

顺丰控股 (002352.SZ)

直营优势难撼动，新业务未来可期

直营模式、航空资源和密集网络构筑竞争力。公司 59 架自营全货机保证了 1000 公里以上长距离运输的时效性；161 条高铁线路和 122 条普列线路保证了 800-1000 公里中短距离运输的时效性。疫情期间，公司的直营模式保证稳定运营，2 月业务量增速达到 119%；客机腹舱运力减少推升了对全货机的需求，1-2 月顺丰航空增加 15% 的航班，装载率有所提升。

中国快递行业维持中高速增长，高端电商件需求提升。2020 年 1-5 月，中国快递业务量和业务收入分别同比增长 18.4% 和 9.9%。高价值商品的线上化推动高端电商件需求增长，B2C 电商平台占中国网购市场的比例从 2013 年的 40.4% 增长到 2018 年的 56.2%；以低价商品为主的拼多多通过“百亿补贴”等活动引入高端品牌，向一二线城市扩张。

时效件稳定增长，经济件新产品带动市占率提升。2020 年疫情期间，公司维持稳定运营，新增大量月结客户，预计全年时效件收入增速为 10%。公司利用冗余资源推出“特惠专配”产品，起初定位“填仓”功能，填补价格区间空白，完善经济产品体系。因“特惠专配”需求量大，2020 年 5 月，公司业务量增速达 83.82%，远高于行业（41%），我们测算 2020 年 5 月公司特惠专配产品日均单量为 600-650 万票。

中国即时配送市场规模将超千亿，订单品类日益丰富。2014 年至 2019 年，中国即时配送市场用户规模从 1.24 亿人增长到 4.21 亿人，市场规模从 110.3 亿元增长到 1,312.6 亿元。预计 2020 年，中国即时配送市场的用户规模和市场规模将分别达到 4.82 亿人和 1,700.8 亿元。2018 年至 2019 年，即时配送市场中外卖订单量占比从 81% 下降到 70%，生鲜果蔬、零售便利和鲜花蛋糕的订单量占比均有增长，分别达到 12%、10% 和 5%。

同城业务发展迅速，企业团餐或为增长亮点。顺丰同城 2019 年营业收入 19.52 亿元，同比增长 96%，16-19 年 CAGR 达 240%。2020 年上半年，顺丰同城推出“丰食”小程序，提供企业预定送餐服务，针对顺丰内部员工，零佣金吸引商家入驻。顺丰掌握大量 B 端客户资源（140 万月结客户），可节省大量获客成本，更有利于业务的开展。

投资建议：我们预测公司 20-22 年归母净利润为 63.75 亿元、72.13 亿元、83.74 亿元，同比增长 10.0%、13.1%、16.1%，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险，市场竞争加剧风险，燃油价格波动风险，人力成本大幅增长风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	90,943	112,193	141,083	172,898	207,670
增长率 yoy (%)	27.9	23.4	25.7	22.6	20.1
归母净利润 (百万元)	4,556	5,797	6,375	7,213	8,374
增长率 yoy (%)	-4.5	27.2	10.0	13.1	16.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.03	1.31	1.44	1.63	1.89
净资产收益率 (%)	12.1	13.2	13.2	13.2	13.5
P/E (倍)	53.5	42.1	38.3	33.8	29.1
P/B (倍)	6.67	5.86	5.2	4.6	4.1

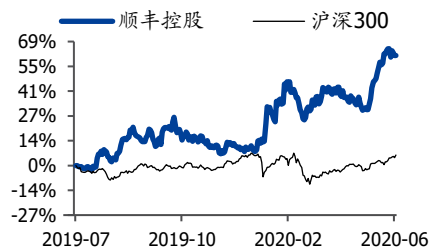
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	物流
前次评级	买入
最新收盘价	55.18
总市值(百万元)	245,461.25
总股本(百万股)	4,448.37
其中自由流通股(%)	98.51
30 日日均成交量(百万股)	19.47

股价走势



作者

分析师 张俊

执业证书编号：S0680518010004

邮箱：zhangjun1@gszq.com

分析师 郑树明

执业证书编号：S0680520040003

邮箱：zhengshuming@gszq.com

相关研究

- 1、《顺丰控股 (002352.SZ)：扣非净利润持平，加强精细化管理和新业务》2020-04-24
- 2、《顺丰控股 (002352.SZ)：新业务持续发力，业绩符合预期》2020-03-24
- 3、《顺丰控股 (002352.SZ)：各项业务持续发力，疫情之下直营优势凸显》2020-02-24



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	31922	42897	45518	49649	53533	营业收入	90943	112193	141083	172898	207670
现金	16131	18521	19080	16800	17842	营业成本	74642	92650	116460	143436	172545
应收票据及应收账款	7374	12088	12385	17606	18417	营业税金及附加	222	280	353	432	519
其他应收款	1398	2102	2299	3095	3384	营业费用	1826	1997	2398	2853	3323
预付账款	2517	2654	3848	4121	5451	管理费用	8414	9699	12133	14783	17652
存货	818	882	1255	1377	1789	研发费用	984	1193	1552	2248	3115
其他流动资产	3684	6650	6650	6650	6650	财务费用	287	683	341	313	266
非流动资产	39693	49638	55608	61124	65639	资产减值损失	-104	179	225	275	331
长期投资	2203	2222	2240	2258	2276	其他收益	213	740	374	442	519
固定资产	13967	18904	23027	26291	29230	公允价值变动收益	-6	350	114	153	206
无形资产	7247	10591	12195	14121	15536	投资净收益	1166	1076	200	200	200
其他非流动资产	16276	17922	18145	18455	18598	资产处置收益	-19	-33	-23	-25	-27
资产总计	71615	92535	101125	110773	119173	营业利润	5818	7409	8285	9327	10817
流动负债	26369	30982	36066	42032	46364	营业外收入	148	213	40	40	40
短期借款	8585	6053	6053	6053	6053	营业外支出	99	195	60	60	60
应付票据及应付账款	7887	12018	13003	17814	19257	利润总额	5868	7426	8265	9307	10797
其他流动负债	9897	12910	17010	18164	21053	所得税	1403	1802	2005	2258	2619
非流动负债	8331	19060	17492	15318	12402	净利润	4464	5625	6260	7050	8178
长期借款	7403	17138	15570	13396	10479	少数股东损益	-92	-172	-115	-163	-196
其他非流动负债	928	1922	1922	1922	1922	归属母公司净利润	4556	5797	6375	7213	8374
负债合计	34701	50042	53559	57350	58765	EBITDA	9787	12608	12206	14207	16605
少数股东权益	353	74	-41	-204	-400	EPS (元)	1.03	1.31	1.44	1.63	1.89
股本	4419	4415	4420	4420	4420						
资本公积	16070	16124	16124	16124	16124						
留存收益	15561	20338	25311	30911	37407						
归属母公司股东权益	36561	42420	47608	53627	60808						
负债和股东权益	71615	92535	101125	110773	119173						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5425	9121	11132	10747	14746
净利润	4464	5625	6260	7050	8178
折旧摊销	3459	4439	3600	4587	5542
财务费用	287	683	341	313	266
投资损失	-1166	-1076	-200	-200	-200
营运资金变动	-2133	-664	1222	-875	1138
其他经营现金流	515	114	-91	-128	-178
投资活动现金流	-9329	-14049	-9279	-9775	-9679
资本支出	11638	6421	5951	5498	4497
长期投资	-1345	-906	-18	-18	-18
其他投资现金流	965	-8534	-3346	-4295	-5200
筹资活动现金流	2973	7372	-1295	-3251	-4025
短期借款	3966	-2532	0	0	0
长期借款	4529	9734	-1567	-2174	-2917
普通股增加	8	-4	5	0	0
资本公积增加	197	54	0	0	0
其他筹资现金流	-5726	119	267	-1077	-1108
现金净增加额	-850	2465	559	-2280	1042

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	27.9	23.4	25.7	22.6	20.1
营业利润(%)	-9.8	27.3	11.8	12.6	16.0
归属于母公司净利润(%)	-4.5	27.2	10.0	13.1	16.1
获利能力					
毛利率(%)	17.9	17.4	17.5	17.0	16.9
净利率(%)	5.0	5.2	4.5	4.2	4.0
ROE(%)	12.1	13.2	13.2	13.2	13.5
ROIC(%)	9.0	9.1	8.9	9.4	10.2
偿债能力					
资产负债率(%)	48.5	54.1	53.0	51.8	49.3
净负债比率(%)	1.4	17.1	14.6	14.0	6.4
流动比率	1.2	1.4	1.3	1.2	1.2
速动比率	0.9	1.1	1.0	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.4	1.5	1.6	1.8
应收账款周转率	13.8	11.5	11.5	11.5	11.5
应付账款周转率	10.1	9.3	9.3	9.3	9.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.03	1.31	1.44	1.63	1.89
每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	2.06	2.52	2.43	3.34
每股净资产(最新摊薄)	8.27	9.42	10.60	11.96	13.58
估值比率					
P/E	53.5	42.1	38.3	33.8	29.1
P/B	6.7	5.9	5.2	4.6	4.1
EV/EBITDA	25.0	19.7	20.3	17.5	14.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、直营模式、航空资源和密集网络构筑竞争力	5
1.1 直营模式保障客户体验，高品质服务带来品牌溢价	5
1.2 货航机队国内领先，鄂州机场建设优势凸显	7
1.3 服务网络密集，加大资本开支完善运输能力	12
二、下沉广阔电商件市场，经济件新产品成效凸显	15
2.1 中国快递行业维持中高速增长，高端电商件需求提升	15
2.2 时效件稳定增长，经济件新产品带动市占率提升	19
三、即时配送市场潜力巨大，同城业务高速发展	22
3.1 中国即时配送市场规模将超千亿，订单品类日益丰富	22
3.2 同城业务发展迅速，企业团餐或为增长亮点	25
四、投资建议	28
4.1 分业务盈利预测	28
4.2 估值分析	29
风险提示	30

图表目录

图表 1: 顺丰直营模式	5
图表 2: 快递企业直营模式与加盟模式的比较	6
图表 3: 2019 年快递服务时效排名	6
图表 4: 顺丰控股单票收入远高于行业均值	7
图表 5: 2020 年快递业务量同比增速	7
图表 6: 2016-2019 年顺丰自有飞机和外部包机架数 (架)	8
图表 7: 截至 2020 年 6 月底主要货运航司全货机数量 (架)	8
图表 8: 2019 年顺丰航空线路 (国内)	8
图表 9: 2019 年顺丰航空线路 (国际)	9
图表 10: 2016-2019 年公司全货机和散航航班总数 (万次)	9
图表 11: 2016-2019 年公司全货机和散航发货总量 (万吨)	9
图表 12: 2020 夏秋航季国内货运航司周航班量占比 (次, %) (全部)	10
图表 13: 2020 夏秋航季国内货运航司周航班量占比 (次, %) (国内)	10
图表 14: 2020 年新冠疫情下, 民航可用座位公里数大幅下降	10
图表 15: FedEx 的孟菲斯机场	11
图表 16: UPS 的路易斯维尔机场	11
图表 17: 货运枢纽机场主要益处	11
图表 18: 鄂州机场区位图	12
图表 19: 2016-2019 年公司自营网点数量 (个)	12
图表 20: 2016-2019 年公司各类型中转场数量 (个)	12
图表 21: 2016-2019 年公司运输干支线路 (万条)	13
图表 22: 2018 年公司干支线和末端车辆 (辆)	13
图表 23: 2017-2019 年公司高铁线路和普列线路 (条)	13
图表 24: 2017-2019 年公司仓库面积 (万平方米)	13
图表 25: 截至 2019 年底顺丰与其他快递公司的网络强度比较	14
图表 26: 2019 年顺丰控股资本开支高于其他公司 (亿元)	14
图表 27: 2019 年顺丰控股资本开支构成 (亿元)	14

图表 28: 2019 年各快递公司固定资产原值比较 (亿元)	15
图表 29: 2019 年各快递公司固定资产净值比较 (亿元)	15
图表 30: 中国规模以上快递业务量 (亿件) 及增速	16
图表 31: 中国规模以上快递业务收入 (亿元) 及增速	16
图表 32: 中国实物商品网上零售额及增速对比	16
图表 33: 中国实物商品网上零售额占社零总额的比例	16
图表 34: 实物商品网上零售额 (左轴) 与快递业务量 (右轴)	17
图表 35: 拼多多订单量增速远高于快递行业增速	17
图表 36: 2019 年快递业务量占比	17
图表 37: 2010-2019 年快递行业单票收入持续下降	18
图表 38: 2020 年 5 月快递业经营数据	18
图表 39: 2013-2018 中国网络购物市场构成 (按 GMV)	18
图表 40: 2014 年 vs 2019 年双 11 女装销量排名	18
图表 41: 品牌商入驻拼多多	19
图表 42: "顺丰包邮" 标签成为品质保证	19
图表 43: 2019 年顺丰收入结构	19
图表 44: 顺丰快递业务分类	19
图表 45: 顺丰时效件营收及增速	20
图表 46: 顺丰月结客户数量 (万户)	20
图表 47: 顺丰经济件营收及增速	20
图表 48: 顺丰快递业务量月度市占率	20
图表 49: 顺丰物流业务量及增速	21
图表 50: 顺丰业务单票收入及增速	21
图表 51: 2019 年 8 月起, 顺丰单月快递量增速高于行业增速	21
图表 52: 顺丰 2019 年第四季度毛利率环比下降	22
图表 53: 即时配送行业重要事件	22
图表 54: 2015-2019Q3 中国外卖产业渗透率	23
图表 55: 2014-2020E 中国即时配送行业订单量规模及增速	23
图表 56: 中国即时配送市场细分品类订单量占比变化	23
图表 57: 2020Q1 外卖平台订单量占比	23
图表 58: 即时配送行业参与者众多	24
图表 59: 中国即时配送行业单票价格下降	24
图表 60: 2014-2020E 中国即时配送用户规模及增速	24
图表 61: 2014-2020E 中国即时配送行业市场规模及增速	24
图表 62: 传统快递模式 vs 同城即配模式	25
图表 63: 顺丰同城急送发展里程碑	26
图表 64: 顺丰同城急送小程序	26
图表 65: 顺丰同城业务收入及增速	27
图表 66: 顺丰同城急送的合作客户	27
图表 67: 跑腿业务计价较高	27
图表 68: 外卖即时配送参与者的比较	28
图表 69: 顺丰控股快递业务量预测	28
图表 70: 顺丰控股分业务收入预测 (亿元)	29
图表 71: 顺丰控股费用率预测	29
图表 72: 相对估值分析	30

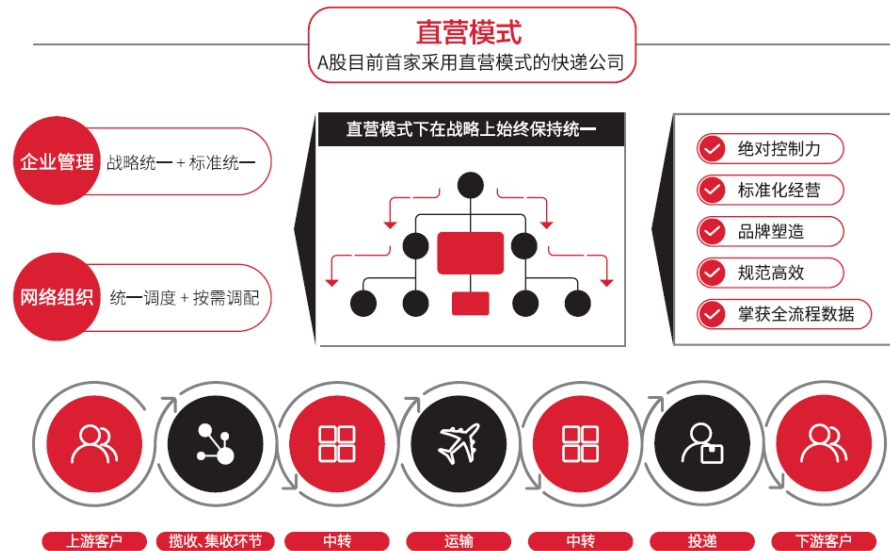
一、直营模式、航空资源和密集网络构筑竞争力

顺丰控股定位快递中高端市场，主要面向的是商务快递与中高端电商快递，客户对价格的敏感性较弱，但对于时效、安全、服务等方面的要求较高。顺丰凭借直营模式、航空资源以及密集的服务网络，保证了时效、安全和服务，实现口碑和品牌溢价，成为大量企业客户和中高端个人客户的首选品牌。

1.1 直营模式保障客户体验，高品质服务带来品牌溢价

顺丰是 A 股目前首家采用直营模式的快递公司。2000 年起，顺丰为解决加盟制管理混乱的问题，逐步转变其经营模式，在 2002 年基本实现了全面直营模式。纵观快递行业，已进入世界 500 强的美国邮政、德国邮政、FedEx、UPS 和法国邮政均采用直营模式。

图表 1: 顺丰直营模式



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

顺丰直营模式有助于保障客户体验。直营模式的优势主要体现在总部能够控制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，总部指令能够很快传达到各分支机构，直营模式有助于保障服务质量和时效，确保客户体验和感知。

图表 2: 快递企业直营模式与加盟模式的比较

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
劣势	整体信息化水平较高, 操作规范, 投递速度快	价格优势
	用于组建团队、购买运输器具等资金需求量大	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, 国盛证券研究所

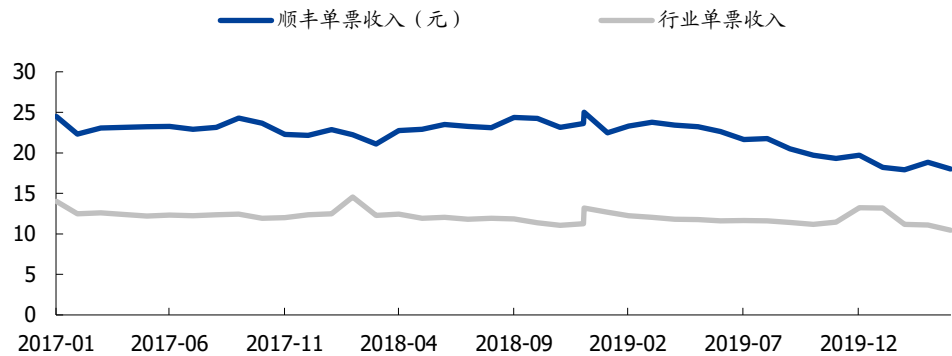
顺丰始终保持高品质的服务, 客户满意度和时效排名第一。根据国家邮政局发布的《2019年快递服务满意度调查结果的通告》, 顺丰速运在“快递企业总体满意度”榜上排名第一。这是自国家邮政局 2009 年首次公布快递服务满意度排名以来, **顺丰控股连续 11 年蝉联第一**。根据《2019 年快递服务时限准时率测试结果的通告》, **顺丰在所有指标中都位列第一**。高品质服务带来品牌溢价, 顺丰的单票收入价格始终高于行业水平。

图表 3: 2019 年快递服务时效排名

排名/时限	全程时限	寄出地处理		寄达地处理		72 小时准时率
		时限	运输时限	理时限	投递时限	
顺丰速运	1	1	1	1	1	1
邮政 EMS	2	6	2	3	3	2
京东物流	3	7	3	6	2	4
韵达速递	4	2	6	2	5	3
百世快递	5	4	4	4	7	5
中通快递	6	5	5	5	8	6
申通快递	7	8	7	9	4	7
圆通快递	8	3	8	8	9	8
德邦快递	9	10	9	7	6	9
优速快递	10	9	10	10	10	10

资料来源: 《2019 年快递服务时限准时率测试结果的通告》, 国盛证券研究所

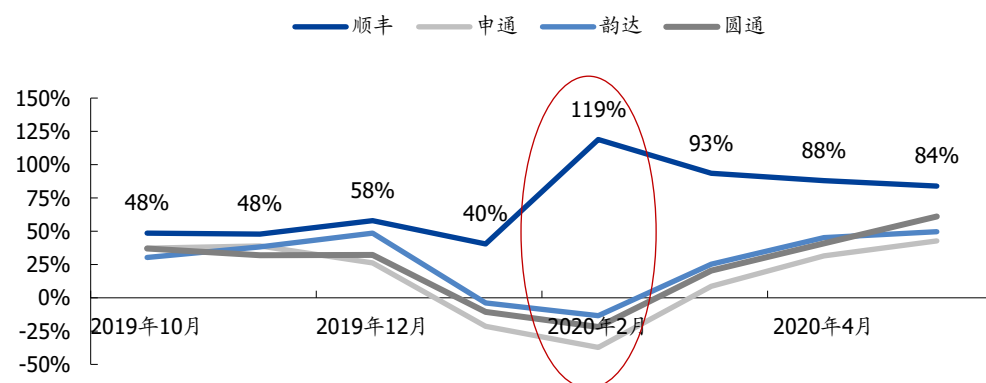
图表 4: 顺丰控股单票收入远高于行业均值



资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

疫情期间, 直营模式保证经营稳定性, 提升品牌美誉度。受新冠疫情影响, 2020年2月大部分快递公司的业务受严重影响, 业务量同比减少, 而顺丰基于稳定可靠的直营网络, 承担了大量疫情期间的快递业务, 业务量增速达到 119%, 提升了品牌力。此外, 2020年1月底, 国家邮政局发紧急通知, 建议公众如在春节期间有寄往武汉邮件快件需求, 优先选用中国邮政、顺丰、京东三家品牌企业的邮政快递服务, 从政府层面肯定了顺丰的服务能力。

图表 5: 2020年快递业务量同比增速

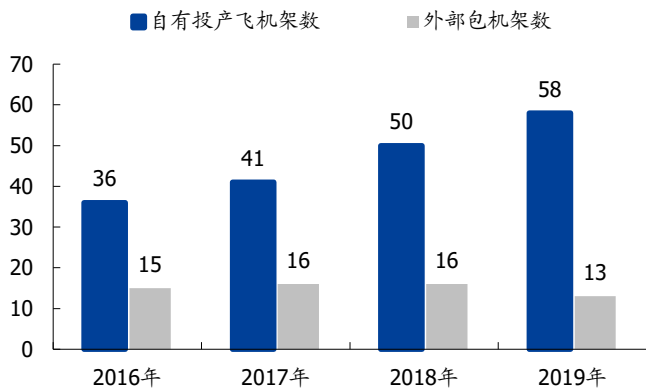


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 货航机队国内领先, 鄂州机场建设优势凸显

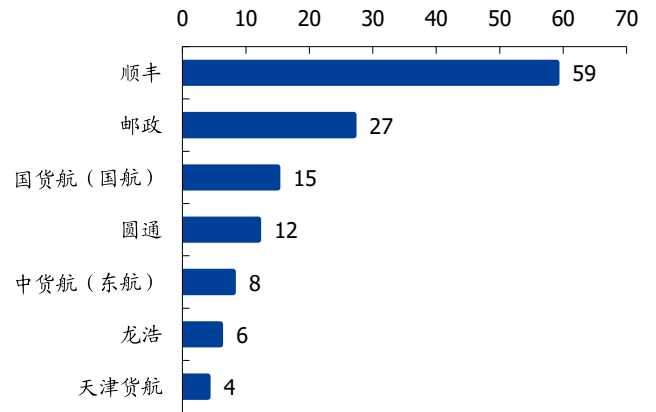
顺丰航空历经 10 余年发展, 货机规模达 59 架。2003 年, 顺丰与扬子江快运航空有限公司签订合同, 成为国内第一家用飞机运送快件的民营快递公司。2009 年, 顺丰航空成立, 成为我国首家民营货运航空公司, 截至 2019 年底, 顺丰共有 58 架自营全货机 (包括 8 架 B767, 31 架 B757, 2 架 B747 和 17 架 B737), 另租赁 13 架全货机, 执行航线 73 条。2020 年 4 月, 顺丰引入 1 架 B757 全货机, 目前货机规模达 59 架。顺丰是国内全货机最多的航空公司, 国内快递公司中仅顺丰、邮政 EMS 和圆通成立了航空公司。顺丰航空机队保证了 1000 公里以上的长距离运输时效性, 使得远距离快件优势更加明显。

图表6: 2016-2019年顺丰自有飞机和外部包机架数(架)



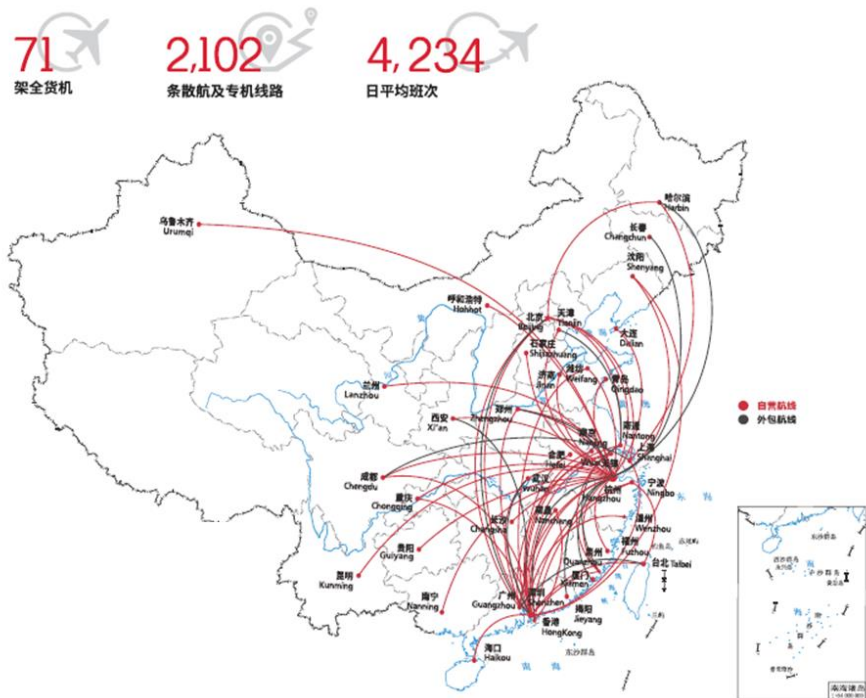
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表7: 截至2020年6月底主要货运航空公司全货机数量(架)



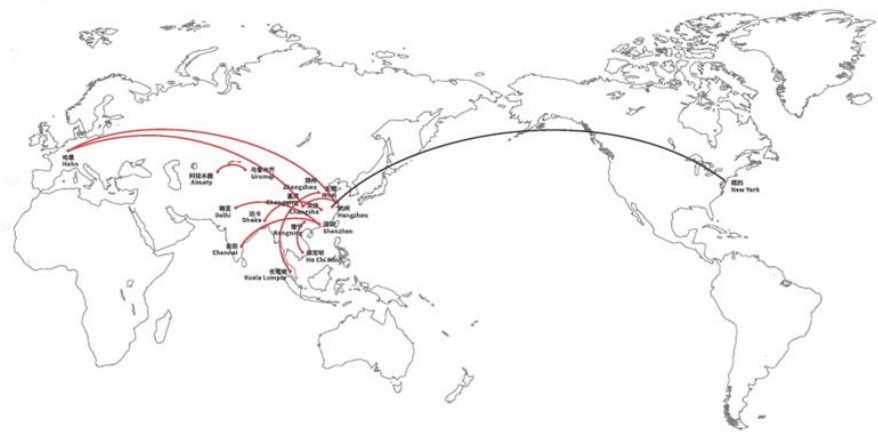
资料来源: 民航休闲小站, 国盛证券研究所

图表8: 2019年顺丰航空线路(国内)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

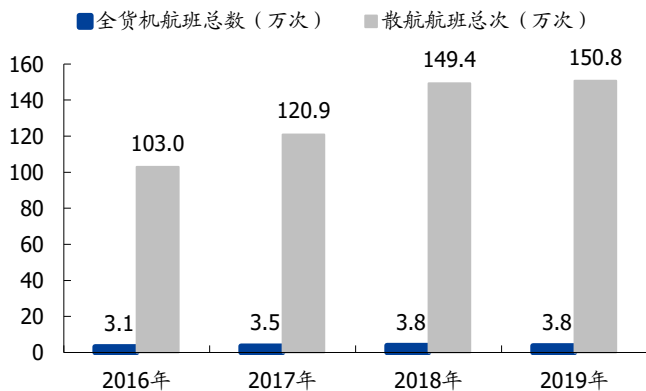
图表 9: 2019 年顺丰航空线路 (国际)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

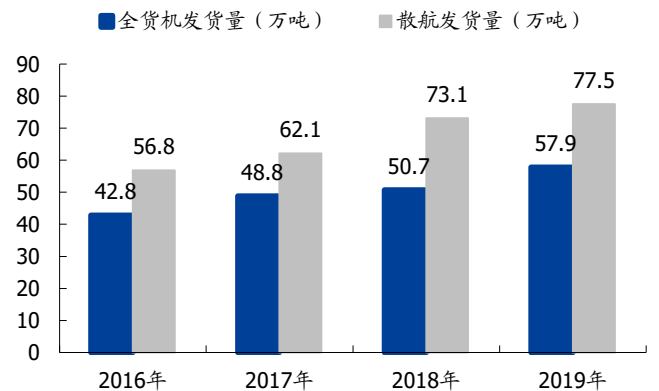
顺丰航空业务量位居国内首位。2019 年顺丰共有 3.78 万次全货机航班, 150.77 万次散航航班, 全货机发货量 57.87 万吨, 散航发货量 77.45 万吨, 发货量占民航货邮发货量的 18%。2020 夏秋航季, 顺丰航空周航班 831 次, 占国内货航 38%; 仅看国内航班量, 顺丰航空周航班 751 次, 占国内货航 51%。

图表 10: 2016-2019 年公司全货机和散航航班总数 (万次)



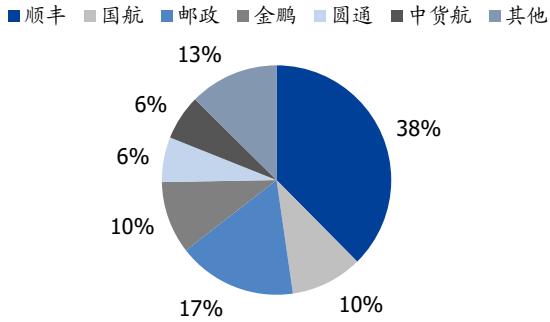
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 2016-2019 年公司全货机和散航发货总量 (万吨)



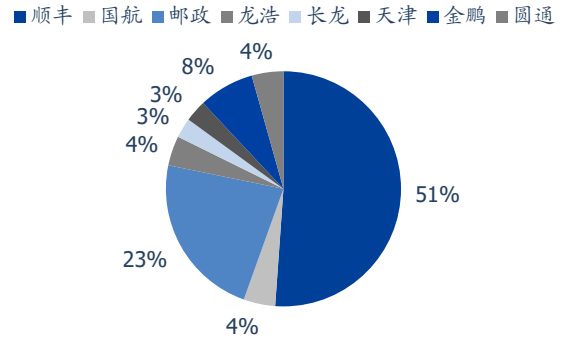
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 2020 夏秋航季国内货运航司周航班量占比(次, %) (全部)



资料来源: Pre-flight, 国盛证券研究所

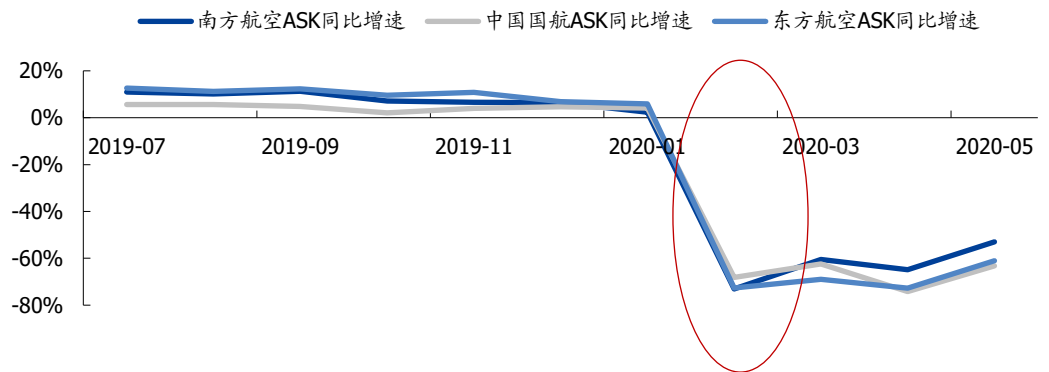
图表 13: 2020 夏秋航季国内货运航司周航班量占比(次, %) (国内)



资料来源: Pre-flight, 国盛证券研究所

2020 年初因客机停飞导致腹舱资源稀缺, 推动全货机需求。客机腹舱运输是我国航空货运的主要运输方式, 约占航空货运总量的 70%, 其中, 在国内航线中, 客机腹舱运量占比高达 82%, 在国际航线中, 客机腹舱运量占比达到 49%。受新冠疫情影响, 2020 年 2 月, 中国三大航南方航空、中国国航和东方航空的可用座公里数同比大幅下降, 分别减少 73%、68%和 73%。客机货运运力的大幅下降推升了对全货机的需求。疫情期间, 顺丰航空机队增加了 15%的航班, 1-2 月份公司航空件量同比增长超过 30%, 装载率有所提升, 摊薄了固定成本。

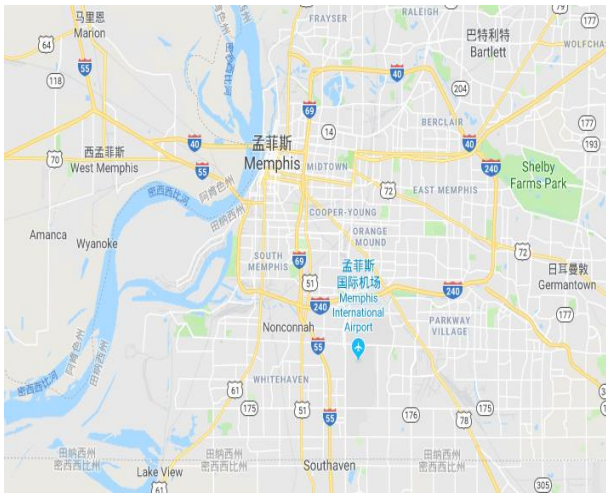
图表 14: 2020 年新冠疫情影响下, 民航可用座位公里数大幅下降



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

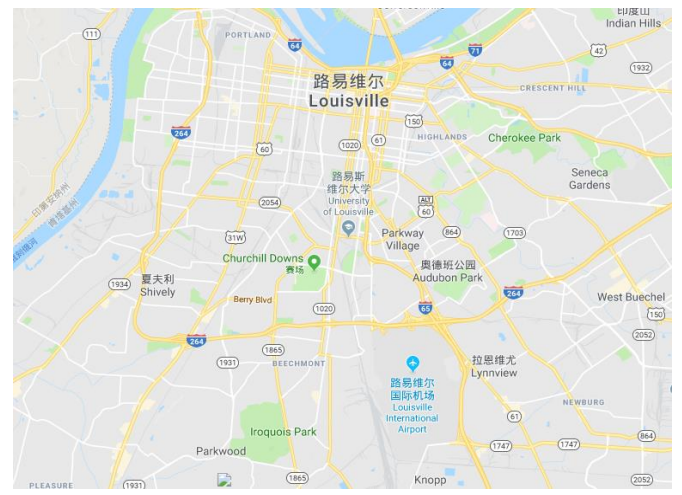
建设鄂州机场, 完善顺丰航空布局。2017 年 12 月 13 日, 公司全资子公司泰森控股与湖北省人民政府签订《关于湖北国际物流核心枢纽项目合作协议》, 2018 年 2 月 23 日, 国务院和中央军委发文同意新建湖北鄂州民用机场。鄂州机场是我国第一个以货运功能为主的机场, 按照 2030 年完成货邮吞吐量 330 万吨进行规划设计。对标海外, FedEX 的孟菲斯和 UPS 的路易斯维尔都是以货运枢纽为主, 客运为辅的航空物流中心, 机场选址位于经济地理中心位置, 周围交通便利。

图表 15: FedEX 的孟菲斯机场



资料来源: 谷歌地图, 国盛证券研究所

图表 16: UPS 的路易斯维尔机场



资料来源: 谷歌地图, 国盛证券研究所

货运枢纽机场益处多。客运机场以客航为优先, 货航会有延误, 会导致时效出现问题, 建设货运枢纽运输时效得到保障; 枢纽型的运输策略使得顺丰到达的城市由 60 多个提升 200 个以上, 提高对飞线路满载率; 对于全国建仓客户, 有动力在鄂州机场建仓, 减少租金成本和运营成本, 快速把产品送到全国各大重点城市。

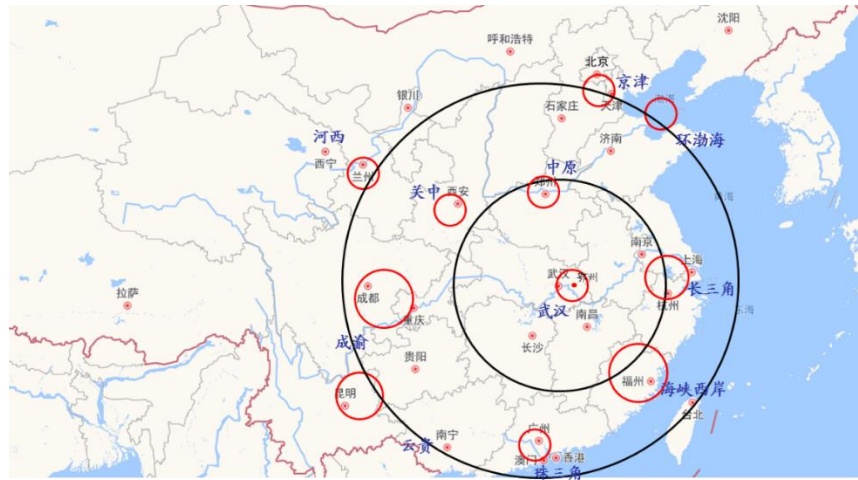
图表 17: 货运枢纽机场主要益处

主要益处	说明
可控的时效	每段的飞行距离缩短, 加之大工业化的转运分拨系统, 严密的标准作业流程和风险管控能力, 运输时效得到保障
规模效应	枢纽型的运输策略, 减少了直达运输中“满一空一满一空”的恶性循环, 在货运流向失衡的条件下, 也可以大大提高满载率
高度联结	枢纽将同一运输方式不同航线高效联结, 也将不同运输方式高效联结
高频次	稳定和高密度的运输航线, 保障货物随到随发, 减少了货主的货物积压

资料来源: 《航空货运枢纽带动物流产业集群发展》, 国盛证券研究所

鄂州机场投入使用后将有效降低顺丰航空货运单位成本。根据湖北省政府的要求, 机场建设 2018 年打基础, 2019 年出形象, 2020 年基本建成, 2021 年投入运营, 湖北国际物流核心枢纽项目是顺丰航空运输体系布局建设的核心。未来, 顺丰将以该枢纽为中心, 全面打造覆盖全国、辐射全球的航路线网络, 可以实现 2 小时航程覆盖全国 90% 以上 GDP 城市, 实现更多城市互寄次日达; 同时, 通过采用轴辐射式、更多使用大飞机, 根据国际同行测算, “枢纽飞”将降低 30% 的运输成本, 有效降低航空货运单位成本。

图表 18: 鄂州机场区位图



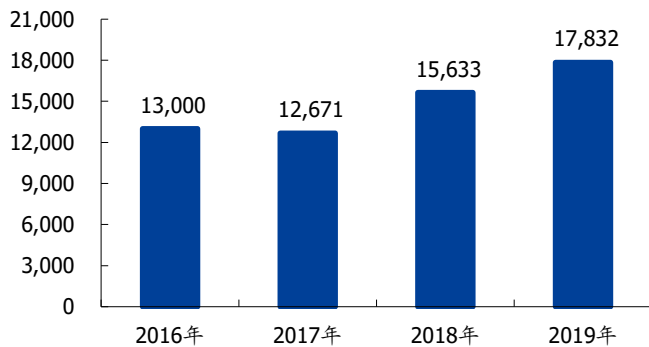
资料来源: 百度地图, 国盛证券研究所

1.3 服务网络密集, 加大资本开支完善运输能力

顺丰服务网点覆盖全国及海外。顺丰控股业务覆盖全国(大陆) 335 个地级市, 城市覆盖率 99.4%, 覆盖 2,834 个县区级城市, 县级覆盖率达 96%, 拥有近 1.8 万个自营网点。国际标快、国际特惠、国际电商专递等产品的服务覆盖范围为 62 个国家, 国际小包类服务覆盖全球 225 个国家及地区。

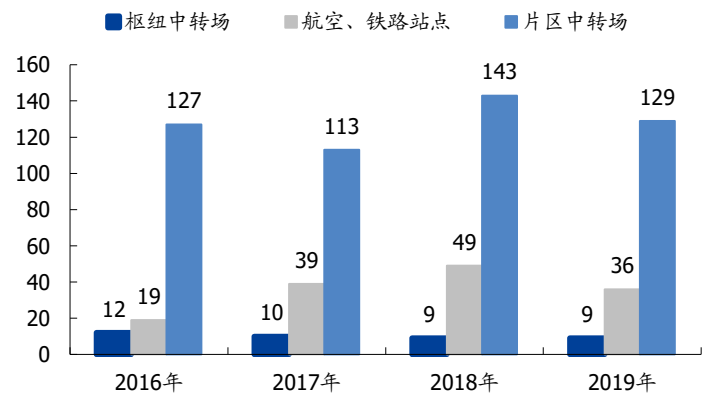
顺丰控股拥有 9 个枢纽级中转场, 36 个航空、铁路站点, 129 个片区中转场(不含顺心快运), 其中 60 个中转场已投入使用全自动分拣系统。

图表 19: 2016-2019 年公司自营网点数量(个)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

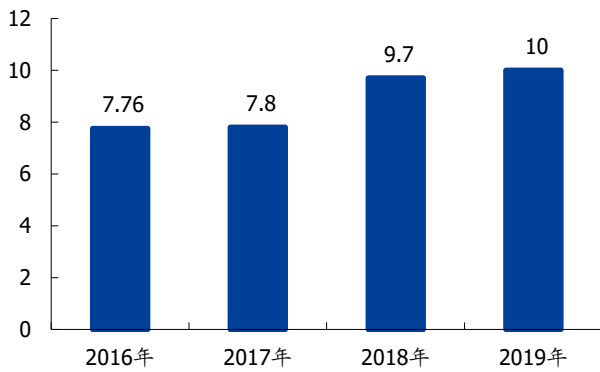
图表 20: 2016-2019 年公司各类型中转场数量(个)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所。2018 年片区中转场含顺心快运。

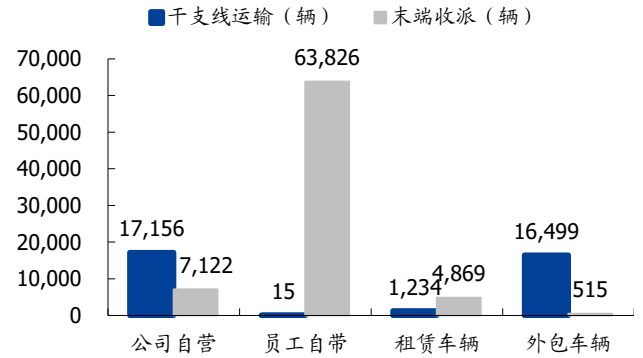
公司拥有密集干支线。截至 2019 年底, 公司拥有运输干支线路 10 万条, 较 2018 年的 9.7 万条有进一步提升。截止 2019 年底, 公司拥有自营及外包干支线车辆约 4.3 万辆, 末端收派车辆 9 万辆(不含摩托车和电动车), 同比 2018 年分别增长 23.2%和 17.9%。

图表 21: 2016-2019 年公司运输干支线路 (万条)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 2018 年公司干支线和末端车辆 (辆)

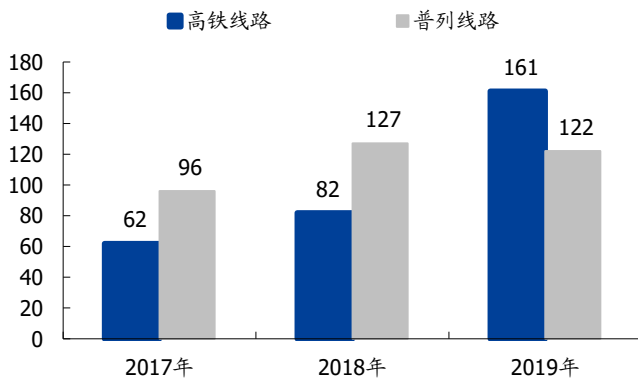


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所。注: 2019 年末披露详细数据

公司与中铁快运成立合资公司中铁顺丰国际快运有限公司, 联合开发高铁极速达及电商班列等铁路运输产品, 充分利用高铁资源, 截至 2019 年底, 公司拥有高铁线路 161 条, 普列线路 122 条, **在 800-1000 公里中短距离上保持时效和成本优势**。其中, 高铁“极速达”产品已覆盖 63 个城市; 高铁“顺手寄”产品覆盖 34 个城市, 开通 69 个高铁车站和 9 个站外收寄点。

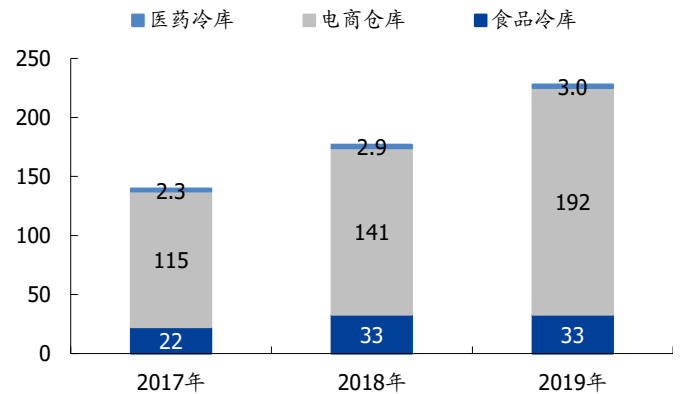
截至 2019 年底, 公司在全国拥有 175 个不同类型的仓库 (包含新夏晖冷链物流中心), 面积近 228 万平方米, 同比增长 28.9%, 业务覆盖全国 100 多个重点城市, 形成辐射全国的仓储服务网络。顺丰仓储已具备服务日百、鞋服、3C、美妆、跨境等业务形态的能力, 在市场竞争中多次获得行业头部客户的认可。

图表 23: 2017-2019 年公司高铁线路和普列线路 (条)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: 2017-2019 年公司仓库面积 (万平方米)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

网络强度高于“通达系”。通过比较我们可以发现, 顺丰拥有的转运中心数量和密度远高于“通达系”。相比于“通达系”的“中转直营, 网店加盟”模式, 顺丰网点均为自营, 保证了服务的质量。在运力方面, 顺丰不仅在陆运方面资源丰富, 车辆数量上远高于“通达系”, 且拥有飞机、高铁等多种运力, 确保了从中短到长距离运输的时效性。

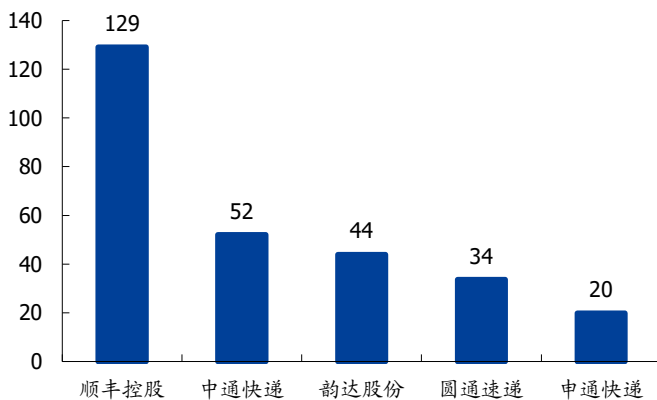
图表 25: 截至 2019 年底顺丰与其他快递公司的网络强度比较

公司	转运中心 (个)	网点情况	运力
顺丰	9 个枢纽中转场, 36 个航空、铁路站点, 129 个片区中转场	17,832 个自营网点	58 架自有飞机, 13 架租赁飞机; 自营及外包干支线车辆约 4.3 万辆, 末端收派车辆 9 万辆; 高铁线路 161 条, 普列线路 122 条
中通	91 (82 个自营)	4,800+ 个加盟商及 30,000+ 个网点	6,450 辆自营车辆, 其中 4,650 辆为 15 或 17 米大车; 此外关联公司桐庐桐泽车队 900 辆
韵达	59 (100% 自营)	3,728 个加盟商及 27,466 个网点	承包车日均发车 2513 余趟次, 卡班车日均发车 906 余趟次
圆通	73 (100% 自营)	4,180 个加盟商及 32,005 个网点	干线运输车辆超 5,500 辆, 其中自有干线运输车辆 1,555 辆, 自有航空机队数量 12 架
申通	68 (61 个自营)	3,500+ 个加盟商, 25,500+ 个网点	干线运输车辆超 5,200 辆, 其中自营的中瑞车队 3,650 余辆

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

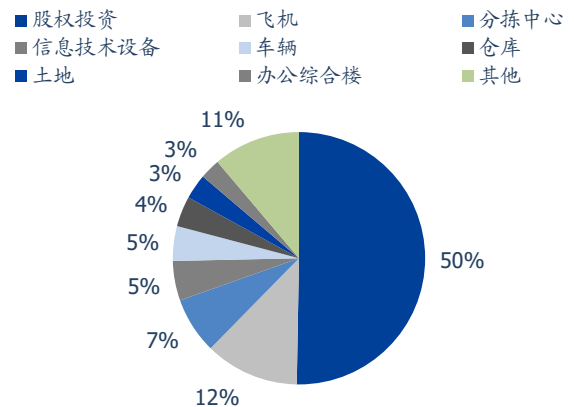
公司持续加大资本开支力度完善运输能力。2019 年公司的资本开支达到 129.15 亿元, 远高于“通达系”公司, 主要投向股权投资、飞机、分拣中心等。对标海外, FedEx 有 451 架飞机, UPS 有 267 架飞机, 顺丰机队规模仍有很大的提升空间, 2019 年飞机是资本开支的主要方向, 占比达 12%。

图表 26: 2019 年顺丰控股资本开支高于其他公司 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

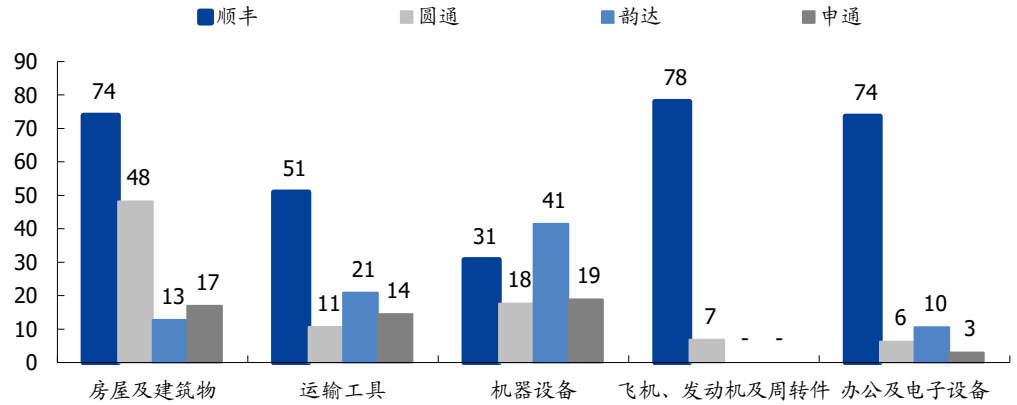
图表 27: 2019 年顺丰控股资本开支构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

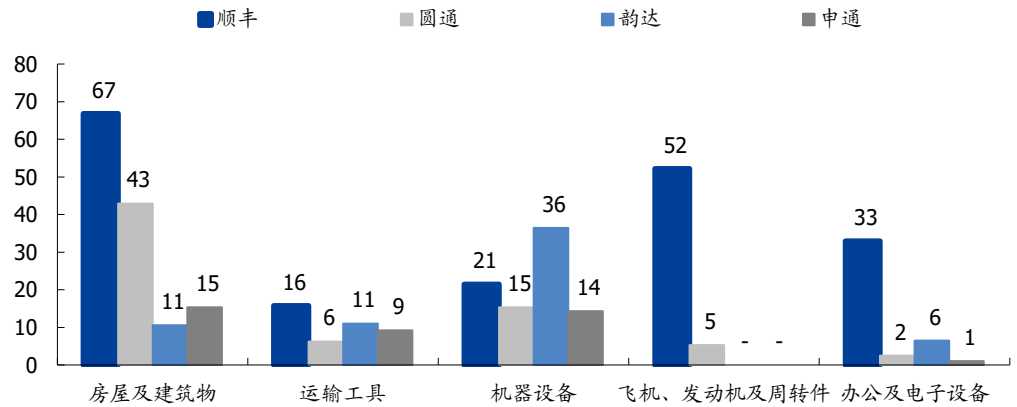
截至 2019 年底, 公司固定资产原值和净值分别为 307 亿元和 189 亿元, 高于通达系。其中, 公司房屋及建筑物、运输工具的账面价值远高于圆通、韵达和申通; 顺丰拥有国内最大的货运航司, 其在飞机、发动机及周转件上的固定资产账面价值远超行业水平。

图表 28: 2019 年各快递公司固定资产原值比较 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 2019 年各快递公司固定资产净值比较 (亿元)



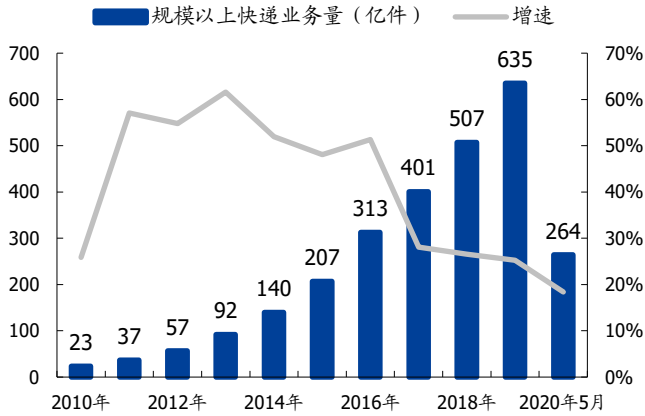
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

二、下沉广阔电商件市场, 经济件新产品成效凸显

2.1 中国快递行业维持中高速增长, 高端电商件需求提升

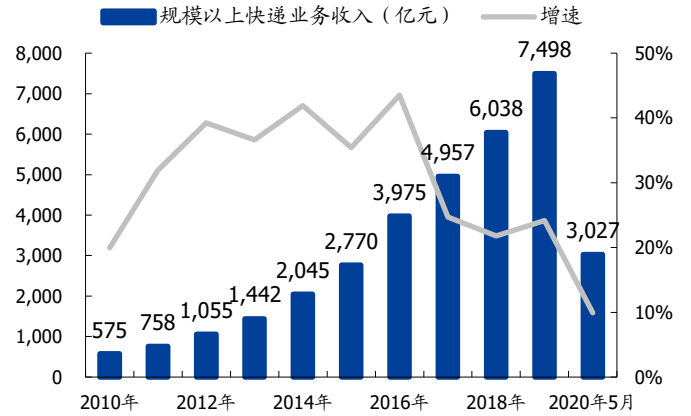
中国快递行业维持中高速增长。2019年, 全国快递业务量累计完成 635.2 亿件, 同比增长 25.3%。快递业务收入累计完成 7,497.8 亿元, 同比增长 24.2%。与 2010 年相比, 业务量和收入分别增长 27 倍和 13 倍。2020 年 1-5 月, 快递业务量和业务收入分别同比增长 18.4%和 9.9%, 增速略有下滑。

图表 30: 中国规模以上快递业务量 (亿件) 及增速



资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

图表 31: 中国规模以上快递业务收入 (亿元) 及增速

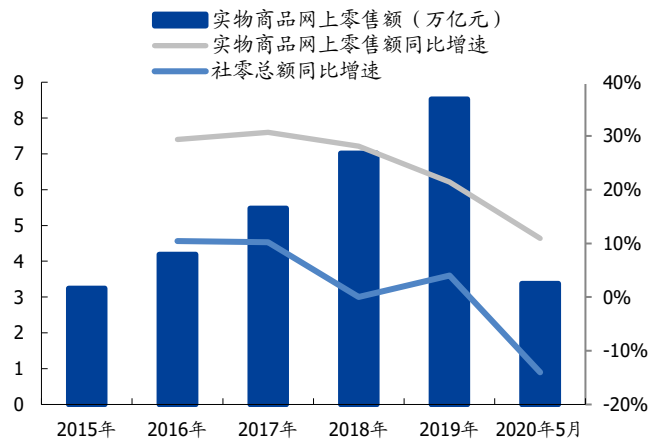


资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

商流决定物流, 电商的发展是快递行业近年来增长的主要动力。按照业务来源, 可以将快递分为电商件、商务件、政务件、个人件等, 其中电商件占据大部分 (三通一达和百世的业务量市占率为 73%), 电商件的增速与实物商品网上零售额息息相关, 因而电商的发展是快递行业近年来增长的主要动力。

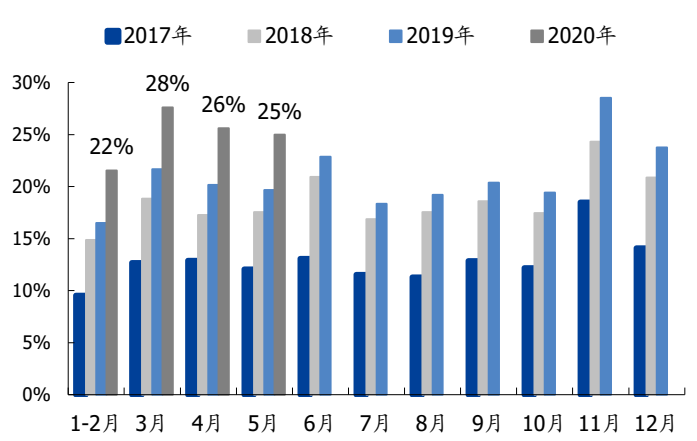
根据国家统计局数据, 我国实物商品网上零售额从 2015 年的 3.24 万亿元增长到 2019 年的 8.52 万亿元, 增长率高于社会消费品零售总额, 因而实物商品网上零售额在社零总额中的占比也持续提高。同时, 受 2020 年新冠疫情影响, 消费者线上购物的需求被进一步激发, 2020 年 1-2 月、3 月、4 月和 5 月实物商品网上零售额占社零总额的比例分别为 21.5%、27.6%、25.6%和 25.0%, 同比大幅提升。

图表 32: 中国实物商品网上零售额及增速对比



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

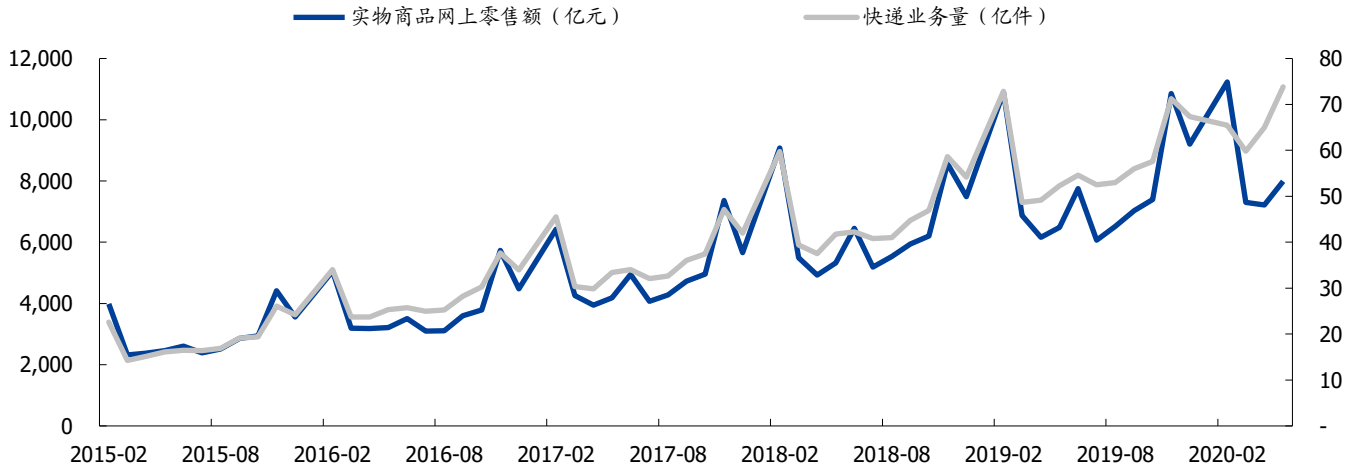
图表 33: 中国实物商品网上零售额占社零总额的比例



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

线上消费的增长拉动快递业的发展。随着实物商品网上零售额的增长, 快递业务量也随之增长。2020 年 5 月, 全国快递业务量达 73.83 亿件, 日均 2.38 亿件, 同比增长 41%。

图表 34: 实物商品网上零售额 (左轴) 与快递业务量 (右轴)

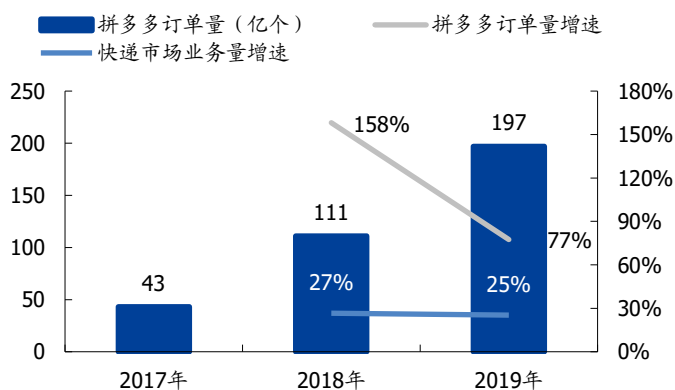


资料来源: 国家统计局, 国家邮政局, 国盛证券研究所。注: 因实物商品网上零售额为 1、2 月合并统计, 故每年 2 月的数值环比上升较多

依据需求端差异, 电商快递分化出中高端与中低端电商件。中高端电商件需求主要来自京东自营、唯品会、网易严选、小米有品等客单价较高的 B2C 电商平台以及天猫品牌商等, 由于商品价值较高, 要求快递服务具备与品牌价值相匹配的安全性和时效性, 主要参与者为京东、顺丰等; 而中低端电商件需求主要来自淘宝、拼多多等客单价较低的 C2C 电商卖家或平台, 价格是有效的竞争方式, 主要参与者为三通一达、百世等。

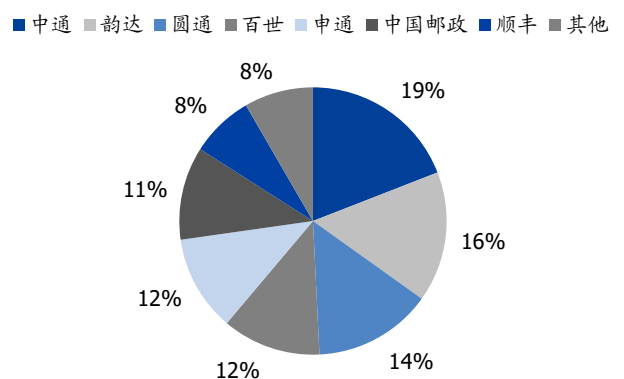
电商平台分化, 中低端电商件增量。电商流量不断分化, 淘宝、京东、唯品会、拼多多、微商、直播带货等传统和新型电商迅速发展, 以拼多多为代表的电商下沉市场成为增量主导, 从业务量上看, 中低端电商件是电商快递的最大来源, 因此主攻中低端电商件的“通达系”在业务量上的市占率较高。

图表 35: 拼多多订单量增速远高于快递行业增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 2019 年快递业务量占比

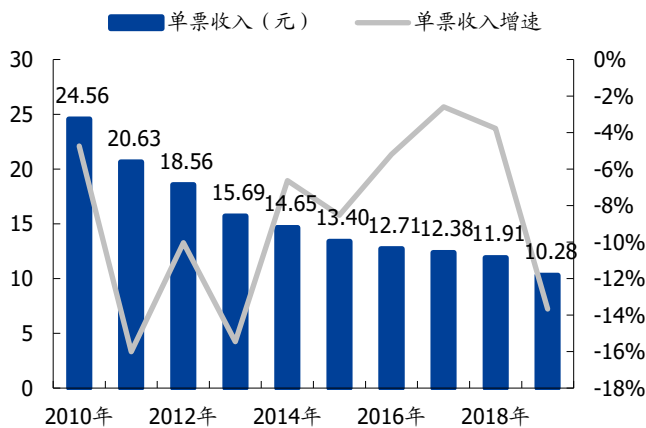


资料来源: 公司公告, 国家邮政局, 国盛证券研究所

电商快递竞争手段同质化, 单票收入持续降低。电商快递面向的客户主要是对价格高度敏感的电商卖家, 各快递公司之间服务差异小, 竞争手段同质化, 价格战使得单票价格不断降低, 从 2010 年的 24.56 元下降至 2019 年 10.28 元, 降幅达 58%。由于价格战, 2020 年 5 月快递经营数据显示, 几大快递公司的单票收入同比下降幅度高达 23%~36%, 其中韵达、申通甚至陷入了增量不增收的窘境, 而顺丰由于其新产品“特惠专配”吸引大量电商客户, 且因其主攻中高端电商件, 以服务质量为主要竞争要素, 受价格战影响

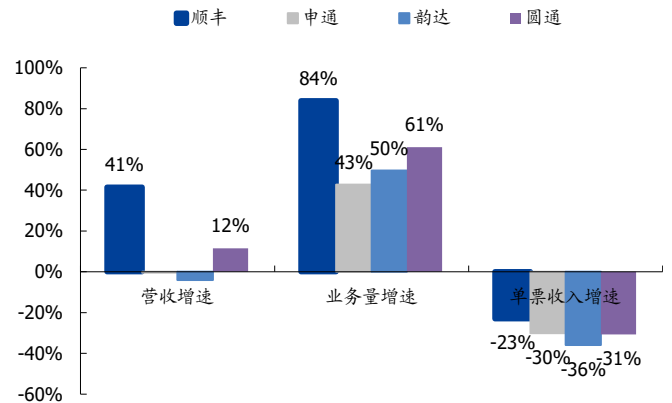
较小，单票收入下降主要源于产品结构调整。

图表 37: 2010-2019 年快递行业单票收入持续下降



资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

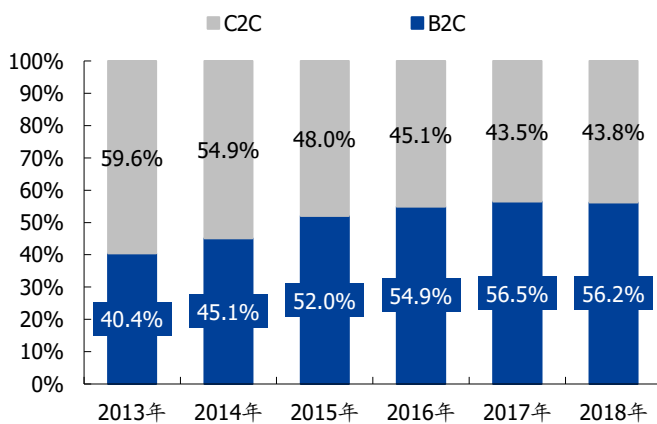
图表 38: 2020 年 5 月快递业经营数据



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

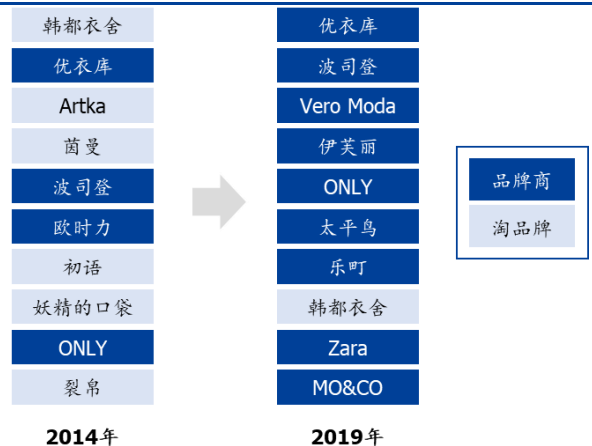
高价值商品的线上化将推动高端电商件需求增长。按 GMV 统计, B2C 电商平台占中国网络购物市场的比例从 2013 年的 40.4% 增长到 2018 年的 56.2%, 反映出高端电商件逐渐成为发展趋势。以双 11 天猫女装 top10 销量为例, 2014 年, 仅有 4 家为品牌商, 而 2019 年有 9 家为品牌商。

图表 39: 2013-2018 中国网络购物市场构成 (按 GMV)



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

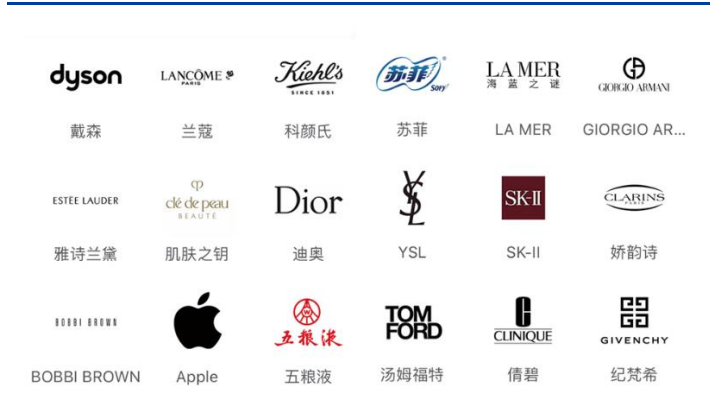
图表 40: 2014 年 vs 2019 年双 11 女装销量排名



资料来源: 亿邦动力网, 国盛证券研究所

同时, 以低价商品为主的拼多多也通过“百亿补贴”等活动引入高端品牌, 向一二线城市扩张, 品牌包括雅诗兰黛、兰蔻、戴森、茅台、五粮液、苹果、华为等, 且部分商品打上“顺丰包邮”的标签, 以凸显品质。其中, “百亿补贴”中的生鲜产品绝大多数均采用顺丰作为快递服务商。

图表 41: 品牌商入驻拼多多



资料来源: 拼多多 APP, 国盛证券研究所

图表 42: “顺丰包邮” 标签成为品质保证



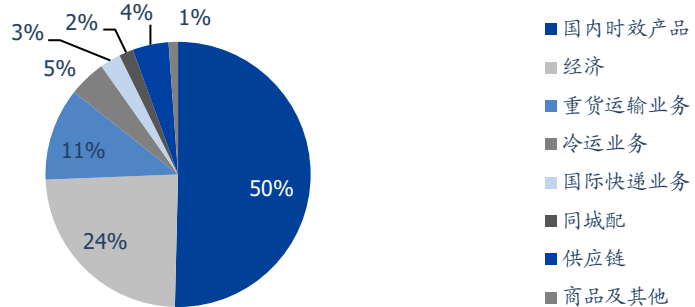
资料来源: 拼多多 APP, 国盛证券研究所

2.2 时效件稳定增长，经济件新产品带动市占率提升

时效件和经济件是顺丰最核心的产品，占比达 74%。顺丰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，为客户提供多元化、精细化的服务。

其中，时效快递和经济快递是公司传统业务，也是最核心的产品，分别占 2019 年营业收入的 50%和 24%。顺丰的时效件主要包含顺丰即日、顺丰次晨、顺丰标快等产品，经济件主要包含顺丰特惠、仓储服务、特惠专配等产品。

图表 43: 2019 年顺丰收入结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

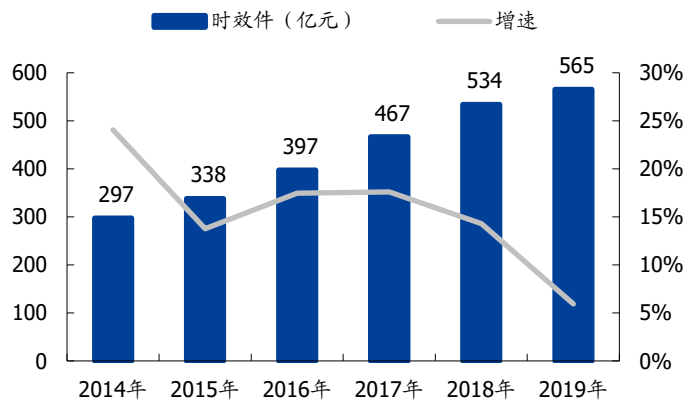
图表 44: 顺丰快递业务分类

快递业务分类	相关产品	具体内容
时效产品	顺丰即日	指定服务范围和寄送时间内收寄，当日 20:00 前送达
	顺丰次晨	指定服务范围和寄送时间内收寄，次日 12:00 前送达
	顺丰标快	指定服务范围和寄送时间内收寄，次日 18:00 前送达
经济及仓储产品	顺丰特惠	指定服务范围和寄送时间内收寄，隔日 23:59 前送达
	仓储服务	提供专业单仓、全国分仓、数字化运仓等专业仓储服务
	特惠专配	面向日发货量较大的中高端电商客户，单价 5-8 元

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

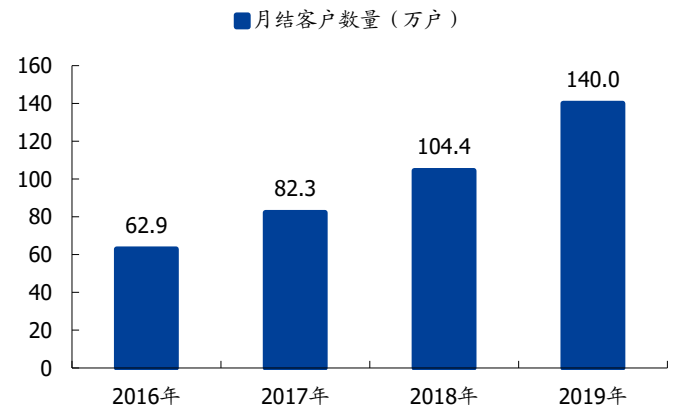
顺丰时效件 2019 年继续增长，疫情期间新增大量客户。2019 年顺丰时效件营收 565.21 亿元，同比增长 6%。截止到 2019 年底顺丰共拥有月结客户 140 万户（即以自然月及非自然月为周期结算的客户，区别于以现金结算的散单客户），较 2018 年底提升 35.6 万户，月结客户增长使时效件营收保持稳定。2020 年疫情期间，作为为数不多稳定运营的快递服务商，公司获得大量新增客户，**我们预计全年时效件收入增速为 10%**。

图表 45: 顺丰时效件营收及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 46: 顺丰月结客户数量 (万户)

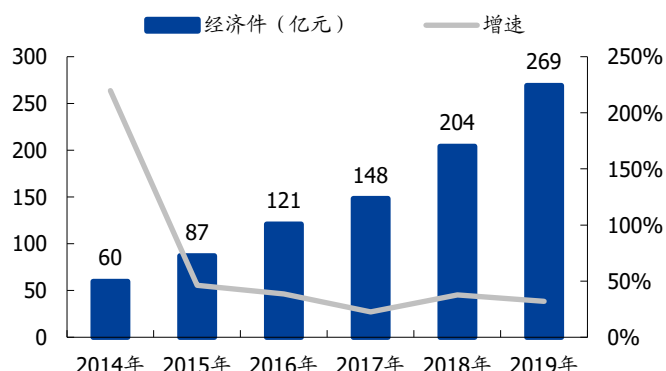


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

顺丰经济件增速快，拉动业务量占比提升。2019 年顺丰经济件营收 269.19 亿元，同比增长 32%，远高于时效件增速。顺丰于 2019 年 5 月针对特定市场及客户推出“特惠专配”新产品，主要针对日均件量较大的 B 端大客户（日发货量 1000 票以上）。产品推出后吸引大量电商客户，带动经济产品收入规模及公司市场占有率加速提升。

与唯品会签约，锁定电商件业务量入口。唯品会和顺丰已经签订新的两年半合同，合同时间从 2020 年 1 月 1 日到 2022 年 6 月 30 日，期间唯品会承诺全年 6.4 亿单，其中，大仓和海淘仓业务合作将占 60%，JITX（商家直接发货到客户手中）和揽退揽业务将占 40%。2020 年 6 月 17 日，唯品会已上线了丰巢退货服务，双方进一步加深合作。

图表 47: 顺丰经济件营收及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 48: 顺丰快递业务量月度市占率



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

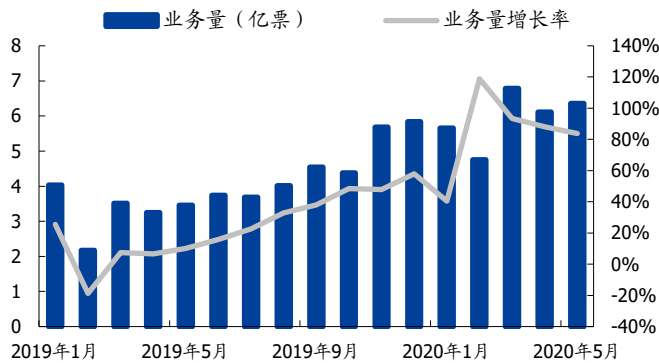
新产品实现资源优化再分配。公司通过进一步提升存量资源和运力的利用效率，用冗余的资源来做“特惠专配”产品，降低边际成本，起初定位于“填仓”功能。对于件量特别大的客户，采用“集收集发”的模式，减少中转次数。我们预计新产品价格区间为 5-8 元/票，填补价格区间空白，完善了经济产品体系，不断贴近市场竞争。2019 年底，经

济件中“特惠专配”业务量已超一半。

新产品推出后顺丰速运物流业务量呈现高速增长，同比增速从2019年5月的10.19%增长至2020年5月的83.82%，远高于行业平均水平。随着“特惠专配”产品占比的提升，公司单票收入下降明显，2020年5月的单票收入为18.01元，同比下降23.03%。**2020年5月，我们估算特惠专配日均约600-650万票，占整体业务量的30%，整体日均约2050万票。**

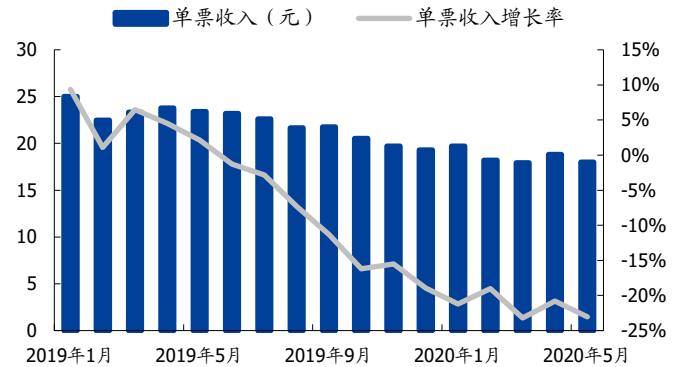
测算方法：假设特惠专配单票收入6.5元，其余快递单票收入23元（参考2019年4月单票收入23.76元），已知2020年5月单票收入约18元，测算出特惠专配占比约30%。

图表 49: 顺丰物流业务量及增速



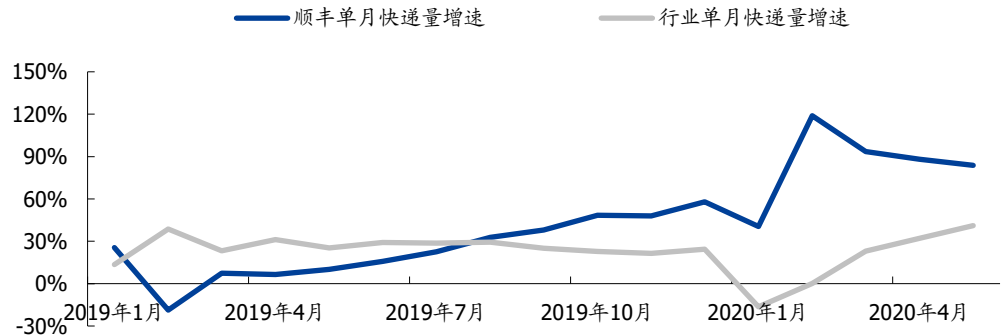
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 50: 顺丰业务单票收入及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 51: 2019年8月起，顺丰单月快递量增速高于行业增速



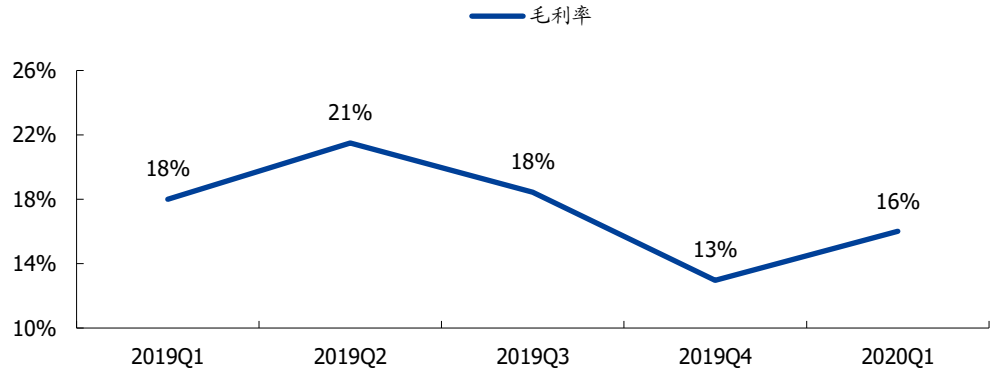
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

预计特惠专配的单票收入低于单票成本，降成本为2020年公司的重点任务。由于“特惠专配”产品的定价区间低于公司过往单票成本，我们预计填仓功能饱和后，该产品的成本将高于收入。随着填仓功能的逐渐饱和，2019年三季度起公司毛利率环比下降；此外，双11、双12电商促销期间“特惠专配”需求量大，为满足新增需求，公司临时增加资源进一步导致毛利率环比下降。

因此，我们认为公司必须降低成本以扩大业务，配合成本管控，公司2020年的经营举措如下：**1) 快慢分离：**未来营运大网将采取系列措施，从收件、中转、运输、派件全链条实现快慢分离，对时效件核心流向进一步提速，对电商件采取系列成本管控措施；**2) 中转自动化：**大幅度提高自动化处理比例，大规模推广顺丰科技内部自主研发新的中转系统，小件中转自动化率计划提高到70%，大件中转自动化率也会提高到40%，自动化提

高效率，减少人工成本；**3) 市场化网点**：配合中转自动化，未来会将全网传统网点的从仓到人的分拣操作工序转移到中转场，传统网点将进行转型，以更加密集、更贴近市场和客户为目标，改造为更多更小面积的网点。

图表 52: 顺丰 2019 年第四季度毛利率环比下降



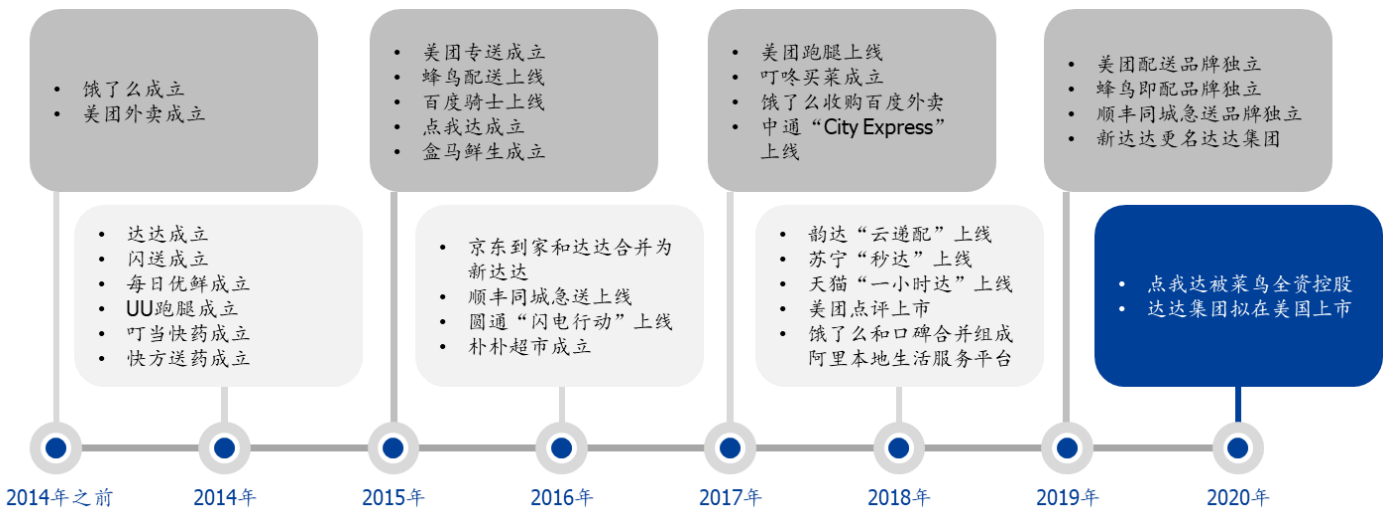
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

三、即时配送市场潜力巨大，同城业务高速发展

3.1 中国即时配送市场规模将超千亿，订单品类日益丰富

即时配送服务起源于餐饮外卖，订单量持续增长。“即时配送服务”指的是根据用户即时发布的服务需求，无中转、无仓储、点对点的同城范围内极速、准时完成的配送服务。中国的即时配送服务起源于餐饮外卖，经过多年的市场竞争，具备巨大流量入口的美团配送和饿了么蜂鸟依靠平台优势，成为当前外卖配送的绝对垄断者。随着外卖在餐饮行业渗透率的不断提升，即时配送市场的规模也不断扩大。

图表 53: 即时配送行业重要事件

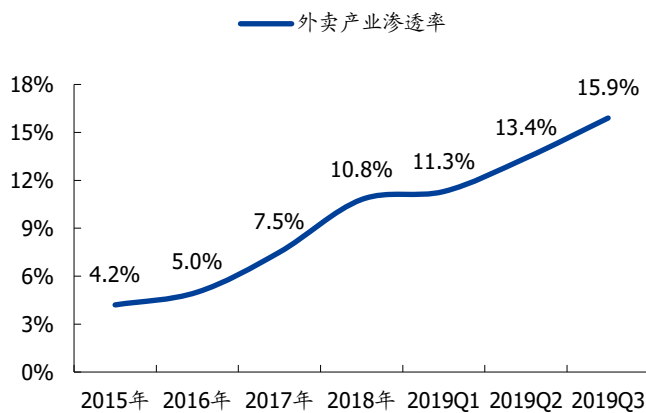


资料来源：CFLP，国盛证券研究所

2015年，我国餐饮外卖渗透率仅为4.2%，而到了2019年第三季度，外卖渗透率已达到15.9%。伴随着外卖渗透率的提升，2014年至2019年，中国即时配送市场的订单量

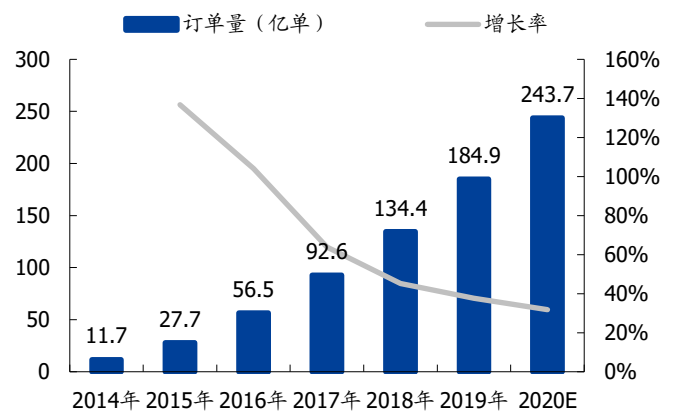
从2014年的11.7亿单增长到2019年的184.9亿单，年复合增长率达73.68%，预计2020年市场规模将达到243.7亿单。

图表 54: 2015-2019Q3 中国外卖产业渗透率



资料来源: 美团、中国饭店协会、国盛证券研究所

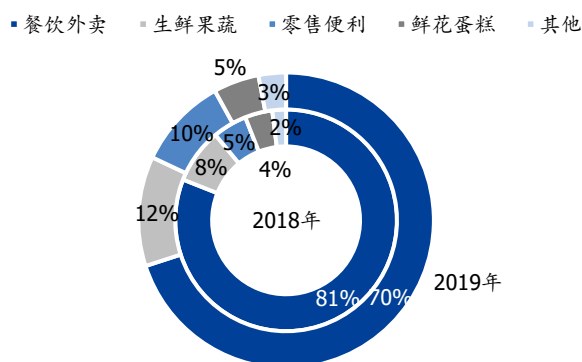
图表 55: 2014-2020E 中国即时配送行业订单量规模及增速



资料来源: CFLP, 国盛证券研究所

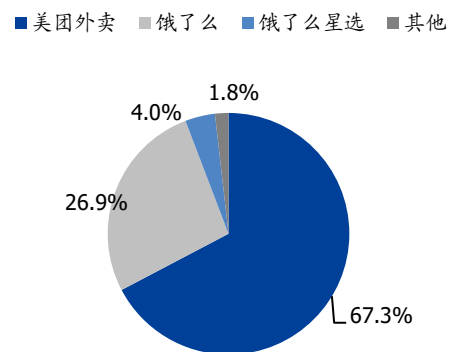
即时配送的订单品类逐渐丰富。即时配送的细分品种不断扩充,从外卖延伸到商超零售、生鲜果蔬、鲜花蛋糕、医疗药品、文件急送等领域。目前,外卖依然是即时配送市场中最大的品类,按订单量看,美团与饿了么占比约98%。同时,其他细分品类的占比正在逐渐扩大。2018年,外卖订单量占比为81%,到2019年,该数据下降到70%,而生鲜果蔬、零售便利、鲜花蛋糕和其他的订单量占比均有增长,分别占比12%、10%、5%和3%。

图表 56: 中国即时配送市场细分品类订单量占比变化



资料来源: CFLP, 国盛证券研究所

图表 57: 2020Q1 外卖平台订单量占比



资料来源: Trustdata, 国盛证券研究所

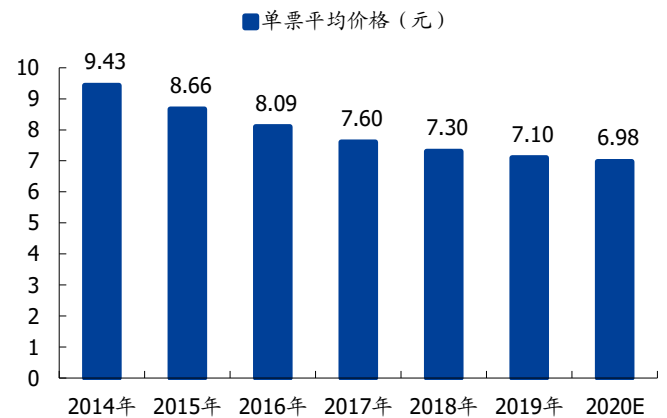
即时配送行业入局者增加,单票运费持续降低。即时配送行业的参与者逐渐从外卖平台扩展到跑腿平台,电商平台和快递企业。主要参与者包括美团外卖、饿了么(蜂鸟)、达达、闪送、叮咚买菜、盒马鲜生、顺丰等。2014年至2019年,即时配送行业的单票价格从9.43元/单下降到7.10元/单,预计2020年将继续下降至6.98元/单。

图表 58: 即时配送行业参与者众多



资料来源: 国盛证券研究所

图表 59: 中国即时配送行业单票价格下降



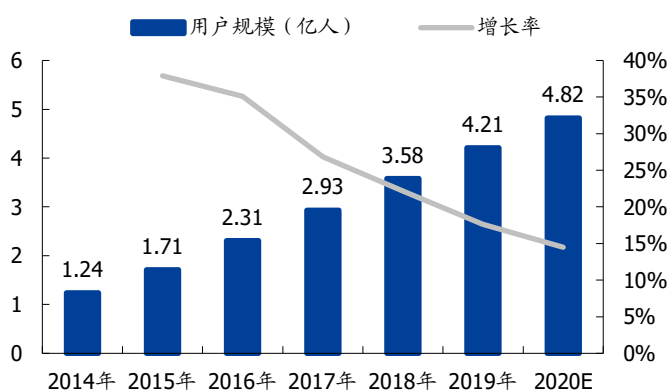
资料来源: CFLP, 国盛证券研究所

中国即时配送市场规模达千亿级, 用户超 4 亿人。根据中国物流与采购联合会的数据, 2014 年至 2019 年, 中国即时配送市场用户规模从 1.24 亿人增长到 4.21 亿人, 年复合增长率达 27.69%。同期, 中国即时配送市场规模从 110.3 亿元增长到 1,312.6 亿元, 年复合增长率达 64.10%。预计 2020 年, 中国即时配送市场的用户规模和市场规模将分别达到 4.82 亿人和 1,700.8 亿元, 同比分别增长 14.49%和 29.57%。

我们认为, 推动即时配送市场增长的主要驱动因素包括:

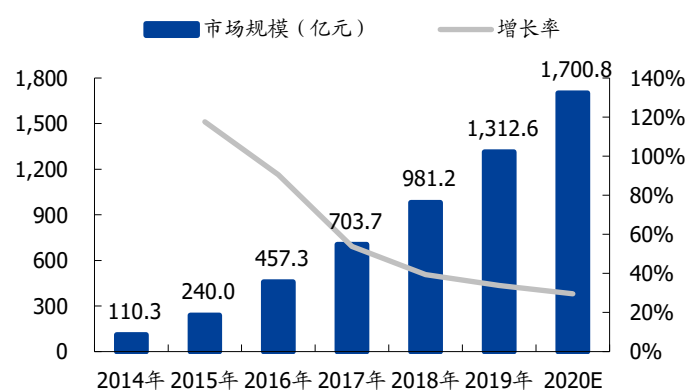
- (1) 疫情影响下, 因居家无法外出, 居民对外卖、生鲜、日用品的线上采购需求大幅提高, 在体验到即时配送的便捷性后, 消费者在线采购的习惯得到强化;
- (2) 随着生活水平的提高, 越来越多的消费者愿意为跑腿服务付费; 此外, 如果消费者亲自递送物品, 将耗费路费和时间, 相比较即时配送的跑腿费, 性价比并不高;
- (3) 电商依然保持高速发展, 每逢购物节订单量骤增, 快递公司无法完全消化, 存在大量落地配的需求, 而即时配送的骑手可以成为快递公司的运力补充。

图表 60: 2014-2020E 中国即时配送用户规模及增速



资料来源: CFLP, 国盛证券研究所

图表 61: 2014-2020E 中国即时配送行业市场规模及增速

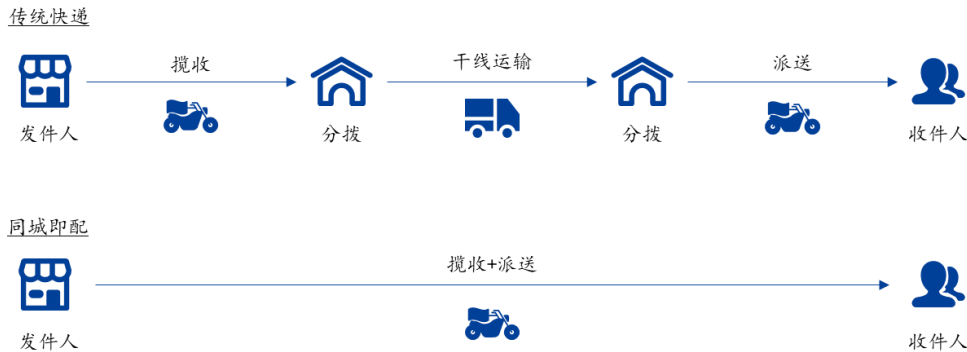


资料来源: CFLP, 国盛证券研究所

即时配送与传统快递不同, 体现在其时效性要求高、服务要求高、规模效应相对较弱等特点上。这也造成了即时配送与传统快递在运营模式上存在不同: 即时配送的骑手以“拼单”(如: 外卖配送)或“专人直送”(如: 跑腿服务)的方式, 独自完成从揽货到配送的“门到门”服务, 不存在中转。而快递无论是加盟制抑或是直营制, 典型模式均为“揽收-中转-派送”:

- (1) 时效性要求高：即时配送的需求多来自外卖、鲜花蛋糕、药品、文件递送等需要保质保鲜或紧急性要求较高的细分品类；
- (2) 服务要求高：除时效要求外，即时配送的物品如餐饮、鲜花、蛋糕等需要配送员在配送过程中保证物品完好无损；此外，提供跑腿服务的公司首先需建立品牌和信任度，消费者才愿意将文件、电子产品托付给骑手配送；
- (3) 规模效应相对较弱：随着票量的增加，快递公司每件快递平摊到机器设备等投资上的成本越小，增加一件快递的边际成本几乎为零，故规模效应显著。而同城即时配送类似快递的末端配送环节，属于人力密集型行业，很难通过机器取代人力而降低成本，票量的增加将直接增加骑手的人工成本，规模效应相对较弱。

图表 62: 传统快递模式 vs 同城即配模式



资料来源：国盛证券研究所

因此，快递公司跨界做即时配送的企业并不多，虽然多家快递公司均推出了相关产品（韵达的“云递配”、圆通的“闪电行动”和“计时达”等），但目前只有顺丰仍在继续深耕，而其他快递公司则没有实质性进展。我们认为，具备直营网络的顺丰由于具备对终端较好的把控力及品牌优势，在即时配送业务上相比加盟制快递更有优势。

3.2 同城业务发展迅速，企业团餐或为增长亮点

2016年即开始布局同城业务，逐渐丰富服务内容。顺丰的同城业务开始于2016年，以“第三方即时物流平台”为定位，既服务头部品牌客户的定制化、集中化需求，助力商家快速实现规模化经营；也能满足中小企业客户和个人消费者的标准化、离散化的即时配送需求。目前顺丰同城已服务餐饮、商超、生鲜、服装等不同行业的众多头部品牌，服务超过10万中小商家和2,000万的个人用户，完成全国200多个城市的弹性网络全覆盖，已有专职配送人员15,000+人，兼职月活10,000+人次。2019年12月，顺丰同城完成首轮融资，投资人包括福州经济技术开发区兴睿永瀛股权投资合伙企业（有限合伙）、黄山赛富旅游文化产业基金（有限合伙）、Shining Star Fund等。

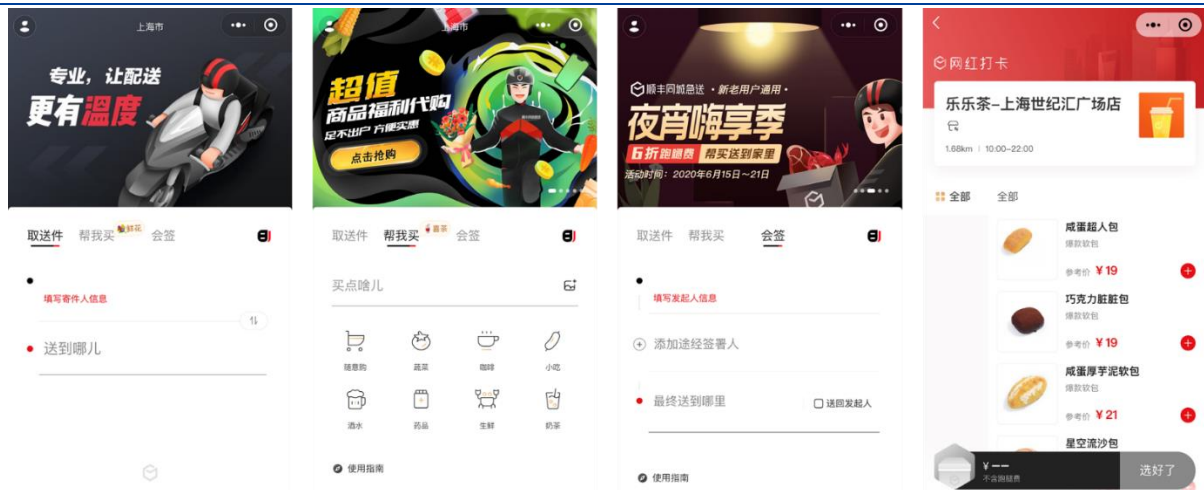
图表 63: 顺丰同城急送发展里程碑

时间	发展里程碑
2016年6月	顺丰同城急送成立，起初为中高端餐饮、商超等提供专职配送服务
2017年3月	顺丰同城急送成为全国连锁
2018年6月	顺风同城急送推出C端
2019年1月	顺丰同城急送推出中小B业务
2019年3月	顺丰同城急送正式公司化独立运营
2019年9月	顺丰同城急送推出跑腿业务
2020年5月	顺丰同城急送推出“丰食”小程序，试水企业员工团餐外卖服务

资料来源：顺丰同城急送小程序，公司年报，国盛证券研究所

顺丰同城目前提供4种产品：“帮我送”、“帮我买”、“定制产品”和“标准产品”。“帮我送”和“帮我买”面向C端用户，“帮我送”提供同城范围内最快30分钟，平均60分钟的高时效配送服务，“帮我买”提供同城范围内的商铺代买服务，以上功能可通过“顺丰同城急送”小程序或APP实现。“定制产品”和“标准产品”面向B端客户，“定制产品”提供新业态、新模式的客制化同城物流服务，“标准产品”提供标准化即时物流产品，包括高品质的品牌产品、配送时效稳定的时效产品和经济实惠、高性价比的经济产品。

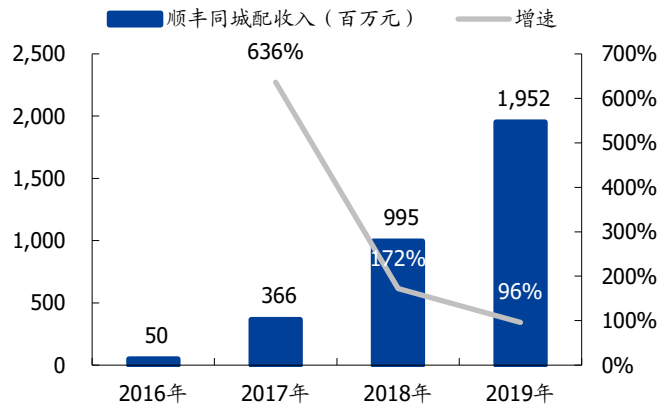
图表 64: 顺丰同城急送小程序



资料来源：顺丰同城急送小程序，国盛证券研究所

同城业务发展迅速，16-19年营收CAGR达240%。顺丰同城业务2019年实现营业收入19.52亿元，同比增长96%，2016年至2019年的年复合增长率达240%，远高于行业。顺丰同城急送业务量保持高速增长，日均单量位列独立第三方即时物流领域前列，2019年底日均突破100万单。客户类型也在持续丰富，覆盖餐饮、轻食、商超、服装等行业，合作主流品牌客户有麦当劳、必胜客、喜茶、永辉超市、天虹、奈雪的茶、银泰百货、和府捞面、Lady M、海澜之家等。

图表 65: 顺丰同城业务收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 66: 顺丰同城急送的合作客户



资料来源: 顺丰同城急送小程序, 国盛证券研究所

依靠品牌优势切入中高端餐饮外卖及运价较高的 C2C 跑腿业务。基于多年深耕商条件、高端电商件的经验, 顺丰已建立良好的品牌形象和服务能力, 对时效性和服务质量有一定要求的中高端餐饮及定制化程度高的 C2C 跑腿业务成为顺丰在同城业务上的突破口。此外, 由于 C2C 跑腿业务配送的大多是贵重物品或紧急程度较高的物品, 消费者一般对价格敏感度较低, 跑腿业务得以收取较高运费(对比看, 外卖配送费一般为 4-8 元/单)。

图表 67: 跑腿业务计价较高

	顺丰同城急送	闪送
起步价	14 元 (<3km 且 <5kg)	16 元 (<5km 且 <5kg)
预估时效	55 分钟	45 分钟 (3km)
超里程费	2 元/km	10 元/5km
超重量费	2 元/kg (5-20kg) 3 元/kg (20kg 以上)	2 元/kg (5-20kg) 5 元/kg (20kg 以上)
特殊时段服务费	2-8 元不等	10 元 (夜间费)

资料来源: 顺丰同城小程序, 闪送小程序, 国盛证券研究所

试点企业团餐, 零佣金吸引商家入驻。2020 年上半年, 顺丰同城推出“丰食”小程序, 提供企业预定送餐服务, 目前针对顺丰内部员工, 暂未对外开放。根据小程序界面, 入驻商家包括德克士、和府捞面、老娘舅、乐凯撒、味千拉面、云海肴、真功夫等连锁餐饮, 对早期入驻的商家, 顺丰不收取任何佣金抽成费用。相较于其他外卖平台 20%+ 的抽成, 对商家极具吸引力。我们认为, 商家使用新外卖平台的转换成本低, 顺丰将有望争夺餐饮外卖的流量入口。

以快递业务积累的 B 端客户资源为突破口, 迅速打开外卖市场。对于即时配送行业, 流量入口是核心竞争力, 拥有巨大流量的外卖平台美团和饿了么具备充足的订单来源; 同样, 与京东到家合并后, 达达集团获得了在商超零售领域(京东到家、沃尔玛、永辉)的即时配送订单。我们认为, 顺丰的“团餐”业务不同于传统意义上的企业团餐(一般以承包制食堂为主), 顺丰团餐可理解为 to B 端的外卖服务, 流量入口依然重要。

顺丰做 to B 外卖的竞争力在于低获客成本。顺丰的核心竞争力在于掌握大量 B 端客户资源(140 万月结客户), 这将其新业务的发展打下良好的基础。对比来看, C 端外卖平台的发展既需要吸引商家入驻, 同时需要依靠补贴大量积累 C 端客户, 烧钱模式下市场仅剩两大寡头。而顺丰已拥有“现成”的企业 B 端客户, 省下大量获客成本, 加之餐饮商家入驻平台的转换成本低, 团餐外卖配送将成为顺丰同城业务的新增长点。随着商家入驻的增多, 顺丰或有机会与美团外卖、饿了么在 C 端外卖市场一争高下。

图表 68: 外卖即时配送参与者的比较

公司	产品	平台抽佣模式	流量入口
美团配送	外卖配送、跑腿等	20+%佣金抽成	美团外卖
蜂鸟即配	外卖配送、跑腿等	20+%佣金抽成	饿了么
达达集团	电商配送、外卖配送等	-	京东到家
顺丰同城急送	跑腿、外卖配送等	0% (早期)	B 端企业客户

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

四、投资建议

4.1 分业务盈利预测

我们预测公司 2020-2022 年快递业务量为 72.47 亿件、94.20 亿件、117.76 亿件, 同比增长 50.00%、30.00%、25.00%, 票均收入为 18.40 元、17.39 元、16.80 元。

图表 69: 顺丰控股快递业务量预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
快件量 (亿票)	25.8	30.52	38.69	48.31	72.47	94.20	117.76
yoy	30.96%	18.29%	26.77%	24.86%	50.00%	30.00%	25.00%
速运物流收入 (亿元)	571.41	706.09	896.77	1,059.83	1,333.33	1,638.14	1,977.78
yoy	21.75%	23.57%	27.01%	18.18%	25.81%	22.86%	20.73%
票均收入 (元)	22.15	23.14	23.18	21.94	18.40	17.39	16.80
yoy	-7.04%	4.48%	0.17%	-5.36%	-16.13%	-5.49%	-3.41%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 1,410.83 亿元、1,728.98 亿元、2,076.70 亿元, 同比分别增长 25.75%、22.55%、20.11%。

图表 70: 顺丰控股分业务收入预测 (亿元)

营业收入	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
时效	396.95	466.81	533.56	565.21	621.73	671.47	711.76
yoy	-0.17%	17.60%	14.30%	5.93%	10.00%	8.00%	6.00%
经济	120.91	148.21	203.98	269.19	390.32	526.93	685.01
yoy		22.58%	37.63%	31.96%	45.00%	35.00%	30.00%
快运	24.47	44.02	80.55	126.59	189.89	275.34	385.47
yoy	104.84%	79.93%	82.98%	57.16%	50.00%	45.00%	40.00%
冷运	14.37	22.95	42.44	50.94	61.13	72.13	83.67
yoy	104.75%	59.70%	84.88%	20.04%	20.00%	18.00%	16.00%
国际快递	14.22	20.43	26.29	28.39	31.23	33.72	35.75
yoy	428.38%	43.70%	28.67%	7.98%	10.00%	8.00%	6.00%
同城配	0.50	3.66	9.95	19.52	39.03	58.55	76.11
yoy		636.18%	172.22%	96.12%	100.00%	50.00%	30.00%
供应链	0.00	0.00	0.00	49.18	63.94	76.72	84.40
yoy					30.00%	20.00%	10.00%
其他	3.21	4.86	12.66	12.92	13.57	14.11	14.53
yoy	57.94%	51.39%	160.60%	2.07%	5.00%	4.00%	3.00%
商品	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	574.83	710.94	909.43	1,121.93	1,410.83	1,728.98	2,076.70
yoy	19.50%	23.68%	27.92%	23.37%	25.75%	22.55%	20.11%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们预测公司 2020-2022 年营业成本为 1,164.60 亿元、1,434.36 亿元、1,725.45 亿元, 毛利率分别为 17.45%、17.04%、16.91%; 我们预测公司税金附加费率保持稳定, 维持在 0.25%; 随着成本控制举措实施, 公司销售费用率有所下降, 管理费用率有所下降; 研发投入加大, 研发费用率提升; 财务费用率依据期初期末现金、短期借款、长期借款、应付债券等综合测得。

图表 71: 顺丰控股费用率预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	21.73%	19.69%	20.07%	17.92%	17.42%	16.91%
税金附加费率	0.28%	0.24%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
销售费用率	1.91%	2.01%	1.78%	1.70%	1.65%	1.60%
管理费用率	10.34%	9.25%	8.65%	8.60%	8.55%	8.50%
研发费用率		1.08%	1.06%	1.10%	1.30%	1.50%
财务费用率	0.22%	0.32%	0.61%	0.24%	0.18%	0.12%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2 估值分析

对比 A 股可比快递公司圆通速递、韵达股份、申通快递, 我们认为, 由于上述可比公司基本专注于快递主业, 新业务占比较少, 且所处竞争格局不同, 我们认为顺丰是综合物流龙头, 时效件地位稳固, 电商件和新业务增速较快, 给予一定的估值溢价, 维持“买

入”评级。

图表 72: 相对估值分析

股票代码	公司简称	股价		EPS			PE			总市值 (亿元)			
		(元)	18A	19A	20E	21E	22E	18A	19A		20E	21E	22E
600233.SH	圆通速递	15.19	0.60	0.53	0.66	0.72	0.80	25	29	23	21	19	481
002120.SZ	韵达股份	24.88	0.93	0.91	1.00	1.16	1.32	27	27	25	21	19	721
002468.SZ	中通快递	16.67	1.34	0.92	0.99	1.13	1.27	12	18	17	15	13	255
	平均值									22	19	17	
002352.SZ	顺丰控股	55.18	1.03	1.31	1.44	1.63	1.89	54	42	38	34	29	2,455

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 圆通速递、韵达股份、中通快递取 wind 一致预期, 股价及市值为 2020 年 7 月 1 日数据。

风险提示

宏观经济波动风险。宏观经济波动将对我国物流行业的发展状况以及顺丰控股业绩产生一定影响。

市场竞争加剧风险。快递物流行业市场竞争较为激烈, 电商平台、社会资本等外部力量加速进入快递物流行业, 进一步加剧了市场竞争, 若公司不能采取积极的措施应对, 将可能面临业务增长放缓及市场份额下降的风险。

燃油价格波动风险。运输成本是快递物流行业主要的成本之一, 燃油成本是运输成本的组成部分, 若油价上涨将对公司业绩产生一定影响。

人力成本大幅增长风险。快递物流行业人工成本占比较高, 若人力成本大幅增长将对公司业绩产生一定影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com