

京东物流对顺丰产生实质竞争么？

2018年11月23日

投资要点

- 竞争之源：京东拥有 3C 零售基因及直营派送网络。** 京东对顺丰产生竞争压力主要来自：1) 京东以 3C 起家，今年 H1 自营 GMV 中近 70% 仍为 3C 产品。3C 产品客单价高（尤其小家电），平均 16 元的履约成本与顺丰的价格区间存在重合。2) 京东在一二线城市建立的直营配送网络在网络密度、服务水平、时效和派送队伍稳定性方面与顺丰可比。京东一线仓配人员数量约为 12 万人，顺丰约 30 万人收派人员，从一线城市的派送网络看京东与顺丰具有竞争性。京东物流开始提供北京、上海和广州的个人寄件业务。
- 竞争基础：从基因到模式，两家公司存在显著差异。** 京东物流具有天然第二方（自建物流）属性，其流量依附己方需求且优先服务自己，市场服务能力弱。京东 Q3 月活数环比下降 860 万至 3.05 亿，营收增速下降至 25%，增长趋势已承压。历史看也鲜有二方物流成为卓越综合物流服务商的案例。同时两家公司的物流模式存在巨大差异，京东物流采取“区域仓-前置仓-末端配送”的仓配模式，优势为近 1200 万平方仓库及派送网络；顺丰则采取“末端-分拣中转-干线运输-分拣中转-末端配送”的端到端分拣中转模式，核心在于立体运输网络保障时效的能力。2017 年顺丰实现约 700 亿元的营收和近 40 亿元的扣非利润，京东物流则为 238 亿收入和超过 7 亿元亏损。
- 竞争演变：三年内顺丰时效无惧京东挑战。** 顺丰与京东全方位布局物流产品，在高端电商快递、冷链上的竞争较为直接，但顺丰的核心是时效产品。那么京东能否冲击顺丰时效快递？时效快递是需要揽收与派送两个双向物流运输环节，而京东物流缺乏揽收环节。并且端到端的个人件要求物流公司具备强大的分拣中转能力，京东物流仓库较多，而分拣中转中心较少。京东物流没有自己的飞机，顺丰拥有 48 架自有飞机+13 架外包飞机，未来顺丰的鄂州超级枢纽开通后，这种在时效保障上的差距还将进一步拉大。顺丰管理超过 40 万物流相关员工，预计全年高达 400 亿元的人工成本、100 亿级别的管理费用及超过 200 亿元的运输成本构成了坚实的进入和管理壁垒。最后客户信赖具有粘性且产生需要时间，顺丰明显具备先发优势。
- 竞争预判：顺丰时效根基稳固，电商物流竞争取决于平台命运。** 时效快递市场顺丰难被撼动，今年前三季度，顺丰的时效产品收入接近 350 亿元，预期全年达到 500 亿元的营收，而 2017 年 EMS 可比收入仅为 128 亿。并且顺丰时效产品的市场价格一直稳定，以上海-北京顺丰次日达价格看，甚至呈上行趋势。因此，无论从市场份额还是价格，顺丰的根基未被威胁。高端电商快递的竞争维度高，更多是商业模式的竞争。电商颠覆了原来的零售渠道从而产生电商物流需求，其对于京东和顺丰都是增量的物流需求蛋糕。阿里、拼多多甚至亚马逊等并未建立自己的物流派送体系，他们的物流配送由第三方物流商提供，未来京东电商的地位变化会很大程度上决定京东物流能否有持续对顺丰产生竞争的能力。
- 风险因素：电商需求放缓，油价上涨超预期，人力成本持续上涨。**
- 投资策略。** 京东物流推出的个人快递业务价格低于顺丰，市场担忧会对顺丰的时效业务造成冲击。但由于京东物流在揽件、中转分拣能力和干线运输等方面的能力较弱，同时在全国铺建转运中心和自建公司机队和车队，都需要巨大资本开支和长期的网络建设。京东目前市值已经跌至 280 亿美元附近，接近顺丰，自身问题和压力或更大。因此未来 2~3 年内预计京东物流个人件对顺丰的业务影响有限。我们维持对顺丰控股的长期推荐，目前股价对应 2018-20 年 PE 分别为 35/35/28 倍，维持“买入”评级。同时我们看好国内快递行业发展，预计明年件量增速中枢在 20% 左右，景气度仍高。

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PB (倍)	评级
		17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E		
顺丰控股	37.69	1.08	1.07	1.09	1.34	35	35	35	28	4.6	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2018 年 11 月 20 日收盘价



强于大市（维持）

中信证券研究部

刘正

电话：021-20262119

邮件：zhengliu@citics.com

执业证书编号：S1010511080004

相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

相关研究

1. 交通运输行业快递公司 2018 年 10 月经营数据点评—申通增速领先，价格战未见缓和…………… (2018-11-20)
2. 交通运输/互联网物流行业周报（2018 年 11 月 12 日-11 月 17 日）—“双十一”快递增 25%，南航退盟整合加速…………… (2018-11-19)
3. 交通运输行业航空机场 2018 年 10 月数据跟踪点评—国内客座率同期最高，油价下跌利好估值修复(2018-11-19)
4. 交通运输快递行业 2018 年 10 月数据跟踪点评—行业增速回升，价格继续承压…………… (2018-11-13)
5. 交通运输行业海外研究报告—AOT：国际流量为王变现不会缺席…………… (2018-11-13)
6. 交通运输/互联网物流行业周报（2018 年 11 月 5 日-11 月 11 日）—京沪高铁 IPO 推进，航班新规春秋或受益…………… (2018-11-12)

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

竞争之源：京东 3C 零售基因及直营派送物流网络	1
竞争基础：从基因到模式，存在显著差异	3
商业基因对比：二方物流 VS 三方物流，后者生命力更强	3
商业模式对比：京东仓到端 vs 顺丰端到端——物流产品的本质区别	4
运营对比：京东物流增长快，顺丰盈利更强	6
护城河对比：京东物流的 XY 部门+仓储 vs 顺丰的三网	9
物流枢纽对比：京东物流的西安航天基地 vs 顺丰的湖北鄂州机场	13
竞争演变：在交叉竞争中发展	15
快递业务：京东物流闻名于仓配，顺丰成名于时效商务件	15
大件物流：京东网销家电地位彰显实力，顺丰则深耕高端重货	17
冷链：京东物流加速冷链布局，顺丰携手夏晖提升实力	18
供应链：京东物流已有成熟行业方案，顺丰并购 DHL 中国供应链加快业务布局	19
国际业务：京东建立海外仓，顺丰与 UPS 合资	20
同城配：京东借并购达达跻身行业第一梯队，顺丰起步晚仍在拓展期	21
竞争预判：顺丰根基稳固，京东威胁是发展动力	22
风险因素	24
投资建议	24

插图目录

图 1: 京东物流发展历程	1
图 2: 京东物流六大产品	2
图 3: 京东物流的 3S 理论	2
图 4: 2018 年第二季度胡润大中华区独家兽排行榜	2
图 5: 京东物流个人快递寄件用户入口	3
图 6: 京东物流第三方商家 GMV 占比持续提升	3
图 7: 京东 GMV 中电子及家电产品占比很高	3
图 8: 京东物流仓到端物流模式 vs 顺丰端到端物流模式	5
图 9: 京东物流在全国构建的仓储物流网络	5
图 10: 顺丰在全国构建的分拣中转网络	6
图 11: 2011~2017H 京东核心 GMV 增长情况	6
图 12: 2011~2017 年京东商城订单量增长情况	6
图 13: 2016Q3~2017Q4 京东物流快递件量增长情况	7
图 14: 京东商城订单履约成本持续下降	7
图 15: 2017 年京东商城订单履约成本占比情况	7
图 16: 京东物流营收增长情况	7
图 17: 京东物流净利润变动情况	7
图 18: 2013~2017H 顺丰快递件量增长情况	8
图 19: 京东物流和顺丰营收分季度对比	8
图 20: 京东物流和顺丰分季度毛利率对比	8
图 21: 京东物流和顺丰分季度净利润对比	8
图 22: 京东物流和顺丰 ASP 分季度对比	9
图 23: 2017 年京东物流和顺丰成本结构对比	9
图 24: 2011~2017 年京东物流和顺丰人均薪酬对比	9
图 25: 2013~2017 年京东科技内容费用增长较快	10
图 26: 2015~2018H 顺丰研发投入增长速度较快	10
图 27: 京东 X 事业部的研发产品	10
图 28: 顺丰科技的研发领域	11
图 29: 京东物流仓储数量持续增长	12
图 30: 京东物流和顺丰资产支出对比	12
图 31: 18 冬春顺丰航班数量领先其他货运航司	13
图 32: 顺丰自有飞机数量领先 EMS 和圆通	13
图 33: 顺丰湖北鄂州机场的地理优势要好于京东物流的西安总部	14
图 34: 2017 年各省公路里程排名情况	15
图 35: 2017 年各省水路货运量排名情况	15
图 36: 2017 年各省铁路营业里程排名	15
图 37: 2017 年各大机场货邮运量排名	15
图 38: 顺丰的天网实力强大	16
图 39: 顺丰末端收派网点数量大于京东物流	16

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 40: 2017 年网购家电市场京东占比六成	17
图 41: 京东大件物流的十项全能.....	17
图 42: 京东物流重货到仓业务流程	17
图 43: 2013~2018H 顺丰重货营收增长较快	18
图 44: 京东物流及其他业务营收增长较快	18
图 45: 京东物流的原产地生鲜产品物流服务流程	18
图 46: 2014~2018H 顺丰冷运营营收增长情况	19
图 47: 顺丰冷链在百强冷链企业的排名持续上升	19
图 48: 顺丰借力并购 DHL 中国供应链业务快速切入采购及生产物流环节供应链市场	20
图 49: 京东物流海外当地运营网络主要在东南亚	21
图 50: 顺丰自营网点全球布局情况	21
图 51: 2015~2018H 顺丰国际业务发展较快	21
图 52: 顺丰同城业务营收增长较快	22
图 53: 17 年京东达达营收高于顺丰同城	22

表格目录

表 1: 顺丰控股和京东物流估值对比	8
表 2: 顺丰和京东物流在无人机研发上的进程对比.....	11
表 3: 京东物流与顺丰资产开支、仓库、土地情况对比	12
表 4: 京东物流与顺丰运输飞机和车队对比情况	13
表 5: 京东物流与顺丰个人时效件产品对比	16
表 6: 新达达 2016、2017 年财务情况	21
表 7: 加盟商收件业务业绩模拟测算	22
表 8: 顺丰与京东物流全维度对比结果（星星越多表示公司在这个维度上表现越好）	23
表 9: 顺丰控股盈利预测与估值.....	24

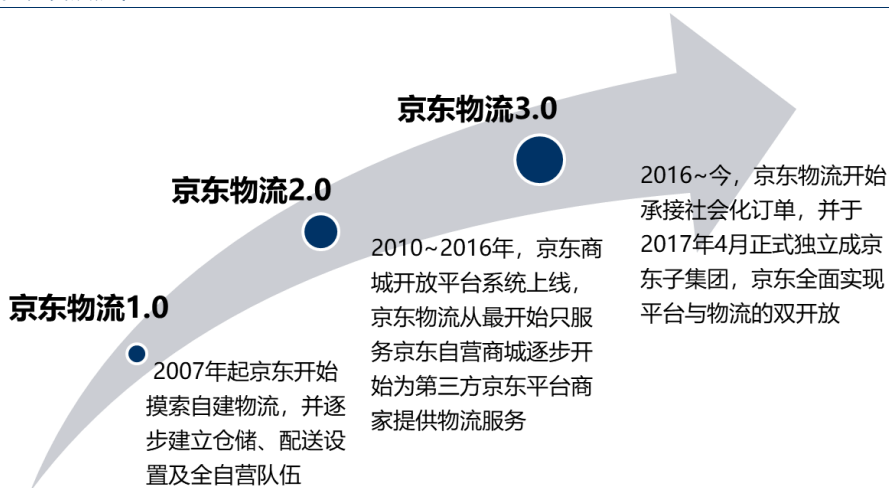
竞争之源：京东 3C 零售基因及直营派送物流网络

京东物流由企业物流走向物流企业。京东商城最鲜明的两大特点在于 1) 自营 3C、家电等产品，保证产品没有假货；2) 时效较快的仓配模式。

为了实现较高的物流时效，京东商品自建了直营物流体系，并采取仓配物流模式从而极大缩短了物流配送时间。京东物流最初作为京东的一个部门只为京东自营商品提供物流服务，随着京东物流第三方卖家份额占比提升（2017H1 为 42%），京东物流逐渐开始为其电商平台上的第三方商家提供物流服务，并随后对外承接社会化订单。

