

顺丰控股(002352)深度研究报告

“脱钩”GDP，“挂钩”高端消费，假设顺丰时效件驱动因素趋势性变化(上)——顺丰控股专项研究(五)

- ❖ 公司在时效业务领域具备十足领先优势。1) 时效件是公司核心盈利业务，2019年收入565亿，占比过半。公司时效主要产品为顺丰即日、顺丰次晨、顺丰标快，分别为在指定服务范围及寄递时间内收集，当日20点前、次日12点前、次日18点前送达。时效件具备稳定、高票均收入的特征，预计票均收入稳定在22元左右，而行业整体终端价格已经降至11.8元。2) 公司时效领先于同行。a) 快的角度，公司在跨省件中时效明显领先，以深圳-北京寄送1公斤货物为例，顺丰标快可完成日次18点前送达，收费23元，是唯一能保证次日达的产品。b) 准时的角度，仅顺丰与京东给出明确的送达截止时间。
- ❖ “脱钩”GDP，“挂钩”高端消费，我们预计顺丰时效件驱动因素或发生趋势性变化。1) 数据看，时效件业务增速或已“脱钩”GDP。a) 过去市场普遍将顺丰时效件业务与商务件约等同，GDP增速成为预测核心假设之一(时效件收入增速与GDP约2.5倍关系，14-18年)，但19Q3开始的企稳回升背后或不仅是经济活动回暖，航空数据看，与顺丰时效件增速同时下行，却未同时回升。b) 2020年的表现让我们有理由给出假设，其时效件驱动力已经发生变化。Q1公司时效件收入增速约20%，有疫情下防疫物资运输需求以及通达系尚未完全复工的因素，但我们测算4月仍然维持20%增速，单票收入环比唯一提升，同期通达系已复工完全，国内疫情较Q1明显好转，防疫物资紧缺度下降，而商务活动尚未大幅修复。2) 我们预计时效件业务或受益于高端消费线上化。a) 网购渗透率不断提升是基础。1-4月实物网购销售额同比增长8.6%，网购占比提升至24.1%；b) 线上平台高端化或为趋势。拼多多百亿补贴为代表的平台高端化趋势，其用户年化年度支出从17年的576元提升至20Q1的1842元。c) 高端品牌不断试水线上化。19年双11国际大牌美妆品牌的线上促销或为序幕，今年则遇到进一步提升的契机，契机一：疫情的影响导致线下流量受到严重冲击，门店与消费者都在尝试线上。以免税商的线上直邮为例，尽管我们预计在疫情后，该模式下销售规模或难续。但是相类似的诸多品牌，或在体验到线上销售益处后，未来加大线上化力度。契机二：“直播带货”的流行，将过去线下非标品转线上的瓶颈削弱。
- ❖ 趋势若延续，顺丰时效件业务空间将打开。我们预计当前高端电商件在时效件中占比或达到三成水平。1) 件量增速假设：假设未来商务件维持7.5%增速(6-9%之间)；高端电商件与实物网购增速相仿，维持20%增速；则未来三年顺丰时效件收入增速将达到12.5%。2) 盈利能力假设：此前报告我们分析公司时效件净利率或维持在9%左右。假设2020-22年时效件收入增速分别为18%、12.5%及12.5%，同时净利率9%，净利润分别为60、68及76亿。
- ❖ 投资建议：1) 盈利预测：基于前述假设，上调2020-21年盈利预测分别为预计实现净利71.3及86.7亿(原预测为61.2及74.8亿)，对应20-21年PE33、27倍。2) 投资建议：对公司进行分部估值，传统盈利业务(时效件+经济件)给予30倍PE(预计约2000亿市值)，新业务给予2倍PS(预计640亿市值)，不考虑公司科技投入还原情况下，预计至少对应综合市值约2640亿，给予6个月目标价60元，较此前52元目标价，调高约15%。强调“推荐”评级。
- ❖ 风险提示：时效件业务量增速不及预期，特惠件业务成本投入超出预期。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	112,193	146,182	176,917	206,959
同比增速(%)	23.4%	30.3%	21.0%	17.0%
归母净利润(百万)	5,797	7,133	8,672	10,423
同比增速(%)	27.2%	23.1%	21.6%	20.2%
每股盈利(元)	1.31	1.62	1.96	2.36
市盈率(倍)	41	33	27	23
市净率(倍)	6	5	4	4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2020年6月12日收盘价

推荐(维持)

目标价：60元

当前价：53.29元

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

证券分析师：王凯

电话：021-20572538

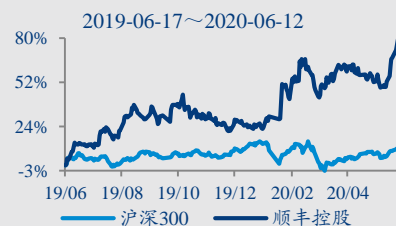
邮箱：wangkai@hcyjs.com

执业编号：S0360519090002

公司基本数据

总股本(万股)	441,431
已上市流通股(万股)	434,569
总市值(亿元)	2,352.39
流通市值(亿元)	2,315.82
资产负债率(%)	54.1
每股净资产(元)	9.9
12个月内最高/最低价	54.42/29.09

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《顺丰控股(002352)2019年报点评：收入过千亿，经济件及新业务高增长，扣非利润42.1亿，同比增长21%，持续看好公司直营制优势与特惠件发力》

2020-03-24

《顺丰控股(002352)深度研究报告：更少成本，更多选择，从量化模拟鄂州机场对航空货运经济性提升说起——顺丰控股专项研究(一)》

2020-04-10

《顺丰控股(002352)2020年一季度点评：扣非净利同比基本持平，毛利率较19Q4有所提升，看好公司品牌力提升，特惠件发力，持续“推荐”》

2020-04-24

投资主题

报告亮点

1、本篇报告提出与市场不同的观点，即我们认为顺丰时效件业务或将“脱钩”GDP，而“挂钩”高端消费，驱动因素的趋势性变化若成立，将打开顺丰时效件业务长期空间。

2、本系列报告力图系统分析顺丰商业逻辑与物流生态，并试图通过对顺丰各项业务进行独立评估来认识顺丰控股全场景价值。

投资逻辑

时效件业务具备高单价、强稳定性、高盈利性的特征，过去其驱动因素更多与商务件相关，来自于经济活动扩张，而我们预计未来或来自于高端消费的驱动。

其判断来自我们对公司 2020 年时效件业务数据的测算与分析，我们认为 4 月公司时效件业务或延续 20% 的增速，其不仅仅在于防疫物资的需求，更多或来自高端消费的提升。

同时我们观察现象：

a) 网购渗透率不断提升是基础。

b) 线上平台高端化或为趋势。

c) 高端品牌不断试水线上化。19 年双 11 国际大牌美妆品牌的线上促销或为序幕，今年则遇到进一步提升的契机，

契机一：疫情的影响导致线下流量受到严重冲击，门店与消费者都在尝试线上。以免税商的线上直邮为例，尽管我们预计在疫情后，该模式下销售规模或难续。但是相类似的诸多品牌，或在体验到线上销售益处后，未来加大线上化力度。

契机二：“直播带货”的流行，将过去线下非标品转线上的瓶颈削弱。

关键假设、估值与盈利预测

1) 时效件业务假设：

件量增速假设：假设未来商务件维持 7.5% 增速（6-9% 之间）；高端电商件与实物网购增速相仿，维持 20% 增速；则未来三年顺丰时效件收入增速将达到 12.5%。

盈利能力假设：此前报告我们分析公司时效件净利率或维持在 9% 左右。假设 2020-22 年时效件收入增速分别为 18%、12.5% 及 12.5%，同时净利率 9%，净利润分别为 60、68 及 76 亿。

2) 盈利预测：

基于前述假设，上调 2020-21 年盈利预测分别为预计实现净利 71.3 及 86.7 亿（原预测为 61.2 及 74.8 亿），对应 20-21 年 PE33、27 倍。

3) 投资建议：

对公司进行分部估值，传统盈利业务（时效件+经济件）给予 30 倍 PE（预计约 2000 亿市值），新业务给予 2 倍 PS（预计 640 亿市值），不考虑公司科技投入还原情况下，预计至少对应综合市值约 2640 亿，给予 6 个月目标价 60 元，较此前 52 元目标价，调高约 15%。强调“推荐”评级。

目录

一、公司在时效业务领域具备十足领先优势.....	5
1、时效件是公司核心盈利业务，2019 年收入占比过半.....	5
2、时效件具备稳定、高票均收入的特征.....	5
3、公司时效领先于同行.....	6
二、“脱钩”GDP，“挂钩”高端消费，我们预计顺丰时效件驱动因素或发生趋势性变化.....	8
（一）数据看，时效件业务增速或已“脱钩”GDP.....	8
1、过去市场普遍将顺丰时效件业务与商务件约等同，GDP 增速成为预测核心假设之一.....	8
2、2020 年的表现让我们有理由给出假设，其时效件驱动力已经发生变化.....	9
（二）我们预计时效件业务或受益于高端消费线上化.....	12
1、网购渗透率不断提升是基础.....	12
2、线上平台高端化或为趋势.....	13
三、趋势若延续，顺丰时效件业务空间将打开.....	15
（一）快递行业驱动因素从来不是一成不变.....	15
（二）顺丰对产品分类变化的背后也在体现驱动力发生变化.....	16
（三）驱动力变化趋势延续，预计将打开顺丰时效件业务空间，提升公司盈利水平.....	17
四、投资建议及风险提示.....	18

图表目录

图表 1	2019 年公司各业务收入占比	5
图表 2	顺丰时效业务主要产品	5
图表 3	公司与行业单票收入比较	6
图表 4	各公司运送深圳-北京快递时效及运费（假设 6 月 14 日下单）	7
图表 5	顺丰深圳出发部分主要城市运费时效	7
图表 6	顺丰时效件收入季度	9
图表 7	航空客运量增速	9
图表 8	顺丰时效件收入增速与 GDP 关系	9
图表 9	公司时效业务收入及增速	10
图表 10	公司分季度时效件业务收入增速测算	10
图表 11	公司时效件业务增速测算	10
图表 12	公司 4 月业务拆分测算	11
图表 13	上市公司业务量增速（17 年 10 月-20 年 4 月）	11
图表 14	顺丰单票收入（元）	12
图表 15	韵达单票收入（元）	12
图表 16	圆通单票收入（元）	12
图表 17	申通单票收入（元）	12
图表 18	实物商品网购占社零比重	13
图表 19	实物商品网购与社零增速比	13
图表 20	拼多多平台单用户年度支出	13
图表 21	天猫双 11 当日成交额	14
图表 22	双 11 全网销售额及增速（亿元）	14
图表 23	天猫双 11 当日客单价	14
图表 24	双 11 全网客单价（元）	14
图表 25	快递行业业务量及增速	16
图表 26	快递行业单票收入	16
图表 27	时效划分品类	17
图表 28	公司时效件模拟测算	18

一、公司在时效业务领域具备十足领先优势

1、时效件是公司核心盈利业务，2019 年收入占比过半

时效件业务是公司最核心盈利业务，2019 年公司收入 1122 亿元，其中时效板块收入 565 亿，占公司收入比重的 50.4%。

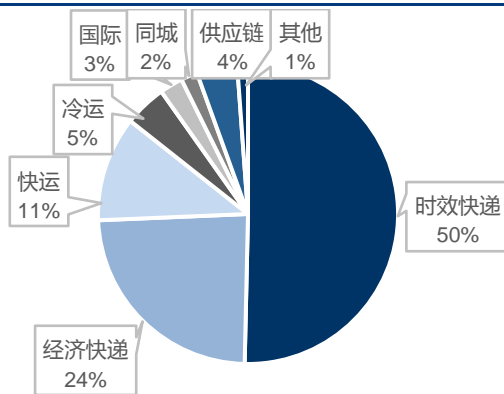
公司时效业务主要产品：

根据公司年报及官网显示，公司时效主要产品为**顺丰即日**、**顺丰次晨**、**顺丰标快**，分别为在指定服务范围及寄递时间内收集，当日 20 点前、次日 12 点前、次日 18 点前送达。

从范围上看：同城、省内件以及经济区域（经济区域包含：京津冀区域，江浙沪皖区域，川渝区域，黑吉辽区域）内互寄、以及省外经济区域互寄一般可选**即日/次晨达**；相对距离较远区域/偏远区域为**隔日达**。

（注：公司国内最远寄递时长约需 3-4 天，以黑龙江漠河-新疆喀什或黑龙江漠河-云南瑞丽为例，即当日寄出，第三天晚上 6 点前或第四天中午 12 点前送到。）

图表 1 2019 年公司各业务收入占比



资料来源：公司年报，华创证券

图表 2 顺丰时效业务主要产品



资料来源：公司年报，华创证券

2、时效件具备稳定、高票均收入的特征

根据公司借壳鼎泰新材上市说明书中披露：

2013-15 年公司时效业务票均收入分别为 23.3、22.7 及 22.7 元，此后公司未单独披露分业务票均收入，从整体票均收入看，2014-18 年小幅下降 1.5%，基本保持稳定在 22-23 元，而行业单票收入则单边下跌了 18.7%，从 14 年的 14.7 元降至 19 年的 11.8 元，**公司单票收入大幅超过行业平均，且明显更为稳定。**

2019 年 5 月起公司推出特惠专配产品，针对特定电商客户将产品价格带下降至 5-8 元，结构性变化导致公司 19 及 20 年 1-4 月票均收入出现明显下降。但我们认为公司时效产品票均收入稳定在 22 元左右。

图表 3 公司与行业单票收入比较

票均单价	2014	2015	2016	2017	2018	2019	20.1-4	18VS14
顺丰	23.61	23.83	22.15	23.14	23.26	21.94	18.64	-1.5%
同比		1%	-7%	4%	1%	-6%	-15%	
行业	14.65	13.4	12.71	12.37	11.91	11.8	11.85	-18.7%
同比		-9%	-5%	-3%	-4%	-1%	0%	

资料来源：公司公告、华创证券

3、公司时效领先于同行

我们认为时效从时间维度上是两个层次的概念：**其一是快，其二是准时。**

1) 从快的角度：公司在跨省件中时效明显领先。

承接此前系列报告，我们同样以深圳-北京为例，假设 6 月 14 日寄送 1 公斤货物，来比较顺丰、京东、EMS 与通达系的时间和运费的差异：

a) 顺丰：

选择顺丰标快时效产品，可在次日 18 点前送达，即 6 月 14 日寄出，6 月 15 日晚上 18 点前送达；**收费 23 元；是唯一可保证次日达的公司。**

注：同样可选择顺丰的非时效产品，标快（陆运），可在隔日 22 点前送达，**收费 18 元。**

b) 京东：

京东特快产品，可在隔日 15 点前送达，即 6 月 16 日 15 点前，**较顺丰时效产品晚一天不到的时间，收费 20 元；**

此外，可选择京东特惠产品，在隔日 22 点前送达，**收费 17 元，较顺丰-陆运便宜 1 元。**

c) EMS：

6 月 14 日发出寄递需求，6 月 15 日安排投递，全程 2 天，即 6 月 16 日送达，**收费 21 元，超过同等时效顺丰与京东的产品。**

d) 通达系中：

中通：预计 2.6 天送达，即预计隔日下午送达，**较顺丰时效产品晚一天，未有明确时间，收费 20 元，**

申通：预计要 4 天时间，**收费最便宜，12 元。**

圆通、韵达未给出明确时效，收费分别为 20 及 18 元。

比较发现：顺丰时效产品领先一天左右的时间，收费较 1 天后可送达的同行高 2-3 元。

2) 从准时的角度：仅顺丰与京东给出明确的送达截止时间。

我们发现，能给出明确到小时的截止时间仅顺丰与京东（均为直营制公司），通达系龙头可给出 2.6 天的时效保证，

但未精确到小时。给出明确时间才有准时与否的评判，保证时效服务是速度快之外又一维度的标准，意味着全程控制力更强，服务偏差小。

注：时效承诺与运费为各公司官方网站首页直接查询收录，或存在不完整性。此外如京东物流京准达，消费者亦可以选择加价为更精确的送达时间段额外付费。

图表 4 各公司运送深圳-北京快递时效及运费（假设 6 月 14 日下单）

产品	寄付	时效	送达日
顺丰-标快	23	次日18点前	6月15日18点前
顺丰-标快（陆运）	18	隔日22点前	6月16日22点前
京东-特快	20	隔日15点前	6月16日15点前
京东-特惠	17	隔日22点前	6月16日22点前
中通	20	预计2.6天	6月16日下午
EMS	21	隔日	6月16日
申通	12	预计4天	6月17日
韵达	20		
圆通	18		

资料来源：公司网站、华创证券

附：我们再以顺丰深圳-若干城市互寄为例说明公司时效产品范围

均假设为 6 月 14 日上午 9 点下单，运输距离增加，时效逐步拉长，全国主要城市之间基本均可在 2 日内送达，广东省内可选即日或次日达，省外除联通经济区域核心城市（如深圳-上海/杭州等）可实现次晨达外，其他基本均为次日达，3000 公里以上距离一般为隔日达。

此外其他非主要城市时效相比周边主要城市时效增加半天到一天。

图表 5 顺丰深圳出发部分主要城市运费时效

	距离	可选产品			
深圳-广州	100	即日（14 日 20 点前，16 元）		标快（15 日 12 点前，13 元）	
深圳-河源	150			标快（15 日 12 点前，13 元）	
深圳-揭阳	260			标快（15 日 18 点前，13 元）	
深圳-福州	750			标快（15 日 18 点前，20 元）	
深圳-上海	1343		次晨（15 日 12 点前，23 元）	标快（15 日 18 点前，23 元）	标快（陆运，16 日 12 点前，18 元）
深圳-成都	1446			标快（15 日 18 点前，23 元）	标快（陆运，16 日 12 点前，18 元）
深圳-石家庄	1750			标快（15 日 18 点前，23 元）	标快（陆运，16 日 12 点前，18 元）
深圳-北京	2077			标快（15 日 18 点前，23 元）	标快（陆运，16 日 18 点前，18 元）

	距离	可选产品			
深圳-沈阳	2671			标快（15日18点前，23元）	标快（陆运，17日12点前，18元）
深圳-哈尔滨	3034			标快（16日12点前，25元）	标快（陆运，18日12点前，20元）
深圳-乌鲁木齐	3900			标快（16日12点前，28元）	标快（陆运，19日12点前，22元）

资料来源：公司官网，华创证券

二、“脱钩”GDP，“挂钩”高端消费，我们预计顺丰时效件驱动因素或发生趋势性变化

（一）数据看，时效件业务增速或已“脱钩”GDP

1、过去市场普遍将顺丰时效件业务与商务件约等同，GDP增速成为预测核心假设之一

我们以目前公司时效业务板块口径（顺丰标快、顺丰次晨、顺丰即日）进行回溯（或存差异），2014年该产品收入297亿，2019年为565亿，2014-19年6年复合增速达到15%，但18-19年增速有所下降，分别为14%及5.9%。

过去市场普遍将顺丰时效件业务与商务件约等同，并将GDP增速作为时效板块业务增长的核心假设之一，因此会由于经济周期的波动对顺丰时效件业务的短期发展和长期增速产生担忧。

诚然，从过去看，时效业务增速与GDP呈现一定相关性：

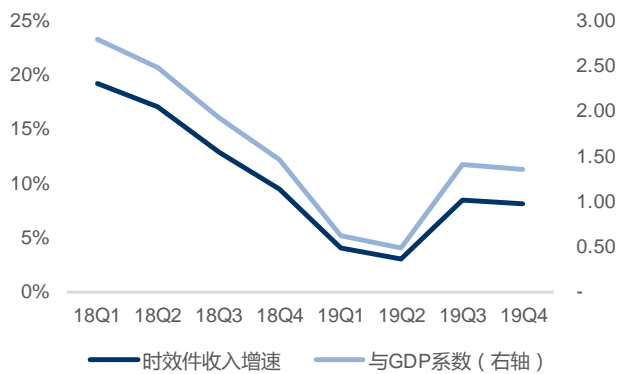
顺丰上市前时效产品主要服务于国内商务件，2014-18年时效件收入增速与GDP增速维持在2.5倍关系；而18年中因中美贸易摩擦等多方面因素，时效件收入增速明显下降，一度跌至19Q2仅3%的增长。

但我们认为19年下半年的企稳开始，驱动力内涵或已在发生变化：

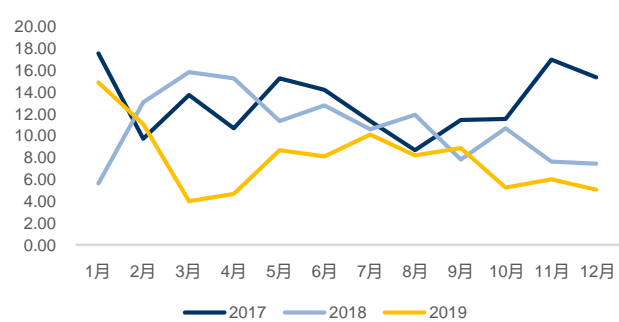
19Q3公司时效件业务收入增速企稳回升至8%左右，对GDP系数关系上升至1.4，但我们认为其驱动力内涵或已经发生变化。

我们以同样一定程度是商务活动反应的航空客运量增速做比较，会发现其下行初期与顺丰时效件相似，均发生在18年年中贸易摩擦后，但19Q4航空客运量增速却并未明显修复。

（时效件收入季度增速为根据公司公告数据测算，或存差异）。

图表 6 顺丰时效件收入季度


资料来源: 公司公告, Wind, 华创证券

图表 7 航空客运量增速


资料来源: 民航局, 华创证券

图表 8 顺丰时效件收入增速与 GDP 关系

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	20Q1
时效收入	239	297	338	397	467	534	565	160
同比		24%	14%	17%	18%	14%	5.9%	21.1%
GDP增速		7.4%	7.0%	6.8%	6.9%	6.7%	6.1%	-6.8%
与GDP增速系数		3.25	1.97	2.57	2.55	2.09	0.97	

资料来源: 公司公告, 华创证券

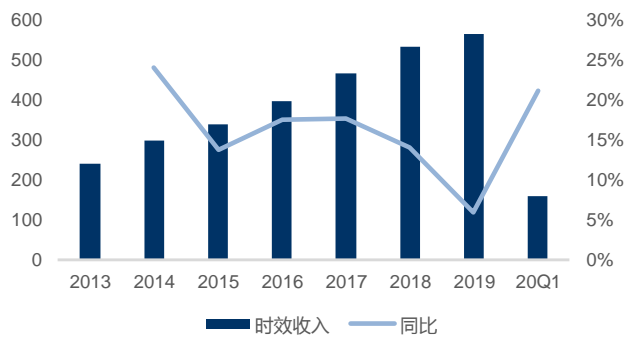
2、2020 年的表现让我们有理由给出假设, 其时效件驱动力已经发生变化

20Q1 公司时效件收入增速重新回到 20%, 其中因素, 预计:

一方面是与疫情有关, 防疫物资的配送, 对于卫生、可靠度、时效要求高, 公司从而受益;

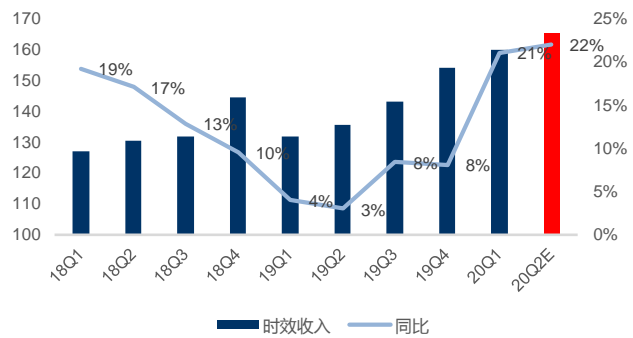
另一方面也是在于通达系尚未完全复工复产, 市场份额流向顺丰所致。

图表 9 公司时效业务收入及增速



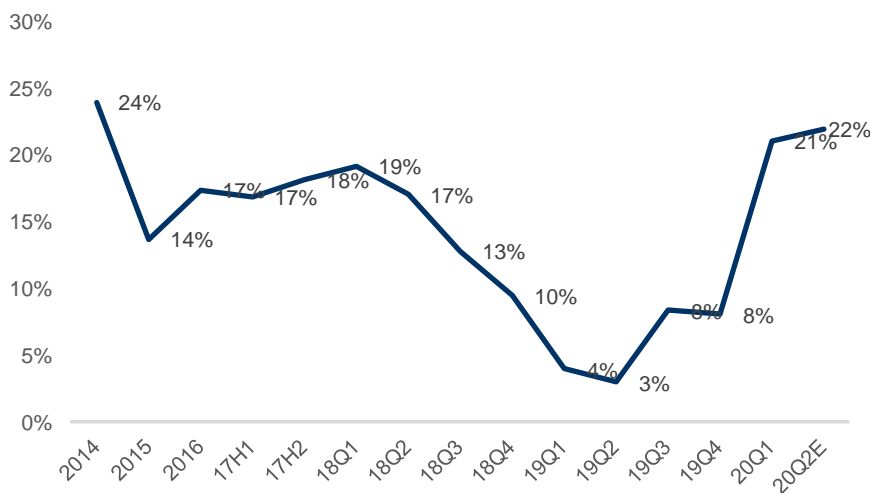
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 10 公司分季度时效件业务收入增速测算



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 11 公司时效件业务增速测算



资料来源: 公司公告, 华创证券

4 月开始预计公司时效件业务仍然 20% 的增长, 不仅是防疫物资及疫情的影响

1) 通达系复工完全后, 顺丰业务量增速依旧明显领跑

我们观察公司在 4 月业务量增速依然达到了 88%, 而通达系中圆通、韵达都回到了 40% 以上的增速, 意味着通达系已经复工。

其中有特惠专配业务对公司业务量的拉动作用, 但我们测算, 时效件仍然有 20% 的增长。

单月数据: 公司 20 年 4 月业务量 6.11 亿件, 日均 2000 万件, 19 年 4 月为 3.25 亿件, 日均 1080 万件;

我们预计 4 月公司特惠件业务量约 700 万票, 时效件假设约 800 万票, 同时假设其他件与行业增速相同 (30%), 则 19 年 4 月其他件约 400 万票, 当时特惠件为 0, 则时效件约 600-700 万票, 由此可得出公司 4 月时效件业务量增

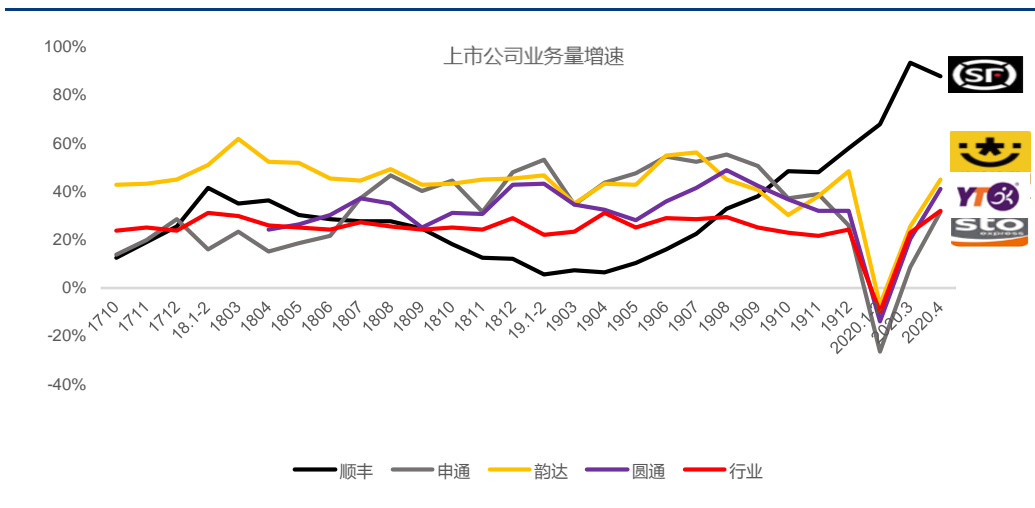
长约 20%。

图表 12 公司 4 月业务拆分测算

亿件	20.4	19.4
4月整体	6.11	3.25
日均	0.20	0.11
时效件	0.08	0.06
特惠件	0.07	0
其他件	0.06	0.04

资料来源：公司公告，华创证券

图表 13 上市公司业务量增速 (17 年 10 月-20 年 4 月)



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

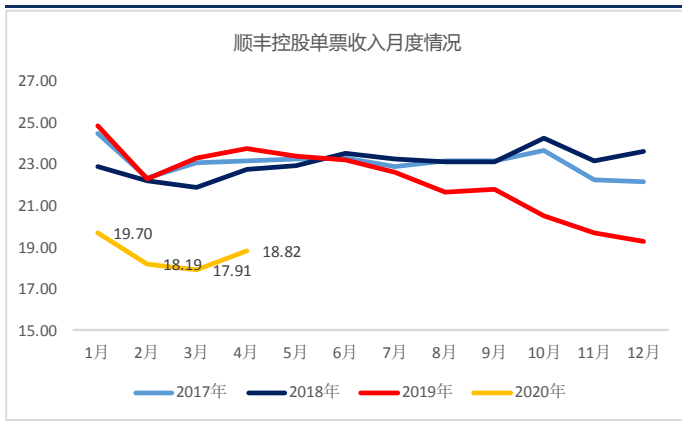
2) 单票收入的佐证:

我们观察 4 月仅顺丰逆势提升单票收入，由 3 月 17.91 元提升至 18.82 元，环比增长 5.1%，而其他公司均环比下降，圆通下降 7.2%，韵达下降 15.7%，申通降 18%。

其中或因公司控制特惠件价格与节奏，抑或公司时效件业务量较 3 月环比有增长，从而推动单票收入提升。

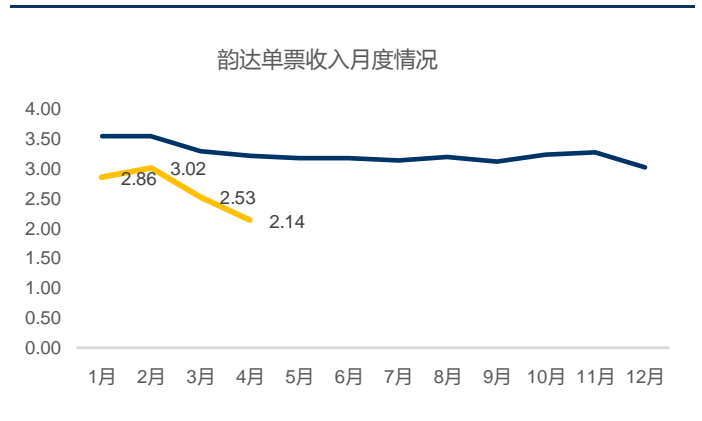
不妨认为公司在一季度后时效件业务延续了 Q1 的增长，而此时通达系均已正常复工运营；国内疫情有明显好转，防疫用品紧缺程度较 Q1 明显下降；但商务活动尚未大幅复苏，故我们认为其中更多来自高端消费。

图表 14 顺丰单票收入 (元)



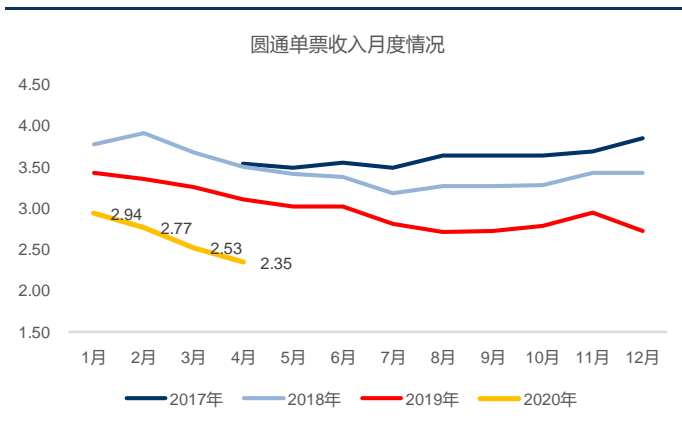
资料来源: Wind、公司公告、华创证券

图表 15 韵达单票收入 (元)



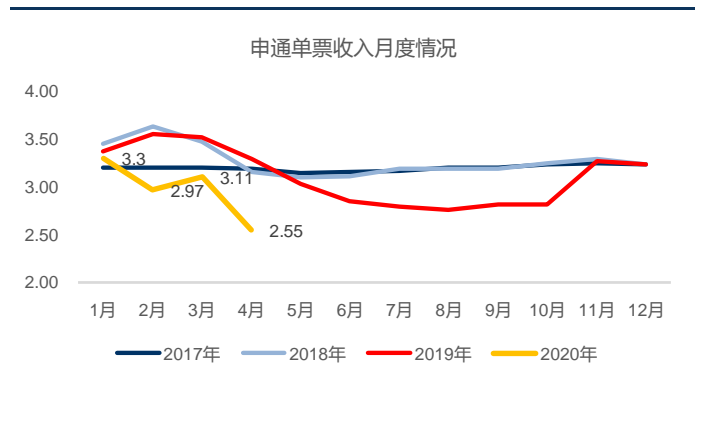
资料来源: Wind、公司公告、华创证券

图表 16 圆通单票收入 (元)



资料来源: Wind、公司公告、华创证券

图表 17 申通单票收入 (元)



资料来源: Wind、公司公告、华创证券

(二) 我们预计时效件业务或受益于高端消费线上化

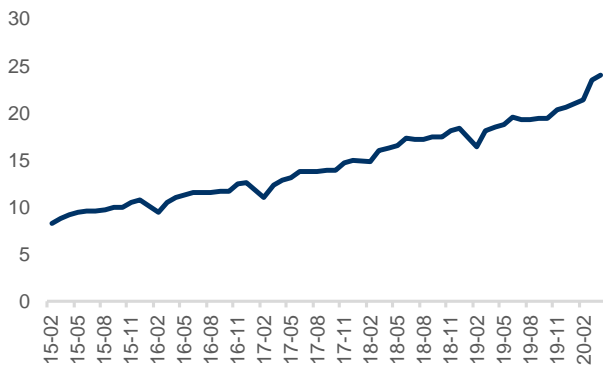
1、网购渗透率不断提升是基础

2015年初实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不到10%，到2019年已经达到20.7%，受疫情影响，1-4月社零总额10.68万亿，下降16.2%，而全国实物商品网上零售额2.56万亿，同比增长8.6%，**网购占社零比重2020年4月提升至24.1%**，同比提升5.5个百分点，较19年底提升3.4个百分点。

1-4月限额以上零售总额3.76万亿，同比下降16.3%；剔除石油、汽车、其他类后合计限额以上零售总额1.98万亿，同比下降13.4%。

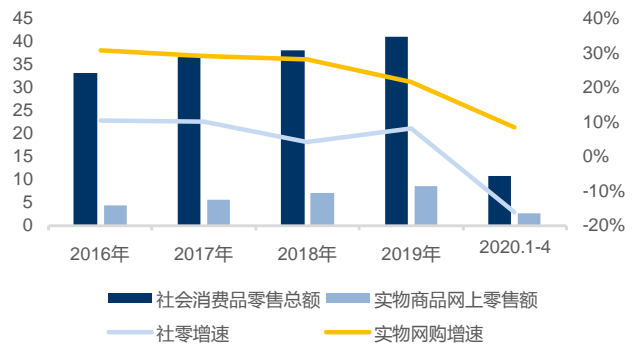
疫情下，网购仍然保持了增长。

图表 18 实物商品网购占社零比重



资料来源: Wind, 华创证券

图表 19 实物商品网购与社零增速比



资料来源: 公司年报, 华创证券

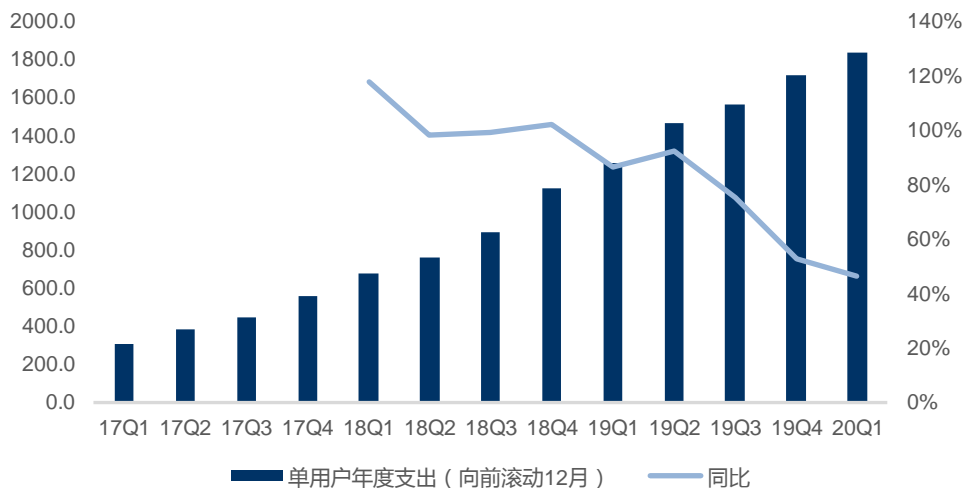
2、线上平台高端化或为趋势

1) 拼多多百亿补贴为代表, 线上平台高端化或为趋势

2019年6月, 拼多多推出百亿补贴, 通过降价补贴、保证正品等方式实现平台商家品牌升级, 推动用户结构升级, 客单价提升, 在包括电子产品、潮流服饰、美妆等品类, 以高端品牌全网低价吸引用户。

观察拼多多平台用户年度支出从2017年的576元, 提升至20Q1的1842元(均为向前滚动1年数据), 三年不到时间增长2倍, 20Q1同比近50%增长。

图表 20 拼多多平台单用户年度支出



资料来源: 公司公告, 华创证券

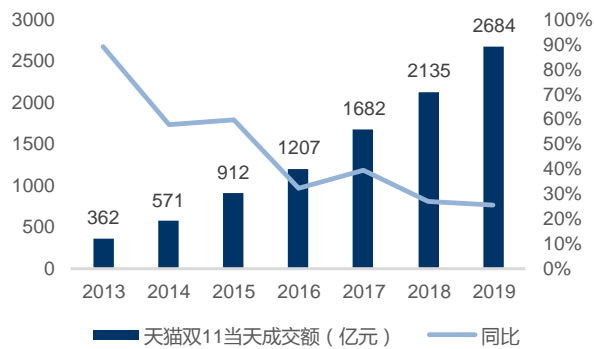
2) 从双11人均支出看, 2019年有了明显提升

销售额看: 2019年双11当天全网销售额4101亿, 同比增长30.5%, 较2018年提升6.7个百分点。其中天猫2684

亿销售额占比约 65% 份额，同比增 24%。

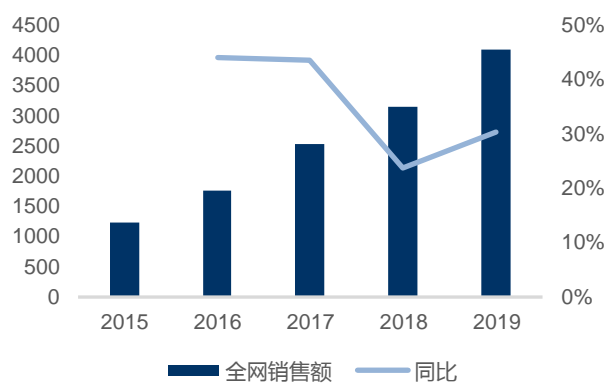
人均支出看：天猫双 11 客单价 2019 年为 208 元，同比提升 1.2%，而全网客单价 247 元，提升 5.1%，全网客单价较 16 年低点提升 50%，天猫则提升 13%。

图表 21 天猫双 11 当日成交额



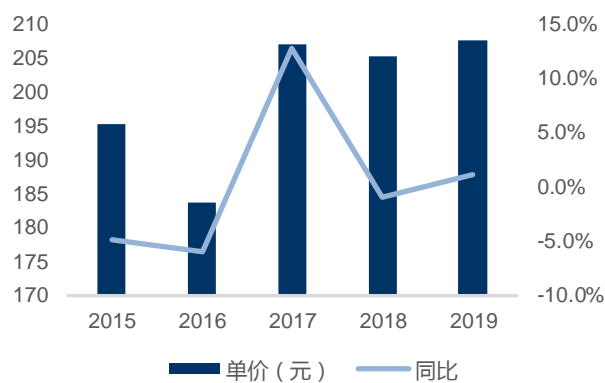
资料来源：Wind，天猫官网，华创证券

图表 22 双 11 全网销售额及增速 (亿元)



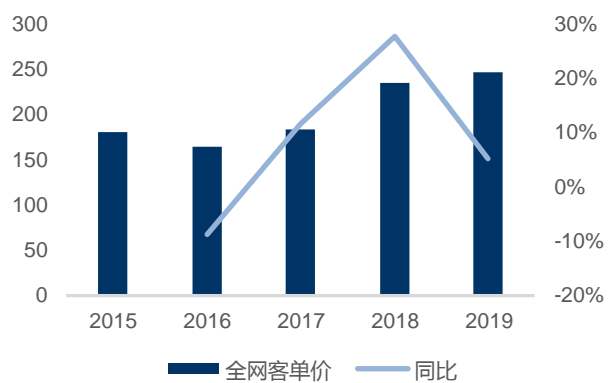
资料来源：星图数据，华创证券

图表 23 天猫双 11 当日客单价



资料来源：Wind，天猫官网，华创证券

图表 24 双 11 全网客单价 (元)



资料来源：星图数据，华创证券

3) 高端品牌不断试水线上化

2019 年双 11 为例，大牌美妆护肤品品牌雅诗兰黛、欧莱雅等联合平台开展线上规模促销活动，成为当时的亮点；我们认为或拉开国际大牌试水线上的序幕，

而今年特殊的情况带来了进一步提升的契机：

a) 契机一：疫情的影响导致线下流量受到严重冲击，门店与消费者都在尝试线上。

我们以国内线上直邮为例，受限于疫情影响与国际航线政策限制，机场流量出现大幅下降，导致免税运营商在传统机场渠道内出现货物积压问题。

相比较韩国，免税店在法律临时允许情况下，转向在非免税渠道销售库存品，我们在上海机场报告中，分析了国内免税运营商，在面临疫情冲击下，谋求模式创新，以度过机场店受到显著影响下的难关。观察推出的线上直邮，是其中之一，线上渠道包括：**海南离岛补购、日上（上海）体验券、中免 CDF 会员购小程序**等类跨境电商模式。

尽管我们预计在疫情后，该模式下销售规模或难以持续。

但是相类似的诸多品牌，或在体验到线上销售益处后，未来加大线上化力度。

b) 契机二：“直播带货”的流行，将过去线下非标品转线上的瓶颈削弱。

过去传统意义的电商销售是图文模式，或升级为视频模式，相对标品在电商平台更适于销售，而对于需要体验的诸多高端品类通常是线下体验购买，或线下体验+线上下单模式购买。但直播带货的出现在改变这一模式，无论是淘宝、拼多多等电商平台直播，还是短视频直播带货，其中重要的一点，在于通过测评式、体验式营销将非标品过去线下体验后的购买迁移到线上直接购买。

就简单的例子，过去普遍认为需要线下试色的口红，就成为直播带货的爆款。

三、趋势若延续，顺丰时效件业务空间将打开

（一）快递行业驱动因素从来不是一成不变

就快递行业整体而言，驱动力是从商务件转向电商快递，目前电商件是核心驱动因素。

邮政局统计数据显示，2007 年到 2019 年，我国快递业务量从 12 亿件提升至 635 亿件，13 年时间 50 倍涨幅，年复合增速近 40%，近三年仍然保持年均 27% 的快速增长。对应的，单票价格下行，从 28.5 元降至 2019 年的 11.8 元，累计降幅近 6 成。

通常我们划分几个阶段：

1) 萌芽阶段：90 年代初

背景：进出口贸易快速增长，商务快递、香港报关急件需求旺盛。而邮政难以满足外贸行业对报关材料、样品等快速传递的需求。民营快递迅速崛起。

2) 黄金阶段：2003 年后

背景：淘宝网成立，电商 GMV 爆发式增长推动电商快递黄金时期开启。电商件崛起，商务件占比开始下行。

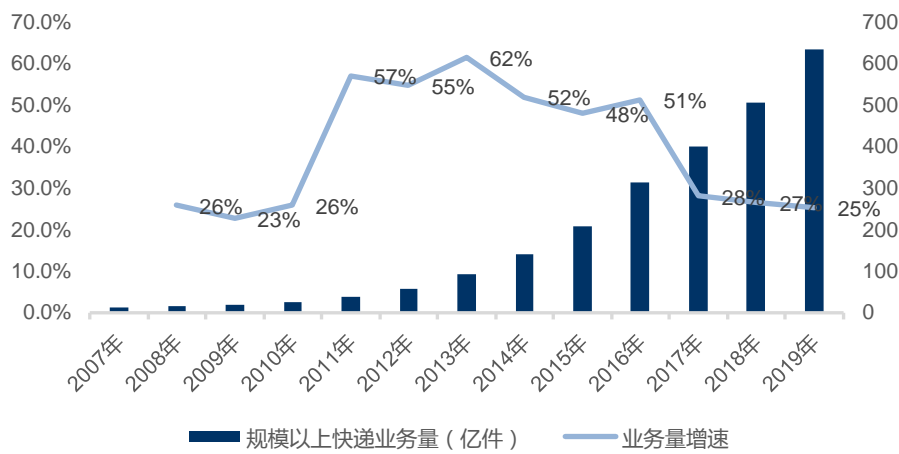
3) 资本阶段：2009-2016

背景：民营快递获得合法身份，快递公司加大融资，资本市场对快递公司投资热情较高。龙头公司纷纷上市。

4) 当前阶段：多元化需求，新动能不断涌现

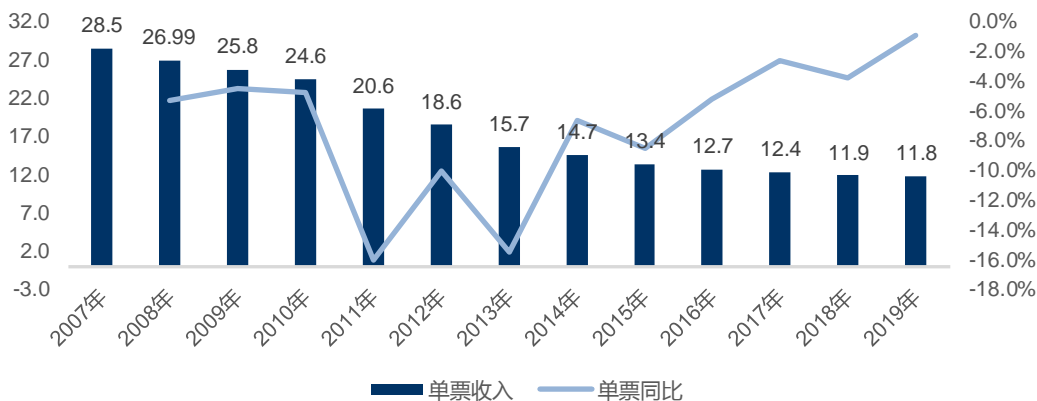
背景：电商整体规模庞大，增速放缓，但不断出现新动能，从拼多多为代表的新型社交电商平台，到直播电商模式，不断推动行业维持高增速。

图表 25 快递行业业务量及增速



资料来源: 邮政局, 华创证券

图表 26 快递行业单票收入



资料来源: 邮政局, 华创证券

(二) 顺丰对产品分类变化的背后也在体现驱动力发生变化

借壳上市报告中, 公司将主要时效产品顺丰标快、顺丰即日、顺丰次晨, 划为国内商务快递市场主要产品。

2016 年年报中, 描述公司提供的物流产品主要包含: 商务快递、电商快递、仓储配送、国际快递等多种快递服务, 物流普运、重货快运等重货运输服务, 以及为食品 和医药领域的客户提供冷链运输服务。

公司认为商务快递市场主要针对客户寄递高价值文件物品的需求, 票均单价较高且客户对价格的敏感性较弱, 但由于对快递件的时效、安全、服务等各方面均具有较高的要求, 参与竞争的企业数量有限。顺丰控股凭借多年的资源投入与直营网络优势, 以及“快”、“准时”、“安全”的市场口碑, 目前已在国内商务快递市场处于领先地位, 并借此建立起竞争门槛。

16 年年报中收入结构，分为国内时效、仓储配送、重货运输、增值服务、国际快递、冷运、商品、其他。

2017 年起：公司正式将业务划分为时效、经济、重货、冷运、国际、同城配、其他。

2019 年增设供应链业务：效、经济、快运、冷运、国际、同城、供应链、其他。

同时，2018 年起不再专门提商务快递。

从变化中，我们认为：

公司对提供产品在不断细化及分层，上市前的划分系根据服务不同客户的性质，其时效件的驱动核心来自国内商务活动，与经济活动匹配度高。而近年来，预计客户结构在不断变化，商务快递的占比在下降，于是根据时效要求划分，分为时效与经济。

公司披露经济产品主要为：指定服务范围和寄递时间内收寄，隔日 23:59 分前送达以及仓储服务。

根据时效划分，也就意味着时效产品中的客户可以包括商务快递客户、也可以包括电商快递客户、个人客户等，对于经济产品亦然。

图表 27 时效划分品类

产品	品类	时效
时效产品	顺丰即日	当日20点前送达
	顺丰次晨	次日12点前送达
	顺丰标快	次日18点前送达
经济产品	顺丰特惠	隔日23:59前送达

资料来源：公司年报，华创证券

（三）驱动力变化趋势延续，预计将打开顺丰时效件业务空间，提升公司盈利水平

考虑今年的变化，我们预计高端电商件在公司时效件中的占比或达到了三成水平，去年同期或仅为 25% 左右。

1) 件量增速假设：

假设未来商务件与高端电商件占比为 6:4，

商务件维持 7.5% 增速（6-9% 之间），过往按照与经济活动相关，时效件的增速或仅能维持与 GDP 相类似的关系（给予一定比例乘数，难以超过 1.5 倍），其增速将维持在 6-9%；

高端电商件与实物网购增速相仿，维持 20% 增速；

则未来三年顺丰时效件收入增速将超过两位数，达到 12.5% 的增速。

若考虑高端电商件的渗透率或加速提升，以及顺丰本身基数尚不高，实际增速或更快。

2) 盈利能力假设：

时效件是公司核心盈利底盘，此前报告我们分析，2014 年以前公司收入结构中以时效件为主，14 年起公司其他业务类型占比提升，2013 年公司整体毛利率 25% 水平可以基本等同于当年时效件毛利率。

近年来，经济件、新业务等占比提升，拖累了整体毛利率和净利率，掩盖该业务较强的盈利能力。

由于单票收入稳定、产能利用率提升、用工模式优化和科技创新带来的成本下降，我们测算认为，净利率近年来稳中有升，或维持在 9% 左右。

我们假设 2020-22 年时效件收入增速分别为 18%、12.5% 及 12.5%，则其收入分别为 667、750 及 844 亿，假设净利率 9%，净利润分别为 60、68 及 76 亿。

更为重要的是，我们认为时效件业务驱动力的变化，将打开顺丰时效业务的增长瓶颈，以及公司估值的提升。

图表 28 公司时效件模拟测算

	2019	2020E	2021E	2022E
时效件收入	565	667	750	844
增速	5.9%	18%	12.5%	12.5%
净利率	9%	9%	9%	9%
时效件净利测算	51	60	68	76

资料来源：公司公告、华创证券

四、投资建议及风险提示

1) 盈利预测:

基于前述我们上调公司时效件业务收入预期，上调 2020-21 年盈利预测分别为预计实现净利 71.3 及 86.7 亿（原预测为 61.2 及 74.8 亿），对应 20-21 年 PE33、27 倍。

2) 投资建议:

此前我们对顺丰进行分部估值，预计至少对应综合市值 2300 亿，截止 2020 年 6 月 12 日，公司已经达到该目标市值区间。

我们依据最新盈利判断，对公司进行再估值，根据我们预计 2020 年盈利预测，传统盈利业务（时效件+经济件）给予 30 倍 PE（预计约 2000 亿市值），新业务给予 2 倍 PS（预计 640 亿市值），不考虑公司科技投入还原情况下，预计至少对应综合市值约 2640 亿，给予 6 个月目标价对应股价 60 元，较此前 52 元目标价，调高约 15%，较现价预计 13% 空间。强调“推荐”评级。

3) 风险提示：时效件业务量增速不及预期，特惠件业务成本投入超出预期，新业务减亏低于预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	18,521	25,738	39,939	55,637
应收票据	43	56	68	79
应收账款	12,045	15,531	18,797	21,989
预付账款	2,654	3,498	4,257	4,960
存货	882	1,162	1,414	1,647
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	8,752	10,522	12,122	13,688
流动资产合计	42,897	56,507	76,597	98,000
其他长期投资	2,485	2,626	2,754	2,879
长期股权投资	2,222	2,222	2,222	2,222
固定资产	18,904	19,773	19,480	19,342
在建工程	3,116	3,216	3,316	3,016
无形资产	10,008	9,007	8,107	7,296
其他非流动资产	12,903	11,003	10,728	10,508
非流动资产合计	49,638	47,847	46,607	45,263
资产合计	92,535	104,354	123,204	143,263
短期借款	6,053	5,053	5,553	6,053
应付票据	30	40	48	56
应付账款	11,988	15,798	19,226	22,401
预收款项	670	873	1,056	1,236
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	2,092	1,800	1,900	1,700
其他流动负债	10,148	12,470	14,770	17,010
流动负债合计	30,981	36,034	42,553	48,456
长期借款	6,540	12,081	17,622	23,163
应付债券	10,598	8,000	7,500	7,500
其他非流动负债	1,922	1,942	1,922	1,933
非流动负债合计	19,060	22,023	27,044	32,596
负债合计	50,041	58,057	69,597	81,052
归属母公司所有者权益	42,420	46,363	53,843	62,651
少数股东权益	74	-66	-236	-440
所有者权益合计	42,494	46,297	53,607	62,211
负债和股东权益	92,535	104,354	123,204	143,263

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	9,121	11,182	12,699	14,787
现金收益	10,811	12,601	14,100	15,484
存货影响	-64	-280	-252	-233
经营性应收影响	-4,672	-4,373	-4,066	-3,936
经营性应付影响	4,333	4,022	3,621	3,362
其他影响	-1,287	-787	-703	111
投资活动现金流	-14,049	-2,942	-3,500	-3,200
资本支出	-9,395	-4,843	-3,774	-3,419
股权投资	-18	0	0	0
其他长期资产变化	-4,636	1,901	274	219
融资活动现金流	7,372	-1,023	5,002	4,111
借款增加	9,021	1,651	5,641	5,841
股利及利息支付	-1,791	-2,169	-2,584	-2,692
股东融资	204	0	0	0
其他影响	-62	-505	1,945	962

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	112,193	146,182	176,917	206,959
营业成本	92,650	122,089	148,589	173,124
税金及附加	280	357	432	506
销售费用	1,997	2,169	2,395	2,628
管理费用	9,699	10,885	12,539	14,389
研发费用	1,193	1,582	1,915	2,240
财务费用	683	734	730	597
信用减值损失	-238	-200	-150	-150
资产减值损失	-179	30	30	30
公允价值变动收益	350	200	200	200
投资收益	1,076	700	600	-300
其他收益	740	180	175	175
营业利润	7,409	9,272	11,167	13,426
营业外收入	212	120	200	200
营业外支出	195	190	180	180
利润总额	7,426	9,202	11,187	13,446
所得税	1,801	2,209	2,685	3,227
净利润	5,625	6,993	8,502	10,219
少数股东损益	-172	-140	-170	-204
归属母公司净利润	5,797	7,133	8,672	10,423
NOPLAT	6,142	7,551	9,057	10,673
EPS(摊薄) (元)	1.31	1.62	1.96	2.36

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	23.4%	30.3%	21.0%	17.0%
EBIT 增长率	31.8%	22.5%	19.9%	17.8%
归母净利润增长率	27.2%	23.1%	21.6%	20.2%
获利能力				
毛利率	17.4%	16.5%	16.0%	16.3%
净利率	5.0%	4.8%	4.8%	4.9%
ROE	13.6%	15.4%	16.2%	16.8%
ROIC	14.7%	16.0%	15.7%	15.4%
偿债能力				
资产负债率	54.1%	55.6%	56.5%	56.6%
债务权益比	64.0%	62.4%	64.4%	64.9%
流动比率	138.5%	156.8%	180.0%	202.2%
速动比率	135.6%	153.6%	176.7%	198.8%
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.4	1.4	1.4
应收账款周转天数	31	34	35	35
应付账款周转天数	39	41	42	43
存货周转天数	3	3	3	3
每股指标(元)				
每股收益	1.31	1.62	1.96	2.36
每股经营现金流	2.07	2.53	2.88	3.35
每股净资产	9.61	10.50	12.20	14.19
估值比率				
P/E	41	33	27	23
P/B	6	5	4	4
EV/EBITDA	21	18	16	14

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名；2017 年金牛奖交运行业第五名；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名，新浪金麒麟最佳分析师交通运输行业第四名，上证报最佳分析师交通运输行业第三名，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名。

高级分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

助理分析师：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500