

立体布局物流细分赛道， 加速迈进数字供应链时代

核心观点：

- **顺丰控股：国内领先的综合物流提供商，优化布局新兴业务，加速迈进数字供应链赛道。**截至2021年8月，顺丰控股总资产超1000亿元，市值达约2600亿元。2021年中报数据显示，新兴业务占比超30%，供应链业务增速近80%。
- **核心业务：“时效+资产+品牌”壁垒构筑护城河。**①**时效件：高时效壁垒带来品牌声誉，双寡头地位稳固。**时效件单票价格超20元，毛利率水平高约为25%，盈利能力较强。未来时效件业务量增长预计维持在6-8%增速区间，持续成为公司利润主要来源之一。②**经济件：“直营+加盟”双网模式，全方位服务电商市场。**经济件业务量3年复合增速超40%，具有高成长性。共同富裕背景下快递行业发展环境变化，品牌基因助力“丰网”拓展市场，市占率和盈利能力将稳步提升。
- **新兴业务：多元化业务布局，细分赛道前景向好。**①**快运业务：中国规模最大的零担快运网络。**公路零担快运市场具有万亿级规模，公司市占率位居第一，接近盈亏平衡点，未来有望贡献利润。②**冷运业务：“食品+医药”产品体系。**冷链市场规模近4000亿元，持续增长潜力较大。③**同城业务：进军即时配送行业，发展未来可期。**即时配送市场约2000亿元，7年复合增速达50%，公司市占率1.2%。④**国际业务：以国际快递为起点，构建跨境供应链体系。**跨境物流市场近3万亿规模，跨境电商物流市场约5000亿元。公司完成收购嘉里物流后，营收将超300亿元。⑤**供应链业务：切入数字供应链赛道，开拓广阔成长空间。**一体化供应链物流的规模为2万亿元，公司预计2021年该业务营收超百亿元，长期发展空间巨大。
- **盈利预测与估值分析：预测公司2021-2023年EPS为1.00、1.41、2.07元，对应PE为66、47、32倍，维持“推荐”评级。**

表 1：主要财务指标及预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	1,539.87	1,932.87	2,424.80	2,973.53
增长率	37.25%	25.52%	25.45%	22.63%
毛利率(%)	16.35%	13.00%	13.22%	13.90%
归母净利润(亿元)	73.26	45.71	64.44	94.44
增长率	26.39%	-37.60%	40.97%	46.55%
EPS(元)	1.61	1.00	1.41	2.07
P/E	54.87	66.38	47.09	32.13

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

顺丰控股 (002352.SZ)

推荐 维持评级

分析师

王靖添

☎：8610-80927665

✉：wangjingtian_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520090001

特此鸣谢：宁修齐

市场数据

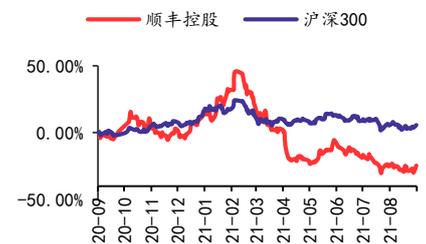
2021/9/6

A股收盘价(元)	60.34
A股一年内最高价(元)	124.06
A股一年内最低价(元)	54.39
上证指数	3,621.86
市盈率(TTM)	63.58
总股本(万股)	455,644.05
实际流通A股(万股)	450,351.75
限售的流通A股(万股)	5,292.30
流通A股市值(亿元)	2,717.42

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相对表现

2021/9/6



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河交通王靖添团队】2021年中期投资策略：寻找数字供应链赛道的投资机会。2021年6月15日。

投资概要：

关键假设及主要预测：

1. 受国内外线上消费渗透率提升、电商模式深化演变、共同富裕战略推进等新增因素驱动，国际、农村、冷链等细分快递市场扩容，快递行业业务量增速将达30%左右，预计2025年达到1600亿票，未来成长空间良好。

2. 中国物流市场具有万亿元级提质增效空间，数字供应链是理想解决方案，一体化供应链物流的规模为2万亿元。当前中国供应链行业发展仍处于初期阶段，具有良好的成长性。按照商业模式及核心竞争力来划分，主要分为供应链综合物流企业、供应链商贸企业、供应链综合咨询及增值服务企业。我们认为，未来综合物流服务商和物流互联网企业更有竞争力和潜力转型成为领先的数字供应链服务商。

我们与市场不同的观点：

市场认为，快递行业逐步进入存量竞争阶段，行业增量空间见顶，公司主营业务的高成长红利或趋于消失。我们认为，公司的时效件业务护城河牢固，业内优势地位将继续保持，同时，公司实行“四网融通”战略成本将进一步降低，且公司立体布局物流细分赛道，加速进入供应链增量赛道，未来具备巨大的成长空间。随着各细分赛道资源投入到位，形成规模效益，培育阶段过后，业绩拐点有望提前出现，公司表现或超出市场预期。

估值与投资建议：

我们预计，2021-2023年，公司分别实现营业收入1932.87亿元、2424.80亿元、2973.53亿元，同比分别+25.52%、+25.45%、+22.63%。2021-2023年，分别实现归母净利润45.71亿元、64.44亿元、94.44亿元，同比分别-37.60%、+40.97%、+46.55%。2021-2023年，公司EPS分别为1.00元/股、1.41元/股、2.07元/股，对应PE为66.38倍、47.09倍、32.13倍。

我们采用了三阶段的FCFF模型对公司进行估值分析。在这一模型的参数假设中，我们考虑到快递物流行业高成长性有望持续，国际物流、供应链等新赛道还会进一步打开，2030年前有新的潜在增长点，从而假设模型过渡期为7年，即2024-2030年为过渡期，过渡期增长率为25%。考虑到2030年后公司或将进入成熟发展阶段，增长速度趋于平稳，假设永续增长率为1.8%。同时，我们测算得出公司 β 为0.89，WACC为4.35%，在以上参数假设的基础上，我们估算公司每股目标价约为79.31元。

综上，我们认为，公司业绩长期具备持续高成长的潜力，且在一定程度上和市场存在预期差。叠加近期公司股价位于相对低位，我们看好公司后续的表现，维持“推荐”评级。

主要风险因素：

时效快递需求不及预期风险；快递价格战产生的风险；新业务培育期产能扩张带来的风险，快递物流政策变化产生的风险。

目录

一、顺丰控股：快递王者，优质龙头	4
(一) 公司简介：国内领先的综合物流提供商	4
(二) 股权结构：股权结构集中，形成有效控制	4
(三) 财务概况：新兴业务占比提升，定位打造综合物流龙头	5
(四) 公司优势：完备的物流网络基础设施，领先的航空货运能力	8
二、核心业务：“时效+资产+品牌”壁垒构筑护城河	11
(一) 时效件：高时效壁垒带来品牌声誉，双寡头地位稳固	11
(二) 经济件：“直营+加盟”双网模式，全方位服务电商市场	13
三、新兴业务：多元化业务布局，细分赛道前景向好	15
(一) 快运业务：“直营+加盟”双网模式，覆盖各个重量段货品	15
(二) 冷运业务：“食品+医药”产品体系，业内排位领先	19
(三) 同城业务：进军即时配送行业，发展未来可期	24
(四) 国际业务：以国际快递为起点，构建跨境供应链体系	27
(五) 供应链业务：切入数字供应链赛道，开拓广阔成长空间	30
四、盈利预测及估值分析	32
(一) 盈利预测	32
(二) 绝对估值	36
五、风险提示	37
六、附录	38

一、顺丰控股：快递王者，优质龙头

(一) 公司简介：国内领先的综合物流提供商

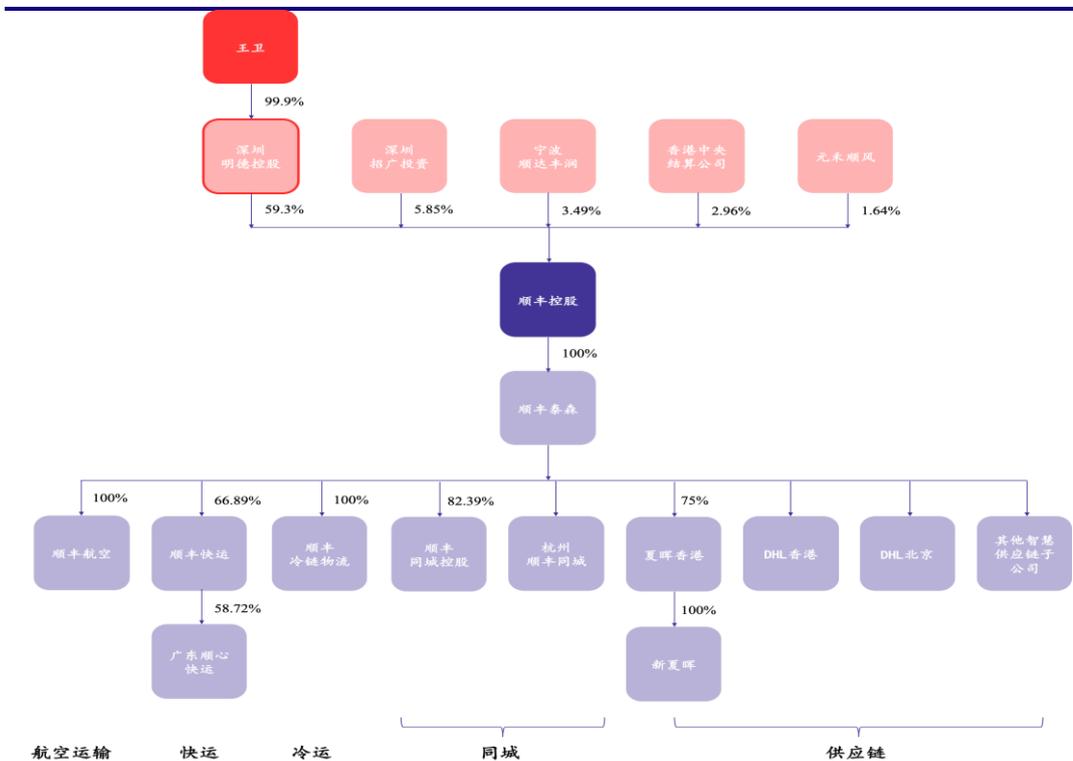
顺丰控股股份有限公司（简称“顺丰控股”、“公司”）是国内领先的快递物流综合服务商，1993年成立于广东顺德。1999年，顺丰完成了从加盟模式向直营模式的转变。2002年，顺丰完成改制，并在广东深圳成立总部。2016年12月12日，伴随着快递公司“上市潮”全面爆发，将其100%股权与马鞍山鼎泰稀土新材料股份有限公司（简称“鼎泰新材”）的全部资产负债完成置换，完成借壳上市，登陆A股市场，证券代码为002352.SZ。

(二) 股权结构：股权结构集中，形成有效控制

实际控制人持股比例近60%，股权结构集中。王卫先生为公司的实际控制人，通过持有深圳明德控股，间接持有顺丰控股59.3%的股份，为公司第一大股东，第一大股东即实际控制人的持股比例近60%，可见公司股权结构集中，实际控制人对公司形成了有力的控制。除第一大股东之外，剩余股权分别由深圳招广投资、宁波顺达丰润、香港中央结算公司、元禾顺风及其他投资者持有。

公司的主要子公司及参股公司包括顺丰航空（航空运力），顺丰快运、广东顺心快运（快运板块），顺丰冷链物流（冷运板块），顺丰同城控股、杭州顺丰同城（同城板块），夏晖香港、敦豪香港、敦豪北京（供应链业务板块）等，对公司的各个主要业务单元形成了有力强化。

图 1：公司股权结构图



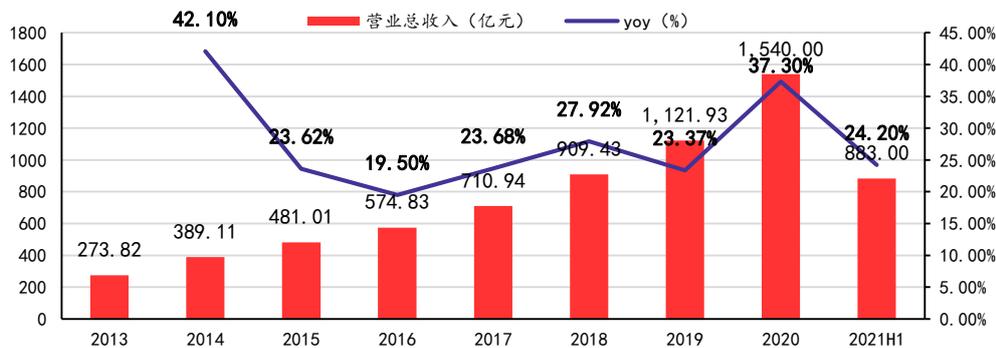
资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

(三) 财务概况：新兴业务占比提升，定位打造综合物流龙头

1. 业绩表现：经历 2021 年 1 季度亏损后，2021 年 2 季度业绩呈现改善趋势

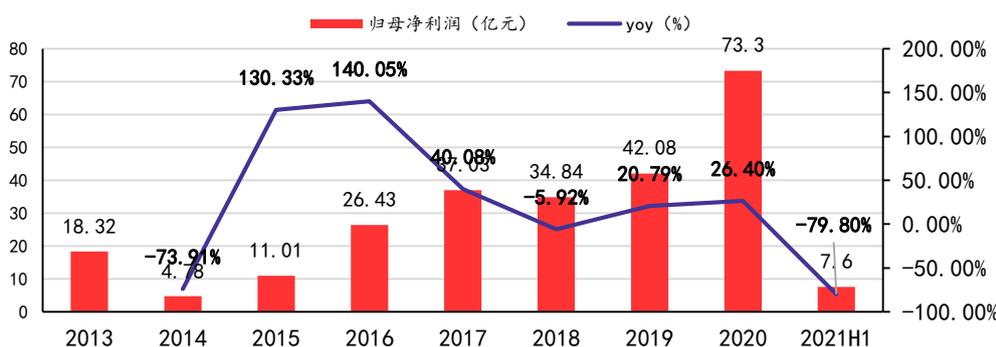
2020 年，公司营收同比+37.3%，净利润同比+26.4%，疫情背景下业绩表现优异，基本符合预期。2020 年，公司实现营业收入 1540 亿元，较 2019 年(1121.93 亿元)同比+37.3%，营收 2013 年-2020 年的 7 年复合增长率 CAGR 为+27.98%。2020 年，公司业务量为 81.4 亿票，较 2019 年(48.31 亿票)同比+68.5%。2020 年，公司实现归母净利润 73.3 亿元，同比+26.4%，扣非归母净利润 61.3 亿元，较 2019 年(42.08 亿元)同比+45.7%，归母净利润 2013 年-2020 年的 7 年复合增长率 CAGR 为+18.83%。2021 年上半年营收 883 亿元，同比+24.2%，归母净利润 7.6 亿元，同比-79.8%。其中 2021Q1 和 Q2 归母净利润/扣非后归母净利润分别为-9.89/-11.34 亿元和 17.49/6.57 亿元。可见，公司逐步走出 2021 年 1 季度亏损的影响，业绩呈现改善趋势。

