

韵达股份（002120.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

任明霞
公用、交运、煤炭
行业研究员

2025年12月12日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	6.88
总市值	199.46亿
PE-TTM	16.14
PB-MRQ	0.98

估值结果

价值	300.78亿
DDM估值 上行空间	51%
状态	低估
价值	279.21亿
动态估值 上行空间	40%
状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

韵达股份作为头部快递品牌之一，是比较纯粹的电商快递运营商，2024年公司市场份额排名行业第三，仅次于中通、圆通。

公司成长空间中等，主要系未来随着社零消费额的增长和网购渗透率提升，我国快递业务量大概率依旧能够保持5%以上的增速。公司盈利趋势有所承压，主要系2025年快递价格战加剧，导致公司盈利能力有所下滑，但行业存在反内卷预期，公司盈利能力未来大概率有所修复。公司产业格局一般，主要系快递行业，特别是电商快递行业为同质化竞争，虽然头部快递企业不多，但客户粘性不高，因此快递行业比较容易陷入价格内卷。公司护城河中等，主要来自于公司多年积累的物流网络覆盖及规模效应下的成本控制能力，但随着公司市占率下滑，公司护城河存在衰退风险。

我们基于韵达股份未来市占率小幅下滑之后保持稳定，反内卷政策下公司单票收入保持稳健，盈利能力逐步修复的合理假设下，公司现在处于偏低估状态。

我们区别于市场的观点

2025年快递行业竞争加剧，公司业绩承压，特别是公司市占率下滑背景下，公司未来盈利能力存在较高不确定性，市场普遍给予韵达股份较为悲观的预期，但我们认为虽然韵达短期业绩承受阵痛，若当前快递行业反内卷进展顺利，公司市占率或存在下行压力，但公司业绩底部修复的可能性较大，因此公司处于偏低估状态。

风险提示

若我国社零增速持续疲软、网购渗透率不及预期，导致快递行业增速低于预期的风险；若快递行业反内卷失败，行业再次进入内卷式竞争的风险；若韵达股份未来市占率持续下滑，规模效应产生的成本优势消失，公司业绩超预期下滑的风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	5
3.3 人力资源密集度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

韵达股份创建于1999年，自2007年正式开启与淘宝的合作，并陆续在全国各地成立转运中心，将网络拓展至全国。目前，韵达股份是A股首家枢纽转运中心100%自营的加盟制快递公司，所有枢纽转运中心均由总部设立、投资、运营、管理，且率先把握设备自动化升级大潮，实现对核心资源与干线网络的控制力。公司的业务高度聚焦国内电商快递，2024年公司快递业务占营业收入比例为98.65%。

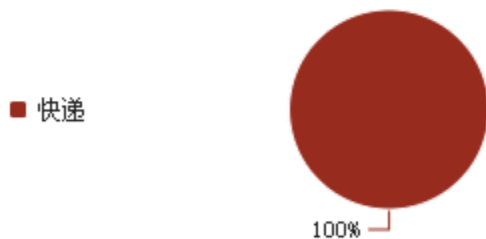
2. 业务介绍

对于韵达股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

快递：

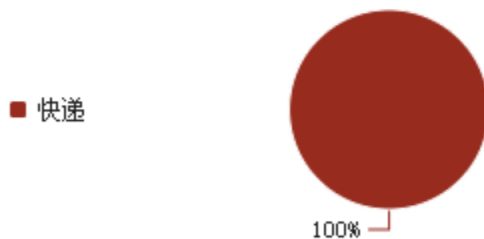
韵达股份是国内领先的快递综合服务提供商，致力于打造一张以规模化标准快递服务为基础、差异化分层服务不断扩大的高品质快递网络，以优质的“韵达品牌”“韵达服务”，为客户提供极致的快递服务体验和高效的快递时效。我们对于该业务市场界定为国内快递行业。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

我国快递行业（特别是电商快递）普遍采用“核心枢纽中转自营与末端网络加盟”的经营模式。自营方面，核心枢纽转运中心的设立、投资、运营、管理主要由公司总部负责，实现对核心资源、干线网络及服务品质的有效控制力；加盟方面，全网的收派两端、业务开拓和客户体验主要由具备快递经营许可、资质优良的加盟商提供服务，最终形成“核心枢纽转运中心自营、终端揽派加盟相结合”的“橄榄型”网络运营模式。

3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司采用加盟式快递经营模式，末端网点建设和覆盖均由加盟商完成，加盟商能够帮助总部承担部分资本支出，因此公司整体资产强度中等，不属于重资产行业。