2017 年 4 月京东对外宣布成立京东物流子集团，京东物流业务正式独立运营，这也标志着京东物流从仅为京东商城服务的企业物流跃升成独立运营的物流企业。

图 1：京东物流发展历程



资料来源：京东物流官网，中信证券研究部

京东物流打造六大物流全产品矩阵，基于 3S 理论欲构建全球智能供应链基础网络。京东物流经过多年的资金投入、物流网络铺设、仓储等基础设施建设，目前已经成为全球唯一一家拥有中小件、大件、冷链、B2B、跨境和众包六大物流网络的企业。

京东物流构建的底层理论为 3S 理论：1) 断链（Short-chain），减少搬运次数，快速交付。基于此，京东物流采取独特的仓配模式；2) 智慧（Smartness），操作无人化，运营智能化，决策智慧化。基于此，京东物流研发了无人仓、无人车等无人化物流设施，并采取 AI、大数据、云等技术进行库存管理、需求预测等；3) 共生（Symbiosis），与消费者、企业、行业、整个社会，以及地球的共生。

图 2：京东物流六大产品



资料来源：亿欧，中信证券研究部 注：图中未包括新通达业务（京东物流众包业务）

图 3：京东物流的 3S 理论

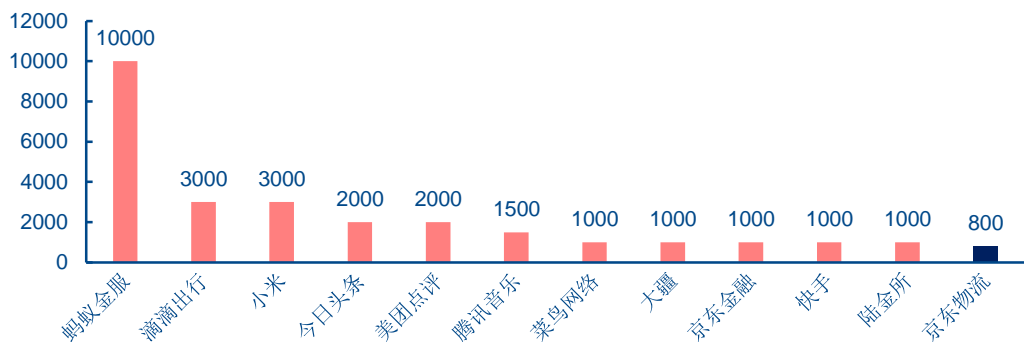


资料来源：京东物流，中信证券研究部

京东物流年初获 25 亿美元融资，投完估值超过 130 亿美元。京东物流于 2018 年 2 月完成 A 轮融资，融资金额高达 25.5 亿美元（约 160 亿人民币），此轮融资投资者既有互联网巨头腾讯，又有高瓴资本、红杉中国，还有实力强大的国家队（招商局集团、中国人寿、国开母基金、国调基金、工银国际等）。

A 轮融资后，京东集团对京东物流的持股比例从 100% 下降到 81%，按照 A 轮融资计算京东物流的估值大概在 134 亿美元（约 850 亿人民币），并承诺 IPO 时不低于 200 亿美元。京东物流并不包括物流仓库等重资产，模式看主要向京东集团进行租赁。

图 4：2018 年第二季度胡润大中华区独家兽排行榜（亿元）



资料来源：胡润研究院，中信证券研究部

推出个人快递件进而补齐最后一块业务拼图，京东物流营收目标 5 年后千亿。2018 年 10 月京东物流宣布正式推出个人快递业务，填补了物流产品矩阵的最后一块空白，实现了综合物流服务的全覆盖。不过当前京东个人快递件服务区域仅限北京、上海和广州三个城市，预计明年将推广至 30-50 个核心城市，之后公司根据使用情况再推广到全国。

用户目前可以通过京东商城 APP、京东快递微信小程序、京东小哥微信公众号等多个渠道用京东物流寄递个人件。完成六大物流网络布局后，京东物流定下未来 5 年目标：5 年后公司营收规模突破千亿元，考虑到公司 2017 年营收规模约 270 亿元，则未来 5 年营收 CAGR 要达到 30% 才能完成目标。

图 5：京东物流个人快递寄件用户入口

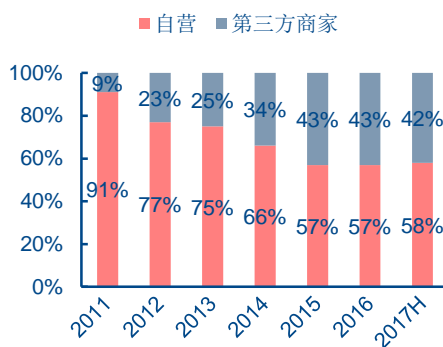


资料来源：京东商城 APP，京东物流微信公众号等，中信证券研究部

因此，京东对顺丰产生竞争的起源看，一方面，京东以卖电器起家，3C 类占比很高并且自营占比也很高——2011 年公司自营 GMV 占比达到 80%，今年上半年依然有约 50% 比例，自营 GMV 中近 70% 为 3C 类。3C 类尤其是小家电，客单价高，平均 16 元的履约成本，与顺丰的价格区间存在重合。

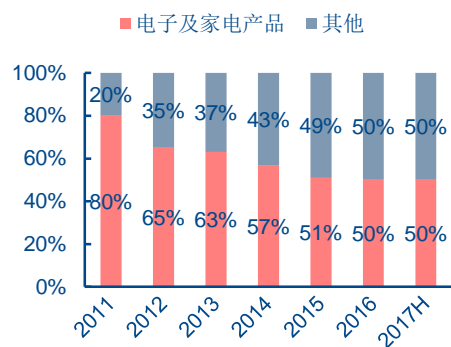
另一方面，京东在一二线城市建立的配送网络在网络密度、服务水平、时效和派送队伍稳定性方面与顺丰最为可比。京东一线仓配人员数量约为 12 万人，顺丰约 30 万人收派人员，在一线城市的派送看京东与顺丰具有可比性。这也是京东率先从北京、上海和广州开展个人寄件业务的基础。

图 6：京东物流第三方商家 GMV 占比持续提升



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：京东 GMV 中电子及家电产品占比很高



资料来源：Wind，中信证券研究部

竞争基础：从基因到模式，存在显著差异

商业基因对比：二方物流 VS 三方物流，后者生命力更强

京东物流因京东商城而生，执行京东集团的战略，以服务于京东线上零售的高物流品质为宗旨，京东物流具有天然的第二方物流（自建物流）属性。

虽然京东物流正在走向开放，但京东物流依然是优先服务于京东自营及京东第三方卖家的委托物流需求。从海内外历史看，鲜有第三方物流公司最后成为卓越的综合物流服务商。而相较于京东，阿里在快递领域以参股为主，从未单独建立自营物流网络，亚马逊虽然建立仓库及通过 FBA 掌控第三方卖家物流需求，但也基本委托美国邮政、UPS 和 FDX 等进行配送。

顺丰是最典型的第三方物流服务商，1993 年成立以来，以打造时效产品为核心，发展综合物流，成为中国收入规模最大的快递物流服务商。参考美国 UPS，建立壁垒和品牌的第三方物流市场地位更加稳固，社会发展、技术升级及客户转换很难对第三方物流服务商产生有效冲击。

创始人的行事风格也导致了两家公司企业文化的差异。一直以来顺丰控股的领导人王卫就以“低调”著称——较少的媒体采访、极少的公开场合的抛头露面、没有微博账号。而顺丰控股也在王卫“低调”的风格领导下脚踏实地、勤勤恳恳地运营，逐渐建立起物流行业的高端品牌形象和良好口碑。

与之相反，京东物流的创始人刘强东更高调些，公开会议参与次数多，微博上多次发表公开言论等。因此京东物流运营表现出“张扬”的鲜明性格：2017 年京东物流独立为子集团，随后就在今年初高调融资 25.5 亿美元；京东无人仓上镜平昌冬奥会闭幕式的“北京八分钟”宣传视频；京东物流自己承办 2018 年全球智能物流峰会并对外宣布推出个人快递件业务；京东物流持续不断对外宣传与曝光公司的高端物流技术，让用户一提到京东物流，就联想到公司满满的黑科技。此前，京东物流还计划将仓库面积从 1000 余万方发展到 5000 万方。

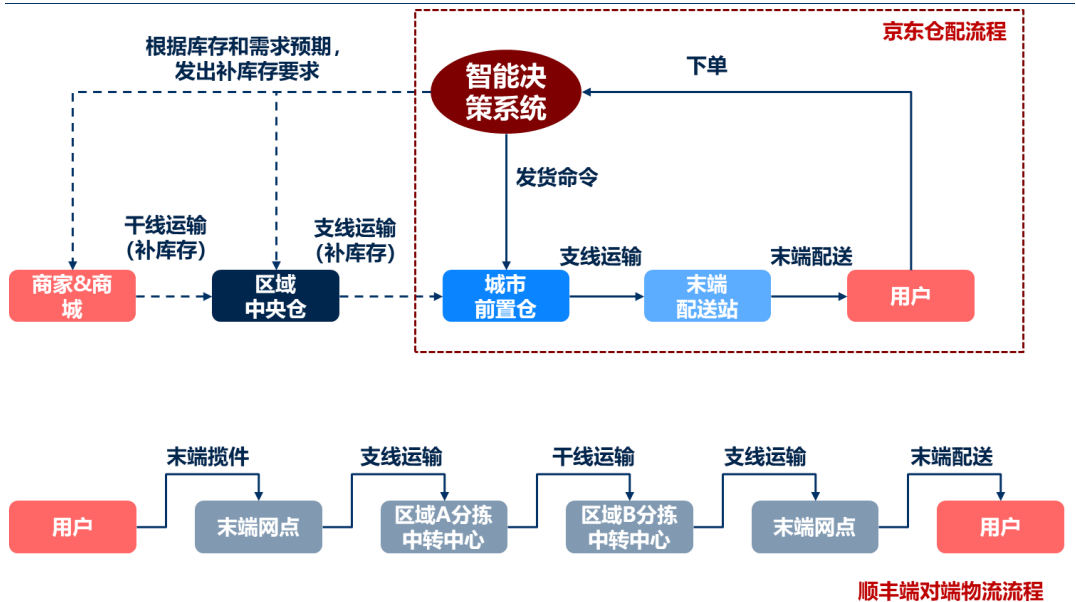
商业模式对比：京东仓到端 vs 顺丰端到端——物流产品的本质区别

京东物流采取“区域仓-前置仓-末端配送”的仓配模式。京东物流基于商城的角度，采取仓配模式来极大提升物流时效，具体操作为：1) 京东通过决策系统预测出各类商品的需求，然后根据预测结果提前将这些商品运往公司在全国搭建的前置仓中；2) 用户在京东商城上下单，随后京东订单处理中心将向用户所在区域的前置仓发出发件指令；3) 用户购买商品直接从前置仓运输到用户附近的京东派件网点，最后由京东快递员完成末端派送。

与传统端到端快递运输模式相比，京东物流的仓配模式直接省掉了从商家发件到分拣中转中心的流程，至少缩减了一半的物流运输时间，从而能够实现京东 211 限时达（当天早上 11 点前下单，当日送达；当天晚上 11 点前下单，第二天下午 3 点前送达）。

顺丰则采取“末端-分拣中转-干线运输-分拣中转-末端配送”的端到端分拣中转模式。顺丰基于第三方物流服务商角度，采用的是端到端的分拣中转物流模式，具体操作为：1) 末端快递员从用户处揽件；2) 快递件从末端网点运输到区域转运中心，经过分拣后与其他快递件一同发往目的区域转运中心；3) 快递件到达目的区域转运中心后经过分拣集散后再发往目的末端网点，最后由快递员负责末端配送上门。

图 8：京东物流仓到端物流模式 vs 顺丰端到端物流模式

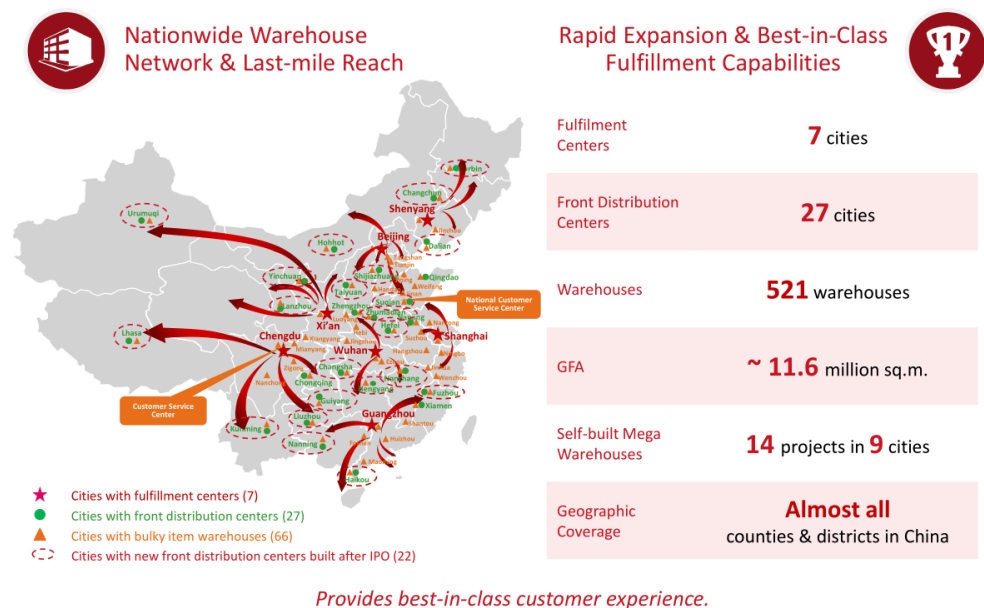


资料来源：中信证券研究部整理

物流模式迥异在于运营根本思路不同，京东物流强调将货尽量放到离消费者近的地方，顺丰则重视提高货运速度。京东自己就是一个自营商城，同时其平台上又聚揽了众多大 B 商家，因此其物流运营逻辑完全从一个卖家的角度出发。京东物流重视仓储的物流枢纽链接作用，通过构建全国多层次的仓储网络并推动其自营商城和第三方商家将货物运入自建仓库，使得商品尽量储存在离用户较近的地方，从而提高物流时效与用户体验，即所谓“以仓代运”。

顺丰则是通过构建高效的运输+转运网络，通过航空运输、自动化分拣、运输线路动态优化等措施提高运输速度和分拣效率，最终提高物流时效。因此就目前来看，京东物流仓配模式更适合大中型商家业务，而顺丰端到端的物流模式则更适合中小型商家及个人件业务。

图 9：京东物流在全国构建的仓储物流网络



资料来源：京东财报，中信证券研究部

图 10：顺丰在全国构建的分拣中转网络



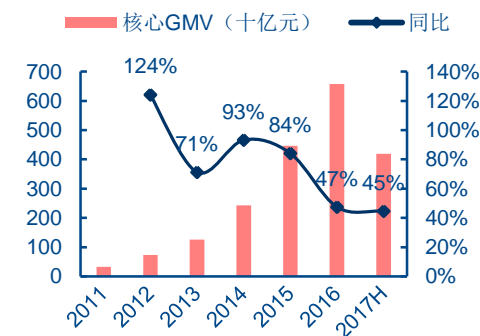
资料来源：顺丰财报，中信证券研究部

运营对比：京东物流增长快，顺丰盈利更强

受益京东商城 GMV 持续较快增长，京东物流业务量过去 7 年 CAGR 高达 82%。成立初期京东物流几乎只为京东自营商品提供物流服务，后来慢慢开始承接京东平台上的第三方卖家物流订单。因此京东物流过去几年业务量增速几乎与京东商城 GMV 增速保持一致，实现了迅猛发展，其处理订单量从 2011 年的 0.7 亿单增长到 2017 年的约 24 亿单，期间 CAGR 高达 82%。我们测算得京东物流 2017 年全年实现快递件量 15.9 亿件，占比 2017 年行业件量约 4.0%。

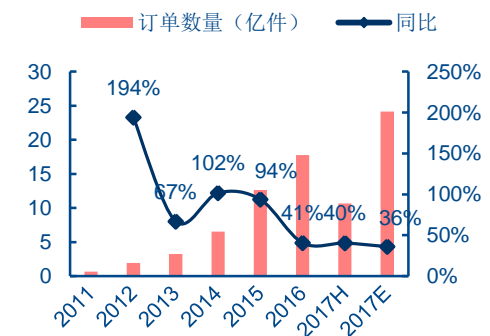
但京东商城 Q3 月活数环比下降 860 万至 3.05 亿，营收增速下降至 25%，增长趋势承压。如果电商平台在竞争中败北，则对京东物流的发展将是致命打击。

图 11：2011~2017H 京东核心 GMV 增长情况



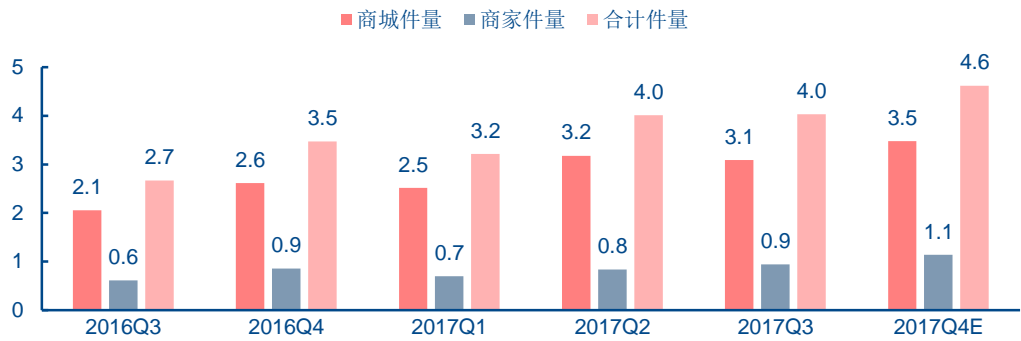
资料来源：京东财报，中信证券研究部注：京东 2017 年 Q2 之后 GMV 统计口径发生改变，为了更好地按照时间维度进行对比，此处数据只统计到 2017 年上半年

图 12：2011~2017 年京东商城订单量增长情况



资料来源：京东财报，中信证券研究部注：京东 2017 年 Q2 之后就不再披露订单量数据，因此 2017 年订单数量是根据当年 GMV 同比增速计算得到

图 13: 2016Q3~2017Q4 京东物流快递件量增长情况 (亿件)

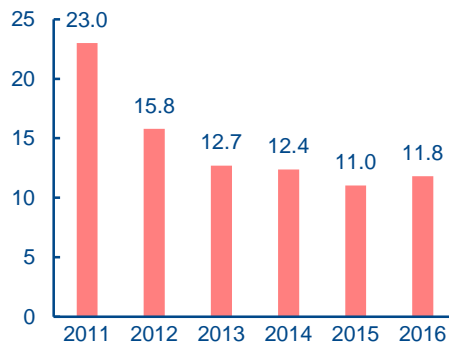


资料来源: 京东财报, 中信证券研究部测算 注: 2017 年 Q4 为估算

需要说明的是京东财报披露的履约订单量不等于京东物流件量, 我们认为可能原因是同一个用户的多个订单量被合成一件快递进行配送导致的。

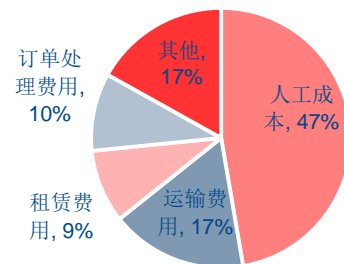
京东物流业务量增长虽快, 但盈利较差, 2017 年毛利率仅维持个位数。直营模式、重资产的仓配模式、劳动密集型等因素导致京东物流运营成本较大, 盈利较差。虽然过去几年京东商城的履约成本持续下降, 但是价格端的下降使得京东物流盈利端承压, 业绩持续亏损。2016Q4~2017Q3 四个季度中, 京东物流实现营收 238 亿元, 但是毛利率仅有 6.8%, 净亏损 7.2 亿元。不过值得关注的是其 2017 年第二季度, 公司首次实现单季度盈利。

图 14: 京东商城订单履约成本持续下降 (元/单)



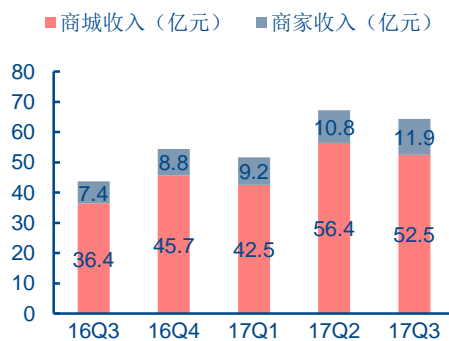
资料来源: 京东财报, 中信证券研究部

图 15: 2017 年京东商城订单履约成本占比情况



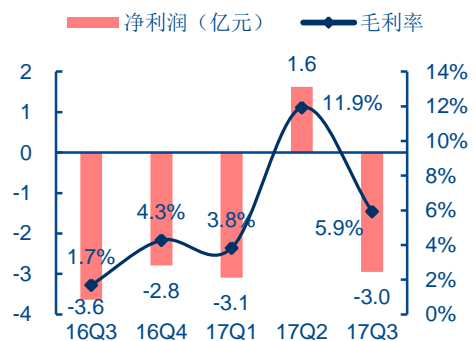
资料来源: 京东财报, 中信证券研究部

图 16: 京东物流营收增长情况



资料来源: 京东财报, 中信证券研究部

图 17: 京东物流净利润变动情况



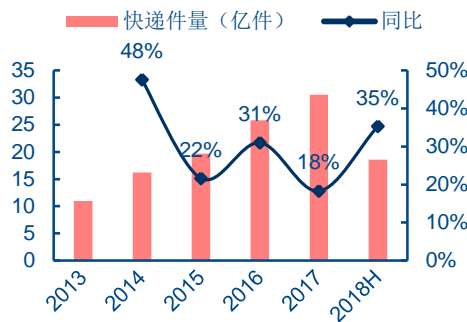
资料来源: 京东财报, 中信证券研究部

顺丰 2017 年件量为京东物流 2 倍，增速虽然慢于京东物流但盈利性较强。顺丰 2013 年~2017 年件量 CAGR 为 29%，低于同期京东物流业务量 65% 的 CAGR。但是 2017 年顺丰件量为 30.5 亿件，是京东物流 15.9 亿件的 2 倍左右，而顺丰 17 年营收（711 亿元）则是京东物流的 2.6 倍多。

盈利方面，凭借盈利较高的中高端商务件，顺丰 2017 年毛利率为 20.1%，显著高于京东物流个位数的毛利率，如果扣除亏损的冷链等业务，顺丰还将获得更高的盈利能力。顺丰较强的盈利能力反应到净利润表现为：16Q4~17Q3 四个季度顺丰合计实现扣非净利 33.9 亿元，而同期京东物流则为净亏损 7.2 亿元。

