



个股深度报告
顺丰控股 (002352)

证券研究报告
2018年9月10日

新物流时代系列之顺丰控股（一）： 先胜而后战

首席分析师：许可 执业证书编号：S1220518090001 联系方式：138-2329-8608

联系人：李跃森 联系方式：185-0309-3683

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

- 回顾近百年来全球快递物流行业发展史，从投资角度看，快递物流业历来是**低利润率、护城河需要持续加深、商业模式不断演变、先发优势较容易被颠覆**的典型**二流商业模式**。但在这样的行业中，在**天才企业家**的领导之下，却诞生了像FedEx、UPS、DHL、yamato等伟大企业。
- 我国的快递物流行业起步于改革开放之后，目前仍处于成长期，一超多强格局初现，中高端市场顺丰暂无对手，低端市场通达系你追我赶，综合物流服务巨头之梦尚需时日，但为抢占赛道又必须投入资源开始布局。当前，时效件市场竞争者已经进场，电商件市场短期胜负难分，电商平台经过数年摸索储备，逐步跨界入局。
- 未来的中国快递“三巨头”可能是谁？即将上演的时效市场竞争将如何演绎？电商件市场谁将是最终赢家？





- 资源受约束条件下，短期利润增长和长期战略布局之间，企业如何选择？
- 直营制快递企业如何破解成本困境，具有中国特色的加盟制企业又如何平衡总部与终端的关系？
- **直营系**：顺丰作为已经胜出的选手，在从优秀到卓越的过渡阶段，如何进行估值？快运市场集中度极低，德邦作为领头羊，能否持续扩大领先优势？
- **通达系**：为什么中通能够后来居上，展露巨头之象？为什么韵达上半年业务量增速远超通达系？为什么圆通、申通业务增速遭遇低谷，通过强力调整又能否追回差距？具有互联网基因的追赶者百世，能否持续缩小与行业第一之间的差距？
- **电商系**：菜鸟到底要做什么，如何盈利？自带流量的京东物流优势是什么，又将如何重塑第三方物流市场？
- 经过2018上半年持续调整，行业估值逐步回归。当前时点，如何发掘快递行业投资价值？

方正交运 “新物流时代系列” 报告，给你答案！

- 顺丰是行业内唯一已经胜出的选手，处于**先胜而后求战**的状态，当前正处在从优秀到卓越的过渡阶段。由于需要持续加大投入，**利润增速将呈现出过渡阶段的明显特征**
- 二流商业模式下打造超一流企业，企业家起决定性作用。管理层的企业家精神、战略抉择以及管理能力是顺丰持续成长的基础
- 核心业务时效件毛利高，保证时效能力强，市场优势非常明显，但还不足以彻底甩开竞争对手。无论核心业务时效件还是成长中的经济件，护城河都需继续加深，不断提高性价比。能够显著降低时效业务运营成本的鄂州机场意义重大，届时顺丰将有能力通过成本优势保证市场占有率，应对竞争者的挑战
- 培育新业务是顺丰成为综合物流巨头的必由之路，持续加大投入、提升科技实力、牺牲短期利润增速是当前的战略选择。新业务规模效应显现之时，净利润有望实现阶梯式增长。未来顺丰将具备物流行业深度服务能力，一揽子产品将有能力满足客户所有物流需求，从而大大增强大客户粘性，显著加深加宽顺丰护城河

- 预计顺丰控股2018-2020年收入分别为918.20、1,164.02、1,481.36亿元人民币，净利润分别为49.54，63.17，80.81亿元人民币，对应PE为34.80、27.29、21.33倍
- **首次覆盖，给予“推荐”评级**
- 风险提示：时效件市场竞争加剧，资本开支过大，成本超预期上涨，新业务拓展不及预期

图表1：盈利预测

单位/百万	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	71,094.30	91,819.66	116,401.94	148,135.61
(+/-)(%)	23.68	29.15	26.77	27.26
净利润	4,770.69	4,953.70	6,317.24	8,080.87
(+/-)(%)	14.12	3.84	27.53	27.92
EPS(元)	1.08	1.12	1.43	1.83
P/E	46.65	34.80	27.29	21.33

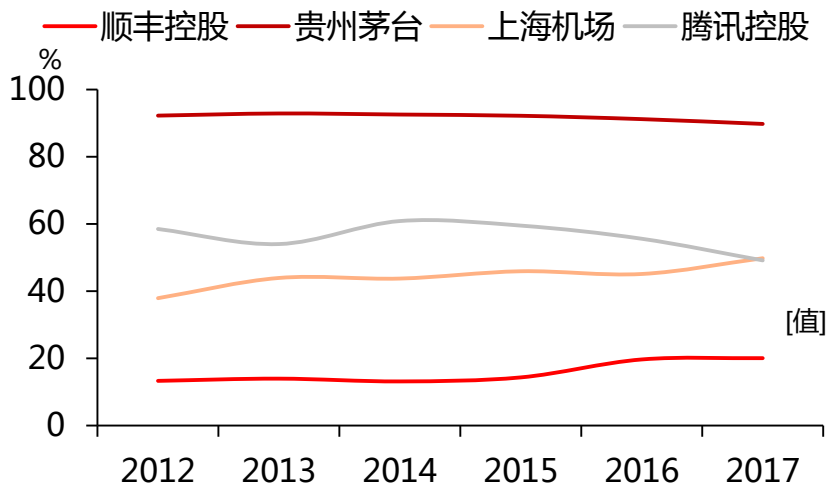
-  **定位中高端，二流商业模式下的超一流企业**
-  **独步时效市场，但护城河仍需持续加深**
-  **先胜而后求战，以优势体系打造新业务**
-  **战略布局未来，短期利润增速趋于稳健**

定位中高端，二流商业模式下的超一流企业

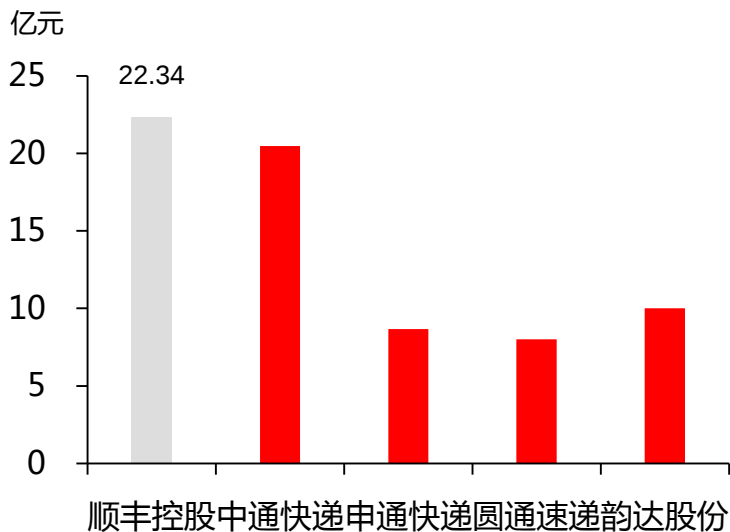
1. 二流商业模式下的超一流企业 | 企业家起决定性作用

- 从投资角度看，物流行业的商业模式属于利润率低、进入门槛低、护城河需要不断加深、商业模式不断演变、先发优势较容易被颠覆的典型二流商业模式。以顺丰控股为例，即便已经是家喻户晓的行业龙头，其毛利率水平仍然远低于上海机场等，同时还要持续大力投入，不断加深护城河。
- 但在这样并不具备优势的商业模式之下，却诞生了顺丰这样的超一流企业。2018H1，顺丰在业务量明显落后于通达系快递企业的情况下，归母净利润水平依然全行业第一。能获得这样的成就，企业家起到决定性作用。

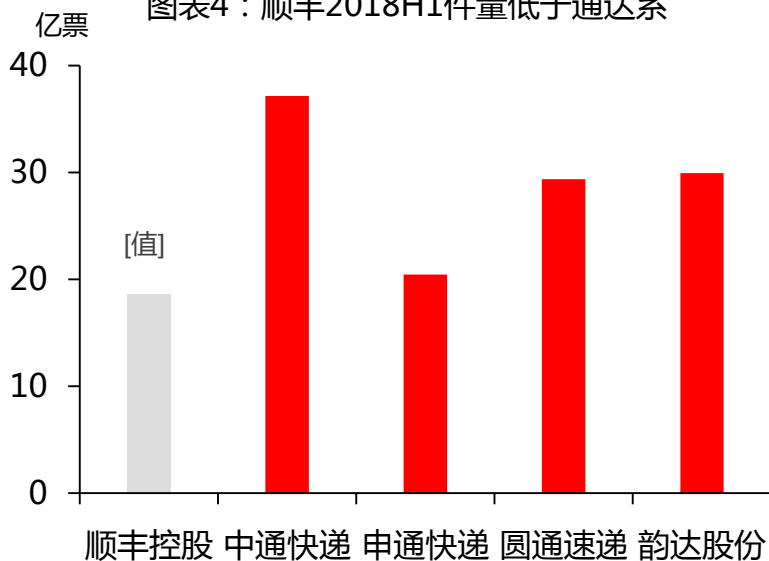
图表2：顺丰控股毛利率水平较低



图表3：顺丰2018H1归母净利润高于通达系



图表4：顺丰2018H1件量低于通达系



1. 二流商业模式下的超一流企业 | 企业家起决定性作用

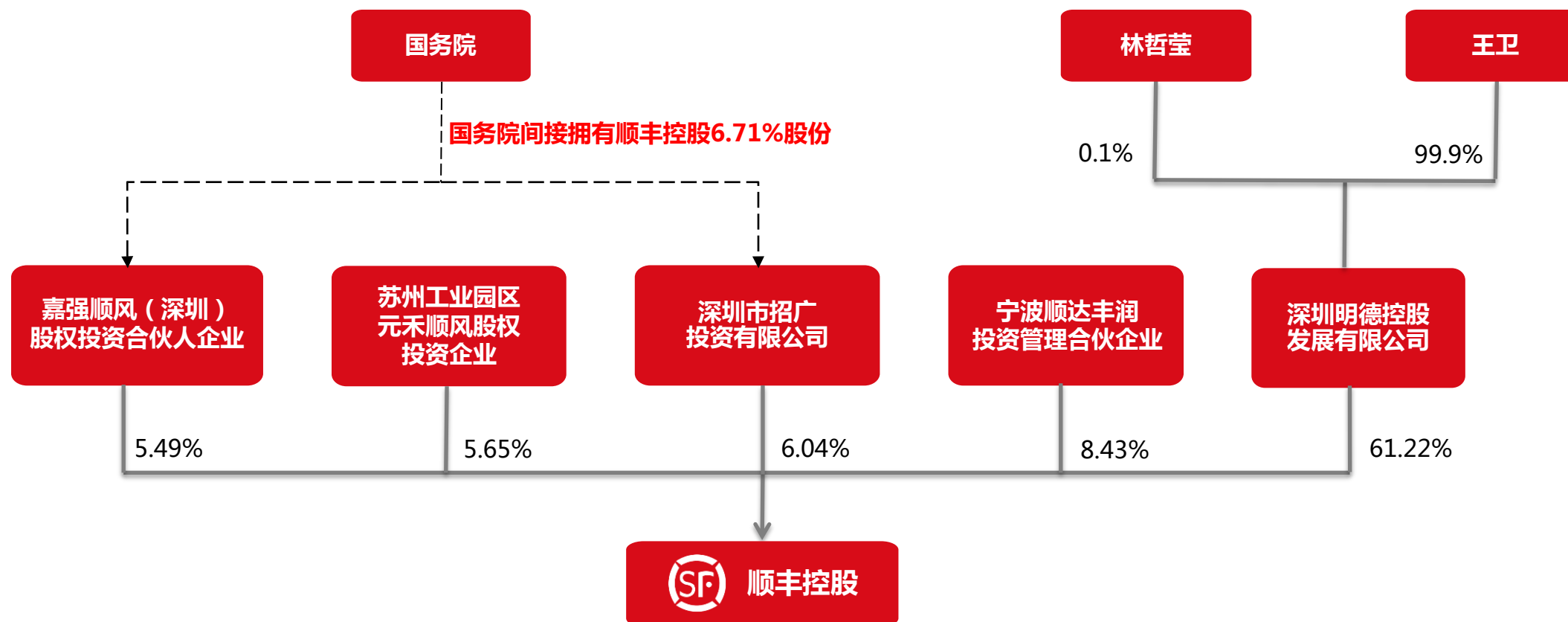
图表5：主要持股人及其持股占比

- 顺丰创始人王卫，被称为“中国快递行业最有权力的人之一”，目前实际持有顺丰61.16%的股份。
- 快递行业进入门槛低，历来竞争激烈。正是王卫及其管理团队的在历次转折点上的一系列正确抉择，才成就了今日的顺丰。在顺丰创立初期，王卫以价格战手段，迅速打下粤港跨境市场；99年，加盟制导致服务问题无法解决，王卫选择强势回归直营；08年金融危机时期，顺丰逆市创立航空公司，买下第一架全货机；13年，果断选择开启对外融资，出让25%股权融资80亿。

主要持股人	所持股份数
明德控股	61.22%
顺达丰润	8.43%
招广投资	6.04%
元禾顺风	5.65%
嘉强顺风	5.49%
其他	13.17%
总计	100%
王卫实际持有	61.16%

1. 二流商业模式中的超一流企业 | 企业家起决定性作用

- 王卫及其团队将顺丰打造成快递行业中的超一流企业，同时也获得了国有资本认可，目前国务院间接持有顺丰控股6.71%的股份。



2. 快递产品定位中高端 | 战略放弃低端市场

- 快递市场根据产品定位的不同，可细分为高端市场、中端市场及低端市场。UPS、FedEx、DHL等国际巨头凭借完善的国际网络以及优质的品牌形象占据了高端快递市场，这一市场以国际时效业务为主。由于国际网络不完善，顺丰虽然进入了这一市场但目前竞争力不足。同时受制于准入限制，国际巨头也难以染指国内时效件市场。
- 顺丰快递产品定位于中高端快递市场，凭借卓越的国内时效能力和优质的服务，在国内时效件市场优势非常明显并且暂无对手。由于顺丰采用全直营模式，在低端市场与通达系相比成本没有竞争力，因此战略放弃了单票利润较低的低端市场。

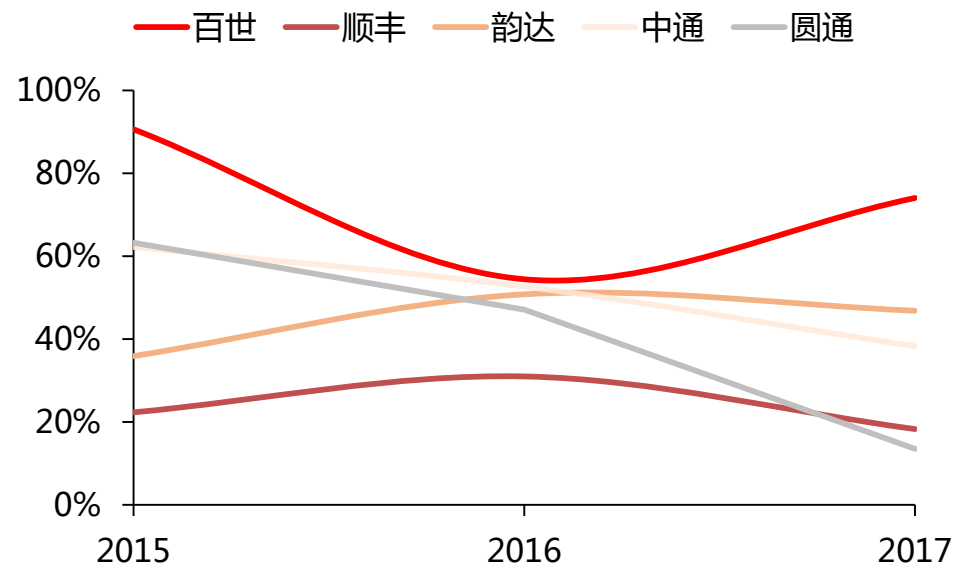
图表6：快递各细分市场



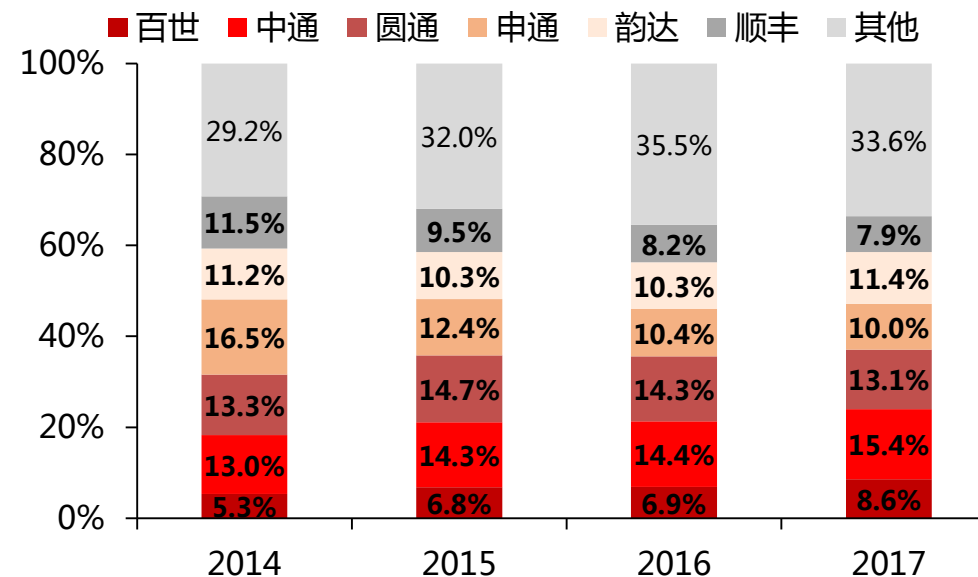
2. 快递产品定位中高端 | 战略放弃低端市场

- 顺丰与通达系分属不同细分领域，因此并无直接竞争关系。顺丰的时效市场单票利润高，但是市场容量较小，目前仅能保持约20%的行业增速。通达系的电商件市场单票利润低，但是市场容量大，而且满足了电商对于物流低价的需求，借电商行业东风得以高速增长。
- 顺丰对低端市场的战略放弃，使其充分享受了时效件市场的高额利润，但是也遗憾错失了国内电商的发展红利。2017年顺丰快递业务量增速18.29%，低于行业平均水平。同时由于时效件增速低于电商件，市占率处于被动下滑状态。

图表7：顺丰快递业务量增速低于行业水平



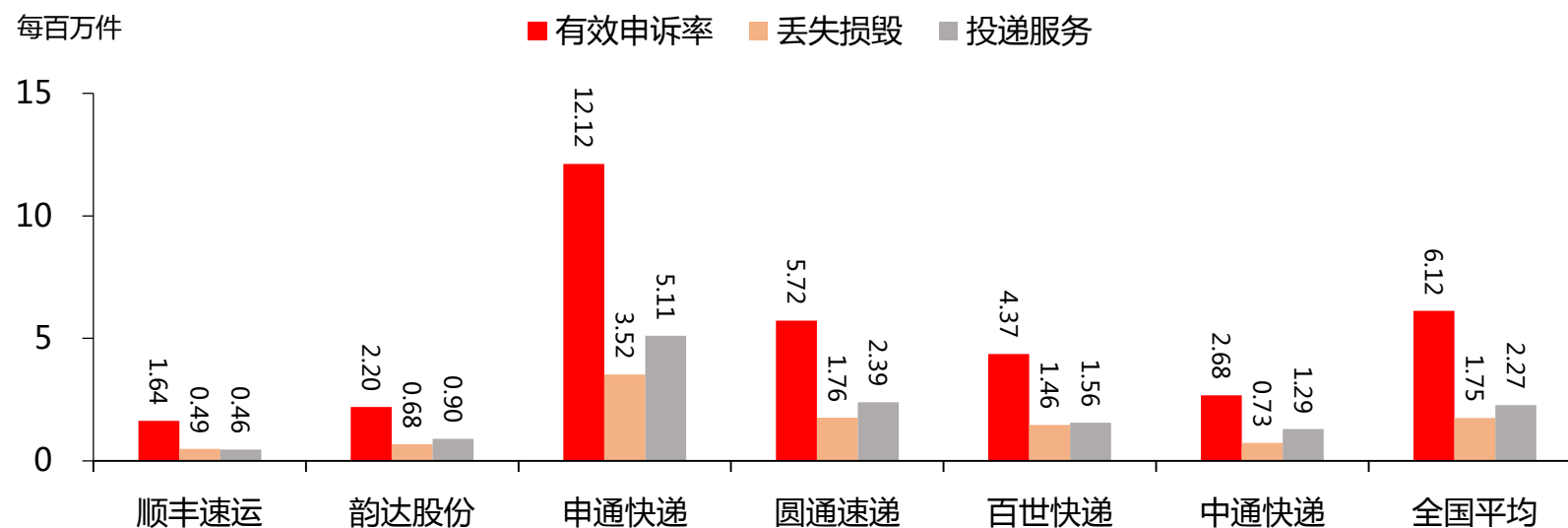
图表8：顺丰快递业务量市场份额日益下滑



3. 绝对优势 | 直营保证服务，三网保证时效

- 顺丰控股是A股目前首家采用直营模式的快递公司。直营模式下，总部把控快递运营全流程，包括揽件、中转、运输以及投递。制定的战略和标准向下传递更为统一，同时资源调度能力相比存在利益博弈的加盟制快递企业更强。因此，顺丰的服务品质得到保障，2017年无论是有效申诉率、快件丢失损毁率、投递服务等指标均远远优于通达系快递企业。
- “天网、地网、信息网”保证时效。天网和地网使顺丰在交通运输方面所需的时间最短，信息网使顺丰在路由优化方面的决策能力优异，由此所产生的时效产品如次晨达目前仍是通达系企业难以具备的能力。

图表9：17年顺丰控股各指标均优于其他快递公司



企业管理

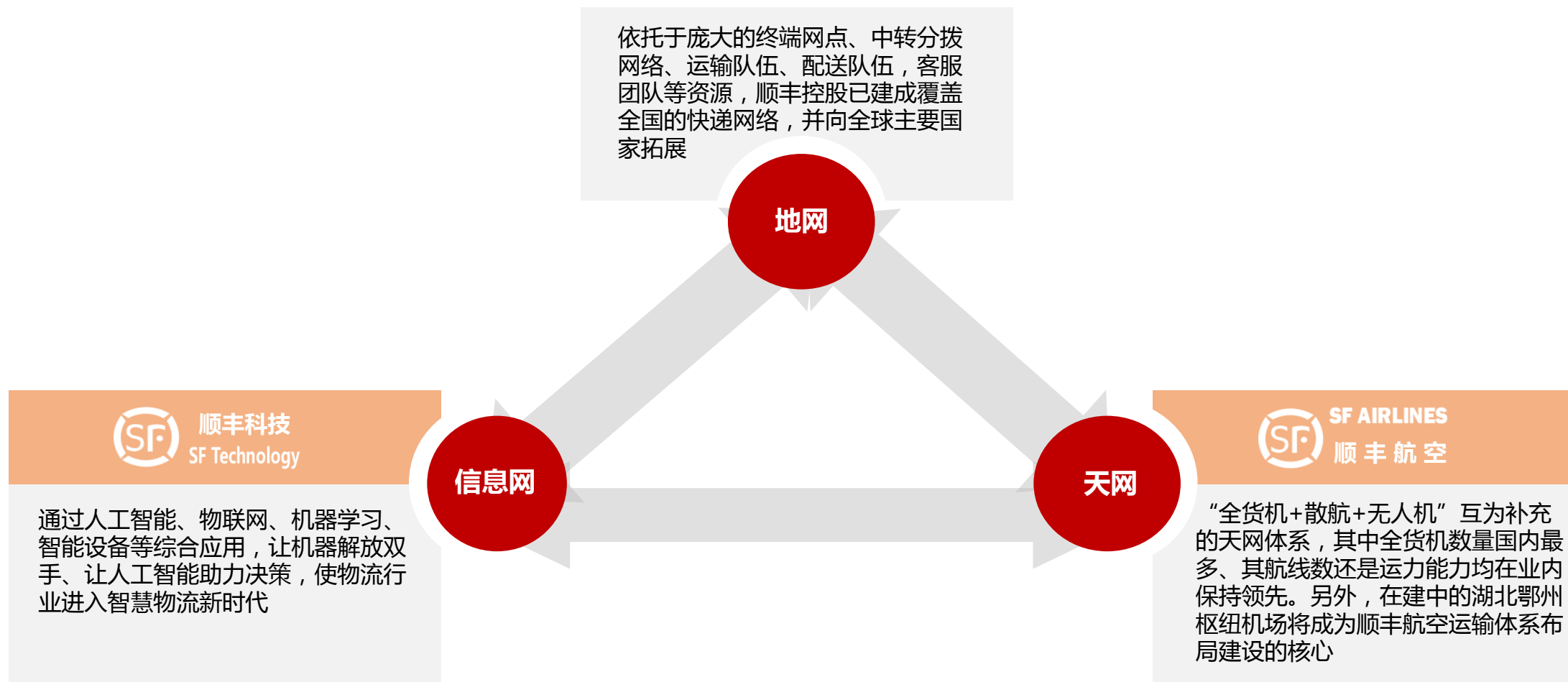
战略统一+标准统一

统一调度+按需调配



网络组织

3. 绝对优势 | 直营保证服务，三网保证时效



4. 发展历史 | 由加盟制转向直营制，霸主地位逐步确立

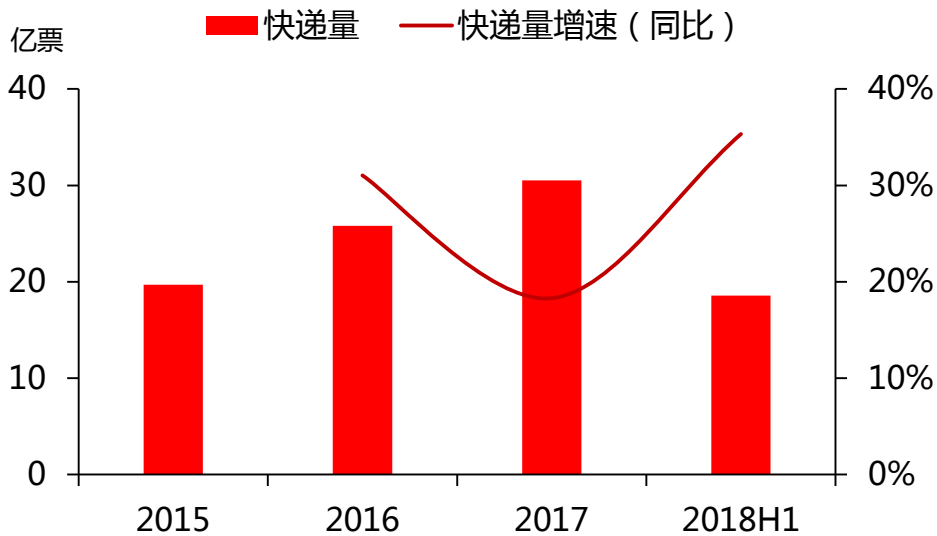
- 顺丰速运在成立之初采用加盟制，由于加盟制天然具有轻资产，扩张成本低，扩张速度快的特点，使顺丰能够快速布局占领市场份额。但由于加盟模式中总部和加盟商权利分割的弊端使王卫意识到加盟转直营的必要性。之后顺丰通过回购网点、变革组织结构、制定规章制度等强硬手段收权，王卫甚至不得不雇佣保镖来保护自己的人身安全，终于在2002年完成直营，为顺丰成为超一流企业打下了坚实基础。



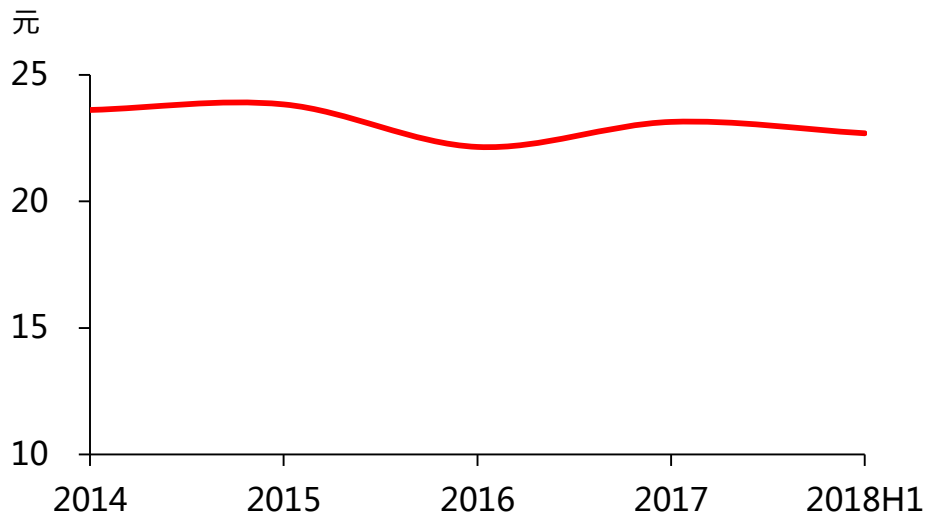
5. 当前阶段 | 核心优势已明晰，业务延伸正当时

- 核心业务维持稳健增速。从总量上来看，顺丰快递业务总量从2015年的19.69亿票上涨到2017年的30.52亿票，年复合增速为24.5%。2018上半年业务量达到18.58亿票，预计全年业务量可以达到40.87亿票。
- 票均收入稳定。顺丰的票均收入保持在较高水平且稳定在22—23元之间，表明公司在中高端快递市场具有充分的议价权。

图表10：顺丰快递业务量维持较高增速



图表11：顺丰近年来票均收入维持稳定



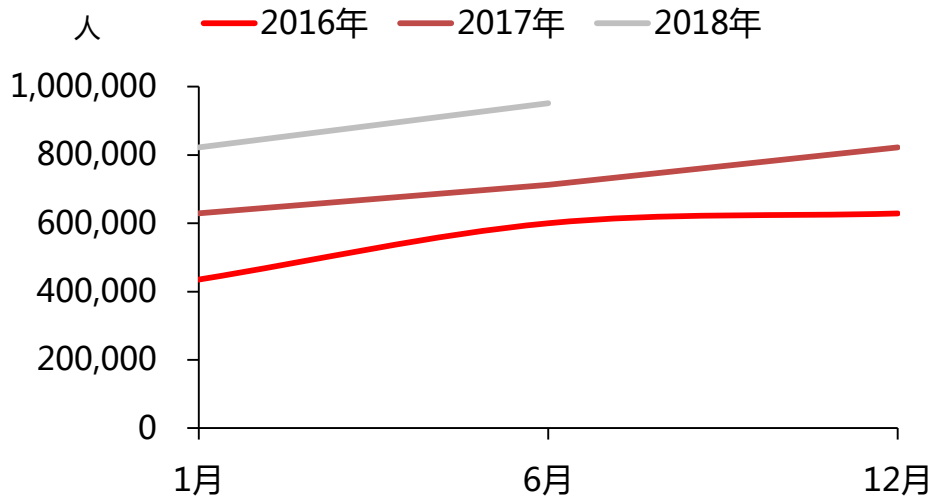
5. 当前阶段 | 核心优势已明晰，业务延伸正当时

- 客户粘性进一步提升。从客户资源角度来看，由于顺丰根据大量的用户数据建立了千人千面的精准营销体系，散客会员收入快速增长；月结客户、销售额百万的大客户也都在稳步增长，通过对客户群体的精准定位提供差异化服务，构建新客户管理模式。
- 快递业务优势已经明晰，且能够持续贡献高水平利润。在此基础上，顺丰以品牌优势和成熟的体系，顺势全力开拓新业务领域正是时机。

图表12：顺丰会员、大客户收入不断提升

	2016	2017H1	2017	2018H1
散客会员收入增速	41.70%	21.30%	51.60%	111.60%
月结客户数量（万）	62.88	71.27	82.25	95.13
销售额百万大客户收入占比			同比增长0.9%	同比增长1.7%
老客户收入保有率			同比增长4%	同比增长3.1%

图表13：顺丰月结客户数量增速较快



注：活跃月结客户是指在当月有产生收入记录的月结客户。

独步时效市场，但护城河仍需继续加深

- 顺丰主业目前处于成长期，其依靠管理层卓越的管理能力定位时效件市场，通过大量资本投入构建的直营模式和航空网络使顺丰能够提供同行难以提供的时效性和可靠性。而时效市场自身的高门槛属性又帮助顺丰建立起护城河，积累数十年的先发优势短期内无人能赶超。
- 但时效市场除高门槛属性外，同时具备高毛利属性，由于资本的逐利性，国内部分快递企业在获得资本加持后已经有意愿并有能力入局，顺丰需要持续性的加深护城河。而顺丰目前仍处于成本模型第一阶段，护城河加深速度已有所放缓，未来鄂州机场建设完成以及高铁运输网络的完善有望帮助顺丰跨越到成本模型第二阶段，大幅甩开竞争对手从而再度巩固时效市场优势地位。

1. 时效市场特点 | 高毛利，高门槛

- 时效产品属于中高端产品，不同于低端市场客户更加注重价格是否便宜，时效件市场客户对价格相对不敏感，这一特性决定了时效件具有高毛利的特点。此外，时效件市场客户更加注重快递服务的时效性和可靠性，而为了满足客户对于时效性和可靠性的要求，快递公司需要在基础设施、人员以及运力等多方面都必须有极大的冗余，这就需要超大规模资本投入形成投入壁垒。因而时效件市场天然具有高毛利、高门槛的特点。
- 具体的资本投入至少包含两方面：一是必须直营，二是必须有航空网络。
- 直营意味着强控制力，其与加盟制相比具有易于资源调配，全流程标准化的特点。易于资源调配有助于减少快件延误事件的发生，冗余的运力能力能够及时填补；全流程标准化以为着服务质量的保证，其不仅仅是中转中心自营化带来的效率的提升，更重要的是揽件和派送环节服务质量的提升，而这两个环节是用户体验服务最明显的环节。

图表14：直营与加盟两种模式优劣势比较

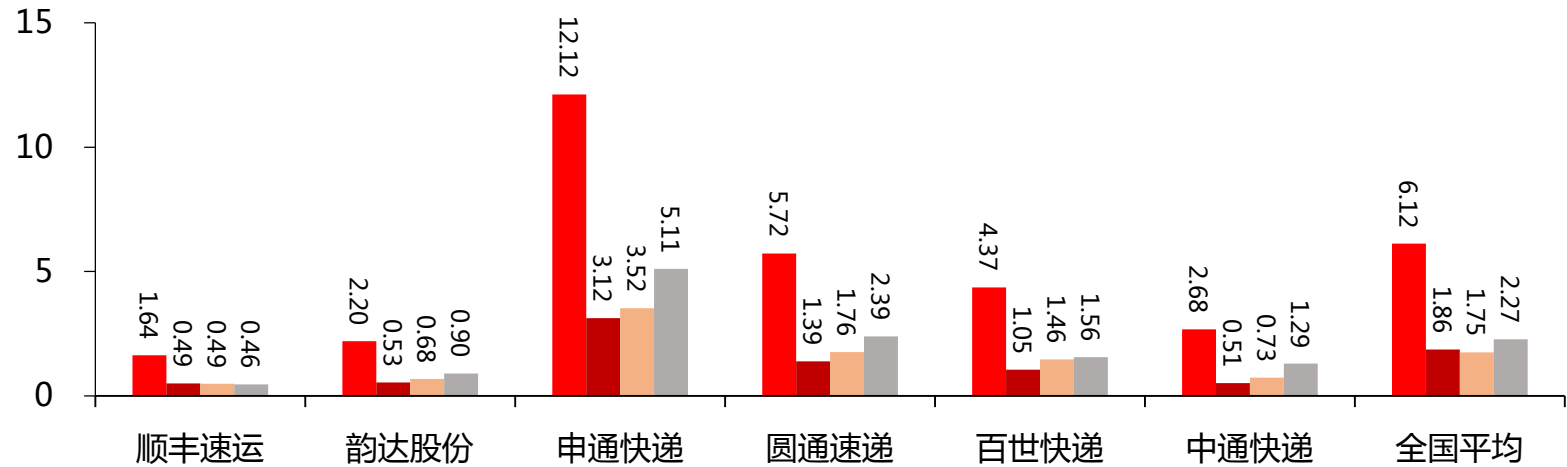
	优点	劣势	适用市场	适用时期
加盟制	轻资产，扩张成本低，扩张速度快 成本低，价格竞争力强 网点自负盈亏，操作灵活	管控能力较差，网点容易出现异常 服务水平难以统一 战略布局难以实施，资源调配能力弱	价格敏感度高 时效敏感度低 质量敏感度低	高速扩张期
直营制	服务标准化，客户有良好体验 方便对全局战略部署，资源调配强 各业务网络共享，协同效应明显 提供物流供应链一揽子解决方案	扩张成本高，扩张速度慢 末端经营因为高度统一导致灵活性差	价格敏感度低 时效敏感度高 质量敏感度高	

1. 时效市场特点 | 高毛利，高门槛

- 航空网络意味着更高的时效。飞机作为目前运行速度最快的交通工具，由其提供的快递服务具有无法匹及的时效优势。
- 顺丰在2002年强势收权转为直营，截止2017年顺丰自营网点数已达12,671个。而通达系快递企业由于加盟制实施已久，地方利益分歧、纠葛很多，想转变为直营模式较为困难。全自营化使顺丰在17年各项反映服务质量的指标上均优于通达系快递企业。
- 此外顺丰构建了遍布全国的航空网络。截止2017年顺丰拥有全货机57架，远高于圆通和EMS的机队规模，完善的航空网络保证了顺丰提供快递服务的时效。

图表16：17年顺丰控股服务质量优于其他快递公司

■ 有效申诉率 ■ 延误 ■ 丢失损毁 ■ 投递服务



图表15：17年顺丰自营网点具体情况

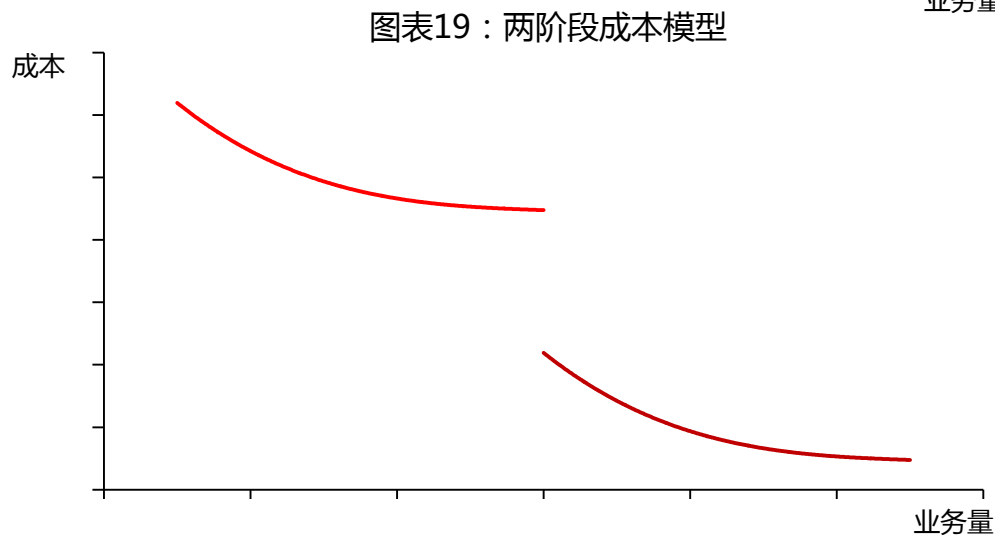
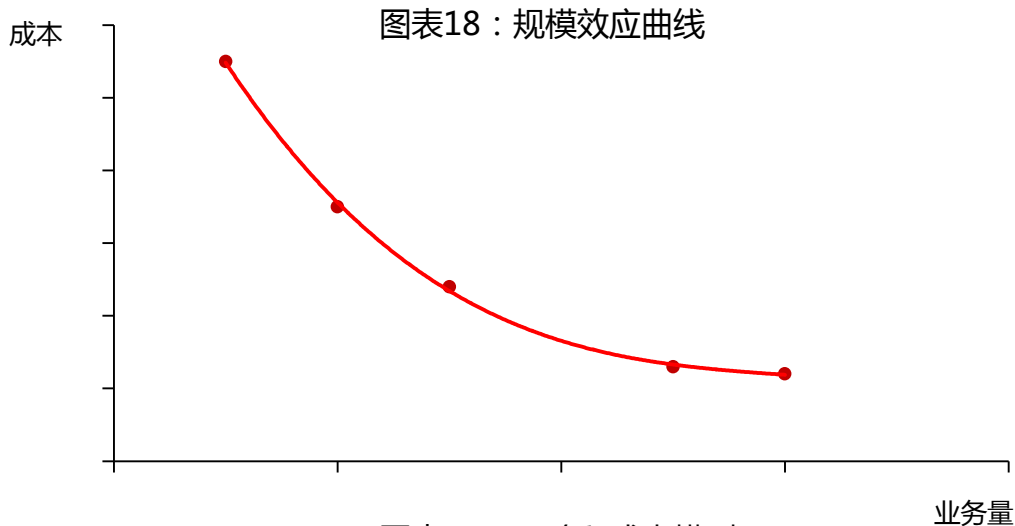
顺丰自营网点	12,671
其中：华东	2,399
华北	3,534
中南	2,296
华南	1,843
华西	2,316
港澳及海外	283

图表17：17年主要快递公司机队规模

	顺丰	圆通	EMS
全货机	57	10	26
散航及专机线路	1,776		
日均班次	3,400		
全年航空发货量	111万吨		

2. 时效市场的隐忧 | 护城河仍需持续加深

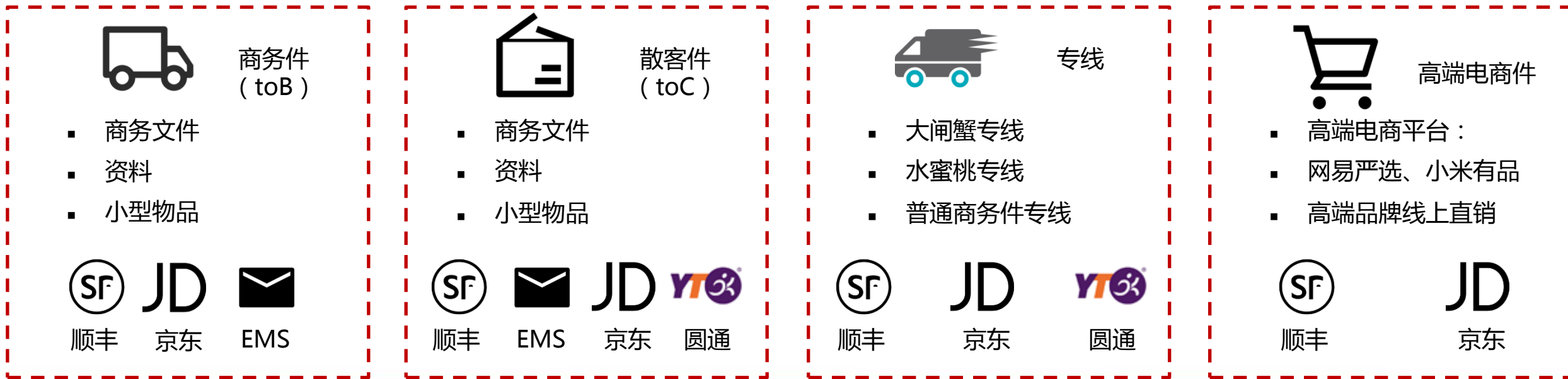
- 由于资本具有逐利属性，时效市场天然的高毛利特点必将吸引其他快递企业加入竞争。国外快递巨头由于政策以及自身管理能力目前难以与我国快递市场相匹配等原因受到限制，但国内部分快递企业终将入局。
- 顺丰在时效市场具有先发优势，前期包括直营和航空网络等方面大量的资本投入所产生的时效性和可靠性优势让顺丰揽获充足的业务量，这些业务量使顺丰产生规模效应，暂时具备提价能力。但在竞争对手有望进入时效市场的情况下，顺丰提价将给对手创造生存空间，因此顺丰不但不能提价甚至还需降价，更**低的成本和较低的价格本身就是顺丰在时效市场的护城河**。
- 而由于边际效应递减规律的存在使顺丰护城河的加深形成一个成本下降速度递减的过程。根据两阶段成本模型，顺丰从强势收权转直营到现在的阶段属于成本第一阶段，而要到达成本模型的第二阶段需要**突破性的技术革新**。



2. 时效市场的隐忧 | 护城河仍需持续加深

- 由于顺丰目前**处于成本模型第一阶段后期**，边际效用递减规律已经显现，成本难以进一步下降；此外，由于顺丰提供的包括次晨达等产品时效和服务已经达到很高的标准，服务水平和时效的继续提升对客户体验的提升已不明显。而短时间内难以取得突破性的技术革新到达成本模型第二阶段给竞争对手提供了追赶的机会。
- 时效件市场可以分为商务件、散客件、专线件和电商件市场。商务件和散客件主要是商务文件、资料和小物品为主；不同的是，商务件主要针对B端企业客户，散客件主要针对个人用户。专线件包括普通商务件专线、冷运专线运输，例如大闸蟹、水蜜桃之类生鲜冷运。电商件主要是高端电商件，例如高端电商平台：网易严选，小米有品。以及高端品牌线上直销，如：苹果等大品牌商官网直销产品。

图表20：时效件市场划分以及竞争格局情况



2. 时效市场的隐忧 | 护城河仍需持续加深

- 2018年7月26日，低调布局了近两年的圆通B网宣布全网开通，官方网站也同步上线。
- 单从时效件的产品内容和价格上来看，圆通“承诺达”的性价比很具吸引力。虽然顺丰凭借先发优势形成的时效性和可靠性最优的口碑难以使圆通在短时间内冲击顺丰商务件，但圆通对于专线件和散客件的冲击仍足以给顺丰带来一定压力。

图表21：顺丰、圆通时效产品比较

公司	产品名称	产品内容	服务范围
圆通	即日达	在指定城市范围和寄递时间内收寄，当日20:00前送达。	截至2018年上半年,承诺达已经开通88个全国主要城市
	次晨达	在指定服务范围和寄递时间内收寄，第二天12:00前送达。	
	次日达	在指定服务范围和寄递时间内收寄，第二天20:00前送达。	
顺丰	顺丰即日	指定服务范围和寄递时间内收寄，承诺当日20:00前送达	覆盖中国大陆、香港、台湾以及海外等34个国家和地区
	顺丰标快	顺丰全网服务范围内收寄，最快次日18:00前送达	
	顺丰次晨	指定服务范围和寄递时间 内收寄，承诺次日上午12:00前送达	

图表22：顺丰、圆通时效产品价格比较

圆通		顺丰	
同城互寄	首重10-11元，续重1-2元/kg	省内	首重12元，续重2元/kg
省内互寄	首重11-12元，续重1-3元/kg	省外	首重22元，续重13-18元/kg
跨省互寄	首重18-20元，续重6-10元/kg	港澳台	首重30元，续重20元/kg

2. 时效市场的隐忧 | 护城河仍需持续加深

- 2018年初，京东物流就已经重点针对B端客户开放。2018年9月6日，京东物流在北上广三城试点揽件，试水C端快递市场散客件。而从京东物流提供的产品时效和价格来看，京东进军时效市场直指顺丰。
- 不同于圆通，①京东自身的品牌效应使京东物流天然具有足以与顺丰相匹敌的口碑；②京东为京东物流提供了强大的资金后盾，即使京东物流难以短时间内在时效市场上形成规模效应，京东仍有能力在一段时间内针对顺丰采用低价策略；③京东平台自身的流量效应为京东物流提供了大量的潜在客户。
- 从商业逻辑上看，京东远期有能力进入商务件、散客件、专线件和高端电商件全部四个领域。但是目前京东强项在仓配，时效能力不足，时效产品的覆盖范围以及保证时效的能力与顺丰有明显差距。
- 竞争对手已经入局，而顺丰**护城河的加深又是一个逐步的过程**。时效市场的竞争阴云，已经若隐若现。

图表23：京东、顺丰快递时效与价格对比

产品	时效	价格	范围
京东特惠送	隔两天24:00前送达	16元	北上广三地揽收，全国配送
京东特准送	隔日20:00前送达	18元	
顺丰特惠	隔日24:00前送达	18元	全国揽收配送
顺丰标快	次日18:00前	23元	

3. 鄂州机场意义重大

- 鄂州机场对于顺丰意义重大，这一突破性的布局有助于帮助顺丰到达成本模型第二阶段，从而大幅度的加深护城河。
- 鄂州机场项目总投资共372.6亿元，其中湖北交通投资、顺丰泰森、农银空港投资组成的合资公司是投资主体。机场完成后，顺丰泰森有权通过股权受让成为控股股东。
- 2018年2月23日，鄂州机场项目获得国务院、中央军委批复。鄂州机场作为未来顺丰的全国核心枢纽预计在2020年基本建成，2021年投入运营。规划2025年货邮吞吐量、旅客吞吐量预计分别为245.2万吨、100万人次；2045年分别为765.2万吨、1,500万人次，基本达到孟菲斯机场的货运水平。

图表24：机场投资计划

项目	投资主体	金额（亿元）	备注
机场工程	合资公司	183.6	合资公司注册金额只有50亿， 剩余由合资公司用其他融资方式筹策
转运中心工程	顺丰泰森	135	
顺丰航空公司基地工程	顺丰泰森	46.2	
合计		372.6	国家发展改革委、民航局安排中央预算内投资和民航发展基金予以支持

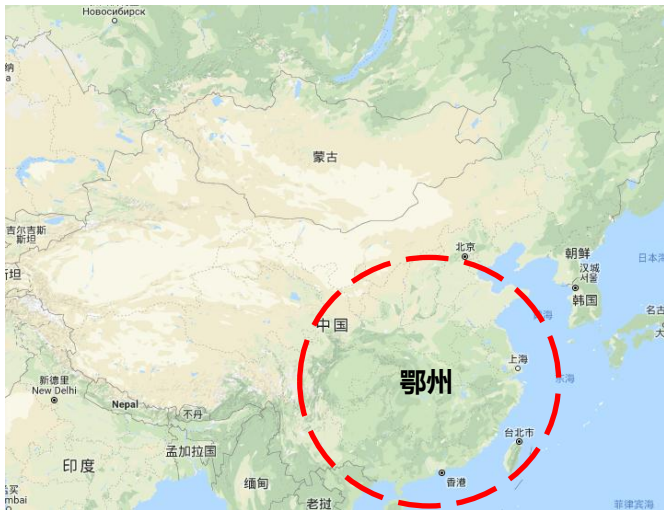
图表25：机场投资计划

股东名称	出资金额（亿元）	持股比例	出资方式
湖北交投	24.5	49%	货币
顺丰泰森	23	26%	货币
农银投资	2.5	5%	货币

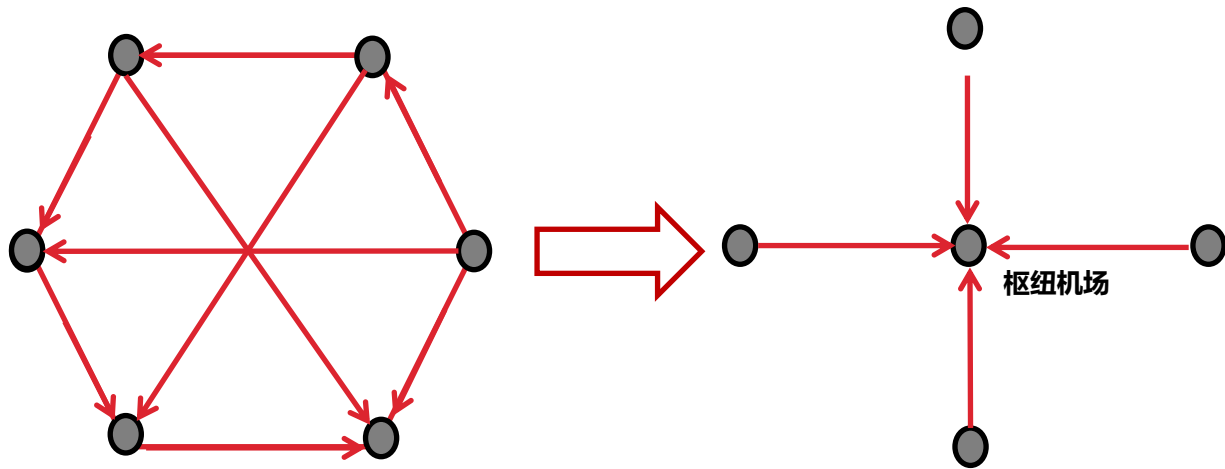
3. 鄂州机场意义重大

- 鄂州机场主要从三方面加深顺丰的护城河：
- **顺丰时效有望进一步提升**：鄂州机场跟孟菲斯机场拥有国家中心地理位置，以及少雨雪天气的自然条件。可以在1.5小时内飞行至覆盖中国90%的经济圈。
- **机场建设超前布局有助降低成本**：鄂州机场是亚洲第一个专业的货运机场，但在全球范围内已有孟菲斯机场成功的先例，避免了摸着石头过河的风险。顺丰参与建设机场有助于一次性完善基建建设，降低成本。同时顺丰机场建设的超前布局使其竞争对手面临两难选择，如果选择同顺丰一样自建机场，会产生极大的机会成本；如果选择购买已建成机场使用权，则需支付较高的使用权支出。
- **枢纽式轴心辐射航线网络降本增效**：顺丰航空目前总体上是采用“点对点”的方式运营，鄂州机场建成有望以枢纽式航空货运取代“点对点”。一方面提高载货率，一方面由于货物集中可以用大机型替代小机型，大幅节约燃料。顺丰在建立鄂州机场之后保守估计将会降低20-30%的航空运营成本。

图表26：鄂州1.5小时飞行圈



图表27：“点对点”转枢纽式网络示意图



4. 高铁网络二次卡位

- 2018年8月29日，新组建的中铁顺丰国际快运有限公司在深圳成立，这家公司由铁路总公司属下的中铁快运股份有限公司与顺丰控股属下的深圳顺丰泰森控股（集团）有限公司共同组建，中铁快运占股55%，顺丰占股45%。而早在2017年底，顺丰就积极寻求与铁总合作，并在两个月之后推出产品“高铁顺手寄”。
- 高铁网络是继航空网络之后的第二次卡位，高铁网络主要具备两方面的优势：①在保证时效的情况下，相对于航空成本更低；②相对于航空而言更加稳定。这种比航空便宜、稳定，比汽运快速、高效的新运输模式未来或将进一步加深顺丰的护城河。

图表28：中铁、顺丰共同组建合资公司



图表29：高铁极速达产品序列

高铁极速达产品序列	时效
即日	当天21:00前送达
次晨	第二天10:30前送达
次日	第二天18:00前送达

先胜而后求战，以优势体系打造新业务

- 顺丰第一次多元化发生在2010年，试水电商、金融等，效果不显著。后来顺丰新一轮的业务扩展则全部在物流体系之内。虽然电商、金融市场潜力巨大，但阿里、腾讯的虹吸效应太强，新进入者很难有生存空间。跨境、冷链、快运、同城配则不同，一来同属物流领域，顺丰可以利用口碑、网络、运力优势。二是这些领域竞争格局目前大多呈现“小、乱、杂”的特点，适合巨头入场，市场亟待整合。
- 快运、同城配送、跨境物流、冷链运输这四个市场未来都是5000亿+级别。抓住任何一个，都足以使顺丰业绩翻倍。那么顺丰有哪些竞争优势使其能够适应新市场特点并且站稳脚跟？

市场空间 | 其他市场可以带来的想象空间

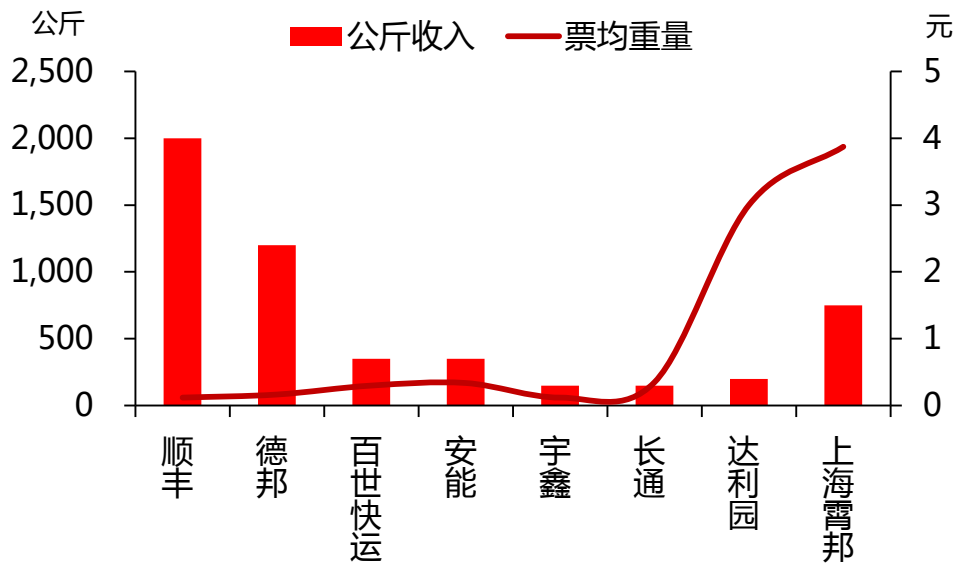
图表30：顺丰新业务布局情况梳理

市场	市场规模（2020年）	市场特点	顺丰业务所在部分	顺丰竞争力
跨境	5,000亿 （3年增速40%-50%）	1.邮政具备政策优势，业务流程复杂 2.依赖海外网络搭建。因此短期难以快速发展	商务件业务占整个跨境物流市场约10%，但在这10%的市场顺丰还需要与三大快递巨头竞争	较弱
冷链	4,700亿 （3年增速25%）	1.政府高度关注要求规范化 2.用户天然对速度、服务质量、可靠程度要求高	生鲜、医药 仓配运综合服务商 顺丰位列冷链百强第二	较强
快运	1.62万亿 （724亿大家电市场，3年增速50%以上）	1.进入壁垒高 2.与电商自建物流、当地物流公司竞争较为激烈	长途高货值的零担 主要是大家电、家居 第三方物流竞争对手主要是德邦	一般
同城配送	4,593亿 （即时配送3年增速50%）	1.toB属性，用户粘性容易培养，先抢占市场存在优势 2.对公司服务质量和时效性要求高	部分外卖、商超配送业务 竞争激烈，但是顺丰积累的口碑贴合速配市场需求	一般

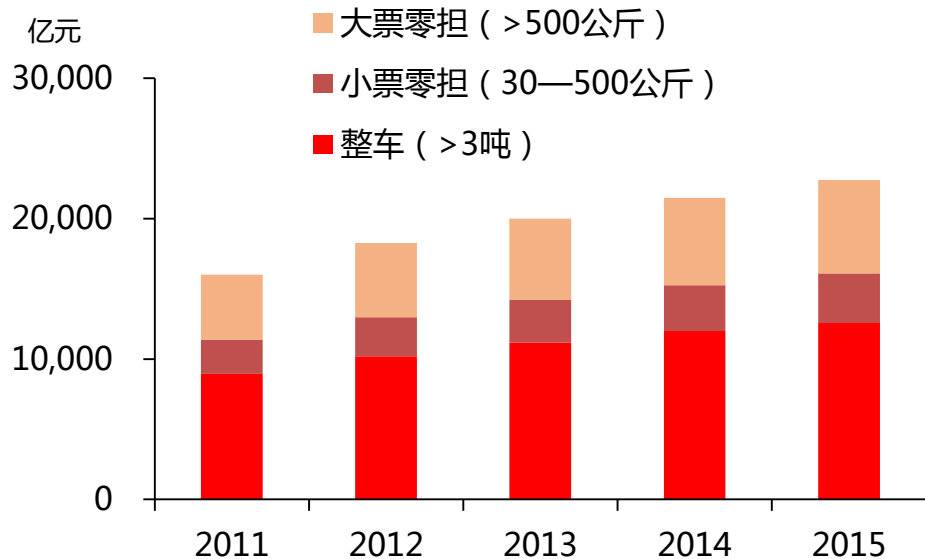
1. 快运业务 | 主打小票零担

- 快运市场主要分为：1.整车（>3吨）；2.零担（30kg-3吨），零担按重量又分为：小票零担（30-500kg）、大票零担（500kg-3吨）。与小票零担范围部分重叠的大件快递，各家规定重量不一，按照德邦的产品算，约为3-60kg。
- 零担按距离和价值两个维度继续细分，又可以分为：低值、高端、平价小票和大票专线。顺丰快运主打的产品是长途高价值的高端小票。

图表31：顺丰快运业务主要专注于大件快递这部分



图表32：快运市场各部分的空间都非常大



1. 快运业务 | 高端小票壁垒高，竞争激烈

- 目前顺丰主要经营是高端小票，主要包括大家电和家居这两个市场。（顺丰在快运市场主要合作的大客户为尚铭电器、九牧厨卫）。
- 高端小票主要的竞争来自电商自建物流和当地零散物流公司。大家电市场中90%份是通过电商自建物流，家居行业中95%货物走线下销售渠道发出，主要通过专业家居物流。市场竞争较为激烈。
- 大件快递配送一般需要送货上门，安装调试等配套服务，存在一定进入壁垒。

图表33：大家电流通价值链示意图



图表34：家居行业产业链



1. 快运业务 | 行业对比

- 在第三方物流的大件快递市场上，顺丰快运主要与德邦同样布局中高端市场，形成直接竞争。
- 顺丰和德邦都是直营，服务品质和口碑可以得到保障。从顺丰、德邦产品的时效和价格来看，顺丰快运产品时效性要稍弱于德邦。同等定位的产品价格跟德邦几乎相近。考虑到德邦长久积累下的口碑，现阶段顺丰快运产品竞争力弱于德邦。
- 顺丰还联合新邦物流成立加盟制快运，降低成本杀入低端市场，对快运市场进行全方位无死角布局。

图表35：零担市场竞争格局示意图



距离

图表36：顺丰、德邦各种类产品时效价格对比

公司	产品类型	产品种类	重量	首重	续重	时效
德邦快递	大件快递	大件快递3.60	0-30	首重20元(3kg)	续重5元/kg	3天内
			31-60	首重159元(31kg)	续重4元/kg	3天内
	快运产品	精准卡航	0-500；0-2.5立方米	重货2.97元/kg，轻货624元/立方米		次日10：00前提货
			>500；2.5立方米以上	重货2.67元/kg，轻货561.6元/立方米		次日23：59前配送
		精准汽运	0-500；0-2.5立方米	重货2.55元/kg，轻货536元/立方米		4天内
			>500；2.5立方米以上	重货2.42元/kg，轻货509.2元/立方米		
顺丰股份	重货产品	物流普运	20-100			参考：2-6天
		重货快运	20-100			
		重货包裹	20-100	首重105元（20kg）	续重3-4元/kg	4天内
		小票零担	100-500	首重320元（103kg）	续重2-3元/kg	4天内
		重货专运				

注：从北京朝阳到深圳福田

1. 快运业务 | 成立加盟制的顺心快运，对快运市场全方位布局

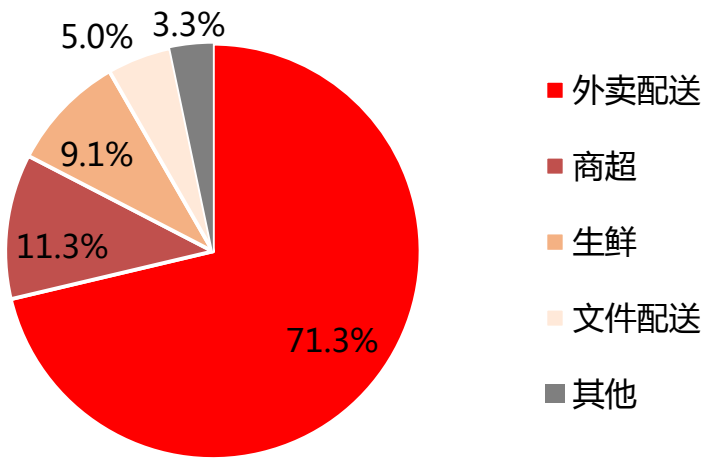
- 2018年3月14日，广州顺心快运有限公司成立，注册资本6,984.1万人民币。上海尚广投资有限公司、深圳顺路物流有限公司、万安华创企业管理咨询中心（有限合伙）分别持股37.23%、32.35%、30.43%。
- 其中深圳顺路物流有限公司的控股股东则为深圳顺丰泰森控股(集团)有限公司100%控股的企业。顺心快运是顺丰控股同一控制下的兄弟公司。
- 其中尚广投资为泰瑞国际有限公司100%控股，泰瑞国际和新邦物流也是同一控制下的兄弟公司。
- 新邦物流是德邦旧将石浩文在2003年一举创立起来的，后来成了德邦华南地区的劲敌，2017年营收10亿，排名17。
- 顺心快运采用加盟制的经营方式，定位顺丰快运并不经营的低值小票、大票。与顺丰形成补充，有战略布局价值。



2. 同城配送 | 市场扩张迅速，行业竞争激烈

- 同城配送可分为同城快递和即时物流。即时物流的兴起主要源于本地生活O2O的快速发展，本地生活O2O还可以细分为餐饮，洗衣、商超等多个领域，大量的即时配送需求迅速扩大了同城配送市场的份额。其中外卖配送占比最大，占比71.3%，商超占比11.3%，生鲜占比9.1%，文件配送占比5%，其他占比3.3%。
- 高速增长的市场份额，吸引众多传统快递公司争相开通了即时物流业务。目前来看，即时物流应该多为toB属性，布局早，率先抢占市场的公司更具备先发优势。并且服务面向终端消费者，服务质量好坏对于商家自身形象、口碑有很大影响。因此商家在选择配送公司时，会十分注重服务质量。

图表38：同城配送市场上游细分



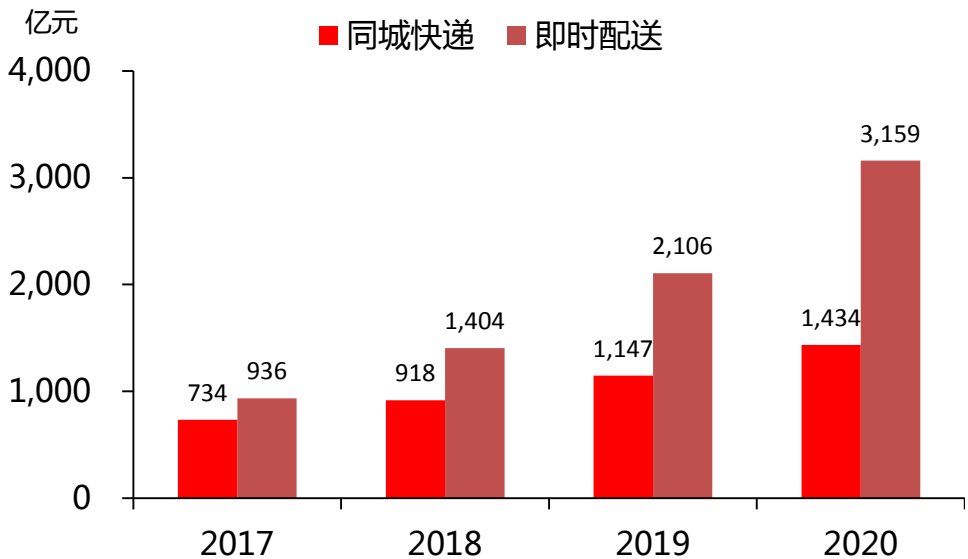
图表39：纷纷展开同城市场布局

产品名称		时效	服务范围
韵达	云即配	小时达	目前仅面对上海市
中通	City Express	4h	
圆通	承诺达	12点前收，16点前达；15点前收，19点前达	覆盖11个城市，服务客户周围3km内
顺丰	顺丰即日 即刻送 同城限时达	20点前 30min-2h 2h	业务覆盖1、2线城市
苏宁	苏宁秒达	30min	主要为3公里社区生活提供30分钟到达甚至更快的极速配送服务，以及预约时间精准送达的定时达服务

2. 同城配送 | 市场空间

- 顺丰2017年正式加入即时物流的竞争，根据国家邮政局统计，2017年同城快递市场规模达到734亿，即时配送936亿，总计约1,600亿元。智研咨询推测同城快递未来3年复合增速达到25%，即时配送复合增速50%，**预计2020年同城配送市场规模约为4,592亿**。但是即时配送留给顺丰的市场空间有限。
- 综合考虑同城配送市场的先发优势，以及顺丰在服务质量、口碑上的积累。预计顺丰同城业务可以基本保持行业增速40-50%。但是考虑17年基数太低，18年增速预计可以达到90%。

图表40：同城配送市场规模推测

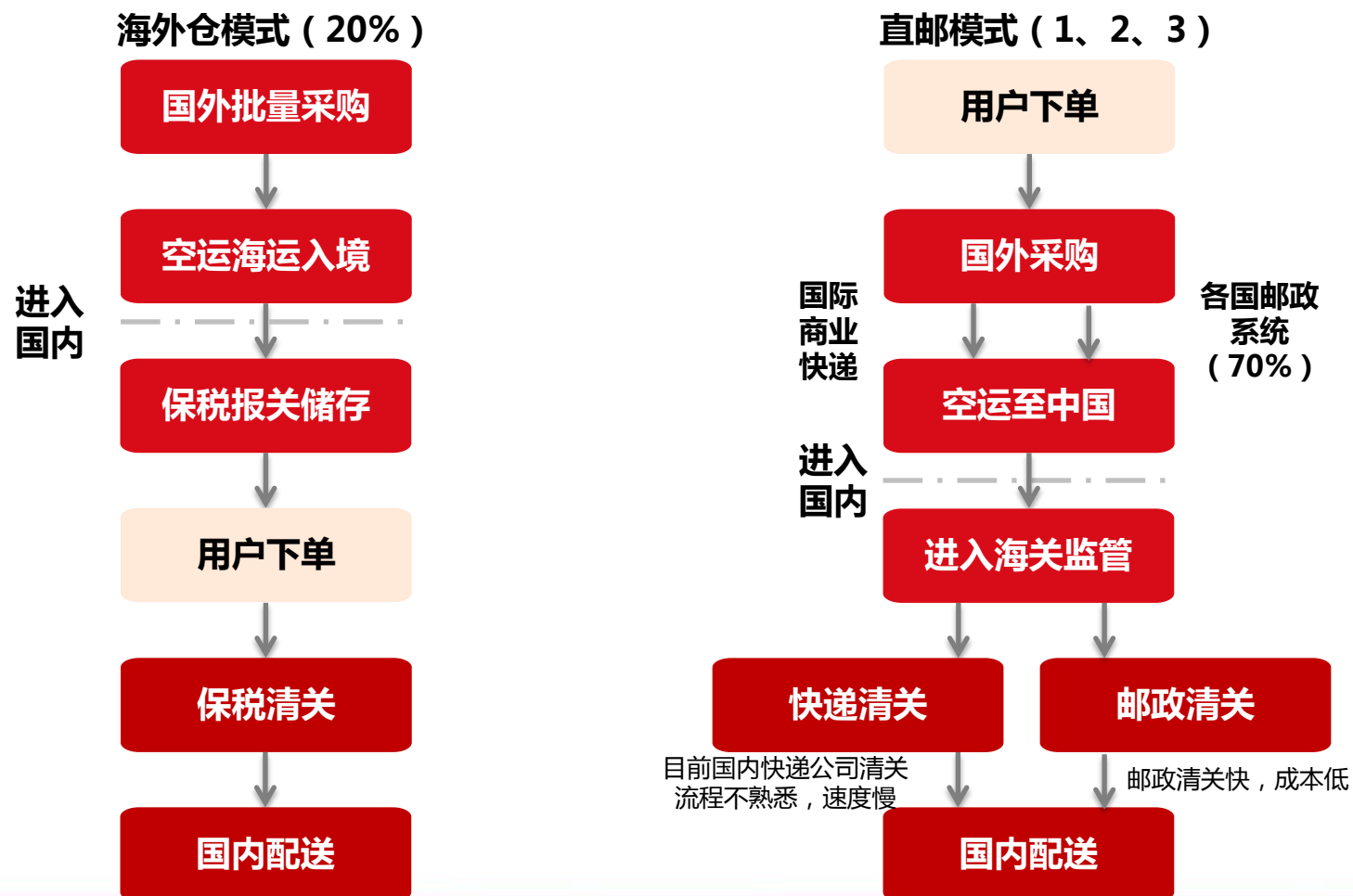


图表41：2017年即时配送市场竞争格局

	2017市场 份额	2018Q1 市场份额	主要投资方	配送员人数	备注
蜂鸟	28.90%	30.20%	阿里巴巴+蚂蚁金服	300万	
新达达	26.20%	23.90%	京东	450万	
美团外卖	21.60%	24.10%	腾讯		
百度骑士	9.80%		君同资本		
闪送	7.30%		顺为资本+华联集团	48.16万	15年被饿了么收购，并入蜂鸟
其他	6.20%				自建物流或者第三方传统快递公司

3. 跨境物流 | 市场细分

- 跨境物流主要分为四种经营方式：1. 邮政包裹；2. 国际快递；3. 专线物流；4. 海外仓。



- 在所有跨境物流方式中，海外仓模式物流约占20%；直邮模式中邮政系统投递约占70%
- 邮政系统主要包括：1. 邮政包裹；2. 专线物流【例：邮政开通的中美专线——e邮宝】
- 邮政占比高主要原因是：1. 覆盖地区全；2. 清关流程简单，查验比低，清关成本低
- 相比邮政渠道，商业快递报关程序复杂，查验严格，关税征收概率高。国内快递公司受累于此，国际业务服务质量目前一般
- 国际快递巨头熟悉流程，通关速度快。我国快递公司一般采取合作形式，弥补国际巨头在我国揽收能力不足的弱点

3. 跨境物流 | 顺丰目前产品竞争力不强

- 顺丰控股对于国际业务采取的是国内直营+国外网点加盟的轻重结合模式经营，时效和服务质量一般。出口跨境业务开展的较好，一般在东南亚以及东欧等华人较多的地方。进口跨境进展不大，主要也是因为海外网络铺不开，难以形成有效揽收范围。
- 顺丰国际标快，特惠目前主打是低时效，低价格市场；且难以在产品时效上明显优于邮政系统产品。
- 顺丰国际业务目前并不具备竞争力。

图表42：跨境物流产品对比

运输模式	物流方式	一般时效	价格举例对比【深圳发件】	适用情况	补充
直邮模式	邮政包裹	30天以上	2千克邮政小包至美国：134元	价值低，不追求时效	70%跨境电商通过邮政系统投递
	国际快递	3—10天	2千克通过DHL寄到美国：791.95元 2千克顺丰标快至美国：355元（时效难保证）	急件，价值高	对产品质量、渠道、要求高
	专线物流	7—20天	2千克E邮宝至美国优惠价：160元 2千克顺丰特惠至美国：199元	大批量发货的电商旺季	
海外仓模式	海外本地物流	7天以内	2千克通过seedeer至英国：101.08元	在国外销售成规模电商	

3. 跨境物流 | 与UPS合作，效果有待观察

- 根据公司尼尔森预计，我国跨境电商未来五年将增长300%，年复合增速超过50%，未来发展空间巨大。跨境电商的高速增长将成为各第三方快递公司国际业务的主要推动力。
- 跨境物流非常依赖：1.清关速度；2.海外网络。前者需要时间的积累，后者需要资本的积累。因此国际业务的开展不能速成，参考FedEx和UPS追赶DHL的案例：
- FedEx1981年刚开设第一条国际航线，DHL1983年时国际市场份额已高达40%。而后，1998年来，FedEx累计并购超过16家公司，其中包括欧洲第二大巨头TNT。UPS累计并购40多家。截止2017年国际快递市场，DHL占比38%，FedEx29%，UPS22%。其它两家与DHL仍有一定差距。
- **跨境市场抢占是持久战**，由于顺丰在跨境市场并没有投入太多资源，而是采用了与UPS合作的形式，效果有待观察。保守预计未来三年复合增速35%。

4. 冷链物流 | 市场细分

- 冷链物流服务的下游客户主要有：1.生鲜；2.医药；3.化工，顺丰主要布局在生鲜和医药两方面。
- 冷链物流企业主要有9大类，顺丰属于**仓干配综合型**，即仓储、干线运输、配送集一体的综合冷链服务商。这种综合性冷链更易降本增效，形成较高溢价。

上游

材料、设备和技术供应商

- 材料：保温隔热、制冷隔热
- 设备：制冷机、冷藏车、冷库
- 设备：保鲜、信息化

中游

冷链物流公司

冷链物流百强占比

- 运输型 43%
- 仓储型 16%
- 城市配送【商超，难跨区】 } 11%
- 宅配型【即时配】 }
- 仓干配综合【存运配一体化】 25%**
- 农产品 4%
- 供应链
- 电商型
- 平台型【撮合买卖方】
- 第四方型【规划，咨询】

下游

应用领域

- 生鲜
- 医药
- 化工

4. 冷链物流 | 进入壁垒高

- 冷链市场尚属于萌芽期，政府对其关注上升到前所未有的高度。从政策整理方面来看，规范化是下一阶段政策主要推动的方向。
- 冷链主要运输生鲜，医药。这两种产品对速度、安全要求非常高。未来速度最快，服务质量最好，拥有良好口碑的公司更有望脱颖而出。

图表43：2016年来冷链相关政策

时间	政策	要点
2016/1/27	《关于落实发展新理念加快农业现代化建设实现全面小康目标的意见》	要加快构建跨区域冷链物流体系建设
2016/3/8	发改委：“十三五”期间推动现代物流加快发展	鼓励快递公司健全冷链等能力，加快向综合性快递物流运营商转型
2016/4/6	国务院常务会议李克强总理再提发展冷链物流	要突破信息基础设施和冷链运输滞后“硬瓶颈”
2016/4/8	商务部部长助理王炳南表示加强冷链发展	王炳南表示支持流通企业，建设农产品流通全程冷链系统
2017/4/21	《国务院办公厅关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的意见》(国办29号文)	立足于推动冷链物流发展，着眼于保障民生和促进消费升级
2017/8/24	《关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的实施意见》	明确了交通运输促进冷链物流发展的主要任务
2017/10/31	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	支持十个省市冷链物流发展，带动冷链产业投资、加速产业升级

4. 冷链物流 | 顺丰率先走向规范化

- 2014年，顺丰成立冷运事业部，目前冷运网络覆盖 104个城市，其中有51座食品冷库，108条食品运输干线，3座医药冷库，12条医药干线，贯通核心城市。并在多领域取得了经营许可，完全符合政策要求。
- 顺丰的口碑与服务非常贴合冷链市场的需求，因此在百强中名次攀升飞快。2015年顺丰排在10名之外，但2017年已攀升至第2名。再加上联合44年冷运经验的夏晖物流，口碑加技术强强联合，有望获得更大市场份额。

图表44：顺丰在冷链领域取得相关许可证书

项目	资格认证
食品冷库	国际化高标准DQMP的资格认证 《药品经营许可证》 《GSP认证证书》 《医疗器械经营企业许可证》
医药冷库	及国家食品药品监督管理局对“开展药品第三方现代物流试点工作的批复”等全部认证及经营许可
冷藏车	中经过GSP认证车辆244台

图表45：顺丰在冷链领域取得相关许可证书

排名	企业名称
1	希杰荣庆物流供应链有限公司
2	顺丰速运有限公司
3	河南鲜易供应链有限公司
4	上海郑明现代物流有限公司
5	上海领鲜物流有限公司
6	漯河双汇物流投资有限公司
7	上海安鲜达物流科技有限公司
8	夏晖物流
9	海航冷链控股股份有限公司
10	江苏辉源供应链管理有限公司

说明：本次冷链物流百强是本着企业资源申报、公平评比，申报单位不限会员，未申报企业不参与排名，下附百强名单。

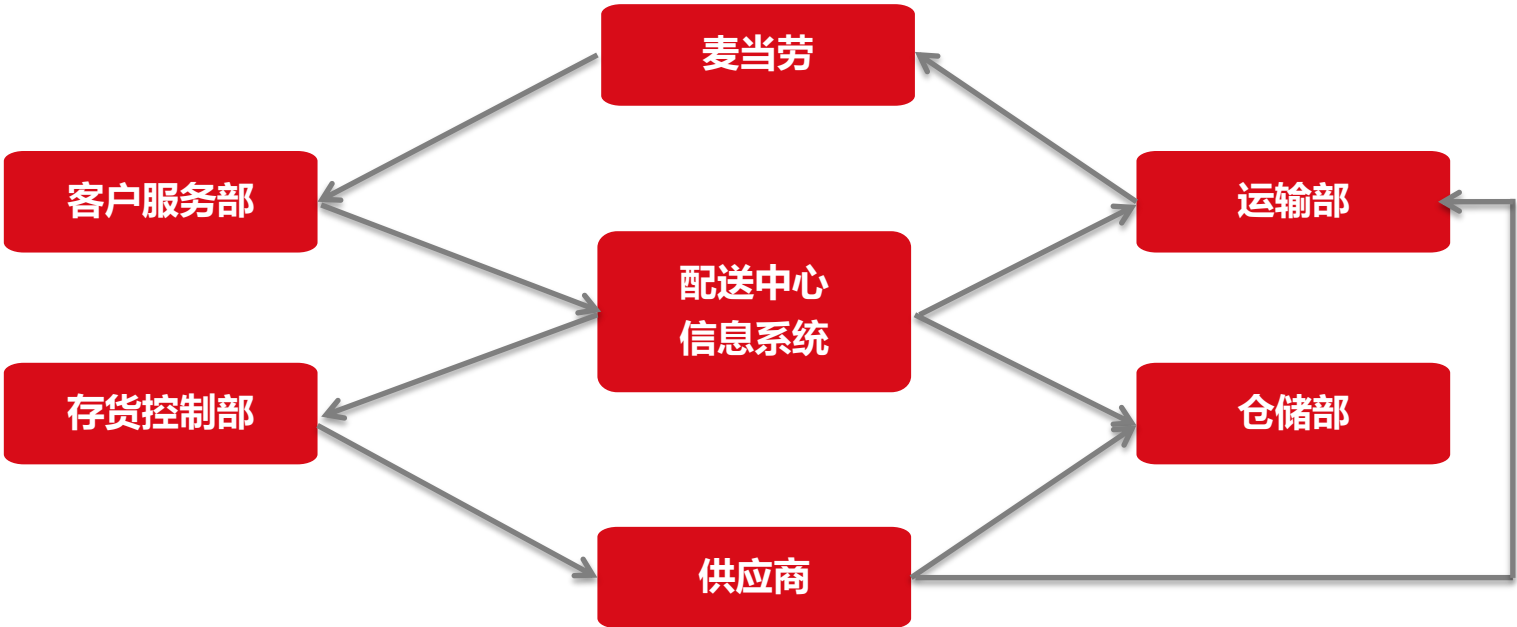
4. 冷链物流 | 联手夏晖

- 2018年8月10日，顺丰控股与夏晖在深圳联合召开发布会，正式宣布在中国成立合资公司新夏晖。合资公司将经营夏晖在中国已有的物流业务，包括中国大陆、香港和澳门的物流业务。新夏晖成立后，顺丰控股作为其控股股东。
- 夏晖是一家世界领先的冷链物流公司，专注于创新、优化和管理全球领先品牌的供应链系统。而这种深度服务能力，正是刚刚起步的顺丰所欠缺的。顺丰提供客户资源、夏晖提供冷链物流运营经验，强强联合下的新夏晖有很大的提升空间。

图表46：夏晖公司主要情况

公司	夏晖
成立时间	1974年
地点	芝加哥
员工数量	44个国家拥有7600名员工
主要客户	麦当劳、必胜客、星巴克
服务麦当劳门店数	8,000家

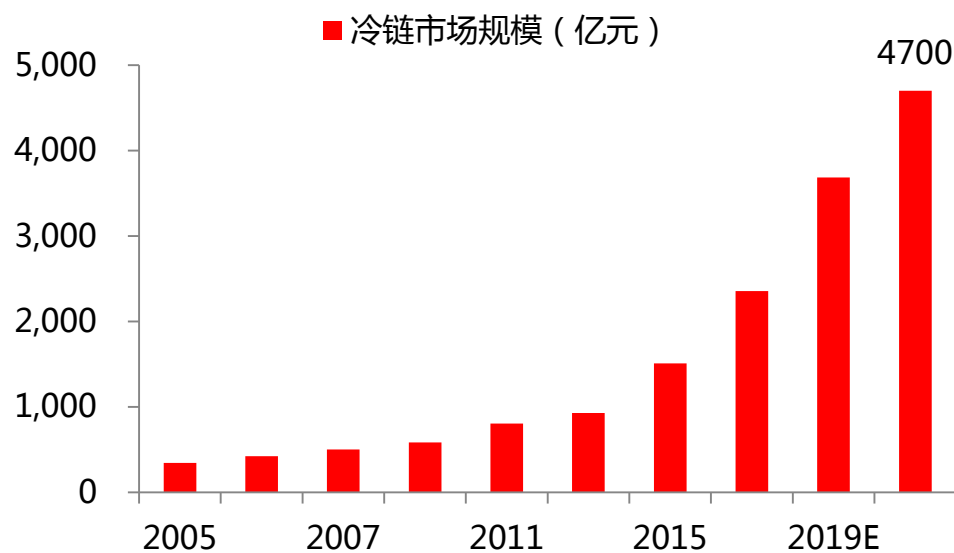
图表47：夏晖公司冷链物流运营情况



4. 冷链物流 | 行业集中度较低，顺丰有望快速抢占市场

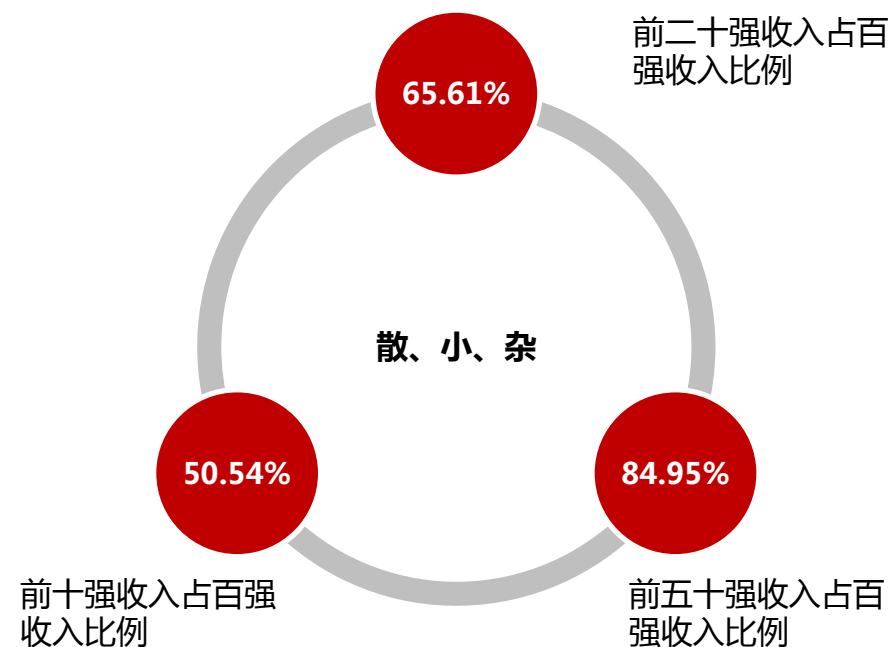
- 中国物流与采购联合会发布相关报告显示，中国冷链物流行业未来将保持年均25%的高速增长，**预计2020年将达到4,700亿元。**
- 目前市场集中度低，缺乏具有超强整合能力的冷链企业，运营各地区分散无法形成规模效应。顺丰有机会通过高过同行的口碑、服务、技术迅速抢占市场。
- 因此我们预计顺丰冷链大概率增速高过行业增速25%，保持40%以上增速。

图表48：冷链市场发展速度较为迅速



注：不完整年度统计

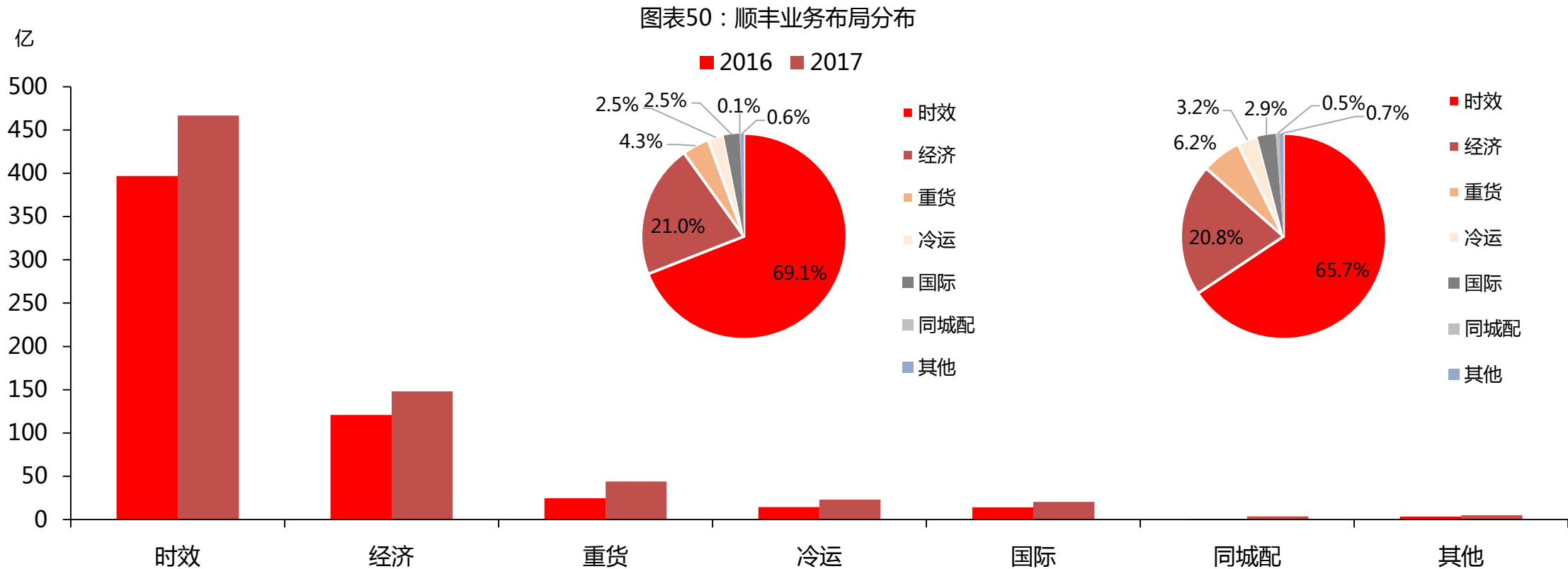
图表49：2017年百强企业中收入占比



战略布局未来，短期利润增速趋于稳健

1. 收入端 | 新业务快速发展，快递业务收入占比不断降低

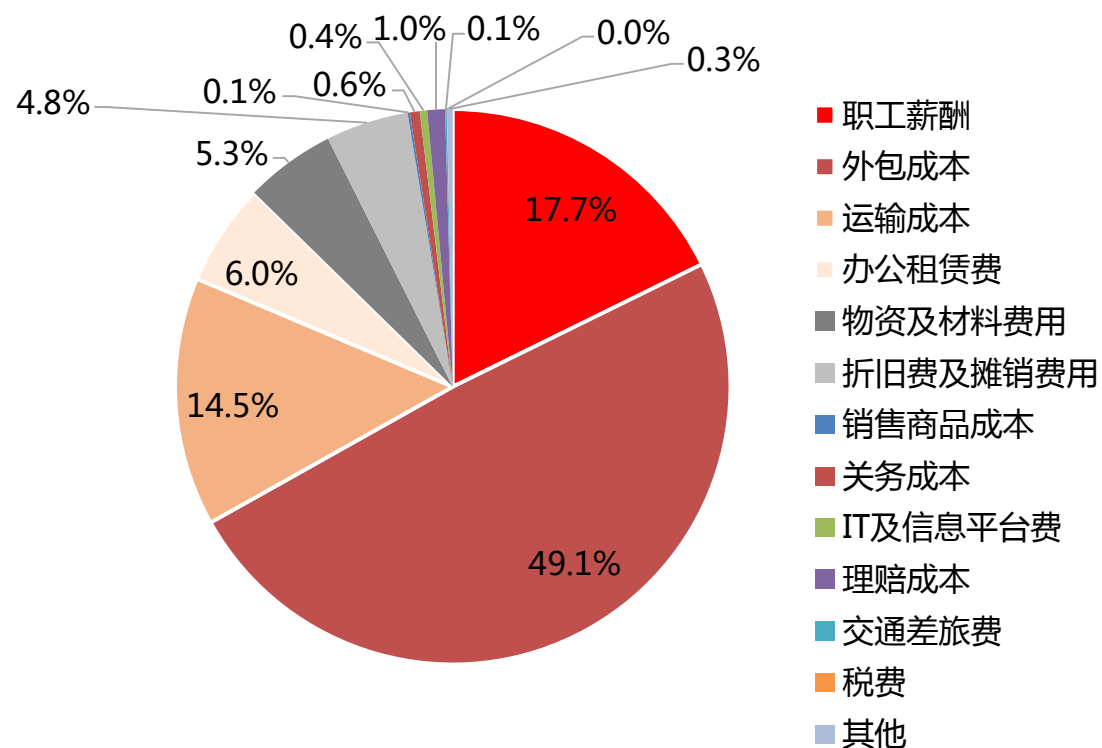
- 顺丰控股目前主要布局了中高端快递、快运、冷运、国际以及同城配业务。目前来看对传统快递业务的依赖性较大，快递业务占顺丰总营收近90%，不过这一比重在逐步下滑。



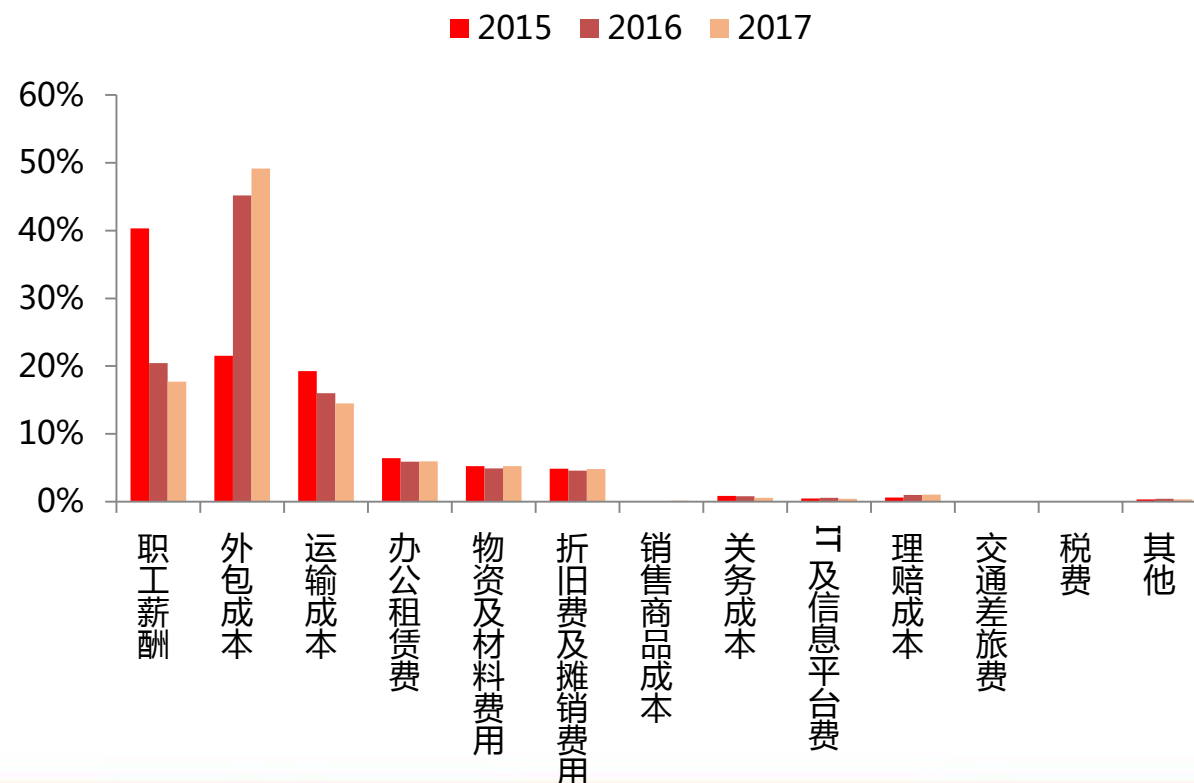
2. 成本端 | 人工成本占比近70%

- 顺丰控股成本端的主要支出就是人工成本，职工薪酬和外包成本加起来占到总成本的60%-70%。顺丰是人力密集型企业，面临人力成本上涨压力较大。因此顺丰一直在寻求自动化、外包替代人力成本的办法。从职工薪酬和外包成本的变化上便可以看出。
- 除了外包人力，顺丰也在增加外包干线运输，这一点从运输成本占比下降也可以看出。

图表51：2017年顺丰营业成本占比详情

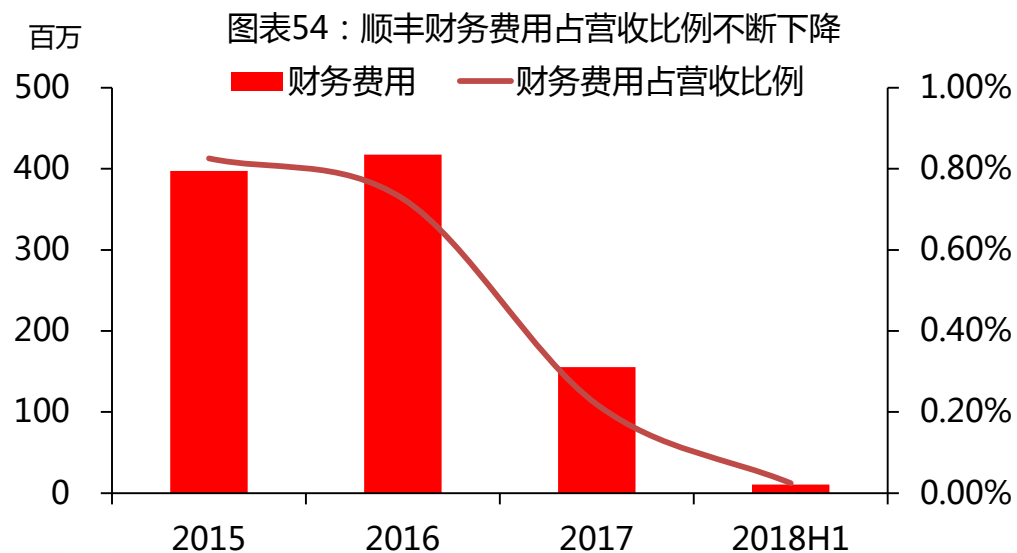


图表52：成本来看，顺丰正在使用更多的外包人力

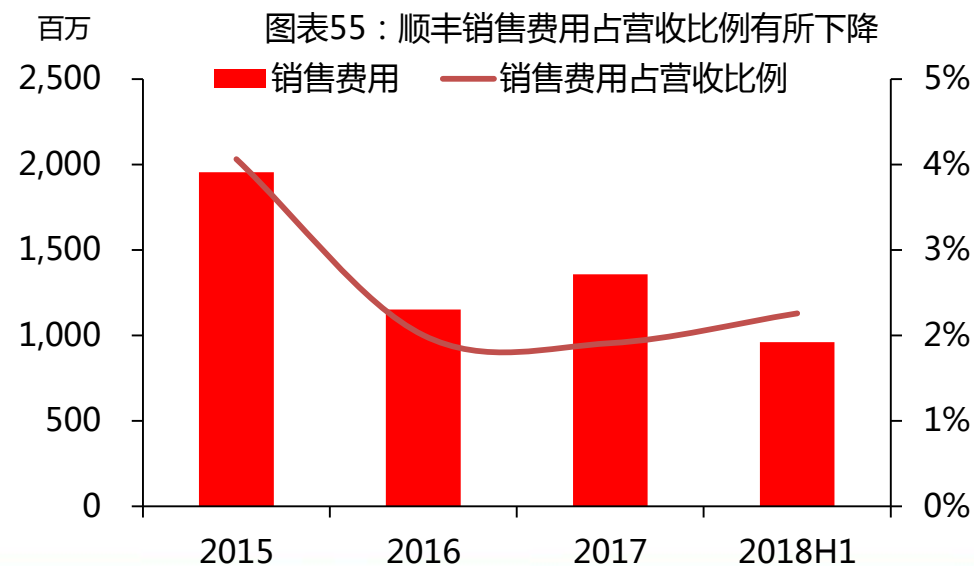
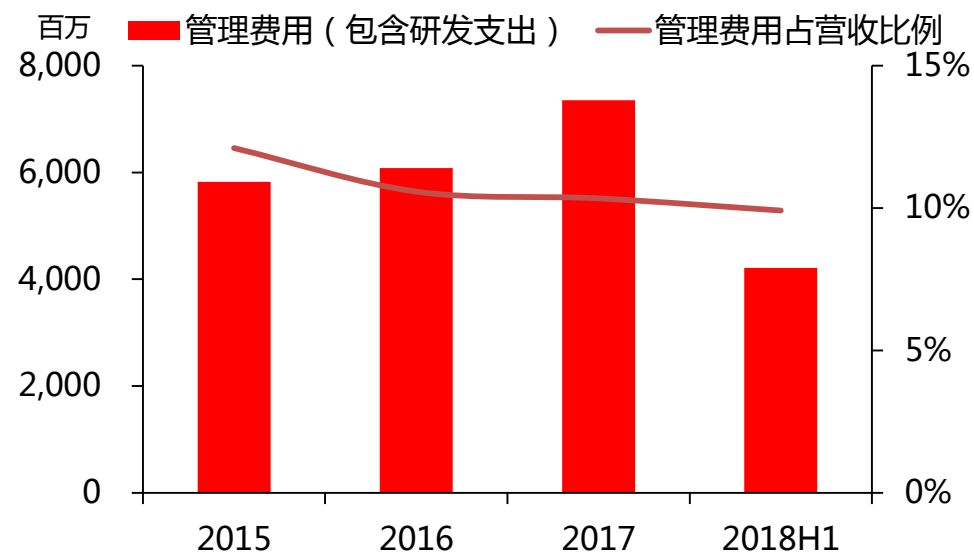


3. 三费占比呈下降趋势

- 顺丰三费占营收比例均出现一定程度上的降低。
- 尤其是销售费用和财务费用降速明显。但销售费用未来可能会再次大幅增长，因为众多新业务急需推广。财务费用的大幅降低体现了顺丰偿债能力的改善。
- 管理费用的增长主要源于研发支出的大幅提升，除去研发支出部分占比在逐渐下滑，体现出顺丰运营效率有一定程度的提升。

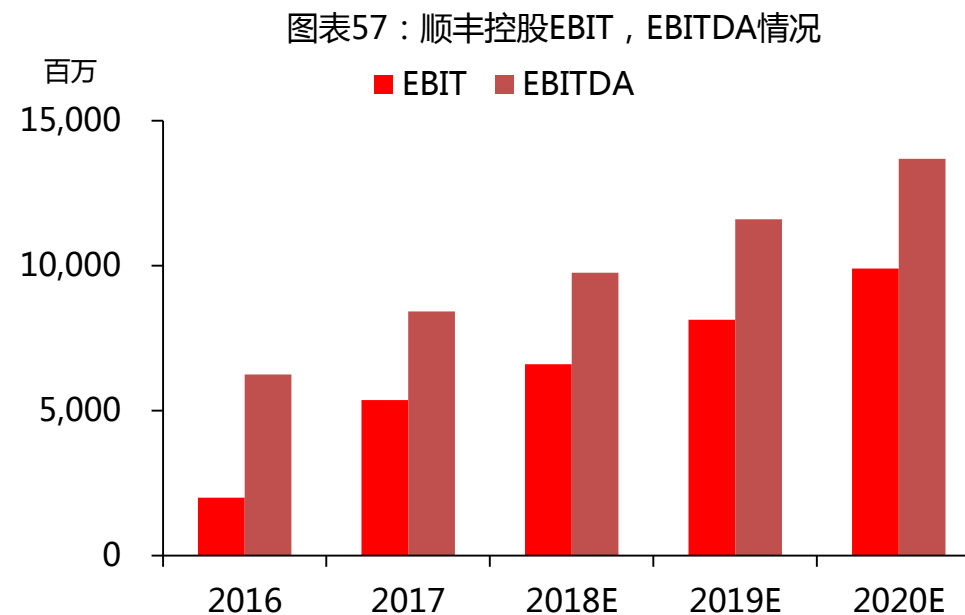
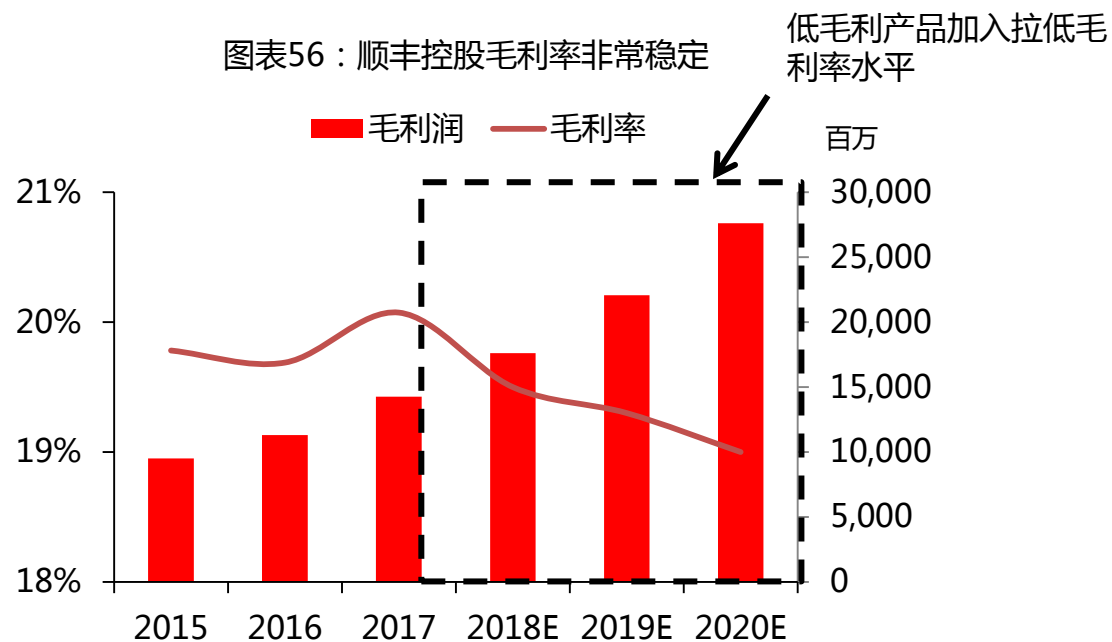


图表53：顺丰管理费用占营收比例上升，主要因为研发支出提升幅度较大



4. 毛利率稳定在19%-20%之间

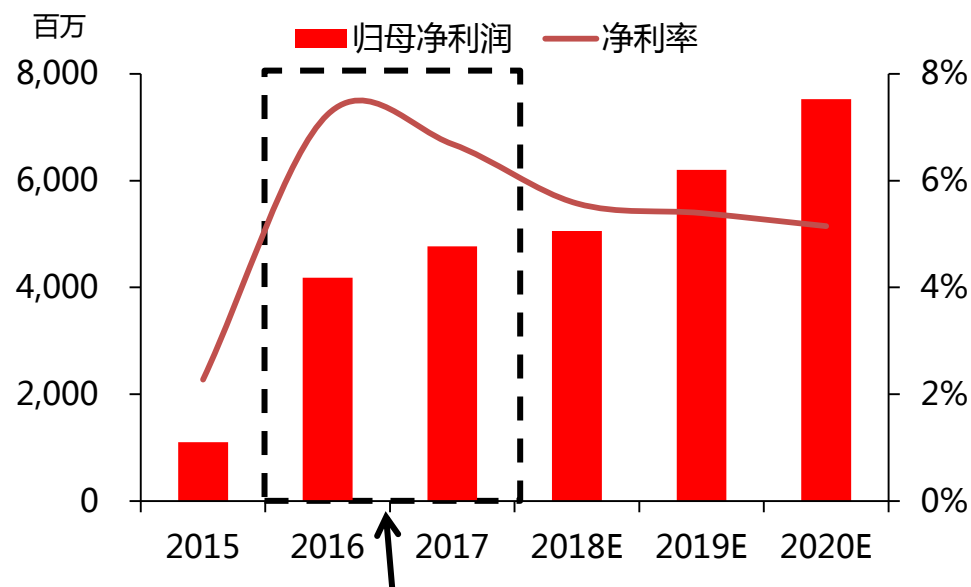
- EBIT，EBITDA增速远超毛利增速，EBIT3年复合增速为85.83%，EBITDA3年复合增速为132.8%。主要原因是15-17年间三费占营收比例大幅下降，体现出顺丰管理能力的不断提升。以及高投入拉动高营收的同时，带来折旧大幅增长。
- 顺丰控股的毛利率维持在19%—20%之间，2015年到2017年的复合增速为22.47%，毛利润稳步上升，毛利率较稳定。



5. 净利润率保持在5%-6%

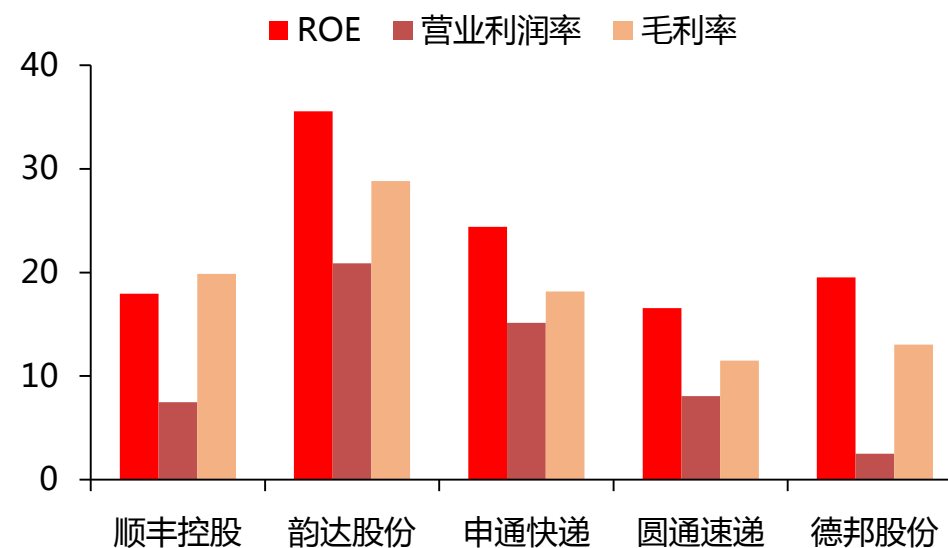
- 预计顺丰控股净利润率中期保持在5%-6%之间。一方面参考美国直营快递公司历史经验，另一方面考虑到16、17年超10亿的非经常性损益不可持续。2018年以后，净利率水平肯定会有所下降。
- 顺丰控股ROE和ROA较为稳定，分别处于14%，8%左右。ROE和ROA水平较低是因为处于扩张期，投入巨大，但是盈利还没有完全释放出来。

图表58：顺丰归母净利润和净利率情况



2016、17年存在10亿以上的非经常性损益

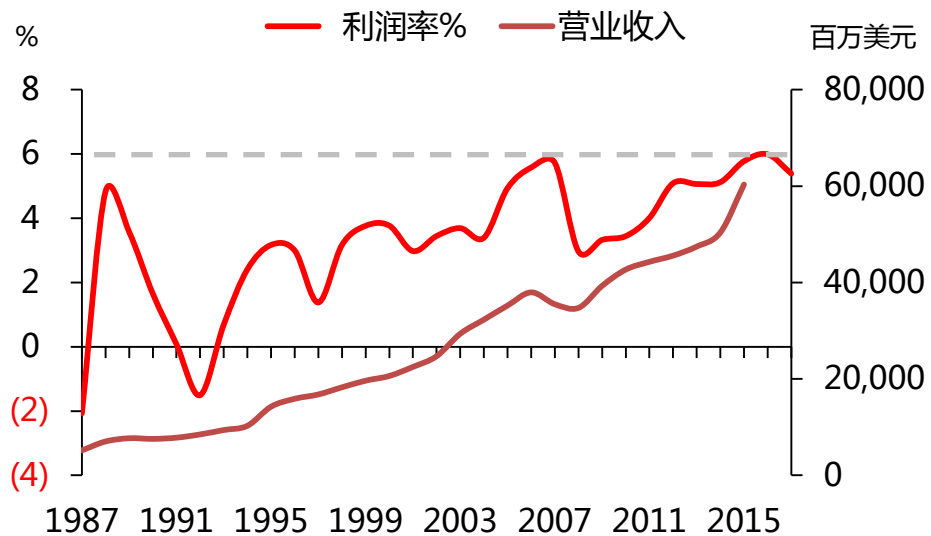
图表59：2017年，顺丰各项盈利能力指标处于行业中下游



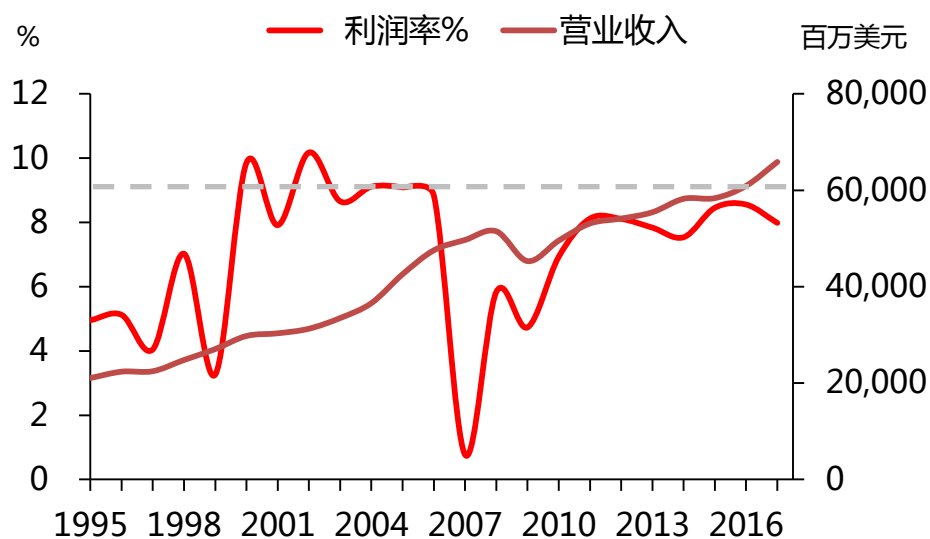
6. 直营快递利润水平 | 参考国际经验，利润率难以改善

- 顺丰的直营模式就意味着其扩张的难度较大，并且随着规模扩张，边际成本并不会下降。以直营快递巨头FedEx和UPS为例，它们在30年经营周期中，营业规模不断扩大，但是利润率并没有任何改善的迹象，一直维持在6%-8%的区间。
- 因此顺丰通过复制快递业务扩张带来的收益有限，因此预计顺丰在未来三年净利率不会大幅改善，且因为低毛利新业务的加入，反而大概率下滑，维持在5-6%之间。

图表60：FedEx随着规模扩大，利润率并未改善



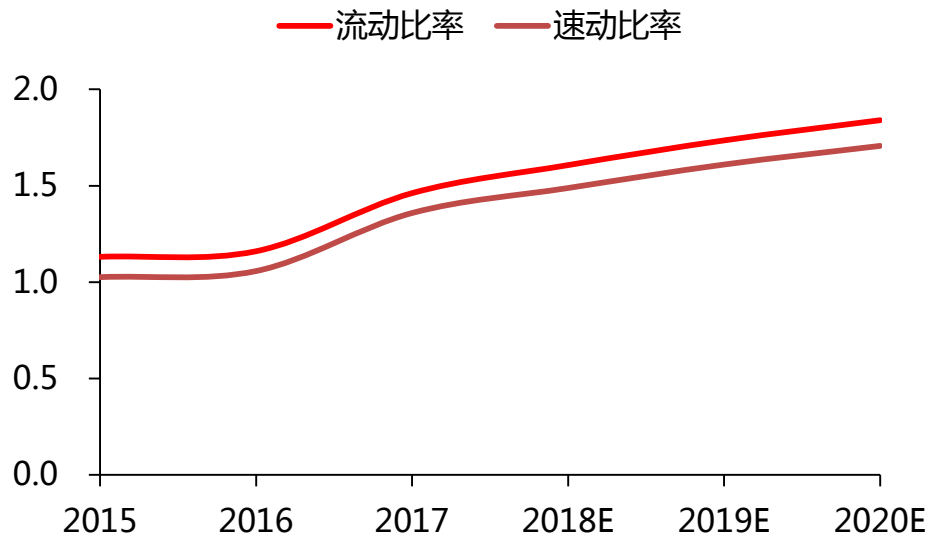
图表61：UPS随着规模扩大，利润率并未改善



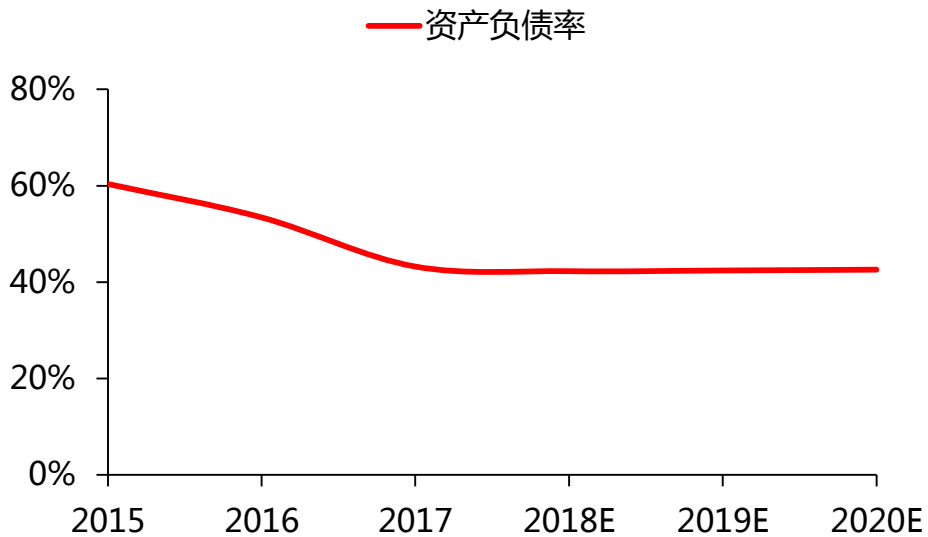
7. 偿债能力不断增强

- 顺丰控股偿债能力较强，流动比率和速动比率均超过1，且呈现上升趋势。
- 偿债能力不断改善同样体现在，资产负债率逐步下降，从60%以上降到40%。
- 顺丰偿债能力增强主要原因是良好的经营加上定增融资，资金非常充裕。

图表62：顺丰控股流动比率和速动比率情况



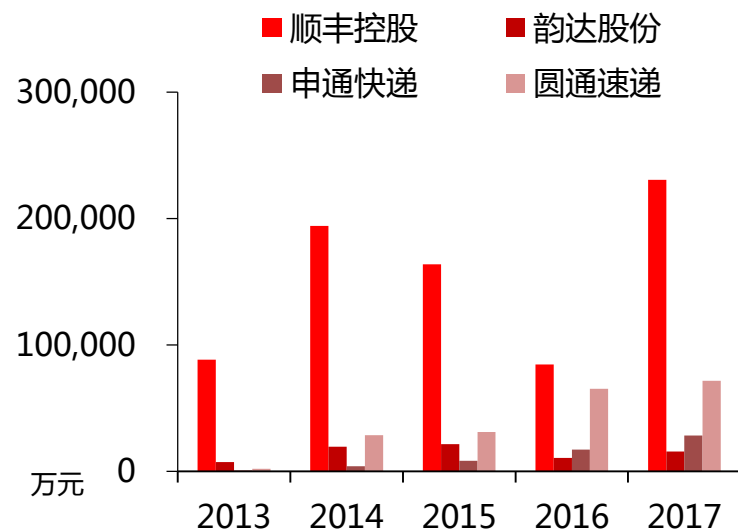
图表63：顺丰控股资产负债率稳步下降



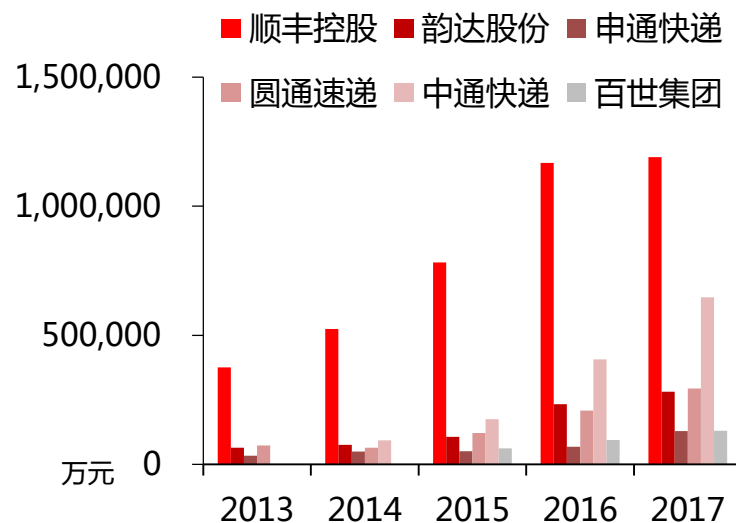
8. 重资产模式 | 资本开支远超同行

- 采用重资产模式。无论是在建工程，还是固定资产，顺丰的数额都远超过了同行业水平。这种模式意味着，只要顺丰扩张，必须得前期投入大量的资本。不断的资本投入将会给公司现金流持续带来压力。
- 短期利润增长和长期战略布局之间，顺丰给予了后者更高权重，着力构建长期竞争优势。短期来看，顺丰净利润率可能由于新业务开展前期的巨大投入而下滑，且保持在较低水平，净利润增速仅能保持在较为稳健的水平。长期来看，顺丰先胜而后战，传统业务优势明显，延伸出快运、冷链等新业务成长迅速，鄂州机场有能力帮助顺丰成长为国内航空货运霸主，综合物流服务巨头初露峥嵘。

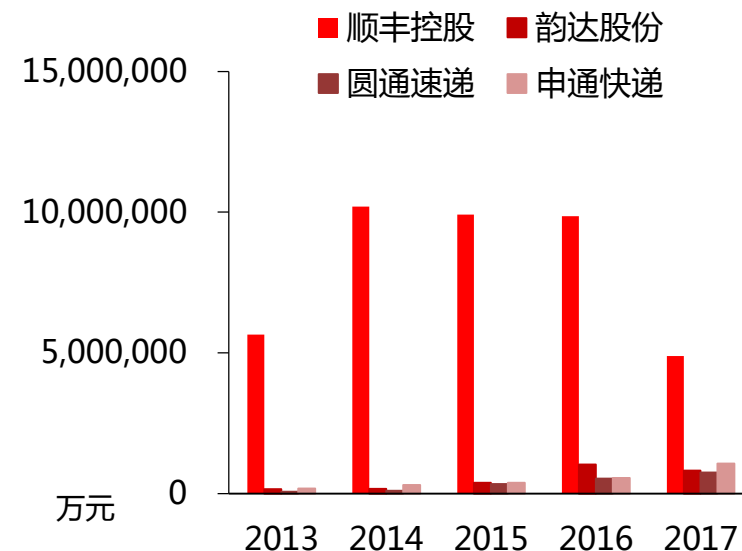
图表64：顺丰每年在建工程的数额远高于同行业



图表65：顺丰固定资产的数额远高于同行业



图表66：顺丰资本支出的数额远高于同行业



风险提示

- 时效件市场竞争加剧，挤压时效件产品利润空间
- 资本开支过大，对现金流造成一定压力
- 成本超预期上涨，拖累短期业绩增长
- 新业务拓展不及预期，多元化进程有所放缓

盈利预测

- 按照分业务的方法对顺丰2018-2020年的各项收入进行预测，得到18-20年收入分别为918.2、1,164.0、1,481.4亿元人民币。
- 根据FedEX、UPS等直营快递公司的经验，因为扩张成本较为恒定，因此直营快递公司的净利率难以大幅提升，且16、17年受大额非经常性损益影响，净利率偏高。因此预测顺丰净利率维持在6%以下，且随着毛利低的新产品不断加入，净利率预计会不断下降。推测18-20年归母净利润为49.5、63.2、80.8亿元。

图表67：顺丰2018-20年盈利预测

单元：亿元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
时效	396.9	466.8	560.2	672.2	806.7
经济	120.9	148.2	214.9	290.1	391.7
总计	517.8	615.0	775.1	962.3	1,198.3
重货	24.5	44.0	70.4	102.1	148.1
冷运	14.4	23.0	31.0	41.8	56.5
国际	14.2	20.4	27.6	37.2	50.3
同城配	0.5	3.7	7.3	11.0	15.4
其他（商业）	3.4	4.9	6.8	9.5	12.9
总计	574.8	711.0	918.2	1,164.0	1,481.4
YoY(%)		23.70%	29.14%	26.77%	27.26%
净利率	7.27%	6.71%	5.40%	5.43%	5.46%
归母净利润	41.8	47.7	49.5	63.2	80.8
YoY(%)		14.12%	3.84%	27.53%	27.92%



图表68：相对估值

证券代码	证券简称	市盈率PE	市净率PB	EV2/EBITDA
002120.SZ	韵达股份	32.60	9.22	20.12
600233.SH	圆通速递	22.74	3.41	16.41
002468.SZ	申通快递	16.75	3.50	10.36
均值		27.07	5.32	16.83
002352.SZ	顺丰控股	36.20	5.13	20.42

财务预测表



资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	31489.62	39486.30	51877.54	67765.84
现金	17318.34	24109.41	33297.07	45457.20
应收账款	5804.15	6317.03	8296.86	10485.13
其它应收款	1554.36	1554.07	2038.40	2579.74
预付账款	1774.03	2429.36	3021.92	3847.10
存货	446.36	515.32	668.95	849.54
其他	4592.38	4561.10	4554.33	4547.14
非流动资产	26170.54	29287.14	32038.86	35058.20
长期投资	4615.61	4615.61	4615.61	4615.61
固定资产	14201.88	16140.49	18068.47	20126.50
无形资产	6827.65	8005.63	8829.37	9790.68
其他	525.41	525.41	525.41	525.41
资产总计	57660.16	68773.43	83916.40	102824.04
流动负债	21544.60	24606.02	29358.27	35165.22
短期借款	4619.19	4619.19	4619.19	4619.19
应付账款	6905.41	7529.17	9708.20	12272.31
其他	10020.00	12457.66	15030.88	18273.72
非流动负债	3382.93	3382.93	3382.93	3382.93
长期借款	2345.24	2345.24	2345.24	2345.24
其他	1037.69	1037.69	1037.69	1037.69
负债合计	24927.53	27988.95	32741.20	38548.15
少数股东权益	51.81	26.34	-8.83	-54.89
股本	4411.02	4411.02	4411.02	4411.02
资本公积	15872.95	15872.95	15872.95	15872.95
留存收益	12081.27	17034.97	23352.21	31433.08
归属母公司股东权益	32680.83	37634.53	43951.77	52032.64
负债和股东权益	57660.16	65649.82	76684.14	90525.90

主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	0.24	0.29	0.27	0.27
营业利润	0.75	0.01	0.28	0.28
归属母公司净利润	0.14	0.04	0.28	0.28
获利能力				
毛利率	0.20	0.19	0.19	0.19
净利率	0.07	0.05	0.05	0.05
ROE	0.15	0.13	0.14	0.16
ROIC	0.18	0.25	0.38	0.65
偿债能力				
资产负债率	0.43	0.43	0.43	0.43
净负债比率	0.31	0.27	0.23	0.20
流动比率	1.46	1.60	1.77	1.93
速动比率	1.44	1.58	1.74	1.90
营运能力				
总资产周转率	1.40	1.45	1.52	1.59
应收账款周转率	13.72	15.19	16.01	15.85
应付账款周转率	11.69	12.72	13.51	13.48
每股指标(元)				
每股收益	1.08	1.12	1.43	1.83
每股经营现金	1.38	2.27	2.73	3.48
每股净资产	7.40	8.52	9.95	11.78
估值比率				
P/E	46.65	34.80	27.29	21.33
P/B	6.81	4.59	3.93	3.32
EV/EBITDA	25.55	16.08	11.75	8.54

财务预测表



现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	6108.33	10030.18	12069.91	15386.50
净利润	4751.85	4928.23	6282.07	8034.81
折旧摊销	3055.05	3405.64	4426.33	5426.67
财务费用	455.32	0.00	0.00	0.00
投资损失	-1156.62	-150.00	-150.00	-150.00
营运资金变动	-1193.72	1824.39	1538.82	2067.89
其他	196.47	21.91	-27.30	7.13
投资活动现金流	-2424.95	-3239.10	-2882.26	-3226.37
资本支出	-5638.45	-3384.29	-3027.45	-3371.56
长期投资	-231.96	0.00	0.00	0.00
其他	3445.46	145.19	145.19	145.19
筹资活动现金流	6042.39	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	7920.45	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-1488.45	-1137.84	-1313.14
其他	-1878.06	1488.45	1137.84	1313.14
现金净增加额	9725.78	6791.08	9187.66	12160.13

利润表	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	71094.30	91819.66	116401.94	148135.61
营业成本	56823.11	74163.24	93925.42	119441.21
营业税金及附加	199.19	238.73	302.65	385.15
营业费用	1357.26	1781.25	2246.16	2863.59
管理费用	7349.92	9181.97	11640.19	14813.56
财务费用	155.42	50.00	50.00	50.00
资产减值损失	63.75	31.43	9.85	10.89
公允价值变动收益	-3.20	-4.81	-4.81	-4.81
投资净收益	1156.62	150.00	150.00	150.00
营业利润	6448.97	6518.24	8372.86	10716.40
营业外收入	127.59	111.06	140.23	113.33
营业外支出	74.53	96.74	98.27	104.76
利润总额	6502.04	6532.57	8414.82	10724.97
所得税	1750.19	1604.34	2132.75	2690.16
净利润	4751.85	4928.23	6282.07	8034.81
少数股东损益	-18.84	-25.47	-35.17	-46.06
归属母公司净利润	4770.69	4953.70	6317.24	8080.87
EBITDA	8419.86	9860.12	12713.85	16058.77
EPS（元）	1.08	1.12	1.43	1.83

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

致谢

感谢周斌对本报告做出的贡献。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

THANKS

方正证券 正在你身边

联系人：许可 138-2329-8608



方正证券股份有限公司

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦B座11层

11F, Pacific Insurance Building, No.28 Fengsheng Lane, Taipingqiao Street,
Xicheng District, Beijing, China