

分析师 许可
 执业证书编号：S1220518090001
 TEL：0755-36876476
 E-mail xuke0@foundersec.com

联系人：李跃森
 TEL：18503093683
 E-mail: liyuesen@foundersec.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《新物流时代系列之顺丰控股（一）：先胜而后战》2018.09.10

请务必阅读最后特别声明与免责条款

1. 战略选择时效赛道，赢得上一个十年。2006年开启的电商市场高速增长，带动我国快递业进入黄金十年，处于中高端市场的时效件赛道在这一阶段脱颖而出，成为最好的赛道——单票利润最高、业务增长迅速、几乎没有竞争。制度是王朝的根基，时势为企业提供机遇，转向直营制模式的顺丰在创始人王卫先生带领下，绝对低调而又高度专注，充分享受了这一赛道的发展红利，成为当下中国最优秀的快递企业。

2. 行业格局逐步演变，多元市场格局确立，中高端市场增长相对稳健，中低端市场逐渐崛起。由于各细分赛道之间业务模式及客户需求存在巨大差异，我国快递市场可细分为中高端和中低端两大赛道，中低端赛道主要是以淘系为代表的电商件，中高端赛道则可进一步细分为时效件（以商务件为主）、品质电商件和公务件。当前，快递市场已经初步形成了“中高端市场：商务件顺丰一家独大，品质电商件京东占得先机，公务件EMS独家经营；中低端市场：一超多强格局初现，二三线快递在夹缝中求生存”的行业格局。顺丰所在的中高端市场，游戏规则是服务与时效，增长相对稳健，增速与宏观经济高度相关；而通达系所在中低端市场，游戏规则是价格，增长快于中高端但增速逐渐放缓。

3. 时效市场绝对王者，电商市场聚焦中高端。时效件赛道和电商件赛道是快递行业现在最主要的两条赛道，顺丰都有所布局，但侧重点不一。与时效市场的全力布局并独占该市场相比，顺丰根据自身优势，在电商市场选择了用网络型模式聚焦中高端电商件，并根据品牌方需求变化逐步推进仓储能力建设，由于基因问题战略放弃了中低端的C2C业务和中高端的自营电商B2C业务。

4. 三个层次扩张，顺丰再迎战略机遇期。快递行业选择大于努力，今日取得的巨大成就，往往根源于起步阶段的战略布局。上一个十年，顺丰通过时效市场战略顺利登顶快递之巅。如今，顺丰面临第二次转型，再迎战略机遇期。就当前时点，顺丰正面临着三个层次的战略扩张选择。第一层次，内向扩张，从中高端扩张到高中低端全市场覆盖，快运板块的加盟制品牌顺心捷达已经迈出第一步；第二层次，外向扩张，从快递业务扩张到综合物流服务；第三层次，集团层面从物流市场顺势切入上游，成为零售平台。下一个十年，风口已经悄然切换，顺丰也已经处在从优秀到卓越的过渡阶段，并呈现出过渡阶段的明显特征，机遇与挑战并存。

5. 投资建议: 预计公司 2018-2020 年销售收入分别为 905.59 亿元、1131.40 亿元和 1402.46 亿元。归母净利润分别为 38.60 亿元、41.35 亿元和 50.43 亿元。对应 PE 分别为 44.65、41.68、34.18, 维持“推荐”评级。

风险提示: 宏观经济持续大幅下滑, 主业市场竞争加剧, 成本超预期增长, 新业务拓展受阻

盈利预测:

单位/百万	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	71094.30	90558.77	113140.31	140246.24
(+/-) (%)	23.68	27.38	24.94	23.96
归母净利润	4770.69	3860.44	4135.52	5043.13
(+/-) (%)	14.12	-19.08	7.13	21.95
EPS(元)	1.08	0.88	0.94	1.14
P/E	46.65	44.65	41.68	34.18

数据来源: wind 方正证券研究所

目录

1	战略选择时效赛道，赢得上一个十年	5
1.1	时效之王，服务一流	5
1.2	品牌卓越，全球领先	5
1.3	利润第一，领跑行业	6
1.4	深耕时效赛道，是上一个十年成功的关键	6
2	行业格局演变：多元市场格局确立，中高端市场增速相对稳健，中低端市场逐步崛起	8
2.1	公路货运市场细分：顺丰高居金字塔顶	8
2.2	快递行业市场细分：中高端增长相对稳健，中低端崛起为第一大市场	9
2.2.1	行业格局日渐清晰，多元市场格局确立	9
2.2.2	中高端增长稳健，但相对优势有所减弱	10
2.2.3	中低端崛起，未来三至五年市占率持续占优	11
2.3	中高端市场的游戏规则是时效与服务，中低端市场的游戏规则是价格	13
2.3.1	中高端市场的游戏规则是时效和服务，适合直营制	13
2.3.2	中低端市场的游戏规则是价格，适合加盟制	13
3	时效件市场绝对王者，电商件市场聚焦中高端	14
3.1	时效业务门槛最高，护城河不断加深	14
3.2	电商业务选择性布局，聚焦中高端电商件	16
4	三个层次扩张，再迎战略机遇期	17
4.1	三个层次扩张，以快递为核心扩大能力圈	17
4.2	第一层次，从中高端市场扩张到高中低端市场全覆盖	18
4.3	第二层次，从快递业务扩张到综合物流服务	19
4.4	第三层次，向上游延伸，切入零售平台	20
5	风险提示：	21

图表目录

图表 1:	深圳至北京快递平均时效	5
图表 2:	2017 年快递服务满意度调查结果	5
图表 3:	顺丰上榜 2018 年 BrandZ 全球最具价值品牌 100 强	6
图表 4:	顺丰单票收入与快递行业单票收入比较	6
图表 5:	顺丰净利润领跑快递行业	6
图表 6:	2003 年中国快递三强: 顺丰、申通、宅急送	7
图表 7:	公路货运市场细分	8
图表 8:	快递行业市场细分及格局	9
图表 9:	CR8 指标不能反映中低端市场集中度	10
图表 10:	顺丰与“三通一达+百世”总业务量比较	10
图表 11:	我国网上零售总额持续高速增长	11
图表 12:	在电商带动下, 快递业务量井喷式增长	11
图表 13:	中、美人均可支配收入对比	11
图表 14:	中国收入分布结构(2015 年)	11
图表 15:	中高端市场游戏规则是时效与服务	13
图表 16:	中低端市场游戏规则是价格	14
图表 17:	2013-17 年顺丰时效件增速稳定在 15%-20% 之间	15
图表 18:	时效业务增速是 GDP 增速的 2-3 倍	15
图表 19:	顺丰机队规模增长情况	15
图表 20:	顺丰标快、特惠、电商件产品票均单价	16
图表 21:	2018 中报顺丰经济件业务收入大增	16
图表 22:	物流行业两大货物来源: 生产端、零售端	17
图表 23:	顺丰面临三个层次战略扩张选择	17
图表 24:	顺丰通过与“新邦”合作, 迅速切入快运中低端市场	18
图表 25:	2017 年我国快递行业市场规模达到 5000 亿元	19
图表 26:	顺丰之于菜鸟, 正如京东之于阿里	20
图表 27:	分业务收入预测表	22
图表 28:	可比公司估值	22

1 战略选择时效赛道，赢得上一个十年

中国民营快递业发轫于 1993 年，今天已经位居中国快递龙头的顺丰，也是在这一年创立。经过近 25 年的发展，顺丰历经从加盟制到直营制、从区域网络到全国网络、从价格战揽货到专注中高端等多次关键转折，从而成长为中国快递业时效之王。

