

顺丰控股 (002352.SZ)

步步为营，消费行业基础设施服务商雏形初显

核心观点：

- 梯度化产品背后实质是顺丰 IT 和各类资产复用所形成的体系化输出能力，由此带来在电商件的高中低端市场同时赚取利润的能力。同时，对品牌商赋能需要以底层数据统一化、多维度利用为依托，这亦是下沉电商件市场战略意图所在。我们预计顺丰电商件成本有潜力降至 4.75-5.72 元左右，对应市场潜在毛利空间约 53 亿元以上。
- “供应链服务商”的本质是企业内部能力规模化、复用化，对外模块化、系统化输出，相当于扮演了产业链上下游“大中台”角色。囿于美国地广人稀、人工成本昂贵、制造业空心化，美国消费行业信任关系逐步向渠道商转移，渠道商主导供应链降本增效的过程。中国消费行业价值链条正经历从渠道商到生产商切换，通过中立第三方垂直供应链服务商提供全渠道物流服务，提升库存、仓储及运输综合利用效率及响应速度将成为品牌商优化供应链更具成本效率方式，以顺丰为代表的垂直物流服务商价值凸显。
- 顺丰具备长期投资价值的关键在于坚守时效件基本盘基础上获得以下突破：（1）IT 技术赋能，公司产品体系颗粒度进一步细化，电商件市场渗透率与盈利能力同步提升；（2）规模效应与成本效率改善共振，成本控制 and 效率提升的可持续性带来利润稳健增长；（3）供应链赋能效果初显，完成公司从快递企业向消费行业基础设施服务商转型，综合物流产品孵化体系的成功运作带来估值溢价。
- **盈利预测与投资建议：**预计 20-22 年归母净利润分别为 75/89/109 亿元，对应 EPS 分别为 1.66、1.96、2.39 元/股，按最新收盘价计算 PE 分别为 41x、35x、29x。综合考虑可比公司估值及顺丰综合物流产品体系带来估值溢价，给予对应 2020 年 45 倍 PE，合理价值 74.7 元/股。
- **风险提示。**时效件增速不及预期；快递价格战加剧；新业务持续亏损。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	90,943	112,193	152,992	190,652	234,070
增长率（%）	27.6	23.4	36.4	24.6	22.8
EBITDA（百万元）	8,333	10,846	12,102	15,397	19,809
归母净利润（百万元）	4,556	5,797	7,544	8,937	10,888
增长率（%）	-4.6	27.2	30.1	18.5	21.8
EPS（元/股）	1.03	1.31	1.66	1.96	2.39
市盈率（P/E）	31.76	28.32	41.46	35.00	28.72
ROE（%）	12.4	13.7	15.7	15.7	16.1
EV/EBITDA	17.38	15.76	26.03	20.30	15.63

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

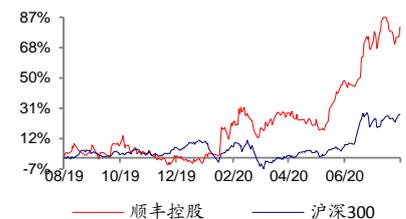
公司评级

当前价格	68.64 元
合理价值	74.7 元
前次评级	增持
报告日期	2020-08-18

基本数据

总股本/流通股本（亿股）	45.56/44.90
总市值/流通市值（亿元）	3053/3008
一年内最高/最低（元）	70.93/36.45
30 日日均成交量/成交额（百万）	20.52/1388
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	50.53/51.00

相对市场表现



分析师：

曾靖珂
SAC 执证号：S0260520050002
021-60750602
zengjingke@gf.com.cn

分析师：

郭镇
SAC 执证号：S0260514080003
SFC CE No. BNN906
010-59136622
guoz@gf.com.cn

请注意，曾靖珂并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人：

徐君
xjun@gf.com.cn

目录索引

一、综合物流服务商的禀赋：对外赋能的能力需要企业强大中台的支撑.....	5
二、电商件：理清思路，唯快不破.....	6
（一）时效件的困局：物流公司品牌价值的本质是成本效率.....	6
（二）寻找破局点：特惠件是击穿下沉市场的利刃.....	7
（三）成本效率还有很大优化空间，全场景、全渠道的产品矩阵需要生态开放.....	14
三、消费行业供应链服务商的路径探索：美国快递巨头发展不温不火，顺丰仍需自我突围.....	18
（一）美国：零售商实际上扮演了产业链“供应链服务商”的角色.....	18
（二）末端配送效率是核心难题，经济地理形态以及人工成本是约束因素.....	21
（三）C2C 模式是在中国效率更高的网络形态，电商物流外包大势所趋.....	25
四、中期阶段目标展望：切换赛道，向消费行业基础设施服务商迈进.....	25
（一）产业趋势：从消费供应链到制造业供应链路径清晰.....	25
（二）电商巨头获取上游供应链话语权之路：品牌孵化是核心要素.....	27
（三）顺丰的第三方垂直供应商之路：最大的竞争对手是自己.....	31
五、盈利预测和投资建议.....	33
六、风险提示.....	35

图表索引

图 1: FedEx 快递单件成本对比 (美元)	7
图 2: 顺丰和通达百的毛利率、三费率	7
图 3: 2019 年顺丰业务量结构	7
图 4: 2019Q4 特惠专配件量占到经济件 50%	7
图 5: 美国航空快递价格战的主要参与者	8
图 6: 1985 年 UPS 市占率 15% 位居行业第二	9
图 7: 1994 年隔夜航空件市场 CR3 达到 70%	9
图 8: 首轮价格战 (1982-1989) FedEx 单价累计降幅 38%	9
图 9: 次轮价格战 (1992-1995) 单价累计降幅 15%, 低于首轮	10
图 10: 价格战下仅 UPS 保持整体净利率稳定	10
图 11: 1986-1996 年间, FedEx、UPS 和 Airborne 营收及其增速	11
图 12: 1986-1996 年间, FedEx、UPS 和 Airborne 利润及其增速	11
图 13: 1990-1999 年美国 Ground 业务市场的各家快递公司的市占率情况	11
图 14: 预计 2045 年顺丰的航空网络	13
图 15: 快递上市公司研发费用率	14
图 16: 日均 1000 万件的规模下快递全链路成本拆分 (元/件)	15
图 17: 电商各价格带商品销量占比	16
图 18: FedEx 航空装载率测算	17
图 19: UPS 营业利润结构 (百万美元)	18
图 20: DHL 息税前利润结构 (百万欧元)	18
图 21: DHL 供应链客户结构 (2018)	19
图 22: CEVA 供应链客户结构 (2018)	19
图 23: 美国超市行业的集中度持续提升	20
图 24: 1980-1989 年美国各业态日杂销售额占比	20
图 25: 沃尔玛物流配送中心运作模式 (Hub-and-Spoke, “轴辐模式”)	20
图 26: 美国制造业 GDP 增加值占比逐渐下降	21
图 27: 亚马逊的 5 个欧洲站点上的中国卖家占比 (2019)	21
图 28: 亚马逊的 5 个欧洲站点上中国卖家使用 FBA 的情况 (2019)	21
图 29: 2017 年美国各电商平台 GMV 情况	23
图 30: 2017 年各大快递公司配送亚马逊电商件占比	23
图 31: 亚马逊业务占 UPS 营收 4.87%	23
图 32: 亚马逊业务占 FedEx 营收 2.20%	23
图 33: 中美人口密度对比 (2016, 人/平方千米)	24
图 34: 中美快递员数量和薪资对比 (2016, 美元/小时, 万人)	24
图 35: 主要快递企业件量日均件量 (2019, 万件)	25
图 36: 京东、唯品会单位履约费用 (元)	25
图 37: 电商产业链核心节点的迁移	26
图 38: 品牌的短链化空间大, 白牌仍在探索阶段	27
图 39: 渠道短链化难度较高, 对上游话语权参差不齐	27

图 40: 全渠道对消费者购买决策的影响.....	27
图 41: 京东发展初期奉行的十节甘蔗理论.....	28
图 42: 大量合作伙伴充实 AWS 场景案例.....	29
图 43: 亚马逊 2019 年度营收结构.....	29
图 44: 2018 年中国数字化工厂所占比例为欧美的一半左右.....	29
图 45: 京东对零售价值链上游的渗透还相对较弱.....	30
图 46: 淘工厂合作模式—以规模化供给解决定制化问题.....	30
图 47: 顺丰业务全景图.....	32
表 1: 1988 年-2004 年间, UPS 主要技术投入.....	12
表 2: 顺丰时效的产品层次化.....	13
表 3: 中通电商件产品的颗粒度低于顺丰产品的颗粒度.....	13
表 4: 三通一达汇总数据.....	15
表 5: 顺丰航空装载率模拟测算.....	17
表 6: 顺丰每日人均快递量测算.....	18
表 7: 中美电商快递市场对比.....	22
表 8: FedEx、UPS 与 USPS 之间的合作.....	24
表 9: 2019 年 3 磅 (约 1.36 千克) 货物 FBA 服务价格与快递商价格对比 (美元)	24
表 10: 顺丰营收、毛利预测 (单位: 亿元).....	34
表 11: 快递可比公司 PE\PB 估值情况可比 (股价统计截至 2020 年 08 月 17 日收 盘).....	35

一、综合物流服务商的禀赋：对外赋能的能力需要企业强大中台的支撑

从表层数据看，综合物流是快递巨头的发展终局，但是，做大综合物流（重货、冷链、货代、供应链、合同物流）是全球范围的困局。近年来，UPS、FedEx、DHL的综合物流业务收入CAGR不到10%。DHL综合物流利润几乎无增长，仅UPS在2012年以后略有增长。

然而，供应链服务商角色的本质究竟是什么？我们借用丰田供应链专家安纳兹·艾弗在《丰田供应链管理》中的观点：“借助上下游网络的合力，获得成本、质量和时效性的完美平衡就是供应链管理追求的终极目标”。换言之，供应链本质上是产业链上下游的需求链状网络，通过不断提升上游效率和下游体验来优化行业整体效率。

实际上，由于不同行业产业链上下游的议价能力并不相同，并导致在不同行业内部最终由哪个环节（原材料生产商/品牌商/渠道商等）来最终扮演“供应链服务商”的角色，差别巨大。而如果这一角色最终由第三方垂直服务商来承担，那么这一能力的实质就表现为垂直服务商的内部能力规模化和复用化的产物对外模块化、系统化输出，这一能力相当于扮演了产业链上下游“大中台”的角色。

在本文中，我们截取了美国零售行业的“杂货商铺→百货中心→连锁超市/大卖场→电商平台”业态转变过程中的一些片段，以此作为当下中国物流行业的映射和对比，并认为：随着美国制造业空心化，美国消费行业货源地从国内转至国外，行业的信任关系逐步向渠道商转移，并由渠道商（线上亚马逊、线下沃尔玛以及Costco等等）主导供应链降本增效的过程，即美国零售商实际上扮演产业链“供应链服务商”的角色。对比来看，中国当下的消费行业价值链条正在经历从渠道商到生产商的切换过程。通过中立第三方的垂直供应链供应商提供全渠道的物流服务，建立线上线下一体化的物流体系，提升库存、仓储及运输的综合利用效率及响应速度将成为品牌商优化供应链更具成本效率的方式，以顺丰为代表的垂直物流服务商价值凸显。

市场关注顺丰在电商件层面的潜在市场空间、产品体系等等，我们却认为：无论是高端电商件（在公司时效件产品体系内），还是特惠件，都不过是顺丰转型成为消费行业垂直第三方服务商的“工具产品”而已——顺丰长期需要探索的是将自身能力（包括物流产品和技术工具等）在内部建设完成后对外赋能和跨行业复用，这种对外赋能的能力从长期看需要强大中台的支撑和组织结构的进一步调整。举例来看，我们看到阿里自2015年提出中台化战略之后，经过3年多的改造阿里中台已经实现公共业务和技术组件横向打穿，为阿里前台业务提供高效运转和迭代的支撑。技术实现突破的先决条件是对底层数据的统一化、多维度的利用，只有技术和数据能力的强大才有强大的中台支撑，对品牌商赋能才成为可能，而这才是顺丰下沉电商件市场的原有之意。

我们认为，顺丰的综合物流服务商之路还处在相对早期的阶段，但长期发展来看是必经之路。电商件产品体系正不断磨砺着公司自身的基础设施和业务流程，提高用

户体验；当多元化、差异化的产品体系能够很好的服务于品牌商之后，顺丰将更加具备持续的产品孵化、赋能品牌商的能力。另外，IT建设也是顺丰成为综合服务商的先决条件，但我们相信，当品牌商形成对顺丰的多样化产品体系的深度粘性，模块化、系统化的资产复用价值将成为顺丰实现供应链能力复用和对品牌商赋能、降本增效的利器。电商件产品是顺丰成为消费行业垂直物流服务商不可或缺的环节；快运、同城、冷链等供应链产品矩阵是公司提升想象空间和估值溢价的着力点。

我们认为，顺丰具备长期投资价值的关键在于坚守时效件基本盘的基础上获得以下的突破：（1）IT技术赋能，公司产品体系的颗粒度进一步细化，下沉电商件市场有望带动渗透率与盈利能力同步提升；（2）规模效应与成本效率改善共振，成本控制
和效率提升的可持续性带来利润稳健增长；（3）供应链赋能效果初显，完成公司从快递企业向消费行业垂直供应商转型，综合物流产品孵化体系的成功运作带来估值溢价。

二、电商件：理清思路，唯快不破

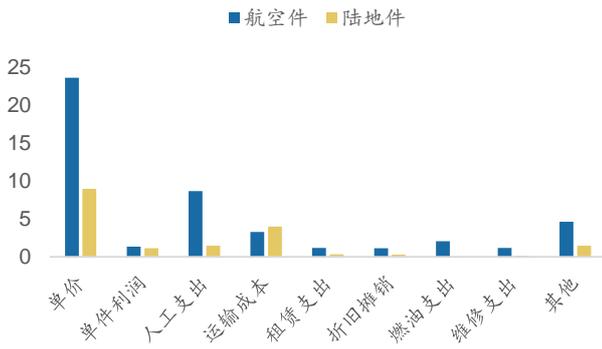
（一）时效件的困局：物流公司品牌价值的本质是成本效率

市场对顺丰竞争壁垒来源的常见解释是“品牌”价值，但我们却认为：“品牌”仅仅是理解顺丰资产价值的“表层维度”而已，时效件产品内在价值的核心仍旧是：形成对高时效、高安全敏感性的客户群的“成本-效率”的供给最优匹配模式。换言之，通达在电商件市场不断优化供给端成本效率，顺丰在时效件市场不断优化成本效率，在各自的利基市场形成份额和盈利能力上的比较优势，并逐步进行交叉渗透。

顺丰原有的时效件市场，其商务快递的内容为商业票据、文件、证件等内容，在宏观经济增速处于较高增速的阶段，公司的商务件增速维持着相当于2-3倍的GDP增速。对顺丰而言，时效件是一个利基市场，规模不足电商件的25%，均价比电商件高3倍，成本结构迥然不同，无法直接比较。实际上，顺丰时效件毛利率超20%（参考2013年），明显高于通达百电商件。（参考我们之前发布的研报《全链路视角下的快递成本优化——结构与空间》）

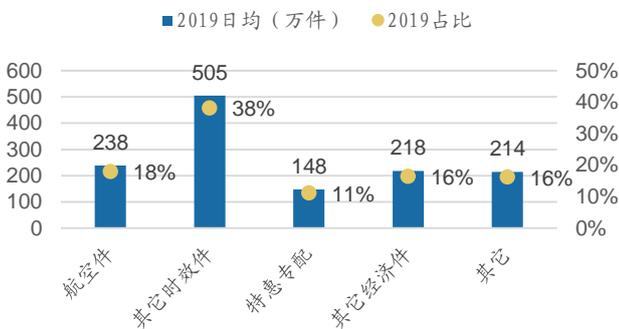
然而，宏观经济景气度下滑、商务函件增速放缓、竞争对手的上攻策略、资本市场对于顺丰更加苛刻的审视，都从外部对顺丰造成了多重压力。然而，压力的背后实际也反映出商务函件市场的成长天花板，以及公司为满足安全和时效的“差异化”的竞争思维带来的资产利用率低下、运营冗余的问题。因此，顺丰在19年开始转换发展逻辑，开始从差异化竞争思维视角向成本效率视角迁移。

图1: FedEx快递单件成本对比(美元)



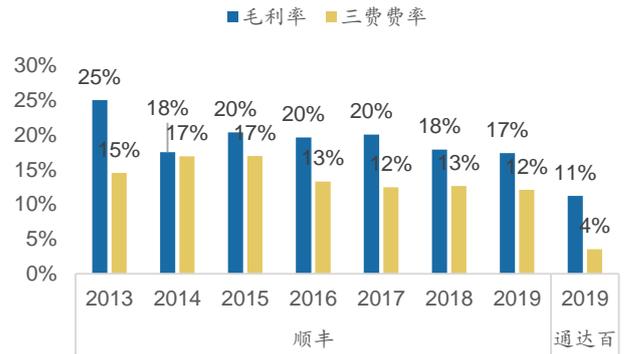
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图3: 2019年顺丰业务量结构



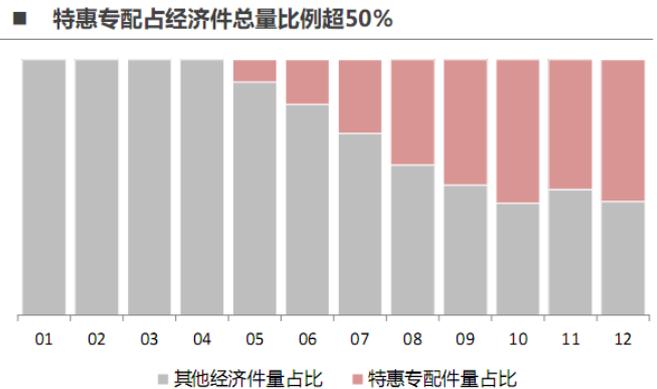
数据来源: 2019顺丰控股业绩发布会材料, 广发证券发展研究中心

图2: 顺丰和通达百的毛利率、三费率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 2019Q4特惠专配件量占到经济件50%



数据来源: 2019顺丰控股业绩发布会材料, 广发证券发展研究中心

(二) 寻找破局点: 特惠件是击穿下沉市场的利刃

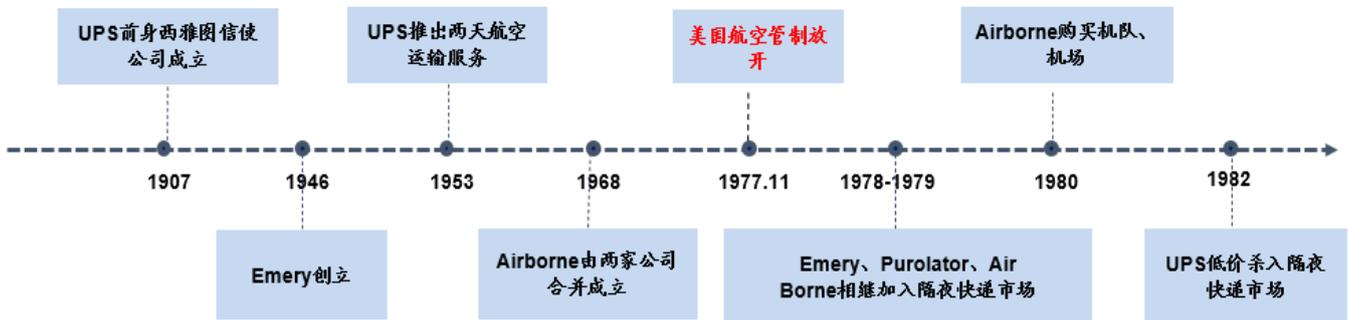
2019年以来, 基于填仓角度考虑, 公司针对电商件市场推出“特惠件”。这自然不是公司在电商市场的第一次尝试。从产品定位看, 特惠专配主要针对电商大客户, 由销售直接对接, 未在官网挂出, 价格预计低于其陆运标快; 在运营方面, 坚持直营模式对末端强管控, 而在干网上则着力于快慢分离, 并新建中转场, 规划至年底达到1000万日均。

我们借用美国航空快递市场的价格战案例来解读顺丰特惠件业务的战略定位。我们认为: 电商特惠件、仓配件以及时效件等等, 本质上都是顺丰在电商件市场持续推出新业务、新产品的外在形态而已, 梯度化产品设计能力的背后实际是顺丰IT技术和各类资产的复用能力所形成的体系化输出能力, 并由此带来在电商件的高中低端市场持续赚取利润的能力, 这最大程度上考验一个企业的市场战略制定和执行能力。

让我们先来分析一则上世纪80年代快递行业价格战的经典案例: 1947年半导体问世以来, 电子信息化革命进入了高潮, 软件行业以及以此为基础的半导体仪器设备开始逐渐发展起来。时势造英雄, 制造业快递兴起, 为FedEx开疆拓土孕育了机会。隔夜快递市场高速增长吸引新进入者, UPS入局正式开启激烈价格战。从1982年UPS进入航空快递领域开始, 价格战持续了12年, 中间仅1991年有过一次行业提价, 价格

战结束时UPS成为最大受益者。

图5: 美国航空快递价格战的主要参与者



数据来源:《The Evolution of The Small Package Express Delivery Industry,1930-2010》, Charles W.L.Hill (University of Washington), 广发证券发展研究中心

1982年-1989年、1992-1995年两次价格战均由UPS主导,其他竞争对手随后跟上,对B端的大客户定价对标UPS进行。价格战结束的标志是UPS在1995年再一次降价,但是行业竞争对手并未跟上,随后竞争格局趋于稳定。价格战结束时,FedEx、UPS、Airborne的市占率分别达到35%、26%、9%,分别较1985年变化-2pcts、+11pcts、+1pcts,UPS成为最大受益者,CR3合计达70%。至此,隔夜航空市场竞争格局基本清晰。

价格战下龙头盈利分化: UPS业绩稳定, FedEx营收与利润出现负增长。第一轮价格战期间, FedEx单票收入由81年的26.29美元/件降至89年的16.28美元/件,以年均6%的降幅连续8年下跌;期间,毛利率从1982年的40%降至1989年的25%。第二轮价格战期间, FedEx单票收入经历两年回升后又从1991年的17.33美元/件降至95年的14.62美元/件,年均降幅4.2%,略低于首轮。价格战压力下, 1992年FedEx营收同比减少1.8%至75.5亿美元,公司成立以来首次负增长,再加上国际、重货、供应链等新业务效益不佳,当年净亏损1.14亿美元。与之形成对比的是UPS营收与净利润均保持稳定,价格战期间净利率基本在4.5%-5%之间,主要系其Ground业务处于绝对领先,地面快递的稳定利润能够有效补贴航空快递业务的扩张。

图6: 1985年UPS市占率15%位居行业第二

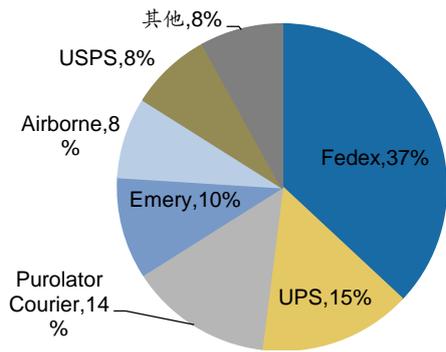
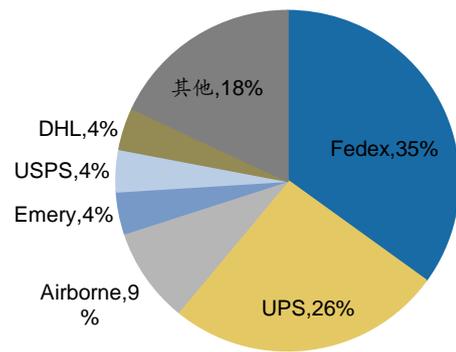


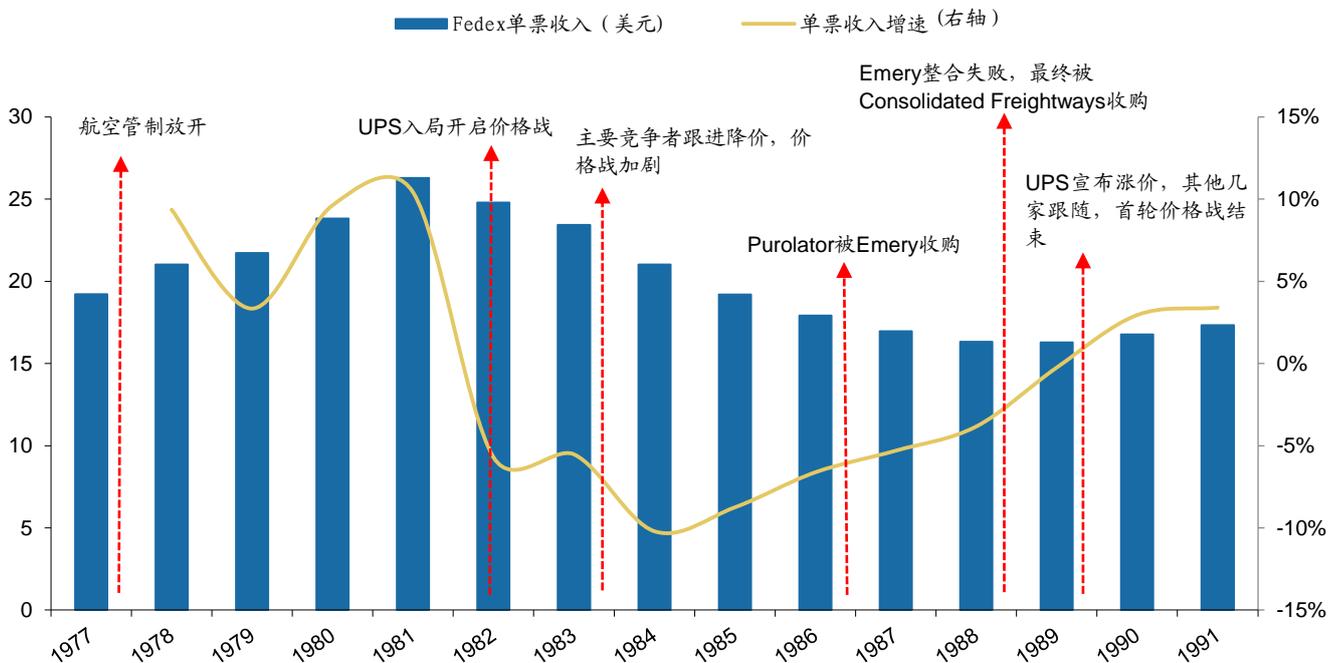
图7: 1994年隔夜航空件市场CR3达到70%



数据来源:《The Evolution of The Small Package Express Delivery Industry,1930-2010》, Charles W.L.Hill (University of Washington), 广发证券发展研究中心

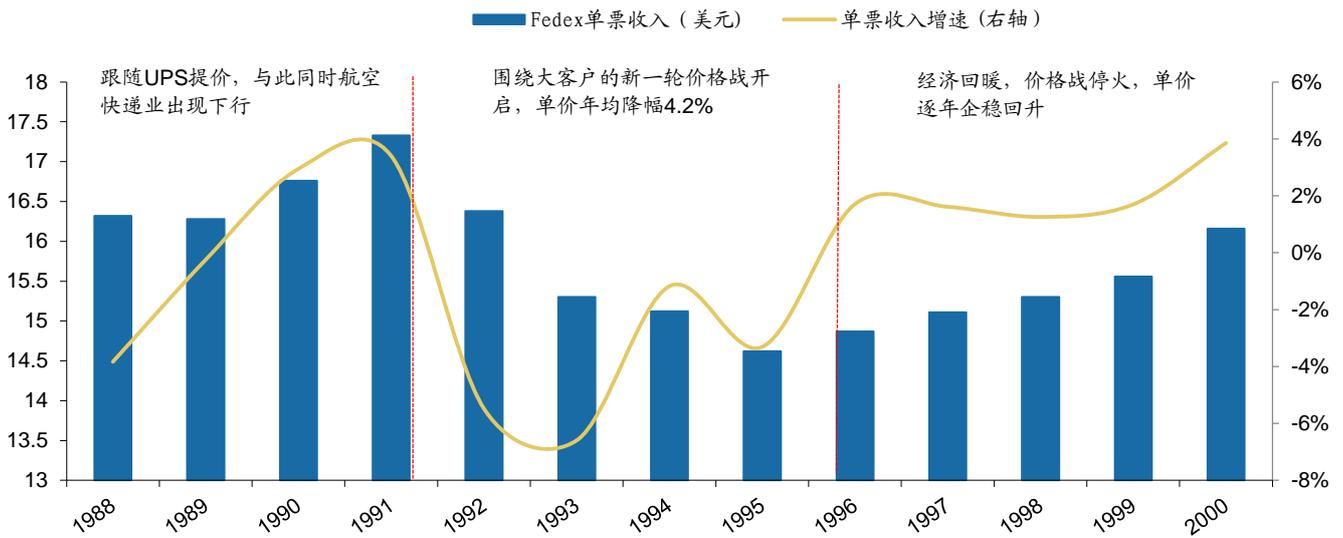
数据来源:《The Evolution of The Small Package Express Delivery Industry,1930-2010》, Charles W.L.Hill (University of Washington), 广发证券发展研究中心