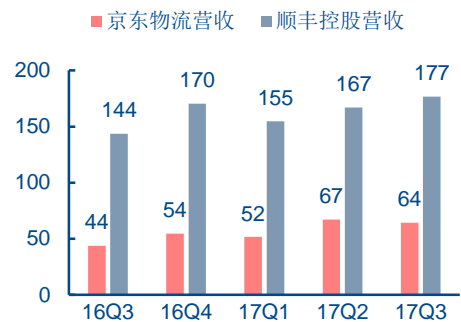
估值方面，顺丰(11 月 20 日收盘价)和京东物流的市值分别为 1665 亿元和 850 亿元(美股京东为 300 亿美元约 2000 亿元 RMB)，按照市值/营收估值指标来看，京东物流估值要比顺丰高近 30%，京东物流估值较高的原因可能是由于投资者对公司融合资金流、商流和物流的仓配模式和控股股东京东集团强大实力的认同。

图 18：2013~2017H 顺丰快递件量增长情况



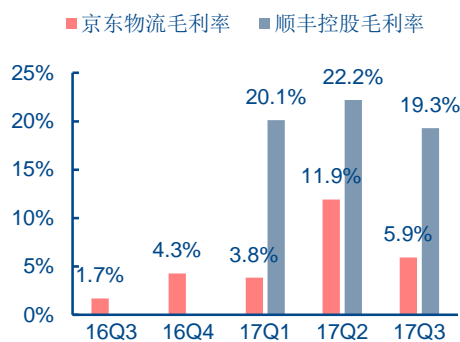
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 19：京东物流和顺丰营收分季度对比（亿元）



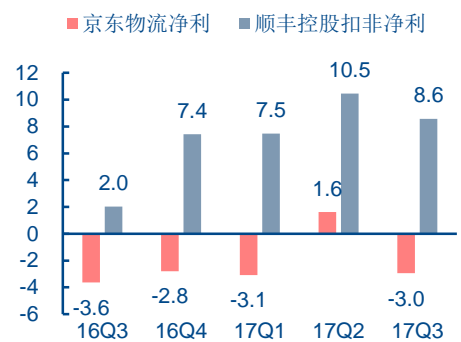
资料来源：京东财报，Wind，中信证券研究部

图 20：京东物流和顺丰分季度毛利率对比



资料来源：京东财报，Wind，中信证券研究部

图 21：京东物流和顺丰分季度净利润对比(亿元)



资料来源：京东财报，Wind，中信证券研究部

表 1：顺丰控股和京东物流估值对比

公司	市值/估值 (亿元)	营收 (亿元)	件量 (亿件)	估值指标 1:市值/件量	估值指标 2:市值/营收
顺丰控股	1709	711	30.5	56.0	2.4
京东物流	850	270	16.9	50.3	3.1

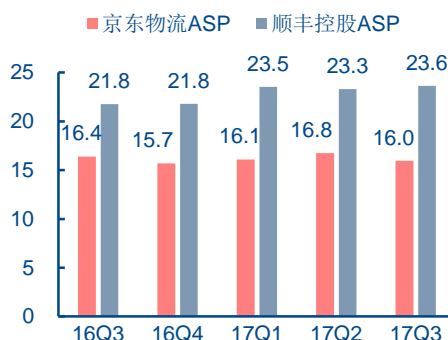
资料来源：京东财报，Wind，中信证券研究部测算 注：京东市值按照年初 A 轮融资测算，当时人民币兑美元汇率按照约为 6.3:1；顺丰控股市值为 2018 年 11 月 5 日收盘价；营收和件量为 2017 年数据

高端商务件使得顺丰 ASP 高于京东物流，京东物流人工成本高于顺丰。顺丰 ASP 大概为 23 元左右，而京东物流 ASP 为 16 元左右，顺丰 ASP 显著高于京东物流主要系 1) 顺丰

中高端时效商务件单价价格较高；2) 顺丰提供的是从端到端的物流服务，而京东物流提供仓储保管与配送物流服务，其少了一个末端揽件的环节，因此顺丰成本更高，快递价格也要相应较高。

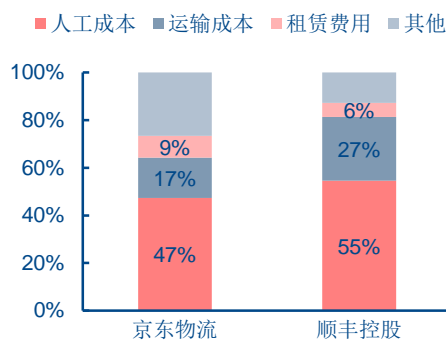
对比两家直营物流公司的成本结构，我们发现两家物流公司的人工成本均占比最高，由于京东物流采取仓配模式，所以其仓库租赁成本要高于顺丰，而运输费用占比要低于顺丰。对于人工成本，我们按照人工成本除以两家公司披露的职工数量计算得到人均薪酬水平，通过对比发现京东物流快递员的薪酬较顺丰快递员要高一些。这与“刘强东曾许诺京东快递员的工资不会低于当地县长；去年刘强东为京东员工（包括大量京东快递员）缴纳高达 60 亿元的保险和公积金”的新闻报道相符合。

图 22：京东物流和顺丰 ASP 分季度对比(元/件)



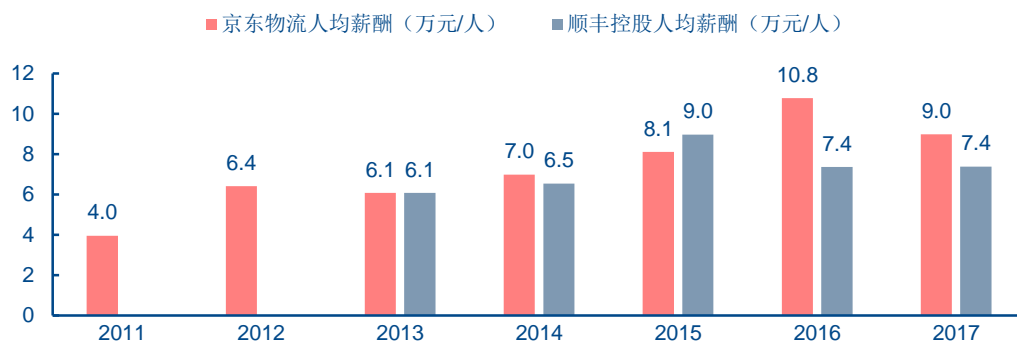
资料来源：京东财报，Wind，中信证券研究部

图 23：2017 年京东物流和顺丰成本结构对比



资料来源：京东财报，Wind，中信证券研究部

图 24：2011~2017 年京东物流和顺丰人均薪酬对比

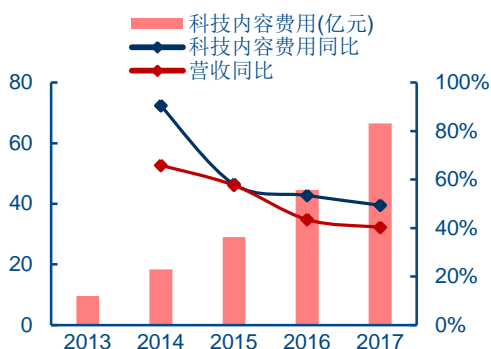


资料来源：Wind，中信证券研究部注：不考虑管理和销售人员；2017 年京东改变了订单履约成本统计口径导致 2017 年人均薪酬出现一定下降；没有考虑两家公司外包用工情况

护城河对比：京东物流的 XY 部门+仓储 vs 顺丰的三网

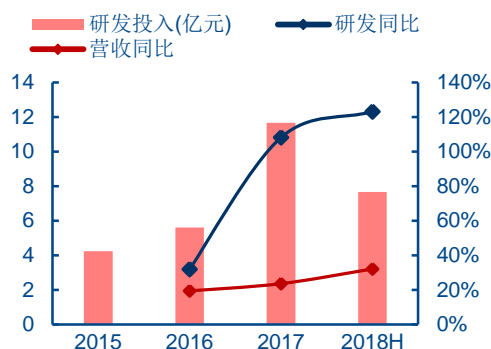
两家公司相同护城河：科技研发。顺丰和京东物流两家物流巨头均非常重视科技研发，在科技研发上投入了大量的人力、物力、财力等资源，希望通过科技驱动物流，提高物流效率，降低物流成本。为了实现科技驱动物流降本增效，京东成了 X 事业部（专注于“互联网+物流”，致力于打造着眼未来的智能仓储物流系统，主要研究领域为无人机、无人车、无人仓等尖端智能物流项目）和 Y 事业部（主要致力于用大数据和人工智能技术打造智慧供应链）。而顺丰则成立了顺丰科技公司，旨在基于人工智能、物联网、机器学习、智能设备等技术的综合应用，提升运作效率，助力上下游产业价值升级。顺丰科技目前拥有 4500 人+的研发人员专业队伍。两家公司过去几年研发上的投入速度均要高于营收增速。

图 25: 2013~2017 年京东科技内容费用增长较快



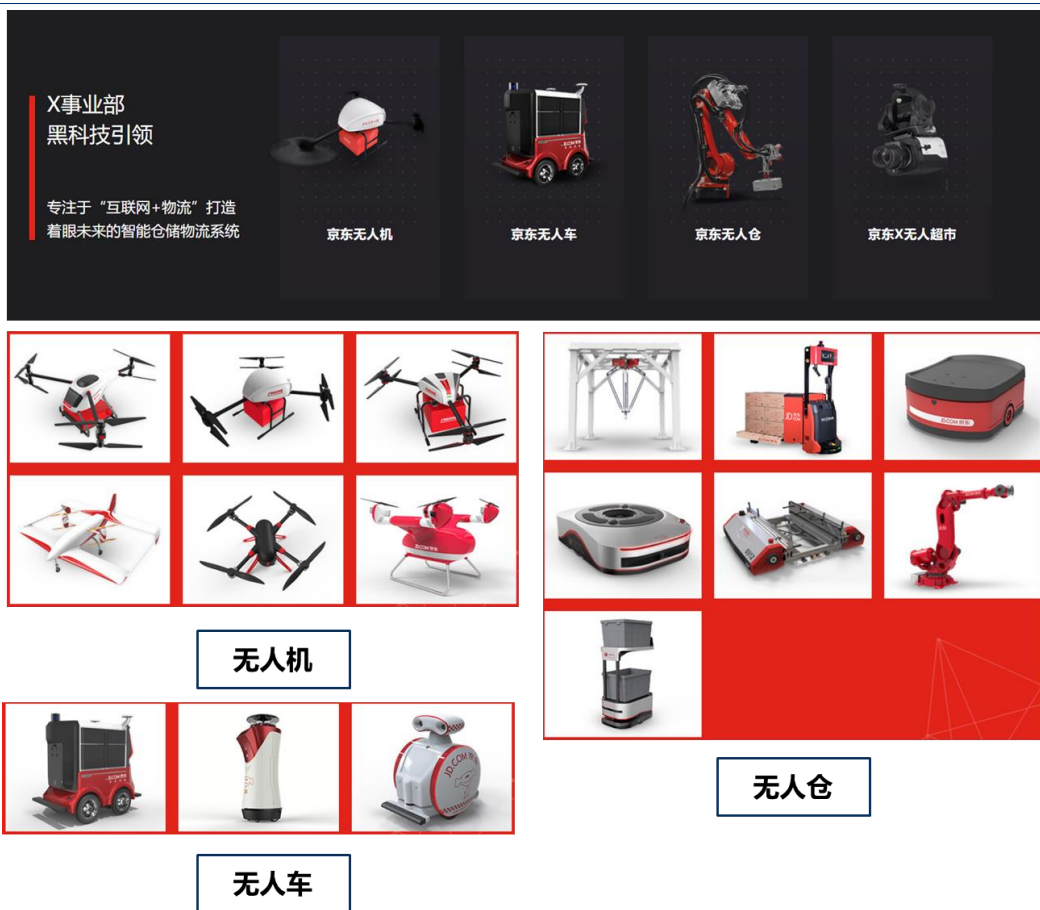
资料来源: Wind, 中信证券研究部注: 科技内容费用主要包括研发、维护技术平台的 IT 员工的薪酬支付, 与顺丰的研发投入不具有可比性

图 26: 2015~2018H 顺丰研发投入增长速度较快



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 27: 京东 X 事业部的研发产品



资料来源: 京东物流官网, 京东 X 事业部官网, 中信证券研究部

图 28：顺丰科技的研发领域



资料来源：顺丰科技官网等，中信证券研究部

双方引领物流行业无人机研发，但顺丰要领先一步，京东物流则在无人化设备研发上涉及范围更广。两家公司在无人机研发方面均走在物流行业的最前端，两家公司都进行了大量的无人机研发与测试实验。不过就目前来看，顺丰在无人机研发项目上要领先京东物流一步，理由如下：

1) 顺丰无人机项目从 2013 年就开始了，而京东在 2015 年才启动；

2) 2017 年 6 月顺丰与赣州市南康区联合申报的物流无人机示范运行区的空域申请得到正式批复，并在获批空域内进行了首次业务运营飞行，虽然京东在当年 8 月获得国内第一张全省（陕西）范围的无人机空域批文，但顺丰在无人机上获得空域批文的时间更早；

3) 2017 年 10 月，顺丰吨级载重的支线运输无人机完成首飞测试，而 2018 年 6 月京东物流大型无人机才刚刚下线；

4) 顺丰 2018 年 3 月获得国内首张无人机航空运营许可证。但京东物流在无人仓、无人车等其他无人化操作设备的研发领域要领先顺丰。

表 2：顺丰和京东物流在无人机研发上的进程对比

顺丰控股无人机发展情况		京东物流无人机发展情况	
2012年2月	王卫提出设想	2015年	无人机项目成立
2013年9月	广东省东莞市进行了顺丰无人机测试	2016年5月	成立 X 事业部，确立无人机、无人车、无人仓三大板块
2015年4月	顺丰自主研发的第二代飞控导航系统研发成功	2016年6月	在江苏宿迁进行无人机配送试营运，后又在陕西、四川等多个地区进行了无人试营运
2016年	第三代飞控导航系统研发成功，四轴、六轴多旋翼无人机产品化，倾转旋翼无人机完成首飞	2017年2月	与陕西省政府签订合作协议，将携手共建“全球首个低空无人机物流网”
2017年	自主研发的 Manta Ray 垂直起降固定翼无人机问世	2017年7月	启用无人机飞服中心
2017年6月	与赣州市南康区联合申报的物流无人机示范运行区的空域申请得到正式批复	2017年8月	在西安启动无人机大会，获得国内第一张覆盖全省（陕西）范围的无人机空域批文
2017年7月	顺丰大型物流无人机总部基地项目落户成都双流区	2018年2月	获得中国民用航空局、民航西北地区管理局关于公司在陕西进行“无人机物流配送经营活动试点”批复
2017年10月	顺丰的吨级载重的支线运输无人机完成首飞测试；	2018年6月	京东第一架具有 100%自主知识产权的重型无人机已正式下线

顺丰控股无人机发展情况	京东物流无人机发展情况
成为国内首家由民航总局批准的具有合法业务运营试点企业，也是唯一一家获得由民航总局授权制定《物流无人机行业标准》的企业。	
2018年3月 顺丰获得国内首张无人机航空运营许可证	

资料来源：Wind，顺丰科技官网，亿欧等，中信证券研究部

不同护城河：京东物流仓储土地实力明显强于顺丰，顺丰飞机+汽车的陆空运输网络则完胜京东物流。

京东物流：采取仓配物流模式的京东物流为了扩大服务范围就必须在全国多个地方建设区域仓和前置仓，可以看到最近几年京东物流持续进行大规模资本支出，而资本支出中的相当一部分恰恰被用于土地购置和仓储建设。2017年京东物流资本支出高达114亿元，是顺丰（56亿元）的2倍左右，而114亿中有81亿被用于土地和在建工程，可见京东物流仓配模式的资产之重。

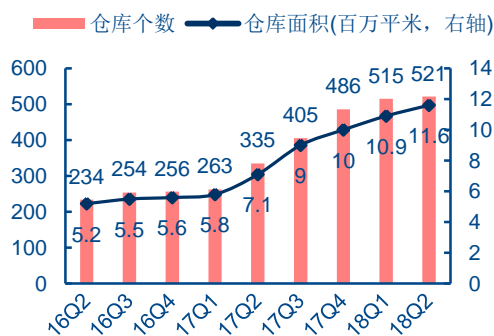
截止今年6月底，京东物流拥有521个仓库，仓库总面积1160万平方米，而同期顺丰仓库数量仅有138个，合计面积150万平方米。不过最近几年顺丰一直在增加资本开支购置土地，来填补自己在土地和仓储上的短板，目前公司在手土地面积达307万平方米。

表3：京东物流与顺丰资产开支、仓库、土地情况对比

	京东物流	顺丰控股
最近融资规模	A轮融资约160亿元	借款上市募集资金80亿元
2017年资本开支	114亿元	56亿元
仓库个数	521个	138个
仓库面积	1160万平方米	150万平方米
在手土地面积	-	307万平方米
土地使用权账面净值	70.5亿元（2017年底）	44.3亿元

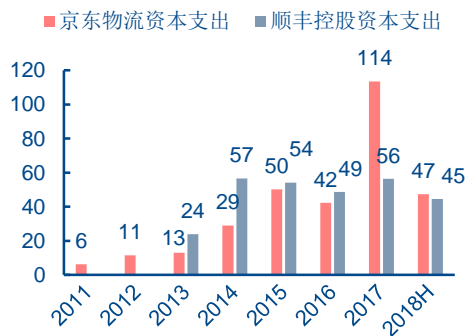
资料来源：Wind，中信证券研究部

图29：京东物流仓储数量持续增长



资料来源：Wind，中信证券研究部

图30：京东物流和顺丰资产支出对比（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

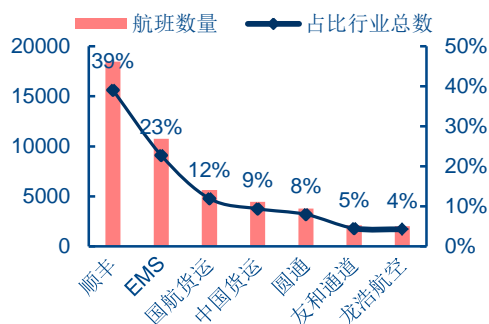
顺丰控股：顺丰控股最大核心优势在于目前物流行业数量最多的航空机队和覆盖全国范围最广的货物空运网络。与京东仓配模式不同，顺丰采取是端到端的分拣中转物流模式，为了提高物流时效只能不断加快运输速度，因此采用飞机运输货物毫无疑问是提高运输速度的最好解决办法。

为此顺丰持续耗资采购飞机，截止到今年10月底，公司拥有48架自有飞机+13架外包飞机，机队规模为国内最大。根据2018年冬春航班编排计划，公司货运航班合计1.8多万班次，占比所有航空货运航班数量的39%，航空物流龙头地位牢固。而京东物流则没有自己

的飞机，一般都是通过第三方货机进行运输，这就导致了京东物流在航空货运上丧失了较多的主动权。

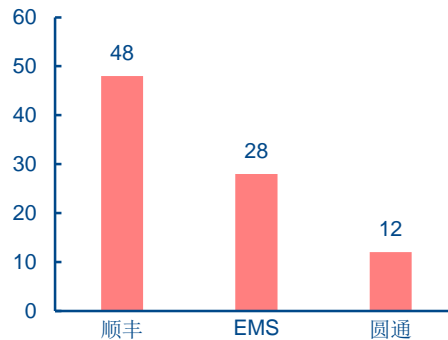
陆运车队方面，顺丰 2017 年底运输工具账面净值为 14.4 亿元，显著高于京东物流的 8 亿元，主要因为顺丰需要提供干线运输而拥有较多的干线车辆，而京东的干线运输很多是外包给第三方，干线车辆较少。

图 31：18 冬春顺丰航班数量领先其他货运航司



资料来源：Pre-flight，中信证券研究部

图 32：顺丰自有飞机数量领先 EMS 和圆通(架)



资料来源：顺丰官网，Wind，中信证券研究部测算注：EMS 飞机数量可能和实际有出入；时间为 2018 年 10 月

表 4：京东物流与顺丰运输飞机和车队对比情况

	京东物流	顺丰控股
飞机数量	1 架（与天津航空航空合作的）	48 架自有飞机+13 架外部包机
飞机账面净值	0	33.7 亿元
车队账面净值	8 亿元	14.4 亿元

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：京东只披露了车队账面总值，净值是按照对应固定资产占比计算出折旧，再相减得到

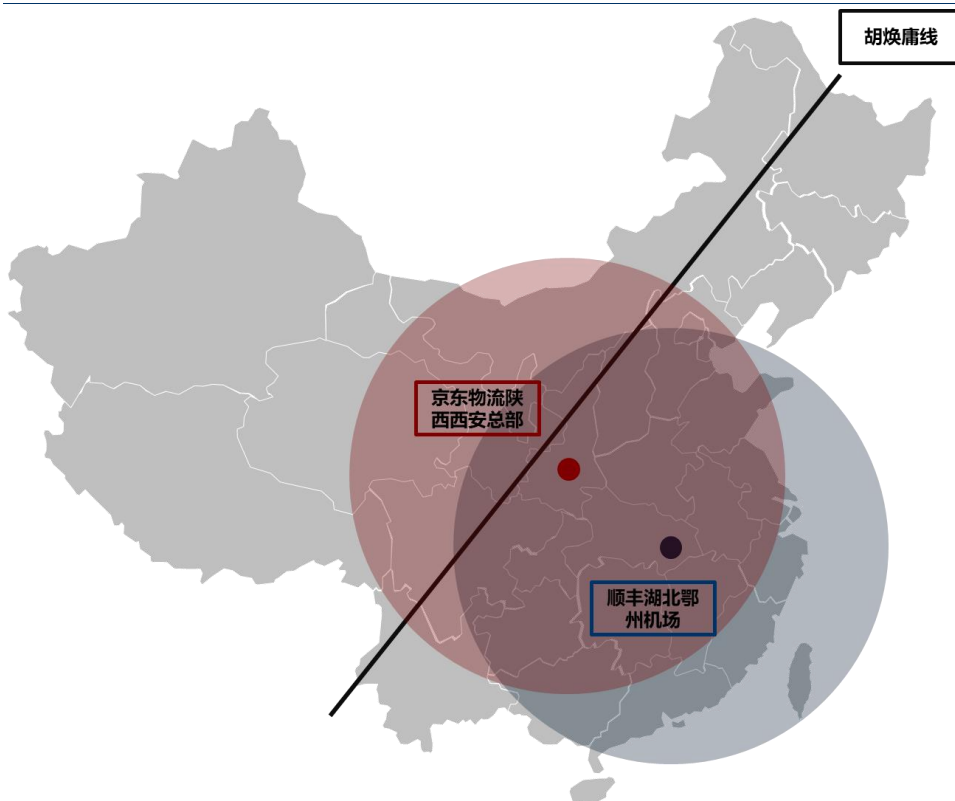
物流枢纽对比：京东物流的西安航天基地 vs 顺丰的湖北鄂州机场

京东物流选址西安，顺丰定调湖北鄂州，两大巨头欲建中国“孟菲斯”物流枢纽：

京东物流：2018 年 5 月京东集团与西安航天基地签订了京东全球物流总部、京东无人系统产业中心、京东云运营中心合作协议。根据双方协议，五年内京东计划投资 205 亿元与西安航天基地展开深度合作，联合开展“334”工程，即建设“三个总部，三个平台，四大产业”，包括构建京东集团全球物流总部、全域无人系统产业总部、京东云陕西大数据运营总部；建立融合智慧物流平台、飞行运管平台、大数据运营三大平台；打造智能制造、智慧物流、云计算、特色小镇四大产业。西安航天基地将在京东物流总部的办公、仓储用地、京东亚洲一号建设等方面给予全面支持，促进京东物流基础设施转型发展。

顺丰控股：2018 年 2 月国务院和中央军委批复了顺丰控股参与湖北鄂州机场建设项目。湖北鄂州机场总投资 372.6 亿元，其中：机场工程 183.6 亿元，由湖北省、顺丰控股等企业共同筹措解决，政府予以支持；转运中心工程 135 亿元、顺丰航空公司基地工程 46.2 亿元，由顺丰控股筹措解决。顺丰湖北鄂州机场性质为客运支线、货运枢纽机场，顺丰将以该枢纽为中心，全面打造覆盖全国、辐射全球的航路航线网络。按照设计规模和业务量预测，到 2025 年，鄂州机场核心枢纽年货邮吞吐量、旅客吞吐量预计为 245.2 万吨（2017 年全年民航货邮运量 706 万吨）、100 万人次。

图 33：顺丰湖北鄂州机场的地理优势要好于京东物流的西安总部

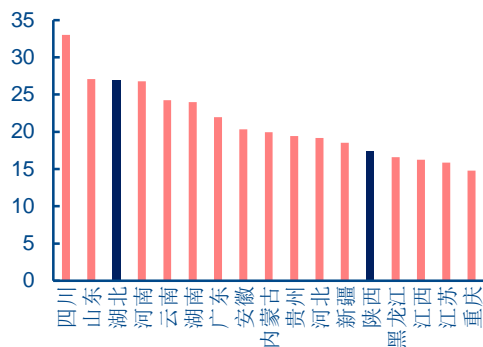


资料来源：Wind 等，中信证券研究部

我们认为顺丰湖北鄂州机场相比京东物流更具备中国版的孟菲斯物流枢纽基因：

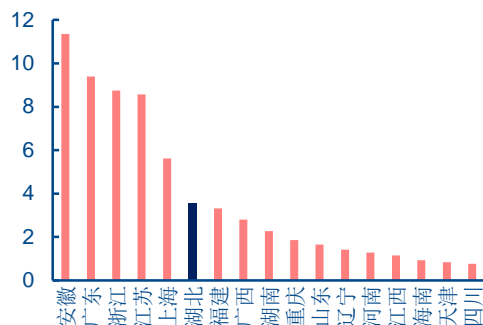
- 1) 地理位置来看，虽然西安相比鄂州处于中国国土更加中心的位置，但是考虑到中国大部分人口主要分布在东部沿海地区，因此湖北鄂州的地理位置辐射覆盖人口范围更广；
- 2) 目前京东物流的西安基地定位的是物流总部、仓储基地、无人航空产业基地，并没有建设枢纽机场，而顺丰建设的湖北鄂州机场承担着武汉大都市区武汉天河机场+顺丰机场“客货双枢纽”发展战略，物流枢纽战略意义重大；
- 3) 湖北公路里程、水路货运量都要明显高于陕西，而铁路营业里程与陕西接近，民航货邮量虽小于陕西但差距不大，因此湖北的交运基础设施更适合多联式运输体系，也更有潜力成为中国版的孟菲斯物流枢纽。

图 34：2017 年各省公路里程排名情况（万公里）



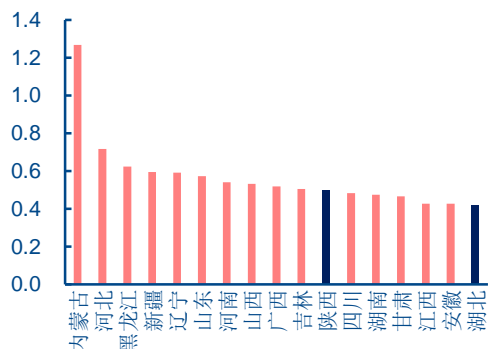
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 35：2017 年各省水路货运量排名情况（亿吨）



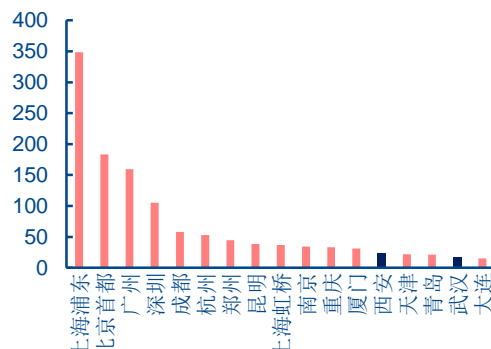
资料来源：交通部，中信证券研究部

图 36：2017 年各省铁路营业里程排名（万公里）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 37：2017 年各大机场货邮运量排名（万吨）



资料来源：民航局，中信证券研究部

竞争演变：在交叉竞争中发展

快递业务：京东物流闻名于仓配，顺丰成名于时效商务件

京东物流快递业务主要为电商卖家提供仓配服务，而顺丰主要为个人、企业客户提供端到端快递服务。京东目前几乎所有快递业务都是仓配模式——商品从前置仓发出配送到用户手中，时效是 211（当天早上 11 点前下单，当日送达；当天晚上 11 点前下单，第二天下午 3 点前送达），不过目前京东也推出了“闪电送”，用户下单后根据地址匹配情况可实现数分钟到几十分钟不等的送货上门。而顺丰则主要为个人、企业客户提供端到端的高端时效商务件和中高端电商件物流寄递服务，高时效商务件主要通过顺丰自家航空机队进行运输，而中高端电商件则是通过陆运车队运输。

顺丰与京东物流个人件业务对比：京东物流价格便宜，但最高时效较慢，且服务范围仅限北、上、广三城市。2018 年 10 月京东物流首次推出快递个人件业务，正式进军 2C 快递件行业。根据京东物流个人件的时效、价格、直营物流模式和较好的口碑，我们认为京东物流个人快递件主打的是中高端时效及商务件。我们将顺丰的时效件与京东物流的个人件进行如下对比：

- 1) 京东物流价格比顺丰低，但高于通达系快递件。京东物流的特快送与顺丰标快时效相差不多，但是首重比顺丰标快低 5 元，续重也要少 2 元/kg。同样，京东物流的特惠送与顺丰特惠时效接近，首重价格要便宜 2 元，但续重价格要高 1 元/kg。
- 2) 京东物流个人件最快时效慢于顺丰。以上海发往北京为例，早上 11 点寄出，京东物流最快的特快送可以保证第二天晚上 20 点之前寄到，而顺丰最快的顺丰次晨，则可以实现第二天中午 12 点之前寄到。
- 3) 京东物流目前个人件服务范围仅限北、上、广三座城市，远小于顺丰时效件的服务覆盖区域。

表 5：京东物流与顺丰个人时效件产品对比

京东物流个人快递产品	京东时效	京东价格	顺丰速运个人快递产品	顺丰时效	顺丰价格
特快送	第二天 20 点之前到	首重 18 元，续重 8 元/kg	顺丰次晨	第二天 12 点之前到	首重 25 元，续重 10 元/kg
特惠送	第三天 22 点之前到	首重 16 元，续重 6 元/kg	顺丰标快	第二天 18 点之前到	首重 23 元，续重 10 元/kg
			顺丰特惠	第三天 23:59 之前到	首重 18 元，续重 5 元/kg

资料来源：京东物流官网，顺丰速运官网，中信证券研究部 注：发件起点为上海浦东新区，目的地为北京海淀区，发件时间为早上 11 点

预计京东物流 3 年内个人件难以撼动顺丰商务件龙头地位。我们认为京东物流推出个人快递件主要为抢夺中高端时效及商务个人件，最终实现物流全服务产品供给。不过预计京东物流个人快递件在 3 年内无法对顺丰时效件带来实质冲击影响，理由如下：

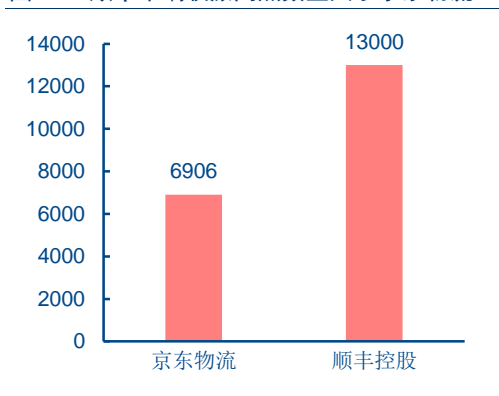
- 1) 京东物流的仓配模式导致其双向物流处理能力较弱。个人快递件是需要揽收与派送两个双向物流运输环节，而京东物流仓配模式涉及的物流流程只有仓储、运输、末端配送环节，而缺乏揽收环节。并且端到端的个人件要求物流公司具备强大的分拣中转能力，需要较多分拣中转站，而京东物流目前情况是仓库较多，而分拣中转中心较少。同时对于末端揽收配送网点，京东物流也要明显少于顺丰。
- 2) 京东物流没有自己的飞机，即使短期构建机队也需要较长时间。**要满足个人件的较高时效，飞机是不可少的。**京东物流目前没有自有飞机，主要是采购第三方航空物流公司的空运服务，这就造成了京东物流在航空货运上可支配的灵活性很低。飞机什么时候开，开通哪一条航线等问题京东物流都无法自主决定。未来顺丰的鄂州超级枢纽开通后，这种在时效保障上的差距还将进一步拉大。

图 38：顺丰的天网实力强大



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 39：顺丰末端收派网点数量大于京东物流



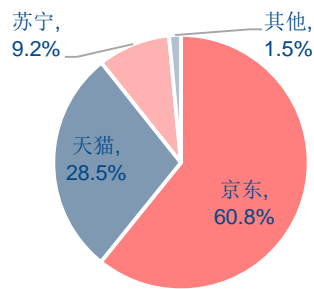
资料来源：Wind，中信证券研究部

大件物流：京东网销家电地位彰显实力，顺丰则深耕高端重货

京东物流的电商大件物流实力要强于顺丰。根据工信部赛迪研究院《2017 年家电网购分析报告》，2017 年国内网购家电市场中京东商城占比 60.8%，大幅领先其他电商，较高的家电网购销售额“倒逼”京东物流不断提升大件物流实力。

目前京东物流通过仓储网、运输网、配送网、信息网、安装网、农村网六网融合，支撑大件（家电、家具、卫浴、健身器材等）业务城市到农村/偏远山区的全境覆盖。京东商城大量的电商大件业务支撑京东物流不断提高运营效率、解决行业痛点、建立操作标准，可以说京东物流电商大件服务能力已经是行业数一数二。

图 40：2017 年网购家电市场京东占比六成



资料来源：工信部赛迪研究院《2017 年家电网购分析报告》，中信证券研究部

图 41：京东大件物流的十项全能



资料来源：京东物流官网，中信证券研究部

顺丰重货在工厂、个人大件物流上优势可能更大。与京东大件物流主要服务电商大件不同，顺丰则主要深耕线下中高端重货，其提供端到端的物流服务能力较强。京东物流主打仓储配送模式、大件物流业务主要以消费大件和到仓服务为主，而顺丰重货合作客户主要有苹果、海澜之家、美的、海信等知名公司。

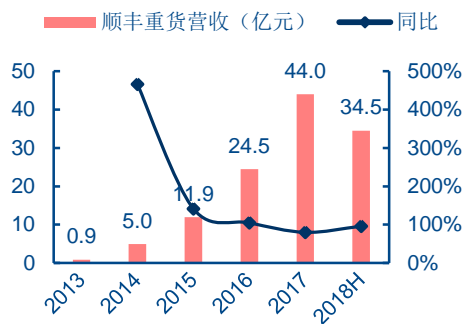
因此我们认为顺丰在线下的个人及工厂端重货实力更强一点。顺丰 2018 年前三季度重货收入达 34.5 亿元，而京东财报显示其物流及其他业务营收 51 亿元，假设大件物流营收占比 20%，则京东物流大件物流营收为 10 亿元，显著小于顺丰重货。

图 42：京东物流重货到仓业务流程



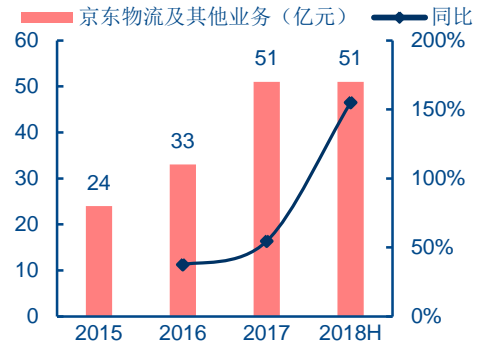
资料来源：京东物流官网，中信证券研究部

图 43：2013~2018H 顺丰重货营收增长较快



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 44：京东物流及其他业务营收增长较快



资料来源：Wind，中信证券研究部注：物流及其他业务主要是京东物流社会化订单收入

冷链：京东物流加速冷链布局，顺丰携手夏晖提升实力

京东物流发力冷链，借平台优势打造生鲜电商冷链宅配平台。京东 2015 年宣布进入国内生鲜冷链物流配送领域，凭借自己商城平台商流的导入，生鲜电商业务规模持续扩大，同时冷链物流基础设施也不断完善。

截止到 2018 年 5 月，京东物流已在 10 个城市建成 13 个冷链仓，B2C 网络覆盖超过 300 个城市，仓库日均订单处理能力达百万件。羽翼渐丰的京东冷链开始瞄准顺丰冷链所经营的市场，例如去年 8 月，京东物流与国药集团、红运堂等 8 家医药流通企业现场签署《京东医药云仓战略协议》；今年京东物流采用航空+冷藏车运输等方式加入大闸蟹冷链运输的市场竞争；2018 年 1 月，京东物流与国航货运签署合作协议，双方将共同提供以生鲜冷链为主的航空供应链解决方案等等。

图 45：京东物流的原产地生鲜产品物流服务体系



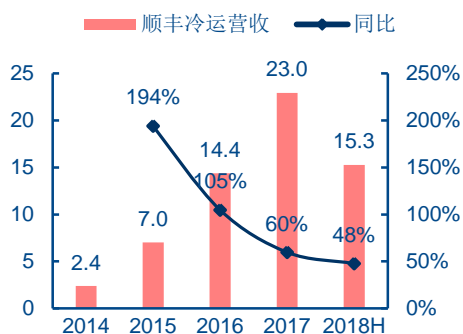
资料来源：京东物流官网，中信证券研究部

顺丰冷链进入行业 Top2，携手夏晖提升冷链实力。目前看顺丰冷链实力要强于京东物流，理由如下：

- 1) 据中物联冷链委统计，顺丰冷链位列中国百强冷链企业第二名，排名第一的是希杰荣庆。

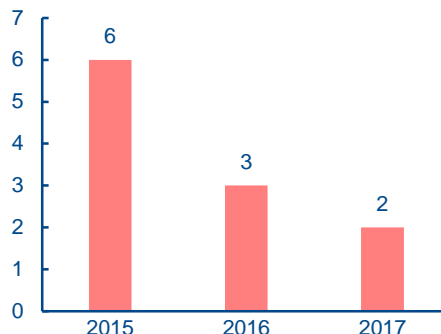
- 2) 顺丰冷链目前拥有 51 座冷库，数量显著大于京东物流的 13 座冷库。同时顺丰冷链还拥有自有冷藏车 681 台、123 条食品运输干线，与全家、双汇、大希地等知名客户展开业务来往。
- 3) 顺丰医药冷链实力要领先京东物流。顺丰冷链拥有 3 个 GSP 认证医药仓，已获得《药品经营许可证》、《GSP 认证证书》、《医疗器械经营企业许可证》以及国家食品药品监督管理局对“开展药品第三方现代物流试点工作的批复”等全部认证及经营许可，通过 GSP 验证医药自有冷藏车 209 台。而有关京东物流医药冷链的公开消息则较少，预计京东医药冷链仍处于发展初期。
- 4) 与夏晖合作，顺丰冷链获得重大突破。夏晖作为麦当劳御用食材供应商，其拥有国际一流的冷链物流运营体系及操作标准，顺丰通过与夏晖成立子公司，可以短时间内获得夏晖先进、一流的冷链操作模式、管理经验与冷链设施，从而拥有冷链业务对标国际巨头的实力。

图 46：2014~2018H 顺丰冷运营收增长情况(亿元)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 47：顺丰冷链在百强冷链企业的排名持续上升



资料来源：中物联冷链委，中信证券研究部

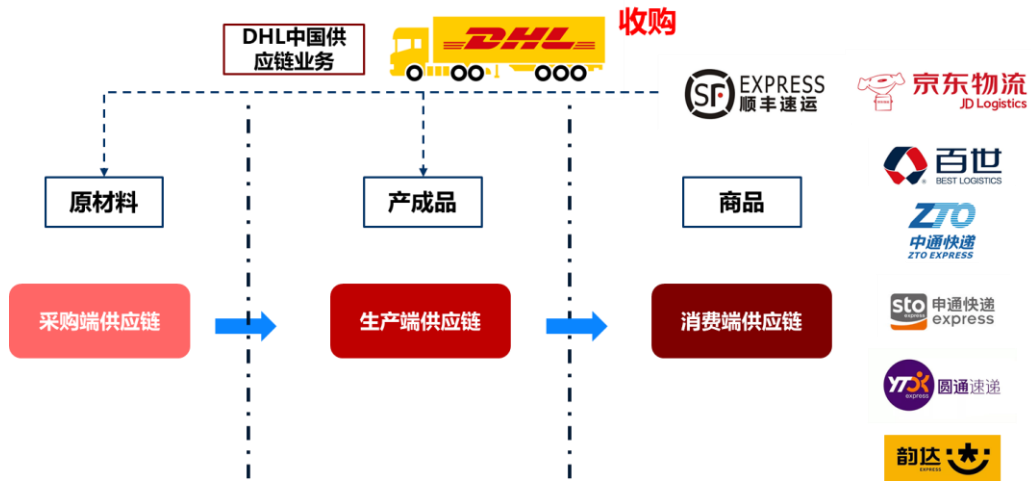
供应链：京东物流已有成熟行业方案，顺丰并购 DHL 中国供应链加快业务布局

两家公司重视消费端供应链业务，均已有成熟行业方案，但顺丰已经开始开展采购与生产端供应链业务。如果单单只针对个人快递件、冷链、大件物流等单个独立市场，其市场规模均只有千亿元，京东物流和顺丰都深知其中，两家巨头都将目标瞄准 12 万亿元的大物流市场，包括采购物流、生产物流和销售物流。

而目前行业内大部分快递公司主要聚焦在销售物流行业的竞争，而采购与生产物流市场很少涉及。京东物流和顺丰目前已经与多家不同行业的企业展开合作，并设计了多个行业消费端的物流供应链解决方案，涉及干线运输、仓储、库存管理、仓库之间动态调货、末端配送、逆向物流等。

但是这些都是属于消费端供应链，即最终商品的物流。DHL 中国供应链业务在汽车、科技、生命科学、医药、零售、工程建设等行业内具有很强的供应链解决方案能力，顺丰控股 2018 年 10 月通过收购 DHL 大中华地区的供应链业务成功进军采购及生产端供应链行业，领先京东物流。

图 48：顺丰借力并购 DHL 中国供应链业务快递切入采购及生产物流环节供应链市场



资料来源：中信证券研究部整理

国际业务：京东建立海外仓，顺丰与 UPS 合资

京东建海外仓，但主要是提供海外货物运往国内物流服务。今年 6 月份，京东物流对外宣称经过三年的国际化业务推进，公司目前已在全球五大洲设立超过 110 多个海外仓，原产地覆盖达到 100%。这上百个海外仓是否都是京东自有暂不确定，而就目前来看，京东在海外设立的仓库主要起到的是前置仓作用，即海外仓里面存放京东商城国外商品，用户通过下单后，国外商品从海外前置仓运输到国内。

因此目前京东国际业务主要是提供海外商品远往国内消费者的单项物流链路，而从国内运往国外则较少。值得一提的是京东目前在印尼、泰国等地搭建本地物流网络，通过输出仓配模式、物流决策系统来帮助当地提高电商物流配送效率。

顺丰与 UPS 合资成立公司拓展海外业务。航空运输非常适合海外货物运输，因此也成为国际货运的主流运输模式之一，而顺丰凭借强大的航空机队可以较为容易地拓展国际业务。2017 年 5 月顺丰控股与 UPS 在香港合资成立环球速运公司，环球速运将经营推广和开发联合品牌的国际快递服务，助力顺丰和 UPS 提供更具竞争力的国际贸易物流产品，聚焦 B2B 和 B2C 客户的跨境贸易，拓展全球市场。

顺丰目前具备国内货物发往海外和海外货物发往国内的双向国际物流链路能力，同时顺丰在海外的自营网点数量为 283 个，国际标快/特惠业务覆盖 53 个国家，国际小包业务覆盖 225 个国家。因此无论是从国际物流运输链路能力还是业务覆盖范围来看，顺丰的国际业务要比京东走的更远。

图 49: 京东物流海外当地运营网络主要在东南亚



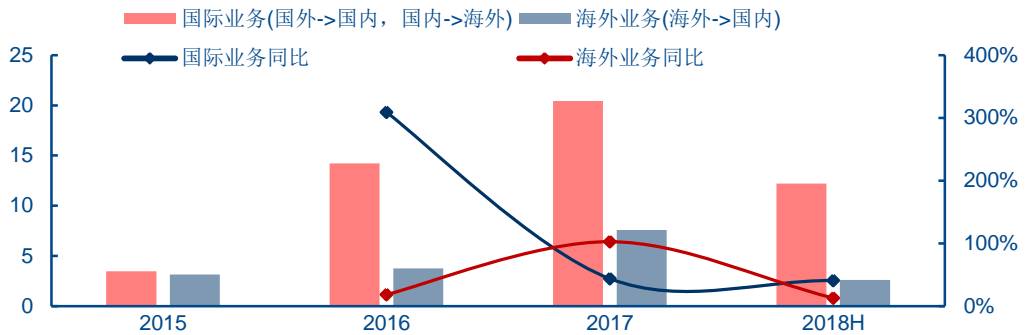
资料来源: 京东物流官网, 中信证券研究部

图 50: 顺丰自营网点全球布局情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 51: 2015~2018H 顺丰国际业务发展较快 (亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部注: 顺丰控股财报披露的国际业务营收和海外地区营收有明显差异, 我们认为公司国际业务是包括国外运输到国内和国内运输到国外业务营收, 而海外地区营收指的是在海外地区获得收入, 指的是海外运往国内的业务营收; 2016 年公司国际业务营收统计口径发生了变化

同城配: 京东借并购达达跻身行业第一梯队, 顺丰起步晚仍在拓展期

京东收购达达切入商超宅配市场。2016 年 4 月, 京东到家通过 2 亿美元投资新达达, 实现了京东到家与新达达的合并, 即“达达-京东到家”(新达达)。新达达采取众包模式, 其主要业务分为 B 端和 C 端业务, B 端业务来自京东到家、京东商城、入驻商家的订单, 而 C 端业务主要为 C 端用户提供同城 C2B 或 C2C 的即时配送业务。

新达达的同城配业务有京东商城商流给以支撑, 因此得到了较快发展, 2017 年新达达实现营收 17.8 亿元, 同比大幅增长近 20 倍。预计未来在商超宅配市场的持续增长和京东商超平台的流量支持下, 京东物流的同城配业务仍将保持较快增长。

表 6: 新达达 2016、2017 年财务情况

	营收 (亿元)	毛利率	净利润 (亿元)
2016 年	0.9	49%	-15.3
2017 年	17.8	-6%	-15.2

资料来源: 京东财报, 中信证券研究部

顺丰以直营模式经营同城配业务, 瞄准中高端餐饮商超和个人寄送件。顺丰在并购百度外卖受阻后决定自己搭建同城配送团队, 公司致力于打造成为全国领先的、最大的第三方直营即时物流服务商。顺丰同城业务目前合作的主流品牌客户有: 麦当劳、肯德基、瑞幸咖啡、天虹、永辉、必胜客、海澜之家等知名企业。

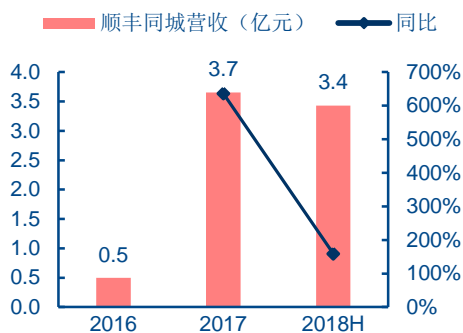
此外，今年 6 月顺丰推出了个人急件服务，当前已经在北、上、广、深、杭等 24 个城市有业务覆盖，为个人提供最快 30 分钟、平均 1 小时送达、专人即拿即送的配送。和其他业务一样，顺丰同城业务也定位中高端。对比顺丰与京东达达的同城配送个人件价格，顺丰的价格要略高于达达。顺丰同城配送业务虽然这几年发展速度较快，但是营收规模与京东达达仍有差距，同时达达有京东商城持续的流量支撑，而顺丰没有，因此就目前来看，京东物流的同城配送业务要明显强于顺丰。

表 7：加盟商收件业务业绩模拟测算

即配企业	起步价	里程加价	重量加价	其他说明
顺丰同城急送	5km 内 5kg 内 18 元	5km 后, 10 元/5km	5-20kg, 2 元/kg 20-25kg, 5 元/kg	晚上不营业, 目前配送区域有限
新达达	3km 内 5kg 内 10 元	3-10km, 2 元/km 10-15km, 7 元/5km 15-20km, 6 元/5km 20-100km, 8 元/5km	5~25kg, 2 元/kg	晚上 10 点到 11 点 59, 加收 4 元, 凌晨 0 点到 7 点加收 8 元

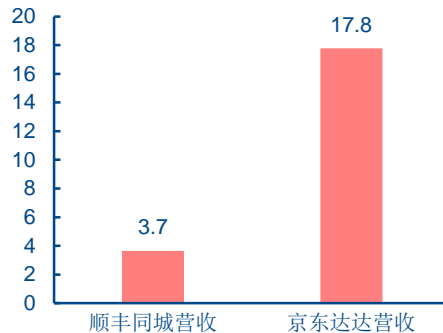
资料来源：各公司 APP，中信证券研究部

图 52：顺丰同城业务营收增长较快（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 53：17 年京东达达营收高于顺丰同城(亿元)



资料来源：Wind，中信证券研究部

竞争预判：顺丰根基稳固，京东威胁是发展动力

是否已经产生实质竞争？应当从核心业务上是否受冲击进行验证。顺丰的核心产品为时效产品，其当日达、次晨达和次日达的组合在市场上地位几乎无人能及。

今年前三季度，顺丰的时效产品收入接近 350 亿元，预期全年达到 500 亿元的营收，而 2017 年 EMS 的标准件收入仅为 128 亿，市场的其他竞争者几乎无法染指该细分市场，且 EMS 的市场也多集中在政府机关文件等。

此外，顺丰时效产品的市场价格一直稳定，以上海-北京当前的 23 元次日达价格看，仍出现了上行趋势，因此，无论从市场份额还是价格，顺丰的根基从未被威胁，何况京东此前一直并未开展此项业务。

我们认为二者的竞争可能更多的是高端电商快递的竞争。今年前三季度顺丰的经济快递业务增长了近 50%，构成看大部分是电商快递。二者竞争的展开较为复杂，如果京东的自营比例下降，作为第二方的物流服务商京东物流需求料承压。其他 B2C 的品牌商同时在京东、天猫、拼多多等多个电商平台进行销售，物流服务商的选择将更为多样化，顺丰的第三者服务商地位长期看拥有高端电商快递物流的更多发展机会。

因此，高端电商快递的竞争的维度更高，更多的是商业模式的竞争。首先，本来就是电商颠覆了原来的零售渠道，因此，之于京东和顺丰都是增量的物流需求蛋糕；其次，除了京东和唯品会外，阿里、拼多多等并未建立自己的物流体系，因此，各大电商之间的地位变化也决定了京东能否有持续对顺丰产生竞争的能力，当然，电商一家独大可能也不利于顺丰电商快递业务的发展。

表 8：顺丰与京东物流全维度对比结果（星星越多表示公司在这个维度上表现越好）

		顺丰控股	京东物流
物流模式		主要是端到端的分拣中转运输模式	主要是仓储配送模式
财务及业绩情况	估值	1709 亿元 ★★★	850 亿元 ★★
	快递件量	30.5 亿件 ★★★	15.9 亿件（Q4 为估算） ★★
	营收	711 亿元 ★★★	270 亿元（Q4 为估算） ★☆
	毛利率	20.1% ★★★	6.8%* ★
	净利润	37.0 亿元 ★★★	-7.2 亿元* ☆
	融资能力	IPO 融资 80 亿元；公司债券评级位列中国民企前五，信用评级高、融资能力强 ★★★	A 轮融资 25.5 亿美元（约 160 亿元） ★★★
细分业务情况	快递业务	国内时效商务件的龙头，正在发力中高端电商件 ★★★	仓配模式支撑平台商品较快配送时效，但个人快件业务发展处于初期 ★★☆
	大件物流业务	重货业务发展迅猛，线下大件物流定位中高端 ★★☆	电商大件物流实力强劲（大件十项全能），但线下大件物流规模大概率没有顺丰重货大 ★★☆
	冷链业务	食品冷库 51 座，GSP 认证医药仓 3 座，681 台冷链车；“十蟹九顺丰”；与夏晖合作成立合资公司 ★★★	冷库 13 座，医药物流业务发展尚处初期 ★
	同城配送业务	瞄准中高端餐饮商超和同城个人急件，2017 年营收 3.4 亿元 ★	并购达达后成立新达达，主要提供商超宅配服务，同时承接京东商城的订单，17 年营收 17.8 亿元 ★★☆
	国际业务	与 UPS 在香港合资成立公司从事跨境物流业务；国外自营网点数量 283 个，国际标快/特惠业务覆盖 53 个国家，提供国内-国外双向物流服务 ★★☆	已在全球五大洲设立超过 110 多个海外仓，并且在印尼、泰国等地搭建本地物流网络，不过目前主要提供国外运往国内的物流服务 ★★
	供应链业务	之前主要为消费端环节提供供应链服务，后通过并购 DHL 中国供应链业务切入采购端与生产端物流环节，为加工制造行业提供供应链服务 ★★	主要为消费端环节提供供应链服务 ★
硬件实力	仓储实力	截止 2018 年 6 月底，顺丰拥有 138 个仓库，合计买面积 150 万平米 ★☆	截止 2018 年 6 月底，京东物流拥有 521 个仓库，合计面积 1160 万平米 ★★★
	运输车队实力	17 年财报显示运输工具账面净值为 14.4 亿元 ★★★	17 年财报显示运输工具账面净值为 8 亿元 ★★
	货运飞机机队实力	截止 18 年 10 月底，顺丰拥有 48 架自有飞机，13 架外包飞机；2018 年冬春航班中公司货运航线合计 1.8 多万条，占比所有航空货运航班数量的 44%；17 年财报显示飞机账面净值为 33.7 亿元 ★★★	2018 年 11 月京东物流与天津货运航空合作的首架全货机成功首航 ☆
	在手土地	17 年财报显示土地使用权账面净值为 43.4 亿元 ★☆	17 年财报显示土地使用权账面净值为 70.5 亿元 ★★★
	物流枢纽实力	湖北鄂州机场在建，相比京东物流的西安基地，湖北鄂州的地理位置更加偏中心位置，同时湖北的公路、铁路、水运等综合交通情况要比陕西好 ★★★	与西安航天基地签订了京东全球物流总部、京东无人系统产业中心、京东云运营中心合作协议 ★☆
软件实力	科技研发实力 2017 年研发投入 11.7 亿元，2018 年上半年研发投入 7.7 亿元，同比增长 125%；公司目前物流无人机技术走在行业最前端，且在 AI 自动化、AI 识别、智慧决策、顺丰地图、大数据生态建设、数字化仓储、智慧包装等方面也获得许多研发成果	京东成立了专门研发无人自动化设备的 X 事业部和专门负责大数据和人工智能研发的 Y 事业部，京东物流无人机技术目前处于行业前列，同时公司在无人车、无人仓等上的研发领先其他企业	

	顺丰控股	京东物流
领导人实力与魅力	★★★ 人格魅力强大，性格低调	★★★ 人格魅力强大，性格张扬
物流服务质量	★★★ 2018年Q3快递企业公众满意度调查结果中，顺丰是仅有的2家得分在80分以上的公司	★★★ 2018年Q3快递企业公众满意度调查结果中，京东物流是仅有的2家得分在80分以上的公司
商流+资金流+物流的融合能力	★★★ 顺丰在物流上表现优异但是商流获得能力要显著弱于京东，同时顺丰商业目前业务规模仍然不大	★★★ 京东物流背靠京东商城，有强大的商流支持，在商流、资金流、物流上的融合拥有先天优势
综合评分	★★★	★★

资料来源：Wind，国家邮政局，京东财报，京东物流官网等，中信证券研究部 注：京东市值按照年初A轮融资测算，当时人民币兑美元汇率按照约为6.3:1；顺丰控股市值为2018年11月5日收盘价；以上比较仅为定性分析，可能和最终实际情况有一定出入；*表示指标区间为2016Q4-2017Q3；财务指标若无*则表示2017年

风险因素

1. 宏观经济下行，电商网购放缓；
2. 油价上涨超预期，人力成本持续上涨；
3. 价格竞争加剧，市场价格继续两位数幅度下降等。

投资建议

京东物流近期推出个人快递业务，其时效几乎可以和顺丰标快媲美，同时价格又低于顺丰，市场担忧京东物流此举会对顺丰的时效件业务造成冲击。我们认为由于京东物流目前实行的是单链路的仓配模式，其在揽件、中转分拣能力和干线运输等方面的能力较弱，同时如果京东物流要想把时效个人件做大，势必要在全国铺建转运中心和自建公司机队，这些都需要较大的资本开支，和长时期的网络建设。因此2-3年内看，我们认为京东物流个人件对顺丰的时效件影响是比较有限的。

京东物流的快速成长并不一定对顺丰的发展有不利影响。毕竟美国快递市场也不是一家公司垄断而是三大巨头互相竞争。因此京东物流的壮大虽然增加了竞争，但是良好的竞争环境又能激发顺丰持续优化业务，提升服务能力，有利于行业发展。

我们维持顺丰控股长期推荐，维持2018-20年公司EPS预测为1.07/1.09/1.34元，目前股价对应PE分别为36/35/29倍。短期公司盈利端仍将承压，但随着新业务规模扩大，规模效应逐步显现有望带来盈利能力提升，维持“买入”评级。

同时我们看好国内快递行业发展，虽然电商GMV增速未来将逐步下行，但是拼多多的迅速成长为行业提供了新的业务增量，预计明年行业件量中枢在20%左右。并且行业龙头市场份额将持续扩大，件量增速料将高于行业水平达到30%左右，而重货、冷链等多元化业务的推进将进一步助推龙头业绩增长。维持行业“强于大市”的评级。

表9：顺丰控股盈利预测与估值

项目/年度	2016	2017	2018F	2019F	2020F
营业收入（百万元）	57483	71094	91710	114599	139969
增长率 YoY%	19.5	23.7	29.0	25.0	22.1
净利润（百万元）	4180	4771	4741	4816	5901
增长率 YoY%	279.5	14.1	-0.6	1.6	22.5

每股收益 EPS(基本)(元)	0.95	1.08	1.07	1.09	1.34
净资产收益率 ROE%	20.4	14.6	13.2	12.2	13.6
PE	40	35	35	35	28
PB	7.7	5.1	4.6	4.2	3.8

资料来源：中信证券量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 11 月 20 日收盘价

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。	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；
	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. 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；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal 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 INZ00001735，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、35 及 36 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) 071/10/2018。

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。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条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的内容。

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。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。