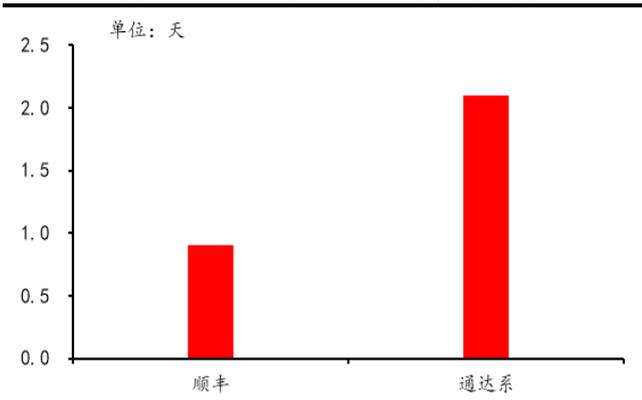
由于各细分赛道之间业务模式及客户需求存在巨大差异，我国快递市场可细分为中高端和中低端两大赛道，中低端赛道主要是以淘系为代表的电商件，中高端赛道则可进一步细分为时效件（以商务件为主）、品质电商件、公务件。当前，快递市场已经初步形成了“中高端市场：商务件顺丰一家独大，品质电商件京东占得先机，公务件 EMS 独家经营；中低端市场：一超多强格局初现，二三线快递在夹缝中求生存”的行业格局。

上一个十年是中国快递业发展的黄金十年，处于中高端市场的时效件赛道在这一阶段脱颖而出成为最好的赛道——单票利润最高、业务增长迅速、几乎没有竞争。顺丰在创始人王卫先生的带领下，绝对低调而又高度专注，充分享受了这一赛道的发展红利，取得了令人瞩目的成就。

1.1 时效之王，服务一流

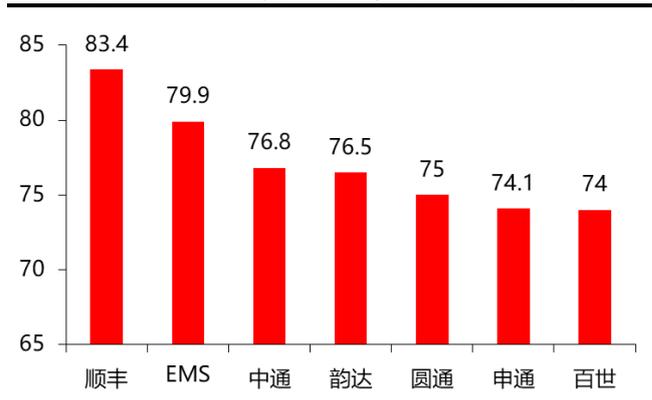
顺丰在时效和服务上遥遥领先于同行。借助其庞大的航空网络，顺丰在 800 公里以上业务的时效优势无可撼动，这一速度同行短时间内难以企及。以深圳至北京的快递时效为例，顺丰时效件平均用时仅需 0.8 天，领先其它快递同行 1 天以上。同时，在直营业务模式之下，顺丰总部能够以绝对掌控力对整个快递流程进行强势管理，既能够保证末端服务稳定在高水平状态，又能保证转运过程中的安全可靠。

图表1：深圳至北京快递平均时效



资料来源：快递 100 时效查询工具

图表2：2017 年快递服务满意度调查结果



资料来源：国家邮政局，方正证券研究所

1.2 品牌卓越，全球领先

优质的服务和领先的时效，经过长期积累，铸造出卓越的品牌价值。在 2018 年 BrandZ 全球最具价值品牌 100 强排名中，顺丰位列全球第 90 名，是上榜的 15 家中国企业之一，也是唯一上榜的中国物流企业。

图表3: 顺丰上榜 2018 年 BrandZ 全球最具价值品牌 100 强

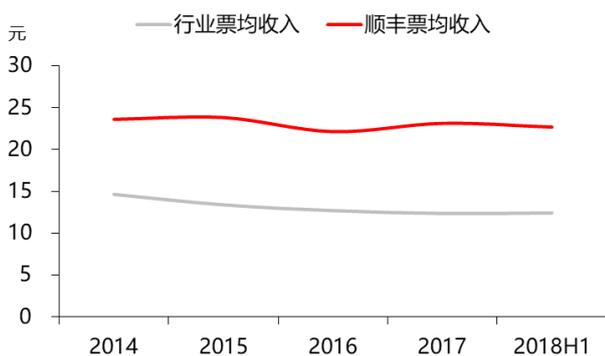
全球排名	品牌	类别
1	Google	科技
16	UPS	物流
50	HSBC	银行
56	FedEx	物流
62	DHL	物流
90	顺丰	物流

资料来源:《2018 年 BrandZ™全球品牌 100 强》, 方正证券研究所

1.3 利润第一, 领跑行业

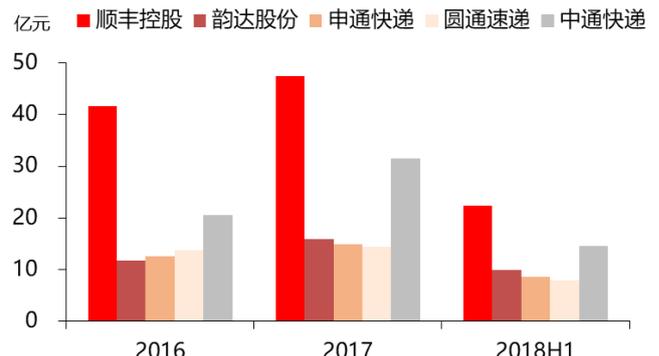
时效件市场属于中高端赛道, 客户对时效与服务的敏感度远超对价格的敏感度, 因而顺丰采用高价模式以保证时效和服务, 这就导致顺丰的单票收入远超快递行业平均水平。同时, 由于顺丰几乎独占这一赛道, 即便业务量不及通达系, 但净利润水平领跑行业, 多年来稳居第一。

图表4: 顺丰单票收入与快递行业单票收入比较



资料来源: 公司公告, 国家邮政局, 方正证券研究所

图表5: 顺丰净利润领跑快递行业



资料来源: WIND, 方正证券研究所

1.4 深耕时效赛道, 是上一个十年成功的关键

顺丰的脱颖而出, 一方面是因为管理层卓越的企业家才能和关键时点的战略抉择, 另一方面更是因为充分享受了时效件赛道的发展红利。

2003 年左右, 经过 10 年的粗放发展, 民营快递就初步形成了“南顺丰、东申通、北宅急送”的三足鼎立格局, 当时来看, 三家企业都有可能崛起为中国快递业第一家霸主。宅急送与顺丰都是采用直营制, 而申通较为特殊, 采用加盟制。直营制天然高投入、高成本, 但也最契合中高端市场的需求; 加盟制低投入、低成本, 但企业能够以极低成本生存并实现超高速扩张。

图表6： 2003 年中国快递三强：顺丰、申通、宅急送



资料来源：方正证券研究所

也许出发之时，结局就已注定，地域经济基础的差异和商业模式的选择，最终决定了三家企业迥然不同的发展路径。深耕中高端“时效件赛道”的顺丰随着时效业务持续增长，成为今日整个快递行业的最大赢家。申通虽然处在超高速增长的中低端电商件赛道上，但由于玩家众多，深陷价格战泥潭，利润水平与顺丰相去甚远。而宅急送由于赛道定位不清晰，很快便逐步掉队。

顺丰从粤港跨境业务起家。由于珠三角地区经济活跃，市场需求旺盛，同时跨境市场利润水平较高，顺丰迅速完成了资本积累，为进军中高端市场打下了坚实的基础。在转向直营制后，顺丰中高端小件的产品定位日益清晰，虽然资金压力大增，但是自身业务健康发展，造血能力良好，在不借助股权融资支持的情况下就能实现高速增长，并顺利乘上了时效件业务发展的东风。

申通所在的长三角地区同样市场需求旺盛，但竞争异常激烈，一开始申通就面临更为恶劣的生存环境。申通本是农民快递，资金积累不多，作为民营企业在当时的金融环境之下更是难以获得银行信贷支持，因而起步之时即困难重重。但是创始人聂腾飞先生却创造性的通过加盟制冲破了这一限制，选择了一条非常符合中低端市场需求和自身能力的发展道路，果断放权，降低成本，并在 2007 年以后随着淘宝业务的腾飞实现超高速增长。

宅急送所在京津冀市场经济活跃度本就不如上述两个地区，导致自身业务造血能力不足。同时，宅急送又选择了直营制这样一种高成本的运作方式，成立之初就屡受资金问题困扰，因此也是三家之中唯一一家从一成立就不得不依赖融资输血的公司。由于扩张步伐没有紧跟市场需求，并且产品定位过宽，超越自身运营能力，宅急送本就紧绷的资金链在 2008 年的一系列变故中被压垮。顺丰在中高端市场唯一可能的对手从此掉队，并逐渐与顺丰拉开距离。

