

## 证券研究报告—深度报告

交通运输

物流 II

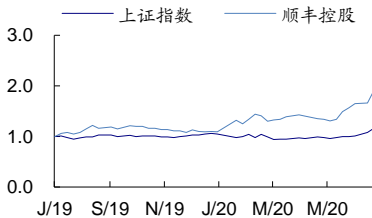
**顺丰控股(002352)**
**买入**

合理估值: 71.6-74.7 元 昨收盘: 63.67 元

(首次评级)

2020年07月17日

## 一年该股与上证综指走势比较


**股票数据**

总股本/流通(百万股)	4,448/4,382
总市值/流通(百万元)	283,228/278,997
上证综指/深圳成指	3,210/12,996
12个月最高/最低(元)	68.66/33.00

**证券分析师: 罗丹**

电话: 021-60933142

E-MAIL: luodan4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520060003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**深度报告**

# 成长龙头, 价值优选

**● 时效快递迎来增长拐点, 特惠快递打开增长空间**

公司最主要的利润来源是时效快递业务, 2018Q3至2019Q4受我国经济增长放缓以及中美贸易战影响, 公司时效快递收入增速放缓至10%以内。2020年疫情爆发的背景下, 得益于稳定运营的自营网络、防疫物资运输需求大增以及高端品牌加强线上销售, 公司时效业务收入增速回升到20%以上, 我们认为短期该增速有望维持在20%左右, 中期来看, 由于电商消费升级正当时, 该增速有望维持在10%以上。此外, 公司于2019年开发出单票价格5-8元的特惠专配电商快递产品, 将目标市场拓宽至中高端电商, 中期有望实现日均2500万件以上的规模。

**● 转型综合物流商, 新物流业务如期发展**

依托于公司强大的品牌、资金、管理优势, 快运、冷运、同城配三大新物流业务均发展成为细分领域的领先者, 新物流业务的收入占比已经超过25%。我们认为未来新物流业务一方面可以扭亏为盈, 贡献利润; 另一方面与快递业务的协同效应有望越来越强, 拓宽服务范围、实现成本节约。

**● 成本管控效果甚佳, 护城河持续加深**

公司于2019年开始进一步加强成本管控, 在未来较长的时间内将继续重视成本管控, 包括提高资产使用率、提高人效、运力管理模式创新等措施。公司发展至今, 已经形成了较深的护城河——品牌和“自营+航空”网络, 未来公司还将通过参建鄂州机场以及大力投入科技来继续加深护城河。

**● 风险提示**

时效快递增长不及预期; 特惠转配快递盈利不及预期; 市场竞争加剧。

**● 给予“买入”评级**

通过多角度估值, 得出公司合理估值区间71.6-74.7元, 相对目前股价有12%-17%的溢价空间。考虑(1)公司所处高端领域竞争格局稳定、且已形成定价权, 未来将享受电商消费升级的红利, (2)公司快递业务下沉和新物流业务拓展均顺利进行, 我们认为公司具有长期投资价值。我们预计公司20-22年每股收益1.50/1.74/2.06元, 利润增速分别为15.5%/15.3%/19.0%, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2018	2019	2020E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	90,943	112,193	148,769	178,493	205,782
(+/-%)	27.9%	23.4%	32.6%	20.0%	15.3%
净利润(百万元)	4,556	5,797	6,693	7,720	9,184
(+/-%)	-4.5%	27.2%	15.5%	15.3%	19.0%
摊薄每股收益(元)	1.03	1.31	1.50	1.74	2.06
EBIT Margin	6.4%	6.7%	5.8%	5.6%	5.9%
净资产收益率(ROE)	12.5%	13.7%	12.7%	13.2%	14.2%
市盈率(PE)	61.8	48.5	42.3	36.7	30.8
EV/EBITDA	35.8	29.1	27.5	23.4	19.7
市净率(PB)	7.7	6.6	5.4	4.9	4.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

我们认为顺丰控股是具有长期投资潜质的公司，该类公司往往具有两个共同特点：一是所在行业空间大且集中度高，顺丰所处的物流行业规模巨大，2019年我国运输物流市场规模超过7万亿元，而物流行业尤其是快递市场具有极强的规模效应，目前我国物流行业正处于提升集中度的整合阶段；二是公司具有坚实的护城河，顺丰的“自营网络+正在打造的以鄂州机场为中心的航空网络”保障了时效快、安全性高、服务体验优的高端物流服务，打造了优质品牌，具有很强的定价权。我们预计公司2020-22年实现净利润66.9/77.2/91.8亿元，每股收益1.50/1.74/2.06元，增速分别为15.5%/15.3%/19.0%。我们给予目标股价71.6-74.7元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 核心假设与逻辑

(1) 短期来看，公司的时效快递业务受益于电商消费升级，同时自身的经济快递业务成功突破下沉市场，此外疫情促使高端快递需求短期大增。

(2) 中期来看，计划于2021年底投入运营的鄂州机场有望成为公司收入和盈利增长的新驱动力。

(3) 长期来看，公司转型综合物流服务商成功的确定性非常高，核心在于最后能发展到多大。a. 时效快递业务具有极强的竞争壁垒，稳定增长；b. 经济快递业务增长空间有多大取决于顺丰是否会进一步降低成本抢占中端快递产品的市场；c. 就快运、冷运、同城配、供应链等新物流业务来说，顺丰在资金、技术、管理、品牌等方面均具有优势，具有较大的增长空间。

### 与市场的差异之处

市场对于公司时效快递件较高增长的可持续性和电商特惠专配件的盈利空间仍然具有一定疑虑，且过度关注短期盈利，我们通过分析预测：(1) 2020年时效快递件增速回暖将持续一段时间、不会出现骤降，中长期来看仍有望保持10%以上增长。(2) 就目前公司战略来看，公司电商特惠专配件瞄准了中高端电商市场，如果公司战略不调整，我们预计该业务经过几年快速发展后有望实现日均2500万件以上，贡献净利润30亿元以上。(3) 以现有业务和战略规划线性外推，未来4-5年公司市值有望翻倍。

### 股价变化的催化因素

时效件增长超预期；特惠转配件盈利情况超预期；成本控制效果超预期。

### 核心假设或逻辑的主要风险

第一，时效件增长或电商特惠件盈利低于预期；

第二，投入加大，成本控制失控；

第三，加快下沉，市场竞争加剧。

## 内容目录

<b>估值与投资建议</b> .....	6
相对估值：2020年合理目标估值 71.9 元.....	6
绝对估值：2020年合理目标估值 71.6-74.7 元.....	6
绝对估值的敏感性分析.....	7
投资建议：合理估值为 71.6-74.7 元，给予“买入”评级.....	8
<b>行业概况：以快递为代表的细分物流市场发展正当时</b> .....	9
快递行业增长依然景气，竞争格局还有优化空间.....	10
零担、冷链和同城配市场增长值得期待.....	12
<b>公司概况：公司以快递为基础，向综合物流服务发展</b> .....	14
深耕高端快递成龙头，转型综合物流谋发展.....	14
持续投入新业务，盈利波动在所难免.....	16
<b>公司增长驱动力：持续挖掘增长新动力，兼顾成本与稳定</b> .....	17
驱动力一：时效快递增长回暖，特惠产品打开增长空间.....	17
驱动力二：拓展多元物流，路越走越宽.....	19
驱动力三：加强成本管控，挤出更多利润.....	21
<b>公司竞争力：公司深挖护城河，龙头地位愈发稳固</b> .....	22
依托“品牌与网络”，高端快递拥有强定价权.....	23
科技能力遥遥领先，不断强化竞争力.....	25
<b>盈利预测及投资逻辑</b> .....	27
盈利预测.....	27
投资逻辑.....	27
<b>风险提示</b> .....	30
估值风险.....	30
盈利预测风险.....	30
市场竞争风险.....	30
其它风险.....	31
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	32
<b>国信证券投资评级</b> .....	33
<b>分析师承诺</b> .....	33
<b>风险提示</b> .....	33
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	33

## 图表目录

图 1: 我国快递、零担、整车物流市场规模递减 (2019 年)	9
图 2: 快递到零担到整车集中度逐次递减	9
图 3: 我国网购兴起带动快递行业快速增长	10
图 4: 近几年我国低线城市快递量增速明显优于一线城市	11
图 5: 近几年我国低线城市快递业务量占比快速提升	11
图 6: 2019 年新兴电商市场交易规模庞大 (亿元)	11
图 7: 拼多多贡献的快递业务量占比快速提升	11
图 8: 近两年我国快递集中度快速提升	12
图 9: 2019 年我国快递市场竞争格局	12
图 10: 我国小票零担市场规模较快增长	13
图 11: 我国大件配送市场规模快速增长	13
图 12: 我国冷链市场规模快速增长	14
图 13: 我国即时配送订单量快速增长	14
图 14: 顺丰公司快递业务量快速增长	14
图 15: 顺丰是我国国内商务快递的龙头 (业务量占比)	14
图 16: 美国快递行业 90 年代完成整合, 形成三巨头垄断格局	15
图 17: 2013-2019 年顺丰收入拆分及增长	16
图 18: 2013-2019 年顺丰扣非净利润增长情况	16
图 19: 2019 年公司购置资产支出回归到正常水平 (亿元)	16
图 20: 2019H2 顺丰时效快递收入增速开始回暖	17
图 21: 2019H2 经济快递收入增速快速提升	17
图 22: 欧莱雅电商渠道销售收入增速远高于整体增速	18
图 23: 欧莱雅中国区的高端化妆品销售占比持续提升	18
图 24: 顺丰特惠专配快递日均业务量增长情况 (万件)	19
图 25: 2018 年我国零担公司收入规模排名 (亿元)	20
图 26: 2018 年我国零担公司日均货量规模排名 (万吨)	20
图 27: 顺丰转运中心自动化率快速提升	22
图 28: 2019 年顺丰上市公司体内员工数量下滑	22
图 29: 2019 年三大快递公司自有机队的飞机数量对比	23
图 30: 2019 年三大快递公司自有机队货运产能对比 (吨)	23
图 31: 2019 年顺丰航空航线网络布局	24
图 32: Fedex 航空航线网络布局	24
图 33: 顺丰在快递服务满意度调研中一直排名第一	24
图 34: 我国智能快递柜投放量快速增长	26
图 35: 丰巢收购速递易后占据了快递柜行业垄断地位 (投放量占比)	26
图 36: 顺丰研发投入远高于其他快递公司 (亿元)	27
图 37: 顺丰研发人员数量远高于其他快递公司	27
图 38: 顺丰 2018 年以来股价走势及背后原因	30
表 1: 同类公司估值比较	6

表 2: 分部相对估值结果.....	6
表 3: 资本成本假设 .....	7
表 4: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	7
表 5: FCFF 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	7
表 6: FCFE 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	8
表 7: 2020 年我国快递行业不同情景假设下的业务量预测结果.....	12
表 8: UPS 和 Fedex 拓展新物流业务历程.....	15
表 9: 顺丰快递产品分层.....	17
表 10: 顺丰和德邦的快运产品对比.....	20
表 11: 顺丰和德邦快运产品的价格对比 (从上海到深圳) .....	20
表 12: 2019 年 10 家快递服务品牌主要时限指标排名表现.....	23
表 13: 顺丰收入及毛利率预测.....	27
表 14: 顺丰 5 年后利润规模及市值空间分情况讨论预测 .....	29

## 估值与投资建议

我们采用相对估值和绝对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 相对估值：2020 年合理目标估值 71.9 元

我们通过分部估值方法来完成相对估值。

**(1) 快递业务：**我们采用 PE 相对估值法进行估值，选取中低端快递市场的龙头中通快递、韵达股份和圆通速递作为比较公司。在中低端快递市场，龙头竞争激烈，目前市场规模、成本管控、管理能力等多方面均呈现领先优势的中通快递的 PE 估值水平远高于韵达和圆通。而在中高端快递市场，竞争格局明显更优，顺丰在中高端市场具有很强的护城河，其在快递市场中维持龙头地位的确切性也明显优于中通，而且短期顺丰的利润增长也优于中通，因此，我们认为顺丰快递业务的 PE 目标估值应该高于中通，给予 40 倍目标估值。

**(2) 快运业务：**由于目前公司快运业务尚未盈利，我们直接参考公司于 2020 年 2 月 29 日发布的《关于公司子公司与关联方签署投资协议的公告》中第三方机构毕马威咨询给出的评估价值 30 亿美元。

**(3) 其他物流业务：**由于目前公司其他物流业务整体亏损，我们采用 PS 相对估值法进行估值，参考物流板块 2019 年 PS 估值水平的中位数 1.23，我们给予公司其他物流业务 1.2 倍 PS 目标估值。

综上，基于快递业务 2020 年净利润预测值 68 亿元、快运业务当前合理价值 30 亿美元以及其他物流业务 2020 年收入预测值 209 亿元，我们得到公司合理市值 3200 亿元。

