

谨慎推荐 (维持)

核心业务壁垒稳固，多方面布局第三方综合物流

风险评级：中风险

顺丰控股 (002352) 深度报告

2022年1月28日

投资要点:

魏红梅

SAC 执业证书编号:

S0340513040002

电话: 0769-22119410

邮箱: whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2022年1月27日

收盘价(元)	63.13
总市值(亿元)	3097
总股本(亿股)	49.06
流通股本(亿股)	45.04
ROE(TTM)	6.11%
12月最高价(元)	117.10
12月最低价(元)	54.39

股价走势



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

相关报告

- 全球领先综合物流服务商。**顺丰在巩固时效快递业务的同时发力电商快递，并通过内生孵化和并购整合等方式大力布局快运、国际快递、供应链、冷链、同城配送等业务，坚决向第三方综合物流服务商转型。顺丰已成为国内最大的综合物流服务商、全球第四大快递公司，在提供优质、快速的快递服务的同时，以丰富的行业经验和领先的数字化技术为客户提供涵盖多行业、多场景、智能化、一体化的智慧供应链解决方案。
- 快递价格战中止，监管引导竞争合理化。**社会物流与经济发展息息相关，疫情冲击下企业开工受限，但我国经济率先复苏，实物商品线上渗透率快速提高。生鲜电商、直播电商等新平台兴起，开始冲击传统电商平台地位，刺激快递需求增长。2021年快递监管政策出台，引导快递价格合理化，快递企业竞争格局初步稳固。长期来看，电商平台间的竞争有望促使电商平台选择服务更优质的快递企业，政策引导下，主要战场有望从价格战转向服务提升。
- 时效为基打造综合性第三方物流，多方面布局第三方综合物流。**顺丰对快递产品进行重新分层，简化快递产品结构，提升运行效率。鄂州机场有望于2022年中投入运营，构成顺丰天网，巩固时效壁垒。下沉电商快递市场，四网融通，规模快速增长。
- 投资建议：**快递单票收入回升，本轮价格战暂时结束，行业格局初步定型。行业竞争从低价争夺市场转向提升服务质量，通过差异化竞争强化盈利能力。公司对标通达系快递的电商特惠业务增速放缓，但强大的品牌势能转化为竞争优势，电商特惠件在中高端市场占据较大份额。公司时效件基本盘稳固，自上而下探索经济件市场，同时多方面发展物流业务，逐步打造国内最大的第三方综合物流服务商。鄂州机场投入运营后将补全顺丰快递时效网络最后一块拼图，进一步提升产品时效，以快网优势哺育慢网，最终将构建多层次快递产品结构。依靠大数据进一步把控成本，提高效率。公司多元化布局快运、冷链、跨境等物流形式，依托收购整合的经验及先进的物流技术提供一体化供应链服务，转型第三方综合物流服务商。从较长时间来看，鄂州机场投入运营后，公司新业态布局完成，规模效应下业绩增长有望再次启动。长期逻辑过硬，业绩拐点将至，布局时机即将到来，预计2021/2022年EPS分别为0.82元、1.46元，对应PE分别为76.99倍、43.24倍，维持“谨慎推荐”的投资评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧导致公司盈利能力下降，鄂州机场未能按期投入运营，宏观经济下行降低消费能力，疫情反复等。

目 录

1. 核心业务壁垒稳固.....	4
1.1 公司是全球领先综合物流服务商.....	4
1.2 公司业务结构.....	5
1.3 四网融通降本增效.....	7
2. 快递价格战中止，监管引导竞争合理化.....	8
2.1 快递物流需求与经济发展息息相关.....	8
2.2 疫情促进线上消费，直播电商带动快递需求增长.....	9
2.3 行业高集中度低壁垒，新进入者引致价格战.....	11
2.4 监管引导竞争转向服务提升.....	13
3. 时效为基下沉电商特惠市场.....	14
3.1 鄂州机场巩固时效快递基本盘.....	14
3.2 电商快递份额快速增长.....	17
3.3 顺丰同城补充终端产能.....	19
4. 多渠道布局构筑综合性第三方物流龙头.....	23
4.1 致力打造第三方综合物流服务商.....	23
4.2 冷链规模全国领先.....	25
4.3 收购嘉里物流，探索跨境市场.....	27
5. 投资建议.....	29
6. 风险提示.....	29

插图目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司产品线结构.....	5
图 3：顺丰其他主营业务收入持续增长（百万元）.....	7
图 4：顺丰 2020 年主营业务收入结构.....	7
图 5：顺丰新业态营收（百万元）.....	7
图 6：顺丰新业态营收增速（%）.....	7
图 7：公路货运量（亿吨）与 GDP（万亿元）.....	8
图 8：中重卡保有量（万辆）.....	8
图 9：中国进出口总值（亿元）及同比（%）.....	9
图 10：社会物流总费用（万亿元）及同比（%）.....	9
图 11：中国实物商品网上零售占社零比重（%）.....	10
图 12：实物商品网上零售额同比（%）.....	10
图 13：直播电商市场规模（亿元）及增速（%）.....	10
图 14：直播电商渗透率（%）.....	10
图 15：疫情后直播电商用户（亿人）及占比（%）.....	10
图 16：淘宝及快手 2020 年直播电商 GMV（亿元）.....	10
图 17：我国各地区快递件量占比.....	11
图 18：快递服务品牌集中度（CR8）.....	11
图 19：规模以上快递服务件量（万件）.....	11
图 20：实物商品网上零售额（亿元）及同比（%）.....	12

图 21: 实物商品网上零售额占社零比重及增速 (%)	12
图 22: 行业单票收入 (元) 及同比 (%)	12
图 23: 义乌地区快递单票收入 (元) 及同比 (%)	12
图 24: 行业龙头单票收入趋势	12
图 25: 顺丰时效产品分层变化	14
图 26: 公司时效件营收 (亿元) 及同比 (%)	15
图 27: 公司主营业务收入占比 (%)	15
图 28: 顺丰现有天网	16
图 29: 顺丰经济快递营收 (百万元) 及同比 (%)	18
图 30: 顺丰速运物流毛利率与经济快递占比	18
图 31: 顺丰电商快递分层	18
图 32: 顺丰同城业务范围	19
图 33: 即时配送订单量 (十亿单) 及同比 (%)	20
图 34: 第三方即时配送单量 (十亿单) 及同比 (%)	20
图 35: 顺丰快递单票收入 (元)	21
图 36: 顺丰同城主营业务收入 (百万元)	21
图 37: 中国本地消费市场规模 (万亿元)	21
图 38: 规模以上同城快递业务量 (万件)	21
图 39: 百胜中国外卖收入占营收比重 (%)	21
图 40: 同城配送活跃商家及消费者数 (千名)	21
图 41: 顺丰同城毛亏损 (千元) 及毛损率 (%)	22
图 42: 顺丰同城主要支出 (百万元)	22
图 43: 2020 年中国公路运输费用占比 (万亿元)	23
图 44: 全国社会物流总额 (万亿元) 及同比 (%)	23
图 45: 全国货运企业运力占比 (%)	24
图 46: 重载货车注册分布 (%)	24
图 47: 冷链运输产业链	25
图 48: 中国冷链物流市场规模 (亿元) 及同比 (%)	27
图 49: 生鲜电商网上零售额 (亿元) 及同比 (%)	27
图 50: 中国果蔬冷链运输占比远低于发达国家	27
图 51: 中国农产品腐坏率高于发达国家	27
图 52: 跨境电商出口规模 (万亿元) 及同比 (%)	28
图 53: 跨境电商进口规模 (万亿元) 及同比 (%)	28
图 54: 服装饰品出口额 (万美元) 及同比 (%)	28
图 55: 2021BrandZ 中国全球化品牌前 20 名	28

表格目录

表 1: 公司前十大股东 (截至 2021 年三季度末)	4
表 2: 冷链物流相关政策	26
表 3: 公司盈利预测简表 (截至 2022 年 1 月 27 日)	29

1. 核心业务壁垒稳固

1.1 公司是全球领先综合物流服务商

公司发展历程。公司在 1993 年创立于广东顺德，南方谈话提高改革开放水平后外资大量进入珠三角地区，公司依靠在香港和珠三角地区运送快件快速起网。早期顺丰通过加盟制快速扩大规模，从华南地区逐渐走向全国，2002 年在深圳设立顺丰总部，逐渐从加盟制转向直营制，规范快递网络，并与扬子江签订包机合约，提升快递速度，专注小件快递。公司自 2008 年进入竞争领先期，获批成立顺丰航空，组建自有货机机队，并逐步开拓国际快递市场。2012 年至今，公司持续优化组织分工，在巩固 B2B 快递领先地位的同时发力电商快递，探索经济快递市场，同时围绕客户经营转型，提供一体化供应链解决方案，逐步转型第三方综合物流服务商。2016 年，公司借壳鼎泰新材在 A 股上市。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

股权结构稳定，创始人拥有实际控制权。公司 2021 年三季报显示，公司控股股东为深圳明德控股发展有限公司，持股比例达 59.3%，由创始人王卫持有 99.9% 的股权，对公司构成实际控制。前十大股东中，除明德控股外持股比例普遍在 5% 以下，股权结构稳定，实控人王卫对公司拥有绝对控制权。

表 1：公司前十大股东（截至 2021 年三季度末）

持股 5%以上的普通股股东或前 10 名普通股股东持股情况					
股东名称	股东性质	持股比例	报告期末持有的普通股数量	持有有限售条件的普通股数量	持有无限售条件的普通股数量
深圳明德控股发展有限公司	境内非国有法人	59.30%	2,701,927,139	-	2,701,927,139
香港中央结算有限公司	境外法人	5.19%	236,440,876	-	236,440,876
深圳市招广投资有限公司	国有法人	4.62%	210,474,486	-	210,474,486
宁波顺达丰润创业投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	2.45%	111,499,207	-	111,499,207
刘冀鲁	境内自然人	1.53%	69,883,780	52,412,835	17,470,945
苏州工业园区元禾顺风股权投资企业（有限合伙）	境内非国有法人	0.91%	41,591,045	-	41,591,045
挪威中央银行—自有资金	境外法人	0.67%	30,552,659	-	30,552,659
魁北克储蓄投资集团	其他	0.52%	23,502,260	-	23,502,260
华润深国投信托有限公司—华润信托·淡水泉平衡 5 期集合资金信托计划	其他	0.49%	22,301,475	-	22,301,475
加拿大年金计划投资委员会—自有资金	其他	0.36%	16,400,325	-	16,400,325

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

1.2 公司业务结构

全球领先综合物流服务商。顺丰在巩固时效快递业务的同时发力电商快递，并通过内生孵化和并购整合等方式大力布局快运、国际快递、供应链、冷链、同城配送等业务，坚决向第三方综合物流服务商转型。顺丰构建的一体化综合物流服务体系直接连接商家和终端消费者，提供从供应链设计、管理、仓储、运输、清关到最终派送上门的一体化服务，有望为各大企业解决物流运输问题，降本增效。顺丰已成为国内最大的综合物流服务商、全球第四大快递公司，在提供优质、快速的快递服务的同时，以丰富的行业经验和领先的数字化技术为客户提供涵盖多行业、多场景、智能化、一体化的智慧供应链解决方案，致力于成为独立第三方行业解决方案的数据科技服务公司。

图 2：公司产品线结构



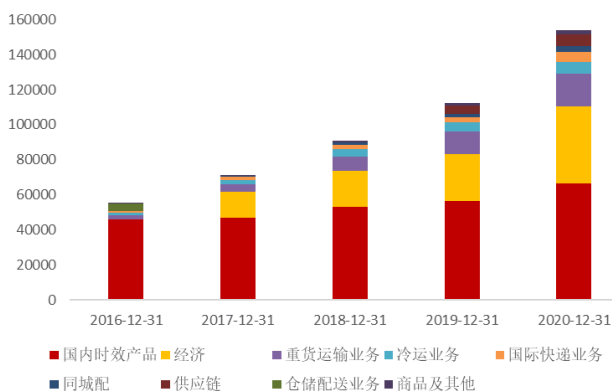
注：上图的产品时效为参考时效。

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

时效快递为基本盘，下沉电商经济快递市场，转型综合物流服务商。顺丰以满足个人及企业客户快速寄递需求的高品质门到门时效快递产品为基础，逐渐下沉至面向电商平台的经济快递。顺丰坚持第三方战略，以庞大的快递网络为基础，依托外延并购延伸至快运、冷运、供应链、同城配送等领域，构建了一体化的物流服务体系，逐渐转型第三方综合物流服务商。此外，公司大力探索延伸服务，通过顺丰大数据和丰富的

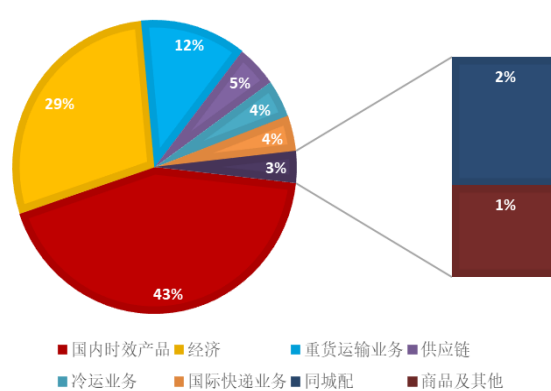
管理经验，为企业提供从供应链规划到运营管理的一体化供应链解决方案。一体化的物流体系为工业制造、商业流通、农产品上行、食品冷链、医药流通、跨境贸易、本地生活等多个领域提供全方位服务，依靠规模效应及先进的数字化管理能力融合“天网、地网、信息网”，逐渐降低新业务成本。2012 年以来，公司时效快递业务基本稳定，进入战略转型期，积极探索新业态。2016 年至 2020 年，公司主营业务收入从 574.83 亿元增长至 1539.87 亿元，国内时效快递产品占主营业务收入比重从 80.09% 下降至 43.09%，新业态逐渐成为公司营收增长主力。截至 2020 年底，公司国内时效快递、经济快递、快运业务、供应链、冷链、国际快递业务营收分别为 663.6 亿元、441.48 亿元、185.17 亿元、71.04 亿元、64.97 亿元、59.73 亿元，占主营业务收入分别为 43%、29%、12%、5%、4%、4%。顺丰以总仓/分仓/前置仓/门店发货的分钟级/当天/次日/定制化日期送达模式成功下沉电商快递市场，依靠高时效的航空运力与零担快运网络快速渗透到制造与流通领域的各个环节。

图 3：顺丰其他主营业务收入持续增长（百万元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：顺丰 2020 年主营业务收入结构



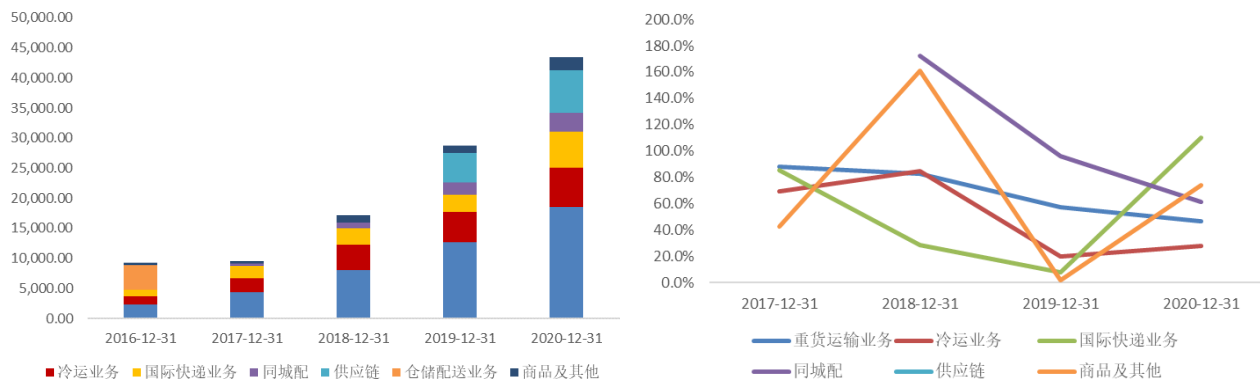
资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.3 四网融通降本增效

业务版图逐渐扩大。顺丰以加盟模式起家，2002 年后专注对价格不敏感的时效快递领域，强势转变加盟网络为直营模式，与通达系快递逆向而行，率先占领时效快递细分市场。2010 年后电商平台进入高速发展期，而顺丰已基本掌握了时效快递市场，从高端市场逐渐下沉中低端市场，截至 2020 年底，顺丰电商经济快递营收占主营收入比重达 29%，逐步取代高毛利率的时效快递成为顺丰的增长引擎。我们认为，顺丰下一阶段的重点在于四网融通，降本增效。价格战中止后，电商快递竞争格局初步稳定，顺丰电商特惠的红利期结束，顺丰快递市占率稳定，而新业态仍处于快速增长期。2020 年顺丰快运、冷链、国际快递、同城配送、供应链及其他业务同比分别增长 46.3%、27.5%、110.4%、61.2%、44.4%、73.7%。顺丰有望通过高中低端物流网络融通实现降本增效，促进新业态发展。

图 5：顺丰新业态营收（百万元）

图 6：顺丰新业态营收增速（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

四网融通成顺丰转型关键。经过 20 多年的发展，顺丰产品覆盖物流服务的各个细分领域，已经形成了为时效快递服务的速运大网、以加盟网络运作的丰网、大小票零担货运组成的快运网以及仓储网络。随着新业态的发展，各个网络之间出现部分重合，为了提高资源利用率，释放产能，提升整体时效，公司需要整合不同网络资源。如部分特惠件不满一车，可以在保证时效的情况下使用快运网络填仓，或在电商快递高峰期调用其他网络资源，防止快递积压干扰分拣中心运作。速运、快运、丰网、仓储四网融通，是顺丰构建一体化综合物流体系的关键，融通后将实现降本增效，提升公司运营效率，并帮助公司新业态快速成型。

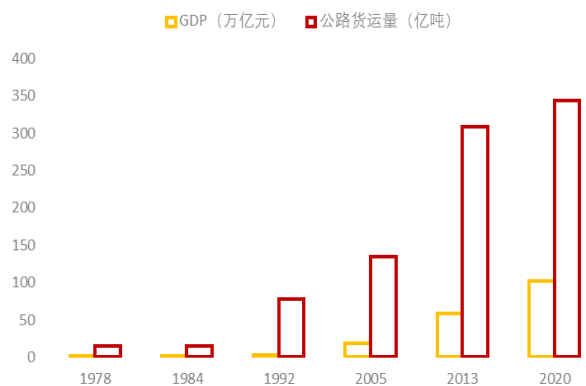
2. 快递价格战中止，监管引导竞争合理化

2.1 快递物流需求与经济发展息息相关

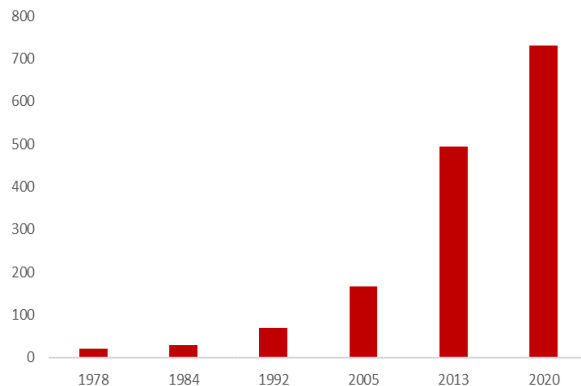
物流运输是经济发展的血脉。快递物流行业是整个经济产业链的血管，在第一、第二、第三产业之间负责输送原材料、半成品与成品至下一环节，物流行业的成长与中国经济增长息息相关。按照经济的发展，中国的货运物流可大致分为五个阶段。1978 年改革开放至 1984 年，我国处于改革开放早期阶段，国有经济为国民经济的主导，在各个行业占据核心地位，中国邮政集团、中国物资储运集团等国有企业为公路货运的主要运营者，公路货运量约 15 亿吨。1984 年十二届三中全会引导个体经济蓬勃发展，个体司机开始出现，公路货运量随着经济增长而增加至约 75 亿吨。1992 年南方谈话后，外资开始大量进入中国，沃尔玛、家乐福等连锁品牌进入国内，促进零售消费的同时也导致零散货运需求快速增长，公路货运量增长至约 134 亿吨，国有企业为主导的点对点式运输网络无法满足零担货运需求增长，大量私有货运公司及车队出现以填补运力空白，形成了第三方物流雏形。2005 年后以淘宝为首的电商平台刺激下，消费物流迅速崛起。这一阶段快递需求年均增速接近 60%，规模的提升使得行业集中度提高，一批大中型物流车队逐步吞并取代小微车队和个体司机，市场上涌现了通达系快递企业及顺丰等大型快递快运企业，公路货运量约 308 亿吨。2013 年后公路物流行业趋于成熟，公路货运量约 343 亿吨，政策监管收紧，快递快运企业逐渐通过互联网提高经营管理水平。

图 7：公路货运量（亿吨）与 GDP（万亿元）

图 8：中重卡保有量（万辆）



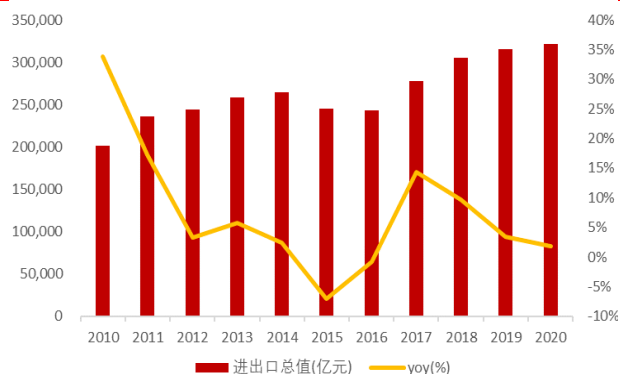
资料来源：国家统计局，BCG，东莞证券研究所



资料来源：国家统计局，BCG，东莞证券研究所

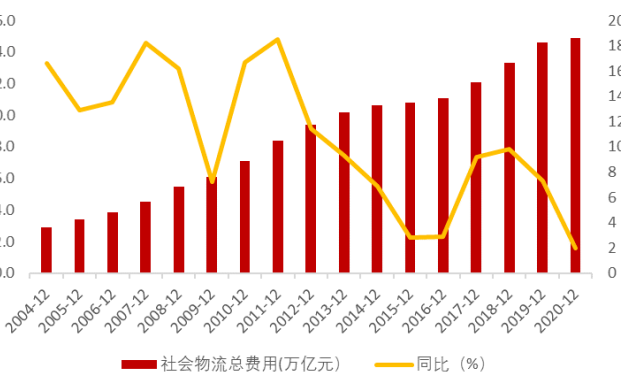
中国坚持“动态清零”防疫政策，疫情期间经济率先实现强劲复苏。新冠疫情对各国的经济运行造成了严重冲击，中国坚持动态清零政策，2020年下半年经济率先实现快速复苏。2020年，中国GDP总量达101.6万亿元，同比增长2.3%，首次突破百万亿大关。据国际货币基金组织预计，在新冠疫情的影响下，2020年中国是全球主要经济体中唯一正增长的国家。中国作为制造业大国，是全球供应链的重要参与者，引领全球经济复苏。中国2020年进出口总额达32.2万亿元，同比增长1.9%，疫情冲击下维持正增长。在中国工业平稳增长、进出口贸易增势良好及国民消费较快发展的带动下，中国物流行业仍保持较高景气度，2020年我国社会物流总费用达14.9万亿元，同比增长2.05%。

图9：中国进出口总值（亿元）及同比（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图10：社会物流总费用（万亿元）及同比（%）

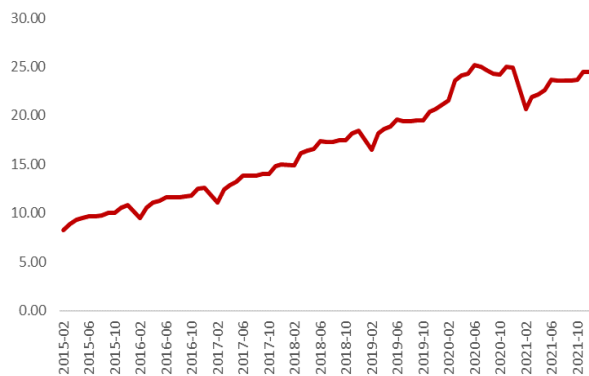


资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.2 疫情促进线上消费，直播电商带动快递需求增长

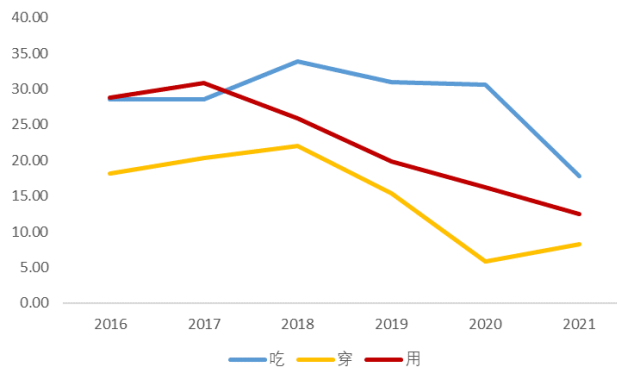
疫情促进零售消费线上化，快递业务件量维持高速增长。快递服务业作为物流市场的关键细分领域，2010年至2020年间，快递业务量、快递业务收入分别增长了36.3倍和15.3倍；2021年11月，我国快递业务件量突破千亿件，快递市场规模连续多年位列世界第一位。新冠疫情的爆发对居民出行和实体商店的经营造成了巨大的冲击，抗疫期间市民购物本地生活需求同样受限，市民逐渐转向线上购物和外卖送餐。2020年，中国实物商品线上渗透率从2019年12月的20.7%快速提升至24%以上，吃、穿、用等实物商品网上零售额同比2019年分别增长30.6%、5.8%、16.2%。尽管2021年上半年国内疫情受控后实物商品网上渗透率有所回落，实物商品网上零售增速放缓，但疫情的持续有望逐渐培养出市民线上购物习惯，在疫情结束后或保留部分网购需求。

图 11：中国实物商品网上零售占社零比重（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

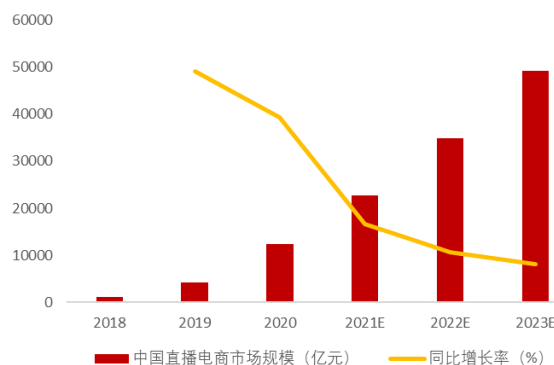
图 12：实物商品网上零售额同比（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

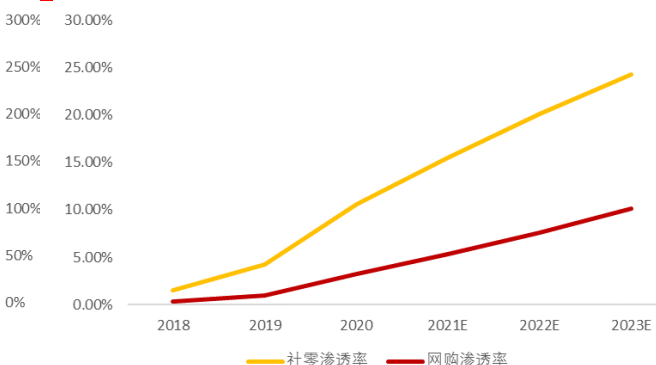
直播电商成线上消费增长引擎。根据 CNNIC 统计，截至 2021 年 6 月，我国网购用户规模达 8.12 亿，占网民的 80.3%，网购渗透率较高。其中，电商直播用户规模约 3.84 亿，仅占网民整体的 38%，直播电商渗透率仍有较大提升空间。新冠疫情爆发催生“宅经济”，从 2020 年一季度末至 2020 年底，直播电商用户从 2.65 亿人提升至 3.88 亿人，占整体网民比例从 29.3% 提升至 39.2%。截至 2020 年底，淘宝直播带来 GMV 超 4000 亿元，快手 GMV 约 3812 亿元，全国直播电商市场规模达 1.2 万亿元，两年时间内直播电商市场规模接近十倍增长，或成新的线上消费增长引擎，带动快递需求进一步提升。

图 13：直播电商市场规模（亿元）及增速（%）



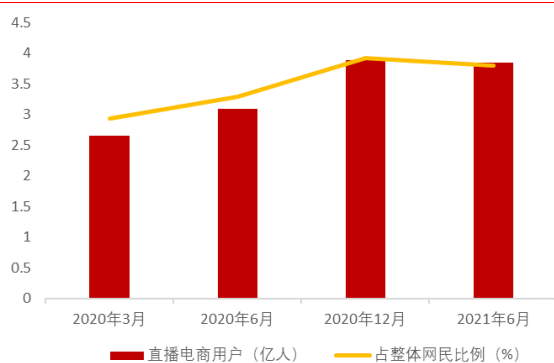
资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

图 14：直播电商渗透率（%）



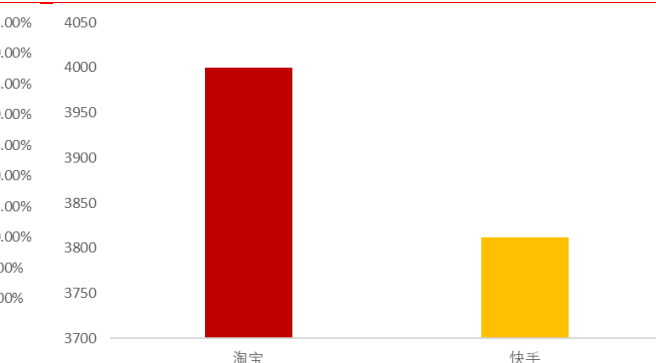
资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

图 15：疫情后直播电商用户（亿人）及占比（%）



资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

图 16：淘宝及快手 2020 年直播电商 GMV（亿元）

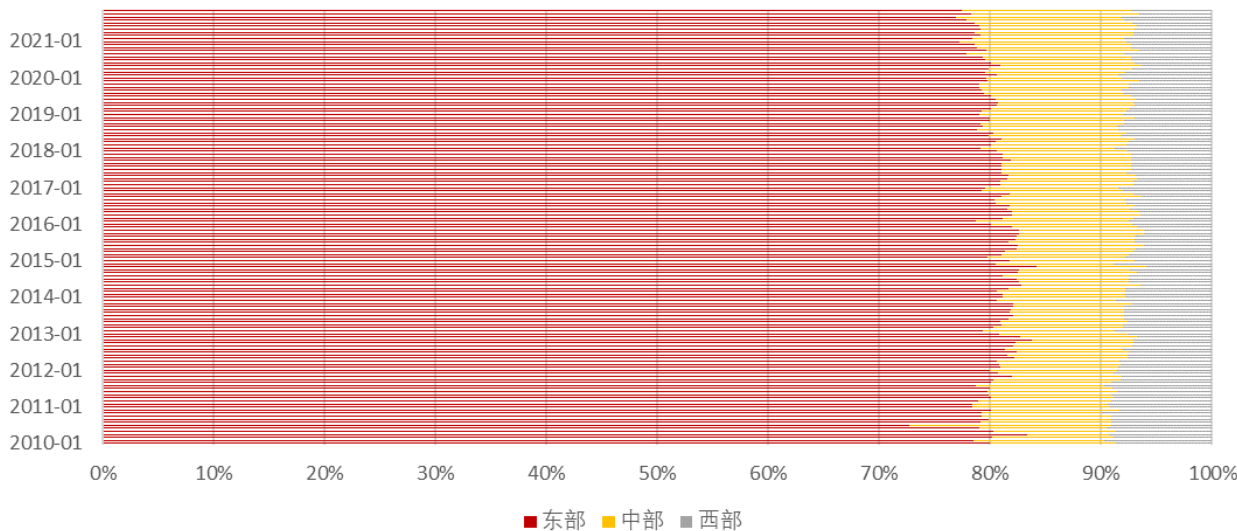


资料来源：公司官网，东莞证券研究所

中西部城镇化有望带动快递物流新一轮增长。近十年来，我国社会物流总费用增速呈下降趋势，2021 年实物商品网上零售额占社零总额比重同比下降，快递快运行业增速

放缓。经济发展的不平衡导致快递需求发展不平衡，我国东部沿海地区经济发达，是快递物流行业的主要产粮区和目的地，东部地区快递业务件量占总快递量比重约 80%。中西部地区快递件量仍有较大的提升空间，物流技术的提升和公铁路网络的成熟解决了中西部发展的重要阻碍，2015 年后我国东部地区快递业务件量占比缓慢下降，共同富裕的大目标下有望随着中西部城镇化水平的提高而持续增长。

图 17：我国各地区快递件量占比

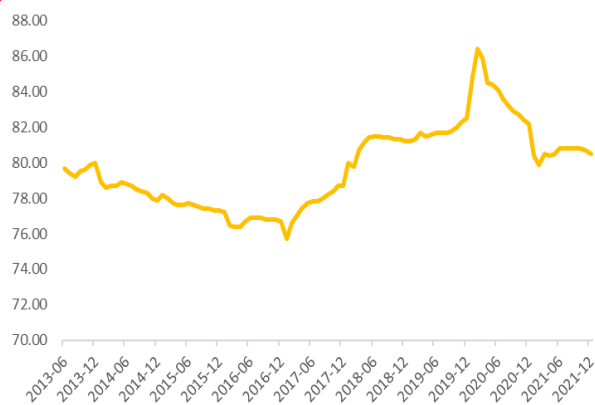


数据来源：Wind，东莞证券研究所

2.3 行业高集中度低壁垒，新进入者引致价格战

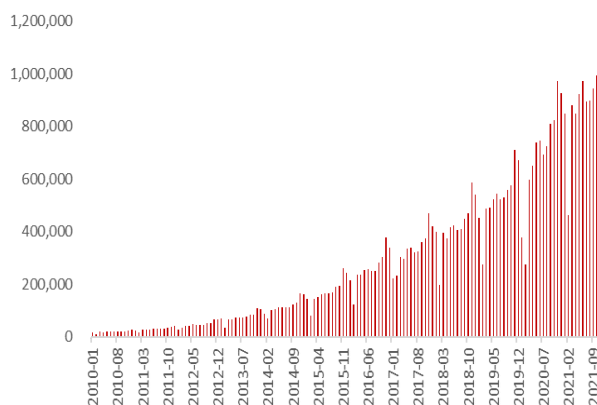
行业集中度高，但位次不稳固。快递网络组建投入巨大，资本集中度较高，快递市场相对集中。根据国家邮政局数据，2020 年快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8 为 82.2，市场较为集中。中通、圆通、申通、韵达、百世、极兔、顺丰及中国邮政是我国快递行业主要参与者，其中极兔快递起网于 2020 年，以价换量快速获取市场，并于 2021 年收购百世快递，根据我们测算，极兔 2021 年市占率约在 6.7%至 7.4%区间。

图 18：快递服务品牌集中度 (CR8)



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 19：规模以上快递服务件量 (万件)

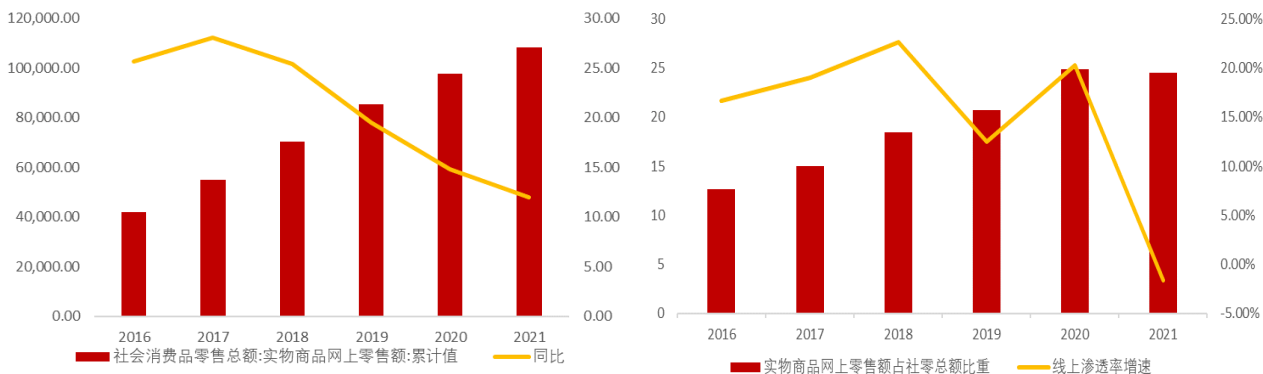


资料来源：Wind，东莞证券研究所

新进入者引致价格战。2017 年起淘宝等电商平台逐渐进入成熟阶段，实物商品网上零售增速边际放缓，2021 年实物商品网上零售同比增速仅 12%，远低于 2017 年的 28%。

增量市场无法满足各大快递企业和新进入者，行业竞争转向存量市场，极兔的降价策略快速获取了大量市场份额，也倒逼其他快递企业降价争抢市场。2019 年以来，快递行业龙头单票快递收入快速下降，截至 2021 年 4 月底，通达系快递企业单票收入约 2.1 元，较 2019 年下降超三分之一。浙江省义乌市快递件量领先全国，是我国快递行业的重要产粮区，因此成为了通达系快递巨头的必争之地。由于义乌地区的快递较多低价小商品，对快递价格较为敏感，各大快递企业普遍以低于成本的价格揽收快递，通过从其他地区输血以维持价格战。2021 年义乌地区快递单票收入下跌至 2.86 元。

图 20：实物商品网上零售额（亿元）及同比（%） 图 21：实物商品网上零售额占社零比重及增速（%）

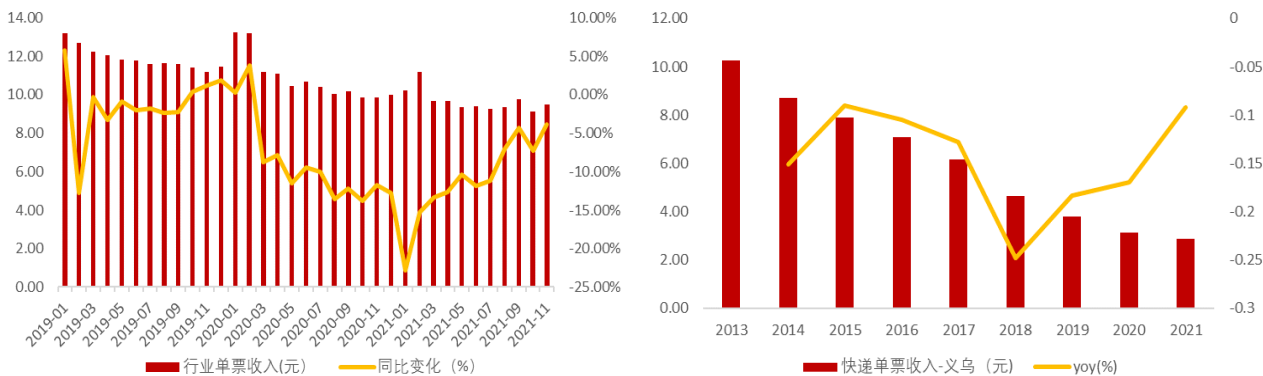


资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 22：行业单票收入（元）及同比（%）

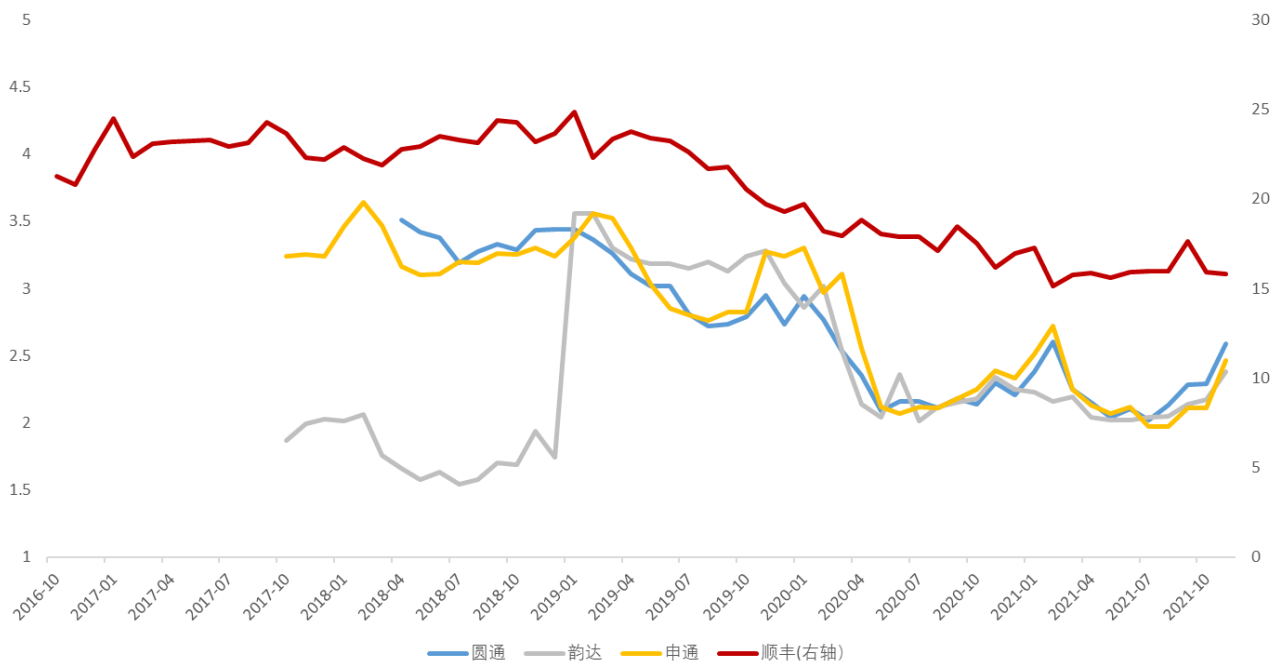
图 23：义乌地区快递单票收入（元）及同比（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 24：行业龙头单票收入趋势



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

2.4 监管引导竞争转向服务提升

政策引导价格合理竞争。2021 年新年期间过后，快递价格战继续发酵，龙头单票收入快速回落，极兔等快递企业普遍在义乌地区以低于成本的价格运行，恶性竞争下监管出手整治。2021 年来，浙江省监管部门多次对部分快递企业下发监管函，并于 2021 年 4 月通过《浙江省快递业促进条例（草案）》，规定快递企业不得以低于成本的价格提供快递服务；2021 年 6 月交通部及邮政局等联合印发《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》，针对价格战、区域差异化派费等问题提出了相应措施，要求保障快递员合理劳动报酬。2021 年 12 月，中国快递协会印发《快递企业末端派费核算指引》，提出快递员派费为“当地最低工资标准*倍数/（日派件数*26 天）”，明确界定快递派费计算方式，保障快递员权益。在此基础上，通过计算网点的运营成本、利润，确定总部对网点的单票派费，保障网点在覆盖支出之外仍有利润。2022 年 1 月 7 日，国家邮政局发布关于《快递市场管理办法（修订草案）》（征求意见稿），再次强调不得低于成本价格提供快递服务。多条政策出台限制亏本竞争，同时提高快递运营成本，倒逼快递企业提升服务价格。

行业格局初步稳定，快递价格有望回升。价格战结束后，快递行业竞争格局初步稳定。拼多多、唯品会及抖音快手等直播电商的崛起对淘宝的地位形成了明显冲击，电商快递提价不会面临上游商流的压力，行业政策助推及极兔并购百世后需要时间消化百世快递网络，行业提价是必然之举。《浙江省快递业促进条例（草案）》出台后，行业单票快递收入逐渐回升。双十一快递高峰期通达系快递企业宣布提价，双十一结束后快递价格并未如往年一样回落。各大主要快递企业宣布 2022 年春节期间不打烊，有望进一步抬升快递价格。

中长期来看，行业将致力于质量提升，通过服务提高和差异化竞争。由于快递行业壁垒不高，当快递价格提升到一定程度后往往会吸引新进入者采取价格战的方式入场，

快递价格存在长期均衡点，我们测算通达系电商经济快递均衡价格在 3.4 元左右。而价格战所导致的服务口碑明显下滑，快递员待遇差、快递难以送上门等问题亟待解决，随着人均收入和网购渗透率的提高，对快递服务提出了更高的要求，行业将通过注重服务质量提升来提高单票快递收入，促使行业竞争从价格竞争转向质量提升。

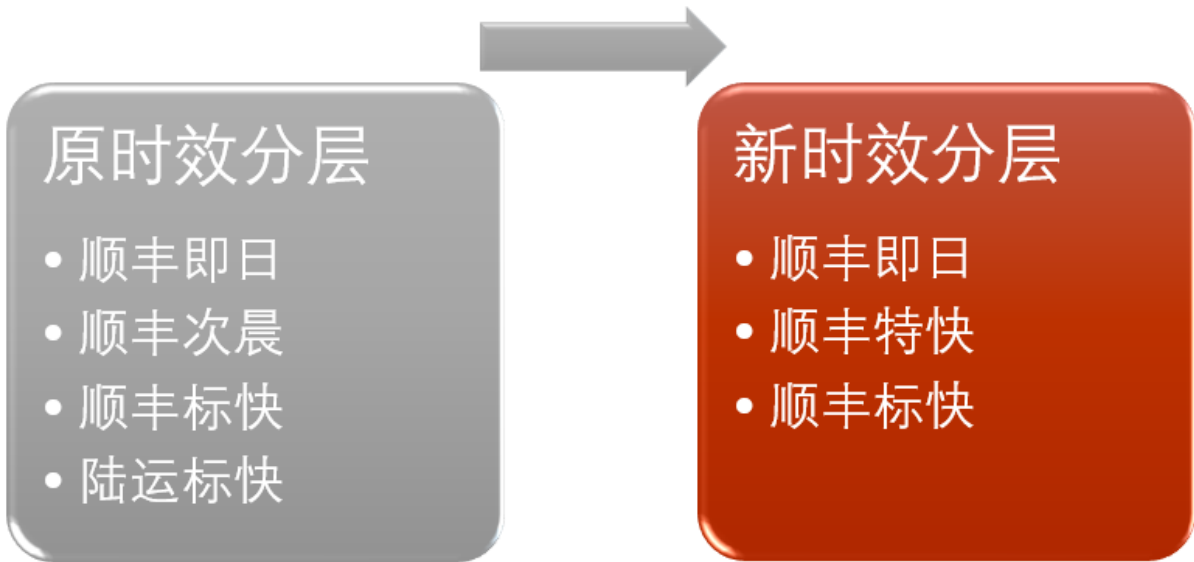
实物商品线上渗透率边际放缓，快递服务或成电商平台新竞争点。自 2017 年起实物商品网上零售额同比增速持续下滑，2019 年实物商品网上零售额占社零总额比重增速大幅下降，2020 年受疫情影响实物商品线上渗透率同比提高 4.2 个百分点至 24.9%，但 2021 年 11 月线上渗透率下滑至 24.5%。实物商品网上零售增速已边际放缓，电商平台高速发展期结束，实物商品线上渗透率提升遇到瓶颈。我们认为，在新的物流技术出现前，电商平台的发展将长期受制于物流时效的提升，快递时效将成为电商平台新的竞争点。

3. 时效为基下沉电商特惠市场

3.1 鄂州机场巩固时效快递基本盘

产品分层提升时效。2021 年 4 月，公司对时效产品进行升级，将原有的顺丰即日、顺丰次晨、顺丰标快、陆运标快产品结构升级为顺丰即日、顺丰特快、顺丰标快。其中，顺丰即日属于特快系列，保证收寄当天送达，以北京至上海线为例，首重 70 元，续重 30 元每公斤；顺丰特快由原顺丰次晨和顺丰标快中的部分路线升级而成，提供“快速、准时、稳定”的高品质和门到门服务，覆盖国内超 300 个城市，以北京至上海线为例，首重 23 元，续重 10 元每公斤；原陆运标快经过时效提升并入顺丰标快，承诺在指定服务范围和寄递时间内收寄，根据寄件时间及快件寄/收地的行政区域，可查询明确的快件送达时间，省内、经济圈最快次日 12:00 前送达，以北京至上海线为例，首重 18 元，续重 5 元每公斤。时效快递重新分层后产品结构更加简洁，消除了原顺丰标快与陆运标快并存，容易被客户误认为空运，从而影响品牌“快捷”形象。部分产品升级时效也标志着顺丰天、地、信息三网进一步融合，速运网络效率进一步提升。

图 25：顺丰时效产品分层变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

疫情冲击下时效件需求从商务件向高端品牌过渡，时效为核心的服务差异成为电商差异化竞争的重要战场。时效快递的主要需求来源于商务文件、消费者及高端电商。2012 年以来，商务文件为核心的时效快递市场基本成熟，增长边际放缓。2020 年新冠疫情以来，我国坚决执行动态清零的政策，对出现中高风险的省市暂停跨省游，造成大量商务需求被迫转向线上化，网络会议工具的成熟也加速了这一进程。作为时效件核心的商务快递，也随着线上办公而逐渐实现无纸化，商务快递需求下降。以电子产品为代表的高端消费品牌逐渐崛起，随着线上化渗透率的提高，高端消费品牌越发重视私域流量发展。高端消费品牌商品往往价值较高，相较通达系等电商快递企业，更加注重服务质量，顺丰直营模式下建立的安全、快速、优质的形象与高端消费品牌最为符合，快速取得高端消费品牌市场，承担了苹果、麦当劳等品牌的快递需求，为消费品牌发展私域需求提供匹配品牌定位形象的快递服务。我们认为，顺丰核心的优质服务与品牌势能获得高端消费品牌青睐，时效件正从商务快递向高端电商消费需求过渡。疫情的持续影响下，高端消费品牌线上化率有望持续提高，成为公司时效快递新的增长引擎。

图 26：公司时效件营收（亿元）及同比（%）

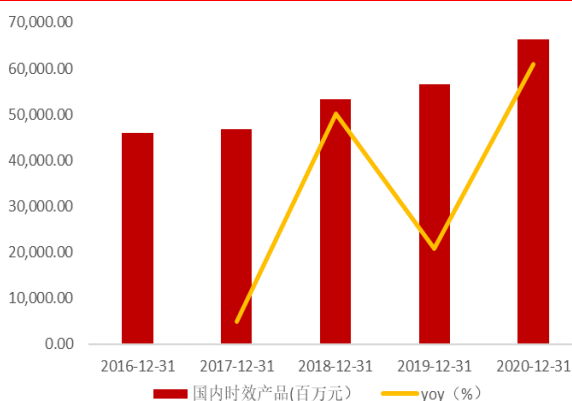
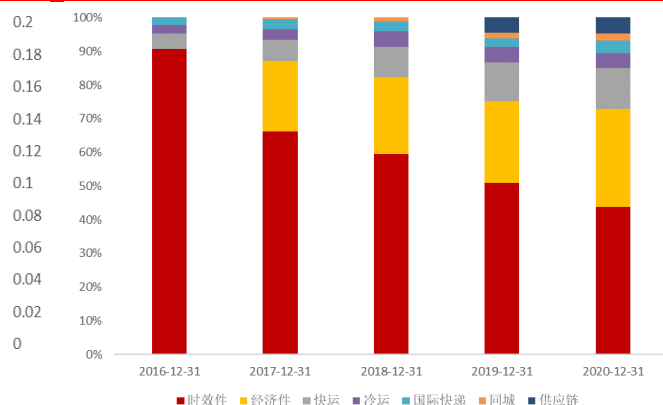


图 27：公司主营业务收入占比（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

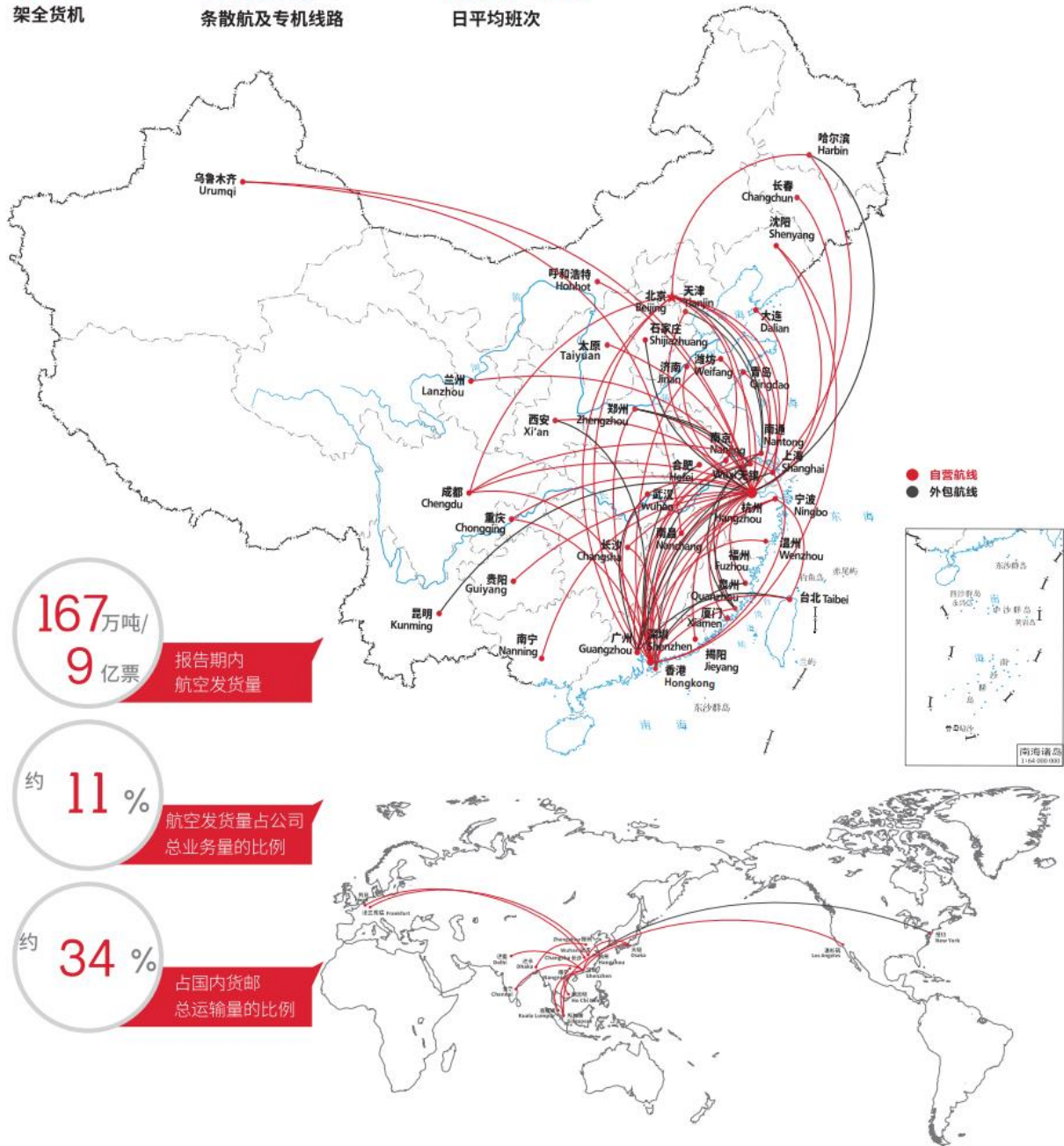
投建货运机场提升时效。目前国内没有货机专用的枢纽机场，大部分货机起飞及降落需与客机争夺机场时刻资源，货机的时刻通常被安排在晚上客机较少的时段，导致大量货机在白天无法执飞，飞机利用率难以提高。在缺乏专用货机资源的情况下，快递企业往往选择与货代或航空公司合作，获取客机空余腹仓资源来保障即日达产品时效，也使得当日送达的时效快递成本居高不下。鄂州花湖机场于 2021 年 12 月 29 日建成并开展首次校飞，预计将于 2022 年年中投入运营。鄂州机场将建成以全货机运作为主的 4E 级机场，拥有独立平行双跑道，预计机场 2025 年货邮吞吐量 245 万吨、旅客吞吐量 100 万人次，2030 年货邮吞吐量 330 万吨、旅客吞吐量 150 万人次。顺丰持有鄂州机场 46% 的股权，机场投入运营后将成为顺丰自有货机队的枢纽机场，提供丰富的时刻资源，允许顺丰自有货机队在白天大量执飞，从而大幅提高飞机利用率，降低成本并提高时效性。与顺丰现有天网相比，鄂州机场将在我国中部地区形成辐射全国的速递物流型货运枢纽，1.5-2 小时飞行能覆盖经济人口占全国 90% 的地区，重塑我国民航的航空货运市场结构，成为顺丰天网的核心枢纽。将与顺丰自有货机队和通过合同获取的部分民航腹仓资源一同完成顺丰天网的构建，进一步提升顺丰时效件的范围，使顺丰能够在较大范围内升级推广时效产品，从而在服务竞争中取得优势。

图 28：顺丰现有天网

75架全货机

2,110条散航及专机线路

3,743日平均班次



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

3.2 电商快递份额快速增长

顺丰三次下沉电商快递市场。为了加速转型，拓宽快递市场，顺丰三次下沉电商经济快递市场，在 2019 年凭借填仓模式的特惠专配成功进入中高端电商。2013 年，顺丰推出电商特惠，以 15 元均价进入中低端电商市场。由于直营网络成本过高，导致公司 2014 年归母净利润较大幅下降，2015 年停止运营。2016 年顺丰再次推出电商特惠服务，以单量规模划分 ABC 级别，均价 15 至 21 元，再次因产能与需求不匹配而退出市场。2019 年，顺丰吸取经验后推出特惠专配，第三次进入电商经济件市场，依靠填仓模式快速取得市场份额，2020 年顺丰经济快递营收同比大幅增长。2020 年底，产能问题再

次出现，顺丰不得不大量使用临时人力和资源，而顺丰经济快递拉低公司毛利率，导致 2021 年初顺丰首次出现亏损。

图 29：顺丰经济快递营收（百万元）及同比（%）

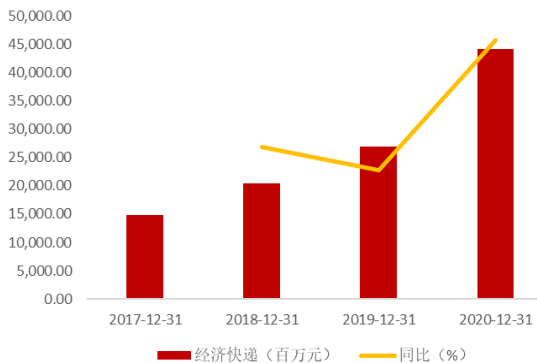
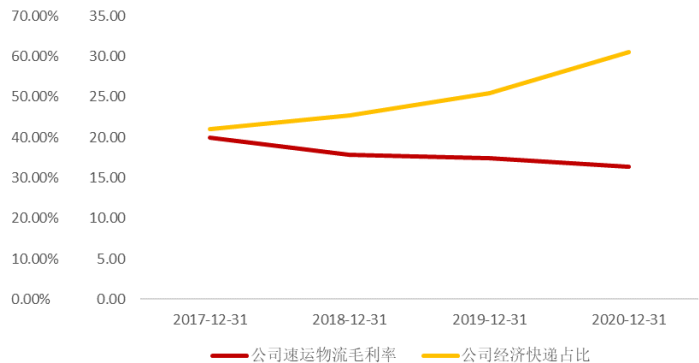


图 30：顺丰速运物流毛利率与经济快递占比



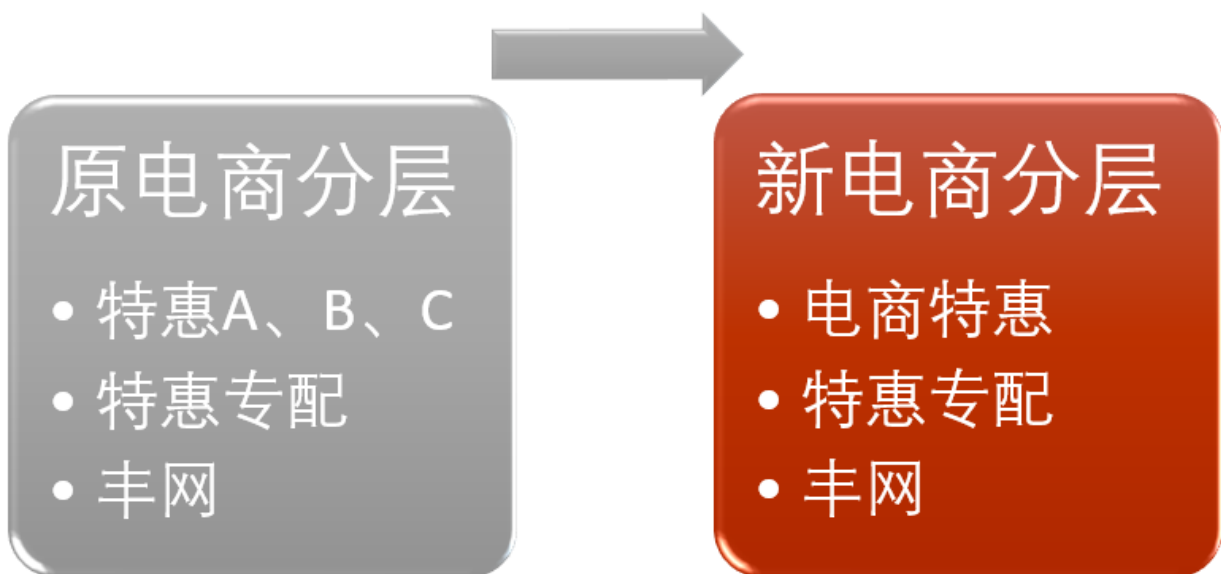
资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

双品牌并行瞄准中低端快递市场。直营网络难以满足电商平台快速增长的快递需求，顺丰直营网络产能供不应求。2020 年，顺丰瞄准中低端电商快递，推出面向商家的加盟制经济快递品牌丰网，与顺丰速运组建双品牌战略，进行快慢网分离。顺丰速运大网主打中高端市场，凭借顺丰天网和地网保证时效，而丰网速运品牌对标通达系快递，定价在 5 元以下，主打中低端电商市场。丰网速运初期以顺丰大网为基础，在终端建立加盟网络进行收派，以降低成本并充分利用顺丰大网边际产能。

电商快递体系基本形成。不同于对时效快递的整合升级，2021 年 4 月顺丰对经济快递进行了拆分，把原有的特惠专配拆分为电商标快和特惠专配，丰网品牌保持不变，基本形成了以价格和时效分层的电商快递体系。随着快递行业单票收入不断回升及通达系快递时效提升，丰网与特惠专配的价格带或逐渐混淆，我们认为未来特惠专配有希望并入丰网品牌，形成更简洁的电商快递产品分层。

图 31：顺丰电商快递分层



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

电商平台竞争激烈，快递服务或成新增长点。上游商流竞争激烈，当前电商平台可大致分为淘宝、拼多多为代表的传统电商平台，抖音、快手为代表的直播电商平台，以及新兴的微信等社交电商平台。抖音、快手等直播电商平台 GMV 快速追赶淘宝，并尝试通过提高服务以获取市场。抖音近期开始测试“音尊达”服务，联合中通、圆通、韵达等快递公司承诺除用户主动要求和偏远地区外将送货上门，以解决以往快递派送不电话联系、不上门、服务态度差等问题，约 0.8 元每单，目前中通、圆通、韵达快递已接入该选项服务。直播电商平台通过提升服务来与传统电商平台差异化竞争，传统电商平台唯品会也选择顺丰为承运人以提供更好的线上购物体验。消费者对快递服务的感受较为直观，随着上游电商平台的竞争逐渐白热化，认为服务提升或将逐渐成为电商平台竞争要点。

独立第三方不受平台竞争限制。由于电商快递高度依赖平台商流，快递企业的竞争可视为商流的争夺。国内经济快递企业主要竞争者多与上游电商平台存在高度依赖关系，如京东物流原为京东的运输部门分拆而来，主要承接京东平台的快递需求；通达系快递企业以淘系电商平台为核心，终端网络被菜鸟裹裹整合；极兔速递依赖拼多多快速起量，电商平台竞争白热化的大背景下都难以获得其他电商平台的快递需求。反垄断的大背景下，公司作为第三方物流服务提供商没有固定的电商快递来源，也不被电商平台所限制，能够承接所有电商平台的快递需求，有望在电商平台竞争中取得一席之地。

第三方物流企业为新兴电商平台提供物流解决方案。由于快递网络具有规模效应，只有单量能稳定装满整车时快递网路才能实现利润最大化，对于商品价值较低或单量较小的电商平台而言，自建快递物流体系成本高昂、效率低下，长远来看，第三方物流服务企业能够更好的管控成本，提高效率。新兴电商平台往往与不同快递公司合作，而不是自行建设快递网络。

3.3 顺丰同城补充终端产能

国内最大的第三方即时配送平台。顺丰同城原为顺丰控股旗下事业部，2019 年开始独立化运作，提供多元化的服务场景。ToB 端服务于本地餐饮、同城零售及近场电商等，ToC 端提供跑腿、配送等近场服务，目前已形成涵盖餐饮、商超、生鲜、服装、医药、3C 数码、办公急件等全场景的配送体系，服务超过 30 万商家和 1 亿个人用户，2020 年合作品牌数同比增长超 300%。根据艾瑞咨询，顺丰同城已成为国内最大的第三方即时配送服务平台。

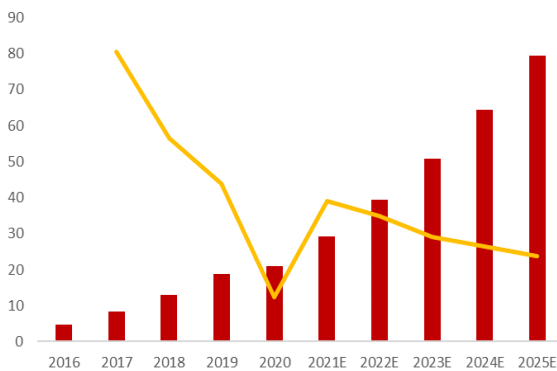
图 32：顺丰同城业务范围



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

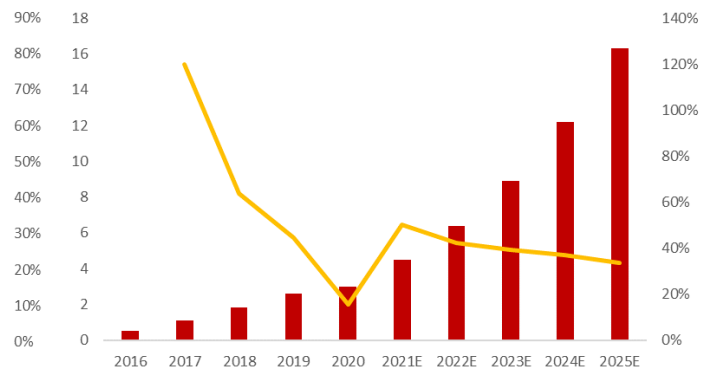
外卖市场较为成熟，其他近场服务仍有较大提升空间。近年来即时配送市场增长较快，但增速边际放缓，2016年至2020年，中国即时配送订单量从46亿单增长至约210亿单，年均复合增长率约46.17%。本地生活中餐饮外卖市场经过多年培育已进入成熟期，2019年之前餐饮外卖订单量占据即时配送订单量的80%以上，是即时配送行业订单量增长的主要引擎。但餐饮外卖配送订单集中在用餐高峰期，导致非用餐时段大量骑手资源闲置。同城零售、近场电商及进场服务等新兴市场有望充分利用闲暇时段，优化需求分布，成为同城配送市场新的增长引擎，艾瑞咨询预测2021年至2025年即时配送订单年均复合增速可达28.45%。

