

三十年风雨兼程，顺丰时效快递迎来成长新契机

——顺丰控股首次覆盖报告

核心观点

- **三十年风雨兼程，打造快递物流综合服务巨头。**作为中国最大、全球第四大的快递物流综合服务商，顺丰自 1993 年成立，30 年来始终沿时效脉络构筑大物流版图，同时经营策略应时而变，最终打造物流全产品矩阵。其中时效件为公司营收和利润主力，而供应链及国际业务有望未来打开公司二次增长曲线。
- **时效快递为根：消费与工业类需求崛起，鄂州机场巩固时效壁垒。**1) **文件类：**因电子化而式微，预计文件类长期增速将低于 GDP。2) **消费类：**时效件最大需求，服务边界不断拓展。**中高端线上消费品类，**伴随线下场景恢复，短期进程或放缓，长期细分品类仍存 2-4 倍线上渗透空间，长期仍将受益中高端消费线上化进程。**生鲜食品类，**受益生鲜消费线上化+产地直发新模式带来的中高价值的时效性生鲜食品寄递需求增长。**退货品类，**切入逆向物流，基于公司散收优势、业务协同推动市场份额快速提升。3) **工业类：**供应链受不确定性因素影响加大带来紧急运输需求+B2B 工业电商兴起带来常规寄递需求。预计将更多受益 MRO 品类以及 PM 中高价值零部件品类的电商化。
- **2023 公司三大看点：1) 看点一：宏观经济和消费转暖，推动时效业务增长。**2023 年快递行业增速预计可恢复到 10-15% 区间。顺丰时效件中的生鲜食品类、退货件和工业件将充分受益消费与生产的复苏。我们测算时效件整体收入增速可达到 14%。2) **看点二：鄂州机场转运中心投产，打开短中长期想象空间。**2023 年鄂州机场转运中心全面投运。**短期，**巩固提高大网核心时效竞争力；**中期，**降低空网成本带来更大的定价弹性；**长期，**通过产业集聚与国际布局带来二次增长空间。3) **看点三：精细化成本管控，或带来超预期业绩提升。**油价回落及疫情对件量的影响减弱有望带来网络融通效果从经营层面向财务层面更好地兑现，叠加顺周期件量增速上行，公司成本管控效果或更加显著。

盈利预测与投资建议

- 预计公司 22-24 年 EPS 分别为 1.26/1.82/2.35 元，考虑公司独特而具有韧性的直营快递商业模式、具备稀缺性的泛物流综合服务能力、以及在各细分物流领域的领军地位，采用 DCF 估值法，给予 72.95 元目标价。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

行业增速不及预期、疫情反复冲击物流、油价大幅上涨使成本改善不及预期、价格战强度超预期、竞争加剧导致市占率下滑、海外经济衰退及国际环境恶化使国际业务下滑

公司主要财务信息

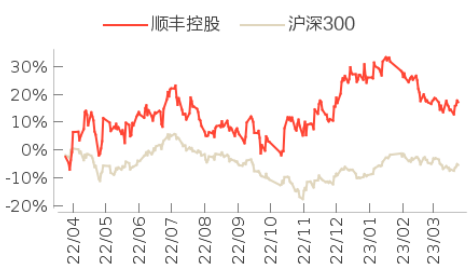
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	153,987	207,187	284,973	319,000	367,293
同比增长(%)	37.3%	34.5%	37.5%	11.9%	15.1%
营业利润(百万元)	10,136	7,248	11,333	16,320	20,968
同比增长(%)	36.8%	-28.5%	56.4%	44.0%	28.5%
归属母公司净利润(百万元)	7,326	4,269	6,185	8,902	11,495
同比增长(%)	26.4%	-41.7%	44.9%	43.9%	29.1%
每股收益(元)	1.50	0.87	1.26	1.82	2.35
毛利率(%)	16.3%	12.4%	12.5%	13.1%	13.3%
净利率(%)	4.8%	2.1%	2.2%	2.8%	3.1%
净资产收益率(%)	14.8%	6.1%	7.3%	9.9%	11.6%
市盈率	35.6	61.0	42.1	29.3	22.7
市净率	4.6	3.1	3.0	2.8	2.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（首次）
股价（2023年03月24日）	53.73 元
目标价格	72.95 元
52 周最高价/最低价	61.67/42.36 元
总股本/流通 A 股（万股）	489,520/484,429
A 股市值（百万元）	263,019
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告发布日期	2023 年 03 月 24 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	2.34	0.04	-7.65	17.17
相对表现	0.62	0.88	-12.84	22.45
沪深 300	1.72	-0.84	5.19	-5.28



证券分析师	
刘阳	liuyang6@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522030001
联系人	
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn

目录

三十年风雨兼程，打造快递物流综合服务巨头	6
发展历程：沿时效脉络构筑大物流版图，经营策略应时而变	6
1993-2012：聚焦商务时效件，奠定以中高端“快”服务为主的直营根基	6
2013-2021：自建+并购多元发展，挖掘多重增长与转型机遇	7
2021-至今：从扩张到融通，从收入兑现到盈利兑现，降本增效高质量发展	9
主营业务：围绕时效网络打造全产品矩阵，速运分部为利润核心来源	10
时效快递为根：消费与工业类需求崛起，鄂州机场巩固时效壁垒	13
文件类：因商务文件寄递需求而兴起，因电子化而式微	13
消费类：时效快递最大需求类别，服务边界不断拓展	14
中高端消费线上化：疫情催化消费场景转变，长期仍存较大增长空间	15
生鲜高时效寄递：生鲜消费线上化+产地直发新模式，拉动生鲜食品寄递高速增长	17
电商逆向物流：切入退货件赛道，有望通过业务协同优势促进市场份额快速提升	18
工业类：受益供应链升级，工业类时效件需求崛起，持续稳定高增长	22
时效壁垒再升级：领先的空网布局，保障时效件长期核心竞争力	26
顺丰的 2023：顺周期机遇下的三大看点	32
看点一：宏观经济和消费转暖，推动时效业务增长	32
看点二：鄂州机场转运中心投产，打开短中长期想象空间	37
看点三：精细化成本管控，或带来超预期业绩提升	41
盈利预测与投资建议	43
盈利预测	43
投资建议	45
风险提示	46

图表目录

图 1：物流产业链解构	6
图 2：1992 年南巡讲话后外商涌入促进快递业发展	6
图 3：2007-2016 年电商快递件量及其占快递总件量比例	7
图 4：网络零售和快递收入金额及增速情况	7
图 5：快递行业市场份额分布	7
图 6：顺丰历史沿革	8
图 7：全国快递服务企业当月业务量同比增速（单位：%）	9
图 8：全快递行业当月单票收入同比增速	9
图 9：顺丰单季归母净利润及同比增速	10
图 10：顺丰各分部净利率情况	10
图 11：速运物流业务产品矩阵	10
图 12：供应链及国际业务产品矩阵	11
图 13：顺丰营业收入及同比增速	11
图 14：顺丰各业务板块收入占比	11
图 15：顺丰整体盈利能力	12
图 16：顺丰各分部贡献的净利润占比	12
图 17：顺丰时效件收入增速与 GDP 增速关系	13
图 18：顺丰文件类时效件主要服务品类	13
图 19：顺丰时效快递件量分类占比	15
图 20：顺丰时效快递收入分类占比	15
图 21：顺丰消费类时效件主要服务品类	15
图 22：主要快递公司整体当月单票收入对比（单位：元/件）	15
图 23：中国境内个人奢侈品市场规模增速及线上渗透率	16
图 24：全球个人奢侈品线上市场规模及线上渗透率	16
图 25：中国境内个人奢侈品各品类线上销售渗透率情况	16
图 26：中国生鲜电商市场规模及增速	17
图 27：2020 年生鲜电商用户疫情前中后购买生鲜频次占比	17
图 28：生鲜电商引流下的产地直发快递模式	18
图 29：网购用户规模及渗透率	19
图 30：各电商平台 GMV 占比	19
图 31：2021 年各类电商平台平均退货率	19
图 32：中国直播电商在网购市场的渗透率	19
图 33：顺丰散收客户数量及其同比增速	21
图 34：顺丰工业及其他类主要服务品类	22

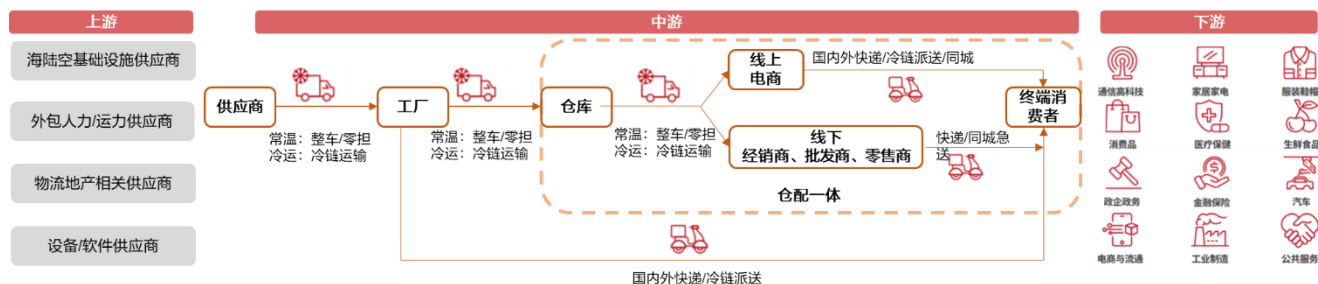
图 35：时效件各品类单票收入	22
图 36：2021 年空客供应商名录地区分布	23
图 37：江浙沪汽车供应链分布情况	23
图 38：中国工业品 B2B 电商市场规模及渗透率	24
图 39：B TO B 工业品电商产业链	24
图 40：顺丰、FEDEX、UPS 可比工业及其他类收入占比对比	26
图 41：顺丰航空网络发展的标志性历程	27
图 42：我国全货机数量分布情况（截止 23 年 3 月 5 日）	28
图 43：我国民航货运飞机数量及其占运输机队的比例	28
图 44：顺丰运营和自有的全货机数量及全货机自有率	28
图 45：顺丰历年飞机型号配置情况	28
图 46：顺丰 22 年引进货机汇总	29
图 47：鄂州机场建设历程	30
图 48：顺丰陆运资源情况	31
图 49：顺丰服务网络在中国覆盖情况	31
图 50：社会消费品零售总额当月同比增速（%）	32
图 51：我国快递每日揽收投递量（亿件）	32
图 52：深化农村寄递物流体系建设任务	33
图 53：中国电商综合退货率及退货件量规模预测	33
图 54：PMI 指数	34
图 55：二十大报告交通运输领域规划	35
图 56：制造业企业逐月利润总额（亿元）	36
图 57：顺丰以鄂州机场为核心的空网轴辐式布局	38
图 58：顺丰当前国内货班起飞时刻分布（2022 冬春航季，周频，个）	38
图 59：不同机型在不同载运率下吨公里成本比较图	39
图 60：鄂州机场强核产业群-促带产业群-兴城产业群	40
图 61：顺丰各项营业成本占物流及货运代理收入比例对比	42
图 62：布伦特油价历史趋势	42
图 63：FCFF 估值假设主要参数	45
图 64：FCFF 永续增长率和折现率敏感性分析	45
表 1：顺丰多元业务领军细分物流市场	8
表 2：2021 年以来快递行业代表性价格监管政策	9
表 3：国家机构及行业组织引领推广文件品类电子化	14
表 4：文件类时效件增速测算	14
表 5：淘宝生鲜食品发顺丰的店铺类型	18
表 6：以 1kg 商品从北京退货回上海为例对比各类寄递方式	20

表 7：分类快递产品收派模式区分	20
表 8：顺丰与通达系退货服务在揽收端的客户体验对比	21
表 9：顺丰时效件分类收入分析测算表	22
表 10：工业 B2B 非生产性物料与生产性物料采购特点对比	25
表 11：2021 年国家邮政局时限测试结果	27
表 12：快递系全货航经营许可证获取时间	27
表 13：截止 2023 年 3 月 5 日货航机型对比	28
表 14：顺丰航班时刻、航线及航空货量情况	30
表 15：电商退货件件量空间及顺丰退货件业务量测算	34
表 16：2023 年时效件分类明细预测	36
表 17：顺丰时效产品组合明细	37
表 18：顺丰网络融通经营成果	41
表 19：单票固定成本弹性静态测算	43

三十年风雨兼程，打造快递物流综合服务巨头

顺丰控股（002352.SZ）致力于构建数字时代的智慧供应链生态，是中国最大、全球第四大的快递物流综合服务商。公司从时效快递服务起家，通过内生+外延并购，在快递领域构建起时效件与经济件互补的分层快递业务体系。同时以时效大网为基础，在大物流领域横向多元化拓展，打造快运、冷链、同城、供应链等新业务，形成覆盖国内外的综合物流生态体系。

图 1：物流产业链解构



数据来源：公司公告、东方证券研究所

2023 年恰逢顺丰成立 30 年。站在当前，我们回首顺丰 30 年风雨历程，继往开来，展望公司在物流时代所面临的机遇与看点。

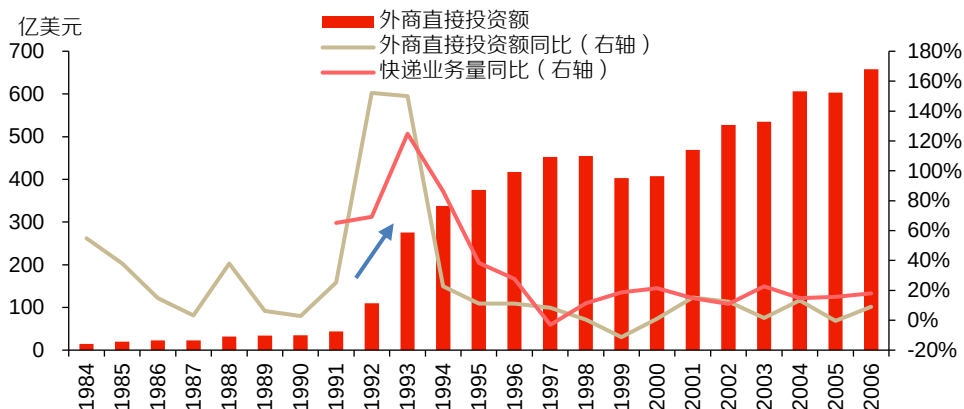
发展历程：沿时效脉络构筑大物流版图，经营策略应时而变

1993-2012：聚焦商务时效件，奠定以中高端“快”服务为主的直营根基

1992 年南巡讲话，改革开放深化。外资大量进入中国，外贸的兴起激发了珠三角等区域大量的**商业文件寄递需求**。1993 年，王卫先生抓住香港与内地之间业务往来频繁的商机，创立了以经营进出港快件为主的顺丰，**奠定了其以寄递文件为主的服务基础和对“快”时效的基本要求。**

1997 年，顺丰开始从华南向全国主要地区扩张，并于 2002 年成立总部，从最初的加盟网络向直营网络转型，确立了其区别于通达系的商业模式。2009 年顺丰航空正式获批筹建并完成首航，助力公司于 2010 年开拓国际快递业务，并为后续提高时效履约能力打下航空资源基础。**到 2012 年，公司在快递业务领域基本建成了以中高端时效件为主的直营快递体系。**

图 2：1992 年南巡讲话后外商涌入促进快递业发展



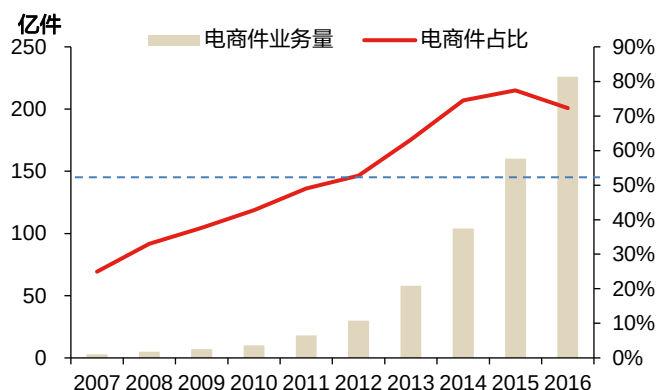
数据来源：WIND、东方证券研究所

2013-2021：自建+并购多元发展，挖掘多重增长与转型机遇

1) 自建式多元发展期（2013-2016）：自 2003 年淘宝等电商陆续上线以来，电商市场的快速发展带动快递业进入了高速成长期。到 2012 年，电商件占我国快递业务量的比例已突破 50%。2011-2016 行业整体收入增速在 30%-45% 区间。此间，以经营电商件为主的通达系业务量迅速增长，顺丰市占率从 2011 年的 17.4% 下降至 2013 年的 11.9%。

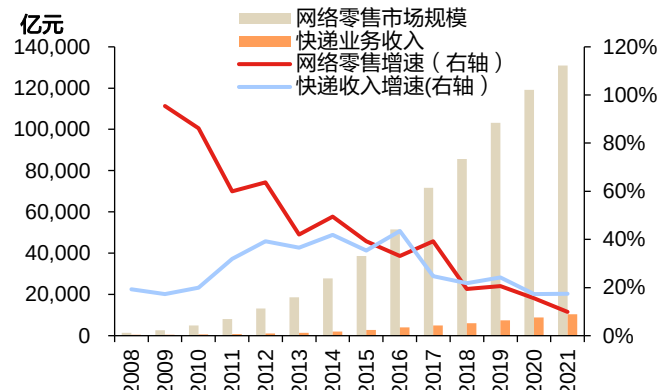
为分享电商快递市场增长红利，2013 年末顺丰从时效件向经济件领域渗透。依托时效大网，公司进军电商快递市场，逐步构建起分层次、全品类的快递产品体系。同时在该阶段，顺丰以内生孵化的拓展方式，陆续推出快运、冷链、同城等多元业务板块，在大物流范围内横向多元化发展，从单一快递服务提供者向综合供应链物流服务提供商转型。

图 3：2007-2016 年电商快递件量及其占快递总件量比例



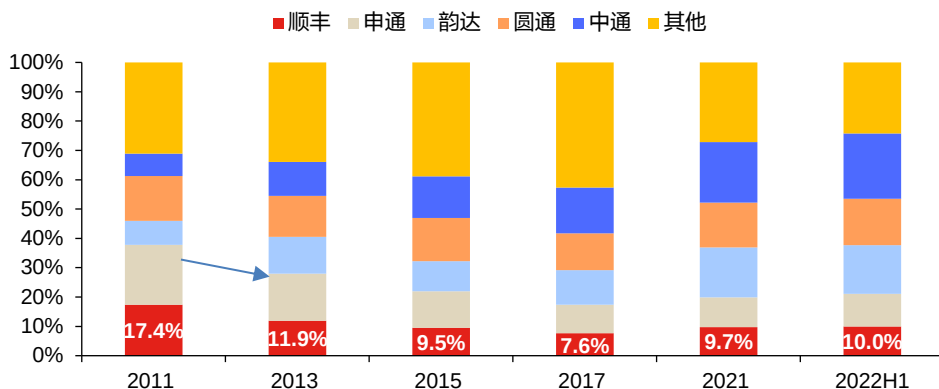
数据来源：艾瑞咨询、中国产业信息网、东方证券研究所

图 4：网络零售和快递收入金额及增速情况



数据来源：萝卜投研、东方证券研究所

图 5：快递行业市场份额分布



数据来源：公司公告、东方证券研究所

2）多元并购式强化期（2017-2021）：2017 年顺丰在深交所上市，借助资本市场的力量，公司开启对外并购扩张之路，强化各业务板块，逐步完善大物流各细分领域的布局。

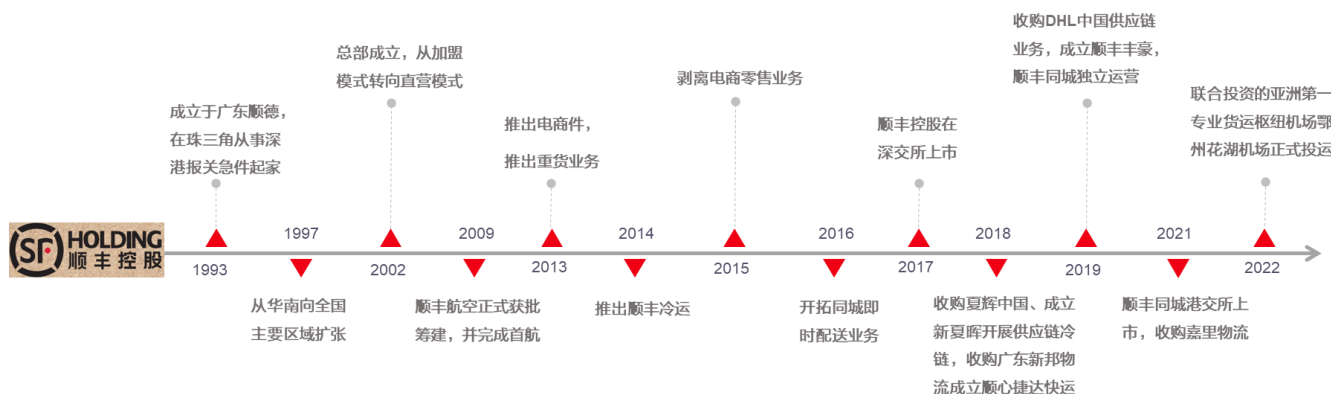
2018 年 3 月，公司收购广东新邦物流，推出了加盟模式的“顺心捷达”快运独立品牌，与顺丰自建的直营快运业务互补；

2018 年 8 月，公司收购了全球供应链领导品牌夏辉集团的中国冷链业务，成立新夏辉以深化冷链市场布局；

2019 年 2 月公司完成了对 DHL 中国供应链业务的收购，整合 DPDHL 集团领先的供应链经验和顺丰自身在本地丰富的基础设施和客户资源，成立顺丰丰豪，强化中国本土供应链服务能力；

2021 年，公司又收购了全球领先的综合物流服务商嘉里物流，整合其强大的国际物流资源以扩大顺丰的全球网络布局。

图 6：顺丰历史沿革



数据来源：公司总部及子公司官网、公司公告、东方证券研究所

在该阶段，顺丰的经营主线是通过自建+并购的模式快速扩张，以抢占快递、快运、冷链、同城、供应链等领域的市场份额。公司致力于不断强化泛物流领域服务能力，在各个细分市场均做到领军地位。

表 1：顺丰多元业务领军细分物流市场

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

多元业务	布局意图	竞争力
快运	补齐运输重量层面全公斤段的服务能力	中国收入、货量双第一的零担市场龙头
同城	补齐运输距离层面全运距的服务能力	中国规模最大的独立第三方即时配送服务平台
冷运	补齐运输温控层面多温区的服务能力	2017-2021 年度中国冷链物流百强榜 TOP2

数据来源：运联智库、公司公告、中物联冷链委、东方证券研究所

2021-至今：从扩张到融通，从收入兑现到盈利兑现，降本增效高质量发展

政策端，为遏制恶性竞争，2021 年 4 月起快递行业价格与成本监管强化。多项政策全面限制恶性价格战，并要求提高派费标准以保障快递从业者权益，**引领快递行业步入高质量发展阶段。**

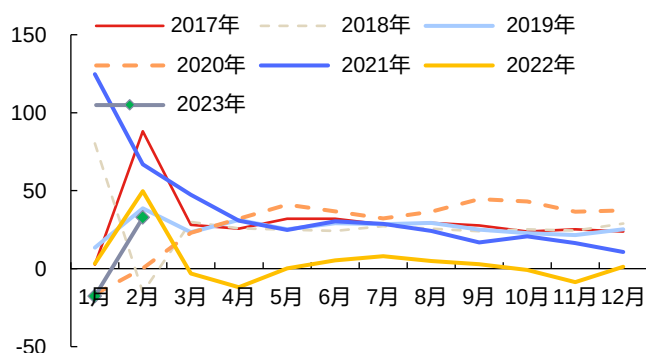
表 2：2021 年以来快递行业代表性价格监管政策

时间	部门	政策	内容
2021 年 3 月	义乌邮政管理局	《关于维护行业平稳有序 推进行业高质量发展的实施意见》	要求维护市场秩序，科学制定增速标准，加强市场主体自律和快递小哥合法权益保障等
2021 年 4 月	浙江省政府	《浙江省快递业促进条例（草案）》	快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务
2021 年 7 月	交通运输部等七部门	《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》	提出要制定《快递末端派费核算指引》和《快递员劳动定额标准》，界定低价倾销行为及相应的处罚标准。
2022 年 1 月	国家邮政局	《快递市场管理办法（修订草案）》	有效规范市场主体经营行为，不断提升快递服务质量和安全水平，促进快递业持续健康发展，明确提出经营快递业务的企业及其从业人员不得无正当理由以低于成本价格提供快递服务

数据来源：政府官网、东方证券研究所

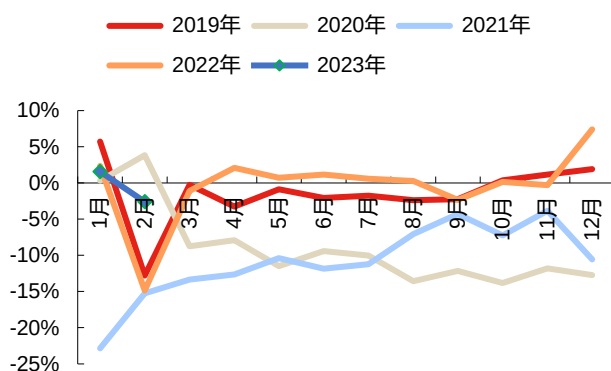
市场端，快递行业在经历了 2020Q2-2021Q2 的恶性价格战后，2021Q3 起在监管指引下，行业竞争格局持续改善，单价降幅显著收窄。但行业业务量增长中枢显著下移，叠加疫情冲击及消费低迷影响，2022 年全年快递行业共实现业务量 1106 亿件，业务量同比仅增长 2.1%。

图 7：全国快递服务企业当月业务量同比增速（单位：%）



数据来源：国家邮政局、东方证券研究所

图 8：全快递行业当月单票收入同比增速



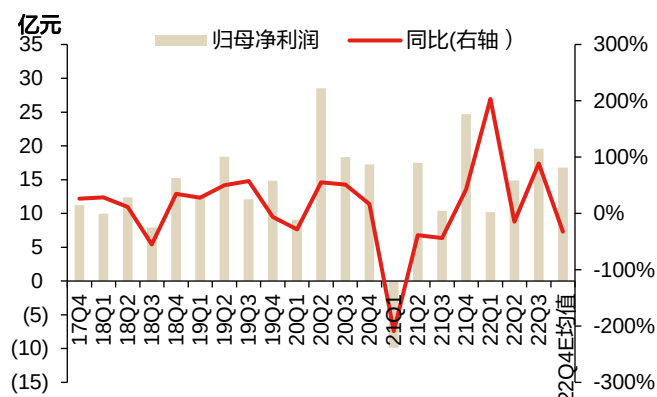
数据来源：国家邮政局、东方证券研究所

增速中枢下降背景下，快递行业整体进入新发展阶段，快递企业自身的经营水平和管理能力，越发成为企业之间的核心分化因素和定价差异点。

在此阶段，顺丰经营思路从多元扩张，转向精细化管理。公司于 2021 年开始推行四网融通战略，整合多元业务资源，全网控费降本，盈利能力持续修复。22Q1-Q3 毛利率较 21 末提高 0.05 个百分点达到 12.42%；净利率提高 0.88 个百分点，达到 2.77%。

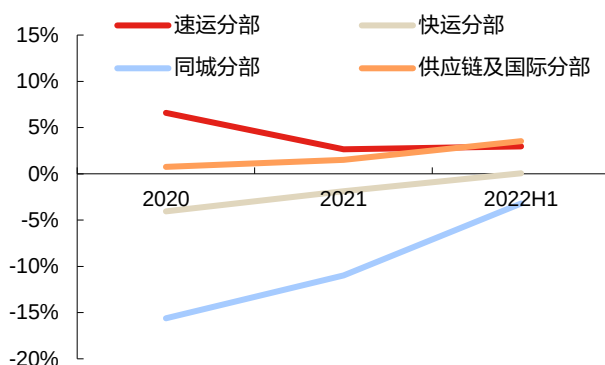
对于快递主业，公司不断拓展时效件内涵，调优经济件结构。多元业务从追求市场份额，转向减亏及盈利兑现。22 年以来公司新业务盈利能力持续修复。22H1 公司快运分部首次突破盈亏平衡点，盈利 0.09 亿元。同城分部成为多元业务中唯一未实现盈利的分部，净利润虽仍亏损 1.44 亿元，但盈利能力趋于改善，亏损幅度显著收窄，净利率从 2020 年的-15.62%提升至 2022H1 的-3.2%。

图 9：顺丰单季归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所（注：22Q4 为业绩预告均值）

图 10：顺丰各分部净利率情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

站在当前时点，我们认为顺丰正处于从收入兑现向盈利兑现的关键转型期。业绩由收入端超级品牌带来的强定价能力驱动，转向盈利端品牌+经营效率双轮驱动。

主营业务：围绕时效网络打造全产品矩阵，速运分部为利润核心来源

通过横向多元化，顺丰已推出覆盖大物流领域各细分市场的全产品体系，提供时效快递、经济快递、冷运、快运、同城、供应链及国际业务等多种服务。

通过纵向多元化，顺丰完善了各细分市场产品矩阵，面向个人与各行业企业，推出高中低端不同定位的产品，通过直营、加盟、外部合作等多种方式提供服务，不断完善产品分层，提供满足客户全价值链物流服务需求的产品组合。

图 11：速运物流业务产品矩阵



时效快递

主要面向个人、企业、商家等，提供时效性强、速度领先的高品质门到门递送服务

- 根据寄递流向与距离，可实现当日达、次日达等；
- 满足客户生产和流通场景的即时响应需求，可提供批量大件航空运输跨省最快7小时达；
- 快递全程时限行业第一（国家邮政局2021年快递时限测试）。



经济快递

主要面向电商平台、电商商家，提供性价比、品质保障的配送服务

- “顺丰速运”直营网络服务高要求客群，门到门配送；
- “丰网速运”加盟网络服务下沉电商市场，定价更优惠；
- 仓储及仓配一体服务，满足多种类型仓储需求，提供全国分仓、智慧云仓及仓配一体服务。



快运

主要面向生产制造、商业流通领域有大件配送、批量运输需求的客户

- 陆运大件：B2C电商大包裹，B2B仓库及门店调拨/大票零担/整车运输；
- 服务延伸：大件仓配、搬家、店配、送装一体等场景化延伸服务；
- “顺丰快运”直营网络服务中高端客群，“顺心捷达”加盟网络服务下沉市场。



冷链及医药

主要面向时令生鲜食品、冷冻食品、医药产业三大领域的客户

- 生鲜寄递：将全国超4,000种农产品从产地直达配送至消费者；
- 食品冷链：提供多温区冷仓、零担/专车运输，及配送到店、到消费者的高标准全程温控冷链服务；
- 医药物流：服务医药产业全链条，实现-80℃到25℃多温区控制及运输，提供GSP认证的医药冷链服务。



同城急送

主要面向餐饮门店、零售/电商商家、个人及企业提供即时物流配送服务

- 可提供To B的尊享、特惠及增值服务，和To C的帮取、帮送、帮买、帮办产品体系，全城平均1小时即时配送服务。

数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 12：供应链及国际业务产品矩阵



国际快递

主要面向国内及海外制造企业、贸易企业、跨境电商以及消费者，提供国际快递、海外本土快递、跨境电商包裹及海外仓服务

- 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经济型国际小包；
- 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

主要面向客户提供空运、海运、铁运、陆运及多式联运的货运解决方案

- 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

主要面向各类行业客户，提供国内及国际端到端供应链解决方案

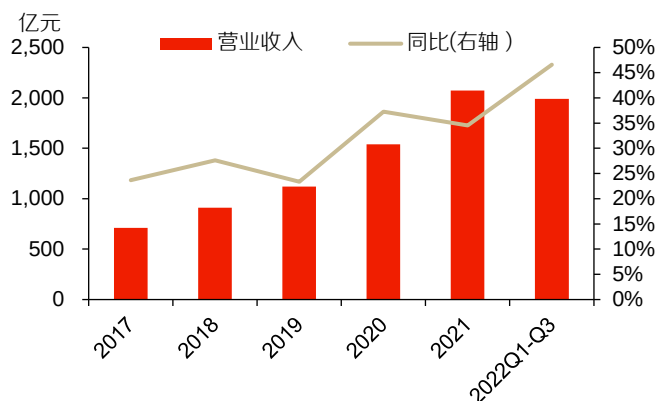
- 以技术赋能，依托顺丰大数据、AIoT技术及软硬件系统集成能力，助力客户打造智慧供应链；
- 顺丰丰豪、新夏晖提供中国本土供应链服务；
- 嘉里物流提供全球综合物流服务。

数据来源：公司年报、东方证券研究所

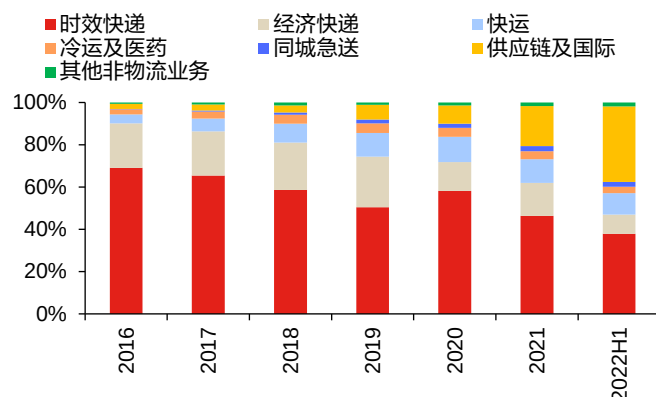
从营收能力来看：时效件为营收和利润主力，供应链及国际业务有望打开二次增长曲线。22 年前三季度公司营收 1991.47 亿元，同比增长 46.6%，2016-2021 复合增速 29.2%。公司从传统快递业务起家，以时效件为根基布局多元新业务。虽然时效件收入占比从 2016 年的 69.1%下降至 2022H1 的 37.9%，但仍是重要的营收来源。同时由于收购嘉里物流，公司国际及供应链业务收入占比从 2016 年的 2.5%大幅跃升至 2022H1 的 35.8%，未来有望成长为公司二次增长曲线。

图 13：顺丰营业收入及同比增速

图 14：顺丰各业务板块收入占比



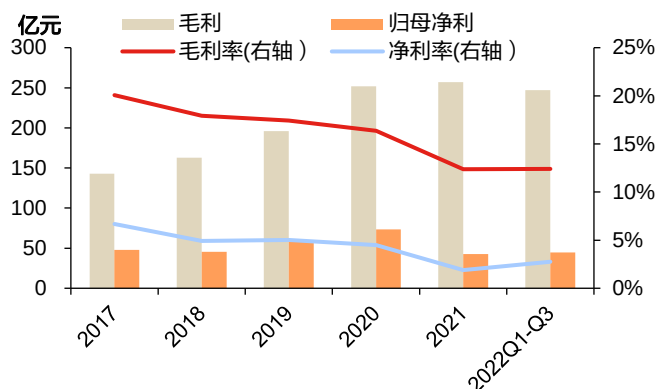
数据来源：公司公告、东方证券研究所



数据来源：公司公告、东方证券研究所

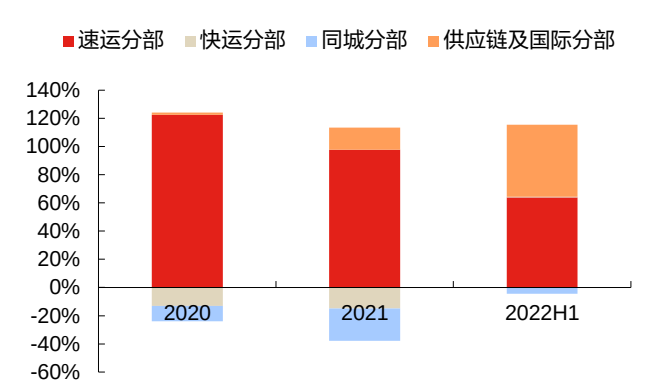
分板块来看，以时效件为主的速运分部仍为公司盈利的主要贡献来源。2022H1，速运分部盈利 21.11 亿元，贡献了公司当期 64.0% 的净利润。多元新业务中，得益于收购嘉里物流，供应链及国际分部盈利占比显著提升，盈利 16.89 亿元，同比提高 2661.5%，贡献了公司当期 51.2% 的净利润。

图 15: 顺丰整体盈利能力



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 16: 顺丰各分部贡献的净利润占比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

对于速运分部，时效件以超 20% 的毛利率水平成为速运分部盈利能力的核心来源，推动速运分部 22H1 达到 3.0% 的净利率，具备强盈利能力。驱动因素来看，一方面宏观经济和消费对速运业务中的时效件和经济件均有影响。另一方面公司积极挖掘需求增量空间，特别是消费端如高端消费、电商退货等，和生产端如工业寄递、供应链服务等增量需求。

对于多元业务分部，快运、同城在收入端具有较强的成长性，未来业绩改善空间更多聚焦于通过精细化管理、网络融通等减亏、增利。供应链与国际分部目前处于探索期，未来有望与嘉里物流协同，构筑公司二次增长曲线。

展望今年，在宏观经济好转和消费回暖背景下，顺丰业绩增长的核心驱动点或仍更多聚焦于增收又增利的核心时效件业务。故本篇报告作为顺丰系列报告的开篇，我们重点聚焦时效件。

时效快递为根：消费与工业类需求崛起，鄂州机场巩固时效壁垒

公司时效快递业务主要服务于个人物品及工商文件流转、中高端消费以及生产流通环节的高效响应需求。

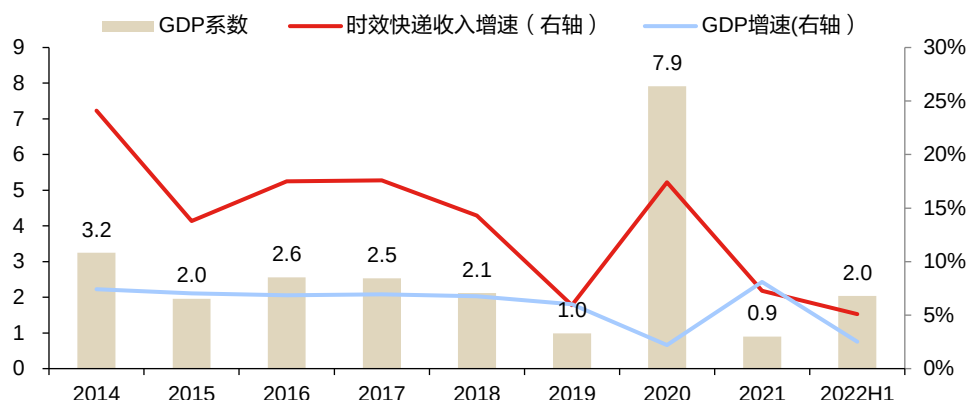
需求端，消费类和工业类时效需求崛起，消费类取代文件类成时效快递最大需求与增量来源，工业类时效件蕴含长期增长潜力；

供给端，鄂州机场巩固和加高公司时效网络壁垒，海、陆、空网资源共筑全球综合时效物流服务能力。

文件类：因商务文件寄递需求而兴起，因电子化而式微

2019 年及以前，文件类一直是公司时效快递最大的件量来源。公司由深港报关急件寄递业务起家，此后深耕商务文件寄递领域多年。由于文件往来与经济活跃程度高度相关，2014-2018 年顺丰时效件收入增长与中国 GDP 增长表现出较强的相关性，二者系数处于 2.0-3.0 区间。

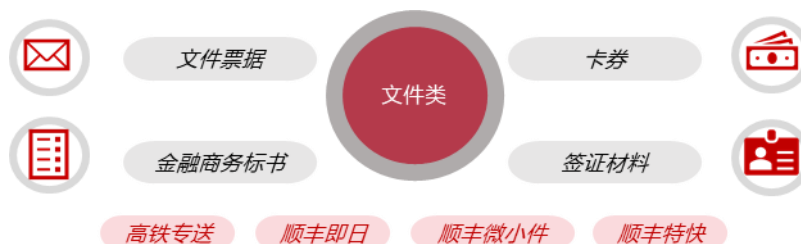
图 17：顺丰时效件收入增速与 GDP 增速关系



数据来源：公司公告、WIND、东方证券研究所

文件类时效件因文件电子化趋势而停滞乃至收缩。顺丰的文件类时效件主要服务于文件票据、银行/商城等卡券、金融商务标书以及证件材料等文件的寄递需求。2019-2022H1 文件类时效件件量占比从 42% 迅速下降至 28%，收入占比从 31% 下降到 21%。2022H1 文件类收入增速同比-4%。

图 18：顺丰文件类时效件主要服务品类



数据来源：公司官网、东方证券研究所

近几年国家机构和行业组织加大力度推进文件电子化，使文件票据、卡券、金融商务标书三个主要品类的寄递需求受到冲击，而疫情影响进一步加速电子化进程。

B to B 端，国家发改委明确推行各行业招投标全流程电子化，扭转电子与纸质招投标双轨并行局面。

B to C 端，银联推广数字银行卡，推进“无卡化”电子卡券进程；保险行业推广电子保单避免纸质保单的来回寄递；税务局进行电子发票试点，实现发票全环节电子化。

表 3：国家机构及行业组织引领推广文件品类电子化

影响品类	时间	主导机构	文件电子化内容
保单	2019 年	银保监会	率先实行车险电子保单。提出电子保单与纸质保险凭证具有同等法律效力，推动电子保单大规模应用。
标书	2020 年	国家发改委	在各行业领域全面推广电子招投标，实现发布招标公告公示、下载招标文件、提交投标文件、开标、评标、异议澄清补正、合同签订、文件归档等全流程电子化，扭转电子和纸质招投标双轨并行的局面。
卡券	2020 年	银联	在境内外同步发行数字银行卡——银联无界卡，实现全流程数字化申卡、快速领卡，推动“无卡化”进程，助力银行卡产业迈向数字化新阶段。
发票	2021 年	地方税务局	在省内部分地区开展全面数字化的电子发票试点工作。税务机关依托全国统一的电子发票服务平台，在线免费为纳税人提供全电发票开具、交付、查验等服务，实现发票全领域、全环节、全要素电子化。

数据来源：国家发改委、银保监会、银联、税务局、东方证券研究所

基于电子化趋势，我们预计文件类时效件长期增速或将低于 GDP 增速。短期伴随经济和商务活动回暖，文件类时效件寄递需求或有所提升。同时，随着电子文件渗透率的提升，能够全程线上化的商务往来流程达到饱和状态，文件类寄递需求将趋于稳定，预计件量将维持低于 GDP 增速的水平。我们预计文件业务量的长期复合增速约 3%，短期内预计 2022-2024 年，顺丰文件类时效件将实现 212、222、230 亿元的收入，对应收入增速-8.1%、4.7%、3.7%。

表 4：文件类时效件增速测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
文件类收入(亿元)	231	212	222	230	236
增速	3.0%	-8.1%	4.7%	3.7%	2.7%
占比	24.0%	21%	19%	17%	15%
文件类业务量(亿件)	15.8	1455	1528	1589	1636
增速	3.3%	-8%	5%	4%	3%
占比	33.0%	28%	25%	22%	19%
文件类单价(元/件)	14.6	14.58	14.54	14.49	14.45
增速	-0.3%	0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.3%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

消费类：时效快递最大需求类别，服务边界不断拓展

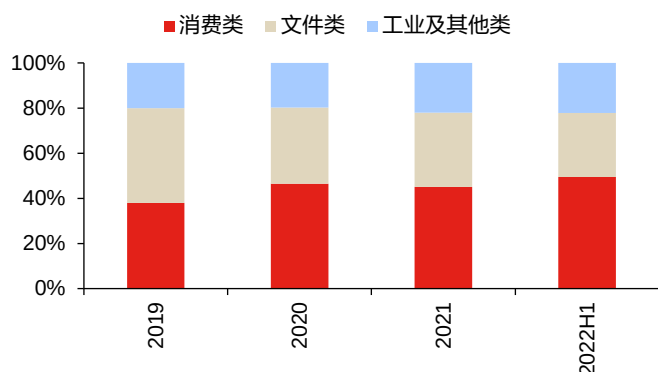
当前公司时效产品增长驱动力已从商务文件流通需求，转向消费类及工业类流通需求。消费类时效件受益疫情带来的线上化趋势，服务边界不断拓展带来新增量。

2020 年开始，疫情推动中高端消费和生鲜食品消费线上化，提升了对中高端及高时效要求的物品的寄递需求；

2021 年顺丰进行了产品结构的升级调整。1) 将原归属于经济快递业务的“标准陆运”产品同步升级为时效快递业务下的“顺丰标快”产品。2) 将消费类时效快递拓展至电商退货件领域，不断拓宽时效件服务边界。

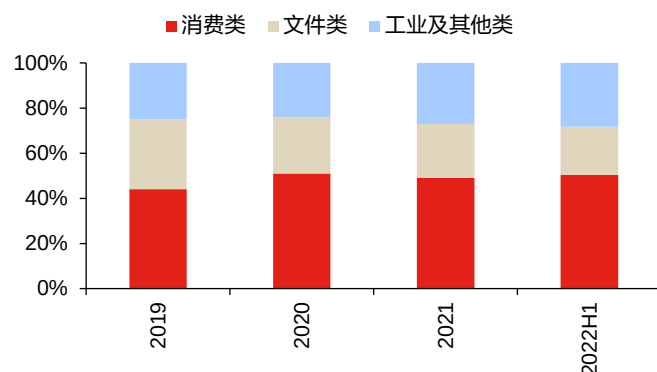
2019-2022H1，公司消费类件量占比从 38% 上升至超 45%，已成为公司时效件最大来源。

图 19：顺丰时效快递件量分类占比



数据来源：公司官网、东方证券研究所

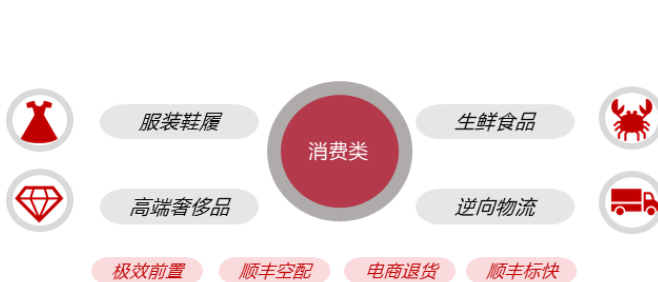
图 20：顺丰时效快递收入分类占比



数据来源：公司官网、东方证券研究所

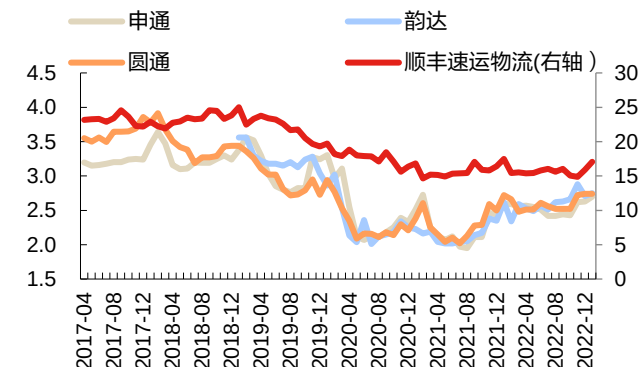
分品类来看，公司消费类时效件主要服务于服装鞋帽、生鲜食品、高端奢侈品和逆向物流的寄递需求。全链路直营带来的高成本、强时效履约能力与优质服务口碑带来的溢价能力，使公司消费类时效件票均单价相对通达系溢价明显，对应主要服务于高价值消费品的寄递需求。消费类时效件需求可进一步归为中高端消费线上化带来的寄递需求、生鲜食品带来的高时效寄递需求和电商退货件需求。

图 21：顺丰消费类时效件主要服务品类



数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 22：主要快递公司整体当月单票收入对比（单位：元/件）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

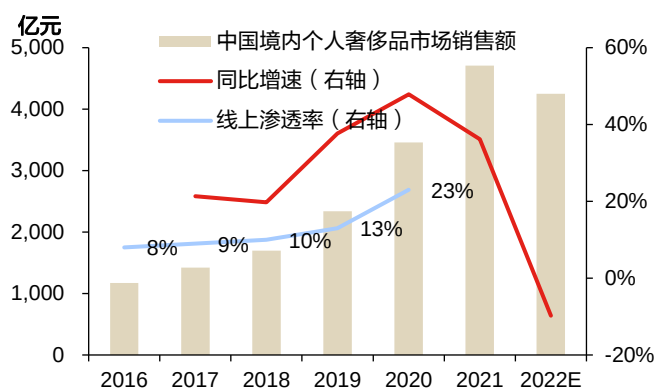
中高端消费线上化：疫情催化消费场景转变，长期仍存较大增长空间

2020 年受益中高端消费在疫情下加速线上化，剔除产品重分类的影响，公司消费类时效快递收入同比增长 36%，拉动时效业务同比 17% 的高速增长。

中高端消费通常更注重购物体验，其线上化进程较中低端商品更慢。疫情一定程度加速和透支了中高端消费的线上化进程，因此相比 20 年，21 年公司消费类时效件收入增速显著回落，同比仅增长 3%。

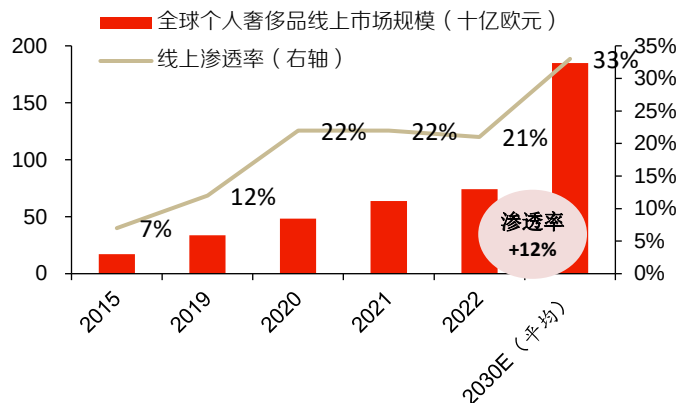
以奢侈品品类为例，中国个人奢侈品线上渗透率从 2016 年的 8% 提高到 2020 年的 23%，其中主要的渗透率跃升来源于疫情推动的 2020 年，较 2019 年 13% 的线上渗透率提高了 10 个百分点。在此之前奢侈品线上渗透虽已呈现加速态势，但每年线上渗透率只提升 1-3 个百分点左右。受疫情推动 20 年渗透率快速提升后，21 年则难以继续维持高速渗透，我们预计其后续将恢复每年 1-3 个百分点左右的自然提升速度。

图 23：中国境内个人奢侈品市场规模增速及线上渗透率



数据来源：贝恩咨询、东方证券研究所

图 24：全球个人奢侈品线上市场规模及线上渗透率



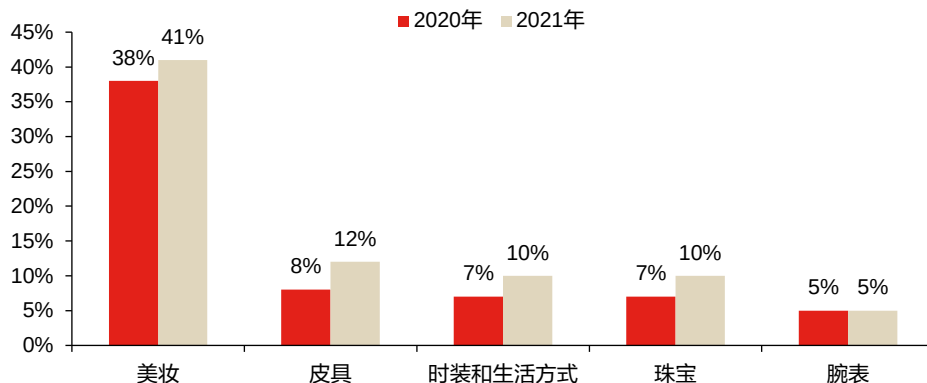
数据来源：贝恩咨询、东方证券研究所

随着疫情影响好转，线下消费场景恢复，我们预计短期中高端消费线上化进程或有一定放缓，但从长期来看，皮具、珠宝、腕表等品类仍存在较大线上渗透空间，顺丰长期仍将受益高端消费线上化进程。

当前顺丰的消费类时效件主要服务于家居、3C、食品、鞋服等。2021 年中国境内个人奢侈品中，时装及生活方式、珠宝、皮具、腕表品类的线上渗透率仅分别为 10%、10%、12%、5%，而这些品类属于顺丰消费类时效件的主要服务品类范围。

与 2020 年中国境内个人奢侈品市场整体 23% 的线上渗透率，以及全球个人奢侈品市场 22% 的线上渗透率相比，预计中国个人奢侈品中的时装、珠宝、皮具、腕表等品类还有 2-4 倍的渗透率提升空间，未来有望带动更多消费类时效件寄递需求。

图 25：中国境内个人奢侈品各品类线上销售渗透率情况



数据来源：贝恩咨询、东方证券研究所

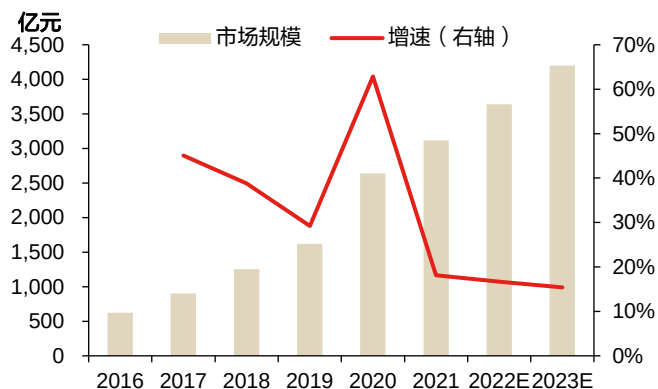
生鲜高时效寄递：生鲜消费线上化+产地直发新模式，拉动生鲜食品寄递高速增长

生鲜食品消费具有高频刚需的特点，且其产品具有易腐损和品质要求高的双重特征，对配送的时效性和配送品质有较高的要求，契合顺丰消费类时效件的定位。2021 年，顺丰运送生鲜包裹超 7.2 亿件（部分纳入冷运分部），同比增速约 30%。

疫情加速生鲜电商发展：2016-2021 年随着居民消费升级及供给端前置仓、仓配一体化、O2O 平台、社区团购等多元新型生鲜电商模式的涌现，中国生鲜电商市场规模从 2016 年的 622.6 亿元快速增长到 2021 年的 3117.4 亿元，5 年复合增速 38.0%。特别是 2020 年疫情加速了生鲜的线上渗透进程，极大培养了使用生鲜电商的消费习惯。消费者每周通过生鲜电商下单 1 次及以上的频次在疫情缓和后提高 9.9%。

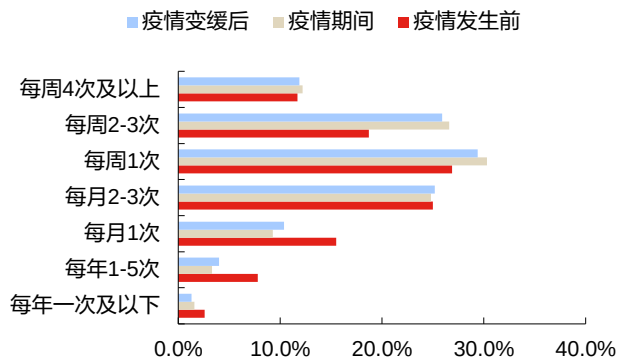
根据艾媒咨询的预测，2023 年国内生鲜电商市场规模有望达到 4198.3 亿元，2021-2023 年复合增速将达到 16.0%，有望拉动食品生鲜的寄递需求持续增长。

图 26：中国生鲜电商市场规模及增速



数据来源：艾媒咨询、东方证券研究所

图 27：2020 年生鲜电商用户疫情前中后购买生鲜频次占比



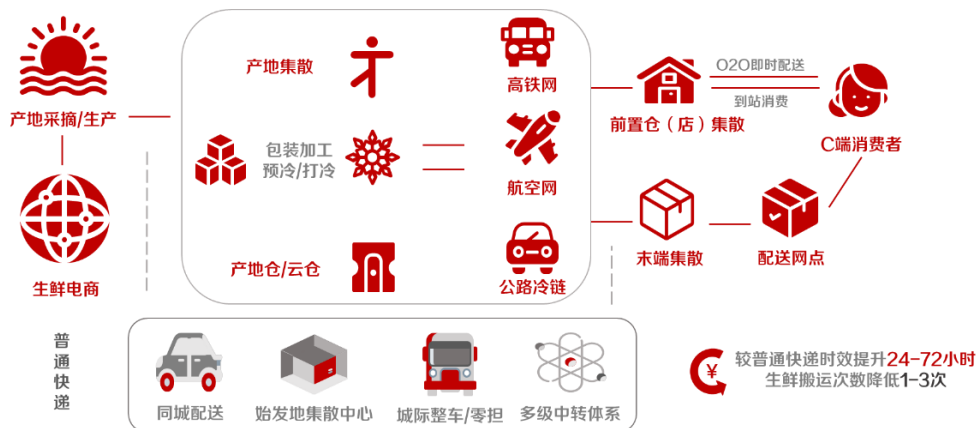
数据来源：艾瑞咨询、东方证券研究所

产地直发带来生鲜寄递新模式：传统生鲜食品的流通需要经历 6~8 个供应链环节。产地直发模式打通供应链环节，使生鲜食品可以从产地直发终端消费者。

对于产区，产地直发通过超短链的供应模式，大幅缩减中间环节费用，让产业带的农产品流通半径迅速扩大，帮助产区快速消化产能。

对于消费者，产地直发减少了中间流通环节的时间及耗损，在让消费者享受更加优惠的“批发价”、“直发价”的同时，能够拥有更保鲜保质的产品和更好的购物体验。

图 28：生鲜电商引流下的产地直发快递模式



数据来源：艾瑞咨询、东方证券研究所

各政府组织及电商平台积极推动生鲜产地直发模式。政府组织打造产地直发模式以促进生鲜食品产销对接，精准助农脱贫，推动乡村振兴。电商平台中，以拼多多为例，以“拼购+产地直发”为核心打造“农地云拼”直发模式，直连全国超 1600 万农户。

顺丰与政府合作，打造产地直发配送方案，2021 年助力巫山脆李、阳湖水蜜桃、茂名荔枝、天水大樱桃等区域品牌从产地直发全国，累计服务生鲜品种 4000+。同时，公司生鲜寄递时效件在淘宝等电商平台与高价值生鲜食品商家广泛合作，拥抱生鲜电商增长机遇。未来公司将充分受益高时效要求、高价值的生鲜食品寄递需求的增长。

表 5：淘宝生鲜食品发顺丰的店铺类型

淘宝店铺	商品类别	快递	单价区间	最高月销量
恒中蟹王	海鲜	顺丰	200-700	1 万+
仲秋视频	海鲜	顺丰	200-700	7000+
苏湖港	海鲜	顺丰	200-700	6000+
鲜驰旗舰店	牛羊肉	顺丰	20-300	3000+
胖舅舅旗舰店	牛羊肉	顺丰	40-300	3000+
绝世食品旗舰店	牛羊肉	顺丰	20-500	1000+
王小二	水果	顺丰+随机	9.9-50	3 万+
青舞生鲜	水果	顺丰（偏远地区除外）	15-70	5000+
匠心褚	水果	顺丰（偏远地区除外）	25-160	4000+

数据来源：淘宝 APP、东方证券研究所

电商逆向物流：切入退货件赛道，有望通过业务协同优势促进市场份额快速提升

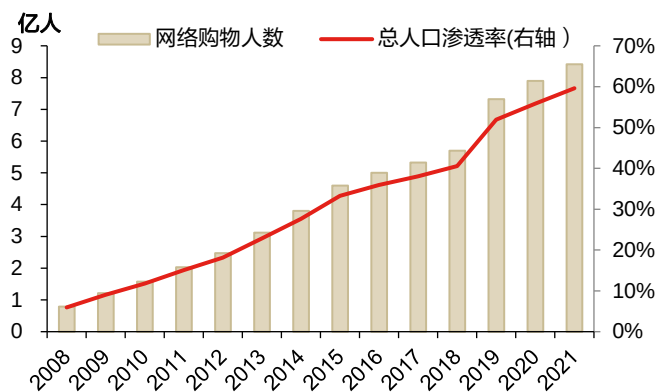
根据公司 22 半年报披露，基于其在散收场景的竞争优势，顺丰将时效快递赛道扩大至逆向物流与电商退货领域，并积极拓展与各大主流及新兴电商平台的逆向物流合作。22H1 公司已接入淘宝、拼多多、唯品会等 20 多个电商平台的退货接口。22H1 消费类时效件中退货寄递业务快速增长，上半年日均约 1400 万单的时效件中，退货件有近 160 万件，占比约为 11%，正成为消费类时效件的重要增量来源。

用户数量红利见顶+电商平台多元化，推动电商更重视用户体验，退货服务需求旺盛：

2021 年我国网购用户数已达 8.42 亿人，而作为劳动及消费主力军的 15-64 岁人口数量为 9.65 亿，网购用户总数与其比值已高达 0.87。电商平台开拓新用户的边际难度提升，用户数量红利趋于见顶。同时，随着下沉电商、直播电商、社交电商等新电商平台的兴起，来自拼多多、抖音、快手的订单增长，网购渠道更加多元化，用户心智的抢夺更加激烈。

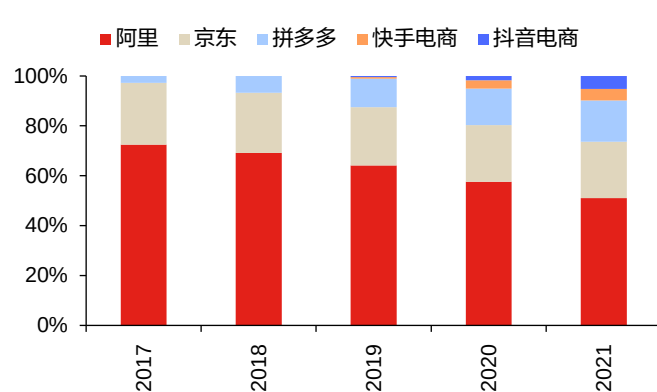
因此提高用户体验，增加现有用户的留存率和活跃度，成为各电商平台争夺存量市场份额的关键。

图 29：网购用户规模及渗透率



数据来源：Wind、萝卜投资、东方证券研究所

图 30：各电商平台 GMV 占比



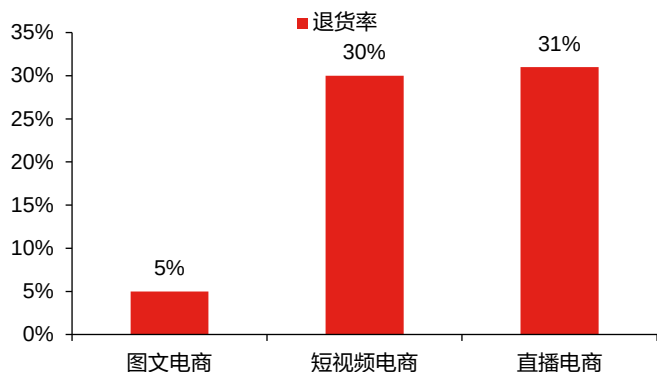
数据来源：公司公告、东方证券研究所

过去，电商退货一直是网购痛点，通过消费者自行寄回的退货方式，不仅需要花费更多时间、更高的退货成本，还严重影响用户网购体验。因此，基于提升服务品质，各电商纷纷引入平台退货渠道。通过电商平台统一与快递企业谈判定价的方式，消费者可以方便快捷地直接在平台对接入驻的各快递退货物流，并能通过电商平台的强话语权获得更优惠的计价方式。

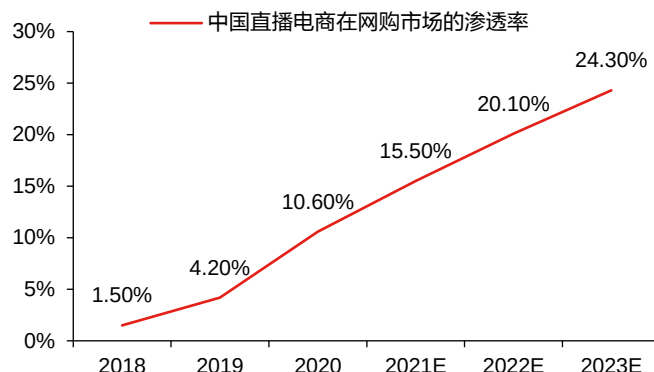
2021 年，我国通过短视频、直播模式网购的退货率（30%）>通过传统图文电商网购的退货率（5%）。经测算，随着短视频、直播等新模式渗透率的提升，预计我国网购综合退货率将从 2021 年的 8.8% 上升至 2025 年的 13.9%，对应全市场退货件量规模从 21 年 80 亿件增加到 2025 年 182 亿件，复合增速 23%。

图 31：2021 年各类电商平台平均退货率

图 32：中国直播电商在网购市场的渗透率



数据来源：艾瑞咨询、东方证券研究所



数据来源：艾瑞咨询、东方证券研究所

顺丰在退货件领域具备比较优势：

从产品特点来看，收入端，退货件受制于电商统一定价的强话语权，难有提价空间；成本端，成本管理控制能力成为各快递企业该业务盈利能力的关键区分点；服务端，消费者与商家均对退货件寄递总时效不敏感，更加注重退货便利性与商品安全性。

顺丰凭借其直营快递网络具备的强末端散收服务能力，其退货件与其他时效品类具备高度协同性，有望在揽收端具备成本和服务的比较优势。

收入端：由于退货件货源高度依赖电商平台，在电商平台统一议价的基础上，快递企业的定价能力相对处于弱势。因此退货件相对其他时效件品类通常定价更低（定价：其他时效件>退货件>电商件）。

表 6：以 1kg 商品从北京退货回上海为例对比各类寄递方式

寄递方式	自行寄递					淘宝平台菜鸟裹裹统一寄递				
服务快递商	顺丰	中通	圆通	韵达	申通	顺丰	中通	圆通	韵达	申通
快递产品名称	顺丰标快	中通普快	圆通标快	韵达速递	申通快递	菜鸟裹裹退货件				
寄递价格(元)	18	15	13	15	12	12				
计价方式	首重 (1.0kg)18.0 元,续重 5.0 元 /kg	首重 (1.0kg)15.0 元,续重 10.0 元/kg	首重 (1.0kg)13.0 元,续重 6.0 元 /kg	首重 (1.0kg)15.0 元,续重 10.0 元/kg	首重 (1.0kg)12.0 元,续重 8.0 元 /kg	无运费险：首重(1.0kg)12.0 元,续重 5.0 元/kg 有运费险：首重减免，续重 5.0 元 /kg				

数据来源：各公司及平台 app、公司官网、东方证券研究所

成本端与服务端：从收派模式上进行区分，退货件属于散收集派的模式。与同样基于散收模式的顺丰其他时效产品在收件端具有良好的协同效果。而主攻电商件市场的通达系网络则以集收模式为主。

表 7：分类快递产品收派模式区分

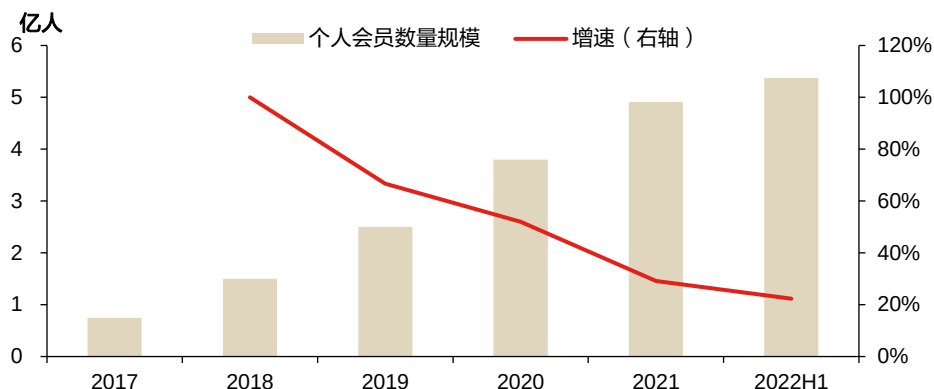
	散收	集收
散派	C to C、B to C 的时效件	以 B to C 为主的时效件
集派	退货件	电商件

数据来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

顺丰散收网络的广泛覆盖，积累了海量的个人散单客户。2017-2022H1 其个人会员数量规模从 0.75 亿人增长为 5.37 亿人，增长 6.16 倍，为其散收端提供了充分密度的订单支持。顺丰退货件的散收订单与其他时效件的散收订单合并，提高了单个快递员在单个区域的散收效率。

图 33：顺丰散收客户数量及其同比增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

成本端，揽收环节，快递公司更多基于单个快递员的总揽收收益，进行单票揽件费的调整。因此在顺丰的散收订单密度相较通达系更高的情况下，顺丰退货件的单票揽收成本更低。**中转环节**，由于退货件时效敏感性相对其他时效品类更低，顺丰可以更多利用其他时效品类的冗余产能进行中转，边际成本较低。

服务方面，与其他时效品类不同，对于退货件，相对于时效，**消费者**更加注重便捷的上门取件体验；**商家**更加重视消费者退货体验以及寄递货物的安全性；**电商平台**则更加注重退货服务对整体购物体验的影响。

因此高散收订单密度意味着顺丰可以将上门揽件时间节点更细化，满足更多层次的个人寄件时段需求。顺丰终端快递员每天多次收派，由于散收订单密度足够高，顺丰可在平台规定的退货时长内，进一步细化时间间隔，根据消费者的时间提供更个性化的上门收件服务。由于该服务的优化是基于与时效大网散收能力的协同，顺丰能以较低的边际成本获得更优的服务优势。

表 8：顺丰与通达系退货服务在揽收端的客户体验对比

	顺丰其他时效件	通达系其他时效件	菜鸟裹裹退货件承诺
退货可实现上门时点精确度	1 小时内上门	2 小时内上门	2 小时
通过菜鸟退货每天可实现的可选时刻	约 10 段	约 5 段	5 段

数据来源：各快递公司官方小程序、淘宝 app、东方证券研究所

因此凭借更优良的上门退货寄递体验以及强散收网络的协同优势，我们预计顺丰切入逆向物流市场后，将通过在退货件市场渗透率的提升，为消费类时效件带来新的增长动力。

工业类：受益供应链升级，工业类时效件需求崛起，持续稳定高增长

工业类时效件增速持续亮眼：我们测算，剔除部分口径变化影响后，工业及其他类时效件收入在 2020-2022H1 同比均取得稳定的高增长，增速处于 13%-21% 区间。除 2020 年低于消费类当期 36% 的增速外，工业类时效件收入增速自 2020 年以来均为时效件三大分类中最高水平，逐步成为时效件收入增速的稳定支撑力。

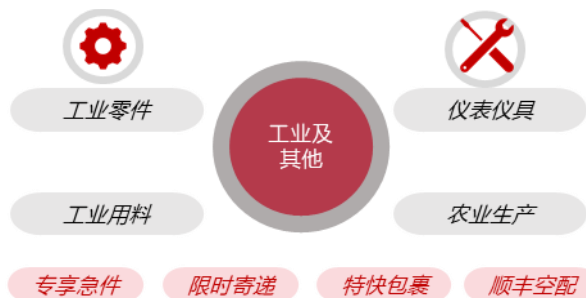
表 9：顺丰时效件分类收入分析测算表

	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
GDP 增速	6.9%	6.7%	6.0%	2.2%	8.1%	2.5%
时效业务收入增速	18%	14%	6%	17%	7%	5%
与 GDP 系数	2.5	2.1	1.0	7.9	0.9	2.0
其中：消费类收入与增速				36%	3%	2%
与 GDP 系数				16.40	0.38	0.81
文件类收入与增速				-5%	3%	-4%
与 GDP 系数				-2.42	0.37	-1.62
工业及其他类收入增速				13%	21%	15%
与 GDP 系数				5.78	2.55	5.15

数据来源：公司公告、公司官网、IMF、国家统计局、东方证券研究所

从具体寄递品类来看，工业及其他类时效件主要聚焦于工业零件、工业用料、仪器仪表和农业生产等的寄递需求，主要服务于制造业和农业生产的寄递。

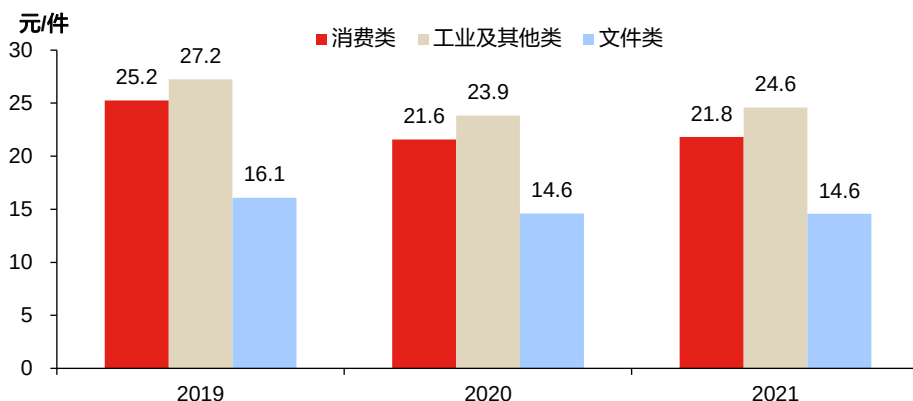
图 34：顺丰工业及其他类主要服务品类



数据来源：公司官网、东方证券研究所

从平均寄递价格来看，单票收入：工业类 > 消费类 > 文件类。相较于消费品和文件，工业件更多服务于 B to B 模式的工业类寄递场景。B 端更大的单次寄递规模与更重的寄递品类，使工业件的单票货重与单票收入相对更高。

图 35：时效件各品类单票收入



数据来源：公司官网、东方证券研究所

从应用场景来看，我们认为企业的两大核心寄递需求主导了工业类时效件的需求增长：

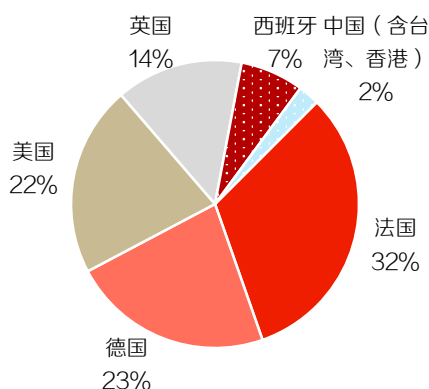
① 临时寄递需求：供应链受不确定性因素影响加大，带来的紧急运输需求。

全球化的精细分工拉长了制造业在国内外的供应链条，也导致一定程度的“脆弱”。

国际来看，以飞机制造产业为例，空客 21 年供应商名录共有 3186 家供应商，分布于 49 个国家。

国内来看，以我国支柱性汽车产业为例，一辆车有 1000 多个总成零部件，来自 200 多个一级供应商。

图 36：2021 年空客供应商名录地区分布



数据来源：空客官网、东方证券研究所

图 37: 江浙沪汽车供应链分布情况



数据来源：奥纬咨询、东方证券研究所

长供应链条增大了各环节在遭受外部冲击时不稳定的可能性。而供应链上任何一家供应商供货不及时，零部件无法保证齐全配套，都无法推进下一步生产和组装。近年来受国际局势和疫情影响，

供应链安全和稳定，成为摆在各国、各企业面前亟待解决的问题。与此同时，长供应链条面对冲击时所产生的紧急寄递需求带来了工业类时效件的发展机遇。

在紧急需求情景下，企业选择工业类时效件寄递的经济决策本质是：

工业类时效件寄递费用 < 未及时交付产品的违约金+交付产品可获得的盈利+客户停产需赔付的损失

我国供应链合同约定的违约金比例通常为未交付销售金额的 10%，2021 年工业类企业的平均销售净利率约 6%，客户停产赔付损失则差异较大，高者可达违约金的数倍。而我国工业类企业的物流费用率约为商品销售额的 8.6%（2016 年数据），仅违约金一项已超过物流成本。因此，面对外部冲击导致的断供场景，一旦企业可以通过紧急寄递方式弥补，选择时效寄递几乎是必然的经济性选择。

当前我国各类产业供应链相对长且分散的局面短期难以改变，外部冲击风险的提频、加剧，带来更多非计划性运输需求，叠加政策强化对供应链安全性的支持，**预计生产制造端的非计划性紧急寄递需求仍将广泛存在。**