表 1：同类公司估值比较

代码	简称	股价 (7月16日)	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (亿元)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E			
002352	顺丰控股	¥63.67	1.50	1.74	2.06	42	37	31	5.4	1.4	2832
同类公司：											
ZTO.US	中通快递	\$36.6	6.94	8.46	10.09	37	31	26	5.0	4.6	1995
002120	韵达股份	¥24.3	0.99	1.16	1.32	26	22	20	4.7	2.0	705
600233	圆通速递	¥15.1	0.59	0.66	0.72	27	24	22	3.0	1.6	476

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和预测

表 2：分部相对估值结果

类别	估值基数	估值倍数	合理估值
快递业务	2020 年净利润 68 亿元	40 倍 PE	2720 亿元
快运业务	-	-	210 亿元
其他物流业务	2020 年收入 209 亿元	1.2 倍 PS	250 亿元
<b>合理市值合计</b>			<b>3200 亿元</b>
股份数			44.48 亿股
<b>目标价格</b>			<b>71.9 元</b>

资料来源：国信证券经济研究所整理和预测

### 绝对估值：2020 年合理目标估值 71.6-74.7 元

我们认为公司最终将成功转型综合物流商，成为我国物流行业龙头之一。(1) 假设 2023-2029 年收入增速缓慢下滑，(2) 得益于鄂州机场投建和科技运用，

假设 2023-2029 年毛利率呈小幅上升趋势，(3) 参考美国物流巨头 UPS，假设 10 年后永续增长率保持 3%。通过 FCFF 现金流折现模型，我们得到公司目标股权价值为 3324 亿元，对应目标价为 74.7 元；通过 FCFE 现金流折现模型，我们得到公司目标股权价值为 3187 亿元，对应目标价为 71.6 元。

**表 3: 资本成本假设**

无杠杆 Beta	0.75	T	25%
无风险利率	2.50%	Ka	7.38%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.79
公司股价 (元)	66.4	Ke	7.62%
发行在外股数 (百万)	4448	E/(D+E)	93.8%
股票市值(E, 百万元)	2956	D/(D+E)	6.2%
债务总额(D, 百万元)	195	WACC	7.39%
Kd	5.30%	永续增长率 (10 年后)	0.50%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

**表 4: 公司盈利预测假设条件 (%)**

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	TV
EBIT	86	100	122	154	187	214	236	259	282	307	
所得税税率	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
EBIT*(1-所得税税率)	64	75	92	116	140	160	177	194	212	230	
折旧与摊销	36	46	56	68	80	92	105	117	129	142	
营运资金的净变动	-17	-15	-33	8	9	10	10	11	11	11	
资本性投资	-107	-122	-141	-135	-135	-135	-135	-135	-135	-135	
FCFF	-23	-17	-26	57	94	127	157	187	217	248	5815
PV(FCFF)	-21	-14	-21	43	66	83	95	105	114	122	2850
核心企业价值	3421										
减: 净债务	97										
<b>股票价值</b>	<b>3324</b>										
<b>每股价值</b>	<b>74.7</b>										
FCFE	-28	-19	5	14	86	122	153	183	215	248	5530
PV(FCFE)	-26	-17	4	10	60	78	91	102	111	119	2654
<b>股票价值</b>	<b>3187</b>										
<b>每股价值</b>	<b>71.6</b>										

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所预测

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

**表 5: FCFF 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)**

		WACC 变化				
		9.55%	10.05%	10.55%	11.10%	11.6%
永续 增 长 率 变 化	1.5%	177.43	136.24	109.40	90.54	76.59
	0.9%	142.14	114.11	94.43	79.88	68.70
	0.7%	119.06	98.51	83.32	71.65	62.41
	0.5%	102.78	86.92	74.73	65.10	57.30
	0.3%	90.68	77.96	67.90	59.76	53.05
	0.1%	81.35	70.84	62.34	55.33	49.46
	0.0%	73.92	65.04	57.72	51.59	46.40

资料来源: 国信证券经济研究所分析

**表 6: FCFE 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)**

		WACC 变化				
		9.55%	10.05%	10.55%	11.10%	11.6%
永 续 增 长 率 变 化	1.5%	157.91	124.35	101.64	85.29	72.98
	0.9%	129.64	105.94	88.88	76.02	66.01
	0.7%	110.44	92.62	79.21	68.76	60.40
	0.5%	96.55	82.54	71.63	62.91	55.80
	0.3%	86.04	74.65	65.54	58.11	51.94
	0.1%	77.80	68.29	60.53	54.09	48.67
	0.0%	71.17	63.07	56.35	50.68	45.86

资料来源：国信证券经济研究所分析

**投资建议：合理估值为 71.6-74.7 元，给予“买入”评级**

我们认为顺丰控股由于短期受益于疫情带来的高端快递需求、通过特惠专配快递拓展中高端电商快递市场以及成本管控边际改善明显，2020 年收入和利润增长均有望超过 30%，所以我们可以看到 2020 年 6 月以来的股价大幅上涨正是反映了 2020 年公司业绩高增长的预期。基于 2020-2029 年的盈利预测，我们认为公司股票合理价值在 71.9-74.7 元，区间上限较收盘价仍有 17% 的上涨空间。但我们还想强调的是，股价虽然已经比较充分反映了公司今年业绩预期，但是中长期来看，公司时效快递件增长的持续性、电商特惠快递的增长空间和鄂州机场带来的正面影响仍然值得期待，即使在中性假设下，我们估计 4-5 年后公司的市值有望超过 6000 亿元，且由于公司具有较深的护城河，经营风险很低，我们认为公司具有长期投资价值。首次覆盖，给予“买入”评级。



## 行业概况：以快递为代表的细分物流市场发展正当时

顺丰的长期发展目标是成为我国的综合物流服务商龙头。我国整体的物流运输市场的现状如下：

我国物流运输市场规模超过 7 万亿元，由于各个行业、各个客户对货物运输的要求不一样，因此物流行业的服务产品呈多元化：

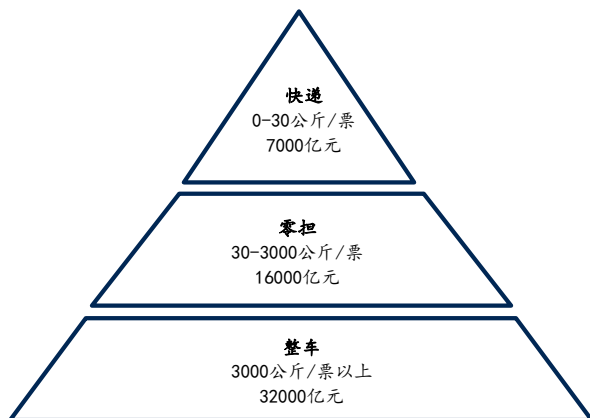
- ✓ 根据采用的运输工具不同可以分为公路运输、铁路运输、航空运输、水路运输以及管道运输
- ✓ 根据单票重量的不同可以分为快递、零担以及整车
- ✓ 根据运输要求温度的不同可以分为常温、冷链和热链
- ✓ 针对超短距离、快时效的运输需求现在也有了专门的同城配

目前，顺丰的业务布局已经从快递拓展到零担（本文中“零担”与“快运”含义相同）再到冷运、同城配、供应链等业务，因此，行业部分将重点介绍快递、零担、冷运和同城配四个细分市场。

我们从单票重量的角度来看，物流市场主要分为快递、零担和整车，从快递到零担再到整车，其单票运输重量递增、收派的分散程度递减，从而导致从快递到零担再到整车的市场规模大小递增、规模效应递减、集中度递减以及盈利能力递减的现象：

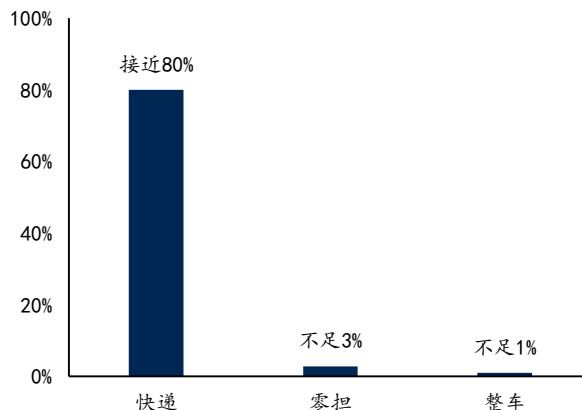
- (1) 2019 年快递市场的规模已经达到 7000 亿元，行业集中度 CR6 超过 80%，龙头公司的年利润规模可超过 50 亿元；
- (2) 零担市场规模估计达到 1.6 万亿元，行业集中度 CR6 不足 3%，龙头公司年利润规模不足 10 亿元；
- (3) 整车市场规模估计约 3.2 万亿元，行业集中度以及企业盈利能力更是远低于快递和零担市场。

图 1：我国快递、零担、整车物流市场规模递减（2019 年）



资料来源：国家邮政局、运联传媒、国信证券经济研究所整理

图 2：快递到零担到整车集中度逐次递减



注：快递集中度根据业务量计算，零担和整车的集中度根据收入计算

资料来源：国家邮政局、运联传媒、国信证券经济研究所整理

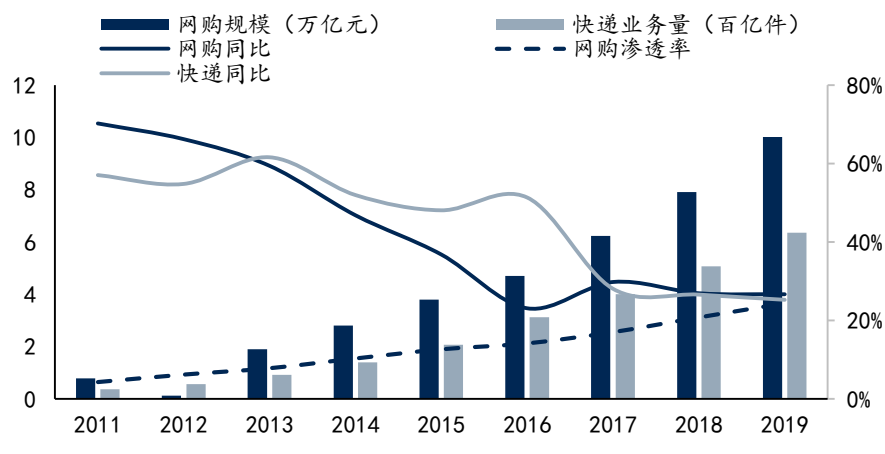
此外，从冷链以及同城配两个特殊的物流服务市场来看，其市场规模也分别达

到了 3000 亿元和 1300 亿元，行业集中度 CR6 分别不足 10%以及超过 90%。

### 快递行业增长依然景气，竞争格局还有优化空间

我国电商于 2010 年进入高速发展期，在电商高速发展的十年里，快递需求也开始爆发增长。我国快递业务量自 2010 年的 23.4 亿件增长至 2019 年的 635 亿件，年复合增速达到 44%。2017 年以来，虽然快递业务量增速有所放缓，但仍然稳定在 20%至 30%的较高增速区间。

图 3：我国网购兴起带动快递行业快速增长



资料来源：艾瑞咨询、国家邮政局、国信证券经济研究所假设

我国快递市场可以细分为商务快递和电商快递两大主要的细分市场。

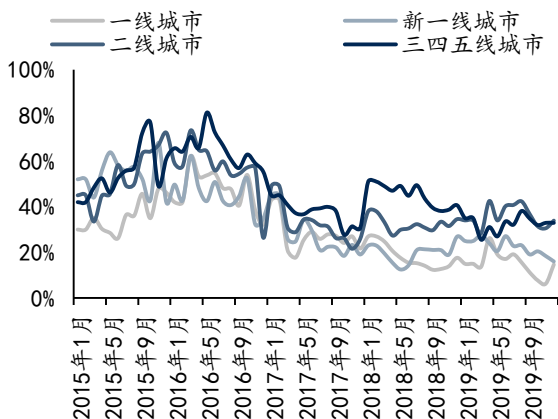
#### (1) 从增长趋势角度来看：

**商务快递需求未来低速稳定增长。**根据我们估算，目前国内商务快递业务量占比不足 10%。随着我国经济增速的放缓，商务快递市场的增长也呈放缓的趋势，我们认为该细分市场长期业务量增速将稳定在 10%以下。

受益于我国电商的蓬勃发展，我国电商快递发展快速且规模庞大，目前在快递市场中占比超过八成。

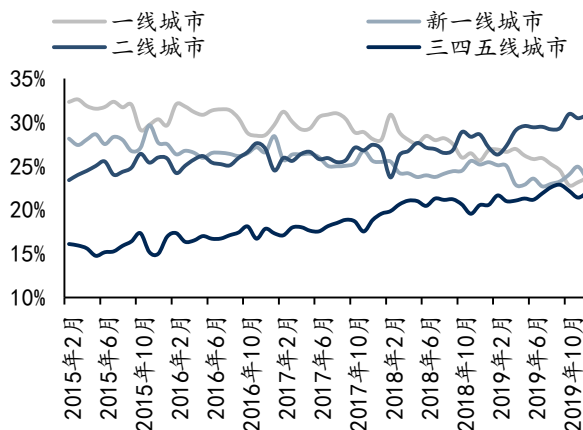
**电商快递市场中短期内有望维持快速增长。**考虑到（1）电商继续向低线城市和农村渗透，根据国家邮政局数据，我们可以看到目前三四五线城市的快递业务量增速明显高于一线和新一线城市；（2）自 2014 年微商和跨境进口电商兴起到 2018 年拼多多兴起再到 2020 年直播带货兴起，线上销售模式不断创新，不断拓宽消费人群以及消费品类；（3）2020 年一季度疫情管控的非常态化对快递业也造成短期负面影响，而二季度随着国内疫情管控常态化，快递企业可以正常运营保证供给后，疫情其实进一步加强了大众线上消费习惯，我们可以看到 5、6 月行业业务量增速超过了 35%，达到近 3 年来单月最高增速（剔除春节导致的错期影响）。我们认为中短期电商快递市场需求依然景气，年业务量增速有望维持在 20%以上。

图 4: 近几年我国低线城市快递量增速明显优于一线城市



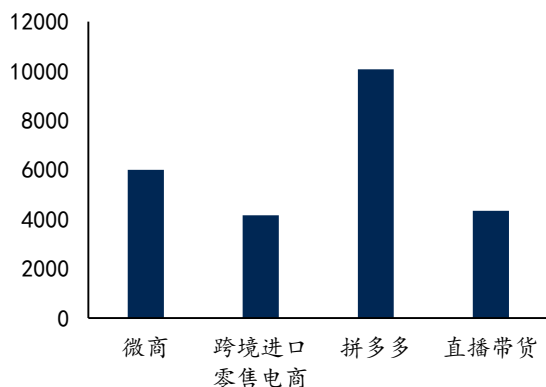
资料来源: 地方邮政局、国信证券经济研究所整理

图 5: 近几年我国低线城市快递业务量占比快速提升



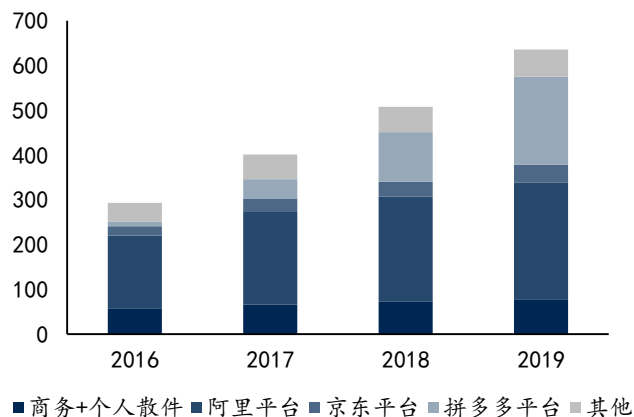
资料来源: 地方邮政局、国信证券经济研究所整理

图 6: 2019 年新兴电商市场交易规模庞大 (亿元)



资料来源: 公司公告、中国消费者协会、易观、国信证券经济研究所整理

图 7: 拼多多贡献的快递业务量占比快速提升



资料来源: 公司公告、国家邮政局、国信证券经济研究所整理

整体来看, 我国快递行业中短期内依然维持景气。综上, 我们认为中短期内我国快递行业整体需求仍然将维持较景气的增长态势。2020 年受疫情影响比较特殊, 原先疫情还没发生时, 我们预测 2020 年我国快递行业业务量将实现 23% 左右的增长。疫情发生后不久, 在最悲观预期下, 但是假设疫情期间损失的线上消费不再延迟且电商平台后续促销没有作用, 2020 年业务量同比增长在 19% 左右; 但现在参考实际情况来看, 延迟消费需求和电商促销作用明显, 在保守、中性和乐观预期下, 我们现在预测 2020 年业务量同比增长在 23%/24%/26% 左右。

表 7: 2020 年我国快递行业不同情景假设下的业务量预测结果 (亿件)

单位: 亿件	2019 年	2020 年无疫情影响下			2020 年有疫情影响下	
		中性	悲观	保守	中性	乐观
总业务量	635	780	775	781	787	800
Yoy	26%	23%	22%	23%	24%	26%
商务+国际+个人散件	69	71				
Yoy	-5%	3%				
阿里平台件	279	339				
Yoy	19%	21%				
京东平台件	38	47				
Yoy	16%	12%				
拼多多件	197	267				
Yoy	77%	36%				
其他电商件	52	57				
Yoy	1%	10%				

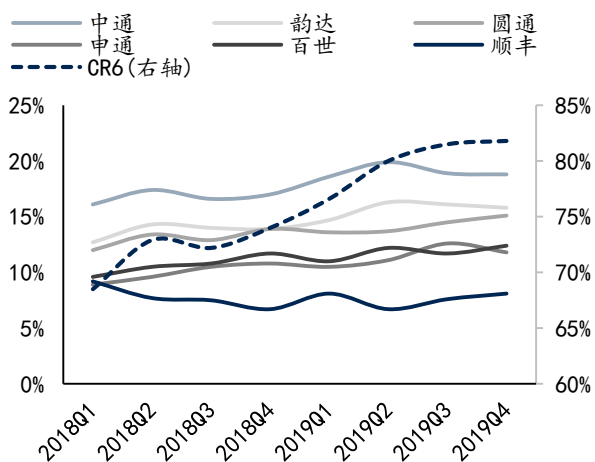
资料来源: 公司公告、国家邮政局、艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理和预测

(2) 从竞争格局演化的角度来看:

国内商务快递市场将会继续维持双寡头格局, 竞争相对稳定。

电商快递市场竞争格局有待优化。根据我们的估算, 该市场的第一梯队“通达系+顺丰+京东物流”的市占率已经超过 90%, 估计仅剩的不足 10%的二线电商快递市场在未来两年将会逐渐被挤出局, 而剩下的龙头之间还会继续竞争直至再淘汰 1-2 家出局或者进行并购整合。

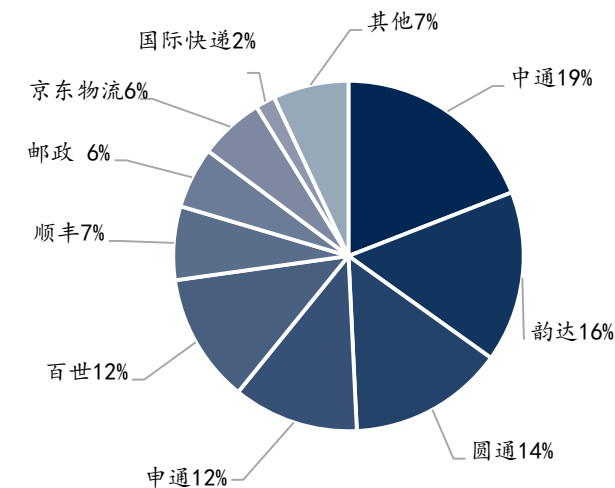
图 8: 近两年我国快递集中度快速提升



注: 集中度根据业务量占比计算

资料来源: 公司公告、国家邮政局、国信证券经济研究所整理

图 9: 2019 年我国快递市场竞争格局



注: 根据业务量数据估算

资料来源: 公司公告、国家邮政局、国信证券经济研究所整理

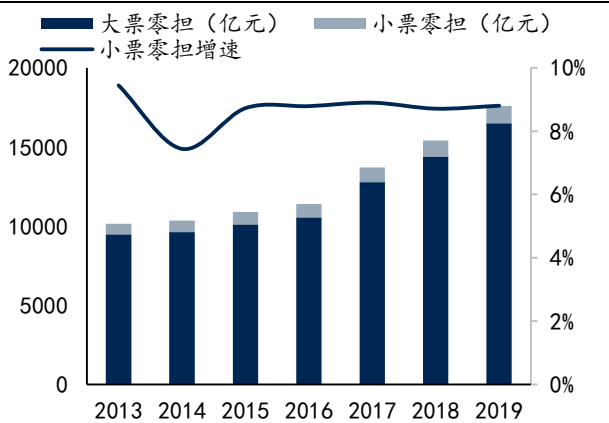
零担、冷链和同城配市场增长值得期待

零担行业稳增长, 大件配送成新动力

借力大件配送, 零担市场相对景气。根据邮政局和运联传媒数据, 我国零担市场规模超过 1.6 万亿元, 呈稳定增长的态势。值得注意的是, 零担市场可以细分为小票零担 (30-500 公斤/票) 和大票零担 (500-3000 公斤/票), 顺丰的零担业务以小票零担为主。小票零担市场规模超过千亿, 增长稳定, 但随着电商

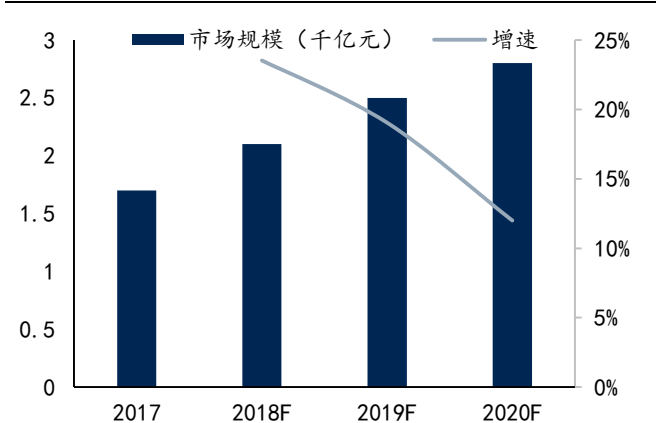
向家电、家居等大件消费品类渗透，小票零担企业逐步向 30 公斤/票以下的市场渗透。物流行业一般将 3 公斤/票以上的快递称为大件配送，我们可以看到越来越多的小票零担企业去满足大件配送需求。我们预计重量下限拓宽后的新小票零担市场（传统小票零担+大件配送）将会呈较快增长态势。

图 10: 我国小票零担市场规模较快增长



资料来源： 运联传媒、国信证券经济研究所整理

图 11: 我国大件配送市场规模快速增长



资料来源： 易观、国信证券经济研究所整理

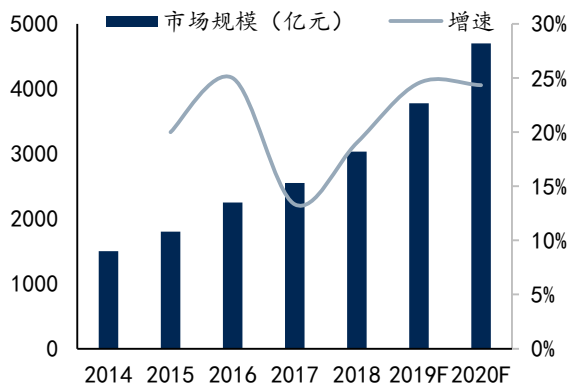
我国零担市场竞争分散，也正处于集中度提升的阶段。2020 年疫情对零担行业的负面影响比快递行业更大，我们预计今年将会加速淘汰中小零担企业，以顺丰为代表的零担企业龙头市场份额将会进一步提升。

#### 冷链及即时配送行业增长高景气

我国冷链物流市场快速增长，竞争极其分散。近几年，随着我国食品工业和生鲜电商发展，我国冷链物流需求旺盛。冷链物流市场属于成长性行业，根据中物联冷链委预测，在没疫情影响的前提下，2020 年有望实现 20% 以上增长。而随着以顺丰为代表的物流龙头进入冷链物流市场，我们认为竞争极其分散（排名第一的企业市占率不足 2%）的冷链市场将会迎来整合期。

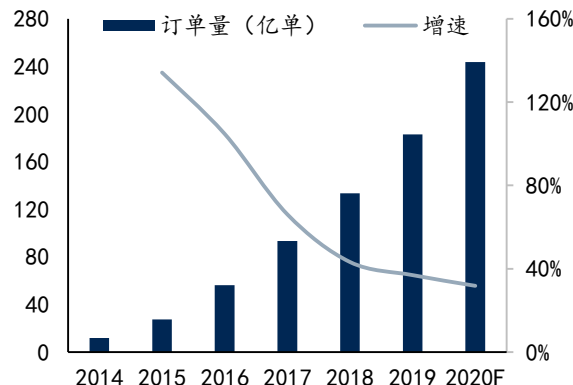
即时配送市场快速增长，竞争集中。近几年，随着互联网对传统零售领域的渗透持续提升，外卖、跑腿等新兴业务诞生，同城配物流细分市场应运而生。考虑我国餐饮外卖服务增势不减，生鲜、商超、美妆、医药等新零售品类扩张，覆盖场景拓宽至方方面面，根据易观咨询预测，没有疫情影响下，2020 年即使配送市场有望增长 30% 以上。而由于大多即时配送企业依托京东、美团、顺丰等这类大平台成长起来，因此行业竞争格局加速整合，目前已经形成高集中度，CR6 超过 90%。

图 12: 我国冷链市场规模快速增长



资料来源: 中物联冷链委、国信证券经济研究所整理

图 13: 我国即时配送订单量快速增长



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

## 公司概况: 公司以快递为基础, 向综合物流服务发展

### 深耕高端快递成龙头, 转型综合物流谋发展

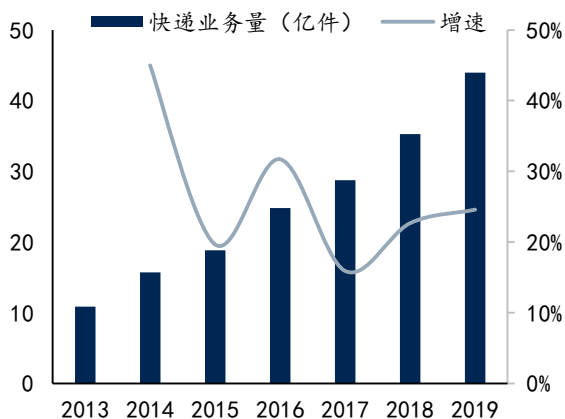
#### 顺丰在高端快递领域成为绝对龙头

1993 年顺丰速运成立, 1997 年, 顺丰几乎垄断了全部通港快件。1999~2002 年王卫发动了“收权运动”, 将分公司产权强硬回收, 正式形成直营体系, 2002 年在广东顺德建立总部。2003 年顺丰开始通过租用飞机运输快递, 2009 年顺丰航空公司正式成立。

顺丰依托自己的“直营模式+航空网络”一直为客户提供高价的高质量快递服务, 其早期的目标市场主要是中大型企业的商务件以及个人散件。因此, 在中国经济快速发展的背景下, 企业和个人经济活动也快速增长, 催生出大量的商务快递需求, 从而一开始就以商务快递为主业的顺丰趁势而上, 成为了中国最大的高端快递龙头。

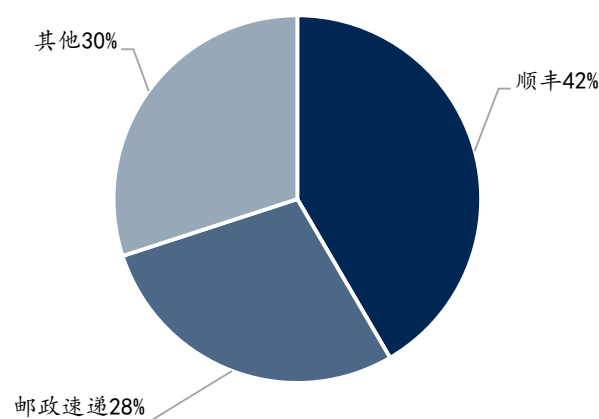
目前, 由于我国电商非常发达, 电商快递业务量占比估计超过 85%, 剔除国际件和个人散件, 我们估计国内商务快递业务量占比约 6%。顺丰和邮政速递是国内商务市场的双寡头, 根据公开数据我们估算出, 顺丰在商务市场的业务量市占率第一, 估计接近 40%。

图 14: 顺丰公司快递业务量快速增长



资料来源: 国家邮政局、国信证券经济研究所整理

图 15: 顺丰是我国国内商务快递的龙头 (业务量占比)

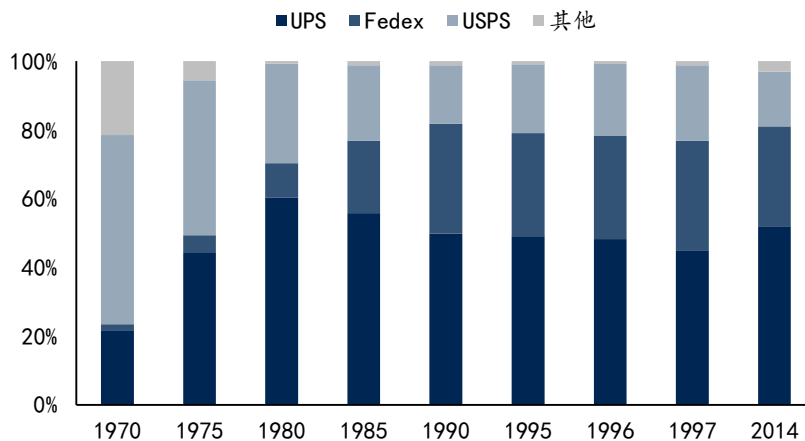


资料来源: 国家邮政局、公司公告、国信证券经济研究所整理

### 顺丰转型综合物流商

**快递优则横向拓展。**对比美国，21世纪90年代，美国快递形成UPS、Fedex和USPS三大寡头垄断的稳定格局且快递行业进入稳定增长阶段，从而美国龙头快递公司开始通过向综合物流拓展打开成长空间、维持业绩增长成为顺利成章的事情。

图 16: 美国快递行业 90 年代完成整合, 形成三巨头垄断格局



资料来源:《美国快递文献综述》, Market Realist, 国信证券经济研究所假设

表 8: UPS 和 Fedex 拓展新物流业务历程

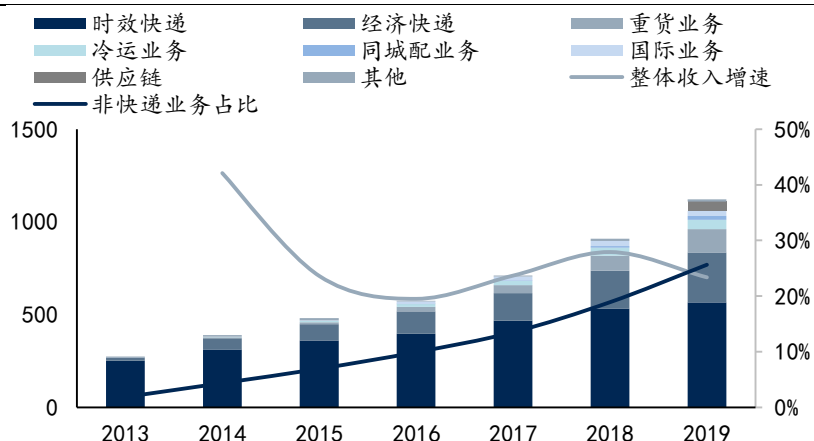
UPS		Fedex	
年份	事件	年份	事件
1992 年	收购了 Haulfast 和 Carryfast, 重整为 UPS 供应链解决方案部门	1997 年	收购了 Caliber System, 其是个综合物流商, 业务包括了小包裹地面运输服务、特快货运提供商、零担货运, 国际航空货运以及物流技术解决方案等
1995 年	收购了提供配件物流服务的物流商 SonicAir	2000 年	将 Caliber System 旗下的小包裹陆运服务 RPS 命名为 Fedex Ground
1998 年	成立 UPS Capital, 为客户提供供应链金融服务	2002 年	组建了 Fedex Freight 进军零担市场
2004 年	买下 Menlo World Forwarding 开启重货业务, 并将其品牌重整并入 UPS 供应链解决方案部门		
2005 年	收购了零担公司 Trucking Company Overnight Transportation, 并于 2006 年正式变更为 UPS Freight		

资料来源: 公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

美国快递公司同样的发展路径如今也正在顺丰身上发生。2010 年中国电商进入高速发展期, 电商快递迎来了大发展的机遇。但是由于当时顺丰只能提供定价高的高端快递服务, 导致当时规模尚小的电商企业只能选择以通达系为代表的低价快递服务, 因此顺丰并没有享受到中国电商发展的红利。而商务快递经过了十年发展后增速也逐步放慢且顺丰的市占率也很难有大的突破, 因此顺丰自 2015 年开始布局新物流业务, 向综合物流服务商转型。

顺丰于 2013-14 年推出国际快递、快运和冷运产品, 2016 年推出同城配产品、2019 年推出供应链和电商特惠快递产品, 至此形成了几近完整的物流产品矩阵, 可以为客户提供全链条的物流服务。截止 2019 年, 非国内快递业务的收入占比已超过 25%。

图 17: 2013-2019 年顺丰收入拆分及增长 (亿元)



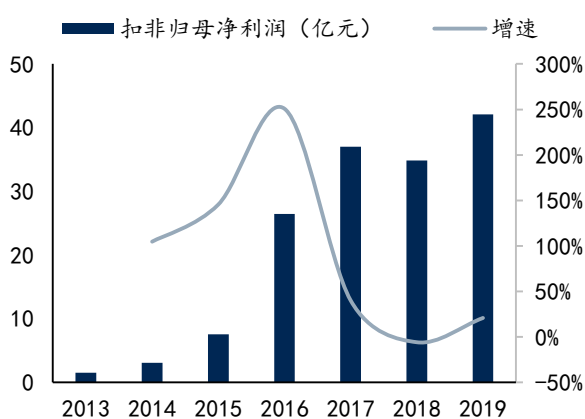
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所假设

### 持续投入新业务, 盈利波动在所难免

**新业务投入导致盈利短期波动。**2018 年以前, 顺丰绝大部分的收入和利润都来自于快递业务, 因此公司整体的盈利一直随着快递业务规模的增长而稳定增长。而 2018 年至今, 由于顺丰在快运、冷运、同城配、供应链、电商特惠快递等新业务上投入了大量的人力、物力和财力, 而绝大部分新业务都还处于培育成长阶段, 因此随着新业务贡献的收入占比的扩大, 其短期利润的亏损导致公司整体盈利出现了较大的波动。

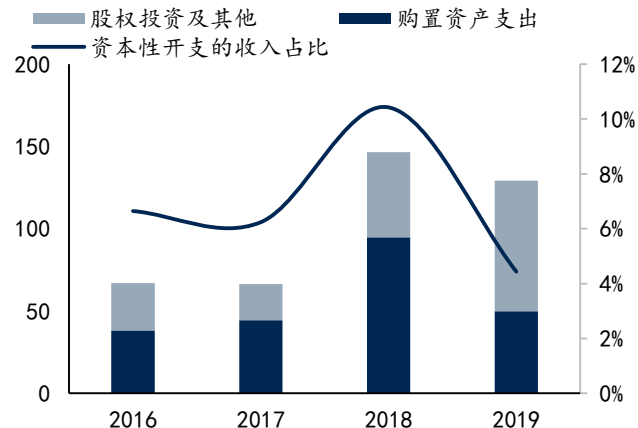
但是随着电商特惠专配、快运、冷链、同城配等业务陆续走上正轨, 各个业务的盈利会呈迭代的趋势, 而且公司在控制投入和产出节奏的经验也愈来愈足, 中期来看公司业绩的稳定性将回升。

图 18: 2013-2019 年顺丰扣非净利润增长情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 19: 2019 年公司购置资产支出回归到正常水平 (亿元)



