

顺丰控股（002352）系列研究一：

买入（首次评级）

顺时而为，再造第一增长曲线

当前价格：51.73元

目标价格：65.31元

投资要点：

➢ **推荐逻辑：伴随中国消费制造升级崛起的全物流布局核心资产。**①短期看，公司高壁垒、高溢价、高利润的时效件业务不断贡献稳定增长现金流，2023年行业件量增速将重回中速增长，需求复苏带动下公司时效件业务将贡献可观的利润弹性；②中期看，不断调优产品结构，再造第一增长曲线。顺丰重新划分时效件及经济件业务，合理分层产品结构，退出非盈利特惠件并缩量丰网件，重塑第一增长曲线以对外提供优质产品，对内控制成本费用，不断提升盈利能力。③长期看，鄂州机场+国际业务顺利布局，第二曲线前景可观。2021年公司收购嘉里物流落地，逐步完善国际业务布局，湖北鄂州机场项目完全投产，在巩固时效件业务同时，轴辐式布局联合产业集群发展也将有益于公司国际业务发展，未来公司国际业务将成为第二增长曲线看点。

➢ **渗透率提升+新型电商平台，需求中速增长+高端化。**在分品类产品线上化、区位下沉拓展以及新型电商刺激下，网购渗透率不断提升成为快递件量增长的动力之源，尽管我们假设网购渗透率提升存在50%的天花板，22年增速明显，但件量增长空间依旧可观，预计23年行业增速12-13%。商流呈现高端化发展趋势，商流影响物流下未来快递也将趋向高端化、品牌化发展。

➢ **布局两条增长曲线，产品分层巩固第一增长曲线。**顺丰控股未来看点主要在于两条增长曲线发展上。第一曲线看速运大网，第二曲线看鄂州机场+国际业务。时效件系公司差异化竞争以及盈利的底盘，伴随2021年4月调整时效及经济件产品结构，逐步缩量非盈利特惠件，控制丰网件，公司第一增长曲线盈利向好。短期看，伴随需求修复带动第一增长曲线修复，公司整体盈利能力不断修复，2022业绩预告显示，公司归母净利润60.5-62.5亿元，扣非归母52.5-54.5亿元。

➢ **鄂州机场及国际业务。**顺丰中长期看点围绕第二曲线，即鄂州机场及国际业务发展带来的业务增长。研究顺丰的需求不应限制在电商背景，公司全物流布局定将支持国内消费崛起和制造业升级。鄂州机场投产带来的成本效率改善以及长期下的需求增长在未来为公司注入更多发展动力。收购嘉里物流完善公司国际业务布局，未来将持续完善国际门到门业务，助力中国制造出海。

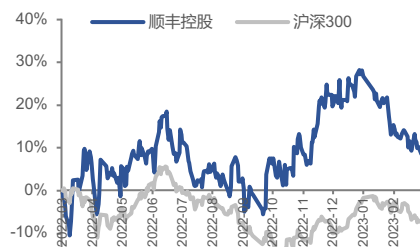
➢ **盈利预测与投资建议：**2021-2022年公司四网融通+降本增效收效显著，伴随需求复苏公司利润弹性可观，我们认为经营改善带来的收入持续增长，以及降本增效带来的盈利改善将持续反映公司未来2-3年的业绩上。预计公司2022-2024年归母净利润分别为60.6、90.8、111.0亿元，对应PE为41.8、27.9、22.8倍，归母净利润三年复合增长率达到22.3%。采用分部估值方法，我们认为公司2023年合理市值3197亿元，对应目标价65.31元，首次覆盖给予“买入”评级。

➢ **风险提示：**时效件件量增速大幅放缓；新业务培育风险；人工成本上升风险；快递价格战激化。

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	4895/4844
总市值/流通市值（百万元）	253229/250595
每股净资产（元）	17.33
资产负债率（%）	55.37
一年内最高/最低（元）	61.09/42.67

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈照林

执业证书编号：S0210522050006

邮箱：czl3792@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	153,987	207,187	281,941	300,973	343,679
增长率（%）	37%	35%	36%	7%	14%
净利润（百万元）	7,326	4,269	6,063	9,087	11,104
增长率（%）	26%	-42%	42%	50%	22%
EPS（元/股）	1.50	0.87	1.24	1.86	2.27
市盈率（P/E）	34.6	59.3	41.8	27.9	22.8
市净率（P/B）	4.5	3.1	3.0	2.7	2.5

数据来源：公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设：

假设 1：公司调产品结构，细化分层，时效件件量增长明显，2023 年预估鄂州机场投运提升时效件服务半径，公司时效件 2022-2024 年件量增速分别为 10%/18%/15%；时效件聚焦中高端产品，单价稳定并高于低端电商件，预计 2022-2024 价格增速分别为：-1%/1%/1%。

假设 2：受益于公司快运业务竞争策略转向，2021 年下半年盈利拐点出现，2022 年上半年维持微利，23 年预期行业格局持续向好的情况下，预计公司 2022-2024 年收入增速分别为：22%/20%/18%；利润端受益于价格和效用提升，22-24 年毛利率为：8%。

假设 3：国际和供应链业务方面，21 年公司基数较低，22 年收入大概率高增长，23 年起货代业务景气度有所承压，预计 22-24 年国际和供应链业务收入增速：150%/-13%/13%；毛利率：12%。

我们区别于市场的观点

市场认为公司时效件增速受电商需求增长影响明显，未来空间及增速较弱，利润弹性较小，我们认为：1) 电商需求未来仍将保持中速增长，以假设的 50%渗透率天花板计，2030 年行业件量或将达到 2683.3 亿，CAGR 为 12%；2) 顺丰业务需求不仅对标电商，公司时效件也应考虑工业品增长的影响，同时伴随国内消费需求复苏及制造业崛起，公司时效件利润弹性可观。

股价上涨的催化因素

宏观经济增长加速；鄂州机场投运超预期；行业竞争缓和；国际业务景气度提升

估值和目标价格

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 60.6、90.8、111.0 亿元，对应 PE 为 41.8、27.9、22.8 倍，归母净利润三年复合增长率达到 22.3%。采用分部估值方法，我们认为公司 2023 年合理市值 3197 亿元，对应目标价 65.31 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

时效件件量增速大幅放缓；新业务培育风险；人工成本上升风险；快递价格战激化

正文目录

1	现在与未来：长效布局两条增长曲线.....	5
1.1	领先快递物流综合服务商，实控人具有有力控制权.....	5
1.2	现在：全物流布局+稳固时效件底盘保证长期竞争壁垒.....	6
1.3	未来：做好第一曲线，布局第二曲线.....	10
2	快递行业健康发展，商流需求催生物流升级.....	12
2.1	渗透率提升+新型电商平台，快递行业维持中速健康发展.....	12
2.2	商流影响下，物流服务新需求提振中高端电商件市场.....	13
3	商流高端化发展下提供高品质物流，鄂州机场起飞顺丰大有可为.....	15
3.1	顺丰优质物流服务契合商流发展新需求.....	15
3.2	以国外快递为鉴，新机场投产助力顺丰快递业务.....	16
4	顺时而为，产品作为第一增长曲线带来稳定的增长动力.....	19
4.1	以快递服务占领心智，公司差异化及核心利润来源.....	19
4.2	顺时而为，产品分层再细化.....	20
4.3	时效件量稳步增长，鄂州机场投产将提速.....	22
4.4	缩量非盈利件，经济件盈利逐步向好.....	22
5	盈利预测与估值.....	24
5.1	顺丰盈利预测.....	24
5.2	顺丰估值方法的选择及分部估值市值空间测算.....	25
5.3	投资建议.....	29
6	风险提示.....	29

图表目录

图表 1:	顺丰发展历程.....	5
图表 2:	顺丰股权结构（截至 2022Q3）.....	5
图表 3:	顺丰全物流布局（截至 2022H1）.....	6
图表 4:	顺丰与通达系快递公司地面基础设施对比（截至 2022H1）.....	7
图表 5:	2022H1 主要上市快递公司固定资产及固定资产对件量情况（亿元）.....	8
图表 6:	顺丰数智供应链.....	8
图表 7:	顺丰历年营收及增速（亿元）.....	9
图表 8:	顺丰历年营业收入构成.....	9
图表 9:	2016-2022H1 顺丰控股件量情况（百万件）.....	10
图表 10:	2019-2022H1 顺丰时效件分类占比.....	10
图表 11:	2020 年顺丰引入丰网持续下沉（顺丰经济件结构）.....	10
图表 12:	从第一曲线到第二曲线.....	10
图表 13:	顺丰控股发展战略曲线.....	11
图表 14:	美国分品类电商渗透率情况.....	12
图表 15:	中国直播电商零售额.....	12
图表 16:	中国社交媒体直播电商销售额.....	12
图表 17:	我国快递件量测算.....	13
图表 18:	三大电商平台 GMV 情况（单位：亿元）.....	13
图表 19:	中国主要产品品类线上渗透率.....	14
图表 20:	中国主要产品品类线上销售额增速.....	14
图表 21:	唯品会 GMV 情况.....	15
图表 22:	唯品会订单量情况.....	15
图表 23:	唯品会履约费用率.....	15

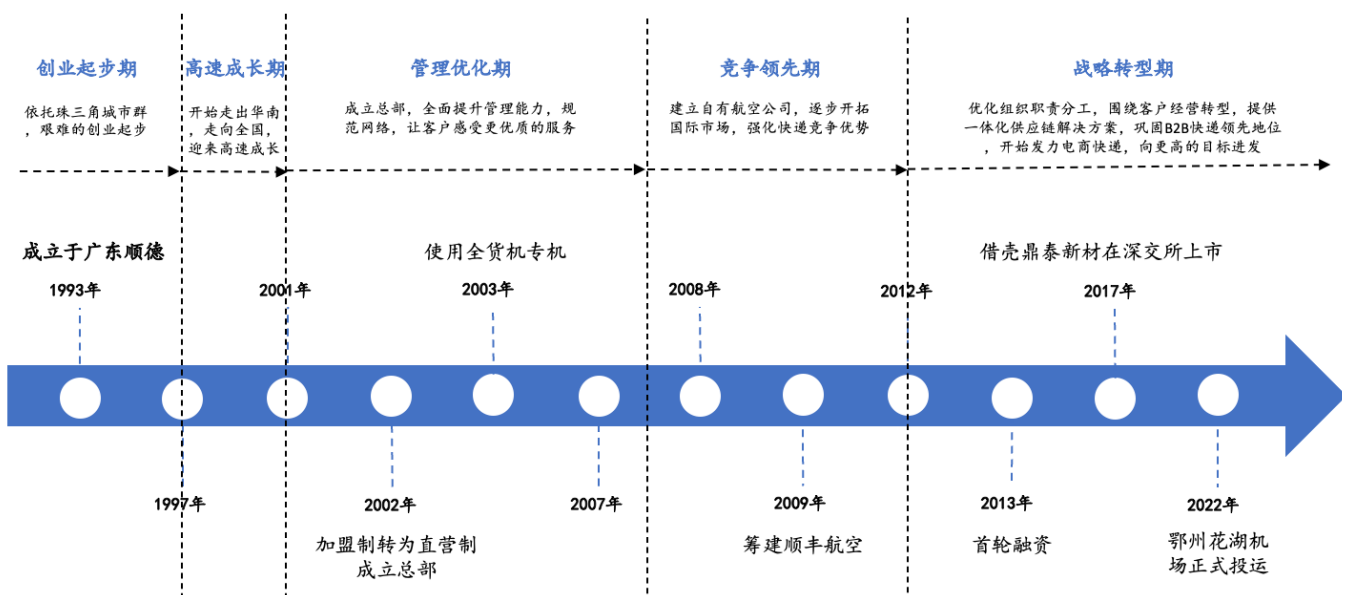
图表 24: 1980 年 FedEx 航空运输路线	16
图表 25: FedEx 快递业务日均件量情况	16
图表 26: 2021 财年 FedEx 航空货运网络情况	17
图表 27: FedEx 核心枢纽增加, 覆盖区域拓宽	17
图表 28: FedEx 的主打产品及价格情况	17
图表 29: 2020 年顺丰航空货运网络情况	18
图表 30: 顺丰航空起飞每周起飞情况统计	18
图表 31: 顺丰、UPS、FedEx 的主打产品及价格情况	18
图表 32: 顺丰总件量情况 (百万件)	19
图表 33: 顺丰控股件量拆分	19
图表 34: 顺丰时效件收入情况	19
图表 35: 顺丰经济件收入情况	19
图表 36: 主要上市快递公司单票收入情况 (元/票)	20
图表 37: 主要快递公司业务毛利率情况	20
图表 38: 顺丰下沉梳理	21
图表 39: 新旧时效件调整情况	21
图表 40: 新旧经济件调整情况	21
图表 41: 顺丰时效件拆分 (单位: 百万元/百万件)	22
图表 42: 顺丰经济件拆分 (单位: 百万元/百万件)	23
图表 44: 顺丰控股各业务拆分	24
图表 43: 分业务估值选择逻辑	25
图表 45: 快递可比公司估值 (2023 年 3 月 16 日)	26
图表 46: 我国零担快运市场规模 (单位: 亿元)	26
图表 47: 以终端客户支出计中美零担快运市场集中度情况	26
图表 48: 顺丰快运业务营业收入情况	27
图表 49: 顺丰快运业务高峰期日均货量情况	27
图表 50: 顺丰快运业务分部毛利率及净利率情况	28
图表 51: 快运可比公司估值 (2023 年 3 月 16 日)	28
图表 52: 2023 年顺丰业务分部估值汇总 (亿元)	28
图表 53: 财务预测摘要	30

1 现在与未来：长效布局两条增长曲线

1.1 领先快递物流综合服务商，实控人具有有力控制权

顺丰于1993年成立于广东顺德，经过多年发展已成为国内领先的快递物流综合服务商、全球第四大快递公司。1993-1997年为公司创业起步期，依托珠三角城市群；1997年-2001年为公司高速成长期，开始走向全国；2001年-2007年为公司管理优化期，2002年由加盟制转为直营制，在深圳成立总部，2002年成为国内第一家使用全货运专机的民营速递企业；2008-2012年为公司竞争领先期，2009年中国民航局正式批复顺丰航空有限公司筹建；2013-至今为公司战略转型期，2013年首轮融资，2017年借壳鼎泰新材在深交所上市，2022年7月鄂州花湖机场正式投运。

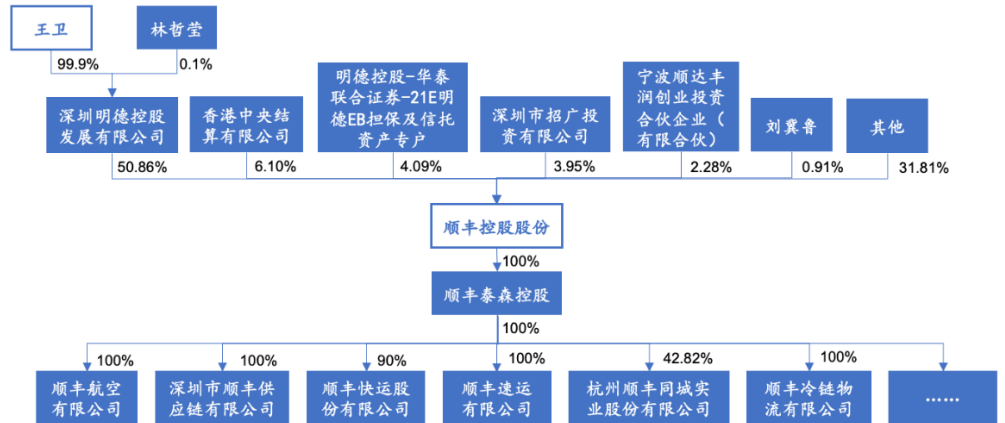
图表 1：顺丰发展历程



数据来源：公司官网，华福证券研究所

股权结构集中，王卫先生为公司实际控制人。截至2022Q3，公司创始人王卫通过持有深圳明德控股发展有限公司99.9%的股权，间接控制顺丰控股股份有限公司约50.8%的股权，为公司第一大股东。公司其他股东持有比例均低于7%，股权结构集中，实际控制人对公司控制有力。

图表 2：顺丰股权结构（截至2022Q3）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.2 现在：全物流布局+稳固时效件底盘保证长期竞争壁垒

全物流布局铸就公司经营的高壁垒，多领域龙头。顺丰以传统的包裹快递业务起家，在时效件市场深挖护城河，同时针对电商平台、电商商家等不同客户群体推出经济件业务。在快递业务底盘之上，公司分别向重量、温度和距离端扩张，不断夯实快运、冷运及医药和同城业务，取得了行业领先地位。除此之外，公司积极发展国际和供应链业务，2021年9月收购嘉里物流，随着公司与嘉里物流的融合，供给与供应链业务有望进一步完善和拓展，公司全物流布局持续。

图表 3：顺丰全物流布局（截至 2022H1）

核心底盘快递业务产品分层	快递业务新业态	国际和供应链业务
<p>时效快递 营收：492.7亿元 占比：37.9%</p> <ul style="list-style-type: none"> 主要面向个人、企业、商家等，提供时效性强、速度领先的高品质门到门寄递服务 主要产品： <ol style="list-style-type: none"> 顺丰即日 顺丰特快 顺丰标快 电商标陆（部分）等 	<p>重量端拓展</p> <p>快运 营收：131.5亿元 占比：10.1%</p> <ul style="list-style-type: none"> 主要面向生产制造、商业流通领域有大件配送、批量运输需求客户 主要产品： <ol style="list-style-type: none"> 顺心捷达 顺心包裹 顺心零担 重货特惠 直营网络： <ol style="list-style-type: none"> 顺丰卡航 整车直达 城市配送 大票直送 <p>温度端拓展</p> <p>冷运及医药 营收：40.7亿元 占比：3.1%</p> <ul style="list-style-type: none"> 主要面向生鲜食品、冷冻食品、医药产业三大领域的客户 主要产品： <ol style="list-style-type: none"> 冷运标快 冷运到店 冷运大件到港 冷运大件标快 冷运整车 冷运仓储 医药产品： <ol style="list-style-type: none"> 精温专送 精温整车 精温定航 医药仓储 <p>距离端拓展</p> <p>同城 营收：28.7亿元 占比：2.2%</p> <ul style="list-style-type: none"> 主要面向餐饮门店、零售/电商商家、个人及企业提供即时物流配送服务 主要产品： <ol style="list-style-type: none"> 同城急送 抖音上线外卖服务，或将重构上游商流结构。顺丰同城22年12月初成为抖音生活服务“团购配送”的首批即时运力服务商，或将成为直接受益者，订单量提升可期。 	<p>国际及供应链 营收：465.3亿元 占比：35.8%</p> <ul style="list-style-type: none"> 国际快递：主要面向国内及海外制造企业、贸易企业、跨境电商以及消费者，提供国际快递、海外本土快递、跨境电商包裹及海外仓服务 国际货代及代理：主要面向客户提供空运、海运、铁路、陆运及多式联运的货运解决方案 主要产品： <ol style="list-style-type: none"> 国际标快 国际特惠 国际电商专送 国际重货 海外仓 国际小包 集货转运（海购丰运） 供应链：主要面向各类行业客户，提供国内及国际端到端供应链解决方案。 顺丰丰泰、新复晖提供中国本土供应链服务；嘉里物流提供全球综合物流解决方案。 <p>嘉里物流 营收+占比：2104起已并表</p> <ul style="list-style-type: none"> 国际快递：在泰国、越南、马来西亚、柬埔寨、印尼等东南亚国家拥有海外本土快递网络 国际货代及代理：空运、海运、陆运方面服务能力 供应链：深得众多全球百强品牌信任，为客户提供国际端到端综合物流解决方案 主要产品： <ol style="list-style-type: none"> 即日快递 翌日快递 非紧急经济快递服务

数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所；营收和占总收入比数据为 2022H1 数据

重资产打造稀缺基础设施网络，以领先内外部数字化服务能力，构筑完善的物流服务能力，品牌价值凸显。顺丰的核心竞争力来自于：以稳固的具有品牌溢价的时效

件业务为底盘，延伸出的品牌价值凸显的全物流场景服务能力；而这样的核心竞争力基础是公司的重资产基础设施网络及优秀的内外部数字化服务能力。

顺丰的主要快递产品和通达系存在明显区别，**时效件产品具有明显的高时效、高安全性和高品牌性的特征**。公司能构建稳固的时效件底盘并向外拓展全物流业态覆盖依赖公司的重资产投入，从在各个环节所投入的资产规模来看，公司投入均领先通达系及其他同类业务物流企业：1) 天网：公司拥有中国最大、全球前列的货运航空公司，22H1 航空货量总量 89 万吨，运营全货机 95 架，其中自有 72 架，航权时刻 273 对，散航资源国内 2179 条，国际至少 6700 条；同时公司携手政府打造鄂州花湖机场，并计划于 2022 年年底逐步开放；2) 地网：快递中转场 322 个，快运中转场 154 个；运营仓库 2099 座；全球运营管理干支线车辆 9.3 万辆；铁运产品 583 个流向；3) 物流产业园项目：公司在中国及东南亚地区自持物流产业园项目等关键地资源土地面积总规模近 1.6 万亩；建筑面积总规模近 1018 万平方米。

从资产负债表看，2022H1 顺丰的固定资产账面价值为 395.2 亿元，中通为 268.5 亿元，顺丰固定资产对件量为主要上市快递公司最高，其值为 2.8。

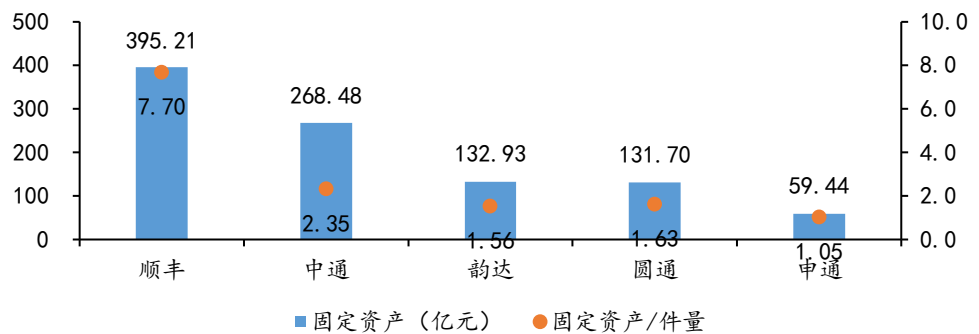
图表 4：顺丰与通达系快递公司地面基础设施对比（截至 2022H1）

公司	干线中转				干线运输	终端	
	转运中心			土地规模	自动化	车辆线路	网点个数
	直营个数	总个数	直营比例				
顺丰	全部直营	快递:43 个枢纽级中转场, 38 个航空、铁路站点, 241 个片区中转场; 快运:22 个枢纽级中转场, 132 个片区中转场。	100.00%	自持众多物流产业园、物流中心, 已建成运营项目土地面积为 10,030 亩, 建筑面积约 561 万平米, 预计 2022H2 及以后建成项目土地面积 5,595 亩, 建筑面积约 456 万平米。	2022 年上半年累计完成在 15 个中转场自动化设备的投入升级。	自营及外包干支线车辆合计约 9.3 万辆; 国内干、支线合计约 12 万条; 末端收派车辆合计约 9.5 万辆 (不含摩托车和电动车); 高铁极速达产品开通 583 个流向, 特快班列 4 对 8 条, 普列运力 134 条; 95 架全货机。	国内自营服务网点及其他营业分支 2.1 万个, 末端合作网点 15.2 万个。
圆通	74	74	100.00%	土地使用权账面价值: 40.5 亿元	公司在转运中心、城配中心等共布局完成自动化分拣设备 160 套。	自有干线运输车辆 5,332 辆; 自有机队数量 10 架。	加盟商 5,123 家, 末端网点 74,000 个。
申通	77	77	100.00%	土地使用权账面价值: 14.4 亿元	公司累计拥有自动化分拣设备 247 套, 其中交叉带分拣设备 169 套, 摆臂设备现有 78 套。	公司自营干线运输车队共有 4,500 辆车, 大运力挂车占比达 76%左右, 累计已开通干线运输线路约 3,900 条。	独立网点 4,700 余个。
韵达	77	77	100.00%	土地使用权账面价值: 41.3 亿元	业务产能提升 13.2%, 分拣效率提升 35.2%;根据特殊	未提及	公司在全国拥有 3,850 个加

					货品需要,对分拣设备进行柔性化改造 9000 余处,降低破损;RFID 识别效率提升 66.7%;无人化设备投入节约人员 54.3%		盟 商 及 29,844 个网 点及门店(含 加盟商)
中 通	87	98	88.8%	自营的现代化场 地占地面积超过 753 万平方米。	431 条自动化分拣线投入 使用	3,700+条干线线路; 自有干线车辆 11,000 辆。	近 30,900 个 服务网点

数据来源:公司公告,华福证券研究所

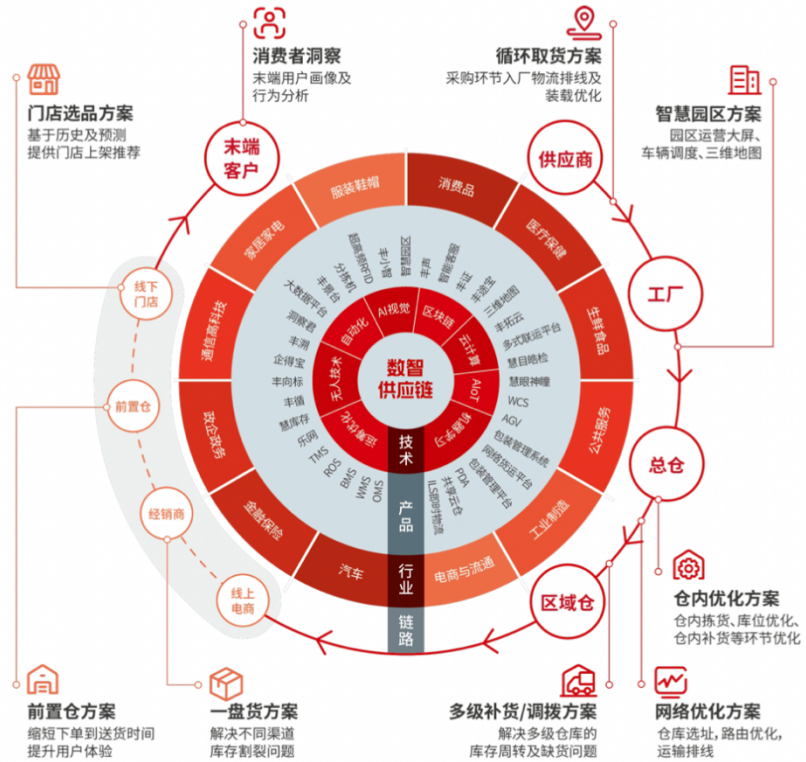
图表 5: 2022H1 主要上市快递公司固定资产及固定资产对件量情况 (亿元)



数据来源:公司公告,华福证券研究所

公司内外部数智化应用,助力公司降本增效提供优势服务。1)内部:在物流网络的规划与调度、中转、运输、末端管理、成本管控等环节进行了智能化升级,通过前置预测、动态调配资源、投入升级中转场自动化设备等措施,实现了产能利用率的提升和成本的降低。①规划与调度环节,22H1公司预测准确率持续提升,航空流向、中转到件、网点派件准确率分别提升了26%、3%和8%,业务旺季的收派预测准确率同比提升了5%,有效减少了临时资源投入。②中转环节,22H1公司累计完成15个中转场自动化设备的投入升级,小件自动化分拣比率超85%,单发件(指体积偏大或不规则、不做集包处理的包裹类快件)自动化分拣比率超51%。③运输环节,公司通过打通多种运力系统、22H1完成铁运资源100%纳入运力平台管理等措施,保障了空运和陆运的时效。2)外部:公司已围绕客户的原料供应、生产、仓储、运输、销售、运营等环节提供全链路技术服务;同时亦持续关注物流科技的前沿趋势与演进路径,积极布局无人技术、大数据与人工智能、区块链与隐私计算、数字孪生等远景技术。

图表 6: 顺丰数智供应链

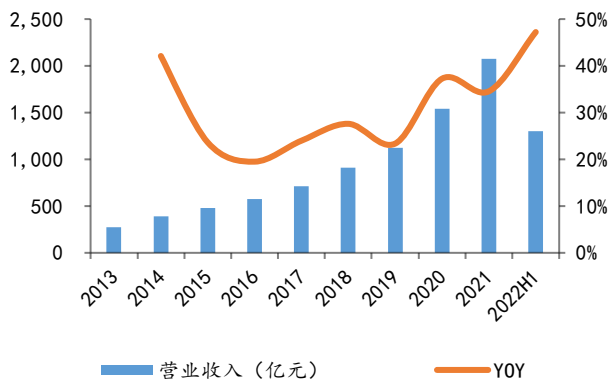


数据来源：公司公告，华福证券研究所

重资产全物流布局中，高 ASP 高毛利的时效件业务依旧为基本业务底盘。

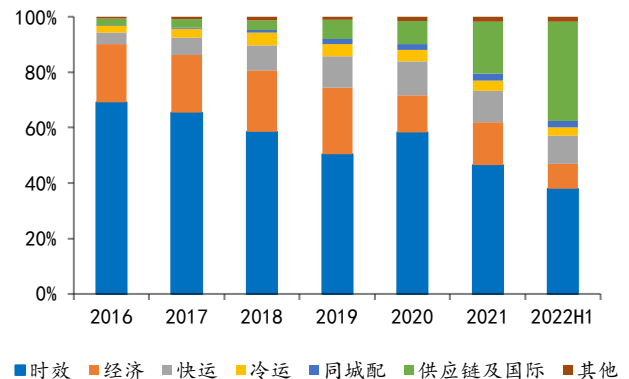
2022H1 实现总营业收入 1300.6 亿元，同比上升 47.2%，其中时效件业务贡献营收 492.7 亿元，同比+5.1%，占比达 37.9%，为顺丰体内收入占比最高的业务；经济件贡献营收 118.1 亿元，同比-7.3%，占比达 9.1%。2022H1 速运业务毛利 140.2 亿元，同比+80.5%，毛利率 11.0%。从三费率看，公司费用管控效果显著，2022H1 销售费用率 1.0%，同比下降 0.5pp；管理费用率 6.8%，同比下降 0.6pp。

图表 7：顺丰历年营收及增速（亿元）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 8：顺丰历年营业收入构成

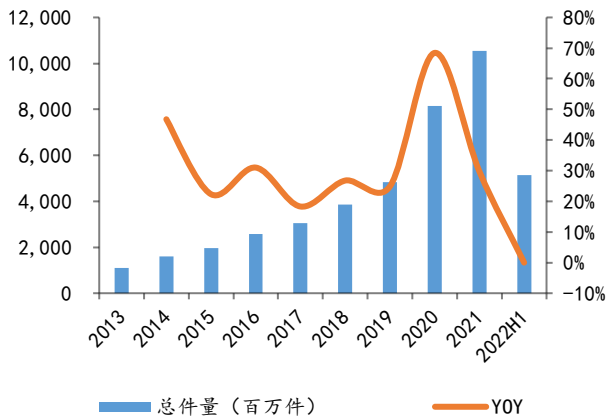


数据来源：公司公告，华福证券研究所

策略转向价值贡献和可持续性，退出特惠件，控制丰网件。2022H1 顺丰业务量为 51.3 亿件，市占率达 10.0%，受上游宏观经济波动影响，件量与去年同期持平。

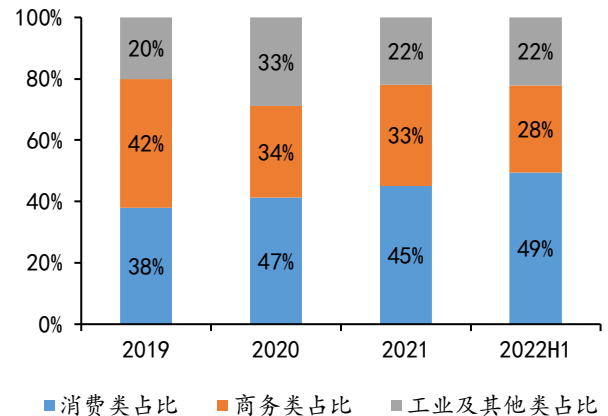
伴随公司经营策略转向，公司逐步减少特惠件件量，特惠件已于 2022 年 7 月退出；同时公司控制丰网件，更加聚焦盈利能力强的时效件，以及行业空间更高的电商标快件，同时不断分层细化产品结构，牵引提高 ASP 和利润水平。

图表 9：2016-2022H1 顺丰控股件量情况（百万件）



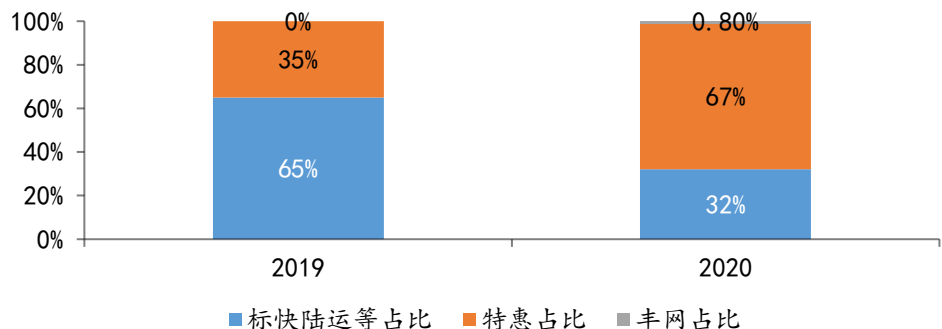
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 10：2019-2022H1 顺丰时效件分类占比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 11：2020 年顺丰引入丰网持续下沉（顺丰经济件结构）

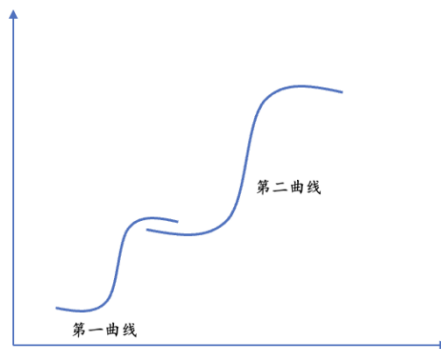


数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.3 未来：做好第一曲线，布局第二曲线

公司的发展要超越行业红利，需要不断拓宽增长曲线。从物流行业来看，传统快递履约业务具备极强规模效应，日常运营考验公司的管理能力。在第一增长曲线布局中，资本开支先发优势下，利用件量构筑高规模壁垒，叠加单票成本降低是业内头部快递企业的主要发展路径。站在当前时点看当下的快递行业，快递服务本质是同质化的，伴随快递行业上游商流的演进，未来企业的第二增长曲线将聚焦新业务发展所贡献新增长机遇，以国际业务为主多元布局全物流板块并实现盈利将是快递企业第二增长曲线的主要抓手。

图表 12：从第一曲线到第二曲线



数据来源：华福证券研究所

顺丰控股未来看点主要在于两条增长曲线发展上。第一曲线看速运大网，时效件系公司差异化竞争以及盈利的底盘，2021Q1 公司时效件增速承压，但从供给和需求看，未来均存在优化和提升空间；同时，鄂州机场投产后或将带来件量的进一步增长和成本效率的提升。第二曲线看顺丰鄂州机场投产及国际业务布局，2021 年公司收购嘉里物流落地，逐步完善国际业务布局，2023 年湖北鄂州机场项目完全投产，在巩固时效件业务同时，轴辐式布局联合产业集群发展也将有益于公司国际业务发展，未来公司国际业务将成为第二增长曲线看点。

作为顺丰系列研究第一期，本文将主要聚焦快递业务，即顺丰时效件及经济件业务的研究。

图表 13：顺丰控股发展战略曲线



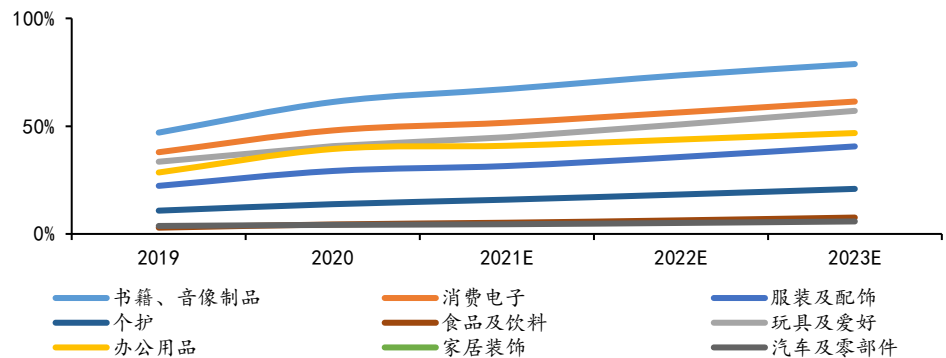
数据来源：华福证券研究所

2 快递行业健康发展，商流需求催生物流升级

2.1 渗透率提升+新型电商平台，快递行业维持中速健康发展

网购渗透率不断提升是快递件量增长的动力之源。未来分品类线上化拓展、区位下沉、新型电商刺激以及新消费兴起的影响将不断提升网购渗透率。我们认为尽管网购渗透率提升存在天花板，但空间依旧可观，预计到2030年将达到40.8%。在分品类提升方面，参考美国电商渗透率提升情况，书籍、音像制品未来渗透率提升速度最快，汽车及零部件较慢。此外，拼多多一直发力二三线城市以及农村电商构建，电商平台的区位下沉战略也将助力电商渗透率的提升。

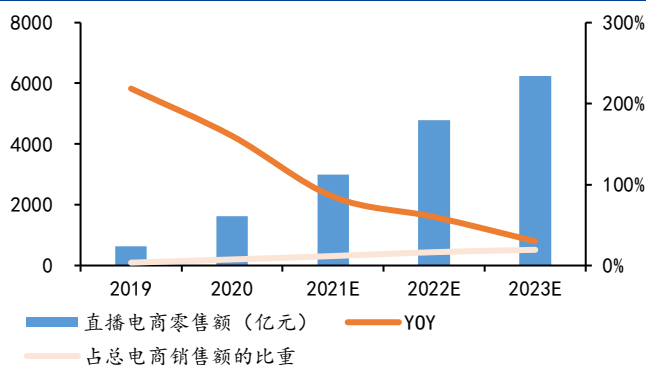
图表 14：美国分品类电商渗透率情况



数据来源：eMarketer，华福证券研究所

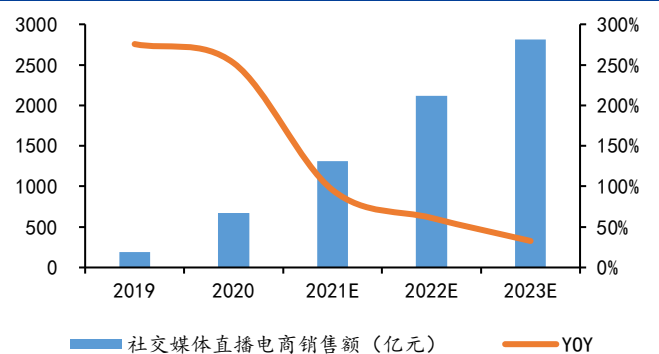
直播电商和社媒电商是未来10年最强的增长极。根据eMarketer数据，2020年直播电商零售额为1619.8亿元，同比增长160%，发展势头正盛，预计2023年将超过6000亿元，增速下降至30%，但依然是中高速增长。直播电商龙头当属“阿里系”电商平台，但社媒型直播电商发展更迅速，这部分代表新资本的电商为电商渗透率的提升不断注入新鲜血液。据eMarketer数据，2020年社媒型直播电商销售额达672.8亿元，同比增长252.3%，预计2023年增速为32.7%，销售额达2812.1亿元。

图表 15：中国直播电商零售额



数据来源：eMarketer，华福证券研究所

图表 16：中国社交媒体直播电商销售额



数据来源：eMarketer，华福证券研究所

快递行业 2030 年全行业件量或将超过 2600 亿件。网购渗透率在分品类线上化拓展、区位下沉、新型电商刺激以及新消费兴起的影响下不断提升，我们测算快递行业 2030 年整体或将超过 2600 亿件，其中国内快递产生的件量为 2664 亿件。

关键假设：

- 1) 未来 2022-2030 年社零 CAGR 为 4%；
- 2) 2030 年有效网购渗透率达 47.5%；
- 3) 客单价 146-153 元；
- 4) 2030 年，网购产生的快递件占比 68%，余下为其他件和国际件。

图表 17：我国快递件量测算

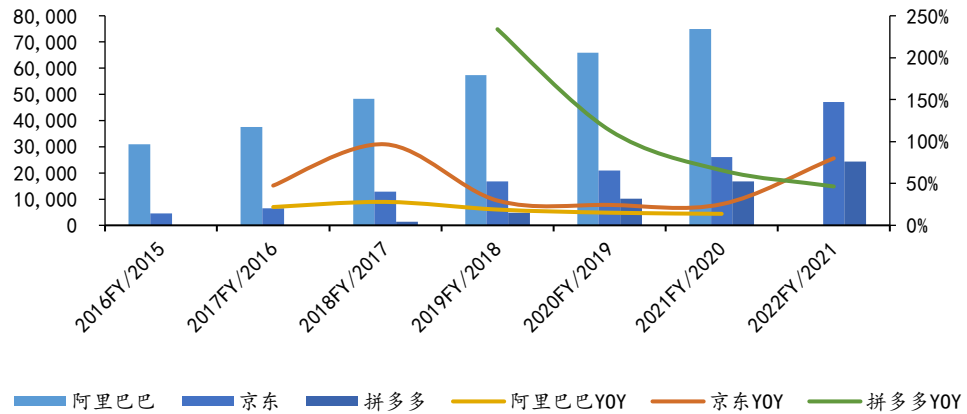
项目	2021	2022	...	2030E
社会消费品零售总额（百亿元）	4,408.2	4,397.3	...	6,477.5
剔除不可电商化部分后的社零总额（百亿元）	3,501.4	3,500.2	...	5,570.7
实物商品网上零售额（百亿元）	1,080.4	1,154.4	...	2,645.0
快递总件量（亿件）	1,083.0	1,105.8	...	2,683.3

数据来源：国家统计局，华福证券研究所

2.2 商流影响下，物流服务新需求提振中高端电商件市场

快递件量结构中，电商件占主要地位，这与上游商流结构的影响高度相关。上游商流依然是以淘宝和拼多多为代表的中低端电商件为主，截至 2020 年（2021 财年），阿里巴巴全年 GMV 接近 7.5 万亿元，其中天猫 GMV 为 4.0 万亿元，淘宝平台 GMV 为 3.5。截止 2021 年（2022 财年），京东 4.7 万亿元；拼多多 2.4 万亿元。在国家反对资本无序扩张的大背景下，传统电商平台流量红利日渐消退，以下沉方式寻找增长失效，传统电商或将通过服务质量提升以寻求新增长点，物流履约质量的提升将成为重要的布局方向；新型电商入局也将聚焦产品及服务品质，物流履约将成为兵家必争之地。

图表 18：三大电商平台 GMV 情况（单位：亿元）

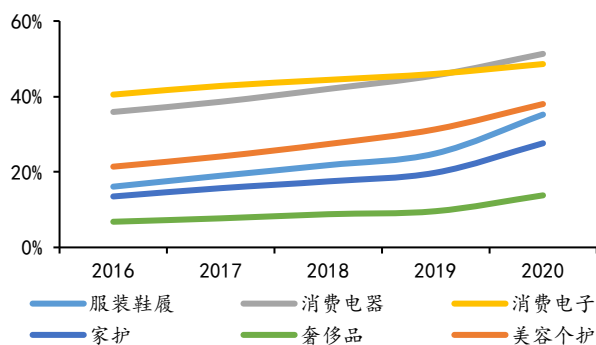


数据来源：公司公告，华福证券研究所；阿里巴巴以财年计，拼多多和京东以自然年计；阿里巴巴未发布2021GMV，京东2021GMV根据增速估算

新旧电商平台均逐渐重视物流履约质量。为保证服务质量，拼多多2020年推出上门退货服务，该服务物流履约多为品质有保证的顺丰承接；抖音上线电商业务以来推出“音需达”业务，旨在降低因物流原因造成的退货率、投诉率，助力商家提高物流服务水平，并在一定程度上提升用户复购率。电商流量红利逐步降低，未来电商的竞争将变成从产品到服务的全方位竞争，物流对商流的影响日渐明显，优质物流履约能力成为商流竞争中兵家必争之地。

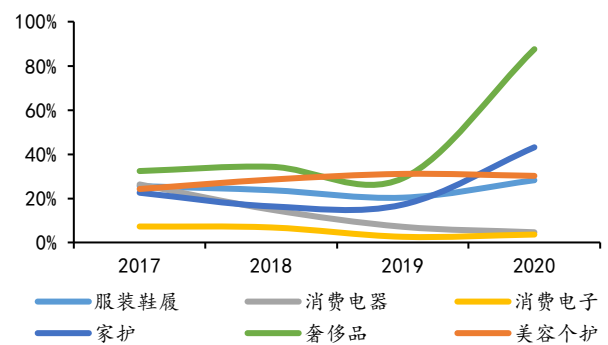
高端产品电商化提高，优质物流资源需求扩大。奢侈品线上销售增速极快，根据Euromonitor数据，疫情下，主要消费品类线上化率持续提高，服装鞋履和家护类产品的线上化最快；2020年，服装鞋履品类线上化率为35.2%，同比上升10.3pp，家护类产品线上化率27.6%，同比上升7.8pp。线上销售增速也在不断提高，其中奢侈品的线上增速扩展较快，2020年同比增长87.5%，家护、美容个护以及服装鞋履增速都在25%以上。

图表 19：中国主要产品品类线上渗透率



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 20：中国主要产品品类线上销售额增速



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

3 商流高端化发展下提供高品质物流，鄂州机场起飞顺丰大有可为

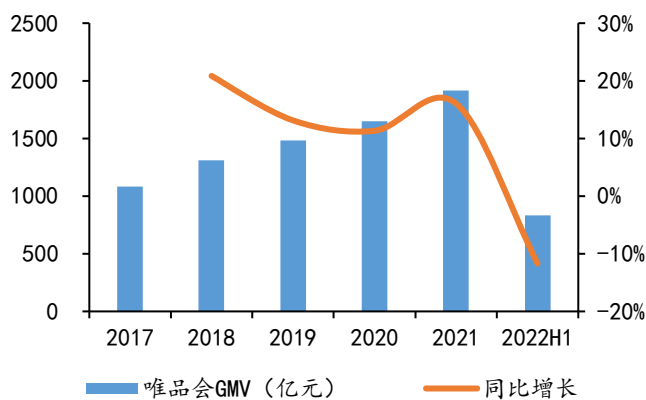
正如前文所述，快递行业未来件量整体依然受商流和网购影响明显，而未来网购市场规模依靠新渠道营销手段下沉，低端电商件和中高端电商件需求进一步扩大；此外，商流端竞争逐渐转向服务质量竞争，物流服务质量将是商流未来发展的重点。低端和高端电商件需求界限逐渐模糊，顺丰利用在中高端快递市场中已有的业务优势，迎合电商平台需求并反哺电商平台，协同“电商+快递”发展。

3.1 顺丰优质物流服务契合商流发展新需求

高效、安全、服务性高的物流能为上游商流公司提升服务质量，降低履约成本做出贡献，同时也契合各类电商的优化方向。唯品会等垂直电商均选择了顺丰作为快递合作伙伴，拼多多退货业务也同顺丰紧密合作。2019年，唯品会终止了自建的品质物流，与顺丰长期合作。

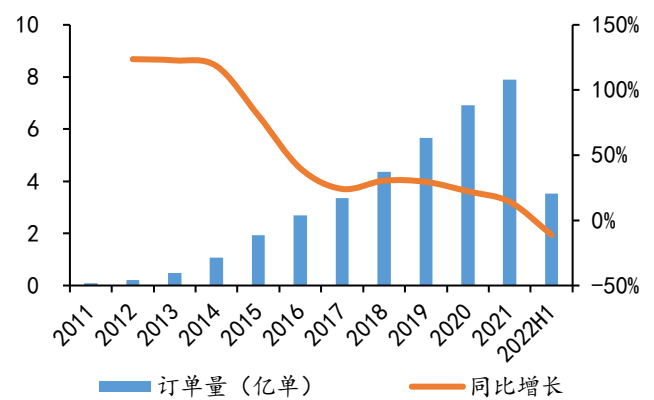
顺丰为上游商流企业提供时效稳定及安全的优质物流服务，能显著降低企业的履约费用率，伴随线上化趋势加速，未来顺丰将有机会获得更多 2B/b 业务。2022H1 唯品会实现 GMV 832 亿元，订单量达到 3.5 亿单，2021H1 实现 GMV 942 亿元，同比下降 11.7%，订单量 4.0 亿单，同比下降 11.2%。唯品会将顺丰作为合作对象之后，履约费用率显著下降，2019 年唯品会履约费用率 7.9%，同比下降 1.0pp；2020 年履约费用率 6.8%，同比下降 1.1pp；2021 年履约费用率 6.6%，同比下降 0.2pp；2022H1 履约费用率 7.0%，同比+0.4pp。顺丰显著帮助商流企业降低了履约费用率，并提供了一流的服务体验。

图表 21：唯品会 GMV 情况



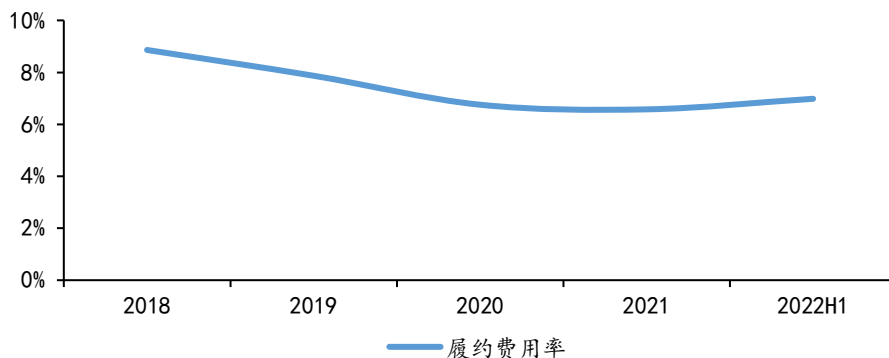
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 22：唯品会订单量情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 23：唯品会履约费用率



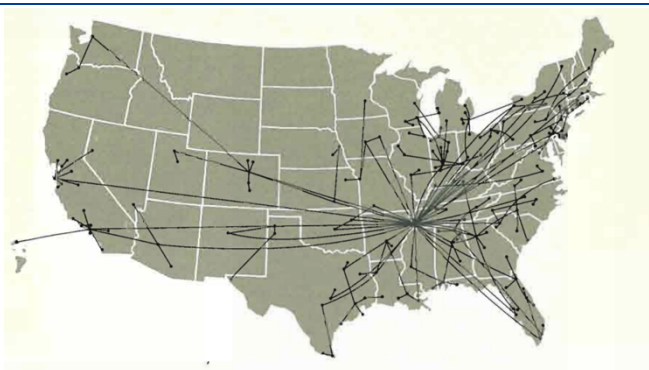
数据来源：公司公告，华福证券研究所；

3.2 以国外快递为鉴，新机场投产助力顺丰快递业务

轴辐式网络能够有效提升公司运营效率及履约能力，并拓宽公司业务覆盖的深度（产品分层）和广度（覆盖地区）。1973年，FedEx将总部搬到孟菲斯，和孟菲斯机场合作，此时逐步建立轴辐式网络，但仍以点对点运输为主。1978年开始，FedEx开始在孟菲斯机场建立超级转运中心，超级转运中心正式投产，充足的产能帮助公司完全建立起辐射全球的轴辐式网络。切换到轴辐式网络有效提升了航空货运网络覆盖区域，同时能提升公司的运营效率，直观结果是公司新建枢纽和覆盖城市增加明显，并且公司也能更加精细化分层产品提供更精准的时效产品服务，件量出现爆发式增长。

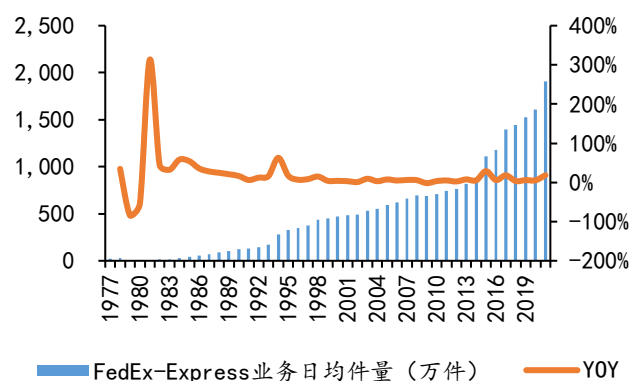
从FedEx的历史复盘可以看到，超级转运中心投产后，公司业务处理能力及运营效率提升明显，1981年公司日均件量达到8.7万件，为1980年的4倍。公司业务覆盖的广度也伴随航空核心枢纽的增加而不断拓宽，1981年FedEx的1个核心枢纽即覆盖全美241个城市，截至2021财年，公司核心枢纽40个，覆盖全球220个国家。业务覆盖深度也部分依赖于超级转运中心的建立，目前FedEx的产品从时效分层上有7种，在不通时效下差异化定价，有效提高快递服务的产品力。

图表 24：1980 年 FedEx 航空运输路线



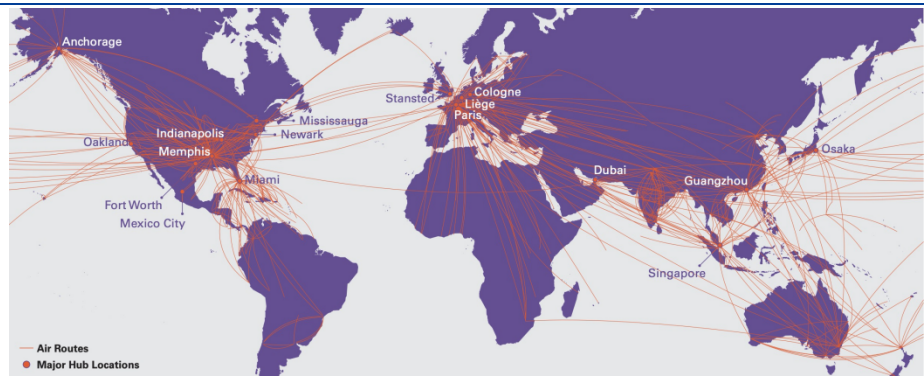
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 25：FedEx 快递业务日均件量情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 26：2021 财年 FedEx 航空货运网络情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 27：FedEx 核心枢纽增加，覆盖区域拓宽

时间	转运中心	覆盖区域
1981	1	美国 241 个城市
1988	4	100 多城市，美国全境
2006	11	220 多个国家及美国全境

数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 28：FedEx 的主打产品及价格情况

项目	产品	时效	价格
到家	FedEx First Overnight	T+1,8:00 前	152.02
	FedEx Priority Overnight	T+1,12:00 前	117.45
	FedEx Standard Overnight	T+1,20:00 前	112.33
	FedEx 2Day AM	T+2,12:00 前	60.22
	FedEx 2Day	T+2,20:00 前	51.56
	FedEx Ground	T+2,24:00 前	21.77
	FedEx Express Saver	T+3,20:00 前	39.83
不到家	FedEx First Overnight	T+1,8:00 前	146.11
	FedEx Priority Overnight	T+1,10:30 前	111.54
	FedEx Standard Overnight	T+1,16:30 前	106.42
	FedEx 2Day AM	T+2,10:30 前	54.31
	FedEx 2Day	T+2,16:30 前	45.65
	FedEx Ground	T+2,24:00 前	16.46
	FedEx Express Saver	T+3,16:30 前	33.92

数据来源：公司官网，华福证券研究所；均为 2 公斤，费城-芝加哥线路，单位为美元

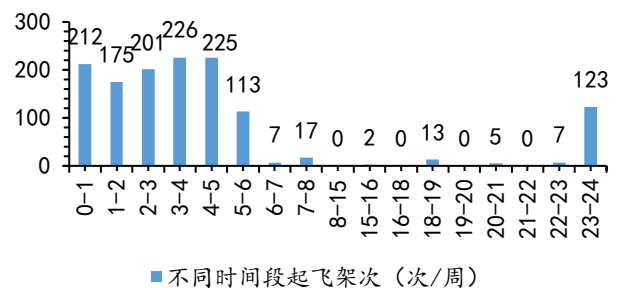
鄂州机场及国际枢纽将协助公司提升产品时效、提高服务的稳定性、构建高端综合物流服务能力。截至 2021 年年末，顺丰航空货运网络依旧采用点对点运输模式，2020 年顺丰日均件量为 2229.3 万件，超过 FedEx 2021 财年日均件量接近 300 万

件。2021 年冬春航季预飞行计划显示，目前顺丰航空起飞时间多为凌晨，这也导致公司的时效件业务受限于航空时刻，产品分层无法从时间维度更加细化。对比顺丰和海外头部快递，顺丰主打产品三种，FedEx 仅送货上门的产品有 7 种，UPS 的产品共有 7 种，并且 FedEx 和 UPS 的时效分层精确到一天内的早上、中午和下午。

鄂州机场投产或将有效提升顺丰的中转分拣能力并为顺丰航空提供更多起飞时刻，公司运营能力将进一步提升，公司或将能够进一步细化产品分层，扩大时效件覆盖广度（时间维度+地理维度），同时提升快递产品的时效稳定性，从而进一步提升快递业务定价能力。

图表 29：2020 年顺丰航空货运网络情况


数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 30：顺丰航空起飞每周起飞情况统计


数据来源：民航局，华福证券研究所

图表 31：顺丰、UPS、FedEx 的主打产品及价格情况

公司	产品	时效	价格
顺丰	顺丰即日	有条件当日达	100 起
	顺丰特快	T+1,18:00 前	33 起
	顺丰标快	T+2,12:00 前	23 起
Ups	UPS Next Day Air Early	T+1,8:00 前	137.65
	UPS Next Day Air	T+1,10:30 前	104.13
	UPS Next Day Air Saver	T+1,24:00 前	100.22
	UPS 2nd Day Air A.M.	T+2,24:00 前	47.75
	UPS 2nd Day Air	T+2,24:00 前	41.63
	UPS Ground	T+2,24:00 前	15.71
	UPS 3 Day	T+3,24:00 前	30.45
FedEx	FedEx First Overnight	T+1,8:00 前	152.02
	FedEx Priority Overnight	T+1,10:30 前	117.45
	FedEx Standard Overnight	T+1,16:30 前	112.33
	FedEx 2Day AM	T+2,10:30 前	60.22
	FedEx 2Day	T+2,16:30 前	51.56
	FedEx Ground	T+2,24:00 前	21.77
	FedEx Express Saver	T+3,16:30 前	39.83

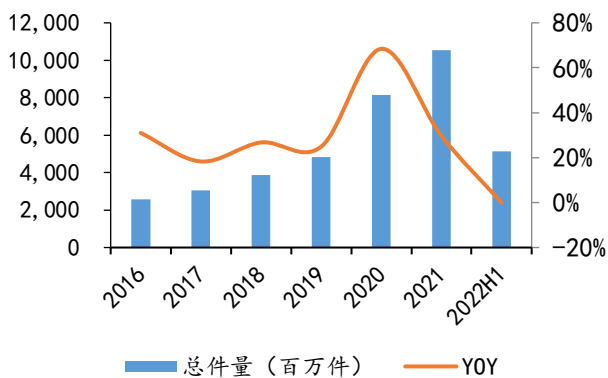
数据来源：公司官网，华福证券研究所；采用 2 公斤，顺丰选择北京-上海，Ups 及 FedEx 选择费城-芝加哥，FedEx 选择送货上门价格，Ups 及 FedEx 价格均为美元。

4 顺时而为，产品作为第一增长曲线带来稳定的增长动力

4.1 以快递服务占领心智，公司差异化及核心利润来源

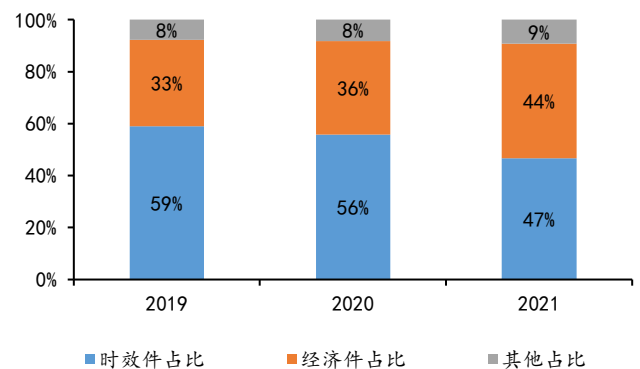
基于商务件+高端电商件需求属性，叠加重资产物流布局，顺丰构筑强有力资源壁垒。商务件与高端电商件市场具有“两高一低”的需求属性，即“高时效敏感、高安全敏感、低价格敏感”，这决定了该市场的玩家需要以**直营+重资产的模式运营**，以保证客户需求得到满足。顺丰独特的重资产以及直营模式帮助公司建立起较高的服务壁垒，在商务件+高端电商件市场仅 EMS 能作为主要竞争对手。同时，公司针对下沉市场推出了**ASP 更低的经济件业务以完善业务分层**。2021 年公司实现总件量 105.5 亿件，同比+29.7%，其中有 49.1 亿件为时效件业务，占比高达 47%，为公司主要件量来源之一，经济件业务约 46.7 亿，占比达 44%。

图表 32：顺丰总件量情况（百万件）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 33：顺丰控股件量拆分

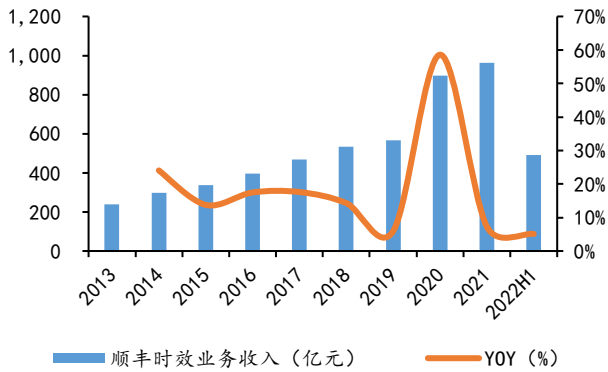


数据来源：公司公告，华福证券研究所；注：20 年时效件、经济件依据 21 年新时效件、经济件口径追溯调整

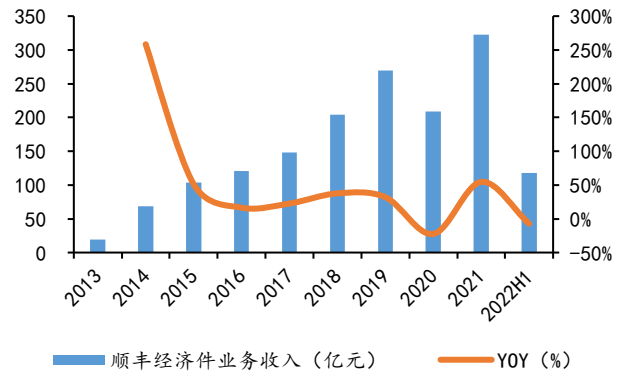
时效快递夯实顺丰快递业务收入底盘，为顺丰快递树立产品壁垒。2022H1 时效件业务贡献营业收入 492.6 亿元，同比上升 5.1%，经济件业务 118.1 亿元，同比下降 7.3%，时效件总营收占比 37.9%，经济件总营收占比 9.1%。件量端看，2020 年旧口径下，经济件中特惠件件量占比较高，伴随 2021 年 4 月公司调整时效&经济件口径后，经济件逐步缩量，时效件业务依然是公司的收入底盘。

图表 34：顺丰时效件收入情况

图表 35：顺丰经济件收入情况



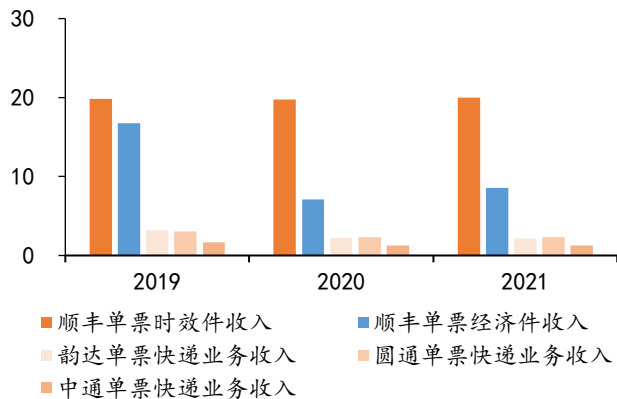
数据来源：公司公告，华福证券研究所；公司 2021A 调整业务类型，2020A 和 2021A 为统一口径



数据来源：公司公告，华福证券研究所；公司 2021A 调整业务类型，2020A 和 2021A 为统一口径

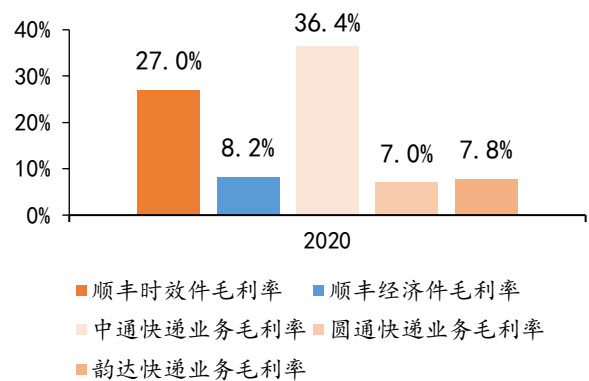
顺丰快递包裹业务拥有较行业其他快递公司更高 ASP 和更高毛利率。根据测算，2021 年顺丰时效件业务单票收入为 19.58 元，经济件单票收入 6.91 元，中通、韵达、圆通单票收入明显低于顺丰快递业务。2020 年顺丰时效件毛利率为 27.0%，经济件毛利率为 8.2%，中通的快递业务毛利率 36.4%，其他基本在 7% 左右。相对于非理性价格竞争频发的加盟制赛道，顺丰快递业务受价格战影响较小，高 ASP 及高盈利能力更易维持。

图表 36：主要上市快递公司单票收入情况（元/票）



数据来源：公司公告，华福证券研究所；圆通，韵达包含派费，顺丰单票时效件、经济件均为测算值

图表 37：主要快递公司业务毛利率情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

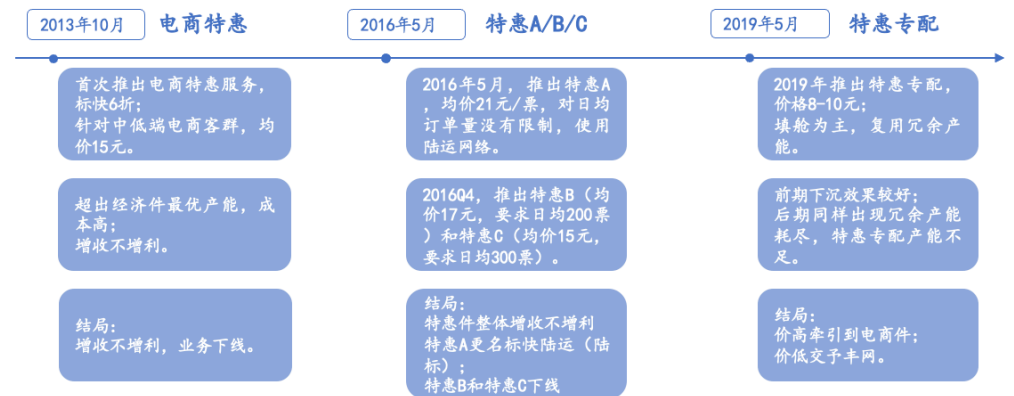
4.2 顺时而为，产品分层再细化

快递产品作为顺丰的业务底盘，从 2013 年至今先后经历了三次分层下沉。第一次下沉是在 2013 年，顺丰推出电商特惠服务，瞄准中低端电商客群；第二次在 2016 年，分别推出特惠 A/B/C 三类产品，其中特惠 A 演变为当下的陆运标快；第三次是 2019 年 5 月，公司推出特惠专配产品，主要聚焦 8-10 元价格带，目的是填仓和复用时效大网的冗余产能。

产能利用率情况影响公司的成本项，当产能利用率不够高时，固定成本承压，当

产能利用率过高时，对于临时性产能需求过高，会产生较高的可变成本。经济件下沉实质是填仓和复用冗余产能，当经济件增速过快，对产能需求过高，对公司成本端冲击更强烈，利润表观体现为增收不增利。如何将经济件和时效件平衡，对顺丰的产品分层是一项挑战。

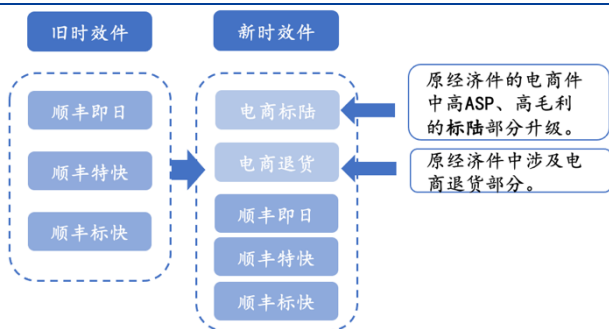
图表 38：顺丰下沉梳理



数据来源：物流一图，华福证券研究所

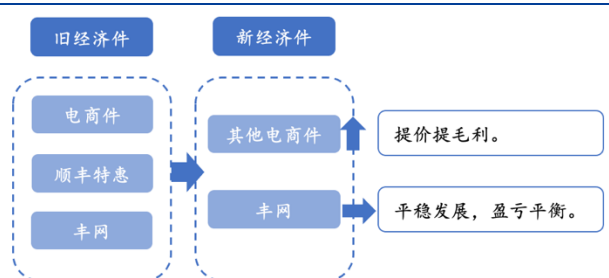
行业需求+供给共振叠加顺丰产品细化调优，盈利改善可期。面对产能平衡的问题，顺丰分别进行了两次产品结构调整：在 2021 年 4 月主动调整了快递产品情况：1) 将原本经济件中高 ASP 及高毛利的标陆产品计入时效件；2) 放弃部分亏损件，逐步缩减特惠专配的规模，将盈利能力强的部分逐步牵引提价划入电商标快重点发展，将盈利质量较弱的快递逐步划分给丰网。2022 年上半年，公司将经济件中退货件划入时效件。调整后，顺丰稳定了时效件底盘，保证了时效件件量增速和盈利稳态；其次，特惠专配逐步缩量并于 22 年 7 月完全退出，电商标快牵引提价以及丰网稳步发展复用时效件大网，叠加快递行业需求+供给共振，整体快递包裹业务将迎来改善。行业需求及供给共振的格局下，顺丰不断调优快递业务，伴随 2023 年鄂州机场全面投产，公司增长底盘将更加稳固，造血能力逐步增强。

图表 39：新旧时效件调整情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 40：新旧经济件调整情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.3 时效件件量稳步增长，鄂州机场投产将提速

我们测算 2021 年时效件件量超过 49 亿件，2024 年超过 73 亿件。预计 2022 年时效件业务将贡献营业收入 1047 亿元，毛利 209.4 亿元，2024 年贡献营业收入 1442.4 亿元，毛利 288.5 亿元。

核心假设：

- 1) 2022-2024 年，时效件件量增速：10%、18%、15%；
- 2) 2022-2024 年，时效件单票收入增速：-1%、1%、1%；
- 3) 2021-2024 年，时效件毛利率：20%。

图表 41：顺丰时效件拆分（单位：百万元/百万件）

时效件	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	96160.1	104718.4	124185.5	144241.5
YOY	7.3%	8.9%	18.6%	16.2%
毛利	18270.4	20943.7	24837.1	28848.3
YOY	-15.1%	14.6%	18.6%	16.2%
毛利率	19%	20%	20%	20%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.4 缩量非盈利件，经济件盈利逐步向好

顺丰经济件由电商标快、特惠专配以及丰网组成，当前情况，顺丰聚焦优质发展，逐步缩量非盈利件，减少顺丰特惠的业务量，同时控制丰网整体的规模。我们预计 2022 年，公司特惠件件量将归零，彻底退出顺丰经济件业务，同时丰网的日均件量也将控制在一定体量内。

我们测算 2021 年经济件件量接近 47 亿件，2022 年受上游需求波动及公司重新分类退货件产品以及完全退出特惠业务影响，件量同比-5.2%，2024 年接近 51 亿件。预计 2022 年经济件业务将贡献营业收入 306.1 亿元，毛利 3.1 亿元，2024 年贡献营业收入 336.2 亿元，毛利 10.1 亿元。

核心假设：

- 1) 2022-2024 年，经济件件量增速：-5.2%、7.2%、7.2%；
- 2) 2022-2024 年，经济件收入增速：-5.1%、7.7%、2.0%；

3) 2022-2024 年，经济件毛利率：1.0%、2.0%、3.0%。

图表 42：顺丰经济件拆分（单位：百万元/百万件）

经济件	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	32270	30609	32956	33618
YOY	54.6%	-5.1%	7.7%	2.0%
毛利	68	306	659	1009
YOY	-113.9%	348.7%	115.3%	53.0%
毛利率	0.2%	1.0%	2.0%	3.0%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 顺丰盈利预测

关键假设:

假设 1:公司调产品结构,细化分层,时效件件量增长明显,2023 年预估鄂州机场投运提升时效件服务半径,公司时效件 2022-2024 年件量增速分别为 10%/18%/15%;时效件聚焦中高端产品,单价稳定并高于低端电商件,预计 2022-2024 价格增速分别为: -1%/1%/1%。因时效件需求性质要求高时效、高安全以及高品牌性,该业务毛利率较为稳定,预计 2022-2024 毛利率为: 20%。

假设 2:受益于公司快运业务竞争策略转向,2021 下半年盈利拐点出现,2022 年上半年维持微利,23 年预期行业格局持续向好的情况下,预计公司 2022-2024 年收入增速分别为: 22%/20%/18%;利润端受益于价格和效用提升,22-24 年毛利率为: 8%。

假设 3:国际和供应链业务方面,21 年公司基数较低,22 年收入大概率高增长,23 年起货代业务景气度有所承压,预计 22-24 年国际和供应链业务收入增速: 150%/-13%/13%;货代业务多收取服务费,公司毛利率水平较为稳定,我们预计毛利率: 12%。

基于以上假设,我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

图表 43: 顺丰控股各业务拆分

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	207186.6	281940.6	300973.3	343679.3
YOY	34.5%	36.1%	6.8%	14.2%
总成本	181548.5	244637.5	260073.4	296187.3
毛利率	12.4%	13.2%	13.6%	13.8%
时效件业务收入	96160.1	104718.4	124185.5	144241.5
YOY	7.3%	8.9%	18.6%	16.2%
成本	77889.7	83774.7	99348.4	115393.2
毛利率	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%
经济件收入	32269.8	30609.3	32956.5	33618.5
YOY	54.6%	-5.1%	7.7%	2.0%
成本	32201.6	30303.2	32297.4	32609.9
毛利率	0.2%	1.0%	2.0%	3.0%
快运业务收入	23250.8	28365.9	34039.1	40166.2
YOY	25.6%	22.0%	20.0%	18.0%
成本	21855.7	26096.7	31316.0	36952.9

毛利率	6.0%	8.0%	8.0%	8.0%
同城业务收入	5003.2	6253.9	8442.8	10806.8
YOY	59.1%	25.0%	35.0%	28.0%
成本	4928.1	6066.3	8105.1	10374.5
毛利率	1.5%	3.0%	4.0%	4.0%
国际+供应链业务收入	39203.8	98009.4	85268.2	96353.1
YOY	199.8%	150.0%	-13.0%	13.0%
成本	35283.4	86248.3	75036.0	84790.7
毛利率	10.0%	12.0%	12.0%	12.0%
冷运业务收入	7802.6	8738.9	10049.8	11557.2
YOY	20.1%	12.0%	15.0%	15.0%
成本	6602.3	7428.1	8542.3	9823.6
毛利率	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

5.2 顺丰估值方法的选择及分部估值市值空间测算

作为综合物流服务商，顺丰所处行业属于盈利相对稳定非周期性行业，公司整体采用 PE 估值有一定的合理性。但是随着顺丰不断延伸拓展新业务，其内部业务结构发生了变化，顺丰 2021 五大新业务营收占比已达 51.9%，考虑到新业务盈利能力和成长性不同，我们认为分部估值是更加合理的估值方法。理论上顺丰的各个子业务都处于物流领域，均适用于 PE 或 PEG 法，但实际上由于新业务数据披露有限、谨慎考虑故采用 PS 法进行估值，而盈利核心的时效件快递业务采用 PE 法。

图表 44：分业务估值选择逻辑

业务	行业格局	估值方法
时效件快递	高壁垒，高盈利	PE
经济件业务	行业中速增长，竞争采用缩量维稳	PE
快运业务	行业规模庞大，稳定增长，格局改善，22H1 盈利	PE
冷运业务	行业规模较小，稳定增长，未出现明显的行业巨头	PS
同城业务	细分市场多，高速增长，竞争激烈	PS
国际+供应链业务	国际业务收购嘉里物流，供应链业务行业规模高	PE

数据来源：公司公告，华福证券研究所

1) 快递业务。细化产品分层，时效件业务与经济件业务并行。与通达系快递公司相比，顺丰的快递业务享受更高的品牌溢价。核心逻辑在于：

时效件业务在强有力的差异化能力和定价能力下，有极强的品牌力，经济件面对的行业空间更大，整体处在高投入阶段。在稳定的需求增长和行业环境中，顺丰的时效件业务有优于通达系的盈利能力。我们认为未来在网购渗透率提高、区位下沉以及直播、社交电商的兴起的商流增长背景下，行业件量增长将维持中速增长；顺丰强品

牌力效应下,其物流履约服务极高契合了商流发展转型方向,伴随公司优化产品分层,鄂州机场投产也将有利于提供更优质的快递产品,同时时效件业务依赖长期重资产投入建设,毛利率水平较加盟制快递平均水平高,并形成了品牌壁垒;相对于国际领先的快递企业 FedEx 和 UPS,我国快递行业整体仍然处于高速长时期,因此我们认为顺丰的时效件业务估值为 35 倍 PE。叠加公司整体提升经营管理水平,各项费用率也逐步降低,预计时效件业务 2023 年净利润率为 6.5%,净利润为 80.7 亿元。经济件业务瞄准下沉市场,行业空间大,中短期内经济件业务对于顺丰战略意义更大,该部分我们不给予估值。整体看,预计 2023 年顺丰快递业务(时效件+经济件)市值 2825 亿元。

图表 45: 快递可比公司估值 (A 股和港股截至 2023.3.20, 美股 3.17)

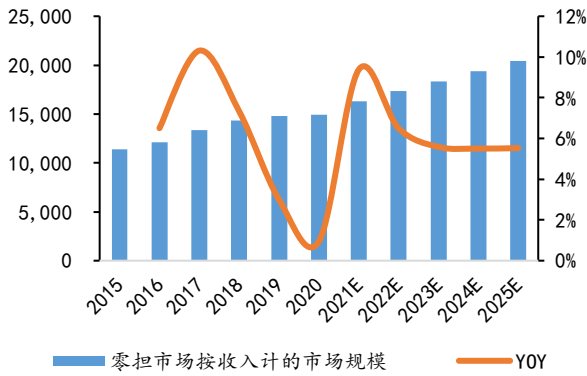
代码	公司名称	价格 (港币/元/美元)	归母净利润 (亿元/亿美元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
02057.HK*	中通快递	221.00	68.1	78.4	95.0	102.8	23.6	20.5	16.9	15.6
600233.SZ*	圆通速递	18.53	21.0	39.2	45.1	53.1	27.2	17.6	14.2	12.1
002120.SH*	韵达股份	12.04	14.8	15.0	27.2	34.7	40.2	24.6	13.5	10.6
002468.SZ	中通快递	10.19	-9.1	3.3	8.5	12.1	-15.3	47.4	18.4	12.9
FDX.N	FedEx	220.31	52.3	38.3	144.9	177	10.4	14.2	3.8	3.1
UPS.N	UPS	186.79	128.9	115.48	114.9	123.0	12.3	13.7	13.8	12.9
平均值							16.4	23.0	13.4	11.2
002352.SZ*	顺丰控股	51.73	42.7	60.6	90.9	111.0	59.3	41.8	27.9	22.8

数据来源: Wind, Yahoo finance; 华福证券研究所。注: 代码带 “*” 使用华福证券盈利预测及估值, 其余为 choice 一致预期; FedEx 和 UPS 使用美元单位, 中通股价使用港币单位, 其他为人民币单位

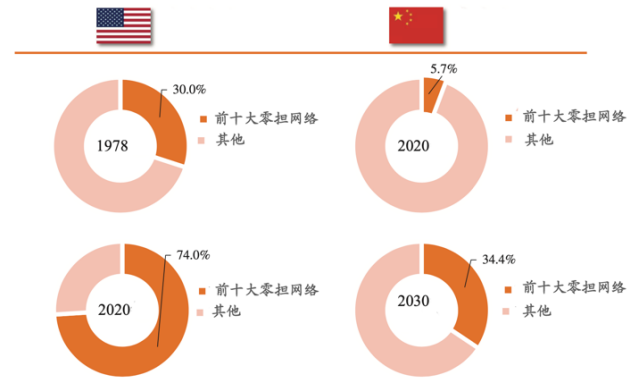
2) 快运业务。顺丰自 2013 年切入重货快运市场, 业务呈现快速增长趋势, 目前顺丰快运业务双网(加盟网络+直营网络)并行下, 营收及货量均为行业第一。

快运行业目前呈现行业规模高, 行业集中度低, 盈利能力逐步转好的特征; 艾瑞咨询数据, 2020 年零担快运市场规模为 1.5 万亿元, 同比增长 0.9%, 2020 年快递行业规模为 8795.4 亿元, 同比增长 17.3%, 零担快运市场接近快递市场 2 倍, 预计到 2025 年, 零担快运市场规模将达到 2 万亿元。据艾瑞咨询统计, 零担快运市场以终端客户支出计 CR10 在 2020 年为 5.7%, 对比美国数据为 74%, 预计 2030 年我国 CR10 将达到 34.4%。

图表 46: 我国零担快运市场规模 (单位: 亿元)
图表 47: 以终端客户支出计中美零担快运市场集中度情况



数据来源：安能物流招股书，华福证券研究所

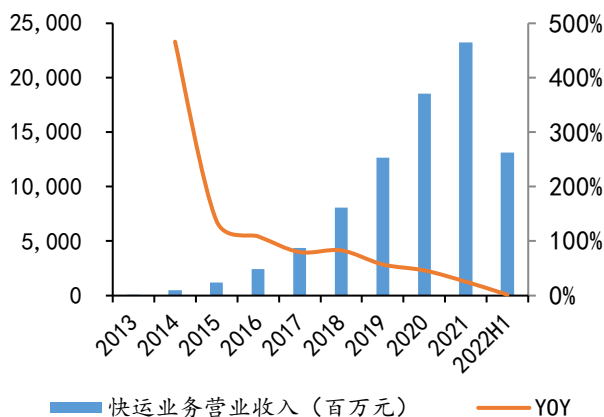


数据来源：安能物流招股书，华福证券研究所

行业整合以及龙头公司经营策略转向下，恶性价格战再次出现几率较小，行业利润修复下顺丰快运业务释放盈利潜能。2022年3月京东物流宣布并购德邦股份，业内头部公司选择以整合的方式退出市场而非价格战，我们预计未来整合并购也将会是更多想要退出公司的选择方式，出现激烈价格战引导出清的概率较小，行业盈利修复。

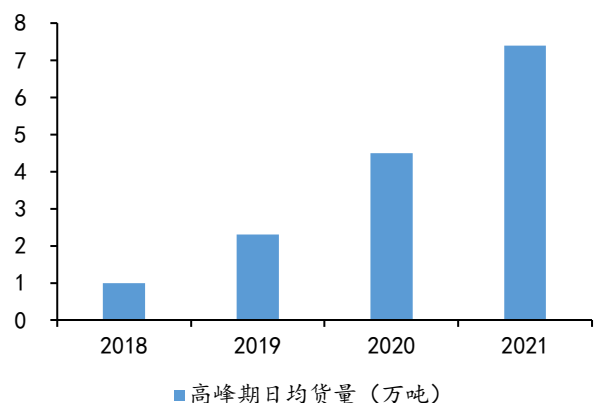
伴随顺丰策略转向，价格战逐步消退，快运盈利情况在2021H2转好，22H1实现微利。2021全年顺丰快运业务实现营业收入232.5亿元，同比增长25.6%，单日货量峰值7.4万吨，整体大件零担货量增长47.8%，直营网货量同比增长48.7%，加盟网货量同比增长45.6%。2022H1顺丰快运业务实现营业收入131.5亿元，同比增长1.6%。快运分部看，2021年快运分部实现毛利率6%，净亏损率-1.9%，其中21H2实现净盈亏平衡；2022H1快运分部实现毛利率5.2%，净利率0.07%，实现扭亏为盈。我们认为在行业格局转好的情况下，快运业务盈利能力逐步修复，预计2023年该业务利润率修复至2%，对应利润6.8亿元，参考可比公司德邦的估值，我们给予顺丰快运业务23年15倍PE。

图表 48：顺丰快运业务营业收入情况



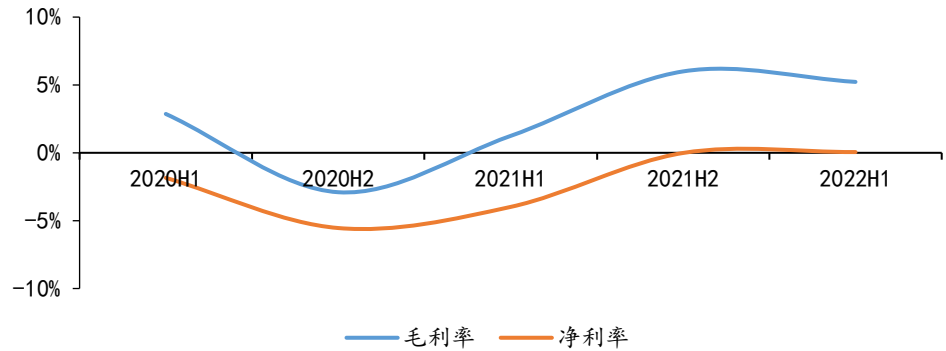
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 49：顺丰快运业务高峰期日均货量情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 50：顺丰快运业务分部毛利率及净利率情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 51：快运可比公司估值（2023 年 3 月 20 日）

代码	公司名称	价格 (元/港币)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603056.SH	德邦股份	18.00	1.5	6.5	11.0	14.2	71.1	32.9	17.2	13.4
09956.HK	安能物流	4.77	-20.1	-	-	-	-4.9	-	-	-
平均值							33.1	32.9	17.2	13.4
002352.SZ*	顺丰控股	51.73	42.7	60.6	90.9	111.0	59.3	41.8	27.9	22.8

数据来源：Wind, Yahoo finance; 华福证券研究所。注：安能物流没有 Wind 一致预期

3) 国际和供应链业务

顺丰国际和供应链业务是公司目前重点布局的业务。2021 年顺丰收购嘉里物流落地，但受宏观经济影响，国际和供应链业务景气度承压，且货代业务具有较明显的周期性，我们预计 2023 年该业务净利率 1%，对应利润 8.4 亿元，结合行业景气度情况给予该业务 10 倍 PE。

4) 冷链、同城、等新业务。

顺丰冷运业务当前市占率为行业榜首，我们认为顺丰冷运在未来网络和基础设施进一步完善之后，能够形成一定的竞争壁垒，获得较高的利润率，给予顺丰冷运业务 1 倍 PS。

2021 年顺丰同城业务港交所上市至今，同城业务盈利情况逐步好转，我们保守给予 1 倍 PS。

图表 52：2023 年顺丰业务分部估值汇总（亿元）

业务	分部收入	分部利润	PE	PS	市值
----	------	------	----	----	----

时效	1241.9	80.72	35	-	2825.2
经济	329.6	-6.59	-	-	0.0
快运	340.4	6.81	15	-	102.1
冷运及医药	100.5	2.01	-	1	100.5
同城配	84.4	-0.17	-	1	84.4
国际及供应链	852.7	8.43	10	-	84.3
合计	2949.4	91.21	-	-	3196.6

数据来源：Wind，华福证券研究所

5.3 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 60.6、90.8、111.0 亿元，对应 PE 为 41.8、27.9、22.8 倍，归母净利润三年复合增长率达到 22.3%。采用分部估值方法，我们认为公司 2023 年合理市值 3197 亿元，对应目标价 65.31 元，首次覆盖给予“买入”评级。

6 风险提示

1) 时效件增速大幅放缓。时效件件量增速与宏观经济景气度、居民线上消费倾向相关，若时效件量增速大幅放缓，会对公司整体盈利能力造成巨大影响。

2) 新业务培育风险。随着顺丰快运、冷链、同城、国际等新业务营收规模的进一步扩张，以及时效件、丰网等价格带下沉带来的产品线拓展，会对公司的管理能力、组织架构革新带来持续的挑战。

3) 人工成本上升风险。因劳动保障政策、人口老龄化等原因带来的人力成本提升，若不能及时传导，会导致当期毛利率下滑。

4) 快递价格战激化。快递行业内在规律及外部资本市场的诉求均会强化参与者市占率竞争的意愿。若阶段性出现恶性价格竞争，行业盈利将低于我们的预期。

图表 53: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	35,315	43,667	44,923	49,937	营业收入	207,187	281,941	300,973	343,679
应收票据及账款	30,759	39,896	40,159	44,754	营业成本	181,549	244,637	260,073	296,187
预付账款	2,936	3,957	4,206	4,790	税金及附加	479	684	729	827
存货	1,547	2,084	2,216	2,524	销售费用	2,838	4,229	3,913	4,124
合同资产	1,038	1,413	1,508	1,722	管理费用	15,030	20,300	18,660	21,308
其他流动资产	23,555	28,307	29,517	32,232	研发费用	2,155	3,383	3,382	3,437
流动资产合计	94,112	117,911	121,021	134,237	财务费用	1,563	1,386	1,879	2,314
长期股权投资	7,260	7,260	7,260	7,260	信用减值损失	-579	-430	-494	-501
固定资产	36,926	39,764	44,939	50,246	资产减值损失	-60	-91	-62	-71
在建工程	8,571	7,554	8,268	9,038	公允价值变动收益	99	194	142	145
无形资产	18,324	21,448	24,550	28,556	投资收益	2,407	1,444	1,567	1,806
商誉	7,372	7,372	7,372	7,372	其他收益	1,768	1,768	1,768	1,768
其他非流动资产	37,335	38,165	38,721	39,380	营业利润	7,248	10,246	15,299	18,670
非流动资产合计	115,788	121,563	131,110	141,851	营业外收入	290	290	289	289
资产合计	209,900	239,474	252,131	276,088	营业外支出	404	404	404	404
短期借款	18,397	30,300	30,270	34,867	利润总额	7,134	10,132	15,184	18,555
应付票据及账款	23,468	29,654	32,536	36,712	所得税	3,215	4,566	6,842	8,361
预收款项	27	805	688	468	净利润	3,919	5,566	8,342	10,194
合同负债	1,676	1,275	1,701	2,428	少数股东损益	-350	-497	-745	-910
其他应付款	0	0	0	0	归属母公司净利润	4,269	6,063	9,087	11,104
其他流动负债	32,454	39,851	40,574	44,672	EPS (摊薄)	0.87	1.24	1.86	2.27
流动负债合计	76,022	101,884	105,768	119,147					
长期借款	3,511	5,156	6,801	8,446	主要财务比率				
应付债券	15,656	15,656	15,656	15,656		2021A	2022E	2023E	2024E
其他非流动负债	16,796	16,796	16,796	16,796	成长能力				
非流动负债合计	35,963	37,608	39,253	40,898	营业收入增长率	34.5%	36.1%	6.8%	14.2%
负债合计	111,985	139,493	145,021	160,045	EBIT 增长率	-20.1%	32.4%	48.1%	22.3%
归属母公司所有者权益	82,943	85,506	93,379	103,223	归母净利润增长率	-41.7%	42.0%	49.9%	22.2%
少数股东权益	14,972	14,475	13,730	12,820	获利能力				
所有者权益合计	97,915	99,981	107,109	116,043	毛利率	12.4%	13.2%	13.6%	13.8%
负债和股东权益	209,900	239,474	252,131	276,088	净利率	1.9%	2.0%	2.8%	3.0%
					ROE	4.4%	6.1%	8.5%	9.6%
					ROIC	8.7%	9.9%	13.6%	14.9%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	53.4%	58.2%	57.5%	58.0%
经营活动现金流	15,358	9,227	19,589	21,312	流动比率	1.2	1.2	1.1	1.1
现金收益	12,527	15,159	19,287	22,792	速动比率	1.2	1.1	1.1	1.1
存货影响	-560	-538	-132	-308	营运能力				
经营性应收影响	-13,443	-10,066	-451	-5,107	总资产周转率	1.0	1.2	1.2	1.2
经营性应付影响	7,983	6,964	2,764	3,957	应收账款周转天数	41	45	48	44
其他影响	8,851	-2,293	-1,881	-22	存货周转天数	3	3	3	3
投资活动现金流	-17,131	-12,153	-16,856	-18,965	每股指标 (元)				
资本支出	-32,496	-13,151	-18,058	-20,365	每股收益	0.87	1.24	1.86	2.27
股权投资	-3,613	0	0	0	每股经营现金流	3.14	1.88	4.00	4.35
其他长期资产变化	18,978	998	1,202	1,400	每股净资产	16.94	17.47	19.08	21.09
融资活动现金流	21,220	11,278	-1,478	2,668	估值比率				
借款增加	24,667	13,547	1,615	6,242	P/E	59	42	28	23
股利及利息支付	-2,380	-3,427	-4,079	-4,332	P/B	3.1	3.0	2.7	2.5
股东融资	23,795	0	0	0					
其他影响	-24,862	1,158	986	758					

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn