

交通运输

2017 年 04 月 20 日

报告原因：上市公司调研

增持（首次评级）

市场数据：2017 年 04 月 19 日

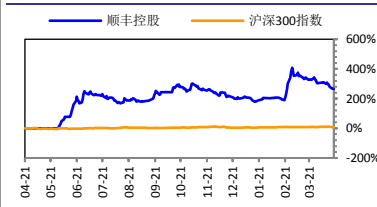
收盘价（元）	50.23
一年内最高/最低（元）	73.48/15.16
市净率	10.3
息率（分红/股价）	0.20
流通 A 股市值（百万元）	6659
上证指数/深证成指	3170.69/10348.41

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016 年 12 月 31 日

每股净资产（元）	4.9
资产负债率%	53.42
总股本/流通 A 股（百万）	4184/133
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

成长消化估值，千亿市值可期——快递行业深度研究” 2017 年 02 月 15 日

“圆通过户完成即将更名，关注艾迪西、新海等相对低估品种——快递行业点评” 2016 年 9 月 21 日

证券分析师

陆达 A0230516070002
luda@swsresearch.com

研究支持

罗江南 A0230115090002
luojn@swsresearch.com

联系人

匡培钦
(8621)23297818×7717
kuangpq@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

顺丰控股 (002352)

——千亿市值快递龙头企业，服务优质新业务拓展有力

投资要点：

- **直营彰显服务品质，定位高端维持高单价。**顺丰是直营快递模式的代表企业，这种模式虽在前期投入较大且扩张较慢，但公司能够控制整个快递运输网络流程，具有服务质量把控优势，且单价收入较高。现快递行业布局已经初步完成，加盟扩张优势边际效率下滑，直营系优势将逐渐体现，未来随着快递行业的不断成熟，市场对价格敏感度下降，快递行业终将以服务品质为导向，顺丰作为采用直营模式的快递企业中的佼佼者，其服务质量一直稳居行业首位，派送时效遥遥领先，未来有望厚积薄发。同时，由于顺丰坚持走高端路线，在运营上不同于“通达系”的价低保量，不参与低端快递的价格战，2016 年顺丰平均每单收入 22.15 元，远高于行业 12.71 的均值，高单价水平为公司高营收的稳健增长提供保障。
- **三网联合保障配送时效，人才充足保证高质量服务。**截至 2016 年顺丰自有有机队包括 51 架货机，实现 2016 年全年航运量 99.6 亿吨，在快递行业中稳居首位。此外，顺丰陆运网络已覆盖我国 327 个城市，其中公路运输已开通 9600+条运输干线，投入运营车辆约 1.5 万辆，铁路运输也通过租用电商班列车厢及各流向高铁客车带货形成四通八达的铁路运输网，铁路运输量稳居行业首位。再者，顺丰注重人才储备，自有研发团队相当强大，公司自主研发了一套以完整的大数据驱动的运营管理体系，有效降低其运营成本并提高各环节运作效率。天网+地网+信息网三网建设保证全国覆盖率达 97%，并有效提高了配送时效。同时，顺丰对于人才十分重视，给予员工竞争性强工资的同时，为基层员工提供了良好的上升渠道，并在正式上市当天派发现金红利，目前顺丰员工工本科以上学历占比达 14%，高出第二名申通 7 个点。
- **顺应大势推出新兴业务，多元化布局增强实力。**顺丰登陆 A 股完成资本市场布局后，运营资金将有充足保障，有助于公司业务拓展。其中主要有四方面看点：其一，顺丰顺应生鲜电商爆发潮流，布局冷链运输业务；其二，应对家电家具等大件运输需求及缓解集团运力闲置，以时效性进军重货运输市场；其三，跨境电商发展催化国际快递需求，公司为不同客户推出多种类型的国际业务；其四，在最后一公里方面，公司借助自有配件员布局同城配业务并推出“顺丰家”等 O2O 新零售模式。以上四方面“通达系”快递企业目前均少有涉足，顺丰抢占发展先机，未来预计能获得更好的发展。
- **首次覆盖，给予“增持”评级。**我们预计公司 17-19 年归母净利润分别为 38.25 亿元、47.15 亿元、58.44 亿元，对应 EPS 分别为 0.91 元、1.13 元、1.40 元，对应现股价 PE 分别为 55 倍、45 倍、36 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **核心假设风险：**经济发展降速，上游需求端发展大幅减缓，行业增速下跌。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	668	57,483	69,123	83,301	102,375
同比增长率（%）	-17.74	8499.20	20.25	20.51	22.90
净利润（百万元）	25	4,180	3,825	4,715	5,844
同比增长率（%）	4.19	16535.22	-8.50	23.27	23.94
每股收益（元/股）	0.22	1.00	0.91	1.13	1.40
毛利率（%）	14.4	19.7	19.7	19.9	20.0
ROE（%）	3.5	20.4	15.9	16.4	16.9
市盈率	233	50	55	45	36

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

备注：表中 15 年数据为原上市公司数据，16 年数据对应增速为较原上市公司数据同比。

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 17-19 年归母净利润分别为 38.25 亿元、47.15 亿元、58.44 亿元，对应 EPS 分别为 0.91 元、1.13 元、1.40 元，对应现股价 PE 分别为 55 倍、45 倍、36 倍。考虑到公司走高端市场，未来预计仍然维持其高单价优势，且预计公司新兴业务布局在未来会有超预期的发展，我们首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

行业需求端电商及微商继续支撑行业维持相对高速发展；

公司继续坚持走中高端快递业务，不参与价格战，并维持现有服务品质；

公司按计划推进新业务发展。

有别于大众的认识

1、市场认为：电商增速大幅下降，快递行业原生动了缺失，高增速难以维持。

我们认为：1、电商交易额增速虽已下降，但每单货品价值也在逐渐降低，电商拆单频次不断增长，这在一定程度上抵消了交易额增速下降带来的影响；2、随着移动支付的普及，微商行业迅速崛起，为快递行业的高速发展带来了新支点，因此我们认为，未来 3-5 年内，快递仍有望维持 40%左右的高增速；3、需求端高位稳定，愈发有利于品质更好服务更优的顺丰。

2、市场认为：“通达系”等加盟型快递企业未来转型升级或使顺丰优势不再。

我们认为：一方面，顺丰定位高端快递主要系其采取扎实的直营模式支撑，“通达系”由于只负责处理干线、转运，对部分强势加盟商的运营控制力较弱，加上“以罚代管”的方式，服务难以精细化，加盟模式是“通达系”得以快速成长的基石，但目前也是其转型的阻力之一；另一方面，转型升级需要巨额成本支撑，“通达系”切入顺丰擅长的高端件领域必然导致其出现短暂阵痛，目前快递企业上市拼杀的大环境下，火中取栗的战略实施可能性较低。因此，我们认为，目前市场割据的情况短期难以实现质的改变，顺丰能较长时期内能维持其高单价优势。

股价表现的催化剂

快递板块整体经营超预期，国家政策对民营快递企业规范化期

核心假设风险

商务件增速下滑，电商件增速下滑；公司上市扩张带来管理不利，服务质量下降；竞争对手高端领域发展超预期；公司经营相关产业政策发生变化；冷链等新业务发展低于预期等。

目录

1. 行业回顾：快递维持高增长，顺丰独霸鳌头	6
1.1 需求新支点显现，行业仍可维持高增速	6
1.2 行业发展上升期，集中度较低竞争激烈	8
1.3 坚持高端快递定位，稳居行业龙头地位	10
2. 顺丰优势：直营、机队、人	11
2.1 模式占优，直营优势凸显服务有保障	12
2.2 资产雄厚，三网联合保障配送时效	14
2.3 人才储备充裕，研发投入居行业首位	16
3. 未来看点：完成上市资本充足，业务拓展有力	18
3.1 进军冷运行业，加速布局收入迅速增长	19
3.2 抢滩重货运输，依托机队时效性强	22
3.3 布局全球网络，国际业务稳步推进	23
3.4 强势推出同城配，抢占 O2O 运送先机	25
4. 估值：盈利预测及评级	27
4.1 预计公司 17 年归母净利润 38.25 亿元	27
4.2 首次覆盖，给予“增持”评级	28

图表目录

图 1：2010 年来快递收入增速持续上升	6
图 2：快递单量增速保持 50% 增长	6
图 3：电商快递占比高达 70%	6
图 4：双十一单个包裹价格出现大幅下滑	7
图 5：电商快递单量增速仍在高位	7
图 6：移动购物占比达到 75%	7
图 7：微商交易额增长迅速	7
图 8：我国快递发展进程一览	8
图 9：我国快递集中度远低于海外	9
图 10：市占率上圆通、中通领跑	9
图 11：快递平均价格持续走低	9
图 12：以国内时效件业务为核心	10
图 13：2016 年业务量增长 31%	11
图 14：2016 年快递收入增长 21.75%	11
图 15：顺丰单价远高于行业均值	11
图 16：顺丰营收要高于其他四家上市快递	11
图 17：通达系单件毛利已降至低值	13
图 18：顺丰申诉率远低于加盟系快递	13
图 19：天网+地网+信息网构建智能物流核心竞争力	14
图 20：顺丰仓储分布	16
图 21：高素质员工占比情况一览，顺丰优势明显	17
图 22：研发人员数量及占比	18
图 23：研发投入金额及占比	18
图 24：生鲜电商市场迅速发展	20
图 25：冷链物流规模迅速扩大	20
图 26：顺丰冷链运输车辆未来发展预测	21
图 27：大家电线上销售额 1161 亿元，同比+54%	22
图 28：重货运输业务收入同比增长 96.23%	23

图 29: 跨境电商复合增速达 60.53%	24
图 30: 国际及港澳台快递业务量同比+44.16%.....	24
图 31: 国际及港澳台快递收入同比+16.07%	24
图 32: 国际快递收入同比+ 309.00%.....	25
图 33: 互联网外卖渗透率逐年提高	26
图 34: 互联网外卖方兴未艾.....	26
图 35: 顺丰“即刻送”业务.....	27
表 1: 顺丰标准化快递产品.....	10
表 2: 直营、加盟模式对比.....	12
表 3: 5 家企业产业布局情况（截止 2016 年底）	12
表 4: 顺丰、EMS、圆通航空机队建设比较	14
表 5: 公司航空运输业务情况	15
表 6: 机队建设保证运输时效，2016 年顺丰时限指标排名领先	15
表 7: 公司骨干员工间接持股公司股份	17
表 8: 股权变动表	18
表 9: 公司募投项目	19
表 10: 冷链物流属于细分行业，对物流设备要求高	19
表 11: 未来冷链运输建设投资金额分布	20
表 12: 按照年投资金额分配估计每年预计增加量	21
表 13: 顺丰冷运业务收入模式	21
表 14: 各大件物流公司优劣对比.....	22
表 15: 重货运输产品情况	23
表 16: 国际业务介绍	25
表 17: 同城配与快递异同	26
表 18: 预计公司 2017 年归母净利润 38.25 亿元	28
表 19: 海外可比公司加权平均 PE 为 26.52（2017/04/18）。	28
表 20: A 股快递企业加权平均 PE 为 48.67（2017/04/19）。	29
表 21: 公司综合盈利预测表（百万元、元）	29

