

强烈推荐-A (维持)

顺丰控股 002352.SZ

目标估值: 48 元
当前股价: 41.4 元
2019 年 10 月 13 日

表观是业务量增速, 内核是干线物流产品

基础数据

上证综指	2974
总股本(万股)	441459
已上市流通股(万股)	163095
总市值(亿元)	1828
流通市值(亿元)	675
每股净资产(MRQ)	8.7
ROE(TTM)	14.2
资产负债率	52.3%
主要股东	深圳明德控股发展有
主要股东持股比例	61.2%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《顺丰控股(002352)一降本增效成果显著, 业绩修复超预期》2019-08-28
- 2、《顺丰控股(002352)一广积粮, 深挖洞, 而厚积薄发》2019-06-14
- 3、《顺丰控股(002352)一中国物流行业核心资产》2018-03-15

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn
S1090519010004

投资建议: 当前顺丰业务量超预期快速增长, 成本控制持续加强, 鄂州枢纽机场稳步推进, 将构建国内 200 多个干线城市的多层次的物流产品体系。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 62.36/ 73.33/ 85.19 亿元, EPS 分别为 1.41/ 1.66/ 1.93 元, 对应当前股价 PE 为 29.3/ 24.9/ 21.4x, 给予目标价 48 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

- 国内物流行业先锋, 核心竞争力较强。顺丰坚持中高端产品定位, 优质口碑带来了高客户粘性; 直营模式下, 高控制力和执行力, 为顺丰赢得了强有力的品牌优势; “天网+地网+信息网”的综合物流服务网络, 为顺丰开拓新业务提供有效保障。在 1000KM 以上干线次晨达等多层次的物流产品上, 5-8 年之内, 公司没有竞争对手, 将一骑绝尘。
- 19 年以来单量增速超预期回升, 多措施加强成本管控, 毛利率修复至 19.82%。5 月份公司推出“特惠专配”, 单量增速从 4 月的 6.4% 快速提升至 8 月的 32.8%, 市场下沉成功。同时公司采用了人员精简、线路优化、提升装载率、提升收派效能等多种方法提升效率、控制成本。19Q2 毛利率提升至 21.5%, 环比 +3.5pcts。各项科技成果得到有效运用, 预计三季度利润明显提速。
- 湖北鄂州枢纽稳步推进, 预计 21 年正式投入运营。鄂州机场定位于亚太区第一个专业货运机场, 19 年主体工程开工建设, 预计 20 年正式建成, 21 年正式运营。公司远期规划 2025 年航空发货量达 245 万吨, 配备 126 架全货机。机场运营后, 顺丰将为国内 200 多个城市提供次晨达产品和服务, 在远程运输上构筑强大竞争壁垒。
- 重资产投入构筑竞争壁垒, 顺丰崛起无法阻挡。电商快递 To C 端同质化竞争严重, 供应链物流 To B 端是蓝海。不断重资产投入使得顺丰在 To B 端具有较强先发优势, 单票收入能在行业竞争加剧下保持稳定。依据发达国家经验, 我们认为中国具有诞生 1-2 家供应链物流巨头的土壤, 而顺丰具备成为“巨无霸型”企业的先发优势和综合实力。
- 风险提示: 宏观经济超预期下滑、新业务需求疲软、快递价格超预期下滑

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	71094	90943	111205	135367	163090
同比增长	24%	28%	22%	22%	20%
营业利润(百万元)	6449	5818	8209	9867	11571
同比增长	75%	-10%	41%	20%	17%
净利润(百万元)	4771	4556	6236	7333	8519
同比增长	14%	-5%	37%	18%	16%
每股收益(元)	1.08	1.03	1.41	1.66	1.93
PE	38.3	40.2	29.3	24.9	21.4
PB	5.6	5.0	4.4	3.8	3.3

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、顺丰控股：直营快递先锋.....	4
1. 直营快递先锋，业绩体量第一.....	4
2. 核心竞争优势明显，综合实力逐渐提升.....	6
二、重资产投入构筑 B 端竞争壁垒.....	10
三、盈利预测与投资建议.....	13
四、风险与提示.....	15

图表目录

图 1：顺丰控股历史沿革.....	4
图 2：2013-2019H1 顺丰营收情况.....	5
图 3：2014-2019H1 顺丰营业利润情况.....	5
图 4：2014-2019H1 顺丰业务量情况.....	5
图 5：顺丰单票收入远高于行业平均.....	5
图 6：2017-2019H1 年各快递企业营收情况对比.....	6
图 7：2017-2019H1 年各快递企业净利润情况对比.....	6
图 8：2014-2019 年 8 月各家快递公司有效申诉率（有效申诉件数/百万件快件）.....	7
图 9：顺丰有效申诉率低于行业平均（有效申诉件数/百万件快件）.....	7
图 10：顺丰“三网合一”，构建庞大的物流网络.....	7
图 11：公司航班数量与日均班次稳步增长.....	8
图 12：公司航空发货总量与日均发货量稳步增长.....	8
图 13：各快递企业物流资源对比（截至 2019 年 6 月底）.....	9
图 14：2015-2018 顺丰研发人员数量及占比逐年提高.....	9
图 15：2015-2019H1 顺丰研发投入占营收比重逐年上升.....	9
图 16：中国网上零售交易规模增速放缓.....	10
图 17：2011-2018 年网上零售交易额渗透率情况.....	10
图 18：顺丰时效件仍是核心盈利来源.....	10
图 19：顺丰单票收入维持稳定（单位：元）.....	10
图 20：美日中人均快递量对比（单位：件/人）.....	12
图 21：美国与中国人均快递支出对比（单位：人民币）.....	12
图 22：顺丰控股历史 PE Band.....	15

图 23: 顺丰控股历史 PB Band.....	15
表 1: 直营和加盟两种模式对比.....	6
表 2: 顺丰航空运力领先于圆通和 EMS (截至 2019/9/30)	8
表 3: 快递企业研发情况对比	10
表 4: 近三年大额资本开支项目.....	11
表 5: 2019H1 顺丰主要业务营收以及同比增速情况.....	11
表 6: 顺丰控股营业收入、成本、毛利预测 (2019-2021)	13
表 7: 盈利预测简表.....	14
附: 财务预测表	16

一、顺丰控股：直营快递先锋

1. 直营快递先锋，业绩体量第一

顺丰发展历史简介。1993年，顺丰诞生于广东顺德，2016年12月12日，顺丰速运取得证监会批文获准登陆A股市场，2017年2月24日，正式更名为顺丰控股。顺丰是国内领先的快递物流综合服务商。公司采用直营的经营模式，由总部对各分支机构实施统一经营、统一管理，保障了网络整体运营质量。经过多年发展，顺丰已从单一的快递服务商转变为物流综合服务商，已初步建立为客户提供一体化综合物流解决方案的能力，为客户提供仓储管理、销售预测、大数据分析、金融管理等一揽子解决方案。经过多年潜心经营和前瞻性战略布局，顺丰控股已形成拥有“天网+地网+信息网”三网合一、可覆盖国内外的综合物流服务网络。

图 1：顺丰控股历史沿革



资料来源：公司官网、招商证券

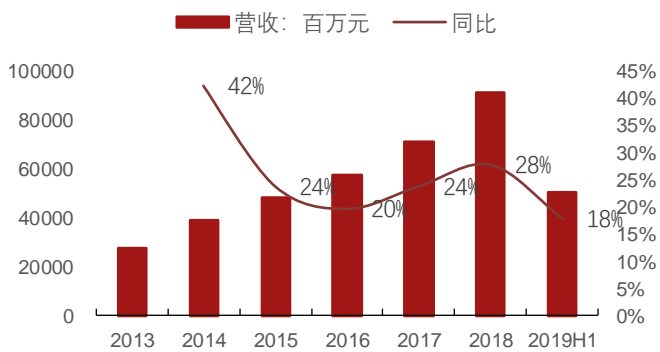
公司处于国内快递领先地位，近5年营收利润体量第一，复合增速达27%。2013年至2018年，公司营收从274亿元增长到909亿元，年均复合增速高达27%，规模远高于同行业可比公司。营收的大幅增长主要来源于快递业务量的稳健增长和高于同行的票均收入。2014年至2018年，公司快递业务量从16.1亿票增长到38.69亿票，年均复合增速达24.5%，高于行业增速；另外，优质的服务也带来了高于同行的品牌溢价，截至2019年8月，顺丰平均单票收入为23.16元/件，远高于行业平均单票价格（约12元）。总体来看，顺丰目前在国内快递物流领域具备先发优势，定位中高端，营收利润双高，盈利能力强。

18年由于新业务开拓，短期利润有所下滑。从2014年至2017年，顺丰营业利润呈现爆发式增长，从3.88亿元增长到64.49亿元，年均复合增速高达155%。据2018年报，营业利润为58.18亿元，同比下降约10%，主要原因有，1)公司主动应对市场需求，

对新业务进行开拓性投入，以扩展多元化的物流服务，前期开拓利润释放具有滞后性；
2) 2017 年有大幅投资收益 (11.7 亿元)，18 年公司大量资金用于业务扩张，预计投资收益 4 亿左右，剔除投资收益的扰动，利润变化复合预期。

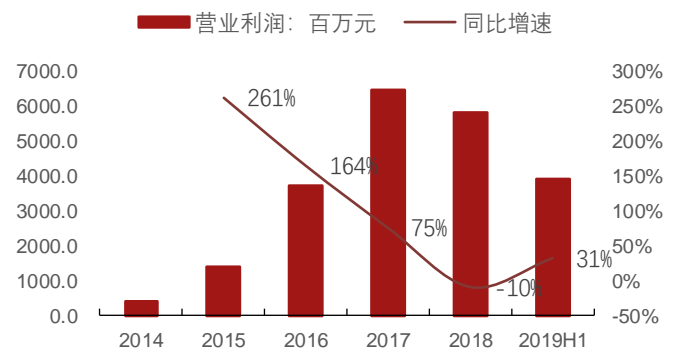
19 年 H1 成本控制加强，营业利润大幅改善，看好长期成长性。19 年以来公司采用了人员精简、线路优化、提升装载率、提升收派效能等多种方法加强成本控制，人工成本、运输成本都得到有效控制。19Q2 毛利率提升至 21.5%，环比+3.5pcts，上半年累计毛利率修复至 19.82%，同比+0.86pcts。预计三季度扣非利润增速能达到 40%以上。另外，公司5月份通过特惠专配促进单量复苏，增速从4月的6.4%快速提升至8月份的32.8%，市场下沉成功。当前品质网购韧性仍强，顺丰经济件市场份额得到提升，预计三季度单量增速 30%以上。随着未来新业务渡过培育期，各项科技成果得到有效运用，中长期利润将进一步释放。

图 2: 2013-2019H1 顺丰营收情况



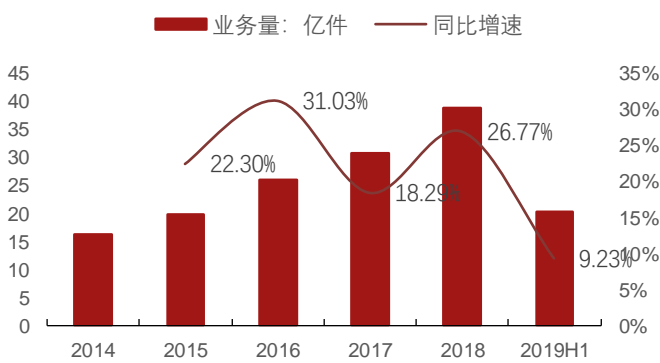
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 2014-2019H1 顺丰营业利润情况



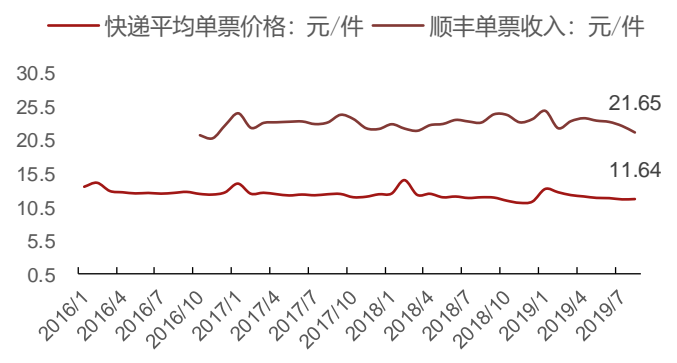
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 2014-2019H1 顺丰业务量情况



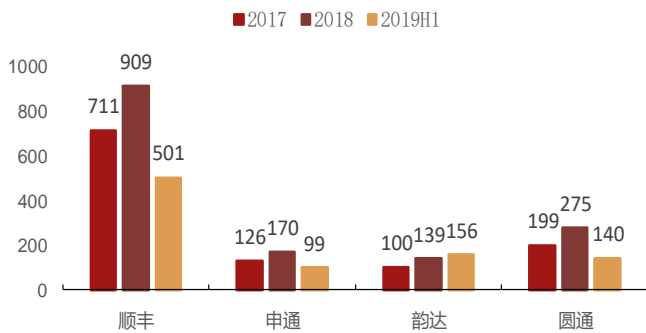
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 顺丰单票收入远高于行业平均



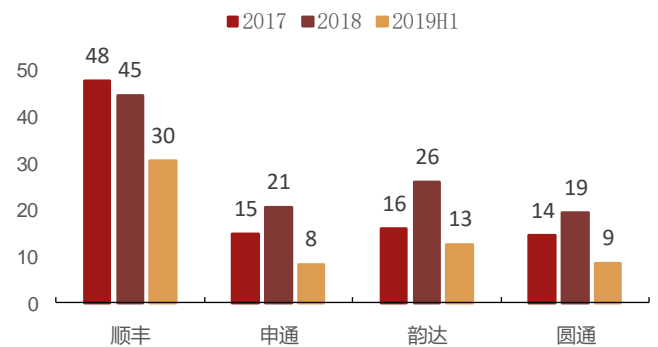
资料来源: Wind、招商证券

图 6：2017-2019H1 年各快递企业营收情况对比



资料来源：公司公告、招商证券

图 7：2017-2019H1 年各快递企业净利润情况对比



资料来源：Wind、招商证券

2. 核心竞争优势明显，综合实力逐渐提升

以直营模式为核心，有效提升管理水平。公司起步于加盟制，是 A 股首家采用直营模式的快递公司。公司 1993 年依托于珠三角城市群起步，利用加盟模式的轻资产、易复制等特点快速占领市场份额。但随着规模的快速扩大，加盟制难以统一管理、服务质量参差不齐等弊端开始暴露，公司于 2002 年强势回购网点，并制定统一的规章制度进行直营化的管理。相比于加盟经营模式，直营模式对各环节具有绝对控制力，有助于公司战略自上而下始终保持统一，有助于经营目标的有效达成。直营模式是顺丰的基石，通过对全网较强的掌控力，公司的管理水平、服务质量长期保持较高水平，实现品牌溢价。目前，通达系也在不断加速直营化，希望改善原有加盟模式的不足，但是顺丰长期以来形成的直营模式在管理方面更具有经验，协同性更强，竞争优势更加明显。

表 1：直营和加盟两种模式对比

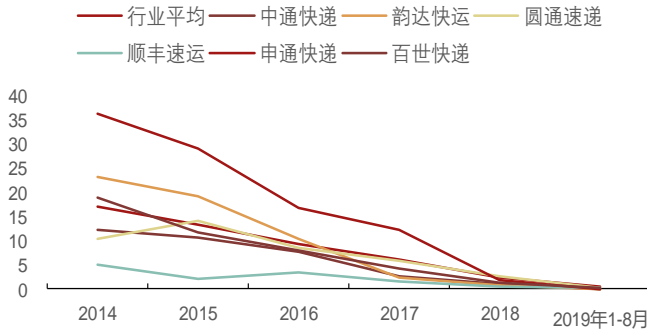
	直营模式	加盟模式
优点	<ol style="list-style-type: none"> 1.由总部进行统一管理，便于掌控网络中各环节 2.便于收集全链条信息流 3.丰富业务条线，用户粘性强 4.利于形成比较优势，提升时效性 	<ol style="list-style-type: none"> 1.便于调整网络布局，灵活度高 2.进入壁垒低，业务扩张迅速 3.只负责终端运输，边际扩张成本低
缺点	<ol style="list-style-type: none"> 1.前期投入资本开支高，回本周期长 2.后期维护成本高 3.重资本化体系沉重，扩展速度慢 	<ol style="list-style-type: none"> 1.加盟商和分包商利益分配对立，易激化矛盾 2.设备升级困难，不宜形成差异化 3.竞争优势，议价能力弱 4.产品单价低，拓展综合业务较难

资料来源：公司年报、招商证券

服务质量长期领跑，品牌效应提升用户粘性。根据国家邮政局发布的《2018 年快递服务满意度调查结果通报》，顺丰在“快递企业总体满意度”榜上排名第一。这是自国家邮政局 2009 年首次公布快递服务满意度排名以来，顺丰控股连续第 10 年蝉联第一。2014 年至 2018 年，顺丰有效申诉率持续维持在较低水平。虽然近年来通达系服务质量

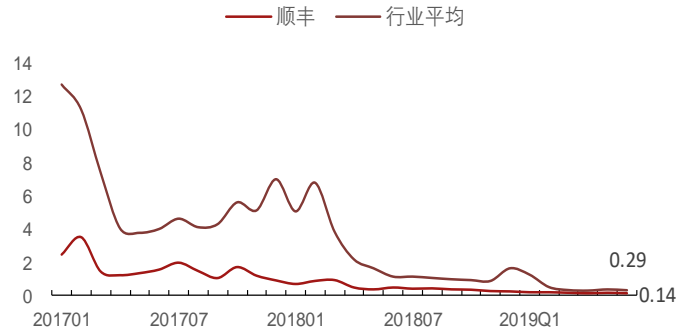
明显改善，有效申诉率走低，但是顺丰在中高端市场仍然保持着优势（中高端市场客户对于时效性较为敏感，愿意为此支付溢价）。

图 8：2014-2019 年 8 月各家快递公司有效申诉率（有效申诉件数/百万件快件）



资料来源：国家邮政局、招商证券

图 9：顺丰有效申诉率低于行业平均（有效申诉件数/百万件快件）

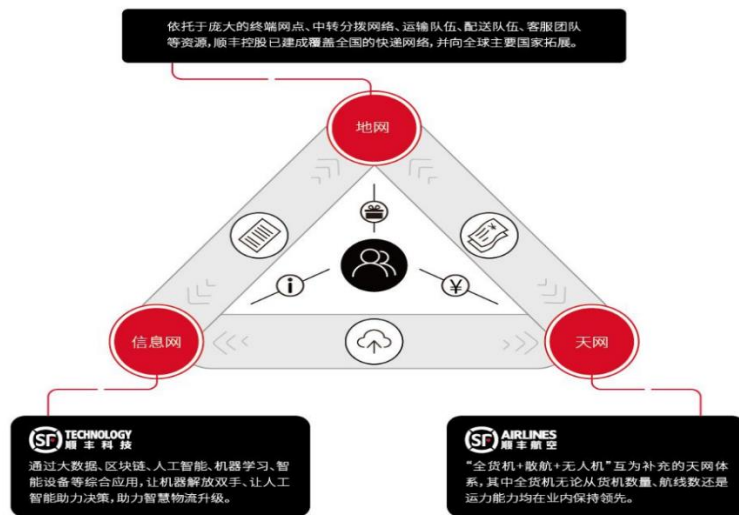


资料来源：国家邮政局、招商证券

“天网+地网+信息网” 三网合一，独特稀缺的智慧物流网络。

极具前瞻性的布局和持续不断的投入让顺丰拥有了全国物流行业最独特、稀缺的庞大网络资源，“天网+地网+信息网”三网合一大大增强了公司的统一调度能力，有效保障了服务的时效性，这也是顺丰的核心竞争力重要体现。

图 10：顺丰“三网合一”，构建庞大的物流网络



资料来源：公司公告、招商证券

天网——航空运力大幅领先对手。目前来看，全国仅有顺丰控股、EMS 和圆通速递三家物流企业拥有独立的航空运输能力，公司在全货机数量、航线数和运力能力均处于领先地位。

截至 2019/9/30，顺丰控股共有 57 架自有投产全货机，14 架外部包机。（其中 767:78 架、757:30 架、737:17 架、747: 2 架），机队静态运力达到 1705 吨。未来三年内，顺丰控股自有有机队规模预计达到 80 架，打造以 737、747、757、767 四种全货机机型为主的空运网络。

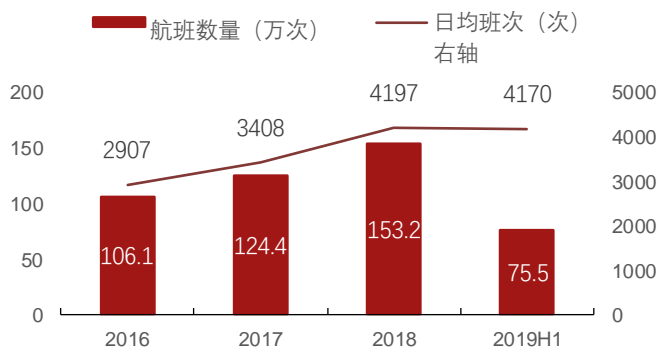
表 2: 顺丰航空运力领先于圆通和 EMS (截至 2019/9/30)

	顺丰	圆通	EMS	单架载重 (吨)
波音 747-400	2	0	0	65
波音 737-300	14	7	12	15
波音 737-400	3	0	8	15
波音 737-800	0	0	2	24
波音 757-200	30	5	5	28
波音 767-300	8	0	0	60
机队规模	57	12	27	
总运力 (吨)	1705	245	488	

资料来源: 民航资源网、招商证券 注: 机队规模为各公司处于运营中的飞机数量

航空业务量稳步增长。公司目前拥有散航+全货机航空线路共 2088 条。2019 年上半年共有 143 对时刻, 航班总数 75.5 万次, 日均 4170 班次, 覆盖 43 个国内主要城市及金奈、比什凯克、阿拉木图等 15 个国际站点。公司 2019 年上半年航空发货量总计约 61.7 万吨, 日均发货 3407 吨。2019 年 H1 航空运输快递件量为 4.2 亿票, 占总快递业务量 21%。

图 11: 公司航班数量与日均班次稳步增长



资料来源: 公司公告、招商证券

图 12: 公司航空发货总量与日均发货量稳步增长



资料来源: 公司公告、招商证券

湖北鄂州枢纽稳步推进, 预计 21 年正式投入运营。鄂州机场具有明显的区位优势, 地处中国经济地理中心, 毗邻国家中心城市武汉, 处于国家“一带一路”和长江经济带两大战略的交汇点, 是国家“两横三纵”城市化战略的几何中心以及长江中游城市群的核心节点。从鄂州机场起飞, 1.5 小时飞行圈可以覆盖北京、上海、台北、香港、成都、重庆、西安等中国经济最发达的城市圈。

顺丰鄂州枢纽定位于亚太区第一个专业货运机场, 19 年主体工程开工建设, 预计配备 4E 级双跑道, 118 个机位。预计目标是 2021 年正式运营, 运营后将开通 38 条国内航线, 30 条国际和地区航线。远期规划共配备 126 架全货机, 预计 2025 年 245 万吨货邮吞吐量, 2030 年达到 330 万吨, 2050 年达 908 万吨。

机场运营后, 顺丰将为国内 200 多个城市提供次晨达产品和服务, 可以实现货物的快速集散, 在远程运输上构筑强大竞争壁垒。

总体来看, 航空网络布局有利于提供快速、安全、高品质的快递服务, 增强服务的差异化, 提升中高端物流业务的进入壁垒, 另外还有助于扩展冷链物流等新业务, 是综合实力的重要体现。

地网——地面运输网络资源优势明显。截至 2019 年 H1，公司拥有近 1.6 万个自营网点，国际小包业务覆盖全球 225 个国家及地区；拥有 9 个枢纽级中转场，34 个航空、铁路站点；目前已开通干、支线合计超过 9 万条。此外，已经开通高铁线路 81 条，普列线路 121 条，陆运网络遍布全国。行业对比来看，公司在自营网点数、运转中心数量、运输干线和运输车辆上都有明显优势。

图 13：各快递企业物流资源对比（截至 2019 年 6 月底）

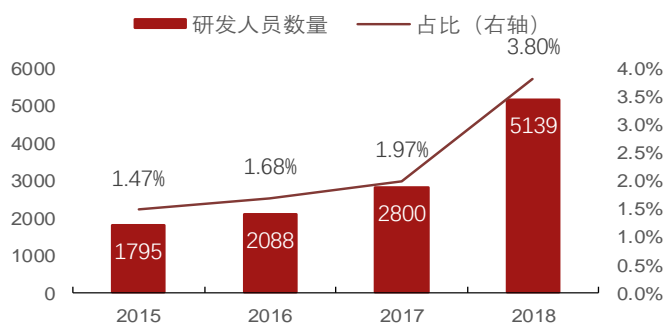
	终端网点数量(万)	运转中心数量	运输干支线路(万)	运输车辆(自营+外包)(万)	城市覆盖情况	持有物流场地面积	自动化分拣设备
顺丰	1.6	150 (片区中转场)	9	3.5	覆盖全国336个地级市，县级覆盖率达96%	6173亩，约为411万平方米	44个中转场已投入全自动分拣系统
申通	2.7	68	0.52(干线)	0.36(自营干线)	申通网络全国四级行政单位(街道、乡镇团场等)覆盖率达726%	5000-6000亩，约330-400万平方米	57套
中通	3.01	87	0.21(干线)	0.49(干线自营)	网络通达98%以上的区县	690万平方米(已持有+计划持有)	155套
韵达	3.01	55	约0.42(干线)	约2万辆	县级覆盖率达95%	可利用仓库面积361万平方米	-
圆通	4.7	68	约0.35(干线)	0.16(自营干线)	地级以上城市已基本实现全覆盖，县级以上城市覆盖率达到97.2%	-	60套

资料来源：公司公告、招商证券

信息网——自主研发完成的智慧物流平台。公司自主研发了一套完整的智慧网平台，包括顺丰物流各项核心营运系统、顺丰地图平台、大数据平台、信息安全平台等，用以实现数据交互分析、助力智慧物流升级。在智慧仓网方面，构建了完整的顺丰云仓信息系统体系以支持电商仓、大件仓、冷运仓、医药仓、海外集运仓、微仓等多种仓储业务形态；在终端收派智能化方面，顺丰控股持续推动数字化之路前行，在客户端持续优化与客户的便捷互动交互。顺丰的智慧物流系统会提升未来异常件的处理时效，降低成本，提升质量，并确保客户个性化需求得到更好的保障。

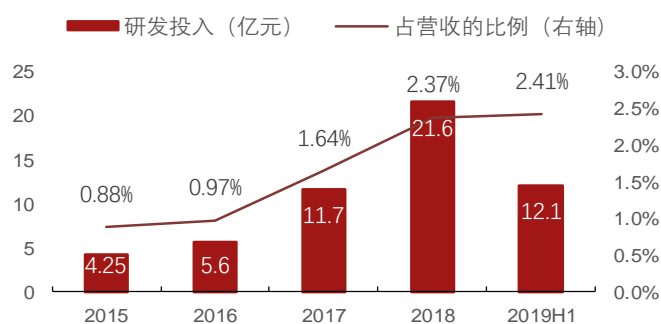
2015 年至 2018 年，公司研发人员数量逐步攀升，从 1795 人增加 5139 人，占比也从 1.47% 增加到 3.8%；相应的研发投入金额也从 4.25 亿元增加到 21.56 亿元，占营收比重也从 0.88% 提升至 2.37%。行业对比来看，顺丰在自主研发和技术投入方面占据优势，为信息网的铺设提供强有力的支撑，也为今后转型升级、提供一体化物流解决方案奠定了良好基础，构筑了较深的竞争壁垒。

图 14：2015-2018 顺丰研发人员数量及占比逐年提高



资料来源：公司公告、招商证券

图 15：2015-2019H1 顺丰研发投入占营收比重逐年上升



资料来源：公司公告、招商证券

表 3：快递企业研发情况对比

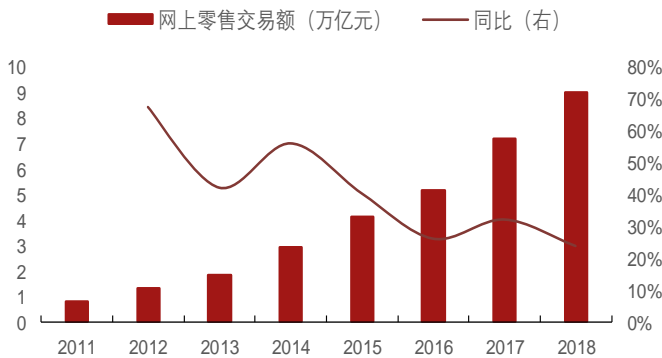
	顺丰	圆通	韵达
2018 年研发人员数量 (人)	5139	538	604
2018 年研发人员数量占比	3.8%	2.85%	6.92%
2019H1 研发投入金额: 亿元	12.09	0.37	0.40
2019H1 占比营业收入	2.41%	0.26%	0.26%

资料来源：公司公告、招商证券

二、重资产投入构筑 B 端竞争壁垒

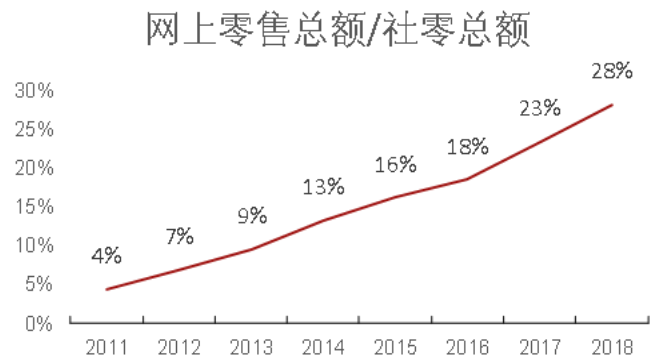
B2C 市场逐渐饱和，未来 B2B 市场是蓝海。如今 To C 端存在阿里与京东两家电商巨头，拼多多也在逐渐崛起，全民网购渗透率已经趋于饱和，电商红利逐渐式微，未来增长空间有限。但是 To B 端市场需求广阔，行业集中度较低，企业非常分散，干线、合同物流、冷链等领域都还没有超级巨头存在，目前仍是一片蓝海。

图 16：中国网上零售交易规模增速放缓



资料来源：国家统计局、招商证券

图 17：2011-2018 年网上零售交易额渗透率情况

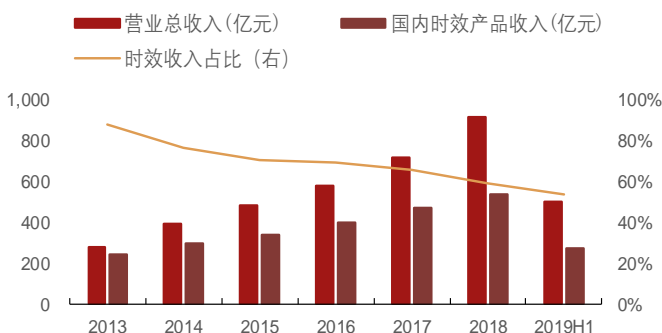


资料来源：国家统计局、招商证券

目前顺丰在 To b 端具有较强的先发优势。

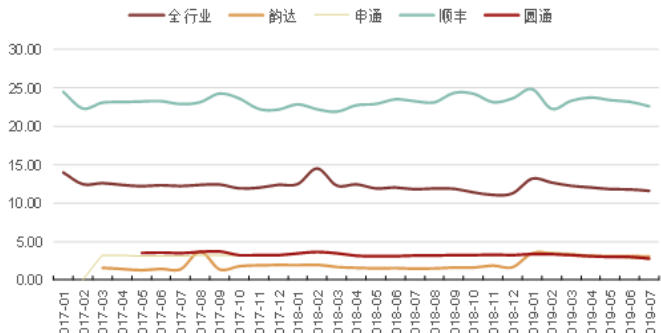
- 1) 传统业务保持稳定。**顺丰深耕高端商务件等细分领域，客户对服务时效和服务质量要求高，竞争者少，单票收入能在行业竞争加剧的情况下保持稳定，公司业绩得到较强支撑。此时，顺丰不断重资产投入，实行差异化竞争策略的优势逐渐显现出来。

图 18：顺丰时效件仍是核心盈利来源



资料来源：公司公告、招商证券

图 19：顺丰单票收入维持稳定 (单位：元)



资料来源：公司公告、招商证券

2) 近年来顺丰进行大规模资本开支, 抢先布局 B 端, 构筑了较强的竞争壁垒。顺丰目前正处于新业务拓展的关键时期, 近几年的资本开支占比都较高, 2014 年加大对转运中心的投入, 货运机队的建设, 2015 年重点布局重货业务和冷运业务, 2017-18 年进行了多项业务收购, 并投资建设鄂州货运机场, 资本支出比例提升至 12.8%。2019 年公司拟公开发行可转债, 预计募集资金总额 58 亿元, 主要用于飞机购置和智慧物流建设, 预计将与未来鄂州机场产生协同效应。至此, 传统业务、冷链、重货、供应链等多项 B 端业务已完成初步布局, 截至 19 年 H1, 新业务整体占营收比重上升至 23.66%, 同比+7.36pcts。“天网+地网+信息网”的庞大物流网络已构筑较强竞争壁垒, 预计资本开支高峰过去后, 资本开支占收入比例将收窄至 4%-6%。

表 4: 近三年大额资本开支项目

日期	大额资本支出项目	金额 (亿元)
2016 年	飞机和运力设备等	48.62
合计		48.62
2017 年	湖北国际物流核心枢纽项目	23.00
	飞机	16.80
	分拣中心	9.78
	车辆	8.16
合计		35.74
2018 年	收购敦豪供应链有限公司及敦豪物流有限公司	55.00
	办公综合楼	39.44
	飞机	16.38
	车辆	12.33
	分拣中心	11.73
	投资成立新夏晖	9.37
	信息技术设备	6.85
合计		96.10
2019 年资本开支计划	飞机购置及航材购置维修项目	20.48
	智慧物流信息系统建设项目	14.95
	速运设备自动化升级项目	11.59
	陆路运力提升项目	6.65
合计		53.67

资料来源: 公司公告、招商证券 注: 不完全统计

表 5: 2019H1 顺丰主要业务营收以及同比增速情况

	19H1 营收: 百万元	同比
时效	26765	4.02%
经济	11460	15.93%
快运	5072	46.99%
冷运及医药	2352	53.93%
同城配	785	129.13%
国际业务	1202	-1.60%

	19H1 营收：百万元	同比
供应链	1843	-

资料来源：公司公告、招商证券

3) 长期来看，我们判断顺丰四大业务具有较大市场空间，长期利润贡献可观。

经济件：顺丰目前已经进行了产品下沉的尝试，5月份的特惠专配驱动单量增速复苏。我们判断未来顺丰经济件长期收入复合增速有望突破8%。

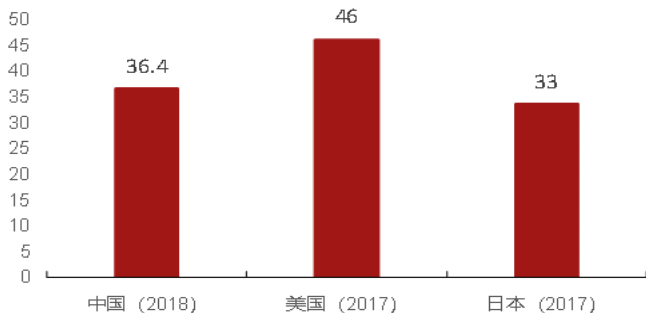
时效件：顺丰时效件收入占比最大（18年约58%），当前时效件市场整体进入稳定发展期，且与宏观经济走势相关性较强，预计未来5年复合增速超过7%。

重货/快运：据罗克博物研究院数据，2016年我国零担市场规模已达1.1万亿元，预计2025年整体零担规模实现翻倍，达2万亿元。重货业务目前已经实现快速起量，毛利率预计今年扭亏。我们判断顺丰快运业务将实现较快增长，预计未来5年复合增速超28%。

冷链：据易观分析，2017年我国冷链市场规模约2000亿元。预计2025年冷链市场规模达5000亿元。主要原因有两点：一是新零售业态下我国生鲜市场（生鲜常温下容易腐烂变质，损耗率高）还将迅速发展，二是我国庞大的医药消费市场（流通环节中药品尤其是疫苗需要全程冷运，否则疫苗容易变质失效）仍将继续扩张，近年来国家出台不少涉及医药流通的政策也支持了医药冷运行业的快速成长。当前顺丰冷运业务还未实现扭亏，但随着业务量扩张，未来单位成本将会被摊薄，长期净利率将会高于重货。长期来看，我们判断顺丰的冷链业务将实现40%以上的增速。

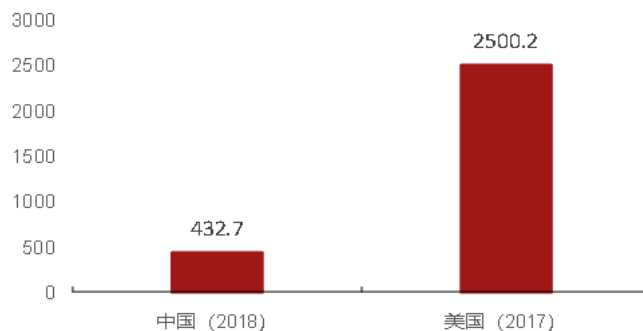
依据发达国家经验，我们认为中国具有诞生供应链物流巨头的土壤，而顺丰具备领先优势。中国具有较大的人口密度，便捷的交通运输网络，成熟的电子商务平台，与国外相比我们的快递物流企业更具有得天独厚的发展优势。对标国外，2017年美国人均快递件数为46件/人，而2018年我国人均快递件数仅为36.4件/人，随着我国中西部地区经济发展加快，我们判断中西部网购需求仍有提升空间，人均快递件数还将快速增长。另外，我国人均快递支出不足美国的1/6，与其相比仍有较大差距。随着我国经济发展转型升级，消费升级趋势不可避免，预计未来我国整体快递物流市场规模还有较大提升空间。庞大的市场规模孕育着绝佳的机会，顺丰在综合物流领域已布局多年，具备成为“巨无霸型”企业的综合实力。

图 20：美日中人均快递量对比（单位：件/人）



资料来源：国家邮政局、UPS、FedEX 年报、日本共通社、招商证券

图 21：美国与中国人均快递支出对比（单位：人民币）



资料来源：国家邮政局、UPS、FedEX 年报、招商证券 注：汇率依照 2017 年美元兑人民币平均汇率 6.71

三、盈利预测与投资建议

核心假设：

- 1) **时效件及经济件：**时效件市场与宏观经济密切相关，整体增速有所下滑，我们预计未来三年增速分别为 8%、10%、10%；经济件市场受益于特惠专配，预计未来三年增速分别为 18%、22%、18%。
- 2) **新业务：**重货业务目前已经实现快速起量，发展速度较快，预计 19-21 年增速为 50%、48%、40%；冷运业务迅速发展，预计未来三年增速为 56%、50%、40%；同城业务预计增速为 130%、80%、50%；国际业务预计增速为 5%、10%、10%。
- 3) **业务量增速：**由于快递行业市场增速整体趋缓，预计公司 19-21 年总体业务量增速为 23%、22%、20%。

表 6：顺丰控股营业收入、成本、毛利预测（2019-2021）

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
快件票数(百万件)	3052	3869	4759	5806	6967
快件票数 yoy	18%	27%	23%	22%	20%
单价(元)	23.13	23.18	22.94	22.76	22.70
单价 yoy	4%	0%	-1%	-1%	0%
营业收入	71272	90943	111205	135368	163090
yoy	24%	28%	22%	22%	20%
其中：货运物流	70608	89677	109146	132161	158162
货运物流收入 yoy	24%	27%	22%	21%	20%
其他收入	664	1266	2059	3207	4928
其他收入 yoy	95%	91%	63%	56%	54%
货运物流	70608	89677	109146	132161	158162
时效产品	46681	53356	57624	63386	69725
yoy	18%	14%	8%	10%	10%
经济产品	14821	20398	24070	29365	34651
yoy	23%	38%	18%	22%	18%
重货产品	4402	8055	12082	17882	25035
yoy	80%	83%	50%	48%	40%
冷运产品	2295	4244	6620	9931	13903
yoy	60%	85%	56%	50%	40%
同城配	366	995	2289	4120	6180
yoy	632%	172%	130%	80%	50%
国际产品	2043	2629	2760	3036	3340
yoy	44%	29%	5%	10%	10%
供应链			3700	4440	5328
yoy				20%	20%
营业成本	56905	74642	89832	109177	131668
yoy	23%	31%	20%	22%	21%
毛利润	14367	16301	21373	26191	31422
yoy	27%	13%	31%	23%	20%
毛利率	20.16%	17.92%	19.22%	19.35%	19.27%

资料来源：公司数据、招商证券

4) **CAPEX:** 顺丰目前正处于新业务拓展的关键时期, 近几年的资本开支占营收比重保持在 8%以上 (2014 年转运中心+货运机队, 2015 年重货+冷运, 2018 年多项收购业务+鄂州机场)。对标海外, 处于成熟期的 UPS 资本支出占营收比例较为稳定 (一般维持在 4-5%)。我们判断, 随着货运机场逐渐投入运营, 新业务发展进入新阶段, 资本开支放缓, 未来 CAPEX/营收逐渐收窄至 3%-6%。

5) **ROE 及净利率:** 随着顺丰综合业务发展成熟, 资本扩张脚步放缓, 预计未来 5 年 ROE 逐步改善至 15%, 净利率维持在 4-6%区间。

表 7: 盈利预测简表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	71094	90943	111205	135367	163090
营业成本	56823	74642	89831	109176	131667
营业税金及附加	199	222	272	331	399
营业费用	1357	1826	2233	2718	3274
管理费用	7350	9398	11343	13807	16635
财务费用	155	287	579	729	805
资产减值损失	64	104	104	104	104
公允价值变动收益	(3)	(6)	5	5	5
投资收益	1307	1360	1360	1360	1360
营业利润	6449	5818	8209	9867	11571
营业外收入	128	148	148	148	148
营业外支出	75	99	99	99	99
利润总额	6502	5868	8258	9917	11621
所得税	1750	1403	2148	2664	3194
净利润	4752	4464	6111	7253	8426
少数股东损益	(19)	(92)	(126)	(80)	(93)
归属于母公司净利润	4771	4556	6236	7333	8519
EPS (元)	1.08	1.03	1.41	1.66	1.93

资料来源: 公司数据、招商证券

投资建议: 当前顺丰业务量超预期快速增长, 成本控制持续加强, 鄂州机场稳步推进, 投资价值凸显。预计 19 年下半年之后成本有较大改善, 中长期来看利润将得到较大释放。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 62.36/ 73.33/ 85.19 亿元, EPS 分别为 1.41/ 1.66/ 1.93 元, 对应当前股价 PE 为 29.3/ 24.9/ 21.4x, 给予目标价 48 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

四、风险与提示

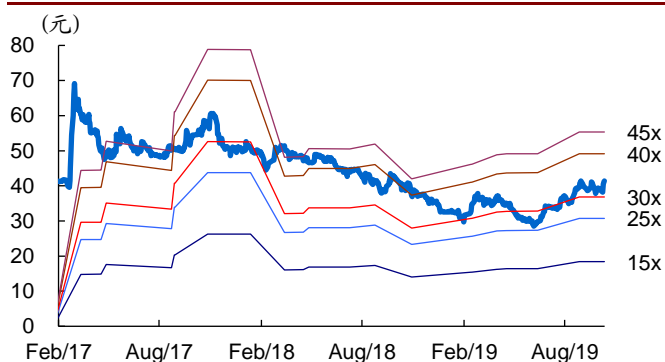
快递需求下滑: 快递行业当前需求增速放缓, 可能导致公司业务量增速不及预期, 影响公司业绩。

鄂州机场建设进度不及预期: 如果鄂州机场建设进度不及预期, 那么将影响公司在远程运输上的竞争力, 影响公司发展。

新业务发展不及预期: 公司积极进军新业务, 可能存在开展进度不及预期的风险, 最终拖累公司业绩。

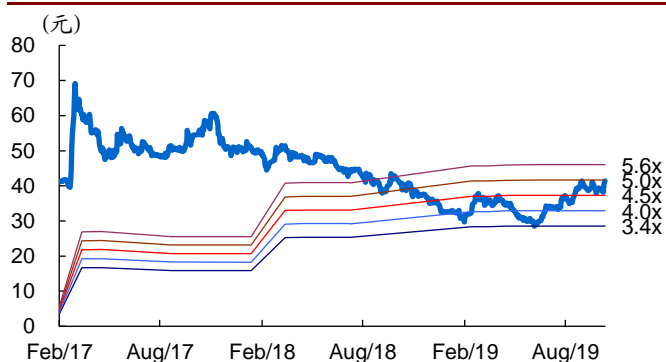
快递价格超预期下滑: 如果快递行业竞争加剧, 公司可能出现快递产品价格超预期下滑, 影响公司业绩。

图 22: 顺丰控股历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 23: 顺丰控股历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	31490	31922	37787	44227	54761
现金	17318	16131	15385	17514	23088
交易性投资	18	14	2526	2526	2526
应收票据	9	21	33	41	49
应收款项	5804	7353	9341	11371	13700
其它应收款	1554	1398	2002	2437	2936
存货	446	818	985	1197	1443
其他	6339	6186	7516	9143	11020
非流动资产	26171	39693	48037	48401	49649
长期股权投资	605	2203	2400	2400	2400
固定资产	11895	13967	15838	14798	14621
无形资产	5264	6662	9496	9286	9008
其他	8407	16861	20303	21917	23620
资产总计	57660	71615	85825	92628	104410
流动负债	21545	26369	30078	28876	31698
短期借款	4619	8585	10329	6000	6000
应付账款	6905	7887	9492	11537	13913
预收账款	368	468	563	684	825
其他	9652	9429	9694	10656	10960
长期负债	3383	8331	14109	16109	18109
长期借款	2345	998	6698	8698	10698
其他	1038	7333	7411	7411	7411
负债合计	24928	34701	44187	44985	49807
股本	4411	4419	4414	4414	4414
资本公积金	15873	15869	15415	15415	15415
留存收益	12397	16274	21582	27667	34720
少数股东权益	52	353	227	148	55
归属于母公司所有者权益	32681	36561	41411	47496	54548
负债及权益合计	57660	71615	85825	92628	104410

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	6108	5425	7391	9867	10688
净利润	4771	4556	6236	7333	8519
折旧摊销	3055	3509	4545	5034	4960
财务费用	455	612	579	729	805
投资收益	(1157)	(1166)	(1365)	(1365)	(1365)
营运资金变动	(1110)	(1992)	(2262)	(1784)	(2138)
其它	93	(93)	(341)	(80)	(93)
投资活动现金流	(2425)	(9329)	(13820)	(4032)	(4842)
资本支出	(5643)	(11638)	(10200)	(5077)	(5807)
其他投资	3218	2310	(3620)	1045	965
筹资活动现金流	6042	2973	5683	(3706)	(271)
借款变动	(307)	(1703)	7571	(1729)	2000
普通股增加	227	8	(5)	0	0
资本公积增加	7636	(4)	(454)	0	0
股利分配	(1841)	(970)	(928)	(1247)	(1467)
其他	326	5642	(501)	(729)	(805)
现金净增加额	9726	(931)	(746)	2129	5575

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	71094	90943	111205	135367	163090
营业成本	56823	74642	89831	109176	131667
营业税金及附加	199	222	272	331	399
营业费用	1357	1826	2233	2718	3274
管理费用	7350	9398	11343	13807	16635
财务费用	155	287	579	729	805
资产减值损失	64	104	104	104	104
公允价值变动收益	(3)	(6)	5	5	5
投资收益	1307	1360	1360	1360	1360
营业利润	6449	5818	8209	9867	11571
营业外收入	128	148	148	148	148
营业外支出	75	99	99	99	99
利润总额	6502	5868	8258	9917	11621
所得税	1750	1403	2148	2664	3194
净利润	4752	4464	6111	7253	8426
少数股东损益	(19)	(92)	(126)	(80)	(93)
归属于母公司净利润	4771	4556	6236	7333	8519
EPS (元)	1.08	1.03	1.41	1.66	1.93

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	24%	28%	22%	22%	20%
营业利润	75%	-10%	41%	20%	17%
净利润	14%	-5%	37%	18%	16%
获利能力					
毛利率	20.1%	17.9%	19.2%	19.3%	19.3%
净利率	6.7%	5.0%	5.6%	5.4%	5.2%
ROE	14.6%	12.5%	15.1%	15.4%	15.6%
ROIC	10.3%	9.0%	10.2%	11.5%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	43.2%	48.5%	51.5%	48.6%	47.7%
净负债比率	16.9%	13.8%	20.3%	16.9%	17.0%
流动比率	1.5	1.2	1.3	1.5	1.7
速动比率	1.4	1.2	1.2	1.5	1.7
营运能力					
资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.5	1.6
存货周转率	134.9	118.1	99.7	100.1	99.8
应收帐款周转率	13.7	13.8	13.3	13.1	13.0
应付帐款周转率	9.3	10.1	10.3	10.4	10.3
每股资料 (元)					
每股收益	1.08	1.03	1.41	1.66	1.93
每股经营现金	1.38	1.23	1.67	2.24	2.42
每股净资产	7.41	8.27	9.38	10.76	12.36
每股股利	0.22	0.21	0.28	0.33	0.39
估值比率					
PE	38.3	40.2	29.3	24.9	21.4
PB	5.6	5.0	4.4	3.8	3.3
EV/EBITDA	14.9	15.1	10.3	8.8	7.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。