图 2：2013-2021H1 年公司营业收入及同比变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：2013-2021H 年公司归母净利润及同比变动

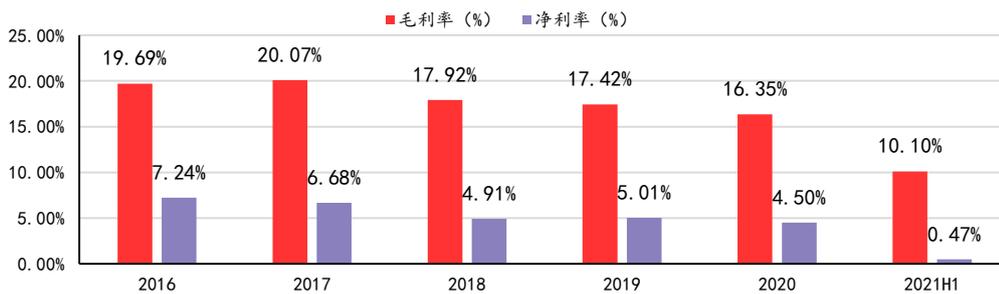


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2020 年，公司毛利率为 16.35% 小幅下滑，与新兴业务比重增加、位于产能爬坡期有关。2020 年，公司毛利率为 16.35%，较 2019 年(17.4%) 小幅回落，但变动不大，2016 年-2019 年均维持在 16%-20% 的区间。2020 年毛利率的小幅回落，与公司位于产能爬坡期有一定关系，公司设备资产投入增加，从而带来成本端较前增加。2021H1 毛利率为 10.1%，相比 2020H1 的 18.7%，显著下降。主要原因是 2021Q1 毛利率大幅下降至 7.2%，2021Q2 毛利率已逐步恢复至 12.8%。

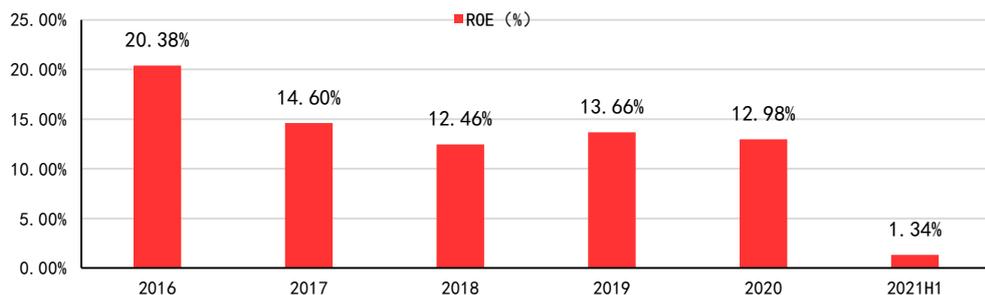
2020年，公司ROE为12.98%，较前变动不大。2020年，公司销售净利率为4.5%，较2019年（5.01%）小幅回落但变动不大，2016年-2020年均维持在5%左右水平。2020年公司ROE为12.98%，较2019年（13.66%）小幅回落，2016年-2020年公司ROE均维持在12%左右。公司净利率的小幅下降，与2020年疫情带来的一致性影响有一定关系。同时，随着办公场地节约、智能化程度强化，及持续增加的规模效益，公司管理费用占比较前有所下降。2021H1，公司ROE为1.34%，盈利水平短期承压。

图 4：2016-2021H1 年公司毛利率、净利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

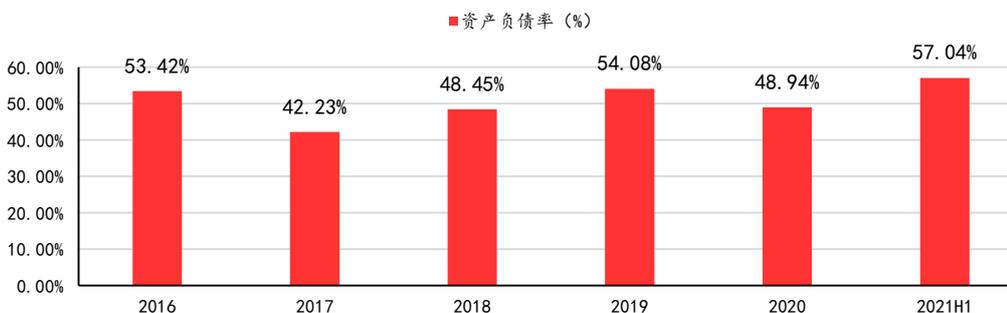
图 5：2016-2021H1 年公司净资产收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2020年，公司资产负债率为48.94%，可转债转股后债务规模减少。2020年，公司资产负债率为48.94%，较2019年（54.08%）回落约5pct，这与2020年公司发行的可转债全部转股有关，随着公司债务规模减少，资产负债率水平下降，重新回到50%以下水平。2021H1，新会计准则下公司资产负债率小幅波动，但总体呈现稳健。

图 6：2016-2021H1 年公司资产负债率

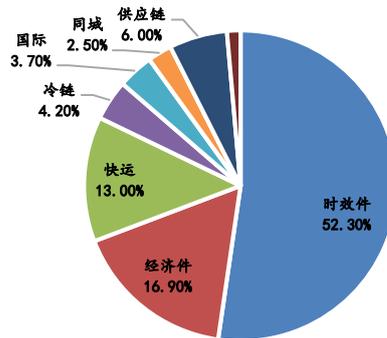


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2. 业务构成：2021 上半年新兴业务占比超 30%，供应链业务营收增速近 80%

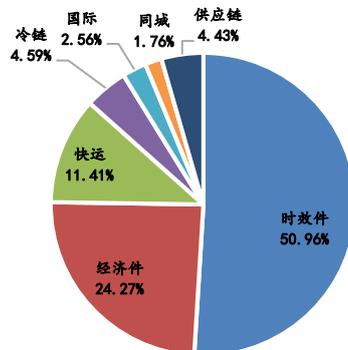
新兴业务占比逐步提升，综合物流龙头战略定位愈见明朗。2021 年上半年，公司的七大业务板块：时效、经济、快运、冷运、同城、国际、供应链的分部收入占比总营业收入比例分别为 52.3%、16.9%、13%、4.2%、2.5%、3.7%、1.4%。较前相比，公司的时效件仍为最主要的收入来源，但占比有所下调，与此同时，经济件及新兴业务的占比有较为显著的提升。由此可见，公司打造综合物流龙头的战略定位愈发明朗化。

图 7：2021H1 公司主营业务构成（新口径）



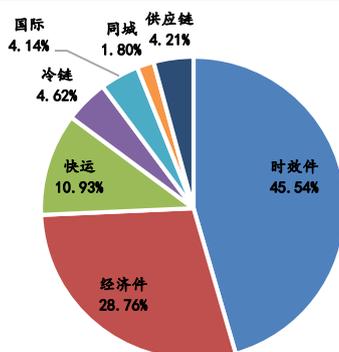
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：2020H1 公司主营业务构成（原口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 9：2020 年公司主营业务构成（原口径）



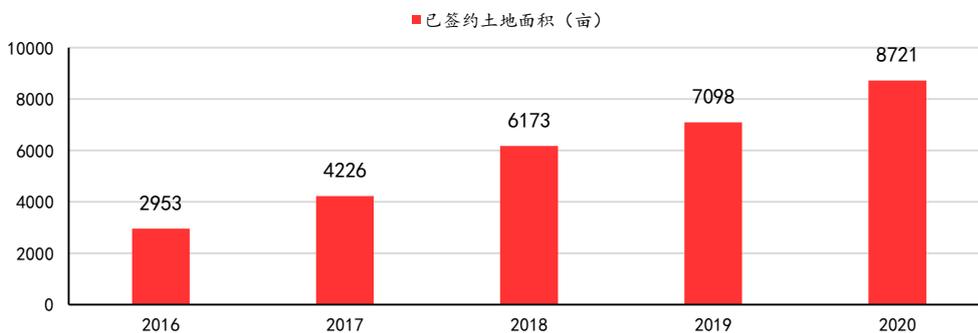
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（四）公司优势：完备的物流网络基础设施，领先的航空货运能力

1. 干线中转末端各环节资源充足，物流基础设施网络完备

场地+仓库：丰厚土地储备，为仓库建设提供场地保障。截至 2020 年底，公司已签约土地面积规模达 8721 亩，其中，总规划建筑面积、已建成建筑面积分别达 611 万平米、172 万平米。共计拥有 228 个不同类型的自营仓（154 个电商仓库+62 个食品冷库+12 个医药仓库），仓库面积达 278 万平米。加盟仓 146 个，加盟仓仓库面积为 208 万平米。

图 10：2016-2020 年公司已签约土地面积

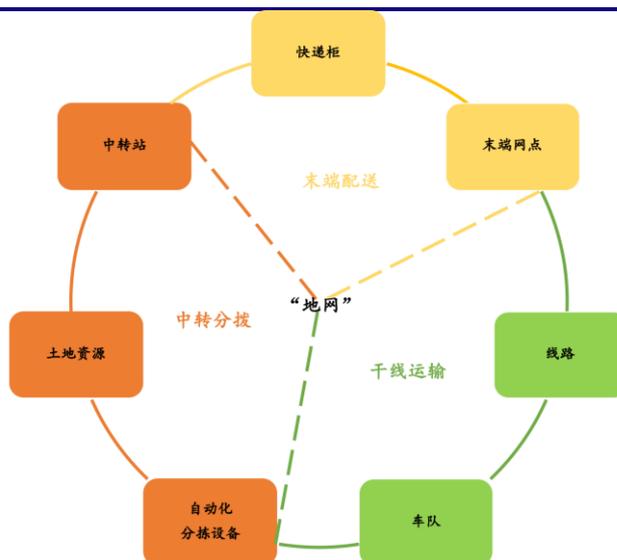


资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

中转站+分拣设备：完善的中转枢纽系统，成为高效分拣的保证。截至 2020 年底，公司的快递网络中，共计拥有 10 个枢纽级中转场+39 个航空及铁路站点+147 个片区中转场（其中 121 个中转场已投入使用全自动分拣设备）。

车队+线路：公司的车队资产充沛，运输网络逐步完善。截至 2020 年底，公司干线共计拥有自营及外包车辆 5.8 万辆，末端共计拥有收派车辆 10.5 万辆，公司干线&支线共计有 13 万条。

图 11：公司“地网”示意图



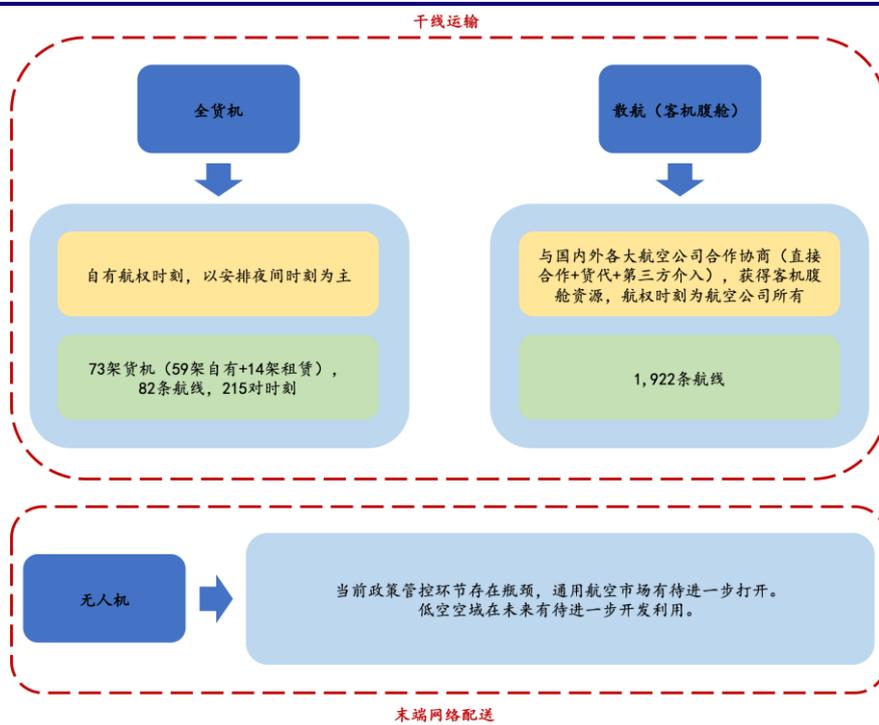
资料来源：中国银河证券研究院整理

末端网点+智能快递柜=最后一公里。截至2020年底，公司共计有1.9万个自营网点，拥有各种用工模式下的收派员共计约39万人次。公司共计有5万家城市驿站、乡镇代理及物业公司合作的末端网点，乡镇覆盖率达87.35%。丰巢科技拥有28万+的机柜网点，平台累计注册快递员达410万人次，消费者用户数量近3.5亿人次。

2. 全货机运力能力行业领先，鄂州机场强力支撑产品时效优势

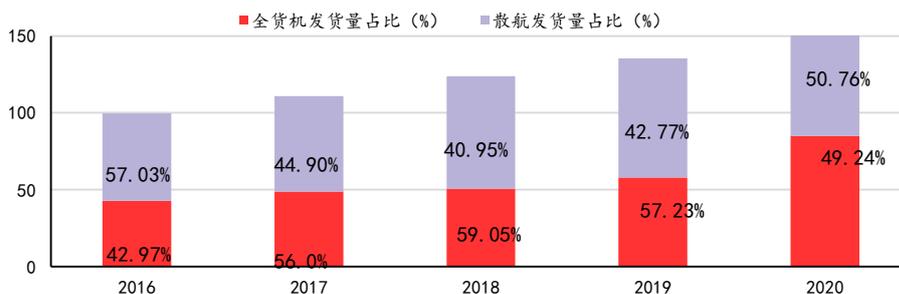
机队：顺丰自有全货机64架，占比全行业达1/3，优势难以复制。截至2020年底，公司共有全货机78架（64架自有+14架租赁），全货机线路条数达83条。顺丰航空自有的64架全货机（包括B737：17架、B747：2架、B757：34架、B767：8架）占比全行业的190架高达32.8%，在行业内具备绝对优势。截至2020年，公司获得散航航线共计1922条。由此可见，公司具有在业内规模水平领先的货航资源。

图 12：公司货航资源示意图



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

图 13：2016-2020 年公司全货机及散航发货量占比



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

全货机/散航发货比例逐年提升，公司航空运力持续增强。截至 2020 年 H1，公司全货机发货量/散航发货量占比分别为 52.14%/47.86%，较前相比，全货机发货量所占比例呈现出逐年提升的态势。考虑到全货机运输较之散航运输具备自有航权时刻等优势，自主性、灵活性强，为公司带来了更强的航空运力。

机场：四大航空物流基地，“点对点”直发覆盖全国，为高时效保障。公司以北京（首都机场）、杭州（萧山机场）、深圳（宝安机场）、成都（双流机场）为中心，分别设立了航空物流基地。以四个航空物流基地为枢纽中心，公司与全国范围内的主要城市实现“点对点”航空直发。同时，公司在四个航空物流基地基本实现了机场地面服务自营化。由此可见，顺丰的航空物流基地资源是公司时效件高时效性的有力保障。

图 14：鄂州顺丰机场“轴辐式”模式



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

鄂州机场投入运营在即，“点对点”将转为“轴辐式”，进一步助力时效性提升。2017 年底，公司的子公司顺丰泰森与湖北省交通投资集团有限公司、深圳市农银空港投资有限公司签署了《湖北国际物流机场有限公司合资合同》，出资参与设立湖北国际物流机场有限公司（鄂州顺丰机场的运营公司），持股比例分别为 46%、49%、5%。鄂州机场预计将于 2021 年底投入运营。鄂州机场是以全货机运作为主的 4E 级机场，独立平行双跑道，1.5 小时-2 小时飞行覆盖我国经济人口占全国 90%的地区。

鄂州机场投入运营后，顺丰此前的“点对点”网络模式将转为“轴辐式”模式，即货物统一先在鄂州机场集散，而后通过鄂州机场-四个航空物流基地-全国范围内其他城市的路径发往全国。“轴辐式”模式相对于“点对点”模式的优势在于：1) 增加大型飞机使用比例，提升货物装载量，2) 减少航班飞行次数，3) 降低飞机在其他综合性机场停留支付的地面服务费用，4) 鄂州机场枢纽功能完备，中转操作能力更强，将进一步提升中转效率。可见，鄂州机场投入后，将有利于公司时效件竞争力进一步提升。

二、核心业务：“时效+资产+品牌”壁垒构筑护城河

（一）时效件：高时效壁垒带来品牌声誉，双寡头地位稳固

1. 优化“顺丰特快+顺丰标快”产品体系，具备高时效服务品质壁垒

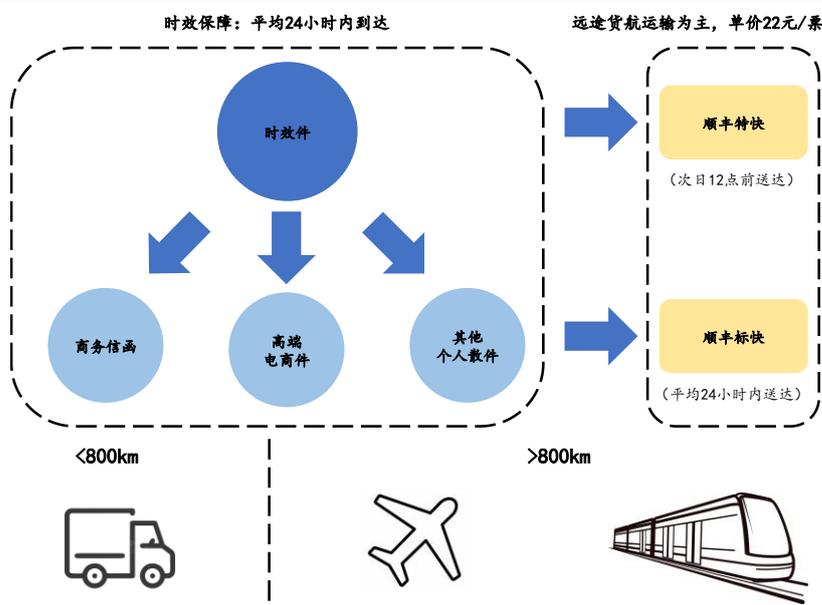
公司升级时效产品体系，提供顺丰即日、顺丰特快、顺丰标快等。顺丰即日：当天寄当天送到，截止 2021 年上半年覆盖 191 个城市；顺丰特快：大部分城市主城区可实现第二天送达，部分城市可实现次日上午送达，覆盖全国超过 9 万条流向；顺丰标快：将原属于经济快递板块的标准陆运产品同步升级为新一代的顺丰标快产品。

表 2：公司时效件产品介绍

时效件产品		产品特点
顺丰特快	即日达	承诺当日寄件，当日 20:00 之前送达。若快件超时送达，可申请减免运费；若快件损坏、遗失，予以最高 200-500 元的赔付。
	次晨达	承诺当日寄件，次日 12:00 之前送达。若快件超时送达，可申请减免运费；若快件损坏、遗失，予以最高 200-500 元的赔付。
顺丰标快		承诺当日寄件，次日 18:00 之前送达。

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

图 15：公司时效件经营模式示意图



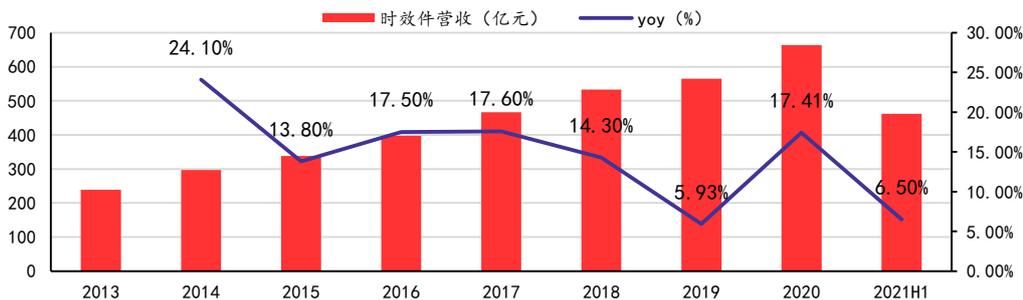
资料来源：中国银河证券研究院整理

时效件类型覆盖商务信函、高端电商件、个人散件等类型。公司时效件产品主要服务于三类客户场景：商务文件寄递，高端电商件寄递，个人散件寄递。由于三类客户的时效需求较高，公司根据运输距离的不同，最优化选择配置运输方式，在 800km 以内的短途运输，以公路货运为主，而超过 800km 的长距离运输，则主要采用航空货运方式。

2. 时效件业务为公司业绩最主要来源，总体呈现稳定增长态势

2020年，公司时效件营收同比+17.41%，作为公司最主要业绩来源，继续保持良好增长态势。2020年，公司时效件业务板块实现营收为663.6亿元，较2019年（565.21亿元）同比+17.41%，时效件营收2013-2020年7年的复合增长率CAGR为+15.69%，2020年时效件营收增速表现跑赢历史平均水平。2021年上半年，时效快递业务（新口径）营收461.61亿元，同比增长6.5%。

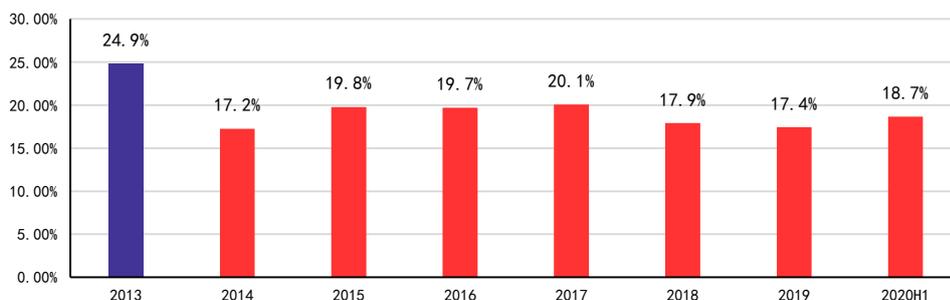
图 16：2013-2021H1 年公司时效件营收及同比变动



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理 *2021年时效件口径进行了调整

时效件单票价格约为22元/票。因高时效加成溢价，时效件单价水平远高于普通电商件的单价水平。时效件毛利率水平约为25%。2013年公司尚未开始经营经济件业务，同时新兴业务板块也未开始规模化发展，我们假设2013年公司的总毛利率水平（24.9%）为公司时效件板块毛利率水平。考虑到公司时效件业务经营模式没有发生根本性的变动，预测2013年-2020年，公司时效件毛利率稳定在25%水平左右。

图 17：2013-2020H1 公司毛利率水平变化

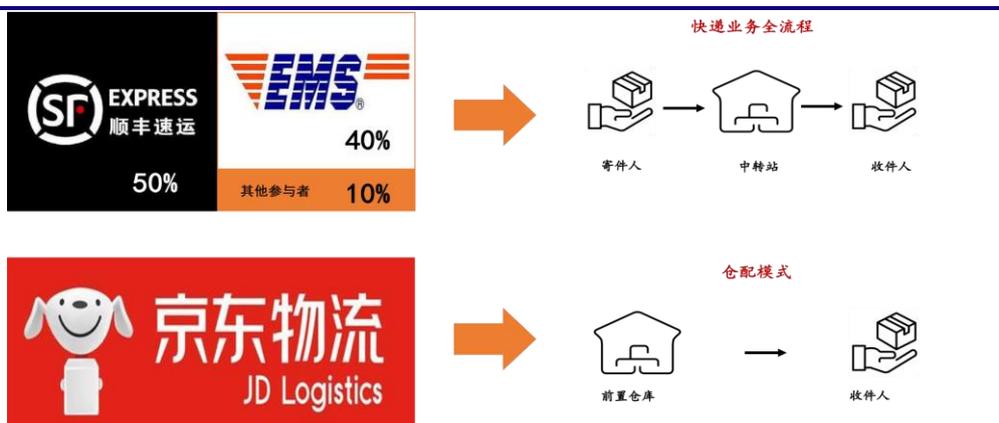


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3. 时效件形成双寡头市场格局，公司市场地位相对稳固

时效件市场：顺丰、EMS双寡头格局，CR2为90%，京东物流进入时效件市场影响相对有限。根据我们研究测算，在我国时效件快递市场中，顺丰、中国邮政EMS的市场占有率分别为50%、40%，剩余10%为其他市场参与者。由此可见，当前我国时效件快递市场呈现出顺丰、EMS的双寡头格局，CR2高达90%左右。京东物流虽也开始经营高时效快件的寄送服务，但其以前置仓库为中心的仓配一体化运营模式和顺丰、EMS存在较大差异。京东物流进入时效件市场，对于顺丰、EMS市场份额的影响相对有限。由此可见，当前时效件市场集中度较高，顺丰作为双寡头之一，份额优势显著。

图 18：时效件市场格局及主要公司业务流程示意图



资料来源：中国银河证券研究院整理

综上所述，顺丰时效件业务具有较强竞争优势，且目前市场格局较为稳定，价格相对较为稳定，毛利率维持较高水平，未来时效件业务量增长基本与经济增速保持正相关性，预计维持在 6-8% 增速区间，将持续成为公司利润主要来源之一。

（二）经济件：“直营+加盟”双网模式，全方位服务电商市场

1. 经济件产品体系层次清晰，“直营+加盟”双网模式运行

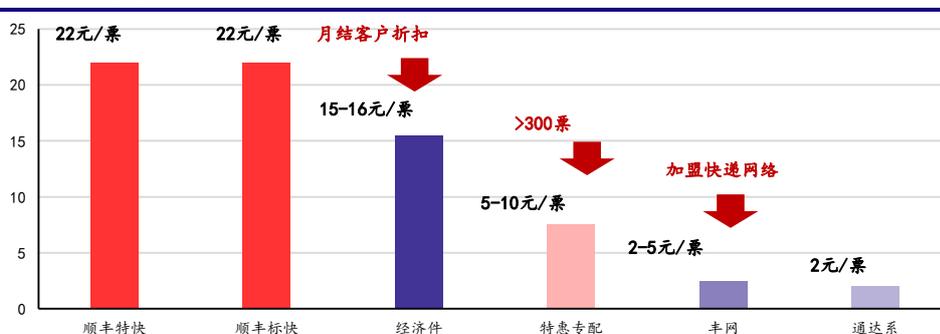
经济件三大产品系列，“直营+加盟”双网模式运行。公司的经济件业务板块主要包括三大产品系列：电商标快、特惠专配和丰网速运。电商标快是公司直营品牌下新的电商主打产品，83% 的线路时效标准提升 1 天；特惠专配产品定位于填仓，时效及定价标准略低于电商标快。丰网速运是公司发展下沉电商市场，与加盟系快递对标的独立品牌。

表 3：公司部分经济件产品介绍

经济件产品	产品特点
电商特惠转配	对于单笔订单货量超过 50-300 票（各省市有所差异）的客户，可选择该产品，单价约为 5-8 元/票。
“丰网”	加盟快递网络，单价约为 2-5 元/票

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

图 19：公司产品单票价格示意图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

多渠道对接细分行业客户需求，逐步覆盖多层次电商市场。顺丰的电商件配送业务覆盖了 3C 产品、服装鞋履、珠宝首饰、香化产品、母婴奶粉、小家电等多个细分行业。公司主要通过三种方式对接相关电商产品的商家客户：1) 直接与客户签订物流服务协议；2) 与菜鸟签订物流服务协议，而后通过淘宝等阿里集团的第三方电商平台对接客户；3) 与唯品会、必要、网易严选等垂直电商平台签订物流服务协议。同时，公司积极把握产业创新融合和新型电商发展带来的机遇，覆盖渠道下沉、快递下乡、农产品上行的增量市场机遇。

图 20：公司高端电商件客户结构图

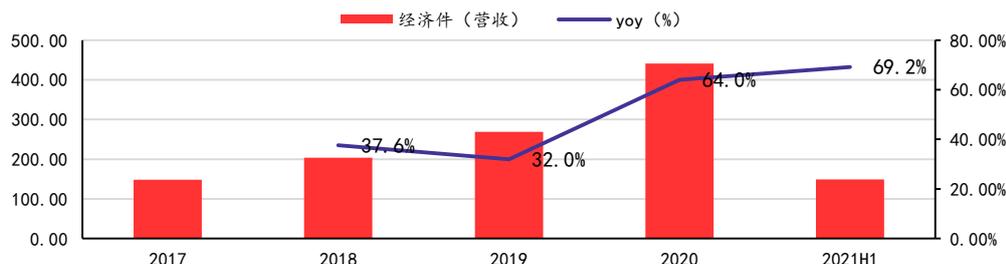


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

2. 品牌基因助力“丰网”拓展市场，经济件业务量具有高成长性

2021H1 公司经济件业务同比增+69.2%，3 年 CAGR 超+40%，具有高成长性。2021H1，公司经济件业务板块实现营收 149 亿元，同比+69.2%，经济件营收 2017-2020 年的 3 年复合增长率 CAGR 为+43.88%。由此可见，随着公司采用价格优惠策略换取流量，同时在“直营+加盟”双网运营模式下，公司电商件业务网络扩展迅速，经营规模快速增长。公司的经济件业务板块是公司业绩增长的重要驱动力。

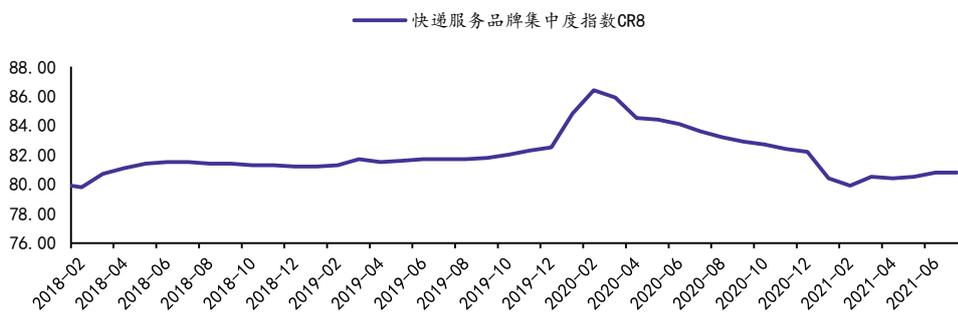
图 21：2017-2021H1 公司经济件营收及同比变动



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

共同富裕背景下快递行业发展环境发展变化，品牌基因助力公司“丰网”拓展市场。截至 2021 年 7 月，快递行业 CR8 降至 80.8。当前，价格监管政策生效、极兔影响弱化的格局继续，一线头部公司份额暂时维持相对稳态。9 月 1 日起，为落实国家对快递员权益保障的要求，通达系快递陆续上调派费 0.1 元，也反映了共同富裕战略背景下，恶性价格竞争将被重点关注，快递行业的竞争环境较前已发生实质性变化，行业收益水平预期提升。在此背景下，顺丰旗下的“丰网”业务线与通达系快递业务同为加盟网络，但在顺丰优质服务水平带来的品牌效应下，赋予了“丰网”不同于通达系公司的竞争优势。随着“丰网”的加盟网络与公司直营大网络的重叠问题进一步解决，“丰网”的发展节奏将进一步加快。

图 22：2018 年初以来快递品牌服务集中度指数 CR8（月）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

总体而言，公司经济件立足于服务多层次电商市场，将逐步与通达系快递产生直接竞争，所处赛道业务量依旧具有较高的成长性，行业业务量增速仍将保持在 25%-30%左右，且未来逐步达到万亿级市场，电商快递价格仍存在竞争局面，但在共同富裕背景下极端压价行为将会被关注及监管，电商快递行业发展环境有所改变。

三、新兴业务：多元化业务布局，细分赛道前景向好

（一）快运业务：“直营+加盟”双网模式，覆盖各个重量段货品

1. 完整的重货运输产品体系，各个重量段货品均有覆盖

快运产品体系丰富，覆盖各个重量段货品。公司的快运产品分别包括快运标准达、大票直送、整车直达、丰城专运等。覆盖了大件快递（20kg-60kg）、小票零担（60kg-500kg）、大票零担（500kg-3T）、整车运输（3T-10T）四个细分领域。由此可见，公司的快运产品线对快运市场上各个重量段的货品均有所覆盖。

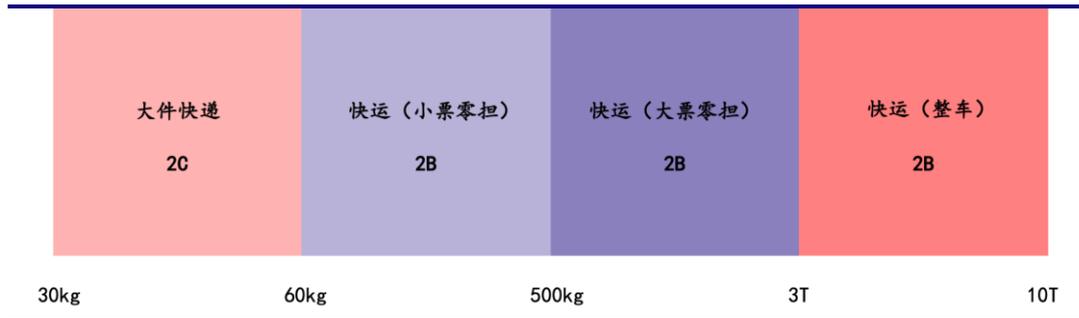
表 4：公司快运产品介绍

快运产品	产品特点
快运标准达	提供单票 20kg 以上大件托运服务，满足 B2C 电商大包裹、B2B 门店调拨场景、B2B 零担托盘货与批量件场景的发货需求，全程提供高品质的门到门收派服务。
大票直送	为企业客户、3PL 合同物流客户票重 500kg 以上的发运需求，提供

	厂仓、仓库、仓店的门到门运输的陆运产品。
整车直达	满足客户一辆或多辆整车发货需求的定制的整车直达产品。
丰城专运	主要服务客户搬家、运货需求，致力于打造以服务为导向、以客户为核心的高标准服务体系。

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

图 23：重货快运行业细分领域示意图



资料来源：中国银河证券研究院整理

2. “直营+加盟”快运双网模式，中国规模最大的零担快运网络

快运业务板块采用“直营+加盟”的双网模式。直营快运网络面向中高端快运市场，由公司旗下的“顺丰快运”运营；加盟网络面向中低端快运市场，由公司 2018 年 3 月收购新邦物流后成立的“顺心捷达”运营。“顺丰快运”与“顺心捷达”所运营的两张网络由公司的同一个管理层管理。公司的快递及快运业务板块均采用了“直营+加盟”的双网模式，快递双网与快运双网并行。

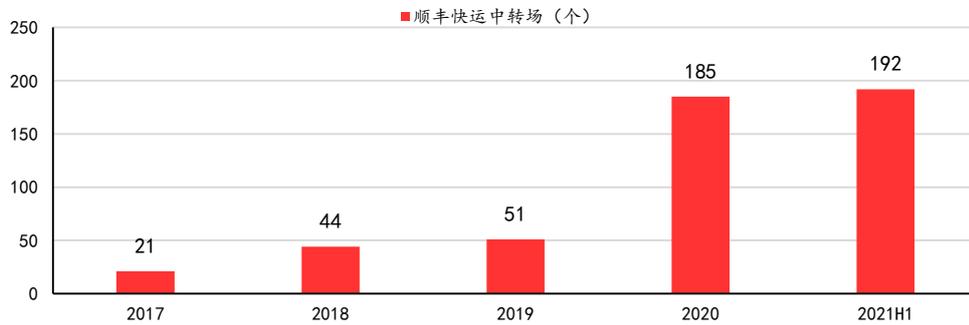
图 24：公司快运业务客户结构图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

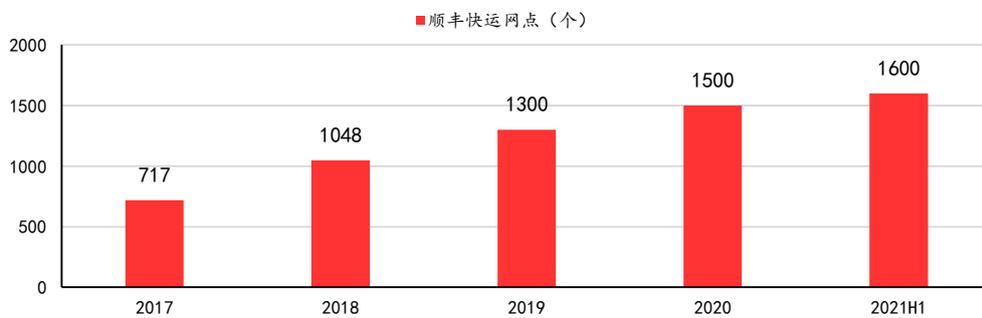
公司拥有中国规模最大的零担快运网络。截至 2021H1，公司的快运中转场共计 192 个，快运网点共计 1600 个，快运场地面积共计 390 万平米，快运自有车辆超 1.9 万辆。

图 25: 2017-2021H1 公司快运中转站数量



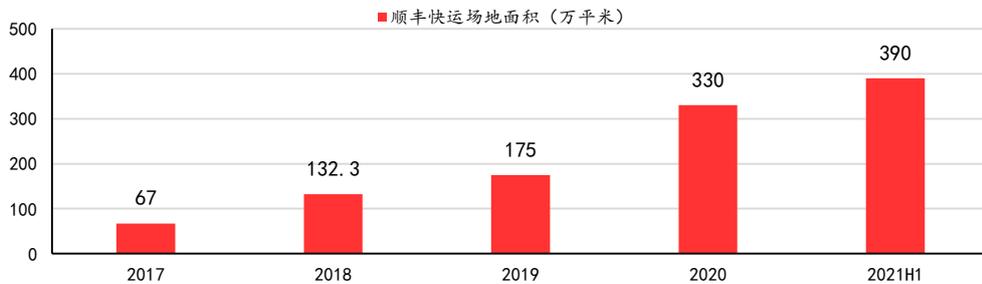
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院整理

图 26: 2017-2021H1 公司快运网点数量



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院整理

图 27: 2017-2021H1 公司快运场地面积



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院整理

图 28: 2017-2020H1 公司快运自有车辆数量



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院整理

3. 快运业务市占率排名第一，营收增速超 50%

零担快运业务市占率位居领先地位。根据运联智库发布的数据，2020 年我国零担快运市场中，顺丰快运（收入口径）业内排名第一，在 TOP30 企业中市占率为 15.97%。由此可见，在公司快运业务“直营+加盟”双网运行的模式下，业务规模扩展至业内领先水平。考虑到在 TOP30 企业中，CR3 仅为 40%，行业集中度不高，总体来说，快运零担物流市场仍为一个完全竞争市场的状态，尚未形成寡头垄断的局面。

表 5：2020 年中国公路零担货运 30 强排行榜

排名	公司名称	零担收入（亿元）	市占率（%）
1	顺丰快运	124.5	15.97%
2	德邦快递	113.9	14.61%
3	安能物流	89.0	11.42%
4	壹米嘀嗒	75.5	9.69%
5	百世快运	55.4	7.11%
6	三志物流	42.0	5.39%
7	跨越速运	40.2	5.16%
8	德坤物流	27.0	3.46%
9	盛丰物流	25.5	3.27%
10	中通物流	24.0	3.08%

资料来源：运联智库，中国银河证券研究院整理

快运营收增速超 50%，收入占比超 10%位居前三。2020 年，公司快运业务板块实现营业收入 185.17 亿元，同比+46.27%，快运业务营收 2016 年-2020 年的 4 年复合增长率 CAGR 为+67.65%。2021 年上半年快运业务营收 115.13 亿元，同比增长 50.01%。

图 29：2016-2021H1 公司快运业务营收及同比变动

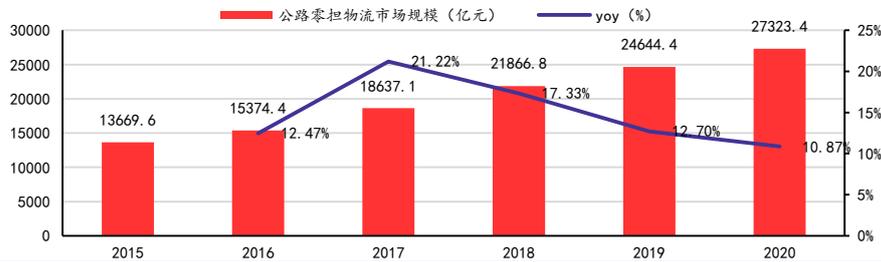


资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

4. 交通强国战略背景下，公路零担物流市场发展空间广阔

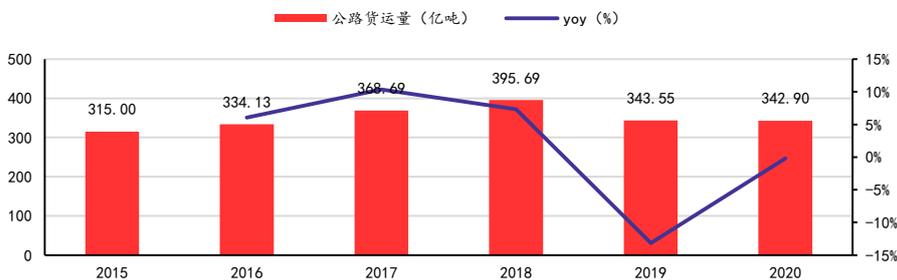
公路零担物流市场近 3 万亿规模，复合增速达 15%，市场客观。2020 年，我国公路零担物流市场规模达到 27,323.4 亿元，同比+10.87%，2015 年-2020 年的 5 年复合增长率 CAGR 为+14.86%。2020 年，我国公路货运量为 342.9 亿吨，同比持平，2015 年-2020 年的 5 年复合增长率 CAGR 为+1.71%；2020 年，公路货运周转量为 60144 亿吨公里，同比+0.85%，2015 年-2020 年的 5 年复合增长率 CAGR 为+0.74%。

图 30：2015-2020 年中国公路零担物流市场规模及同比变动



资料来源：《2020 年中国公路零担物流行业分析报告》，中国银河证券研究院整理

图 31：2015-2020 年中国公路货运量及同比变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

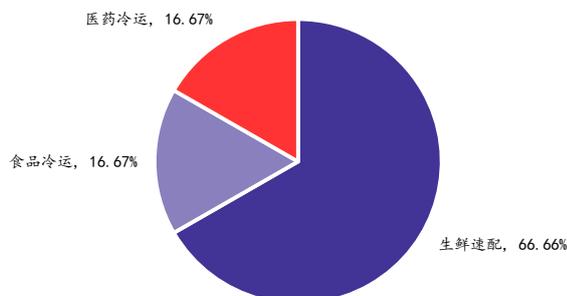
总体而言，公路零担快运市场具有万亿级规模，未来发展空间广阔，公司拥有中国领先的零担快运网络，且市占率位居第一。目前公司通过四网融通措施，努力提质增效，逐步改善盈利能力水平，接近盈亏平衡点，未来有望向公司贡献利润。

（二）冷运业务：“食品+医药”产品体系，业内排位领先

1. “食品+医药”两大产品线，冷链物流服务能力日益增强

公司的冷运业务板块包括“食品+医药”两条产品线。2012 年公司开始经营冷运业务。2014 年公司旗下“顺丰冷运”品牌成立，2018 年 8 月公司完成收购美国夏晖 75% 的股权之后，“顺丰新夏晖”成立。由此，从 2018 年至今，公司的冷运业务板块开始由“顺丰冷运”、“顺丰新夏晖”协同运营，冷运板块得到了有力的强化（顺丰新夏晖的营业收入计入公司的供应链业务板块，具体介绍详见后文）。

图 32：公司冷运业务结构示意图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

生鲜速配、食品冷链、医药冷运比例为：4:1:1。公司的冷运业务板块中，生鲜速配业务（主体为使用食品冷藏车的高级生鲜果蔬，包括樱桃、杨梅、荔枝等）占比达 2/3，其他食品冷运（主要为使用干冰冷煤的生鲜食品，包括牛乳、牛排等）占比达 1/6，医药冷运占比为 1/6。

表 6：公司冷运产品介绍

冷运产品	产品特点
冷运标快	基于冷仓，对有温度控制要求的食品，提供陆运冷链运输，末端优先推送的专属冷运快递服务。
冷运到店	生鲜冷链城市一体化配送，通过点到多点方式为生鲜冷链类客户提供周期性配送服务。
顺丰冷运零担	主打 200kg 以上，提供城市间全程温控、仓到仓冷链运输服务，可通过提送货服务实现门到门服务。
冷运小票零担	主打 20-200kg，提供城市间全程温控、提派一口价的冷链运输服务，兼顾时效和价格竞争力。
冷运专车	整车生鲜冷链跨城运输，通过点对点、点对多点方式实现货物直达服务。
冷运仓储	提供货物冷库存储、分拣、包装、配送、信息流转等一体化冷运服务。

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

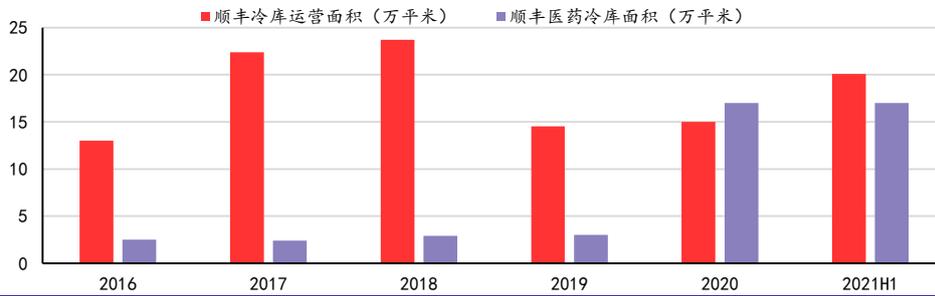
表 7：公司医药产品介绍

冷运医药产品	产品特点
精温专递	为实体医院、互联网医院、处方流转平台、医药电商、药店、医药商业企业、临床临检机构等，提供 2-8℃精准温控的冷链药品（如胰岛素、血液制品、抗癌药品）、冷链诊断试剂等 C 端直配到家服务。
精温定达	为满足少批量多批次的生物制药、IVD、DTP 新特药配送需求，通过医药专用保温箱和医药冷链车，为客户提供 2-8℃精准温区的医药冷链物流服务。
精温定航	为满足多批量少批次的生物制药、疫苗等配送需求，根据药品的属性和温、湿度要求，通过集拼或分拨、多产品配载等技术和手段，为客户提供 2-8℃精准温区的零担物流服务。
精温整车	线路相对固定，整车直达。
医药仓储	提供药品、原料药、医疗器械的冷库存储、流通等一体化医药仓储服务。

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

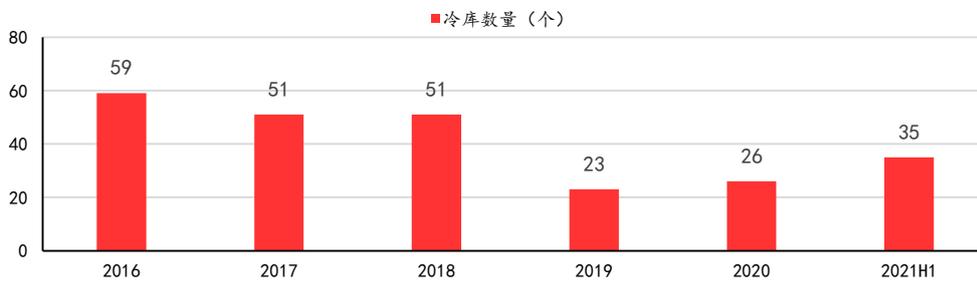
公司冷链物流服务能力日益增强。截至 2021H1，顺丰冷运拥有 35 个食品冷库（不含新夏晖的冷库），合计 20.1 万平方米，涵盖 5 个温区可供客户个性化选择；159 条食品干线、23000+辆可调配冷藏车、200+ 套定制化包装解决方案，服务 193 城市，开通 3619 条流向，覆盖 1052 个区县，绘制了一幅铺设全国的顺丰冷运网络图。

图 33：2016-2021H1 公司冷库及医药冷库运营面积



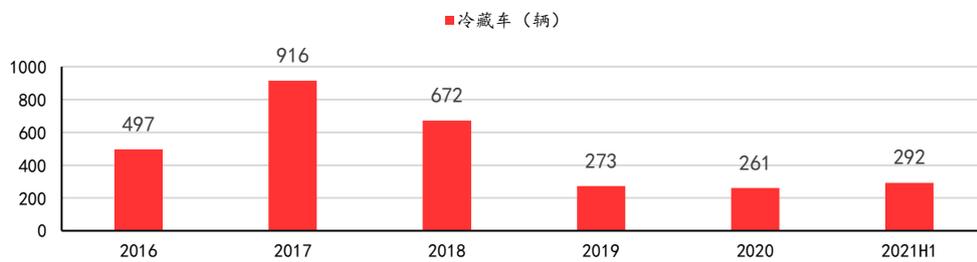
资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

图 34：2016-2021H1 公司冷库数量



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

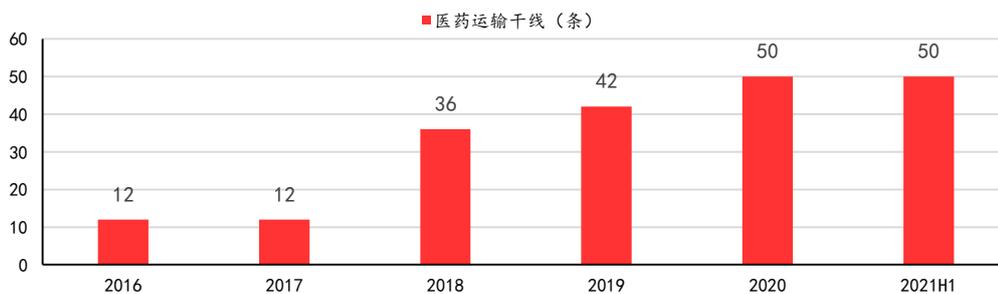
图 35：2016-2021H1 公司医药冷藏车数量



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

截至 2021H1，公司医药运输干线共计 50 条，较前有所增加，这与疫情背景下公司疫苗运送业务增加有一定的关系。

图 36：2016-2021H1 公司医药运输干线数量



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

2. 冷运业务业内处于领先地位，营收规模呈现稳步增长态势

公司冷运业务位居中国冷链物流 10 强榜首。根据中物联冷链委最新发布的数据，2020 年我国冷链物流百强企业中，顺丰排名位列业内第一。当前我国冷运市场玩家数量较多，总体来说属于完全竞争阶段。在此背景下，公司在市场中已经确立了领先地位，对其未来市场份额的进一步提升奠定了良好基础。

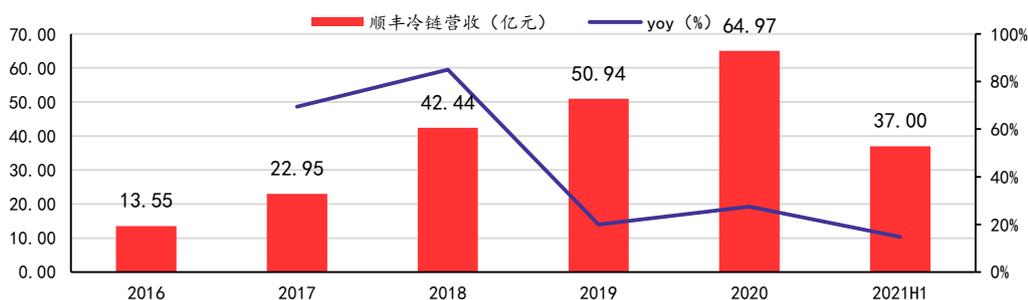
表 8：2020 年中国冷链物流 10 强排行榜

排名	公司名称
1	顺丰速运
2	京东物流
3	希杰荣庆物流
4	上海郑明现代物流
5	苏宁物流
6	安得智联
7	夏晖北京
8	上海光明领鲜
9	漯河双汇物流
10	海航冷链

资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院整理

公司冷运业务营收近 5 年复合增速为 48%。2021H1，公司冷运业务板块营收为 37.0 亿元，同比+14.8%，2016 年-2020 年的 4 年复合增长率 CAGR 为+47.97%。公司冷运业务也呈现高增态势，对公司的业绩增长有正向贡献。特别地，考虑到当前全球疫情仍处于收尾阶段，全球范围内对新冠疫苗的需求处于增长通道中，近 1 年内将为公司的医药冷运业务带来更强的增长动力。

图 37：2016-2021H1 公司冷运业务营收及同比变动



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

3. 冷链物流市场持续发展，未来成长空间广阔

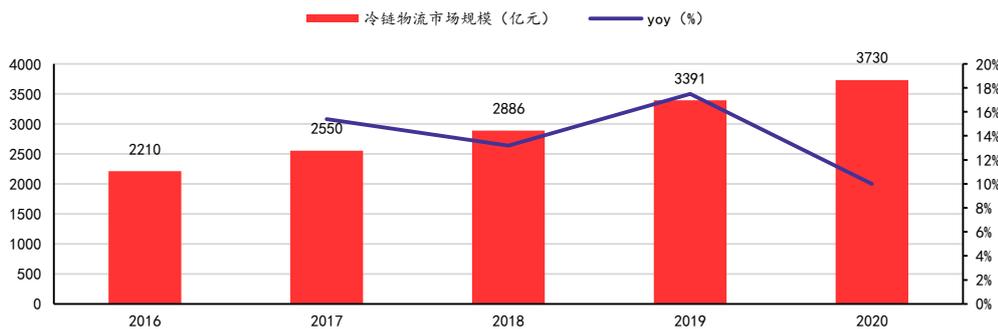
我国冷链市场规模近 4000 亿元，持续增长潜力较大。2020 年，我国冷链物流市场规模达到 3730 亿元，同比+9.99%，2016 年-2020 年的 4 年复合增长率 CAGR 为+13.98%。我们认为，在当前时点，我国冷运市场仍处于培育阶段，随着居民需求的优化升级催化行业规模增加，以及行业内部的优化整合，冷运市场在未来仍有较为广阔的发展空间。

图 38：冷链物流产业链示意图



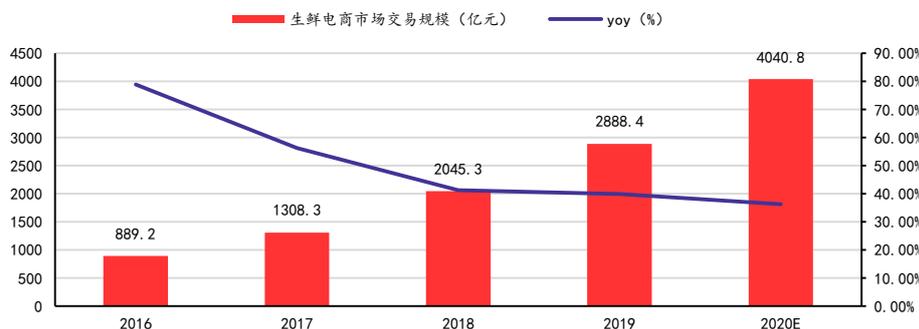
资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院整理

图 39：2016-2020 年我国冷链物流市场规模及同比变动



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院整理

图 40：2016-2020 年我国生鲜电商市场交易规模及同比变动



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院整理

总体而言，随着消费逐步升级、农产品上行需求增加等因素带动，未来冷链物流需求将呈现稳步增加态势。公司目前冷运营不到 100 亿元，市占率有非常大的提升空间，随着公司冷链物流网络逐步健全，公司冷运业务营收规模将逐步增加，将呈现良好成长性，值得期待。

(三) 同城业务：进军即时配送行业，发展未来可期

1. 进军即时配送市场，覆盖“B2C+C2C+B2B”多场景

公司的同城业务主要由旗下品牌“顺丰同城急送”运营，其中包括“帮我送”、“帮我买”等服务选项。2020年，“顺丰同城急送”内部孵化了独立餐饮配送品牌“丰食”，用以服务于企业员工团餐配送的场景。

表 9：公司同城件产品介绍

同城件产品	产品特点
顺丰同城急送 (帮我送、帮我买、帮我取)	同城范围内，专人直拿直送，保证 30-60 分钟送达。若快件出现损坏、遗失，予以赔偿，赔费用不超过商品实际销售价值。特殊时间段、节假日可根据情况收取额外服务费。
“丰食”	2020 年顺丰同城推出的线上外卖平台，主要服务于企业员工用餐场景。

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

2. “美团+蜂鸟”为即时配送市场双寡头，公司市占率具备大幅提升空间

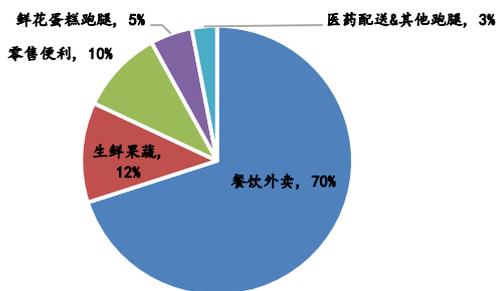
公司同城即时配送业务市占率 1.2%，提升空间巨大。根据艾瑞咨询数据显示，2019 年我国即时配送市场中，餐饮外卖、生鲜果蔬、零售便利、其他跑腿服务分别占比为 70%、12%、10%、8%，餐饮外卖仍为最主要的即时配送场景。其中，主营餐饮外卖配送的美团、蜂鸟在即时配送市场中的市场占有率分别达到 43.0%、23.7%，份额排名分别为第一和第二，合计占比 CR2 达 67%。京东集团旗下的达达集团、闪送、顺丰同城即送的市场份额则分别位列第三、第四、第五，市场占有率分别为 4.3%、1.5%、1.2%。可见，当前我国即时配送市场呈现出餐饮外卖占据大头、双寡头垄断显著的属性，顺丰订单规模较小，份额优势相对不大。

图 41：我国即时配送行业格局示意图



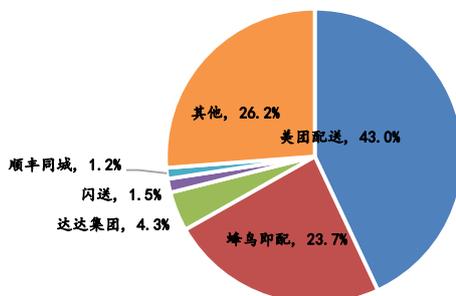
资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

图 42：我国即时配送细分行业占比情况



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

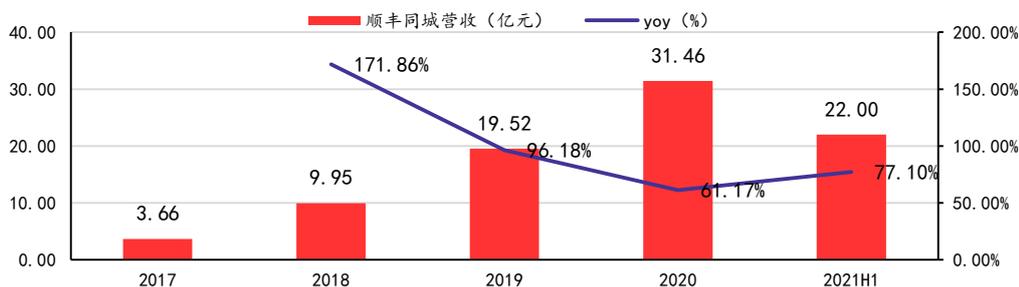
图 43：我国即时配送行业市占率情况



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

公司同城业务营收近 3 年复合增速超 100%。2021H1，公司同城业务板块实现营收 22.0 亿元，同比+77.1%，2017 年-2020 年的 3 年复合增长率 CAGR 为+104.48%。考虑到美团、蜂鸟仍未做到对即时配送市场所有细分行业的全垄断。随着顺丰的同城业务板块进一步深入各细分领域，份额仍有提升的空间，营收规模有望进一步提升。

图 44：2017-2021H1 公司同城业务营收及同比变动

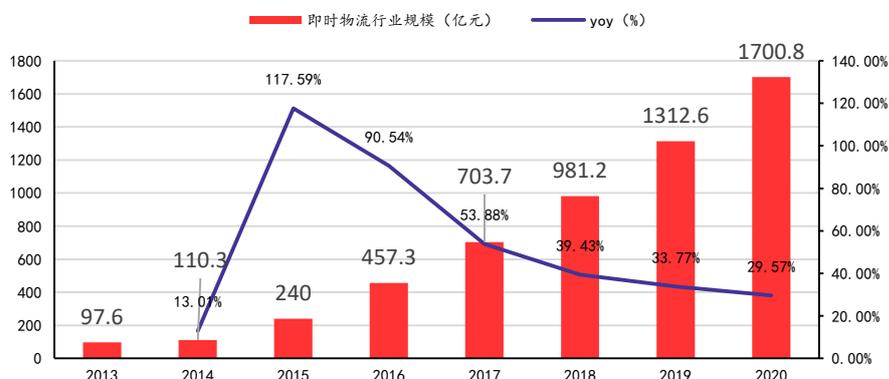


资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

3. 即时配送市场约 2000 亿元，7 年复合增速达 50%

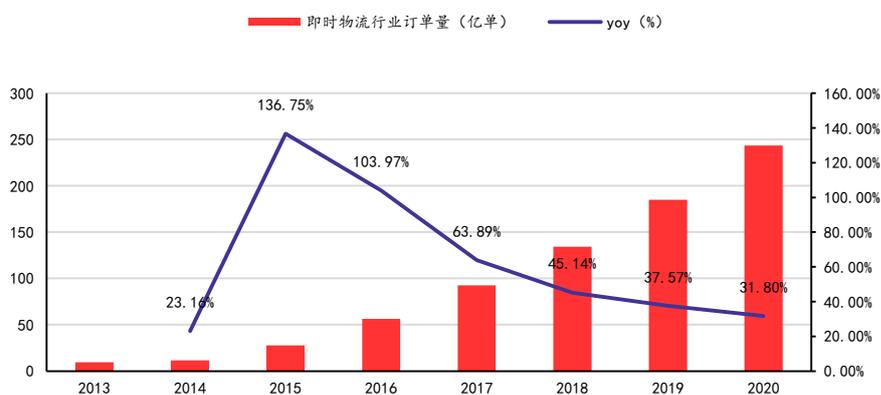
2020 年，我国即时配送行业规模为 1700.8 亿元，同比+29.57%，2013 年-2020 年的 7 年复合增长率 CAGR 为+50.42%。我国即时配送市场仍处于成长上升期，即时配送市场仍未成为红海，距离进入存量竞争阶段仍需一段时间，当前还有市场增量空间。

图 45：2013-2020 年我国即时物流行业规模及同比变动



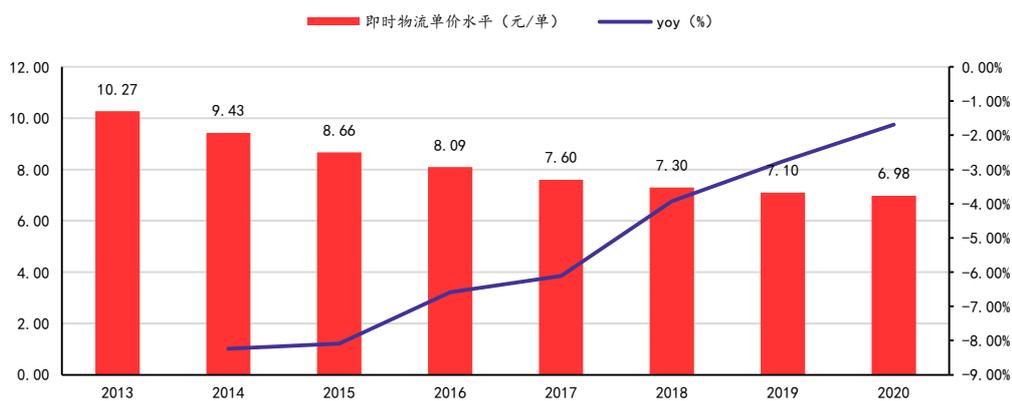
资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

图 46：2013-2020 年我国即时物流行业订单量及同比变动



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

图 47：2013-2020 年我国即时物流单价水平及同比变动



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

总而言之，即时配送市场规模仍将呈现扩张趋势，目前公司市占率相对较低，若采取合理的市场策略推进，有望提升市场份额。由于改业务目前仍处于培育期，预计实现盈利仍需要时间，短期内仍以投入为主，逐步期待盈利拐点的出现。

（四）国际业务：以国际快递为起点，构建跨境供应链体系

1. 公司国际业务产品体系丰富，致力提供进出口供应链解决方案

公司的国际板块业务主要包括国际标快、国际特惠、海购丰运、国际重货、海外仓、国际电商快递、国际电商小包等产品。顺丰国际业务致力于为国内外制造企业、贸易企业、跨境电商以及消费者提供便捷可靠的国际快递、国际电商、国际货代、国际仓储、集货转运服务，根据客户需求量身定制包括运输、清关、派送、仓储、系统在内的一体化的进出口供应链解决方案。

表 10：公司跨境快递产品介绍

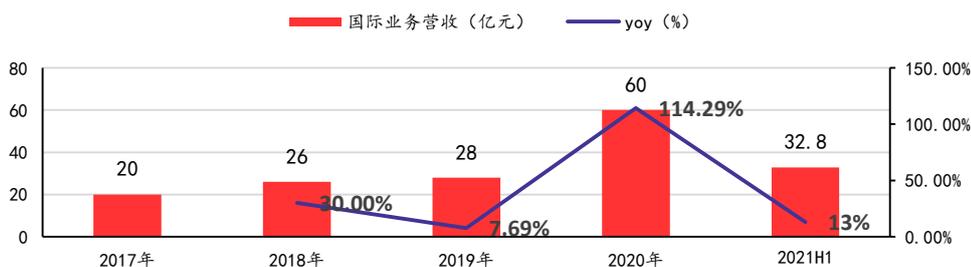
跨境快递产品	产品特点
国际标快	为满足客户紧急物品寄递需求，各环节均以最快速度进行发运、中转和派送的高品质门到门国际快件服务。
国际特惠	经济型国际快件服务，主要满足客户的非紧急物品寄递需求。
海购丰运	海购丰运（SFBUY）是顺丰旗下专业海淘转运服务平台，致力于为海淘客户提供高效、便捷的跨境转运服务。
国际重货	为满足客户寄递高重量段物品至海外国家而推出的服务。目标客户要求时效稳定、且对价格较为敏感
海外仓	提供一站式国际仓储物流解决方案
国际电商快递	专为跨境 B2C 电商卖家量身定制的高效物流服务，充分满足 B2C 电商卖家对大包裹、中高价值段寄递的需求。
国际电商小包	为跨境电商 B2C 卖家发送 2KG 以下包裹而推出的一款高品质小包类服务。

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

2. 国际物流网络覆盖全球主要市场，国际业务营收稳步增加

公司国际物流网络覆盖全球主要市场。顺丰国际快递业务保持持续增长，业务覆盖海外 78 个国家及地区，今年上半年，新开通包括泰国至欧洲、中国内地至南非、巴西至中国内地等 8 条新流向。顺丰国际电商业务覆盖全球 225 个国家及地区，通过开拓与跨境电商平台、电商独立站及其底层服务商的多方位深度合作，依托于自营国际航空资源、自有清关保障能力、海外本地化服务团队及物流网络，打造跨境电商物流生态圈，助力国内电商企业出海，同时实现自身业务稳定增长。

图 48：2017-2021H1 公司国际业务营收及同比变动



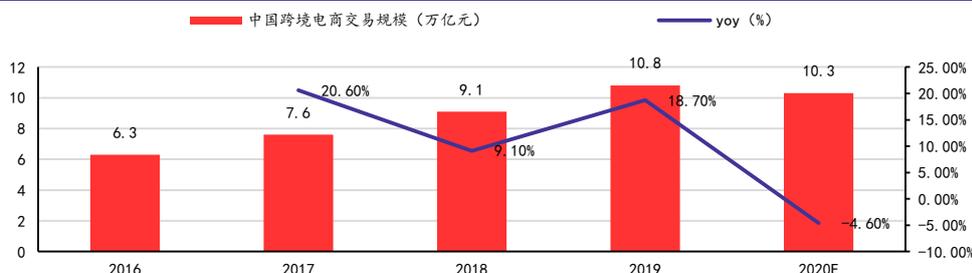
资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

公司国际业务营收 2020 年大幅增长。2020 年受新冠疫情影响，航空货运需求旺盛，公司国际快件等国际业务表现突出，实现营收 60 亿，同比增长 114%。2021 年上半年总体表现稳健，实现营收 32.8 亿元，同比增长 13%。未来若完成嘉里物流收购，公司国际业务营收将大幅提升。

3. 跨境物流市场空间广阔，跨境电商物流高成长带来增量市场

跨境物流市场近 3 万亿规模，跨境电商物流市场约 5000 亿元。据海关总署统计数据进行分析显示，近年来跨境电子商务年近 40% 的增速发展。跨境电商物流占跨境电商交易成本的比例为 20%-30%，按照 2020 年中国跨境电商 10 万亿广义口径测算，则跨境物流市场体量约 2-3 万亿区间。按照 B2B 与 B2C 跨境电商物流的市场规模占比分别为 80% 和 20%，则 2020 年，B2B 跨境电商物流市场为 1.6-2.4 万亿元，B2C 跨境电商物流市场为 4000-6000 亿元。根据海关总署新设定的统计口径来看，2020 年我国跨境电商进出口 1.69 万亿元，预计跨境电商物流市场（B2C 口径）约为 5000 亿元左右。

图 49：2016-2020 年中国跨境电商交易规模及同比变动



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院整理

图 50：跨境电商物流产业链示意图



资料来源：中国银河证券研究院整理

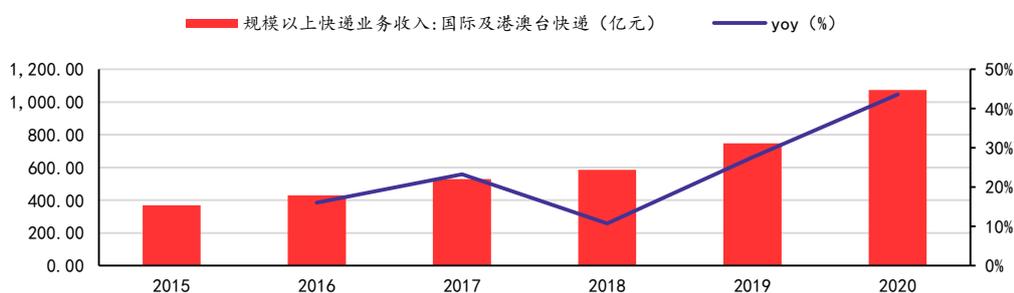
我国国际快递市场超 1000 亿元。2020 年，我国国际及港澳台快递市场业务收入达 1073.4 亿元，快递业务量为 18.40 亿票，同比增长+27.78%。2016 年-2020 年，我国国际快递业务收入的 4 年复合增长率 CAGR 为+25.77%。

图 51：2015-2020 年中国国际及港澳台快递业务量及同比变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

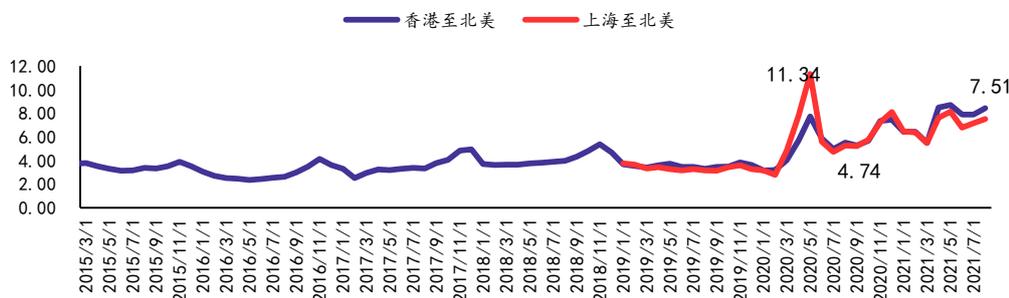
图 52：2015-2020 年中国国际及港澳台快递业务收入及同比变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2020 年，因新冠疫情爆发的原因，客机减班停飞导致客机腹舱运力下降，运力紧张的局面带来了一波运价上涨行情。据 TAC 航空货运价格数据显示，2021 年 8 月 20 日，上海-北美、上海-欧洲航空货运价格分别为 7.8 美元/公斤、4.47 美元/公斤，周环比+6.27%、-4.89%，同比+53.24%、+29.94%。由此可见，因海外地区继续受德尔塔病毒变异的反复影响，国际客机腹舱运力恢复预期持续延后，叠加疫苗运输挤占运力以及近期上海机场新确诊病例影响客改货运营等因素，航空运力紧张的局面仍将持续，航空货运价格仍居高位水平。中长期来看，我国跨境电商物流行业具备高成长性，市场空间广阔。

图 53：2015 年初以来亚太至北美航空货运月度价格指数（美元/公斤）



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

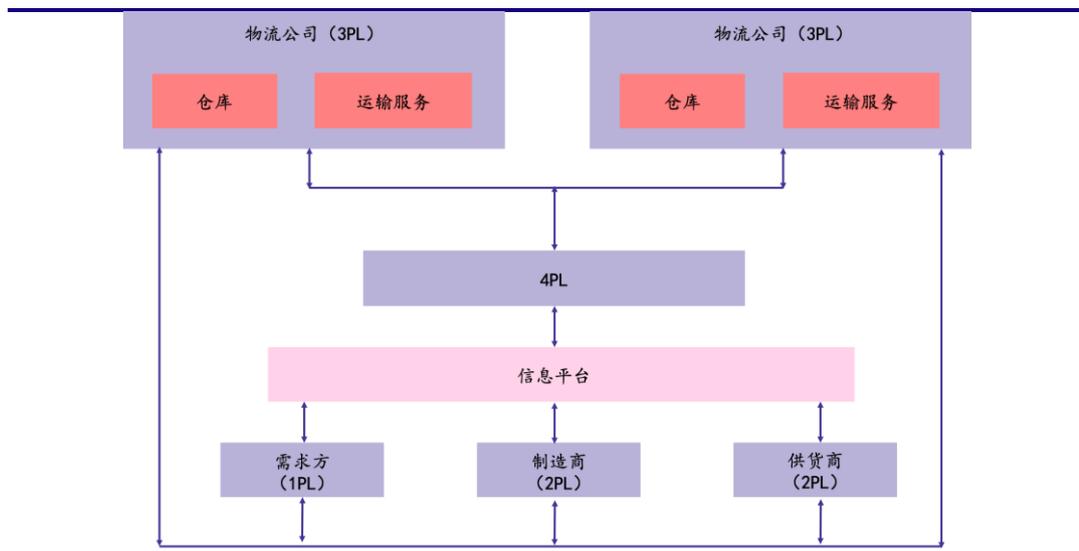
总而言之，新冠疫情下，中国积极把握机遇，优化升级制造业，高性价比中国制造产品未来将进军全球市场，物流需求旺盛，跨境物流市场万亿级。公司目前构建完成丰富的国际物流产品体系，在国际物流细分赛道市占率有望逐步提升，未来业绩值得期待。

（五）供应链业务：切入数字供应链赛道，开拓广阔成长空间

1. 收购学习全球先进公司经验，切入数字供应链市场

供应链业务服务体系框架基本构建完成。依托于顺丰在快递、快运、冷运、仓储、同城、国际等业务领域拥有的完整产品矩阵及综合物流服务能力，结合并购整合的顺丰丰豪（原“顺丰 DHL”）和新疆晖在供应链领域丰富领先的经验，顺丰的服务已渗透到众多行业的采购、生产、流通、销售、售后等完整供应链环节，为客户提供具备行业特性的端到端一站式供应链解决方案。

图 54：供应链物流行业示意图

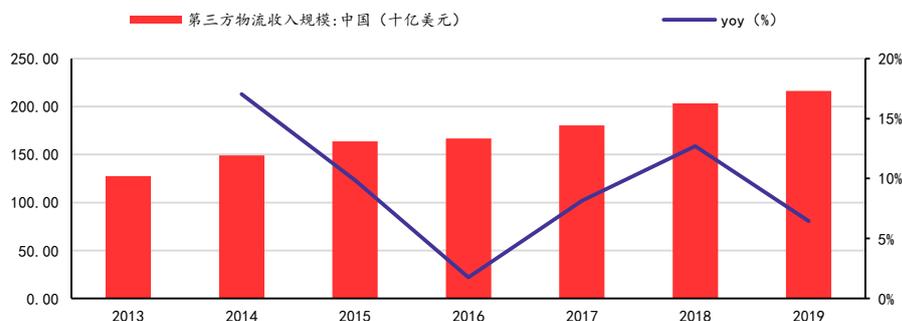


资料来源：中国银河证券研究院整理

2. 供应链业务仍在培育阶段，营收规模快速增长

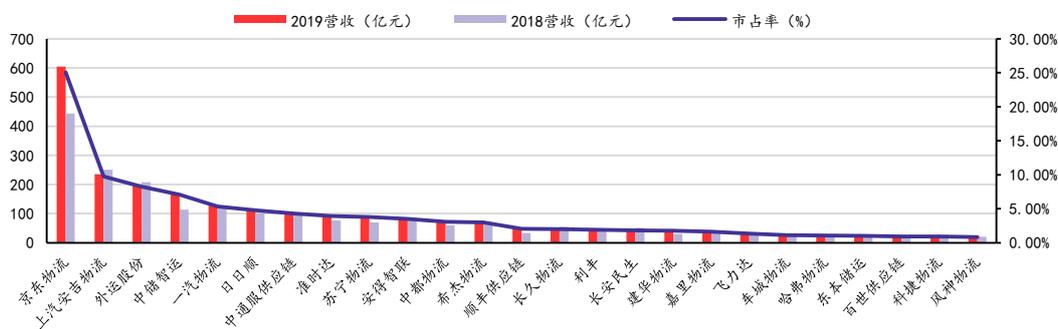
合同物流口径下，顺丰供应链排位 13。根据罗戈研究的研究报告数据，2019 年，我国合同物流 TOP25 企业的营收口径排行榜中，京东物流、安吉物流、中国外运等位居前列，顺丰供应链排在第 13 位。在公司“柔性供应链集成商”的战略定位下，“标准化+数字化+产品化”的三大 DNA 指引下，随着供应链业务板块进一步扩展，公司未来在行业内的地位有望进一步提升。

图 55：2013-2019 年中国第三方物流规模及同比变动



资料来源：罗戈研究，中国银河证券研究院整理

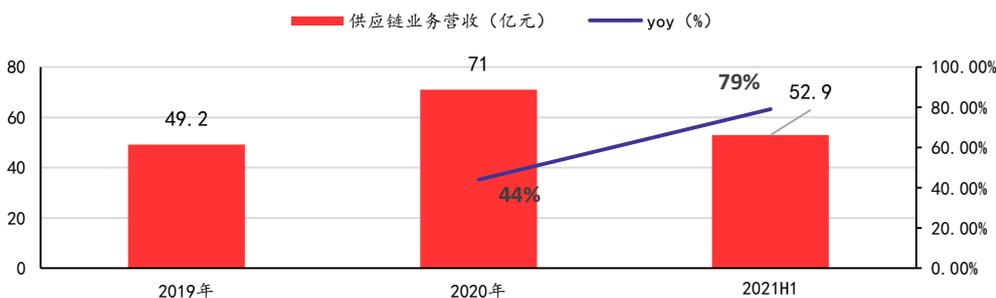
图 56：2018-2019 年中国合同物流 25 强排行榜



资料来源：罗戈研究，中国银河证券研究院整理

公司供应链营收增速处于高增长阶段，未来营收规模拓展空间广阔。2020 年供应链业务营收 71 亿元，同比增长 44%；2021 年上半年营收达 52.9 亿元，同比增长 79%。

图 57：2017-2021H1 公司国际业务营收及同比变动

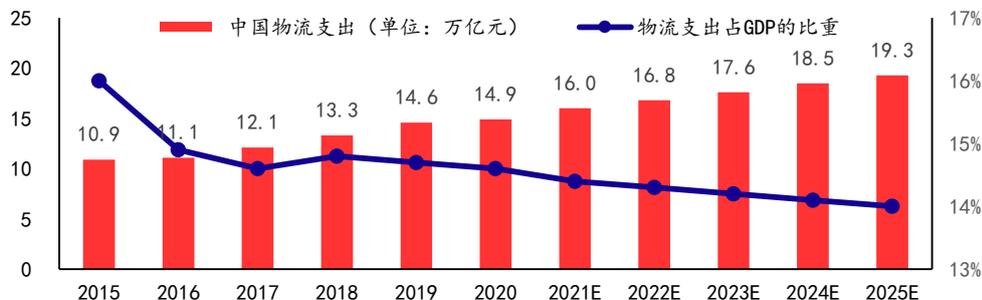


资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

3. 物流市场具有万亿元及提质增效空间，数字供应链是理想解决方案

对标发达国家，我国物流效率还有较大提升空间。2020 年中国物流成本 14.9 万亿元，占 GDP 比重 14.6%。对标美国来看（8%），若通过系列专业化、数字化措施推动物流行业提质增效，假设占比为 12%，中国的物流成本约有万亿级下降空间。

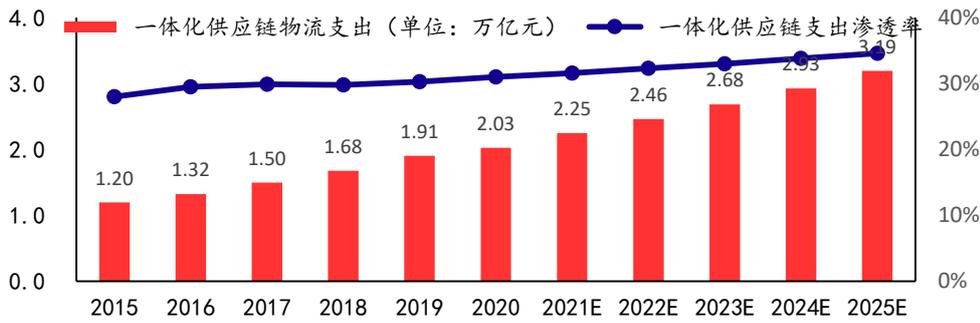
图 58：2015-2025E 中国物流总支出及占 GDP 比重



资料来源：国家统计局，灼识咨询，中国银河证券研究院整理

第三方物流及供应链渗透率水平具有进一步提升空间。根据灼识咨询研究数据显示，2020年，在我国14.9万亿元的社会物流总成本中，外包物流（第三方物流）的规模为6.5万亿元，占比达43.9%。一体化供应链物流的规模为2.03万亿元，占比第三方物流比重超30%。

图 59：2015-2025E 中国一体化供应链支出及渗透率



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院整理

总体而言，实施供应链管理可以将运输成本下降5%-15%，将整个供应链的运作费用下降10%-15%。当前中国供应链行业发展仍处于初期阶段，具有良好的成长性。按照商业模式及核心竞争力来划分，主要分为供应链综合物流企业、供应链商贸企业、供应链综合咨询及增值服务企业。我们认为，未来综合物流服务商和物流互联网企业更有竞争力和潜力转型成为领先的数字供应链服务商。公司作为优质的综合物流龙头，目前已经完成各个物流子赛道的布局，完全具备在数字供应链领域的突围能力。

四、盈利预测及估值分析

（一）盈利预测

1、时效件

【量】：考虑到公司时效件主要由商务信函、高端电商件、个人散件等三部分构成，具有高端消费的属性，我们假设时效件件量增速与宏观经济增幅具有相关性。考虑到宏观经济稳定增长的特点，增速约为6%-8%左右，我们假设，2021-2023年，公司时效件件量增速分别为+7%、+8%、+8.5%。

【价】：考虑到快递行业低价竞争继续的趋势，假设2021-2023年，公司时效件单票价格分别为21.5元/票、21元/票、20.5元/票。

【毛利率】：公司从2014年开始发展经济件业务，故2013年公司业务结构基本为单一时效件。2013年，公司毛利率约为25%，可推测公司时效件毛利率约为25%。由此，假设2020年，公司时效件毛利率为25%。考虑到2021年底，鄂州机场投入使用初期，因面临路由转换，公司时效件毛利率或有暂时性降低，但随着鄂州机场产能释放，公司逐步适应“轴辐式”运营模式，毛利率或有所显著提升，假设2021-2023年，公司时效件毛利率分别为24.5%、26%、27%。

【营收】：测算可得，2021-2023年，公司时效件业务营收增速（老口径）分别为+4.57%、+5.49%、+5.92%。

2、经济件

【量】：公司经济件业务由普通经济件、特惠专配、丰网三部分组成。考虑到普通经济件业务主要为时效件折扣优惠产品，我们假设，2021-2023年，普通经济件的件量增速约为25%、22%、20%；而对于特惠专配、丰网业务，考虑到电商特惠专配渗透空间较大，假设特惠专配业务量增速65%、45%、35%；丰网件量低基数，假设丰网件量增速为60%、55%、50%。由此加总可得，2021-2023年，公司经济件业务量增速（老口径）分别为+55.34%、+44.01%、+37.47%。

【价】：假设2021-2023年，其他经济件的单票价格分别为15元/票、14.5元/票、14元/票，特惠专配的单票价格分别为7元/票、7元/票、6.5元/票，“丰网”产品的单票价格分别为2.5元/票、2.3元/票、2.2元/票。

【毛利率】：考虑到当前电商快递行业价格战加剧，行业盈利空间挤压，毛利率有所下滑。1-2年后，行业或迎来出清局面，盈利空间或有改善。假设2021-2023年，公司经济件毛利率分别为12%、13%、14%。

【营收】：测算可得，2021-2023年，公司经济件业务营收增速（老口径）分别为+37.55%、+30.11%、+24.35%。

3、快运业务

【营收】：公司快运业务板块由顺丰快运（直营网络）、顺心快运（加盟网络）两部分构成，假设两部分占比快运业务比例分别为70%、30%。考虑到2020年快运市场（公路零担市场）增速为+10%，叠加考虑“四网融通”战略下，公司底盘路由优化改善，快运板块显著受益提效，假设顺丰快运，即直营快运业务增速高于市场38pct，则为+48%，顺心捷达增速高于市场40pct，为+50%。

【毛利率】：2020年，公司快运板块基本实现盈亏平衡。实行“四网融合”后，快运干线装载率提升，成本逐步摊薄，则假设2021-2023年，公司快运业务板块毛利率分别为2%、2.5%、5%。

4、冷运业务

【营收】：公司冷运业务板块由食品冷运（生鲜速配、其他食品冷运）、医药冷运两部分构成，假设两部分占比冷运业务比例分别为83%、17%。考虑到2020年冷运市场增速为+10%，考虑到公司2021年进口生鲜业务受到国际疫情冲击，假设公司食品冷运增速仅高于市场10pct，为+20%。对于医药冷运，因短期内全球疫情仍在持续，疫苗运输需求仍较为旺盛，假设公司医药冷运业务的增长速度也为+20%。

【毛利率】：2020年起，公司冷运业务基本扭亏。考虑到公司冷运业务已经处于盈利通道，随着规模效应释放，假设2021-2023年，公司冷运业务板块的毛利率逐步提升，分别为2%、2.5%、5%。

5、同城业务

【营收】：假设2021-2023年，公司同城业务增速分别为+50%、+30%、+20%。

【毛利率】：截至2020年，公司同城业务仍为亏损状态。我们认为，当前同城即配市场已

经形成寡头垄断的局面，且美团、蜂鸟持续扩张发展具备领先优势。公司作为新进入者，从行业竞争中突围的难度较大。由此我们认为，公司在未来三年，同城业务扭亏面临着挑战。假设 2021-2023 年，公司同城业务毛利率分别为-5%、-4%、-3%。

6、国际业务

【营收】：公司国际业务主要包括国际小包、国际快递等轻小件 2C 业务。考虑到 2020 年 Q1-Q3，跨境电商行业增速（海关总署口径）为+50%，疫情背景下行业高成长属性凸显。不考虑并购嘉里物流带来的效应，假设 2021-2023 年，公司国际业务营收增速分别为+35%、+30%、+20%。

【毛利率】：截至 2020 年，公司跨境业务毛利率为正，板块盈利。考虑到随着公司业务最大，规模效应兑现，盈利水平或逐步提升，假设 2021-2023 年，公司跨境业务毛利率分别为 12%、13%、14%。

7、供应链业务

【营收】：假设 2021-2023 年，公司供应链业务板块的增速分别为+80%、+80%、+60%。

【毛利率】：截至 2020 年，公司供应链业务毛利率为正，板块盈利。我们看好公司供应链物流业务具备的高成长特点，对板块盈利水平放量持有乐观预期，由此假设 2021-2023 年，公司供应链业务毛利率逐步上升，分别为 12%、13%、15%。

由此测算可得，2021-2023 年，公司营业总收入分别为 1,932.87 亿元、2,424.80 亿元、2,973.53 亿元，同比分别+25.52%、+25.45%、+22.63%，毛利率分别为 13.00%、13.22%、13.90%。

表 11：盈利预测与估值数据

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1539.87	1932.87	2424.80	2973.53
yoy (%)	37.25%	25.52%	25.45%	22.63%
毛利率 (%)	16.35%	13.00%	13.22%	13.90%
1. 时效件	663.6	693.91	732.00	775.31
yoy (%)	17.41%	4.57%	5.49%	5.92%
件量 (亿件)	30.16	32.28	34.86	37.82
yoy (%)	17.41%	7%	8.0%	8.5%
单票价格 (元/票)	22	21.5	21	20.5
yoy (%)	0%	-2.27%	-2.33%	-2.38%
毛利率 (%)	25%	25%	26%	27%
2. 经济件	441.48	607.26	790.10	982.49
yoy (%)	64%	37.55%	30.11%	24.35%
件量 (亿件)	53.35	82.87	119.34	164.06
yoy (%)	111.38%	55.34%	44.01%	37.47%
毛利率 (%)	16%	9%	10%	11%

2.1 普通经济件	176.59	206.94	244.06	282.77
yoy (%)	31.20%	17.19%	17.93%	15.86%
占比经济件 (%)	40%	34.08%	30.89%	28.78%
件量 (亿件)	11.04	13.80	16.83	20.20
yoy (%)	31.20%	25%	22%	20.0%
单票价格 (元/票)	16	15	14.5	14
yoy (%)	0%	-6.25%	-3.33%	-3.45%
2.2 特惠专配	220.74	341.46	462.11	579.28
yoy (%)	64.00%	54.69%	35.33%	25.36%
占比经济件 (%)	50%	56.23%	58.49%	58.96%
件量 (亿件)	27.59	45.53	66.02	89.12
yoy (%)	64.00%	65%	45%	35%
单票价格 (元/票)	8	7.5	7	6.5
yoy (%)	0%	-6.25%	-6.67%	-7.14%
2.3 丰网	44.15	58.86	83.94	120.44
yoy (%)	-	33.33%	42.60%	43.48%
占比经济件 (%)	10%	9.69%	10.62%	12.26%
件量 (亿件)	14.72	23.55	36.50	54.74
yoy (%)	-	60%	55%	50%
单票价格 (元/票)	3	2.5	2.3	2.2
yoy (%)	0%	-16.67%	-8.00%	-4.35%
3. 快运	185.17	275.16	375.64	476.66
yoy (%)	67.65%	48.60%	36.51%	26.89%
毛利率 (%)	0%	2%	3.0%	5%
3.1 顺丰快运	129.62	191.84	258.98	336.67
yoy (%)	46.28%	48%	35%	30%
占比快运分部 (%)	70%	69.72%	68.94%	70.63%
3.2 顺心快运	55.55	83.33	116.66	139.99
yoy (%)	46.28%	50%	40%	20%
占比快运分部 (%)	30%	30.28%	31.06%	29.37%
4. 冷运	64.97	77.96	102.68	135.34
yoy (%)	27.53%	20.00%	31.70%	31.81%
毛利率 (%)	0%	2%	3%	5%
4.1 食品冷运	53.93	64.71	84.12	109.36
yoy (%)	27.54%	20%	30%	30%
占比冷运 (%)	83%	83.00%	81.93%	80.81%
4.2 医药冷运	11.04	13.25	18.56	25.98
yoy (%)	27.54%	20%	40%	40%
占比冷运 (%)	17%	17.00%	18.07%	19.19%
5. 同城	31.46	47.19	66.07	85.89
yoy (%)	61.17%	50%	40%	30%

毛利率 (%)	-5%	-5%	-4%	-3%
6. 国际	59.73	80.64	104.83	125.79
yoy (%)	110.40%	35%	30%	20%
毛利率 (%)	5%	12%	13%	14%
7. 供应链	71.04	127.87	230.17	368.27
yoy (%)	44.45%	80%	80%	60%
毛利率 (%)	12%	12%	13%	15%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理 *各版块业务量由银河证券测算得出

根据我们测算结果, 2021-2023 年, 公司归母净利润分别为 45.71 亿元、64.44 亿元、94.44 亿元, 同比分别-37.60%、+40.97%、+46.55%。

基于以上假设, 公司的盈利预测及估值数据如下:

表 12: 盈利预测与估值部分结果

单位: 亿元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	909.43	1,121.93	1,539.87	1,932.87	2,424.80	2,973.53
增长率 (%)	27.60%	23.37%	37.25%	25.52%	25.45%	22.63%
归属母公司股东净利润	45.56	57.97	73.26	45.71	64.44	94.44
增长率 (%)	-4.51%	27.24%	26.39%	-37.60%	40.97%	46.55%
每股收益 (EPS)	1.03	1.31	1.61	1.00	1.41	2.07
销售毛利率	17.92%	17.42%	16.35%	13.00%	13.22%	13.90%
销售净利率	5.01%	5.17%	4.76%	2.37%	2.66%	3.18%
净资产收益率 (ROE)	12.41%	13.66%	12.98%	7.49%	9.55%	12.28%
投入资本回报率 (ROIC)	6.92%	7.12%	8.15%	2.93%	4.18%	6.18%
市盈率 (P/E)	31.76	28.32	54.87	66.38	47.09	32.13
市净率 (P/B)	3.94	3.87	7.12	4.97	4.50	3.95

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 绝对估值

我们使用 FCFF (实体现金流量) 法进行估值。假设如下:

Beta=0.89 (时间窗: 100 周)

Rf=3.05% (十年国债收益率)

Rm=4.68% (十年沪深 300 平均收益率)

E/D= 93.06%/6.94%

WACC=4.35%

预测期 (2021-2023 年)

过渡期 (2024-2030 年): 7 年

过渡期增长率：+25%（考虑到快递物流行业高成长性有望持续，跨境、供应链等新赛道还会进一步打开，2030年前有新的潜在增长点）

永续期：（2030年-）

永续期增长率：+1.8%（考虑到公司在2030年后进入成熟发展阶段，增长速度趋于平缓）

根据模型估算结果，公司股价目标价格为79.31元，当前股价存在低估，未来仍有估值修复空间。绝对估值敏感性分析详见表13：

表 13：绝对估值敏感性分析

永续增长率 (g)	WACC						
	3.6%	3.9%	4.1%	4.4%	4.6%	4.9%	5.1%
1.1%	80.46	72.93	66.65	61.31	56.74	52.76	49.28
1.3%	89.19	80.07	72.59	66.33	61.02	56.47	52.51
1.6%	100.05	88.76	79.69	72.24	66.02	60.74	56.20
1.8%	113.93	99.57	88.34	79.31	71.90	65.70	60.45
2.1%	132.29	113.39	99.10	87.92	78.93	71.56	65.39
2.3%	157.70	131.65	112.84	98.62	87.50	78.56	71.22
2.6%	195.22	156.95	131.02	112.31	98.16	87.09	78.19

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

五、风险提示

时效快递需求不及预期风险；快递价格战产生的风险；新业务培育期产能扩张带来的风险，快递物流政策变化产生的风险。

六、附录

表 14: 盈利预测与估值数据 (单位: 亿元)

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产					营业收入	1539.87	1932.87	2424.80	2973.53
货币资金	164.18	155.23	181.76	311.98	营业成本	1288.10	1681.52	2104.17	2560.16
应收账款	168.49	200.96	257.88	315.40	营业税金及附加	3.79	4.77	5.99	7.34
存货	9.87	14.85	18.00	21.76	营业费用	22.52	32.07	39.13	47.69
其他	117.53	115.75	117.43	119.08	管理费用	116.00	158.31	195.12	238.15
非流动资产					财务费用	8.53	0.00	0.00	0.00
长期投资	36.47	36.47	36.47	36.47	资产减值损失	-0.35	0.00	0.00	0.00
固定资产	223.57	302.57	357.57	339.57	公允价值变动收益	1.34	0.00	0.00	0.00
无形资产	106.33	113.51	115.49	117.37	投资净收益	8.51	15.65	18.16	21.90
其他	228.46	223.05	223.05	223.05	营业利润	101.36	63.53	89.30	130.75
资产总计	1111.60	1241.36	1405.12	1602.97	其他非经营损益	-0.97	0.00	0.00	0.00
流动负债					利润总额	100.39	63.53	89.30	130.75
短期借款	79.97	79.97	79.97	79.97	所得税	31.07	19.66	27.63	40.46
应付账款	154.85	203.21	256.84	310.68	净利润	69.32	43.87	61.66	90.29
非流动负债					少数股东损益	-3.94	-1.84	-2.78	-4.15
长期借款	18.66	18.66	18.66	18.66	归属母公司净利润	73.26	45.71	64.44	94.44
其他	107.26	107.26	107.26	107.26	EBITDA	144.96	58.75	81.63	118.38
负债合计	544.00	629.89	731.99	839.56	EPS (元)	1.61	1.00	1.41	2.07
少数股东权益	3.17	1.32	-1.45	-5.61	主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
归母股东权益	564.43	610.14	674.59	769.03	毛利率	16.35%	13.00%	13.22%	13.90%
负债和股东权益	1111.60	1241.36	1405.12	1602.97	净利率	4.76%	2.37%	2.66%	3.18%
现金流量表	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE	12.98%	7.49%	9.55%	12.28%
经营活动现金流	113.24	80.32	93.77	123.77	ROIC	8.15%	2.93%	4.18%	6.18%
净利润	69.32	43.87	61.66	90.29	资产负债率	48.94%	50.74%	52.09%	52.37%
折旧摊销	52.92	23.82	28.02	31.12	流动比率	1.24	1.12	1.11	1.24
财务费用	9.81	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.13	1.00	0.98	1.11
投资损失	-8.51	-15.65	-18.16	-21.90	总资产周转率	1.39	1.56	1.73	1.86
其它	3.45	0.33	0.39	0.45	应收账款周转率	9.14	9.62	9.40	9.43
投资活动现金流	-148.84	-89.27	-67.23	6.45	每股收益	1.61	1.00	1.41	2.07
资本支出	-122.03	-104.92	-85.39	-15.45	P/E	54.87	66.38	47.09	32.13
长期投资	-3.77	0.00	0.00	0.00	P/B	7.12	4.97	4.50	3.95
其他	-23.04	15.65	18.16	21.90					
筹资活动现金流	13.32	0.00	0.00	0.00					
短期借款	19.43	0.00	0.00	0.00					
长期借款	-46.74	0.00	0.00	0.00					
现金净增加额	-22.98	-8.95	26.53	130.22					

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图目录

图 1: 公司股权结构图.....	4
图 2: 2013-2021H1 年公司营业收入及同比变动.....	5
图 3: 2013-2021H 年公司归母净利润及同比变动.....	5
图 4: 2016-2021H1 年公司毛利率、净利率.....	6
图 5: 2016-2021H1 年公司净资产收益率.....	6
图 6: 2016-2021H1 年公司资产负债率.....	6
图 7: 2021H1 年公司主营业务构成(新口径).....	7
图 8: 2020H1 年公司主营业务构成(原口径).....	7
图 9: 2020 年公司主营业务构成(原口径).....	7
图 10: 2016-2020 年公司已签约土地面积.....	8
图 11: 公司“地网”示意图.....	8
图 12: 公司货航资源示意图.....	9
图 13: 2016-2020 年公司全货机及散航发货量占比.....	9
图 14: 鄂州顺丰机场“轴辐式”模式.....	10
图 15: 公司时效件经营模式示意图.....	11
图 16: 2013-2021H1 年公司时效件营收及同比变动.....	12
图 17: 2013-2020H1 年公司毛利率水平变化.....	12
图 18: 时效件市场格局及主要公司业务流程示意图.....	13
图 19: 公司产品单票价格示意图.....	13
图 20: 公司高端电商件客户结构图.....	14
图 21: 2017-2021H1 年公司经济件营收及同比变动.....	14
图 22: 2018 年初以来快递品牌服务集中度指数 CR8 (月).....	15
图 23: 重货快运行业细分领域示意图.....	16
图 24: 公司快运业务客户结构图.....	16
图 25: 2017-2021H1 年公司快运中转站数量.....	17
图 26: 2017-2021H1 年公司快运网点数量.....	17
图 27: 2017-2021H1 年公司快运场地面积.....	17
图 28: 2017-2020H1 年公司快运自有车辆数量.....	17
图 29: 2016-2021H1 年公司快运业务营收及同比变动.....	18
图 30: 2015-2020 年中国公路零担物流市场规模及同比变动.....	19
图 31: 2015-2020 年中国公路货运量及同比变动.....	19
图 32: 公司冷运业务结构示意图.....	19
图 33: 2016-2021H1 年公司冷库及医药冷库运营面积.....	21
图 34: 2016-2021H1 年公司冷库数量.....	21
图 35: 2016-2021H1 年公司医药冷藏车数量.....	21
图 36: 2016-2021H1 年公司医药运输干线数量.....	21
图 37: 2016-2021H1 年公司冷运业务营收及同比变动.....	22
图 38: 冷链物流产业链示意图.....	23
图 39: 2016-2020 年我国冷链物流市场规模及同比变动.....	23

图 40: 2016-2020 年我国生鲜电商市场交易规模及同比变动	23
图 41: 我国即时配送行业格局示意图	24
图 42: 我国即时配送细分行业占比情况	25
图 43: 我国即时配送行业市占率情况	25
图 44: 2017-2021H1 公司同城业务营收及同比变动	25
图 45: 2013-2020 年我国即时物流行业规模及同比变动	26
图 46: 2013-2020 年我国即时物流行业订单量及同比变动	26
图 47: 2013-2020 年我国即时物流单价水平及同比变动	26
图 48: 2017-2021H1 公司国际业务营收及同比变动	27
图 49: 2016-2020 年中国跨境电商交易规模及同比变动	28
图 50: 跨境电商物流产业链示意图	28
图 51: 2015-2020 年中国国际及港澳台快递业务量及同比变动	29
图 52: 2015-2020 年中国国际及港澳台快递业务收入及同比变动	29
图 53: 2015 年初以来亚太至北美航空货运月度价格指数 (美元/公斤)	29
图 54: 供应链物流行业示意图	30
图 55: 2013-2019 年中国第三方物流规模及同比变动	30
图 56: 2018-2019 年中国合同物流 25 强排行榜	31
图 57: 2017-2021H1 公司国际业务营收及同比变动	31
图 58: 2015-2025E 中国物流总支出及占 GDP 比重	31
图 59: 2015-2025E 中国一体化供应链支出及渗透率	32

表目录

表 1: 主要财务指标及预测	1
表 2: 公司时效件产品介绍	11
表 3: 公司部分经济件产品介绍	13
表 4: 公司快运产品介绍	15
表 5: 2020 年中国公路零担货运 30 强排行榜	18
表 6: 公司冷运产品介绍	20
表 7: 公司医药产品介绍	20
表 8: 2020 年中国冷链物流 10 强排行榜	22
表 9: 公司同城件产品介绍	24
表 10: 公司跨境快递产品介绍	27
表 11: 盈利预测与估值数据	34
表 12: 盈利预测与估值部分结果	36
表 13: 绝对估值敏感性分析	37
表 14: 盈利预测与估值数据 (单位: 亿元)	38

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

王靖添，交通运输行业分析师，北京大学理学博士。曾就职于中国交通运输部规划研究院，担任高级工程师、主任工程师。2018年加入中国银河证券研究院，从事交通运输行业投资研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn