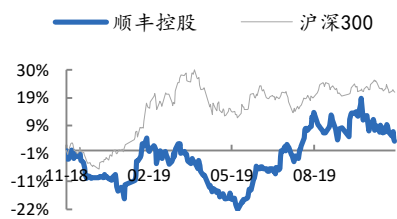


**投资评级：增持(首次评级)**

 当前价格(元): 37.95  
合理价格区间(元): 42.9~49.4

**证券分析师**
**韩伟琪**

 资格编号: S0120518020002  
电话: 021-68761616-6160  
邮箱: hanwq@tebon.com.cn

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.3	-4.0	-8.0
相对涨幅(%)	-6.7	-4.3	-9.5

资料来源: 德邦研究所

# 完善行业布局, 开拓综合物流服务之路

## 顺丰控股(002352)

**投资要点:**

- 顺丰控股是国内领先的快递物流综合服务商。**自从1993年至今, 顺丰经过26年的发展, 如今已经成为了国内最大的快递物流企业。目前公司业务以快递为主, 综合性物流服务为辅, 其中包括了如同城配送、仓储服务、国际快递、重货快运, 冷链运输等多种服务。
- 安全可靠时效高, 中高端跑道上马当先。**由于客户需求存在巨大差异, 我国目前快递市场可细分为中高端和中低端两大赛道, 中低端赛道主要是追求低价的电商件, 中高端赛道则主要是追求高效安全的时效件和部分电商件。顺丰是中高端赛道上的领跑者, 顺丰以其高时效和高品质的服务在中高端电商件的市场上拥有绝对的竞争优势。不过, 也正是因为自身的公司定位和特点, 所以顺丰在中低端的电商业务发展上增速较为缓慢。所以顺丰业务量和市占率也没有在市场上体现出他应有统治地位。
- 未来发展中品牌优势巨大。**顺丰遇到了最好的时代, 我国快递业已经高速发展了十年, 而顺丰又是时效件赛道的王者, 单票利润高、业务增长迅速。同时, 顺丰采用直营模式, 建立完善整体物流网络, 逐步推进仓储能力建设, 针对客户的不同需求来提供不同的服务, 不断增强品牌竞争力。通过这些年的沉淀, 成功的积累了自己的品牌口碑, 完善了物流网络, 并布局了整个物流体系, 让硬件实力成为核心竞争力。时势为企业提供机遇, 而战略布局和品牌优势也让顺丰在未来的市场竞争中成为了不可忽视的存在。
- 完善物流版图, 物流多条产业链发展步入正轨。**顺丰目前已经是时效市场当之无愧的王者。在此转型和扩张的战略机遇期, 顺丰选择了完善整个物流产业版图。首先从中高端扩张到高中低端全快递市场覆盖; 接着快运重货板块的发展水到渠成; 最后进入冷链物流、即时物流、国际物流、供应链物流等多个市场, 从快递业务扩张到综合物流服务。下一个十年, 从优秀到卓越, 顺丰仍然在前进。
- 盈利预测。**顺丰控股多行业布局, 时效件业务收入稳定, 新业务增长超预期, 品牌优势巨大。我们预计公司2019-2021年实现收入为1103.68/1311.45/1532.60亿元, 同比增速分别为21.36%/18.83%/16.86%, 归母净利润为61.94/74.05/88.51亿元, 对应EPS分别为1.40/1.68/2.00, 对应PE分别为29.18/24.41/20.42倍。可比公司的估值为22.4, 顺丰市值为同业可比公司的5倍, 同时顺丰在发展全行业的物流服务能力, 综合考虑成长性, 我们认为顺丰的合理估值为对应2019年32.0倍, 目前对应EPS为1.40, 可得出合理股价为44.8元每股。
- 风险提示:** 宏观经济下行致使市场增长不及预期; 电商快递增速不及预期; 新业务发展不顺利的风险。

**股票数据**

总股本(百万)	4,414.59
流通A股(百万)	4,414.59
52周内股价区间(元)	43.32-28.51
总市值(百万)	166,120.84
总资产(百万)	83,610.24
每股净资产(元)	9.00

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	71273	90943	110368	131145	153260
(+/-) YoY (%)	24.0	27.6	21.4	18.8	16.9
净利润(百万元)	4774	4556	6194	7405	8851
(+/-) YoY (%)	14.2	-4.6	35.9	19.6	19.5
全面摊薄EPS	1.08	1.03	1.40	1.68	2.00
毛利率(%)	20.2	17.9	18.9	19.0	19.3
净资产收益率	14.5	12.5	15.1	15.6	16.0

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 综合物流服务商—顺丰速运 .....	5
1.1 行业领头羊的历史沿革 .....	5
1.2 顺丰拥有市场以及官方的双重肯定 .....	6
2. 物流行业细分跑道众多，发展前景广阔 .....	7
2.1 物流行业不单单只有快递公司 .....	7
2.2 物流跑道上增长最快的是快递，快递市场上最快的是电商件 .....	8
2.3 国内快递行业短期内仍会保持高速发展 .....	9
2.4 快递行业集中度不断提高，市场竞争激烈 .....	11
3. 顺丰在行业内拥有非常大的竞争优势 .....	12
3.1 “三网合一”，顺丰物流体系完善 .....	12
3.2 优质的航空资源领先全国 .....	15
3.3 科技实力引领智能物流 .....	16
3.4 自营模式的突出特点 .....	17
4. 全行业布局，逐步转型综合物流服务商 .....	17
4.1 时效件等主营业务在行业中有巨大优势 .....	18
4.2 快运行业扶摇直上 .....	20
4.3 上山下乡，政策引导冷链物流市场发展 .....	21
4.4 布局即时物流市场，或将革新商业现状 .....	23
4.5 跟随中国企业走向国际，全力发展国际物流能力 .....	24
4.6 战略眼光长远，顺丰提前布局供应链物流 .....	26
4.7 物流地产也具有巨大发展潜力 .....	26
5. 盈利预测与投资建议 .....	28
5.1 关键性假设 .....	28
5.2 盈利预测 .....	28
5.3 可比公司估值 .....	29
5.4 投资建议 .....	30
6. 风险提示 .....	31

## 图表目录

图 1 顺丰控股是国内领先的快递物流综合服务商 .....	5
图 2 2018 全球最具价值品牌百强排行榜 .....	6
图 3 近一年内龙头公司快递服务业务收入（单位：亿元） .....	6
图 4 各家快递公司月均有效申诉率（单位：件/每百万件） .....	7
图 5 2019 年中国物流产业图谱 .....	7
图 6 我国快递件总量与电商快递件总量（单位：亿件） .....	8
图 7 近 6 年全国快递企业业务总收入走势图（单位：亿元） .....	8
图 8 近 6 年全国快递业务总量走势图（单位：亿件） .....	8
图 9 近十年间各地区人均快递量变化（单位：件） .....	9
图 10 近十年间各地区人均快递量增长率的变化 .....	9
图 11 近 10 年快递收入分地区统计图（单位：亿元） .....	10
图 12 2018 年快递业务收入统计比例 .....	10
图 13 快递服务品牌集中度指数 CR8 .....	11
图 14 2007-2018 年快递业务平均单价走势图（元/件） .....	11
图 15 顺丰的智慧物流网络，“天网+地网+信息网”三网合一 .....	12
图 16 顺丰速递中转集散点点分布图 .....	13
图 17 顺丰速递仓储网络分布图 .....	14
图 18 公司的自有航线和包机航线 .....	15
图 19 顺丰科技的智慧物流项目 .....	16
图 20 2014-2019 年顺丰控股营业收入以及增速变化（单位：亿元） .....	18
图 21 快递龙头公司单票收入对比图（单位：元/件） .....	19
图 22 顺丰近三年经济件和时效件发展变化图（单位：亿元） .....	19
图 23 2015 年-2020 年中国零担市场规模（单位：亿元） .....	20
图 24 顺丰快运业务收入以及其增速（单位：亿元） .....	20
图 25 中国冷链物流市场预测（单位：亿元） .....	21
图 26 顺丰冷链收入及其增速（单位：亿元） .....	22
图 27 2019 年中国即时物流产业链图谱 .....	23
图 28 2008-2018 年同城快递业务收入变化情况（单位：亿元） .....	23
图 29 顺丰同城业务收入及其增速（单位：亿元） .....	24
图 30 2008-2018 年中国与国际及港澳台快递收入以及其增速（单位：亿元） .....	25
图 31 顺丰国际业务收入及其增速（亿元） .....	25

图 32 顺丰国际业务收入及其较总收入的占比（亿元） .....	25
图 33 顺丰的物流场地资源 .....	27
图 34 2019 年 1H 各业务收入（单位：亿元） .....	28
图 35 2019 年 1H 各业务收入占比.....	28
图 36 顺丰控股近年平均 PE Band .....	29
图 37 顺丰控股近年 PB Band .....	30
表 1 顺丰全货机运输统计 .....	16
表 2 顺丰散航运输统计.....	16
表 3 顺丰产品分类 .....	17
表 4 顺丰物流场地资源.....	26
表 5 可对比公司估值.....	29
表 6 顺丰与其他快递公司 EV/EBITDA 的对比.....	29

## 1.综合物流服务商—顺丰速运

顺丰控股是国内领先的快递物流综合服务商，经过多年发展，已初步建立为客户提供一体化综合物流解决方案的能力，不仅提供配送端的高质量物流服务，还延伸至价值链前端的产、供、销、配等环节，从消费者需求出发，以数据为牵引，利用大数据分析和云计算技术，为客户提供仓储管理、销售预测、大数据分析、金融管理等一揽子解决方案。公司的物流产品主要包含：时效快递、经济快递、同城配送、仓储服务、国际快递等多种快递服务，以零担为核心的重货快运等快运服务，以及为生鲜、食品和医药领域的客户提供冷链运输服务。此外，顺丰控股还提供保价、代收货款等增值服务，以满足客户个性化需求。

图 1 顺丰控股是国内领先的快递物流综合服务商



资料来源：公司公告，德邦研究所

### 1.1 行业领头羊的历史沿革

顺丰于 1993 年在广州顺德成立，通过经营内陆与香港之间的即日速递业务起价。并在之后随着中国经济的不断发展而逐渐扩宽自身业务。创建伊始，顺丰通过加盟制扩张版图，但是随后几年顺丰管理面临压力，1999 年开始大刀阔斧转为直营制，在 2002 年完成改制并在深圳建立总部。2013 年顺丰首次引入战略投资者，完成资产重组，2017 年借壳鼎泰新材在 A 股上市。

1993 年，顺丰成立，依托珠三角城市群，构建业务网络；

1997 年，依托华南，全面布局全国，物流网络初见规模；

2002 年，成立总部，采用直营模式的组织架构，提升管理能力和服务品质；

2008 年，建立自有航空公司，逐步开拓国际市场；

2013 年，首次引入战略投资者，完成资产重组；

2014 年，转型综合物流，开始布局重货、冷链等全产业链市场

2017 年，正事更名为顺丰控股，并借壳鼎泰新材登陆 A 股市场；

2018 年，收购 DHL 在华供应链业务，切入供应链物流市场；

2019 年，深圳顺丰泰森控股（集团）有限公司成立全资子公司。

## 1.2 顺丰拥有市场以及官方的双重肯定

在全球最大的传播集团 WPP 发布的《2018 BrandZTM Top 100 Ranking Most Valuable Global Brands》(2018 全球最具价值品牌百强排行榜) 排行榜中, 我国的腾讯、京东、茅台、华为、百度、顺丰等 15 个品牌上榜。顺丰位列全球第 90 名, 品牌价值达 145 亿美元, 是中国唯一上榜的物流企业, 是全球上榜的 4 家物流企业之一。

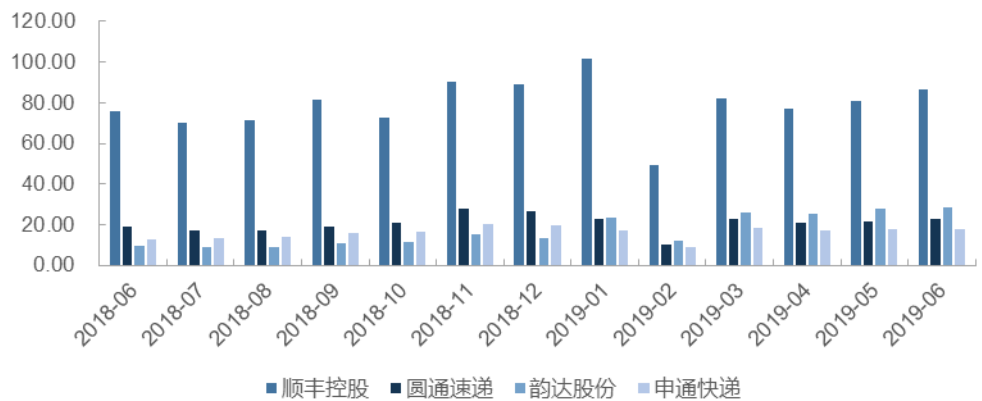
图 2 2018 全球最具价值品牌百强排行榜



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

公司在行业内的业绩表现也非常出色, 公司业绩在所有快递公司中一马当先, 2019 年前三季度, 公司营业收入为 787.70 亿元, 同比增长 20.37%, 归母净利润为 43.11 亿元, 同比增长 42.37%, 在整个行业中一枝独秀。作为行业的龙头公司, 顺丰拥有着在商务件和中高端快递的绝对话语权, 故而其快递服务业的收入也相对较为稳定, 短时间内拥有着绝对的领先地位。

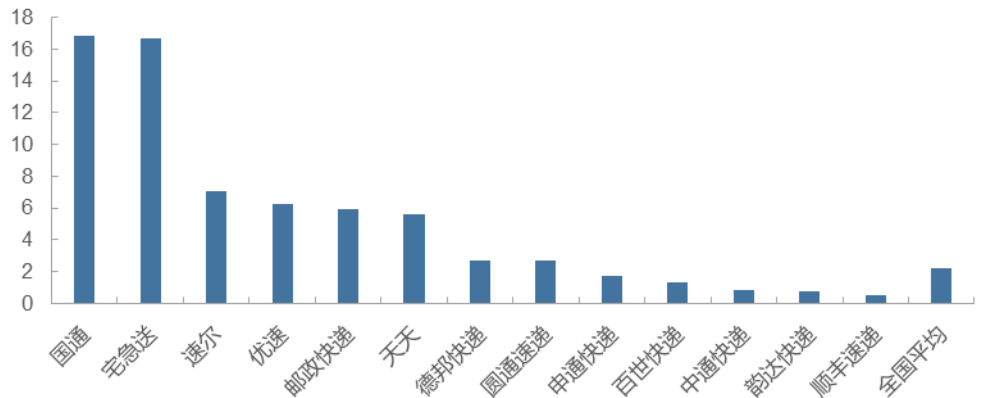
图 3 近一年内龙头公司快递服务业务收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

与此同时，公司的品牌形象也非常良好，数据计算，顺丰控股2018年月均申诉率为每百万件有效申诉0.49件，远低于全国平均的2.24件。自国家邮政局发布申诉情况通报以来，顺丰控股连续处于国内快递同行最低水平。

图4 各家快递公司月均有效申诉率（单位：件/每百万件）



资料来源：公司公告，德邦研究所

根据国家邮政局发布的《2018年快递服务满意度调查结果通报》，顺丰速运在“快递企业总体满意度”榜上排名第一。这是自国家邮政局2009年首次公布快递服务满意度排名以来，顺丰控股连续10年蝉联第一。顺丰的物流质量在市场和行业内都是有口皆碑的。也正是因为如此，顺丰也是很多人邮寄中高端快递的首选。

## 2. 物流行业细分跑道众多，发展前景广阔

### 2.1 物流行业不单单只有快递公司

物流服务即按照客户需求为客户提供服务，完成运输、仓储、管理等单个或多个物流环节。随着这些年电商行业的高速发展，物流行业伴随着快递运输逐渐步入大众视野。在物流行业中有许多细分行业，根据货物大小，有快递，零担快运，整车快运的划分；根据运输性质，还有冷链物流，及时物流和国际物流等划分。

图5 2019年中国物流产业图谱



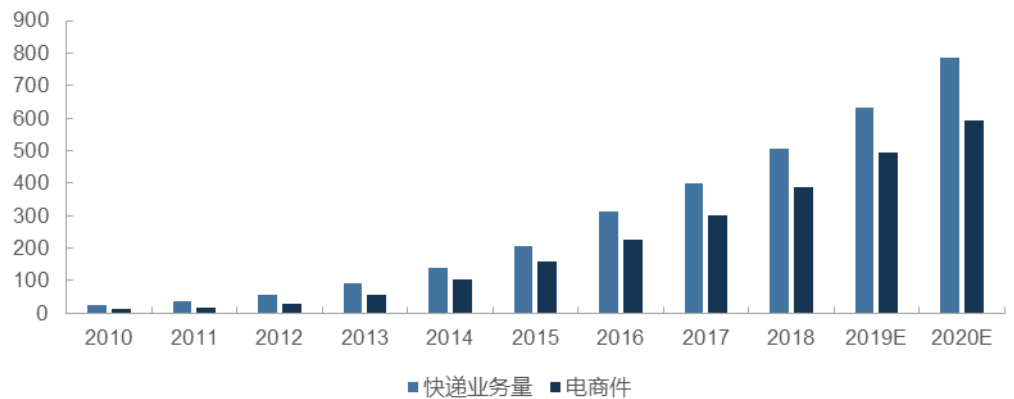
资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

由于我国现代化起步较晚，物流运输的运转系统缺乏网络化、规模化的建设，对物流运输服务缺乏整体化的认识。虽然交通运输领域开始推动运输枢纽和服务网络建设，但由于成长动力，物流运输服务一直面临发展瓶颈。不过随着电商的发展，电商对物流的需求刺激了整个市场。随着基础设施的不断建设和完善，我国物流不断高质量发展，水平不断提升，物流整体进入国际先进行列。

## 2.2 物流跑道上增长最快的是快递，快递市场上最快的是电商件

近 20 年来，随着电商的发展，特别是电商对物流能力的巨大需求，直接刺激了整个市场，中国的物流总量从 1998 年的 12.94 万亿发展到 2018 年的 283.1 万亿，20 年增长了 22 倍，而其中的快递的业务量，从 1998 年的 0.77 亿件发展到了 2018 年的 507 亿件，20 年增长 600 多倍。目前，我国快递业务量稳居全球第一，现在每天的业务量将近 2 亿件，最高日处理量已经达到 4.1 亿件，对全球快递业务增长的贡献超过 50%，是十年前的 40 倍之多。

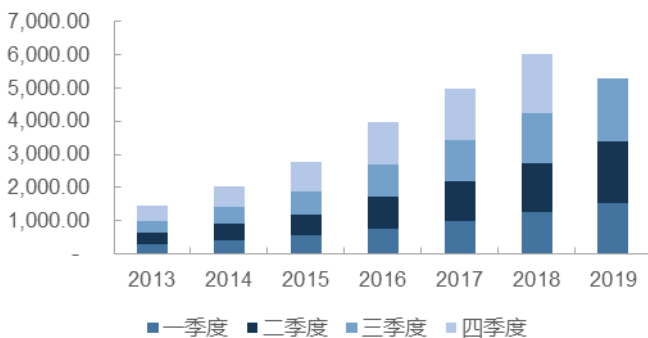
图 6 我国快递件总量与电商快递件总量（单位：亿件）



资料来源：wind，德邦研究所

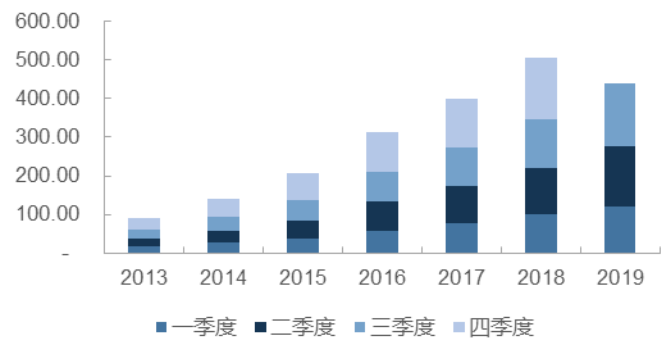
目前快递行业增长势头依旧强势。2019 年前三季度，全国快递服务企业业务量累计完成 439.1 亿件，同比增长 26.4%；业务收入累计完成 5271 亿元，同比增长 24.1%。其中，同城业务量累计完成 78.3 亿件，同比下降 1.7%；异地业务量累计完成 350.7 亿件，同比增长 35%；国际/港澳台业务量累计完成 10 亿件，同比增长 27.2%。从增长速度来看，快递行业的增长势头依旧强势。

图 7 近 6 年全国快递企业业务总收入走势图（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 8 近 6 年全国快递业务总量走势图（单位：亿件）



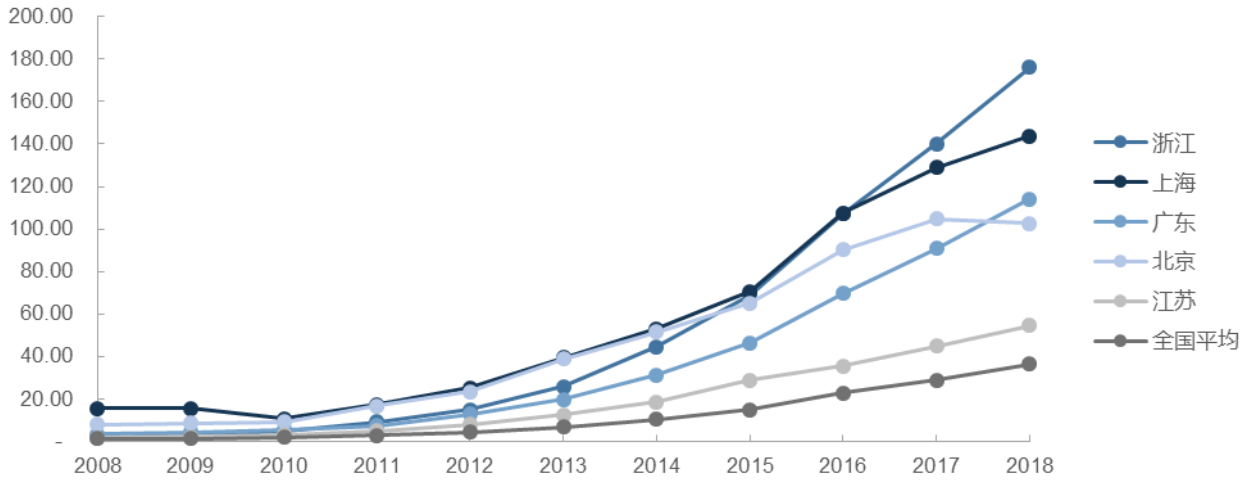
资料来源：公司公告，德邦研究所



### 2.3国内快递行业短期内仍会保持高速发展

中国的快递行业从快递端来看，2017年中国快递行业电商件量占比约75%，美国仅为48%。国内快递市场中电商件量占比明显高于美国快递件量，国内快递件量在近几年电商需求推动下保持迅猛增长，于2014年实现了对美国快递总件量的超越。不过按照人均快递件量来看2018年国内人均快递件量为36件，仍然落后美国的人均45件，国内快递行业未来发展潜力（尤其是非电商快递件）仍然很大。

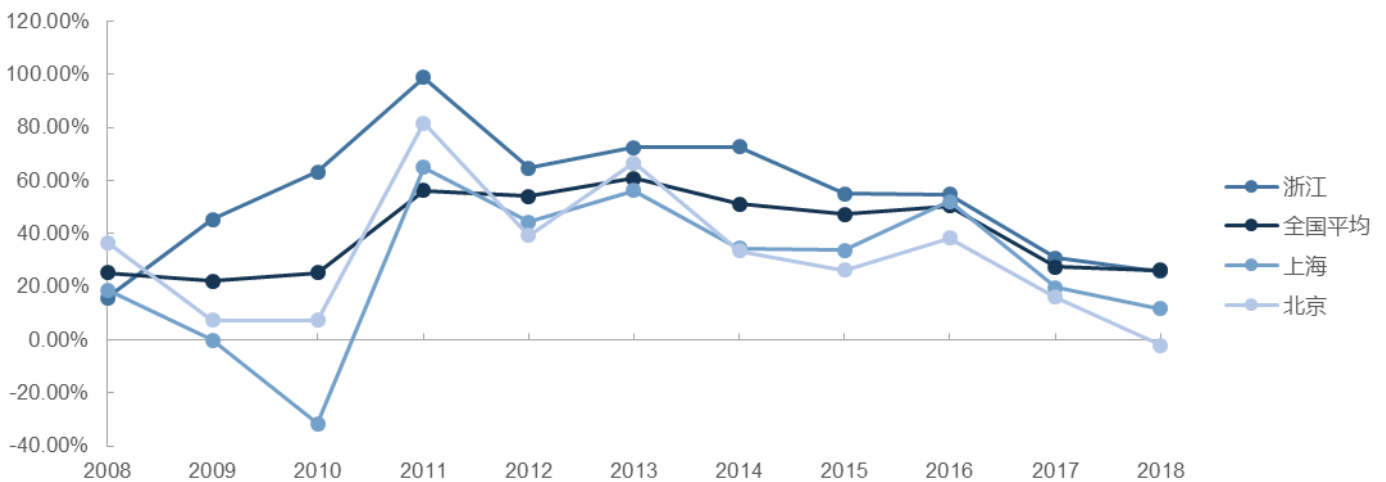
图9 近十年间各地区人均快递量变化（单位：件）



资料来源：wind，德邦研究所

通过分析各地区近十年各地区人均快递量的变化，可以很明显的发现主要的快递增量都集中在东部沿海地区，北上广以及浙江的业务量近年来都有着大幅度的增长，领先的浙江省2018年人均快递件达到176.23件，远高于全国36.34件的平均水平，国内其他地区快递产业仍有着非常巨大的发展空间。

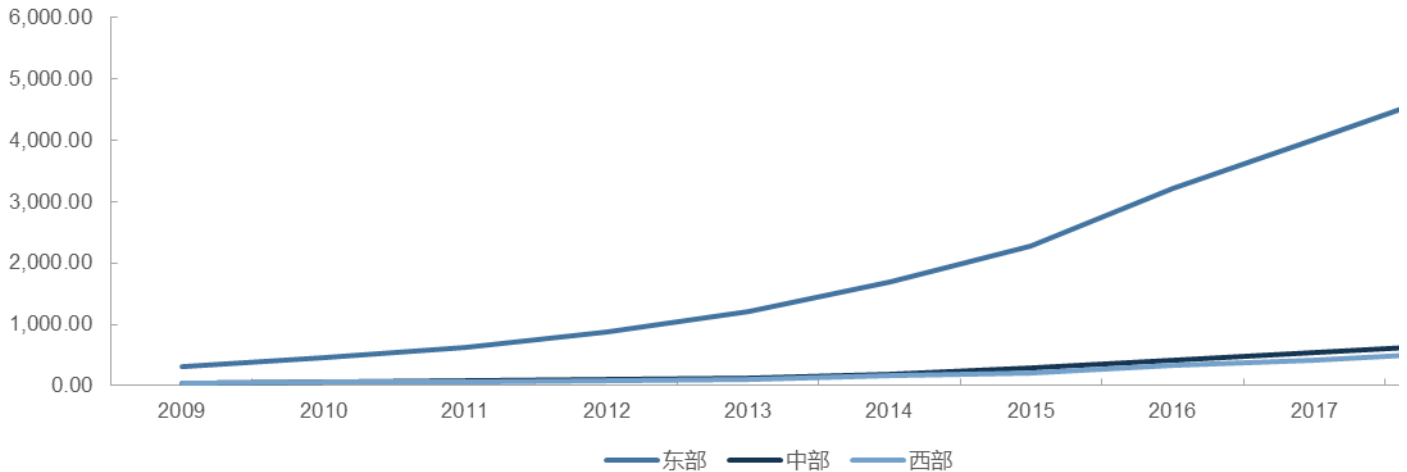
图10 近十年间各地区人均快递量增长率的变化



资料来源：wind，德邦研究所

不过再分析一下近十年间人均快递业务量的增速变化，则可以发现，自从2011年开始，随着快递基数的不断增大，快递业务量的增速在逐步放缓。其中浙江地区一枝独秀，在基数达到最高的同时，业务量的增速依旧保持了和全国增速一样的发展势头，全国的快递业务仍需保持25%的高速增长发展5年时间。故而短期内，快递业务量仍有很大的增长发展空间。其中最主要的增长点还在于二三线城市和中部及西部地区的快递行业的发展。

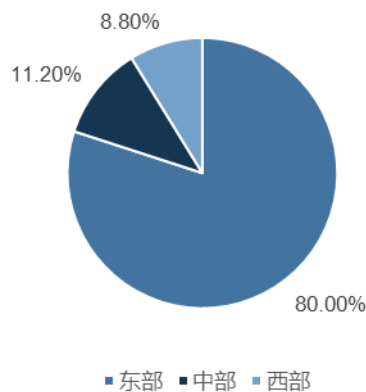
图 11 近 10 年快递收入分地区统计图（单位：亿元）



资料来源：wind，德邦研究所

从2018年的数据来看，快递业务收入东部占总收入的比例将近80%，收入增速也远大于中西部。随着中西部基础设施建设的日趋完善，物流成本逐步降低，中西部经济发展加速，物流需求加大，市场空间非常巨大。

图 12 2018 年快递业务收入统计比例



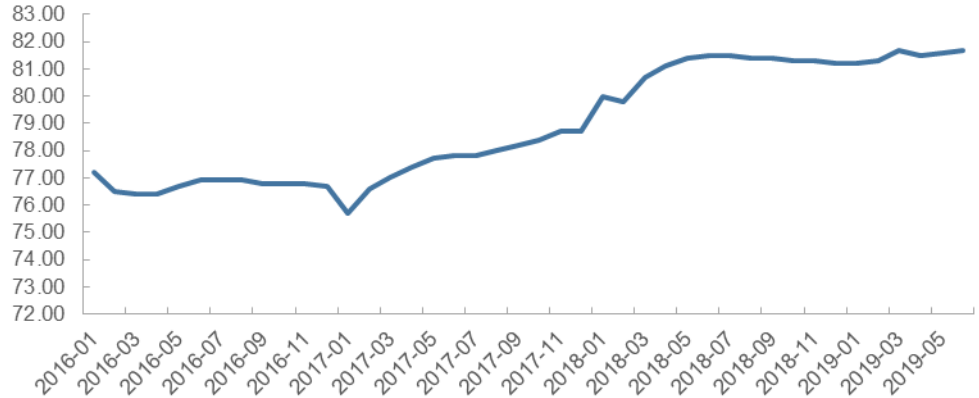
资料来源：wind，德邦研究所

2017年的《快递业发展“十三五”规划》中规划到2020年要形成覆盖全国、联通国际的服务网络。而在2019年1月，国务院办公厅发布《关于深入开展消费扶贫助力打赢脱贫攻坚战的指导意见》中也提到了要深入实施快递下乡工程，完善贫困地区快递服务网络，支持快递企业与农业、供销、商贸企业加强合作。可以预见，中西部地区和二三线的下沉市场，将是未来近两年间热门的市场发展方向。

## 2.4 快递行业集中度不断提高，市场竞争激烈

2017年后快递行业集中度不断提高。2019年6月的CR8为81.7，同比提升0.25%。而2019年二季度开始，CR8指数则在81-82之间小幅度波动，趋于稳定。行业集中度提升的背后仍然是二三线快递在掉队，进入2019年以来，已经有多家中小型公司陆续退出快递市场，包括安能、如风达和国通快递。

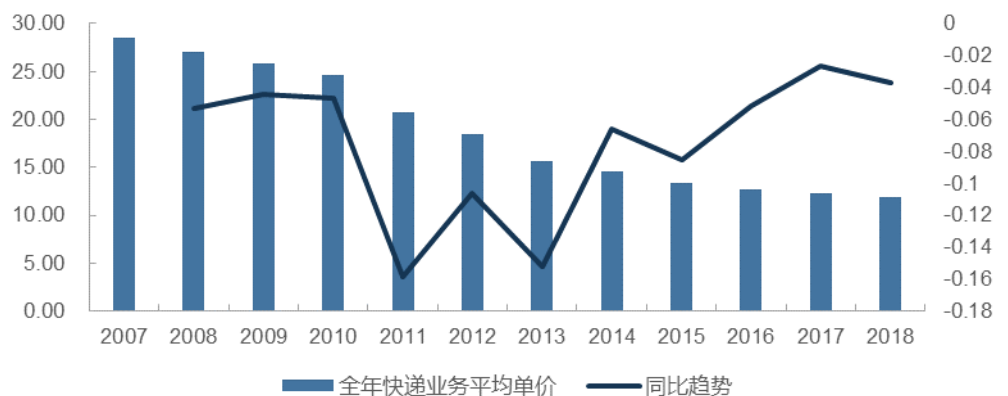
图 13 快递服务品牌集中度指数 CR8



资料来源：国家邮政局，德邦研究所

持续下行的单价是部分公司离场的主要原因之一。对于龙头公司来说，凭借较大的业务体量，降低了单件人均成本的投入，形成了“更大业务规模-货量增大-装载率提高-单件成本下降-在市场上更加具有竞争力”的良性循环。但是对于中小快递公司而言，自身业务规模达不到自动化分拣所需要的最小单量，固定成本和人工成本高居不下，使得这些公司进入“业务市占率下降-货量减少-装载率降低-单件成本上升-市场上更加没有竞争力”的反向循环，再加上目前激烈的价格战的市场竞争环境，中小快递公司生存状况愈发艰难。

图 14 2007-2018 年快递业务平均单价走势图 (元/件)



资料来源：德邦研究所

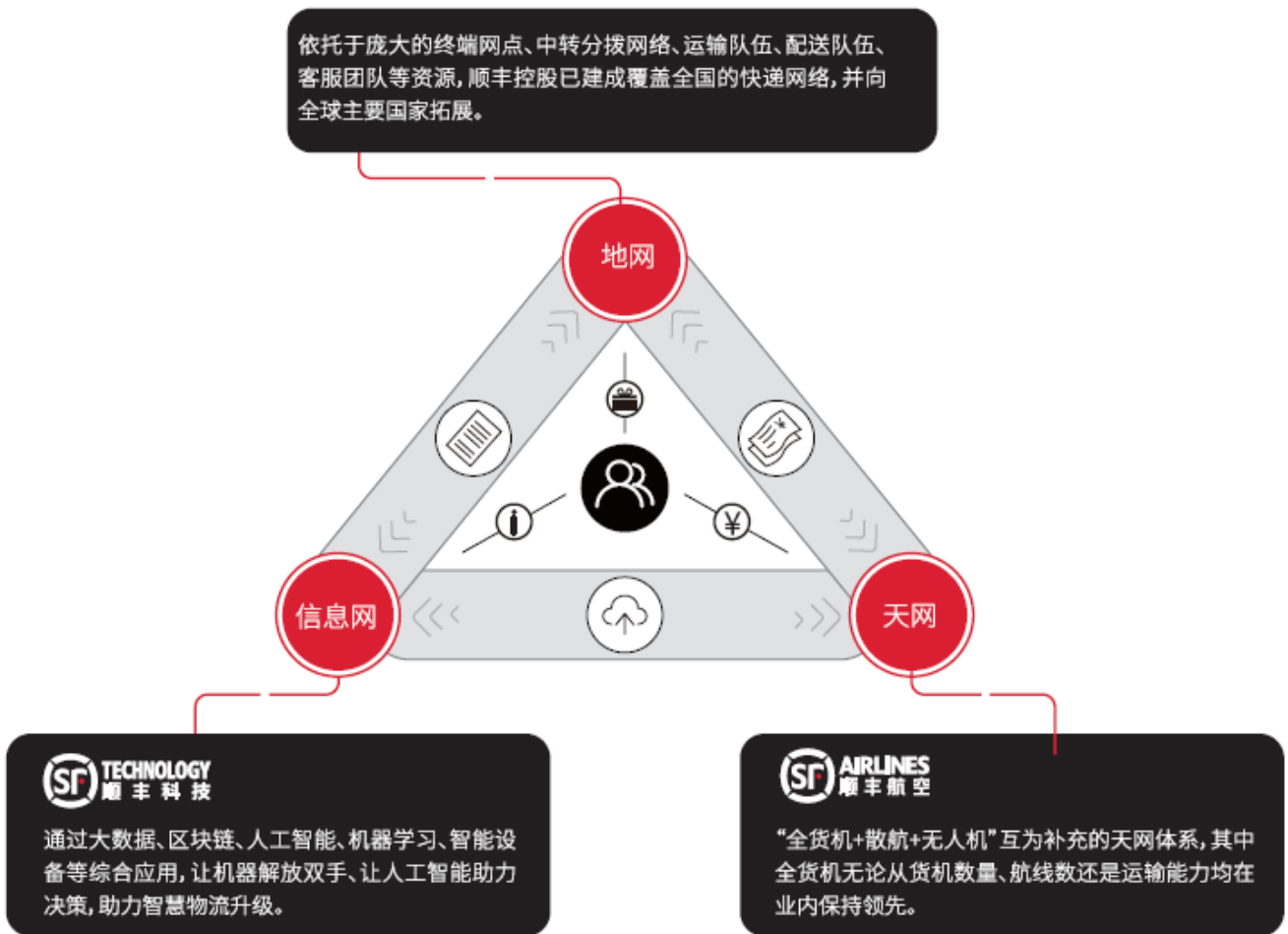
从快递单价走势图中能够很明显的看出，从2007年有数据统计开始，快递单价就在持续走低，不过从2015年开始，下降趋势逐渐趋于平缓。2018年，票均单价达到11.91元。收到目前电商火热的持续影响，可以预见，快递单价仍有下降空间，各家电商快递的价格战仍在继续。

### 3. 顺丰在行业内拥有非常大的竞争优势

#### 3.1 “三网合一”，顺丰物流体系完善

自从 1993 年至今，顺丰经过 26 年的发展，如今已经成为了国内最大的快递物流企业。顺丰拥有着如今的行业地位，离不开其在物流行业中多年的积累和基础设施的建设。经过多年潜心经营和前瞻性战略布局，顺丰控股已形成拥有“天网+地网+信息网”三网合一、可覆盖国内外的综合物流服务网络

图 15 顺丰的智慧物流网络，“天网+地网+信息网”三网合一

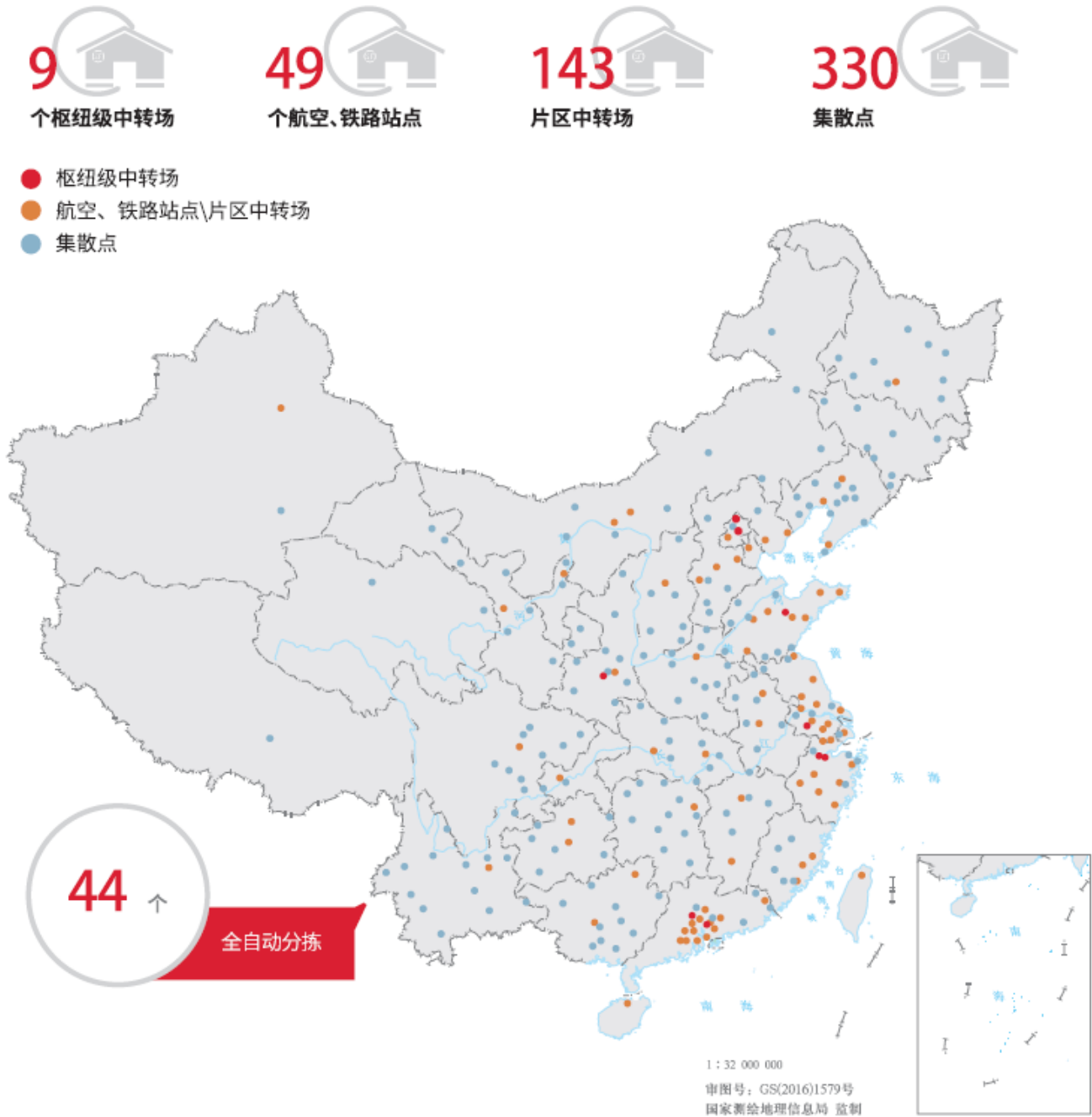


资料来源：公司公告，德邦研究所

顺丰控股的“天网+地网+信息网”包括以全货机+散航+无人机组成的空运“天网”，以营业服务网点、中转分拨网点、陆路运输网络、客服呼叫网络、最后一公里网络为主组成的“地网”，以及以各种大数据、区块链、机器学习及运筹优化、语音/图像/计算机视觉/智慧安检 AI 识别、智慧物流地图等组成的“信息网”，“天网+地网+信息网”三网合一。直营网络覆盖国内外，是国内同行中网络控制力最强、稳定性最高，也最独特稀缺的综合性物流网络体系。

2018年底，顺丰控股拥有9个枢纽级中转场，49个航空、铁路站点，143个片区中转场，330个集散点（含顺心快运），其中44个中转场已投入使用全自动分拣系统，最大中转场全自动分拣设备分拣能力峰值可达15万件/小时。

图 16 顺丰速递中转集散点分布图

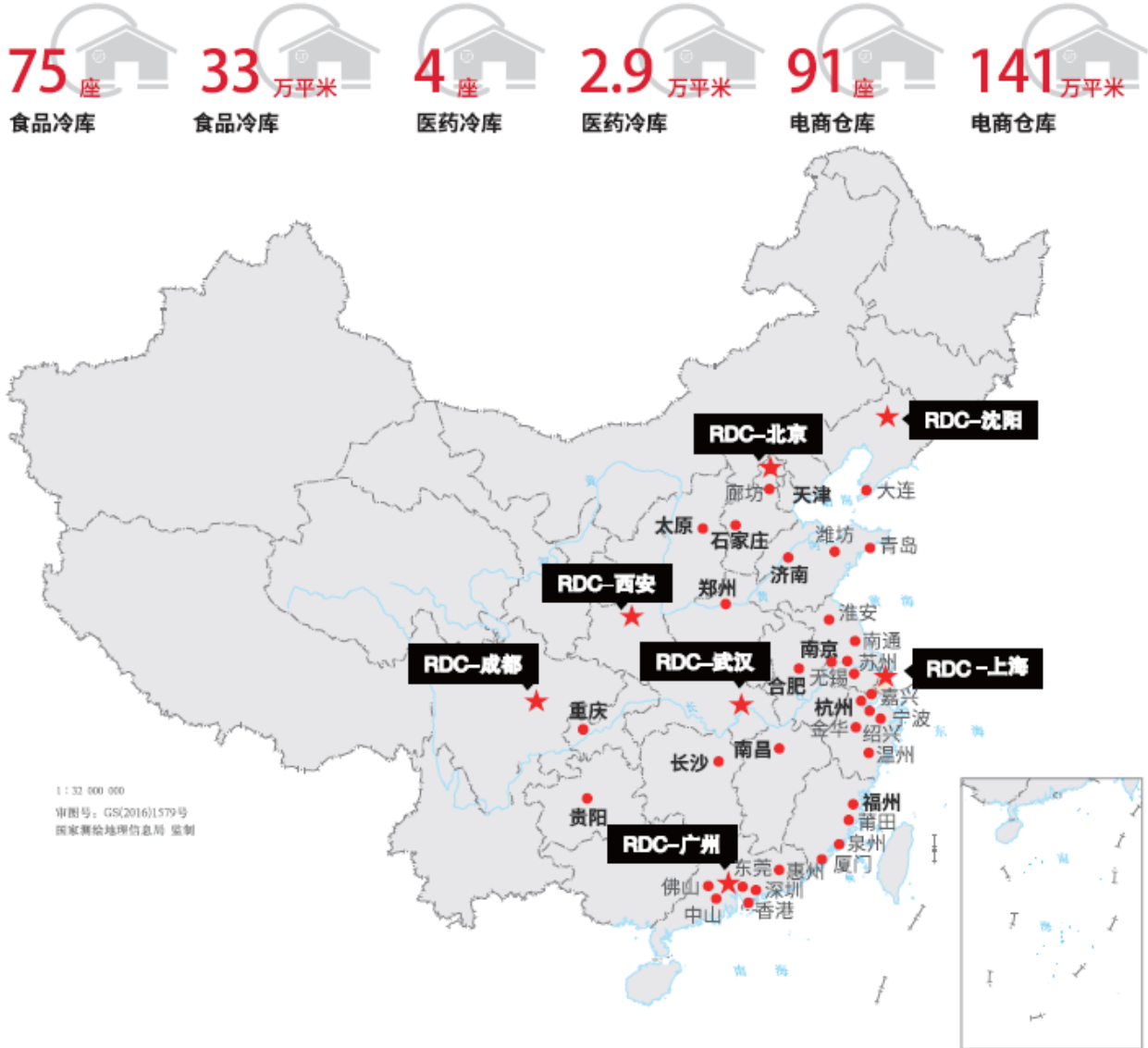


资料来源：公司公告，德邦研究所

未来，顺丰将重点建设湖北国际物流核心枢纽项目。顺丰将以该枢纽为核心，布局整个航空运输体系，全面打造覆盖全国、辐射全球的航路航线网络。核心枢纽项目的建设对于提升产品时效、提高服务的稳定性、构建高端综合物流服务能力、提升客户满意度形成了良好的底盘支撑。

2018年底，顺丰控股在全国拥有170个不同类型的仓库，面积近177万，业务覆盖全国100多个重点城市，形成辐射全国的仓储服务网络。目前，仓储方案规划设计能力已经成为顺丰供应链方案+最核心组成部分，为头部客户的获取提供了强力技术保障，是支撑公司“行业解决方案的科技服务公司”新愿景的核心能力之一。顺丰仓储已具备服务日百、鞋服、3C、美妆、跨境等业务形态的能力

图 17 顺丰速递仓储网络分布图



资料来源：公司公告，德邦研究所

仓储能力是物流环节中必不可少的一个重要环节。以京东为首的电商物流来说，其高效的“仓储配送”能力就是建立在其强大的仓储能力之上的。而虽然顺丰目前采用的是网络配送模式，但是其全行业的产业链建设也离不开其强大的基础建设能力。细来说，在冷链运输中冷库的存在直接决定了货物的安全，而冷库与冷库之间距离的合理性，直接决定了冷链业务是否能够顺利开展。而在供应链物流中，仓储管理能力直接决定了仓库的入仓和出仓效率，而这种效率直接决定了运输效率，也间接的决定了仓库大小。这些都是物流运输中决定物流效率的关键环节。

### 3.2 优质的航空资源领先全国

2009年，顺丰航空成为我国首家民营货运航空公司，现今已发展为国内全货机数量最多的货运航空公司。截至本报告期末，国内快递企业中，仅顺丰控股、EMS和圆通速递三家成立了物流航空公司，拥有独立航空运输能力。无论从全货机数量、航线数还是运输能力，顺丰控股在国内行业中都是领先的。

2018年末，顺丰控股全货机加散航总计航空线路2134条，2018年航班总数153.2万次，日均4196班次，覆盖43个国内主要城市（含港澳台）及金奈、新加坡、纽约等11个国际站点。公司2018年航空发货量总计约123.8万吨，日均发货3391吨，其中国内发货量占全国国内航线总货邮运输量约23%。公司2018年全年航空运输快递件量为8亿票，占公司总快递业务完成量约21.5%。

图 18 公司的自有航线和包机航线



资料来源：公司公告，德邦研究所

表 1 顺丰全货机运输统计

	资源项目	2018 年末	2018 年日均
全货机	自有投产飞机架数	50 架	-
	外部包机数量	16 架	-
	全货机线路条数	65 架	-
	航班总数	3.8 万次	103 次
	发货总量	50.7 万吨	1388 吨

资料来源：公司公告，德邦研究所

表 2 顺丰散航运输统计

	资源项目	2018 年末	2018 年日均
散航	散航线路条数	2069 条	-
	航班总数	149.49 万次	4093 次
	发货总量	73.1 万吨	2003 吨

资料来源：公司公告，德邦研究所

在高铁货运常态化运营之前，800 公里以上快递必须通过空运保证时效。顺丰机队的建设，也是其时效件运输能力的体现。同时，航空运输因其巨大的资本投资，故而也具有一定的行业壁垒，而顺丰的航空机队也对顺丰的品牌影响起到了正向促进作用。

另外，2018 年 8 月，顺丰控股和中铁快运合资组建了中铁顺丰国际快运，其中中铁快运占股 55%，顺丰占股 45%，经营高铁快运、快速货物班列、铁路跨境电商货运平台等业务。公司率先获取高铁资源，成为使用铁路运力最大的上市快递企业。

### 3.3 科技实力引领智能物流

公司自成立以来就重视强大的后台系统研发，自主研发了智慧网平台，包括顺丰物流各项核心营运系统、顺丰地图平台、大数据平台、信息安全平台、智能运维管理平台等，打造智慧化的坚实底盘。

图 19 顺丰科技的智慧物流项目



资料来源：公司公告，德邦研究所

2018 年，顺丰控股继续加大在大数据、人工智能、精准地图服务平台、无人化及自动化操作、智能硬件等方面的研发投入。截至报告期末，顺丰控股已获得及申报中的专利共有 1,645 项，软件著作权 649 个。在国内快递行业专利申请量排名第一，专利覆盖无人机、智能分拣、大数据运用、智慧物流网络建设、自动驾驶、包装保鲜技术等物流核心、突破性领域，技术的应用和突破强力推动了集团在对应物流环节中的运营优势。



### 3.4 自营模式的突出特点

顺丰控股拥有对全网络强有力管控的经营模式，是 A 股首家采用直营模式的快递公司。顺丰控股总部控制了全部快递网络和核心资源，包括收派网点、中转场、干支线、航空枢纽、飞机、车辆、员工等。

目前来看，快递公司主要有直营模式和加盟模式两种，直营模式对各环节具有绝对控制力，有助于公司战略自上而下始终保持统一，保障公司战略和经营目标的有效达成。加盟模式更加便于公司扩张，因为减少了公司前期对于营业网点的投入，所以能够快速覆盖大量地区，同时为了满足当前电商的快速发展，所以通达系普遍采取的都是加盟模式。

相对而言，行业内部普遍认为加盟商模式更加符合当期市场行情。公司企业在选择网点的时候需要考虑到选址，资金，运营人员，揽客能力等多方面指标和能力。前期投入巨大，而采用加盟商模式则可以避免前期巨大的投入。同时在加盟商的运作中，除了基本的业绩要求，基本是自负盈亏，故而底层的加盟商会更加具有业务积极性。同时直营模式成本更大，这对于价格敏感度极高的电商快递来说，是非常巨大的问题。

不过针对顺丰这种更加注重品牌优势以及强调服务质量的快递公司，很明显更加适合直营模式。顺丰公司具有较强的经济实力来承受直营模式的成本开支。除此之外，直营模式还有以下几点优势非常适合顺丰的发展：

一是保证公司经营的稳定性和可控性，保证了品牌优势。作为一家战略眼光长远的公司，未来可持续性发展也是公司战略发展的重点。顺丰控股的直营模式不仅能保证公司经营的稳定性，还能确保在异常风险事件、运营时效、质量及成本等方面的可控性，保证服务质量和客户满意度，并确保公司未来可持续、健康向前发展。

二是有助于客户服务及运营管理的标准化，进而提升质量和效率。因为加盟商的参差不齐，所以加盟商模式下的服务水平也层次不齐，加盟模式的这一点一直都备受诟病。而顺丰控股全网络范围内均实行标准化管理，能够有效保障服务质量和时效，确保客户体验和感知。

三是有助于公司掌握全流程数据和核心信息。直营模式下信息系统和全流程数据集中、统一管控，有利于公司进行基于客户服务的有价值的大数据分析和应用。

## 4. 全行业布局，逐步转型综合物流服务商

顺丰控股是国内领先的快递物流综合服务商，经过多年发展，已初步建立为客户提供一体化综合物流解决方案的能力，不仅提供配送端的高质量物流服务，还延伸至价值链前端的产、供、销、配等环节，从消费者需求出发，以数据为牵引，利用大数据分析和云计算技术，为客户提供仓储管理、销售预测、大数据分析、金融管理等一揽子解决方案。公司的物流产品主要包含：时效快递、经济快递、同城配送、仓储服务、国际快递等多种快递服务，以零担为核心的重货快运等快运服务，以及为生鲜、食品和医药领域的客户提供冷链运输服务。此外，顺丰控股还提供保价、代收货款等增值服务，以满足客户个性化需求。

**表 3 顺丰产品分类**

时效主要产品	顺丰即日	当日 20:00 前送达
	顺丰次晨	次日 12:00 前送达
	顺丰标快	次日 18:00 前送达
经济及仓储产品	顺丰特惠	隔日 23:59 前送达
	仓储服务	提供专业单仓、全国分仓、数字化云仓等专业仓储服务

快运主要产品	重货包裹	单票 20-100kg
	重货专运	发运整车货物
	小票零担	单票 50-500kg, 省际零担
	重货快运	依托航空的非标类重货快递
冷链主要产品	冷运到家	易腐食品等商品, 全程温控运输
	冷运到店	冷藏车点对点, 点到多点配送
	冷运零担	多批次、小批量的零担冷运物流
	冷运专车	线路相对固定的跨区域整车冷运
医药主要产品	生鲜速配	寄送个人的, 时效要求较高的生鲜、肉制品、乳制品
	医药安心递	非温控医药、生物样本、医疗器械等门到门配送服务
	医药专递	温度敏感药品/试剂、低温运输生物样本等物品
	医药商配	GSP 验证车点到多点的医药类货物专业配送服务
	医药零担	多批次、小批量的零担医药类货物物流服务
同城主要产品	医药专车	线路相对固定的医药冷运直达业务
	同城急送	平均 0.5-1 小时送达的专人直送服务
国际主要产品	国际标快	门到门, 提供正式报关服务
	国际特惠	针对时效不敏感的经济新国际快递服务
	国际小包	提供国际航空运输、优质清关及派送的小包股票
主要增值服务	保价服务、签收返还、代收货款、逆向物流、正事报关、委托收件、包装服务、等通知派送	

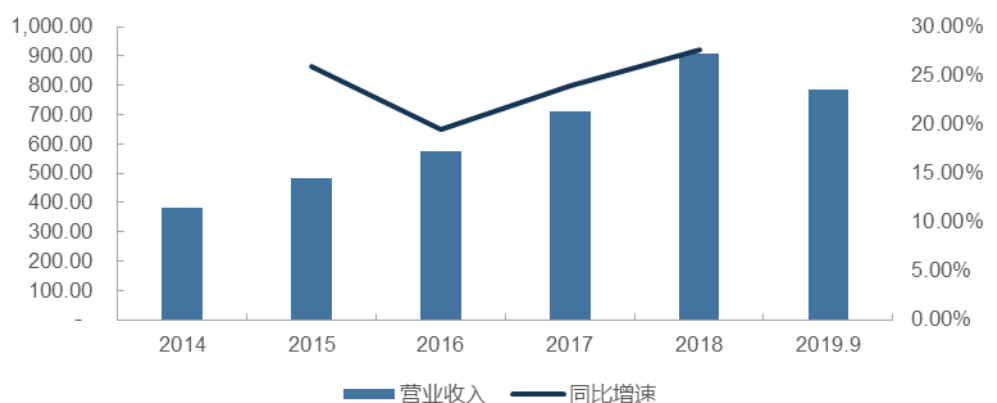
资料来源：公司公告，德邦研究所

顺丰在 2014 年开始逐步引入新业务，当年的主营业务时效件和经济件能占到总营收的 90% 以上。而到了 2018 年，速递业务只能占到总营收的 80%。不过即便如此，主营业务收入的增速依旧能够接近 20%。由此，也能体现出顺丰主营业务的巨大优势。

#### 4.1 时效件等主营业务在行业中有巨大优势

公司的核心产品是国内速递业务。公司的国内速递业务在服务水平、产品创新及营运标准上一直处于行业领先地位，通过打造时效产品体系，为客户提供价格和时效期望值匹配的高性价产品，满足不同客户群的多样化需求，主要包括顺丰标快、顺丰即日、顺丰次晨等快递产品。

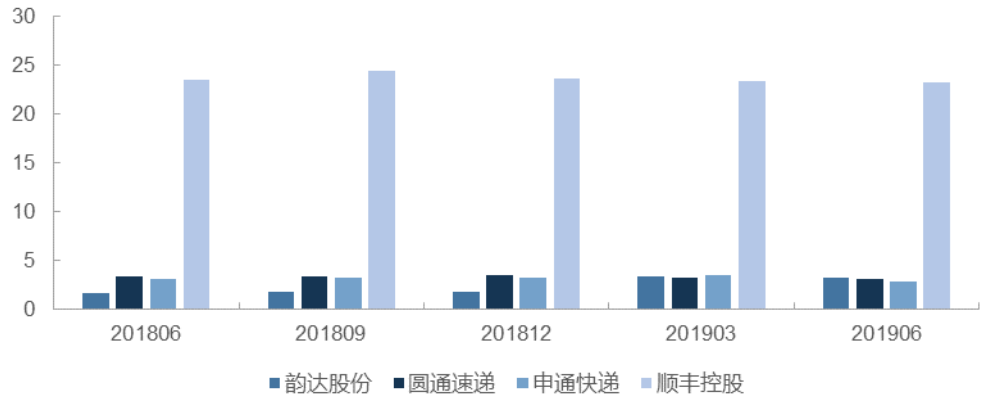
图 20 2014-2019 年顺丰控股营业收入以及增速变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

与电商快递不同，顺丰的主营业务是时效件。时效件没有享受到这一波的电商红利，所以顺丰的业务量增速一直并不是特别的尽如人意。但是时效件因为其较高的业务定位和已经较为完善的市场定价，所以单票收入非常高。这也是顺丰的营业收入仍然领先全行业的原因。

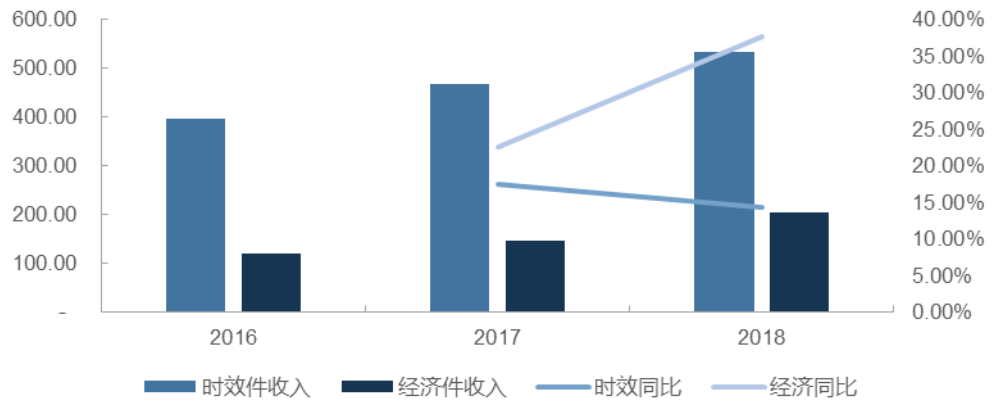
图 21 快递龙头公司单票收入对比图 (单位: 元/件)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

公司在商务快递市场处于领导地位, 并且公司 50% 以上的收入也是来自于这个领域。随着电商的发展, 为了能够给客户多样化的选择, 公司也适度推出经济产品, 成为公司产品体系的有益补充, 并且推动公司 2018 年这一部分的业务增速提高到 28%。

图 22 顺丰近三年经济件和时效件发展变化图 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

我国目前快递行业的爆发离不开电商行业的爆发性增长。高人口带来的巨大市场, 东部的高集中度和人口红利带来的高效物流配送效率、线下冗余的销售供应链、以及中国互联网的高速普及, 创造了世界上最大的电商市场。2018 年, 我国电商的渗透率达 19.6%, 为美国的两倍之多。

因为顺丰竭力打造的高端品牌形象, 所以在电商市场上, 追求运输效率或者运输安全的商家, 也都会因为顺丰的品牌定位, 而对顺丰青睐有加。客观而言, 顺丰高时效、高价格的企业定位并不太符合中低端电商快递市场的需求, 同时顺丰为了追求实效而打造的物流网络, 一时间也无法适应增量降本的价格竞争和市场趋势。

不过, 顺丰进军中低端电商市场也是绝对必要的, 1、首先, 目前顺丰转型综合物流服务商, 这个战略方向意味着顺丰必须要能够有能力提供全方位的电商快递服务; 2、其次, 目前的电商仍能带来至少 3-5 年高速发展的市场红利, 顺丰绝对不能对此坐视不理; 3、最后, 这个市场现状本身就是中国市场的特色, 也就是人口集中度带来的效率优势和市场差异, 顺丰的发展一定要适应中国市场的发展特点, 也是一个顺丰学习和发展自己的必经阶段。

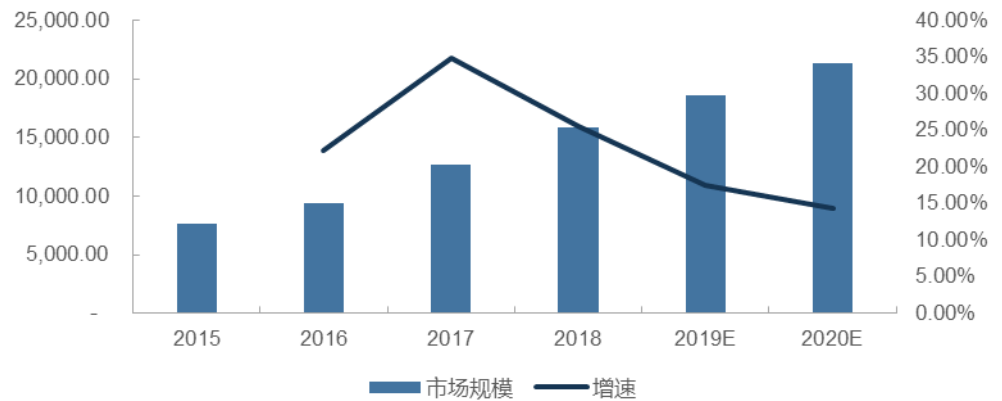
## 4.2快运行业扶摇直上

根据《公路汽车货物运输规则》规定，行业内按照运送货物的重量由重到轻，体积由整体到零散，将整个公路物流细分为三类，依次为整车运输、零担运输与快递，其中零担介于整车和快递之间，是指货物在重量或体积上未能达到整车运输水平，货运公司安排其与其他货物拼装成一辆车后进行运输配送，运输重量一般在 30-3000kg。

从服务对象上看，零担快运与整车运输相似，主要针对供应链上端的企业客户，对运输时效性要求相对偏低。我们认为尽管零担快运的增速难以与纯消费+互联网驱动的快递行业比肩，但零担快运市场规模远大于快递市场，未来空间广阔。

据运联传媒测算，仅仅是零担市场规模，2018 年已高达 1.36 万亿元，预计 2020 年突破 2 万亿元。从业务流程上看，零担快运与快递运输相似，具有少批量、多批次的特点。2017 年我国零担快运占公路运输市场的 24%。2017 年我国社会物流费用达 12.1 万亿，其中物流运输费用为 6.6 万亿，按照公路货运量在总货运量的比例为 78%，可估算公路货运市场规模约为 5.1 万亿，根据行业数据测算零担行业市场规模为 1.25 万亿，快递、零担、整车运输的市场规模占比分别为 10%、24%、66%。

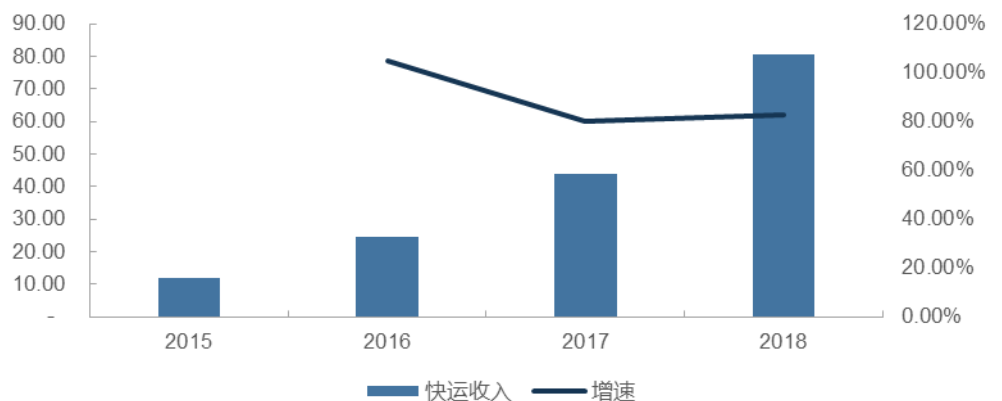
图 23 2015 年-2020 年中国零担市场规模（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

在高度集中的市场格局下，龙头企业的收入和盈利体量更为庞大。根据 SJ 咨询的数据，2016 年美国零担物流行业规模为 349 亿美元，换算成人民币约合 2264 亿元，明显小于我国零担行业的 2016 总规模 1.1 万亿元。但由于市场集中度更高，300 多亿美元的零担市场就培育出了 11 家收入规模超过 10 亿美元的企业。这意味着，未来随着我国零担市场集中度的提升，零担龙头企业在体量上仍然有着非常可观的增长空间。

图 24 顺丰快运业务收入以及其增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

快递行业和快运行业具有一定的共通性，可以共用公司已有的产业资源，如网点，中转站，运输工具和运输网络。这对于用着成熟的物流网络的顺丰是一个很重要的竞争优势。

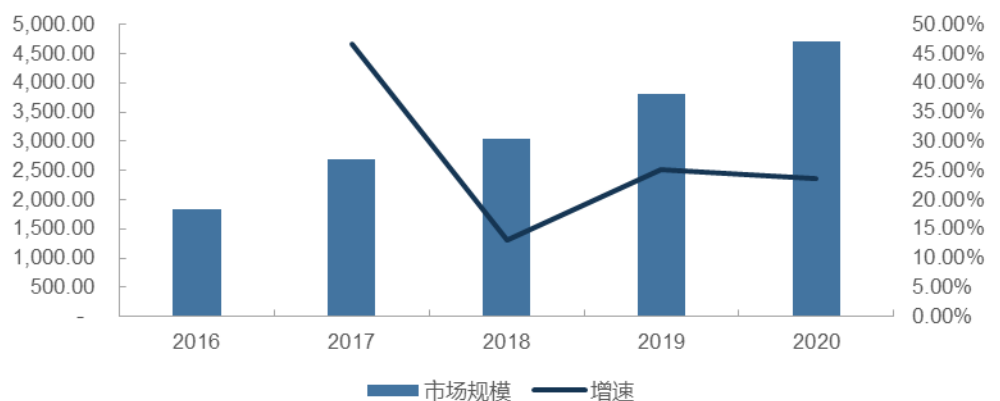
就目前而言，快运市场的集中度低的主要原因是，发展速度较为缓慢，入行门槛较低，不少中小企业不规则发展。同时市场监管不到位，有着很多包括超载、疲劳驾驶在内的规范问题。同时，整个中国市场的人力成本较低，重资产模式不明显，物流企业议价能力价低。市场不完善，业务需求较低。所以市场主要的运力，还是来自于追求安全品质的大企业，或者是运量较大存在长期合作的大客户。不过伴随着快递行业的成熟，以及资本的逐步入场，快运的行业发展的爆发期也即将到来。顺丰提起入行布局，也是非常重要的战略布局。

### 4.3 上山下乡，政策引导冷链物流市场发展

我国是一个人口大国，同时也是一个农产品生产、消费和贸易大国，农产品生产经营方式的升级、农业生产与现代化大流通及城市大市场的联系越来越紧密。在乳制品、禽肉、水产等生鲜产品的运输过程中，冷链物流起到的作用越来越突出。此外，除了农产品以为，医药、餐饮连锁、快消品也是冷链物流中主要的运输商品。居民生活水平提高，也是现在冷链物流一个很重要的发展诱因。

据数据显示，2018年冷链物流基本面持续向好。据预测，2018年中国冷链物流需求总量将达到1.8亿吨，比上年增长3300万吨，同比增长22.1%。数据显示，2018年冷链物流市场规模达到3035亿元，比上年增长485亿元，同比增幅19%。2018年生鲜市场交易规模达到2103亿元，同比增长49.9%。同时随着城乡需求持续打开，冷链物流市场前景广阔，未来的冷链市场规模将保持增长趋势。预计2019年这冷链物流市场规模将达3800亿元。根据中国物流与采购联合会发布的报告，预计到2020年，市场规模将近4700亿元。

图 25 中国冷链物流市场预测（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

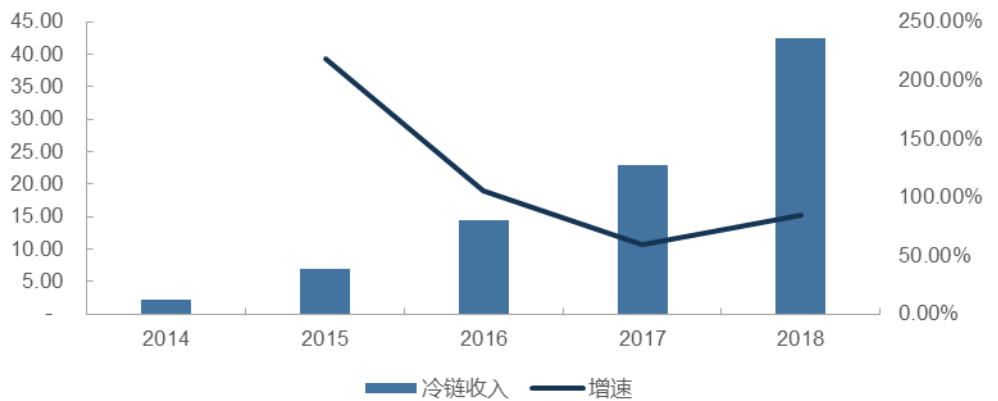
城镇化水平方面，中国农村地区的生鲜食品多是自给自足，而城市居民普遍远离产地，生鲜食品的储运离不开冷链，为冷链食品主要消费群体。2017年我国城镇化率仅为58.52%，远低于美日冷链物流行业步入成熟期时接近75%的水平。

顺丰也早就盯上了冷链市场。2014年，顺丰推出冷运业务，为生鲜食品行业客户提供综合供应链解决方案，包括生鲜速配、大闸蟹专递、冷运到家、冷运到店、顺丰冷运零担、冷运专车、冷运仓储等，覆盖食品行业生产、电商、经销、零售等多个领域，主要客户有：全家、双汇、大希地等。

目前公司的冷运网络已经覆盖 139 个城市及周边区域，拥有 51 座食品冷库，食品冷库运营面积 23.4 万平米，拥有自有冷藏车 681 台、123 条食品运输干线，贯通东北、华北、华东、华南、华中核心城市。

2014 年 3 月，顺丰成立了医药物流事业部，目前医药网络覆盖 132 个地级市、962 个区县，拥有 3 个 GSP 认证医药仓，医药冷库运营面积 2.98 万平米，拥有 24 条医药运输干线，通过 GSP 验证医药自有冷藏车 209 台，覆盖医药行业生产、电商、经销、零售等多个领域，提供医药常温、医药专递、医药商配、顺丰医药零担、医药专车、医药仓储等服务。医药行业主要客户有：拜耳、默沙东、哈药集团、华润三九、赛诺菲制药、广药集团、太安堂等。

图 26 顺丰冷链收入及其增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

本质上讲，冷链物流还是物流，其核心目的自然是保障生鲜、快消品以及医药行业等特殊商品的物流运输。因此，除了具有一般物流具有的特点之外，冷链物流还具有其他两个与众不同的特性。具体来说体现在以下两个方面：

第一、高成本。冷链物流中的商品，在流通的过程中需要遵守 3T 原则（流通时间 Time、贮藏温度 Temperature 和产品耐藏性 Tolerance）。由于商品的品质随温度与时间的变化而变化，而对物流时间和贮藏温度的时时把控都大大提高了冷链物流的运输成本。

第二、行业标准化程度较低。目前我国冷链物流相关的法律法规和标准体系都不甚健全，缺乏必要的行业标准和监管机制。同时，冷链运输货品种类繁多，速冻食品，水果生鲜，医药等每一个产品对物流的要求都各有不同。水果生鲜毛利较低且易损但是量大，医药供应链完整但是运输过程中要求较高。

而顺丰作为目前运输行业中产业链最为完善的公司，是最能够满足客户多样化需求的物流公司，所以目前在冷链物流这个不是特别成熟的市场上，顺丰非常具有竞争力。

### 4.4 布局即时物流市场，或将革新商业现状

与快递的寄送逻辑不同，即时物流是直接的点到点的运送，对时效性，货物安全性的要求甚至高于时效件，所以有着运输成本高，装载率低且不存在规模优势。入行门槛比较低。同城及时物流市场的核心竞争力主要来源是上下游配套服务的引流。

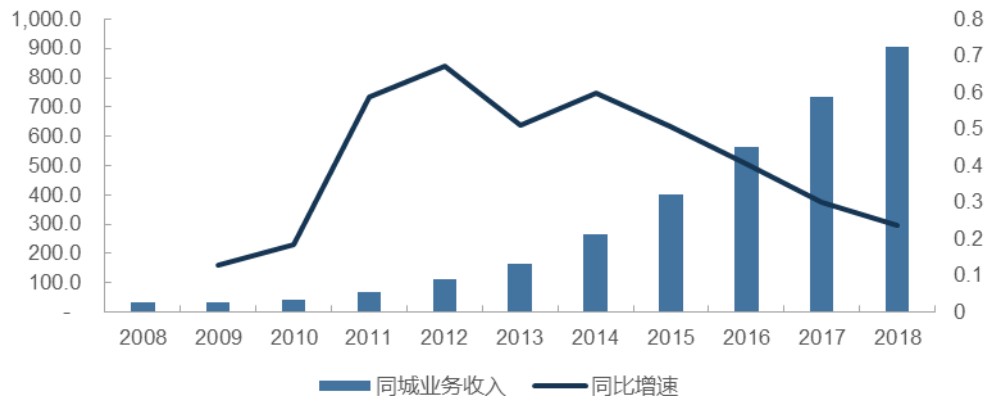
图 27 2019 年中国即时物流产业链图谱



资料来源：德邦研究所

过去，零售业的核心关键是选址，选址的优劣会直接影响到客流。但现在即时配送服务把商超店家的覆盖半径从过去的 500 米、1000 米拓展到 3-5 公里，零售企业的人效、坪效和商品效率大大提高。如今的即时配送业态和当年电商平台的崛起一样正在倒逼商业创新，革新商业理念，重构业态模式。

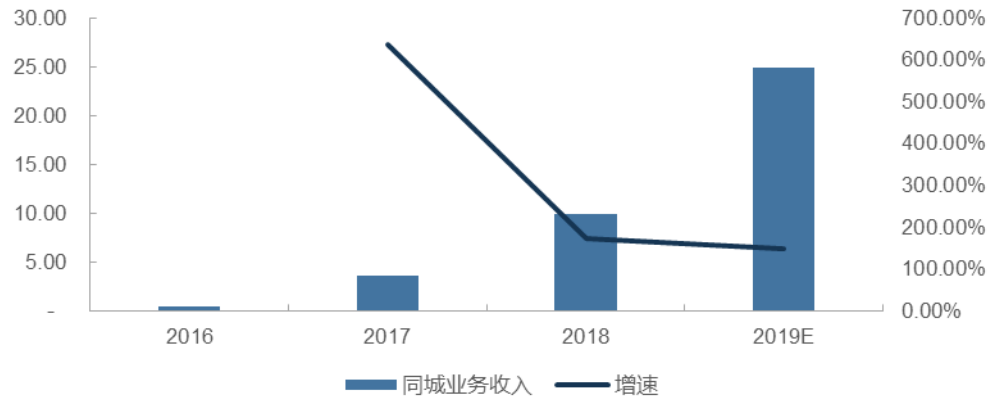
图 28 2008-2018 年同城快递业务收入变化情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

国家统计局数据，2019 年前三季度全国快递业务量累计完成 439.1 亿件，其中同城业务量占全部业务量的 17.8%，约 78.16 亿件，同城业务收入达到 542.9 亿元。增长率上看，2011-2015 年同城快递业务收入增长率保持在 50% 以上，不过从 2014 年开始增速有所放缓，2018 年的增速只有 23.54%。

图 29 顺丰同城业务收入及其增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

目前，同城外卖行业发展较为成熟，上游市场的“美团”、“饿了么”等平台对于外卖的导流较为成熟，不过总体来说，即时物流行业仍然仍在发展的起步阶段。对于顺丰来说，顺丰拥有很多行业积累的客户资源和终端配送能力，上下游的导流能力以及入行的基础配套能力都较为完善。

10月24日，在深圳举行的发布会上，顺丰集团首席战略官、顺丰同城公司董事长陈飞宣布，“顺丰同城急送”品牌独立运营。顺丰在2017年切入同城即时配送领域，已覆盖国内所有直辖市、绝大部分省会城市、二线以及部分三线城市，为服装行业、餐饮外卖行业、商超行业、消费电子行业、平台行业等的主要品牌客户提供优质的同城即时物流配送服务，顺丰同城公司董事长陈飞表示，顺丰同城急送目前已服务包括麦当劳、必胜客、瑞幸咖啡、喜茶、天虹、永辉、优衣库、耐克、阿迪达斯在内的不同行业的头部品牌，并服务超过10万中小商家和2000万的个人用户。

即时物流因为门槛较低，所以未来发展的竞争力，主要体现在整个城市的系统统筹和路线分配等最后一公里的技术能力。随着顺丰在物流行业全产业链的完善，科技系统能力的不断加强，以及快递最后一公里的配送能力优化，顺丰可以通过自身的品牌优势，整合自己的物流能力积极拿下这块市场。

#### 4.5 跟随中国企业走向国际，全力发展国际物流能力

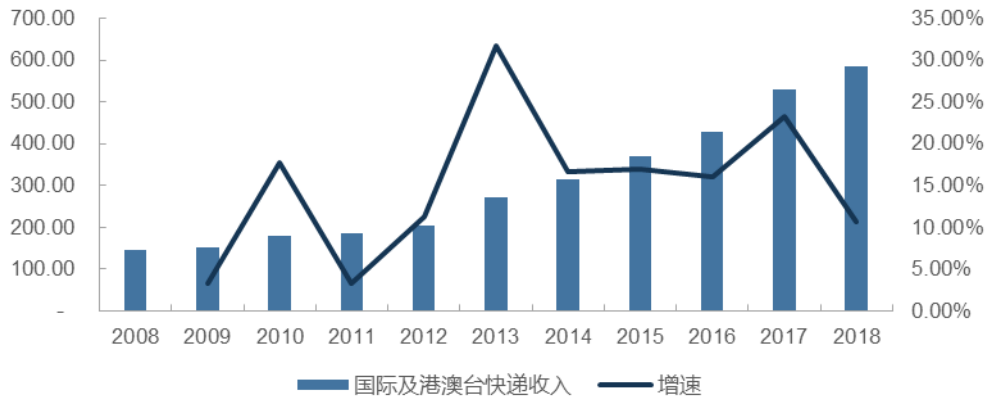
就目前的现状来看，中国的物流现状与国际物流现状差异较大。虽然国内物流依托于电商的发展而有着爆发式的成长，但是总体而言，体系不够完整，市场不够开放，企业不够成熟，目前而言，中国的物流企业没有在国际市场上与国际物流公司竞争的實力。目前，中国的物流企业大多依托于中国的对外贸易的开展来进行国际物流业务的开展，业务形势也大多都是选择与国际物流公司进行合作。

不过，随着中国的一带一路等国家政策积极开展国际业务的尝试。虽然中国的物流企业仍在走向成熟的路上，但是随着中国的不断成长，中国物流企业也将会在国际拥有更大的影响力和竞争力。

从长远角度来看国际快递，“一带一路”的国家政策的支持和促进是国家对外合作的重大举措，为中国企业“走出去”创造出了难得的历史机遇。国内外制造企业、贸易企业、跨境电商以及消费者缺乏便捷可靠的国际快递与物流解决方案，中国优秀企业和商品需要“走出去”，海外优质企业和商品亦需要“走进来”。顺丰作为中国市场的龙头，同时拥有顺丰航空的航空货运能力基础，随着中国的不断开发，发展前景广阔。



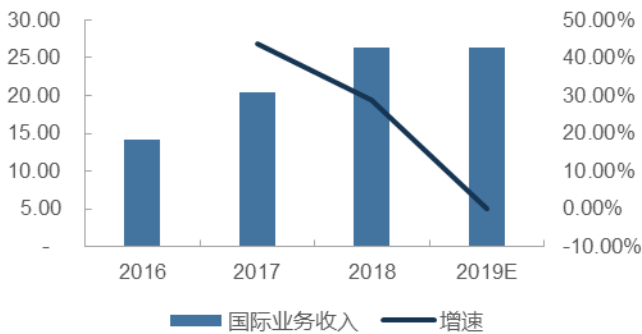
图 30 2008-2018 年中国与国际及港澳台快递收入以及其增速 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 德邦研究所

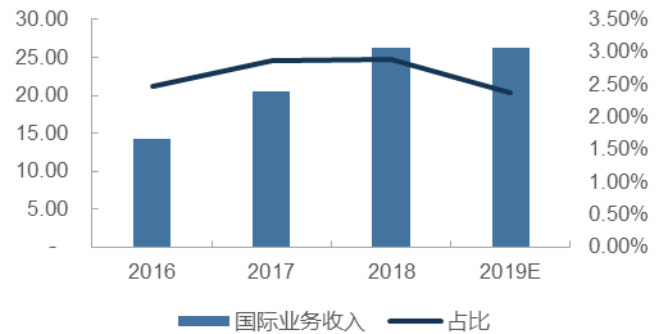
国家统计局数据, 2019 年前三季度中国国际及港澳台快递业务量占全部业务量的 9.9%, 约 10 亿件, 收入达到 521.8 亿元。增长率上看, 国际以及港澳台快递业务收入虽然增长率波动较大, 不过一直保持持续增长的趋势。

图 31 顺丰国际业务收入及其增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 32 顺丰国际业务收入及其较总收入的占比 (亿元)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

2018 年全年, 顺丰的国际业务实现不含税营业收入 26.3 亿元人民币, 同比增长 28.7%。对比国际知名物流企业 UPS, UPS 2018 年的美国国内业务收入 104.8 亿美元, 营业利润 6.66 亿美元, 航空货件日均货量增长近 8%; 国际业务领域收入 34.59 亿美元 (为顺丰国际业务收入的 9 倍之多), 营业利润 5.28 亿美元。

顺丰控股自 2010 年开始积极拓展国际件服务, 顺丰控股致力于为国内外制造企业、贸易企业、跨境电商以及消费者提供便捷可靠的国际快递与物流解决方案, 包括国际标快、国际特惠、国际小包、海外仓储、转运、国际电商专递等不同类型及时效标准的进出口服务, 并可根据客户需求量身定制包括市场准入、运输、清关、派送在内的一体化的进出口解决方案, 旨在帮助中国优秀企业/商品“走出去”, 亦将海外优质企业/商品“引进来”。目前已开通美国、日本、韩国、新加坡、马来西亚、泰国、越南、澳大利亚、印度尼西亚、印度、俄罗斯、蒙古、爱沙尼亚、柬埔寨等国家的快递服务, 以及二百多个国家和地区跨境 B2C 和电商专递业务。

同时, 顺丰控股和 UPS 于 2017 年 5 月宣布在香港成立合资公司, 助力双方共同开发和提供国际物流产品, 聚焦跨境贸易, 拓展全球市场。该合资公司的成立有助于中美两家知名的物流企业在网络、规模等方面取长补短, 提升效率, 有利于顺丰控股长期国际战略布局, 优化国际物流网络, 提升企业的国际竞争力。未来, 除在国际业务上的合作外, 顺丰控股还可以借鉴利用 UPS 在航空枢纽方面的运营经验, 提升未来鄂州超级枢纽建成投产后的运营水平, 助力顺丰控股高效连接世界。

#### 4.6 战略眼光长远，顺丰提前布局供应链物流

客观的来说，物流行业的发展和其他服务行业是一样的，大型的企业先是优先服务行业大市场，再通过供应链的完善辐射到细分小市场的。美国、日本快递行业的发展均经历了“先物流后快递，先制造业后消费业“的发展历程。

而通过淘宝的发展再到天猫的转型，甚至是拼多多的崛起，都体现了中国农村包围城市的市场特色。巨大的市场需求刺激了资本的入场，从而快速促进了企业的发展。所以目前的快递市场主要都是在享受电商带动的整个市场发展的红利。不过长远的来看整个物流行业的发展，整体供应链里物流体系的完善才是未来物流的发展方向。2018年，顺丰通过合作或者并购供应链领域高质量标的，进入供应链物流市场，并快速获得行业解决方案能力。

2018年8月，公司与美国夏晖集团共同在中国成立新夏晖，经营夏晖已有的中国大陆、香港和澳门的供应链及物流业务。美国夏晖拥有世界领先的冷链和多温度食品分发技术，是世界上冷链物流以及控温式配送中心的龙头企业，是供应链管理标准制定者和全球领导者。

2018年10月，公司与德国邮政敦豪集团达成战略合作，整合DPDHL在中国大陆、香港和澳门地区的供应链业务。DHL中国供应链在汽车、科技、医疗、消费电子以及半导体等具有很强的供应链解决方案能力。

2019年8月13日，顺丰联合Flexport推出端到端的国际海运服务，共同助力中国企业进一步拓展海外市场。双方将充分发挥彼此优势，通过科技手段推动创新，拓展跨境B2B业务能力，为客户创造更大价值。

单看整个供应链物流行业，顺丰的品牌优势和多行业布局都是巨大的竞争优势。同时，顺丰已经和很多大型产品品牌展开了有效合作，这种客户资源的优先把握也是非常巨大的市场优势。顺丰在供应链物流的提前布局，也能够有效的积累行业经验，了解中国市场供应链的行情，为后续的供应链物流市场的竞争打下坚实基础。

#### 4.7 物流地产也具有巨大发展潜力

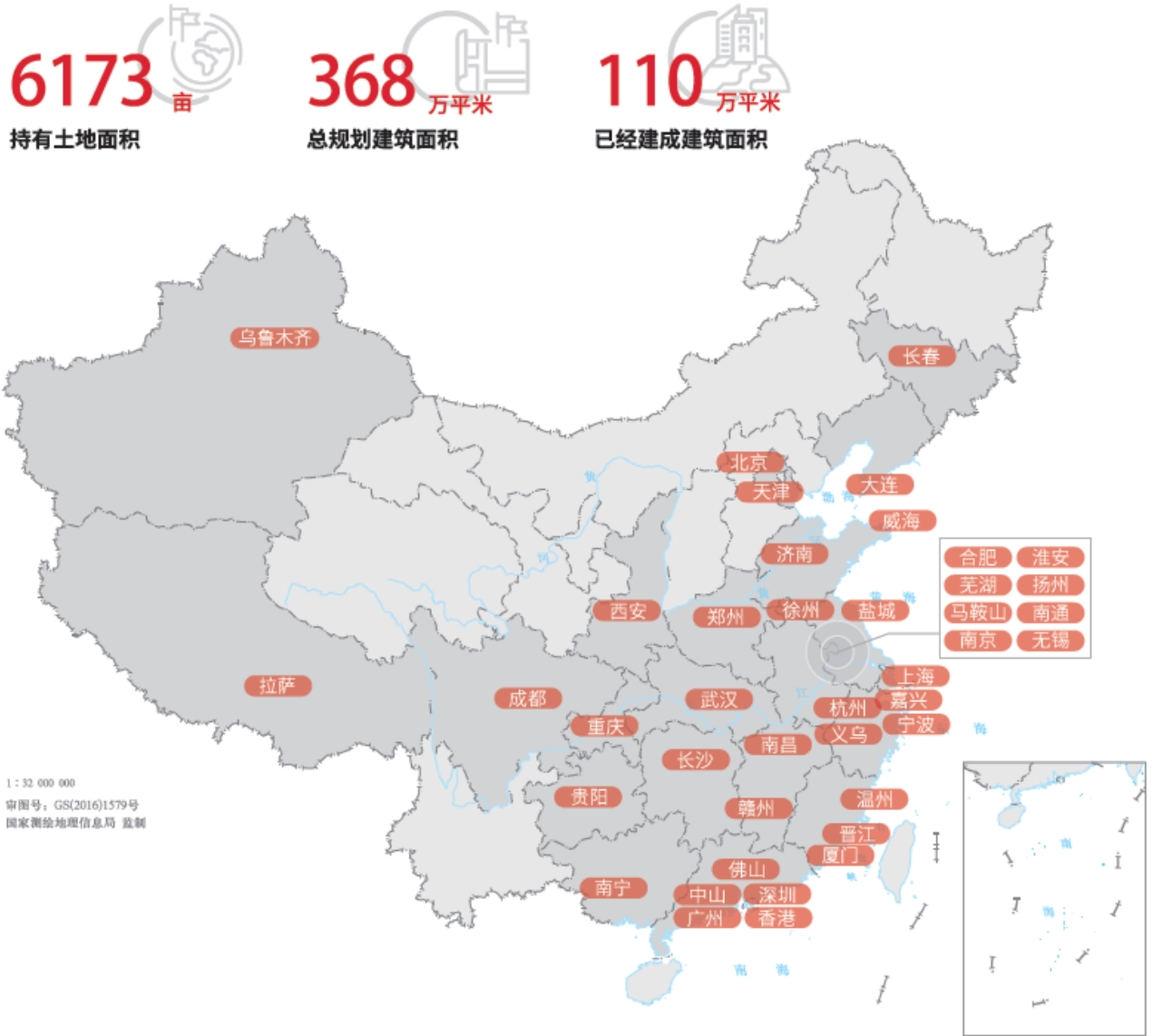
国家邮政局在快递业“十三五”规划中号召的加快速递专业类物流园区建设。物流地区以及物流地产是物流相关的行业中一个很容易被忽视的市场。在物流环节中，但凡存在仓储，转运中心等存在需要大量土地资源的地方，都会存在物流地产的市场。就像是人选择住处希望选择交通方便的地方一样，很多企业在工厂选址的时候，也都愿意选择物流方便的地址。所以物流地产的发展也是很有前景的。

表 4 顺丰物流场地资源

区域	持有土地面积 (亩)	总规划建筑面积 (含在建/规划项目) (万平方米)	已建成建筑面积 (万平方米)	截止报告期末 账面净值合计 (人民币亿元)
华东	1599	88.59	64.71	24.92
华北	877	48.97	1.6	12.19
中南	2114	118.41	13.98	14.17
华南	330	37.42	29.92	46.71
华西	1253	74.32	0	4.10
合计	6173	367.71	110.21	102.09

资料来源：公司公告，德邦研究所

图 33 顺丰的物流场地资源



资料来源：公司公告，德邦研究所

物流地产的发展和地域发达程度密切相关，也和城市交通能力，枢纽地位密切相关。短期来看，东部地区的物流地产资产价值更好，不过长远来看，中西部地区物流地产的发展空间更加巨大。2018年底，顺丰控股已成功布局41个城市的产业园项目，较2017年末新增济南、赣州、厦门、拉萨、广州、乌鲁木齐、南宁和扬州，未来顺丰控股将利用现有资源，满足内部需求的同时，充分考虑产业化因素，进一步加大核心战略资源布局，增强企业长足发展的核心竞争力。

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1 关键性假设

**快递业务假设：**目前电商行业保持高速增长发展，根据过去5年电商快递的高速增长，我们假设在2019-2021年的电商快递的业务增量在里依旧保持25%、24%、23%的高速增长。顺丰能够享受到部分电商快递红利的同时，时效件业务依旧能够保持较高利润。

**物流行业假设：**顺丰除了快递之外开辟了多行业的物流业务，其中包括重货业务，冷链业务，同城及时物流业务，国际业务，供应链业务，物流地产业务等。我们假设2019-2021年期间，公司成本控制良好，新业务均能随行业市场行情保持高速发展。

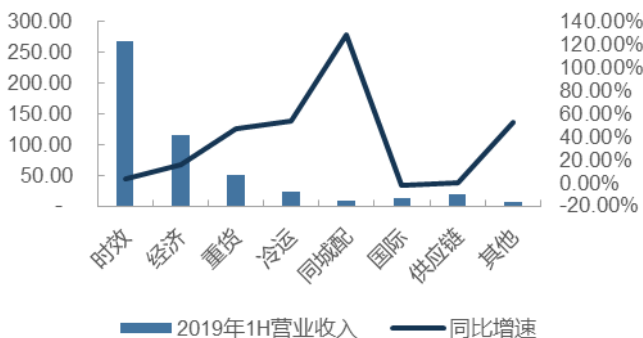
**鄂州机场枢纽假设：**我们假设鄂州机场枢纽建设情况良好，3年间业绩增速保持平稳，3年后顺利运作，且给公司网络带来较为良好的改善。

### 5.2 盈利预测

**顺丰前三季度业务表现良好，19年业绩可期。**顺丰控股2019年前三季度营业收入787.7亿元，同比增长20.37%；归属于上市公司股东的净利润为43.11亿元，同比增长44.77%。虽然三季度属于物流淡季，但是顺丰表现依旧良好，三季度快递业务量达到12.24亿件，同比增速达到了29.52%，超过了全国快递业务量增速

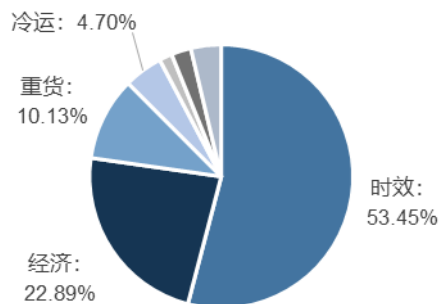
从2019年半年度报告的收入构成来看，快递业务还是顺丰的主要营收来源，其中时效件和经济件占了总营收的76.34%，而其次是快运重货业务和冷运业务，分别占了总营收的10.13%和4.70%，其业务同比增速均在50%左右，已经成为了顺丰的营业收入中不可忽略的一部分。总体来说顺丰的新业务均高速增长，2016年新业务收入仅占总收入的9.32%，而2018年新业务收入则达到了17.51%，可以预测，如果新业务依旧保持这种高速增长，那么新业务的收入占比完全可以在三年内达到30%以上。

图 34 2019 年 1H 各业务收入 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 35 2019 年 1H 各业务收入占比



资料来源：公司公告，德邦研究所

顺丰控股2019年前三季度营业收入787.7亿元，同比增长20.37%；归属于上市公司股东的净利润为43.11亿元，同比增长44.77%。虽然三季度属于物流淡季，但是顺丰表现依旧良好，三季度快递业务量达到12.24亿件，同比增速达到了29.52%，超过了全国快递业务量增速。四季度即将迎来双十一电商活动，同时也是物流旺季，可以预测全国物流将迎来爆发式增长，虽然顺丰在中低端市场上并没有竞争优势，但是也能够享受到自古电商红利。

我们预计公司2019-2021年实现收入为1103.68/1311.45/1532.60亿元，同比增速分别为21.36%、18.83%、16.86%，归母净利润为61.93/74.05/88.50亿元，对应EPS分别为1.40/1.68/2.00，对应PE分别为29.18/24.41/20.42倍。

### 5.3 可比公司估值

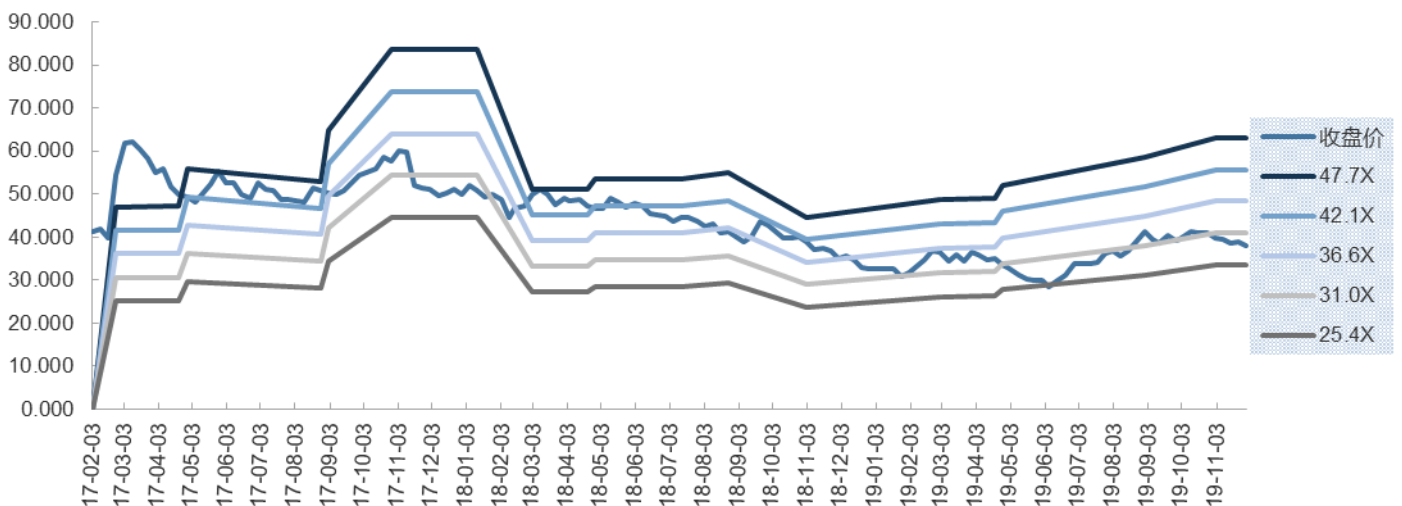
由于受到整个快递行业价格战的影响，同时并未完全享受到电商行业的发展红利，故而此前股价一直在缓慢下行。不过很明显的能够看到，自从顺丰业务量不断增加，2019年6月份开始，公司股价开始出现拐点。截止于2019年11月29日，顺丰控股收于37.95元，对应的2019年的PE是28.61倍，目前其他可对比的上市的快递公司的市盈率的平均值为24.96倍。从PE-Band看，顺丰控股的估值从2019年6月开始触底反弹。从顺丰未来的发展趋势来看，目前顺丰的新业务已经初具规模，之后的业绩走向也非常可观，整体战略规划长远，并且逐步向综合物流商转型。由于看好行业未来整体的发展，同时顺丰控股属于行业龙头，业务辐射全部子行业，且增长趋势较好，故而投资前景广阔。

表 5 可对比公司估值

可对比公司	股票代码	总市值(亿元)	PE (TTM)	PE (2019E)
圆通速递	600233.SH	352.77	17.41	16.80
韵达股份	002120.SZ	647.18	24.22	22.89
申通快递	002468.SZ	278.61	18.04	15.12
中位值		352.77	24.22	20.68
顺丰控股	002352.SZ	1,675.34	28.69	29.69

资料来源：公司公告，德邦研究所

图 36 顺丰控股近年平均 PE Band



资料来源：公司公告，德邦研究所

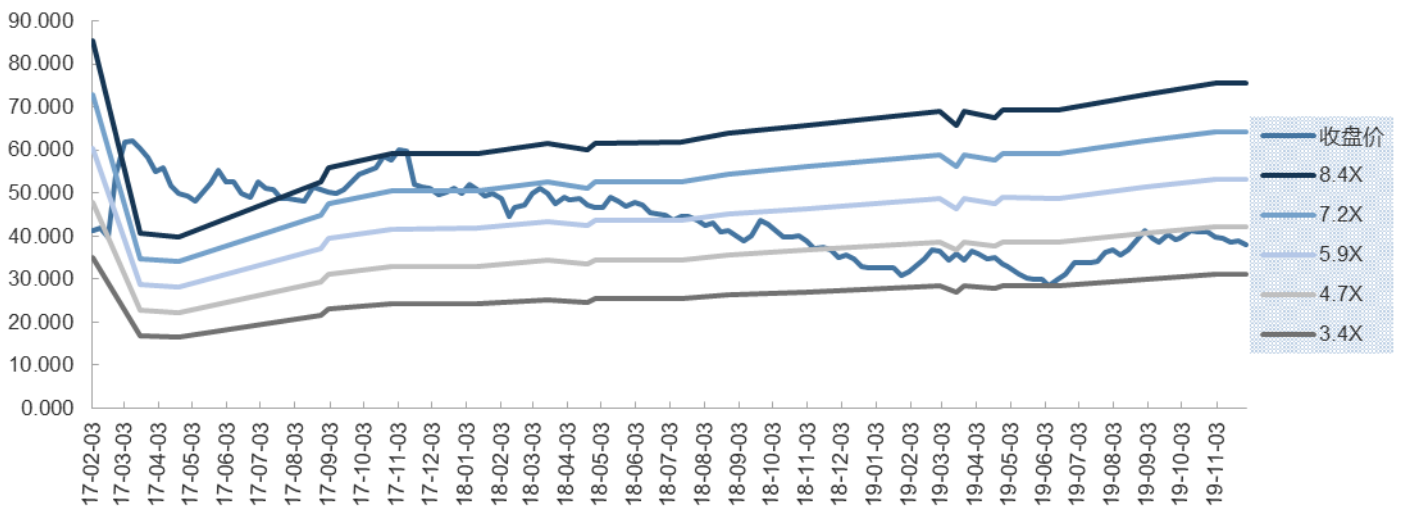
从PE估值来看，虽然顺丰的PE估值于19年6月达到最低值，目前已处在反弹后的增长线上。同时顺丰的PB水平较往年也处于低位，考虑到顺丰在拓展新业务，并且在完善物流网络，故而顺丰的目前的盈利能力尚未到达顶点，由此预期PE仍有上修的空间。我们认为当顺丰的鄂州机场建设完善后，直营模式外加上更加成熟的物流网络管理模式，公司能够拥有更高的估值，我们建议给予顺丰速递PE为32.0倍，目前对应EPS为1.40，可得出合理股价为44.8元每股。

表 6 顺丰与其他快递公司 EV/EBITDA 的对比

	韵达股份	圆通速递	申通快递	顺丰控股
EBITDA (亿元)	35.36	29.60	26.06	85.24
现金 (亿元)	40.06	40.30	18.56	152.99
总负债 (亿元)	65.39	81.75	33.00	347.01
市值 (亿元)	708.06	357.32	303.56	1753.91
EV (亿元)	717.16	389.93	316.25	1978.46
EV/EBITDA (倍数)	20.28	13.17	12.14	23.21

资料来源：公司公告，德邦研究所

图 37 顺丰控股近年 PB Band



资料来源：公司公告，德邦研究所

## 5.4 投资建议

顺丰控股目前多行业布局，竞争优势不断加强。当前新业务增长超预期，成本控制能力持续向好。作为行业龙头，手中紧抓商务件等时效业务，同时利用自己时效高，安全性高的特点不断扩展业务覆盖范围，利用自身极高的品牌优势在新市场建立了巨大优势。虽然中高端市场的定位错过了一部分电商快递的红利，但是高营收的时效业务为公司提供了较高的安全边际，增强了公司新业务的扩展能力。考虑到顺丰的新业务的超预期发展，以及鄂州机场建成后对整体网络建设的正向影响，我们建议给予顺丰速递 PE 为 32.0 倍，目前对应 EPS 为 1.40，可得出合理股价为 44.8 元每股。

## 6. 风险提示

### 宏观经济下行致使市场增长不及预期：

快递行业是大的经济发展背景下衍生出来的服务行业，顺丰的核心业务商务快递因为服务于大型公司的商务活动，故而更加容易受到宏观经济下的市场影响。同时客观来看，快递物流业务也是总体服务于工业或者消费行业的配套产业，所以工业发展越好，消费行为越积极，快递物流市场则就会发展的越好。所以如果宏观经济下行，必然会导致快递物流市场的增长速度不及预期。

### 电商快递增速不及预期：

目前电商快递持续保持高速增长，而在顺丰的经营收入中经济件收入占到了 20% 左右。近十年电商快递持续保持高速发展，从 2016-2019 年间均保持了 25% 的增速。

顺丰作为快递龙头，收到电商快递影响较大，经测算，电商快递增速波动 5% 对应公司 2019 年归母净利润波动 456.91 万元。

表 7 电商快递敏感性测试 (2019E)

国内电商增速波动	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
19 年归母净利润 (百万元)	4823.11	5280.02	5736.93	6193.84	6650.75	7107.66	7564.57
19 年 PE	37.47	34.23	31.50	29.18	27.17	25.43	23.89

资料来源：德邦研究所

### 新业务发展不顺利的风险。

顺丰作为综合物流服务商，近几年着力发展新业务，新服务。并且新业务的发展已经成为了目前公司业绩增长的主要驱动力。如若新业务发展受阻，或者市场前景不及预期，那么会直接导致顺丰业务收入不及预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业收入</b>	<b>90943</b>	<b>110368</b>	<b>131145</b>	<b>153260</b>
每股收益	1.03	1.40	1.68	2.00	营业成本	74642	89546	106205	123722
每股净资产	8.28	9.32	10.72	12.50	毛利率%	17.9	18.9	19.0	19.3
每股经营现金流	1.23	1.94	2.68	3.12	营业税金及附加	222	276	328	383
每股股利	0.00	0.25	0.27	0.23	营业税金率%	0.2	0.3	0.3	0.3
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1826	2042	2400	2789
P/E	31.73	29.18	24.41	20.42	营业费用率%	2.0	1.9	1.8	1.8
P/B	3.95	4.39	3.82	3.28	管理费用	8414	10319	12223	14253
P/S	1.99	1.64	1.38	1.18	管理费用率%	9.3	9.4	9.3	9.3
EV/EBITDA	17.32	17.70	14.15	11.28	研发费用	984	1214	1456	1717
股息率%	0.0	0.6	0.7	0.6	研发费用率%	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>盈利能力指标 (%)</b>					EBIT	4854	6971	8534	10396
毛利率	17.9	18.9	19.0	19.3	财务费用	287	686	848	713
净利润率	5.0	5.6	5.6	5.8	财务费用率%	0.3	0.6	0.6	0.5
净资产收益率	12.5	15.1	15.6	16.0	资产减值损失	104	47	52	56
资产回报率	6.4	7.3	7.7	8.4	投资收益	1166	1300	1400	1500
投资回报率	11.0	14.2	17.2	21.1	<b>营业利润</b>	<b>5818</b>	<b>7948</b>	<b>9574</b>	<b>11437</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					营业外收支	49	70	74	82
营业收入增长率	27.6	21.4	18.8	16.9	<b>利润总额</b>	<b>5868</b>	<b>8018</b>	<b>9648</b>	<b>11519</b>
EBIT 增长率	-9.8	43.6	22.4	21.8	EBITDA	8363	10178	12322	14753
净利润增长率	-4.6	35.9	19.6	19.5	所得税	1403	1945	2374	2808
<b>偿债能力指标</b>					有效所得税率%	23.9	24.3	24.6	24.4
资产负债率%	48.5	51.1	50.9	47.8	少数股东损益	-92	-121	-131	-139
流动比率	1.2	1.4	1.5	1.5	<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>4556</b>	<b>6194</b>	<b>7405</b>	<b>8851</b>
速动比率	1.1	1.3	1.4	1.4					
现金比率	0.6	0.8	0.9	0.9	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>经营效率指标</b>					货币资金	16131	22665	30045	34505
应收帐款周转天数	26.5	28.0	29.0	30.0	应收款项	7374	8467	10420	12597
存货周转天数	3.1	3.5	3.8	4.0	存货	818	859	1106	1356
总资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.5	其它流动资产	7599	9663	10888	12213
固定资产周转率	7.0	7.4	7.9	8.4	流动资产合计	31922	41653	52458	60671
					长期股权投资	2203	2403	2623	2873
					固定资产	13967	15694	17612	18931
					在建工程	6508	6957	5188	3500
					无形资产	6662	7279	7841	8354
					非流动资产合计	39693	42934	44235	45098
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>71615</b>	<b>84587</b>	<b>96693</b>	<b>105769</b>
净利润	4556	6194	7405	8851	短期借款	8585	8600	8800	9000
少数股东损益	-92	-121	-131	-139	应付账款	7887	8832	11057	13559
非现金支出	3613	3254	3841	4413	预收账款	468	552	656	766
非经营收益	-531	-422	-245	-385	其它流动负债	9429	12005	14079	16271
营运资金变动	-2121	-343	948	1019	流动负债合计	26369	29989	34592	39596
<b>经营活动现金流</b>	<b>5425</b>	<b>8561</b>	<b>11818</b>	<b>13759</b>	长期借款	998	5448	6448	4848
资产	-11614	-5807	-4534	-4526	其它长期负债	7333	7760	8160	6090
投资	-1139	-300	-320	-350	非流动负债合计	8331	13208	14608	10938
其他	3424	986	1185	1175	<b>负债总计</b>	<b>34701</b>	<b>43197</b>	<b>49200</b>	<b>50534</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-9329</b>	<b>-5121</b>	<b>-3669</b>	<b>-3701</b>	实收资本	4419	4419	4419	4419
债权募资	6418	442	600	-3470	普通股股东权益	36561	41128	47333	55184
股权募资	141	0	0	0	少数股东权益	353	231	101	-39
其他	-3586	2622	-1399	-2157	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>71615</b>	<b>84557</b>	<b>96633</b>	<b>105679</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>2973</b>	<b>3064</b>	<b>-799</b>	<b>-5627</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-931</b>	<b>6504</b>	<b>7349</b>	<b>4431</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2019-11-29

资料来源：公司年报，德邦证券研究所



## 信息披露

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

### 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。