图8: 首轮价格战(1982-1989) FedEx单价累计降幅38%



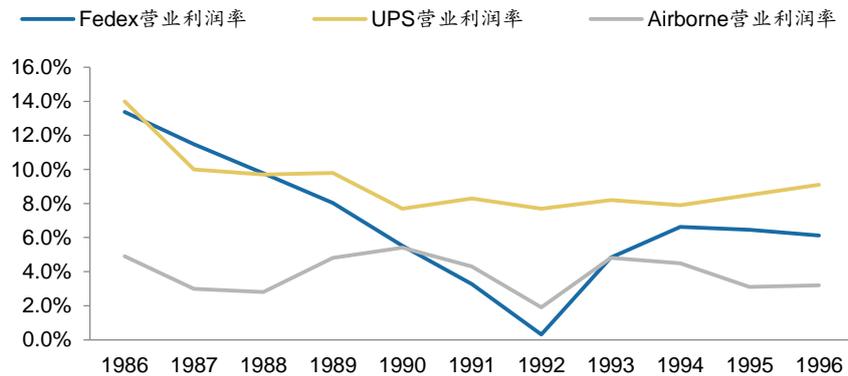
数据来源:《The Evolution of The Small Package Express Delivery Industry,1930-2010》, Charles W.L.Hill (University of Washington), 广发证券发展研究中心

图9: 次轮价格战 (1992-1995) 单价累计降幅15%，低于首轮



数据来源: 《The Evolution of The Small Package Express Delivery Industry,1930-2010》, Charles W.L.Hill (University of Washington), 广发证券发展研究中心

图10: 价格战下仅UPS保持整体净利率稳定



数据来源: 《The Evolution of The Small Package Express Delivery Industry,1930-2010》, Charles W.L.Hill (University of Washington), 广发证券发展研究中心

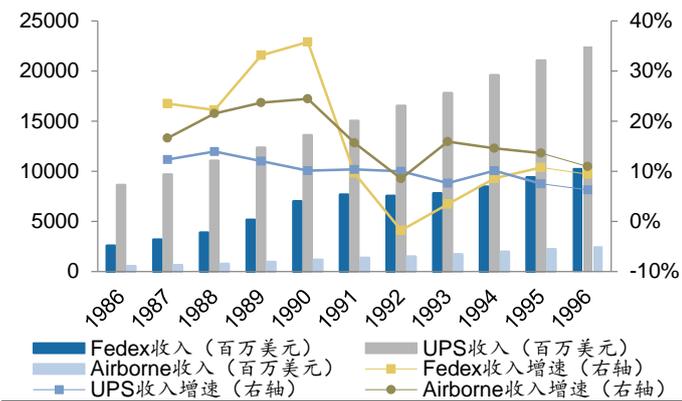
UPS后发优势源于利基市场、技术创新和差异化服务三方面:

1. Ground业务处于绝对领先地位, 地面业务的稳定利润能够有效补贴航空快递业务的扩张。1986年, UPS收入体量为86亿美元, 为FedEx当年收入的3.35倍; 净利润为6.69亿美元, 为FedEx当年利润的5.07倍。从市占率的情况看, 20世纪90年代, UPS在Ground市场的市占率超80%, 预计业绩主要由Ground业务贡献。

2. 物流技术竞争贯穿于价格战始末, 是快递公司价格竞争背后重要的支撑。UPS早期主要关注于业务扩张, 整体技术水平落后于FedEx。经过一系列的技术创新和应用, 1997年, UPS基本填补了大部分技术空白; 到1999年, UPS可以处理六倍于FedEx的在线追踪请求。

3.价格战期间，FedEx与UPS展开服务、产品的拉锯战，表现为持续推出新产品、新服务以及加快交货速度的同时，提供旨在削弱对方服务的担保等方面。举例来看，FedEx于1997年开始提供三天的送货服务，这是UPS自1993年以来提供的产品。1998年，UPS通过提供无需额外费用的有保证交付，削弱FedEx的“绝对、积极”保证。

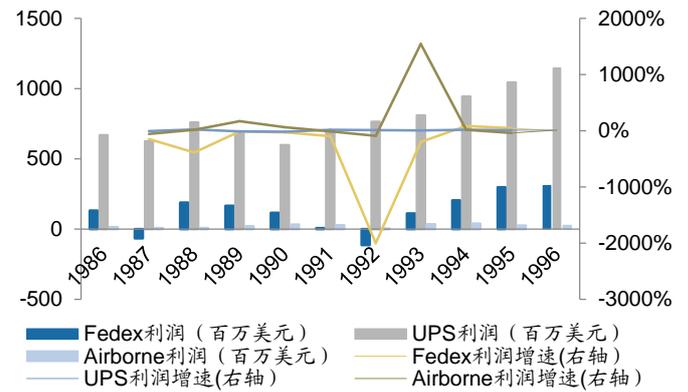
图11: 1986-1996年间，FedEx、UPS和Airborne营收及其增速



数据来源：《Airborne Express》（Harvard Business School），

广发证券发展研究中心

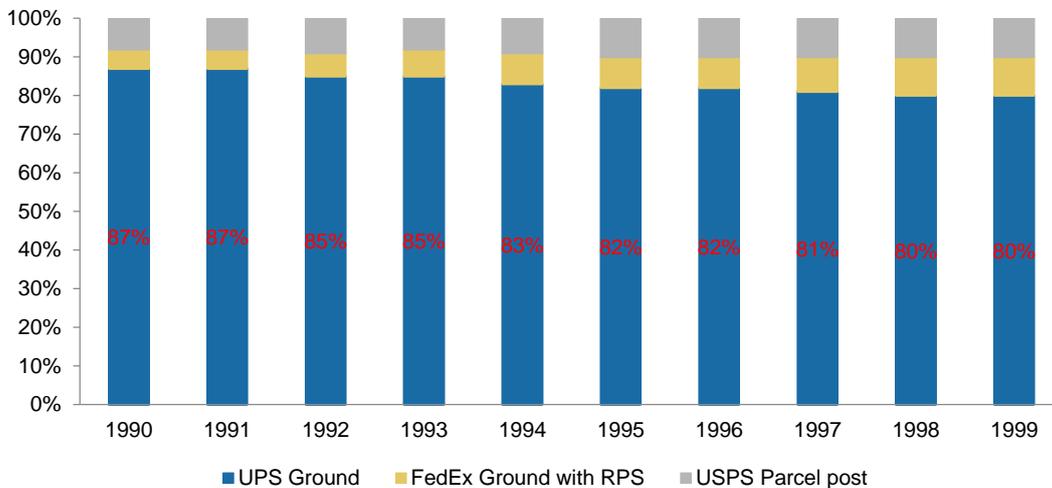
图12: 1986-1996年间，FedEx、UPS和Airborne利润及其增速



数据来源：《Airborne Express》（Harvard Business School），

广发证券发展研究中心

图13: 1990-1999年美国Ground业务市场的各家快递公司的市占率情况



数据来源：SJ Consulting Group，广发证券发展研究中心

表1: 1988年-2004年间, UPS主要技术投入

时间	技术投入	具体说明
1988	主机扩展	将其带有 600 个终端的 IBM 主机扩展到 17000 个终端
1989	建立通讯中心	投资 8 千万美元建立一个连接 UPS 全球计算机网络的计算机和电子通讯中心
1990	UPSnet	全球电子数据通讯网络
1991	DIAD	快递资料搜集器, 提供顾客有关货物的实时信息
1991	Maxitrac	提供包裹的确认跟踪, 方便客户打印订单信息和报告
1993	数据蜂窝系统	投资于技术上不成熟、定制化的数据蜂窝系统; 启动 DIAD II, 从语音转向大规模蜂窝技术
1994	UPS.com	允许顾客在任何时间、地点, 用手机或上网查询货物情况, 并可以在包裹送达后得到签收的数字化单证
1994	Maxicode	条形码技术
2004	CampusShip	网络服务解决方案, 强化物流管理效益

数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

我们认为, 自19年公司推出特惠件再度试水电商件市场以来, 顺丰充分显示出在电商件市场的主动进攻能力。与UPS主动进攻航空快递市场的相似之处在于: 与UPS在地面业务的竞争优势相似, 顺丰所在的时效件市场是一个利基市场, 规模不足电商件的25%, 均价比电商件高3倍。实际上, 顺丰时效件毛利率超20%。

相对而言, 顺丰主动进攻电商市场和UPS主动进攻航空快递市场的差异之处在于:

第一, 美国当时的航空快递市场主要是2B市场, 2B属性导致定价模式是成本加成, 难以获得足够溢价。2B市场的特点在于, 价格与成本是挂钩的, “成本加成定价法”是这一关系的财务体现。专业市场的毛利率往往是有一个行业标准的, 成本发生变动时, 交易价格也会很快发生变化。市场特性难以像消费者为品牌付出溢价。要想获得超过行业平均水平的利润率, 往往出现于两种情况: 价格优势(成本比别人低)和技术优势。

顺丰进攻的电商件市场则是2C市场, 较2B市场而言更易获得品牌溢价。物流服务, 可理解为产品交付的所形成的社会契约的一部分, 其交付的内容主要包括两部分: 具体的产品和品牌。品牌代表社会信用, 而具体产品则是每一个具体的社会契约, 良好的社会信用使得社会契约的效率更高, 摩擦成本更低。较通达百等加盟制快递公司而言, 顺丰所具备的品牌价值, 使得良好的物流服务可以让产品本身能够更快地被消费者了解并购买。

第二, 与美国航空快递市场的竞争格局的不同点在于: FedEx与UPS展开服务、产品的拉锯战, 而直营制模式的顺丰由于具备较强的全网管控力以及研发技术投入, 相较于通达而言, 顺丰在电商件市场更加具备持续推出新产品、新服务等差异化、体系化的输出能力。目前, 顺丰的产品体系已经展现出较高的层次度, 单就时效业务而言, 就已经划分为即日、次晨、次日、陆运四种产品, 价格差异明显。

表2: 顺丰时效的产品层次化

顺丰快递产品层次化	时效	最晚收件时间	价格
顺丰特快（即日）	当日 22:00 前送达	10:00	70 元
顺丰特快（次晨）	次日 12:00 前送达	18:00	25 元
顺丰特快（次日）	次日 18:00 前送达	18:00	23 元（使用丰巢寄件价格为 20 元）
顺丰标快（陆运）	隔日 18:00 前送达	20:30	18 元（使用丰巢寄件价格为 16 元）

数据来源：顺丰官微，广发证券发展研究中心

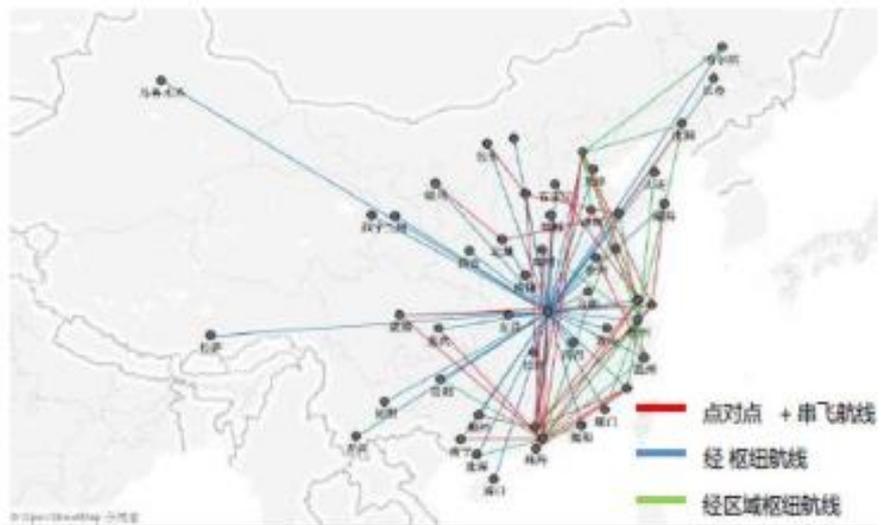
表3: 中通电商件产品的颗粒度低于顺丰产品的颗粒度

中通	时效	最晚收件时间	价格
当天件（同城）	当天送达	9:30	13（北京—北京）
次晨达	次日 12 点前送达	17:30	15（北京—天津）
次日达	次日 24 点前送达	17:30	15（北京—上海）
隔日达	第三天 12 点前送达	17:30	15（北京—广州）

数据来源：公司官网，公司官微，广发证券发展研究中心

鄂州机场投产后，将进一步夯实公司的资产复用的底盘能力和产品层次度。利用鄂州机场，2小时航程可以辐射中国90%以上的GDP地区。同时，不同于散航腹仓，全货机主要作业时间为晚上，全货机覆盖率的提升有助于延长发货截止时间，增加次晨达的比例。

图14: 预计2045年顺丰的航空网络



数据来源：顺丰控股公司投资者推介材料，广发证券发展研究中心

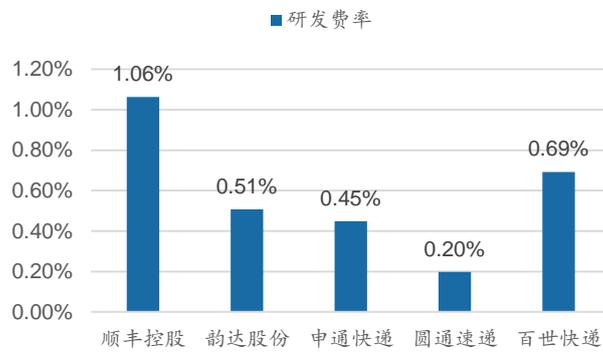
第三，直营模式下，顺丰的研发投入领先同行，以自动化、智能化、无人化为代表的创新对顺丰的软硬件实力都有明显的强化作用。物流企业想要长足发展就必须降低对人力的依赖，物流科技的赋能有望带动顺丰大物流战略迎来质的飞跃。除了诸如自动化化、无人运输、冷链系统这类硬件创新，顺丰也不断地加强大数据处理的软实力，公司投入智能决策、数字化仓储、高精地图等领域，并已逐步建成大数据整

