力				
股本	1217.25	1712.76	1712.76	1712.76	营业收入	0.36	0.39	0.34	0.29
资本公积	423.90	423.90	423.90	423.90	营业利润	0.34	0.63	0.07	0.16
留存收益	3594.00	6215.24	8997.04	12218.85	归属母公司净利润	0.35	0.65	0.06	0.16
归属母公司股东权益	5211.52	8328.27	11110.06	14331.87	获利能力				
负债和股东权益	9399.56	12944.96	17686.87	22949.62	毛利率	0.29	0.28	0.27	0.25
					净利率	0.16	0.19	0.15	0.14
					ROE	0.30	0.31	0.25	0.22
					ROIC	0.54	0.67	2.34	-4.34
					偿债能力				
					资产负债率	0.44	0.35	0.37	0.37
					净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
					流动比率	1.16	1.77	1.99	2.16
					速动比率	1.15	1.73	1.96	2.13
					营运能力				
					总资产周转率	1.24	1.27	1.25	1.20
					应收账款周转率	33.96	31.96	31.55	32.46
					应付账款周转率	6.10	7.70	8.43	7.86
					每股指标(元)				
					每股收益	0.93	1.53	1.62	1.88
					每股经营现金	1.73	1.46	2.98	3.19
					每股净资产	3.04	4.86	6.49	8.37
					估值比率				
					P/E	49.34	22.73	21.42	18.49
					P/B	15.05	7.15	5.36	4.16
					EV/EBITDA	20.83	14.19	10.11	7.74

数据来源：wind 方正证券研究所

问题1：未来头部快递公司可以达到多少增速？

市场未来空间 | 通达系仍将保持较高速增长

- 2018年快递总业务量达到507.1亿件，2018年前三季度市占率排名前三甲分别为中通、韵达、圆通，市占率分别为16.73%，13.70%和13.10%，均在10%以上。
- 假设1：假设行业增速为20%，除中通、韵达、圆通、申通四家头部快递公司外，其他快递公司增速为0%。此时三通一达增速37.57%；**
- 假设2：在假设1的基础上百世业务量增速25%，顺丰业务量增速20%，三通一达增速29.82%。**

预计头部快递公司2018年业务量为269.93亿件，百世、顺丰2018年业务量分别为大约52.74亿件和38.69亿件，由此可见通达系（中通、韵达、圆通、申通）业务量同比增长将达到29.82%。

图表67：顺丰业务量及头部快递公司增速



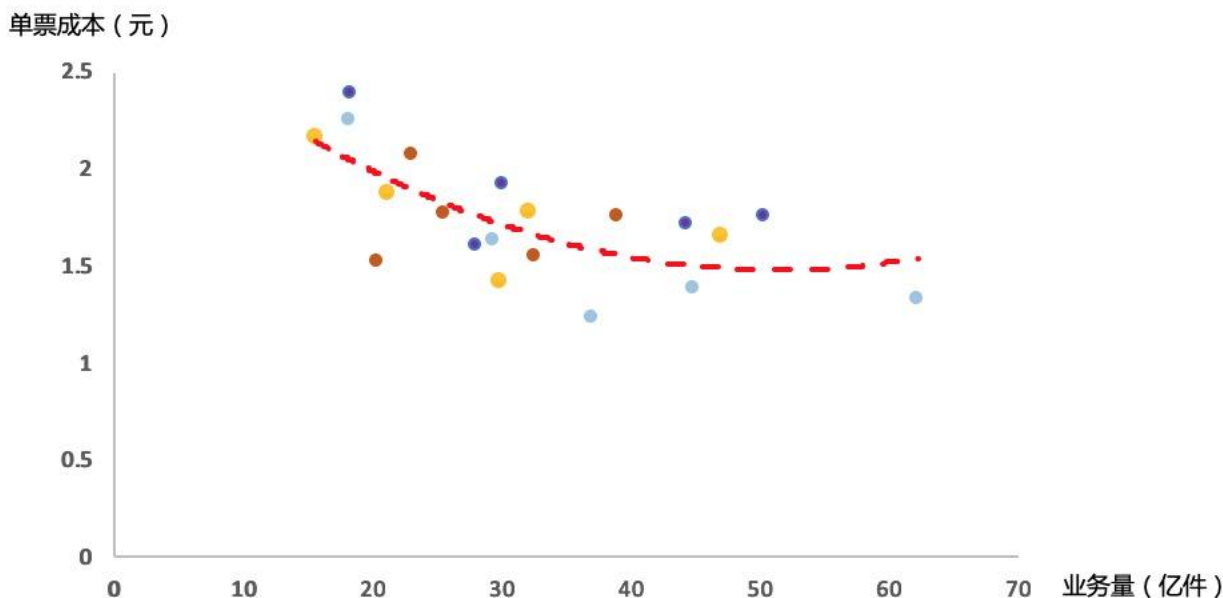
头部快递公司2018年业务量	269.93	亿件
百世2018年业务量	52.74	亿件
顺丰2018年业务量	38.69	亿件
头部快递公司业务增长绝对量	80.50	亿件
头部快递公司同比增速	29.82%	

问题2：快递公司是否可以凭借规模优势持续降本增效？

成本变化曲线 | 规模效应持续有效

- **单票成本曲线呈下凹状，右下方倾斜，规模效应持续有效。**单票成本随着业务量上升而不断下降，具有成本优势的企业将会持续巩固“护城河”。
- **单票成本曲线末端上扬并不意味着规模不经济。**仔细观察每家公司单票成本随业务量下降的过程，呈现出阶段性单票成本先升后降的现象。单票成本短期上扬是因为供给端扩容，满载率不能第一时间跟上导致的短期现象。

表68：通达系业务量随单票成本降低而增大



分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

致谢

感谢刘子睿、张大鹏、彭钊琦、卢冰对本报告做出的贡献。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

THANKS

方正证券 正在你身边

首席分析师：许可 执业证书编号：S1220518090001 联系方式：138-2329-8608

联系人：李跃森 联系方式：185-0309-3683



方正证券股份有限公司

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦B座11层

11F, Pacific Insurance Building, No.28 Fengsheng Lane, Taipingqiao Street,

Xicheng District, Beijing, China