

中信证券研究部

刘正
 首席交运分析师
 S1010511080004

虞世民
 交运分析师
 S1010519040004

关鹏
 交运分析师
 S1010520030003

联系人：汤学章
核心观点

基于从邮政包裹的成本以及通达成本下降路径维度，我们预计远期稳态格局下，顺丰特惠专配或能实现单票价格 4.3 元（通达全网 2.8 元）、单票成本费用 3.8 元、单票净利 0.4 元以及净利率 9%，并用 FedEx 和通达快递数据验证推论的合理性。基于顺丰时效件增速超预期，同时明年特惠专配有望减亏甚至扭亏，我们调高公司今、明两年净利润预测至 68 亿/79 亿元，维持“买入”评级。

■ 特惠专配是顺丰产品精细化分层以及产品下沉的产物。顺丰主要基于时效及客单量两个维度进行产品分层：根据时效快慢，顺丰时效件产品推出了顺丰即日、顺丰次晨、顺丰次日以及顺丰隔日；根据客单量从少到多，顺丰特惠推出了特惠 A、特惠 B、特惠 C 以及特惠专配。顺丰去年推出特惠专配，实现了产品下沉至中端电商件，电商件完整产品体系基本形成——18 元的电商时效件，12 元的电商经济件以及 6 元的电商特惠专配件。

■ 维度一：基于邮政包裹业务维度，我们判断远期顺丰特惠专配单票净利或能实现 0.4 元。由于从绝对角度测算（按照末端揽派、加盟商分拣、干支线运输、转运中心分拣等各环节详细拆解）顺丰特惠专配远期成本较为困难，因此报告中我们采用相对角度，即通过邮政包裹的成本以及通达成本下降路径去展望顺丰特惠专配的远期成本。我们预判远期稳态格局下，顺丰特惠专配单票价格 4.3 元（通达全网 2.8 元）、单票成本费用 3.8 元、单票净利 0.4 元以及净利率 9%。

■ 维度二&三：通过 FedEx 和通达快递角度检验顺丰特惠远期盈利估算的合理性。基于邮政包裹维度，我们估算长期顺丰特惠专配净利率 9%，比顺丰时效件还高。我们通过 FedEx 和通达快递两个维度验证推论的合理性：1) FedEx 陆运件盈利能力是航空件的 2 倍，航空件虽然时效高、定价高，但是由于陆运件资产较轻、规模效应更明显，反而定价更低的陆运件盈利性更好；2) 我们估算 2018 年韵达 4.5 元快递件全网价格下（对应顺丰特惠远期 4.3 元价格）的净利率为 11%，盈利能力比远期稳态下的顺丰特惠专配更高（加盟模式的整体控本能力更强）。因此我们关于远期顺丰特惠专配盈利估算具备一定合理性。

■ 特惠专配未来无论是合网还是分网运营，都有其合理性，公司已做好充足准备。随着特惠专配件量增长，市场担忧顺丰原有主网产能有限，从而对特惠专配未来合网还是分网运营较为关心。我们认为分网与合网并无严格高低优劣之分，只有是否适合自己之说，例如 FedEx 分网运营航空件和陆运件，而 UPS 则是合网经营航空件和陆运件。若未来特惠专配要进行分网运营，考虑到顺丰已经在快运业务上的双品牌分网运营上积累了充足的经验，公司做好了充足的准备。

■ 风险因素：疫情影响超预期；电商需求低于预期；价格大幅下降；成本大幅攀升。

■ 投资建议：疫情为顺丰带来宝贵的发展机遇，主要利润来源的时效件切换至电商件驱动，推动公司 1~5 月时效件增长超 20%，增速创上市以来新高。后续随着特惠专配规模持续扩大，明年看业务有望大幅减亏甚至扭亏，这将进一步支撑公司短期业绩增长。调高公司 2020/21/22 年 EPS 预测至 1.54/1.78/1.86 元（原预测 1.41/1.62/1.86 元），对应 PE 为 35/31/29 倍，维持“买入”评级。

顺丰控股	002352
评级	买入（维持）
当前价	54.70 元
总股本	4,420 百万股
流通股本	4,353 百万股
52 周最高/最低价	54.7/33.3 元
近 1 月绝对涨幅	8.16%
近 12 月绝对涨幅	45.97%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	90,943	112,193	154,963	194,784	233,732
增长率 YoY%	28%	23%	38%	26%	20%
净利润(百万元)	4,556	5,797	6,804	7,865	8,228
增长率 YoY%	-4%	27%	17%	16%	5%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.03	1.32	1.54	1.78	1.86
PE	53	41	35	31	29
PB	6.6	5.7	5.0	4.4	4.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 6 月 29 日收盘价

目录

特惠专配：顺丰产品精细化分层的产物	1
顺丰快递主要基于时效及客单量两个维度进行产品分层	1
特惠专配推出后，顺丰电商件完整产品体系基本形成	2
维度 1：从中国邮政包裹估算顺丰特惠专配未来的盈利情况	4
维度 2&3：从 FedEx 和通达快递角度检验顺丰特惠远期盈利估算的合理性	9
远期特惠专配是分网还是并网运营？	11
风险因素	14
投资建议：特惠专配远望高盈利，顺丰短期业绩增长确定性高，维持“买入”评级	15

插图目录

图 1：产品分层背后的消费者剩余经济学原理	1
图 2：2019 年各月份顺丰时效件营收和经济件营收增长情况	3
图 3：2019 年各月份电商特惠件在经济件中占比持续提升	3
图 4：2020 年 5 月顺丰各类产品日均件量估算情况	3
图 5：2013~2019 年中国邮政集团邮务及包裹快递业务营收及毛利率波动情况	5
图 6：2011~2019 年邮政包裹+EMS 件量增长情况	5
图 7：2011~2019 年 EMS 件量增长情况	5
图 8：2011~2019 年邮政包裹增长情况	6
图 9：2019 年淘系和拼多多两大平台通达快递件量占比	6
图 10：2008~2011 年 EMS 速递业务毛利率情况	6
图 11：2008~2011 年 EMS 物流业务毛利率情况	6
图 12：2015~2019 年邮政包裹价格下降情况	7
图 13：2013~2019 年义乌快递价格下降情况	7
图 14：2019 年邮政快递包裹业务盈利能力估算表	7
图 15：2002~2019 年 FedEx Express 和 Ground 业务调整营业利润率波动情况	9
图 16：2002~2019 年 FedEx Express 和 Ground 业务 ROA 波动情况	9
图 17：2019 财年 FedEx 航空件价格是陆运件的 2 倍	10
图 18：2010~2019 年 FedEx 航空件与陆运件件量情况	10
图 19：2002~19 年 FedEx Express 业务 Capex 明显高于 Ground 业务	10
图 20：2010~2019 年 FedEx 资本支出细分项目情况	11
图 21：2001 年 FedEx 产品矩阵情况	12
图 22：2004~2019 年 FedEx 和 UPS 陆运包裹增长情况	13
图 23：2010~2019 年 FedEx 与 UPS 经调整净利率波动情况	13
图 24：顺丰快运与顺心捷达底盘融合举措之一	14

表格目录

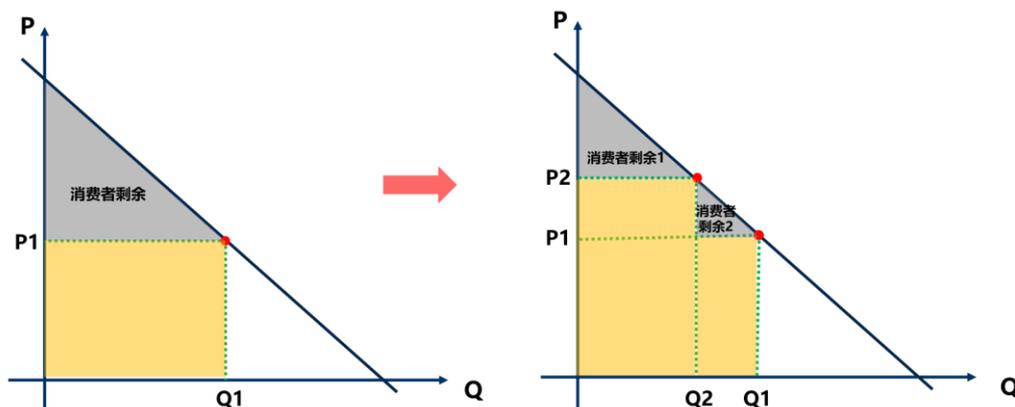
表 1：上海寄往北京顺丰时效件产品分层情况	1
表 2：2013~2015 年顺丰标快、特惠件以及电商件量价情况	2
表 3：2013~2016 年顺丰经济业务及其细分业务营收增长情况	2
表 4：顺丰经济件中的电商件产品分层情况	2
表 5：顺丰电商件细分产品情况	3
表 6：2016~2018 年韵达单票成本及费用下降情况	8
表 7：2018 年韵达全网快递净利情况	11
表 8：顺丰快运及顺心捷达经营情况	13
表 9：2019 年顺心捷达与顺丰快运营收净利情况	14
表 10：2018~2022 年顺丰控股盈利及预测情况	15

■ 特惠专配：顺丰产品精细化分层的产物

顺丰快递主要基于时效及客单量两个维度进行产品分层

产品分层背后的经济学原理就是最小化消费者剩余。产品分层就是针对不同需求的客户群体设置不同价位及属性的产品（例如价格敏感度高的客户给予价格低、满足基本需求的产品，而价格敏感度低的客户给予价格高、除了基本需求还有额外属性的产品），将更多消费者剩余转化为收入。

图 1：产品分层背后的消费者剩余经济学原理



资料来源：中信证券研究部绘制

顺丰快递（不考虑重货、冷链等其他多元物流产品）主要基于时效及客单量两个维度进行产品分层。首先是时效维度，最典型的代表就是顺丰时效件，根据时效快慢，顺丰时效件产品推出了顺丰即日、顺丰次晨、顺丰次日以及顺丰隔日，并设置不同价格，满足不同客户群体的选择。严格意义上，顺丰隔日并非顺丰时效件，而是顺丰特惠件，在报表中其收入被纳入顺丰经济业务中。

表 1：上海寄往北京顺丰时效件产品分层情况

顺丰时效细分产品	时效	价格	最晚寄件时间
顺丰即日	当天晚上 22 点之前送达	70 元	早上 9 点
顺丰次晨	次日中午 12 点之前送达	25 元	中午 12 点
顺丰次日（顺丰标快）	次日晚上 18 点之前送达	23 元	晚上 18 点
顺丰隔日（顺丰标快陆运）	隔日晚上 18 点之前送达	18 元	晚上 20 点 30 分
顺丰次日（顺丰标快，丰巢寄件）	次日晚上 18 点之前送达	20 元	-
顺丰次日（顺丰隔日，丰巢寄件）	隔日晚上 18 点之前送达	16 元	-

资料来源：顺丰官微，中信证券研究部

第二个是客单量维度，典型的例子是顺丰经济件。首先我们先弄清顺丰经济件产品的具体内容。顺丰经济件主要分为针对个人寄件的顺丰特惠件和针对电商卖家的电商件（2017 年经济件中的电商件主要以仓配件为主）。2016 年之前，针对散单的顺丰特惠件均价在 32 元左右，价格高的主要原因在于票均重量高，而经济件中的电商件平均价格大约在 14 元左右。经济件的产品分层主要体现在电商件，顺丰根据电商客户单量规模推出了

特惠 A、特惠 B、特惠 C 以及去年 5 月推出的特惠专配。从特惠 A 到特惠专配，对客户日均快递件量要求不断提升，同时给予的价格折扣力度也在加大，满足不同客户群体价格敏感性不同的需求。

表 2：2013~2015 年顺丰标快、特惠件以及电商件量价情况

	2013	2014	2015
顺丰标快（标快+即日+次晨）件量（亿件）	10.3	13.1	14.9
收入（亿元）	239.4	297.0	337.9
ASP（元/件）	23.3	22.7	22.7
顺丰特惠件量（亿件）	0.5	1.2	1.8
收入（亿元）	17.9	41.9	56.8
ASP（元/件）	34.7	33.9	31.9
电商件件量（亿件）	0.1	1.4	2.1
收入（亿元）	0.8	17.8	30.4
ASP（元/件）	15.9	12.5	14.6

资料来源：顺丰控股公告，中信证券研究部

表 3：2013~2016 年顺丰经济业务及其细分业务营收增长情况（百万元）

	2013	2014	2015	2016
顺丰经济营收	1,925	6,168	9,050	12,091
Yoy		201%	48%	31%
顺丰特惠营收	1,830	4,295	5,817	8,030
Yoy		135%	35%	38%
仓储配送营收	95	1,873	3,233	4,061
Yoy		1878%	73%	26%

资料来源：顺丰控股公告，中信证券研究部测算 注：2017 年之前顺丰披露的仓储配送业务主要就是电商件

表 4：顺丰经济件中的电商件产品分层情况

顺丰经济件细分产品	产品说明
电商特惠（2016 年之前）	2013 年 11 月顺丰推出“电商特惠”服务，面向中低端市场，均价约 14 元。
特惠 A	现在和个人顺丰特惠件一起被并入顺丰标快（陆运）。2016 年初顺丰推出面向电商客户的低价经济产品“特惠 A”，对客户日均订单量没有限制，均价约 20 元。
特惠 B	2016 年 Q4 推出的产品，面向日均 200 票的客户，价格约 17 元
特惠 C	2016 年 Q4 推出的产品，面向日均 300 票的客户，价格约 15 元
特惠专配	2019 年 5 月推出的产品，期初面向日均 1000 票的大客户，价格 8~10 元，后来客户日均件量限制有所松动，同时价格以有所下降

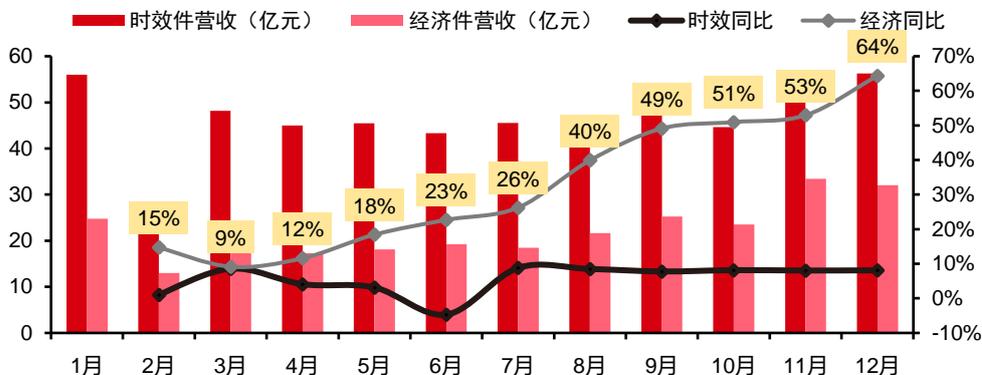
资料来源：顺丰控股公告，中信证券研究部

特惠专配推出后，顺丰电商件完整产品体系基本形成

去年 5 月，顺丰推出特惠专配后，产品较高的性价比叠加顺丰较强的执行力，特惠专配产品增长迅猛。针对部分往返运输路线装载率不高的问题，去年 5 月顺丰推出填仓产品特惠专配。特惠专配定位中端电商件市场，最初产品只面向日均票量在 1000 件以上的客户，价格为 8~10 元，并仅在部分地区试点。由于顺丰特惠专配价格有公司服务口碑背书，同时价格便宜，同加上顺丰全网对于特惠专配产品推广较强的执行力，顺丰特惠专配快速起量，一度贡献了公司增量业务的 60%，推动公司经济业务营收去年逐月提速增长。我们估算今年 5 月顺丰日均特惠专配或增至 700 万件/天，占比公司总业务量的 34%。

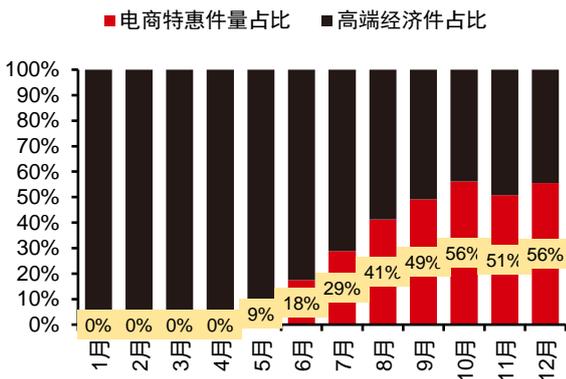
顺丰特惠专配在后续大力度推广过程中，逐步放宽了客户日均业务量的限制，同时价格也慢慢走低，但定价始终要比通达电商件高 1~2 元。

图 2：2019 年各月份顺丰时效件营收和经济件营收增长情况



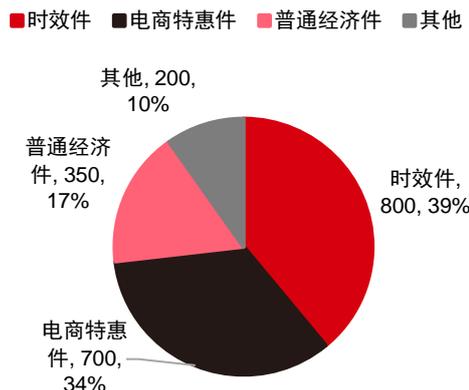
资料来源：顺丰控股业绩交流会，中信证券研究部

图 3：2019 年各月份电商特惠件在经济件中占比持续提升



资料来源：顺丰控股业绩交流会，中信证券研究部

图 4：2020 年 5 月顺丰各类产品日均件量估算情况（万件/天）



资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

特惠专配推出后，顺丰完整的电商件产品分层体系基本形成。特惠专配是顺丰第三次布局电商件市场的标志，特惠专配作为目前公司产品体系内价格最为实惠的产品，有效地填补了顺丰一直以来在中端电商件市场的空白。顺丰电商件完整的产品体系基本形成——首先是顺丰标快中的电商时效件，以最优质的服务和高时效服务高客单价商品的物流配送（500 元以上）；然后是原来的特惠 A、现在的顺丰标快陆运的电商经济件，价格、服务、时效适中，除了可以配送电商时效件覆盖的商品，还可以配送无法走航空货运的香化等商品；最后是价格便宜但仍然高于通达价格、在干支线运输及分拣上的优先级低于电商时效件和电商经济件、末端主要采取入柜方式的派送、但依然享有顺丰优质服务的特惠专配。

表 5：顺丰电商件细分产品情况

顺丰电商产品	全网快递 ASP	SKU 客单价	代表品类
电商时效件（顺丰标快）	18 元	>500 元	衣鞋、包、3C、生鲜等高客单价商品
电商经济件（顺丰标快陆运）	12 元	200~500 元	涵盖所有商品，包括香化、锂电池、酒类等无法走航空货运的物品

顺丰电商产品	全网快递 ASP	SKU 客单价	代表品类
电商特惠件（特惠专配）	6 元	<200 元	
通达快递件	4 元	-	

资料来源：顺丰控股公告，中信证券研究部估算

顺丰采取电商时效件、电商经济件、电商特惠专配件进入中高端电商件市场，并没有涉足通达竞争激烈的中低端电商件市场，这既能极大地强化顺丰良好服务的品牌口碑，推动电商件业务快速发展，同时能减少过多参与中低端电商件竞争进而对其利润和服务品质的拖累。

■ 维度 1：从中国邮政包裹估算顺丰特惠专配未来的盈利情况

关于特惠专配件的盈利问题一直是市场关心的问题。我们判断特惠专配作为最初填仓而推出的产品，在产品推广初期，边际成本较低，整体并不亏损。但是后续特惠专配发展情况好于公司预期，随着填仓产能用尽，公司需要搭建或者购置额外产能配送特惠专配，边际成本开始攀升，预计目前特惠专配件处于小幅亏损的情况。

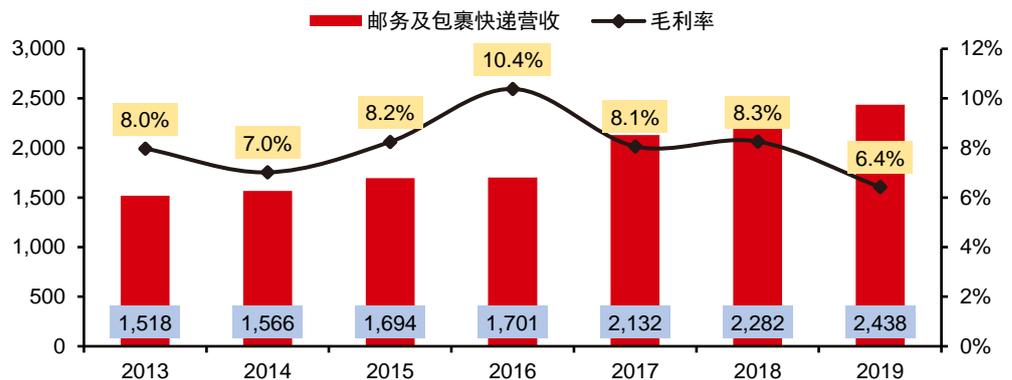
中国邮政包裹采取的是直营模式，因此邮政包裹的成本及盈利情况对于同样采取直营模式的顺丰特惠专配具有较大的参考意义。本节中我们从邮政包裹角度去估算顺丰特惠件远期稳态下的盈利情况。

中国邮政的快递包裹业务收入被纳入邮务及包裹快递口径中。2015 年之前，中国邮政的快递、包裹以及物流业务主要由两个主体执行，即中国邮政和中邮速递（EMS）。邮政主要经营邮票，信函，邮政小包等业务，而中邮速递业务分为速递与物流两部分，速递部分就是俗称的“EMS”，即邮政特快专递。

2015 年中国邮政本着做大做强包裹快递业务、确立市场主导者地位的战略目标，全面推行包裹快递业务改革，将改革前中国邮政和中邮速递分别经营的包裹快递业务进行整合，整合后主要产品包括国内快递业务、国际快递业务及物流业务等。2018 年中国邮政集团公司寄递事业部成立之后，各省市分公司相继成立省寄递事业部，将邮政、中邮速递（EMS）两张大网和两支队伍合二为一。

所以可以看到 2016 年之前中国邮政年报里包裹快递及邮务业务的营收和毛利数据是单独列出的，而 2016 年及之后，邮务及包裹快递被合并在一起披露数据。虽然过去几年中国邮政的邮务及包裹快递业务营收保持增长，但是其毛利率从 2016 年开始保持下行趋势，我们认为可能是邮政快递包裹业务盈利下降所致。

图 5：2013~2019 年中国邮政集团邮务及包裹快递业务营收及毛利率波动情况（亿元）

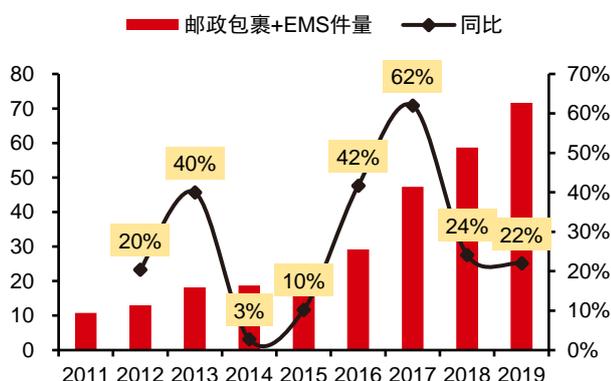


资料来源：中国邮政公告，中信证券研究部

根据上面分析可知，邮务及快递包裹业务主要包括三块细分子业务：邮务业务、EMS 业务以及邮政包裹业务。由于 EMS 业务主要专注时效件经营，与顺丰特惠专配可比性较差，而邮政包裹业务主要配送的是经济性电商件，价格较低，因此我们主要的任务是拆算出邮政包裹业务的利润率、价格及成本，然后以此作为依据，估算顺丰特惠远期单票盈利情况。

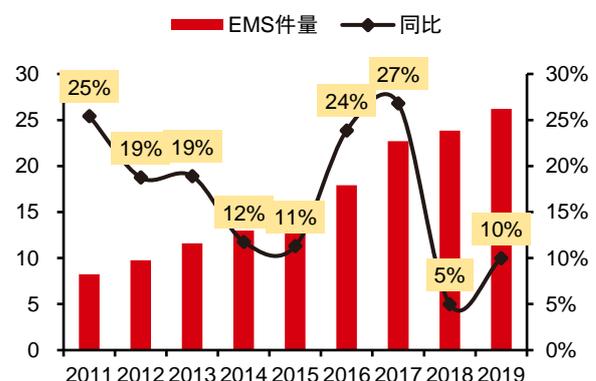
邮政包裹定位中低端电商件，受益拼多多平台壮大，邮政包裹件量大幅增长，但价格也出现持续下降。在邮政包裹与 EMS 业务整合前，邮政包裹主要定位时效一般、高性价比的经济型包裹业务，甚至不属于快递范畴。2015 年邮政包裹与 EMS 整合后，邮政包裹开始发力电商件，凭借自身强大的网络覆盖范围（尤其是低线城市的网络通达性），邮政承接了相当多的拼多多订单，而自身业务在 2016 和 2017 年呈现了明显的加速上涨，但是同时价格也出现持续下跌。采取直营模式的邮政包裹业务盈利情况对于顺丰特惠专配有较大的参考意义。

图 6：2011~2019 年邮政包裹+EMS 件量增长情况（亿件）



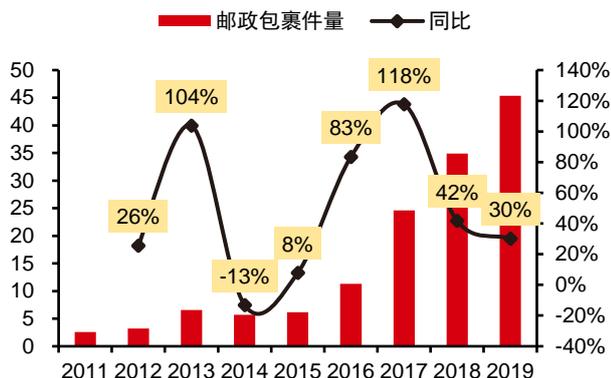
资料来源：中国邮政公告，中信证券研究部测算 注：可能与实际有差异

图 7：2011~2019 年 EMS 件量增长情况（亿件）



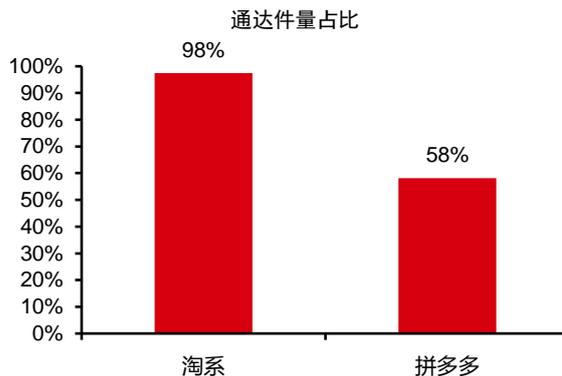
资料来源：中国邮政公告，中信证券研究部测算 注：可能与实际有差异

图 8：2011~2019 年邮政包裹增长情况（亿件）



资料来源：中国邮政公告，中信证券研究部测算 注：可能与实际有差异

图 9：2019 年淘系和拼多多两大平台通达快递件量占比



资料来源：物流一图，中信证券研究部

1) 邮政包裹业务利润率

由于中国邮政并没有披露单独邮政包裹业务的盈利指标，结合曾经披露过邮务业务（信函、报刊、普包等业务）、EMS 速递业务、EMS 物流业务以及整体邮务及快递包裹业务毛利率，同时配合适当假设，我们可以大致算出邮政包裹业务盈利情况。

邮务业务：邮政 2013~2015 年披露的数据显示，邮务业务毛利率整体较低，平均在 7%左右，考虑后续传统邮政业务增长缓慢且成本端存在一定压力，我们假设 2016~2019 年，邮务业务毛利率持续下降至 6.1%。

EMS 速递业务：根据中国速递招股说明书，2008~2011 年 EMS 速递业务整体毛利率约 20%，我们假设之后年份 EMS 速递业务毛利率保持 19%不变。同时假设 2018/2019 年 EMS 速递业务营收分别同比增长 2%/10%。

EMS 物流业务：EMS 物流业务包括合同物流及货运业务，整体毛利率不高，考虑后续公司物流业务整体营收增速不快，而且物流行业开始出现价格战，我们假设之后该业务毛利率维持 8%。同时假设 2018/2019 年 EMS 物流业务营收分别同比增长 10%/5%。

图 10：2008~2011 年 EMS 速递业务毛利率情况

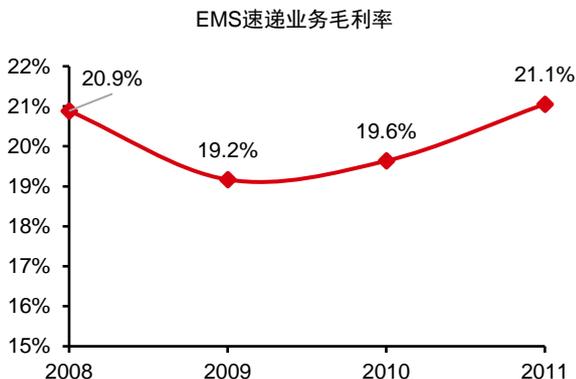
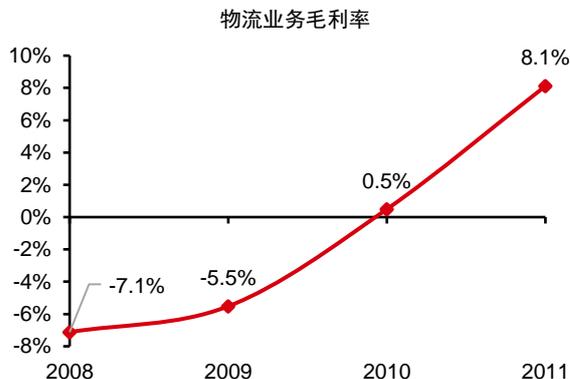


图 11：2008~2011 年 EMS 物流业务毛利率情况

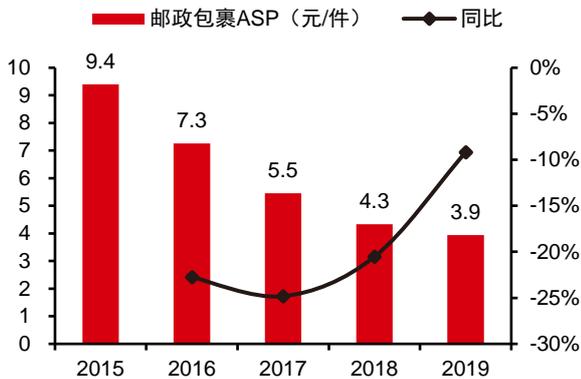


资料来源：中国速递招股说明书，中信证券研究部

资料来源：中国速递招股说明书，中信证券研究部

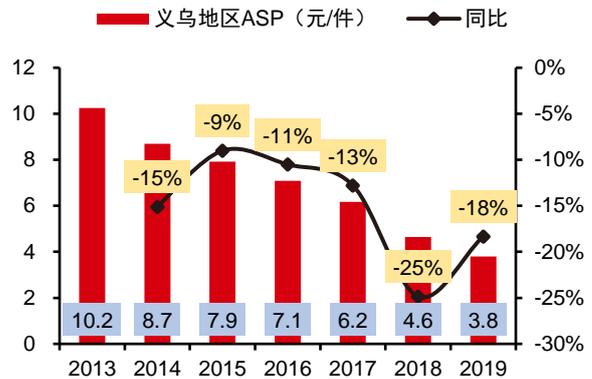
邮政包裹 ASP： 由于邮政包裹业务主要以承接拼多多快递订单为主，而拼多多订单由于商品客单价低、重量轻，因此拼多多平台快递价格一般要低于一般电商件。我们估算 2019 年邮政包裹 ASP 大约为 3.9 元，与价格洼地义乌地区快递件价格相近，基本合理。

图 12：2015~2019 年邮政包裹价格下降情况



资料来源：中国邮政公告，中信证券研究部测算 注：可能与实际有差异

图 13：2013~2019 年义乌快递价格下降情况



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

最终根据上述假设我们可以大致测算出 2019 年邮政包裹的毛利率和净利率大约为 -15%和-20%，即 2019 年邮政包裹单票价格为 3.9 元，单票成本费用为 5.0 元，平均每票净亏损 0.8 元。

图 14：2019 年邮政快递包裹业务盈利能力估算表

亿元	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
邮务及包裹快递营收	2,438	2,282	2,132	1,701	1,694	1,566	1,518
毛利润	157	189	172	177	140	110	121
毛利率	6.4%	8.3%	8.1%	10.4%	8.2%	7.0%	8.0%
邮务业务营收	1718	1637	1524	1229	1301	1190	1160
邮务业务毛利率	6.1%	6.4%	6.7%	7.0%	7.0%	6.3%	7.3%
包裹快递业务营收	719	644	608	472	393	376	357
包裹快递业务毛利率	7.2%	13.0%	11.5%	19.2%	12.3%	9.3%	10.3%
EMS物流业务营收	68	65	59	46	41	41	40
EMS物流业务毛利率	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
EMS速递营收	424	385	378	302	249	280	291
EMS速递毛利率	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
邮政快递营收	228	195	171	124	103	56	27
邮政快递毛利率	-15%	3%	-4%	24%	-2%	-39%	-81%
邮政快递净利率	-20%						

资料来源：中国邮政公告，中信证券研究部测算 注：绿色数字为假设；红色数字为根据假设计算得到；2016 年数据测算结果可能存在较大偏差

得出 2019 年邮政包裹单票成本费用后，我们便可以据此对顺丰特惠专配进行相关的推算：

2020年：我们预计2020年顺丰特惠专配平均价格约6元，日均件量750万件，由于已经超出填仓产能需要额外资源投入导致成本攀升，我们判断2020年特惠专配毛利率基本为0，再考虑到费用端（由于目前是合网运营，边际费率低于公司总体费率），预计顺丰特惠专配净利率-5%左右。

2021年：根据上述计算，我们得到2019年邮政包裹在日均1243万件的规模以及直营模式下，做到了单票成本费用5元。我们预计明年顺丰特惠专配日均件量有望增至1200万件规模，虽然2021年的顺丰特惠专配与2019年的邮政包裹均采用直营模式且规模体量相近，但是由于顺丰特惠专配服务及时效要求更高，因此顺丰的运营成本要更高。我们估算顺丰特惠专配明年单票成本费用或降至2019年邮政包裹单票成本的1.1倍，即5.5元。而明年顺丰特惠专配能否扭亏取决于价格，若价格降幅超过8%，我们判断顺丰特惠专配仍将处于亏损状态。

远期稳态：我们判断远期稳态格局下通达电商件全网均价在2.8元，而顺丰特惠专配价格4.3元（1.5元的服务溢价），同时顺丰特惠专配日均件量有望增至2500万件。日均2500万件顺丰特惠专配成本的估算，我们是这样考虑的：

- 1) 首先，邮政日均1200万件的规模对应单票成本费用是5元，虽然相比邮政包裹，顺丰特惠专配由于服务质量好、时效高，可能运营成本要偏高，但是我们认为顺丰控本能力要强于邮政，因此相同条件下，日均1200万件规模下，顺丰特惠专配单票成本费用也能做到5元左右。
- 2) 其次，对于顺丰特惠专配从日均1200万件增至2500万件的单票成本费用下降情况，我们用同样规模增长阶段的韵达成本数据进行估算。2016~2018年，韵达日均件量从大约900万件增至1900万件（增幅与日均1200万件到2500万件相近），单票成本费用累计下降了19%。以韵达作为参考，我们认为从日均1200万件增至2500万件过程中，顺丰特惠件单票成本费用能够实现19%的降幅，同时考虑到届时顺丰特惠专配的自动化水平及精细化控本能力要比2018年的韵达更高（学习效应），我们预计顺丰特惠专配或能实现24%的成本费用降幅，对应单票成本费用3.8元。
- 3) 因此，远期稳态下，我们认为顺丰特惠专配单票价格和成本费用分别为4.3元/3.8元，计算得单票净利为0.4元，对应净利率为9%。总体来看，我们对于顺丰特惠专配远期盈利情况保持较乐观的判断。

表6：2016~2018年韵达单票成本及费用下降情况

	2016	2017	2018
韵达总件量（亿件）	32.14	47.20	69.85
日均件量（万件/天）	881	1293	1914
单票成本（元/件）	1.47	1.38	1.22
同比		-7%	-11%
单票三费（元/件）	0.21	0.16	0.14
同比		-22%	-11%
单票成本+费用（元/件）	1.68	1.54	1.36

	2016	2017	2018
同比		-9%	-11%

资料来源：韵达股份公告，中信证券研究部

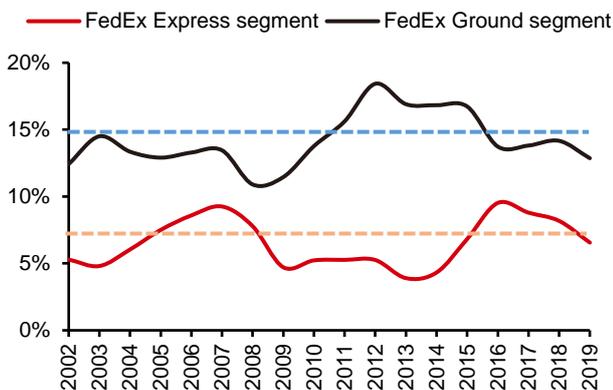
维度 2&3：从 FedEx 和通达快递角度检验顺丰特惠 远期盈利估算的合理性

上一章节我们计算得到，远期维度下，顺丰特惠专配有实现单票净利 0.4 元以及净利率 9%。顺丰特惠专配 9% 的净利率，甚至比顺丰时效件净利率还要高（我们估算顺丰时效件的净利率约 8.5%）。低价、经济型的顺丰特惠专配盈利能力要高于高价、定位高端的时效件，这似乎与我们认知相悖，可能说明我们的推断过于乐观。但是我们认为特惠专配件远期高盈利能力是合理的，下面从 FedEx 和通达快递两个维度去说明我们结论的合理性。

1) FedEx

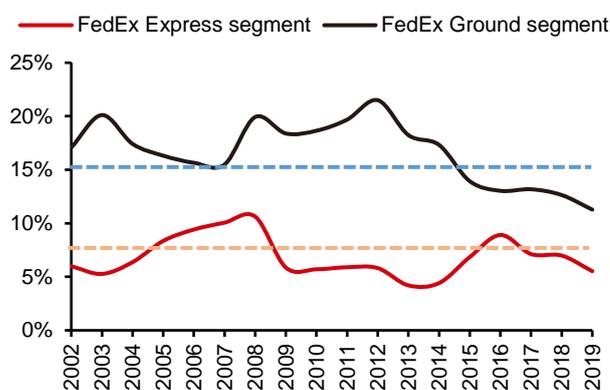
FedEx 陆运包裹业务 (FedEx Ground) 的盈利能力明显高于航空包裹 (FedEx Express) 的业务。可以看到 FedEx 空运业务营业利润率要明显高于陆运业务，虽然 FedEx 空运业务中包括了一部分盈利能力较弱的航空货运业务（营收占比 20%），但是观察 2008 年之前的 FedEx 数据（当时航空货运营收在空运业务中营收占比约 10%），仍然表现为陆运业务盈利能力明显高于空运业务。

图 15：2002~2019 年 FedEx Express 和 Ground 业务调整营业利润率波动情况



资料来源：FedEx 年报，中信证券研究部

图 16：2002~2019 年 FedEx Express 和 Ground 业务 ROA 波动情况



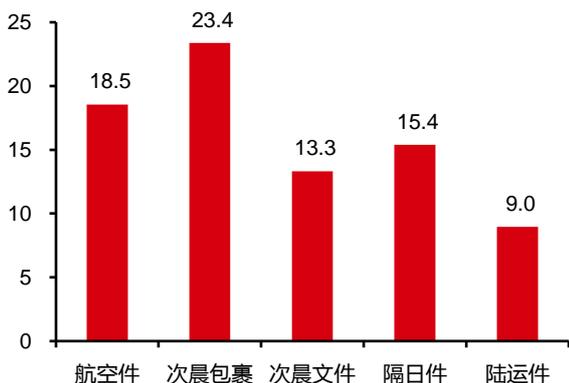
资料来源：FedEx 年报，中信证券研究部

FedEx 陆运包裹价格明显低于航空包裹。虽然 FedEx 陆运件的盈利能力要明显高于航空件，但是陆运件的价格却只有航空件价格的 1/2，这种情况和我们得到的顺丰特惠件价格虽然低于时效件，但是盈利能力高于时效件的结论较为一致。FedEx 陆运件价格虽然低于航空件，但是盈利能力却强于航空件，我们认为可能的原因有：1) 航空件为了保证时效，需要准时发车，干线装载率要低于陆运包裹；2) 航空件干线是用飞机运输，相比陆运件，资产更重，折旧摊销高，因此盈利较弱；3) FedEx 陆运件业务并非采取完全直营模式，其支线运输及末端派送是采取较为灵活的承包商模式 (Contractor Model)，因此

支线运输及末端派送环节成本控制能力要高于完全直营模式的航空件业务；4) FedEx 陆运件量规模明显高于航空件，因此规模效应也要更加明显，成本也可能得到更好控制。

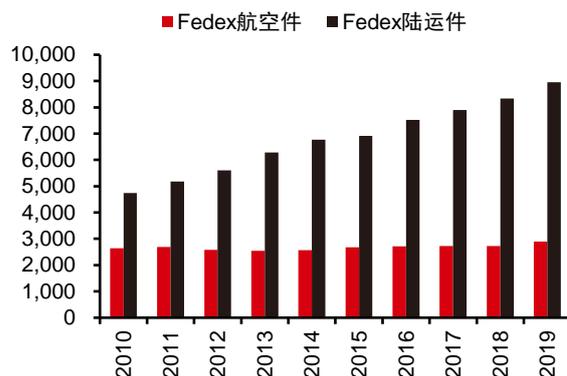
以上 FedEx 陆运包裹盈利能力高于航空件的理由同样适用我们对于远期状态下，顺丰特惠专配盈利能力高于顺丰时效件的判断。随着特惠专配件量规模持续增长，我们认为特惠专配末端可能采用承包模式以及入柜派送模式，远期维度下，无论是干线装载率、规模效应、末端揽派效率都要明显高于时效件，虽然客单价低，但是盈利能力强于时效件也是完全有可能的。

图 17: 2019 财年 FedEx 航空件价格是陆运件的 2 倍 (\$/件)



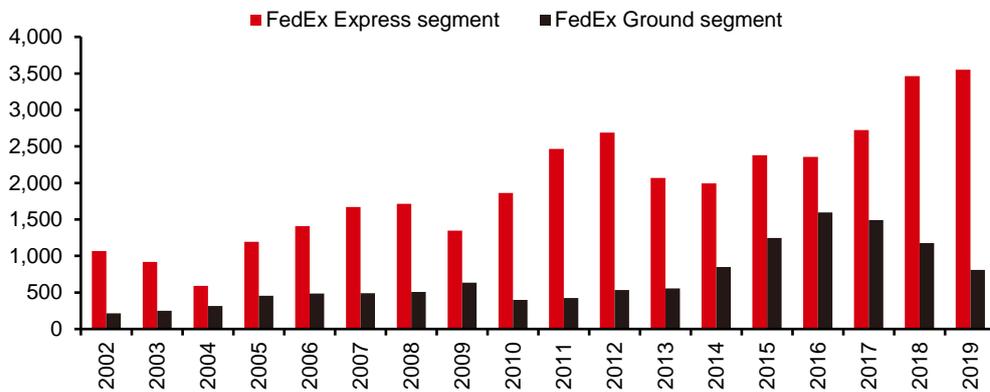
资料来源: FedEx 年报, 中信证券研究部

图 18: 2010~2019 年 FedEx 航空件与陆运件件量情况 (千件/天)



资料来源: FedEx 年报, 中信证券研究部

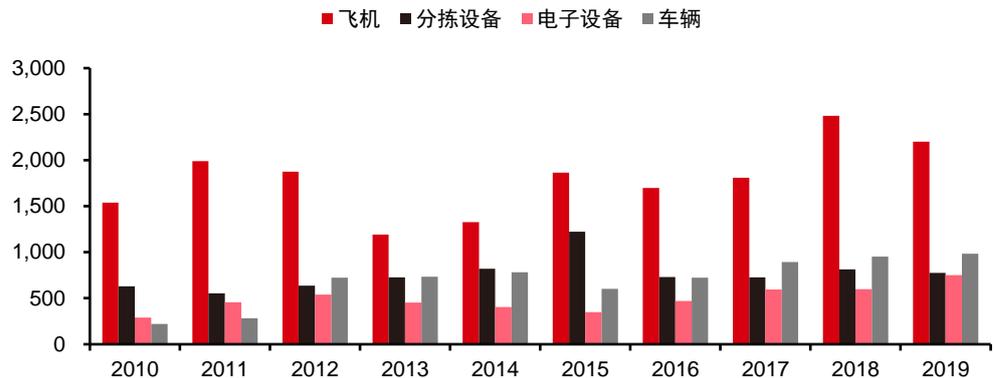
图 19: 2002~19 年 FedEx Express 业务 Capex 明显高于 Ground 业务(百万美元)



资料来源: FedEx 年报, 中信证券研究部

同时市场对于顺丰特惠专配的资本支出较为关心，我们认为特惠专配资本支出不会太多。参照 FedEx，公司过去十几年在 Express 业务上 Capex 要明显高于 ground 业务，主要原因在于 Express 业务是直营模式，同时又是航空运输模式，资产较重，在飞机、机场枢纽分拣中心等资产上投入力度很大。我们判断，顺丰特惠专配由于无需采购飞机及建设机场枢纽，只需要额外建设若干特惠件专用分拣中心，因此资本开支不会很高，无需过多担忧。

图 20：2010~2019 年 FedEx 资本支出细分项目情况（百万美元）



资料来源：FedEx 年报，中信证券研究部

2) 通达快递（以韵达为例）

我们再用韵达的数据去说明顺丰特惠件远期 9%净利率的合理性。我们估算 2018 年韵达全网价格大约 4.5 元，与远期顺丰特惠专配 4.2 元价格较为相近。我们可以测算 2018 年韵达全网快递件盈利能力，再对比一下我们之前预判的顺丰特惠专配净利率。

2018 年韵达快递件全网价格=总部收入 1.7 元+末端派费 1.5 元+加盟商收入 1.3 元=4.5 元。韵达快递件全单票净利=总部单票净利 0.31 元+加盟商单票净利 0.20 元=0.51 元。就此我们可以估算出 2018 年韵达 4.5 元快递件全网价格下的净利率为 11%，高于我们估算的远期顺丰特惠专配 9%的净利率，由于加盟模式的整体控本能力更强，所以韵达全网净利率水平更高也当然合理。

表 7：2018 年韵达全网快递净利率情况（元/件）

	单票收入	单票净利	净利率
韵达总部收入	1.7	0.31	18%
快递员收到派费	1.5		0%
加盟商净收入	1.3	0.20	15%
合计	4.5	0.51	11%

资料来源：韵达股份公告，中信证券研究部测算

综上，我们认为我们对于远期维度下，顺丰特惠专配价格 4.3 元、单票成本费用 3.8 元、单票净利 0.4 元、净利率 9%的推断具有一定的合理性。

远期特惠专配是分网还是并网运营？

随着顺丰特惠专配件量持续增长，市场对于公司后续是采取合网还是分网运营为关注，我们对该问题进行简单分析。

首先，如果顺丰特惠专配采取的是合网经营，优点毫无疑问是成本优势，边际成本低，但是缺点是随着顺丰特惠专配件持续放量，顺丰时效底盘大网产能可能吃紧，所以可能无法持续支撑特惠专配规模快速增长（如果要保证特惠专配持续快速增长，就要外购资源，

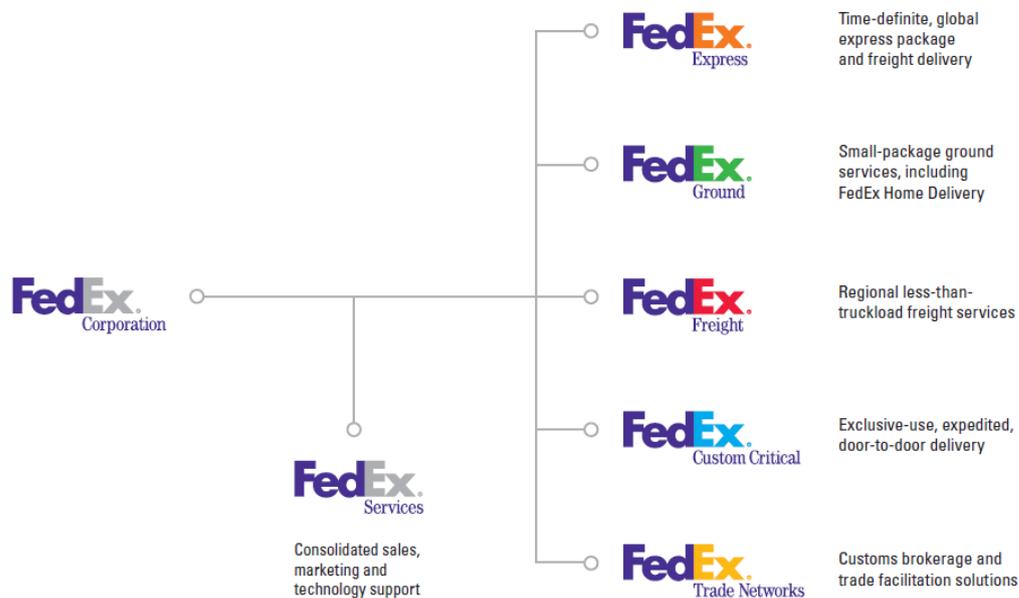
导致盈利承压)，同时顺丰特惠专配规模扩大，可能对顺丰时效件配送流程会有影响，进而对顺丰时效多年积累的良好品牌形象产生影响。

而顺丰特惠专配分网经营的优势是新起网络产能专用于特惠专配，产能充裕，可以支撑特惠专配业务量持续快速增长，同时特惠专配的运营过程也不会对顺丰时效件的运营产生扰动。而分网的缺点同样明显，起网初期投入大的问题会造成短期特惠专配亏损扩大，同时盈亏平衡点也被推迟。

当然不是说业务量规模做大一定得分网而无法合网，只不过合网对于公司流程精细化管理能力要求更高，而分网运营流程操作相对较为简单。航空件与陆运件分网和合网运营最典型例子的就是 FedEx 和 UPS：

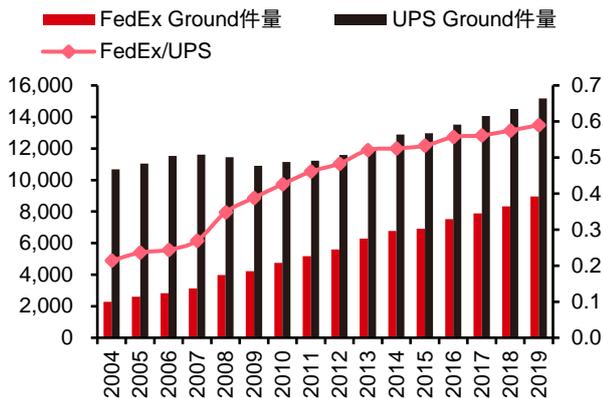
1) FedEx 分网经营 Express 和 Ground 业务。FedEx 成立之初就是专注航空件 Express 业务的经营，1998 年是通过收购 Caliber System 进入陆运快递包裹市场。收购之后，FedEx 并没有将 Caliber System 陆运包裹网络与自己的航空包裹网络融合，而是让其独立运营，并成立独立陆运包裹品牌 FedEx Ground。可以看到虽然 FedEx 在陆运包裹上起步远远晚于 UPS，但是凭借分网独立运营的优势，公司陆运包裹数量在不断缩小与 UPS 的差距。

图 21：2001 年 FedEx 产品矩阵情况



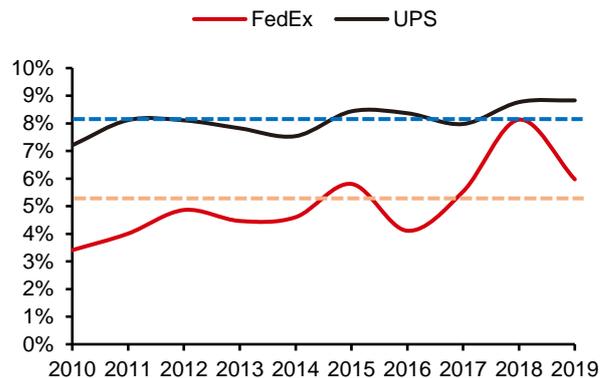
资料来源：FedEx 年报

图 22：2004~2019 年 FedEx 和 UPS 陆运包裹增长情况（千件/日）



资料来源：FedEx 年报，UPS 年报，中信证券研究部

图 23：2010~2019 年 FedEx 与 UPS 经调整净利率波动情况



资料来源：FedEx 年报，UPS 年报，中信证券研究部

2) UPS 合网经营 Express 和 Ground 业务。与 FedEx 不同的是，UPS 是采用一张大网同时经营航空件和陆运件，这对 UPS 管理提出了较高要求，而 UPS 也凭借自己强大的网络管控能力，对涵盖国内航空件、国内陆运件、国际航空件、国际陆运件的一张大网进行有效的管控，从而享受到了显著的规模效应与快递行业领先的盈利能力。2010~2019 年，UPS 经调整净利率为 8%，明显高于 FedEx 的 5%。

从 FedEx 和 UPS 的例子可以看到分网与合网并无严格高低优劣之分，只有是否适合自己之说。由于目前特惠专配件量规模仍在可控范围内，所以目前顺丰仍然是执行合网经营策略，至于未来是继续合网还是单独起网，我们认为顺丰都做好了充足的准备。

其实顺丰已经在快运业务上执行了分网及双品牌经营策略，而且发展效果较好。2018 年 3 月，顺丰收购广东新邦物流有限公司核心资产及相关业务，并建立“顺心捷达”快运业务独立品牌，2019 年 7 月顺丰快运品牌正式发布，自此，顺丰快运业务形成了两个品牌、两张网络的组织架构，直营顺丰快运定位高时效、高质量及高服务体验的中高端市场，而加盟的顺心捷达专注全网型中端快运市场。

表 8：顺丰快运及顺心捷达经营情况

快运产品	中转场情况	网点数量	2019 年日峰值货量	业务开始时间
顺丰快运	快运中转站 51 个，场地面积超过 175 万平米	1300 多个	2.3 万吨	2013 年
顺心捷达	直营场站 171 个，场地面积 41 万平米	6000 多个	1.1 万吨	2018 年 3 月

资料来源：公司公告，中信证券研究部

如果顺丰对快运业务进行分网运营，有以下 3 点优势：

1) 将中端顺心捷达与中高端顺丰快运分网经营，保证了顺丰快运中高端品牌的产品定位及服务质量；

2) 轻资产加盟模式的顺心捷达实现了业务量迅猛增长，起网 2 年货量就进入行业前六，今年 618 当日货量突破 1.6 万吨。单日万吨货量百世快运耗时 5 年，安能耗时 4 年，壹米滴答耗时 3 年，中通快运、韵达快运均耗时 2 年，顺心捷达仅历时 1 年多。但是独立

起网的顺心捷达虽然发展迅猛，但是亏损也较多，我们测算 2019 年顺心捷达净利率接近 -30%；

3) 虽然快运两个品牌是分网运营，定位不同产品细分市场，但是两张网络在很多地方都可以共享资源，实现成本优化，发挥规模效应。例如，2019 年顺心捷达与顺丰快运已实现场站融通 52 个，计划 2020 年融通达 80%；线路融通 84 条，计划 2020 年运力共享达 15%。收派上，共用顺丰集配站或顺心末端网点负责顺丰货物派送，2020 年实现散派融通省份达 4 个。

表 9：2019 年顺心捷达与顺丰快运营收净利情况（亿元）

	2019 净利	2020M1 净利	2019 年营收	2019 年净利率
顺心捷达	-3.5	-0.3	13	-27%
顺丰快运	-0.2	0.3	112	-0.2%

资料来源：公司公告，物流一图，中信证券研究部测算

图 24：顺丰快运与顺心捷达底盘融合举措之一



资料来源：物流一图，中信证券研究部

综上，我们用 FedEx 和 UPS 例子用来说明合网还是分网并未严格上的优劣之分，只要自己适合即可，因此顺丰特惠专配件未来是合网还是分网经营，取决于公司对于自身网络管控能力的判断以及对于件量规模增速的要求。我们又用顺丰快运两个品牌分网运营说明顺丰在快运业务上已经具备充足的分网运营经验，并且所谓的分网仍然存在共享资源的协同降本效应。无论未来特惠专配是分网还是合网运营，我们认为顺丰都做好了充足的准备，较小可能会出现特惠专配件大幅放量、质量下滑、亏损显著加大的情况。

风险因素

疫情影响超预期；电商需求低于预期；价格大幅下降；成本大幅攀升。

投资建议：特惠专配远望高盈利，顺丰短期业绩增长确定性高，维持“买入”评级

由于从绝对角度测算（按照末端揽件、加盟商分拣、支线运输、转运中心分拣、干线运输等环节进行成本详细测算）顺丰特惠专配远期成本较为困难，因此本篇报告中我们采用相对角度，即通过邮政包裹的成本以及通达成本下降的路径去展望顺丰特惠专配件的远期成本。最终我们预判远期稳态格局下，通达快递全网价格 2.8 元，顺丰特惠专配单票价格 4.3 元、单票成本费用 3.8 元、单票净利 0.4 元以及净利率 9%。总体来说，我们对于顺丰特惠专配件未来盈利性持有较为乐观的判断，在享受服务溢价、后续规模效应显现以及成本管控下，有望实现较好盈利。

电商件放量推动核心利润时效件提速增长，短期来看顺丰业绩将保持较好增长。受益电商时效件快速增长叠加疫情物资配送增量需求，顺丰时效件 Q1 营收提速至 21%，Q2 营收增速继续保持 20%+，时效件营收增速创上市以来新高。时效件作为公司主要甚至全部利润来源，增速创近几年新高且超出年初公司预期，也即时效件需求超出公司运力规划投放，推升装载率，超预期的增量时效件边际成本较低，利润可观。因此时效件的提速增长不仅带来收入增长同时也将推升时效件盈利能力，支撑公司业绩较快增长。

考虑未来 1~2 年，高客单价的高端品牌电商有望保持较高增速（参考免税销售增速），而顺丰时效件作为高端快递产品，形成了与高端品牌电商商品的呼应，有望承接绝大部分高端网购商品快递订单，保持较快增长。同时随着整体疫情得到控制，明年商务活动有望保持强劲的增长态势，支撑公司时效业务继续保持较快增长。因此今、明两年，顺丰核心利润来源的时效件业务有望保持 15~20% 的增速增长，同时随着年底特惠专配规模有望迎来规模效应拐点，明年特惠专配继续放量推动成本下行，特惠专配有望减亏甚至扭亏为盈，公司短期业绩增长的确定性较高。

中期展望，预计未来 5 年顺丰时效件营收增速 CAGR 10%~15%，同时电商特惠件规模效应逐步释放，将驱动业务盈利修复，看好公司未来 3 年的业绩成长性，维持“买入”评级。

表 10：2018~2022 年顺丰控股盈利及预测情况

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	90,943	112,193	154,963	194,784	233,732
营业收入增长率 YoY	28%	23%	38%	26%	20%
净利润(百万元)	4,556	5,797	6,804	7,865	8,228
净利润增长率 YoY	-4%	27%	17%	16%	5%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.03	1.32	1.54	1.78	1.86
毛利率	18%	17%	16%	16%	15%
净资产收益率 ROE	12.5%	13.7%	14.2%	14.4%	13.5%
每股净资产 (元)	8.28	9.61	10.88	12.35	13.84
PE	53	41	35	31	29
PB	6.6	5.7	5.0	4.4	4.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 6 月 29 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	90,943	112,193	154,963	194,784	233,732
营业成本	74,642	92,650	129,583	163,966	198,153
毛利率	17.92%	17.42%	16.38%	15.82%	15.22%
营业税金及附加	222	280	386	485	583
销售费用	1,826	1,997	2,634	3,117	3,506
营业费用率	2.01%	1.78%	1.70%	1.60%	1.50%
管理费用	8,414	9,699	13,017	15,972	18,932
管理费用率	9.25%	8.65%	8.40%	8.20%	8.10%
财务费用	287	683	445	445	445
财务费用率	0.32%	0.61%	0.29%	0.23%	0.19%
投资收益	1,166	1,076	1,133	933	433
营业利润	5,818	7,409	8,812	10,192	10,664
营业利润率	6.40%	6.60%	5.69%	5.23%	4.56%
营业外收入	148	213	181	181	181
营业外支出	99	195	147	147	147
利润总额	5,868	7,426	8,846	10,226	10,697
所得税	1,403	1,802	2,212	2,556	2,674
所得税率	23.92%	24.26%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	(92)	(172)	(169)	(196)	(205)
归属于母公司股东的净利润	4,556	5,797	6,804	7,865	8,228
净利率	5.01%	5.17%	4.39%	4.04%	3.52%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	5,868	7,426	8,846	10,226	10,697
所得税支出	-1,403	-1,802	-2,212	-2,556	-2,674
折旧和摊销	3,509	4,503	3,184	3,685	4,045
营运资金的变化	-2,133	-664	-200	-557	-327
其他经营现金流	-416	-343	-656	-457	146
经营现金流合计	5,425	9,121	8,963	10,340	11,887
资本支出	-11,638	-6,421	-1,909	-1,509	-909
投资收益	1,166	1,076	1,133	933	433
其他投资现金流	1,143	-8,703	-2,566	-3,091	-3,931
投资现金流合计	-9,329	-14,049	-3,341	-3,667	-4,407
发行股票	141	204	0	0	0
负债变化	32,371	15,342	739	1,137	421
股息支出	-970	-928	-1,192	-1,392	-1,613
其他融资现金流	-28,568	-7,246	-445	-445	-445
融资现金流合计	2,973	7,372	-899	-701	-1,638
现金及现金等价物净增加额	-931	2,444	4,723	5,973	5,842

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	16,131	18,521	23,244	29,218	35,060
存货	818	882	1,327	1,679	2,029
应收账款	7,353	12,045	13,934	18,055	22,589
其他流动资产	7,620	11,450	14,334	17,085	17,944
流动资产	31,922	42,897	52,839	66,036	77,622
固定资产	13,967	18,904	21,153	22,833	19,251
长期股权投资	2,203	2,222	2,218	2,215	2,212
无形资产	6,662	10,008	11,272	12,444	13,329
其他长期资产	16,861	18,505	16,766	15,388	19,400
非流动资产	39,693	49,638	51,410	52,879	54,192
资产总计	71,615	92,535	104,249	118,915	131,814
短期借款	8,585	6,053	5,758	6,054	6,737
应付账款	7,887	11,988	15,230	20,244	23,877
其他流动负债	9,897	12,940	14,784	16,468	18,285
流动负债	26,369	30,982	35,772	42,765	48,899
长期借款	998	6,540	7,540	8,340	8,040
其他长期负债	7,333	12,520	13,002	13,598	14,253
非流动性负债	8,331	19,060	20,541	21,937	22,292
负债合计	34,701	50,042	56,313	64,702	71,191
股本	4,419	4,415	4,415	4,415	4,415
资本公积	16,070	16,124	16,124	16,124	16,124
归属于母公司所有者权益合计	36,561	42,420	48,032	54,504	61,119
少数股东权益	353	74	-96	-291	-496
股东权益合计	36,914	42,494	47,936	54,213	60,623
负债股东权益总计	71,615	92,535	104,249	118,915	131,814

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	27.9%	23.4%	38.1%	25.7%	20.0%
营业利润	-9.8%	27.3%	18.9%	15.7%	4.6%
净利润	-4.5%	27.2%	17.4%	15.6%	4.6%
毛利率	17.9%	17.4%	16.4%	15.8%	15.2%
EBITDA Margin	10.6%	11.2%	8.2%	7.5%	6.6%
净利率	5.0%	5.2%	4.4%	4.0%	3.5%
净资产收益率	12.5%	13.7%	14.2%	14.4%	13.5%
总资产收益率	6.4%	6.3%	6.5%	6.6%	6.2%
资产负债率	48.5%	54.1%	54.0%	54.4%	54.0%
所得税率	23.9%	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%
股利支付率	20.4%	20.6%	20.5%	20.5%	20.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

16

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

 点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析师编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与者。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。