

趋势加速 价值成长

投资要点

- **推荐逻辑:** ①短期看, 高壁垒时效件业务成就利润压舱石: 新冠疫情带来高端消费线上化的加速, 预计2020-2022年顺丰时效件增速复合增速17.6%, 预计2022年时效件业务可贡献120亿利润的基本盘。②中期看, 鄂州机场2022年初投产将强化顺丰物流生态布局: 收入端将受益于时效件辐射范围的扩张及未来机场空港产业集群, 成本端将受益于优化路由及装载率提升带来的单位成本降低。③长期看, 顺丰拥有最全面的基础物流模块、丰富的客户积累及物流大数据资源, 作为综合物流供应商享受物流业行业迭代的时代最强β。
- **快递物流: 零售供应链升级的革命者。**2020年末中国实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重提升至24.9%, 考虑电商渗透率达到50%的理论极限水平、快递业体量的发展仍然具备翻倍空间。消费产业的升级也带来了制造业的革新, 新的消费需求推动制造业模式的转变, 快递物流行业是高端消费和高端制造产业链上的深度参与者, 是大供应链时代的核心资产。
- **顺丰控股: 快递业黄金资产, 享受高壁垒的优质白马。**顺丰长期资产建设及耕耘打造了行业最具壁垒的天网、地网与信息网三位一体的物流网络。73架全货机机队及沉淀的货运时刻打造了高建设壁垒; 坚持多元业务的前瞻布局及快递业务下沉带来的产品张力, 147万月结客户的高客户粘性助力公司提升业务协同、拓宽护城河, 在成长为中国多元物流基础设施的赛道上一往无前。
- **核心价值: 时效件市场领跑者, 鄂州机场强化护城河。**顺丰时效业务基本盘有约60%的市占率, 物流领域稀缺的品牌识别度、高频次运行直营网络巨大的资产建设成本, 使得顺丰在时效件领域具备寡头定价能力。布局长期, 我们可以看到公司在快递物流各个节点的饱和投入; 在快运零担, 冷链, 同城与国际等领域持续发力, 时效件网络的产能冗余为新业务发展带来提升产能利用率、降低单件成本的空间。长视角看鄂州机场, 顺丰可借力其货运枢纽地位参与全球航空物流竞争, 在后疫情时代为布局全球货运航线网络铺路。
- **盈利预测与投资建议。**预计顺丰控股2020-2022年归母净利润将保持22.3%的复合增长率。采用分部估值方法, 我们认为公司2022年合理市值为6038亿元, 对应当前市值2年复合收益率达16.8%, 首次覆盖给予“买入”评级。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	112,193	144,241	190,293	235,050
增长率	23.4%	28.6%	31.9%	23.5%
归属母公司净利润(百万元)	5,797	7,257	9,286	10,616
增长率	27.2%	25.2%	27.9%	14.3%
每股收益EPS(元)	1.27	1.59	2.04	2.33
净资产收益率ROE	13.2%	15.2%	16.7%	16.4%
PE	76.4	61.0	47.7	41.7
PB	10.4	9.5	8.1	7.0

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林
执业证号: S1250518110001
电话: 13916801840
邮箱: chzhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	45.56
流通A股(亿股)	44.90
52周内股价区间(元)	38.66-102.19
总市值(亿元)	4,427.95
总资产(亿元)	1,049.07
每股净资产(元)	11.55

相关研究

投资要件

关键假设

- 1) 时效件业务 2020-2022 年毛利率稳定在 25%左右。2022 年鄂州机场投产提升时效件增速，2020-2022 年件增速分别为 22.1%、14.9%、15.9%。
- 2) 丰网 2021 年起网、2022 年运行，初期产能爬坡拖累 2022 年经济件及下沉业务毛利率环比降 1pp。
- 3) 供应链业务营收增长保持稳定，毛利率保持在 4.5%左右。

我们区别于市场的观点

市场认可顺丰 2020 年时效件件量超预期大涨带来的业绩修复，但更多归因于短期疫情带来的消费线上化加速。我们认为顺丰时效件业务的长期价值被市场低估，产业和供应链的升级将推动时效快递业务的多元发展，后疫情时代时效件业务仍将支撑顺丰物流生态蓬勃发展。

股价上涨的催化因素

社零增速、网购增速、顺丰件量增速持续超预期。

估值和目标价格

- 1) 中高端快递业务用 PE 估值，时效、下沉及新业务用 PS 估值。
- 2) 绝对估值 80.35 元；分部估值测算顺丰控股 2022 年合理市值 6038 亿元，对应当前市值计算 2 年复合收益率达 16.8%。我们选用分部估值，原因系顺丰业务多元且各个业务成熟度不尽相同。
- 3) 一年期目标市值 5500 亿、对应目标价 120 元，首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

- 1) 时效件件量增速与宏观经济景气度、居民线上消费倾向相关，若时效件量增速大幅放缓，会对公司整体盈利能力造成巨大影响。
- 2) 新业务培育风险。
- 3) 人工成本上升风险。
- 4) 快递价格战激化。

目 录

1 顺丰控股：复盘——行业巨头的崛起	1
1.1 发展历程及股权结构	1
1.2 多维出击，千亿营收的物流巨头	1
1.3 “三网合一”，最稀缺的物流资产	3
2 完备的基础物流模块	8
2.1 时效件快递：系公司业绩之坚实底盘	8
2.2 经济件快递：坚持产品线下沉，三次切入电商件市场	10
2.3 快运：2020 年市占率夺魁，中期看系顺丰利润最大弹性来源	12
2.4 冷运：具备网络优势，继续巩固龙头地位	16
2.5 同城：当下时点仍以战略意义为主	18
2.6 国际：积极布局海外，业务前景广阔	21
2.7 供应链：充分发挥业务协同功能	21
3 产业趋势之中期维度：顺丰成为电商消费升级的最大受益者	25
3.1 消费升级下电商渗透率进一步扩大	25
3.2 疫情催化下高端品牌渠道重构，免税零售商加速电商化	25
3.3 电商平台拓宽高端商品品类，“直播带货”注入新动力	27
4 产业趋势之长期维度：零售供应链的改造升级	29
4.1 优质物流公司与电商携手重塑零售供应链	29
4.2 资源整合，迎接供应链“大时代”	33
4.3 鄂州机场定位世界级货运枢纽，全球航空货运竞争拔得头筹	36
5 盈利预测与估值	40
5.1 顺丰估值方法的选择及盈利预测	40
5.2 绝对估值	41
5.3 分部估值市值空间测算	43
5.4 投资建议	46
6 风险提示	46

图 目 录

图 1: 顺丰控股股权结构	1
图 2: 顺丰历年营收及增速	1
图 3: 顺丰历年归母净利润及增速	1
图 4: 顺丰各业务收入占比	2
图 5: 顺丰速运物流业务毛利率	2
图 6: 2020 年快递市场格局	2
图 7: “通达系”快递公司 及顺丰业务量	2
图 8: 上市快递企业年度件量增速 (%)	2
图 9: 顺丰已建立“三网”合一的物流网络	3
图 10: 顺丰航空日均航班及增速	4
图 11: 顺丰航空日均发货量及增速	4
图 12: 顺丰强大的地面基础设施	4
图 13: 顺丰固定资产规模及单件对应固定资产遥遥领先	5
图 14: 顺丰的信息网和科技创新	6
图 15: 顺丰研发投入及占比	6
图 16: 顺丰研发人员数量及占比	6
图 17: 顺丰的业务扩张图谱	7
图 18: 顺丰时效件业务成本拆分 (元)	8
图 19: 顺丰时效件毛利率与通达系快递毛利率	8
图 20: 商务件市场主要玩家	9
图 21: 顺丰时效件业务营收及增速	9
图 22: 我国快递市场业务量拆分 (按公司)	10
图 23: 我国中高端电商件市场主要玩家	10
图 24: 2019 年几家拥有自建物流的电商平台 GMV (百亿元)	10
图 25: 2014~2015 年顺丰各快递业务增量绝对值 (亿件)	11
图 26: 2014~2015 年顺丰各快递业务增量绝对值占比	11
图 27: 2013~2015 年顺丰各快递业务量占比	11
图 28: 2014 年至今顺丰时效和经济业务收入增量绝对值 (亿元)	11
图 29: 2014 年至今顺丰时效和经济业务收入增量占比	12
图 30: 顺丰经济业务收入占比和速运物流整体毛利率变化	12
图 31: 我国公路货运市场规模 (百亿元)	13
图 32: 我国公路货运各细分市场占比	13
图 33: 零担企业定价和票均重量	13
图 34: 零担企业分类	13
图 35: 顺丰快运转股后股权结构	15
图 36: 德邦各分业务毛利率	15
图 37: 德邦大件快递业务单位成本随规模增加而下降	16
图 38: 百世快运业务的规模-成本曲线	16
图 39: 我国冷链物流业市场规模	16

图 40: 我国冷链物流各细分市场占比	16
图 41: 我国生鲜市场交易规模及电商渗透率	17
图 42: 我国生鲜电商物流行业交易规模	17
图 43: 我国的冷链流通率	17
图 44: 我国的冷链运输率	17
图 45: 我国医药物流总额及增速	18
图 46: 两票制改革加速医药供应链扁平化	18
图 47: 中国即时配送行业规模	19
图 48: 2018 (左图) 2019 (右图) 即时配送市场品类占比	19
图 49: 即时物流企业分类	20
图 50: 2019 年我国即时物流订单量占比	20
图 51: 美团与达达日均订单规模 (百万)	20
图 52: 我国国际快递业务量及增速	21
图 53: 2019 年我国国际快递业务收入占比	21
图 54: 2017 年 DHL 各业务收入占比	22
图 55: 2016 年全球合同物流收入排行 Top10 占比	22
图 56: DHL 供应链解决方案	23
图 57: DHL 各业务板块 12 月滚动毛利率	23
图 58: 实物商品网上零售额占比持续增长 (万亿; %)	25
图 59: 社零总额累计同比与实物商品网上零售额累计同比 (%)	25
图 60: 电商渗透率测算 (剔除餐饮、汽车、石油)	25
图 61: 主要行业线上渗透率	26
图 62: 顺丰 2020 年 2、3 月市占率明显上升	26
图 63: 天猫平台彩妆销售额	26
图 64: 美妆品类属于较高客单价商品 (元)	26
图 65: 阿里系平台保健品销售额 (元)	27
图 66: 周大生线上营收占比	27
图 67: 中国跨境电商交易规模及占进出口比重 (万亿元)	27
图 68: 近年中国免税销售收入及增长率	27
图 69: 2020 年 618 全网细分行业销售额占比情况 (%)	28
图 70: 近年“618”GMV	28
图 71: 中国与欧美发达国家社会物流费用占 GDP 的比重	29
图 72: 按运输对象的物流划分	29
图 73: 电商产业链	30
图 74: 淘宝双十一客单价与物流成本	30
图 75: 京东订单履约费用率	30
图 76: 电商巨头年度 GMV 与增速	31
图 77: 拼多多季度 GMV 及增速	31
图 78: 电商巨头季度活跃用户数量及增速	31
图 79: 菜鸟与京东物流的定位	32
图 80: 菜鸟与京东物流仓配模式对比	32
图 81: 顺丰的直营制模式可以使公司上下保持战略统一	34

图 82: 快递运输各环节业务间协同	34
图 83: 顺丰具备全链路服务能力	35
图 84: 供应链的流程结构	35
图 85: 湖北国际物流有限公司股东结构	36
图 86: 鄂州机场空间布局规划	36
图 87: 顺丰现有以“点对点”式为主的货运航线图	38
图 88: 以鄂州机场为枢纽的轴辐式网络模式	38
图 89: 鄂州机场 1.5 小时飞行圈示意图	38
图 90: 鄂州机场临空经济区示意图	39
图 91: 我国中部快递业务量及增长率	39
图 92: 我国西部快递业务量及增长率	39
图 93: 我国国际快递业务量及增长率	40
图 94: 我国国际快递业务收入及增长率	40
图 95: 商务件市场格局	43
图 96: 顺丰时效件营业收入增速	43
图 97: 高端电商件市场格局	43
图 98: 顺丰业务占比及总体净利率	44
图 99: FedEx 盈利情况	44
图 100: FedEx 历史股价与市盈率	44
图 101: UPS 盈利情况	45
图 102: UPS 历史股价和市盈率	45

表 目 录

表 1: 我国货运航空公司自有机队及总运力	3
表 2: 顺丰与通达系快递公司地面基础设施对比 (2020H1)	5
表 3: 我国零担头部企业收入 (2020 年排名前十)	13
表 4: 快递上市公司推出的快运产品	14
表 5: 即时物流的定义与特征	19
表 6: 收购标的公司 2017 和 2018H1 的主要财务数据	22
表 7: DHL 供应链能够提供全面的解决方案和服务	23
表 8: 618 直播数据汇总	28
表 9: 京东、菜鸟、顺丰资产建设	32
表 10: 物流服务能力对比	33
表 11: 顺丰上市以来在不同行业领域主要投资	36
表 12: 鄂州机场建设费用明细和出资主体	37
表 13: 分业务估值选择逻辑	40
表 14: 顺丰控股各业务拆分	41
表 15: 绝对估值假设条件	42
表 16: FCFE 估值结果	42
表 17: FCFE 估值敏感性分析	42
表 18: 顺丰业务分部估值汇总	46
附表: 财务预测与估值	47

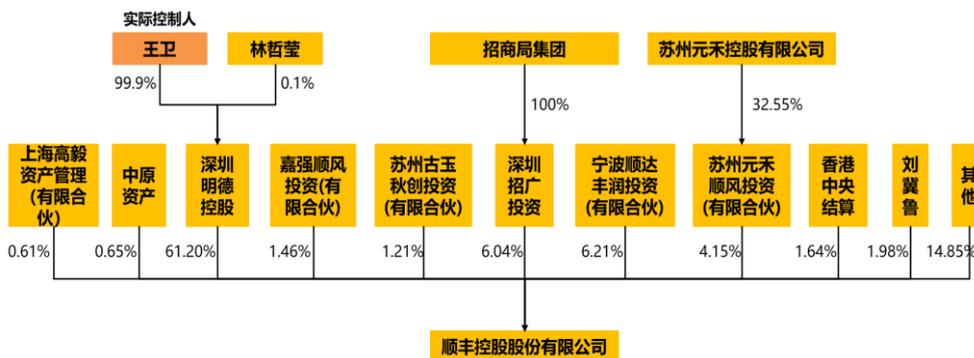
1 顺丰控股：复盘——行业巨头的崛起

1.1 发展历程及股权结构

1993年，创始人王卫于广东顺德注册成立顺丰，初期专门负责来往于香港和广东的快件运送，是诞生于珠三角地区的最早的民营快递企业之一。2002年顺丰转为直营制并在深圳成立总部，此后顺丰深耕高端快递，2017年顺丰控股借壳鼎泰新材在深交所正式上市。

创始人王卫通过深圳明德控股持有顺丰61.2%的股权，其他股东还包括招商局集团、苏州元禾控股、古玉资本、中信资本等。分析顺丰的股权结构可以发现：创始人持股比例高、确保了对公司的掌控力及长期战略的延续性，同时没有电商巨头平台的参股、确保了公司第三方物流服务商的独立性。

图1：顺丰控股股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 多维出击，千亿营收的物流巨头

立足直营模式，自上而下战略统一。顺丰1993年起步时，曾采用加盟制迅速扩张规模。2002年创始人团队强势收权，顺丰从加盟制转为直营制，使总部对全网拥有绝对控制力，加强企业管理和战略统一。直营制模式下快递公司整个网络从总部转运中心到末端网点全部自行建设，从而使全网各个节点提供高标准化的操作，保证服务质量。

图2：顺丰历年营收及增速

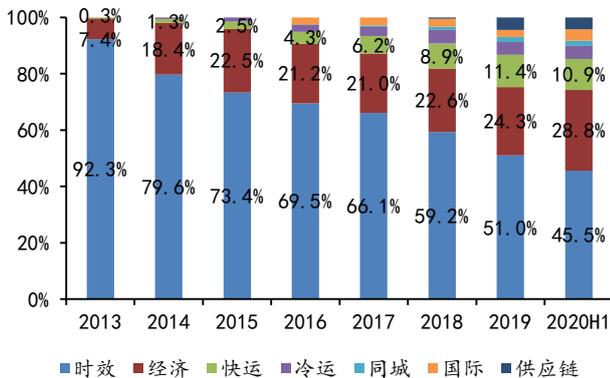


数据来源：公司公告，西南证券整理

图3：顺丰历年归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

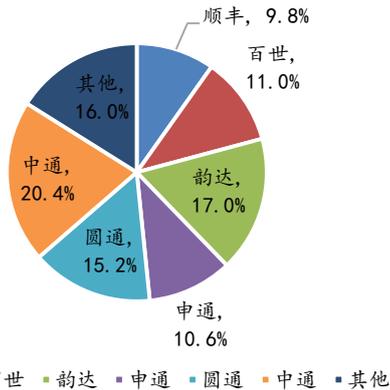
图 4：顺丰各业务收入占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

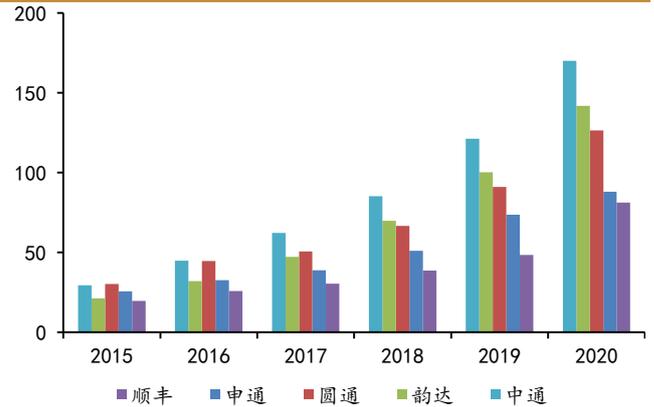
图 5：顺丰速运物流业务毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

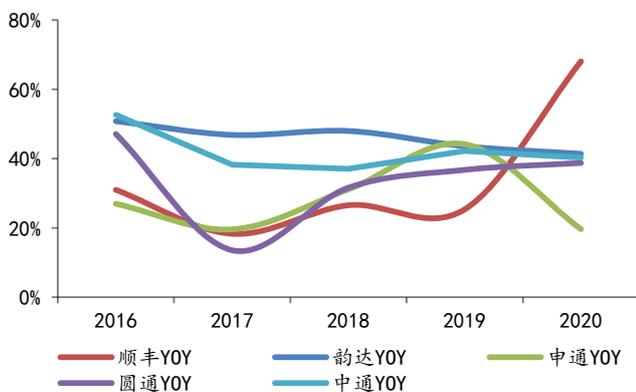
2020 年顺丰增速明显提升，市占率回升。2020 年顺丰业务量为 81.4 亿件，市占率达到 9.8%，业务增速高达 68.1%，增速系上市快递公司中第一。2020 年，行业件量第一的中通实现快递业务总量 170 亿件，市占率达到 20.4%。2020 年上市快递公司中申通增速最低（19.6%），市占率为 10.6%。

图 6：2020 年快递市场格局


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：“通达系”快递公司顺丰业务量


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：上市快递企业年度件量增速 (%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 “三网合一”，最稀缺的物流资产

“三网”合一，打造独特稀缺的网络资源优势。顺丰凭借着庞大的终端网点、中转场和航空/铁路站点、密集的干支线布局、强大的运力、丰富的仓储资源等组成“地网”；国内最大的全货机机队+散航+无人机组成空运“天网”；通过大数据、区块链、智能设备、智慧服务、智慧决策、智慧包装、机器学习、人工智能、车联网等组成“信息网”。顺丰已经打造了“地网+天网+信息网”三网合一的独特稀缺的网络资源优势。

图 9：顺丰已建立“三网”合一的物流网络



数据来源：公司公告，西南证券整理

1) 天网构筑顺丰最深的护城河。顺丰是国内全货机数量最多的货运航空公司，目前顺丰航空运营 73 架全货机的机队，其中自有全货机已扩充至 59 架，远超其他货运航空公司。此外，顺丰在航线数、飞行员资源储备、散航资源等方面也均处于领先地位。2019 年公司航空发货量达 135.3 万吨，占国内航空货邮运输总量的 24.8%。件量共计约 8.7 亿票，占公司总业务量的 18.0%。

表 1：我国货运航空公司自有机队及总运力

机型	最大业载 (吨)	顺丰	圆通	邮政	友和道通	中货航	国货航	金鹏航空
B737-300/400	15	17	7	21				11
B757-200	30	32	5	5			4	
A300-600	40				7			
B767-300	48	8						
B777-200	100					6	8	
B747-400	110	2			6	3	3	4
机队合计 (架)		58	12	26	13	9	15	15
总运力 (吨)		1789	255	465	940	930	1250	605

数据来源：公司公告，西南证券整理 (截止 2020H1，不完全统计)

截至 2019 年底，顺丰航空共有 147 对时刻，领先于其他货运航空公司。基于民航航班时刻遵循“历史优先”的分配原则，航权时刻具有不可再生性，因此顺丰航空已经具有了一定的先发优势。

图 10: 顺丰航空日均航班及增速


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 11: 顺丰航空日均发货量及增速


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

2) 强大的基础设施保障地面运输能力领先。顺丰地网由全国数以万计的营业网点、自动化的中转场、四通八达的运输网络、庞大的仓储面积、以及人性化的客服呼叫网点和最后一公里网络组成, 顺丰的基础设施建设、固定资产规模遥遥领先于其他快递公司。

图 12: 顺丰强大的地面基础设施

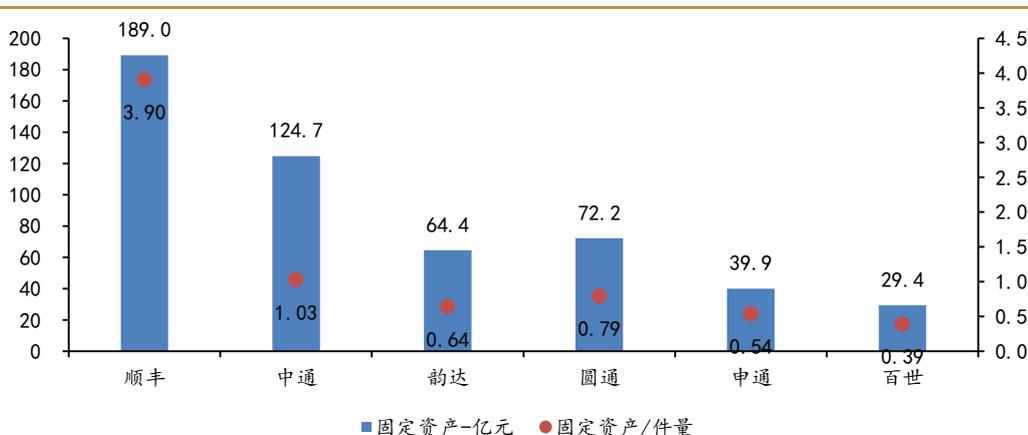

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

从在各个环节所投入的资产规模来看。干线中转环节, 顺丰在直营转运中心数量、自持土地规模以及自动化设备投入均遥遥领先通达系。干线运输环节, 顺丰自有车队规模也远超同行, 此外, 顺丰还积极与国家铁路总局合作, 依托高铁、普铁资源开展物流业务, 目前已开通高铁线路 161 条, 普铁线路 122 条, 特快班列 6 条。2019 年底顺丰的固定资产为 189.0 亿元, 单件对应固定资产 3.90 元, 远高于加盟制快递公司。

表 2: 顺丰与通达系快递公司地面基础设施对比 (2020H1)

公司	干线中转				干线运输	终端	
	转运中心			土地规模	自动化	车辆线路	网点个数
	直营个数	总个数	直营比例				
顺丰	全部 直营	拥有 9 个枢纽级 中转场, 36 个航 空、铁路站点, 180 个片区中转 场 (含顺心快运)	100.0%	持有土地面积 7622 亩, 规划建 筑面积 473 万平 方米, 已建成建筑 面积 164 万平方 米, 土地使用权账 面价值 12.7 亿元	其中 60 个中转场已投入 使用全自动分拣系统, 最 大中转场分拣能力峰值 15 万件/小时	自营及外包干支线车辆合计约 4.5 万辆; 开通干、支线合计约 11 万条; 末端收派车辆合计约 10 万辆 (不含摩托车和电动车); 高铁极速达产品覆盖城市达 74 个, 开通 420 个流向, 特快班 列 6 条, 普列运力 108 条。	近 1.8 万个
圆通	73	73	100.0%	土地使用权账面 价值: 28.8 亿元	累计完成安装近 4700 台 自动分配器(含摆臂、摆 轮), 在转运中心、城配中 心及建包中心共布局完成 自动化分拣设备 92 套	自有干线运输车辆 2002 辆; 自有车队数量 12 架。	末端网点 33088 个
申通	63	68	92.6%	土地使用权账面 价值: 10.0 亿元	自动化分拣设备累计 194 套, 其中自动化交叉带分 拣设备 122 套, 摆臂设备 现有 72 套	2020 年半年报未提及 (2019 年年报提及 3226 条干 线线路)	独立网点 4100 余家, 服务站点 及门店 26800 余家
韵达	60	60	100.0%	土地使用权账面 价值: 21.8 亿元	对部分自动化分拣设备进行 更智能、更高效的升级 改造, 上线四层自动化分 拣设备	未提及	32229 个网 点/门店/服 务部(含加 盟商)
中通	82	91	90.1%	自营的现代化场 地占地面积超过 450 平方米	300 条自动化分拣线投入 使用	近 3400 条干线线路; 干线车辆 10100 多辆, 其中自 有车辆 9250 辆自有车辆。	近 30000 个揽件/派 件网点

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 顺丰固定资产规模及单件对应固定资产遥遥领先


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3) 自主研发智慧物流平台构成信息网。顺丰自主研发了完整的智慧物流平台，支撑业务发展，同时将数据挖掘、机器学习、统计分析等科技方法应用到实际业务场景中，提升公司的科技竞争力。例如，公司在智慧仓网方面，构建了完整的顺丰云仓信息系统体系；在终端收派智能化方面，在客户端持续优化与客户的便捷互动交互等。

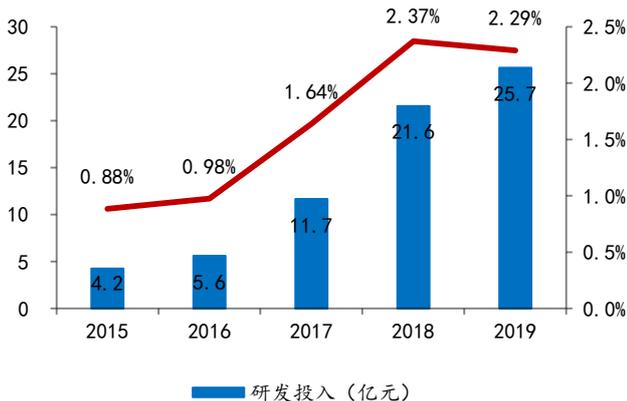
图 14：顺丰的信息网和科技创新



数据来源：公司公告，西南证券整理

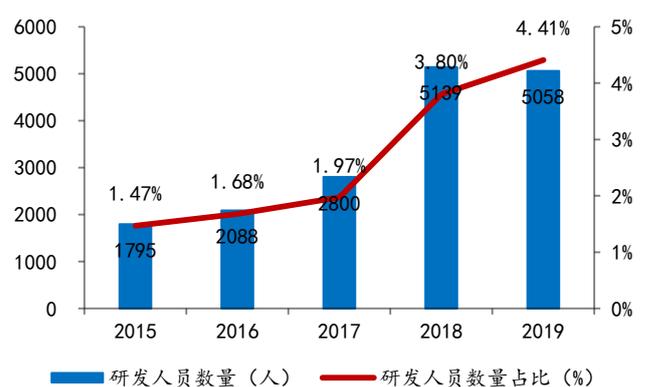
公司的科技投入和人员储备为信息网的拓展提供了强有力的支撑。2019 年公司研发人员数量 5058 人，占总员工数的 4.4%；科技投入 36.68 亿元，占营业收入的 3.3%，其中研发投入 25.65 亿元，占营业收入的 2.29%。2015~2019 年，公司研发人员和研发投入的复合增速分别为 29.6%和 56.8%。

图 15：顺丰研发投入及占比



数据来源：公司年报，西南证券整理

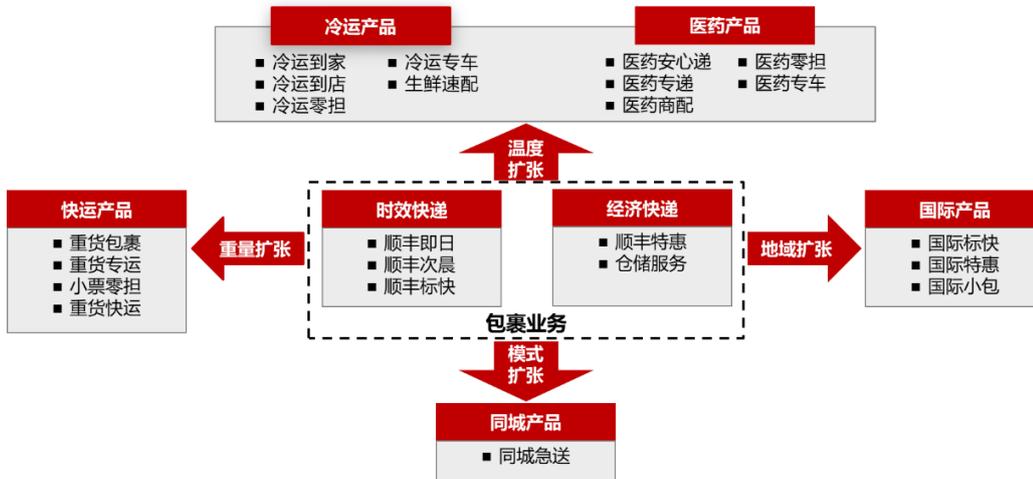
图 16：顺丰研发人员数量及占比



数据来源：公司年报，西南证券整理

多维出击，转型综合物流服务商。顺丰以传统的包裹快递业务起家，在时效件市场深挖护城河，已经牢牢占据了主导地位。在高质量服务网络和品牌优势的基础上，公司在多个业务赛道进行布局：针对时效不敏感而价格敏感客户群体的经济件；运输重量向上扩张的快运；运输温度分层的冷链；运输地域和模式多元化的同城和国际；还有 2B 的供应链业务。顺丰逐渐转型成为综合物流服务商。

图 17: 顺丰的业务扩张图谱



数据来源：公司公告，西南证券整理

顺丰的天空在哪里？ 既往传统的快递物流企业在整个产业链条里处于下游的地位：被动接受订单，尤其经济件业务依赖于线上消费需求，从这个维度上看行业的关键驱动因素游离于可控之外。将社零中难以电商化的餐饮收入、汽车类和石油及制品类零售额剔除，可电商化商品占社零总额的 73.4%。2020 年 12 月实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重提升至 24.9%，也即是电商渗透率。考虑电商渗透率达到 50% 的理论极限水平、则行业发展仍然具备翻倍空间。而这样的估计仅仅是基于目前的技术水平与消费习惯，未来五到十年，从技术迭代的视角来看，实物消费的线上化是大势所趋，行业依然处于动态发展的阶段，天花板本身也并非绝对静态的概念。

从消费供应的价值链条外推，线上消费带来了渠道革命，渠道优化进一步推动了生产方式的改革。无论柔性制造还是工业 4.0，本质上是制造业从原有的标准化大宗集约生产模式逐渐移位到定制化小批量生产范式。这一次顺丰在产业链条里不再是下游：从上游原料的采购运输，到工厂定制化生产，再到消费者或经销商，物流产业的高速发展让制造业趋向扁平化，丰沛的信息流让点对点成为了现实，消费需求进而一步到位。从这个概念上说，顺丰的未来就是中国制造的未來：更加信息化，更加高效。从劳动密集到科技密集，是消费的变革，但更是制造业的第二春，而顺丰多元物流服务供应商的定位更是严丝合缝地嵌入了新的链条，随着中国经济的巨轮滚滚向前。

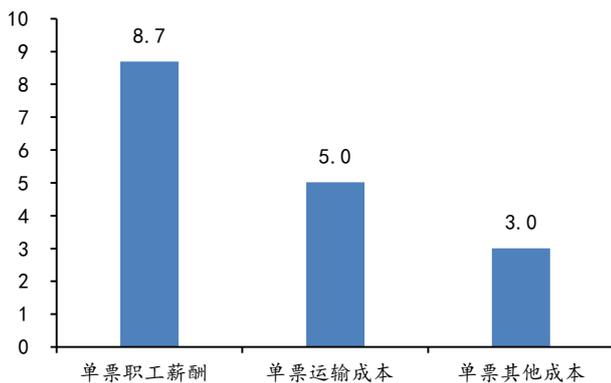
2 完备的基础物流模块

2.1 时效件快递：系公司业绩之坚实底盘

直营模式与重资产配置模式带来良好的服务体验与高效的运输使得顺丰在时效件市场拥有绝对的市场份额，是公司业绩的基石。时效件的客户具有“两高一低”的需求属性，即“高时效敏感、高安全敏感、低价格敏感”，这决定了时效件市场的玩家需要以直营制、重资产的模式运营，以保证服务质量，我们一般将商务件和高端电商件等同于顺丰的时效件业务。

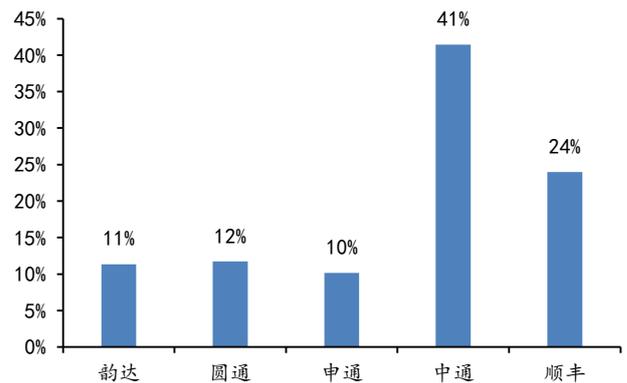
顺丰时效件业务的高市场份额与高毛利，使其成为顺丰营收与利润的主要来源。由于近年来顺丰业务扩张步伐的加快，时效收入在总收入的占比也在不断下降，2020H1 占比下降至 45.5%，速运业务整体毛利率也从 2013 年时效件收入占比 92.3% 时的 24.8%（可认为近似等于时效件毛利率）下降至 18.62%。根据我们的测算，时效件单票收入约为 22 元，单票成本为 16.7 元，其中单票职工薪酬为 8.7 元，单票运输和成本为 5.0 元（外包成本重分类后），单票其他成本为 3.0 元。单票毛利为 5.3 元，毛利率为 24.0%，远超过通达系（除中通外）快递业务毛利率。

图 18：顺丰时效件业务成本拆分（元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：顺丰时效件毛利率与通达系快递毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

我们测算 2020 年国内时效件（这里只讨论商务件，因政府公文由 EMS 单独承运）市场总量约 40~45 亿件，其中顺丰占比接近 60%。

1) 商务件市场系顺丰和 EMS 双寡头

图 20: 商务件市场主要玩家

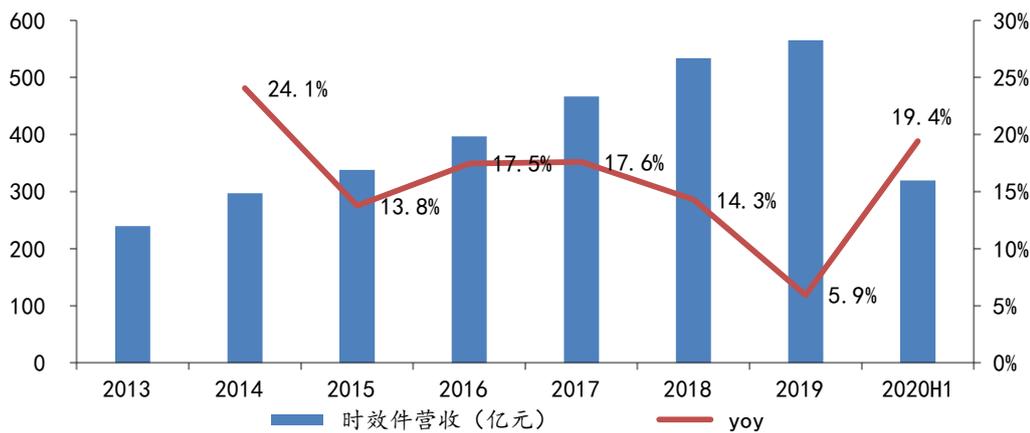


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

顺消费升级趋势, 业务迎来新的增长高峰

2020 年新冠疫情加速了高端消费线上化的趋势, 助力顺丰时效件业务增速创新高。近年来顺丰核心业务时效件营收增速逐渐放缓, 2019 年已经降至 5.9%, 这与依托商务件市场, 与国内经济增速放缓有关。但由于疫情带来的线下消费场景受阻, 越来越多的消费者倾向将高端商品的消费转到线上, 我们认为这是一种长期趋势的短期加速。顺丰凭借直营模式和重资产配置可以提供优质的服务与体验, 是极其稀缺的可以占据消费者心智的快递品牌, 因此承接了消费升级带来的物流需求, 时效件业务逆势实现高增长。2020 年 H1 时效件营收同比增长 19.42%。

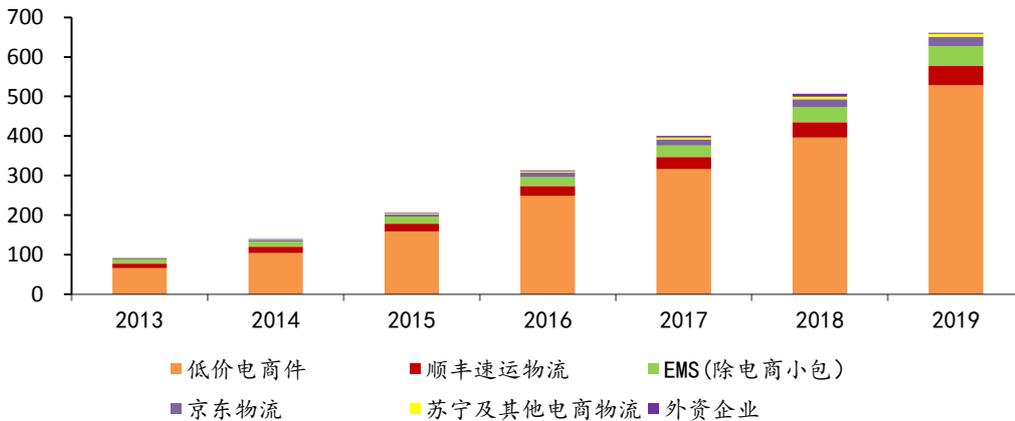
图 21: 顺丰时效件业务营收及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2) 电商快递市场蛋糕大, 流量主导中高端电商件格局。根据我们的测算, 2019 年我国快递市场电商件占比达到 80% 以上, 其中以通达系为代表的低价电商件占比 83.3%, 中高端电商件占比 4.9% (未包括顺丰电商件)。我们认为以顺丰直营制、重资产的体系, 难以开发出单价 3-5 元的低价电商件产品, 因此顺丰经济业务切入的是中高端电商件市场。

图 22: 我国快递市场业务量拆分 (按公司)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

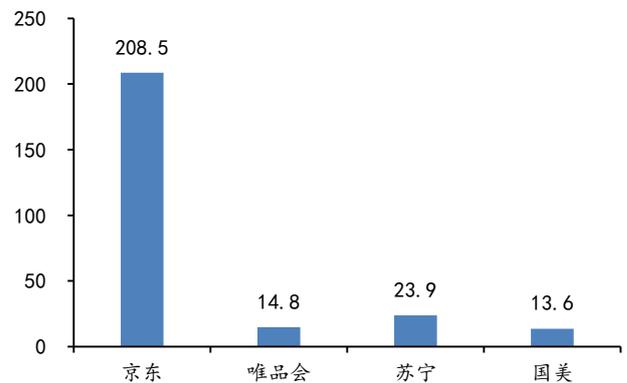
中高端电商件市场较为特殊, 除了顺丰以外, 其他大多数均为电商平台自建物流, 以自家电商的流量作为主要业务来源。顺丰目前在中高端电商快递市场的客户主要有苹果、华为、小米、中兴、优衣库、李宁等, 这些客户都具有客单价高、看重服务质量的特点, 且均没有自建物流平台。

图 23: 我国中高端电商件市场主要玩家



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 24: 2019 年几家拥有自建物流的电商平台 GMV (百亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

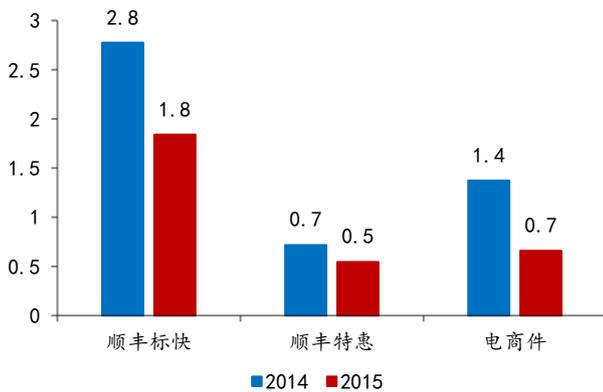
2.2 经济件快递: 坚持产品线下沉, 三次切入电商件市场

经济件业务, 再次下沉, 争夺电商件市场份额。顺丰的下沉战略从未间断过:

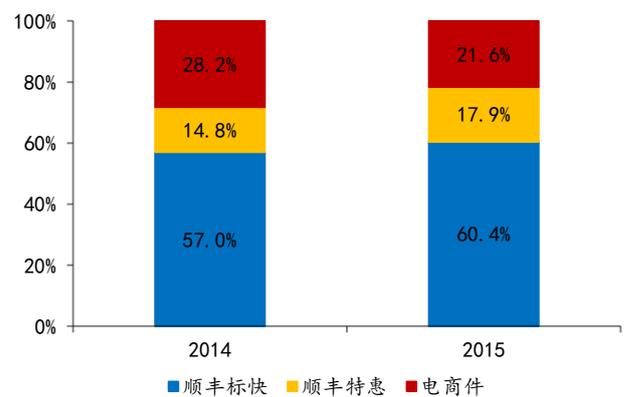
第一次是在 2014~2015 年, 在 2013 年顺丰的电商件只有 500 万件, 顺丰特惠 5100 万件, 合计只占总快递件量的 5.2%。而 2014 年顺丰电商件增长 1.4 亿件, 特惠增长 0.7 亿件, 分别占当年度增量的 28.2%和 14.8%, 电商件和特惠在顺丰快递业务中合计占比增长到了 16.9%。2015 年顺丰进一步扩大经济件的占比, 电商件和特惠合计占比达到 20.6%。从业务收入增量来看, 2014 和 2015 年经济业务收入增量占快递业务收入增量的比重均为 46.2%, 与经济业务件量增量反映出来的趋势一致。

顺丰第二次对经济件的显著下沉是 2018 年上半年在 2016 和 2017 年两年经济业务增速有所放缓后，2018 年经济业务收入增量占比 45.5%。

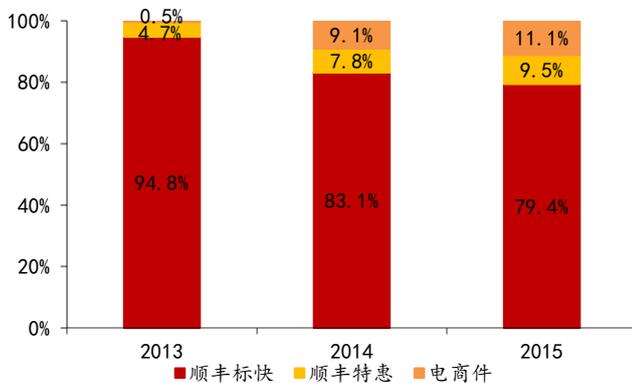
第三次产品下沉系 2019 年 5 月推出的特惠件产品，针对日均票量在 1000 票以上的电商客户，推出单票价格 5-9 元的特惠产品，进一步下沉至原有电商特惠和通达系淘宝件之间。不到 1.5 年的时间已经达到了日均 1000 万件的规模。同时从 2020 年末，顺丰启动了雄心勃勃的“丰网”计划，拟用一年时间打造出一张低价、加盟制快递网络。目前行业共识系需要 100 亿的投入才能拿到日均 1000 万件的加盟快递网络的入场券，我们认为顺丰在时效网基础上起量成本将大大降低。

图 25: 2014~2015 年顺丰各快递业务增量绝对值 (亿件)


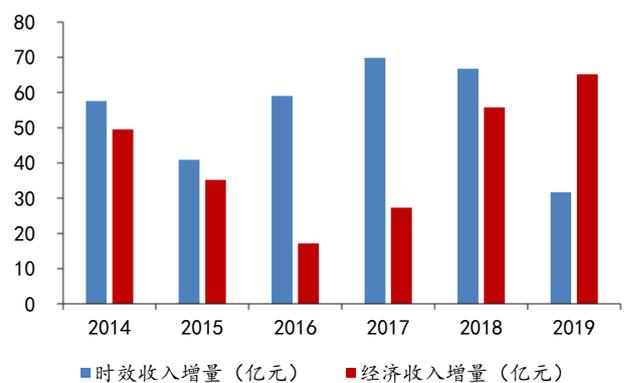
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26: 2014~2015 年顺丰各快递业务增量绝对值占比


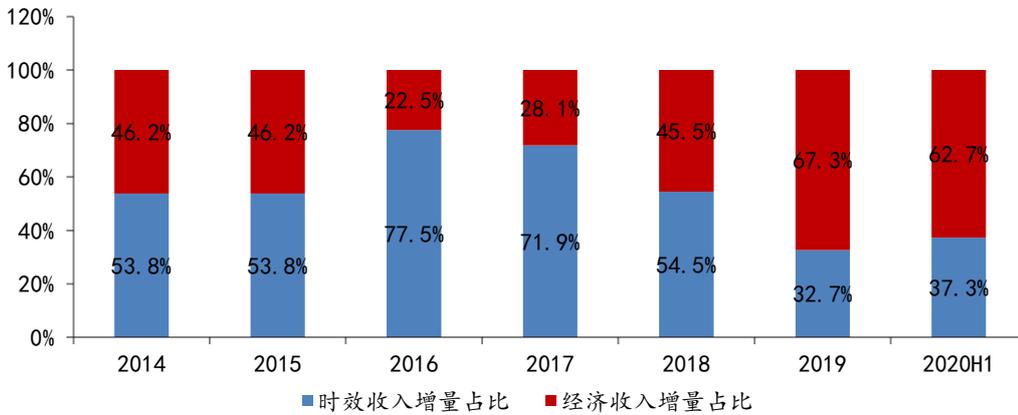
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27: 2013~2015 年顺丰各快递业务量占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

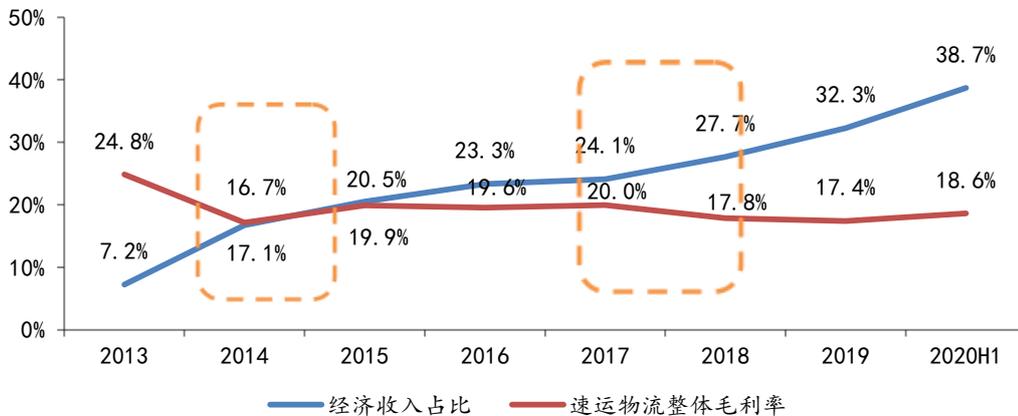
图 28: 2014 年至今顺丰时效和经济业务收入增量绝对值(亿元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：2014 年至今顺丰时效和经济业务收入增量占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

产品线下沉拖累整体盈利水平。经济件主要为低价电商件，其客户具有“两低一高”的需求属性，即“低时效敏感、低安全敏感、高价格敏感”。顺丰重点打造全直营的网络体系，较高的运输成本与经济件需求并不匹配，这也导致经济业务拖累了整体的盈利水平。2014 年和 2018 年顺丰两次下沉经济业务分别导致当年速运物流整体毛利率下降 7.7pp 和 2.2pp，2019 年五月推出电商特惠专配，毛利率继续下跌 0.5pp。

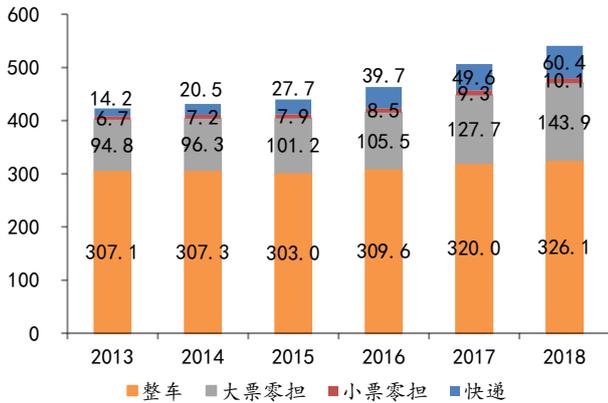
图 30：顺丰经济业务收入占比和速运物流整体毛利率变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 快运：2020 年市占率夺魁，中期看系顺丰利润最大弹性来源

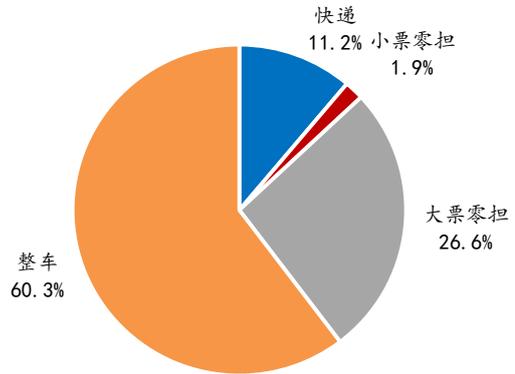
零担市场特点为较大的市场空间，弱规模效应以及低行业集中度。零担 2018 年我国公路货运周转量 7.12 亿吨公里，按照公路货运单价在 0.76 元/吨公里计算，可估算 2018 年我国公路货运市场规模约为 5.4 万亿。从市场细分构成看，2018 年快递、零担和整车分别占比 11.2%、28.5%、60.3%。其中，小票零担和大票零担分别占比 1.9% 和 26.6%，市场规模分别为 14400 亿元和 1000 亿元。小票零担和大票零担标准化程度低，货主主要为 B 端，规模效应较弱。

图 31: 我国公路货运市场规模 (百亿元)



数据来源: 微快运, 西南证券整理

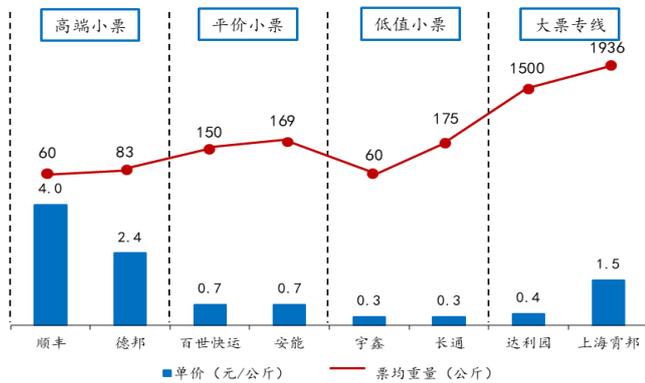
图 32: 我国公路货运各细分市场占比



数据来源: 微快运, 西南证券整理

顺丰快运经营全国网络, 主营高端小票。零担市场可以按照服务网络范围、票均重量等标准进行细分, 不同细分市场的玩家不同。头部玩家中, 顺丰和德邦为全国直营公司, 定价也最高, 主要经营高端小票。百世和安能为全国加盟公司, 主要经营平价小票 (加盟制的百世、安能只收取干线中转费, 实际面向客户的价格约为其两倍, 在 1.4~1.5 元/公斤)。区域零担公司宇鑫、长通等定价最低, 且一般按件收取, 无标准化的价格标准。

图 33: 零担企业定价和票均重量



数据来源: 运联传媒, 西南证券整理

图 34: 零担企业分类



数据来源: 运联传媒, 西南证券整理

顺丰 2018 和 2019 年快运业务收入分别为 80.5 亿元和 126.6 亿元, 2020 年上半年顺丰快运已经反超德邦达到了行业件量/货量双第一。由于零担行业存在不同细分市场, 我们认为顺丰所处的全国网络市场集中度远高于区域网络市场。

表 3: 我国零担头部企业收入 (2020 年排名前十)

2020 年收入排名	物流企业	零担收入 (亿元)
1	顺丰快运	124.5
2	德邦快递	113.9
3	安能物流	89.0
4	壹米滴答	75.5
5	百世快运	55.4

2020 年收入排名	物流企业	零担收入 (亿元)
6	三志物流	42.0
7	跨越速运	40.2
8	德坤物流	27.0
9	盛丰物流	25.5
10	中通快运	24.0

数据来源：联运智库，西南证券整理

近年来快递巨头积极跨界布局快运业务，竞争堪称红海。2018 年 4 月，申通快递和快捷快递合资开展的“申通快运”项目持续 8 个月即宣告终止。2019 年 5 月，韵达放弃对控股子公司运乾物流的增资优先认购权，将快运板块从上市体系中剥离。百世快运在 2019 年一季度实现了毛利润由负转正，毛利润率同比提高 5.6 个百分点至 3.4%，货运量近 127 万吨，同比增长 28.8%。中通快运 2019 获得了超 1 亿美元的 A 轮融资，官方将 2019 年的目标定为 460 万吨。与快运行业原本规模较小的物流企业相比，快递巨头们具备更强的资本实力，对短期内亏损的承受能力强，这也使快运行业的盈亏平衡点右移。整体看，目前的快运市场已经是红海一片。

表 4：快递上市公司推出的快运产品

公司	产品	详情
百世	惠心件/S3 电商大件/S10 标准小零担/T 托盘运输/物流普运	5-60kg/60-180kg/180-600kg/600kg 以上
中通	小票零担/大票零担/标准快运	10-300kg/300kg 以上
圆通	小票担件/标准零担	100-200kg/200-600kg
	大零担/整车运输	600-1000kg/1000kg 以上
韵达	电商大件/小票零担/大票零担	30-100kg/100-500kg/500kg 以上
申通	标准快运/电商特惠/物流普运	单间重量在 10-70kg，单票重量在 300kg 以内的电商大件、商业大包裹微快运门到门服务

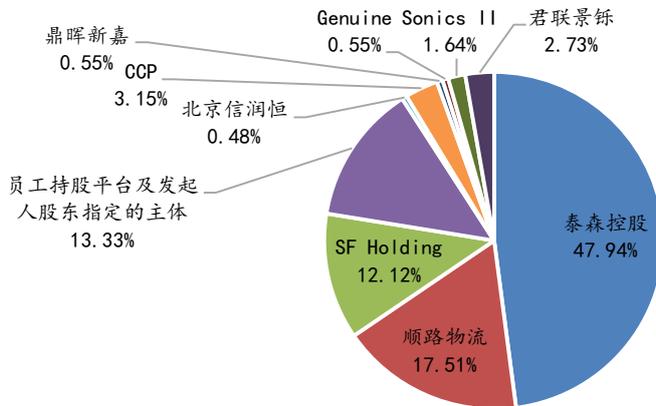
数据来源：公司公告，西南证券整理

顺丰最初在 2014 年推出物流普运；2015-2016 年陆续推出重货专运（整车）和重货快运（空运）；2017 年 6 月份推出针对专业市场直发的专线普运；2018 年 1 月推出 20-100kg 的重货包裹和 100-500kg 的小票零担。2018 年 8 月，顺丰将重货业务更名为快运业务。2018 年底，顺丰快运推出 500~3000kg 大票零担，覆盖 20kg 以上全部重量范围。

顺丰于 2018 年收购新邦物流 71% 的股份，成立顺心快运，主打中低端小票和大票零担，填补顺丰的产品空白，同时也通过加盟制的方式快速拓展市场。顺心在被顺丰收购后，大范围铺设网点，仅仅一年网点就由 1000 家增长至 3000 家。顺丰与新邦的合作优势互补，顺丰提供品牌、一定资金，新邦提供管理运营、分拨车辆，新邦和社会加盟商均可加盟。

2019 年成立深圳顺丰快运股份有限公司开始独立运营，2020 年 2 月发行可转债，融资金额达 3 亿美元，参与认购的有 CCP Freight Investment、君联景铄等公司，转股后，顺丰仍是顺丰快运的控股股东。

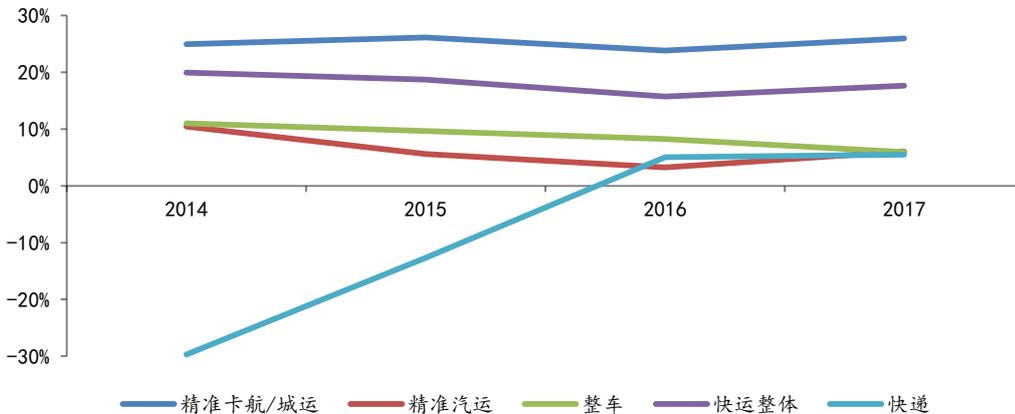
图 35: 顺丰快运转股后股权结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

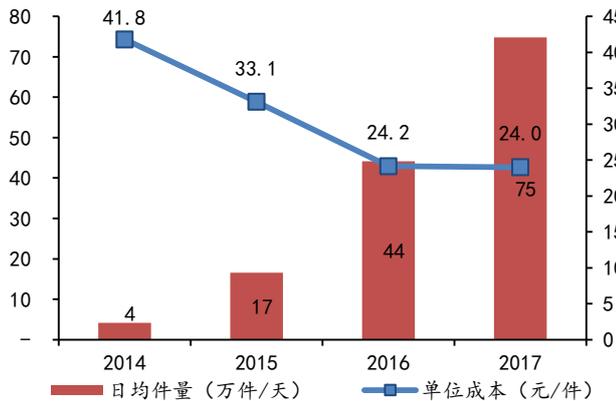
顺丰的小票零担产品定位为兼顾价格与时效的经济型物流服务, 其产品价格与德邦的精准卡航/城运产品接近。精准卡航/城运在德邦的所有产品中盈利表现最好, 一直能够保持 25% 左右的毛利率水平, 是公司的重点发展业务。顺丰快运业务当前的体量已经逐渐接近德邦, 随着顺丰对小票零担的持续深耕, 该产品的盈利水平有望对标德邦的盈利水平。

图 36: 德邦各分业务毛利率

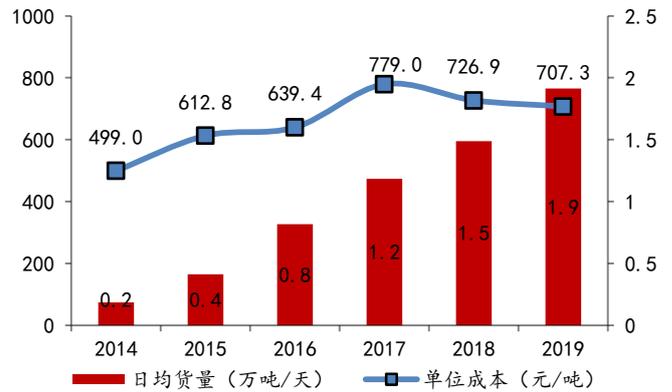


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

顺丰的重货包裹产品主打重量在 20~100kg 的大件包裹, 相比其他快运产品在标准化程度上更加接近快递, 具有一定的规模效应。从德邦大件快递业务的成本曲线可以看出其单件成本随日均件量的增加存在较为显著的下降趋势。百世快运也选择 all in 小公斤段产品, 当百世快运日均货量突破 1 万吨之后, 边际成本开始下降, 规模优势体现。大件包裹的赛道优质, 且与快递有着更强的协同效应, 顺丰的网络基础设施优势使其具备在该领域进一步发展的良好底盘能力。

图 37: 德邦大件快递业务单位成本随规模增加而下降


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 38: 百世快运业务的规模-成本曲线


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

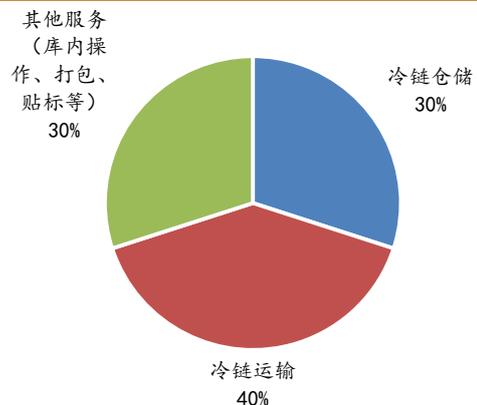
2.4 冷运: 具备网络优势, 继续巩固龙头地位

冷链运输冷链物流泛指产品在生产、贮藏运输、销售, 到消费前的各个环节始终处于规定的温度区间, 以保证产品质量、减少过程损耗的一项系统工程。冷链运输的货主以 toB 端为主, 温度分层的多样化需求要求冷链物流企业能够提供高度非标的定制化服务。根据《中国冷链物流发展报告》, 2018 年我国冷链物流市场规模 2,886 亿元, 同比增长 13.2%, 持续保持较高增速。将冷链物流细分为冷链运输、冷链仓储和其他服务, 三项分别占比约 40%、30% 和 30%。

冷链行业由于技术门槛较高, 需要大量设备投入, 尽管行业规模增长迅速, 但行业中小物流企业占据多数, 多为区域性单一功能的企业, 行业呈现出散、小、杂的特点, 目前没有出现优势明显的行业龙头。在中物联冷链委发布的 2018 中国冷链物流百强企业榜单中, 顺丰以 42 亿元的总收入跃居行业榜首, 市占率约为 1.5%。百强企业总营收 398.2 亿元, 占全国冷链物流市场规模的 13.8%。行业 CR5、CR10 和 CR30 分别为 4.8%、7.4% 和 10.9%, 集中度较低。

图 39: 我国冷链物流业市场规模


数据来源: 中国冷链物流发展报告, 西南证券整理

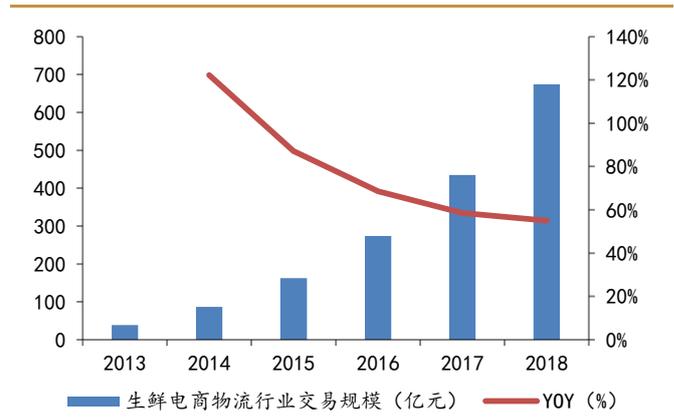
图 40: 我国冷链物流各细分市场占比


数据来源: LEK, 西南证券整理

生鲜和医药是顺丰冷链的两大产品线。2018年我国生鲜市场交易规模达到19,133亿元，生鲜电商市场交易规模达到2,158亿元，同比增长52.18%。生鲜电商渗透率为11.28%，还有较大的提升空间，随着生鲜电商市场资源进一步整合，行业发展进一步成熟，预计生鲜电商渗透率将进一步提高。生鲜电商冷链物流的交易规模也逐年扩充。预计2018年中国生鲜电商冷链物流的交易规模达到674.1亿元，同比增长55%。

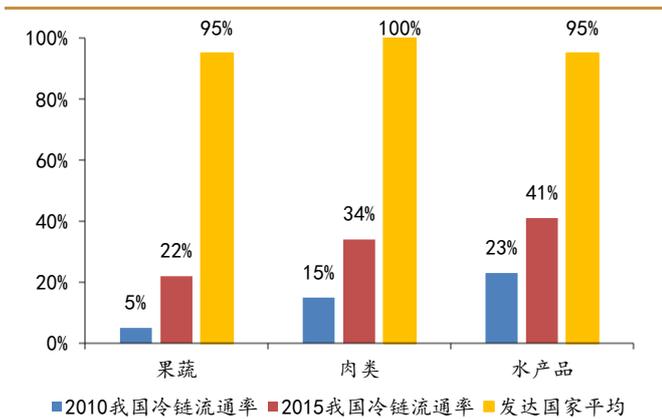
图 41：我国生鲜市场交易规模及电商渗透率


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

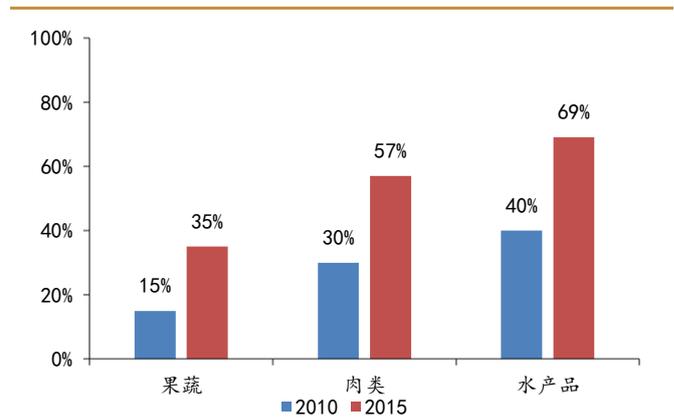
图 42：我国生鲜电商物流行业交易规模


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

在生鲜消费需求的增长背景下，我国果蔬、肉类、水产品冷链流通率有了较大的提高，2010年我国果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别仅有5%、15%、23%，冷藏运输率分别仅有15%、30%、40%。到2015年，果蔬、肉类、水产品的冷链流通率分别达到22%、34%、41%，冷藏运输率分别为35%、57%、69%，较好地完成或略有超出了我国“十二五”冷链物流规划目标，而发达国家冷链流通率高达95%以上，行业空间可见一斑。

图 43：我国的冷链流通率


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 44：我国的冷链运输率


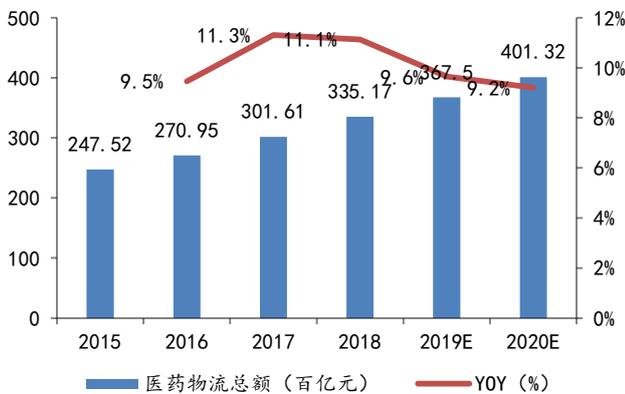
数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

顺丰在冷链运输网络上具有绝对优势：2018年8月，顺丰与夏晖合作成立新夏晖，进一步拓展toB端综合物流解决方案，合作有望发挥“1+1>2”的协同效应，实现降本增效的运营目标。截至2019年末公司共拥有食品冷库57座，运营面积33万平方米，冷藏车515台。顺丰的网络覆盖优势使其兼具toB和toC的能力，而十强企业中的绝大多数只具备toB端的运输能力。顺丰既可以依托快递大网实现从原产地直送消费者，又可以依托强大的仓网布局通过仓干配送达C端或通过快运送达B端。

在医药物流领域，随着“两票制”、税收改革、一致性评价等重大医药改革的逐步实施，国家对医药物流行业的规范性和规模也愈加重视，不断出台政策加大监管力度，推动行业规模发展。根据《中国医药物流发展报告(2019)》，2018年我国医药物流总额达到33,517亿元，较上年同比增长11.13%，预计到2020年，我国医药物流总额将会突破4万亿元。

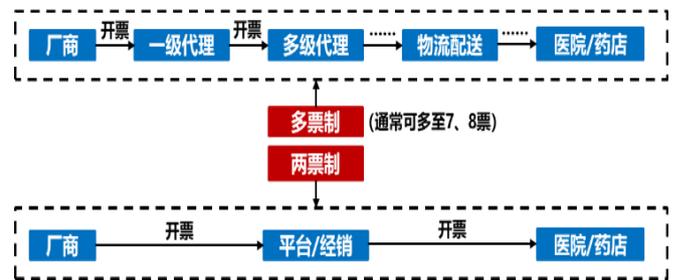
“两票制”是指药品从药厂卖到一级经销商开一次发票，经销商卖到医院再开一次发票，以“两票”替代目前常见的七票、八票，减少流通环节的层层盘剥，并且每个品种的一级经销商不得超过2个。“两票制”的真正推行，会重构医药流通供应链模式，将我国医药物流推向社会化、市场化，医药物流将跨越区域政策屏障，从单点运作向网络化运作转变，进一步提升医药物流的集约化、专业化以、信息化、智能化。

图 45：我国医药物流总额及增速



数据来源：中国医药物流发展报告(2019)，西南证券整理

图 46：两票制改革加速医药供应链扁平化



数据来源：易观分析，西南证券整理

顺丰利用物流专业、网络、技术等方面的优势弥补现有医药流通企业的不足，通过单点直达全网、全程质控跟踪、全程药品追溯和强大的末端资源完善对药厂的物流解决方案。并通过对连锁药店总仓、门店的SKU管理，打通药店和厂家直接对接，配置丰巢柜便于消费者网订店取。

截至2019年，顺丰医药网络覆盖219个地级市、1547个区县，拥有4个GSP认证医药仓，总面积3万平方米。拥有42条医药运输干线，通过GSP验证的医药自有冷藏车242台。顺丰拥有干线运输、城市配送、医药仓储、C端派送、医药临检等五大闭环物流供应链服务能力。主要客户有拜耳、哈药、华润三九、赛诺菲制药、勃林格殷格翰、广药集团等。

2.5 同城：当下时点仍以战略意义为主

本文对同城配的定义等同于即时物流：即时物流是指货物不经过仓储和中转而直接端到端的送达，且送达时效为两小时以内的物流服务。在最新的定义中对即时物流提出了更高的要求，即通过实时全局调度的方式以匹配实时需求与实时运力。较传统快递而言，同城配送具有高时效、低订单密度的特点，因此配送价格较高。即时物流行业最初随着外卖O2O的兴起实现了爆发式增长，而后新零售市场的发展以及快递末端市场（落地配）的需求增长拓宽了即时物流的业务方向。

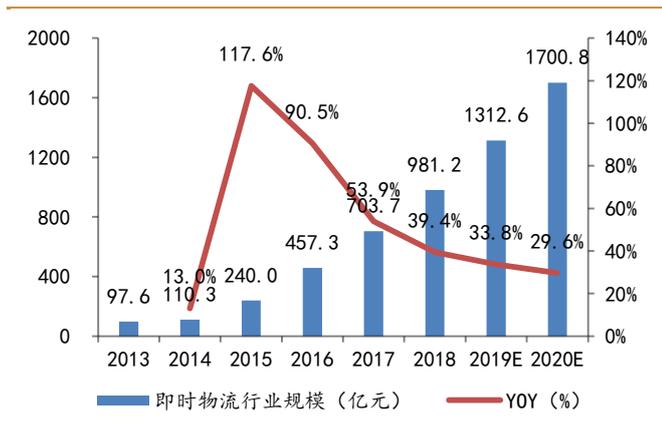
表 5: 即时物流的定义与特征

项目	特征
配送时效	两小时内, 分钟级送达
配送链条	端到端
配送品类	餐饮外卖、商超宅配、生鲜冷物、鲜花礼品、物品递送、落地配
配送运力	众包 (利用社会闲散运力)、自营 (运力全自营)
配送模式	并单配送 (餐饮外卖)、专人专送 (物品递送)

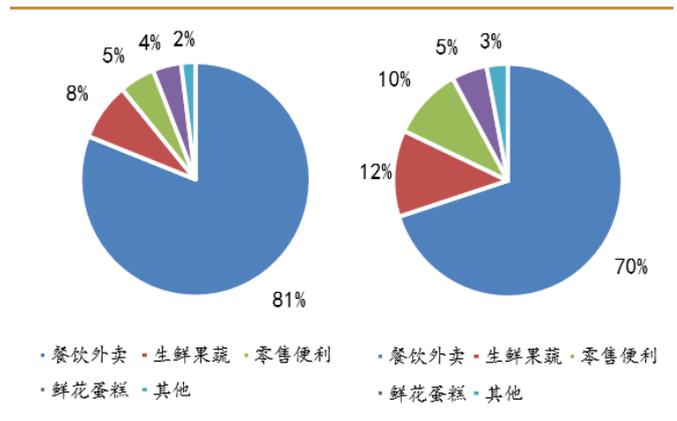
数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

中国即时配送市场规模快速增长。据艾瑞咨询统计, 中国即时配送市场 2019 年规模突破千亿 (1312.6 亿), 同比增长 33.8%, 即时配送用户规模超 4 亿, 同比增长 17.6%, 订单量超过 180 亿单, 同比增长 36.9%, 行业规模发展势头仍然强劲。

与快递行业相比, 2019 年即时配送行业增长率相当于快递行业 2016-2017 年的水平, 总量约为同增长率下快递行业的 1/3.8。

图 47: 中国即时配送行业规模


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

图 48: 2018 (左图) 2019 (右图) 即时配送市场品类占比


数据来源: 罗戈研究, 西南证券整理

即时物流企业主要有以下四类: 外卖模式的蜂鸟、美团和新达达专注餐饮外卖配送, 已经形成三足鼎立的态势; 苏宁、京东等互联网电商平台也为商超品类搭配了即时配送基础设施; 专业即时配送平台闪送、点我达、UU 跑腿、人人快送等重点在专人专送的物品寄递领域; 传统快递公司顺丰、圆通和韵达等也进军即时配送, 组建配送体系。

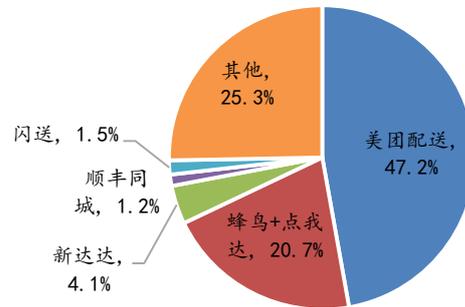
2019 年我国的即时物流行业中, 美团、蜂鸟配送和新达达配送占据市场份额前三席, 合计市占率达 72%, 依托上游平台, 美团的日均订单量高达 2390 万单, 达达为 210 万单。由于缺乏上游平台, 顺丰的订单规模较小, 市占率仅为 1.2%, 随着顺丰同城业务不断扩展, 进入更多的细分市场, 推出 2B、2C 同城配送业务以及建立企业团餐品牌, 顺丰的同城业务正在逐渐提高自己的市场份额。

图 49：即时物流企业分类



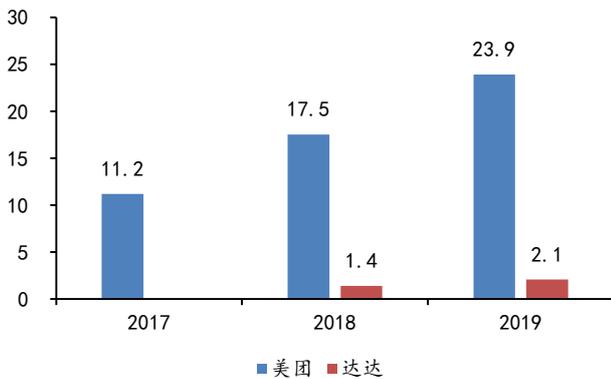
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 50：2019 年我国即时物流订单量占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 51：美团与达达日均订单规模（百万）



数据来源：公司公告，西南证券整理

外卖行业上游的外卖平台拥有订单分发权，这直接决定了即时物流企业的订单量。饿了么和美团二分外卖江山，旗下分别有蜂鸟和美团配送体系，掌控着大多数外卖订单的分发权。顺丰虽然不直接掌握商流的分发权，但是依靠自身的科技能力和运力资源定位中高端配送服务，获取了一批选择自配送的高端客户：麦当劳、肯德基、必胜客、瑞幸咖啡、永辉、天虹、优衣库等。截至 2019 年，顺丰同城服务已覆盖全国 275 个城市，拥有专职配送人员 15000+ 人，兼职月活 10000+ 人次，在全国主要城市提供最快 30 分钟，平均 1 小时送达，服务水平领先同行。

我们认为顺丰同城的战略意义在于打通自身物流生态，快速切入新零售市场。新零售以消费者体验为中心，与新物流互相补充。新物流以集成和协调供应链上各个环节为目标，使商品以准确的数量、最短的时间送到消费者手中，满足消费者随时随地的即时需求。从这个角度来说，即时物流的存在补充了新零售供应链的最后一环。

2.6 国际：积极布局海外，业务前景广阔

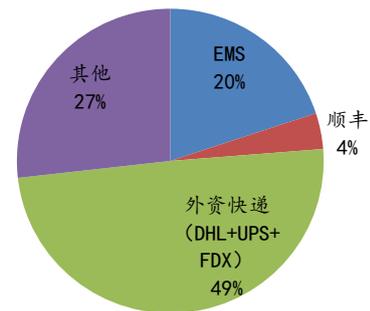
国际快递市场持续保持较快增速，顺丰当前占比不高。根据国家邮政局公布的数据，2019 年我国国际及港澳台快递业务量完成 14.4 亿件，同比增长 30.0%。从收入端来看，2019 年国际及港澳台快递业务收入共 747.3 亿元。外资企业收入 367 亿元，占比达到 49%，顺丰国际业务收入 28.4 亿元，占比 4%。2019 年，顺丰国际业务收入占比 2.5%。

图 52：我国国际快递业务量及增速



数据来源：国家邮政局，西南证券整理

图 53：2019 年我国国际快递业务收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

顺丰为国内外制造企业、贸易企业、跨境电商以及消费者提供国际快递与物流解决方案，提供包括国际标快、国际特惠、国际小包、海外仓储、转运、国际重货、国际电商专递等不同类型和时效标准的进出口服务。

2017 年 5 月，顺丰与 UPS 宣布共计投资 1000 万美元在中国香港成立环球速运控股有限公司，聚焦 B2B 和 B2C 客户的跨境贸易，拓展全球市场。顺丰与 UPS 将在网络、规模等方面取长补短，根据客户需求量身定制包括市场准入、运输、清关、派送在内的一体化进出口解决方案。截至 2019 年，国际标快/国际特惠业务覆盖全球 62 个国家，国际小包业务覆盖全球 225 个国家和地区。

2.7 供应链：充分发挥业务协同功能

供应链是围绕核心企业，通过对商流，信息流，物流，资金流的控制，从采购原材料开始，制成中间产品以及最终产品，最后由销售网络把产品送到消费者手中的将供应商，制造商，分销商，零售商，直到最终用户连成一个整体的功能网链结构。顺丰通过收购 DHL 正式切入供应链板块。

2018 年 10 月 26 日，顺丰香港与 DPDHL 下属子公司德邮控股、海洋控股和敦豪货运签署《股份出售与购买总协议》，顺丰香港以现金方式收购德邮控股与海洋控股所持有的敦豪香港 100% 股权和敦豪货运持有的敦豪北京 100% 股权，敦豪北京和敦豪香港为 DPDHL 在中国大陆、香港和澳门地区的供应链业务板块经营主体。

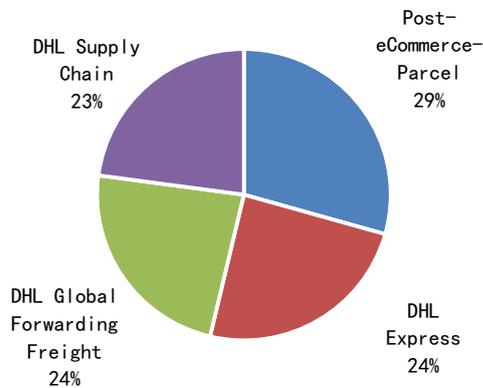
本次交易总对价为 55 亿元，标的公司 2018 年全年的业绩目标为调整后息税前利润不低于人民币 2.99 亿元。我们计算本次收购的 PE、PS 和 PB 分别约为 25、1.35 和 6.2 倍。

表 6: 收购标的公司 2017 和 2018H1 的主要财务数据

	2017	2018H1	2018E
资产总额	21.04	25.67	
负债总额	12.73	17.06	
应收账款总额	11.79	11.22	
净资产	8.30	8.61	8.91 (线性外推)
营业收入	35.13	18.12	40.86 (按照调整后 EBIT 增速计算)
息税前利润	2.38	0.91	
调整后息税前利润	2.57	0.95	2.99 (业绩承诺)
净利润	1.40	0.22	
调整后净利润	1.89	0.40	2.20 (根据 2017 年比例计算)
经营活动产生的现金流量净额	0.68	1.68	
估值	PE=25、PS=1.35、PB=6.2		

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

我们拆分 DHL 的业务: 邮政电商包裹(Post-eCommerce-Parcel)、快递(Express)、全球货运代理(Global Forwarding Freight)和供应链(Supply Chain)是 DHL 的 4 大业务板块。2017 年 DHL 供应链业务实现营收 141.5 亿欧元, 占公司总营收的 23%。2016 年, 全球合同物流的市场规模约 2020 亿欧元, 其中前十名玩家仅占比 20%左右, DHL 占比 6.2%, 高居榜首。

图 54: 2017 年 DHL 各业务收入占比


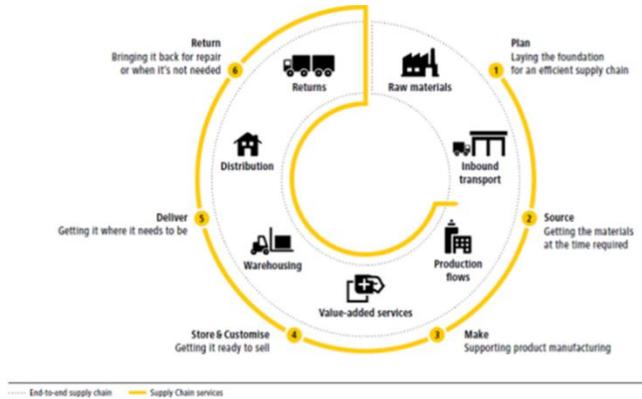
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 55: 2016 年全球合同物流收入排行 Top10 占比

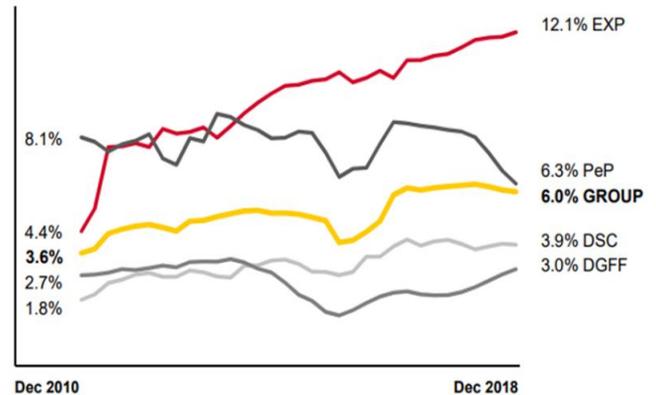
DHL	6.2%
xpo Logistics	2.4%
Kuehne + Nagel	2.1%
Hitachi Transport System	1.8%
CEVA	1.6%
SNCF Geodis	1.4%
Neovia	1.3%
DB Schenker	1.2%
UPS SCS	1.2%
Ryder	0.7%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

DHL 供应链业务聚焦于汽车、零售、工业与工程制造、生命科学与医疗、备件物流、消费品、高科技、运输这八大领域, 能够为客户提供持续完整的端到端服务。供应链服务是为不同行业客户提供定制化的综合物流解决方案, 是一种非标行业, 这导致供应链业务的毛利率无法与标准化的快递业务相比。2018 年 DHL 快递业务的毛利率为 12.1%, 而供应链业务的毛利率为 3.9%, 低于集团总体的毛利率 6.0%。

图 56: DHL 供应链解决方案


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 57: DHL 各业务板块 12 月滚动毛利率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

DHL 供应链能够提供包括运输解决方案、仓储解决方案、管理服务、综合解决方案和附加服务在内的全面解决方案和服务。

表 7: DHL 供应链能够提供全面的解决方案和服务

解决方案	名称	含义	具体服务
仓储解决方案: 提高库存效率并快速响应不断变化的客户需求	DHL Warehousing	共用或专用仓储和货物配送	<ul style="list-style-type: none"> 专门和共享运营、环境和温度调控设施、存储、拣选、包装和分拨、派送和退货管理
	DHL Real Estate Solutions	物流设施定制化设计、建设和管理	<ul style="list-style-type: none"> 战略网络设计和情景分析、物流设施设计、咨询和施工、站点选择和租赁谈判
运输解决方案: 降低成本、改善可追踪性、提升产品流转效率	DHL Managed Transport & Brokerage	国内运输的管理	<ul style="list-style-type: none"> 原材料和成品运输、国内配送和国际运输 (跨境物流) 运输管理体系 (TMS)、保温运输
	DHL Inbound Transport Operations	入厂运输的管理和执行	<ul style="list-style-type: none"> 网络规划、货运优化、实时追踪、数据管理和分析
	DHL Outbound Transport Operations	出厂配送的管理和执行	<ul style="list-style-type: none"> 网络规划、货运整合、计划派送、实时查询 & 追踪
管理服务: 优化供应链的咨询和管理解决方案	DHL Logistics Consulting	为优化供应链设计和绩效提供战略指导	<ul style="list-style-type: none"> 网络流量和供应链流程分析、重建和打造最优供应链 供应链运作状况检查和基准评测、供应链战略布局和治理
	DHL Inventory Financing Services	充分提高资本和现金流收益的金融服务	<ul style="list-style-type: none"> 资产负债表解决方案、真实资产负债表外解决方案、先进托管服务
	DHL Procurement Services	采购、管理产品和供应商	<ul style="list-style-type: none"> 全球采购战略开发、类别专业知识和提供商采购、合同及供应商绩效管理
	DHL Recall Services	管理产品召回	<ul style="list-style-type: none"> 规划和协调、物流执行、报告
综合解决方案: 融合运输、	DHL Business Support Center	售前和售后客户服务支持	<ul style="list-style-type: none"> 售前和售后支持, 例如客户一般咨询、订单和派送状态、产品保修、退货和技术支持 评估、分类和优先询价, 促进形成恰当方案 行业领导者提供业内一流的电信、网络和安全基础设施
	DHL Lead Logistics Partner	监管整个供应链及其运营	<ul style="list-style-type: none"> 受益于供应链专业知识和创新分析工具、简化物流服务外包、供应商监督和客户触点管理

解决方案	名称	含义	具体服务
仓储和管理服务的综合解决方案	DHL Fulfillment	订单创建、仓储和运送至消费者	<ul style="list-style-type: none"> 获取清晰的运营信息，最大程度地降低运营风险、端到端推动持续改进 多种 B2B & B2C 仓储服务、无缝衔接的物流管理
	DHL Inbound to Manufacturing	控制物料流入，优化制造流程和库存情况	<ul style="list-style-type: none"> 供应商管理、物流优化、平滑化和同步、厂内物流、即时和看板补充制造原料/部件 供应商托管库存
	DHL Service Logistics	运输和管理售后市场零件和物料	<ul style="list-style-type: none"> 备件派送、现场和返厂维修、更换物流和现场工程师支持
	DHL Indirect Materials Management (MRO)	管理维护、维修和运营供应链	<ul style="list-style-type: none"> MRO 供应链计划和控制、库存管理、有效生产时间、关键备件和风险缓解
	DHL Passenger Gateway Services	为以旅客为服务对象的企业提供的物流服务	<ul style="list-style-type: none"> 采购、进站处理、拼箱及全球分站派送、存放（包括在保税区存放）、食物及手推车准备
	DHL HealthConnect	为客户直送医疗卫生产品	<ul style="list-style-type: none"> 完善的“订单到现金”B2B 解决方案、客户服务支持、实时订单和快件查询、派送和退货管理
	DHL Clinical Trials Logistics	管理对于临床试验成功至关重要的物流	<ul style="list-style-type: none"> 20 多个仓库将温度保持在 2-8° C 和 15-25° C，服务于 80 多个国家/地区 生物技术的专业知识，包括冷冻（-80° C 至 -196° C） 研究实施和监测、保温运输管理
	附加服务：与解决方案相结合，灵活解决单独物流需求	DHL Packaging Services	打包、准备和定制产品的服务
DHL In-plant Logistics		制造工厂内的物流服务	<ul style="list-style-type: none"> 看板补充和航线就绪、运输安排、分拨和堆场管理、排序和线路供应 工艺设计和劳动生产率
DHL Pre-sales Services		售前和上市前定制和产品装配	<ul style="list-style-type: none"> 延期、定制和配置、装配和配套

数据来源：公司官网，西南证券整理

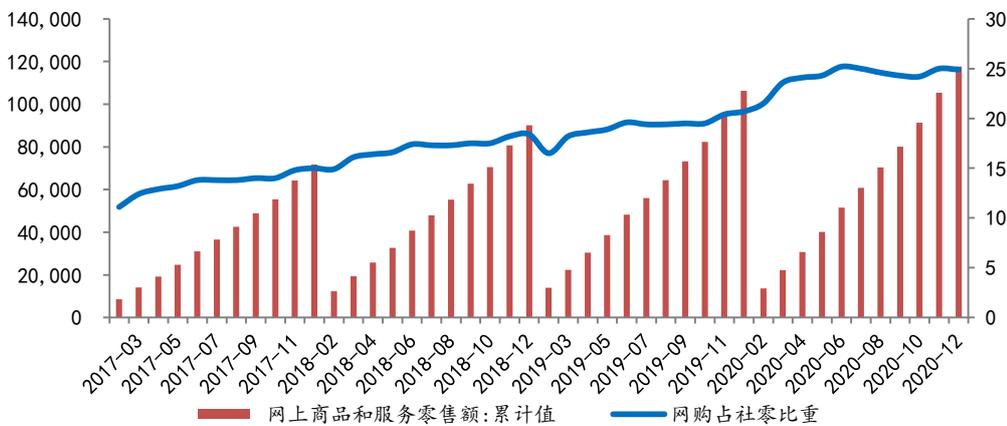
对 DHL 的吸收整合，顺丰控股将整合高质量的供应链物流资产，降低探索学习成本，在短时间内获得重要的战略能力。DHL 在第三方运输、仓库管理、企业客户增值服务等方面的专长将有助丰富顺丰的业务线，与顺丰现有产品线形成有效互补，推进顺丰业务多元化进程以及向综合物流服务提供商的转型，更好地为客户提供跨行业、全产业链的物流服务及解决方案。通过商标许可，标的公司将继续借力 DHL 品牌及其多年积累的卓越口碑，维持现有客户关系并持续开发新客户资源，结合顺丰在国内庞大的物流网络和丰富优质的客户资源，可以实现在供应链业务上的更优发展。

3 产业趋势之中期维度：顺丰成为电商消费升级的最大受益者

3.1 消费升级下电商渗透率进一步扩大

疫情下，网络购物依旧可以保持持续增长。疫情原因，2020年中国社零总额39.2万亿，下降3.9%，而全国实物商品网上零售额11.8万亿，同比增长10.9%，2020年12月实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重提升至24.9%，较2019年12月份20.7%同比提升4.2pp。网上零售非但没有受到社会零售总额下降的影响，反而依旧保持同比增长，占社会零售总额的比重进一步扩大，体现出疫情下网络购物的刚需。

图 58：实物商品网上零售额占比持续增长（万亿；%）



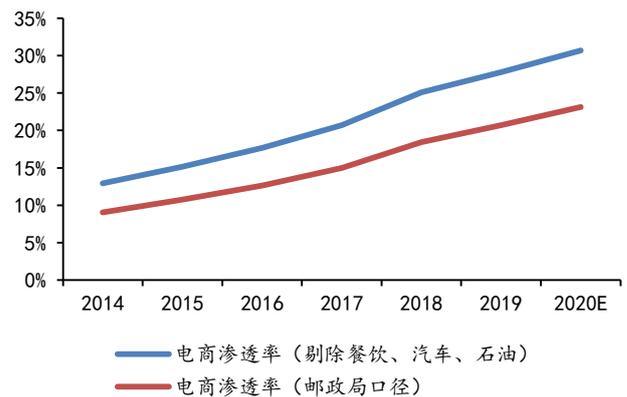
数据来源：Wind，西南证券整理

图 59：社零总额累计同比与实物商品网上零售额累计同比（%）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 60：电商渗透率测算（剔除餐饮、汽车、石油）

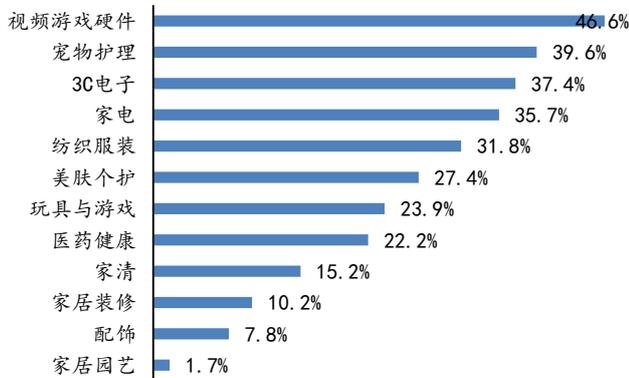


数据来源：国家统计局，西南证券整理

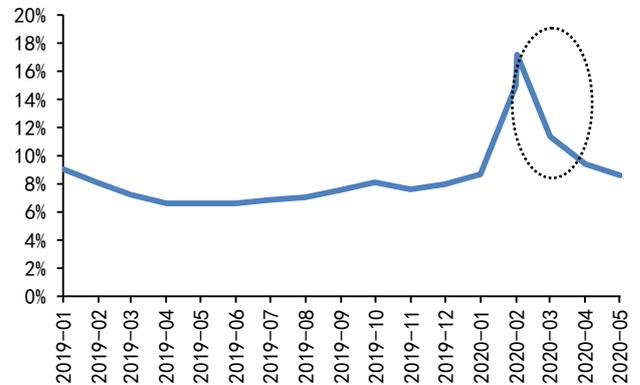
3.2 疫情催化下高端品牌渠道重构，免税零售商加速电商化

在消费升级电商渗透率进一步扩大的大背景下，高端商品品牌商如美妆个护、3C 数码等，纷纷探寻线上营销活动。而疫情影响下通达系产能降低明显，且很难满足时效件的要求，

顺丰成为疫情催化下电商消费升级的最大受益者，疫情期间顺丰市占率显著提高，2020年2月份达到最高的17.2%，比2019年同期增加了9.1pp。

图 61：主要行业线上渗透率


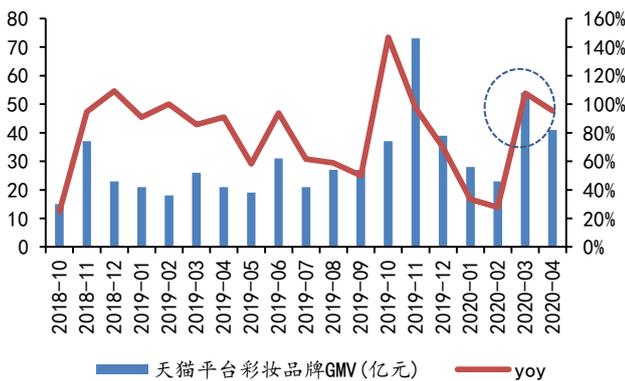
数据来源：欧睿咨询，西南证券整理

图 62：顺丰 2020 年 2、3 月市占率明显上升


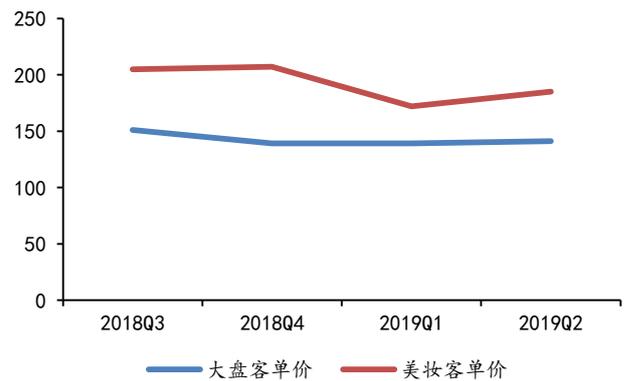
数据来源：国家邮政局，顺丰公告，西南证券整理

高端商品渠道重构，顺应长期趋势，需求具有粘性。以美妆为例，根据腾讯智慧零售数据，通过微信电商平台进行的美妆消费 27%集中在 750-1500 元/单，23%集中在 501-750 元/单，仅有 12%的订单在 500 元以下，美妆消费客单价整体处在中高端水平。在疫情冲击下，线下实体店客流量减少，“口红效应”显现，对于美妆产品需求上升，众多品牌商加大线上化营销力度。根据德勤咨询数据，2020年3-4月天猫彩妆销售额分别达到54亿元和41亿元，均为去年同期的近两倍，远远高于2020年1-2月20%-30%的同比增速，也远远高于网上零售额10%-20%的增长率。

与防护用品需求不同，此类需求线上化是长期趋势，疫情只是起到了催化剂的作用，加速其线上化进程，由于需求粘性的存在，品牌商并不会在后期退出电商平台，此类需求会趋向回落至相比疫情前更高增长率的稳定增长。

图 63：天猫平台彩妆销售额


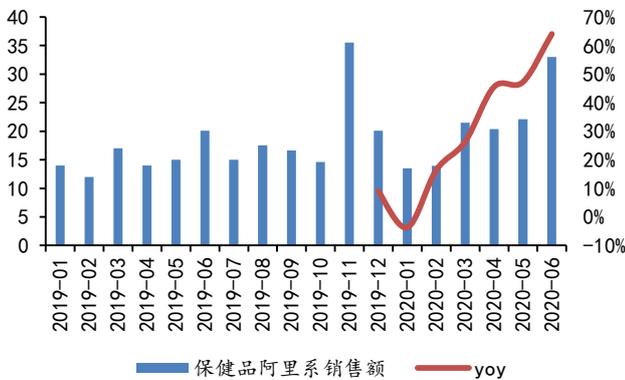
数据来源：德勤咨询，西南证券整理

图 64：美妆品类属于较高客单价商品 (元)


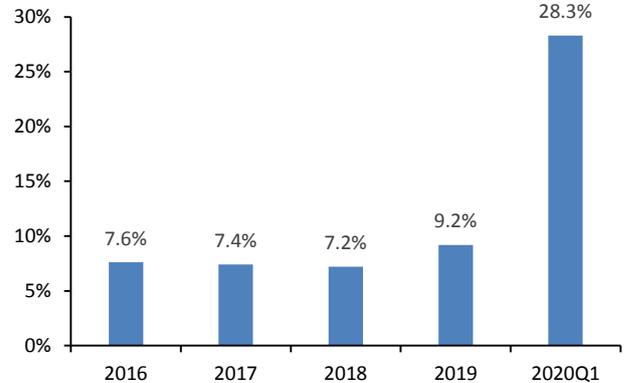
数据来源：腾讯&有赞，西南证券整理

在其他高客单价商品品类方面，保健品 2020 年 6 月份阿里系平台销售额达到 32.97 亿元，同比增长 60.8%。2020Q1 珠宝首饰类商品线上化程度大幅提高，受疫情影响线下店铺客流量减少，各公司在线上渠道发力，通过直播带货等方式进行线上销售，以周大生为例，2020Q1 互联网销售营收为 1.92 亿元，占比高达 28.3%，远超过往期不到 10%的比例，

2020Q2 预计由于“618”直播带货的作用，该比例依旧居高，由于渠道粘性存在，线上营收比例会持续稳定在高于疫情前水平。

图 65: 阿里系平台保健品销售额 (元)


数据来源: 淘数据, 西南证券整理

图 66: 周大生线上营收占比


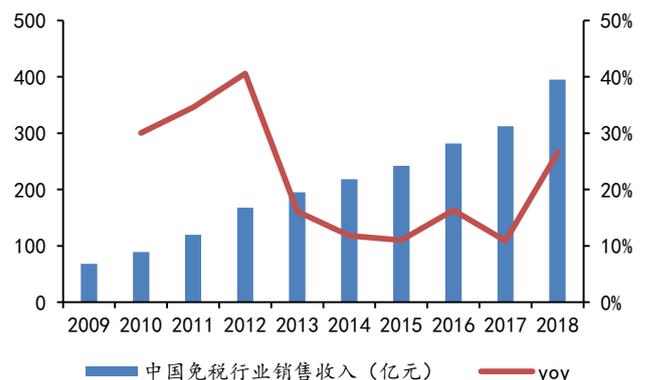
数据来源: 周大生公司公告, 西南证券整理

2020 年 6 月财政部、海关总署和税务总局发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》: 离岛免税政策放宽, 免税品电商线上化提高, 品类进一步扩大, 客单价提高, 预计高端精品类产品销售量提升。2019 年中国海外消费额预计超过 2850 亿美元, 占亚太国家比例超过 50%, 同时另一个渠道跨境电商交易额 2019 年超过 11 万亿元, 也已达世界第一。如中国中免的免税龙头企业将逐步从线下免税零售业态逐步拓展电商化/直邮的业务模式, 而疫情带来的国际航线中断、传统机场口岸等免税销售额的断崖式下滑将大大加快这一进度。

实践上看: 免税品线上化渠道开始孵化, 日上等免税品参与方采用线上同价订货, 顺丰直邮交付的线上直邮方式, 原有的依靠线下渠道采购免税品的交易结构被打破。由于国人购买免税品集中在单价较高的美妆、箱包、电子数码产品上, 用户体验最好的顺丰成为快递行业内在免税交易渠道被打破环境下的最大受益者, 其承接了消费升级带来的物流需求。

图 67: 中国跨境电商交易规模及占进出口比重 (万亿元)


数据来源: 艾媒咨询, 易观智库, 阿里研究院, 西南证券整理

图 68: 近年中国免税销售收入及增长率


数据来源: Wind, 西南证券整理

3.3 电商平台拓宽高端商品品类, “直播带货”注入新动力

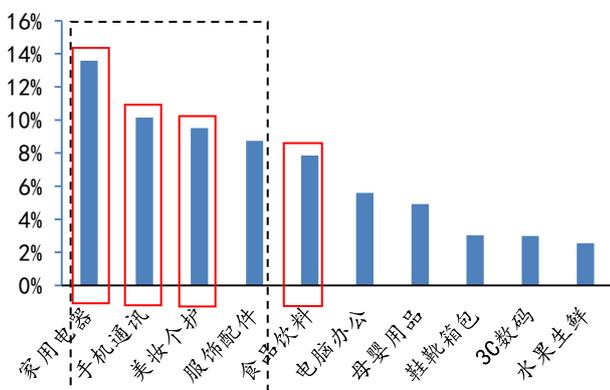
各电商平台用户数增长达到瓶颈，在拓宽商品品类（特别是高端商品）方面发力。以拼多多为例，拼多多平台用户量增长达到瓶颈，2020Q1 环比增长仅 1%，压力转移到提升商品质量与品控上来，高端商品品类增多，客单价良性增长，以“百万补贴”计划为代表的活动可见其发力重点变化。2020Q1 拼多多人均 GMV 同比上升 23.4%，环比上升 13.6%，考虑到用户购买量提高的有限性，我们认为客单价提升是其中更重要的因素。

“直播带货”电商模式兴起后，刺激高端商品需求。2019 年系直播带货元年，阿里平台上有 67% 的老字号品牌电商使用直播方式进行线上营销，2019 年老字号直播带货的销售超过去年同期的 9 倍，平均每条直播拉动的销售额是 2018 年同期的 1.5 倍。除了以李佳琦、薇娅为代表的头部主播，明星、总裁等纷纷加入直播带货大军中来，强势拉动美妆、家电、数码等产品销售额。此外还有如拼多多百亿补贴计划等大力度优惠活动，电商平台的一系列活动促进美妆护肤、3C 数码等高价值商品的需求。618 全网细分行业销售额中家用电器、手机通讯美妆个护占据前三，而且在增速方面均跻身前四，中高端商品需求增长明显，特别是美妆类商品，直播形成的购买转化率高达 13%，高出整体网购转化率 6 个百分点。

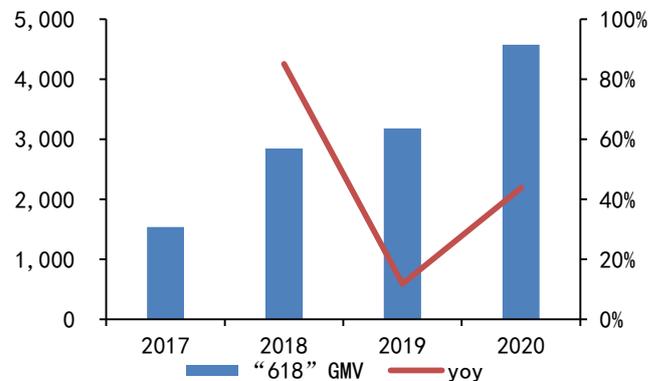
表 8: 618 直播数据汇总

平台	618 直播数据
天猫	6 月 1 日-18 日，累计下单金额 2692 亿元
-京东直播	<ul style="list-style-type: none"> 6 月 1 日至 18 日，京东家电直播超过 2.5 万场，直播带货成交额超出 1 月 1 日至 5 月 31 日，京东家电专卖店店主开播率超 90%，共有 1.2 万家家电专卖店同时直播，直播达成交易额环比上月增长 230% 618 开始 2 分钟，京东直播带货额破 1 亿 6 月 16 日的京东×快手品质购物专场 张雨绮、辛巴等明星达人在快手带货京东商品，单日直播带货 14.2 亿元
淘宝	天猫 618 消费季的累计下单金额为 6982 亿元
-淘宝直播	<ul style="list-style-type: none"> 淘宝直播场次中商家自播占比超 90%，618 淘宝直播 Top10 直播间中，品牌自播占比 60%，其中华为、海尔、荣耀、格力等 3C 家电品牌跻身前 10 6 月 1 日全天，淘宝直播成交金额超 51 亿元 截至 6 月 17 日 7 点，淘宝直播引导成交金额同比增长超过 250%，13 个直播间成交过亿，多品牌开播一小时成交额超越去年全天 共有 600 位品牌、商家的总裁在天猫 618 参与淘宝直播，亲自上阵带货

数据来源：京东，京东直播，天猫，淘宝直播，西南证券整理

图 69: 2020 年 618 全网细分行业销售额占比情况 (%)


数据来源：星图数据，西南证券整理，黑色框中排名前四位均为价格较高的产品，红色框中为增速前四位

图 70: 近年“618”GMV


数据来源：星图数据，西南证券整理

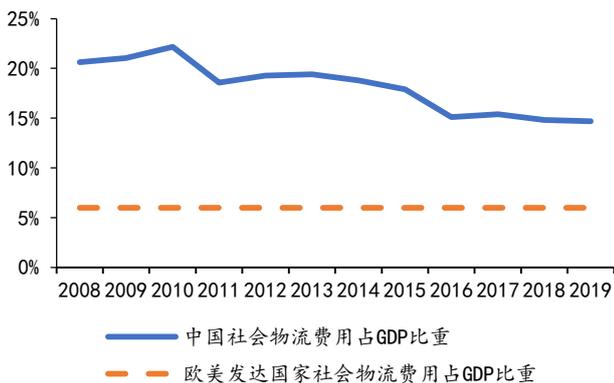
4 产业趋势之长期维度：零售供应链的改造升级

4.1 优质物流公司与电商携手重塑零售供应链

中国物流成本总体偏高反映的是整体供应链水平的不足。我国 2019 年社会物流总费用与 GDP 比率为 14.7%，远高于欧美发达国家的 6%~7% 的水平。虽然比外不足，但这一数据已经是近年来物流行业降本增效的结果：社会物流总费用与 GDP 的比率从 2008 年的 20.6% 下降至 2019 年的 14.7%，每万元 GDP 所消耗的社会物流总费用约为 1470 元，我国物流效率和成本仍有较大提升空间，尤其在产业结构、基础设施、管理能力等方面，背后对应的就是供应链的升级。

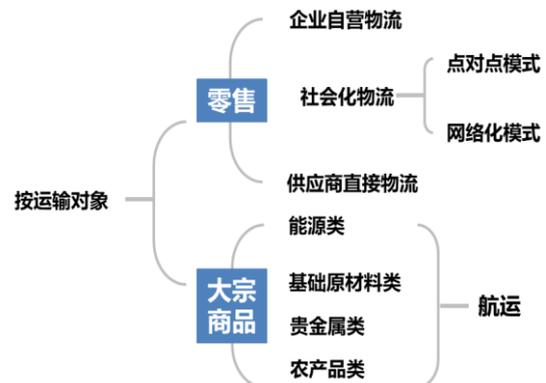
按物流运输的对象可分为零售商品与大宗商品。零售商品一般有三种运输方式。企业自建物流，如大型超市沃尔玛，建立多个物流中心支持商品在各连锁店内周转；供应商直接物流，由供应商负责商品运输，由于不适用连锁型商店广域经营，使用范围较狭窄；社会化物流，专业物流公司承接商品运输，是现在广为使用的运输方式，主要分为点对点模式，即一点发全国，以及仓配一体模式，提前入仓，就近配送。大宗商品一般由航运完成。零售环节的运输是电商物流着力点。

图 71：中国与欧美发达国家社会物流费用占 GDP 的比重



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 72：按运输对象的物流划分

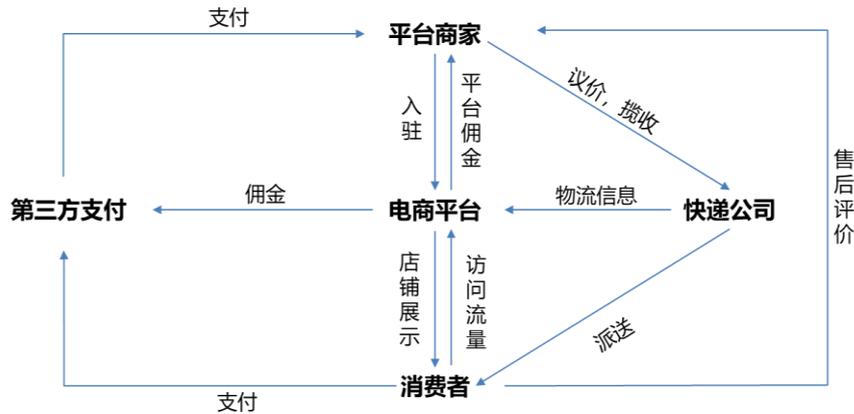


数据来源：西南证券整理

商流决定物流，电商模式对零售供应链的重构降低了物流在商品销售中的成本，同时其在产业链中核心地位也进一步压制快递盈利能力，末端物流在客单价中占比较低。电商通过缩短供应链、促进供应链整合降低了社会化物流成本。并且由于电商产业链由上游平台商家、电商平台、终端的消费者以及负责运输的物流服务商与第三方支付载体构成，电商平台居于产业链核心。电商掌握用户流量入口，其背后衍生出的物流需求直接影响着快递公司的业务规模。电商平台商家的包邮政策使得商家替代消费者成为真正参与议价的一方，面对快递公司提供相对同质化的商品，转换成本较低，以“薄利多销”的方式获得稳定的客户，最终的结果就是低议价能力。

目前在三大电商巨头激烈竞争的格局之下，快递业务盈利被极大压制，快递成本在客单价中占比较低。以双十一包裹为例，阿里近年来客单价 200 元以上，电商件快递均价在 5 元一下，客单价/包裹单价不足 3%。而京东的订单履约费用率在 7.6% 上下浮动。

图 73: 电商产业链



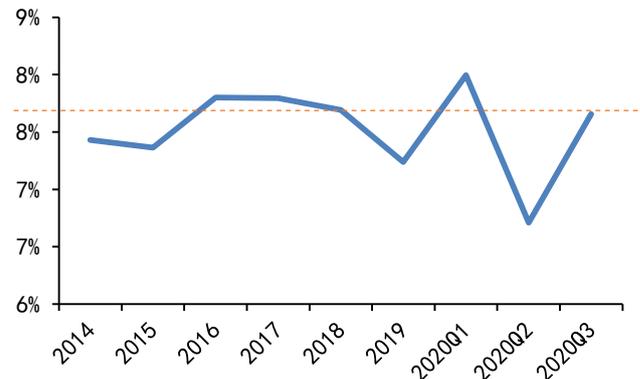
数据来源: 西南证券整理

图 74: 淘宝双十一客单价与物流成本



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

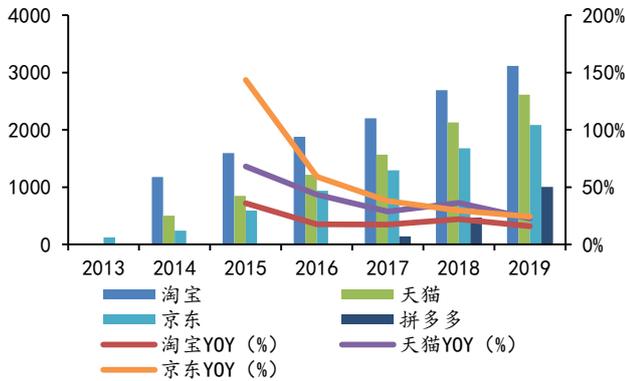
图 75: 京东订单履约费用率



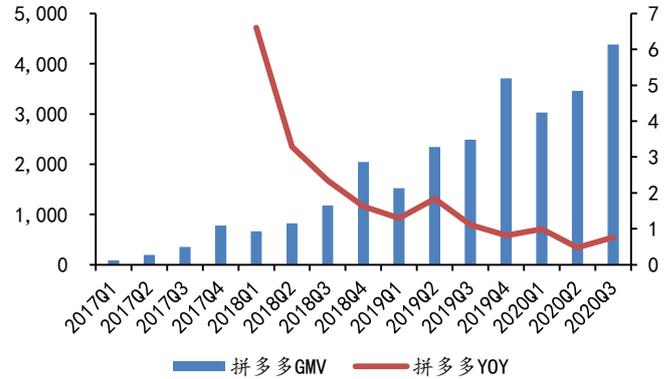
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

1) 电商行业的竞争将持续激烈

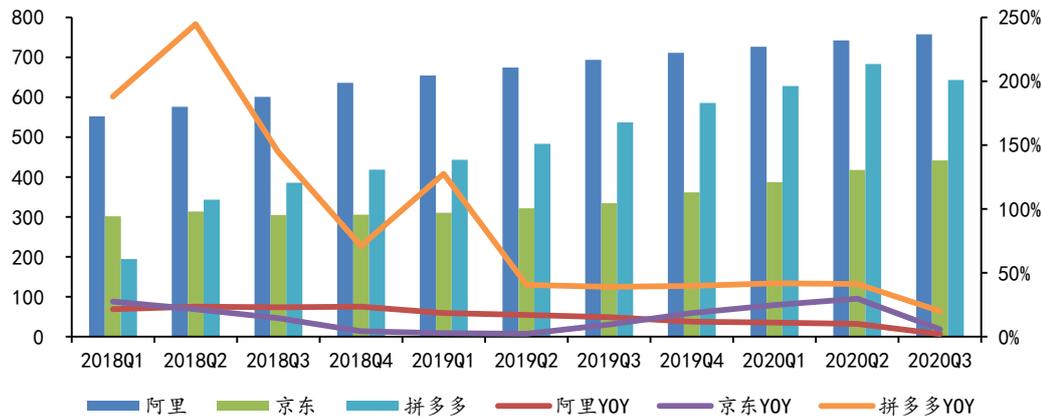
三大电商年交易额与年度活跃买家数增长步伐进一步放缓, 存量的竞争将更加激烈。2019 年, 阿里与京东 GMV 增速已下滑至 20% 左右, 年度活跃用户增速也已换挡至 10%~20%。拼多多异军突起, 经历了前期的迅猛增长, 其 2020 年 GMV 整体增速放缓, 2020 第三季度年度活跃买家增速仅为 20%。随着国内电商平台之间竞争加剧, 如部分电商平台采用二选一策略, 导致商户必须做出选择, 流量转移, 而随之产生的电商件也将深刻影响物流公司的业务格局。

图 76: 电商巨头年度 GMV 与增速


数据来源: 公司年报、西南证券整理

图 77: 拼多多季度 GMV 及增速


数据来源: 公司年报、西南证券整理

图 78: 电商巨头季度活跃用户数量及增速


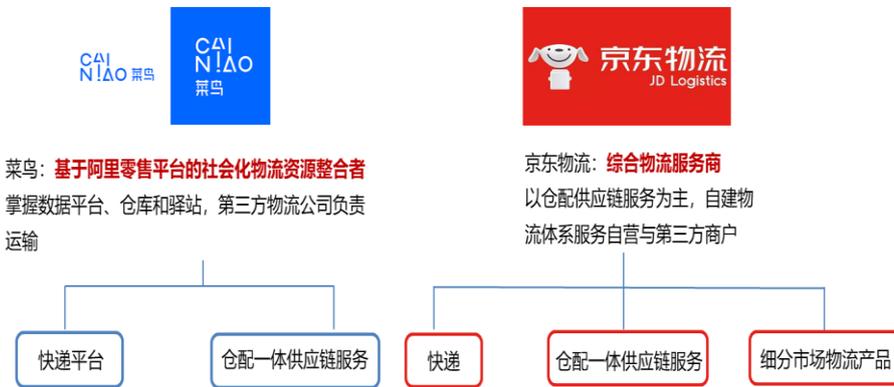
数据来源: 公司年报、西南证券整理

2) 京东物流、菜鸟网络等互联网系物流公司将与顺丰这种第三方物流公司长期竞合

菜鸟网络建设的初衷是为阿里生态内用户提供更低成本、更高效的物流服务。菜鸟网络通过整合路线运输公司，辅以大数据支持，注入阿里零售平台海量订单，链接商流与物流，降低物流环节成本，为商家及消费者提供更加实惠、高效的服务。这是阿里为了应对消费者多样化的运送需求，商家线上、线下供应链整合的需要，以及克服物流效率的瓶颈而创立的。从战略上看，菜鸟网络协助整合社会化资源，助力阿里生态的布局。菜鸟共有两大服务网络，分别为以点对点模式为核心的快递平台以及仓配一体的供应链服务。

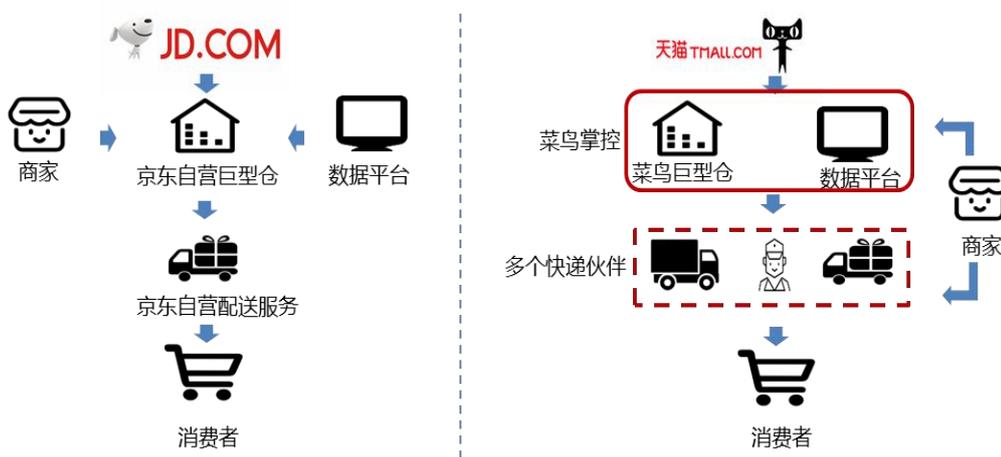
京东物流以仓储建设为核心助力京东平台进行物流服务升级。京东物流从 2007 年成立之初起，作为京东的重要职能部门，围绕京东的产品布局不断拓展服务网络，全力支持京东平台的用户体验，以仓配一体模式奠定了自身的供应链服务优势，使得体验成为京东物流的核心竞争力。京东物流资产建设逻辑围绕着仓配一体的服务模式，仓储建设以自营为主，整合（云仓）为辅。

图 79: 菜鸟与京东物流的定位



数据来源: 西南证券整理

图 80: 菜鸟与京东物流仓配模式对比



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

从主要资产仓库建设的情况来看, 菜鸟仓储建设进度落后于京东, 但区域物流整合范围更加广泛。为落实京东仓配一体的物流建设思路, 京东进行了大量的资金投入, 使得其仓储面积领先于同类企业, 菜鸟作为平台, 自营仓储设施建设进程稍缓, 但其整合社会仓储资源的能力极强。京东物流 2020 年 Q3 仓库总面积达 2000 万平方米, 自有土地(仓库、办公楼等)总面积 1100 万平方米, 菜鸟自建物流园区仅为 315 万平方米, 但加盟仓储联盟与入驻菜鸟物流市场的服务商仓储面积合计达 6645 万平方米, 远超过京东云仓面积(2019Q2 为 250 万平方米)。

表 9: 京东、菜鸟、顺丰资产建设

	京东	菜鸟	顺丰
仓库面积 (平方米)	2020 年 Q3 为 2000 万, 京东自有土地(仓库+办公楼等)共 1100 万平方米	2020 年 5 月, 315 万(物流园区)+619 万(菜鸟仓储联盟)+6026 万(菜鸟物流市场)	2020H, 234 万
快递员	9.5 万	160 万	各种用工合计约 32.0 万

数据来源: 公司年报, 西南证券整理

从服务模式看，菜鸟整合社会化资源为阿里平台提供更高效的物流服务，京东物流是以京东平台为基础建设的综合物流服务商。菜鸟将电商物流各环节的企业拉入其搭建的物流仓储平台及物流信息平台，然后以大数据作为支撑，调控仓储、配送等环节，打通物流与商流的节点，以更具弹性的方式为阿里电商平台服务。京东物流在对社会化开放之前，主要服务上游京东商城品牌商和大型企业，在采购-仓储-运输-配送四大环节采用直采或自营方式，提供全链路封闭式物流服务，强化供应链掌控能力。京东物流社会化后，逐渐扩展为更广泛的用户提供供应链服务。除提供仓配一体的供应链服务、快递、跨境服务外，围绕京东平台的服务提供细分市场的物流产品，如京东大件、京东冷链等。服务对象从自营走向社会化客户，服务产品从仓配一体供应链服务走向包含丰富细分市场产品综合物流服务商。

从服务能力看，时效方面，由于菜鸟自营仓储布局落后于京东，使得其物流时效暂时落后于京东。菜鸟 2018 年中当日达/次日达覆盖区县仅为 1500 个，约为京东 2017 年初水平，京东通过长期的物流布局，2017Q4 已经实现全国 2851 个县级行政区全覆盖，并在 2018 年底实现当日达/次日达覆盖区县 2146 个。菜鸟物流设施建设进一步铺开需要一定时间，京东的时效优势将继续存在。

表 10: 物流服务能力对比

	京东	菜鸟	顺丰
仓库面积 (平方米)	2020 年 Q3 为 2000 万, 京东自有土地 (仓库+办公楼等) 共 1100 万平方米	2020 年 5 月, 315 万 (物流园区) +619 万 (菜鸟仓储联盟) +6026 万 (菜鸟物流市场)	2020 上半年, 仓库面积达 234 万平方米
单量 (亿票)	25.0 (2019 年测算)	251 (2019FY 承接阿里巴巴订单)	81.37 (2020 年) 48.41 (2019 年)
当日达/次日达覆盖区县	2146	1500	各项时效标准第一
快递员	9.5 万人	160 万人	各种用工合计约 32 万人

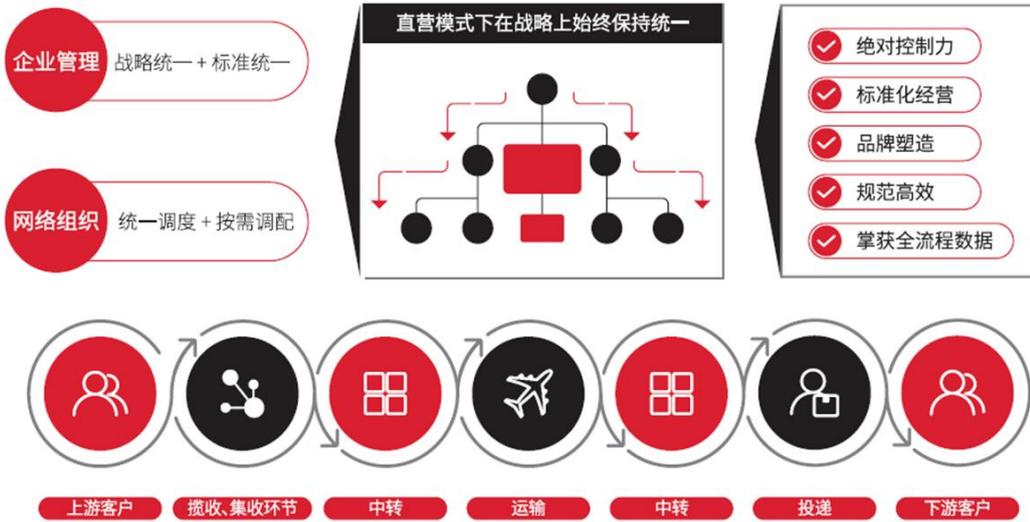
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

从资产建设、服务模式上，我们能明显看出顺丰作为第三方物流公司在网络化配送能力上远远优于电商系物流公司。但动态来看，物流巨头之间并没有泾渭分明的势力范围，因此顺丰与菜鸟、京东将长期处于竞合的状态。

4.2 资源整合，迎接供应链“大时代”

在零售供应链变革过程中，顺丰相较于其他物流公司的显著优势在于①完备的基础物流模块+②自营模式的物流整合能力。顺丰凭借直营模式、“天网+地网+信息网”三网合一网络资源、以及强大的科技实力，实现了领先的服务时效和质量，为公司赢得了品牌美誉度和市场号召力。通过并购、重组、联盟等方式，顺丰不断扩大自己的业务和网络范围，现已初步建立起为客户提供一体化综合物流解决方案的能力，实现在供应链业务上的更优发展。

图 81: 顺丰的直营制模式可以使公司上下保持战略统一

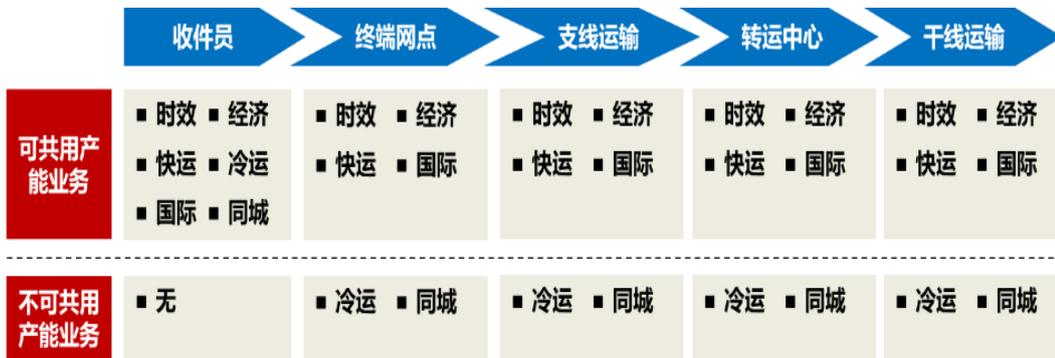


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

业务协同助力顺丰站上腾飞轨道:

1) 提升产能利用率以实现成本共摊。顺丰拥有庞大的直营网络和基础设施, 这也导致顺丰不具备像加盟制快递公司那样的产能灵活性。因此, 顺丰在每个运输环节都存在着一一定的产能冗余, 这也使得单件成本较大。而当单一业务的增长无法填补产能的冗余时, 通过发展其他具有协同效应的业务, 从而实现产能利用率的提高, 最终使单件分摊成本降低。

图 82: 快递运输各环节业务间协同



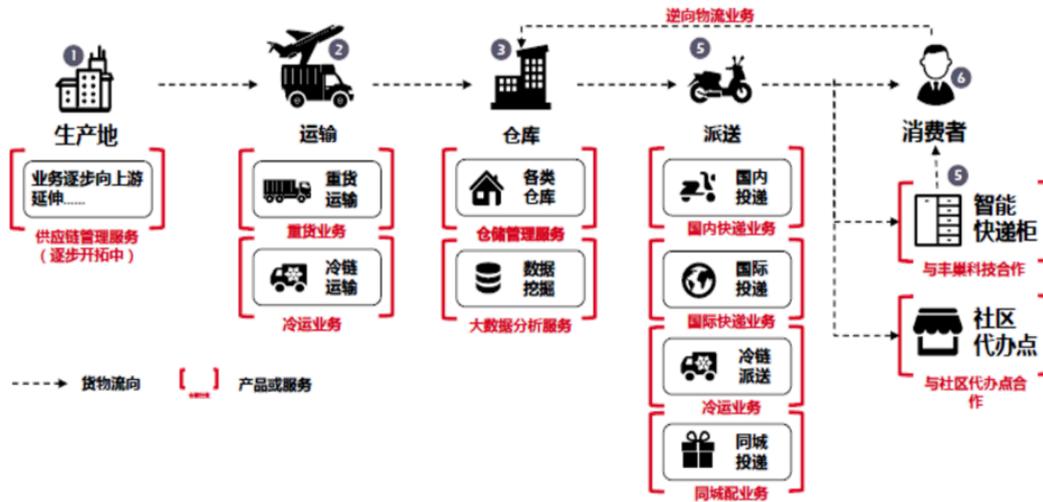
数据来源: 西南证券整理

2) 月结客户持续增长体现顺丰强大的品牌力。“顺丰包邮”已经成为高端优质物流服务的代名词, 顺丰在时效快递业务领域积淀的品牌优势将能够辐射到其他业务领域, 为其他业务带来客流:

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%。

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 1.55 亿人次, 同比增长 9.0%。

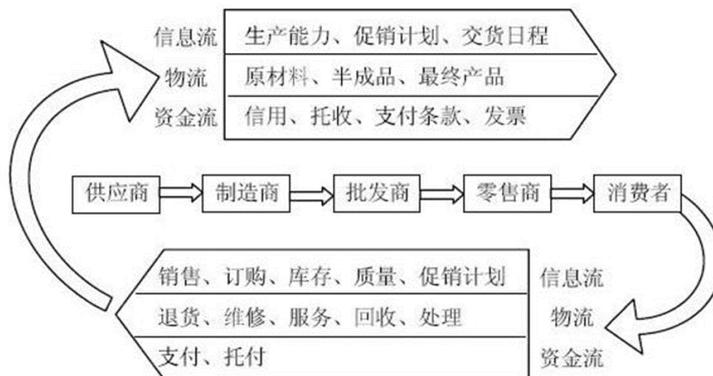
图 83: 顺丰具备全链路服务能力



数据来源: 西南证券整理

3) 供应链业务推动顺丰向综合物流服务商转型。供应链的概念是从扩大生产概念发展来的, 它将企业的生产活动进行了前伸和后延。

图 84: 供应链的流程结构



数据来源: 西南证券整理

多元化外延与收购是对能力和客户的重要补充。顺丰凭借自己对各个行业领域的深度参与, 开展了广泛的外延并购, 使其在各个赛道上拥有了先发的可能。顺丰的主要投资领域包括物流仓储 (供应链、冷链、智能物流)、电子商务 (跨境电商、B2B)、企业服务等等。

表 11: 顺丰上市以来在不同行业领域主要投资

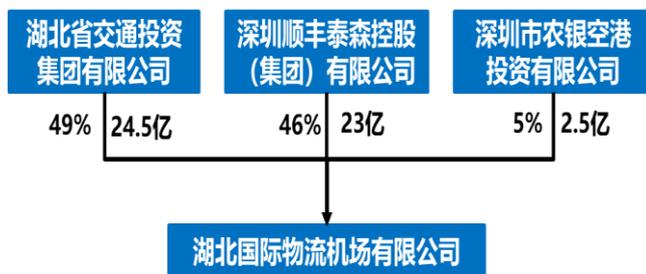
行业领域	公司名称	主营业务	投资金额
物流仓储	信特安供应链	经营范围包括供应链管理、货运代理、陆路国际货运代理等。	3900 万元
	KOSPA	缅甸的一家综合物流服务供应商。	400 万美元
	Flexport	提供货物运输的在线预订和跟踪服务。	10 亿美元
	餐北斗	餐饮物流供应链服务提供商。	未披露
	凯乐士	智能物流设备研发商，专注于自动机器人平台、工业化机器人以及智能穿梭车等高端物流设备的研发设计。	未披露
	顺捷丰达	专业从事广东省电商物流配送服务。	未披露
电子商务	丰趣海淘	跨境电商平台，主要面向中高端女性消费群体，为用户提供母婴儿童用品、美妆个护、食品生鲜、保健品、3C 家电等品类产品。	未披露
	士多	香港电商平台，售卖粮油杂货及生活用品。	未披露
	随便科技	B2B 电子商务运营商。	未披露
企业服务	大帐房	财税及电子发票 SaaS 服务提供商，为小微企业的财税管理提供一站式服务。	2 亿元
	应有科技	零售 SaaS 服务提供商，为企业提供智慧新零售解决方案。	未披露
	中保华安	安保服务业投资管理服务商，提供安全检查、安全培训、安防器材、物流护卫、铁路安保等服务。	未披露

数据来源：蜗牛数据，西南证券整理

4.3 鄂州机场定位世界级货运枢纽，全球航空货运竞争拔得头筹

鄂州机场是顺丰目前最重要的航空货运枢纽项目，机场的建设和投产对于顺丰长期竞争力有至关重要的作用。顺丰出资 23 亿元人民币，持有 46% 的股份，与湖北省共建。鄂州机场 1000 公里半径内、1.5 小时飞行圈可覆盖全国 90% 的经济总量、80% 的人口和 5 大国家级城市群，距离世界主要城市也只是一夜之隔。按照设计规模和业务量预测，2030 年鄂州机场货邮吞吐量、旅客吞吐量预计分别为 330 万吨、150 万人次；2045 年分别为 765.2 万吨、1500 万人次，飞行区等级指标 4E。

图 85: 湖北国际物流有限公司股东结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 86: 鄂州机场空间布局规划



数据来源：凤凰网，西南证券整理

表 12: 鄂州机场建设费用明细和出资主体

项目	金额	出资主体
机场工程	158.57 亿元 ——项目资本金 79.29 亿元	国家发改委安排中央预算内投资 8.2 亿元
		民航局安排民航发展基金 16.4 亿元
		湖北省人民政府投资 26.8 亿元
		深圳市农银空港投资有限公司投资 2.73 亿元
		顺丰泰森投资 25.16 亿元
转运中心工程	115.29 亿元	全部由顺丰泰森投资
顺丰航空公司基地工程	37.52 亿元	全部由顺丰泰森投资
供油工程	9.25 亿元	中国航空油料有限责任公司负责筹措
总投资	320.63 亿元	顺丰投资合计: 177.97 亿元

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

对标海外快递巨头, 在几十年的发展中, FedEx、UPS、DHL 均已形成了全球性的货运机场枢纽, 这大大优化了他们的运输网络、提升业务运营效率、降低成本、提高实效。顺丰航空虽已形成北京、杭州、深圳三个机场货运枢纽, 但缺乏以客运为主的专用性的全球航空货运机场枢纽。而预计将于 2021 年 6 月建成并在年底时投入使用的鄂州机场将补齐顺丰网络核心, 有望提升航空干线装载率、降低单位包裹耗油量, 实现单位成本的节省, 对顺丰航空货运带来的经济性提升; 同时这一世界级货运枢纽的投产能够增加转运中心单位时间处理的包裹量, 重新定义时效件, 进一步增强顺丰在中高端市场上快准稳的优势, 以期收入端期待高端需求的爆发。

收入端来看, 鄂州机场投产将强化顺丰的时效优势: 高频次、稳定的运输航线+白天优质时刻将助力开拓时效件业务辐射范围。根据鄂州市临空经济区研究中心数据, 顺丰航空将在鄂州机场开通 38 个国内航线, 30 个国际和地区航线。同时, 区别于现今集中在晚上 11 点至凌晨 6 点的全货机高峰起降时刻, 入住鄂州机场顺丰将有望获得白天优质时刻, 保障时效稳定性。未来, 顺丰将强化其快准稳的优势, 高端时效产品(例如当日达)及战略开拓的快运、冷运及医药、同城急送、国际、供应链等新业务均有望拓展覆盖更多的相对较远城市或非核心城市, 迎来高端需求爆发, 巩固其早高端市场的品牌形象和议价能力, 开拓增量业绩贡献点。

成本端来看, “轴辐式”网络更具成本经济性, 提高货运效益, 降低综合成本。顺丰目前分别在北京、杭州、深圳建立了较为集中的航空基地, 主要采取“点对点”的航空直飞模式连接全国主要城市, 装载率不高。而鄂州机场的投产将开启“航空轴辐式枢纽式”模式, 先将货运集中到鄂州机场枢纽, 再从鄂州发全国。

轴辐式网络模式可以提升顺丰货架装载率, 用更高效率撬动货量; 同时, 使用大型飞机替代小型飞机来运输货物可以大幅节省飞机燃油消耗; 其次, 虽然存在绕道成本, 但相较于“点对点”的直飞模式可以大幅削减飞行次数, 也因而降低飞机在客用机场停留的过夜费、地面操作费用; 并且, 中转场全自动分拣系统配备率提升空间大, 经过航线规划以及地上交通资源调度可以进步飞机运用功率, 以及货运的周转速度。

总的看来, 我们认为, “轴辐式”航空网络模式的采用将进一步显现顺丰航空干线强大的时刻资源, 发挥规模效应, 形成更强大的网络效应, 从而实现全网络的成本降低。

图 87: 顺丰现有以“点对点”式为主的货运航线图



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 88: 以鄂州机场为枢纽的轴辐式网络模式



数据来源: 西南证券整理

从顺丰的国内战略布局来看, 首先, 鄂州机场枢纽项目的建设是顺丰未来进一步巩固“天网+地网+信息网”核心竞争力的核心战略之举。在构造覆盖全国的综合物流服务网络的同时, 对于提升产品时效、提高服务的稳定性、构建高端综合物流服务能力、提升客户满意度都形成了良好的底盘支撑。

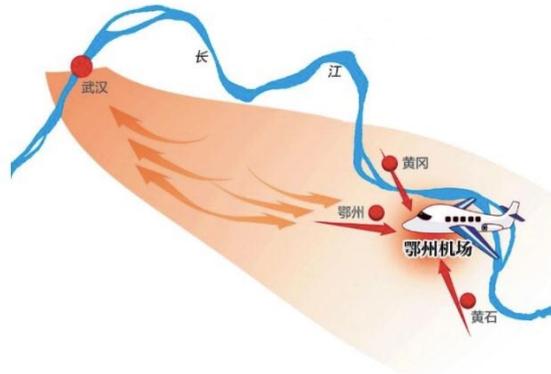
图 89: 鄂州机场 1.5 小时飞行圈示意图



数据来源: 公开资料, 西南证券整理

其次, 选址鄂州抓住了中部城市崛起的战略位置和长江经济带的战略机遇, 并受益于自中央到地方各级政府政策上的高度扶持。鄂州靠近全国最大的物流城市武汉, 坐落在长江中游与京广铁路交汇处, 承接东西、沟通南北, 可以实现“公、水、铁、空联运, 江、湖、海、空直达”的复合型立体交通网络。政府均高度重视并大力支持鄂州机场的建立。2018 年 2 月 9 日, 国务院、中央军委正式发函批复同意新建鄂州机场, 湖北省委和省政府主要领导亲自指挥并成立了由常务副省长任指挥长的项目建设指挥部, 省领导表示湖北国际物流核心枢纽工程是湖北的“头号工程”, 鄂州机场建设不单是企业行为, 从另一个层面来说, 更相当于“国家项目”。

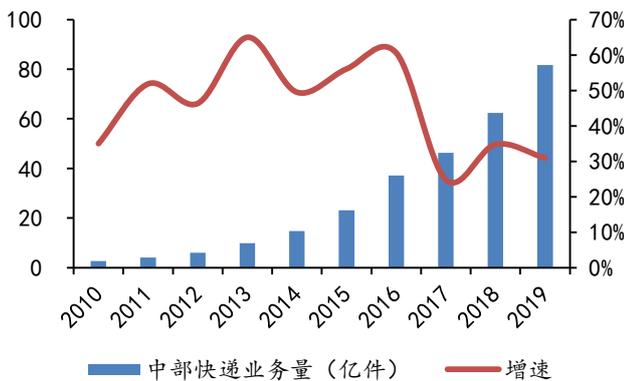
图 90: 鄂州机场临空经济区示意图



数据来源: 西南证券整理

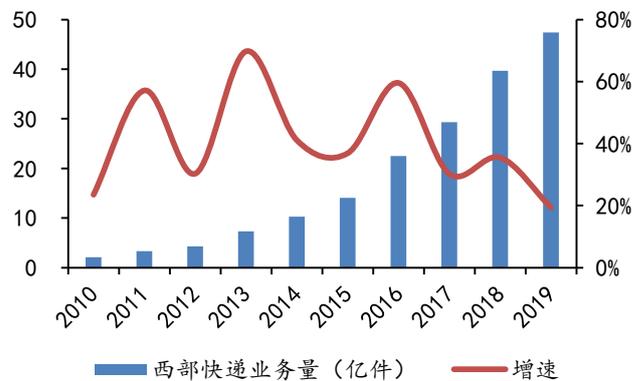
同时, 鄂州机场选址有利于顺丰未来在中西部地区份额的持续提升。2019 年我国中部、西部快递业务量分别已达 81.7、47.4 亿件, 同比增长分别为 31%、19%。在整体业务量增速下降的环境下, 相较东部地区, 中部地区业务量累计增速均呈上升趋势, 这说明中西部地区是快递行业未来新的增长点。顺丰布局鄂州机场适应其在全国范围内, 尤其是中西部地区快递业务量的快速增长趋势。

图 91: 我国中部快递业务量及增长率



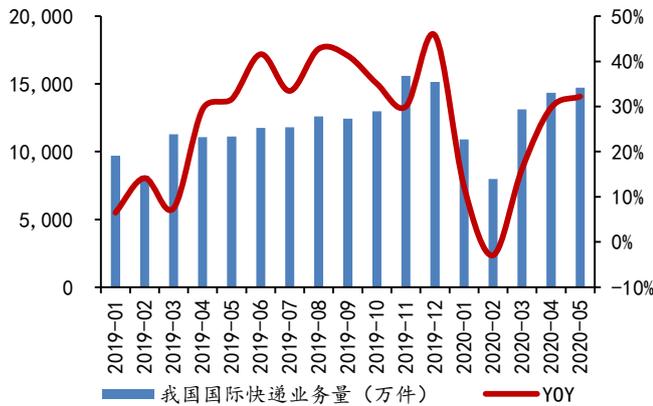
数据来源: 国家邮政局, 西南证券整理

图 92: 我国西部快递业务量及增长率

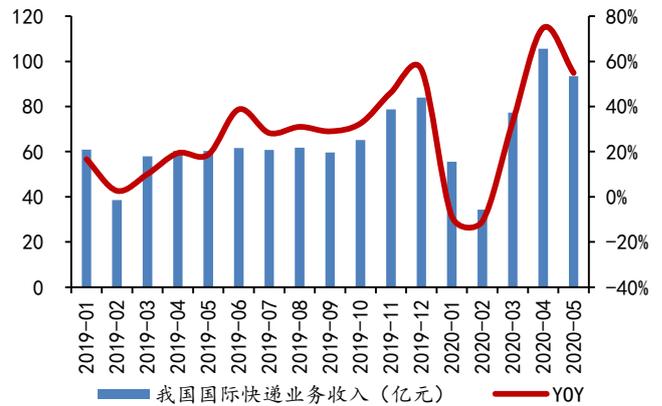


数据来源: 国家邮政局, 西南证券整理

从顺丰的国际战略布局来看, 可借力鄂州机场货运枢纽地位参与全球航空物流竞争, 在后疫情时代为布局全球航线网络铺路。受此次新冠疫情影响, 国际之间航班大幅减少, 国外封国封城, 对国际快递的航班进行严格限制, 导致物流效率较低, 物流成本提升。疫情激发了多国快递业需求, 国际快递业务涨价, 低油价降低企业运输成本。我们看到疫情期间, 2020 年 3 月、4 月、5 月我国国际快递业务量分别达 1.31、1.44、1.47 亿件, 同比分别增长 16.2%、29.8%、32.2%; 国际快递业务收入分别达 77.3、105.6、93.4 亿元, 同比分别增长 33.3%、74.8%、54.9%。显然, 国际快递业务在后疫情时代呈增长趋势, 建设成熟的国际航空物流供应链体系的重要性凸显。

图 93: 我国国际快递业务量及增长率


数据来源: 国家邮政局, 西南证券整理

图 94: 我国国际快递业务收入及增长率


数据来源: 国家邮政局, 西南证券整理

后疫情时代世界贸易环境复杂多变, 鄂州机场采用的是“航空货运枢纽+龙头航空物流企业”的国际主导模式可以助力其国际线战略。鄂州机场投产并达到理想状态下可以更好地推动顺丰国内+国际航线的有效衔接, 在提升飞机利用率的同时建立自主有力的空中保障, 打造出覆盖全国, 辐射全球的航路航线网络, 更好准时、安全将货物运出去以及采购运进来, 为顺丰未来国际快递业务增长提供强大的动力。

5 盈利预测与估值

5.1 顺丰估值方法的选择及盈利预测

作为综合物流服务商, 顺丰所处行业属于盈利相对稳定非周期性行业, 公司整体采用 PE 估值有一定的合理性。但是随着顺丰不断延伸拓展新业务, 其内部业务结构发生了变化, 顺丰 2020H1 五大新业务营收占比已达 26.7%, 考虑到新业务盈利能力和成长性不同, 我们认为分部估值是更加合理的估值方法。理论上顺丰的各个子业务都处于物流领域, 均适用于 PE 或 PEG 法, 但实际上由于新业务数据披露有限、谨慎考虑故采用 PS 法进行估值, 而盈利核心的时效件快递业务采用 PE 法。

表 13: 分业务估值选择逻辑

业务	行业格局	估值方法
时效件快递	高壁垒, 高盈利	PE
经济件、特惠件、丰网等下沉快递业务	行业增速高、价格竞争激烈	PS
快运	行业规模庞大, 稳定增长, 群雄激战	
冷运	行业规模较小, 稳定增长, 未出现明显的行业巨头	
同城	细分市场多, 高速增长, 竞争激烈	
国际	稳定增长, 国际巨头占优	
供应链	行业门槛高, 竞争激烈	

数据来源: 西南证券整理

关键假设：

1) 时效件业务 2020-2022 年毛利率稳定在 25%左右。2022 年鄂州机场投产提升时效件增速，2020-2022 年件增速分别为 22.1%、14.9%、15.9%。

2) 丰网 2021 年起网、2022 年运行，初期产能爬坡拖累 2022 年经济件及下沉业务毛利率环比降 1pp。

3) 供应链业务营收增长保持稳定，毛利率保持在 4.5%左右。

表 14：顺丰控股各业务拆分

单位：亿元	2019A	2020E	2021E	2022E
时效件业务收入	565	690	804	932
yoy	13%	22%	17%	16%
成本	424	514	600	697
毛利率	25.0%	25.5%	25.4%	25.2%
经济件及下沉业务收入	269	375	610	783
yoy	135%	39%	63%	28%
成本	230	318	517	671
毛利率	14.5%	15.1%	15.3%	14.3%
快运业务收入	127	182	252	340
yoy	57%	44%	38%	35%
成本	123	176	233	307
毛利率	3.2%	3.5%	7.5%	9.5%
冷运+同城+国际业务收入	99	125	157	204
yoy		26%	26%	30%
成本	102	129	161	207
毛利率	-2.8%	-3.1%	-2.9%	-1.5%
供应链业务收入	49	57	65	75
yoy		15%	15%	15%
成本	47	54	62	71
毛利率	4.4%	4.5%	4.5%	4.6%

数据来源：西南证券

5.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 3.2%；
- 2) 无杠杆 β 系数为 0.93；
- 3) 税率：保持 25%稳定税率。

表 15: 绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	8
永续期增长率	3.2%
无风险利率 Rf	3.2%
市场组合报酬率 Rm	9.0%
有效税率 Tx	25%
过渡期增长率	12%
β 系数	0.93
债务资本成本 Kd	6%
债务资本比重 Wd	51%
股权资本成本 Ke	8.88%
WACC	6.65%

数据来源: 西南证券

表 16: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	375203.54
净债务价值	9073.80
股票价值	366129.73
每股价值 (元)	80.35

数据来源: 西南证券

表 17: FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	5.15%	5.65%	6.15%	6.65%	7.15%	7.65%	8.15%
1.7%	91.96	78.62	68.32	60.15	53.51	48.01	43.40
2.2%	104.99	87.90	75.18	65.37	57.57	51.24	46.00
2.7%	123.33	100.32	84.03	71.91	62.56	55.13	49.08
3.2%	151.09	117.81	95.88	80.35	68.80	59.88	52.79
3.7%	198.02	144.29	112.57	91.66	76.86	65.84	57.33
4.2%	294.45	189.04	137.82	107.58	87.65	73.53	63.02
4.7%	606.05	281.01	180.51	131.68	102.84	83.83	70.36

数据来源: 西南证券

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约 80.35 元。

5.3 分部估值市值空间测算

1) **快递业务。**与通达系快递公司相比，顺丰享受更高的品牌溢价。核心逻辑在于：

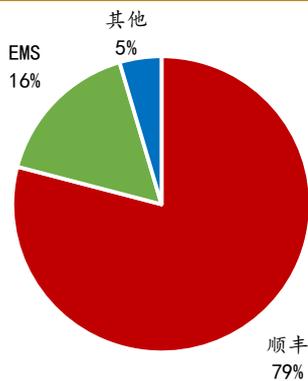
第一，时效件赛道的竞争格局好于通达系低价电商件赛道。

时效件业务。商务件市场虽然规模较小，但其对时效要求高、产品定价较高，且相对稳定，主要玩家为顺丰与 EMS，行业 CR2 高达 95% 以上。其中顺丰份额约为 79%，为 EMS 的 5 倍，顺丰的直营模式带来的时效优势与高服务品质，筑成了商务件市场较高的行业壁垒。商务件以外的高端电商件也受益于疫情带来高端消费线上化的加速，我们预计未来 3 年公司时效件整体增速超过 15%，值得一提的是，时效件业务业务量的超预期增长通常都能转化为超额收益。

经济件、特惠件、丰网等下沉快递业务。产品线下沉系顺丰长期既定战略，对于丰富陆运业务底盘、提升公司整体产能利用率意义显著。中期看，由于极兔、京喜（众邮）新玩家的入局、中低端快递进入“五+二”的竞争格局，全行业盈利仍处于下降通道。

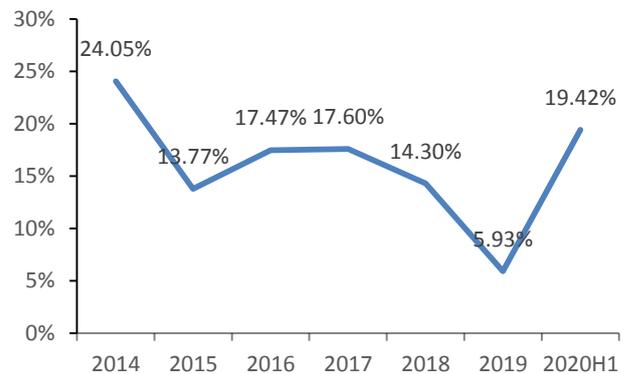
第二，快递单件盈利能力明显高于通达系。顺丰是快递市场中唯一一家实行直营模式，产品定位中高端的企业，近些年单票收入稳定在 21 至 24 元，远高于行业 11 至 14 元的平均水平，顺丰单票毛利也高于通达系（单票毛利 0.3 至 0.7 元）。

图 95：商务件市场格局



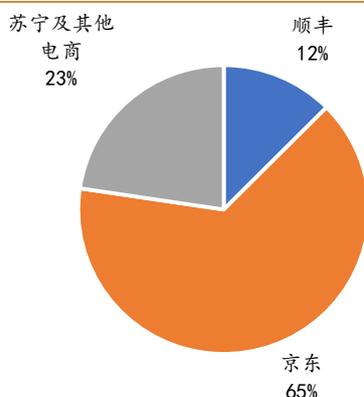
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 96：顺丰时效件营业收入增速

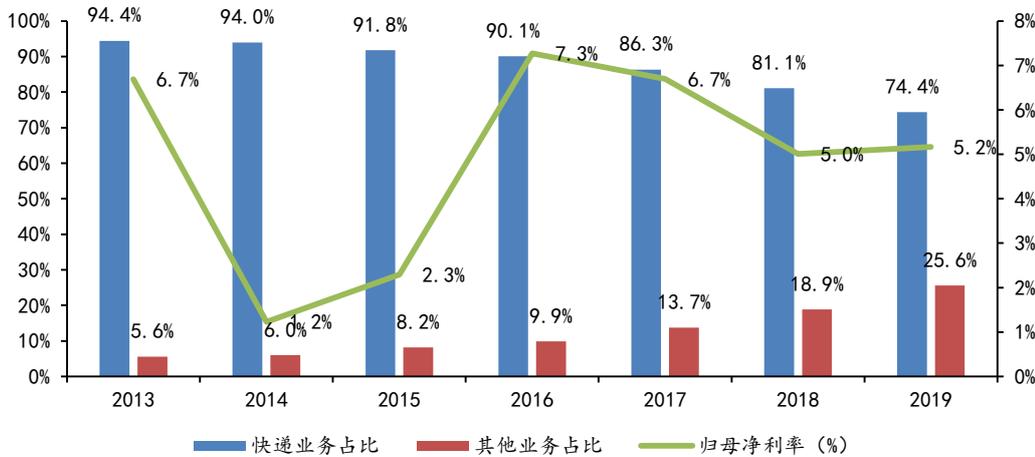


数据来源：公司年报，西南证券整理

图 97：高端电商件市场格局



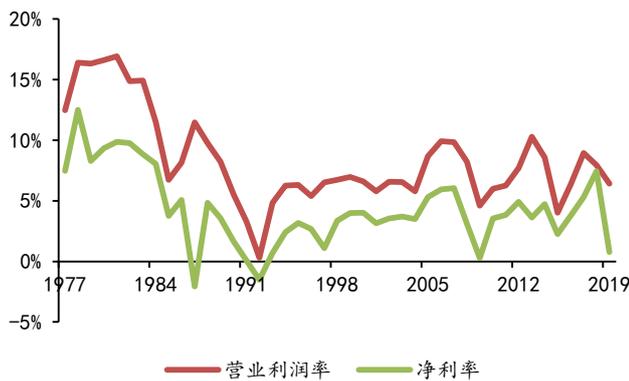
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 98: 顺丰业务占比及总体净利率


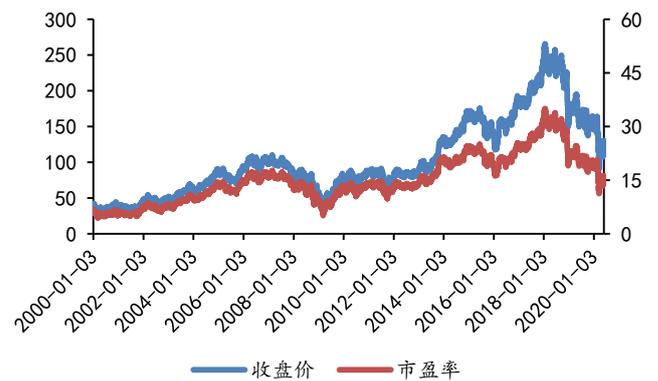
数据来源：公司公告，西南证券整理

从顺丰的整体盈利水平来看，除了 2014 和 2015 年由于成本和费用的大幅上升，导致顺丰归母净利率显著下降外，其余年份顺丰的归母净利率比较平稳。而随着快递业务占比的降低，顺丰的总体净利率也在降低。因此我们估计顺丰时效件业务的净利率约在 14% 左右，对标 UPS、FedEx 的 PE 水平，考虑自身因鄂州机场投产带来的成长性，我们给予时效件业务 35 倍 PE。

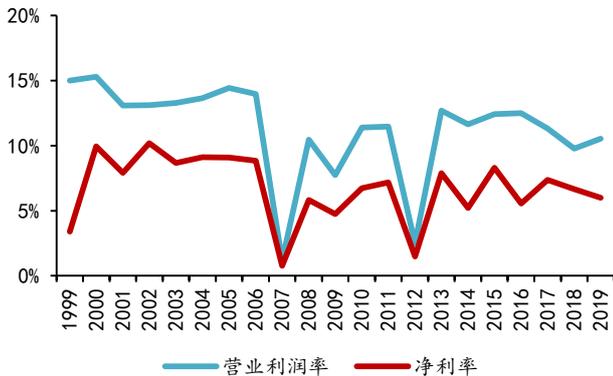
时效件及下沉业务，考虑未来 3 年价格战烈度的不可预测性、我们降低盈利预期、使用 PS 估值方法，参考韵达当期 PS 估值 1.43 倍 (TTM)，我们谨慎给予顺丰此项业务 1.2X 的 PS。

图 99: FedEx 盈利情况


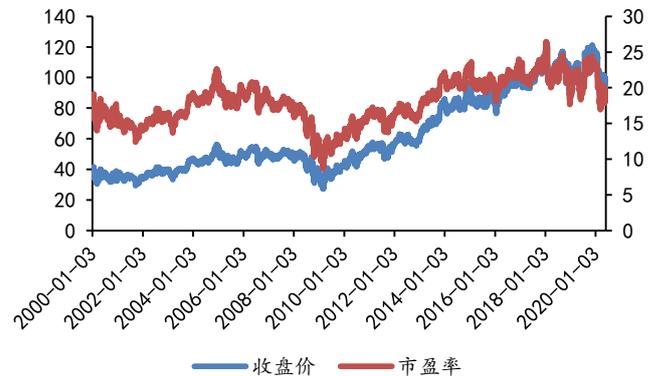
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 100: FedEx 历史股价与市盈率


数据来源：公司年报，西南证券整理

图 101: UPS 盈利情况


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 102: UPS 历史股价和市盈率


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

2) 快运业务。顺丰自 2013 年切入重货快运市场, 业务呈现快速增长趋势。快运服务性质决定了低市场集中度 (2018 零担市场 CR5 为 2.4%) 和更低的利润率水平, 德邦 2019 年净利率仅为 1.25%。整体来看, 顺丰快运盈利水平受制于自身的产能投放节奏, 盈利尚不稳定。对标上市公司德邦股份, 德邦当前的整体 PS 为 0.53 倍, 由于德邦的快递业务毛利率仅为其快运业务的一半, 故德邦的整体 PS 有所低估。

顺丰快运自 2020 年上半年起已经达到了行业件量/货量双第一, 我们认为应该给予其高于德邦的估值水平。或参考顺丰快运 2020 年 2 月发行的可转债, 根据一级市场融资前估值 30 亿美元 (折合人民币 213 亿元), 我们给予顺丰快运业务 1.7 倍 PS。值得一提的是, 快运业务作为顺丰培育最为成熟的新业务, 中期看是顺丰利润爆发力最重要的来源, 一旦快运行业出清/盈利前景明确, 市场对此项业务切换至 PE 估值方法, 那将大大超过我们使用 PS 估值法给予的市值量。

3) 冷链、同城、国际、供应链等新业务。顺丰冷运增速高于快运, 且当前市占率为行业榜首, 我们认为顺丰冷运在未来网络和基础设施进一步完善之后, 能够形成一定的竞争壁垒, 获得较高的利润率, 给予顺丰冷运业务 1 倍 PS。

顺丰同城业务当前市占率较低, 更多的是战略意义上的布局。对标闪送, 其 2018 年 8 月融资 6000 万美元, 估值约为 82 亿元, PS 约为 1.4 倍, 考虑到顺丰切入同城业务时间较短, 我们保守给予 1 倍 PS。

顺丰国际业务当前尚处在布局初期, 但参考 UPS 成熟期国际快递的净利率可达到国内快递的近两倍, 我们保守给予顺丰国际业务 1 倍 PS。

供应链业务, 供应链整合及相关服务是物流业中门槛最高, 同时也是附加值最高的一块业务, 对企业在行业的经验、资源等诸多方面都有较高的要求, 顺丰通过收购敦豪 (香港)、敦豪 (北京), 加速布局供应链业务。参考收购时 PS 为 1.35 倍, 我们亦保守得给予一定的估值折价, 给予 1 倍 PS。

表 18: 顺丰业务分部估值汇总

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
时效件	营收 (亿元)	534	565	690	804	932
	YOY (%)	14%	6%	22%	17%	16%
	净利润 (亿元)	69	73	92	105	121
	PE			35	35	35
	市值 (亿元)			3,234	3,660	4,242
经济件及下沉快递业务	营收 (亿元)	204	269	375	610	783
	YOY (%)	38%	32%	39%	63%	28%
	PS			1.2	1.2	1.2
	市值 (亿元)			450	732	940
快运	营收 (亿元)	81	127	182	252	340
	YOY (%)	83%	57%	44%	38%	35%
	PS			1.7	1.7	1.7
	市值 (亿元)			310	428	577
冷链+同城+国际+供应链	营收 (亿元)	83	148	181	222	279
	YOY (%)	83%	79%	23%	22%	26%
	PS			1.0	1.0	1.0
	市值 (亿元)			181	222	279
合计	顺丰总市值 (亿元)			4,175	5,042	6,038

数据来源: 西南证券

5.4 投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 72.6、92.8、106.2 亿元, 对应 PE 为 61.0、47.7、41.7 倍, 归母净利润三年复合增长率达到 22.3%。采用分部估值方法, 我们认为公司 2022 年合理市值 6038 亿元, 对应当前市值计算 2 年复合收益率达 16.8%, 一年期目标市值 5500 亿、对应目标价 120 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

6 风险提示

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

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

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

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

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	112193.40	144241.48	190292.60	235049.99	净利润	5624.79	7057.50	9005.90	10238.57
营业成本	92649.62	119736.24	158546.83	196833.04	折旧与摊销	4503.33	4204.49	5308.06	5903.54
营业税金及附加	279.62	357.19	472.24	582.90	财务费用	682.99	937.57	856.32	893.19
销售费用	1996.89	2676.82	3483.27	4322.38	资产减值损失	-178.62	0.00	0.00	0.00
管理费用	9699.27	12761.72	16707.74	20690.29	经营营运资本变动	-510.80	-781.59	822.54	87.12
财务费用	682.99	937.57	856.32	893.19	其他	-1000.43	-1382.22	-1440.35	-1539.51
资产减值损失	-178.62	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	9121.27	10035.75	14552.46	15582.92
投资收益	1075.80	950.00	1050.00	1136.00	资本支出	-6359.94	-8675.00	-10428.00	-8420.00
公允价值变动损益	350.14	430.00	440.00	450.00	其他	-7688.77	1485.34	1490.00	1586.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-14048.71	-7189.66	-8938.00	-6834.00
营业利润	7408.61	9151.93	11716.21	13314.19	短期借款	-2531.75	1075.63	969.00	873.00
其他非经营损益	17.70	151.93	162.18	187.76	长期借款	5541.27	1000.00	1000.00	0.00
利润总额	7426.31	9303.85	11878.39	13501.95	股权融资	50.22	0.00	0.00	0.00
所得税	1801.52	2246.36	2872.48	3263.39	支付股利	-924.23	-1159.30	-1451.50	-1857.18
净利润	5624.79	7057.50	9005.90	10238.57	其他	5236.26	-126.90	-856.32	-893.19
少数股东损益	-171.71	-200.00	-280.00	-377.00	筹资活动现金流净额	7371.76	789.43	-338.82	-1877.37
归属母公司股东净利润	5796.51	7257.50	9285.90	10615.57	现金流量净额	2465.18	3635.52	5275.65	6871.54
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	18520.99	22156.51	27432.16	34303.70	成长能力				
应收和预付款项	14741.79	14896.89	19673.48	24327.68	销售收入增长率	23.37%	28.57%	31.93%	23.52%
存货	881.66	1197.03	1559.60	1946.74	营业利润增长率	27.34%	23.53%	28.02%	13.64%
其他流动资产	8752.58	7900.45	9354.21	10927.28	净利润增长率	26.00%	25.47%	27.61%	13.69%
长期股权投资	2221.51	2221.51	2221.51	2221.51	EBITDA 增长率	31.01%	13.49%	25.09%	12.47%
投资性房地产	2019.53	2019.53	2019.53	2019.53	获利能力				
固定资产和在建工程	22020.32	25771.21	30403.54	33541.39	毛利率	17.42%	16.99%	16.68%	16.26%
无形资产和开发支出	14155.20	15731.91	17826.61	19062.31	三费率	11.03%	11.35%	11.06%	11.02%
其他非流动资产	9221.81	9864.72	8757.63	7500.55	净利率	5.01%	4.89%	4.73%	4.36%
资产总计	92535.39	101759.76	119248.26	135850.68	ROE	13.24%	15.21%	16.69%	16.43%
短期借款	6053.37	7129.00	8098.00	8971.00	ROA	6.08%	6.94%	7.55%	7.54%
应付和预收款项	17108.41	21121.42	28387.93	35046.81	ROIC	14.95%	15.19%	15.82%	15.42%
长期借款	6539.56	7539.56	8539.56	8539.56	EBITDA/销售收入	11.23%	9.91%	9.40%	8.56%
其他负债	20340.43	19575.41	20274.00	20963.15	营运能力				
负债合计	50041.78	55365.39	65299.49	73520.52	总资产周转率	1.37	1.48	1.72	1.84
股本	4414.59	4556.44	4556.44	4556.44	固定资产周转率	6.83	7.11	8.20	9.17
资本公积	16124.02	15982.16	15982.16	15982.16	应收账款周转率	11.45	12.17	14.22	13.82
留存收益	20338.43	26436.63	34271.04	43029.42	存货周转率	109.02	115.20	115.03	112.27
归属母公司股东权益	42419.71	46520.47	54354.88	63113.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.00%	—	—	—
少数股东权益	73.90	-126.10	-406.10	-783.10	资本结构				
股东权益合计	42493.61	46394.37	53948.78	62330.16	资产负债率	54.08%	54.41%	54.76%	54.12%
负债和股东权益合计	92535.39	101759.76	119248.26	135850.68	带息债务/总负债	46.34%	54.49%	49.21%	44.90%
					流动比率	1.38	1.52	1.47	1.50
					速动比率	1.36	1.48	1.44	1.46
					股利支付率	15.94%	15.97%	15.63%	17.49%
					每股指标				
					每股收益	1.27	1.59	2.04	2.33
					每股净资产	9.31	10.21	11.93	13.85
					每股经营现金	2.00	2.20	3.19	3.42
					每股股利	0.20	0.25	0.32	0.41
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	12594.93	14293.99	17880.58	20110.92					
PE	76.39	61.01	47.68	41.71					
PB	10.44	9.52	8.15	7.02					
PS	3.95	3.07	2.33	1.88					
EV/EBITDA	33.29	30.39	24.11	21.13					
股息率	0.21%	0.26%	0.33%	0.42%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn