

# 传统估值方法的挑战

华泰研究

2021年2月28日 | 中国内地

专题研究

## 商业模式与估值方法

规模效应是商业世界的万有引力，组织成本与服务溢价的匹配是商业模式成立的前提。商业环境的变迁（马太效应、业务综合化及科技巨头的竞争）对传统估值方法构成挑战。A股是优秀的 $\alpha$ 与糟糕的 $\beta$ 的集合体，重点推荐快递、跨境电商物流和大宗品供应链子行业。

## 物流是个好生意吗？

仓储与运输需求分别源于货物在时间和空间上的错配；物流供给则呈现垄断性基础设施服务和竞争性运输服务的二元特征。物流网络是运输线路和操作节点的集合：1) 需求的派生性意味着网络突破阈值后可以自然扩张；2) 高边际成本使得成本效率优先于连接数，不同细分市场有其最优结构。规模效应是商业世界的万有引力，快递是最好的物流赛道（物流产品规模效应随公斤段提升下降）；管理是反规模效应的（组织成本边际递增），组织成本与服务溢价的匹配是商业模式成立的前提。

## 物流企业如何估值？

商业环境的变迁对传统估值方法构成挑战：1) 马太效应导致业务、盈利和市值向头部企业聚集；2) 新业态能见度下降；3) 科技巨头携商流、物流和资金入场，试图重构物流业。我们认为市场空间（集中度）、综合化运营和企业家精神是物流企业估值的核心因子。基于 DCF 模型，我们估算物流企业的退出价值约 18-25x PE，和国际物流巨头相当，但目标报酬率的选择颇具挑战。以退出价值为中枢，我们建议对盈利的物流企业使用 PE/PEG 估值，亏损企业则可参考 PS 或 P/GMV 估值（PE\*预期净利率）。

## 物流企业如何投资？

当下，中国物流业是“集中度提升”、“物流综合化”与“新一代物流”三重趋势的叠加，对长期投资者意味着复利的起点。但 A 股是优秀的 $\alpha$ 与糟糕的 $\beta$ 的集合体，对长期投资者意味着巨大的挑战，趋势交易加剧了市场波动。细分行业推荐：1) 快递：“春节不打烊”平滑产能，并显著拉动一季度件量与盈利，建议积极参与板块性机会；2) 跨境电商物流：万亿级 B2C 跨境电商物流市场高度离散，寻找跨境领域的“三通一达”；3) 大宗品供应链：从 PB=>DDM=>DCF 的两重估值修复，存在补涨需求。

风险提示：行业增长风险，市场竞争，成本膨胀，新业务管理和整合风险。

交通运输

增持（维持）

仓储物流

增持（维持）

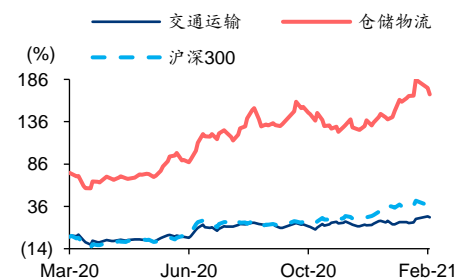
研究员 **沈晓峰**  
SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com  
SFC No. BCG366 +86-21-28972088

研究员 **袁钉**  
SAC No. S0570519040005 yuanding@htsc.com  
SFC No. BPL233 +86-21-28972077

## 华泰证券 2021 春季线上策略会



## 行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

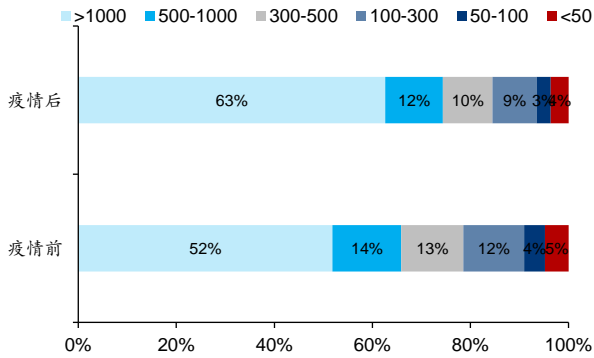
## 正文目录

引言：疫情加剧全球物流业市值分化 .....	3
物流是个好生意吗? .....	4
供需关系：派生性与两重性.....	4
物流网络：点与线的结合 .....	4
规模效应：成本优势与体验优势 .....	5
反规模效应：组织成本与组织边界.....	7
物流企业如何估值? .....	8
商业环境的变迁.....	8
生命周期与估值方法 .....	9
估值参数的选择.....	10
物流企业如何投资? .....	12
市场策略讨论 .....	12
细分行业推荐 .....	13
风险提示.....	14

## 引言：疫情加剧全球物流业市值分化

人口、地理、经济和政策是决定物流业（甚至交通运输业）发展的关键变量。从全球来看，美洲大陆、欧洲大陆和中国存在较大的相似性（人口众多、幅员辽阔、经济良好、政策稳定），日本市场（国土面积较小）也可作为参考。我们首先观察新冠疫情对全球物流业的影响：得益于全球性货币宽松与财政刺激，行业总市值从疫情前的 3.6 万亿增长至 4.8 万亿，但 10 家最大的企业贡献了 1.0 万亿的市值增幅。（除特别说明，报告货币单位均为人民币，汇率基于即期人民币中间价计算）

图表1：疫情前后全球物流企业市值结构

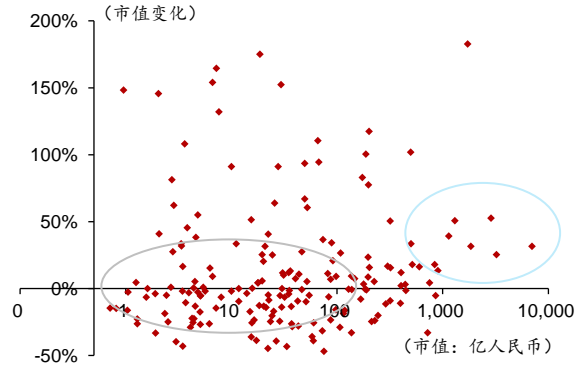


注1：日期区间为 2020/01/20-2021/02/26

注2：标的基于全球主要交易所 200 家上市公司

资料来源：Wind、华泰研究

图表2：疫情前后全球物流企业市值变化（百分比）



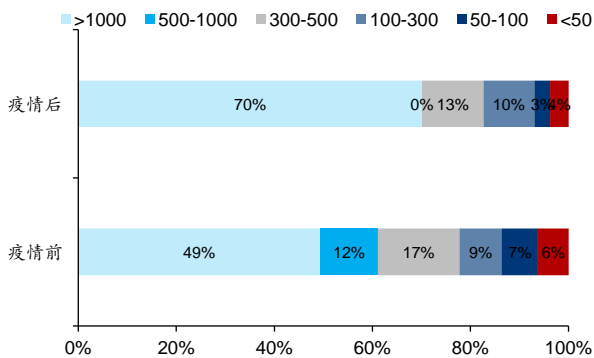
注1：日期区间为 2020/01/20-2021/02/26

注2：标的基于全球主要交易所 200 家上市公司

资料来源：Wind、华泰研究

我们对国内 36 家物流上市公司的研究，同样表现为市值集中度提升（行业总市值从约 6100 亿增加至约 9500 亿）。值得关注的是，疫情前后，顺丰和中通市值增幅名列全球首位和第七位，但韵达/申通/百世成为全球市值降幅最大的三家企业。

图表3：疫情前后中国物流企业市值结构

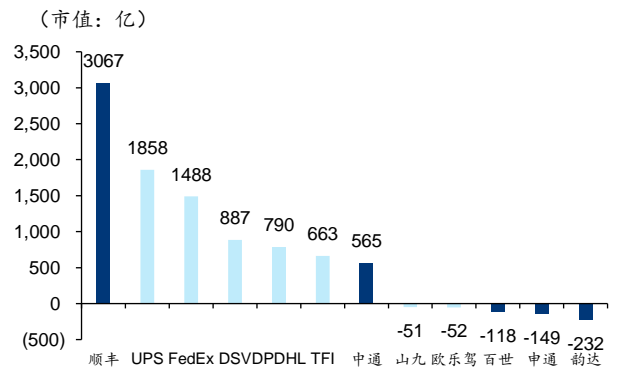


注1：日期区间为 2020/01/20-2021/02/26

注2：标的基于全球主要交易所 36 家中国上市公司

资料来源：Wind、华泰研究

图表4：疫情前后全球物流企业市值变化（绝对值）



注1：日期区间为 2020/01/20-2021/02/26

注2：标的基于全球主要交易所 200 家上市公司

资料来源：Wind、华泰研究

## 物流是个好生意吗？

物流需求（仓储/运输）源于货物在时间/空间上的错配；物流供给则呈现垄断（基础设施服务）和竞争（运输服务）二元特征。物流网络是运输线路和操作节点（仓储/集散/分拨中心）的集合：1) 需求的派生性意味着网络突破阈值后可以自然扩张；2) 高边际成本使得成本效率优先于连接数，不同细分市场有其最优结构。规模效应是商业世界的万有引力，快递是最好的物流赛道（物流产品规模效应随公斤段提升下降）；管理是反规模效应的（组织成本边际递增），组织成本与服务溢价的匹配是商业模式成立的前提。

### 供需关系：派生性与两重性

从广义视角，物质、能量和信息（乃至“人”）在时间/空间上都会发生错配，进而产生仓储/运输需求。物流即物品从供应地向接收地的实体流动过程，包括运输、储存、装卸等功能，但物流并不局限于物质的范畴（如煤炭运输是以物流为载体的“能量流”）。运输是对地球表面异质性的应对（物质分布不均匀），也奠定了专业化与规模化生产的基础；仓储（库存）吸收了供应链风险，实现了供需的跨期限匹配（如粮食库存平滑了季节性供给）。

图表5： 广义视角的“运输”和“仓储”

	物质	能量	信息	人
运输（空间）	电商快递	特高压电网/VLCC	5G 网络/文件快递	航空运输
储存（时间）	电商仓库	动力电池/原油储存	IDC/纸质文档	居民住宅

资料来源：华泰研究

**(1) 需求：商流决定物流。**供应链是商流、物流/服务流、资金流和信息流的融合。除了有限的特殊场景（如搬家服务），物流都是商流的衍生需求。这导致物流在和商流的博弈中居于弱势，物流企业有很强的动力跨界商流。但由于单品管理能力的缺失，物流企业的跨界整体难言成功。另一方面，外卖、社区团购等新业态对供应链能力提出了更高要求，商流渗透物流的态势前所未有（亚马逊自建物流对美国三大快递产生不小的冲击）。

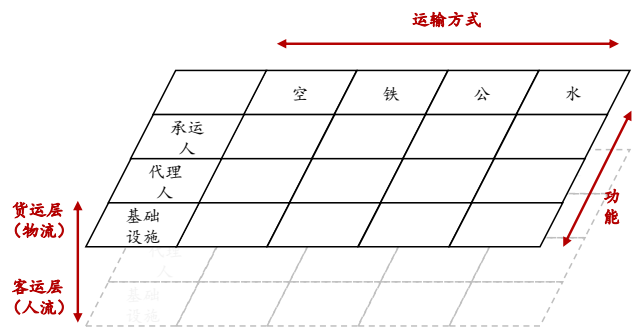
**(2) 供给：竞争与管制。**物流供给由承运人、基础设施服务商和代理人共同完成。基础设施（如高速公路）高沉没成本、长生命周期、规模经济使其具备自然垄断特征；运输工具（如车辆）低进入门槛、短生命周期、低沉没成本加剧市场竞争。因而，政策倾向于管制基础设施服务商，而允许承运人自然竞争。非完备的制度环境下（信用、合规、税务等），轻资产企业难以建立护城河，重资产成为物流企业的必然选择。

图表6： 供应链“四流”（以钢材供应链为例）



资料来源：华泰研究

图表7： 交通运输行业的供给（物流即货运层）

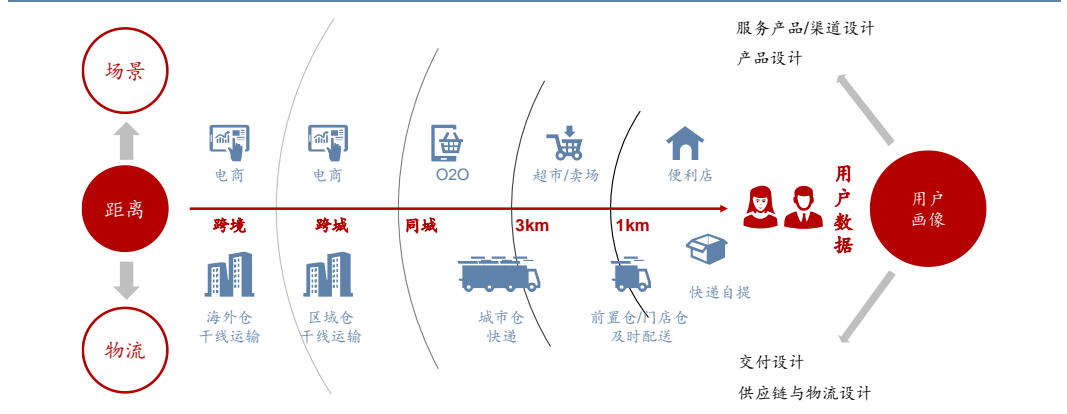


资料来源：华泰研究

### 物流网络：点与线的结合

运输为线状结构，加上若干节点（仓储/集散/分拨中心等），共同构成运输网络。如前文所述，商流结构决定物流结构，即物流网络的地域范围可视为外生变量。以零售物流为例，跨境、跨城、同城、即时配送构成全场景物流服务。随着地域范围的收敛，物流网络趋于碎片化，竞争周期相应拉长：1) 局部市场防御难度加大，2) 进攻方需要逐城“巷战”。这一结论对商流同样成立，地域范围：电商（全国型）>团购（城市型）>外卖（蜂窝型）。

图表8：以用户为中心的全场景物流服务

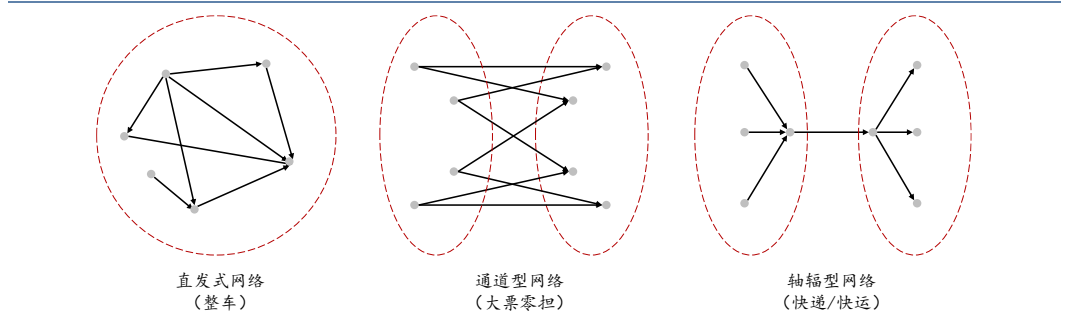


资料来源：罗戈物流、华泰研究

物流需求具有派生性：网络中节点增加，提高了网络通达性，进而产生新的需求，还提高了网络对新节点的吸引力。因此，物流网络存在阈值（既包括供给侧的线路/节点，又包括需求侧的用户数和业务量），成为物流业的关键护城河：1) 低于阈值的物流网络难以生存；2) 突破阈值的网络才能自然扩张（这一过程通常称为起网）；3) 市场竞争不断提高网络阈值（护城河越来越宽）。凭借强大的融资能力、企业文化和耕耘数十年的OV线下资源，极兔实现快速起网/起量（部分突破阈值），给通达系制造了不小的麻烦，但仍未能实现网络的自然扩张（脱离补贴的内生增长）。

在消费互联网中（尤其社交网络），网络价值以用户数量的平方增长，商业逻辑在于：1)  $n$  个节点连接的组合数  $= n \times (n-1) / 2$ ；2) 很低的边际成本。在物流业中（产业互联网），高边际成本使得成本效率优先于连接数。货量不足的情况下，中转集散综合成本低于点点直发（增加中转成本和全程时限，提高装载率以降低运输成本，使得总成本最优）。因此不同细分市场有其最优结构：快递/小票零担为轴辐型（HUB），大票零担为通道型（专线），整车则进一步简化为点点直发。

