

顺丰控股 (002352.SZ) 物流快递

评级: 增持 维持评级

公司研究

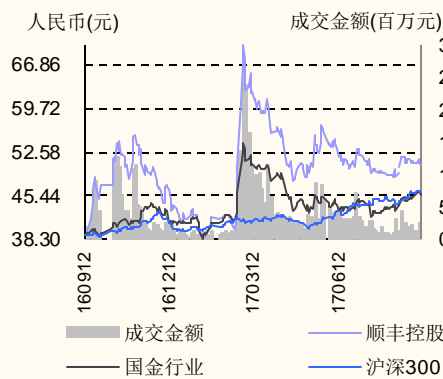
市场价格(人民币): 50.47元

以快递为本, 逐综合物流之鹿

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	132.98
总市值(百万元)	11,784.36
年内股价最高最低(元)	70.00/38.30
沪深 300 指数	3825.99
深证成指	10970.77



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.215	1.060	1.012	1.156	1.375
每股净资产(元)	6.06	4.90	7.43	8.46	9.69
每股经营性现金流(元)	0.91	1.26	2.45	1.67	2.33
市盈率(倍)	148.71	39.19	49.88	43.67	36.71
行业优化市盈率(倍)	17.30	17.30	17.30	17.30	17.30
净利润增长率(%)	4.17%	16534.82%	6.76%	14.23%	18.94%
净资产收益率(%)	3.55%	20.38%	13.63%	13.66%	14.19%
总股本(百万股)	116.75	2,334.92	4,411.02	4,411.02	4,411.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

直营模式专注中高端市场, 造就快递业龙头: 顺丰 2002 年收权后, 坚持直营。直营模式在管理与服务方面的优势, 使得顺丰的业务更加贴合中高端市场需求。公司采取错位竞争的策略, 建立时效、安全与服务质量的客户口碑, 产生了一定的品牌溢价。成本端, 公司通过“伙伴计划”对容易获得的社会资源逐步进行外包, 成本增长得到了良好的控制。票均毛利依然领先其他主要上市快递公司, 口碑与品牌形成的护城河显著, 快递业龙头地位稳固。在快递业整体增速开始下滑的行业背景下, 中高端市场增速较为缓慢, 顺丰同时也在寻找新的增长点。

不止于快递, 迈向综合物流服务商: 我国目前物流规模不断扩大, 但物流效率仍需提高。顺丰控股执行综合物流服务战略, 为客户提供一体化的综合物流解决方案。开始切入供应链管理领域, 通过大数据与云计算等新技术, 构建以物流为核心的闭环, 与客户商业模式对接, 帮助客户降低物流成本。为满足企业不同物流需求, 顺丰正积极开展仓储配送、重货运输、冷运等业务, 并以智能物流运营商为目标, 建立“天网+地网+信息网”, 三网合一, 成为公司核心竞争力。同时积极增加飞机购置改装、信息化建设和智能分拣基地项目投入, 具备前瞻性, 共同支撑综合物流服务商的战略目标。

对标联邦快递, 顺丰规模尚小, 但潜力无限: 联邦快递成立于 1973 年, 由 B2B 业务起家, 从营业收入、基础设施等方面, 顺丰均具有较大差距, 营收占比也说明联邦快递已建成较为成熟的综合物流体系, 开始逐步涉足 C 端市场。顺丰控股伴随我国电商成长, 占据 C 端中高端市场, 我们认为更有利于向 B 端延伸, 虽然仍在培育阶段, 但在向综合物流进军的过程中, 借助快递企业网点多, 覆盖率高的优势, 配合已经建立的良好口碑, 综合物流业务可能率先脱颖而出, 成为行业寡头。

投资建议

顺丰精准定位中高端市场, 转型综合物流服务, 现金流充裕, 大力进行基础设施建设, 研发能力突出, 将有效提高企业客户物流效率。预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.01 元、1.16 元、1.38 元, 对应 PE 分别为 50 倍、44 倍、37 倍, 看好公司综合物流发展巨大潜力, 上调至“买入”评级。

风险

快递行业竞争激烈, 综合物流发展不及预期, 人工成本或油价大幅上升等。

相关报告

- 《单票收入回升, 智慧物流引领未来-顺丰控股公司点评》, 2017.8.28
- 《业绩增速大幅放缓, 转型综合物流具备前瞻性-顺丰控股公司点评》, 2017.4.27
- 《业绩超承诺利润, 紧控成本提升盈利能力-顺丰控股公司点评》, 2017.3.13
- 《顺丰更名, 物流王者浮出水面-鼎泰新材公司点评》, 2017.2.24
- 《顺丰: 快递物流行业的真正王者-鼎泰新材公司深度研究》, 2016.10.12

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

黄凡洋 联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

内容目录

1. 借壳成功，募集资金完善基础设施.....	4
1.1 快递龙头进入资本市场，业绩超承诺增长.....	4
1.2 募集资金到位，增强综合物流竞争力.....	6
2. 错位竞争造就快递业龙头.....	7
2.1 终端直营保证快递服务质量，聚焦中高端细分市场.....	7
2.2 充分利用外包，“伙伴计划”节约单件成本.....	9
2.3 轻资产运营国际业务，全面进军尚需时日.....	10
2.4 快递业增速拐点或将来临，寻求新发展方向.....	12
3. 不止于快递，迈向综合物流服务商.....	13
3.1 物流支撑经济发展，效率仍有提升空间.....	13
3.2 向供应链延伸，多项业务支撑综合物流.....	15
3.3 三网合一，基础设施保驾护航.....	18
4. 对标联邦快递（FedEx）：规模尚小，潜力无限.....	20
5. 盈利预测与估值.....	22
6. 风险提示.....	23

图表目录

图表 1：顺丰借壳上市流程.....	4
图表 2：顺丰控股上市前后股权变动.....	5
图表 3：顺丰控股各期股份解禁比例.....	5
图表 4：顺丰控股收入平稳增长.....	6
图表 5：持续经营业务扣非净利润增速趋缓.....	6
图表 6：顺丰控股 2016 年营业收入组成.....	6
图表 7：顺丰控股募集资金投入项目变更（万元）.....	7
图表 8：顺丰快递直营模式示意图.....	7
图表 9：加盟经营模式示意图（以圆通速递为例）.....	7
图表 10：直营与加盟模式优缺点对比.....	8
图表 11：2016 年快递服务满意度直营快递领先.....	9
图表 12：顺丰分行业合作品牌.....	9
图表 13：顺丰控股收入规模领先同行业.....	9
图表 14：顺丰控股票均毛利明显高于其他快递公司.....	9
图表 15：顺丰控股快递业务毛利率不占优势.....	10
图表 16：顺丰控股成本构成.....	10
图表 17：顺丰控股可变成本增速低于业务量增速.....	10
图表 18：顺丰控股单票可变成本呈下降趋势.....	10
图表 19：顺丰控股现有国际业务简介.....	11
图表 20：联邦快递国际业务扩张动作汇总.....	12

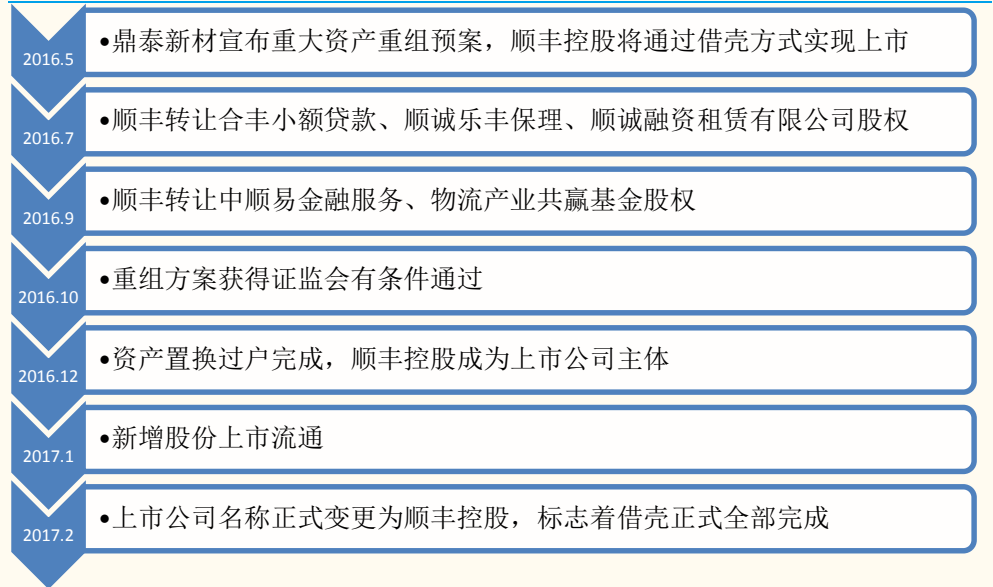
图表 21: 规模以上快递业务量增速显著下滑.....	12
图表 22: 规模以上快递业务收入增速明显下降.....	12
图表 23: 中国网络购物交易规模增速开始下滑.....	13
图表 24: 网络购物向移动端渗透已较为充分.....	13
图表 25: 2016 年快递业务量市场份额示意图.....	13
图表 26: 全国社会物流总额持续增长.....	14
图表 27: 社会物流费用同步增长.....	14
图表 28: 我国物流费用占 GDP 比重逐年降低.....	14
图表 29: 我国物流费用占 GDP 比重依然较高.....	14
图表 30: 我国第三方收入规模占物流成本比重与发达国家相比较低.....	15
图表 31: 供应链流程示意图.....	16
图表 32: 顺丰控股综合物流业务营业收入.....	16
图表 33: 顺丰控股仓储核心绩效指标.....	17
图表 34: 在线餐饮外卖用户规模.....	18
图表 35: 在线餐饮外卖市场规模.....	18
图表 36: FedEx Supply Chain 的供应链解决方案.....	18
图表 37: 顺丰和圆通、EMS 自有航空运力对比.....	19
图表 38: 顺丰物流场地资源情况 (不含办公楼).....	20
图表 39: 快递企业研发情况对比.....	20
图表 40: 联邦快递营业收入稳步增长.....	21
图表 41: 联邦快递传统业务营收占比逐年下降.....	21
图表 42: 电子商务市场规模逐步增长.....	22
图表 43: B2C 占比网络购物规模逐步提升.....	22
图表 44: 顺丰控股 PE 估值水平较高.....	22

1. 借壳成功，募集资金完善基础设施

1.1 快递龙头进入资本市场，业绩超承诺增长

- 2016年5月，鼎泰新材宣布重大资产重组预案，通过资产置换与发行股份购买资产，顺丰控股将通过借壳鼎泰新材方式实现上市。在经过两次修改借壳方案后，2016年10月，重组方案获得证监会有条件通过。2016年12月，资产置换过户完成，顺丰控股成为上市公司主体；2017年1月，新增股份上市流通，公司总股本达到4,183,678,213股；同年2月，上市公司名称正式变更为顺丰控股，标志着借壳正式全部完成。

图表 1：顺丰借壳上市流程



来源：公司公告，国金证券研究所

- 此次借壳方案主体分为两个部分：1) 资产置换：鼎泰新材以全部资产及负债与顺丰控股全体股东持有的顺丰控股 100% 股权的等值部分进行置换。经过资产评估，置出资产最终作价 7.96 亿元，购买资产顺丰控股 100% 股权评估值 433 亿元。2) 发行股份购买资产：对于置出和购买资产的差额 425 亿元，由上市公司以发行股份的方式自顺丰控股全体股东处购买。经除息除权调整，最终购买资产的发行价格为 10.76 元/股，共发行 3,950,185,873 股。包括募集配套资金所发行股份，公司共发行 4,177,523,184 股。

顺丰控股截止目前，明德控股成为本公司控股股东，持有约 27.02 亿股，占比总股本 61%，王卫先生成为上市公司实际控制人。

- 本次为购买资产发行的股份中，明德控股持有的股份锁定期为 3 年，且必须完成《盈利预测补偿协议》约定的业绩承诺，方可转让；其余新股东嘉强顺风、招广投资、元禾顺风、古玉秋创、顺达丰润、顺信丰合等持有的约 12.48 亿股份，将分别在未来三年，履行完毕当年的承诺净利润或业绩补偿义务后，按照每年 30%、30%、40% 的比例分批解禁。其中，业绩承诺为 2016~2018 年扣非归母净利润分别不低于 21.85 亿元、28.15 亿元和 34.88 亿元。另外，配套募集资金所发行股份将在 2018 年 8 月 23 日解禁。

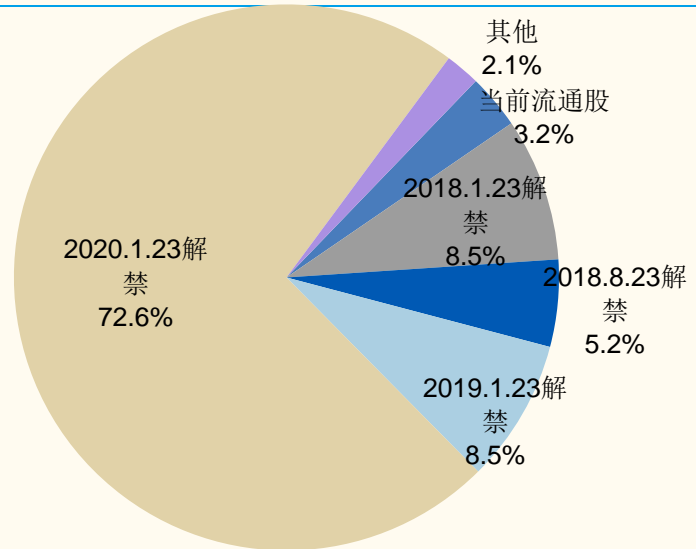
按此计算，2018 年 1 月 23 日、2018 年 8 月 23 日、2019 年 1 月 23 日、2020 年 1 月 23 日，上市公司分别将有约 3.7 亿股、2.3 亿股、3.7 亿股、32.0 亿股解禁，占比当前总股本 8.5%、5.2%、8.5%、72.6%，有一定的解禁压力。

图表 2：顺丰控股上市前后股权变动

股东名称	本次交易之前		本次发行股份数量	本次交易之后	
	持股数量	持股比例		持股数量	持股比例
刘冀鲁	100,164,338	42.90%	-	100,164,338	2.27%
中科汇通（深圳）股权投资基金有限公司	14,456,200	6.19%	-	14,456,200	0.33%
刘凌云	14,394,704	6.16%	-	14,394,704	0.33%
重组前鼎泰新材其他股东	104,477,098	44.75%	-	331,814,409	7.52%
明德控股	-	-	2,701,927,139	2,701,927,139	61.25%
顺达丰润	-	-	392,253,457	392,253,457	8.89%
嘉强顺风	-	-	266,637,546	266,637,546	6.04%
招广投资	-	-	266,637,546	266,637,546	6.04%
元禾顺风	-	-	266,637,546	266,637,546	6.04%
古玉秋创	-	-	53,327,509	53,327,509	1.21%
顺信丰合	-	-	2,765,130	2,765,130	0.06%
合计	233,492,340	100.00%	4,177,523,184	4,411,015,524	100.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：顺丰控股各期股份解禁比例

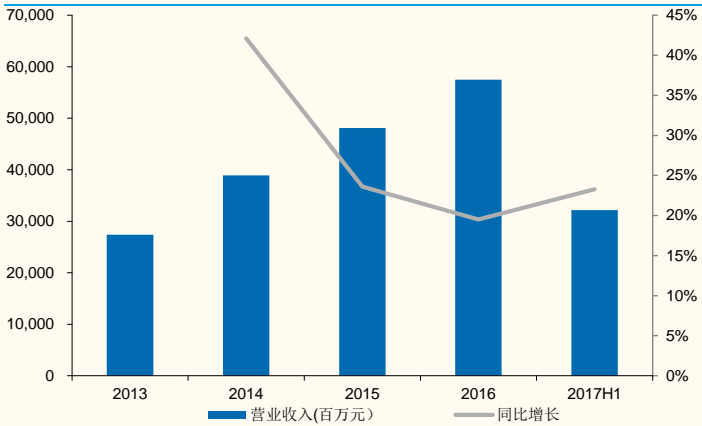


来源：公司公告，国金证券研究所

- 上市后顺丰控股年度业绩一直维持高增长态势。2016 年，公司实现营业收入 574.8 亿元，归母净利润 41.8 亿元，扣非归母净利润 26.4 亿元，扣除 2015 年 9 月已剥离商业业务，同比分别增长 21.5%、112.5%，62.6%，扣非归母净利润大幅超过业绩承诺 21.0%。

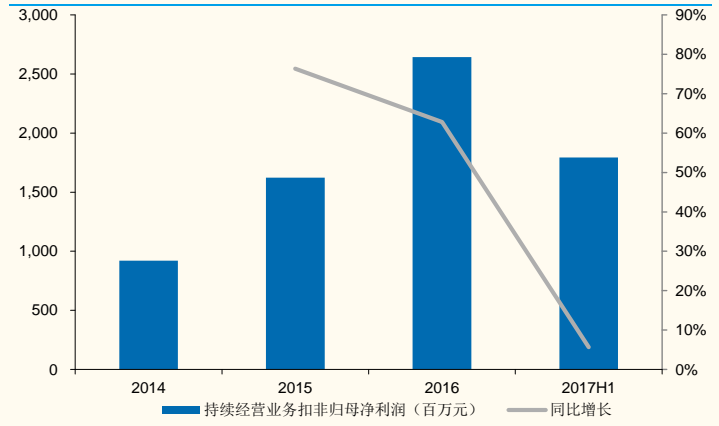
不过 2017 年上半年公司业绩增速放缓，公司实现营业收入 321.6 亿元，同比增长 23.3%，归母净利润 18.8 亿元，同比增长 7.5%，扣非归母净利润同比增长仅为 5.7%。

图表 4：顺丰控股收入平稳增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：持续经营业务扣非净利润增速趋缓

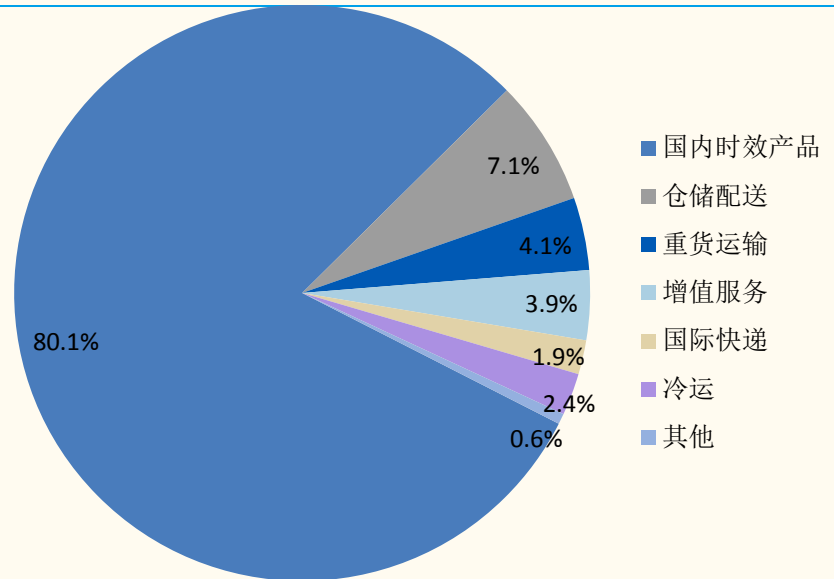


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 募集资金到位，增强综合物流竞争力

- 本次借壳方案还包括募集配套资金。综合物流服务商成为顺丰控股转型目标，早在 2013 年便开始布局冷链业务，并且同时进军重货业务、同城配业务和商业业务，虽然各项业务收入占比营业收入比重仍然较低，顺丰商业板块甚至在 2015 年 9 月剥离，但顺丰控股从单纯快递企业转型综合物流服务商的战略一直在贯彻执行。

图表 6：顺丰控股 2016 年营业收入组成



来源：公司公告，国金证券研究所

- 观察募集资金用途，顺丰控股将对于综合物流基础设施大力投入。本次募集资金总金额不超过 80 亿元，计划用于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，各项目对于顺丰完善供应链服务基础设施都非常关键。目前，资金募集已经到位，共发行 2.27 亿股，发行价格为 35.19 元/股，扣除发行费用，募集资金净额为人民币 78.2 亿元。
- 根据公司最新公告，顺丰控股将变更部分募集资金用途，增加飞机购置改装、信息化建设和智能分拣基地项目共计 33.3 亿元。依托强大的干线运输能力、发达的信息系统，集中建设智慧物流，我们认为这有助于打通物流全产业链，融合仓配、重货运输、供应链金融等，向综合物流服务商转型，具备前瞻性。预计顺丰将继续建立供应链核心竞争力，实现公司综合物流服务商的转型。

图表 7：顺丰控股募集资金投入项目变更（万元）

募集资金投资项目	原计划投资总额	调整后投资金额	投资金额变化
航材购置及飞行支持项目	268,622.08	268,622.08	0.00
航材购置与维修	237,622.08	157,298.74	-80,323.34
飞行员招募	31,000.00	27,554.51	-3,445.49
飞机购置改装	0.00	83,768.83	83,768.83
冷运车辆与温控设备采购项目	71,795.00	29,200.88	-42,594.12
信息服务品台建设及下一代物流信息化技术研发项目	111,918.00	344,857.26	232,939.26
中转场建设项目	329,882.88	139,537.74	-190,345.14
智能分拣合肥基地项目	26,427.29	42,908.55	16,481.26
其他中转场建设项目	303,455.59	96,629.19	-206,826.40
总计	782,217.96	782,217.96	-

来源：公司公告，国金证券研究所

2. 错位竞争造就快递业龙头

2.1 终端直营保证快递服务质量，聚焦中高端细分市场

- 快递行业内公司现行的经营模式主要有两种：一种是顺丰 2002 年收权后坚持的直营模式；另一种是通达系为快速扩张而普遍采取的加盟模式。两种模式难言谁优，优缺点都同样明显，只是在公司不同发展阶段以及市场不同需求时，会有一种模式更为适合。

图表 8：顺丰快递直营模式示意图



来源：亿邦动力，国金证券研究所

图表 9：加盟经营模式示意图（以圆通速递为例）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 顺丰的直营模式中，从寄件人端揽件到收件人端派件，所有快递节点均由总部控制，由总部对各网点、资源集中领导、统筹规划。客户产生快递需求时，由总部信息系统指派直营网点揽货，经由二级转运中心运送至一级转运中心后，通过路由设计系统，计算出效率最高的运输路线，通过陆路

或航空运输运送至目的区域转运中心，再分拣运送至收件人网点，最终同样由直营网点一线快递员完成派件。各直营网点实行标准化经营管理，核算制度统一，收派件取得的收入、发生的成本，人员福利、资本支出全部纳入总部统一核算。

加盟模式下，快递揽件到转运中心以及目的区域转运中心到派件环节，均有加盟商完成，自行确定快件递送价格，只需向总部缴纳保证金、中转分拨费用和面单费，总部提供快件信息流，对于加盟商管理较为松散。

- 比较两种快递企业运营模式，直营优势在于管理效率和服务质量，但资本投入和运营成本较高，服务网络扩展相对较慢。而加盟模式在这些方面相对占优，可以利用较少的资金进行业务扩张。

图表 10：直营与加盟模式优缺点对比

	直营模式	加盟模式
优点	对各分支机构和业务环节具有绝对控制力，指令能够快速传达并执行	业务扩展速度较快
	信息化水平高，投递速度快	加盟商自主决定权较大，具有灵活性和主动性
	企业统一形象，服务质量高，与客户的黏合度强	成本较低，具有价格优势
缺点	网络扩展速度较慢	加盟商各自为政，难于统一管理，限制服务质量
	资金需求量大，投资周期长	业务处理能力不强，对于特殊需求和增值服务难以满足
	管理成本高	缺少动力购置新设备，装备水平低，信息化技术不高

来源：公司公告，国金证券研究所

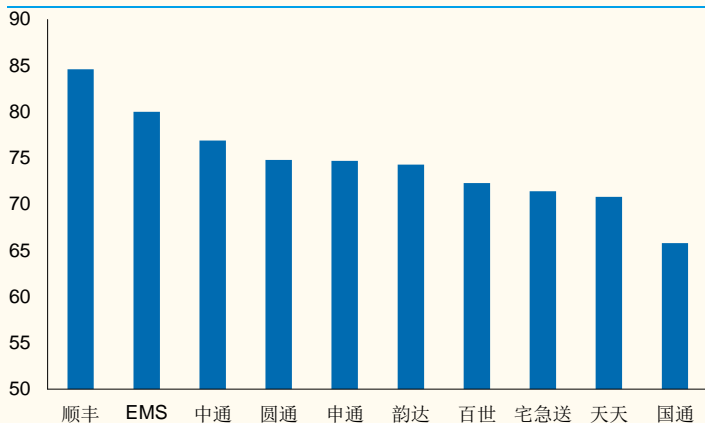
- 直营模式在管理与服务方面的优势，使得顺丰的业务更加贴合商务件等中高端市场的需求。中高端市场对于快递价格敏感度较低，需求主要集中于快件的时效、安全与服务质量。顺丰物流链中没有加盟商的参与，管理有效统一，所有配送员的衣着、配件、服务内容标准化，总部指令能够快速传达并执行，客户满意度明显高于加盟模式下的快递企业。公司聚焦中高端细分市场的战略，充分发挥了顺丰直营管理模式的优势。

商务件市场以外，电子商务 B2C 模式近年发展迅速，各电商平台品牌旗舰店业务成为电商领域新市场。这些电商中高端客户同样更看中服务态度和服务品质，贴合直营模式的优势，有助顺丰建立和客户的联系。优质的服务吸引了来自国内外多家知名品牌的合作。顺丰已经和苹果、华为、戴姆勒、优衣库等多行业公司确定长期合作关系。

- 加盟模式中，在公司迅速扩张网络阶段，受益于轻资产模式，业务扩张较快，对于网点覆盖面要求较高的电子商务平台件市场，加盟模式更容易抢占。
- 但是现阶段，快递公司网络布局已较为完善，同质化也达到顶峰，客户对于服务质量的要求越来越高。但加盟模式物流链的两端均为加盟商，阻断了快递公司总部和客户的直接联系，并且由于加盟模式总部管理能力的相对弱势，服务质量难以保证，容易造成客户满意度的下降，极大程度压制了公司的独立业务能力，造成公司转型的困难。

纵观世界快递巨头，联邦快递、UPS 或是 DHL，均为直营模式。顺丰的直营模式也更有利于公司为中高端客户提供高质量的服务。

图表 11: 2016 年快递服务满意度直营快递领先



来源: 国家邮政局, 国金证券研究所

图表 12: 顺丰分行业合作品牌

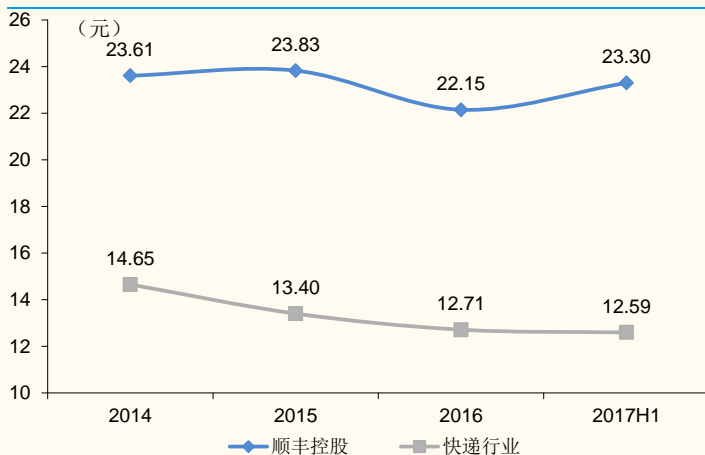
行业	品牌
3C	苹果、华为、小米、中兴等
服装	优衣库、安踏、李宁等
金融保险	中国平安等
汽配	凌志、戴姆勒等
食品生鲜	双汇、安井、百果园、大娘水饺等
冷运业务-医药	哈药、赛诺菲、迈瑞等
商超	天虹、华润万家、家乐福等
餐饮	肯德基、麦当劳、汉堡王、德克士等
轻工	华帝、尼欧、启迈斯等

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 通过分析经营模式与目标市场, 顺丰在快递业采取的是错位竞争的策略。在精心培育的直营模式下, 切入中高端快递市场, 较少的参与低端平台件, 建立时效、安全与服务质量的客户口碑, 产生一定的品牌溢价。2016 年, 顺丰收入规模以及单票毛利明显高于同行业其他快递公司, 市值同样遥遥领先, 快递业龙头当之无愧。

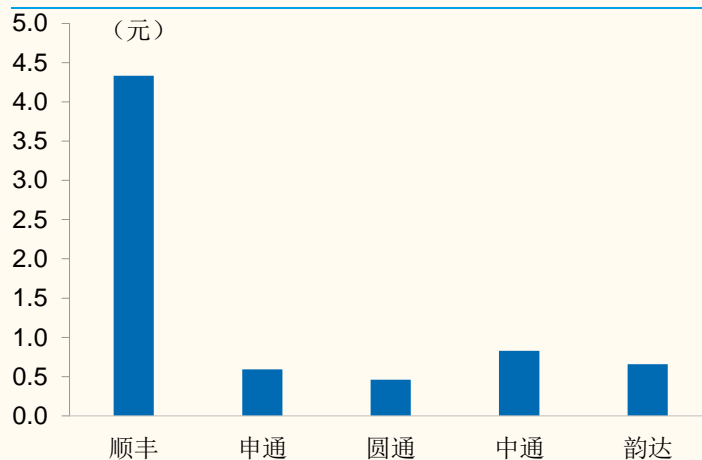
由于除顺丰外加盟制快递公司快递收入仅包含面单费、中转费和派送费等, 与顺丰收入口径略有差别, 我们比较了上市快递公司的票均毛利, 发现顺丰在自营重资产的前提下, 票均毛利依然领先其他主要上市快递公司, 口碑与品牌形成的护城河显著。

图表 13: 顺丰控股收入规模领先同行业



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 顺丰控股票均毛利明显高于其他快递公司

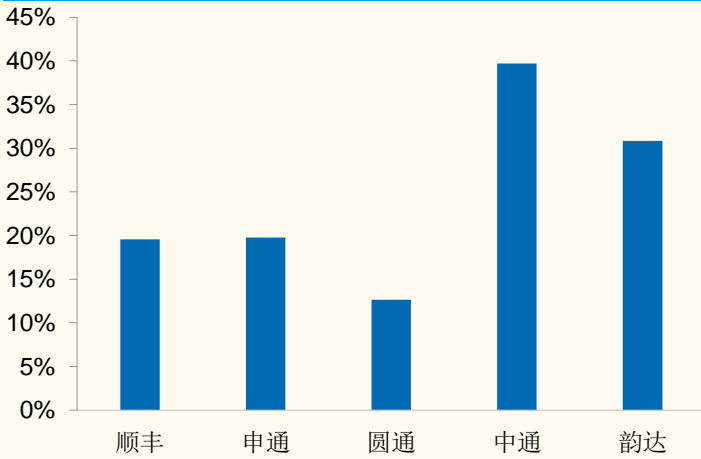


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2 充分利用外包, “伙伴计划” 节约单件成本

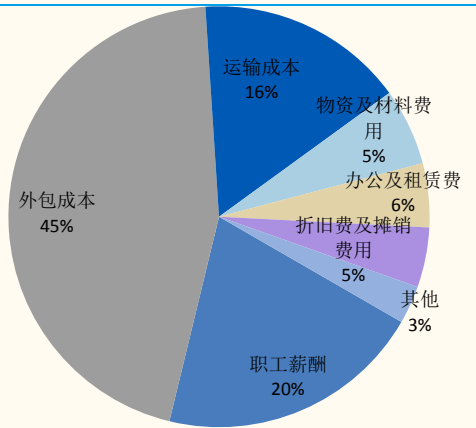
- 顺丰控股国内重资产的经营模式, 使得公司快递业务毛利率与同行业相比并没有明显优势, 面对人力和油价的上升, 公司面临的成本压力更为严峻。为了节约成本, 公司对容易获得的社会资源, 比如部分揽收投递业务、装卸搬运业务、综合物流辅助业务逐步进行外包, 成本增长近年来得到了良好的控制。
- 顺丰控股营业成本主要包括职工薪酬、运输成本、外包成本等, 2016 年三项成本分别占比 20.4%、16.0%、45.2%, 这三项也是快递业主要可变成本。全公司自有员工 12.4 万人, 但为公司服务的员工超过 40 万人。外包模式成为公司降低成本的重要方式之一。

图表 15: 顺丰控股快递业务毛利率不占优势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 16: 顺丰控股成本构成



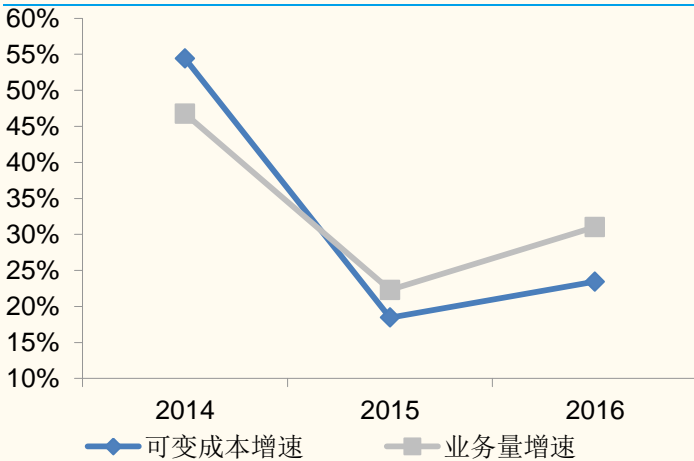
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 由于快递行业具有明显季节性, 旺季出现在每年三四季度, 外包模式用工弹性大, 可以缓解淡季运力闲置的问题, 对于收派比不平衡的地区, 空车回程的问题也可以得到较好的解决。同时, 外包运输业务, 公司将节省大量购置车辆产生的资本支出, 减少未来的折旧与摊销费用。

具体外包过程中, 公司推出“伙伴计划”。希望通过鼓励老员工创业, 承担物流外包服务, 从而降低经营成本。“伙伴计划”由于是公司老员工参与, 与顺丰企业文化契合, 业务也较为熟练, 节省的大量交接沟通成本。老员工自身也更认同顺丰模式, 具有优越感。整体来讲, “伙伴计划”使得顺丰外包效率更高。2015 年和 2016 年职工薪酬、运输成本和外包成本加总增长速度低于快递业务量增速, 单票可变成本呈下降趋势。

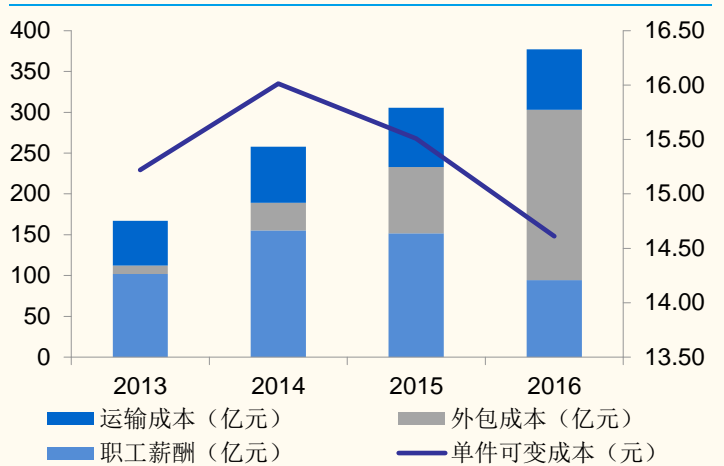
- 与加盟模式最主要的区别, 在于顺丰的外包商不参与管理, 只参与经营过程, 完全听令于顺丰总部的指派。同时, 顺丰对于合作伙伴有严格的筛选、管理、考核等内部控制制度, 足以保证服务质量。

图表 17: 顺丰控股可变成成本增速低于业务量增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 18: 顺丰控股单票可变成成本呈下降趋势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3 轻资产运营国际业务, 全面进军尚需时日

- 2010 年开始, 顺丰控股开始进军国际件业务。2016 年, 顺丰国际快递业务录得营业收入 11.0 亿元, 同比增长 309%, 实现高速增长。
- 顺丰控股国际业务主要分为自主运营和轻资产两种运营模式。自营模式下, 顺丰控股在海外重点城市设立自营网点并配置收派员, 提供国际快递服务。

不过，公司对于国际业务主要通过轻资产运营。通过与当地快递物流服务商合作，帮助顺丰进行该区域的收派和中转工作，顺丰只通过监控小队负责部分业务管理。公司在全球快速拓展业务，建立了全球性的快递服务网络，已覆盖 200 多个国家和地区。

- 顺丰国际业务提供包括国际标快、国际特惠、国际小包、国际重货、国际电商快递、保税仓储、海外仓储、转运等不同类型及时效标准的进出口业务，根据客户需求定制一体化进出口解决方案。2017 年 5 月 26 日，顺丰发布公告，与 UPS 在香港设立合资公司，意在经营推广和开发联合品牌的国际快递产品。这也是顺丰进军国际市场的最新尝试。

图表 19：顺丰控股现有国际业务简介

服务	介绍
国际标快	为满足客户紧急物品寄递需求，各环节均以最快速度进行发运、中转和派送的高品质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至海外国家而推出的时效稳定，具有较高性价比的国际重货服务。
国际电商专递	为跨境电商卖家销售较高价值商品应配套更加优质高效物流服务的的需求而量身定制的跨境物流专递类产品。
海购丰运	海购丰运（SFBUY）是顺丰速运集团旗下专业的海淘转运服务平台，致力于为海淘客户提供高效、便捷的全球转运服务。
签收确认服务	中国大陆客户寄递高价值及重要物品或文件至海外时，如需要收方的签收证明，可选择签收确认服务，收方在收件时将被要求逐件签名确认，签收确认的图片可供查询。
海外仓	顺丰国际海外仓，针对发往俄罗斯、欧美等跨境电商客户量身打造，帮助中国卖家实现海外本土化销售，降低物流运营成本，实时监控库存和订单状态，订单响应速度迅速。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 虽然国际业务增速较快，但 2016 年营收占比为主要业务中最小（除已剥离的商品销售业务），仅为 1.9%。在大部分经营业务的国家和地区，采取轻资产的模式，也表现出公司目前并无急于扩张国际业务的战略，仍在搭建全球快递网络的基础工作。
- 国际业务方面，我们对标了国际业务已经成熟的国际快递巨头联邦快递（FedEx）。联邦快递已发展成为国际性速递集团，提供隔夜快递、地面快递、重型货物运送、文件复印及物流服务，拥有孟菲斯机场作为航空货运枢纽。2016 财年联邦快递营业收入达到 603.2 亿美元。

对于快递公司来说，完全依靠自身去发展国际业务耗时耗力并且容易因“水土不服”而失败。历史证明，收购和战略合作的方法可以很好的进入新市场，扩大全球业务范围。快递巨头联邦快递成为国际性速递集团也是依靠不断收购和合作。以联邦快递为例，纵观其收购史可以明显看出被收购公司的覆盖地域和其的扩张足迹高度一致。例如 1984 年收购在亚洲拥有办事处的 Gelco，同年在中国、日本开展快递业务。

联邦快递 2005 年在广州白云机场投资 1.5 亿美元，设立新亚太转运中心，之后更是在世界范围内接连收购当地快递公司，进入该区域市场。2005 年联邦快递全年营业收入已达 194.4 亿美元，顺丰控股目前营收规模与当时的联邦快递还有明显差距。并且从集资金投入方向来看，顺丰控股依然集中力量于国内基础设施建设，尚且不具备加速海外并购的资金实力和意愿。近期战略重点将持续着力于国内业务的渗透与发展。

图表 20：联邦快递国际业务扩张动作汇总

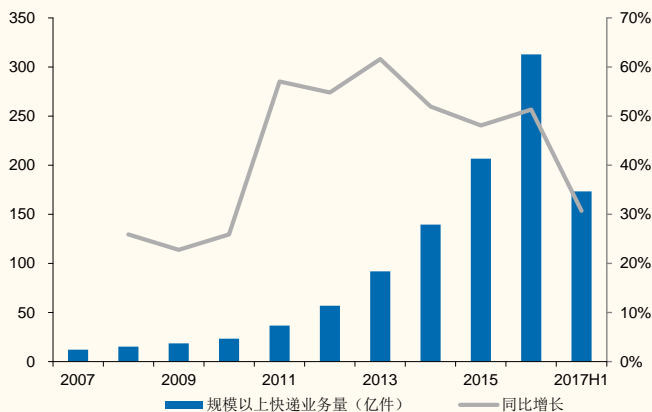
年份	扩张动作
1984	收购Gelco快递公司，Gelco在欧亚均有办事处，同年在中国、日本开展快递业务
1989	收购Flying Tigers获得21个国家/地区的航权，同年在澳大利亚、韩国和马来西亚开展快递业务
1991	收购马来西亚快递公司Nationwide Express运用其陆运车队开始在马来西亚开展陆运快递业务
1991	收购韩国Flying Korea有限公司作为在韩国的总代理
1995	从Evergreen International获得可以进入中国开展业务的航线
1995	在菲律宾开设亚太转运中心，推出FedEx AsiaOne
1999	成立EuroOne Network，在戴高乐机场开设转运中心
2000	收购Pri-Ex Inc.从而在韩国开通完全直营业务
2001	和USPS（美国邮政）合作
2001	收购American Freightways（现属于FedEx Freight），American Freightways是一家在40个东部州有零担业务的公司
2004	收购拥有1200+零售店的印刷业务公司Kinko's，将品牌更名为FedEx Kinko's Office and Print Centers
2005	投资1.5亿美元，在广州开设新亚太转运中心，并在2009年启用
2006	收购Warkins Motor Lines，增强FedEx Freight在长途零担上服务美国顾客以及在零担上服务加拿大和跨境顾客的能力
2006	收购英国本土快递公司ANC和Flying-Cargo Hungary Kft以建立欧洲的服务能力
2007	收购Prakash Air Freight Pvt. Ltd.以进军印度
2012	收购法国TATEX获得覆盖全国的运输网络
2012	收购巴西Rapidão Cometa，完善拉丁美洲和加勒比海地区覆盖
2014	收购跨境技术支持和解决方案方面领先的Bongo International，更名为FedEx Cross Border。
2015	收购北美最大第三方物流之一的GENCO，更名为FedEx Supply Chain。这次收购帮助FedEx拓宽了其零售和电子商务方面的业务
2016	收购TNT Express，加密在欧洲、中东、非洲、亚太以及美洲每周的运输网络

来源：公司公告，国金证券研究所

2.4 快递业增速拐点或将来临，寻求新发展方向

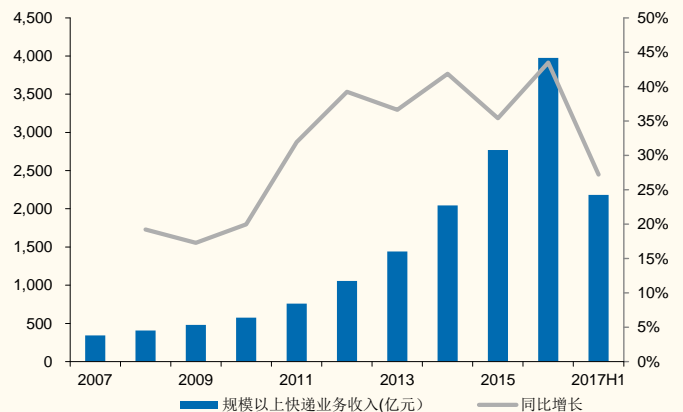
- 由于互联网的普及以及网络平台购物的兴起，快递在 2011 年后迎来爆发式增长。2016 年，中国快递业务量达到 312.8 亿件，同比增长 51.4%，2011-2016 年的复合增速为 53.5%；收入规模达到 3,974.4 亿元，同比增长 43.5%，2011-2016 年的复合增速为 39.3%。
- 但快递业务量超过 50%的增速不可持续。伴随网购交易市场规模的下降，以及 PC 端向移动端渗透程度已较为充分，快递业务量增速预计出现大幅下跌。2017 年 1~6 月，规模以上快递业务量累计 173.2 亿件，同比增长 30.7%，业务收入累计 2181.2 亿元，同比增长 27.2%，增速较之前都有明显下滑。预计快递业务量增速将下降至 30%。

图表 21：规模以上快递业务量增速显著下滑



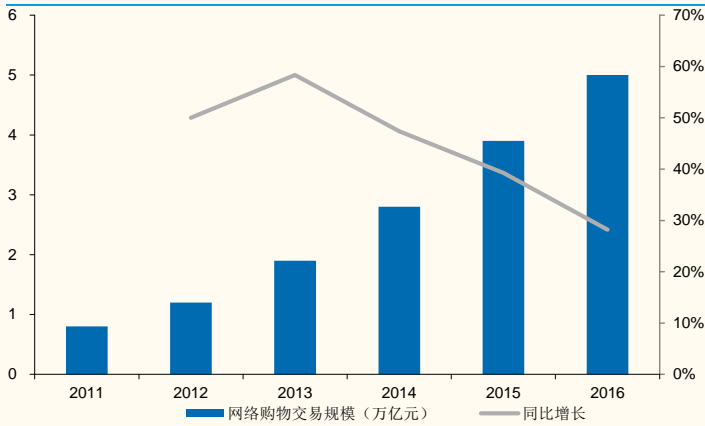
来源：Wind，国金证券研究所

图表 22：规模以上快递业务收入增速明显下降



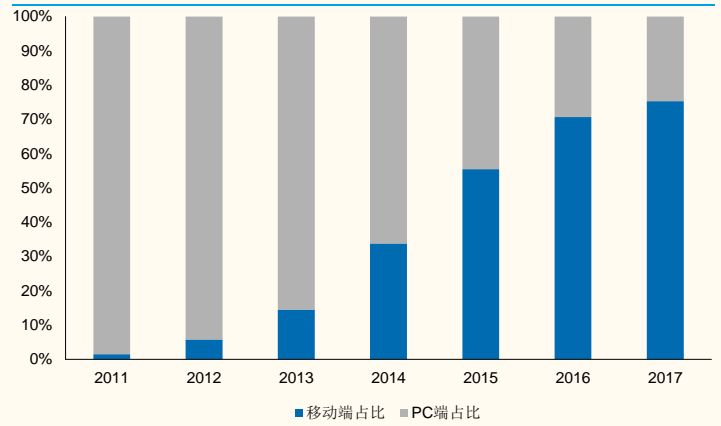
来源：Wind，国金证券研究所

图表 23: 中国网络购物交易规模增速开始下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

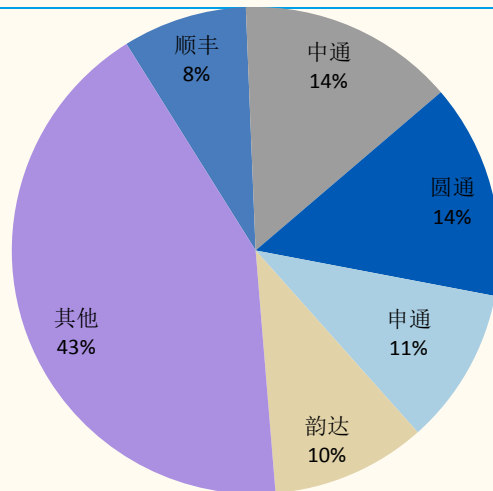
图表 24: 网络购物向移动端渗透已较为充分



来源: Wind, 国金证券研究所

- 顺丰控股专注于中高端快递市场，而商务件和中高端电商件的增速相比快递业整体更加缓慢，快递市场份额逐渐被通达系赶超。2016 年，顺丰控股共完成快件业务量 25.8 亿票，同比增长 31.0%，增速明显小于行业。面对快递行业格局的变化，顺丰若仍固守快递业领军者的宝座，必将迎来更为激烈的竞争。积极转型，扩展新业务成为顺丰控股战略新方向。

图表 25: 2016 年快递业务量市场份额示意图



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **总结:** 顺丰控股采取直营模式，定位中高端快递市场，服务优质，具有品牌溢价。利用外包，开展“伙伴计划”，单票可变成成本呈下降趋势。目前顺丰更多专注于国内业务，全面进军国际业务还需等待。快递业整体增速已经开始下滑，中高端市场增速更为缓慢，顺丰需要寻找新增长点。

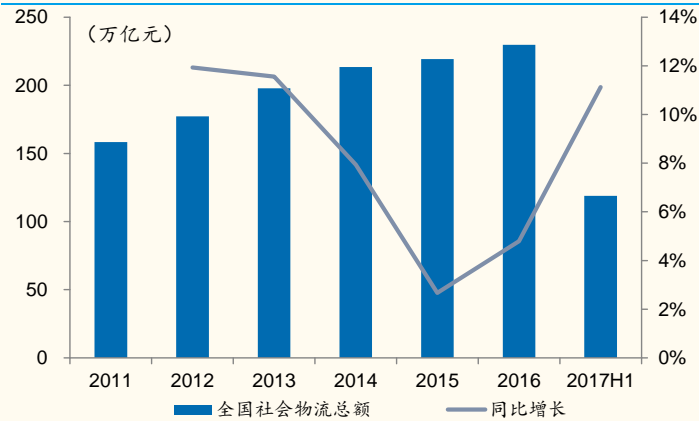
3. 不止于快递，迈向综合物流服务商

3.1 物流支撑经济发展，效率仍有提升空间

- 经济发展过程中，货物流转必不可少，资源配置已扩展到整个世界，现代物流服务业在资源配置中发挥着越来越大的作用，被认为是国民经济发展的动脉和基础产业。随着分工日益趋向相互依存和优势互补，原材料、关键技术和制成品逐渐以更加融合的姿态，上下游贸易依存度增加也使得货物流转变得更加频繁。
- **全国社会物流总额持续增长。**2016 年，全国社会物流总额达到 229.7 万亿元，同比增长 4.6%，增速相较 2015 年提高 2.1 个百分点；我国社会物流费用（包括运输费用、保管费用和管理费用）也同步增长，2016 年全社会物流总费用 11.1 万亿元，物流市场巨大，同比增长 2.8%，增速相较 2015

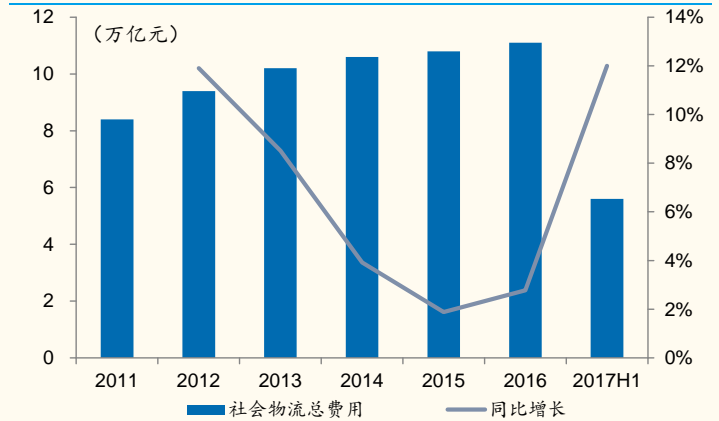
年提高 0.9 个百分点。进入 2017 年，伴随贸易回暖，全国社会物流总额和社会物流费用增速大幅提升，2017 年上半年分别同比增长 11.1% 和 12.0%。

图表 26：全国社会物流总额持续增长



来源：Wind，国金证券研究所

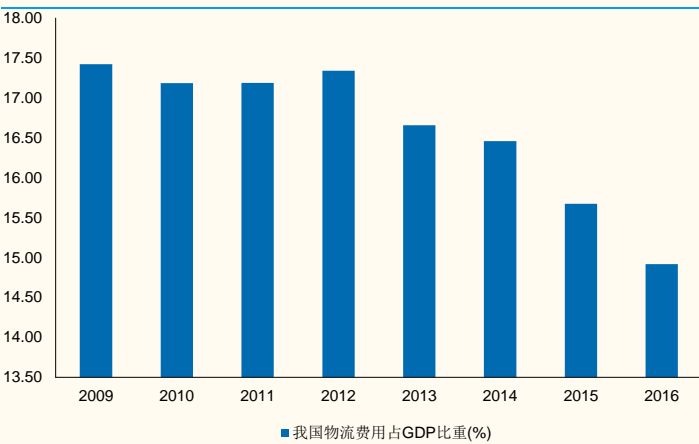
图表 27：社会物流费用同步增长



来源：Wind，国金证券研究所

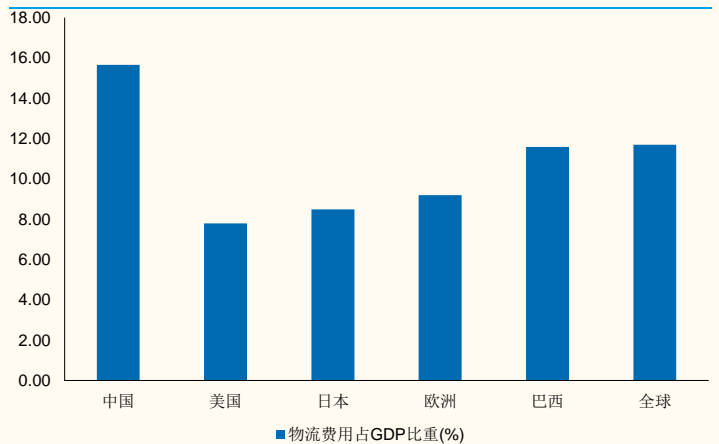
- **我国物流规模不断扩大，物流效率仍需提高。**物流总费用占 GDP 的比例是国际通用评价物流效率的指标，该比例越低，说明物流效率越高。2015 年，我国社会物流总费用与 GDP 的比率为 15.7%，相较 2009 年下降 1.8 个百分点，2016 年预计将继续下降至小于 15% 的水平。但是与发达国家相比，这一比例仍然较高，尚不及全球 11.7% 的整体水平，欧美日等发达国家更是均低于 10%，我国物流效率仍有较大提升空间。

图表 28：我国物流费用占 GDP 比重逐年降低



来源：Wind，国金证券研究所

图表 29：我国物流费用占 GDP 比重依然较高



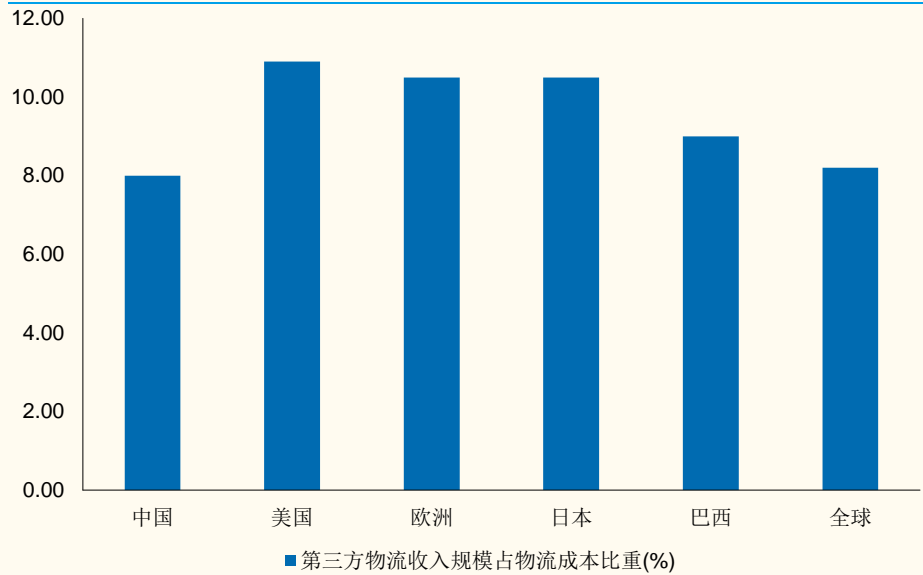
来源：Wind，国金证券研究所

- **提高物流效率成为了我国物流企业长期的目标。**“十三五规划纲要”即提出要**加强物流基础设施建设，大力发展第三方物流和绿色物流、冷链物流、城乡配送。**第三方物流是指相对第一方（卖方）和第三方（买方）而言，由第三方专业物流企业完成物流活动的物流服务方。通过专业的分工，由第三方物流企业专门负责货物的流转，将大大降低物流费用。

观察全球第三方物流规模，第三方物流收入规模占比物流成本较高的国家，物流效率同样位居前列。从公司节约物流费用角度考虑，越来越多的制造商和零售商将自己的物流体系交给专业的物流服务提供商打理。

同时对于物流服务提供商，如何提供更为综合的物流服务，提高供应链效率，通过基础物流设施的建设和 IT 的研发，使之与客户商业模式更为契合，帮助客户减少物流成本，将成为未来综合物流服务提供商的核心竞争力。

图表 30：我国第三方收入规模占物流成本比重与发达国家相比较低



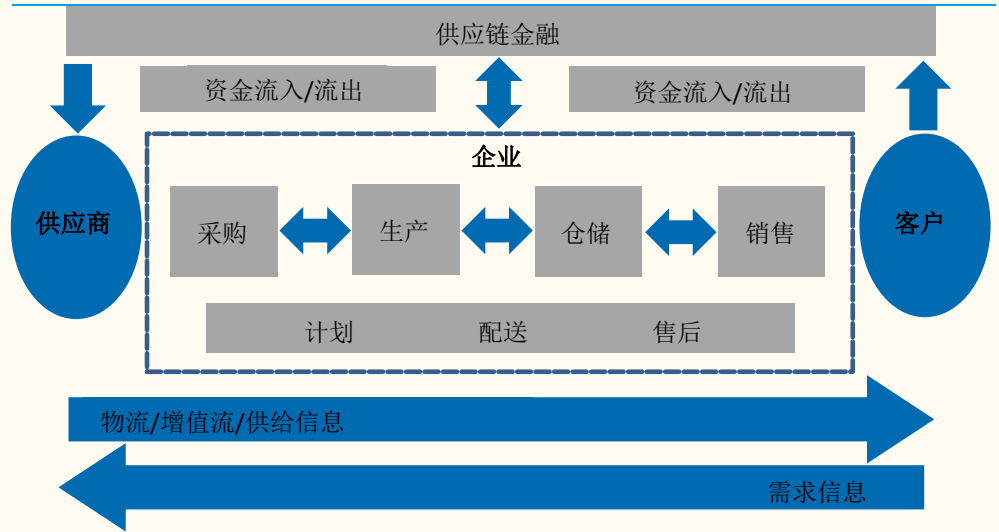
来源：Wind，国金证券研究所

3.2 向供应链延伸，多项业务支撑综合物流

- 顺丰控股在发展快递业务的同时，将物流综合服务作为战略目标，为客户提供一体化的综合物流解决方案。顺丰开始切入供应链管理领域，构建以物流为核心的闭环，与客户商业模式对接，帮助客户降低物流成本。

供应链包括计划、采购、生产、仓储、配送、售后、金融等 7 个环节，顺丰控股目标客户企业向原材料供应商采购，通过生产、仓储、销售环节，将产品最终传递给他的客户。计划、配送和售后反馈的逆向物流，贯穿整个过程。物流企业需要利用强大的信息系统，整合供应商的物流、增值流、供给信息以及客户的需求信息，让每个环节都紧密相连，才能达到供应链整体的高效运转。同时，完善的供应链金融体系，可以降低供应链资金风险。
- 现代企业物流需求逐渐向供应链延伸。通过物流将供应链各环节连接，是供应链管理的关键部分，承载着信息流与资金流，高效的物流将带动供应链管理的整体效率，提高企业的市场竞争力。将服务延伸至价值链前端的产、供、销、配等环节，以客户需求出发，为客户提供仓储管理、销售预测、大数据分析、结算管理等一体化的综合物流服务，通过客户需求信息导入及各节点信息集成，企业可对市场做出更为准确的判断。将供应链各环节高效连接，提供一体化综合物流服务将成为物流企业的业务增长点。
- 在提供供应链一体化服务的过程中，由于不同行业物流具体需求不同，顺丰控股正向综合物流服务商进军，为满足企业不同物流需求，积极开展仓储配送、重货运输、冷运、同城配和增值业务，共同支撑综合物流服务商的战略目标。

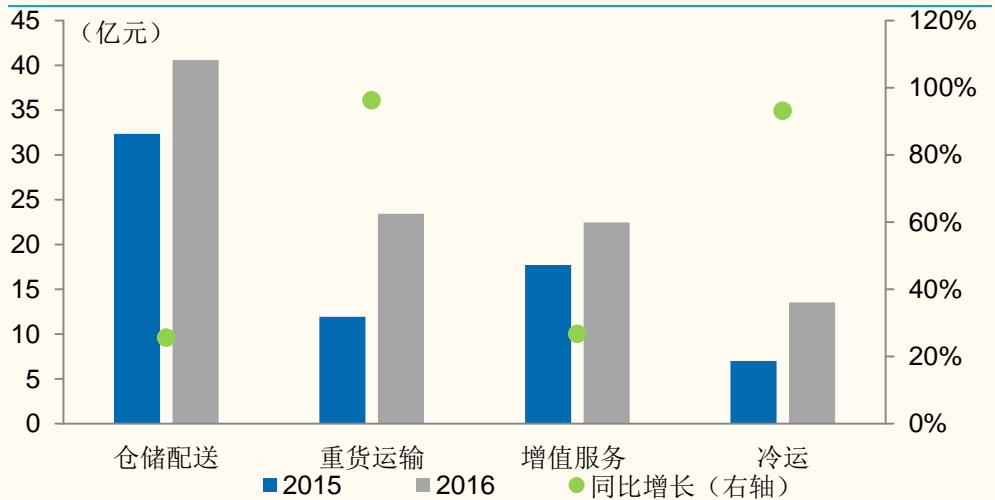
图表 31：供应链流程示意图



来源：中国制造网，国金证券研究所

- 2016 年，仓储配送、重货运输、增值服务和冷运业务的营收增速均超过公司总营收的增速，占营业收入的比重逐渐增长。公司希望在 5 年内以上业务占比能达到 40%以上。其中，增速最快的重货运输业务和冷运业务是公司正在积极布局的新业务，2016 年营业收入分别同比增长 96.2%和 93.0%。2017 年上半年，除时效和经济产品外其他业务收入占比达到 12.3%，相比 2016 年同期增加 3.9pts。

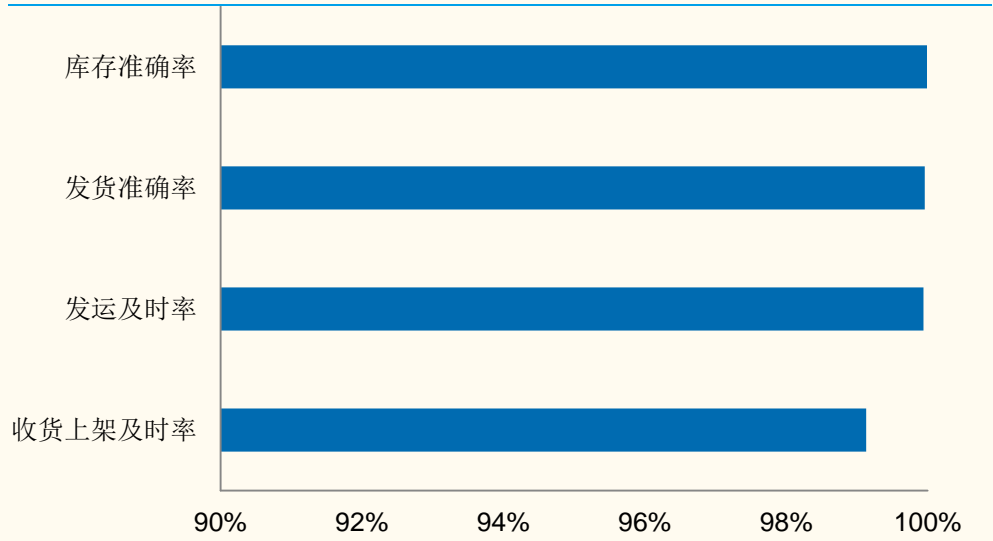
图表 32：顺丰控股综合物流业务营业收入



来源：公司公告，国金证券研究所

- **仓储配送业务。**仓储配送是供应链解决方案中至关重要的一环，公司综合物流解决方案的能力一定程度上依赖于其仓储配送能力。顺丰的仓配一体化服务已初具规模，总规划建筑面积 212.7 万平米，计划在 55 个城市布局产业园项目，关键的绩效指标包括收货上架及时率、发运及时率、发货准确率、库存准确率等均达到 99%以上。通过大数据预测销量，管理各仓库库存，智能调配，实现就近发货，节约上游客户物流费用，缩短运输时间，提升下游客户满意度。
- 2016 年，仓储配送业务营业收入 40.61 亿元，同比增长 25.61%，占总营收的 7.06%。顺丰的仓配业务近几年已经在为中高端白酒厂的客户提供服务，未来也会在中高端白酒行业继续开拓新客户、新机会。

图表 33：顺丰控股仓储核心绩效指标



来源：公司官网，国金证券研究所

- **重货运输业务。**2013 年顺丰控股推出的重货运输产品高速发展。2017 年上半年，重货运输业务营业收入 17.62 亿元，同比增长 99.7%，是所有业务中增长最快的，占营业收入的比重为 5.48%，目前已达到盈亏平衡状态。

重货运输主要分为重货快运和物流普运。重货快运时效性与安全性较高，会通过直发机场及机场直送客户确保货物快速到达目的地，使得重货市场服务媲美快递时效。物流普运可以发送一批同一目的地但少于一车货物的运输需求。重货运输业务针对客户不同的时效需求，利用公司陆运和空运资源，为客户提供定制化服务。同时有助于顺丰控股充分利用闲余运力资源，降低整体运营资本。

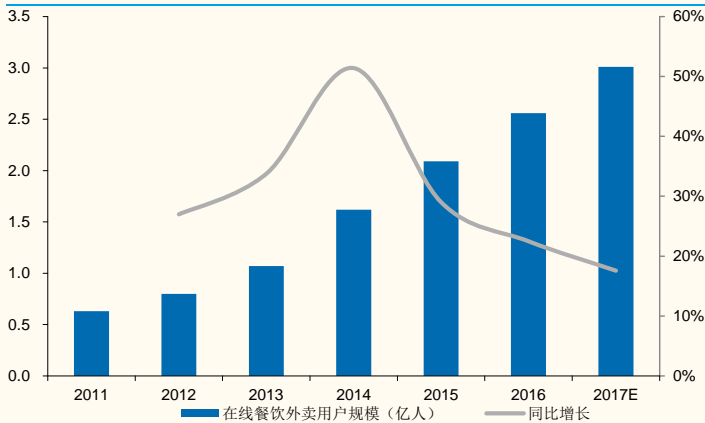
- **冷运业务。**冷运业务增速迅猛，2017 年上半年营业收入达到 10.34 亿元，同比增长 85.6%。“十三五”规划中明确提出未来将加强基础设施建设，大力发展冷链物流，给物流行业指引了方向。对于企业来说，由于冷链对运输设备、技术水平以及管理能力的高要求，加上成本增加后价格也“水涨船高”，不适宜价格敏感度高的客户群，客户价格敏感度低的顺丰比起其他快递公司更易向冷链方向开展业务。顺丰拟将募集资金 4%用于采购冷运车辆与温控设备，冷运业务大有增长潜力。

截至 2017 年上半年，冷运业务已覆盖食品、医药行业的生产、电商、经销、零售等领域，已有 180 个城市及周边区域连入顺丰冷运网络。专用于食品行业的资源有 61 座食品冷库、174 条食品运输干线贯穿核心城市，食品冷库运营面积达 23.6 万平米。服务于医药行业的有 2 座医药冷库、22 条医药干线。共有冷藏车 887 台，其中经过 GSP 认证的车辆有 238 台。

- **同城配业务：**从外卖延伸出的同城配业务市场空间巨大，目前正在向生鲜、鲜花、商贸供应链等领域快速发展。同城配区别于传统的快递业务，服务半径一般仅围绕实体店铺 3 至 5 公里范围内，配送时间为 30 分钟至两小时，同城配业务对于互联网调度的运营能力要求极高。顺丰在此领域专门推出即刻送服务，目前全国已组建近 4000 人的配送团队，并迅速取得客户认可。同城配具有与其他物流形式较为特殊的特点，该项业务的发展，将成为顺丰综合物流能力的重要组成部分。

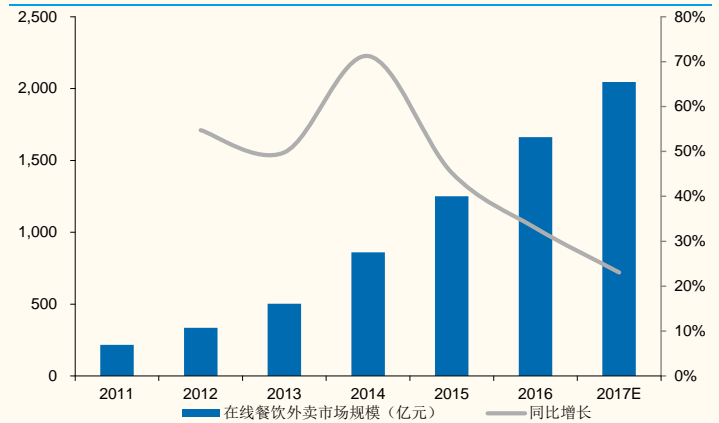
2017 年上半年同城配业务爆发式增长，营业收入达到 1.32 亿元，同比增长 181 倍。

图表 34：在线餐饮外卖用户规模



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

图表 35：在线餐饮外卖市场规模



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

- **增值服务。**2016 年，增值服务营业收入 22.46 亿元，同比增长 26.72%，占营业收入的 3.91%。增值服务下有包括保价、特殊入仓、逆向物流等在内的多达 20 项细分服务。

增值服务一般依附于其他业务。比如在完成重货运送业务时，可能会依据客户需求提供送货上楼、货物保管等增值服务。增值服务虽然现在营收占比不足 4%，但是发展增值服务有助于提升供应链服务的完整，实现服务一体化，提升供应链效率，增强盈利能力。国际巨头联邦快递 (FedEx) 主营供应链解决方案的子公司 FedEx Supply Chain，就十分重视逆向物流等增值服务。2015 年，FedEx 以 14 亿美元收购北美领先的第三方物流公司 GENCO，即 FedEx Supply Chain 的前身。GENCO 是逆向物流业务的专家，每年处理的退货数量超过 6 亿件。逆向物流也是 FedEx Supply Chain 现在提供的四项解决方案中的一个。

图表 36：FedEx Supply Chain 的供应链解决方案



来源：联邦快递官网，国金证券研究所

3.3 三网合一，基础设施保驾护航

- 综合物流服务需要对于全链条各项不同物流服务产品的全覆盖能力，以及强大的信息收集整理能力，串联全链条，才能贴合供应链管理的服务模式。物流各子领域存在天花板，越来越多的物流企业有意通过向综合物流发展，分享更为巨大的物流市场。
- 目前物流配送环节主要细分市场为快递、重货、冷链与货代。我们认为，快递公司在发展过程中，建立的高广度和深度的覆盖率，使其更容易向其他市场渗透；另外，快递行业集中度相较其他市场更高，存在规模和资金

优势，对于仓储和信息系统的研发投入更有保障。而顺丰通过优良的基础设施建设与服务体系，更容易在综合物流领域进一步发展，有效降低客户物流费用，实现规模优势。

- 顺丰控股在发展综合物流的过程中，从自身快递所具有的优势为切入点，以智能物流运营商为目标，建立包括航空网络、地面运输网络、呼叫网络等在内的“天网+地网+信息网”，**三网合一，为综合物流提供有力保障，成为公司重要核心竞争力。**
- **天网。**顺丰是全国仅有的三家拥有独立航空运输能力的公司之一，并且机队规模和航空运力远超另外两家公司。顺丰航空现有 55 架全货机，其中自有全货机 40 架，外包全货机 15 架。通航一、二级机场 35 个，覆盖 24 个国家地区。除此之外，顺丰还从 30 余家航空公司获得客机腹舱资源。2016 年全年，顺丰通过航空运送了 99.6 万吨快件。

顺丰自有的全货机数量遥遥领先圆通和 EMS。自有飞机比起租赁飞机在调度上更可控，加上出于租金上的考虑，航空物流公司都纷纷添置航空资产，增加自有比例。在航空方面起步早的顺丰优势已经显现出来，航权资源丰富，并且公司还在继续投入资金购置航材稳固领先地位。

另外，顺丰计划在鄂州建立枢纽专业货运机场，计划总投资 376 亿元。建成之后，货运枢纽机场功能将大幅度解决中国经济发展不平衡、各区域收派比差异较大的问题，改善成本与效率。顺丰强大的航空运力为顺丰时效性、安全性服务提供保障。保持全国第一的自有机队规模以及枢纽货运机场是顺丰成为我国航空物流霸主的强有力的后盾。

图表 37：顺丰和圆通、EMS 自有航空运力对比

	顺丰	圆通	EMS	单架运力（吨）
波音737-300	14	5	14	15
波音737-400	3	0	8	15
波音757-200	18	0	4	28
波音767-300ER	5	0	0	60
机队规模	40	5	26	
总运力（吨）	1059	75	442	

来源：民航资源网，国金证券研究所

- **地网。**顺丰自有及外包约 2.5 万辆车，已开通 8.5 万条干、支运输线。中国大陆顺丰建有超过 1.3 万营业网店，覆盖 334 个地级市、2656 个县市区城市。

中转方面，顺丰有 10 个枢纽级中转场，30 个航空、铁路站点，131 个综合中转场和 139 个简易中转场。客服方面，顺丰有 9 个独立呼叫中心，包括 6000 个坐席，日均话务服务 115 万人次。最后一公里方面，顺丰合作代办点近 3 万个，合作物业管理公司网点 617 个，智能快递柜 55134 个，覆盖 77 个城市。物流场地资源方面，顺丰拥有大量土地资源，截至 2017 年上半年，已签约土地面积约 3515 亩，总规划建筑面积约 247.8 万平米，已建成建筑面积约 76.4 万平米，物流场地资源账面净值合计约人民币 78.7 亿元。

图表 38：顺丰物流场地资源情况（不含办公楼）

区域	已签约土地面积 (亩)	总规划建筑面积 (m ²)	已建成建筑面积 (m ²)	截止2016年12月31日账面净值合计 (万元)
华东	965	625,272	437,810	226,183
华北	725	462,708	7,392	28,505
中南	1,357	949,676	78,285	70,416
华南	274	323,729	240,422	455,740
华西	194	117,051	0	5,870
合计	3,515	2,478,436	763,909	786,714

来源：公司公告，国金证券研究所

- **信息网。** 快递企业原有的粗放型模式早已不适应行业发展需要，各大快递公司都在集中发展技术，以提升自身的业务能力和运营效率，应对行业新的竞争局面，将各种新兴技术引入应用，如移动支付、人脸识别、生物识别技术、大数据、云计算等，成为快递企业紧跟时代发展的必修课。

顺丰控股作为快递行业中高端市场代表，积极在 IT 领域投资，已经自主研发出一套完整的运营管理体系，将订单流程信息透明化，方便客户随时查看。顺丰控股将持续进行科技创新，向科技密集转变。近年研发投入规模不断攀升，相较其他快递企业大幅领先。

2016 年公司的研发投入达到 5.6 亿元，拥有研发人员超过 2000 人。未来，公司将会继续支持智能物流技术的大力投入，提升物流设备自动化程度，加大大数据和云计算等新一代计算机技术的投入力度，不断引进新技术，保持公司在智能物流方面的领先地位。

顺丰控股已经成立顺丰科技，间接持股 100%，对全流程进行信息监控。并通过大数据与云计算分析，提供销售预测、提前发货、数据分析等服务，连接产、供、销、配等环节，是一体化物流服务信息基础，建立了一定的信息技术服务壁垒。

图表 39：快递企业研发情况对比

	顺丰控股	圆通速递	韵达股份
研发人员数量	2088	437	302
研发人员数量占比	1.68%	1.92%	3.12%
2016年研发投入金额（百万元）	560.6	50.1	31.8
同比增长	32.0%	N. A.	127.1%
占比营业收入	0.98%	0.30%	0.43%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **总结：** 我国物流效率仍有较大提升空间，顺丰开展多项业务，通过前瞻性布局供应链各环节，成为综合物流服务商，期望有效降低客户物流费用。同时积极建设基础设施，“三网合一”初具规模，研发力度空前，通过大数据与云计算技术，有效衔接客户供应链各环节，为顺丰今后转型升级、提供一体化物流解决方案提供强有力支撑。

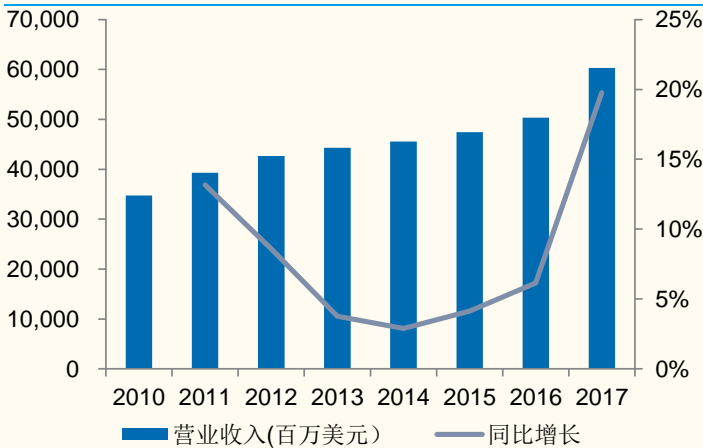
4. 对标联邦快递（FedEx）：规模尚小，潜力无限

- 联邦快递于 1973 年 4 月正式开始营业。营业之初，联邦快递即通过拥有的 33 架达索尔特鹰小型飞机，向 25 个城市提供隔夜快递服务。20 世纪 70 年代，美国接触对航空运输业的限制，同时服务业与高技术产业兴起，公司对于图纸、文件、磁带、磁盘以及小型电子元件等小包裹的运输需求猛增。联邦快递抓住产业格局变动的机遇，经过 40 余年的发展，联邦快递机队规模达到 657 架，车队 4.58 万辆，网点数量超过 4.3 万个，仓储空间达 3500 万平方英尺，已经发展成为覆盖全球的物流服务解决方案提供商。

- 2017 年（联邦快递财年截止为每年 5 月 31 日）营业收入达到 603.2 亿美元，同比增长 19.8%，其中 2017 财年并购的 TNT Express 贡献 74.0 亿美元收入增量，净利润 30.0 亿美元，同比增长 64.7%。

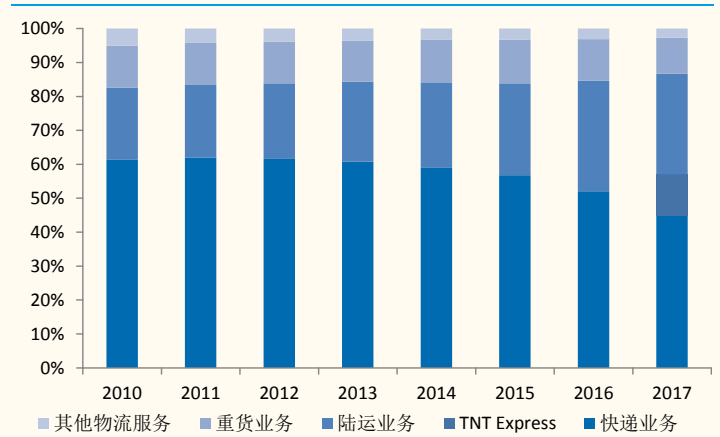
细看联邦快递收入组成，各板块相对更为成熟，2017 财年传统快递业务营收占比已下降至 57.6%，而陆运、重货、其他物流服务板块营收占比逐年提升，达到 42.4%。可见综合物流服务早已成为国际领先快递公司发展方向，联邦快递利用其规模庞大的运力体系，覆盖面深入的网点布局以及充沛的仓储资源，向客户提供一体化的物流解决方案。

图表 40：联邦快递营业收入稳步增长



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 41：联邦快递传统业务营收占比逐年下降



来源：公司年报，国金证券研究所

- 相比联邦快递的规模，顺丰控股从基础设施和营收比重等方面，与国际成熟综合物流服务商还有一定差距。截止 2016 年，顺丰控股快递业务营收占比仍然超过 80%，目前机队规模仅为 40 架，仓储面积也与联邦快递不可同日而语。

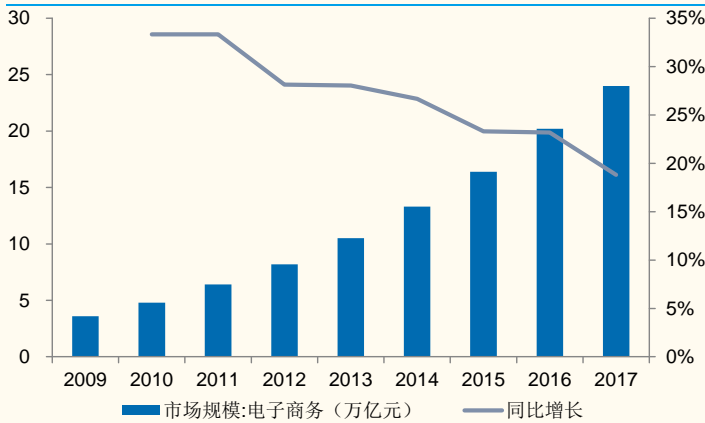
- 在联邦快递的发展过程中，B2B 端的快递业务促成了公司的快速扩张。在目前客户物流需求逐渐向 C 端延伸的今天，联邦快递开始涉足 C 端市场。2017 年 2 月 7 日，联邦快递发布面向中小电商企业的物流网络服务 Fedex Fulfillment。电商企业可以把产品直接存放在联邦快递的仓库中，企业获得订单后，由联邦快递完成仓储、拣货、包装到递送上门的全套服务。

而顺丰近几年的加速成长是受到了我国电商的迅速崛起。在占据了中高端电商件以及商务件市场后，顺丰开始进军综合物流领域，本身已经拥有 B2C 端中高端客户资源，网点覆盖率已经较为完备，企业客户更有意愿与顺丰合作，将自身产品供应链采购、仓储、配送等环节，均交由顺丰一体化解决。顺丰的研发优势也有助于提高物流效率，节约物流成本。

并且公司现金流状况良好，2016 年经营现金流量净额为 52.9 亿元，可以为综合物流发展提供雄厚的资金基础。

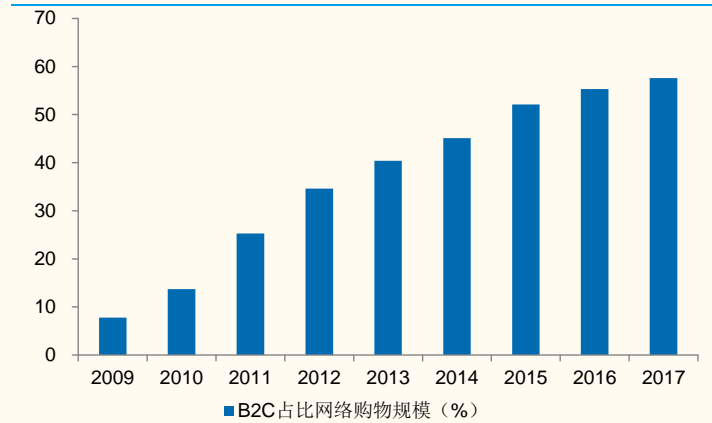
- 总结来看，B2B 和 B2C 端均是快递公司希望抢占的市场。联邦快递由 B2B 起家，综合物流体系已经成型。顺丰控股伴随我国电商成长，占据中高端市场，更有利于向 B 端延伸，虽然仍在培育阶段，但在向综合物流进军的过程中，借助快递企业网点多，覆盖率高的优势，配合已经建立的良好口碑，综合物流可能在我国率先脱颖而出，成为行业寡头。

图表 42：我国电子商务市场规模逐步增长



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 43：B2C 占比网络购物规模逐步提升



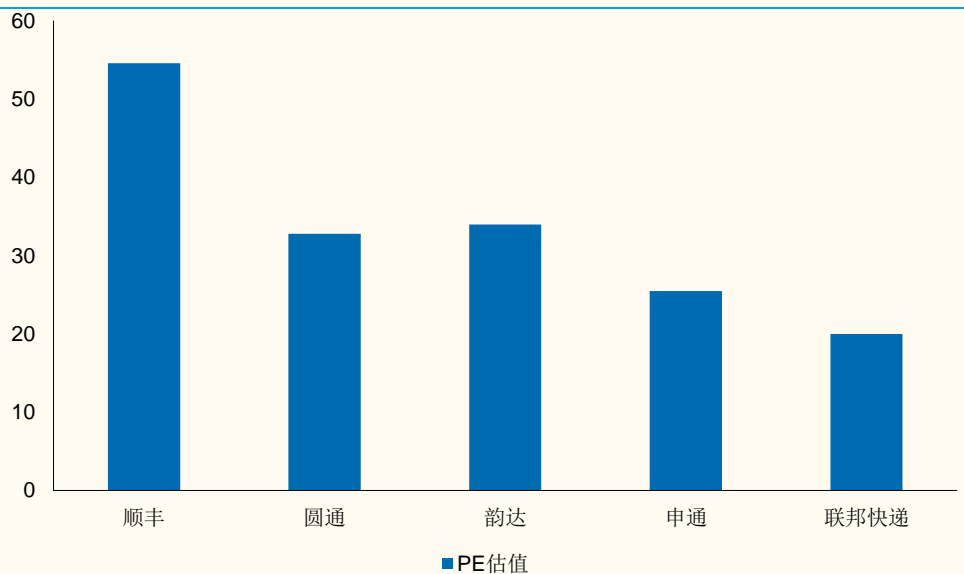
来源：Wind，国金证券研究所

5. 盈利预测与估值

- 顺丰控股自 2017 年 2 月 24 日上市后，PE 估值始终维持在较高水平，目前约为 50 倍，相较其他上市快递公司较高。

但我们认为，公司在中长期市值仍有较大上升空间。首先，公司冷链、重货和同城配等业务仍在培育阶段，前期投入较大，预计未来 3~5 年将占总营收比例达到 30%~40%，并开始贡献利润增量；另外，公司具有在综合物流领域脱颖而出的潜力，我国社会物流总费用已超过 10 万亿，市场巨大，顺丰若能凭借品牌和 B2C 端积累的优势，抢占更多的综合物流市场份额，未来发展想象空间巨大。

图表 44：顺丰控股 PE 估值水平较高



来源：Wind，国金证券研究所

- 关于盈利预测，我们谨慎假设：

- 1) 由于快递行业市场增速下滑，2017~2019 年公司完成快递件量同比增速预计分别为 20%、20%、20%。
- 2) 单票价格止跌，2017~2019 年公司单票收入分别为 22.4 元、22.4 元、22.4 元。
- 3) 公司研发投入力度较大，有望通过技术手段控制成本，毛利率将维持稳定，逐步提升。

- 基于以上假设，公司 2017-2019 年归母净利润分别为 44.6 亿元、51.0 亿元、60.6 亿元，对应 EPS 分别为 1.01 元、1.16 元、1.38 元，对应 PE 分别为 50 倍、44 倍、37 倍，看好公司综合物流发展巨大潜力，上调至“买入”评级。

6. 风险提示

- 快递行业竞争激烈，综合物流发展不及预期，人工成本或油价大幅上升等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	813	668	57,483	69,597	83,447	100,069	货币资金	109	94	6,916	10,000	10,000	10,360
增长率		-17.7%	8499.2%	21.1%	19.9%	19.9%	应收款项	306	277	5,584	6,136	7,358	7,452
主营业务成本	-706	-573	-46,165	-56,025	-67,176	-80,556	存货	155	151	396	307	368	441
%销售收入	86.9%	85.6%	80.3%	80.5%	80.5%	80.5%	其他流动资产	89	73	8,438	3,851	4,140	4,541
毛利	107	96	11,318	13,571	16,271	19,513	流动资产	660	594	21,333	20,294	21,866	22,795
%销售收入	13.1%	14.4%	19.7%	19.5%	19.5%	19.5%	%总资产	68.4%	67.1%	48.3%	40.9%	39.1%	37.5%
营业税金及附加	-2	-2	-203	-139	-167	-200	长期投资	10	10	3,614	3,726	3,825	3,925
%销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	231	219	12,523	18,396	22,519	25,893
营业费用	-35	-35	-1,151	-1,044	-1,252	-1,501	%总资产	24.0%	24.7%	28.4%	37.1%	40.3%	42.6%
%销售收入	4.3%	5.2%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	52	51	6,049	6,567	7,066	7,543
管理费用	-30	-27	-6,079	-6,960	-8,345	-10,007	非流动资产	304	291	22,802	29,309	34,031	37,981
%销售收入	3.7%	4.0%	10.6%	10.0%	10.0%	10.0%	%总资产	31.6%	32.9%	51.7%	59.1%	60.9%	62.5%
息税前利润 (EBIT)	41	32	3,884	5,429	6,508	7,805	资产总计	964	885	44,135	49,603	55,897	60,777
%销售收入	5.0%	4.9%	6.8%	7.8%	7.8%	7.8%	短期借款	97	67	6,783	741	1,602	0
财务费用	-11	-2	-417	-251	-284	-293	应付款项	65	77	9,031	8,670	9,628	10,442
%销售收入	1.4%	0.3%	0.7%	0.4%	0.3%	0.3%	其他流动负债	30	27	2,573	3,242	3,118	3,334
资产减值损失	0	-3	-19	0	0	0	流动负债	192	171	18,387	12,654	14,348	13,775
公允价值变动收益	0	0	-13	0	0	0	长期贷款	54	7	4,761	3,761	3,761	3,761
投资收益	-2	0	258	300	300	300	其他长期负债	0	0	430	370	380	410
%税前利润	n.a	0.8%	5.0%	5.0%	4.4%	3.7%	负债	246	177	23,578	16,785	18,489	17,946
营业利润	27	28	3,693	5,478	6,524	7,812	普通股股东权益	718	708	20,512	32,754	37,323	42,725
营业利润率	3.3%	4.1%	6.4%	7.9%	7.8%	7.8%	少数股东权益	0	0	45	65	85	105
营业外收支	1	2	1,498	500	300	300	负债股东权益合计	964	885	44,135	49,603	55,897	60,777
税前利润	28	29	5,191	5,978	6,824	8,112	比率分析						
利润率	3.4%	4.4%	9.0%	8.6%	8.2%	8.1%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-4	-4	-1,030	-1,494	-1,706	-2,028	每股指标						
所得税率	13.6%	14.2%	19.8%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.310	0.215	1.060	1.012	1.156	1.375
净利润	24	25	4,161	4,483	5,118	6,084	每股净资产	9.224	6.064	4.903	7.425	8.461	9.686
少数股东损益	0	0	-20	20	20	20	每股经营现金净流	1.909	0.907	1.264	2.453	1.667	2.335
归属于母公司的净利润	24	25	4,180	4,463	5,098	6,064	每股股利	0.300	0.440	0.100	0.100	0.120	0.150
净利率	3.0%	3.8%	7.3%	6.4%	6.1%	6.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	3.36%	3.55%	20.38%	13.63%	13.66%	14.19%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	2.50%	2.84%	9.47%	9.00%	9.12%	9.98%
净利润	24	25	4,161	4,483	5,118	6,084	投入资本收益率	4.05%	3.57%	9.69%	10.89%	11.40%	12.55%
非现金支出	18	22	1,978	2,320	3,090	3,860	增长率						
非经营收益	15	3	277	-371	-109	-96	主营业务收入增长率	12.56%	-17.74%	8499.20%	21.07%	19.90%	19.92%
营运资金变动	91	56	-1,126	4,387	-748	450	EBIT增长率	-0.63%	-20.17%	11861.79%	39.76%	19.89%	19.93%
经营活动现金净流	149	106	5,290	10,819	7,351	10,298	净利润增长率	-40.11%	4.17%	16534.82%	6.76%	14.23%	18.94%
资本开支	-22	-5	-4,831	-8,214	-7,412	-7,410	总资产增长率	-16.27%	-8.15%	4884.67%	12.39%	12.69%	8.73%
投资	-3	0	74	-112	-100	-100	资产管理能力						
其他	-54	8	932	300	300	300	应收账款周转天数	73.7	104.0	15.1	25.0	25.0	20.0
投资活动现金净流	-80	3	-3,825	-8,026	-7,212	-7,210	存货周转天数	80.3	97.5	2.2	2.0	2.0	2.0
股权募资	0	0	3,926	8,000	0	0	应付账款周转天数	6.6	8.3	20.8	30.0	30.0	25.0
债权募资	-190	-77	-688	-7,061	881	-1,562	固定资产周转天数	103.8	119.0	74.2	76.3	72.9	65.8
其他	50	-45	-2,273	-647	-1,020	-1,166	偿债能力						
筹资活动现金净流	-140	-122	965	292	-139	-2,728	净负债/股东权益	5.79%	-2.88%	22.35%	-16.85%	-12.49%	-15.49%
现金净流量	-71	-13	2,429	3,084	0	360	EBIT利息保障倍数	3.6	16.0	9.3	21.6	22.9	26.6
							资产负债率	25.52%	20.04%	53.42%	33.84%	33.08%	29.53%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	6	6	7
增持	1	6	7	7	8
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.62	1.64	1.64	1.63

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

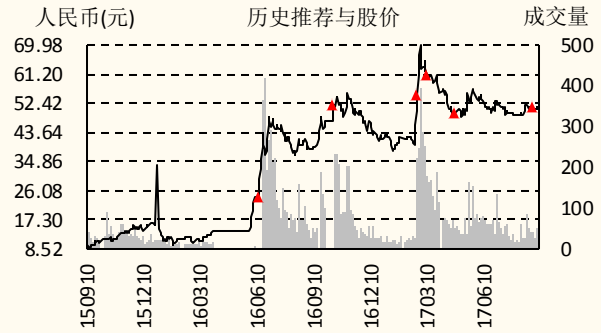
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-06-13	买入	24.43	26.00~30.00
2	2016-10-12	买入	47.20	66.00~68.00
3	2017-02-24	买入	55.21	N/A
4	2017-03-13	买入	62.91	N/A
5	2017-04-27	增持	48.57	N/A
6	2017-08-28	增持	51.45	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,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,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。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD