

顺丰控股(002352)深度研究报告

如何理解 4000 亿市值的顺丰？生态赋能新征程开启——解码顺丰系列研究（九）

强推（维持）

目标价：109 元

当前价：87.58 元

❖ **市场回顾：是什么驱动顺丰年内翻倍到市值近 4000 亿？** 1) 市值接近 4000 亿：截至 8 月 28 日，顺丰控股涨幅 136.8%，市值接近 4000 亿，位居全球第三大物流公司。2) 我们认为股价上行分为三个阶段：**第一阶段：市场直观理解为“疫情”收益标的**（1 月底-3 月初，涨幅 30%）；**第二阶段：市场逐步认可公司核心逻辑的变化**，其一是时效件驱动力发生趋势性变化，挂钩“高端消费”；其二是特惠专配产品延续高增长，能看到未来盈利曙光（5 月底-8 月初，涨幅 60%）。**第三阶段：中报业绩超预期，推动市场对净利率提升逻辑的认可。**

❖ **如何理解 4000 亿市值的顺丰？** 我们认为生态赋能的新征程开启。1、**时效快递的盈利能力提升：夯实全网生态赋能的基础。** 时效件收入提速我们认为带来两个维度的意义：**打开长期稳定增长空间以及净利率存潜在提升可能。** 我们假设 2020-22 年时效件收入增速分别为 20%、13% 及 13%，则其收入分别为 678、766 及 866 亿，公司 Q2 已经展现了净利率提升的方向，假设 2022 年时效件净利率从过去 9% 提升至 11.5%，则对应净利 100 亿元。2、**换个视角看特惠专配：快速起量背后，时效网络赋能功不可没。** 1) **赋能 1：快速起量时间显著短于同行。** 我们预计年末公司特惠产品或可达到日均 1000 万单水平，相当于通达系 2016-17 年，当年的新进入者的百世亦花了 5 年时间做到该水平。2) **赋能 2：产能协同，融合发展，降本增效。** 19Q2 后公司单票人工、运力、其他经营成本呈现明显下行，意味着产能协同已经显现。3) **快慢分离下，我们预计 2022 年或可贡献 10 亿+利润体量。** 3、**换个视角看顺丰快运：网络赋能的又一例证。** “直营+加盟”双网运营，3 年时间做到收入规模行业第一。我们认为，其一是**直营与加盟网络的底盘融通**；其二是**快运与快递网络的底盘融通**；观察顺丰快运财务数据：2019 年顺丰快运业务收入超过德邦；20H1 顺丰快运 77 亿收入已经是德邦快运业务的 173%。而资产端：19 年末顺丰快运总资产仅为德邦的三分之一左右。（双方业务口径或存在一定不同之处，仅为方向性比较参考）。4、**顺丰科技：无形投入，有形支撑。** 过去我们理解顺丰高额的研发投入铸造了竞争壁垒。而这些投入正在不断体现对业务的有效支撑。1) **信息网+天网（科技+机场），共同赋能或可为国内客户提供更多时效产品选择。** 2) **信息网+地网，嵌入供应链共同赋能或可为多“网”融合提供更多选择。** 5、**我们对资本开支的理解：新征程下并非“洪水猛兽”。**

❖ **投资建议：1) 盈利预测：基于公司中报展现出净利率水平提升幅度较此前预期更高，我们小幅上调盈利预测，即：预计 2020-22 年实现归属净利分别为 79、95 及 116 亿（原预测为 74、91 及 111 亿），对应 2020-22 年 EPS1.7、2.1、2.5 元，对应 PE 为 49、41 及 33 倍。2) 投资建议：2022 年维度，我们预计公司时效业务利润或可达 100 亿，给予 40 倍 PE，价值 4000 亿；特惠专配或可贡献 11 亿利润，传统经济件业务或贡献利润约 5 亿，合计给予 30 倍 PE，价值 480 亿市值；新业务中我们预计快运业务 2022 年至少 300 亿以上收入，给予 1.7 倍 PS，价值 514 亿市值；其他新业务合计 350 亿收入，给予 1.5 倍 PS，价值 525 亿市值；综合预计顺丰 2022 年可以实现 5546 亿市值，而我们认为在 2021 年会逐步完成该估值的切换，考虑进度与节奏，上调 1 年期目标市值至 5000 亿，对应目标股价 109 元，预计较现价 25% 空间，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	155,834	192,625	229,889
同比增速(%)	23.4%	38.9%	23.6%	19.3%
归母净利润(百万)	5,797	7,862	9,529	11,552
同比增速(%)	27.2%	35.6%	21.2%	21.2%
每股盈利(元)	1.27	1.73	2.09	2.54
市盈率(倍)	67	49	41	33
市净率(倍)	9	8	7	6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 8 月 28 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

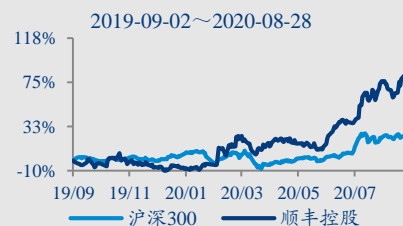
邮箱：wangkai@hcyjs.com

执业编号：S0360519090002

公司基本数据

总股本(万股)	455,644
已上市流通股(万股)	448,999
总市值(亿元)	3,990.53
流通市值(亿元)	3,932.34
资产负债率(%)	53.8
每股净资产(元)	10.3
12 个月内最高/最低价	87.58/35.81

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《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

《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）》

2020-08-10

《顺丰控股（002352）2020 年中报点评：Q2 扣非净利同比 75%，扣非净利率近年新高，看好目标市值 4000 亿，强调“强推”评级》

2020-08-25

投资主题

报告亮点

顺丰控股第9篇深度，我们试图探讨公司全网生态不断赋能强化的基因。

投资逻辑

1、时效快递的盈利能力提升：夯实全网生态赋能的基础。

我们认为2020H1时效件收入增速19.4%的背后是充分受益于高端消费线上化趋势。而提速带来两个维度的意义：打开长期稳定增长空间，净利率存潜在提升可能。

2、换个视角看特惠专配：快速起量背后，时效网络赋能功不可没。

1) 赋能1：体现在快速起量过程中，超越了同行多年的积累。我们预计年末公司特惠产品或可达到日均1000万单水平，相当于通达系16-17年，而同行花了多年积累，当年的新进入者的百世亦花了5年时间做到该水平。

2) 赋能2：产能协同，融合发展，降本增效。19Q2后公司单票人工、运力、其他经营成本呈现明显下行，意味着产能协同已经显现。3) 快慢分离下，我们预计2022年或可贡献10亿+利润体量。

3、换个视角看顺丰快运：网络赋能的又一例证。“直营+加盟”双网运营，3年时间做到收入规模行业第一。我们认为，底盘融通是快运发展的基石。其一是直营与加盟网络的底盘融通；其二是快运与快递网络的底盘融通

4、顺丰科技：无形投入，有形支撑。

关键假设、估值与盈利预测

1) 盈利预测：基于公司中报展现出各项业务快速增长，净利率水平提升幅度较此前预期更高，我们小幅上调2020-22年盈利预测，即：预计2020-22年实现归属净利分别为79、95及116亿（原预测为73.7、91及110.8亿），对应2020-22年EPS1.7、2.1、2.5元，对应PE分别为49、41及33倍。

2) 估值：采用分部估值法

以2022年维度，

我们预计公司时效快递业务利润或可达100亿，给予40倍PE，价值4000亿；

特惠专配业务或可贡献11亿利润，传统经济件业务或贡献利润约5亿，合计给予30倍PE，价值480亿市值；

新业务中，我们预计快运业务2022年至少300亿以上收入，给予1.7倍PS，价值541亿市值；

其他新业务合计350亿收入，给予1.5倍PS，价值525亿市值；

综合预计顺丰2022年可以实现5546亿市值，而我们认为在2021年会逐步完成该估值的切换，考虑进度与节奏，上调1年期目标市值至5000亿，对应目标股价109元，预计较现价25%空间，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。

目录

一、市场回顾：是什么驱动顺丰年内翻倍到市值近 4000 亿？	6
二、如何理解 4000 亿市值的顺丰？我们认为是生态赋能的新征程开启	8
（一）时效快递的盈利能力提升：夯实全网生态赋能的基础	8
1、2020 年时效件收入提速，背后是高端消费线上化的大势所趋	8
2、时效件收入提速带来两个维度的意义：打开长期稳定增长空间，净利率存潜在提升可能	11
3、我们认为时效件业务网络价值 4000 亿市值	12
（二）换个视角看特惠专配：快速起量背后，时效网络赋能功不可没	12
1、赋能 1：体现在快速起量时间显著短于同行	12
2、赋能 2：产能协同，融合发展，降本增效	13
3、“快慢分离”走在正确的路上，预计 2022 年特惠件 10 亿+利润体量，经济件业务价值 480 亿市值	16
（三）换个视角看顺丰快运：网络赋能的又一例证	18
1、“直营+加盟”双网运营，收入规模行业第一	18
2、底盘融通是快运发展的基石	20
三、顺丰科技：无形投入，有形支撑	22
（一）高额研发投入铸造了竞争壁垒	23
（二）我们认为研发投入正不断体现在对业务的有效支撑	23
1、信息网+天网（科技+机场），共同赋能或可为国内客户提供更多时效产品选择	23
2、信息网+地网，嵌入供应链共同赋能或可为多“网”融合提供更多选择	25
四、我们对资本开支的理解：新征程下并非“洪水猛兽”	26
（一）UPS 经验看：资本开支并非始终“洪水猛兽”	26
（二）我们认为生态赋能下的资本开支，会不断推动规模效应释放，竞争优势增强	28
五、投资建议及风险提示	29