图表9：公路货运细分市场路由结构



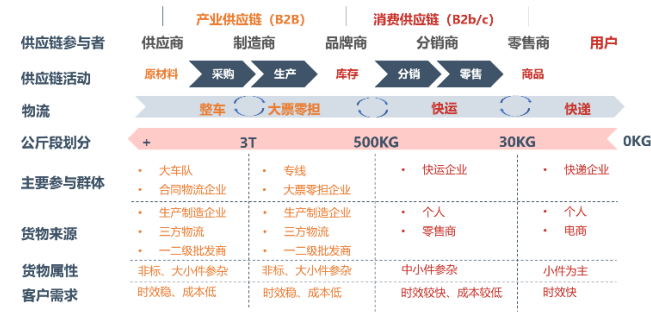
资料来源：罗戈物流、华泰研究

**规模效应：成本优势与体验优势**

物流产品的五个关键价值包括：时效、网络、体验（个性化）、品质（货损）和成本（价格）。传统规模效应理论聚焦成本，我们此处引用王慧文先生在《互联网产品课（2020）》的定义“销售/用户量/客户量扩张所产生的用户体验及成本优势”。物流业中，用户体验的规模效应即时效。规模效应是商业竞争的高权重要素：1) 不同业态规模效应差异显著，如物流产品规模效应随公斤段提升下降；2) 抓住（决定规模效应）关键要素的参与者更有希望赢得竞争。

而物流网络经济性即平均成本递减，又可细分为“密度经济”和“幅员经济”。1) 密度经济：物流网络幅员不变（以线路长度及节点数等衡量），运量扩大致平均成本下降；成本的“规模效应”大都属于密度经济范畴。2) 幅员经济：运输密度不变，幅员扩大致平均成本递减，典型案例是铁路单位运费=基价 1+基价 2\*里程。

图表10：公斤段是决定物流网络规模效应的关键变量



资料来源：罗戈物流、华泰研究

图表11：物流网络经济性

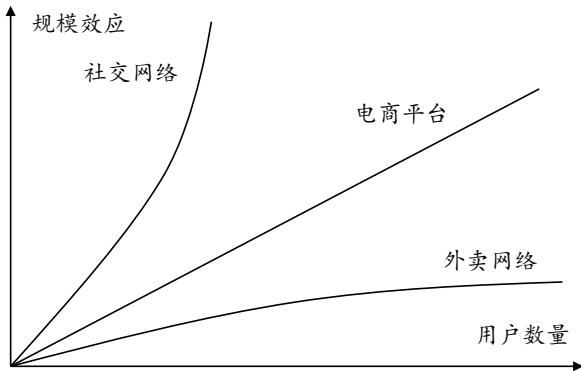
规模/范围	密度/幅员	具体表现	
规模经济	运输密度	线路通过密度	特定产品 多产品
		港站(枢纽)处理能力经济	
		载运工具载运能力经济	
		车(船、机)队规模经济	
范围经济	网络幅员	线路延长	运输距离
		节点增多	幅员扩大带来多产品经济

资料来源：北京交通大学、华泰研究

规模效应曲线表征规模效应和用户数量的函数关系。1) 超线性增长：单边网络正向效应，如社交网络的价值以用户数量的平方增长；2) 线性增长，双边网络且同边接近独立，如供给接近无限的电商平台；3) 亚线性增长：双边网络且同边负向竞争，如外卖用户对骑手形成负向竞争，且规模达到一定程度后用户体验和成本趋于平缓。

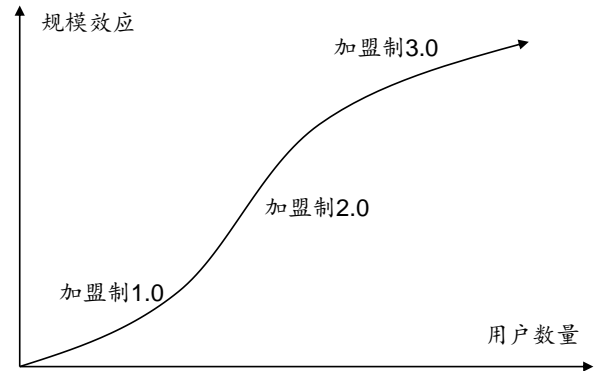
由于物流成本和物流时效不能无限下降，物流业的规模效应最终趋于收敛（亚线性规模效应）。当然，在物流网络发展的早期，规模效应仍可能表现为线性/超线性增长。以加盟制快递网络为例，加盟制 1.0 实现了超线性增长，而加盟制 2.0 和加盟制 3.0 则接近于线性增长和亚线性增长。详细内容可参考我们 2020/12/17 发布的报告《快递研究笔记之二：加盟制如何破局？》

图表12：不同网络的规模效应曲线



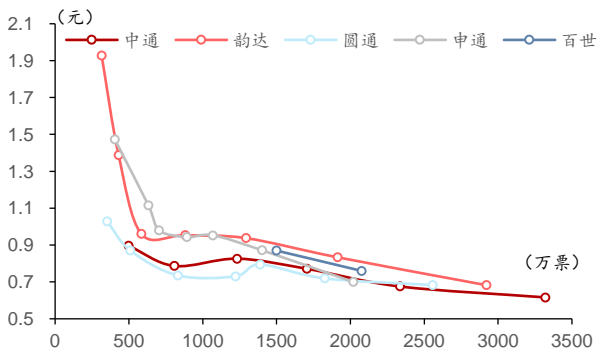
资料来源：美团、华泰研究

图表13：加盟制快递的规模效应曲线



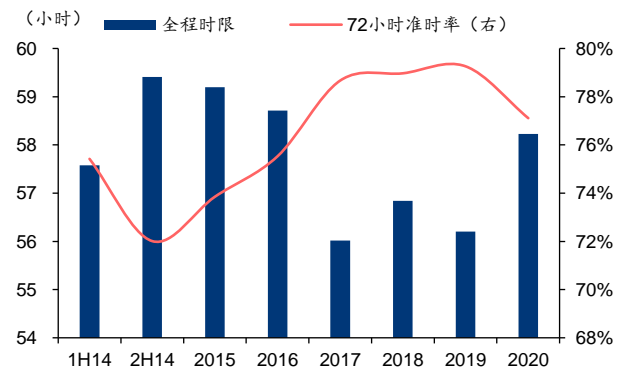
资料来源：华泰研究

图表14：物流成本的亚线性规模效应



注：数据为通达系单票干线运输成本，时间区间 2013-2019  
资料来源：公司公告、华泰研究

图表15：物流时效的亚线性规模效应

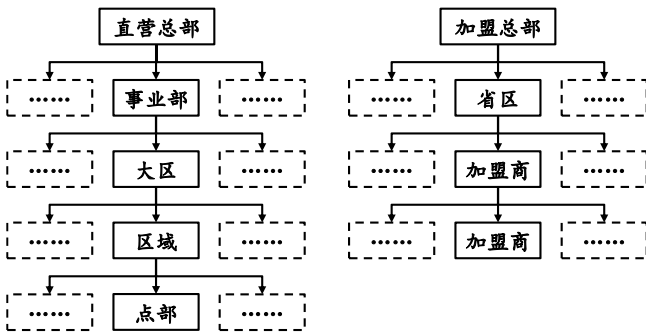


注：数据为邮政局全程时效测试结果，2020 年全程时限和准时率受疫情拖累  
资料来源：邮政局、华泰研究

### 反规模效应：组织成本与组织边界

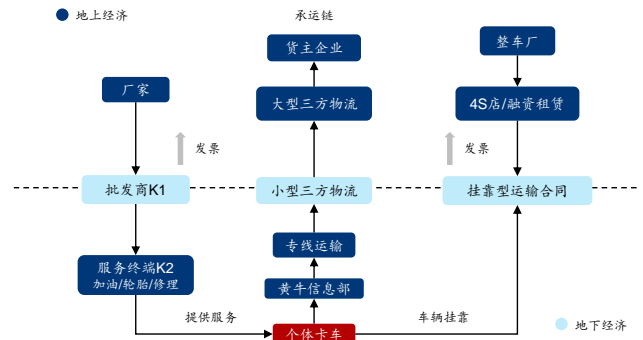
从组织行为学角度，管理是反规模效应的（组织成本边际递增），需要通过业务的规模效应对冲：1) 规模效应带来的成本节约；2) 用户体验优势带来的产品/服务溢价。以快递为例，加盟制显著降低了企业的组织成本：1) 减少管理层级，2) 规避制度成本，3) 加盟商自激励。根据董中浪先生的观点（全球智慧物流峰会：2019），组织成本与服务溢价的匹配是商业模式成立的前提。同样以快递为例，高组织成本的直营模式依赖高服务溢价传导（高端产品/核心区域），低组织成本的加盟模式则适应低服务溢价场景（低端产品/非核心区域）。

图表16： 加盟制减少管理层级



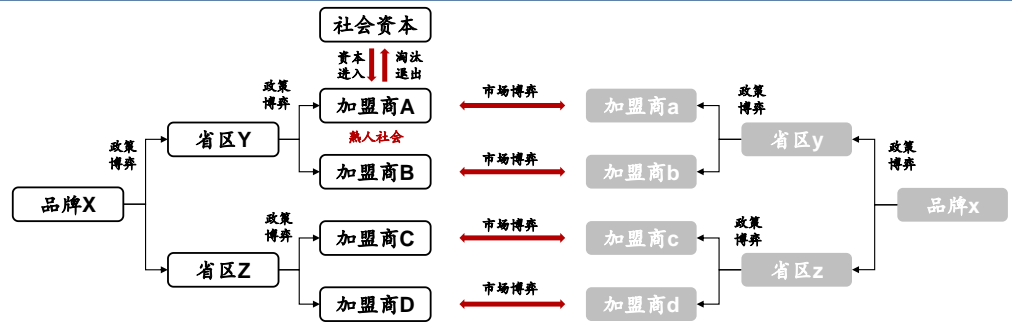
资料来源：华泰研究

图表17： 加盟制规避制度成本



资料来源：《物流生态升级与平台定位/2017》、华泰研究

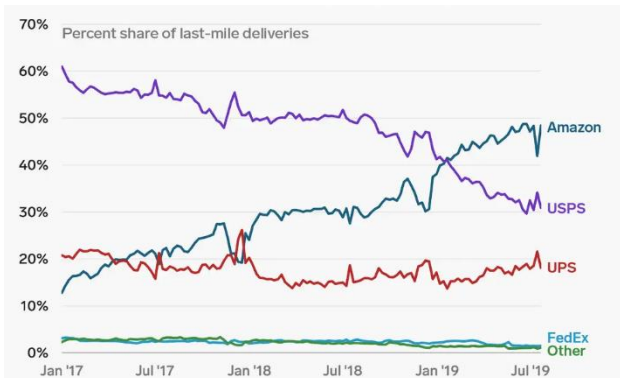
图表18： 加盟制实现自激励



资料来源：华泰研究

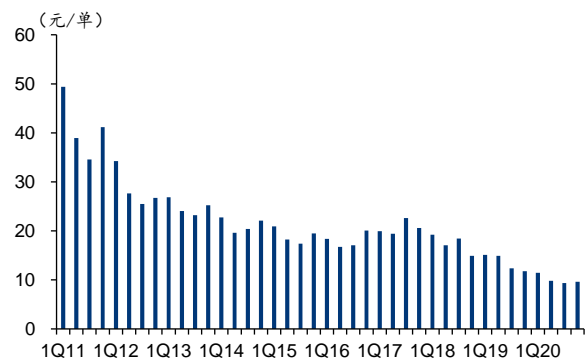
根据科斯的观点，企业的边界取决于市场交易成本和内部组织成本的比较。自建物流和外包物流的战略选择同样遵循“组织成本与服务溢价的匹配”原则。亚马逊相对于美国三大快递的优势是制度经济学意义上的（亚马逊内部无工会），这带来了更少的业务外包（Pitney Bows：亚马逊 2019 年在美国派送的件量同比增长 155%至 19 亿件）。2019 年 11 月，唯品会宣布关闭自建物流（外包予顺丰），实现了单位履约费用的下降。

图表19： 亚马逊包裹量派送结构



资料来源：乐天咨询、华泰研究

图表20： 唯品会单位订单履约费用



资料来源：公司公告、华泰研究

## 物流企业如何估值？

商业环境的变迁对传统估值方法构成挑战：1) 马太效应导致业务、盈利和市值向头部企业聚集；2) 新业态（如亏损的孵化业务）能见度下降；3) 科技巨头携商流、物流和资金流入场，试图重构物流业。我们认为市场空间（集中度）、综合化运营和企业家精神是物流企业估值的核心因子。基于 DCF 模型，我们估算物流企业的退出价值约 18-25x PE（和国际物流巨头估值相当），但目标报酬率的选择颇具挑战。以退出价值为中枢，我们建议对盈利的物流企业使用 PE/PEG 估值，亏损企业则可参考 PS 或 P/GMV 估值（PE\*预期净利率）。

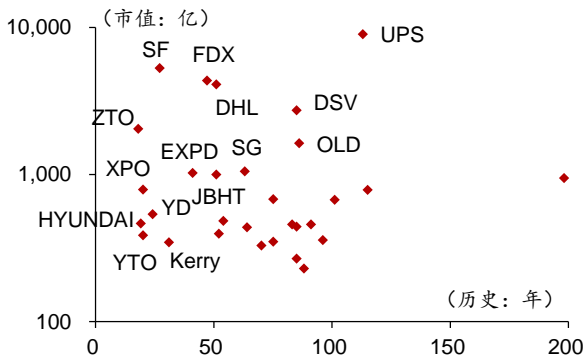
### 商业环境的变迁

新冠疫情后，各国政府普遍启动财政+货币双重刺激，国际三大快递市值屡创新高（类似科技巨头）。IT 技术的进步扩大了企业管理边界，大型物流企业业务趋于全场景化，甚至向产业链上下游延伸（内部孵化/并购/参股等）。当然，寻找新的增长曲线并非一帆风顺，战略决心、组织架构和资源投入缺一不可，对企业家是不小的考验。有趣的是，我们似乎并未观察到传统估值理论中的多元化折价现象；市场反而给予“无边界增长”和“无限游戏”很高的预期。

**（1）时间维度：物流业似乎并不适宜弯道超车。** 1) 海外大型物流企业（市值>200 亿）历史普遍超过 50 年，甚至达到 100 年；2) 中国经济与电商红利让最优秀的快递企业实现赶超，但这一过程也长达 20-30 年，中通可能是过去 20 年全球成长最快的物流企业；3) 中国物流企业国际化还处于探索阶段，这意味着更大的增长潜力。

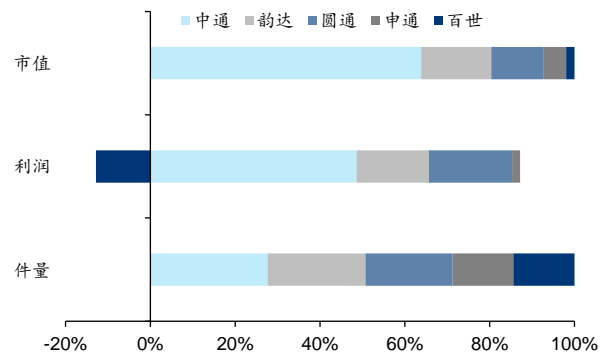
**（2）截面维度：业务量/盈利/市值向头部企业聚集。** 1) 以通达系为例，中通 2020 年件量占通达系的 28%，但盈利/市值分别占比 65%/64%（美国和日本快递行业甚至形成 2 家快递+1 家邮政的寡头格局）；2) 美国零担行业中，UPS Freight 被以 8 亿美元出售给 TFI，而 ODL 市值超过 250 亿美元（UPS/ODFL 2019 年收入分列行业 4/5 位）。

图表21：全球大型物流企业的历史都很长



注：日期基准 2021/02/26  
资料来源：华泰研究

图表22：通达系件量/利润/市值结构



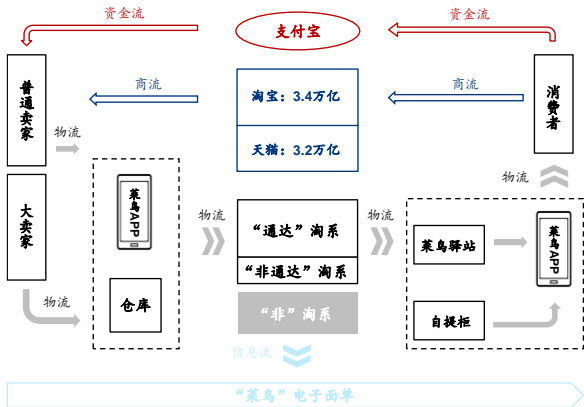
注：件量和盈利为 2020 年口径，市值日期基准 2021/02/26  
资料来源：华泰研究

“阿里、京东、亚马逊等互联网、科技业巨头有商流、物流、现金流的全方位竞争力，他们不止在冲击一个行业，也引起其他行业的激烈竞争。传统企业如何能够找准定位突破口，冲破“三流合一”的包围，对企业而言是全方位的考验。如果能在与巨头 PK 的过程中脱颖而出，那代表企业的能力，包括技术能力、专业能力、内部治理能力上了一个新的台阶，得到了真正提升。”（王卫：波士顿咨询专访 2020）

以阿里巴巴为例，菜鸟网络承担了物流基础设施的功能：1) 行业标准的制定者和监管者，促进电商物流变革升级；2) 成为阿里对抗非淘系电商的战略资源。由于缺乏线下运营经验等因素，菜鸟网络“重构”快递企业的设想未能实现；但加强对快递企业的控制符合其战略意图，这无疑压制了物流企业的独立发展空间（我们称为“管道化风险”）。

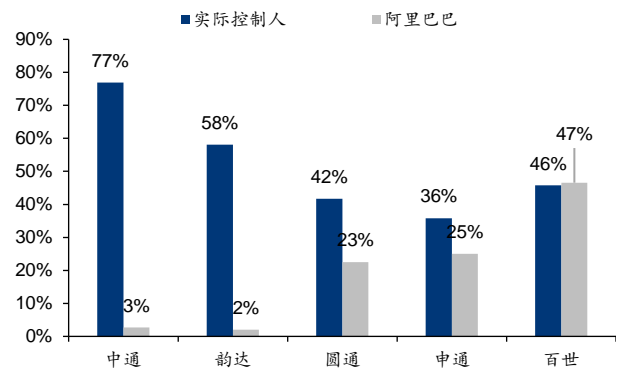


图表23: 阿里“资金流”+“信息流”+“物流”闭环



注: GMV 为 2020FY 数据  
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表24: 阿里巴巴对通达系持股比例 (2020)



注: 中通和百世为投票权比例, 阿里拥有额外收购中通 21% 股份的选择权  
资料来源: 公司公告、华泰研究

### 生命周期与估值方法

过去三十年, 美国物流业颠覆式创新 (如 70 年代 FedEx 隔夜快递) 较少, 但经历 1990S 上市潮和随后二十余年的整合, 市场集中度显著提升。从生命周期看, 上市公司大都处于“成熟成长”和“成熟”阶段, 估值方法也相对传统: 1) 成熟成长&成熟期: 轻资产企业以 PE 估值为核心, 重资产企业结合 EV/EBITDA (物流企业折旧政策和资本结构差异通常不大)。2) 初创期&年幼期: 海外该阶段上市公司很少; 我们观察境内外物流企业 PE/VC 投资, 盈利企业仍然聚焦 PE 估值, 亏损企业则会参考 PS 或 P/GMV 估值。

图表25: 基于生命周期的企业估值方法概览

阶段	初创	年幼成长	成熟成长	成熟	衰落
估值参与者/背景	所有者 天使投资人	风险投资 IPO	增长型投资者、股票分析师	价值型投资者 私募股权基金	价值投资者 分析估值
收入利润假设	潜在市场 产品定价 预期利润率	规模效应 竞争影响利润率	再投资政策 融资政策的变化	并购重组的可能性	收入利润下滑速度
生存问题	公司能活下去吗	公司会被并购吗			公司会被清偿、倒闭吗
估值要素	潜在市场 利润率 资本投资 创始人价值	收入增幅 目标利润率	投资回报率 再投资率 增长的时长	当期利润 效率型增长 变化的资本成本	资产剥离 清偿 价值
数据问题	无经营史 无财务数据	低收入 负利润 变化的利润率	过往历史反映的是一家 较小公司	如果改变管理, 数字也会 改变	衰退的收入 负利润
典型估值方法	1.P/研发 2.实物期权	1.P/S 2.P/研发 3.成本分析法 4.市场分析法 5.预期收益分析法 6.实物期权	1.P/E 2.P/S 3.PEG 4.EV/EBITDA 5.P/FCF 6.DCF	1.P/E 2.P/B 3.EV/EBITDA 4.P/FCF 5.DCF 6.DDM 7.NAV	1.P/E 2.P/B 3.NAV 4.DCF 5.重置成本法

资料来源: 《估值: 难点、解决方案及相关案例》(达摩达兰/2019)、华泰研究

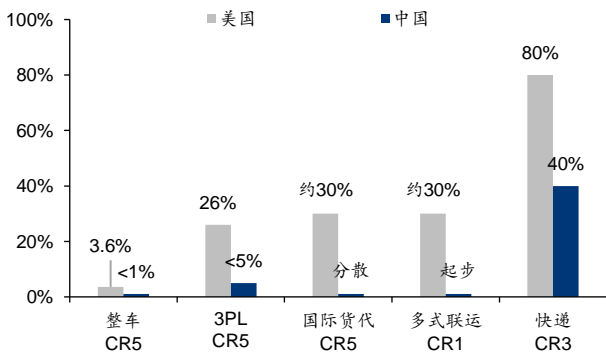
我们认为市场空间 (集中度)、物流综合化和企业家精神是物流企业估值的核心因子:

1) 市场空间 (集中度): 得益于网络与规模效应、营改增、IT 技术进步和职业经理人壮大, 钟鼎创投认为中国物流业可能只需要 10 年就能完成美国物流业 25 年的整合。而尚未国际化的中国企业可能拥有相较海外同行更大的潜能。

2) 物流综合化: 我们将物流业划分为五层: 操作层、产品层、产品集成、合同物流和供应链服务, 标准化程度依次下降。客户需求、资产复用、信息技术和资本驱动物流企业综合化, 并购补齐网络和产品是重要手段。

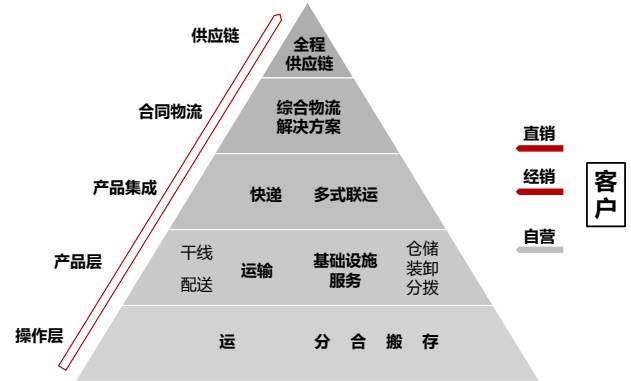
3) 企业家精神: DCF 模型的估值基础是预期现金流, 达摩达兰认为其低估了“类期权”资产的价值, 即企业的学习能力和灵活性 (选择权) 未被充分估值。而企业的期权价值在相当大的程度上取决于企业家精神。

图表26: 中美主要细分物流市场集中度 (2017)



资料来源: 钟鼎投资、华泰研究

图表27: 物流业态层级结构



资料来源: 中国仓储与配送协会、原色咨询、华泰研究

### 估值参数的选择

实际操作中, 为避免“精确的错误”, 投资者往往追求“模糊的正确”。借鉴“风险资本法”, 我们将传统的 DCF 模型分解为: 1) 成熟期/成熟成长期价值 (退出价值); 2) 目标报酬率贴现至即期。参考海外市场, 我们首先基于 FCFE 贴现模型估算物流企业的退出价值:

1) 永续增速: 假设中国长期实际 GDP 增速为 2%, 通胀率为 3% (隐含名义 GDP 增速 5%); 国际三大快递 50-100 年的历史意味着龙头物流企业具有很强的生命力, 2% 的名义永续增速是相对合理的估计 (隐含价格下跌/产业变迁预期)。

2) 两阶段模型: 假设超常增长长期十年, 8%-10% 的贴现率隐含 22-30x 即期 FCFE。考虑物流业重资产特征 (FCFE=净利润-净资本开支-营运资本投资+净债务融资), 给予净利润 80% 折扣 (FCFE=0.8x 净利润), 隐含 18-25x 即期 PE, 和国际物流巨头估值大致相当。

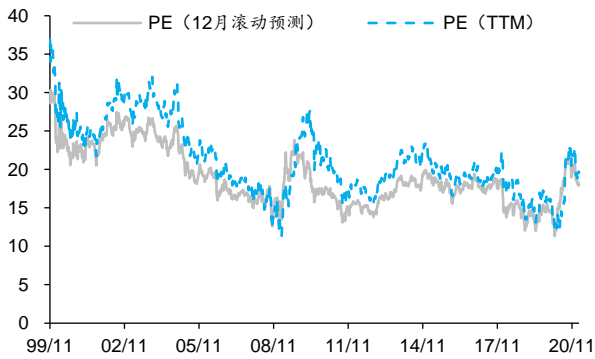
3) 国际化潜力: 中国物流企业尚未完成国际化和平台化, 但已经表现出很强的竞争力 (如国际快递巨头基本放弃中国国内市场)。以中国国内市场为基础, 通过东南亚探索全球本土化, 我们认为中国物流企业应当享受增长溢价。

图表28: DCF 模型敏感性讨论

贴现率		超常增长长期增速											
		0.0%	2.0%	4.0%	6.0%	8.0%	10.0%	12.0%	14.0%	16.0%	18.0%	20.0%	
永续 增速	10%	1.0%	10.4	11.8	13.5	15.4	17.6	20.2	23.2	26.6	30.6	35.1	40.4
		1.5%	10.7	12.2	13.9	15.9	18.2	20.9	24.0	27.5	31.7	36.5	42.0
		2.0%	11.0	12.5	14.3	16.4	18.8	21.6	24.8	28.6	32.9	37.9	43.7
		2.5%	11.3	12.9	14.8	16.9	19.5	22.4	25.8	29.8	34.4	39.6	45.7
		3.0%	11.7	13.3	15.3	17.6	20.3	23.4	27.0	31.2	36.0	41.6	48.0
	8%	1.0%	13.3	15.3	17.7	20.4	23.5	27.2	31.5	36.5	42.2	48.9	56.5
		1.5%	13.8	15.9	18.4	21.3	24.6	28.6	33.1	38.4	44.5	51.5	59.7
		2.0%	14.4	16.7	19.3	22.3	25.9	30.1	34.9	40.6	47.1	54.6	63.4
		2.5%	15.1	17.5	20.3	23.6	27.4	31.9	37.1	43.2	50.2	58.3	67.7
		3.0%	16.0	18.5	21.6	25.1	29.3	34.1	39.7	46.3	53.9	62.7	72.9

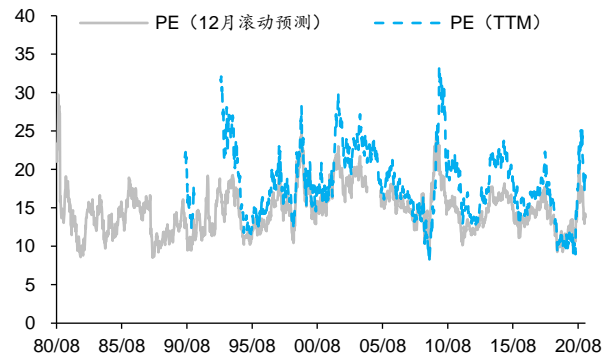
注: 数据为 DCF 模型输出的 FCFE 倍数  
资料来源: 华泰研究

图表29: UPS 历史 PE 估值



资料来源: 彭博、华泰研究

图表30: FedEx 历史 PE 估值



资料来源: 彭博、华泰研究

目标报酬率则很大程度受到市场流动性与风险偏好的影响。相对估值法的基准假设是“市场被正确估值”，我们不妨以前述退出价值为中枢，通过相对估值法观察目标报酬率的变化。以 PE 估值为例（目标报酬率=盈利 CAGR×PE CAGR），随着企业盈利增长（业务趋于成熟），远期 PE 倍数应当下降；但当企业盈利显著超预期时，PE 倍数可能反而提升，即经典的“戴维斯双击”（与之相反的过程则是“戴维斯双杀”）。

随着流动性宽松与风险偏好提升，可比估值方法和乘数往往同步放大，加剧企业估值波动。对于盈利的物流企业，我们建议以 PE/PEG 作为相对估值的主要方法；市场空间（集中度）、物流综合化和企业家精神是影响乘数的核心因子。

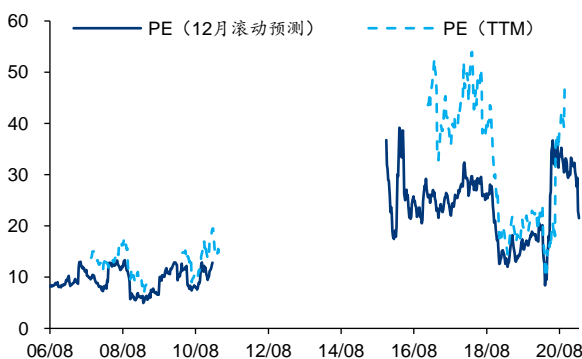
图表31: 估值方法与市场情绪

估值方法	PB 重置成本	NAV	PE/DCF	PAE/DCF (Adjusted)	PEG/DCF	PS	TAM+PMC (Market Cap)	PX
估值基准	资产价值 (静态)	资产价值 (动态)	净利润 自由现金流	调整后净利润 (如研发扣除)	盈利增速	销售额	远期目标市值 可比公司市值	解释指标 (如连接性等)
市场情绪	恐慌	悲观	谨慎	中性	积极	乐观	泡沫	疯狂

资料来源: 华泰研究

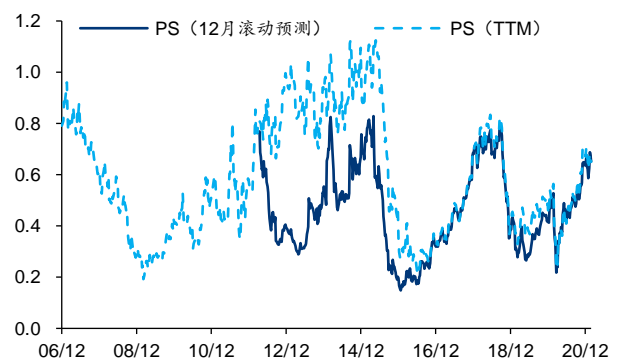
对于暂时性亏损/低盈利的物流企业，前述退出价值法仍然适用。我们梳理了全球物流业中有限的亏损/低盈利企业：1) 企业的阶段性亏损/低盈利主要源于并购（裁员等非经常性支出大），盈利伴随协同效应逐步修复；2) 由于商流和物流的差异，我们并未发现长期亏损/低盈利但市值高速增长的物流企业（类似亚马逊/美团等互联网巨头）；3) 类似企业的经营风险较大，估值波动也更大。参考 XPO，我们建议以 PS 或者 P/GMV 对亏损/低盈利物流企业估值，即 PS 或 P/GMV=PE\*合理净利率（如 5%-10%）。值得关注的是，XPO 曾于 2018 年底遭遇 Spruce Point Capital 沽空。

图表32: XPO 历史 PE 估值



资料来源: 彭博、华泰研究

图表33: XPO 历史 PS 估值



资料来源: 彭博、华泰研究

## 物流企业如何投资？

当下，中国物流业是“集中度提升”、“物流综合化”与“新一代物流”三重趋势的叠加，对长期投资者意味着复利的起点。但 A 股是优秀的 $\alpha$ 与糟糕的 $\beta$ 的集合体，对长期投资者又意味着巨大的挑战，趋势交易加剧了市场波动。我们重点推荐细分行业：1) 快递：“春节不打烊”平滑产能，并显著拉动一季度件量与盈利，建议积极参与板块性机会；2) 跨境电商物流：万亿级 B2C 跨境电商物流市场高度离散，寻找跨境领域的“三通一达”；3) 大宗商品供应链：从 PB=>DDM=>DCF 的两重估值修复，存在补涨需求。

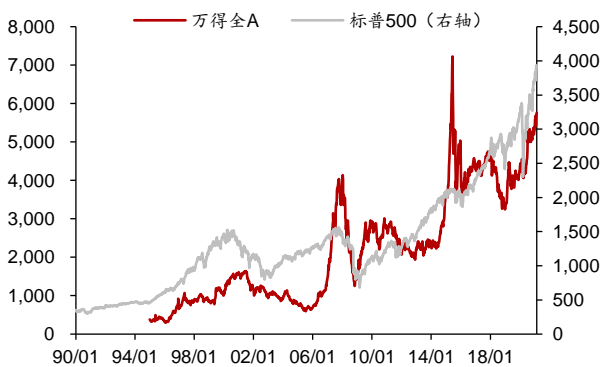
### 市场策略讨论

从长期看，A 股是优秀的 $\alpha$ 与糟糕的 $\beta$ 的集合体：1995 年至今，Wind 全 A/S&P 500 指数的年均复合收益约为 11.0%/8.5%，但 A 股波动则剧烈得多。糟糕的夏普比率对长期投资者意味着巨大的挑战，趋势交易加剧了市场波动。

(1) 股票市场长期是称重机，伟大的公司能够持续超越市场预期。我们统计了 A 股 2007 年以前上市的 1500 只股票，即使在牛市最高位买入，大约 100 只股票能够提供给投资者 8% 以上的长期收益（2007 至今），当然企业的估值亦大幅下修。亚马逊在互联网泡沫期间的最大回撤超过 95%，但即使最高位持有至今长期收益仍然达到 18%。

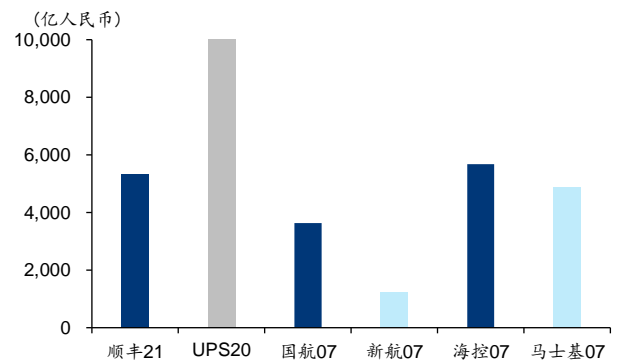
(2) 股票市场短期是投票机，估值波动是趋势投资者重要的盈利来源。后验性的看，07 年和 15 年的 A 股存在巨大的泡沫，泡沫破灭后大部分股票大幅下跌。2007 年，中国国航和中国远洋（中远海控）都曾成为全球行业的市值冠军，短期市场情绪难以预测。

图表34：A 股波动率显著高于美股



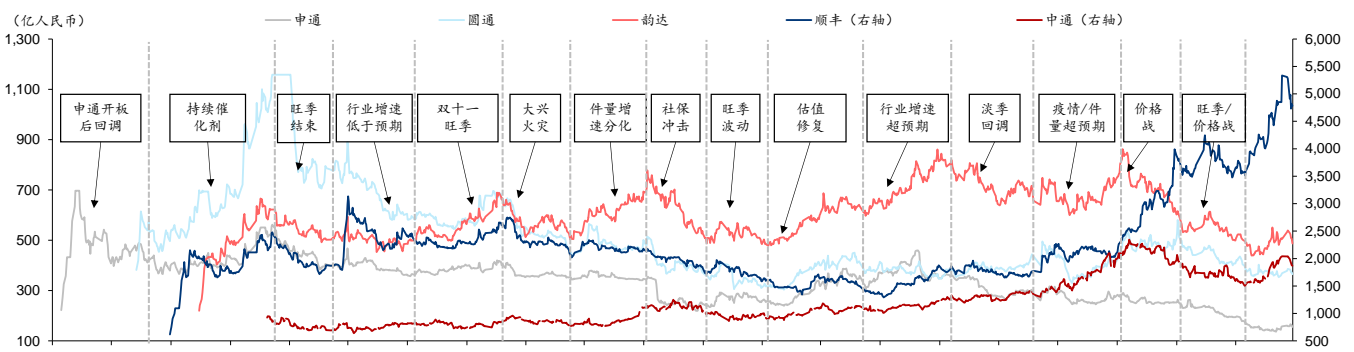
资料来源：Wind、华泰研究

图表35：交运行业中外市值冠军对标



注：此处为细分行业全部公司的历史最大市值  
资料来源：Wind、华泰研究

图表36：快递企业上市表现回顾



注：此处为市值口径  
资料来源：Wind、华泰研究

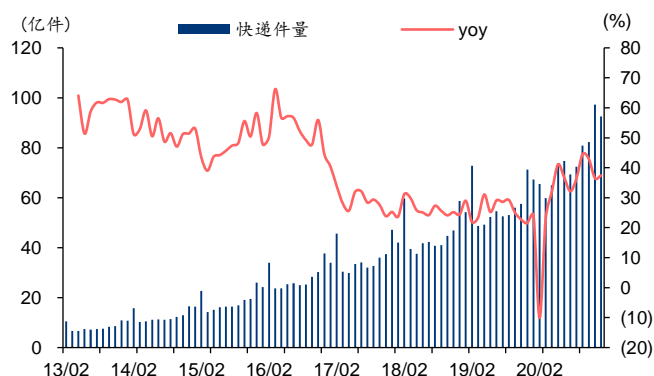
## 细分行业推荐

### (1) 快递：“春节不打烊”平滑产能

A 股快递股主要由境内投资者定价。关于加盟快递估值，市场的共识是参考 A 股消费品行业进行 PE/PEG 估值，分歧在于 g 的选择，我们建议根据盈利增速（参考毛利增速）进行 PEG 估值。对于直营快递，市场的共识是 SOTP 估值以及盈利分部采用 PE 估值，我们建议给予亏损业务 PS 估值。

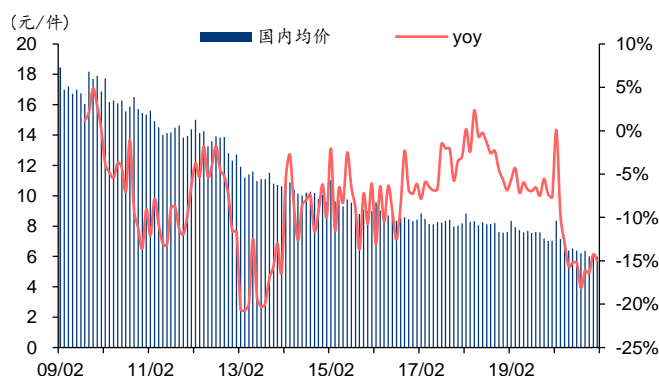
考虑市场竞争，我们预计 2021 年电商快递竞争仍然激烈，但最坏的时候或已来临，关注综合供应链和跨境电商物流领域的突破。另一方面，由于快递员返乡，一季度（尤其春节假期）为快递行业淡季；四季度旺季产能投入拖累一季度盈利表现。“春节不打烊”将显著平滑产能，叠加提价效应，预计一季度快递企业件量和盈利增长强劲，建议关注板块性机会。

图表 37：规模以上快递企业件量及增速



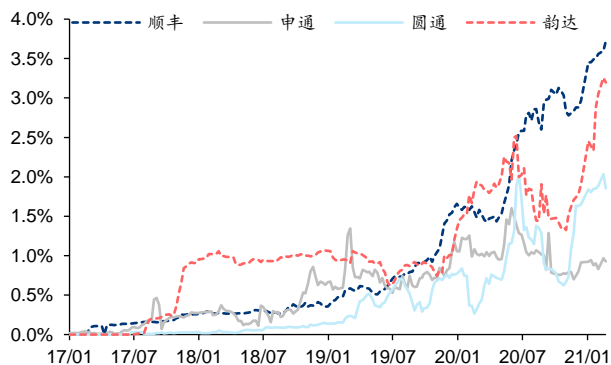
注：为避免春节错位干扰，剔除了 1 月数据，2 月数据为 1-2 月累计值  
资料来源：Wind、华泰研究

图表 38：国内快递（同城+异地）件均价及变化



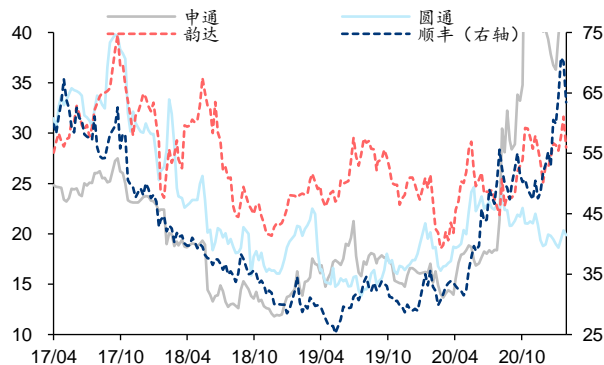
注：为避免春节错位干扰，剔除了 1 月数据，2 月数据为 1-2 月累计值  
资料来源：Wind、华泰研究

图表 39：快递企业港股通持股比例变化



注：持股比例=港股通持股/总股本  
资料来源：Wind、华泰研究

图表 40：快递企业 Wind 一致预期 PE 回顾



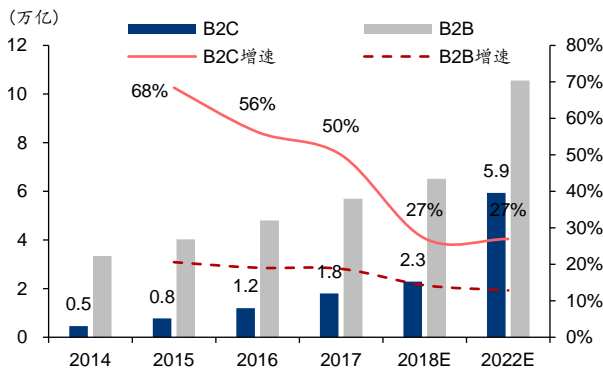
注：PE=交易日收盘价/最近预测年度 Wind 一致预期 EPS  
资料来源：Wind、华泰研究

### (2) 跨境电商物流：寻找未来的“三通一达”

伴随供给侧 B2C 跨境电商平台的大力开拓以及需求侧全球消费者跨境消费习惯的养成，B2C 将成为未来跨境电商增长的重要力量。跨境电商物流成本占比 20%-30%（晓生研究：2019），显著高于国内电商 5%-10% 的水平。参考罗兰贝格的研究，按照 2020 年跨境 B2C 电商 4 万亿交易额估算，物流费用在 1 万亿左右，高于中国快递行业规模。

中国国内快递（国内电商物流）市场已进入整合期，市场集中度持续提升，中通 20 年件量市场份额约 20.4%（数据来源：公司公告），而邮政局的研究表明美国和日本国内快递 CR4>95%（2019）。万亿级的跨境电商 B2C 物流市场中，我们估算头部企业纵腾和递四方市场份额不足 1%（中国国际货代协会：2019），具备诞生巨头的土壤。

图表41： 中国跨境电商交易额规模



注：22E 增速为 18-22E CAGR  
资料来源：罗兰贝格、华泰研究

图表42： 跨境电商物流企业生态（2019）



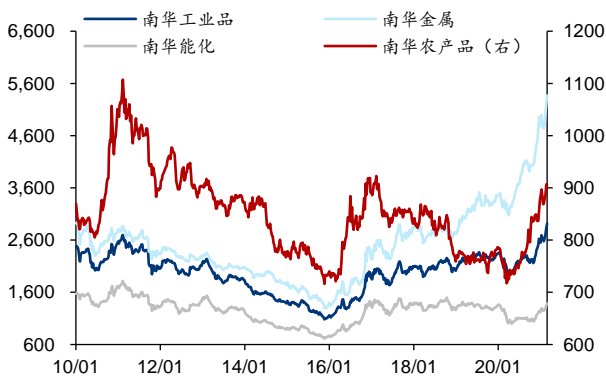
资料来源：晓生研究院、华泰研究

### (3) 大宗供应链：价值重估的机会

随着宏观下行及竞争加剧，贸易和物流的间隔带衍生出资产负债型供应链服务。参考发达国家历史，能源和资源消费强度在时间尺度和发展程度上均呈现“倒 U”形。我们认为中国主要大宗商品需求已接近甚至达到顶部，但即使以稳态看，龙头大宗供应链企业渗透率仍有显著提升空间。重资产模式平衡了风险，但息差与杠杆率天花板抑制了 ROE 与估值。

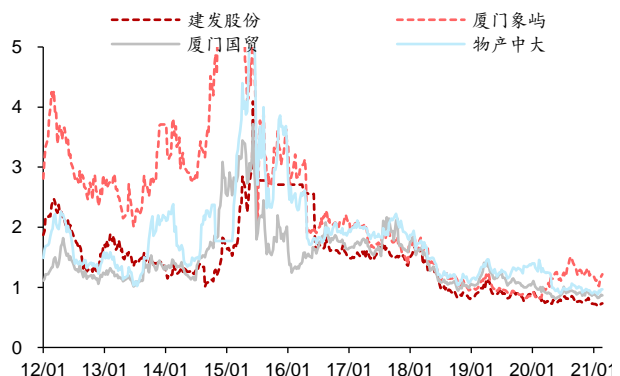
我们构建了大宗供应链指数，板块 2013 年至今呈现高贝塔特征。现金流与分红额改善推动 PB=>DDM 第一阶段估值修复；资产出表推升 ROE，低渗透率下的再投资能力推动 DDM=>DCF 第二阶段估值修复。去年 11 月以来，以有色为代表的周期行业股价表现强劲，大宗供应链企业存在补涨需求。

图表43： 南华大宗商品指数变化



资料来源：Wind、华泰研究

图表44： 供应链企业历史 PB 估值 (MRQ)



资料来源：Wind、华泰研究

### 风险提示

- (1) **行业增长风险**：物流业需求和宏观经济存在较大相关性；若宏观经济持续下挫，企业盈利将承压。电商是国内快递业最主要的增长动力，其增速下降将波及快递业。
- (2) **市场竞争风险**：时效件市场格局相对清晰，但通达系和京东等竞争对手仍努力进入；电商快递价格战尚未见底，市场竞争激烈。其它物流业态的竞争则更为激烈。
- (3) **成本膨胀风险**：物流企业主要成本包括人力、运输、场地租金等，其中人工和场地成本呈增长态势；另一方面，员工社保问题待解，企业或需承担更多责任。
- (4) **新业务拓展和整合风险**：从长期看，物流企业需要发力生态和国际化，这带来了更大的经营风险。若公司通过并购切入新业务，增加了管理和整合难度。

图表45： 报告涉及个股代码一览

公司	代码
顺丰控股	002352 CH
中通快递	ZTO US
韵达股份	002120 CH
圆通速递	600233 CH
申通快递	002468 CH
百世集团	BEST US
德邦股份	603056 CH
阿里巴巴	BABA US
亚马逊	AMZN US
DSV	DSV DC
DPDHL	DPW GR
UPS	UPS US
FedEx	FDX US
Europcar	EUCAR FP
山九	9065 JP
美团	3690 HK
唯品会	VIPS US
ODFL	ODFL US
SG	9143 JP
EXPD	EXPD US
HYUNDAI	086280 KS
XPO	XPO US
TFI	TFII CN
Kerry	636 HK
JBHT	JBHT US
中国国航	601111 CH
新加坡航空	SIA SP
中远海控	601919 CH
马士基	MAERSKA DC
建发股份	600153 CH
厦门国贸	600755 CH
厦门象屿	600057 CH
物产中大	600704 CH

资料来源：彭博、华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈晓峰、袁钉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。



**香港-重要监管披露**

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

**美国**

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

**美国-重要监管披露**

- 分析师沈晓峰、袁钊本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

**评级说明**

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

**行业评级**

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

**公司评级**

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司