

2020年07月11日

顺丰控股 (002352.SZ)

时效快递，二次启航

前言：今年以来，顺丰控股一直是我们重点跟踪推荐标的，其业务数据表现也十分出色，尤其是公司时效件业务表现超市场预期，本篇报告我们再次聚焦时效件业务，重点解读：1) 国内时效件市场空间；2) 顺丰时效件为何超预期增长？3) 顺丰时效件的竞争壁垒在哪里？

时效件市场规模近千亿元，顺丰占据行业主导地位。我们测算2019年全国时效快递件量规模约47亿件，收入规模约840亿元。从企业需求端来看，我国时效件总量较美国还有73%的增长空间。顺丰与EMS为时效件市场龙头，市占率分别55%、26%，顺丰占据主导地位。时效件定价显著高于电商快递，顺丰/MES时效件单票价格分别为22元/13元，用户重视品质、价格敏感度低。

在高端电商需求推动下，时效件空间或进一步打开：当前传统商业加速向线上渗透，例如免税商品线上直邮、奢侈品、高端化妆品扩大线上销售等。线上渗透率的提升本质是商品销售在渠道端的再分配，我们认为这是一场不可逆的变革。对下游快递而言，高端电商产品需要相匹配的时效快递服务（快速、安全、优质服务），高客单价的商品通常对快递价格的容忍度也更高。总结来看，时效快递空间或因高端电商需求进一步打开。

时效件构筑顺丰利润底盘，业绩有望受益持续改善。2019年顺丰时效件占营收的比重为50.4%，我们推算顺丰时效件的毛利率为25%，为公司盈利最优质的板块。2020Q1、Q2顺丰时效件连续保持20%+增长，我们认为主要受益于高端电商需求增长，包括3C电子、高价值服饰、医药健康、美妆护肤等品类线上渗透率不断提升，同时公司供应链业务的发展也将带来新增时效件导入。根据德勤数据，2020年1-4月天猫彩妆销售额同比增长70%，我们对天猫商城36个中高端化妆品调研发现，约70%的品牌采用顺丰发货，我们认为在高端电商需求带动以及供应链业务推动下，顺丰时效件业务有望保持较快增长，业绩逐季度改善。

顺丰竞争优势显著，其他快递企业短期难以形成威胁。顺丰的竞争优势体现在：1) 时效性高于同行，明确截止送达时间；2) 具备长期稳定、优质的服务。顺丰的竞争壁垒主要来自两点：1) 强大的空网（自有航队+枢纽机场建设）；2) 直营模式。其他快递企业短期难以对

公司深度分析

证券研究报告

物流

投资评级 **买入-A**
维持评级

股价 (2020-07-10) **64.85 元**

交易数据

总市值 (百万元)	288,477.02
流通市值 (百万元)	284,168.02
总股本 (百万股)	4,448.37
流通股本 (百万股)	4,381.93
12个月价格区间	33.30/64.85 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.68	-0.98	30.9
绝对收益	21.31	35.48	93.61

明兴

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518040004
mingxing@essence.com.cn

孙延

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520040004
sunyan1@essence.com.cn

相关报告

- 顺丰控股: 顺丰控股一季报点评: 业绩符合预期, 营收高增长, 成本承压致毛利率下滑/明兴 2020-04-24
- 顺丰控股: 顺丰控股2019年报点评: 营收破千亿, 综合物流服务能力加速形成/明兴 2020-03-24
- 顺丰控股: 顺丰控股: 量、收高增长, 短期成本端或有压力, 看好公司长期投资价值/明兴 2020-03-19
- 顺丰控股: 顺丰鄂州机场: 世界供应链中心的崛起/明兴 2020-03-07

顺丰形成竞争威胁: 1) 通达系的加盟模式导致时效、稳定性难以保障。
2) 京东物流具备进入时效市场的天然条件, 京东的优势在于自有员工能够保证服务品质, 但时效表现相对而言较弱。

投资建议: 短期顺丰时效件业务保持较快增长, 业绩有望逐季度改善; 长期看, 公司通过差异化发展战略, 除了在商务件领域继续保持主导地位外, 加速向中高端电商件、产业物流端 (B 端)、国际供应链布局, 逐步迈向综合物流服务商。国内物流市场规模全球第一, 顺丰成长的空间足够大。考虑到公司时效件增长超预期, 我们上调公司盈利预测, 预计 2020-2022 年 EPS 为 1.58、1.89、2.21 元, 对应 PE 41、34、29x, 我们中长期看好公司发展, 维持“买入-A”评级。

风险提示: 时效件市场规模及竞争格局测算误差; 宏观经济下滑或高端电商增长放缓, 导致顺丰时效件增速下滑; 顺丰新业务拓展不及预期; 资本开支较高等。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	90,942.7	112,193.4	148,874.2	177,740.5	212,214.9
净利润	4,556.0	5,796.5	6,953.1	8,329.4	9,775.8
每股收益(元)	1.02	1.30	1.58	1.89	2.21
每股净资产(元)	8.22	9.54	11.31	12.82	14.59

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	63.3	49.8	41.2	34.4	29.3
市净率(倍)	7.9	6.8	5.7	5.1	4.4
净利润率	5.0%	5.2%	4.7%	4.7%	4.6%
净资产收益率	12.5%	13.7%	13.9%	14.7%	15.2%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%
ROIC	23.4%	22.1%	21.0%	20.9%	31.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

前言	5
1. 时效件行业：快递中的高端细分市场.....	5
1.1. 行业规模：2019 年件量约 47 亿件，市场规模近千亿.....	5
1.2. 竞争格局：顺丰占主导地位.....	7
1.3. 单票拆分：高定价与高固定成本.....	8
2. 顺丰时效件：底盘业务，高端电商需求迎释放.....	10
2.1. 时效件是公司底盘业务.....	10
2.2. 当前高端电商件有望带来新增量.....	11
3. 顺丰竞争优势与壁垒	14
3.1. 顺丰时效件竞争优势：快速+高稳定性.....	14
3.2. 顺丰护城河：空网+直营模式.....	15
3.3. 其他快递企业短期难以形成竞争威胁.....	17
4. 投资建议.....	17
5. 风险提示.....	18

图表目录

图 1：我国快递市场件量结构（2019 年）	6
图 2：我国时效件件量规模及增速测算.....	6
图 3：美国时效件市场（UPS+Fedex）业务量规模及增速	6
图 4：2013-2019 年顺丰时效件收入及增速.....	7
图 5：2013-2019 年顺丰时效件件量及增速.....	7
图 6：EMS 时效件（标准快递）件量及增速.....	8
图 7：2013-2019 年顺丰与 EMS 时效快递市场份额变动.....	8
图 8：顺丰时效件单价.....	9
图 9：EMS 时效件、普通快递的价格（2017）	9
图 10：顺丰时效件单票成本拆分.....	9
图 11：顺丰时效件单票盈利拆分.....	9
图 12：2013-2019 年顺丰综合毛利率.....	10
图 13：顺丰扣非净利润构成测算（2019 年）	10
图 14：顺丰时效件增速约为 GDP 增速 2-3 倍	10
图 15：主要行业线上渗透率情况（2018 年）	11
图 16：2020 年以来社零线上销售比重持续提升.....	11
图 17：主要行业线上渗透率情况（2018 年）	12
图 18：天猫平台彩妆 GMV.....	12
图 19：2019 年各国人均彩妆产品消费金额（元）	13
图 20：顺丰自有货机逐年增加.....	15
图 21：国内自有货机占比情况.....	15
图 22：顺丰航空全货机航线图.....	15
图 23：顺丰的直营模式.....	16
图 24：顺丰的有效申诉率始终低于行业均值.....	16
表 1：我国快递市场结构划分.....	5
表 2：时效件市场规模测算.....	5
表 3：中美两国时效件业务量对比.....	7

表 4: 天猫在售主要化妆品品牌物流发货方式汇总.....	13
表 5: 顺丰的时效性在市场上独具优势.....	14
表 6: 2019 年快递全程时限各指标排名.....	14
表 7: 通达系快递企业发力时效件.....	17

前言

在电商网购的带动下，中国快递市场正在经历高速增长，除了电商快递外，时效快递也是重要细分领域，我们根据时效维度来划分快递行业结构，低时效快递主要为经济型电商包裹（价格便宜、时效要求低），高时效快递主要为公商务文件（价格贵、时效高、服务体验好，近年来个人时效散件、高端电商件也纳入时效快递范畴）。总体来看，时效件的需求有望受益宏观经济企稳以及消费升级，同时行业格局清晰，具备一定的准入门槛，单票盈利也远高于电商快递，属于优质赛道。

本文重点分析时效快递这一细分子市场，重点回答市场关心的 3 个问题：1) 时效件行业的空间及竞争格局？2) 顺丰时效件为何超预期增长？3) 顺丰时效件的竞争壁垒在哪里？

1. 时效件行业：快递中的高端细分市场

1.1. 行业规模：2019 年件量约 47 亿件，市场规模近千亿元

我国快递行业中时效件件量约 47 亿件，占比 7%。根据我们对快递行业件量结构的拆分测算，2019 年我国经济型电商件、低时效散件、时效快递市场规模分别为 502、86、47 亿件，行业占比分别为 79%、14%、7%。从件量规模来看，时效件是占比最小的细分市场；从增长速度来看，2013-2019 年时效件年均复合增速为 12.5%，低于行业同期 38.0% 的增速。

表 1：我国快递市场结构划分

快递分类	经济型电商件	低时效散件	时效件
寄件内容	网上购买商品	网上退货商品 个人散件	公商务文件 个人高时效散件 高端电商件
驱动力	电商网购	电商网购及退货率	经济发展情况 高端需求情况
时效	中	中	高
价格	低	中	高
服务要求	中	中	高

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

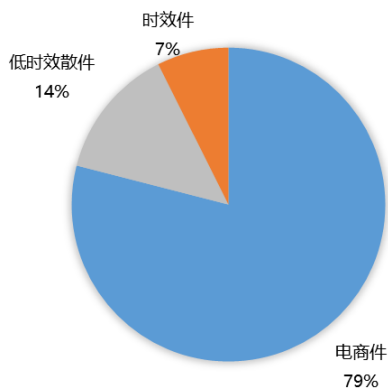
表 2：时效件市场规模测算

项目	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
全国快递业务量 (亿件)	91.87	139.6	206.7	312.8	400.6	507.1	635.2
yoy		52%	48%	51%	28%	27%	25%
经济型电商件 (亿件)	60	96	147	228	300	390	502
yoy		60%	53%	56%	32%	30%	29%
占比	65%	69%	71%	73%	75%	77%	79%
低时效散件 (亿件)	8.96	17.14	26.15	40.51	53.08	68.71	86.39
yoy		91%	53%	55%	31%	29%	26%
占比	9.8%	12.3%	12.7%	13.0%	13.3%	13.6%	13.6%
时效件 (亿件)	23.2	26.8	33.8	43.9	47.1	47.9	47.0
yoy		16%	26%	30%	7%	2%	-2%
占比	25%	19%	16%	14%	12%	9%	7%

资料来源：国家邮政局，阿里巴巴，京东，拼多多年报，安信证券研究中心

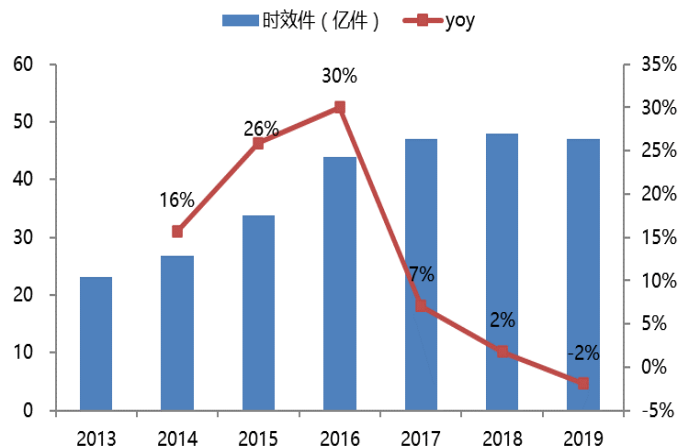
时效件快递市场规模约 846 亿元。我们测算时效件快递平均单价为 18 元（顺丰时效件单价约 22 元、EMS 时效件单价约 13 元，其他企业价格参考 EMS 定价），则 2019 年时效件市场规模约 846 亿元，接近千亿规模。

图 1：我国快递市场件量结构（2019 年）



资料来源：国家邮政局，安信证券研究中心

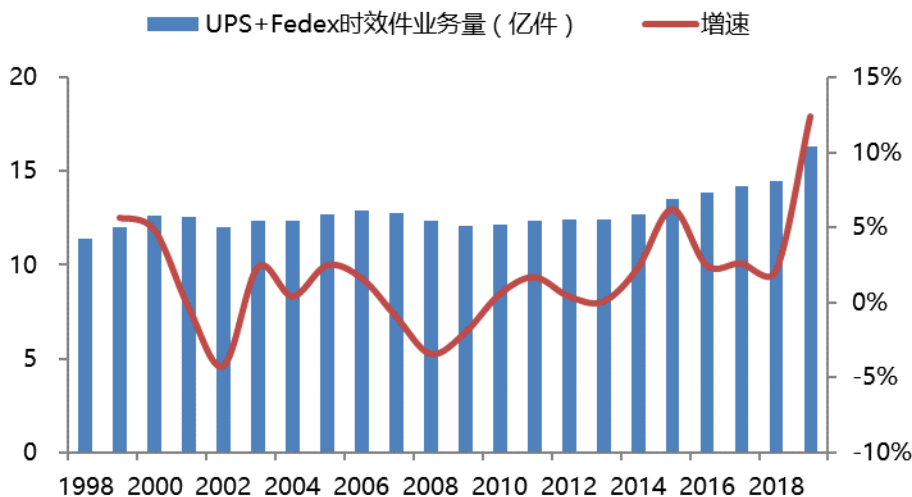
图 2：我国时效件件量规模及增速测算



资料来源：国家邮政局，安信证券研究中心

我们从企业使用商务件频率角度来看，对比美国，中国时效件仍有较大提升空间。美国快递行业为寡头垄断市场，Fedex、UPS、USPS 三大巨头占据 90% 以上的市场份额，时效件快递主要为 Fedex 和 UPS 两家提供的隔夜件 (overnight /nextday) 和延迟件 (deferred)。我们测算美国单家企业平均每年使用时效件 280 件，而中国仅为 162 件（约 73% 增长空间）。考虑到中、美之间时效件结构差异，美国时效件以公商务文件为主；而中国除了商务文件外，由高端电商带来的时效快递需求快速增长，我们认为中国时效件空间或更大。

图 3：美国时效件市场 (UPS+Fedex) 业务量规模及增速



资料来源：USPS、Fedex、UPS 年报，安信证券研究中心

注：美国三大主要快递企业的业务结构：

- (1) USPS 以陆运件业务为主，类似于我国国内的经济件业务。
- (2) Fedex 公司分成 Express、Ground、Service 等业务部门，Fedex 的时效件业务主要包括 US overnight box、US overnight envelope 和 US deferred。
- (3) UPS 的时效件业务包括 US Next Day Air 和 US deferred。

表 3: 中美两国时效件业务量对比

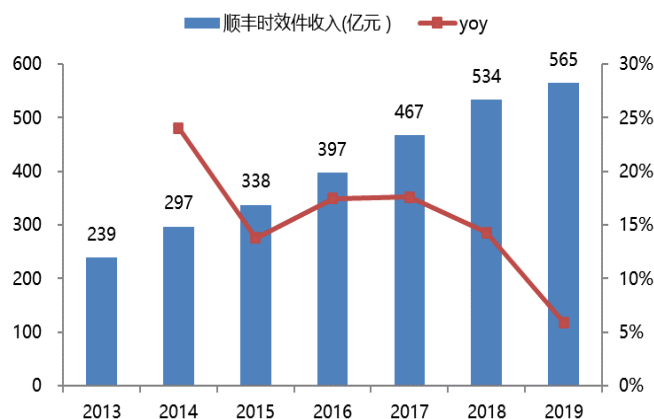
2019 年	UPS	FDX	顺丰
快递业务总量 (亿件)	55.36	38.63	48.31
国内商务件业务量 (亿件, 估算)	8.6	7.1	25.7
单价 (元/件)	108	130	22
对应当国市场空间 (亿件)		22.4	47
企业数量 (万)	800 (估算)		2900
单个企业年使用商务件频率	280		162