在快递这种商业模式实属二流的行业之中，顺丰避开了激烈竞争，独辟蹊径走上了一条非常优质的赛道，并在卓越的管理之下成长为一家令人尊敬的优秀企业。如何认识这种成就？首先要客观地认识时效件市场在整个物流市场中的独特地位。

2 行业格局演变：多元市场格局确立，中高端市场增速相对稳健，中低端市场逐步崛起

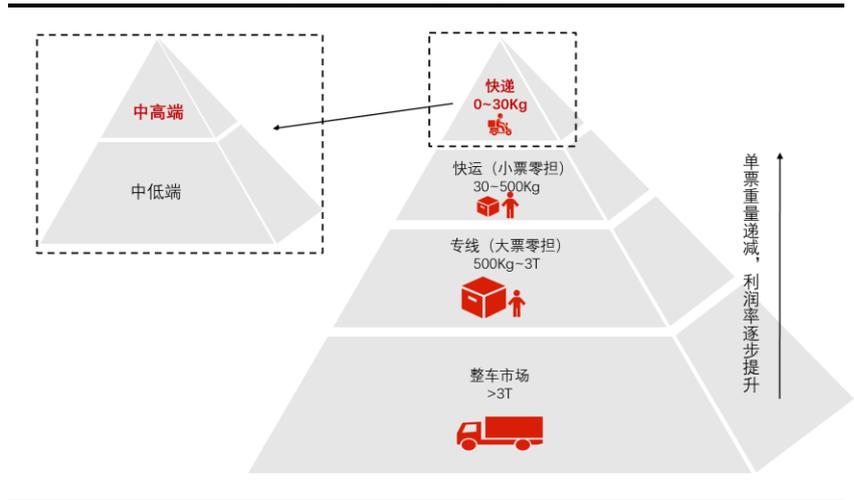
决定寄件人最终选择顺丰还是通达系的，是客户的需求以及愿意为需求付出的价格。需求有多大，市场就有多大。因此，最终决定顺丰规模的，不是其时效能力，而是其所覆盖赛道的市场规模。

2.1 公路货运市场细分：顺丰高居金字塔顶

对于客户来说，快递是个成本项，其需求是在一定时间段内把一定量的物品安全送达，并且在服务无差异的情况下，价格越低越好。但是企业最开始阶段，一是由于操作能力的限制，二是缺乏资本驱动，必须从细分市场开始起步，在一个细分领域做精做强之后，才有条件向外扩展，扩大能力圈。

分析快递行业，首先要明确快递市场在整个公路货运市场中的地位。公路货运行业金字塔，可以作为认识快递行业乃至公路货运行业的入口。

图表7：公路货运市场细分



资料来源：方正证券研究所

(1) 根据货物重量的差异，整个公路货运行业可细分为快递、快运、专线和整车。从快递到整车，随着单票重量逐步递增，利润率逐步下降，但市场规模在快速增大。

(2) 根据运作模式和客户需求的巨大差异，每一个行业都需要进一步细分中高端以及中低端，定位中高端快递市场的顺丰位于整个公路货运行业金字塔塔顶，利润率最高，但更高一层、处于金字塔尖的国际时效件业务，由于已经被国际巨头牢牢占据，顺丰事实上也难以进入。

(3) 顺丰和通达系，从事的是小件快递，最容易实现自动化，利润率最高。二三线快递目前主攻的大件快递市场，即超小票零担市场，处在快递和快运的交叉地带，利润率低于小件快递。

(4) 快递以C端业务为主，快运、专线、整车则都以B端业务为主。市场率先出现了对全国性快递网络公司的需求，而且需求增长迅猛，因而快递这一细分领域先于其他领域培育出了巨头企业。随着顺丰以及通达系企业实力日益增强，其向B端的快运业务扩张也就成

了必然趋势。但这种扩张并非业务的自然延伸，由于货物重量、客户类型都发生了巨大变化，快递公司往往需要另起炉灶，为快运业务搭建新的网络及转运中心，并建立与重货相匹配的操作模式。

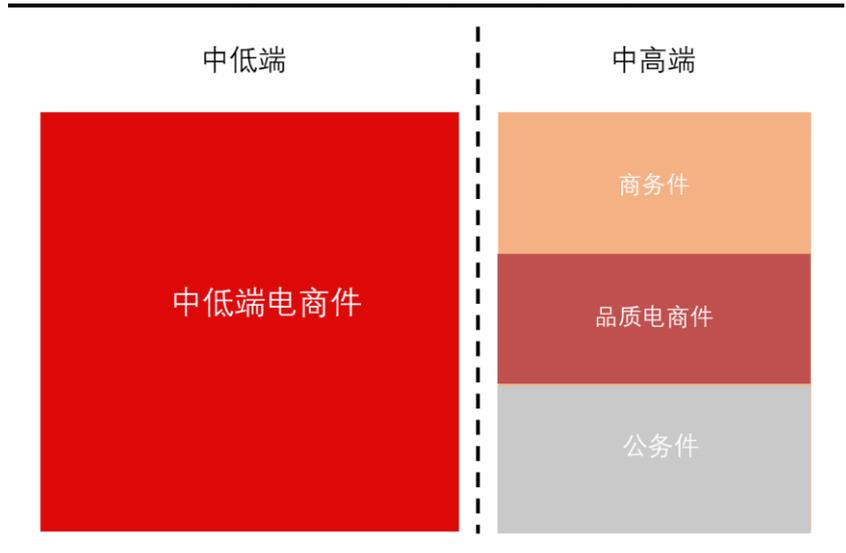
2.2 快递行业市场细分：中高端增长相对稳健，中低端崛起为第一大市场

快递行业赛道众多，由于规模效应的存在，导致跨赛道扩张难度极大，通达系难以进入顺丰的市场，顺丰也同样难以进入通达系的市场。因此，分析快递行业首先应看清细分赛道，明确各条赛道的商业模式和游戏规则，其次才是对赛道中的企业进行分析。

2.2.1 行业格局日渐清晰，多元市场格局确立

根据各细分赛道之间业务模式及游戏规则的不同，我国快递市场可细分为中高端和中低端两大主赛道，中低端赛道主要为淘系电商件，中高端赛道则可进一步细分为时效件（以商务件为主）、品质电商件、公务件三大子赛道。

图表8： 快递行业市场细分及格局



资料来源：方正证券研究所

整个快递行业，发展到今天竞争者看似依然很多，但事实上细分子行业内部的格局都已经非常清晰。中高端市场3个子行业中，商务件、公务件，都已经一家独大；品质电商件，京东依靠仓配模式占得先机。

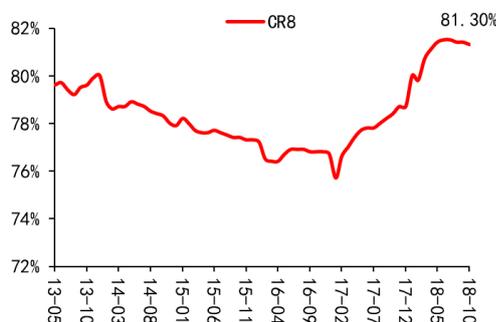
中低端市场，行业格局已经不再是百花齐放，一超多强的格局正在形成，龙头呼之欲出。在持续降价压力之下，通达系盈亏平衡线提升到了日货量1300万票左右，二三线快递都已经被淘汰出小件快递赛道，只能在利润水平较低、暂时被通达系忽略的大件快递市场艰难求生。赛道内只剩下三通一达、百世、天天及邮政7家，虽然玩家依然不少，但市场已经实现高度集中，接下来只是7家内部的竞争与分化。从业务量指标来看，2017年我国快递行业总业务量为400.6亿件，在不考虑天天快递、邮政的情况下，以三通一达加百世5家企业为代表的中低端电商件2017年市占率达到60%，中低端赛道已经崛起为

第一大赛道。

从细分子行业视角来看，我国快递行业多元市场格局已经形成，中低端市场占据半壁江山，并且占比还在不断提升。

包括顺丰在内的各大快递企业对于大规模跨赛道扩张都很谨慎，更多仍然是在各自细分赛道中深耕，因此现阶段快递业 CR8 指标一定程度上已经失效。CR8 指标中，作为分子的 8 家企业不在同一个赛道上，而作为分母的行业总业务量又将至少 4 条细分赛道（中低端+商条件+公条件+品质电商件）的业务量都囊括在内，因此该指标并不能有效反映企业真实竞争状况。由于中低端电商件赛道业务量基数大，增速高，CR8 的提升更多反映的不是企业在子行业的市占率提升，而是中低端赛道相对于其它赛道在整个快递市场中的市占率提升。

图表9： CR8 指标不能反映中低端市场集中度



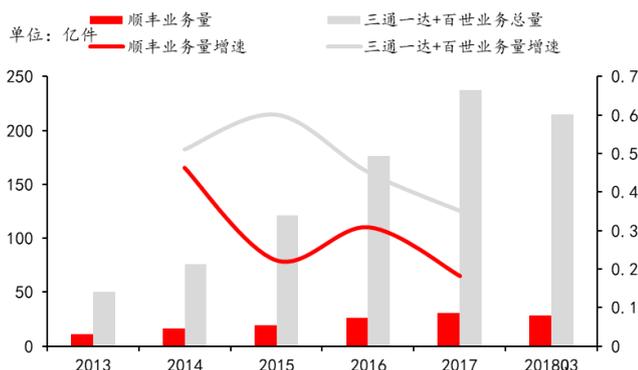
资料来源：WIND，方正证券研究所

2.2.2 中高端增长稳健，但相对优势有所减弱

中高端赛道虽然增速不及中低端，但一直以来增长非常稳健，市场规模持续增长。顺丰所在的商条件赛道，目前仍然是顺丰一家独大，但相对于中低端赛道的优势正在减弱。在将其它新业务全部计入的情形下，2017 年顺丰业务量达到 30.52 亿件，市占率为 7.6%。

改变发生在中低端市场。此前中低端市场呈现百花齐放格局，深陷恶性价格战泥潭，而时效件赛道一直只有顺丰一家，相比之下，中低端赛道劣势尽显。但发展到今天，中低端市场从百花齐放初步过渡到了一超多强，行业格局日渐优化，利润规模快速提升，中高端市场相对中低端的利润等优势因而逐步减弱。

图表10： 顺丰与“三通一达+百世”总业务量比较

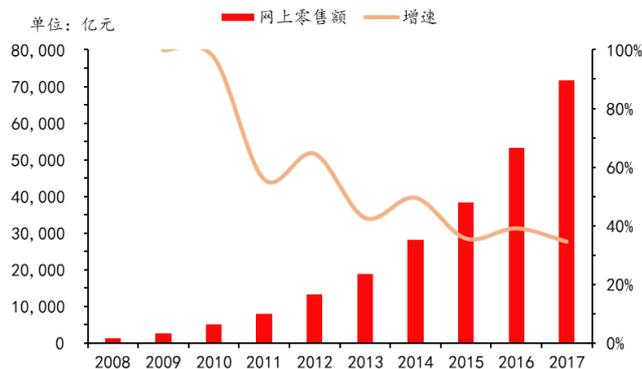


资料来源：WIND，方正证券研究所

2.2.3 中低端崛起，未来三至五年市占率持续占优

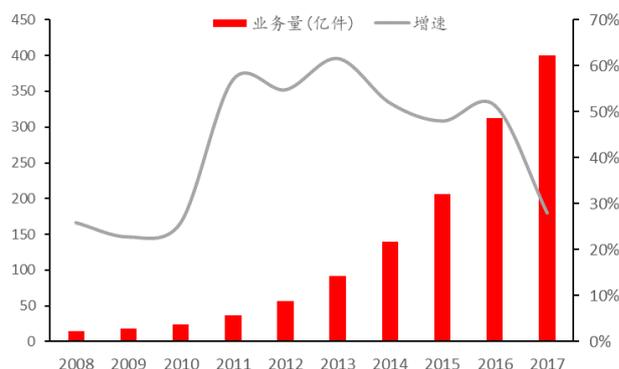
就零售业务而言，商业模式的成败取决于其背后供应链的支持能力。通达系加盟制下的低成本网络型快递模式使阿里巴巴 C2C 业务快速发展成为可能，同时，电商业务超高速发展反过来也带动中低端快递业务量实现井喷式增长，并强势改变了快递业各细分赛道之间的规模占比。

图表11：我国网上零售总额持续高速增长



资料来源：中国电子商务研究中心、方正证券研究所

图表12：在电商带动下，快递业务量井喷式增长



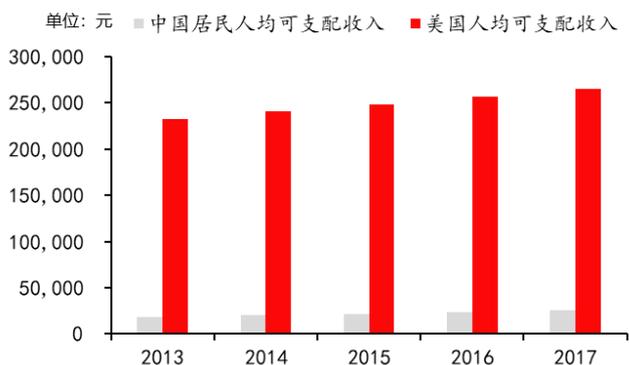
资料来源：国家邮政局、方正证券研究所

相对于中高端的各条赛道，中低端是大众市场。虽然我国整体消费水平逐步提升，消费意识在苏醒，长期来看，快递领域消费升级也是不可逆转的时代潮流，但是中低端快递市场在未来三到五年依然会是第一大市场。这由三方面因素决定：

(1) 收入水平决定对中低端产品的需求

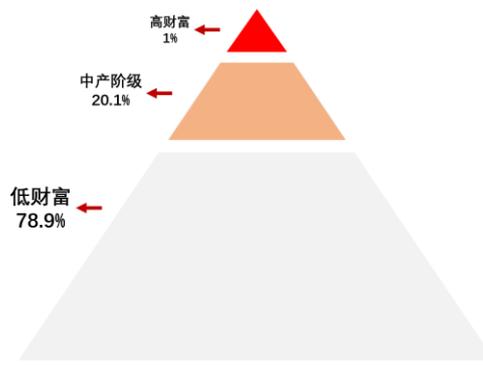
不同细分市场规模的差异，往往根源于需求的差异，而需求在根本上是由我国现阶段基本国情决定。快递作为一种消费需求，其市场分布结构与我国国民收入水平、收入分布结构高度相关。在进行快递行业研究过程中，必须时刻注意我国作为一个发展中国家，人均收入水平是远低于发达国家的，收入分布结构上又以中低收入人群为主。这一基本国情决定，现在以及未来相当长一段时间内，中低端快递市场会是我国快递行业第一大市场。

图表13：中、美人均可支配收入对比



资料来源：WIND，慧博经济数据库，方正证券研究所

图表14：中国收入分布结构（2015年）



资料来源：中国家庭金融调查 CHFS，方正证券研究所

另一方面，快递业是服务业，人力成本占比高，我国庞大人口基数形成的人口红利和规模效应，也为打造低成本的快递运作模式提供了土壤，使中低端市场的存在成为可能。

(2) 线上零售的发展决定对电商件的需求

我国快递业务量已经连续四年高居全球第一，远超美国、日本等国家，其中占比保守估计已经超过 70% 的电商件，对总业务量增长贡献最大。线上零售的蓬勃发展，为中低端电商件市场带来了远超其他赛道的业务量。相较于公务件、商务件，电商件具有消费属性，目标客户群体更为庞大，需求也更为高频。其最终客户是消费者个人，并且覆盖了各个消费阶层。

线上零售的高速增长，首先得益于我国在目前的国际分工中所获得的产业链优势。我国作为世界工厂，自身就可以提供非常丰富且价格比线下渠道低廉很多的产品选择，这为线上消费习惯的形成提供了基础性条件。拼多多的成功，在今年引起了关于消费升级还是降级的广泛争论。它的出现，使中低端消费群体原本就存在的需求得以被满足，从这个角度讲，拼多多现象体现的是低线城市以及一二线城市中低端消费群体的消费升级。在此之前，他们是长期被京东、阿里忽略甚至选择性放弃的。但远超市场预期的是，这一中低端市场的规模竟然如此庞大，以至于拼多多历时两年多 GMV 就达到了千亿级别，同样的路京东走了 10 年，淘宝走了 5 年，并且最新的拼多多用户量已经超越京东。

2018 年是电商渠道下沉之年，拼多多为整个行业提供了最佳下沉方案。受益于电商渠道进一步下沉，以及跨境电商业务的快速增长，即便电商件未来增速缓慢下降不可避免，但增长空间依然巨大。

(3) 产品属性决定对更低价格的不懈追求

无论对企业还是个人而言，快递都是成本项，属于高频次的易耗品，是费用项支出，即这部分花费无法作为价值的组成部分。客户在做快递消费决策时，实际上是无形中做了两次决策，第一次是根据需求选择中高端还是中低端，第二次则是在细分子行业同质的竞争中选择性价比最高的产品。

基于理性经济人假设，消费者对于较低的费用有天然的偏好。在进行第一次决策时，消费者会根据自身消费能力和托运物品属性，在价格敏感和时效服务敏感之间寻求平衡点。在第二次决策时，由于产品类型已经选定，消费者将会在同质服务中寻找价格最低的那个。因此，不仅中低端市场追求低价，在产品品质无差异的情况下，中高端同样会追求更低的价格，只是中低端是对价格的偏好更强一些。对快递企业而言，差异化会直接影响消费者的决策，但差异化也意味着更高的成本，如果操作不当就会使企业同赛道的价格竞争中处于劣势。

收入分布结构的优化、产业结构的变迁是一个长期而缓慢的进程，因此中低端市场占据市场主流的格局短期内不会改变，并且由于基数效应和增速优势，其占比在接下来三到五年仍将继续提升，与中高端市场的规模差距会进一步拉大。

2.3 中高端市场的游戏规则是时效与服务，中低端市场的游戏规则是价格

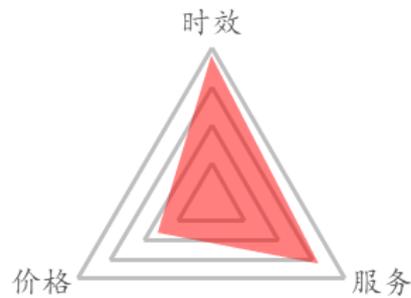
中高端市场与中低端市场，是两个完全不同的赛道，有着截然不同的运作逻辑和客户群体。表面看来，中高端和中低端快递市场的区别主要是价格，但价格的差异体现的正是背后客户需求的极大不同。

2.3.1 中高端市场的游戏规则是时效和服务，适合直营制

中高端市场托运的物品一般是难以复制的票据、公商务文件和个人物品等，容错率极低，一旦丢失或者延误造成的损失极大，客户的需求体现为对时效和服务的敏感度远超对价格的敏感度。

相应的，定位中高端的快递企业就必须围绕时效和服务打造产品，将价格放在次要地位。优质的服务需要直营制做保证，更高的时效意味着必须采用空运，或者流转环节运输的车辆没有装满但到了时间节点也必须发车，因此带来的必然是高成本以及相应的高价格。时效能力和服务能力是中高端市场快递公司的基本竞争力，优质的品牌是其追求时效和服务的必然产物。

图表15： 中高端市场游戏规则是时效与服务



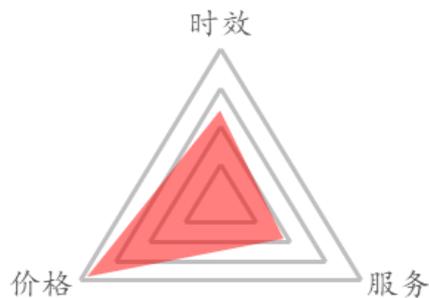
资料来源：方正证券研究所

2.3.2 中低端市场的游戏规则是价格，适合加盟制

中低端市场的托运物品以低附加值的标准化商品为主，容错率高、复制性强，客户群体多为电商卖家。电商市场由于竞争充分，本身就在进行激烈价格战，而快递作为成本项，电商卖家有充足动力压低快递价格获得竞争优势。客户的需求体现为对高价格极端厌恶、服务和时效满足基本要求即可，因此对价格的敏感度远超对服务和时效的敏感度。

相应的，定位为中低端的企业就必须围绕价格打造产品，将服务和时效放在次要地位，在保证基本服务和稳定时效的基础上，一切以降低成本为核心，组织架构上必须采用加盟制，能省的成本全部省掉，以满足客户对低价的需求。因此，降价能力和成本管控能力是中低端市场快递公司的最核心竞争力。

图表16： 中低端市场游戏规则是价格



资料来源：方正证券研究所

3 时效件市场绝对王者，电商件市场聚焦中高端

时效件赛道和电商件赛道是快递行业现在最主要的两条赛道，顺丰都有所布局，但侧重点不一。与时效市场的全力布局并独占该市场相比，顺丰在电商件市场进行的是选择性布局。

3.1 时效业务门槛最高，护城河不断加深

时效业务是顺丰立身之本，读懂时效市场就读懂了顺丰的一半。梳理顺丰的过去、现在和未来可以帮助我们更深刻地理解时效市场。

(1) 门槛最高，顺丰获得唯一入场券

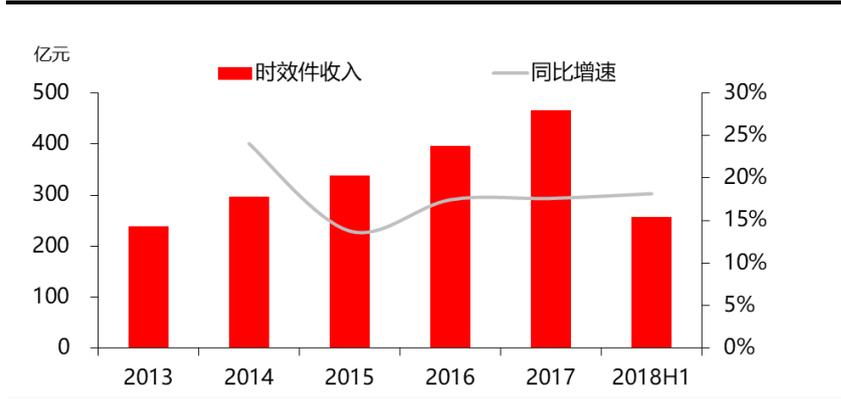
时效件业务是处在金字塔顶的业务，同时门槛也最高。无论优质的服务还是快捷的时效，都必须以巨额的投资做保证，而且一旦先进入的企业行形成先发优势之后，后发企业再进入时就会面临一方面要烧钱进行时效能力建设，另一方面又要忍受规模效应短时间内难以形成导致持续巨额亏损的困境，门槛成倍提升。

顺丰之所以能够跨过门槛进入时效市场并最终形成垄断，一方面是靠自身超强的管理能力，另一方面也是因为外部环境提供了历史机遇。这一市场最初有外资、国企、民企三方潜在进入者。外资快递巨头不缺资金也不缺经验，但由于政策壁垒，加上水土不服，有能力做却遭遇重重限制，无法施展拳脚；作为国企的邮政速递不存在政策问题，也不存在资金问题，但因为体制及管理问题，可以做却没能力做；民企中的通达系是农民快递，之所以选择加盟制就是因为资金不足，因此最初也无法跨过时效件业务的门槛。在外资、国企、民企的三方竞争中，有能力又可以干的，就只剩下了顺丰。最终顺丰凭借卓越的管理，顺利跨过门槛，获得了时效市场唯一的入场券。

(2) 增速稳定，时效能力不断提升

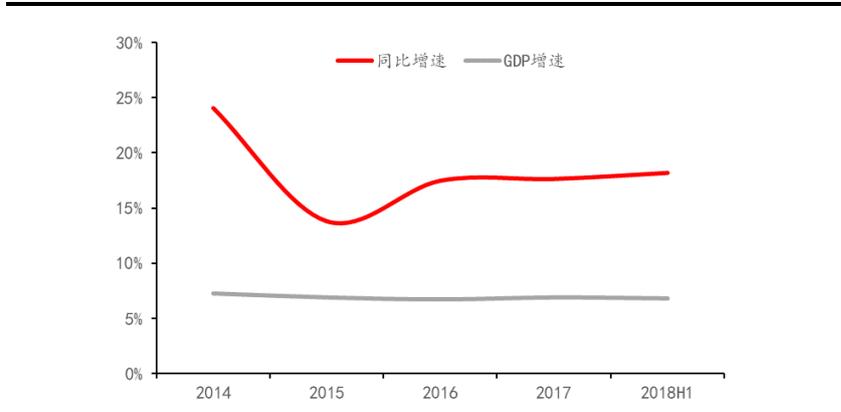
占顺丰总营收六成以上的时效业务，一直以来增速相对稳定。2013年-2017年，时效件业务增速整体稳定在20%左右。时效业务构成上，以商务件为主，个人件为辅，从历史经验来看，其增速是GDP增速的2到3倍。

图表17： 2013-17年顺丰时效件增速稳定在15%-20%之间



资料来源：公司公告，方正证券研究所

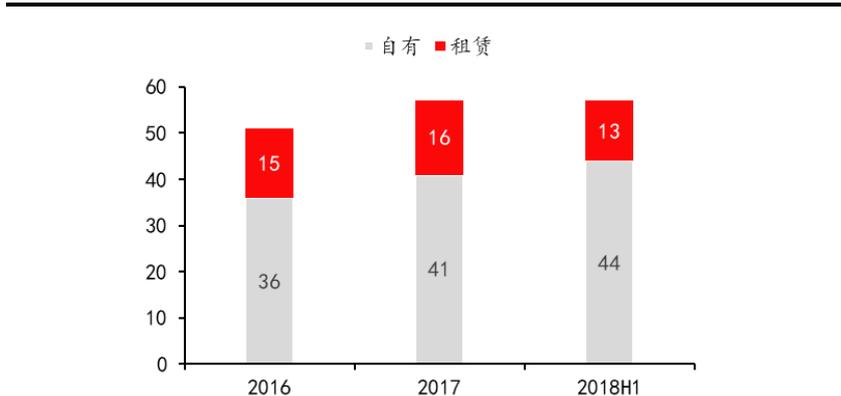
图表18： 时效业务增速是GDP增速的2-3倍



资料来源：方正证券研究所

在高铁货运常态化运营之前，800公里以上快递必须通过空运保证时效。顺丰的机队规模成长速度，一定程度上可以反应出其时效能力的建设速度。顺丰在2008年金融危机时开始自建机队，截至2018年中报，全货机已增长至57架。机队规模的扩张速度，与时效业务的发展节奏是一致的，适度超前但不能过快，否则不但无法降低成本反而会加重成本负担。同一航线，只有时效货量达到一定水平，民航腹仓已经无法有效满足需求时，使用自有全货机才能降低运营成本。与货机相对应的，是背后极为稀缺的航空资源。航线与时刻的持续累积，有助于顺丰不断加固时效业务护城河。

图表19： 顺丰机队规模增长情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

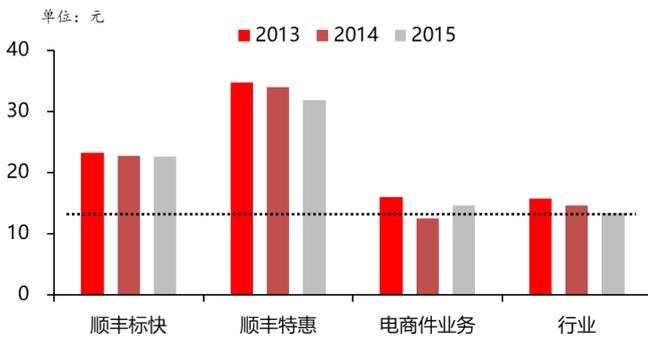
顺丰在时效市场继续保持着绝对优势，但外部环境已经逐步发生变化。近年来，中低端电商件市场成为第一大市场，战略价值逐步凸显，相比之下，时效市场的战略地位开始下降，同时潜在的竞争，已经若隐若现。

3.2 电商业务选择性布局，聚焦中高端电商件

(1) 发挥品牌优势，聚焦中高端电商件

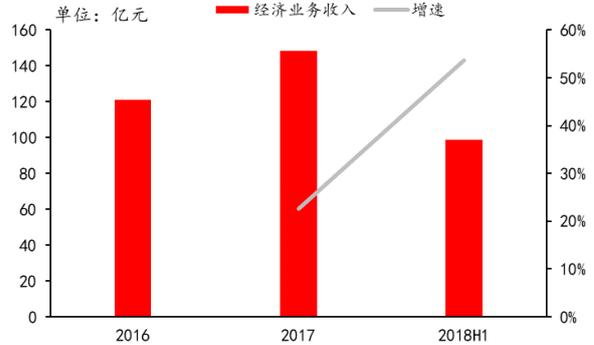
一旦在市场定位和经营模式确定之后，企业在运行中就会生成自己的能力圈。顺丰的服务和时效积累下的口碑优势，为其进入中高端电商件市场提供了优质的品牌基础。但由于受自身模式制约，顺丰也难以切入中低端市场。在顺丰的产品体系中，即便是定价最低的特惠产品和电商件产品，价格依然高于行业均值，更是远高于通达系价格水平，因此顺丰选择了聚焦中高端电商件。

图表20： 顺丰标快、特惠、电商件产品票均单价



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表21： 2018 中报顺丰经济件业务收入大增



资料来源：公司公告，方正证券研究所

(2) 规避模式限制，放弃 C2C 与 B2C

2006 年以来，随着线上零售开始起飞，C2C 电商件随之开始高速增长。顺丰通过高成本的直营制保证了时效和服务上的优势，同时这也意味着在现有模式之下，顺丰缺乏低价基因。而 C2C 电商件市场属于中低端市场，第一需求就是低价，对时效和服务容忍度较高。在市场快速增长期，通达系曾长期疲于满足增量需求，无暇顾及服务质量与时效管理，但市场的选择仍然是通达系。顺丰的中高端产品体系与市场的中低端需求不匹配，性价比不高，因此最终选择了放弃 C2C 市场。

随着京东等自营电商的兴起，B2C 电商件市场开始快速成长。从产品需求上来看，自营电商 B2C 同样定位中高端，对服务和时效的敏感度明显提升，这与顺丰的产品体系是一致的。但与自营电商最为匹配的物流模式是仓配模式而不是网络模式，同时自营电商本身有天然的动力将货物储存在自己的仓库中。对标美国市场，即便已经有 UPS 等物流巨头提供非常完善的服务，亚马逊仍然是倾向于打造自己的仓储。因此顺丰暂时放缓了对 B2C 的仓配模式电商件市场的布局，转而聚焦于用网络型模式服务中高端电商件需求，并根据品牌方需求的变化逐步推进仓储能力建设。

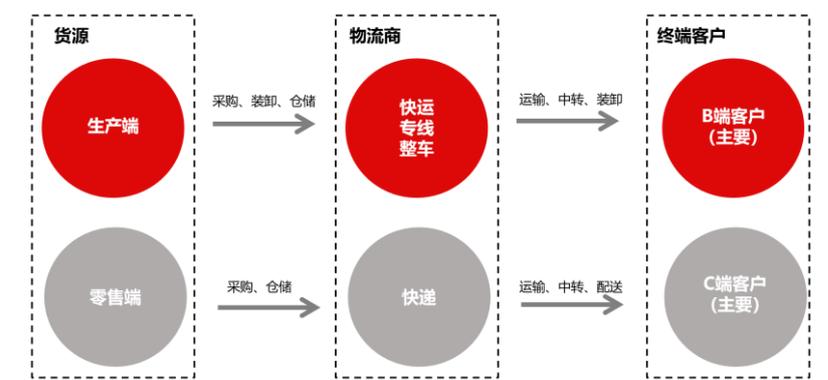
4 三个层次扩张，再迎战略机遇期

快递行业选择大于努力，今日取得的巨大成就，往往根源于起步阶段的战略布局。上一个十年，时效市场是最好的赛道，顺丰通过深耕快递中高端市场战略顺利登顶快递之巅。如今，顺丰面临第二次转型，再迎战略机遇期。

4.1 三个层次扩张，以快递为核心扩大能力圈

物流行业有两大货物来源：生产端和零售端。生产端货物以 2B 业务为主，多用以满足制造业企业的中转运输等需求，现有业态下通过快运、专线、整车等模式实现；零售端货物以 2C 业务为主，多用以满足零售型企业的线上零售需求，主要通过快递模式实现。

图表22： 物流行业两大货物来源：生产端、零售端



资料来源：方正证券研究所

过去，顺丰的业务以商务件和经济件为主，对生产端货物涉足较少，零售端货物也以中高端为主。就当前时点，顺丰正面临着三个层次的战略扩张选择。第一层次，内向扩张，从中高端扩张到高中低端全覆盖；第二层次，外向扩张，从快递业务扩张到综合物流服务；第三层次，通过集团层面持续推进，从物流市场顺势切入上游，成为零售平台。

图表23： 顺丰面临三个层次战略扩张选择



资料来源：方正证券研究所

从实现难度上来看，第一层次的扩张，并不比第二层次的扩张容易，虽然第一层次的扩张同属于一个业务单元，但是中高端市场与中低端市场由于产品打造的侧重点不同，必须付出极大的代价才能打破进入壁垒。通过并购方式完成扩张，是国际巨头的常见操作。现阶段，

第一层次的扩张与第二层次的扩张，往往是混合在一起的。中国作为世界工厂，物流市场空间足够大，能通过并购等途径在国内完成第一和第二层次的扩张，就有可能达到联邦快递的体量。回望国际巨头发展史，基本就是一部并购史。

4.2 第一层次，从中高端市场扩张到高中低端市场全覆盖

客户的需求是多层次的，有追求时效和服务的时候，也有追求低价的时候。作为企业来讲，单一只满足一方面的需求，一定程度上会限制自身的发展，影响市场份额及利润水平的提升。

(1) 巩固优势，中高端业务的核心护城河也是成本

无论对于快递市场还是快运市场，中高端都是利润率更高的业务，是整个物流市场的战略要地，虽然进入门槛非常高，但长期来看，随着各方势力的不断壮大并开始切入，中高端市场的竞争是难以避免的。

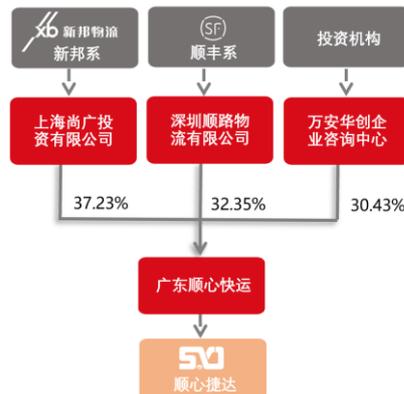
单纯从客户体验角度来看，顺丰在时效和服务方面已经做到了较高水平，现有条件下再继续提升的边际成本越来越大，而且包括京东在内的潜在对手，通过持续投入和管理提升，在这两个维度也相对容易实现追赶。巩固现有优势的关键，在于持续降低成本。未来相当长一段时间内，现有规模优势所造就的成本优势将会成为顺丰最为坚固的护城河。随着对机场高铁等稀缺资源的逐步卡位、技术革新的不断落地、规模效应的持续显现，顺丰在中高端市场的成本护城河有望不断加深。

(2) 向下扩张，中低端业务是决定未来地位的关键一环

我国基本国情短期不会改变，中低端市场占据市场主流的格局将长期延续，因此下沉中低端市场的速度和深度，将是决定顺丰未来地位的关键一环。即使在人均收入水平更高的美国，FedEx 和 DHL 也根据货物价值，兼顾了服务于不同市场的 Parcel 产品和 Express 产品。Express 采取直营制，突出时效与服务，而 Parcel 则采用与美国邮政合作的形式，高度重视控制成本。

但贸然切入中低端，则可能对自身优质品牌形象造成不可逆转的伤害。因此顺丰在快运领域布局的加盟制品牌顺心捷达，是一次充满战略意义的布局 and 试探，既是在抓住历史机遇抢占快运中低端市场，更是在为切入其它领域中低端市场投石问路。

图表24：顺丰通过与“新邦”合作，迅速切入快运中低端市场



资料来源：WIND，方正证券研究所

与快运的中低端市场相比，快递中低端市场的切入则面临重重阻碍。一方面，行业门槛已经大幅提升，日货量盈亏平衡线达到了每日1300万票左右，完全靠自己另起炉灶切入，难度太大。另一方面，菜鸟挟上游流量与技术优势，已经将中低端市场逐步纳入自身势力范围，顺丰即便通过收购方式进入这一市场，未来的战略价值是否足够大，仍然值得探讨。

4.3 第二层次，从快递业务扩张到综合物流服务

如果说物流行业上一个十年的风口，是以零售端货物为主的快递业务，那么下一个十年的风口，则是以生产端货物为主的快运、供应链等业务。快递是5000亿的市场，而生产端的业务市场空间数倍于快递市场。顺丰正面临的第二次战略转型，布局的重点方向就是生产端相关业务，当前的战略着力点，则是快运业务。

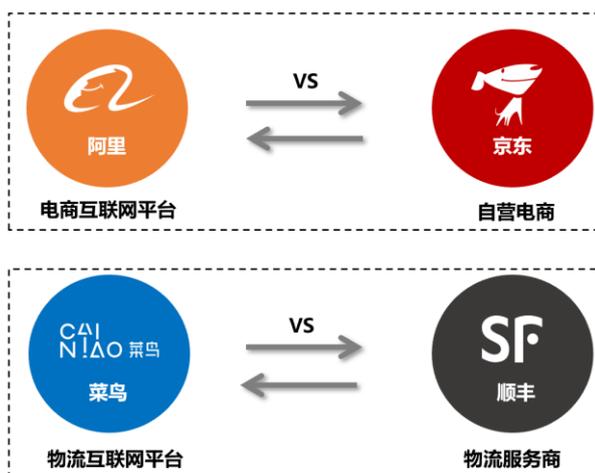
图表25： 2017年我国快递行业市场规模达到5000亿元



资料来源：国家邮政局、方正证券研究所

顺丰在生产端业务的布局，一方面是成为中国版FedEx的必经之路，另一方面也是在与菜鸟的对垒中，取得相对优势的最佳方式。除重点发力的快运之外，顺丰已经开始布局的综合物流业务还包括冷链、供应链、即时配送。冷链一定程度上属于中高端需求，其市场规模与人均收入水平高度相关，现阶段市场总量有限，但未来增长潜力巨大，因此提前布局卡位具有战略意义。供应链业务与顺丰其它业务能够产生协同，目前仍处在能力建设阶段，刚刚通过对DHL相关业务的收购完成对中高端市场的布局。即时配送市场已是一片红海，而一直以来无法有效破局的国际快递业务，随着跨境电商的快速发展，有望迎来新的机遇。

图表26： 顺丰之于菜鸟，正如京东之于阿里



资料来源：方正证券研究所

就目前的行业地位而言，顺丰之于菜鸟，正如京东之于阿里。京东一定程度上是一家自营电商，而阿里巴巴是一家以电商为方向的互联网公司。对应到物流领域，顺丰是一家物流服务商，而菜鸟是一家以物流为方向的互联网公司。但与电商领域所明显不同的是，菜鸟诞生的最初使命，就是为了解决阿里巴巴的电商物流配送短板，其扩张逻辑局限于零售端业务，生产端业务并不在它的势力范围内，这就为顺丰继续保持独立提供了充足的空间和底气。同时，与零售市场巨头阿里巴巴、京东等已经完全垄断了上游流量不同，生产端市场没有类似的互联网平台出现而且未来也很难出现，物流商面对的只是一个又一个分散的客户而不是平台，机会对于包括顺丰在内的物流企业来讲是均等的，海阔凭鱼跃。

4.4 第三层次，向上游延伸，切入零售平台

商流与物流，是相辅相成、互相补充的。并非只有商流巨头阿里整合物流企业通达系这一种路径，物流企业利用自身业务优势，向上游发展整合部分商流，切入线上线下零售平台，实现流量变现同样存在天然的逻辑。但难点在于，物流企业本身缺乏零售基因，跨界扩张操作难度极大，这也是顺丰优选等零售业务推进不及预期的主要原因。顺丰优选一方面面临京东等电商巨头强力竞争，另一方面又由于其主攻的生鲜电商需求属于中高端需求，时效和冷链虽然是自身优势，但其成本短时间内也难以大幅下降，市场规模受限，挑战可想而知。

这一动作的战略意义在于，一旦成功，将使顺丰获得上游流量，从而夺回零售端业务主动权。通过第三层次的扩张，顺丰不仅能大幅提升现有快递和冷链业务量，而且将助力顺丰走出物流领域，打开新的空间。因此，尽管难度极大，尽管连年给集团带来亏损，零售业务仍然值得顺丰持续投入进行试错。

物流行业是一个非常看重战略布局的行业，今日的战略选择对于十年后的结果具有决定性作用。作为分析师，我们只能通过分析客观因素，依据商业逻辑去推演现有战略的可能结果。但真正去落实，需要极强的执行力。在这样快速发展、竞争激烈、商业模式难言优质的行业打造超一流企业，企业家的视野格局和决断能力才是最终的决定性力量。上一个十年，顺丰选择了时效赛道，从而成为中国最优秀的快递企业，下一个十年，风口已经悄然切换，顺丰也已经处在从优秀到卓越的过渡阶段，机遇与挑战并存。

5 风险提示：

宏观经济大幅下滑，主业市场竞争加剧，成本超预期增长，新业务拓展受阻

图表27： 分业务收入预测表

业务数据：(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	71,094.30	90,558.77	113,140.31	140,246.24
YoY (%)	23.68%	27.38%	24.94%	23.96%
时效	46,681.17	53,216.53	58,538.19	64,392.00
占收入比重 (%)	65.66%	58.76%	51.74%	45.91%
YoY (%)	17.60%	14.00%	10.00%	10.00%
经济	14,821.08	21,490.56	30,516.60	41,197.40
占收入比重 (%)	20.85%	23.73%	26.97%	29.38%
YoY (%)	22.58%	45.00%	42.00%	35.00%
重货	4,402.09	8,363.97	13,800.55	20,700.83
占收入比重 (%)	6.19%	9.24%	12.20%	14.76%
YoY (%)	79.93%	90.00%	65.00%	50.00%
冷运	2,295.48	3,098.90	4,183.51	5,647.75
占收入比重 (%)	3.23%	3.42%	3.70%	4.03%
YoY (%)	59.70%	35.00%	35.00%	35.00%
国际	2,043.18	2,758.29	3,723.69	5,026.98
占收入比重 (%)	2.87%	3.05%	3.29%	3.58%
YoY (%)	43.70%	35.00%	35.00%	35.00%
同城配	365.57	950.49	1,425.73	1,996.03
占收入比重 (%)	0.51%	1.05%	1.26%	1.42%
YoY (%)	636.18%	160.00%	50.00%	40.00%
其他	485.73	680.02	952.03	1,285.25
占收入比重 (%)	0.68%	0.75%	0.84%	0.92%
YoY (%)	42.33%	40.00%	40.00%	35.00%

资料来源：WIND，方正证券研究所

图表28： 可比公司估值

同行业估值比较	总市值 (亿元)	PE Tm	PB ^{Lf}
中通快递	931	21.5	2.81
申通快递	266	13.5	3.30
圆通快递	286	17.5	2.78
韵达股份	493	20.6	4.59
百世集团	133	-21.4	3.21
顺丰控股	1,555	37.4	4.46
德邦股份	177	27.3	4.68

资料来源：WIND，方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	利润表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	31489.62	38604.36	48570.42	60718.56	营业总收入	71094.30	90558.77	113140.31	140246.24
现金	17318.34	23289.56	30273.52	39217.98	营业成本	56823.11	75314.36	94058.35	116537.42
应收账款	5804.15	6230.28	8064.38	9926.71	营业税金及附加	199.19	235.45	294.16	364.64
其它应收款	1554.36	1532.72	1981.28	2442.35	营业费用	1357.26	1811.18	2262.81	2875.05
预付账款	1774.03	2467.07	3026.20	3753.57	管理费用	7349.92	8974.37	11144.32	13870.35
存货	446.36	523.32	669.89	828.88	财务费用	155.42	50.00	50.00	50.00
其他	4592.38	4561.41	4555.14	4549.06	资产减值损失	63.75	31.00	9.12	9.27
非流动资产	26170.54	26163.52	24806.60	22760.06	公允价值变动收益	-3.20	-4.81	-4.81	-4.81
长期投资	4615.61	4615.61	4615.61	4615.61	投资净收益	1156.62	150.00	150.00	150.00
固定资产	14201.88	13016.88	10836.21	7828.36	营业利润	6448.97	4287.60	5466.73	6684.70
无形资产	6827.65	8005.63	8829.37	9790.68	营业外收入	127.59	900.00	140.23	113.33
其他	525.41	525.41	525.41	525.41	营业外支出	74.53	96.74	98.27	104.76
资产总计	57660.16	64767.88	73377.02	83478.62	利润总额	6502.04	5090.86	5508.69	6693.27
流动负债	21544.60	24811.73	29308.37	34395.59	所得税	1750.19	1250.27	1396.19	1678.88
短期借款	4619.19	4619.19	4619.19	4619.19	净利润	4751.85	3840.59	4112.50	5014.38
应付账款	6905.41	7646.03	9721.94	11973.95	少数股东损益	-18.84	-19.85	-23.02	-28.74
其他	10020.00	12546.50	14967.24	17802.44	归属母公司净利润	4770.69	3860.44	4135.52	5043.13
非流动负债	3382.93	3382.93	3382.93	3382.93	EBITDA	8419.86	7629.04	9806.99	12025.44
长期借款	2345.24	2345.24	2345.24	2345.24	EPS (元)	1.08	0.88	0.94	1.14
其他	1037.69	1037.69	1037.69	1037.69					
负债合计	24927.53	28194.65	32691.30	37778.51	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	51.81	31.96	8.94	-19.81	成长能力				
股本	4411.02	4411.02	4411.02	4411.02	营业收入	0.24	0.27	0.25	0.24
资本公积	15872.95	15872.95	15872.95	15872.95	营业利润	0.75	-0.34	0.28	0.22
留存收益	12081.27	15941.71	20077.23	25120.36	归属母公司净利润	0.14	-0.19	0.07	0.22
归属母公司股东权益	32680.83	36541.27	40676.79	45719.91	获利能力				
负债和股东权益	57660.16	64767.88	73377.02	83478.62	毛利率	0.20	0.17	0.17	0.17
					净利率	0.07	0.04	0.04	0.04
					ROE	0.15	0.11	0.10	0.11
					ROIC	0.18	0.17	0.25	0.40
					偿债能力				
					资产负债率	0.43	0.44	0.45	0.45
					净负债比率	0.31	0.28	0.25	0.22
					流动比率	1.46	1.56	1.66	1.77
					速动比率	1.44	1.53	1.63	1.74
					营运能力				
					总资产周转率	1.40	1.48	1.64	1.79
					应收账款周转率	13.72	15.09	15.91	15.67
					应付账款周转率	11.69	12.45	13.03	12.93
					每股指标(元)				
					每股收益	1.08	0.88	0.94	1.14
					每股经营现金	1.38	1.91	2.23	2.75
					每股净资产	7.40	8.27	9.21	10.35
					估值比率				
					P/E	46.65	44.65	41.68	34.18
					P/B	6.81	4.73	4.25	3.78
					EV/EBITDA	25.55	20.89	15.54	11.93

现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	6108.33	8421.38	9866.23	12170.83
净利润	4751.85	3840.59	4112.50	5014.38
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	2092.61	1505.43	1874.27
其他	196.47	-767.46	-28.03	5.51
投资活动现金流	-2424.95	-2450.17	-2882.26	-3226.37
资本支出	-5638.45	-2595.36	-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	5971.22	6983.97	8944.46

数据来源：wind 方正证券研究所

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。

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。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com