

# 长期主义前瞻布局，逐步收获品牌效应、规模效应、协同效应

## ——顺丰控股首次覆盖报告



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2020年12月31日)	88.23元
目标价格	108.92元
52周最高价/最低价	93.18/36.45元
总股本/流通A股(万股)	455,644/449,031
A股市值(百万元)	355,175
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告发布日期	2021年01月03日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.65	-10.43	-2.10	105.94
相对表现	-2.41	-16.42	-7.37	77.42
沪深300	0.76	5.99	5.27	28.52



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 肖祎

xiaoyi@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860520020001

证券分析师 王凯

wangkai5@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860520090003

### 核心观点

- 公司时效件业务难以颠覆。1) 供给端足够稀缺: 独特高频次运营模式和稳定扁平、紧密链接的直营网络, 造就垄断地位。资产资源壁垒、品牌黏性带来的规模壁垒、直营网络的巨大铺设成本共同构成该业务宽护城河。国际对比, 顺丰时效件是难得的大市场单寡头格局, 收入端享有强定价能力, 成本端有望持续享受规模效应红利。2) 需求空间持续打开: 服务与商品融合度加深, 高端消费线上化和高端制造崛起构成消费类和工业类提升空间, 预计 20-22 年时效件量增速分别为 22.6%/16.6%/17.6%。
- 公司新业务颠覆创新。1) 时效快递与经济快递具备强协同效应: 时效大网助力经济快递越过规模经济瓶颈、节约起量成本; 经济件夯实规模经济底盘、助力时效快递良性循环。2) 快递大网对多元物流具备强赋能效应: 超级品牌加优质客户快速打开新市场, 快递基因加科技赋能模式创新颠覆者。
- 公司供应链业务潜心耕耘于伟大时代前夜。1) 供应链在中国尚处于导入期, 日益崛起的高新产业规模与较低外包比例共同构成可观增长空间。2) 随着顺丰持续丰富产品体系和服务维度, 公司积累了全面的基础物流能力、丰富客户资源、海量数据, 为国内能力最完备供应链企业。
- 作为一家坚守长期主义、坚持前瞻布局的成长期龙头, 公司正逐步收获品牌效应、规模效应、协同效应, 收入增长空间、整体竞争优势、在中国流通体系重要地位均被低估, 迎来难得的战略性地布局机会。

### 财务预测与投资建议

- 我们预计 20/21/22 年净利润分别为 74.4/95.1/123.2 亿元, 对应 EPS 1.63/2.09/2.70 元, PE 为 54.1/42.3/32.6 倍。采用 DCF 估值, 合理股权价值为 4963 亿元, 对应每股价格为 108.92 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 时效件增长大幅放缓; 新业务具有较长试错过程; 宏观经济增长放缓。人工/运输/场地等成本的要素价格大幅提升。

### 公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	90,943	112,193	151,386	194,730	243,216
同比增长(%)	27.9%	23.4%	34.9%	28.6%	24.9%
营业利润(百万元)	5,818	7,409	9,621	12,142	15,749
同比增长(%)	-9.8%	27.3%	29.9%	26.2%	29.7%
归属母公司净利润(百万元)	4,556	5,797	7,436	9,508	12,322
同比增长(%)	-4.5%	27.2%	28.3%	27.9%	29.6%
每股收益(元)	1.00	1.27	1.63	2.09	2.70
毛利率(%)	17.9%	17.4%	16.2%	15.4%	15.2%
净利率(%)	5.0%	5.2%	4.9%	4.9%	5.1%
净资产收益率(%)	13.2%	14.7%	16.4%	18.0%	19.3%
市盈率	88.2	69.4	54.1	42.3	32.6
市净率	11.0	9.5	8.4	7.0	5.7

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

<b>一、历史沿革与股权结构：坚守长期主义、保持独立性的第三方综合物流龙头</b>	
1.1 历史沿革：坚守长期主义，商务件深耕护城河，新业务布局前瞻	7
1.2 股权结构：独立第三方物流快递龙头	9
<b>二、收入结构与行业地位：高端快递市场领导者、多元物流领跑者、一体化供应链服务领航者</b>	
2.1 高端快递市场领导者	11
2.2 多元物流领跑者	13
2.3 一体化供应链服务领航者	15
<b>三、时效网络：需求空间打开，畅享格局红利与规模效应红利</b>	
3.1 需求风口悄然来临：消费类受益于高端消费线上化，工业类中长期有望受益于高端制造崛起	16
3.1.1 时效件过往增长回顾：以文件类为主、跟随宏观经济景气度	16
3.1.2 中期看，时效件消费类占比有望持续提升	17
3.1.3 长期看，时效件工业类占比提升空间较大	19
3.1.4 时效件增速展望	21
3.2 供给端依然稀缺：高频次运营模式+派费直达末端机制	22
3.3 收入端享有强定价能力	23
3.3.1 难得的单寡头格局	23
3.3.2 直接面对终端客户，单笔业务价格低，公司具有较强议价能力	24
3.3.3 靠近利润中心而非成本中心，客户支付溢价意愿度高	25
3.4 成本端有望持续享受规模经济红利	25
3.4.1 参考国际快递行业，快递行业成本端具有显著的规模效应	25
3.4.2 参考国内快递行业，快递行业成本端具有显著的规模效应	27
3.4.3 顺丰时效件盈利能力具备长期提升空间	28
<b>四、时效快递与经济快递的协同：有分有合，做规模经济的朋友</b>	
4.1 来自 UPS 启示：陆运与空运双网协同效应显著，低端业务可以帮助高端业务增强规模经济	29
4.2 时效大网助力经济件越过规模经济瓶颈，节约起网成本	31

4.3 经济件夯实规模经济底盘，助力时效快递进入良性循环 .....	32
<b>五、快递大网对多元物流的赋能：模式创新+品牌扩张，传统物流颠覆者 ....</b>	<b>34</b>
5.1 超级品牌+优质客户，快速打开新市场 .....	35
5.2 快递基因+科技赋能，模式创新颠覆者 .....	36
<b>六、供应链业务：潜心耕耘于伟大时代前夜 .....</b>	<b>38</b>
6.1 一体化供应链服务正处于需求爆发前夜 .....	38
6.2 公司为国内能力最齐全的供应链企业 .....	39
<b>七、公司整体资本开支有望于 21 年后度过高峰期 .....</b>	<b>40</b>
7.1 顺丰当前整体资产充裕程度远高于同行 .....	40
7.2 经济型电商件资本开支影响可控 .....	42
7.3 鄂州机场资本开支影响可控 .....	44
7.4 资本开支高峰期后利润率有望显著提升 .....	45
<b>盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>47</b>
盈利预测 .....	47
绝对估值 .....	49
投资建议 .....	51
<b>风险提示 .....</b>	<b>51</b>
<b>附录一：2018 年 H2 至 2019 年时效件增速波动分析 .....</b>	<b>51</b>

## 图表目录

图 1: 中国上市快递企业全网口径营业收入对比 (2019 年测算值) .....	8
图 2: 顺丰拥有远高于同行的收入支配能力 (2019 年测算值) .....	8
图 3: 中国快递行业发展历程复盘 .....	9
图 4: 顺丰控股与快递同行发展历程对比 .....	9
图 5: 公司股权结构示意图 .....	10
图 6: 顺丰通过丰富产品矩阵提供全方位物流服务 .....	11
图 7: 顺丰收入结构更加多元化, 已经从单一快递公司成长为综合物流平台型公司 .....	11
图 8: 快递企业划分示意图 .....	12
图 9: 快递市场结构划分 .....	13
图 10: 顺丰时效件件量与整体时效件件量增长情况测算 .....	13
图 11: 顺丰控股提供贯穿全程的供应链服务 .....	16
图 12: 公司时效件客户结构测算 (2019 年) .....	17
图 13: 公司时效件品类结构测算 (2019 年) .....	17
图 14: 近 3 年时效件收入增速分季度情况 (亿元) .....	17
图 15: 高品质消费已经成为时效件新的驱动 (2020 年 H1 公司时效件分品类结构变化测算) ..	18
图 16: 网购渗透率近 5 年持续提升 (2015 年至今) .....	18
图 17: 网购渗透率于疫情恢复期稳中有升 (20 年 2-8 月) .....	18
图 18: 奢侈品消费者购买渠道发生变化: 线上渠道和本土消费占比跃升 .....	19
图 19: 奢侈品消费者购买渠道发生变化: 线上购买和线上调研国内线下购买比例大幅提升 .....	19
图 20: 美国快递业的主要客户群 .....	20
图 21: FDX 收入结构测算 (2019 年) .....	20
图 22: UPS 收入结构测算 (2019 年) .....	20
图 23: 顺丰时效件品类结构测算 (2020 年 H1) .....	21
图 24: 顺丰控股如何管理好 32 万快递小哥示意图 .....	23
图 25: 美国时效件市场呈现出单寡头格局 (2019 财年) .....	24
图 26: 中国时效件市场呈现出单寡头格局 (2019 年) .....	24
图 27: 中国时效件市场呈现出单寡头格局 (2019 年) .....	24
图 28: 顺丰月结客户数量规模持续提升 .....	25
图 29: 联邦快递日均包裹/飞机数 (单位: 千件/架) .....	26
图 30: UPS 日均包裹/飞机数 (单位: 千件/架) .....	26
图 31: Fedex 每人日均处理包裹数量 (单位: 千件/人) .....	26
图 32: UPS 每人日均处理包裹数量 (单位: 千件/人) .....	27
图 33: 通达系快递在中转环节具备的规模效应 .....	27

图 34: 通达系快递在运输环节具备的规模效应 .....	28
图 35: 顺丰时效件盈利能力提升展望 .....	29
图 36: 时效快递与电商快递的良性互动示意图 .....	29
图 37: UPS 采用合网运作模式 .....	30
图 38: UPS 分业务毛利率水平 .....	30
图 39: 2019 年顺丰速运物流业务单票成本拆分 .....	31
图 40: 快递大网与多元物流互动示意图: 模式创新+品牌扩张, 传统物流颠覆者 .....	34
图 41: 顺丰快运定义细分场景的服务标准 .....	36
图 42: 电子信息产业制造业:出口交货值(亿元) .....	39
图 43: 高新技术产品进出口额(单位: 亿美元) .....	39
图 44: 2019 年快递公司主要资产净值对比(亿元) .....	40
图 45: 2019 年顺丰的单票土地资产值高于同行(元) .....	41
图 46: 2019 年顺丰的单票房屋建筑资产值高于同行(元) .....	41
图 47: 2019 年顺丰的单票机器设备资产值高于同行(元) .....	41
图 48: 2019 年顺丰的单票运输设备资产值高于同行(元) .....	41
图 49: 2019 年顺丰的单票电子及办公设备资产值高于同行(元) .....	41
图 50: 顺丰不同类型资本开支占收入比例 .....	45
图 51: 顺丰运营性资本开支占收入比呈下降趋势 .....	46
图 52: UPS 资本开支历程回顾(1980-2016 年) .....	46
图 53: 1995-2017 年 UPS 资本开支放缓带来扣非利润加快增长(十亿美元) .....	47
图 54: 2019 年顺丰时效板块产品体系的优化示意图 .....	52
表 1: 物流公司创始人与电商平台持股比例 .....	10
表 2: 顺丰快运业务的收入、货量已经处于行业领先地位 .....	14
表 3: 顺丰冷链业务的收入已经处于行业领先地位 .....	14
表 4: 顺丰同城业务业务量已经领先于闪送, 在独立第三方中处于领先地位 .....	15
表 5: 近 6 年时效件收入增速与 GDP 增速高度相关 .....	16
表 6: 20-22 年时效件增速测算 .....	21
表 7: 顺丰时效件净利率高于通达系电商件(全口径测算) .....	23
表 8: 顺丰单票成本分季度变化情况测算 .....	28
表 9: 百世融资情况合计 .....	31
表 10: 经济快递与时效快递的协同性示意图 .....	32
表 11: 地面业务的规模底盘有望大幅增强 .....	33
表 12: 地面业务有望在成本持平前提下处理业务量提升(件) .....	34
表 13: 顺丰多元物流新业务所合作的品牌客户代表 .....	35
表 14: 顺丰冷链革命性解决生鲜电商物流“第一公里”痛点 .....	37

表 15: 多元物流新业务（快运、冷链、同城、国际）与快递大网的运营协同 .....	37
表 16: 供应链企业的所涉及供应链环节对比 .....	39
表 17: 顺丰单票快递对应的各类资产系数（2013-2019 年） .....	42
表 18: 顺丰经济型电商件对应的增量资本开支上限测算（2020-2022 年） .....	42
表 19: 顺丰经济型电商件对应的增量资本开支上限测算（2020-2022 年） .....	43
表 20: 顺丰经济型电商件对应的增量资本开支分环节测算（2020-2022 年） .....	43
表 21: 湖北国际物流核心枢纽项目构成与资金构成 .....	44
表 22: 并表部分对应的年化折旧摊销成本测算 .....	45
表 23: 顺丰控股盈利分拆表 .....	48
表 24: 顺丰速运物流与供应链拆分详细（亿元） .....	48
表 25: 顺丰 DCF 估值系数 .....	49
表 26: 顺丰速运 DCF 估值价格 .....	50
表 27: 顺丰控股目标价敏感分析表 .....	50

## 写在前面的话

顺丰控股拥有综合物流服务商的远大理想和抱负，经过数十年发展，公司已经成为国内高端快递市场垄断者、多元物流领跑者、供应链服务领航者，从单一快递公司成长为综合物流平台型公司。

顺丰具有丰富产品条线和服务维度，同时覆盖各行业优质客户群体，作为一个兼顾 C 端和 B 端的超级品牌和综合物流龙头，投资者对顺丰的理解千人千面。本篇报告，我们从过往复盘、当前路径、前行愿景等三方面分析了顺丰的特点。

1、复盘来看，公司特点是坚持长期主义前瞻布局、注重客户口碑社会价值、引领物流服务时代标杆。

2、当前路径，我们概括为两点：传统业务难以颠覆、新业务颠覆创新。

公司时效件业务难以颠覆。1) 供给端足够稀缺：独特高频次运营模式和稳定扁平、紧密链接的直营网络，造就垄断地位。资产资源壁垒、品牌黏性带来的规模壁垒、直营网络的巨大铺设成本共同构成该业务宽护城河。国际对比，顺丰时效件是难得的大市场单寡头格局，收入端享有强定价能力，成本端有望持续享受规模效应红利。2) 需求空间持续打开：服务与商品融合度加深，高端消费线上化和高端制造崛起构成消费类和工业类提升空间，预计 20-22 年时效件量增速分别为 22.6%/16.6%/17.6%。

公司新业务颠覆创新。1) 时效快递与经济快递具备强协同效应：时效大网助力经济快递越过规模经济瓶颈、节约起量成本；经济件夯实规模经济底盘、助力时效快递良性循环。2) 快递大网对多元物流具备强赋能效应：超级品牌加优质客户快速打开新市场，快递基因加科技赋能模式创新颠覆者。

3、前行愿景，公司供应链业务正潜心耕耘于伟大时代前夜。1) 随着顺丰持续丰富产品体系和服务维度，公司积累了全面的基础物流能力、丰富客户资源、海量数据，为国内能力最完备供应链企业。

2) 供应链在中国尚处于导入期，日益崛起的高新产业规模与较低外包比例共同构成可观增长空间。

作为一家坚守长期主义、坚持前瞻布局的成长期龙头，公司正逐步收获品牌效应、规模效应、协同效应，公司收入成长空间、整体竞争优势、在中国流通体系的重要地位均被低估，迎来难得的战略布局机会。

## 一、历史沿革与股权结构：坚守长期主义、保持独立性的第三方综合物流龙头

### 1.1 历史沿革：坚守长期主义，商务件深耕护城河，新业务布局前瞻

1993 年，顺丰速运和申通快递分别诞生于珠三角、长三角，分别从事深港、沪杭之间的报关急件业务，是中国最早一批成立的民营快递企业代表。

相比 90 年代商务件黄金时代同期成立的快递企业（申通快递、宅急便）和 2000 年前后电商件黄金时代成立的通达系快递，顺丰选择了一条差异化赛道并坚定前瞻投入，取得了显著的发展成就。



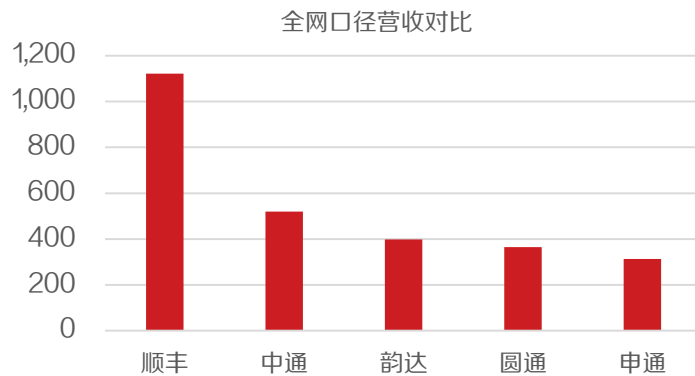
2003-2013 年长达 10 年时间,顺丰深耕时效件产品,持续打造高频次高时效运营模式和稳定扁平、紧密连接的直营网络,造就了公司在高端件市场的垄断地位。资产资源壁垒、品牌黏性带来的规模壁垒、直营网络的巨大铺设成本共同构成该业务宽护城河。

2014-2019 年,在充沛可支配收入和现金流支撑下,公司步步为营,围绕快递大网底盘(渠道、资产、资源、研发)、多元物流新业务、物流生态圈 3 个层面坚定前瞻布局。

截止 2019 年,中国上市快递企业中,以全网口径计,顺丰实现了 1122 亿元营收,占快递行业收入的 15%。得益于直营体系的全链条收入获取能力,公司拥有远高于同行的收入分配能力。截止 2020 年 6 月底,顺丰积累和服务了 147 万月结客户和 2.8 亿散单客户,通过全面的产品矩阵覆盖了线上线下零售业、制造业、商务服务业等多行业和个人消费者,通过高品质、直营、全方位的服务能力与客户积累了具有黏性和健康的互动关系。

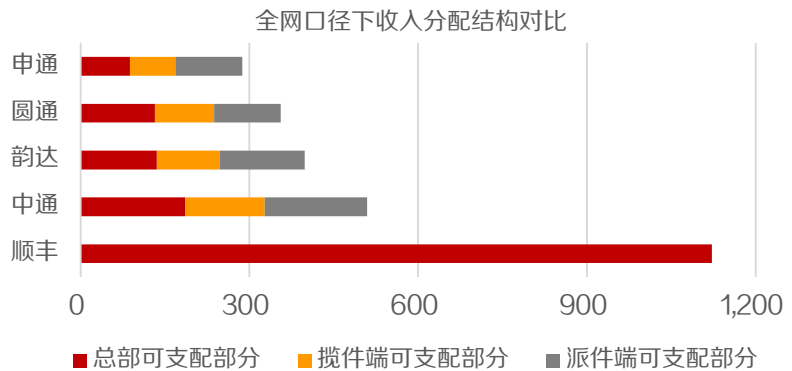
经过数十年发展,公司已经成为国内高端快递市场垄断者、多元物流领跑者、供应链服务领航者,从单一快递公司成长为综合物流平台型公司。复盘公司的发展历程和战略路径,我们总结公司特点是坚持长期主义前瞻布局、注重客户口碑和社会价值、引领数智物流服务标杆。

图 1: 中国上市快递企业全网口径营业收入对比 (2019 年测算值)



数据来源: 公司财报, 东方证券研究所, 通达系快递的全网口径营业收入依据总部单票收入、业务量、终端均价/总部单票收入调整系数等测算; 单位: 亿元

图 2: 顺丰拥有远高于同行的收入支配能力 (2019 年测算值)



数据来源: 公司财报、东方证券研究所; 单位: 亿元



**图 3：中国快递行业发展历程复盘**

■ 商务件黄金时代1993年-2003年 ■ 电商件黄金时代2003年-2013年 ■ 龙头崛起阶段：2009-2017年 ■ 龙头竞争阶段：2017-2019年 ■ 寡头竞争阶段：2020年至今

背景：	背景：	背景：	背景：	背景：
<p><b>中国进出口贸易快速增长，</b>邮政企业已经无法满足外贸行业需求。</p> <p>民营快递企业迅速崛起，迎接商务件黄金时代。1993年，顺丰速运和申通快递分别诞生于珠三角、长三角，从事深港、沪杭之间报关急件业务。</p>	<p><b>淘宝网成立，标志电商件业态开启，</b>电商GMV爆发式增长，件量主导逐渐从商务件转变为电商件。</p> <p>二通一达分别于2000年前后成立，先后开启与淘宝网的合作。通达系快递逐渐演变为电商快递市场领导者，收获了件量。</p> <p>顺丰坚守高端赛道，收获了利润和口碑。</p>	<p><b>《新邮政法》颁布，民营快递获得合法身份，</b>资本市场对快递公司投资热情高涨。</p> <p>资本助力、需求高增、产品分层、管理分化构成了龙头崛起要素。</p> <p>顺丰在商务件市场，通过前瞻投入和品牌建设，建立垄断地位；通达系在电商件市场，面临产能与效率挑战，开启收大加盟商、干线直营化、加大资本开支序幕。</p>	<p><b>一线快递均登陆资本市场。</b></p> <p>通达系快递：电商件份额向一线快递即通达系集中，三四线快递退出市场；</p> <p>顺丰：从商务快递龙头迈向多元物流服务商，时效件利润支撑新业务收入扩张，快运、冷链分别成为细分领域第一名。</p>	<p><b>电商平台多元化、消费升级和高新产业升级趋势开启。</b></p> <p>通达系快递：电商件份额向通达系头部集中，尾部逐步掉队，五进三进程开启，头部快递以获取份额为重中之重；</p> <p>顺丰：时效件收割利润，并在利润支撑下扩张电商件份额，多元物流业务持续增长，一体化综合物流服务商初现雏形。</p>

数据来源：国家邮政局、上市公司重组修改稿、《快递中国》、东方证券研究所整理

**图 4：顺丰控股与快递同行发展历程对比**

顺丰：贯穿不变的是坚守长期主义、坚持前瞻布局				
顺丰控股	<p>■ 成立、起网、收直营</p> <p>1993年成立于珠三角从事深港报关急件</p> <p>1996年走出华南，进入华东、华中、华北正式成立</p> <p>2002年开启收权，加盟改造总部</p>	<p>■ 航空件、自动化设备、科技</p> <p>2003年国内第一家使用全货运输快递的民营企业</p> <p>2003年国内首家为员工配备巴枪的快递企业</p> <p>2009年首家成立科技公司的民营企业</p>	<p>■ 多元物流、上市、枢纽机场、综合物流、重返电商件</p> <p>2014年顺丰拓展重货、冷链、国际等业务</p> <p>2017年借壳上市</p> <p>2018年鄂州机场通航审批，航空货运网络</p> <p>2019年收购DHL大中华区供应链业务，供应链板块单独披露</p> <p>2019年推出电商件分层产品，快速起量</p>	<p>■ 中通快递：加盟制度优化、运营效率提升铸就四连冠</p> <p>背景：行业进入后红利时代，总部对干线转运收直营，大力资本开支和精细化管理提升总部运营效率；通过网络扁平化和同建共享机制，激发网点经营活力，自2016年起四年冠。</p>
	<p>■ 申通快递：网络效应，率先成网构第十年王者</p> <p>商务件需求高增长，民营快递从无到有，布点建网成为公司发展逻辑，申通首创加盟制低成本快速扩张，占据业务先机；</p> <p>率先收直营，不为加盟制低成本扩张所动</p> <p>为商务件龙头崛起奠定基础</p>	<p>■ 圆通速递：规模效应，互联网打法快速上位</p> <p>背景：电商件市场风口来临，圆通晚申通七年成立，率先绑定淘宝，采用激进价格战，充分运用巨大单量的天然规模效应，实现份额提升，2015年超越申通位居第一。</p> <p>深耕高端赛道，不轻易追逐风口</p> <p>奠定商务件市场垄断地位，为新领域扩张奠定基础</p>	<p>■ 中通快递：加盟制度优化、运营效率提升铸就四连冠</p> <p>背景：行业进入后红利时代，总部对干线转运收直营，大力资本开支和精细化管理提升总部运营效率；通过网络扁平化和同建共享机制，激发网点经营活力，自2016年起四年冠。</p> <p>坚定前瞻布局，不急于短期变现</p> <p>在伟大时代前夜，为承接消费升级和高新产业崛起做好准备</p>	

数据来源：国家邮政局、上市公司重组修改稿、《快递中国》、东方证券研究所

## 1.2 股权结构：独立第三方物流快递龙头

作为民营快递龙头，公司和国内其他上市快递公司、以及未上市物流龙头相比，股权结构有 3 个特点：

### 1) 创始人持股比例较高，确保对公司掌控力强、战略延续性强；

顺丰创始人王卫先生，通过明德控股持有公司 61.21% 股权，为公司实际控制人，该持股比例高于韵达，远高于其他上市快递公司，保证了创始人对公司有绝对掌控权，也表明了创始人对公司股权较为惜售的态度。管理层及重要员工通过员工持股平台顺达丰润持有公司合计 5.08% 股权。

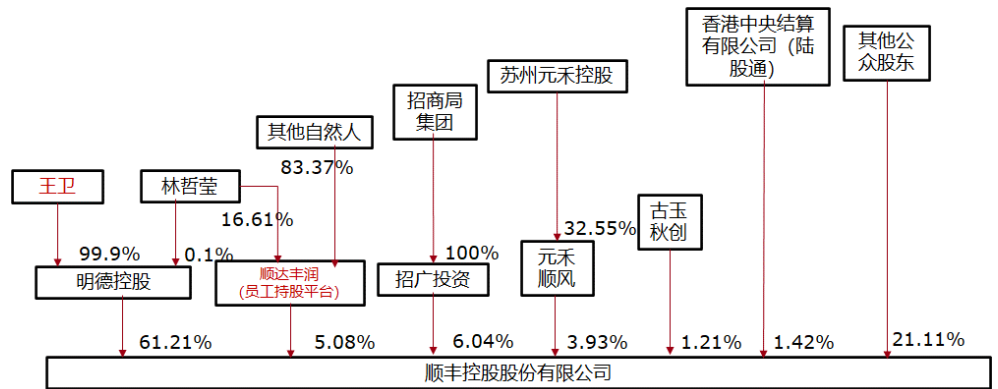
### 2) 无大型电商平台控股或参股，确保了公司独立第三方姿态；

公司股权结构相对独立，反映了公司更加健康、均衡的体量结构。最为清晰的独立第三方身份，一方面有助于公司与更广泛的客户群体建立合作，一方面有助于公司加深与客户合作程度、加强物流与商流的融合。

### 3) 上市前引入的战略投资者为招商局集团等国企，有助于战略性物流资源的协同使用。

综合交通是招商局集团的三大核心产业之一。从交通运输业起步的 140 年来，招商局持续在港口、码头、仓储、运输等领域的投资经营，逐步形成了发展现代物流业的丰富资源，是物流行业的隐形航母，旗下招商国际港口业务全球领先、中国第一，招商公路是目前中国经营性收费公路企业中投资范围最广、参股上市公司最多的公路投资经营企业，招商轮船是中国最大的能源运输船队，规模位列世界第四位。

图 5：公司股权结构示意图



数据来源：公司 2020 年一季报、东方证券研究所整理

表 1：物流公司创始人与电商平台持股比例

公司	创始人持股比例	电商平台持股比例	持股说明
顺丰	61.1%	0.0%	
京东物流	未披露	81.4% (京东集团)	
百世	11.1%	33.0% (阿里)	阿里对其表决权 46%
申通	37.4%	25.0% (阿里)	阿里对申通剩余 21% 优先购股权尚未行权
圆通	41.2%	22.5% (阿里)	
中通	26.7%	8.7% (阿里)	阿里对其表决权 2.6%
韵达	55.5%	2.0% (阿里)	

数据来源：Wind、东方证券研究所。备注：创始人包括夫妻、兄妹等；阿里包括阿里巴巴、菜鸟网络。

## 二、收入结构与行业地位：高端快递市场领导者、多元物流领跑者、一体化供应链服务领航者

经过数十年发展，公司已经成为国内高端快递市场垄断者、多元物流领跑者、供应链服务领航者，从单一快递公司成长为综合物流平台型公司。

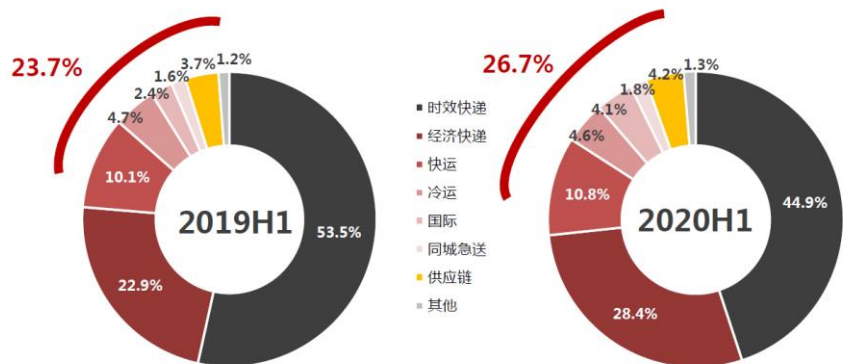
图 6：顺丰通过丰富产品矩阵提供全方位物流服务



数据来源：公司推介材料，东方证券研究所

从收入结构来看，公司收入来源从 2016 年至今发生了较大变化，时效快递收入占比从 2016 年 H1 的 71%下降至今年的 44.9%，经济快递收入占比从 20%提升至 28.4%，多元物流业务占比从 7%提升至 21.3%，供应链业务从无到有成长为数十亿体量。

图 7：顺丰收入结构更加多元化，已经从单一快递公司成长为综合物流平台型公司



数据来源：公司推介材料，东方证券研究所

### 2.1 高端快递市场领导者

快递企业分类，根据对组织模式、路由模式、产品价格带的理解，有三种划分方式：直营与加盟，网络快递、仓干配、即时配送，中高端与低端。

1) 组织模式：根据对终端收入确认权及相应的揽、派两端组织模式，可以划分为直营制、加盟制。目前除顺丰、德邦、EMS、宅急送等为直营制快递外，其他快递公司均为加盟制。客户属性：根据客户属性，可以划分为以中低端电商件为主的电商快递，以时效件为主的商务快递。通达系为电商快递龙头，顺丰为商务快递龙头。

2) 路由模式：根据路由不同，可以划分为网络快递模式（通达系、顺丰）、仓干配模式（京东物流）、即时配送模式（达达、闪送、蜂鸟配送）。仓干配是单向路由、即时配送是点对点路由，狭义来讲，不能被认定为快递。（京东物流拓展了一些仓配模式以外的快递业务）。

3) 产品价格带：消费者对快递的需求集中在时效和价格两个方面，二者难以兼得，形成了 2 种网络，时效网络和低端电商件网络，前者通过高频次运营模式提升时效，后者通过集货运营模式提高产能利用率，过去分别自我强化，快递行业也因此按价格带分化为低端和高端两大细分市场，其中高端市场和低端市场分别占据行业接近 20%、80% 件量份额，中端地带目前几乎为空白市场。

图 8：快递企业划分示意图



数据来源：公司官网，东方证券研究所

我们重点根据第三种划分方式分析顺丰快递业务的市场地位。

消费者对快递的需求集中在品质和价格两个维度。这二者难以兼得，快递行业也因此按价格高低分化为高端和低端两大细分市场，中端地带目前几乎为空白市场。

高端市场：根据客户属性，主要划分为商务件、高价电商件、高端散客件、电商退货；

低端市场：根据客户属性，主要划分为低价电商件、散客件。

静态来看，前者货量约占行业 20%，后者约占行业 80%，因前者单票收入高于后者，我们预计前者收入占比远高于货量占比。

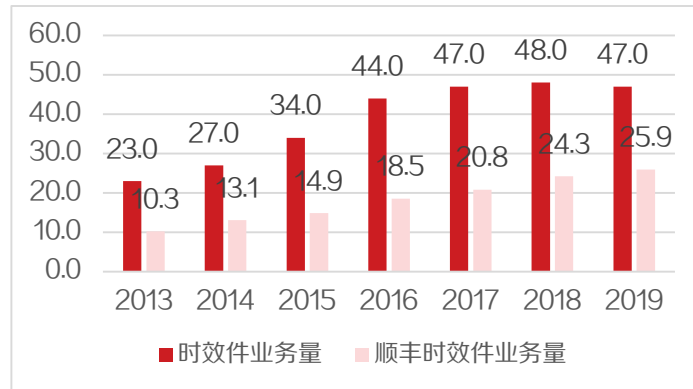
图 9：快递市场结构划分

	商务件(政务件)	电商件 (类电商件、电商退件)	个人件
高端	普通商务件 政务件 SF EXPRESS 顺丰速运 中国邮政 韵达速递	高端电商件 SF EXPRESS 顺丰速运 京东物流	高中低 SF EXPRESS 顺丰速运 京东物流
中端		顺丰特惠件、菜鸟电商退件 SF EXPRESS 顺丰速运 菜鸟裹裹 韵达速递	
低端		低端电商件 中通快递 韵达·* YTO 圆通速递 STO 申通快递 德邦物流	

数据来源：市场规模测算数据来自国家邮政局、快递 Wind、阿里巴巴年报、拼多多年报、公众号《物流一图》等，东方证券研究所整理（单位：亿元/年）

顺丰在高端市场占据垄断地位。根据我们测算，顺丰时效件产品近 5 年在时效件市场份额持续提升，从 2015 年 44% 持续提升至 2019 年 55.2%，收入占比更高，接近 75%。

图 10：顺丰时效件件量与整体时效件件量增长情况测算



数据来源：国家邮政局、Wind、阿里巴巴年报、拼多多年报、公众号《物流一图》等，东方证券研究所整理（单位：亿件/年）

## 2.2 多元物流领跑者

公司以快运、冷链为代表的新业务逐步进入发展中期，一方面网络逐步成型，逐步度过投入高峰期；一方面各自进入细分领域营收第一名，展现了时效大网强大的赋能基因和对新业务较快学习能力：

1) 快运业务 2019 年实现收入 127 亿元，同比增长 57.2%。根据运联传媒统计，快运业务营收规模排名已经居行业首位，从成立到营收规模排名第一公司只花了 4 年时间。

2) 冷运业务 2019 年实现收入 51 亿元，同比增长 20%。根据中国冷链物流协会冷运业务营收规模排名，近 2 年公司均居行业首位。公司冷链业务覆盖生鲜（初级农产品）、食品（加工食品）、

医药等三个领域，兼顾 C 端和 B 端，可以享受线上生鲜电商红利和线下茶饮轻食为代表的“新餐饮”增长红利，增长明显快于传统 B 端冷链物流企业。

3) 国际板块 2019 年实现收入 28 亿元，同比增长 8%。截止 2020 年 6 月底，公司自营全货机 59 架，执行航线 82 条、总航权时刻 215 对，国际标快/国际特惠业务覆盖海外 71 个国家，国际小包业务覆盖全球 225 个国家/地区。借助国际业务的运力保障优势，叠加清关能力、国内业务的揽派执行能力，公司国际业务规模在国内快递企业中处于领先水平，仅次于中国邮政。

4) 同城急送 2019 年实现收入 20 亿元，同比增长 96.1%。截止 2020 年 6 月，顺丰同城日均订单量达 200 万单，已经高于闪送平台的最新单量日均 60 万单，剔除美团系、阿里系、京东系配送公司后，顺丰同城业务在独立第三方配送公司中业务量领先，以打造“优质、高效、全场景”的第三方即时物流平台为使命，既能服务头部品牌客户的定制化、集中化需求，助力商家快速实现规模化经营，也能满足中小企业客户和个人消费者的标准化、离散化需求。

**表 2：顺丰快运业务的收入、货量已经处于行业领先地位**

公司	2019 年收入 (亿元)	2018 年收入 (亿元)	2019 年货运量 (万吨)	2018 年货运量 (万吨)
顺丰快运	125	82	591	
德邦快递	114	126	459	496
安能物流	89	67	920	733
壹米滴答	76	39	1015	900
百世快运	55	41	698	543
三志物流	42	30	710	485
跨越速运	40	52		
德坤物流	27	16		
盛丰物流	26	25	550	360
中通快运	24	16	465	

数据来源：运联传媒、东方证券研究所

**表 3：顺丰冷链业务的收入已经处于行业领先地位**

公司	2019 年收入 (亿元)	物流能力对比
顺丰速运有限公司	51	时效网络、全环节能力，打通第一公里到最后一公里
京东物流		仓干配模式，无揽收网络
希杰荣庆物流供应链有限公司		B 端物流，专线+仓储，无揽收与派送网络
新夏晖		B 端物流，专线+仓储，无揽收与派送网络
上海郑明现代物流有限公司		B 端物流，专线+仓储，无揽收与派送网络
上海光明领鲜物流有限公司		B 端物流，专线+仓储，无揽收与派送网络
江苏卫岗供应链管理集团有限公司		B 端物流，专线+仓储，无揽收与派送网络



济南维尔康实业集团有限公司		B 端物流，专线+仓储，无揽收与派送网络
漯河双汇物流投资有限公司		B 端物流，专线+仓储，无揽收与派送网络
江苏苏宁物流有限公司		仓干配模式，无揽收网络

数据来源：中国冷链物流协会、东方证券研究所

**表 4：顺丰同城业务业务量已经领先于闪送，在独立第三方中处于领先地位**

公司	2019 年日均单量 (万单)	2020 年 Q2 日均单量 (万单)	身份
美团配送	2082	Q2 2450	美团旗下
点我达、蜂鸟配送	1050		阿里系
达达配送	206	254	京东系
顺丰同城	12 月峰值 100	6 月峰值 200	独立第三方
闪送		8 月接近 60	独立第三方

数据来源：公司公告、中国产业信息网、蓝鲸财经、东方证券研究所

## 2.3 一体化供应链服务领航者

顺丰供应链板块 2019 年实现收入 49 亿元，发展迅速。今年上半年保持 60% 收入增速，预计明年有望达到百亿体量，具有行业标志性意义，意味着公司正在突破过往轻资产供应链公司难以长大的瓶颈。

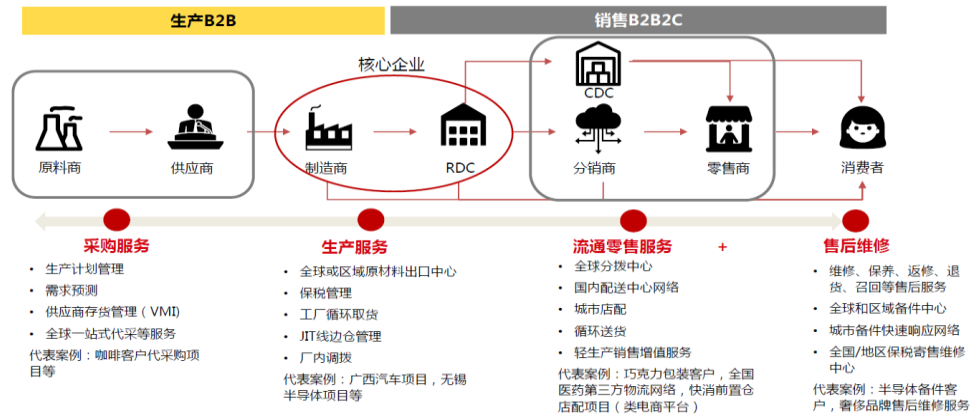
（备注：关于供应链业务的收入排名，因为收入确认口径不一致，有按照货值确认收入，也有按照服务费确认收入，两者缺乏可比性。）

从服务能力对比看，供应链企业中，顺丰具备稀缺性：顺丰既涉及分销零售环节，也涉及采购生产环节，具备贯穿全部流程的供应链服务能力（详见下表列示）。

供应链服务企业的功能为：设计供应链方案、执行供应链方案、助力优化供应链。根据供应链环节，可以将对应的供应链服务分为采购物流、生产物流、成品物流及逆向物流等环节。

供应链全流程高效周转要求下，供应链管理者要尽可能了解客户及其上游供应商、工厂、下游分销商等上下游全部业务链条的每个环节、每个经营主体的流程、运营等程序。具备全流程运营能力的供应链服务商，有望更好的对多个环节信息共享，更好的匹配信息流、商流、物流，实现不同业务环节的协同集成管理和相互带动。



**图 11：顺丰控股提供贯穿全程的供应链服务**


数据来源：顺丰控股 2019 年度投资者分享会、东方证券研究所

### 三、时效网络：需求空间打开，畅享格局红利与规模效应红利

#### 3.1 需求风口悄然来临：消费类受益于高端消费线上化，工业类中长期有望受益于高端制造崛起

公司时效网络需求空间正在打开，时效件中消费类和工业类均有较大提升空间。

当期看，需求正在从运输传统商务件转向承接高品质消费线上化需求。从细分品类来看，文件类受电子化影响增速有所放缓，高端电商件受益于高品质消费线上化趋势增长加快。

中长期看，随着高新制造业崛起和鄂州机场投产，时效网络也有望承接高新产业崛起后带来的精密仪器、零部件、生物医药制品等货物寄递需求。尽管需求爆发的时间点事前难以预测，但供给端极度稀缺，需求产生后，预计可明确落到时效网络中。

##### 3.1.1 时效件过往增长回顾：以文件类为主、跟随宏观经济景气度

过往时效件增速的经验值约为 GDP 的 2-3 倍区间，主要因月结客户的商务文件需求与宏观经济景气度相关。（2018 年 H2 至 2019 年时效件增速波动分析见附录）

**表 5：近 6 年时效件收入增速与 GDP 增速高度相关**

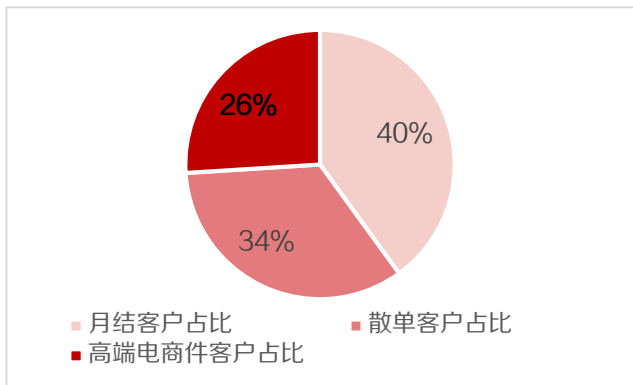
	时效业务收入（亿元）	时效件收入增速	GDP 增速	系数
2013	239.4		7.8%	
2014	297.0	24.1%	7.3%	3.3
2015	337.9	13.8%	6.9%	2.0
2016	397.0	17.5%	6.7%	2.6
2017	466.8	17.6%	6.8%	2.6
2018	533.6	14.3%	6.5%	2.2
2019	565.2	5.9%	6.1%	1.0

数据来源：Wind、东方证券研究所

根据我们测算，公司时效件过往客户结构以月结为主，品类结构以文件类为主：

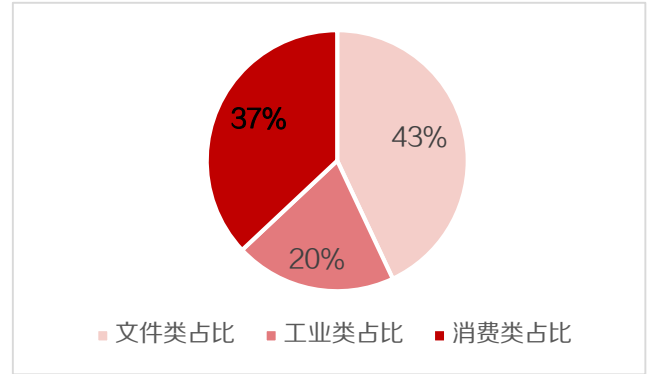
- 1) 客户结构：我们测算月结客户件量占比接近 35-40%区间、散单客户件量占比接近三分之一、高端电商件量占比接近 25-30%。
- 2) 品类结构：我们测算文件类件量占比接近 34%、工业类件量占比接近 20%、消费类件量占比接近 37%。（非电商客户件量占比合计约 65-70%，假设其中三分之一为消费品类，高端电商件全部为消费品类，消费品类件量合计为 35-40%）。

图 12：公司时效件客户结构测算（2019 年）



数据来源：Wind、东方证券研究所测算

图 13：公司时效件品类结构测算（2019 年）

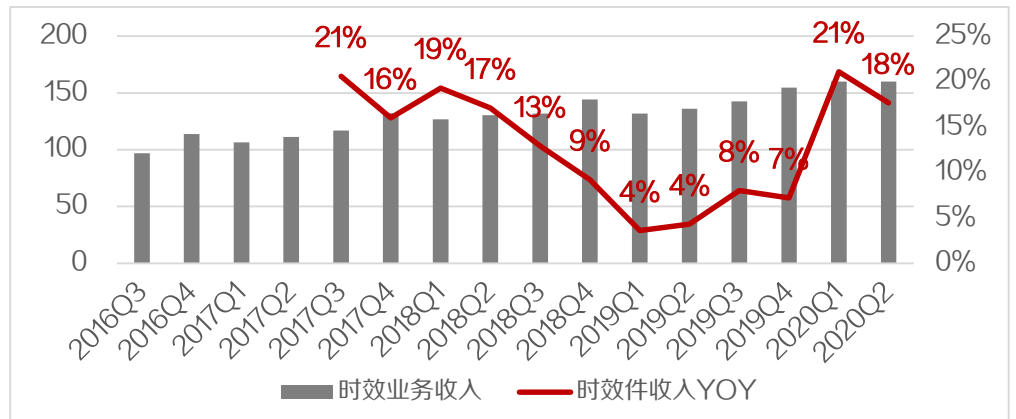


数据来源：Wind、东方证券研究所测算

### 3.1.2 中期看，时效件消费类占比有望持续提升

2020 年 H1，公司时效件收入增速达到 19.4%，其中 Q1、Q2 分别为 21%、18%。特别是 Q2 以来国内疫情对运输直接影响已经基本消退，表明时效件在疫情后的新常态下重回高增长。

图 14：近 3 年时效件收入增速分季度情况（亿元）

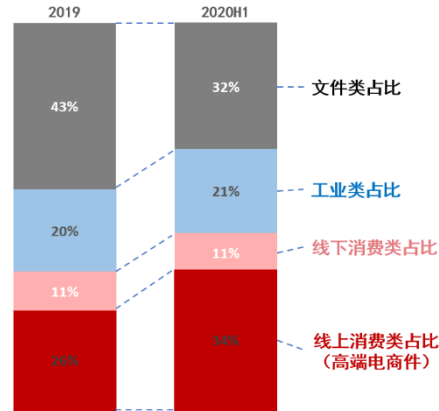


数据来源：公司业绩交流会、东方证券研究所

根据我们测算，2020年H1公司时效件以消费类为主，高品质消费已经成为时效件新的驱动：

- 1) 客户结构：我们测算月结客户件量占比下降至 30-35%区间、散单客户件量占比几乎持平接近三分之一、高端电商件量占比从 25-30%区间提升至接近 30-35%。
- 2) 品类结构：我们测算文件类件量占比下降至 30-35%区间、工业类件量占比基本持平、包括全部高端电商件和其他月结消费类件量占比接近 45-50%区间，预计消费类同比提升接近 10 个 pct。消费类增速区间约 13-18%。

图 15：高品质消费已经成为时效件新的驱动（2020年H1公司时效件分品类结构变化测算）

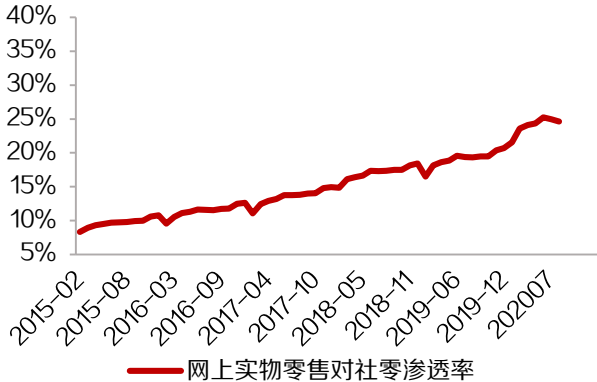


数据来源：Wind、东方证券研究所测算

时效件消费类占比提升，受益于社零整体加快向线上转移的趋势，以及高品质消费品（高货值及高毛利百货类商品、高时效速求生鲜商品）加快线上化趋势，同时这部分品类均对高品质快递服务有着较为刚性的需求。

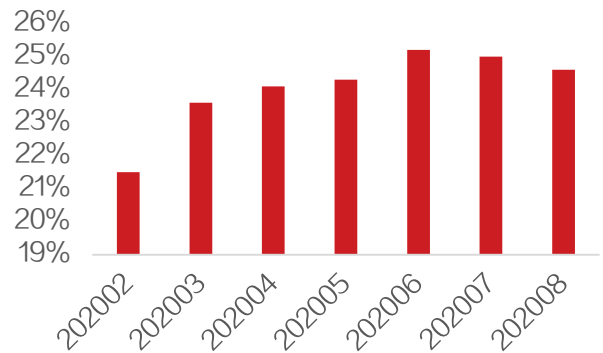
这部分品类的线上化转移不仅因疫情短期内带来爆发性的流量，更有其必然性，即电商渠道本身在资源配置、流通模式、效率与成本等方面的优势，奢侈品电商卖家在数字化建设上持续的投入、生鲜电商卖家对生鲜供应链的持续优化，消费者对线上渠道的信任与粘性持续增强。

图 16：网购渗透率近 5 年持续提升（2015 年至今）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 17：网购渗透率于疫情恢复期稳中有升（20 年 2-8 月）

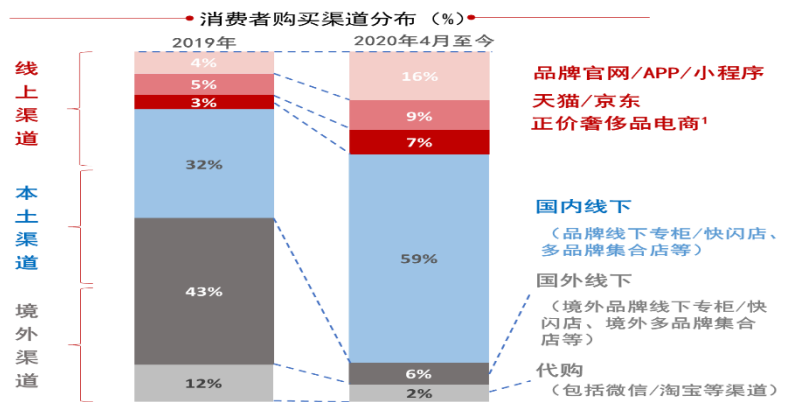


数据来源：Wind、东方证券研究所

疫情对中高端商品的渠道重塑、消费者线上化习惯培育、品牌卖家的线上渠道建设影响深远。

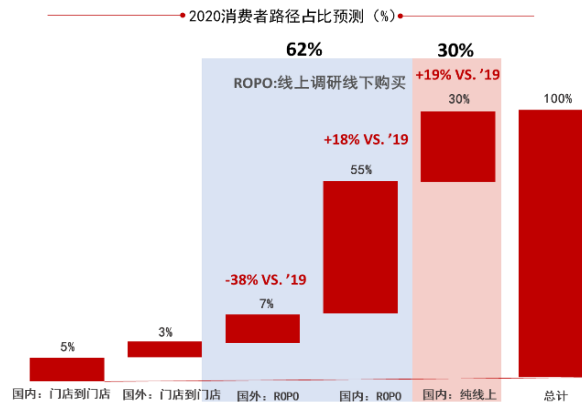
根据 TMI 腾讯营销洞察与 BCG 合作发布的《2020 中国奢侈品消费者数字行为洞察报告》，报告显示，疫情至今奢侈品消费者购买渠道发生变化，线上渠道和本土消费占比跃升。一方面，纯线上闭环占比从 12% 上升到 33%；一方面，与线上相关的 ROPO（线上调研线下购买）占比达 62%，其中线上调研国内线下购买占比同比提升了 18pct，消费者购买路径也发生了深刻变化，这部分线上调研线下购买占比提升也为未来转为线上消费提供了空间。奢侈品牌过去两三年间在中国市场毫不吝啬的数字化建设，在疫情中彻底重塑了消费者习惯和市场规则，这部分国内线下的购买路径为线上比例进一步提升奠定了基础。

图 18：奢侈品消费者购买渠道发生变化：线上渠道和本土消费占比跃升



数据来源：TMI 腾讯营销洞察与 BCG 合作发布的《2020 中国奢侈品消费者数字行为洞察报告》、东方证券研究所

图 19：奢侈品消费者购买渠道发生变化：线上购买和线上调研国内线下购买比例大幅提升



数据来源：TMI 腾讯营销洞察与 BCG 合作发布的《2020 中国奢侈品消费者数字行为洞察报告》、东方证券研究所

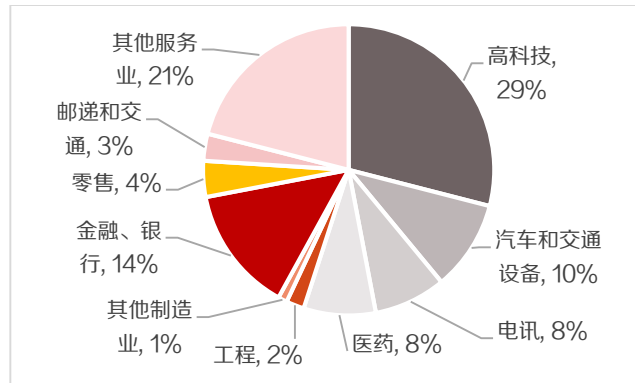
### 3.1.3 长期看，时效件工业类占比提升空间较大

参考美国快递业主要客户群体，与高新产业相关的需求支撑了快递业接近三分之一至一半的需求。

根据 Economics Research 2004 年对美国快递业的主要客户群收入贡献划分，高端制造业占比高达 58%（包括高科技、汽车和交通设备、电讯、医药、工程、其他制造业等），服务业占比约 42%（金融银行、零售、邮递和交通、其他服务业）。

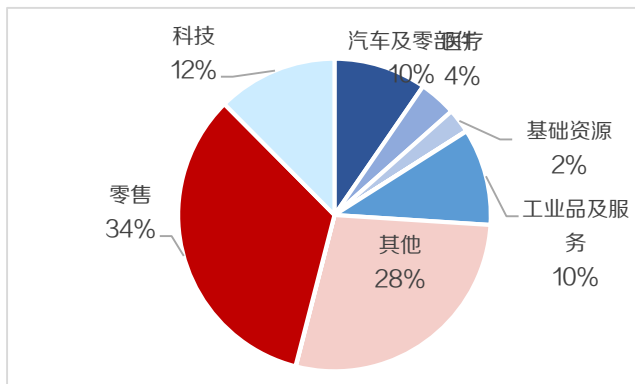
随着近年美国电商业兴起，零售业占比有所提升，但高新产业相关占比仍然占比三分之一比重。参考 Bloomberg 2019 年测算，2019 年 FDX 的高新产业相关收入占比高达 38%（科技 12%、工业品及服务 10%、汽车及零部件 10%、医疗 4%、基础资源 2%），2019 年 UPS 的工业品及服务相关收入占比达 32%。

图 20：美国快递业的主要客户群



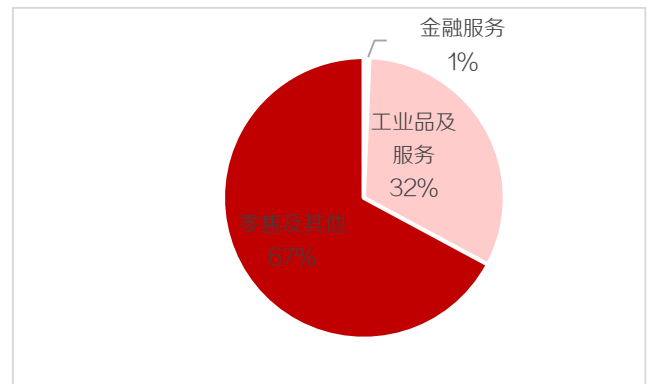
数据来源：Economics Research 2004 年、东方证券研究所（根据收入划分）

图 21：FDX 收入结构测算（2019 年）



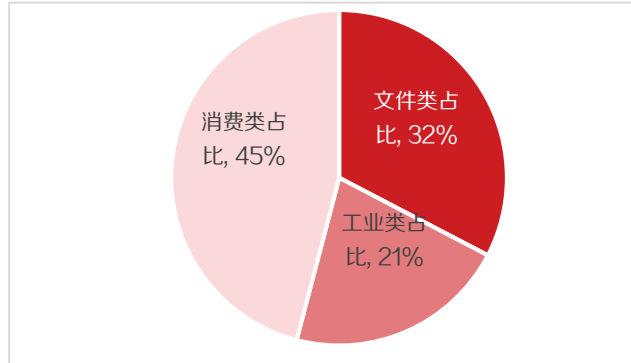
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 22：UPS 收入结构测算（2019 年）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

根据我们测算，今年上半年顺丰时效件品类结构中，工业类占比约 21%，和美国快递业相比，仍然处于较低水平，具备较大提升空间。

**图 23：顺丰时效件品类结构测算（2020 年 H1）**


数据来源：公司推介材料，东方证券研究所

### 3.1.4 时效件增速展望

我们对时效件增速测算结果为：预计 2020-22 年，时效件收入为 669/756/872 亿元，对应增速为 18%/13%/15%；业务量环节，我们预计 20-22 年时效件件量增速分别为 23%/17%/18%；单价端，我们预计 20-22 年单票收入为 21.0/20.4/20.0 元。

分品类看：

1) 消费类：由于服务与商品融合度加深，高端消费线上化趋势持续，时效件消费类占比有望持续提升，结合我们对快递行业、电商快递以及中高端电商件增速测算，我们预计线上消费类 21、22 年件量增速分别为 34%、30%。

2) 工业类：高端制造崛起，货值提升和供应链周转速度提升，增强对安全、稳定、可视化、高效的运输服务需求，构成对工业类的中长期增长空间，结合我们对制造业的景气度、顺丰鄂州机场投产后航空运力与制造业货物更好的匹配度判断，我们预计工业类 21、22 年件量增速分别为 13%、20%。

**表 6：20-22 年时效件增速测算**

分品类	2019H1 测算	2020H1 测算	2020 年预测		2021 年预测		2022 年预测	
	占比	占比	占比	增速	占比	增速	占比	增速
收入增速				18%		13%		15%
件量增速				23%		17%		18%
文件类	43%	32%	34%	-2%	29%	0%	25%	-2%
工业类	20%	21%	20%	22%	19%	13%	20%	20%
消费类	37%	45%	46%	52%	51%	31%	56%	28%
线下消费类	11%	11%	11%	25%	12%	20%	12%	21%
线上消费类	26%	34%	35%	63%	40%	34%	44%	30%

数据来源：2019H1 及 2020H1 数据测算参考公司业绩发布会；20-22 年数据预测为东方证券研究所整理

## 3.2 供给端依然稀缺：高频次运营模式+派费直达末端机制

顺丰深耕时效件产品,持续打造高频次运营模式和直营体系,造就了公司在高端件市场的垄断地位。

**时效件产品的供给壁垒：**收转运派高频次运营模式+派费直达分配机制，前者确保时效，后者确保服务。

### 1、收转运派的高频次运营模式

快递产品功能性差异主要看时效，时效提升壁垒主要在于兼顾收转运派频次和产能利用率。

顺丰时效网络的运营模式专门为高频次设计。

**1) 800 公里以上空运的丰富时刻：**尽管国内客运航空可以提供散航资源，但顺丰全货机运力，相比散航运力，拥有更多时刻选择空间。截止 2020 年中报，顺丰航空共拥有 215 对时刻，自有机队+散航合计日均 3202 班次（2019 年日均 4,234 班次）。

**2) 800 公里以下陆运的直发路由：**顺丰开通了更多直达的陆运线路，拉直运距和缩短发车频次。根据公司公告披露，顺丰拥有 9600 条干线数量（最新披露数据为 2016 年报），中通拥有 3400 条干线路线（2020 年中报）。

**3) 转运中心高频次运转减少压货时间：**顺丰转运中心保持与全链路一致的频次，尽量减少场地压货堆货时间，而通达系一般采取 6 点截单后集中时间处理（备注：根据我们草根调研，韵达干线转运中心在部分城市也采取了多频次运转）。

**4) 支线运输的定时定点机制：**由于加盟商与总部的交易机制，加盟商天然有成本控制的动力，尽量将支线运输车辆装满再发货，而直营体系利益的一致性确保品质诉求的一致性，公司会遵循定时定点发车，保证发车频次、缩短发车间隔。

**5) 揽派环节的“随时随地见顺丰”底盘能力：**顺丰具有数量最多快递小哥（截至 2020 年中报约 32 万个快递小哥），根据我们调研，顺丰一二线城市为 6-8 频次派送，通达系普遍为 2-3 频次派送，特别是针对散单业务，公司定位 1 小时内揽收、2 小时内派送，确保“随时随地见顺丰”。

通过以上各个环节分析，顺丰在收转运派各个环节均遵循高频次模式设计、组织、运转。同行的进入壁垒在于：直营体系下的全链路一体化组织机制、长时间大投入积累的资产壁垒（包括难以复制的战略性物流资源壁垒）、品牌溢价带来的成本承受能力、品牌黏性带来的起量壁垒。

### 2、派费直达分配机制

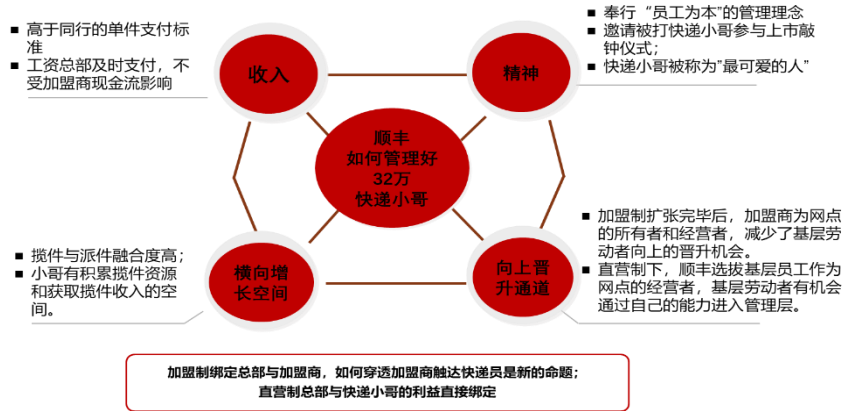
快递产品体验性差异主要看末端服务，服务控制难点主要在于如何管理末端大量节点，将每个人每一单的劳动付出与对应的劳动报酬直接匹配。

加盟制作为总部和加盟商之间的交易安排，在末端服务环节，存在委托代理考验。加盟制绑定了总部和一级加盟商的利益，但难以直接绑定总部和二级加盟商（及承包区）以及加盟商的快递员利益。我们观察到，通达系快递近年针对对加盟制的末端机制在努力探索优化举措，如推进加盟商扁平化、派费直达，因涉及到对既得利益机制的调整，十分考验网络管理者的管理智慧。

顺丰直营体系下拥有全口径的收入支配权，天然的是派费直达的分配机制，好处在于公司可以直接管理快递员，并且给与快递员更大的职业成长空间，直营机制下顺丰选拔基层员工作为网点的经营者，基层劳动者有机会通过自己的能力进入管理层。



图 24：顺丰控股如何管理好 32 万快递小哥示意图



数据来源：东方证券研究所

### 3.3 收入端享有强定价能力

尽管时效件当前仍非快递行业中的大众产品，在全部快递业务中件量占比不足 7%，但顺丰通过时效件产品，获取了行业最高收入和利润。

加盟制快递利用了社会经营杠杆，财务口径仅包含产业链的部分环节，表观盈利能力较高；顺丰作为直营快递，财务口径包含全渠道，使得其盈利能力和通达系不能直接可比。

根据我们对产品全口径的还原测算，顺丰时效件相比通达系电商件具备显著品牌溢价，公司净利率高于通达系全口径还原后净利率。

表 7：顺丰时效件净利率高于通达系电商件（全口径测算）

	2019 年	2020 年 Q1-Q3
顺丰(时效件, 测算)	10.50%	12.20%
中通 (测算)	9.68%	6.59%
韵达 (测算)	5.28%	2.72%
圆通 (测算, 剔除快递主业)	3.78%	2.37%
申通 (测算)	4.56%	0.06%

数据来源：公司公告、草根调研、东方证券研究所

（备注：测算方法：我们对通达系电商件净利率的分母从总部口径还原至全网口径，分子端未做处理，或对通达系电商件净利率有所低估，上述测算仅作为定性分析参考，不作为定量分析参考。）

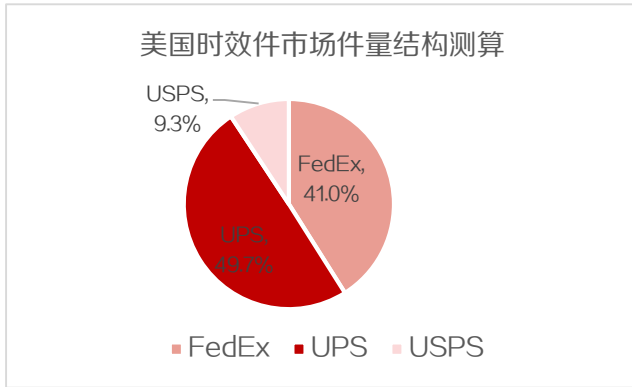
顺丰时效件的强定价能力，主要来自三个方面：难得的单寡头格局、直接面对终端客户，单笔业务价格低，公司具有较强议价能力、靠近利润中心而非成本中心，客户支付溢价意愿度高。

#### 3.3.1 难得的单寡头格局

国际对比看，顺丰时效件产品是难得的大市场单寡头格局。美国快递巨头 UPS、FDX 在中高端市场呈现出双寡头格局，2019 年美国时效件市场中，UPS 件量占比约 49.7%，FedEx 件量占比约

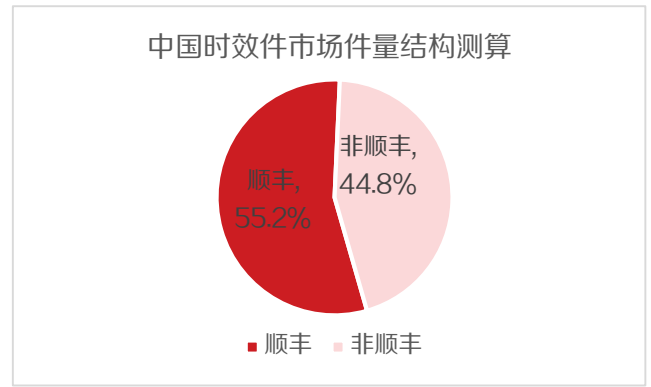
41.0%，此外美国邮政 USPS 件量占比约 9.3%。顺丰 2019 年时效业务量为 25.7 亿件，份额为 55.2%，收入占比更高，接近 75%。

图 25：美国时效件市场呈现出单寡头格局（2019 财年）



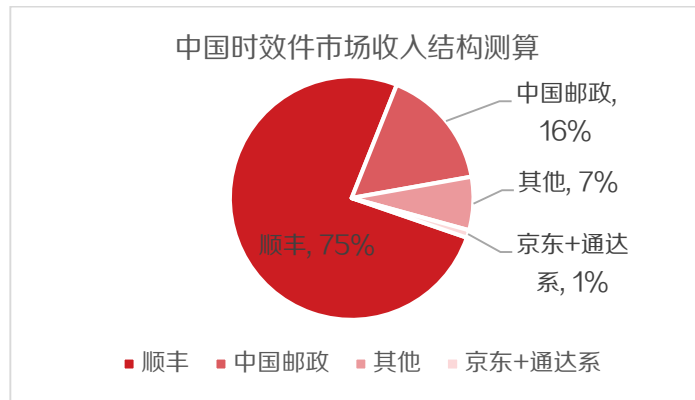
数据来源：Wind、东方证券研究所整理

图 26：中国时效件市场呈现出单寡头格局（2019 年）



数据来源：Wind、国家邮政局、东方证券研究所整理

图 27：中国时效件市场呈现出单寡头格局（2019 年）



数据来源：Wind、国家邮政局、《物流一图》公众号、东方证券研究所整理

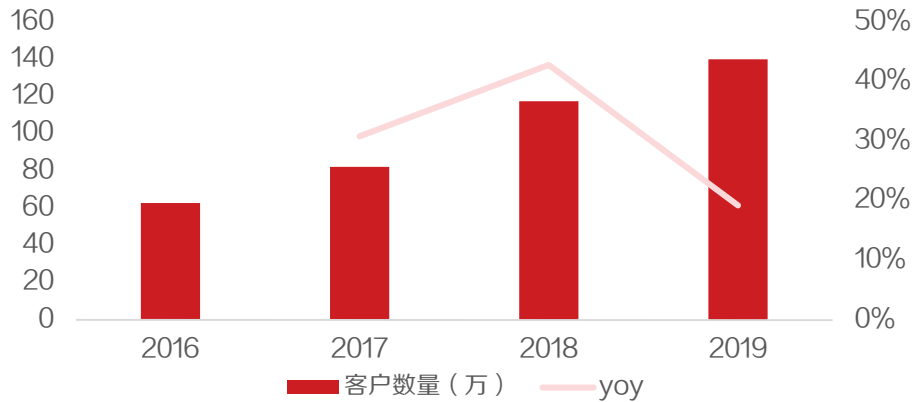
备注：FedEx 时效产品件量=US overnight box 产品件量 + US overnight envelope 产品件量+ US deferred 产品件量；UPS 时效产品件量=Next Day Air 产品件量+Deferred 产品件量；USPS 时效产品=Priority Mail Express 产品件量+10%Priority Mail 产品件量。

### 3.3.2 直接面对终端客户，单笔业务价格低，公司具有较强议价能力

庞大的用户群体和相对较低的单次服务价格，增加了公司对客户的议价能力。

**月结客户：**目前公司月结客户达到 147 万，2020 年中报公司月结客户收入同比增长 50%，月销售额百万级别客户占比逐步扩大；

**散单客户：**个人会员规模达 2.8 亿，线上月活跃用户近 1 亿。2020 年上半年，个人客户寄件收入同比增长 23.7%；寄件人数突破 1.55 亿人次，同比增长 9.0%；其中，线上单量同比去年上半年提升 55%。

**图 28：顺丰月结客户数量规模持续提升**


数据来源：Wind、东方证券研究所

### 3.3.3 靠近利润中心而非成本中心，客户支付溢价意愿度高

顺丰的时效件中，商务件靠近客户的商务活动，高端电商件靠近消费者的决策行为，生鲜电商件靠近生鲜商品的线上化交付瓶颈，和整车运输等面向制造业服务的物流业务相比，更加靠近商业活动利润链条的利润中心，而非成本中心，客户支付溢价的意愿度更高。

## 3.4 成本端有望持续享受规模经济红利

长期看，快递行业网络架构和巨大的资本开支属性，使得成本端具有显著的规模经济效应，由于网络效应带来了边际成本递减，有利于形成赢家通吃的寡头格局。

大公司可以在揽件人均效能和半径、派件人均效能和半径、运输单线路件量、运输单车装载率、转运中心单小时单场地单人工处理件量等方面形成规模优势，边际成本迅速下降。巨额的固定资产投入以及边际成本递减的属性，成为新进入者难以逾越的壁垒，使得快递行业在全球形成了稳定的寡头格局。

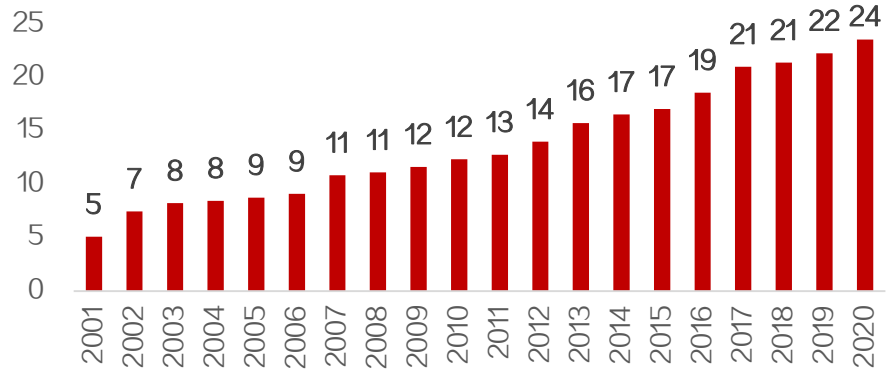
### 3.4.1 参考国际快递行业，快递行业成本端具有显著的规模效应

人均效能：Fedex 人均效能从 1977 年到 2013 年之间提高 4 倍，UPS 于 1996-2017 年略有提升；

运输效能：从快递日均包裹量/飞机数量来看，Fedex 有明显提升，1977 年到 2017 年之间提高 10 倍，UPS 于 2002-2017 年提高 60%。

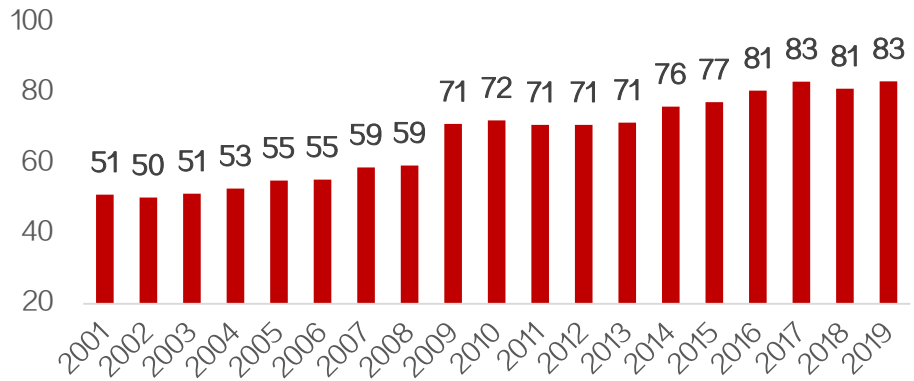
提升效果差异在：前者主要是揽派环节，作为轴辐式路由模式中的末端，件量发散，提升空间有限；但后者主要是干线运输环节，作为轴辐式路由模式中的干线，可以极大集中件量，提高资产周转率。

图 29：联邦快递日均包裹/飞机数（单位：千件/架）



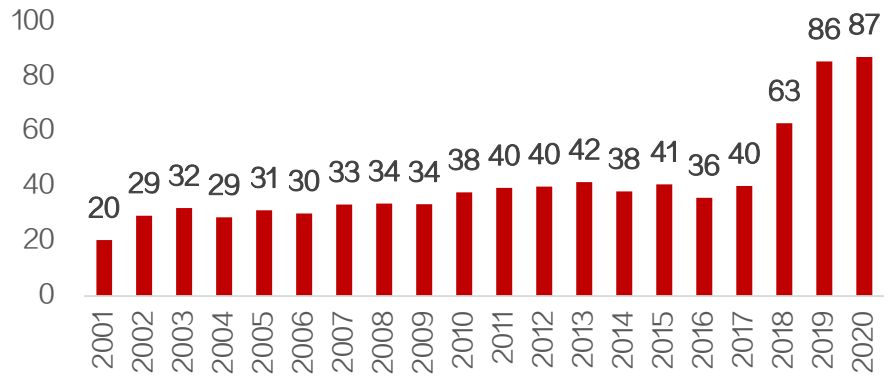
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 30：UPS 日均包裹/飞机数（单位：千件/架）



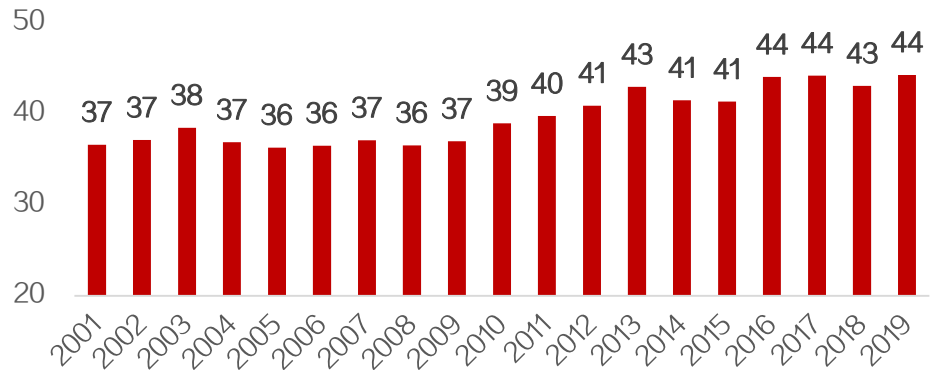
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 31：Fedex 每人日均处理包裹数量（单位：千件/人）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 32: UPS 每人日均处理包裹数量 (单位: 千件/人)



数据来源: Wind、东方证券研究所

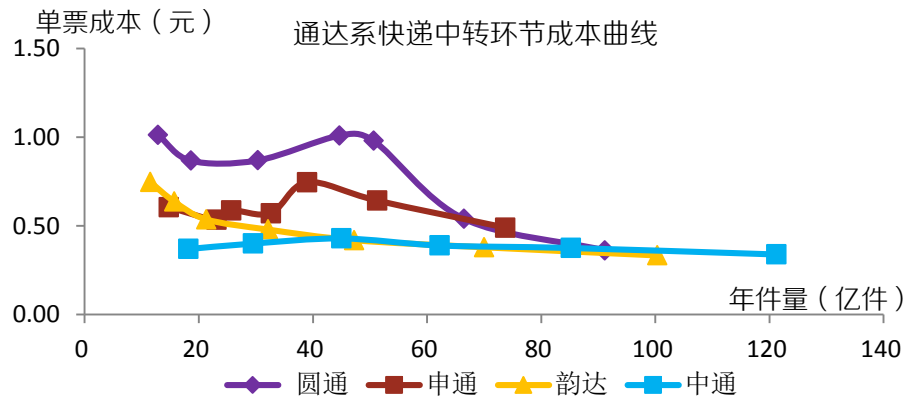
备注: 其中 UPS 提升幅度不如 FDX 明显, 原因可能为: 1) UPS 发展比较成熟, 等到 98 年有报表记录时规模效应趋缓, 且公路陆运占比较高。2) FDX 科技投入比较前瞻, 多元化从 2000 年起步, 产能利用率提升显著。

### 3.4.2 参考国内快递行业，快递行业成本端具有显著的规模效应

以通达系龙头中通为例, 尽管中通今年件量有望达到 160 亿件, 但成本端规模经济临界值仍未出现。

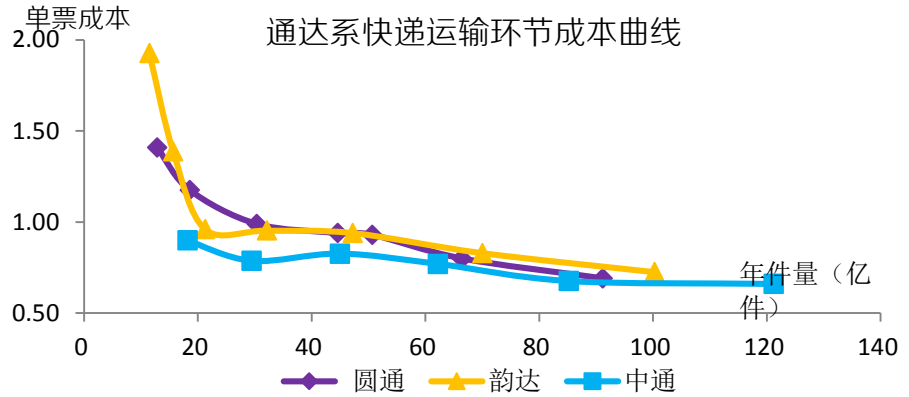
顺丰今年时效件预计约 30 亿件, 保守假设 160 亿件为快递网络规模经济临界值, 顺丰时效件从 30 亿件增长到 160 亿件, 存在较大降本增效空间, 尽管公司成本曲线未必会复制中通成本曲线, 但可以预计存在较大规模效应红利释放空间。

图 33: 通达系快递在中转环节具备的规模效应



数据来源: Wind、东方证券研究所整理

图 34：通达系快递在运输环节具备的规模效应



数据来源：Wind、东方证券研究所整理

### 3.4.3 顺丰时效件盈利能力具备长期提升空间

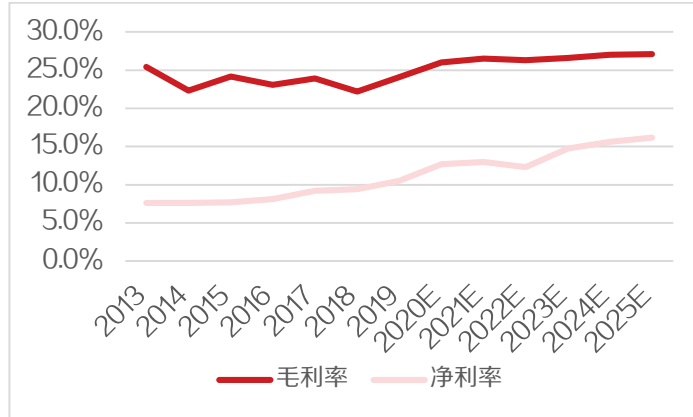
由于时效件收入端具有较强定价能力，成本端仍远未到规模经济临界值，我们认为该业务盈利能力具备长期提升空间，预计 2025 年该业务毛利率可达到 25-27% 区间，净利率可以达到 14-16% 区间。

表 8：顺丰单票成本分季度变化情况测算

	2017 H1	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3
业务量 (亿件)	13.7	7.6	9.2	9.2	9.4	9.4	10.7	9.7	10.5	12.2	15.9	17.2	19.4	20.2
YOY	20.5 %					24.2 %	16.1%	6.1%	11.0%	29.8 %	48.6 %	77.1 %	84.9 %	64.7 %
营业收入 (亿元)	3216	176.7	212.7	205.7	219.3	229.0	255.0	240.0	261.0	287.0	334.0	335.4	375.6	384.6
YOY	23.3 %					29.6 %	19.9 %	16.7 %	19.0 %	25.3 %	31.0 %	39.6 %	43.9 %	32.9 %
<b>单票成本:</b>														
单票人工	10.4	10.4	9.7	9.9	10.0	10.6	10.6	11.3	10.6	10.1	9.6	9.0	7.9	7.87
单票运力	4.6	4.8	5.6	5.3	5.1	5.5	5.8	5.1	5.2	6.4	5.0	4.8	4.7	5.30
单票其他经营成本	3.4	3.6	3.4	3.3	3.4	4.0	3.4	3.9	3.7	3.3	3.2	2.6	2.6	2.57
合计	18.5	18.8	18.7	18.5	18.6	20.1	19.9	20.3	19.5	19.8	17.8	16.4	15.3	15.7

数据来源：Wind、东方证券研究所整理

图 35：顺丰时效件盈利能力提升展望



数据来源：Wind、东方证券研究所测算

## 四、时效快递与经济快递的协同：有分有合，做规模经济的朋友

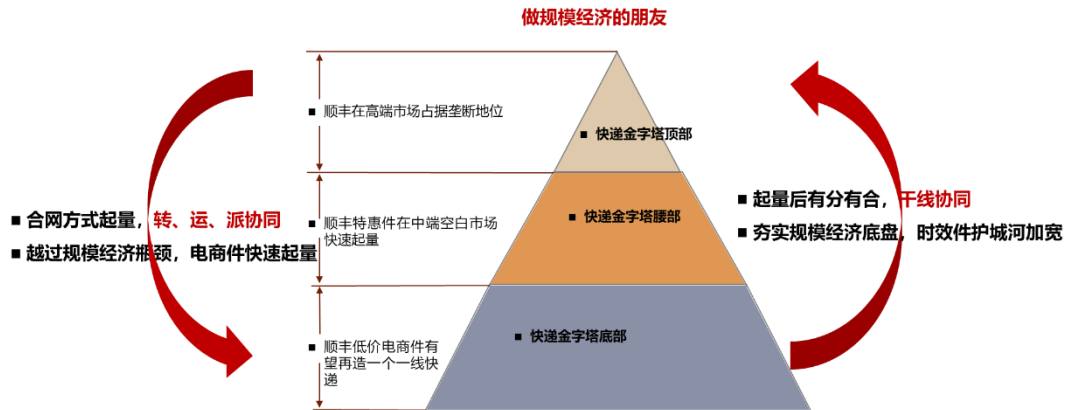
纵观全球上市快递公司，快递行业没有小而美，只有大而强，规模经济重要性对于物流特别是快递领域至关重要。

快递金字塔顶部公司已经占据垄断地位，金字塔腰部公司通过中端产品快速起量，在具有超级品牌优势、资产资源优势 and 科技研发优势，和通达系龙头相比短板是规模经济。

规模经济不仅可以改善成本，也会间接提升服务品质。

公司具有国内线路最多、频次最快、层次最丰富、科技含量最高、履约能力最稳定、控制力最强、品牌力最佳的网络，叠加新业务放量，增强规模效应底盘，国内最强物流网络即将呼之欲出。

图 36：时效快递与电商快递的良性互动示意图



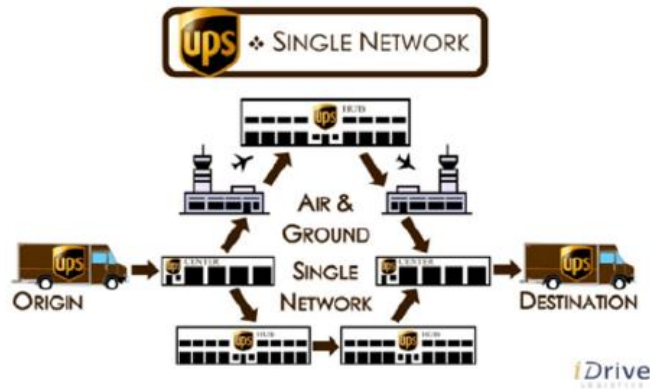
数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 4.1 来自 UPS 启示：陆运与空运双网协同效应显著，低端业务可以帮助高端业务增强规模经济



UPS 采用陆运空运并网运营模式，空运网络与地面网络之间保持协同运作。货物从地面运输至机场，由货机承担空运之后，再进行卸货转交给地面车队，整个网络帮助客户实现从门到门的服务。

图 37：UPS 采用合网运作模式



数据来源：idrive、东方证券研究所

#### 合网协同效应之一：提升装载率，摊薄运输成本

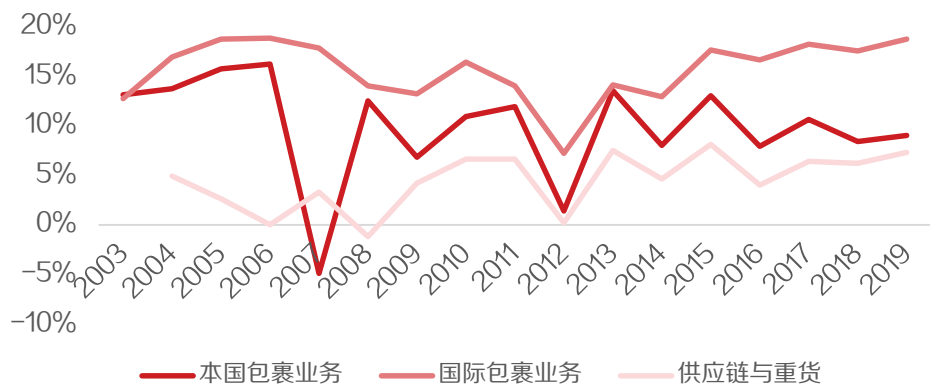
合网运作对于地面车队意义重大，能够提升车队单位运输的装载率水平，从而能够降低单次运输的单票成本。空运的货物资源能帮助地面车队填补运力过剩的威胁，减少空跑的概率。从成本端，将为地面运输业节约空载成本。

#### 合网协同效应之二：有效串联资源，保障全程时效

合网运作对于天网机队也具备重要作用，天网机队的运作能提升产品服务时效，但仍需要强有力的地面运输支持。机队天网只是实现货物从门到门服务的中间一环，前端与末端仍旧依赖地面运输进行，合网运作之后天网与地网串联运作，保障运输效率。从收入端，能够最大化提升空运板块的服务品质，为客户实现门到门服务。

综合看，航空货运市场保证了空中主干线运输的时效，地面运输业务保证了末端支线与配送的网络覆盖度，能够为用户提供从门到门的全程物流服务，即保证时效性也能保证服务水平。目前顺丰多项业务合网运营，相互支持构建起综合物流服务能力，从数据积累到资源共享再到平台化运作，顺丰的协同效应将持续提升，奠定公司在物流领域绝对的核心竞争力。

图 38：UPS 分业务毛利率水平



数据来源：Wind、东方证券研究所

## 4.2 时效大网助力经济件越过规模经济瓶颈，节约起网成本

### 1、如何理解时效大网的产能冗余是持续性而非阶段性？

顺丰时效网络的运营模式专门为高频次设计，顺丰在收转运派各个环节均遵循高频次模式设计、组织、运转。因为高频次与高产能利用率难以兼顾，这意味着顺丰时效件存在大量的产能冗余，并且产能冗余是持续性存在而非阶段性存在，经济产能上限随着时效件量增长而动态上移。

单票快递成本的结构拆分，也支撑该判断：固定成本（场地租金、折旧与摊销）占比仅 11%，变动成本占比达 89%。

图 39：2019 年顺丰速运物流业务单票成本拆分

	绝对值	百分比
单票成本	18.96	100%
单票固定成本合计	2.11	11%
单票办公及租赁费	1.34	7%
单票折旧费及摊销费用	0.77	4%
单票变动成本	16.85	89%
单票人工成本	10.28	54%
单票运力成本	5.43	29%
单票外包成本	0.00	0%
单票值物资及材料费用	0.81	4%
单票值IT及信息平台费	0.07	0%
单票关务成本	0.06	0%
单票理赔成本	0.18	1%
单票交通差旅费	0.02	0%
单票税费	0.00	0%
单票其他产品成本	0.00	0%

数据来源：公司财报测算，东方证券研究所

备注：1) 我们以年度维度看，顺丰时效件存在大量的产能冗余，并且产能冗余是持续性存在而非阶段性存在，经济产能上限随着时效件量增长而动态上移。2) 如果以季节维度看，快递行业在 4 季度电商件旺季存在阶段性产能瓶颈。

### 2、合网起量节约了多少起网成本？

百世集团过去 13 年的发展历程证明了快递网络巨大的起网成本。

2007 年，百世集团在杭州成立；从成立-上市前 8 次融资；2017 年，百世集团在美国上市，总融资额 4.5 亿美元。截止 2017 年，百世件量追至行业第四，超过申通。相当于用累计接近超过百亿的投入获得了 1 张一线快递俱乐部的门票，达到日均 1000 万单规模。

而顺丰自 2019 年 5 月推出特惠件产品起，仅用 1 年 4 月时间，追至接近日均 1000 万单规模（备注：测算值），接近 2017 年申通、百世规模。同时收入体量方面，单票收入和终端收入预计是当年百世的 2 倍左右。

我们估算特惠件业务去年至今毛利影响接近 10 亿元左右，相比百世快递累计接近 100 亿的起网投入，公司节约了 90 亿左右巨大的起网成本，相当于用最短的时间、最少的投入，走了最远的路。

表 9：百世融资情况合计

时间	轮次	资金	投资方
----	----	----	-----

2008年1月	天使轮	1500万人民币	阿里巴巴、富士康
2008年6月	A	1500万美元	阿里巴巴、鸿海集团
2009年7月	B	数千万美元	IDG资本
2010年11月	C	数千万美元	鼎晖投资、阿里巴巴、汉能投资
2012年12月	D	数千万美元	华登国际投资、崇德投资
2014年1月	E	上亿美元	高盛
2015年1月	F	5.5亿美元	阿里巴巴
2016年9月	战略投资	7.6亿美元	中信产业基金、菜鸟网路、国开国际投资、复星国际、鼎晖投资、高盛等
2017年9月	IPO上市	4.5亿美元	/

数据来源：投中网、Wind、东方证券研究所整理

### 4.3 经济件夯实规模经济底盘，助力时效快递进入良性循环

顺丰具有品牌优势、资产资源优势，主要短板是规模经济。规模经济不仅可以改善成本，也会间接提升服务品质。在量没有显著增加情况下，刚性提升服务频次，会造成运营成本（主要是运输成本）刚性提升，对盈利能力造成伤害。

**经济件夯实规模经济底盘，有望助力时效件进入黄金循环：**快递多层次产品协同→地面业务规模大幅跃升→地面业务提频提速→与鄂州空网衔接→全链路提频提速→时效件品质跃升&鄂州机场扩产放量→时效件进入量、质、利黄金循环。

#### 1) 快递多层次产品协同

经济快递主要为特惠电商件与加盟电商件，均属于小件快递，与同是小件快递的时效件，在转运环节协同性远好于快运。

中转：大件快递与小件快递难以共用中转设备，而同样小件快递的电商件与时效件，可以很好的共用中转设备（空间统一、时间区分）。

运输：在可共用中转场地前提下，干线运输两端的装卸环节易于协同，使得干线运输的协同性也好于快运。

**表 10：经济快递与时效快递的协同性示意图**

时效件	揽件	末端分拨	支线运输	干线中转	干线运输	支线运输	派件
特惠电商件协同性	√	√	√	√√	√√	√	√
加盟电商件协同性				√√	√√		

数据来源：东方证券研究所

#### 2) 地面业务的规模底盘有望大幅增强

在干线转运具备强协同性前提下，地面业务的规模底盘有望大幅增强。

中转环节：主要根据单量确认操作次数和核算成本。根据我们测算，21 年顺丰时效件表观单量预计占中通总单量的 15%，影子单量预计 21 年占中通总单量的 22.6%，叠加经济快递后有望占中通单量的 46.9%，中转环节的规模经济短板有望改善。

运输环节：主要根据重量而非单量确认仓位和核算成本。根据我们测算，顺丰时效件的重量预计 21 年占中通重量的 47%，叠加经济快递后有望占中通重量的 82.8%，运输环节的规模经济短板有望显著改善。

**表 11：地面业务的规模底盘有望大幅增强**

产品（日均数据测算）	2020 年平均		2021E	
	顺丰	中通	顺丰	中通
时效件单量（万单）	1000		1120	
时效件影子单量（万单）	1500		1680	
时效件单票重量（公斤）	2.3		2.3	
时效件总重量（万公斤）	3450		3864	
特惠件单量（万单）	700		1001	
特惠件单票重量（公斤）	1.7		1.7	
特惠件总重量（万公斤）	1190		1702	
加盟电商件单量（万单）		5500	800	7425
加盟电商件单票重量（公斤）		1.1	1.5	1.1
加盟电商件总重量（万公斤）		6050	1200	8168
快递网络总单量（万单）	2200	5500	3481	7425
快递网络总重量（万公斤）	4640	6050	6766	8168

数据来源：Wind、东方证券研究所（件量数据来自公司公告，单票重量数据结合草根调研与公司公告测算）；

备注：

有效规模：相对于成本端不易协同的无效业务规模加总而言，如快递+快运。

影子单量：根据第三部分时效件网络分析，时效网络为了保证服务品质，始终存在动态的产能冗余，实际产能配置和投入预计高于表观的时效件量。

规模比较的依据指标：收、派主要根据件量核算成本；中转结合件量、重量（对应是否集包）核算成本；运输成本作为重要成本项，规模大小根据单量还是重量比较，结论会存在较大差异，经过我们审慎分析和向业内人士请教，运输成本主要根据重量核算。

### 3) 地面业务有望在成本持平前提下提频提速

通过下表的直观展示，我们可以发现，一旦地面业务规模大幅跃升，有望支撑收转派和陆运环节规模效应增强，提升地面业务频次，与鄂州空网频次衔接，推动全链路运营提速。

中转：假设单个转运中心到达件量翻倍，中转场地可以在单位成本不增加前提下运转时间加长，与高频次的运输班次衔接。

运输：假设单条路线运输件量翻倍，装载车辆可以在装载率持平前提下大幅加密运输班次，陆运运输间隔有望压缩，与鄂州空网的高频高效运输衔接。

派送：假设全网件量均匀翻倍，意味着件量密度翻倍，单快递小哥派件人效不变，则单快递小哥派送半径有望收窄。比如件量不够情况下需要跑 8-10 个小区才能完成 100 单派件量，件量翻倍后一天只需要跑 4-5 个小区就可以完成 100 单派件量。件量密度提升有利于末端颗粒度细化、覆盖半径缩短，加强揽、派频次，与全链路高频次运营衔接。

**表 12：地面业务有望在成本持平前提下处理业务量提升（件）**

环节	2020 年 H1	环节	2020 年 H1	假设翻倍	提频提速效果展望
干线转运中心总个数	175	每个转运中心日均件量	12	23	运转时间有望延长
干线数量	9600	每条线路日均件量	2078	4230	发车频次有望提升
快递小哥数量	32	每个小哥日均派件量	63	127	末端颗粒度细化、覆盖半径缩短，揽派频次提升

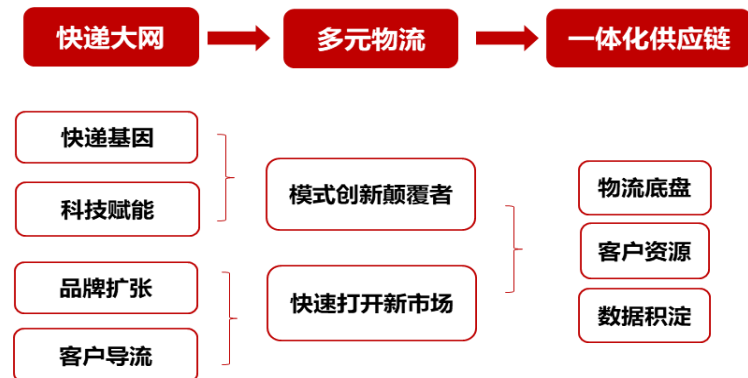
数据来源：公司财报测算，东方证券研究所

#### 4) 与鄂州空网衔接，全链路提频提速，时效件品质跃升

顺丰深耕时效件产品，持续打造高频次运营模式和直营体系，造就了公司在高端件市场的垄断地位。鄂州机场投产有望大幅提升时效产品干线航空运输时效，但全链路时效提升离不开地面业务提速。一旦地面业务规模大幅跃升，有望支撑收转派和陆运环节规模效应增强，提升地面业务频次，与鄂州空网频次衔接，推动全链路运营提速。

## 五、快递大网对多元物流的赋能：模式创新+品牌扩张，传统物流颠覆者

**图 40：快递大网与多元物流互动示意图：模式创新+品牌扩张，传统物流颠覆者**



数据来源：公司财报，东方证券研究所

树立受消费者信赖、有明确感知的品牌是一件非常具有挑战却拥有长期价值的事业。能够在大行业树立产品品牌的企业，相比在小行业树立品牌更具扩张意义。

顺丰已经在快递领域通过持久品质积淀建立了超级品牌力，同时通过直营体系直连庞大客户群体。快递行业本身是一个 7000 亿规模且仍然高速的大市场，年派送次数高达 700 亿次，日均派送 2 亿次，服务几乎触达每一类场景、每一类人群。特别是顺丰末端以送货上门为主，快递陪伴人们工作生活的频次足够多，人们对这个品牌感知会非常清晰。因此，在快递领域建立足够的品牌认知度，对企业向多元物流领域扩张可谓事半功倍。

与快递相比，其他物流赛道集中度远低于快递，呈现出大市场、小公司现状，传统领域准龙头尚未与同行拉开份额和掌握定价权，也未完成建立行业标准和超级品牌。

超级品牌的建立，伴随着公司强大运营能力的提升。快递行业不仅行业大、频次快，而且颗粒度细，能够做好快递对提升物流企业的复杂网络管理能力、对路由的精准调度能力与对末端的精准交付能力有重要推动作用。因此顺丰向物流领域甚至向供应链管理领域的延展性天然强于其他企业，容易找到除快递之外的第二增长曲线，从而获得持续增长。

具体而言，顺丰快递大网对多元物流新业务（快运、冷链、同城、国际）具有强赋能效应，体现在两方面：

- 1) 品牌扩张+客户导流，快速打开新市场；
- 2) 快递基因+科技赋能，模式创新颠覆者；

## 5.1 超级品牌+优质客户，快速打开新市场

从公司快运、冷运等一系列业务板块收入增速看，近三年快运板块收入复合增长 74%，冷运收入复合增长 54%，借助顺丰的超级品牌力和优质客户资源，新业务快速打开市场。

**表 13：顺丰多元物流新业务所合作的客户代表**

业务类型	合作客户
快运	戴姆勒、华帝、欧尼、启迈斯、华为、美的、海信、唯品会、海澜之家、三一重工等
同城	肯德基、麦当劳、汉堡王、德克士、必胜客、瑞幸、喜茶、7cake、华润万家、家乐福、永辉、优衣库、海澜之家、阿迪达斯、耐克等
生鲜	双汇、安井、百果园、大娘水饺、全家、大希地、绿雪生物（卡士酸奶）、小南国、朴诚乳业等
冷运	花点儿时间、严选、家乐福、乐凯撒披萨、九雅堂、国瑞沃德、蒙牛等
医药	哈药、赛诺菲、迈瑞医疗、华润三九、勃林格殷格翰、广药集团、拜耳制药、恒瑞医药、中生集团、齐鲁制药、万通药业等

数据来源：Wind、物流一图公众号、东方证券研究所

顺丰各新业务都有对应的大客户。如快运业务与戴姆勒、华帝、美的等；同城与麦当劳、家乐福、优衣库等。生鲜与双汇、百果园、全家等；冷运与蒙牛、花点时间、大溪地等；医药与哈药、赛诺



菲、恒瑞等头部企业均有紧密合作。以快运为例，根据物流一图公众号，2018 年快运业务中原快递客户占比达 85%，公司快递网络可以为重货业务导流。

## 5.2 快递基因+科技赋能，模式创新颠覆者

### 1) 快运：快递基因赋能快运，颠覆传统快运服务模式

**模式创新：**顺丰快运依托于快递主网末端网络，支持门对门服务，而传统快运企业多为门店对门店的服务。30 万快递收件小哥+3 万大件专职收派，实现全国高密度覆盖，快速响应客户需求+门对门揽派，实现了对传统快运行业服务模式的颠覆，契合了快运行业快递化趋势。

**时效领航：**根据物流指闻报道，顺丰快运基于智能分拣与直发联通，实现了中转场直派、全自动化智能分拣，提高中转效率。据了解，顺丰快运全网整体时效相较 2019 年提速近 5 小时，在快运行业传承了顺丰速度，在快运行业时效保持领航。

**服务标准化：**根据物流指闻报道，顺丰快运基于已有资源经验，针对各个服务场景建立出了专业能力与服务标准，实现了零担行业从非标准化服务到标准化产品的升级。

（具体场景：家居安装，依托于自建送装队伍、超 6 万名安装师傅以及自研家装系统等科技支撑，建立了“专业送装”能力，并且实现 100% 按约送装；电商交仓，定人定仓+科技支撑，实现 100% 准时入仓率；个性宅服，做到 100% 送货上楼，背后做支撑的是独立宅服管理系统，是客制化上传操作指引。）

图 41：顺丰快运定义细分场景的服务标准



数据来源：物流指闻（《解密：刚刚，顺丰快运宣布产品更名升级，背后是怎样的谋略？》）、东方证券研究所

### 2) 冷链：快递基因赋能冷链，革命性解决生鲜电商物流“第一公里”痛点

顺丰控股冷运业务目前主要聚焦于生鲜、加工食品与医药等 3 个领域，主要面对时令农产品销售商、连锁零售、食品生鲜电商、食品生产加工企业、医药生产企业、医药电商等客户。

就增长最快的生鲜冷链而言，公司有力解决生鲜电商物流“第一公里”痛点，畅享生鲜电商成长红利：

**解决第一公里揽收痛点，匹配农产品供给碎片化分布特点：**中国农产品供给具有碎片化、分散化分布特点，“第一公里”揽收相比“最后一公里”配送是更大痛点。顺丰具有稀缺的端对端全程配送



能力，既有“第一公里”揽收网络，也有“最后一公里”派送网络。我们将顺丰和 2019 年冷链物流企业前十强对比：和其他 B 端冷链企业相比，仅顺丰、京东物流、苏宁物流具备 C 端的配送网络，其他均为专线+仓储模式；与京东物流、苏宁物流等以仓干配路由模式为主的物流相比，顺丰上游网络覆盖完善，可深入原产地快速及时揽收。

**表 14：顺丰冷链革命性解决生鲜电商物流“第一公里”痛点**

供应链环节	供应链痛点	顺丰模式领先
货源	供给碎片化、分散化	网络覆盖完善，网点深入产地
处理	缺乏预处理、包装能力	“预处理中心 3.0”模式
运输	常规的轴辐式集散模式时效较长，中转易造成毁损	改变常规集运、中转模式，产地直送
运力	陆运时效慢、部分温度严苛食物需要使用全程温控设备	调拨航空运力，部分食物使用温控设备
配送	时效容忍度低，派送到柜易导致腐烂	高频次、上门派送

数据来源：《顺丰速运生鲜大数据报告》、东方证券研究所

### 3) 同城：“前置仓+急送”创新组合、助力商户构建私域流量

公司于 2017 年切入同城即时配送领域，并初步搭建完成全国范围内第三方直营即时物流配送网络，形成具有顺丰特色 30 分钟快速安全送达服务品质，目前已覆盖国内所有直辖市、绝大部分省会城市、二线以及部分三线城市。

**模式创新，推出“前置仓+急送”创新组合：**顺丰同城急送整合快递大网仓储和干线运输资源，配合商家在收方客户集中区域打造多个前置仓，创新推出“线上下单+门店/前置仓发货+同城急送到家”模式。配合商家在收方客户较集中区域完成前置仓设置及调货，充分利用场地、仓管员、监控等资源，缩短配送半径，再由顺丰同城急送遍布全城的高效运力网完成从前置仓/门店到达消费者的最后一环，全城平均一小时达，大大提高效率，达到快速配货的目的，进一步保证物流业务高峰期的消费者体验，契合近场新零售+物流的场景需求。

根据中国网《顺丰同城急送已成传统行业新零售生态重要拼图》等报道，华为、oppo、联想、绫致时装集团等知名品牌已与顺丰同城急送深度合作，形成了“极效前置”全新模式，加速新零售进程。

**科技赋能，助力商户构建私域流量：**顺丰同城科技具有强大的物流信息底盘、智能调度弹性运力网，最重要的是具有强大自主开发能力，顺丰同城急送可协助商户构建私域流量池，用官网、APP、小程序等多方系统，破除流量壁垒，完成以用户价值为中心的流量闭环。第三方对接平台，全渠道自由接入。

**表 15：多元物流新业务（快运、冷链、同城、国际）与快递大网的运营协同**

快递大网	揽件	末端分拨	支线运输	干线中转	干线运输	干线中转	支线运输	末端分拨	派件
快运	√			√	√√	√			√
冷链-非纯冷	√√	√√	√√	√√	√√	√√	√√	√√	√√
冷链-纯冷	√								√

同城-散单急送	√								√
同城-餐饮外卖	√								√
国际-进口						√	√	√	√
国际-出口	√	√	√	√					

数据来源：Wind、东方证券研究所整理

## 六、供应链业务：潜心耕耘于伟大时代前夜

### 6.1 一体化供应链服务正处于需求爆发前夜

尽管物流是传统行业，但细分领域供应链管理是新兴行业。供应链服务相关实践与理论于 20 世纪 80 年代末在国外兴起，引发了企业的采购、生产、销售等活动的全流程组织管理变革。但供应链业务在中国尚处于导入期，企业的供应链外包意识与供应链企业的服务能力也处于逐步培育阶段，对供应链的相关定义和针对性支持政策前期也处于萌芽阶段。

中国日益崛起的高新产业规模与较低供应链服务外包比例构成可观增长空间。供应链服务的发展空间，主要取决于所服务的行业产值、行业增速、物流费用率、行业外包需求提升等四个要素。

以公司服务的华为、小米等客户所处的电子信息行业为例，电子信息行业正是培育供应链企业的沃土。庞大的行业规模、可观的行业增量与较低的供应链外包比例构成了供应链服务可观的增长空间。

电子信息行业作为品类多、货值高、分工链条复杂、更新快的行业，外包需求有望增加：

1) 电子信息产品具有价值高、精密度高、结构复杂、品种繁多、定制化等特征，对供应链的管理难度较高。

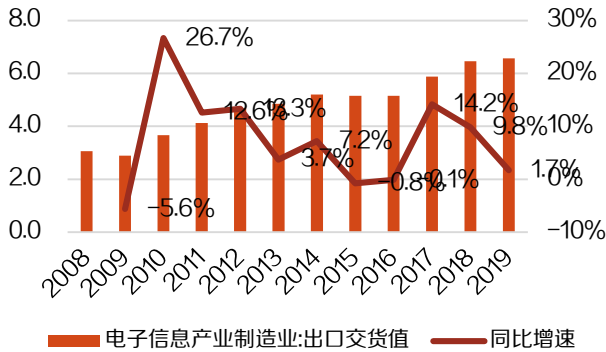
2) 全球化的发展使得越来越多的产品在世界范围内流通、生产、销售和消费，进出口活动的产生，会导致交货周期延长、在途库存量增加，物流活动日益庞大和复杂，进一步加大了采购和销售供应链的管理难度。

自 2017 年以来，我国以电子信息为代表的高新技术产品进出口额总体呈现上升态势，目前稳定在 7000 亿美元左右。2018 年技术产品进出口额达到这三年来的顶端。2019 年，受中美贸易战的影响，进出口额有所下降，出口额降低 2%、进口额降低 5%。电子信息产业出口交货值增速 2017、2018 年分别达到 14.2%、9.8%。

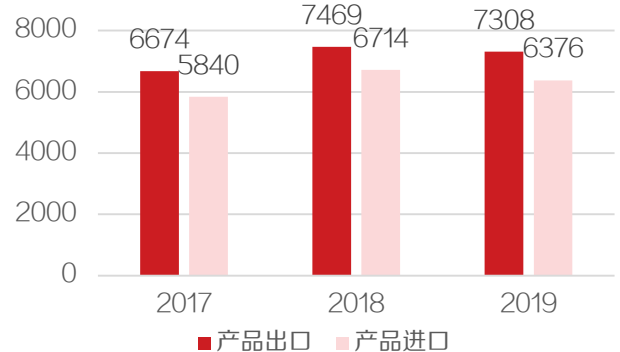
3) 电子产品具有更新换代周期短，市场价格变化快的特点，企业供应链需要保持高效运转，才能达到成本控制、原材料供应及时性、库存管理及库存量等严格要求。

4) 电子信息产品厂商需要专注于核心环节。电子信息产品制造行业技术工艺复杂，配件品种繁多且，在上述背景下，电子信息产品厂商需要集中精力专注于产品的研发和生产，提高核心竞争力。

在上述要求下，电子信息产品品牌商、制造商或零部件供应商面临着客户数量多、货物品类广、运输路线分散和仓储条件较为复杂、物流要素实时调整、交付周期要求短的现状。基于进一步降低运营成本、提高核心竞争力的考虑，越来越多的电子信息产品厂商主动选择把不属于核心业务的物流活动外包出去，为专业服务于电子信息产品领域的物流企业提供了更多的市场机会。

**图 42：电子信息产业制造业:出口交货值（亿元）**


数据来源：wind，东方证券研究所

**图 43：高新技术产品进出口额（单位：亿美元）**


数据来源：国家工业和信息化部，东方证券研究所

## 6.2 公司为国内能力最齐全的供应链企业

随着顺丰快递业务持续丰富产品线和服务维度，多元物流业务快速起量，公司积累了最全面基础物流能力、丰富客户资源、海量数据积累，公司正打造一体化供应链的物流底盘。

供应链服务企业的功能为：设计供应链方案、执行供应链方案、助力优化供应链。

供应链全流程高效周转要求下，供应链管理者要尽可能了解客户及其上游供应商、工厂、下游分销商等上下游全部业务链条的每个环节、每个经营主体的流程、运营等程序，以便对多个环节信息共享，实现不同业务环节的协同集成管理和相互带动。

根据供应链环节，可以将对应的供应链服务分为采购物流、生产物流、成品物流及逆向物流等环节，通过对供应链企业所涉及的供应链环节对比，我们发现，在下表所列示的供应链企业中，顺丰具备稀缺性：既涉及分销零售环节，也涉及采购生产环节。顺丰提供贯穿全部流程的供应链服务。

**表 16：供应链企业的所涉及供应链环节对比**

	采购物流	生产物流	分销物流	零售物流	售后物流
<b>上市企业</b>					
顺丰控股	√	√	√	√	√
海晨股份	√	√	√		√
畅联股份	√	√	√		
嘉诚国际	√		√		
东方嘉盛	√		√	√	
长久物流	√		√		√
原尚股份	√	√			
普路通	√		√		
<b>未上市企业</b>					

准时达	√	√	√		
京东物流			√	√	√

数据来源：Wind、公司官网、东方证券研究所

## 七、公司整体资本开支有望于 21 年后度过高峰期

公司十年磨一剑，供给先于需求布局，供给端即将度过投入高峰期、需求端风口正悄然来临。随着新业务逐步进入发展中期、21 年底鄂州机场投入运营，公司整体资本开支有望进入下降通道。针对经济型电商件业务（惠系列、丰系列）与鄂州机场项目，我们测算对整体资本开支影响可控。根据美国 UPS 发展历程看，资本开支高峰期过后有望迎来利润率提升。

（备注：2020 年 3 月 29 日，国务院联防联控机制召开新闻发布会，提及鄂州机场预计在 2021 年年底或 2022 年年初能够投入运行。）

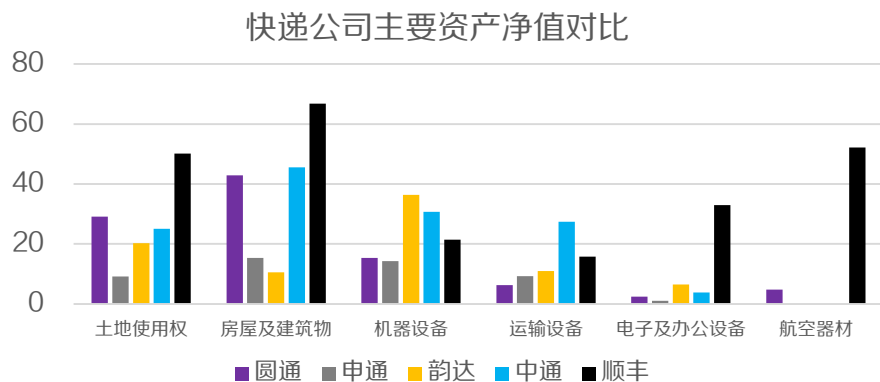
### 7.1 顺丰当前整体资产充裕程度远高于同行

过去多年的大力资本开支，使得顺丰当前资产充裕程度远高于同行。

1、从总量角度看，截止 2019 年底，顺丰三项资产（固定、在建、无形资产）合计约 320.3 亿元，远高于同行。从资产类别看，就获取难度更大、具有战略资源属性的不动产（土地、房屋建筑物）而言，顺丰资产净值远高于同行；就复制难度更低、更新换代快的动产（机器设备、运输设备）而言，顺丰资产净值略低于通达系中通韵达；

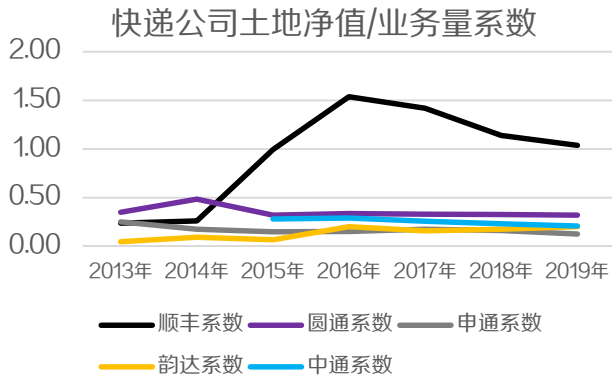
3、从单票快递对应的资产净值而言，顺丰资产充裕程度远高于同行。其中不动产的充裕程度远高于同行，动产的充裕程度也高于同行。

图 44：2019 年快递公司主要资产净值对比（亿元）



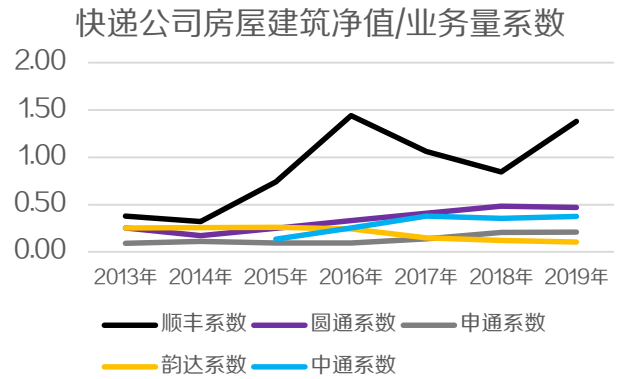
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 45：2019 年顺丰的单票土地资产值高于同行（元）



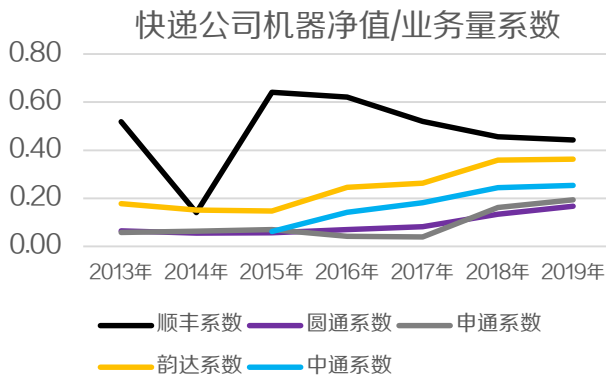
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 46：2019 年顺丰的单票房屋建筑资产值高于同行（元）



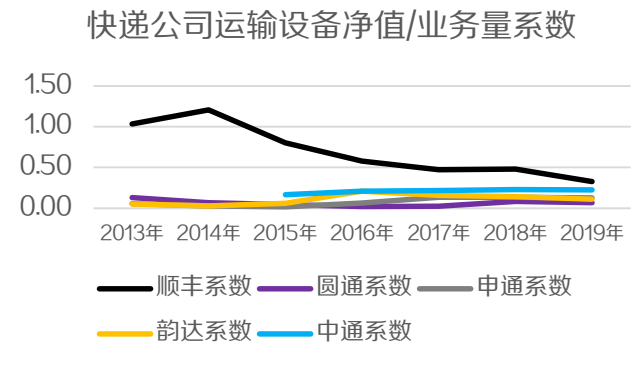
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 47：2019 年顺丰的单票机器设备资产值高于同行（元）



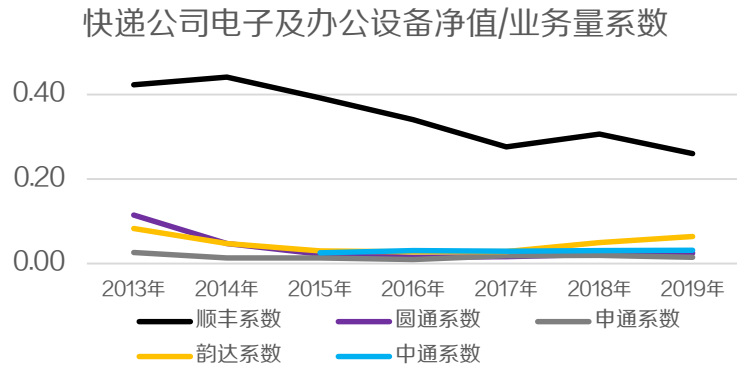
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 48：2019 年顺丰的单票运输设备资产值高于同行（元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 49：2019 年顺丰的单票电子及办公设备资产值高于同行（元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

**表 17：顺丰单票快递对应的各类资产系数（2013-2019 年）**

资产类别	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
业务量	16.10	19.69	25.80	30.52	38.69	48.41
土地使用权资产净值	4.17	19.59	39.69	43.33	44.14	50.14
单票资产值	0.26	0.99	1.54	1.42	1.14	1.04
房屋建筑资产净值	5.16	14.55	37.21	32.43	32.72	66.79
单票资产值	0.32	0.74	1.44	1.06	0.85	1.38
机器设备资产净值	2.28	12.61	16.01	15.86	17.64	21.42
单票资产值	0.14	0.64	0.62	0.52	0.46	0.44
运输设备资产净值	19.40	15.79	14.87	14.39	18.58	15.75
单票资产值	1.20	0.80	0.58	0.47	0.48	0.33
电子设备资产净值	7.11	7.72	8.79	8.44	11.86	12.61
单票资产值	0.44	0.39	0.34	0.28	0.31	0.26
合计	2.37	3.57	4.52	3.75	3.23	3.44

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 7.2 经济型电商件资本开支影响可控

市场认可顺丰经济型电商件站在新的增长起点上，也关注是否在新的投入起点上。

针对 2019 年 5 月推出的“惠”系列电商件和今年 Q4 于局部区域推出的“丰”系列电商件，我们测算认为，顺丰经济型电商件对应的增量资本开支整体金额可控。

### 1、件量增长假设：

我们将“惠”系列和“丰”系列合并计算，给予较高件量增长目标，假设 20-22 三年日均件量分别为 1000、2000、2500 万单。

### 2、增量资本开支测算：

1) 上限测算：根据通达系单票件量对应资产系数，取通达系中各项资产对应最高值，假设顺丰电商件运营与原有时效网络、快运网络无任何协同效应，则三年资本开支上限为 83.70 亿元，年化为 28 亿元。

2) 情景假设测算：在资本开支上限基础上，假设与原有网络分别有 20%、30%、50%协同效应，即对上限金额分别给与 8、7、5 折，则三年资本开支合计分别为 67、58.6、42 亿元，年化分别为 22、19、13 亿元。

3) 分环节测算：根据实际中转环节和运输环节存量资产的富余程度考虑，我们假设需要增投的不动产少，动产多，测算结果为三年资本开支合理值预计为 33 亿元，年化为 11 亿元。

具体而言：中转环节，我们假设每年需要增投的转运中心数量约 3 个，绝大多数转运中心通过改扩建和铺设备可以极大提升产能满足件量增长需求；运输环节，我们按照上限值估算。时间节奏，由于中转处理能力决定了木桶中最短的一块，我们预计前期需要多投自动化设备、中后期需多投车辆。

**表 18：顺丰经济型电商件对应的增量资本开支上限测算（2020-2022 年）**

项目	2020年E	2021年E	2022年E
电商件增加件量假设	36.50	73.00	91.25
单票土地资产假设	0.22	0.11	0.04
土地资产增量资本开支	8.15	8.15	4.07
单票房屋建筑资产假设	0.29	0.15	0.06
房屋建筑增量资本开支	10.63	10.63	5.32
单票机器设备资产假设	0.22	0.11	0.04
机器设备增量资本开支	8.20	8.20	4.10
单票运输设备资产假设	0.15	0.07	0.03
运输设备增量资本开支	5.40	5.40	2.70
单票电子设备资产假设	0.03	0.02	0.01
电子设备增量资本开支	1.10	1.10	0.55
合计	33.48	33.48	16.74

数据来源：Wind、东方证券研究所（单位：亿件、亿元）

表 19：顺丰经济型电商件对应的增量资本开支上限测算（2020-2022 年）

项目	假设 2	假设 3	假设 4
假设与原有网络的协同程度	20%	30%	50%
电商件增加件量假设（3 年合计）	200.75		
增量资本开支上限（3 年合计）	83.70		
对应增量资本开支（3 年合计）	66.96	58.59	41.85
对应增量资本开支（年化）	22.32	19.53	13.95
其中土地使用权增量资本开支（3 年合计）	16.30	14.26	10.19
其中房屋建筑增量资本开支（3 年合计）	21.26	18.60	13.29
其中机器设备增量资本开支（3 年合计）	16.41	14.36	10.26
其中运输设备增量资本开支（3 年合计）	10.80	9.45	6.75
其中电子设备增量资本开支（3 年合计）	2.20	1.92	1.37

数据来源：东方证券研究所（单位：亿件、亿元）

表 20：顺丰经济型电商件对应的增量资本开支分环节测算（2020-2022 年）

	三年合计值	年化均值	增量资本开支上限
电商件增加件量假设（3 年合计）	200.75		
中转-假设 3 年增投 10 个转运中心			
顺丰土地使用权增投金额	1.46	0.49	20.37
顺丰房屋建筑增投金额	5.40	1.80	26.58
中转-假设 3 年铺设 100 条中转设备			
顺丰机器设备增投金额	10.00	3.33	20.51



运输-年化			
顺丰运输设备增投金额	13.49	4.50	13.49
顺丰电子设备增投金额	2.74	0.91	2.74
合计值	33.10	11.03	83.70

数据来源：东方证券研究所（单位：亿件、亿元）

### 7.3 鄂州机场资本开支影响可控

湖北国际物流核心枢纽项目是顺丰航空运输体系布局建设的点睛之笔。未来，顺丰将以该枢纽为中心，全面打造覆盖全国、辐射全球的航路航线，对降低航空网络运行成本、扩大时效产品空间覆盖能力和时刻覆盖能力、构建高端综合物流服务能力形成良好的底盘支撑。

根据国家发展改革委 2019 年 1 月批复，该项目对上市公司而言共分为两部分：不并表部分和并表部分。

表 21：湖北国际物流核心枢纽项目构成与资金构成

序号	项目	投资主体	金额
不并表部分	机场工程	合计	158.6
		项目资本金	74.6
		——湖北交投	24.5
		——顺丰泰森	23.0
		——农银投资	2.5
		——国家发改委安排中央预算内资金	8.2
		——中国民航局安排民航发展基金	16.4
		银行贷款	84.0
并表部分	转运中心工程	顺丰泰森	115.3
	顺丰航空公司基地工程	顺丰泰森	37.5
合计			311.4

数据来源：国家发改委 2019 年 1 月 11 日《关于新建湖北鄂州民用机场工程可行性研究报告的批复》，东方证券研究所

#### 1) 不并表部分（即机场工程）：

机场工程投资 158.57 亿元，此部分顺丰以资本金形式出资约 25.16 亿元。

项目资本金占总投资 50%，约 79.29 亿元，扣除由三方成立的合资公司资本金外，剩余 31% 资本金约 24.6 亿元由国家发改委、中国民航局安排相关资金，体现了国家对国内第一个货运枢纽机场的支持。参考美国孟菲斯机场，由于对当地经济增长拉动和对货物流通效率提升的积极作用，美国孟菲斯机场从成立至今持续获得政策补贴。

项目资本金以外资金约 84 亿元湖北国际物流机场有限公司申请银行贷款解决。

## 2) 并表部分（即转运中心工程和顺丰航空公司基地工程）：

并表部分共计 152.81 亿元，其中顺丰航空公司基地工程投资 37.52 亿元、转运中心工程投资 115.29 亿元。

考虑到上述工程业务量规划时间跨度较长、工程施工可以分期进行，我们预计对应 2025 年件量规划，明后年转固金额区间约 70-90 亿元，房屋及建筑物占比约 40%，设备占比约 60%，假设房屋及建筑物折旧期平均 30 年，设备折旧期平均 17-18 年，则增加年化折旧摊销成本约 3.27-4.20 亿元。

表 22：并表部分对应的年化折旧摊销成本测算

项目	下限值	平均值	上限值
投资金额区间	70	80	90
设备占比	60%		
房屋及建筑物占比	40%		
设备平均折旧期	18		
房屋及建筑物平均折旧期	30		
设备年化折旧额	2.33	2.67	3.00
房屋及建筑物年化折旧额	0.93	1.07	1.20
合计年化折旧额	3.27	3.73	4.20

数据来源：东方证券研究所（单位：亿元、年）

## 7.4 资本开支高峰期后利润率有望显著提升

综上所述，因公司当前各类资产充裕程度均高于同行，经济型电商件和鄂州机场项目带来的增量资本开支金额可控，我们预计公司运营性资本开支占收入比例将会持续进入下降通道。

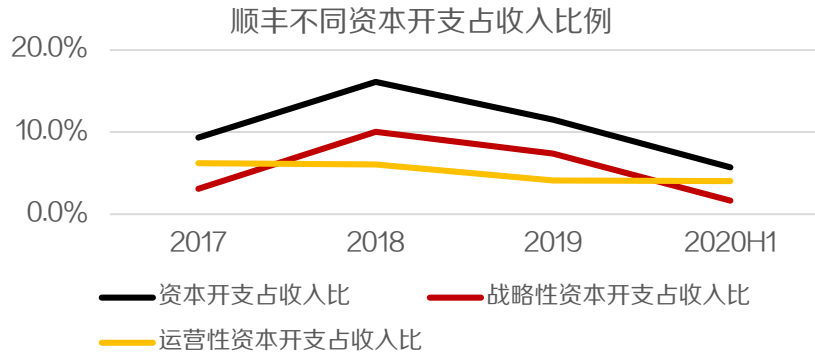
同时，因公司已经基本完成对各多元物流赛道的前瞻布局和标的并购（快运、冷链、同城、供应链等，不含国际），国内物流市场空间足够大且正处于集中度提升关键期，我们预计公司在 2-3 年内暂时不会以重资产形式大规模投入国际业务，战略性资本开支也会进入阶段性下降通道。

图 50：顺丰不同类型资本开支占收入比例

	2017	2018	2019	2020H1
营业收入	710.9	909.4	1121.9	711.3
资本开支	66.4	146.6	129.1	40.7
资本开支占收入比	9.3%	16.1%	11.5%	5.7%
战略性资本开支	22.0	91.3	82.7	11.9
战略性资本开支占收入比	3.1%	10.0%	7.4%	1.7%
股权投资	22.0	51.8	64.9	1.0
其他	-	-	14.4	8.9
办公综合楼	-	39.4	3.4	2.0
运营性资本开支	44.3	55.3	46.4	28.9
运营性资本开支占收入比	6.2%	6.1%	4.1%	4.1%
土地	4.8	3.3	4.1	2.4
仓库	1.4	4.8	5.0	2.0
分拣中心	9.8	11.7	9.3	6.5
飞机	16.8	16.4	15.6	11.4
车辆	8.2	12.3	5.8	2.7
信息技术设备	3.4	6.9	6.6	3.9

数据来源：Wind、东方证券研究所

图 51：顺丰运营性资本开支占收入比呈下降趋势



数据来源：Wind、东方证券研究所

根据 UPS 2016 年投资者分享材料介绍，UPS 发展历程中共经历了 4 轮资本开支高峰期：

- 1) 80 年代下旬：资本开支占比超过 10%，航空机队扩张；
- 2) 90 年代中期：资本开支占比超过 9%，全球化扩张；
- 3) 2005 前后：资本开支占比超过 6%，多元物流标的并购；
- 4) 2016 年起：资本开支小幅抬升，全球物流网络软硬件升级改造。

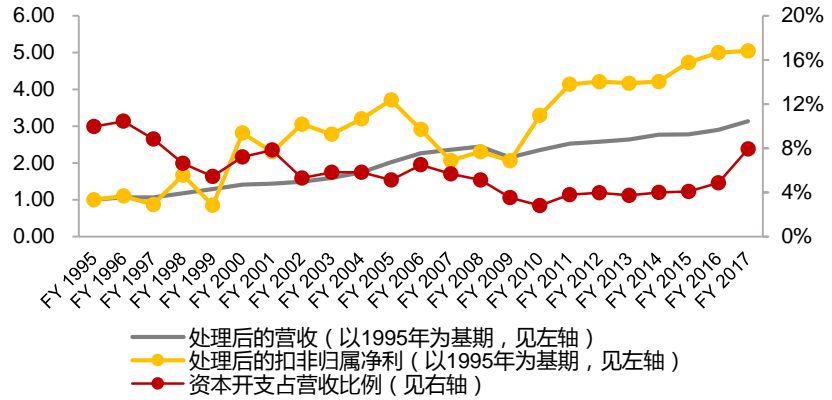
在每轮资本开支高峰期过后，即 90 年代后期，2001-2005 年，2009-2011 年等三个阶段，公司扣非利润均迎来加快增长。顺丰作为一家长期主义前瞻布局的公司，资本开支绝对值有望自 21 年后度过高峰期，资本开支占收入比自 2019 年起已经进入下降通道，有望逐步享受净利率回升的回报。

图 52：UPS 资本开支历程回顾（1980-2016 年）

### Reinvestment History



数据来源：UPS 公司官网、东方证券研究所

**图 53：1995-2017 年 UPS 资本开支放缓带来扣非利润加快增长（十亿美元）**


数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

**收入端:** 预计公司 2020-22 年营业收入合计为 1514/1947/2432 亿元, 对应增速为 35%/29%/25%; 其中速运物流与供应链业务收入为 1500/1933/2417 亿元, 对应增速为 35%/29%/25%。

**1、快递业务-时效件业务:** 预计 2020-22 年, 时效件收入为 669/756/872 亿元, 对应增速为 18%/13%/15%。业务量增速, 根据分品类拆分, 我们预计 20-22 年分别为 23%/17%/18%; 单价收入, 我们预计 20-22 年单票收入为 21/20/20 元。时效件产品业务量增长驱动来自于 2 点, 消费品受益于中高端品类线上化趋势, 工业类中长期有望受益于高端制造崛起。

#### 2、快递业务-经济件业务:

预计 2020-22 年经济件收入为 419/620/826 亿元, 对应增速为 56%/48%/33%。公司拓展经济快递, 与时效快递多环节协同, 做规模经济的朋友。其中:

1) 中高件经济件业务 (陆运标快、仓储业务等): 预计 20-22 年收入分别为 229/258/291 亿元, 对应增速-2%/12%/13%。

2) 丰系列业务: 预计 21-22 年收入为 82/142 亿元, 对应业务量为 29.2/52.6 亿件, 对应单票收入 2.8/2.7 元。

3) 惠系列业务: 预计 20-22 年收入为 190/281/393 亿元, 对应增速为 416%/48%/40%; 预计业务量增速分别为 472%/62%/39%, 对应单价为 6.4/5.8/5.9 元。

3、多元物流业务: 未来三年对应收入为 344/468/593 亿元, 对应增速为 53%/36%/27%。

快运: 对应 20-22 年收入为 184/262/330 亿元, 增速为 45%/43%/26%。

冷链: 对应 20-22 年收入为 65/82/101 亿元, 增速为 27%/26%/23%。

同城: 对应 20-22 年收入为 31/44/60 亿元, 增速为 60%/40%/38%。

国际：对应 20-22 年收入为 64/80/101 亿元，增速为 125%/26%/26%。

4、供应链业务：预计未来三年收入分别为 69/89/126 亿元，对应增长 40%/29%/42%。

毛利率：预计公司 20-22 年毛利率为 16.2%/15.4%/15.2%，其中随着时效业务收入端需求空间打开和成本端享受规模经济红利，公司未来三年时效业务毛利率有望逐步提升，预计时效业务毛利率为 25.2%/25.5%/25.8%，预计经济件业务板块处于扩张期，成本下降在一段时间内会让利于终端以获取份额增长，毛利率先下降后企稳，经济件业务毛利率为 12%/11.5%/11.6%。

**表 23：顺丰控股盈利分拆表**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>速运物流及供应链</b>					
销售收入（百万元）	89,676.9	110,901.4	150,046.0	193,315.6	241,698.5
增长率		23.7%	35.3%	28.8%	25.0%
毛利率	17.8%	17.4%	16.1%	15.4%	15.2%
<b>商业销售</b>					
销售收入（百万元）	406.0	491.3	594.7	719.7	871.1
增长率		21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
毛利率	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	859.7	800.6	745.6	694.3	646.6
增长率		-6.9%	-6.9%	-6.9%	-6.9%
毛利率	33.9%	31.4%	31.4%	31.4%	31.4%
<b>合计</b>	<b>90,942.6</b>	<b>112,193.4</b>	<b>151,386.3</b>	<b>194,729.7</b>	<b>243,216.2</b>
增长率		23.4%	34.9%	28.6%	24.9%
综合毛利率	17.9%	17.4%	16.2%	15.4%	15.2%

数据来源：wind，东方证券研究所

**表 24：顺丰速运物流与供应链拆分详细（亿元）**

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>整体收入</b>	<b>1109</b>	<b>1500</b>	<b>1933</b>	<b>2417</b>
YOY		35.3%	28.8%	25.0%
<b>整体净利（扣非净利）</b>	<b>43</b>	<b>67</b>	<b>85</b>	<b>115</b>
YOY		55.6%	27.0%	34.4%
<b>整体净利（含非经常损益）</b>	<b>58</b>	<b>78</b>	<b>97</b>	<b>125</b>
<b>中高端快递收入</b>	<b>799</b>	<b>898</b>	<b>1014</b>	<b>1163</b>
YOY		12.4%	12.9%	14.7%
<b>中高端快递利润</b>	<b>64</b>	<b>105</b>	<b>124</b>	<b>150</b>
YOY		62.2%	18.9%	20.4%
时效件收入	565	669	756	872

YOY		18.3%	13.1%	15.3%
时效件净利	59	82	97	118
YOY		37.5%	19.5%	21.3%
经济件陆运标快收入	234	229	258	291
经济业务陆运标快净利	5	23	27	31
<b>新业务收入</b>	<b>262</b>	<b>533</b>	<b>830</b>	<b>1128</b>
YOY		103.4%	55.6%	35.8%
<b>新业务利润</b>	<b>-21</b>	<b>-40</b>	<b>-43</b>	<b>-42</b>
YOY		-87.7%	-7.4%	3.7%
经济型电商件-惠+丰系列收入	37	190	362	535
经济型电商件-惠+丰系列净利润	-5	-27	-34	-37
快运收入	127	184	262	330
快运净利润	-7	-6	-7	-7
冷链收入	51	65	82	101
冷链净利润	-5	-5	-1	1
同城配收入	20	31	44	60
同城配净利	-5	-5	-4	-2
国际收入	28	64	80	101
国际净利	0	3	2	3
<b>供应链业务收入</b>	<b>49</b>	<b>69</b>	<b>89</b>	<b>126</b>
YOY		40.1%	29.1%	41.9%
<b>供应链业务盈利</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>6</b>
YOY			50.9%	59.8%

数据来源：wind，东方证券研究所

## 绝对估值

我们采用现金流折现法（DCF 估值法）对公司进行估值，关键假设如下表所示，根据以下关键假设，我们计算出 WACC 为 8.53%，（计算公式为：无风险利率+考虑杠杆因素的  $\beta$  系数  $\times$ （市场收益率-无风险利率）+规模风险因子+公司特有风险）。

**表 25：顺丰 DCF 估值系数**

估值假设	假设值
所得税税率	25.00%
永续增长率	2.50%
无风险利率	3.23%
无杠杆影响的 $\beta$ 系数	0.80
考虑杠杆因素的 $\beta$ 系数	0.83
市场收益率	9.92%
规模风险因子	0.00%

公司特有风险	0.00%
股权投资成本	8.79%
债务比率	6.16%
WACC	8.53%

数据来源：Wind，东方证券研究所

根据以上关键假设，我们计算出公司合理股权价值为 4963 亿元，对应每股价格为 108.92 元。

**表 26：顺丰速运 DCF 估值价格**

对应数据类型	值
FCFF 折现（百万元）	143,547.52
终值折现（百万元）	353,861.5
企业价值（百万元）	497,409.03
权益价值（百万元）	496,280.57
每股价值（元）	108.92

数据来源：Wind，东方证券研究所

**表 27：顺丰控股目标价敏感分析表**

		永续增长率 Gn(%)				
		0.50%	1.50%	2.50%	3.50%	4.50%
	108.92					
WACC(%)	6.53%	123.85	142.63	170.74	217.39	309.95
	7.03%	112.91	128.15	150.11	184.51	246.07
	7.53%	103.56	116.10	133.62	159.82	203.31
	8.03%	95.49	105.92	120.14	140.62	172.70
	8.53%	88.44	97.22	108.92	125.26	149.71
	9.03%	82.25	89.70	99.44	112.71	131.82
	9.53%	76.76	83.14	91.34	102.26	117.52
	10.03%	71.87	77.37	84.33	93.43	105.82
	10.53%	67.48	72.26	78.22	85.88	96.08

数据来源：wind，东方证券研究所



## 投资建议

我们预计 20/21/22 年净利润分别为 74.4/95.1/123.2 亿元，对应 EPS 1.63/2.09/2.70 元，PE 为 54.1/42.3/32.6 倍。采用 DCF 估值，合理股权价值为 4963 亿元，对应每股价格为 108.92 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

- 1) **时效件件量增速大幅放缓。**公司时效件盈利能力当前远高于其他业务，时效件量增速如大幅放缓，会对整体盈利能力造成一定影响。
- 2) **新业务具有较长试错过程。**公司过往在新业务领域体现出了较强学习能力，随着公司新业务营收规模进一步扩张及业务条线进一步增加，公司的管理能力、组织架构、科技实力等能否同步跟随多业务条线扩张而提升，面临一定挑战。
- 3) **宏观经济增长明显放缓，**导致整体收入增速不及预期、投入产出比不及预期；
- 4) **人工/运输/场地等成本要素价格大幅提升，**如不能及时传导至下游，会导致当期毛利率下滑。

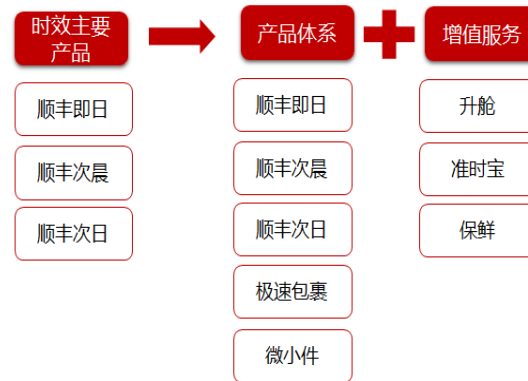
## 附录一：2018 年 H2 至 2019 年时效件增速波动分析

2018 年 H2 至 2019 年 H1：公司时效件增速有所放缓，收入增速放缓至 GDP 的 1.0 倍左右。我们分析除宏观经济增速放缓导致外，与公司自身管理调整阵痛有关。

2019 年 H2：随着宏观经济小幅回暖、公司经营管理改善，公司时效件收入增速逐步回升至 7-8% 健康区间。公司更加注重快递传统业务与多元物流新业务平衡发展，对时效产品的产品力和营销获客方式持续优化：

- 1) **产品设计：**公司在现有 3 个主要产品基础上，推出极速包裹和微小件一重一轻两个产品，并不断简化现有产品体系，以标准快递+升舱/准时保/保鲜服务等组合打造顺丰优质物流体验；
- 2) **产品定价：**利用科学定价/成本模型实现产品合理差异化定价，全面提升产品性价比；
- 3) **网络运营：**通过“时效提升”+“服务升级”双管齐下，结合关键资源能力及科技手段，通过空地网络衔接及收派模式的优化、提升集散两端运营能力及专属航空资源利用等举措，不断强化航空产品的竞争壁垒。2019 年上半年票均生命时长同比减少 3.5 小时，巩固“快、准、稳”核心优势；
- 4) **精准营销：**在客户运营上，通过制定精细化的策略，匹配客户不同的权益和服务，持续提升客户的感知及粘性。针对散单客户，通过线上线下结合方式覆盖客户寄递服务的全场景，2019 年 H1 散单月活用户数量同比增长 35%；针对月结中小客户，通过线上平台运营，提升中小客户的体验，2019 年 H1 月结客户的整体活跃客户数量同比增长 23%。针对月结大客户，聚焦行业生态链，通过整体解决方案切入重点行业客户，销售额百万以上的大客户收入占比持续提升。

图 54：2019 年顺丰时效板块产品体系的优化示意图



数据来源：公司年报、东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	16,131	18,521	7,569	9,736	12,256	营业收入	90,943	112,193	151,386	194,730	243,216
应收票据及应收账款	7,374	12,088	13,655	17,564	21,937	营业成本	74,642	92,650	126,920	164,772	206,236
预付账款	2,517	2,654	3,850	4,952	6,185	营业税金及附加	222	280	371	478	597
存货	818	882	1,199	1,556	1,948	营业费用	1,826	1,997	2,148	2,388	2,661
其他	5,082	8,753	19,783	20,743	21,773	管理费用及研发费用	9,398	10,893	12,598	15,045	17,840
<b>流动资产合计</b>	<b>31,922</b>	<b>42,897</b>	<b>46,055</b>	<b>54,552</b>	<b>64,099</b>	财务费用	287	683	972	968	907
长期股权投资	2,203	2,222	2,540	2,667	2,800	资产减值损失	104	417	566	475	585
固定资产	13,967	18,904	19,136	25,256	29,889	公允价值变动收益	(6)	350	30	30	30
在建工程	6,508	3,116	5,349	4,682	2,694	投资净收益	1,166	1,076	628	806	625
无形资产	6,662	10,008	10,965	11,492	11,705	其他	194	708	1,152	702	702
其他	10,353	15,388	14,072	14,188	14,346	<b>营业利润</b>	<b>5,818</b>	<b>7,409</b>	<b>9,621</b>	<b>12,142</b>	<b>15,749</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>39,693</b>	<b>49,638</b>	<b>52,062</b>	<b>58,285</b>	<b>61,435</b>	营业外收入	148	213	169	164	174
<b>资产总计</b>	<b>71,615</b>	<b>92,535</b>	<b>98,117</b>	<b>112,837</b>	<b>125,534</b>	营业外支出	99	195	296	166	189
短期借款	8,585	6,053	8,961	9,993	5,000	<b>利润总额</b>	<b>5,868</b>	<b>7,426</b>	<b>9,494</b>	<b>12,140</b>	<b>15,733</b>
应付票据及应付账款	7,887	12,018	15,086	19,585	24,514	所得税	1,403	1,802	2,279	2,914	3,776
其他	9,897	12,910	8,870	9,243	9,648	<b>净利润</b>	<b>4,464</b>	<b>5,625</b>	<b>7,216</b>	<b>9,227</b>	<b>11,957</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>26,369</b>	<b>30,982</b>	<b>32,917</b>	<b>38,821</b>	<b>39,161</b>	少数股东损益	(92)	(172)	(220)	(282)	(365)
长期借款	998	6,540	6,540	6,540	6,540	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,556</b>	<b>5,797</b>	<b>7,436</b>	<b>9,508</b>	<b>12,322</b>
应付债券	6,405	10,598	8,390	8,000	8,500	每股收益(元)	1.00	1.27	1.63	2.09	2.70
其他	928	1,922	2,293	2,272	2,172						
<b>非流动负债合计</b>	<b>8,331</b>	<b>19,060</b>	<b>17,223</b>	<b>16,812</b>	<b>17,212</b>						
<b>负债合计</b>	<b>34,701</b>	<b>50,042</b>	<b>50,140</b>	<b>55,633</b>	<b>56,373</b>						
少数股东权益	353	74	(146)	(428)	(793)						
股本	4,419	4,415	4,556	4,556	4,556						
资本公积	15,869	15,669	15,983	15,983	15,983						
留存收益	15,561	20,338	26,582	36,091	48,413						
其他	712	1,997	1,003	1,003	1,003						
<b>股东权益合计</b>	<b>36,914</b>	<b>42,494</b>	<b>47,977</b>	<b>57,204</b>	<b>69,161</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>71,615</b>	<b>92,535</b>	<b>98,117</b>	<b>112,837</b>	<b>125,534</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	4,464	5,625	7,216	9,227	11,957
折旧摊销	3,141	8,460	4,192	3,714	4,456
财务费用	287	683	972	968	907
投资损失	(1,166)	(1,076)	(628)	(806)	(625)
营运资金变动	(902)	(314)	(145)	(854)	(1,064)
其它	(399)	(4,257)	(286)	26	106
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,425</b>	<b>9,121</b>	<b>11,320</b>	<b>12,274</b>	<b>15,737</b>
资本支出	(10,217)	(7,083)	(11,016)	(9,516)	(7,316)
长期投资	(3,711)	3,742	(701)	(255)	(268)
其他	4,599	(10,707)	(9,100)	(10)	(234)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(9,329)</b>	<b>(14,049)</b>	<b>(20,817)</b>	<b>(9,781)</b>	<b>(7,817)</b>
债权融资	2,058	11,548	(2,654)	(390)	500
股权融资	3	(204)	455	0	0
其他	912	(3,972)	744	64	(5,900)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,973</b>	<b>7,372</b>	<b>(1,456)</b>	<b>(326)</b>	<b>(5,400)</b>
汇率变动影响	81	21	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>(850)</b>	<b>2,465</b>	<b>(10,952)</b>	<b>2,167</b>	<b>2,520</b>

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	27.9%	23.4%	34.9%	28.6%	24.9%
营业利润	-9.8%	27.3%	29.9%	26.2%	29.7%
归属于母公司净利润	-4.5%	27.2%	28.3%	27.9%	29.6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.9%	17.4%	16.2%	15.4%	15.2%
净利率	5.0%	5.2%	4.9%	4.9%	5.1%
ROE	13.2%	14.7%	16.4%	18.0%	19.3%
ROIC	9.7%	10.1%	11.4%	12.7%	14.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	48.5%	54.1%	51.1%	49.3%	44.9%
净负债率	0.4%	15.9%	37.6%	28.9%	13.7%
流动比率	1.21	1.38	1.40	1.41	1.64
速动比率	1.18	1.36	1.36	1.37	1.59
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	13.7	11.4	11.7	12.4	12.2
存货周转率	118.1	109.0	122.0	119.6	117.7
总资产周转率	1.4	1.4	1.6	1.8	2.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.00	1.27	1.63	2.09	2.70
每股经营现金流	1.23	2.07	2.48	2.69	3.45
每股净资产	8.02	9.31	10.56	12.65	15.35
<b>估值比率</b>					
市盈率	88.2	69.4	54.1	42.3	32.6
市净率	11.0	9.5	8.4	7.0	5.7
EV/EBITDA	43.6	24.3	27.3	24.0	19.1
EV/EBIT	66.0	49.8	38.0	30.7	24.2

资料来源：东方证券研究所

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)