② 常规寄递需求：高周转柔性生产经营模式带来的运输替代仓储需求+ B2B 工业品电商兴起带来的工业快递寄递需求

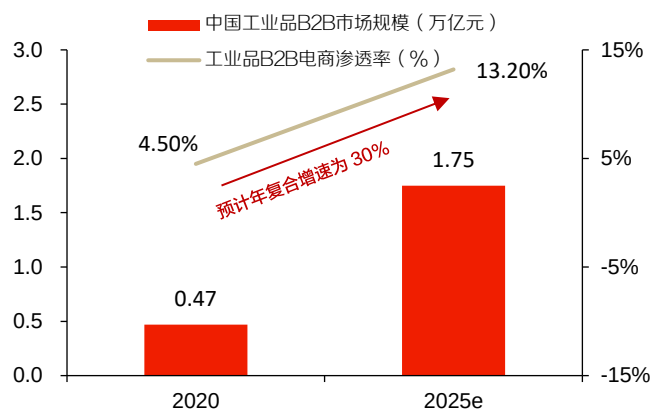
高周转柔性生产经营模式带来的运输替代仓储需求：主要服务于供应链升级优化而产生的高时效流通需求。我国制造业供应链向及时生产（JIT）的柔性供应链体系转变，从而带来更多小批量、高频次的工业零件、用料、器具等工业生产物品的流通需求。以往一次性的 30KG 以上的快运运输向更小重量批次的 10-20KG 重量段的快递型运输转变，其核心是**运输物流费用对仓储库存费用的替代**。叠加我国大力推行“快递进厂”，支持快递企业服务于制造业供应链的升级转型，以快递形式寄递工业品的需求增多。

B2B 工业品电商兴起带来的工业快递寄递需求：2020 年，中国工业品 B2B 电商市场规模约为 4700 亿元，线上渗透率约为 4.5%。与我国 TO C 端成熟的消费零售线上渗透率相比，TO B 端工业品线上化还有较大渗透提升空间，持续吸引头部互联网参与者加强市场布局，如百度爱采购、1688 工业品、京东工业品等。

据艾瑞咨询预测，未来随着国家政策对阳光化采购的推动、企业自身对降本需求的增加及工业品 B2B 电商平台自身设施及服务的完善，未来五年工业品 B2B 电商市场规模年复合增长率将达到 30%，预计 2025 年中国工业品 B2B 电商市场规模约达 1.75 万亿元，对应渗透率提升至 13.2%。

图 38：中国工业品 B2B 电商市场规模及渗透率

图 39：B TO B 工业品电商产业链



数据来源：艾瑞咨询、东方证券研究所



数据来源：艾瑞咨询、东方证券研究所

工业品按采购方使用目的与产品原始性质，可被细分为：

非生产性物料（MRO）：维修类，工具类、仪器仪表、辅助用品等；**保养类**，机械设备、工控电气、胶粘润滑等。2021 年，中国工业品市场 MRO 占比为 20%，市场规模约为 2.48 万亿元。

生产性资料（PM）：原材料，化工、能源、玻璃、水泥；**零部件及半成品**，汽车配件、半导体零部件等。2021 年，中国工业品市场 PM 占比为 80%，市场规模约为 9.52 万亿元。

其中，生产性材料（PM）中的原材料工业品电商通常为自营的物贸一体化运营模式，代表性平台有密尔克卫、国联股份的直营工业品电商平台，通常由直营企业自行组织物流运输，且货物通常为大宗及危化品等原材料，与顺丰等快递型企业相关度较低。同时，对于更有计划性采购的 PM 而言，物流的准时性即可满足其生产经营需求，对快时效的诉求并不强烈，不能发挥顺丰工业时效件的寄递优势。

而非生产性物料（MRO）具有较强的非计划性、SKU 数量更多、单品量更少、更多为易耗品的属性使其与工业类时效件的小批量、高频次、快时效的寄递需求更加匹配。

因此我们预计顺丰工业类时效件将更多受益于 MRO 品类以及 PM 中高价值零部件品类的电商化。

表 10：工业 B2B 非生产性物料与生产性物料采购特点对比

	非生产性物料（MRO）	生产性资料（PM）
用途	不直接构成产品，只用于维护、维修及运行用途	直接构成最终产品的生产性物料
品类	包括维修用品，设备备件及耗材、运营辅助类物资等	包括原材料、零部件以及半成品等
产品特点	涉及范围广、品类复杂、SKU 数量较多、单品量较少、多为易耗品	产品品类相对较少、单品平均价值较高
采购特性	在计划性的采购之外，具有较强的非计划性	企业根据生产计划具有计划采购
供应商特点	因品类复杂、采购需求分散导致供应商数量众多	一般有长期稳定的供应商，数量相对有限
服务属性	专业服务要求高：技术安装、维护、保养等本地化服务有较大需求	服务要求较低

数据来源：艾瑞咨询、东方证券研究所

从顺丰工业类时效件整体寄递占比来看，我国工业类时效件仍处于发展早期，顺丰工业类时效件收入占比仍低于国际巨头同类收入结构中的平均水平，但二者差距逐渐缩小。2019 年，顺丰来自工业及其他类时效件的收入较 Fedex、UPS 调整后可比工业及其他类收入占比的均值少 7 个百分点。

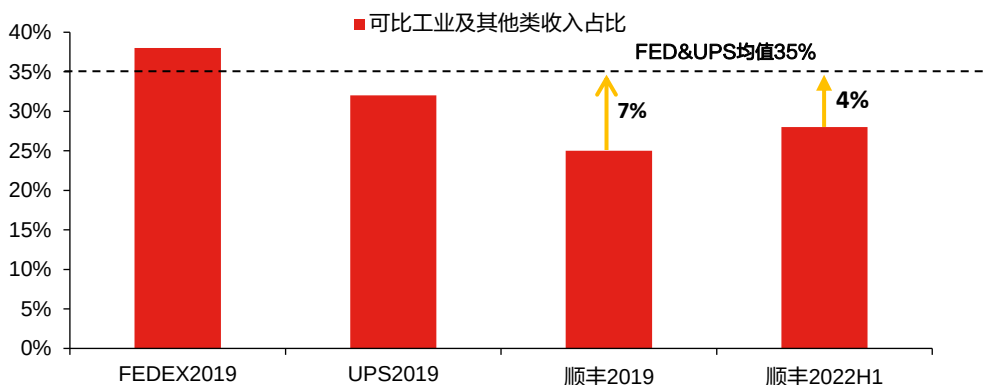
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

点，2022H1 差距缩小至 4 个百分点。海外 Fedex、UPS 服务制造业等工业类时效寄递的模式更为成熟，对顺丰工业件的发展有一定借鉴意义。

同时，与美国相比，我国制造业增加值占 GDP 的比重更高，2021 年为 27% 远高于美国的 11%，或隐含更多 B to B 工业类寄递的潜在市场需求。

随着我国工业类时效寄递需求的进一步起量，顺丰工业及其他类时效件收入占比有望进一步提升，或将看齐甚至超越国际巨头。

图 40：顺丰、FEDEX、UPS 可比工业及其他类收入占比对比



数据来源：bloomberg、东方证券研究所

综合来看，目前时效业务在以 GDP 增速为锚的同时，消费类、工业及其他类货种的流通需求，为顺丰时效件带来了超额增速。

消费类时效件中，高端消费线上化仍有空间，电商退货、生鲜食品寄递需求或成为新的增长驱动力。

工业及其他类时效件顺应了供应链升级的趋势，未来仍有较大的空间。

预计公司消费类和工业类时效件占比仍将平稳提升，支撑时效件长期获得高于 GDP 的超额增速。

时效壁垒再升级：领先的空网布局，保障时效件长期核心竞争力

供给端的高效履约优势是顺丰时效件领先同业的关键因素，而公司领先的空网布局是其时效优势的核心来源。我们认为鄂州机场作为亚洲第一、世界第四的货运枢纽机场，将再次筑高公司航空网络壁垒。

顺丰更短的履约时限长度和更高的履约准时率构成了其时效件全品类的产品竞争力。自国家邮政局 2013 年公布企业时限测试结果以来，顺丰控股旗下直营品牌顺丰速运的全程时限长度和 72 小时准时率一直稳居行业第一。根据 2021 年度的时限测试结果，顺丰速运是参与测试的头部全网型快递企业中唯一全程时限小于 48 小时的企业，领先全国重点地区平均水平超 9.08 小时。同时也是唯一 72 小时准时率高于 90% 的快递企业，领先于同样以中高端定位为主的京东快递和邮政 EMS，高于全国重点地区平均水平超 12.06pcts。

表 11：2021 年国家邮政局时限测试结果

2021 年时限长度测试结果

全程时限	公司名称
<48 小时	顺丰速运
48 小时-60 小时	京东快递、中通快递、邮政 EMS、韵达速递、圆通速递
≥60 小时	申通快递、百世快递、德邦快递、极兔速递
全国重点地区平均	57.08 小时

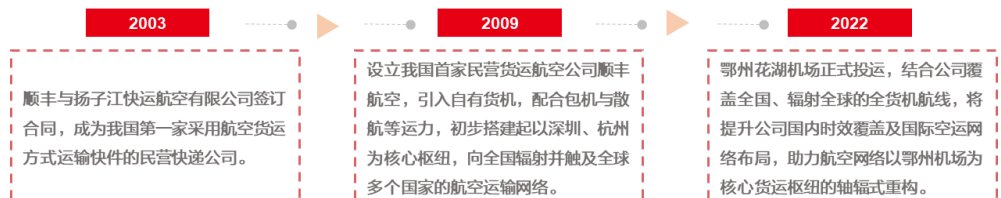
2021 年 72 小时准时率测试结果

准时率	公司名臣
≥90%	顺丰速运
80%-90%	京东快递、中通快递
<80%	邮政 EMS、圆通速递、韵达速递、申通快递、百世快递、德邦快递、极兔速递
全国重点地区平均	77.94%

数据来源：国家邮政局、东方证券研究所

航空网络壁垒区隔顺丰与竞对，构筑时效履约核心竞争力：在干线中转运输中，以空运取代陆运是顺丰全程时效领先的关键。而公司领先的航空网络资源布局又是其超越同行的时效履约能力的根本保障。由其航空牌照、机队、航权时刻、航线及机场五项关键航空资源构筑的空网壁垒，是其时效服务核心竞争力的关键来源。

图 41：顺丰航空网络发展的标志性历程



数据来源：公司公告、东方证券研究所

航空牌照壁垒

根据监管要求，运营民用货运航空需要取得《公共航空运输企业经营许可证》和《航空承运人运行合格证》。顺丰早在 2009 年便取得了上述两项资质。该资质的审核标准较高，截至 2023 年 2 月，我国包括顺丰航空、中邮航、圆通航空在内的全货航仅有 13 家。货运航空的高牌照要求较好的限制了新进入者的竞争，是顺丰货运航空资源的第一道壁垒。

表 12：快递系全货航经营许可证获取时间

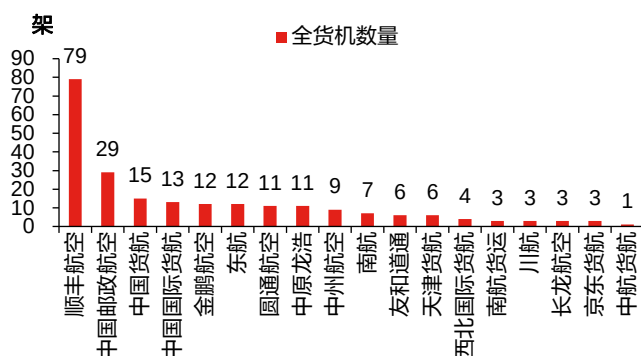
企业名称	经营许可证获取时间	基地机场
中国邮政航空	2003 年	南京禄口国际机场
顺丰航空	2009 年	深圳宝安国际机场
圆通货运航空	2015 年	杭州萧山国际机场
京东货运航空	2022 年	南通兴东国际机场

数据来源：中国民用航空局、公司官网、东方证券研究所

机队资源壁垒

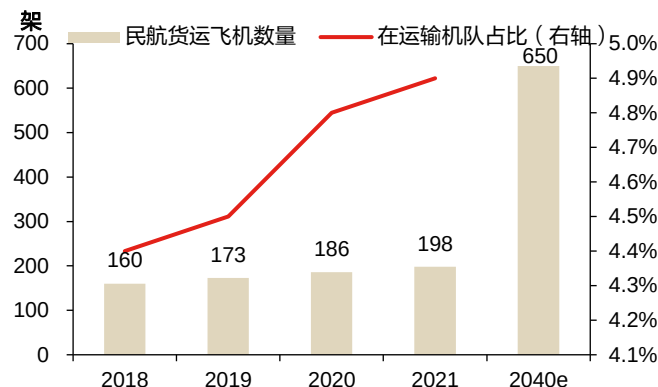
从飞机数量上看，当前我国全货机仍属于稀缺资源，2021 年中国内地航空公司全货机数量占运输总机队的比例不足 5%。顺丰航空作为最早开始货航运营的民营企业，通过多年投资积累已发展为国内全货机数量最多的货运航空公司，截至 2023 年 3 月 5 日共拥有 79 架自营全货机，远高于中邮航的 29 架和中国货航的 15 架。

图 42：我国全货机数量分布情况（截止 23 年 3 月 5 日）



数据来源：民航休闲小站、东方证券研究所

图 43：我国民航货运飞机数量及其占运输机队的比例



数据来源：交通运输部、航空工业发展中心、东方证券研究所

从机型上看，公司目前以窄体机（757、737）为主，并通过增大宽体机（767、747）的投入对现有机队进行补充优化。目前国内传统快递企业中，仅有顺丰控股、EMS、圆通速递和京东物流四家成立了货运航空公司，具备独立航空运输能力。截止 2023 年 3 月 5 日，顺丰航空共有宽体机 21 架，占比 26.6%，在数量和比例上均远高同业。宽体机具有运载空间大、燃油效率高的优势，运力和运能的表现都更为优越。

更多宽体机的投入使顺丰更能对货量充足区域进行合理的运力资源配置、提升关键航线的利用率，促进节能减排、降本增效，使公司具备领先的航空运力优势。

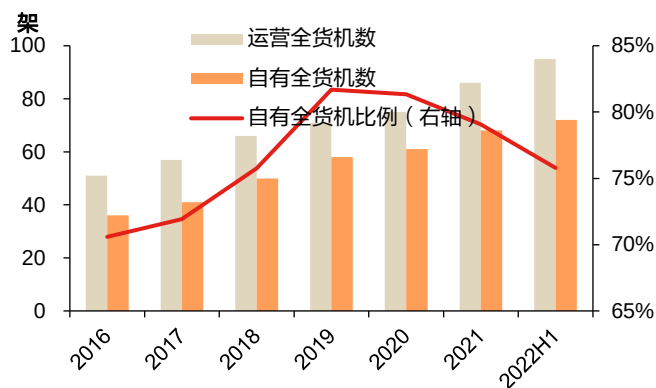
表 13：截止 2023 年 3 月 5 日货航机型对比

快递货运航司	宽体机		窄体机				总计	宽体机比率
	波音 B767-300F	波音 B747-400ERF	波音 B757-200F	波音 B737-300F	波音 B737-400F	波音 B737-800F		
顺丰航空	18	3	41	14	3		79	26.6%
中国邮政航空			7	7	8	7	29	0.0%
圆通货运航空	2		9				11	18.2%
京东货运航空						3	3	0.0%

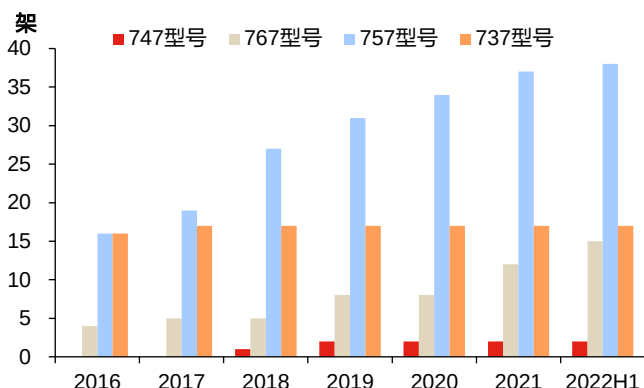
数据来源：民航休闲小站、东方证券研究所

图 44：顺丰运营和自有的全货机数量及全货机自有率

图 45：顺丰历年飞机型号配置情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所



数据来源：公司公告、东方证券研究所

顺丰在全货机数量及结构上的优势在未来较长时期内都将难以被超越。

国内全货机来源分为新飞机和二手飞机。而考虑新飞机极高的购置成本，除三大航等少数货运航司，大部分航司机源几乎均为二手飞机。

顺丰全货机数量的快速扩大离不开其成熟的客改货技术以及丰富的退役飞机获取渠道。早在2009年，顺丰便接收南航退役的一架波音757客机并将其改装成货机，此后顺丰陆续从国航、南航、厦航以及海外航司接收多架退役客机，在厦门、成都和新加坡等地改装为货机。丰富的经验加上多年与国内外客运航司建立起来的紧密的合作关系，公司在获取二手机源上具备优势。

鉴于大型货机在载货能力和单位成本上的优势，自2016年底，顺丰停止了小型货机（载重15吨以下，B737等窄体货机）引进计划，此后顺丰只引进大型货机。仅以22年来看，根据Planespotter披露，顺丰今年共引进9架飞机，除1架B747外，均为B757和B767系列，平均机龄均在20年以上。

图 46：顺丰 22 年引进货机汇总

注册号	飞机型号	交付日期	机龄
B-222Q	B767-300(F)	Oct-22	23.2年
B-222M	B757-200(F)	Aug-22	22.2年
B-221K	B767-300(F)	Aug-22	21.8年
B-2473	B747-400F	Jul-22	20.6年
B-222E	B757-200	Jun-22	22.1年
B-222D	B767-300(F)	May-22	21.9年
B-221U	B757-200(F)	May-22	22.6年
B-222C	B767-300ER(F)	Mar-22	22.7年
B-221N	B767-300(F)	Feb-22	21.7年

数据来源：Planespotter、东方证券研究所

而鉴于B757和B767机型均在2018年退出国内民航，即国内已无运营航司，顺丰相关机源均为海外航司退役改装而来。购置海外航司飞机的不确定性和较为繁琐流程，使得除顺丰以外的其他国内货运航司普遍难以大规模开展二手飞机引进，而顺丰多年积累的经验和渠道使得公司在机队扩充方面较为游刃有余。

此外由于运营不同机型将大大增加航空运维成本，货航通常只会购买特定类型的飞机或者接收特定类型的退役飞机，进一步提高了其他航空公司的全货机获取和追赶难度。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

持续的高资本投入+成熟的客改货技术+丰富的退役飞机获取渠道，保障了顺丰机队的快速发展，机队数量壁垒不断被巩固。

时刻及航线资源壁垒

航班时刻壁垒：顺丰的航权时刻数量不断扩充，截至 2021 年，公司拥有航权时刻 267 对，较 2017 年的 140 对，4 年复合增长率达 17.5%。而航权时刻分配普遍遵循“先到先得”的原则，先占据优质航班时刻资源的顺丰具有先发优势，后续其他承运人能够得到的航班时刻数量较有限，新加入航司或将面对时刻不佳的劣势。

航线资源壁垒：顺丰航线资源由全货机及散航资源两部分组成，2022H1 顺丰共有国内外散航及全货机航线超 9000 条，全货机累计运营全球航线共 122 条，其中国际航线累计运营 51 条；散航运营国内航线 2179 条、国际航线超 6700 条。顺丰是我国航空货运的最大货主，丰富的航线资源为其时效件提供了充足的运力保障，塑造覆盖全国、辐射全球的航线资源壁垒。

表 14：顺丰航班时刻、航线及航空货量情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
航权时刻（对）	140	136	147	220	267	273
全货机及散航总计航空线路（条）	1776	2134	2102	2110	11025	9000
航空总货量（千吨）	1110	1240	1350	1672.5	1920	890
顺丰国内货量占全国航空货邮运输量	23.0%	23.0%	24.8%	34.0%	35.5%	38.3%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

机场资源壁垒

顺丰携手湖北省人民政府打造的鄂州花湖机场是亚洲第一个、世界第四个货运枢纽机场，是具有强稀缺性和独特性的航空资源。2017 年 12 月顺丰以自有资金 23 亿元出资参与设立湖北国际物流机场有限公司，持股 46%。2022 年 3 月完成试飞，7 月投运，并在年底具备运行条件后逐步开放了相关功能。机场货运首期开通鄂州至深圳、上海 2 条航线，2022 年内开通了大阪、法兰克福国际航线。

高等级货运机场的立项审批在国内并非易事，其本身是国家顶层产业规划的产物。而后续的选址、设计、建造也涉及大量政策支持和资源协同，具有极强的稀缺性和垄断性。鄂州机场本身构成顺丰的资源壁垒。

图 47：鄂州机场建设历程



数据来源：公司公告、东方证券研究所

根据公司披露，鄂州机场作为以货运功能为主的国际航空货运物流枢纽，**将是顺丰未来航空运输体系布局建设的核心**。公司当前的航空网络以深圳、杭州为核心枢纽，而鄂州机场转运中心投运后，将逐步规划调整空网布局，从点对点的航空网络向以鄂州机场为超级货运枢纽的轴辐式航空网络转变。顺丰将以鄂州机场为中心，全面打造覆盖全国、辐射全球的航空网络。

顺丰以鄂州机场为核心的航空网络资源与其丰富而全面的陆运、海运资源结合，**将提高顺丰海陆空多式联运能力，提升顺丰在产业客群时效服务方面的核心竞争力**。

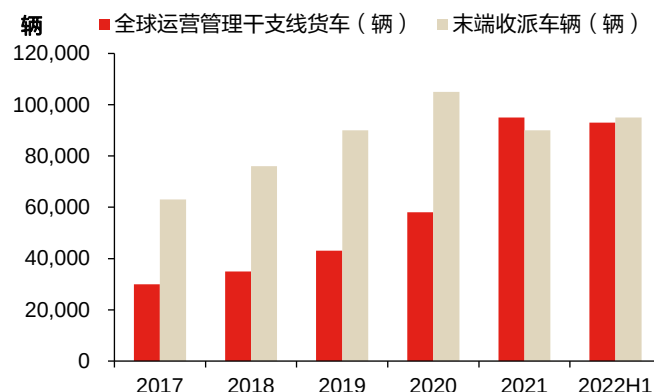
陆运资源方面，22H1 公司在全球运营管理干支线货车超 9.3 万辆，末端收派车辆近 9.5 万辆，拥有国内运输线路超 12 万条。

铁运资源方面，22H1 顺丰快递快运产品中高铁产品开通流向 583 个，拥有 4 对 8 列特快班列，铁路普列开通线路 134 条；国际班列开通线路 280 条，覆盖 31 个国家及地区。

海运资源方面，22H1 开通海运路线超 1.4 万条，触达港口码头超 900 个，覆盖国家及地区 169 个，海运发货量超 50 万 TEU。

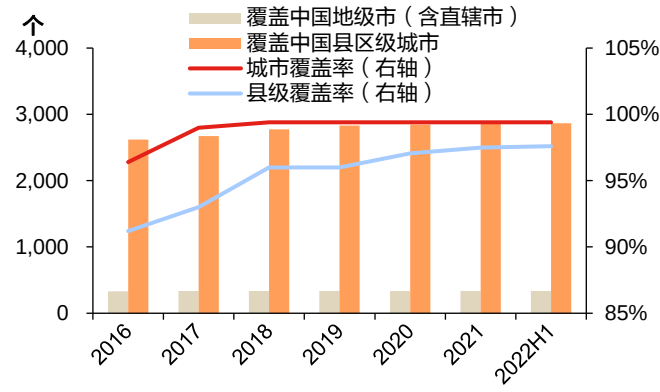
截止 2022H1，顺丰的上述网络资源使其服务共覆盖中国地级市 335 个，城市覆盖率达 99.4%。

图 48：顺丰陆运资源情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 49：顺丰服务网络在中国覆盖情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

综合供给侧，顺丰的航空网络资源与陆运、海运资源结合，构筑了覆盖全国、辐射全球的综合产

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

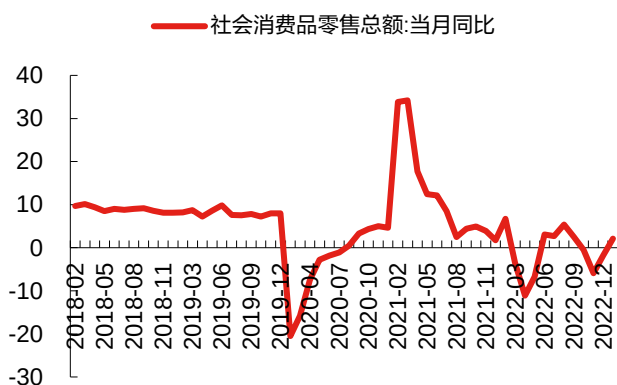
业链时效物流服务能力，有望再次筑高公司时效壁垒。

顺丰的 2023：顺周期机遇下的三大看点

看点一：宏观经济和消费转暖，推动时效业务增长

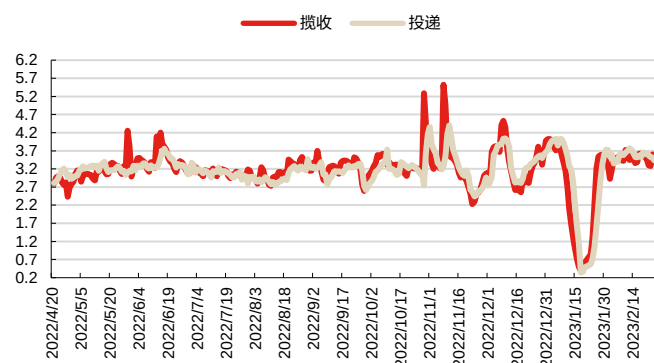
2023 年，宏观增速修复，消费与生产转暖，有望带动快递行业增速回升。根据上海财经大学高等研究院发布的《中国宏观经济形势分析与预测年度报告(2022-2023)》，在基准情形下，2023 年全年 GDP 增速预计在 5.4%。其中，消费预计增长 6.5%。叠加扩内需+物流十四五规划等重磅政策支持，预计社零增速探底回暖后，将带动电商快递增速回暖。从近期交通运输部保通保畅数据来看，春节后快递行业迅速恢复，目前维持在每日 3.5 亿件左右，开局表现良好。

图 50：社会消费品零售总额当月同比增速（%）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 51：我国快递每日揽收投递量（亿件）



数据来源：交通运输部、东方证券研究所

对于 23 年，综合考虑低基数、疫情影响消除和消费与经济复苏影响，我们预计快递行业同比增速可恢复到 10-15% 区间。

在总体行业增速回暖背景下，我们认为顺丰今年最大看点在于时效件的增速修复，其顺周期属性有望在今年得到释放。而其中最大的增长点在于消费类和工业类时效件表现。

■ 消费类时效件：看好 23 年生鲜食品类和退货件对整体增速的带动

展望今年，经济复苏和消费回暖带动整体消费回暖。根据国家税务总局增值税发票数据显示：今年春节假期，全国消费相关行业销售收入同比增长 12.2%；商品消费和服务消费，同比分别增长 10%和 13.5%；其中，生活必需品、家居升级类商品等消费增长较快。**整体消费呈快速恢复态势。**

对于中高端消费品，正如前述，消费类时效件中，高端奢侈品等中高端消费通常更注重购物体验，其线上化进程较中低端商品更慢，此前疫情一定程度催化了中高端消费的线上化进程，而**当前恢复期对线下消费场景相对更有益。**

对于顺丰，中长期角度我们仍持续看好中高端消费线上化的进一步提升，但在今年疫情恢复初期，总体增速或相对较慢，**我们预计增速或在 7%左右。**

23 年我们重点看好**生鲜食品类和退货件**对整体增速的带动。

对于生鲜食品类，基于**生鲜消费线上化+产地直发新模式持续渗透**，我们预计全年将保持较快增长。

政策层面，2023 年全国邮政市场监管工作会议中指出今年重点工作之一“深化农村寄递物流体系建设，有效服务乡村振兴”，“特别抓好农村寄递物流体系“一村一站”、农村电商快递协同发展示范创建”等，将助推生鲜电商市场快速释放；

图 52：深化农村寄递物流体系建设任务



数据来源：国家邮政局、东方证券研究所

市场层面，各大电商平台均高度重视**生鲜电商广阔市场**。直播电商的兴起极大拉近了生鲜原产地与消费者的距离，如“东方甄选”2022 年崛起，其“持续提供高品质农产品好物，为多地农产品解决滞销问题，并积极与全国各地地方政府、企业合作，让农业产业链更多环节获益。”又如 22 年双十一前夕“天猫超市深入中国各地田野及深海，包括 200 个中国牧场、131 个果蔬基地、1400 个林场，以及中国 4 大渔场，为天猫双 11 寻找更多优质渔农产品。”

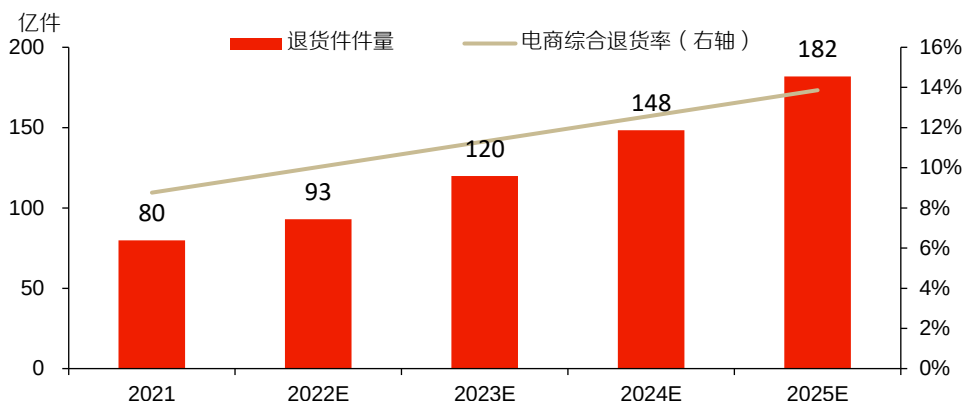
公司层面，顺丰持续发力**生鲜寄递服务**。根据 22 年半年报，公司助力农产品上行服务网络已覆盖全国县座城市 2800+，共计服务生鲜品种 4000+。①服务优化：综合自身航空、冷链、仓干配及外部合作资源，以成本更优的模式服务更广阔的农产品市场；②品牌建设：联动产地政府，助力建设 13 个农产品区域品牌；③科技赋能：研究并投入销果裹、丰收、一件代发等便捷科技工具，助力农户销售、发货、结算一站式经营。

基于自上而下的推动，我们认为公司**生鲜类时效件**仍将保持较快增长。基于前述生鲜电商行业 22-25 年约 16%的复合增速，考虑公司在农产品产区更广泛的网络覆盖、更贴近市场的服务模式和赋能，我们预计公司**生鲜类时效件**可达到约**19%复合增速**。

对于**退货件**，基于电商平台竞争格局和服务体验导向，我们认为**电商退货件**仍将保持较高增速。

正如前述测算，全市场退货件量规模有望从 21 年 80 亿件增加到 2025 年 182 亿件，复合增速 23%。

图 53：中国电商综合退货率及退货件量规模预测



数据来源：艾瑞咨询、公司公告、东方证券研究所

而顺丰凭借其直营快递网络具备的强末端散收服务能力，其退货件与其他时效品类具备高度协同性，有望在揽收端具备成本和服务的比较优势。

我们预计顺丰切入逆向物流市场后，将通过在退货件市场渗透率的提升，为消费类时效件带来新的增长动力。经测算，我们预计 2022 年中国退货件业务量约 93 亿件，顺丰市占率约 6.8%，低于其速运物流业务在快递市场近 10% 的综合市占率。我们预计到 2025 年，顺丰在退货件的市场份额将提升至 9.1%，达到 16.53 亿件。2023-2025 年，预计其退货件有望分别达到 48%、36% 和 30% 的增速。

表 15：电商退货件量空间及顺丰退货件业务量测算

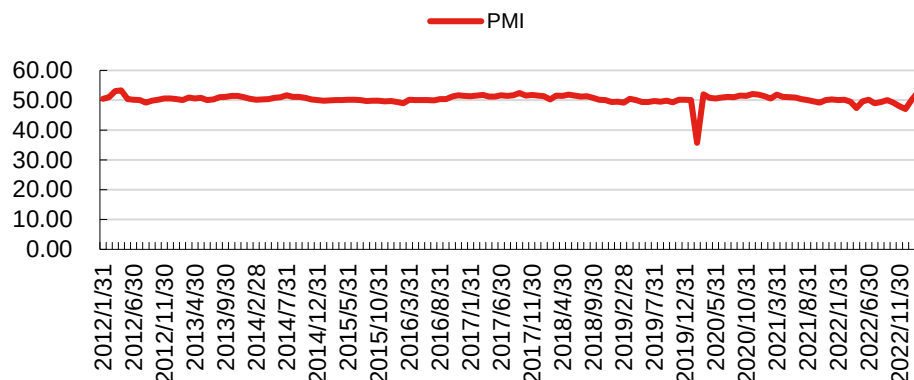
	2022E	2023E	2024E	2025E
中国电商综合退货率	10.0%	11.3%	12.6%	13.9%
中国退货件量（亿件）	93	120	148	182
顺丰退货件量（亿件）	6.37	9.41	12.76	16.53
顺丰退货件市占率	6.8%	7.8%	8.6%	9.1%
顺丰退货件增速		48%	36%	30%

数据来源：WIND、国家邮政局、艾瑞咨询、世界人口评论、交通运输部、公司公告、东方证券研究所

■ 工业类时效件：受益顺周期制造业需求及疫情压抑下的供应链优化需求释放

疫情修复下，全年制造业景气度有望快速回暖。国家统计局 3 月 1 日发布的 2 月份中国制造业采购经理指数（PMI）为 52.6%，较上月上升 2.5 个百分点，连续 2 个月明显上升，创 2012 年 5 月以来新高。经济全面回升的态势日趋明朗。尽管有春节错期因素影响，但从 PMI 提升幅度较大，特别是各分项指标大多数均已提高到荣枯线以上来看，仍然明显表现出经济全面持续回升。

图 54：PMI 指数



数据来源：Wind、东方证券研究所

基于工业制造业回暖，围绕工业生产各环节的零部件、工业用料、仪表仪具和农业生产等的寄递需求预计都将得到进一步提升。

此外我们认为需要重视疫情下暴露出的工业制造企业供应链各环节抗风险、抗冲击能力缺失的问题，亟需通过供应链渠道变革等，实现能力提升，我们认为随着疫情的消除和企业盈利的回升，相关机会或为顺丰带来增量市场。

自新冠疫情以来，全球供应链先后经历了三轮冲击：

2020 年疫情爆发期，经济活动停顿，导致制造业减产，并伴随着库存消耗，此外社交隔离也限制了就业和产能提升；

2021 年，货币宽松政策拉动全球需求反弹，但供给端遭遇全球范围内的低库存、弱生产，供需失衡以及航运等交通物流紧张或阻碍；

2022 年，俄乌冲突、地缘政治风险加剧对能源、原材料和食品供给的影响。全球产业链供应链遭受冲击，叠加疫情冲击，对世界经济造成深远影响。

相应的供应链的冲击也带来各方思考，而对于企业，则更加重视供应链的稳定，如京东物流指出“面对不断变化的疫情形势与商业环境，一套极具弹性与韧性且灵活的供应链解决方案正在成为行业刚需，帮助企业最大程度提高抵御风险的能力”。

此外为顺应当前“新零售、数字化时代，商业模式更丰富多元，渠道更扁平化，也要求经营者的端到端供应链条的响应更快速、精准、灵活，生产和供应需从大批量、规模化转向小批量、多批次。因此，越来越多经营者希望利用新一代信息技术，打造以消费者为中心、更加柔性敏捷、高效响应的数字化供应链体系。”（顺丰 2021 年年报）

而二十大报告对于交通运输领域的表述，同样重点着眼于产业链/供应链安全可靠：

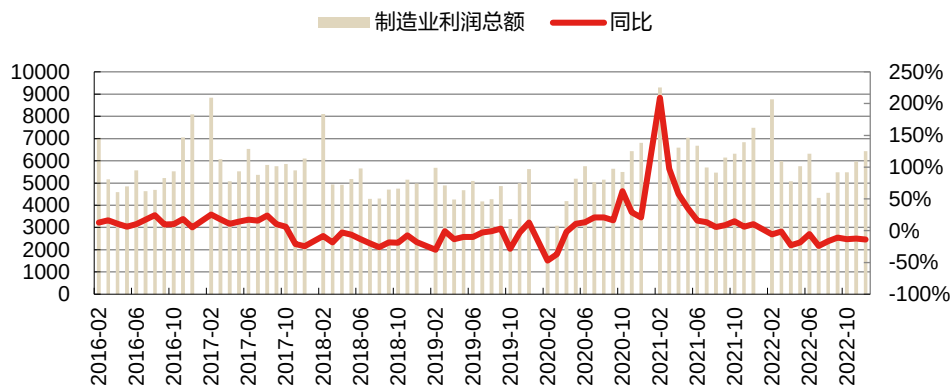
图 55：二十大报告交通运输领域规划

序号	重点领域	表述
1	基础设施	建成世界最大的高速铁路网、高速公路网，机场港口、水利、能源、信息等基础设施建设取得重大成就
2	产业链供应链问题	确保 粮食、能源、产业链供应链可靠安全 和防范金融风险还须解决许多重大问题……对这些问题，我党已经采取一系列措施加以解决，今后必须加大工作力度
3	高质量发展	我们要坚持以推动高质量发展为主题，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，增强国内大循环内生动力和可靠性，提升国际循环质量和水平，加快建设现代化经济体系，着力提高全要素生产率， 着力提升产业链供应链韧性和安全水平 ，着力推进城乡融合和区域协调发展，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长
4	现代化产业体系	建设 现代化产业体系 。坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、 交通强国 、网络强国、数字中国
5	流通体系	加快发展物联网，建设 高效顺畅的流通体系，降低物流成本
6	结构调整	加快推动产业结构、能源结构、 交通运输结构 等调整优化
7	清洁低碳	推动能源清洁低碳高效利用，推进工业、建筑、 交通 等领域清洁低碳转型。
8	国家安全	增强维护国家安全能力。坚定维护国家政权安全、制度安全、意识形态安全，加强重点领域安全能力建设， 确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全

数据来源：二十大报告、东方证券研究所

我们认为随着疫情消除，工业制造业企业业绩回暖，相关需求有望提升，将带动顺丰工业类时效件增速进一步走高。公司 20-22H1 工业及其他类时效件增速分别为 13%、21%和 15%，我们预计今年有望达到 20%左右的增速。

图 56：制造业企业逐月利润总额（亿元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

基于前述顺丰时效件中的高端电商类、生鲜食品类、退货件和工业件将充分受益消费与生产的复苏和快递行业整体增速的回升。2023 年，预计消费类、工业类、文件类时效件收入预计将分别增长 14.7%、21.2%、4.7%，促进时效件整体收入增长 14.5%，达到 1145.9 亿元。

表 16：2023 年时效件分类明细预测

2023E	消费类	工业及其他类	文件类
收入(百万元)	56669	35470	22206
增速	14.2%	21.2%	4.7%
占比	50%	31%	19%
业务量（百万件）	3053	1405	1528
增速	20%	20%	5%
占比	51%	23%	25%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

单价（元/件）	18.6	25.2	14.54
增速	-5%	1.0%	-0.3%

数据来源：东方证券研究所

看点二：鄂州机场转运中心投产，打开短中长期想象空间

根据公司公告，鄂州机场转运中心将于 2023 年投产。

根据鄂州花湖机场公众号，今年要提速转运中心设备调试，尽早启动并在年内完成顺丰货运航线转场，尽快让国际货航飞起来；分步推进集疏运体系建设，打通多式联运通道；围绕机场核心功能加强招商引资，引进一批基地航空公司、航空货代、供应链管理、跨境电商等航空服务业企业集聚发展。要加大政策支持力度，加强各方协同配合，为确保完成全年任务打下坚实基础。

我们认为鄂州机场的全面投运将进一步打开公司短中长期想象空间：

短期，巩固提高大网核心时效竞争力，

中期，降低空网成本带来更大的定价弹性，

长期，通过产业集聚与国际布局带来二次增长空间。

1）短期：提高时效履约能力，提升时效产品核心竞争力

与主打电商件的通达系相比，顺丰在时效件领域构建了更加完善的分层产品体系，其产品具有更广的时效服务范围、更多的时限选择、更明确的时效承诺。鄂州机场将通过助力顺丰进一步提升时效履约能力来扩大上述时效件产品优势。

顺丰现有产品组合主要由三种不同价格和时效定位的产品组成：顺丰即日、顺丰特快和顺丰标快。

表 17：顺丰时效产品组合明细

产品名称	定位	承诺时效	以北京-上海定价
顺丰即日	当日寄件、当日送达的即日快递服务	当日寄当日送达。	首重(1.0kg)70.0 元,续重 30.0 元/kg
顺丰特快	快速、准时、稳定的高品质、门到门的标准快递服务	异地最快次日 12:00 前送达，最晚次日 22:00 前送达	首重(1.0kg)23.0 元,续重 10.0 元/kg
顺丰标快	价格更优、时效稳定、托寄无忧、服务范围更广的门到门标准快递服务	省内、经济圈最快次日 12:00 前送达，最晚次日 18:00 前送达	首重(1.0kg)18.0 元,续重 5.0 元/kg

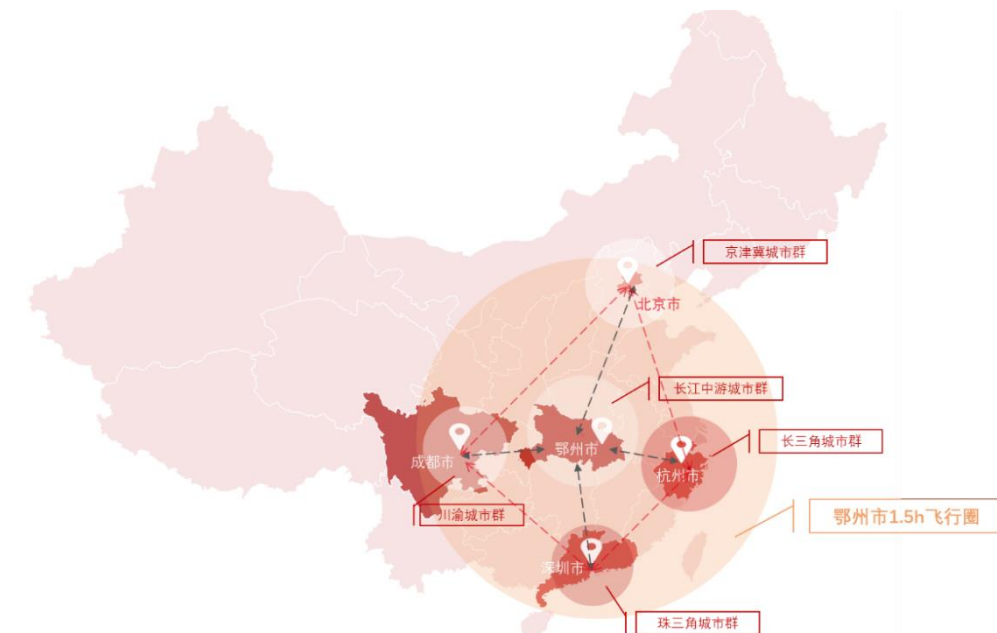
数据来源：公司官网、公司官网微信小程序、东方证券研究所

A.更广的时效履约范围打开新增覆盖城市的空运时效件需求：

在顺丰现有时效产品矩阵中，最能体现与同行时效产品区域覆盖能力差异的是“顺丰即日”产品。公司的“顺丰即日”目前可在较大区域范围内实现 24 小时内承诺到达的异地寄递。即日达产品对快递公司的时效产品区域覆盖能力要求较高，而通达系由于缺乏空网资源等因素，暂无能力全面推广与之完全对标的时效产品。以韵达为例，目前仅在上海市提供当天快递服务。因此，以“顺丰即日”为代表的产品凭借稀缺的高时效属性，溢价显著。以顺丰北京到上海的即日产品为例，首重 1kg 比定价最低的顺丰标快产品高 52 元。

2023年鄂州机场转运中心的全面投运将有望进一步拉大顺丰与竞对的时效服务区域覆盖能力差异。鄂州机场位于我国华中区域，毗邻我国交通枢纽武汉且临近长江。在常见的 1200 公里航空运输半径内可覆盖京津冀、长三角、珠三角、成渝等核心经济区。通过 1.5-2 小时的飞行即可覆盖全国经济人口占比 90% 的地区，使顺丰空运覆盖城市理论值进一步达到约 200 个。

图 57：顺丰以鄂州机场为核心的空网轴辐式布局



数据来源：公司公告、武汉城市圈航空港经济综合实验区总体规划、东方证券研究所

可提供空运服务的城市数量的增长，将助力顺丰在这些新增城市中通过提供“顺丰即日”等更有时效的产品而获得更高的单票收入。公司有望通过供给侧的升级充分挖掘新增城市的高端需求。

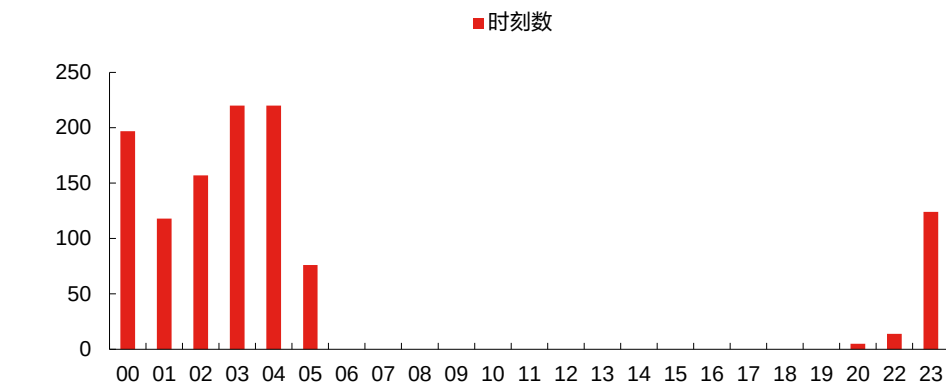
B.更快速、准确的时效履约打造更完善的时效产品分层体系：

相较通达系，凭借空运网络更高的时效控制能力，顺丰在产品送达时间上拥有更多层次的时点选择，同时给予了消费者更确定的时效承诺。目前其现有产品系列主要通过次日 12 点、次日 22 点、后日 18 点三个时点划分。

鄂州机场的投运将有望通过获得更多优质货运时刻来增加空运频次，从而提供更多层次的可选时效产品，充分利用消费者剩余。

在原有的以客运经营为主的机场通常会优先保障客机的白日飞行，货航则更多被安排在夜间飞行。而鄂州机场是以全货机运营为主的 4E 级机场，具有独立平行双跑道，将使顺丰航空在白天的飞行时刻得到优先保障。公司有望通过获得更多优质时刻、提高白天时段的运输效率来提升整体时效履约能力以及细分时点的达成率。

图 58：顺丰当前国内货班起飞时刻分布（2022 冬春航季，周频，个）



数据来源：民航预先飞行管理计划、东方证券研究所

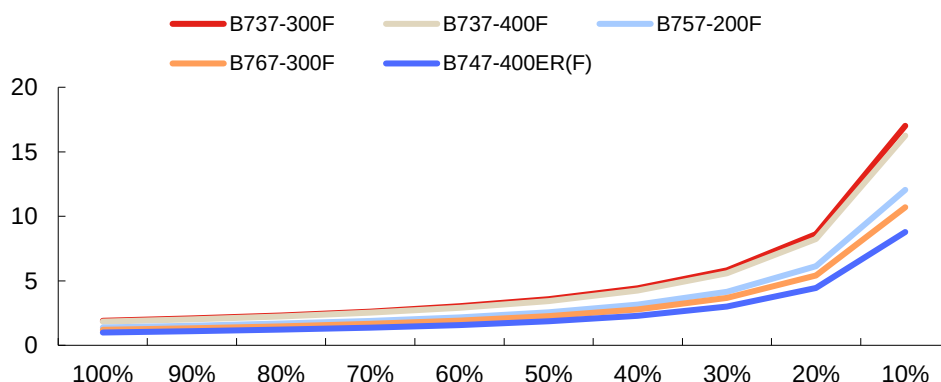
根据公司业绩发布会披露，预计鄂州机场的投入使用将使次日中午 12 点前到达核心城市的达成率较 2021 年底提升 13pcts，次日下午 18 点前的达成率提升 8pcts。当达成率达到一定标准时，公司可相应开发出对应时点的承诺达产品。随着货运时刻的进一步丰富，顺丰有望在更多细分时刻提供高时效、高达成率的时效件产品，充分满足不同时效偏好和支付能力的消费者的需求。

2) 中期，到 2025 年降低空网成本，获得更大定价弹性空间

2023 年鄂州机场全面投运后，顺丰将在保留东南亚、北京、上海、深圳、成都等核心航空基地的点对点航线的基础上，通过轴辐射的模式将近 50% 的点对点航线划到鄂州机场中转，提高在鄂州集中的货量。

货量的集中将有望提升单机装载率，增加效率更高的宽体机的使用，同时增强地面中转中心的协同分拨能力，从而有效控制空网成本。

图 59：不同机型在不同载运率下吨公里成本比较图



数据来源：民航局、东方证券研究所

中期时间维度，根据公司 2022 半年度业绩发布会，预计到 2025 年，鄂州机场的轴辐式空网将使顺丰空网单位成本相对传统的点对点模式下降 10%-20%。下降的成本将转化为顺丰时效件的弹性定价空间，使时效件在价格端有望更具竞争力。

3) 长期：到 2035 年，通过产业集聚与国际布局带来二次增长空间

国内：产业集群带来强大货源。根据海外 Fedex 孟菲斯机场和国内郑州航空港经济综合实验区的发展经验，货运航空机场枢纽具有强大的产业集群能力。根据《武汉城市圈航空港经济综合实验区总体规划（2019-2035 年）》，预计到 2035 年鄂州机场由近及远将为顺丰时效件带来三种产业客群：强核产业、促带产业、兴城产业，扩大时效件客群货源来源。

A. 强核产业：具有较强临空属性的航空产业链重点产业

强核产业中飞机维修改装、整机及零部件制造、航空材料研制等航空产业将带来大量工业类航空零件、样品、仪器仪表的时效运输需求。

B. 促带产业：具有较强产业基础的高科技产业链重点产业

促带产业中集成电路等新一代信息技术、汽车及零部件制造、生物医药、智能制造等产业在供应链柔性升级背景下，将产生大量原材料、中间品和产成品的高时效寄递需求。

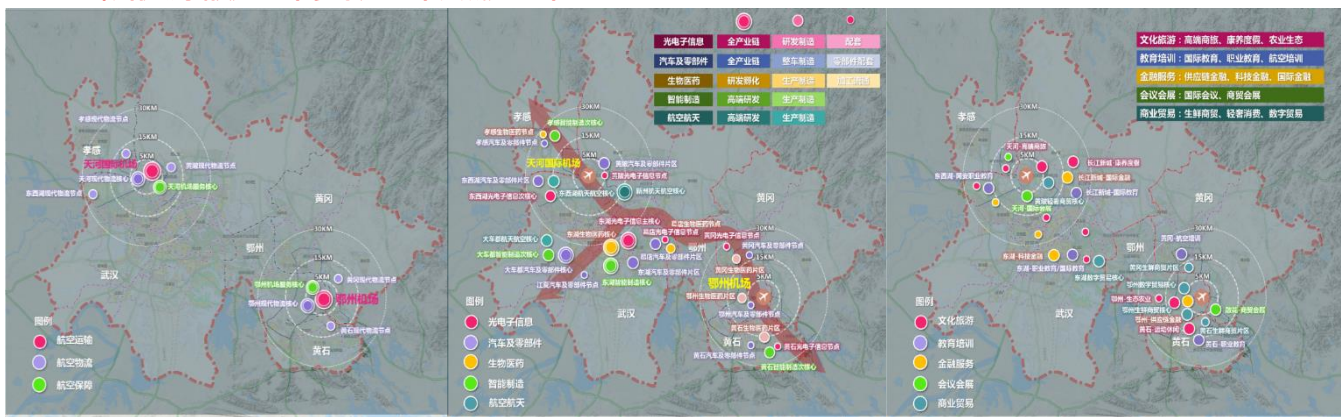
C. 兴城产业：具有城市现代服务功能的产业链重点产业

兴城产业中的生鲜供应链服务和时尚消费服务产业将扩大生鲜、珠宝首饰、品牌服装等高端消费品的寄递需求。其中，

生鲜寄递将依托鄂州机场航空物流基础，采用“互联网+物流+商贸+金融”模式，提供专业化的生鲜产品低温配送、仓库管理等服务，打造产地直采、全球采购、统一配送的全球生鲜供应链网络。

时尚消费品寄递则将发挥机场周边航空物流和保税优势，发展珠宝首饰、品牌服装、高端美妆产品等高端消费品寄递服务。

图 60：鄂州机场强核产业群-促带产业群-兴城产业群



数据来源：湖北发改委、东方证券研究所

国际：利用世界级航空物流枢纽优势，提高全球物流网络服务竞争力

2022 年 12 月 30 日印发的最新《武鄂黄黄规划建设纲要大纲》明确了鄂州机场世界级航空物流枢纽的定位。政策将支持其加快开辟航空国际（地区）航线，提高与国内枢纽机场和支线机场的通达性，实现国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达，打造“全球 123 快货物流圈”核心支点，建成世界级航空物流新枢纽。

鄂州机场与其他航空网络资源结合，有望提升顺丰在全球的物流网络竞争力，提高其伴随中国品牌走出去的泛物流及供应链服务能力。顺丰合并嘉里物流后，在国际快递、国际货代等业务上强化货量资源与航空资源的整合融通，将具备立足亚洲、辐射全球的综合物流货运服务能力，增强国际业务的核心竞争力。

基于鄂州机场的上述短中长期空间发展，我们建议 2023 年密切关注鄂州机场整体招商入驻情况，重点关注①UPS、FEDEX 等国际大型物流企业入驻情况；②国内外大型制造企业中国仓、亚洲仓、环球仓等入驻情况。

看点三：精细化成本管控，或带来超预期业绩提升

油价及疫情对件量影响的减弱有望带来网络融通效果从经营层面向财务层面更好地兑现。

在精细化成本管控的经营层面，从“双网”到“四网”再到“多网”融通，顺丰不断加强传统业务与新业务的网络融通来进行成本管理。到 22H1，顺丰已实现速运网络、快运网络、仓储网络及加盟网络资源底盘的深度整合，使末端收派、中转场地和操作、运输等各业务环节资源全面融通互补。

表 18：顺丰网络融通经营成果

项目	融通降本措施	2021 全年融通成果	2022 上半年融通成果
末端收派融通	末端区隔：快/慢、大/小、加盟/直营区隔收派。20KG+大件划由快运网络派送，释放小件终端派送产能，保障快递业务时效达成。	快递员派送大件占比 - 50% 丰网加盟站点实现自派 142 个城市	丰网自派率较去年底提升 22ppts
	末端协同：共建大小件综合网点。增强大小件收派员协同，大件员主接驳，小件员主面客。中转场直分、支线直发。	-	大小件网点整合成立 242 个综合网点 中转场直派优化集配站 141 个
中转场地融通	大小件中转场、集散点以及仓库，按“同场地、同园区、同区位”择优建设，融通控制场地增量、协同中转操作以及融合干线运输。	融通一二线 281 个场地，融通率 63.2% 融通三四线 162 个场地，融通率 69.8%	累计通过网络融通净减少场地 47 个 融通一二线 301 个场地，融通率 66% 融通三四线 182 个场地，融通率 84%
中转操作融通	波峰期，对大小快慢不同快件区隔操作，释放小件场地产能，减少快递场站的大件占比，利用丰网场地分流，减少高峰临时场地投入。波谷期，同场操作大小件，集中利用小件场地产能，部分大件场地暂停运转。	大网场地产能释放约 4 亿票 中转运作业员处理效能同比+18.7% 仓管员效能同比+25%	日峰值 78%大件分离至大件场地操作 中转场运作业员效能同比+8%
运输融通	线路融通：融通各运输资源，实现跨区、跨业务、跨直营与加盟网络的路线规划。整合缩减低效线路，增加干线直发、线路提频，充分利用支线空余资源助力丰网散货。	融通干线超 1,600 条（占比 10%） 车均载重+1.1 吨 提频 232 条干线，时效+18 万票/天 拉直 267 条干线，时效+20 万票/天 合并扫尾 238 条干线	大小件线路融通 934 条 单车平均载重同比+9.6% 小件干线装载率同比+9ppts 大件干线装载率同比+3ppts 新增直发干线 107 条 现有线路提频发运 741 条
	采购融通：干线招采流向聚合；设置支线自营运输多劳多得的结算模式	-	一级同流向供应商数同比-33% 自营车辆效率同比+18%
成本节约效果		干支线节省约 3.8 亿元 中转节省 1.1 亿元 末端节省 1.8 亿元 全年整体降本约 6.7 亿元	干支线节省约 2.6 亿元 中转节省 0.4 亿元 末端节省 1.1 亿元 上半年整体降本约 4.1 亿元

数据来源：公司公告、东方证券研究所

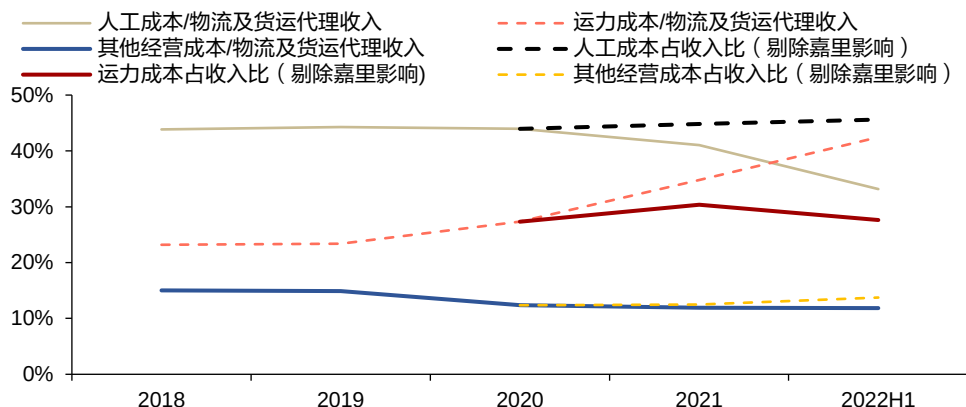
但在精细化成本管控的财务层面，剔除嘉里物流影响后，燃油成本的上涨和疫情封控引起的件量损失，使经营层面的融通成果并未充分向财务层面的成本下降转换。

人工成本方面，虽然顺丰通过网络融通在旺季管控临时人员投入，在淡季充分融通大小件中转操作，促进中转运作环节人均效能上升。但 22H1 疫情封控期间件量减少导致末端网点人均效能下降、固定薪酬成本未能被有效摊薄。剔除合并嘉里影响后，22H1 人工成本占物流及货运代理收入的比例较 20 和 21 年均仍有所升高，达到 45.6%。

运力成本方面，虽然公司通过网络融通带来的干支线装载率提升、运力采购模式与定价能力的优化，提高了运输效率，但 22H1 油价上涨和疫情封控导致外包运力价格和自营车辆燃油成本上涨。剔除合并嘉里影响，22H1 运力成本占物流及货运代理收入的 27.6%，虽较 21 年降低了 2.8ppts，但仍略高出 2020 年 0.3ppts。

其他经营成本方面，虽然公司通过中转场地及综合网点的融通共建，有效管控了各业务板块固定资产的新增需求，减少了部分存量低效益的场地面积，但是由于疫情封控影响了顺丰业务量的增长，场地和设备等固定成本未能被有效摊薄，成本规模效益减弱。剔除合并嘉里影响后，22H1 公司其他经营成本占收入的比例仍分别较 21、20 年略高出 1.2ppts，1.3ppts。

图 61：顺丰各项营业成本占物流及货运代理收入比例对比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

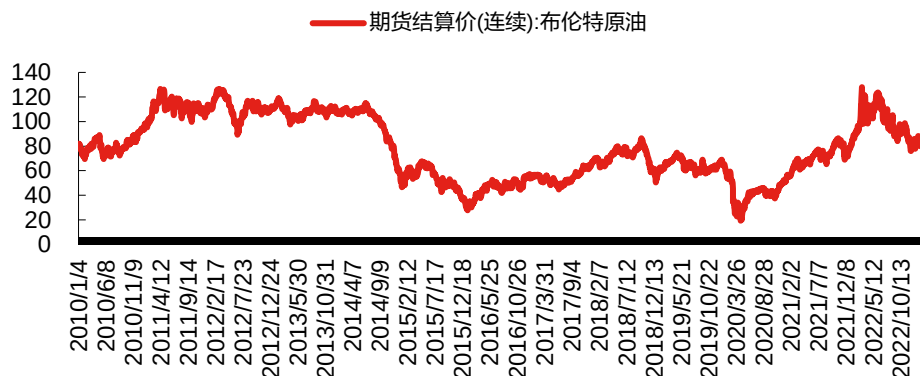
(注：主要关注四网融通实施前的 2020 年、四网融通实施第一年 2021 年，和 22H1 的对比。)

2023 年，上述使顺丰成本管理难以从经营层面向财务层面充分转化的核心两个阻挡因素：油价和疫情，都已呈现较大改善趋势。预计油价的下降和疫情影响减弱下件量的增长，将使网络融通的精细化成本管理成效在财务层面进一步充分凸显。

1) 油价下降带来自营运力燃油成本及外采运力价格的下降

22 年下半年，油价自 6 月达峰后显著回落，至 22 年 12 月 30 日较 6 月最高点已下降 30.5%。2023 年，需求侧，美欧央行大幅加息给全球经济带来衰退压力，抑制原油需求。供给侧，12 月举行的 OPEC+ 部长级会议上，OPEC+ 宣布至 2023 年底，仍维持将石油产量减少至 200 万桶/日的决议不变，原油供给侧相对稳定。在需求放缓，供给稳定的供需背景下，预计 2023 年原油价格将延续总体回落趋势，促进顺丰自营支线车辆燃油成本的下降，以及干线运力外包采购成本的下降。

图 62：布伦特油价历史趋势



数据来源：WIND、东方证券研究所

22H1 顺丰全口径下单票运力成本为 10.57 元，其中燃油成本约占 30%，对应单票燃油成本约 3.18 元。静态测算下，油价每下降 10%，将使单票成本下降约 0.32 元。

2）疫情对业务量影响减弱，业务量增长带来的场地和人工固定成本的摊薄

随着“新十条”、“乙类乙管”等疫情新管理方案的发布，疫情封控对终端揽派件、中转场操作以及公路运输的影响逐步消除。预计 2023 年随着疫情影响消减，业务量增长将使人工的固定薪资、场地的固定折旧及使用成本等得到更充分的摊薄。

22H1 顺丰固定成本为 250 亿元，对应单票固定成本 4.9 元。静态测算下，若业务量同比增长 15%，将使单票固定成本下降约 0.64 元。

表 19：单票固定成本弹性静态测算

2022H1 固定成本（亿元）	250				
业务量（亿件）	51	54	56	59	61
相对 22H1 增速	0%	5%	10%	15%	20%
单票固定成本（元/件）	4.90	4.66	4.45	4.26	4.08
单票成本节约值（元/件）	0	0.23	0.45	0.64	0.82

数据来源：公司公告、东方证券研究所

（注：仅为静态模拟测算，实际情况或有差异）

2023 年，我们预计随着燃油价格改善，运力环节节省的成本将更加凸显。同时，随着疫情对件量的影响逐步减弱，网络融通共建的固定资产资源的折旧额以及人员固定工资将被更好地摊薄，人力成本和其他经营成本有望得到良好改善。预计 2023 年单票总成本为 20.9 元/件，其中单票人力成本 8.3 元/件，单票运力成本 9.9 元/件，单票其他成本 2.6 元/件，从而使公司成本精准管理效果逐步兑现，盈利能力走向持续性改善。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

1）收入端：

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

预计公司 2022-2024 年营业收入合计为 2850、3190、3673 亿元，对应增速为 37.5%、11.9%、15.1%；

时效件：预计 2022-2024 年，时效件收入为 1001、1143、1337 亿元，对应增速为 4.1%、14.2%、16.9%。时效件将充分受益消费与生产复苏后的中高端电商与生鲜食品消费线上化、进军退货件市场带来的增量以及供应链升级带来的工业寄递需求的增长

经济件：预计 2022-2024 年，经济件收入为 300、328、362 亿元，对应增速为-7.1%、9.2%、10.6%。经济件将受益于电商多元化带来的渠道端压力缓解、与大网协同扩大带来的成本端改善、服务端高质量口碑带来的定价能力优势以及管理优化带来的盈利兑现。

冷运及医药：预计 2022-2024 年，冷运及医药业务收入为 94、110、127 亿元，对应增速为 20.8%、16.8%、15.6%。冷运及医药业务凭借领先的冷运网络资源布局和质量保障的服务，受益于冷运行业高标准化发展带来的集中度提升。

快运：预计 2022-2024 年，快运收入为 284、325、362 亿元，对应增速为 8.6%（追溯调整后）、14.4%、11.5%。快运业务将受益于生产制造的复苏和行业竞争格局改善带来的量价齐升。

同城：预计 2022-2024 年，同城收入为 63、79、102 亿元，对应增速为 26.3%、25.7%、27.9%。同城业务将受益于非餐需求以及多元化专业需求的增长。

供应链及国际：预计 2022-2024 年，供应链及国际业务收入为 1055、1138、1309 亿元，对应增速为 169%、8%、15%。其中，嘉里物流贡献的收入为 866、919、1050 亿元。预计公司国际业务短期将受全球贸易增速放缓影响，长期将受益跨境电商以及中国制造崛起带来的品牌出海需求。公司供应链业务将受益于国家产业链自主可控、安全保障下带来的供应链升级需求增长。

盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
速运分部					
销售收入（百万元）	117,004.4	136,232.5	139,518.7	158,122.9	182,627.5
增长率		16.4%	2.4%	13.3%	15.5%
毛利率	18.9%	14.3%	14.4%	15.9%	16.1%
快运分部					
销售收入（百万元）	18,516.6	23,250.8	28,372.6	32,460.6	36,188.8
增长率		25.6%	22.0%	14.4%	11.5%
毛利率	-0.6%	3.8%	5.7%	7.2%	8.2%
同城分部					
销售收入（百万元）	3,145.5	5,003.2	6,320.8	7,946.2	10,161.5
增长率		59.1%	26.3%	25.7%	27.9%
毛利率	-3.9%	1.2%	4.5%	5.5%	5.8%
供应链及国际分部					
销售收入（百万元）	13,076.7	39,203.8	105,472.9	113,807.4	130,858.2
增长率		199.8%	169.0%	7.9%	15.0%
毛利率	10.6%	10.6%	11.0%	10.5%	10.6%
合计	153,986.9	207,186.6	284,972.6	318,999.8	367,293.0
增长率		34.5%	37.5%	11.9%	15.1%
综合毛利率	16.3%	12.4%	12.5%	13.1%	13.3%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

2) 成本端：

预计 2022-2024 年人力成本占速运物流及供应链业务收入的比重为 34.3%、34.6%、34.8%，运力成本占比为 42.2%、41.2%、40.7%，其他经营成本占比为 10.9%、11.0%、11.0%。预计 2022-2024 年对应的单票人力成本为 8.6、8.3、8.3 元，单票运力成本为 10.6、9.9、9.7 元，单票其他经营成本为 2.7、2.6、2.6 元。公司成本端有望受益疫情封控影响消减和油价回落进一步兑现网络融通等成本管理效益。

投资建议

综合考虑公司三大看点：

看点一：宏观经济和消费转暖，推动时效业务增长；

看点二：鄂州机场转运中心投产，打开短中长期想象空间；

看点三：精细化成本管控，或带来超预期成本改善。

同时考虑公司独特而具有韧性的直营快递商业模式、具备稀缺性的泛物流综合服务能力、以及在各细分物流领域的领军地位，我们采用 DCF 估值法下的 FCFF 法对顺丰进行估值，

关键假设如下表所示：

图 63：FCFF 估值假设主要参数

估值假设主要参数	
所得税税率T	25.00%
永续增长率Gn(%)	2.50%
无风险利率Rf	2.85%
无杠杆影响的 β 系数	0.95
考虑杠杆因素的 β 系数	1.09
市场收益率Rm	10.07%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	10.75%
债务比率D/(D+E)	16.42%
债务利率rd	4.30%
WACC	9.51%

数据来源：WIND、Damodaran、东方证券研究所

图 64：FCFF 永续增长率和折现率敏感性分析

FCFF目标价敏感性分析						
		永续增长率Gn(%)				
	72.95	0.50%	1.50%	2.50%	3.50%	4.50%
WACC(%)	7.51%	82.36	92.30	106.22	127.07	161.77
	8.01%	76.03	84.31	95.61	111.91	137.49
	8.51%	70.50	77.48	86.78	99.79	119.29
	9.01%	65.65	71.57	79.33	89.89	105.13
	9.51%	61.34	66.42	72.95	81.65	93.82
	10.01%	57.50	61.88	67.43	74.69	84.57
	10.51%	54.06	57.86	62.62	68.73	76.87
	11.01%	50.96	54.28	58.38	63.58	70.37
	11.51%	48.14	51.06	54.62	59.08	64.80

数据来源：WIND、Damodaran、东方证券研究所

基于上述假设，绝对估值法下，测算企业价值为 3653 亿元，权益价值为 3571 亿元，对应每股目标价为 72.95 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1) **快递行业增速不及预期风险。**若国际、国内宏观经济环境显著恶化，消费及生产复苏不及预期，则可能导致快递行业增速不及预期。同时，若线下消费场景恢复，导致线上消费显著下滑超预期，则同样可能导致主要服务于网购的快递行业整体需求端恢复不及预期。
- 2) **疫情反复导致物流供给和需求遭受超预期冲击风险。**若国内疫情发展恶化，大幅负面冲击物流供给及需求侧，则可能面临需求侧线上消费减少，供给侧人力短缺、成本上涨的风险。
- 3) **油价大幅涨价使成本改善不及预期风险。**若油价大幅抬升，则会使公司面临运力成本难以控制的风险。
- 4) **快递行业价格战强度超预期风险。**预期在淡季及局部区域仍有价格竞争压力，但整体全年价格竞争可控。但若价格战强度超预期，则可能导致公司单价下滑，带来盈利不及预期风险。
- 5) **快递行业竞争加剧导致市场份额下滑超预期风险。**快递行业整体仍处于竞争分化期，若行业竞争加剧，公司可能面临市场份额下滑超预期风险。
- 6) **海外经济衰退及国际地缘政治环境恶化导致国际业务下滑超预期风险。**若海外经济衰退导致外需下滑超预期，以及若国际地缘政治环境恶化超预期，公司国际快递及货代业务或面临显著下滑风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	16,418	35,315	45,724	47,994	51,586	营业收入	153,987	207,187	284,973	319,000	367,293
应收票据、账款及款项融资	17,016	30,759	38,338	45,089	50,673	营业成本	128,810	181,549	249,436	277,134	318,367
预付账款	3,177	2,936	4,039	5,207	5,469	营业税金及附加	379	479	570	638	735
存货	987	1,547	2,125	2,282	2,682	销售费用	2,252	2,838	2,992	3,346	3,849
其他	14,080	23,555	22,923	28,046	28,137	管理费用及研发费用	13,341	17,185	21,344	22,773	24,932
流动资产合计	51,677	94,112	113,149	128,618	138,548	财务费用	853	1,563	2,085	2,507	2,501
长期股权投资	3,647	7,260	7,059	7,412	7,783	资产、信用减值损失	508	639	398	344	333
固定资产	22,357	36,926	46,555	52,973	57,931	公允价值变动收益	134	99	43	92	78
在建工程	5,380	8,571	6,299	6,847	6,211	投资净收益	851	2,407	891	1,561	1,701
无形资产	10,633	18,324	20,371	20,927	21,280	其他	1,307	1,809	2,254	2,411	2,614
其他	17,466	44,706	51,123	50,509	52,408	营业利润	10,136	7,248	11,333	16,320	20,968
非流动资产合计	59,483	115,788	131,408	138,669	145,612	营业外收入	229	290	91	203	195
资产总计	111,160	209,900	244,557	267,287	284,160	营业外支出	326	404	128	286	273
短期借款	7,997	18,397	28,594	32,490	28,965	利润总额	10,039	7,134	11,297	16,237	20,891
应付票据及应付账款	15,485	23,468	32,243	34,988	40,833	所得税	3,107	3,214	3,754	5,315	6,734
其他	18,327	34,157	39,449	42,572	42,660	净利润	6,932	3,919	7,542	10,922	14,157
流动负债合计	41,809	76,022	100,287	110,049	112,459	少数股东损益	(394)	(350)	1,358	2,021	2,661
长期借款	1,866	3,511	2,968	3,121	2,563	归属于母公司净利润	7,326	4,269	6,185	8,902	11,495
应付债券	8,425	15,656	21,538	23,919	25,788	每股收益（元）	1.50	0.87	1.26	1.82	2.35
其他	2,300	16,796	17,304	17,863	18,472						
非流动负债合计	12,592	35,963	41,809	44,902	46,823	主要财务比率					
负债合计	54,400	111,985	142,096	154,952	159,281		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	317	14,972	16,330	18,350	21,012	成长能力					
实收资本（或股本）	4,556	4,906	4,895	4,895	4,895	营业收入	37.3%	34.5%	37.5%	11.9%	15.1%
资本公积	24,010	45,806	43,643	43,643	43,643	营业利润	36.8%	-28.5%	56.4%	44.0%	28.5%
留存收益	26,453	29,194	34,495	42,176	51,931	归属于母公司净利润	26.4%	-41.7%	44.9%	43.9%	29.1%
其他	1,423	3,038	3,098	3,271	3,397	获利能力					
股东权益合计	56,760	97,915	102,461	112,335	124,878	毛利率	16.3%	12.4%	12.5%	13.1%	13.3%
负债和股东权益总计	111,160	209,900	244,557	267,287	284,160	净利率	4.8%	2.1%	2.2%	2.8%	3.1%
						ROE	14.8%	6.1%	7.3%	9.9%	11.6%
现金流量表						ROIC	10.4%	4.4%	5.8%	7.4%	8.7%
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
净利润	6,932	3,919	7,542	10,922	14,157	资产负债率	48.9%	53.4%	58.1%	58.0%	56.1%
折旧摊销	4,114	8,535	4,039	4,653	4,808	净负债率	8.5%	10.8%	15.2%	17.6%	8.5%
财务费用	853	1,563	2,085	2,507	2,501	流动比率	1.24	1.24	1.13	1.17	1.23
投资损失	(851)	(2,407)	(891)	(1,561)	(1,701)	速动比率	1.21	1.22	1.11	1.15	1.21
营运资金变动	(2,170)	7,628	5,506	(3,162)	2,635	营运能力					
其它	2,445	(3,881)	(3,924)	1,463	(853)	应收账款周转率	10.5	8.5	8.0	7.4	7.4
经营活动现金流	11,324	15,358	14,358	14,823	21,546	存货周转率	137.5	142.6	135.2	125.1	127.6
资本支出	(8,969)	(32,642)	(13,105)	(11,542)	(9,064)	总资产周转率	1.5	1.3	1.3	1.2	1.3
长期投资	(1,613)	(6,273)	206	(362)	(380)	每股指标（元）					
其他	(4,302)	21,784	(1,329)	(3,367)	1,240	每股收益	1.50	0.87	1.26	1.82	2.35
投资活动现金流	(14,884)	(17,131)	(14,228)	(15,271)	(8,203)	每股经营现金流	2.49	3.13	2.93	3.03	4.40
债权融资	(6,061)	14,618	5,223	2,550	(1,984)	每股净资产	11.53	16.94	17.60	19.20	21.22
股权融资	8,483	22,145	(2,174)	0	0	估值比率					
其他	(1,090)	(15,543)	7,229	167	(7,766)	市盈率	35.6	61.0	42.1	29.3	22.7
筹资活动现金流	1,332	21,220	10,278	2,717	(9,750)	市净率	4.6	3.1	3.0	2.8	2.5
汇率变动影响	(69)	(99)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	17.0	14.8	14.7	10.9	9.1
现金净增加额	(2,298)	19,347	10,409	2,270	3,593	EV/EBIT	23.4	29.1	19.1	13.6	10.9

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。