3.2 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司快递服务的揽进业务主要有加盟商承担，因此公司对于销售费用的支出不多，2024年公司销售费率仅为0.52%，占比较低，说明商业模式决定了公司的轻营销强度属性。

3.3 人力资源密集度

低

较低

中等

较高

高

快递行业属于人力资源密集型行业，揽件和派件非常依赖快递员，但由于公司独特的加盟制商业模式，快递人员薪酬大部分均由加盟商承担，公司仅负责分拣、运输的中间环节。截至2024年底，公司员工数量为9765人，人员薪酬占营业收入的比例较低，因此公司属于低人力资源密集度型企业。

3.4 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司作为电商快递运营商，公司主要客户为地区加盟商或者电商平台商家，因此公司整体客户相对较为分散，根据2024年年报数据，公司前五大客户占比营业收入比例仅为9.56%，说明公司客户集中度非常低。

4. 历史经营绩效

公司整体盈利能力一般，成长能力星级有所波动，处于市场中等水平，业务控制力星级较高，但股东回报星级较低。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



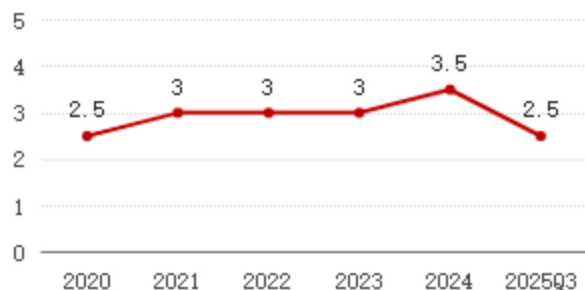
数据来源：公司财报，壹评级

2020年开始公司盈利能力持续走低，主要系2020年极兔在中国大陆正式起网，新进入者导致行业竞争明显加剧；叠加2022年公司太原物流园传染链事件导致公司部分网络瘫痪，公司盈利能力持续下滑。2023年后，公司业绩虽有所修复，但尚未全面恢复，整体盈利能力星级一般。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



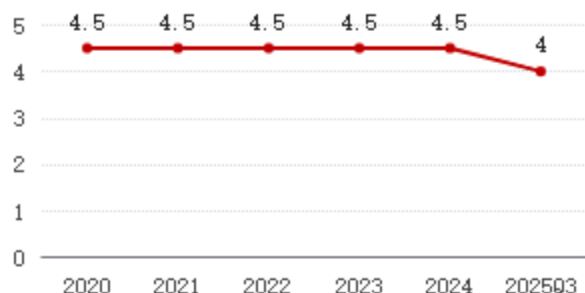
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力尚可，主要受益于网购渗透率的显著提升，我国快递行业业务量保持中高速增长，公司收入规模持续扩大。但受快递价格战影响，公司单票收入持续下滑，2025年上半年收入增速放缓、盈利能力大幅下降，导致最新一期成长能力明显走低。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司整体业务控制力较高，主要系公司下游客户相对分散，因此公司快递业务回款周期较短，现金流较好，且公司在产业链中话语权较强，不存在被大额占款现象。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报星级整体一般，2020年-2022年疫情期间公司整体分红率仅为10%，2023年疫情结束后公司分红率虽然有所提升，但也仅为30%左右，从股息率角度仅为2%左右，处于市场偏低水平。

5. 四维评级

公司快递业务成长空间中等，受快递价格战影响，公司盈利趋势有所承压，产业格局一般，护城河中等。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间中等，主要系我国网购渗透率依旧存在提升空间，未来快递行业业务量增速大概率依旧能够保持5%以上。

快递(2.5星):

2024年我国实物网购渗透率为26.8%，我国快递行业完成业务量为1750.8亿件，同比增长21.5%，2025年快递行业增速依旧能够在15%左右，展望未来，我们认为随着社零总额和网购渗透率的提升，未来我国快递行业大概率依旧能够保持5%-10%左右的增速，因此成长空间中等。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势有所承压，主要系2025年快递价格战加剧，导致公司盈利能力有所下滑，但行业存在反内卷预期，公司盈利能力未来大概率有所修复。

快递(2.5星):

2025年以来，快递行业价格竞争显著加剧，韵达、中通、圆通等头部企业相关业务均面临压力并出现下滑。2025年7月国家倡导反内卷导向后，快递行业积极响应，当月起部分地区快递价格呈现明显上涨态势。从企业运营数据来看，各家快递企业披露的月度单票收入均呈现环比提升趋势，这表明行业价格战已出现趋缓迹象，预计未来行业内企业的盈利能力具备提升空间。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局一般，主要系快递行业，特别是电商快递行业为同质化竞争，虽然头部快递企业不多，但客户粘性不高，因此快递行业比较容易陷入价格内卷。

