






内部编号:2022100055

韵达控股股份有限公司 2022 年公开发行可转换公司债券

# 信用评级报告

分析师: 林贇婧  lyj@shxsj.com  
林巧云  lqy@shxsj.com

评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349  
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层  
公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

# 概述

编号：【新世纪债评（2022）010362】

评级对象：韵达控股股份有限公司 2022 年公开发行可转换公司债券

主体信用等级：AA<sup>+</sup>

评级展望：稳定

债项信用等级：AA<sup>+</sup>

评级时间：2022 年 10 月 19 日

注册额度：不超过人民币 24.50 亿元  
(含 24.50 亿元)

本次发行：不超过人民币 24.50 亿元  
(含 24.50 亿元)

发行目的：项目投资

存续期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还未转股的可转债本金和最后一年利息

增级安排：无

## 评级观点

### 主要优势：

- 行业发展态势较好。韵达股份所属快递行业，近年来呈现高速发展态势，面临的政策环境持续向好，能为公司业务发展提供较好的行业环境。
- 市场地位较高。近年来韵达股份不断扩大网络布局并提升服务质量，市场份额及客服满意度不断得到提升，目前公司快递业务量市场规模及客户满意度均排名前列，市场地位较高，具有较好的竞争优势。
- 财务弹性较好。韵达股份主业经营获现能力强，经营性现金流表现良好，货币资金充裕，公司财务弹性较好。
- 融资渠道多样化。韵达股份目前尚未使用银行授信额度规模较大，融资渠道通畅。此外，公司作为 A 股上市公司，融资渠道多样化。

### 主要风险：

- 市场竞争加剧。随着新进入者的加入，快递物流行业竞争加剧，且排名前列的物流企业均不断拓展业务规模，韵达股份面临一定的市场竞争压力。
- 成本管控压力。近年来韵达股份持续进行降本增效工作，目前成本控制水平较好，但随着人力、运输成本的上升，叠加固定资产持续投资带来的新增折旧，未来公司仍面临一定的成本管控压力。
- 管理难度大。韵达股份系以加盟商为业务拓展出发点，随着业务规模不断扩大，加盟商数量也不断增加，且加盟商经营水平参差不齐均对公司内部管理提出较高的要求。

## 未来展望

通过对韵达股份及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA<sup>+</sup>主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很高，并给予本次债券 AA<sup>+</sup>信用等级。



### 主要财务数据及指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 上半年度
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金 (亿元)	1.04	0.02	0.10	0.03
刚性债务 (亿元)	3.02	20.39	40.64	42.59
所有者权益 (亿元)	223.79	223.51	224.60	225.19
经营性现金净流入量 (亿元)	-3.32	-16.36	-15.29	-1.30
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产 (亿元)	224.97	295.01	360.25	378.06
总负债 (亿元)	89.63	150.43	201.38	212.99
刚性债务 (亿元)	16.55	75.34	112.06	125.03
所有者权益 (亿元)	135.34	144.58	158.87	165.07
营业收入 (亿元)	344.04	335.00	417.29	228.26
净利润 (亿元)	26.23	14.24	14.96	5.40
经营性现金净流入量 (亿元)	50.36	21.84	29.89	32.41
EBITDA (亿元)	46.35	33.45	44.88	—
资产负债率[%]	39.84	50.99	55.90	56.34
权益资本与刚性债务比率[%]	817.88	191.91	141.77	132.02
流动比率[%]	124.44	144.01	98.54	99.48
现金比率[%]	101.32	111.45	57.30	68.78
利息保障倍数[倍]	87.36	12.10	6.82	—
净资产收益率[%]	20.92	10.18	9.86	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	65.85	23.93	28.08	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.49	-30.64	-16.30	—
EBITDA/利息支出[倍]	115.10	21.39	14.05	—
EBITDA/刚性债务[倍]	4.27	0.73	0.48	—

注: 根据韵达股份经审计的 2019~2021 年及未经审计的 2022 年上半年度财务数据整理、计算。

### 发行人本次评级模型分析表及结果

一级要素	二级要素	风险程度
业务风险	宏观环境	1
	行业风险	3
	市场竞争	5
	盈利能力	1
	公司治理	1
个体信用	财务政策风险	4
	会计政策与质量	1
	现金流状况	3
	负债结构与资产质量	1
	流动性	3
	个体风险状况	2
	个体调整因素调整方向	不调整
	调整后个体风险状况	2
	调整理由 (个体因素):	--
外部支持	支持因素调整方向	不调整
	调整后信用风险状况	2
	调整理由 (支持因素):	--
主体信用等级		AA <sup>+</sup>



### 同类企业比较表

企业名称（简称）	2021年/末主要经营及财务数据				
	市场份额（%）	总资产（亿元）	营业收入（亿元）	净资产收益率（%）	资产负债率（%）
中通快递	20.58	627.72	304.06	9.74	22.06
圆通速递	15.27	342.22	451.55	10.59	32.62
申通快递	10.21	187.67	252.55	-10.94	58.03
顺丰控股	9.73	2099.00	2071.87	6.13	53.35
韵达股份	16.99	360.25	417.29	9.86	55.90

注1：中通快递全称为中通快递(开曼)有限公司；圆通速递全称为圆通速递股份有限公司；申通快递全称为申通快递股份有限公司；顺丰控股全称为顺丰控股股份有限公司。

注2：上表所列示的市场份额是指当年度快递业务量占比。

注3：圆通速递、申通快递和顺丰控股为上市公司及公开市场发债企业，中通快递为上市公司，上述企业均非本评级机构客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

韵达控股股份有限公司（简称“韵达股份”、“该公司”或“公司”）系由上海韵达货运有限公司（简称“韵达货运”）成功借壳宁波新海电气股份有限公司（简称“新海股份”）上市，并于2017年1月更名而来，证券代码为002120.SZ。

2016年12月，新海股份收到中国证监会出具的《关于核准宁波新海电气股份有限公司重大资产重组及向上海罗颀思投资管理有限公司等发行股份购买资产的批复》，新海股份以其全部资产及负债（简称“置出资产”）与韵达货运全体股东所持有的韵达货运100%股权（简称“置入资产”）的等值部分进行置换，置入资产与置出资产的差额部分由新海股份以发行股份的方式自韵达货运全体股东购买。经交易各方协商，最终确定置出资产和置入资产分别作价6.74亿元和177.60亿元，评估基准日为2016年3月31日，其中差额部分170.86亿元由新海股份以19.79元/股的发行价格，向韵达货运全体股东发行8.63亿股股份购买。韵达货运在取得新海股份全部资产及负债后直接转让至其原实际控制人黄新华，并且置出资产的相关员工将根据“人随资产走”的原则，一同转入黄新华或其指定的第三方。截至2016年末，上述事项全部完成，公司总股本由1.50亿股增至10.14亿股，上海罗颀思投资管理有限公司（简称“上海罗颀思”）持股比例为56.53%，为公司控股股东；聂腾云及其妻子陈立英合计持有上海罗颀思100.00%股权，为公司实际控制人。

2017年，该公司进行了资本公积转增股本、向激励对象授予限制性股票和年度权益分派等多项工作，截至当年末，公司总股本增至12.17亿股。2018年4月，公司向7家投资者以39.75元/股的发行价格发行股票0.98亿股，募集资金总额人民币39.15亿元，募集资金净额为人民币38.42亿元。当年7-8月，新增以及回购股票股权激励分别为180.40万股和4.19万股，并于当年8月进行了资本公积转增股本工作。2020年5月，公司2019年年度股东大会审议通过了权益分派方案，以公司现有总股本22.30亿股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增3股，公司总股本由22.30亿股增至28.99亿股。2021年6月18日，公司第四期限制性股票激励计划首次授予的634.93万股限制性股票完成登记上市，公司总股本由28.99亿股增至29.05亿股；2021年7月，公司回购注销了限制性股票激励计划的部分限制性股票合计270.54万股；2022年5月，公司回购注销了限制性股票激励计划的部分限制性股票合计50.25万股。截至2022年6月末，公司总股本为29.03亿股，上海罗颀思持股比例为52.04%，仍为公司控股股东，实际控制人仍为聂腾云和陈立英夫妇。公司产权状况详情见附件一。

该公司所处物流行业，核心业务为快递业务，快递网络广泛覆盖，截至2022年6月末，公司拥有77个自营枢纽转运中心，是我国市场份额位居前列的快递企业。

### 2. 债项概况

#### (1) 债券条款

该公司拟公开发行规模不超过24.50亿元（含24.50亿元）的可转换公司债券，期限为6年，募集资金将用于分拣设备自动化升级项目投资。

图表1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	韵达控股股份有限公司2022年公开发行可转换公司债券
总发行规模:	不超过人民币24.50亿元（含24.50亿元）



本期发行规模:	不超过人民币 24.50 亿元 (含 24.50 亿元)
本期债券期限:	6 年
债券利率:	本次发行的可转换公司债券票面利率提请公司股东大会授权公司董事会或董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构及主承销商协商确定
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式, 到期归还本金和最后一年利息
转股期限:	本次发行的可转换公司债券转股期自可转换公司债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
初始转股价格:	本次发行的可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价 (若在该二十个交易日发生过因除权、除息引起股价调整的情形, 则对调整前的交易日的交易价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算) 和前一个交易日公司股票交易均价, 具体初始转股价格由股东大会授权董事会或董事会授权人士在本次发行前根据市场状况和公司具体情况与保荐机构及主承销商协商确定。
转股价格的调整:	在本次发行之后, 若公司发生派送红股、转增股本、增发新股 (不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况时, 公司将按上述条件出现的先后顺序, 依次对转股价格进行累积调整。
向下修正条款:	<p>在本次发行的可转换公司债券存续期内, 当公司股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价低于当期转股价格 85% 时, 公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价。</p> <p>若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形, 则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算, 在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。</p>
赎回条款:	<p>在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内, 公司将赎回全部未转股的可转换公司债券, 具体赎回价格由股东大会授权董事会或董事会授权人士根据发行时市场情况与保荐机构及主承销商协商确定。</p> <p>在本次发行的可转换公司债券转股期内, 当下述两种情形的任意一种出现时, 公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券:</p> <p>(1) 在本次发行的可转换公司债券转股期内, 如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130% (含 130%);</p> <p>(2) 当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000.00 万元时。</p>
回售条款:	<p>在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度内, 如果公司股票任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时, 可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送红股、转增股本、增发新股 (不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形, 则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算, 在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况, 则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。本次发行的可转换公司债券的最后两个计息年度, 可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次, 若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的, 该计息年度不应再行使回售权。可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。</p> <p>若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化, 且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的, 本次发行的可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按照债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后, 可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售, 本次附加回售申报期内不实施回售的, 自动丧失该回售权。</p>
增级安排:	无

资料来源: 韵达股份

截至 2022 年 9 月 23 日, 该公司已发行尚未到期的境内债务融资工具余额为 55.40 亿元。此外, 公



司境外全资子公司 YUNDA Holding Investment Limited 于 2020 年 8 月在境外公开发行 5.00 亿美元债券。截至本评级报告出具日，公司还本付息情况正常。

图表 2. 截至 2022 年 9 月 23 日公司存续债务融资工具情况

债项名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限	当前票 面利率 (%)	起息日	到期日	本息兑付情况
22 韵达股份 SCP003	4.00	4.00	140 天	2.40	2022-07-20	2022-12-07	尚未开始还本付息
22 韵达 1A	3.70	3.70	设立日所在自然季度首日起届满 18 年的对应日后的第 27 个工作日	3.80	2022-06-29	2040-05-14	尚未开始还本付息
22 韵达 1B	4.20	4.20	设立日所在自然季度首日起届满 18 年的对应日后的第 27 个工作日	4.30	2022-06-29	2040-05-14	尚未开始还本付息
22 韵达股份 MTN001	5.00	5.00	2 年	3.40	2022-05-26	2024-05-26	尚未开始还本付息
22 韵达股份 SCP001	5.00	5.00	268 天	3.00	2022-03-16	2022-12-09	尚未开始还本付息
21 韵达股份 MTN003	5.00	5.00	3(2+1)年	3.78	2021-11-18	2024-11-18	尚未开始还本付息
21 韵达 1A	2.45	2.45	设立日所在自然季度首日起届满 18 年的对应日后的第 27 个工作日	4.20	2021-09-27	2039-08-08	正常
21 韵达 1B	3.05	3.05	设立日所在自然季度首日起届满 18 年的对应日后的第 27 个工作日	4.50	2021-09-27	2039-08-08	正常
21 韵达股份 MTN002(高成长债)	5.00	5.00	3 年	3.80	2021-07-28	2024-07-28	正常
21 韵达股份 MTN001(乡村振兴)	5.00	5.00	2 年	3.64	2021-06-02	2023-06-02	正常
20 韵达股份 MTN003	5.00	5.00	3(2+1)年	3.99	2020-10-26	2023-10-26	正常
20 韵达股份 MTN002	10.00	3.00	3(2+1)年	3.30	2020-04-27	2023-04-27	正常
20 韵达股份(疫情防控债)MTN001	5.00	5.00	3 年	3.60	2020-03-16	2023-03-16	正常
债务融资工具合计	<b>62.40</b>	<b>55.40</b>	-	-	-	-	-
YD HOLD N2508	5.00 亿美元	5.00 亿美元	5 年	2.25	2020-08-19	2025-08-19	正常
境外债合计	<b>5.00</b> 亿美元	<b>5.00</b> 亿美元	-	-	-	-	-

资料来源：韵达股份

## (2) 募集资金用途

该公司拟将本期债券扣除发行费用后的募集资金净额全部用于以下项目：

图表 3. 本期债券募集资金用途（单位：万元）

序号	项目名称	总投资额	募集资金投入金额
1	分拣设备自动化升级项目	302,064.31	245,000.00
合计		302,064.31	245,000.00

资料来源：韵达股份

如本次发行实际募集资金（扣除发行费用后）少于拟投入募集资金总额，该公司董事会将根据募集资金用途的重要性和紧迫性安排募集资金的具体使用，不足部分将通过自筹方式解决。在本次发行可转换公司债券募集资金到位之前，如公司以自有资金先行投入上述项目建设，公司将在募集资金到位后按照相关法律、法规规定的程序予以置换。

分拣设备自动化升级项目主要用于交叉带自动分拣设备的采购和升级，计划投资总额为 30.21 亿元，拟以募集资金投入金额为 24.50 亿元，项目实施主体为该公司或公司全资子公司。项目建设完成后，将提高公司的分拣转运能力，增强快递服务网络的稳定性，降低运营成本，提高服务质量和效率，进而提升公司在快递服务领域的核心竞争力。

### （3）信用增进安排

本次债券未安排信用增级。

## 业务

### 1. 外部环境

#### （1）宏观因素

2022 年前三季度，在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下，全球经济的衰退风险持续上升，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。国内经济的恢复尚不稳固，地产行业持续低迷对宏观经济稳定形成一定压力。短期内，“稳增长”政策落地节奏加快，将为经济回稳提供支撑；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年前三季度，在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下，全球经济的衰退风险持续上升，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。新冠变异毒株致死率下降但传染性显著增强，疫情对经济活动的影响仍在延续。能源供给紧张成为全球通胀居高不下的关键原因，美欧等主要经济体持续大力度收紧货币政策对金融市场的影响显著，利率攀升、非美货币大幅贬值、风险资产价格下跌，市场的悲观情绪浓郁。俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济的恢复尚不稳固，地产持续低迷对宏观经济稳定构成一定压力。失业率回落但结构性就业矛盾仍突出，消费者物价指数温和上涨，且与工业生产者出厂价格指数的剪刀差反转。工业中煤炭、能源和有色金属采矿业的生产与盈利增长较快；除电气机械及器材、汽车、烟酒饮料等少部分制造业外，其余制造业的生产与盈利普遍明显放缓或同比下降；极端天气影响下电力行业生产阶段性加快，且盈利压力有所缓解。商品零售中必需品和石油制品增长相对较快、汽车在刺激政策拉动下也有所好转，而整体消费表现疲弱且修复节奏较为缓慢；基建的稳增长作用突出，制造业投资增长亦较快，房地产开发投资则仍处负增长状态；受高基数与外需放缓双重影响，出口增速经历反弹后再度回落。人民币兑美元贬值较为明显，但兑欧元、英镑、日元等主要货币升值，官方外汇储备规模有所下降但规模依旧庞大，人民币的基本面基础较为坚实。



我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大力度，为短期内的经济恢复提供支持。我国财政政策积极发力，推出一系列“退、缓、补、购、奖”措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，专项债资金的使用亦显著加快，将是带动内需修复的重要力量；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持，并扩大政策性开发性金融工具规模满足基础设施项目资金需求；同时推动贷款市场报价利率改革效能释放，降低企业综合融资成本。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调。短期内，“稳增长”政策落地节奏加快，将为经济回稳提供支撑：预计基建和制造业投资是拉动经济的主要力量，消费的恢复因疫情扰动慢且不稳，而出口增速在外需放缓影响下继续回落且会对工业生产形成拖累，地产则仍处寻底阶段。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## (2) 行业因素

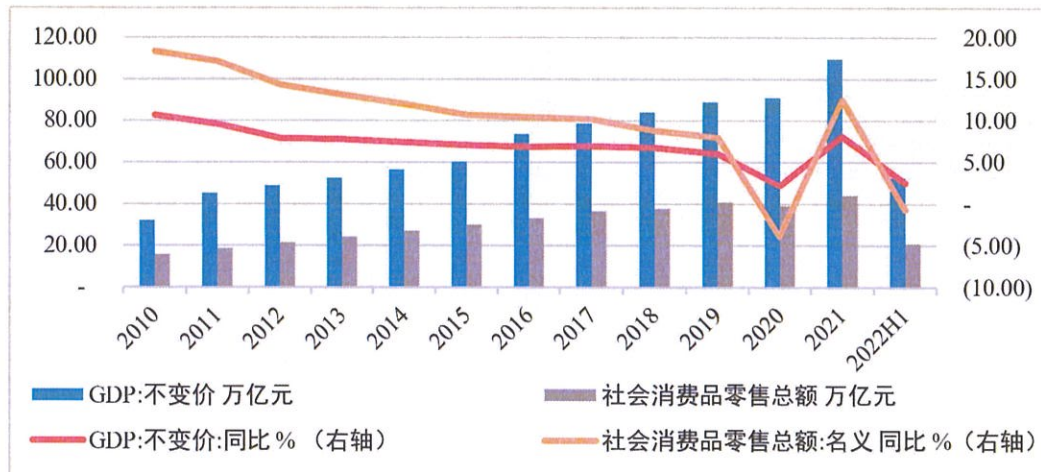
受益于电商迅速发展，近年来我国快递行业呈高速发展态势，面临的政策环境持续向好，但受快递网络覆盖面逐渐饱和及高基数增长等因素影响，行业增速趋缓。2020年初，新冠肺炎疫情的爆发，对快递行业形成一定短期冲击，但新冠疫情亦加速了消费需求的线上化，随着电商业蓬勃发展，我国快递行业得以快速恢复且行业增速有所提升；但是，行业内随着新进入者的加入市场竞争加剧，快递企业的盈利空间持续承压。2022年上半年度，受部分地区疫情影响，多地快递出现阶段性延缓甚至中断，市场发展整体放缓；但从中长期看，随着疫情缓解及物流保障政策升级，国内消费需求亦将逐步修复，行业发展前景仍较好。

### A. 行业概况

根据《国民经济行业分类(GB/T 4754-2017)》(2019年修订后)，快递服务是指快递服务组织在承诺的时限内快速完成的寄递服务。快递行业的发展与我国宏观经济形势密切相关，近年来，我国经济不断发展，国内生产总值(GDP)不变价由2010年的32.01万亿元增长至2021年的109.58万亿元；国内人均收入和居民消费水平不断提高，社会消费品零售总额亦不断增长，由2010年的15.46万亿元增长至2021年的44.08万亿元，为我国快递行业的发展提供了较好的外部条件。2022年3月多地新冠疫情集中爆发，供应链短期受阻，2022年上半年度，初步核算，我国GDP(不变价)绝对额为52.52万亿元，同比增长2.5%，社会消费品零售总额21.04万亿元，同比下降0.7%。随着疫情逐步控制，2022年1-8月社会消费品零售总额同比增长0.50%至28.26万亿元。



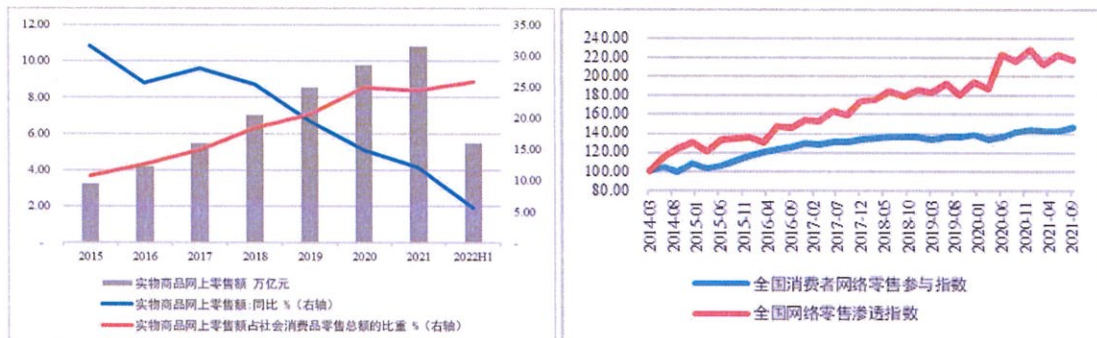
图表 4. 我国 GDP 和社会消费品零售总额



资料来源: Wind 资讯、新世纪评级整理

电商是目前快递行业最主要的业务来源,近年来,随着互联网的迅速发展,改变了居民的消费观念,网络购物渗透率不断提升,推动了电商业的蓬勃发展,2019~2021年,我国实物商品网上零售额分别为 8.52 万亿元、9.76 万亿元和 10.80 万亿元,同比分别增长 21.43%、14.49%和 12.00%,随着“6·18 购物节”、“11·11 购物狂欢节”等电商促销活动的频繁举办以及直播带货、小程序、抖音等新兴电商模式的蓬勃发展,居民消费潜力持续释放,进一步推动实物商品网上零售规模的稳定增长;同期占社会消费品零售总额的比重分别为 20.7%、24.9%和 24.5%,2020-2021 年,在新冠肺炎疫情统筹防控和经济社会发展的背景下,大量消费需求转向线上,加之政府持续出台的各项刺激消费政策,实物商品网上零售额占比有所提升。2022 年上半年度,我国实物商品网上零售额为 5.45 万亿元,同比增长 5.60%,占同期社会消费品零售总额的比重为 25.9%。

图表 5. 我国网络零售市场



资料来源: Wind 资讯、新世纪评级整理

在电商业的高速发展下,我国快递行业规模迅速扩大,规模以上快递业务量从 2010 年的 23.4 亿件增加到 2021 年的 1083.0 亿件,净增了 46 倍,年均增长 41.72%,但是,随着快递业务量基数的不断积累,2017 年以来其增速有所放缓,2017~2019 年,规模以上快递业务量同比增速分别为 28.00%、26.60%和 25.30%。2020 年初,新冠肺炎疫情的爆发,物流活动受阻,对我国快递行业形成了短期冲击,2020 年 1~2 月,我国规模以上快递业务量同比分别减少 16.40%和 10.10%,但在活跃的电商业务的带动下,叠加疫情加剧了居民线上消费倾向,快递业务量于 3 月起开始迅速恢复,2020 年,我国规模以上快递业务量为 833.58 亿件,增速亦出现明显提升,当期同比增长 31.22%。2021 年,我国规模以上快递业务量为 1083.00 亿件,同比增长 29.92%,增速同比有所放缓。

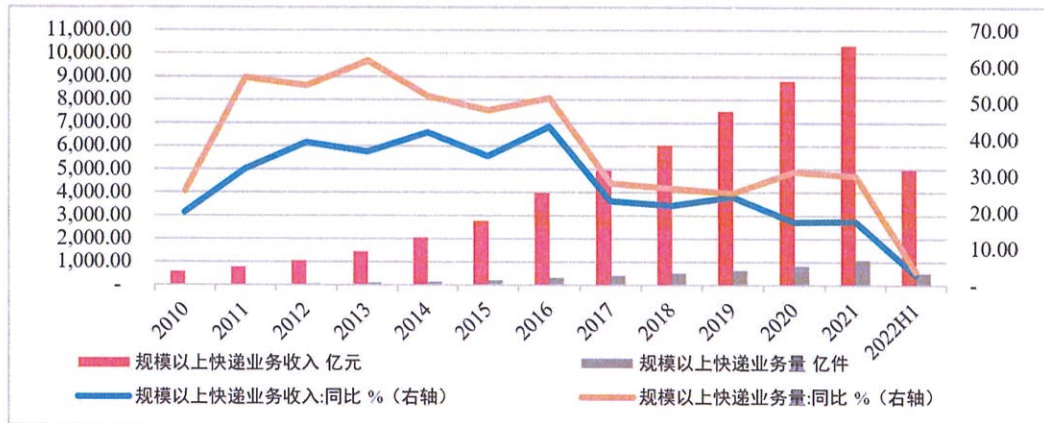
在快递业务量快速增长的带动下,我国规模以上快递业务收入亦保持较好的增长态势,由 2010 年的 574.60 亿元增长到 2021 年的 10332.3 亿元,净增了约 18 倍,年均增长了 30.04%;但整体来看,近年来行业增速有所放缓,2017~2021 年,我国规模以上快递业务收入同比增速分别为 24.73%、21.81%、



24.17%、17.31%和17.47%，2020年以来增速下降尤为明显，主要系主打低价模式的极兔快递、京喜快递（众邮快递）进入我国快递市场，快速布局加盟，行业竞争进一步加剧影响。

2022年3月上旬开始，受部分地区疫情影响，多地快递出现阶段性延缓甚至中断，部分电商平台也出现发货延误、暂停发货现象，快递需求受损，市场发展整体放缓。2022年上半年度，我国规模以上快递业务量为512.16亿件，同比增长3.70%；我国规模以上快递业务收入为4982.20亿元，同比增长2.90%。

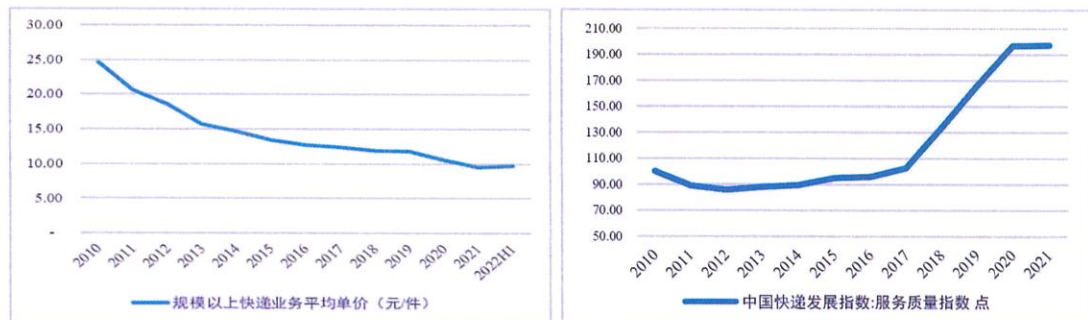
图表 6. 我国规模以上快递业务量和业务收入



资料来源: Wind 资讯、新世纪评级整理

从行业收费来看，2010年以来，我国快递业务平均单价在行业激烈竞争的背景下逐年下降，由2010年的24.60元下降至2021年的9.54元/件，净降了2.58倍，年均下降了8.24%。其中，2011~2013年降幅最为明显，分别为15.85%、10.63%和15.19%，在此期间，我国的快递服务质量指数（CEDI）<sup>1</sup>开始出现明显下滑，由2010年的100下降至2013年的87.70。2014~2019年，我国快递业务平均单价降幅明显收窄，由2014年的6.63%收窄至2019年的0.92%，除了租金、人工等刚性成本不断上升因素外，我国快递行业于此期间从价格战转向品质战，快递服务质量指数由2014年的89.20快速上升至2020年的196.50。2020年，新进入者的加入再次加剧了行业竞争，我国快递业务平均单价降幅扩大，2020年我国快递业务平均单价同比下降10.59%。2021年4月以来，为保障良性市场竞争秩序，部分区域监管开始遏制非理性价格战，叠加末端派费上涨和成本上升等因素影响，行业价格战开始趋缓，2021年我国快递业务平均单价为9.54元，降幅较上半年度收窄1.03个百分点。2022年上半年度，我国快递业务平均单价进一步回升至9.73元。

图表 7. 我国快递行业收费及服务质量情况



资料来源: Wind 资讯、新世纪评级整理

从不同网络规模来看，我国快递服务划分为国内异地快递、同城快递和国际及港澳台快递，其中，国内异地快递在 market 需求的带动下，发展良好，业务量占比逐年提升，由2010年的71.50%上升至2021年的85.02%，持续占据我国快递市场主导地位。同城快递业务量增速呈波动性下降趋势，由2010年的22.68%下降至2021年的15.94%，其中，2019年出现负增长，主要系受闪送、美团配送、蜂鸟配送等

<sup>1</sup> 基于中国快递发展的基本特征、规律，对一定时期中国快递发展程度的量化评价，以2010年为基期，基期指数设定为100。

即时配送新业态进入快速发展期带来的巨大冲击；2020年及2021年，在快递业务量增速提高的大背景下，同城快递业务量分别同比增长10.22%和15.94%。2022年上半年度，受多地新冠疫情集中爆发、供应链短期受阻影响，我国规模以上快递同城、异地和国际及港澳台业务出现不同程度下滑，业务量分别为61.28亿件、442.30亿件和8.59亿件，其中，异地业务量同比增长5.71%，增速明显放缓，同城和国际及港澳台业务量同比分别减少5.12%和21.45%，国际及港澳台业务量降幅太大的主要原因，一是国际油价上涨，国际空运和海运价格处于较高水平，亦使得跨境商品价格优势减弱；二是疫情导致管理措施加强，国际快件处理能力大幅下降，进而导致国际快递整体时效延误；三是全程时效延长抑制了部分跨境电商消费需求综合所致。

