

证券研究报告—深度报告

交通运输

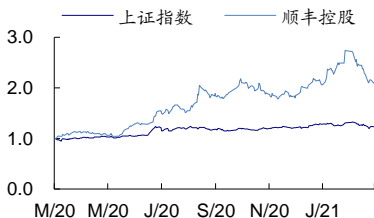
物流 II

顺丰控股(002352)
买入

合理估值: 110 元 昨收盘: 89.46 元 (维持评级)

2021年03月16日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

| | |
|--------------|-----------------|
| 总股本/流通(百万股) | 4,556/4,490 |
| 总市值/流通(百万元) | 407,619/401,703 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,420/13,520 |
| 12个月最高/最低(元) | 124.70/41.78 |

相关研究报告:

《顺丰控股-002352-重大事件快评: 大国崛起, 顺势而为, 顺丰加速布局国际业务》——2021-02-10
 《顺丰控股-002352-20 年三季报财报点评: 三季度业绩符合预期, 期待新产品绽放》——2020-10-28
 《顺丰控股-002352-财报点评: 时效快递增长回暖, 二季度业绩亮眼》——2020-08-27
 《国信证券-顺丰控股-002352-深度报告: 成长龙头, 价值优选》——2020-07-17

证券分析师: 姜明

 E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521010004

证券分析师: 罗丹

 E-MAIL: luodan4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520060003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

大国崛起, 巨头乘势而上

——对比美国快递报告系列一

● 回溯美国百年快递发展经验: 把握机遇、顺势而为

(1) 十九世纪, 美国的工业革命和西部淘金热带动了信件和货物邮递需求的产生和增长, 快递业发展至十九世纪末, 掌握了铁路运输资源的五大快递公司形成了卡特尔联盟, CR5 市占率超过 90%。

(2) 二十世纪上半叶, 美国百货零售兴起, UPS 把握住了零售快递需求增长的大趋势, 与当时聚焦传统运输的快递寡头错位竞争, 逐步发展壮大。

(3) 二十世纪中叶至 70 年代, 汽车逐步普及, 郊区购物中心模式兴起, UPS 顺势从零售快递向批发快递转型, 成功度过危机; 同期, 公路逐步取代铁路, 成为快递的主要运输方式, UPS 积极布局公路网络, 成为新一代快递龙头。

(4) 二十世纪 70 至 90 年代, 在美国高科技产业兴起以及航空货运技术成熟且逐步放开的背景下, 美国的货流呈现出“高密度、高价值、高时间敏感”的特点, 以航空快递起家的 Fedex 应运而生。除此以外, 在美国主导全球化的背景下, UPS 和 Fedex 也开始积极拓展国际业务, 根据历史数据, UPS 和 Fedex 国际收入总和的增速大约是美国进出口金额增速的 1 倍至 1.6 倍。

(5) 二十一世纪初, 电商消费模式兴起, 除了 UPS 和 Fedex 享受了电商快递红利外, 亚马逊物流也成为了美国第四大快递服务商。

● 中国快递发展展望: 大国崛起、顺丰乘势而上

未来 10 年, 除了电商外, 行业将有新的增长驱动力: 其一, 随着中国高端制造和科技产业的兴起, 高端物流的需求将明显加大; 其二, 与 UPS 和 Fedex 国际业务发展路径不一样, 中国物流企业错过了过去二十年中国全球化的机会, 但是未来随着中国企业走出国门以及新兴国家兴起, 中国物流企业有望加速抢占国际市场; 其三, 数字化技术可能带来颠覆性的影响。在中国快递大发展的趋势下, 顺丰将享受物流高端化、中国企业全球化、物流科技升级的红利。

● 给予“买入”评级

考虑到未来两年公司投入较大, 将公司 20-22 年净利润分别调低 1.3%/7.3%/1.5%。我们预计公司 20-22 年每股收益 1.64/1.84/2.43 元, 利润增速分别为 28.8%/12.4%/32.1%。通过分部估值方法, 得出公司未来 6 个月的合理估值约为 110 元, 看好公司的长期投资价值, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 90,943 | 112,193 | 153,414 | 194,631 | 243,652 |
| (+/-%) | 27.9% | 23.4% | 36.7% | 26.9% | 25.2% |
| 净利润(百万元) | 4556 | 5797 | 7463 | 8392 | 11082 |
| (+/-%) | -4.5% | 27.2% | 28.8% | 12.4% | 32.1% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.03 | 1.31 | 1.64 | 1.84 | 2.43 |
| EBIT Margin | 6.4% | 6.7% | 6.6% | 5.8% | 6.1% |
| 净资产收益率(ROE) | 12.5% | 13.7% | 14.9% | 15.0% | 17.4% |
| 市盈率(PE) | 103.2 | 81.2 | 56.1 | 49.9 | 37.8 |
| EV/EBITDA | 57.2 | 45.8 | 34.3 | 30.4 | 24.2 |
| 市净率(PB) | 12.9 | 11.1 | 8.3 | 7.5 | 6.6 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

本篇报告主要从宏观经济发展的角度回溯了美国快递发展的百年历程，然后基于美国快递的经验，对中国快递行业的发展趋势以及顺丰的成长空间进行了展望。后续，我们将通过系列报告从综合物流龙头成长路径、投建航空枢纽的意义等不同的角度来对比顺丰和美国的两大快递龙头，从而可以帮助我们更加清晰地、准确地判断顺丰的长期投资价值。

估值与投资建议

通过回溯学习美国快递百年发展史，我们认为产业变化、产业迁移以及技术革新与快递行业、快递企业竞争的演进息息相关。我们预测未来 10 年，电商将继续驱动行业较快增长，同时，高端制造、国际化以及数字化技术将成为新的增长驱动力，其一，随着中国高端制造的兴起，货流将呈现出“高密度、高价值、高时间敏感”的特点，对高端快递和高端快运的需求将明显加大；其二，与 UPS 和 Fedex 国际业务发展路径不一样，中国物流企业错过了中国全球化过程中的机会，但是近几年随着中国企业走出国门以及新兴国家的兴起，中国物流企业有望加速抢占国际市场；其三，数字化技术有望带来颠覆性的影响，可能体现在产品服务内容上、物流龙头的利润上以及竞争格局上。在这个大背景下，我们认为顺丰有望成为比肩 UPS 和 Fedex 的全球物流巨头，是具有长期投资潜质的公司。我们预计公司 2020-22 年实现净利润 74.6/83.9/110.8 亿元，增速分别为 28.8%/12.4%/32.1%。我们给予目标股价 110 元，维持“买入”评级。

核心假设与逻辑

(1) 短期来看，公司的时效快递业务受益于电商消费升级，同时自身的经济快递业务成功突破下沉市场，此外疫情促使高端快递需求短期大增。

(2) 中长期来看，公司转型综合物流服务商成功的确定性非常高，鄂州机场有望成为公司收入和盈利增长的新驱动力。

与市场的差异之处

市场对于公司时效快递件较高增长的可持续性具有一定疑虑，且比较关注短期盈利，我们认为：(1) 由于 2020 年时效快递基数高，2021 年时效快递件增长具有一定压力，但是高端消费线上化趋势不变，且我们认为生鲜、高端制造等新需求也会成为时效快递的核心驱动力，短期时效增速有波动、但是中长期具有可观的成长性，尤其在鄂州机场投入运营以后。(2) 由于公司利润对产能投入节奏非常敏感，所以利润的短期波动性较强，但是长期空间确定性高，以现有业务和战略规划线性外推，2025 年利润有望达到 200-250 亿元。

股价变化的催化因素

时效件增长超预期；成本控制效果超预期；收购兼并进度超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

时效件增长低于预期；投入加大，成本控制失控；加快下沉，市场竞争加剧。

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 美国产业变化，带动快递服务内容变化 | 6 |
| 十九世纪：工业革命和淘金热催生邮递需求 | 6 |
| 二十世纪上半叶：百货零售兴起，催生零售快递需求 | 7 |
| 二十世纪中叶至 70 年代：郊区购物中心兴起，催生批发快递需求 | 7 |
| 二十世纪 70 至 90 年代：高科技产业兴起，催生高端物流需求 | 9 |
| 二十一世纪初至今：电商兴起，催生住宅快递需求 | 11 |
| 美国产业迁移，带动快递覆盖范围迁移 | 12 |
| 国内产业迁移：快递覆盖范围拓展至全国 | 12 |
| 国际产业迁移：快递覆盖范围拓展至全球 | 13 |
| 美国技术革新，带动快递竞争格局变化 | 16 |
| 铁路运输时代：亚当斯快递、美国运通、富国银行、美利坚快递 | 16 |
| 公路运输时代：UPS | 17 |
| 航空运输时代：Fedex、UPS | 18 |
| 信息技术时代：Fedex、UPS、亚马逊物流 | 18 |
| 中国快递发展趋势展望：变化不断、机会很多 | 19 |
| 中国产业变化：进入高质量发展阶段 | 19 |
| 中国产业迁移：向国内中西部或海外迁移 | 20 |
| 技术革新：加速向数字化转型 | 22 |
| 行业发展展望：随着产业和技术升级，行业机会很多 | 23 |
| 大国崛起，顺丰有望比肩 UPS 和 Fedex | 23 |
| 盈利预测 | 28 |
| 估值与投资建议 | 29 |
| 相对估值：合理目标估值 110 元 | 29 |
| 投资建议：具有长期投资价值，给予“买入”评级 | 30 |
| 风险提示 | 31 |
| 估值风险 | 31 |
| 盈利预测风险 | 31 |
| 市场竞争风险 | 31 |
| 其它风险 | 31 |
| 附表：财务预测与估值 | 33 |
| 国信证券投资评级 | 34 |
| 分析师承诺 | 34 |
| 风险提示 | 34 |
| 证券投资咨询业务的说明 | 34 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 美国工业区和主要城市分布图..... | 6 |
| 图 2: 1790 年美国国土扩张情况..... | 7 |
| 图 3: 1896 年美国国土扩张情况..... | 7 |
| 图 4: 二十世纪中叶美国每千人汽车保有量进一步提升..... | 8 |
| 图 5: 大型市郊购物中心数量在 1960 年后快速增长..... | 9 |
| 图 6: 美国购物中心零售额占比 60 年代到 70 年代快速提升..... | 9 |
| 图 7: 60 年代以后, 美国研发投入的 GDP 占比维持在高位..... | 10 |
| 图 8: 80 年代后期, 美国的信息通信技术产业增加值的 GDP 占比快速增长..... | 10 |
| 图 9: 70 年代到 80 年代, Fedex 的航空快递业务量快速增长..... | 10 |
| 图 10: 80 年代后期到 90 年代, Fedex 的飞机数量快速增长 (包裹自有的和租赁的) | 11 |
| 图 11: 80 年代后期到 90 年代, UPS 的飞机数量快速增长 (包裹自有的和租赁的) | 11 |
| 图 12: 二十一世纪以来美国网络零售总额维持较快增长态势..... | 11 |
| 图 13: 2019 年亚马逊物流在美国快递市场市占率约 15%左右..... | 12 |
| 图 14: 美国 2018 年收入排名前五的物流公司 (亿美元)..... | 12 |
| 图 15: 亚马逊 1 天内可到达的覆盖区域从 2014 年到 2018 年大幅扩大..... | 12 |
| 图 16: 80 年代开始美国老工业区向新工业城市迁移..... | 13 |
| 图 17: 美国人口地理结形成了“U 型线”..... | 13 |
| 图 18: 第一次制造业大迁移由美国接棒英国..... | 14 |
| 图 19: 第二次制造业大迁移由日本接棒美国..... | 14 |
| 图 20: 我国快递、零担、整车物流市场规模递减 (2019 年)..... | 14 |
| 图 21: 快递到零担到整车集中度逐次递减..... | 14 |
| 图 22: Fedex 的全球枢纽布局 (2019 年)..... | 15 |
| 图 23: UPS 的全球枢纽布局 (2019 年)..... | 15 |
| 图 24: 美国出口金额增速与 UPS、Fedex 的国际收入增速基本同步变化..... | 15 |
| 图 25: 美国当年对外投资增速与 UPS、Fedex4-5 年后的国际收入增速呈同步变化..... | 16 |
| 图 26: 美国铁路里程变化趋势 (万公里)..... | 17 |
| 图 27: 1890 年美国网络密度很高..... | 17 |
| 图 28: 美国公路里程变化趋势 (万公里)..... | 18 |
| 图 29: 公路成为货运的第一大运输方式..... | 18 |
| 图 30: 中国研究与试验发展经费支出的 GDP 占比持续提升..... | 20 |
| 图 31: 中国高端制造行业和高端服务行业的增加值增速持续高于全行业和工业的增加值 增速..... | 20 |
| 图 32: 我国西部地区 GDP 占比持续提升..... | 21 |
| 图 33: 部分东南亚国家的工业增加值的 GDP 占比持续提升..... | 21 |
| 图 34: 2015 年后我国进出口金额增长趋势有所放缓..... | 21 |
| 图 35: 2017 年以后我国对外直接投资净额开始下滑..... | 21 |
| 图 36: 顺丰业务量规模将大幅超过 UPS 和 Fedex (亿件)..... | 24 |
| 图 37: 顺丰业务量增速远高于 UPS 和 Fedex..... | 24 |
| 图 38: 顺丰的收入规模将快速缩小与 UPS 和 Fedex 的差距 (亿元)..... | 24 |

| | |
|---|----|
| 图 39: 顺丰的收入增速远高于 UPS 和 Fedex..... | 24 |
| 图 40: 顺丰的扣非净利润规模将快速缩小与 UPS 和 Fedex 的差距 (亿元) | 25 |
| 图 41: 顺丰的扣非净利润增速远高于 UPS 和 Fedex..... | 25 |
| 图 42: 1980-2020 年 Fedex 的营业利润变化趋势 (百万美元) | 26 |
| 图 43: 1980-2020 年 Fedex 股价和标普 500 指数的变化趋势..... | 26 |
| 图 44: 2000-2020 年 UPS 的营业利润变化趋势 (百万美元) | 27 |
| 图 45: 2000-2020 年 UPS 股价和标普 500 指数的变化趋势..... | 27 |
| 图 46: 顺丰 2018 年以来股价走势及背后原因..... | 28 |
| | |
| 表 1: 十九世纪主要快递公司陆续成立 | 7 |
| 表 2: UPS 和 Fedex 国际收入总和的增速 大约是美国进出口金额增速的 1 倍至 1.6 倍 | |
| | 16 |
| 表 3: Fedex70 年代就开始开发利用信息技术..... | 18 |
| 表 4: UPS80 年代后期开始重视信息技术并快速追赶竞争对手..... | 19 |
| 表 5: 2013-2020 年顺丰国际航线开通进度..... | 22 |
| 表 6: 顺丰收入及毛利率预测..... | 28 |
| 表 7: 同类公司估值比较..... | 29 |
| 表 8: 分部相对估值结果..... | 29 |
| 表 9: 顺丰 5 年后利润规模及市值空间分情况讨论预测..... | 30 |

美国产业变化，带动快递服务内容变化

十九世纪：工业革命和淘金热催生邮递需求

十九世纪，美国工业革命和西部淘金热带动了社会经济的发展，催生了市场对快递服务的需求。

十九世纪 90 年代到十九世纪中叶，美国的机器生产开始逐步替代手工生产。十九世纪 80 年代，美国工业化进程开始加速，依次形成了东北部、南部和西部三个工业带，制造业产值开始超过农业，大规模生产体制已经基本建立起来，工业品与消费品的流通渠道结构剧烈变革，产生了货物快递需求。

同期，十九世纪 40 年代末开始，美国西部的淘金热吸引了大批东部的居民涌入尚未开发的西部。短短几年，加州的人口增长了近千倍，形成了西部繁华地区，然而加州与美国东部相隔 2000 多公里，由此也产生了大量的邮递服务需求。

顺应市场需求，十九世纪大量的快递公司陆续成立，充分竞争后，形成了寡头垄断的竞争格局。1839 年美国的第一家快递公司 First Express 成立，以专人乘坐火车和客船的方式完成点对点的快递运输服务，主要经营纽约和波士顿之间的货物运输。之后的十年内，美国东部地区诞生了大量的快递公司。经过大约 50 年的充分竞争，到 1890 年，市场上仅存 18 家快递公司从事美国国内快递业务，其中 93% 的市场份额由亚当斯快递（1848 年成立）、美国运通（1850 年成立）、富国银行（1852 年成立）、美利坚快递（1854 年成立）和 Pacific Express(1862 年成立) 5 家公司掌握。当时，这几家主要的快递企业采用的运输方式是铁路和内河船运，通过与铁路公司和船公司签订合同来实现。

图 1：美国工业区和主要城市分布图



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 2: 1790 年美国国土扩张情况



资料来源: 美国土地管理局、国信证券经济研究所整理

图 3: 1896 年美国国土扩张情况



资料来源: 美国土地管理局、国信证券经济研究所整理

表 1: 十九世纪主要快递公司陆续成立

| 时间 | 十九世纪主要快递公司成立事件 |
|--------|---|
| 1839 年 | 美国的第一家快递公司 First Express 成立, 以专人乘坐火车和客船的方式完成点对点的快速运输服务, 主要经营纽约和波士顿之间的货物运输。 |
| 1848 年 | 亚当斯快递通过收购 First Express 扩大了自身运输网络范围。 |
| 1850 年 | 美国运通的起家是由三家快递邮件公司合并而成的, 早期是通过驿站马车夫单枪匹马将需要传递的包裹送到各地, 后来开始使用铁路运输, 一度垄断了纽约州的快递业务。 |
| 1852 年 | 富国银行成立于 1852 年, 在美国西部提供银行及快递服务, 目标是挑战当时垄断西部到东部运输市场的亚当斯快递, 构建了旧金山至纽约的运输通道。由于富国银行和美国运通有共同出资人, 两家公司协商以密西西比河为界, 前者经营西部地区的业务, 后者经营东部地区的业务。 |
| 1854 年 | 美利坚快递成立 |
| 1862 年 | Pacific Express 成立 |

资料来源: 国信证券经济研究所整理

二十世纪上半叶: 百货零售兴起, 催生零售快递需求

顺应百货公司递送需求, UPS 从同城信使业务转型为百货零售快递业务。

二十世纪初, 美国私人信使与递送服务的需求非常大。1907 年, UPS 成立于西雅图, 当时公司的名称是美国信使公司 (American Messenger Company), 主业是同城信使业务, 即把电报从电报公司的网点送到收报人的手里。当时同城电报市场竞争激烈, 仅在西雅图就有近 10 家信使公司。但是随着同一时期电话的普及, 电报市场和同城信使需求逐步收缩, UPS 面临转型。

当时, 美国快递市场仍然是由亚当斯快递、美国运通、富国银行、美利坚快递主导的卡特尔联盟垄断, UPS 很难进入大型货物快递市场。但是当时美国刚结束南北战争不久, 城市开始逐步兴起, 百货商场开始出现, 比如西雅图的 Fraser Patterson、旧金山的 The Emporium 以及纽约的梅西百货公司。在百货商场兴起的背景下, UPS 的高层发现了百货公司的市内 B to C 包裹递送需求, UPS 即时将营业重心转向为西雅图市中心的百货公司提供同城递送服务。由于 UPS 起步是以服务大型的百货公司为主, 因此 UPS 一直非常注重自己的服务质量。

二十世纪中叶至 70 年代: 郊区购物中心兴起, 催生批发快递需求

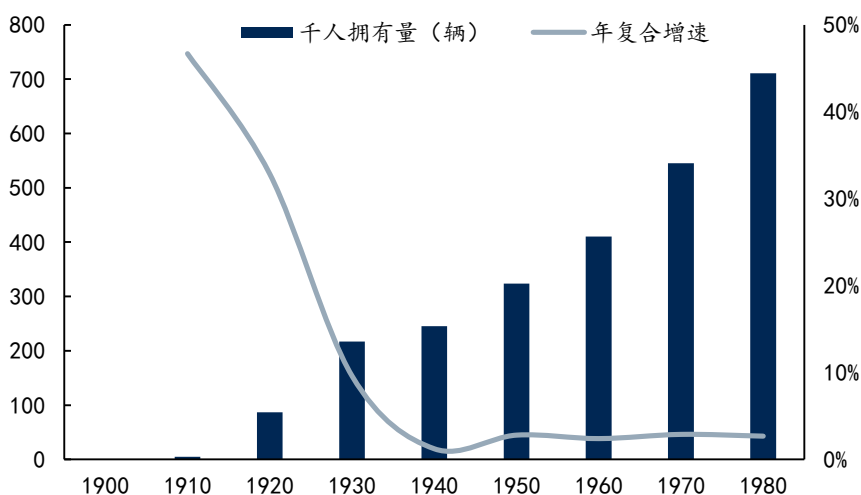
二战结束后，汽车时代的到来给经济社会的根本趋势带来重大变革，UPS 转型 B to B 批量快递业务。

二十世纪中叶，美国汽车渗透率再次进一步提升，每千人汽车保有量由 1940 年的 222 辆提升至 1970 年的 710 辆，平均每个家庭拥有 1~2 辆汽车。同期，美国城市发展也以公路模式为主，而非轨道交通，富裕的白人为了更高的社区环境开始持续地流向郊区。此外，二战后的婴儿潮一代也在 70 年代开始进入消费市场，推动了中产阶级人数持续增多，美国开始进入消费升级阶段。

在该大背景下，拥有更大商场空间、更多娱乐业态的郊区购物中心成为了移居至郊区的中产阶级以及富裕白人的首选消费场所。1960 年，大型市郊购物中心开始在全美盛行，门店数量从 1960 年 4500 家快速扩张至 1988 年 3.26 万家。

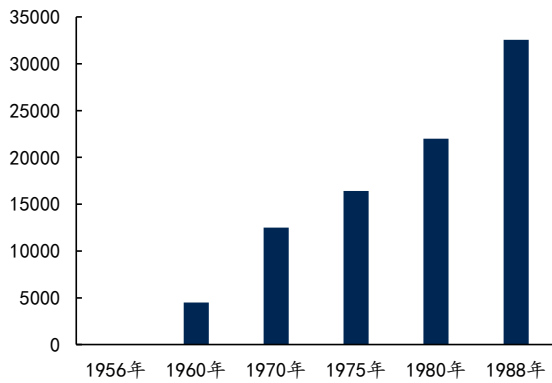
汽车的兴起重塑了美国人的购物习惯和销售模式，随着市内百货公司时代的结束，UPS 传统的市内零售快递服务需求进入了下降通道。在需求改变的大趋势下，UPS 审时度势，最终选在业务转型，将业务重心转移到 B to B 的批量快递上，具体来说就是从百货零售的“最后一公里”业务拓展到“批发商到零售商”之间的货物快递业务，但业务仍然主要集中在各个市内或州内的小范围配送。

图 4：二十世纪中叶美国每千人汽车保有量进一步提升



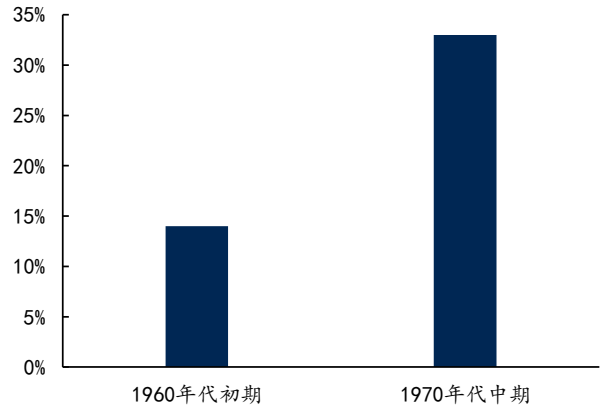
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 大型市郊购物中心数量在 1960 年后快速增长



资料来源:《20 世纪 50-70 年代美国购物中心的兴盛及其原因与影响》、国信证券经济研究所整理

图 6: 美国购物中心零售额占比 60 年代到 70 年代快速提升



资料来源:《20 世纪 50-70 年代美国购物中心的兴盛及其原因与影响》、国信证券经济研究所整理

二十世纪 70 至 90 年代: 高科技产业兴起, 催生高端物流需求

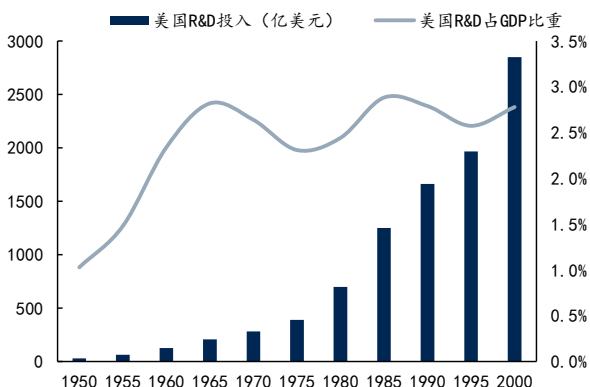
70 年代, 美国企业开始重视物流环节的改善。70 年代美国经济发生了重大变革, 2 次石油危机对美国经济产生了深刻的影响。石油价格从 73 年的 2 美元/桶增长到 40 美元/桶, 由于能源价格高涨, 造成了通货膨胀、经济滞胀, 美国企业经营面临很多困难, 迫使企业开始考虑改善物流系统, 希望可以降低运输成本、提高存活周转率。

80 至 90 年代, 美国经济结构开始转型, 科技创新产业开始替代传统制造业。在以钢铁和汽车为代表的传统支柱产业出现衰退的背景下, 美国政府开始积极调整科技政策, 颁布了一系列法律保护科技发展, 鼓励推动科技成果的转化与应用, 形成了以“企业主导”的科技创新发展战略。

20 世纪 80 年代, 在宏观、产业及金融政策支持下, 美国的研发投入从 1980 年的 698 亿美元增长到 1995 年的 1967 亿美元, 占 GDP 比重从 2.44% 上升到 2.57%。其中, 企业研发部门发挥了主导作用, 企业的研发投入从 1980 年的 428 亿美元增长到 1995 年的 1298 亿美元, 占总研发投入的比例从 61% 提升至 66%。

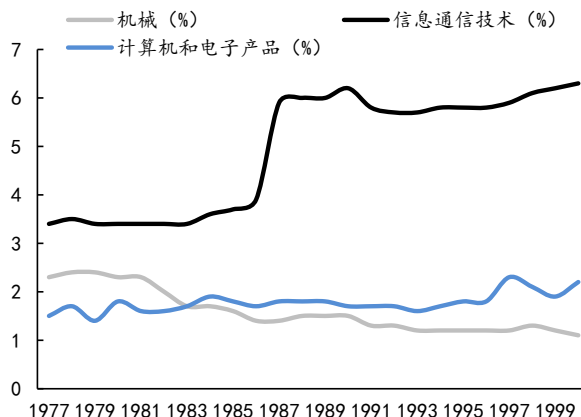
从产业增加值上看, 高科技产业发展也明显快于传统制造业, 高科技产业逐渐取代传统制造业成为美国经济发展的主要推动力。1987 年到 2000 年, 信息技术产业增加值占 GDP 比重从 3.4% 增长到 6.2%, 而制造业增加值占 GDP 比重从 1980 年的 20% 降低至 2000 年的 15%。信息技术产业中的代表计算机和电子产品产业, 其增加值占 GDP 比重从 1.8% 增长到 2.2%; 而传统制造业的代表机械行业, 其增加值占 GDP 比重从 2.3% 下降到 1.1%。

图 7: 60 年代以后, 美国研发投入的 GDP 占比维持在高位



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 80 年代后期, 美国的信息通信技术产业增加值的 GDP 占比快速增长



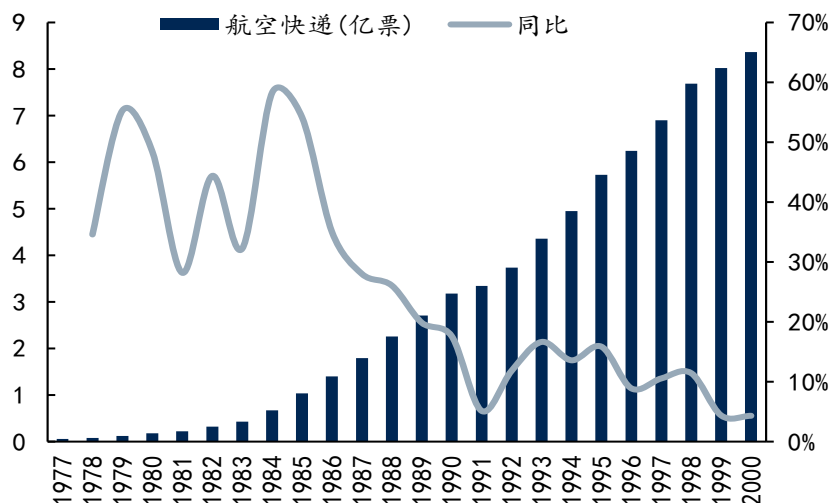
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

在美国高科技产业兴起的背景下, 美国的货流呈现出“高密度、高价值、高时间敏感”的特点, 货物包括电脑配件、电子产品、医药、法律文书等。

1971 年, FedEx 抓住高端物流需求兴起的市场机会, 投入巨资自建航空机队并开创“轴辐式”的航空运输模式, 大力拓展航空快递市场。

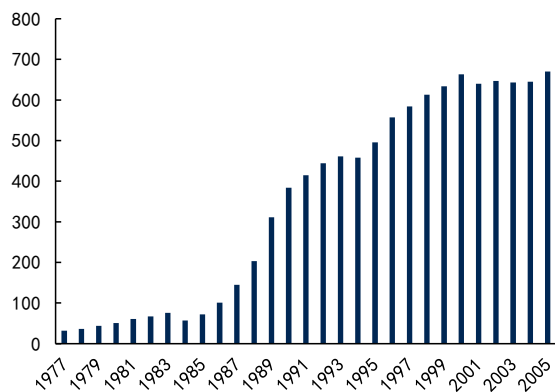
1975 年, UPS 在西海岸、东海岸和中西地区的各州之间开辟了陆运服务, 从此正式形成“公路黄金路线”, 从而拥有了提供点对点网络快递服务的基础, 意味着公司业务布局将从割裂地为各个市或州提供服务升级到一盘棋地为全国提供服务, 从而成为了现在真正意义上的普通快递公司。同时也意味着 UPS 可以通过完善的陆运网络满足美国企业的高端物流服务需求。80 年代, UPS 不甘落后, 也开始拓展航空快递服务, 1988 年, UPS 正式成立了自己的航空公司。

图 9: 70 年代到 80 年代, Fedex 的航空快递业务量快速增长



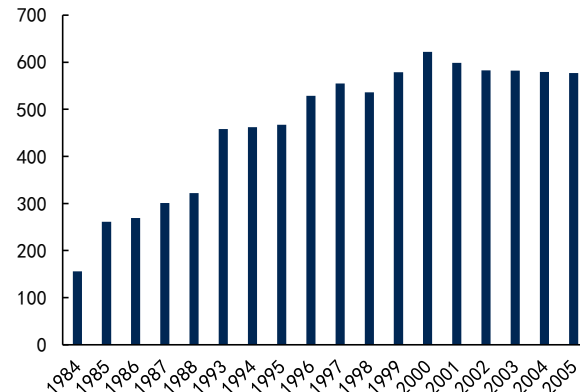
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所假设

图 10: 80 年代后期到 90 年代, Fedex 的飞机数量快速增长 (包裹自有的和租赁的)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11: 80 年代后期到 90 年代, UPS 的飞机数量快速增长 (包裹自有的和租赁的)

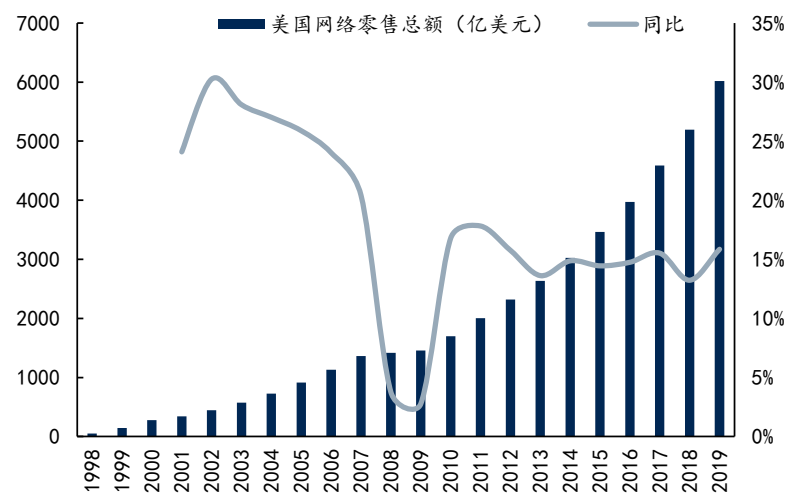


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

二十一世纪初至今: 电商兴起, 催生住宅快递需求

美国网络零售发展自 1995 年至今, 一直维持双位数的较快增长态势。虽然美国拥有成熟且完善的线下零售体系, 但是由于电商具有方便、快速等不可替代的购物优势, 2001-2019 年美国电商的市场份额不断增长, 美国网络零售总额从 2001 年的 343 亿美元增长至 2019 年的 6020 亿美元, 年复合增速达到 17%。

图 12: 二十一世纪以来美国网络零售总额维持较快增长态势



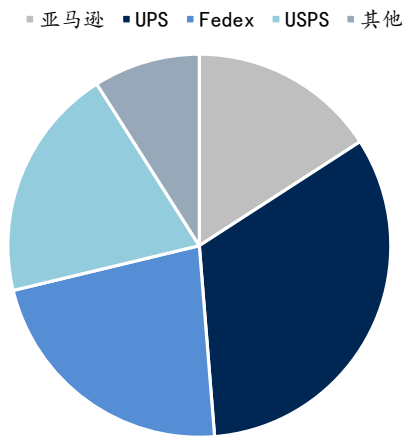
资料来源: 美国商务部、国信证券经济研究所整理

随着网络零售市场的逐渐壮大, 网络零售成为了二十一世纪初美国快递市场增长的核心驱动力。根据我们估算, 2019 年网络零售已经贡献了美国快递超过一半的包裹量。

在互联网大时代中, 美国催生出了有电商背景的物流龙头企业——亚马逊物流。美国网络零售的快递包裹除了由当前的 UPS、Fedex 以及 USPS 三大传统的第三方快递龙头负责外, 电商龙头亚马逊还会自己做物流业务。美国银行研究报告显示, 2019 年在美国亚马逊消费者收到的 45 亿个包裹中, 亚马逊物流运送了

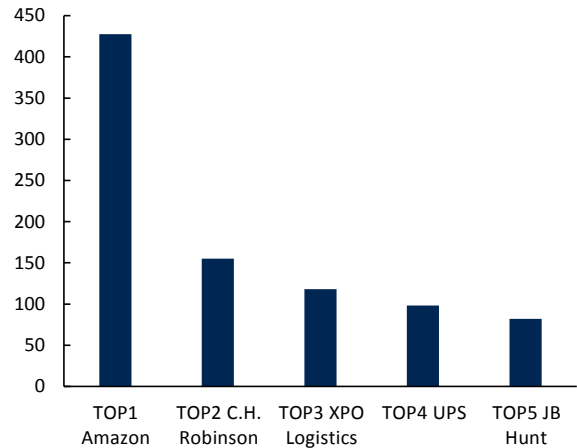
23 亿，我们估算 2019 年亚马逊物流在美国快递市场的市占率约 15% 左右，成为了美国第四大快递服务商。根据 SJ Consulting 的咨询报告，2018 年亚马逊物流的收入规模在全球物流企业排名第一。

图 13: 2019 年亚马逊物流在美国快递市场市占率约 15% 左右



资料来源：公司公告、美国银行、国信证券经济研究所估算

图 14: 美国 2018 年收入排名前五的物流公司 (亿美元)



资料来源：SJ Consulting、国信证券经济研究所整理

图 15: 亚马逊 1 天内可到达的覆盖区域从 2014 年到 2018 年大幅扩大



资料来源：RBC Capital Markets、RBC Elements、亚马逊官网、国信证券经济研究所整理

美国产业迁移，带动快递覆盖范围迁移

国内产业迁移：快递覆盖范围拓展至全国

从十九世纪开始，美国国内产业结构的变化还伴随着产业地理的迁移，不少产业从东部逐步转移到了西部，而产业的迁移必然意味着有大量的人口迁移。

十九世纪以来，美国人口“西进运动”有三个主要时期，时期一：十九世纪初，工业革命和西部淘金热带动了人口从东部向西部迁移。时期二：二十世纪初到第

二次世界大战，主要是以工业为主的综合开发时期，铁路等基础设施建设拓展到西部，矿业、纺织业、钢铁、煤炭等工业也开始在西部大力开发。时期三：第二次世界大战结束到二十一世纪初，主要是以科技开发为主的深度开发时期，美国率先开始了以计算机网络技术、原子能技术、生物技术和空间技术为重要标志的第三次科技革命。而美国西部在该时期，充分利用其在科技革命策源地的地理优势，大力发展科技产业。

经历了两百年的产业和人口迁移，美国的产业和人口分布逐步集聚在了东西海岸两侧，经济地理结构形成了“U型线”，“U型线”外 50%的土地分布了美国 86%的人口，美国广阔且分散的经济地理结构极大地催生了美国的快递物流需求。

图 16: 80 年代开始美国老工业区向新工业城市迁移



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 17: 美国人口地理结构形成了“U型线”



资料来源：美国联邦统计局、国信证券经济研究所整理

国际产业迁移：快递覆盖范围拓展至全球

制造业也存在摩尔定律，即每隔 20-30 年就会经历一次产业转移，每隔一段时间就会自动升级一次。自制造业产生以来，全球范围内出现过 4 次大规模的制造业迁移：

第一次大迁移（二十世纪初），由美国接棒英国承接全球制造业转移。受益于第二次工业革命的美国，当时国内工业发达程度已超过英国，其充沛的劳动力、广阔的地域面积等优势使得美国的标准化生产高速发展，承接了大量来自英国的制造业。

第二次大迁移（二十世纪 50 年代），由日本接棒美国承接全球制造业。基于复兴日本工业化的考虑，美国决定将日本作为西方的“亚洲工厂”加以改造。在美国的支持下，日本的制造业以年均 13.2% 的速度发展，这个速度是德国和法国的两倍，美国和英国的三倍，日本以较高效完备的国家工业协作体系承接全球制造业转移。

第三次大迁移（二十世纪 70 年代），由亚洲四小龙接棒日本承接全球制造业。亚洲的香港、台湾、新加坡和韩国推行出口导向型战略，重点发展劳动密集型的加工产业，在短时间内承接了全球大量的产业转移，一跃成为亚洲发达富裕的地区。

第四次大迁移（二十世纪 90 年代），中国接棒亚洲四小龙承接全球制造业。80 年代起中国的工业总产值以每年 15.3% 的速度增长，同时台资和港资制造业开始进入中国。中国制造业的 GDP 比重从 1952 年的 18% 提升至 2010 年的 40%，钢铁、水泥、煤炭、计算机等行业的产量世界占比超过 50%，成为名副其实的世界工厂。

图 18：第一次制造业大迁移由美国接棒英国



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 19：第二次制造业大迁移由日本接棒美国



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 20：我国快递、零担、整车物流市场规模递减（2019 年）



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 21：快递到零担到整车集中度逐次递减



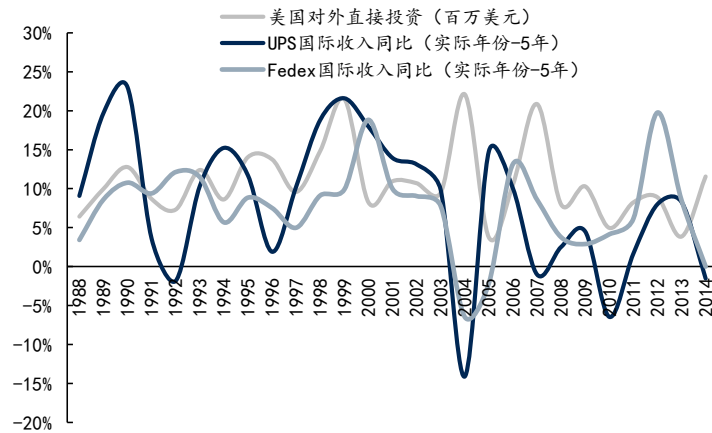
资料来源：国信证券经济研究所整理

在美国主导的全球化大趋势下，UPS 和 Fedx 也顺势加速走出国门、拓展国际业务。

在制造业全球化迁移的过程中，美国处于主导地位，美国各行业企业主动走出国门、拓展国际业务、寻找国际合作伙伴。随着贸易全球化的推进，美国进出口金额在 GDP 中的占比从 1970 年的 10% 提升至 1980 年的 20%。

物流是辅助行业，伴随着美国企业进出口业务增多，全球货物运输需求也越来越多，UPS 和 Fedex 两大快递物流服务商也顺势开始大力拓展国际业务。

图 25: 美国当年对外投资增速与 UPS、Fedex4-5 年后的国际收入增速呈同步变化



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: UPS 和 Fedex 国际收入总和的增速大约是美国进出口金额增速的 1 倍至 1.6 倍

| 时间 | A: 美国进出口金额年复合增速 | B: UPS 国际收入年复合增速 | C: Fedex 国际收入年复合增速 | D: UPS 和 Fedex 国际收入总和年复合增速 | B/A 比值 | C/A 比值 | D/A 比值 |
|-------------|-----------------|------------------|--------------------|----------------------------|--------|--------|--------|
| 1992-2000 年 | 9.0% | 11.1% | 8.3% | 9.6% | 1.2 | 0.9 | 1.1 |
| 2002-2005 年 | 11.3% | 19.5% | 15.9% | 17.7% | 1.7 | 1.4 | 1.6 |
| 2005-2010 年 | 5.2% | 6.9% | 6.5% | 6.7% | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 2010-2015 年 | 3.5% | 1.8% | 5.0% | 3.3% | 0.5 | 1.4 | 0.9 |

资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

美国技术革新，带动快递竞争格局变化

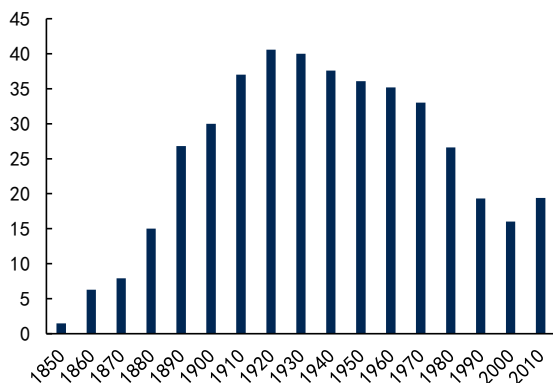
纵观美国快递行业的发展史，每次运输工具或技术的重大变革都会对竞争格局产生颠覆性影响。

铁路运输时代：亚当斯快递、美国运通、富国银行、美利坚快递

十九世纪下半叶是美国铁路高速发展的时期。1828 年，美国的第一条铁路巴尔地摩至俄亥俄铁路开始动工建设，这条铁路用了两年的时间建设完成。五年后，位于南卡罗莱纳州的第二条铁路顺利通车。从此之后，美国建设铁路的热潮开始涌动，美国的铁路里程从 1950 年的 1.5 万公里增长至 1916 年的 41 万公里，美国铁路里程达到历史最高。当时，铁路保障了 98% 的客运需求以及 75% 的货运需求。

在铁路运输盛行的十九世纪末二十世纪初，掌握了铁路运输资源的亚当斯快递、美国运通、富国银行以及美利坚快递成为了当时快递市场的寡头。一战期间，由于政府接管全国铁路网络，而铁路是当时快递公司的主要运输方式，市场上的主要快递公司被迫将快递业务相关资产整合为一家公司 AREC，政府同时也参与 AREC 的管理。一战结束后，政府退出铁路运输和 AREC 的管理，全国铁路公司共同出资购买了 AREC 的资产，成立了 REA，REA 其依托铁路运输网络垄断了全国快递市场。

图 26: 美国铁路里程变化趋势 (万公里)



资料来源: Association of American Railroads、国信证券经济研究所整理

图 27: 1890 年美国网络密度很高



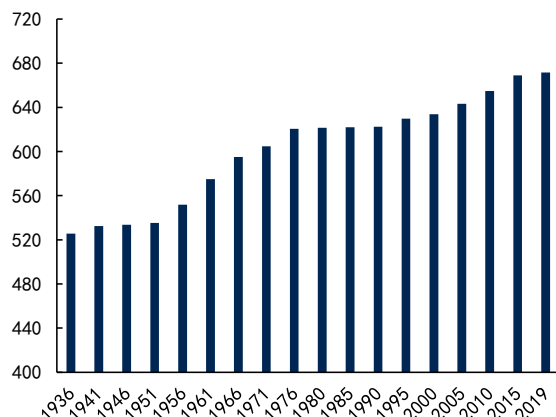
资料来源: Association of American Railroads、国信证券经济研究所整理

公路运输时代: UPS

“铁路时代”的寡头 REA (由亚当斯快递、美国运通、富国银行、美利坚快递等主要快递整合而成) 尽管战胜了当时的竞争对手, 却输给了“公路时代”。1930 年之后, 由于更为便捷的公路运输的逐步普及, 铁路货运的市场份额不断萎缩。由于铁路公司不支持 REA 使用除铁路之外的其他方式进行运输, 导致 REA 的业务量随着铁路货运市场份额的下降而减少, 1969 年 REA 的全国异地包裹业务市场份额已经不足 10%, 最后直至 1975 年, REA 公司申请破产, 退出快递市场。

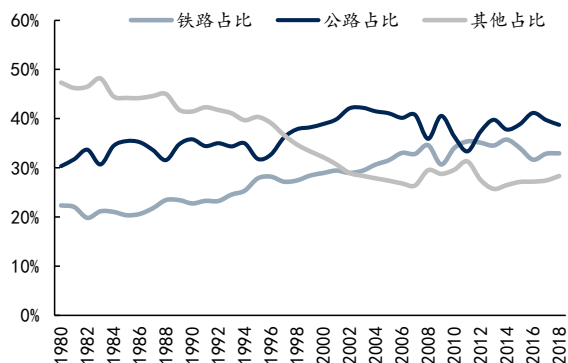
UPS 顺应“公路时代”发展趋势, 成为美国快递市场新一代龙头。二十世纪 50 年代到 70 年代, 美国经济的快速发展和为解决国内就业压力的需要, 美国的公路建设速度明显加快。UPS 自 1907 年成立以来, 持续构筑覆盖全美的陆运网络。在 UPS 之前, 从来没有一家商业公司在全国范围内建立以卡车和快递车辆组成的陆运网络, UPS 在二十世纪搭建陆运网络类似于十九世纪当时的企业在美国全国建立铁路和电报网络的行为。1974 年 UPS 形成了覆盖全国的公路黄金路线, 意味着公司真正实现了一盘棋地为全国提供服务, 同时成为了美国“公路时代”第一大的快递服务企业。

图 28: 美国公路里程变化趋势 (万公里)



资料来源:《交通世界》、Wind、国信证券经济研究所整理

图 29: 公路成为货运的第一大运输方式



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

航空运输时代: Fedex、UPS

70 年代, 美国航空货运管制放开, 进入发展黄金期。二十世纪初到二战前夕, 是美国航空运输的起步发展阶段; 二十世纪 50 年代至 70 年代, 虽然美国政府对民航运输进行严格管制, 但是民航运输顺应需求仍然实现了较为快速的发展; 二十世纪 1977 年联邦政府正式开始放开对民航运输业的管制, 其中对航空货运的放松管制内容包括: 放松进入航空货运业的限制、取消对飞机大小的限制、全货运企业可以在没有差别待遇的原则下自行定价。因此, 美国的航空货运周转量自 70 年代晚期开始, 进入了快速增长阶段。

70 年代, 美国市场上航空快递高端服务供给大幅增加, 还诞生了以航空运输起家的新一代快递龙头 Fedex。在 70 年代晚期, Fedex、UPS、Emergy 航空快递、空中快递、Purolator 邮递等公司都在争夺航空快递领域的业务。1984 年底, 至少有 18 家公司提供隔夜送达高端服务, 甚至美国邮政局都开始提供这样的服务。

信息技术时代: Fedex、UPS、亚马逊物流

Fedex 早期善于使用信息技术, 曾一度在技术上领先 UPS, 获取了竞争优势。Fedex 于 1979 年研制出跟踪包裹的中央计算机系统, 1980 年开发出用于协调顾客临时订单的数字辅助调派系统。Fedex 80 年代就开始通过计算机来收集和发送有关包裹递送的电子数据。而同期 UPS 的信息技术使用相对落后, 1984 年 UPS 由于没有使用新技术来服务顾客, 丧失了很多市场份额。80 年代末 90 年代初, UPS 也在计算机信息技术上奋力追赶, 成功获取了包裹追踪系统的核心关键技术。

表 3: Fedex70 年代就开始开发利用信息技术

| 时间 | 事件 |
|--------|--|
| 创立之初 | Fedex 组织专家成立了自动化研发小组, 建起了 COSMOS (Customer Operation Service Master Online System) 电脑定位系统。 |
| 1979 年 | 推出基于中央主机的全球包裹追踪系统。 |
| 1980 年 | COSMOS 系统增加了主动追踪、状态信息显示等重要功能。 |
| 1984 年 | 推出基于 PC 的 PowerShip, 提供大客户在线服务, 并推出加强版 PowerShip, 加入订单管理、库存控制。 |
| 1985 年 | 引入条形码技术。 |
| 1988 年 | 开发电子文件快递业务 Zap Mail。 |

| | |
|--------|--|
| 1989 年 | 应用卫星定位系统。 |
| 1994 年 | 联邦快递推出网站（www.fedex.com），吸引了公众的极大关注，因为 Fedex 是第一家能为客户提供实时货件追踪的公司。 |
| 1997 年 | 开发出一系列的自动运送软件，包裹 Powership、Fedex Ship、Fedex Internet ship。 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 4：UPS80 年代后期开始重视信息技术并快速追赶竞争对手

| 时间 | 事件 |
|---------|--|
| 80 年代后期 | 公司开始重视且投入信息化技术的研发。 |
| 1989 年 | 包裹追踪技术的核心部分 DAID 开始在小范围内使用，但它在耐用性和可靠性等多方面都出现了问题。 |
| 1992 年 | UPS 的包裹追踪技术成为了行业内最成熟的，每天处理的交易量超过了 Fedex。 |
| 1993 年 | UPS 引进 Total-Track 技术，它是第一个覆盖全国的蜂窝移动数据系统，这样顾客可以随时追踪所有的航空包裹和陆运包裹信息。 |
| 1994 年 | UPS 推出官网（www.fedex.com）。 |
| 90 年代中期 | 推出了客户自动化系统，最终形成了一种 Worldship 的软件。 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

在信息时代成立的亚马逊物流的信息技术能力也非常发达，其技术能力的体现包括使用智能机器人 Kiva 技术、与商流相结合的大数据应用、智能入库管理技术、二维码精准定位技术、可视化订单作业等等。

中国快递发展趋势展望：变化不断、机会很多

中国产业变化：进入高质量发展阶段

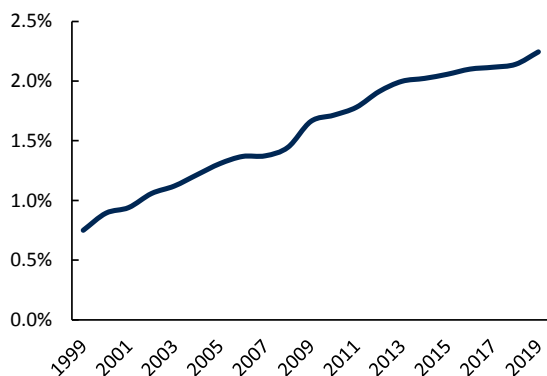
从二战后到 1970 年代末，美国宏观经济的调控目标一直是解决有效需求不足的问题。这种以需求侧为重点的政策组合，虽然保证了美国经济在 1950 至 60 年代的稳定增长，但无法解决美国竞争力日渐低下的问题。从 1960 年代末至 70 年代，美国经济陷入“滞胀”。在 1980 年代初，美国宏观政策的重点从扩大有效需求转向反通胀，同时实施了由需求管理政策向供给管理政策的转变。

类似美国 70 年代到 80 年代，我国现在已经进入产业结构加速优化阶段。2015 年底领导人提出供给侧结构性改革，标志着我国的宏观政策也在从需求管理走向供给侧管理。2017 年，十九大报告中指出“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。

首先，从研发支出水平来看，我国的研发支出占 GDP 的比例已经经历了近 20 年的提升，2019 年达到 2.2%，与美国 50-60 年研发支持扩大的过程相似，可预见的未来我国研发支出的 GDP 占比将像美国 70 年代以后一样，维持在高位。

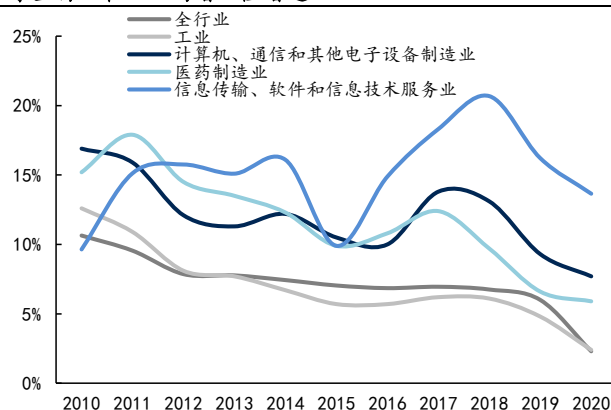
其次，从结构变化来看，我国高端制造、新兴服务业高速增长，GDP 占比逐步提升。（1）2010 年以来，我国经济转型速度也在加快，制造业占比从 32% 降至 2020 年的 26%。近十年来，我国以计算机、通信和其他电子设备制造行业和医药行业为代表的高端制造业增加值增速明显高于工业整体的增速，2020 年计算机、通信和其他电子设备制造行业、医药行业以及整体工业增速分别为 7.7%、5.9% 和 2.4%。（2）2010 年以来，第三产业占比从 44% 升至 2020 年的 54.5%。第三产业中，高端服务的代表信息传输与软件服务行业增速也一直维持在 10% 及以上的高水平，其 GDP 占比从 2010 年的 2.2% 提高至 2020 年的 3.7%。

图 30: 中国研究与试验发展经费支出的 GDP 占比持续提升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 31: 中国高端制造业和高端服务行业的增加值增速持续高于全行业和工业的增加值增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

中国产业迁移: 向国内中西部或海外迁移

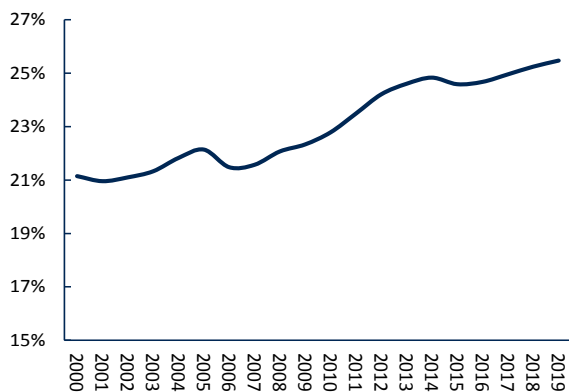
产业升级必然会带来产业转移, 而产业转移又会提高产业竞争力。当前我国产业转移主要有两个方向: 一是向国外转移, 二是向国内中西部转移。

1) 从向国外转移产业来看, 第四次转移趋势中(二十世纪 90 年代后), 中国身影开始集中显现, 中国以大国承接者的身份开始迎接美、日、亚洲新兴工业经济体的劳动密集型相关行业转移, 其中以中国的东部和南部为主。在产业承接近 30 年的发展后, 当前中美贸易摩擦下, 中国东部和南部发达地区产业的内部转移或外迁可能开启全球产业转移的第五次浪潮。

2) 从向国内中西部转移产业来看, 今天中国制造业向纵深地带迁移, 中西部地区核心城市吸纳新兴产业、争夺人才的过程, 几乎是美国上世纪 70 年代的制造业南迁和南部崛起的历史重演。

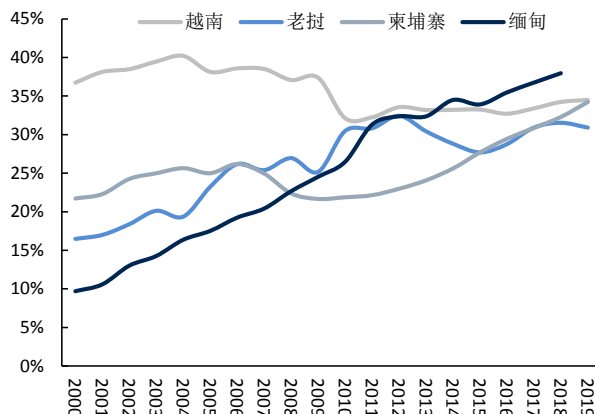
目前, 中国东部和南部的产业迁移主要分为三种情形: 一是中国的人工、环保等成本上升导致附加值低、劳动密集型产业向的我国自己的西部和北部转移, 或者向周边发展中国家转移, 产业以纺织、家具制造等低端产业为代表; 二是中国本土的龙头企业发展越来越强, 企业走出国门, 开始抢夺国际市场份额, 比如家电、智能收集、工程机械等; 三是为规避政策或政治方面的不确定性而考虑移出中国, 特别是在近年贸易摩擦升级后。

图 32: 我国西部地区 GDP 占比持续提升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

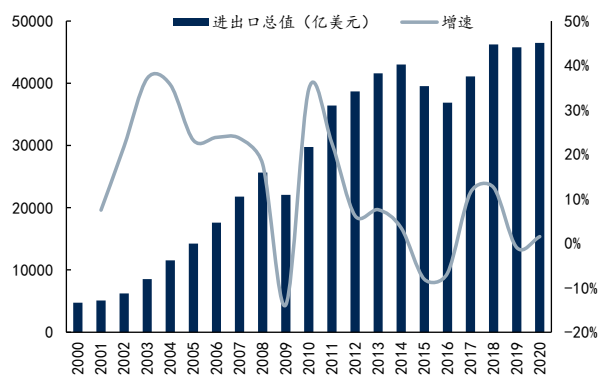
图 33: 部分东南亚国家的工业增加值的 GDP 占比持续提升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

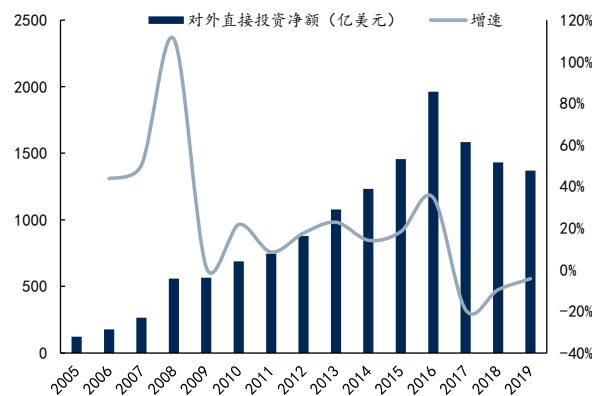
不论是以前的海外产业向国内迁移, 还是现在的国内产业向海外迁移, 都是中国全球化进程中的一部分。选取进出口金额和对外直接投资净额作为全球化进程的阴晴指标, 2015 年以前中国进出口金额一直维持快速增长的态势, 随着进出口基数扩大、国内外经济增长放缓、中美贸易战恶化以及全球新冠疫情爆发, 2015 年及以后进出口增长波动较大、整体增速明显放缓。中国对外直接投资金额也从 2017 年开始出现明显下滑。

图 34: 2015 年后我国进出口金额增长趋势有所放缓



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 35: 2017 年以后我国对外直接投资净额开始下滑



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

虽然参考美国快递国际扩张的经验, 快递公司的国际业务增速与进出口金额、对外直接投资增长息息相关。但是当前, 中国快递企业拓展国际业务与当年美国快递的发展背景并不一样:

(1) 80-90 年代, 国际快递市场尚不成熟, 美国快递企业顺应美国全球化的趋势顺利拓展国际空白市场; 而二十一世纪初至今, 中国全球化过程中, 中国企业一直处于被动的地位, 且已经有 UPS、Fedex、DHL 等可提供国际快递服务的成熟企业, 因此中国快递企业并没有机会在中国全球化发展最快的阶段拓展国际业务。

(2) 但是近两年开始, 中国不少优秀企业开始主动“走出国门”, 中国企业在国际市场上话语权越来越重, 而且以东南亚为代表的物流尚不成熟的市场也提供了机会, 中国快递龙头开始有机会顺应中国优质企业“走出去”的大趋势, 加速拓展自己的国际业务。我们可以看到, 顺丰的国际业务收入已经从 2015 年的 2.7 亿元快速增长至 2019 年的 28.4 亿元, 年复合增速 80%。

表 5: 2013-2020 年顺丰国际航线开通进度

| | |
|--|---|
| 2013 | 首条国际航线“石家庄=仁川”顺利开通, 韩国仁川也由此成为顺丰航空首个国际通航站点 |
| 2016 | “昆明=达卡”国际货运航线正式开通 |
| 2017 | 12 月, “长沙=胡志明”国际货运包机航线顺利开通 |
| 2018 | 1 月, “南宁=达卡”国际包机货运航线正式开通 |
| | 8 月, “深圳=金奈”国际货运航线正式开通运行, 是顺丰航空飞行距离最远的国际航线 |
| | 9 月, 正式启用 B767-300 型全货机开通“深圳=新加坡”国际货运航线 |
| 2019 | 12 月, “兰州=曼谷”国际货运航线正式开通, 新航线由 B757-200 型全货机执飞, 运输货物以普货、海鲜为主 |
| | 5 月, “成都=仁川”国际货运航线正式开通, 每周 1 班, 由 B767-300 型全货机执飞 |
| | 5 月, “乌鲁木齐=比什凯克”国际货运航线正式开通, 这是顺丰航空自 2009 年成立以来进入中亚的首次飞行 |
| | 7 月, “乌鲁木齐=阿拉木图”国际货运航线正式开通运行, 这是国内首条定期直飞哈萨克斯坦的全货机航线 |
| | 8 月, “长沙=达卡”国际货运航线正式开通 |
| | 8 月, “郑州=吉隆坡”国际货运航线开通, 顺丰航空成功首飞马来西亚 |
| | 9 月, 实现进入欧洲的首次飞行, 顺丰航空首条洲际货运航线“无锡-重庆-哈恩-无锡”正式开通。 |
| | 10 月, “南宁=胡志明”国际货运航线正式开通 |
| | 10 月, “深圳=德里”国际货运航线成功首航 |
| | 2020 |
| 3 月, “深圳=大阪”国际航线成功首航 | |
| 3 月, “深圳=吉隆坡”国际货运航线顺利开通运行 | |
| 3 月, 正式启用在役最大机型 B747-400ERF 开通“无锡=新加坡”国际航线, 每周 1 班 | |
| 3 月, 国际航线“上海=东京”正式开通运行, 这也是顺丰航空在上海开通的首条国际航线 | |
| 3 月, 接力开通“杭州=曼谷”国际航线 | |
| 4 月, “长沙=列日”国际货运航线正式开通 | |
| 4 月, 开通第三条通往欧洲的货运航线“上海—萨格勒布” | |
| 4 月, “长沙=新加坡”国际航线由此开通运行 | |
| 8 月, “武汉=大阪”国际货运航线顺利开通运行 | |
| 11 月, “武汉=法兰克福”国际货运航线正式开通运营 | |
| 11 月, 首条美洲全货航线“深圳=杭州=洛杉矶”由此正式开通 | |

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

技术革新: 加速向数字化转型

在可预见的未来, 中国的快递物流企业将加速向数字化转型:

(1) **快递设备的智能化, 是企业数字化转型的第一步。**目前, 自动分拣设备已经在快递行业中广泛应用, 近几年自动化分拣设备使用的普及帮助快递行业快速降低中转成本, 其中自动化分拣技术布局更早、更快的中通和韵达在成本上实现了领先优势。未来, 无人机、机器人和无人驾驶汽车等新技术均有望逐步运用于快递行业的终端派送和干线运输环节, 将成为快递行业进一步大幅降本增效的核心驱动力。

(2) **数字化转型的第二步则是作业场景的数字化。**中国的龙头物流企业已经开始使用边缘计算技术, 比如, 通过物流场站、车辆上配备的“天眼”摄像头、终端快递柜以及几十万的快递小哥收集从揽件到干线到中转再到派件各个环节的数据, 然后利用大数据分析建立物流地图, 从而可以提高运转效率、保障安全性等等。除此以外, 供应链服务企业还可以获取各个企业客户的数据, 通过大数

据分析帮助企业客户实现物流环节的降本增效。

斯坦福大学价值链创新倡议研究中心 (Stanford Value Chain Innovation Initiative) 与美国邮政服务局督察长办公室 (United States Postal Service Office of Inspector General) 联合发布了《“最后一英里快递”技术颠覆与创新白皮书》。报告预测了未来 5~7 年内, 将在物流领域带来颠覆性变革的四项关键技术: 高级算法与分析、无人机、机器人和无人驾驶汽车。

行业发展展望: 随着产业和技术升级, 行业机会很多

中国现代快递行业发展至今, 依次经历了: 商务信函驱动增长 (20 世纪 80 年代至 21 世纪初)、电子商务驱动增长 (21 世纪初至今) 两个发展阶段。

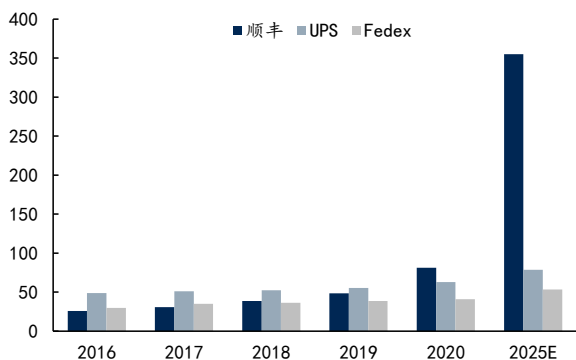
综合上述产业变化、产业迁移以及技术革新三个角度对中国发展趋势的推演分析, 我们认为, 展望接下来的 20 年, 在电商继续驱动快递物流业较快增长的同时, 高端制造、国际化以及数字化技术将成为新的增长驱动力。其一, 随着中国高端制造的兴起, 货流将呈现出“高密度、高价值、高时间敏感”的特点, 对高端快递和高端快运的需求将明显加大; 其二, 随着中国企业走出国门以及亚洲一些新兴国家的兴起, 中国物流企业有望把握机会, 顺势而为, 加速拓展国际高端物流; 其三, 数字化技术可能带来颠覆性的影响, 可能体现在产品服务内容上、也可能体现在物流龙头的利润商、还有可能体现在物流领域的竞争格局上。

大国崛起, 顺丰有望比肩 UPS 和 Fedex

在中国不断发展、追赶美国的大背景下, 中国物流龙头也逐步在缩小与美国物流龙头的差距。对比美国快递龙头, 我们认为顺丰控股在业务规模、公司业绩以及公司市值三方面上都有很大的增长空间, 具有比肩 UPS 和 Fedex 的发展潜力。

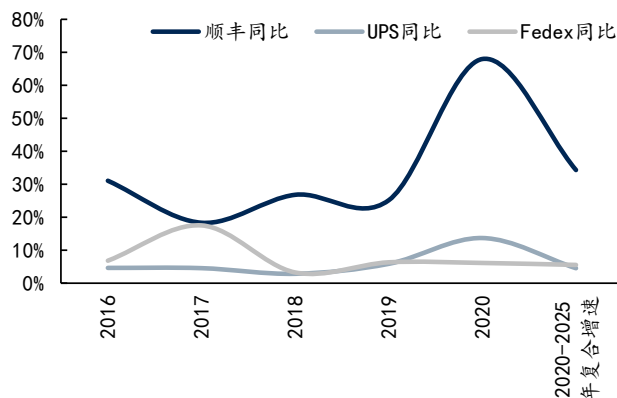
从业务规模上来看, 我们预测顺丰与 UPS 和 Fedex 的收入规模差距将会快速缩小。得益于国内快递市场的业务量规模远大于美国及其他国家的快递市场规模, 目前顺丰的快递业务量规模已经超过 UPS 和 Fedex, 但是由于受经济发展水平和居民收入水平制约, 国内快递单价又远低于美国快递单价, 因此目前顺丰的收入规模 (2020 年 1500 亿元左右) 仍然远低于 UPS (2020 年 5500 亿元) 和 Fedex (2020 年 4900 亿元)。但是根据我们分析, 由于顺丰国内的各项物流业务正处于快速拓展阶段且未来几年将加速拓展国际新市场, 我们预测 2025 年顺丰收入体量有望超过 4000 亿元 (未考虑兼并收购的预期), 与 UPS 和 Fedex 的收入规模差距将会快速缩小。

图 36: 顺丰业务量规模将大幅超过 UPS 和 Fedex (亿件)



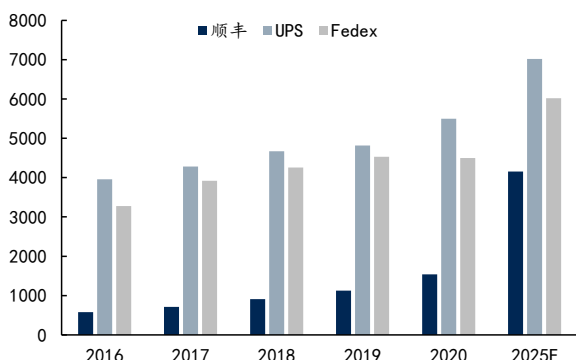
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

图 37: 顺丰业务量增速远高于 UPS 和 Fedex



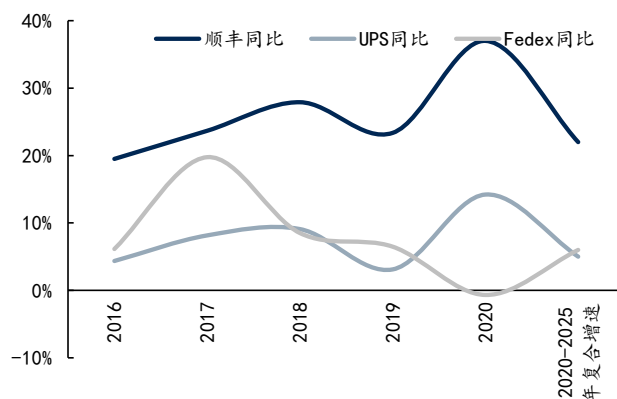
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

图 38: 顺丰的收入规模将快速缩小与 UPS 和 Fedex 的差距 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

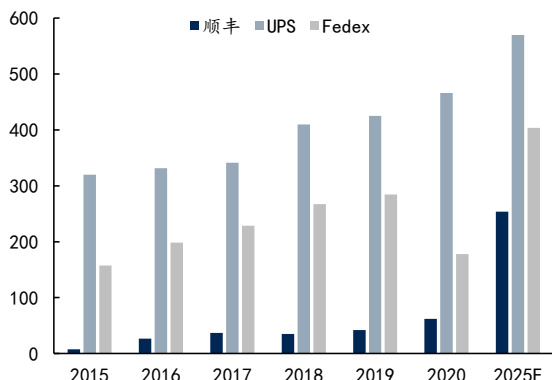
图 39: 顺丰的收入增速远高于 UPS 和 Fedex



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

从公司业绩上来看, 我们预测顺丰与 UPS 和 Fedex 的利润规模差距将会快速缩小。目前, 顺丰的扣非利润规模 (2019 年 42 亿元) 仍然远小于 UPS (2019 年 430 亿元左右) 和 Fedex (2020 年 290 亿元左右)。但在可预见的未来, 根据我们分析 (未考虑兼并收购的预期), 一方面得益于收入规模的快速增长, 另一方面得益于盈利能力的提升, 我们预测 2025 年中性假设下, 净利润有望超过 250 亿元; 乐观假设下, 净利润有望超过 300 亿元; 顺丰的利润规模与 UPS 和 Fedex 的差距也将快速缩小。其中, 现在已有业务的盈利能力提升主要得益于, 一是业务量增长带来的规模效应, 二是公司精细化经营能力的提升, 三是以鄂州机场投入运营为代表的网络优化, 四是多项业务协同效应越发明显, 五是国内高端物流市场竞争格局比美国物流市场更优, 公司产品具有提价潜力。

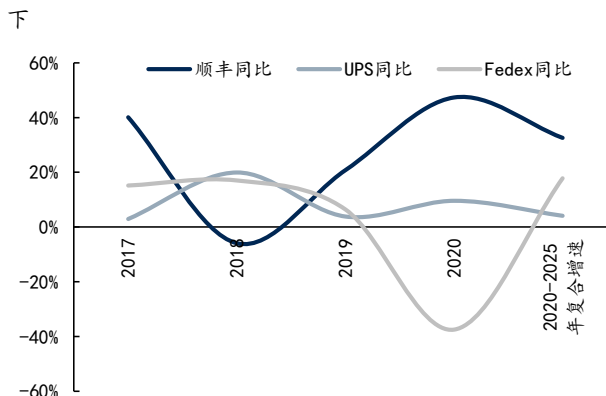
图 40: 顺丰的扣非净利润规模将快速缩小与 UPS 和 Fedex 的差距 (亿元)



注: 人民币美元汇率假设都为 6.5 元/美元

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

图 41: 顺丰的扣非净利润增速远高于 UPS 和 Fedex

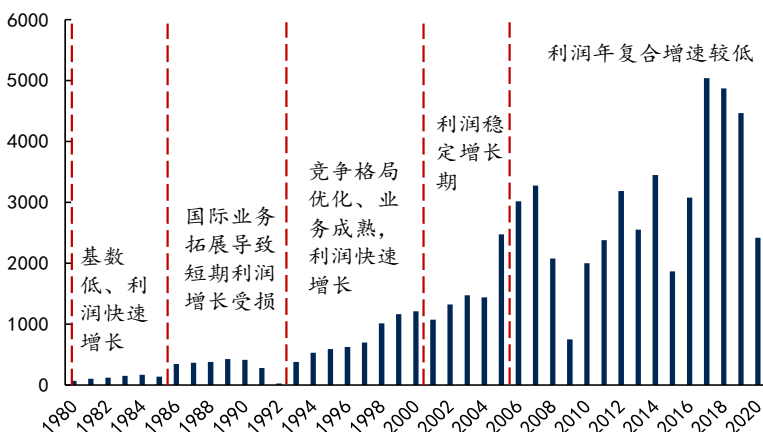


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

从股票市值增长的角度看:

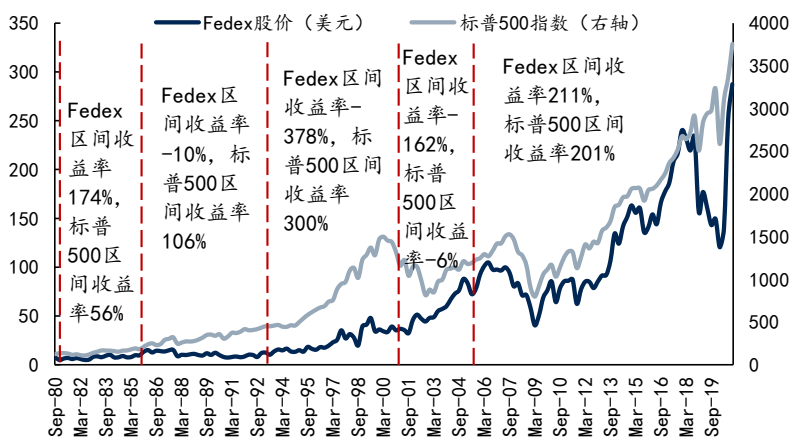
(1) 参考 Fedex, 根据的 1980 年公司上市后的股价和财务数据, 我们发现 Fedex 的股价表现可以分为五个时期。第一个时期是 1981 年至 1985 年, Fedex 在美国本土的航空快递业务快速拓展、竞争影响可控、利润快速增长, 该时期公司股价累计上涨 174%, 而同期标普 500 指数仅累计上涨 56%, 超额收益显著; 第二个时期是 1986 年至 1992 年, 加速拓展国际业务拓展导致短期利润增长受损, 该时期公司股价表现较差, 累计下跌 10%, 而同期标普 500 指数累计上涨 106%; 第三个时期是 1993 年至 2000 年, Fedex 快递业务竞争格局基本稳定、国际业务也逐步成熟, 公司利润快速修复, 该时期公司股价累计上涨 378%, 而同期标普 500 指数累计上涨 300%, 也具有超额收益; 第四个时期是 2001 年至 2005 年, 公司全球物流业务稳步拓展, 利润稳定增长, 在互联网泡沫破灭的背景下, 公司股价累计上涨 162%, 而同期标普 500 指数累计下跌约 6%, 超额收益显著; 第五个时期是 2006 年至 2019 年, Fedex 进入利润低速稳定增长阶段, 相较标普 500 指数, 公司股价没有显著的超额收益。而 2020 年 Fedex 股价表现具有超额收益主要由于 2019 年公司受与亚马逊合作中止事件影响, 股价大幅回调后处于低位, 而 2020 年其相较其他大部分行业, 整体业务受益于全球疫情, 因此股价表现具有超额收益。

图 42: 1980-2020 年 Fedex 的营业利润变化趋势 (百万美元)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 43: 1980-2020 年 Fedex 股价和标普 500 指数的变化趋势



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

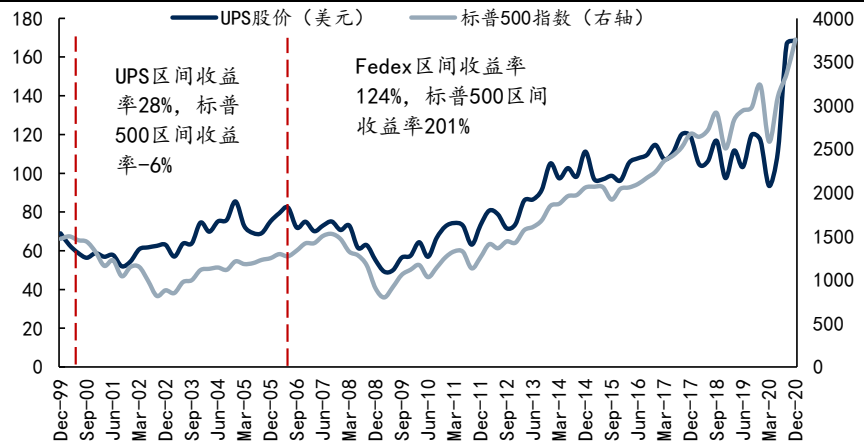
(2) 参考 UPS, 根据的 2000 年公司上市后的股价和财务数据, 我们发现 UPS 的股价表现可以分为两个时期。第一个时期是 2001-2005 年, UPS 业务稳步拓展、利润稳定增长, 在互联网泡沫破灭的背景下, 公司股价累计上涨 28%, 而同期标普 500 指数累计下跌约 6%, 具有超额收益; 第二个时期是 2006 至今, 进入利润低速稳定增长阶段, 相较标普 500 指数, 公司股价没有显著的超额收益。

图 44: 2000-2020 年 UPS 的营业利润变化趋势 (百万美元)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

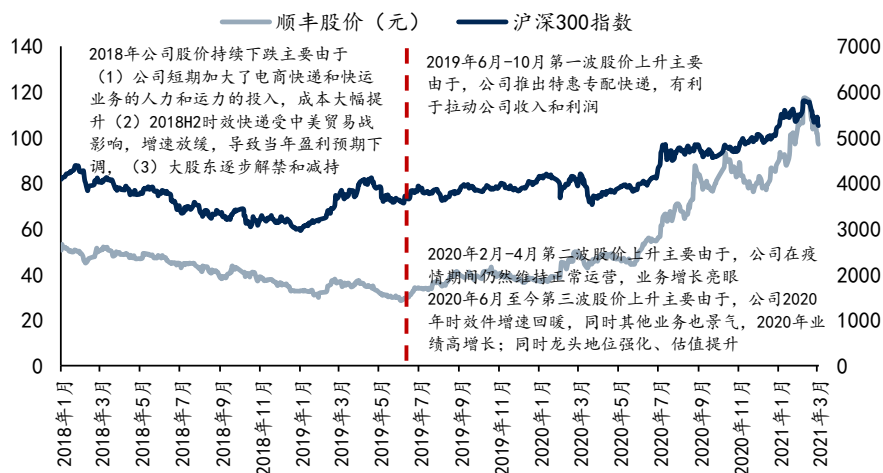
图 45: 2000-2020 年 UPS 股价和标普 500 指数的变化趋势



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

(3) 对于顺丰控股来说, 由于顺丰现在还处于快速成长期, 发展阶段类似于 80-90 年代的 UPS 和 Fedex, 我们认为未来在核心物流市场增长维持景气、竞争格局优化的大背景下, 随着公司的鄂州机场投入运营、各个新业务逐步成熟、科技研发投入开始产生效益等等, 顺丰未来的盈利弹性巨大, 业绩的可持续高增长将是公司股价实现超额收益的坚实支柱。

图 46: 顺丰 2018 年以来股价走势及背后原因



资料来源: WIND、国信证券经济研究所假设

本篇报告主要从宏观经济发展的角度回溯了美国快递的百年历程, 基于美国经验对中国快递行业发展和顺丰作为快递龙一的未来空间进行了展望。后续, 我们将通过系列报告从综合物流龙头发展路径、航空枢纽效应等不同的角度来对比顺丰和美国的两大快递龙头, 从而可以更加清晰地、准确地把握顺丰的长期投资价值。

盈利预测

我们对 2020-2022 年盈利预测的核心假设如下:

时效快递业务: 考虑到公司短期受益于防疫物资运输需求和高端电商快递需求大增, 以及长期受益于电商消费升级, 我们预计 2020-2022 年公司时效快递业务量将分别同比增长 24%/17%/18%。

经济快递业务: 考虑到公司正在大力拓展中高端电商快递市场, 我们预计 2020-2022 年公司经济快递业务量将分别同比增长 141%/90%/70%。

营业成本: 考虑到规模效应和成本管控效果, 我们预计 2020-2022 年公司单票人工成本将分别同比下降 18%/17%/17%, 单票运输成本将分别同比下降 17%/17%/16%。

表 6: 顺丰收入及毛利率预测

| 类别 (百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 总收入 | 90,943 | 112,193 | 153,733 | 195,036 | 244,159 |
| Yoy | 27.9% | 23.4% | 37.0% | 26.9% | 25.2% |
| 时效快递 | 53,356 | 56,521 | 66,231 | 75,166 | 86,922 |
| Yoy | 14.3% | 5.9% | 17.2% | 13.5% | 15.6% |
| 经济快递 | 20,398 | 26,919 | 42,529 | 58,480 | 78,129 |
| Yoy | 37.6% | 32.0% | 58.0% | 37.5% | 33.6% |
| 快运业务 | 8,055 | 12,659 | 18,419 | 26,708 | 36,055 |
| Yoy | 83.0% | 57.2% | 45.5% | 45.0% | 35.0% |
| 冷运业务 | 4,244 | 5,094 | 6,622 | 9,271 | 12,053 |
| Yoy | 84.9% | 20.0% | 30.0% | 40.0% | 30.0% |
| 同城配业务 | 995 | 1,952 | 3,123 | 4,684 | 6,558 |
| Yoy | 172.2% | 96.1% | 60.0% | 50.0% | 40.0% |
| 其他 | 3,895 | 9,049 | 16,808 | 20,727 | 24,441 |
| Yoy | 54.0% | 132.3% | 85.8% | 23.3% | 17.9% |
| 毛利率 | 17.9% | 17.4% | 17.9% | 17.1% | 17.3% |

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

我们采用相对估值和绝对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

相对估值：合理目标估值 110 元

我们通过分部估值方法来完成相对估值。

(1) 快递业务：我们采用 PE 相对估值法进行估值，选取中低端快递市场的龙头中通快递、韵达股份和圆通速递作为比较公司。在中低端快递市场，龙头竞争激烈，目前市场规模、成本管控、管理能力等多方面均呈现领先优势的中通快递的 PE 估值水平远高于韵达和圆通。而在中高端快递市场，竞争格局明显更优，顺丰在中高端市场具有很强的护城河，其在快递市场中维持龙头地位的确定性也明显优于中通，而且短期顺丰的利润增长也优于中通，因此，我们认为顺丰快递业务的 PE 目标估值应该高于中通，给予 35 倍目标估值。

(2) 快运业务：由于目前公司快运业务尚未盈利，我们会参考公司于 2020 年 2 月 29 日发布的《关于公司子公司与关联方签署投资协议的公告》中第三方机构毕马威咨询给出的评估价值 30 亿美元。

(3) 其他物流业务：由于目前公司其他物流业务整体亏损，我们采用 PS 相对估值法进行估值，参考物流板块 2019 年 PS 估值水平的中位数 1.23，我们给予公司其他物流业务 1.2 倍 PS 目标估值。

综上，基于时效快递业务 21-22 年净利润预测值（分别为 98 亿元和 113 亿元）、经济快递业务 21-22 年收入预测值（分别为 585 亿元和 781 亿元）、快运业务 21-22 年收入预测值（分别为 267 亿元和 361 亿元）以及其他物流业务 21-22 年收入预测值（分别为 347 亿元和 431 亿元），我们得到公司中短期的合理市值 5000 亿元。

表 7：同类公司估值比较

| 代码 | 简称 | 股价 (3月12日) | EPS (元) | | | PE | | | PB | 总市值 (亿元) |
|--------------|------|---------------|---------|-------|-------|------|-------|-------|-----|-------------|
| | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E | 2021E | | |
| 002352 | 顺丰控股 | 人民币 91.8 | 1.64 | 1.84 | 2.43 | 56.1 | 49.9 | 37.8 | 8.3 | 4188 |
| 同类公司： | | | | | | | | | | |
| 2057.HK | 中通快递 | 港币 252.2 | 7.23 | 5.22 | 5.40 | 28.3 | 39.2 | 37.9 | 3.8 | 1750 |
| 002120 | 韵达股份 | 人民币 15.6 | 1.19 | 0.56 | 0.69 | 13.1 | 27.9 | 22.6 | 3.2 | 451 |
| 600233 | 圆通速递 | 人民币 11.3 | 0.59 | 0.59 | 0.62 | 19.2 | 19.2 | 18.2 | 2.1 | 356 |

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和预测

表 8：分部相对估值结果

| 类别 | 估值倍数 | 以 2021 年业绩为基础的合理估值 | 以 2022 年业绩为基础的合理估值 |
|-----------------|----------|--------------------|--------------------|
| 时效快递业务 | 35 倍 PE | 3500 亿元 | 4500 亿元 |
| 经济快递业务 | 0.4 倍 PS | 230 亿元 | 310 亿元 |
| 快运业务 | 1.2 倍 PS | 320 亿元 | 360 亿元 |
| 其他物流业务 | 1.2 倍 PS | 470 亿元 | 590 亿元 |
| 合理市值合计 | | 4500 亿元 | 5800 亿元 |
| 股份数 | | 44.48 亿股 | |
| 6 个月目标价格 | | 110 元 | |

资料来源：国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：具有长期投资价值，给予“买入”评级

通过回溯学习美国快递百年发展史，我们认为产业变化、产业迁移以及技术革新与快递行业、快递企业竞争的演进息息相关。我们预测未来 10 年，电商将继续驱动行业较快增长，同时，高端制造、国际化以及数字化技术将成为新的增长驱动力，其一，随着中国高端制造的兴起，货流将呈现出“高密度、高价值、高时间敏感”的特点，对高端快递和高端快运的需求将明显加大；其二，与 UPS 和 Fedex 国际业务发展路径不一样，中国物流企业错过了中国全球化过程中的机会，但是近几年随着中国企业走出国门以及新兴国家的兴起，中国物流企业有望加速抢占国际市场；其三，数字化技术有望带来颠覆性的影响，可能体现在产品服务内容上、物流龙头的利润上以及竞争格局上。在这个大背景下，我们认为顺丰有望成为比肩 UPS 和 Fedex 的全球物流巨头，是具有长期投资潜力的公司。我们预计公司 2020-22 年实现净利润 74.6/83.9/110.8 亿元，增速分别为 28.8%/12.4%/32.1%。我们给予目标股价 110 元，维持“买入”评级。

根据定量分析，我们就公司现有的业务和战略规划进行线性外推（未考虑还未落地的兼并收购），基于保守、中性、乐观三个种情况假设定量预测了顺丰 5 年后的利润空间，然后根据快递、快运及其他物流分别 35 倍 PE、25 倍 PE 和 1.2 倍 PS 的估值水平，得到了 4-5 年后的市值空间。中性假设下，我们估计未来 4 年后顺丰市值有望超过 7000 亿元，以当前市值为基数，意味着未来 4 年股价年复合增速超过 15%，具有长期投资价值，且风险较低。

表 9：顺丰 5 年后利润规模及市值空间分情况讨论预测

| 类别 (亿元) | | | 保守假设下 | 中性假设下 | 乐观假设下 |
|-----------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2020E | 2021E | 2025E | 2025E | 2025E |
| 1 时效快递 | | | | | |
| 收入 | 662 | 752 | 1010 | 1260 | 1500 |
| 年复合增速 | 17% | 13.5% | 11% | 14% | 17% |
| 净利润 | 82 | 98 | 136 | 176 | 218 |
| 年复合增速 | 39% | 20% | 12% | 16% | 21% |
| 净利润率 | 12.4% | 13.1% | 13.5% | 14.0% | 14.5% |
| 2 经济快递 | | | | | |
| 收入 | 425 | 585 | 1340 | 1640 | 1940 |
| 年复合增速 | 58% | 38% | 23% | 29% | 35% |
| 净利润 | 2.6 | -9.1 | 10.7 | 16.4 | 18.5 |
| 净利润率 | 0.6% | -1.6% | 0.8% | 1.0% | 1.5% |
| 3 快运业务 | | | | | |
| 收入 | 184 | 267 | 540 | 540 | 540 |
| 年复合增速 | 46% | 45% | 20% | 20% | 20% |
| 净利润 | -3.7 | 3.0 | 16 | 22 | 27 |
| 净利润率 | -2.0% | 1.1% | 3% | 4% | 5% |
| 4 其他物流业务 | | | | | |
| 收入 | 266 | 347 | 740 | 800 | 900 |
| 年复合增速 | 65% | 31% | 21% | 23% | 27% |
| 净利润 | -18.6 | -22.0 | 5 | 8 | 13 |
| 净利润率 | -7.0% | -6.3% | 0.7% | 1.0% | 1.5% |
| 5 扣非净利润合计 (亿元) | 62 | 70 | 168 | 222 | 277 |
| 年增速 | 44% | 12% | 22% | 29% | 35% |
| 6 市值空间 | | | | | |
| 时效快递 PE | 35 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| 目标市值 | 2870 | 3500 | 4770 | 6160 | 8260 |
| 经济快 PS / PE | 0.4 | 0.4 | 35 倍 PE | 35 倍 PE | 30 倍 PE |

| | | | | | |
|--------------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 目标市值 | 170 | 230 | 380 | 570 | 650 |
| 快运 PS / PE 目标市值 | 1.2 倍 PS 221 | 1.2 倍 PS 320 | 30 倍 PE 490 | 30 倍 PE 650 | 30 倍 PE 810 |
| 其他物流业务的目标市值 | 312 | 413 | 880 | 960 | 1080 |
| 目标市值合计 | 3600 | 4500 | 6100 | 7800 | 10000 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

风险提示

估值风险

我们采取相对估值法计算得到公司未来 6 个月合理估值在 110 元，该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的。我们选取了业务相近公司进行比较，基于定性对比分析给予了公司快递业务比中通更高的估值水平，可能未充分考虑可比公司估值偏高或者我们给予了公司优势偏高的估值溢价。

盈利预测风险

考虑到疫情和高端消费线上化的影响，我们预测时效快递业务业务量 2021 年增长 17%，如果疫情影响持续性较短或者高端消费线上化进度低于预期，则会导致我们对时效业务增长预测偏高，从而导致估值偏乐观。

考虑到顺丰 2020 年四季度推出的“丰网”低端产品，我们预测“丰网”快递 2021 年底有望超过日均 1000 万件，且 2022-2023 年该产品业务量还可以维持高速增长，如果该产品的目标市场规模实际情况低于预期或该产品性价比下滑，则会导致我们对经济快递业务增长预测偏高，从而导致估值偏乐观。

市场竞争风险

就快递业务来说，目前通达系公司也在开始向中高端快递市场拓展，试着推出服务更好、价格更高的快递产品，该类快递产品将很容易与顺丰的特惠专配快递正面竞争；或者 1-2 年后顺丰想进一步扩大目标市场范围，推出比特惠专配快递产品更便宜的新产品，则也将与通达系正面竞争。如果顺丰快递业务与通达系发生了正面竞争，则会导致我们对公司快递产品价格预测偏乐观，从而导致估值偏乐观。

就快运业务来说，目前顺丰和德邦一直在高端市场正面竞争，从竞争结果来说，顺丰自营快运占优。但是顺丰快运还推出了中端品牌“顺心捷达”，中端快运市场竞争日益激烈，如果价格战恶化程度超预期，则会导致我们对公司快运业务的盈利能力预测偏乐观，从而导致估值偏乐观。

其它风险

成本管控低于预期。公司 2019 年开始加强成本管控，我们预计公司将会在较长时间段内严格管控成本，但如果公司成本管控效果较差，则会导致我们对公司盈利能力预测偏乐观，从而导致股指偏乐观。

宏观经济系统性风险。如果未来我国宏观经济出现系统性风险，也会导致我们

盈利预测偏乐观，从而导致估值偏乐观。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 现金及现金等价物 | 18521 | 14869 | 11665 | 7585 | 营业收入 | 112193 | 153414 | 194631 | 243652 |
| 应收款项 | 12088 | 16812 | 20263 | 25366 | 营业成本 | 92650 | 125887 | 161408 | 201476 |
| 存货净额 | 882 | 1180 | 1512 | 1888 | 营业税金及附加 | 280 | 384 | 487 | 609 |
| 其他流动资产 | 8191 | 10432 | 13235 | 16568 | 销售费用 | 1997 | 2608 | 3309 | 4142 |
| 流动资产合计 | 42897 | 46912 | 51018 | 56618 | 管理费用 | 9699 | 14361 | 18112 | 22573 |
| 固定资产 | 22020 | 25830 | 30642 | 36289 | 财务费用 | 683 | 773 | 789 | 859 |
| 无形资产及其他 | 10008 | 12608 | 15207 | 17807 | 投资收益 | 1076 | 500 | 300 | 300 |
| 投资性房地产 | 15388 | 18466 | 22159 | 26591 | 资产减值及公允价值变动 | 529 | (600) | (200) | (200) |
| 长期股权投资 | 2222 | 2242 | 2261 | 2280 | 其他收入 | (1081) | 1000 | 800 | 800 |
| 资产总计 | 92535 | 106057 | 121287 | 139585 | 营业利润 | 7409 | 10301 | 11427 | 14893 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 8145 | 8137 | 8380 | 8636 | 营业外净收支 | 18 | 20 | 20 | 20 |
| 应付款项 | 12018 | 16853 | 21602 | 26970 | 利润总额 | 7426 | 10321 | 11447 | 14913 |
| 其他流动负债 | 10819 | 13959 | 17871 | 22319 | 所得税费用 | 1802 | 3096 | 3320 | 4176 |
| 流动负债合计 | 30982 | 38949 | 47853 | 57925 | 少数股东损益 | (172) | (239) | (265) | (345) |
| 长期借款及应付债券 | 17138 | 14638 | 14638 | 14638 | 归属于母公司净利润 | 5797 | 7463 | 8392 | 11082 |
| 其他长期负债 | 1922 | 2419 | 3057 | 3766 | | | | | |
| 长期负债合计 | 19060 | 17057 | 17694 | 18404 | | | | | |
| 负债合计 | 50042 | 56006 | 65547 | 76329 | | | | | |
| 少数股东权益 | 74 | (93) | (278) | (520) | | | | | |
| 股东权益 | 42420 | 50144 | 56019 | 63776 | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 92535 | 106057 | 121287 | 139585 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | |
|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 净利润 | 5797 | 7463 | 8392 | 11082 |
| 资产减值准备 | 75 | 51 | 33 | 45 |
| 折旧摊销 | 3805 | 3645 | 4602 | 5605 |
| 公允价值变动损失 | (529) | 600 | 200 | 200 |
| 财务费用 | 683 | 773 | 789 | 859 |
| 营运资本变动 | (4148) | (1818) | (949) | (2674) |
| 其它 | (194) | (219) | (218) | (286) |
| 经营活动现金流 | 4807 | 9724 | 12060 | 13972 |
| 资本开支 | (5219) | (10706) | (12247) | (14096) |
| 其它投资现金流 | (3079) | (402) | (724) | (868) |
| 投资活动现金流 | (8316) | (11128) | (12990) | (14984) |
| 权益性融资 | 204 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 5541 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (1791) | (2239) | (2518) | (3325) |
| 其它融资现金流 | (1805) | (8) | 243 | 256 |
| 融资活动现金流 | 5899 | (2247) | (2274) | (3069) |
| 现金净变动 | 2390 | (3652) | (3204) | (4081) |
| 货币资金的期初余额 | 16131 | 18521 | 14869 | 11665 |
| 货币资金的期末余额 | 18521 | 14869 | 11665 | 7585 |
| 企业自由现金流 | 171 | (1757) | (559) | (471) |
| 权益自由现金流 | 3907 | (2306) | (876) | (834) |

| 关键财务与估值指标 | | | | |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 每股收益 | 1.31 | 1.64 | 1.84 | 2.43 |
| 每股红利 | 0.41 | 0.49 | 0.55 | 0.73 |
| 每股净资产 | 9.60 | 11.01 | 12.29 | 14.00 |
| ROIC | 11% | 12% | 13% | 15% |
| ROE | 14% | 15% | 15% | 17% |
| 毛利率 | 17% | 18% | 17% | 17% |
| EBIT Margin | 7% | 7% | 6% | 6% |
| EBITDA Margin | 10% | 9% | 8% | 8% |
| 收入增长 | 23% | 37% | 27% | 25% |
| 净利润增长率 | 27% | 29% | 12% | 32% |
| 资产负债率 | 54% | 53% | 54% | 54% |
| 息率 | 0.4% | 0.6% | 0.6% | 0.8% |
| P/E | 81.2 | 56.1 | 49.9 | 37.8 |
| P/B | 11.1 | 8.3 | 7.5 | 6.6 |
| EV/EBITDA | 45.8 | 34.3 | 30.4 | 24.2 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032