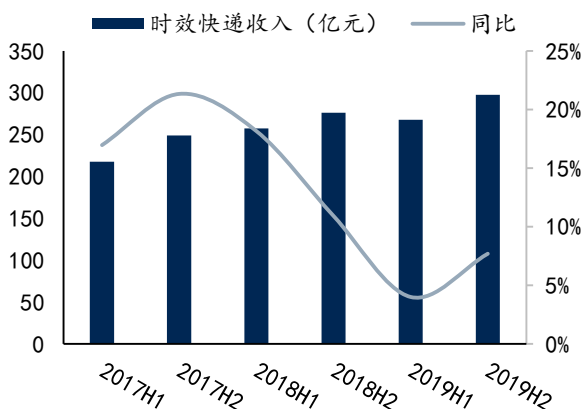
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**近一年, 顺丰业务柳暗花明。**我们认为 2018 年是顺丰近 5 年以来最艰难的一年, 一是这两年为重货、冷运、同城配、供应链的高投入期, 且需要承担亏损压力; 二是 2018 年的中美贸易战以及经济不景气导致长期以来的盈利保障业务——时效快递, 增长出现了大幅放缓。但是苦尽甘来, 2019 年顺丰通过创新运营推出了电商特惠快递新产品, 打开了传统快递业务的增长空间, 此外随着中美贸



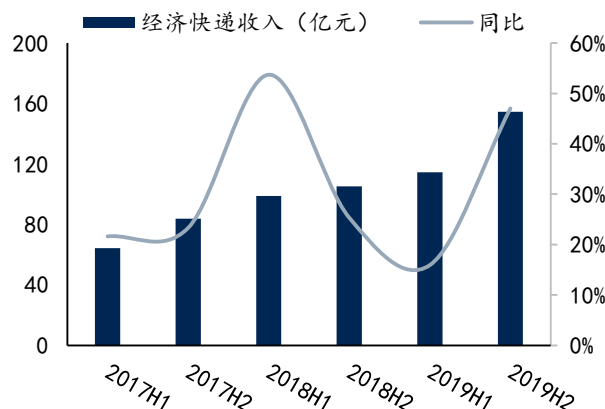
易战缓和以及高端电商需求增长，2019 年四季度顺丰的时效快递业务也开始逐步回暖。

图 20: 2019H2 顺丰时效快递收入增速开始回暖



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 21: 2019H2 经济快递收入增速快速提升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 公司增长驱动力：持续挖掘增长新动力，兼顾成本与稳定

顺丰现在的业务已经广泛布局到快递、零担、整车、冷链、同城配等物流细分领域，可以提供多元化的全链条物流服务。目前，顺丰正在转型综合物流服务商的路上前行，除了通过巩固旧业务和拓展新业务保持发展以外，同时还通过内部改革来适应新的发展和新的竞争环境，此外公司也通过灵活调整短期战略来尽力保持新业务拓展期的业绩稳定。

### 驱动力一：时效快递增长回暖，特惠产品打开增长空间

顺丰快递实现产品分层。快递产品第一层分为两大类——时效件和经济件，时效快递产品的特色在于通过航空运输或高频次的陆运运输保证时效，全程平均时效在 25 小时左右；经济件均通过陆运运输，时效不如时效件。第二层，时效件再细分为顺丰即日、顺丰次晨、顺丰标快；经济件再细分为顺丰标快（陆运）和特惠专配件。从顺丰即日到顺丰次晨再到顺丰标快再到顺丰标快（陆运）再到特惠专配，其单价逐次递减。

顺丰针对不同市场客户的不同需求研发出多种产品，从而获取了更多的客户和收入，与经济学里的三级价格歧视原理一致。

表 9: 顺丰快递产品分层

快递产品一级分类	快递产品二级分类	时效性	价格
时效件	顺丰即日	在指定服务范围和寄递时间内收寄，承诺当日 20:00 前送达。该产品仅为运输距离短的需求提供服务	12 元起 (运输距离短)
	顺丰次晨	在指定服务范围和寄递时间内收寄，承诺次日 12:00 前送达	25 元起
	顺丰标快	在指定服务范围和寄递时间内收寄，最快次日 12:00 前送达	23 元起
经济件	顺丰标快（陆运）	在指定服务范围和寄递时间内收寄，最快隔日 12:00 前送达。	18 元起
	特惠专配	时效性在顺丰快递产品中最弱	5-8 元

资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

### 时效快递稳定发展

公司时效快递业务中，约 30%-40%的业务量由商务快递贡献，剩下的主要来自于高端电商以及个人散件的需求。

我们可以看到 2020 年上半年受益于疫情影响，防疫物资运输需求爆发以及高端电商加大线上销售，促使公司时效快递业务实现了 20%以上的高增长。未来短期来看，我们认为时效快递业务可以维持 20%左右的较高增速，驱动力如下：

一是在全球疫情尚未得到控制的背景下，防疫物资的运输已经常态化。

二是短期疫情影响实体销售，高端消费品牌会继续加大推进线上销售。2020 年 3 月以来，我们可以看到渠道和品牌纷纷加码中国电商渠道投入，比如一贯依赖线下的“宜家”于 2020 年 3 月 10 日正式入驻天猫。

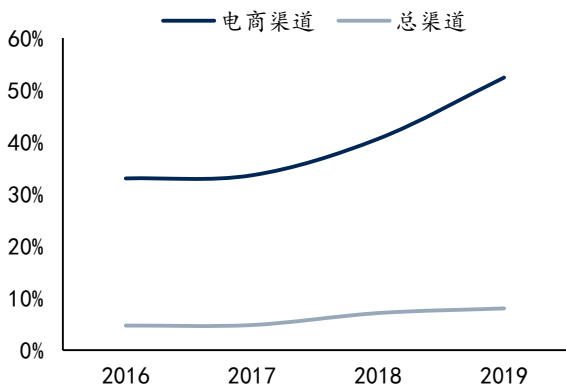
中期来看，我们认为时效快递业务有望维持 10%以上的较高增速，驱动力如下：

一是消费升级和高端品牌电商化趋势仍然明显，越来越多的高端品牌拓展电商渠道，从而催生出越来越多的高端快递需求，成为了公司时效快递增长的新动力。

二是公司“快慢分离”运营模式（下文经济快递部分会具体介绍）越来越完善，从而促使时效快递的时效提升，即产品性价比提升。

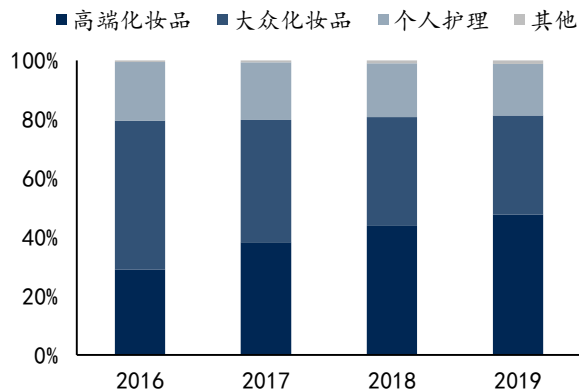
三是与快运、冷运等新业务协同性加强，服务范围扩宽，比如以更低的价格服务中端水果商。

图 22: 欧莱雅电商渠道销售收入增速远高于整体增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 23: 欧莱雅中国区的高端化妆品销售占比持续提升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 经济快递再次出发

2019 年以前，由于顺丰一直提供高端快递产品，与电商市场的需求错位，无法在该市场实现突破。虽然 2014 年和 2018 年公司均有试水电商快递，但是由于运营成本高企，无法大规模提供低价的快递产品，如果硬性提供低价快递产品就会导致利润大幅缩减，从而导致两次试水电商快递并没有成功。但是 2019 年公司创新运营模式，通过“快慢分离”（中转和收派错峰处理、运输填补卡车的剩余仓位等）降低电商特惠快递的运营成本，推出了平均单票价格 5-8 元的电商特惠快递产品。

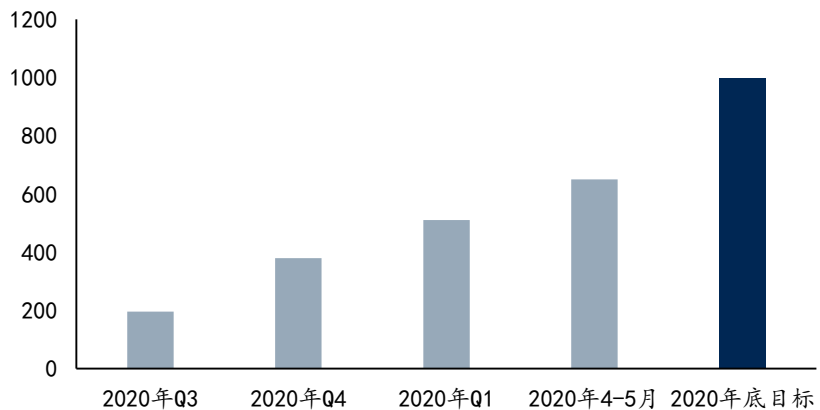
截止目前，电商特惠快递产品已经推行了一年，市场反馈、规模增长、盈利情

况均表现较好。虽然顺丰的电商特惠件的价格仍然高于平均单票价格 4-5 元的通达系产品价格，但由于顺丰产品具有更优的时效、安全性和服务体验，因此其电商特惠件的价格已经被越来越多的中高端电商客户接受，其中最大的代表客户就是唯品会。唯品会于 2019 年 11 月宣布与顺丰达成合作，并终止自营快递品骏，委托顺丰提供配送服务。我们估计 2020 年唯品会将为顺丰贡献超过 6.5 亿件的快递业务量。

目前，顺丰特惠专配的目标市场是中高端电商，根据 Euromonitor、赛迪研究院等电商研究，我们估计中高端电商消费占比为 3 成左右，由于中高端消费单价高，中高端电商贡献的快递量占比约为 2 成左右，2019 年中高端电商快递量超过 100 亿件，日均 3000 万件。

顺丰特惠快递产品规模成长飞速。其业务量自 2019 年 8 月的日均不足 200 万件增长至 2020 年 4 月的日均 600 万件，月度环比年复合增速接近 20%。目前，公司的短期战略为电商特惠件通过继续降价让业务量继续较快地增长至日均 1000 万件；中期战略为不参与恶性价格战，专注于中高端电商快递，与通达系正面竞争有限。我们认为中期来看，顺丰特惠专配有望实现日均 2500 万件以上的规模。

图 24：顺丰特惠专配快递日均业务量增长情况（万件）



注：数据为估计值  
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所假设

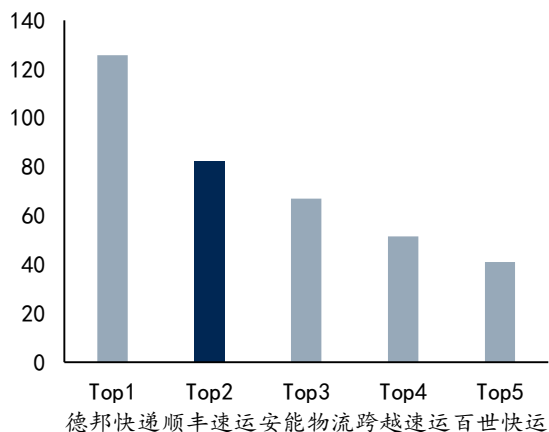
## 驱动力二：拓展多元物流，路越走越宽

目前，除快递产品外，顺丰也已经在快运、冷链、同城配等其他物流领域布局，且快速成为了各个细分领域的龙头公司。

### 快运业务

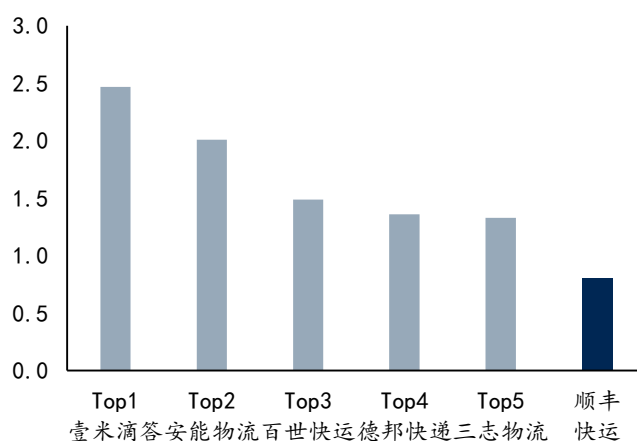
顺丰于 2013 年开始布局快运业务，顺丰快运业务依托优质的平台资源以及通过收购中端快运品牌新邦，5 年时间收入规模成长为行业第二，仅次于德邦（包括德邦的大件快递收入）。

图 25: 2018 年我国零担公司收入规模排名 (亿元)



资料来源: 运联传媒、国信证券经济研究所整理

图 26: 2018 年我国零担公司日均货量规模排名 (万吨)



