

顺丰控股(002352)深度研究报告

UPS9000亿市值启示：枢纽机场、国际业务、供应链——顺丰控股专项研究（八）

强推（维持）

目标价：89.9元

当前价：67.7元

- ❖ **复盘 UPS：市值 9000 亿元的快递巨头。** 1) 截止 8 月 7 日，UPS 市值约 9500 亿人民币（1355 亿美元），几乎接近 2-4 名（德国邮政、FedEx、顺丰控股）市值之和。财务指标：19 财年 UPS 收入 5168 亿元，净利 310 亿元，对应 19 年 31 倍 PE、1.8 倍 PS。股价：1999 年上市后股价上涨 3.9 倍，同期标普 500 指数上涨 2.3 倍。2) 财务数据：收入稳定增长，国际业务利润率水平最高。19 年公司国内、国际、供应链分别占比 63%、19%、18%；近二十年复合增速分别为 3.5%、6.8%、12.5%。利润：19 年调整后营业利润 81.5 亿美元，其中国内、国际和供应链业务分别占比 53.6%、34.1%、12.3%。利润率看：19 年营业利润率 11%，其中国际 19.5%。净利润：二十年复合增速为 2.2%，近十年复合增速 7.5%。净利率：6% 为中枢。3) 经营数据：国际业务量增速更快，低价格带产品呈现了持续提价能力。2019 年公司快递业务 55.4 亿件，其中国内占比 85%，国际占比 15%。单票收入：保持稳定，相对低价格带产品提价幅度更高。2019 年单票收入 10.9 美元，其中国内、国际分别为 9.83 及 16.93 美元。单票营业利润：2019 年单票营业利润 1.4 美元，基本稳定，而国际业务 3.44 美元，复合增速 7.1%，2000 年后国际业务单票利润上台阶。
- ❖ **UPS 复盘启示 1：我们认为路易斯维尔机场世界港，为鄂州机场之于顺丰提供更好的借鉴。** 1) 美国快递物流霸主的 UPS 在 2000 年前后正式在路易斯维尔机场提出建设航空枢纽世界港，其一推动国际业务盈利水平显著提升。其二宽体机替代窄体机，UPS 在 09 年窄体机全部退役。其三航空枢纽扩建有助于提升整体货运需求。2) 对顺丰的借鉴：宽体机、时刻、国际业务、时效产品多元化。a) 飞机资产：宽体机优先的引进策略将有助于整体降低成本。我们认为未来鄂州机场启用后，在发挥集货使得装载率提升情况下，窄体机+宽体机组将降低 22% 成本，而空铁联运更可降低 70% 成本。b) 鄂州机场启用后，或可为国内客户提供更多时效产品选择。其一扩大时效件覆盖范围，其二提供更多产品选择。c) 国际业务或开启新一轮增长点。我国国际货运短板亟需补足，自主可运更不可忽视，在鄂州机场投产并达到理想状态后，我们预计顺丰国际业务将获得大力发展。d) 时刻分布推动飞机利用率提升。UPS 飞机日均排班在 4 次左右，而此顺丰机队排班仅 1.7 班，我们预计在鄂州机场白天时刻一旦充分利用，顺丰飞机利用率提升一倍，将带来 90 亿收入，至少 9 亿利润贡献。
- ❖ **UPS 复盘启示 2：供应链业务是物流巨头的标配。** 1) UPS 的供应链业务 19 年收入占比达 18%，16 年起增速已超过包裹业务。2) 顺丰：快速增长的快运业务。2019 年快运收入 127 亿，同比增长 57%，占收入比重 11.3%。潜力更大的供应链业务。20H1 收入约 30 亿，同比增长 37%。我们认为借助综合供应链业务，将有机串联公司各项快递及物流服务，打造公司核心竞争优势。
- ❖ **UPS 复盘启示 3：资本开支并非始终“洪水猛兽”。** UPS 几轮资本开支高峰分别为机队扩张、全球业务扩张以及智慧物流，每次下行期均可推动利润率提升。
- ❖ **投资建议：1) 盈利预测：维持 2020-22 年盈利预测，预计实现归属净利分别为 73.7、91 及 110.8 亿，对应 2020-22 年 PE 分别为 41、33 及 27 倍。2) 投资建议：维持 1 年期目标市值 4000 亿，目标股价 89.9 元，强调“强推”评级。**
- ❖ **风险提示：时效件业务量增速不及预期，特惠件业务成本投入超出预期。**

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	112,193	150,660	185,771	224,065
同比增速(%)	23.4%	34.3%	23.3%	20.6%
归母净利润(百万)	5,797	7,372	9,102	11,080
同比增速(%)	27.2%	27.2%	23.5%	21.7%
每股盈利(元)	1.30	1.66	2.05	2.49
市盈率(倍)	52	41	33	27
市净率(倍)	7	6	5	5

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 8 月 7 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

证券分析师：王凯

电话：021-20572538

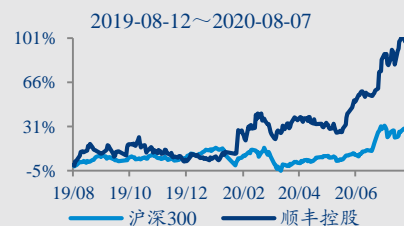
邮箱：wangkai@hcyjs.com

执业编号：S0360519090002

公司基本数据

总股本(万股)	444,837
已上市流通股(万股)	438,193
总市值(亿元)	3,011.55
流通市值(亿元)	2,966.57
资产负债率(%)	54.1
每股净资产(元)	9.8
12 个月内最高/最低价	73.13/34.11

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

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

2020-06-14

《聚焦特惠专配：“一年期测评”优秀，新征程开启，未来 10 亿+利润可期？——顺丰控股专项研究（六）》

2020-06-29

《聚焦顺丰时效件（中）：高端消费驱动或将延续，利润率存潜在提升可能——顺丰控股专项研究（七）》

2020-07-26

投资主题

报告亮点

19 年报告我们通过复盘联邦快递发展历程对顺丰未来棋局进行演绎，本篇报告我们通过对 UPS 这一世界最大市值物流企业的复盘，提出对顺丰未来业务发展的三点启示。

投资逻辑

UPS 复盘启示 1：我们认为路易斯维尔机场世界港，为鄂州机场之于顺丰提供更好的借鉴。

1) 美国快递物流霸主的 UPS 在 2000 年前后正式在路易斯维尔机场提出建设航空枢纽世界港（Worldport），其一推动国际业务盈利水平显著提升。其二宽体机替代窄体机，UPS 在 09 年窄体机全部退役。其三航空枢纽扩建有助于提升整体货运需求。

2) 对顺丰的借鉴：宽体机、时刻、国际业务、时效产品多元化。

a) 飞机资产：宽体机优先的引进策略将有助于整体降低成本。单位成本角度：大机型较小机型明显节约，相同载运率下，747 货机吨公里成本仅为 737 的 50% 左右。而载运率上升，吨公里成本快速下降。b) 我们认为未来鄂州机场启用后，在发挥集货使得装载率提升情况下，使用宽体机执飞将有效降低单位成本，窄体机+宽体机组合将降低 22% 成本，而空铁联运更可降低 70% 成本。c) 鄂州机场启用后，或可为国内客户提供更多时效产品选择。其一在于扩大时效件覆盖范围，其二在于提供更多产品选择。d) 国际业务或开启新一轮增长点。我国国际货运短板亟需补足，自主可运更不可忽视，在鄂州机场投产并达到理想状态后，我们预计顺丰国际业务将获得大力发展。e) 时刻分布推动飞机利用率提升。UPS 飞机日均排班在 4 次左右，而此顺丰机队排班仅 1.7 班，当鄂州机场投产后，我们预计白天时刻会充分利用，顺丰飞机利用率一旦得以提升，提升一倍，将带来 90 亿收入，至少 9 亿利润贡献。

UPS 复盘启示 2：供应链业务是物流巨头的标靶。

1) UPS 的供应链及货运业务主要包括：货代、经纪、合同物流、零担、供应链金融等，2019 年收入占比达到 18%，16 年起供应链收入及营业利润增速已超过包裹业务。2) 顺丰：快速增长的快运业务。2019 年快运收入 127 亿，同比增长 57%，占收入比重为 11.3%，我们预计 2020 年公司快运收入增速仍有望超过 50%。潜力更大的供应链业务。19 年该业务收入 49 亿，20H1 约 30 亿，同比增长 37%。我们认为未来制造业企业外包或为大势所趋，而借助综合供应链业务，有机串联公司各项快递及物流服务，将打造公司核心竞争优势。

UPS 复盘启示 3：资本开支并非始终“洪水猛兽”。

UPS 经验看：资本开支并非始终“洪水猛兽”，过去几轮资本开支高峰分别为组建规模机队、全球业务扩张以及智慧物流，而每次下行期均可推动利润率的提升。

关键假设、估值与盈利预测

1) **盈利预测：**维持 2020-22 年盈利预测，即预计 20-22 年实现归属净利分别为 73.7、91 及 110.8 亿，对应 2020-22 年 PE 分别为 41、33 及 27 倍。

2) **投资建议：**我们预计公司 2022 年，核心快递业务：预计超过 100 亿净利，30 倍 PE，对应 3000 亿市值；新业务：我们预计 2022 年至少约 568 亿收入，按照 1.7 倍 PS，对应约 1000 亿市值；综合考量，在不考虑科技投入还原情况下，预计至少对应 4000 亿市值，而我们认为在 2021 年会完成该估值的切换。维持 1 年期目标市值 4000 亿，目标股价 89.9 元，强调“强推”评级。

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

目录

一、复盘 UPS：市值 9000 亿元的快递巨头	7
（一）发展历史：从快递服务到全球综合物流龙头，市值、利润指标遥遥领先	7
（二）财务数据：收入稳定增长，国际业务利润率水平最高	9
1、收入：长期稳定增长，国际与供应链业务成为新驱动力	9
2、成本结构：直营模式下，人工成本占比达 60%	11
3、利润：国内业务贡献超过 50%，而国际业务利润率最高，增速最快	12
（三）经营数据：国际业务量增速更快，低价格带产品呈现了持续提价能力	15
二、UPS 复盘启示 1：我们认为路易斯维尔机场世界港，为鄂州机场之于顺丰提供更好的借鉴	20
（一）启示 1：路易斯维尔机场世界港的建设，是 UPS 国际业务大发展的基石	20
1、路易斯维尔机场：较孟菲斯或可为鄂州机场提供更多借鉴	20
2、推动国际业务盈利水平显著提升	21
3、宽体机替代窄体机是有效降成本的方式	24
（二）对顺丰的借鉴：宽体机、时刻、国际业务、时效产品多元化	25
1、飞机资产：宽体机优先的引进策略将有助于整体降低成本	25
2、鄂州机场启用后，或可为国内客户提供更多时效产品选择	28
3、国际业务或开启新一轮增长点	29
4、时刻分布推动飞机利用率提升	31
5、鄂州机场投产并达到理想状态下，为顺丰空运业务可带来可观利润增厚	34
三、UPS 复盘启示 2：供应链业务是物流巨头标配	35
（一）UPS 经验：供应链及货运业务带来新增长点	35
1、业务范围：多样化的供应链产品组合	35
2、发展路径：主要通过不断的并购来拓展供应链和货运业务领域的服务能力	36
3、财务情况：供应链业务收入占比已达 18%，成为新增长点	37
（二）顺丰：快速增长的快运业务及未来潜力更大的供应链业务	38
四、UPS 复盘启示 3：资本开支并非始终“洪水猛兽”	40
（一）UPS 经验看：资本开支并非始终“洪水猛兽”	40
（二）对顺丰的启示：规模效应将使得先期投入提升效能	43
五、投资建议及风险提示	45

图表目录

图表 1	UPS 百年发展历程	7
图表 2	全球主要物流企业市值对比（人民币，2020/8/7）	8
图表 3	全球主要物流企业收入对比（2019 年）	8
图表 4	全球主要物流企业净利润对比（2019 年）	8
图表 5	UPS 股价表现走势图	9
图表 6	2019 年 UPS 各业务收入占比	10
图表 7	2019 年 UPS 国内细分业务收入占比	10
图表 8	2019 年 UPS 国际细分业务收入占比	10
图表 9	2019 年 UPS 供应链细分业务收入占比	10
图表 10	UPS 营业收入变化	11
图表 11	UPS 收入结构变化	11
图表 12	UPS 2019 年运营成本结构	11
图表 13	UPS 历年运营成本结构	12
图表 14	2019 年 UPS 各业务营业利润占比	13
图表 15	2019 年 UPS 各业务营业利润率	13
图表 16	UPS 各业务调整后营业利润占比	13
图表 17	UPS 各业务调整后营业利润率变化情况	14
图表 18	UPS 营业收入变化	14
图表 19	UPS 净利润变化	14
图表 20	UPS 上市后利润率变化情况	15
图表 21	UPS 上市后业务量变化情况	15
图表 22	UPS 国内和国际业务量	16
图表 23	UPS 上市后单票收入变化情况	17
图表 24	UPS 国内和国际业务单票收入	17
图表 25	UPS 国际业务细分类别单票收入	17
图表 26	UPS 国内和国际业务调整后单票营业利润	18
图表 27	UPS 近年财务及业务情况	19
图表 28	UPS 单票营业成本变动	21
图表 29	UPS 单票人工费用变化	22
图表 30	UPS 单票外购运力费用变化	22
图表 31	UPS 单票燃油费用变化	22
图表 32	布伦特原油期货价格变化	22
图表 33	UPS 单票折旧摊销变化	22

图表 34	UPS 单票运营设施费用变动.....	22
图表 35	UPS 国际包裹业务单票营业成本变动.....	23
图表 36	UPS 国内和国际业务调整后单票营业利润.....	23
图表 37	UPS 各业务调整后营业利润率变化情况.....	24
图表 38	UPS 2000 年及 2019 年自有机队具体机型对比.....	24
图表 39	不同机型执飞深圳-北京吨公里成本模拟测算（单位：元）.....	25
图表 40	不同载运率下不同机型的吨公里成本比较图.....	26
图表 41	四种路由示意图.....	27
图表 42	四种路由及运输方式下成本测算.....	28
图表 43	深圳-北京路由时效模拟.....	29
图表 44	内外航货机时刻分布.....	29
图表 45	外航在我国国际+地区航线分布.....	30
图表 46	内航在我国国际+地区航线分布.....	30
图表 47	国际+地区货运市场参与者及占比.....	30
图表 48	顺丰印度航线开拓进程.....	31
图表 49	代表航司货运时刻、航点分布数据.....	32
图表 50	UPS 日均航班.....	32
图表 51	鄂州机场投产后国际-国内衔接路由模拟示意图.....	33
图表 52	顺丰航空与东航物流的比较.....	34
图表 53	顺丰货运量数据结构.....	35
图表 54	供应链需求的变化.....	36
图表 55	UPS 拓展供应链和货运服务的关键收购.....	36
图表 56	UPS 历史业务收入结构.....	37
图表 57	UPS 调整后历史营业利润结构.....	37
图表 58	UPS 各业务收入增速.....	38
图表 59	UPS 调整后各业务营业利润增速.....	38
图表 60	顺丰快运收入.....	39
图表 61	顺丰快运分季度收入增速.....	39
图表 62	融资之后快运业务股权结构.....	39
图表 63	UPS 上市后资本开支变动情况.....	40
图表 64	2019 年 UPS 资本开支结构.....	41
图表 65	UPS 历年资本开支结构变化.....	42
图表 66	UPS 机队规模.....	42
图表 67	UPS 地面运输设备规模.....	43

图表 68	第一阶段，资本开支下降趋势	43
图表 69	第二阶段，资本开支上升趋势	43
图表 70	顺丰购置运营资产支出类别	44
图表 71	公司效能与通达系比较	45
图表 72	顺丰资本支出占比	45
图表 73	公司收入测算	46

一、复盘 UPS：市值 9000 亿元的快递巨头

（一）发展历史：从快递服务到全球综合物流龙头，市值、利润指标遥遥领先

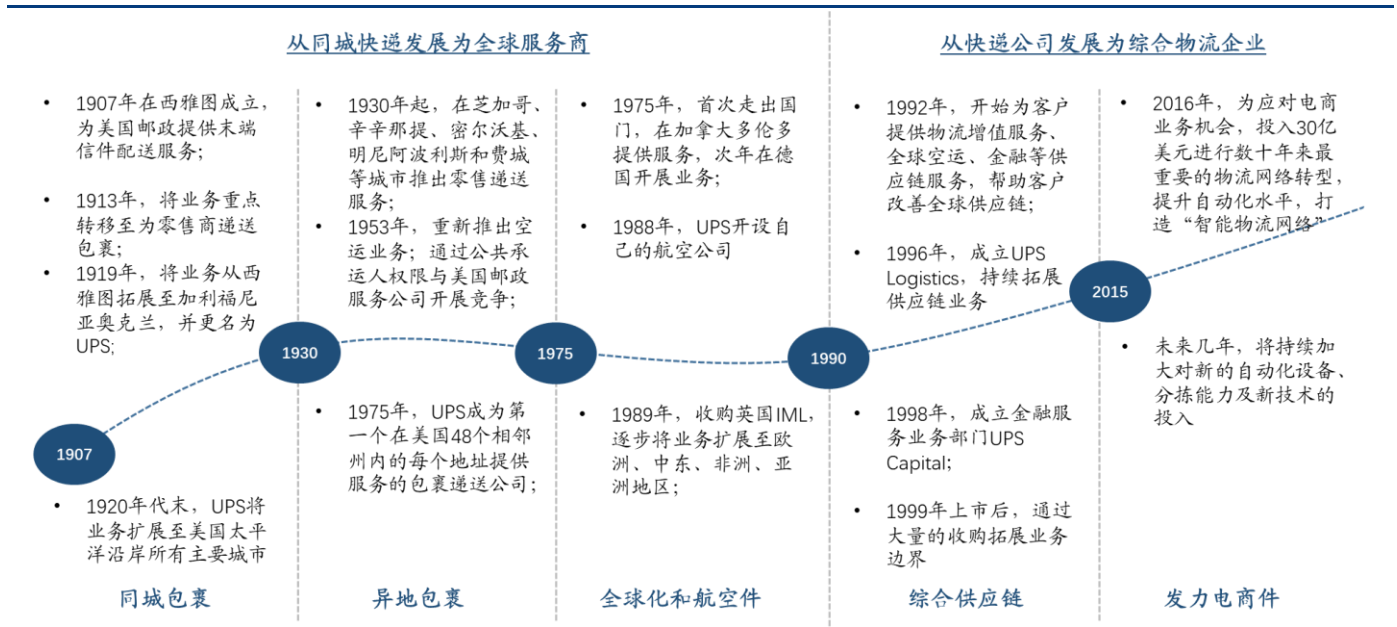
UPS 成立于 1907 年，1999 年上市成为二十世纪美国最大 IPO 项目之一，到 2020 年公司市值已经接近万亿人民币，遥遥领先于同行。

UPS 百年发展历程中经历过数次战略调整及业务演进，可以大致分为两个大阶段，五个小阶段。

第一阶段 1907-1990 年：从同城业务到全球服务。业务范围从同城包裹拓展至异地包裹，再到全球快递服务，组建机队，搭建全球航空网络，此阶段为快递业务高速成长期。

第二阶段 1990 年至今：从快递到综合物流服务商。快递业务进入成熟期，通过并购等方式拓展业务边界，提供综合供应链服务，从快递公司发展为全球综合物流企业。

图表 1 UPS 百年发展历程

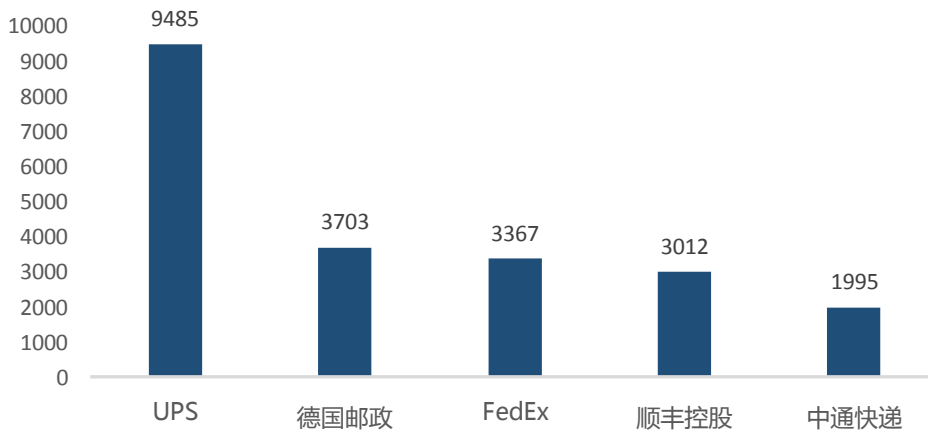


资料来源：公司官网、公司公告，华创证券

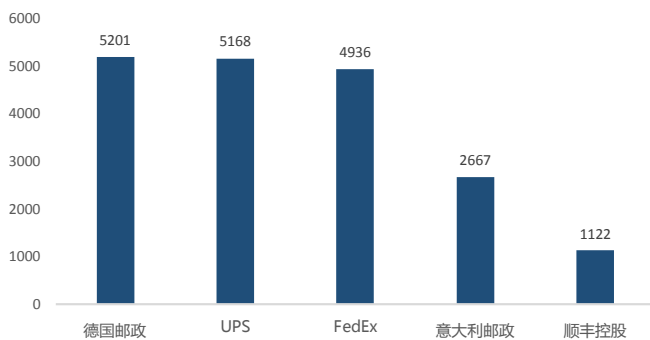
市值看：截止 2020 年 8 月 7 日，UPS 市值达到 9485 亿人民币（1355 亿美元），接近万亿人民币市值，为全球市值最大的综合物流企业，几乎接近 2-4 名（德国邮政、FedEx、顺丰控股）市值之和。我国最大市值快递公司顺丰市值仅为其三分之一。

收入看：2019 财年 UPS 营业收入 5168 亿元，与德国邮政、FedEx 收入水平差距并不大。

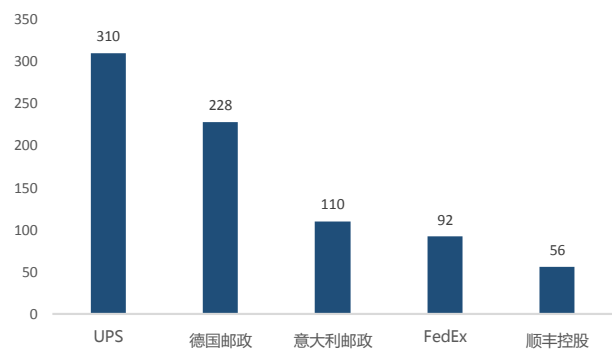
利润看：2019 财年 UPS 净利润 310 亿元，德国邮政则为 228 亿，FedEx 92 亿，净利润差距明显，顺丰控股 19 年 56 亿，仅为其五分之一左右。

图表 2 全球主要物流企业市值对比 (人民币, 2020/8/7)


资料来源: Wind, 华创证券

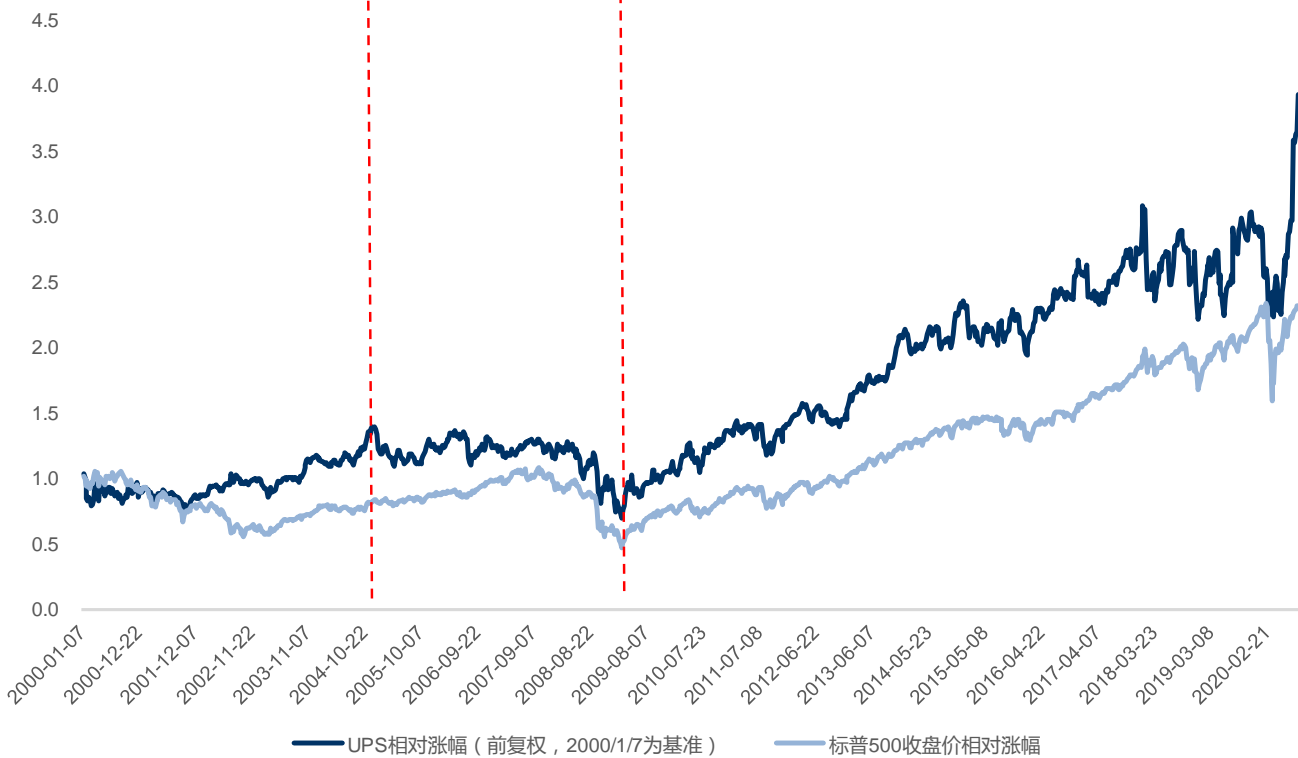
图表 3 全球主要物流企业收入对比 (2019 年)


资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 4 全球主要物流企业净利润对比 (2019 年)


资料来源: 公司公告, 华创证券

UPS 是在相对成熟期上市, 1999 年上市后股价上涨 3.9 倍 (复权后), 同期标普 500 指数上涨 2.3 倍, 2002 年后公司股价持续跑赢市场指数, 2009 年以来司股价上涨 4 倍, 同期标普 500 上涨 3.4 倍。

图表 5 UPS 股价表现走势图


资料来源：Wind、公司公告，华创证券

（二）财务数据：收入稳定增长，国际业务利润率水平最高

1、收入：长期稳定增长，国际与供应链业务成为新驱动力

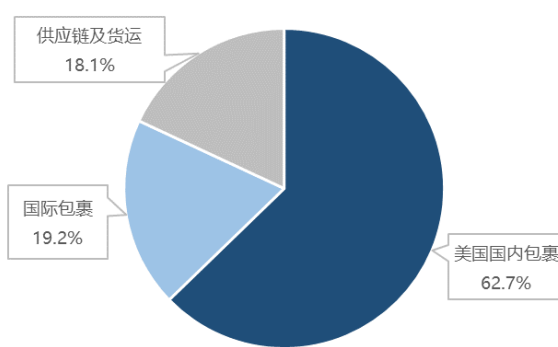
1) 营业收入：2019 年美国国内、国际、供应链及货运业务分别占比 63%、19%、18%

UPS 业务分为三大板块：美国国内包裹、国际包裹以及供应链与货运业务。2019 年公司收入 741 亿美元，三大业务分别实现收入 464.9、142.2、133.8 亿美元，占收入比重为 62.7%、19.2%、18.1%。

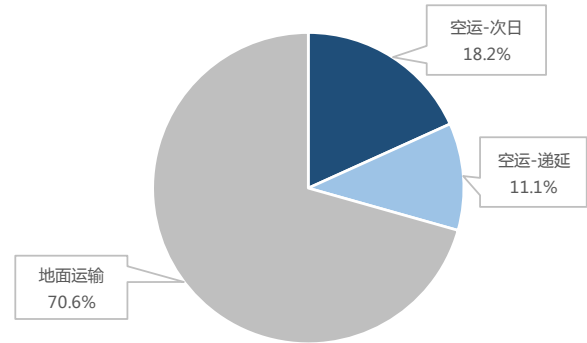
美国国内包裹业务：陆运件收入占比超过 7 成。美国国内包裹业务提供全美境内快递运输服务，2019 年收入 465 亿美元，占总收入比 63%。进一步可细分为空运件-次日、空运件-递延和陆运件，2019 年收入分别为 18.9、16.2 及 161.8 亿美元，占国内包裹业务收入比分别为 18.2%、11.1%、70.6%，陆运件已贡献超过 7 成收入。

国际包裹业务：跨国业务收入占比近 8 成。公司在欧洲、亚太地区、加拿大、拉丁美洲、印度、中东和非洲等地区提供国际运输服务，2019 年收入 142 亿美元，占收入比 19%。进一步可细分为异国国内件、跨国国际件和国际货运等，2019 年收入分别为 18.4、108.4、5.5 亿美元，占国际业务收入比分别为 19.9%、76.2%、3.8%。

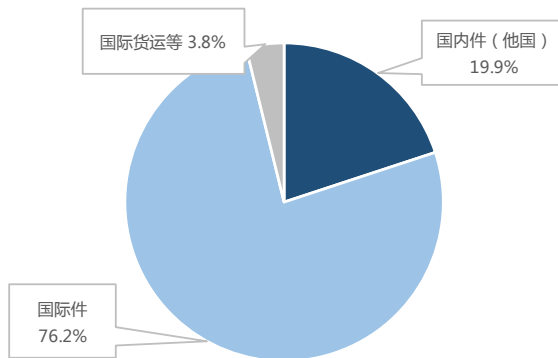
供应链及货运业务：提供货运代理、供应链、零担运输、供应链金融等类别丰富、模式多样的供应链增值服务，2019 年收入 134 亿美元，占总收入比 18%。进一步可细分为货运代理、合同物流、零担运输和其他服务，2019 年收入分别为 58.7、34.4、32.7 及 8.1 亿美元，占供应链收入比分别为 43.8%、25.7%、24.4%、6.1%。

图表 6 2019 年 UPS 各业务收入占比


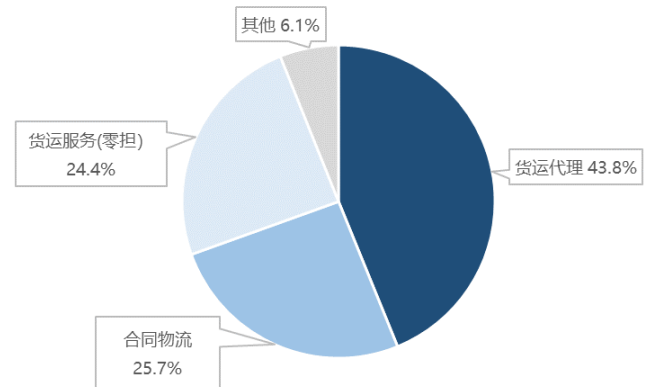
资料来源：公司年报，华创证券

图表 7 2019 年 UPS 国内细分业务收入占比


资料来源：公司公告，华创证券

图表 8 2019 年 UPS 国际细分业务收入占比


资料来源：公司年报，华创证券

图表 9 2019 年 UPS 供应链细分业务收入占比


资料来源：公司公告，华创证券

2) 上市 20 年，收入保持稳定增长，国际及供应链业务成为增长驱动力

公司上市以来，2000 年-2019 年二十年收入从 295 亿美元增至 741 亿美元（约 5187 亿人民币），复合增速 5%，整体看，除 2009 财年受到 08 年金融危机影响导致收入下滑 12% 外，其余年份均为增长。

其中：

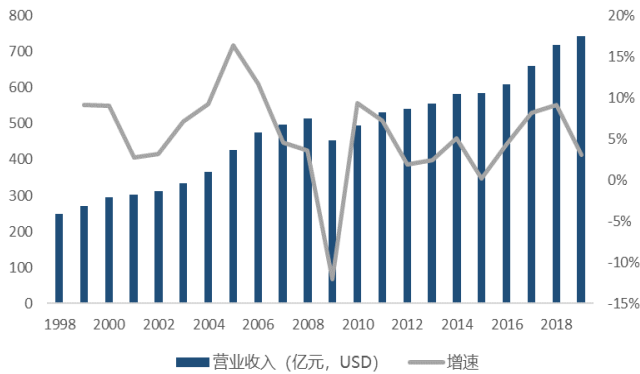
美国国内业务从 240 亿美元增至 465 亿美元，复合增速 3.5%；

国际业务则从 41 亿美元增至 142 亿美元，复合增速 6.8%；

供应链业务从 16 亿美元增至 134 亿美元，复合增速 12.5%。

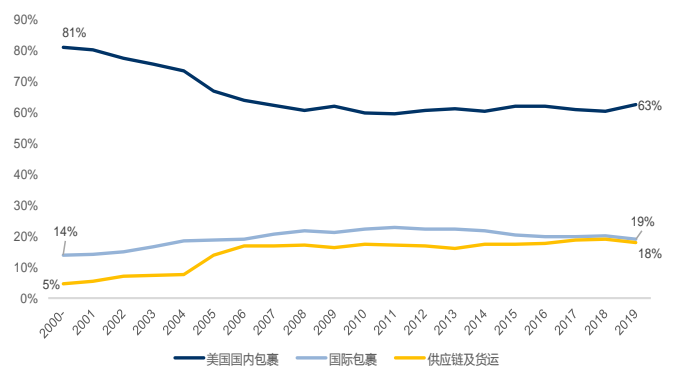
占比看：2000 年公司收入中美国国内、国际、供应链占收入比分别为 81.4%、13.8% 及 4.8%，到 2019 年分别为 62.7%、19.2%、18.1%。

图表 10 UPS 营业收入变化



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 11 UPS 收入结构变化



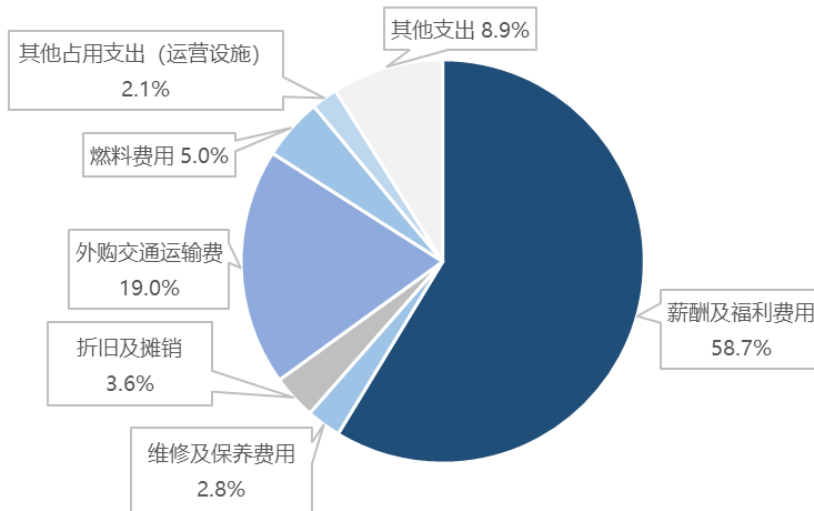
资料来源: 公司公告, 华创证券

2、成本结构: 直营模式下, 人工成本占比达 60%

UPS 主要运营成本包裹人工 (薪酬及福利费用)、外购运输费用、折旧摊销费用、燃油费、维修保养费、运营设施费用等。作为直营模式物流企业, 人工费用为最核心成本, 历年占比均在 60%左右。

2019 年人工、外购运力、其他支出占比分别为 59%、19%及 8.9%, 合计占比达到 86.6%。

图表 12 UPS 2019 年运营成本结构



资料来源: 公司公告, 华创证券

1) 人工费用: 占比下降。包括工资及各种退休、养老、医疗福利计划, 从 2000 年的 165 亿美元上涨到 2019 年的 389.1 亿美元, 占比从 66.2%下降到 2019 年的 58.7%, 其中 2007 年、2012 年、2016 年分别产生各项高额福利计划费用合计 61.0、57.3、26.5 亿美元。

2) 维修及保养费用: 占比下降。包括对飞机、建筑设备、运输设备等资产的维护成本, 从 2000 年的 9.6 亿美元增长至 2019 年的 18.4 亿美元, 占比从 3.8%下降至近年的 2.8%左右。

3) 折旧及摊销费用: 占比下降。从 2000 年的 11.7 亿美元增长至 2019 年的 23.6 亿美元, 但占比从 4.7%波动下降至 2019 年的 3.6%。

4) 外购交通运输费用：占比上升。包括向第三方购买的空运、铁路、公路、海运等运力成本，从2000年的16.8亿美元大幅增长至2019年的125.9亿美元，占比从6.7%增长至2019年的19.0%，期间2005年前后变动幅度最大，出现翻倍增长，主要由于收购 Menlo Worldwide Forwarding 后，拓展全球重货空运业务带来运输需求的上升，同时也受到油价的上涨的影响。

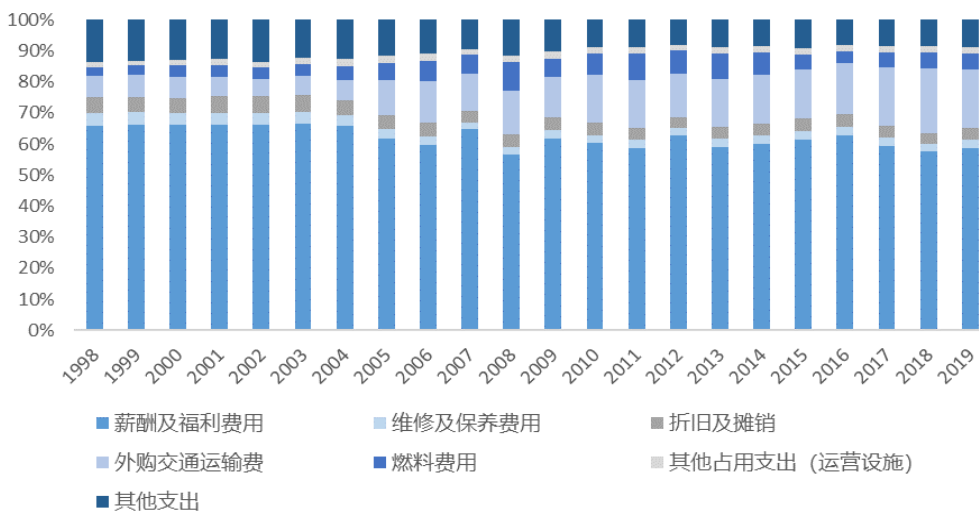
5) 燃料费用：变化与油价变动密切相关，从2000年的9.5亿美元增长至2019年的32.9亿美元，占比从3.8%增长至2019年的5.0%，期间国际原油价格经历了两轮波峰波谷（2008-2009、2012-2016），燃料费用在2008年和2012年分别达到了41.3和40.9亿美元的阶段性高点。

6) 其他占用支出：占比稳定。主要包括设施租赁费用、设施运营费用（水电煤、财产税等），从2000年的4.1亿美元增长至2019年的13.9亿美元，占比稳定在2%左右。

7) 其他支出：占比下降。从2000年30.5亿美元提升至59亿美元，占比从13%降至8.9%。

单票营业成本从2000年的7.25美元升值2019年的11.98美元，复合增速2.7%。

图表 13 UPS 历年运营成本结构



资料来源：公司公告，华创证券

3、利润：国内业务贡献超过50%，而国际业务利润率最高，增速最快

营业利润：国内业务占比超5成。

2019年UPS调整后营业利润81.5亿美元，其中国内业务、国际业务和供应链业务分别实现营业利润43.7、27.8、10亿美元，占比分别为53.6%、34.1%、12.3%，国内业务贡献超5成。

从2000-2019年，观察各项业务占比：国内业务从2000年占比87%降至2019年的54%，而国际业务从6.1%升至34%，供应链业务从6.8%升至12.3%。

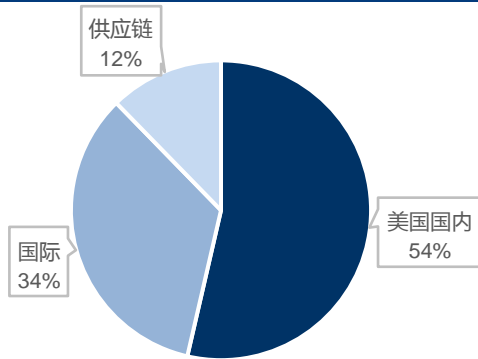
增速看：近二十年营业利润复合增速3.2%，其中国内包裹业务0.6%，国际13%，供应链6.4%。国际与供应链业务是新驱动力。

营业利润率：国际业务 19.5% 最高。

UPS2019 年调整后营业利润率 11%，其中国际、国内、供应链业务分别为 19.5%、9.4% 及 7.5%，国际业务营业利润率显著高于整体，系因其产品附加值更高。

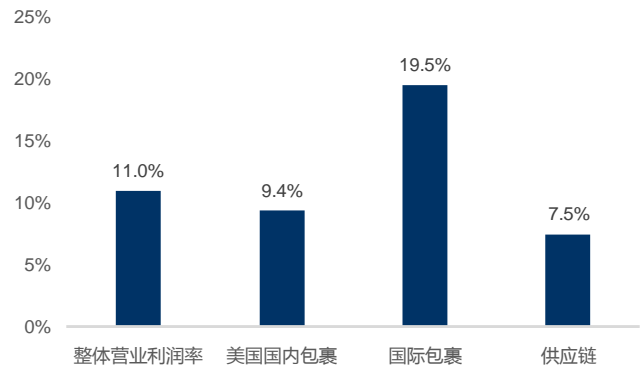
观察 2009 年后，三大业务板块调整后的利润率中枢分别稳定在 17%、10%、7% 左右。

图表 14 2019 年 UPS 各业务营业利润占比



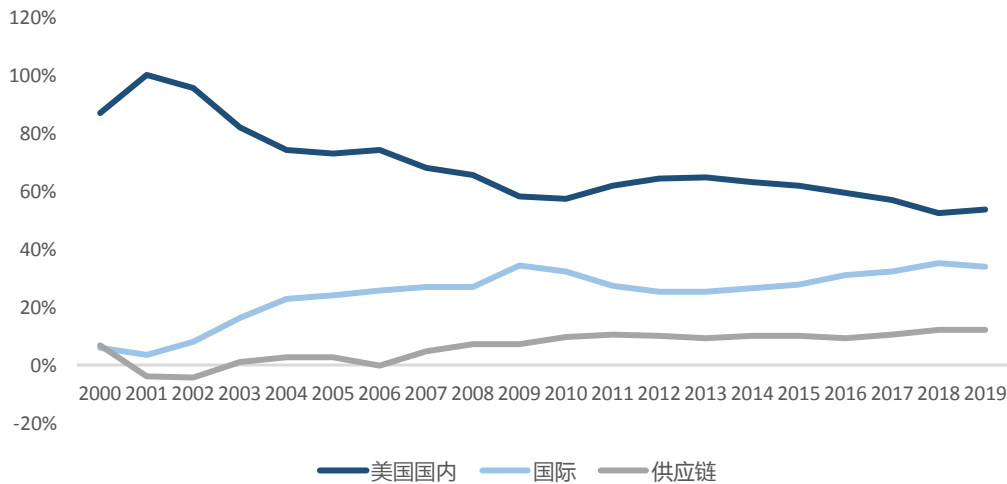
资料来源：公司年报，华创证券

图表 15 2019 年 UPS 各业务营业利润率



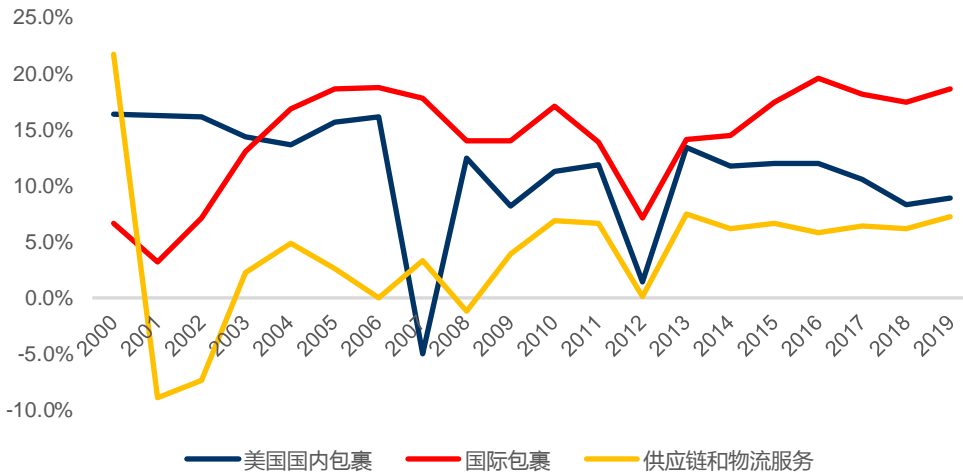
资料来源：公司公告，华创证券

图表 16 UPS 各业务调整后营业利润占比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 17 UPS 各业务调整后营业利润率变化情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

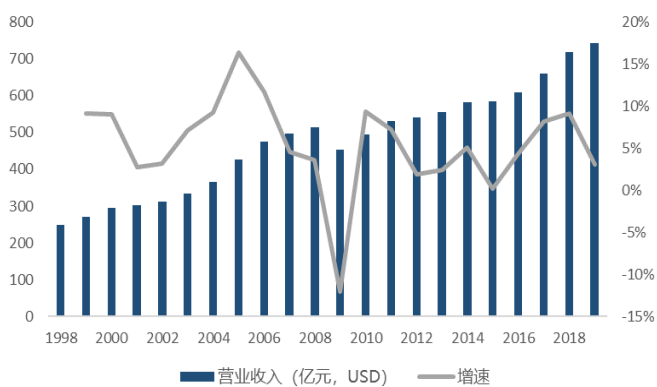
净利润: 2019 年 UPS 净利润 44.4 亿美元 (约 310 亿人民币), 从 2000 年的 29.3 亿美元增长至 2019 年的 44.4 亿美元, 复合增速为 2.2%。2009 年以来, 近十年复合增速 7.5%。

净利率: 6% 为中枢。 2019 年 UPS 营业利润率 10.5%, 调整后营业利润率 11.0%, 净利率 5.9%。

若考虑 2006 年后营业成本计算方式调整及员工养老金及薪酬福利计划、资产减值和重组费用等影响, UPS 上市后的调整后营业利润率基本围绕 13% 的中枢波动;

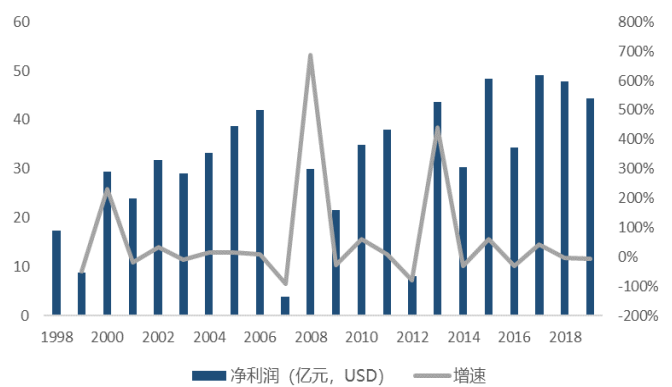
净利率率 (未调整) 围绕基本 6% 的中枢波动, 盈利能力相对稳定。

图表 18 UPS 营业收入变化



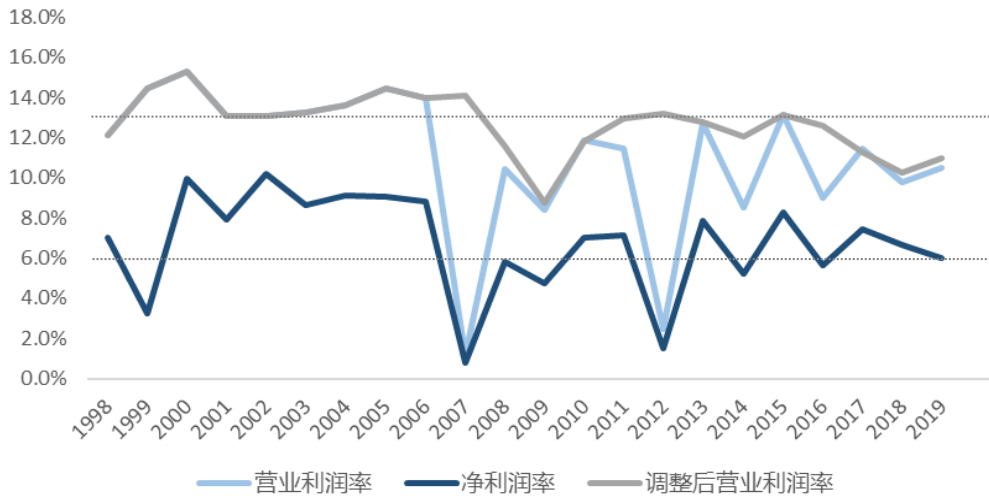
资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 19 UPS 净利润变化



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 20 UPS 上市后利润率变化情况



资料来源：公司公告，华创证券

（三）经营数据：国际业务量增速更快，低价格带产品呈现了持续提价能力

1、业务量：国内占比 85%，国际增速更快

2019 年公司快递业务 55.4 亿件，其中国内 47.3 亿，国际 8.1 亿件，国内占比 85%，国际占比 15%，国内业务量约为国际的 6 倍。

公司业务量近二十年复合增速 2.5%，其中国内 2.2%，国际 5.5%。

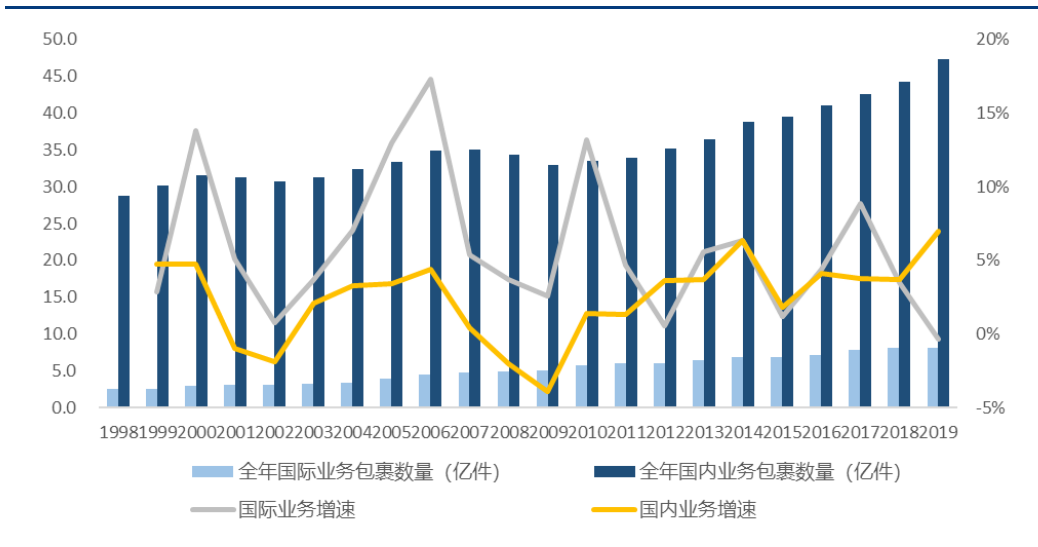
国内业务基本保持稳定：除金融危机所影响的个别年份为下滑，其余年份均保持增长，但进入相对稳定的发展阶段，国际业务则除 2019 年外均保持了增长。

图表 21 UPS 上市后业务量变化情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 22 UPS 国内和国际业务量



资料来源：公司公告，华创证券

2、单票收入：保持稳定，相对低价格带产品提价幅度更高

公司 2019 年单票收入 10.9 美元，上市后单票收入虽然处于较稳定的上升趋势，但幅度较小，近二十年复合增速 1.6%，较 2000 年的 8 美元增长 36%。其中国内、国际分别为 9.83 及 16.93 美元。

1) 国内产品：陆运件涨幅高于空运件。

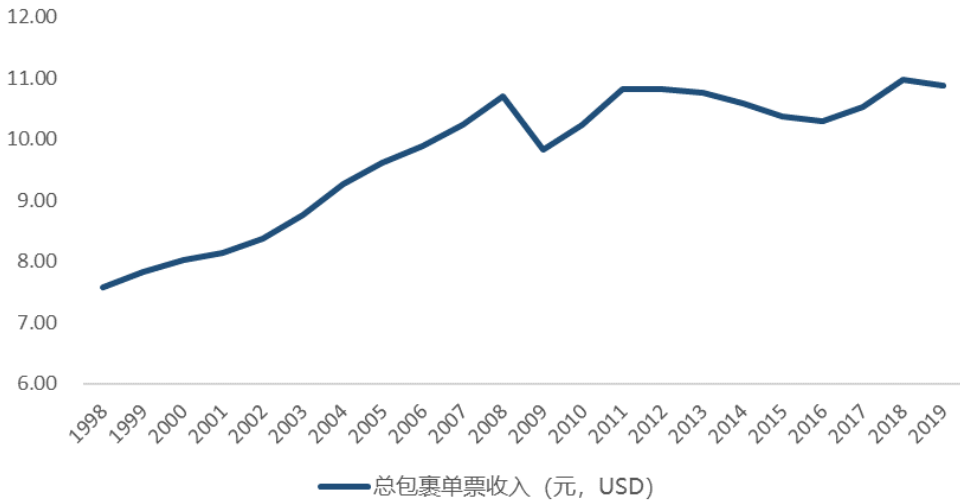
上市时，UPS 已经为美国快递巨头，其国内业务单票收入上市后处于较为平稳的提升趋势；二十年复合增速 1.4%，从 2000 年的 7.6 美元提升至 2019 年的 9.8 美元，涨幅 30%，其中空运件基本持平，次日、递延基本维持在 18 及 13 美元；而陆运件则从 2000 年的 5.8 提升至 19 年的 8.6 美元，涨幅 47%，复合增速 2%。

2) 国际业务：跨国件维持高价格带，相对低价的他国国内业务增速好于整体。

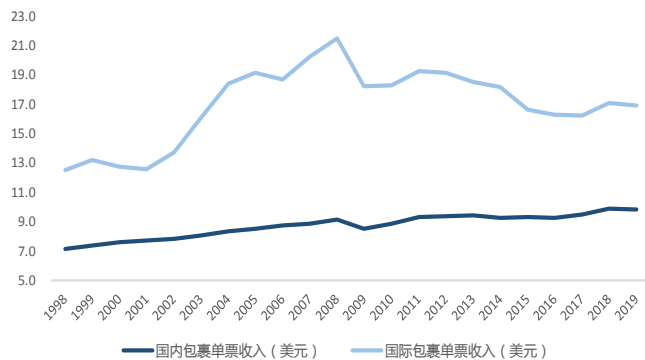
公司国际业务单票收入在金融危机前曾达到 21 美元的高位，此后基本维持在 17 美元左右。

其中：跨国国际业务产品壁垒高，单价相对较高，处在 30 美元价格段，基本稳定。

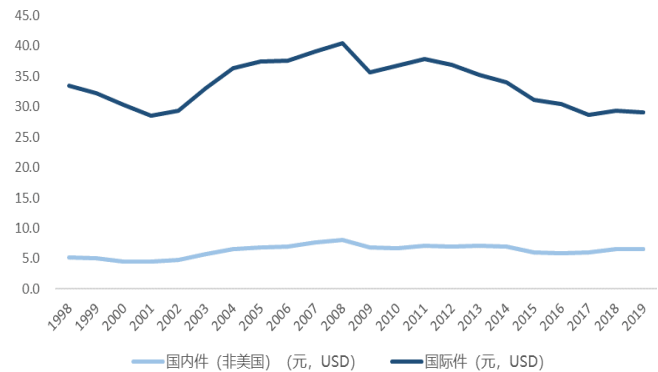
而相对低价的他国国内业务产品从 2000 年的 4.53 美元提升至 6.51 美元，涨幅 44%，复合增速 1.9%。

图表 23 UPS 上市后单票收入变化情况


资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 24 UPS 国内和国际业务单票收入


资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 25 UPS 国际业务细分类别单票收入


资料来源: 公司公告, 华创证券

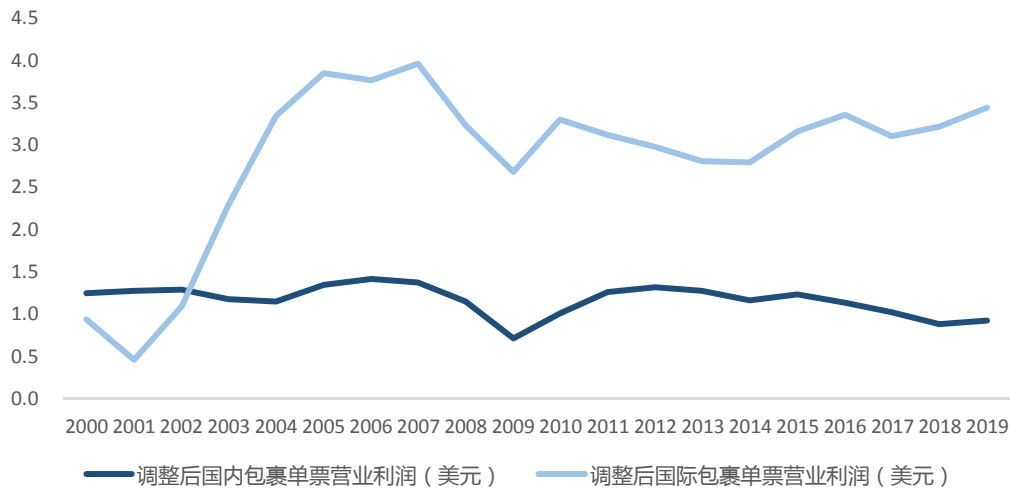
3、单票营业利润: 2000 年后国际业务单票利润上台阶。

2019 年, UPS 调整后单票营业利润 1.4 美元, 二十年复合增速 0.4%, 基本稳定。

其中国内业务单票营业利润 0.92 美元, 国际业务 3.44 美元, 复合增速分别为 -1.6% 及 7.1%。

UPS 国际业务单票营业利润在 2000 年仅为 0.94 美元, 2002 年开始迈上 1 美元, 金融危机前的 2007 年达到最高 3.97 美元, 此后维持在 3 美元左右。

图表 26 UPS 国内和国际业务调整后单票营业利润



资料来源：公司公告，华创证券

图表 27 UPS 近年财务及业务情况

	2015	2016	2017	2018	2019	复合增速	
	营业收入 (亿美元)					近5年	近20年
营业收入 (亿美元)	583.6	609.1	658.7	718.6	740.9	4.9%	5.0%
同比	0.2%	4.4%	8.2%	9.1%	3.1%		
美国国内包裹	367.4	382.8	407.6	435.9	464.9	5.3%	3.5%
同比	2.5%	4.2%	6.5%	6.9%	6.7%		
国际包裹	121.4	123.5	133.4	144.4	142.2	1.8%	6.8%
同比	-6.5%	1.7%	8.1%	8.2%	-1.5%		
供应链及货运	103.0	109.8	124.8	138.3	133.8	5.4%	12.5%
同比	0.0%	6.6%	13.7%	10.8%	-3.2%		
	业务量 (亿件)					近5年	近20年
全年业务量 (亿件)	46.4	48.3	50.5	52.3	55.4	4.0%	2.5%
同比	1.7%	4.2%	4.5%	3.6%	5.8%		
国内业务	39.5	41.1	42.6	44.2	47.3	4.1%	2.2%
同比	1.8%	4.1%	3.7%	3.7%	7.0%		
国际业务	6.9	7.2	7.8	8.1	8.1	3.5%	2.5%
同比	1.2%	4.4%	8.8%	3.5%	-0.4%		
	单票收入及利润 (美元)					近5年	近20年
整体单票收入 (美元)	10.4	10.3	10.5	11.0	10.9	0.5%	1.6%
同比	-2.0%	-0.7%	2.2%	4.3%	-1.0%		
国内包裹	9.3	9.3	9.5	9.9	9.8	1.2%	1.4%
同比	0.3%	-0.3%	2.5%	4.0%	-0.3%		
国际包裹	16.6	16.3	16.2	17.1	16.9	-1.4%	2.0%
同比	-8.4%	-2.0%	-0.4%	5.3%	-0.9%		
单票营业利润 (美元)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.5	-1.2%	0.6%
同比	7.3%	-4.2%	-7.4%	-5.3%	4.3%		
国内包裹	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9	-4.5%	-1.6%
同比	5.2%	-8.0%	-10.4%	-13.1%	5.3%		
国际包裹	3.2	3.4	3.1	3.2	3.4	4.2%	7.1%
同比	13.1%	6.2%	-7.7%	3.6%	7.1%		
	利润水平					近5年	近20年
净利润 (亿美元)	48.4	34.3	49.1	47.9	44.4	7.9%	2.2%
同比	59.8%	-29.2%	43.1%	-2.4%	-7.3%		
整体营业利润率	13.2%	12.6%	11.3%	10.3%	11.0%		
美国国内包裹	13.1%	12.1%	10.6%	8.9%	9.4%		
国际包裹	18.0%	19.6%	18.2%	18.0%	19.5%		
供应链	7.5%	6.6%	6.3%	6.5%	7.5%		

资料来源: 公司公告, 华创证券

二、UPS 复盘启示 1：我们认为路易斯维尔机场世界港，为鄂州机场之于顺丰提供更好的借鉴

2019 年 10 月我们在深度报告《复盘联邦快递，探索顺丰棋局》中，通过复盘联邦快递三十年最高 50 倍涨幅之路：发现美国市场在公司打造并独立 Gound 地面服务这一高营业利润率及高业务量增速业务后的十年时间里给予了持续的估值提升及明显超额收益（2019 财年其营业利润已经超过了起家的 Express 业务，相当于再造了一个联邦快递）；

由此我们认为**联邦快递的发展历程有顺丰可借鉴的地方：一是空中优势，孟菲斯的助力；二是 Gound 业务，更接地气，联邦快递在该业务上采取了区域合伙制的方式以融合入电商的潮流。**

由此我们探讨顺丰的棋局，我们认为：

棋局一即在于公司再度发力电商件市场的特惠专配产品，有 FDX 到发展地面业务的意味，而我们认为这或许在未来成为公司独立的持续增长点；

棋局二是公司鄂州机场在投产后，时效件领域的高壁垒，轴辐式枢纽网络的降成本，以及对产业集群的憧憬；

棋局三在于公司通过并购拓展供应链业务，而发展到当前阶段的中国制造业需要强有力的供应链企业帮助完成降本增效。

在今年 6 月顺丰深度（六）《聚焦特惠专配》中提出：我们认为特惠专配业务产品推出一年后，测评优秀，而展望未来，理想状态下，可成为贡献 10 亿+级别利润体量的产品。**该业务的发展也是对我们 2019 年 10 月 FDX 复盘启示中的最好注脚。**

本篇我们通过复盘 UPS 发展历程中的启示，希望为顺丰控股未来成长路径演绎提供更好的理解。

（一）启示 1：路易斯维尔机场世界港的建设，是 UPS 国际业务大发展的基石

1、路易斯维尔机场：较孟菲斯或可为鄂州机场提供更多借鉴

在**复盘联邦快递报告**中，我们提出孟菲斯与联邦快递相互助力成就跨越式发展。联邦快递从一个濒临倒闭的货运公司成长成为国际巨头之一，孟菲斯从一个默默无闻的美国中部小城成为世界上最大的货运枢纽之一，其中 1992-2010 年连续 17 年货运吞吐量全球第一，（联邦快递贡献的货运业务量几乎占机场货运总量的 95%以上）双方的互助互利实现了这一成就。

虽然无论从轴辐式网络架构利于空运降本增效，还是高效物流与产业集群相互作用维度上，孟菲斯都可谓是典型案例，但实际上，联邦快递从成立之初便进入孟菲斯，相互助力完成弯道超车，与顺丰目前全国最大航空货运机队持有者及最大空运货主地位，国内快递龙头的处境并不完全相同，某种意义上，在观察有无枢纽机场前后的变化可借鉴力度存在一定瑕疵。

而我们发现已经是美国快递物流霸主的 UPS 在 2000 年前后正式在路易斯维尔机场提出建设航空枢纽世界港（Worldport），并进行真正意义规模改扩建，对鄂州机场未来投产后之于顺丰在业务形态，路由结构，降本增效的变化维度或具备更好的借鉴意义。

1) UPS 航空枢纽扩建历程

UPS 在 1999 年上市前已基本完成对地面运输网络和航空运输网络的布局，上市后则开启了新一轮对航空枢纽的改扩建及补充。

路易斯维尔：UPS 的货运枢纽机场，全球现有三大货运枢纽之一，1980 年起，UPS 在路易斯维尔建设中转站，

2000 年前后正式提出从航空中转站发展为世界港（Worldport）包裹分拣中心，

世界港一期：2000 年前后，公司正式提出在路易斯维尔建设世界港（Worldport），耗资 11 亿美元进行一期工程，是当时公司最大的投资项目，并于 2002 年完成，分拣场规模达到 400 万平方英尺，分拣能力达到每小时 30.4 万个包裹；

世界港二期：2006 年耗资 10 亿美元，进行二期扩建，并在 2009-10 年分别完成第一、二阶段工程。2009 年完成后产能提高 15%，深夜处理能力达到 110 万个包裹；2010 年，路易斯维尔扩建第二阶段完成，产能提高到每小时处理 41.6 万个包裹，占地面积提升至 520 万平方英尺；

2016 年公司启动最新一期扩建。

每个阶段工程该项目投产后的规模效应在后期对 UPS 单票运营成本尤其是国际业务单票运营成本产生了积极影响。

2、推动国际业务盈利水平显著提升

1) UPS 单票营业成本的变化趋势

2009 年世界港二期工程完成后带来单票成本的下行：

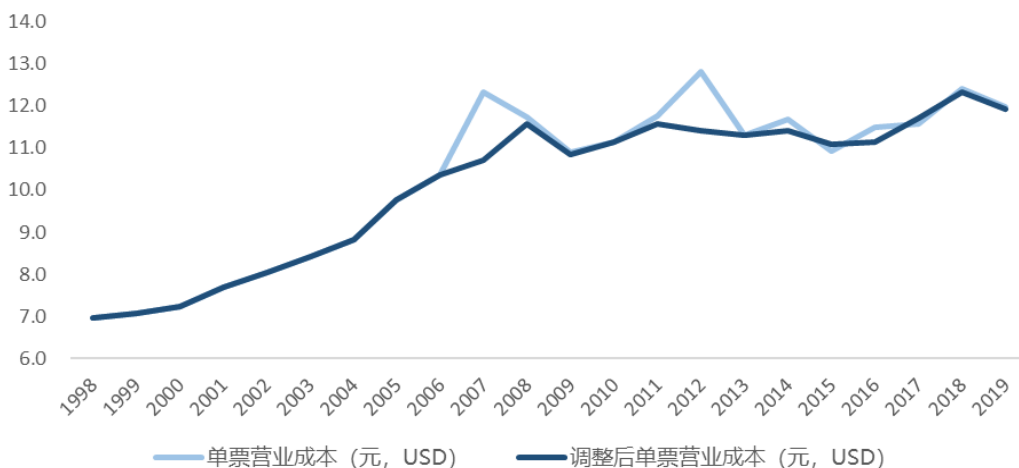
1998 至 2007 年，UPS 单票营业成本从 6.98 美元逐步上升到 12.33 美元的高点，细分来看：

主要受占比最高的人工薪酬福利费用（2007 年的养老金计划费用高达 61 亿美元）以及燃油成本的影响，2004-2007 年业务量的上涨也带来外购运力费用的增加。

2009-2016 年：UPS 单票营业成本进入较为稳定的阶段，围绕 12 美元左右上下波动。

一方面成本占比最高的人工薪酬费用进入较为稳定的阶段（除 2012 年 40.7 亿美元的退休及福利计划费用），另一方面 2009-2015 年，外购运力成本较为稳定，燃油费用（主要受油价影响）下降，而航空枢纽的扩建完成带来的单位折旧摊销成本及运营设施费用均有一定程度的下降。

图表 28 UPS 单票营业成本变动



资料来源：公司公告、华创证券

图表 29 UPS 单票人工费用变化



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 30 UPS 单票外购运力费用变化



资料来源: Wind, 华创证券

图表 31 UPS 单票燃油费用变化



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 32 布伦特原油期货价格变化



资料来源: Wind, 华创证券

图表 33 UPS 单票折旧摊销变化



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 34 UPS 单票运营设施费用变动

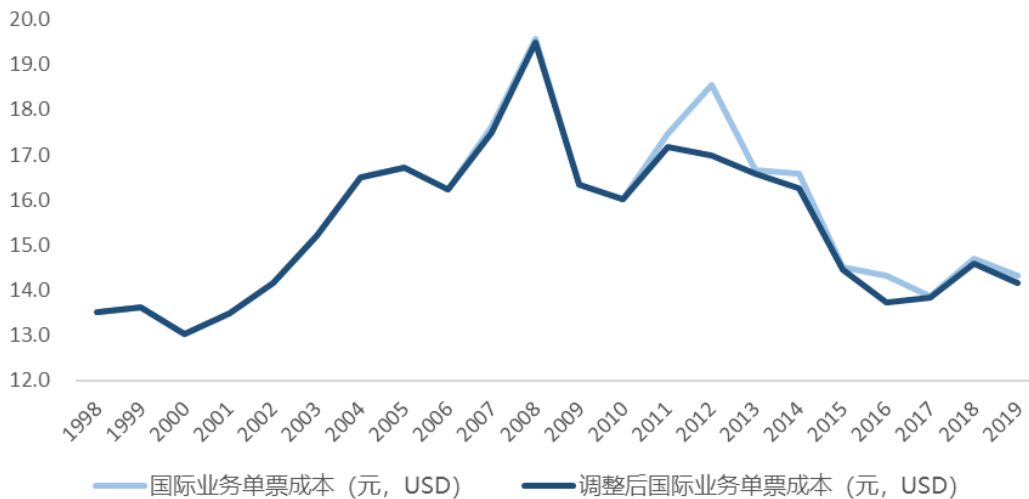


资料来源: 公司公告, 华创证券

2009-2010 年路易斯维尔航空枢纽的扩建完成和处理能力提升及亚太地区新设航空枢纽的投产,一定程度上降低了国际业务的单票成本。

从单票营业成本拆分的角度来看,虽然 UPS 2009-2010、2012-2014 年整体及国际业务单票营业成本的下降受到油价变动的影响较大,但航空枢纽的投产带来的规模效应依然能在单票维度的折旧及运营设施成本体现。

图表 35 UPS 国际包裹业务单票营业成本变动

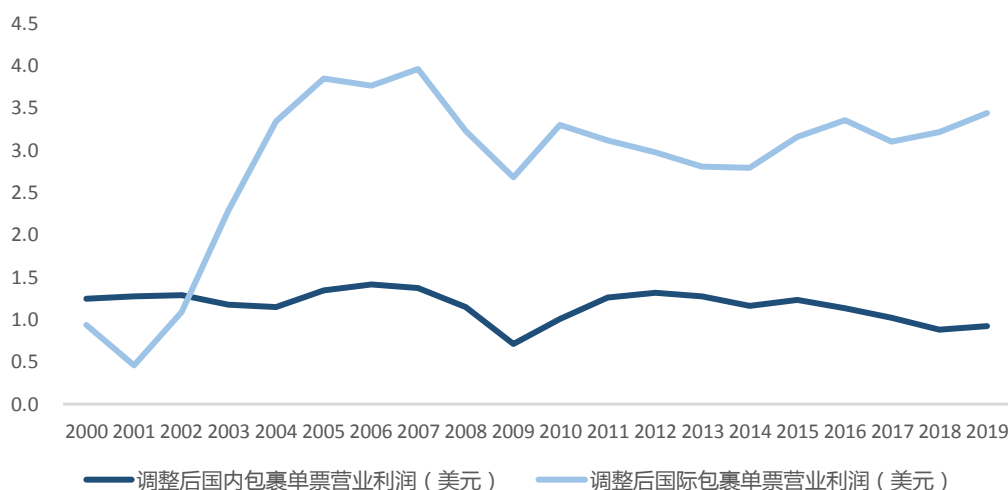


资料来源: 公司公告, 华创证券

前文分析中,我们发现国际业务营业利润率在 2002 年世界港一期完工后呈现了明显的利润率持续上行,而 2010 年二期扩建完工后,12 年开始了新一轮利润率上行。

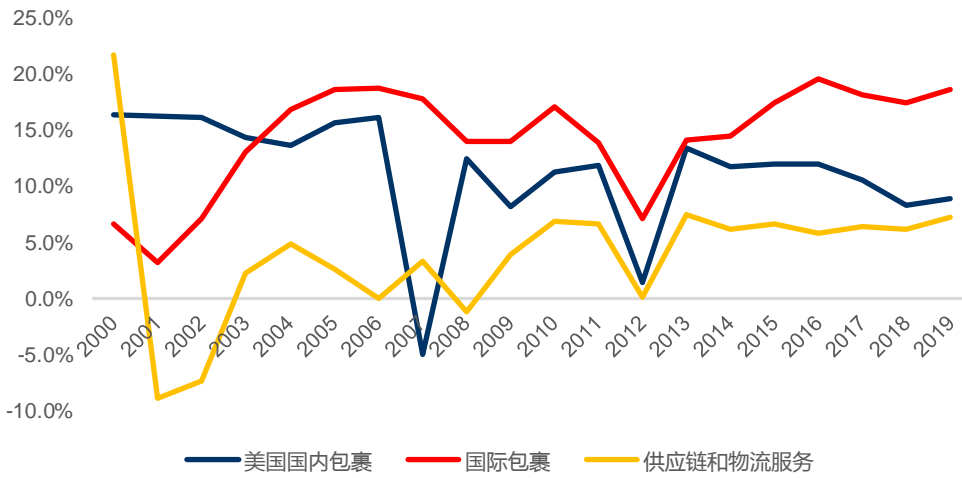
从单票营业利润看 2000 年后国际业务单票利润上台阶。UPS 国际业务单票营业利润在 2000 年仅为 0.94 美元,2002 年开始迈上 1 美元,金融危机前的 2007 年达到最高 3.97 美元,此后维持在 3 美元左右。

图表 36 UPS 国内和国际业务调整后单票营业利润



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 37 UPS 各业务调整后营业利润率变化情况



资料来源：公司公告，华创证券

3、宽体机替代窄体机是有效降成本的方式

2019年UPS机队规模572架，其中自有261架，租赁311架，另有在手订单29架。

在自有飞机中所有机型均为宽体机。而反观2000年上市初期，宽体机数量占比仅为22%。

因宽体机替代窄体机可以满足提升的货物需求，提高运载效率，降低单位运输成本。

2000年上市后，UPS新增订购及新交付机型均为宽体机，在2009年UPS运输机队中窄体机全部退役。

图表 38 UPS 2000 年及 2019 年自有机队具体机型对比

机型	2000年	2019年	备注
McDonnell-Douglas DC-8-71	23		窄体
McDonnell-Douglas DC-8-73	26		
Boeing 727-100	51		
Boeing 727-200	10		
Boeing 747	16	28	宽体
Boeing 757-200	75	75	
Boeing 767-300	30	69	
Boeing MD-11	-	37	
Airbus A300-600	7	52	
合计	238	261	

资料来源：公司公告，华创证券

（二）对顺丰的借鉴：宽体机、时刻、国际业务、时效产品多元化

1、飞机资产：宽体机优先的引进策略将有助于整体降低成本

观察UPS的发展历程，机队结构的优化远超过机队规模的扩张，系宽体机替换窄体机后带来运能的增加以及有助于单位成本的下降，同时可发力国际市场。2009年后UPS机队全为宽体机，而目前顺丰的宽体机占比相对较低，但观察2016年后公司引进均以宽体机为主。

核心因素在于宽体机相较于窄体机可有效降低成本。在顺丰深度报告（一）《更少成本，更多选择，从量化模拟鄂州机场对航空货运经济性提升说起》中我们测算：**宽体机集货后执飞将显著助于单位成本下降。**

单位成本角度：大机型较小机型明显节约。

1) 宽体机运载空间更大、燃油效率更高，

a) 模拟1：相同载运率下单位成本比较。

以深圳-北京为例，假设载运率均50%，737F吨公里成本约3.58元，而747货机吨公里成本仅为1.86元，是其50%左右。机型越大，吨公里成本越低。

图表 39 不同机型执飞深圳-北京吨公里成本模拟测算（单位：元）

	B737-300F	B737-400F	B757-200F	B767-300F	B747-400ER(F)
折旧	2603	2765	3253	3579	5205
航油	37125	40500	60750	74250	148500
维修	9281	10125	15188	18563	37125
机组	3000	3000	3600	3600	4200
起降停场	1944	2144	3945	6308	15960
地面服务	2096	2286	3996	5326	11976
进近指挥费	226	248	612	969	2508
航路费	810	810	1080	1080	1163
民航发展基金	2389	2389	3583	3583	4777
合计	59473	64266	96007	117257	231415
吨公里成本	3.58	3.44	2.57	2.26	1.86
为 737-300F 的比例		96%	72%	63%	52%

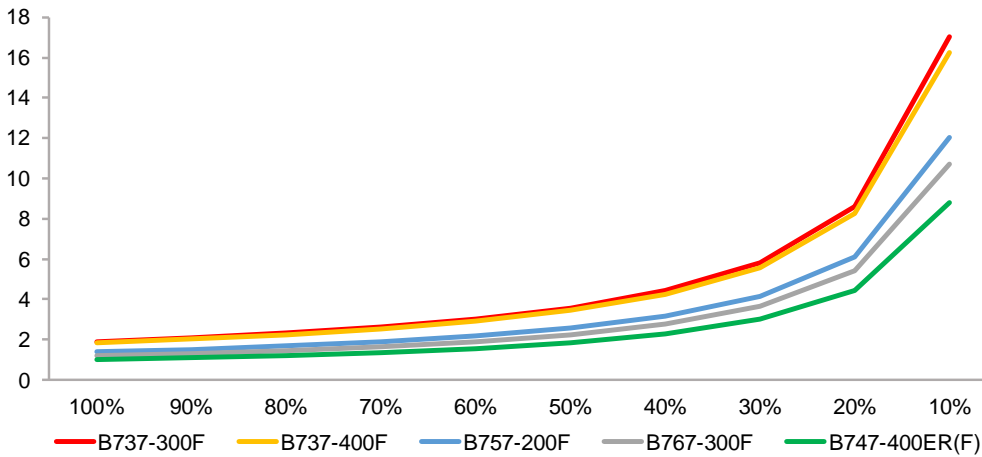
资料来源：民航局、公司官网、华创证券

b) 模拟2：不同载运率下，单位成本：载运率上升，吨公里成本快速下降。

载运率不同对于油耗和起降费有所影响。假设空载是满载平均油耗的 80%，不同机型随着载运率的上升，吨公里成本快速下降，因此载运率的提高对于货运单位成本下降效果显著。

测算满载情况下，单位吨公里成本是 5 成载运率下的 53%左右。

图表 40 不同载运率下不同机型的吨公里成本比较图



资料来源：民航局、公司官网、华创证券

举例：假设由深圳至北京运送100吨货物，需要737共7架次，或747仅需1架次。737运输总成本为43.65万元；747则为24.19万元，即运输100吨货物，宽体机总成本相比窄体机总成本节约19.46万元，或44.6%。

4) 我们认为未来鄂州机场启用后，可以通过在枢纽机场集货，提升飞机载运率，并使用宽体机执飞，从而有效降低吨公里成本，提高货运效益，充分体现轴辐式网络的优势。

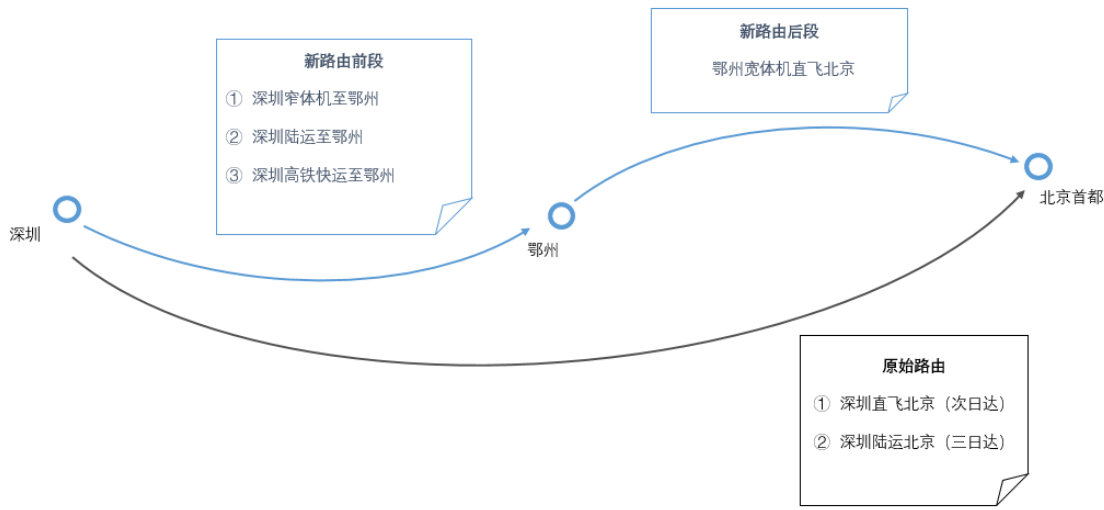
多情景下轴辐式运输成本模拟。假设鄂州机场启用后，采用轴辐式运输模式，会存在四种路由。我们以深圳-北京运送8吨快递货物进行测算比较。（注：首末两端揽送各情境下均发生，因此仅考虑中间环节运输成本）

假设鄂州机场启用后，采用轴辐式运输模式，会存在四种路由（4种运输场景）。

- a) B737 窄体货机深圳直飞北京；
- b) 窄体机运送至鄂州机场，与其他包裹混合用宽体机运至北京；
- c) 汽车运输至鄂州机场，与其他包裹混合用宽体机运至北京；
- d) 高铁运输至鄂州机场，与其他包裹混合用宽体机运至北京。

我们假设由深圳到北京运送 8 吨快递包裹，对不同路由下成本进行测算比较。（注：由于首端运送和末端运送为各情境下均发生，因此仅需考虑中间环节运输成本。）

图表 41 四种路由示意图



资料来源：华创证券

B737 窄体货机深圳直飞北京：吨公里成本 3.58 元，综合耗时约 6 小时

即前文章节测算成本，总成本 59473 元，吨公里成本 3.58 元/吨公里。

考虑装卸环节，预计该路由总耗时约 6 小时；

窄体机（深圳-鄂州）+宽体机（鄂州+北京）：吨公里成本 2.78 元，综合耗时 8.2 小时

假设鄂州机场与深圳、北京航距和飞行时间与武汉机场相同（深圳-武汉为 938 公里，飞行 1.5 小时；武汉-北京为 1133 公里，飞行 1.7 小时）。

测算：

1) 737 窄体机执飞深圳-鄂州段：运输成本合计 31715 元，吨公里成本 4.23 元/吨公里；

2) 747 执飞鄂州-北京段：

假设在机场换大飞机转运成本为 50 元/吨，则转运成本合计 400 元；

747 执飞鄂州-北京，假设混合来自其他区域的包裹后，载运率提升为 70%，则后半段合计成本 148162 元，吨公里成本 2.18 元。

则 8 吨货物合计成本为 $31715+400+148162 / (120*0.7) *8=46226$ 元，相比窄体机直飞北京的 5.9 万元节省 1.3 万元或 22%。综合吨公里成本 2.78 元。

考虑装卸及转运环节，预计综合耗时约 8.2 小时

汽车运输（深圳-鄂州）+宽体机（鄂州+北京）：吨公里成本 1.18 元，综合耗时 18.7 小时

高铁运输（深圳-鄂州）+宽体机（鄂州+北京）：吨公里成本 1.08 元，综合耗时 12.7 小时。

图表 42 四种路由及运输方式下成本测算

	窄体机	窄体机+宽体机	汽车+宽体机	高铁+宽体机
货物运输（吨）	8	8+84（70%载运率）	8+84（70%载运率）	8+84（70%载运率）
距离（千米）	2077	938+1133	1050+1133	1000+1133
总成本（万元）	5.9	18.0	15.4	15.2
深圳-鄂州段（窄体机/陆运/高铁）		3.2	0.5	0.3
中转环节		0.04	0.04	0.06
鄂州-北京段（宽体机）		14.8	14.8	14.8
折算为8吨货物成本（万元）	5.9	4.6	2.0	1.8
为窄体机直飞成本比例		78%	33%	30%
吨公里成本（元）	3.58	2.78	1.18	1.08
总耗时（小时）	6	8.2	18.7	12.7
装卸	3	3	3	3
深圳-鄂州段（窄体机/陆运/高铁）	3	1.5	12	5
中转环节		2	2	3
鄂州-北京段（宽体机）		1.7	1.7	1.7

资料来源：华创证券综合测算

由此，尽管存在绕道成本，但在鄂州集货使得装载率提升情况下，使用宽体机执飞将有效降低单位成本，窄体机+宽体机组将降低 22%成本，而空铁联运更可降低 70%成本。

2、鄂州机场启用后，或可为国内客户提供更多时效产品选择

UPS 空运业务的时效保证相比顺丰更为细化，收件时间包括上午 8 点、10 点半、12 点及晚上，时效包括当日、次日、二日、及三日；

顺丰现有时效产品主要包括：顺丰即日、顺丰次晨、顺丰标快，分别为在指定服务范围及寄递时间内收集，当日 20 点前、次日 12 点前、次日 18 点前送达。

鄂州机场启用后，将有助于顺丰给国内客户提供更多时效产品选择。

其一是轴辐式方式下，预计较当前时效件覆盖的范围较此前点对点飞行大幅提升，预计可增加 100 个城市左右，亦即意味着有更多的城市可以选择公司最高端、品质最好的时效产品服务，供给创造需求带来时效件收入增量。

其二是我们预计现有时效存在提速可能。

我们认为枢纽的建立可以大幅优化公司航线网络，不仅不会因绕道的时间成本而影响此前时效品质，反而可提高时效件覆盖范围。

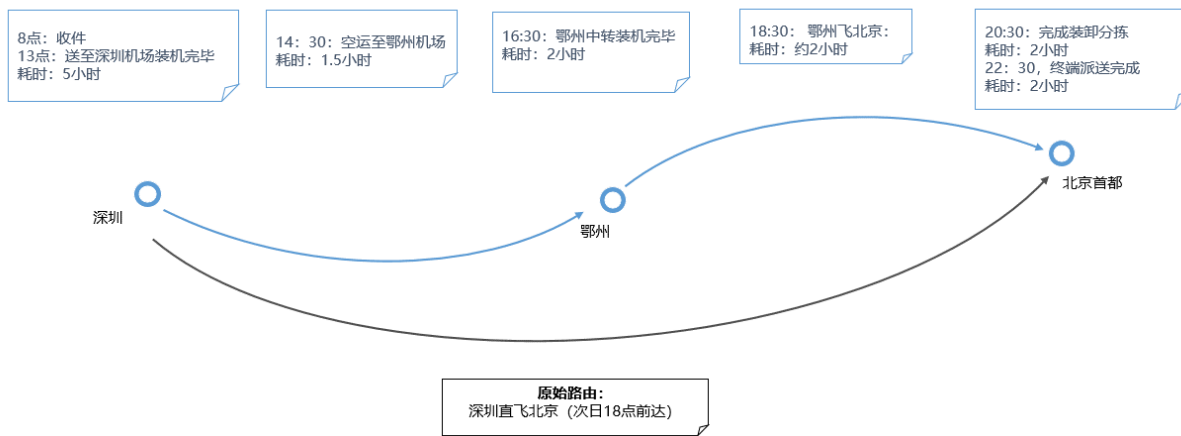
如：鄂州机场建立以后，假设仍为深圳至北京快递：

上午 8 点深圳指定区域内发出寄件要求，5 小时内在深圳机场装机完毕，14 点 30 分可运输至鄂州机场，2 小时中转装机，18 点半可抵达北京首都机场，有望在当天晚上 10 点 30 分送达指定范围内的客户。

即便次日配送，也相较于当前深圳-北京需要在次日 18 点前送达而言明显提升时效。

（注：理论模拟，实际操作或有多重限制需论证）。

图表 43 深圳-北京路由时效模拟



资料来源: 华创证券

3、国际业务或开启新一轮增长点

参考 UPS 发展经验, 国际业务具备高壁垒、高利润率, 而参考东航物流近三年平均净利率水平 8.4%, 同样可得以验证该观点。

在鄂州机场投产并达到理想状态后, 我们预计顺丰国际业务将获得大力发展。

1) 从当前行业格局中, 我国国际货运短板亟需补足:

时刻分布看: 外强中弱明显

分析 19 冬春时刻表中全货机排班: 外航占据国际+地区航线时刻的 59%。

图表 44 内外航货机时刻分布

周度	总航班量	国内	国际+地区	国际+地区占比
合计	3726		2212	59%
国内航司	2430	1514	916	38%
外国航司	1296		1296	100%
外国航司占比	35%		59%	

资料来源: 民航预先飞行计划, 华创证券

分航司看:

a) 国内航司中: 国际+地区航班 CR5=77%。

国际+地区航班分布: 国货航 20.7%、金鹏 16.7%、中货航 16.6%、顺丰 11.6%、南航 11%, 5 家占比 76.6%。

b) 外航的国际时刻分布相对分散, CR5=50%

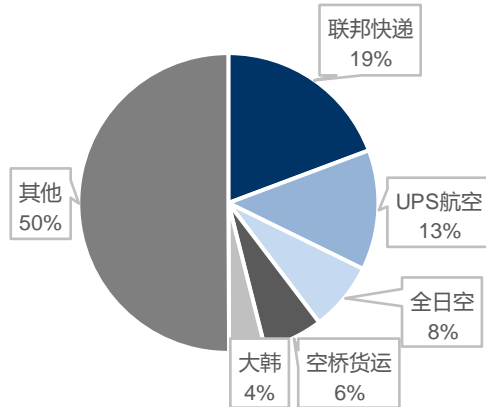
外航相对分散, 共计 36 家航司执飞连接我国的航线, CR5 达到约 50%, 其中联邦快递和 UPS 占据绝对优势, 占外航货运班次的 32% (联邦快递 19.3%, UPS 航空 13%), 此外全日空占比 7.4%, 空桥货运 (俄罗斯) 占比 6.4%, 大韩航空占比 3.9%。

c) 合并国际+地区时刻来看, Fdx、国货航、UPS 位居前三, CR5=41.3%, CR10=63%

前五大航司分别为联邦快递 (11.3%)、国货航 (8.6%)、UPS (7.6%)、金鹏 (6.9%) 和中货航 (6.9%)。

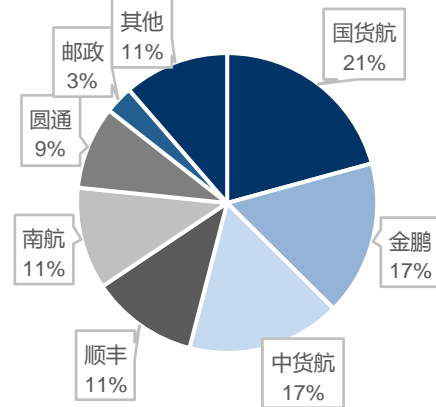
我国三家快递公司机队, 顺丰 (4.8%)、圆通 (3.7%)、邮政 (1.3%) 分别列第 6、第 11 及第 21 位。

图表 45 外航在我国国际+地区航线分布



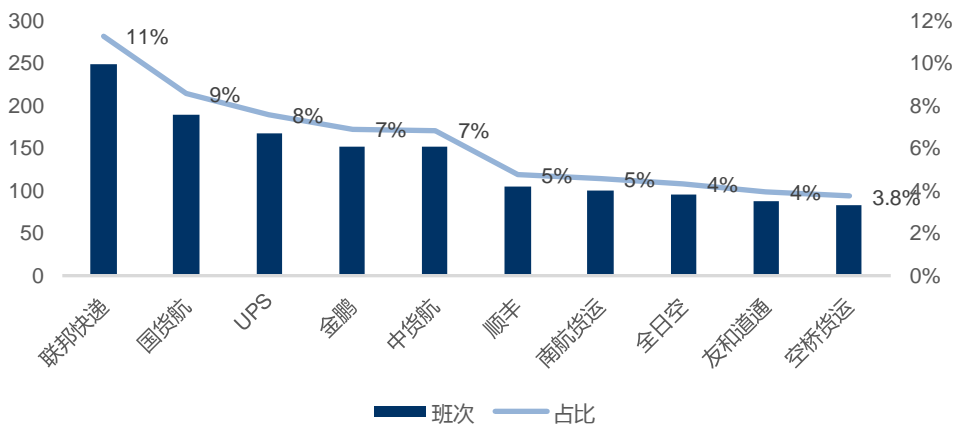
资料来源: 民航预先飞行计划, 华创证券

图表 46 内航在我国国际+地区航线分布



资料来源: 民航预先飞行计划, 华创证券

图表 47 国际+地区货运市场参与者及占比



资料来源: 民航预先飞行计划, 华创证券

复杂的外部环境下, 自主可运更不可忽视。

事件一: “疫情”下, 航空客运影响严重, 大面积停飞导致腹舱资源大比例下降, 而维持全球供应链体系的运转, 帮助中国制造, 全货机需要发挥的作用越发凸显。

事件二: 在世界贸易环境复杂变化的情形下, 如何更好帮助中国企业走出去, 准时、安全将货物运出去以及采购运进来, 都需要有自主有力的空中保障。

而全货机机队的规模与运营能力可视为当前我国国际供应链“自主可运”的瓶颈之一。

2、顺丰国际业务预计将迎来大发展。

截止 2019 年底，在顺丰航空已开通的自营国际航线中，我们观察中国-印度往来最密集，排班最多，主力航线深圳-新德里、深圳-金奈，这样的布局背后我们认为中国企业走出去的大背景，即国内手机厂商正在打开印度的智能手机市场。

以小米为例：智能手机、电视位居印度份额第一，印度亦成为其第二大市场，其拥有跨国工厂供应链需求。

顺丰开通航线，助力小米，提供中国-印度全链条跨国工厂服务。

2018 年 8 月 5 日凌晨，顺丰“深圳-金奈”国际货运航线正式开通运行，为彼时顺丰航空飞行距离最远的国际航线，由 767-300 型全货机执飞，最大载重 50 吨，每周 4 班往返，每周可提供单向 200 吨运力支持，主要来自小米，为当地的智能手机制造厂提供原料。

2019 年 5 月 15 日，顺丰将 747 货机投入该条航线，每周三班，能够为行业客户提供单向 300 吨/周的运力支持，进一步提升布局海外供应链市场，助力中国企业出海。

顺丰在 2019 年年报中指出，“顺丰为国内高科技电子产品零部件制造企业提供中国至印度的全链条跨国工厂迁移服务。

根据 2019 冬春航季时刻表，顺丰深圳-金奈航线现为每周 7 班，此外顺丰开通了“深圳-新德里”航线，为在印度的第二条货运航线，初期每周 2 个航班，之后每周 7 班，采用 747 执飞，与深圳-金奈合计计算，每周最大可为客户提供单向 1400 吨运力支持。

此外根据 3 月 2020 夏秋航季暂行时刻表，顺丰开通深圳-孟买航线，每周 1 班。

我们认为，顺丰全货机机队的国际线开拓，是符合中国企业出海的趋势，结合制造企业产业布局变化趋势，公司也在陆续开发适应客户需求的大型工厂设备搬迁、零配件及成品交付、售后物流、危险品运输等一站式的产业链跨境迁移及运营解决方案能力，帮助企业出海。

图表 48 顺丰印度航线开拓进程

周班次（单向）	深圳-金奈	深圳-新德里	深圳-孟买	合计
2018 冬春航季	4			4
2019 夏秋航季	3			3
2019 冬春航季	7	7		14
2020 夏秋航季（暂行）	6	4	1	11

资料来源：航班飞行预先计划管理系统，华创证券

4、时刻分布推动飞机利用率提升

前文分析 UPS 飞机日均排班在 4 次左右，而此前报告我们分析顺丰机队排班仅 1.7 班，仅为 UPS 的 4 成左右。

顺丰航空基本集中在夜间飞行，导致货机利用率处于低位，平均日排班 1.7 班，低于邮政航空 2.1 班以及中货航的 2.4 班。

同样以国内为主的邮政航空，在相对黄金时间，如上午 7-12 点，以及晚上 7-11 点，均有部分时刻。

而全部国际线的中货航和联邦快递与非夜间时刻基本占比约一半。

相较之下，作为我国最大货机机队公司以及最大航空货主，虽然顺丰具备先发优势，并获取了最多的航空时刻总量，但在结构上看，缺乏相匹配的非夜间时刻一定程度也制约了公司飞机利用率。

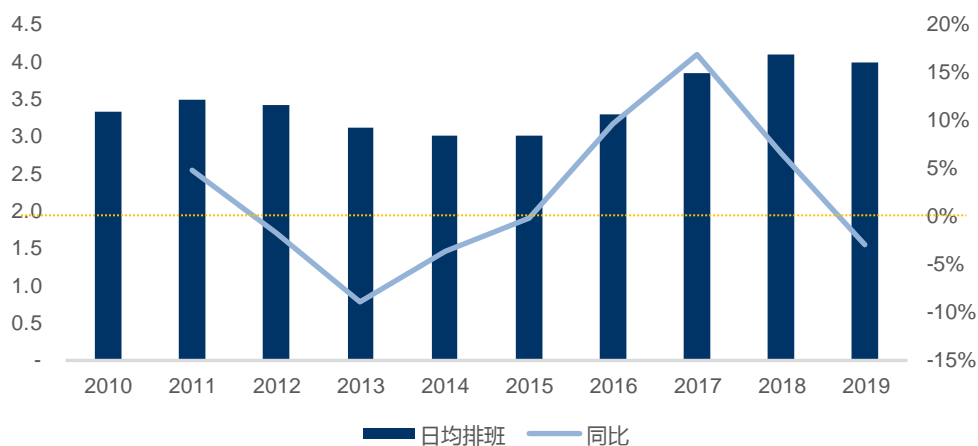
当鄂州机场投产后，我们预计白天时刻会充分利用，包括国际、国内市场，而顺丰飞机利用率一旦得以提升，此前我们测算，提升一倍，将带来 90 亿收入，至少 9 亿利润贡献。

图表 49 代表航司货运时刻、航点分布数据

项目		顺丰	邮政	中货航	联邦快递
时刻数量	总时刻	136	59	25	42
	夜间时刻	131	50	12	23
	非夜间时刻	5	9	13	19
夜间	23点-次日6点	96%	85%	48%	55%
上午	7-12点	1%	5%	20%	5%
下午	13点-18点	1%	0%	24%	14%
晚上	19点-23点	2%	10%	8%	26%
周排班	整体	845	391	152	250
	中国内地	700	363		
	国际+地区占比	17%	7%	100%	100%
覆盖航点	全部	46	25	12	19
	中国内地	36	22		
	国际+地区	10	3	12	19
	国内重要航点	杭州、深圳、北京	南京、北京、浦东	浦东、宁波	广州、浦东、北京
	前三大国际目的地	金奈、新德里、吉隆坡	大阪、首尔	洛杉矶、安克雷奇、芝加哥	大阪、成田、马尼拉
	货机利用率				
	全货机	72	27	9	
	日排班	1.7	2.1	2.4	

资料来源：民航预飞行管理计划系统，华创证券

图表 50 UPS 日均航班



资料来源：公司公告，华创证券

假设国内新增非夜间时刻相对困难，在国家大力推进国际货运市场补短板的过程中，国际航线的开拓相对或是另外一种更便捷的选择。

我们认为假设顺丰货机机队白天承接国际航线，晚上依旧保持现有服务节奏，将明显提升利用率和周转，利于增收与降本。

1) 短途日、韩航线可以与国内航线做好日间与夜间“无缝”连接

以目前中货航的排班为例，中货航目前晚上7点浦东起飞，8点40分到达日本大阪关西机场；同时22点从关西机场起飞，0点25分可到达浦东机场。

我们对假设鄂州机场投产后进行国际与国内航线衔接做模拟示意（仅为模拟）

假设日本当地时刻不变，国内时刻由浦东改为鄂州，假设鄂州到大阪比浦东出发需要提前一小时，

鄂州-大阪-鄂州：顺丰比如18点起飞，20:40到达大阪关西机场，22点日本起飞，1点25分到达鄂州机场后，还可以继续承接国内的服务，

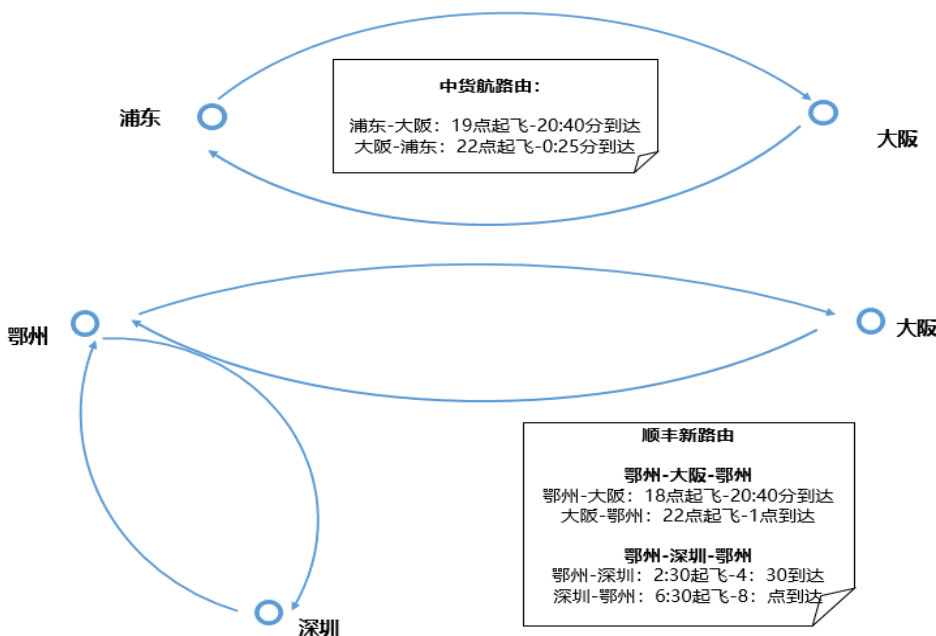
鄂州-深圳-鄂州：2:30分从鄂州起飞，4点30分到达深圳；6点30分返航，8点30分到达鄂州；（目前顺丰深圳-杭州，凌晨1:25分深圳起飞，3点25分到达杭州，杭州最晚一班5点起飞，7点25分到达深圳）。

此外，如邮政航空有下午16:15西安起飞，18点40到达首尔，晚上23点返回到西安的航线，更加提前的时刻对于顺丰的机队可以完成更好的连接。如：甚至可以组成鄂州-深圳-杭州-鄂州完成串飞等模式。

（注：以上均为北京时间）

2) 而洲际航线的开拓，参考中货航、联邦快递当前的时刻分布，可以更进一步利用白天闲暇时间，提升机队利用率。我们认为在相对理想的状态下，鄂州机场投产后，一旦顺丰获取较好的非夜间时刻（或从夜间时刻向前向后各延长部分时段），即可完成相对有效的国际-国内航线连接，由此可使得公司飞机利用率提升一倍成为可能。

图表 51 鄂州机场投产后国际-国内衔接路由模拟示意图



资料来源：华创证券

5、鄂州机场投产并达到理想状态下，为顺丰空运业务可带来可观利润增厚

假设顺丰航空与东航物流同样对外经营，并以同比例折算，则纯货机收入则可达到至少 90 亿水平，（公司 19 年航空发送 8.7 亿票，假设货机发送票数与货机运输量占比相同，即约 43%，则为 3.7 亿票，每票 24.2 元。）

考虑顺丰组织货源以及效率相对刚转型独立的东航物流或更高，东航物流 17-19 年平均净利率 8.4%，假设顺丰航空净利率 10%，则对应至少 9 亿元利润。

更为重要的是，我们认为鄂州机场一旦投产后，顺丰航空的飞机利用率若提升一倍，则是为额外贡献 9 亿利润。

而我们在此前研究报告中提出，顺丰鄂州投产后达到理想状态下，不仅将降低航空货运成本，还或将提供更多时效产品选择，以提升航空货运经济性。

短期看：当前国际货运市场出现明显的供需失衡，货运价格上行，而油价处于低位，利于顺丰控股航空业务盈利能力提升。

（注：上述测算以假设顺丰航空独立对外经营业务，鄂州机场达到理想状态下为前提条件，并非当前运营模式，仅为从一种角度探讨货运航空价值）。

图表 52 顺丰航空与东航物流的比较

	顺丰 (2019)	东航物流 (2019)	顺丰Vs东航物流
全货机机队 (含租赁)	72	9.0	700%
载运力 (吨)	2272	1,030	121%
运输量	135.3	146.9	-8%
运输量-全货机	57.9	49.3	17%
运输量-客机腹舱	77.5	97.7	-21%
收入-全货机 (亿元)		36.3	

资料来源：公司公告，华创证券

图表 53 顺丰货运量数据结构

(万吨)	2017	2018	2019	19年增量	顺丰增量占比
全国	705.9	738.5	753.2	14.7	
同比	5.7%	4.6%	2.0%		
顺丰航空发货量	111.0	123.8	135.3	11.5	78%
同比		11.5%	9.3%		
顺丰-全货机运输量	48.8	50.7	57.9	7.2	
同比		3.9%	14.1%		
顺丰-散航运输量	62.2	73.1	77.5	4.3	
同比		17.5%	6.0%		
顺丰整体占比	15.7%	16.8%	18.0%		
全货机占自身比重	44%	41%	43%		
国内运输量占全国比重	23%	23%	24.8%		
国内运输量	111.0	114.0	126.8	12.7	86%
同比		2.7%	11.2%		
国内运输量占自身比	100%	92%	94%		
国际运输量		9.77	8.54		
国际+地区运输量占比		3.7%	3.2%		
票(亿)	7.6	8	8.7		
票均重量(公斤)	1.46	1.55	1.56		

资料来源：公司公告，民航局，华创证券

三、UPS 复盘启示 2：供应链业务是物流巨头标配

（一）UPS 经验：供应链及货运业务带来新增长点

1、业务范围：多样化的供应链产品组合

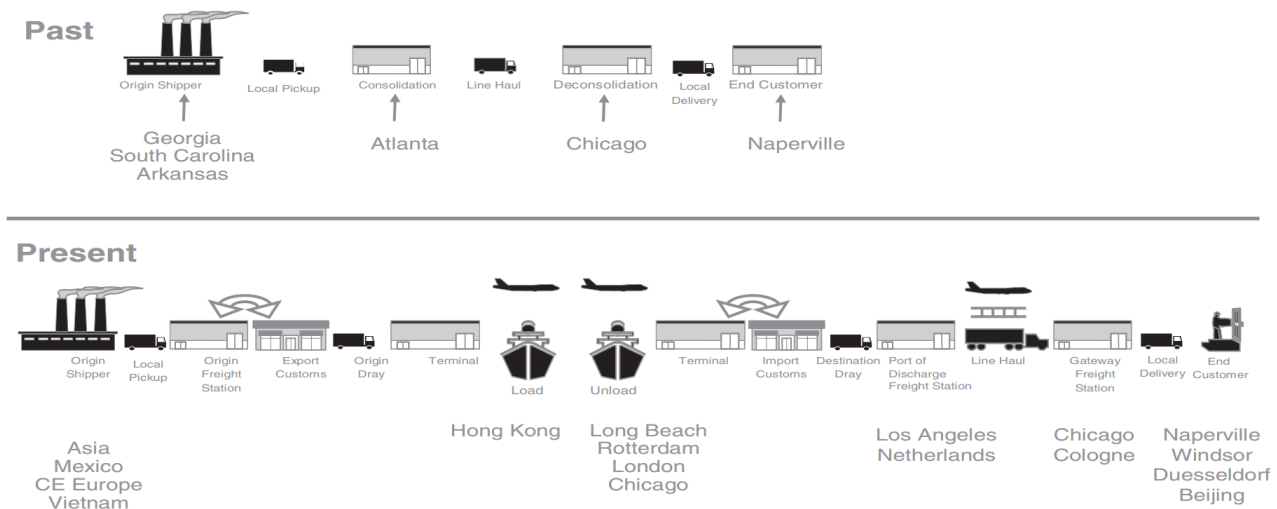
1992 年，UPS 凭借高效的组织能力，开始为客户提供包含空运货运、物流增值服务、金融服务等综合供应链服务，后续不断拓展业务范围。目前 UPS 在全球超过 200 个国家和地区提供综合供应链服务，拥有超过 500 个分拨中心（约 3900 万平方英尺）及 200 个货运服务中心。

UPS 的非包裹业务主要包括以下六种：

- 1) 货运代理：**UPS 是全球最大的国际航空货运代理商之一，提供有担保/无担保的全球空运服务；在全球大多数主要港口之间提供海运整集装箱，零担集装箱和多式联运服务。
- 2) 货运经纪：**主要包括 2015 年 8 月收购的美国第三方大型货运经纪和运输管理公司 Coyote 和 2017 年 1 月收购的英国货运经纪公司 Freightex。为客户提供美国及欧洲地区，从包裹到整车运输的货运经纪服务。
- 3) 合同物流：**主要为客户提供仓配服务和全流程运输管理服务，战略重点客户为医疗及生命科学行业的客户。为全球中小企业提供电商解决方案，包括仓储、订单处理、包装和运输服务；为高科技、工业制造、汽车、医疗保健和航空航天领域的客户提供零部件物流解决方案；专门为医疗行业客户提供可植入式医疗设备运输解决方案；在美国境内提供自贸区服务解决方案（收购 Zone Solution）。

- 4) **零担运输**: 在全美 50 个州, 加拿大, 波多黎各, 关岛, 美属维尔京群岛和墨西哥提供保证时效的零担运输服务, 同时提供合同物流服务。
- 5) **海关经纪**: 从发货量和经纪人员数量来看, 是全球最大的清关服务代理商之一, 还提供产品分类, 贸易管理, 关税减免和咨询服务。
- 6) **供应链金融 (UPS Capital)**: 在 22 个国家和地区为企业从订单到现金支付环节, 覆盖整个供应链的金融、保险和支付服务。

图表 54 供应链需求的变化



资料来源: 公司业绩发布会材料, 华创证券

2、发展路径: 主要通过不断的并购来拓展供应链和货运业务领域的服务能力

1990年代末UPS开始收购具有供应链管理和特定行业运输专业经验的公司, 1999年上市后收购了40+家公司, 涵盖空运、陆地货运、商贸服务、海关服务、金融、国际贸易服务等。

图表 55 UPS 拓展供应链和货运服务的关键收购

时间	并购公司	标的公司主要业务
2001年	Fritz Companies	货运代理和经纪业务
	First International Bank	该银行致力于为中小型工业企业提供信贷、贸易和金融服务, 在政府担保贷款和美国银行进出口计划领域是领导者
2004年	Menlo Worldwide Forwarding	全球重货空运能力和海运海关经纪服务
2005年	Overnite Corp	零担运输服务
2011年	Pieffe Group	意大利生物制药物流企业, 拥有超过35年的经验, 能够外世界知名制药企业提供仓储、分销和冷链解决方案
2013年	CEMELOG Zrt	匈牙利生物制药物流公司, 中欧和东欧地区生物制药和医疗设备物流服务
	SEISA Brokerage	哥斯达黎加地区的海关服务
2014年	Polar Speed Distribution	英国医疗运输服务商, 温度敏感药品及医疗设备地面冷藏运输服务
	Poltraf Sp. Zoo	波兰医药物流服务公司, 中欧和东欧地区生物制药和医疗设备物流服务
2015年	Coyote	美国第三方大型货运经纪公司, 大型卡车货运经纪和运输管理业务
	Parcel Pro	高价值奢侈品运输及保险服务
	G4S International Logistics Insured Parcel Services业务	高价值奢侈品运输及保险服务
2016年	Marken	生命科学行业供应链解决方案的全球服务商, 医学临床试验物流服务能力
2017年	Zone Solution	自贸区物流服务解决方案
	Freightex	英国货运经纪公司, 欧洲地区货运经纪业务

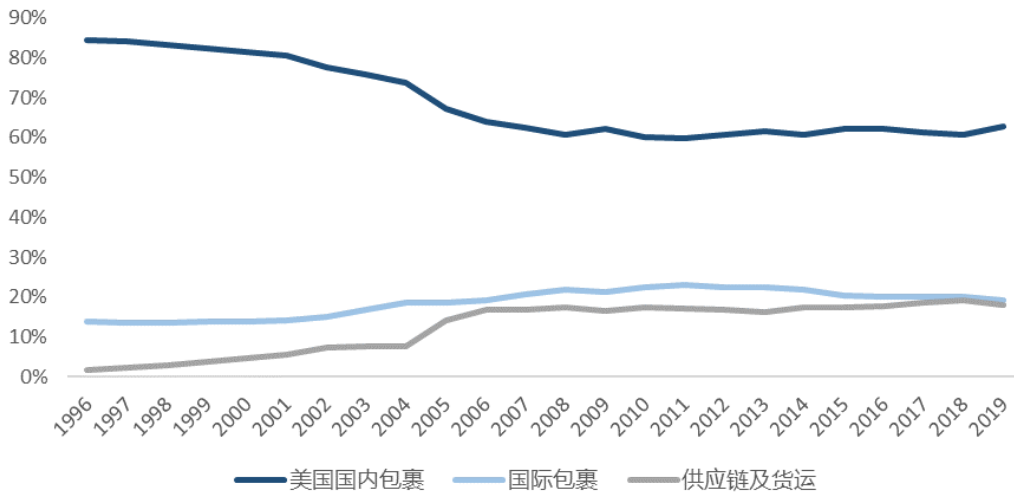
资料来源: 公司公告, 华创证券

3、财务情况：供应链业务收入占比已达 18%，成为新增长点

UPS 非包裹业务收入占比从 90 年代末期的个位数上升至 2019 年的 18.1%，营业利润贡献占比从个位数上升至 12%，尤其是 2005 年收购 Overnite Corp 拓展零担运输服务后收入和利润出现显著增长。

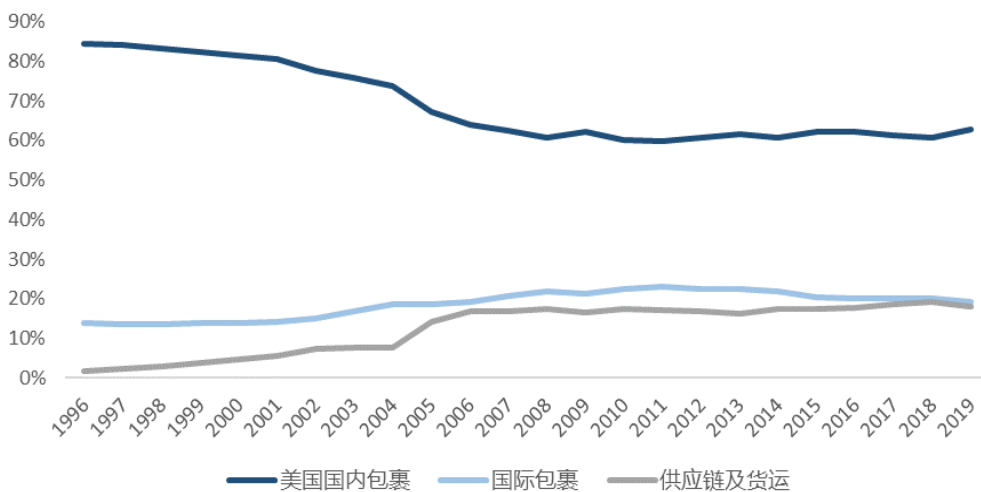
2019 年供应链业务板块中，货运代理业务收入占比 44%、物流增值服务收入占比 26%、零担运输服务占比 24%，其余业务占比 6%。

图表 56 UPS 历史业务收入结构



资料来源：公司公告，华创证券

图表 57 UPS 调整后历史营业利润结构

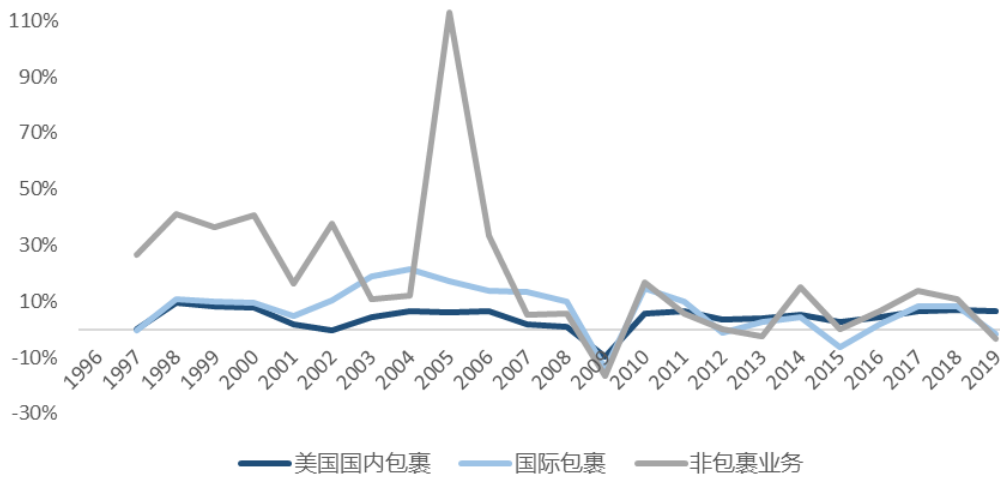


资料来源：公司公告，华创证券

2016年起，供应链及货运业务收入及营业利润增速已超过UPS传统包裹业务。

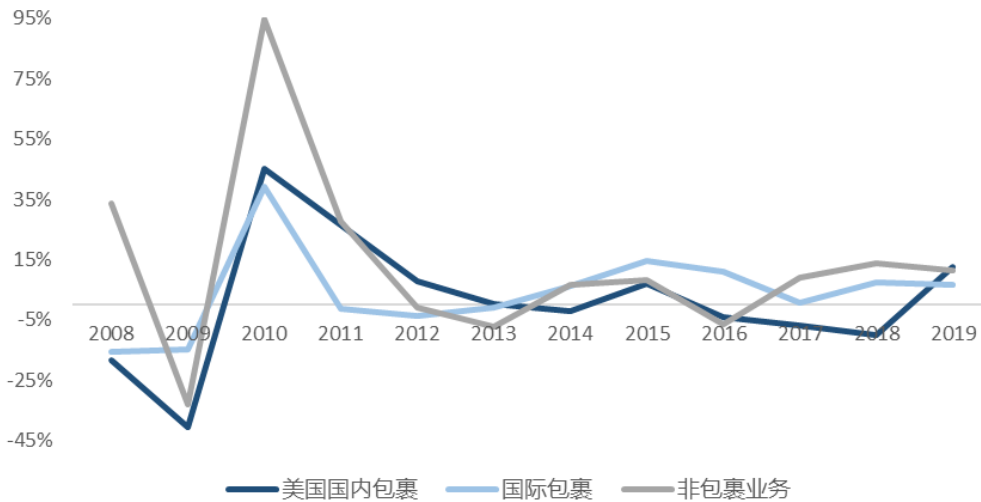
供应链业务的复杂性使得全球客户对于产品运输、分销、国际贸易及经纪、金融等相结合的服务需求。随着竞争的加剧，企业需要非常灵活且响应迅速的供应链以支持其战略及业务的变化，因此越来越多企业将非核心物流活动外包。UPS 通过提供多样化的产品满足客户需求，提升客户粘性，维持长期客户关系，同时进行交叉销售带动传统业务的增长。

图表 58 UPS 各业务收入增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 59 UPS 调整后各业务营业利润增速



资料来源：公司公告，华创证券

（二）顺丰：快速增长的快运业务及未来潜力更大的供应链业务

1、快速增长的快运业务：

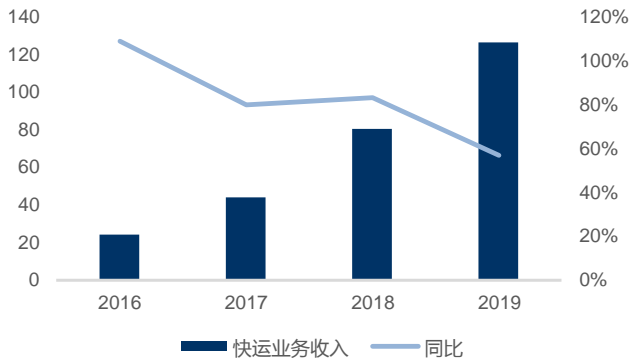
公司快运业务2019年实现收入127亿，同比增长57%，占收入比重为11.3%，我们预计2020年公司快运收入增速仍有望超过50%。

公司快运业务双网运营，高端业务由顺丰快运直营，中端市场则由顺心捷达加盟制方式运营。

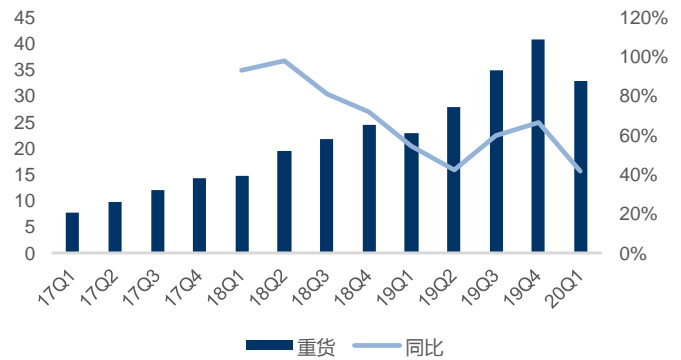
顺丰快运定位高时效、高质量及高服务体验的中高端市场，顺心捷达专注全网型中端快运市场，双品牌在运营模式及产品定位上互补。多年的深耕和培育，顺丰快运业务积累了大批类似华为、美的、海信等不同行业的龙头客户，这些优质客户不仅自身经营稳定，抗风险能力强，而且多元化的服务需求为顺丰快运的高速发展提供了良好的客户资源保障与持续动力。“顺心捷达”是顺丰控股子公司顺心快运的独立品牌，专注全网型中端快运市场。

顺丰快运与“顺心捷达”在运营底盘的融合上，初步实现转、运、派运营全流程的覆盖融合，拉近底盘场站的物理距离，推进线路的运力共享、资源共用，落地加盟网络覆盖助派。同时，实现了顺丰和顺心货物流、信息流和资金流的打通，促使快运与顺心捷达有效提升资源利用率。

截止2019年，顺丰快运拥有51个中转场、1300多个快运网点，业务覆盖全国31个省份，2019年日峰值货运量突破2.3万吨；顺心捷达截止2019年拥有加盟网点6000多个，直营场站171个，单日货运量最高达到1.1万吨。

图表 60 顺丰快运收入


资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 61 顺丰快运分季度收入增速


资料来源：Wind，公司公告，华创证券

目前快运板块已独立融资，引入战略投资者助力发展。北京信润恒、CCP、鼎晖新嘉、Genuine、Sonics II 与君联景铄，一致同意向顺丰快运提供总额 3 亿美元的可转债，符合条件下可以转为顺丰快运 1.5 亿普通股（100% 权益股权价值 30 亿美元）。对应 2019 年约 1.7 倍 PS。

图表 62 融资之后快运业务股权结构

股东名称	占比
泰森控股	47.94%
顺路物流	17.51%
SF Holding	12.12%
员工持股平台	13.33%
北京信润恒	0.48%
CCP	3.15%
鼎晖新嘉	0.55%
Genuine	0.55%
Sonics II	1.64%
君联景铄	2.73%

资料来源：公司公告，华创证券

2、潜力更大的供应链业务

公司2019年将供应链业务独立体现在收入中，19年该业务收入49亿，20H1约30亿，同比增长37%。但我们认为未来制造业企业外包或为大势所趋，而借助综合供应链业务，有机串联公司各项快递及物流服务，将打造公司核心竞争优势，即一站式为客户提供综合物流服务。

四、UPS 复盘启示 3：资本开支并非始终“洪水猛兽”

过往市场通常担忧资本开支对企业利润的影响，然而我们认为资本开支并非始终“洪水猛兽”，通常高峰过后对应利润率水平的提升，并且资本开支的投入也会进一步奠定自身竞争优势。

（一）UPS 经验看：资本开支并非始终“洪水猛兽”

根据UPS披露，其资本开支占收入比重中枢在7%左右，经历过几轮高峰和低谷：

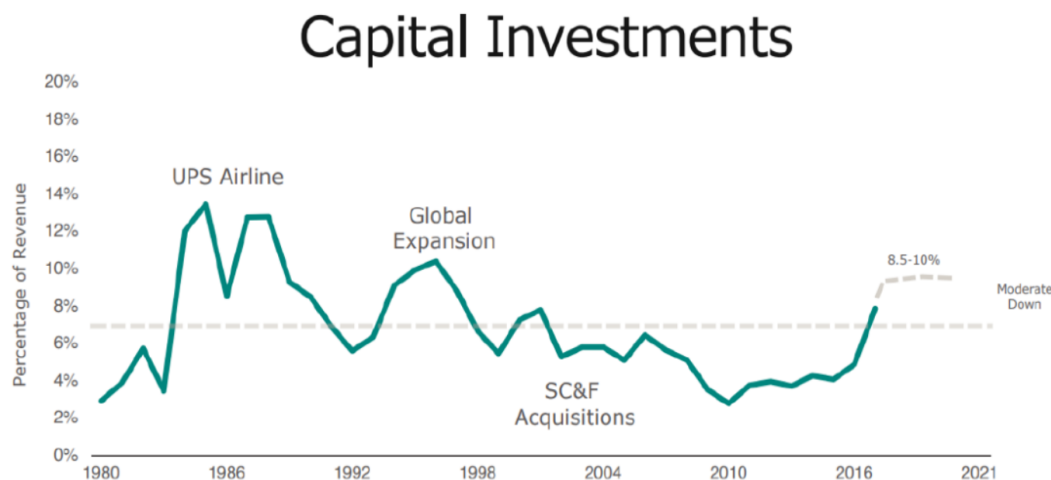
第一阶段：80年代资本开支高峰期，资本开支占比超过10%，主要为航空运力的增加；

第二阶段，90年代中期，资本开支高峰超过10%，主要为全球化扩张；

第三阶段：2016至今，资本开支占比底部回升，一方面为应对电商业务机会，投入30亿美元进行数十年来最重要的物流网络转型，并且在未来几年将持续加大对新的自动化设备、分拣能力及新技术的投入。另一方面继续对路易斯维尔机场进行改扩建。

上述过程可以发现并非始终处于高投入期，而是配合业务进程进行资本开支投入。而资本开支高峰过后通常也为利润率水平的提升。

图表 63 UPS 上市后资本开支变动情况



资料来源：公司公告，华创证券

从资本开支的结构来看：

2019年建筑和设备投入27.3亿美元，占比42.8%；飞机和零件投入18.9亿美元，占比29.6%；运输车辆投入9.9亿美元，占比15.5%；信息技术投入7.7亿美元，占比12.1%。

近20年对建筑和设备、机队、运输车辆、信息技术的平均投入比重分别为33.2%、30.3%、20.4%、16.1%。

1) 建筑和设备方面的投入经历了几个高峰：

2000年前后拓展非包裹业务（主要是供应链业务）操作中心；

2005-2006年启动10亿美元的路易斯维尔枢纽扩建工程；

2012年后UPS扩建了美国境内主要的分拨中心(从27个增加到33个)和国际业务分拨中心(从600+个增加到800+个),并在亚太地区新增5个航空枢纽(上海、深圳、香港、新加坡、韩国仁川);

2016年为应对电商业务机会,投入30亿美元进行数十年来最重要的物流网络转型,包括最新一期的路易斯维尔航空枢纽的扩建工程。

2) 机队方面的资本投入2016年以前呈下降趋势,主要由于机队的组建采取更轻的运营模式,短期租赁的飞机数量历年均高于自有或融资租赁,且成上升趋势。2009年后,UPS的自有机队中窄体机已全部退役,全宽体机的机队运力已经初步更新组建完成,新机订单逐步减少至0。

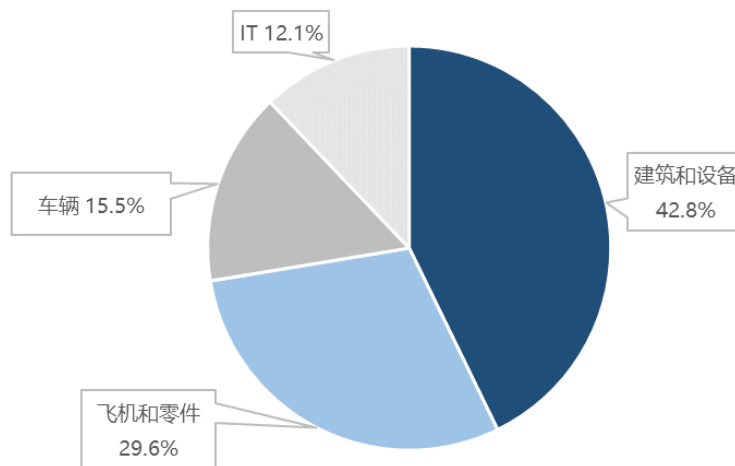
2016年后为配合运输需求的提升和新的电商件网络的建设,UPS开始增加新的宽体机订单。

3) 运输车辆方面的投入在2010年起占比大幅提升:

主要由于UPS开始大量引入环保的替代燃料运输车辆,从2010年的1914辆增加至超过10000辆;此外,资本开支结构变化也与业务结构变化相关,2012-2017年,地面业务收入增速超过空运业务,因此对车辆的投入占比超过机队。

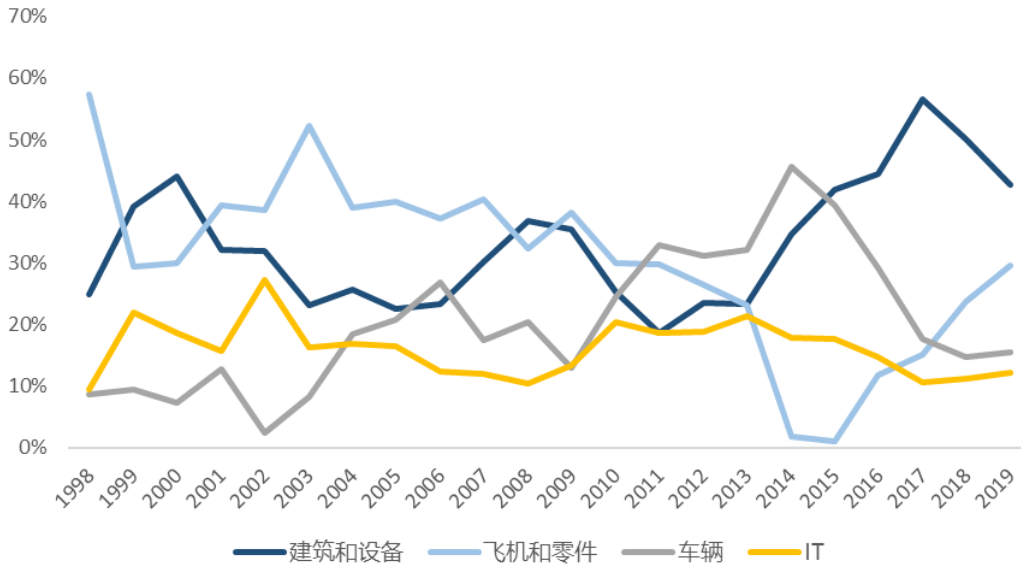
4) UPS一直非常注重对于信息技术的投入,历年资本投入占比在10%以上。

图表 64 2019年UPS资本开支结构



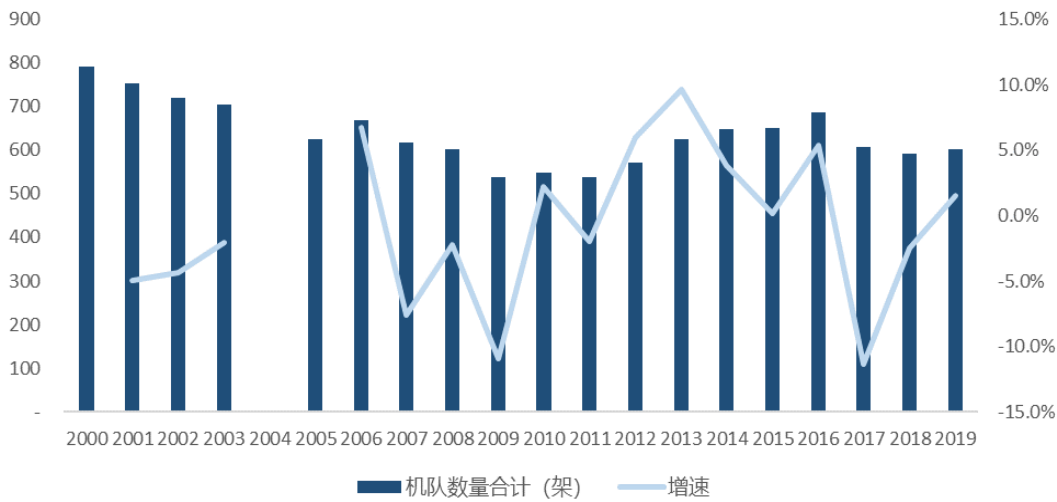
资料来源:公司公告,华创证券

图表 65 UPS 历年资本开支结构变化



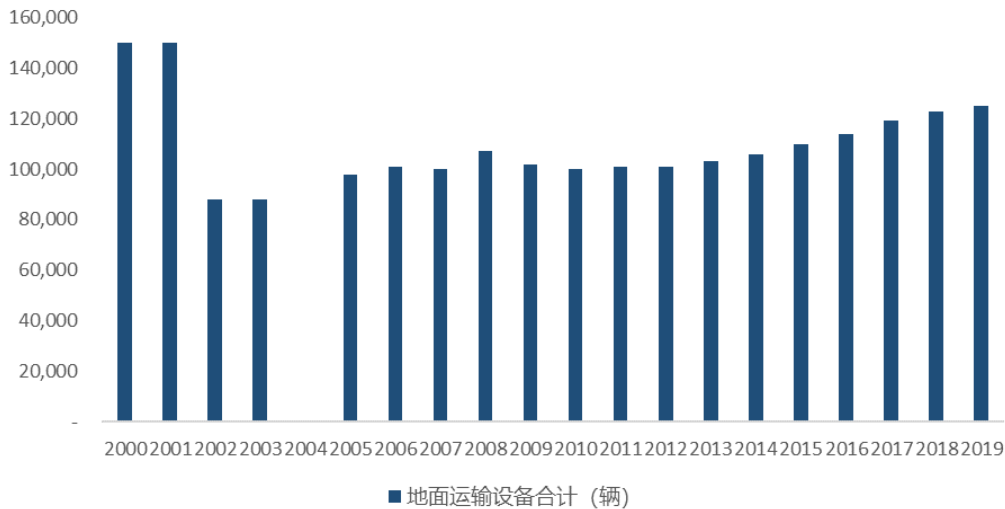
资料来源：公司公告，华创证券

图表 66 UPS 机队规模



资料来源：公司公告，华创证券

图表 67 UPS 地面运输设备规模



资料来源: 公司公告, 华创证券

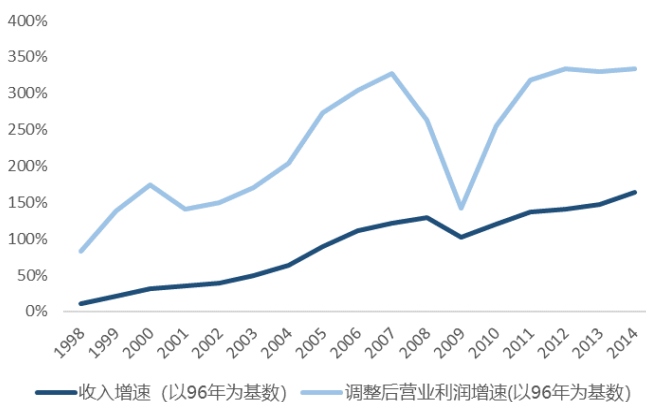
从资本开支与盈利情况对比来看,

我们按照公司上市前后至今的数据看:

第一阶段1998-2015年, 经历过19世纪80年代末到90年代初机队组建和全球业务扩张的资本开支高峰期, 资本开支占收入的比重整体呈现下降趋势, 调整后的营业利润增速高于营业收入增速, 业务量的上涨带来产能利用率的提升, 固定成本被摊薄;

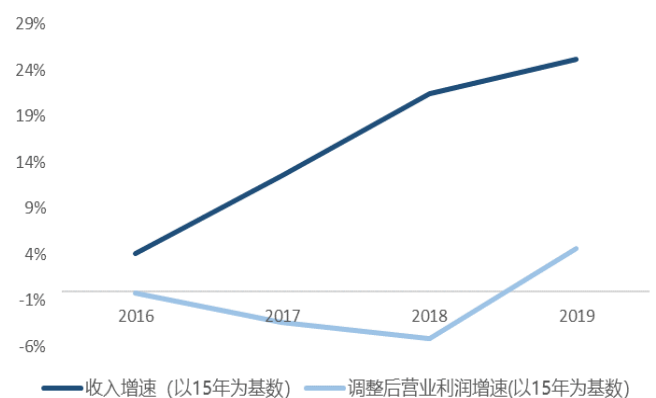
第二阶段2016至今, UPS为应对美国国内电商市场的高速增长, 加大资本开支力度, 进行全面的物流网络的转型, 将打造全球“智能物流网络”, 资本开支占比显著提升, 营业收入增速高于营业利润增速。

图表 68 第一阶段, 资本开支下降趋势



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 69 第二阶段, 资本开支上升趋势



资料来源: 公司公告, 华创证券

(二) 对顺丰的启示: 规模效应将使得先期投入提升效能

1、资本支出及员工角度看: 公司新增产能存在放缓迹象, 意味着可更多利用产能协同

1) 购置资产支出看：

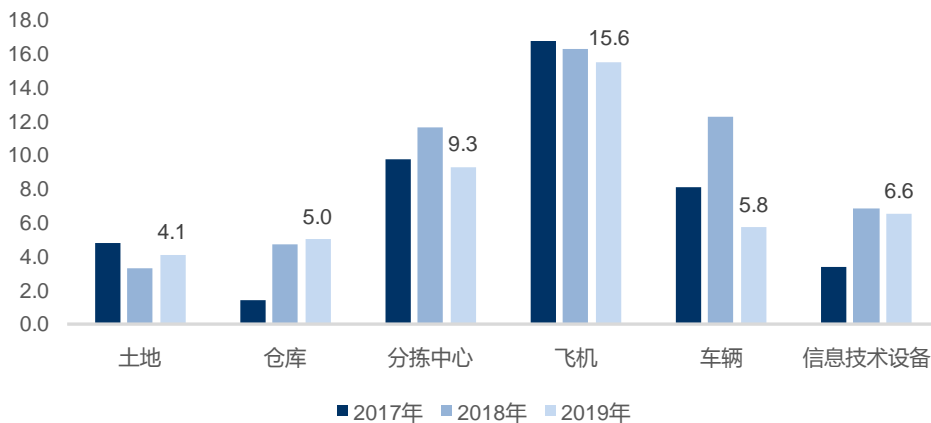
公司 2018H1-19H2 购置资产支出（不含股权投资）分别为 45、50、33 及 31 亿，剔除购置办公楼投入外，则分别为 29、27、32、29 亿，

分布看：我们以核心运营资产土地、仓库、分拣中心、飞机、车辆、信息设备来看，

2018 年公司对车辆投入高达 12 亿，仅次于飞机资产的投入，而 2019 年车辆投入为 5.8 亿。

19 年业务增量更多，而投入相对少，说明公司在利用部分现有资源，提升装载率。

图表 70 顺丰购置运营资产支出类别



资料来源：Wind、公司公告，华创证券

2) 收派员角度：

2017-2019 年底公司收派员分别为 21.3 万、29.1 万人及 32.03 万人，18 年大幅增长 37%，而 19 年仅增长 9.9%。说明公司也正在利用现有收派员的产能。

因此，我们认为时效件收入规模提升，并不意味着中转场，人工同比例提升，因公司本身产能利用率、人均效能等均并非处于高位，件量提升后会带来单票成本的下行。

2、我们预计规模效应会带来单票成本下行

1) 中转效能提升存空间

2019 年顺丰中转场 138 个（含枢纽级 9 个），是通达系的 2 倍，因此日均处理 9.6 万件，而通达系平均 36 万件，相当于通达的 27%，

但从网点角度，公司 1.8 万个网点，是通达系的 60%，因此公司日均处理 742 件，相当于通达平均的 9 成左右水平，领先公司的 7 成左右水平。相对差距并不大。

因此中转环节存在显著的提升空间。

2) 顺丰公司人均效能提升存空间

以公司 2019 年末 32 万快递收派员，业务量 48.3 亿件测算，相当于人均日（收）派件 41 件，而韵达、申通根据披露数据测算可人均派送 162 件，行业预计平均约 130 余件。顺丰日均人处理件量仅为通达的四分之一左右。

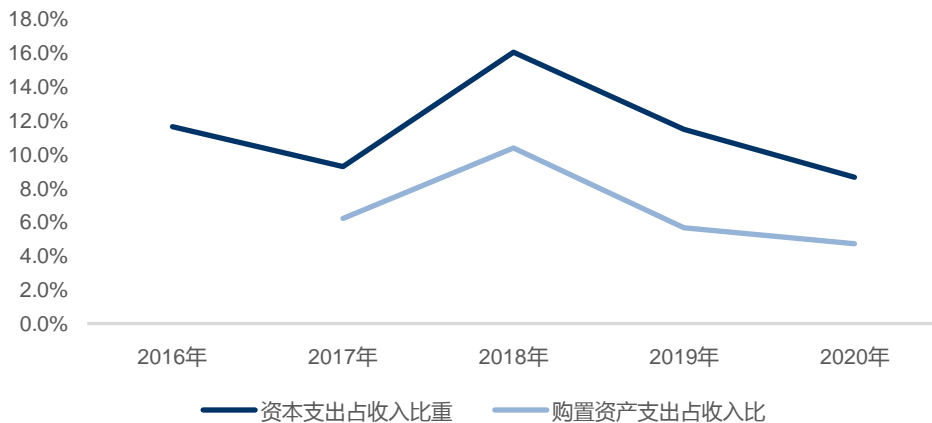
图表 71 公司效能与通达系比较

2019年	顺丰	韵达	申通	圆通	二通一达平均	顺丰相当于二通一达
快递量 (亿件)	48.3	100.3	73.7	91.15	88	55%
中转场个数	138	59	68	78	68	202%
中转场日均处理 (万件)	9.6	46.6	29.7	32.0	36	27%
网点个数 (万)	1.8	2.7	2.9	3.2	3	60%
网点日均处理 (件)	742	1000	696	780	821	90%
全网快递员 (万)	32	17	12		15	218%
人均派送 (件/日)	41	162	162		162	26%

资料来源: 公司公告, 华创证券

3、鄂州机场投产并达到一定状态后, 公司资本开支或进入下降周期, 以及公司收入底盘不断增长, 将共同推动净利率水平提升。

图表 72 顺丰资本支出占比



资料来源: 公司公告, 华创证券

五、投资建议及风险提示

1) 盈利预测:

维持 2020-22 年盈利预测, 即: 预计 2020-22 年实现归属净利分别为 73.7、91 及 110.8 亿, 对应 2020-22 年 PE 分别为 41、33 及 27 倍。

2) 投资建议:

延续我们对顺丰进行分部估值的思路: 即核心快递盈利业务给与 30 倍 PE, 新业务打包给予 1.7 倍 PS (参考快运业务 2 月对外融资时估值水平),

我们从更长维度考量, 认为公司到 2022 年:

核心快递业务: 预计超过 100 亿净利, (其中时效件预计 87 亿+特惠件预计 11 亿, 其他经济件同样有利润贡献), 该业务参考公司竞争优势及壁垒, 可给予 30 倍 PE, 对应 3000 亿市值;

新业务: 我们预计 2022 年至少约 568 亿收入, 按照 1.7 倍 PS, 对应约 1000 亿市值;

综合考量，在不考虑科技投入还原情况下，预计至少对应 4000 亿市值，而我们认为在 2021 年会完成该估值的切换。维持目标市值：1 年期目标市值 4000 亿，对应目标股价 89.9 元，强调“强推”评级。

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

图表 73 公司收入测算

亿元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	575	711	909	1,122	1,505	1,855	2,238
同比		24%	28%	23%	34%	23%	21%
速运物流收入	571	706	893	1,060	1,439	1,781	2,153
时效件	397	467	534	565	678	766	866
同比		18%	14%	6%	20%	13%	13%
经济件	121	148	204	269	442	589	719
同比		23%	38%	32%	64%	33%	22%
新业务	54	91	155	225	319	426	568
同比		70%	70%	45%	42%	34%	33%

资料来源：公司公告，华创证券测算

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	18,521	21,067	30,830	42,926
应收票据	43	58	71	86
应收账款	12,045	16,007	19,737	23,806
预付账款	2,654	3,576	4,422	5,349
存货	882	1,188	1,469	1,777
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	8,752	10,756	12,584	14,579
流动资产合计	42,897	52,652	69,113	88,523
其他长期投资	2,485	2,645	2,791	2,950
长期股权投资	2,222	2,222	2,222	2,222
固定资产	18,904	25,473	29,716	33,166
在建工程	3,116	2,616	3,116	3,616
无形资产	10,008	9,007	8,107	7,296
其他非流动资产	12,903	11,002	10,727	10,508
非流动资产合计	49,638	52,965	56,679	59,758
资产合计	92,535	105,617	125,792	148,281
短期借款	6,053	5,053	5,553	6,053
应付票据	30	40	50	60
应付账款	11,988	16,153	19,972	24,161
预收款项	670	900	1,109	1,338
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	2,092	1,800	1,900	1,700
其他流动负债	10,148	13,117	15,900	18,918
流动负债合计	30,981	37,063	44,484	52,230
长期借款	6,540	12,081	17,622	23,163
应付债券	10,598	8,000	7,500	7,500
其他非流动负债	1,922	1,942	1,922	1,933
非流动负债合计	19,060	22,023	27,044	32,596
负债合计	50,041	59,086	71,528	84,826
归属母公司所有者权益	42,420	46,602	54,513	63,921
少数股东权益	74	-71	-249	-466
所有者权益合计	42,494	46,531	54,264	63,455
负债和股东权益	92,535	105,617	125,792	148,281

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	9,121	11,126	14,060	16,811
现金收益	10,811	12,929	15,877	18,674
存货影响	-64	-306	-281	-308
经营性应收影响	-4,672	-4,699	-4,440	-5,038
经营性应付影响	4,333	4,404	4,039	4,429
其他影响	-1,287	-1,202	-1,135	-945
投资活动现金流	-14,049	-8,042	-9,500	-9,500
资本支出	-9,395	-9,943	-9,774	-9,719
股权投资	-18	0	0	0
其他长期资产变化	-4,636	1,901	274	219
融资活动现金流	7,372	-538	5,203	4,785
借款增加	9,021	1,651	5,641	5,841
股利及利息支付	-1,791	-2,169	-2,639	-2,762
股东融资	204	0	0	0
其他影响	-62	-20	2,201	1,706

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	112,193	150,660	185,771	224,065
营业成本	92,650	124,833	154,351	186,728
税金及附加	280	368	454	548
销售费用	1,997	2,384	2,752	3,228
管理费用	9,699	12,295	14,831	17,539
研发费用	1,193	1,601	1,973	2,380
财务费用	683	828	1,021	1,231
信用减值损失	-238	-400	-350	-50
资产减值损失	-179	-200	-150	27
公允价值变动收益	350	160	150	150
投资收益	1,076	865	865	865
其他收益	740	812	823	844
营业利润	7,409	9,583	11,722	14,243
营业外收入	212	120	200	200
营业外支出	195	193	180	150
利润总额	7,426	9,510	11,742	14,293
所得税	1,801	2,283	2,818	3,430
净利润	5,625	7,227	8,924	10,863
少数股东损益	-172	-145	-178	-217
归属母公司净利润	5,797	7,372	9,102	11,080
NOPLAT	6,142	7,856	9,699	11,798
EPS(摊薄) (元)	1.30	1.66	2.05	2.49

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	23.4%	34.3%	23.3%	20.6%
EBIT 增长率	31.8%	27.5%	23.5%	21.6%
归母净利润增长率	27.2%	27.2%	23.5%	21.7%
获利能力				
毛利率	17.4%	17.1%	16.9%	16.7%
净利率	5.0%	4.8%	4.8%	4.8%
ROE	13.6%	15.8%	16.8%	17.5%
ROIC	14.7%	16.5%	16.5%	16.6%
偿债能力				
资产负债率	54.1%	55.9%	56.9%	57.2%
债务权益比	64.0%	62.1%	63.6%	63.6%
流动比率	138.5%	142.1%	155.4%	169.5%
速动比率	135.6%	138.9%	152.1%	166.1%
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.4	1.5	1.5
应收账款周转天数	31	34	35	35
应付账款周转天数	39	41	42	43
存货周转天数	3	3	3	3
每股指标(元)				
每股收益	1.30	1.66	2.05	2.49
每股经营现金流	2.05	2.50	3.16	3.78
每股净资产	9.54	10.48	12.25	14.37
估值比率				
P/E	52	41	33	27
P/B	7	6	5	5
EV/EBITDA	22	18	15	13

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

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

高级分析师：刘阳

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

分析师：王凯

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

华创证券机构销售通讯录

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

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

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

行业投资评级说明:

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

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

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

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

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

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

华创证券研究所

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