





内部编号:2023060323

韵达控股股份有限公司

及其发行的 20 韵达股份 MTN003 与韵达转债

跟踪评级报告

分析师: 林贇婧  lyj@shxsj.com
喻俐萍  ylp@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，所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。

本次跟踪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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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：【新世纪跟踪（2023）100279】

评级对象：	韵达控股股份有限公司及其发行的20韵达股份MTN003与韵达转债	
	20韵达股份MTN003	韵达转债
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AA+/稳定/AA+/2023年6月25日	AA+/稳定/AA+/2023年6月25日
前次跟踪：	AA+/稳定/AA+/2022年5月30日	—
首次评级：	AA+/稳定/AA+/2020年8月7日	AA+/稳定/AA+/2022年10月19日

跟踪评级观点

主要优势：

- 韵达股份所属快递行业，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。
- 跟踪期内，韵达股份不断扩大网络布局并提升服务质量，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。
- 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。
- 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：

- 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。
- 韵达股份持续进行降本增效工作，但随着人力、运输成本的上升，叠加固定资产投资带来的新增折旧，未来公司面临一定的成本管控压力。
- 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上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券AA+信用等级。

主要财务数据及指标

项 目	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	0.02	0.10	0.18	0.15
刚性债务（亿元）	20.39	40.64	34.04	29.11
所有者权益（亿元）	223.51	224.60	224.35	224.32
经营性现金净流入量（亿元）	-16.36	-15.29	7.17	3.67
合并口径数据及指标：				
总资产（亿元）	295.01	360.25	380.73	373.06
总负债（亿元）	150.43	201.38	209.89	198.29
刚性债务（亿元）	75.34	112.06	124.11	120.27
所有者权益（亿元）	144.58	158.87	170.84	174.77
营业收入（亿元）	335.00	417.29	474.34	104.75
净利润（亿元）	14.24	14.96	15.01	3.65

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
经营性现金净流入量(亿元)	21.84	29.89	52.91	0.38
EBITDA(亿元)	33.45	44.88	51.28	—
资产负债率[%]	50.99	55.90	55.13	53.15
权益资本与刚性债务比率[%]	191.91	141.77	137.65	145.32
流动比率[%]	144.01	98.54	99.19	98.73
现金比率[%]	111.45	57.30	61.96	57.16
利息保障倍数[倍]	12.10	6.82	5.65	—
净资产收益率[%]	10.18	9.86	9.11	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	23.93	28.08	42.54	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-30.64	-16.30	7.24	—
EBITDA/利息支出[倍]	21.39	14.05	12.39	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.73	0.48	0.43	—

注：根据韵达股份经审计的 2020~2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（通用）FM-GS001（2022.12）

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	2	
	财务风险	2	
	初始信用级别		aa ⁺
	调整因素	流动性因素	0
		ESG 因素	0
		表外因素	0
		其他因素	0
调整理由：无			
个体信用级别		aa ⁺	
外部支持	支持因素	0	
	支持理由：无		
主体信用级别		AA ⁺	

同类企业比较表

企业名称（简称）	2022 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	22.06	785.24	353.77	12.88	30.63
圆通速递	15.81	392.57	535.39	15.78	30.73
申通快递	11.71	203.32	336.71	3.40	59.63
顺丰控股	10.07	2168.43	2674.90	7.14	54.67
韵达股份（发行人）	15.92	380.73	474.34	9.11	55.13

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。

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照韵达控股股份有限公司 2020 年度第三期中期票据（简称“20 韵达股份 MTN003”）和韵达控股股份有限公司 2022 年公开发行可转换公司债券（简称“韵达转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据韵达控股股份有限公司（简称“韵达股份”）提供的经审计的 2022 年财务报表、未经审计的 2023 年第一季度财务报表及相关经营数据，对韵达股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2019 年 5 月在中国银行间债券市场交易商协会成功注册了 20 亿元中期票据发行额度，“20 韵达股份 MTN003”于 2020 年 10 月发行，发行金额为 5.00 亿元，主要用于偿还银行借款。

该公司于 2023 年 4 月发行了韵达转债，发行规模为 24.50 亿元，期限为 6 年；韵达转债的起息日为 2023 年 4 月 11 日，到期日为 2029 年 4 月 11 日。韵达转债转股的起止日期为 2023 年 10 月 17 日至 2029 年 4 月 10 日；目前转股价格为 12.10 元/股，韵达股份收盘价为 10.04 元/股。公司计划将韵达转债募集资金全部投入分拣设备自动化升级项目（项目总投资 30.21 亿元），主要用于交叉带自动分拣设备的采购和升级。

截至 2023 年 6 月 9 日，该公司已发行尚未到期的债务融资工具余额为 58.37 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 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 1. 截至 2023 年 6 月 9 日公司债务融资工具情况

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
韵达转债	24.50	24.50	6 年	0.20	2023-04-11	2029-04-11	尚未开始 还本付息
22 韵达股份 SCP004	5.00	5.00	270 天	3.38	2022-11-17	2023-08-14	尚未开始 还本付息
22 韵达 1A	3.70	3.68	专项计划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	专项计划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	正常
21 韵达股份 MTN003	5.00	5.00	3(2+1)年	3.78	2021-11-18	2024-11-18	正常
21 韵达 1A	2.45	2.44	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)	5.00	5.00	3 年	3.80	2021-07-28	2024-07-28	正常

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
债)							
20 韵达股份 MTN003	5.00	0.50	3(2+1)年	2.85	2020-10-26	2023-10-26	正常
债务融资工具合计	62.90	58.37	—	—	—	—	—
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	5.00 亿 美元	5.00 亿美 元	—	—	—	—	—

资料来源：韵达股份

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；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，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，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。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，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；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长；高频小额商品消

费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。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

2020-2022年，外部超预期因素对快递行业形成阶段性短期冲击，同时亦加速了消费需求的线上化，我国快递行业业务量仍保持着逐年增长态势。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。2023年以来，消费需求、市场流通、工业生产、企业预期等全面改善，经济增长正在稳步回升，快递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2022年的113.21万亿元；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2022年的43.97万亿元，为我国快递行业的发展提供了较好的外部条件。2023年第一季度，我国GDP(不变价)绝对额为26.90万亿元，同比增长4.50%；社会消费品零售总额11.49万亿元，同比增长5.80%。

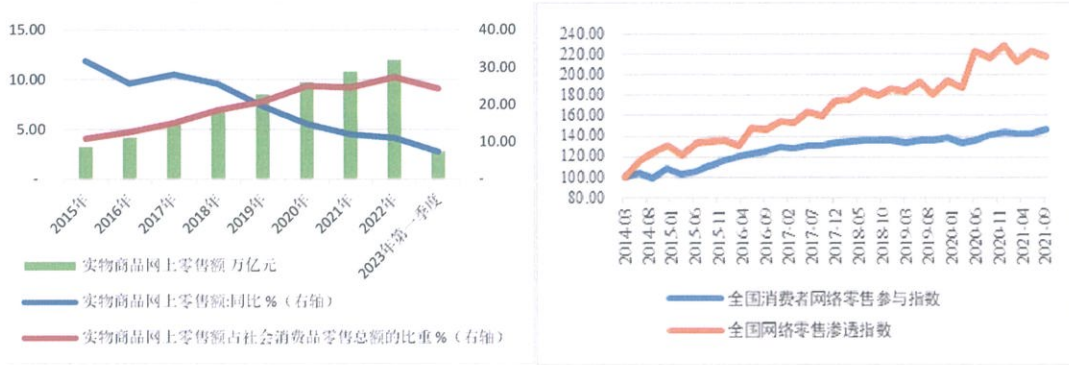
图表 2. 我国 GDP 和社会消费品零售总额



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，2020~2022年，我国实物商品网上零售额分别为9.76万亿元、10.80万亿元和11.96万亿元，同比分别增长14.49%、12.00%和11.02%，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24.9%、24.5%和27.20%，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。2023年第一季度，我国实物商品网上零售额为2.78万亿元，同比增长7.30%，占同期社会消费品零售总额的比重为24.20%。

图表 3. 我国网络零售市场

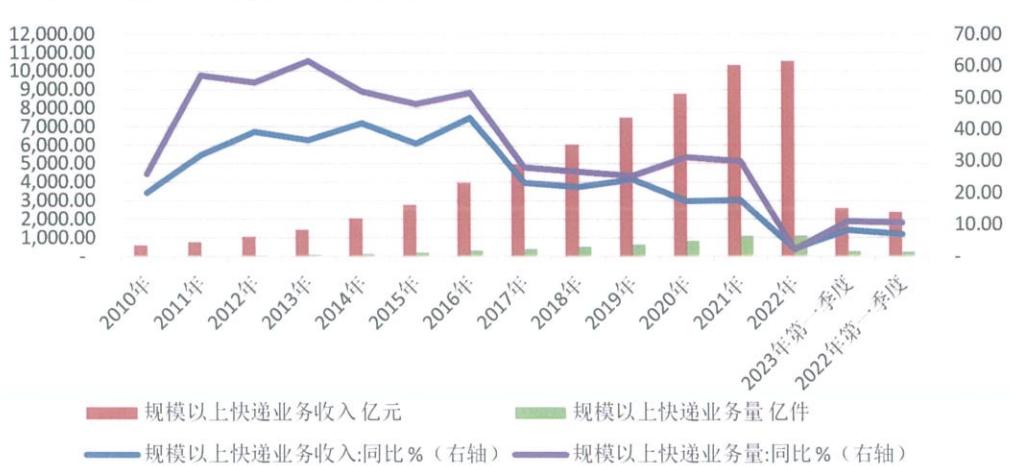


资料来源: Wind 资讯、新世纪评级整理

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2022年的1105.81亿件,净增了47倍,年均增长37.90%,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年外部因素冲击对我国快递行业形成了短期冲击,同时也加剧了居民线上消费倾向,在活跃的电商业务的带动下,全年规模以上快递业务量同比增长31.22%,增速出现明显提升;2021年快递业务量同比增长29.92%,增速同比有所放缓;2022年3月下旬以来,受超预期因素冲击影响,出现了快递包裹积压、服务网络运行不畅的困难局面,网上购物消费受到压制,导致3月下旬快递揽收量环比开始回落,4月份完成快递业务量同比下降11.9%。但是该影响对消费及快递产业的不利影响属于短期的、阶段性的,自2022年5月底以来快递揽派同步回升,快递产业发展第二季度已经完成了“V”型反转,全年快递业务量仍然保持了一定程度的增长态势,2022年同比增长2.10%。

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2022年的10566.70亿元,净增了约18倍,年均增长了27.46%;但整体来看,近年来行业增速有所放缓,2017~2022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%、17.47%和2.30%。2020年以来增速下降尤为明显,除外部因素冲击外,2020年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。

图表 4. 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竞争背景下逐年下降,由2010年的24.60元下降至2022年的9.56元/件,净降了2.57倍,年均下降了7.57%。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）¹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，我国快递业务平均单价进一步回升至 9.56 元。

图表 5. 我国快递行业收费及服务质量情况

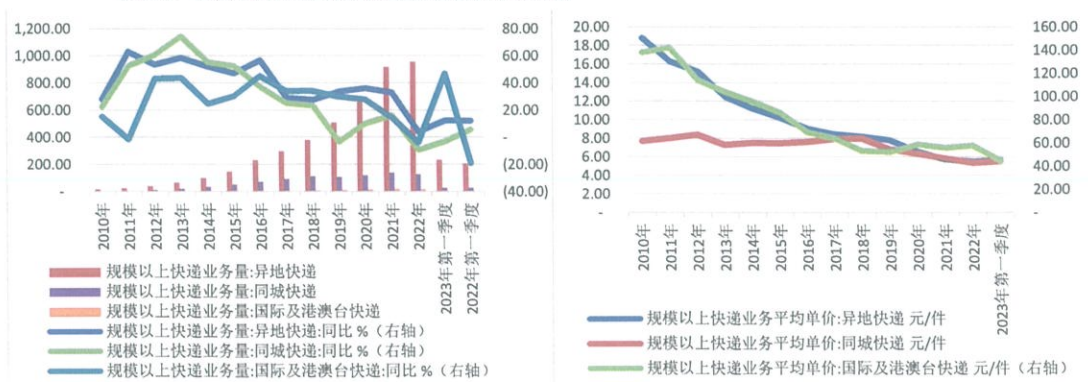


资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

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 2022 年的 86.60%，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 2022 年的 11.57%，其中，2019 年出现负增长，主要系受闪送、美团配送、蜂鸟配送等即时配送新业态进入快速发展期带来的巨大冲击；2022 年受超预期因素冲击，同城快递业务量同比减少 9.30%。国际及港澳台快递业务占比总体呈下降趋势，由 2010 年的 5.54% 下降至 2022 年的 1.82%。

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，2010~2022 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 9.79%、2.99% 和 7.03%。其中，国内异地快递降幅最为明显。2022 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 5.46 元/件和 5.35 元/件；国际及港澳台快递平均单价则回升至 57.54 元/件。在监管遏制恶性价格战的背景下，叠加超预期因素不再，2023 年第一季度国内快递平均单价出现回升，国内异地快递和同城快递分别为 5.61 元/件和 5.50 元/件，同比分别上升 0.15 元/件和 0.16 元/件；国际及港澳台快递平均单价则同比下降 13.07 元/件至 44.47 元/件。

图表 6. 我国不同网络规模的快递业务量和平均单价

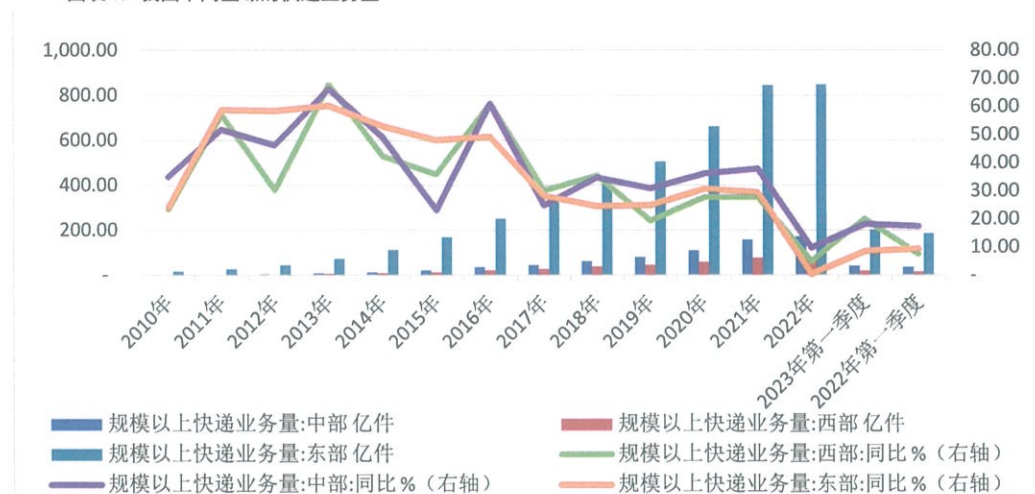


资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

¹ 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。

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，2020~2022年和2023年第一季度中西部地区业务量合计占比分别为20.60%、21.90%、23.20%和24.10%，中西部地区的市场潜力有待持续释放。

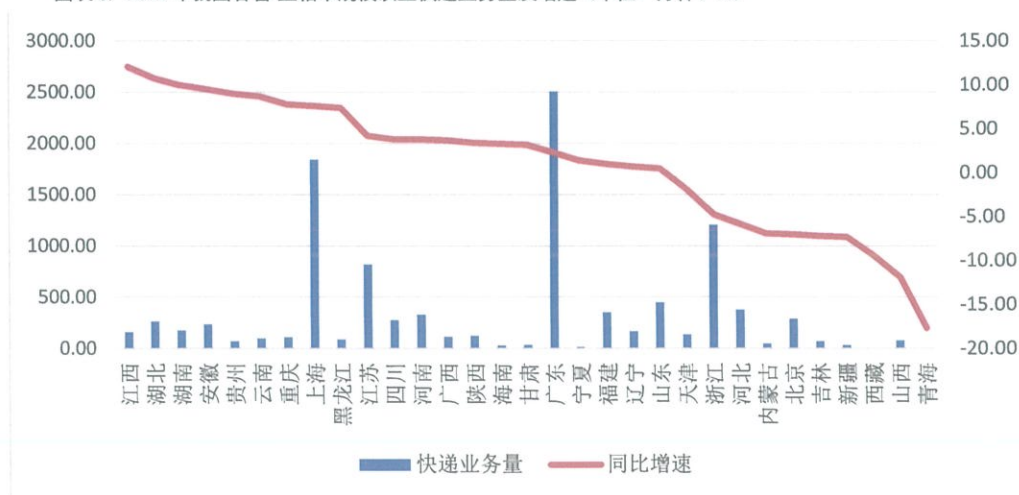
图表 7. 我国不同区域的快递业务量



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

分省/直辖市看，2022年，31个省/直辖市中，14省/直辖市的规模以上快递业务量增速低于全国水平（2.10%），其中天津、浙江、河北、内蒙古、北京、吉林、新疆、西藏、山西、青海10地业务量负增长，上述10地2022年规模以上快递业务量合计占我国总量的比重为21.40%。2022年受超预期因素冲击，我国多地快递网点停发，短期内我国快递业务行业受到明显冲击。但从中长期看，随着上述因素不再及物流保障政策升级，行业发展前景仍较好。

图表 8. 2022 年我国各省/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，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；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）²有所下滑，2021 年末 CR8 下降至 80.50。2022 年以来，随着头部快递企业的持续投入，企业规模的不断扩大，自身经营实力的不断加强，以及市场监管的规范，叠加低质效的二三线快递产能进一步出清，我国快递服务品牌集中度指数（CR8）有所回升，2022 年末及 2023 年 3 月末分别上升至 84.50 和 84.90。目前，我国快递行业“以大型快递企业为服务主力，个别中小快递企业差异化服务为补充”的行业格局已基本形成，头部企业之间由此前的份额低价竞争的发展格局逐步转向规模效应和利润平衡的方向发展。

图表 9. 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，2021 年以来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；后续陆续出台了《浙江省快递业促进条例（草案）》、《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》等政策；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。

图表 10. 2022 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 12 月	人力资源社会保障部办公厅、国家邮政局办公室	《关于推进基层快递网点优先参加工伤保险工作的通知》	对工作原则、参保范围和计缴方式等进行了明确。
2022 年 12 月	国务院办公厅	《“十四五”现代物流发展规划》	到 2025 年，基本建成供需适配、内外联通、智慧绿色的现代物流体系，物流创新发展能力和企业竞争力显著增强、物流服务质量效率明显提升、“通道+枢纽+网络”运行体系基本形成，安全绿色发展水平大幅提高，现代物流发展制度环境更加完善。
2022 年 10 月	交通运输部、国家铁路局、中国民用航空局、国家邮政局	《关于加快建设国家综合立体交通网主骨架的意见》	到 2035 年，主骨架全面建成，网络韧性显著增强，基础设施质量和安全、智能、绿色水平达到世界前列，有力支撑“全国 123 出行交通圈”和“全球 123 快货物流圈”构建，为基本建成交通强国奠定坚实基础。
2022 年 6 月	商务部、国家邮	《关于加快贯通县乡村	提出升级改造一批县级物流配送中心，促进县域快递物流

² 快递行业内前 8 家最大的企业所占市场份额的总和。

发布时间	发布方	政策/文件	主要内容
	政局等八部门	电子商务体系和快递物流配送体系有关工作的通知》	资源整合，建设一批农村电商快递协同发展示范区，提升公共寄递物流服务能力，争取到2025年，在具备条件的地区基本实现县县有中心、乡乡有网点、村村有服务。农村电子商务、快递物流配送覆盖面进一步扩大，县乡村电子商务体系和快递物流配送体系更加健全，农产品出村进城、消费品下乡进村的双向流通渠道更加畅通。
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2月	国务院	《中共中央国务院关于做好2022年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	提出加快农村物流快递网点布局，实施“快递进村”工程，鼓励发展“多站合一”的乡镇客货邮综合服务站、“一点多能”的村级寄递物流综合服务点，推进县乡村物流共同配送，促进农村客货邮融合发展。支持大型流通企业以县城和中心镇为重点下沉供应链。加快实施“互联网+”农产品出村进城工程，推动建立长期稳定的产销对接关系。推动冷链物流服务网络向农村延伸，整县推进农产品产地仓储保鲜冷链物流设施建设，促进合作联营、成网配套。
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。

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。随着我国经济的快速发展和现代化、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。2020-2022年及2023年第一季度，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52.54%、52.85%、53.79%和54.23%。

图表 11. 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)			
				2020年	2021年	2022年	2023年第一季度
圆通速递股份有限公司	圆通速递 [600233.SH]	A股[借壳]	2016年10月	15.17	15.27	15.81	16.58
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	20.40	20.58	22.06	23.42
	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	10.58	10.21	11.71	12.48
韵达控股股份有限公司	韵达股份 [002120.SZ]	A股[借壳]	2017年1月	16.97	16.99	15.92	14.23
顺丰控股股份有限公司	顺丰控股 [002352.SZ]	A股[借壳]	2017年2月	9.76	9.73	10.07	10.74
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；三通一达之间的同质化竞争则较为严重，但中通快递近三年的快递业务量在行业内稳居第一。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³）、苏宁配送等的加入，行业竞争进一步加剧。2021年，极兔速递以68亿元收购了百世快递，并借此接入淘宝体系，此后，其市场份额约为13.4%；2022年5月，极兔速递计划再次以11.83亿元收购深圳丰网速运有限公司（以下简称“丰网速运”）100%股权，进一步巩固其在电商快递领域的优势，其市场份额预计将进一步提升。京东物流则于2022年7月以近90亿元的价格正式收购德邦股份并获得控制权。

D. 风险关注

行业进入壁垒不断提升。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，面临的进入壁垒不断提升。

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

2022年，该公司持续推进快递网络布局建设，网点数量有所增加，快递业务量受超预期因素冲击影响有所下滑，但得益于监管政策引导下快递单票价格的回升，营业收入仍实现了同比增长，毛利率水平亦微幅提升。2023年以来，公司业务量同比出现下滑，营业收入亦随之下降，公司面临一定的经营压力。与此同时，在人工和燃油成本上涨、在建项目转固带来折旧摊销成本增长等因素综合影响下，公司仍面临成本管控压力。

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。2020~2022年及2023年第一季度，公司营业收入分别为335.00亿元、417.29亿元、474.34亿元和104.75亿元，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年同比增长13.67%，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⁴所致；2023年第一季度同比减少9.31%，主要系业务量下滑、叠加上年同期高基数影响所致。

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。2020~2022年，该业务实现收入分别5.57亿元、1.17亿元和0.65亿元，2021年同比大幅减少，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；2022年同比减少44.45%，主要系受超预期因素冲击影响，快递业务量同比下滑所致。2020~2022年毛利率分别为70.84%、45.29%和22.68%。

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

³ 京东物流旗下的加盟制快递品牌，原名“众邮快递”。

⁴ 自2021年年底起，该公司快递业务中菜鸟裹裹业务的结算模式由原杭州菜鸟供应链管理有限公司与加盟商结算调整为直接与公司结算。

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。2020~2022年，公司其他业务合计实现收入分别为12.80亿元、21.80亿元和24.12亿元，2021~2022年同比分别增长70.28%和10.64%，其他业务持续发展；同期其他业务毛利率分别为25.15%、22.75%和22.58%，呈下降趋势，主要系业务开拓成本持续增加所致。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 12. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度	2022年 第一季度
营业收入合计	335.00	417.29	474.34	104.75	115.50
其中：（1）快递业务	316.63	394.32	449.57	100.05	109.09
在营业收入中占比（%）	94.52	94.50	94.78	95.52	94.45
（2）物料销售	5.57	1.17	0.65	未披露	未披露
在营业收入中占比（%）	1.66	0.28	0.14	未披露	未披露
毛利率	9.50	9.05	9.13	10.57	10.54
其中：快递业务（%）	7.78	8.19	8.39	未披露	未披露
物料销售（%）	70.84	45.29	22.68	未披露	未披露

资料来源：韵达股份

注：2022年第一季度和2023年第一季度的快递业务收入取自月度快递服务主要经营指标快报。

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。

快递收入主要由派费收入、中转费收入与面单收入构成。其中：派费收入系快递包裹到达目的地转运中心后，该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，韵达货运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。

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。截至2022年末，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。

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，2020~2022 年末加盟商数量分别为 3,875 家、3,893 家和 4,224 家，加盟商主要集中在华东大区、华北大区 and 西南大区，2022 年末占总加盟商数量的比重分别为 34.04%、14.87%和 14.35%。从集中度来看，2022 年末销售金额前十名加盟商合计揽件量为 21.71 亿件，占业务量的比重为 12.33%；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 2022 年前十大销售加盟商中有 2 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 年末，公司在全国拥有 33301 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 年末，该公司拥有的自营枢纽转运中心数量仍为 76 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。2020~2022 年，公司用于土地购置的投资额分别为 4.43 亿元、16.01 亿元和 3.51 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。2022 年末，公司自有物业资产值为 59.42 亿元，占固定资产比例为 43.10%。

图表 13. 近年来公司快递资源情况（单位：家、个）

快递网络资源	2020 年末	2021 年末	2022 年末
枢纽转运中心	67	76	76
加盟商	3875	3893	4224
网点及门店（含加盟商）	32624	32274	33301
县级以上城市覆盖率（%）	96.40	96.56	98.00

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，2020~2022 年，新增车辆设备投资额分别为 10.98 亿元、8.54 亿元和 2.28 亿元，2020~2021 年投资额较大，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，2020~2022 年快递业务成本分别为 291.99 亿元、362.03 亿元和 411.84 亿元，2021 年同比增长 23.99%，主要系业务规模扩大导致派件服务和中转成本增加所致；2022 年同比增长 13.76%，主要系油价上涨、人工成本上涨、超预期因素导致的额外成本、折旧摊销成本增长等所致。2020~2022 年，快递单票成本分别为 2.06 元、1.97 元和 2.34 元，2022 年叠加业务量下滑影响，快递单票成本同比增长 18.88%。

从构成上来看，该公司快递业务成本主要包括中转成本和派件成本，2020~2022 年合计占营业成本的比重分别为 95.85%、94.68%和 94.91%。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，2020~2022 年中转成本分别为 123.97 亿元、150.26 亿元和 173.24 亿元，其中运输成本为中转成本的核心构成，2022 年占比为 62.05%。2020~2022 年单票中转成本分别为 0.88 元、0.82 元和 0.98

元，2022年同比增长20.48%，其中单票中转运输成本同比增长20.81%，主要系油价上涨所致；单票中转职工薪酬同比增长60.75%，主要系快递员待遇提升所致；单票折旧摊销成本同比增长22.35%，主要系枢纽转运中心等在建工程逐步转固导致折旧摊销增加。

图表 14. 2020~2022 年公司营业成本情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
快递业务成本	291.99	362.03	411.84
中转成本	123.97	150.26	173.24
其中：运输成本	77.27	92.98	107.49
职工薪酬	3.90	4.07	6.26
装卸扫描费	22.05	28.25	31.61
折旧摊销	12.48	19.85	23.24
办公及租赁	5.65	3.05	3.35
中转其他成本	2.63	2.06	1.29
派件成本	166.65	209.06	235.85

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⁵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。2020~2022年末及2023年3月末，公司应收账款余额分别为6.77亿元、15.07亿元、13.67亿元和16.00亿元，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；2020~2022年末，技术人员分别为1,282人、1,416人和1,529人，技术人员持续增加能在一定程度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，2020~2022年末分别为8,646人、11,294人和12,592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，2020~2022年末在IT设备及服务方面投资分别为4.09亿元、3.27亿元和3.06亿元，公司通过将网络信息平台、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，公司快递服务质量在行业内处于较高水平。根据国家邮政局关于2023年一季度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5.09，有效申诉率平均为0.89；该公司申诉率（百万件快件业务量）及有效申诉率分别为1.95和0.01。

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

⁵ 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。

e. 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，2020~2022年及2023年第一季度，快递业务量分别为141.44亿件、184.02亿件、176.09亿件和38.27亿件，受超预期因素冲击影响，快递包裹积压、服务网络运行不畅，2022年业务量同比减少4.31%；2023年第一季度业务量仍出现下滑，当期同比减少11.21%；2023年3月，公司成为行业内第一家获抖音平台认证快递服务商的快递公司，预计可为其后续业务增量提供一定保障。2020~2022年及2023年第一季度，公司市场份额分别为16.97%、16.99%、15.92%和14.23%⁶。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，2020~2022年及2023年第一季度公司快递单票价格分别为2.24元、2.14元、2.55元和2.61元，2020年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；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。从快递业务收入构成来看，2020~2022年及2023年第一季度，快递业务收入分别为316.63亿元、394.32亿元、449.57亿元和100.05亿元，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；受业务量下滑影响，2023年第一季度快递业务收入同比减少8.29%。2020~2022年，该公司快递业务毛利率分别为7.78%、8.19%和8.39%，持续提升。

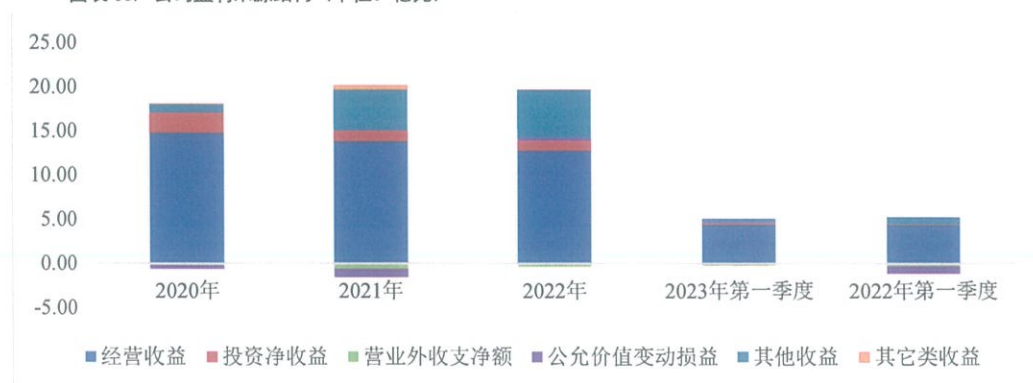
图表 15. 公司快递业务收入构成（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年
快递业务收入合计	316.63	394.32	449.57
其中：面单销售	19.15	3.94	9.16
中转	104.04	166.09	234.02
派件服务	193.19	223.94	206.07
特许经营	0.25	0.35	0.32

资料来源：韵达股份

(2) 盈利能力

图表 16. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据韵达股份所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益；其他类收益=其他收益+资产处置收益。

该公司主业盈利能力较强，盈利基本来源于经营收益，2020~2022年及2023年第一季度，经营收

⁶ 按照2023年第一季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。

益分别为 14.77 亿元、13.79 亿元、12.75 亿元和 4.39 亿元，受快递行业竞争激烈、费用开支增加及超预期因素冲击等影响，经营收益逐年下降。其中，营业毛利分别为 31.81 亿元、37.78 亿元、43.43 亿元和 11.07 亿元，2022 年同比增长 14.66%，主要系得益于快递单票价格的回升；2023 年第一季度受快递业务量同比减少影响，当期营业毛利同比下降 9.08%。

随着业务规模扩大，该公司期间费用规模不断增长，2020~2022 年及 2023 年第一季度分别为 14.87 亿元、22.65 亿元、27.36 亿元和 5.80 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 4.44%、5.43%、5.77%和 5.53%，期间费用率有所上升。期间费用主要为管理费用，同期分别为 10.08 亿元、14.67 亿元、15.53 亿元和 3.35 亿元，占期间费用的比重分别为 67.78%、64.76%、56.78%和 57.83%，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，2022 年同比增长 5.90%。2020~2022 年及 2023 年第一季度，财务费用分别为 0.45 亿元、2.14 亿元、4.61 亿元和 0.59 亿元，随着刚性债务规模快速扩张，2022 年财务费用同比增长 115.49%；2023 年 3 月末公司刚性债务规模缩小，当期财务费用亦同比下降 19.68%。此外，2020~2022 年及 2023 年第一季度，资产减值损失（信用减值损失）分别为 1.52 亿元、0.27 亿元、1.91 亿元和 0.54 亿元，主要系对预计无法收回的快递费计提的坏账。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 第一季度
营业收入合计（亿元）	335.00	417.29	474.34	104.75	115.50
营业毛利（亿元）	31.81	37.78	43.32	11.07	12.17
其中：快递业务（亿元）	24.64	32.29	37.73	未披露	未披露
物料销售业务（亿元）	3.95	0.53	0.15	未披露	未披露
期间费用率（%）	4.44	5.43	5.77	5.53	5.93
其中：财务费用率（%）	0.13	0.51	0.97	0.57	0.64
全年利息支出总额（亿元）	1.56	3.19	4.14	/	/

资料来源：根据韵达股份所提供数据整理（“/”表示未提供）。

2020~2022 年及 2023 年第一季度，该公司投资净收益分别为 2.29 亿元、1.24 亿元、1.18 亿元和 0.17 亿元，主要来源于短期银行理财产品，呈逐年减少趋势。同期其他类收益分别为 1.06 亿元、5.19 亿元、5.50 亿元和 0.40 亿元，年度间的增长主要系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，2020~2022 年政府补助分别为 0.88 亿元、0.86 亿元和 0.88 亿元。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
投资净收益（亿元）	2.29	1.24	1.18	0.17	0.13
其他类收益（亿元）	1.06	5.19	5.50	0.40	0.84
其中：政府补助（亿元） ⁷	0.88	0.86	0.88	/	/
营业外收入（亿元）	0.11	0.15	0.24	0.14	0.02
其中：补贴补助（万元）	0.56	7.20	3.50	/	/

资料来源：根据韵达股份所提供数据整理（“/”表示未提供）；其他类收益=其他收益+资产处置收益。

综上，该公司其他因素对盈利持续性影响较小，主业盈利性强，但盈利能力因行业竞争激烈及成本上升影响而持续承压。2020~2022 年及 2023 年第一季度，净利润分别为 14.24 亿元、14.96 亿元、15.01 亿元和 3.65 亿元。2020~2022 年，总资产报酬率分别为 7.28%、6.65%和 6.31%，净资产收益率分

⁷ 不含个税扣缴税款手续费及进项税加计抵减。

别为 10.18%、9.86%和 9.11%，投入资产所获的边际利润下降。

(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 38.54 亿元，累计已投资额为 17.98 亿元，公司仍面临一定的资本支出压力。

图表 19. 2022 年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	7.95	5.49	自有资金及银行借款
韵达集团北方区域结算中心、大数据服务中心项目（物流）	2.95	1.13	自有资金及银行借款
韵达集团北方区域结算中心、大数据服务中心项目（工业）	2.68	2.40	自有资金及银行借款
韵达辽宁（新民）快递电商总部基地项目	3.78	0.12	自有资金
韵达重庆涪陵快递物流基地项目	7.28	2.90	自有资金
韵达河北（晋州）快递电商总部基地项目	4.36	0.86	自有资金
韵达内蒙古快递电商总部基地项目	2.46	2.24	自有资金
韵达博望产业园项目	3.85	1.14	自有资金
韵达安徽（东至）快递电商总部基地项目	1.91	1.68	自有资金
宜良韵达（云南总部）智慧物流产业园项目	1.32	0.01	自有资金
合计	38.54	17.98	—

资料来源：韵达股份（四舍五入，存在尾差）

管理

该公司为 A 股上市民营企业，实际控制人仍为自然人聂腾云和陈立英夫妇，产权结构较为清晰。跟踪期内，公司回购部分股份，优化调整了组织架构，进一步完善了内控管理制度，同时部分董监高发生人事变动。

跟踪期内，该公司股权结构未发生重大变化。截至 2023 年 3 月末，上海罗颀思持有公司 52.05% 股权，仍为公司控股股东，聂腾云和陈立英夫妇仍为公司实际控制人，股权结构清晰。根据公司公告，截至 2023 年 6 月 2 日，上海罗颀思累计质押公司股票 3.49 亿股，占其持有公司股份总数的 23.14%，占公司总股本的比例为 12.04%。公司产权状况详见附录一。

2022 年，该公司对第三期限制性股票激励计划中 34 名激励对象所持有的 244,218 股限制性股票进行回购注销，回购价格为 12.26 元/股，对第四期限制性股票激励计划中 20 名激励对象所持有的 258,310 股限制性股票进行回购注销，回购价格为 7.94 元/股；变更后公司股本从 290276.60 万元下降至 290226.35 万元。

跟踪期内，该公司对部室职责进行了优化调整，将快递事业板块从原先 7 个部门调整为 8 个部门，分别为营销中心、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；将新业务板块调整为供应链事业部、国际事业部和终端事业部 3 个部门。公司组织架构图详见附录二。

跟踪期内，该公司修订了《公司章程》，将董事会人数从 11 人减少至 8 人，其中独立董事人数从 5 人减少至 3 人。同时，为满足日常经营管理需要，进一步完善了公司内控制度管理，修订了《募集资金管理办法》、《信息披露事务管理制度》和《关联交易管理制度》等制度。

人事变动方面，2022 年 1 月，赖世强辞去该公司副总裁（副总经理）职务；同 12 月召开职工代表大会，选举邹建富为职工代表；同年 12 月公司完成第八届董事会换届选举；截至 2023 年 3 月末公司董事会监事会成员均已到位。

跟踪期内，该公司关联交易主要体现在关联交易和关联租赁方面，规模较小。2022 年，关联方采

购商品/接受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采购汽运服务、向桐庐润琴健康食品有限公司采购商品，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、向德邦物流股份有限公司及其子公司提供快递综合服务；此外，2022 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 2022 年末，关联方应收项目及应付项目余额分别为 0.38 亿元和 0.05 亿元。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2023 年 5 月 9 日，公司及上海韵达货运有限公司（简称“韵达货运”）无重大不良行为记录。

财务

跟踪期内，主要受益于盈利积累，该公司资本实力不断增强，财务杠杆保持在适中水平。公司负债以刚性债务为主，且主要是中长期刚性债务，即期偿付压力可控；经营性现金流持续净流入，同时公司现金类资产尚充裕，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

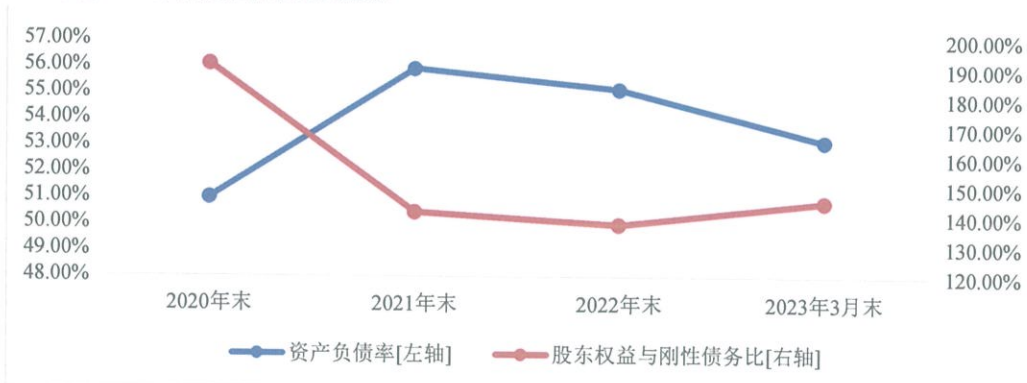
容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2020~2022 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部发布的《企业会计准则—基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释公告以及其他相关规定。

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 2023 年 3 月末合并范围内的子公司共计 700 家，较 2021 年末净增加 55 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 20. 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。

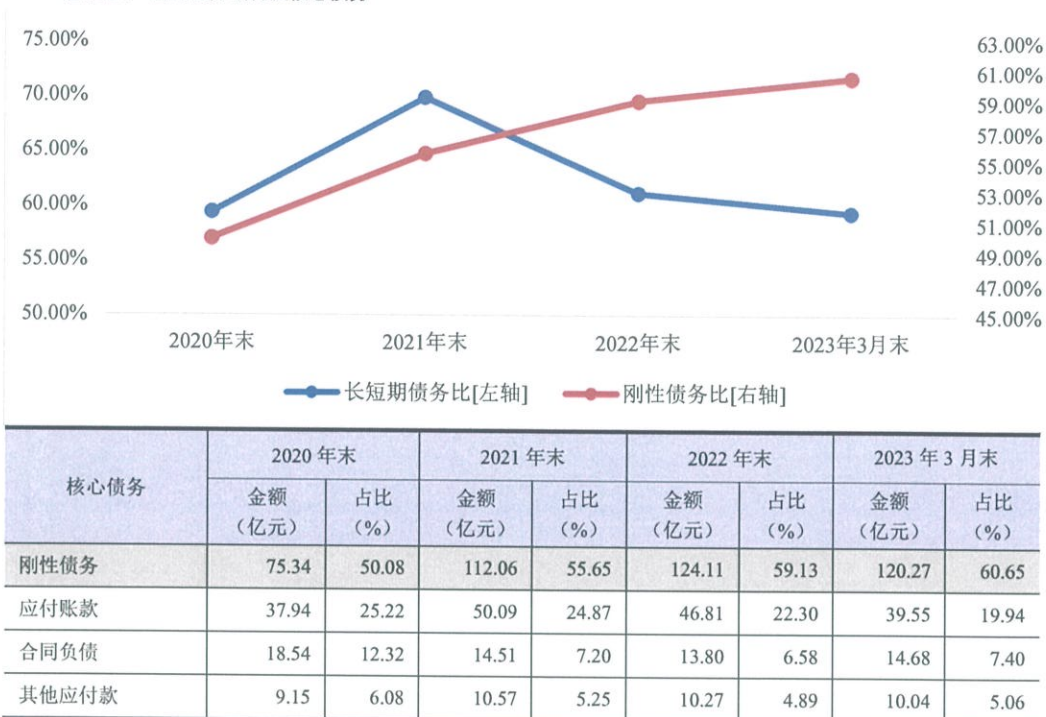
随着业务规模的扩大以及快递资源的持续投入，该公司负债总额呈逐年扩大趋势，2020~2022 年末分别为 150.43 亿元、201.38 亿元和 209.89 亿元，财务杠杆亦有所上升，同期末资产负债率分别为 50.99%、55.90% 和 55.13%。2023 年 3 月末，随着部分债券到期及应付账款偿付，负债总额较上年末减少 5.53% 至 198.29 亿元，资产负债率为 53.15%，财务杠杆控制在适中水平。

受益于盈利积累，该公司所有者权益持续增长。2020~2022 年末及 2023 年 3 月末，公司所有者权益分别为 144.58 亿元、158.87 亿元、170.84 亿元和 174.77 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 28.99 亿元、29.03 亿元、29.02 亿元和 29.02 亿元，2021 年末较上年

末增加 364.39 万元，主要系因股权激励增加限制性股票所致；2022 年较上年末减少 50.25 万元，主要系对第三期限限制性股票激励计划中 34 名激励对象及第四期限限制性股票激励计划中 20 名激励对象所持有的限制性股票进行回购注销所致。2020~2022 年末及 2023 年 3 月末，资本公积分别为 28.30 亿元、28.67 亿元、28.89 亿元和 28.97 亿元，2022 年末较上年末增加 0.22 亿元，主要系股权激励在等待期内确认资本公积 0.27 亿元。公司近年来盈利情况较好，2020~2022 年末及 2023 年 3 月末未分配利润分别为 82.60 亿元、95.77 亿元、108.99 亿元和 112.68 亿元，占所有者权益的比重分别为 57.13%、60.28%、63.80%和 64.47%，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，2020~2022 年，公司现金分红金额分别为 1.42 亿元、1.50 亿元和 1.51 亿元。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



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、合同负债和其他应付款等构成，2020~2022 年末及 2023 年 3 月末合计占负债总额的比重分别为 93.71%、92.97%、92.90%和 93.06%，且以刚性债务为主，同期末刚性债务占负债总额的比重分别为 50.08%、55.65%、59.13%和 60.65%，占比逐年提升。同期末，应付账款分别为 37.94 亿元、50.09 亿元、46.81 亿元和 39.55 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，2022 年末及 2023 年 3 月末较上年末分别减少 6.55%和 15.52%，主要系支付设备款所致。2020~2022 年末及 2023 年 3 月末，其他应付款分别为 9.15 亿元、10.57 亿元、10.27 亿元和 10.04 亿元，主要为押金、保证金及代收代付货款。同期末，合同负债分别为 18.54 亿元、14.51 亿元、13.80 亿元和 14.68 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 年公司向加盟商加大信用支持力度，当年末合同负债规模未随快递业务收入出现相应增长。

图表 22. 公司刚性债务构成 (单位：亿元)

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期刚性债务合计	22.14	34.26	49.80	51.93
其中：短期借款	16.60	20.28	18.95	21.98
应付票据	5.54	3.71	6.40	5.76

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期应付债券	—	5.04	5.02	5.02
一年内到期的长期借款	—	—	0.01	19.17
其他短期刚性债务	—	5.24	19.41	
中长期刚性债务合计	53.20	77.80	74.31	68.33
其中：长期借款	—	1.42	6.47	6.59
应付债券	53.20	72.31	63.15	57.68
其他中长期刚性债务	—	4.07	4.69	4.07
综合融资成本（年化，%）	3.40	3.41	3.50	/

资料来源：根据韵达股份所提供数据整理

注 1：该公司未提供 2023 年 3 月末一年内到期的非流动负债具体拆分，故全部计入有息债务；

注 2：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。2020~2022 年末及 2023 年 3 月末，短期刚性债务分别为 22.14 亿元、34.26 亿元、49.80 亿元和 51.93 亿元。从刚性债务构成来看，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。2020~2022 年末及 2023 年 3 月末，短期借款分别为 16.60 亿元、20.28 亿元、18.95 亿元和 21.98 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，2022 年末短期借款均为信用借款。2020~2022 年末及 2023 年 3 月末，应付票据分别为 5.54 亿元、3.71 亿元、6.40 亿元和 5.76 亿元，主要为应付的银行承兑汇票和信用证，2022 年末较上年末增长 72.76%，系信用证增长所致。2021-2022 年末及 2023 年 3 月末，应付短期融资券分别为 5.04 亿元、5.02 亿元和 5.02 亿元，2022 年末及 2023 年 3 月末均系“22 韵达股份 SCP004”，发行规模 5.00 亿元，票面利率 3.38%。其他短期刚性债务主要系一年内到期的应付债券和一年内到期的租赁负债，随着应付债券临近到期，2022 年末出现明显增长；2022 年末包括一年内到期的应付债券 14.45 亿元和一年内到期的租赁负债 4.96 亿元。

该公司中长期刚性债务以应付债券和租赁负债为主。2020~2022 年末及 2023 年 3 月末，应付债券分别为 53.20 亿元、72.31 亿元、63.15 亿元和 57.68 亿元，2022 年末包括公司本部发行的多期债券及韵达货运发行的资产支持专项计划和美元债，发行利率为 2.25~4.50%。2021-2022 年末及 2023 年 3 月末，其他中长期刚性债务分别为 4.07 亿元、4.69 亿元和 4.07 亿元，系执行新租赁准则重分类的租赁负债，全部为融资租赁，融资成本为 2.00~5.00%。此外，2021-2022 年末及 2023 年 3 月末，公司长期借款分别为 1.42 亿元、6.47 亿元和 6.59 亿元，均为抵押借款。

2020 年以来，该公司外部融资力度较大，刚性债务有所增加，但期限主要集中于中长期；同时，公司货币资金较为充足，融资成本较低，融资渠道畅通，均能为债务按期偿付提供较好的保障。

3. 现金流量

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一 季度	2022 年第一 季度
营业周期（天）	8.81	11.04	12.71	—	—
营业收入现金率（%）	106.25	105.97	107.68	109.02	107.20
业务现金收支净额（亿元）	27.72	32.77	58.63	3.70	11.77
其他因素现金收支净额（亿元）	-5.88	-2.87	-5.72	-3.32	-1.71
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	21.84	29.89	52.91	0.38	10.06
EBITDA（亿元）	33.45	44.88	51.28	—	—

主要数据及指标	2020年	2021年	2022年	2023年第一季度	2022年第一季度
EBITDA/刚性债务（倍）	0.73	0.50	0.43	—	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	23.95	14.05	12.39	—	—

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，2020~2022年及2023年第一季度，营业收入现金率分别为106.25%、105.97%、107.68%和109.02%，收现能力保持在较好水平。同期，业务现金收支净额分别为27.72亿元、32.77亿元、58.63亿元和3.70亿元，2021年业务收支净额同比增长18.22%，主要系当期快递业务收入增长所致；2022年业务收支净额同比增长78.93%，主要系快递业务收入规模增加、收到留抵退税、收回部分应收账款等所致。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，2020~2022年及2023年第一季度，其他因素现金收支净额分别为-5.88亿元、-2.87亿元、-5.72亿元和-3.32亿元，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，2020~2022年及2023年第一季度，公司经营环节产生的现金流量净额分别为21.84亿元、29.89亿元、52.91亿元和0.38亿元。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，2020~2022年EBITDA分别为33.45亿元、44.88亿元和51.28亿元，其中利润总额占比分别为52.38%、41.55%和37.82%，逐年下滑。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下降。

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020年	2021年	2022年	2023年第一季度	2022年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.001	-7.32	-0.07	0.04	0.14
处置与购建固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-60.01	-81.91	-33.66	-7.27	-13.38
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.40	30.67	-4.28	10.11	6.66
投资环节产生的现金流量净额	-58.61	-58.57	-38.02	2.88	-6.58

资料来源：根据韵达股份所提供数据整理。

2020~2021年，该公司对枢纽中心、物流运输设备及机器设备的投资规模较大，但2022年以来有所收缩，2020~2022年及2023年第一季度，公司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60.01亿元、81.91亿元、33.66亿元和7.27亿元，2022年及2023年第一季度同比分别减少58.90%和45.69%。同期收回投资与投资支付净流入额分别为-0.001亿元、-7.32亿元、-0.07亿元和0.04亿元，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⁸。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，2020~2022年及2023年第一季度其他因素对投资环节现金流量影响净额分别为1.40亿元、30.67亿元、-4.28亿元和10.11亿元。综上，同期公司投资环节现金净额分别为-58.61亿元、-58.57亿元、-38.02亿元和2.88亿元。

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020年	2021年	2022年	2023年第一季度	2022年第一季度
权益类净融资额	0.89	0.74	0.01	—	0.01

⁸ 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；截至2023年3月末，公司持有德邦股份6.52%股份，为德邦股份第2大股东。

主要数据及指标	2020年	2021年	2022年	2023年第一季度	2022年第一季度
债务类净融资额	60.69	29.89	5.12	-1.86	0.23
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-6.21	-4.29	-5.37	-1.08	-1.12
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.07	-3.43	-6.88	-1.54	-1.23
筹资环节产生的现金流量净额	55.30	22.90	-7.13	-4.49	-2.11

资料来源：根据韵达股份所提供数据整理。

该公司主要通过债务类融资满足资金需求，2022年以来，随着处置与购建固定资产、无形资产及其他长期资产净流出规模的减少，公司债务类净融资（不含利息支付）流入规模亦有所收缩，2020~2022年分别为60.69亿元、29.89亿元和5.12亿元；2023年第一季度为净流出1.86亿元，系当期债券融资到期偿还规模较大所致。其他因素对筹资环节现金流量影响净额主要系收到及支付租赁款，2020~2022年及2023年第一季度分别为-0.07亿元、-3.43亿元、-6.88亿元和-1.54亿元。综上影响，同期筹资环节现金净流量分别为55.30亿元、22.90亿元、-7.13亿元和-4.49亿元，净流入规模逐年减小，2022年以来呈净流出状态。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2020年末	2021年末	2022年末	2023年3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	135.87	116.80	129.18	122.82
	46.06	32.42	33.93	32.92
其中：货币资金（亿元）	40.10	31.74	39.07	37.11
交易性金融资产（亿元）	65.05	36.18	41.61	34.00
其他流动资产（亿元）	18.40	25.22	22.69	23.31
应收账款（亿元）	6.77	15.07	13.67	16.00
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	159.13	243.45	251.55	250.23
	53.94	67.58	66.07	67.08
其中：固定资产（亿元）	94.81	138.16	137.85	134.15
无形资产（亿元）	25.52	42.27	43.08	42.94
在建工程（亿元）	19.19	24.92	29.65	32.29
其他权益工具（亿元）	11.96	13.82	14.77	14.85
期末全部受限资产账面金额（亿元）	7.25	15.85	30.41	/
受限资产账面余额/总资产（%）	2.46	4.40	7.99	/

资料来源：根据韵达股份所提供数据整理（“/”表示未提供）。

随着该公司业务规模不断拓展，资产规模也随之不断增长，2020~2022年末及2023年3月末资产总额分别为295.01亿元、360.25亿元、380.73亿元和373.06亿元，以非流动资产为主，同期末占资产总额的比重分别为53.94%、67.58%、66.07%和67.08%，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94.81亿元、138.16亿元、137.85亿元和134.15亿元，主要系对运输设备、机器设备及房屋建筑物的投资，2022年末及2023年3月末较上年末分别减少0.22%和2.69%，主要系处置或报废资产、计提减值准备等所致。2020~2022年末及2023年3月末，在建工程分别为19.19亿元、24.92亿元、29.65亿元和32.29亿元，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25.52亿元、42.27亿元、43.08亿元和42.94亿元，主要为用于转运中心建设的土地使用权。2020~2022年末及2023年3月末，其他权益工具分别为11.96亿元、13.82亿元、14.77亿元和14.85亿元，2022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）、杭州

溪鸟物流科技有限公司 1.67 亿元和 Dmall Inc. (1.56 亿元) 等公司的股权投资。

该公司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。2020~2022 年末及 2023 年 3 月末，货币资金分别为 40.10 亿元、31.74 亿元、39.07 亿元和 37.11 亿元，2022 年末受限货币资金为 3.91 亿元，主要系大额存单 3.70 亿元，受限比例较小。2020~2022 年末及 2023 年 3 月末，应收账款分别为 6.77 亿元、15.07 亿元、13.67 亿元和 16.00 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；2022 年末应收账款前 5 名汇总额占期末合计数的 21.58%，集中度不高。2020~2022 年末及 2023 年 3 月末，其他流动资产分别为 18.40 亿元、25.22 亿元、22.69 亿元和 23.31 亿元，主要系增值税借方余额重分类及待摊费用等，2021 年末较上年末增加 37.07%，主要系预缴增值税增加所致。2020~2022 年末及 2023 年 3 月末，交易性金融资产分别为 65.05 亿元、36.18 亿元、41.61 亿元和 34.00 亿元，主要系理财产品，2022 年末包括银行金融机构短期理财产品 25.78 亿元和非银行金融机构短期理财产品 15.83 亿元。此外，2022 年末公司新增划分为持有待售的资产 2.27 亿元，主要系下属子公司和当地园区管理委员会签订企业国有土地及房屋收回协议，公司将与政府收储相关的固定资产、在建工程及无形资产等转入持有待售资产，预计 2023 年度完成相关资产处置。

该公司资产受限规模较小，2022 年末受限资产为 30.41 亿元，占总资产的比重为 7.99%，对资产流动性影响小。子公司韵达货运作为资产支持专项计划的原始权益人，将其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和山东巽达电子商务产业园有限公司、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仓储物流基础设施为标的资产，开展资产证券化业务，将相关房屋建筑物及土地使用权作为抵押物，形成受限固定资产 8.42 亿元、无形资产 9.06 亿元和在建工程 9.03 亿元；此外还包括受限货币资金 3.91 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动比率 (%)	144.01	98.54	99.19	98.73
现金比率 (%)	111.45	57.30	61.96	57.16
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	474.98	198.21	162.02	136.94

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%

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，当期末该公司资产流动性明显下降。2022 年以来，公司流动比率和现金比率小幅回升，但因部分债券即将到期转入流动负债科目，公司短期刚性债务规模有所上升，短期刚性债务现金覆盖率持续下降，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。

6. 表外事项

根据该公司 2022 年年度报告，截至 2022 年末，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 9 起，主要系建设工程施工合同纠纷、特许经营合同纠纷和租房合同纠纷等，标的金额合计 1.00 亿元，面临的涉诉风险相对较小。

截至 2023 年 3 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，收入规模

较小，2020~2022 年和 2023 年第一季度分别为 0.36 亿元、1.12 亿元、1.63 亿元和 0.33 亿元；净利润分别为 4.72 亿元、1.72 亿元、1.78 亿元和 -0.13 亿元，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，2020~2022 年和 2023 年第一季度，本部分别实现投资收益为 5.05 亿元、2.09 亿元、1.93 亿元和 0.05 亿元，逐年减少。

该公司本部资产主要系对韵达货运等子公司的股权投资，2020~2022 年末及 2023 年 3 月末，本部资产分别为 244.58 亿元、279.18 亿元、294.02 亿元和 282.07 亿元，其中本部长期股权投资分别为 219.88 亿元、226.64 亿元、226.72 亿元和 226.78 亿元。公司本部负债规模相对较小，同期末负债总额分别为 21.07 亿元、54.58 亿、69.68 亿元和 57.75 亿元，主要系与韵达货运的往来款项和本部发行的债券，其中 2022 年末较上年末增长较多主要系应付韵达货运的往来款增长所致；同期末资产负债率分别为 8.61%、19.55%、23.70%和 20.47%，本部财务杠杆有所上升但仍处于较低水平。

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，2020~2022 年和 2023 年第一季度本部经营性现金净额分别为 -16.36 亿元、-15.29 亿元、7.17 亿元和 3.67 亿元。本部主要承担融资职能，其筹资活动现金流波动较大，同期本部筹资活动产生的现金流量净额分别为 12.11 亿元、18.82 亿元、-10.60 亿元和 -5.18 亿元。此外，本部投资活动产生的现金流量净额分别为 3.23 亿元、-3.44 亿元、3.52 亿元和 1.47 亿元，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⁹。

外部支持

截至 2023 年 3 月末，该公司获得国内银行授信总额为 136.50 亿元，尚未使用 101.82 亿元，融资渠道较通畅。

图表 28. 截至 2023 年 3 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）	136.50	34.68	101.82
其中：工农中建邮五大商业银行（亿元）	55.50	25.18	30.32
工农中建邮五大商业银行占比（%）	40.66	72.61	29.78

资料来源：根据韵达股份所提供数据整理。

附带特定条款的债项跟踪分析

韵达转债为该公司 A 股股票的可转换公司债券。韵达转债的票面利率每年调整，即第一年为 0.20%、第二年为 0.40%、第三年为 0.60%、第四年为 1.50%、第五年为 1.80%、第六年为 2.00%。韵达转债转股期限自发行结束之日（2023 年 4 月 17 日）起满六个月后的第一个交易日（2023 年 10 月 17 日）起至到期日（2029 年 4 月 10 日）止，目前韵达转债转股价格为 12.10 元/股。

韵达转债持有人在转股期内申请转股时，转股数量的计算方式为： $Q=V/P$ ，并以去尾法取一股的整数倍。其中：Q 为转股的数量；V 为韵达转债持有人申请转股的可转换公司债券票面总金额；P 为申请转股当日有效的转股价格。

转股价格下修条款：在韵达转债存续期内，当该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 85.00%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。股东大会

⁹ 2020 年 5 月 25 日，该公司发布《关于全资子公司作为战略投资者认购德邦股份非公开发行股票暨关联交易的公告》，公司拟通过全资子公司宁波梅山保税港区福杉投资有限公司作为战略投资者认购德邦股份非公开发行的股票。2021 年 4 月 21 日，公司以现金方式认购德邦股份本次非公开发行的股票 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，公司占德邦股份发行后总股本比例 6.52%。

会进行表决时，持有韵达转债的股东应当回避；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的均价。

赎回条款：1) 到期赎回条款：韵达转债期满后五个交易日内，公司将按债券面值的 108%（含最后一期利息）的价格赎回未转股的韵达转债。2) 有条件赎回条款：在韵达转债转股期内，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韵达转债：①在韵达转债转股期内，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%）；②当韵达转债未转股余额不足 3,000.00 万元时。

回售条款：1) 有条件回售条款。在韵达转债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 70.00%时，韵达转债持有人有权将其持有的韵达转债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。2) 附加回售条款。若韵达转债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，韵达转债持有人享有一次回售的权利。韵达转债持有人有权将其持有的全部或部分韵达转债按照债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。

跟踪评级结论

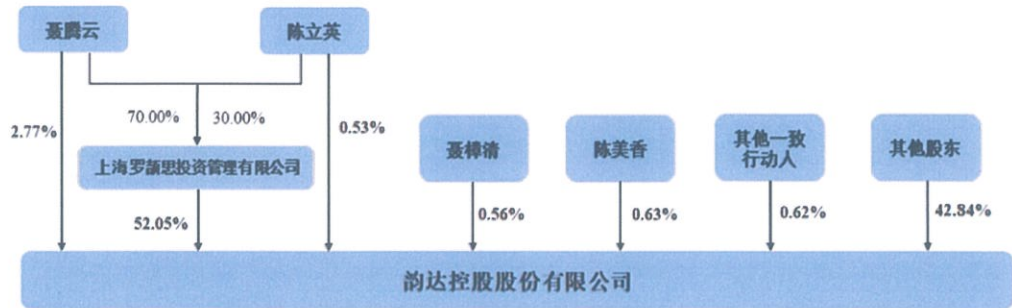
该公司为 A 股上市民营企业，实际控制人仍为自然人聂腾云和陈立英夫妇，产权结构较为清晰。跟踪期内，公司回购部分股份，优化调整了组织架构，进一步完善了内控管理制度，同时部分董监高发生人事变动。

2022 年，该公司持续推进快递网络布局建设，网点数量有所增加，快递业务量受超预期因素冲击影响有所下滑，但得益于监管政策引导下快递单票价格的回升，营业收入仍实现了同比增长，毛利率水平亦微幅提升。2023 年以来，公司业务量同比出现下滑，营业收入亦随之下降，公司面临一定的经营压力。与此同时，在人工和燃油成本上涨、在建项目转固带来折旧摊销成本增长等因素综合影响下，公司仍面临成本管控压力。

跟踪期内，主要受益于盈利积累，该公司资本实力不断增强，财务杠杆保持在适中水平。公司负债以刚性债务为主，且主要是中长期刚性债务，即期偿付压力可控；经营性现金流持续净流入，同时公司现金类资产尚充裕，且融资渠道畅通，均能为债务偿付提供较好保障。

附录一：

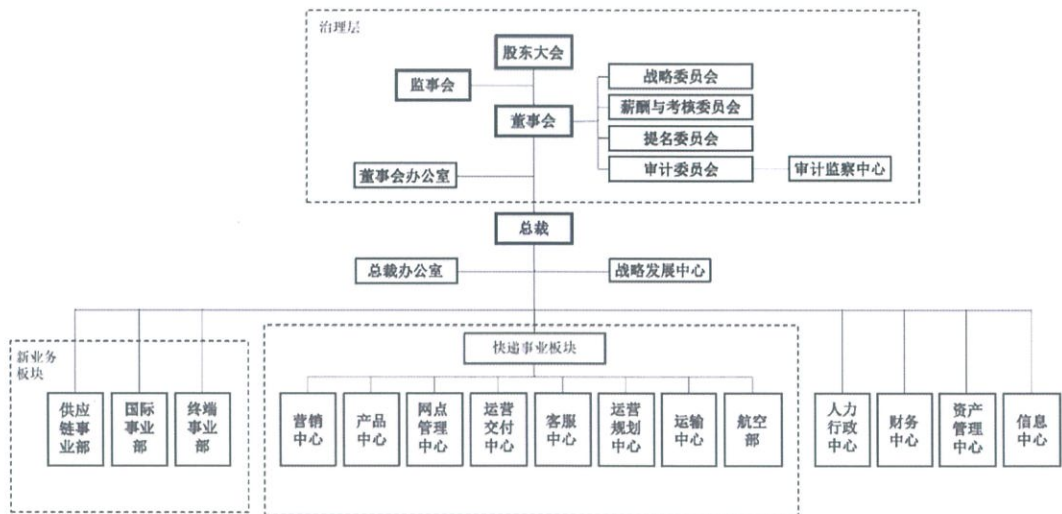
公司与实际控制人关系图



注：根据韵达股份提供的资料绘制（截至 2023 年 3 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 2023 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	基本情况			2022年(末)主要财务数据					备注	
	简称	与公司关系	母公司持股比例(%)	主营业务	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)		经营活动现金流量净流入量(亿元)
韵达控股股份有限公司	韵达股份	本级	—	—	34.04	224.35	1.63	1.78	7.17	母公司口径
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	76.46	169.71	467.08	15.09	36.14	

注：根据韵达股份 2022 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]	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
资产总额[亿元]	295.01	360.25	380.73	373.06
货币资金[亿元]	40.10	31.74	39.07	37.11
刚性债务[亿元]	75.34	112.06	124.11	120.27
所有者权益[亿元]	144.58	158.87	170.84	174.77
营业收入[亿元]	335.00	417.29	474.34	104.75
净利润[亿元]	14.24	14.96	15.01	3.65
EBITDA[亿元]	33.45	44.88	51.28	—
经营性现金净流入量[亿元]	21.84	29.89	52.91	0.38
投资性现金净流入量[亿元]	-58.61	-58.57	-38.02	2.88
资产负债率[%]	50.99	55.90	55.13	53.15
权益资本与刚性债务比率[%]	191.91	141.77	137.65	145.32
流动比率[%]	144.01	98.54	99.19	98.73
现金比率[%]	111.45	57.30	61.96	57.16
利息保障倍数[倍]	12.10	6.82	5.65	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	8.81	11.04	12.71	—
毛利率[%]	9.50	9.05	9.13	10.57
营业利润率[%]	5.29	4.62	4.16	4.86
总资产报酬率[%]	7.28	6.65	6.31	—
净资产收益率[%]	10.18	9.86	9.11	—
净资产收益率*[%]	10.09	9.79	9.05	—
营业收入现金率[%]	106.25	105.97	107.68	109.02
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	23.93	28.08	42.54	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-30.64	-16.30	7.24	—
EBITDA/利息支出[倍]	21.39	14.05	12.39	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.73	0.48	0.43	—

注：表中数据依据韵达股份经审计的2020~2022年度及未经审计的2023年第一季度财务数据整理、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、喻相萍	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业通用版评级模型(2019)	报告链接
	前次评级	2022年10月19日	AA+/稳定	林贻婧、林巧云	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2023年6月25日	AA+/稳定	林贻婧、喻相萍	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(通用版)FM-GS001(2022.12)	二
20 韵达股份 MTN003	历史首次评级	2020年8月7日	AA*	林贻婧、林巧云	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2022年5月30日	AA*	林贻婧、林巧云	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2023年6月25日	AA*	林贻婧、喻相萍	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(通用版)FM-GS001(2022.12)	二
韵达转债	历史首次评级	2022年10月19日	AA*	林贻婧、林巧云	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2023年6月25日	AA*	林贻婧、喻相萍	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(通用版)FM-GS001(2022.12)	二

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。