资料来源: 运联传媒、国信证券经济研究所整理

顺丰快运业务通过打造“双品牌”实现运营模式和产品定位上的互补，并同时拓展高端和中端市场。其中“顺丰快运”定位高端品牌，提供高时效、高质量以及优质体验的服务，“顺心捷达”定位中端品牌，提供极具性价比的服务。在小票零担市场，高端品牌“顺丰快运”的竞争对手主要是德邦，由于高端小票零担市场规模较小（考虑大件配送，我们估计整体 500 亿元左右），竞争集中，而我们可以看到“顺丰快运”的产品质量、价格水平与德邦相当，但“顺丰快运”的品牌力和平台背景更优，从而“顺丰快运”中期将继续通过同时抢占增量 and 存量市场实现高速增长；中端品牌“顺心捷达”的主要竞争对手众多，由于中端市场规模庞大（我们估计超过千亿元），竞争分散，背靠顺丰大平台的“顺心捷达”中期将有望通过提高市占率实现快速增长。

表 10: 顺丰和德邦的快运产品对比

公司	产品分类	目标公斤段	时效
顺丰快运	重货包裹	20-100 公斤	时效快，最快次日 18:00 前送达
	小票零担	100-500 公斤	时效快，最快次日 18:00 前送达
	重货专运	500 公斤以上	根据线路运行时长承诺时效
	顺心捷达	130 公斤以内	时效稳定
德邦	大件快递	3-60kg	时效稳定
	精准卡航	60-500kg	时效较快且稳定
	精准汽运	60-500kg	时效稳定
	精准空运	60-500kg	时效快，1-2 天送达
	大票直达&精准整车	500kg 以上	根据线路运行时长承诺时效

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

表 11: 顺丰和德邦快运产品的价格对比 (从上海到深圳)

产品	10 公斤		产品	60 公斤	
	时效 (天)	价格 (元)		时效 (天)	价格 (元)
顺丰标快	1	140	顺丰重货包裹	2	225
顺丰标快 (陆运)	2	99	顺心捷达	3	106
德邦大件快递	2	91	德邦大件快递	2	249

资料来源: 阿里货运市场、国信证券经济研究所整理

由于顺丰快运业务尚处于快速拓展阶段，资产利用率不高且降价抢量，导致该业务目前仍处于亏损，2019 年净利润为-3.8 亿元。

2020 年二季度快运业务日均货量估计达到 2.2 万吨，中长期目标快运日均货量达到 8 万吨，从而形成龙头规模效应优势、单位成本大幅下降，盈利能力将明

显提升。

### 冷运业务

自 2015 年推出冷运业务以来，顺丰冷运依托优质的平台资源以及通过收购冷链老牌优质企业夏晖快速发展，5 年时间收入规模已经成长为行业第一。

顺丰的冷运业务主要分为两大方向——生鲜食品和医药。顺丰冷运依托自生强大的运输网络、仓储服务、温控技术等已覆盖生鲜食品和医药领域内的多家大客户，比如大希地、绿雪生物、小南国、拜耳制药、恒瑞制药、哈药等等。对于 3000 亿元规模的冷运行业来说，竞争仍然非常分散，顺丰市占率不足 2%，我们认为顺丰冷运还有很大的成长空间。

### 同城配业务

顺丰 2016 年通过布局同城配业务进一步完善物流产品矩阵，该业务服务客户包括餐饮、商超、生鲜、服装等不同行业头部品牌，比如麦当劳、肯德基、必胜客、优衣库等。该业务目前的市占率排名第五，短期还处于高投入期，处于亏损阶段；中期来看该业务更多是战略卡位，具有必要性，盈利不确定性较大。

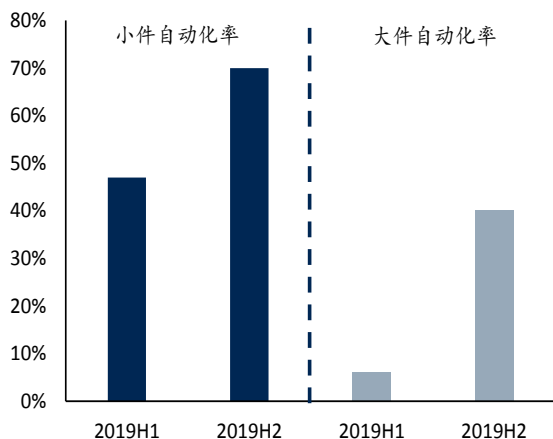
### 驱动力三：加强成本管控，挤出更多利润

2018 年以前，公司主要的收入和盈利都来自于快递业务，尤其是时效快递件。由于公司在高端快递领域属于绝对龙头，具有极强的议价能力，尤其重视产品质量，即使对成本管控较松，也可以保证高利润额。但是 2018 年以后，由于公司的多个新业务均进入高投入期，短期对利润造成较大影响，且公司还希望能够进军中高端电商快递市场，因此公司为了盈利稳定和拓展业务都必须开始细化成本管控。

我们可以看到 2019 年是公司降本增效的一年，顺丰的成本主要由人力和运力组成：

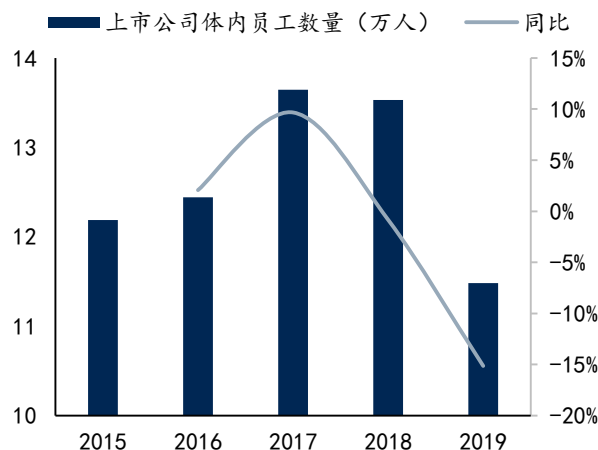
(1) 针对人力成本，一是提高中转自动化率，小件自动化率从 2019H1 的 47% 提升至 2019 底的 70%，大件自动化率从 2019H1 的 6% 提升至 2019 底的 40%；二是利用大数据、智能工具等科技，优化收派运营模式（错峰收派件、线上化管控等）、提高人员效能；三是通过调整人才组织结构，精简运营团队，优化长期的经营和管理团队。

图 27: 顺丰转运中心自动化率快速提升



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 28: 2019 年顺丰上市公司体内员工数量下滑



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

(2) 针对运力成本, 一是提高车辆利用率, 2019 年公司干线装载率提升了 14%, 支线装载率提升了 10%; 二是去中介化, 2019 年公司通过新建车货匹配平台, 对接更多的个体司机和小型车队, 从而节约中介成本并提高对运力的控制能力。

#### 2020 年公司将继续进行改革, 优化运营, 降本增效:

(1) 针对运力成本, 公司 2020 年开始尝试统筹管理运力, 将搭建四种模式共存的运力池, 第一种为自营车队, 主要负责特殊路权的运输; 第二种为共建车队, 由顺丰团购车辆后再融资租赁给承运商, 主要负责干线运输; 第三种为外包车队, 主要负责干线运输; 第四种为临时车队, 临时补充运力。未来, 共建车队将替换部分外包车队, 由于共建模式下公司既保证了承运商的固定货源又提供了融资租赁, 共建车队的采购价格将低于外包车队, 从而促使公司成本进一步优化。

(2) 针对电商特惠专配快递, 一是为了支持规模快速增长的电商特惠快递业务, 将对量大的电商特惠快递区域进行分网, 为其专门配备电商快递转运中心及运输车辆, 从而更好的实现牺牲时效、节省成本。但目前分网运营的电商特惠快递占比仍然很低, 2020 年分网进度将导致盈利能力波动, 但是我们认为公司经历了 2018-2019 年快运、冷运等新业务的拓展后, 已有较充足的经验平衡好投入和产出的节奏。二是随着规模增长, 可以将大卡车换成小卡车, 从而摊薄单票运输成本。三是由于单票重量与单票成本成正比、与单票利润成反比, 因此公司将更多地拓展电商轻小件, 努力降低成本、提高利润。

### 公司竞争力: 公司深挖护城河, 龙头地位愈发稳固

企业的核心竞争力在于企业是否具有定价权。拥有品牌壁垒的企业具有定价权, 比如茅台; 拥有技术壁垒的企业具有定价权, 比如片仔癀; 拥有垄断地位的企业具有定价权, 比如上海机场; 拥有规模效应的龙头企业具有定价权, 比如阿里巴巴。那顺丰现在是否拥有定价权?

## 依托“品牌与网络”，高端快递拥有强定价权

### 时效快递成功形成定价权

目前，顺丰在高端快递领域已经拥有品牌，具有强大的定价权。顺丰的品牌是通过长期为客户提供优质的差异化服务积累而来的，而差异化服务主要依赖于顺丰特有的“自营+航空”网络。

### 顺丰高端快递产品——时效件的差异化主要体现在时效性、安全性、服务体验：

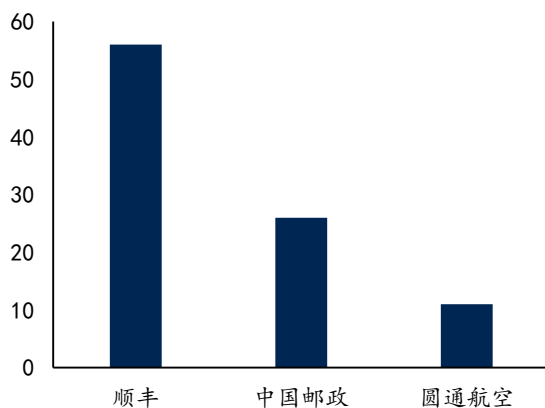
就时效性来说，顺丰的时效明显由于以通达系为代表的中低端快递服务商，尤其是 800km 以上的快递需求。顺丰保证高时效性的核心要点在于，一是公司搭建“自营网络”，对网络具有极强的控制力，因此可以通过牺牲运营成本和效率来保证时效。二是自己成立了顺丰航空公司，搭建了“航空运输网络”，目前仅三家快递公司成立了航空公司，而顺丰航空网络产能遥遥领先于其他快递竞争对手。2019 年顺丰航空运输货量占全国总航空货邮量比例已经接近 25%。

表 12：2019 年 10 家快递服务品牌主要时限指标排名表现

	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	72 小时准时率
顺丰	1	1	1	1	1	1
EMS	2	6	2	3	3	2
京东	3	7	3	6	2	4
韵达	4	2	6	2	5	3
百世	5	4	4	4	7	5
中通	6	5	5	5	8	6
申通	7	8	7	9	4	7
圆通	8	3	8	8	9	8
德邦	9	10	9	7	6	9
优速	10	9	10	10	10	10

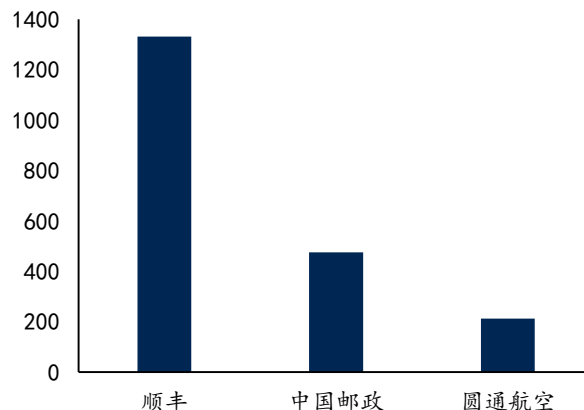
资料来源：国家邮政局、国信证券经济研究所整理

图 29：2019 年三大快递公司自有机队的飞机数量对比



资料来源：民航资源网、国信证券经济研究所整理

图 30：2019 年三大快递公司自有机队货运产能对比（吨）



资料来源：民航资源网、国信证券经济研究所整理

鄂州机场布局中期有望成为公司收入和利润增长的新动力。目前，顺丰已经参股正在建设的中国第一个以货运功能为主的机场——鄂州机场，并计划在机场区域内建设航空转运枢纽。目前，鄂州机场按照 2030 年货邮吞吐量 330 万吨进行规划设计，该体量将排进全球货运机场前五。鄂州机场计划于 2021 年底投入运营。机场投入运营后顺丰将会采用轴辐射航空网络（学习美国快递龙头 Fedex 的网络布局），也就是说航空货运会采用“集采集发”模式，该模式的转变将会为顺丰的业务和业绩带来较大的边际改善，一是航空网络的覆盖范围将

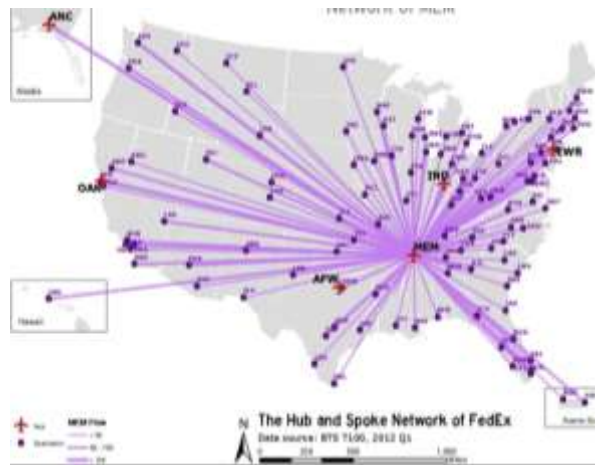
会从现在的不足 100 个城市拓展到 250 个城市，也就是说高端物流服务可以覆盖更多的市场需求，从而成为收入的新驱动力；二是货物集中处理后可以将小飞机替换为大飞机，从而降低航空货运的成本。

图 31: 2019 年顺丰航空航线网络布局



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 32: Fedex 航空航线网络布局

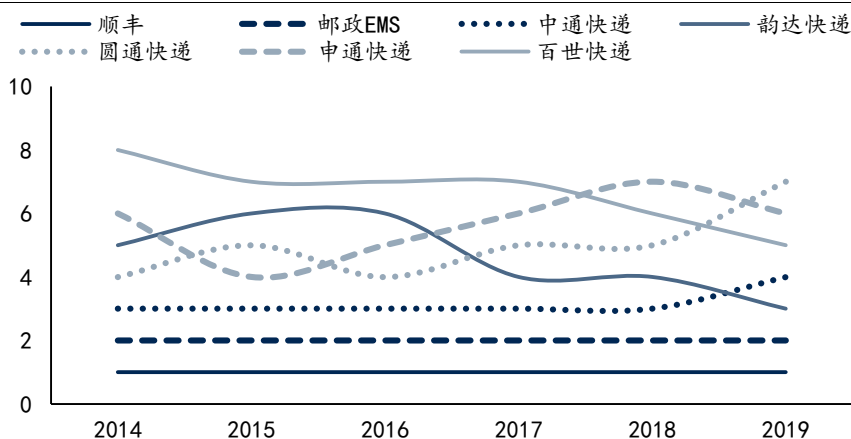


资料来源: 《Air Freight Hubs and Fuel Use》、国信证券经济研究所整理

**就安全性来说**，顺丰的安全性优于其他快递主要得益于其搭建的“自营网络”，顺丰从总部到网点的各级机构，以及从揽件到中转再到运输再到派送的核心业务环节，均采用自营模式，从而实现各个核心环节的运营、信息等均能被统一管理，保证了物流服务的稳定性和安全性。

**就优质服务体验来说**，除了前面提到的高时效和安全性外，还有收派员、客服的责任感和和蔼的服务态度等。自国家邮政局 2009 年首次公布快递服务满意度排名以来，顺丰一直是排名第一，蝉联 11 年。顺丰员工与客户接触过程中提供的更优质的服务体验一方面得益于前面提到的“自营模式”，另一方面也得益于顺丰自成立以来把质量放在第一位的企业文化和基因。

图 33: 顺丰在快递服务满意度调研中一直排名第一



资料来源: 国家邮政局、国信证券经济研究所假设

### 其他物流服务正在争取定价权

顺丰的电商特惠快递瞄准了中高端电商快递的空白市场。目前该产品尚处于扩



张阶段,我们认为其目前具有相对优势——性价比,但尚未形成真正的定价权,未来可能会面临以中通为代表的低端快递的挑战。

顺丰的快运、冷运、同城配及供应链四大新业务也处于扩张阶段,我们认为其目前具有相对优势——顺丰平台,顺丰通过注入资金和技术、收购成熟企业、业务协同等方式快速发展,但目前也尚未形成真正的定价权,未来成为细分领域龙头的概率较大,从而最终有望通过技术、规模或品牌形成定价权。

### 科技能力遥遥领先,不断强化竞争力

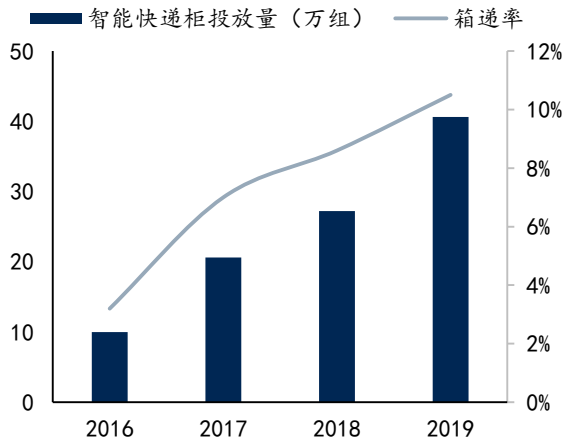
从过去的国际经验来看,技术进步改变了货物运输的方式,货物运输方式的改变是打破垄断重新建立竞争格局的核心原因。美国快递行业于19世纪下半叶伴随着铁路运输的出现应运而生,于20世纪初,美国四大快递巨头依托有限的铁路资源形成寡头垄断的格局——美国运通(American Express)、富国银行(Wells Fargo)、亚当斯快递(Adams Express)和美利坚快递(United States Express)。一战期间1918年,美国铁道部将四大民营快递公司统一收购成立了国营铁路快递公司ARE。战后,ARE重新回到民营资本家手中,且继承了铁路的垄断经营权,但同时也禁止使用其它运输工具运营。但二战后(1960-1975年),美国开始了大规模的跨州高速公路建设,基于铁路运输运营的REA受到致命冲击,覆盖面更广、时效性更高的公路快递快速取代铁路快递,USPS和UPS逐渐兴起,形成USPS、UPS和REA三分天下的局面。1975年以后,航空货运新运输方式逐渐兴起,成立于1971年的Fedex通过空运切入快递市场,2000年后与UPS、USPS共同垄断美国快递市场。

目前来看,科技能力并不是我国物流公司形成定价权的核心竞争力所在。但是短期来看科技是物流公司优化运营、降本增效过程中不可或缺的技术,长期来看科技可能给物流行业带来颠覆性的革命。

**目前物流行业内,科技能力最强的是顺丰和京东物流。丰巢快递柜是顺丰科技带来红利的一个缩影。**近几年,我国快递柜行业快速发展,全国投入运营的智能快递柜数量从2014年的1.5万组增长至2019年的40.6万组,年复合增速达到93%;2019年箱递率超过10%。2015年6月6日,顺丰投资创建深圳市丰巢科技有限公司,研发运营面向所有快递公司、电商物流使用的24小时自助开放平台——“丰巢”智能快递柜,以解决快递末端难的问题。截止2020H1,顺丰控股拥有丰巢9.8%的股权,丰巢和顺丰控股均由王卫控股。

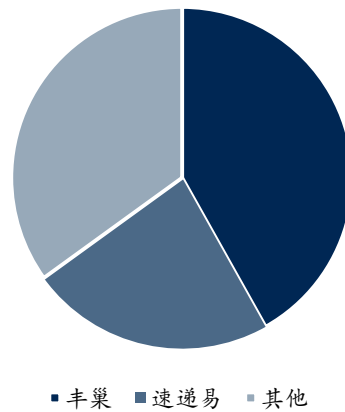
丰巢一方面自己拓展市场,另一方面通过收购快速提升市占率,2017年丰巢收购了中集e栈,2020年5月丰巢宣布收购行业排名第二的中邮智递,至此丰巢在快递柜行业的市占率将接近70%。

图 34: 我国智能快递柜投放量快速增长



资料来源：国家邮政局、国信证券经济研究所整理

图 35: 丰巢收购速递易后占据了快递柜行业垄断地位 (投放量占比)



资料来源：国家邮政局、国信证券经济研究所整理

### 顺丰布局快递柜的意义在于三点：

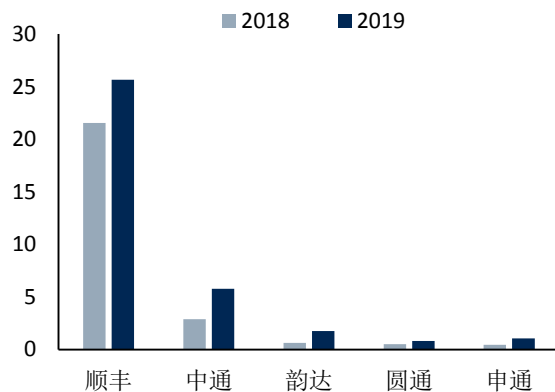
**一是提高末端收派员的工作效率，降本增效。**目前，顺丰平均每个快递员收派件 146 票/天，根据我们估算，通达系平均每个快递员收派件 300-400 票/天。导致顺丰和通达系快递员收派差异的主要原因就是顺丰要求快递员打电话确认、上门派送，而通达系快递员可以批量放到快递柜或驿站、发短信告知。顺丰的入柜率(包括快递柜、驿站等)很低，不足 5%；而通达系的入柜率估计 30%-40%。据此，我们估计通过快递柜、驿站等形式批量投递的效率是上门派送效率的 4 倍以上。

**二是获取基础数据。**我们认为未来物流企业的竞争将从基础网络延伸到数据竞争，“快递柜”是获取终端消费者数据的重要渠道之一。

**三是获取收益。**在丰巢通过收购中邮智递形成寡头垄断以前，由于龙头之间竞争激烈，快递柜收派的收费基本是免费或极低，即使加上广告费也难以盈利。丰巢和中邮智递 2019 年分别亏损了 7.8 亿元和 5.2 亿元。但是丰巢和中邮智递合并后，丰巢开始通过价格策略提高资产周转率，我们认为短期内丰巢将有望扭亏为盈。

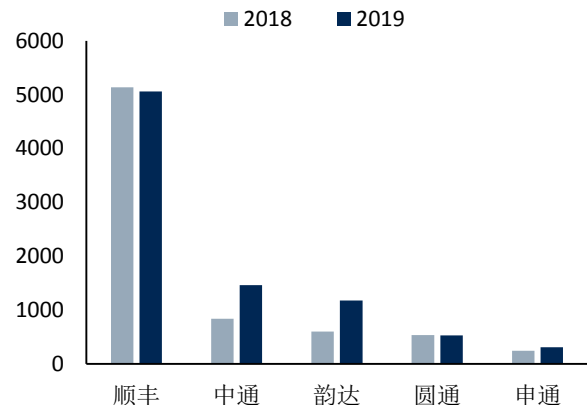
顺丰的科技投入绝对额及其研发人员数量远远高于以通达系为代表的其他物流企业。如果物流科技实现从量变到质变，我们有理由相信顺丰很有可能是弄潮儿。那时，科技将成为公司的核心竞争力之一。

图 36: 顺丰研发投入远高于其他快递公司 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 37: 顺丰研发人员数量远高于其他快递公司



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测及投资逻辑

### 盈利预测

我们对 2020-2022 年盈利预测的核心假设如下:

时效快递业务: 考虑到公司短期受益于防疫物资运输需求和高端电商快递需求大增, 以及长期受益于电商消费升级, 我们预计 2020-2022 年公司时效快递业务量将分别同比增长 20%/15%/12%。

经济快递业务: 考虑到公司正在大力拓展中高端电商快递市场, 我们预计 2020-2022 年公司经济快递业务量将分别同比增长 137%/38%/25%。

营业成本: 考虑到规模效应和成本管控效果, 我们预计 2020-2022 年公司单票人工成本将分别同比下降 17%/5.5%/4%, 单票运输成本将分别同比下降 16%/6%/4%。

表 13: 顺丰收入及毛利率预测

类别 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	90943	112193	148769	178493	205782
Yoy	28%	23%	33%	20%	15%
时效快递	53356	56521	67825	77999	87359
Yoy	14%	6%	20%	15%	12%
经济快递	20398	26919	42307	51923	60669
Yoy	38%	32%	57%	23%	17%
快运业务	8055	12659	17723	23040	27648
Yoy	83%	57%	40%	30%	20%
冷运业务	4244	5094	6368	7641	8787
Yoy	85%	20%	25%	20%	15%
同城配业务	995	1952	3318	4977	6470
Yoy	172%	96%	70%	50%	30%
其他	3895	9049	11228	12913	14850
Yoy	54%	132%	24%	15%	15%
毛利率	17.9%	17.4%	17.3%	17.0%	17.2%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 投资逻辑

#### 从投资期限角度来看:

(1) 短期来看, 公司受益于电商消费升级, 同时自身快递业务成功突破下沉市场, 此外疫情也带来了短期机会。

(2) 中期来看, 计划于 2021 年底投入运营的鄂州机场有望成为公司收入和盈利增长的新驱动力。

(3) 长期来看, 公司转型综合物流服务商成功的确定性非常高, 核心在于最后能发展到多大。

#### 从不同业务角度来看:

(1) 就时效快递业务来说, 公司在高端快递市场已经成为绝对龙头, 依托“自营网络+以鄂州机场为中心的航空网络”提供的不可替代的高端快递产品具有很强的竞争壁垒, 长期稳定增长的确定性高, 是长期投资的安全垫。

(2) 就经济快递业务来说, 目前顺丰通过“快慢分离”运营模式降低运营成本成功进入中高端电商快递领域, 而未来经济快递增长空间有多大取决于顺丰是否能够且愿意进一步降低成本提供低端快递产品, 具有不确定性。

(3) 就快运、冷运、同城配、供应链等新物流业务来说, 顺丰在资金、技术、管理、品牌等方面均具有优势, 各个业务在对应的细分领域大概率能够成为龙头甚至第一, 从而将与快递业务形成越来越强的正向循环, 各个新业务盈利也是大概率事件, 具有较大的增长空间。

根据以上定性分析, 我们就公司现有的业务和战略规划进行线性外推, 基于保守、中性、乐观三个种情况假设定量预测了顺丰 5 年后的利润空间, 然后根据快递、快运及其他物流分别 35 倍 PE、25 倍 PE 和 1.2 倍 PS 的估值水平, 得到了 4-5 年后的市值空间。中性假设下, 我们估计未来 4-5 年顺丰市值有望实现翻倍, 达到 6000 亿元, 以当前市值为基数, 意味着未来 4-5 年股价每年平均增长 15%-20%。

**表 14: 顺丰 5 年后利润规模及市值空间分情况讨论预测**

类别	保守假设下		中性假设下		乐观假设下	
	2020E	2025E	2020E	2025E	2020E	2025E
<b>1 时效快递</b>						
收入 (亿元)	668	1085	678	1198	694	1341
年复合增速	18%	10%	20%	12%	23%	14%
业务量 (亿件)	32	53	33	58	34	65
年复合增速	18%	10%	20%	12%	23%	14%
<b>净利润 (亿元)</b>	<b>59</b>	<b>98</b>	<b>61</b>	<b>114</b>	<b>63</b>	<b>134</b>
年复合增速	16%	11%	20%	13%	23%	16%
净利润率	8.8%	9%	9%	9.5%	9%	10%
<b>2 经济快递</b>						
收入 (亿元)	396	824	422	997	446	1179
年复合增速	47%	16%	57%	19%	66%	21%
业务量 (亿件)	34	93	37	116	41	141
年复合增速	114%	22%	136%	26%	157%	28%
其中:						
一般经济件贡献	12	17	12	19	12	21
C2C 市场贡献	1.5	6.5	1.8	9.5	2.1	12.1
天猫贡献	9.5	39	11	51	13	64
京东贡献	3.7	13	4	17	5	21
拼多多贡献	0.8	6.2	1.0	9.1	1.1	11.7
唯品会贡献	6.5	10.5	6.5	10.5	6.5	10.5
其他电商贡献	0.2	0.5	0.3	0.5	0.3	0.6
<b>净利润 (亿元)</b>	<b>6.7</b>	<b>20.6</b>	<b>7.2</b>	<b>34.9</b>	<b>7.6</b>	<b>58.9</b>
年复合增速	25%	25%	33%	37%	41%	51%
净利润率	1.7%	2.5%	1.7%	3.5%	1.7%	5.0%
<b>3 快运业务</b>						
收入 (亿元)	177	479	177	479	177	479
年复合增速	40%	22%	40%	22%	40%	22%
<b>净利润 (亿元)</b>	<b>-2.7</b>	<b>9.6</b>	<b>-1.8</b>	<b>12.0</b>	<b>0</b>	<b>14.4</b>
净利润率	-1.5%	2%	-1%	2.5%	0%	3%
<b>4 其他物流业务</b>						
收入 (亿元)	209	412	209	459	209	479
年复合增速	30%	15%	30%	17%	30%	18%
<b>净利润 (亿元)</b>	<b>-9.4</b>	<b>8.4</b>	<b>-9.4</b>	<b>11.5</b>	<b>-9.4</b>	<b>14.4</b>
净利润率	-4.5%	2%	-4.5%	2.5%	-4.5%	3%
<b>5 扣非净利润合计 (亿元)</b>	<b>53</b>	<b>136</b>	<b>57</b>	<b>172</b>	<b>60</b>	<b>222</b>
年增速	26%	21%	35%	25%	43%	30%
<b>6 市值空间</b>						
快递净利润 (亿元)	66	118	68	124	70	193
估值水平 PE	40	35	40	35	40	35
目标市值 (亿元)	2620	4140	2740	5200	2800	6760
快运净利润 (亿元)		9.6		12		14
估值水平 PE		30		30		30
目标市值 (亿元)	210	290	210	360	210	430
其他物流收入 (亿元)	209	421	209	459	209	479
估值水平 PS	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
目标市值 (亿元)	250	510	250	550	250	570
<b>目标市值合计 (亿元)</b>	<b>3080</b>	<b>4940</b>	<b>3200</b>	<b>6110</b>	<b>3260</b>	<b>7760</b>

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

过去两年, 顺丰股价对公司短期的盈利增长波动比较敏感。但是我们认为由于现在能为顺丰终态寻找到较大的确定性, 我们可以给予顺丰业绩增长的短期波动更大的宽容度, 坚持长期持有, 共同受益。

图 38: 顺丰 2018 年以来股价走势及背后原因



资料来源：WIND、国信证券经济研究所假设

## 风险提示

### 估值风险

我们采取相对估值法和绝对估值法计算得到公司合理估值在 71.9-74.7 元之间，该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的。

(1) 相对估值法中，我们选取了业务相近公司进行比较，基于定性对比分析给予了公司快递业务比中通更高的估值水平，可能未充分考虑可比公司估值偏高或者我们给予了公司优势偏高的估值溢价。

(2) 绝对估值法中，我们可能对收入和利润增长估计偏乐观，导致自由现金流预测值偏高，从而导致估值偏乐观；我们选取的无风险利率、风险溢价等参数可能偏低，从而导致 WACC 计算值偏低，从而导致估值偏乐观；我们还假定了未来 10 年后公司的永续增长率未 3%，如果公司所处行业或公司自身业务 10 年后发生较大不利的变化，会导致现在估值存在高估的风险。

### 盈利预测风险

考虑到疫情影响，我们预测时效快递业务收入 2020 年增长 20%，考虑到电商消费升级影响，我们预测时效快递业务收入 2021-2022 年增速在 10% 以上，如果疫情影响持续性较短或者电商消费升级对高端快递需求有限，则会导致我们对时效业务增长预测偏高，从而导致估值偏乐观。

考虑到顺丰 2019 年推出的特惠专配快递市场拓展顺利，我们预测特惠专配快递 2020 年底可以实现日均 1000 万件的目标，且 2021-2022 年该产品业务量还可以维持 25%-40% 的高速增长，如果该产品的目标市场规模实际情况低于预期或该产品性价比下滑，则会导致我们对经济快递业务增长预测偏高，从而导致估值偏乐观。

### 市场竞争风险

就快递业务来说，目前通达系公司也在开始向中高端快递市场拓展，试着推出服务更好、价格更高的快递产品，该类快递产品将很容易与顺丰的特惠专配快递正面竞争；或者 1-2 年后顺丰想进一步扩大目标市场范围，推出比特惠专配快递产品更便宜的新产品，则也将与通达系正面竞争。如果顺丰快递业务与通达系发生了正面竞争，则会导致我们对公司快递产品价格预测偏乐观，从而导致估值偏乐观。

就快运业务来说，目前顺丰和德邦一直在高端市场正面竞争，从竞争结果来说，顺丰自营快运占优。但是顺丰快运还推出了中端品牌“顺心捷达”，中端快运市场竞争日益激烈，如果价格战恶化程度超预期，则会导致我们对公司快运业务的盈利能力预测偏乐观，从而导致估值偏乐观。

### 其它风险

成本管控低于预期。公司 2019 年开始加强成本管控，我们预计公司将会在较长时间段内严格管控成本，但如果公司成本管控效果较差，则会导致我们对公司盈利能力预测偏乐观，从而导致股指偏乐观。

宏观经济系统性风险。如果未来我国宏观经济出现系统性风险，也会导致我们盈利预测偏乐观，从而导致估值偏乐观。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	18521	14321	10116	7585	营业收入	112193	148769	178493	205782
应收款项	12088	16303	18583	21424	营业成本	92650	123076	148194	170412
存货净额	882	1153	1385	1589	营业税金及附加	280	372	446	514
其他流动资产	8191	10116	12138	13993	销售费用	1997	2529	3034	3498
<b>流动资产合计</b>	<b>42897</b>	<b>45512</b>	<b>46563</b>	<b>49802</b>	管理费用	9699	14236	16822	19127
固定资产	22020	26028	30840	36486	财务费用	683	720	691	833
无形资产及其他	10008	12608	15207	17807	投资收益	1076	1200	860	660
投资性房地产	15388	18466	22159	26591	资产减值及公允价值变动	529	(400)	(200)	(200)
长期股权投资	2222	2242	2261	2280	其他收入	(1081)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>92535</b>	<b>104855</b>	<b>117031</b>	<b>132966</b>	营业利润	7409	8637	9966	11859
短期借款及交易性金融负债	8145	8137	8380	12049	营业外净收支	18	20	20	20
应付款项	12018	16466	19786	22701	<b>利润总额</b>	<b>7426</b>	<b>8657</b>	<b>9986</b>	<b>11879</b>
其他流动负债	10819	13657	16389	18795	所得税费用	1802	2164	2496	2970
<b>流动负债合计</b>	<b>30982</b>	<b>38260</b>	<b>44556</b>	<b>53545</b>	少数股东损益	(172)	(200)	(231)	(275)
长期借款及应付债券	17138	11338	11338	11338	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5797</b>	<b>6693</b>	<b>7720</b>	<b>9184</b>
其他长期负债	1922	2419	3057	3766					
<b>长期负债合计</b>	<b>19060</b>	<b>13757</b>	<b>14394</b>	<b>15104</b>					
<b>负债合计</b>	<b>50042</b>	<b>52017</b>	<b>58950</b>	<b>68649</b>					
少数股东权益	74	(66)	(228)	(420)					
股东权益	42420	52905	58309	64738					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>92535</b>	<b>104855</b>	<b>117031</b>	<b>132966</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5797	6693	7720	9184
资产减值准备	75	53	33	45
折旧摊销	3805	3645	4602	5606
公允价值变动损失	(529)	400	200	200
财务费用	683	720	691	833
营运资本变动	(4148)	(1654)	(1504)	(3258)
其它	(194)	(193)	(194)	(237)
<b>经营活动现金流</b>	<b>4807</b>	<b>8945</b>	<b>10857</b>	<b>11539</b>
资本开支	(5219)	(10706)	(12247)	(14096)
其它投资现金流	(3079)	(402)	(724)	(868)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(8316)</b>	<b>(11128)</b>	<b>(12990)</b>	<b>(14984)</b>
权益性融资	204	0	0	0
负债净变化	5541	0	0	0
支付股利、利息	(1791)	(2008)	(2316)	(2755)
其它融资现金流	(1805)	(8)	243	3669
<b>融资活动现金流</b>	<b>5899</b>	<b>(2016)</b>	<b>(2073)</b>	<b>914</b>
<b>现金净变动</b>	<b>2390</b>	<b>(4200)</b>	<b>(4205)</b>	<b>(2531)</b>
货币资金的期初余额	16131	18521	14321	10116
货币资金的期末余额	18521	14321	10116	7585
企业自由现金流	171	(2296)	(1651)	(2575)
权益自由现金流	3907	(2845)	(1926)	469

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.31	1.50	1.74	2.06
每股红利	0.41	0.45	0.52	0.62
每股净资产	9.60	11.89	13.11	14.55
ROIC	11%	11%	12%	13%
ROE	14%	13%	13%	14%
毛利率	17%	17%	17%	17%
EBIT Margin	7%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	10%	8%	8%	9%
收入增长	23%	33%	20%	15%
净利润增长率	27%	15%	15%	19%
资产负债率	54%	50%	50%	51%
息率	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%
P/E	48.5	42.3	36.7	30.8
P/B	6.6	5.4	4.9	4.4
EV/EBITDA	29.1	27.5	23.4	19.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032