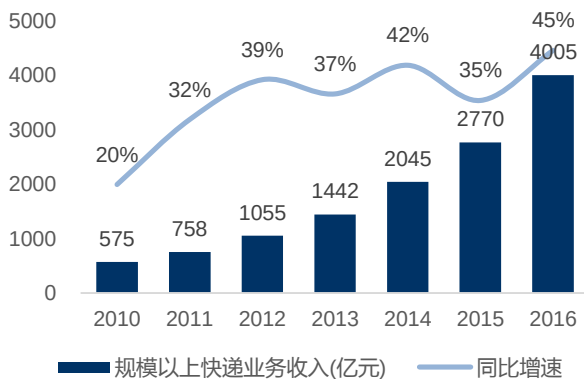
1. 行业回顾：快递维持高增长，顺丰独霸鳌头

我们在 17 年 2 月发表题为“成长消化估值，千亿市值可期”的快递行业深度报告，对整个行业做了详尽分析。我们认为快递行业目前处于高速发展繁荣期，随着电商拆单以及微商的发展，行业在 3-5 年内仍将维持 40% 左右的高增速。顺丰以其坚定的高端快递路线脱颖而出，稳定价格保增长，独霸行业龙头地位。

1.1 需求新支点显现，行业仍可维持高增速

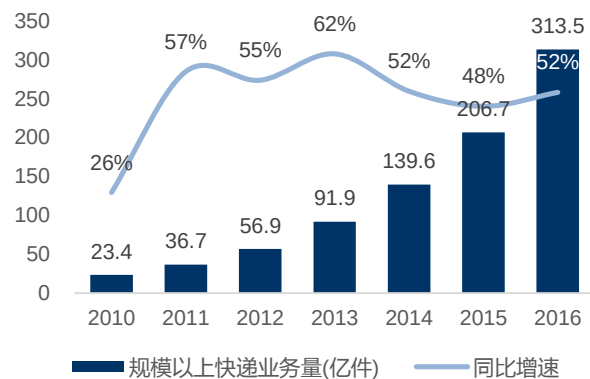
快递发展处于繁荣期，增速高位维稳。2010 年以来，快递单量及快递业务收入快速增长。快递单量由 2010 年的 23.4 亿件增长至 2016 年的 313.50 亿件，复合增速 54.12%，快递业务收入由 2010 年的 574.6 亿元增长至 2016 年的 4005.0 亿元，复合增速 38.21%。同时，2016 快递业务量同比增长 51.7%；业务收入同比增长 44.6%，整体增速仍保持在高位。

图 1：2010 年来快递收入增速持续上升



资料来源：Wind，申万宏源研究

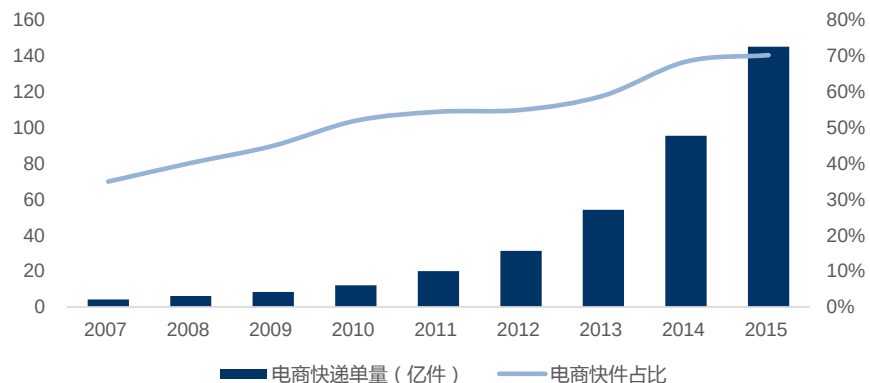
图 2：快递单量增速保持 50% 增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

网购快件占比过七成，拉动快递行业快速发展。近几年快递行业的高速发展，得益于电子商务的爆发式增长，快递企业为电子商务提供了商品运送服务，同时电子商务又为快递业务量的增长提供了支撑。据国家邮政局快递市场监管报告显示，2015 年淘宝、天猫等电商快递包裹近 150 亿件，占比过七成，并保持上升趋势。

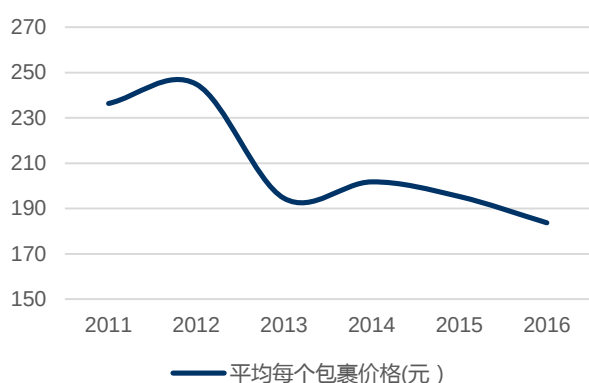
图 3：电商快递占比高达 70%



资料来源：国家邮政局，申万宏源研究

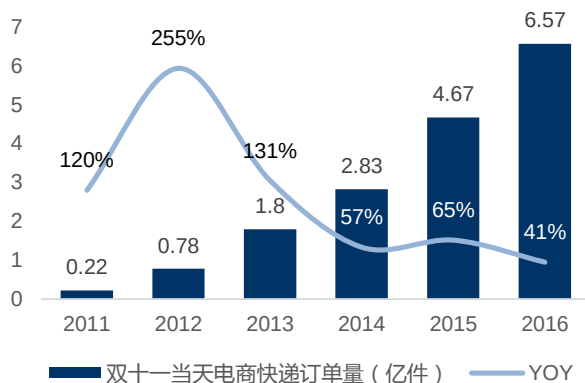
包裹货值降低增加拆单频次，抵冲电商增速下滑影响。随着电商布局的完成，网购人数增速逐步下降，这使得电商交易额增速逐步降低。16年第三季度淘宝网成交额8370亿元，仅同比增长24%，同比增速较15年同期下降10个百分点。但同时，随着网购的普及，低值物品网购频次增加，单个包裹货值逐渐下降。以双十一为例，2016年双十一平均每个包裹183.71元，而2011年双十一平均每个包裹236.36元，5年下降52.55元。单个包裹货值的降低增加了网购拆单频次，一定程度抵冲电商成交额增速下降的影响，电商快递单量仍维持相对高速增长，同样以双十一为例，2016年双十一当天电商订单量6.57亿件，同比增速仍高达41%。单个包裹成本的下滑，增加了民众使用快递的意愿，在电商整体交易额下滑的情况下，拆单成为支撑快递单量增长的最核心因素。

图 4：双十一单个包裹价格出现大幅下滑



资料来源：Wind，国家邮政局，申万宏源研究

图 5：电商快递单量增速仍在高位



资料来源：国家邮政局，申万宏源研究

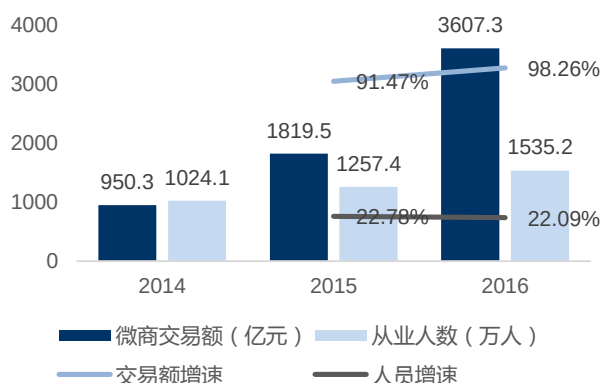
微商行业渐起，为快递增量提供新支点。智能手机的普及，带来移动购物移动支付占比逐渐增多，根据阿里巴巴统计，2016年第二季度移动购物占比高达75%，较去年同期增长20个百分点。移动购物的增多，促使了微商行业的兴起，自2014年微商行业成型以来，近两年维持高速增长状态，预计2016年微商交易额可达3607.3亿元，同比增长98.3%。微商交易同样主要借助快递进行商品运输，同时，微商基于熟人关系，与淘宝等传统网络渠道具有一定替代性，但综合而言多为新创造的消费，因此微商的兴起将为快递业务增量提供一定的支撑。

图 6：移动购物占比达到 75%



资料来源：阿里巴巴公告，申万宏源研究

图 7：微商交易额增长迅速



资料来源：中国微商发展研究报告，申万宏源研究

根据以上分析，我们仍然认为虽然快递高增速难以长期维持，但受益于电商拆单频次的增加以及微商的兴起，短时间内快递单量仍将维持 40% 左右的高增速。

1.2 行业发展上升期，集中度较低竞争激烈

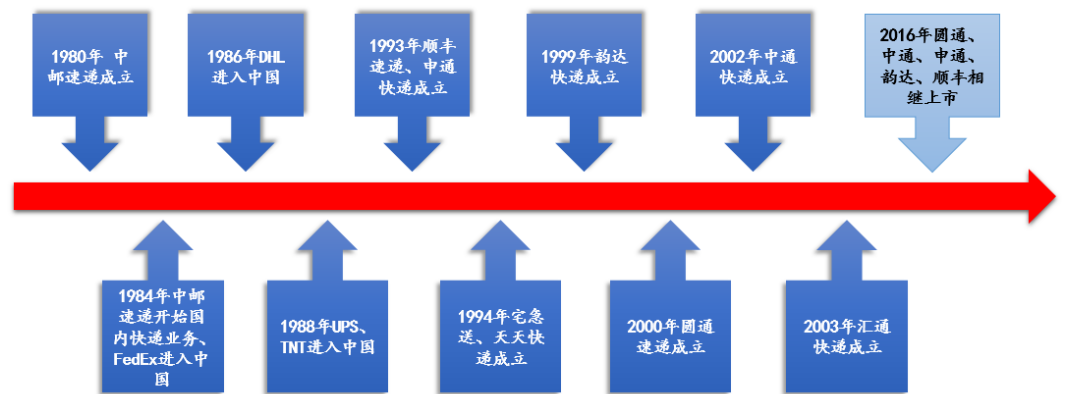
我国快递起步相对较晚，目前虽然经历了起步、发展、繁荣三个阶段，但仍处于行业上升初期。

起步期：中邮速递独家垄断。上世纪 70 年代末至 80 年代，快递业务作为新的行业理念由美日等国家引入中国，同时 1980 年国有控股中邮速递成立，并与 1984 年开始国内快递业务，中国大陆快递行业正式起步。

发展期：民营快递企业进入市场。上世纪 90 年代初至二十一世纪初，顺丰快递和申通快递最先成立，随后天天、韵达、圆通、中通等民营快递随之成立，民营企业逐步进入快递市场。

繁荣期：快递行业高速发展。2010 年以后，随着淘宝、京东等 P2P/B2C 电子商务平台的兴起，网购促进了快递行业的高速发展，同时多家快递逐步部署国际业务，我国快递行业进入繁荣发展期。

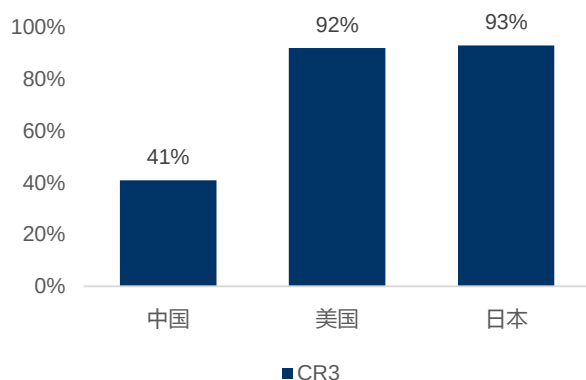
图 8：我国快递发展进程一览



资料来源：各公司官网，申万宏源研究

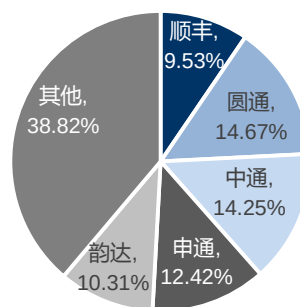
我国快递市场 CR3 仅 41%，较美、日成熟市场集中度低。2010 年以来，网购的普及带来了快递市场体量爆发式的增长，加盟模式的低扩张成本使得前几年大量“小、散、弱”的快递企业涌入市场，使得我国快递行业集中度相对较低。美国、日本快递行业 CR3 分别高达 92%、93%，而我国快递 CR3 仅 41%，上市的前五大巨头市场份额总和也仅 61%，远低于美、日成熟市场。

图 9：我国快递集中度远低于海外



资料来源：Bloomberg，公司官网，申万宏源研究

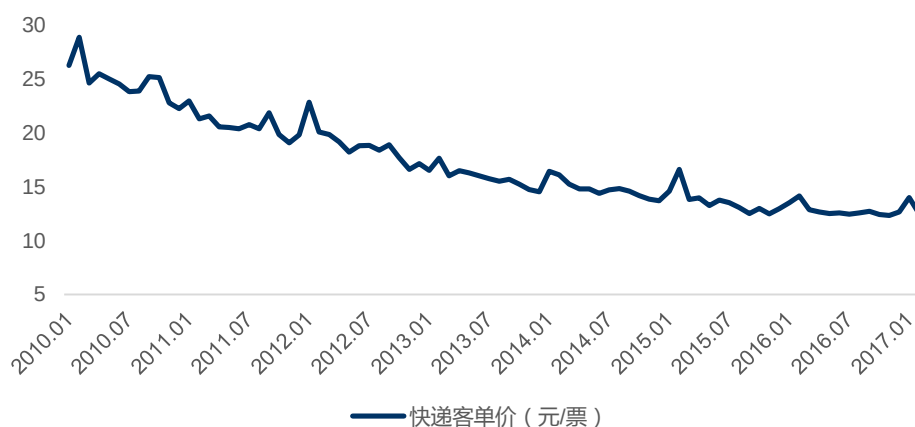
图 10：市占率上圆通、中通领跑



资料来源：公司公告，申万宏源研究

行业分散竞争激烈，快递单价持续走低。大量“小、散、弱”快递企业凭借加盟模式进入快递行业，为抢占电商快递市场，各加盟系企业纷纷降价欲以价格抢占市场提高市场份额，这使得整体快递客单价持续降低。2016 年，规模以上快递平均客单价 12.71 元/票，较 2015 年减少 0.69 元/票，同时 2017 年 3 月份客单件仅 12.61 元/票，环比虽有好转，但仍出于较低水平。

图 11：快递平均价格持续走低



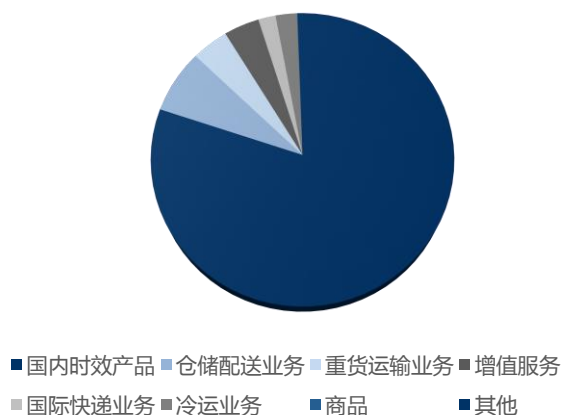
资料来源：Wind，申万宏源研究

顺丰面向中高端不参与价格战，发展新兴业务或成未来趋势。由于四通一达采用的是加盟模式，并且初期主要是通过 B2C 市场迅速发展起来，其主要面向中低端市场，同质化较为严重，因此他们主要通过价格战争取客户；而顺丰采用自营模式，对全国各个网点网络的管理更为高效，在时效控制上更为精准，主要面向中高端市场，中高端客户对价格敏感度较低且更注重品质。此外，顺丰现有的冷链物流建设及机队建设等在全国均遥遥领先，其重点发展的冷链物流、重货快运等业务属于新兴业务，未来具有极大的发展空间。我们认为，快递行业未来趋势以整合为主，加盟企业亟需转型，而直营企业，如顺丰等有望厚积薄发。

1.3 坚持高端快递定位，稳居行业龙头地位

顺丰控股主营速运物流业务，速运产品多元化。公司速运物流业务分为国内时效件、仓储配送、重货运输、增值服务、冷运服务、国际快递等业务产品。其中以国内时效件业务产品为核心，2016 年国内时效件业务收入 460.35 亿元，占速运物流业务总收入的 80%。

图 12：以国内时效件业务为核心



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司国内时效件业务坚持中高端路线，业务产品逐渐标准化，现主要有顺丰即日、次晨、次日、隔日及同城业务等四个标准化产品。

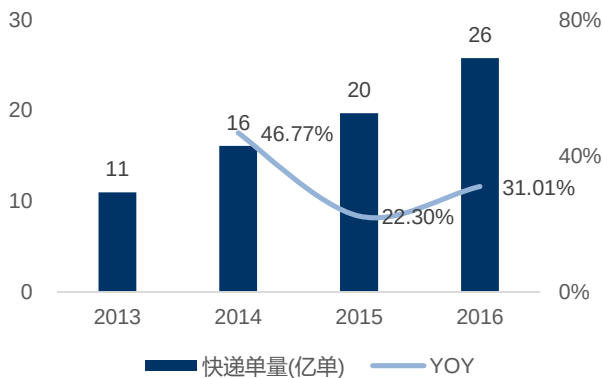
表 1：顺丰标准化快递产品

产品	产品内容	配送时效	承诺
顺丰即日	部分线路当日寄件当日送达的门到门快递服务	当日到达	超时退费承诺
顺丰次晨	在指定服务范围和寄递时间内收寄的门到门服务	次日 12 点前	超时退费承诺
顺丰次日	标准化门到门快递服务	次日 18 点前	超时退费承诺
顺丰隔日	寄递非紧急物品的经济型快递服务	第三天 18 点前	超时退费承诺

资料来源：公司公告，申万宏源研究

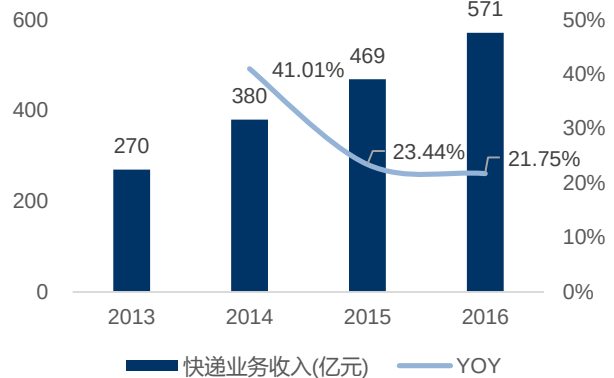
产品体系优化，带来业务稳定增长。公司坚定中高端产品定位，在提高产品质量的同时积极发展大客户，带来业务量的稳健增长。2016 年公司共完成快件 25.80 亿票，同比增长 31%，同时快递单价 22.15 元，保持相对稳定，带来了快递业务整体收入的稳健增长，2016 年公司速运物流不含税营业收入 571.41 亿元，同比增长 21.75%。

图 13：2016 年业务量增长 31%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

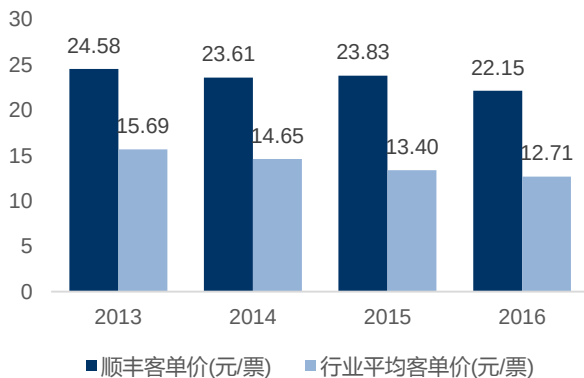
图 14：2016 年快递收入增长 21.75%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

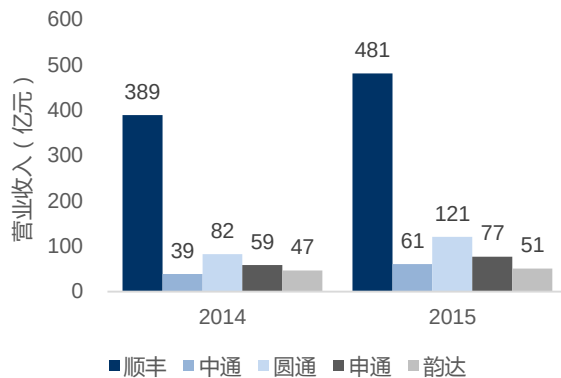
坚持高端路线独立于“通达系”，维持高单价稳居行业龙头。顺丰快递以其高品质服务稳定在高端快递市场发展，在运营上区别于“通达系”的价低保量，不参与低端快递的价格战，客单价一直处于高处维稳状态，2016 年平均每单收入 22.15 元，较 15 年略微降低 1.68 元，但仍然远高于行业 12.71 元的均值。高单价水平为公司带来了高营收稳健增长，2016 年公司实现快递业务收入 571.41 亿元，同比增长 21.75%，以 14、15 年已有营业数据来看，顺丰 14、15 年营收分别 389.11 亿元、481.01 亿元，远高于其他四家上市快递，稳居行业龙头地位。

图 15：顺丰单价远高于行业均值



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 16：顺丰营收要高于其他四家上市快递



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 顺丰优势：直营、机队、人

顺丰快递能够在行业中脱颖而出，得益于直营模式、机队资产以及研发人才三方面：

- 1、 直营模式有助于加强派件团队管理，提高服务品质提升公司口碑；
- 2、 机队资产支撑有助于加快运输速度，保障派件时效；

3、人才充足有助于提高研发能力，使公司加速向信息化逐步打造现代化物流企业。

2.1 模式占优，直营优势凸显服务有保障

目前中国快递市场存在直营及加盟两种模式，直营模式控制力更强。直营模式以顺丰快递及中邮速递为代表，公司控制整个快递运输网络及流程，运营控制力较强，具有服务质量把控优势，同时收入相对较高，但由于重资产模式扩张成本较高；加盟模式以“四通一达”为代表，公司只负责干线运输及中转，运营控制力较弱，致使服务质量把握相对较弱，但扩张成本较低，在行业发展初期易于抢占市场份额。

表 2：直营、加盟模式对比

类型	直营模式	加盟模式
优势	企业统一形象，统一管理，统一服务	利用较少的资金较快地进行业务拓展
	管理效率高，总部指令能够很快传达到各分支机构	业务分包有利于激发加盟商拓展业务的动力
	整体信息化水平较高，操作规范，投递速度快	价格优势
劣势	用于组建团队、购买运输工具等资金需求量大	管理困难：总部指令执行程度不一，很难统一管理
	网络拓展速度相对较慢	利益多元化：加盟商各自为政，时有接私活的现象
	投资周期较长，需要时间来培育打造自己的品牌	业务处理能力不强，在开展增值业务方面存在极大风险
	管理成本高	加盟商缺少动力购置新设备，导致整体装备水平低，信息化技术落后

资料来源：公司公告，申万宏源研究

网络布局初步完成，加盟扩张优势边际效率下滑。快递行业经过近 5 年的高速发展，各大快递巨头迅速扩张，并广泛布局全国快递网络，目前巨头企业快递网络县级城市覆盖率平均 94.2%，网络布局初步完成。网络布局初步完成后扩张速度下降，加盟模式在扩张低成本方面的边际优势逐渐消失，而在管理方面投入的边际成本逐步上升。

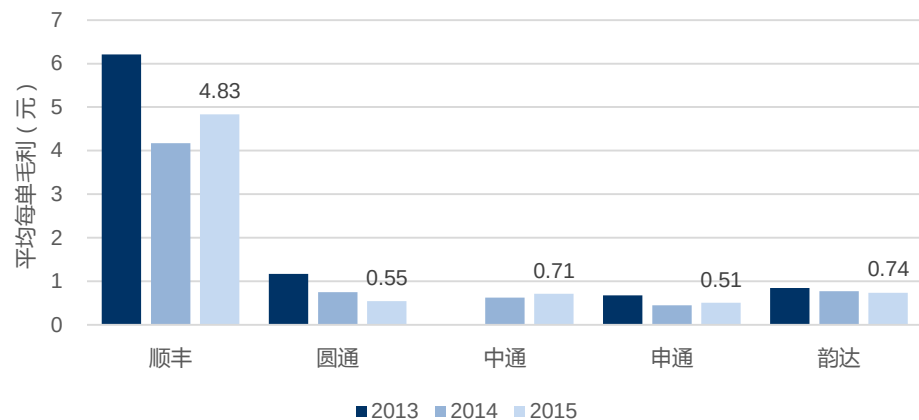
表 3：5 家企业产业布局情况（截止 2016 年底）

项目	顺丰	圆通	中通	申通	韵达
县级市覆盖率	92.0%	93.9%	—	96.4%	94.6%
终端网点数（个）	13000	24000	23000	10000	24000
转运中心数（个）	291	82	74	82	57
直营转运中心数（个）	291	60	68	48	54
自有车辆（辆）	15000	32000	2100	—	—
加盟商数（家）	0	2610	7700	1495	2800
飞机数量（架）	36	4	0	0	0

资料来源：公司公告，申万宏源研究

目前成本压力增大，通达系降价竞争更难。随着前期抢占市场价格战的进行，目前通达系平均每单毛利已降至1元以下，15年圆通、申通平均每单毛利仅0.5元左右，中通及韵达稍高在0.7元左右；而顺丰客单价较高，平均每单毛利仍可维持在4元以上。17年初，部分加盟快递企业发生员工罢工导致的爆仓事件，可以预见，随着人工成本的上升，未来在成本端的压力也会逐步体现在快递单价上，因此虽然价格战难以完全避免，但为保证快递运输质量，快递价格下降空间有限。若加盟快递从价格竞争转变为服务质量竞争，顺丰遥遥领先的服务水平将成为竞争对手难以逾越的大山。

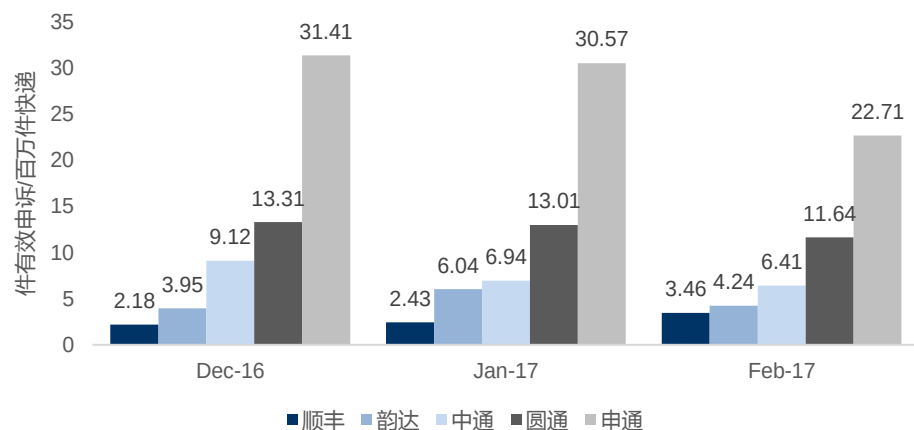
图 17：通达系单件毛利已降至低值



资料来源：公司公告，申万宏源研究

顺丰坚持直营模式，保障派送时效，同时服务品质高。顺丰速递采取直营模式，资产雄厚拥有转运中心 291 个，自有飞机 36 架，并直接管理最后一公里的取派件服务，凭借高效运输及自有员工的高频派件实现了派件时效的领先。一直以来顺丰派件速度远高于其他加盟系快递，邮政局统计，顺丰 72 小时派件准时率在近几年更是稳居行业首位。派件时效的领先提高了顺丰速递的客户满意度，这为其带来了进入高端快递市场的资本。同时顺丰快件申诉率一直维持在低水平，近三个月平均每月每百万件快递有效申诉件数仅 2.69 件，远低于其他快递企业。

图 18：顺丰申诉率远低于加盟系快递



资料来源：国家邮政局，申万宏源研究

服务行业重服务，快递行业终将以服务品质为导向。快递行业属于高端物品运输服务行业，在快递行业发展初期迅速扩大市场普及度，价格敏感度相对较高，服务品质要求较低，但随行业的发展，市场相对稳定，价格敏感度下降，作为服务行业终将提高服务品质敏感度。顺丰借直营模式以其高品质服务，有望随行业的发展优势凸显。

2.2 资产雄厚，三网联合保障配送时效

天网+地网+信息网构建智能物流核心竞争力，全国覆盖率达 97%。公司以自有机队、运输车队及互联网系统构建起“天网、地网、信息网”三网合一的物流体系。截止 2016 年底，公司业务覆盖全国 331 个地级市、2620 个县区级城市，近 13000 个自营网点。国际标快/国际特惠业务涉及全球 51 个国家，国际小包业务覆盖全球 200 个国家及地区：

图 19：天网+地网+信息网构建智能物流核心竞争力

天网	地网	信息网
• 自营全货机36架 • 外包全货机15架 • 一二级机场35个 • 散航线路1300条 • 覆盖全球24个国家和地区	• 自有运输车辆1.5万辆 • 运输干线9600条 • 运输支线68000条 • 枢纽中转场12个 • 航空、铁路站点19个 • 综合中转场127个 • 简易中转场133个 • 独立呼叫中心9个 • 智能快递柜35150个	• 科技人员超过2000名 • 申报和获得专利523项 • 软件著作权200多项

资料来源：公司公告，申万宏源研究

机队配置充足，航空资源和运营能力领先。顺丰快递总资产 441 亿元，货币资金 69 亿元，资产雄厚，支撑起了其航空运输业务的发展。公司于 2003 年与扬子江快运合作开始航空件服务，并于 2009 年实现货运首飞，成为我国首家民营货运航空公司。目前顺丰控股自有全货机 36 架，租赁全货机 15 架，每晚运行货运 140 班，覆盖全国 37 和主要城市，成为国内领先的空运快递公司。

表 4：顺丰、EMS、圆通航空机队建设比较

	机队规模	自有	租赁	顺丰优势比较
顺丰	51	36	15	
EMS	40	—	绝大多数	EMS 自有机大部分为二手机，耗油更多；且机型较小，驾驶条件受限，运载量有限；集团绝大多数为租赁机，租赁费用昂贵
圆通	5	4	1	航空客运刚起步，管理经验缺乏，机队规模较小

资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

航空货运高效利用，16 年实现航空运输 99.6 万吨。为保证运输时效及质量，顺丰快递充分利用航空运输资源。2016 年，全年顺丰专机航班数多达 3.1 万次，共发运 42.8 万吨，实现日均专机航班 86 次，专机货运 1173 吨。同时公司还通过自营、代理或三方合作等合作模式，向国内 30 余家航空公司获取稳定的客机腹舱资源，2016 年全年散航航班超 10 万次，发运 56.81 万吨，最终实现全年航空运输 99.6 万吨。

表 5：公司航空运输业务情况

	资源项目	2016 全年数量	2016 年日均
专机	自有飞机架数	36 架	—
	外部包机架数	15 架	—
	专机线路条数	51 条	—
	专机航班数量	3.1 万次	86 次
	2016 年发货量（吨）	42.8 万吨	1173 吨
散航	散航线路条数	1300 条	—
	散航航班数量	10 万次	2819 次
	2016 年发货量（吨）	56.81 万吨	1556 吨

资料来源：公司公告，申万宏源研究

航空运输做后盾，高效作业保障派件时效。在公司航空运输网络的支持下，公司凭借高效运输及自有员工的高频派件实现了派件时效的领先。一直以来顺丰派件速度远高于其他加盟系快递，邮政局统计，顺丰 72 小时派件准时率在近几年更是稳居行业首位。派件时效的领先提高了顺丰速递的客户满意度，这为其带了了进入高端快递市场的资本。

表 6：机队建设保证运输时效，2016 年顺丰时限指标排名领先

排名	全程时限	寄出地处理时限	运输时限	寄达地处理时限	投递时限	72 小时准时率
顺丰	1	1	1	1	1	1
EMS	2	2	2	2	3	2
中通	3	8	3	4	4	3
韵达	4	3	5	8	5	5
圆通	5	7	4	5	9	4
申通	6	4	7	3	8	6
百世	7	6	6	9	7	7
宅急送	8	5	9	6	2	8
天天	9	9	8	7	6	9
国通	10	10	10	10	10	10

资料来源：中国邮政局，申万宏源研究

陆运网络支撑“地网格局”。顺丰的陆运网络建设非常完善，目前已覆盖我国 327 个地级市、2569 个县。目前，顺丰已在华南、华中、东南、东北、山东、华北、浙江、苏沪和西北等地拥有 12 个枢纽级中转场，面积约 346 万平方米，还拥有 19 个航空及铁路站，127 个综合中转场，133 个简易中转场。此外，公司现投入运营使用的自有车辆约 1.5

万辆，开通了 9600 多条运输干线和 68000 多条运输支线，运输线路遍布全国。依托强大的“地网”布局，顺丰运用网络流模型进行成本优化，并实现严格的服务时效控制。

铁路干线网络连接三大经济板块，铁路有望进一步提升占比。铁路运输网络日益成为运输网络的重要组成部分。顺丰不断深化与中国铁路总公司的合作，2014 年 8 月，中铁总为电商快递企业开行了 3 对 6 列电商班列，顺丰整体承租了京沪电商班列并部分包租其他 2 对电商班列，并在北上广设立了 3 个铁路中转基地，通过电商班列将京津冀、长三角、珠三角三大经济板块连接，形成了快件铁路运输骨干网络。截至 2016 年上半年，顺丰控股日常使用铁路电商班列车厢 26 节，占据 3 对 6 列电商班列总载位 31% 以上，租用车厢数量和发货量均为快递企业第一位。另外，顺丰控股还充分利用各个流向的高铁客车、旅客列车行李车带货，通过四通八达的铁路运输网络将快件迅速送达全国各地，与前述电商班列运输骨干网络共同构建了密集的铁路运输网络，16 年双十一的高铁快递运输试点良好。据了解，顺丰控股在高铁动车组货运、快速集装箱班列等铁路快运方面与中铁总进行深入研究，我们认为高铁运输的加入将会为顺丰的时效控制更上一层楼。

图 20：顺丰仓储分布



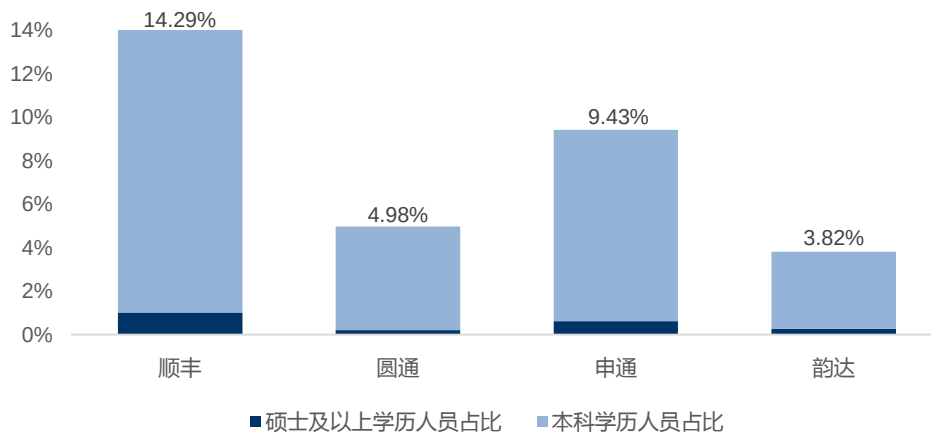
资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

2.3 人才储备充裕，研发投入居行业首位

高待遇留住人才，高学历人才占比远超同行。顺丰定位于网络化快递公司，基于直营模式，重视人才储备，同时对公司整体员工素质要求较高。顺丰总体员工高达 11.21 万人，远高于加盟系的其他几家公司。同时为提高公司的服务质量及技术水平，顺丰大量引入高素质人才，其中硕士及以上高端人才 1143 人，本科及以上学历人才共 16009 人，占员工总数 14.29%。与加盟快递不同，顺丰网点一线员工均未对外外包，在待遇超同行的同时，给予其比较完善的升迁机制。同时顺丰不断完善人员保障及激励制度，为几乎全部员工购买社

会保险并定期进行培训以留住公司人才，高素质人才为顺丰的服务、企业形象奠定了人员基础，也是顺丰走高端化最重要的布局之一。

图 21：高素质员工占比情况一览，顺丰优势明显



资料来源：Wind，申万宏源研究

股权激励到位，上市催化员工积极性。2015 年 7 月，顺丰通过了员工股权激励方案，授予公司既定员工（主要为管理层）设立有限合伙企业作为持股平台，对公司进行增资，经过股东大会决定，顺丰拟新增股本 2 亿股，公司总股本由 18 亿增为 20 亿。新增股本由上述既定员工设立的持股平台，顺达丰润及顺信丰合共同认购，合计投入资金 39.22 亿元，其中溢价部分计入资本公积，以上两家新成立的公司都是以投资顺丰控股为目的的有限合伙企业。顺丰通过这种员工间接持股的股权激励方案来激励员工工作的积极性。成功上市当日，顺丰通过现金红利方式回馈全体员工，人均派发 2000 以上红包，这种与员工共享的行为也增强了员工的积极性与凝聚力。

表 7：公司骨干员工间接持股公司股份

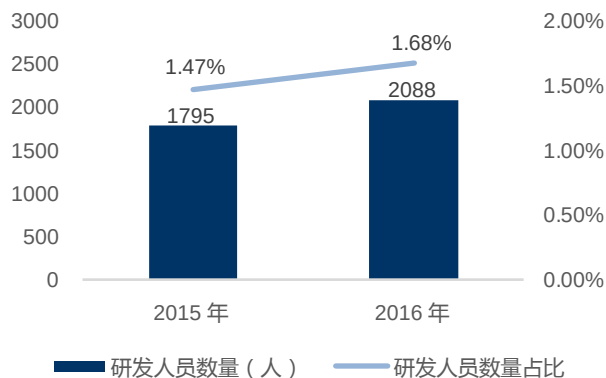
顺信丰合	担任职位	认缴出资 (万元)	认缴出资比例	顺达丰润	担任职位	认缴出资 (万元)	认缴出资比例
黄伟	副总裁	2329.28	84.82%	林哲莹	副董事长/副总经理	64713.00	16.61%
杨峰	副总裁	258.66	9.42%	杜浩洋	董事	64713.00	16.61%
陶志强	员工	157.47	5.73%	许志君	副总经理	58830.00	15.1%
				陈启明	监事会主席/职工监事	54908.00	14.1%
				李胜	副总经理	52947.00	13.59%
				袁萌	有限合伙人	49025.00	12.59%
				官力	监事	42140.32	10.82%
				其他	员工	2178.00	0.59%
顺祥丰益	-	0.39	0.01%	顺祥丰益	-	39.00	0.01%
博资创新	-	0.39	0.01%	博资创新	-	39.00	0.01%
合计		2746.18	100.00%	合计		389532.32	100.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息化研发投入保驾护航。为保证自有信息体系的完善性，顺丰一直以来比较重视在信息化领域的投入。公司自有研发团队科研人员共 2088 人，这保证了团队强大的研发能力，

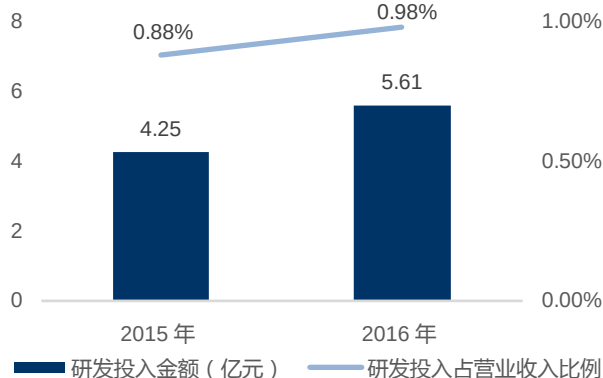
同时公司逐步提高研发资金的投入，2016 年共投入研发资金 5.61 亿元，较 15 年增加 1.36 亿元，另外，公司借壳后拟募集的 80 亿配套资金中，有 11.19 亿将投入信息化平台建设，极大地保证了研发资金的充足性。

图 22：研发人员数量及占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 23：研发投入金额及占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 未来看点：完成上市资本充足，业务拓展有力

顺丰控股作价 433 亿元，于 2017 年初正式借壳鼎泰新材完成上市。上市完成后，顺丰控股总股本增至 41.84 亿股，以 3 月 29 日收盘价计算，顺丰控股总市值 2452 亿元，控股股东变为明德控股，共持公司 64.58% 股份，公司实际控制人变为王卫先生，间接持有公司股份 64.58%。

表 8：股权变动表

股东名称	交易前		发行数量 (万股)	交易后	
	股数(万股)	持股比例		股数(万股)	持股比例
刘冀鲁	10016.43	42.90%	—	10016.43	2.39%
中科汇通股权投资基金	1445.62	6.19%	—	1445.62	0.35%
刘凌云	1439.47	6.16%	—	1439.47	0.34%
重组前鼎泰新材其他股东	10447.71	44.75%	—	10447.71	2.50%
明德控股	—	—	270192.71	270192.71	64.58%
顺达丰润	—	—	39225.35	39225.35	9.38%
嘉强顺风	—	—	26663.75	26663.75	6.37%
招广投资	—	—	26663.75	26663.75	6.37%
元禾顺风	—	—	26663.75	26663.75	6.37%
古玉秋创	—	—	5332.75	5332.75	1.27%
顺信丰合	—	—	276.51	276.51	0.07%
合计	23349.23	100%	395018.59	418367.82	100%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

按公司借壳规划，完成上市后公司将向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股票募集配套资金，总金额不超过 80 亿元。募集资金用于标的公司航材购置及飞行支持项目、

冷运车辆与温控设备采购项目、信息服务平台建设及下一代物流信息化技术研发项目、中转场建设项目。

表 9：公司募投项目

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）
1	航材购置及飞行支持项目	268,622.08	268,622.08
2	冷运车辆与温控设备采购项目	71,795.00	71,795.00
3	信息服务平台建设及下一代物流信息化技术研发项目	111,918.00	111,918.00
4	中转场建设项目	503,321.23	347,664.92
	合计	955,656.31	800,000.00

资料来源：公司公告，申万宏源研究

顺丰控股登陆 A 股完成资本市场布局后，运营资金将有充足保障，有助于拓展公司业务。我们认为主要有四方面看点：

- 1、顺应生鲜电商爆发的潮流，布局冷链运输业务；
- 2、应对家电、家具等大件运输需求，以时效性进军重货运输市场；
- 3、推进公司在全球的网络布局，加快国际业务的发展；
- 4、在最后一公里方面，推广丰巢提升服务品质，同时借助自有配件员发展同城配业务，增值最后一公里服务。

3.1 进军冷运行业，加速布局收入迅速增长

冷链物流属细分行业，进入门槛高。冷链泛指采用一定的技术手段，使生鲜食品以及需冷藏药品在采收、加工、包装、储存、运输及销售的整个过程中，处于一定的适宜条件下，最大程度地保持生鲜食品以及需冷藏药品质量的一整套综合设施和管理手段。而这种由完全低温环境下的各种物流环节组成的物流体系称为冷链物流。冷链物流比一般常温物流系统的要求更专业的设备、信息系统，建设投资也要大很多，因此属于物流行业的精品及稀缺细分行业。冷链物流主要应用于生鲜食品如果蔬、禽肉、蛋、水产品，冷冻食品如冷冻禽肉、速冻加工食品、巧克力、冰淇淋，以及化工材料和医药品。根据冷链物流应用领域的不同，需要精确调整运输过程中的温度以满足客户需求。

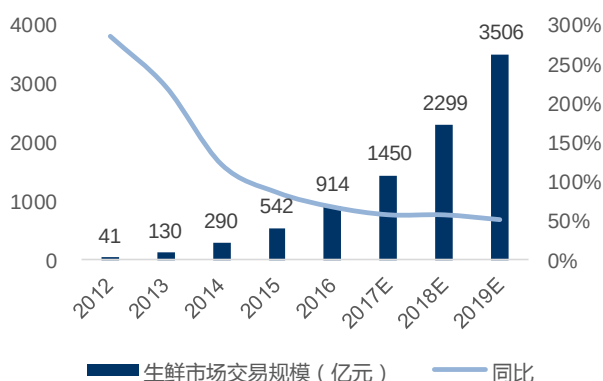
表 10：冷链物流属于细分行业，对物流设备要求高

产品大类	细分产品	运输温度要求
高附加值产品	医药	2-6℃
	餐饮连锁	0-5℃
	快消品	0-15℃
工业制品、加工型	乳制品	2-5℃
	冷冻、米、面	-18℃
农副产品	禽肉、水产品	-18~-2℃
	果蔬、农产品	0-5℃

资料来源：网络资料整理，申万宏源研究

消费结构升级，生鲜电商崛起推升冷链物流，发展前景看好。经济增长带动了我国消费升级，近几年生鲜电商迅速崛起，2016 年生鲜市场交易规模达 914 亿元，同比增长 68.56%，据易观智库预测，未来几年仍然保持 50% 以上的发展速。生鲜电商的发展极大提升冷链物流需求，根据冷链发达国家的历史数据来看，当人均 GDP 达 4000 美元时，冷链物流行业开始爆发进入快速增长期，我国人均 GDP 于 2010 年就已超过 4000 美元大关，因此冷链行业已拥有经济层面上的爆发基础。据产业信息网统计，2015 年冷链物流需求超过 1 亿吨，冷链物流总额达 4.32 万亿元，近 5 年复合增速达 15.5%。

图 24：生鲜电商市场迅速发展



资料来源：易观智库，申万宏源研究

图 25：冷链物流规模迅速扩大



资料来源：中国产业信息网，申万宏源研究

冷链物流行业集中度低，行业标准执行力度不足，行业亟待巨头整合。我国冷链行业发展不均衡，根据中国仓储协会冷链仓储分会统计，排名前十的冷链仓储运营商 2014 年冷库保有量为 930 万立方米，占整个市场 10.5%；排名前三十运营商 2014 年冷库保有量为 1531 万立方米，占整个市场 17.3%。运营分散现状使企业各自为政，无法形成规模效应进行优化调度，拖累行业整体盈利水平。

顺丰基础设施建设完善，冷链网络布局广泛。截止 2016 年底，顺丰控股拥有 59 个食品冷库、2 个医药冷库，总共冷库面积达 15.5 万平方米，自有冷藏车 497 台，其中经过 GSP 认证车辆 227 台，运营 71 条食品干线、12 条医药干线，冷运网络覆盖 56 城市及周边区域，贯通东北、华北、华东、华南、华中核心城市，为客户提供覆盖国内重点省市的、快捷的冷链运输服务。

表 11：未来冷链运输建设投资金额分布

序号	设备类型	购置数量 合计(辆)	项目投入总 额(万元)	拟以募投资金投 入金额(万元)	2016 年拟购置 金额(万元)	2017 年拟购置 金额(万元)	2018 年拟购置 金额(万元)
1	冷链运输车辆	622	49729	49729	4739	15188	29802
1.1	1.5 吨	299	12584	12584	2178	3828	6578
1.2	14 吨	171	11457	11457	871	3417	7169
1.3	35 吨	152	25688	25688	1690	7943	16055
2	EPP 温控箱	-	22066	22066	3066	7650	11350
	合计	-	71795	71795	7805	22838	41152

资料来源：公司公告，申万宏源研究

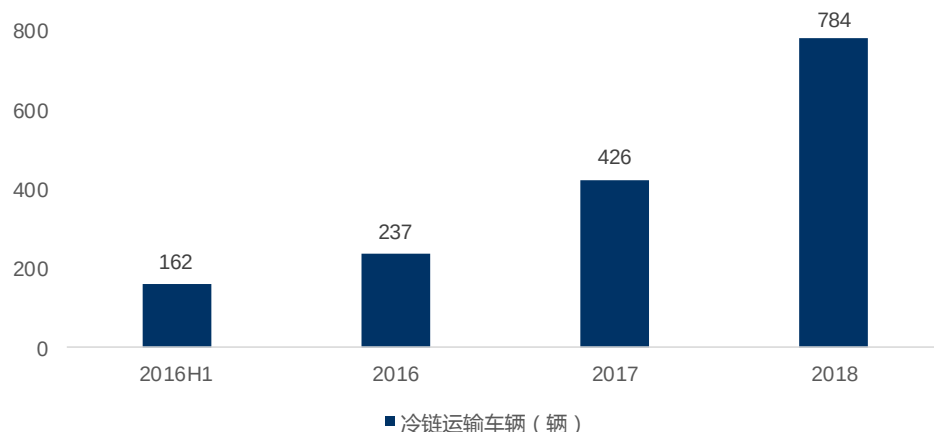
募资投入冷链基础建设，未来冷链运力大大增强。根据顺丰披露的募集资金使用计划，2016年上半年顺丰拥有冷链运输车辆162辆，并计划分别于2016年下半年、2017、2018年新增运输车辆75辆、189辆、358辆，则到2018年公司冷运车辆将达784辆。公司预计未来从2016年至2018年，省际干线将从9条投入至19条，周车次数由56次/周投入至418次/周；城际干线将从74条投入至115条，周次数由1454次/周投入至9236次/周；支线辐射范围由56个城市辐射至120个城市。

表 12：按照年投资金额分配估计每年预计增加量

	总量	2016	2017E	2018E
冷链运输车辆	622	75	189	358
其中：1.5 吨	299	52	91	156
14 吨	171	13	51	107
35 吨	152	10	47	95

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 26：顺丰冷链运输车辆未来发展预测



资料来源：公司公告，申万宏源研究

冷链收入同比增长 93.03%。公司冷链物流业务专注食品生鲜与医药物流两个领域，在收费模式上分冷运到家、冷运到店、冷运零担、冷运专车、冷运仓储等 5 个产品类型确定，盈利模式明确，这在业务增量的同时带来了收入的同步高速增长。2016 年公司冷运业务收入 13.55 亿元，同步大幅增长 93.03%，随着公司在冷链运输方面的继续布局，预计在未来几年内冷运业务将继续维持高增速。

表 13：顺丰冷运业务收入模式

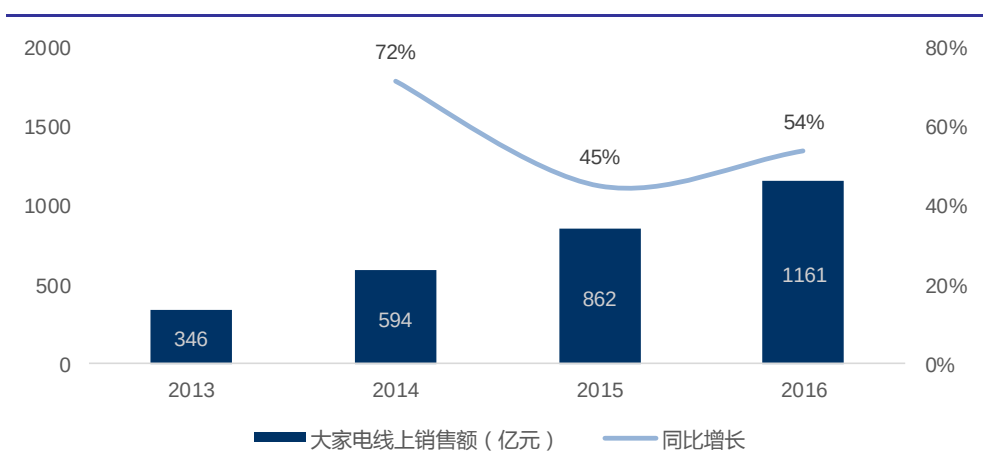
产品	服务内容	计费模式
冷运到家	门到门的生鲜快递运输	首重运费+续重×续重单公斤运费
冷运到店	提供批量运输到店的冷运服务	寄件重量×单公斤运费
冷运零担	提供点到点的冷运服务	寄件重量×单公斤运费
冷运专车	按整车进行冷运服务	合同定价，固定费用+附加费
冷运仓储	提供生鲜等冷库仓储服务	根据仓储面积及体积按合同收费

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 抢滩重货运输，依托机队时效性强

重货市场需求旺盛。就天猫平台的 34 个一级分类中，我们发现按化妆品、IT 产品及母婴类等轻小件产品电商渗透率已经非常高，但是家居、大家电的电商渗透率不足 10%，而以淘宝为主的平台型电商对于大件物品的快递主要依赖于第三方快递，但是由于重货运输需要的是“门到门”的全程细致服务，平台主要依托的“四通一达”在大件快递的服务能力亟待提高，因此阻碍了大型物品的网购发展，此外有数据显示，2014 年以前的双十一，大件商品占比基本维持 4-5%，2015 年双十一该数据超过 20%，预计 2016 年将会进一步攀升，可以预见这部分产品未来的发展潜力是巨大的。

图 27：大家电线上销售额 1161 亿元，同比+54%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

目前行业集中度较低，行业存在整合可能。现在提供大件快递服务的企业主要有顺丰、日日顺、德邦物流、中通快递、优速快递、百世快运等，如圆通、申通、韵达等主要加盟快递企业均没有推出针对大件的专门产品，而顺丰作为提供大件快递服务企业中的佼佼者，借助目前的网络布局及人员储备，未来继续拓张重货业务具备良好的先发优势。

表 14：各大件物流公司优劣对比

大件物流公司	依托平台	优势	劣势
顺丰	-	通过自有机队提供重货快运，时效更高；接壤国际业务，提供国际重运服务；送达准时且快	收费较高
德邦	-		
日日顺	海尔		
东家送	京东	部分快递收费较低	主要采用陆路运输，时效把握不足；
苏宁物流	苏宁云商		服务质量参差不齐
天华地宇	天猫		

资料来源：网络资料整理，申万宏源研究

抢滩重货业务市场，充分运用集团闲余运力。为满足客户寄递大件物品或重货的业务需求，公司自 2015 年正式向市场推出了重货运输产品，主要客户集中在服装、电子、五金、家具等轻工行业的产品制造商、品牌分销商。根据时效性不同，公司重货运输产品包含了物流普运及重货快运两个产品，物流普运主打大件标准型快递运输，重货快运则注重运输时效性，两类产品分别应对不同客户需求。

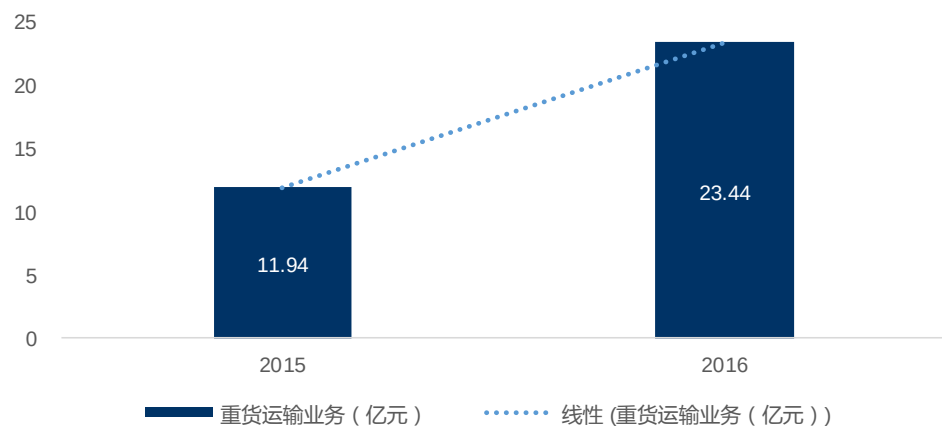
表 15：重货运输产品情况

产品	服务	运输方式	特色
物流普运	普通大件货物快递运输	陆运为主	可提供送货上楼、货物代管等增值服务
重货快运	依托自有机队，运输时效性安全性要求较高的大件物品	空运为主	通过机场直运确保 12 小时或 24 小时运达

资料来源：公司公告，申万宏源研究

重货运输市场认可度高，收入大幅增长 96.23%。公司以其在快递标准时效件市场的良好口碑及自有机队支撑的良好时效性，在重货运输推出后迅速得到了市场的认可，目前合作的大客户已有戴姆勒、华帝、尼欧、启迈斯等。基于迅速发展的大客户基础，公司重货业务收入也是增长迅速，2016 年重货运输共收入 23.44 亿元，较 2015 年大幅增长 96.23%。

图 28：重货运输业务收入同比增长 96.23%

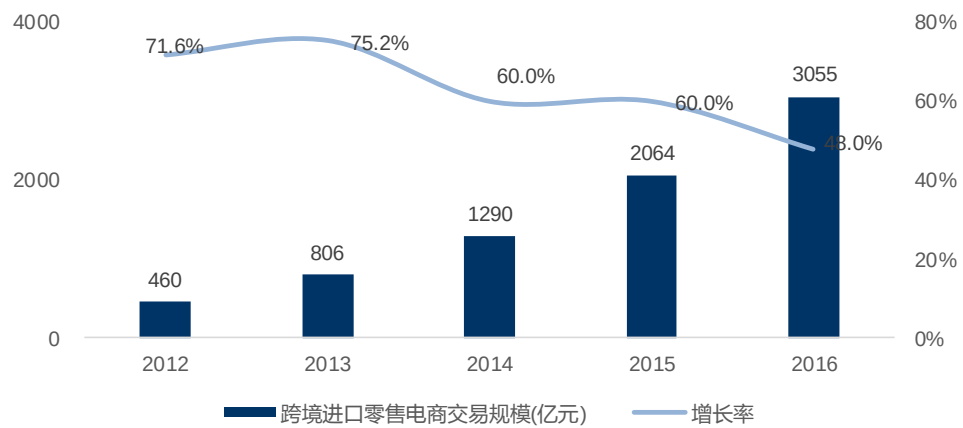


资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 布局全球网络，国际业务稳步推进

海淘迅速崛起，跨境电商仍维持高速增长。近几年，国内电商逐渐打通海购渠道，跨境电商由此进入快速成长期，近 5 年跨境电商交易规模复合增幅高达 60.53%，2016 年交易额达到 3055 亿元，同比增长 48.0%，仍维持高增速。从贸易占比来看，跨境电商交易规模已占我国进出口外贸总量的 1.25%，占比仍在上升，这也从另一个角度凸出跨境电商高增长的稳定性。

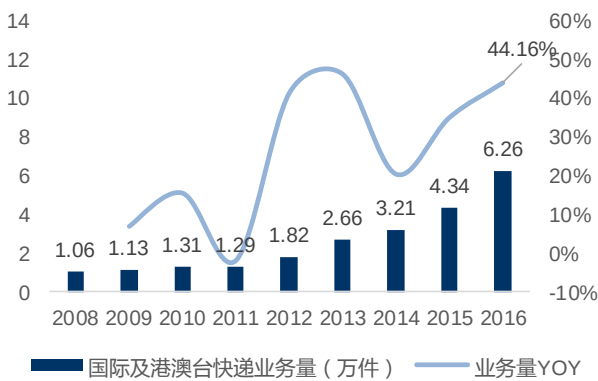
图 29：跨境电商复合增速达 60.53%



资料来源：易观智库，申万宏源研究

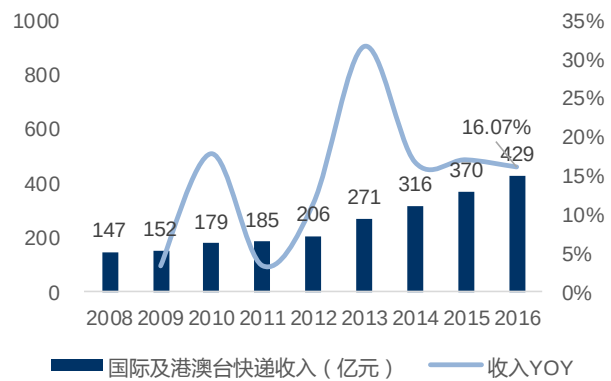
跨境电商发展催化，国际快件需求不断增长。同国内快递标准件的发展路径类似，跨境电商的发展也带动了国际及港澳台快递业务量的增长，2016 年国际及港澳台快递业务量 6.26 亿件，同比增长 44.16%，同时收入 429 亿元，同比增长 16.07%。另外，目前跨境电商件仍以 Fedex、UPS 或国外快递转国内快递为主，本土快递直发通道仍未打通，国内此块市场仍处于相对空白状态。

图 30：国际及港澳台快递业务量同比+44.16%



资料来源：wind，申万宏源研究

图 31：国际及港澳台快递收入同比+16.07%



资料来源：wind，申万宏源研究

以直营模式运营经验，顺势推出国际业务。顺丰国际业务主要提供国际标快、国际特惠、国际小包、国际重货、国际电商专递、海购丰运等不同类型及时效标准的进出口服务。其中，国际标快主要是为满足客户紧急物品寄递需求而推出的时效高的门到门国际快件服务；国际特惠为满足客户非紧急物品寄递需求而推出的经济型国际快件服务；国际小包为跨境电商 B2C 卖家发送 2KG 以下包裹而推出的一款高品质小包类服务；国际重货为满足中国大陆客户寄递大重量段物品而提供的较高性价比的国际重货服务；国际电商专递是为跨境电商卖家销售较高价值商品提供更为优质高效物流服务的跨境物流专递类产品；海购丰运（SFBUY）则是顺丰旗下专业的海淘转运服务平台，为客户提供全球转运服务。

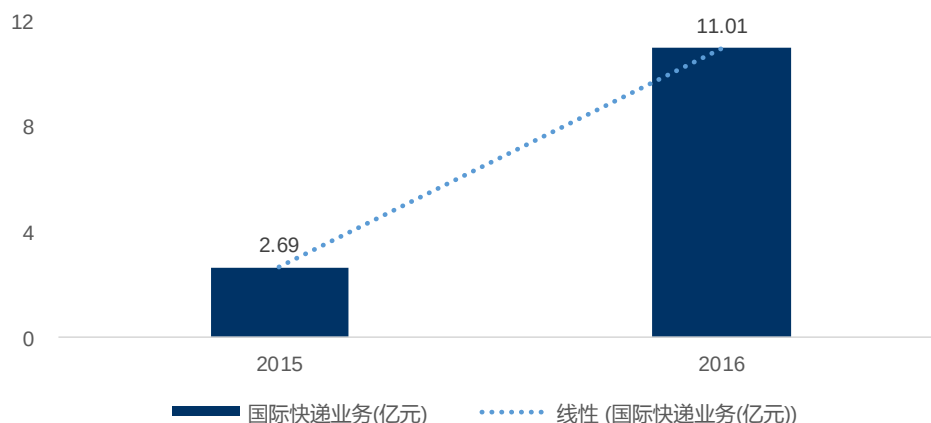
表 16：国际业务介绍

国际业务分类	针对需求	时效
国际标快	紧急物品寄递需求	高
国际特惠	非紧急物品寄递需求	低
国际小包	跨境电商 B2C 卖家发送 2KG 以下包裹	稳定
国际重货	国大陆客户寄递大重量段物品至海外国家	稳定
国际电商专递	跨境电商卖家销售较高价值商品	稳定
海购丰运	为海淘客户提供高效、便捷的全球转运服务	稳定

资料来源：顺丰官网，申万宏源研究

积极布局全球网络，国际业务稳增长。目前业务已覆盖如美国、欧盟、日本、韩国、东盟、巴西、墨西哥等 51 个国家，国际小包服务网络已覆盖全球 200 多个国家及地区。公司以直营模式优势及空运经验，在国内民营快递企业中率先走向国际市场，并发展迅速，2016 年国际业务收入 11 亿元，同比增长 309%。随着海淘的发展，公司有望在国际快递中率先取得一席之地。

图 32：国际快递收入同比+ 309.00%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.4 强势推出同城配，抢占 O2O 运送先机

同城配目标即时运送，行业初步成形。同城配是近几年新兴起的 O2O 消费线下及时配送服务行业，主要针对餐饮、超市等店家提供从门店到顾客的店到门配送服务。相比快递，同城配服务半径相对较短，一般以店家为中心，在 3-5 公里范围内配送。另外不同于快递的次日或隔日送达服务，同城配以即时配送服务为主，随订单的发出，一般在一个小时以内送达。

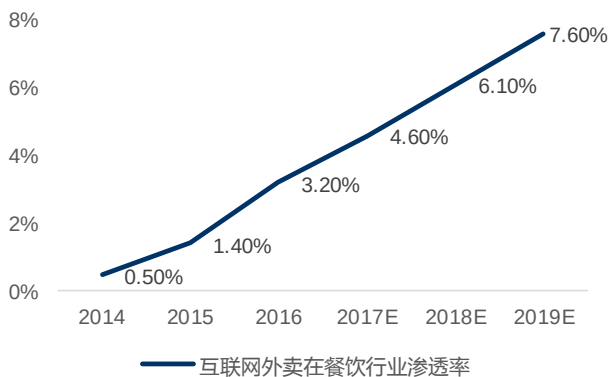
表 17: 同城配与快递异同

项目	同城配	快递
服务内容	餐饮、商超等店到门的即时配送服务	门到门的货物配送
服务半径	以出发点为中心，3-5 公里之内范围	以异地配送为主，距离几十公里至几千公里不等
目标市场	商超、餐饮、生鲜等 O2O 运输市场	30kg 以下的异地货物运输
操作模式	店家下单，配送员通过 APP 接单取货配送	寄货人下单，快递企业安排配送员取货，然后运输配送
代表企业	饿了么、百度外卖、美团外卖、达达快递等	顺丰、“四通一达”等

资料来源：网络资料整理，申万宏源研究

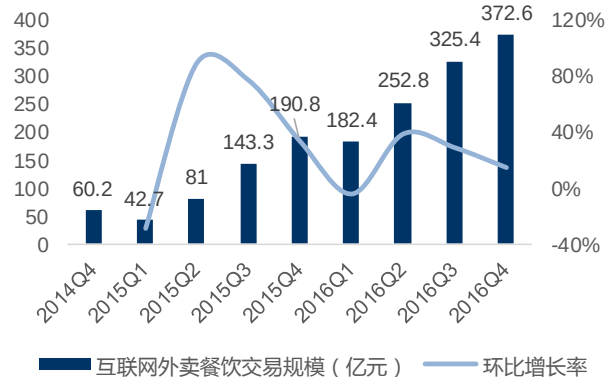
同城配起步外卖网络，长期看市场空间巨大。同城配最先起步于外卖行业，逐步向生鲜网购、鲜花配送等领域扩展，市场空间巨大。以起步的外卖市场为例来看，近几年外卖市场稳步增长，2016 年第四季度交易规模达 372.6 亿元，同比增长 95.28%。但目前渗透率仍然较低，据易观智库统计，2016 互联网外卖在餐饮行业渗透率仅 3.2%，预计 2019 年渗透率也仅达 7.60%，面对如此庞大的餐饮市场和不足 10% 的互联网渗透率，我们认为互联网外卖未来发展潜力巨大。

图 33: 互联网外卖渗透率逐年提高



资料来源：易观智库，申万宏源研究

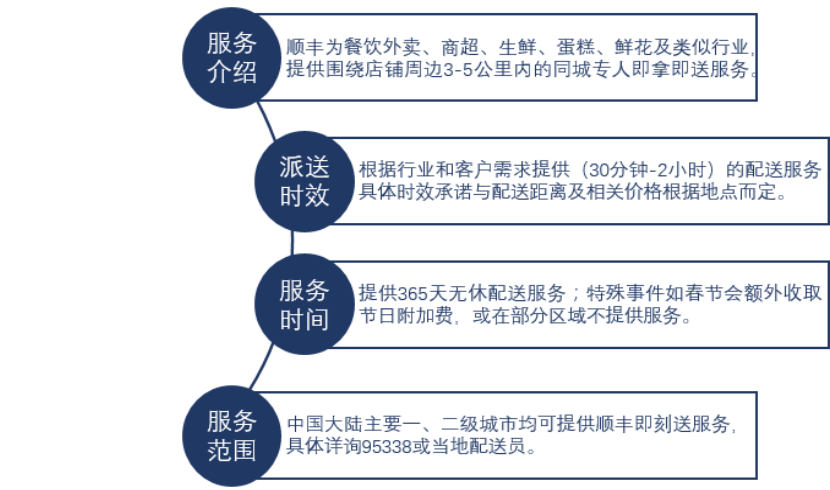
图 34: 互联网外卖方兴未艾



资料来源：易观智库，申万宏源研究

顺丰以末端网络管理经营，强势推出同城配业务“即刻送”。顺丰控股于 2016 年 5 月推出了第一款互联网物流配送体系“即刻送”，包括订单管理、任务管理、骑士 APP、结算管理等实现系统全流程管理，并迅速得到了市场认可，成功与肯德基、麦当劳、汉堡王、德克士、百度、天虹、华润万家、家乐福等建立合作关系。同时公司快速组建专职配送团队，目前在全国已组建完成近 4000 人的专职配送团队，公司以其快递最后一公里的资源有望在同城配中率先突围而出。

图 35：顺丰“即刻送”业务



资料来源：公司官网，申万宏源研究

同城配业务抢占 020 配送先机，长期来看促“顺丰家”发展，布局自有 020 新零售业务。同城配长期来看促“顺丰家”发展，布局自有 020 新零售业务。如上文所言，近年来生鲜电商以其高用户黏性成为下一片资本蓝海，生鲜电商如雨后春笋般出现，目前市场上主要的生鲜电商主要包括我买网、顺丰优选、本来生活网等垂直类电商；淘宝、京东生鲜等全品类电商及大型线下超市拓展的周边配送业务。“顺丰家”作为“嘿客”和“顺丰优选”二者有机结合的产物，目前正向全渠道线下社区服务店方向靠拢，店内主要提供一些社区便民服务，并增加了当季生鲜类目，但是和嘿客相似，部分产品不允许当场提货，只能送货上门。我们认为，“顺丰家”未来可以成为顺丰解决最后一公里的关键一环。

4. 估值：盈利预测及评级

4.1 预计公司 17 年归母净利润 38.25 亿元

基于以下考虑：

- 1) 我国快递行业在电商拆单及微商发展的支撑下，未来几年仍有望维持 40%左右的高增速；
- 2) 顺丰快递坚持中高端路线，根据前几年情况来看，公司单量增速略低于行业增速；
- 3) 顺丰快递产品以质取胜，不参与价格战，快递单价可以维持相对高位；
- 4) 公司大力发展信息化，成本控制有力毛利率有望提升。

处于谨慎考虑，我们做出如下保守假设：

- 1) 公司未来三年单量增速分别为 24.0%、23.5%、23.0%；
- 2) 公司快递单价维稳分别为 21.5 元、21 元、21 元；
- 3) 其他业务收入维稳缓降；
- 4) 毛利率维稳回升。

由此我们预测公司 2017 年-2019 年速运业务收入分别为：687.83 亿元、829.71 亿元、1020.55 亿元，总营收分别为 691.23 亿元、833.01 亿元、102.37 亿元，归母净利润 38.25 亿元、47.15 亿元、58.44 亿元。

表 18：预计公司 2017 年归母净利润 38.25 亿元

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
快递单量（亿票）	19.69	25.80	31.99	39.51	48.60
YOY	22.30%	31.01%	24.00%	23.50%	23.00%
客单价（元）	23.83	22.15	21.50	21.00	21.00
快递收入（百万元）	46934.77	57141.00	68782.80	82971.25	102054.64
YOY	23.44%	21.75%	20.37%	20.63%	23.00%
其他收入（百万元）	373.23	341.70	340.00	330.00	320.00
总营收（百万元）	47308.00	57482.70	69122.80	83301.25	102374.64
YOY	21.58%	21.51%	20.25%	20.51%	22.90%
营业成本（百万元）	37648.98	46165.17	55505.61	66724.30	81899.71
营业利润（百万元）	1401.07	3692.69	4496.07	5615.95	7062.93
YOY		163.56%	21.76%	24.91%	25.77%
归母净利润（百万元）	1101.43	4180.43	3825.25	4715.37	5844.14
YOY		279.55%	-8.50%	23.27%	23.94%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 首次覆盖，给予“增持”评级

目前国内顺丰及“四通一达”五大快递巨头先后完成上市，其中顺丰、圆通、申通、韵达在 A 股借壳，中通在美股 IPO。从估值角度来看，目前美、日市场四家快递企业加权平均市盈率为 26.52；国内 A 股市场四家上市快递企业加权平均市盈率为 46.39。

考虑到公司走高端市场，未来预计仍然维持其高单价优势，且预计公司新兴业务布局在未来会有超预期的发展，我们首次覆盖，给予“增持”评级。

表 19：海外可比公司加权平均 PE 为 26.52（2017/04/18）。

证券代码	证券简称	市值（亿美元）	PE (TTM)	PS (TTM)
UPS.N	联合包裹服务	905.70	26.40	1.49
FDX.N	联邦快递 (FEDEX)	490.93	25.78	0.85
ZTO.N	中通快递	91.15	32.93	6.46
9064.T	大和控股	91.74	25.37	0.71

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

表 20: A 股快递企业加权平均 PE 为 46.39 (2017/04/19) 。

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	PE (TTM)	PS (TTM)
002120. SZ	韵达股份	455. 63	38. 70	6. 20
002468. SZ	申通快递	395. 25	31. 33	4. 00
600233. SH	圆通速递	609. 95	61. 84	5. 25

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 21: 公司综合盈利预测表 (百万元、元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	48101. 15	57482. 70	69122. 80	83301. 25	102374. 64
YOY		19. 50%	20. 25%	20. 51%	22. 90%
二、营业总成本	47125. 42	54035. 12	64937. 06	77962. 12	95544. 09
其中: 营业成本	38585. 90	46165. 17	55505. 61	66724. 30	81899. 71
营业税金及附加	185. 52	203. 30	244. 47	294. 61	362. 07
销售费用	1954. 00	1150. 60	1383. 59	1667. 39	2049. 17
管理费用	5822. 19	6079. 46	7310. 53	8810. 06	10827. 29
财务费用	397. 24	417. 43	478. 94	448. 80	383. 03
资产减值损失	180. 57	19. 17	13. 92	16. 95	22. 80
加: 公允价值变动收益	15. 19	-13. 01	0. 00	0. 00	0. 00
投资收益	410. 15	258. 11	310. 33	276. 82	232. 38
三、营业利润	1401. 07	3692. 69	4496. 07	5615. 95	7062. 93
YOY		163. 56%	21. 76%	24. 91%	25. 77%
加: 营业外收入	362. 03	1579. 70	333. 58	347. 81	340. 70
减: 营业外支出	72. 60	81. 65	76. 79	77. 03	78. 50
四、利润总额	1690. 51	5190. 73	4752. 86	5886. 74	7325. 13
减: 所得税	596. 28	1029. 95	927. 62	1171. 37	1480. 99
五、净利润	1094. 22	4160. 78	3825. 25	4715. 37	5844. 14
少数股东损益	-7. 21	-19. 64	0. 00	0. 00	0. 00
归属于母公司所有者的净利润	1101. 43	4180. 43	3825. 25	4715. 37	5844. 14
YOY		279. 55%	-8. 50%	23. 27%	23. 94%
六、基本每股收益	0. 22	1. 06	0. 91	1. 13	1. 40
全面摊薄每股收益	0. 26	1. 00	0. 91	1. 13	1. 40

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

备注: 表中 15 年数据为顺丰持续发展业务数据

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。