

顺丰控股 (002352.SZ)

主业降维渗透，双线重归平衡

核心观点:

- **中短期主线回归快递，双线平衡将成为常态。**特惠专配填仓、时效业务调整有效缓解了新业扩张的盈利阵痛。层次化、重货化将带动快递主业持续高增长。我们认为，顺丰具备市场、技术、模式三重要素，其综合物流前景不能简单地通过国际对比来描绘，但破茧仍需时日。
- **顺丰和加盟快递的成本差异在赛道、模式。**顺丰时效件毛利率超 20%，高于通达百电商件；成本结构中，运输成本率略高，证明时效性有更高的溢价。赛道是其毛利率较高的主要原因。净利润率略低，主要原因在管理费用率较高，这符合顺丰的能力建设、赛道选择与长期格局。
- **产能利用率提升和网络协同效应将是降本看点。**对比 FedEx，顺丰 2019 航空装载率不足 50%，人均派件量仅 41 件，提升空间分别为 30%、71%；据测算，UPS 陆空联运的利润率比分网高 4pcts 左右，网络协同效应显著，这是顺丰可借鉴的。我们认为，顺丰相对于通达百的优势在赛道好且溢价高，相对于 FedEx 的优势在人力成本低且易管控。但是，在重资产的产能效率上，顺丰的规模效应弹性还很大。
- **降维渗透高增长市场，顺丰电商件潜在市场超 105 亿件。**据公司年报等数据测算，顺丰电商件成本有潜力降至 4.75 元，对应目标市场估计超 105 亿件，对应市场总毛利约 131 亿元，占顺丰 2019 毛利的 67%。电商件将是顺丰未来 1-2 年最大的增长极，规模与协同有望迎来共振。
- **盈利预测与投资建议：**时效增速回至高位，特惠专配积极下沉，主业增长稳健；资本开支趋稳，双线重新平衡，新业逐渐扭亏。预计 20-22 年归母净利润分别为 75.44/89.36/108.87 亿元，对应 EPS 分别为 1.70、2.01、2.45 元/股，按最新收盘价计算 PE 分别为 38.24x、32.28x、26.50x。综合考虑可比公司估值和顺丰直营优势，我们给予公司对应 2020 年 40 倍合理 PE，合理价值为 68 元/股。
- **风险提示。**时效件增速不及预期；快递价格战加剧；新业务持续亏损。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	90,943	112,193	152,992	190,652	234,070
增长率 (%)	27.6	23.4	36.4	24.6	22.8
EBITDA (百万元)	8,333	10,846	12,102	15,397	19,809
归母净利润 (百万元)	4,556	5,797	7,544	8,936	10,887
增长率 (%)	-4.6	27.2	30.1	18.5	21.8
EPS (元/股)	1.03	1.31	1.70	2.01	2.45
市盈率 (P/E)	31.76	28.32	38.24	32.28	26.50
ROE (%)	12.4	13.7	15.8	15.7	16.1
EV/EBITDA	17.38	15.76	24.03	18.73	14.41

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

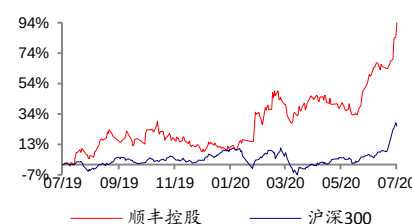
增持

当前价格	64.85 元
合理价值	68 元
前次评级	增持
报告日期	2020-07-13

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	4448.37/4381.93
总市值/流通市值 (亿元)	2885/2842
一年内最高/最低 (元)	64.85/33.30
30 日日均成交量/成交额 (百万)	22.89/1304
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	33.08/71.96

相对市场表现



分析师:

曾靖珂



SAC 执证号: S0260520050002



021-60750602



zengjingke@gf.com.cn

分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003



SFC CE No. BNN906



010-59136622



guoz@gf.com.cn

请注意，曾靖珂并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人:

徐君

xjun@gf.com.cn

目录索引

一、生命周期定位：层次化+重货化，双线重归平衡	4
（一）中期主线回归：层次化加强品牌建设，重货化深挖消费升级	4
（二）长期价值创造：基础物流逐步扭亏，综合物流继续积淀	6
二、赛道、模式决定盈利潜能，填仓+协同是降本的一个看点	8
（一）顺丰和加盟快递的成本差异不在管控，在赛道、模式	8
（二）产能利用率提升空间较大，空运和揽派将是重要优化环节	9
（三）网络协同将突破成本管控瓶颈，合网利润率较分网高 4PCTS	11
三、顺丰电商件成本有潜力降至 4.75 元，对应目标市场超 105 亿件	14
（一）特惠专配的差异化在末端服务，单件成本可做到 4.75 元	14
（二）全行业 6 元以上电商件估计达 105 亿件，对应市场总毛利超过 131 亿元	15
四、盈利预测和投资建议	17
五、风险提示	18

图表索引

图 1: 顺丰业务全景图	7
图 2: UPS 营业利润结构 (百万元美元)	7
图 3: DHL 息税前利润结构 (百万元欧元)	7
图 4: FedEx 快递单件成本对比 (美元)	8
图 5: 顺丰和通达百的毛利率、三费率	8
图 6: 顺丰时效件销售成本率 (成本/营收)	8
图 7: 通达百全链路 2019 年销售成本率 (成本/营收)	8
图 8: 顺丰利润率和费用率	9
图 9: 快递上市公司 2019 年费用率	9
图 10: 快递上市公司研发费用率	9
图 11: 顺丰重货、冷链市占率均居行业前二	9
图 12: FedEx 航空装载率测算	10
图 13: 顺丰 2019 年快递员日均派件量理论值	11
图 14: FedEx 分网运营模式	11
图 15: UPS 合网运营模式	11
图 16: FedEx 长周期复盘 (上图为单价: 元/件; 下图为营业利润率)	12
图 17: 2006 年 FedEx、UPS 国际业务收入 (百万美元)	13
图 18: UPS 国际业务营业利润率较高	13
图 19: 2006 年 FDX、UPS 国内航空件收入 (百万美元)	13
图 20: UPS 国内快递合网、分网运营营业利润率对比	13
图 21: 2019 年顺丰业务量结构	14
图 22: 2019Q4 特惠专配件量占到经济件 50%	14
图 23: 日均 1000 万件的规模下快递全链路成本拆分 (元/件)	15
图 24: 电商各价格带商品销量占比	16
表 1: 顺丰时效的产品层次化	5
表 2: 顺丰航空装载率测算	10
表 3: 顺丰每日人均快递量测算	11
表 4: 三通一达汇总数据	14
表 5: 顺丰营收、毛利预测 (单位: 亿元)	17
表 6: 快递可比公司 PE/PB 估值情况可比 (股价统计截至 2020 年 07 月 10 日收盘)	18

一、生命周期定位：层次化+重货化，双线重归平衡

对比来看，顺丰在业务和经营上的演化节奏比国际巨头更早熟。超前布局新业务曾让公司对传统优势板块聚焦不足，未能吃透市场，提早走入了盈利阵痛期。

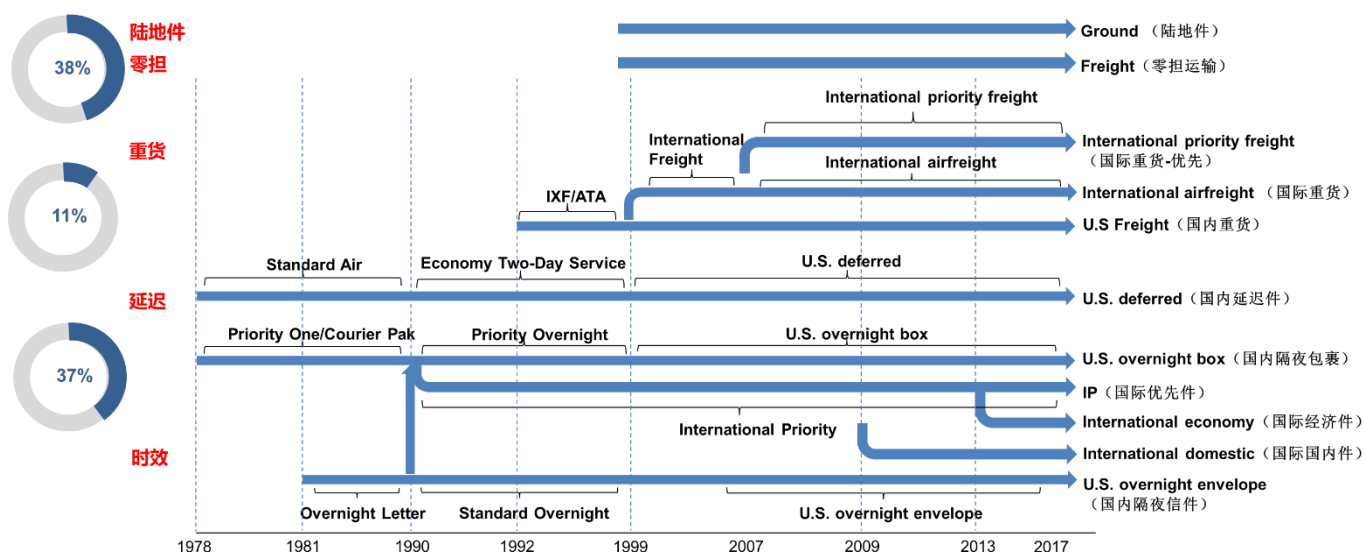
经过两年的调整，顺丰的中短期主线已经回归快递，并加速对高增长市场的渗透；而综合物流也不会因短期盈利阵痛而放慢，双线平衡将是公司发展的常态。

（一）中期主线回归：层次化加强品牌建设，重货化深挖消费升级

在《从国际快递龙头的全生命周期看顺丰的进阶之路》中，我们全面总结过直营快递的发展路径，并定位顺丰当时所处生命周期为新业务投入带来短期阵痛。彼时的顺丰尚未吃透快递市场，新业务扩张略微超前，所受的资源约束较紧。

2019年以来，公司中短期主线回归快递——特惠专配填仓、时效业务调整——有效缓解了新业扩张的盈利阵痛，外部环境变化进一步巩固了公司产品体系的调整。我们认为，中短期主线回归反映出管理层极致务实的双线平衡战略。

图1: FedEx的业务发展脉络（按照年报最早分列为单独业务的时间）



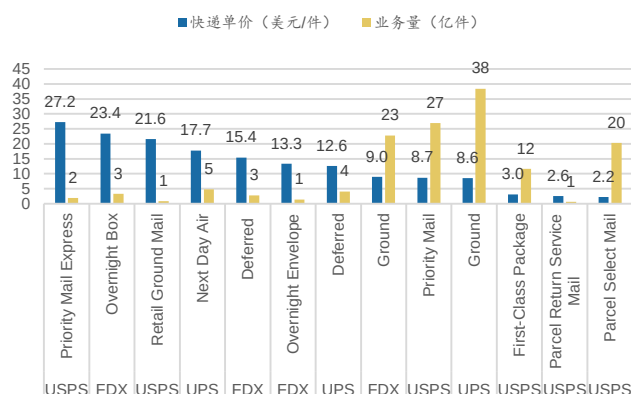
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心，环形图为2018财年营收占比

主线回归的“表”是推出特惠专配、调整时效业务，“里”是快递业务的层次化、重货化，“核心”是品牌建设、需求挖掘。

复盘国际巨头的成长路径，业务体系层次化是巩固品牌地位，建立细分市场护城河的常用手法。以FedEx为例，其国内航空件粗分为隔夜包裹、隔夜信件、延迟件，单价分别约为23美元、13美元、15美元；其国内陆地件，对标USPS的priority mail、UPS的ground，单件约为9美元，和航空件价位明显区分开。航空件、陆地

件logo差别设计，既划清了航空件的护城河，也顺势下沉电商件，降维渗透高增长市场。

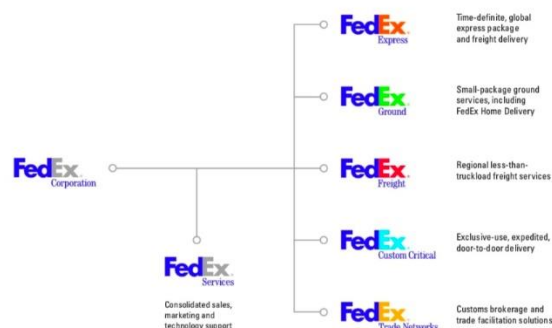
图2：美国快递业的产品层次化



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：USPS、UPS、FedEx数据均为2019财年数据

图3：FedEx服务与logo的差异化



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

作为直营龙头，顺丰时效的品牌度一直广受认可，但经济业务区分度不足曾让两块业务自相冲突。特惠专配的推出既是公司下沉电商件，加速渗透高增长领域，也是在划清服务层次度，巩固时效件品牌度、护城河。

目前，顺丰的产品体系已经展现出较高的层次度，时效业务就已经划分为即日、次晨、次日、陆运四种产品，价格差异明显。

表 1：顺丰时效的产品层次化

顺丰快递产品层次化	时效	最晚收件时间	价格
顺丰特快（即日）	当日 22:00 前送达	10:00	70 元
顺丰特快（次晨）	次日 12:00 前送达	18:00	25 元
顺丰特快（次日）	次日 18:00 前送达	18:00	23 元（使用丰巢寄件价格为 20 元）
顺丰标快（陆运）	隔日 18:00 前送达	20:30	18 元（使用丰巢寄件价格为 16 元）

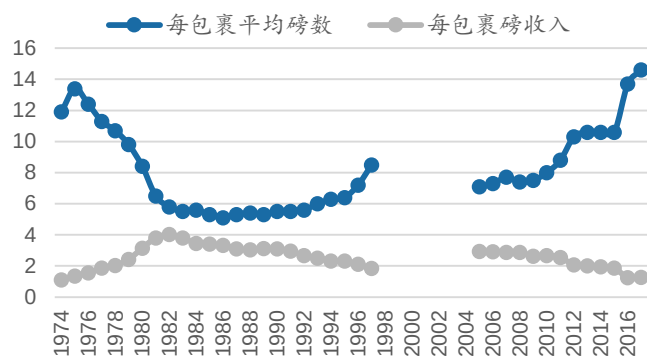
数据来源：顺丰官微，广发证券发展研究中心

注：首重价格

重货化是货品结构变化的具体表现，是传统商务件增长趋稳后，对快递需求的进一步挖掘。

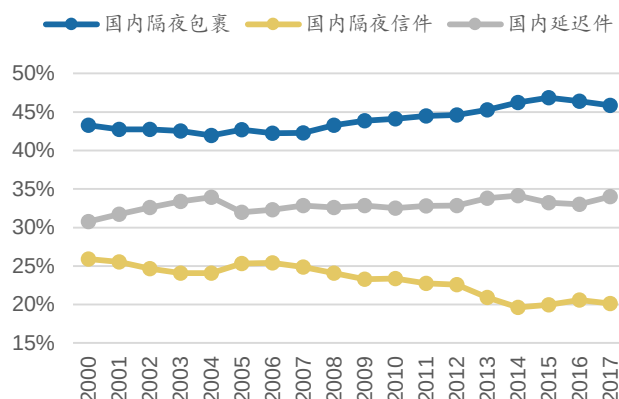
长期来看，FedEx航空件的平均货重经历了一个由重到轻、再由轻到重的过程，与之对应的是货品结构转变——从商务信函为主到重件包裹为主。这种转变是快递公司主动适应市场需求，挖掘潜在客户的结果，它为公司的业务增长提供着持续的动力。

图4: FedEx航空件重货化趋势 (磅; 美元\磅)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

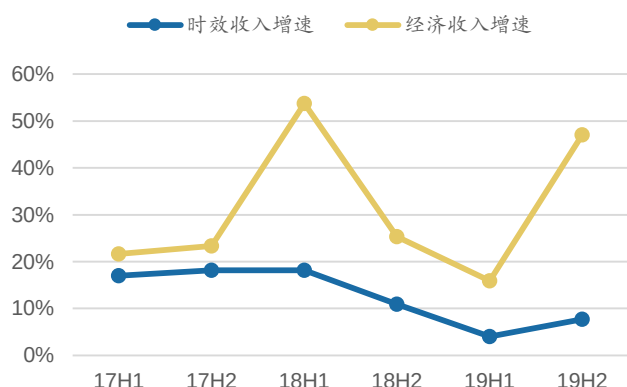
图5: 2000年后, FedEx各类航空快递单量占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

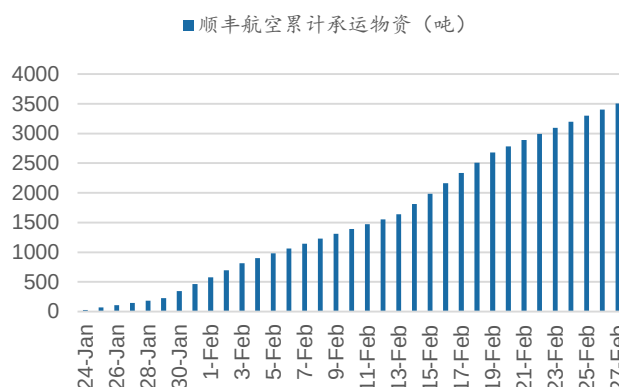
实际上, 顺丰2019H2就已经发生这种转变, 2020年以来, 疫情的冲击加速了航空货运结构的调整。据公司一季报, 疫情期间, 顺丰航空累计执行防疫物资运输航班共218个, 累计货量超5346吨, 开通国内8条、国际2条专机航线。

图6: 顺丰时效和经济业务收入同比增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图7: 顺丰航空战疫物资运量



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

空运和陆运的区别不止在时效, 还包括品牌度、稳定性、安全性等。传统空运货品的增速放缓不会导致空运业态的式微, 伴随中高端消费的线上化率提升, 高端电商在空运时效件中的比例会进一步提升, 带动顺丰时效件持续增长。

(二) 长期价值创造: 基础物流逐步扭亏, 综合物流继续积淀

中短期主线的回归不意味着长期价值创造的停滞。我们认为, 综合物流布局不会因短期盈利阵痛而放慢, 快递和综合物流的双线平衡将是常态。

我们把尚未实现盈利的重货、冷链、同城、国际、供应链五大业务统称为综合物流, 其中重货、冷链、同城、国际是综合物流的基础底盘, 是公司打造综合物流能力的第一步。

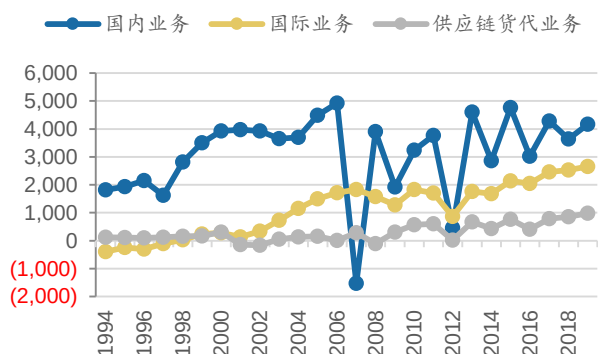
图1: 顺丰业务全景图

主要指标	时效业务	经济业务	重货	冷运	国际	同城配	供应链
业务开始时间	2010年前	2010年前	2013	2014	2013	2016	2019
定价水平	价格水平 (元/单)	23左右	20左右, 特惠专配7-9元200 (3-4元/KG)	100	55	12	
顺丰收入&增速	2019收入 (亿元)	565	269	127	51	28	19
	2019收入占比	50%	24%	11%	5%	3%	2%
	2019收入增速	6%	32%	57%	33%	8%	96%
	2018增速	14%	38%	83%	85%	29%	172%
	2019H1增速	4%	16%	47%	54%	-2%	129%
行业规模&增速	2019年行业增速估计	10%	30%	6%(前30强12%)	18%	30%	35%
	2019年行业规模 (亿元)		7498	14000	3391	750	1000+
市场结构&竞争	市场集中度	CR2=65%	CR5=80%	CR30=5%	CR100=10% CR10=5.62%		
	顺丰市场份额预计	42%	2%	前20强中占13%	前百强中占10%+ 4%	10%	
	顺丰排名 (2018年)	1		1	1		
	主要竞争对手 (份额)	EMS (23%)	京东物流 (5%) ; 日日顺	德邦、安能	希杰荣庆	FedEx、UPS、DHL、EMS	饿了么、美团
20年增速预期	假设	GDP增速的1.5倍	约为网购增速	高于行业增速	延续13-19年增速	预计增速25%	
	行业增速	10%	25%	7%	17%	30%	30%(19年报P40)
	顺丰增速	20%	80%左右	40-50%	35%左右	50%+	

数据来源: 公司年报, 招股书, 公司官网, 运联传媒, 中物联, wind, 广发证券发展研究中心

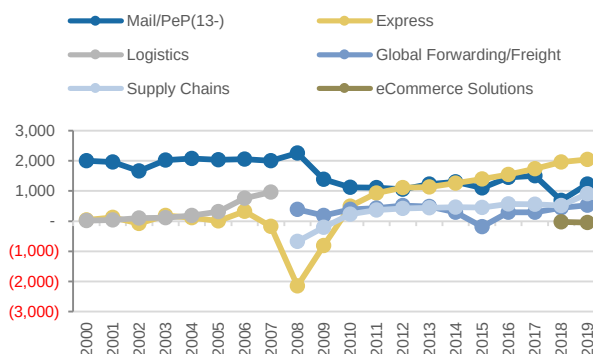
综合物流是快递巨头的发展终局, 但是, 做大综合物流 (重货、冷链、货代、供应链、合同物流) 是全球范围的困局。近年来, UPS、FedEx、DHL的综合物流业务收入CAGR不到10%。FedEx物流业务大幅亏损, DHL综合物流利润几乎无增长, 仅UPS在2012年以后略有增长。

图2: UPS营业利润结构 (百万元美元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图3: DHL息税前利润结构 (百万元欧元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

我们认为, 作为全球最年轻的物流龙头, 顺丰的未来已经不能简单地通过国际对比来描绘。顺丰做综合物流有国际巨头不具备的三大契机:

- 1. 规模够大的市场。**中国的制造物流规模远高于欧美, 这为重资产的规模效应提供了先决条件, 也为综合物流的标准化提供了可能;
- 2. 成熟的物联网技术。**物联网使得物流数字化、优化算法化, 这能让顺丰更好地收集物流信息, 做出模块化的供应链产品;
- 3. 轻重资产结合的模式。**夯实的重资产物流底盘, 是轻资产的综合物施展供应链优化的基础, 轻重结合是综合物流做大的必要条件。

二、赛道、模式决定盈利潜能，填仓+协同是降本的一个看点

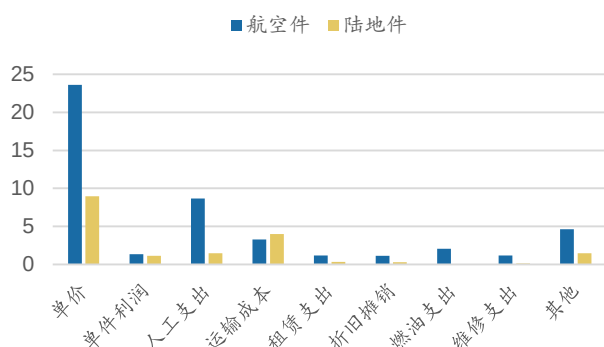
顺丰和加盟快递的成本差异不在管控，而在赛道、模式。顺丰时效件毛利率超20%，具备明显的溢价；直营模式下，费用率较高是净利润率略低的主要原因。

产能利用率提升、网络协同效应是顺丰下阶段的降本看点。据测算，顺丰航空装载率不足50%，提升空间较大；陆空网络协同下，成本费用率有望进一步降低。

（一）顺丰和加盟快递的成本差异不在管控，在赛道、模式

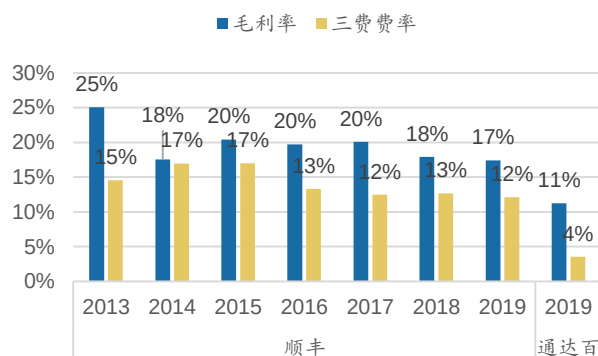
时效件是一个利基市场，规模不足电商件的25%，均价比电商件高3倍，成本结构迥然不同，无法直接比较。实际上，顺丰时效件毛利率超20%（参考2013年），明显高于通达百电商件（参考《全链路视角下的快递成本优化——结构与空间》）。

图4: FedEx快递单件成本对比（美元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

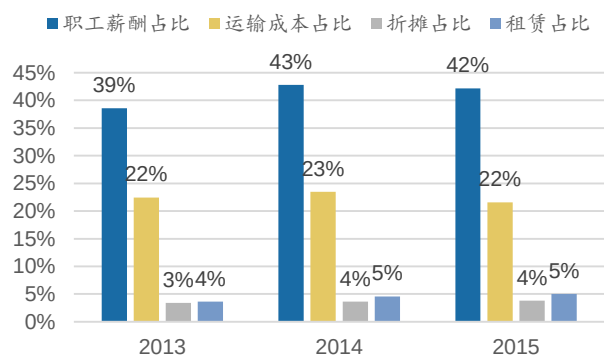
图5: 顺丰和通达百的毛利率、三费率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

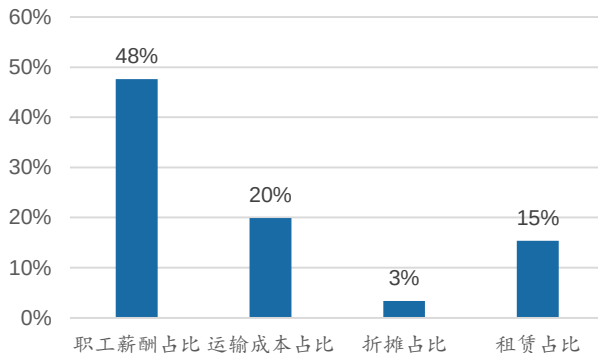
成本结构上，顺丰时效件的运输成本率略高，但人工、折旧、租赁的成本率低于通达百的平均水平，这种反差恰恰说明时效性有更高的溢价。高溢价、低竞争的赛道，是顺丰毛利率较高的主要原因。

图6: 顺丰时效件销售成本率（成本/营收）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

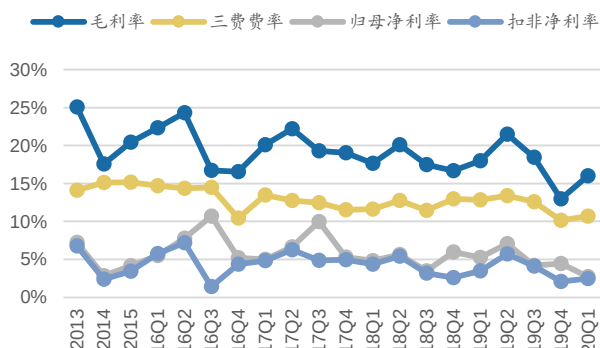
图7: 通达百全网2019年销售成本率（成本/营收）



数据来源：公司年报，邮政快递报，广发证券发展研究中心

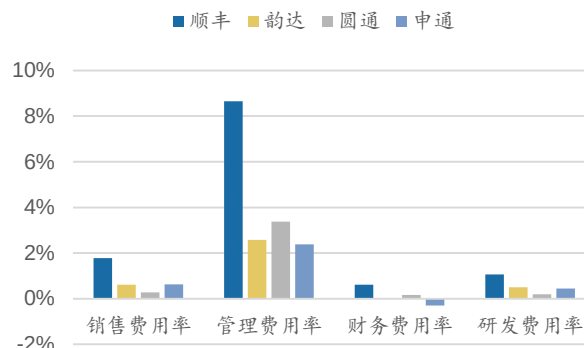
对比来看，顺丰的净利润率略低，主要原因在公司费用率较高。其中管理费用率接近10%，而通达百不到2%（总部单件管理费用/全网价）。假设加盟商的管理费用率为5%，通达百同口径下的管理费用率也不足3%。

图8：顺丰利润率和费用率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

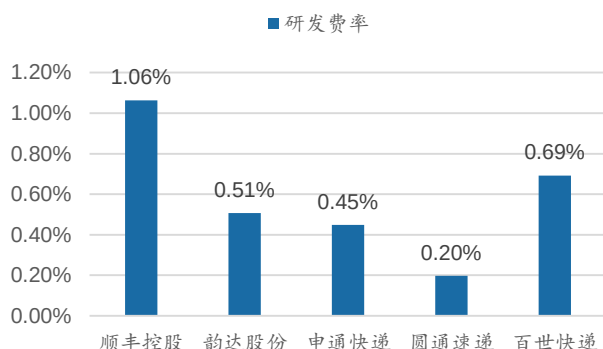
图9：快递上市公司2019年费用率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

管理费用率高是直营模式的费用表现，其收益维度体现在网络管控、风险防范、资源调度三种能力上，这和时效件、综合物流赛道匹配，也符合顺丰技术驱动型物流的格局。直营模式下，顺丰的研发投入领先同行，重货冷链都已做到行业前二。

图10：快递上市公司研发费用率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图11：顺丰重货、冷链市占率均居行业前二



数据来源：冷链委、运联传媒，广发证券发展研究中心

（二）产能利用率提升空间较大，空运和揽派将是重要优化环节

2019年，顺丰以填仓模式下沉电商件市场，车辆装载率提升明显；而在航空运输、快递派件等环节，顺丰的优化空间还很大。

空运方面，顺丰2019年自有全货机71架，完成3.78万次航班，全年发货57.87万吨，包裹均重约为2.2公斤。结合四种机型的载重数据，可以得到公司专机机队的载重，假设每架飞机执飞航班量相同，可测算得顺丰航空2019年的装载率仅为36%（未考虑不同飞机的执飞差异）。

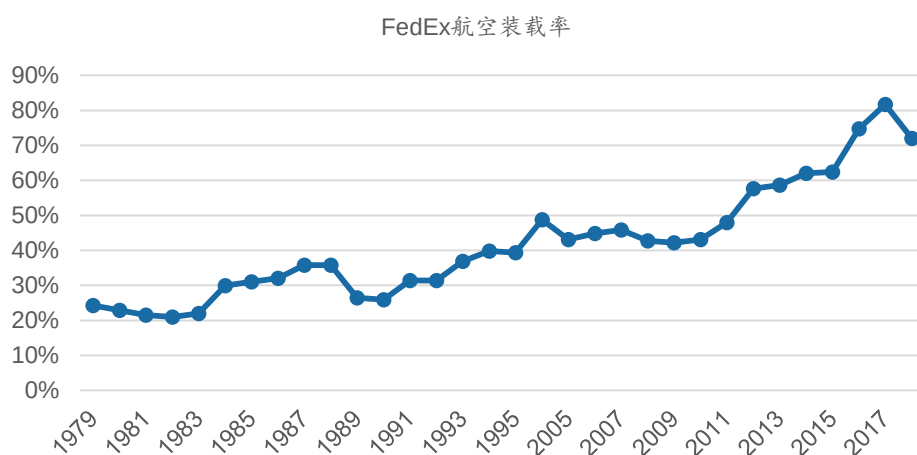
表 2: 顺丰航空装载率测算

指标	单位	2016	2017	2018	2019H1	2019
货机数量	架	51	57	66	69	71
自营全货机	架	36	41	50	55	58
其中: 767	架	4	5	5	8	8
其中: 757	架	16	19	27	29	31
其中: 747				1	1	2
其中: 737	架	16	17	17	17	17
自有货机平均机龄	年	-	22.56	23.26	23.34	23.52
外包全货机	架	15	16	16	14	13
其中: 747	架	2	2	3	4	5
其中: 757	架	13	14	13	10	8
总载重吨	吨	1827	2053	2552	2790	3016
装载率		39%	39%	35%	36%	36%
专机航班数量	万次	3.1	3.5	3.8	1.76	3.78
发货量	万吨	42.8	48.8	50.7	25.5	57.87
空运包裹均重	KG		2.1	2.2	2.0	2.2

数据来源: 公司年报, 维基百科, 广发证券发展研究中心

我们采用类似的方法测算了FedEx的航空装载率。假设每架货机每天往返一个来回, 可测得FedEx2019财年的航空装载率超过70% (未考虑航班数量变化)。对标FedEx 90年代初期的水平 (日均件量和顺丰相当), 顺丰的航空装载率也存在明显提升空间。空运效率提升是公司未来两年业绩增长的重要看点。

图12: FedEx航空装载率测算



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 航空装载率=实际货运量/(机队载重*2); 假设每天往返一趟; 未考虑航班数量变化

揽派方面, 我们同样对标FedEx. 2019财年, FedEx 航空件总员工23.9万人 (含兼职), 日均快递量26件, 陆运件总员工11万人 (含兼职), 日均快递量81件; 顺丰2019年收派员为28.64万人, 每日人均快递量为41件, 不足FedEx陆地件的一半。

表 3: 顺丰每日人均快递量测算

	2017	2018	2019
顺丰年单量 (亿件)	30.52	38.69	48.31
顺丰员工数 (万人)	21.3	29.14	32.3
每日人均快递量 (件)	39	36	41
2019 财年	Express	Ground	通达百
日均快递量 (件)	6,203	8,952	
总员工数 (万人)	23.9	11.0	
其中: TNT (人)	4.6		
每日人均快递量 (件)	26	81	168

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

假设顺丰末端的派件效率和FedEx相同, 即航空件快递员日均派26件, 陆地件快递员日均派件81件, 那么顺丰理论的快递员日均派件量约为70件, 远高于2019年的41件, 提升空间达71%。

图13: 顺丰2019年快递员日均派件量理论值

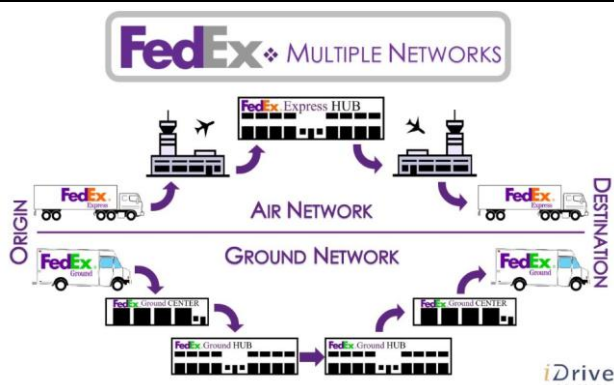


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

（三）网络协同将突破成本管控瓶颈，合网利润率较分网高 4pcts

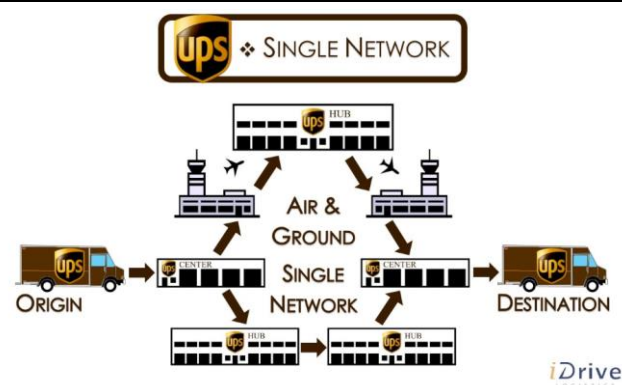
网络协同是市场认知的又一个盲点。FedEx的陆空分网模式、UPS的陆空并网模式，哪种模式的成本效率更高？通过对业务的详细拆分，我们发现，陆空网络小协同的利润率较陆空分网的利润率高4pcts。

图14: FedEx分网运营模式



数据来源: iDrive, 广发证券发展研究中心

图15: UPS合网运营模式

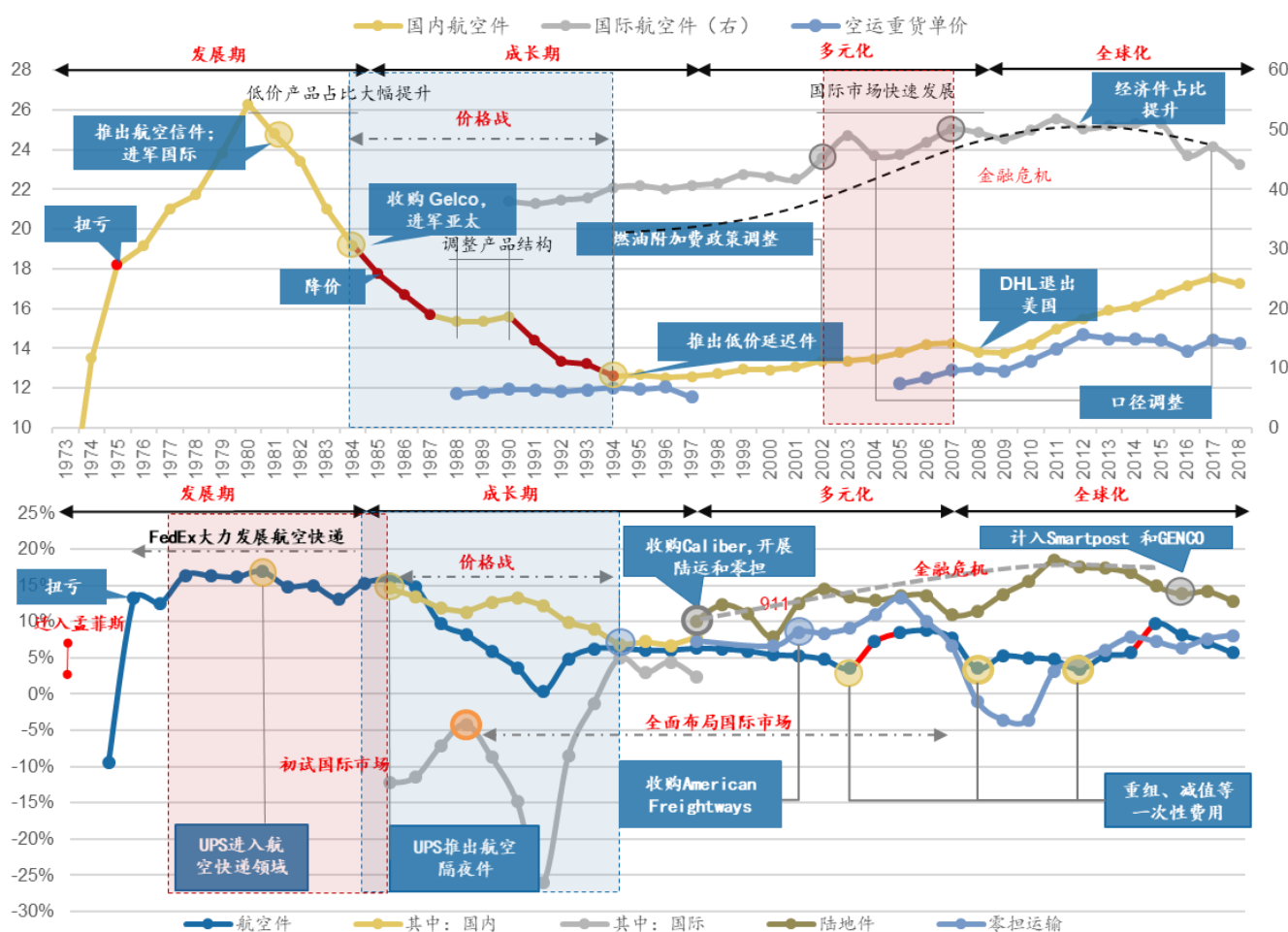


数据来源: iDrive, 广发证券发展研究中心

FedEx分网模式下，航空件（Express）和陆地件（Ground）是两个事业部，独立运营核算；其中，航空件包含国内航空件、国际航空件以及国际航空重货，陆地件包括普通陆地件和Smartpost（USPS承担最后一公里）。

长期来看，FedEx航空件（国内+国际）营业利润率在6-7%，2004-2005、2015-2016的两波提升分别受益于国际件提价、成本管控超预期；陆地件的营业利润率在13%左右，2009-2012的一波提升主要是因为Smartpost业务占比从16%提升至33%，该业务类似于通达百总部，利润率预计偏高。

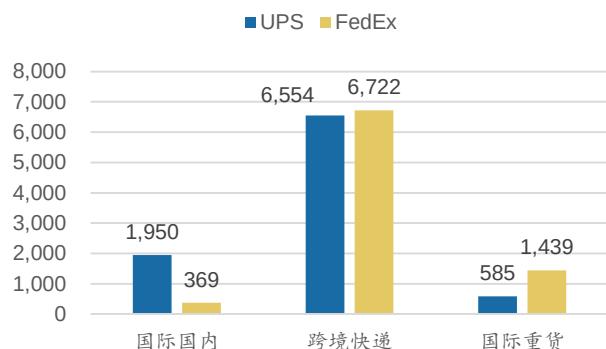
图16: FedEx长周期复盘（上图为单价：元/件；下图为营业利润率）



数据来源：上市公告，公司年报，广发证券发展研究中心

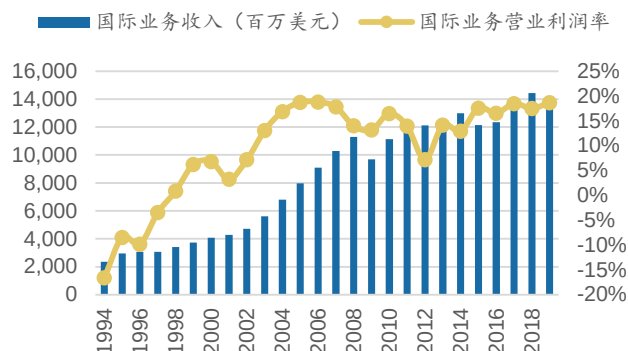
从国际业务营收结构上看，FedEx和UPS的跨境快递占比超70%，可以认为，二者的盈利能力相似，参考UPS，国际业务营业利润率高达18%，高于FedEx航空件水平，那么FedEx国内航空件利润率预计低于其航空件整体营业利润率（6-7%）。

图17: 2006年FedEx、UPS国际业务收入 (百万美元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图18: UPS国际业务营业利润率较高



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

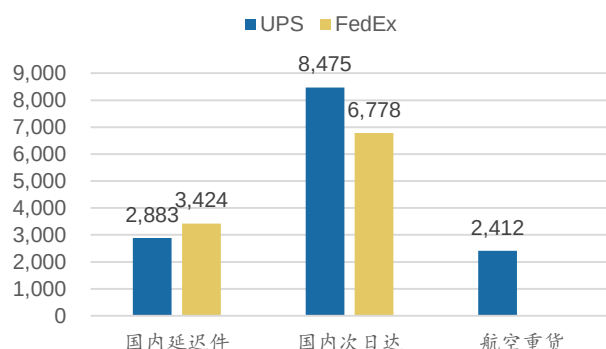
假设UPS的国内航空件营业利润率约为FedEx航空件营业利润率, 国内陆地件营业利润率约为FedEx陆地件营业利润率, 我们可以测算出UPS分网运营情境下的理论利润率:

UPS分网营业利润率=

$(\text{FedEx航空件营业利润率} \times \text{UPS国内航空件收入} + \text{FedEx陆地件营业利润率} \times \text{UPS国内陆地件收入}) \div (\text{UPS国内航空件收入} + \text{国内陆地件收入})$

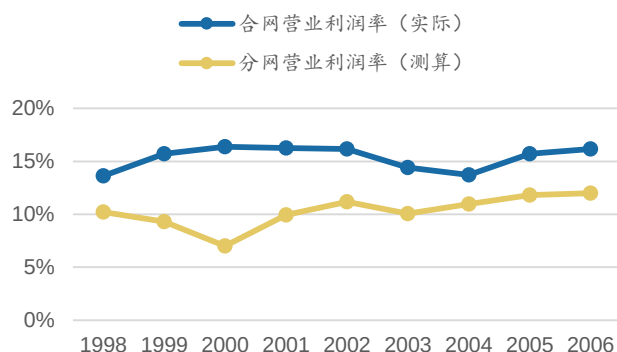
测算出的分网营业利润率比UPS实际的营业利润率低4pcts左右, 可以认为网络协同的成本效率显著。

图19: 2006年FDX、UPS国内航空件收入 (百万美元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图20: UPS国内快递合网、分网运营营业利润率对比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 2006年以前FedEx的smartpost占比较小, ground的利润率更有参考性

总结来看, 顺丰相对于通达百的优势在赛道好且溢价高, 相对于FedEx的优势在于人力成本低且易管控。但是, 在重资产的产能效率上, 顺丰还有很大的提升空间。伴随业务规模的增长, 运输装载率、人均派件量有望逐步提升, 网络协同效应将是中长期成本优化的核心看点。

三、顺丰电商件成本有潜力降至 4.75 元，对应目标市场超 105 亿件

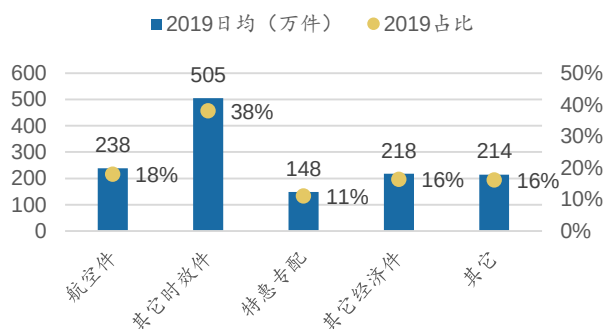
直营快递做电商件能做到何种水平？我们认为，顺丰特惠专配的定位和通达百的差异点在服务而非时效，其单件成本可以做到5.72元，假设在日均1000万件的规模下，末端不新增场地网点，特惠专配单件成本可做到4.75元。

经数据挖掘统计发现，全行业单价高于6元的电商件达105亿件，按单件毛利1.25元，对应市场总毛利约131.25亿元毛利，占顺丰2019年总毛利的67.2%。我们认为，电商件将是顺丰未来1-2年最大的增长极。

（一）特惠专配的差异化在末端服务，单件成本可做到 4.75 元

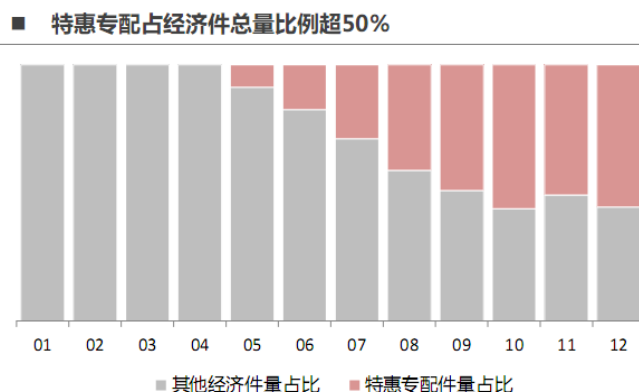
综合前两章的测算，国内电商件的净利润率约在8.9%-12.4%，高于顺丰时效件的净利润率。因此，顺丰下沉电商件市场的战略正确性不容置疑。2019Q4，顺丰特惠专配件量占经济件的5成以上，是2019年增量贡献最大的产品线。结合电商增速持续超预期，我们认为，未来1-2年内，电商件仍将是顺丰最大的增长极。

图 21：2019年顺丰业务量结构



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 22：2019Q4特惠专配件量占到经济件50%



数据来源：2019业绩发布会材料，广发证券发展研究中心

从产品定位看，特惠专配主要针对电商大客户，由销售直接对接，未在官网挂出，价格预计低于其陆运标快；在运营方面，坚持直营模式对末端强管控，而在干网上则着力于快慢分离，并新建中转场，规划至年底达到1000万日均。

可见，特惠专配实际定位在顺丰时效件和通达系快递之间，在时效上和顺丰其他产品区分开（陆运、快慢分离），在服务上和通达系快递区分开（坚持末端直营）。我们认为，特惠专配和通达系快递的主要差异在末端服务，而中转干运的运营趋同。参考通达系2016年成本，顺丰单件干运和分拣成本分别有潜力做到0.98元、0.50元。

表 4：三通一达汇总数据

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
日均快递量（万件）	517	731	1054	1363	1869	2646

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

加盟商单收 (元/件)			4.88	4.50	4.22	3.53
总部价 (元/件)	2.56	2.21	2.12	2.03	1.78	1.55
单件干运成本 (元/件)	1.21	1.01	0.98	0.98	0.81	0.70
单件分拣成本 (元/件)	0.59	0.54	0.50	0.51	0.46	0.41
单件运输+分拣 (元/件)	1.81	1.55	1.48	1.49	1.27	1.11
假设加盟商毛利率			14%	14%	7%	3%
成本总计 (元/件)			5.68	5.36	5.19	4.54

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

支线运输、末端理货、网点客服等成本均可参考上一章节的测算，由于末端服务的差异化，快递员派费参考表10的2.29元/件。综合来看，顺丰特惠专配的单件成本可做到5.72元。假如顺丰充分利用现有的末端场地、网点、客服，不新增末端基建，那么特惠专配的单件成本有潜力做到4.75元。

图 23：日均1000万件的规模下快递全链路成本拆分（元/件）



（二）全行业 6 元以上电商件估计达 105 亿件，对应市场总毛利超过 131 亿元

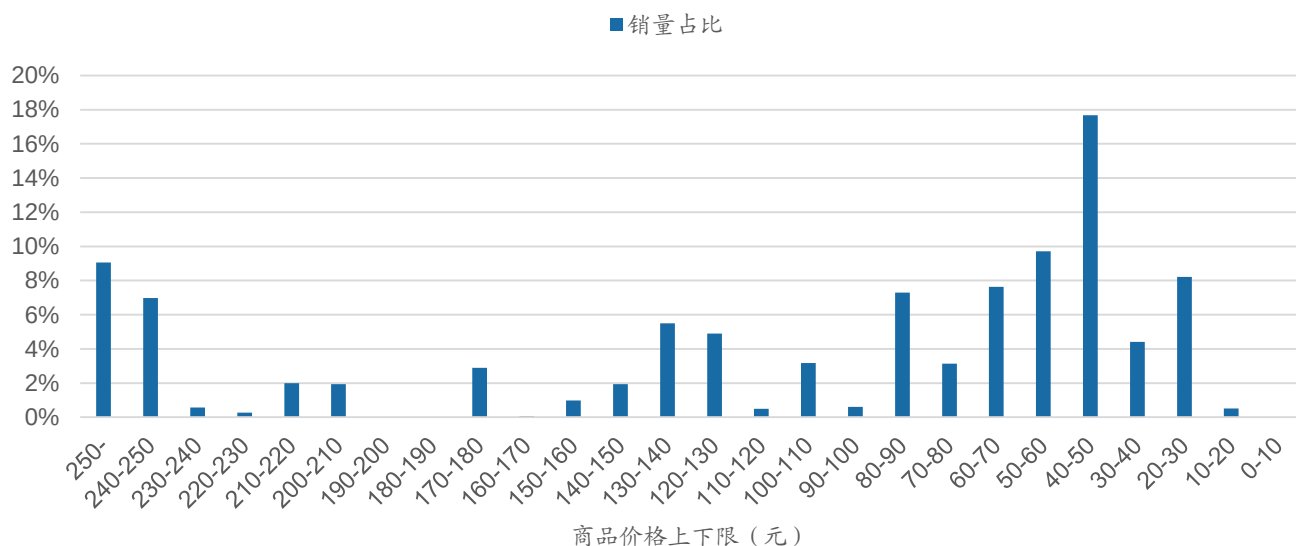
通过数据挖掘，我们统计了2019年电商各价格带的商品销量。从统计数据看，单价高于200元的电商品类销量占总电商销量的约21%。按2019年电商物流费用率（电商件收入占实物商品网上零售额）3.0%计算，这21%的商品的快递费在6.0元以上，对应顺丰电商件4.75元的单件成本，单件毛利约为1.25元，毛利率为20.8%。

根据全国快递量和电商物流指数测算，2019年全国电商件约为501.16亿件（参考《快递行业空间可期，存量博弈加速龙头突围》）。结合上述样本数据，全行业6.0元以上的电商件能达到105亿件，日均件量达2883万件，是顺丰2019年总件量的2倍

以上。

假设全部按单价6元粗略测算，即单件毛利1.25元，则105亿件对应市场总毛利约131.25亿元毛利，占顺丰2019年总毛利的67.2%；考虑到该细分市场的均价高于6元，以及行业的持续增长，预计实际收入和利润规模更高。我们认为，电商件将是顺丰未来1-2年最大的增长极。

图 24：电商各价格带商品销量占比



数据来源：淘宝网等电商平台，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

从全生命周期来看，顺丰综合物流布局基本成型，正逐渐走出新业扩张带来的盈利阵痛期。中短期主线回归快递，新业务扩张步伐趋稳，双线再平衡将带动公司盈利能力持续向上；

从公司战略层面看，顺丰从一个竞争小、溢价高的赛道起步，积累了降维渗透高增长细分市场的能力和格局，短期费用率偏高是对长期增长的超前投入，而重资产的规模效应空间还很大，我们看好顺丰的降维渗透的长期增长潜力，预计未来三年将迎来收入高位增长和净利率逐步提升的持续改善周期。具体来看，盈利预测基本假设如下：

(1) 快递方面，公司稳步推进层次化、重货化，时效业务增速重回20%的高位，特惠专配成功下沉电商件市场；业务量增速已经连续12个月保持在60%以上，且价格降幅较小，2020年1-5月的速运业务收入增速超过40%。预计2020-2022年时效业务收入同比增长19%/14%/12%，经济业务收入同比增长67%/32%/29%，毛利率均持稳向上。

(2) 其它业务方面，重货、冷链保持高增长，且逐步扭亏；同城业务仍在起步阶段，投入有所增加；疫情带动跨境货运需求提升，国际业务增速较快；供应链业务增长平稳。综合预计2020-2022年其它业务收入同比增长42%/34%/31%。随着规模效应的提升，未来三年的毛利率预计分别为-1%/1%/4%。

(3) 费用率方面，预计近两年公司管理费用将保持平稳增长，结合公司营收增长情况，整体费用率将呈下降趋势，预计2020-2022年三费费用率分别9.6%/9.0%/8.5%。

表 5：顺丰营收、毛利预测（单位：亿元）

	2019	2020E	2021E	2022E
时效业务				
收入	565	673	766	857
增长率	6%	19%	14%	12%
毛利率(%)		26%	25%	26%
毛利		175	191	218
经济业务				
收入	269	450	596	769
增长率	32%	67%	32%	29%
毛利率(%)		14%	15%	15%
毛利		63	89	115
其他业务合计				
收入	288	407	545	715
增长率	67%	42%	34%	31%
毛利率(%)		-1%	1%	4%
毛利		-3	6	30

合计				
收入	1122	1530	1907	2341
增长率	23%	36%	25%	23%
毛利率(%)	17%	15%	15%	16%
毛利	195	235	287	364

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

综上, 预计2020-2022年, 顺丰控股收入分别为1530/1907/2341亿元, 同比增长36%/25%/23%; 归母净利润75.44/89.36/108.87亿元, 同比增长30.1%/18.5%/21.8%; 对应EPS分别为1.70、2.01、2.45元/股, 按最新收盘价计算PE分别为38.24x、32.28x、26.50x。上调公司盈利预测主要基于, 对业务增长持续超预期的观测, 以及对公司主业长期趋势向上的研判, 疫情影响加速了公司的业务调整。

预计20-22年归母净利润分别为75.44/89.36/108.87亿元, 对应EPS分别为1.70、2.01、2.45元/股, 按最新收盘价计算PE分别为38.24x、32.28x、26.50x。综合考虑可比公司估值和顺丰直营优势, 我们给予公司对应2020年40倍合理PE, 合理价值为68元/股。

可比公司估值: 在快递行业, 上市公司业务量、收入、利润增速均有不同程度的分化, 估值水平也有一定差异。直营快递由于经营更具稳健性, 一般较加盟快递有一定的估值溢价, 顺丰2019年PE约为A股可比公司均值的1.8倍。考虑到顺丰已经步入盈利低谷, 且利润增速领先同行, 我们认为适合给予公司20年40倍的PE估值(约为A股可比公司均值的1.6倍), 对应合理价值68元/股, 维持“增持”评级。

表 6: 快递可比公司PE/PB估值情况可比 (股价统计截至2020年07月10日收盘)

公司名称	公司代码	单位	股价	EPS (元/股)				PE				PB
			(元/股)	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	(LF)
A 股：采用 wind 一致预期 EPS，统计截止 2020 年 07 月 10 日收盘。												
韵达股份	002120.SZ	人民币	25.86	1.19	0.99	1.16	1.32	19.24	26.06	22.29	19.65	5.63
圆通速递	600233.SH	人民币	15.69	0.59	0.66	0.72	0.80	14.86	23.72	21.68	19.60	3.17
申通快递	002468.SZ	人民币	17.46	0.92	0.99	1.13	1.27	12.29	17.69	15.47	13.77	2.96
德邦股份	603056.SH	人民币	14.71	0.34	0.49	0.66	0.75	22.68	30.26	22.14	19.58	3.59
平均水平								17.27	24.43	20.39	18.15	3.84
顺丰控股	002352.SZ	人民币	64.85	1.31	1.70	2.01	2.45	31.76	38.24	32.28	26.50	6.58

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心, 可比公司 EPS 采用 wind 一致预期

五、风险提示

1. 时效件增速不及预期。时效件增速回升是顺丰业绩修复的动力之一, 上半年的回升主要受益于商务件回流以及高端电商件的增长; 未来时效件增速不及预期将会使得公司整体业绩增速低于预期;

2. 快递价格战加剧。下沉电商件是顺丰业务量增速保持在高位的主要原因，电商件价格战加剧或将影响公司收入增速，盈利质量，进而影响公司的总利润；
3. 新业务持续亏损。虽然重货、冷链的亏损已经明显减少，但是公司2020年在同城业务上有一定的新增投入，若该业务短期亏损超预期，将影响公司总利润。

资产负债表	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	31,938	42,897	44,243	48,598	53,602
货币资金	16,131	18,521	20,000	20,000	20,000
应收及预付	9,891	14,742	14,007	17,474	21,458
存货	818	882	1,188	1,486	1,825
其他流动资产	5,098	8,753	9,048	9,638	10,319
非流动资产	39,826	49,638	56,570	64,401	73,337
长期股权投资	2,203	2,222	2,222	2,222	2,222
固定资产	13,967	18,904	23,928	30,133	38,997
在建工程	6,509	3,116	3,087	2,899	2,503
无形资产	6,662	10,008	11,249	12,368	13,208
其他长期资产	10,485	15,388	16,083	16,780	16,407
资产总计	71,765	92,535	100,813	112,999	126,939
流动负债	26,369	30,982	44,472	47,722	50,775
短期借款	8,585	6,053	13,712	11,257	8,377
应付及预收	8,355	12,688	13,686	16,224	18,841
其他流动负债	9,429	12,240	17,074	20,241	23,557
非流动负债	8,331	19,060	8,462	8,462	8,462
长期借款	998	6,540	6,540	6,540	6,540
应付债券	6,405	10,598	0	0	0
其他非流动负债	928	1,922	1,922	1,922	1,922
负债合计	34,701	50,042	52,934	56,184	59,236
股本	4,419	4,415	4,448	4,448	4,448
资本公积	16,220	16,124	16,124	16,124	16,124
留存收益	15,561	20,338	26,693	35,629	46,517
归属母公司股东权益	36,711	42,420	47,806	56,742	67,629
少数股东权益	353	74	74	74	74
负债和股东权益	71,765	92,535	100,813	112,999	126,939

利润表	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	90,943	112,193	152,992	190,652	234,070
营业成本	74,642	92,650	129,501	161,948	198,962
营业税金及附加	222	280	374	466	572
销售费用	1,826	1,997	2,578	3,085	3,648
管理费用	8,415	9,699	11,432	13,397	15,660
研发费用	984	1,193	1,530	1,907	2,490
财务费用	286	683	664	753	647
资产减值损失	-104	-179	-244	-304	-373
公允价值变动收益	-6	350	-6	-6	-6
投资净收益	1,166	1,076	2,967	2,828	2,644
营业利润	5,818	7,409	10,013	11,917	14,569
营业外收支	49	18	-53	-119	-194
利润总额	5,867	7,426	9,960	11,798	14,374
所得税	1,403	1,802	2,416	2,862	3,487
净利润	4,464	5,625	7,544	8,936	10,887
少数股东损益	-92	-172	0	0	0
归属母公司净利润	4,556	5,797	7,544	8,936	10,887
EBITDA	8,333	10,846	12,102	15,397	19,809
EPS (元)	1.03	1.31	1.70	2.01	2.45

现金流量表	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5,458	9,121	16,451	14,621	17,895
净利润	4,464	5,625	7,544	8,936	10,887
折旧摊销	3,480	4,471	4,526	5,549	7,071
营运资金变动	-2,058	-659	5,964	1,350	929
其它	-428	-315	-1,582	-1,214	-992
投资活动现金流	-9,462	-14,049	-8,826	-11,012	-13,968
资本支出	-11,747	-6,372	-10,266	-12,835	-16,607
投资变动	-1,139	-4,915	0	0	0
其他	3,424	-2,762	1,440	1,822	2,639
筹资活动现金流	3,073	7,372	-6,146	-3,609	-3,927
银行借款	6,418	9,625	7,659	-2,455	-2,880
股权融资	141	204	34	0	0
其他	-3,486	-2,457	-13,839	-1,153	-1,047
现金净增加额	-931	2,444	1,479	0	0
期初现金余额	16,150	15,299	18,521	20,000	20,000
期末现金余额	15,299	17,764	20,000	20,000	20,000

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%)					
营业收入增长	27.6%	23.4%	36.4%	24.6%	22.8%
营业利润增长	-10.0%	27.3%	35.2%	19.0%	22.2%
归母净利润增长	-4.6%	27.2%	30.1%	18.5%	21.8%
获利能力 (%)					
毛利率	17.9%	17.4%	15.4%	15.1%	15.0%
净利率	4.9%	5.0%	4.9%	4.7%	4.7%
ROE	12.4%	13.7%	15.8%	15.7%	16.1%
ROIC	10.9%	10.4%	12.1%	13.9%	15.6%
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.4%	54.1%	52.5%	49.7%	46.7%
净负债比率 (%)	22.7%	27.3%	22.2%	17.6%	13.4%
流动比率	1.21	1.38	0.99	1.02	1.06
速动比率	1.08	1.27	0.87	0.87	0.89
营运能力					
总资产周转率	1.37	1.37	1.58	1.78	1.95
应收账款周转率	13.79	11.53	15.87	15.87	15.87
存货周转率	118.07	109.02	109.02	109.02	109.02
每股指标 (元)					
每股收益	1.03	1.31	1.70	2.01	2.45
每股经营现金流	1.24	2.07	3.70	3.29	4.02
每股净资产	8.31	9.61	10.75	12.76	15.20
估值比率					
P/E	31.76	28.32	38.24	32.28	26.50
P/B	3.94	3.87	6.03	5.08	4.27
EV/EBITDA	17.38	15.76	24.03	18.73	14.41

广发交通运输仓储行业研究小组

郭 镇：资深分析师，清华大学工学硕士，2013 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: guoz@gf.com.cn。

徐 君：高级研究员，南开大学会计学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: xjun@gf.com.cn。

孙 瑜：高级分析师，新加坡国立大学金融工程硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: suny@gf.com.cn。

曾 靖 珂：高级分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: zengjingke@gf.com.cn。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。