

002352.SZ

增持

原评级: 未有评级

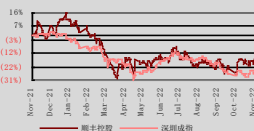
市场价格: 人民币 52.53

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 顺丰控股: 物流核心资产具备绝对竞争优势, 多维细分赛道全面引领行业发展。预计 2022-2024 年, 公司归母净利润 65.07、87.11、117.74 亿元, 同比分别+52.41%、+33.87%、+35.17%, EPS 分别为 1.33 元/股、1.78 元/股、2.41 元/股, 对应 39.52 倍、29.52 倍、21.84 倍 PE, 首次覆盖, 给予**增持**评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(26.2)	16.7	6.1	(14.3)
相对深证成指	(1.5)	11.4	16.8	10.0

发行股数(百万)	4,895
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	257,145
3 个月日均交易额(人民币 百万)	877
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
深圳明德控股发展有限公司	51

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 11 月 11 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 物流

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

顺丰控股

物流核心资产具备绝对竞争优势, 多维细分赛道全面引领行业发展

顺丰控股的物流资产在国内具有绝对领先优势, 时效件业务壁垒牢固, 国际制造业供应链和国际业务有望成为公司业绩增量驱动力, 经济件、快运、同城等细分领域引领行业发展。公司作为中国物流业的领军企业, 具备长期投资价值。预计 2022-2024 年, 公司归母净利润 65.07、87.11、117.74 亿元, 同比分别+52.41%、+33.87%、+35.17%, EPS 分别为 1.33 元/股、1.78 元/股、2.41 元/股, 对应 39.52 倍、29.52 倍、21.84 倍 PE, 首次覆盖, 给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **核心业务:** ①**时效件:** 鄂州机场开启货运功能后有望重塑航空货运市场结构, 进一步巩固公司物流资产的竞争优势。顺丰产品时效和行业平均水平再拉开 3 小时以上的距离。②**经济件:** 直播电商赛道站上风口, 逆向物流与电商退货领域成为竞争新热点, 公司丰网网络加速布局。③**供应链及国际业务:** 2021 年, 顺丰收购嘉里物流 51.5% 的股份, 进一步进军东南亚业务。东南亚新兴电商市场渗透率不足 10%, 未来东南亚物流市场空间广阔。预计 2022 年公司国际及供应链业务收入近 900 亿, 占公司营收超 30%。
- **新兴业务:** ①**快运业务:** 公司有国内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, 快运市场马太效应突显, 随着规模效应体现, 该业务有望逐步贡献业绩。②**冷运业务:** “生鲜+食品+医药”产品体系, 业内排位领先。2021 年我国冷链物流市场规模达到 4184 亿元, 同比+9%, 随着居民需求的优化催化行业规模增加以及内部的优化整合, 冷运需求具备较大的潜力。③**同城业务:** 预计 2026 年即时配送服务行业订单规模将接近千亿量级, 顺丰同城凭借独立第三方的属性及良好的服务口碑, 年度活跃商户数同比增长 55%, 年度活跃个人用户数同比增长 106%, 公司市占率有望进一步提升。

估值

- 2022-2024 年, 预计公司分别实现营业收入 2660.00 亿元、2921.84 亿元、3274.30 亿元, 同比分别+28.39%、+9.85%、+12.06%; 实现归母净利润 65.07、87.11、117.74 亿元, 同比分别+52.41%、+33.87%、+35.17%, EPS 分别为 1.33 元/股、1.78 元/股、2.41 元/股, 对应 39.52 倍、29.52 倍、21.84 倍 PE, 首次覆盖, 给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 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。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	153,987	207,187	266,000	292,184	327,430
变动(%)	37	35	28	10	12
净利润(人民币 百万)	7,326	4,269	6,507	8,711	11,774
全面摊薄每股收益(人民币)	1.608	0.870	1.329	1.779	2.405
变动(%)	22.5	(45.9)	52.4	33.9	35.2
全面摊薄市盈率(倍)	32.7	60.4	39.5	29.5	21.8
价格/每股现金流量(倍)	(76.3)	26.9	16.8	34.4	27.9
每股现金流量(人民币)	(0.69)	1.95	3.12	1.53	1.88
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.5	14.2	8.5	7.0	5.1
每股股息(人民币)	0.306	0.179	0.272	0.364	0.491
股息率(%)	0.6	0.3	0.5	0.7	0.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

一、顺丰控股：物流核心资产具备绝对竞争优势，多维细分赛道全面引领行业发展	6
（一）公司简介：第三方综合物流商领航者，国内快递行业标杆	6
（二）股权结构：股权结构集中，实际控制人持股比例近 50%	6
（三）财务概况：盈利能力不断修复，疫情承压下韧性凸显	7
（四）公司优势：鄂州机场巩固时效优势壁垒，东南亚国际物流布局领先	9
二、核心业务：极致时效稳坐龙头，逆向物流赛道兴起	18
（一）时效件：时效壁垒持续巩固，精益经营韧性凸显	18
（二）经济件：“直营+加盟”双品牌服务电商市场	26
三、新兴业务：行业多面手全方位领先，多元细分赛道前景向好	28
（一）快运业务：“直营+加盟”双网模式，“快、大、专”内功扎实	28
（二）冷运业务：“生鲜+食品+医药”产品体系，业内排位领先	31
（三）同城业务：全场景模式覆盖，满足多样化即时服务需求	34
（四）国际业务：完善国际快递空网布局，打造东南亚标杆产品	39
（五）供应链业务：数字化赋能运营，量身定制智慧供应链解决方案	41
四、盈利预测及估值分析	43
（一）盈利预测	43
五、风险提示	48

图表目录

图表 1.公司股权结构图	6
图表 2.2014-2022Q3 年公司营业收入及同比变动	7
图表 3.2013-2022Q3 年公司归母净利润及同比变动	7
图表 4.2016-2022Q3 年公司毛利率、净利率	7
图表 5.2016-2022Q3 年公司净资产收益率	7
图表 6.2016-2022Q3 年公司资产负债率	8
图表 7.公司主营业务收入构成	8
图表 8.顺丰控股机队及国际线情况	9
图表 9.2016-2021 年公司全货机及散航发货量占比	9
图表 10.顺丰“点对点式”运输方式	10
图表 11.顺丰鄂州机场“轴辐式”运输方式	10
图表 12.美国 FedEx 国内网路枢纽	10
图表 13.1979-1986 年 Fedex 机队数量及增长情况	11
图表 14.1979-1986 年 Fedex 日均快件运输及增长情况	11
图表 15.1981-1986 年 Fedex 单票成本及增速	11
图表 16.Fedex 单票燃油成本、单票重量成本增速情况	11
图表 17.湖北国际物流核心枢纽综合交通图	12
图表 18.2013-2022 前 10 月中国进出口贸易额	13
图表 19.UPS 与 FedEx 国际业务收入及占比	13
图表 20.UPS 国际业务收入及利润占比	14
图表 21.顺丰国际业务发展变革	14
图表 22.顺丰国际业务覆盖范围持续扩大	14
图表 23.顺丰现阶段国际业务构成	15
图表 24.2017-2021 嘉里物流营收及增速（亿元）	15
图表 25.嘉里物流各业务营收（亿元）	15
图表 26.2021 年嘉里物流各地区营业收入占比	16
图表 27.嘉里物流各地区营收（亿元）	16
图表 28.全球主要地区电商渗透率	16
图表 29.2021 年国内主要快递公司研发费用及其占营收比重（亿元）	17
图表 30.并购嘉里提升国际竞争力	17
图表 31.公司时效件产品介绍	18
图表 32.公司时效件经营模式示意图	18
图表 33.2013-2022H1 年公司时效件营收及同比变动（亿元）	19

图表 34.2013-2021 年公司毛利率水平变化	19
图表 35.2021 年快递服务满意度调查和时限准时率测试结果通告	20
图表 36.顺丰控股运营模式	20
图表 37.京东物流运营模式	20
图表 38. 顺丰控股与京东物流枢纽对比	21
图表 39.顺丰主要业务	22
图表 40.京东主要业务	23
图表 41.顺丰速运业务毛利率领先行业	23
图表 42.国内主要直播电商玩家	24
图表 43.国内直播电商市场交易规模	24
图表 44.直播电商渗透率	24
图表 45.淘宝、快手、抖音图文、短视频和直播下单在转化率和退货	25
图表 46.逆向物流支撑电商平台	25
图表 47.丰网经营地域覆盖城市	26
图表 48.顺丰经济件业务种类	26
图表 49.2017-2022H1 年公司经济件营收及同比变动（亿元）	27
图表 50.2018 年以来快递品牌服务集中度指数 CR8（月）	27
图表 51.公司快运产品介绍	28
图表 52.重货快运行业细分领域示意图	28
图表 53.国内主要快运公司业务结构及特点	29
图表 54.2017-2021 年公司快运场地、快运网点、中转站数量	29
图表 55.2021 年中国公路零担货运 30 强排行榜	30
图表 56.2016-2022H1 年公司快运业务营收及同比变动（亿元）	30
图表 57.2015-2020 年中国公路零担物流市场规模及同比变动	31
图表 58.2015-2021 年中国公路货运量及同比变动	31
图表 59.公司冷运板块三大业务	32
图表 60.公司冷运产品介绍	32
图表 61.公司医药产品介绍	32
图表 62.2016-2021 年公司冷库及医药冷库运营面积	33
图表 63.2016-2021 年公司冷库数量	33
图表 64.2021 年中国冷链物流十强	33
图表 65.2016-2022H1 公司冷运业务营收及同比变动（亿元）	34
图表 66.中国冷链物流市场规模及增速	34
图表 67.中国生鲜电商市场规模及增速	34
图表 68.中国人均可支配收入及增速	35

图表 69. 中国人均消费支出规模及增速	35
图表 70. 即时配送服务行业用户行为调查	35
图表 71. 与疫情前相比用户使用配送平台服务频次	35
图表 72. 主要即时配送平台业务类型对比	36
图表 73. 我国即时配送行业用户使用情况对比	36
图表 74. 主要即时配送平台业务范围对比	37
图表 75. 顺丰同城进一步完善服务结构	37
图表 76. 公司利用原有快递优势提升运营效率	37
图表 77. 2013-2026E 年我国即时物流行业订单量及同比变动	38
图表 78. 2017-2022H1 年公司同城业务营收及同比变动（亿元）	38
图表 79. 公司跨境快递产品介绍	39
图表 80. 2016-2022H1 公司供应链及国际业务营收及增速（亿元）	40
图表 81. 2015-2022 年 7 月中国国际及港澳台快递业务收入、件量及同比变动	40
图表 82. 公司供应链业务构成	41
图表 83. 2015-2025E 中国物流支出	41
图表 84. 中美物流成本占 GDP 比重	41
图表 85. 2015-2025E 中国外包物流支出	42
图表 86. 一体化供应链物流支出	42
图表 87. 盈利预测及数据	45
续图表 87. 盈利预测及数据	46
图表 88. 盈利预测结果（人民币：亿元）	47

一、顺丰控股：物流核心资产具备绝对竞争优势，多维细分赛道全面引领行业发展

（一）公司简介：第三方综合物流商领航者，国内快递行业标杆

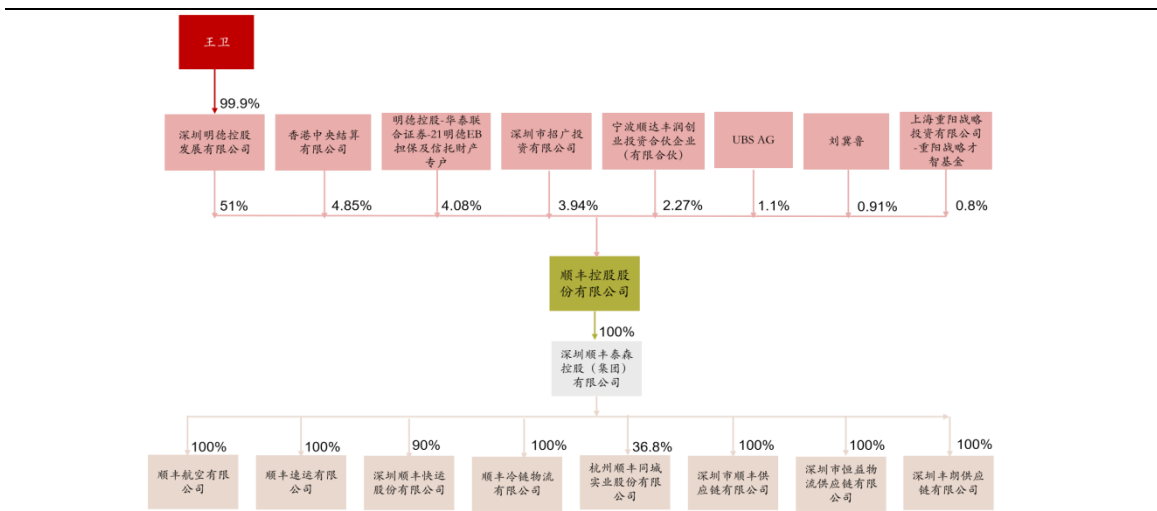
顺丰控股股份有限公司（简称“顺丰控股”、“公司”）是国内领先的快递物流综合服务商，1993 年成立于广东顺德。1999 年，顺丰完成了从加盟模式向直营模式的转变。2002 年，顺丰完成改制，并在广东深圳成立总部。2016 年 12 月 12 日，伴随着快递公司“上市潮”全面爆发，将其 100% 股权与马鞍山鼎泰稀土新材料股份有限公司（简称“鼎泰新材”）的全部资产负债完成置换，完成借壳上市，登陆 A 股市场，证券代码为 002352.SZ。

（二）股权结构：股权结构集中，实际控制人持股比例近 50%

实际控制人持股比例近 50%，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 51% 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 50%，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，剩余股权分别由香港中央结算公司、深圳招广投资、宁波顺达丰润、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。

图表 1. 公司股权结构图



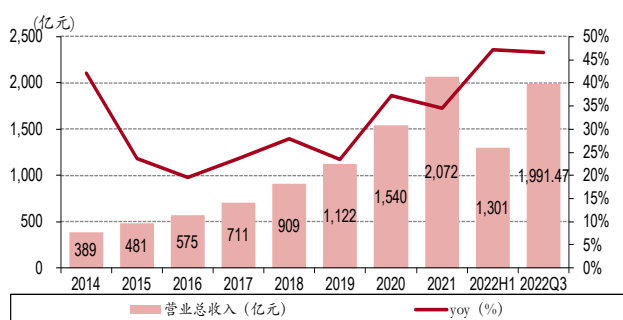
资料来源：万得，中银证券

(三) 财务概况：盈利能力不断修复，疫情承压下韧性凸显

1. 业绩表现：提质增效逻辑显现，盈利逐季修复

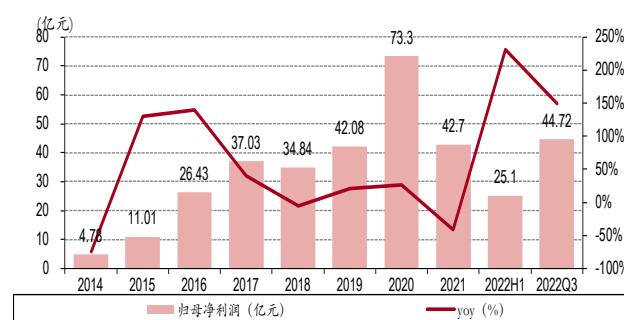
2022 前三季度，公司营收 1991.47 亿元，同比+46.58%，归母净利润 44.72 亿元，同比+149%，疫情承压下盈利逐季修复，综合物流商韧性显现。2021 年，公司实现营业收入 2072 亿元，较 2020 年（1540 亿元）同比+34.55%，营收 2014 年-2021 年的 7 年复合增长率 CAGR 为+32.15%。2021 年，公司实现归母净利润 42.7 亿元，同比+41.74%，扣非归母净利润 18.3 亿元，较 2020 年（61.3 亿元）同比-70.15%。2021 年度业绩同比下滑主要由于：(1)公司年初为应对件量高增长、缓解产能瓶颈，加大了对场地、设备、运力等网络资源投入；(2)年初疫情期间响应春节原地过年号召，留岗员工人数和补贴增加导致人工成本上升；(3)定价较低的经济快递产品增速较快，对整体利润率造成一定压力；(4)2020 年公司享受到较多的国家抗疫相关税费减免优惠，2021 年该等优惠政策陆续结束。2021 年 Q1-Q4 公司实现扣非归母净利润为-11.3 亿元、6.6 亿元、8.1 亿元和 15.0 亿元。Q1 亏损后，公司自 Q2 起积极采取各项有效的经营举措及管理优化，迅速扭亏为盈，盈利逐步增长，体现出较强韧性，产品结构优化叠加精细化管理，22 年前三季度业绩同比实现明显改善。

图表 2.2014-2022Q3 年公司营业收入及同比变动



资料来源：万得，中银证券

图表 3.2013-2022Q3 年公司归母净利润及同比变动

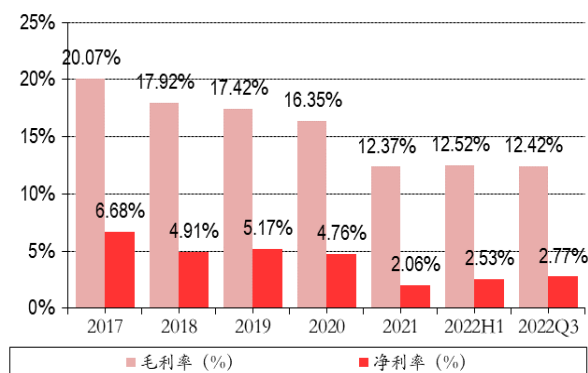


资料来源：万得，中银证券

22Q3，公司毛利率为 12.42%。2021 年，公司毛利率为 12.37%，较 2020 年（16.35%）下降 3.98pct。2021 年毛利率回落，与 2021Q1 公司响应就地过年政策，人工补贴支出增加有关，同时公司位于产能爬坡期，公司设备资产投入增加，从而带来成本端较前增加。2021Q1-Q4 毛利率为 6.90%、12.77%、13.17%和 14.49%，除 21 年一季度毛利率大幅下降之外，公司毛利迅速回升，22Q3 毛利率比去年同期高 1.14pct。

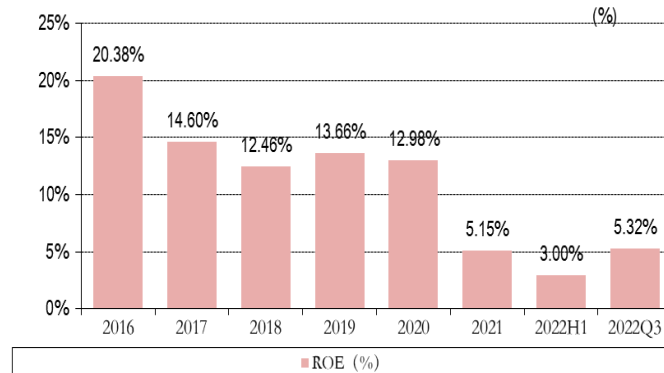
22Q3，公司 ROE 为 5.32%，同比+2.18pct。2016 年-2020 年公司 ROE 均维持在 12%左右，公司前期资本投入较多，盈利能力短期承压。

图表 4.2016-2022Q3 年公司毛利率、净利率



资料来源：万得，中银证券

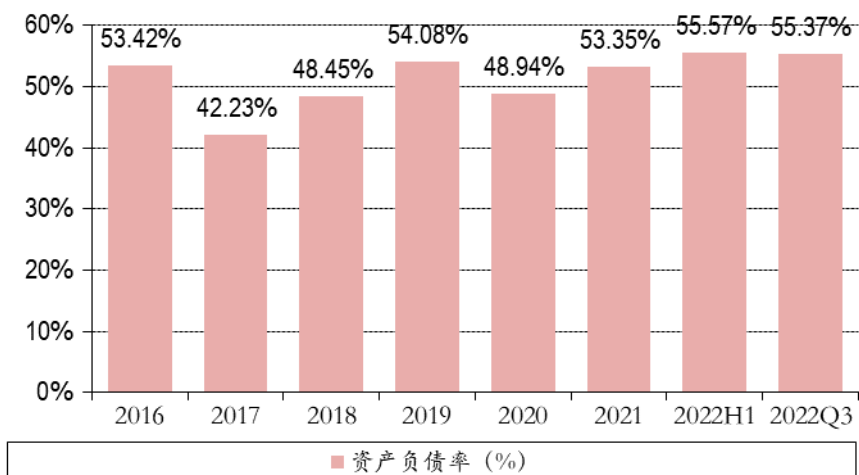
图表 5.2016-2022Q3 年公司净资产收益率



资料来源：万得，中银证券

22Q3，公司资产负债率为 55.37%，较上年末 53.35% 上升 2.02pct。主要因嘉里物流因收购子公司和少数股东股权而增加借款导致。但公司日常经营现金流与财务结构整体保持稳健，今年上半年经营活动现金流量净额大幅改善，从去年同期 43.3 亿元增至 167.1 亿元，同比增长 286%。

图表 6.2016-2022Q3 年公司资产负债率

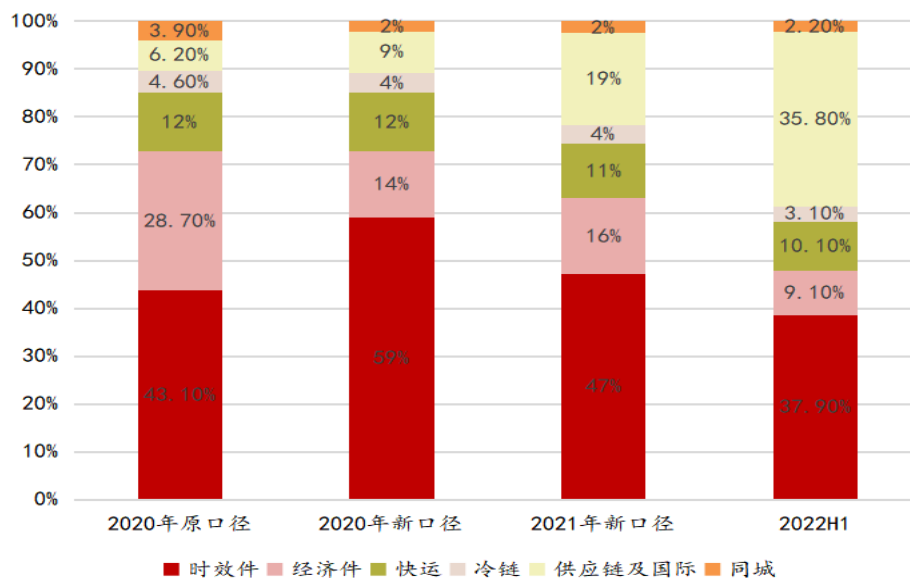


资料来源：公司年报，中银证券

2. 业务构成：2022 上半年新兴业务占比超 30%，供应链及国际业务营收增速超 400%

新兴业务占比逐步提升，综合物流龙头战略定位愈见明朗。2022H1，公司的六大业务板块：时效、经济、快运、冷运、同城、供应链及国际的分部收入占比总营业收入比例分别为 37.90%、9.10%、10.10%、3.10%、2.20%、35.80%。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，供应链及国际业务占比有较为显著的提升。2021 年 9 月底公司收购嘉里物流 51.5% 的股份，双方优势互补，将扩大顺丰的全球网络布局，支撑国际货运航空网络建设，加速国际业务拓展，由此可见，公司打造综合物流龙头的战略定位愈发明朗化。

图表 7.公司主营业务收入构成



资料来源：公司年报，中银证券

（四）公司优势：鄂州机场巩固时效优势壁垒，东南亚国际物流布局领先

1. 鄂州机场强力支撑产品时效优势，“全货机+散航+无人机”体系构筑时效壁垒

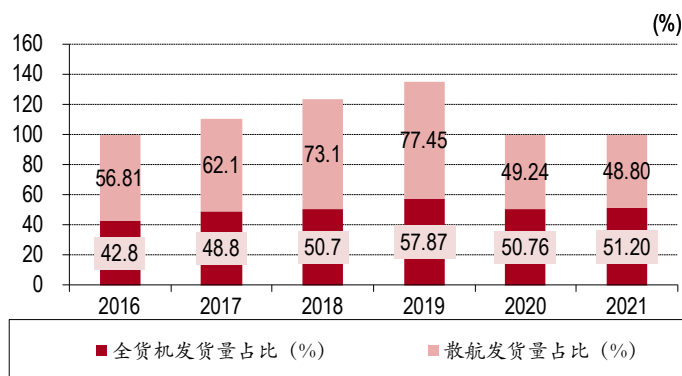
机队：顺丰自有全货机 72 架，占比行业半数，优势难以复制。截至 21 年底，公司共有全货机 86 架（68 架自有+18 架租赁），国际航线 37 条，全货机国际运输量 15 万吨，截止 21 年全行业快递专用货机 142 架，顺丰在行业内具备绝对优势。由此可见，公司具有在业内规模水平领先的货航资源。

图表 8. 顺丰控股机队及国际线情况

	航空机队	自营货机	外包货机	国际航线（条）	全货机国际运输量（万吨）
2016	51	36	15		
2017	57	41	16		
2018	66	50	16		
2019	71	58	13	5	
2020	75	61	14	30	9
2021	86	68	18	37	15

资料来源：公司年报，中银证券

图表 9. 2016-2021 年公司全货机及散航发货量占比

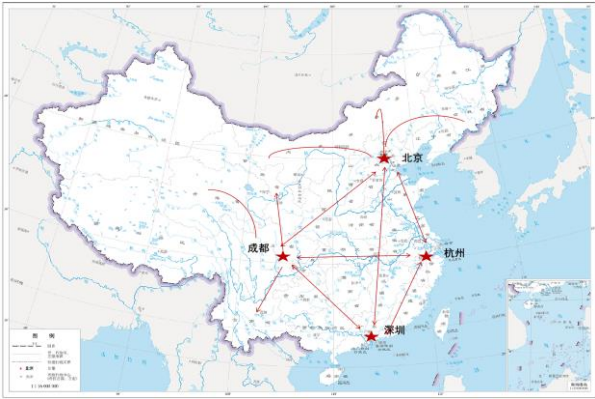


资料来源：公司年报，中银证券

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 2021 年，公司全货机发货量/散航发货量占比分别为 51.20%/48.80%，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。

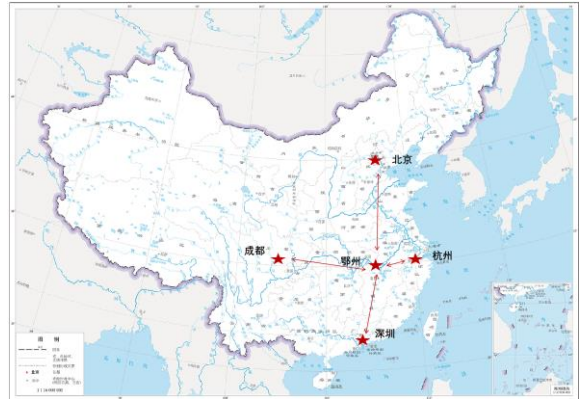
机场：四大航空物流基地，“点对点”直发覆盖全国，为高时效保障。公司以北京（首都机场）、杭州（萧山机场）、深圳（宝安机场）、成都（双流机场）为中心，分别设立了航空物流基地。以四个航空物流基地为枢纽中心，公司与全国范围内的主要城市实现“点对点”航空直发。同时，公司在四个航空物流基地基本实现了机场地面服务自营化。由此可见，顺丰的航空物流基地资源是公司时效件高时效性的有力保障。

图表 10.顺丰“点对点式”运输方式



资料来源：自然资源部、中银证券

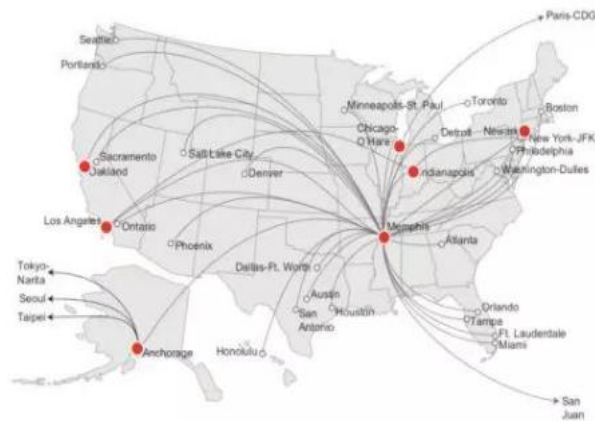
图表 11.顺丰鄂州机场“轴辐式”运输方式



资料来源：自然资源部、中银证券

2022 年 7 月 17 日鄂州机场正式投入运营，“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。

图表 12.美国 FedEx 国内网路枢纽

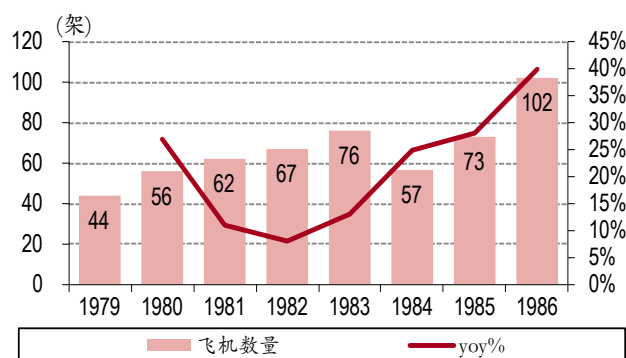


资料来源：罗戈网、中银证券

类比美国物流公司 UPS 与 FedEx 的航空货运网络，同样采取轴辐式模式进行物流运输。绝大多数货物都会在孟菲斯或路易斯维尔进行中转分拣。孟菲斯地理位置优越，向全球 220 个国家和地区提供服务。鄂州机场的定位是货运和客运的支线，根据《武汉城市圈航空港经济综合实验区总体发展规划》，到 2025 年旅客吞吐量 100 万人次，货邮吞吐量 245 万吨；2030 年旅客达到 150 万人次，货运达到 330 万吨。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：

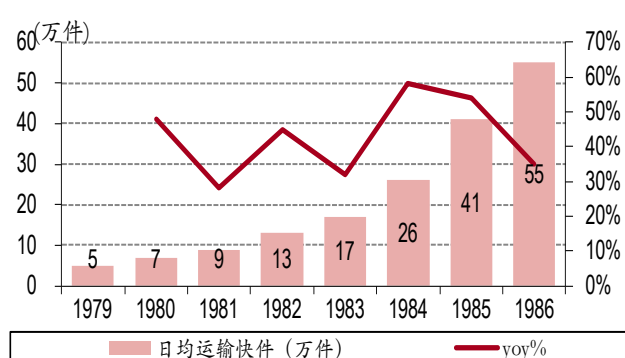
①增加大型飞机使用比例，提升货物装载量。轴辐式网络通过航空枢纽对来自全国的运力进行二次合理配路，从 FedEx 的发展历史来看，1973 年起，联邦快递 FedEx 将其总部搬迁至孟菲斯，1978 年起，FedEx 开始在孟菲斯机场建设其超级转运中心，在孟菲斯投入使用后的 5 年间飞机数量增速明显放缓，运输货物量提升速度更快，运输量增长速度超过公司机队增长速度，飞机利用效率提升，实现大飞机替代小飞机。

图表 13.1979-1986 年 Fedex 机队数量及增长情况



资料来源: Fedex 年报, 中银证券

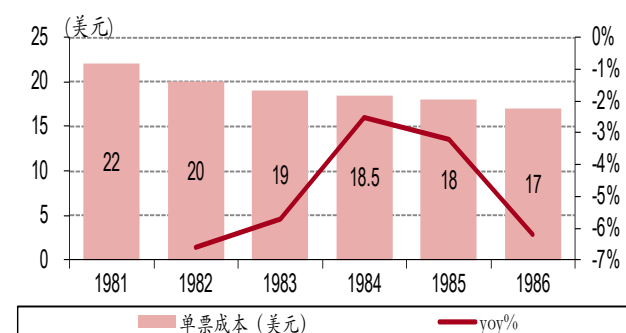
图表 14.1979-1986 年 Fedex 日均快件运输及增长情况



资料来源: Fedex 公司年报, 中银证券

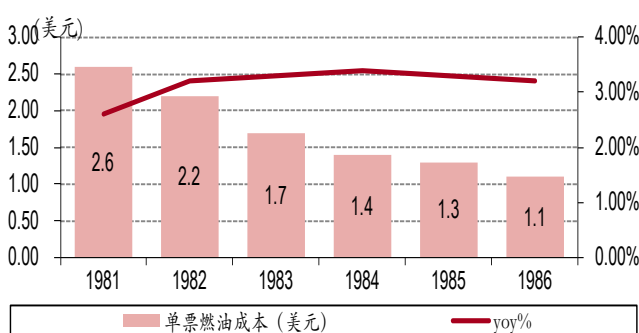
②降低飞机在其他综合性机场停留支付的地面服务费用。孟菲斯的地理位置优势使 FedEx 轴辐式网络减少无效飞行及停留时间, 节约油费及其他费用。在孟菲斯机场投入使用后, FedEx 的单票成本、单票燃油成本均显著下降。根据顺丰 2018 年发布的《湖北国际物流核心枢纽项目介绍》, 顺丰凭借鄂州机场打造的“枢纽飞”模式预期降低 20% 单位成本。

图表 15.1981-1986 年 Fedex 单票成本及增速



资料来源: Fedex 年报, 中银证券

图表 16.Fedex 单票燃油成本、单票重量成本增速情况



资料来源: Fedex 年报, 中银证券

③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。鄂州机场是专业的货运机场, 按照超大型货站及分拣中心设计, 其定位与设计也和路易斯维尔机场更为接近: 最小化的客运以及最大化地为货运服务, 在建设时同步应用了车路协同技术以达成机坪智能化运作模式。外加极高的智能化水平, 以及物联网协同技术的无人装卸车和无人仓库等设施。可以预见, 鄂州机场投入后, 将有利于公司时效件竞争力进一步提升。

④有机会单独获批航线, 飞行将不会受到航权时刻表影响, 白天同样可以执行多批次的飞行运输任务。FedEx 在入驻孟菲斯的同时, 开展了隔夜快递业务, 至 80 年代末期 FedEx 完成同时向全球 90 个国家提供隔夜快递服务, 专业货运机场孟菲斯的作用不可忽视。鄂州机场投入使用后公司 2 天内能够到达的城市, 会从目前 140 多个提升到将近 300 个, 绝大部分的主要城市都能享受到隔日达的服务。

航空快递企业设立区域转运中心是发展趋势。美国 FedEx 的网络覆盖, 以孟菲斯为超级枢纽、安克雷奇、纽瓦克、印第安纳、奥克兰、达拉斯 5 个二级枢纽以及 24 个小型城市枢纽, 辐射全美航空网络。美国会出现孟菲斯和路易斯维尔, 源于快递对时效性的高要求, 尤其是高端商务。顺丰的直营模式是建立在网络模式的重要基础, 能够真正的全程把控运输的时效性。据荆楚网数据, 作为全球第四大、亚洲第一专业货运机场, 鄂州机场建成后, 1000 公里半径内、1.5 小时飞行圈可覆盖全国 90% 的经济总量、80% 的人口和 5 大国家级城市群, 距离世界主要城市也不过一夜之隔, 武汉城市圈内将形成航空客货双枢纽的格局。

图表 17.湖北国际物流核心枢纽综合交通图



资料来源：《鄂州市临空经济区总体方案》，中银证券

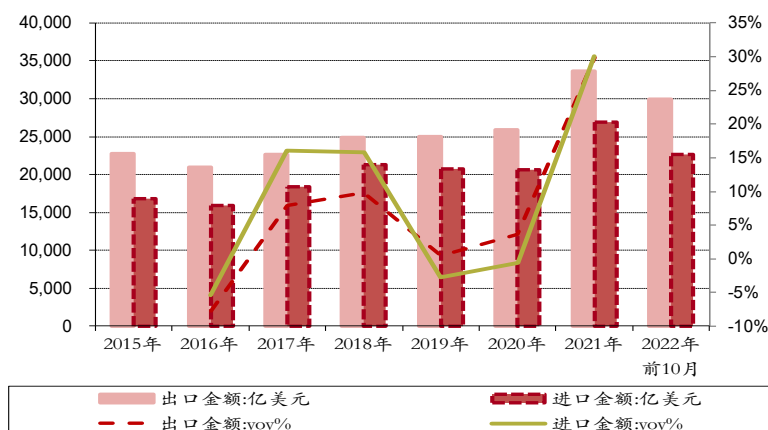
产业集群做大临空经济蛋糕。类比孟菲斯机场，孟菲斯已成为美国最大的医疗器械制造中心、全美的计算机维修中心、中南部的医疗中心。鲜花礼品等电商公司，也在孟菲斯建立冷库和配送中心。孟菲斯航空港东面已建成高新科技产业基地，西面则是信息通讯、生物医药等产业聚集地。货运机场附近产业集群的建设将有望带动鄂州及周边区域发展。

临空经济区选择的临空偏好型主导产业将重点聚焦航空物流、智能制造、医疗健康、光电子等四大主导产业，着力培育临空经济区产业链核心产业。智能制造产业主要是机场依赖型产业，重点以航空工业为主，包括飞机改装、维修、航材、飞机零部件。医疗健康产业重点聚焦保税功能关联企业，包括基因、疫苗、血液、医疗器械、器官移植等。航空物流产业重点是机场依托型产业，聚焦货运、货代公司和仓储功能等。光电子产业：立足于为光谷提供配套服务，重点发展集成电路、新型显示、光通信、新能源和智能网联汽车等细分领域。据武汉城市圈数据，2020年，武汉城市圈高新技术产业增加值6000亿元，占GDP比重达22.8%；鄂州市临空经济区还将全面发展跨境电商、冷链物流、保税仓储等项目，顺丰时效产品将迎来新的增长曲线。

2.收购嘉里物流51.5%股权，东南亚物流市场大有可为

布局全球网络，打造国际供应链，是行业下一个竞争高地。中国进出口贸易和跨境电商表现活跃。尤其出口方面，2021全年贸易出口总值3.36万亿美元，同比增长29.85%，创下2010年以来的增长最高值；其中跨境电商出口1.98万亿元，增长15%。“一带一路”倡议，RECP协议生效，预计将带动中国与周边区域贸易更强劲增长。同时中国产业链实力和品牌竞争力的增强，海外电商平台、独立站在全球消费市场的扩张，为中国物流企业出海创造非常有利的环境和机遇。

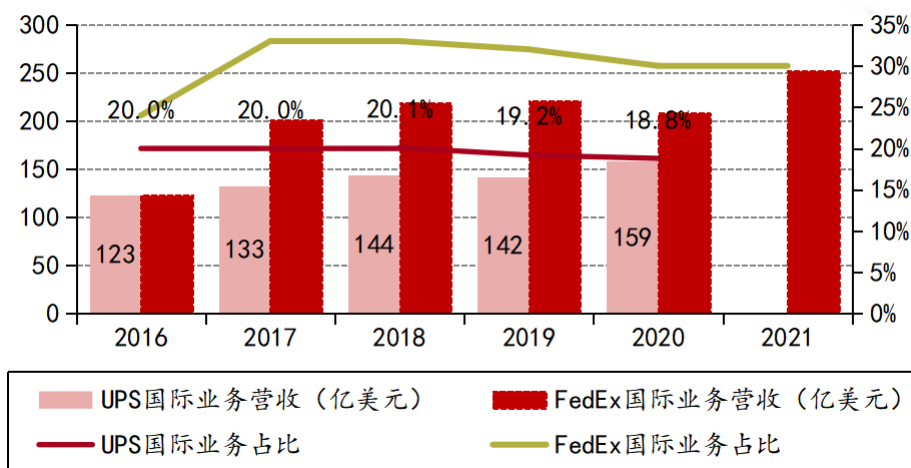
图表 18.2013-2022 前 10 月中国进出口贸易额



资料来源：万得，中银证券

综合物流龙头通过收购实现国际布局是主流趋势。美国物流巨头 FedEx 和 UPS 是收购扩张的成功示例。UPS 自 1999 年上市以来，累计并购超过 40 家公司以扩张全球业务，目前业务已遍及全球 220 个国家和地区。FedEx 于 1989 年成功并购当时全球最大的航空货运公司飞虎国际，获得通往 21 个国家的航权、庞大机队和全球布局的配套设施，逐步打开国际市场。2016 年 FedEx 收购 TNT Express，在欧洲、中东、亚洲的公路网络获得极大扩充，并在 2020 年实现与 TNT Express 的地面网络互联互通，2021 年实现二者在运输和配送环节的整合，预计于 2022 年完成空中网络整合。

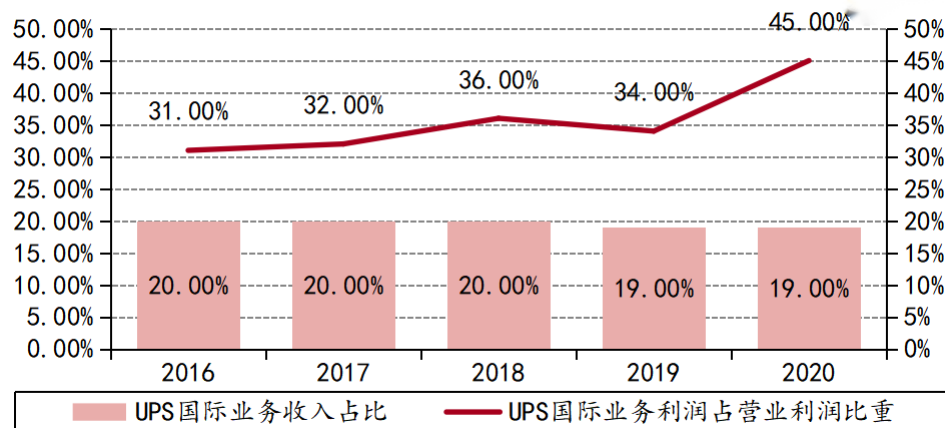
图表 19.UPS 与 FedEx 国际业务收入及占比



资料来源：UPS、Fedex 年报，中银证券

对比 UPS 和 FedEx，国际业务将是综合物流商新的增长点。2020 年 UPS 国际包裹营收达 159 亿美元，占总营收的 19%；2021 年 FedEx 国际包裹营收达 252 亿美元，国际业务占总营收的 30%。而顺丰国际业务（不含嘉里物流）仅占总营收的 4%，仍有较大增长空间。**此外，国际业务利润率较高，发展国际业务有助于提升盈利能力。**根据 UPS 数据，国际业务的利润占比高于收入占比 10 个 pct 左右，2020 年受疫情影响，线上消费及跨境电商迅速发展，国际业务利润上升较快。

图表 20. UPS 国际业务收入及利润占比



资料来源：UPS、Fedex 年报、中银证券

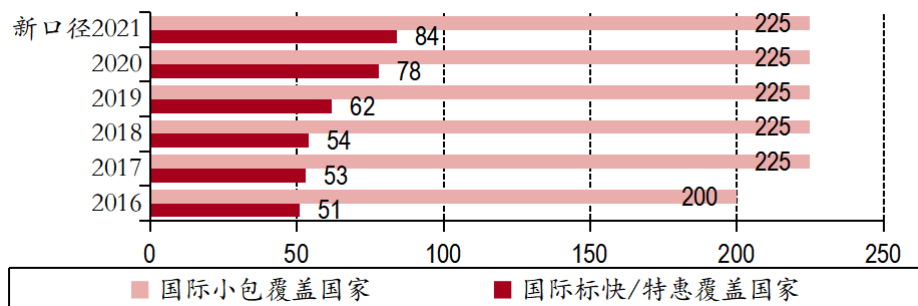
虽然当前国际快递巨头在跨境物流市场仍占据绝对领先优势，但中资物流企业通过强强联合、海外并购、自营合营等多种方式开始编织全球网络，尤其在东南亚、南亚、中东区域频频发力，并以独有的高效又实惠的服务优势在市场竞争中寻求破局。2021 年，国家层面整合成立了中国物流集团有限公司；快递细分赛道，极兔速递全资收购百世集团的快递业务，韵达股份入股德邦股份成为第二大股东，2021 年 9 月底，顺丰控股成功收购嘉里物流 51.5% 的股份。

图表 21. 顺丰国际业务发展变革



资料来源：公司官网、中银证券

图表 22. 顺丰国际业务覆盖范围持续扩大



资料来源：公司官网、中银证券

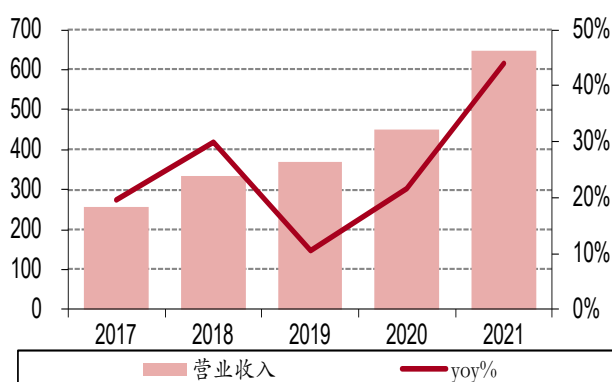
图表 23. 顺丰现阶段国际业务构成

业务	细分业务	具体内容
国际快递	国际快递	满足跨境紧急寄递需求的高时效的标准服务，含高品质的国际标快及经济型的国际特惠产品
	国际电商	满足跨境电商需求的高性价比的经济型服务，含高效的国际电商专递和品质型国际小包
	海外本土快递	服务覆盖泰国、越南、马来西亚、柬埔寨、印尼等东南亚国家
国际货运及代理	空运	提供从出发点提货、多重整合、清关、交付至终端客户的空运服务
	海运	提供包括各类型传统货运、整箱承运及拼箱承运的海运服务
	陆路货运	提供贯通欧亚的，创新及具经济效益的陆运、铁运服务
供应链	本土供应链	顺丰丰豪、新夏晖提供中国本土供应链服务
	环球综合物流	嘉里物流提供综合物流、国际货代（海陆空、铁路及多式联运）、工业项目物流、跨境电子商贸，最后一里派送和基建投资等服务

资料来源：公司官网，中银证券

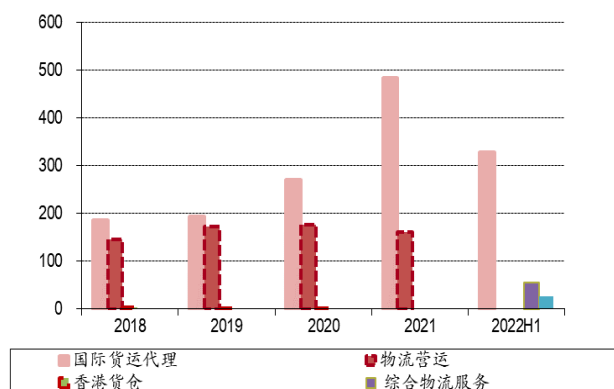
嘉里物流是环球业务领先的物流企业。服务覆盖 58 个国家及地区，拥有强大的国际货运、综合物流实力及海外资源，据美国物流咨询公司 Armstrong & Associates (A&A) 统计，2020 年，嘉里物流位列全球第三方物流商(3PL)50 强榜单第 17 位，全球货代 50 强、海运榜第 8 位、空运榜第 13 位。过去嘉里物流主营业务包括综合物流、国际货代（海陆空、铁路及多式联运）、工业项目物流、跨境电子商贸，以及最后一里派送和基建投资和香港货仓等。①综合物流方面，嘉里物流精于为国际时装及电子品牌、餐饮连锁店、快消品公司，以至医药、工业及汽车行业提供专属解决方案。②空运方面，作为航空公司的 IATA 专署代理，嘉里物流提供完善的空运服务，从出发点提货、多重整合、清关，以至将货物交付至终端客户。③海运方面，凭借与海运承运商建立的强大网络，嘉里物流为客户提供无船承运、整箱及拼箱、集运、分拨、订舱代理、海运管理等服务。④陆运方面，凭借贯通欧亚的完善陆路、铁路网络，嘉里物流为国际客户提供具成本效益的长途陆运、海陆及空陆货运、以及门到门递送服务。⑤海外本土快递方面，嘉里物流在泰国、越南、马来西亚、柬埔寨、印尼等东南亚国家拥有本土快递网络，嘉里物流在区域内业务量达到日均 100 万单以上。**2021 年顺丰收购嘉里后要求嘉里出售香港货仓与中国台湾业务给公司的母公司嘉里控股及其全资子公司，因而嘉里已不再经营香港货仓业务，目前主营业务仅由国际货代和物流营运两部分组成。**

图表 24. 2017-2021 嘉里物流营收及增速（亿元）



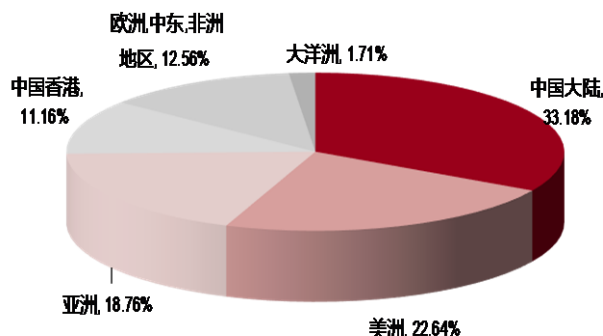
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 嘉里物流各业务营收（亿元）



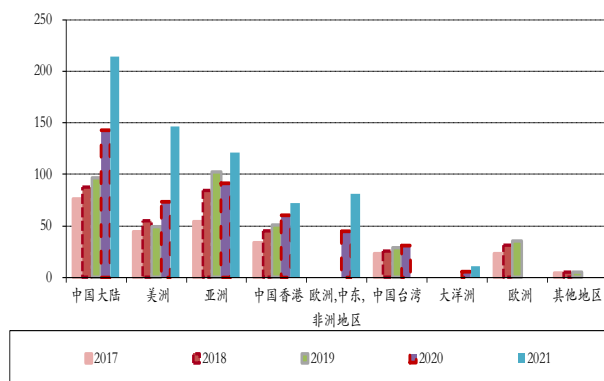
资料来源：万得，中银证券

图表 26.2021 年嘉里物流各地区营业收入占比



资料来源：万得，中银证券

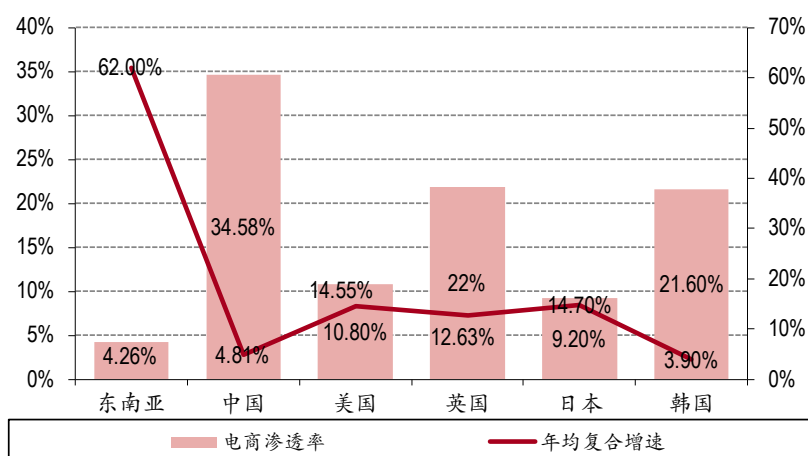
图表 27.嘉里物流各地区营收（亿元）



资料来源：万得，中银证券

双方优势互补，将扩大顺丰的全球网络布局，支撑国际货运航空网络建设，尤其抓住东南亚新兴市场机遇，加速国际业务拓展。顺丰方面：①嘉里物流在泰国、越南、马来西亚、柬埔寨、印尼等东南亚国家拥有海外本土快递网络。顺丰从主要利用东南亚当地代理资源的轻资产模式转向与嘉里共同打造东南亚本地的快递网络。21 年顺丰新开拓东南亚流向的国际电商专递业务即为对东南亚市场的进一步布局。②嘉里物流作为航空公司的 IATA 专署代理、是国际货源和航空货源的最大拥有者，嘉里的货量优势加上顺丰的航空运输能力，及即将建成的鄂州机场作为国际货运枢纽，将有望壮大公司国际航空网络，以及全球海陆空多式联运能力，全面提升顺丰国际物流市场竞争力。③2022 年 6 月 28 日，嘉里物流与顺丰泰森签订国际货运代理框架协议，嘉里物流将空运业务转移至顺丰泰森集团后，将可直接连接顺丰泰森集团空运网络，从而大幅降低第三方代理成本，进而提升集团的竞争力。作为顺丰控股的国际业务分支，嘉里物流在中国内地拓展了新客户群，并于 2022 年 5 月开始担任顺丰航空的独家全球货运销售总代理，同时将顺丰控股在中国以外地区的业务整合至本集团的环球网络之中。预计嘉里物流集团业务的规模、地域覆盖及服务能力将在双方进一步的整合和协同下得以受惠。

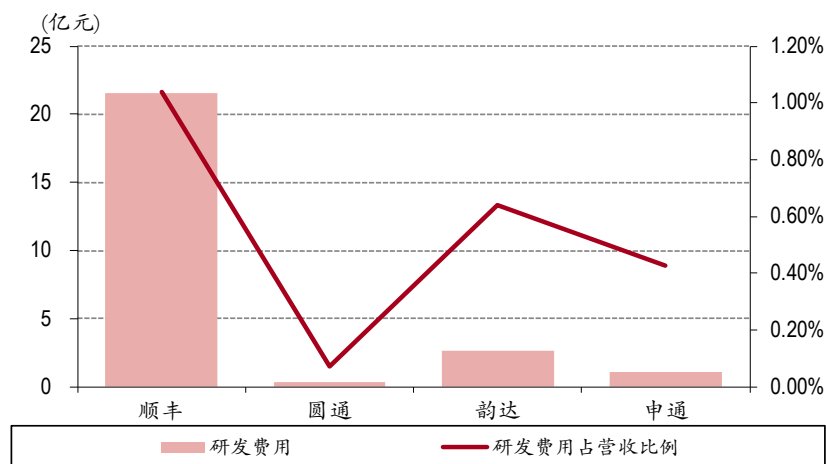
图表 28.全球主要地区电商渗透率



资料来源：中银证券，东南亚电商渗透率增速为 2021 年数据；中、美、英、日、韩电商渗透率为 2020 年数据

嘉里物流方面：①嘉里物流借顺丰可更快地实现数字化迭代。顺丰在研发方面有较大投入，已围绕客户的原料供应、生产、仓储、运输、销售、运营等环节提供全链路技术服务，拥有大数据决策的AI驱动能力，智慧供应链落地能力和全渠道经营能力，顺丰利用技术动态预测客户需求，从而实现资源投放的精准配置，与嘉里在资源网络上的优势可以很好地结合。②嘉里物流可借助顺丰的产品服务能力以及先进的物流经验做强东南亚快递。嘉里物流综合物流业务已在东南亚布局多年，已经具备较为完善的物流基础设施，其可借助顺丰已有的丰富快递运营经验以及领先的物流科技技术，进一步抢占东南亚市场，快速布局东南亚快递物流网络。

图表 29.2021 年国内主要快递公司研发费用及其占营收比重（亿元）



资料来源：公司官网，中银证券

图表 30.并购嘉里提升国际竞争力



资料来源：公司官网，中银证券

二、核心业务：极致时效稳坐龙头，逆向物流赛道兴起

（一）时效件：时效壁垒持续巩固，精益经营韧性凸显

1. 极致时效服务持续拓展，鄂州机场巩固长期竞争壁垒

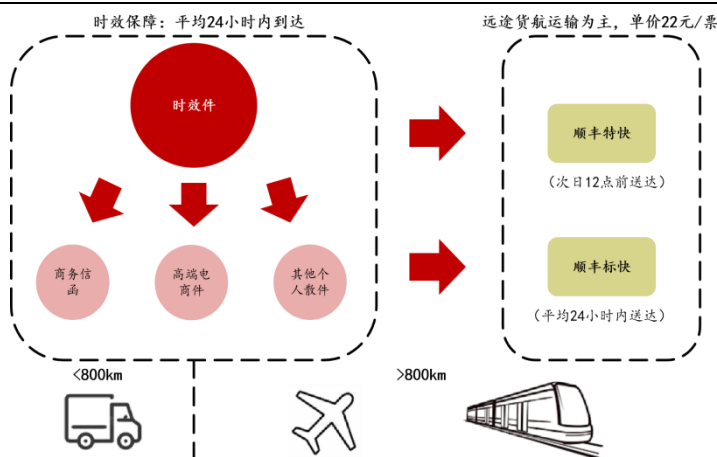
公司升级时效产品体系，提供顺丰即日、顺丰特快、顺丰标快等。公司持续拓展极致时效服务，全面推广“专享急件”，实现全国范围跨省最快 7 小时达。顺丰即日：当天寄当天送到。顺丰特快：大部分城市主城区可实现第二天送达，部分城市可实现次日上午送达，覆盖全国超过 9 万条流向。顺丰标快：将原归属于经济快递板块的标准陆运产品同步升级成为新一代的顺丰标快产品。**降本增效 时效达成率持续提升，疫情下公司韧性显现。**通过空地网络衔接、中转及收派模式优化、集散两端运营能力提升等，即使面对 22 年 3-5 月主要一线城市疫情封控阻碍，时效达成率仍较去年同期提高 1.1 个百分点。

