

► **综合物流龙头，前瞻布局多元增长。**公司创立于1993年，历经三十余年发展，已成为中国及亚洲最大、全球第四大综合物流服务提供商。**1) 公司坚定前瞻投入差异化赛道，从商条件龙头成长为综合物流平台型公司。**2) 采用高控制力和执行力的直营模式，优在质量，多网融通、营运模式变革助力直营网络再进化。3) **独立第三方物流快递龙头**，创始人持股比例较高，无大型电商平台控股或参股，确保公司自上而下战略延续性强。

► **核心快递业务：时效件底盘稳固，经济件效益改善。**1) **时效件：壁垒高筑，第一曲线有望再回升。**顺丰多年深耕时效件产品，持续打造高频次运营模式和直营体系，高筑供给端壁垒，造就了公司在高端件市场的垄断地位。2) **经济件：调优产品结构，效益持续改善。**2023年剥离丰网彻底退出低价件竞争，专注中高端经济型快递市场，票均成本改善，毛利已转正。

► **多元物流业务：多赛道布局，谋生态拓版图。**1) **快运：万亿市场格局优化，双轮驱动协同发展。**顺丰快运与顺心捷达双品牌运作抢占中高端快运市场，2022年首次扭亏为盈，2023年加速盈利，目前已经实现收入、时效双第一。2) **冷运及医药：积淀已久，期待盈利拐点。**公司提供的标准化冷链解决方案比较少见，开拓全新业务很难一蹴而就，未来成长空间可观。3) **同城即时配送：“全”、“准”、“稳”三大杀手锏助推高速增长。**业务多元、技术提效、骑手为大助推顺丰同城高质量稳健增长，2023年跨越盈亏平衡点。

► **供应链及国际业务：出海破局，打造第二增长曲线。**1) **国际复盘：国际业务市场大且利润率高。**中国快递物流出海已是大势。对标国际快递龙头，相比国内业务，国际业务具有更高的利润率。2) **强化关键核心节点资源，网络布局实力增强。**公司持续加强航空网络规划、清关资源建设、升级末端本土快递，提升国际快递服务水平。3) **融通嘉里：收购嘉里物流拓宽成长空间。**

► **鄂州机场：对内提升产品力，对外强化网络覆盖。**1) **赋能国内业务：助力时效网络升级，推动第一曲线回升。**鄂州机场与轴辐式网络结构的建立，将在降低成本、提升时效、提升稳定性以及产业集聚构筑增量等方面为时效件带来显著改变。2) **赋能国际业务：融会贯通，连接国际。**鄂州机场发挥轴辐式网络中转集散功能，枢纽作用充分释放对打开供应链及国际业务想象空间有重要意义。

► **投资建议：**我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为120/138/158亿元，EPS分别为2.37/2.72/3.12元，A股当前股价对应PE为20/18/15倍，H股当前股价对应PE为17/14/13倍。随着顺周期预期改善，中高端快递市场具备需求回暖机会价值，业绩弹性大。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

► **风险提示：**宏观需求修复不及预期，油价及人工成本大幅上行，新业务改善不及预期，海外经济衰退及国际地缘政治环境恶化。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	284,420	319,673	352,818	389,793
增长率(%)	10.1	12.4	10.4	10.5
归属母公司股东净利润(百万元)	10,170	12,022	13,755	15,777
增长率(%)	23.5	18.2	14.4	14.7
每股收益(元)	2.01	2.37	2.72	3.12
PE(A股)	24	20	18	15
PE(H股)	20	17	14	13

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2025年7月8日收盘价；港币兑人民币汇率为1:0.92)

推荐

首次评级(A股)

首次评级(H股)

A股价格：47.73元

H股价格：42.60港元


分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@mszq.com

分析师 张骁瀚

执业证书：S0100525020001

邮箱：zhangxiaohan@mszq.com

研究助理 陈佳裕

执业证书：S0100124110008

邮箱：chenjiayu@mszq.com

目录

1 综合物流龙头，前瞻布局多元增长	3
1.1 发展历程：从商务件龙头成长为综合物流平台型公司	3
1.2 经营模式：高控制力和执行力的直营模式，优在质量	4
1.3 股权结构：独立第三方物流快递龙头	8
1.4 公司财务：收入结构多元化，精益管理效果逐步显现	9
2 核心快递业务：时效件底盘稳固，经济件效益改善	14
2.1 时效件：壁垒高筑，第一曲线有望再回升	14
2.2 经济件：调优产品结构，效益持续改善	17
3 多元物流业务：多赛道布局，谋生态拓版图	20
3.1 快运：万亿市场格局优化，双轮驱动协同发展	20
3.2 冷运及医药：积淀已久，期待盈利拐点	24
3.3 同城即时配送：“全”、“准”、“稳”三大杀手锏助推高速成长	27
4 供应链及国际业务：出海破局，打造第二增长曲线	30
4.1 国际复盘：国际业务市场大且利润率高	31
4.2 强化关键核心节点资源，网络布局实力增强	33
4.3 融通嘉里，展现未来潜能	35
5 鄂州机场：对内提升产品力，对外强化网络覆盖	38
5.1 赋能国内业务：助力时效网络升级，推动第一曲线回升	38
5.2 赋能国际业务：融会贯通，连接国际	40
6 “无人化”布局：提高智能化水平，有望实现成本节降、运营效率提升	42
7 盈利预测与投资建议	44
7.1 盈利预测假设与业务拆分	44
7.2 估值分析	46
7.3 投资建议	47
8 风险提示	49
插图目录	51
表格目录	52

1 综合物流龙头，前瞻布局多元增长

顺丰控股创立于 1993 年，是中国最早期民营快递企业的代表，历经三十余年发展，已成为中国及亚洲最大、全球第四大综合物流服务提供商。公司于 2017 年登录 A 股，2024 年正式在香港联交所上市，成为国内快递物流行业首家“A+H”上市公司。

公司围绕物流生态圈，持续完善服务能力与产品体系，业务拓展至时效快递、经济快递、快运、冷运及医药、同城即时配送、国际快递、国际货运及代理、供应链等物流板块，能够为客户提供国内及国际端到端一站式供应链服务。

1.1 发展历程：从商务件龙头成长为综合物流平台型公司

1993 年，顺丰诞生于珠三角地区，从事深港之间的报关急件业务。**诞生地需求特征以及 2000 年前后制度与细分市场的选择，造就了顺丰与通达系快递的分野。**顺丰坚定前瞻投入差异化赛道，取得了显著的发展成就，目前为国内高端快递市场领导者、多元物流领跑者、国际物流先行者、经济型快递探索者。

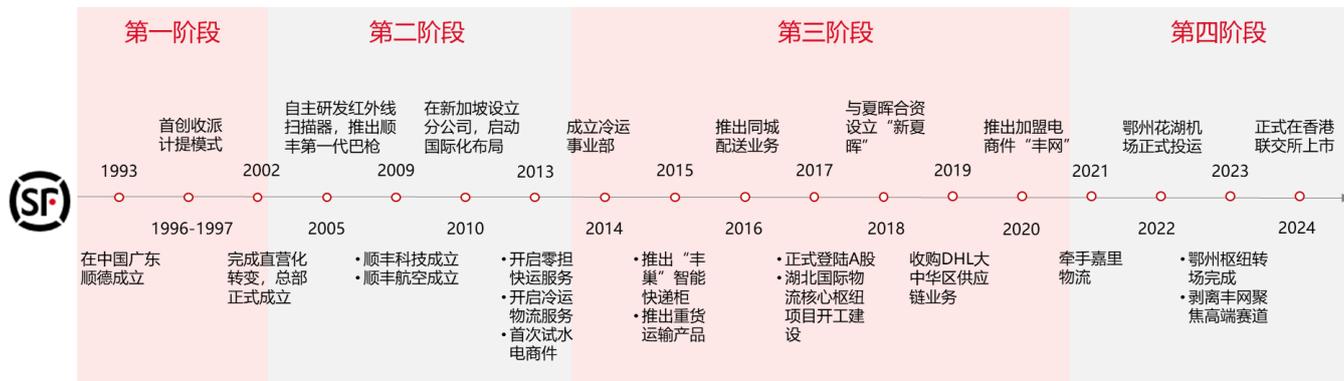
公司发展历程主要分为四个阶段：

1) 第一阶段 (1993-2002 年)：不为加盟制低成本扩张所动，于 2002 年率先完成直营化转变，为商务件龙头崛起奠定高品质网络服务基础。

2) 第二阶段 (2003-2013 年)：坚守高端赛道，同时试水电商件，为新领域扩张奠定基础。

3) 第三阶段 (2014-2020 年)：坚定开启多元化战略，转型综合物流服务商，时效业务宽护城河，内生孵化重货冷链同城业务，外延并购供应链与国际业务，并重返电商件赛道。

4) 第四阶段 (2021 年至今)：经营基调转向，从高速发展转向高质量发展，国内聚焦中高端物流、降本增效挖掘规模效应，国际打造第二增长曲线、融合嘉里释放协同效应，鄂州机场助力国内产品力提升，强化国际网络覆盖。

图1：顺丰控股发展历程


资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

1.2 经营模式：高控制力和执行力的直营模式，优在质量

承接南巡的改革春风，顺丰起家于重要的制造业基地珠三角地区，初期的快递需求主要是将合同及票据于粤港之间传递，该类业务利润丰厚且对服务质量要求更高，奠定顺丰更重质量的经营基调。

在中国快递行业开始井喷的早期，顺丰也是通过高度自治的加盟方式以及凭借强大行业口碑迅速来开疆扩土。但这种放权结盟换市场的方式到最后还是引来各种业务服务和管理上的弊病。2000年前后，王卫深思熟虑后开始收回加盟权，并于2002年完成了直营化转变。目前，顺丰为A股首家采用直营模式的快递公司。

1.2.1 直营模式保证对业务环节的全方位掌控

直营制特质十分明显，从干线运输网络、分拨中心、末端网点的全部车辆、设备、场地、人员，均在直营网络体系内部。优点在于公司可以对任何环节进行有效的服务及成本管控，对发车频次等指标可以不仅仅考虑成本因素，末端派送人员及网点也不需要考虑盈利及成本情况，公司可以在服务及盈利之间把握平衡，但成本易失控。

表1：直营模式 VS 加盟模式

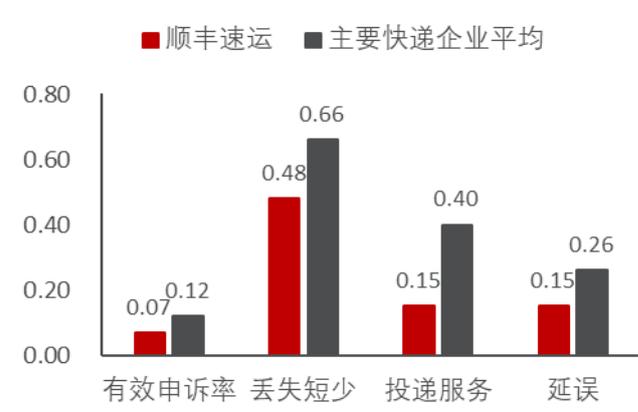
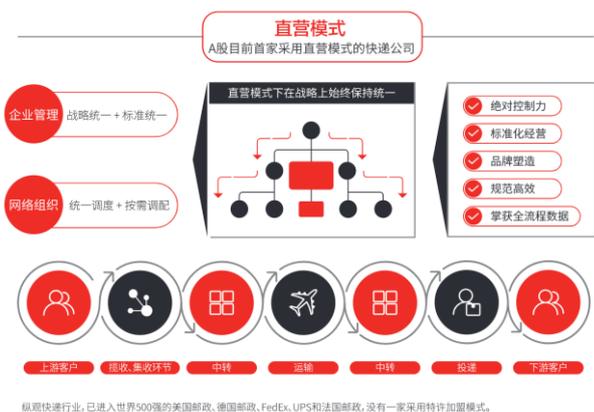
经营模式	优点	缺点	总部收入	总部成本
直营制	重资产、网络稳定性较好	扩张速度慢、成本高	快递服务全流程收入	全网成本（顺丰除运力成本外，人工为成本最大项）
	全局战略协调能力强	末端经营缺乏灵活性		
	内部组织架构调整难度低	管理难度高、对质量及盈利均要考核		
加盟制	轻资产、扩张成本低	网络稳定性较差	加盟商支付的中转费、面单费、派费	主要承担分拣操作和干线运输成本
	管理人数少、管理能力要求低	较难把握加盟商实际盈利能力		
	网点自负盈亏、操作灵活	服务考核及要求难度较高		
	对加盟商只需考核质量、不需要考核盈利	价格政策及战略推进难度高		

资料来源：物联云仓数字研究院，物流桃园，民生证券研究院整理

公司专注于直营模式，不仅大幅提高了运营效率和服务质量，获得了相比同行更多的平均单件利润，更收获了用户的满意度（连续第 15 年在国家邮政局快递服务满意度中排名第一），树立起了强大而更具标识度的企业品牌力，更重要的是，顺丰拥有了无比宝贵的自主权，为之后发展战略的快速调整和执行打下关键基础，公司得以在几乎不借用其他投资资本的条件下大量购置飞机构建中国最大的民营货机舰队、以及更庞大的智能物流网络体系。

图2：直营模式示意图：全链路利益目标一致

图3：2023Q3 顺丰的主要服务指标得分均优于行业平均（单位：申诉件数/百万件快件业务量）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

1.2.2 国际复盘：直营模式 VS 加盟模式

放眼国际快递市场，占据绝对主导地位的 DHL、UPS 和 FedEx 三巨头全部在全球网络中采用直营模式进行管理。依托直营搭建全球网络，三巨头均已在超 200 个国家和地区进行网络布局，并不断拓宽产品矩阵，转型综合物流供应商。高密度的网络配合默契，揽收与派送紧密衔接，形成虹吸效应，不断巩固优势地位。

以 DHL 为例，其在 20 世纪 80 年代经历了“加盟转直营”的资产快速变重的过程。DHL 成立之初，国际间快递运送主体 80%以文件为主，这类信件通过航空乘客行李进行运输，公司采取轻资产的加盟制经营模式，灵活响应市场实现快速扩张并迅速占领 50%以上的国际市场。1985 年之后，传真机的广泛使用给 DHL 文件运输业务造成了威胁。同时，随着全球产业转移，跨国生产模式下，国际物流需求增长加速，国际快递转型成以运送生产型包裹为主，注重服务和时效，而且此时 FedEx 和 UPS 也都在以用重资产模式切入市场，竞争加剧，原先建立的加盟商网络在市场属性的变动下，不再具有先发优势，总部公司选择布局干线运力，租船包机，逐步收回加盟商权限，至 90 年代末 DHL 核心的国际快递业务已全部直营化以保证服务的时效性来应对竞争。

图4：DHL 在 20 世纪 80 年代经历“加盟转直营”



资料来源：物流沙龙微信公众号，民生证券研究院整理

复盘国际快递市场发展，我们认为导致海外加盟制快递企业未能蓬勃发展的原因有以下四点：

- 1) 国际三大快递企业和万国邮联框架下的 EMS 主导国际快递市场的格局多年没有明显变化，使得新进入的加盟制快递企业难以突破现有格局，抢占市场份额；
- 2) 欧美发达国家劳动力成本较高，失业保障制度相对健全，加盟制快递企业所依赖的低成本劳动力扩张模式难以施展，成本控制面临较大挑战；
- 3) 加盟制快递企业的经营模式与当地的法律环境、文化背景和市场环境可能不兼容；
- 4) 各国加盟制快递企业的品牌知名度在国际快递市场上并不算高，国际网络覆盖度低也决定了网络价值不高，协同效应难以彰显，推广难度大。

快递直营制和加盟制两种服务体系的竞争优劣势短期内在海外市场并不会出现变化。直营制服务标准化更好，更易满足追求服务质量的消费者需求，仍会占据国际快递市场的主导地位。加盟制也并非没有立足之地，它可以使快递企业更快地在人口众多、幅员辽阔的国家铺设网络，资产投入小，推广迅速（例如在世界第二人口大国印度，商业模式对标中通的快递企业 Delhivery 于 2017 年 5 月获得了中国复星集团 3000 万美元的私募股权投资，并于 2022 年成功上市），可以满足部分对价格比较敏感的消费者的需求。但对于旨在打造联通亚太、辐射全球的物流航母的快递企业而言，标准化程度更高、时效性更强、对安全的把控更佳的直营制模式更有助于在庞大资产的基础上尽力释放价值，从而实现资本回报的提升。

1.2.3 直营网络再进化

快递网络的供给能力，本质要素是：资产、资源、网络组织，其中网络组织是最核心要素。直营网络铺设成本远大于加盟网络，过往民营快递多采用加盟制发展，

顺丰直营网络在高端市场供给稀缺。如何用好这张稀缺的直营网络，扬长避短？顺丰从 2021-2022 年转向精益经营后，对这张经营 30 年的网络，提出了系统性变革和进化的命题。

进化举措 1：多网融通

顺丰自 2021 年推进四网融通，2023 年拓展融通范围升级为多网融通，如今多网融通已步入常态化运营阶段。公司围绕常态化的网络融通举措持续做深做细，并拓展挖掘新的业务资源融通机会，业务融通成熟的环节逐步试点推广管理融通（如同园区各类场地统一管理、多组织自营车辆统一管理），从机会点融通深化至应融尽融，通过融通提升资源效能、节省新增投入、扩展业务服务覆盖等，降本效益持续扩大。

图5：多网融通以网络协同驱动提质降本



注1：节省成本为融通后 vs 假设不融通 成本降低程度，剔除了部分非融通因素影响

资料来源：顺丰控股推介材料，民生证券研究院

进化举措 2：运营模式变革

2022 年，公司从“运营”思维向“经营”思维转变，推进整个网络运营模式变革，立足于营运端到端全流程优化，强调全网营运规划一盘棋，横向整合多个业务网络的资源实行统一规划，纵向以全局视角排布营运收转运派端到端资源，实现更加科学的网络规划和精准的资源投入。

运输端：支线降低临时运力占比；干线刷新招标采购标准，更多看双边往返线路，降低承运商成本实现双赢。

中转端：模式调整、自动化升级，提升中转场分拣颗粒度，直分直发至单个快递员，提升分拣人效。

末端：网点雾化，优化网点冗余管理人员，推动末端人员自我管理，提高快递小哥自主能动性；线路拉直，减少快递员“分拨中心——派送站点”往返次数，提高揽派效率，同时能够省下更多时间进行面客营销。

表2：顺丰营运模式优化

目标	措施	具体表现	效果	
			收入端	成本端
提升中转能力	持续研发中转设备创新	2024 年公司投入投入数百台 AGV、约 300 套自动化设备		
		2024 年实现小件中转效能提升 13%，大件中转效能提升 8.5%		
强化陆运管控	提升陆运利用率	2024 年同比新增直发干线新增近 440 条		
		鄂州枢纽集约发运，降低中转层级		
优化网点布局	网雾雾化、利用容器集装、从中转场直接分拣+直接发货至终端小站点	运力资源精准匹配与稳定化，长期合作运力占比超 95%	1、服务能力提升——小哥面客时间增加，揽派体验提升； 2、溢价能力提升——以底盘提升为依托，推出创新产品； 3、定价能力提升——从标准化报价到差异化定价，实施价格歧视。	1、节约末端管理成本——网络扁平化； 2、降低末端运营成本——分拣集约化； 3、提升小哥效能——评价数字化。
		1000+干线完成车型升级，新增 14 万趟次大型车辆承运任务，单位运输成本下降		
提升小哥满意度	保障小哥权益	优化线路规划，往返组合型线路占比提升 11%		
		减轻网点工序，减少网点仓管及支线接驳人工成本，减少小哥往返交接快件的平均距离，提高网络效率。		
	数字化质量管理	大语言模型机器人累计解决超 500 万次小哥疑问，减少重复性工作		
		提供针对性策略以有效解决长期低收区域问题		
	强化技能培训	通过数字机器人培训新入职小哥及提供实时问答服务		

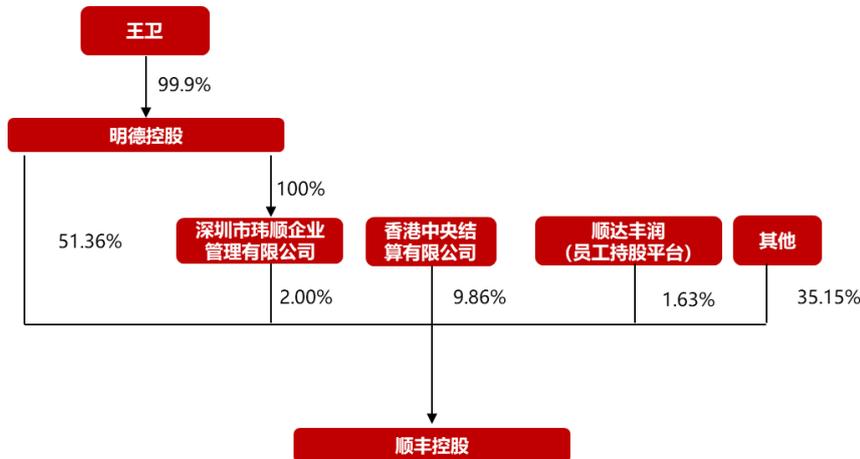
资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

1.3 股权结构：独立第三方物流快递龙头

创始人持股比例较高，确保对公司拥有绝对控制力、自上而下战略延续性强。

创始人王卫先生通过明德控股间接持有公司约 53.31% 股权，为公司实际控制人，该持股比例略低于韵达，远高于其他上市快递公司，保证了创始人对公司有绝对控制力。管理层及重要员工通过员工持股平台顺达丰润持有公司合计 1.63% 股权。

图6：顺丰控股股权结构（截至 2025 年 4 月 28 日）



资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

公司不依附单一平台，无大型电商平台控股或参股。顺丰是独立的第三方物流快递龙头，公司股权结构相对独立，一方面有助于公司与更广泛的客户群体建立合作，一方面有助于公司加深与客户的合作程度、加强物流与商流的融合。

表3：快递公司的股权结构比较（截至 2025Q1）

公司	创始人持股比例	电商平台持股比例
顺丰	51.31%	0%
京东物流	未披露	63.26% (京东集团)
申通	35.85%	25% (阿里-菜鸟)
圆通	35.38%	19.46% (阿里)
中通	34.29%	8.87% (阿里)
韵达	54.87%	0.71% (阿里)

资料来源：各公司公告，民生证券研究院整理

注：顺丰为 2025 年 4 月 28 日股权激励后数据，京东物流和中通快递为 24 年年报数据，其他公司均为 25Q1 财报数据。

1.4 公司财务：收入结构多元化，精益管理效果逐步显现

2017 年上市后到 2022 年公司收入端持续保持 20-30% 高增长，2023 年收入同比-3.39%，主要因供应链及国际业务收入收受空海运价下滑影响收缩。2024 年，国内方面公司持续夯实产品竞争力，国际方面受益于国际海运运费上升且货量稳定及空运需求增加，实现营业收入 2844.20 亿元，同比+10.07%，归母净利润 101.70 亿元，同比+23.51%，内生盈利能力持续提升。

2025Q1 营收稳步增长，归母净利保持较快增速。一季度实现营业收入 698.5 亿元，同比+6.9%；实现归母净利润 22.3 亿元，同比+16.9%。

图7: 2016-2025Q1 收入 (亿元) 及增速



资料来源: 同花顺 iFinD, 民生证券研究院

图8: 2016-2025Q1 归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: 同花顺 iFinD, 民生证券研究院

表4：顺丰分部收入与利润拆分

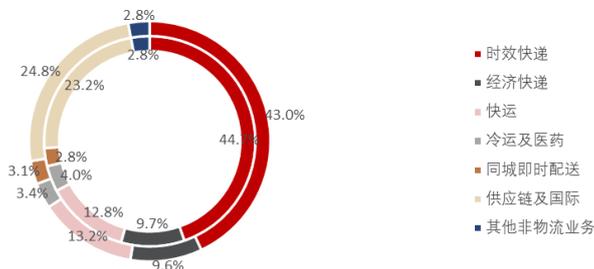
	2020	2021	2022	2023	2024
整体 (亿元)					
收入	1,539.9	2,071.9	2,674.9	2,584.1	2,844.2
归母扣非净利润	61.3	18.3	53.4	71.3	91.5
非经常损益	11.9	24.3	8.4	11.0	10.2
归母含非净利润	73.3	42.7	61.7	82.3	101.7
速运及大件分部 (亿元)					
对外交易收入	193.4	283.6	1697.6	1868.9	2001.6
分部间交易收入	30.4	28.1	181.7	122.3	70.1
成本	225.1	299.9	1629.9	1714.6	1739.1
毛利	-1.3	11.8	249.4	276.6	332.5
净利润	-9.0	-5.8	54.9	84.5	109.8
毛利率	-0.6%	3.8%	13.3%	13.9%	16.1%
净利率	-4.02%	-1.87%	2.92%	4.25%	5.30%
同城寄送 (亿元)					
对外交易收入	32.2	51.2	65.7	73.7	90.1
分部间交易收入	16.2	30.6	37.0	50.3	67.4
成本	50.3	80.8	98.5	116.1	146.7
毛利	-1.9	1.0	4.1	7.9	10.7
净利润	-7.6	-9.0	-2.9	0.5	1.3
毛利率	-3.9%	1.2%	4.0%	6.4%	6.8%
净利率	-15.62%	-11.00%	-2.79%	0.41%	0.84%
持股比例	85.6%	55.8%	56.8%	56.9%	57.9%
并表净利	-4.9	-5.0	-1.6	0.3	0.8
供应链及国际分部(亿元)					
对外交易收入	134.2	399.8	899.2	628.6	740.0
分部间交易收入	2.9	4.7	7.0	7.3	13.3
成本	122.6	361.6	821.5	584.7	693
毛利	14.5	42.9	84.7	51.2	60.3
净利润	1.0	6.2	19.5	-5.3	-5.5
其中：嘉里归属净利		3.7	13.6	2.1	3.4
毛利率	10.6%	10.6%	9.3%	8.0%	8.0%
净利率	0.75%	1.52%	2.15%	-0.84%	-0.73%

资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

分板块看，公司整体收入结构健康，实现高质量的业务和收入增长。当前，时效快递业务仍为公司盈利核心，同时格局稳固，为新业务增长提供稳定的护城河；2024 年供应链及国际业务收入占比已经达到 24.78%，从收入提升空间来看，国

际业务具备成为第二增长曲线的潜力。

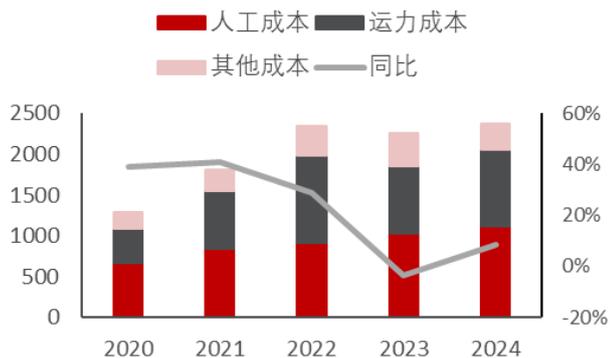
图9：顺丰营收结构（内圈为 2023，外圈为 2024）



资料来源：顺丰控股 2024 年度推介材料，民生证券研究院

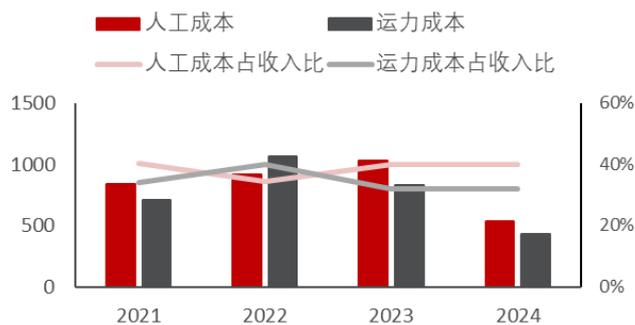
成本方面，自实施多网融通、营运模式变革以来，公司 2021/2022/2023 年分别实现降本 6/8/11 亿元，**2024 年全年实现超 13 亿元的成本节降（节省成本为融通后 vs 假设不融通成本降低程度）**。其中，2022 年降本效果因油价、全球公共卫生事件等因素而被掩盖，2023 年逐步回归常态，融通与变革进程加快推进，包括快递快运场地共建、操作场地融合等，降本效果显现。特别是在运力成本方面，公司通过调优运力结构、优化采购机制以及灵活调整路由规划等精益管控措施实现运力成本的节降，占收入比也处于下降通道中。随着公司成本端运营变革的推进，降本控费仍有空间。

图10：顺丰成本结构及同比（亿元）



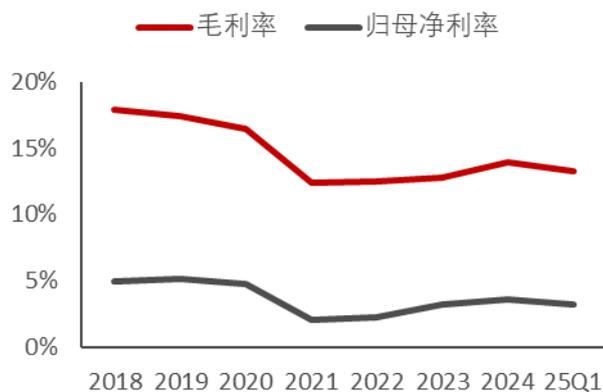
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：顺丰各项人工与运力成本占收入比（亿元）

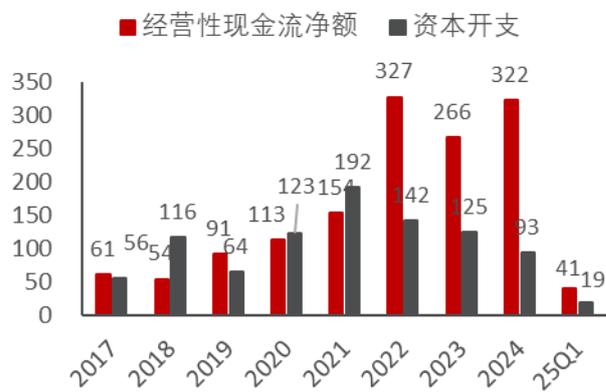


资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，民生证券研究院

2021 年至今，公司持续强化精益管理，提升运营效率的同时注重改善公司治理，毛利率及归母净利率逐年提升。与此同时，公司保持充裕的现金流，2024 年经营性现金流净额达 321.86 亿元，当前公司资本性支出高峰期已过，自由现金流具备较大改善潜力，因此潜在分红能力提升，2024 年分红比例从 2023 年度的 35.1%提至 87.6%，随着公司综合竞争力提升，**有望继续维持高分红比例。**

图12: 顺丰毛利率与归母净利率


资料来源: 同花顺 iFinD, 民生证券研究院

图13: 顺丰经营性现金流净额与资本开支 (亿元)


资料来源: 同花顺 iFinD, 民生证券研究院

表5: 顺丰历年分红情况

年度	现金分红总额(万元)	归母净利润(万元)	股利支付率	每股股利(元)	股息率
2018	92,553.63	455,590.62	20.32%	0.21	0.64%
2019	118,889.11	579,650.55	20.51%	0.27	0.73%
2020	149,999.18	732,607.90	20.47%	0.33	0.37%
2021	87,451.78	426,909.80	20.48%	0.18	0.26%
2022	121,361.55	617,376.40	19.66%	0.25	0.43%
2023	288,920.91	823,449.30	35.09%	0.6	1.49%
2024	890,787.47	1,017,042.70	87.59%	1.84	4.57%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院; (注: 股息率计算所使用股价取自当年年末最后一个交易日的收盘价)

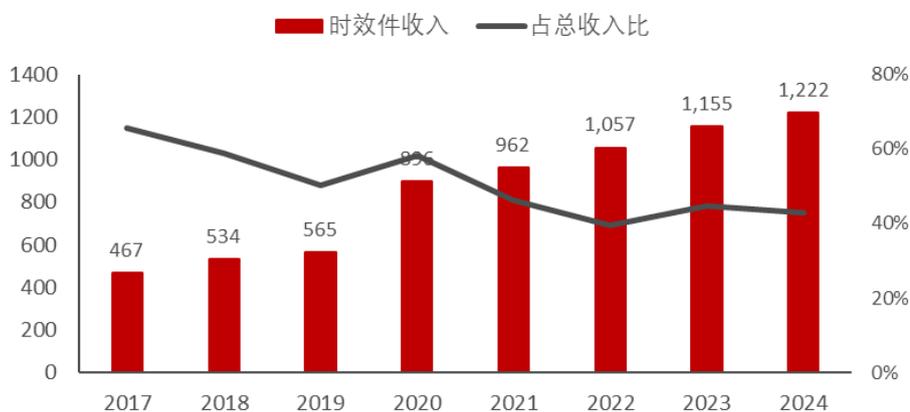
2 核心快递业务：时效件底盘稳固，经济件效益改善

2.1 时效件：壁垒高筑，第一曲线有望再回升

2.1.1 供给端壁垒造就时效业务宽护城河

时效件是顺丰品牌护城河的基石，亦为公司业务基本盘，贡献超 4 成的营业收入。2017-2023 年公司时效件收入从 467 亿元增长至 1155 亿元，2024 年，时效件收入达 1222 亿元，同比+5.8%。

图14：顺丰时效件收入及占比（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

时效快递的进入门槛非常高，顺丰多年深耕时效件产品，持续打造高频次运营模式和直营体系，高筑供给端壁垒，造就了公司在高端件市场的垄断地位：

1) **广泛而密集的全国物流网络，关键、稀缺的资源（航空货运机队、航空货运枢纽、机场起降时刻及地面网络）**：经过多年潜心经营和前瞻性战略布局，顺丰已形成“天网+地网+信息网”三网合一的物流服务网络。天网方面，截至 2024，顺丰拥有自营全货机 89 架，航权时刻 343 对，航空发货量占全国航空货运总量 31.1%。地网方面，公司地级覆盖率达 100%，县级覆盖率为 98.1%，国内服务网点超 3.6 万个。

2) **对物流网络、服务及运力的强掌控力**：直营体系确保总部控制全部快递网络和核心资源，包括收派网点、中转场、干支线、航空枢纽、飞机、车辆、员工等，进而提升快递服务的质量和效率。

3) **收转运派的高频次运营模式**：对收运转配环节具有充分的把控和管理能力，截至 2024 年，公司在国内自营及代理的网点&面客点达 3.6 万个、海外自营&联营门店达 1.4 万个、全网超 44 万的快递小哥，保障公司收转运派的高频次运营。

4) **客户忠诚度和用户心智**：在中高端时效件市场，目标群体对成本相对不敏感，更容易产生用户粘性，顺丰凭借多年的时效承诺、运营保障、多场景、多产品层次占领用户心智。

表6: 顺丰网络强度 (截至 2024 年 12 月)

分类	项目	数量
天网	全货机合计数 (架)	110
	其中自有数 (架)	89
	全货机线路条数 (条)	173
	全货机航班总数 (万次)	5.5
	全货机发货量 (万吨)	大于 242
	散航线路条数 (条)	大于 16000
	散航航班总数 (万次)	大于 186
	散航发货量 (万吨)	大于 118
	航空发货量占国内货邮总运输量的比例	31.1%
地网	自营网点数量	大于 36000
	快递运营中转场 (个)	221
	干支线车辆 (万台)	大于 10
	末端收派车辆 (万台)	大于 10

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

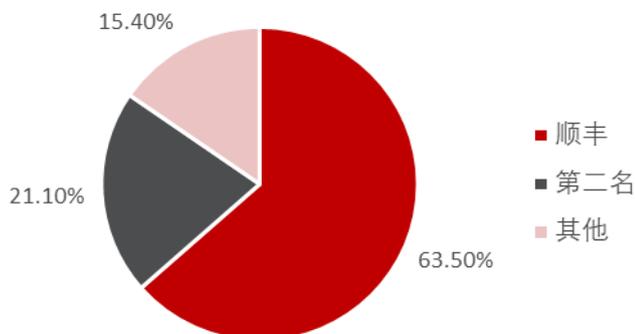
表7: 顺丰全货机机队情况 (截至 2025.04.08)

类型	机型	数量 (架)	载货量(立方米)	载重量 (吨)	最大航程 (千米)
窄体机	B737-300	14	30.2	16	4204
	B737-400	3	38.9	20	4204
	B737-800	2	45.1	8.4	5765
宽体机	B747-400	4	170.5	120	13450
	B757-200	43	43.3	36	7600
	B767-300	23	106.8	54	7300

资料来源: planespotters, 民航资源网, 民生证券研究院

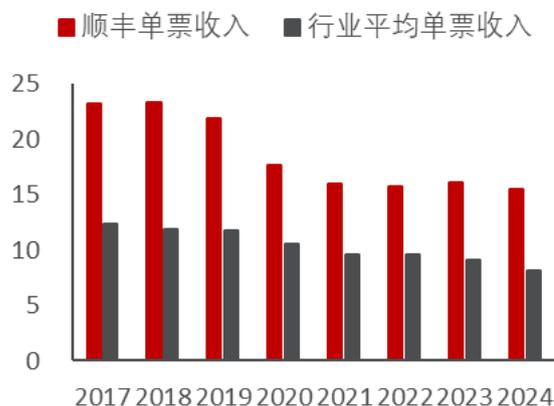
在差异化赛道上坚定前行、前瞻投入, **顺丰实现时效件市场单寡头格局**, 根据公司港股招股书, 按 2022 年收入计, 顺丰于 2022 年的市场份额为 63.5%。公司时效件业务具有显著的品牌溢价, 通过时效件产品, 公司收入和利润居于行业前列。

图15: 中国时效件市场呈现出单寡头格局 (按 2022 年收入计)



资料来源: 顺丰港股招股书, 民生证券研究院

图16: 顺丰及行业平均单价 (元)



资料来源: 公司公告, 国家邮政局, 民生证券研究院

2.1.2 时效件空间探析

作为当下利润贡献的主力、高壁垒的核心业务, 时效件的关键问题在于市场空间的大小。时效件业务与宏观经济增速相关性较高, 并且对经济增速变动表现较敏感, 近年来, 顺丰时效件业务收入增速与 PMI 保持高度相关。

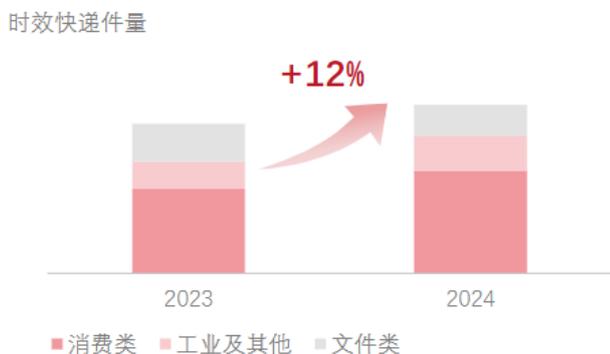
图17: 顺丰时效件收入增速和 PMI 保持相关



资料来源: 同花顺 iFinD, 民生证券研究院

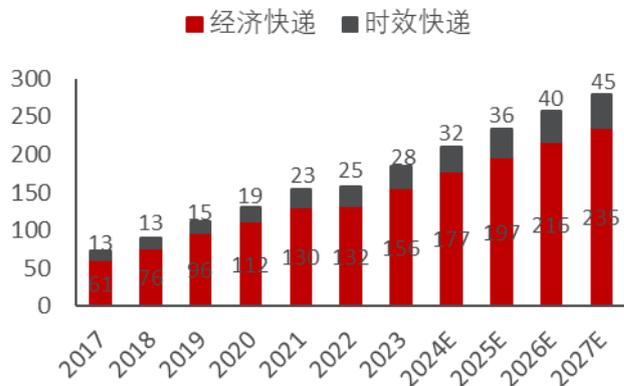
时效件需求具有强周期属性, 未来, 时效件的核心需求来源依旧是中高端消费以及生产流通环节, 公司针对时效件不断创新求变, 自我蓄力期待突破新增量空间, 大量创新应用场景融合到现代服务业、高新制造业的服务产品。随着内需刺激政策持续加码, 消费品类将受益于食品生鲜、高品质消费线上化趋势, 工业类将受益于产业升级下高端制造业的物流需求。根据顺丰港股招股书预测, **2022-2027 年国内时效件收入规模仍有 12.6%复合增速。**

图18: 顺丰时效件量结构



资料来源: 顺丰控股推介材料, 民生证券研究院

图19: 2017-2027 年中国快递市场规模 (按收入计, 十亿美元)



资料来源: 顺丰港股招股书, 国家邮政局, 国家统计局, 国家发改委, 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

2.2 经济件: 调优产品结构, 效益持续改善

顺丰一度将经济快递区隔为直营网络“顺丰速运”和加盟网络“丰网速运”。前者主打“电商标快”，服务聚焦各大电商平台方及品牌商家；后者服务于经济型、下沉电商市场。随着电商件规模扩大，顺丰经济快递营收实现快速增长，2020年、2021年同比增速均超50%。

表8: 顺丰经济件业务发展历程

时间	举措	发展情况
2013年	首次试水经济件, 推出“电商特惠”(标准件6-7折)	定价较低、上量很快但亏损严重、其后被叫停
2016年	推出了面对更高端客户的产品特惠件(定价在15-20元起重)	逐步开始盈利, 但由于定价较高, 增速大幅低于电商行业增速
2019年	推出针对电商市场的特惠专件	特惠专配 2022年7月正式退市
2020年	承接电商件业务的加盟制快递网络“丰网速运”起网	已剥离
2023年	剥离“丰网”退出低价件竞争	经济件业务结构调优, 盈利能力提升

资料来源: 同路帮, 顺丰控股推介材料, 公司公告, 民生证券研究院

图20：顺丰经济快递营收及增速（亿元）

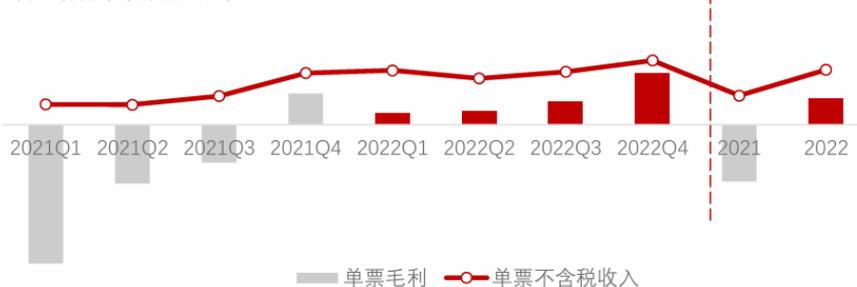

资料来源：顺丰控股推介材料，民生证券研究院

注：2020/2021/2022年经济件口径均有调整，2023年及2024年增速不含丰网

与通达系、极兔等快递公司不同，顺丰以填仓的方式，即利用闲置运力和仓储资源做电商件，试图以共享中转场、运输线路等资源降低成本同时，以高质量服务加低价策略抢夺更多电商件份额。不过低价竞争、已然“红海”的电商件市场利润空间狭小，要想盈利商流必不可少，而这恰恰是顺丰欠缺的：2022年，当中通日均业务量逼近7000万单，韵达、圆通、申通突破5000万单，极兔接近4000万单时，丰网日单量还不足1000万单。单量做不成规模，成本难以分摊，结果就是电商件亏损严重。与此同时，“融通”模式下吸引来的电商件业务量没有能力消化，快递时效落后，甚至影响到顺丰整体高端商务件的品牌形象。

低价竞争换来的营收增长并未给顺丰带来足够的利润，反而影响其利润结构。因此，2021年下半年开始，公司践行健康经营可持续发展的经营基调，主动调优产品结构，升级优化直营经济件产品“电商标快”，低毛利产品“特惠专配”于2022年7月正式退市，并于2023年剥离“丰网”彻底退出低价件竞争，专注中高端经济型快递市场。

图21：调优产品结构后2021Q4起直营经济件单票毛利转正

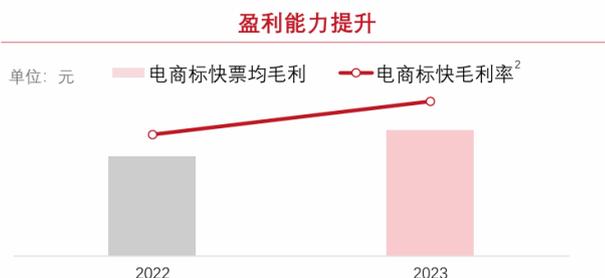
 直营经济件单票数据⁴（元）


资料来源：顺丰控股推介材料，民生证券研究院

注：单票数据不含丰网速运

当前，公司经济件主力产品为电商标快。电商标快件量稳步增长，24H1 件量增速达 20%，并凭借高品质服务和有效成本管控，票均毛利进一步改善。

图22：顺丰电商标快盈利能力提升



资料来源：顺丰控股推介材料，民生证券研究院

图23：顺丰经济件票均成本改善

票均成本改善

经济件（不含丰网）票均成本¹

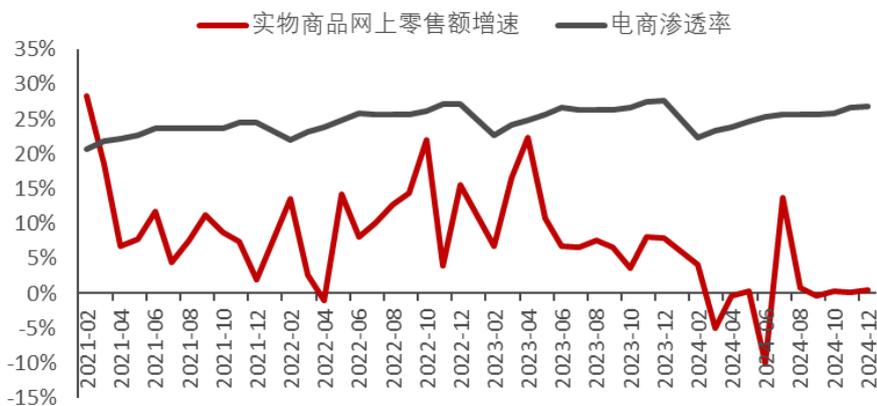


资料来源：顺丰控股推介材料，民生证券研究院

针对经济件业务，顺丰延续“聚焦核心市场做大规模”的业务策略，围绕核心电商区域及专业市场提供高品质服务。向外看，顺应 2024 年以来行业快递包裹小件化趋势，公司聚焦市场盈利性良好的更轻品类货物，拓展细分产品电商微小件，面向重量较轻的小饰品、小配件等；向内看，公司基于精细化资源管控，结合大数据分析，充分利用边际产能，牵引增量，最大化利用资源。

我国线上消费经历了高速发展期后目前进入平缓阶段，但基于我国的经济体量和居民收入水平，以及新兴平台电商的蓬勃发展，线上消费仍具有较强的韧性。剥离低价件后，依托优质的服务，顺丰在中高端经济赛道的量价表现及盈利能力值得期待。

图24：我国实物商品网上零售额增速及电商渗透率



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

3 多元物流业务：多赛道布局，谋生态拓版图

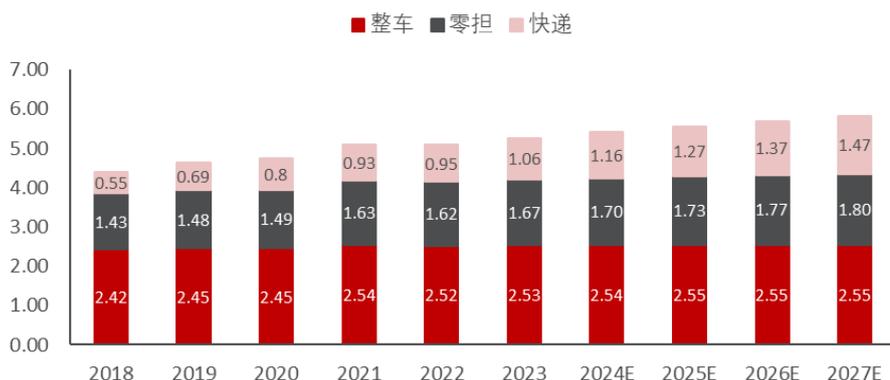
3.1 快运：万亿市场格局优化，双轮驱动协同发展

3.1.1 万亿市场迈入存量整合期

中国拥有全球最大的物流市场，其中公路物流是最主要的运输方式，据交通运输部数据，2024 年我国货运总量为 568.69 亿吨，其中公路货运量为 418.8 亿吨，占比 73.64%。

近年来，我国公路运输市场稳步增长，根据艾瑞研究院预测，市场规模自 2018 年的 4.40 万亿元上升至 2022 年的 5.09 万亿元，并有望于 2027 年达 5.82 万亿元。根据货物重量及对应服务方式，公路运输可区分出快递和快运，快运可进一步分为零担和整车。其中，零担市场在中国公路运输中占比超过 30%，且增速较为平稳，预计 2027 年可上升至 1.80 万亿元。

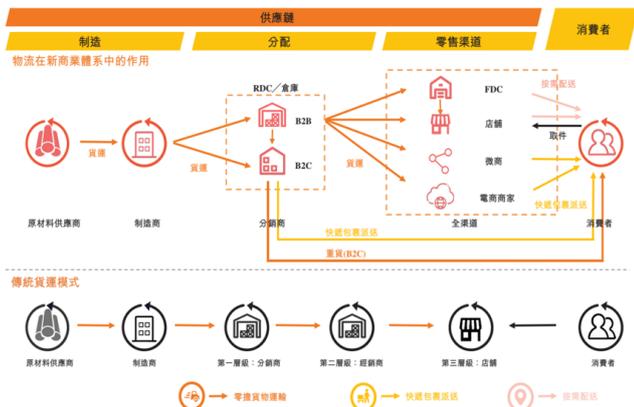
图25：中国公路运输市场规模及预测（以运费为口径，万亿元）



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

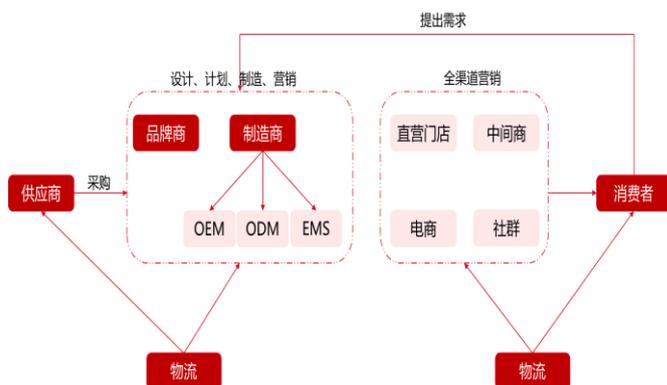
零担快运是一个万亿级别的市场，从商流变革的角度来看，快运行业格局好，仍是一个增量市场，并且受益于中国的产业转型升级和大件商品电商化趋势，支撑长期的提价空间。在商流端，消费个性化、品牌小众化、零售多元化等因素带来的订单碎片化趋势，越来越明显。以家具、家电行业为例，线上订单已经零散到了个人消费者，而其销量最大的渠道虽然仍是传统的线下分销渠道，但相比之前已有了非常大的变化。与此同时，柔性供应链需求拉动快运发展，消费互联网“下半场”发展重心转向供应链升级改造，零担快运将是承载供应链商品的主要运输方式之一。

图26: 供应链扁平化



资料来源: 安能物流招股说明书, 民生证券研究院

图27: 供应链柔性化



资料来源: 民生证券研究院整理

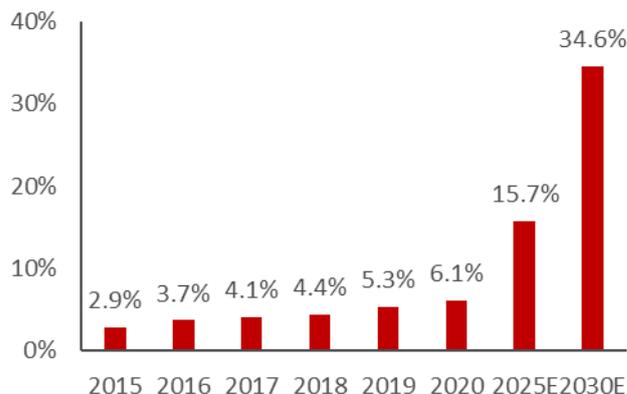
中国的零担市场拥有庞大的体量和较低的集中度，蕴藏着较大的份额整合空间。根据商流及货源结构的不同，当前零担市场分为三类参与者：**全网快运、区域零担以及跨区专线**。全网快运在网络覆盖、规模效应、数字技术和服务能力四方面都具备更强的竞争优势，拓展了跨区专线和区域零担在可达性、稳定性、时效性三方面的能力边界，更能匹配渠道变革和产业升级下的公路货运场景。需求端，供应链柔性化，区域流通需求转变为全网流通需求，区域网融入快运体系；供给端，全网快运相对大票零担的成本优势拐点即将到来，因此，我们认为全网快运相对于跨区专线、区域零担的优势将进一步强化，份额占比有望扩大。此外，类比美国市场的发展进程，中国的全网快运已经走出“扩张期”，正大步迈入第二阶段的存量市场“整合期”，中长期也必将进入高质量发展的“成熟期”。

图28: 零担网络的参与者进一步细分示意图



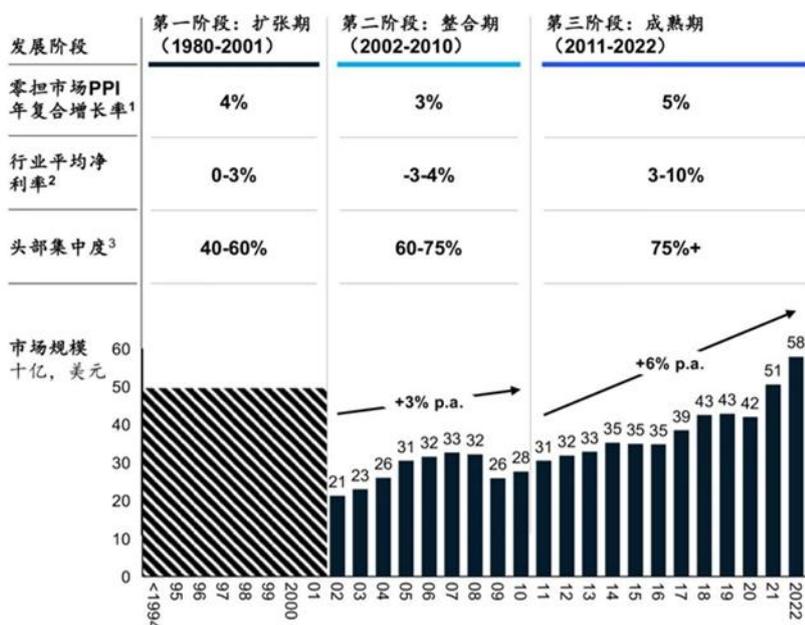
资料来源: 运联智库, 民生证券研究院整理

图29: 中国全网快运占零担市场份额有望持续提升



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

图30：美国零担市场发展史



资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

3.1.2 双品牌运作，质变量升盈利增厚

顺丰快运孵化到成立仅 5 年时间，双品牌运作抢占中高端快运市场。2014 年公司成立汽配供应链事业部，推出物流普运；2018 年成立快运事业部，2019 年 7 月顺丰快运正式发布。目前与顺心捷达形成了快运双品牌，以直营与加盟两种形式，拓展快运市场份额。

顺丰快运定位高时效、高质量及高服务体验的中高端市场，顺心捷达专注全网型中端快运市场，双品牌在运营模式及产品定位上互补。公司凭借更丰富的产品矩阵，既能提供高价值产品，在成本基本不变的情况下获得较高的利润弹性，同样也能够留住价格较敏感型客户。

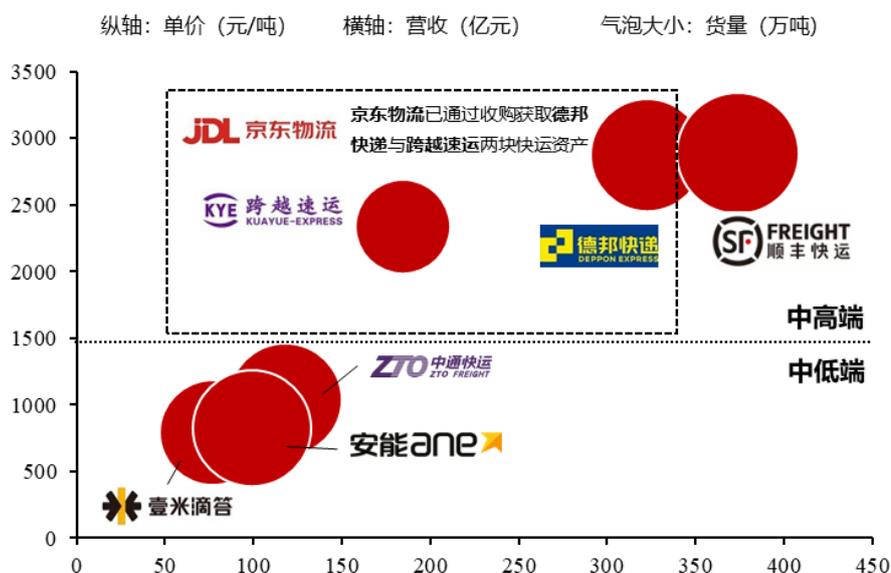
表9：顺丰快运产品矩阵

品牌	细分领域	产品名称	产品简介
顺丰快运	零担	大件仓配	为商家提供单地/多地入仓服务，提供多仓仓间调拨服务提供仓储和配送一站式服务，满足商家多场景一体化服务
		大票直送	为企业客户提供单票 500KG 以上大票零担货物的物流服务，有效分担企业物流成本，助力企业专注生产主业发展
	整车	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
		城市配送	顺丰旗下高标准搬家/搬迁产品，为个人/企业定制解决方案及提供高品质搬迁服务
顺心捷达	零担	顺心达	单票 0-40kg 公斤段，目标客群 2B 仓配、店配;2C 传统电商件；专业市场；中小型工厂、企业及个人消费者。
		顺心包裹	单票 0-130kg 公斤段物流产品，面向 B2C、B2B 等客群场景，提供“安全、准时”的门到门服务
		顺心零担	130KG+，目标客群生产工厂、设备类经销商、末端入仓
		重货特惠	全公斤段，抛比 1:3000 以下，目标客群工业园区、专业市场 2B 零担

资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

高端快递格局企稳。随着京东物流分别于 2020 年、2022 年收购跨越速运与德邦快递股权，目前直营制全网快运呈现顺丰与京东系的“双寡头”竞争格局，高端快运市场高度集中。据运联传媒数据测算，2022 年排名第一的顺丰按直营快运口径计算约占高端快运市场 30%的份额，原京东系（跨越+京东快运）高端快运市场份额为 35%，德邦约占 21%，收购后京东+德邦系占比提升至 56%，高端快运市场 CR2 上升至为 86%。

图31：2024 年为中高端直营快运格局拐点

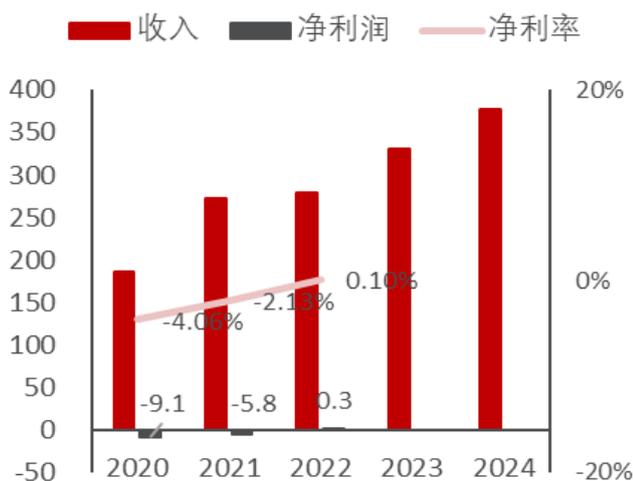


资料来源：运联智库，民生证券研究院

注：表内为 2023 年数据

2021年，顺丰快运开始与快递小件形成联动，借力打力，从时效、运营、场景上发力，依托自营仓储发展大件仓配一体化服务，满足商家多场景一体化的需求，扩大服务范围构建自身壁垒，在同质化严重的快运市场，展开错位竞争，并凭借精益管理实现提质增效，从而提供更有竞争力的价格，驱动成长飞轮的同时进一步结合模式调优实现降本增效。2022年，顺丰快运分部首次实现扭亏为盈，2023-2024年营收规模进一步增长，目前已经实现收入和时效业内第一。

图32：2022年大件分部首次实现扭亏为盈(亿元，%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：因2023年速运及大件业务合并，2023-2024年净利润和净利率数据未披露

图33：2023年大件质变量升，盈利增厚



资料来源：顺丰控股2023年推介材料，民生证券研究院

业务转盈后，公司不断拓宽场景。1) 做强中高端航空大件，包括高精密材料保税区之间发运、医疗检测样本运输、以及锂电、银浆等特货品的突破；2) 做深各个细分行业，沉淀专业物流解决方案，2024年在电商与流通行业、通信高科技行业、汽车行业、工业制造业的物流收入同比增加达20%或以上；3) 加强拓展偏下沉的工业大件市场，100kg以上的工业区大件货量同比增长超30%。不断丰富的业务场景推动规模扩大，2024年顺丰快运业务货量规模同比增长超过20%，顺心货量市占率稳居加盟型快运市场前三，市场份额不断扩大，利润率有望持续提升。

3.2 冷运及医药：积淀已久，期待盈利拐点

2014年11月，顺丰速运在整合现有物流、电商、门店资源的基础上，成立了冷运事业部，主要为客户的生鲜食品以及医药业务提供专业、定制、高效的综合供应链服务。2018年宣布与美国夏晖物流合作，成立合资公司新夏晖，经营夏晖在中国已有的部分业务，2024年，该合资公司更名为顺新晖。截至2023年12月31日，顺新晖已在全国30多个核心城市建立了62座高周转的物流中心，运输网络深入四、五线城市。

图34：顺丰冷运网络布局



资料来源：顺丰冷运公众号，民生证券研究院

冷运物流服务市场高度分散并存在较大整合空间。由于冷链行业的天然特征就是非标准化强（乳制品、红酒、冷鲜肉、冷藏肉、蔬菜、水果运输温度差异较大，且液体和固体不可同车运输、温度要求不同的品类也不可以同车运输），鲜少有头部企业能够提供涵盖从生产、储存、运输及配送至终端消费者的全流程，并同时确保恒温控制和稳定服务质量的端到端冷运物流服务，国内冷链企业基本都是较大生产方根据自身产品所需冷链特征自己建设专业冷链。在中国，有超过 2,000 家中小型冷运物流服务提供商，从全国排名前十的冷链物流企业看，8 家是主要服务于自身业务（肉制品、食品企业旗下、电商平台旗下），独立第三方只有顺丰和郑明现代。

表10：2022 年中国冷链市场前十

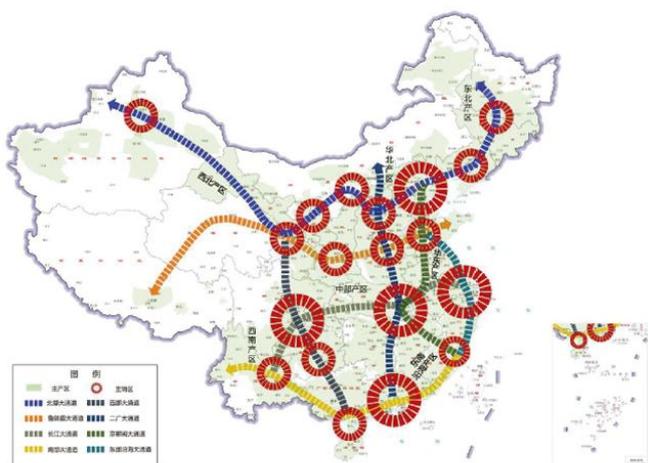
排名	公司	定位
1	顺丰速运有限公司	独立第三方
2	成都运荔枝科技有限公司	新希望集团旗下
3	京东物流	服务自身平台
4	荣庆物流供应链有限公司	服务寿光蔬菜基地
5	漯河双汇物流投资有限公司	双汇集团旗下
6	上海郑明现代物流有限公司	独立第三方
7	传胜供应链	百胜中国旗下
8	万科物流发展有限公司	万科集团旗下
9	上海光明领鲜物流有限公司	光明乳业旗下
10	南京卫岗乳业有限公司	南京卫岗乳业旗下

资料来源：中商产业研究院、爱企查等，民生证券研究院整理

冷链作为物流业的重要赛道，由于农产品产业结构特点，过往在中国使用比例并不高。随着线上生鲜电商的高速发展、对冷冻食品防疫安全关注度的提升，以及《“十四五”冷链物流发展规划》等政策的出台，冷链行业在国家政策、社会资本及新老玩家的共同推动下，正处在一个高增长、快整合、多变数的阶段。中商产业研究院数据显示，2023年中国冷链物流市场规模达5170亿元，同比增长5.2%。我们判断中国冷链发展依然有较大空间，但主要来自产销两端集中度不断提升的慢变量。

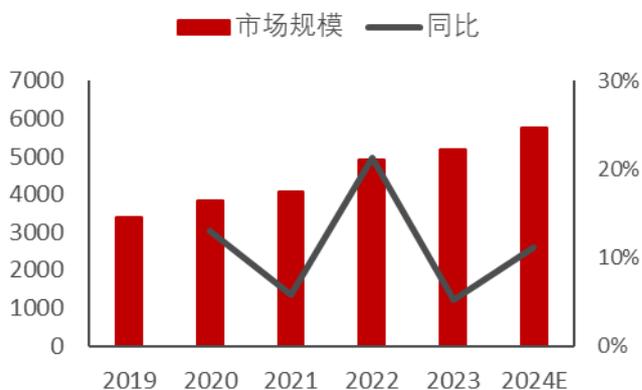
图35：“四横四纵”国家冷链物流骨干通道网络布局

“四横四纵”国家冷链物流骨干通道网络布局示意图



资料来源：国务院办公厅，民生证券研究院

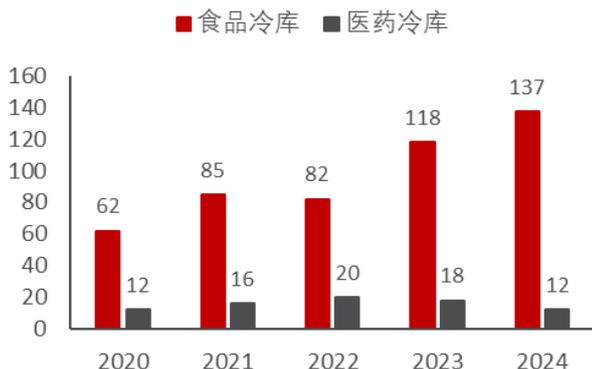
图36：中国冷链市场规模（亿元）



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

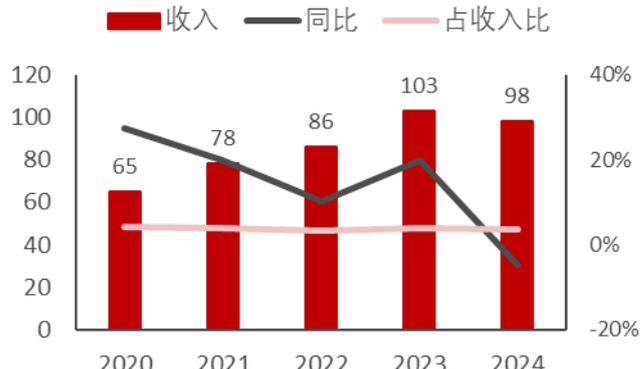
顺丰冷运连续六年荣登中国冷链物流百强企业榜首，充分发挥现有冷藏车、冷库等资源，向客户提供生鲜寄递、食品冷运、医药物流服务。顺丰冷运与医药板块业务2022-2024年CAGR为6.8%，占收入比保持在3-4%区间内。2024年，公司冷运及医药业务实现营业收入98.1亿元，同比-4.9%，主要由于受霜冻等恶劣天气及华南连续降雨影响。

图37：顺丰冷库数量（个）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图38：顺丰冷运及医药板块收入（亿元）与增速



资料来源：顺丰控股推介材料，同花顺iFinD，民生证券研究院

近年来，顺丰冷链发展重心在生鲜电商配套、标准化食品冷链与医药冷链之间不断转变，目前食品冷链网络有所收缩，高投入阶段也已经结束。公司继续探索冷链物流发展的更多可能，2024年3月与高标准仓储资源丰富的万纬物流签署战略合作协议，在高度分散的冷链市场上打响了冷链整合“第一枪”。总的来看，顺丰提供的标准化冷链解决方案在全世界都比较少见，开拓全新业务很难一蹴而就。

3.3 同城即时配送：“全”、“准”、“稳”三大杀手锏助推高速增长

与发达国家相比，同城时效城配是中国特有的繁荣市场。从商业模式角度，同城时效城配壁垒虽然不如网络型时效快递，但该领域是物流中为数不多的具备孕育大市值公司潜力的领域。同城时效城配虽然运送距离较短，但客户的高时效敏感度决定了建立差异化品牌的可能性，而供给端的密度经济使先进入企业在时效方面更容易让客户形成差异化认知。伴随即时电商各品类、各场景、各时段渗透率的持续提升，近年来即时配送行业快速发展。根据艾瑞测算，2023年即时配送行业规模约为3410亿元，相较2018年1168亿元增长显著，五年间复合增速高达23.9%，预计2023-2028年将保持高速增长，复合增速约18.9%，2028年即时配送行业规模预计将超8100亿元。

图39：中国即时配送服务行业规模（以订单量计，亿单）



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

图40：中国即时配送服务行业规模（以收入计，亿元）



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

顺丰自2016年开始聚焦即时配送领域，于2019年开始独立运营，并于2021年12月在香港联交所主板成功上市。凭借“全”、“准”、“稳”三大杀手锏，顺丰同城成为国内规模最大的独立第三方即时配送平台：

1) “全”——业务多元：全面覆盖新消费时代的四大主要场景——餐饮外卖、

同城零售、近场电商和近场服务。全场景、全品类、全时段的业务模式，既避免了“客大欺店”或“尾大不掉”式的单一依赖，又能有效提升订单密度、优化订单结构，丰富订单时段和类型。增收抗风险的同时，还可以平滑骑手各个时段的订单量，提升骑手全天人效，降低成本。2024年，顺丰同城活跃商家数量达到了65万，活跃消费者数量约2341万，茶饮配送收入同比增长73%，商超便利、蛋糕烘焙、医药、美妆等零售品类收入同比实现高双位数增幅。

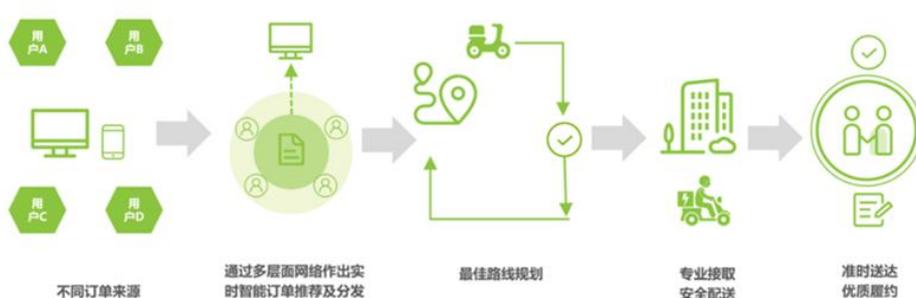
图41：顺丰同城全面覆盖新消费时代的四大主要场景



资料来源：顺丰同城招股说明书，民生证券研究院

2) “准”——技术提效：顺丰同城依托于坚实的技术基础处理全场景业务模式及多元骑手类型所带来的复杂订单融合分发。以城市物流系统（CLS）为例，具有智慧业务规划及营销管理、骑手融合调度及智慧订单分发、智慧运营优化三大核心功能。凭借该调度系统实时匹配多重弹性运力网络（覆盖不同的地域层次，包括门店级别、商业区级别及城市级别），可动态及灵活调整订单调度，让其在不同行业、场景和复杂配送网络中实现订单与骑手的最佳匹配，缩短配送时间、降低配送成本。

图42：顺丰同城城市物流系统（CLS）



资料来源：艾瑞咨询，顺丰同城招股说明书，民生证券研究院

3) “稳”——骑手为大：一直以来，顺丰同城始终秉持着骑手是第一合作伙伴的经营理念，截至 2024H1，平台的年活跃骑手超过 97 万名，且中高收入水平骑手数同比增加 20%。

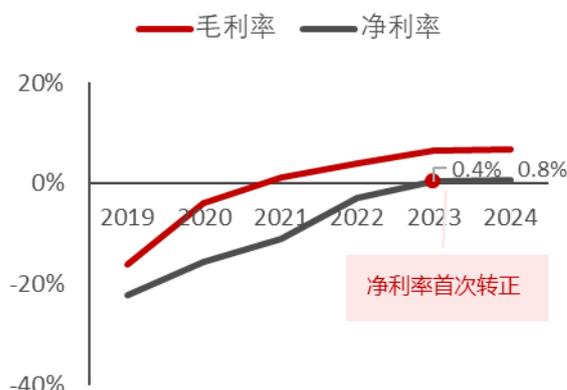
顺丰坚守“独立第三方”定位，承接全品类场景及流量渠道的订单，随着高质量稳健增长，规模效应越发明显，顺丰同城在 2023 年完成盈亏平衡点的跨越，收入高增的同时，2019 年至 2024 年净利率提升 23.14pct。国内即时配送领域由快速增长逐步进入成熟发展阶段，行业竞争进入下半场，顺丰全场景生态布局以及独立第三方的定位，已经为增长打下坚实基础，公司多网融通持续推进，降本控费持续深入，预计未来净利率仍有提升较大提升空间，已经率先走过盈利拐点的顺丰同城，有望继续领跑下半场。

图43：顺丰同城规模增长领跑行业（以收入计，亿元）



资料来源：有数 DataVision，公司公告，民生证券研究院

图44：顺丰同城跨过盈利拐点



资料来源：有数 DataVision，公司公告，民生证券研究院

4 供应链及国际业务：出海破局，打造第二增长曲线

顺丰自 2010 年起积极布局国际业务，运营模式上，主要采取自主运营及轻资产运营，在海外当地设立自营网点并配置收派员，同时与当地快递物流服务运营商合作，主要产品为国际标快/特惠以及国际小包；

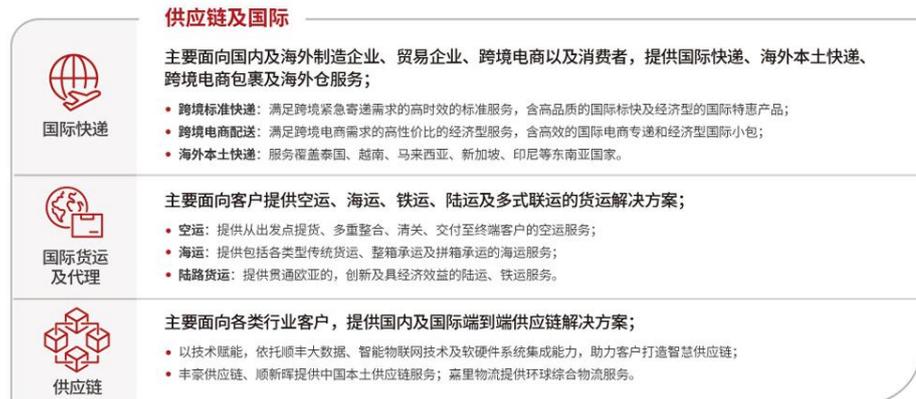
2016-2020 年公司国际业务覆盖范围持续扩大；

2021 年并购嘉里物流，主要产品结构调整国际快递、国际货代和国际供应链业务，并进一步扩大业务范围。

按 2022 年国际收入计，顺丰于亚洲综合物流服务提供商中国际业务规模排名第一。

截至 2024 年，国际快递覆盖国家达 100 个，国际小包业务覆盖国家及地区达 206 个。

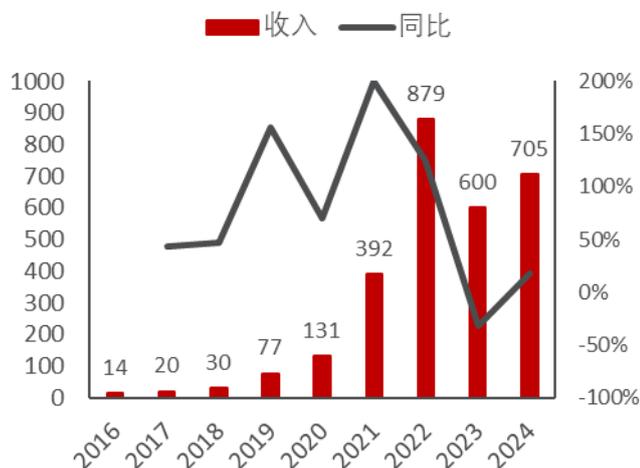
图45：顺丰供应链及国际业务板块布局



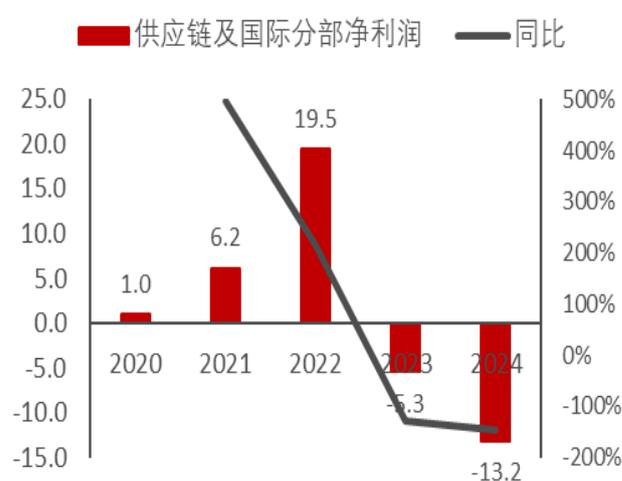
资料来源：顺丰控股 2021 年年报，民生证券研究院

2021 年并购嘉里物流后，公司供应链及国际业务规模迅速扩大。并购完成后，嘉里物流贡献约六成分部净利。2022 年分部营收 879 亿元，净利润 19.5 亿元，创历史新高。

2023 年因国际空海运需求及运价大幅回落至市场常态化下的水平，影响国际货运及代理业务的收入增速，分部收入同比-31.7%，亏损 5.3 亿元，但伴随需求与运价逐季企稳，收入改善，2024 年同比+17.5%。

图46：顺丰供应链及国际分部收入（亿元）及增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图47：顺丰供应链及国际分部净利润（亿元）及增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

表11：供应链及国际分部营收及盈利拆分（亿元）

	2021年	2022年	2023年	2024
分部收入	392	879	600	705
其中：嘉里贡献	203	743	459	504
占比	52%	85%	77%	71%
分部净利润	6.2	19.5	-5.3	-13.2
其中：嘉里贡献	3.7	14.0	2.1	3.4
占比	60%	72%		

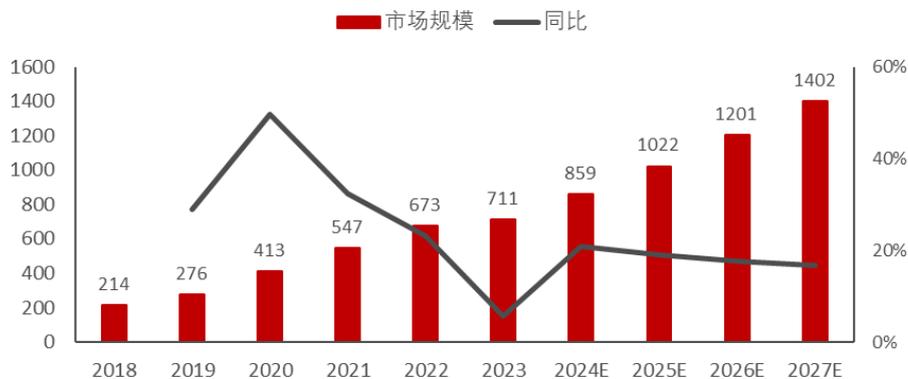
资料来源：公司公告，民生证券研究院

往后看，随着鄂州机场逐步投入运营，强化与国际网络协同，赴港上市加速开拓国际市场版图（顺丰拟将全球发售募集资金用于加强国际及跨境物流能力），公司供应链及国际业务综合竞争力有望进一步提升，成为第二成长曲线。

4.1 国际复盘：国际业务市场大且利润率高

伴随着中国企业出海到中国产能出海和品牌出海浪潮，中国快递物流出海已是大势。特别是跨境电商进入 3.0 阶段以来，跨境物流市场成为行业新竞争高地，根据灼识咨询测算，2023 年中国跨境物流市场规模约为 7110 亿元，并将继续保持 15%以上的增速，后续增长空间仍相当可观。

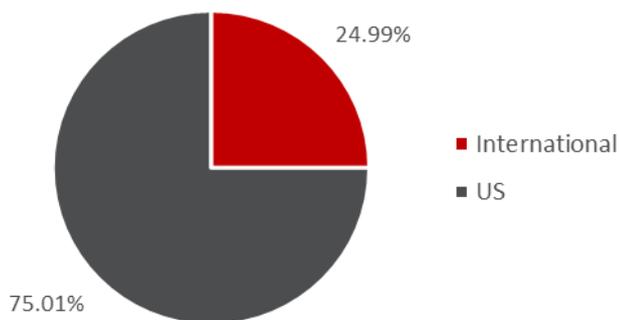
图48: 中国跨境物流市场规模预测 (十亿元)



资料来源: 灼识咨询, 菜鸟招股说明书, 民生证券研究院

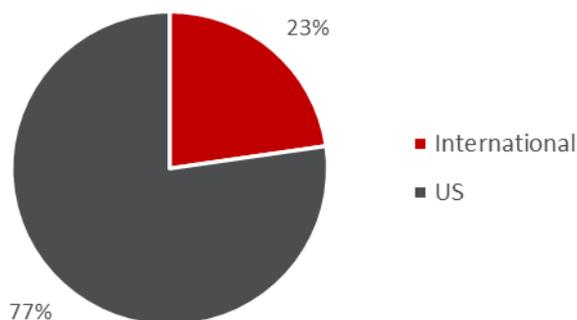
对标国际快递龙头, 相比国内业务, 国际业务具有更高的利润率, 已成为国外快递巨头重要的业绩增长点。从收入端看, 2024 财年 FedEx 国际业务收入占比达 25%, UPS 国际业务收入占比达 23%。单票收入中, 国际业务包裹单票收入高于国内业务, FedEx 国际包裹单票收入在 50 美元上下, 约是其国内包裹的 2.5 倍; UPS 国际包裹单票收入 30 美元左右, 约是其国内包裹的 3.0 倍。

图49: FedEx 收入构成 (2024 财年)

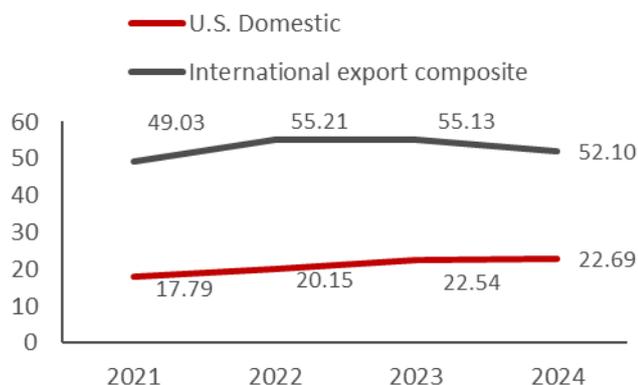


资料来源: FedEx 公司财报, 民生证券研究院

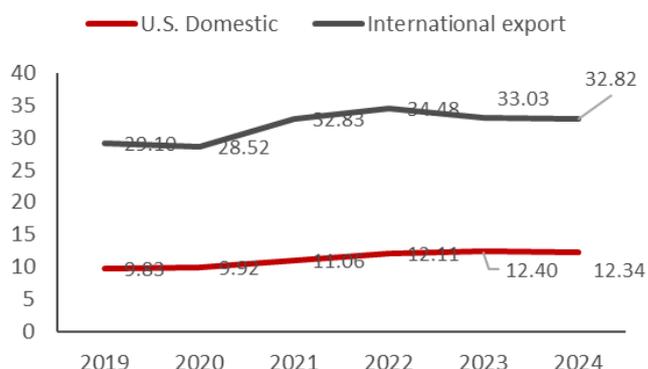
图50: UPS 收入构成 (2024 财年)



资料来源: UPS 公司官网, 民生证券研究院

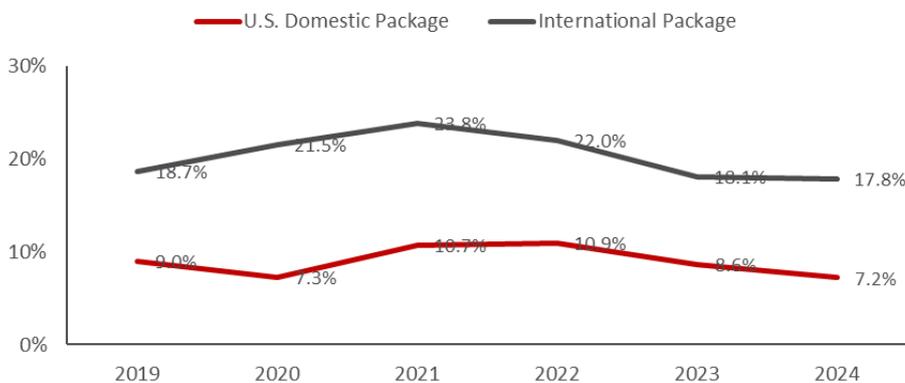
图51: FedEx 国内产品和国际产品价格 (美元)


资料来源: FedEx 公司财报, 民生证券研究院

图52: UPS 国内产品和国际产品价格 (美元)


资料来源: UPS 公司财报, 民生证券研究院

从利润率来看, 国际业务的营业利润率显著高于国内业务。UPS 国际业务营业利润率显著高于国内业务, 2019 年国际业务营业利润率为 18.7%, 高于国内业务 9.7pct, 2021 年国际业务营业利润率高达 23.8%, 高于国内业务 13.1pct, 尽管近两年国际业务利润率有所下滑, 当仍和国内业务保持 10pct 左右的差距。

图53: UPS 分业务营业利润率


资料来源: UPS 公司财报, 民生证券研究院

4.2 强化关键核心节点资源, 网络布局实力增强

顺丰国际快递包含跨境标准快递、跨境电商配送以及海外本土快递。目前覆盖 200 多个国家及地区, 以亚洲为发展重心, 从东南亚市场走向欧美市场。

公司持续加强航空网络规划、清关资源建设、升级末端本土快递, 提升国际快递服务水平。相比起源于欧美的国际三大 (FedEx、UPS、DHL), 顺丰基于市场规模更大、增速更快且竞争格局更为分散的亚洲本土市场, 拥有广泛的亚洲客户基础; 相比国内快递公司, 顺丰掌握关键物流资源, 拥有更广泛的全球客户群体, 并具备全链路综合服务能力。

图54：顺丰发展国际快递业务优势明显

行业玩家对比	端到端服务	独立第三方	全货机保障	高效末端揽收	全球网络覆盖
 顺丰	✓	✓	✓	✓	✓
 航空货运公司	×	✓	✓	×	✓
 平台物流	×	×	×	✓	×
 货代公司	×	✓	×	×	✓
 专线物流	✓	✓	×	×	×
 国内快递公司	×	×	×	✓	×

资料来源：顺丰控股 2023 年推介材料，民生证券研究院

航线布局方面，公司结合业务情况持续拓展新航线及加密航线班次，构建国内国际空空联运网络，联通欧洲、南亚、美国、中东等地域；**清关能力建设方面**，截至 2024 年末，公司全球自营及代理清关服务口岸 78 个，其中国内具有 AEO 高级认证资质牌照 10 个，海外自营清关服务口岸达 14 个；**海外本土能力建设方面**，增加区域自营网点数量的同时深化与当地快递物流企业合作。

表12：顺丰主要国际航线

航线	周班次	说明
中国——东南亚主要国家	5-7	在此基础上，投放 747 和 767 大机型执飞新加坡和吉隆坡的个别航班，扩大空运舱位资源
中国——比利时列日	4	2024H1，欧洲区域新增开通国内至匈牙利航线
中国——美国纽约	4-6	2024H1，美洲区域新增开通国内至芝加哥航线
中国——美国洛杉矶	4-6	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

伴随国际网络布局的强化，公司国际快递竞争力持续夯实。中国出口至新马泰越的产品时效持续精进，配送时长缩短，收入市场份额同比提升。顺丰国际快递业务尚处于快速发展阶段，仍有很大增长空间，对标同市场竞争者，具备突出的网络优势与价格优势。

海外仓领域布局是顺丰国际化战略的另一大着力点。顺丰在亚洲、欧洲及北美等核心区域持续推进海外仓建设，通过构建覆盖全球的仓储网络，不仅提升了跨境物流效率，还为跨境电商、制造业出海等业务提供了关键支撑。顺丰在多个国家、多个行业、多项服务场景中实现从 0 到 1 到 N 的业务突破，2024 年累计中标超过 100 个海外供应链项目，其中完成落地超过 50 个，涉及电商、工业制造、家电家居等多个领域，实现了从仓储到配送的一体化服务。截至 2024 年，顺丰在海外拥有超过 950 座仓库，面积超 250 万平米。

4.3 融通嘉里，展现未来潜能

从全球快递巨头的发展道路看，收购是一种快速布局海外网络，并实现人才等资源本地化的重要手段。**2021年，顺丰收购嘉里物流，借力嘉里物流在东南亚深耕多年积攒的物流网络，顺丰搭上了“出海”顺风车，重构国际业务版图。**

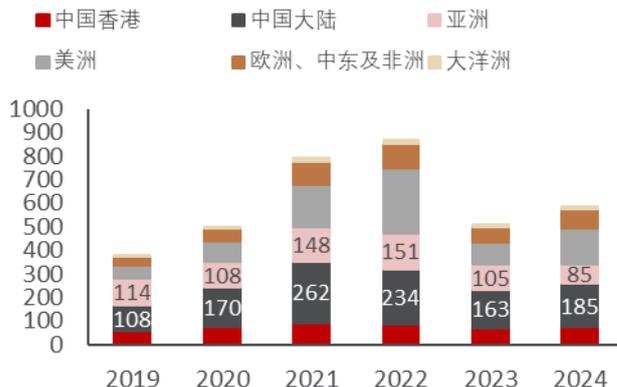
嘉里物流是以亚洲为基地的国际第三方物流服务供应商，也是港交所上市的大型国际物流公司，在东南亚主要国家拥有本土快递公司，具备成熟的海外本土配送网络资源，同时还具有完善的海陆空运服务体系和货代网络资源，是东南亚最大的第三方物流企业之一。顺丰收购嘉里物流，旨在争取东南亚市场、突围面向全球市场的货代业务、完善国际供应链布局。本次收购，是顺丰全面吹响国际化号角的标志。

图55：嘉里物流营业收入结构（亿港元）



资料来源：公司公告，iFinD，民生证券研究院

图56：嘉里物流分地区收入结构（亿港元）



资料来源：公司公告，iFinD，民生证券研究院

交易出发点：

嘉里、顺丰发挥专业分工，嘉里物流专注专线型货代业务、顺丰专注于网络型业务（跨境快递、当地快递）；相较于嘉里物流用货代思维做本土网络，顺丰自主经营网络型业务更能提升整体效率。双方共同建立以亚洲为基地的全球物流平台，拉近顺丰与国际物流巨头 UPS、Fedex 等的距离，拉开与国内其它快递公司之间业务的差异化竞争格局。

图57：顺丰并购嘉里提升国际竞争力



资料来源：顺丰控股 2021 年推介材料，民生证券研究院

收购的意义及整合评估：

收购嘉里物流是顺丰对国际业务的尝试，收购之前，由于缺乏枢纽及机队，顺丰无法开展国际时效件业务，收购东南亚及业务量较大的嘉里物流是顺丰通过东南亚合同物流及全球货代切入国际业务的一种尝试。由于嘉里在泰国及越南有一定的物业基础，且东南亚快递及物流增速较高，对顺丰开展当地的业务、尤其是跨境业务能起到一定协同作用。

最新融合进展：

顺丰集团与嘉里物流达成协议，由嘉里物流持股 51%，共同成立顺嘉航服，于 2023 年 11 月正式接手鄂州花湖机场顺丰国际货站的运营工作。嘉里物流 IFF 团队加强与 KLN 海外各分支机构的联合销售，协助顺丰集团，共同引流进港和出港货物至鄂州机场。此外，嘉里物流导入业务存量的同时还开发增量，不断优化操作流程，提高信息可视化和实时性。

上述举措打通了顺丰与嘉里的全链条产品，2024 年已初见成效：5 月嘉里物流为花湖国际机场引入首条鄂州—芝加哥包机航班，并与国际头部航司及货代头部客户建立良好关系；9 月，鄂州机场首次完成“国际转国际”跨货站、跨航司“空空中转”业务保障工作，满足了跨货站、不同航司的国际中转需求；10 月底，顺

嘉国际货站一周年之际，鄂州机场已经通达 20 个国家、进驻 12 家外籍航司，覆盖欧美、亚非和“一带一路”共建国家航点 32 个，初步形成以鄂州为中心，辐射 5 大洲，服务全世界的货物流通全货机航线网络。

5 鄂州机场：对内提升产品力，对外强化网络覆盖

自 2022 年 7 月投运以来，鄂州花湖机场迅速成为顺丰国内国际业务的核心引擎。2023 年 9 月，鄂州机场顺丰航空货运航线转场工作正式完成，顺丰航空的分拣中心也完全移交至鄂州机场。自此，鄂州机场成为顺丰全国最大的中转分拣中心。

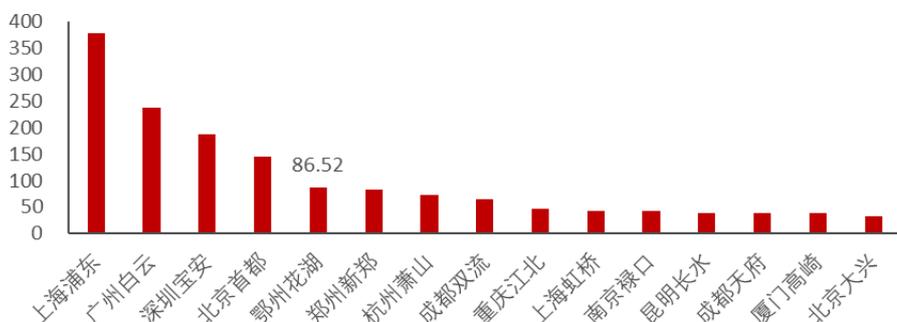
截至 2025 年 1 月，鄂州机场累计开通货运航线 103 条，日均保障货运航班超 130 架次。截至 2025 年 5 月，花湖机场已累计开通货运航线 100 条，位居全国第一，其中国内货运航线 58 条，国际货运航线 42 条，通达亚洲国家 15 个、欧洲国家 10 个、美洲国家 4 个、非洲国家 1 个，初步构建起辐射全球的国际货运航线网络。

鄂州花湖机场围绕“做量、补链、强网”的发展路径，加快提升壮大国际航空货运枢纽能级，持续拓展通达全球的航空物流网络，货邮吞吐量也随之飞速跃升。

2023 年，鄂州机场货运吞吐量 24.53 万吨，跻身全国机场 TOP15。2024 年，花湖机场货邮吞吐量突破 102.5 万吨，跃居全国第五，拉动湖北外贸增速提升 2.8 个百分点。2025 年，将加快建设花湖国际自由贸易航空港，新开国内、国际货运航线 20 条以上，持续增强机场货运功能，拓展加密通往欧美、亚太的国际航线，确保货运航线超过 100 条。

鄂州机场投产按下发展“加速键”，货邮吞吐量从 0 到 1 万吨用时 7 个月、从 1 万吨到 10 万吨用时 3 个月、从 90 万吨到 100 万吨用时 33 天、从 100 万吨到 110 万吨用时 27 天、从 110 万吨到 120 万吨用时 26 天。2024 年全年，鄂州机场货邮吞吐量达 102.5 万吨。

图58：2024 年国内机场货邮吞吐量（万吨）



资料来源：中国民航信息网，民生证券研究院

5.1 赋能国内业务：助力时效网络升级，推动第一曲线回升

鄂州花湖机场定位为国内也是亚洲首个且唯一的货运枢纽机场，也是世界第

四个货运枢纽机场。其发展规划大致分为 3 个阶段：

1.0 阶段：中转中心，从点对点路由到轴辐式路由。轴辐射模式下，时效件触达范围更广、成本更经济，同时鄂州自有基地和集货功能帮助提升服务确定性和时效性，增强时效件产品力，强化护城河。2024H1 次晨产品件量同比增长 6%。

2.0 阶段：仓配中心，从物流成本优化到供应链成本优化。通过顺丰的仓配中心，以全国集中大仓+机场模式可以实现库存集中化，有效降低客户的仓储管理成本，并进一步降低供应链成本。

3.0 阶段：产业中心，从物流集群到产业集群。鄂州枢纽不仅仅是快递枢纽，随着仓储、冷库、国际业务、保税服务等物流功能逐步实现，鄂州机场带来的临空经济价值拓宽，预计将形成航空、生物医药、电子配件、电子商务、生鲜冷链、汽车配件等产业中心。

图59：顺丰鄂州机场 1.0 阶段（2015-2025 年）时间进度表



资料来源：顺丰控股推介材料，民生证券研究院

鄂州机场与轴辐式网络结构的建立，将在以下几个方面为顺丰的时效件带来显著的改变：

1) 降低成本：轴辐式网络的设计可以串联起多个点对点航班，提升干线的载运率，从而降低航空货运成本。

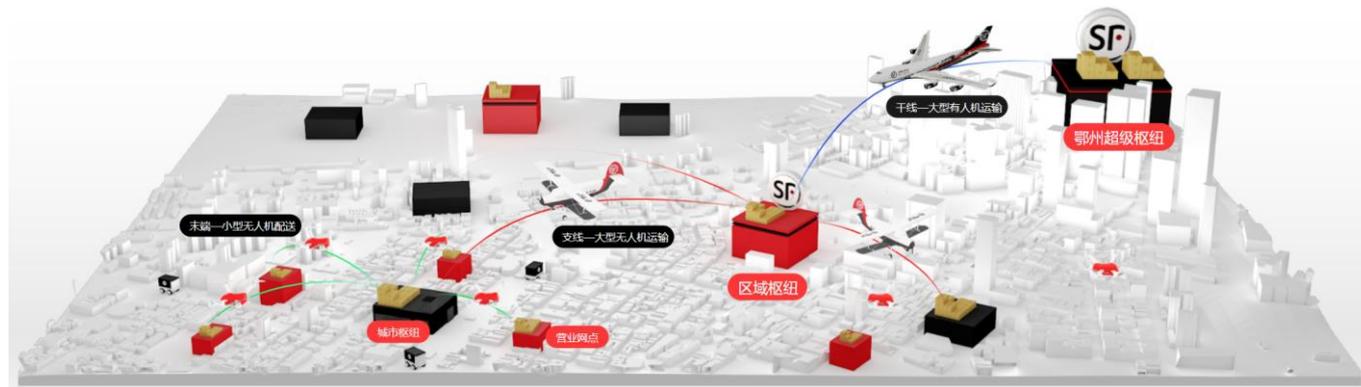
2) 提升时效：干线载运率的提升有助于增加全货机的覆盖范围；不同于散航腹仓，全货机主要作业时间为晚上，全货机覆盖率的提升有助于延长发货截止时间，增加次晨达的比例。

3) 提升稳定性：散航腹仓资源容易受到客运安排影响，而全货机覆盖比例增加后将进一步增加时效件的稳定性。

4) 产业集聚构筑增量：利用鄂州机场，2 小时航程可以辐射 90% 以上的 GDP 地区。配套的物流仓储设施、产业园区设计有助于吸引中高端制造业的产业集聚，为时效件市场构筑增量。

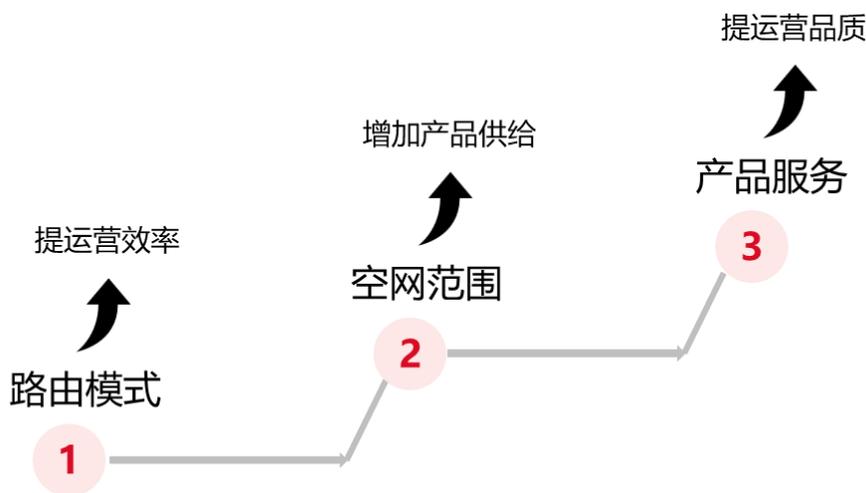
综上，鄂州机场将改变时效件的时效与成本结构，是未来几年乃至几十年的重要变量。

图60：顺丰通过三段式航空运输网络将实现 36 小时快递通达全国



资料来源：顺丰无人机官网，民生证券研究院

图61：鄂州机场助力时效空网供给效率



资料来源：民生证券研究院整理

5.2 赋能国际业务：融会贯通，连接国际

顺丰完善供应链及国际业务布局需要高质量物流资产的支撑，空运作为时效物流的核心环节，运输效率的提升和环节的优化对公司具有重要意义。鄂州国际机场作为顺丰前期资本开支的重要对象，建成投运后发挥轴辐式网络中转集散功能，枢纽作用充分释放对打开供应链及国际业务想象空间有重要意义。

图62：鄂州机场国际航线网络

地图来源：审图号GS (2016) 1667



资料来源：顺丰控股推介材料，民生证券研究院

专业货运枢纽是支持国际物流巨头航空网络的关键，国际三大 (FedEx、UPS、DHL) 之所以发展壮大，很大原因就是他们早已建立航空货运枢纽，并且拥有了完善的航空货运布局，控制着全球大部分航空货运市场货源。对标国际三大货运枢纽机场，预计 2025 年，鄂州机场货运吞吐量将达到 245 万吨。

表13：鄂州机场与国外货运机场建设情况对比

	鄂州 (SF)	孟菲斯 (FedEx)	路易斯维尔 (UPS)	莱比锡 (DHL)
占地面积 (平方公里)	14.4	20.6	6.1	14
货运吞吐量 (万吨)	245 (2025 年) 765 (2045 年)	430	260	114
起降架次 (万次)	8 (2025 年) 23 (2045 年)	22	16	6.9
转运中心规模 (万平方米)	67.8 (2025 年) 117 (2045 年)	20	48.3	7
每小时处理量 (万件)	50	47.5	41.6	14.5

资料来源：物流指闻微信公众号《湖北国际物流核心枢纽项目介绍》，民生证券研究院

随着中国制造业产业升级、品牌竞争力增强，全球企业供应链重塑，公司依托亚洲第一个专业的航空货运枢纽及先进的自动化转运中心的优势，有望顺势获得出海这一结构性的红利，未来收入增长天花板仍然较高。

6 “无人化”布局：提高智能化水平，有望实现成本节降、运营效率提升

2024 年公司建立行业首个无人化笼车转运中心，有效实现成本节降，该转运中心年化可为公司节降超 1600 万元，该转运中心的中转效率可达到全网均值的 4 倍。公司将自动化、无人化技术在各类物流场景中进行了广泛探索与逐步落地，助力公司营运模式变革及网络高效运营。

中转场无人化：基于公司以容器集装集运并打造无人化容器转运中心的中转模式变革，通过采用 AGV 设备承载容器在中转场内进行短距离自动化搬运分拣，同时公司自研的星河调度管理平台已接入超过 60 个顺丰大型中转场，系统接入管理近千台 AGV，累计完成 520 多万次容器自动化搬运。

图63：公司投入使用无人车超 800 辆



资料来源：顺丰控股推介材料，民生证券研究院

图64：中转场无人化



资料来源：顺丰控股推介材料，民生证券研究院

无人车：公司在中转场和网点间的支线运输环节、网点和小哥收派区域间的接驳运输环节、以及园区和校园等封闭型区域的收派环节，投入使用超过 800 台定制化无人车，实现快件短途支线的自动化运输及收派，提升效率并降低成本。同时，通过搭建无人车统一对接平台，整合无人车系统，并简化无人车装卸操作，有效降低未来新场景及新车型的投运成本。

图65：公司无人化应用



资料来源：顺丰控股推介材料，民生证券研究院

无人仓: 公司搭建自动化仓储底盘系统, 集成自动化设备硬件, 配合智能调度、任务分发及可视化分析等能力, 打造多种大型综合立体仓库, 为行业客户提供定制化全流程自动化仓储服务。

以美妆行业为例, 商品小件多、SKU 丰富、货量大且需严格管控效期, 以及 B2B 和 B2C 业务统一管理。顺丰自动化立体仓库的存储密度高, 管理客户整托盘货物的出入库及存储, 减少人工、提高效率; 其次, 搭建穿梭车式仓储系统, 支持整箱及拆零货物精确搬运, 提高拣选精准度和效率; 此外, 搭配 AGV、提升机、分拣机等多种自动化设备, 串联库区统一作业, 满足客户亿级货值的库存存储、**日均超过 10 万发货订单的业务需求**。目前已落地交付多个标杆项目, 覆盖医药、高科技、家居家电等众多行业。

7 盈利预测与投资建议

7.1 盈利预测假设与业务拆分

我们对公司 2025-2027 年各板块业务量和收入做如下假设：

1) 速运业务，公司 2024 年累计完成业务量 119.0 亿件，2022-2024 年速运板块业务量增速分别为 5.5%、7.5%、11.5%，根据国家邮政局预测，2025 年快递行业仍将保持稳步上升态势，但增速有所放缓，预计公司速运业务 2025-2027 年业务量增速分别为 15.3%、8.4%、7.3%，同时考虑单票收入变化的影响，公司聚焦中高端赛道，我们预计公司速运业务增速将高于行业，对应 2025-2027 年营收增速分别为 12.7%、9.5%、8.4%。

2) 供应链及国际业务，2022-2024 年公司供应链及国际业务营收增速分别为 124.9%、-30.1%、17.7%。综合考虑嘉里物流协同效应、跨境电商与制造业出海高景气，预计公司供应链及国际业务将实现进一步增长。考虑到近年来突发地缘事件较多，未来地缘冲突有望得到缓和，冲突烈度、频率降低，假设 2025-2027 年业务收入增速小幅增长，分别为 7.0%、8.0%、10.0%。

3) 同城即配业务，2022-2024 年公司同城即配业务营收增速分别为 28.3%、12.2%、22.2%。2025 年 6 月 13 日顺丰同城发布公告，为满足最后一公里配送服务增加的需求，公司拟修订截至 2025 年及 2026 年 12 月 31 日止年度提供最后一公里配送服务的原年度上限。修订后 2025 和 2026 年的关联交易年度上限分别为 128.45 和 205.51 亿元，同比分别为+101.7%和+60.0%。基于该关联交易金额上修及最后一公里配送服务的超预期需求，我们预计 2025-2027 年公司同城即配业务营收增速分别为 50%、40%、40%。

4) 其他业务，2022-2024 年，公司其他业务营收增速分别为-12.1%、3.8%、-3.2%，公司其他业务营收基数较低，营收绝对数额相对稳定，预计 2025-2027 年其他业务收入增速维持 5%的增速。

表14：顺丰控股业务拆分

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (亿元)	2674.90	2584.09	2844.20	3196.73	3528.18	3897.93
yoy	29%	-3%	10%	12%	10%	10%
综合毛利率	12%	13%	14%	14%	14%	15%
速运业务						
收入 (亿元)	1697.6	1868.9	2001.6	2256.7	2470.1	2677.9
yoy	5.7%	10.1%	7.1%	12.7%	9.5%	8.4%
业务量 (亿件)	110.7	119.0	132.6	153.0	165.8	177.9
市场份额	10.0%	9.0%	7.6%	7.8%	7.9%	8.0%
供应链及国际业务						
收入 (亿元)	899.2	628.6	740.0	791.8	855.1	940.7
yoy	124.9%	-30.1%	17.7%	7.0%	8.0%	10.0%
同城即配业务						
收入 (亿元)	65.7	73.7	90.1	135.2	189.2	264.9
yoy	28.3%	12.2%	22.2%	50.0%	40.0%	40.0%
其他业务						
收入 (亿元)	12.4	12.9	12.5	13.1	13.7	14.4
yoy	-12.1%	3.8%	-3.2%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

综合看，我们预计 2025-2027 年，公司总营业收入为 3197、3528、3898 亿元，对应营收增速分别为 12.4%、10.4%、10.5%。随公司智能化水平提升，无人车铺开应用，人工成本费用率有望实现节降，我们预计 2025-2027 年公司营业成本增速分别为 12.7%、9.7%、9.8%。随人工成本实现节降，我们预计 2025-2027 年公司综合毛利率逐步提升，分别为 13.7%、14.2%、14.7%。

表15：顺丰控股成本拆分

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (亿元)	2674.90	2584.09	2844.20	3196.73	3528.18	3897.93
yoy	29.1%	-3.4%	10.1%	12.4%	10.4%	10.5%
营业成本 (亿元)	2340.72	2252.74	2448.10	2758.78	3027.18	3324.93
——物流及货运代理	2295.09	2191.21	2379.80	2653.29	2910.75	3196.30
——人工成本	915.86	1027.85	1121.20	1246.73	1358.35	1481.21
——运力成本	1068.45	829.30	932.90	1038.94	1146.66	1266.83
——其他经营成本	310.78	334.05	325.70	367.62	405.74	448.26
——其他非物流业务	45.63	61.53	68.30	105.49	116.43	128.63
——销售商品	34.27	50.16				
——其他业务	11.37	11.38				
综合毛利率	12.5%	12.8%	13.9%	13.7%	14.2%	14.7%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

期间费用率方面：

1) 销售费用率： 2022-2024 年销售费用率分别为 1.0%、1.2%、1.1%。我们预计公司销售费用率相对稳定，2025-2027 年维持 1.0%。

2) 管理费用率： 2022-2024 年管理费用率分别为 6.6%、6.8%、6.5%。得益于公司精细化管理，我们预计公司 2025 -2027 年管理费用率进一步下行维持在 6.3%的水平。

3) 研发费用率： 2022-2024 年研发费用率分别为 0.8%、0.9%、0.9%，公司重视物流智能化、无人化布局，未来或加大相关技术的研发投入，我们预计公司研发费用率小幅上升，预计 2025-2027 年销售费用率分别为 0.9%、1.2%、1.4%。

4) 财务费用率： 2022-2024 年公司财务费用率分别为 0.6%、0.7%、0.7%，我们预计公司 2025-2027 年利息费用相对稳定，随公司货币资金增长，利息收入增加，公司财务费用逐步下行。预计 2025-2027 年财务费用率分别为 0.6%、0.5%、0.4%。

表16：顺丰控股各项费用率预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.0%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用率	6.6%	6.8%	6.5%	6.3%	6.3%	6.3%
研发费用率	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	1.2%	1.4%
财务费用率	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

7.2 估值分析

对于 A 股，我们采用 PE 可比公司估值分析法。可比公司方面，速运业务为公司主要业务，我们选择快递领域重点公司圆通速递、德邦股份、韵达股份与申通快递作为可比公司。

以 2025 年 7 月 8 日收盘价为基准，可比公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 12/11/9 倍，公司当前 A 股股价对应 2025-2027 年的 PE 分别为 20/18/15 倍，公司 2025-2027 年 EPS 的 CAGR 为 14.6%高于行业平均的 14.3%。

表17: A股可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			CAGR
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
600233.SH	圆通速递	12.73	1.23	1.38	1.51	10	9	8	11.1%
603056.SH	德邦股份	16.00	0.94	1.04	1.20	17	15	13	13.1%
002120.SZ	韵达股份	6.78	0.69	0.78	0.87	10	9	8	12.4%
002468.SZ	申通快递	10.99	0.89	1.11	1.30	12	10	8	20.7%
可比公司平均						12	11	9	14.3%
002352.SZ	顺丰控股	47.73	2.37	2.72	3.12	20	18	15	14.6%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院预测;

(注: 可比公司数据采用 iFinD 一致预期, 股价时间为 2025 年 7 月 8 日)

对于 H 股, 我们同样采用 PE 可比公司估值法, 并选取快递行业头部企业中通快递-W 和极兔速递-W 作为可比公司。

可比公司 2025-2027 年的 PE 均值为 14/10/8 倍, 而 H 股顺丰控股 2025-2027 年的 PE 为 17/14/13 倍。

表18: H股可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			CAGR
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
2057.HK	中通快递-W	128.80	12.01	13.77	15.44	11	9	8	13.4%
1519.HK	极兔速递-W	7.37	0.45	0.74	1.07	16	10	7	54.2%
可比公司平均						14	10	8	33.8%
9636.HK	顺丰控股	39.19	2.37	2.72	3.12	17	14	13	14.6%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院预测;

(注: 可比公司数据采用 iFinD 一致预期, 股价时间为 2025 年 7 月 8 日; 港币兑人民币汇率为 1:0.92;)

2025-2027 年公司 A 股和 H 股 PE 均高于可比公司平均水平, 我们认为, 公司有以下三点比较优势: 1) 公司聚焦中高端市场, 随着顺周期预期改善, 公司有望更多受益于中高端快递市场需求回暖机会, 较友商具备更大业绩弹性。

2) 公司作为国内综合物流龙头, 业务较友商更多元, 业务面涵盖快递经济件、时效件、快运, 供应链及国际板块、冷运及医药, 同城即时配送等领域, 较友商抗风险能力更强, 长期发展保障性更高。

3) 此外公司多网融通效果逐步显现, 鄂州枢纽轴辐式网络结构推动第一曲线(时效件业务)回升的同时打造第二增长曲线(国际业务), 公司业务较友商更具长期发展潜力。

7.3 投资建议

随着顺周期预期改善, 中高端快递市场具备需求回暖机会价值, 公司作为国内

综合物流龙头，专注于自我蓄力，多网融通效果逐步显现，鄂州枢纽轴辐式网络结构推动第一曲线（时效件业务）回升的同时打造第二增长曲线（国际业务）。我们预计公司 2025-2027 年实现营收 3197/3528/3898 亿元，归母净利润分别为 120/138/158 亿元，EPS 分别为 2.37/2.72/3.12 元，A 股当前股价对应 PE 为 20/18/15 倍，H 股当前股价对应 PE 为 17/14/13 倍。公司作为综合物流行业龙头，业绩具备较大弹性，**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

8 风险提示

1) 宏观需求修复不及预期: 公司时效业务顺周期属性较强, 若宏观需求修复低于预期, 将会拖累时效产品件量增速, 公司盈利增长面临压力。

2) 油价及人工成本大幅上行: 快递产品中人力成本和运力成本占比较高, 油价是运力成本的重要风向标, 若油价及人工成本在短期内大幅上行, 将引致公司降本增效不及预期。

3) 新业务改善不及预期: 若快运、冷运以及同城等新业务经营改善不及预期, 将影响新业务利润及现金流创造能力, 从而增加市场对公司新业务孵化确定性的担忧。

4) 海外经济衰退及国际地缘政治环境恶化: 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, 公司供应链及国际业务或面临显著下滑风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	284,420	319,673	352,818	389,793
营业成本	244,810	275,878	302,718	332,493
营业税金及附加	714	895	1,058	1,559
销售费用	3,096	3,197	3,528	3,898
管理费用	18,557	19,980	22,157	24,498
研发费用	2,534	2,877	4,234	5,613
EBIT	15,116	17,303	19,485	22,132
财务费用	1,849	1,810	1,743	1,619
资产减值损失	-331	-342	-304	-331
投资收益	748	959	988	974
营业利润	13,668	16,148	18,467	21,202
营业外收支	-61	-60	-60	-60
利润总额	13,607	16,088	18,407	21,142
所得税	3,388	4,006	4,583	5,286
净利润	10,219	12,082	13,824	15,857
归属于母公司净利润	10,170	12,022	13,755	15,777
EBITDA	32,448	34,769	37,076	39,850

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	33,936	37,429	47,747	59,484
应收账款及票据	27,982	31,035	34,253	37,842
预付款项	2,790	2,759	2,724	2,826
存货	2,432	2,441	2,678	2,942
其他流动资产	21,546	26,578	27,301	28,108
流动资产合计	88,687	100,242	114,703	131,201
长期股权投资	6,204	7,218	7,218	7,218
固定资产	54,058	54,316	54,802	54,932
无形资产	16,733	16,733	16,733	16,733
非流动资产合计	125,137	125,310	125,107	124,776
资产合计	213,824	225,552	239,810	255,978
短期借款	15,003	13,826	13,826	13,826
应付账款及票据	27,396	30,362	33,316	36,593
其他流动负债	29,795	31,813	34,182	36,809
流动负债合计	72,193	76,001	81,324	87,228
长期借款	6,186	6,394	6,394	6,394
其他长期负债	33,109	33,100	33,100	33,100
非流动负债合计	39,296	39,494	39,494	39,494
负债合计	111,489	115,495	120,818	126,722
股本	4,986	5,063	5,063	5,063
少数股东权益	10,342	10,402	10,471	10,551
股东权益合计	102,335	110,057	118,992	129,256
负债和股东权益合计	213,824	225,552	239,810	255,978

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.07	12.39	10.37	10.48
EBIT 增长率	28.89	14.47	12.61	13.58
净利润增长率	23.51	18.20	14.41	14.71
盈利能力 (%)				
毛利率	13.93	13.70	14.20	14.70
净利润率	3.58	3.76	3.90	4.05
总资产收益率 ROA	4.76	5.33	5.74	6.16
净资产收益率 ROE	11.06	12.06	12.67	13.29
偿债能力				
流动比率	1.23	1.32	1.41	1.50
速动比率	1.06	1.15	1.25	1.35
现金比率	0.47	0.49	0.59	0.68
资产负债率 (%)	52.14	51.21	50.38	49.51
经营效率				
应收账款周转天数	33.45	32.93	33.02	33.01
存货周转天数	3.58	3.18	3.04	3.04
总资产周转率	1.31	1.46	1.52	1.57
每股指标 (元)				
每股收益	2.01	2.37	2.72	3.12
每股净资产	18.17	19.68	21.44	23.45
每股经营现金流	6.36	6.45	6.69	7.11
每股股利	0.84	0.97	1.10	1.27
A 股估值分析				
PE	24	20	18	15
PB	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	8.30	7.74	7.26	6.76
股息收益率 (%)	1.76	2.02	2.31	2.65

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	10,219	12,082	13,824	15,857
折旧和摊销	17,332	17,465	17,591	17,718
营运资金变动	2,551	1,242	571	473
经营活动现金流	32,186	32,679	33,856	35,989
资本开支	-9,035	-10,152	-10,848	-10,843
投资	154	-5,368	0	0
投资活动现金流	-12,055	-14,635	-9,860	-9,869
股权募资	5,353	0	0	0
债务募资	0	-1,384	0	0
筹资活动现金流	-27,979	-14,551	-13,679	-14,383
现金净流量	-7,802	3,493	10,318	11,737

插图目录

图 1: 顺丰控股发展历程.....	4
图 2: 直营模式示意图: 全链路利益目标一致.....	5
图 3: 2023Q3 顺丰的主要服务指标得分均优于行业平均 (单位: 申诉件数/百万件快件业务量).....	5
图 4: DHL 在 20 世纪 80 年代经历“加盟转直营”.....	6
图 5: 多网融通以网络协同驱动提质降本.....	7
图 6: 顺丰控股股权结构 (截至 2025 年 4 月 28 日).....	9
图 7: 2016-2025Q1 收入 (亿元) 及增速.....	10
图 8: 2016-2025Q1 归母净利润 (亿元) 及增速.....	10
图 9: 顺丰营收结构 (内圈为 2023, 外圈为 2024).....	12
图 10: 顺丰成本结构及同比 (亿元).....	12
图 11: 顺丰各项人工与运力成本占收入比 (亿元).....	12
图 12: 顺丰毛利率与归母净利率.....	13
图 13: 顺丰经营性现金流净额与资本开支 (亿元).....	13
图 14: 顺丰时效件收入及占比 (亿元).....	14
图 15: 中国时效件市场呈现出单寡头格局 (按 2022 年收入计).....	16
图 16: 顺丰及行业平均单价 (元).....	16
图 17: 顺丰时效件收入增速和 PMI 保持相关.....	16
图 18: 顺丰时效件件量结构.....	17
图 19: 2017-2027 年中国快递市场规模 (按收入计, 十亿美元).....	17
图 20: 顺丰经济快递营收及增速 (亿元).....	18
图 21: 调优产品结构后 2021Q4 起直营经济件单票毛利转正.....	18
图 22: 顺丰电商标快盈利能力提升.....	19
图 23: 顺丰经济件票均成本改善.....	19
图 24: 我国实物商品网上零售额增速及电商渗透率.....	19
图 25: 中国公路运输市场规模及预测 (以运费为口径, 万亿元).....	20
图 26: 供应链扁平化.....	21
图 27: 供应链柔性化.....	21
图 28: 零担网络的参与者进一步细分示意图.....	21
图 29: 中国全网快运占零担市场份额有望持续提升.....	21
图 30: 美国零担市场发展史.....	22
图 31: 2024 年为中高端直营快运格局拐点.....	23
图 32: 2022 年大件分部首次实现扭亏为盈 (亿元, %).....	24
图 33: 2023 年大件质变量升, 盈利增厚.....	24
图 34: 顺丰冷运网络布局.....	25
图 35: “四横四纵” 国家冷链物流骨干通道网络布局.....	26
图 36: 中国冷链市场规模 (亿元).....	26
图 37: 顺丰冷库数量 (个).....	26
图 38: 顺丰冷运及医药板块收入 (亿元) 与增速.....	26
图 39: 中国即时配送服务行业规模 (以订单量计, 亿单).....	27
图 40: 中国即时配送服务行业规模 (以收入计, 亿元).....	27
图 41: 顺丰同城全面覆盖新消费时代的四大主要场景.....	28
图 42: 顺丰同城城市物流系统 (CLS).....	28
图 43: 顺丰同城规模增长领跑行业 (以收入计, 亿元).....	29
图 44: 顺丰同城跨过盈利拐点.....	29
图 45: 顺丰供应链及国际业务板块布局.....	30
图 46: 顺丰供应链及国际分部收入 (亿元) 及增速.....	31
图 47: 顺丰供应链及国际分部净利润 (亿元) 及增速.....	31
图 48: 中国跨境物流市场规模预测 (十亿元).....	32
图 49: FedEx 收入构成 (2024 财年).....	32
图 50: UPS 收入构成 (2024 财年).....	32
图 51: FedEx 国内产品和国际产品价格 (美元).....	33
图 52: UPS 国内产品和国际产品价格 (美元).....	33
图 53: UPS 分业务营业利润率.....	33
图 54: 顺丰发展国际快递业务优势明显.....	34

图 55: 嘉里物流营业收入结构 (亿港元)	35
图 56: 嘉里物流分地区收入结构 (亿港元)	35
图 57: 顺丰并购嘉里提升国际竞争力	36
图 58: 2024 年国内机场货邮吞吐量 (万吨)	38
图 59: 顺丰鄂州机场 1.0 阶段 (2015-2025 年) 时间进度表	39
图 60: 顺丰通过三段式航空运输网络将实现 36 小时快递通达全国	40
图 61: 鄂州机场助力时效空网供给效率	40
图 62: 鄂州机场国际航线网络	41
图 63: 公司投入使用无人车超 800 辆	42
图 64: 中转场无人化	42
图 65: 公司无人化应用	42

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 直营模式 VS 加盟模式	4
表 2: 顺丰营运模式优化	8
表 3: 快递公司的股权结构比较 (截至 2025Q1)	9
表 4: 顺丰分部收入与利润拆分	11
表 5: 顺丰历年分红情况	13
表 6: 顺丰网络强度 (截至 2024 年 12 月)	15
表 7: 顺丰全货机机队情况 (截至 2025.04.08)	15
表 8: 顺丰经济件业务发展历程	17
表 9: 顺丰快运产品矩阵	23
表 10: 2022 年中国冷链市场前十	25
表 11: 供应链及国际分部营收及盈利拆分 (亿元)	31
表 12: 顺丰主要国际航线	34
表 13: 鄂州机场与国外货运机场建设情况对比	41
表 14: 顺丰控股业务拆分	45
表 15: 顺丰控股成本拆分	45
表 16: 顺丰控股各项费用率预测	46
表 17: A 股可比公司估值表	47
表 18: H 股可比公司估值表	47
公司财务报表数据预测汇总	50

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048