图 33：即时配送订单量（十亿单）及同比（%）



资料来源：顺丰同城招股说明书，东莞证券研究所

图 34：第三方即时配送单量（十亿单）及同比（%）

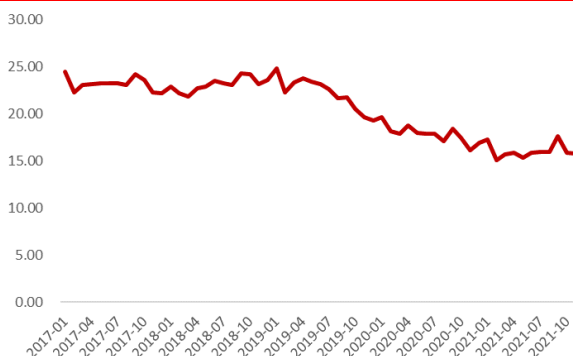


资料来源：顺丰同城招股说明书，东莞证券研究所

规模效应推动顺丰同城快速起量。同城配送具有规模效应，通过补充顺丰控股的运力资源实现快速扩张，依靠顺丰的品牌形象和技术优势吸引第三方物流需求和骑手，扩大顺丰最后一公里网络，帮助完善顺丰“直营中转保证时效，加盟配送把控成本”的优势扩张体系。同城配送自身广泛的业务场景也能吸引来更多的订单量，从而拓展入驻商家。2020年顺丰同城实现主营业务收入48.42亿元，三年复合增长率达120.79%。

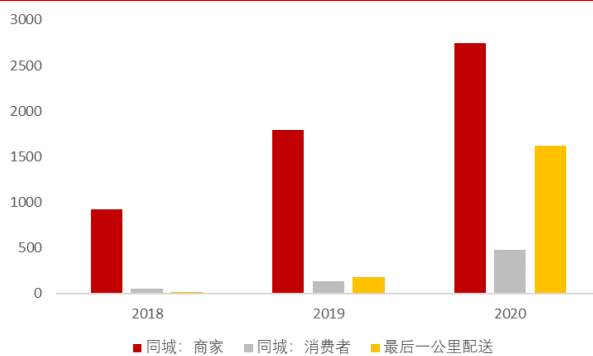
截至 2021 年 5 月，顺丰同城为顺丰控股集团提供同城配送服务和最后一公里配送服务所产生的收入占总收入的 38.56%。

图 35：顺丰快递单票收入（元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

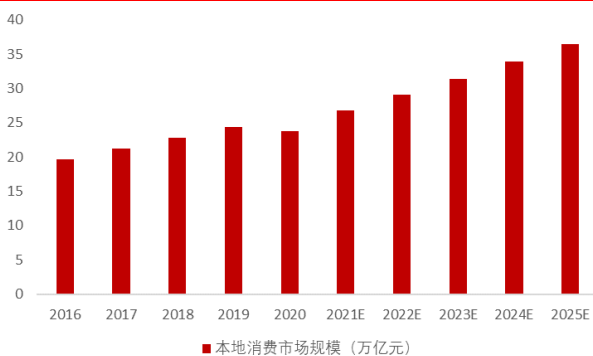
图 36：顺丰同城主营业务收入（百万元）



资料来源：顺丰同城招股说明书，东莞证券研究所

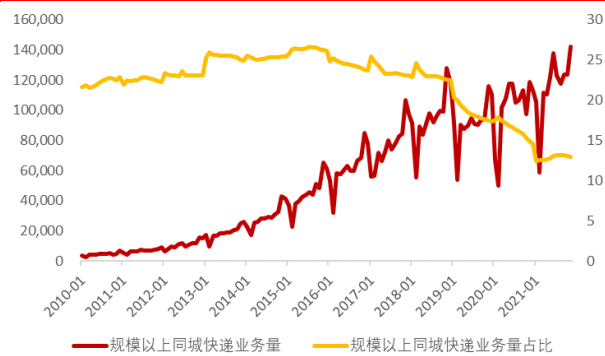
顺丰品牌势能助力，快速切入高端消费私域市场。本地消费市场广阔，疫情后有望恢复增长，根据艾瑞咨询测算，2025 年中国本地生活消费市场有望达到 36.5 万亿元，未来五年复合增长率有望达到 9%。消费升级的大背景下，消费者将越发重视购物体验，从关注经济性向关注消费体验转变，因而更愿意为购物便捷性买单。顺丰同城凭借顺丰品牌势能，能够较好的承接具有较大私域流量的 B 端客户。较高的品牌定位，使得顺丰同城成为麦当劳、老娘舅、喜茶、天虹等高端连锁品牌的配送需求承接方。从公司 ToB 客户的结构来看，公司的客户往往品牌形象较好，配送商品价值较高，因而对客户体验的重视远高于对快递成本的考虑。

图 37：中国本地消费市场规模（万亿元）



资料来源：顺丰同城招股说明书，东莞证券研究所

图 38：规模以上同城快递业务量（万件）

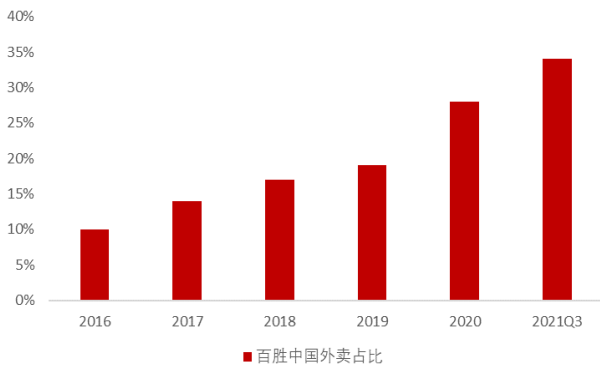


资料来源：Wind，东莞证券研究所

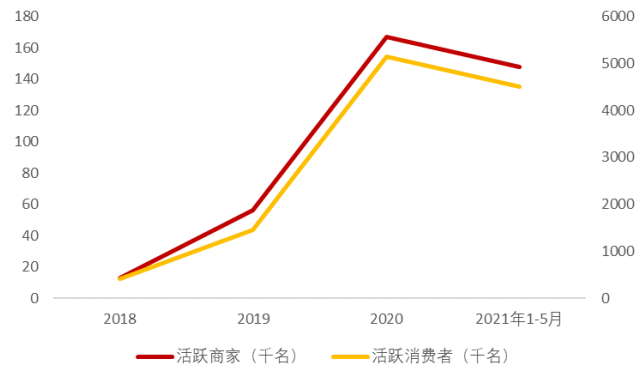
疫情催动外卖需求提升，顺丰同城剑指高端餐饮外卖市场。新冠肺炎散点疫情对居民本地生活同样造成影响，显著催动外卖需求。2021 年三季度百胜中国旗下肯德基与必胜客中国区收入中有 34%来自于外卖业务，同比提高近 6 个百分点。新冠疫情爆发后顺丰同城用户数高速增长，2020 年顺丰同城活跃商户数达 16.7 万户，同比提高 197.68%；活跃消费者数量达 513.87 万人，同比提高 251.05%。尽管 2021 年 1 月至 5 月国内散点疫情暂时受控，导致同城配送活跃商户、消费者数较 2020 年整体活跃用户数小幅回落，但同比增长仍分别达 134.87%、185.59%。

图 39：百胜中国外卖收入占营收比重（%）

图 40：同城配送活跃商家及消费者数（千名）



资料来源：百胜中国公告，东莞证券研究所



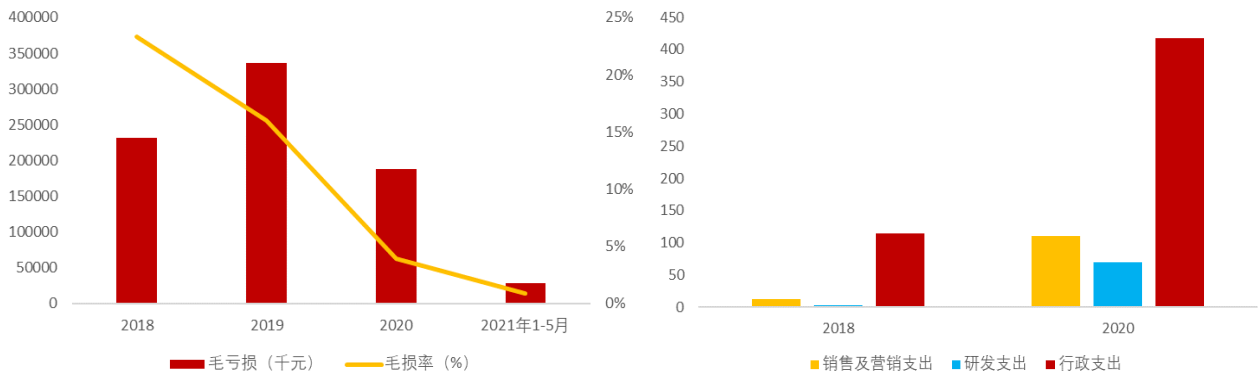
资料来源：顺丰同城招股说明书，东莞证券研究所

顺丰同城具备补充终端网络的战略意义。与通达系电商快递自下而上需要面对服务问题相同，顺丰自上而下进入电商特惠市场，必然要解决成本管控问题。顺丰速运以干线运输网络为核心，干线网络属于全自营模式，成本较高，快递小哥派费较高，搭建终端自营网络将带来较高的人力成本和固定投资。近年来经济快递占比持续提升，顺丰单票快递收入持续下降，也导致快递小哥派费明显下降，影响底层员工稳定性。其次，顺丰快递以安全、快速、优质的品牌形象闻名，过多的经济快递需要送货上门将显著提高派送工作量，影响服务质量，且容易造成产能不足，需要临时外聘人员和车辆，提高成本。顺丰同城以轻资产模式运营，骑手分为专职与兼职骑手，专职骑手主要负责喜茶、麦当劳等配送需求较大的门店，兼职骑手为外包公司等第三方服务商供应。公司资本开支较低，资源配置灵活，众包骑手约占顺丰同城骑手总数的九成，在区域产能利用率达到极限时能有效分担派送需求，避免了昂贵的临时成本。一体化的智能调度系统和订单分发系统作用下顺丰同城也能作为顺丰地网运力资源的补充，提供顺丰最后一公里的服务，从而减轻公司自建大量市内配送网络的压力。顺丰同城能为顺丰快递提供上门揽收和派送的最后一公里服务，是拼凑完成顺丰快递网络的重要版图。

港股上市，减轻开支压力。根据艾瑞咨询显示，顺丰同城按截至 2021 年 3 月 31 日止 12 个月的订单量计算，已成为国内最大的独立第三方即时配送服务平台，公司自 2016 年开展同城业务以来，订单量从 2019 年的 2.1 亿单增长至 2020 年的 7.6 亿单，复合年均增长率大 208.7%。但同城配送业务开展时间较短，仍处于前期投入期，2020 年亏损 1.88 亿元，拖累母公司业绩。尽管顺丰同城毛损率持续收窄，2021 年 1 至 5 月毛损率降至约 0.9%，但新城市的扩张在未形成规模效应前盈利能力较弱，人力成本快速上涨。顺丰同城 2021 年 12 月 14 日于港股上市，拆分港股上市所筹集资金将能减轻前期投资压力，加快起网速度，加速同城业务最后一公里建设并融入顺丰大网，提高顺丰客户体验从而增强客户粘性。

图 41：顺丰同城毛亏损（千元）及毛损率（%）

图 42：顺丰同城主要支出（百万元）



资料来源：顺丰同城招股说明书，东莞证券研究所

资料来源：顺丰同城招股说明书，东莞证券研究所

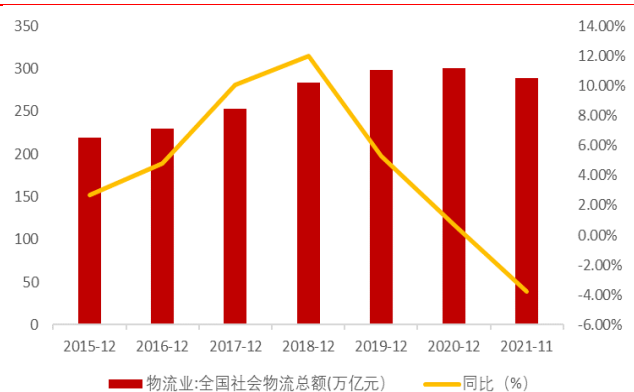
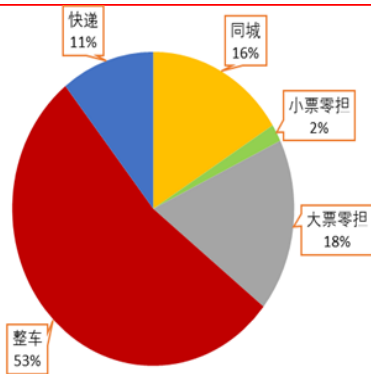
4. 多渠道布局构筑综合性第三方物流龙头

4.1 致力打造第三方综合物流服务商

快运市场规模庞大。中国是全球最大的物流市场，物流规模破万亿，但中小物流企业为主，近八成重卡为夫妻个体经营模式。2020年，整车、零担、同城、快递运输费用分别占中国公路运输费用总额的53%、20%、16%、11%，以整车及零担为核心的公路快运市场物流总费用约4.1万亿元。新冠疫情爆发后，防疫限制下多地停工停产，导致全社会物流总额略有下降，但新冠疫情受控后有望恢复。

图 43：2020 年中国公路运输费用占比（万亿元）

图 44：全国社会物流总额（万亿元）及同比（%）



资料来源：国家统计局，BCG，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

公路货运需求不稳定，促成集体化运营局势。由于产业链的单向性，自有货车从供应商等上游企业向加工制造等中游企业和经销商等下游企业运输时，往往有较大且稳定的货运需求，但自有货车返程时往往只能空车返程。企业自建车队难以保证车队往返需求的稳定，容易造成运力资源的严重浪费。为解决货车空载问题和增加收入，第三方物流企业应运而生，货运车辆逐渐由个体运输户向企业运输户集中。截至2020年末，我国重载货车有84.52%属于个体运输户，较2017年下降6.84个百分点；拥有10辆以上道路货运汽车的企业占比约24.2%，较2017年提高9.4个百分点。实际上，大量个体注册的货运卡车依托车队或物流公司运营，并从中获取零散订单，提高运载率。根据波士顿咨询测算，中国的货运经营者结构呈现纺锤形，拥有10辆至800辆货运车辆的中小型货运经营者所管理的车辆数占总车辆保有量的比重超50%，而完全由个体司机

运营的货运车辆只占总保有量的 10%至 15%。

规模优势推动第三方物流集中度持续提高。随着产业及消费升级，小批量、多批次、碎片化的订单明显增加；技术革新带来线上化销售和跨境电商，对物流网络的覆盖率和性价比的要求也随之提升。传统的夫妻运营模式难以获取足够的零担业务填仓，零担快运行业目前仍处于规模化及初步整合阶段，行业集中度较低，中重卡保有量超 3000 辆的超大型货运经营者约 70 家，管理车辆总数占总保有量约 5%。第三方物流的规模优势和数字化资源分配系统、大数据预测需求。企业注册重载货车占比逐步提高，2020 年企业重载货车注册占比达 15.48%，较 2017 年提高 6.84 个百分点。长远来看，超大型第三方物流公司是必然趋势。

图 45：全国货运企业运力占比（%）

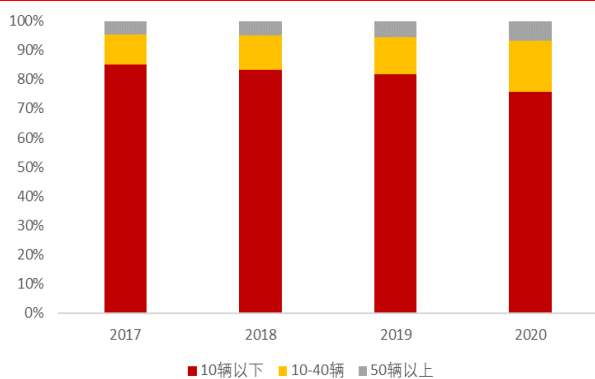
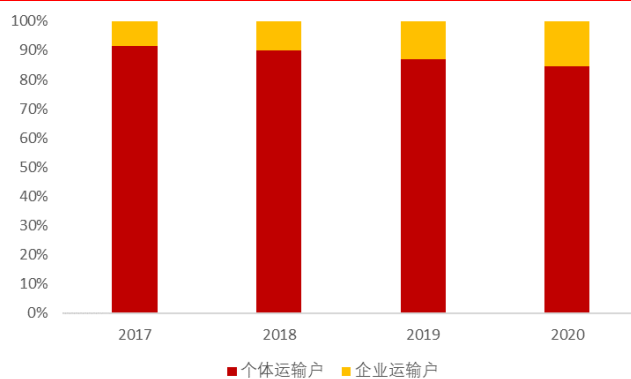


图 46：重载货车注册分布（%）



资料来源：全国道路货运车辆公共平台，东莞证券研究所 资料来源：全国道路货运车辆公共平台，东莞证券研究所

企业化运营降本增效，相比欧美仍有较大提升空间。由于公路物流高度标准化，无法提供服务差异，降低成本和提高效率是公路物流企业提升盈利能力和核心竞争力的关键。近年来，物流企业的智能化、自动化、可视化，缩短了物流作业时间和劳动强度，提高整体运输质量和效率，物流行业降本增效成果显著。2010 年至 2020 年，我国社会物流总费用与 GDP 的比重由 17.8% 下降至 14.7%，降低了 3.1 个百分点，但相较欧美发达国家的 6% 至 8%，仍处于较高水平，中国物流业整体运营效率仍有较大提升空间。

直营加盟双网并行，资源合作铸就核心竞争力。公司推出顺丰快运直营大网和顺心捷达加盟网络两张大网，并灵活运用双网资源，快运产品体系实现从小到大、从高端到平价的全覆盖。直营网络提供高端产品及末端个性化延伸服务，顺心捷达通过加盟模式构建强化中端业务服务网络，为客户提供时效品质稳定、高性价比的产品服务。直营、加盟网络资源合作，为供应链服务需求提供点到点直达、成本更优的服务，并逐渐延伸消费者端到家送装和企业端大件仓配及入仓等服务，形成末端差异化服务体系。运联智库发布的 2021 中国零担企业 30 强收入排行榜中，顺丰快运位列第一，成为零担行业首个年收入突破 200 亿元的企业。

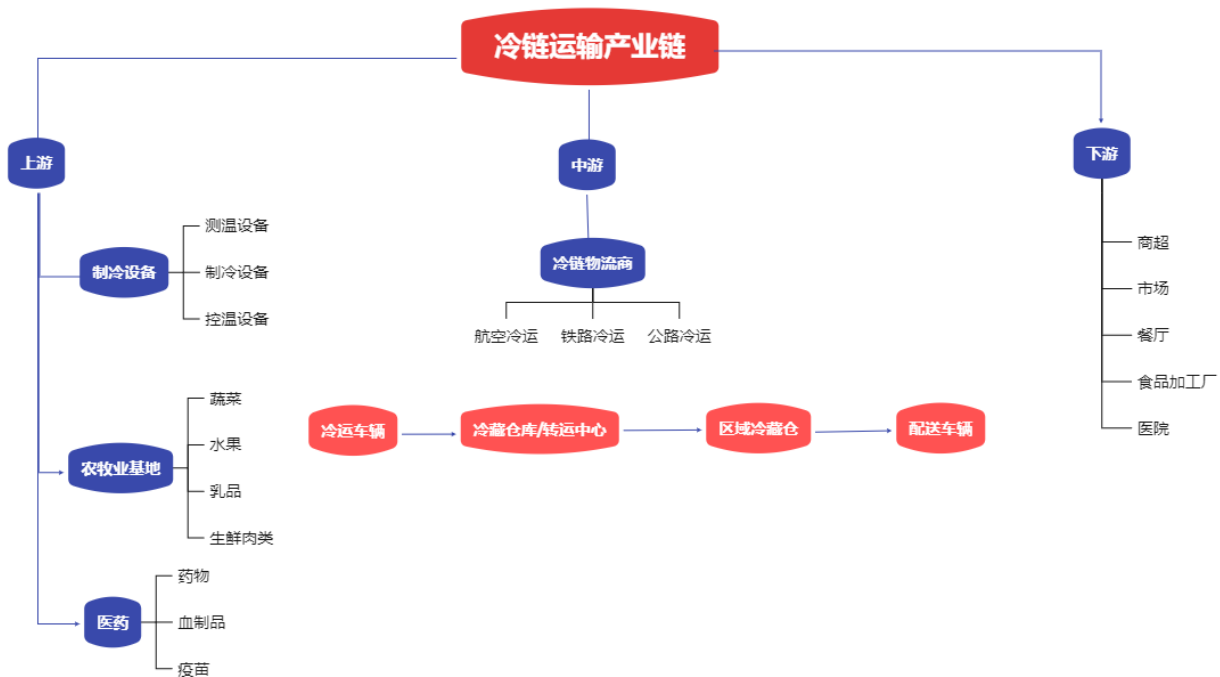
吸收国际供应链巨头经验，打造一体化供应链。顺丰于 2018 年分别收购德国邮政 DHL、美国夏晖集团在华业务，联合运营顺丰丰豪（原顺丰 DHL）、新夏晖，拥有丰富的供应链管理经验和先进的数

数字化技术推出一体化供应链服务，为企业提供从原材料采购、仓储、生产再到运输等各个环节的供应链解决方案。

4.2 冷链规模全国领先

冷链物流是利用温控、保鲜等技术工艺和冷库、冷藏车、冷藏箱等设施设备，确保冷链产品在初加工、储存、运输、流通加工、销售、配送等全过程始终处于规定温度环境下的专业物流。近年来，我国肉类、水果、蔬菜、水产品、乳品、速冻食品以及疫苗、生物制剂、药品等冷链产品市场需求快速增长，推动冷链物流较快发展。冷链需求主要来源于生鲜食品和药品，其中生鲜食品冷链约占冷链市场规模的九成。

图 47：冷链运输产业链



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

联合夏晖集团，冷链管理经验丰富。顺丰于 2018 年与美国夏晖集团合作，收购整合夏晖集团在华业务，联合成立新夏晖。夏晖集团早在 1981 年进入中国市场，夏晖物流拥有超 40 年的全球冷链物流经验，主要为麦当劳提供冷链物流服务，是多次国际体育赛事食品供应商，冷链技术全球领先。夏晖集团拥有全球领先的冷链技术和多温度食品分发技术，顺丰联合夏晖集团，有望解决我国冷链技术落后的问题，补足自身缺乏的食品冷链管理经验。

冷仓+网模式覆盖全国，冷链规模全国领先。顺丰冷运以冷仓为中心，依托快递大网打造仓网、干线和城配网络，为客户提供综合性物流服务。截至 2021 年 6 月，顺丰冷运拥有 35 个食品冷库（不含新夏晖的冷库），合计 20.1 万平方米，涵盖 5 个温区可供客户个性化选择；159 条食品干线、23000 多辆可调配冷藏车，服务 193 个城市，连续三年蝉联中物联冷链委发布的冷链百强企业第一名。医药冷链方面，拥有 12 个医药仓，总面积超 17 万平米，自有冷藏车 292 辆。顺丰医药网络拥有 50 条医药运输干线，覆盖

240 个地级市，顺丰医药已处于医药第三方物流行业的领先地位。

冷链物流政策密集出台。近年来，我国先后提出共同富裕和乡村振兴的目标，期望通过冷链物流支撑农业规模化产业化发展，促进农业转型和农民增收，助力乡村振兴。2020 年来，我国密集出台政策支持冷链物流发展。2021 年 11 月，国务院出台《十四五冷链物流发展规划》指出，到 2025 年，初步形成衔接产地销地、覆盖城市乡村、联通国内国际的冷链物流网络，建设 100 个左右国家骨干冷链物流基地；建设一批产销冷链集配中心；聚焦产地“最先一公里”和城市“最后一公里”，补齐两端冷链物流设施短板，基本建成以国家骨干冷链物流基地为核心、产销冷链集配中心和两端冷链物流设施为支撑的三级冷链物流节点设施网络。

表 2：冷链物流相关政策

发文时间	相关文件	相关内容
2021 年 11 月	十四五冷链物流发展规划	到 2025 年，初步形成衔接产地销地、覆盖城市乡村、联通国内国际的冷链物流网络，基本建成符合我国国情和产业结构特点、适应经济社会发展需要的冷链物流体系，调节农产品跨季节供需、支撑冷链产品跨区域流通的能力和效率显著提高，对国民经济和社会发展的支撑保障作用显著增强。
2021 年 5 月	关于做好 2021 年降本重点工作的通知	推进国家物流枢纽、国家骨干冷链物流基地、综合货运枢纽（物流园区）建设，完善港站枢纽集疏运体系。
2021 年 1 月	关于全面推进乡村振兴 加快农业农村现代化的意见	加快实施农产品仓储保鲜冷链物流设施建设工程，推进田头小型仓储保鲜冷链设施、产地低温直销配送中心、国家骨干冷链物流基地建设。
2020 年 11 月	关于进一步做好冷链食品追溯管理工作的通知	建立和完善由国家级平台、省级平台和企业级平台组成的冷链食品追溯管理系统，以畜禽肉、水产品等为重点，实现重点冷链食品从海关进口查验到贮存分销、生产加工、批发零售、餐饮服务全链条信息化追溯，完善人物同查、人物共防措施，建立问题产品的快速精准反应机制，严格管控疫情风险，维护公众身体健康。
2020 年 6 月	关于进一步加强农产品仓储保鲜冷链设施建设工作通知	进一步推进农产品仓储保鲜冷链设施建设工作，规范过程管理，加大政策支持，注重监督管理，优化指导服务，最大限度发挥政策效益。
2020 年 4 月	关于加快农产品仓储保鲜冷链设施建设的实施意见	依托家庭农场、农民专业合作社开展农产品仓储保鲜冷链设施建设，进一步降低农产品损耗和物流成本，推动农产品提质增效和农业绿色发展，促进农民增收和乡村振兴，持续巩固脱贫攻坚成果，更好地满足城乡居民对高质量农产品的消费需求。
2020 年 3 月	关于开展首批国家骨干冷链物流基地建设工作的通知	依托存量冷链物流基础设施群建设一批国家骨干冷链物流基地，整合集聚冷链物流市场供需、存量设施以及农产品流通、生产加工等上下游产业资源，提高冷链物流规模化、集约化、组织化、网络化水平。

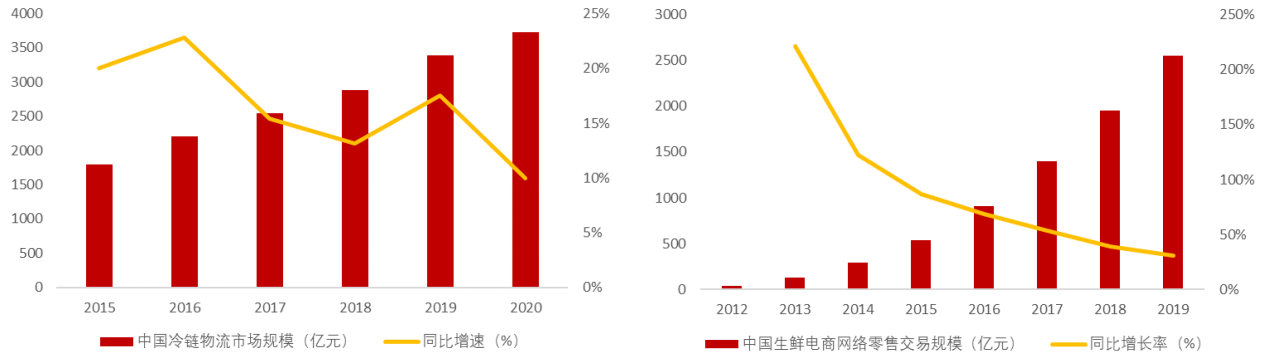
资料来源：国务院，发改委，中国政府网，东莞证券研究所

冷链市场逐步增长。消费升级下我国人民对生鲜食品的高品质、多样化提出了更高的要求，现代农业、食品工业及医药产业升级带动下，冷链物流需求逐渐增长。冷链物流已成长为千亿市场，2020 年冷链物流市场规模超过 3800 亿元，冷库库容近 1.8 亿立方米，冷藏车保有量约 28.7 万辆，分别是“十二五”期末的 2.4 倍、2 倍和 2.6 倍左右。

生鲜电商拉动冷链需求增长。我国是生鲜农产品的生产与消费大国，生鲜消费需求随居民收入水平提高而持续扩大。近年来生鲜电商逐渐壮大，2019 年中国生鲜电商网络零售规模约 2554 亿元，约为 2014 年生鲜电商规模的 9 倍。生鲜电商成为冷链物流需求新的增长点，带动一批新兴冷链物流企业出现。传统冷链物流企业多为食品企业自建

物流部门，如双汇集团旗下的双汇物流、光明乳业旗下的光明领鲜物流，主要服务于传统食品企业点对点运输需求。相对之下，京东物流、顺丰速运等新兴冷链物流企业更多服务于 C 端需求，近年来增长较快。根据中物联冷链委发布的《2020 年中国冷链物流企业百强榜》显示，冷链物流企业前五名分别为顺丰速运、京东物流、荣庆物流、新夏晖及郑明物流，光明领鲜物流及双汇物流分别位列第六、第七名。

图 48：中国冷链物流市场规模（亿元）及同比（%） 图 49：生鲜电商网上零售额（亿元）及同比（%）

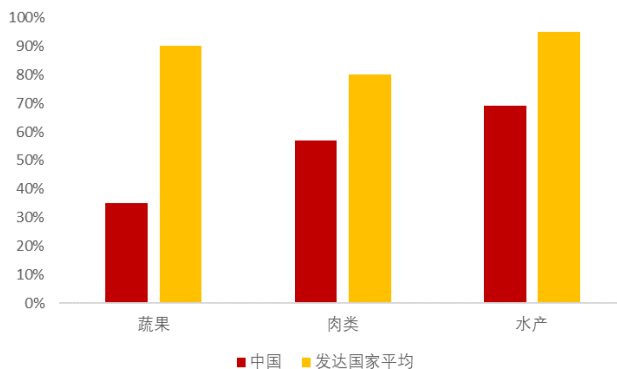


资料来源：中物联冷链委，东莞证券研究所

资料来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

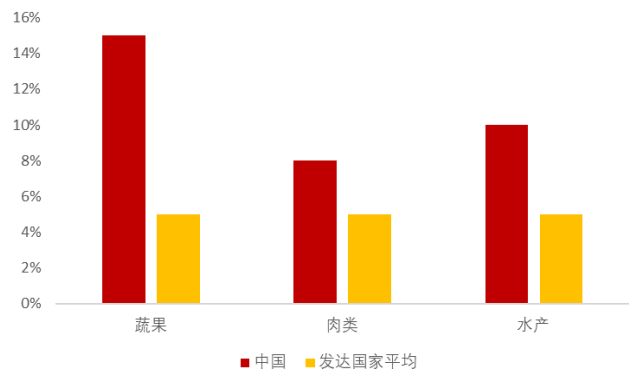
我国生鲜产品冷链应用率较发达国家有较大提升空间。美国作为农业生产大国，农产品生产组织化、机械化，多以家庭农场为单位，通过机械进行大规模种植和采收，并依靠农业合作社实现了生产销售一体化的供应链。美国农村合作社为当地农村提供仓储和运输服务，依靠历年产销数据统一与商场、餐馆及出口商等进行洽谈，以减少产销过程中不必要的环节、提升运输效率，确保产品的新鲜程度。相比之下，我国农产品产地高度分散，生产组织化程度低，多为个体种植，难以集中生产、运输，无法形成规模效应从而降低冷链运输成本。2020 年我国肉类、蔬果、水产冷链运输占比分别为 57%、35%、69%，远低于发达国家平均水平。较低的冷链应用率导致我国肉类、蔬果、水产腐坏率分别达 15%、8%、10%，较发达国家平均水平仍有较大的提升空间。十四五规划指出，到 2025 年，肉类、果蔬、水产品产地低温处理率分别要达到 85%、30%、85%，将进一步提升冷链物流需求。

图 50：中国果蔬冷链运输占比远低于发达国家



资料来源：中冷联盟，东莞证券研究所

图 51：中国农产品腐坏率高于发达国家



资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

4.3 收购嘉里物流，探索跨境市场

收购嘉里物流，探索跨境市场。顺丰国际业务包括高时效需求的标准快递，主打跨境

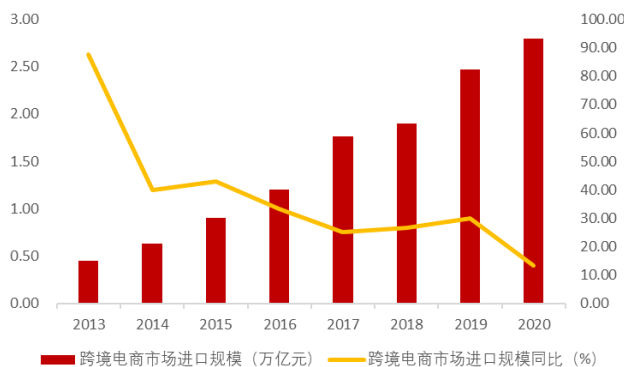
电商市场的高性价比的经济快递，以及依靠囊括国际货代、国际仓储、集货转运服务于一体的国际供应链服务。国际业务覆盖海外 78 个国家及地区。依托自营国际航空资源、自有清关保障能力、海外本地化服务团队及物流网络与跨境电商头部平台的多方面合作，顺丰国际电商业务覆盖全球 225 个国家及地区。2021 年 9 月完成收购在港交所上市的嘉里物流 51.8% 股权，补充公司在国际货代、清关等方面的资源与能力，结合顺丰自有的国际货航资源与标的公司广泛的国际货运代理网络进一步完善公司一体化综合物流解决方案的能力。

快消品牌出海，跨境物流需求旺盛。中国长期坚持动态清零防疫政策，帮助本土制造业率先复苏，带动进出口规模快速增长。2021 年中国进出口总值达 39.1 万亿元，同比提高 21.4%，其中出口总值约 21.73 万亿元，同比提高 21.2%。消费升级使人民更加追求个性化、多样化的商品，推动跨境电商发展。以 SHEIN 为首的新型跨境电商企业凭借较低的成本切入全球快时尚消费市场，SHEIN 的 2020 年 GMV 达 650 亿元，在 2021 年谷歌发布的《2021 年 BrandZ 中国全球化品牌 50 强》名单中排第 11 位。快时尚消费跨境电商带动服饰出口规模增长，2021 年中国服装及饰品出口金额达 159.27 万亿美元，同比提高 14.5%，扭转了 2016 年以来长期负增长的趋势。

图 52：跨境电商出口规模（万亿元）及同比（%）



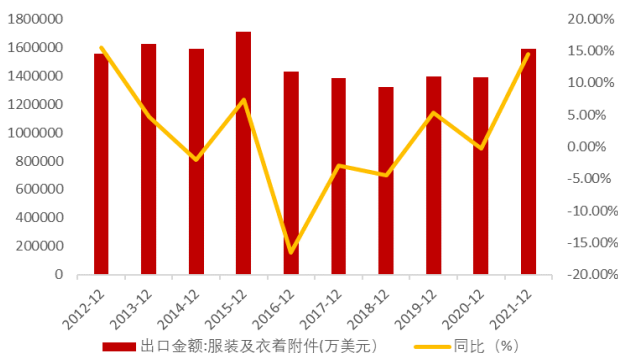
图 53：跨境电商进口规模（万亿元）及同比（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 54：服装饰品出口额（万美元）及同比（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 55：2021BrandZ 中国全球化品牌前 20 名

2021 年排名	品牌	品牌力得分	2020 年排名	品牌	品牌力得分
1	阿里巴巴集团	2064	11	SHEIN	901
2	字节跳动	2049	12	Tencent 腾讯	804
3	HUAWEI	1993	13	ANKER	793
4	小米	1831	14	拼多多	740
5	Lenovo	1828	15	宁德时代	701
6	OPPO	1299	16	拼多多	642
7	Hisense	1134	17	DJI	626
8	Haier	1032	18	TCL	574
9	一加手机	1017	19	拼多多	503
10	vivo	965	20	中国建设银行	479

资料来源：谷歌，凯度，东莞证券研究所

民营快递物流企业“走出去”，助力中国产业链全球化布局。品牌国际化发展的同时，近年来愈发紧张的国际关系促使国家重视供应链安全。建设自主可控的国际物流快递及供应链基础设施，成为助力中国产业链全球化布局的关键。2019 年国务院印发《关于支持民营快递企业发展的指导意见》，引导民营快递企业“走出去”，加快完善快递

企业国际布局，提升跨境服务能力，培育一批具有国际一流竞争力的快递企业；2021年2月《国家综合立体交通网规划纲要》指出，到2035年要实现国际国内互联互通“全球123快货物流圈”，即国内1天送达、周边国家2天送达、全球主要城市3天送达。

5. 投资建议

维持“谨慎推荐”的投资评级。各快递企业单票收入回升，代表着本轮价格战暂时结束，行业格局初步定型，行业竞争从低价争夺市场转向提升服务质量，通过差异化竞争强化盈利能力。公司对标通达系快递的电商特惠业务增速放缓，规模增长造成一定影响，但公司强大的品牌势能在差异化竞争中更具优势，电商特惠件在中高端市场占据较大份额。公司时效件基本盘稳固，自上而下探索经济件市场，同时多方面发展物流业务，逐步打造国内最大的第三方综合物流服务商。鄂州机场投入运营后将补全顺丰快递时效网络最后一块拼图，进一步提升产品时效，强化时效竞争优势并降低运输成本，以快网优势哺育慢网，最终将构建多层次快递产品结构。构筑“天、地、信息”三网，依靠大数据进一步把控成本，提高效率；自有货机队和机场降低货代成本，巩固时效件护城河。公司多元化布局快运、冷链、跨境等物流形式，依托收购整合的经验及先进的物流技术提供一体化供应链服务，转型第三方综合物流服务商。从较长时间来看，鄂州机场投入运营后，公司新业态布局完成，规模效应下业绩增长有望再次启动。长期逻辑过硬，业绩拐点将至，布局时机即将到来，预计2021/2022年EPS分别为0.82元、1.46元，对应PE分别为76.99倍、43.24倍，维持“谨慎推荐”的投资评级。

6. 风险提示

市场竞争加剧导致公司盈利能力下降，鄂州机场未能按期投入运营，宏观经济下行降低消费能力，疫情反复等。

表3：公司盈利预测简表（截至2022年1月27日）

科目（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	153,987	208,217	266,693	330,861
营业总成本	145,635	203,419	256,742	316,742
营业成本	128,810	181,390	229,059	282,034
营业税金及附加	379	519	665	825
销售费用	2,252	4,164	5,334	6,617
管理费用	11,600	14,992	18,668	22,829
财务费用	853	0	0	695
研发费用	1,742	2,355	3,016	3,742
公允价值变动净收益	134	0	0	0
资产减值损失	(35)	(750)	(1,573)	(1,853)
营业利润	10,136	5,355	9,420	13,098
加：营业外收入	229	179	192	204
减：营业外支出	326	326	326	326

利润总额	10039	5208	9286	12976
减：所得税	3107	1302	2322	3244
净利润	6932	3906	6965	9732
减：少数股东损益	(394)	(119)	(213)	(297)
归母公司所有者的净利润	7326	4025	7177	10029
摊薄每股收益(元)	1.49	0.82	1.46	2.04
PE (倍)	42.37	76.99	43.24	30.95

资料来源：iFind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、北京证券交易所股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn