

高点至今已腰斩！但港资、社保基金、景顺长城仍坚定持仓！怎么回事？（估值建模）

今天，我们要做财务建模的公司，拥有全中国人耳熟能详的品牌，但创立 26 年以来，据说却没有打过一次广告。并且，很有意思的是，它的老板异常低调，很多投资商想见一面都很困难，比如花旗银行，曾给咨询公司开出佣金 1000 万美元，寻找这位老板。此外，连马云曾两次想要约见，也被拒了。2016 年，该老板的公司借壳上市，其股价一下窜至 72.58 元，市值达 3075 亿元。经过 3 年时间的持续调整，如今，其价格回落至 37 元左右，跌幅超 49.02%，市值在 1600 多亿徘徊，与鼎盛时期相比，几乎腰斩。



图：股价图 来源：wind

这家公司就是——**顺丰控股**，其老板为王卫。

截至 2019 年 Q3，其资产负债率达 52.22%。并且，常有媒体发消息质疑，比如其减持和回购情况、市场竞争激烈、资本支出高等问题。不过，即便大家纷争不下，但其机构投资者名单中，中国香港中央结算、景顺长城、兴全基金、全国社保基金等仍然长期坚定持仓。

序号	机构名称	机构类型	合并数量(万股)	占流通A股比例(%)
1	宁波顺达丰润创业投资合伙企业(...	一般法人	28,620.49	17.55
2	深圳市招广投资有限公司	一般法人	26,663.75	16.35
3	苏州工业园区元禾顺风股权投资企...	一般法人	22,604.10	13.86
4	嘉强顺风(深圳)股权投资合伙企业(...	一般法人	12,502.08	7.67
5	苏州古玉秋创股权投资合伙企业(...	一般法人	5,332.75	3.27
6	兴全基金管理有限公司	基金	4,733.03	2.90
7	香港中央结算有限公司	陆股通	4,014.22	2.46
8	中原资产管理有限公司	一般法人	2,882.08	1.77
9	全国社保基金503组合	社保基金	2,200.00	1.35
10	长安信托-民生定增1号单一资金信托	一般法人	2,139.06	1.31
11	景顺长城基金管理有限公司	基金	1,426.14	0.87
12	融通基金管理有限公司	基金	220.61	0.14
13	长信基金管理有限责任公司	基金	203.73	0.12
14	民生加银基金管理有限公司	基金	123.29	0.08
15	朱雀基金管理有限公司	基金	117.70	0.07
16	鹏华基金管理有限公司	基金	80.99	0.05
17	国泰基金管理有限公司	基金	80.22	0.05
18	诺安基金管理有限公司	基金	60.00	0.04
19	中邮创业基金管理股份有限公司	基金	43.00	0.03
20	国寿安保基金管理有限公司	基金	26.65	0.02

图：机构投资者 来源：wind

看到这里，几个关于建模的核心问题随之而来：1) 作为国内几大快递巨头中唯一一家直营公司，其未来的业绩增长驱动力，到底来自哪里？

2) 如今，快递行业竞争激烈，它的增长态势、护城河优势到底还在不在？其他快递公司如今也已开始高端化步伐，未来到底会不会抢占它的市场？

3) 上市之后至今，尽管已经长期调整，但需要仔细研究的是：其风险因素是否已经释放完毕？电子签章和电子合同这个行业未来的发展，可能对本案的业务造成什么潜在影响？如今，解禁期临近，是否要仔细留意解禁期过后可能的潜在风险？

3) 如今，它的股价回落、几近腰斩之后，其估值到底在什么区间？到底是贵了，还是便宜了？今天，我们就从**顺丰控股**入手，来研究快递行业的估值建模逻辑。对相关产业链的公司，我们还研究过**阿里巴巴、网易、中国国旅**等，购买优塾的“核心产品一：专业版报告库”，

查看相关公司深度报告，以及部分重点案例 Excel 财务模型表。

— 01 —

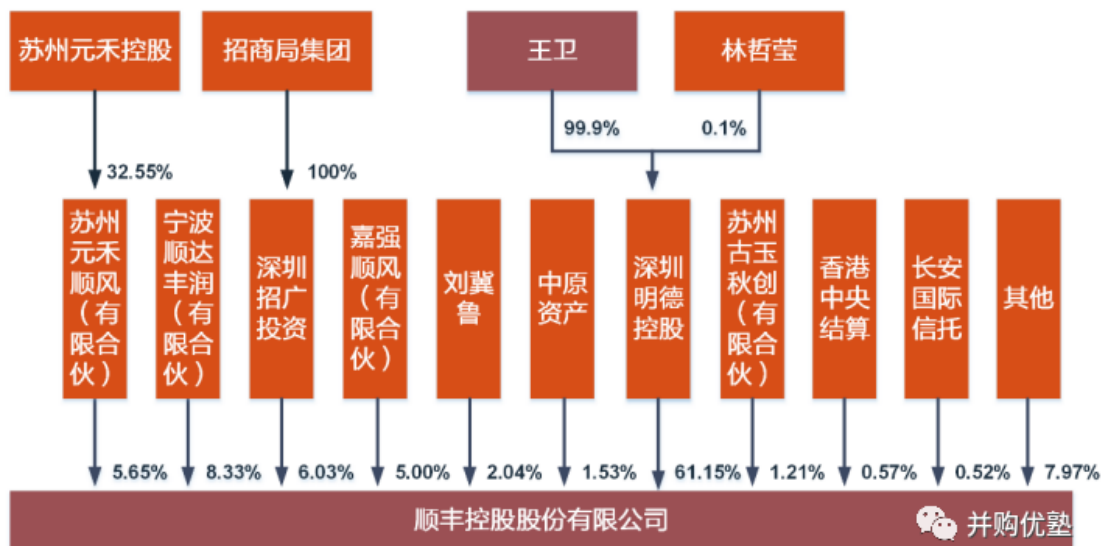


巨头，发展



顺丰于 1993 年成立，目前已由一家快递企业发展为综合物流商。创建初期，顺丰通过加盟制扩张版图，但随后几年管理面临压力，1999 年开始大刀阔斧转为直营制。

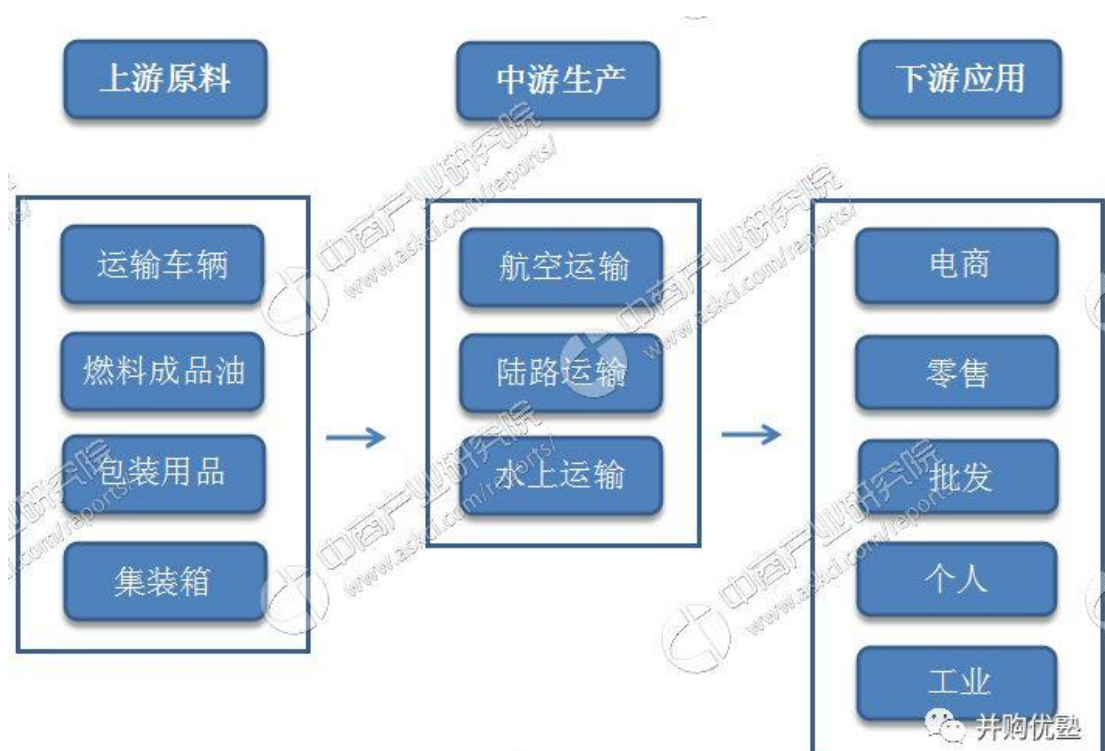
2013 年，顺丰首次引入战略投资，完成资产重组；2017 年借壳鼎泰新材在 A 股上市。其实控人为王卫，前 20 名机构名单中，有香港中央结算、景顺长城、兴全基金、融通基金等机构的身影。其股权结构如下：



图：股权结构 来源：天风证券

物流快递行业中，上游为运输设备、燃料成品油、货物包装用品、集装箱、场站等，毛利率在 5%到 40%不等，代表公司有江淮汽车、招商公路、上海机场、招商轮船等。中游为各类方式物流运输，水陆空，毛利率为 15%-25%左右，代表公司有顺丰、四通一达、

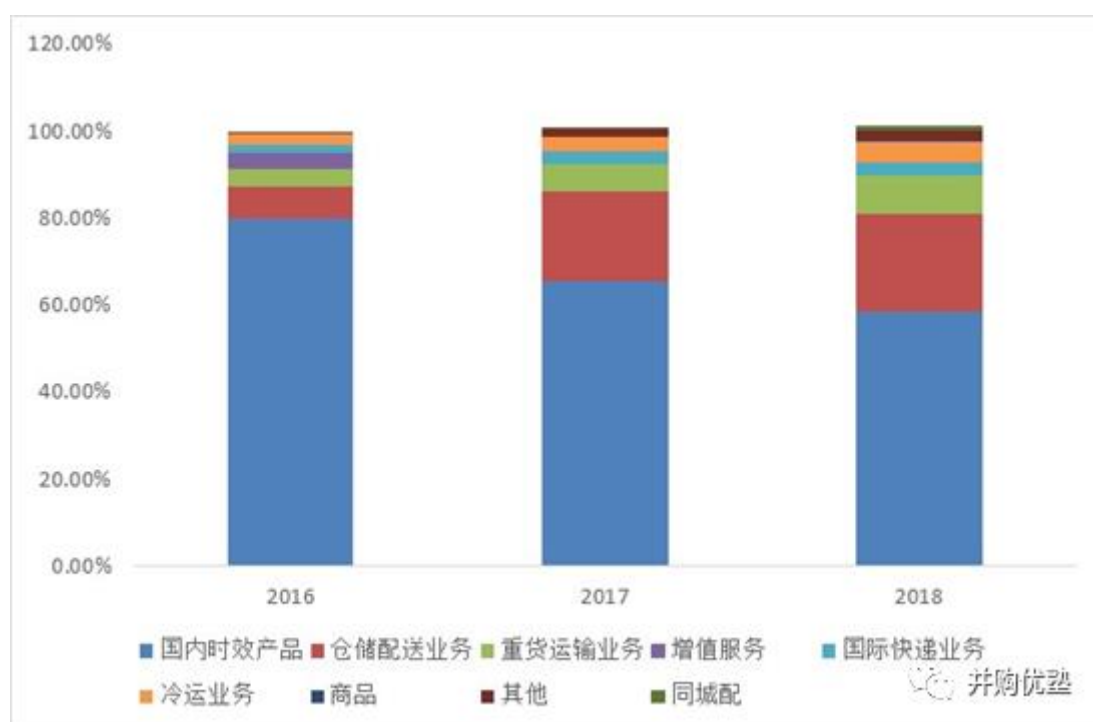
UPS 等；下游应用于各种行业，包括零售、电商、个人、批发等，毛利率为 20%-30%；代表公司有永辉超市、聚美优品等。



图：产业链 来源：中商产业研究院

上游供应商中，顺丰对印刷品、包装材料生产商的话语权很强势，因为材料可获得性极强。但对运输设备的飞机、汽车、分拣仪器制造商，这种整车、技术要求高的商家，以及需要依靠航空、铁路、高速公路的通道服务商，顺丰话语权则较弱。顺丰的下游，采用直营的经营模式，是国内唯一一家采用直营模式的快递公司，直接面对消费群体，包括政府、企业、电子商务以及个人客户，而国内“四通一达”采用的均是加盟模式。顺丰下游的客户按类型分为两种，一种是面向 B 端，如政府、企业、机构。这类客户为月结客户，交易量大，对他们提供授信服务；另一种是面向 C 端，即个人。这类客户交易金额小，日常结算直接支付费用。2018 年，其前五名供应商采购金额为 78.32 亿元，占总采购的 11.16%；前五名客户销售金额为 22.32 亿元，占总销售的 2.45%，供应商和客户的集中度都不高。

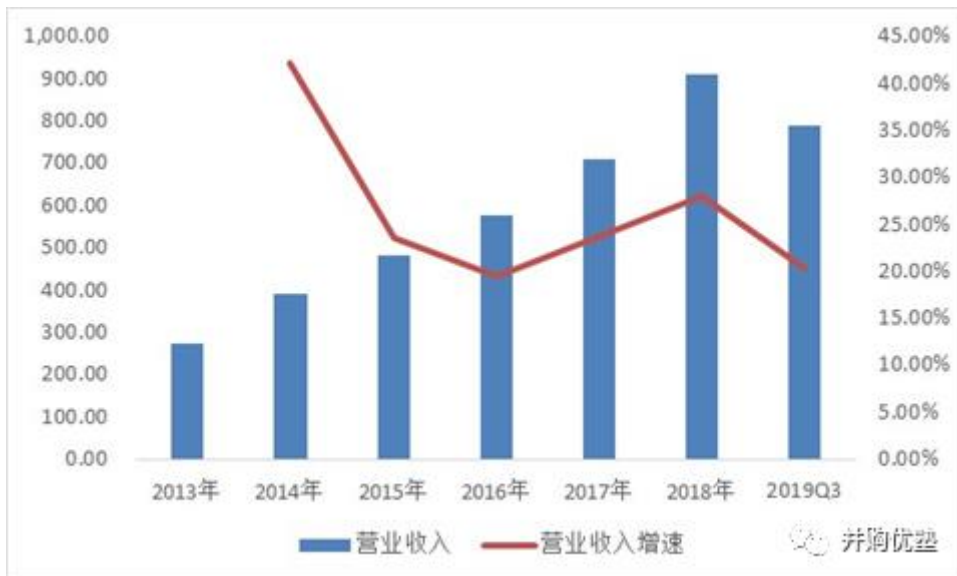
业绩，到底如何？2016年至2019Q3年，其营业收入分别为574.83亿元、710.94亿元、909.43亿元、787.7亿元，年复合增速为25.78%；净利润分别为41.61亿元、47.52亿元、44.6亿元、41.49亿元，年复合增速为3.58%；经营活动现金流量净额分别为56.75亿元、61.08亿元、54.25亿元、76.47亿元；毛利率分别为19.69%、20.07%、17.92%、19.31%；净利率分别为7.24%、6.68%、4.91%、5.32%。其中，收入以国内时效产品（即当天或隔天件）为主，其次为仓储配送业务。



图：收入结构（单位：%） 来源：并购优塾

从资产负债结构来看，2019Q3，其资产项中占比较大的科目，分别为货币资金（13.46%）、固定资产（18.67%）、应收账款（11.33%）、无形资产（11.8%）、在建工程（6.92%）；负债项中占比较大的科目，分别为应付账款及票据（11.68%）、短期借款（9.87%）、长期借款（8.22%）。从利润表看，2019年Q3，顺丰实现收入787.7亿元，其中营业成本占了80.69%，包括外包成本、职工薪酬、运输成本、办公及租赁费等；销售费用花了1.81%，管理费用花

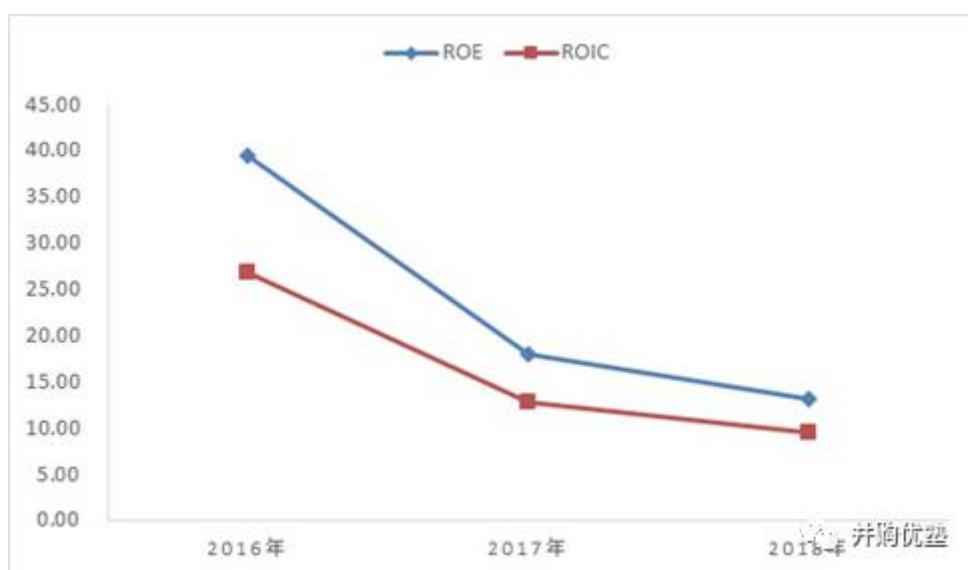
了9.24%，研发费花了1.19%，财务费用花了0.68%，剩下净利率为5.32%。我们具体来看《并购优塾》整理的一组图标，它的基本面情况如下：



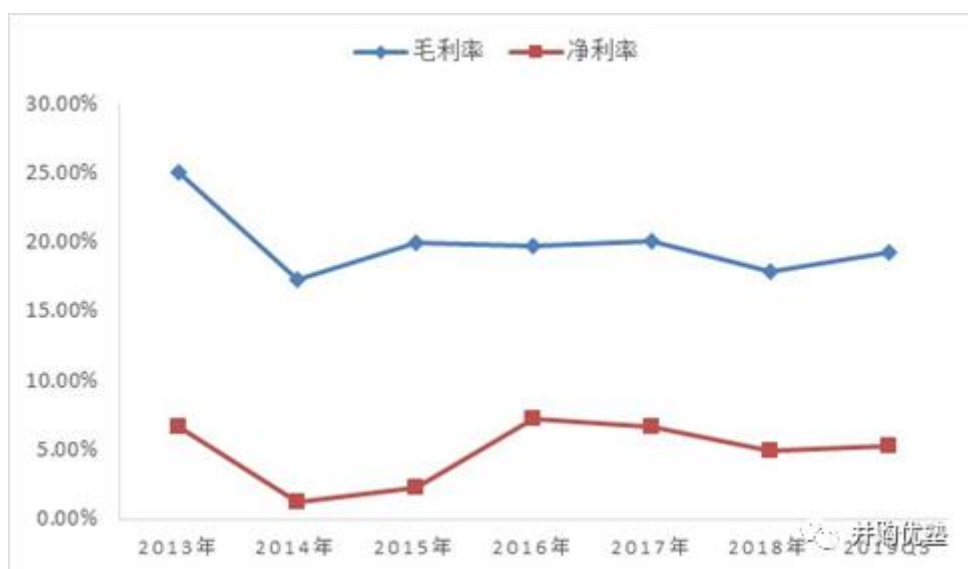
图：营业收入、营业收入增速（单位：左：亿元、右：%） 来源：并购优塾



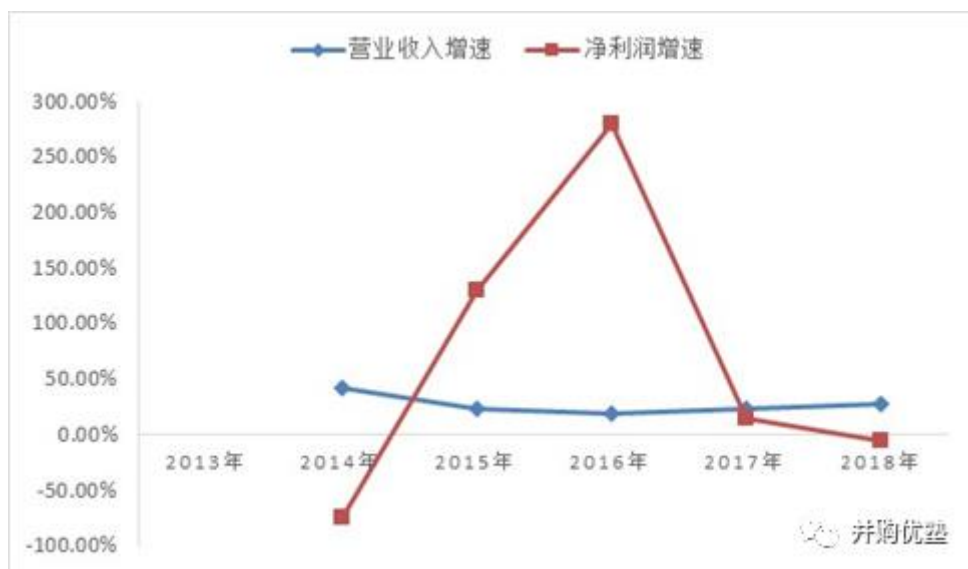
图：净利润、现金流（单位：亿元） 来源：并购优塾



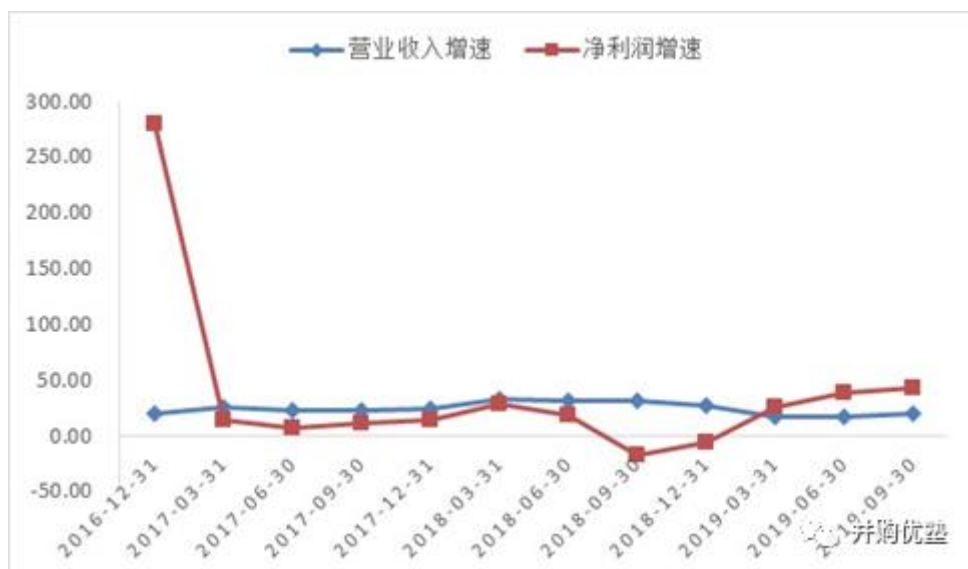
图：ROE、ROIC (单位：%) 来源：并购优塾



图：毛利率、净利率 (单位：%) 来源：并购优塾



图：营业收入增速、净利润增速（单位：%） 来源：并购优塾



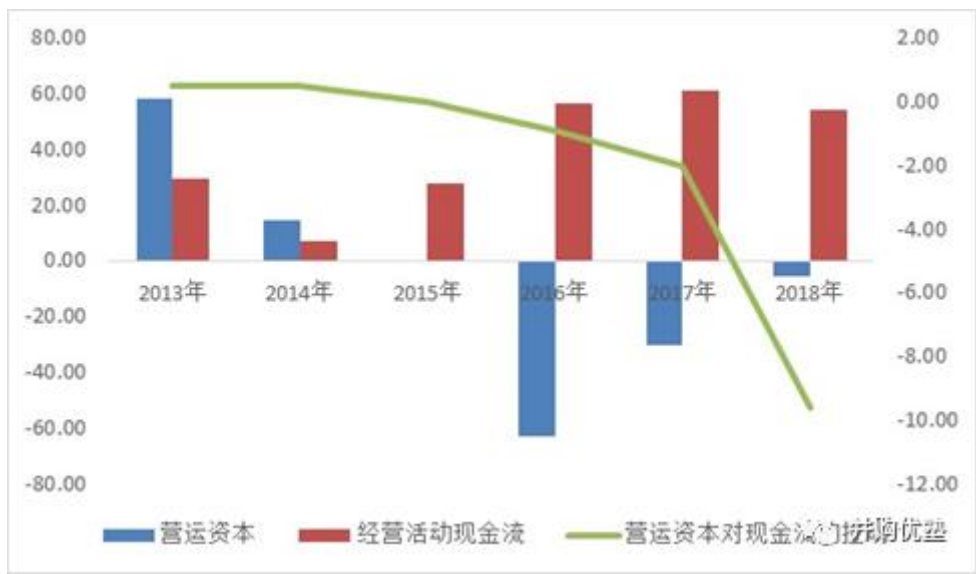
图：季度营业收入增速、净利润增速（单位：%） 来源：并购优塾



图：周转率情况 (单位：次) 来源：并购优塾



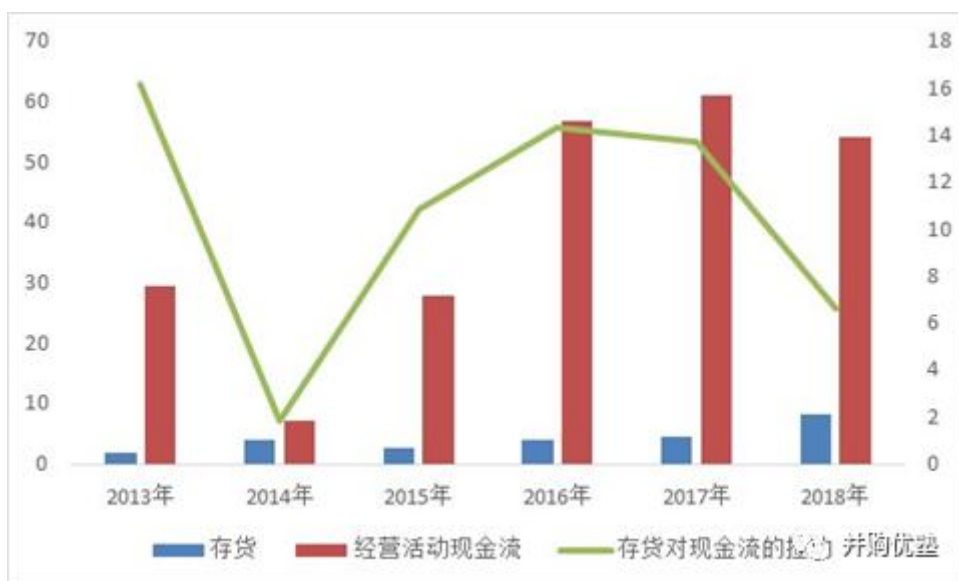
图：CAPEX 对现金流的拉动 (单位：左：亿元、右：倍) 来源：并购优塾



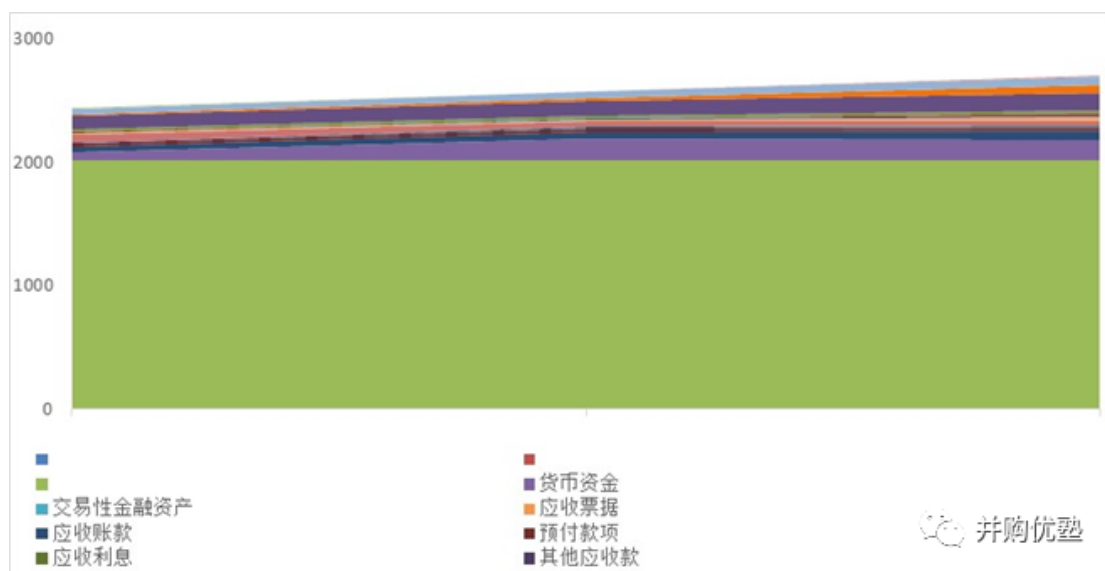
图：营运资本对现金流的拉动（单位：左：亿元、右：倍）来源：并购优塾



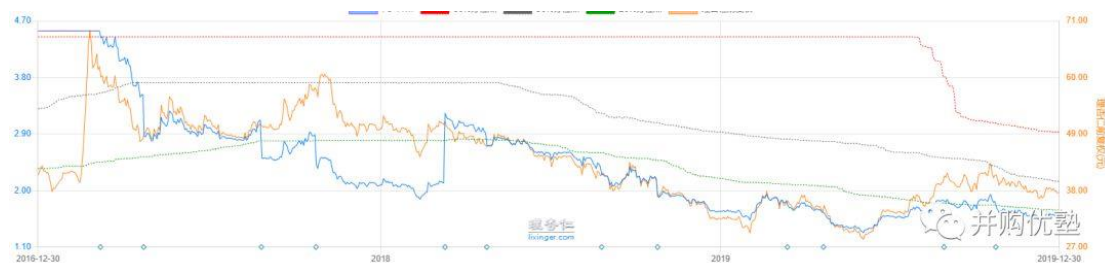
图：有息负债对现金流的拉动（单位：左：亿元、右：倍）来源：并购优塾



图：存货对现金流的拉动 (单位：左：亿元、右：倍) 来源：并购优塾



图：资产结构 (单位：亿元) 来源：并购优塾



图：PS-股价来源：理杏仁

分析完以上数据后，重要的问题来了——本案作为快递行业首家直营企业，对它的估值建模，到底如何入手？

— 02 —



收入预测公式



	2018年		2017年(经重述)		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	90,942,694,239.83	100%	71,272,633,122.78	100%	27.60%
分行业					
速运物流	89,676,881,499.50	98.60%	70,608,565,493.18	99.07%	27.01%
商业销售	405,959,567.40	0.45%	79,083,947.06	0.11%	413.33%
其他	859,853,172.93	0.95%	584,983,682.54	0.82%	46.99%

图：收入行业划分（单位：元） 来源：公司年报

顺丰的收入，从行业上看，均是速运物流，只有极小的部分是商业销售和其他业务。因此，其收入预测转化为公式测算为：

$收入 = 速运物流 + 商业销售 + 其他$ ；其中，速运物流与快件量和票均收入（即单价）有关，

则公式变形为： $收入 = 快件量 \times 票均收入 + 商业销售 + 其他$ ；**综上所述，顺丰的收入预测的**

重点为速运物流，其中核心变量为两大因子：快件量、票均收入。这两个变量，我们接下来分别来看。

— 03 —



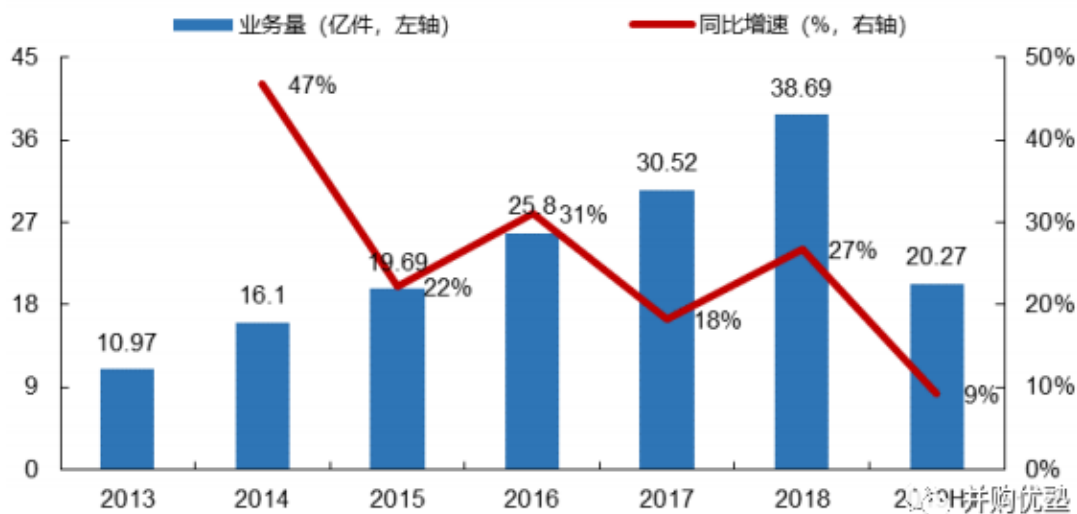
核心，快件量



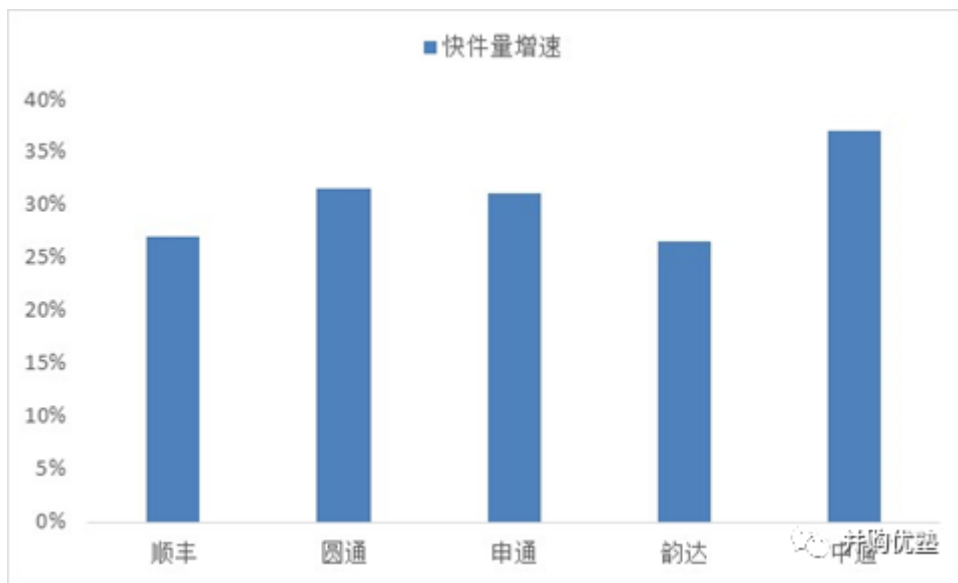
先来看快件量。顺丰的快件量由 2013 年的 10.97 亿件，增长至 2018 年的 38.69 亿件，5 年复合增长率达 28.67%，其中，2018 年同比增速为 26.77%。

这样的高增速，主要是来源于行业的飞速增长。注意，这样的快件量增速，放在同行企业中，

其实只能说一般，与行业增速相差无几。



图：顺丰快件业务量（单位：亿票）来源：东北证券



图：2018年各家快递业务量增速（单位：%）来源：并购优塾

根据国家邮政局数据，从业务量来看，2018年快递业务量507.1亿件，同比增长26.6%，过去十年快递业务量CAGR为44.4%。从收入进而来看，快递业务收入为6038.4亿元，同比增长21.8%，过去十年快递业务收入CAGR为32.5%。



图：我国快递业务量及增速（单位：左：亿件、右：%） 来源：招商证券

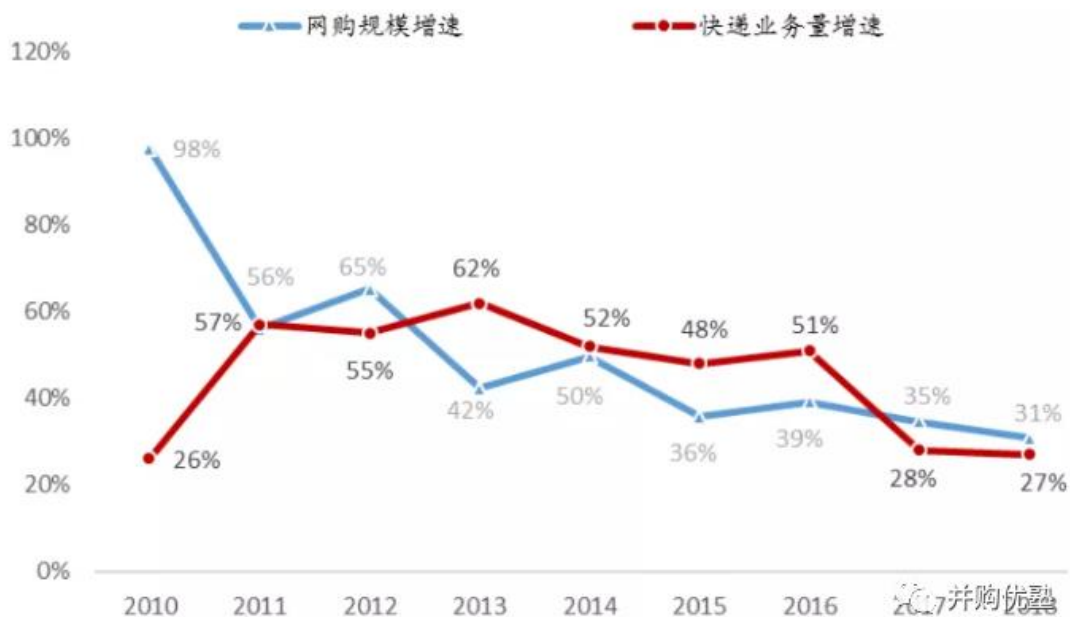
那么，在这里我们延伸出两个问题：1) 是什么驱动我国快递业保持着高速增长？2) 为什么

顺丰作为龙头，业务量增速反而不及同行？首先看前一个问题的答案：电商市场的繁荣。根

据中国电子商务中心数据，当前网民规模 8.3 亿人，网购人群 6.1 亿人，网购渗透率 76.3%。

2018 年我国网络购物规模超过 9.3 万亿，比往年同期增长 31%，近 8 年 CAGR 超过 42%。

对比网络购物规模增速与快递业务量增速，这两者的增速水平几乎接近，并且正相关。



图：快递业务量增速、网购规模增速（单位：%）来源：招商银行

可见，快递行业的高速发展，有很大一部分依托电商红利。回顾快递与电商发展前后，快递行业经历三轮电商红利：第一轮：C2C 电商快速增长为标志，大量客单价低的淘宝商品快速推动电商件需求，以淘宝为代表；

第二轮：以天猫、京东等 B2C 为标志，电商发力整合供应链，借助规模优势缩减流通环节建立护城河。树立品牌化、自孵化自有品牌、线下品牌线上化。优质品牌逐渐意识到天猫京东巨大的流量价值，纷纷入驻合作，电商件持续放量；

第三轮：拼多多、云集等社交电商异军突起，下沉市场，释放了三四线及以下城市的居民购买力，电商件也随着下沉。

因此，我们对于电商件快递量的预测，可以从整个市场规模，来做“自上而下”的推导。

我国电商市场规模从 2010 年的 5141 亿元，增长至 2018 年的 93863 亿元，其 8 年复合增速高达 51.43%。



图：我国电商市场规模来源：招商银行

而电商规模的发展与两个因素密不可分，社零总额、电商渗透率。

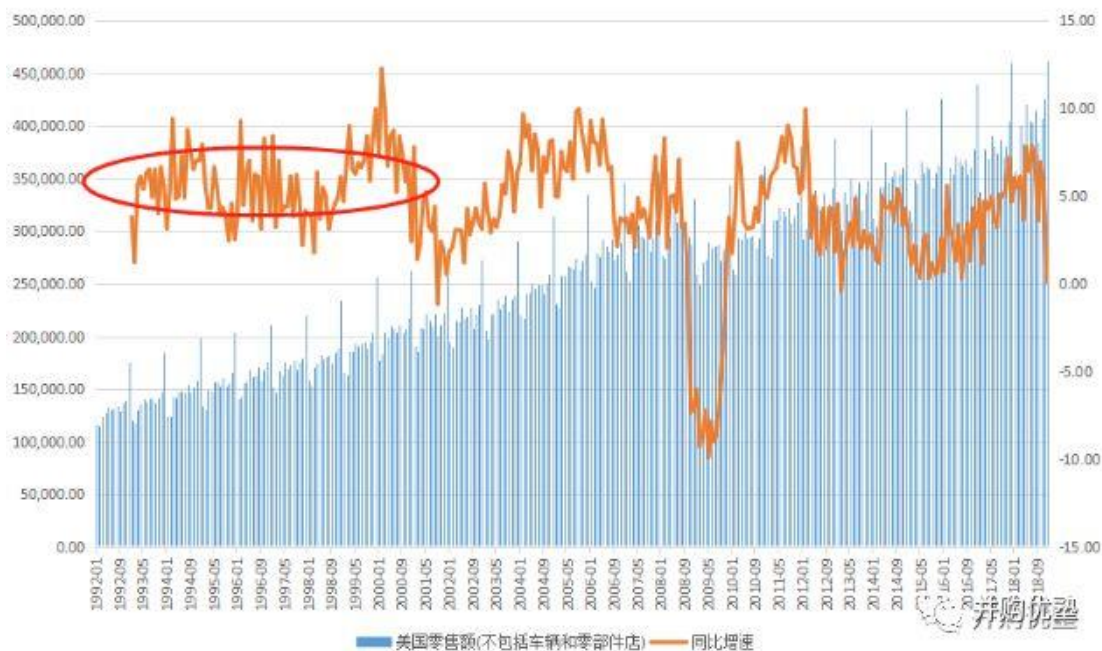
首先，社零总额是反映消费情况的重要指标——国内消费增长驱动力来自居民的收入增长、消费支出比重提升（消费支出与人均可支配收入相关）。

与美国、英国、日本和德国等主要发达国家相比，我国人均可支配收入增速较快（9%），储蓄率较高（46.4%），而居民消费占 GDP 比例较低（38.7%），这些结构性差异有利于带动消费增长。



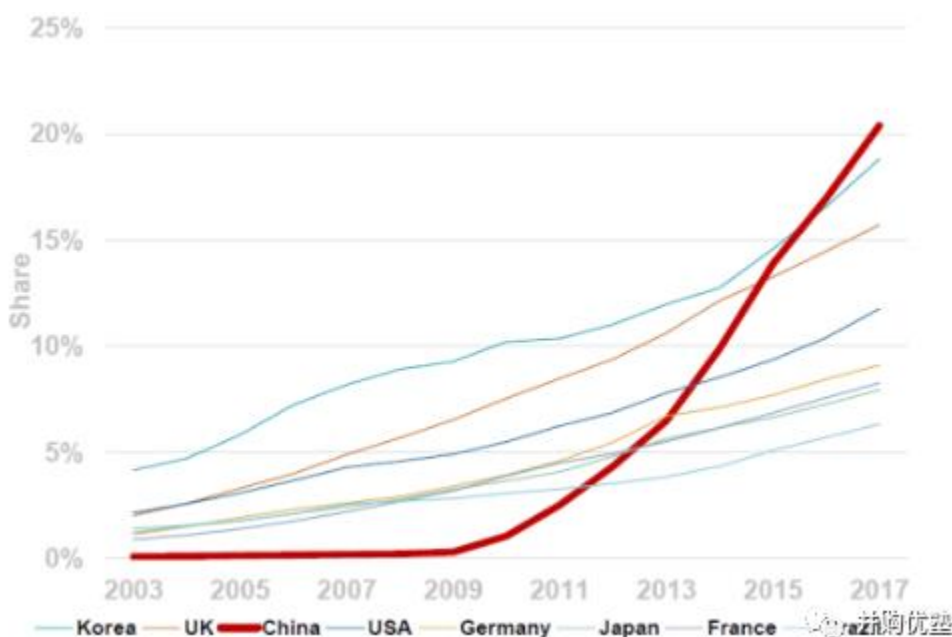
图：人均可支配收入、储蓄占比以及消费支出占 GDP 比重 来源：阿里巴巴公告

2018 年，我国居民人均可支配收入约为 2.8 万元人民币（同比增长 8.7%），相当于美国 1973 年的水平，增速同样处于 8%至 10%的高位区间。1983 年后，随着美国人均可支配收入超过 1 万美元，增速逐渐放缓至 5%左右。由于美国社零数据统计始于 1992 年，但可以发现，在人均可支配收入持续放缓的背景下，1992 年至 2000 年的 10 年间，美国的社零增速持续维持在 5%左右。



图：美国社零及增速来源：wind、并购优塾

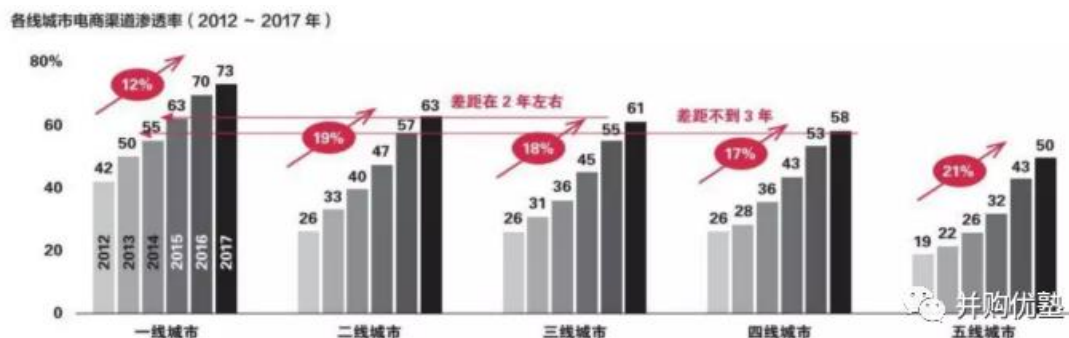
解决了大的消费盘子，我们再看电商渗透率——从横向对比来看，2018 年，我国网上零售额(含实物与服务)占社会消费品零售总额的比重超过 23.6%，其中实物电商渗透率 18.4%，全球电商渗透率排名居首位，比第二名的韩国高 6.4%。



图：各国电商渗透率（单位：%）来源：光大证券

从纵向来看，我国电商渗透率在一二线城市区域饱和，用户增长放缓，而低线城市电商渗透率较一线城市还有很大的提升空间。根据贝恩公司与凯度消费者指数发布发 2018 年中国购物者报告，一线城市电商渗透率较高，已经达 73%，领先三线及以下城市超过 12 个百分点。

因此，未来中短期内，快递行业维持高增长，主要靠低线城市的电商渗透率快速提升，带来业务增量。



图：我国各线城市电商渗透率 来源：招商银行

所以，如果你研究快递行业，电商是个绕不开的领域。以上预测逻辑，我们在对阿里巴巴的建模中，也做过详细分析。但本案，需要注意的问题在于，作为其中的龙头，为什么增速不及同行的四通一达？

— 04 —



电商件，困局



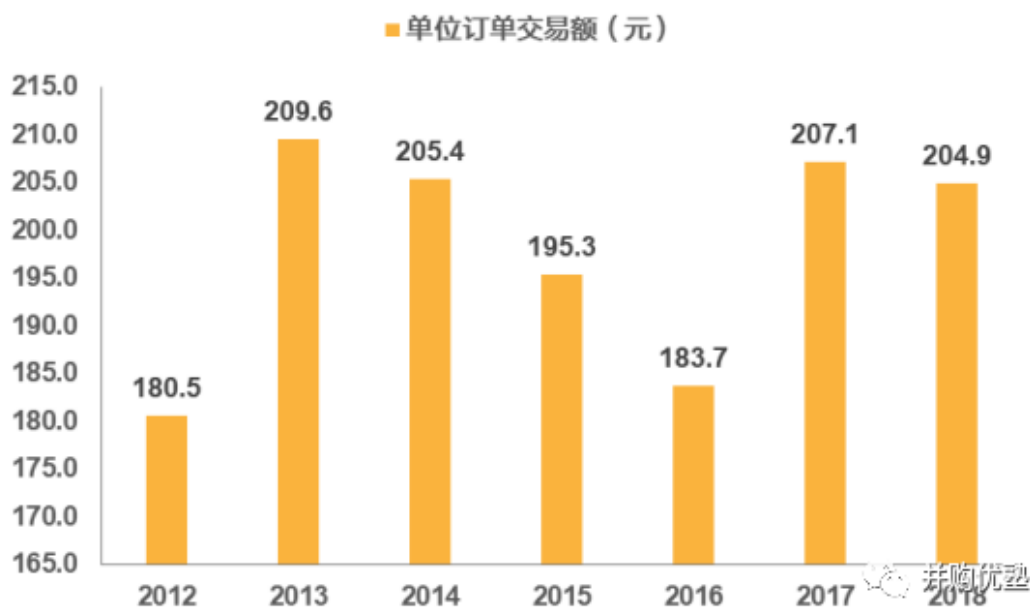
答案：电商件，并不是主要业务目标。 顺丰的业务基石是以时效件为主，这一部分对应企业文件寄递以及少部分高端电商需求；而四通一达则是以电商件为主，乘着电商行业的崛起，搭上了行业顺风车。事实上，并不是顺丰不想做电商件，而是电商件对于直营、高时效属性的顺丰来说，处在一个尴尬的位置。

顺丰曾在 2014 年大力发展对电商件业务的扶持，电商业务的收入占比从 0.5% 上升至 8.8%，但这让顺丰的综合毛利率大幅下降，从 24.87% 下降至 17.25%。

也就是说，虽然电商行业需求的发展带动业务量提升，但顺丰的直营体系有较高的成本，与电商件的需求并不是非常匹配。也就是说，电商件看似很热闹、规模大，但其实利润率低。我们以一个电商商家的角度来看，如果发顺丰，那么，过去的发货成本大概为 18 元/件，如果换成四通一达，则可以下降到 12 元/件以内。

我们按照一般电商商家的要求来看，如果我们要把物流成本/商品价格控制在 5% 以内，则商品货值必须超过 360 元；要做到不超过 3%，则商品或致必须超过 600 元。

从过去几年双十一天猫的订单数据来看，其平均交易额在 180 元至 210 元之间，因此，从成本来看，电商商家大概率仍是会选择更便宜的四通一达。



图：双十一天猫平均订单交易额（单位：元/单）来源：天风证券

因此，顺丰想切电商件这块蛋糕，只有一条道路——降成本，随后降价。

那么，如何才能降低成本？目前，顺丰采用的方法为，利用丰巢快递柜节约**末端派件成本**。

目前，丰巢科技已安装运营快递柜约 15 万个，覆盖 100 多个城市，将新产品业务的价格区间降至 8 元至 10 元，同时填补 18 元以上的快件与低价电商件的价格空白地带。

这样，8 元至 10 元的单票价格，若按 3% 计算，则客单价中枢为 200 元左右，则可以扩大其电商件市场。比如 3C 数码、服饰、家电等品类，都较为符合。综上所述，只要顺丰能把成本降下来，对电商市场的布局仍然有望成功，并有望提升其业务量增速。但此处存在较大不确定性，因此，在业务量增速上面，我们设立情况开关：1、乐观情况下，顺丰电商市场

开拓成功,但由于电商红利期逐渐减弱,快递竞争激烈,其业务量增速按快递行业业务量增速均值 26.6%,随后递减至 CPI 水平 3%。2、保守情况下,由于竞争对手四通一达与阿里的绑定,导致顺丰在电商件市场拓展成效不明显,其业务量增速按历史三年复合增速 22.46%,随后递减至 CPI 水平 3%。

好,看完快件量的情况之后,那么如何对它的单票收入进行假设呢?

— 05 —

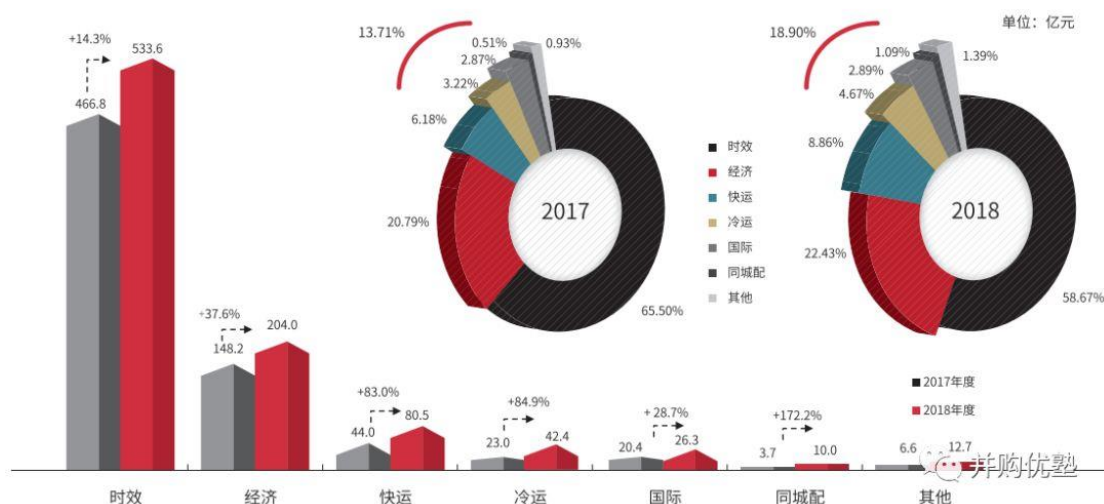


单票收入



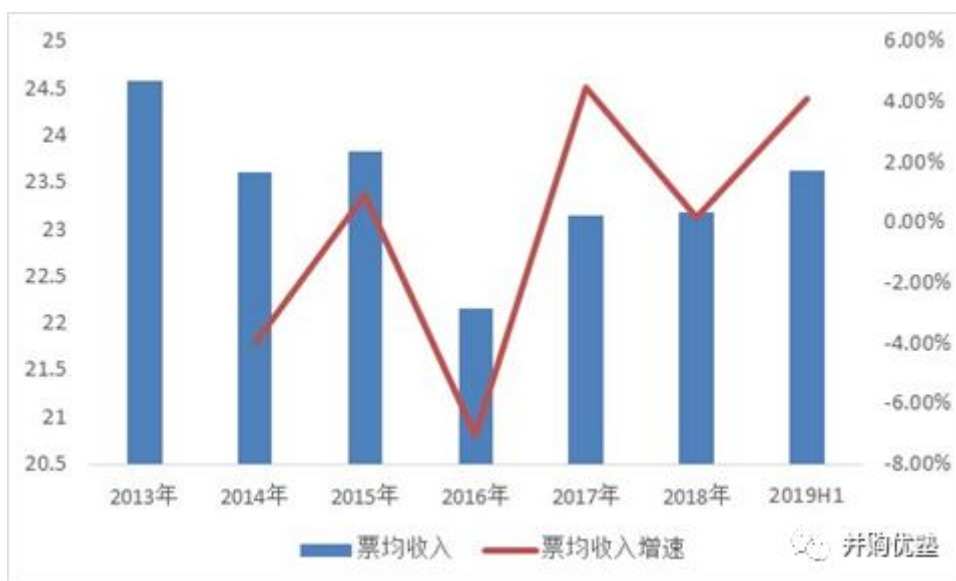
顺丰的单票收入,即票均收入。其速运物流业务中,包括时效、经济、快运、冷运、国际等物流产品,其中以时效性物流产品为主,但收入增速较快的产品为快运、冷运、国际。

2017 年度 VS 2018 年度 各类型业务收入情况一览



图：产品收入结构（单位：%） 来源：公司年报

从其历史数据来看,顺丰的票均收入在 22 元至 25 元之间。但注意,增速方面,2016 年有一次大幅下挫。并且之后,其票均收入都低于 2015 年之前的价格。



图：票均收入情况（单位：左：元、右：%）来源：并购优塾

2016年单价下挫的原因有两点：1) 竞争激烈；2) 布局新业务。

— 06 —



竞争，激烈



先看头一条原因。国家邮政局官方数据显示，2019年一季度全国快递服务企业业务量完成121.5亿件，仅顺丰、通达系、百世六大上市快递企业的业务量总和便达到了93.6亿件，占据全国快递服务企业一季度业务量的77%。从近五年快递业务一季度数据来看，单价呈现连年下滑趋势。2019年一季度平均单价12.7元，相比2015年一季度下降14%。（而其业务量较2015年增长了229.27%）。



图：近五年全国快递业务平均单价变化 (单位: 元/件) 来源：并购优塾

快递公司	时效 (下午 3: 00 寄件)	费用 (1kg)
顺丰快递	顺丰标快: 次日 18: 00 前	23 元
	顺丰次晨: 次日 12: 00 前	25 元
圆通快递	承诺达: 次日 20: 00 前	20 元
京东	特快达: 次日 22: 00 前	18 元

图：上海到北京各快递公司时效及费用 来源：东北证券

此外，京东、四通一达等均展开在时效件的布局，推出次日达、隔日达等时效产品，并开展了价格战。

注意，各家能与顺丰进行价格战的原因，在于**航运运力充裕**。我国目前 50%航空货邮量集中于北京首都机场、上海浦东机场、广州白云机场，这三个区域散航资源相对丰富，顺丰的竞争对手可以借助散航资源，与顺丰进行时效抗衡。因此，短期来看，顺丰无法在时效或成本上对竞争对手形成有效压制。而其布局的鄂州机场项目，要到 2021 年才能运营。

那么，在电商的 C 端消费快递市场竞争激烈，价格战促使利润持续承压，并且在航运运力方面还难以对竞争对手形成压制，那么，只能想其他办法。能否避开电商这个红海，找到更为

广泛的蓝海市场？这样的思路，也就是我们之前提到的——布局新业务。

— 07 —



新业务，亮点



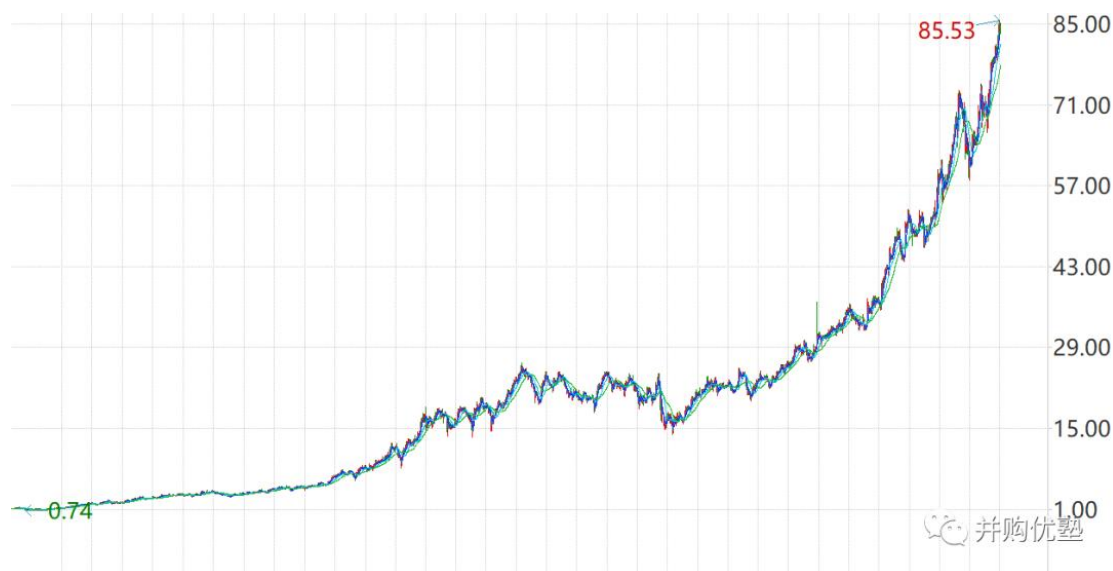
注意，新业务是目前顺丰的主要看点。本案的新业务主要有三块：1) 快运业务：随着 F2C、B2B、2C 模式的兴起，工厂直通消费者、仓对仓、仓到商家的大件快运业务发展起来。与快递的区别在于重量，快递针对 5 公斤以下，快运针对 5 公斤至 300 公斤左右；像一些大家电、家具、家装产品就需要快运业务。其收购新邦物流成立“顺心捷达”，主攻低端市场，同时创立顺丰快运负责中高端客户（有机队）。注意，其 2018 年业务收入超 80 亿元，占收入的比例为 6.18%，这块业务同比增幅 83%。2019 上半年，业务收入 50.58 亿元，占收入比例为 10.13%，同比增长 47%。



图：快运业务收入及增速（单位：左：亿元、右：%） 来源：东北证券

2) 冷运业务：从市场需求来看，零售、餐饮、医药等消费类企业，使用冷链运输可降低成
本，提升效率。我国目前冷运发展仍处于初级阶段，像生鲜产品的损耗率颇高，企业成本损
失较为严重。因此，需要冷运这样的业务提升对这类产品的供应链服务。从市场供给来看，

与美国生鲜供应链巨头 **Sysco (西斯科)** 相比，我国食物冷运市场的代表有阿里盒马生鲜、美团小象生鲜、永辉彩食鲜、海底捞蜀海供应链等；与美国医药流通巨头 McKesson 相比，我国医药流通商集中度低，美国前三大企业占据 90% 市场份额。我国医药冷运市场的代表有**国药控股、华润医药商业、上药控股**。因此，可见与成熟市场的巨头相比，我国的代表企业在冷运市场才刚刚起步不久。并且，不是所有终端企业都具备自建冷链的实力，因此，专业的第三方冷运市场是有巨大前景的。此处，我们顺便看看美股西斯科的股价走势：



图：西斯科走势图，来源：wind

公司	简介
美国夏晖	美国夏晖集团拥有 40 多年冷链供应链管理经验的，是一家拥有世界领先的多温度食品分发技术的物流公司，业务遍布全球 116 个国家，是麦当劳的独家物流供应商。夏晖不仅硬件优良，并且具备强大高效的后台支持系统，能够做到 98% 的配送准点率以及万分之一的物流产品损耗率。
德国 DHL	DHL 是全球三大物流巨头之一，在中国拥有 30 年供应链管理经验的，供应链业务规模全球第一。为汽车及工业制造、生命科学与医疗、高科技及备件物流、快消品及零售等行业知名客户提供行业领先的供应链服务。

图：夏晖及 DHL 简介 来源：东北证券

回到本案，顺丰 2018 年与美国夏晖集团联合成立新夏晖，同年收购 DHL 中国地区供应链业务。

之前，顺丰的冷运主要聚焦于食品、医药；而汽车、半导体、医疗等高要求高壁垒产业链领

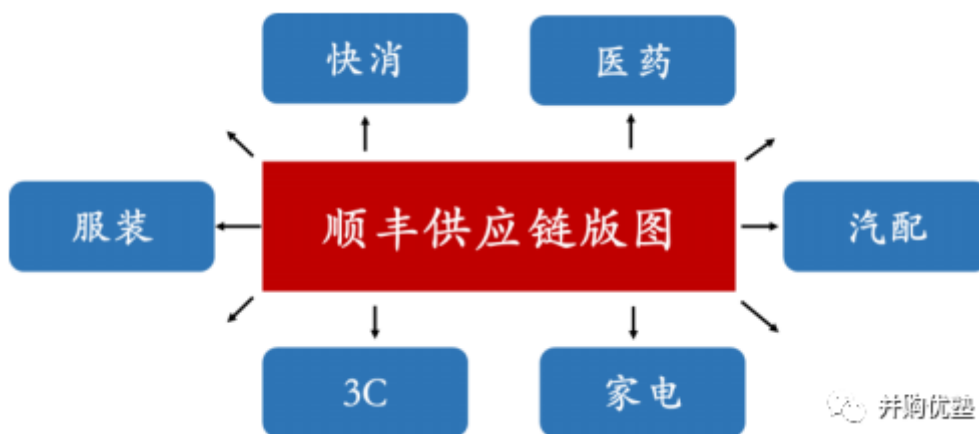
域，顺丰则通过收购的方式，强化自身供应链。可见，顺丰在冷运方面的加码，以不断完善自身供应链，并在短时间内获得巨头的经验及客户，能够更好的拓展本国市场和更多的客户。2019年上半年，顺丰冷运及医药业务整体实现不含税营业收入 23.52 亿元，占收入的比例为 4.7%，同比增长 53.93%。注意，此项业务也保持相当快速的增长。

所以，虽然电商件竞争激烈，但其实柳暗花明又一村，电商业务无法躲避竞争对手云集、价格战的问题，但其实在**冷运、快运**领域，还有非常广泛的蓝海亟待挖掘。

并且，这两大领域，不是随便攒一帮快递员就能干的生意，而是需要更加强悍的“产品力”，才能做好。自顺丰起步至今，尽管身处并不那么高端的快递行业，但却一直坚守“高端产品力”，这一点基因，对冷运、快运领域的发展至关重要。

其实，发展到后面还是浓缩成一句话：简单的生意自然会有大把入做，但护城河也很低，随便攒个团队都能把你灭掉，但对一些难做的领域，眼下看来很难突破，但一旦布局完成，别人就会被堵在门槛外面，根本进不来。选择简单的生意还是难做的生意，完全取决于企业自身的基因。

目前，这两块业务尽管高速增长，但问题是收入占比还不够大，而其电商件面临其他快递龙头的激烈竞争、时效件马上要面临电子签章、电子合同的技术替代。因而，目前的本案，正站在一个老业务和新业务之间的节点上，而新老之间的核心节点，就在于目前其大笔投资的鄂州机场，我们认为机场一旦建成，将对其冷运、快运等新业务有较大促进作用。



图：供应链业务拓展来源：东北证券

3) 国际业务：这部分业务指的是跨境业务，以跨境电商为代表，根据《中国电子商务报告》数据，2018 年通过海关跨境电子商务管理平台零售进出口商品总额 1347 亿元，同比增长 50%。其中出口 561.2 亿元，同比增长 67%；进口 785.8 亿元，同比增长 39.8%。2018 年我国国际快递业务收入为 585.7 亿元，五年复合增速为 16.7%。



图：我国跨境电商进出口情况（单位：左：亿元、右：%） 来源：招商银行

2019 年上半年，顺丰的国际业务实现不含税营业收入 12.02 亿元，占收入的比重为 2.4%，目前占比较小，对顺丰局面影响甚微。 综上，并购优塾假设——虽然电商快递行业竞争激

烈，有价格战的倾向，但考虑到顺丰新业务快速增长能够部分对冲，我们假设，其电商票均收入会下降，但其他业务会上升，综合来看未来整体票均收入不会持续下降，但也较难大幅提升，按 2018 年增速水平 0.17%提升。根据以上的假设，顺丰的收入预测如下：

单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
1 营业收入	389.23	469.35	571.41	706.09	896.77	1,137.27	1,412.40	1,716.99	2,042.17	2,375.28	2,700.34	2,998.95	3,281.81	3,440.37	3,549.92
2 快递收入	16.10	19.70	25.80	30.51	38.49	48.98	60.72	73.49	87.49	101.89	118.29	137.82	158.36	146.14	150.82
3 其他收入	35.41	32.63	22.15	23.14	23.18	23.22	23.26	23.30	23.34	23.38	23.42	23.46	23.50	23.54	23.58
4 商业销售收入	7.77	9.63	0.22	0.79	4.06	4.06	4.06	4.06	4.06	4.06	4.06	4.06	4.06	4.06	4.06
5 其他收入	1.11	9.03	3.29	4.06	8.4	8.60	8.60	8.60	8.60	8.60	8.60	8.60	8.60	8.60	8.60
6 总营业收入	389.11	481.01	574.83	710.94	909.43	1,149.93	1,425.06	1,729.65	2,054.83	2,387.94	2,713.00	3,011.61	3,264.47	3,453.23	3,562.58

图：收入预测（单位：亿元） 来源：并购优塾

至此，上述预测逻辑到底是否合理？我们还必须结合其他方法，给予交叉验证。

— 08 —



各业务，对标法预测



由于前文我们仅是粗略的以行业划分的形式，通过量价角度，预测了顺丰的整体增速，但这样的预测方法，难免有线性外推之嫌，仍然有较大的不确定性。因此，我们换一个角度，拆分其旗下各类业务，从各业务对标的角度，来做交叉佐证。

顺丰旗下产品分为时效、经济、快运、冷运及医药业务、同城配、国际、供应链及其他。我们分别来预测：

1) 时效件：

主要为商务件，其 50%以上的收入来自于这个领域。但注意，这个主要业务，存在一个必须注意的风险点——技术替代。

通俗的话来说，就是**电子合同、电子签章**这类技术的出现，让商务件，逐渐从必选，变成了

可选，因此，商务件的快递，也面临着极大的不确定性。

电子合同领域目前处于早期快速发展阶段，难以对增速做判断。我们对类似的赛道**电子发票领域**为例，2016-2018年，国内电子发票开具数复合增速，高达**125.43%**。

其实，电子合同替代传统纸质合同，核心的差异，还是在于成本，电子合同直接就能免去快递成本与时间成本，因此，渗透率的提升属于确定性的趋势。而电子合同渗透率提升后，对本案的影响，就在于——商务件（时效件）的需求可能会缩减。

并且，电子合同这个领域具备较为恐怖的“网络效应”，和微信类似，也就是使用的人越多，用户边际价值越大；同时，使用的人越多，企业边际成本越小。对这个逻辑，我们在对阿里巴巴做研究时，也详细分析过。

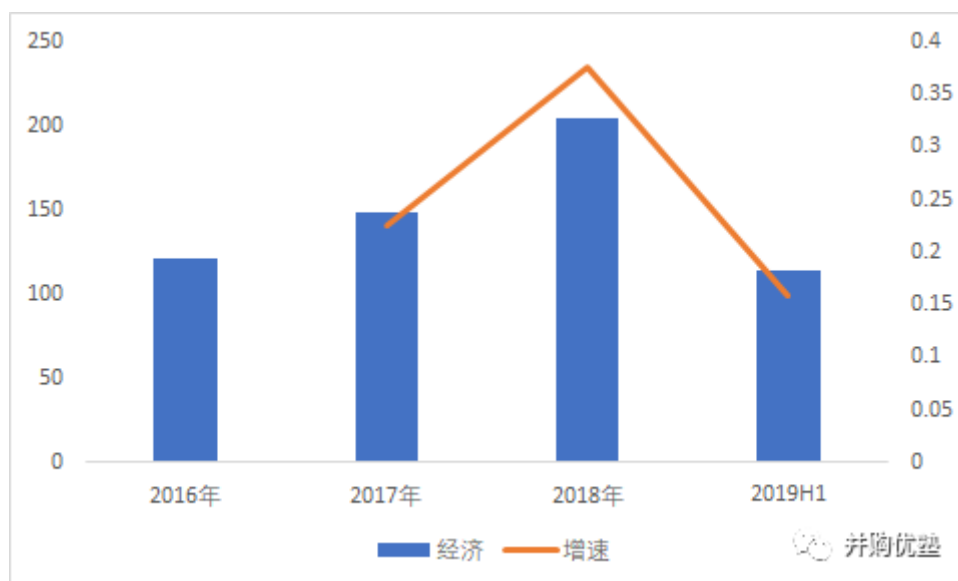
对电子合同可能对时效件的替代作用，我们趋于谨慎，将时效件业务对标类似容易被技术迭代的行业——比如纸质媒体、即时通讯等。此处，优塾团采取情景分析，做较为谨慎的假设：

乐观假设下，未来时效产品收入增速，从2018年的14.3%，逐年递减至GDP增速。

悲观假设下，未来时效产品收入会逐年收窄，增速从2018年的14.3%逐年递减，并趋近于纸媒的增长情况-27.4%左右。

2) 经济业务，即电商件：

前文已经分析，电商件主要受电商渗透率及社零影响。目前，顺丰的经济产品2018年为203.98亿元，增速为37.63%。



图：经济业务情况 来源：并购优塾

考虑我国社零目前同比增长 8%，未来国内经济增长面临减速，将趋同近于美国可比时期的社零增速 5%。而电商渗透率方面，参考我们对阿里巴巴建模时测算的数据，整体电商渗透率从 23.6%增长到 32.84%，年化复合增速为 4%。

综上，优塾团队假设，顺丰的经济产品增速能维持 2018 年的较高增速，为 37.63%，随后逐年递减至电商渗透率增速 4%。

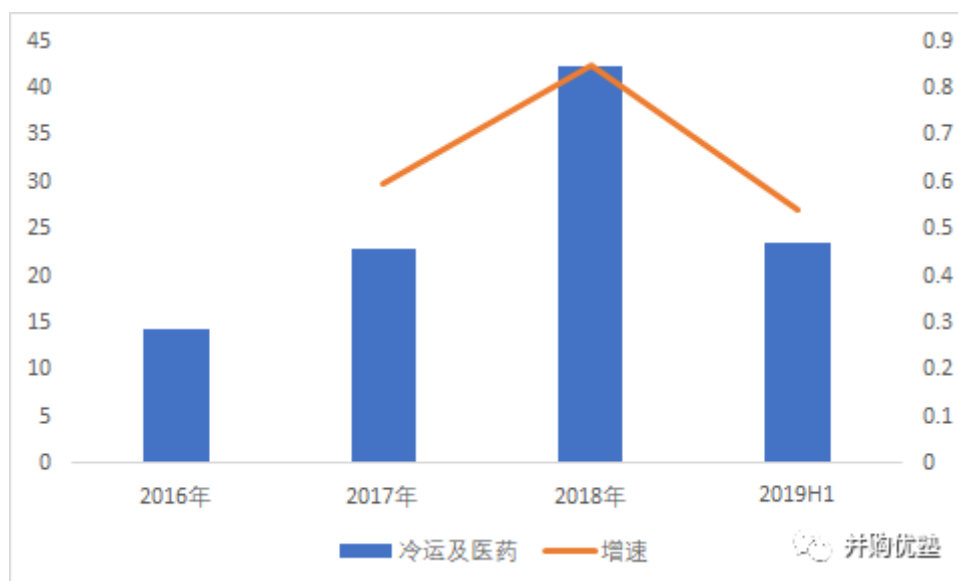
3) 快运，即零担大件快递：

国内公路零担行业参与者上万家，但目前尚未出现一家具备明显规模优势的企业。2016 年至 2018 年，行业 CR30 小于 5%，规模处于龙头的德邦快递为业内仅有的营收规模达百亿的企业，但营收占行业比例仍然不足 1%。

我们以德邦作为顺丰的对标，假设未来顺丰的快运增速从 47%，递减至德邦物流目前的水平 13%。

4) 冷运及医药物流业务

根据前文阐述，我国的代表企业在冷运市场才刚刚起步不久。并且，不是所有终端企业都具备自建冷链的实力，因此，专业的第三方冷运市场拥有巨大前景。目前，2019年上半年顺丰此项收入为 23.52 亿元，增速达 53.93%。



图：冷运及医药情况

来源：并购优塾

此处，我们参考同业巨头：西斯科（近三年收入增速均值为 6%）、国内医药冷运代表国药控股（增速 11.73%）、上药控股（增速 19.57%），顺丰的此项业务收入将从高增长 53.93%，五年后逐渐回归平稳增长 15.65%（国内两家医药流通龙头的均值），未来趋向于国际巨头的水平 6%。

5) 其他业务：

剩下的国际业务、同城配、其他业务、供应链收入占比较低，我们将其整体打包预测：按历史 2018 年增速 17.63% 递减至 CPI 增速 3%。

产品	2016年	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
时效	396.95	466.81	533.56	587.61	622.62	633.76	618.68	578.15	516.17	439.31	355.58	272.98	198.18
增速		17.60%	14.30%	10.13%	5.96%	1.79%	-2.38%	-6.55%	-10.72%	-14.89%	-19.06%	-23.23%	-27.40%
经济	120.91	148.21	203.98	273.88	358.51	457.25	567.80	685.98	805.70	919.21	1017.80	1092.74	1136.45
增速		22.58%	37.63%	34.27%	30.90%	27.54%	24.18%	20.81%	17.45%	14.09%	10.73%	7.36%	4.00%
快运	24.46	44.02	80.55	118.41	169.59	236.48	320.82	423.13	542.08	673.99	812.53	948.85	1072.20
增速		79.97%	81.00%	47%	43%	39%	36%	32%	28%	24%	21%	17%	13%
冷运及医药	14.37	22.95	42.44	65.33	94.31	127.12	159.18	184.09	209.34	234.03	257.10	277.49	294.14
增速		59.71%	84.92%	53.93%	44.36%	34.79%	25.22%	15.65%	13.72%	11.79%	9.86%	7.93%	6.00%
其他	18.12	36.59	43.04	50.00	57.35	64.94	72.59	80.08	87.16	93.60	99.15	103.57	106.68
增速		101.93%	17.63%	16.16%	14.70%	13.24%	11.78%	10.31%	8.85%	7.39%	5.93%	4.46%	3.00%
总收入	574.81	718.58	903.57	1095.22	1302.38	1519.55	1739.07	1951.43	2160.46	2360.14	2542.16	2693.63	2807.66
增速		25.01%	25.74%	21.21%	18.92%	16.68%	14.45%	12.21%	10.71%	9.24%	7.71%	6.04%	4.16%

图：各产品收入预测 来源：并购优塾

综上逻辑进行测算，2019年至2021年，预测营业收入增速分别为25.01%、25.74%、21.21%。

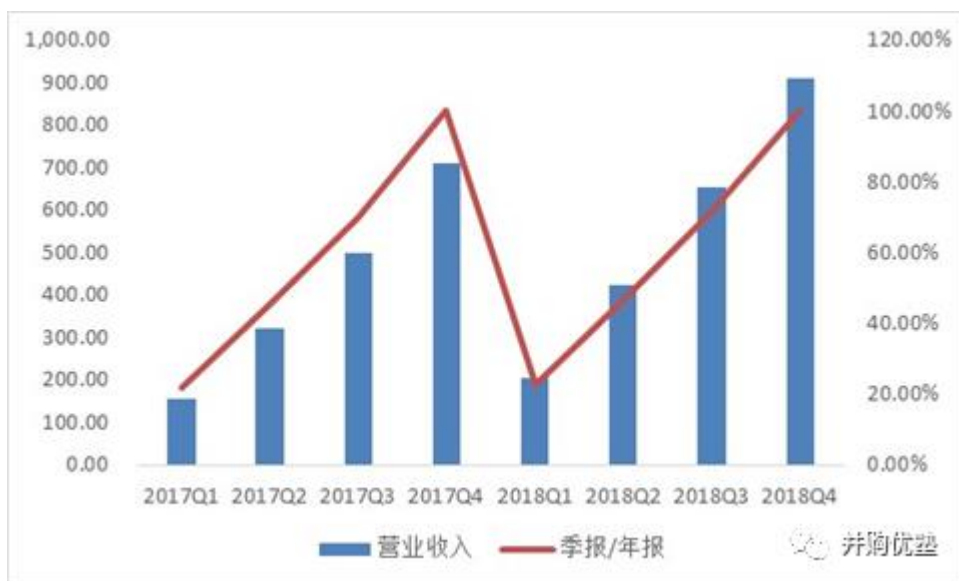
— 08 —



交叉，验证



根据自下而上法的预测，乐观情况下，顺丰近三年营业收入增速分别为26.45%、23.93%、21.37%。我们来看看其他方法的增速情况，做交叉比对：1) 季报反推法——根据历史数据显示，顺丰三季报占年报的比例均在70.98%左右。2019Q3其营业收入为787.7亿元，推算出其2019年全年营业收入为： $787.7 \div 70.98\% = 1109.73$ 亿元，较上年同比增长22.02%。



图：季报与年报比例情况（单位：左：亿元、右：%） 来源：并购优塾

2) 内生增速——根据公司，内生增速=ROE×(1-分红率)，ROE均值为23.5%，分红率为16.85%，其内生增速为19.54%。

3) 机构增速——2019年至2021年，wind一致预测营业收入增速分别为21.97%、19.73%、17.63%。此外，几大机构分别来看，营业收入增速分别为21.11%、19.7%、19.4%（东北证券）；20.3%、19.5%、22.3%（华创证券）；27%、30.5%、29%（国金证券）。整体来看，我们的测算与机构预期相差不大。

4) 行业增速——快递行业业务量增速与国内网购规模增速直接相关。中期来看电商增速确已结束过去30%左右的增长阶段，但整体行业红利尚未释放完毕，行业未来三年增速仍可维持20%左右。

以上，我们的收入测算完毕，但如果要做建模，还必须弄明白其他重要问题——本案，未来的营业收入，都会花在哪些地方？

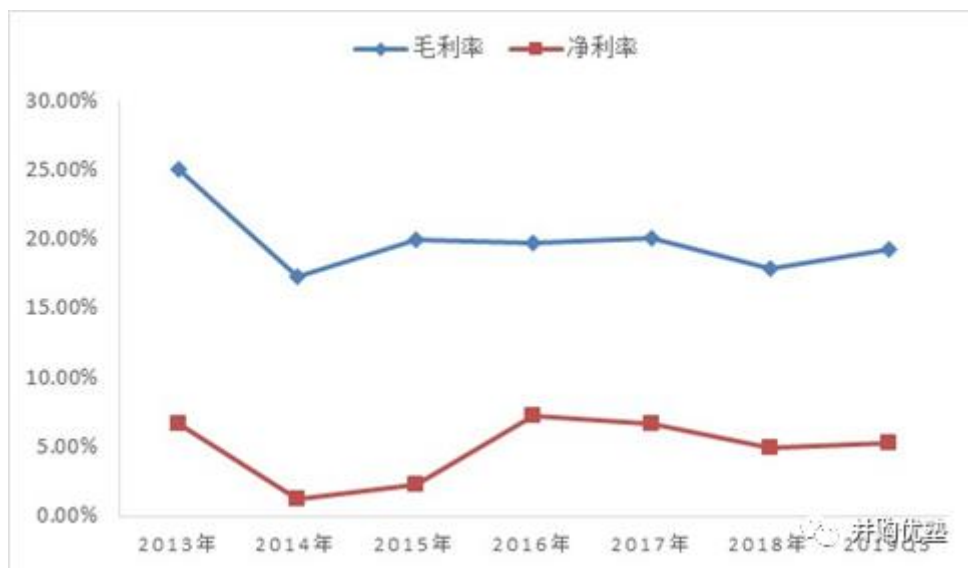
— 09 —



烧钱，成本

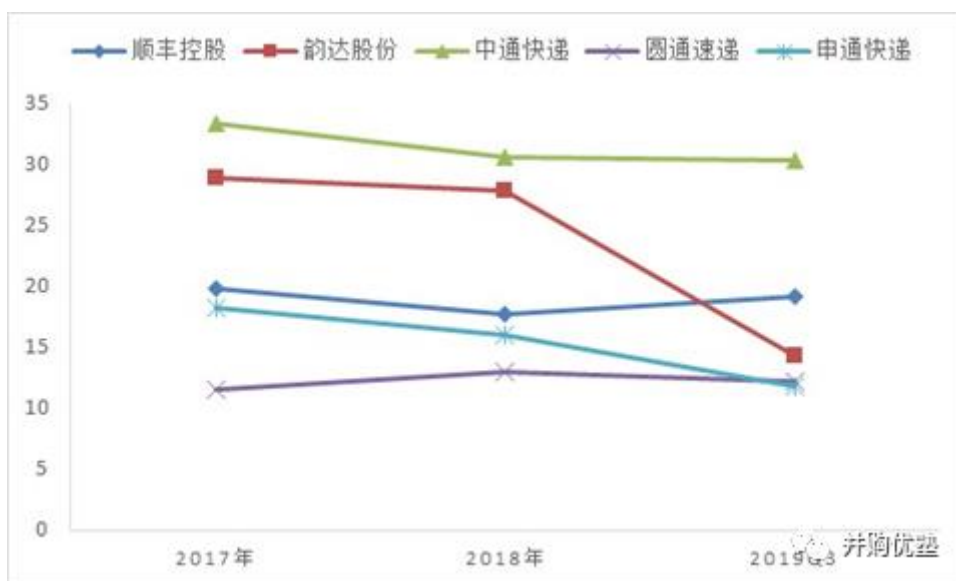


从毛利率、净利率走势来看，近三年毛利率维持在 17%至 20%之间，净利率维持在 5%至 7%之间。2014 年的大幅下挫主要是由于初涉电商，电商竞争激烈价格战明显，客户为价格敏感型客户，电商件产品价格低，装载率低，造成价格下滑、成本承压。

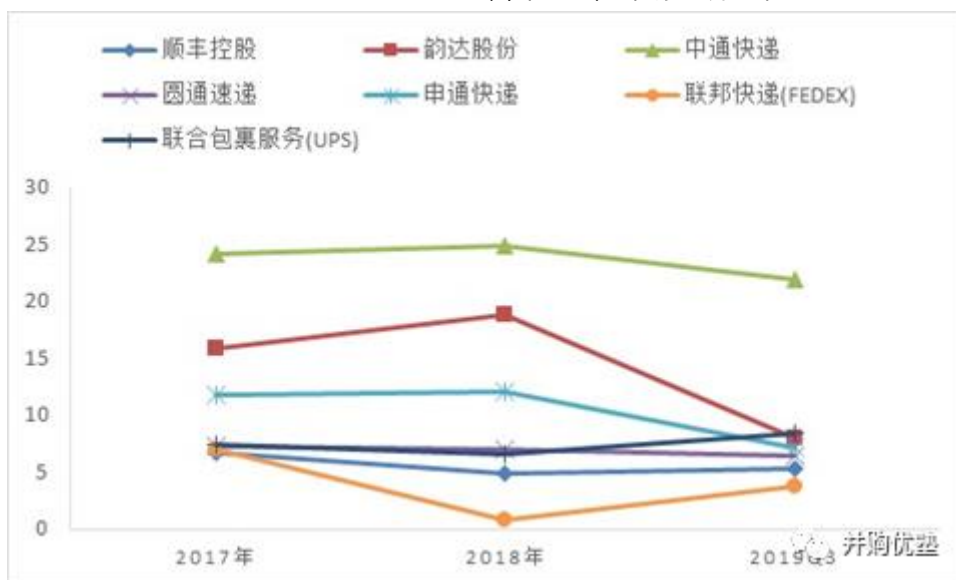


图：毛利率、净利率（单位：%） 来源：并购优塾

目前，顺丰的毛利率、净利率水平波动不大，对比同行各家（注：FedEx、UPS 未披露毛利率），毛利率方面，顺丰处于中等水平。而净利率方面，直营型快递企业普遍低于加盟型快递企业，其中 FedEx 的净利率垫底，其次是顺丰。可见直营型快递的成本费用均较高于加盟型快递，那么接下来我们分别具体来看。



图：同行企业毛利率对比 (单位: %) 来源：并购优塾



图：同行企业净利率对比 (单位: %) 来源：并购优塾

从成本端来看，顺丰的成本一直是大头，占收入的比例在 80%左右。成本中包括职工薪酬、外包成本、运输成本、办公及租赁费等等，其中以外包成本为主，其次是职工薪酬。2019Q3，顺丰的营业成本为 635.59 亿元，较上年同期增长 19.12%，占收入的比例为 80.67%。其占收入的比例依旧保持稳定，未来成本波动不大，因此我们假设，营业成本（剔除折旧摊销）/收入的比例接近五年比例均值，为 77.41%。

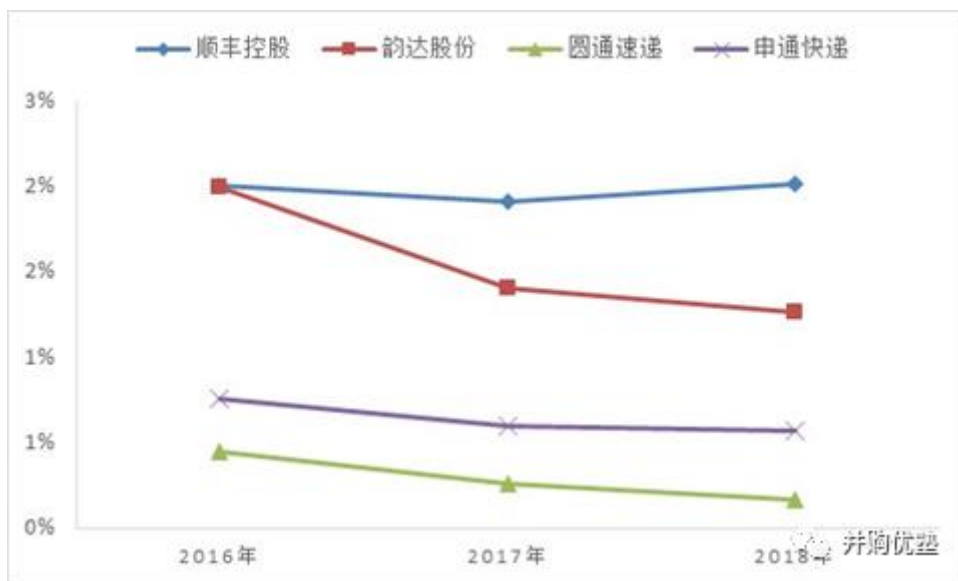


图：成本情况（单位：左：亿元、右：%） 来源：并购优塾

接着，再看期间费用情况——分为销售费用和管理费用。销售费用方面，2014年至2015年期间由于涉猎电商及生鲜业务，对其营销促销活动投入加大，导致销售费用增长。而随后调整业务，则回归至正常水平。近三年其销售费用占收入的比例维持在 2%左右，占比不大。2019Q3，顺丰销售费用为 14.28 亿元，占收入的比例为 1.81%，变动不大。



图：销售费用情况（单位：左：亿元、右：%） 来源：并购优塾

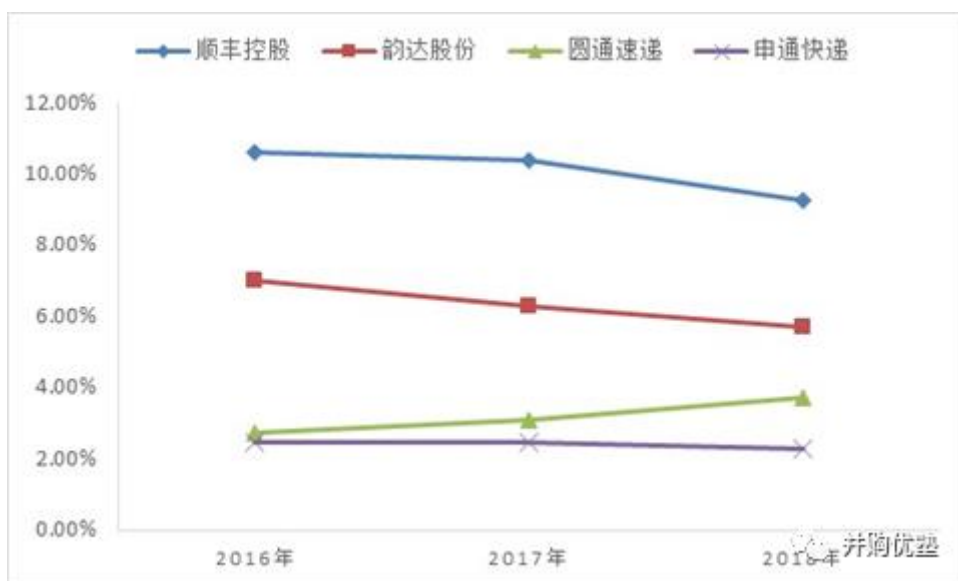


图：同行企业销售费用率对比（单位：%） 来源：并购优塾

不过，与同行企业相比，顺丰的销售费用率处于高位。我们假设：销售费用率按历史三年均值，为 1.94%。管理费用方面，管理费用率呈现下降趋势，从 12%左右降至 10%左右。2019Q3，顺丰管理费用（含研发费用）为 82.22 亿元，管理费用率为 10.43%。对比同行，它的管理费用率也是较高的，这意味着，在直营模式下，管理方面确实比加盟更难做。因此，《并购优塾》假设：其管理费用率按历史三年均值，为 9.96%。



图：管理费用情况（单位：左：亿元、右：%） 来源：并购优塾



图：同行企业管理费用率对比 (单位: %) 来源：并购优塾

单位: 亿元人民币 (特殊说明除外)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
主营业务成本/主营业务收入	79.12%	76.41%	76.62%	76.08%	78.81%	77.41%	49.00%	47.19%	47.19%	47.19%	47.19%	47.19%	47.19%	47.19%	47.19%
税金及附加/主营业务收入	0.38%	0.39%	0.35%	0.28%	0.24%	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%
销售费用/营业收入	4.35%	3.96%	1.96%	1.88%	1.98%	1.94%	1.94%	1.94%	1.94%	1.94%	1.94%	1.94%	1.94%	1.94%	1.94%
管理费用(含研发费用)/营业收入	12.19%	11.68%	10.20%	9.92%	9.76%	9.96%	9.96%	9.96%	9.96%	9.96%	9.96%	9.96%	9.96%	9.96%	9.96%
其他经营损益	-0.22	-1.81	-0.19	-0.64	-1.04	-1.04	-1.04	-1.04	-1.04	-1.04	-1.04	-1.04	-1.04	-1.04	-1.04
投资收益	4.11	4.10	2.58	11.57	11.66	11.66	11.66	11.66	11.66	11.66	11.66	11.66	11.66	11.66	11.66
非经常性损益	2.25	3.06	14.84	1.99	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37

图：成本费用假设 来源：并购优塾

到这里，利润表上需要花多少钱，已经计算清楚。但还有个问题，未来还有哪些长期资本开支？

— 10 —

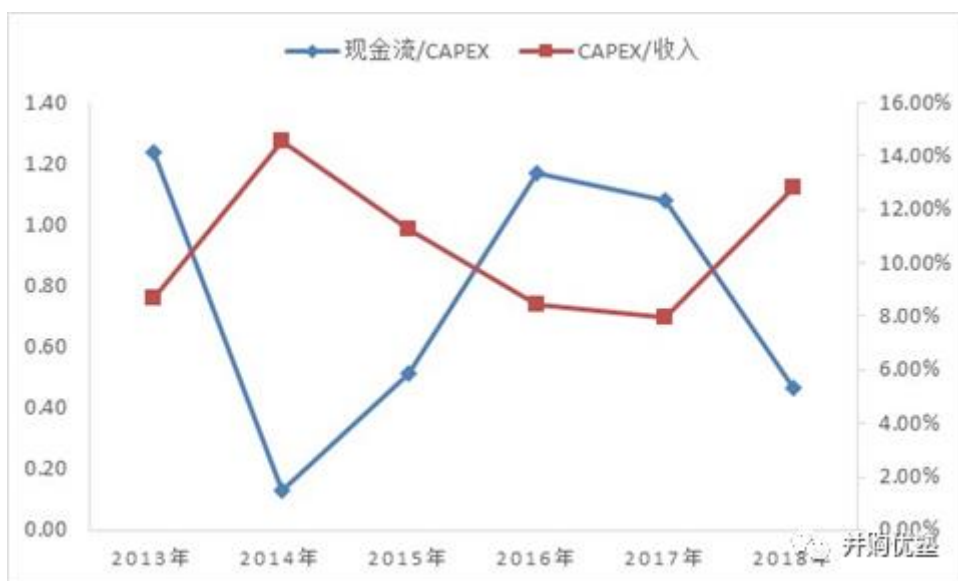


飞机，物流中心



从历史数据来看，顺丰的资本开支金额近年增长迅猛，但对其现金流的拉动效应有所下滑。

从资本开支项目来看，截至 2019 年 Q3，顺丰的资本支出主要用于股权投资、飞机、分拣中心、土地、仓库等项目。这里，对于现金流的拉动作用减弱主要是因为投建机场仍在建设当中，还未开始运营。投建金额多，但机场还未形成对业绩、现金流的拉动效应。



图：CAPEX 对现金流的拉动 (单位：左：亿元、右：倍) 来源：并购优塾

项目	报告期投资额 (元)
办公综合楼	93,446,749.92
土地	299,994,256.45
仓库	262,012,638.96
分拣中心	432,052,604.01
飞机	902,953,344.52
车辆	142,648,423.61
信息技术设备	289,260,664.05
股权投资	5,948,878,786.99
其他	872,206,955.08
合计	9,200,454,429.99

图：资本支出项目 来源：并购优塾

注意，鄂州机场项目是顺丰航空运输体系布局建设的核心。据其公告披露，该机场飞行区跑道滑行道系统计划按满足 2030 年旅客吞吐量 150 万人次，货邮吞吐量高达 **330 万吨**的目标设计，航站楼、转运中心等设施计划按满足 2025 年旅客吞吐量 100 万人次、货邮吞吐量 245 万吨的目标设计。这个规格是个什么概念？与 2018 年浦东机场（货邮吞吐量 377 万吨）、首都机场（货邮吞吐量 207 万吨）、白云机场（货邮吞吐量 189 万吨）来看，鄂州机

场规划仅次于目前的浦东机场，可见其建设规格非常高。其总投资金额达 320.63 亿元。

注意，此处，我们形成了一个巨大的疑问：

首先，国内的航线资源并不紧缺。这点，从四通一达也能快速切入这个领域，并且，与顺丰开展价格战，就能看出来。

其次，顺丰主打的时效件领域，电子化浪潮下，需求出现萎缩，并不是一个近期发生的事，电子化的趋势，从 2013 年就已经开始出现了。

这两点结合来看，供给不稀缺，需求有萎缩的风险，顺丰却还要大笔的资本支出，用于扩建运力，难道顺丰傻吗？

— 11 —



资本支出，假设



答案：投建机场的目的，不在于时效件和电商件市场。

时效件市场有被迭代的风险，电商件市场无法承担高溢价的运费，因此，投建机场，只有一种可能性——用于新业务的拓展，顺丰瞄准的是附加值更高的冷链业务与医药物流。

只有在这两个高附加值的领域中，投建机场的逻辑才能够形成闭环，从这个角度来看，顺丰未来的竞争对手，其实并不是主做电商件的四通一达，也不是主做大件快递的德邦，而是西斯科、国药控股、上海医药这类冷链、医药物流公司。

明确了投建机场的逻辑后，我们来看具体的资本支出假设，截至 2019 年中报的其他在建工程项目如下，斥资金额相对较小，且大部分为业务的维护性资产支出。在机构调研时，顺丰也回应：“未来每年的资本开支尽量不超过收入的 10%”。

	2019年6月30日	2018年12月31日
创智天地大厦项目	2,808,727,620.95	2,807,629,439.13
前海顺丰总部大楼	580,326,645.88	556,833,111.75
飞机引进改装	550,864,847.57	943,574,638.75
东莞松山湖智谷产业园产业用房	437,085,303.75	436,199,481.00
长沙电商产业园项目	214,503,859.06	160,636,162.09
智能分拣合肥基地项目	195,947,491.56	313,838,021.65
东莞大岭山华南综合仓项目	176,146,611.44	86,998,454.45
武汉电商产业园项目	173,822,533.38	82,658,505.47
重庆丰泰电商产业园项目	136,875,434.74	68,562,581.48
顺丰马鞍山创新产业园项目	102,472,181.77	31,343,700.01
天津丰泰电商产业园项目	97,022,622.78	257,973,670.95
佛山桂城丰泰电商产业园项目	87,455,704.61	62,684,757.42
顺丰威海电商产业园项目	81,310,777.07	55,326,012.10
南通航空枢纽(二期)项目	81,227,855.04	60,934,684.78
北京大兴中转场项目	50,062,319.97	63,049,546.34
西安电商产业园项目	38,217,700.80	37,491,895.04
郑州电商产业园项目	34,785,615.02	11,123,175.33
其他	369,287,675.06	471,919,475.33
	6,216,142,800.45	6,507,907,313.07

图：在建工程明细 来源：公司年报

1) 新建在建工程：计划预计机场项目三年完工，假设其资本投入也分三年平均分摊完成。

顺丰需一共投入 178 亿元，则每年投入新建在建工程为 59.33 亿元；后续暂无大型新建工程。

2) 维护性资本支出/主营业务收入，参照其历史水平，按历史三年均值比例 5.31%；

3) 新购入固定资产/营业收入，即新增固定资产中剔除在建工程转固部分的新增资产，按历史三年比例均值 2.66%逐年递减至 0%，未来不再购入新资产。

4) 无形资产购建/主营业务收入，其占比极低，按历史五年均值，为 2.56%； 5) 新增长期待摊费/主营业务收入，其占比极低，按历史五年均值，为 0.9%。

单位: 亿元人民币 (特殊说明除外)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	
新增人的固定资产/营业收入	历史三年均值2.64%或更低, 未来不再有人			3.96%	1.97%	2.06%	2.46%	2.37%	2.07%	1.78%	1.48%	1.18%	0.89%	0.59%	0.30%	0.00%
在建工程1: 维护性资本支出	参照历史情况, 取近三年平均值 5.21%			4.49%	3.75%	7.70%	5.31%	5.31%	5.31%	5.31%	5.31%	5.31%	5.31%	5.31%	5.31%	3.75%
在建工程2: 新增在建工程	为郑州机场建设, 计划三年后(2021年)开始运营, 预计其投入分三年平均摊开, 前两年新建在建工程59.33亿元, 后转至无大型新建工程						59.33	59.33	59.33	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程转出/上一期在建工程	100%						100%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
已存固定资产折旧	将折旧年限10年, 逐年递减	14.35	18.71	18.03	23.92	25.98	23.38	21.04	18.94	17.05	15.34	13.81	12.43	11.18	10.07	9.06
折旧率YoY (%)	该指标不适用, 应计算或取折旧率(注: 应计算办法(折旧率=折旧/(期初固定资产+新增固定资产/2))															
固定资产出售/期初固定资产	千分比 (固定资产出售参考历史平均数, 或者参考假设)						0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
无形资产摊销/主营业务总收入	无形资产占比低, 参照假设取过去5年历史均值	0.85%	4.03%	4.19%	1.32%	2.42%	2.56%	2.56%	2.56%	2.56%	2.56%	2.56%	2.56%	2.56%	2.56%	2.56%
无形资产摊销/期初无形资产	近三年波动不大, 取历史三年均值	15.05%	16.08%	7.12%	4.77%	7.14%	6.34%	6.34%	6.34%	6.34%	6.34%	6.34%	6.34%	6.34%	6.34%	6.34%
新增长期待摊费用/主营业务总收入	历史三年均值	1.16%	0.74%	1.00%	0.70%	0.92%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%
长期待摊费用摊销/期初长期待摊费用	历史三年均值	3.9%	1.3%	3.6%	3.4%	3.9%	27.66%	27.66%	27.66%	27.66%	27.66%	27.66%	27.66%	27.66%	27.66%	27.66%

图：资本开支假设 来源：并购优塾

好，看到这里，我们的固定资产部分预测完成。但还有一个细节需要重点关注——其固定资产折旧，到底该如何计算？

— 11 —



折旧，计算



2018年，顺丰折旧金额为25.98亿元，占总成本的比例为3%。固定资产折旧主要分为两部分——原有固定资产折旧、新增固定资产折旧。顺丰原有固定资产中主要为飞机、飞机发动机、周转件及高价飞机维修工具，折旧年限5年及10年不等；其次是房屋及建筑物，折旧年限10年至50年，预计净残值率为5%。同时，我们拿几家同行的折旧政策来做对比：

	预计使用寿命	预计净残值率	年折旧率
房屋及建筑物	10-50年	5%	9.50%-1.90%
运输工具 (除电动车外)	4年	5%	23.75%
运输工具 (电动车)	2年	5%	47.50%
机器设备 (除国外进口自动化分拣设备外)	10年	5%	9.50%
机器设备 (国外进口自动化分拣设备)	15年	5%	6.33%
计算机及电子设备	3年	5%	31.67%
飞机及发动机机身	10年	5%	9.50%
飞机机身大修替换件	1.5-12年	0%	66.67%-8.33%
周转件	10年	5%	9.50%
高价飞机维修工具	5年	5%	19.00%
办公设备及其他设备	5年	5%	19.00%

图：折旧政策 来源：公司年报

	房屋建筑物	机器设备	飞机	运输设备	办公设备
圆通	20年-50年	10年	10年至20年	4年-5年	5年
韵达	20年	10年		4年	5年
申通	10年-20年	5年-10年		4年-5年	5年

图：折旧政策对比 来源：并购优塾

综合来看，由于顺丰主要为飞机相关资产较多，相比之下其折旧政策也相对严谨，因此我们

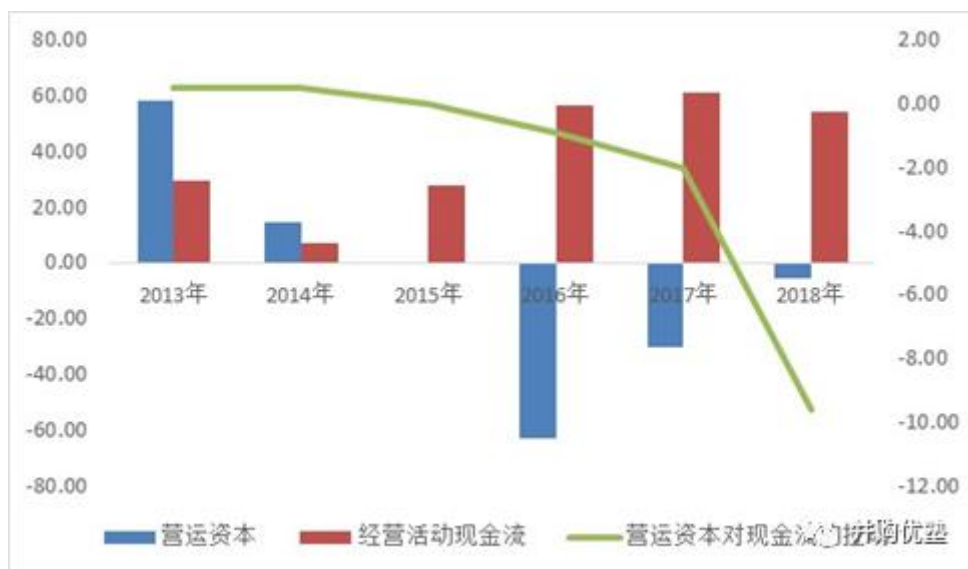
折旧方面假设：预测残值率为 5%，折旧年限为 10 年。折旧预测值如下：

10	折旧年限	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
5%	折旧率	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%
购建年份	固定资产购建										
2019	95.7	4.55	9.09	9.09	9.09	9.09	9.09	9.09	9.09	9.09	9.09
2020	154.2		7.32	14.65	14.65	14.65	14.65	14.65	14.65	14.65	14.65
2021	170.9			8.12	16.24	16.24	16.24	16.24	16.24	16.24	16.24
2022	187.8				8.92	17.84	17.84	17.84	17.84	17.84	17.84
2023	144.6					6.87	13.73	13.73	13.73	13.73	13.73
2024	159.0						7.55	15.11	15.11	15.11	15.11
2025	170.9							8.12	16.24	16.24	16.24
2026	179.4								8.72	17.45	17.45
2027	183.7									8.72	17.45
2028	183.5										8.72

图：折旧预测 来源：并购优塾

研究到这里，资本开支以及折旧摊销情况都已经解决。但仍有一项烧钱项目没有解决——本案的营运资本，情况到底如何？

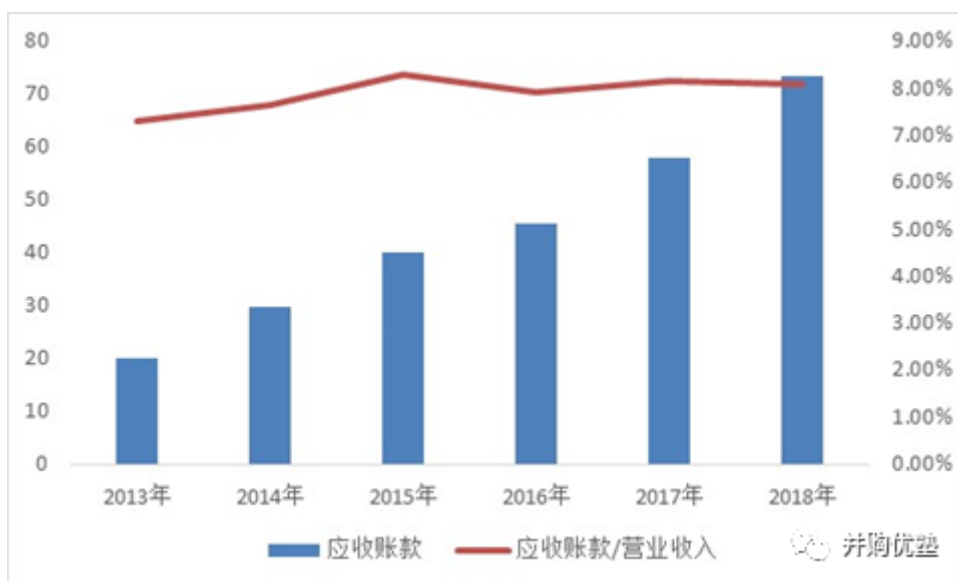




图：营运资本对现金流的拉动（单位：左：亿元、右：倍） 来源：并购优塾

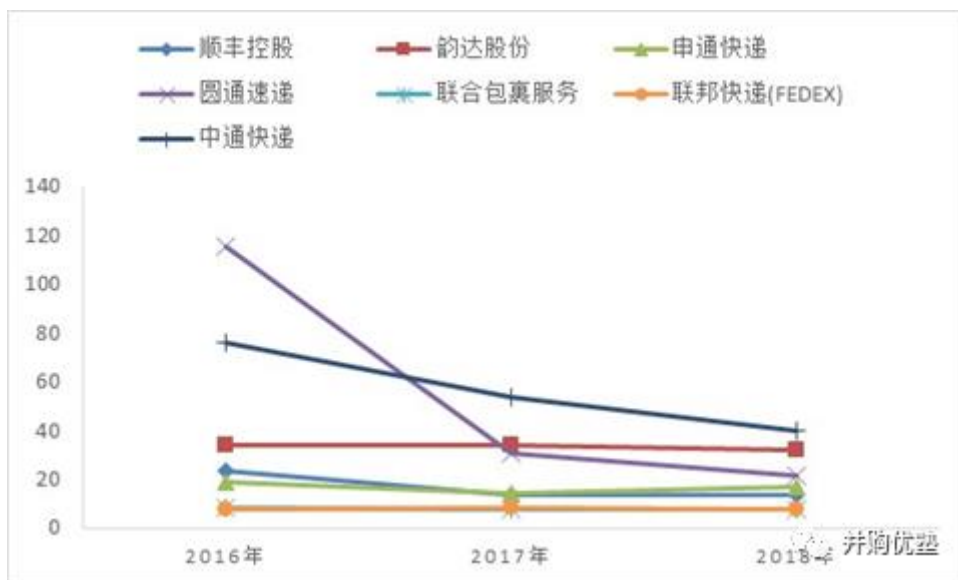
从历史情况来看，其营运资本从 2016 年起一直为负，对上下游的话语权维持较为强势的地位。我们分别具体来看：

1) 对下游话语权——主要看应收款项、预收款项 历年情况来看，顺丰的应收账款占收入的比例维持在 8%上下，波动不大。2019Q3，它的应收账款为 94.72 亿元，同比增长 55.9%，占收入的比例为 12.02%。注意，这里应收账款比例上升是因为顺丰给予部分客户提供速运物流综合服务时，采取定期结算的方式，月末尚未结算的部分形成应收账款。而观察其中披露的账龄情况来看，绝大多数为应收都在一年以内，账龄良好。



图：应收账款情况 (单位：左：亿元、右：%) 来源：并购优塾

与同行企业对比，可见直营的快递企业普遍比加盟的快递企业的应收周转率低。顺丰的应收周转率情况在直营系同行中是较好的，同时它的应收周转率与加盟系的申通快递不相上下。



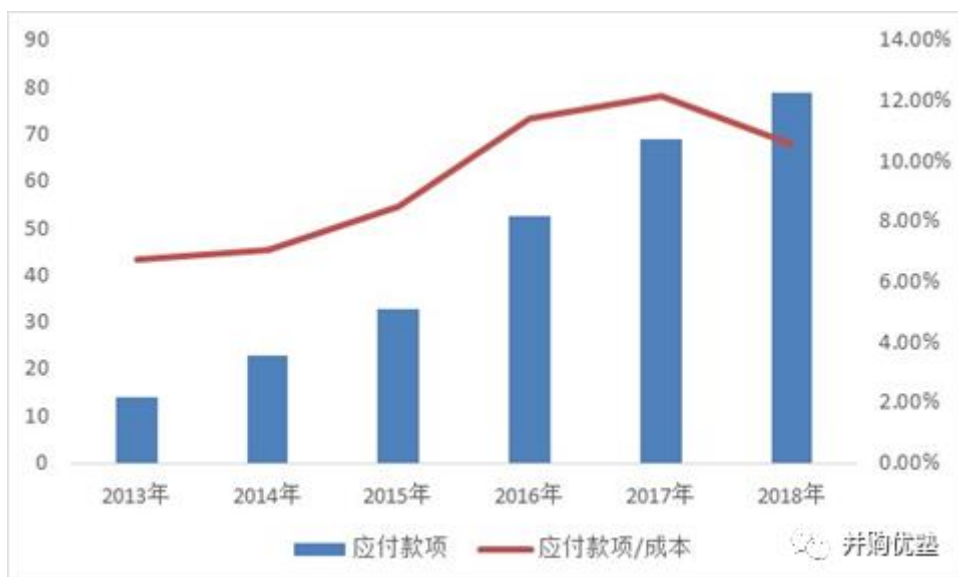
图：同行企业应收账款周转率对比 来源：并购优塾

预收款项方面，顺丰的预收款主要为预收运费及其他，不超过 1%，占比极小。因此，我们假设：应收账款占比未来保持历史三年均值，为 8.07%；预收款项占比保持历史三年均

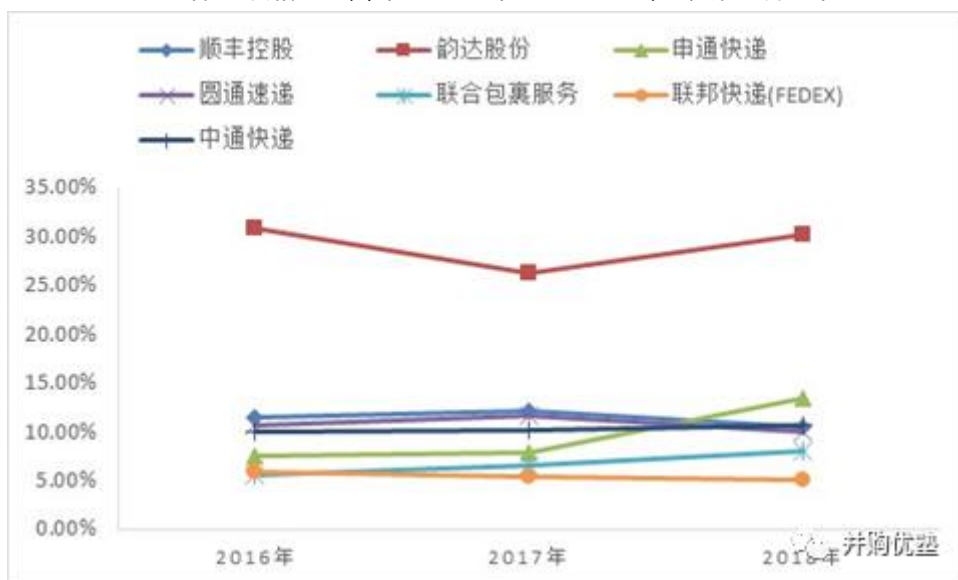
值，为 0.51%。2) 对上游话语权——主要看应付款项、预付账款。历年来顺丰的应付款项占成本的比例呈现上升趋势，2018 年略有下滑，从 12.15% 下滑至 10.57%。

2019Q3，它的应付款项为 97.69 亿元，占成本的比例为 15.37%。相较可比公司情况，顺丰也处于中等偏上水平，仅次于韵达和申通。

综上，顺丰对上游的话语权较强，并呈上升趋势。因此，《并购优塾》预测其应付款项占成本的比例，取历史近三年比例，为 11.9%。

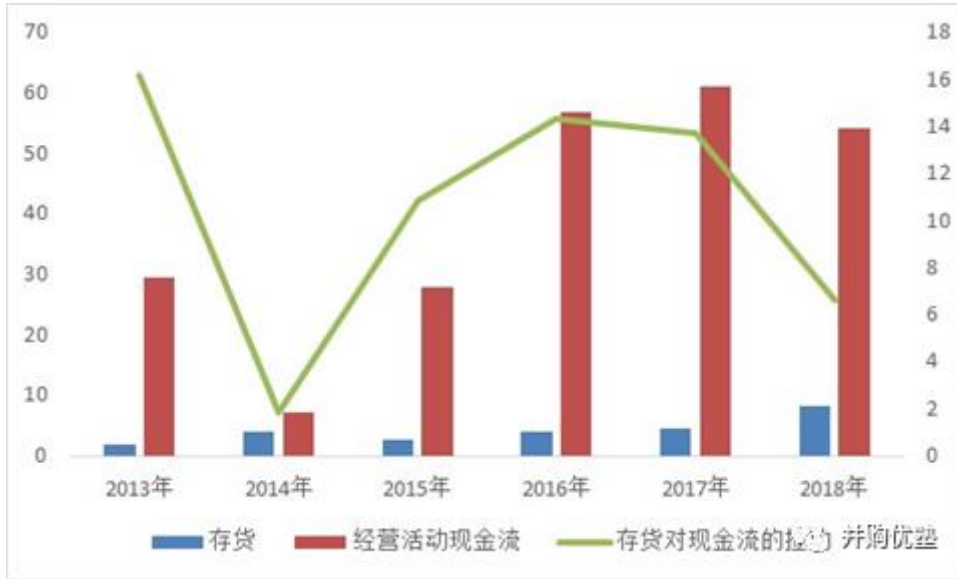


图：应付款项情况（单位：左：亿元、右：%）来源：并购优塾

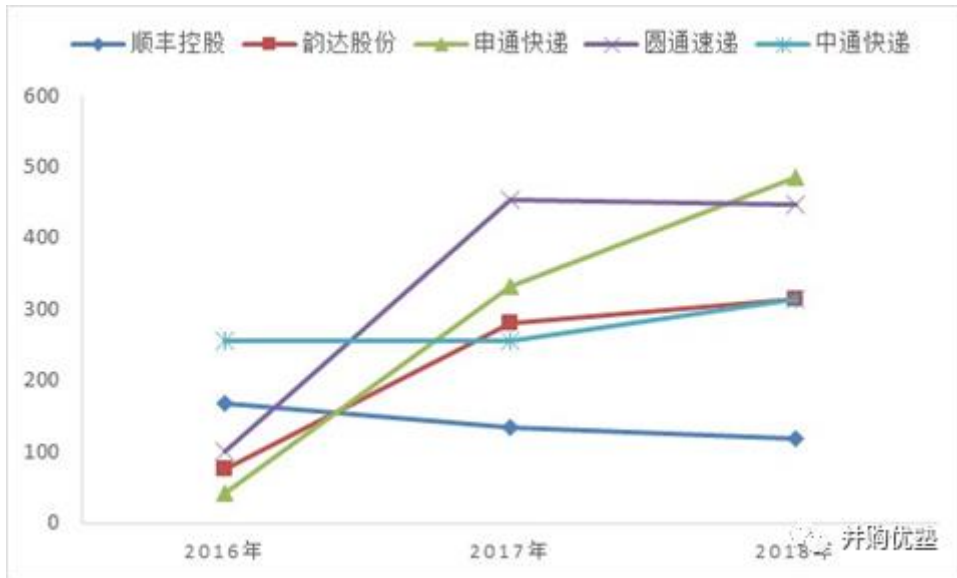


图：同行企业应付款项/成本对比 来源：并购优塾

3) **存货**：顺丰的存货主要为库存材料、库存商品、航材消耗件，还包括一些在建开发产品（指尚未建成、以出售为目的的物业）及低值易耗品等。近一年，其存货占成本的比例为1.14%，占比较小，存货对现金流的拉动效应略有下滑。同时，本案的存货周转率也处于同行低位。由于其比重较小，我们预测其存货占成本的比例保持历史五年均值，为0.97%。



图：存货对现金流的拉动（单位：左：亿元、右：倍）来源：并购优塾



图：同行企业存货周转率对比来源：并购优塾

单位: 亿元人民币 (特殊说明除外)	历史水平 (2014-2018)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	
应收账款/营业收入	历史水平波动左右, 波动不大, 且应收账款周转率高于行业平均水平, 因此保持历史水平, 预测0%	7.57%	8.51%	7.94%	8.18%	8.11%	8.07%	40.96%	40.96%	40.96%	40.96%	40.96%	40.96%	40.96%	40.96%	40.96%	40.96%
预付账款/营业成本	历史5年均值	3.32%	4.01%	3.39%	3.28%	3.51%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%
存货/营业成本	占比很小, 历史5年均值	1.28%	0.70%	0.90%	0.82%	1.14%	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%
其他经营性流动资产/营业收入	波动不大, 历史5年均值	3.04%	3.42%	2.72%	3.21%	4.22%	3.32%	3.32%	3.32%	3.32%	3.32%	3.32%	3.32%	3.32%	3.32%	3.32%	3.32%
应付账款/营业成本	波动较明显, 且呈上升趋势, 历史5年均值	7.38%	8.94%	11.94%	12.77%	11.00%	11.90%	11.90%	11.90%	11.90%	11.90%	11.90%	11.90%	11.90%	11.90%	11.90%	11.90%
预收账款/营业收入	占比很小, 保持历史5年均值	0.41%	0.42%	0.30%	0.52%	0.51%	0.47%	2.77%	2.77%	2.77%	2.77%	2.77%	2.77%	2.77%	2.77%	2.77%	2.77%

图：营运资本预测 来源：并购优塾

研究到这里，估值建模的几个主要变量已经明确。在搞定假设之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。那么，用 Excel 对本案进行估值建模，该如何操作？

— 13 —



极为重要的事 建模，到底如何操作？



在进行建模计算之前，我们总结一下本案的基本面：1) 未来增长方面——短期主要是看其在激烈的竞争中，能否维持量、价不出现明显下滑。期看三年后鄂州机场运营后，能否带来强劲的降本效应，届时我们会密切跟踪新的情况。长期看新业务的发展情况，其供应链的布局 and 整合情况。2) 护城河方面——顺丰的规模布局，智能分拣等技术的研发；以及机队优势和未来机场的加持。3) 竞争格局方面——我国快递企业竞争较为激烈，加盟系快递企业，纷纷效仿顺丰，向中高端快递产品发展；同时圆通也开始拥有自己的机队。但顺丰领先布局的优势、加上收购优质巨头供应链资产、建设机场，未来整合运营完成，其协同效应可见一斑。这可以为其继续提升中高端的品牌效应，以及供应链的能力。这些结构性优势，同行很难短时间赶超。4) 回报方面——2016 年至 2018 年，其剔除现金的 ROIC 分别为 22.2%、15%、10.8%。5) 风险方面——电商件竞争激烈价格战加剧；时效件面临电子签章行业潜在的替代威胁；解禁期临近。近期，2020 年 1 月 23 日，本案将面临限售股解禁，必须重点注意解禁期可能造成的潜在影响。这次解禁 270192 万股，占总股本的 61.2%。此外，2019 年以来，持股 5% 以上股东元禾顺风（减持不超过 3%）、监事（减持不超过 0.4112%）都需要留意。

以海康威视为例，现金流量表预测样图：

海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
(单位为百万元人民币，特殊说明除外)													
	2016.A	2017.A	2018.A	2019.E	2020.E	2021.E	2022.E	2023.E	2024.E	2025.E	2026.E	2027.E	2028.E
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	23,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142
折旧				702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,764	2,966	3,076	3,088
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772
财务费用				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-368	-521
(投资收益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(非经常性或非经营性损益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性营运资金减少【期初-期末】				-2,682	-2,338	-2,700	-2,855	-2,694	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055	-1,585
长期经营性负债增加【期初-期末】				68	77	83	90	95	96	93	85	72	54
经营活动现金流				8,720	12,802	16,855	20,163	23,624	27,254	30,901	34,381	37,485	40,000
投资活动现金流													
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非经常性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(固定资产购置)				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184
(无形资产购置)				-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592
(新增长期待摊费用)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-416	-515	-561	-607	-637	-646	-625	-572	-484	-363
投资活动现金流				-3,938	-4,651	-5,367	-6,137	-6,929	-7,005	-6,880	-6,529	-5,945	-5,139
融资活动现金流													
(偿还期初融资缺口)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(财务费用)				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521
短期借款增加				-4,104	440	479	320	546	553	536	490	415	312
长期借款增加				969	959	968	992	1,022	838	639	422	188	65
(归属于母公司股东的分红)				(-5,608)	(-5,177)	(-4,902)	(-4,891)	(-10,229)	(-11,778)	(-13,387)	(-14,996)	(-16,809)	(-17,823)
(归属于少数股东的分红)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本与资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
融资活动现金流				-8,700	-3,711	-5,396	-7,317	-8,588	-10,284	-12,053	-13,836	-15,537	-17,045
净现金流量				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816
期初货币资金				26,552	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936
新增融资缺口前的期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752
现金分配													
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	4,277	4,676	5,076
融资缺口【融资缺口=所需资金-期末货币资金】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752

在接下来的专业版和科技版报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把**估值建模**、**财务风险**两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

- 1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？
- 2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC和增速对估值的影响有多大？
- 3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？

4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

为好的产品支付合理的价格，是让世界变得更好的方式——大家支付的费用，将有利于我们从全球顶尖大学补充更多的投研精英，也将有利于并购优塾团队从全球范围内，采购更深的行业数据，从而能够不断精进，为大家提供更有干货的研究报告。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版估值报告库”中，敬请留意。

如果您对本案的【估值部分】感兴趣，以及更多其他案例，可扫描下方二维码，获取本案的**估值建模**细节，以及背后可能涉及的**财务风险**。同时，之前因诸多原因无法公开发布的报告，以及重大风险点提示，都将包含其中。

另外，对付费会员，并购优塾的历史研报，以及相关的报告评级等，诸多公众号不具备的功能（包括针对重点公司的**估值建模表格**），都将陆续开放下载。



扫码阅读核心产品一

专业版 | 估值报告库

购买后获取建模表与发票，请添加工作人员微信：ys_dsj

— 14 —



除了这个案例，
你还必须学习这些.....



这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

价值洼地、安全边际，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用10年时间，研究10000家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将**近5年来**关于研究体系的思考历程，**近3年来**的数百家公司研究案例，以及精选的**数百篇**优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。

【免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。