体生态，这使得顺丰有望真正意义上实现产业层面的供应链管理。

由于人工智能的算法和算力相对确定，哪个行业能产出可以为机器学习所使用的数据，更有望率先出现变革，而这取决于数据的标准化、结构化程度。交通运输行业的数据具备有原则和规律可寻、逻辑判断对行业效率的提升幅度足够大、信息化程度足够高、能产生足够的相对标准化、结构化的大量数据，使数据可追溯、规律可寻的特点。

正如同蒸汽机革命，最后胜出的是利用蒸汽机技术的各行各业。60年前，沃尔玛用卫星科技抢食市场需求，60年后，亚马逊用大数据和云计算来抢食沃尔玛的市场。人工智能亦然，先利用人工智能提升组织效率、改造商业模式的公司，将先得到红利。

图15: 快递上市公司研发费用率



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

(三) 成本效率还有很大优化空间，全场景、全渠道的产品矩阵需要生态开放

从产品形态看，公司的特惠专配的定位在顺丰时效件和通达系快递之间，在时效上和顺丰其他产品区分开（陆运、快慢分离），在服务上和通达系快递区分开（坚持末端直营或加盟商管控“类直营”）。

我们认为，顺丰在电商件产品形态上的尝试不会停止，而投资者亦无需拘泥于产品的运营模式究竟是直营还是加盟模式。归根到底，无论是加盟还是加盟，本质上都可以归纳为管理、激励相融以及资金来源性三方面的问题。低端电商件市场比拼的是极致的成本效率，价格几乎是唯一的竞争方式。无论是从狙击竞争对手还是提前布局上游制造商的角度考虑，下沉至低端电商市场都是顺丰无法回避的一步棋，但对于这步棋，我们认为顺丰未必需要完全的亲力亲为，通过资本手段切入，提供技术、资金、管理输出。

进一步，我们以顺丰产业形态和通达系快递的主要差异在末端服务，而中转干运的运营趋同的逻辑作为测算假设，参考通达系2016年成本，顺丰单件干运和分拣成本分别有潜力做到0.98元、0.50元。

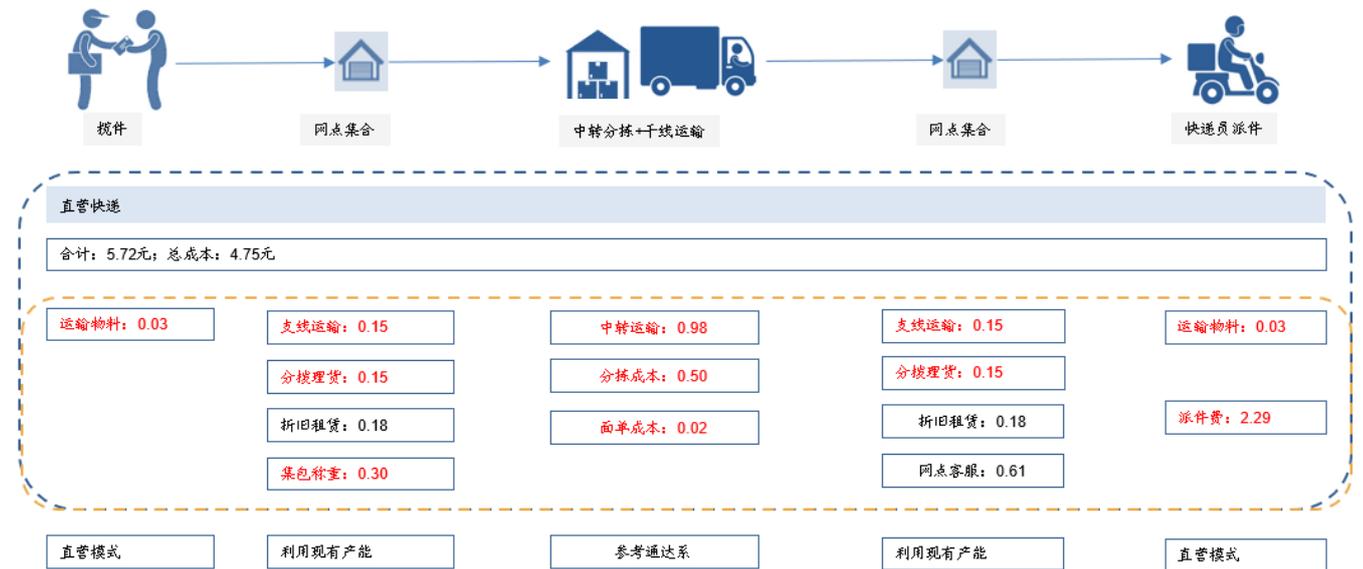
表4: 三通一达汇总数据

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
日均快递量 (万件)	517	731	1054	1363	1869	2646
加盟商单收 (元/件)			4.88	4.50	4.22	3.53
总部价 (元/件)	2.56	2.21	2.12	2.03	1.78	1.55
单件干运成本 (元/件)	1.21	1.01	0.98	0.98	0.81	0.70
单件分拣成本 (元/件)	0.59	0.54	0.50	0.51	0.46	0.41
单件运输+分拣 (元/件)	1.81	1.55	1.48	1.49	1.27	1.11
假设加盟商毛利率			14%	14%	7%	3%
成本总计 (元/件)			5.68	5.36	5.19	4.54

数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

支线运输、末端理货、网点客服等成本可参考我们在《物流系列深度五: 全链路视角下的快递成本优化—结构与空间》的测算, 由于末端服务的差异化, 快递员派费假设为2.29元/件。综合来看, 顺丰特惠专配的单件成本可做到5.72元。假如顺丰充分利用现有的末端场地、网点、客服, 不新增末端基础设施, 那么特惠专配的单件成本有潜力做到4.75元。

图16: 日均1000万件的规模下快递全链路成本拆分 (元/件)



数据来源: Wind, 中国邮政快递报, 广发证券发展研究中心

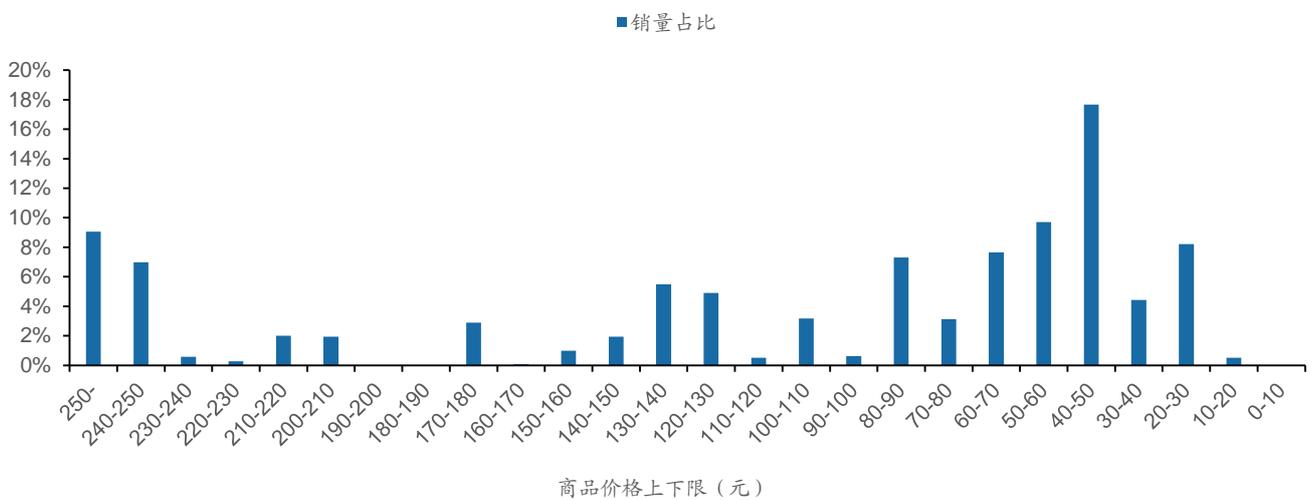
通过数据挖掘, 我们统计了2019年电商各价格带的商品销量。从统计数据看, 单价高于200元的电商品类销量占总电商销量的约21%。按2019年电商物流费用率(电商件收入占实物商品网上零售额)3.0%计算, 这21%的商品的快递费在6.0元以上, 假设对应顺丰电商件4.75-5.72之间的单件成本, 单件毛利约为0.28-1.25元左右, 毛利

率为5%-20%之间。

根据全国快递量和电商物流指数测算，2019年全国电商件约为501.16亿件（参考《快递行业空间可期，存量博弈加速龙头突围》）。结合上述样本数据，全行业6.0元以上的电商件能达到105亿件，日均件量达2883万件，是顺丰2019年总件量的2倍以上。

假设全部按单价6元粗略测算，单件毛利0.5元左右，则105亿件对应市场潜在总毛利空间约53亿元左右；考虑到该细分市场的均价高于6元，以及行业的持续增长，预计实际收入和利润规模更高。

图17：电商各价格带商品销量占比



数据来源：淘宝网等电商平台，广发证券发展研究中心

时效件产能利用率提升空间仍然较大，空运和揽派将是重要优化环节。2019年，顺丰以填仓模式下沉电商件市场，车辆装载率提升明显；而在航空运输、快递派件等环节，顺丰的优化空间还很大。

空运方面，顺丰2019年自有全货机71架，完成3.78万次航班，全年发货57.87万吨，包裹均重约为2.2公斤。结合四种机型的载重数据，可以得到公司专机机队的载重，假设每架飞机执飞航班量相同，可测算得顺丰航空2019年的装载率为44%左右（未考虑不同飞机的执飞差异）。

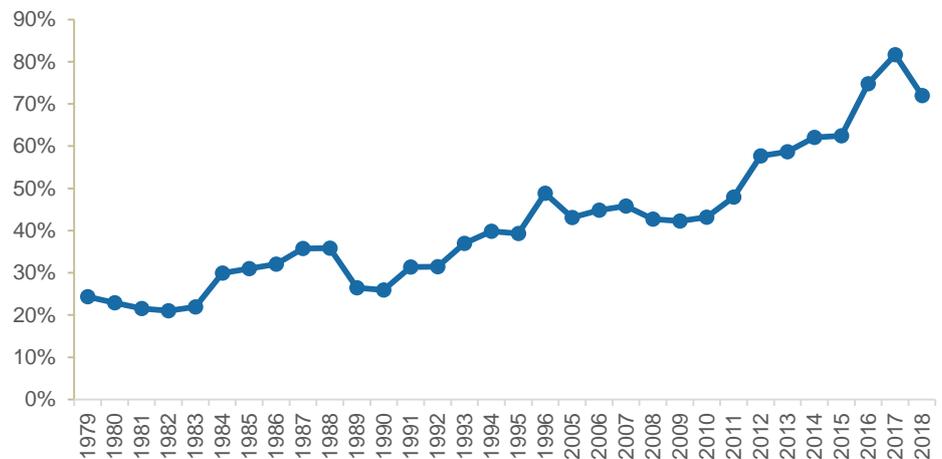
表5: 顺丰航空装载率模拟测算

指标	单位	2016	2017	2018	2019H1	2019
货机数量	架	51	57	66	69	71
自营全货机	架	36	41	50	55	58
其中: 767	架	4	5	5	8	8
其中: 757	架	16	19	27	29	31
其中: 747				1	1	2
其中: 737	架	16	17	17	17	17
自有货机平均机龄	年	-	22.56	23.26	23.34	23.52
总载重吨	吨	1671	1897	2250	2415	2495
装载率		42%	42%	39%	41%	44%

数据来源: Wind, 维基百科, 广发证券发展研究中心

我们采用类似的方法测算了FedEx的航空装载率。假设每架货机每天往返一个来回, 可测得FedEx2019财年的航空装载率超过70%(未考虑航班数量变化)。对标FedEx 90年代初期的水平(日均件量和顺丰相当), 顺丰的航空装载率也存在明显提升空间。空运效率提升是公司未来两年业绩增长的重要看点。

图18: FedEx航空装载率测算



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 航空装载率=实际货运量/(机队载重*2); 假设每天往返一趟; 未考虑航班数量变化

揽派方面, 我们先对FedEx进行分析。2019财年, FedEx航空件总员工23.9万人(含兼职), 日均快递量26件, 陆运件总员工11万人(含兼职), 日均快递量81件; 顺丰2019年收派员为28.64万人, 每日人均快递量为41件, 不足FedEx陆地件的一半。

考虑到FedEx与UPS 都拥有大量的线下服务点及零售网点可供发货, 在收购Kinko's后(该业务后成为FedEx office业务, 主要定位为城市办公商店兼快递网络末端功能), FedEx的末端派送方式更加差异化、多元化。考虑到我国快递的末端配送主要以送

货上门或驿站等方式为主，差异化收费模式有待探索，假设参考FedEx航空件快递员日均派26件，陆地件快递员日均派件60件，则顺丰理论的快递员日均派件量约为54件，提升空间在30%以上。考虑到目前顺丰正在不断探索末端降本增效的方式，未来末端降本的空间预计会更大。

表6: 顺丰每日人均快递量测算

	2017	2018	2019
顺丰年单量 (亿件)	30.52	38.69	48.31
顺丰员工数 (万人)	21.3	29.14	32.3
每日人均快递量 (件)	39	36	41
2019 财年	Express	Ground	通达百
日均快递量 (件)	6,203	8,952	
总员工数 (万人)	23.9	11.0	
其中: TNT (人)	4.6		
每日人均快递量 (件)	26	81	168

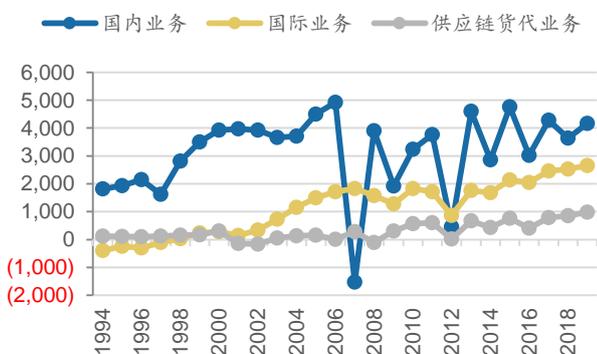
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、消费行业供应链服务商的路径探索：美国快递巨头发展不温不火，顺丰仍需自我突围

(一) 美国：零售商实际上扮演了产业链“供应链服务商”的角色

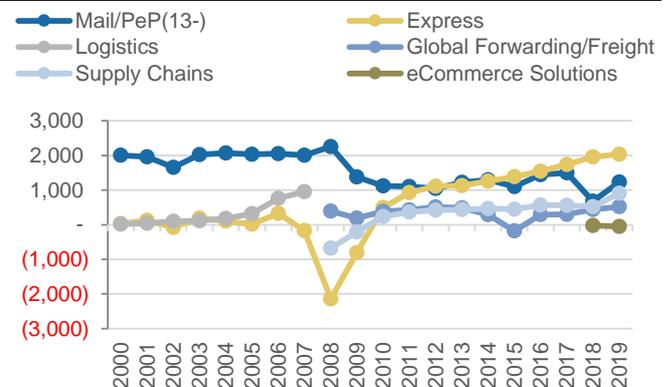
综合物流是快递巨头的发展终局，但是，做大综合物流（重货、冷链、货代、供应链、合同物流）是全球范围的困局。近年来，UPS、FedEx、DHL的综合物流业务收入CAGR不到10%。DHL综合物流利润几乎无增长，仅UPS在2012年以后略有增长。

图19: UPS营业利润结构 (百万美元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: DHL息税前利润结构 (百万欧元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

零售行业对供应链的响应速度要求高，链条相对较短，社会化第三方物流总体效率通常优于自建物流。从DHL、CEVA等供应链公司的客户结构看，客户主要集中在零售、消费、汽车、电子和生物医药四个行业，零售和汽车业是供应链物流下游最主要的两大行业。

图21: DHL供应链客户结构 (2018)

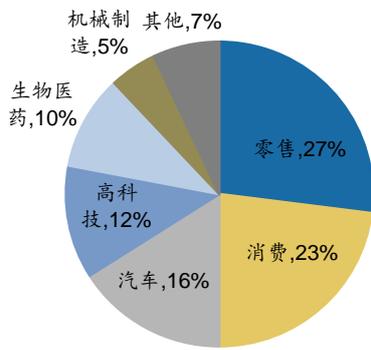
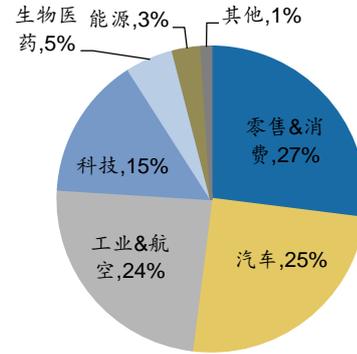


图22: CEVA供应链客户结构 (2018)



数据来源: Bloomberg, 公司年报, 广发证券发展研究中心

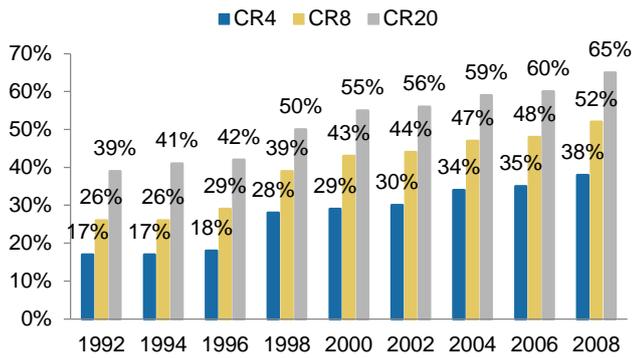
数据来源: Bloomberg, 公司年报, 广发证券发展研究中心

但美国零售商实际上扮演了产业链“供应链服务商”的角色，这一现象的本质原因在于：随着美国零售行业货源地从国内转至国外，行业的信任关系逐步向渠道商转移，并由渠道商主导供应链降本增效的过程。而经济地理意义上的地广人稀以及人口红利消退后的人工成本昂贵更进一步制约第三方物流公司商业模式的进一步创新。

20世纪80年来以来，就零售业态的发展阶段而言，这一阶段随着城镇化率的提升、户均汽车数量的提高带动居住方式的变化，零售大卖场和仓储/折扣类商店等业态在美国迅速发展起来。

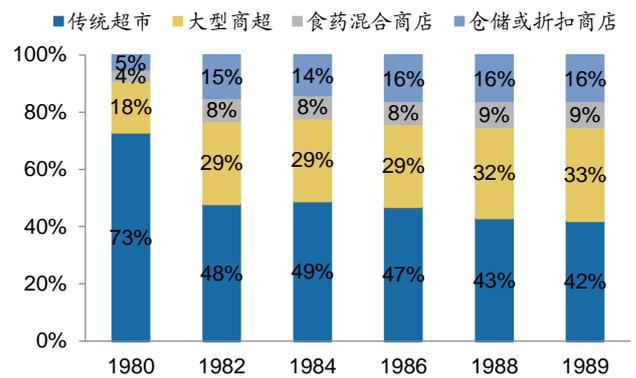
以沃尔玛、Costco为代表的美国大型连锁商超的物流配送模式是通过配送中心（“轴辐模式”）进行门店物流的集中管理。即供应商先将货物运送到指定的配送中心（也就是“进站物流”），再由沃尔玛自己的运输团队将配送中心的货物集中配送到零售门店（也就是“出站物流”）。这一模式形成的前提条件是：入库或者出库的物流相对分散，配送中心的规模效应才能得充分发挥。

图23: 美国超市行业的集中度持续提升



数据来源:《The Evolution Of Supermarket Industry: From A&P to Wal-Mart》,Paul B.Ellickson (University of Rochester), 广发证券发展研究中心

图24: 1980-1989年美国各业态日杂销售额占比



数据来源:《The Evolution Of Supermarket Industry: From A&P to Wal-Mart》,Paul B.Ellickson (University of Rochester), 广发证券发展研究中心

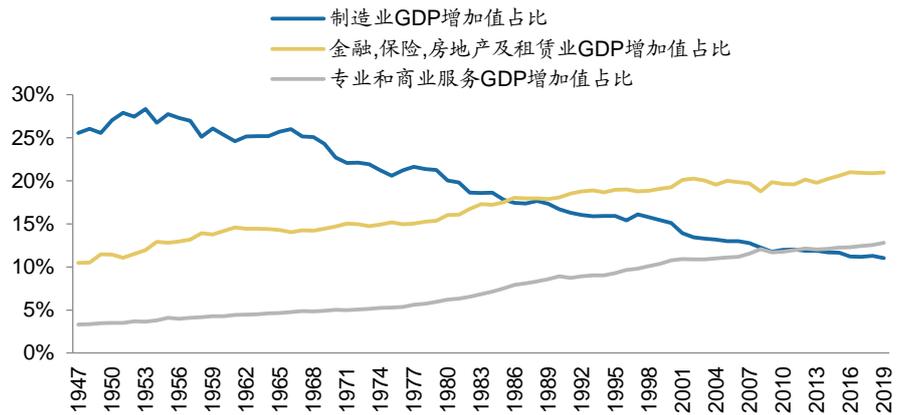
图25: 沃尔玛物流配送中心运作模式 (Hub-and-Spoke, “轴辐模式”)



数据来源:《沃尔玛是如何通过控制物流成本成就霸业?》, 搜狐网, 创享智库, 广发证券发展研究中心

制造业空心化使得零售行业货源主要依靠外部输入,大型零售商成为产业链整合者。全球化贸易进行的同时,美国在去制造业的过程中经历逐步空心化的过程。进入20世纪90年代,美国制造业占GDP的比重降至15%。零售行业货品的来源主要依靠外部输入,然后建立巨型仓储进行销售。线下就是沃尔玛、Costco模式,线上就是亚马逊的B2C模式。

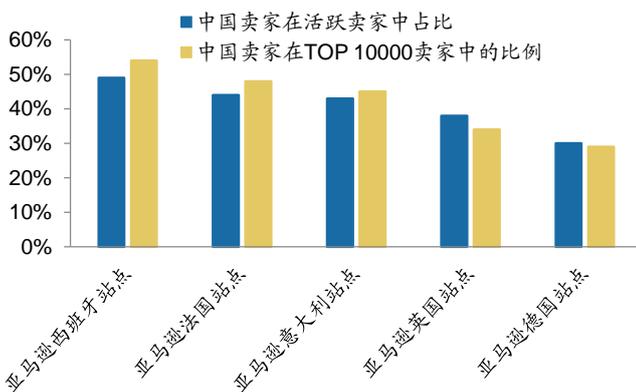
图26: 美国制造业GDP增加值占比逐渐下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

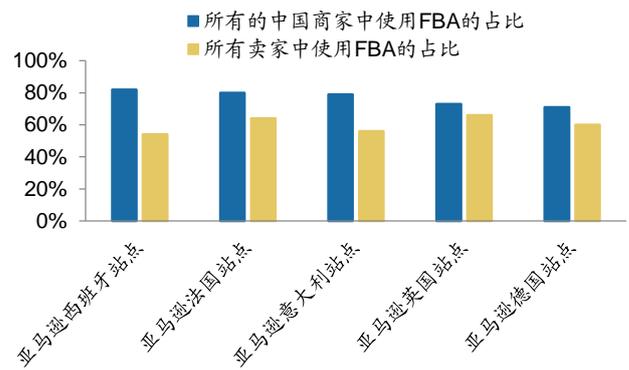
与沃尔玛的仓配模式相似，亚马逊的自建物流模式本质上仍旧是通过高密度的前置仓模式，提升配送效率。2006年，亚马逊推出FBA (“fulfillment by amazon”)服务旨在以自身完善的履约设施与先进的履约技术赋能第三方卖家，将第三方商品纳入自营商品的供应链，提升客户体验。通过FBA服务，卖家们可以将平台上出售的产品在卖出之前先发到亚马逊仓库中，线上售出之后由亚马逊为卖家提供送货服务，并且当出现买家退货时，也由亚马逊来接受退货处理。

图27: 亚马逊的5个欧洲站点上的中国卖家占比(2019)



数据来源: 《亚马逊在中国滑铁卢，而中国却在亚马逊成功》，(作者: 跨境电商先行者)，搜狐网，广发证券发展研究中心
注: 活跃卖家指的是一个月至少有一个反馈评级。

图28: 亚马逊的5个欧洲站点上中国卖家使用FBA的情况(2019)



数据来源: 《亚马逊在中国滑铁卢，而中国却在亚马逊成功》，(作者: 跨境电商先行者)，搜狐网，广发证券发展研究中心

(二) 末端配送效率是核心难题，经济地理形态以及人工成本是约束因素

亚马逊的电商快递包裹经历了由第三方外包到亚马逊自建的过程，网络快递模式与

B2C模式难以有效匹配，末端配送效率是物流模式创新的核心痛点。

当下时点看美国快递市场的结构，与中国有其相似之处：**电商件占比在60%以上，龙头电商的快递增量贡献在60%左右**。美国电商增量主要来自Amazon，件单价52美元，对标京东（件单价约200元），二者均有自建物流，快递费率约为12%（7美元）。中国电商增量主要来自拼多多，件单价约50元人民币，主要依赖于通达百的快递服务，快递费率约为3%（1-2元人民币）。

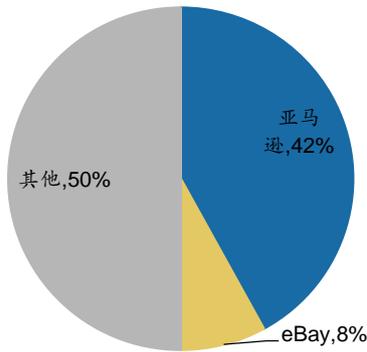
表7：中美电商快递市场对比

美国		中国	
美国电商件测算-参考 Amazon	2019 年	中国电商件	2019 年
Amazon 销售规模(\$Billion)	282.52	拼多多销售规模(¥ Billion)	1007
Amazon 自建物流快递量(Billion)	2.5		
Amazon 快递总量(Billion)	5.4	拼多多快递总量(Billion)	19.7
对全美快递增量贡献	58%	对中国快递增量贡献	67%
Amazon 件单价(\$/parcel)	52	拼多多件单价(¥/parcel)	51.1
美国电商销售规模(\$Billion)	601.75	中国电商销售规模(¥ Billion)	8523.9
美国电商件规模(Billion)	11.6	中国电商件规模(Billion)	50.1
全国电商件占比	67%	全国电商件占比	79%

数据来源：Wind，国家邮政局，广发证券发展研究中心

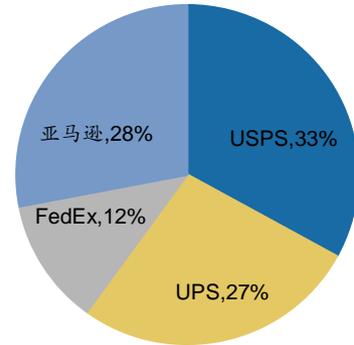
然而进一步观察电商快递内部的竞争格局形态，可以看出：**虽然近年来电商件和零售小包裹成为行业需求增量的重要来源，但FedEx、UPS的受益程度实际并不明显**，国企USPS凭借强大的末端配送体系、大规模的人工成本支出等因素，承接了亚马逊约40%的电商件业务。除此以外，自建物流承接了约28%的亚马逊电商件业务。从UPS和FedEx本身的营收占比看，亚马逊业务仅占UPS营收总额的5%，占FedEx营收总额不足3%，对两家公司业绩的贡献亦相对有限。

图29: 2017年美国各电商平台GMV情况



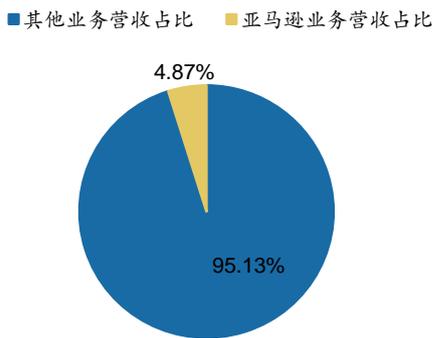
数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

图30: 2017年各大快递公司配送亚马逊电商件占比



数据来源: <https://www.savethepostoffice.com>, 《An Amazon puzzle: How many parcels does it ship, how much does it cost, and who delivers what share?》, 广发证券发展研究中心

图31: 亚马逊业务占UPS营收4.87%



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图32: 亚马逊业务占FedEx营收2.20%



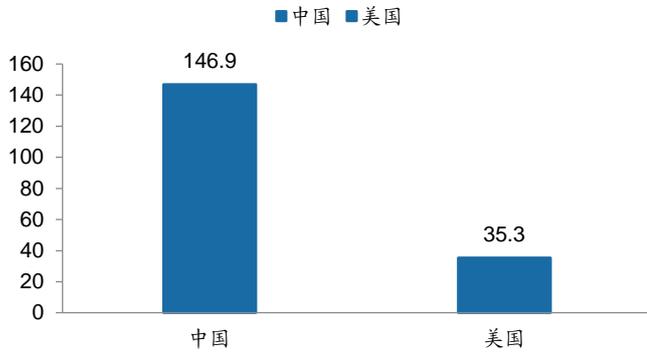
数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

亚马逊的电商快递包裹经历了由第三方外包到亚马逊自建的过程。我们认为，表面的原因在于：美国在电商红利之前，基本完成快递行业整合，物流承载能力（商务条件的网络形态已经很成熟）一定程度上约束了电商零售的发展。

更为本质的原因在于：经济地理形态以及人工成本从根本上形成对电商物流行业商业模式创新形成制约。观察美国的地理经济形态，其最典型的特性为“U型结构”，即左边和太平洋进行贸易、右边和欧洲进行贸易，重要的经济带几乎就是在这两个区域里高度分布的。美国南北之间有2500公里到2700公里的距离，东西之间相距4500公里左右。但美国每平方公里的平均人口密度约为34人，对比而言，美国更低的人口密度和劳动力成本使其末端的配送成本远高于中国。

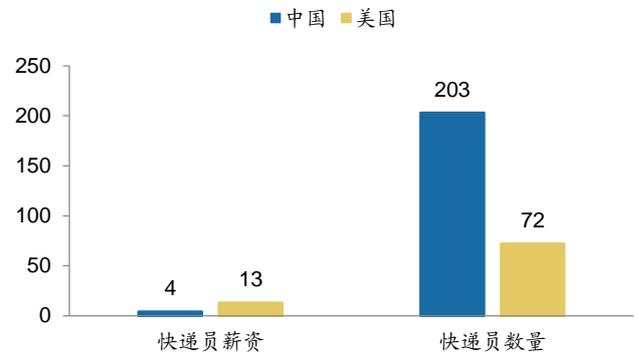
囿于末端网点的覆盖率和配送成本因素的影响，UPS和FedEx后期推出的服务电商快递件的产品，也是通过与USPS合作（UPS或FedEx负责中转和运输，USPS承担最后一公里的配送）来完成。

图33: 中美人口密度对比 (2016, 人/平方千米)



数据来源: BCG, 广发证券发展研究中心

图34: 中美快递员数量和薪资对比 (2016, 美元/小时, 万人)



数据来源: BCG, 广发证券发展研究中心

表8: FedEx、UPS与USPS之间的合作

快递商	合作服务名称	快递商提供的服务	USPS提供的服务	收费
FedEx	SmartPost	收件、分拣、运输	最后一英里 (Last-Mile) 派件	与FedEx Ground相同
UPS	SurePost	收件、分拣、运输	最后一英里 (Last-Mile) 派件	比标准UPS高出约3%

数据来源: Franklin Paecel, 广发证券发展研究中心

对平台商家而言, 亚马逊的仓配模式较网络快递 (FedEx和UPS为代表的模式) 更具成本效率优势。以一件3磅重的标准尺寸商品隔达运输为例, 选用FBA服务的完全成本 (发货至履约中心费用+ FBA费用) 不及最低自履约费用的一半。

表9: 2019年3磅 (约1.36千克) 货物FBA服务价格与快递商价格对比 (美元)

运输方式	快递公司	时效	1-2 区 0-241km	3 区 241-483km	4 区 483-966km	5 区 966-1609km	6 区 1609-2253km	7 区 2253-2897km	8 区 >2897km
陆运	USPS	三天以上	7.61	7.99	8.34	9.26	11.80	13.10	15.28
	FedEx	三天内	13.56	14.65	15.52	15.99	16.47	16.88	17.52
	UPS	三天内	13.78	14.88	15.75	16.22	16.71	17.12	17.76
航空	USPS	隔夜	22.83	26.65	35.26	40.43	42.22	44.76	46.10
	FedEx	隔夜	37.65	48.55	70.63	77.22	82.07	87.67	92.64
	UPS	隔夜	37.91	50.74	72.36	78.48	84.05	89.34	93.69
FBA	亚马逊	隔夜/二日	FBA 费用 5.42+客户发货到履约中心的运费						

数据来源: Shippingeasy, 亚马逊官网, 广发证券发展研究中心

(三) C2C 模式是在中国效率更高的网络形态，电商物流外包大势所趋

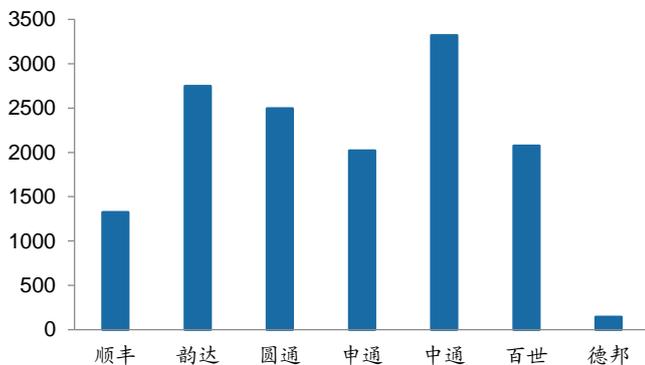
对比美国，中国区域发展之间的差异性使得区域百货龙头的分布带有明显的地域性，以阿里巴巴为代表的电商与电商物流相互促进，使得快递件量增速维持了多年连续的高增长。

经济地理与人口因素的天然约束，使得美国的末端最后一公里模式的探索需要通过集中配送或线下社区店的模型解决。对比而言，中国的末端特性表现为：

1. 中国不同方式的末端派送，成本差异巨大：有别于美国的地广人稀带来的独栋独院的居住方式，中国的居住密度与快递规模，使“到驿站”可比“到家”的派送成本低50%以上。
2. 中国消费者的消费习惯的养成实际是被“互联网补贴”模式培育起来的，长期以来，中国电商快递行业的交易模式以“用户免费、商家补贴”为主。我们认为，多样化的末端形态（到家、到柜、到驿站）适用于不同的交付场景和客户，消费者有权利也有可能有意愿为末端的交付形式进行付费。

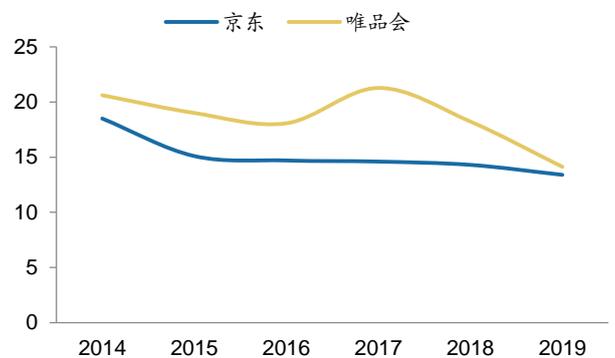
规模经济和网络经济构筑快递行业的护城河，而末端形态上更具成本效率的配送方式，使得网络快递模式在中国更具成本效率优势，电商物流外包将成为趋势。

图35：主要快递企业件量日均件量（2019，万件）



数据来源：Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图36：京东、唯品会单位履约费用（元）



数据来源：Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

四、中期阶段目标展望：切换赛道，向消费行业垂直供应商迈进

(一) 产业趋势：从消费供应链到制造业供应链路径清晰

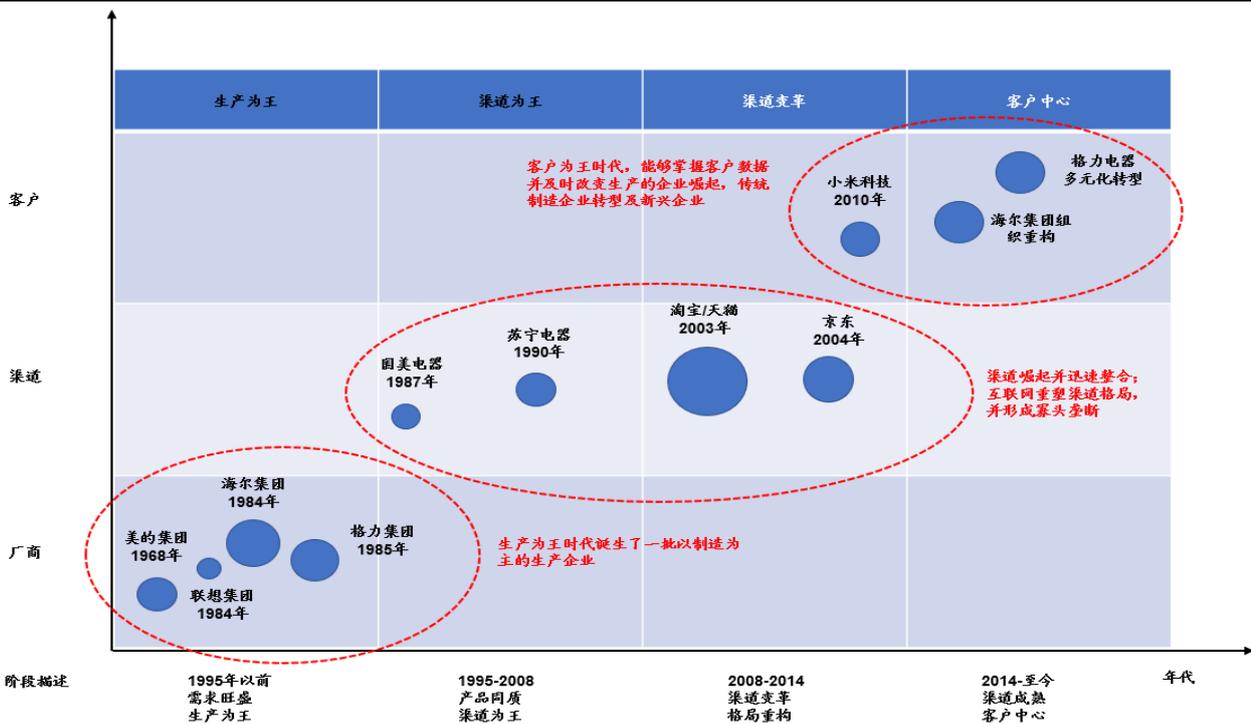
从技术周期的角度考虑爆发时点：我们当前正处于旧技术周期（移动互联网周期）的末尾、新技术周期（人工智能周期）开启的前夕。每一轮技术周期，往往伴随着

“硬件创新为先导，软件和服务随后”的演变趋势。因此，在技术周期的前夕，会产生巨大的硬件购买（包括AI芯片、传感器以及产业链前端的设备和材料等）和基础设施投资需求。长期看，制造业快递有望成为快递时效件新的需求增长点。

顺丰的综合物流服务商路径契合产业趋势，兑现路径先消费供应链后制造业供应链。鄂州机场是顺丰未来十年需求结构（尤其是时效件）改变的重要变量，这一因素将与中国制造业产业结构升级、地理位置变迁以及制造业外包进程紧密结合。

中国当下的零售行业价值链正在经历从渠道商到生产商的切换过程。最初，电商平台的发展空间受快递物流的成本效率约束，超额收益由快递物流行业挣得；之后，随着网络快递企业成本效率的不断优化、迭代，电商平台的供应链效率得到极大的提升，线上渗透率持续提升，超额收益由电商平台挣得；进一步，电商渠道经过发展逐渐整合，新的外生影响因素为渠道带来变革，使得渠道格局重塑（如信息技术），构建起全新的渠道格局。当下，渠道环节的垄断使将逐渐打破厂商在渠道自建和外包成本之间微妙的平衡，此时渠道成为获得一手客户数据的途径，以客户为中心的品牌商成为这一阶段获得竞争优势的核心。

图37：电商产业链核心节点的迁移

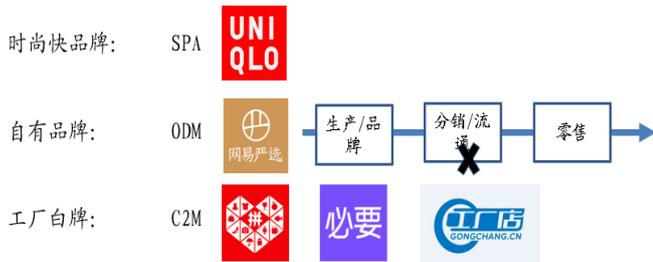


数据来源：广发证券发展研究中心

尽管目前供应链的短链化开始成为各大电商与零售平台的新尝试，但我们认为渠道的短链化目前仍处于摸索阶段，因为终端零售商对上游的影响力暂时有限，终端无法对上游提供较大的能力扶持，上游品牌商和电商的话语权博弈也一直处于焦灼状态。相反，我们认为品牌的短链化运营更加有效：我们看到从格力美的为代表的分销渠道，到 MUJI、UNIQLO、小米代表的直销渠道，再到工厂店直接线上化，品牌在不断通过自有的影响力和掌控力向产业链下游延伸。

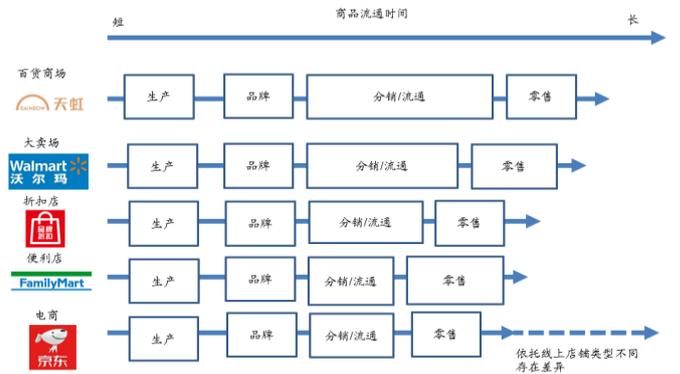
我们认为品牌短链化运营的必要性在于：（1）供给端的品牌竞争越来越激烈；品牌作为供给端的一环需要不断提高效率而获得竞争优势；（2）流通渠道上权力的天平逐渐从平台转移到用户端；（3）减少货品搬运次数，压缩产业链环节，让利给用户，从而获取长期忠诚度成为品牌商脱颖而出的必要任务。

图 38: 品牌的短链化空间大, 白牌仍在探索阶段



数据来源：广发证券发展研究中心

图 39: 渠道短链化难度较高, 对上游话语权参差不齐



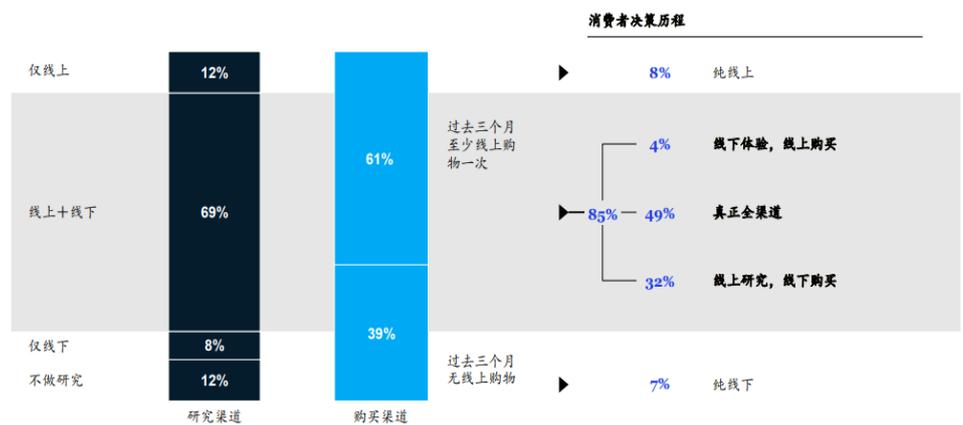
数据来源：广发证券发展研究中心

通过中立第三方的柔性供应链供应商提供全渠道的物流服务，建立线上线下整合的一体化的物流体系，提升库存、仓储及运输的综合利用效率及响应速度将成为品牌商更具成本效率的方式。

图 40: 全渠道对消费者购买决策的影响

全渠道对消费者购买决策的影响

同时运用线上和线下触点的服饰消费者占比



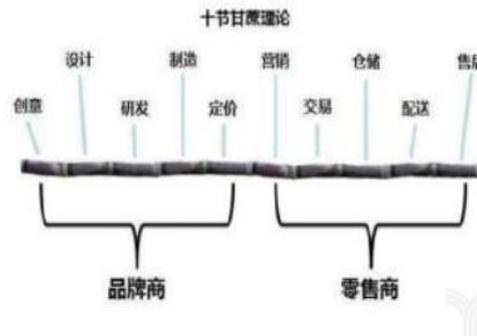
数据来源：《麦肯锡：2019 年中国数字消费者趋势报告》，广发证券发展研究中心

（二）电商巨头获取上游供应链话语权之路：品牌孵化是核心要素

当然，与美国相似，我国的零售商同样在寻求向上游要话语权的路径和方式。刘强东曾经以“十节甘蔗”理论来比喻消费品和零售行业的分工体制——产业链分工有十节，每一节都代表一类经济利益实体，但这就会造成效率的低下——当各环节的衔接（利益分成）与自身利益发生冲突时各实体必然以自身利益为导向，造成环节

层层加价，最终由用户买单；京东做重（仓储、配送、售后、营销等环节在早期均为自营）的原因是在他认为行业中吃到的节数越多，给用户的体验衔接越好，商品搬运次数较少、成本控制力也就越强；从长期看，环节竞争的最终结果就是各环节利润固定在一个合理的水平上；如果只固守一个环节，利润来源也会趋向单一。

图41：京东发展初期奉行的十节甘蔗理论



数据来源：《京东物流组织架构升级，运营体系设计核心秘密在这里》，亿欧网，广发证券发展研究中心

我们以亚马逊为例进行分析，探讨电商平台在对外开放中所需构筑的基础技术和开放能力。我们认为，任何零售电商在甘蔗还没吃完的情况下就开始觊觎将甘蔗推向市场，变成甘蔗复制与重构者，但自有能力不能在公司内部得到广泛成熟的应用，盲目在各个场景进行外部开放也只是无锚之船。

观察亚马逊的发展路径，我们发现亚马逊在坚实的发展历程中不断强化对外接口的能力，AWS也间接受益于此：亚马逊早期的系统能力是按照高峰期的需求配置的，美国人购物集中在圣诞节前，圣诞节后系统的利用率仅有30%左右，其余算力都进入闲置状态，内部建议将闲置的系统计算能力和存储空间出租，这就是最早的概念，亚马逊通过做电商，一步步摸到了云的入口。

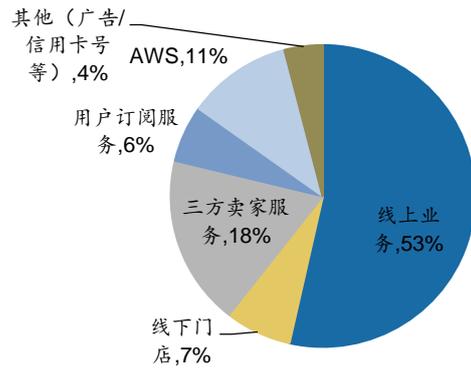
换言之，亚马逊通过近15年的发展，总结出了自身的高速成长动能：以客户为中心的飞轮效应——由更好的用户体验带来更多销量，从而降低成本，提供更低价格；其次通过将内部标准化的成熟能力开放，逐步构建了强大的平台服务能力。

图42: 大量合作伙伴充实AWS场景案例



数据来源:《AWS 技术峰会 2017 北京站回顾》(公众号: AWS 云计算), 广发证券发展研究中心

图 43: 亚马逊 2019 年度营收结构

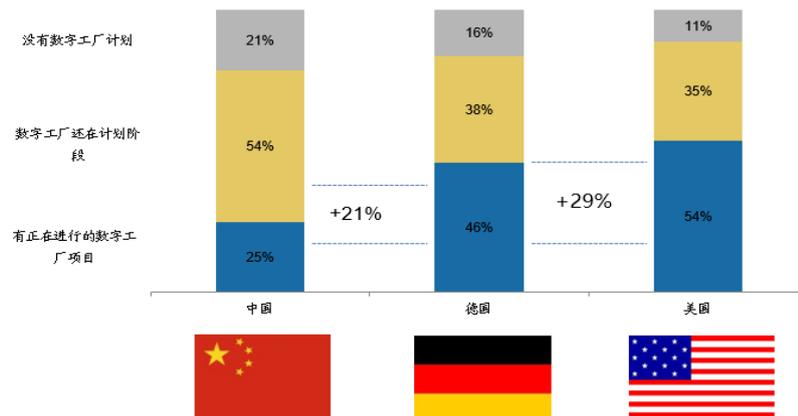


数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

我们认为, 电商企业对外赋能、输出一揽子电商、物流和金融能力赋能商家与合作伙伴成长的愿景, 如果在自身能力 (包括云计算、开放平台服务等) 在内部建设还未成熟的情况下就急于尝试对外赋能和跨行业复用, 对其发展带来的更多是扰动而非助力。

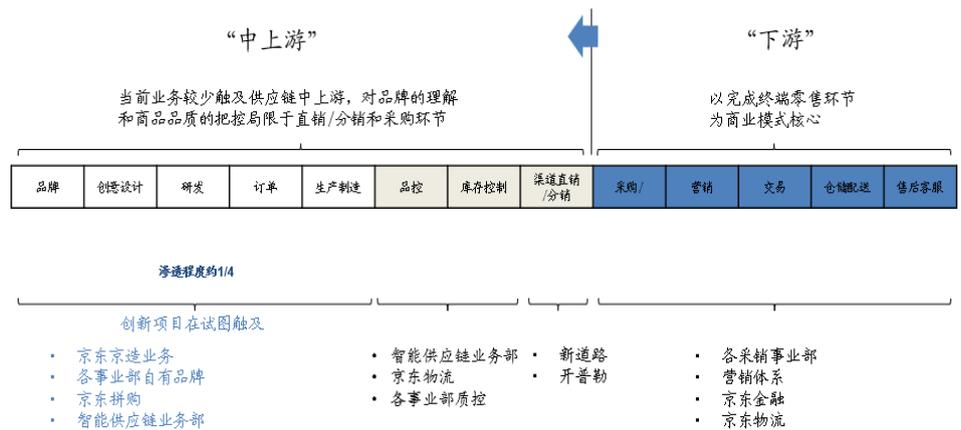
从产业链上下游的议价权分布看, 我们认为: 自有品牌的孵化或许是渠道商获取上游供应链话语权的可行路径。实际上, 我国工厂数字化程度较低, 是欧美的1/2左右, 先进制造技术储备、装备智能化水平、工厂的云化程度都是制约工厂实现数字化流程和因素。我们看到工厂的数字化趋势已经由消费端发起, 逐步进入倒逼上游改革的阶段。

图44: 2018年中国数字化工厂所占比例为欧美的一半左右



数据来源:《解密中国互联网新篇章: 迈向产业融合》,《从连接到赋能: “智能+”助力中国经济高质量发展》, 阿里研究院, 广发证券发展研究中心

图45: 京东对零售价值链上游的渗透还相对较弱



数据来源：广发证券发展研究中心

进一步分析拼多多、淘工厂以及必要商城的“新品牌计划”来探讨渠道商向上游的渗透路径。拼多多在2018年启动工厂品牌孵化项目之后，各电商平台都在大力跟进，网易考拉工厂店战略地位提升、苏宁推出了拼品牌业务、京东也推出了“厂直优选”计划。然而，品牌孵化核心——**传递差异化的品牌价值、建立品牌信任**；品牌价值的体现不仅仅在于简单的流量堆积导入、数据反馈和辅助质控（这也是大部分提出品牌扶持计划的平台提供的服务），**而在于深度的供应链磨合基础上的改造**。仅从下游角度出发，盲目的选品质控+流量扶持模式并不能解决工厂品牌和商品本身的问题，在没有任何信任过程的介入下冷冰冰的将工厂品牌推向用户，带来的结果只有用户的费解只有同时从上游角度出发，深入制造端，用数字化改造的方式提高工厂规模化生产效能，才能在给产业链赋能的同时，给用户提高性价比的商品——工厂品牌本质上是差异化价值传递带来的信任建立，品牌溢价的共识是顺带结果。

图46: 淘工厂合作模式——以规模化供给解决定制化问题

淘工厂不是解决衣服的生产成本如何降低，而是解决生产企业如何决策：生产什么？生产多少？何时备货？



数据来源：《从连接到赋能：“智能+”助力中国经济高质量发展》，阿里研究院，广发证券发展研究中心

而从阿里淘工厂和必要商城的模式上看到，两者都具备强大的下游能力（自建/平台）以及直接切入、改进上游工厂某些环节的动作。淘工厂主要以服饰类工厂切入，目

前仍处于初级阶段：通过前端的摄像头、光纤布线、网关设备布点等初步改造后实现一家工厂的初步云上数字化。在淘工厂项目中，工厂只需要专注培植柔性生产能力，在灵活订单量的基础最大限度生产高质商品即可。我们认为淘工厂的核心价值在于销售端与工厂端的信息同步：淘工厂建立的厂货到消费者双向通路的逻辑与其它工厂品牌孵化项目有显著差异——工厂供货给卖家，卖家销售给用户，1688中台则把消费者买货后的实时信息直接反馈回工厂，通过中台能力所打造的数据穿透力将这个闭环的效率明显拉升。未来这个闭环或可通过纳入原料供应商进一步实现全链条覆盖，逐步实现“十节甘蔗”的上游渗透。我们认为这种全数字化链路的拓展方向是工厂品牌孵化的一种值得尝试的路径。

如果说淘工厂模式是基于“通过数据化全链条改造工厂-终端卖家-消费者”的过程，**那么2015年7月上线的必要模式就是直接从柔性供应链下手，从0到1打造零库存的电商模式**：必要商城收到用户订单后，集合订单发往工厂通知生产，工厂接到订单后的生产周期约为7-21天，生产完成后工厂直接发货给用户，跳过品牌商、经销商等中间环节。根据必要商城创人毕胜的设定，必要的合作条件颇为苛刻：必须是全球顶级制造商、必须拥有自己的柔性供应链、必须接受必要商城的定价体系（在制造成本的基础上的有一个极低的加价率）、时尚类产品须与全球优质设计机构合作。产品上架必须通过用户盲测、产品委员会决策，这两关投票都要超过80%的赞成票才可放行。如果产品上线后一个月内因质量问题的退货率超过5%或者差评率超过1%，则会直接下架。

这一模式的核心是随着工厂对柔性化产能的适应和优化，用户的等待时间将进一步压缩。因此品牌孵化的历程就是电商平台在现有基础上继续补足和渗透甘蔗上游的进程。**无论如何，品牌孵化需做脏活累活，需要长久的笃定和坚持，电商平台的上游进击之路将任重道远。**

（三）顺丰的第三方基础设施服务商之路：最大的竞争对手是自己

与渠道商通过孵化新品牌向上游要话语权的路径不同，我们认为：顺丰的综合物流供应商之路，更加契合品牌商在全渠道时代的供应链降本增效路径。**即借助中立第三方柔性供应链服务，品牌商实现全渠道物流的统一。消费者在任意渠道下单，由效率最高的渠道完成物流服务。这一路径的探索，蕴含着下一个增长点的机会，也是顺丰从快递企业向提供多行业全链条相关服务的闭环所在。**

顺丰在明晰这一路径后，做出了如下准备：第一，多产品、多业态建设。基于时效件的网络，顺丰分别开辟了经济件、重货快运、冷链物流、国际快递、同城配、供应链物流等业务。2019年，这些多元化业务占收入的比例已达到50%。**第二，外延并购夏晖冷链和敦豪供应链大中华区业务，**横向切入汽车及工业制造行业、快消及零售行业、医药行业、3C等领域。**第三，更加开放的业态与多场景融合。**收购顺心捷达，让我们看到公司在探索直营制公司在生态开放方面的探索和尝试。我们认为，这一模式不会仅仅在快运业务线上出现，其电商件、同城件等其他产品体系都有望形成更加生态开放的模式和全场景、全渠道的产品矩阵。

图47: 顺丰业务全景图

主要指标	时效业务	经济业务	重货	冷运	国际	同城配	供应链
业务开始时间	2010年前	2010年前	2013	2014	2013	2016	2019
定价水平	价格水平(元/单)	23左右	20左右, 特惠专配7-9元	200(3-4元/KG)	100	55	12
顺丰收入&增速	2019收入(亿元)	565	269	127	51	28	19
	2019收入占比	50%	24%	11%	5%	3%	2%
	2019收入增速	6%	32%	57%	33%	8%	96%
	2018增速	14%	38%	83%	85%	29%	172%
	2019H1增速	4%	16%	47%	54%	-2%	129%
行业规模&增速	2019年行业增速估计	10%	30%	6%(前30强12%)	18%	30%	35%
	2019年行业规模(亿元)		7498	14000	3391	750	1000+
市场集中度	市场集中度	CR2=65%	CR5=80%	CR30=5%	CR100=10%	CR10=5.62%	
	顺丰市场份额预计	42%	2%	前20强中占13%	前百强中占10%+	4%	10%
	顺丰排名(2018年)	1		1	1		
主要竞争对手(份额)	主要竞争对手(份额)	EMS(23%)	京东物流(5%); 日日顺	德邦、安能	希杰荣庆	FedEx、UPS、DHL、EMS	饿了么、美团
	假设	GDP增速的1.5倍	约为网购增速	高于行业增速	延续13-19年增速	预计增速25%	
20年增速预期	行业增速	10%	25%	7%	17%	30%	30%(19年报)
	顺丰增速	20%	80%左右	40-50%	35%左右	50%+	

数据来源: Wind, 公司年报, 招股书, 公司官网, 运联传媒, 中物联, 广发证券发展研究中心

优秀企业转型全新路径的探索, 注定不会一帆风顺。作为全球最年轻的物流龙头, 顺丰的未来已经不能简单地通过国际对比来描绘。借用阿里曾鸣教授的“点线面体”的定位理论分析顺丰所处的战略定位。阿里、腾讯等已经处于‘体’的阶段, 阿里在2007年的集团战略会中制定建设生态系统的目标: 核心是客户和数据, 以及最底层的信息流、资金流、物流, 通过‘三流’和数据把贯穿所有子公司的数据业务打通; 各个子公司通过开放API, 并通过底层的数据贯通, 实现对外服务的开放。当前, 阿里巴巴和亚马逊都已通过云计算、金融等业务开放, 逐步验证了下一条增长曲线和盈利模式。而顺丰目前还处于“线”的阶段, 可以理解目前顺丰是一家链接了消费者和第三方商家的物流服务商, 充分利用公司在时效件市场形成的品牌价值扩大用户规模和品牌营销效果。

顺丰的垂直一体化路径的独特优势在于: 对于品牌商而言, 全渠道的整合者需要建立线上线下整合的一体化的物流体系, 通过中立第三方(同时对抗平台方压力)的柔性供应链供应商提供全渠道的物流服务, 提升库存、仓储及运输的综合利用效率及响应速度将成为品牌商更具成本效率的方式。

我们认为, 顺丰长期需要探索的是将自身能力(包括物流产品和技术工具等)在内部建设完成后对外赋能和跨行业复用, 这种对外赋能的能力从长期看需要强大企业中台的支撑和组织结构的彻底调整。举例来看, 我们看到阿里自2015年提出中台化战略之后, 经过3年多的改造(这其中也涉及了阿里中层组织架构的调整)阿里中台已经实现公共业务和技术组件横向打穿, 为阿里前台业务提供高效运转和迭代的支撑。逻辑上, 技术实现突破的先决条件恰恰就是对底层数据的统一化、多维度的利用, 只有技术和数据能力的强大才有强大的中台支撑, 对品牌商赋能才成为可能, 而这才是顺丰下沉电商件市场的原有之意。

与公司原有的2C业务相比，供应链服务的大客户定制以及2B交易特性，其底层物流要素（物流托盘等操作层、物流产品层等等）应当尽量模块化、颗粒度细化，以最大化其资产的复用价值。也就是说，供应链服务的核心是客户驱动，与公司原有的2C交易模式及产品驱动的运营思维并不相同。我们认为，在公司从快递之王向综合物流服务商转变的过程中，或许需要一次组织架构上的调整——从追求无止境的服务和速度到追求“适合客户的服务和速度”；从以产品为重心到以客户为重心；从纵向垂直一体化的组织架构，到积木化前中后台的变化。而这，或许是顺丰真正意义上实现通过不断“提升上游效率和下游体验”来强化平台赋能实践的的开始，亦是优秀企业向伟大企业过渡的标志。

五、盈利预测和投资建议

我们认为，顺丰具备长期投资价值的关键在于坚守时效件基本盘的基础上获得以下的突破：（1）IT技术赋能，公司产品体系颗粒度进一步细化，下沉电商件市场渗透率与盈利能力同步提升；（2）规模效应与成本效率改善共振，成本控制和效率提升的可持续性带来利润稳健增长；（3）供应链赋能效果初显，完成公司从快递企业向消费行业垂直供应商转型，综合物流产品孵化体系的成功运作带来估值溢价。

从公司战略层面看，顺丰从一个竞争小、溢价高的赛道起步，积累了降维渗透高增长细分市场的能力和格局，短期费用率偏高是对长期增长的超前投入，而重资产的规模效应空间还很大，我们看好顺丰的降维渗透的长期增长潜力，预计未来三年将迎来收入高位增长和净利率逐步提升的持续改善周期。具体来看，盈利预测基本假设如下：

（1）快递方面，公司产品体系颗粒度有望进一步细化，差异化的产品梯度设计带来在高中低端市场持续赚取利润的能力。其中，时效业务产品主要包括次晨达/次日达等对时效要求较高的产品（商条件+个人散件+高端时效件），增速重回20%的高位，特惠专配成功下沉电商件市场，业务量增速已经连续12个月保持在60%以上，且价格降幅较小，2020年1-5月的速运业务收入增速超过40%。预计2020-2022年时效业务收入同比增长19%/14%/12%，经济业务收入同比增长67%/32%/29%，毛利率均持稳向上。

（2）其它业务方面，重货、冷链保持高增长，且逐步扭亏；同城业务仍在起步阶段，投入有所增加；疫情带动跨境货运需求提升，国际业务增速较快；供应链业务增长平稳。综合预计2020-2022年其它业务收入同比增长42%/34%/31%。随着规模效应的提升，未来三年的毛利率预计分别为-1%/1%/4%。

（3）费用率方面，预计近两年公司管理费用将保持平稳增长，结合公司营收增长情况，整体费用率将呈下降趋势，预计2020-2022年三费费用率分别9.6%/9.0%/8.5%。

表10：顺丰营收、毛利预测（单位：亿元）

	2019	2020E	2021E	2022E
时效业务				
收入	565	673	766	857
增长率	6%	19%	14%	12%
毛利率(%)		26%	25%	26%
毛利		175	191	218
经济业务				
收入	269	450	596	769
增长率	32%	67%	32%	29%
毛利率(%)		14%	15%	15%
毛利		63	89	115
其他业务合计				
收入	288	407	545	715
增长率	67%	42%	34%	31%
毛利率(%)		-1%	1%	4%
毛利		-3	6	30
合计				
收入	1122	1530	1907	2341
增长率	23%	36%	25%	23%
毛利率(%)	17%	15%	15%	16%
毛利	195	235	287	364

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

综上，预计2020-2022年，顺丰控股收入分别为1530/1907/2341亿元，同比增长36%/25%/23%；归母净利润75/89/109亿元，同比增长30.1%/18.5%/21.8%；对应EPS分别为1.66、1.96、2.39元/股，按最新收盘价计算PE分别为41X、35X、29X。

可比公司估值：在快递行业，上市公司业务量、收入、利润增速均有不同程度的分化，估值水平也有一定差异。直营快递由于经营更具稳健性，一般较加盟快递有一定的估值溢价。直营快递由于经营更具稳健性，一般较加盟快递有一定的估值溢价，顺丰2019年PE约为A股可比公司均值的1.6倍。考虑到顺丰已经步出盈利低谷，特惠专配产品兑现成本控制能力，利润增速领先同行，供应链赋能效果初显，综合物流产品孵化体系的成功运作带来估值溢价。我们认为适合给予公司20年45倍的PE估值（约为A股可比公司均值的1.7倍），对应合理价值74.7元/股，维持“增持”评级。

表11: 快递可比公司PE/PB估值情况可比 (股价统计截至2020年08月18日收盘)

公司名称	公司代码	单位	股价(元/股)	EPS (元股)				PE				PB
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	(LF)
A股: 采用wind一致预期EPS, 统计截止2020年08月18日收盘。												
韵达股份	002120.SZ	人民币	23.83	1.19	0.99	1.16	1.32	19.24	24.07	20.54	18.05	5.63
圆通速递	600233.SH	人民币	15.64	0.59	0.66	0.72	0.8	14.86	23.70	21.72	19.55	3.17
中通快递	002468.SZ	人民币	16.56	0.92	0.99	1.13	1.27	12.29	16.73	14.65	13.04	2.96
德邦股份	603056.SH	人民币	16.67	0.34	0.49	0.66	0.75	22.68	34.02	25.26	22.23	3.59
平均水平								17.27	24.63	20.54	18.22	3.84
顺丰控股	002352.SZ	人民币	68.64	1.66	1.96	2.39	2.45	28.32	41.46	35.00	28.72	6.58

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心, 可比公司EPS采用wind一致预期

注: 顺丰控股2020-2022年EPS经除权调整。

六、风险提示

1. 时效件增速不及预期。时效件增速回升是顺丰业绩修复的动力之一, 上半年的回升主要受益于商务件回流以及高端电商件的增长; 未来时效件增速不及预期可能会使得公司整体业绩增速低于预期;
2. 快递价格战加剧。下沉电商件是顺丰业务量增速保持在高位的主要原因, 电商件价格战加剧或将影响公司收入增速, 盈利质量, 进而影响公司短期业绩;
3. 新业务持续亏损。虽然重货、冷链的亏损已经明显减少, 但是公司2020年在同城业务上有一定的新增投入, 若该业务短期亏损超预期, 将影响公司短期战略扩张的节奏。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	31,938	42,897	44,351	48,707	53,712
货币资金	16,131	18,521	20,108	20,109	20,110
应收及预付	9,891	14,742	14,007	17,474	21,458
存货	818	882	1,188	1,486	1,825
其他流动资产	5,098	8,753	9,048	9,638	10,319
非流动资产	39,826	49,638	56,570	64,401	73,337
长期股权投资	2,203	2,222	2,222	2,222	2,222
固定资产	13,967	18,904	23,928	30,133	38,997
在建工程	6,509	3,116	3,087	2,899	2,503
无形资产	6,662	10,008	11,249	12,368	13,208
其他长期资产	10,485	15,388	16,083	16,780	16,407
资产总计	71,765	92,535	100,921	113,108	127,049
流动负债	26,369	30,982	44,472	47,722	50,775
短期借款	8,585	6,053	13,712	11,257	8,377
应付及预收	8,355	12,688	13,686	16,224	18,841
其他流动负债	9,429	12,240	17,074	20,241	23,557
非流动负债	8,331	19,060	8,462	8,462	8,462
长期借款	998	6,540	6,540	6,540	6,540
应付债券	6,405	10,598	0	0	0
其他非流动负债	928	1,922	1,922	1,922	1,922
负债合计	34,701	50,042	52,934	56,184	59,236
股本	4,419	4,415	4,556	4,556	4,556
资本公积	16,220	16,124	16,124	16,124	16,124
留存收益	15,561	20,338	26,693	35,630	46,518
归属母公司股东权益	36,711	42,420	47,914	56,851	67,739
少数股东权益	353	74	74	74	74
负债和股东权益	71,765	92,535	100,921	113,108	127,049

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	90,943	112,193	152,992	190,652	234,070
营业成本	74,642	92,650	129,501	161,948	198,962
营业税金及附加	222	280	374	466	572
销售费用	1,826	1,997	2,578	3,085	3,648
管理费用	8,415	9,699	11,432	13,397	15,660
研发费用	984	1,193	1,530	1,907	2,490
财务费用	286	683	664	752	646
资产减值损失	104	179	244	304	373
公允价值变动收益	-6	350	-6	-6	-6
投资净收益	1,166	1,076	2,967	2,828	2,644
营业利润	5,818	7,409	10,013	11,918	14,570
营业外收支	49	18	-53	-119	-194
利润总额	5,867	7,426	9,960	11,799	14,375
所得税	1,403	1,802	2,416	2,862	3,487
净利润	4,464	5,625	7,544	8,937	10,888
少数股东损益	-92	-172	0	0	0
归属母公司净利润	4,556	5,797	7,544	8,937	10,888
EBITDA	8,333	10,846	12,102	15,397	19,809
EPS (元)	1.03	1.31	1.66	1.96	2.39

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5,458	9,121	16,451	14,622	17,896
净利润	4,464	5,625	7,544	8,937	10,888
折旧摊销	3,480	4,471	4,526	5,549	7,071
营运资金变动	-2,058	-659	5,964	1,350	929
其它	-428	-315	-1,582	-1,214	-992
投资活动现金流	-9,462	-14,049	-8,826	-11,012	-13,968
资本支出	-11,747	-6,372	-10,266	-12,835	-16,607
投资变动	-1,139	-4,915	0	0	0
其他	3,424	-2,762	1,440	1,822	2,639
筹资活动现金流	3,073	7,372	-6,038	-3,609	-3,927
银行借款	6,418	9,625	7,659	-2,455	-2,880
股权融资	141	204	142	0	0
其他	-3,486	-2,457	-13,839	-1,153	-1,047
现金净增加额	-931	2,444	1,587	1	1
期初现金余额	16,150	15,299	18,521	20,108	20,109
期末现金余额	15,299	17,764	20,108	20,109	20,110

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	27.6%	23.4%	36.4%	24.6%	22.8%
营业利润增长	-10.0%	27.3%	35.2%	19.0%	22.2%
归母净利润增长	-4.6%	27.2%	30.1%	18.5%	21.8%
获利能力					
毛利率	17.9%	17.4%	15.4%	15.1%	15.0%
净利率	4.9%	5.0%	4.9%	4.7%	4.7%
ROE	12.4%	13.7%	15.7%	15.7%	16.1%
ROIC	10.9%	10.4%	12.1%	13.9%	15.6%
偿债能力					
资产负债率	48.4%	54.1%	52.5%	49.7%	46.6%
净负债比率	22.7%	27.3%	22.1%	17.6%	13.4%
流动比率	1.21	1.38	1.00	1.02	1.06
速动比率	1.08	1.27	0.87	0.88	0.89
营运能力					
总资产周转率	1.37	1.37	1.58	1.78	1.95
应收账款周转率	13.79	11.53	15.87	15.87	15.87
存货周转率	118.07	109.02	109.02	109.02	109.02
每股指标 (元)					
每股收益	1.03	1.31	1.66	1.96	2.39
每股经营现金流	1.24	2.07	3.61	3.21	3.93
每股净资产	8.31	9.61	10.52	12.48	14.87
估值比率					
P/E	31.76	28.32	41.46	35.00	28.72
P/B	3.94	3.87	6.53	5.50	4.62
EV/EBITDA	17.38	15.76	26.03	20.30	15.63

广发交通运输行业研究小组

郭 镇：资深分析师，清华大学工学硕士，2013年进入广发证券发展研究中心。联系方式: guoz@gf.com.cn。

曾 靖 珂：高级分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。联系方式：
zengjingke@gf.com.cn。

徐 君：南开大学会计学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。联系方式: xjun@gf.com.cn。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。