从行业收费来看，不同网络规模下的快递业务平均单价均呈现下降趋势，2010~2021年，国内异地快递、同城快递和国际及港澳台快递平均单价的年均降幅分别为10.31%、2.57%和7.93%。其中，国内异地快递降幅最为明显，2021年国内异地快递平均单价低于同城快递，当期国内异地和同城快递平均单价分别为5.68元/件和5.78元/件；国际及港澳台快递平均单价则自2020年以来有所回升，2019-2021年分别为51.90元/件、58.34元/件和55.60元/件。2022年上半年度，国内异地快递、同城快递和国际及港澳台快递平均单价分别为5.53元/件、5.37元/件和63.26元/件，其中异地快递和同城快递平均单价同比分别下降0.31元/件和0.71元/件，国际及港澳台快递平均单价同比上升7.00元/件。

图表 8. 我国不同网络规模的快递业务量和平均单价

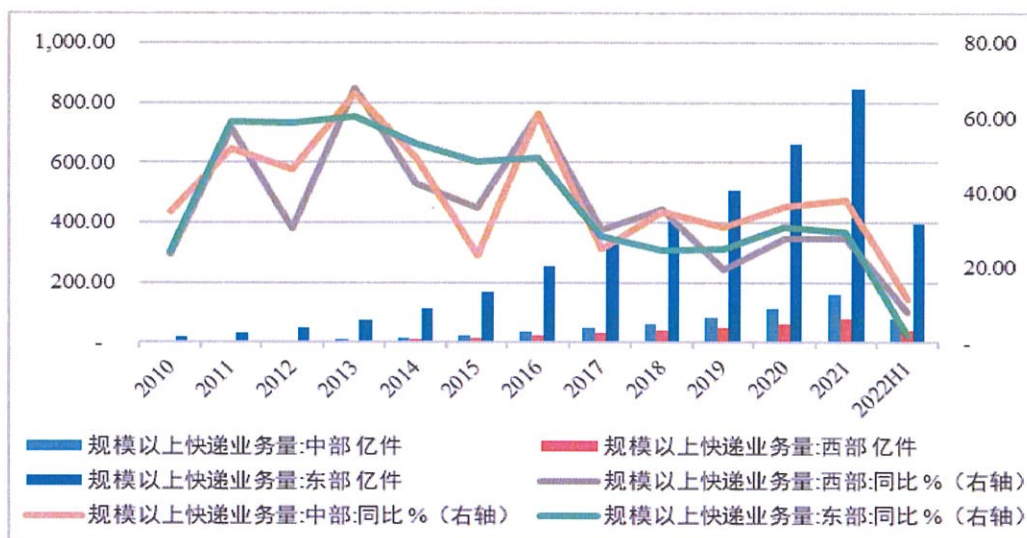


资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

从地域分布来看，我国快递行业在很大程度上受到人均收入、居民消费水平及网络渗透率等因素影响，具有明显的区域性特征，主要集中在经济发达的东部地区，近年来东部地区快递业务量占比约为80%，其中，广东和浙江两省快递贡献量合计占比约为47%，且近年来占比呈逐年提升的态势。而中西部地区受制于经济发展水平较低，其快递需求尚未获得充分发掘，快递业务量占比较低，但随着经济不断发展，以及“向西、向下”、“快递进村”工程的持续推进以及电商平台不断向下沉市场转移，线上消费将不断向中西部地区渗透，2019~2021年和2022年上半年度中西部地区业务量合计占比分别为20.30%、20.60%、21.90%和22.80%，中西部地区的市场潜力有待持续释放。



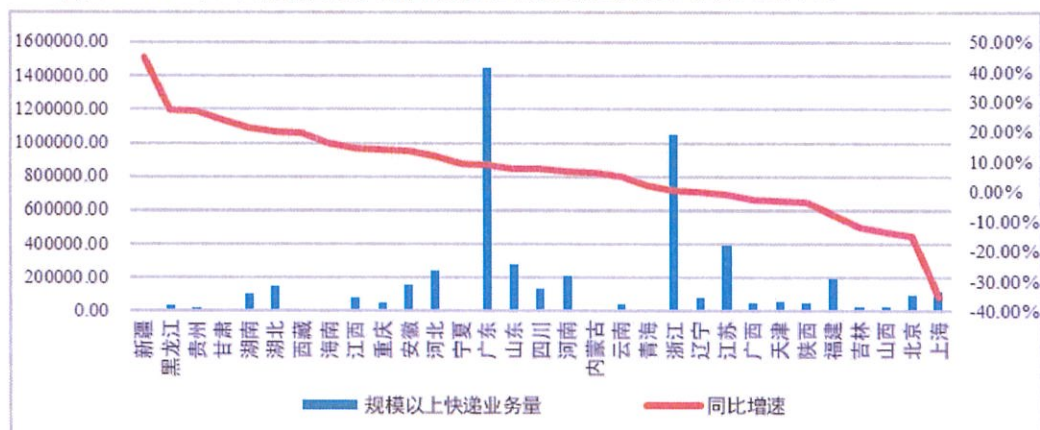
图表 9. 我国不同区域的快递业务量



资料来源: Wind 资讯、新世纪评级整理

分省/直辖市看, 2022 年上半年度, 31 个省/直辖市中, 15 个省/直辖市的规模以上快递业务量增速低于全国水平 (7.03%), 其中江苏、广西、天津、陕西、福建、吉林、山西、北京和上海 9 地业务量负增长, 上述 9 地 2021 年规模以上快递业务量合计占我国总量的比重为 21.69%。2022 年以来, 随着疫情扩散导致我国多地快递网点停发, 短期内我国快递业务行业受到疫情的明显冲击。但从中长期看, 随着疫情缓解及物流保障政策升级, 国内消费需求将进一步释放, 行业发展前景仍较好。

图表 10. 2022 年上半年度我国各省/直辖市规模以上快递业务量及增速 (单位: 万件、%)



资料来源: Wind 资讯、新世纪评级整理

从行业集中度来看, 快递行业是规模效应显著的行业, 近年来, 随着头部快递企业在网点布局、人员及运输设备等方面获得的发展优势, 导致货品向头部快递企业集中, 呈现“包裹虹吸”现象, 行业内“马太效应”明显, 我国快递服务品牌集中度指数 (CR8) 由 2015 年 7 月的 77.60 上升至 2020 年 2 月的 86.40; 尽管 2020 年 2 月以来, 极兔快递、京喜快递 (众邮快递) 等新进入者加剧了行业竞争, 我国快递服务品牌集中度指数 (CR8)<sup>2</sup> 有所下滑, 但 2021 年末 CR8 仍高达 80.50, 头部企业竞争能力仍很强。2022 年 6 月末, CR8 上升至 84.70。

<sup>2</sup> 快递行业内前 8 家最大的企业所占市场份额的总和。

图表 11. 我国快递服务品牌集中度指数 CR8



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

## B. 政策环境

从政策环境来看，随着快递行业的快速发展，快递行业在提升国家经济运行效率、推动产业结构升级、提高国民生活水平等方面发挥的作用越来越大，已成为国家战略性、基础性行业，近年来，我国国务院及相关部门陆续出台了多项支持、鼓励快递产业发展的法律法规或政策文件，如《快递暂行条例》、《交通强国建设纲要》、《关于支持民营快递企业发展的指导意见》、《关于促进快递业与制造业深度融合发展的意见》、《关于进一步降低物流成本的实施意见》等，涉及基础设施建设、城市通行、末端配送、数据协同及法律保障等各个方面。与此同时，随着行业价格战竞争愈发激烈，监管方亦开始频频出手整顿，2021 年 4 月，针对快递发货量较大且价格竞争激烈的浙江义乌，义乌邮政管理局对相关企业发出警示函，要求不得以远低于成本价格的方式进行倾销，并要求相关网点停业整顿；同月 22 日，《浙江省快递业促进条例（草案）》审议通过，规定快递经营者不得提供低于成本价的快递服务，这亦是政府首次以法规形式提出快递价格监管；当年 7 月，交通运输部、国家邮政局等七部门联合印发了《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》，针对不正当竞争、区域差异化派费等问题提出了相应措施；2022 年 1 月国家邮政局发布《快递市场管理办法（修订草案）》（征求意见稿），在全国范围内提出禁止低于成本线的价格竞争。随着相关法律法规逐步完善，有助于促进快递行业的有序经营、合理竞争，推动快递产业更加健康、有序、高质量发展。

2021 年 12 月 31 日，我国国家邮政局发布《关于印发<“十四五”快递业发展规划>的通知》，“十四五”期间，我国快递行业主要任务体现在十个方面：一是提升行业服务质效；二是加快行业生态扩维；三是完善农村服务体系；四是助力制造强国建设；五是拓展国际快递业务；六是保障行业安全运行；七是提高应急处置能力；八是促进行业绿色发展；九是优化营商环境；十是深化行业现代治理。

图表 12. 2020 年以来快递行业主要政策/文件

发布时间	发布方	政策/文件	主要内容
2022 年 4 月	财政部、国家税务总局	《财政部 税务总局关于快递收派服务免征增值税政策的公告》	自 2022 年 5 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，对纳税人为居民提供必需生活物资快递收派服务取得的收入，免征增值税。
2022 年 1 月	国家邮政局	《快递市场管理办法（修订草案）》（征求意见稿）	明确提出禁止低于成本线的价格竞争、整治串通操纵价格及虚构快递信息现象、保障快递从业人员合法权益。
2021 年 12 月	国家邮政局	《“十四五”快递业发展规划》	发展目标包括服务质量、规模实力、产业协同、安全监管、绿色环保和治理效能六个方面。
2021 年 9 月	浙江省政府	《浙江省快递业促进条例》	规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务；电子商务平台经营者不得利用技术手段阻断快递经营者正常服务；平台型快递经营者不得禁止或者附加不合理条件限制其他快递经营者进入。



发布时间	发布方	政策/文件	主要内容
2021年8月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于加快农村寄递物流体系建设的意见》	健全县、乡、村寄递服务体系，补齐农村寄递物流基础设施短板，推动农村地区流通体系建设，促进群众就业创业，更好满足农村生产生活消费升级需求。
2021年7月	交通运输部、国家邮政局、国家发展改革委等联合印发	《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》	提出了制定派费核算指引、制定劳动定额、纠正差异化派费、遏制“以罚代管”等四个方面的举措。
2021年4月	浙江省政府	《浙江省快递业促进条例（草案）》（简称《浙七条》）	草案从七方面对快递行业进行了规定。其中，规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务；电子商务平台经营者不得利用技术手段阻断快递经营者正常服务；平台型快递经营者不得禁止或者附加不合理条件限制其他快递经营者进入。
2021年1月	国务院办公厅	《关于推进电子商务与快递物流协同发展的意见》	一、强化制度创新；二、强化规划引领；三、强化规范运营；四、强化服务创新；五、强化标准化智能化；六、强化绿色理念。
2020年12月	交通运输部、国家邮政局、国家发展改革委等联合印发	《关于促进粤港澳大湾区邮政业发展的实施意见》	密切内地与港澳邮政快递交流合作，推动邮政行业高质量发展。深度融入粤港澳世界级城市群，深度融入粤港澳世界级产业集群，充分发挥中国（广东）自由贸易试验区示范带动作用，努力将粤港澳大湾区建设成为全国邮政业创新发展引领区。
2020年10月	国家邮政局	《快递企业总部重大经营管理事项风险评估和报告制度（试行）》	快递企业总部做出的经营管理决定可能造成在全国或者省、自治区、直辖市范围内发生阻断运营网络突发事件等严重影响的，适用本制度。
2020年9月	国务院办公厅	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	“加快建设国际寄递物流服务体系，统筹推进国际物流供应链建设，降低物流成本。”
2020年8月	交通运输部	《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》	明确了“打造融合高效的智慧交通基础设施”的任务，对于“智慧邮政”方面要推广邮政快递转运中心自动化分拣设备、机械化装卸设备。
2020年5月	交通运输部	《关于进一步降低物流成本的实施意见》	一、深化关键环节改革，降低物流制度成本；二、加强土地和资金保障，降低物流要素成本；三、深入落实减税降费措施，降低物流税费成本；四、加强信息开放共享，降低物流信息成本；五、推动物流设施高效衔接，降低物流联运成本；六、推动物流业提质增效，降低物流综合成本。
2020年4月	国家邮政局、工业和信息化部	《关于促进快递业与制造业深度融合发展的意见》	要探索建立符合我国国情的物流业制造业融合发展模式，推动快递业提升服务能力，健全产品体系，创新发展供应链，构建与制造业高质量发展相适应的快递物流服务体系，形成快递业与制造业深度融合的发展格局。

资料来源：公开资料、新世纪评级整理

### C. 竞争格局/态势

随着部分快递企业持续加大转运中心、自动化分拣设备、干线运输车辆等核心资源投入，有效夯实快递服务网络，逐步构筑起规模、成本、服务和科技等优势，快递行业进入壁垒有所提升，目前已形成较为明显的“马太效应”，市场份额不断向头部企业积聚，行业竞争在头部企业之间愈发激烈。

从我国快递行业发展历程来看，1990年之前，我国快递市场一直被全球邮政特快专递（EMS）主导，EMS拥有绝对性垄断地位。随着我国经济的快递发展和现代化、国际化进程的加快，民营经济不断壮大，快递行业的市场化程度亦在不断提升，目前除在党政司法机关文件寄递等国务院规定的特殊范围以及外资不得经营国内信件快递业务外，其他领域已无关于经营主体的限制性规定，已基本形成了充分竞争的格局且民营快递企业占据绝对市场份额。2010年之后，战略资本陆续进入快递行业，2015年以来，主要快递企业陆续上市，与此同时，部分快递企业持续加大转运中心、自动化分拣设备、干线运输车辆等核心资源投入，有效夯实快递服务网络，逐步构筑起规模、成本、服务和科技等优势，行业壁垒持续提高，形成较为明显的“马太效应”，市场份额不断向头部企业积聚；2018年以来快递行业出现多次重大收购事件，2018年3月顺丰收购新邦物流，2021年9月极兔收购壹米滴答，同年12月极兔再次收购百世国内快递业务，2022年3月京东物流与德邦控股签订收购协议，目前已完成收购德邦



控股超过 50%股权，成为德邦快递实际控制人，行业整合逐步加速，未来头部企业竞争格局或将进一步加强。2019~2021 年及 2022 年上半年度，快递业务量前三位的中通快递、韵达股份和圆通速递的合计市场份额分别为 49.22%、52.54%、52.85%和 54.76%。

