

交通运输/快递

报告原因：深度报告

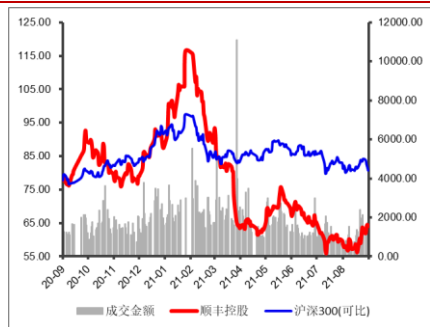
顺丰控股（002352.SZ）

顺势而为，羽翼渐丰

2021年9月17日

公司研究/深度报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年9月16日

收盘价(元):	64.00
年内最高/最低(元):	124.06/54.39
流通 A 股/总股本(亿):	45.04/45.56
流通 A 股市值(亿):	2882.25
总市值(亿):	2916.12

基础数据：2021年6月30日

基本每股收益(元):	0.17
每股净资产(元):	12.44
净资产收益率:	1.34%

分析师：张湃

执业登记编码：S0760519110002

电话：0351-8686797

邮箱：zhangpai@sxzq.com

研究助理：

武恒：wuheng@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **龙头壁垒坚固，看好长期成长逻辑。**经过多年的潜心经营和战略性布局，公司打造了“天网+地网+信息网”的独特稀缺物流服务网络，构筑高壁垒核心竞争力。公司近年来业绩保持高速增长，传统业务稳健，新业务快速拓展，通过科技赋能，获取更强的定价权。未来，公司四网融通成效逐步释放，新业务有望逐渐减亏甚至实现扭亏，鄂州机场的投产将进一步强化公司时效壁垒，我们看好公司长期成长性。
- **行业维持高景气度，公司有望受益发展提质。**我国物流行业规模广阔，整合空间巨大，未来有望形成多家综合物流龙头。行业发展趋势：1) 新冠疫情加速消费向线上转移，随着人们消费习惯的改变，我国社会消费品线上渗透率有望进一步提升；2) 目前，电商件是我国快递行业业务量的主要来源，电商多元化发展，下沉市场、直播电商、生鲜电商等新增长点将持续为快递行业提供驱动力；3) 监管政策趋严，市场有望转向有序竞争、高质量发展，未来，综合物流服务能力将为企业赢得定价权。
- **持续完善产品矩阵，全面打造综合物流服务龙头。**时效快递：公司最稳定的收入来源，消费类取代商务类成为新驱动力，增长韧性较强；经济快递：产品下沉收获成效，丰网起网后双网并行未来增长空间大；快运：已经跨过毛利率盈亏平衡点，随着货量增长，快运有望实现盈利，零担行业增长空间和整合潜力大，快运业务有望成为公司一大业务增长点；冷运：公司布局冷链物流早，网络覆盖优势明显，联手夏晖树立了全网型标杆；国际：携手嘉里物流，完善国际业务战略布局，双方优势互补，有望形成战略协同；同城：拟拆分赴港上市，当下对于公司以战略布局为主；供应链：公司在自身多元业务中沉淀了海量的数据和行业经验，拥有先发优势和技术壁垒，参考国际综合物流行业巨头，未来公司供应链收入占比仍有上升空间。





➤ **投入期短期承压，业绩边际改善。**我们认为公司正处在边际改善阶段：首先，公司重新审视资源投放，并加强精细化管控，目前，快递物流传统旺季即将来临，公司的四网融通项目将在收、转、运、派各环节提升产能利用率，规模效应逐渐释放，进而带动公司盈利能力持续提升，支撑公司业绩整体改善；其次，电商快递监管力度空前，政策层面整治快递行业不良竞争的决心坚定，公司电商件增长速度快，收入占比迅速提升，对公司毛利影响显著，我们预计下半年电商快递价格战阶段性缓和，经济件毛利有望提升；同时，价格战缓解的情况下，市场对此前深陷价格战泥潭的通达系预期有所改观，公司经济业务有望迎来价值重估；此外，市场价格战缓解，转向高质量发展，符合顺丰一直以来的高质量综合物流服务能力的发展战略，公司有望受益市场下一步发展趋势，继续打造龙头品牌标杆。

投资建议：公司传统业务盈利稳健，新业务快速拓展，随着产品矩阵不断完善，公司综合物流服务能力不断加强，有望支撑公司业绩持续增长。未来鄂州机场投产、四网融通深入、数字化科技赋能，公司竞争壁垒有望进一步加固。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.86 元/股、1.49 元/股、2.13 元/股，对应 9 月 16 日收盘价 64.00 元/股，PE 分别为 74.06 倍、43.05 倍、30.11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：时效件增速不及预期；新业务拓展不及预期；竞争恶化，价格战超预期；鄂州机场建设进度不及预期；四网融通效果不及预期。

目录

1. 龙头壁垒坚固，看好长期成长逻辑	9
1.1 从加盟到直营，巨头崛起	9
1.2 “三网合一”重资产构筑顺丰高壁垒	13
1.3 盈利能力稳健，科技赋能核心	19
1.4 四网融通整合资源，规模效应有望释放	26
2. 行业维持高景气度，公司有望受益发展提质	27
2.1 行业空间广阔，料线上消费渗透率提升	27
2.2 电商多元化发展，行业增长动力强劲	30
2.3 行业监管强化，快递业从价格战走向高质量发展	33
3. 持续完善产品矩阵，全面打造综合物流服务龙头	36
3.1 时效快递：核心驱动力改变，时效件重新定义	36
3.2 经济快递：产品下沉收获成效，未来增长潜力较大	40
3.3 快运：规模增速行业领先，货量突破盈亏平衡点	44
3.4 冷运：网络覆盖优势明显，联合巨头树行业标杆	49
3.5 国际：携手嘉里物流完善国际战略布局	52
3.6 同城：拟拆分赴港上市，战略意义大于盈利	54
3.7 供应链：综合物流行业未来的终极答案	57
4. 投入期短期承压，业绩边际改善	60
5. 盈利预测	63
5.1 估值方法	63
5.2 分部估值及盈利预测	63
5.3 投资建议	66
6. 风险提示	66

图表目录

图 1：顺丰控股发展历程	9
图 2：顺丰控股股权结构（截至 2021 年中报）	10
图 3：通达系加盟制经营模式	10
图 4：顺丰的直营模式	11
图 5：顺丰“天网+地网+信息网”物流网络	13
图 6：顺丰航空网络资源	14
图 7：顺丰航空发货量及增速（万吨，%）	15
图 8：顺丰航空发货量占国内航空货邮运量比重	15
图 9：顺丰目前“点对点”航线网络	16
图 10：孟菲斯机场地理位置	17
图 11：鄂州机场“轴辐式”网络	17
图 12：顺丰物流产业园布局	18
图 13：公司营业收入及增速（亿元，%）	19
图 14：公司归母净利润及增速（亿元，%）	19
图 15：主要快递公司营业收入对比（亿元）	20
图 16：主要快递公司归母净利润对比（亿元）	20
图 17：公司各项业务营业收入增长及占比情况	21
图 18：顺丰毛利率和净利率（%）	22
图 19：顺丰与行业平均单票收入（元）	22
图 20：公司管理费率（%）	23
图 21：公司销售费率（%）	23
图 22：公司研发费率（%）	23

图 23: 公司财务费率 (%)	23
图 24: 研发费用横向对比 (亿元)	24
图 25: 研发费率横向对比 (%)	24
图 26: 公司资产结构 (亿元, %)	24
图 27: 资产负债率对比 (%)	24
图 28: 公司负债结构 (亿元)	25
图 29: 公司资本开支占收入比 (%)	25
图 30: 四网融通模式	27
图 31: 我国社会物流费用及占 GDP 比重 (亿元, %)	28
图 32: 2011 年以来全国规上快递业务量情况 (亿件, %)	29
图 33: 2020 年单月规上快递业务量情况 (亿件, %)	29
图 34: 实物商品网上零售额增长 (%)	29
图 35: 网购渗透率 (%)	29
图 36: 2020 年各品类网络零售额占比	30
图 37: 2020 年“双 11”活跃用户城市等级分布	31
图 38: 农村网络零售额 (万亿元, %)	31
图 39: 直播电商市场规模 (万亿, %)	32
图 40: 直播电商渗透率 (%)	32
图 41: 三大直播电商平台 GMV	32
图 42: 中国生鲜电商市场规模 (亿元, %)	33
图 43: 快递公司业务量市场份额 CR6	33
图 44: 2010-2020 年快递行业单票收入 (元)	34
图 45: 近两年月度单票价格 (元, %)	34

图 46：义乌市快递业务量（万件，%）	35
图 47：义乌市快递单票收入（元，%）	35
图 48：公司时效件收入及增速（亿元，%）	37
图 49：公司时效件收入及占比（亿元，%）	37
图 50：公司时效件收入增速与 GDP 增速相关性弱化（%）	37
图 51：公司 2019 年时效件板块件量结构	38
图 52：公司 2020 年时效件板块件量结构	38
图 53：公司 2020 年消费类细分占比	38
图 54：2021 年 618 全网销售数据	39
图 55：公司经济件收入及增速（亿元，%）	41
图 56：公司经济件件量结构	41
图 57：公司经济件收入及占比（亿元，%）	42
图 58：公司经济件占比与毛利率	42
图 59：丰网速运股权结构	43
图 60：丰网向顺心加盟商收集加盟意向	43
图 61：丰网覆盖区域	43
图 62：顺丰快慢分离举措	44
图 63：我国公路货运市场规模预测	45
图 64：2020 年中美零担市场集中度	45
图 65：顺心捷达发展历程	46
图 66：顺丰快运直营+加盟双网模式	47
图 67：公司快运业务收入及增速（亿元，%）	47
图 68：公司零担货量及增速（万吨，%）	47

图 69：2020 年零担货量 TOP10	48
图 70：中国冷链物流市场规模（亿元，%）	49
图 71：冷链百强企业营收占行业总规模比重（亿元，%）	49
图 72：公司冷运业务收入及增速（亿元，%）	51
图 73：公司冷运产品结构	51
图 74：公司国际业务收入及增速（亿元，%）	53
图 75：公司国际业务收入结构	53
图 76：嘉里物流按分部收入结构（百万港元）	53
图 77：嘉里物流按地区收入结构（百万港元）	53
图 78：中国即时配送行业年订单量（亿单，%）	54
图 79：2018 年中国即时配送市场细分品类订单量占比.....	55
图 80：2019 年中国即时配送市场细分品类订单量占比.....	55
图 81：公司同城业务收入及增速（亿元，%）	55
图 82：公司同城网络	55
图 83：顺丰同城业务全场景模型	56
图 84：同城实业营业收入及营业成本（亿元）	56
图 85：同城实业毛利及净利情况（亿元，%）	56
图 86：顺丰供应链业务布局	58
图 87：顺丰供应链业务收入及增速（亿元，%）	59
图 88：2020 年 UPS 供应链收入占比.....	60
图 89：2020 年顺丰供应链收入占比	60
图 90：公司单季度归母净利润情况（亿元，%）	60
图 91：公司单季度毛利润及毛利率情况（亿元，%）	60

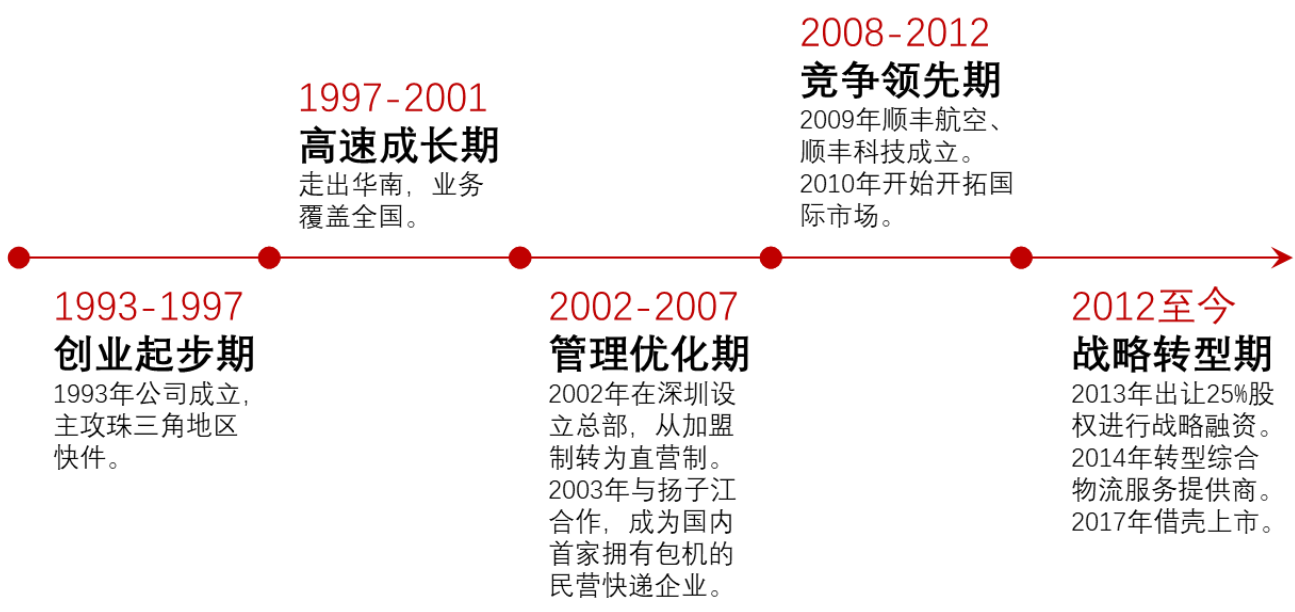
图 92：公司营业收入及营业成本增速（%）	61
图 93：公司单季资本开支情况（亿元，%）	62
图 94：公司单季人力成本情况（亿元，%）	62
表 1：直营与加盟模式优缺点	12
表 2：国家邮政局快递企业满意度排名	12
表 3：2020 年 10 家快递服务品牌主要时限指标排名.....	12
表 4：快递企业自营机队对比（架）	14
表 5：鄂州机场项目总投资及资金来源	15
表 6：顺丰与通达系网络对比（2020 年年报）	17
表 7：公司分部报告（亿元）	21
表 8：部分快递企业主要固定资产账面价值（亿元）	26
表 9：顺丰时效件产品	36
表 10：2021 年 618 期间七大品类分平台销售额（亿元）	40
表 11：天猫一线品牌发货方式.....	40
表 12：顺丰经济件产品	41
表 13：顺丰快运产品	45
表 14：2020 年零担行业收入 TOP30	48
表 15：2019 年度中国冷链物流企业 TOP10	50
表 16：2020 年以来我国冷链物流行业政策梳理	50
表 17：同城实业营业成本拆分	57
表 18：公司主业分部估值结果（亿元，%）	65
表 19：重要财务指标盈利预测（百万元，%）	66

1. 龙头壁垒坚固，看好长期成长逻辑

1.1 从加盟到直营，巨头崛起

顺丰控股股份有限公司（以下简称“顺丰”或“公司”）于 1993 年诞生于广东顺德，成立之初主要承接港深快件运送，通过加盟制拓展规模，1997 年后开始走出广东省，业务迅速覆盖全国。2002 年公司在深圳设立总部，从加盟制转变为直营制，并明确了中高端产品定位。2003 年非典时期，线上购物迎来高速发展，顺丰抓住机遇与扬子江快运合作，包下 5 架飞机，成为国内首家实现航空运输的民营快递企业，此后，公司在 2009 年进一步成立了顺丰航空，打造自建机队，经过不断加强中高端产品的服务质量，顺丰逐渐成为了“快”和“准时”的代名词。2014 年之后，顺丰明确转型综合物流服务提供商，积极开拓快运、冷链、同城、国际、供应链等新业务。2017 年 2 月，顺丰借壳鼎泰新材在深交所登录 A 股市场。

图 1：顺丰控股发展历程

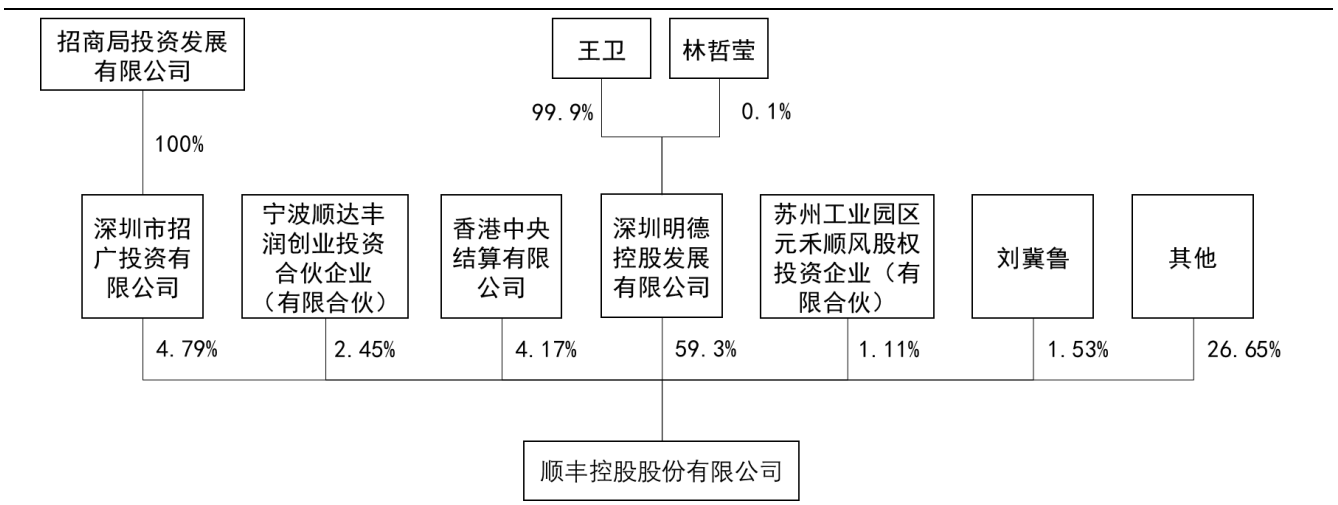


资料来源：公司官网，山西证券研究所

创始人掌控力强，王卫主导下的直营模式拥有绝对控制力，确保公司自上而下战略统一。根据 2021 年中报，公司创始人王卫通过深圳明德控股发展有限公司间接持有公司 59.3% 的股权，是公司的实际控制人。在创立初期，公司采用加盟制快速扩张，业务很快覆盖至全国范围，但是随着规模的扩大，加盟制的弊端也逐渐显现：加盟商数量众多、质量参差不齐、总部约束力较差，难以保证公司的服务质量。因此，公司开始收回加盟商的控制权，直至 2002 年在深圳成立总部，公司宣告完成从加盟制到直营制的转变。

顺丰是 A 股首家采用直营模式的快递公司，由收派网点、中转场、干支线、航空枢纽、飞机、运输车辆、员工等组成的快递网络和核心资源均归总部控制，从而保证公司对整个网络进行强力和有效的管控。

图 2：顺丰控股股权结构（截至 2021 年中报）



资料来源：wind，山西证券研究所

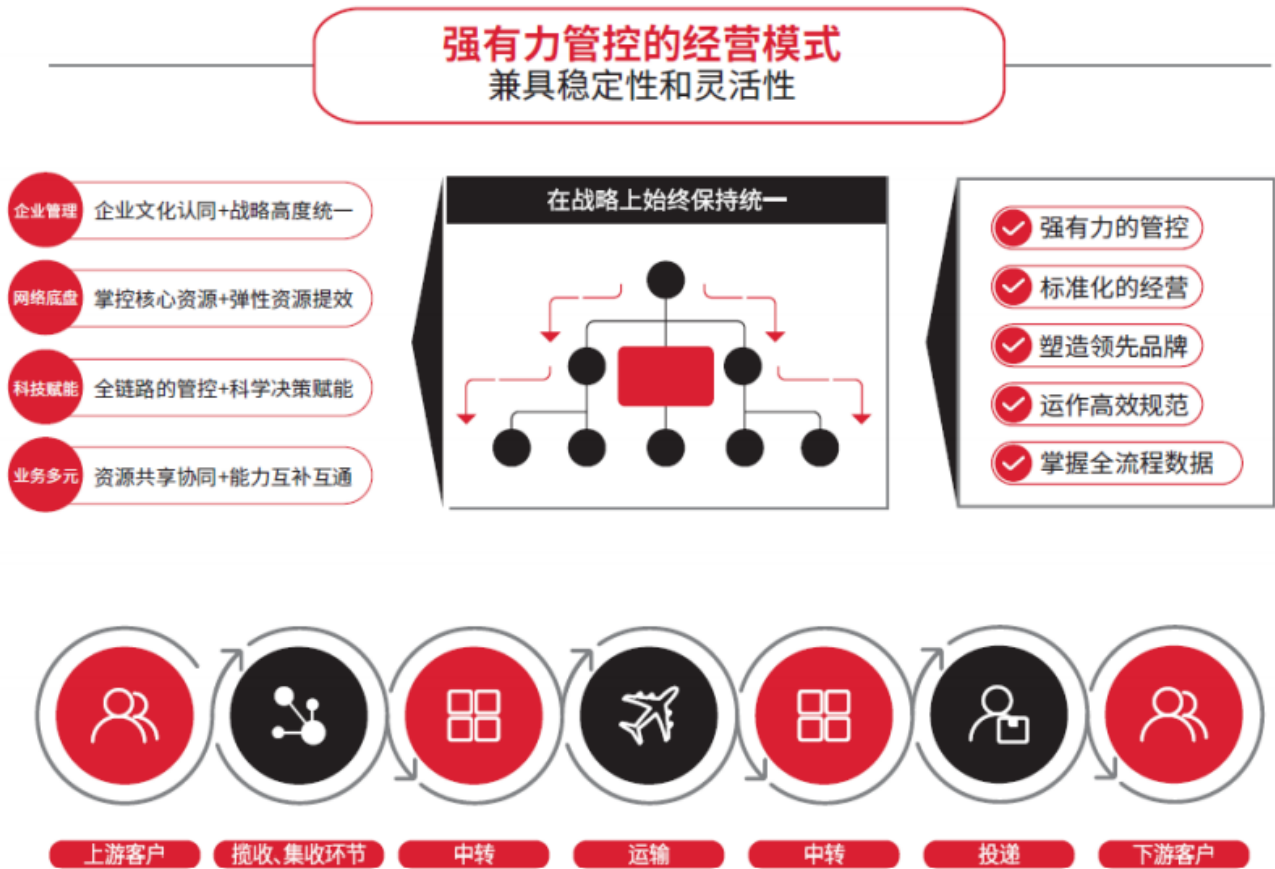
直营 VS 加盟。我国快递公司有两种经营模式，分别是以顺丰为代表的直营模式和以通达系为代表的“枢纽分拨自营与末端网络加盟”的加盟模式，与直营不同，加盟模式下分拣和转运环节以自营为主，揽件和派件由加盟商完成；直营制所有环节均由公司自建，统一管理。

图 3：通达系加盟制经营模式



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 4：顺丰的直营模式



资料来源：公司公告，山西证券研究所

加盟适应电商，直营定位高端。相比之下，加盟制由于网络搭建无需公司投入大量资金，能够以较低的成本快速扩张网络规模，低成本给予快递单票价格很大的下降空间，与价格敏感的低端电商件非常契合，而直营制的网点管理成本和财务成本较高，导致顺丰很难像通达系一样下探到3~5元单价的低端电商市场，因此顺丰与通达系的产品定位有着根本上的不同，公司定位高端市场，客户大多对价格不敏感，但对时效和安全性较为敏感。直营模式下，总部对快递网络各环节管控能力强，能够保障服务质量和时效性，根据国家邮政局公布的2020年快递服务满意度调查结果，顺丰在快递企业总体满意度排名第一，连续12年蝉联第一，在各项时限指标中，顺丰全部位列第一。

表 1：直营与加盟模式优缺点

模式	直营	加盟
优点	<ul style="list-style-type: none"> ● 总部对各环节管控能力强，有助于公司战略统一； ● 经营稳定性和可控性好，保持标准化经营、高运作效率、高服务质量； ● 新业务与现有网络产生业务协同。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 无需投入大量资金，轻资产模式运行； ● 网点设立灵活，可快速扩张； ● 加盟商独立运营，自负盈亏，总部管理成本低。
缺点	<ul style="list-style-type: none"> ● 需要投入大量自有资金，公司负担较重； ● 扩张速度较慢； ● 投资周期长； ● 管理成本高。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 总部约束力差，管理松散，无法保证服务质量； ● 公司与加盟商无法做到战略统一； ● 难以形成业务协同。

资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 2：国家邮政局快递企业满意度排名

排名	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	顺丰	顺丰	顺丰	顺丰	顺丰	顺丰
2	EMS	EMS	EMS	EMS	EMS	京东
3	中通	中通	中通	京东	京东	EMS
4	申通	圆通	韵达	中通	韵达	中通
5	圆通	申通	圆通	韵达	中通	韵达
6	韵达	韵达	申通	圆通	百世	百世
7	百世	百世	百世	百世	申通	圆通
8	宅急送	宅急送	宅急送	申通	圆通	申通

资料来源：国家邮政局，山西证券研究所

表 3：2020 年 10 家快递服务品牌主要时限指标排名

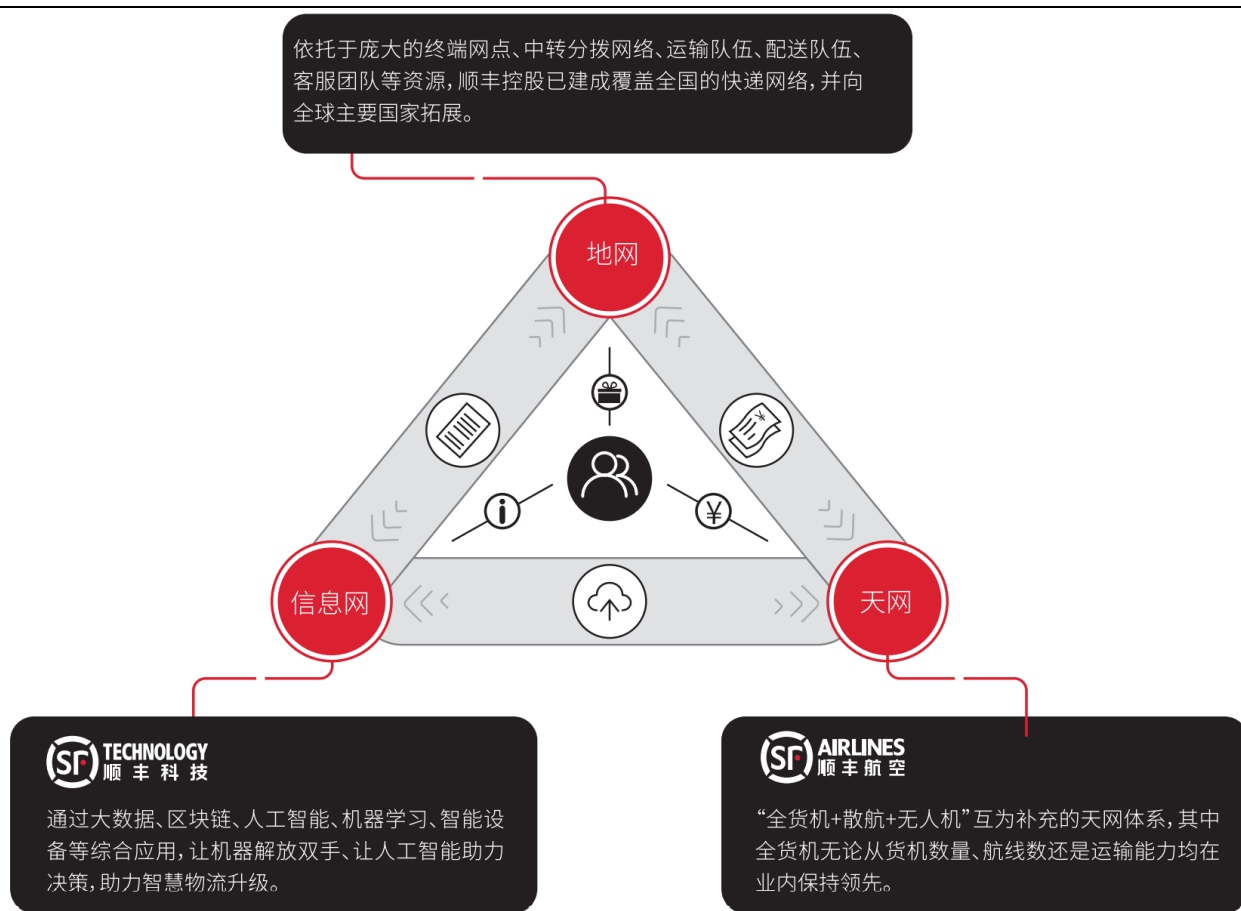
排名	全程时限	寄出地处理时限	运输时限	寄达地处理时限	投递时限	72 小时准时率
顺丰	1	1	1	1	1	1
EMS	2	3	2	2	5	2
京东	3	6	3	4	2	3
韵达	4	5	4	6	4	4
中通	5	2	5	3	6	5
百世	6	4	6	5	7	6
申通	7	8	7	8	3	7
圆通	8	7	8	7	8	8

资料来源：国家邮政局，山西证券研究所

1.2 “三网合一”重资产构筑顺丰高壁垒

顺丰经过多年的潜心经营和战略性布局，打造了“天网+地网+信息网”的综合性物流服务网络：凭借全货机+散航+无人机组成“天网”，庞大的终端网点、中转分拨网络、密集的干支线布局和丰富的陆运网络构成“地网”，通过大数据、区块链、人工智能、机器学习、智能设备等搭建“信息网”。“三网合一”，独特稀缺的庞大网络资源，是顺丰构筑行业高壁垒的核心竞争力。

图 5：顺丰“天网+地网+信息网”物流网络



资料来源：公司公告，山西证券研究所

天网：机队数量和货运航线网络行业领先。自 2009 年成立顺丰航空以来，顺丰不断加强天网布局，时至今日已发展成为国内最大的货运航空公司和国内航空货运最大的货主。

最大的货运航空公司：目前国内的快递企业仅顺丰、EMS 和圆通三家拥有航空货运机队，其中，顺丰作为国内最大的货运航空公司，自有机队规模具有绝对的优势，根据 2021 年中报披露，顺丰拥有全货机 79 架，执行货运航线 93 条，飞行员 569 人，航权时刻 258 对，覆盖 54 个国内大中城市和多个国际航点。此外，公司还通过自营、代理或三方合作等方式稳定获取其他航空公司的客机腹仓资源，散航航线多达 2172 条。2021 年初至 6 月，公司陆续引进 5 架全货机，自有全货机数量达到 66 架。

图 6：顺丰航空网络资源



资料来源：公司公告，山西证券研究所

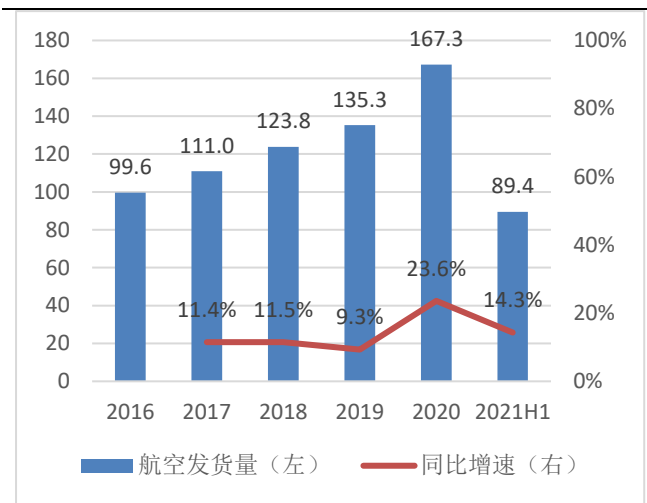
表 4：快递企业自营机队对比（架）

机型	顺丰	EMS	圆通
B737-300F	14	8	4
B737-400F	3	8	
B737-800F		7	
B747-400ER	2		
B757-200F	36	7	6
B767-300F	11		
合计	66	30	10

资料来源：民航休闲小站，山西证券研究所

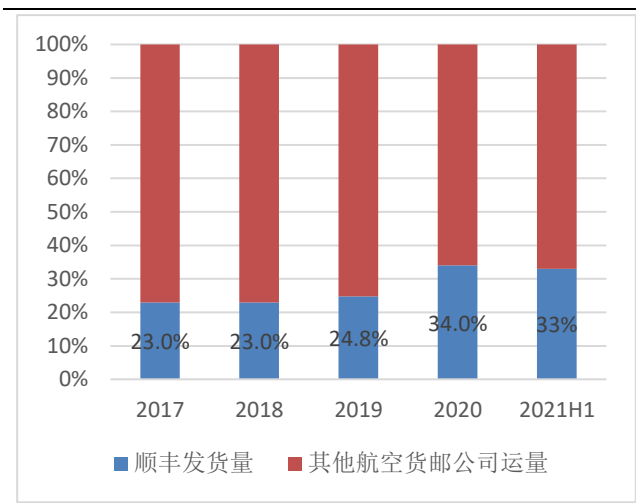
航空货运最大的货主：凭借天网资源优势，顺丰航空发货量在全货运航空公司中位列第一，并且在全国航空货邮运输总量中的比重不断上升，2021H1 公司航空发货量 89.42 万吨，同比增长 14.3%，约占公司快递业务量的 10%，在全国航空货邮运输总量中占比达到 33%。

图 7：顺丰航空发货量及增速（万吨，%）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 8：顺丰航空发货量占国内航空货邮运量比重



资料来源：公司公告，山西证券研究所

鄂州机场投产将进一步强化顺丰航空货运能力。鄂州机场全称“鄂州花湖机场”，根据国家发改委《关于新建湖北鄂州民用机场工程可行性研究报告的批复》，该项目总投资 320.63 亿元，由机场工程、转运中心及顺丰航空公司基地工程、供油工程组成，各部分出资如下表所示。其中，机场工程包括 2 条远距平行跑道及滑行道系统、1.5 万平方米的航站楼、2.4 万平方米的货运用房、124 个机位，转运中心工程建设 67.8 万平方米的分拣中心及分拣转运系统设备。鄂州机场预计在 2021 年底至 2022 年初投入使用，建成后将成为全球第四个、亚洲第一个货运枢纽机场，预计到 2025 年、2030 年年货邮吞吐量分别达到 245 万吨、330 万吨。

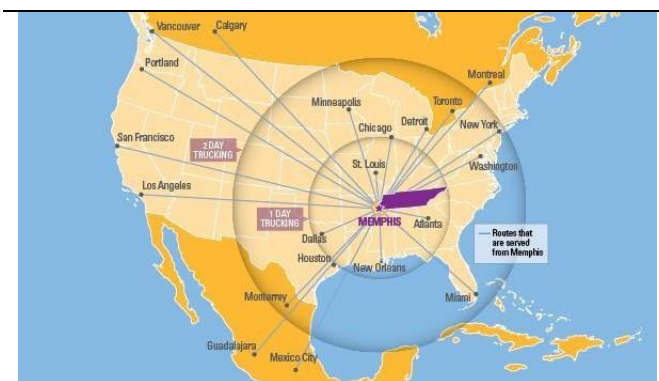
表 5：鄂州机场项目总投资及资金来源

项目名称	法人	投资额	资金来源
机场工程	湖北国际物流机场有限公司	158.57 亿元	中央预算 8.2 亿元 民航发展基金 16.4 亿元 湖北省政府财政资金 26.8 亿元 农银空港投资自有资金 2.73 亿元 顺丰泰森自有资金 25.16 亿元 其余由合资公司贷款
转运中心	深圳顺丰泰森控股（集团）有限公司	115.29 亿元	顺丰泰森
顺丰航空公司基地		37.52 亿元	
供油工程	中国航空油料有限责任公司	9.25 亿元	中国航油
合计		320.63 亿元	

资料来源：国家发改委，山西证券研究所

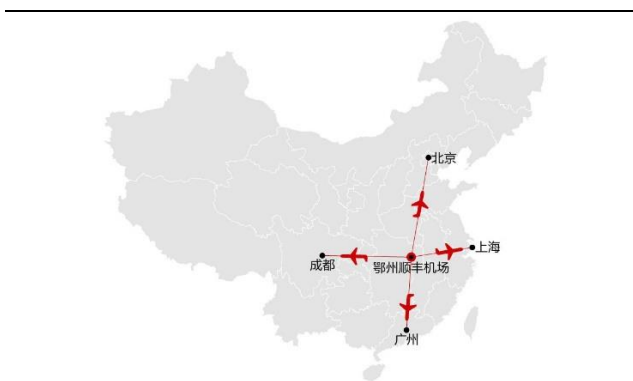
对标 FedEx，顺丰欲造“中国孟菲斯”。FedEx 选取孟菲斯作为其货运枢纽，主要原因一是孟菲斯位于美国地理中心位置，2 小时航程几乎覆盖全美大中城市，二是孟菲斯公路、铁路、水路网络发达，能够实现多种交通方式完美对接。作为对比，鄂州机场作为全国地理中心，1.5-2 小时飞行圈能够覆盖全国 90% 的经

图 10：孟菲斯机场地理位置



资料来源：flymemphis，山西证券研究所

图 11：鄂州机场“轴辐式”网络



资料来源：DT 财经，山西证券研究所

地网：完善的地面基础设施是顺丰服务质量的保障。庞大的自营网点、大量全自动转运中心、密集的干支线保障顺丰网络覆盖全国及海外，电商、食品和医药仓库提升了公司服务多样性，领先的终端服务和最后一公里网络不断改进客户体验。从网络强度来看（为保证数据可比性，选择 2020 年年报数据），顺丰在网点数量上不如通达系（通达系加盟制天然属性决定），但在转运中心和干线运输车辆上，顺丰均明显领先于通达系。

表 6：顺丰与通达系网络对比（2020 年年报）

公司简称	顺丰	中通	韵达	圆通	申通	百世
网点	1.9 万个自营	近 3 万个	32624 个	38375 个	约 25000 个	超 45000 个
转运中心	147 个（不含快运及顺心）	94 个，其中 84 个自营	67 个	75 个	68 个，其中 64 个自营	55 个枢纽 +32 个分拨
干线运输车辆	自营及外包 5.8 万辆	10450 辆，9700 辆为自营		超过 5000 辆，3105 辆为自营	3500 辆	

资料来源：公司公告，山西证券研究所

覆盖海内外的服务网点：根据 2021 年中报披露，公司拥有约 2.1 万个自营网点，覆盖全国 335 个地级市、2848 个县区级城市；国际标快、国际特惠件覆盖 78 个国家及地区，国际小包覆盖 225 个国家和地区。

自动化水平快速提升的中转场：截至 2021H1 公司拥有 10 个枢纽级中转场，37 个航空、铁路站点，151 个片区中转场，其中，实现全自动分拣的中转场 129 个，较上年末增加 8 个。

陆运线路密集，铁路发展空间大：截至 2021H1 公司拥有自营及外包干线运输车辆约 6.8 万辆，干支线约 12 万条，末端收派车辆约 11 万辆（不含摩托车和两轮/三轮电动车）；高铁覆盖城市 91 个，开通 541 个流向；普列线路 106 条。2020 年双十一公司与中铁顺丰合作，试运营国内首条整列装运快件的复兴号动车组，此外，公司还与西安、义乌、新疆等地公司合作开展中欧班列国际业务，未来铁路运输发展空间广阔。

仓储网络：截至 2021H1 公司拥有自营仓库 259 座，其中电商仓库 172 座，食品冷库 75 座，医药仓库 12 座，仓储网络覆盖全国，能够在 3C、快消、食品冷链、医药等多个行业提供定制化的仓配供应链解决方

案，打造了仓储服务能力的标杆；公司子公司双捷供应链拥有加盟仓 161 个，可作为自营仓储资源的弹性补充。此外，公司还铺设海外仓 15 个，提供一站式进出口供应链业务。

布局物流产业园，获取先发优势：公司积极响应行业“十四五”规划及“新基建”国策，构建“智慧物流型”园区和“科技创新型”园区，为客户提供全方位的仓储、物流、商流、信息流、资金流综合配套服务，截至 2021H1，公司已先发布局 53 个城市的产业园，已建成建筑面积 204 万平方米，未来三年预计超过 600 万平方米。

图 12：顺丰物流产业园布局



资料来源：公司公告，山西证券研究所

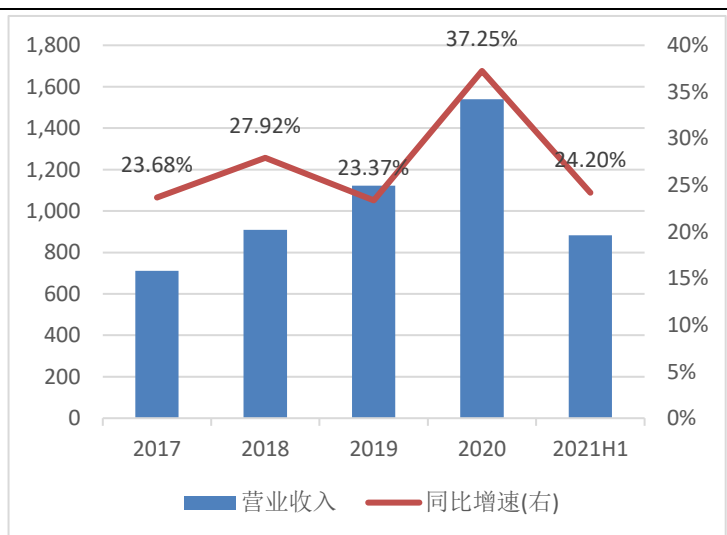
信息网：顺丰自主研发的智慧网平台能够覆盖公司各业务环节，实现物流全链路信息互联互通，是公司多元业务发展智慧化的基础。公司注重前沿技术的研发落地，不断推进大数据、区块链、人工智能、云计算等先进技术在公司业务中的应用，以科技赋能，依托海量数据进行经营决策，实现公司三网的高效协同，构筑公司坚不可摧的行业壁垒。

1.3 盈利能力稳健，科技赋能核心

受益于我国快递市场高景气度，公司近年来业绩保持高速增长。公司营业收入由 2016 年 574.83 亿元增长至 2020 年的 1539.87 亿元，同比增速保持在 20% 以上，年复合增速达到 27.93%；归母净利润由 2016 年的 41.80 亿元增长至 2020 年的 73.26 亿元，年复合增速 15.06%。2018 年由于公司拓展新业务，导致成本大幅增加，归母净利润下滑 4.50%。2019 年公司推出特惠专配业务，带动公司业绩重回高增速。

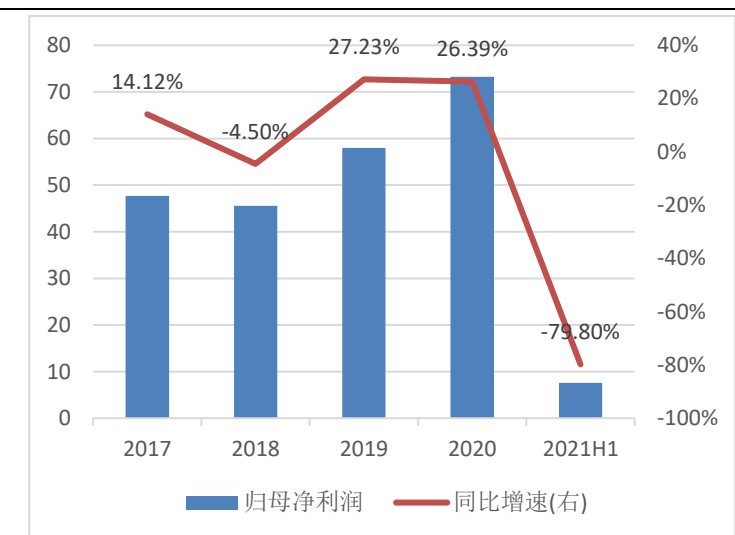
营收规模优势显著，盈利能力较强。相较于快递行业其他上市公司，顺丰的营业收入规模显著领先，归母净利润规模也持续处于领先低位。2020 年通达系深陷价格战泥潭，尽管件量依旧维持高增速，但营业收入增速明显放缓，部分公司收入同比转负，而归母净利润同比均下滑。顺丰定位中高端综合物流服务，产品类别较为完善，受通达系价格战影响相对较小，归母净利润保持增长。2021H1，公司归母净利润出现较明显下滑，具体原因我们会在本章第 5 节进行分析。

图 13：公司营业收入及增速（亿元，%）



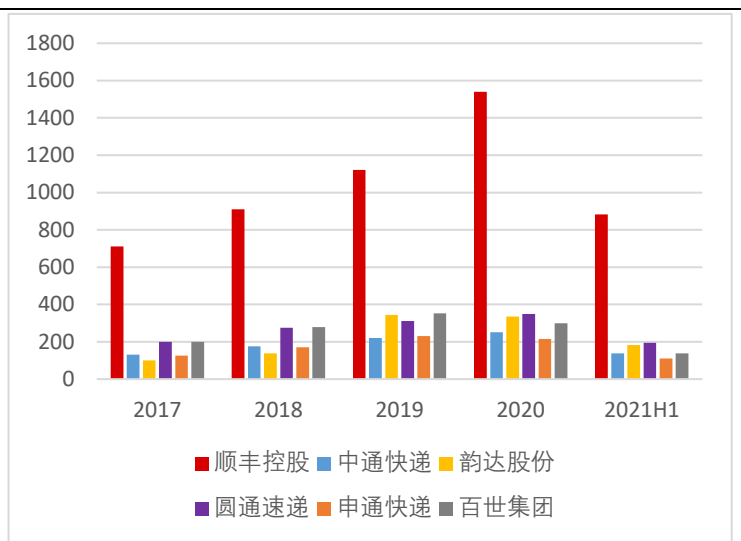
资料来源：wind，山西证券研究所

图 14：公司归母净利润及增速（亿元，%）



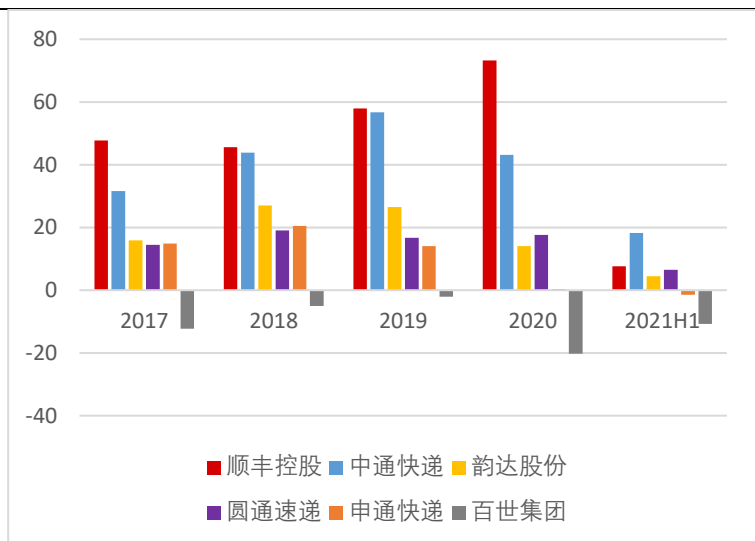
资料来源：wind，山西证券研究所

图 15：主要快递公司营业收入对比（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 16：主要快递公司归母净利润对比（亿元）

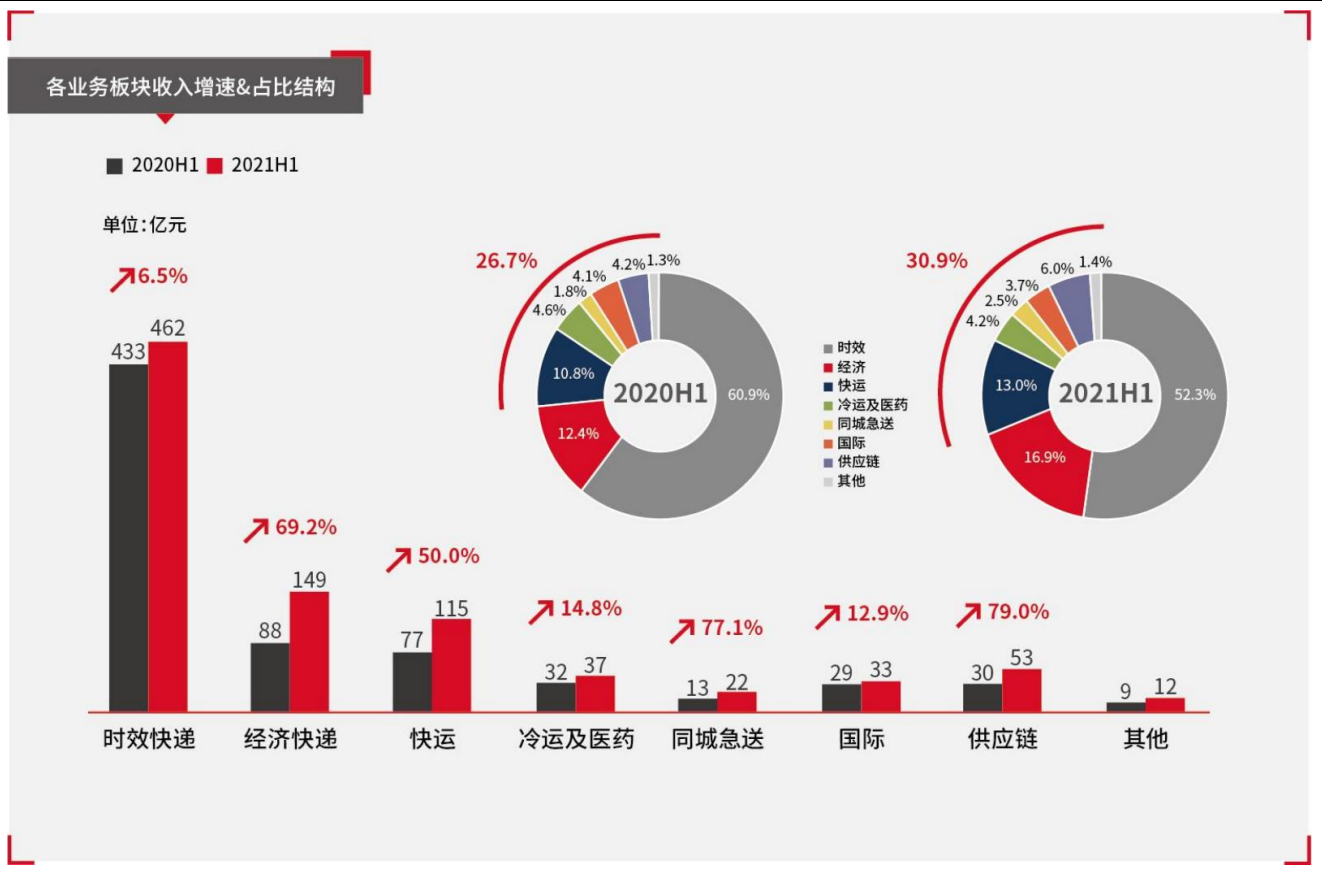


资料来源：wind，山西证券研究所

传统业务稳健，新业务占比提升，收入结构多元化。公司传统业务时效和经济快递业绩保持高速增长，持续贡献收入和利润。2021 年上半年，公司一方面完成了时效件产品体系优化升级，将原属于经济快递板块的标准陆运产品升级为新一代顺丰标快产品，并按照新口径对去年同期数据进行了追溯调整，2021H1 公司时效件业务实现营业收入 461.61 亿元，同比增长 6.50%；另一方面，公司继续开拓电商件市场，经济件业务规模迅速增长，2021H1 公司经济件业务收入 148.90 亿元，同比增长 69.16%，延续高增长趋势，公司业务量同比增长 40.37%，市占率进一步提升。同时，公司快运、冷运、同城、国际及供应链等新业务继续高速增长，2018 年至 2020 年三年复合增速达 64.50%，2021H1 新业务占营业收入比重提升至 30.89%，贡献超过 48%的收入增量，公司产品结构不断优化，综合物流服务能力进一步增强。

按分部报告来看，2020 年，速运分部（包括时效、经济、冷运、医药、国际）净利润 89.9 亿元，毛利率、净利率分别为 19.0%、6.7%；快运分部净亏损 9.1 亿元，经营效率继续提升，毛利率-0.6%，已经接近盈亏平衡点；其他分部（包括同城、供应链、新夏晖、DHL 等）净亏损 10.6 亿元，主要原因是同城业务还处于投入期。2021H1，速运分部净利润 9.78 亿元，毛利率、净利率分别为 12.1%、1.4%，较 2020 年有所下降；快运分部净亏损 5.8 亿元，毛利率 1.3%，已跨过盈亏平衡点；其他分部净利润 0.1 亿元，毛利率、净利率分别达到 7.7%、0.1%，盈利能力持续向好。

图 17：公司各项业务营业收入增长及占比情况



资料来源：公司公告，山西证券研究所

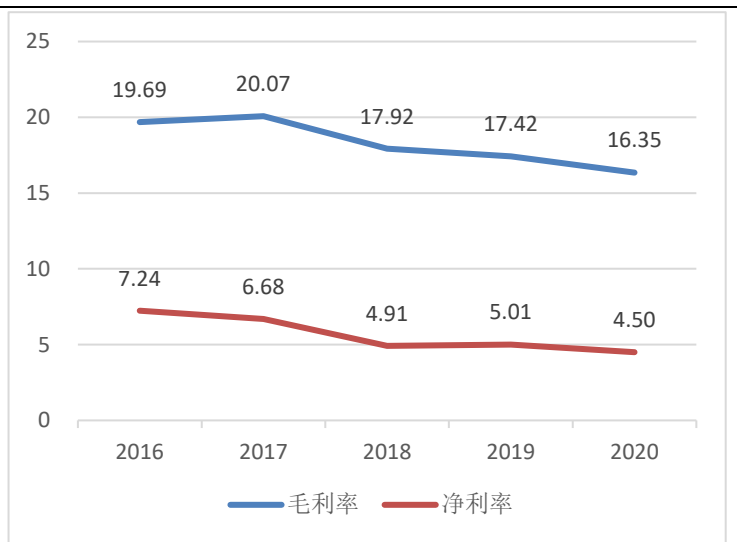
表 7：公司分部报告（亿元）

项目	速运分部	快运分部	其他分部	分部间抵消	合计
2020 年					
对外交易收入	1234.0	193.4	112.5	0.0	1539.9
分部间交易收入	98.7	30.4	65.7	-194.8	0.0
利润总额/(亏损总额)	122.8	-11.6	-10.6	-0.2	100.4
所得税费用	33.0	-2.5	0.6	0.0	31.1
净利润/(净亏损)	89.9	-9.1	-11.3	-0.2	69.3
毛利率	19.0%	-0.6%	9.9%		16.4%
净利率	6.7%	-4.1%	-6.3%		4.5%
2021H1					
对外交易收入	665.1	134.0	84.4		883.4
分部间交易收入	52.8	11.6	52.4	-116.8	
利润总额/(亏损总额)	15.1	-5.1	0.8	0.1	10.9
所得税费用	5.4	0.7	0.7	0.0	6.8
净利润/(净亏损)	9.8	-5.8	0.1	0.1	4.2
毛利率	12.1%	1.3%	7.7%		10.1%
净利率	1.4%	-4.0%	0.1%		0.5%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

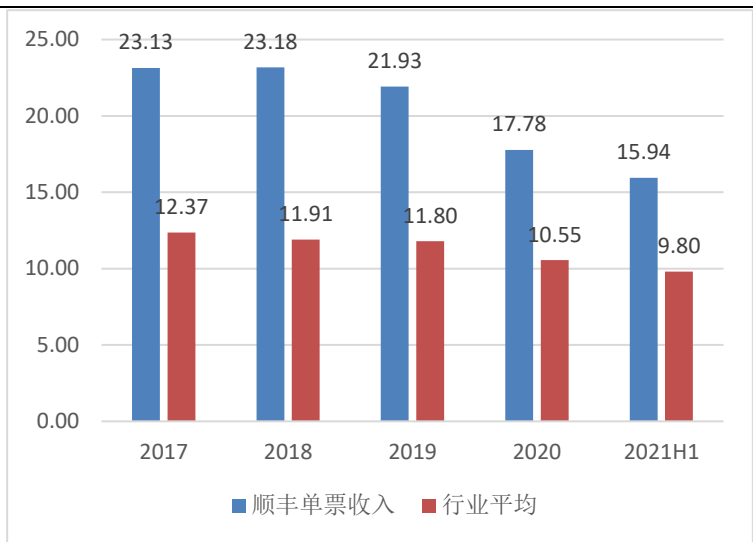
经济件及新业务占比提升，导致公司毛利率下滑。近年来，公司业务快速扩张，一方面，经济件业务量大幅增加，带动公司单票收入下降，另一方面，由于公司产能扩张速度相对件量增长速度较为滞后，公司不得不采购大量外部运力，导致公司外包成本增加，因此公司毛利率不断下滑。

图 18：顺丰毛利率和净利率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

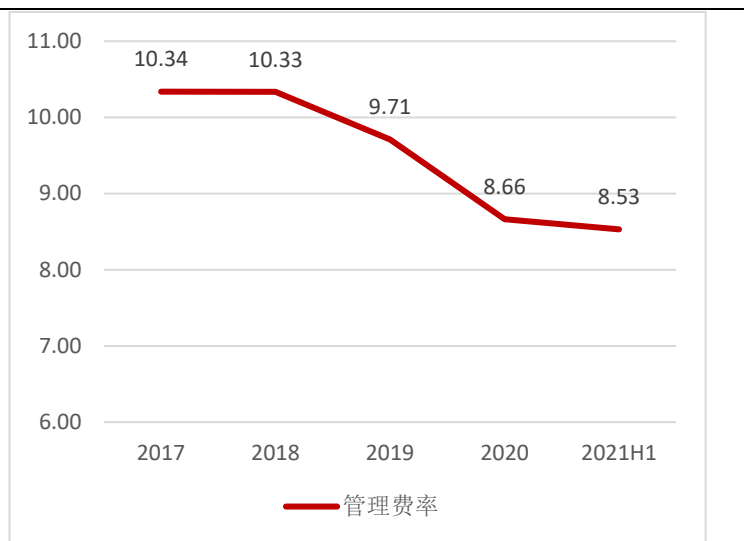
图 19：顺丰与行业平均单票收入（元）



资料来源：wind，山西证券研究所

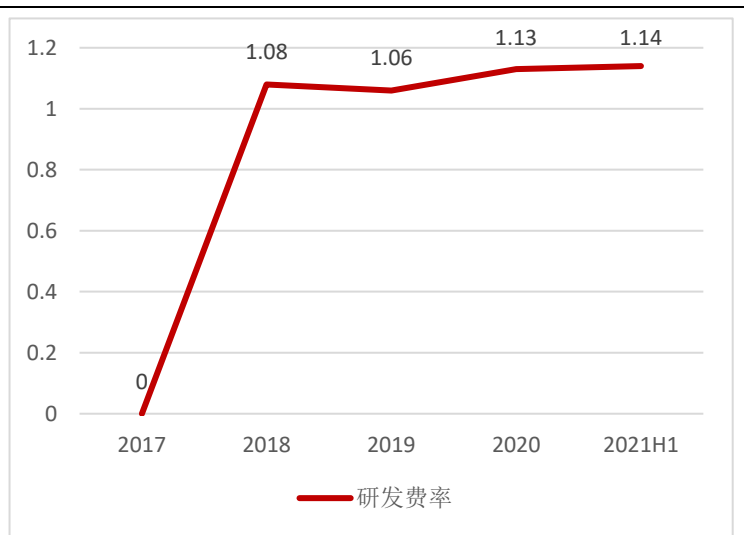
管理费率、销售费率持续优化，研发费率保持稳定。从公司各项费用占收入比来看，公司主要得益于规模效应的提升和科技、数智化投入带来的管理效率提升，管理费率持续优化；规模效应叠加科技赋能，公司销售费率整体下降；2021H1 主要受新租赁准则和借款增加的影响，公司财务费率上升。同时，公司研发费用及研发费用占营收比行业领先，2021 年上半年公司研发费用 17.42 亿元，同比增长 37.38%，远超通达系，研发费率 1.14%，保持行业领先。对内而言，公司不断夯实科技底盘，进行管理和运营体系全面数字化改造，实现降本增效和业务智慧化增长；对外而言，公司打造科技产品，输出成熟的物流解决方案。公司研发成果不断转换，有望助力公司进一步完善业务架构，提升和核心竞争力。

图 20：公司管理费率（%）



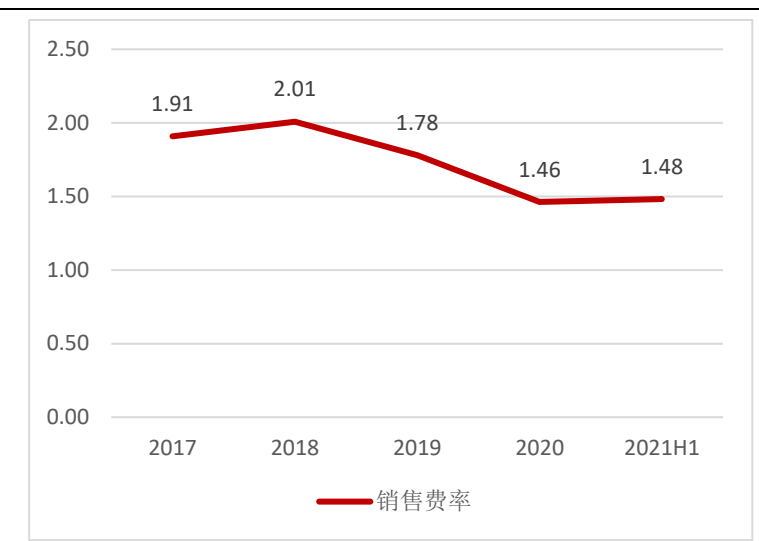
资料来源：wind，山西证券研究所

图 22：公司研发费率（%）



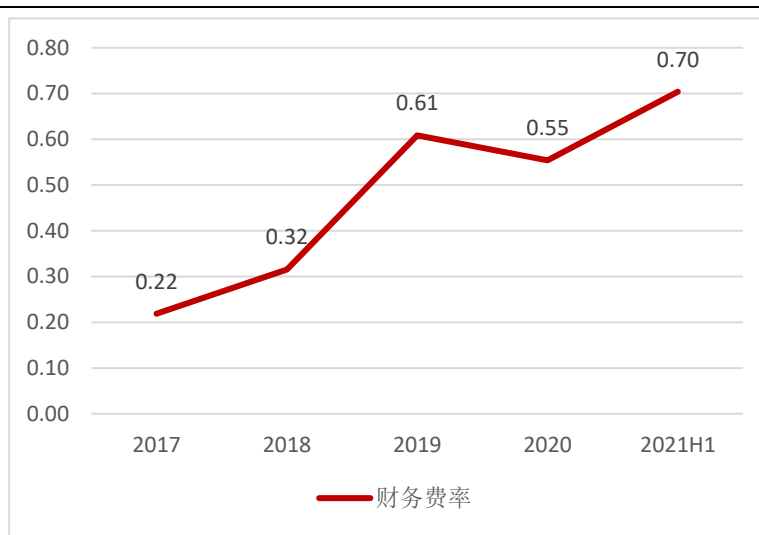
资料来源：wind，山西证券研究所

图 21：公司销售费率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

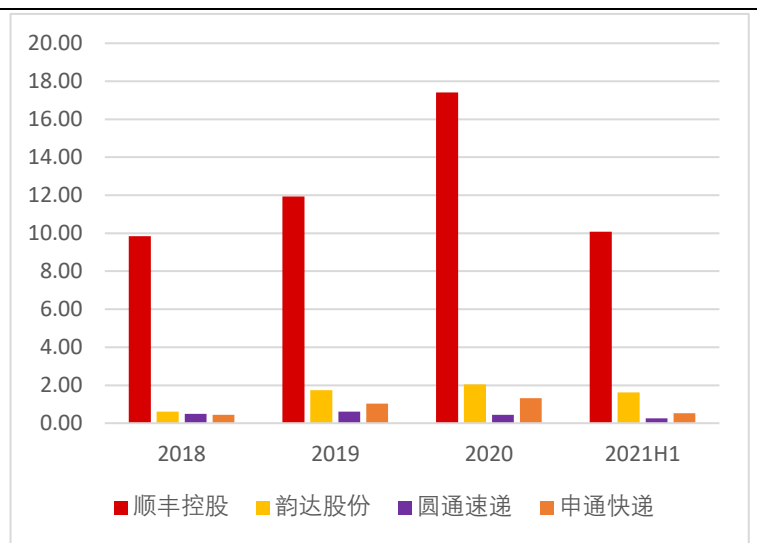
图 23：公司财务费率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

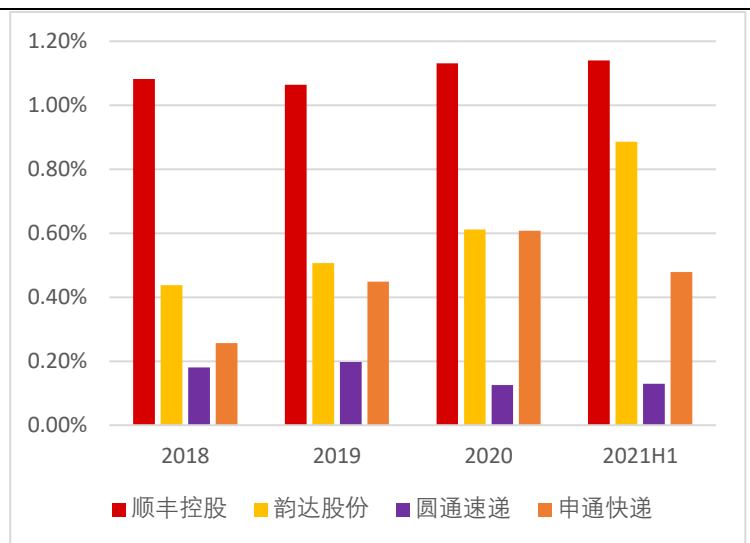
科技赋能，强化产品服务议价能力。公司强调独立第三方行业解决方案的数据科技服务公司，近年来新玩家进入市场后，通过简单粗暴的低价策略迅速获取单量和市场份额，头部公司的市场份额难以守住，因此单靠规模做市场难以获得更好的定价权。顺丰的优势在于数据科技，公司凭借日益完善的业务体系和产品体系沉淀了海量的市场数据和客户数据，通过广泛地使用数字化解决方案和数字化科技服务获取市场定价权，基于为客户带来更多价值产生更强的价格控制力。截至 2021 年 6 月底，公司在人工智能、大数据、机器人、物联网、物流地图等科技前沿领域进行了前瞻性布局，已获得及申报中的专利 3427 项，软件著作权 1892 个，其中发明专利数量占专利总量的 57%，多个领域行业领先。

图 24：研发费用横向对比（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

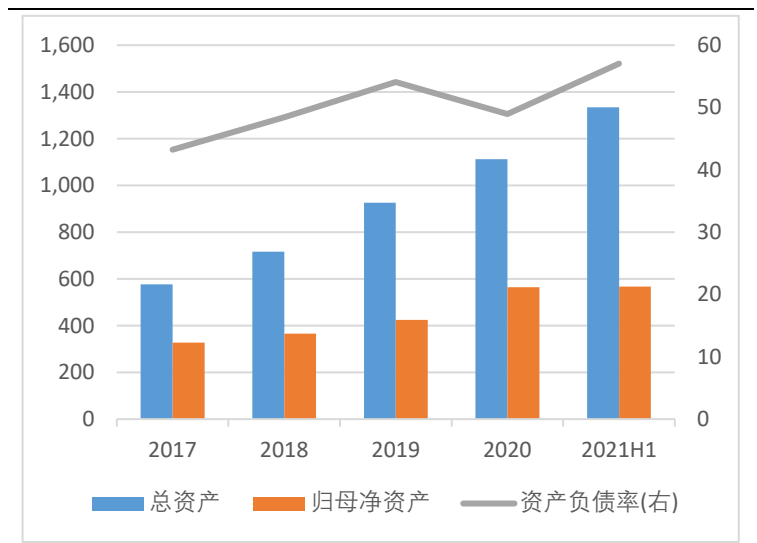
图 25：研发费率横向对比（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

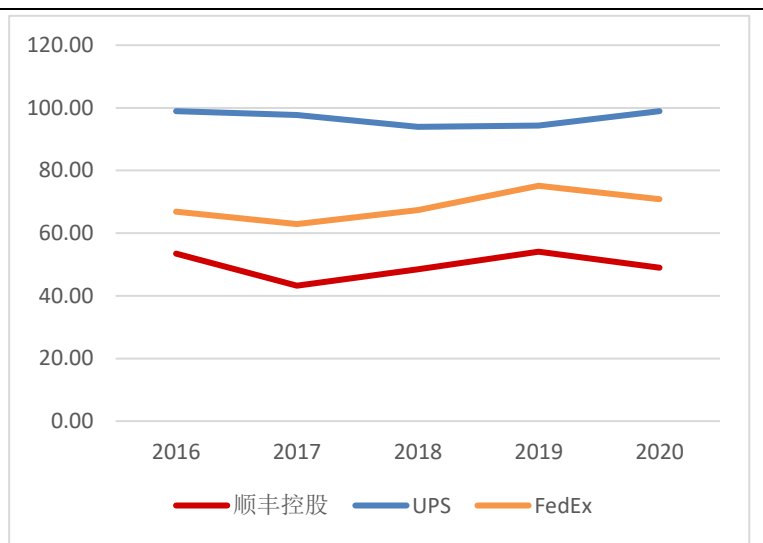
与国际巨头相比，公司资产负债率较低。近年来，公司资产负债率较为稳定，基本维持在 50%附近，对比 FedEx、UPS 等国际物流巨头，公司资产负债率处于较低水平。2021H1，公司资产负债率较 2020 年底有一定增长，主要原因一是受新租赁准则影响，公司新增使用权负债 130 亿元，二是公司总债务增加约 95 亿元，两者影响下公司资产负债率上升 8.1pct。

图 26：公司资产结构（亿元，%）



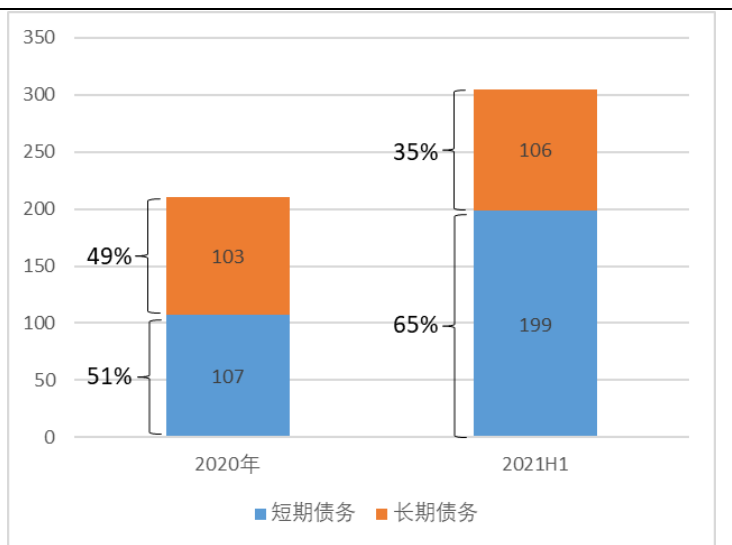
资料来源：wind，山西证券研究所

图 27：资产负债率对比（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

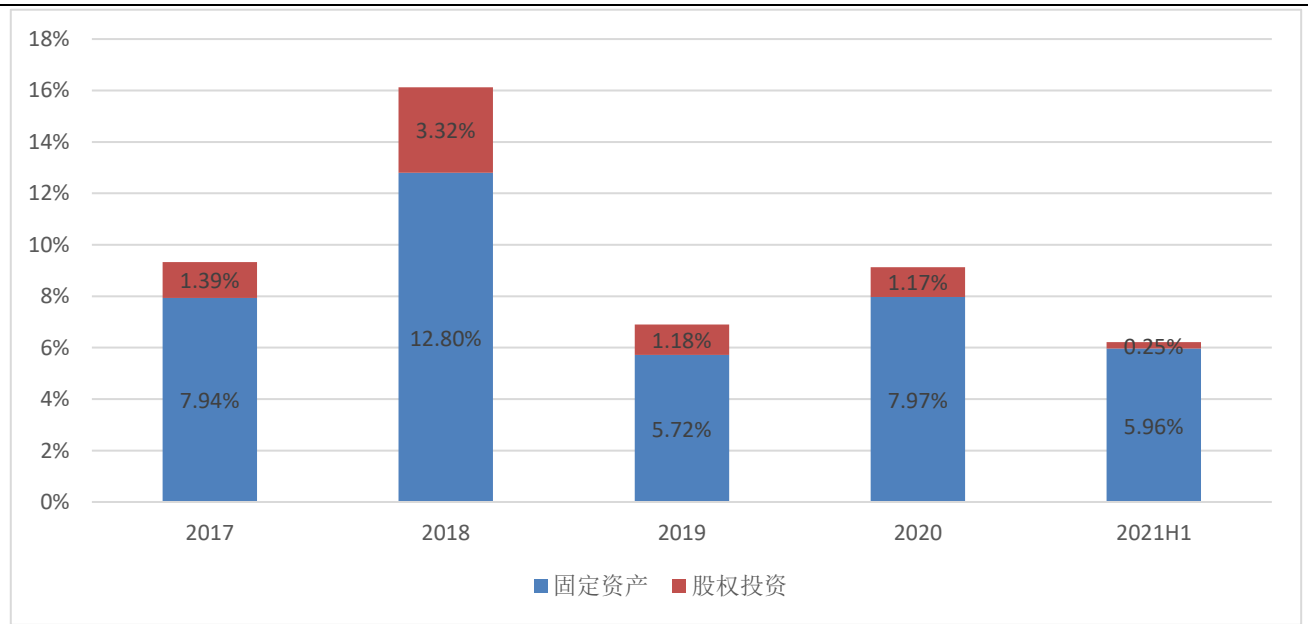
图 28：公司负债结构（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

公司资本开支方向以固定资产为主，主要围绕自动化设备、场地、车辆、飞机、IT。从主要固定资产账面价值来看，顺丰房屋及建筑物、运输设备仅次于中通，机器设备并不突出，但顺丰的自建机队拥有无可比拟的优势，叠加直营模式下强大的管控能力，顺丰构筑了坚固的时效壁垒，因此对产品和服务的定位不同，受通达系价格战影响较小。

图 29：公司资本开支占收入比 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

表 8：部分快递企业主要固定资产账面价值（亿元）

	年份	固定资产合计	房屋及建筑物	机器设备	运输设备	飞机、发动机、 周转件及高价 维修工具
顺丰	2017	118.96	32.43	15.86	14.39	32.67
	2018	139.67	32.72	17.64	18.58	39.38
	2019	189.04	66.79	21.42	15.75	52.17
	2020	223.57	68.65	32.79	17.95	56.68
中通	2017	64.73	26.97	13.00	15.46	
	2018	90.36	35.87	24.76	23.19	
	2019	124.71	55.94	37.79	33.67	
	2020	185.65	69.40	50.56	55.91	
韵达	2017	28.20	7.46	12.41	6.99	
	2018	47.17	8.55	25.08	10.09	
	2019	64.41	10.58	36.39	11.00	
	2020	94.81	24.93	46.11	16.10	
圆通	2017	29.40	20.75	4.18	1.17	2.13
	2018	53.13	32.17	8.91	5.55	4.43
	2019	72.18	42.90	15.31	6.26	4.73
	2020	96.86	53.02	25.06	10.86	4.22
申通	2017	12.95	5.42	1.56	5.26	
	2018	26.67	10.47	8.32	6.91	
	2019	39.92	15.35	14.31	9.22	
	2020	51.53	20.80	21.53	8.24	
百世	2017	13.07	5.43	13.43	0.08	
	2018	20.65	9.52	17.95	0.05	
	2019	29.39	11.93	25.72	0.05	
	2020	40.79	13.31	33.91	1.21	

资料来源：公司公告，山西证券研究所

1.4 四网融通整合资源，规模效应有望释放

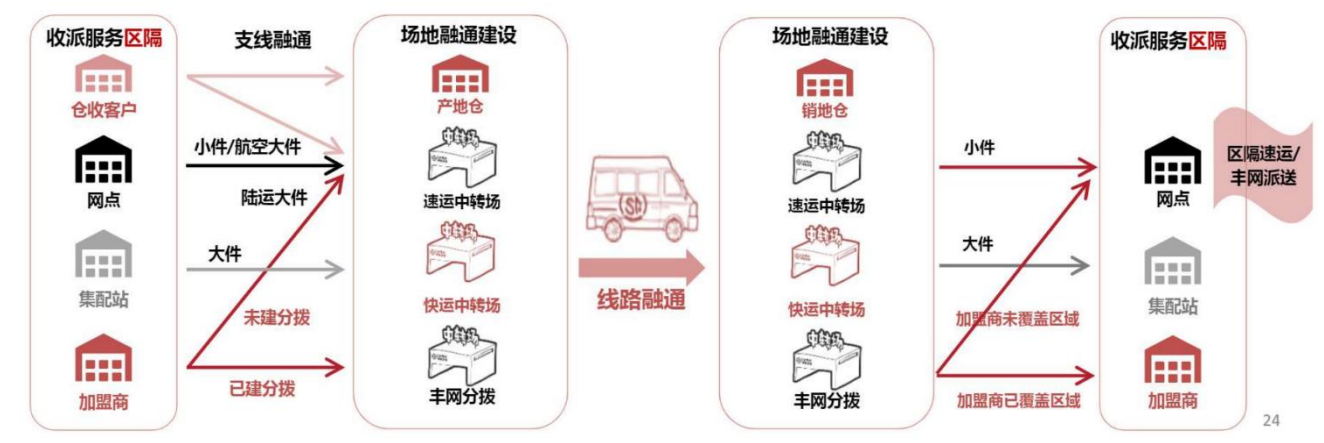
随着公司业务多元化发展，公司的网络类型多样化，形成了速运网、快运网、加盟网（丰网）、仓网四张网络，包含小件、小票零担、重货、整车等覆盖全公斤段的快件类型，服务的时效和要求也逐渐多样化，全流程的运营管控复杂程度进一步提升。公司发现按照以往各自建网运营的做法并不合理，具体来看，由于公司传统速运网时效标准较高，即使公司已经搭建独立快运网络，部分高时效要求的快运产品仍然需要通过速运网运送，就会造成速运网的效率下降，尤其是对中转和收派端产生较大压力。在场地布局上，由于四张网络独立性较强，场地分散，尤其是仓网和速运网的融合度不够，造成成本的上升和时效的下降。此外，随着丰网的体量不断扩大，资源的复用将有助于降本增效。在此背景下，公司提出了四网融通的运

营举措。

四网融通的总体概念是“两端分，中间合”，即面向客户的收派端按照服务性质和服务标准进行区分，保证客户对服务的感知是有差异的，而线路和场地进行融合，其中收派端的支线、运输干线进行合并发车，拉直线路、晚班车提前，从而提升装载率和时效；场地方面，速运网、快运网、加盟网、仓网的场地尽量同园区建设，在三四线城市货量较少的地方，各产品线统一场地，集散点共建。四网融通后，一是小件、大件区分操作，改变了大小件混合的情况，做到效率的提升；二是通过发车频次提升加固快运时效护城河；三是在其他网触及不到的地方，由大网进行兜底，从而实现效益最优化。

2021 年上半年，公司已在全国 100 多个城市全面启动四网融通，速运网的大件快递基本实现与快运网的融通，优化整合干线约 1200 条，占干线的 5%左右，快运网时效提升明显，全环节生命耗时缩短至 42 小时。随着四网资源的融合，今年下半年公司产能有望逐渐释放，同时，公司新业务有望逐渐减亏甚至实现扭亏，鄂州机场的投产将进一步强化公司时效壁垒，我们看好公司长期的成长性。

图 30：四网融通模式



资料来源：公司公告，山西证券研究所

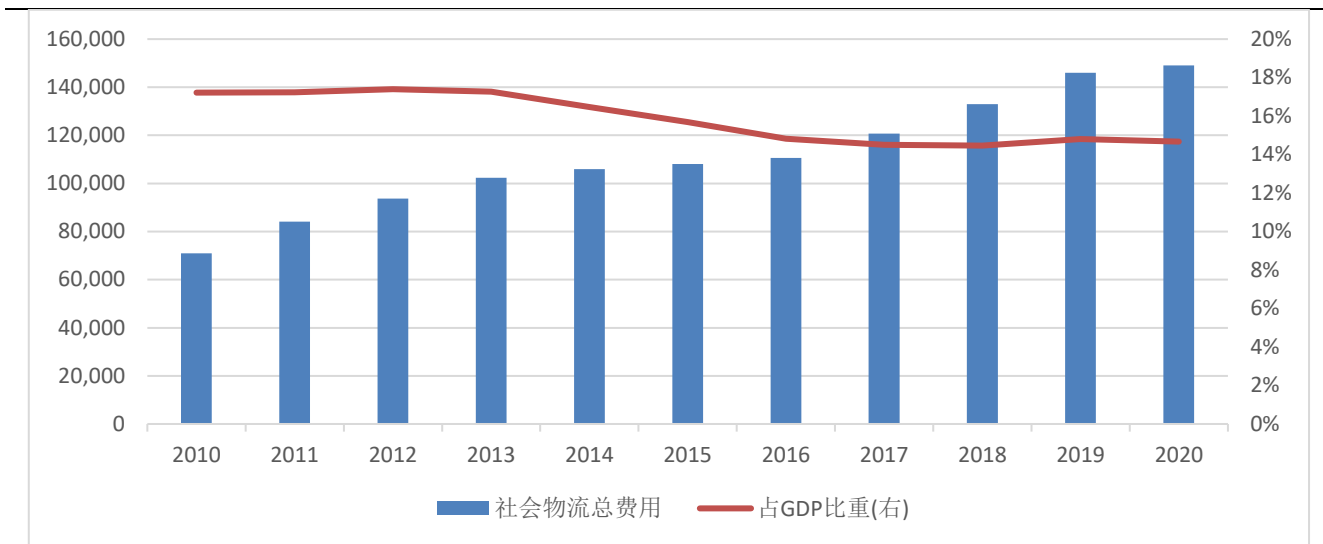
2. 行业维持高景气度，公司有望受益发展提质

2.1 行业空间广阔，料线上消费渗透率提升

我国物流行业规模广阔，未来整合空间大。近年来，中国物流需求平稳增长，行业保持较高的景气度，2010 年至 2020 年间，我国社会物流总费用由 7.1 万亿元增长至 14.9 万亿元，CAGR 达 7.7%。伴随着我国物流现代化水平的提高，行业降本增效成果显著，2010 年至 2020 年，我国社会物流总费用占 GDP 的比重从 17.2% 下降至 14.7%。与发达国家相比，我国物流行业格局较为分散，据中国物流与采购联合会公布的数据，2020 年综合 50 强物流企业的 2019 年物流业务收入合计为 1.1 万亿元，但占 2019 年中国物流业总收入

比重仅为 10.7%，集中度偏低，整合空间巨大，随着物流行业不断发展，供应链管理逐渐走向成熟，未来我国有望形成多家综合物流龙头。

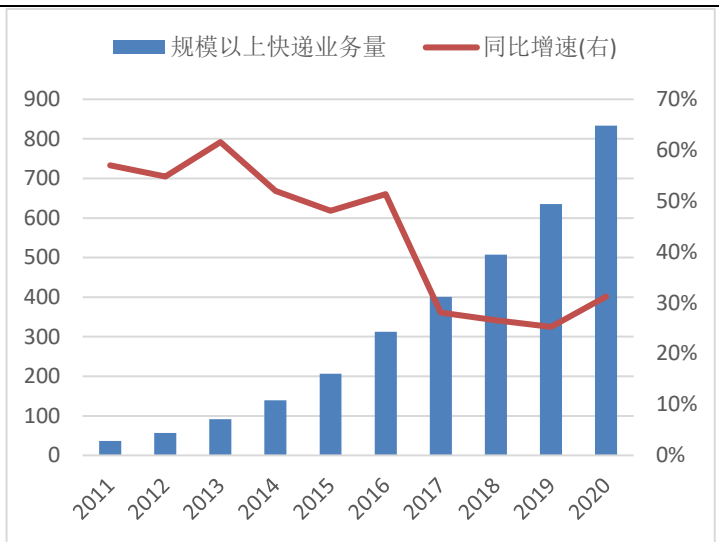
图 31：我国社会物流费用及占 GDP 比重（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

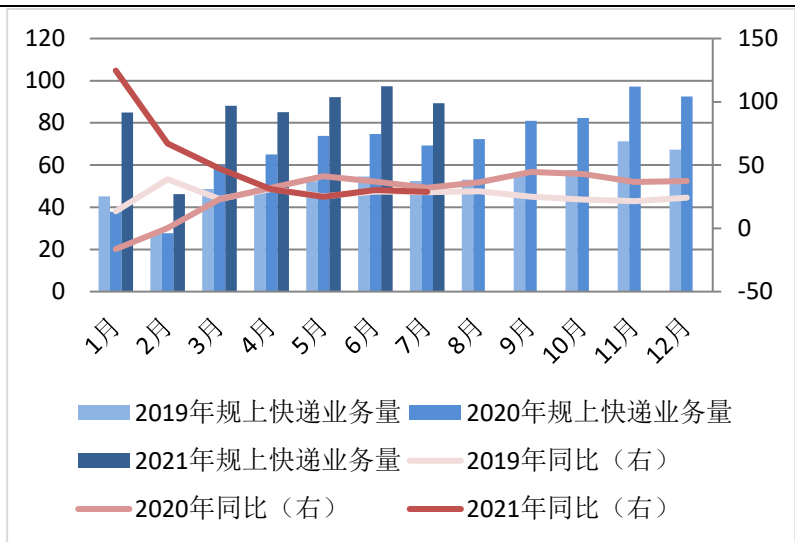
后疫情时代，全国快递业务量在高基数下维持高增速。快递作为大物流市场的关键细分领域，在我国网购兴起的背景下保持高速增长，全国规模以上快递业务量从 2011 年 36.73 亿件增长至 2020 年的 833.60 亿件，CAGR 约 41.48%，快递业务量规模稳居世界第一位。2020 年，除一季度受复工推迟影响外，月度快递业务量增速均高于 2019 年同期。2021Q1，在行业“春节不打烊”和同期低基数双重因素影响下，全国完成规上快递业务量 219.31 亿件，同比增长 75.02%，4 月以来业务量增速回落，与 2019 年同期基本持平。国家邮政局数据显示，截至 6 月 1 日，我国快递业务量突破 400 亿件，比 2017 年我国快递业务量首次达到 400 亿件提前 7 个月，比 2020 年提前 2 个月，预计全年快递业务量将超 950 亿件，在如此高的件量基数下，我国快递业务量依然保持高速增长，显示出巨大的行业发展空间。

图 32：2011 年以来全国规上快递业务量情况（亿件，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

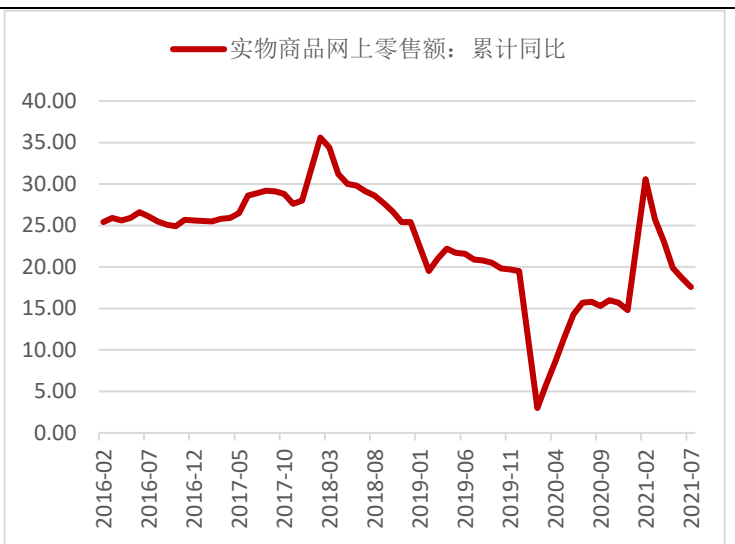
图 33：2020 年单月规上快递业务量情况（亿件，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

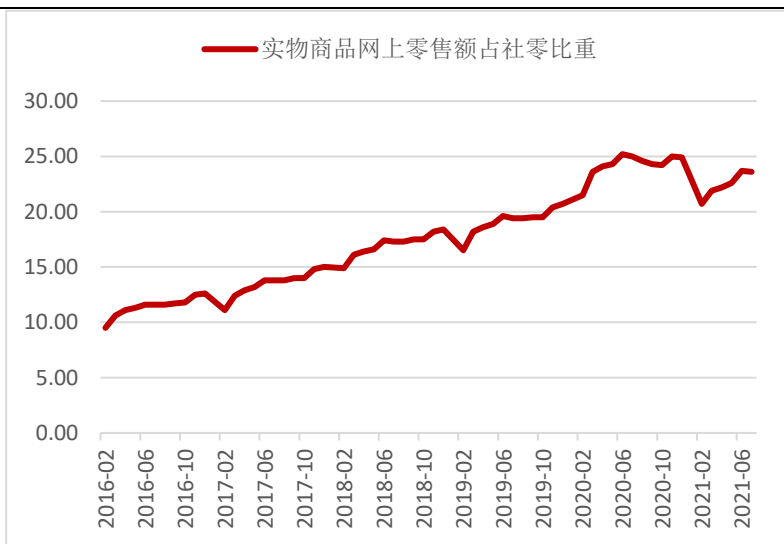
电商红利持续，网购渗透率有望进一步提升。2020 年新冠疫情加速消费向线上转移，实物商品网上零售额占社零总额的比重曾高达 25%。2021 年国内疫情常态化，网购渗透率略有回落，但相较疫情前仍有提升，从长期角度来看，随着人们消费习惯的改变，我国社会消费品线上渗透率有望进一步提升。

图 34：实物商品网上零售额增长（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

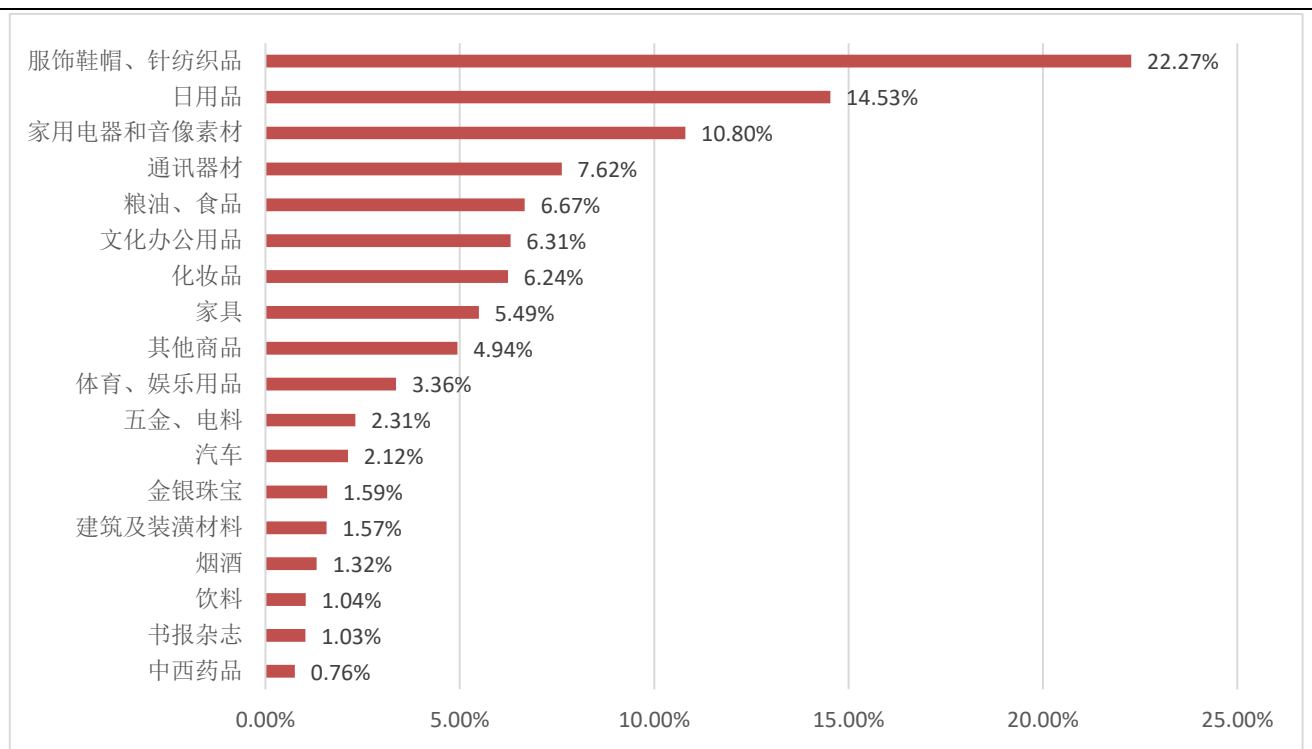
图 35：网购渗透率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

我们认为，居家隔离导致居民的日常消费向线上转移，部分消费品的网购习惯已经养成并长期存在。疫情期间，消费品零售企业加速了线上销售渠道的拓展。据国家统计局数据，2020 年实物商品网络消费中，吃、穿、用类商品同比增加 30.6%、5.8%和 16.2%。线上销售规模上，服装鞋帽、日用品、家电、3C 类产品是销售规模靠前的品类，占比超过了总体实物网络零售交易额的 50%以上。

图 36：2020 年各品类网络零售额占比



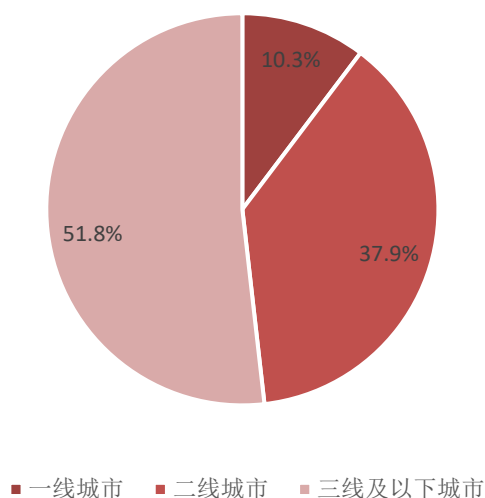
资料来源：商务部，德勤咨询，山西证券研究所

2.2 电商多元化发展，行业增长动力强劲

目前，电商件是我国快递行业业务量的主要来源，电商正向着更加多元化的方向发展，下沉市场、直播电商、生鲜电商等新增长点将持续为快递行业提供驱动力。

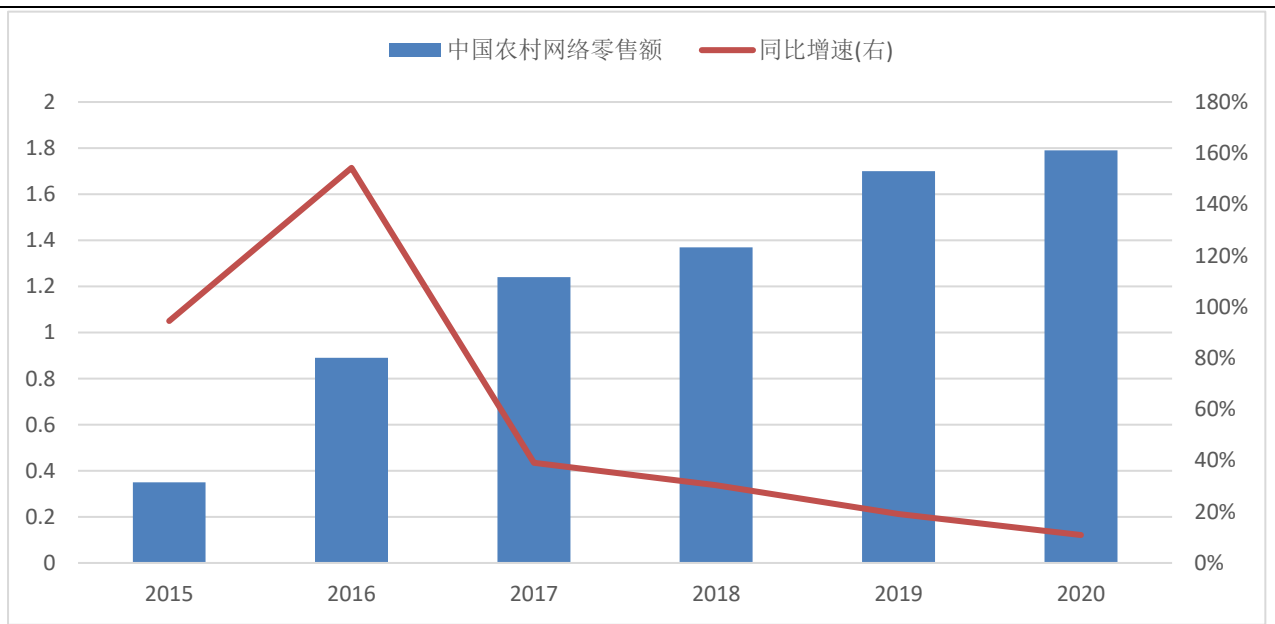
下沉市场人口数量庞大，消费潜力有望持续释放。据阿里巴巴和京东披露，2020 年两者新增用户中，分别有约 80%、70%来自于下沉市场；而拼多多以农产品业务起家，2020 年农副产品成交额为 2700 亿元，占公司 GMV 总额的 16.2%，公司已成为全国最大的农产品上行平台。Trustdata 数据显示，2020 年“双 11”，电商平台活跃用户中，三线及以下城市占比 51.8%。随着电商平台加速渗透三线以下城市，下沉市场将成为中国消费潜力最大的主体。2020 年，全国农村网络零售额达 1.79 万亿元，同比增长 8.9%，未来庞大的下沉市场有望持续释放红利，支撑快递业务量高速增长。

图 37：2020 年“双 11”活跃用户城市等级分布



资料来源：Trustdata，山西证券研究所

图 38：农村网络零售额（万亿元，%）

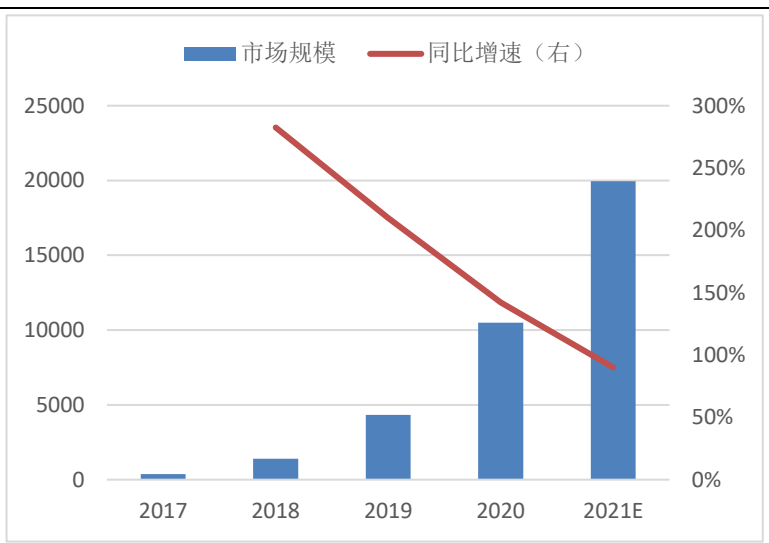


资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

直播电商市场规模超万亿，新兴平台成为新增长点。据中国互联网络信息中心发布的第 48 次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2021 年 6 月，中国直播电商用户规模为 3.84 亿，同比增长 7524 万，占网民整体的 38%。据毕马威阿里研究院预测，2020 年中国直播电商市场规模约 10500 亿元，渗透率约 8.6%，2021 年直播电商有望继续高速增长，规模达到 19950 亿元，渗透率达 14.3%。除直播电商龙头淘宝外，抖音、快手用户数量及成交额也在快速增长，与淘宝形成“三足鼎立”局面。阿里巴巴财报显示，截至 2020 年 12 月 31 日止 12 个月淘宝直播带来的 GMV 超过人民币 4000 亿元；据 CIECC 测算，快手、抖音 2020 年

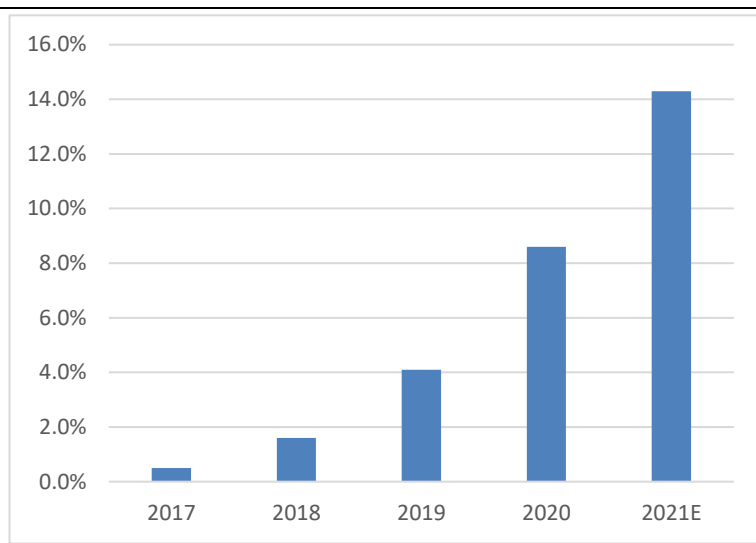
GMV 分别为 3812 亿元、1700 亿元。

图 39：直播电商市场规模（万亿，%）



资料来源：毕马威阿里研究院，山西证券研究所

图 40：直播电商渗透率（%）



资料来源：毕马威阿里研究院，山西证券研究所

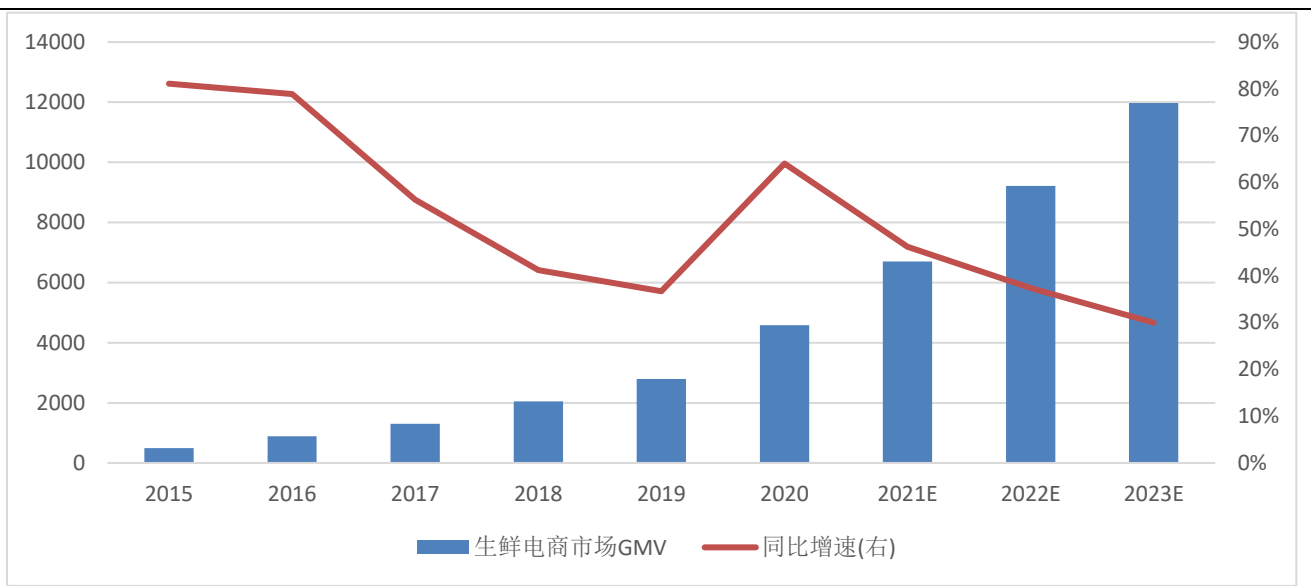
图 41：三大直播电商平台 GMV



资料来源：CIECC，山西证券研究所

疫情加速生鲜电商发展，未来市场规模有望突破万亿。随着消费水平的提升，居民对高品质健康食品的需求逐渐增长，生鲜食品在近几年颇受大众欢迎，新冠疫情更是进一步推动了生鲜电商行业的兴起，2020 年中国生鲜电商市场规模达 4585 亿元，同比大幅增长 64.0%。根据艾瑞咨询预测，随着生鲜电商的发展，居民生鲜食品网购习惯逐渐养成，未来三年市场将保持较快增速，2021-2023 年 CAGR 达 33.6%，预计 2023 年市场规模将突破万亿。生鲜电商模式快速走向成熟也对冷链物流的基础设施、储运技术和信息系统提出了更高的要求，规模增长的同时也会带动行业高质量发展。

图 42：中国生鲜电商市场规模（亿元，%）

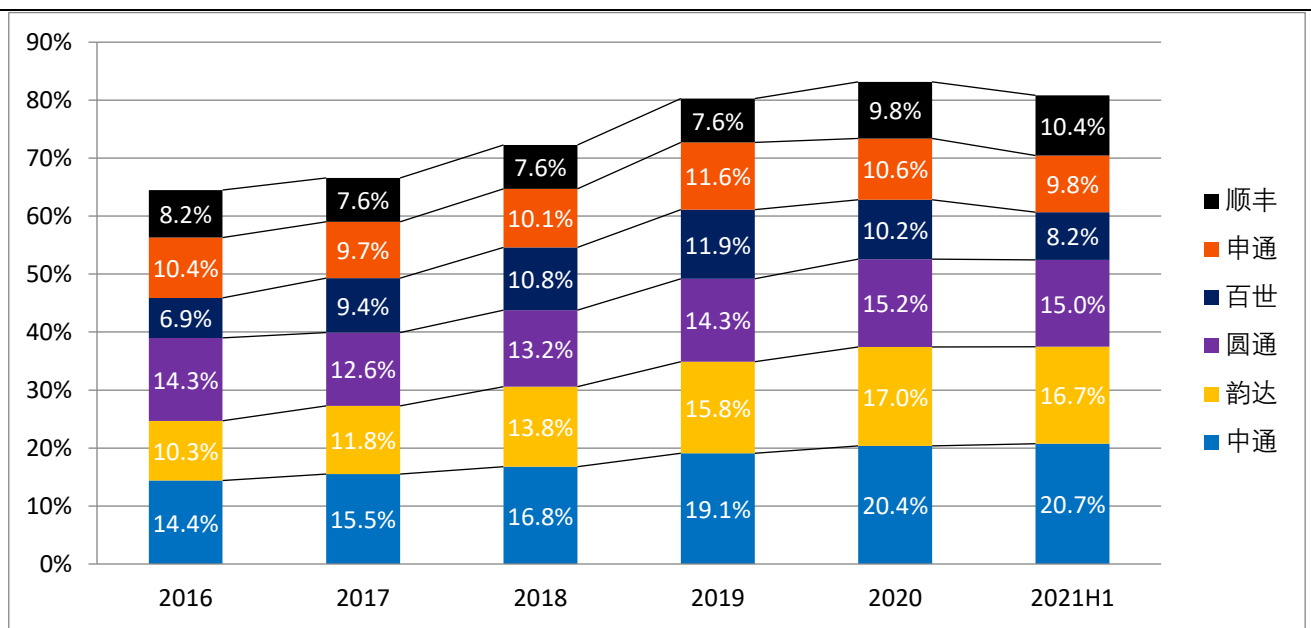


资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

2.3 行业监管强化，快递业从价格战走向高质量发展

经过近几年的快速整合，我国快递市场格局已逐渐明朗，二三线企业基本出清或转向其他细分领域，仅剩几家头部企业，2020 年行业业务量口径下 CR6 达到 83.2%。2020Q4 开始，新入局者极兔实现件量迅速增长，据统计，极兔在 2021 年年初日均单量已突破 2000 万单，粗略估算 H1 市占率已达到 7.3%，通达系业务量明显受到极兔分流，若包含极兔在内，2021H1 行业 CR7 约为 88.2%，市场集中度较高。

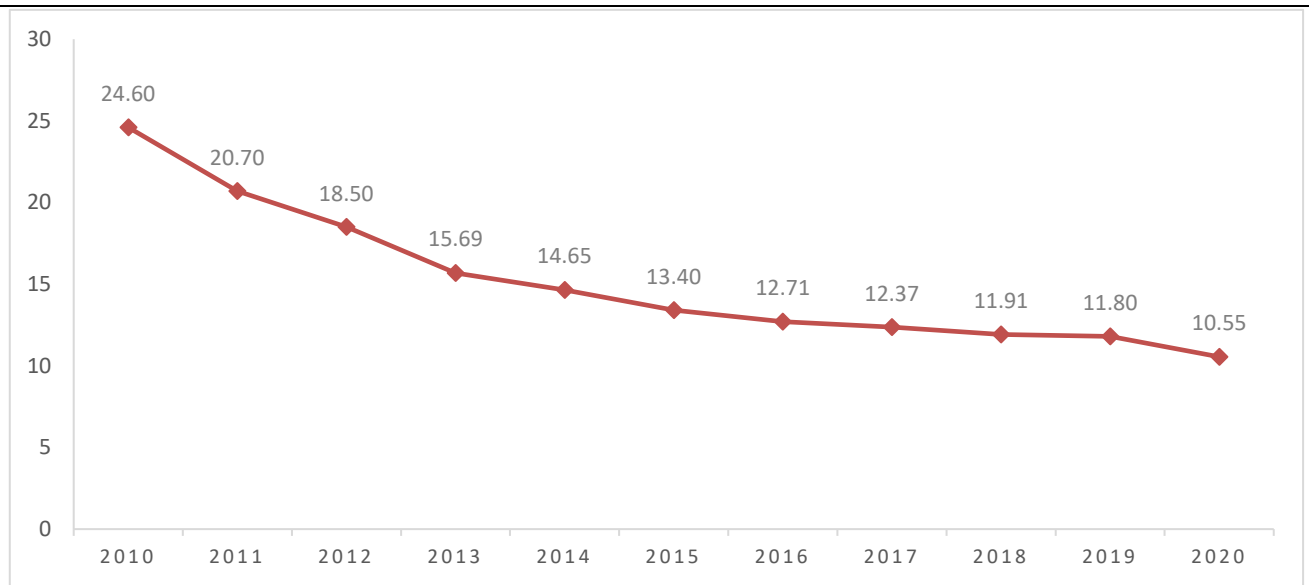
图 43：快递公司业务量市场份额 CR6



资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所

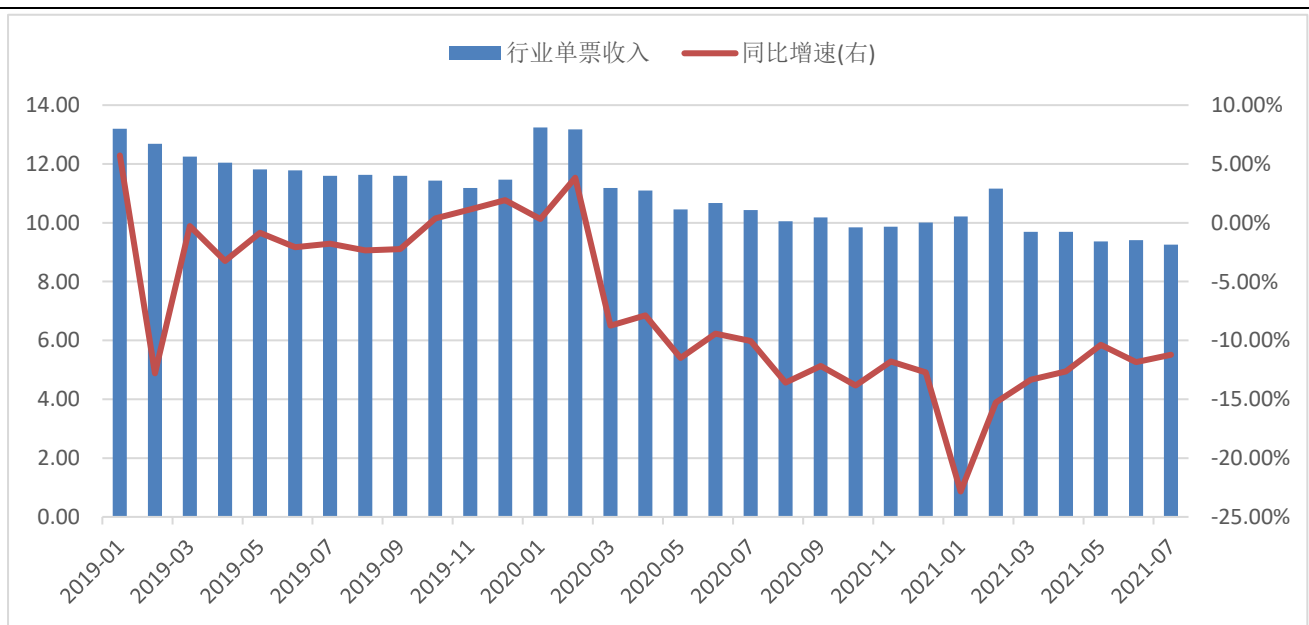
电商快递产品的同质化导致行业陷入囚徒困境，龙头引领价格战，快递单票价格持续走低。2020年以来行业价格战尤为激烈，我们认为主要有三方面原因：一是疫情导致了通达系复工推迟，疫情过后企业迫切希望弥补前期的件量损失，因此加速抢占市场份额；二是疫情期间全国高速公路实行免费政策，快递运输成本大幅下降，给企业带来更多的降价空间；三是新玩家以极低的价格入局，使得本就激烈的价格战进一步走向恶性竞争。

图 44：2010-2020 年快递行业单票收入（元）



资料来源：国家邮政局，山西证券研究所

图 45：近两年月度单票价格（元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

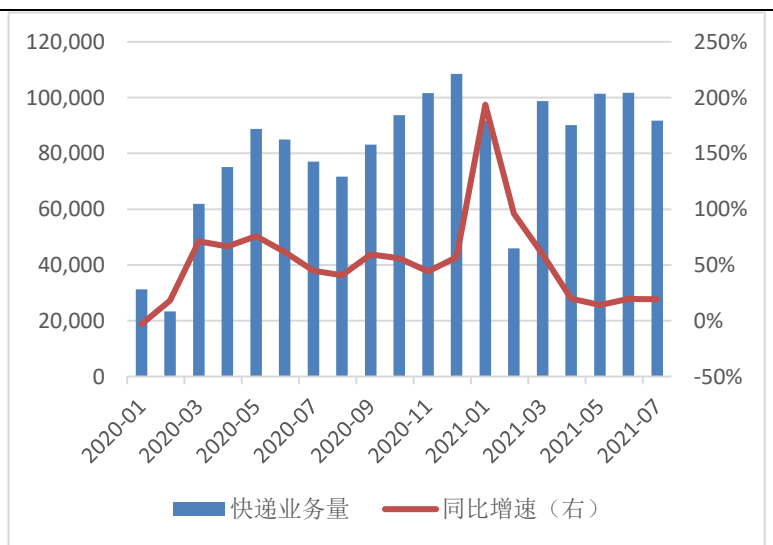
监管政策趋严，行业走向高质量发展。

由于 2020 年来价格战强度持续加大，产粮区竞争白热化，低价倾销、乱下指标、乱降派费、乱罚款等乱象频出，致使网点稳定性下降、客户体验每况愈下、行业环境恶化。2021 年 4 月 6 日，义乌市邮政管理局下发警示函，指出极兔速递、百世快递以远低于成本价格进行倾销，并于 4 月 9 日责令部分转运中心停业整顿。2021 年 4 月 22 日，浙江省政府第 70 次常务会议审议通过《浙江省快递业促进条例（草案）》，规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务，电子商务平台经营者不得利用技术手段阻断快递经营者正常服务，平台型快递经营者不得禁止或者附加不合理条件限制其他快递经营者进入。这一草案是行业首次针对价格竞争立法，2021H1，浙江省快递业务量在全国占比达到 21.21%，浙江省价格战缓和有望带动全行业价格战趋缓。

6 月 23 日，交通运输部、国家邮政局等七部门联合印发《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》，要求保障快递员合理劳动报酬、落实快递企业主体责任。行业空前的监管力度，体现出政策层面改变行业恶性竞争局面的决心，政策落地后，快递企业纷纷响应，8 月底，通达系与极兔先后宣布自 9 月 1 日起将派费上调 0.1 元，切实保障快递员的合法权益。此次派费上调一方面结束了恶性竞争下派费持续降低的局面，另一方面，派费上调向揽收端传递，行业进入传统旺季，单票价格有望提升，行业价格战缓和，快递企业的利润有望得到改善。

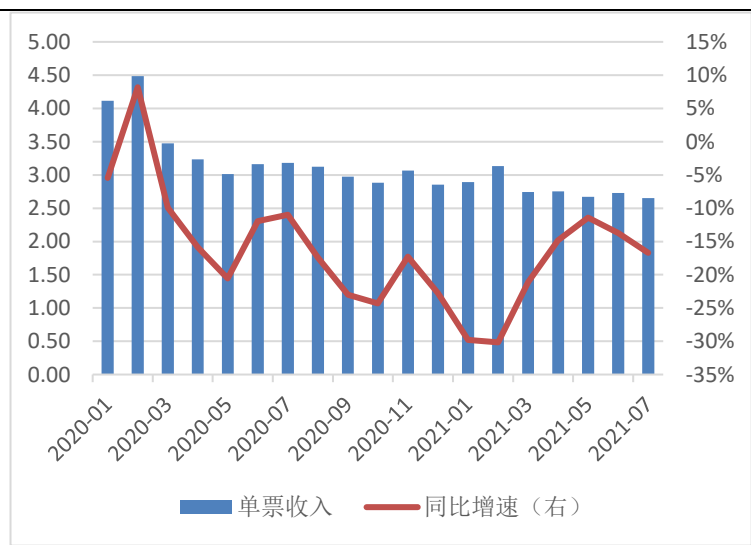
当简单粗暴的价格手段不再有效，行业就从单纯的比拼价格转向比拼服务质量和客户体验，快递市场有望转向有序竞争、高质量发展。未来，行业向着业务多元化方向发展，综合物流服务能力将为企业赢得定价权，从而获取更大的市场份额、创造更多的利润。

图 46：义乌市快递业务量（万件，%）



资料来源：国家邮政局，山西证券研究所

图 47：义乌市快递单票收入（元，%）



资料来源：国家邮政局，山西证券研究所

3. 持续完善产品矩阵，全面打造综合物流服务龙头

3.1 时效快递：核心驱动力改变，时效件重新定义

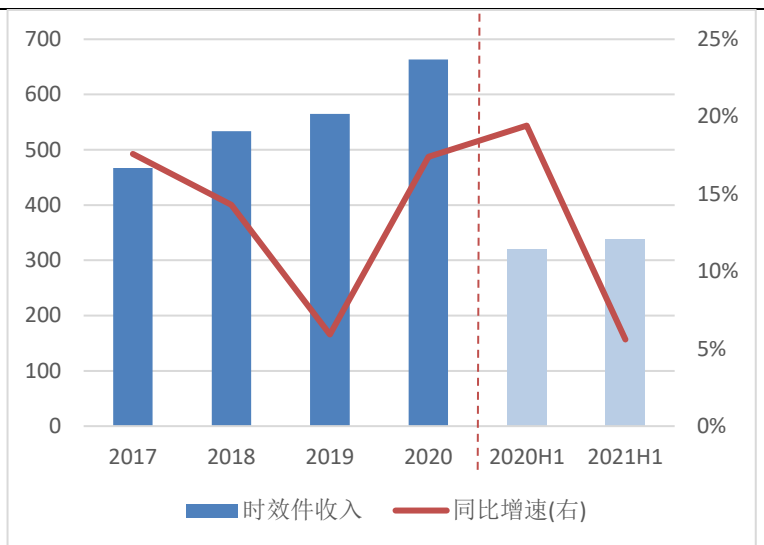
时效件板块是公司最稳定的收入来源。时效件产品作为公司名牌和最重要的支柱产品，是“快”、“准时”、“安全”的代名词，产品定位商务件和高端电商件，主要分为“顺丰即日”、“顺丰特快”和“顺丰标快”，2021年4月，公司对产品体系进行升级优化，将原顺丰次晨和顺丰标快中时效优势线路升级为顺丰特快，剩余标快产品和原经济板块中的标准陆运产品升级为新一代顺丰标快产品，进一步巩固时效件领先优势。我们对原标快陆运产品进行了测算，该部分2021H1收入约113.8亿元，同比增长约9%，为方便比较，我们将2021H1数据按旧口径进行了还原。时效产品目标客户对时效和安全性较为敏感，对价格不敏感，因此时效件单票价格和利润较高，是公司最大的收入来源。近年来，由于公司经济件和新业务板块的扩张，时效件收入在营业收入中的比重不断下滑，2021H1占比下降至38%左右。

表9：顺丰时效件产品

产品	产品简介	覆盖范围	承诺时效	运费
顺丰即日	当日寄件，当日送达； 各环节通过专属流程优先发运、中转、派送； 门到门标准快递服务； 客制化服务； 全程可追踪。	中国内地部分城市及流向。	当日20:00前送达。	以深圳—广州为例， 首重16元，续重2元/kg。
顺丰特快	“快速、准时、稳定”； 各环节通过专属流程优先发运、中转、派送； 门到门标准快递服务； 客制化服务； 全程可追踪。	中国内地及港澳台地区超300个城市。	异地流向最快次日12:00前送达。	以北京—上海为例， 首重23元，续重10元/kg。
顺丰标快	价格更优、时效稳定、托寄无忧、服务范围广； 门到门标准快递服务； 客制化服务； 全程可追踪。	中国内地及港澳台地区超300个城市。	省内、经济圈最快次日12:00前送达，平均23小时送达。	以北京—上海为例， 首重18元，续重5元/kg。

资料来源：公司官网，山西证券研究所

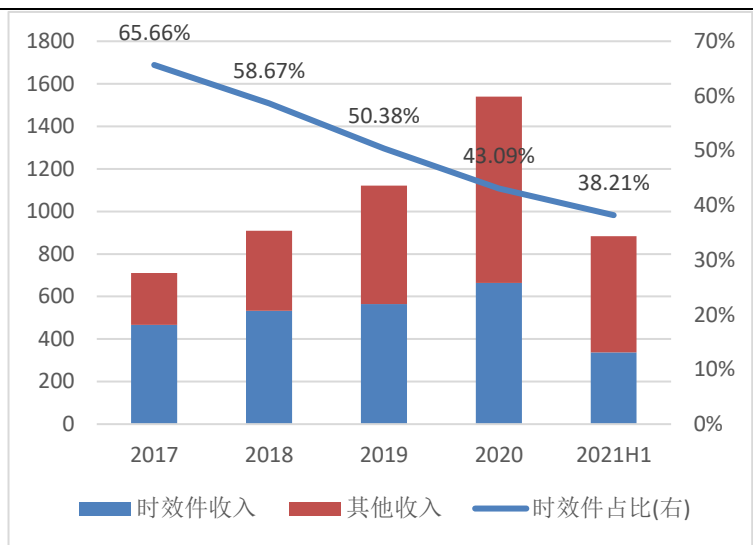
图 48：公司时效件收入及增速（亿元，%）



注：半年度数据按旧口径进行还原

资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 49：公司时效件收入及占比（亿元，%）

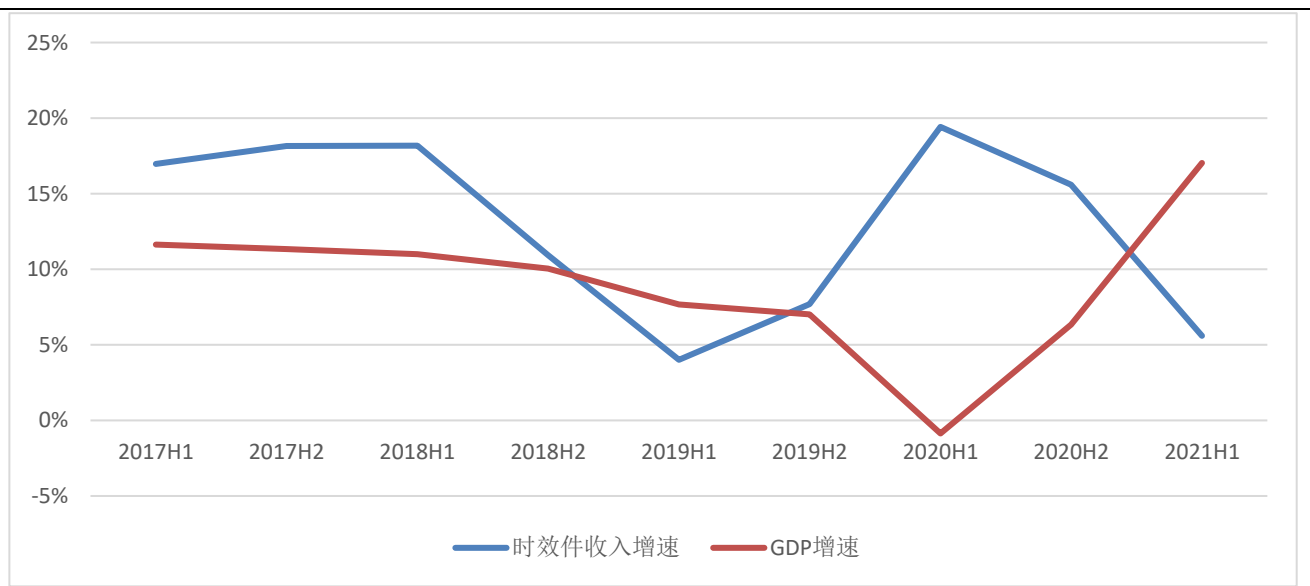


注：半年度数据按旧口径进行还原

资料来源：公司年报，山西证券研究所

时效件结构发生变化，消费类成为新驱动力。在过去，公司时效业务以商务信函、合同、发票等物品为主，因此时效件增速一定程度上受宏观经济增速影响。2019 年，在宏观经济增速下行以及发票、合同电子化普及作用下，商务件增速大幅放缓，公司 2019H1、H2 时效件收入增速分别只有 4.01%、7.70%。2020 年新冠疫情期间，一方面，公司凭借直营制强大的管控能力和多元化综合物流能力，保障防疫物资和生活物资需求，另一方面，疫情刺激下高端电商触网，时效件获得了强劲的驱动力，2020H1 时效件收入逆势增长 19.42%，下半年虽然疫情得到控制，但在高端消费线上化需求驱动下，公司时效件依然维持较高增速。

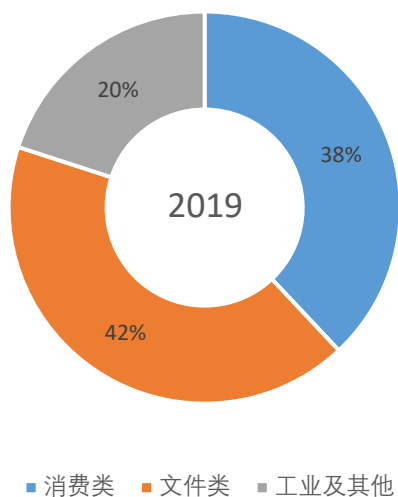
图 50：公司时效件收入增速与 GDP 增速相关性弱化（%）



资料来源：公司公告，国家统计局，山西证券研究所

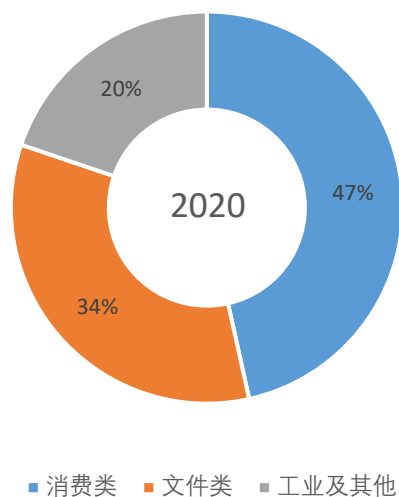
消费属性取代商务属性，时效件增长韧性较强。从件量结构来看，消费类（主要包括鞋服、食品、3C、家居等）占比由 2019 年 38% 增长至 2020 年的 47%，文件类占比则下降至 34%，时效件的内涵已经不再是商务件，消费类物品已经超越文件类成为时效件主要的增长驱动力，相较而言，消费需求更具增长韧性。

图 51：公司 2019 年时效件板块件量结构



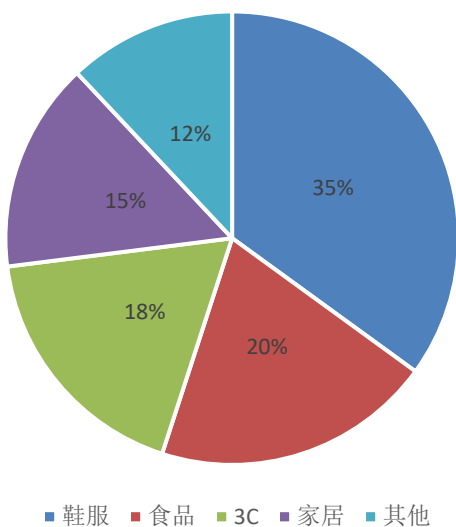
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 52：公司 2020 年时效件板块件量结构



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 53：公司 2020 年消费类细分占比



资料来源：公司公告，山西证券研究所

后疫情时代，高端电商件线上渗透率继续提升，有望为时效件增长进一步打开空间。2021 年 618 期间，全网 B2C 销售额排名前五的行业分别为家用电器、手机通讯、服装配饰、美妆个护、鞋靴箱包，均为高价值商品；行业同比增速排名前五位分别是运动户外、居家日用、酒类、美妆个护、食品饮料，鞋服、酒类

及美妆等高价商品增速同样较高，高端商品加速向线上渗透。高端电商件由于本身单价较高，对快递价格敏感度较低，但是对安全和时效有着较高要求，而顺丰的时效和直营制优势具备天然的高端电商基因，因此高端消费线上化有望为顺丰时效件增长进一步打开空间。

图 54：2021 年 618 全网销售数据



资料来源：星图数据，山西证券研究所

顺丰已凭借良好的口碑获得高端电商市场的认可。2021年“618”期间，家用电器销量主要来自京东平台，但京东家电基本通过旗下京东物流发货，而美妆个护产品主要来自天猫，因此我们选取天猫商城中的代表性美妆品牌进行观察，多数美妆品牌优先选择顺丰进行发货。其中，欧莱雅虽然在众多品牌中销量领先，但由于产品覆盖范围广且普遍单价相对较低，默认发货快递公司也因产品而异，其他客单价较高的奢侈品牌正装产品大多默认使用顺丰标快发货（护肤品为航空禁运品，只能通过陆运发货），在特殊地区使用EMS，仅试用产品、礼品等选择其他快递公司发货。此外，运动鞋服代表品牌NIKE、adidas，3C产品代表品牌苹果、华为均默认顺丰或EMS发货，可见高端消费品市场中，直营制快递公司拥有其独特的优势。

表 10：2021 年 618 期间七大品类分平台销售额（亿元）

	整体	天猫	京东	拼多多	其他
家用电器	824	242	490	34	58
美容护肤	379	231	81	21	46
美妆香水	132	84	26	7.1	15.3
洗护清洁	102	48	47	4.3	2.7
粮油调味	93	46	35	6.6	5.3
休闲零食	62	31	23	5.4	2.7
方便速食	20	9	7.2	1.3	2.1

资料来源：星图数据，山西证券研究所

表 11：天猫一线品牌发货方式


类型	品牌	默认	其他
化妆品	欧莱雅	顺丰、EMS、圆通、韵达、百世	
	雅诗兰黛	顺丰	
	兰蔻	顺丰	试用、小样、礼品随机使用申通或顺丰
	资生堂	顺丰	试用/奖品使用韵达、中通、EMS
	SK-II	顺丰	部分地区 EMS
	迪奥	顺丰	
	香奈儿	顺丰、EMS	
	YSL	顺丰	西藏地区 EMS，试用、奖品等随机
	Tom Ford	顺丰	特殊地区 EMS，试用/奖品使用中通
	阿玛尼	顺丰	活动/小样使用申通
运动鞋服	NIKE	顺丰、EMS	
	adidas	顺丰、EMS	
3C	苹果	顺丰、EMS	
	华为	顺丰、EMS	

资料来源：天猫旗舰店，山西证券研究所

3.2 经济快递：产品下沉收获成效，未来增长潜力较大

推出差异化服务产品，实现电商件市场全覆盖。公司经济件产品主要有电商标快、特惠专配以及丰网速运，根据目标客户以及服务标准的不同进行了产品分层，定价由 20 元延伸至 5 元以下，实现了从高端到低端电商件价格带的全覆盖。

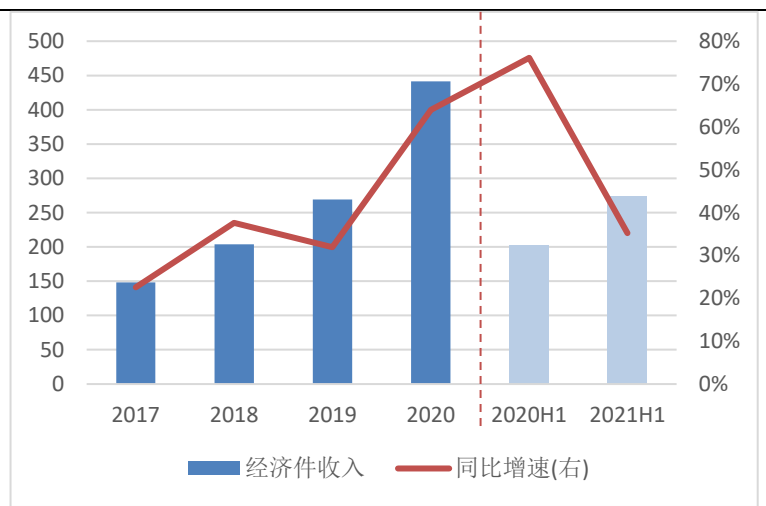
表 12：顺丰经济件产品

			
	电商标快	特惠专配	丰网速运
目标市场	高端电商&个人	中端电商	主体电商
价格区间	10-20 元	5-7 元	5 元以下
服务差异	严格的时效管控、送货上门	时限相对宽松、送货上门	加盟商负责收派端，多种模式灵活派件

资料来源：公司公告，山西证券研究所

多次切入电商快递市场，填仓模式收获成效。2013 年底公司首次推出“电商特惠”服务，单票定价约 15 元，但由于装载率较低以及直营模式下成本较高，导致公司 2014 年归母净利润大幅减少，不得不叫停业务。2018 年公司再度尝试电商特惠件，此次虽然进行了运营模式的优化，但依然存在装载率不高的问题，最终由于收入无法覆盖运力投入，此次尝试依旧不成功。直至 2019 年 5 月，公司针对日均票量 1000 票以上的电商大客户推出特惠专配业务，定位中端电商市场，期初定价 8-10 元，后期日均件量限制及价格均有所下降。此番推出的特惠件采取填仓模式，一方面无需进行大量投入，减少资本开支规模，另一方面消化了公司过剩产能，通过提高装载率实现了单位成本的下降。

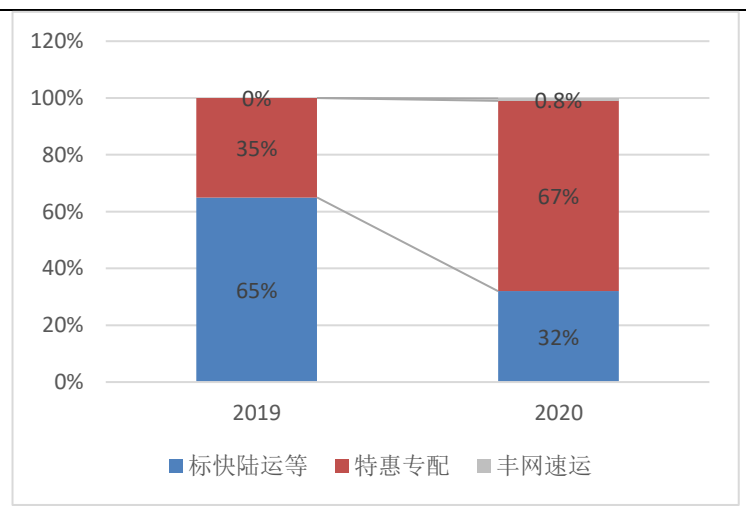
图 55：公司经济件收入及增速（亿元，%）



注：半年度数据按旧口径进行还原

资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 56：公司经济件件量结构

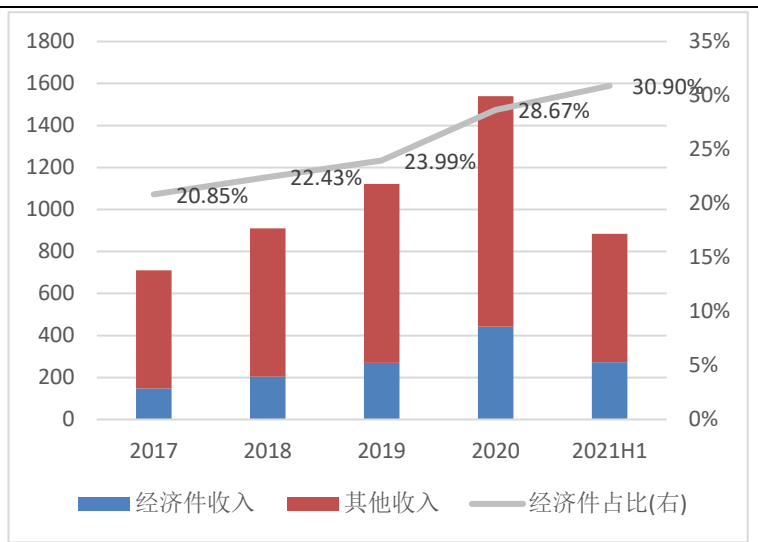


资料来源：公司公告，山西证券研究所

特惠专配产品定位精准，价格相对于传统标快产品来说较为便宜，中端电商客户愿意支付一定的溢价享受顺丰优质的服务，公司此次产品下沉迅速收获成效，特惠专配带动经济件迅速起量，2020 年特惠专配占经济件件量比重约 67%，相比 2019 年提升 32pct，公司经济件业务收入 441.48 亿元，同比增长 64.00%，业务量同比增长 155.86%。2021H1，口径还原后公司经纪业务收入约 272.98 亿元，同比增长约 35.25%。

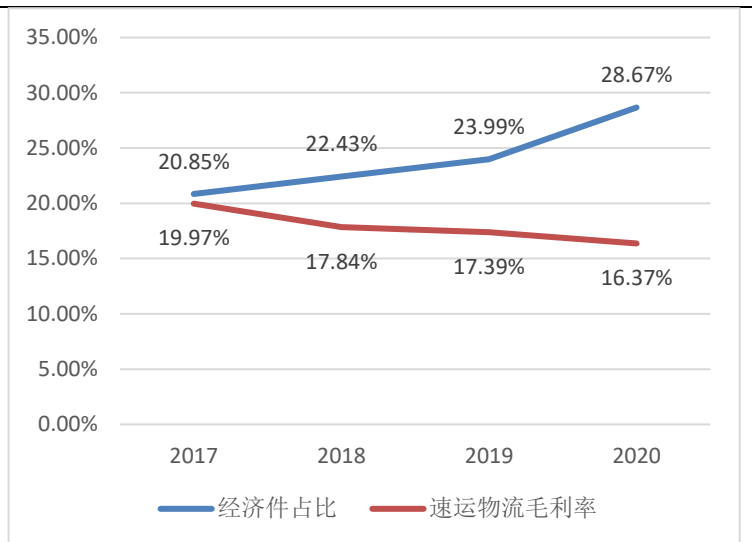
经济件收入占比上升是公司整体毛利率下降的主要原因。电商特惠件本身毛利率较低，而电商件受通达系价格战影响较大，特惠件迅速起量的同时，其在公司营业收入中的比重也大幅上升，导致整体毛利率持续下滑，公司2020年经济件收入占比上升4.68pct至28.67%，速运物流整体毛利率下降1.02pct至16.37%。

图 57：公司经济件收入及占比（亿元，%）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 58：公司经济件占比与毛利率

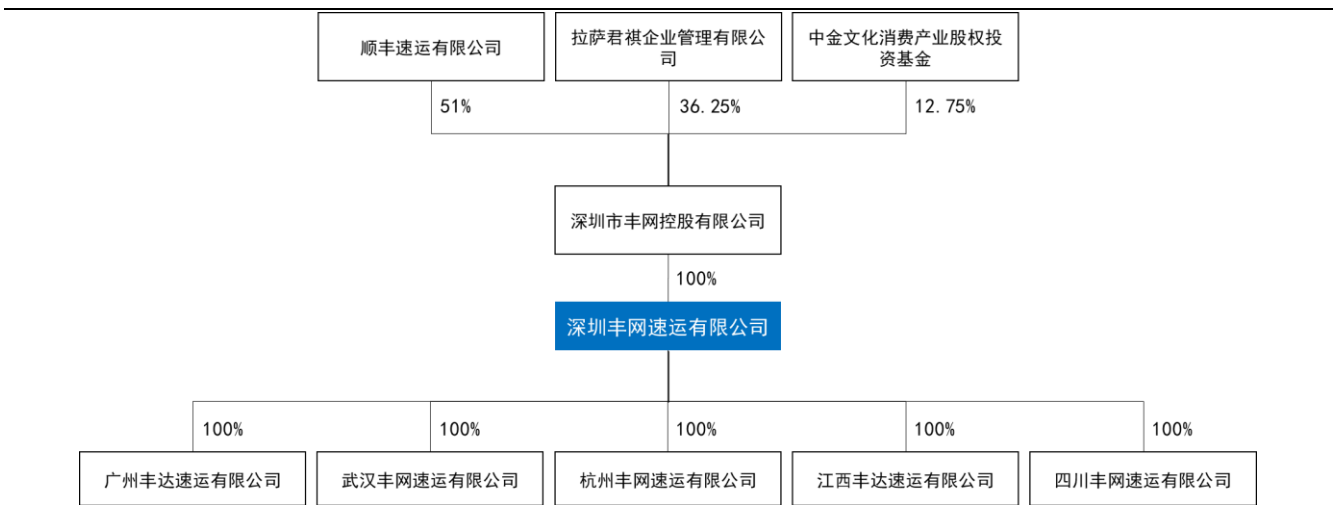


资料来源：公司公告，山西证券研究所

匹配中低端电商件市场，丰网起网在即。由于特惠件目前还是依托大网运行，一方面，随着业务量的大幅增长，公司产能逐渐到达瓶颈，尤其是中转场和干线面临较大压力，导致顺丰时效件品质受到影响；另一方面，在直营模式下，顺丰成本居高不下，难以与通达系争夺下沉市场份额，而加盟制更加具备低端电商件基因。因此，顺丰想要打入下沉市场，另起一张加盟网络在情理之中。

2020年4月，顺丰成立子公司深圳丰网速运。丰网速运采用加盟制，2020年开始在广州、泉州、金华、佛山、杭州试点运行，目前为止，丰网加盟对象仅面对顺心捷达加盟商以及公司内部员工，暂未对外开放加盟，在收转运派各环节仍然依靠大网兜底。据物流一图，丰网2021年上半年计划完成广东省、浙江省、福建省全区域覆盖，下半年计划完成江苏、安徽、山东全覆盖，同时在河南、河北、湖北、湖南、江西、四川、重庆等重点城市开启加盟。

图 59：丰网速运股权结构



资料来源：天眼查，山西证券研究所

图 60：丰网向顺心加盟商收集加盟意向

SX加盟商意愿和信息收集

尊敬的盟商，您好！

集团即将组建“电商件快递网”，并开放网点加盟。现向广大SX加盟商收集加盟意向，对符合条件的优秀盟商，给予优先加入权限。具体条件如下：

入网条件：①有物流、快递经验；②注册有限责任公司；③认可公司文化，意愿加盟。

资料来源：罗戈网，山西证券研究所

图 61：丰网覆盖区域



资料来源：物流一图，山西证券研究所

百世高管加入，打造快慢分离双网并行。原百世集团高级副总裁周建于 2020 年 4 月加入顺丰，周建曾是百世初创团队核心成员，一直负责百世快递业务，将百世打造成为快递一线企业，此次加入顺丰有望加强顺丰中低端电商件实力。而顺丰也专门成立了电商快递项目，项目下设经营管理部、运维管理部、综合管理部，负责电商快递业务发展。2020 年，顺丰针对电商件进行了快慢分离重点项目，让时效产品继续提速，同时进一步降低慢产品的单票成本。我们认为这是顺丰分网的必要前置条件，最终公司要实现“直营+加盟”双网并行，充分共享资源，发挥规模效应。

图 62：顺丰快慢分离举措

快慢分离及成本优化举措



资料来源：公司公告，山西证券研究所

3.3 快运：规模增速行业领先，货量突破盈亏平衡点

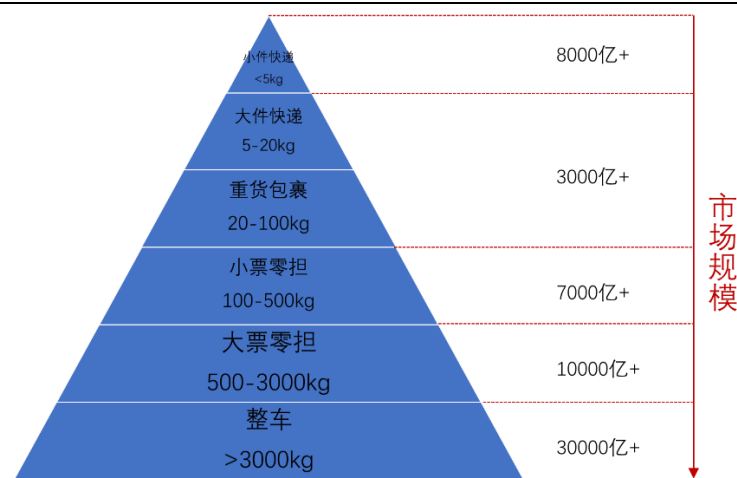
零担市场万亿规模，行业分散整合空间较大。按照我国公路货运规则，一票货物装满一车作为整车运输，多票货物拼凑成一车视作零担运输。在实际操作中，各家物流企业对于产品的重量划分存在差异。根据顺丰的产品分类，重量在 20-3000kg 之间的包裹属于公司快运产品。公司快运业务所处零担行业市场空间广阔，据测算，其中小票零担市场规模在 7000 亿以上，大票零担市场规模超过 10000 亿。但由于我国零担行业起步晚，市场规模效应和集中度仍处较低水平，作为对比，2020 年美国零担市场 CR10 达到 74.6%，我国零担市场 CR10 仅为 3.2%，行业显著分散，未来竞争及整合空间较大。

表 13：顺丰快运产品

产品	重量	产品简介	覆盖范围	运费
重货包裹	20-100kg	满足 B2C 电商大包裹与 B2B 门店调拨场景发货需求。	中国内地互寄、中国香港澳门地区至内地、中国港澳地区同城及互寄	以北京-上海为例，首重(20kg)77 元，续重 4 元/kg。
标准零担（小票零担）	100-500kg	满足 B2B 零担托盘货与批量件场景发货需求。	中国内地互寄、中国内地至香港、澳门地区、中国香港地区同城	以北京-上海为例，最低 306 元，每公斤 2.6 元。
大票直送	500-3000kg	满足企业客户、3PL 合同物流客户发运需求，提供厂仓、仓仓、仓店的门到门运输的陆运产品。	中国内地区互寄	
整车直达	3000kg 以上	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。	中国内地、香港地区	客制化定价
丰城专运		主要服务客户搬家、运货需求。	中国内地	起步+里程费；套餐式一口价；客制化定价。

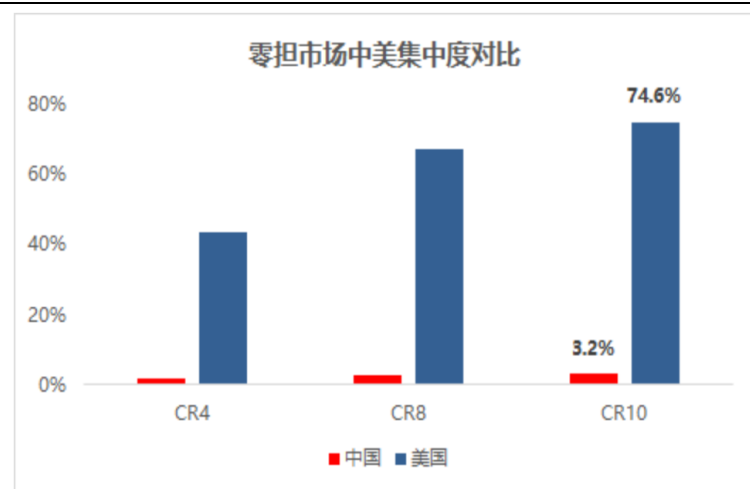
资料来源：公司官网，山西证券研究所

图 63：我国公路货运市场规模预测



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 64：2020 年中美零担市场集中度



资料来源：物流一图，山西证券研究所

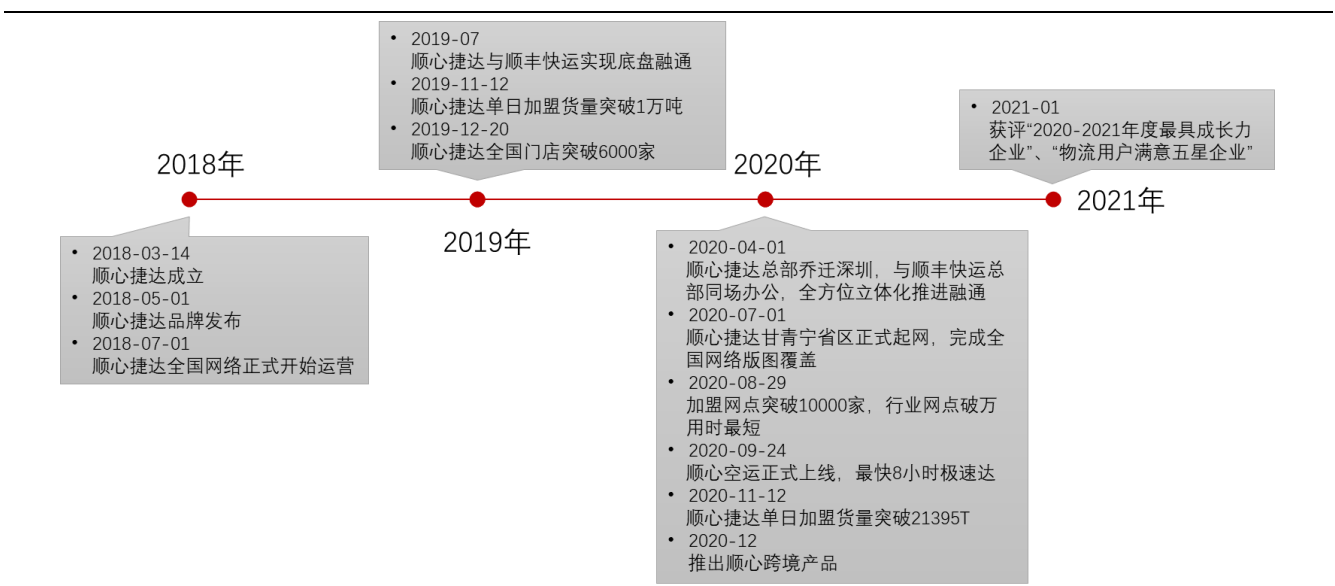
形成了业内唯一的直营+加盟双网模式，实现业务全方位覆盖。公司 2015 年正式推出快运产品，2018 年 3 月收购广东新邦物流有限公司业务，建立“顺心捷达”加盟制独立快运品牌，2019 年 7 月，公司正式发布顺丰快运品牌。至此，公司形成了行业内独有的快运双品牌，其中直营体系的顺丰快运定位高时效、高质量及高服务体验的中高端市场，不断夯实面向中高端的较复场景与服务能力，解决 B 端大件供应链门到门及入仓服务等行业难点，同时为 C 端个性化场景提供入户安装等一步到位的延伸服务；加盟制品牌顺心捷达拥有低运营成本优势，网络拓展灵活、速度快，从 2018 年起网至 2020 年 7 月甘青宁省区起网，短

短两年时间内加盟网就完成了全国网络版图全覆盖，与顺丰快运形成产品定位上的互补，共同实现业务全方位覆盖。截至 2021 年 6 月，顺丰快运自营及加盟网共计拥有 192 个快运中转场（含集散点），约 1600 个快运集配站，合计场站面积超过 390 万平米，日承载能力 23.3 万吨；拥有 3292 条快运干线，超 11000 条支线，加盟网点 12355 个，业务覆盖全国 32 个省级行政区、365 个主要城市与地区。

双网运营模式互补，资源协同降本提效。顺丰快运与“顺心捷达”运营底盘融合，管理方面实施中台一体，业务方面，依托顺丰集团科技底盘，实现资金流、信息流、业务流的三流互通，支撑双网共用、场站一体化操作、线路混装混卸、盟商就近交货、派送优势互补等全环节多场景应用，促进顺丰快运与顺心捷达的资源有效利用，赋能盟商互利共赢、共同降本增收。

2020 年，公司提出在收、转、运、派环节全面推进四网融通，顺丰快运网、加盟网与与快递网三网协同，尤其是在干线里快递快运运力资源协同，未来有望形成更好的投资回报。

图 65：顺心捷达发展历程



资料来源：公司官网，山西证券研究所

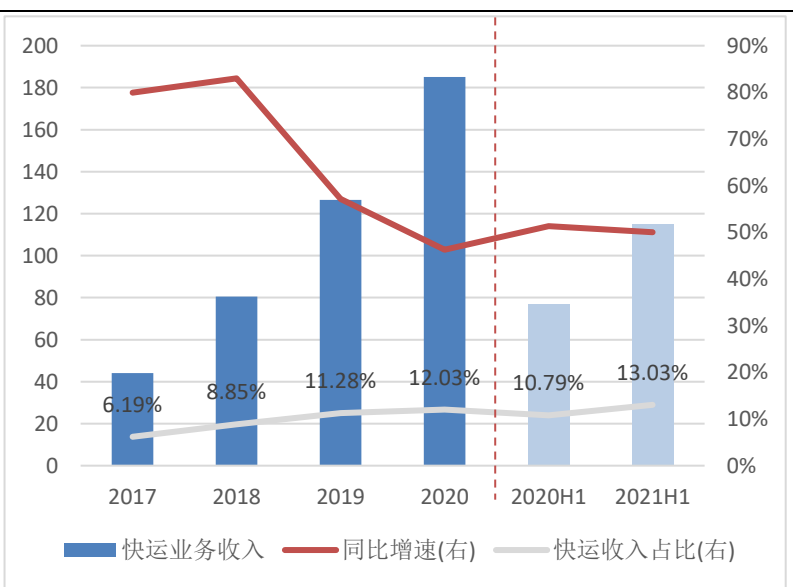
图 66：顺丰快运直营+加盟双网模式



资料来源：公司公告，山西证券研究所

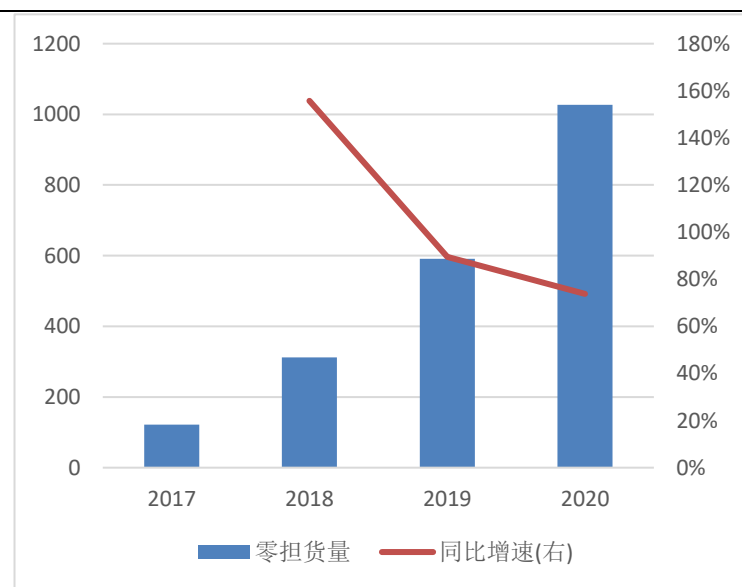
得益于顺丰的品牌效应及快运网迅速起网，公司快运业务推出以来一直保持较高的增速。2017-2020 年公司营业收入 CAGR 为 61.43%，零担货量 CAGR 达到 103.42%。2021H1，公司快运业务实现不含税营业收入 115.13 亿元，同比增长 50.01%，整体零担货量同比增长 81.3%，其中直营网、加盟网货量同比分别增长 88.7%、62.5%，营收规模及货量增速再全网型零担公司中保持领先。

图 67：公司快运业务收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 68：公司零担货量及增速（万吨，%）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

从收入规模看，顺丰快运业务已位居零担行业第一。2019年，公司营收规模超越德邦快递，在零担行业登顶，2020年公司保持营业收入，含税收入突破200亿元，进一步拉大了与竞争对手的差距。2020年全年公司货量突破1000万吨，仅次于安能物流，货量增速保持行业第一。

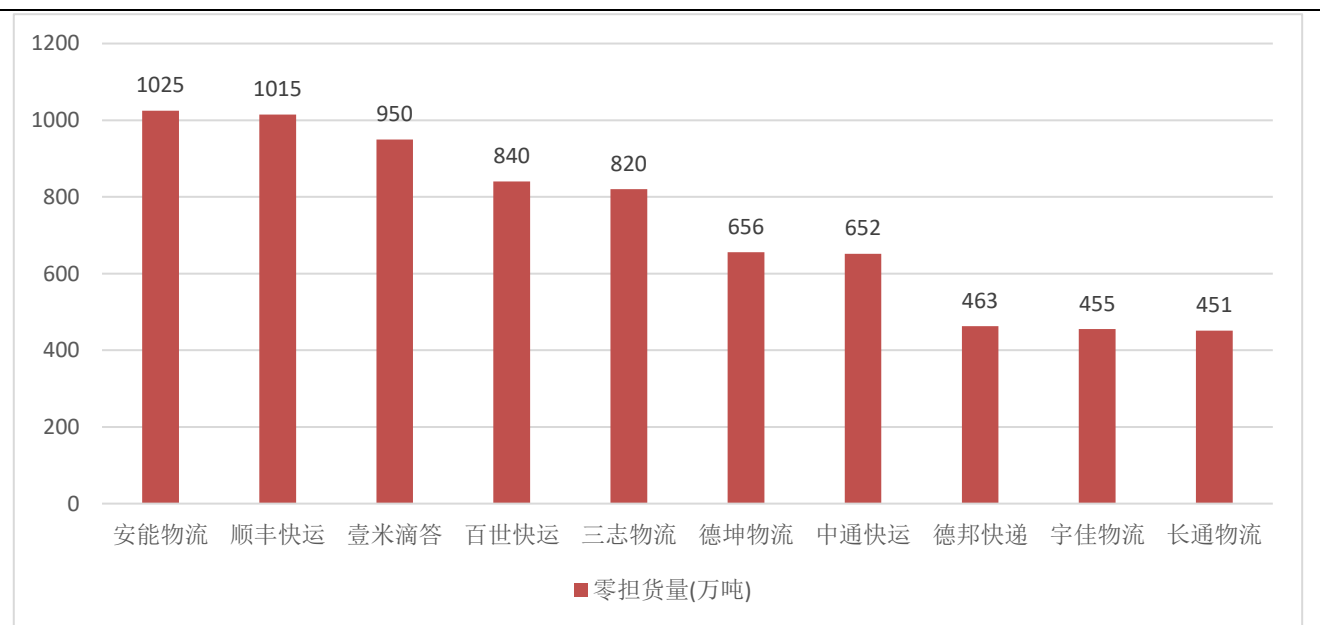
表 14：2020 年零担行业收入 top30

排名	名称	零担营业收入 (亿元)	排名	名称	零担营业收入 (亿元)	排名	名称	零担营业收入 (亿元)
1	顺丰快运	207.76	11	天地华宇	14.5	21	速通物流	6.18
2	德邦快递	106.5	12	黑豹物流	13.5	22	云聚物流	6.1
3	安能物流	75.1	13	盛丰物流	12.8	23	长吉物流	5.99
4	壹米滴答	67.3	14	长通物流	12.6	24	豪翔物流	5.46
5	百世快运	52.24	15	永昌物流	10.51	25	龙兴物流	5.0
6	三志物流	46	16	京东快运	10	26	联达物流	4.68
7	中通快运	40.5	17	巴蜀物流	7.7	27	方圆物流	4.5
8	德坤物流	33	18	宇佳物流	7.6	28	霄邦物流	4.3
9	韵达快运	19.1	19	鸿泰物流	6.5	29	腾达物流	4.2
10	宇鑫物流	15.7	20	辽西物流	6.2	30	贰仟家物流	3.53

注：1. 只计算零担业务，快递、三方、整车、仓储等予以剔除；2. 直营算全链条收入，加盟仅计算加盟商结算费用；3. 顺丰快运为单票 20 公斤以上计入快运，包含顺心捷达；德邦仅计算零担收入，未计入单票 30kg 以上大件快递收入；壹米滴答包含优速大包裹；4. 上市公司包含了 6% 的增值税收入。

资料来源：运联智库，山西证券研究所

图 69：2020 年零担货量 top10



资料来源：运联智库，山西证券研究所

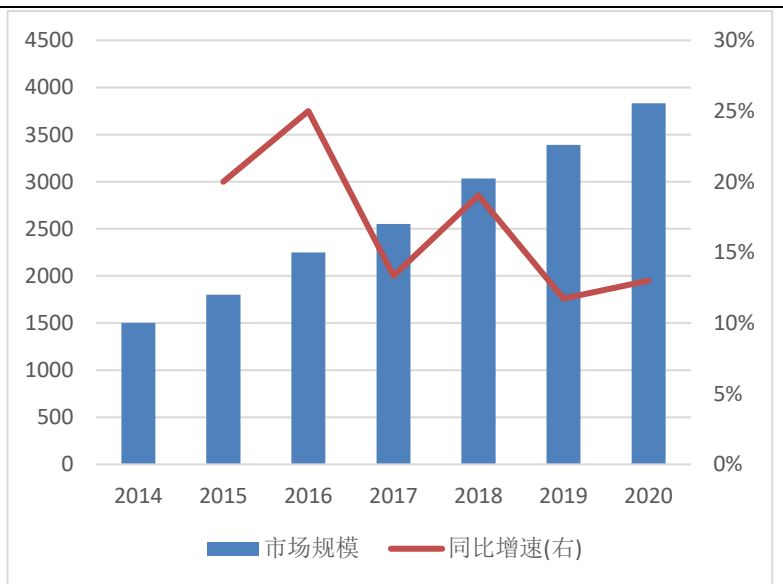
总体而言，公司快运业务发展迅速，2020 年底快运收入占比达到 12.03%，仅次于时效快递和经济快递，已经成为公司一大支柱业务，公司也开始对快运分部进行单独的业绩披露。快运业务快速增长的背后，是

公司持续、大量的资金投入，根据公司公告，2020年2月28日，顺丰快运通过发行可转债融资3亿美元，主要用于网络基础设施搭建，保持快运业务持续发展，提升品牌核心竞争力。此外，公司2020Q4至2021Q1进行了大量的资源投入，很大部分用于快运线路的提速及四网融通项目，从而构建起快运重资产的行业壁垒。尽管快运业务目前依然处于投入期，但已经跨过了日均货量3-3.5万吨的毛利率盈亏平衡点，未来随着货量增长及规模效应的提升，快运业务有望实现盈利。

3.4 冷运：网络覆盖优势明显，联合巨头树行业标杆

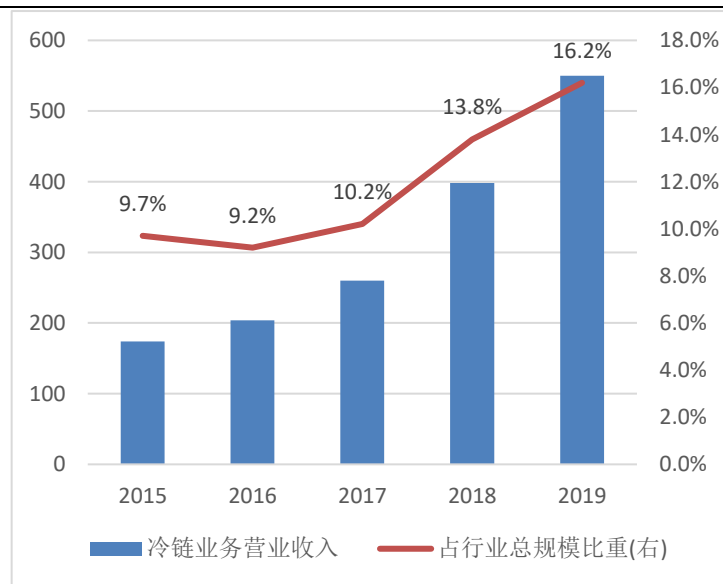
冷链物流市场空间大，行业集中度低。根据中物联冷链委预测，2020年我国冷链物流市场规模将达3832亿元，冷链需求总量突破2.65亿吨。随着我国城镇化发展和居民消费水平提升，生鲜食品需求逐渐上升，作为生鲜供应链的基础设施，冷链物流行业得到快速发展，特别是在2020年疫情刺激下，生鲜新零售迎来了长期爆发，未来冷链物流行业发展潜力较大。但是，由于冷链物流技术门槛高，需要大量资金投入，行业内多为中小企业，且多以区域性为主，行业呈现“小、散、乱”的特点。根据中物联冷链委发布的“2019年冷链物流企业百强榜”数据显示，冷链物流企业百强门槛是8961万元，“百强企业”冷链业务市场占有率从2016年的9.22%，提升到2019年的16.21%。

图 70：中国冷链物流市场规模（亿元，%）



资料来源：中物联冷链委，山西证券研究所

图 71：冷链百强企业营收占行业总规模比重（亿元，%）



资料来源：中物联冷链委，山西证券研究所

顺丰布局冷链物流较早，联手夏晖建立首个全网型的标杆企业。2014年9月，顺丰速运有限公司成立了冷运事业部；2016年8月，顺丰冷运食品陆运干线网正式发布，成为国内唯一一家覆盖东北、华北、华东、华南、华中、华西等重点核心城市的冷链物流企业；2018年8月，顺丰控股与美国夏晖集团宣布成立合资公司新夏晖，夏晖是全球冷链供应领导品牌，拥有40年的冷链供应链管理经验和丰富的冷链物流网络，顺丰通过资本合作的

方式成为国内首个初步建立全国性冷链物流网络的公司，网络覆盖具备绝对优势。在“2019年冷链物流百强榜单”中，顺丰冷运连续两年蝉联榜首。

表 15：2019 年度中国冷链物流企业 top10

排名	企业名称
1	顺丰速运有限公司
2	京东物流
3	希杰荣庆物流供应链有限公司
4	新夏晖
5	上海郑明现代物流有限公司
6	上海光明领鲜物流有限公司
7	江苏卫岗供应链管理集团有限公司
8	济南维尔康实业集团
9	漯河双汇物流投资有限公司
10	江苏苏宁物流有限公司

资料来源：中物联冷链委，山西证券研究所

国家高度关注冷链物流发展，行业迎来政策利好。新冠疫情爆发引发了全国范围内的农产品滞销，上游生产环节农产品难以运出、中游批发环节采购量下降、下游零售环节缺货，暴露出了我国冷链物流基础建设的落后，国家对冷链物流的价值认知明显提高。2020年，政府密集出台多项冷链物流的产业政策，为我国冷链物流的发展提供了很好的政策环境，未来冷链物流有望向规模化、规范化、标准化的方向健康发展。顺丰作为行业标准的积极参与者和制定者，拥有行业领先的冷链技术及执行标准，2020年公司配合国家相关部委发布6个行业标准，2020年5月公司参与起草的两项行业标准荣获深圳标准领域专项资金奖励。

表 16：2020 年以来我国冷链物流行业政策梳理

时间	政策	相关内容
2020.01	《关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》	启动农产品仓储保鲜冷链物流设施建设工程。加强农产品冷链物流统筹规划、分级布局 and 标准制定。安排中央预算内投资，支持建设一批骨干冷链物流基地。
2020.03	《关于开展首批国家骨干冷链物流基地建设工作的通知》	依托存量冷链物流基础设施群建设一批国家骨干冷链物流基地，整合集聚冷链物流市场供需、存量设施以及农产品流通、生产加工等上下游产业资源，提高冷链物流规模化、集约化、组织化、网络化水平，支持生鲜农产品产业化发展，促进城乡居民消费升级。
2020.03	《关于加强冷藏冷冻食品质量安全管理的公告》	加强冷藏冷冻食品在贮存运输过程中质量安全管理：贮存业务及时备案；委托方履行监督义务；受托方负责贮存运输质量安全管理；发现问题及时报告；加大违法违规行为打击力度。
2020.04	《关于加快农产品仓储保鲜冷链设施建设的实施意见》	以鲜活农产品主产区、特色农产品优势区和贫困地区为重点，到2020年底在村镇支持一批新型农业经营主体加强仓储保鲜冷链设施建设，实现鲜活农产品产地仓储保鲜冷链能力明显提升，产后损失率显著下降。
2020.05	《关于进一步降低物流成本实施意见》	布局建设一批国家骨干冷链物流基地，有针对性补齐城乡冷链物流设施短板，整合冷链物流以及农产品生产、流通资源，提高冷链物流规模化、

		集约化、组织化、网络化水平，降低冷链物流成本。（国家发展改革委负责）。
2020.06	《关于进一步加强农产品仓储保鲜冷链设施建设工作的通知》	进一步推进农产品仓储保鲜冷链设施建设工作，规范过程管理，加大政策支持，注重监督管理，优化指导服务，最大限度发挥政策效益。
2020.08	《关于进一步加强冷链物流渠道新冠肺炎疫情防控工作的通知》	强化部门协同联动，防范冷链食品新冠病毒污染风险；切实强化国际冷链集装箱运输管理，全力做好冷链货物运输船舶、车辆等运输装备消毒工作；落实信息登记制度，为冷链物流疫情防控追溯提供有力支撑。
2020.09	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	加快推广农产品“生鲜电子商务+冷链宅配”、“中央厨房+食材冷链配送”等服务新模式。补齐农产品冷链物流设施短板，加快农产品分拨、包装、预冷等集配装备和分拨仓、前置仓等仓储设施建设。
2020.11	《关于进一步做好冷链食品追溯管理工作的通知》	以畜禽肉、水产品等为重点，实现重点冷链食品从海关进口查验到贮存分销、生产加工、批发零售、餐饮服务全链条信息化追溯，完善人物同查、人物共防措施，建立问题产品的快速精准反应机制。
2021.01	《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》	加快实施农产品仓储保鲜冷链物流设施建设工程，推进田头小型仓储保鲜冷链设施、产地低温直销配送中心、国家骨干冷链物流基地建设。
2021.08	《商贸物流高质量发展专项行动计划(2021-2025年)》	加强冷链物流规划，布局建设一批国家骨干冷链物流基地，支持大型农产品批发市场、进出口口岸等建设改造冷冻冷藏仓储设施，推广应用移动冷库、恒温冷藏车、冷藏箱等新型冷链设施设备。改善末端冷链设施装备，提高城乡冷链设施网络覆盖水平。鼓励有条件的企业发展冷链物流智能监控与追溯平台，建立全程冷链配送系统。

资料来源：国务院，发改委，商务部，交通运输部，国家卫健委，山西证券研究所

冷运收入增速较快，食品和医药业务占比扩大。2021H1 公司冷运及医药业务实现不含税收入 37.20 亿元，同比增长 14.79%。公司冷运产品主要分为生鲜、食品、医药三个部分，生鲜在冷运中占比最大，2020 年食品及医药业务增长较快，同比增速分别为 57%和 85%，两者收入占比有所上升。

图 72：公司冷运业务收入及增速（亿元，%）

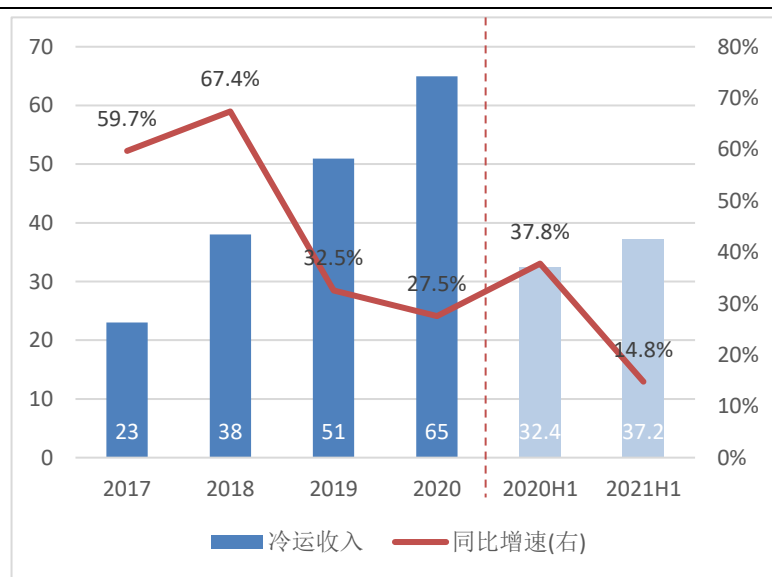
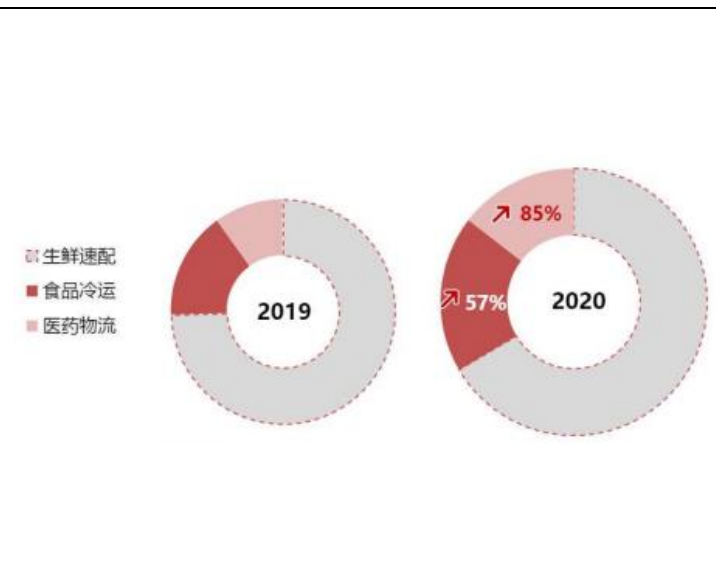


图 73：公司冷运产品结构



资料来源：公司公告，山西证券研究所

资料来源：公司公告，山西证券研究所

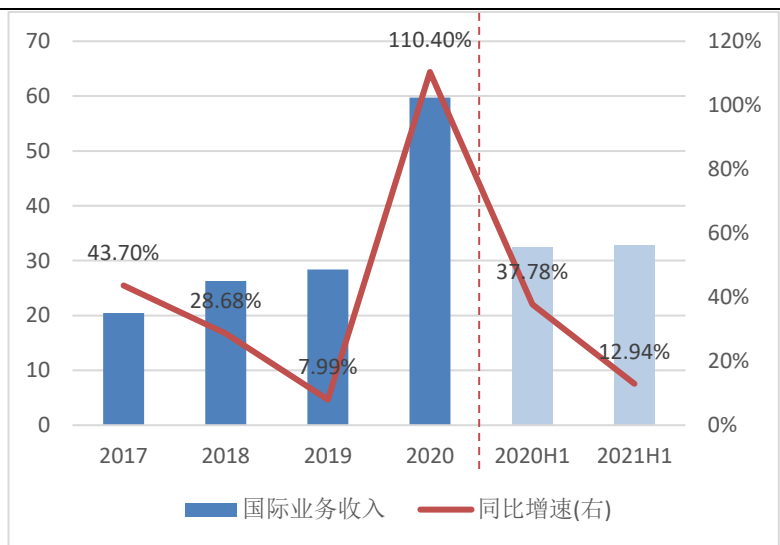
依托强大的运输网络，打造 B2B2C 一站式服务能力。公司不断加强冷链仓和干线网络布局，提升网络覆盖度，截至 2021 年 6 月，公司拥有 35 座食品冷库，运营面积 20.1 万平方米；拥有 12 个医药仓（其中 11 个 GSP 认证医药、1 个定制仓），总面积 17 万平米，自有冷藏车 292 辆，50 条医药运输干线贯通全国核心城市，医药网络覆盖 240 个地级市、2068 个区县。顺丰通过庞大的冷库及运输网络构筑起自身的冷链重资产壁垒，依托覆盖全国的网络同时开展 B2B2C 服务。生鲜方面，生鲜电商平台向线下商超配货以及线下传统渠道向线上渗透，2B、2C 需求并存，顺丰通过产地仓+冷链干线+大网派送加强生鲜 2C 服务能力，同时进一步扩大到 2B 服务市场，未来将通过寻求区域冷链落地配资源，巩固生鲜板块市场地位。医药方面，公司一方面深化与药品厂家、流通企业、医院、药店等产业链 B 端企业合作，完成了从医药生产到零售环节的全面布局，另一方面与国内主要互联网医院、DTP 药房合作，解决患者最后一公里的到家服务。农产品方面，公司完成 2834 个县市的布局，农产品品类覆盖超 4000 种，为响应政府助农扶农政策，帮助农户从疫情中复工复产，公司助力农产品上行，实现从农田到餐桌的全链条服务。

3.5 国际：携手嘉里物流完善国际战略布局

顺丰国际致力于提供一体化进出口解决方案。公司国际业务为国内外制造企业、贸易企业、跨境电商及消费者提供包括国际标快、国际特惠、海购丰运、国际重货、海外仓储、电商专递、电商小包在内的服务，根据客户需求量身定制包括市场准入、运输、清关、派送、仓储在内的一体化进出口供应链解决方案。

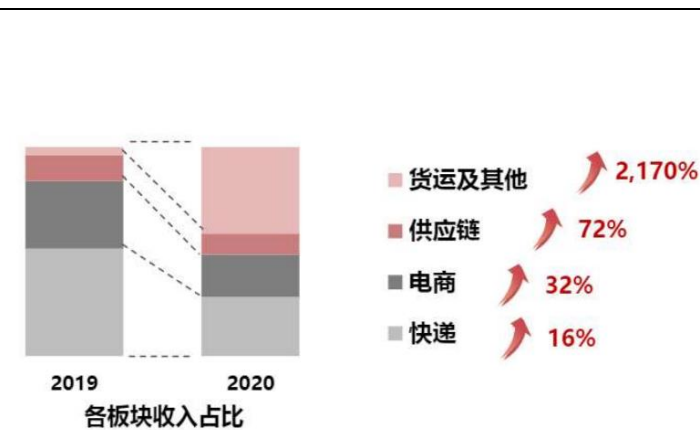
疫情之下国际货运大幅增长，公司加快全球网络布局。2020 年，世界范围内防疫物资及国际航空货运需求急剧上升，公司充分发挥自身航空优势，及时开通中国至美洲、欧洲及东南亚等地区的国际全货机航线 30 条，全年货运量达到 9 万吨，国际货运业务收入同比大增 2170%。在国际航空货运的带动下，公司 2020 年国际业务实现不含税收入 59.73 亿元，同比增长 110.40%，是增速最快的业务板块；2021 上半年，国际业务收入保持持续增长。截至 2021 年 6 月，公司国际快递业务覆盖 78 个国际及地区，国际电商业务覆盖全球 225 个国家及地区，布局 12 个电商仓及 5 个供应链仓配项目，网络布局不断加强，国际综合物流服务能力提升。

图 74：公司国际业务收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

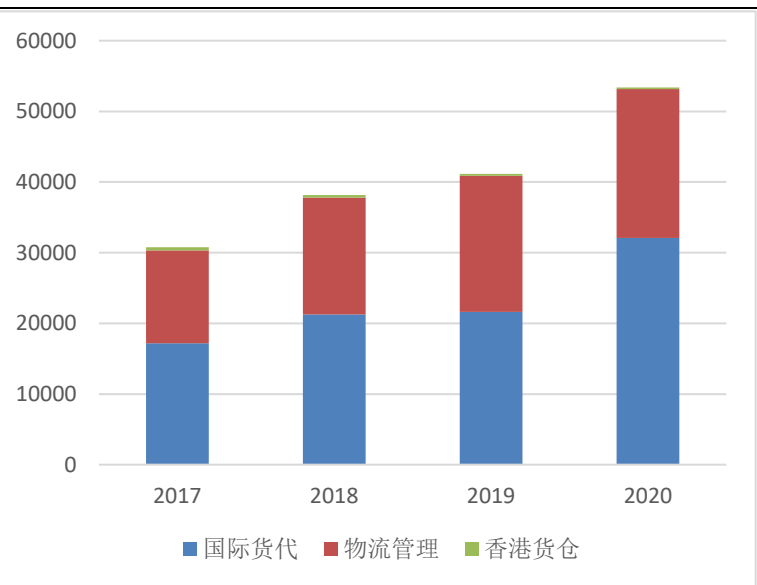
图 75：公司国际业务收入结构



资料来源：公司公告，山西证券研究所

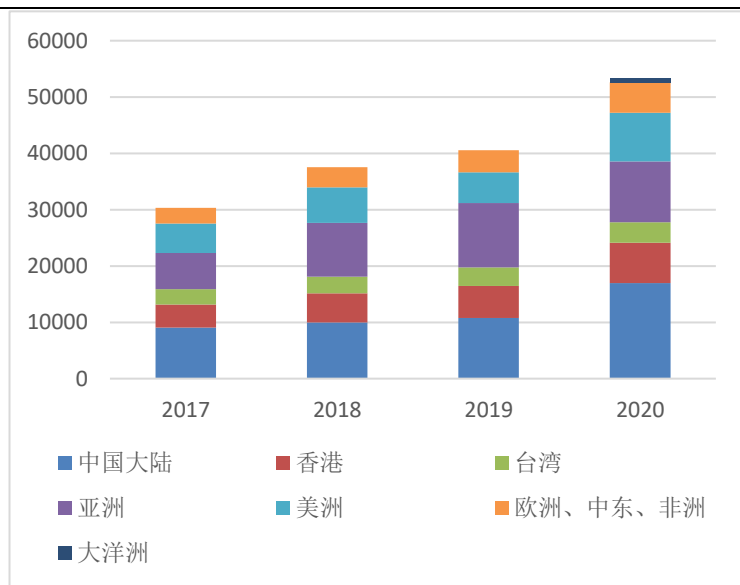
携手嘉里物流，完善国际业务战略布局。2021年2月10日公司发布公告，拟以现金方式要约收购嘉里物流联网有限公司（简称“嘉里物流”，代码 00636.HK）。嘉里物流核心业务包括综合物流、国际货运代理及供应链解决方案，总部位于香港特别行政区，拥有横跨六大洲遍及全球的网络，包括位于大中华及东盟地区的最大规模之一的配送网络和枢纽业务。2020年，嘉里物流实现营业收入 533.61 亿港元，同比增长 29.71%，盈利能力稳健。交易完成后，顺丰将进一步提升综合物流服务能力，完善国际业务战略布局。

图 76：嘉里物流按分部收入结构（百万港元）



资料来源：嘉里物流年报，山西证券研究所

图 77：嘉里物流按地区收入结构（百万港元）



资料来源：嘉里物流年报，山西证券研究所

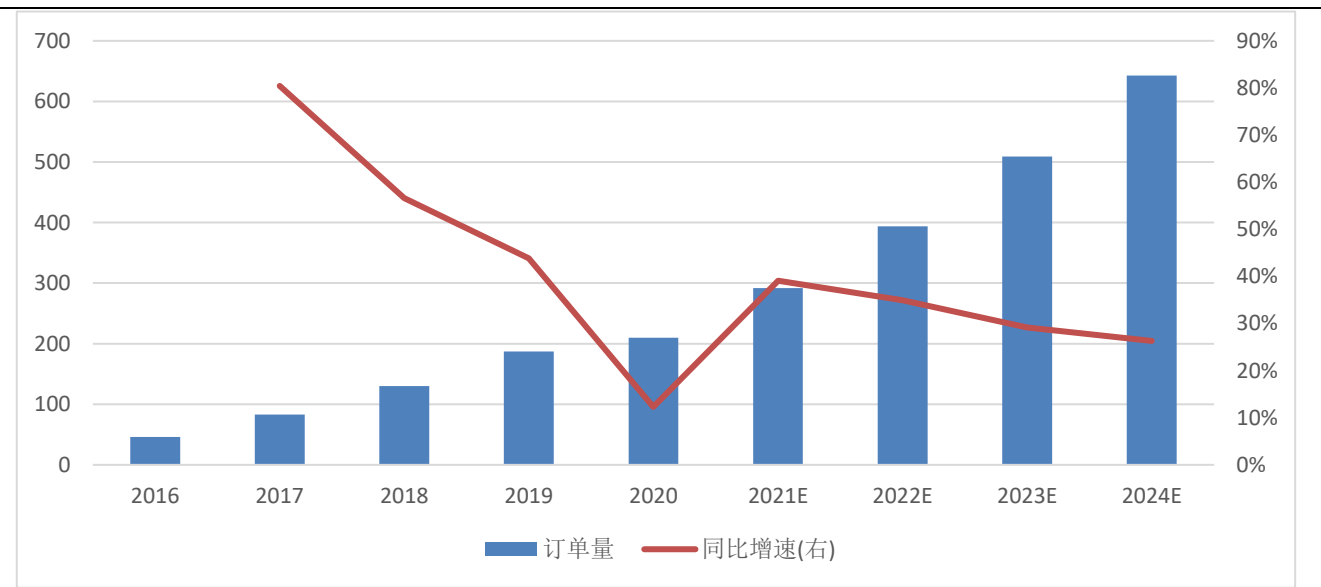
双方优势互补，有望形成战略协同。具体而言，在**网络方面**，顺丰在国内拥有高渗透率、高服务质量的网络资源，嘉里物流在亚洲区内（包括大中华、北亚、东南亚和南亚地区）、亚洲至美国、欧洲等流向上

拥有较强能力，并在其他潜力市场（如中东地区）也进行了前瞻性布局；在**国际航空运输方面**，一方面，顺丰是国内最大的航空货主，双方可利用庞大的货量发挥规模效应，提高货机装载率实现成本优化，另一方面，顺丰拥有最大的货运机队，特别是鄂州机场投产后公司航空货运能力进一步强化，结合嘉里物流重点流向的空海货代及清关能力，可以完善顺丰 2B 物流服务能力；在**客户资源方面**，双方可通过共享优质客户资源、进行交叉销售，实现双方业务更优发展。

3.6 同城：拟拆分赴港上市，战略意义大于盈利

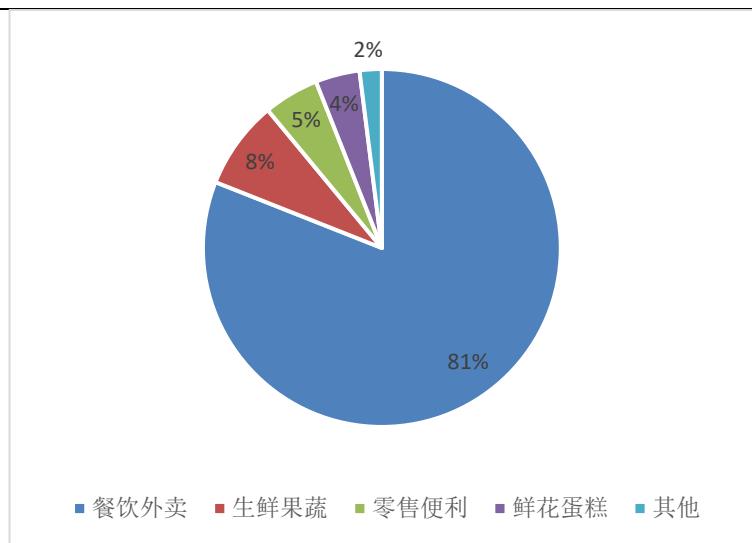
即时配送起源于餐饮外卖，时至今日餐饮外卖仍是即时配送的需求底盘，但其占比正不断下降，随着本地消费市场的不断发展，即时配送逐渐拓展到同城零售、近场电商及近场服务，生鲜果蔬、零售便利、鲜花蛋糕等品类在即时配送订单中的占比不断上升，行业增长潜力较大。据艾瑞咨询数据，我国即时配送行业年订单量从 2016 年的 46 亿单增长至 2020 年的 210 亿单，CAGR 达到 46.0%，预计 2024 年订单量将进一步增长至 643 亿单，2020-2024 年 CAGR 为 32.3%。

图 78：中国即时配送行业年订单量（亿单，%）



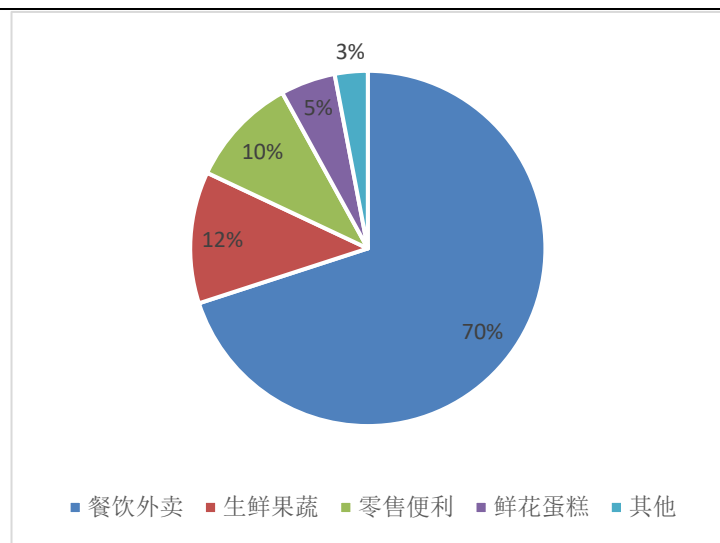
资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

图 79：2018 年中国即时配送市场细分品类订单量占比



资料来源：罗戈研究，上市公司公告，山西证券研究所

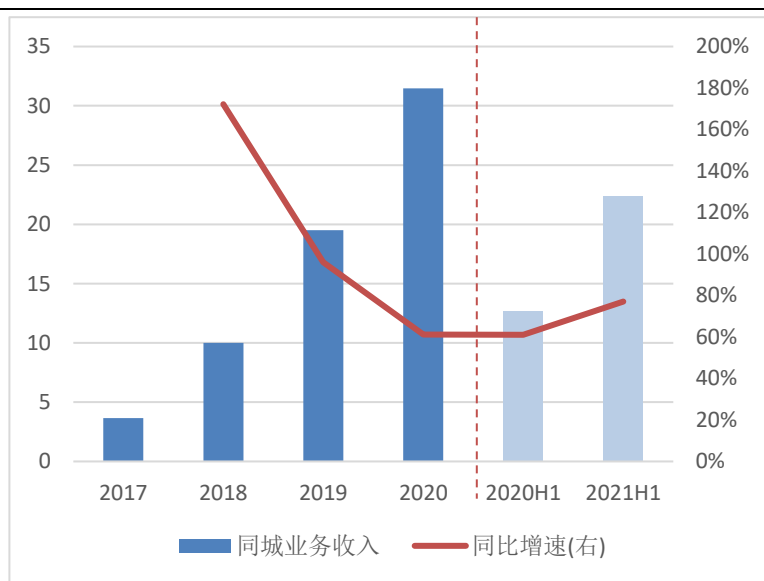
图 80：2019 年中国即时配送市场细分品类订单量占比



资料来源：罗戈研究，上市公司公告，山西证券研究所

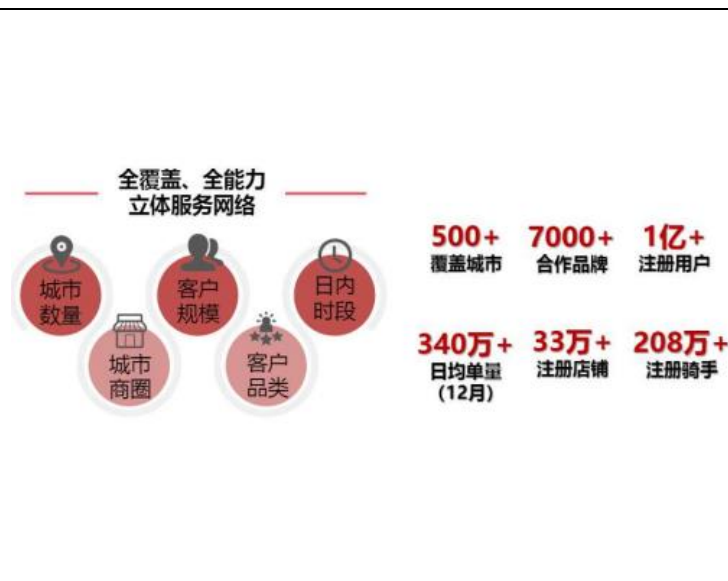
顺丰同城业务发展较快，产品和服务场景不断完善。2016 年，顺丰建立同城业务部门开展同城即时配送服务，与包括麦当劳等众多知名品牌建立了合作关系。2017 年，同城业务拓展至所有直辖市、大部分省会城市、二线城市及部分下沉市场。2018 年，公司正式面向消费者及中小商户推出同城即时配送服务。2019 年 3 月，顺丰同城实现独立公司化运作，并发布“顺丰同城急送”品牌，致力于打造“优质、高效、全场景”的第三方即时物流平台。2020 年，顺丰同城已形成涵盖餐饮、商超、生鲜、服装、医药、3C 数码、办公急件等全场景的配送体系，从 KA 大客户的餐饮外卖业务向更多中小 B 端商户服务、C 端个人跑腿和急件业务拓展，服务超过 30 万商家和 1 亿个人用户，全国网络覆盖突破 500 座城市，业务规模快速上升。

图 81：公司同城业务收入及增速（亿元，%）



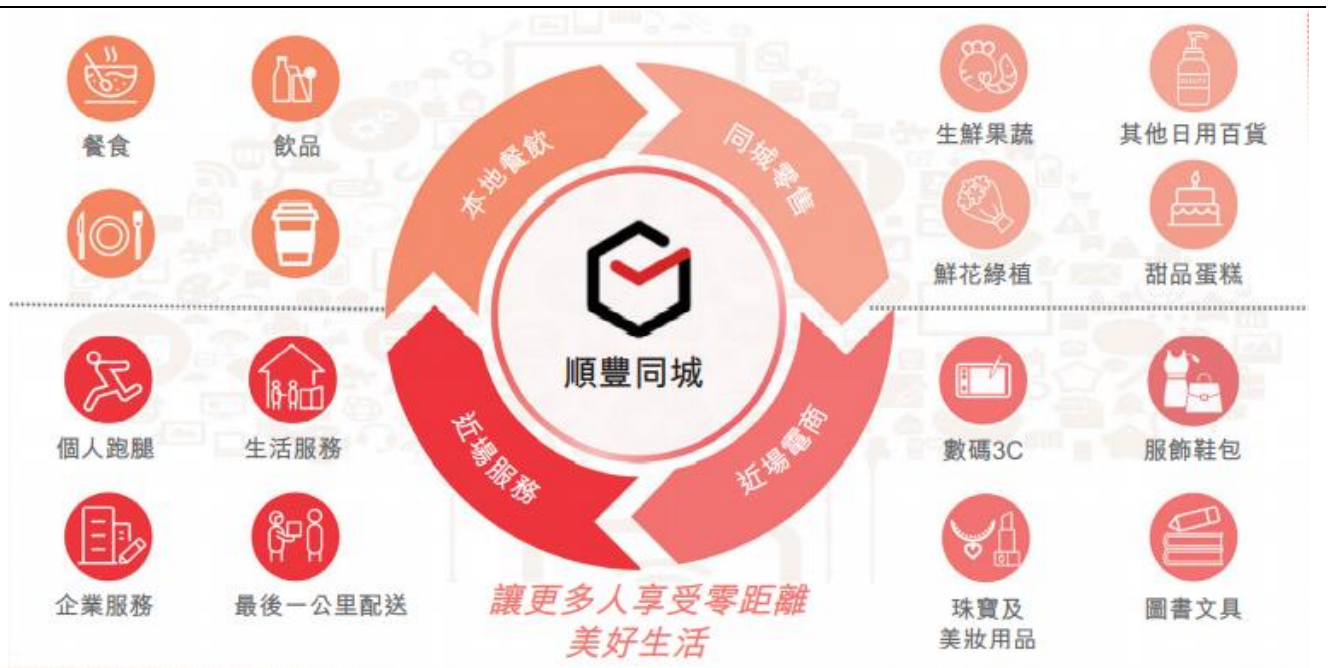
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 82：公司同城网络



资料来源：公司公告，山西证券研究所

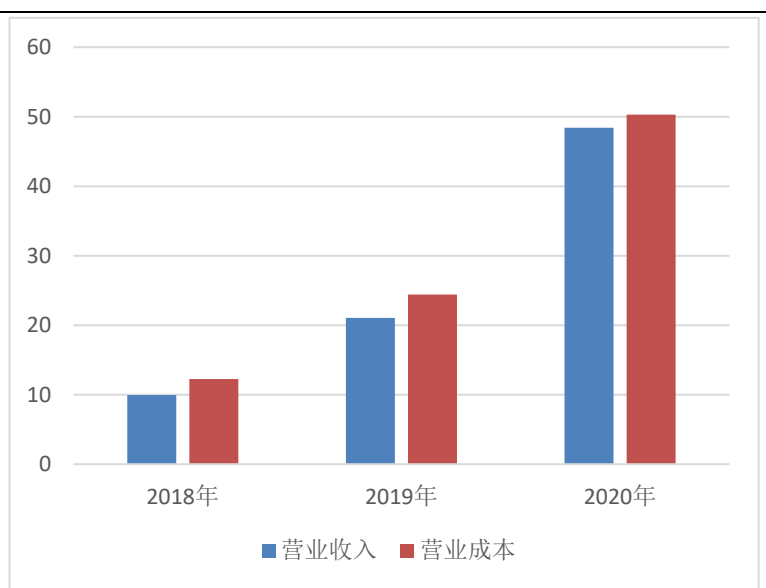
图 83：顺丰同城业务全场景模型



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

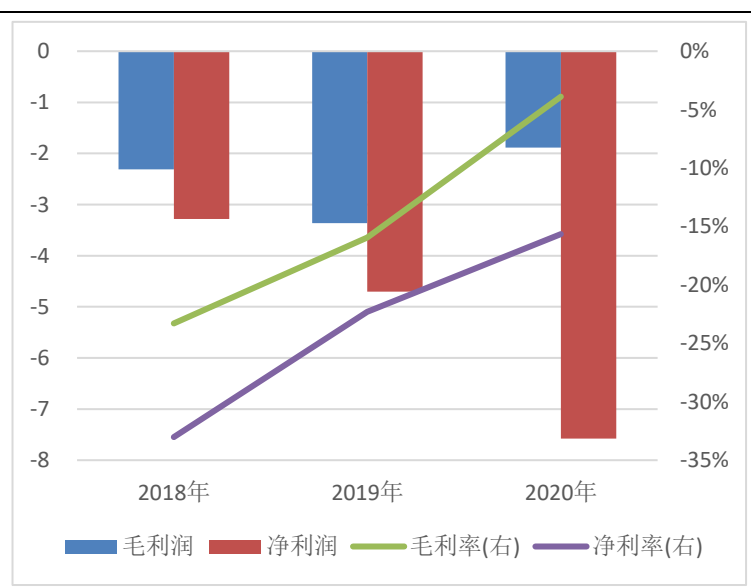
骑手成本较高，毛利率边际改善。顺丰同城目前处于业务扩张期，尽管营收增速较快，但营业成本始终较高，尤其是骑手的人力成本始终居高不下，2018-2020年人力外包成本分别为10.45亿元、21.11亿元和48.60亿元，人力外包成本及雇员福利两项占到营业成本97%以上。受此影响，同城实业2018、2019和2020年毛利润分别为-2.31亿元、-3.36亿元和-1.89亿元，毛利率分别为23.3%、16.0%、3.9%，虽然仍未实现扭亏，但随着规模效应和运营效率的提升，公司毛利率逐渐接近盈亏平衡线。

图 84：同城实业营业收入及营业成本（亿元）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 85：同城实业毛利及净利情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 17：同城实业营业成本拆分

	2018 年		2019 年		2020 年	
	人民币千元	%	人民币千元	%	人民币千元	%
人力外包成本	1,045,360	85.4	2,111,180	86.4	4,860,237	96.6
雇员福利开支	152,328	12.4	265,959	10.9	61,262	1.2
材料成本	7,097	0.6	17,389	0.7	34,661	0.7
无形资产摊销	6,985	0.6	19,576	0.8	31,142	0.6
物业、厂房及设备折旧	7	0.0	372	0.0	1,071	0.0
使用权资产折旧	-	-	67	0.0	752	0.0
其他	12,869	1.1	28,676	1.2	42,747	0.8
总计	1,224,646	100.0	2,443,219	100.0	5,031,872	100.0

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

同城业务处于投入期，短期可能不会实现盈利。即便同城业务面临骑手成本高、难以实现盈利的情况，公司仍坚持进行投入，并表示未来开支可能还会增加。即时配送市场竞争正在不断加剧，顺丰想要抢占市场份额，就需要持续进行投入，提升配送能力和产品覆盖能力、扩大客户群。此前，顺丰同城已完成了 A 轮、A+轮及 B 轮融资，其中，B 轮融资发生在今年 3 月，顺丰对其增资 4.09 亿元，5 月 28 日公司公告称，拟分拆顺丰同城实业赴香港联交所上市，此次 IPO 募集资金将用于研发及技术基础设施、扩大服务覆盖范围、进行潜在战略收购及投资行业价值链的上下游业务，并用于营销及品牌推广及一般企业用途。

相对于现阶段业绩而言，同城对顺丰更大的价值体现在战略重要性。同城业务拆分上市，意味着顺丰将拥有更完备的赛道和产品矩阵。同时，同城业务旨在打造本地生活的基础服务设施，与大网产生更好的协同作用，具体表现在高峰时段及高峰时期，补充和缓解最后一公里的配送压力，成为大网最有效的末端弹性运力池。此外，顺丰同城与顺丰生态系统中的参与者进行战略合作，包括物流包括物流行业价值链的上游服务供应商，为客户量身定制一站式的综合供应链物流解决方案，能够进一步扩大客户范围并增强客户粘性。

3.7 供应链：综合物流行业未来的终极答案

顺丰强调综合物流服务能力是行业未来的核心竞争力，通过并购国际巨头整合高质量供应链物流资产，公司以较低的探索成本完成了快速布局，目前顺丰供应链业务已涵盖顺丰丰豪（原顺丰 DHL）、新夏晖及顺丰行业解决方案。2018 年 8 月，顺丰与美国夏晖集团联合成立新夏晖，夏晖是全球领先的冷链供应链品牌，拥有近 40 年的冷链供应链管理经验和为多家国际餐饮巨头提供冷链物流服务和供应链解决方案。新夏晖是中国冷链行业的标杆及标准制定者之一，是国内首个初步建立全国性冷链物流网络的公司，截至 2021 年中报期，新夏晖在全国 29 个城市拥有 45 座高效物流中心，网络覆盖具备先发优势。2019 年 2 月，顺丰

完成德国邮政敦豪集团（DPDHL）在中国内地、香港和澳门地区供应链业务的收购，建立顺丰 DHL 品牌，DPDHL 在中国拥有 30 年供应链管理经验，为高端制造业客户提供解决方案和供应链服务，顺丰借力 DHL 多年积累的口碑，结合公司庞大的网络和客户资源，实现供应链业务快速发展。

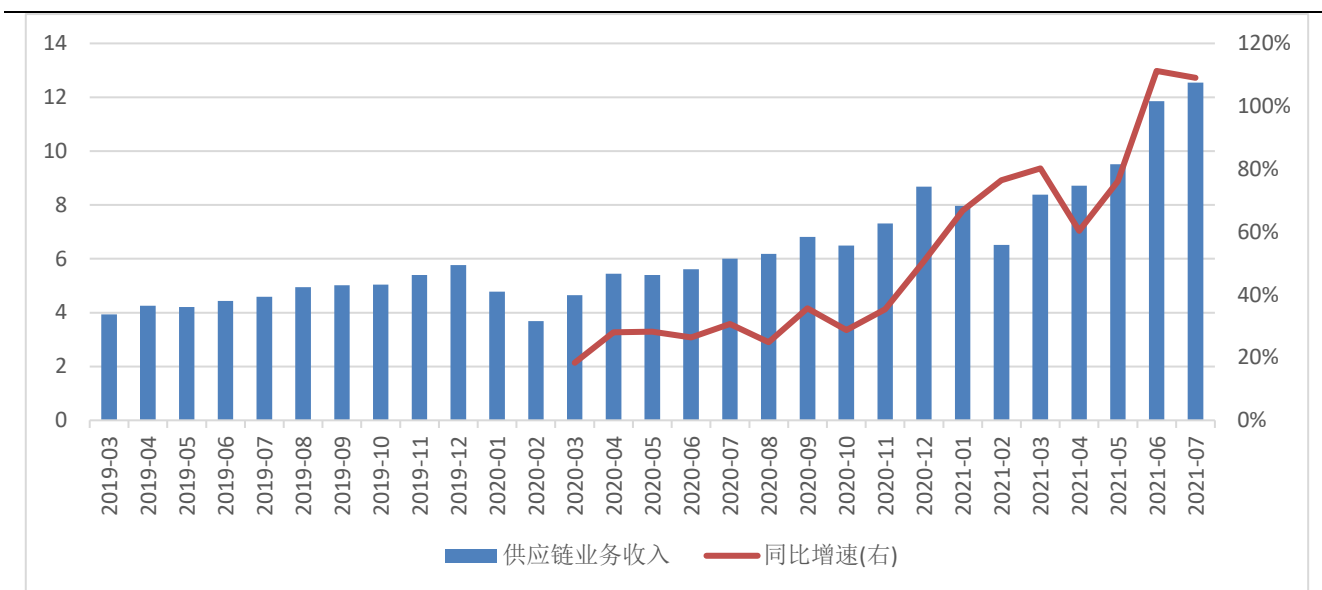
图 86：顺丰供应链业务布局



资料来源：公司公告，山西证券研究所

通过数字化解决方案创造价值，构建独一无二的竞争壁垒。顺丰利用自身标准化、数字化、产品化的 DNA，融合新夏晖及顺丰丰豪的先进供应链行业经验，打造以大数据与算法优化效率和准确率的大数据决策产品，解决“一盘货”库存、全链条可视化的智慧供应链产品，全渠道经营和管理工具三大标准化和模块化的产品体系，提供基于 B2B2C 环节下的人机结合的柔性解决方案，帮助企业实现 D2C 的数智化经营以及从成本供应链到收入供应链的转型，依托全场景物流提升客户粘性。目前顺丰已服务于快消零售、工业制造、鞋服美妆、3C 电子、医药等头部客户，随着签约客户陆续履约，公司供应链收入快速增长，2021H1 实现不含税收入 52.94 亿元同比增长 79.02%。

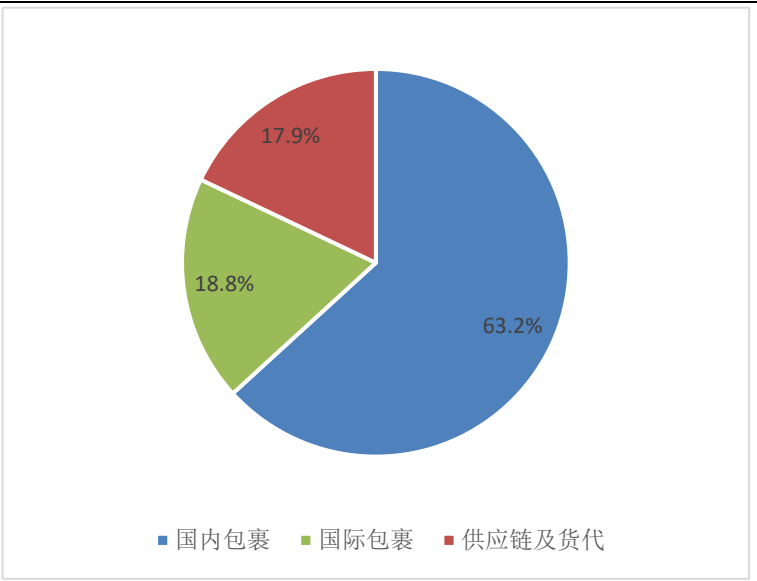
图 87：顺丰供应链业务收入及增速（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

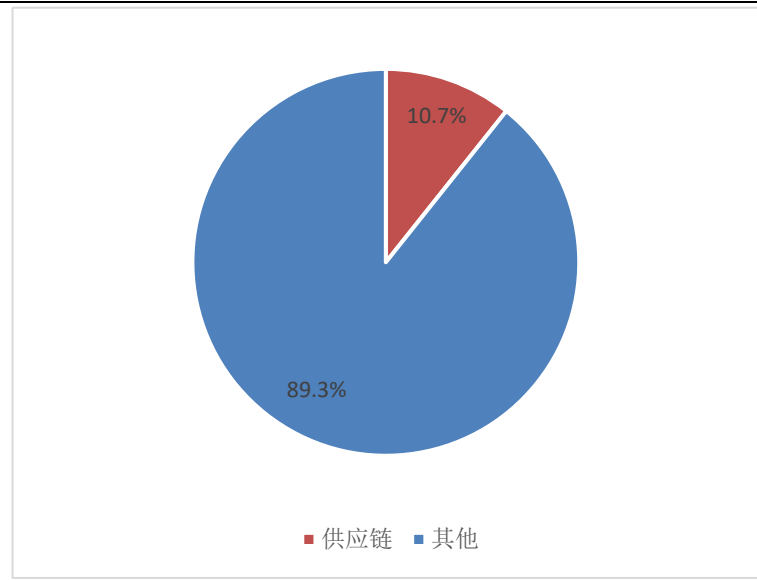
目前我国供应链物流发展依然比较落后，企业普遍采用传统供应链管理方式，在中国大力发展高端制造、线上新零售业态兴起、渠道流量分散化的背景下，传统供应链管控差、成本高的劣势愈加明显，如何实现精准营销预测、全渠道经营、灵活高效响应的柔性供应链体系越来越受到企业的重视。因此，物流企业的发展必然会向综合物流和供应链服务延伸，助力品牌商打造数字化、可视化、智能化供应链系统，将供应链由传统的成本中心转型为以消费者为中心的企业价值创造，这将是未来第三方物流企业产品不可替代性、客户粘性以及定价权的核心竞争力。顺丰在自身的多元业务中沉淀了海量的数据和行业经验，引领行业智能化、数字化技术创新，赋能行业供应链转型升级，已经拥有了先发优势和技术壁垒，参考国际综合物流行业巨头，未来公司供应链收入占比仍有上升空间。

图 88：2020 年 UPS 供应链收入占比



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 89：2020 年顺丰供应链收入占比

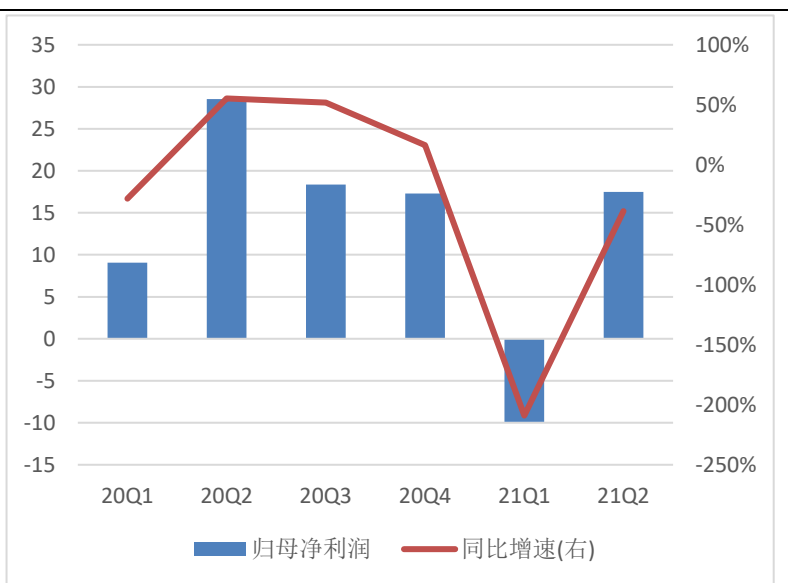


资料来源：公司公告，山西证券研究所

4. 投入期短期承压，业绩边际改善

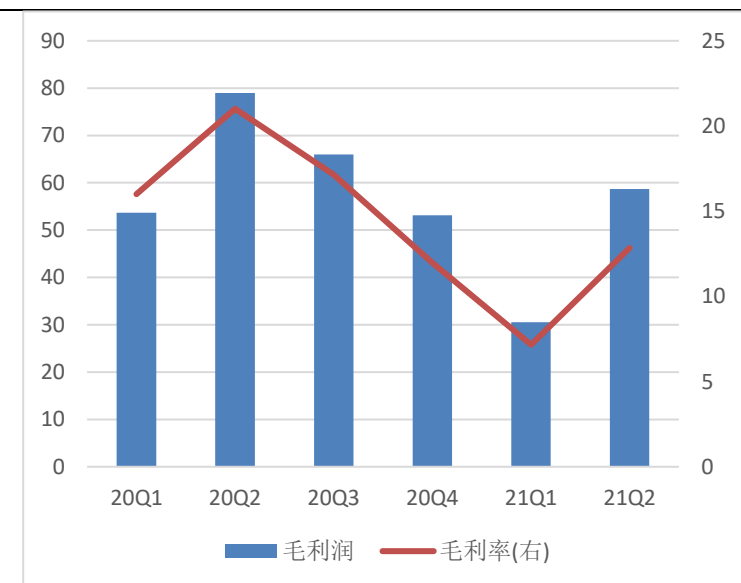
Q1 成本压力是亏损的主要原因。2021 年一季度，公司出现上市以来首次亏损，实现归母净利润-9.89 亿元，同比减少 209.01%。21Q1 公司费用端相对平稳，而毛利发生了较大下滑，毛利下滑是由于营业成本增长 40.44%，大幅高于营业收入 27.07%的增速。因此，公司业绩的压力主要来自于成本端。

图 90：公司单季度归母净利润情况（亿元，%）



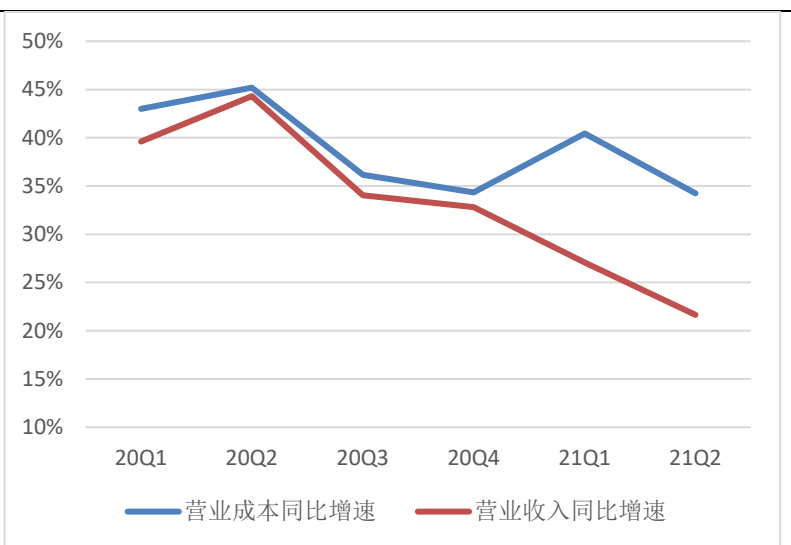
资料来源：wind，山西证券研究所

图 91：公司单季度毛利润及毛利率情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

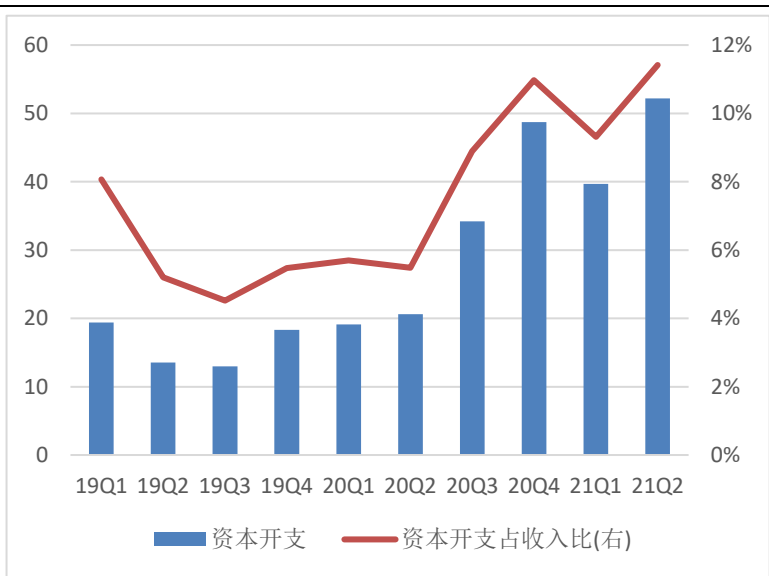
图 92：公司营业收入及营业成本增速（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

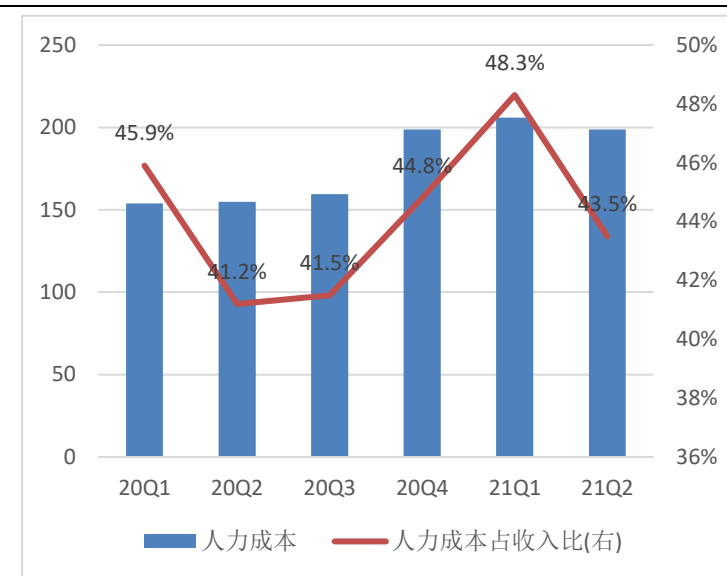
我们认为，Q1 公司成本大幅上升的主要原因有：**1.产能扩张**。2020 年疫情期间公司资本开支放缓，同时，件量激增下公司产能很快出现瓶颈，因此公司自 2020 年下半年开始大幅增加资本开支，主要集中在干支线运力的提升、中转场升级改造以及自动化分拣设备的投入，大量的投入一直延续至 21Q2，导致公司的折旧摊销成本增加；**2.开拓电商件及新业务市场**。公司电商件策略取得成功，同时快运、冷链、同城、国际、供应链等新业务处在快速扩张期，未来公司希望在各细分赛道打造行业标杆，因此前期需要进行大量的资源投入以获得更多市场份额；**3.春节不打烊导致人工成本大幅上升**。2021 年春节期间，由于局部疫情下的就地过年政策，公司给予了在岗工作人员大量的补贴，导致 Q1 人力成本占收入比高达 48.3%；**4.推行四网融通**。四网融通是公司实现资源复用，提升规模效应的重要举措，但前期存在资源重叠投放的情况，需要一定的时间进行磨合。

图 93：公司单季资本开支情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 94：公司单季人力成本情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

总体而言，公司 2021Q1 经历了较为困难的时刻，但是公司即时进行了战略调整：一是重新审视各业务线的资源投放，加强速运网、快运网、仓网及丰网的场地、线路整合优化，逐步化解产能瓶颈，提高资源利用率和运营效率；二是公司加强了精细化管控，利用业务量增长的规模效应摊薄了固定资产折旧摊销成本。此外，春节期间补贴措施具有一定的偶然性，21Q2 该一次性影响消除，公司人力成本占收入比环比下降 4.8pct，回归常态。二季度，公司业绩快速反弹，单季度实现归母净利润 17.49 亿元，带动上半年业绩实现整体扭亏为盈。

我们认为公司正处在边际改善阶段：

首先，公司重新审视资源投放，并加强精细化管控，目前，快递物流传统旺季即将来临，公司的四网融通项目将在收、转、运、派各环节提升产能利用率，规模效应逐渐释放，进而带动公司盈利能力持续提升，支撑公司业绩整体改善；

其次，电商快递监管力度空前，政策层面整治快递行业不良竞争的决心坚定，公司电商件增长速度快，收入占比迅速提升，对公司毛利影响显著，我们预计下半年电商快递价格战阶段性缓和，经济件毛利有望提升；

同时，价格战缓解的情况下，市场对此前深陷价格战泥潭的通达系预期有所改观，公司经济业务有望迎来价值重估；

此外，市场价格战缓解，转向高质量发展，符合顺丰一直以来的高质量综合物流服务能力的发展战略，公司有望受益市场下一步发展趋势，继续打造龙头品牌标杆。

5. 盈利预测

5.1 估值方法

顺丰控股是国内领先的快递物流综合服务商，近年来随着公司业务版图扩张、新业务拓展，公司收入结构随之转变。公司核心产品时效快递营收占比由 2016 年的 80.1% 降至 2020 年的 43.01%，2020 年，经济快递营收占比增至 28.7%，快运、冷运及医药、国际业务、同城急送、供应链五项新业务合计营收占比达 26.8%，考虑公司各项业务布局时点不同，且盈利能力和成长性存在差异，我们采用分部估值的方式对公司进行估值。其中，时效快递、经济快递业务采用 PE 法进行估值，快运、冷运及医药、国际业务、同城急送、供应链业务可参考数据及数据披露均有限，采用 PS 法进行估值。此外，2021 年公司时效和经济业务收入口径发生了改变，为保证历史数据可比，我们仍按照原口径进行盈利预测。

5.2 分部估值及盈利预测

时效快递：由于时效快递市场进入成本高，消费者时效敏感，行业本身具备较高的进入壁垒。商条件市场整体规模较小，但其时效要求、产品定价、盈利能力均较高，国内已经形成了以顺丰和 EMS 为头部的寡头竞争格局。同时，电商渗透率持续提升，高端消费线上化加速，为时效快递市场提供了可观的市场空间。

时效业务中商条件与 GDP 增速有一定相关性，虽然在宏观经济增速下行以及发票、合同电子化普及作用下，商条件增速放缓，但高端消费品取代商条件成为时效产品新增长动力。预测 2021 年-2023 年公司时效快递业务营收增速分别为 11.9%、8.6%、7.4%。

顺丰的直营模式更利于资源优化和效率提升，叠加其持续提升的运输效率和品牌效应，为顺丰在时效快递市场铸就了显著的竞争优势，时效件受益其产品特征及竞争格局，受价格战影响微弱，公司定价能力较强，由此判断相关业务盈利能力稳定，参考历史数据，预测公司 2021 年时效快递业务净利率为 11%。同时，公司不断升级自身的“天网+地网+信息网”的三网合一综合型物流服务网络，而鄂州机场预计于 2022 年初建成，有望助力公司优化成本，提升运输效率，进而带动利润率提升，由此我们预测 2022 年、2023 年公司时效快递业务净利率为 12%。

对标 UPS、FEDEX 的 PE 水平，考虑行业增长空间及进入壁垒，叠加公司自身因鄂州机场投产带来的成长性，我们给予顺丰控股时效件业务 32 倍 PE。

经济快递：网购渗透率不断提升、下沉市场潜力释放、直播电商等新增长点有望支撑经济快递市场空间进一步提升。顺丰近几年持续积极的经济件业务策略，且经济业务营收增速高于行业规上快递业务同比

增速，考虑公司具备网络、品牌、服务壁垒优势，有望助力公司进一步抢占经济快递市场份额，但是行业竞争激烈，业务营收增速将逐步趋缓，参考历史数据，预计公司 2021-2023 年经济快递业务营收增速复合增长率为 35%。

然而，经济快递市场消费者价格敏感度高，伴随极兔等新玩家入局，行业竞争持续加剧，尽管行业监管趋严，价格战有望阶段性缓和，盈利能力下行仍然是大方向。考虑顺丰布局经济快递业务晚于通达系，随着规模效应释放，能一定程度缓和盈利能力下行坡度，参考可比公司净利率，预测公司 2021-2023 年净利率分别为 6%、5.5%、5%。

参考圆通速递、韵达股份的 PE 水平，考虑行业竞争加剧环境下，价格对行业盈利能力带来下行压力，我们给予顺丰控股经济快递业务 25 倍 PE。

快运业务：顺丰快运业务隶属于零担行业，行业发展空间巨大，集中度尚低，具备可观的增长空间和整合潜力，依托公司自身网络布局及科技底盘，快运业务有望成为公司一大业务增长点。

2020 年，顺丰快运业务营收规模及业务增速在零担快运主流玩家中均居于首位。参考顺丰快运于 2020 年 2 月发行的可转债交易情况（根据公司公告，基于折现现金流量法，顺丰快运截至 2019 年 8 月 31 日的整体评估结果为 99 亿至 112 亿元人民币，最终发行对应转股前 100%股权价值为 30 亿美元），同时考虑零担行业增长空间，我们给予顺丰控股快运业务 2.1 倍 PS。

冷运及医药：近年来，电商崛起加速了冷链需求的释放，国内冷链物流市场逐步由基础物流服务向物流增值服务迈进，而 2020 年疫情的爆发进一步加速了政府部门和消费者对冷链物流的价值认知，行业政策相继发布，政策监管整体趋严，在市场和政策驱动下，中期来看国内冷链物流市场有望维持高速增长。从竞争格局来看，国内冷链物流行业集中度偏低，行业竞争无序散乱，顺丰本身在冷链运输行业具备市占率优势，且已建立了全国性食品冷链网络，医药物流网络也在不断深入，随着公司对供应链整合步伐加快，依托自身布局优势和品牌效应，有望助力公司构建竞争壁垒，从而抢占市场份额，支撑冷运及医药业务持续较高速增长，获得较高的利润。考虑行业竞争格局及市场增长空间等因素，我们给予顺丰冷运及医药业务 1 倍 PS。

国际：近年来，顺丰逐步完善国际业务的产品体系和网络布局，业务结构逐步由轻向重延伸。一方面，考虑顺丰在航空领域具有显著优势，全货机国际航线有望支撑公司业绩释放，而鄂州机场建成后将进一步完善公司航空网布局，提升公司国际运输效率；另一方面，公司正在收购的嘉里物流具有广泛的国际货运代理覆盖网络，助力公司弥补国际货代等短板，进一步完善公司国际业务布局。然而，考虑国际巨头更占优势，审慎考虑给予顺丰控股国际业务 1 倍 PS。

同城急送：同城急送业务因其产品特征导致其对时效性要求高，在成本管控和运力覆盖率方面具备较

高的竞争壁垒，考虑近年来同城急送配送物品品类逐步多样化，以及三四线城市为主的下沉市场空间，我们认为同城急送市场具备可观的增长空间，而顺丰自身运力覆盖程度和运输网络布局为其奠定了良好的竞争基础，有望支撑业绩快速增长，但是考虑顺丰同城急送业务布局时间较短，给予顺丰控股同城急送业务 1 倍 PS。

供应链：顺丰供应链业务包括新夏辉、顺丰 DHL、顺丰行业解决方案三块，其中新夏辉和顺丰 DHL 系公司分别收购美国夏晖在中国内地、中国香港和中国澳门地区冷链业务以及德国邮政敦豪集团在中国内地、中国香港和中国澳门地区供应链业务后建立，参考收购对价，并考虑公司业务布局时间较短，我们给予顺丰供应链业务 1 倍 PS。

表 18：公司主业分部估值结果（亿元，%）

	估值方法		2020 年	2021E	2022E	2023E
时效快递	PE	营业收入	663.6	742.6	806.4	866.1
		同比增速	17.4%	11.9%	8.6%	7.4%
		利润率		11%	12%	12%
		净利润		81.7	96.8	103.9
		PE		32.0	32.0	32.0
		市值		2614.0	3096.4	3325.8
经济快递	PE	营业收入	441.5	635.7	858.2	1082.2
		同比增速	64.0%	44.0%	35.0%	26.1%
		利润率		6%	6%	5%
		净利润		38.1	47.2	54.1
		PE		25.0	25.0	25.0
		市值		953.6	1180.1	1352.8
快运	PB	营业收入	185.2	274.0	345.3	424.7
		同比增速	46.3%	48.0%	26.0%	23.0%
		PB		2.1	2.1	2.1
		市值		575.5	725.1	891.9
冷运及医药	PB	营业收入	65.0	80.4	99.5	123.2
		同比增速	27.5%	23.8%	23.8%	23.8%
		PB		1	1	1
		市值		80.4	99.5	123.2
国际业务	PB	营业收入	59.7	75.3	92.6	111.1
		同比增速	110.4%	26.0%	23.0%	20.0%
		PB		1	1	1
		市值		75.3	92.6	111.1
同城急送	PB	营业收入	31.5	45.6	59.3	74.1
		同比增速	61.2%	45.0%	30.0%	25.0%
		PB		1	1	
		市值		45.6	59.3	0.0

供应链	PB	营业收入	71.0	95.9	129.5	174.8
		同比增速	44.4%	35.0%	35.0%	35.0%
		PB		1	1	1
		市值		95.9	129.5	174.8
顺丰速运物流及供应链业务市值				4440.3	5382.5	5979.6

资料来源：山西证券研究所

5.3 投资建议

预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.86 元/股、1.49 元/股、2.13 元/股，对应 9 月 16 日收盘价 64 元/股，PE 分别为 74.06、43.05、30.11，维持“买入”评级。

表 19：重要财务指标盈利预测（百万元，%）

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	153986.9	197605.2	242163.0	289181.6
收入同比(%)	37.3%	28.3%	22.5%	19.4%
归属母公司净利润	7326.1	4060.0	6984.6	9987.7
净利润同比(%)	26.4%	-44.6%	72.0%	43.0%
每股收益(元)	1.61	0.86	1.49	2.13
P/E	39.80	74.06	43.05	30.11
P/B	5.17	4.95	4.51	3.99

资料来源：wind，山西证券研究所

6. 风险提示

- 1) 时效件增速不及预期；
- 2) 新业务拓展不及预期；
- 3) 竞争恶化，价格战超预期；
- 4) 鄂州机场建设进度不及预期；
- 5) 四网融通效果不及预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产					营业收入	153986.9	197605.2	242163.0	289181.6
现金	16,417.9	23,947.1	67,355.3	71,654.8	营业成本	128810.0	171916.5	207775.9	245804.3
应收账款	16,849.1	16,154.8	24,094.1	28,008.5	营业税金及附加	379.0	494.0	605.4	723.0
其他应收款	0.0	48.7	39.5	39.5	销售费用	2252.4	2964.1	3632.4	4337.7
预付账款	3,176.5	4,036.1	4,765.9	5,795.6	管理费用	11599.8	16697.6	20462.8	24435.8
存货	992.2	1,614.8	1,843.1	2,127.6	研发费用	1741.6	2272.5	2784.9	3325.6
其他流动资产	14,241.3	15,641.3	17,454.0	19,401.5	财务费用	852.5	242.4	267.8	202.0
非流动资产	59,483.1	61,169.0	66,158.5	69,226.7	加:其他费用	1318.9	1400.0	1400.0	1400.0
长期投资	3,647.2	2,461.8	2,762.9	2,950.7	资产减值损失	-35.1	222.2	52.3	-58.6
固定资产	22,356.7	23,928.6	24,273.0	23,971.8	公允价值变动收益	134.1	0.0	0.0	0.0
无形资产	10,633.1	9,903.0	9,226.3	8,609.1	投资净收益	850.8	1062.4	996.3	969.9
其他非流动资产	22,846.1	24,875.6	29,896.3	33,695.1	营业利润	10135.5	5258.4	8978.0	12780.8
资产总计	111,160.0	122,611.9	133,513.8	140,881.5	营业外收入	229.2	220.0	220.0	220.0
流动负债	41,808.8	49,582.3	52,806.2	51,714.6	营业外支出	326.1	253.0	253.0	253.0
短期借款	7,996.6	7,842.9	6,905.1	398.1	利润总额	10038.7	5225.4	8945.0	12747.8
应付账款	15,484.9	20,359.4	25,489.6	29,604.6	所得税	3106.6	1306.3	2236.2	3187.0
其他流动负债	18,327.2	21,380.1	20,411.5	21,711.9	净利润	6932.0	3919.0	6708.7	9560.9
非流动负债	12,591.6	13,960.7	16,093.9	16,680.5	少数股东损益	-394.0	-141.0	-275.8	-426.9
长期借款	1,865.8	3,105.8	4,306.8	5,226.8	归属母公司净利润	7326.1	4060.0	6984.6	9987.7
其他非流动负债	10,725.8	10,854.9	11,787.1	11,453.7	EBITDA	16583.1	8700.0	13042.2	17373.8
负债合计	54,400.3	63,543.1	68,900.1	68,395.1	EPS (元)	1.6	0.9	1.5	2.1
少数股东权益	316.7	175.7	-100.2	-527.0	主要财务比率				
股本	4,556.4	4,698.3	4,698.3	4,698.3	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	24,405.2	24,405.2	24,405.2	24,405.2	成长能力				
留存收益	26,453.3	29,789.7	35,610.4	43,910.0	营业收入	37.25%	28.33%	22.55%	19.42%
归属母公司股东权益	56,443.1	58,893.2	64,713.9	73,013.5	营业利润	36.81%	-48.12%	70.74%	42.36%
负债和股东权益	111,160.0	122,611.9	133,513.8	140,881.5	归属于母公司净利润	26.39%	-44.58%	72.03%	43.00%
					获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	16.35%	13.00%	14.20%	15.00%
					净利率(%)	4.76%	2.05%	2.88%	3.45%
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	12.21%	6.63%	10.38%	13.19%
经营活动现金流	11,323.9	6,037.5	-4,059.6	5,226.6	ROIC(%)	21.59%	9.51%	19.40%	23.66%
净利润	6,932.0	4,060.0	6,984.6	9,987.7	偿债能力				
折旧摊销	5,292.0	2,326.8	2,411.5	2,464.6	资产负债率(%)	48.94%	51.82%	51.61%	48.55%
财务费用	981.1	242.4	267.8	202.8	净负债比率(%)	14.70%	15.61%	32.29%	38.75%
投资损失	-850.8	-1,062.4	-996.3	-969.9	流动比率	1.24	1.24	1.28	1.39
营运资金变动	-1,676.4	389.5	-12,503.6	-5,973.2	速动比率	1.21	1.21	1.24	1.34
其他经营现金流	645.9	81.2	-223.6	-485.5	营运能力				
投资活动现金流	-14,884.3	2,186.4	678.5	807.1	总资产周转率	1.51	1.69	1.89	2.11
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	10.61	11.94	11.97	11.05
长期投资	-1,265.5	1,106.9	-316.1	-158.2	应付账款周转率	11.21	11.03	10.56	10.50
其他投资现金流	-13,618.8	1,079.4	994.6	965.4	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	1,331.7	1,464.2	-420.5	-7,964.6	每股收益(最新摊薄)	1.61	0.86	1.49	2.13
短期借款	1,943.2	-153.7	-937.8	-6,507.0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.49	1.33	-0.89	1.15
长期借款	-4,673.7	1,240.0	1,201.0	920.0	每股净资产(最新摊薄)	12.39	12.93	14.20	16.02
普通股增加	141.9	141.8	0.0	0.0	估值比率				
资本公积增加	8,281.2	0.0	0.0	0.0	P/E	39.8	74.1	43.1	30.1
其他筹资现金流	-4,360.9	236.1	-683.7	-2,377.7	P/B	5.2	5.0	4.5	4.0
现金净增加额	-2,228.7	9,688.1	-3,801.7	-1,930.9	EV/EBITDA	23.44	31.89	21.24	15.49

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