资料来源: 公司 2019 年财报, 统计局, 安信证券研究中心

1.2. 竞争格局: 顺丰占主导地位

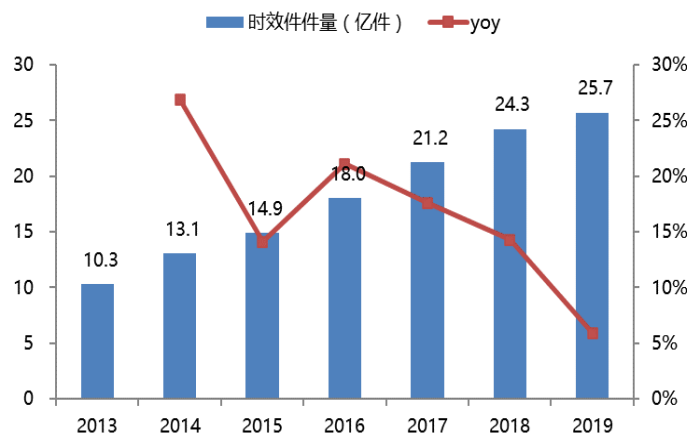
顺丰靠商务快递起家, 树立时效件龙头标杆。根据顺丰 2016 年招股说明书披露, 公司收入主要来源为国内商务快递市场, 公司当时共有四款商务快递产品: 顺丰即日、顺丰次晨、顺丰次日、顺丰隔日, 产品时效较快、定价较高。尽管公司近几年不断拓展业务边界, 但依然保持时效件市场龙头地位。公司当前时效产品主要包括顺丰次晨、顺丰标快。根据公司披露的时效件收入, 我们假设单票时效件价格为 22 元, 测算顺丰 2019 年时效件规模约为 25.7 亿件, 市场份额 55%。

图 4: 2013-2019 年顺丰时效件收入及增速



资料来源: 顺丰年报, 安信证券研究中心

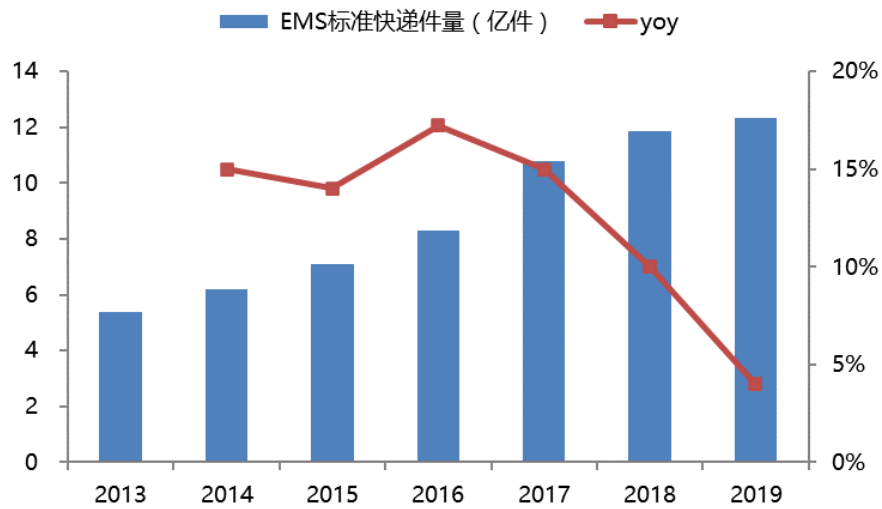
图 5: 2013-2019 年顺丰时效件件量及增速



资料来源: 顺丰年报, 安信证券研究中心

EMS 凭借国营背景, 同样稳居时效件头部地位。EMS (特快专递) 为中国邮政集团子公司, 根据中国邮政集团的债券跟踪评级报告, 中国邮政在国内共提供 3 种形式的快递服务: 标准快递、快递包裹、普通包裹。我们测算标准快递单件收费约为 13 元, 属于时效件, 主要寄递品类包括国家机关或企事业单位的公文、文件; 快递包裹 (快递包裹+普通包裹) 单件收费约为 4 元, 属于电商件。我们测算 EMS 2019 年时效件规模约 12.4 亿件, 市场份额 26%。

图 6：EMS 时效件（标准快递）件量及增速

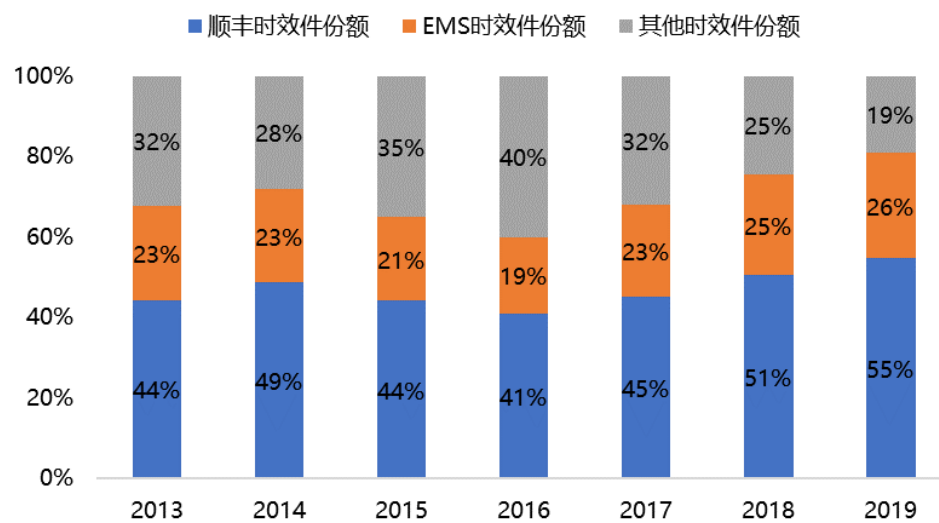


资料来源：《中国邮政集团的跟踪评级报告》，安信证券研究中心

注：2016、2017 年数据来自评级报告，其余年份为预测值

顺丰在时效件行业中占主导地位，顺丰与 EMS 件量份额合计达 81%。近 4 年顺丰、EMS 的在时效件市场的份额持续提升，呈现出稳定的双寡头竞争格局，其他企业在时效件的市占率不断萎缩。

图 7：2013-2019 年顺丰与 EMS 时效快递市场份额变动

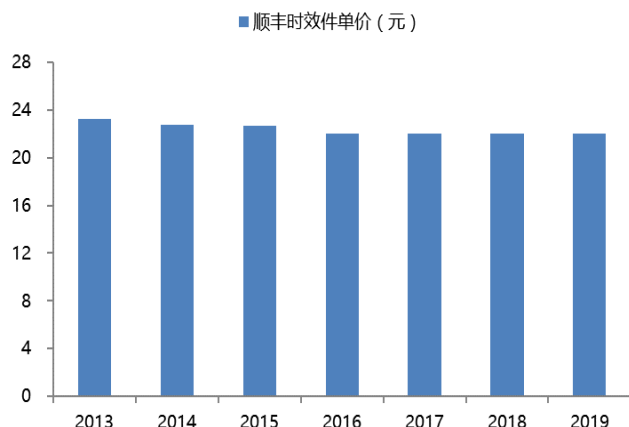


资料来源：国家邮政局，顺丰年报，《中国邮政集团的跟踪评级报告》，安信证券研究中心

1.3. 单票拆分：高定价与高固定成本

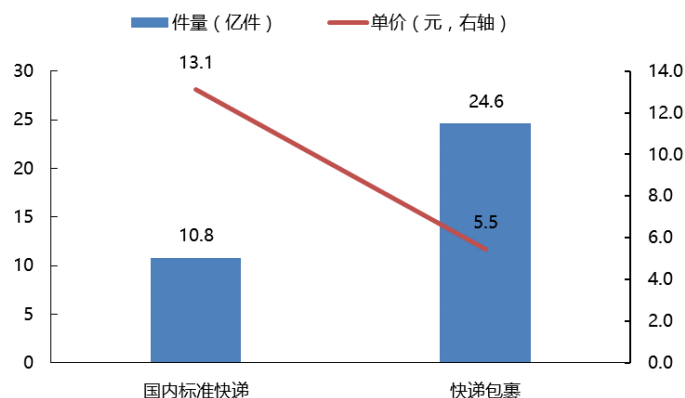
时效件定价显著高于电商快递，用户重视品质、价格敏感度低。时效件时效和服务的要求较高，通常用航空运输+末端直营派送，高成本带来高定价。以顺丰/MES 为例，时效件单票价格分别为 22 元/13 元，由于行业格局稳定，时效件价格也基本稳定；而通达系全网平均价格仅为 3-4 元左右，且同质化竞争带来激烈的价格竞争。

图 8：顺丰时效件单价



资料来源：顺丰年报测算，安信证券研究中心

图 9：EMS 时效件、普通快递的价格 (2017)

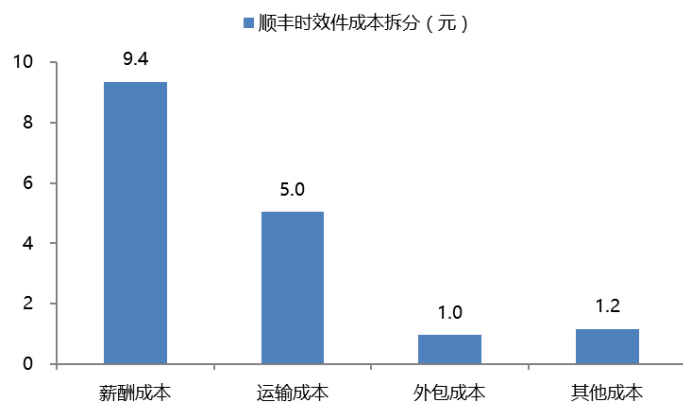


资料来源：《中国邮政集团的跟踪评级报告》，安信证券研究中心

测算顺丰时效件的单票成本约 17.5 元，人力和运输为主要成本。我们根据公司的成本结构，测算顺丰时效快递的单票成本为 17.5 元，其中人力、运输、外包、其他成本分别为 9.4、5.0、1.0、1.2 元，从分项成本来看大幅高于通达系的运输、人力成本，主要由于顺丰时效件的航空运输方式以及直营模式所致，成本相对固定。

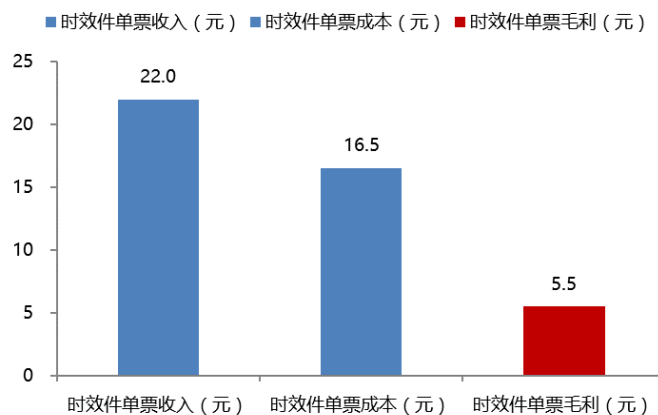
对时效件而言，产品同样存在一定的规模效应，由于需要保证时效，以顺丰为代表的服务商通常采取定时定点发车模式，单车装载率不及电商快递，未来随着时效件品类及件量的提升，有望通过规模效应来降本增效。

图 10：顺丰时效件单票成本拆分



资料来源：顺丰年报，安信证券研究中心

图 11：顺丰时效件单票盈利拆分



资料来源：顺丰年报，安信证券研究中心

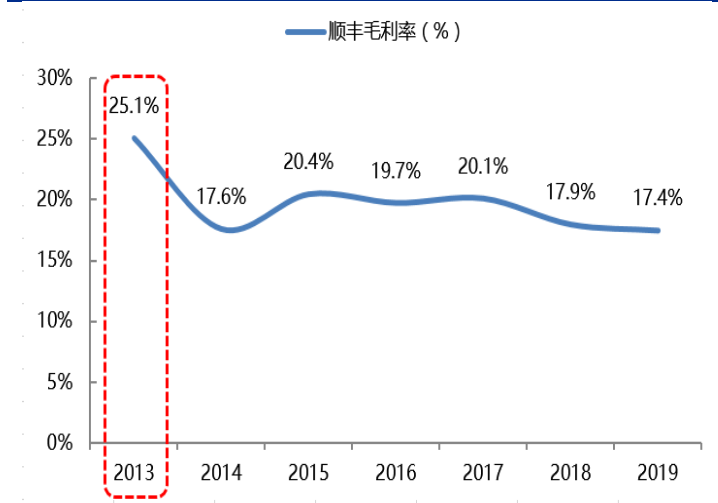
2. 顺丰时效件：底盘业务，高端电商需求迎释放

2.1. 时效件是公司底盘业务

顺丰时效件的毛利率大约为 25%。根据公司招股说明书披露，2013 年公司主业为时效快递（剔除商业后的整体毛利率 25%，可近似看作时效件毛利率），2014 年公司加大电商产品推广拉低毛利率，此后公司扩大多元业务拓展，后续的毛利率对时效件的参考价值不大。我们认为在行业稳态竞争格局下，顺丰时效件盈利能力基本稳定，毛利率水平大约在 25% 左右。

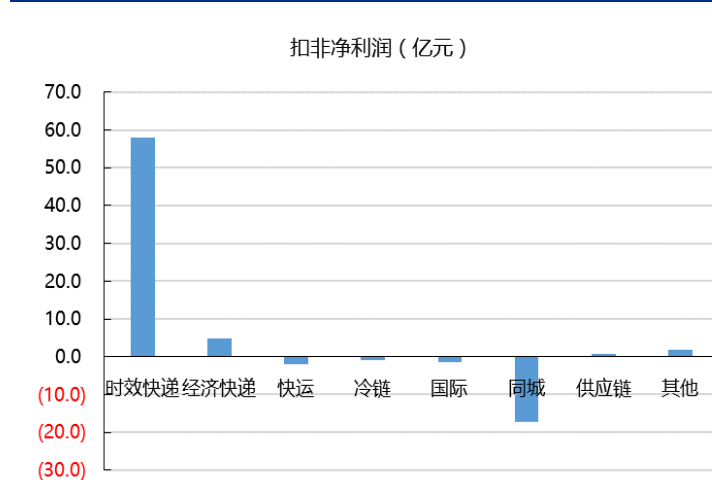
顺丰时效件构成了公司的利润底盘。根据我们的测算，2019 年顺丰时效件占营收的比重为 50.4%，贡献扣非净利润约为 58 亿元（2019 年公司整体扣非净利润为 42 亿元，部分新业务因处于投入期而暂时亏损）。

图 12：2013-2019 年顺丰综合毛利率



资料来源：顺丰年报，安信证券研究中心

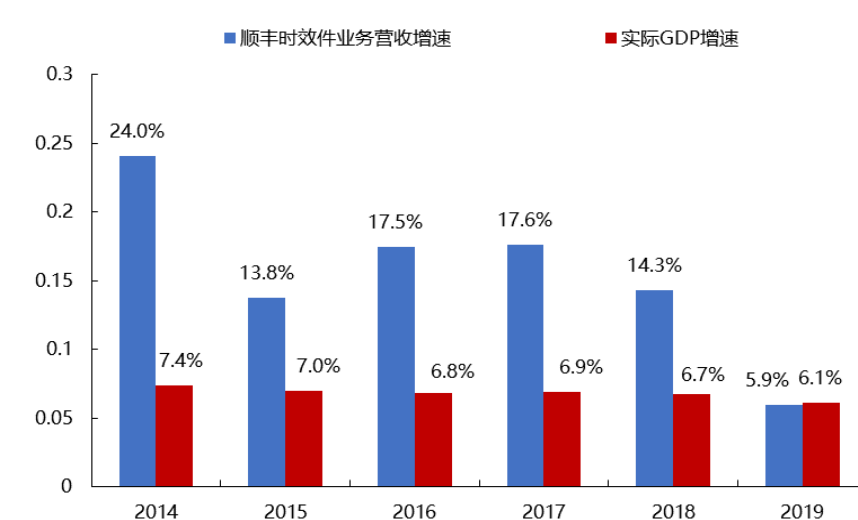
图 13：顺丰扣非净利润构成测算（2019 年）



资料来源：顺丰年报，安信证券研究中心

顺丰时效件的营收增速约为 GDP 增速的 2~3 倍。2014~2018 年，顺丰时效件营收增速约为当年 GDP 增速的 2~3 倍，2019 年顺丰的时效件营收增速与 GDP 增速持平，我们认为主要受经济增速放缓以及公司自身产品结构调整等不确定性因素影响。

图 14：顺丰时效件增速约为 GDP 增速 2-3 倍



资料来源：公司公告，wind，安信证券研究中心

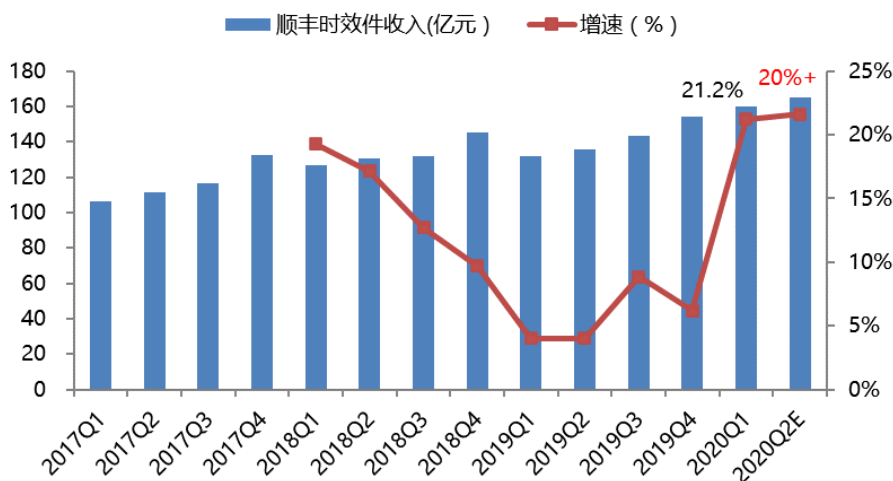
2.2. 当前高端电商件有望带来新增量

根据我们的调研测算，当前顺丰时效件中，约 40%为公商务件、40%为个人高时效散单、20%为高端电商件。从顺丰单季度时效件收入来看，我们发现最早在 2019Q3 出现恢复趋势（PMI 指数回升，2018 年同期低基数效应），而今年以来时效件增速恢复超预期，具体来看：

2020Q1 时效件营收增速大幅提升，我们认为主要原因包括：1) 通达系等快递企业产能受疫情影响，需求溢出；2) 医疗防护物资需求大幅增长；3) 高端电商需求增长；4) 2019 年同期低基数效应。

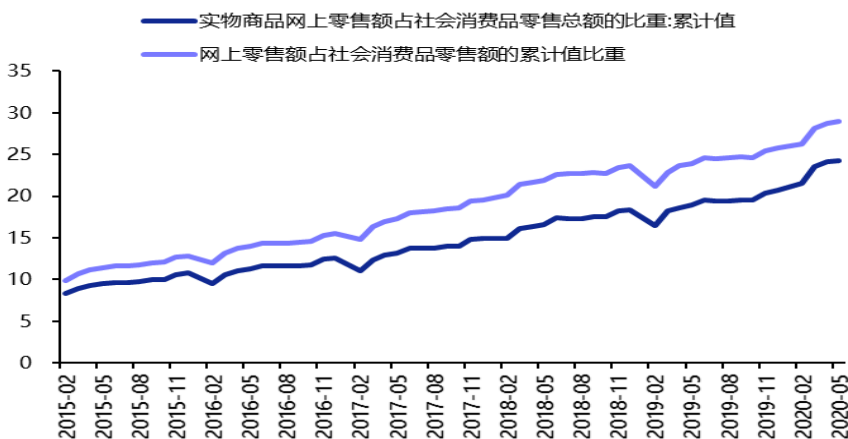
2020Q2 我们预计时效件仍保持高增长，我们认为高端电商需求增长起到关键作用：在疫情冲击下，实体商店客流量大幅减少，而线上销售具备无接触、销售成本低、商品周转快等优点，很多传统商业加速向线上渗透，例如免税商品线上直邮、奢侈品、高端化妆品商品扩大线上销售等。线上渗透率的提升本质是商品销售在渠道端的再分配，我们认为这是一场不可逆的变革。对下游快递而言，高端电商产品需要相匹配的快递服务（快速、安全、优质服务），高客单价的商品通常对快递价格的容忍度也更高，因而带动时效快递需求增长。

图 15：主要行业线上渗透率情况（2018 年）



资料来源：顺丰控股投资者交流材料，安信证券研究中心测算

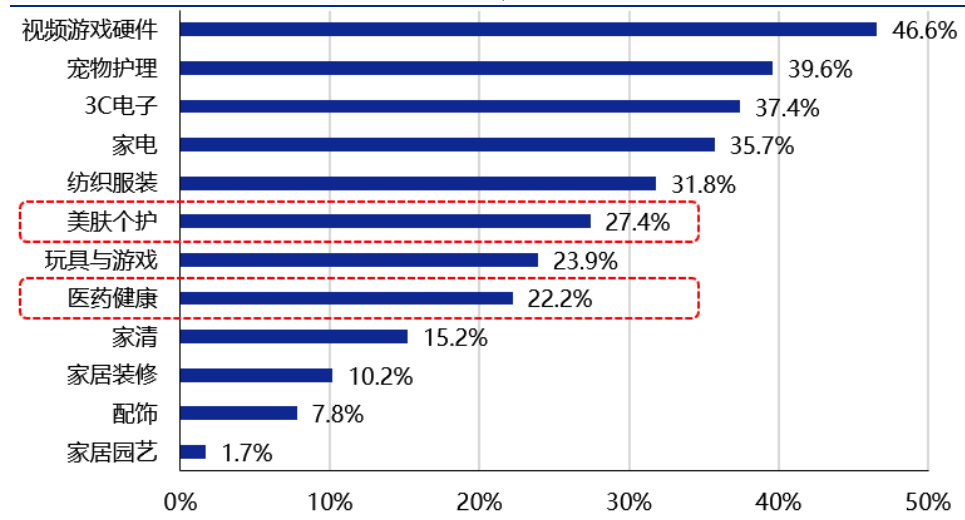
图 16：2020 年以来社零线上销售比重持续提升



资料来源：wind，安信证券研究中心

具体对顺丰而言，3C 电子、高价值服饰是传统的时效电商需求，在今年疫情的推动下，医药健康、美肤个护等新品类或推动需求进一步增长：1) 受疫情影响，医疗防护类用品需求常态化，线上销售更为便捷，该类商品对时效、安全的要求较高，大量通过顺丰时效件寄递；2) 美肤个护类产品为刚性需求，伴随消费升级，近年来高端品牌的线上销售额快速增长。

图 17：主要行业线上渗透率情况（2018 年）

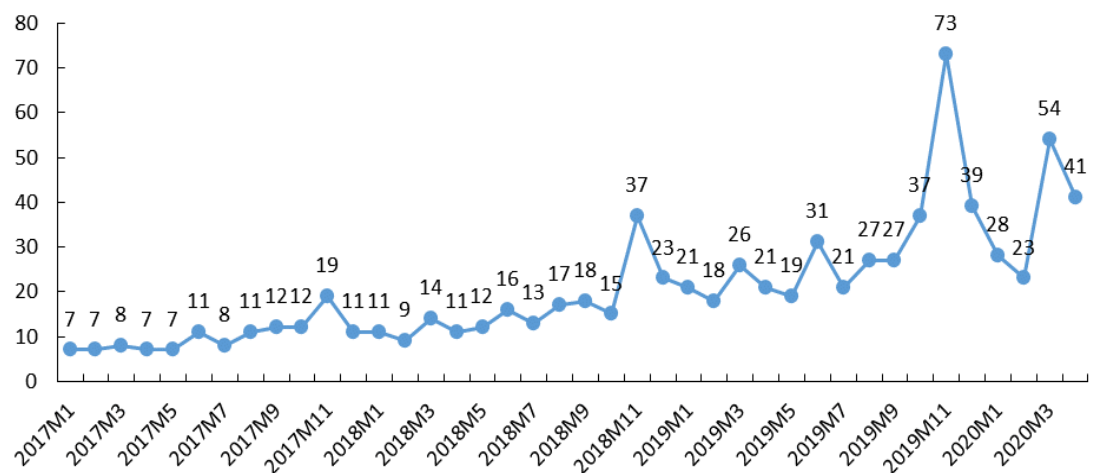


资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

以彩妆化妆品为例，在消费者低线化、年轻化和新兴渠道崛起的推动下，线上销售额快速增长。根据德勤咨询数据，2018/2019 年天猫平台彩妆品牌 GMV 分别为 196、363 亿元，同比增长 65%、85%，而 2020 年 1-4 月天猫彩妆销售额累计达到 146 亿元，同比增长 70%，其中 3 月和 4 月彩妆销售额分别达到 54 亿元和 41 亿元，为 2019 年同期的近两倍。考虑到我国彩妆人均消费额仅为 39 元，仍大幅低于美日韩等国家，未来增长空间广阔。

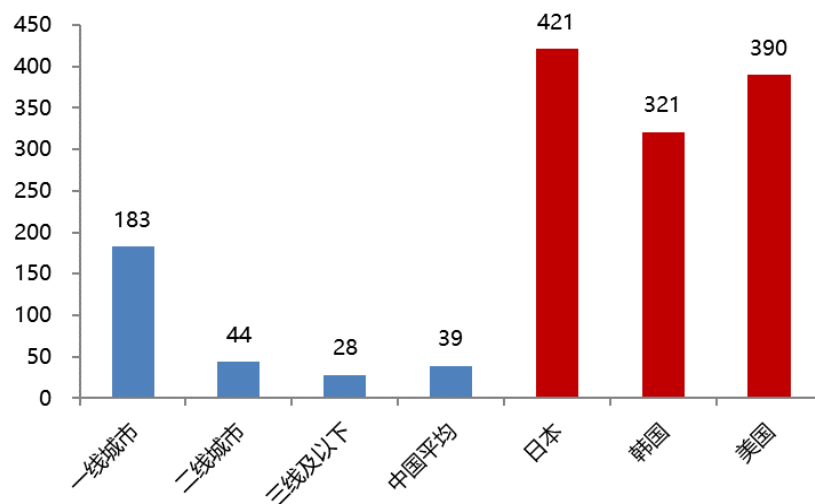
图 18：天猫平台彩妆 GMV

天猫平台彩妆品牌GMV（亿元）



资料来源：德勤咨询，安信证券研究中心

图 19：2019 年各国人均彩妆产品消费金额（元）



资料来源：德勤咨询，安信证券研究中心

根据我们对天猫商城 36 个中高端化妆品物流方式的调研，约 70% 的品牌采用顺丰发货，约 44% 的品牌只通过顺丰发货，该类品牌基本为一线化妆品牌。采用的发货方式基本为顺丰标快，符合我们对高端电商时效件需求增长的预判。

表 4：天猫在售主要化妆品品牌物流发货方式汇总

品牌	产品类型	是否发顺丰	是否发其他快递
欧莱雅	护肤/彩妆	✓	圆通、韵达、百世、EMS、申通、宅急送、中通等
兰蔻	护肤/彩妆	✓	
雅诗兰黛	护肤/彩妆	✓	
珀莱雅	护肤/彩妆	✓	
资生堂	护肤/彩妆	✓	
兰芝	护肤/彩妆	✓	圆通、韵达、百世
whoo	护肤/彩妆	✓	
玉兰油（宝洁）	护肤	✓	圆通、韵达、百世、EMS、中通等
SK-II	护肤	✓	
薇诺娜	护肤	✓	圆通，申通，中通，百世，EMS
自然堂	护肤	✓	圆通、中通、EMS、韵达
科颜氏	护肤	✓	申通
理肤泉	护肤	✓	
海蓝之谜	护肤	✓	
御泥坊	护肤	✓	
YSL	彩妆	✓	
阿玛尼	彩妆	✓	EMS
迪奥	彩妆	✓	
Givency	彩妆	✓	
Tom Ford	彩妆	✓	
植村秀	彩妆	✓	申通
Make Up For Ever	彩妆	✓	
NARS	彩妆	✓	
芭比波朗	彩妆	✓	
悦诗风吟	彩妆		申通，圆通，中通，EMS
卡姿兰	彩妆		EMS，韵达，圆通，丹鸟等
高姿	护肤		圆通、中通、韵达、申通、邮政
HFP	护肤		圆通、邮政、菜鸟

美丽芳丝	护肤		EMS、申通等
珂润	护肤		圆通、中通、申通、韵达、EMS
玉泽	护肤		申通
美宝莲	彩妆		申通、中通、韵达、圆通、邮政国内小包、万象、百世
3CE	彩妆		申通, EMS, 邮政经济包, 韵达, 圆通, 中通, 百世快递等
M.A.C	彩妆		中通、申通、EMS、韵达、圆通
屈臣氏	彩妆		韵达, 汇通, 中通, 圆通, EMS

资料来源：天猫商城，安信证券研究中心

3. 顺丰竞争优势与壁垒

3.1. 顺丰时效件竞争优势：快速+高稳定性

顺丰的时效快递的时效性明显高于同行，并带有明确截止送达时间，体现快速与稳定优势。我们以上海-北京 (>1000KM) 为例对比不同快递公司的时效件产品：从时效性来看，只有顺丰和京东给出了精确到小时的送达截止时间，但京东快递的可选产品送达时间比顺丰晚 4 或 8 小时；从价格来看，顺丰 22 元的平均价格定价更高，分别比京东、EMS 高出近 30%、5%，而通达系价格则明显偏低且比较接近，在 12-13 元区间。

表 5：顺丰的时效性在市场上独具优势

	小程序给出的寄送方案	时效性
顺丰速递	明天 12:00 前：25 元；顺丰次晨 后天 18:00 前：23 元；顺丰标快	给出不同方案明确送达截止时间
京东快递	明天 20:00 前：18 元 后天 22:00 前：16 元	给出不同方案明确送达截止时间
EMS	21 元	未给出明确送达时间
圆通速递	12 元	未给出明确送达时间
中通快递	星联时效件及标准件：未给出价格； 尊享件：12 元	未给出明确送达时间
韵达快递	13 元	未给出明确送达时间

资料来源：各快递公司小程序，安信证券研究中心

顺丰具备长期稳定的服务质量。根据国家邮政局公布的数据，自 2013 年首次公布快递全程时限排名以来，顺丰连续 7 年蝉联第一，且 2019 年各项指标均排行业第一。自国家邮政局 2009 年首次公布快递服务满意度排名以来，顺丰连续 11 年排名第一。

表 6：2019 年快递全程时限各指标排名

	全程时限	寄出地处理时限	运输时限	寄达地处理时限	投递时限
顺丰	1	1	1	1	1
EMS	2	6	2	3	3
京东	3	7	3	6	2
韵达	4	2	6	2	5
百世	5	4	4	4	7
中通	6	5	5	5	8
申通	7	8	7	9	4
圆通	8	3	8	8	9
德邦	9	10	9	7	6
优速	10	9	10	10	10

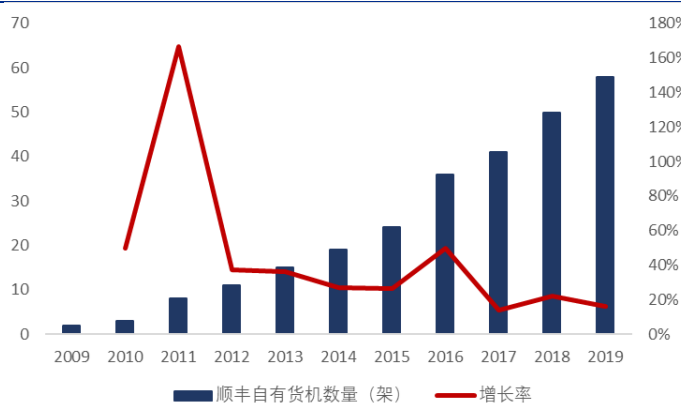
资料来源：国家邮政局，安信证券研究中心

3.2. 顺丰护城河：空网+直营模式

我们认为顺丰的竞争优势来源于其强大的空网和直营模式。

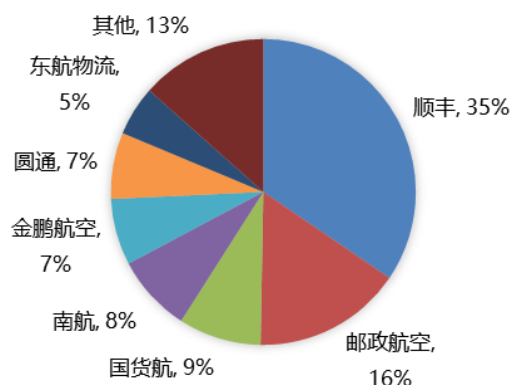
顺丰空网的核心是“自有机队+枢纽机场建设”，顺丰目前是国内全货机数量最多的货运航空公司。在国内快递企业中，仅顺丰、EMS 和圆通三家成立了物流航空公司，拥有独立航空货运能力。由于民航航班时刻遵循“历史优先”的分配原则，顺丰的提前布局，使其较其他公司具有一定先发优势，截至 2019 年末，公司共有 147 对时刻，覆盖全国 40 个大中城市以及金奈、比什凯克、阿拉木图等国际站点。

图 20：顺丰自有货机逐年增加



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

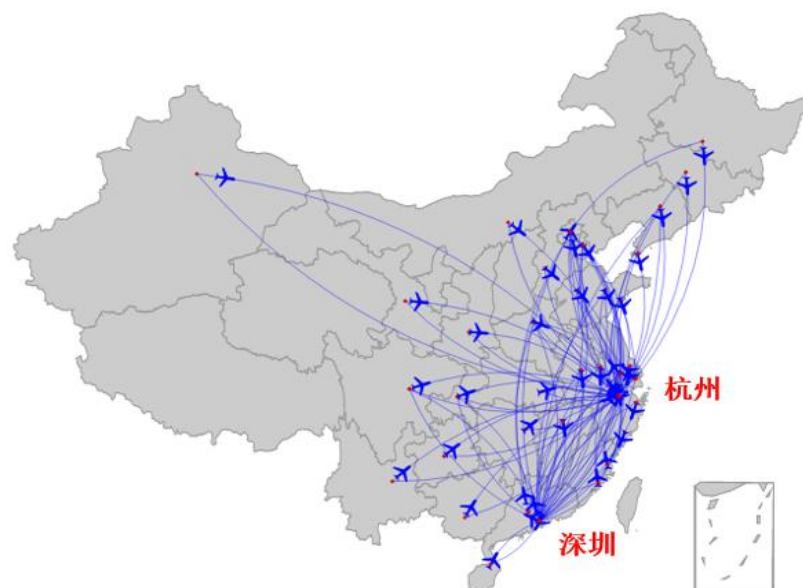
图 21：国内自有货机占比情况



资料来源：wind，公司公告，安信证券研究中心

顺丰分别在杭州、深圳建立了较为集中的航空基地，全货机航线基本以“点对点”的模式连接全国主要城市，航线集中在东南沿海城市，依托自有货机和重点航线，顺丰覆盖全国大部分地区的时效快递需求。

图 22：顺丰航空全货机航线图

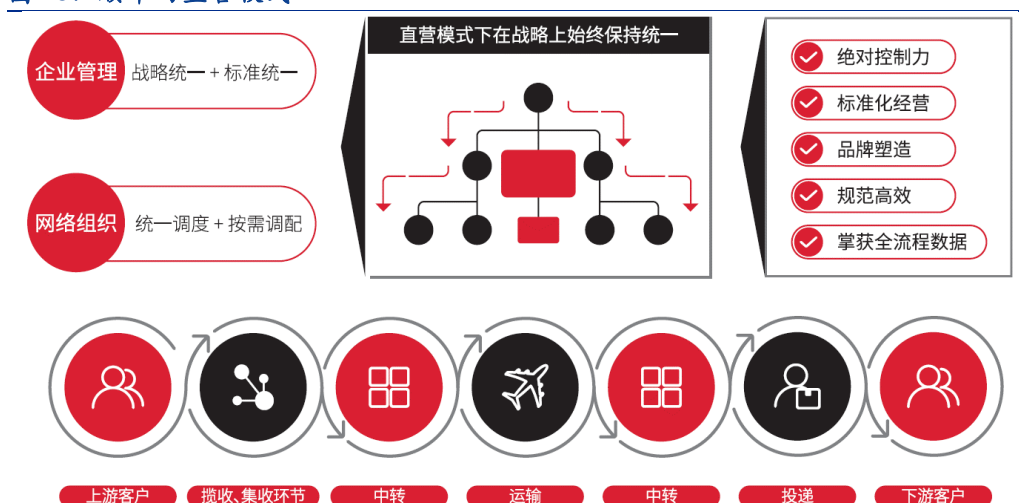


资料来源：2019 冬春航季预飞行计划，安信证券研究中心

顺丰未来将以鄂州机场枢纽为中心，全面打造覆盖全国、辐射全球的航路航线网络，公司还有望依托鄂州机场获得白天优质时刻，重新定义时效件，推出更多定制化产品。鄂州机场建成后将成为继美国 UPS 世界港、孟菲斯联邦快递总部之后全球又一个超级货运枢纽，也是全球第四、亚洲第一的航空物流枢纽。我们梳理了顺丰全货机 2019 冬春航季的起降时刻，公司的高峰起降时刻集中在晚上 11 点至清晨 6 点，而在白天没有起降时刻，导致公司的时效产品必须按照航空的起降时间做规划。而鄂州机场的开通，有望给顺丰带来更多优质时刻，重新定义时效件产品，时效承诺可以更加丰富（例如“当日达”产品，通过白天飞机起降，实现货物的当日达到）。

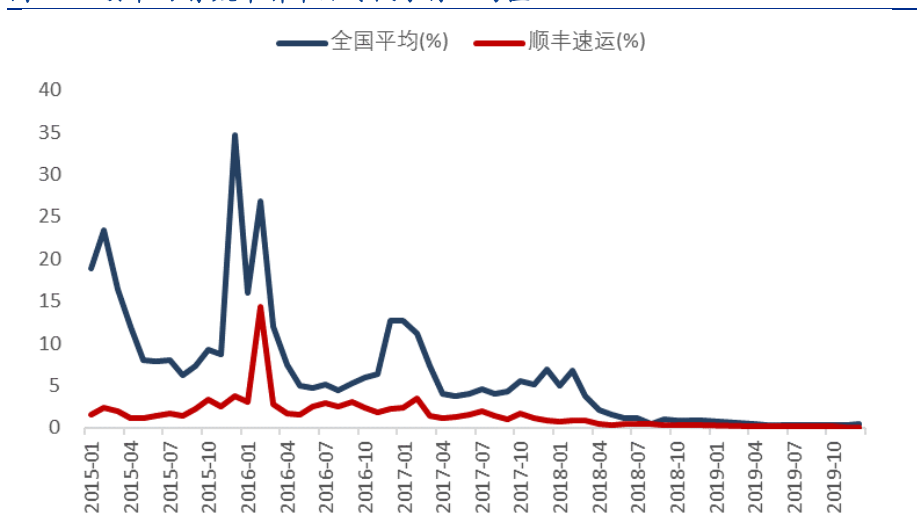
顺丰在时效件的另一大护城河为直营经营模式。直营模式保证了总部对全部快递网络和核心资源的控制，较加盟模式而言，直营模式对各环节具有绝对控制力。对时效件这一细分品类而言，直营制体系更能提供稳定和高品质的服务，顺丰的服务申诉率一直处于行业最低。加盟制的公司在一些地区或许可以实现高时效，但很难实现对全部区域、整个末端配送的管控，容易导致时效和服务的脱节。

图 23：顺丰的直营模式



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 24：顺丰的有效申诉率始终低于行业均值



资料来源：国家邮政局，安信证券研究中心

3.3. 其他快递企业短期难以形成竞争威胁

近几年通达系、京东物流纷纷发力时效快递市场，我们认为顺丰的护城河相对稳固，其他公司的影响有限：

1) 通达系在时效件市场对顺丰不构成实质上的竞争。从产品覆盖的地域来看，中通星联时效件开放寄件服务的地区有限，目前只支持云南、四川、重庆等 14 个省及直辖市。从时效性来看，目前在 800KM 以内（如长三角经济圈），通达系的时效已经能够赶上顺丰（根据菜鸟网络数据，通达系长三角经济圈 26 个城市对发快递的揽签时效已经缩短到 22.6 个小时），但 1000KM 以上的长距离配送时效上与顺丰差距较大，而且对于通达系来说，即使时效赶上顺丰，服务上的差距还难以追赶（末端网点加盟制天然决定），因此通达系还并不完全满足高端商务客户的高品质需求（尤其是服务的稳定性），以通达系现有的组织模式目前还很难撼动顺丰在商务件市场的地位。

2) 京东物流类似顺丰直营+重资产的模式，具备进入时效市场的天然条件，京东的优势在于自有员工能够保证服务品质，但时效表现相对而言较弱。京东擅长的是仓配模式（高时效来自于前置仓就近发货，商品提前在仓库备好货），而传统快递是“揽收-中转-派件”模式，转运中心是快递网络的核心节点，而京东分拨中心更多承担仓储、配送功能，而随着快递业务量增长，京东依靠现有分拨中心或难以支撑高端客户对于时效和网络全覆盖的要求。

表 7：通达系快递企业发力时效件

	时间	内容
圆通	2017	开始转型，宣布重金打造城市高频配送直营网络 B 网
	2018.10	发布其直营品牌“承诺达”，直接对标顺丰
中通	2019.06	推出中高端品牌星联时效件产品
菜鸟及通达系	2019. 9	菜鸟联合中通、韵达、圆通、申通、百世等快递公司宣布，将启动对“全国核心经济圈”的快递大提速，在长三角经济圈，快递公司宣布已率先承诺圈内 26 个城市对发快递次日必达
韵达	2019.10	韵达推出“韵达特快”时效产品，开始涉足高端快递市场

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 投资建议

时效件的需求有望受益宏观经济企稳以及电商消费升级，同时行业格局清晰，以顺丰和 EMS 为行业龙头，具备一定的准入门槛，单票盈利也远高于电商快递，属于优质赛道。

顺丰基本盘稳健，时效件超预期恢复。在线上渗透率加速提升、消费升级动力强劲背景下，高端电商增长加快带动顺丰时效件快速恢复，我们认为时效件未来仍将保持较快增长（2019/2020Q1 时效件营收+5.9%/21%、预计 2020 年有望保持在 15%以上增长），而时效件作为顺丰盈利水平最高的业务板块有望带动公司业绩逐季度改善。

长期看，公司通过差异化发展战略，除了在商务件领域继续保持主导地位外，加速向中高端电商件、产业物流端（B 端）、国际供应链布局，逐步迈向综合物流服务商。国内物流市场规模全球第一，顺丰成长的空间足够大。考虑到公司时效件增长超预期，我们上调公司盈利预测，2020-2022 年 EPS 为 1.58、1.89、2.21 元，对应 PE 41、34、29x，我们中长期看好公司发展，维持“买入-A”评级。

5. 风险提示

时效件市场规模及竞争格局测算误差；宏观经济下滑或高端电商增长放缓，导致顺丰时效件增速下滑；顺丰新业务拓展不及预期；资本开支较高等。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	90,942.7	112,193.4	148,874.2	177,740.5	212,214.9	成长性					
减:营业成本	74,642.2	92,649.6	122,666.1	146,517.1	174,360.8	营业收入增长率	27.9%	23.4%	32.7%	19.4%	19.4%
营业税费	222.3	279.6	416.8	497.7	594.2	营业利润增长率	-9.8%	27.3%	21.8%	23.2%	17.5%
销售费用	1,825.8	1,996.9	2,977.5	3,554.8	4,244.3	净利润增长率	-4.5%	27.2%	20.0%	19.8%	17.4%
管理费用	8,414.2	9,699.3	13,398.7	16,352.1	20,160.4	EBITDA 增长率	8.9%	31.3%	7.7%	20.3%	17.8%
财务费用	286.7	683.0	800.0	589.9	691.0	EBIT 增长率	6.8%	33.0%	7.1%	19.2%	17.5%
资产减值损失	103.5	-178.6	400.0	108.3	109.9	NOPLAT 增长率	-3.8%	31.9%	20.2%	19.2%	17.5%
加:公允价值变动收益	-5.8	350.1	6.0	-3.5	8.5	投资资本增长率	40.0%	26.2%	20.1%	-20.9%	28.5%
投资和汇兑收益	1,166.5	1,075.8	800.0	1,000.0	1,000.0	净资产增长率	12.8%	15.1%	17.4%	13.4%	13.9%
营业利润	5,818.1	7,408.6	9,021.1	11,117.0	13,062.9	利润率					
加:营业外净收支	49.4	17.7	82.7	11.1	-2.3	毛利率	17.9%	17.4%	17.6%	17.6%	17.8%
利润总额	5,867.5	7,426.3	9,103.7	11,128.1	13,060.6	营业利润率	6.4%	6.6%	6.1%	6.3%	6.2%
减:所得税	1,403.3	1,801.5	2,275.9	2,782.0	3,265.1	净利润率	5.0%	5.2%	4.7%	4.7%	4.6%
净利润	4,556.0	5,796.5	6,953.1	8,329.4	9,775.8	EBITDA/营业收入	10.9%	11.6%	9.4%	9.5%	9.3%
						EBIT/营业收入	7.6%	8.2%	6.6%	6.6%	6.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	51	53	48	43	37
						流动营业资本周转天数	-4	-5	-2	-11	-10
						流动资产周转天数	126	120	100	88	79
						应收帐款周转天数	29	31	29	27	25
						存货周转天数	3	3	3	3	3
						总资产周转天数	256	263	224	196	170
						投资资本周转天数	94	101	93	76	64
						投资回报率					
						ROE	12.5%	13.7%	13.9%	14.7%	15.2%
						ROA	6.2%	6.1%	7.4%	8.3%	9.8%
						ROIC	23.4%	22.1%	21.0%	20.9%	31.0%
						费用率					
						销售费用率	2.0%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
						管理费用率	9.3%	8.6%	9.0%	9.2%	9.5%
						财务费用率	0.3%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%
						三费/营业收入	11.6%	11.0%	11.5%	11.5%	11.8%
						偿债能力					
						资产负债率	48.5%	54.1%	46.2%	44.0%	35.4%
						负债权益比	94.0%	117.8%	85.9%	78.5%	54.8%
						流动比率	1.21	1.38	1.14	1.22	1.56
						速动比率	1.18	1.36	1.09	1.19	1.50
						利息保障倍数	24.05	13.43	12.28	19.85	19.91
						分红指标					
						DPS(元)	0.21	0.27	0.32	0.38	0.44
						分红比率	20.3%	20.5%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4,464.3	5,624.8	6,953.1	8,329.4	9,775.8
加:折旧和摊销	3,509.2	4,503.3	4,156.4	5,107.4	6,051.4
资产减值准备	103.5	178.6	-	-	-
公允价值变动损失	5.8	-350.1	6.0	-3.5	8.5
财务费用	611.8	892.3	800.0	589.9	691.0
投资损失	-1,166.5	-1,075.8	-800.0	-1,000.0	-1,000.0
少数股东损益	-91.8	-171.7	-125.3	16.7	19.6
营运资金的变动	2,543.8	-5,323.7	4,131.3	10,607.3	-9,837.5
经营活动产生现金流量	5,424.9	9,121.3	15,121.6	23,647.2	5,708.8
投资活动产生现金流量	-9,328.6	-14,048.7	-9,559.5	-5,993.0	-5,117.0
融资活动产生现金流量	2,972.9	7,371.8	-5,673.1	-10,293.0	-2,646.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	1.02	1.30	1.58	1.89	2.21
BVPS(元)	8.22	9.54	11.31	12.82	14.59
PE(X)	63.3	49.8	41.2	34.4	29.3
PB(X)	7.9	6.8	5.7	5.1	4.4
P/FCF	110.2	38.2	-51.8	47.1	-238.6
P/S	3.2	2.6	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	13.8	12.1	19.9	15.6	13.4
CAGR(%)	23.2%	20.3%	12.8%	23.2%	20.3%
PEG	2.7	2.5	3.2	1.5	1.4
ROIC/WACC	2.3	2.2	2.1	2.0	3.0
REP	2.1	2.1	3.2	3.9	2.0

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

明兴、孙延声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
	北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777
夏坤		北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
温鹏		北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
曹琰		北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
姜东亚		北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
刘晓萱		北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
张杨		北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
王帅		北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034