快递(2.5星):

我国电商快递行业呈现显著的同质化竞争特征，下游客户粘性较弱且转换成本偏低。由于行业竞争格局的固有属性，快递服务难以形成有效的品牌差异化壁垒，导致行业长期陷入内卷化竞争困境。快递企业争夺市场份额的核心路径局限于低价策略，这也使得整个产业的产业格局处于相对一般的水平。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河中等，主要来自于公司多年积累的物流网络覆盖及规模效应下的成本控制能力，但随着公司市占率下滑，公司护城河存在衰退风险。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
快递	(3.5星) 经壹评级调整后公司净资产收益率大约为14%，具有明显的超额收益，且2024年公司市占率排名第三，且业务控制力良好，因此公司整体护城河宽度星级中等。	(3星) 公司护城河主要为线下渠道和规模优势，其中线下渠道为公司多年积累的网络布局，规模优势主要为成本优势。若未来公司市占率持续下滑，公司护城河存在衰减的可能，因此公司护城河持续性星级中等。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们基于韵达股份未来市占率小幅下滑之后保持稳定，反内卷政策下公司单票收入保持稳健，盈利能力逐步修复的合理假设下，公司现在处于偏低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为快递业务，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

- 1) 快递行业业务量：2024年我国实物网购渗透率为26.8%，假设未来实物网购渗透率持续提升，2030年提升至30%左右，其次考虑到逆向物流的增长，我们预测未来快递行业增速依旧能够保持5%-10%左右的增速；
- 2) 公司市占率：最近两年公司市占率小幅下滑，考虑到未来快递价格战趋缓，我们预测公司市占率小幅下滑之后能够基本维持12%左右；
- 3) 价：公司单票收入持续下行，主要系规模效应导致成本下滑和价格战导致单价下跌，但2025年7月快递行业出现反内卷积极信号，我们预测公司快递单票收入每年下滑2%，2030年以后保持不变；

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：2025年上半年加剧导致公司业绩承压下滑，但2025年下半年有望边际好转，我们预测公司毛利率2025年下滑至7.2%，2027年后边际改善至8.7%左右；
- 2) 费用端：公司销售费用、研发费用占比较低，主要费用为管理费用，我们假设未来公司各项费用率保持在2024年水平不变。

表2：公司整体业绩预测

韵达股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	474.3	449.8	485.4	516.6	536.4	546.6	557.0	567.6
归母净利润(亿)	14.8	16.2	19.1	12.5	16.8	19.0	19.2	19.5
归母净利润增速(%)	0.5	9.3	17.9	-34.6	33.8	13.1	1.2	1.4
经营性净利润(亿)	14.4	14.9	17.2	11.2	15.5	17.7	18.0	18.2
经营性净利润增速(%)	-2.9	3.4	15.5	-35.0	38.5	14.5	1.3	1.5
经营性归母净利润(亿)	14.2	14.7	16.9	11.0	15.2	17.4	17.7	17.9
经营性归母净利润增速(%)	-2.8	3.1	15.2	-35.0	38.5	14.5	1.3	1.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

快递	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	474.3	449.8	485.4	516.6	536.4	546.6	557.0	567.6
收入增速(%)	13.7	-5.2	7.9	6.4	3.8	1.9	1.9	1.9
经营性净利润(亿)	14.4	14.9	17.2	11.2	15.5	17.7	18.0	18.2
经营性净利率(%)	3.0	3.3	3.5	2.2	2.9	3.2	3.2	3.2
经营性净利润增速(%)	-2.9	3.4	15.5	-35.0	38.5	14.5	1.3	1.5

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
快递	3.0%	中低	一般	较强	8.0%	12.38	21.2
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
快递(亿)	99.1	131.5	230.6	54.6	6.0	-	279.2
公司整体测算(亿)	99.1	131.5	230.6	54.6	6.0	-	279.2

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
快递(亿)	134.8	117.4	252.1	54.6	6.0	-	300.8
公司整体测算(亿)	134.8	117.4	252.1	54.6	6.0	-	300.8

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司未来业绩可预测性一般，核心原因在于快递行业价格战能否完全终结仍存在不确定性。不过快递行业数据披露体系相对完善，无论是国家邮政局的行业层面数据，还是各快递企业披露的月度经营数据，均能为跟踪行业动态提供支撑，使得行业具备较强的可跟踪性。综合来看，公司整体估值的确定性处于中等水平。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。