图表目录

图表 1 全球主要物流企业市值对比（人民币，2020/8/28）	6
图表 2 顺丰控股股价上行三阶段分析（截止 8 月 28 日）	7
图表 3 顺丰各项业务 2019 年与 20H1 增速	9
图表 4 顺丰时效件收入分季度增速测算	9
图表 5 实物网购占比	10
图表 6 实物网购与社零增速	10
图表 7 奶粉线上销售量（万件）	10
图表 8 周大生线上收入及增速	10
图表 9 部分品类及品牌线上销售快递服务商	11
图表 10 公司时效件模拟测算	12
图表 11 顺丰经济件收入增速	13
图表 12 上市公司业务量增速（17 年 10 月-20 年 7 月）	13
图表 13 公司单季度毛利率比较	14
图表 14 单票成本同比变化	14
图表 15 单票成本金额变化	14
图表 16 顺丰资本支出占收入比重	15
图表 17 顺丰购置运营资产支出类别	15
图表 18 公司效能与通达系比较	16
图表 19 公司“快慢分离”举措示意图	17
图表 20 特惠专配产品单票成本预计	18
图表 21 特惠专配产品未来利润模拟测算	18
图表 22 顺丰快运收入	19
图表 23 顺丰快运分季度收入测算	19
图表 24 顺丰快运业务数据	20
图表 25 顺丰快运 Vs 德邦	21
图表 26 融资之后快运业务股权结构	21
图表 27 顺丰物流科技	22
图表 28 顺丰与通达系研发费用比较	23
图表 29 顺丰与世界巨头研发投入比较	23
图表 30 各公司运送深圳-北京快递时效及运费（假设 6 月 14 日下单）	24
图表 31 深圳-北京路由时效模拟	24
图表 32 UPS 历史业务收入结构	25

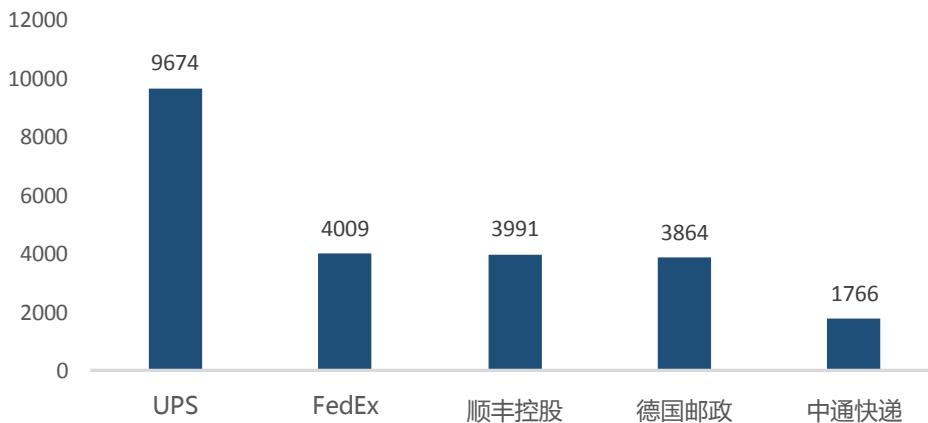
图表 33	UPS 调整后各业务营业利润增速.....	26
图表 34	UPS 资本开支变动情况.....	27
图表 35	UPS 历年资本开支结构变化.....	27
图表 36	第一阶段，资本开支下降趋势.....	28
图表 37	第二阶段，资本开支上升趋势.....	28
图表 38	公司估值测算.....	30
图表 39	公司核心业务收入测算.....	30

一、市场回顾：是什么驱动顺丰年内翻倍到市值近 4000 亿？

2020 年截至 8 月 28 日，顺丰控股涨幅 136.8%，显著超过沪深 300 的 18%，交通运输指数的 3.5%，市值接近 4000 亿。

截止 2020 年 8 月 28 日，顺丰控股市值接近联邦快递，位居全球第三大物流公司，而 UPS 市值达到 9670 亿人民币（1402 亿美元，今年以来涨幅 42%），接近万亿人民币市值，为全球市值最大的综合物流企业

图表 1 全球主要物流企业市值对比（人民币，2020/8/28）



资料来源：Wind，华创证券

我们从市场回顾中，可以发现上涨分为三个阶段：

第一阶段：市场将公司直观理解为是“疫情”收益标的。

股价上涨起于疫情发生后顺丰 1-2 月累计市占率高达 15.9%（19 年末为 8.7%），其背后是商业模式的加成，顺丰直营制模式下在“疫情”极端情况下展现了与加盟制快递公司不同的表现：业务不停摆、复工更灵活、执行力更强，并以此更巩固、强化、提升了社会、商家、消费者对顺丰品牌价值的认知。

随着 3 月通达系陆续复工复产，第一阶段涨幅告一段落。

该阶段涨幅 30% 左右。

第二阶段：市场开始逐步认可到公司核心逻辑的变化

1、时效件驱动力发生趋势性变化，即我们提出“脱钩 GDP”，挂钩“高端消费”。

观察到国内“疫情”逐步得到有效控制后，二季度顺丰时效件收入延续了一季度时相仿的接近 20% 左右的增速，其背后不再是简单的一次性受益，而是由高端消费线上化加速提升推动，由此打开公司核心业务板块时效快递的长期增长空间，同时隐含的是其净利率存在潜在提升可能。

（详见我们 6 月发布系列深度（五），聚焦时效件（上）——“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；

7 月发布的系列深度（七），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）

2、特惠专配产品：延续高增长，能看到未来盈利曙光

该业务在 19 年 5 月推出后，成功帮助公司业务量高速增长，今年 1-7 月累计增速 80%，远超行业 23% 的增速，同时公司在运营模式调整、快慢分离优化举措下，已经显现出规模效应，未来能够看到盈利曙光。

（详见我们 6 月底发布系列深度（六）：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？）

该阶段从 5 月底到 8 月初，涨幅 60%。我们认为这是顺丰核心价值被市场逐步认可的上行阶段。

第三阶段：中报业绩超预期，推动市场对净利率提升逻辑的认可

公司 2020 年上半年扣非净利润增长 48%，其中 Q2 扣非净利 26.1 亿，同比增长 75%，业绩超出此前市场预期。（Q1 扣非净利 8.3 亿，同比下降 0.5%）。

我们测算 Q2 毛利率 21%，同比基本持平，环比 Q1 提升 5 个百分点，扣非归属净利率 6.95%，同比提升 1.3 个百分点，环比提升 4.5 个百分点，为近年新高。

业绩表现验证了我们在深度（七）中提出的净利率存潜在提升可能的判断，而提升幅度超出此前预期，尽管未来季度之间或存在波动，但我们认为方向性已经明确。

对于顺丰千亿以上收入规模体量的公司，净利率提升所能带来的利润弹性非常可观。

该阶段：中报披露后，公司三天两度涨停，推动市值接近 4000 亿，达到我们此前报告的目标市值。

图表 2 顺丰控股股价上行三阶段分析（截止 8 月 28 日）



资料来源：Wind、公司公告，华创证券

二、如何理解 4000 亿市值的顺丰？我们认为生态赋能的新征程开启

本篇报告前，今年以来我们已经发布 8 篇深度报告，力图解码顺丰。开篇报告中我们即提出：我们希望通过系列研究，来系统分析顺丰商业逻辑与物流生态，并试图通过对顺丰各项业务进行独立评估来认识顺丰控股全场景价值。

8 月 10 日我们发布第八篇，我们对 **UPS 进行复盘**，提出 9000 亿人民币市值的全球物流巨头发展之路对顺丰的核心启示：枢纽机场将有助于降本增效，并可开启国际业务新局面；供应链业务是物流巨头标配；资本开支并非始终“洪水猛兽”。

7 月 26 日我们发布第七篇，我们再度聚焦公司核心盈利板块**时效快递业务**，用更多数据论证我们第五篇报告中提出的“挂钩高端消费”假设，同时我们认为时效业务净利率存在潜在提升空间，2022 年时效业务或贡献 87 亿净利。依据分部估值法，给予公司一年期目标市值 4000 亿。

6 月 29 日我们发布第六篇，我们聚焦公司经济产品中的**特惠专配业务**：我们认为该业务推出一年后，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。

6 月 14 日我们发布第五篇，我们聚焦公司核心盈利板块**时效快递业务**，提出：顺丰时效件驱动因素或发生趋势性变化的假设，即“脱钩”GDP，“挂钩”高端消费，由此打开其增长空间。

5 月 24 日我们发布第四篇，进一步从时刻分布分析我国航空货运短板现状，并提出鄂州机场达到理想状态下，或可推动货运机队提升利用率，成为我国航空货运短板破题之举，并推动**顺丰航空**贡献可观额外利润。（顺丰航空-中篇）

5 月 10 号我们发布第三篇，聚焦顺丰“天网”核心组成部分-**顺丰航空**，假如其“独立”核算，将创造何等价值。（顺丰航空-上篇）

4 月 19 号我们发布第二篇，**聚焦冷链物流**，探讨顺丰新业务板块中，冷运业务（食品冷运）的发展前景；

4 月 10 号我们发布顺丰控股专项研究第一篇，从多情境模拟，量化分析**鄂州机场对顺丰航空货运经济性的提升**说起。

在对公司核心快递板块（时效+特惠）、公司核心优势资源（顺丰航空、未来鄂州机场）以及公司新业务之一的食品冷链业务独立探讨后，本篇我们进一步从顺丰控股全网生态的维度，**提出我们的理解，我们认为当前是生态赋能新征程的起步。**

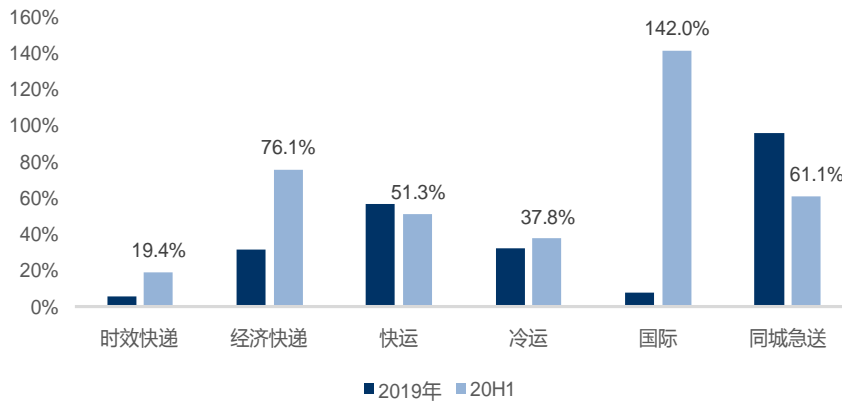
（一）时效快递的盈利能力提升：夯实全网生态赋能的基础

1、2020 年时效件收入提速，背后是高端消费线上化的大势所趋

2020H1 时效件收入增速 19.4%，预计充分受益于高端消费线上化趋势

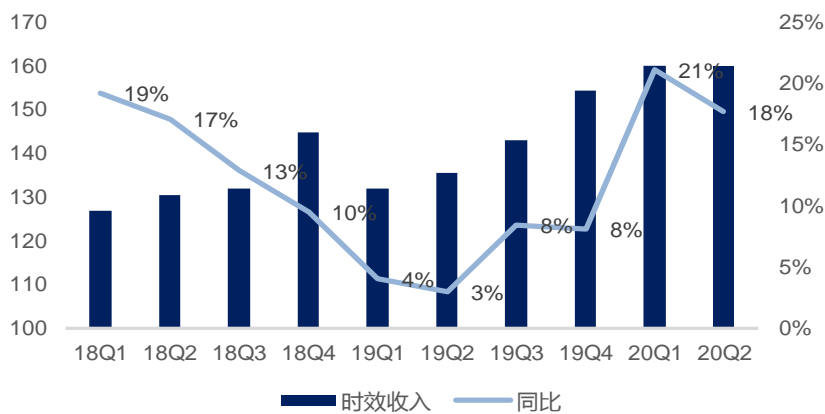
20H1 年公司时效件业务收入 320 亿，同比增长 19.4%，占收入比重 44.9%，是核心利润贡献业务（2019 年收入 565 亿，增长 5.9%）。