图表 31. 公司时效件产品介绍

时效件产品	产品特点
专享急件	实现全国范围跨省最快 7 小时达，目前已开通 73 个城市，满足客户中高端产业链及 JIT 生产流通模式下的批量大件航空运输的快速响应需求。
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，可申请抵免运费；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，可申请抵免运费；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，中银证券

图表 32. 公司时效件经营模式示意图



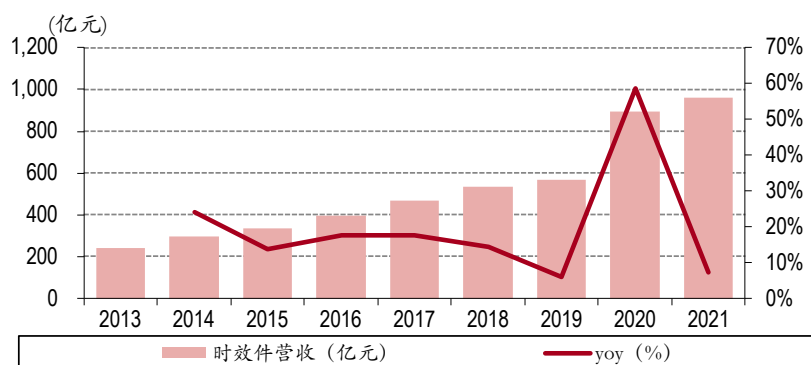
资料来源：公司官网，中银证券

时效件类型覆盖商务信函、高端电商件、个人散件等类型。其中，2021 年消费品类寄件占比超过 45%，母婴用品、个护化妆、酒水等增幅较好；此外，服务于工业农业生产流通的寄递需求有所复苏，寄件增长 21%。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

22H1，公司时效件营收 492.6 亿元，同比增长 5.1%，3-5 月受一线城市疫情扰动影响，时效业务承压，但其增速仍然超过 GDP 2.6pct。时效件继续保持良好增长态势。2021 年，公司时效件业务板块实现营收为 961.6 亿元，较 2020 年（896.4 亿元）同比+7.3%，时效件营收 2013-2021 年 8 年的复合增长率 CAGR 为+28.77%，因 2020 年时效快递业务有赖于抗疫物资急递需求旺盛而发展较好，2021 年在高基数下收入同比增速略缓。顺丰凭借国内第一大的货运机队、强管控的直营网络、以及高素质的末端服务，在中国时效快递市场占据绝对领先的份额。2021 年顺丰时效快递全程平均时长缩短近 2 小时。国家邮政局 2021 年快递服务满意度调查中，顺丰的全程时限测试、72 小时准时率测试均位列行业第一。

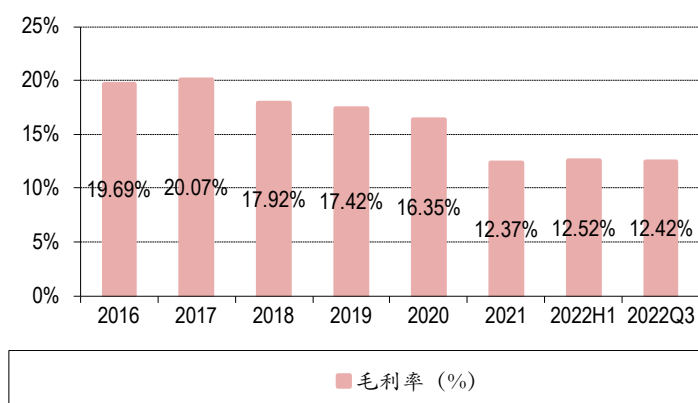
图表 33.2013-2022H1 年公司时效件营收及同比变动（亿元）



资料来源：公司年报，中银证券*2021 年时效件口径进行了调整

公司 2018-2021 年的时效件单票价格较为稳定，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-2021 年，公司时效件毛利率稳定在 25% 水平左右。

图表 34.2013-2021 年公司毛利率水平变化



资料来源：Wind，中银证券

3.时效件市场公司优势领先，业内第一地位稳固

时效件市场：顺丰快递服务满意度连续 13 年第一，72 小时准时率连续 9 年第一，具备“快、准时、安全”的品牌形象。京东物流虽也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。

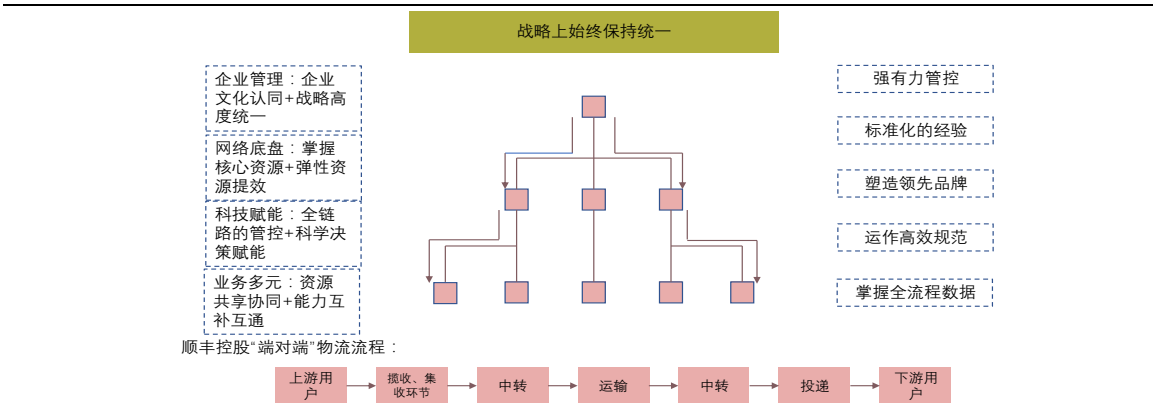
图表 35.2021 年快递服务满意度调查和时限准时率测试结果通告

	全程时数排名	满意度排名	72 小时准时率
顺丰	48 小时以内	1	90% 以上
EMS	48-60 小时	3	
京东物流	48-61 小时	2	80%-90%
韵达	48-62 小时	5	
中通	48-62 小时	4	80%-90%
圆通	48-62 小时		

资料来源：国家邮政局、中银证券

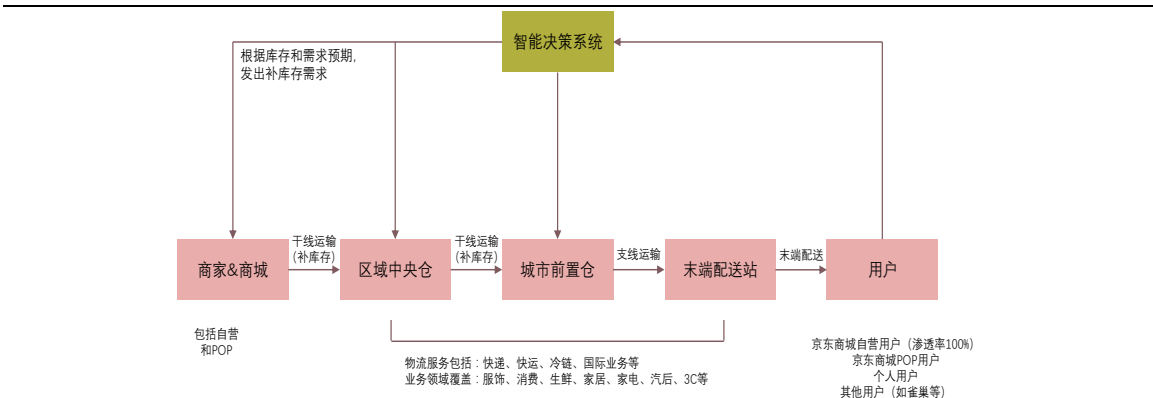
顺丰时效龙头地位稳固，鄂州机场投产后预计进一步拉开与同业差距。顺丰控股采取“端到端分拣中转”物流模式，依靠提高货运速度提升物流效率。其属于第三方物流直营企业可对全网络进行强有力的管控，总部掌握整体物流网络的关键环节。京东物流采取“区域仓—前置仓—末端配送”的仓配模式，省略发件到分拣中心的流程，有助于提升物流效率，通过在全中国构建多种仓储网络推动商家（包括自营商城和第三方商家）将货物运入仓库，使商品储存在离用户较近的地方，最终提高物流时效与用户体验。

图表 36.顺丰控股运营模式



资料来源：公司公告，中银证券

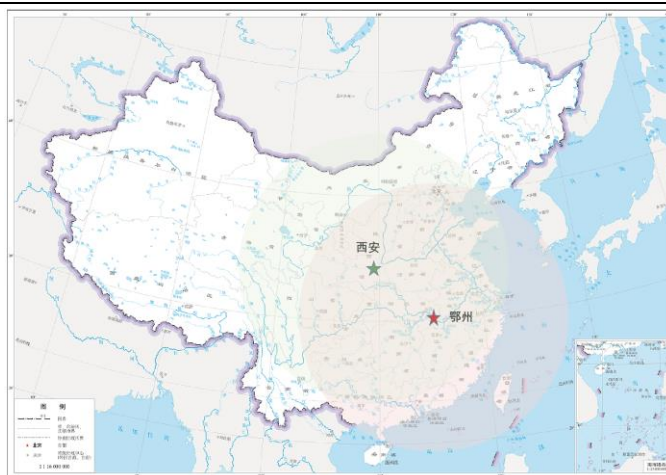
图表 37.京东物流运营模式



资料来源：公司公告，中银证券

就地理位置与战略意义而言，顺丰控股参与建设的湖北鄂州机场优于京东物流所在的西安航天基地。鄂州机场可覆盖更多东南部发达地区人口，并承担大都市区域“客货双枢纽”任务，未来将有较大的发展机遇。此外，京东物流的西安基地的主要定位是物流总部、仓储基地、无人航空产业基地，尚未建设枢纽机场，而顺丰参与建设的鄂州机场承担武汉大都市区武汉天河机场+顺丰机场“客货双枢纽”任务，具有重要的物流枢纽战略意义，可获得更多政府相关部门支持，未来发展前景良好。鄂州花湖机场于 7 月 17 日投运，货运首期开通鄂州至深圳、上海 2 条航线，年内将开通大阪、法兰克福国际航线。机场转运枢纽的投运，将提升公司国内时效覆盖及国际空运网络布局，带来更多业务增量。

图表 38. 顺丰控股与京东物流枢纽对比



资料来源：自然资源部、中银证券

总体来看顺丰快递业务的时效性优于京东物流。快递业务中：以北京—上海的个人件为例，顺丰时效更快，顺丰“专享急件”，实现全国范围跨省最快 7 小时达，京东物流的最快次日 12 点前送达。快运业务中：顺丰整体价格高于京东。相较顺丰，京东物流在仓储及配送、大件物品配送等业务更具优势。顺丰控股一方面结合细分场景、行业差异化需求，持续优化产品体系，提升体验以增强用户粘性，另一方面通过资源投放+模式变革，提升时效和服务优势，扩大自身竞争壁垒，预计未来顺丰控股在时效快递方面仍具有较强优势。

图表 39. 顺丰主要业务

企业	业务	细分业务	具体内容	价格	时效	价格	时效	价格	时效
顺丰控股	顺丰即日	顺丰即日	当日 20 点前送达	同城（杭州市）		省内（浙江省杭州市-宁波市）		跨省（北京-上海）	
				首重 12 元, 续重 2 元/kg	当日 20:00 前送达	首重 20 元, 续重 2 元/kg	当日 20:00 前送达	首重 (1kg) 70 元/kg, 续重 30 元/kg	当日 20:00 前送达
		顺丰次晨 (21 年 4 月退出)	次日 12 点前送达 (香港住宅区) 次日 18 点前送达					区域内首重 14-21 元, 续重 2-8 元; 跨区域首重 24-25 元, 续重 6-14 元 (2015 年价格)	
	顺丰标快	顺丰标快	省内、经济圈最快次日 12 点前送达	首重 12 元, 续重 2 元/kg 起	次日 12:00 前送达	首重 12 元, 续重 2 元/kg 起	次日 18:00 前送达	首重 (1kg) 18 元, 续重 5 元/kg	后日 22:00 前送达
								首重 (1kg) 23 元, 续重 10 元/kg 起	
	顺丰特快	顺丰特快	异地最快次日 12 点前送达						
	顺丰卡航	顺丰卡航	适合 20kg 以上大件托运; 首续重计费, 省内、经济圈最快次日 12:00 前送达	首重 (60.0kg) 103.0 元, 续重 1.4 元/kg 起	次日 18:00 前送达	首重 (60.0kg) 115.0 元, 续重 1.3 元/kg 起	次日 18:00 前送达	首重 (20kg) 89 元, 续重 4 元/kg 起	四日 12:00 前送达
	顺丰快运	城市配送	同城 24 小时内送达; 适合搬家、运货需求	按顺丰卡航收费		按顺丰卡航收费		按顺丰卡航收费	
	顺丰大票直送	大票直送	适合 500kg 以上大票零担货物的门到门运输					首重 (500kg) 605 元, 续重 1 元/kg	
								9300 元起	
	顺丰整车直达	整车直达	一辆或多辆整车发货的定制服务						
	顺丰即时配	同城急送	同城物流专人专送; 3 公里平均 30 分钟送达, 5 公里平均 60 分钟送达					起步价 (≤5km, ≤5kg) 16 元, 每增加 1kg 增加 2 元配送费	

资料来源: 公司官网、中银证券

图表 40. 京东主要业务

企业	业务	细分业务	具体内容	价格	时效	价格	时效	价格	时效
				同城（杭州市）		省内（浙江省杭州市-宁波市）		跨省（北京-上海）	
京东物流	快递	特惠送	价格优惠，性价比高	首重（1kg）10 元，续重 2 元/kg 起	次日 22:00 前送达	首重（1kg）12 元，续重 2 元/kg 起	次日 22:00 前送达	首重（1kg）16 元，续重 6 元/kg	后日 22:00 前送达
		特快送	一小时上门收件，最快当日送达，未在承诺时效内送达可申请赔付运费	首重（1kg）11 元，续重 2 元/kg 起	次日 12:00 前送达	首重（1kg）12 元，续重 2 元/kg 起	次日 12:00 前送达	首重（1kg）18 元，续重 8 元/kg	后日 15:00 前送达
		特快重货	20-100kg 重货；首续重计费，主打产业带、电商大包裹客户及个人用户	首重（20kg）30 元，续重 1.7 元/kg 起	次日 23:59 前送达	首重（20kg）34 元，续重 1.8 元/kg 起	次日 23:59 前送达	首重（20kg）75 元，续重 2.9 元/kg 起	后日 23:59 前送达
	快运	特快零担	100-500kg 重货；适用厂仓调拨、企业采购业务	首重（75kg）90 元，续重 1.2 元/kg 起	次日 23:59 前送达	首重（75kg）90 元，续重 1.2 元/kg 起	次日 23:59 前送达	首重（50kg）125 元，续重 2.5 元/kg 起	后日 23:59 前送达
		到仓服务（分为淡季价格和旺季价格，淡季为 3、4、7、8、9 月；旺季为 1、2、5、6、10、11、12 月）	主打 30kg 以内公斤段，针对有小批量快速补货需求的客户	首重（1kg）10 元，续重 2 元/kg	次日 23:59 前送达	无	无	首重（1kg）16 元，续重 6 元/kg	后日 23:59 前送达
	即时配	达达快送	本地即时配送平台，与京东到家本地即时零售平台合作						起步价（≤1km，≤5kg）12 元，每增加 1kg 增加 2 元配送费，每增加 1 公里增加 1 元

资料来源：公司官网、中银证券

图表 41. 顺丰速运业务毛利率领先行业

公司	业务	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
顺丰	速运物流		19.55%	19.97%	17.84%	17.39%	16.37%	12.24%
京东物流	快递行业				2.85%	6.89%	8.58%	5.52%
中通快递	快递行业			18.45%	16.24%	10.37%	3.09%	2.19%
圆通速递	快递行业		12.94%	10.76%	12.47%	12.06%	6.97%	6.60%
邮政	包裹快递业务	12.25%						

资料来源：公司年报、中银证券

4.逆向物流赛道兴起，国内直播电商呈现迅猛发展态势

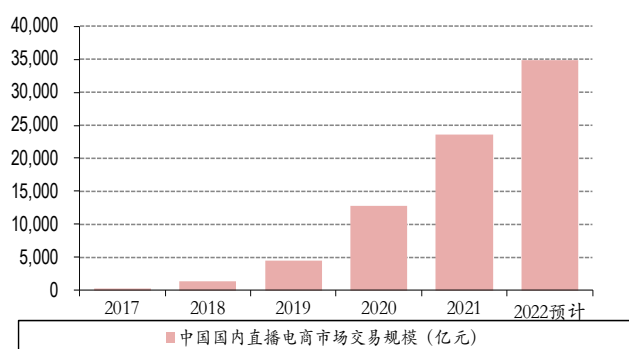
作为商业领域的新业态新模式，直播电商迅速崛起成为消费增长新亮点。据网经社数据，预计2022年国内直播电商交易规模可达34879亿元，同比增长47.69%。商务部数据显示，2022上半年，网络零售同比增长3.1%，其中直播带货增长58.2%，成为消费增长新亮点。根据Quest Mobile的数据，2022年一季度，短视频月活已经突破9.9亿人，占手机网民整体规模的比例超过95%。考虑到短视频在互联网用户中的高渗透率以及短视频与直播电商之间的高转化率，电商直播未来还有较大的提升空间。

图表 42.国内主要直播电商玩家

综合电商类	抖音直播
	快手直播
	淘宝直播
	京东直播
	多多直播
	蘑菇街直播
MCN 机构类	如涵
	谦寻文化
	交个朋友
	聚匠星辰
直播 APP 类	宸帆集团
	微拍堂
服务商类	有赞
	微盟
电商主播类	传播物
	瑜大公子
	蛋蛋
	辛有志
	广东夫妇

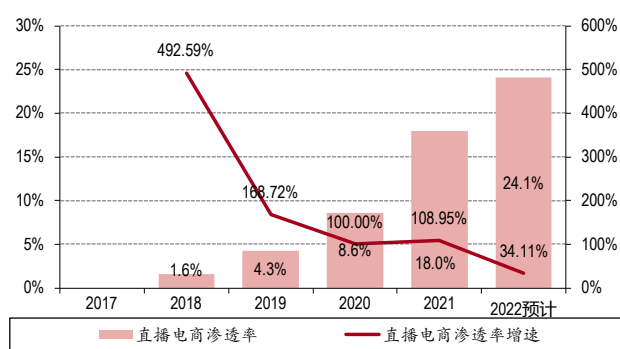
资料来源：网经社、中银证券

图表 43.国内直播电商市场交易规模



资料来源：网经社、中银证券

图表 44.直播电商渗透率



资料来源：网经社、中银证券

直播电商经济兴起，直播平台退货率高达 31%，顺丰顺势而为解决市场痛点。传统平台退货业务痛点：①传统退货模式用户体验差，买家需要自行联系快递退货退款，手动回填运单号容易输入错误；②商家无法及时获取物动向，商家在平台不能及时获得返单信息和物流轨迹，审核时效太慢；③平台售后成本高，平台无法及时监控退货进展，售后投诉比例高。顺丰方案优势：①3 种场景整合，可为消费者提供上门揽收、丰巢、网点自寄三种服务，消费者选择更多、体验更好；②精准揽收时效服务，提供三天内 8:00-22:00 内多个时段预约下单，最快 1 小时上门取件，提供更加极致的服务体验；③顺丰独立第三方背景顺丰坚持独立第三方定位，提供中立、专业的第三方服务，更有效支撑客户在全渠道运营，保护客户信息安全；④结算模式创新，根据电商平台运费险覆盖范围不同，可定制化灵活的支付方式，满足平台个性化需求。

随着丰网全国网络布局基本完成，逆向物流逐渐兴起，公司旺季有望冲击千万单量。顺丰退货项目 20 年底试点上线，21 年全面开放全国业务，日均件量已上十万级。7 月 19 日，内蒙古丰速物流有限公司成立，7 月 25 日，北京丰网速运有限公司成立，除了新疆、西藏、青海、上海等省市外，丰网在全国的落地布局接近尾声。目前可经营地域已覆盖全国主要核心城市，包括金华、深圳、武汉、苏州、杭州、佛山等主要快递业务区。据加盟商消息，丰网的竞争策略是拿下电商平台的头部卖家，旺季有望冲击千万单量。

图表 45. 淘宝、快手、抖音图文、短视频和直播下单在转化率和退货

内容形式	下单转化率 (%)	退货率 (%)
图文	0.50%	5.00%
短视频	1.50%	30.00%
直播	4.30%	31.00%

资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 46. 逆向物流支撑电商平台



资料来源：百度图片，中银证券

目前，中国退货件的市场规模约为 1500 万单/天，顺丰退货件从 2021 年 5 月开始起量，在服务的平台包括拼多多、唯品会、抖音、淘宝天猫等 20 多个平台。目前公司的市占率偏低，叠加顺丰初步接入菜鸟裹裹，单量处于起步阶段，菜鸟裹裹目前是中国退货件市场最大平台，预计公司单量后续仍有大幅提升空间。从长期看，由于退货单付费方主要是保险公司从客户退货险中支出，少部分由商家承担，预计未来单票定价上会处于合理位置，避免出现低价竞争现象。

图表 47.丰网经营地域覆盖城市

许可证信息			
年度报告			
许可证登记信息			
企业住所:	广东省深圳市福田区沙头街道天安社区泰然十路2号天安创新科技广场(二期)东座1401-1403、1405		
企业类型:	有限责任公司		
法人代表:	周建		
地域范围:	重庆、石家庄、沈阳、南京、常州、苏州、泰州、浙江省(不含:宁波)、合肥、芜湖、淮南、黄山、南昌、山东省(不含:淄博、泰安、菏泽)、郑州、武汉、长沙、深圳、佛山、南宁、成都、贵阳		
通关城市:			
许可类别:	跨省、自治区、直辖市范围经营	注册资本:	1000万元人民币
许可证信息			
许可证编号	业务范围	有效期	
国邮20200822A	国内快递(邮政企业专营业务除外)	2020-06-16-2025-06-15	

资料来源:国家邮政局,中银证券

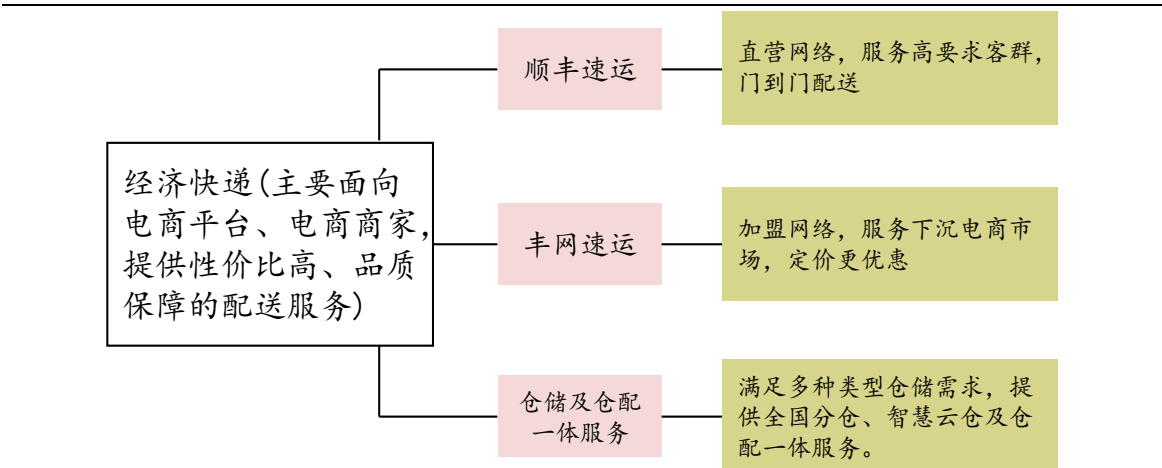
综上所述,顺丰时效件业务具有较强竞争优势,且目前市场格局较为稳定,价格相对较为稳定,毛利率维持较高水平,未来时效件业务量增长基本与经济增速保持正相关性,预计维持在 6-8%增速区间,将持续成为公司利润主要来源之一。

(二) 经济件:“直营+加盟”双品牌服务电商市场

1.经济件营运模式区隔清晰,差异化竞争策略明确市场地位

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:顺丰速运、丰网速运和仓储及仓配一体服务。**顺丰速运:**主打“电商标快”,21 年每票的全程平均时长缩短 4.5 小时,电商标快的单票收入环比提升,较市场电商件均价高出 2-3 元。**丰网速运:**截止 22H1,丰网已完成 19 个省、229 个城市及 2 个直辖市的覆盖,已运营 1671 个加盟网点,业务量亦取得稳健增长。**仓配一体服务:**通过自建和加盟,公司在全国近 100 个城市运营超过 390 个电商类仓库,面积超 560 万㎡,包括定制仓、标准仓、经济仓,覆盖电商市场不同层级客户需求。2021 年双十一单日仓库订单量超 2,400 万单,双十一高峰期间仍能保障超 93%的订单在 24 小时内精准发货。

图表 48.顺丰经济件业务种类

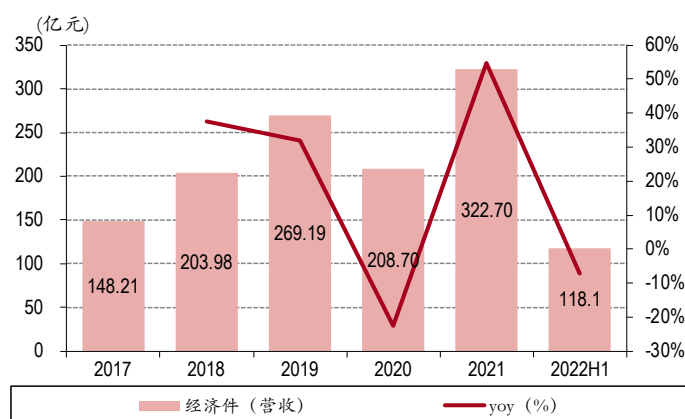


资料来源:公司年报,中银证券

2. 经济件业务结构调优，差异化定价助力业务健康发展

2022 上半年，公司经济快递业务实现不含税营业收入 118.1 亿元，同比下滑 7.3%。主要因公司坚持差异化竞争，主动调优产品结构，低毛利电商件产品特惠专配逐步退市。经济件营收 2017-2021 年 4 年复合增长率 CAGR 为+21.47%。公司坚持差异化竞争，主动调优产品结构，低毛利电商件产品特惠专配逐步退市，促进经济快递盈利能力同比提升。

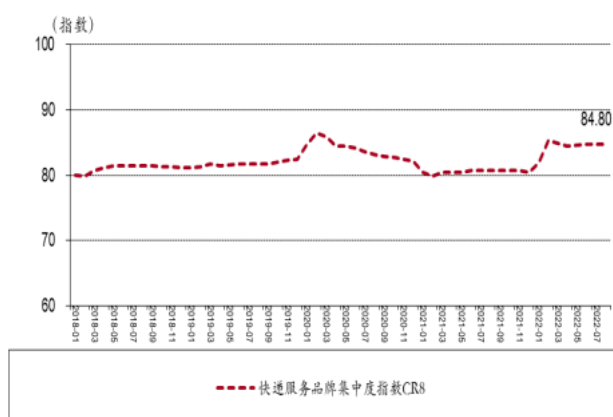
图表 49.2017-2022H1 年公司经济件营收及同比变动（亿元）



资料来源：公司年报，中银证券

共同富裕背景下快递行业发展环境变化，实现从追求“量”到追求“质”的转变。截至 2022 年 9 月，快递行业 CR8 至 84.8。2021 年下半年以来，随着电商去中心化、政策引领高质量发展，叠加极兔和百世、京东和德邦等快递公司整合再次带来行业格局优化，市场竞争进一步缓解，快递企业未来的发展方向会逐步从份额转向可持续提升的盈利能力。对于行业未来的增量：一是在产业升级的过程中与 B 端客户更好地绑定；二是快递市场的下沉，健全适应农村电商的服务体系，加快和完善快递进村进厂出海；三是发展跨境电商等国际物流业务；四是发展电商的逆向物流业务。在此背景下，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。

图表 50.2018 年以来快递品牌服务集中度指数 CR8（月）



资料来源：万得，中银证券

三、新兴业务：行业多面手全方位领先，多元细分赛道前景向好

（一）快运业务：“直营+加盟”双网模式，“快、大、专”内功扎实

1. 坚持时效领先战略，实现更“大”范围场景覆盖

产品方面：升级原快运标准达为顺丰卡航，提供时效稳定、速度更快的卡车运输服务。**营运方面：**通过分拆大件中转场及集配站的集散班次，实现提前集货与干线提频，干线发车频次增加 32%，进一步缩短单票全程时长 3 个多小时，时效明显领先行业。

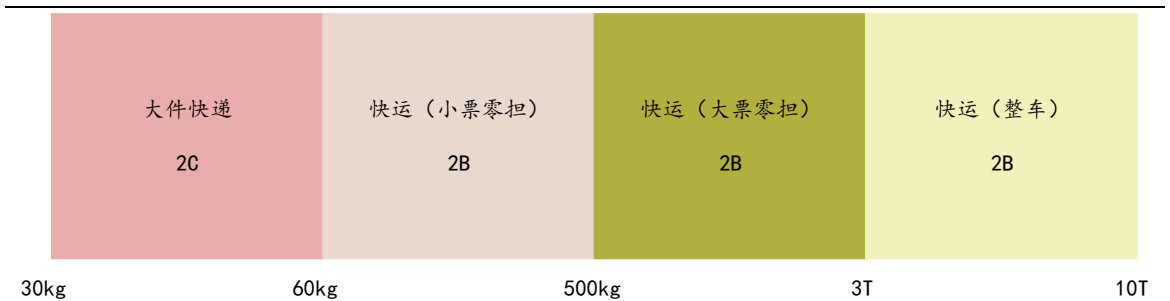
图表 51. 公司快运产品介绍

快运产品	具体内容	价格	时效	价格	时效	价格	时效
		同城（杭州 市）	省内（浙江省 杭州市-宁 波市）			跨省（北京-上海）	
顺丰卡航	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。省内、经济圈最快次日 12:00 前送达	首重 (60.0kg) 103.0 元, 续重 1.4 元/kg 起	次日 18:00 前送达	首重 (60.0kg) 115.0 元, 续重 1.3 元/kg 起	次日 18:00 前送达	首重 (20kg) 89 元, 续重 4 元/kg 起	四日 12:00 前送达
城市配送	同城 24 小时内送达；适合搬家、运货需求	按顺丰卡航收费		按顺丰卡航收费		按顺丰卡航收费	
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、仓库的门到门运输的陆运产品。					首重 (500kg) 605 元, 续重 1 元/kg	
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。					9300 元起	

资料来源：公司公告，中银证券

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。

图表 52. 重货快运行业细分领域示意图



资料来源：公司公告，中银证券

2.“直营+加盟”快运双网模式，夯实多元化场景“专”业服务

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。

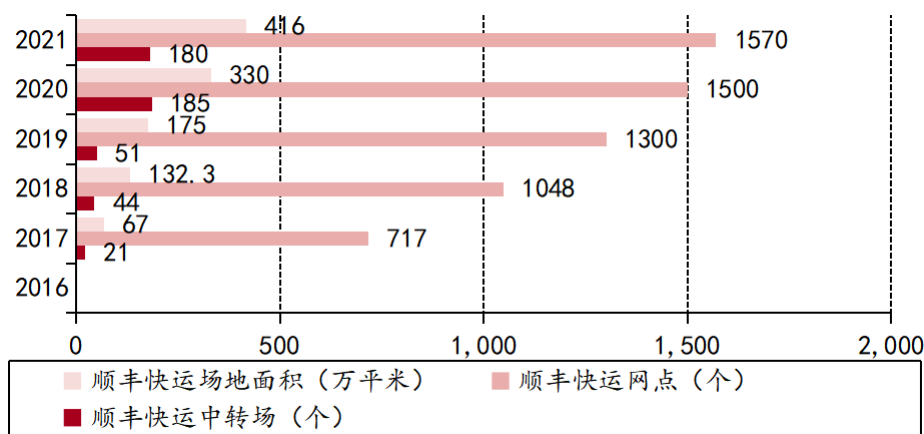
图表 53.国内主要快运公司业务结构及特点

类别	业务特点	代表公司	客户类型
全网型零担快运	直营制网络	顺丰速运、德邦物流、跨越速运、京东物流	中高端重货，企业件和个人件
	加盟制网络	顺心捷达、安能物流、中通快运、三志物流、德坤货运、百世快运	中低端快运，企业件和个人件
联盟制网络	全国网+区域网	壹米滴答	全国企业级客户+省内专业市场、渠道客户

资料来源：公司公告，中银证券

大件产品服务范围由个人及商业场景延展至生产制造、农特/原材料等场景，同时深入拓展整车运输、城市配送、大件仓配等场景业务，通过多产品组合为客户实现一站式服务，满足 B 端客户个性化与差异化物流交付需求。截至 2021 年底，快运直营及加盟网络业务覆盖全国 32 个省级行政区、365 个主要城市与地区；共计拥有 180 个中转场及集散点，超 1,570 个快运集配站，合计场站面积超过 416 万平米，单日零担货量峰值 7.4 万吨。整体大件及零担货量同比增长 47.8%，其中直营网络货量增长 48.7%，加盟网络货量增长 45.6%，货量增速在行业全网型万吨级玩家中连续保持领先，公司快运网络规模处于行业第一位置。

图表 54.2017-2021 年公司快运场地、快运网点、中转站数量



资料来源：公司年报，中银证券

3.公司快运业务市占率，NPS（用户净推荐值）排名行业第一。

顺丰零担快运业务市占率位居领先地位。根据联联智库发布的数据，2021 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 25.19%。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。2021 年，前 10 强企业的收入合计为 663 亿元，占 30 强企业总收入（825 亿元）的 80%，头部企业与尾部企业间的差距逐渐拉大。第二梯队的总收入占比由 20.9%下降至 13.3%，收入下滑明显，快运市场马太效应越来越明显。

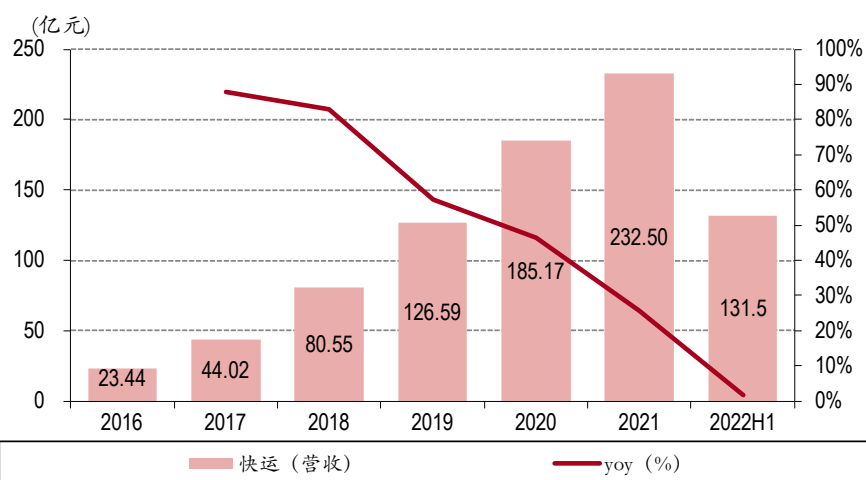
图表 55.2021 年中国公路零担货运 30 强排行榜

排名	公司名称	零担收入 (亿元)	市占率 (%)
1	顺丰快运	207.80	25.19%
2	德邦快递	106.50	12.91%
3	安能物流	75.10	9.10%
4	壹米滴答	67.30	8.16%
5	百世快递	52.20	6.33%
6	三志物流	46.00	5.58%
7	中通快运	40.50	4.91%
8	德坤物流	33.00	4.00%
9	韵达快运	19.10	2.32%
10	宇鑫物流	15.70	1.90%

资料来源：运联智库，中银证券

22 年零担快运进入低增长轨道。上半年受油价连涨叠加疫情多地散发，快运货物流通需求较弱，此外还面临市场容量下降、成本上升、收益下降等诸多挑战。2022 H1，公司快运业务实现不含税营业收入 131.5 亿元，同比增长 1.6%。2021 年，公司快运业务板块实现营业收入 232.50 亿元，同比 +25.56%，快运业务营收 2016 年-2021 年的 5 年复合增长率 CAGR 为+58.23%。**面对外部不利条件，顺丰坚持围绕 B 端做大服务场景，构建大件专业服务能力，提升综合竞争力和客户体验，上半年 NPS（用户净推荐值）提升，排名行业第一。**

图表 56.2016-2022H1 年公司快运业务营收及同比变动（亿元）

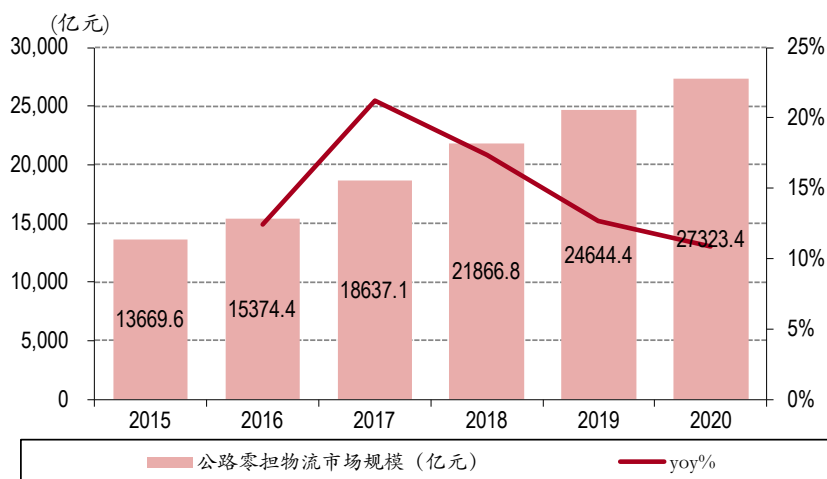


资料来源：公司年报，中银证券

4. 交通强国战略背景下，公路零担物流市场发展空间广阔

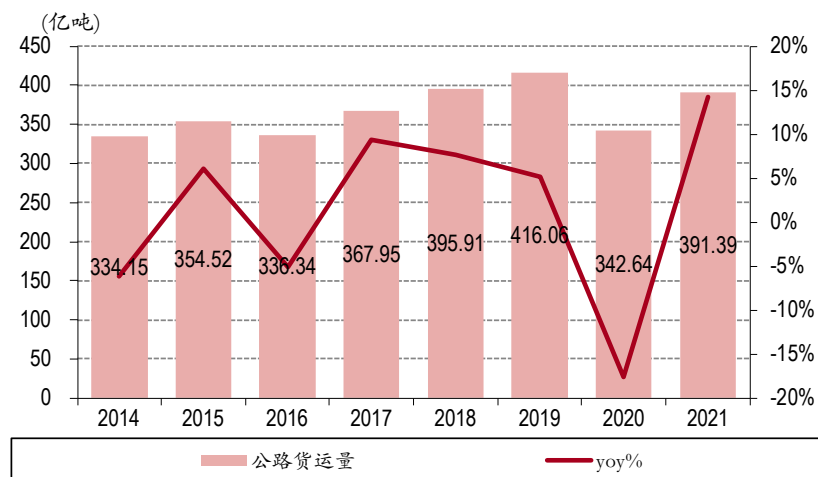
公路零担物流市场近 3 万亿规模，复合增速达 15%，市场前景可观。2020 年，我国公路零担物流市场规模达到 27,323.4 亿元，同比+10.87%，2015 年-2020 年的 5 年复合增长率 CAGR 为+14.86%。2021 年，我国公路货运量为 391.39 亿吨，同比+14.14%，2015 年-2021 年的 6 年复合增长率 CAGR 为+12.24%。

图表 57.2015-2020 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》, 运联智库, 中银证券

图表 58.2015-2021 年中国公路货运量及同比变动



资料来源: 万得, 中银证券

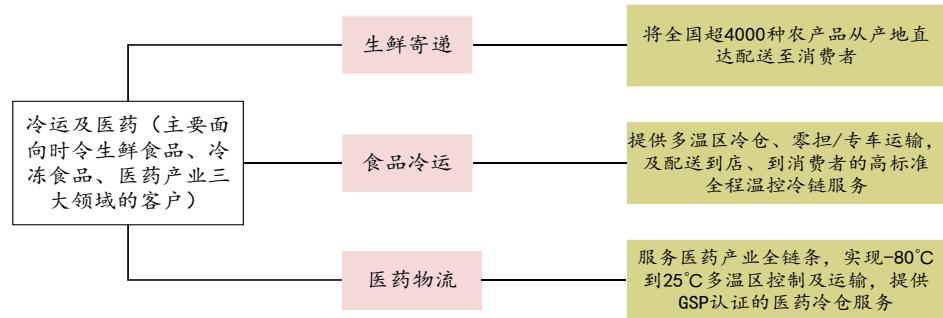
总体而言, 公路零担快运市场具有万亿级规模, 艾瑞咨询预计 2025 年网络型零担市占率有望升至 15.7%, 2022-25 年网络型零担收入 CAGR 为 25.2%, 未来发展空间广阔。2021 年顺丰快运收入、货量增速领先国内日均运力万吨以上零担龙头, 且市占率位居第一。目前公司通过四网融通措施, 努力提质增效, 逐步改善盈利能力水平, 接近盈亏平衡点, 未来有望向公司贡献利润。

(二) 冷运业务: “生鲜+食品+医药”产品体系, 业内排位领先

1.“生鲜+食品+医药”三大产品线, 冷链物流服务能力日益增强

公司的冷运业务板块包括“生鲜+食品+医药”三条产品线。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。顺丰冷运及医药业务主要包括时令生鲜寄递、食品冷运和医药物流 3 个板块。

图表 59.公司冷运板块三大业务



资料来源：公司年报，中银证券

图表 60.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，末端优先派送
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。
冷运大件标快	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。
冷运大件到岗	整车生鲜冷链跨城运输，500KG 以上，跨城际、仓到仓
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，中银证券

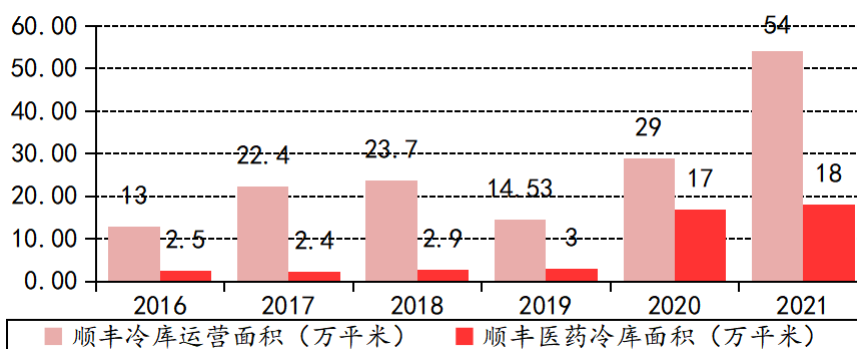
图表 61.公司医药产品介绍

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，中银证券

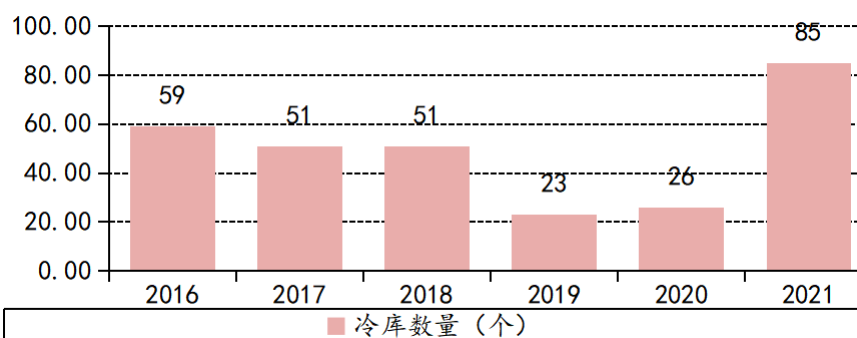
公司冷链物流服务能力日益增强。①自建及协同快递大网，打造冷链“3+1”骨干网（仓网/干线/末端配送+省际网），2021 年服务开通 193 个城市，1,061 个区县，拥有 34 个冷仓，超 23,000 辆可调配冷藏车；②首创冷仓自动化项目，已在 6 仓投产，可降低人工成本 30%。

图表 62.2016-2021 年公司冷库及医药冷库运营面积



资料来源：公司年报，中银证券

图表 63.2016-2021 年公司冷库数量



资料来源：公司年报，中银证券

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，2021 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。

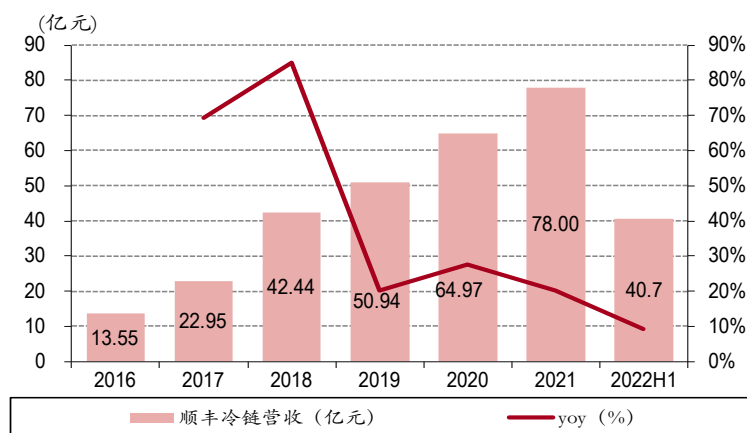
图表 64.2021 年中国冷链物流十强

排名	公司名称
1	顺丰速运有限公司
2	京东物流
3	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	漯河双汇物流投资有限公司
8	江苏卫岗集团有限公司
9	新希望运荡枝科技有限公司
10	传胜供应链管理（上海）有限公司

资料来源：中物联冷链委，中银证券

公司冷运业务营收近 5 年复合增速为 42%。2022H1，公司冷运业务板块营收为 40.7 亿元，同比 +9.30%，2016 年-2021 年的 5 年复合增长率 CAGR 为 +41.92%。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。随着人均可支配收入的提高和消费升级的浪潮，预计冷运需求将进一步扩大。

图表 65.2016-2022H1 公司冷运业务营收及同比变动（亿元）

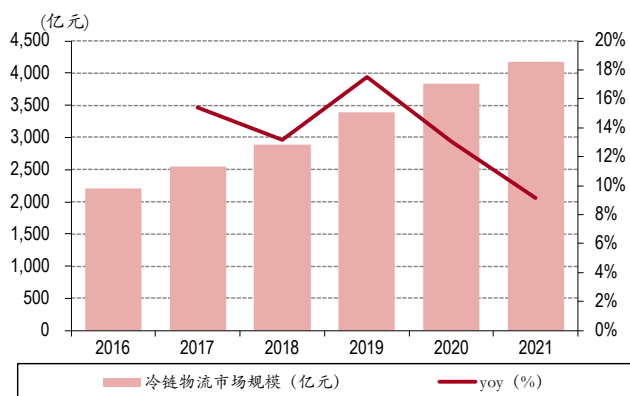


资料来源：公司年报，中银证券

3. 冷链物流市场持续发展，未来成长空间广阔

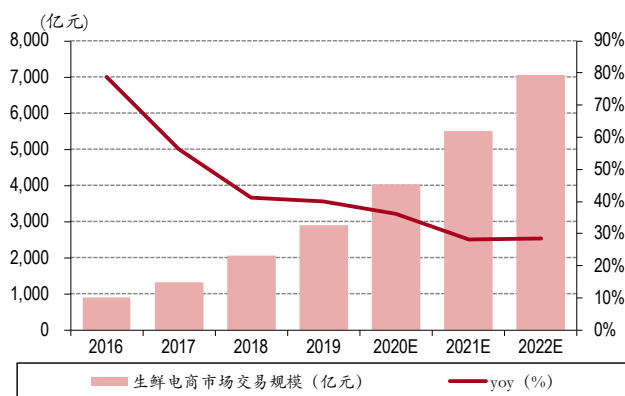
2021 年中国冷链物流市场规模达 4184 亿元，同比增长 9%，持续增长潜力较大。2021 年，我国冷链物流市场规模达到 4184 亿元，同比+9%。我们认为，当前时点，冷链行业处于企业规模小、竞争分散的阶段，行业正在迈向加速整合、高质量发展阶段。根据运联智库数据，**冷链前 100 强企业 2020 年总营收规模 694.7 亿元，占行业 18.13%，比 2015 年占比 9.7% 明显提升。**同时，伴随网购生鲜食品的消费习惯养成，线上线下渠道的融合，将促进行业对网络型冷链服务的需求，顺丰冷运拥有较大的发展潜力。

图表 66.中国冷链物流市场规模及增速



资料来源：中物流冷链委，中银证券

图表 67.中国生鲜电商市场规模及增速



资料来源：中物流冷链委，中银证券

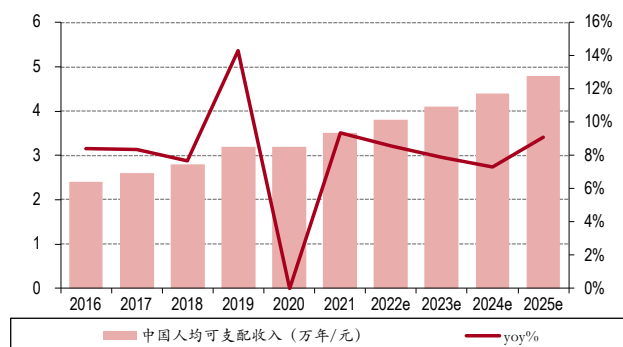
总体而言，随着消费逐步升级、农产品上行需求增加等因素带动，未来冷链物流需求将呈现稳步增加态势。公司目前冷运营不到 100 亿元，市占率有非常大的提升空间，随着公司冷链物流网络逐步健全，公司冷运业务营收规模将逐步增加，将呈现良好成长性，值得期待。

（三）同城业务：全场景模式覆盖，满足多样化即时服务需求

1. 疫情加速消费转型，即时配送为后疫情时代消费者新特征

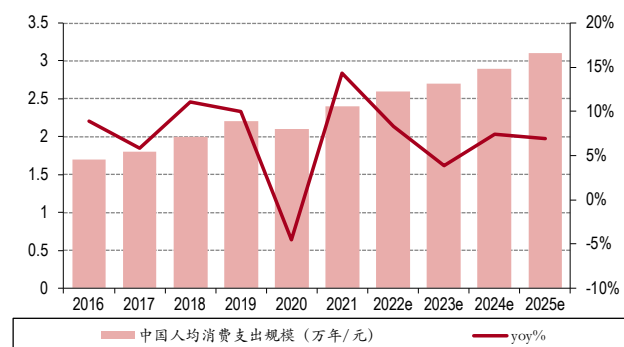
随着国内疫情的动态清零，2021 年我国人均可支配收入和人均消费支出已基本恢复疫情前水平，分别约为 3.5 万元/年和 2.3 万元/年，预计在未来会进一步提升。可支配收入提升带动消费能力和消费意愿的不断增强，推动消费升级，具体表现为居民开始对所消费产品及服务提出包含品质化、多元化、个性化、便捷化等维度在内的更高要求。

图表 68. 中国人均可支配收入及增速



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

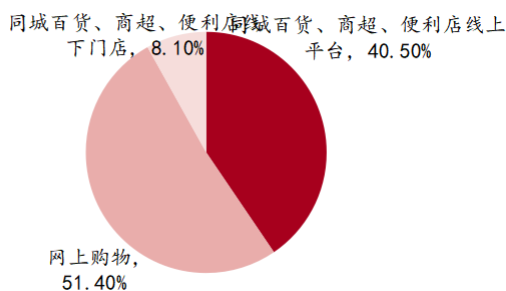
图表 69. 中国人均消费支出规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

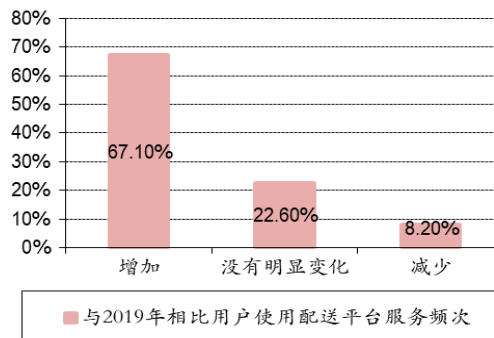
疫情加速居民消费线上化，线上下单、线下送达成为后疫情时代消费者新特征。供需双方的共同推动，推动同城即时消费在疫情期间迎来爆发。即使进入疫情常态化防控阶段，线下活动日渐恢复，供给端的结构性变化与需求端习惯的养成使得线上下单、线下送达模式已然成为新常态。根据艾瑞用户调研结果，与 2019 年疫情发生前相比，67.1% 的用户认为使用配送平台服务频次增加，即配需求增势明显。

图表 70. 即时配送服务行业用户行为调查



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 71. 与疫情前相比用户使用配送平台服务频次



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

即时配送行业的崛起离不开外卖行业的兴起，但同时伴随着服务商履约能力的提升和消费升级，用户线上消费需求已从单一的外卖场景拓至同城范围内更多元化的商业场景，品类也从餐食饮品开始拓至生鲜果蔬、粮油米面、3C 数码等。

2. 顺丰进军即时配送市场，覆盖“B2C+C2C+B2B”多场景

顺丰同城作为第三方即时配送服务平台，自成立之初即重视非餐场景运营，目前为即时配送行业内覆盖非餐场景最丰富的玩家之一。针对全场景商家共有的私域流量运营需求，顺丰同城通过工具型 SaaS 等技术服务帮助商家实现私域流量沉淀并通过多种营销手段开展用户运营。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。

图表 72.主要即时配送平台业务类型对比

	取送	代买	代办	快递取送	商务功能
美团跑腿	帮我送 帮我取	帮我买	/	/	/
蜂鸟/饿了么跑腿	帮我送 帮我取 (进一步分取餐、取药)	同城代购 (美食代购) 帮买菜	帮打印	取快递	/
达达快递	帮我送 帮我取 (有一对一急送)	/	帮取号	发快递 取快递	/
顺丰同城	帮我送 帮我取 (有一对一急送)	帮我买	帮排队 帮我洗 帮搬家	送快递 取快递	会签
闪送	帮取送	全城帮买	/	/	密送 (密码箱)
UU 跑腿	帮我送 帮我取 (含取快递)	帮我买	帮排队 (医院排队) 照顾宠物/帮买溜狗 上门做饭 异地代办	/	/

资料来源：艾瑞咨询，中银证券

3.顺丰同城处于即时配送平台第一梯队，但公司市占率仍有提升空间

顺丰同城现已成为中国规模最大的第三方即时配送服务平台。即时配送行业头部效应明显，主要集中在顺丰同城、美团跑腿、闪送等头部品牌。根据艾瑞咨询数据显示，餐饮外卖仍为最主要的即时配送场景并且外卖餐饮战线呈断层式领先优势，主营餐饮外卖配送的美团份额排名为第一。顺丰同城在集中度较低的市场中排名第一。根据艾瑞咨询数据，公司是最大的第三方即时配送服务提供商，2021 年顺丰在即时配送行业市占率约为 4.3%，相较 2019 年的 1.2%(艾瑞咨询数据)翻了近 4 倍，在第三方即时配送服务提供商中率先建立了卓越的声誉及品牌知名度。在第三方即时配送服务提供商中处于领先地位。

图表 73.我国即时配送行业用户使用情况对比



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 74.主要即时配送平台业务范围对比

类别	美团跑腿	蜂鸟/饿了么跑腿	达达快送	顺丰同城	闪送	UU 跑腿
场景	场景多：提供多样化服务模式，比如星系、巡游	全品类全时段：服务涵盖取送、代买、代办等	全场景服务平台：为各场景数千万用户提供 1 小时同城配送服务	急送重要物品；帮取帮买帮办；城市、商圈、客户、品类、时段全覆盖	/	/
地域	地域广：覆盖 2800 个市县	全地域覆盖：配送服务覆盖全国 1200 多个城市	精细化配送网络：精细运营物流网络，优化发单节点和运力供给管理	全国性的基础设施网络，覆盖约 2000 个市县	/	/
时效	时效快：3 公里一般可在 30 分钟内送达，365 天*24 小时	准时必达，超时秒赔：蜂鸟优质配送服务为用户	全渠道履约体系：接驳 AI 系统，智能路径规划、智能派单，供需调控等	1 小时送达：同城急件最快 30 分钟内送达，平均 1 小时送达 速度保障：专人快速上门取件，及时处理急件需求	平均同城 1 小时速达：平均 5 公里 23 分钟，10 公里 33 分钟 一对一急送，拒绝拼单：无中转环节，直达目的地	/
保障	/	/	/	安全放心急送，实时追踪监管、保护隐私、取件签收码	/	安全可靠：实名认证三个必赔：慢必赔、丢必赔、损必赔
其他	运力稳：近 400 万骑手	专业的配送团队：即时配送领域市场占有率名列前茅	多行业开放服务能力	中立多元的本地即时配送和个人服务平台，全场景多品类综合服务能力	无须预约，随叫随到：随时下单，24 小时服务	快速响应：7*24 小时

资料来源：艾瑞咨询，中银证券

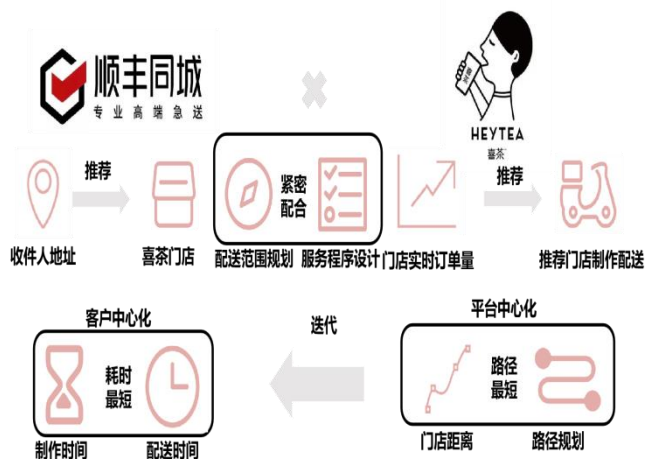
通联数据显示，顺丰同城凭借独立第三方的属性及良好的服务口碑，年度活跃商户数同比增长 55%，年度活跃个人用户数同比增长 106%。从以上对比中可以看出，虽然顺丰同城起步较晚、在主流餐饮外卖中并不占优势，但是公司凭借完备的基础设施和较为成熟的快递配送体系，通过科技赋能等一些列措施，在：①优化服务结构，拓展更多服务场景；②扩大网络效应和规模经济，通过精细化运营和技术创新提升运营效率，充分满足差异化的配送场景和履约要求下的订单推荐和运力调度，提升骑手全天人均效能，降低单票平均配送成本；③提升服务价值，保障优质、稳定的消费者体验等方面独树一帜。公司年报显示，2021 年公司平均配送时长约 30 分钟，平日时效达成率维持在 95% 以上。基于此公司近两年用户数都保持着较快的增长态势。截至 2022 年 6 月 30 日过去 12 个月，顺丰同城年付费商家规模达到 29.9 万家，同比增长 31%，累计服务品牌客户超 2900 家。

图表 75.顺丰同城进一步完善服务结构



资料来源：公司官网，中银证券

图表 76.公司利用原有快递优势提升运营效率

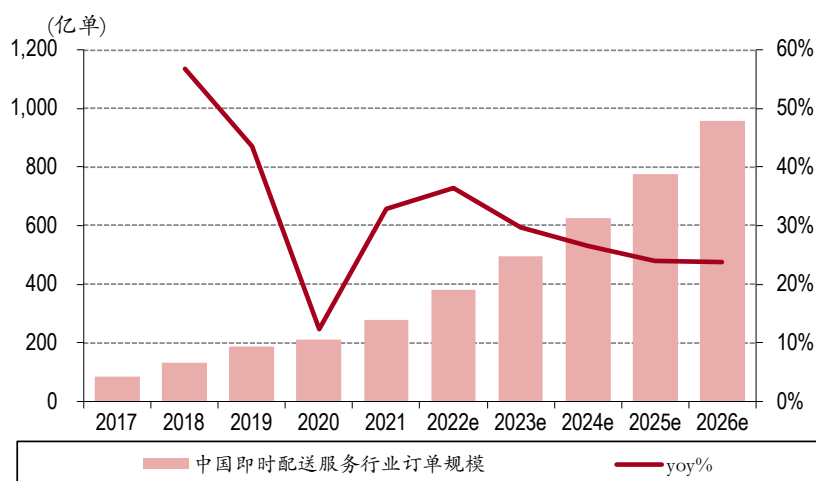


资料来源：公司公告，中银证券

4. 即时配送市场约千亿元，5 年复合增速达 28%

即时配送服务行业向全场景、全距离、全时段发展，预计 2026 年即时配送行业订单规模将接近千亿，2021 年即时配送服务行业订单规模为 279.0 亿单，受疫情恢复影响，即时配送服务市场回暖，同比增速为 32.9%。未来随着即时配送服务行业向全场景、全距离、全时段方向发展，并加速成为本地消费的基础服务设施。艾瑞预计 2026 年，即时配送服务行业订单规模将接近千亿量级，达到 957.8 亿单，2021 年-2026 年复合增速为 28.0%，行业整体仍处于快速发展路线。预计第三方即时配送服务行业年订单量将从 2020 年的 30 亿单增长至 2025 年的 163 亿单，复合年增长率为 40.1%，市场空间较大。

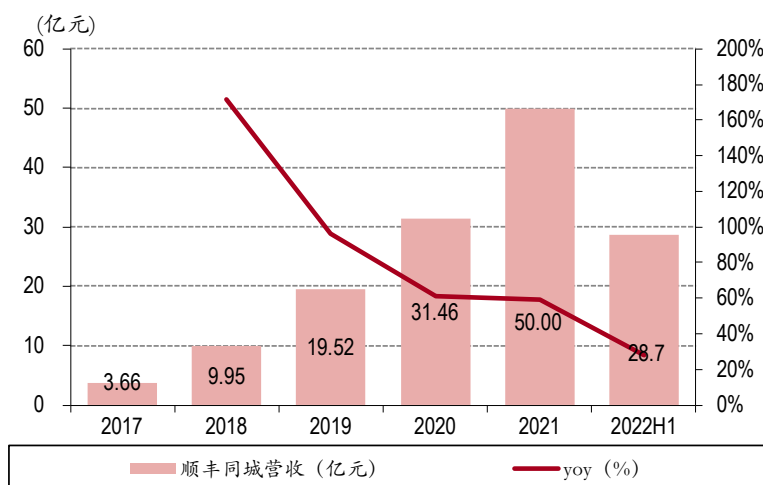
图表 77.2013-2026E 年我国即时物流行业订单量及同比变动



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

公司同城业务营收近 4 年复合增速超 90%，营收增速与用户增速基本匹配。2021 年，公司同城业务板块实现营收 50 亿元，同比+59.1%，2017 年-2021 年的 4 年复合增长率 CAGR 为+92.25%。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。

图表 78.2017-2022H1 年公司同城业务营收及同比变动（亿元）



资料来源：公司年报，中银证券

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：完善国际快递空网布局，打造东南亚标杆产品

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。

图表 79. 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。

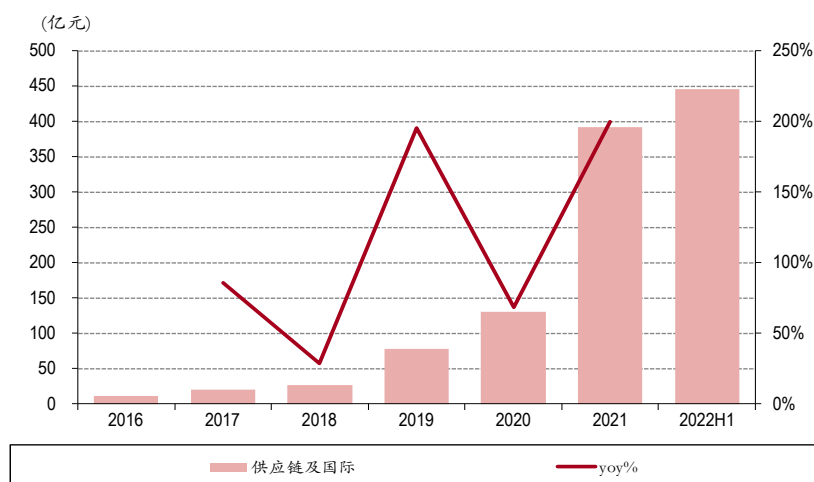
资料来源：公司官网，中银证券

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，截至 2021 年底，国际快递业务覆盖海外 84 个国家及地区，较 2020 年末新开通中国出口至沙特阿拉伯、南非、埃及、肯尼亚、摩洛哥等国 11 条流向；国际电商包裹业务共覆盖海外 225 个国家及地区；在全球多个国家具有自营清关口岸，整合自营和代理资源，服务辐射美洲、东南亚、欧洲等主要地区。2021 年新上线东南亚流向国际电商专递业务，为跨境卖家提供高性价比的门到门服务。

同时，嘉里物流在泰国、越南、马来西亚、柬埔寨、印尼等东南亚国家拥有海外本土快递网络，与嘉里物流的协同融通将助力顺丰进一步拓展国际快递网络布局。此外，公司继续加密国际航线，2021 年累计运营 30 多条全货机国际快递航线，新开通深圳至洛杉矶、深圳至曼谷、武汉至河内、成都至达卡等 11 条航线。并且在美国、欧洲、东南亚等多个国家布局海外仓储，助力公司完善跨境电商仓配一体服务，以及国际供应链及海外本土化运营能力。

图表 80.2016-2022H1 公司供应链及国际业务营收及增速（亿元）



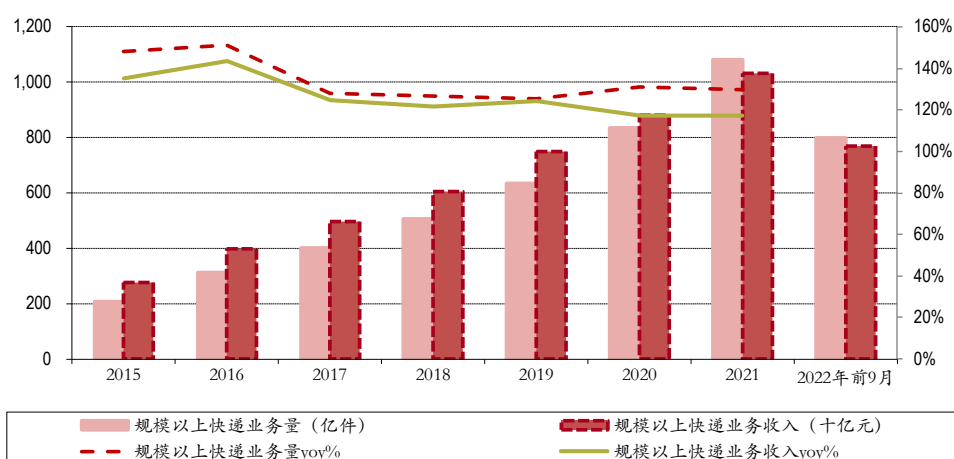
资料来源：公司年报，中银证券

公司国际业务营收 2021 年大幅增长。2021 年，公司供应链及国际业务实现不含税营业收入 392.0 亿元，同比增长 199.8%。顺丰国际快递及顺丰丰豪、新夏晖的供应链业务本年度取得较快增长，同时自第四季度起将嘉里物流合并，进一步扩大公司国际业务及综合物流业务规模。

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

我国国际快递市场超 1000 亿元。2021 年，我国国际及港澳台快递市场业务收入达 1167.5 亿元，快递业务量为 21.04 亿票，同比增长+14.63%。2016 年-2021 年，我国国际快递业务收入的 5 年复合增长率 CAGR 为+22.17%。

图表 81.2015-2022 年 7 月中国国际及港澳台快递业务收入、件量及同比变动



资料来源：万得，中银证券

跨境出口电商物流行业的整体向前，得益于跨境出口电商行业的快速发展。随着我国跨境出口产品向更大出口量级、更多出口品类以及更高客单价的趋势发展。我国跨境电商、市场采购规模近年来迅速扩大，根据海关总署数据，2021 年我国跨境电商进出口规模达到 1.98 万亿元，增长 15%；市场采购出口增长 32.1%。

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：数字化赋能运营，量身定制智慧供应链解决方案

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”）和新夏晖在供应链领域丰富领先的经验，顺丰的服务已渗入到众多行业的采购、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。

图表 82. 公司供应链业务构成

顺丰丰豪	新夏晖	嘉里物流
聚焦于快消品与零售、汽车、生命科学与医疗、高科技、工程与工业制造等行业，为客户提供从原料采购、生产、仓储、运输到进出口清关及最后一公里配送的端到端服务。2021年新开拓了包括农业、家居、通讯等行业的新客户。	聚焦于为餐饮和食品企业提供冷链物流及供应链解决方案，处于冷链物流第一梯队，“中国冷链物流百强榜”第四。2021年，持续加强冷仓建设，在全国运营44座快速周转的冷链物流中心，结合干线、支线、城配能力，实现冷链服务全国覆盖。	在环球综合物流服务方面，致力于为工业及物料科技、医药、食品及饮料、时尚服饰及精品、电子科技、快消品、汽车等行业客户量身定制综合物流解决方案，同时在工业项目物流、跨境电子商务、环球供应链规划与实施等多个领域提供专业服务。

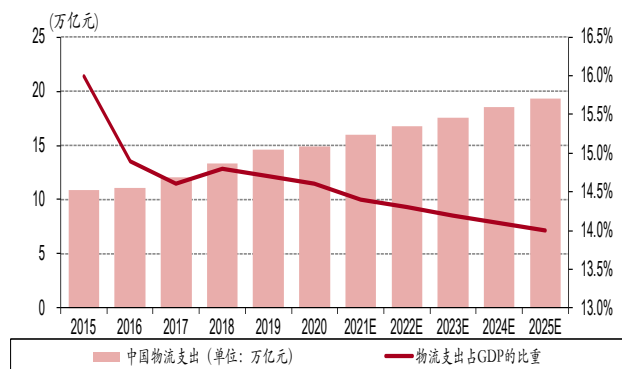
资料来源：公司年报，中银证券

2. 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

中国在国际生产格局中地位提升，对供应链数字化程度提出更高要求。在最近二十余年的发展历程中，我国在国际生产格局中的地位出现明显提升，已经成为亚洲区域内的核心节点位置。然而供给侧由于业务链条复杂、业态模式差异化明显，导致其数字化升级难度高、时间跨度长。总体而言，国内供给体系质量与效率整体与需求结构仍不匹配，低端供给过剩和中高端产能不足，使得消费者日趋多样化、优质化的消费需求难以被满足，而这恰恰催生了供给侧改革升级的迫切需要。

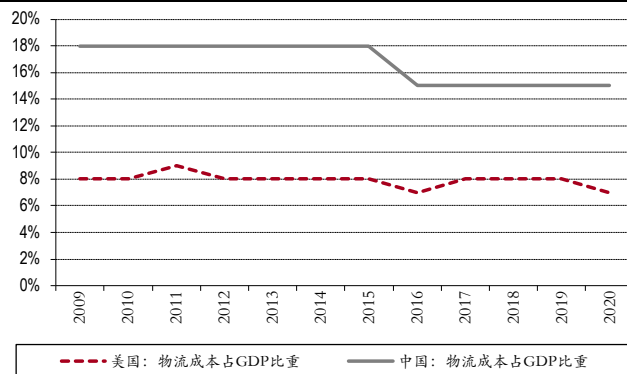
自上世纪 90 年代起，我国社会物流费用占 GDP 占比总体呈下降趋势，但仍远高于欧美发达国家的水平，反映我国物流效率还有较大提升空间。2020 年在疫情和全球经济下行的影响下，我国数字经济增长率仍达到 9.7%。其中，“产业数字化”是我国数字经济发展的主阵地，根据中国信通院发布的《中国数字经济发展白皮书》，2020 年我国产业数字化增加值为 31.7 万亿元，占数字经济比重达 80.9%，占 GDP 比重为 31.2%。

图表 83. 2015-2025E 中国物流支出



资料来源：国家统计局，灼识咨询，中银证券

图表 84. 中美物流成本占 GDP 比重

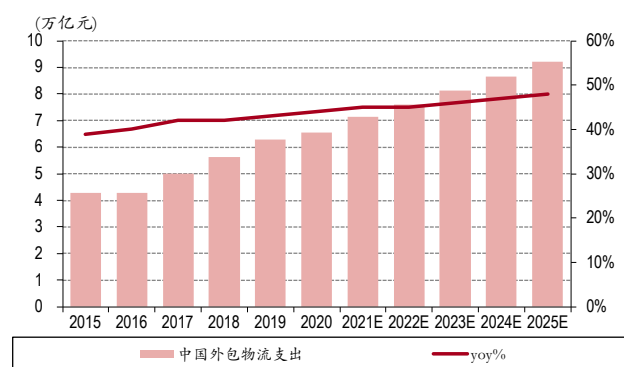


资料来源：万得，中银证券

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，2021 年我国 GDP 为 114.37 万亿元，假设物流成本占比下降 2 个百分点以上至 12%，则中国的物流成本约有万亿级下降空间。未来五年，供给侧结构性改革将进一步深化。着力于畅通国内大循环，突破供给约束堵点，打通生产、分配、流通、消费各环节，物流业将通过数字化改造等创新手段，加快形成内外联通、安全高效的物流网络，促进产业升级。我们预计“十四五”期间，物流效率进一步提升，全社会物流费用水平平稳回落。在这样的背景下，作为物流行业发展的高阶形式，致力于优化效率、助企业实现降本增效的供应链行业市场较大，前景广阔。

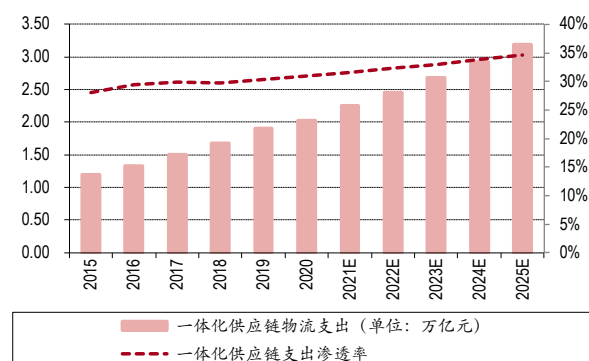
第三方物流及供应链渗透率水平具有进一步提升空间。物流环节的供应链数字化服务与基础物流服务相互融合，通常由第三方物流服务商提供。伴随着消费需求的多元化以及对供应链上游的改造和效率提升，物流需求将更加多元化。但第三方物流服务商各自的技术能力参差不齐，其在物流环节进行供应链数字化服务的深度和广度亦有较大差异，行业成熟度与集中度有待进一步提升根据。灼识咨询研究数据显示，2020 年，在我国 14.9 万亿元的社会物流总成本中，外包物流（第三方物流）的规模为 6.5 万亿元，占比达 43.9%。一体化供应链物流的规模为 2.03 万亿元，占比第三方物流比重超 30%。

图表 85.2015-2025E 中国外包物流支出



资料来源：国家统计局，灼识咨询，中银证券

图表 86.一体化供应链物流支出



资料来源：国家统计局，灼识咨询，中银证券

总体而言，实施供应链管理可以实现运输成本下降，并可以降低整个供应链的运作费用。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，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、个人散件、高端电商件（含退货件）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。中银证券宏观组预测，2022年，中国GDP增速或为3.5%，2023年为5.2%；我们假设传统时效件增速约为GDP增速的1.2倍，则2022-2025年，传统时效件件量增速为+4.2%、+6.2%、+6.6%、+6.6%。此外，因为电商、退货件等相比传统时效件增幅更快，但22年疫情扰动影响下增速相对放缓，故假设2022-2025年，调入增量时效件件量增速为+2%、+20%、+15%、+15%。

【价】：考虑到价格竞争缓解，假设2022-2025年，公司传统时效件单票价格为21.8、21.6、21.2、21元/票，调入增量时效件价格为14.8、14.6、14.4、14.2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%。考虑到2022年，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2022-2025年，公司时效件毛利率分别为18%、19%、20%、21%。

【营收】：测算可得，2022-2025年，公司时效件业务营收增速分别为+2.6%、+8.5%、+7.0%、+7.8%。

2. 经济件

【量】：公司经济件业务由顺丰速运（直营）、丰网速运（加盟）、仓储及仓配一体服务三部分组成。经济件主要面向电商提供服务，21年公司经济件业务同比增+54.7%，3年CAGR+16.52%，具有高成长性。顺丰速运为直营模式，快递时效和单价相比丰网更高，同时考虑到2022年上半年疫情影响较为严重，我们假设，2022-2025年，公司顺丰速运业务量增速分别为+2%、+30%、+25%、+20%，单票价格为8.0元。2021年丰网处于初期起网阶段，日均票量300万票左右，具有低基数高增速的特点，假设2022-2025年其件量增速为+5%、+35%、+30%、+20%，单票价格约比通达系高1元左右，假设为3.5元、3.5元、3.0元、3.0元。

【毛利率】：考虑到当前电商快递行业价格战缓解，毛利率同比回升。1-2年后，行业或迎来出清局面，盈利空间或有改善。假设2022-2025年，公司经济件毛利率分别为8%、9%、10%、11%。

3. 快运业务

【营收】：公司快运业务板块由顺丰快运（直营网络）、顺心捷达（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2025年网络型零担市占率有望升至15.7%，2022-25年网络型零担收入CAGR为25.2%。叠加“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2023-2025年疫情不利影响缓解后，顺丰快运，即直营快运业务增速为+30%、+25%、15%，顺心捷达增速为+20%、+20%、+15%。

【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2022-2025年，公司快运业务板块毛利率分别为3%、4%、5%、6%。

4. 冷运业务

【营收】：公司冷运业务板块由生鲜寄递、食品冷运、医药冷运三部分构成，假设三部分占比冷运业务比例分别为 64%、18%、18%。考虑到 2021 年，我国冷链物流市场规模达到 4184 亿元，同比 +9%，2016 年-2021 年的 5 年复合增长率 CAGR 为 +13.62%。2021 年顺丰冷运运输件量同比增长 30%，假设 22 年顺丰冷运受疫情扰动影响较为严重，较 21 年有所下滑，23-24 年会有所恢复，参考过往历史增速，假设 22-24 年公司生鲜、医药冷运、食品冷运增长速度为 +12%/+20%/+18%、+8%/+15%/+10%、+8%/+15%/+10%。

【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 2022-2025 年，公司冷运业务板块的毛利率逐步提升，分别为 3%、4%、5%、6%。

5. 同城业务

【营收】：根据艾瑞咨询发布的《2022 年中国即时配送行业趋势研究报告》，2026 年即时配送服务行业订单规模将接近千亿量级，2021 年-2026 年复合增速为 28.0%，由于公司初步进军即时配送行业，初期增速较快，但受 22 年疫情封控影响，假设 2022-2025 年，公司同城业务增速分别为 +35%、+40%、+30%、+20%。

【毛利率】：截至 2021 年，公司同城业务毛利率为 1.2%。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，同城业务盈利压力较大。假设 2022-2025 年，公司同城业务毛利率分别为 2%、3%、4%、5%。

6. 供应链及国际业务

【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。艾瑞预计 2025 年，我国跨境电商出口市场规模会达到 15.1 万亿元，2020-2025 年 CAGR 为 26.6%，疫情背景下行业高成长属性凸显。公司收购嘉里物流后国际业务业绩和范围有显著提升，2022 年上半年，全球经济不稳定，供求失衡、地缘政治形势紧张，不同国家的抗疫和财政政策导致供应链继续中断，扰乱了全球供应链，随着海运和空运运费从峰值回调，外加宏观经济疲软影响。假设 2023-2025 年，嘉里物流国际货代营收增速为 -10%、5%、+10.60%，公司本身供应链业务增速为 10%、30%、20%、10%。

【毛利率】：截至 2021 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 2022-2025 年，公司供应链与国际业务毛利率分别为 13%、14%、15%、15%。

图表 87. 盈利预测及数据

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1121.93	1539.87	2071.76	2660.00	2921.84	3274.30	3654.26
yoy (%)	23%	37%	35%	28%	10%	12%	12%
毛利率 (%)	17%	16%	11%	13%	14%	15%	15%
1.时效件	565.21	896.40	961.60	986.63	1070.14	1144.72	1234.00
yoy (%)	6%	59%	7%	3%	8%	7%	8%
件量 (亿件)	25.69	40.75	45.79	49.11	54.22	59.37	65.02
yoy (%)	6%	59%	12%	7%	10%	9%	10%
单票价格 (元/票)	22.00	22.00	21.00	20.09	19.74	19.28	18.98
yoy (%)	0%	0%	-5%	-4%	-2%	-2%	-2%
毛利率 (%)	25%	25%	21%	18%	19%	20%	21%
传统时效件营收	566.00	664.00	722.40	745.90	785.17	821.49	867.45
yoy (%)	6%	17%	9%	4%	6%	7%	7%
件量 (亿件)	25.73	30.18	32.84	34.22	36.35	38.75	41.31
yoy (%)	6%	17%	9%	4%	6%	7%	7%
单票价格 (元/票)	22.00	22.00	22.00	21.80	21.60	21.20	21.00
占时效件营收比例	100%	74%	75%	76%	73%	72%	70%
GDP 增速	6%	2%	8%	4%	5%	6%	6%
调入增量时效件营收		232.40	239.20	240.73	284.97	323.23	366.55
yoy (%)		0%	3%	1%	18%	13%	13%
件量 (亿件)		15.49	15.95	16.27	19.52	22.45	25.81
yoy (%)		0%	3%	2%	20%	15%	15%
单票价格 (元/票)		15.00	15.00	14.80	14.60	14.40	14.20
占时效件营收比例		0%	0%	24%	27%	28%	30%
2.经济件	269.19	208.70	322.70	339.12	428.35	514.89	605.87
yoy (%)	32%	-22%	55%	5%	26%	20%	18%
毛利率 (%)	17%	15%	9%	8%	9%	10%	11%
顺丰速运 (直营)			224.00	228.48	297.02	371.28	445.54
yoy (%)			0%	2%	30%	25%	20%
占比经济件 (%)			69%	67%	69%	72%	74%
件量 (亿件)			28.00	28.56	37.13	46.41	55.69
yoy (%)			0%	2%	30%	25%	20%
单票价格 (元/票)			8.00	8.00	8.00	8.00	8.00
yoy (%)			0%	0%	0%	0%	0%
丰网速运 (加盟)			30.00	38.50	51.98	57.92	69.50
yoy (%)			0%	28%	35%	11%	20%
占比经济件 (%)			9%	11%	12%	11%	11%
件量 (亿件)			10.00	11.00	14.85	19.31	23.17
yoy (%)			0%	5%	35%	30%	20%
单票价格 (元/票)			3.00	3.50	3.50	3.00	3.00
yoy (%)			0%	17%	0%	-14%	0%
仓储及仓配一体服务			68.70	72.14	79.35	85.70	90.84
yoy (%)			0%	5%	10%	8%	6%
占比经济件 (%)			21%	21%	19%	17%	15%
3.快运	126.59	185.17	232.50	242.03	307.53	380.14	437.16
yoy (%)	57%	46%	26%	4%	27%	24%	15%
毛利率 (%)	-3%	0%	2%	3%	4%	5%	6%
顺丰快运	88.61	129.62	162.75	170.89	222.15	277.69	319.35
yoy (%)	57%	46%	26%	5%	30%	25%	15%
占比快运分部 (%)	70%	70%	70%	71%	72%	73%	73%
顺心捷达	37.98	55.55	69.75	71.15	85.37	102.45	117.82
yoy (%)	57%	46%	26%	2%	20%	20%	15%
占比快运分部 (%)	30%	30%	30%	29%	28%	27%	27%

资料来源：万得，中银证券

续图表 88.盈利预测及数据

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
4.冷运	50.94	64.97	78.00	86.61	102.39	118.00	133.78
yoy (%)	20%	28%	20%	11%	18%	15%	13%
毛利率 (%)	-3%	0%	2%	3%	4%	5%	6%
生鲜寄递	31.58	40.28	49.95	55.94	67.13	79.22	91.89
yoy (%)	0%	28%	24%	12%	20%	18%	16%
占比冷运 (%)	62%	62%	64%	65%	66%	67%	69%
食品冷运	9.68	12.34	14.20	15.33	17.63	19.39	20.95
yoy (%)	20%	28%	15%	8%	15%	10%	8%
占比冷运 (%)	19%	19%	18%	18%	17%	16%	16%
医药冷运	9.68	12.34	14.20	15.33	17.63	19.39	20.95
yoy (%)	20%	28%	15%	8%	15%	10%	8%
占比冷运 (%)	19%	19%	18%	18%	17%	16%	16%
5.同城	19.52	31.46	50.00	67.50	94.50	122.85	147.42
yoy (%)	96%	61%	59%	35%	40%	30%	20%
毛利率 (%)	-8%	-5%	1%	2%	3%	4%	5%
6.供应链及国际	77.57	130.77	392.00	889.17	860.19	926.15	1021.72
yoy (%)	195%	69%	200%	127%	-3%	8%	10%
毛利率 (%)	0%	0%	12%	13%	14%	15%	15%
①原国际业务	28.39	59.73	65.70	70.96	81.60	89.76	98.74
yoy (%)	8%	110%	10%	8%	15%	10%	10%
毛利率 (%)	0%	6%	10%	14%	16%	18%	19%
②嘉里物流	368.00	449.00	646.00	712.72	641.45	671.81	741.96
yoy (%)	10%	22%	44%	10%	-10%	5%	10%
国际货代	194.00	270.00	484.00	522.72	470.45	493.97	546.33
yoy (%)	4%	39%	79%	8%	-10%	5%	11%
物流营运	172.00	177.00	162.00				
yoy (%)	19%	3%	-8%				
综合物流服务				130.00	117.00	121.68	133.85
yoy (%)					-10%	4%	10%
电子商贸平台及服务				60.00	54.00	56.16	61.78
yoy (%)					-10%	4%	10%
香港货仓	2.00	2.00	0.00				
yoy (%)	-33%	0%	-100%				
③供应链	49.18	71.04	95.90	105.49	137.14	164.57	181.03
yoy (%)	-	44%	35%	10%	30%	20%	10%
7.其他	12.91	22.40	34.96	48.94	58.73	67.54	74.30
yoy (%)	2%	74%	56%	40%	20%	15%	10%
占比	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%

资料来源：万得，中银证券

根据以上盈利预测结果，计算可得 2022-2024 年，预计公司分别实现营业收入 2660.00 亿元、2921.84 亿元、3274.30 亿元，同比分别+28.39%、+9.84%、+12.06%。2022-2024 年，预计公司分别实现归母净利润 65.07、87.11、117.74 亿元，同比分别+52.41%、+33.87%、+35.17%。2022-2024 年，预计 EPS 分别为 1.33 元/股、1.78 元/股、2.41 元/股，对应 39.52 倍、29.52 倍、21.84 倍 PE，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 89. 盈利预测结果 (人民币: 亿元)

单位: 亿元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,121.93	1,539.87	2,071.87	2,660.00	2,921.84	3,274.30
增长率(%)	23.37	37.25	34.55	28.39	9.84	12.06
归属母公司股东净利润	57.97	73.26	42.69	65.07	87.11	117.74
增长率(%)	27.23	26.39	(41.73)	52.41	33.87	35.17
每股收益(EPS)	1.31	1.61	0.87	1.33	1.78	2.41
销售毛利率 (%)	17.42	16.35	12.37	12.80	13.65	14.57
销售净利率 (%)	5.17	4.76	2.06	2.45	2.98	3.60
净资产收益率(ROE, %)	13.24	12.21	4.00	7.88	9.69	11.81
投入资本回报率(ROIC, %)	22.29	21.83	11.69	14.44	22.16	32.27
市盈率(P/E)	40.01	32.67	60.37	39.52	29.52	21.84
市净率(P/B)	6.06	4.56	3.10	3.01	2.78	2.53

资料来源: 万得, 中银证券

股价截止 2022 年 11 月 11 日

五、风险提示

- 1.时效快递需求不及预期风险。时效件业务在公司主营业务收入中占比较高，同时毛利率也较高，因此会对公司的经营业绩产生较大的影响，而时效件的需求与经济增速有关，当前全球经济下行趋势明显，国内经济受疫情影响尚未能完全复苏，未来存在较多不确定性，如果经济复苏进度不及预期有可能对公司时效件业务产生拖累
- 2.快递价格战产生的风险。2021 年，快递行业公司为抢占市场份额，纷纷打起了“价格战”，使得行业竞争态势迅速恶化，相关公司经营业绩亦出现大幅下降，未来快递行业公司若重新打起价格战，可能会对公司经营产生不利的影响。
- 3.新业务培育期产能扩张带来的风险。公司于去年收购嘉里物流以扩张国际业务，未来嘉里物流经营业绩若出现明显下降，并购形成商誉或存在减值风险，同时 2021 年公司由于扩展新业务增加了一定的资本开支，未来在新业务培育期若不能产生较好的效益或会对公司经营产生一定不利的影响。
- 4.快递物流政策变化产生的风险。快递行业当前也存在不少乱收费或者价格战这样的现象，若国家对快递物流政策有所变化也可能对快递公司经营产生一定不利影响。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	153,987	207,187	266,000	292,184	327,430
销售成本	(129,189)	(182,027)	(232,570)	(252,982)	(280,487)
经营费用	(10,909)	(13,717)	(13,250)	(14,147)	(16,469)
息税折旧前利润	13,888	11,442	20,179	25,056	30,474
折旧及摊销	(5,292)	(7,044)	(9,411)	(10,508)	(10,959)
经营利润(息税前利润)	8,596	4,398	10,769	14,547	19,516
净利息收入/(费用)	(853)	(1,563)	(1,051)	(924)	(254)
其他收益/(损失)	2,195	4,199	3,143	3,343	3,343
税前利润	10,039	7,134	11,792	15,786	21,338
所得税	(3,107)	(3,214)	(3,759)	(5,032)	(6,802)
少数股东权益	(394)	(350)	1,526	2,043	2,762
净利润	7,326	4,269	6,507	8,711	11,774
核心净利润	7,296	4,217	6,495	8,699	11,763
每股收益(人民币)	1.608	0.870	1.329	1.779	2.405
核心每股收益(人民币)	1.601	0.860	1.327	1.777	2.403
每股股息(人民币)	0.329	0.178	0.272	0.364	0.491
收入增长(%)	37	35	28	10	12
息税前利润增长(%)	59	(49)	145	35	34
息税折旧前利润增长(%)	40	(18)	76	24	22
每股收益增长(%)	22	(46)	53	34	35
核心每股收益增长(%)	22	(46)	54	34	35

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	16,418	35,315	45,353	49,817	55,870
应收帐款	17,016	30,759	21,768	35,581	28,686
库存	987	1,547	1,752	1,836	2,142
其他流动资产	3,177	2,936	7,476	3,850	8,707
流动资产总计	51,677	94,112	103,109	121,049	128,254
固定资产	27,737	45,497	54,767	48,561	42,054
无形资产	11,174	18,667	20,227	21,408	22,210
其他长期资产	15,335	41,340	48,940	56,306	62,935
长期资产总计	54,245	105,505	123,934	126,275	127,199
总资产	111,160	209,900	236,688	256,043	263,475
应付帐款	15,485	23,468	26,262	27,831	32,141
短期债务	7,997	18,397	27,659	23,532	0
其他流动负债	18,327	34,157	43,037	50,712	59,021
流动负债总计	41,809	76,022	96,957	102,074	91,162
长期借款	10,291	19,167	12,414	10,271	10,271
其他长期负债	2,300	16,796	21,163	25,395	29,205
股本	4,895	4,895	4,895	4,895	4,895
储备	50,858	75,394	80,571	87,502	96,870
股东权益	55,754	80,289	85,466	92,397	101,765
少数股东权益	317	14,972	16,498	18,541	21,303
总负债及权益	111,160	209,900	232,499	248,679	253,706
每股帐面价值(人民币)	12.24	16.36	17.46	18.88	20.79
每股有形资产(人民币)	9.78	12.56	13.33	14.50	16.25
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.44)	(2.73)	(3.18)	(5.37)	(11.41)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	10,039	7,134	11,792	15,786	21,338
折旧与摊销	5,292	7,044	9,411	10,508	10,959
净利息费用	853	1,563	1,051	924	254
运营资本变动	(1,468)	(1,362)	8,520	(9,762)	7,668
税金	(3,501)	(3,564)	(3,759)	(5,032)	(6,802)
其他经营现金流	110	4,542	2,035	1,342	440
经营活动产生的现金流	11,324	15,358	29,051	13,766	33,857
购买固定资产净值	583	7,493	18,845	3,800	3,800
投资减少/增加	(388)	(5,201)	1,200	1,100	1,000
其他投资现金流	(15,080)	(19,424)	(37,690)	(7,600)	(7,600)
投资活动产生的现金流	(14,884)	(17,131)	(17,645)	(2,700)	(2,800)
净增权益	(1,500)	(875)	(1,329)	(1,780)	(2,406)
净增债务	(1,877)	17,436	9,053	(3,898)	(22,345)
支付股息	1,500	875	1,329	1,780	2,406
其他融资现金流	3,209	3,784	(10,420)	(2,704)	(2,659)
融资活动产生的现金流	1,332	21,220	(1,368)	(6,601)	(25,005)
现金变动	(2,229)	19,446	10,038	4,464	6,052
期初现金	18,521	16,418	35,315	45,353	49,817
公司自由现金流	(3,560)	(1,774)	11,406	11,066	31,057
权益自由现金流	(4,585)	17,226	21,510	8,092	8,965

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.0	5.5	7.6	8.6	9.3
息税前利润率(%)	5.6	2.1	4.0	5.0	6.0
税前利润率(%)	6.5	3.4	4.4	5.4	6.5
净利率(%)	4.8	2.1	2.4	3.0	3.6
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.1	1.2	1.4
利息覆盖率(倍)	11.2	10.7	14.0	20.3	24.8
净权益负债率(%)	23.7	(8.9)	(19.3)	(27.7)	(36.7)
速动比率(倍)	1.2	1.2	1.0	1.2	1.4
估值					
市盈率(倍)	32.7	60.4	39.5	29.5	21.8
核心业务市盈率(倍)	32.8	61.1	39.6	29.6	21.9
市净率(倍)	4.3	3.2	3.0	2.8	2.5
价格/现金流(倍)	22.7	16.7	8.9	18.7	7.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.8	21.4	12.0	9.2	6.6
周转率					
存货周转天数	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6
应收帐款周转天数	34.5	42.1	36.0	35.8	35.8
应付帐款周转天数	32.6	34.3	34.1	33.8	33.4
回报率					
股息支付率(%)	20.5	20.5	20.4	20.4	20.4
净资产收益率(%)	15.2	6.3	7.9	9.8	12.1
资产收益率(%)	5.8	1.5	3.3	4.0	5.1
已运用资本收益率(%)	2.6	1.0	1.2	1.5	2.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371