图表 13. 我国快递行业上市企业基本情况（单位：%）

公司名称	公司简称	上市方式	上市时间	市场占有率(快递业务量占比)				
				2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年上半年度
圆通速递股份有限公司	圆通速递 [600233.SH]	A 股[借壳]	2016 年 10 月	13.14	14.35	15.17	15.27	15.78
中通快递(开曼)有限公司	中通快递[ZTO.N]	美国纽交所	2016 年 10 月	16.81	19.08	20.40	20.58	22.31
	中通快递-SW [2057.HK]	香港联交所	2020 年 9 月					
申通快递股份有限公司	申通快递 [002468.SZ]	A 股[借壳]	2016 年 12 月	10.08	11.60	10.58	10.21	11.09
韵达控股股份有限公司	韵达股份 [002120.SZ]	A 股[借壳]	2017 年 1 月	13.77	15.79	16.97	16.99	16.68
顺丰控股股份有限公司	顺丰控股 [002352.SZ]	A 股[借壳]	2017 年 2 月	7.63	7.62	9.76	9.73	9.96
百世集团	百世集团[BEST.N]	美国纽交所	2017 年 9 月	10.79	11.93	10.24	8.65	-
德邦物流股份有限公司	德邦快递 [603056.SH]	A 股[IPO]	2018 年 1 月	-	-	-	-	-
京东物流股份有限公司	京东物流[2618.HK]	香港联交所	2021 年 5 月	-	-	-	-	-

资料来源：Wind 资讯、网上公开资料，新世纪评级整理

分企业来看，顺丰控股的市场份额较低，但其拥有较为丰富的航空及陆运运力资源，运输网络更为完善，服务时效和服务质量在行业内持续保持领先。三通一达及百世之间的同质化竞争则较为严重，但各自的业务量市场份额差距近年来亦开始有所显现，其中，中通快递近三年的快递业务量在行业内稳居第一，韵达股份则自 2018 年以来超过圆通速递位居第二，圆通速递的市场占有率与百世集团及申通快递的差距不断拉大；与此同时，随着主打低价模式的极兔快递进入我国快递市场快速布局加盟，以及网商系快递企业如京东物流（京喜快递<sup>3</sup>）、苏宁配送等的加入，行业竞争进一步加剧，其中京东物流外部客户的收入贡献占总收入的比重由 2018 年末的 29.9%提升至 2021 年末的 56.5%，并于 2022 年收购了德邦快递；而极兔快递亦于 2021 年 12 月完成对百世集团国内快递业务的收购工作，据网上公开信息披露，收购完成后，极兔快递在国内快递市场份额将达到 14%左右。总体来看，快递行业竞争的集中度进一步提升，头部企业之间的竞争将愈发激烈。

#### D. 风险关注

**行业进入壁垒有所提升。**随着转运中心、自动化分拣设备、干线运输车辆等核心资源的持续投入，以及品牌信誉的积累，部分快递企业已形成了一定的规模优势和品牌优势，而由于上述业务资源的布局需要耗费较大的资金和时间成本，对于行业的新进入者而言，面临的进入壁垒有所提升。

**行业集中度持续提升。**随着行业壁垒的提高，中小快递企业逐步被市场淘汰，市场集聚效应愈发明显，行业内已形成较为明显的马太效应，行业竞争在头部企业之间更为激烈；同时，由于目前快递行业内的同质化竞争较为严重，头部企业之间并未形成明显的差异化优势，市场地位尚未巩固，在激烈的竞争中，头部企业预计将进一步分化和出清，未来的行业集中度预计将进一步提升。

**加盟商管理风险。**随着快递业务规模的不断扩大，对于部分实行加盟制的快递企业而言，对加盟商的管理难度也不断加大，如出现对加盟商管理不善，则可能出现加盟商网点停止营业、爆仓等情况，将对企业正常运营造成较大的负面影响。总体而言，加盟制下的快递企业面临较大的加盟商管理风险。

## 2. 业务运营

近年来，该公司持续推进快递网络布局建设，业务量保持高速增长。2020 年受疫情冲击及行业价

<sup>3</sup> 京东物流旗下的加盟制快递品牌，原名“众邮快递”。

格竞争影响，当年营业收入同比小幅下滑；2021 年快递业务量增长带动营业收入增长。公司成本控制能力较强，受益于装载率提升及加强人工、运输等成本控制，2019-2021 年快递服务单票成本持续下降，但在行业价格竞争背景下，公司盈利能力有所下滑，叠加固定资产持续投资带来的新增折旧，公司持续面临一定的成本管控压力。2022 年上半年度，受益于快递单票价格回升，营业收入有所增长；油价上涨导致运输成本上升、在建项目转固带来折旧摊销成本增长，及菜鸟裹裹结算口径变化等因素综合影响下，快递业务成本有所增长，叠加多地疫情反弹影响，业务量增速明显下滑导致单票成本上升，当期公司盈利能力有所下滑。

该公司所处物流行业，核心业务为快递业务，以及围绕快递业务衍生出的物料销售及其他业务，其中，快递业务的核心驱动因素包括业务模式、运输资源、业务规模、成本控制及管理水平等，业务覆盖全国范围。2019-2021 年及 2022 年上半年度，公司营业收入分别为 344.04 亿元、335.00 亿元、417.29 亿元和 228.26 亿元，2020 年同比小幅减少 2.63%，主要原因一方面系 2020 年第一季度受疫情影响营收同比下降 15.86%，另一方面系快递行业竞争加剧，公司快递服务单票收入下降；2021 年同比增长 24.56%，主要系电商经济持续发展带动业务量高速增长所致；2022 年上半年度较上年同期增长 25.36%，主要系监管政策引导快递单票收入回升、菜鸟裹裹业务结算口径发生变化所致。

图表 14. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
快递业务	全国	模式、资源、规模、成本及管理

资料来源：韵达股份

该公司物料销售业务主要系向加盟商提供包装盒等产品的销售服务，依附快递业务而存在，对营业收入贡献较为有限。2019-2021 年及 2022 年上半年度，该业务实现收入分别 9.90 亿元、5.57 亿元、1.17 亿元和 0.36 亿元，2019-2021 年持续减少，主要系 2020 年 7 月起部分计入物料销售收入的面单收入一并调整至快递收入所致，其中 2022 年上半年度同比减少 30.70%，主要系二季度因疫情原因导致业务量同比下降所致。2019-2021 年及 2022 年上半年度，毛利率分别为 58.54%、70.84%、45.29%和 45.37%。

此外，该公司围绕快递业务还拓展了仓配一体化供应链、国际业务及技术服务等其他业务，其中供应链业务主要系依托国内外庞大物流服务网络以智能化仓储设备为客户提供 B2C 仓配一体、B2B 仓配一体、跨境电商、联合仓、传统运输、仓店调拨、O2O、SAAS 及行业供应链等产品及服务；国际业务主要系依托其全球货运跟踪系统、运单及订单管理系统和海外仓储系统为客户提供境外仓配一体化业务；技术业务主要系公司依托其完善的信息系统向加盟商提供信息技术等服务。2019-2021 年及 2022 年上半年度，公司其他业务合计实现收入分别为 14.50 亿元、12.80 亿元、21.80 亿元和 11.76 亿元，2020 年同比下降 11.72%，主要系自 2019 年 6 月起快运业务被剥离；2021 年公司加大了对包括供应链业务、租赁业务及货运代理在内的部分新业务的投入，收入同比增长 70.28%；2022 年上半年度同比增长 45.37%，主要系车辆租赁收入和仓储收入增加所致。2019-2021 年，其他业务毛利率分别为 21.84%、25.15%、22.75%和 20.22%，2020 年同比增长 3.31 个百分点，主要系毛利率较高的仓配一体化供应链、国际业务及技术服务等业务收入持续增长所致；2021 年同比下降 2.40 个百分点，主要系新业务开拓成本有所增加所致。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 15. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年上半年度	2021 年上半年度
营业收入合计	344.04	335.00	417.29	228.26	182.09
其中：(1) 快递业务	319.64	316.63	394.32	216.14	173.47
在营业收入中占比 (%)	92.91	94.52	94.50	94.69	95.27
(2) 物料销售	9.90	5.57	1.17	0.36	0.52



主导产品或服务	2019年	2020年	2021年	2022年 上半年度	2021年 上半年度
在营业收入中占比 (%)	2.88	1.66	0.28	0.16	0.30
毛利率 (%)	<b>13.15</b>	<b>9.50</b>	<b>9.05</b>	<b>8.67</b>	<b>9.50</b>
其中：快递业务 (%)	11.35	7.78	8.19	7.98	8.80
物料销售 (%)	58.54	70.84	45.29	45.37	47.42

资料来源：韵达股份

该公司快递业务收入主要由派费收入、中转费收入与面单收入等构成。其中：派费收入系快递包裹到达目的地转运中心后，公司直接或委托末端加盟商（网点），将快递包裹从到达地转运中心通过接收、运输、搬运等动作后，依照服务标准及时将快递包裹送达收件人所提供的相应服务，公司就提供这种包裹派送等相关服务而向揽件端加盟商（网点）收取的服务费用，确认为派费收入。中转收入系在快件揽收完成后，揽件加盟网点按照约定的方式和时间段，将当天所揽收的快件统一运输至公司指定的始发转运中心，然后由公司通过自营枢纽转运中心进行转运，并在快递服务完成，即送达派件加盟网点时，收取快件中转费用，公司待整个快递服务完成后确认主营业务收入。面单销售收入系揽件加盟网点向公司支付快递面单费，公司待整个快递服务完成后，将收取的快递面单费确认主营业务收入。

截至 2022 年 6 月末，该公司快递业务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，海外已经覆盖 36 个国家和地区。

#### a. 业务模式

该公司采用“枢纽中转自营与末端网络加盟”的快递经营模式，自营方面，所有枢纽转运中心的设立、投资、运营、管理均由公司总部负责，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“枢纽转运中心和干线网络自营、终端揽派加盟相结合”的网络化、平台化、扁平化运营模式。

快递服务派件模式方面，统一由该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（即在此过程中，公司向揽件端加盟商（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）。该模式或将打破加盟商派送的“领地属性”，即到达加盟商网点的快件，不一定由当地的加盟商来派送，也有可能交给其他“派件服务供应商”（包括第三方服务平台）来派送，有利于优化末端派送服务管理管控体系，进一步提升快递服务水平和时效水平。

#### b. 资源

该公司在快递业务中负责快递分拣及转运环节，收派两端则由具备快递经营许可、资质优良的加盟商提供服务，枢纽转运中心、加盟商、网点及门店、运输设备及末端布局等均为公司业务开展的重要资源。

近年来，随着全国网络布局的逐步完善，该公司加盟商规模已步入稳定期，数量上未发生明显波动，2019-2021 年末及 2022 年 6 月末加盟商数量分别为 3728 家、3875 家、3893 家和 3850 家，加盟商主要集中在华东大区、西南大区和华北大区，2021 年末占总加盟商数量的比重分别为 33.62%、14.85%、14.23%。从集中度来看，2021 年末销售金额前十名加盟商合计揽件量为 26.40 亿件，占业务量的比重为 14.34%；从构成稳定性情况来看，受市场因素影响呈现一定的波动性，其中 2021 年前十大销售加盟商中有 5 名为新晋加盟商。同时，加盟商作为快递公司的核心资源，其积极性决定了快递公司的业务量和市场份额的增长情况。

网点及门店方面，该公司网点及门店主要系由加盟商建设，加盟商可在其所属区域内设立一级、二级及三级网点及门店，揽收时由下往上汇集，派件则由上往下。2022 年 6 月末，公司在全国拥有 29844 家网点及门店（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。

枢纽转运中心方面，2022年6月末，该公司拥有的自营枢纽转运中心数量为77个，较上年末增加1个，公司原主要通过租赁土地自建枢纽转运中心模式开展，随着资本实力不断增强以及租赁成本的不断上升，公司开始购买土地建设枢纽转运中心。2021年及2022年上半年度，公司用于土地购置的投资额分别为16.01亿元和2.05亿元，购置的土地主要用于核心区域枢纽转运中心建设。新自有场地的不断投入和建设，一方面有利于更灵活地进行场地规划，使得转运中心处理能力得到大幅提高，提高场地使用效率和人均效能，同时有利于有效降低租金成本，提升市场竞争力。2021年末，公司自有物业资产值为51.97亿元，占固定资产比例为37.48%。

图表 16. 近年来公司快递资源情况（单位：家、个）

快递网络资源	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 6 月末
枢纽转运中心	59	67	76	77
加盟商	3728	3875	3893	3850
网点及门店（含加盟商）	27466	32624	32274	29844
县级以上城市覆盖率（%）	95.59	96.40	96.56	/

资料来源：韵达股份

在自有车辆方面，该公司主要通过统一招标形式进行采购，一般会预付部分定金，验收车辆时支付尾款，主要通过票据结算。目前公司自有车辆平均车龄在3~5年，每年均会进行一定的车辆设备投资，2019~2021年及2022年上半年度，新增车辆设备投资额分别为3.62亿元、10.98亿元、8.54亿元和0.74亿元，2020年投资额较大，主要系车辆更新换代及随着业务规模扩大，增加车辆购置所致；2021年维持较大规模投资，一方面系现有车辆更新换代需求，另一方面系公司为提升车辆自有化比例而主动增购车辆。

在末端运输方面，随着快递客户对服务体验度要求不断升高，该公司在快递自提点及智能快递柜方面均有所布局。在快递自提点方面，公司主要通过与合作便利店、物业及第三方合作资源合作模式拓展；在智能快递柜方面，目前公司与“丰巢”、“蜜罐”、“菜鸟驿站”及“速递易”等多家公司均有合作布局。

### c. 成本

成本管控是决定快递公司核心竞争力的重要因素之一，近年来该公司持续进行降本增效工作，但固定成本上升压力仍较大，2019-2021年，快递业务成本分别为283.36亿元、291.99亿元和362.03亿元，同比增幅分别为233.11%、3.04%和23.99%。2019年增幅明显扩大，主要系当年快递服务派件模式调整，增加了派件服务成本；2020年增幅系中转成本增加所致；2021年增幅系业务规模扩大导致派件服务和中转成本增加所致。从构成上来看，2019年以来，公司快递业务成本主要包括中转成本和派件成本，2019~2021年合计占营业成本的比重分别为94.82%、95.85%和94.68%。

2019-2021年，该公司中转成本分别为109.58亿元、123.97亿元和150.26亿元，随着业务规模的扩大逐年增长，但单票中转成本逐年下降，同期分别为1.09元、0.88元和0.82元。中转成本主要由运输成本、装卸扫描费、折旧摊销和职工薪酬等构成，其中运输成本为中转成本的核心构成，2021年占比为61.88%。公司实施路由优化、提升装载率等多种措施使得中转运输成本得到较好的控制，2019-2021年单票中转运输成本同比分别下降12.95%、24.70%和7.51%，其中2020年单票运输成本降幅扩大11.75个百分点，主要系当年叠加疫情期间的高速路优惠政策及油价下跌等因素综合所致。近年来，公司还持续加强了人工成本控制，2019-2021年单票中转职工薪酬同比分别下降37.64%、34.35%和19.72%。与此同时，随着业务规模及业务资源的不断扩大，公司装卸扫描费及折旧摊销成本出现明显增长。

2019~2021年，该公司快递单票成本分别为2.83元、2.06元和1.97元，受益于人工、运输等成本控制，加之规模效应提升，快递单票成本呈下降趋势。2022年上半年度，油价上涨导致运输成本有所上升，随着在建项目逐步转固，折旧摊销成本亦有所增长，以及受菜鸟裹裹结算口径变化等因素综合影响，快递业务成本同比增长25.71%至198.88亿元，叠加多地疫情反弹导致业务量增速较低，当期快



递单票成本上升至 2.33 元。

图表 17. 2019-2021 年公司营业成本情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
快递业务成本	283.36	291.99	362.03
中转成本	109.58	123.97	150.26
其中：运输成本	72.77	77.27	92.98
职工薪酬	4.21	3.90	4.07
装卸扫描费	15.88	22.05	28.25
折旧摊销	9.05	12.48	19.85
办公及租赁	4.39	5.65	3.05
中转其他成本	3.28	2.63	2.06
派件成本	173.75	166.65	209.06

资料来源：韵达股份

#### d. 管理

在加盟商管理方面，该公司依据特定的条件筛选加盟商，包括各项法律规则、持证情况（《快递业务经营许可证》），管理水平、管理经历以及经济实力等。公司与加盟商合作模式一般为公司确定好加盟商并通过审批后，根据制定的加盟费用标准<sup>4</sup>及实际情况，向加盟商收取加盟费用。公司对加盟商进行年度考核，综合评估合格的加盟商可与总部续约。与加盟商结算模式一般为“即充即结”预付款模式，即加盟商首次开展业务前会根据公司要求支付一定保证金，业务开展过程中公司根据快递运输量情况即时结算，加盟商根据其保证金余额情况即时充值补足，此种结算模式在保障公司现金流充裕的同时也能对加盟商起到一定的管控约束作用。2019-2021 年末及 2022 年 6 月末，公司应收账款余额分别为 6.89 亿元、6.77 亿元、15.07 亿元和 16.92 亿元，账期以一年以内为主，其中 2021 年末较上年末增长 122.55%，主要系业务规模增长致使应收快递费相应增长，同时公司加大对加盟商的信用支持力度，给予部分加盟商一定信用额度及账期，致使应收加盟商账款增长较多。

该公司主要通过信息化技术和智能终端对一级加盟商考核以传导管理快递员，并通过信息化技术达到类直营管理效果；2019-2021 年末，技术人员分别为 1095 人、1282 人和 1416 人，技术人员持续增加能在一定层面上反应公司注重技术的积累。随着公司业务规模不断扩张，自有员工人数持续增长，2019-2021 年末分别为 8328 人、8646 人和 11294 人。总体来看，较大的人员规模以及加盟商数量均对公司内部管理提出很高的要求。

对于运输途中产生丢件、坏件等情况，该公司将根据电子系统追踪至具体发生环节，区分揽收、分拣、转运及派送四个环节以分别认定责任承担主体，其中在收派两端发生的赔偿责任均由加盟商（或其他派件服务供应商）自行承担，在分拣及转运环节发生的赔偿责任由总部承担。

该公司注重智能化和信息化建设，2019-2021 年及 2022 年上半年度在 IT 设备及服务方面投资分别为 2.50 亿元、4.09 亿元、3.27 亿元和 0.43 亿元，公司将网络信息平台、自动化智能化设备投入业务运转，一定程度上实现了人均效能、运营效率的提高，带动公司服务质量的提升。此外人均效能、运营效率提升也较好地降低了公司成本，增加对加盟商让利空间，促使加盟商提升配送品质。

快递服务满意度方面，根据国家邮政局调查结果，2021 年快递行业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、中通快递和韵达速递；根据国家邮政局关于 2022 年 2 月邮政业用户申诉情况的通告，全国快递企业申诉率（百万件快件业务量）平均为 3.43，有效申诉率平均为 0.55；该公司申诉率（百万件快件业务量）及有效申诉率分别为 1.75 和 0.01。公司快递服务质量在行业内处于较高水平。

随着行政执法、法律法规修订完善及鼓励高质量发展等一揽子综合治理措施的推进，我国快递产业

<sup>4</sup> 主要包括网络建设费、正常押金及风险保证金三部分，其中押金为退网后 75 天退还，风险保证金一般用于经营不稳定或转让多次的网点，待运营正常后 6 个月退还。

发展环境迎来扭转性改观的新局面。在我国移动互联网与内需消费深度融合，以创新的营销方式和商业模式实现流量变现，呈现出了全新的、平台多元化的网络购物新生态的背景下，该公司在物流科技、精益经营、敏捷组织等多重措施支撑下，快递业务量获得了持续快速的增长，市场份额稳步提升，以“核心资产/科技优势——服务优势——品牌优势——产品优势——客户优势”的经营策略（运营、产品、销售、客户）向高质量发展阶段推进。

### c. 规模

随着网点覆盖率的不断提高和服务质量的持续提升，该公司快递业务规模随之迅速扩大，2019-2021年及2022年上半年度，快递业务量分别为100.30亿件、141.44亿件、184.02亿件和85.41亿件，同比分别增长43.59%、41.02%、30.10%和3.39%，其中2022年上半年度受疫情反弹影响，业务量增速明显下降；公司市场份额分别为15.79%、16.97%、16.99%和16.68%<sup>5</sup>。从快递业务来源情况来看，目前公司快递主要来源于电商件，客户集中度低。快递单票价格方面，2020年以来主打低价模式的极兔快递、京喜快递（众邮快递）进入快递市场，市场竞争加剧导致单票价格有所下滑，2019-2021年公司快递单票价格分别为3.19元、2.24元和2.14元；2021年以来监管部门多次发布政策禁止不正当价格竞争，同年下半年快递单票价格呈现逐步回升趋势，2022年上半年度，公司快递单票价格回升至2.53元。从快递业务收入构成来看，2019-2021年及2022年上半年度，快递业务收入分别为319.64亿元、316.63亿元、394.32亿元和216.14亿元，2020年快递业务收入同比微幅下降0.94%，主要系受快递单票价格下降影响；2021年快递业务收入同比增长24.54%，主要系快递量增长所致；2022年上半年度快递业务收入同比增长24.59%，主要系政策引导快递单票价格回升所致。

2019-2021年及2022年上半年度，该公司快递业务毛利率分别为11.35%、7.78%、8.19%和7.98%，2020年同比下降3.57个百分点，主要系受新冠疫情和市场竞争加剧影响，快递单票价格下降所致；2021年同比提高0.41个百分点，主要系快递单票成本下降所致；2022年上半年度，一方面在油价上涨导致运输成本上升、在建项目逐步转固导致折旧摊销成本增长以及受菜鸟裹裹结算口径变化等因素的综合影响下，快递业务成本同比有所增长，另一方面受多地疫情反弹影响，快递业务量增速同比明显放缓，导致当期快递单票成本同比有所上升，因此当期快递业务毛利率同比下降0.82个百分点。

图表 18. 公司快递业务收入构成（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年上半年度	2021年上半年度
快递业务收入合计	319.64	316.63	394.32	216.14	173.47
其中：面单销售	72.88	19.15	3.94	4.89	3.65
中转	91.08	104.04	166.09	108.29	65.56
派件服务	155.46	193.19	223.94	102.87	104.16
特许经营	0.22	0.25	0.35	0.09	0.10

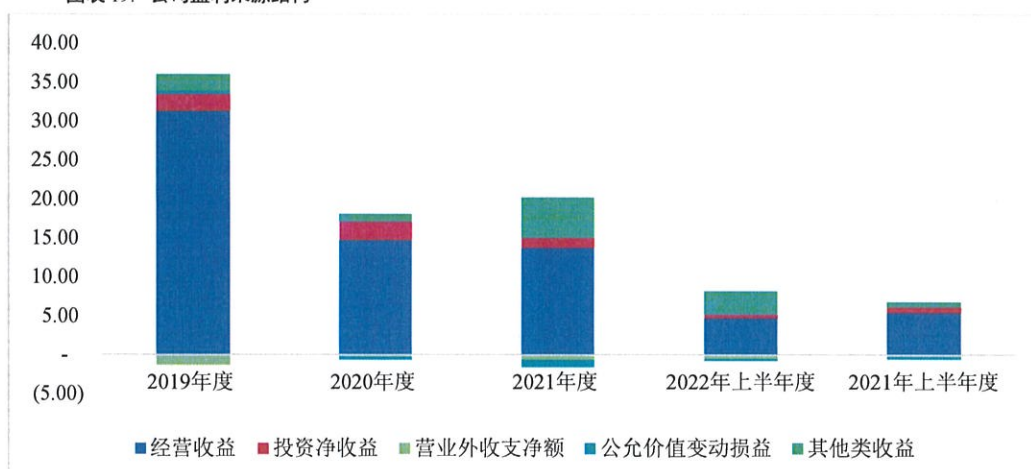
资料来源：韵达股份

<sup>5</sup> 按照2022年上半年度该公司快递业务量占同期全国规模以上快递业务量的比例表示。



## (2) 盈利能力

图表 19. 公司盈利来源结构



资料来源：根据韵达股份所提供数据绘制。

该公司主业盈利能力较强，盈利基本来源于经营收益，2019-2021 年及 2022 年上半年度，经营收益分别为 31.34 亿元、14.77 亿元、13.79 亿元和 4.75 亿元，2020 年以来，受快递行业竞争激烈、费用开支增加等因素影响，主业盈利能力有所下滑；2019-2021 年及 2022 年上半年度，营业毛利分别为 45.24 亿元、31.81 亿元、37.78 亿元和 19.80 亿元，其中快递业务实现的毛利占比分别为 80.19%、77.47%、85.47%和 87.15%，是公司最主要的毛利来源。

随着业务规模扩大，该公司期间费用规模不断增长，2019-2021 年及 2022 年上半年度分别为 12.79 亿元、14.87 亿元、22.65 亿元和 13.87 亿元，因业务规模扩大、固定资产增加及人力支出上升，销售及管理费用不断增加，财务费用随着刚性债务规模的快速扩张亦明显增加；同期期间费用率分别为 3.72%、4.44%、5.43%和 6.08%，期间费用率有所上升，但仍控制在较好水平。期间费用主要为管理费用，同期分别为 8.87 亿元、10.08 亿元、14.67 亿元和 7.79 亿元，占期间费用的比重分别为 69.39%、67.78%、64.76%和 56.19%，在一定程度上反映出公司管理需求较高；管理费用主要由职工薪酬、折旧及摊销、房租及物业管理费和办公费等构成，因职工薪酬及固定资产增加导致折旧摊销费用增加，2021 年及 2022 年上半年度管理费用同比分别增长 45.51%和 17.71%。2019-2021 年及 2022 年上半年度，财务费用分别为 0.09 亿元、0.45 亿元、2.14 亿元和 2.30 亿元，随着刚性债务规模快速扩张，2021 年和 2022 年上半年度财务费用同比分别增长 376.10%和 160.90%。

此外，2019-2021 年及 2022 年上半年度，资产减值损失（信用减值损失）分别为 0.59 亿元、1.52 亿元、0.27 亿元和 0.58 亿元，主要系对预计无法收回的快递费计提的坏账，其中 2020 年疫情下加大对应收快递费坏账计提。

图表 20. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年上半年度	2021 年上半年度
营业收入合计（亿元）	344.04	335.00	417.29	228.26	182.09
营业毛利（亿元）	45.24	31.81	37.78	19.80	17.30
其中：快递业务（亿元）	36.28	24.64	32.29	17.25	15.26
物料销售业务（亿元）	5.79	3.95	0.53	0.16	0.25
期间费用率（%）	3.72	4.44	5.43	6.08	5.74
其中：财务费用率（%）	0.03	0.13	0.51	1.01	0.48
全年利息支出总额（亿元）	0.40	1.56	3.19	1.98	-

资料来源：根据韵达股份所提供数据整理。

2019-2021 年及 2022 年上半年度，该公司投资净收益分别为 2.08 亿元、2.29 亿元、1.24 亿元和 0.45

亿元，主要来源于短期银行理财产品，其中 2021 年投资收益减少系当年减少银行理财产品及结构性存款的投资所致。2019-2021 年及 2022 年上半年度，其他类收益分别为 2.11 亿元、1.06 亿元、5.19 亿元和 3.00 亿元，其中 2021 年同比增长 391.44%，主要系当期进项税加计抵减较多所致。同时，公司作为国内主要快递企业之一，能够获得一定的政府扶持，2019-2021 年及 2022 年上半年度，政府补助分别为 1.04 亿元、0.88 亿元、0.86 亿元和 0.58 亿元，2019 年政府补助金额较大，主要系财政扶持资金和项目专项资金补助等，属于非可持续性收益，受政策影响波动较大。

图表 21. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年上半年度	2021 年上半年度
投资净收益（亿元）	2.08	2.29	1.24	0.45	0.69
其他类收益（亿元）	2.11	1.06	5.19	3.00	0.35
其中：政府补助（亿元） <sup>6</sup>	1.04	0.88	0.86	0.58	0.33
营业外收入（亿元）	0.16	0.11	0.15	0.06	0.05
其中：补贴补助（万元）	45.79	0.56	7.20	3.50	-

资料来源：根据韵达股份所提供数据整理。

注：其他类收益=其他收益+资产处置收益

总体来看，其他因素对盈利持续性影响较小，该公司主业盈利性强，但盈利能力因行业价格竞争及成本上升影响而有所下滑。2019-2021 年及 2022 年上半年度，净利润分别为 26.23 亿元、14.24 亿元、14.96 亿元和 5.40 亿元，受单票价格下降及费用增长影响，2020 年净利润同比下降 45.71%；2022 年上半年度净利润同比增长 18.88%，主要系进项税加计抵减较多所致。2019-2021 年，总资产报酬率分别为 17.34%、7.28%和 6.65%，净资产收益率分别为 20.92%、10.18%和 9.86%，随着行业价格竞争及业务规模扩大，投入资产所获的边际利润下降，相关资产收益率指标有所下滑，但仍处于较好水平。

### (3) 运营规划/经营战略

近年来，随着业务规模的不断扩大，同时为进一步提升市场竞争力及竞争地位，该公司开始加大固定资产投资，资金需求随之迅速增加。截至 2022 年 6 月末，公司重要在建项目主要包括上海优递爱实业有限公司厂房改扩建项目、韵达重庆涪陵快递物流基地项目、韵达河北（晋州）快递电商总部基地项目等，同期末以上重要在建工程预计投资总额为 32.99 亿元，累计已投资额为 21.16 亿元。基于公司自建枢纽转运中心，叠加运输设备购置需求，预计未来几年资本性支出较大。

图表 22. 2022 年 6 月末公司重要在建项目明细（单位：亿元）

项目名称	预算数	已投资额	资金来源
上海优递爱实业有限公司厂房改扩建项目	7.88	3.56	自有资金及银行借款
韵达重庆涪陵快递物流基地项目	7.02	2.33	自有资金
韵达河北（晋州）快递电商总部基地项目	3.86	3.67	自有资金
韵达辽宁（新民）快递电商总部基地项目	3.33	2.16	自有资金
韵达集团北方区域结算中心、大数据服务中心项目（工业）	2.56	2.32	自有资金
韵达内蒙古快递电商总部基地项目	2.26	2.12	自有资金
韵达集团北方区域结算中心、大数据服务中心项目（物流）	1.90	2.51	自有资金
池州韵泰电子商务有限公司自建项目	1.88	0.94	自有资金
昆明韵达电子商务有限公司自建项目	1.19	1.14	自有资金
石家庄韵必达电子商务有限公司购地项目	1.13	0.39	自有资金
合计	32.99	21.16	--

资料来源：韵达股份（四舍五入，存在尾差）

该公司于 2018 年 4 月成功完成非公开发行股票，募集资金总额为 39.15 亿元，扣除发行费用后净

<sup>6</sup> 不含个税扣缴税款手续费及进项税加计抵减。



额为 38.40 亿元，募投项目主要包括智能仓配一体化转运中心建设项目、转运中心自动化升级项目、快递网络运能提升项目和供应链智能信息化系统建设项目。根据公司 2020 年 8 月发布的公告，为使公司的募投项目顺利进行，在募集资金实际到位之前，公司根据项目进度的实际需要以自筹资金先行投入。截至 2021 年末，公司募投项目累计已投资 39.40 亿元<sup>7</sup>，资金来源为募投资金及自有资金。目前募投项目均已完成并投入使用。

图表 23. 截至 2021 年末公司非公开发行股票募投项目简况（单位：亿元）

项目名称	投资总额	承诺使用募集资金	累计投入募集资金
智能仓配一体化转运中心建设项目	19.73	1.33	1.23
转运中心自动化升级项目	20.52	20.13	20.44
快递网络运能提升项目	12.55	10.11	10.56
供应链智能信息化系统建设项目	6.97	6.82	7.17
合计	59.77	38.40	39.40

资料来源：根据韵达股份所提供资料整理、绘制（四舍五入，存在尾差）

2021 年 4 月，该公司以现金方式认购德邦股份非公开发行的股票 0.67 亿股，认购价格 9.17 元/股，认购股款总额为人民币 6.14 亿元，本次认购完成后，公司占德邦股份发行后总股本比例 6.52%。公司认购的德邦股份本次非公开发行的 A 股股票已于 2021 年 4 月 21 日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕登记托管手续，德邦股份已取得中国证券登记结算有限责任公司上海分公司出具的《证券变更登记证明》。截至 2022 年 6 月末，公司持有德邦股份 6.52% 股份，为德邦股份第 2 大股东。

德邦股份主要为覆盖快递、快运、仓储与供应链、跨境等多元业务的综合性物流供应商。2021 年末和 2022 年 6 月末，德邦股份资产总额分别为 156.71 亿元和 153.86 亿元，资产负债率分别为 60.46% 和 59.79%；2021 年和 2022 年上半年度，德邦股份分别实现营业收入 313.59 亿元和 148.01 亿元，实现净利润 1.42 亿元和 0.95 亿元，经营活动产生的现金流量净额分别为 24.02 亿元和 18.95 亿元。

## 管理

### 1. 公司治理

该公司为 A 股上市民营企业，实际控制人为自然人聂腾云和陈立英夫妇，产权结构较为清晰。公司建立了相对健全的法人治理结构和内部管理制度，能够满足公司日常经营活动需要。

截至 2022 年 6 月末，上海罗颀思持有该公司 52.04% 股权，为公司控股股东，聂腾云和陈立英夫妇为公司实际控制人，股权结构清晰。根据公司公告，截至 2022 年 9 月末，上海罗颀思累计质押公司股票 2.98 亿股，占其持有公司股份总数的 17.97%，占公司总股本的比例为 10.27%。

关联交易方面，该公司关联交易规模较小，2021 年关联方采购商品/接受劳务交易主要系向上海韵达运乾通物流有限公司及上海沱沱河供应链有限公司采购汽运服务及快递综合服务，出售商品/提供劳务交易主要系向上海韵达运乾物流科技有限公司及其子公司提供汽运服务；此外，2021 年公司因向关联方出租房屋和设备等确认租赁费，金额相对较小，租赁价格参考租赁房屋周边市场租赁价格确定。截至 2021 年末，关联方应收项目及应付项目分别为 9,329.10 万元和 388.60 万元。

在关联交易方面，为规范该公司及其控股子公司与公司关联方之间的关联交易决策程序，防止关联交易损害公司及股东的利益，根据《公司法》及《公司章程》的有关规定，制定《韵达控股股份有限公司关联交易管理制度》，对关联人及关联交易的认定、关联交易的管理、关联交易决策程序、日常关联交易的特别规定及关联交易披露和决策程序的豁免均作出明确说明。

<sup>7</sup> 包含募集资金形成的理财收益、利息收入等 1.09 亿元。

该公司按照《公司法》、《证券法》和《上市公司治理准则》等相关法律法规及有关上市公司治理的规范性文件要求进行运作。公司三会齐全，股东大会是公司的权力机构；董事会对股东大会负责，董事会由 11 名董事组成，其中独立董事 5 名。董事会设董事长 1 名，联席董事长（副董事长）1 人，由全体董事的过半数选举产生。公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，设主席 1 名，由全体监事过半数产生，职工监事 1 名。公司设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘；设副总裁若干名，协助总裁工作。公司总裁、副总裁、财务总监、董事会秘书为公司高级管理人员。

此外，该公司董事会下设战略委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会及审计委员会四个专业委员会，分别主要负责公司战略发展、薪酬与考核管理制度、董事与高管提名以及审计工作，较好地服务公司治理需求。

该公司对外信息披露事务主要由公司董事会秘书负责，包括督促公司制定并执行信息披露管理制度和重大信息的内部报告制度，促使公司的相关当事人依法履行信息披露义务，并按规定向深圳证券交易所办理定期报告和临时报告的披露工作。

该公司控股股东严格按照《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《公司章程》规范股东行为，通过股东大会行使股东权利，目前尚未发生超过股东大会及董事会而直接或间接干预公司经营与决策的行为。

## 2. 运营管理

该公司系由韵达货运借壳上市形成，其业务运营主体为韵达货运，公司本部主要负责管理及筹融资工作，因此在管理架构上，公司主要在韵达货运管理制度基础上作出相应调整，韵达货运根据其自身经营规模、业务特点制定相应的管理制度。

该公司根据业务发展需要，设有总裁办公室、战略发展中心、人力行政中心、财务中心、资产管理中心和信息中心，并按照业务性质划分为快递事业板块及新业务板块两大类，并下设细分组织管理机构，能够满足公司日常经营活动需求。其中快递事业板块下设包括营销中心、产品中心、网点管理中心、运营交付中心、客服中心、运营规划中心、运输中心和航空部；新业务板块下设供应链事业部、国际事业部和终端事业部。公司组织架构详见附录二。

在对外担保方面，为规范外担保行为，确保资产安全，该公司根据《公司法》、《担保法》、《证券法》和《公司章程》等有关规定，特制定《韵达控股股份有限公司对外担保管理制度》，适用于对直接或间接控股子公司提供担保，子公司为公司提供担保，或子公司之间提供担保，未经公司董事会或股东大会批准，公司不得对外提供担保。公司对外担保审批流程为财务部进行基础审核，经总经理同意后向董事会提出可否提供担保的书面报告，此外公司还对须经董事会审议通过后，提交股东大会批准的担保行为作出了明确规定。在内部审计方面，该公司制定了《韵达控股股份有限公司内部审计制度》。明确规定内部审计部门应当按照有关规定实施适当的审查程序，评价公司内部控制的有效性，每年向审计委员会提交至少一次内部控制评价报告。

在加盟商管理方面，该公司沿用了韵达货运制定的《收派网点管理制度》，对加盟商、收派网点、站点等管理均作出了明确规定，其中公司与加盟商的合同规定为一年一签，在对加盟商考核上，由收派网点中心对加盟商进行年度综合评估，综合评估合格的加盟商可与公司续约，对于综合评估不合格的加盟商，将考虑停止与其合作，不与其续约，或给出一个整改期，以观后效。

在资金管理方面，由于该公司本部不开展业务，主要负责管理和筹融资工作，其下属韵达货运为公司业务运营主体，具有一定的资金周转需求，因此公司主要将其筹融资获取的现金通过增资途径注入韵达货运，韵达货运对其下属子公司资金则是按周归集。

在对外投资方面，为了加强对外投资的管理，规范对外投资行为，提高资金运作效率，保障对外投资保值、增值，该公司根据《公司法》、《证券法》以及《公司章程》及其他相关规定，特制定《韵达控股股份有限公司对外投资管理制度》，对公司在对外投资的审批权限、组织机构及管理等方面作出明确指导。



### 3. 严重不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2022 年 9 月 23 日，公司及韵达货运无重大不良行为记录。

图表 24. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	本部	韵达货运
欠息	征信报告	2022.9.23	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2022.9.29	无	不涉及
诉讼 <sup>8</sup>	年度报告、公开信息披露	2022.9.29	无重大	无重大
工商	公开信息披露	2022.9.29	无重大	无重大
安全	公开信息披露	2022.9.29	无重大	无重大

资料来源：根据韵达股份所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

## 财务

受益于盈利积累、股东增资及股票激励等，近年来该公司资本实力不断增强。近年来，随着公司加大快递资源投入，债务规模快速扩大，负债结构转为以刚性债务为主；公司财务杠杆亦明显上升，但仍保持在适中水平；近年来公司经营性现金流持续净流入，2020 年以来受疫情及快递行业价格竞争影响，经营性现金净流入额明显收缩，但现金类资产尚充裕，且融资渠道畅通，均能为债务偿付提供较好保障。

### 1. 数据与调整

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019-2021 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部发布的《企业会计准则—基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释公告以及其他相关规定。

根据财政部要求境内上市企业自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，该公司于 2019 年 1 月 1 日按照新的金融工具准则的规定，对金融工具的分类和计量（含减值）进行追溯调整，将金融工具原账面价值和金融工具准则实施日（即 2019 年 1 月 1 日）的新账面价值之间的差额计入 2019 年 1 月 1 日的留存收益或其他综合收益。

该公司自 2020 年 1 月 1 日起执行新收入准则，将预收账款科目调整至合同负债科目列示。公司自 2021 年起执行新租赁准则，调整执行当年年初财务报表使用权资产、租赁负债等相关项目。

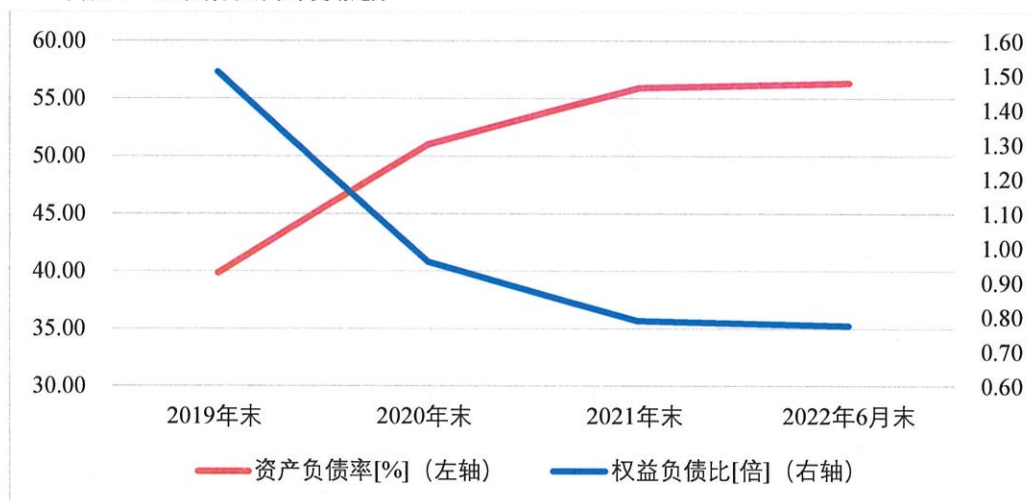
由于快递行业具有网点覆盖范围广泛的特点，因此子公司数量较多，且近年来随着该公司业务不断拓展，合并范围也随之不断扩大，截至 2021 年末，纳入合并范围的子公司共计 645 家，较上年末大幅增加 210 家，减少 5 家。

<sup>8</sup> 根据年度报告及公开信息披露，截至 2022 年 6 月末，该公司本部及子公司因合同纠纷等案由涉及多起未决诉讼，但涉案金额均较小，未产生重大负面影响。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 25. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据韵达股份所提供数据绘制。

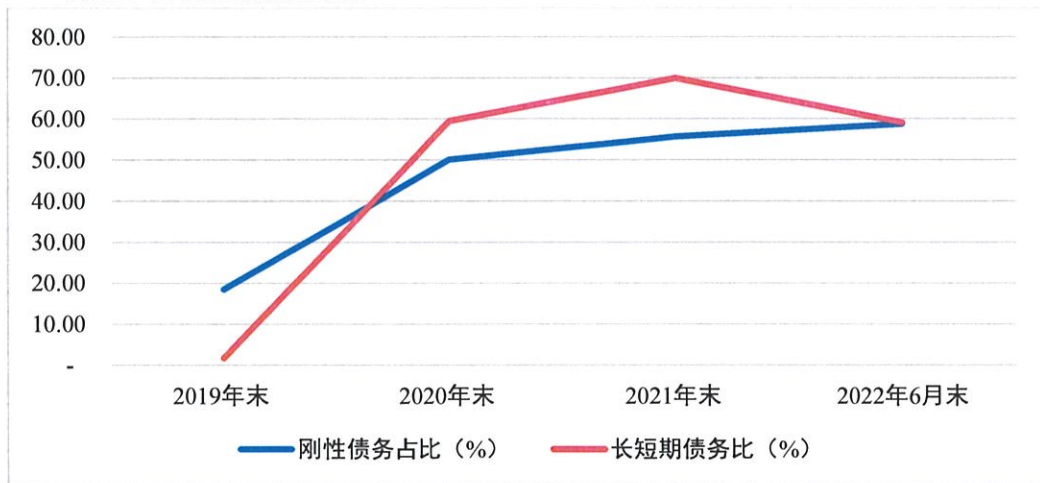
近年来，公司业务规模持续扩大，同时 2020 年以来亦加大了快递资源的投入，负债总额整体呈扩张趋势，2019-2021 年末及 2022 年 6 月末分别为 89.63 亿元、150.43 亿元、201.38 亿元和 212.99 亿元，资产负债率分别为 39.84%、50.99%、55.90%和 56.34%。2020 年以来，公司发行了多笔债券，财务杠杆快速上升，但仍保持在适中水平。

受益于盈利积累，该公司所有者权益持续增长。2019-2021 年末及 2022 年 6 月末，公司所有者权益分别为 135.34 亿元、144.58 亿元、158.87 亿元和 165.07 亿元，主要由实收资本、资本公积及未分配利润构成，其中，实收资本分别为 22.26 亿元、28.99 亿元、29.03 亿元和 29.03 亿元，2020 年末较上年末增长 30.22%，主要系资本公积转增股本所致；2021 年末较上年末增长 0.13%，主要系因股权激励增加限制性股票所致。2019-2021 年末及 2022 年 6 月末，资本公积分别为 34.13 亿元、28.30 亿元、28.67 亿元和 28.84 亿元，其中 2020 年末有所减少主要系转增股本所致。公司近年来盈利情况较好，2019-2021 年末及 2022 年 6 月末未分配利润分别为 74.35 亿元、82.60 亿元、95.77 亿元和 101.24 亿元，占所有者权益的比重分别为 54.94%、57.13%、60.28%和 61.33%，占比处于较高水平，资本结构稳定性有待改善。公司为 A 股上市公司，严格按照《公司章程》等相关规定执行利润分配，2019-2021 年，公司现金分红金额分别为 5.33 亿元、1.42 亿元和 1.50 亿元。



## (2) 债务结构

图表 26. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年上半年度末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
刚性债务	16.55	18.46	75.34	50.08	112.06	55.65	125.03	58.71
应付账款	42.94	47.91	37.94	25.22	50.09	24.87	51.67	24.26
预收账款	13.41	14.96	1.22	0.81	1.82	0.90	0.82	0.38
合同负债	-	-	18.54	12.32	14.51	7.20	12.88	6.05
其他应付款	10.85	12.11	9.15	6.08	10.57	5.25	9.36	4.40

资料来源：根据韵达股份所提供数据绘制。

该公司负债主要由刚性债务、应付账款、预收账款、合同负债和其他应付款等构成，2019-2021 年末及 2022 年 6 月末合计占负债总额的比重分别为 93.43%、94.51%、93.83%和 93.79%。同期末，刚性债务分别为 16.55 亿元、75.34 亿元、112.06 亿元和 125.03 亿元，占负债总额的比重分别为 18.46%、50.08%、55.65%和 58.71%，2020 年公司发行多期债券，刚性债务偿付压力快速上升。2019-2021 年末及 2022 年 6 月末，应付账款余额分别为 42.94 亿元、37.94 亿元、50.09 亿元和 51.67 亿元，主要为应付车辆运费、采购设备、装卸扫描费和基地建设工程款等，2020 年末较上年末减少 11.62%，主要系快递中转派件费减少所致；2021 年末较上年末增长 32.02%，主要系应付基地建设工程款及采购设备款增长所致。2019-2021 年末及 2022 年 6 月末，其他应付款分别为 10.85 亿元、9.15 亿元、10.57 亿元和 9.36 亿元，主要为押金、保证金及代收代付货款。同期末，预收款项余额分别为 13.41 亿元、1.22 亿元、1.82 亿元和 0.82 亿元，自 2020 年起执行新收入准则后，预收款项为预收车辆租赁款；2020-2021 年末及 2022 年 6 月末，合同负债余额分别为 18.54 亿元、14.51 亿元和 12.88 亿元，主要为预收加盟商面单购置款以及加盟商根据其业务量需求支付的预存款，2021 年以来公司向加盟商加大信用支持力度，合同负债规模未随快递业务收入出现相应增长。

图表 27. 公司刚性债务构成 (单位：亿元)

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 上半年度末
短期刚性债务合计	16.55	22.14	34.26	52.47
其中：短期借款	7.11	16.60	20.28	20.00
应付票据	6.42	5.54	3.71	5.11
短期应付债券	3.02	-	5.04	9.06
其他短期刚性债务	-	-	5.24	18.29

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 上半年度末
中长期刚性债务合计	-	53.20	77.80	72.56
其中：长期借款	-	-	1.42	2.60
应付债券	-	53.20	72.31	66.17
其他中长期刚性债务	-	-	4.07	3.80
综合融资成本（年化，%）	3.71	3.40	3.41	-

资料来源：根据韵达股份所提供数据整理

注：综合融资成本=（本期列入财务费用的利息支出+本期资本化利息支出）/〔（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2〕。

近年来该公司刚性债务规模大幅增长，且以长期刚性债务为主，即期偿付压力可控。2019-2021 年末及 2022 年 6 月末，短期刚性债务分别为 16.55 亿元、22.14 亿元、34.26 亿元和 52.47 亿元，短期刚性债务现金覆盖率分别为 539.71%、474.98%、198.21%和 175.54%，近年来，公司短期刚性债务现金覆盖率呈快速下降趋势，但现金类资产对短期刚性债务的保障程度仍处于较高水平。

从刚性债务构成来看，该公司短期刚性债务主要由短期借款、应付票据、应付超短期融资券和一年内到期的租赁负债等构成。2019-2021 年末及 2022 年 6 月末，短期借款分别为 7.11 亿元、16.60 亿元、20.28 亿元和 20.00 亿元，主要用于支付运输成本、新建智能转运中心以及对现有转运中心补充和替代升级，2021 年末短期借款包含信用借款 18.36 亿元和质押借款 1.92 亿元，年利率在 3.0-4.0%左右。2019-2021 年末及 2022 年 6 月末，应付票据分别为 6.42 亿元、5.54 亿元、3.71 亿元和 5.11 亿元，主要为应付的银行承兑汇票和信用证。2019 年末，短期应付债券为 3.02 亿元，系“19 韵达股份 SCP001”，发行规模 3.00 亿元，已到期兑付；2021 年末，短期应付债券为“21 韵达股份 SCP001”，发行规模 5.00 亿元，已于 2022 年 3 月 21 日到期，票面利率 2.87%；2022 年 6 月末，短期应付债券为“22 韵达股份 SCP001”及“22 韵达股份 SCP002”，发行规模分别为 5.00 亿元和 4.00 亿元，票面利率分别为 3.00%和 2.57%，分别于 2022 年 12 月 9 日和 2022 年 7 月 21 日到期。2021 年末，其他短期刚性债务为 5.24 亿元，主要系执行新租赁准则重分类的一年内到期的租赁负债；2022 年 6 月末，其他短期刚性债务为 18.29 亿元，主要系一年内到期的应付债券。

该公司中长期刚性债务以应付债券和租赁负债为主。2020-2021 年末及 2022 年 6 月末，应付债券分别为 53.20 亿元、72.31 亿元和 66.17 亿元，2022 年 6 月末应付债券包括公司发行的多期中期票据 20 韵达股份 MTN003、21 韵达股份 MTN002（高成长债）、21 韵达股份 MTN003、22 韵达股份 MTN001 及韵达货运发行的资产支持专项计划 21 韵达 1A、21 韵达 1B、22 韵达 1A、22 韵达 1B 和美元债 YD HOLD N2508。2021 年末及 2022 年 6 月末，其他中长期刚性债务分别为 4.07 亿元和 3.80 亿元，主要系执行新租赁准则重分类的租赁负债。此外，2021 年末及 2022 年 6 月末，公司长期借款分别为 1.42 亿元和 2.60 亿元，均为抵押借款。

自 2020 年起，该公司加大了外部融资力度，财务杠杆水平明显提高，但债务期限主要集中于中长期，且公司货币资金较为充足，融资成本较低，融资渠道畅通，均能为债务偿付提供较好的保障。

### 3. 现金流量

图表 28. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 上半年度	2021 年 上半年度
营业周期（天）	7.33	8.81	11.04	-	-
营业收入现金率（%）	108.18	106.25	105.97	105.75	102.79
业务现金收支净额（亿元）	55.19	27.72	32.77	32.50	2.35
其他因素现金收支净额（亿元）	-4.83	-5.88	-2.87	-0.10	-2.86



主要数据及指标	2019年	2020年	2021年	2022年 上半年度	2021年 上半年度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	50.36	21.84	29.89	32.41	-0.50
EBITDA（亿元）	46.35	33.45	44.88	-	-
EBITDA/刚性债务（倍）	4.27	0.73	0.50	-	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	115.10	23.95	14.05	-	-

资料来源：根据韵达股份所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司快递业务模式主要采取预收快递费方式，主业经营获现能力较强，2019-2021年及2022年上半年度，营业收入现金率分别为108.18%、106.25%、105.97%和105.75%，收现能力保持在较好水平。同期，业务现金收支净额分别为55.19亿元、27.72亿元、32.77亿元和32.50亿元，2020年受行业价格竞争及疫情影响，客户预存款项减少及预付货款等增加，主业创现能力有所减弱，业务收支净额同比减少49.77%；2021年业务收支净额同比增长18.22%，主要系当年快递业务收入增长所致；2022年上半年度业务收支净额同比增长6519.05%，主要系销售收入规模增加、收到留抵退税，且应付票据、应付账款增加等所致。其他影响公司经营现金流的因素主要包括收到备用金、押金、保证金和往来款，现金支付的销售费用、管理费用和财务费用等，2019-2021年及2022年上半年度，其他因素现金收支净额分别为-4.83亿元、-5.88亿元、-2.87亿元和-0.10亿元，受业务规模扩大、保证金等支出有所增加以及期间费用规模扩大影响，2020年其他因素现金收支净流出额有所增加；2021年其他因素现金收支净流出额有所减少，主要系支付受限货币资金、押金保证金及往来款规模减少所致。综上影响，2019-2021年及2022年上半年度，公司经营环节产生的现金流量净额分别为50.36亿元、21.84亿元、29.89亿元和32.41亿元。总体来看，近年来经营活动现金流流入规模表现较好，能对业务运营和债务偿付提供一定保障。

该公司EBITDA主要由利润总额及固定资产折旧构成，2019-2021年EBITDA分别为46.35亿元、33.45亿元和44.88亿元，其中利润总额占比分别为75.03%、52.38%和41.55%，有所下滑。受刚性债务规模快速扩大影响，EBITDA对刚性债务和利息支出的保障倍数明显下降。

图表 29. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019年	2020年	2021年	2022年 上半年度	2021年 上半年度
回收投资与投资支付净流入额	2.34	-0.001	-7.32	0.39	-7.77
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-43.73	-60.01	-81.91	-15.45	-29.40
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-14.00	1.40	30.67	-11.62	33.08
投资环节产生的现金流量净额	-55.39	-58.61	-58.57	-26.68	-4.09

资料来源：根据韵达股份所提供数据整理。

近年来，该公司不断对枢纽中心、物流运输设备及机器设备进行投资，2019-2021年及2022年上半年度处置与购建固定资产、无形资产及其他长期资产净流出分别为43.73亿元、60.01亿元、81.91亿元和15.45亿元。同期收回投资与投资支付净流入额分别为2.34亿元、-0.00亿元、-7.32亿元和0.39亿元，2021年净流出规模较大，主要系认购德邦股份非公开发行股票所致。其他对投资环节现金流量产生影响的因素主要为对银行短期理财产品投资，规模随着理财产品的到期和认购呈现较大的波动，2019-2021年及2022年上半年度其他因素对投资环节现金流量影响净额分别为-14.00亿元、1.40亿元、30.67亿元和-11.62亿元。综合上述因素影响，同期公司投资环节现金净流出额分别为55.39亿元、58.61亿元、58.57亿元和26.68亿元。随着公司业务规模的持续扩大及项目建设的不断投入，预计短期内投资环节现金流仍将呈净流出状态。

图表 30. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 上半年度	2021 年 上半年度
权益类净融资额	-3.59	0.77	-0.20	-0.11	0.47
债务类净融资额	5.72	54.60	26.53	9.08	6.57
其中：现金利息支出	0.38	6.09	3.36	1.74	1.19
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.05	-0.07	-3.43	-2.59	5.64
筹资环节产生的现金流量净额	<b>2.08</b>	<b>55.30</b>	<b>22.90</b>	<b>6.38</b>	<b>0.47</b>

资料来源：根据韵达股份所提供数据整理。

近年来随着业务规模的扩大及在建项目的投入，该公司资金需求有所上升，并主要通过债务类融资满足，2019-2021 年及 2022 年上半年度债务类净融资额分别为 5.72 亿元、54.60 亿元、26.53 亿元和 9.08 亿元，2020 年同比大幅增长主要系当年公司发行美元债及中期票据所致；2021 年债务类净融资额较大，主要系发行中期票据及资产支持证券所致。2019-2021 年及 2022 年上半年度，权益类净融资额分别为-3.59 亿元、0.77 亿元、-0.20 亿元和-0.11 亿元，2019 年净流出规模较大主要系支付的现金分红金额较大所致。综上影响，2019-2021 年及 2022 年上半年度筹资环节现金净流量分别为 2.08 亿元、55.30 亿元、22.90 亿元和 6.38 亿元。

#### 4. 资产质量

图表 31. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 上半年度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	109.69	135.87	116.80	133.22
	48.76	46.06	32.42	35.24
其中：货币资金（亿元）	19.31	40.10	31.74	44.21
交易性金融资产（亿元）	70.00	65.05	36.18	47.90
其他流动资产（亿元）	9.77	18.40	25.22	18.02
应收账款（亿元）	6.89	6.77	15.07	16.92
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	115.27	159.13	243.45	244.83
	51.24	53.94	67.58	64.76
其中：固定资产（亿元）	64.41	94.81	138.16	132.93
无形资产（亿元）	20.36	25.52	42.27	42.78
在建工程（亿元）	15.39	19.19	24.92	31.09
其他权益工具（亿元）	9.73	11.96	13.82	13.93
长期股权投资（亿元）	0.93	0.92	8.19	8.16
使用权资产（亿元）	0.00	0.00	8.70	8.41
期末全部受限资产账面金额（亿元）	<b>3.68</b>	<b>7.25</b>	<b>15.85</b>	<b>21.87</b>
受限资产账面余额/总资产（%）	<b>1.64</b>	<b>2.46</b>	<b>4.40</b>	<b>5.78</b>

资料来源：根据韵达股份所提供数据整理。

随着该公司业务规模不断拓展，资产规模也随之不断增长，2019-2021 年末及 2022 年 6 月末资产总额分别为 224.97 亿元、295.01 亿元、360.25 亿元和 378.06 亿元，其中流动资产占比分别为 48.76%、46.06%、32.42%和 35.24%。流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、其他流动资产以及应收账款等构成。2019-2021 年末及 2022 年 6 月末，货币资金分别为 19.31 亿元、40.10 亿元、31.74 亿元和 44.21 亿元，2020 年末以来大幅增长主要系发行美元债和多笔中期票据筹集资金所致；2022 年 6 月末较上年末明显增长主要系留抵退税及发行中票、资产支持专项计划筹集资金所致。2019-2021 年末及 2022 年



6月末，应收账款分别为6.89亿元、6.77亿元、15.07亿元和16.92亿元，主要为应收快递费，系公司对部分终端大客户及于快递繁忙期给予部分加盟商一定信用额度及账期所致，2021年末应收账款前5名汇总额占期末合计数的17.00%，集中度不高；2021年末应收账款较上年末增长122.55%，主要系公司对部分直营大客户延长账期及提升信用额度，叠加业务规模增长综合所致。2019-2021年末及2022年6月末，其他流动资产分别为9.77亿元、18.40亿元、25.22亿元和18.02亿元，主要系增值税借方余额重分类及待摊费用等，2020年末较上年末增加88.41%，主要系预缴增值税、企业所得税等增加所致；2021年末较上年末增加37.07%，主要系预缴增值税增加所致。2019-2021年末及2022年6月末，交易性金融资产分别为70.00亿元、65.05亿元、36.18亿元和47.90亿元，主要系理财产品，2022年6月末包括银行金融机构短期理财产品31.47亿元和非银行金融机构短期理财产品16.44亿元。

2019-2021年末及2022年6月末，该公司非流动资产分别为115.27亿元、159.13亿元、243.45亿元和244.83亿元，主要由固定资产、在建工程、无形资产、长期股权投资、使用权资产和其他权益工具构成。同期末，固定资产分别为64.41亿元、94.81亿元、138.16亿元和132.93亿元，主要系对运输设备、机器设备及房屋建筑物的投资，2019年末以来持续增加，一方面原因系盘锦电商物流分拣中心、韵达控股皖南中心基地等项目完工结转，另一方面原因系外购机器设备所致。2019-2021年末及2022年6月末，在建工程分别为15.39亿元、19.19亿元、24.92亿元和31.09亿元，主要系转运中心项目及中心基地建设项目等，随着在建项目的持续投入逐年增加。同期末，无形资产分别为20.36亿元、25.52亿元、42.27亿元和42.78亿元，主要为用于转运中心建设的土地使用权，近年来持续增长主要系公司新购买土地使用权所致。2019-2021年末及2022年6月末，其他权益工具分别为9.73亿元、11.96亿元、13.82亿元和13.93亿元，2021年末主要为对浙江驿栈网络科技有限公司（7.17亿元）、Cainiao Smart Logistics Network Limited（2.09亿元）和Dmall Inc.（1.56亿元）等公司的股权投资。此外，2021年末，长期股权投资较上年末大幅增加7.27亿元，主要系投资德邦股份所致；同期末，因执行新租赁准则，新增使用权资产8.70亿元。

该公司资产受限规模较小，2022年6月末受限资产为21.87亿元，其中受限货币资金4.94亿元，主要系到期日之前不能提前支取的定期存款、因子公司美亿达保险经纪有限公司申请保险经纪许可业务而受限的资金和保函保证金等；长期借款抵押物共计7.78亿元，包括部分在建工程及无形资产；韵达货运资产支持专项计划抵押物共计9.10亿元，包括全资子公司江苏腾云快递有限公司、芜湖市韵必达快递有限公司、山东省韵达电子商务有限公司、长沙韵必达电子商务有限公司和西安韵必达电子商务有限公司所持有的房屋建筑物及土地使用权。同期末，受限资产占总资产的比重为5.78%，对资产流动性影响小。

## 5. 流动性/短期因素

图表 32. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 上半年度末
流动比率 (%)	124.44	144.01	98.54	99.48
速动比率 (%)	121.89	141.57	94.62	97.14
现金比率 (%)	101.32	111.45	57.30	68.78
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	539.71	474.98	198.21	175.54

资料来源：根据韵达股份所提供数据整理。

注：速动比率 (%) = [期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额] / 期末流动负债合计 × 100%

该公司流动资产主要为货币资金及短期理财产品，变现能力较强，资产流动性较好。2020年，因公司发行大量债券，货币资金增幅较大，公司资产流动性增强。2021年，随着资本性投入不断加大，流动资产占比下降，叠加短期有息债务增加，公司资产流动性有所下降。2021年末流动比率、速动比率和现金比率分别为98.54%、94.62%和57.30%。2022年上半年度，公司通过资产专项支持计划等形式融入资金较多，现金比率有所提升，但由于短期有息债务上升较快，现金对其覆盖程度仍有所下滑。

整体来看，公司货币资金和变现能力较强的理财产品可为流动负债提供较好的保障。

## 6. 表外事项

根据该公司 2022 年半年度报告，截至 2022 年 6 月末，公司涉诉金额 500 万元以上并且尚未完全结案的诉讼事项共计 11 起，主要系建设工程施工合同纠纷、特许经营合同纠纷和承揽合同纠纷等，标的金额合计 1.24 亿元，面临的涉诉风险相对较小。

截至 2022 年 6 月末，该公司不存在为其合并报表范围外的其他主体提供对外担保的事项。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司主要通过下属全资子公司韵达货运开展业务运营活动，本部主要从事管理活动，净利润主要来自于投资净收益。本部投资收益主要来自于下属子公司的利润分配，2019-2021 年和 2022 年上半年度，本部分别实现投资收益为 6.28 亿元、5.05 亿元、2.09 亿元和 0.06 亿元，净利润分别为 5.75 亿元、4.72 亿元、1.72 亿元和 -0.02 亿元，2020 年以来，受市场竞争加剧及新冠疫情影响，盈利能力有所下滑。

该公司本部资产主要系对韵达货运等子公司的股权投资，2019-2021 年末及 2022 年 6 月末，本部资产分别为 237.59 亿元、244.58 亿元、279.18 亿元和 284.21 亿元，其中本部长期股权投资分别为 214.56 亿元、219.88 亿元、226.64 亿元和 226.63 亿元。公司本部负债规模相对较小，2019-2021 年末及 2022 年 6 月末，负债总额分别为 13.79 亿元、21.07 亿元、54.58 亿元和 59.02 亿元，主要系与韵达货运的往来款项和本部发行的债券；本部财务杠杆处于很低水平，同期末资产负债率分别为 5.81%、8.61%、19.55% 和 20.77%。本部所有者权益集中在资本公积，同期末资本公积占所有者权益的比重分别为 84.86%、82.28%、82.08% 和 81.94%。

从现金流情况来看，由于该公司本部不开展具体经营业务，影响经营性现金流的主要为与子公司之间往来款项的其他类因素，2019-2021 年和 2022 年上半年度本部经营性现金净流入分别为 -3.32 亿元、-16.36 亿元、-15.29 亿元和 -1.30 亿元，2020 年及 2021 年经营性现金呈现大额净流出，主要系子公司借款增加所致。本部主要承担融资职能，其筹资活动现金流波动较大，2019-2021 年和 2022 年上半年度，本部筹资活动产生的现金流量净额分别为 -5.18 亿元、12.11 亿元、18.82 亿元和 1.23 亿元，2020 年及 2021 年呈较大规模净流入，主要系发行美元债和银行间市场债务融资工具所致。此外，2019-2021 年和 2022 年上半年度，本部投资活动产生的现金流量净额分别为 4.56 亿元、3.23 亿元、-3.44 亿元和 0.28 万元，随理财产品投资活动呈现一定波动，其中 2021 年净流出主要系支付德邦股份收购款 6.14 亿元所致。

## 外部支持

### 金融机构支持

截至 2022 年 6 月末，该公司获得国内银行授信总额为 130.30 亿元，尚未使用 102.35 亿元，融资渠道较通畅。

图表 33. 截至 2022 年 6 月末银行授信明细

机构类别	授信总额	已使用额度	剩余额度
全部（亿元）	130.30	27.95	102.35
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	53.50	20.26	33.24
工农中建交五大商业银行占比（%）	41.06	72.50	32.47

资料来源：根据韵达股份所提供数据整理。



## 债项信用分析

### 偿付保障措施

#### (1) 核心业务盈利保障

该公司主业盈利能力较强，盈利基本来源于经营收益，2019-2021 年及 2022 年上半年度，经营收益分别为 31.34 亿元、14.77 亿元、13.79 亿元和 4.75 亿元。2019~2021 年，EBITDA 分别为 46.35 亿元、33.45 亿元和 44.88 亿元，EBITDA 对利息支出的保障倍数分别为 115.10 倍、21.39 倍和 14.05 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度仍处于较高水平。

#### (2) 经营性现金流保障

近年来该公司业务规模持续扩张，销售商品、提供劳务收到的现金整体呈增长态势，2019-2021 年及 2022 年上半年度分别为 372.18 亿元、355.93 亿元、442.20 亿元和 241.38 亿元；受益于快递业务获现能力强的特性，营业收入现金率保持在较好水平，同期分别为 108.18%、106.25%、105.97%和 105.75%。公司业务创现能力较强，经营环节产生的现金流量净额持续呈净流入，2019-2021 年及 2022 年上半年度分别为 50.36 亿元、21.84 亿元、29.89 亿元和 32.41 亿元，整体表现较好，能对业务运营和债务偿付提供一定保障。

#### (3) 现金类资产较为充裕

截至 2022 年 6 月末，该公司流动资产总额为 133.22 亿元，其中货币资金为 44.21 亿元（受限 4.94 亿元）；交易性金融资产为 47.90 亿元，主要系银行短期理财产品及短期结构性存款。公司持有的现金类资产较为充裕，可为即期债务的偿付提供较好保障。

## 评级结论

该公司为 A 股上市民营企业，实际控制人为自然人聂腾云和陈立英夫妇，产权结构较为清晰。公司建立了相对健全的法人治理结构和内部管理制度，能够满足公司日常经营活动需要。

近年来，该公司持续推进快递网络布局建设，业务量保持高速增长。2020 年受疫情冲击及行业价格竞争影响，当年营业收入同比小幅下滑；2021 年快递业务量增长带动营业收入增长。公司成本控制能力较强，受益于装载率提升及加强人工、运输等成本控制，2019-2021 年快递服务单票成本持续下降，但在行业价格竞争的背景下，公司盈利能力有所下滑，叠加固定资产持续投资带来的新增折旧，公司持续面临一定的成本管控压力。2022 年上半年度，受益于快递单票价格回升，营业收入有所增长；油价上涨导致运输成本上升、在建项目转固带来折旧摊销成本增长，及菜鸟裹裹结算口径变化等因素综合影响下，快递业务成本有所增长，叠加多地疫情反弹影响，业务量增速明显下滑导致单票成本上升，当期公司盈利能力有所下滑。

受益于盈利积累、股东增资及股票激励等，近年来该公司资本实力不断增强。近年来，随着公司加大快递资源投入，债务规模快速扩大，负债结构转为以刚性债务为主；公司财务杠杆亦明显上升，但仍保持在适中水平；近年来公司经营性现金流持续净流入，2020 年以来受疫情及快递行业价格竞争影响，经营性现金净流入额明显收缩，但现金类资产尚充裕，且融资渠道畅通，均能为债务偿付提供较好保障。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范,在本次债券存续期(本次债券发行日至到期兑付日止)内,本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次,跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具,且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时,本评级机构将启动不定期跟踪评级程序,发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

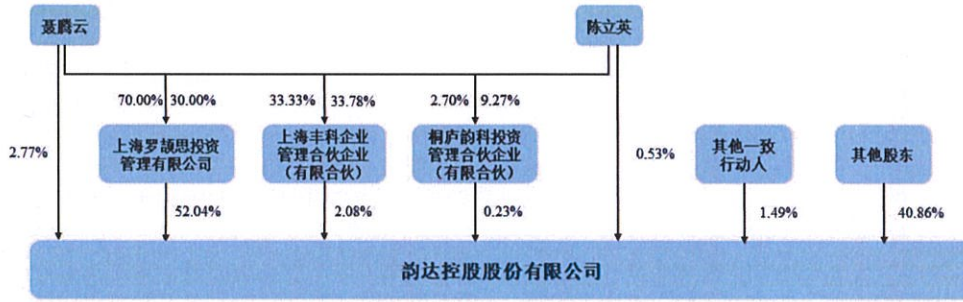
在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内,本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人,并同时发送至交易所网站公告,且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料,本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范,采取公告延迟披露跟踪评级报告、终止评级等评级行动。



附录一：

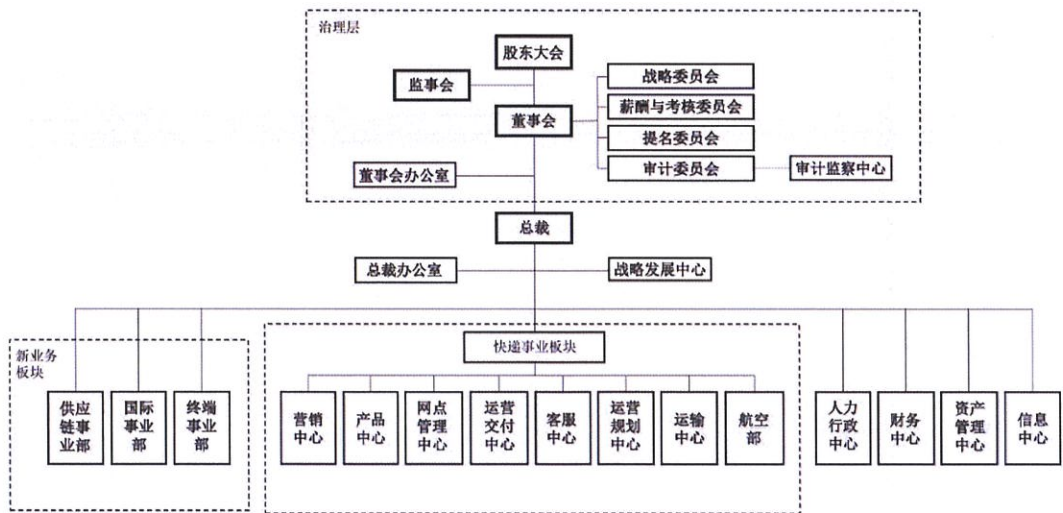
### 公司与实际控制人关系图



注：根据韵达股份提供的资料绘制（四舍五入、存在尾差，截至2022年6月末）。

附录二：

### 公司组织结构图



注：根据韵达股份提供的资料绘制（截至2022年6月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2021年(末)主要财务数据 (亿元)					备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	
韵达控股股份有限公司	韵达股份	本级	—	—	40.64	224.60	1.12	1.72	-15.29	
上海韵达货运有限公司	韵达货运	核心子公司	100.00	快递物流	60.00	153.75	410.49	15.46	11.44	

注：根据韵达股份 2021 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。



附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年 上半年度
资产总额[亿元]	224.97	295.01	360.25	378.06
货币资金[亿元]	19.31	40.10	31.74	44.21
刚性债务[亿元]	16.55	75.34	112.06	125.03
所有者权益[亿元]	135.34	144.58	158.87	165.07
营业收入[亿元]	344.04	335.00	417.29	228.26
净利润[亿元]	26.23	14.24	14.96	5.40
EBITDA[亿元]	46.35	33.45	44.88	—
经营性现金净流入量[亿元]	50.36	21.84	29.89	32.41
投资性现金净流入量[亿元]	-55.39	-58.61	-58.57	-26.68
资产负债率[%]	39.84	50.99	55.90	56.34
权益资本与刚性债务比率[%]	817.88	191.91	141.77	132.02
流动比率[%]	124.44	144.01	98.54	99.48
现金比率[%]	101.32	111.45	57.30	68.78
利息保障倍数[倍]	87.36	12.10	6.82	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	7.33	8.81	11.04	—
毛利率[%]	13.15	9.50	9.05	8.67
营业利润率[%]	10.47	5.29	4.62	3.49
总资产报酬率[%]	17.34	7.28	6.65	—
净资产收益率[%]	20.92	10.18	9.86	—
净资产收益率*[%]	21.24	10.09	9.79	—
营业收入现金率[%]	108.18	106.25	105.97	105.75
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	65.85	23.93	28.08	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.49	-30.64	-16.30	—
EBITDA/利息支出[倍]	115.10	21.39	14.05	—
EBITDA/刚性债务[倍]	4.27	0.73	0.48	—

注：表中数据依据韵达股份经审计的2019-2021年及未经审计的2022年上半年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。



附录六：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2019年8月27日	AA+/稳定	林贻婧、喻刚萍	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论 (2014)</a> <a href="#">工商企业通用版评级模型 (2019)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年5月30日	AA+/稳定	林贻婧、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论 (2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型 (通用) MX-GS001 (2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年10月19日	AA+/稳定	林贻婧、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论 (2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型 (通用) MX-GS001 (2019.8)</a>	-
债项评级	本次评级	2022年10月19日	AA+	林贻婧、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论 (2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型 (通用) MX-GS001 (2019.8)</a>	-

注 1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注 2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。