图表 3 顺丰各项业务 2019 年与 20H1 增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 顺丰时效件收入分季度增速测算

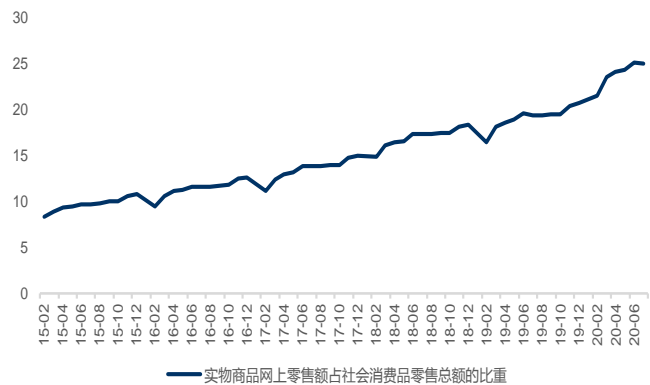


资料来源：公司公告，华创证券测算

此前深度报告（五）与（七）中我们以品类数据论证了高端消费品线上化的趋势正在驱动顺丰时效业务提速，成为其增长核心驱动力。

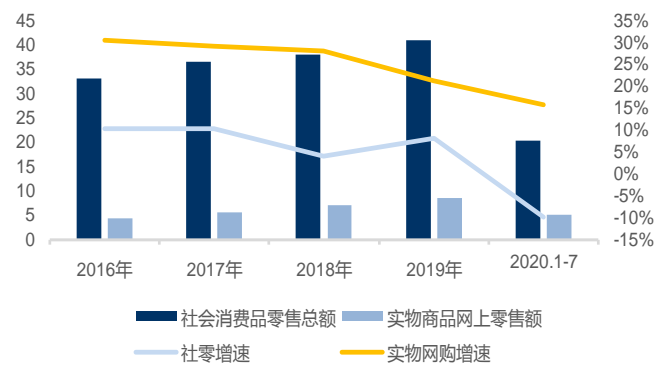
1) 全品类看：实物网购占社零比继续提升至 25%，较 19 年底提升超过 4 个百分点。

图表 5 实物网购占比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 6 实物网购与社零增速



资料来源: 公司公告, 华创证券

2) 分品类数据看: 高端消费线上化正驱动“时效件”提速

我们分析认为高端消费品线上化趋势中对于顺丰时效件带来较大贡献的细分品类包括: 服装鞋帽、3C 电子、个护化妆、家居用品、食品、文体娱乐、医药保健类等。从收入角度, 预计线上高端消费品的销售收入占比三分之一, 商务信函与其他各自占据三分之一。

我们选取部分具备一定代表性的品类线上销售数据进行分析(样本数据仅供参考, 或不具备完备性)。

a) 食品、母婴用品: 保健品、奶粉销售上半年明显增长, 且 Q2 显著提速。保健品 Q2 销售同比增 52%, 环比增 50%; 奶粉 Q2 同比增 33%, 环比增 90%。

b) 家居、服饰: 小家电需求释放, Q2 线上销售额同比增长 43%, 较 Q1 大幅提升 33pct; 服饰, 以运动鞋(平均客单 300 元左右)为例, Q2 销量同比增长 28%, 环比增 84%;

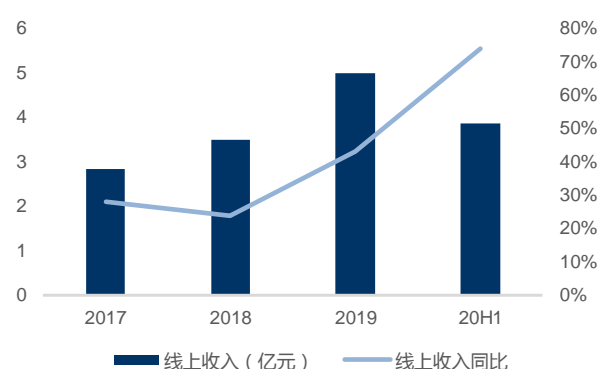
c) 珠宝首饰: 典型高价非标品线上化正在破局。周大生: 2019 年线上营业收入突破 5 亿元, 同比增长 43%, 占收入比 9.21%; 20H1 线上收入增长 74%, 占比达到了 23%。同样试水线上销售并取得成效的还有潮宏基等。

图表 7 奶粉线上销售量(万件)



资料来源: 阿里平台数据, 华创证券

图表 8 周大生线上收入及增速



资料来源: 公司公告, 华创证券

3) 高端消费品牌通常选择顺丰与 EMS 作为自己的物流服务商，顺丰时效业务预计充分受益大趋势。草根观察，高端品牌大部分默认使用顺丰、EMS 等直营制品牌。

图表 9 部分品类及品牌线上销售快递服务商

品类	品牌	快递
3C产品	苹果	顺丰、EMS
	华为荣耀	顺丰、EMS
珠宝	周大福	顺丰、EMS
服饰	NIKE	顺丰、EMS
奶粉	雅培	顺丰
香化	雅诗兰黛	优选顺丰
	欧莱雅	顺丰、圆通、韵达、中通、宅急送、百世等

资料来源：天猫旗舰店、华创证券

背后因素在于：

- 其一，对商家而言，顺丰时效件提供的快、准时、安全的服务保障可以为品牌商提供加成效果；
- 其二，对于消费者而言，心理上，越高价值的货品通常越希望尽快送达；
- 再者，通常客单价越高，对物流产品的价格敏感性越低。

我们认为“疫情”正在改变消费行为习惯，尝试线上化带来的便捷后，无论对于商家还是消费者都是不可逆的过程，会产生大量的客户留存。2003年“非典”激活了第一轮线下相对低价值货品、标品向线上不断转移的过程，而这次极有可能完成高价值货品不断提速线上化率。

2、时效件收入提速带来两个维度的意义：打开长期稳定增长空间，净利率存潜在提升可能

其一是更稳定的收入增长预期，与过去商务活动驱动，更多观察 GDP 增速不同的是，高端消费品驱动更具稳定性，并将随着收入水平提升而稳定增长，打开长期空间。

我们仅以未来高端消费品类维持 20% 的增速，其他品类 8% 的增速，综合增速可维持在 13%，较今年以前市场预计其时效业务增速可能维持在个位数已经完全不同。

其二是净利率存在明确的提升空间。

此前报告我们分析了，公司费用率存在下行空间，同时单票成本亦会因为规模增加而带来规模效应，呈现下行，由此时效件净利率存在提升空间。Q2 业绩验证了这一方向。

时效件盈利测算

我们假设 2020-22 年时效件收入增速分别为 20%、13% 及 13%，则其收入分别为 678、766 及 866 亿，

1) 假设时效件业务净利率维持 9% 不变（预计净利率），净利润分别为 61、69 及 78 亿。

2) 我们认为公司 Q2 已经展现了净利率提升的方向，不妨假设 2020-22 年时效件净利率分别为 10%、11%、11.5%，则对应 20-22 年时效件净利分别为 68、84 及 100 亿元。

而在 2021 年后，净利率水平每提升 1%，将对公司利润带来约 7 亿以上的增厚。

图表 10 公司时效件模拟测算

	2019	2020E	2021E	2022E
时效件收入	565	678	766	866
增速	5.9%	20%	13%	13%
假设净利率1：	9%	9%	9%	9%
时效件净利测算	51	61	69	78
假设净利率2：	9%	10.0%	11.0%	11.5%
时效件净利测算	51	68	84	100

资料来源：公司公告、华创证券测算

3、我们认为时效件业务网络价值 4000 亿市值

我们认为公司时效件市场中具备自身的强竞争壁垒：体现在品牌优势、航空网络优势、信息网络优势、服务品质优势等多方面，且该市场内公司并无显著的竞争对手。

反观美国市场，UPS，联邦快递、美国邮政同场竞技，美国资本市场给予 UPS 超过 30 倍的 PE 估值，我们认为顺丰在我国中高端市场中，没有显著的竞争对手，我国市场增速快，容量大，时效网络可以给予 40 倍 PE。

因此以 2022 年维度看时效网络具备 4000 亿市值的基础价值。

而更强有力的时效网络盈利能力也是公司借大网不断哺育、赋能新业务的基础。

（二）换个视角看特惠专配：快速起量背后，时效网络赋能功不可没

此前深度 6 中，我们分析了特惠专配业务推出一年多的时间，从业务量角度：圆满完成提速任务。

1、赋能 1：体现在快速起量时间显著短于同行

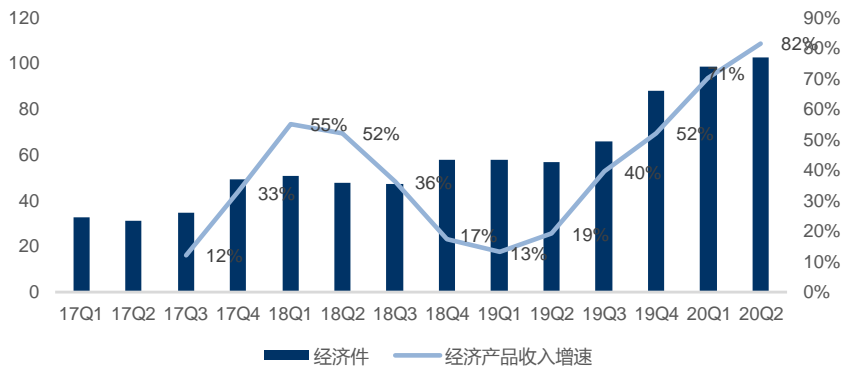
a) 业务量增速：公司 2019 年 10 月以来连续 10 个月领跑行业

1-7 月业务量增速：顺丰（80%）>韵达（32.3%）>圆通（31.2%）>行业（23.7%）>申通（18%）。

b) 增量贡献角度，测算该产品占据业务量增量的 7 成左右（2020 年）。

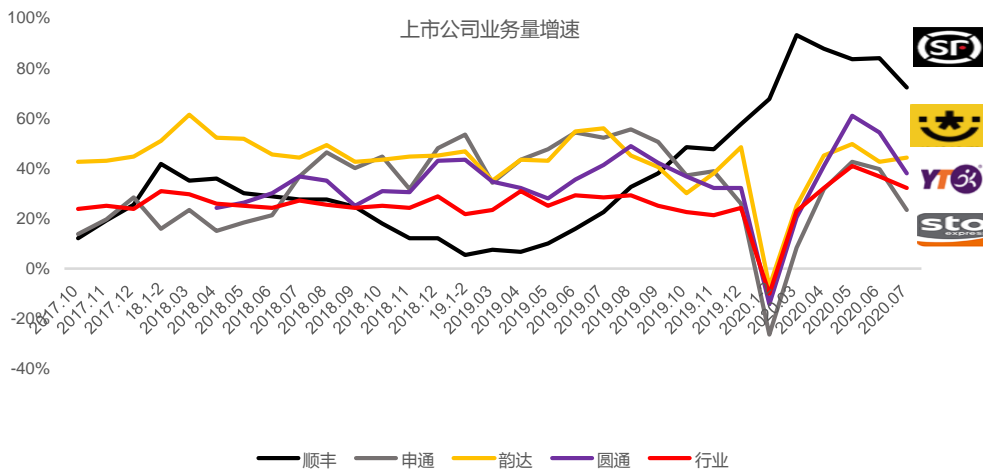
注：经济快递产品是公司第二大收入占比产品，仅次于时效产品，2019 年该业务收入 269 亿元，占总收入比 24%，同比增长 32%。2020H1 收入达到 202 亿，占比提升至 28%，增速达到 76%

图表 11 顺丰经济件收入增速



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 12 上市公司业务量增速 (17年10月-20年7月)



资料来源: Wind, 华创证券

从快速起量的过程中, 特惠专配产品依托了顺丰已有的网络优势, 服务品质和品牌壁垒, 通过精确匹配目标客户群体、平衡性价比与品质, 更灵活的营销推广, 使得一年维度内可以做到接近 750 万日均的水平, 我们预计年末或可达到接近 1000 万票日均。

若年底可达到日均 1000 万的水平, 相当于通达系 2016-17 年, 意味着顺丰 1 年半的时间做到同行多年的积累, 而当年的新进入者百世 13 年日均 88 万单, 到 2017 年达到 1000 万日均, 亦花了 5 年时间。更快的速度反映了顺丰大网的赋能。

2、赋能 2: 产能协同, 融合发展, 降本增效

公司 18 年上半年也发力过电商件市场, 此前报告我们分析了 19 年做特惠专配产品时, 在运营模式上的诸多调整, 由此会发现成本端财务数据的差异: 我们以最新中报情况来做更新分析。

从毛利率角度看：19Q2-3 毛利率同比提升 VS18H1 的同比下降。19Q2 公司推出特惠专配产品，在 19Q2-Q3 出现两个季度的毛利率同比提升，19Q2 更是创下 8 个季度以来最高单季毛利率水平，19Q4 因特惠专配业务首次参与“双 11”，在产能调配、资源投入上存在经验不足导致成本提升，毛利率下行，但观察 20Q1-2 毛利率环比不断提升，Q2 毛利率再度回升到近年高位。

规模效应是否出现是衡量公司运营不断优化的指标之一。2019 年公司人工成本、运力成本、其他经营成本分别占收入比重为 44%、23% 及 15%。20H1 测算公司三项成本占收入比重分别为 43%、24% 及 14%。

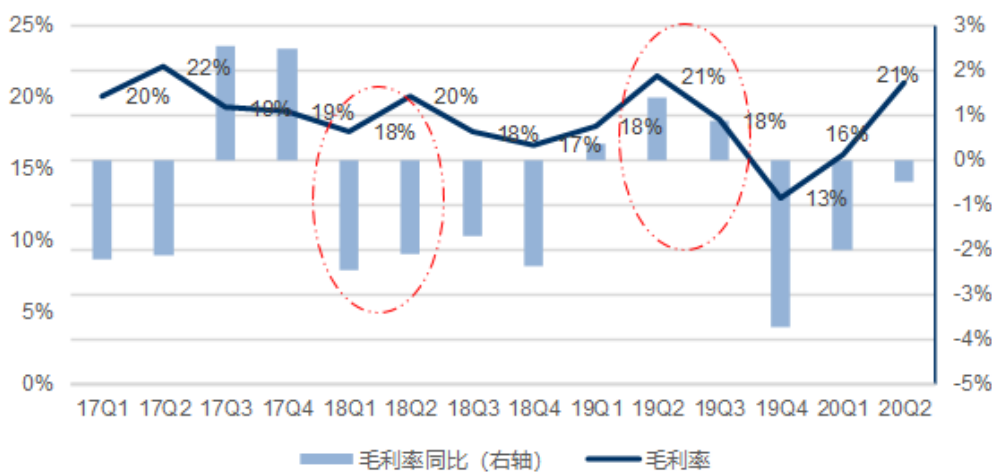
18Q1-Q2 公司发力电商件市场：单票成本：单票人工同比下降 5% 左右，而单票运力成本则分别提升 6% 及 22%；前置投入节奏与业务量并不匹配，并导致 18Q3-4 单票人工与运力成本延续了同比提升。

2019Q2-20Q2 公司推出特惠专配产品后：我们测算单票成本，

单票人工 19Q2 出现 6% 的增长，但随着业务量提速，19Q3-20Q2 持续同比下行，分别为 -4%、-13%、-20%、-25%；单票运力成本 19Q2 基本持平，19Q3 下降 1%，此后 19Q4-20Q2 均明显下行，分别 -3%、-7%、-10%。

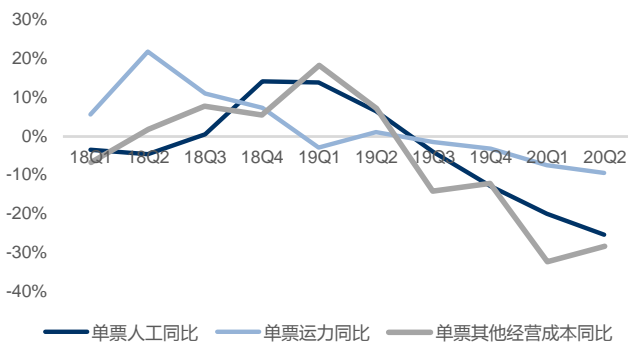
单票其他经营成本下行更为明显。

图表 13 公司单季度毛利率比较



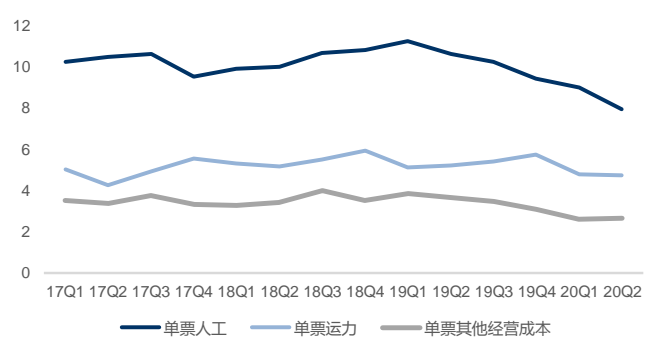
资料来源：公司公告，华创证券

图表 14 单票成本同比变化



资料来源：公司公告，华创证券测算

图表 15 单票成本金额变化



资料来源：公司公告，华创证券测算

我们再以资本支出及员工角度看，公司在利用产能协同

a) 购置资产支出看：

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，

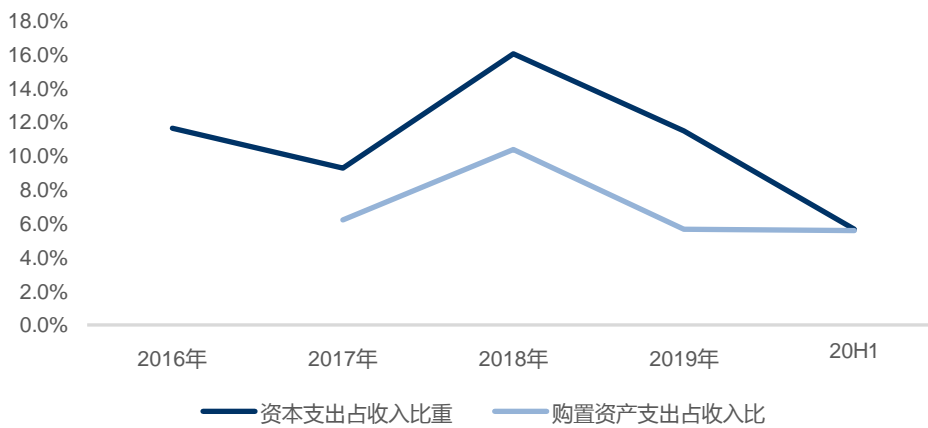
2018 年公司对车辆投入高达 12 亿，仅次于飞机资产的投入，

而 2019 年车辆投入为 5.8 亿，大幅下降，18H1 与 19H2 公司发力电商件市场时对车辆的投入分别为 5.2 及 4.3 亿，20H1 为 2.7 亿。

19-20 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。

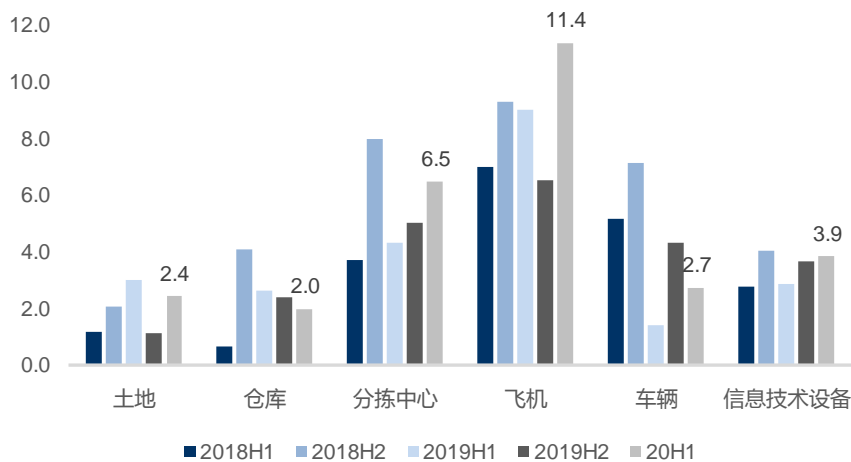
从占收入比重看，购置资产占比降至 5% 左右。

图表 16 顺丰资本支出占收入比重



资料来源：Wind、公司公告，华创证券

图表 17 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

b) 收派员角度:

18H1: 公司有 26.88 万人, 其中自有员工 5.3 万, 其他用工 21.5 万人, 较 2017 年底增长 26%。2018 年底收派员 29.1 万人。

2019H1: 收派员 28.64 万, 同比增长 19%, 环比 18 年底减少 2%, 2019 年底为 32 万人, 意味着 19 年下半年环比增长 11.8%, 相较于 18H1 环比增长 26% 明显更低。

20H1: 收派员 35 万人, 环比 19 年末仅增长 10%。

说明公司充分利用了现有收派员的产能。

3) 未来中转效能具备进一步提升空间

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。

图表 18 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、“快慢分离”走在正确的路上, 预计 2022 年特惠件 10 亿+利润体量, 经济件业务价值 480 亿市值

公司半年报中披露持续推行运营模式优化 (包括快慢分离等措施), 围绕收派、中转、运输等各环节的改进举措逐步推行落地, 在业务量规模高速增长背景下, 显著提升了全流程运营效率、有效降低成本、释放规模效益

我们认为公司自 19 年启动的成本管控, 以及 2020 年针对特惠件推出快慢分离优化举措, 在直营制强执行力的推动下, 预计公司极有概率实现推动特惠件最终具备经济性的可能。

维度 1: 分区域“分网”——快慢分离

快慢分离的基础是客户分层, 产品分层, 在分层基础之上, 优化路由结构。

从模拟示意图中:

我们理解公司过往**时效大网的运营模式**下, 从揽件到网点做简单操作后, 将进入发送地二级中转场—>一级中转场—>目的地二级中转场, 再到派件网点; (中转场显著多于通达系, 同时中转次数更多)。

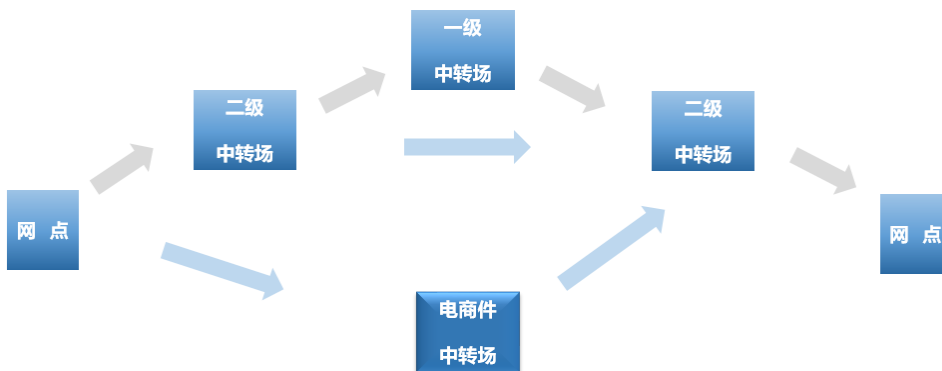
而公司针对特惠件特征，在成熟区域建设专门电商件中转场，由此路由将发生变化，

我们预计从网点送至电商件中转场进行操作，再至二级中转；或根据流向从二级到二级，不经过一级中转场；甚至于更大规模单一流向的货物可以合并路由，降低中转次数。

尤其，在协议客户到中转场发/提货情况下，可以进一步降低中转次数。

由此在路由设计上，完成快慢分离。

图表 19 公司“快慢分离”举措示意图



资料来源：公司业绩发布会材料，华创证券

维度 2：收件、中转、运输、派件全链条实现快慢分离。

收件环节：

- 1) 进一步优化批量件集中收模式；
- 2) 通过网点建包，以集包方式中转，降低单票中转成本；

中转环节：

- 1) 建设电商件中转场，优化路由，降低成本
- 2) 充分利用现有中转场白天闲暇时间来处理电商件，同时将加大自动化投入，提高中转处理效能；
- 3) 通过线路直发，针对部分大件量客户直接按流向发往目的地中转，降低单票成本。

运输环节：

- 1) 囤货、闲时填仓，继续提高现有干支线运输装载率，
- 2) 逐步切换大车型、线路拉直，降低运输成本；

末端派件环节：避开早上首班及傍晚末班收派高峰，利用中间时段安排电商件派送，并提高未来投柜比例。

图表 20 特惠专配产品单票成本预计

	假设1	假设2	远期假设
揽件	0.3	0.3	0.3
派件	2	2	1.5
中转	1.5	3	1.5
支线运输与网点操作	1	1	1
合计	4.8	6.3	4.3

资料来源：华创证券测算

我们认为理想状态下，未来独立支撑10亿+利润可期

此前报告我们分析了，我们预计2年后顺丰特惠专配产品或可达到日均高峰2000万票之上水平。

假设单票5.5元收入（通达系全链条单票收入测算约5元），单票成本4.8元，三费率9%（0.55元），单票净利可达到约0.15元，则对应年化利润11亿。

图表 21 特惠专配产品未来利润模拟测算

项目	金额
单票收入（元）	5.5
单票成本	4.8
单票费用	0.5
单票净利	0.15
日均（万票）	2000
年化净利（亿元）	11

资料来源：华创证券测算

考虑特惠件市场的竞争要明显大于时效件市场，但公司具备品牌溢价能力，我们认为该部分可给予 30 倍 PE，对应 330 亿市值。此外公司传统经济件（标准陆运产品）预计可贡献 5 亿利润左右。

因此 2022 年维度下看公司经济件产品市值可达到 480 亿。

（三）换个视角看顺丰快运：网络赋能的又一例证

1、“直营+加盟”双网运营，收入规模行业第一

根据公司半年报披露：顺丰快运所在的零担行业是万亿级的市场，处于规模化以及行业整合的初期具备较强的增速推动力。进入 2020 年，零担行业在资本市场热度不减，快运市场竞争格局逐步进入巨头竞合时代。

顺丰快运发展历程：

2015 年公司正式推出快运产品，

2018 年控股设立顺心捷达，起网面对腰部及基础客户，

2019 年 7 月顺丰快运品牌正式发布，与 2018 年起网的顺心捷达形成了快运双品牌。

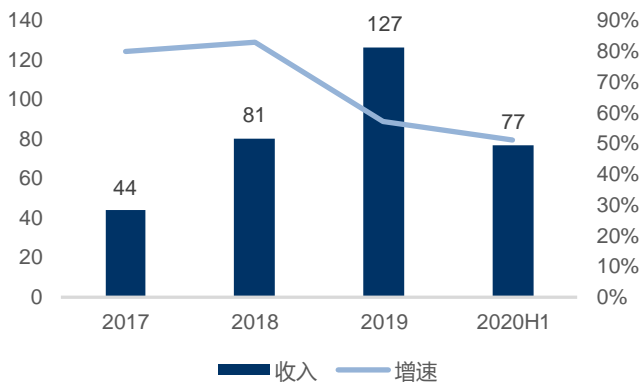
顺丰快运定位高时效、高质量及高服务体验的中高端市场，

顺心捷达专注全网型中端快运市场，双品牌在产品定位上互相补充，在运营模式及运营资源方面融通提

从收入规模看：顺丰快运业务已经位居行业第一。

顺丰快运业务收入 2017-19 年增速分别为 79.9%、83%及 57%，20H1 继续保持了 51.3% 的快速增长，远超前行业增速。从 17 年的 44 亿到 19 年突破百亿，达到 127 亿元，成为行业收入规模第一。今年以来保持了收入规模和货量增速双第一。

图表 22 顺丰快运收入



资料来源：公司公告，华创证券

图表 23 顺丰快运分季度收入测算



资料来源：公司公告，华创证券测算

直营网络：顺丰快运

定位中高端零担市场，拥有 57 个快运中转场，约 1400 个快运网点，场地面积超过 209 万平，日承载能力 11 万吨，较 2019 年 12 月提升 29%；拥有 1.9 万余台快运收派车辆，1439 条快运干线，9100 条支线。

2020 年上半年，零担货量同比增长 74%，日峰值零担货量达 2.8 万吨，业务增速在中高端市场保持绝对领先，市场占有率持续提升。

加盟网络：顺心捷达

定位零担行业腰部及基础客户群体，拥有加盟网点 9300 多个，较上年末增长 55%，直营场站 117 个，面积 47 万 m²，网络覆盖全国 303 个城市、2207 个区县，初步完成了建网到成网的转变。收入规模在全网型加盟平台中由第六上升至第五。

2020 年上半年，顺心捷达零担货量同比增长 57%，同比增速在主流玩家中位列第一，日峰值零担货量达 1.6 万吨

图表 24 顺丰快运业务数据

	2017	2018	2019	20H1
直营-顺丰快运				
中转场	21	44	51	57
网点	717	1048	1300	1400
车辆（万辆）	0.4	1.4	1.9	1.9
快运场地面积（万平）	67	132.3	175	209
峰值（万吨）		1	2.3	2.8
加盟-顺心捷达				
直营场站		129	171	117
快运场地面积（万平）		47	41	47
加盟网点		2599	6000	9300
货量			下半年229%	57%
峰值			1.1	1.6

资料来源：公司公告，华创证券

2、底盘融通是快运发展的基石

我们认为底盘融通分为两个维度：

其一是直营与加盟网络的底盘融通：

顺丰快运与顺心捷达在运营底盘的融合上，双网融通，中台一体，通过科技应用，实现资金流、信息流、业务流三流互通，全面支撑双网共用、场站一体化操作、线路混装混卸、盟商就近交货、派送优势互补等全环节多场景应用，促进资源协同，与加盟商互利共赢、共同降本增收。

根据顺心捷达官网新闻动态中介绍，2019年顺心捷达与顺丰快运已实现场站融通52个；线路融通84条。收派上，继续推动共用顺丰集配站或顺心末端网点负责顺丰货物派送。不仅节约成本，更能助力彼此在相应的市场里拥有更强的竞争力。

其二是快运与快递网络的底盘融通：

过去我们理解快递与快运网络的协同发展，包括：

1) 成本协同：从业务环节来看，除末端的揽收和派件环节协同效应不明显外，其余环节几乎均存在协同效应。如在原快递网点和分拨基础上扩建或划分快运操作区域、快递快运车辆共用进行拼车、路由规划一致、系统共用、下单渠道统一、客服统一。特别是运力的协同效应非常显著，因顺丰的干线、转运中心对应的日均件量均明显低于通达系，小票零担填仓效果好，可以提升干支线运输装载率。

2) 客户资源协同：快递与快运业务客户可以相互为公司业务导流。

而我们从最新顺丰快运2月对外融资的公告中，观察顺丰快运财务数据，并将其与德邦进行比较，发现：

1) 收入端：

2019年德邦快运业务收入108亿，同比下降4.1%；顺丰快运业务收入127亿，增速57%，超越了德邦；

20H1 顺丰快运 77 亿收入已经是德邦上半年快运业务的 173%。

2) 资产端：

顺丰快运总资产仅为德邦的三分之一左右，而净资产仅为其5%。

注：依据顺丰 2 月公告，顺丰快运对外融资的财务数据，双方业务口径或存在一定不同之处，双方比较仅为方向性比较。

市场或认为顺丰快运部分依托于大网，资源并非完全独立，故造成该种差异，但我们认为这恰恰在方向上可视为证明了公司快运起网过程中存在大网协同，发挥了网络赋能优势。一方面快递网络与快运网络的融合赋能，另一方面直营与加盟的融通赋能。

另外角度看，市场此前担忧顺丰对新业务的投入拖累自身盈利水平，但我们认为在赛道长，空间大的市场中，若新进入者参与行业竞争，要付出远超于顺丰的投入，或也难达到如此成效。

图表 25 顺丰快运 Vs 德邦

	顺丰快运		德邦		顺丰/德邦	
	2019	2020H1	2019	20H1	19	20H1
亿元						
总资产	28.7		90.8	94.6	32%	
净资产	2.2		40.6	41.7	5%	
快运收入	127	77	107.5	44.5	118%	173%
增速	57%	51.3%	-4.1%	-11.0%		
净利润	-3.8		3.2	1.5		
归属于母公司的净利润	-2.3		3.2	1.6		
总收入			259	116		

资料来源：公司公告，华创证券

同时，顺丰快运的双网运营经验，在未来又或可为顺丰特惠专配产品进一步下沉和分层，是否起网加盟，带来更多经验。

附：

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 26 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

三、顺丰科技：无形投入，有形支撑

顺丰致力于打造“天网+地网+信息网”三网融合的核心优势。

公司半年报披露自主研发了一套完整的智慧网平台，覆盖各个业务环节和场景，快速、灵活、安全、全面地赋能业务，进一步推动物流全链路的信息互联互通，为公司多元业务发展打造智慧化的坚实底盘。

同时还致力于前沿技术的发展和落地，将运筹优化、机器学习、深度学习、数据分析与挖掘等前沿技术应用到更多实际业务场景中，以云计算服务支撑新科技应用，坚持以用户为本的产品设计，提升经营效能和用户体验，让技术和产品真切落地并更好地服务于客户。

并整合内部资源，依托海量内外部数据，打造物流运营分析平台、业务预测平台等智慧管理与智能决策平台，以数据和科技驱动决策、引领经营，打造顺丰“智慧大脑”，实现数据驱动科技、科技赋能物流。

图表 27 顺丰物流科技



资料来源：公司公告，华创证券

（一）高额的研发投入铸造了竞争壁垒

与国内同行比较：公司研发费用遥遥领先

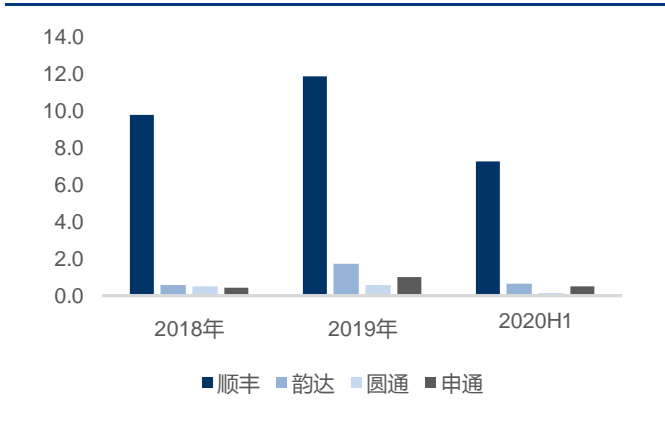
2019年顺丰研发费用11.9亿，韵达、圆通、申通分别为1.74、0.62及1.04亿，遥遥领先。

与国际巨头比：公司科技投入紧跟其后

顺丰19年科技投入36.7亿，其中研发投入25.7亿，费用化11.9亿，资本化13亿，资本化占比51%。

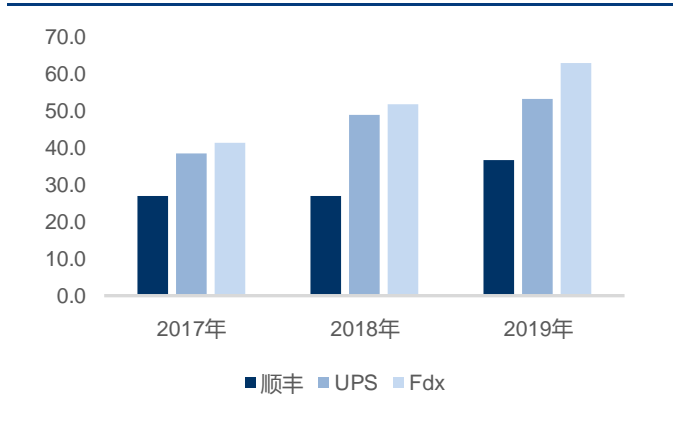
而UPS与联邦快递披露的资本开支中IT投入分别达到50及60亿级别。

图表 28 顺丰与通达系研发费用比较



资料来源：公司公告，华创证券

图表 29 顺丰与世界巨头研发投入比较



资料来源：公司公告，华创证券测算

（二）我们认为研发投入正不断体现在对业务的有效支撑

1、信息网+天网（科技+机场），共同赋能或可为国内客户提供更多时效产品选择

我们认为信息网的支撑将帮助公司做好客户与产品的分层，当前顺丰核心快递业务可以划分为：

时效件（次日前送达）、标准陆运件（三日达）、特惠专配产品（平均2-4天送达）；

其中时效产品主要包括：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（平均23小时）。

我们发现，能给出明确到小时的截止时间仅顺丰与京东（均为直营制公司），通达系龙头可给出2.6天的时效保证，但未精确到小时。给出明确时间才有准时与否的评判，保证时效服务是速度快之外又一维度的标准，意味着全程控制力更强，服务偏差小。

注：时效承诺与运费为各公司官方网站首页直接查询收录，或存在不完整性。此外如京东物流京准达，消费者亦可以选择加价更为精确的送达时间段额外付费。

图表 30 各公司运送深圳-北京快递时效及运费（假设 6 月 14 日下单）

产品	寄付	时效	送达日
顺丰-标快	23	次日18点前	6月15日18点前
顺丰-标快（陆运）	18	隔日22点前	6月16日22点前
京东-特快	20	隔日15点前	6月16日15点前
京东-特惠	17	隔日22点前	6月16日22点前
中通	20	预计2.6天	6月16日下午
EMS	21	隔日	6月16日
申通	12	预计4天	6月17日
韵达	20		
圆通	18		

资料来源：公司网站、华创证券

如果观察 UPS：其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。

我们预计在鄂州机场启用后，天网+信息网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。

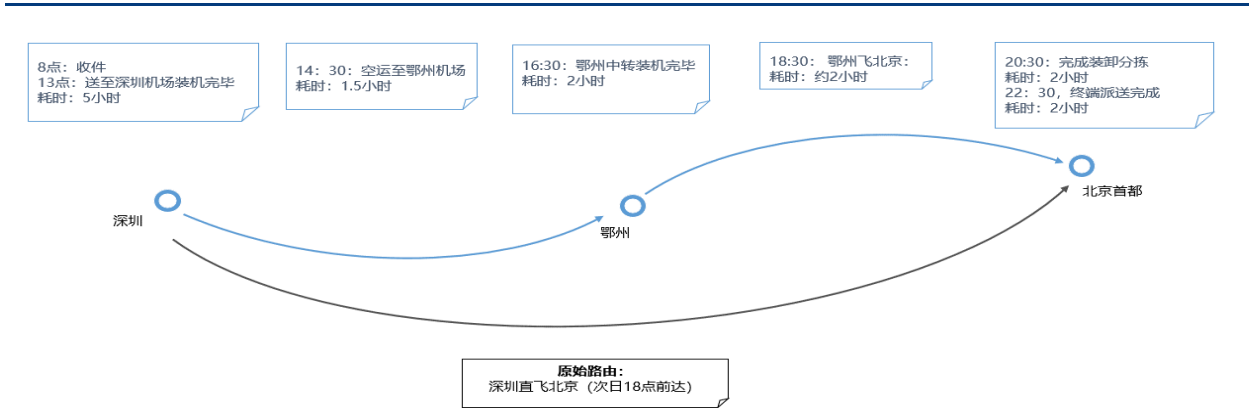
我们认为枢纽的建立可以大幅优化公司航线网络，不仅不会因绕道的时间成本而影响此前时效品质，反而可提高时效件覆盖范围。

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 31 深圳-北京路由时效模拟


资料来源：华创证券

不同的结构针对不同的客户，将存在供给创造需求，推动提供价格带更为丰富的产品。

2、信息网+地网，嵌入供应链共同赋能或可为多“网”融合提供更多选择

公司当前有时效大网，在快慢分离举措下逐步分区域分网后，存在特惠件的电商件网络；快运网（直营+加盟双网运营）；冷运网；同城急送网络。

公司业务底盘扎实，业务品类相较于快递同行明显更多，支撑运营需要更强大的信息系统，同时也为供应链业务打通全产品线打下基础。

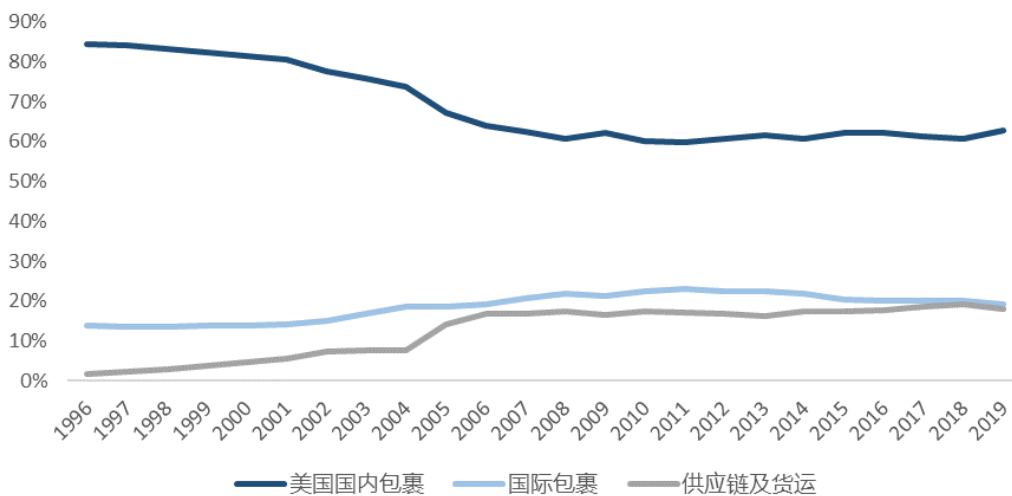
我们在第8篇深度中探讨UPS的启示之一：供应链业务是物流巨头标配。

1) UPS：2016年起，供应链及货运业务收入及营业利润增速已超过传统包裹业务。

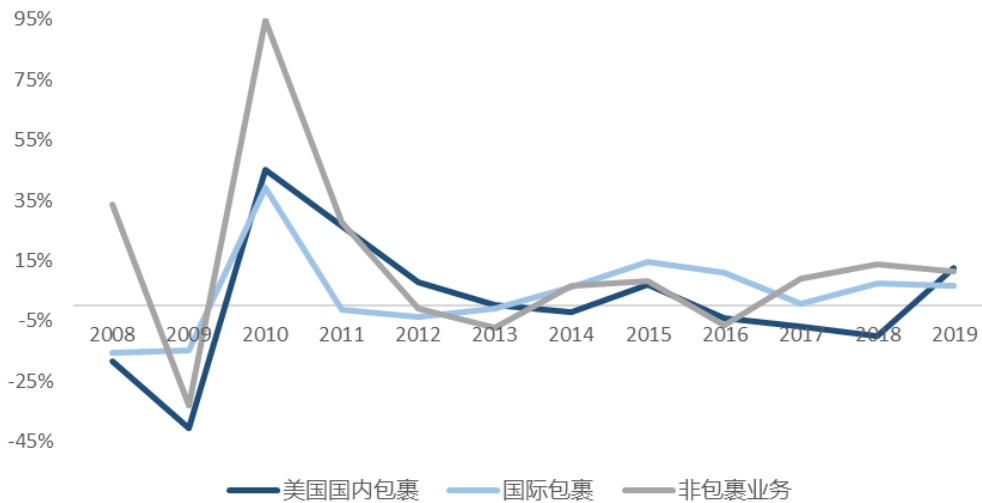
UPS非包裹业务收入占比从90年代末期的个位数上升至2019年的18.1%，营业利润贡献占比从个位数上升至12%，尤其是2005年收购Overnite Corp拓展零担运输服务后收入和利润出现显著增长。

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 32 UPS 历史业务收入结构



资料来源：公司公告，华创证券

图表 33 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

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。

顺丰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61%。

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。

更多资源协同：与UPS不断并购强化供应链业务相似，顺丰过去两年并购设立新夏晖、顺丰DHL，借力并购企业品牌影响力，叠加顺丰本土优势，积极拓展市场；

优势互补：DHL中国具备全球先进的管理经验，而顺丰大网具备强大的实体物流底盘和科技能力，与顺丰大网有效融通，可为客户提供稳定可靠的供应链支持，提升客户供应链柔性和韧性；

科技赋能：立足定制化，补足标准化，加速将供应链管理沉淀为模块化产品。

我们理解的顺丰控股数年之后能为客户提供的综合物流将涵盖十几种以上，而不再是单纯的快递或快运业务，产品矩阵的构建也是未来顺丰的核心竞争力。

四、我们对资本开支的理解：新征程下并非“洪水猛兽”

（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：

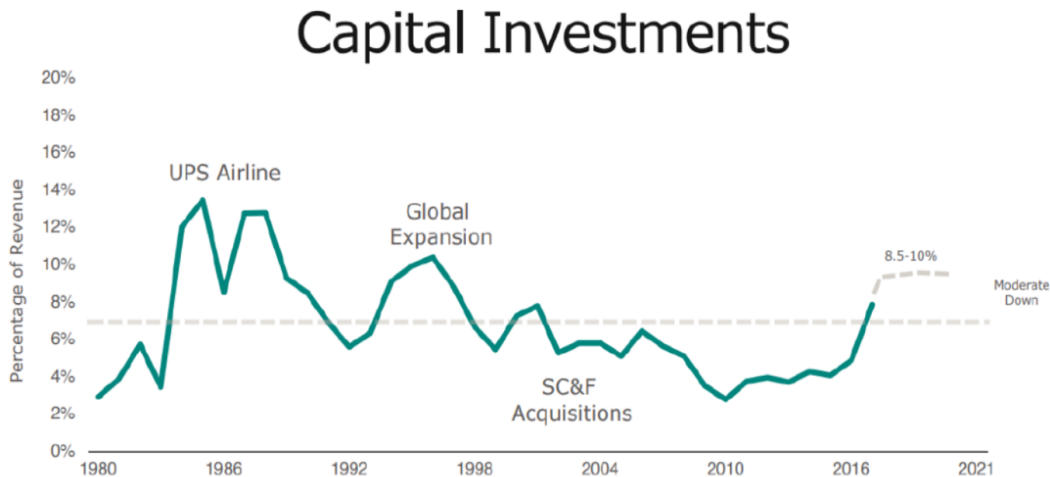
第一阶段：80年代资本开支高峰期，资本开支占比超过10%，主要为航空运力的增加；

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年至今，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。

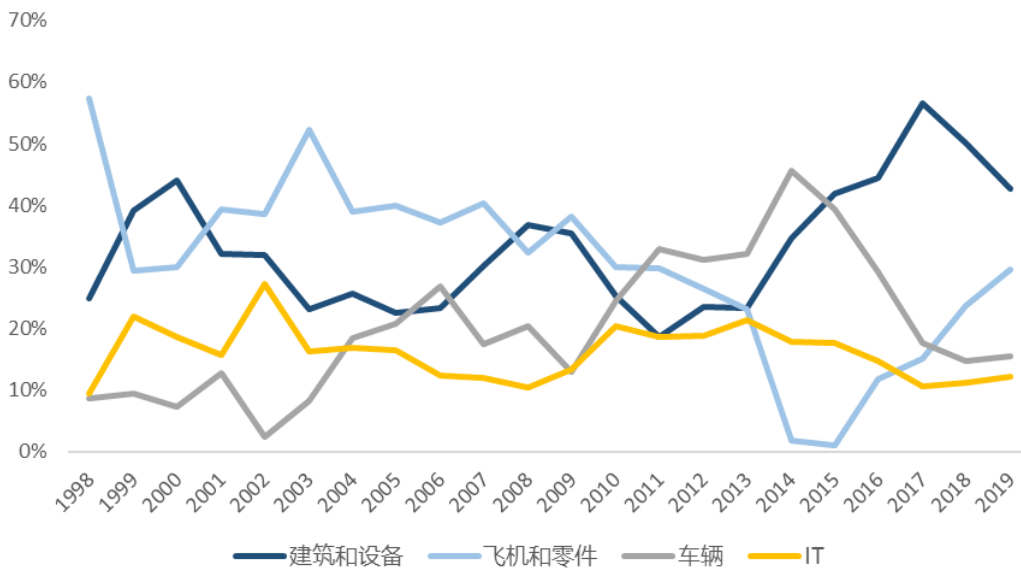
上述过程可以发现并非始终处于高投入期，而是配合业务进程进行资本开支投入。而资本开支高峰过后通常也为利润率水平的提升。

图表 34 UPS 资本开支变动情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 35 UPS 历年资本开支结构变化



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，

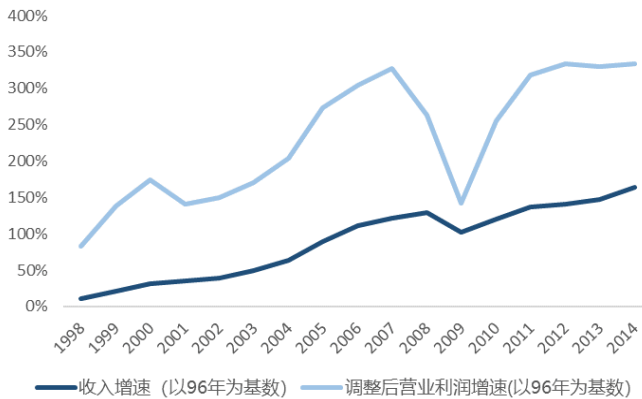
我们按照公司上市前后至今的数据看：

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；

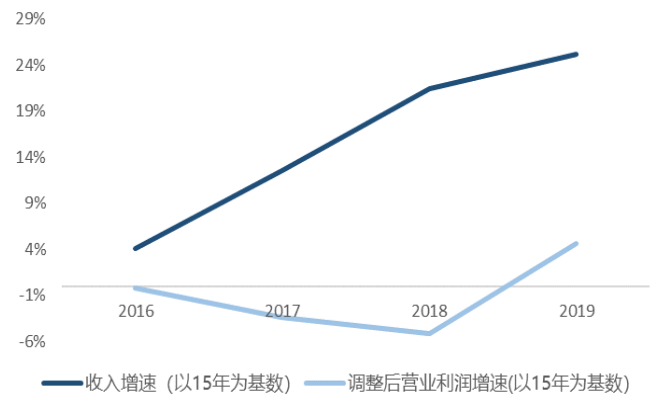
第二阶段2016至今，UPS为应对美国国内电商市场的高速增长，加大资本开支力度，进行全面的物流网络的转型，将打造全球“智能物流网络”，资本开支占比显著提升，营业收入增速高于营业利润增速。

图表 36 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 37 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）我们认为生态赋能下的资本开支，会不断推动规模效应释放，竞争优势增强

- 1、前文我们分析，顺丰对新业务的资本开支已经体现在不断规模效应释放：如顺丰快运的发展，特惠专配产品的效益
- 2、顺丰对科技、对资产的投入会强化未来的竞争优势，尤其未来机场的投入会奠定市场绝对竞争力。
- 3、从顺丰特惠专配业务的发展中，我们理解顺丰的资本开支更加具备节奏感与掌控力。

我们此前分析过顺丰过去几年曾几次介入电商件市场，但未曾取得特别的成就：

第一次尝试：上市前，2013年公司推出相对低价产品，定价约15元左右，明显低于自身标准件（22元左右水平），试图撬动电商件市场，但由于直营制的成本投入，以及装载率不高等因素，导致整体毛利率下降，公司后停止该业务。

第二次尝试：上市后，2018年上半年公司再度发力电商件，经济件产品业务在18H1取得了54%的收入增长，但因运力投入较大，装载率下降，公司下半年控制了业务增速。

我们认为两次发力到收手背后的因素，均为成本节奏不匹配导致。下沉电商件与时效件的诉求存在天然不同，电商件客户追求的是性价比，对运营方而言，属于成本敏感型产品。

起于19年5月的第三次尝试，公司在运营模式上进行了较大的调整，不局限于“填仓”：

我们认为：2019年的尝试，公司不仅仅是“填仓”，而是在不断调整、完善电商件运营模式，尽可能贴近电商件市场诉求与竞争环境。

1) 客户分层：

针对特定客户，如初始推出产品时，面对日均件量超过1000票以上的电商大客户。

分层的好处，其一在于满足不同客户需求，其二在于针对性提供服务，其三在于为如集收模式等变化做铺垫。

2) 收件模式：调整为批量件集中收模式（例如每天上门一次，收千票起），

其好处在于可降低快递员单票提成，从而降低单票揽收成本。（过往，以时效业务模式为例，快递员每天按需上门，存在时间、件量不确定性，单票提成显著高，同时无法在揽件环节发挥业务量的规模经济效应。）

3) 中转场：有条件的，可由客户至中转场发货提货。将节省公司部分人工及支线运输环节成本。

4) 运力端：

a) 发挥协同效应：在保障服务质量及时效前提下，通过业务预测及线路规划等手段，充分利用存量资源，发挥存量资源的边际效应。

b) 调整路由线路：合并同流向同时效段的干支线，更换成大车型，减少临时线路投入，减少支线数量等，释放规模效益，提升装载率。

这样的模式调整背后，是公司在力求资本投入后的效果最大化，而不是大量投入资源先观察效果来做后续决策。

2019年以来顺丰在执行力度上的诸多变化，让我们可以理解顺丰的资本开支与投入是有节奏，有控制的投入。

对于顺丰，资本开支短期仍不会处于收网阶段，但是前期的投入已经开始显现赋能的效果，我们理解的资本开支高峰在减弱是其对利润端影响的减弱，而非绝对金额的减弱。

五、投资建议及风险提示

1) 盈利预测：

基于公司中报展现出各项业务快速增长，净利率水平提升幅度较此前预期更高，我们小幅上调 2020-22 年盈利预测，即：预计 2020-22 年实现归属净利润分别为 79、95 及 116 亿（原预测为 73.7、91 及 110.8 亿），对应 2020-22 年 PE 分别为 49、41 及 33 倍。

2) 投资建议：

依照前文，以 2022 年维度，我们预计公司时效快递业务利润或可达 100 亿，给予 40 倍 PE，价值 4000 亿；

特惠专配业务或可贡献 11 亿利润，传统经济件业务或贡献利润约 5 亿，合计给予 30 倍 PE，价值 480 亿市值；

新业务：

我们预计快运业务 2022 年至少 300 亿以上收入，按照今年 2 月对外独立融资时，1.7 倍 PS，价值 541 亿市值；

其他新业务合计约 350 亿收入，给予 1.5 倍 PS，价值 525 亿市值；

依据上述分部估值，合计顺丰 2022 年可以价值 5546 亿市值，而我们认为在 2021 年会逐步完成该估值的切换。

考虑进度与节奏，上调 1 年期目标市值至 5000 亿，对应目标股价 109 元，预计较现价 25% 空间，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 38 公司估值测算

亿元	2022年		估值	市值
	收入	利润		
时效件	866	100	40倍PE	4000
经济件	750	16		480
——特惠专配	402	11	30倍PE	330
——其他经济件	340	5	30倍PE	150
快运	318		1.7倍PS	541
其他新业务	350		1.5倍PS	525
合计				5546

资料来源：公司公告，华创证券测算

图表 39 公司核心业务收入测算

亿元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	909.43	1121.93	1618.3	1995.2	2378.2
同比	27.9%	23.4%	44.2%	23.3%	19.2%
速运物流收入	896.8	1109.0	1544.4	1911.2	2282.4
同比	27.0%	23.7%	39.3%	23.7%	19.4%
时效件	534	565	678.3	766.4	866.1
同比	14.3%	5.9%	20.0%	13.0%	13.0%
经济件	204.0	269.2	450.5	619.3	749.2
同比	38%	32%	67%	37%	21%
新业务	159.2	274.6	415.7	525.4	667.2
同比	74.9%	72.5%	51.4%	26.4%	27.0%
快运	81	127	196	252	318
同比	83%	57%	55%	28%	26%
冷运	38	51	69	89	116
同比	67%	33%	35%	30%	30%
国际	26	28	59	70	96
同比	29%	8%	108%	19%	37%
同城	10	20	31	45	58
同比	172%	96%	61%	43%	29%
供应链	4	49	60	69	79
同比		1128%	22%	15%	15%

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	21,496	31,648	44,176
应收票据	43	60	74	88
应收账款	12,045	16,557	20,466	24,425
预付账款	2,654	3,691	4,572	5,475
存货	882	1,226	1,519	1,819
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	8,752	11,024	12,940	14,881
流动资产合计	42,897	54,054	71,219	90,864
其他长期投资	2,485	2,666	2,819	2,974
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	11,003	10,727	10,507
非流动资产合计	49,638	52,987	56,707	59,781
资产合计	92,535	107,041	127,926	150,645
短期借款	6,053	5,053	5,553	6,053
应付票据	30	42	52	62
应付账款	11,988	16,670	20,651	24,728
预收款项	670	931	1,150	1,373
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	13,509	16,414	19,348
流动负债合计	30,981	38,005	45,720	53,264
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	60,028	72,764	85,860
归属母公司所有者权益	42,420	47,093	55,429	65,279
少数股东权益	74	-80	-267	-494
所有者权益合计	42,494	47,013	55,162	64,785
负债和股东权益	92,535	107,041	127,926	150,645

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	9,121	11,574	14,750	17,531
现金收益	10,811	13,549	16,430	19,169
存货影响	-64	-344	-293	-300
经营性应收影响	-4,672	-5,365	-4,654	-4,903
经营性应付影响	4,333	4,954	4,211	4,310
其他影响	-1,287	-1,219	-944	-745
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	-557	4,902	4,497
借款增加	9,021	1,651	5,641	5,841
股利及利息支付	-1,791	-2,169	-2,669	-2,756
股东融资	204	0	0	0
其他影响	-62	-39	1,930	1,412

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	155,834	192,625	229,889
营业成本	92,650	128,829	159,598	191,107
税金及附加	280	381	471	562
销售费用	1,997	2,469	2,857	3,316
管理费用	9,699	12,728	15,392	18,014
研发费用	1,193	1,657	2,049	2,445
财务费用	683	966	1,156	1,264
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	665	665
其他收益	740	992	860	883
营业利润	7,409	10,215	12,271	14,852
营业外收入	212	120	200	200
营业外支出	195	193	180	150
利润总额	7,426	10,142	12,291	14,902
所得税	1,801	2,434	2,949	3,577
净利润	5,625	7,708	9,342	11,325
少数股东损益	-172	-154	-187	-227
归属母公司净利润	5,797	7,862	9,529	11,552
NOPLAT	6,142	8,442	10,220	12,286
EPS(摊薄) (元)	1.27	1.73	2.09	2.54

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	23.4%	38.9%	23.6%	19.3%
EBIT 增长率	31.8%	37.0%	21.1%	20.2%
归母净利润增长率	27.2%	35.6%	21.2%	21.2%
获利能力				
毛利率	17.4%	17.3%	17.1%	16.9%
净利率	5.0%	4.9%	4.8%	4.9%
ROE	13.6%	16.7%	17.3%	17.8%
ROIC	14.7%	17.5%	17.1%	17.0%
偿债能力				
资产负债率	54.1%	56.1%	56.9%	57.0%
债务权益比	64.0%	61.4%	62.5%	62.3%
流动比率	138.5%	142.2%	155.8%	170.6%
速动比率	135.6%	139.0%	152.4%	167.2%
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.5	1.5	1.5
应收账款周转天数	31	33	35	35
应付账款周转天数	39	40	42	43
存货周转天数	3	3	3	3
每股指标(元)				
每股收益	1.27	1.73	2.09	2.54
每股经营现金流	2.00	2.54	3.24	3.85
每股净资产	9.31	10.34	12.16	14.33
估值比率				
P/E	67	49	41	33
P/B	9	8	7	6
EV/EBITDA	32	26	21	18

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	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	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
	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