

2019-8-25

公司报告 | 深度报告

评级 **买入** 上调

当前股价: 39.06 元

分析师 韩轶超

☎ (8621) 61118745

✉ hanyc@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512020001

分析师 冯启斌

☎ (8621) 61118710

✉ fengqb@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490519080006

分析师 鲁斯嘉

☎ (8621) 61118710

✉ lusj@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490519060002

公司基本数据	2019.08.23
总股本(万股)	441459
流通A股/B股(万股)	163095/0
资产负债率	51.64%
每股净资产(元)	8.49
市盈率(当前)	37.85
市净率(当前)	4.60
12个月内最高/最低价	43.78/28.46

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《转型阵痛, 变革启动》2019-3-17

《成本拖累盈利, 战略布局长远》2018-10-28

《新业务持续高增长, 盈利能力略有下滑》2018-8-24

## 顺丰控股 (002352)

# 顺·势而为

## ——从产业变革看顺丰市值空间

## 报告要点

## ■ 引言

加盟制快递是中国电商崛起的关键基础设施, 而更高层次的产业供应链同样也是中国制造业转型升级的重要基础设施。顺丰定位高时效、高品质速运, 过去二十余年受益于商务寄递需求的高速增长, 未来将分享产业结构升级带来的物流新机遇, 高附加值产业的规模大小将决定顺丰未来的市值空间。

## ■ 寻找下一个增长点——产业供应链

当前中国的产业和消费领域正经历巨大变革, 快递行业面临着比美国更大的挑战和更好的机遇。中国在消费物流领域已经具备全球竞争力的服务效率和水平, 但在产业物流领域仍有相当的提升空间。有理由相信, 当前中国的产业转型将开启下一个物流蓝海市场。

## ■ 货流价值与成本效率——物流强国的必要条件

必要的高价值物流密度和领先的成本效率是美国从物流大国走向物流强国的必要条件。80年代的产业结构转型, 一方面, 以电子信息为高附加值产业, 为FedEx航空快递的崛起, 提供了必要的高价值货流密度; 另一方面, 传统制造业的效率升级, 推动了供应链管理战略和业务的广泛应用。

## ■ 迎接更好的物流时代——中国产业转型加速

物流企业也是经济改革发展前沿的弄潮儿。中国正经历类似美国80年代经济转型期, 高端制造和新兴服务业的物流需求, 以及传统制造业降本增效的压力, 将加速中国产业供应链拐点的到来。我们估算中国制造业潜在快递规模在千亿量级, 高品质快递需求并不悲观, 顺丰市值空间或许可以看得更高。

## ■ 顺丰控股: 产业转型提供发展机遇

从底盘的物流网络资源, 到标准的物流产品, 再到个性化的解决方案, 是顺丰未来成长的清晰路径。对于服务产业的制造业供应链而言, 客户关系、网络布局、资源整合和专业服务能力四个维度缺一不可。顺丰通过收购领先供应链企业的在华业务, 实现“客户关系”和“专业能力”的跨越式成长。

## ■ 投资建议: 成本管控加强, 业绩拐点向上

短期看成本管控, 中期看机场投用, 长期看基因蜕变。短期公司加强成本管控, 效果正逐步显现, 业绩有望迎来向上拐点。若公司供应链基因完成蜕变, 则有望率先打开万亿级别的产业供应链市场。上调顺丰至“买入”评级。

**风险提示:**

1. 宏观经济疲软导致商务快递需求下行; 行业竞争加剧导致新业务盈利不及预期。
2. 资本开支过大拖累短期盈利能力。

## 目录

引言.....	4
寻找下一个增长点——产业供应链 .....	4
基于商流的物流分类 .....	4
产业供应链或将是下一个蓝海市场.....	5
货流价值与成本效率——物流强国的必要条件 .....	5
商流决定物流——产业视角下美国物流发展的三阶段.....	5
产业物流的崛起——80 年代美国经济加速转型 .....	6
契机一：高附加值产业崛起——航空快递发展基石 .....	7
契机二：传统产业效率竞争——倒逼供应链改革.....	9
迎接更好的物流时代——中国产业转型加速 .....	10
从计划到市场——中国物流发展史.....	10
产业转型升级——迎来更好的物流时代 .....	12
微笑曲线的价值迁移——高价值物流需求提升 .....	13
从规模导向到效率导向——供应链管理时代已来.....	15
顺丰控股：底盘资源坚实，基因正在蜕变.....	17
物流底盘资源坚实 .....	17
资源整合能力初显 .....	18
收购补齐能力与客户短板 .....	19
投资建议：成本管控加强，业绩拐点向上.....	20

## 图表目录

图 1：从商流视角，将物流划分为产业物流和消费物流 .....	4
图 2：中国物流总费用超过 13 万亿元（2018 年） .....	5
图 3：工业品物流费用占较大份额（2018 年） .....	5
图 4：80 年代美国经济增速中枢下移，呈现扁平化趋势.....	7
图 5：80 年代美国工业增加值占 GDP 比重下行.....	7
图 6：美国计算机及电器设备行业在 20 世纪 80 年代开始快速爆发 .....	7
图 7：美国研发在 20 世纪 80 年代回归高增长.....	7
图 8：高附加值产业的快递运输占比较高（2012 年） .....	8
图 9：快递大多运输行业内高附加值的产品（1993 年） .....	8
图 10：美国 100 磅以下货值快速增长 .....	9
图 11：80 年代美国快递运输货值占比快速提升 .....	9
图 12：美国仓储成本占 GDP 比重 20 世纪 80 年代快速下滑 .....	10

图 13: 美国制造业在制品库存周转天数快速下降.....	10
图 14: 中国早期公路运输个体户.....	11
图 15: 中国早期的物流中心.....	11
图 16: 中国公路货运及快递增速对比.....	11
图 17: 预计中国 GDP 未来保持中低速增长.....	12
图 18: 中美研发支出占 GDP 比重.....	13
图 19: 中国高技术制造产业研发经费近 5 年复合增速.....	13
图 20: 高技术制造业增加值同比增速大幅高于工业增加值同比增速.....	13
图 21: 2018 年高技术制造业增加值占比接近 14%.....	13
图 22: 中国制造业正从微笑曲线中间向高附加值的两端延伸.....	14
图 23: 中国加工贸易进口额占比显著缩小.....	14
图 24: 中国制造业 PMI 指数回落至荣枯线左右.....	15
图 25: 供给侧改革后, 工业产能利用率有所回升, 但整体水平依然不高.....	15
图 26: 东南亚制造业劳动力成本 (美元/小时).....	16
图 27: 因供应链的结构性调整所导致的客户需求变化.....	16
图 28: 中国仓储成本仍有较大下降空间.....	16
图 29: 中国部分制造业库存周转天数.....	16
图 30: 物流企业产业链延伸示意图.....	17
图 31: 服务产业的物流公司关键成功因素.....	17
图 32: 顺丰控股具备坚实的基础物流底盘资源.....	18
图 33: 顺丰控股已初步形成全链路的综合物流服务能力.....	19
图 34: 顺丰控股通过战略收并购提升客户关系和专业能力.....	20
图 35: 顺丰控股的行业解决方案.....	20
图 36: DHL 中国区供应链业务客户所在行业占比情况.....	20
表 1: 1978-1982 年美国制造业和信息技术产业经济指标对比.....	8
表 2: 快递的运输货值仅次于航空运输.....	9
表 3: 推进快递及供应链管理服务制造业的相关政策梳理.....	12
表 4: 2013-2017 年中国主要制造业的研发经费投入情况.....	14
表 5: 中国产业快递潜在规模测算.....	15
表 6: 顺丰控股分产品营收预测.....	21

一个企业，从无到有难，从有到优更难；然而发展是客观的，选择是主观的，企业的每一次转型都可谓如履薄冰。长江交运持续观察和研究快递行业的发展规律，从 16 年率先提出网络管理能力概念，17 年海外龙头对比复盘，18 年快递生命周期理论框架搭成，到 19 年从产业结构变革前瞻行业趋势，亦是如履薄冰。

中国快递 20 多年的高速发展为龙头公司积累了一张覆盖全国 95% 以上乡镇的高效网络，数亿规模的客户基础，百亿级别的资本，这些构成了企业基因与行业基石。

趋势往往比细节更重要。当前中国的产业和消费领域正经历巨大变革，快递行业面临着比美国更大的挑战和更好的机遇。作为连接制造商、零售商和消费者的流通载体，快递企业该如何适应，如何担起重任？长江交运将不断跟踪、研究，并尝试推演行业发展趋势，为投资者带来不一样的思想盛宴。

## 引言

加盟制快递是电商崛起的关键基础设施，而更高层次的供应链也将成为中国产业转型升级的重要基础设施。

顺丰控股引领中国高时效、高品质速运市场，过去二十余年受益于商务寄递需求的高速增长，未来将分享产业结构升级带来的物流新机遇，高附加值产业的规模大小将决定顺丰的市值空间。

## 寻找下一个增长点——产业供应链

从商流视角，可以将物流划分为产业物流和消费物流，其中，产业物流占据中国 13 万亿物流市场中的绝大部分。每一次产业结构变革，都会推动物流的发展，我们有理由相信，当前中国的产业转型将开启下一个物流蓝海市场。

## 基于商流的物流分类

传统的物流行业分类体系，大多按照运输方式（海、陆、空、多式联运等）或者货品类型（快递、零担、整车等）划分。我们基于商流视角，将物流划分为产业物流、消费物流。

图 1：从商流视角，将物流划分为产业物流和消费物流



资料来源：德勤研究，长江证券研究所

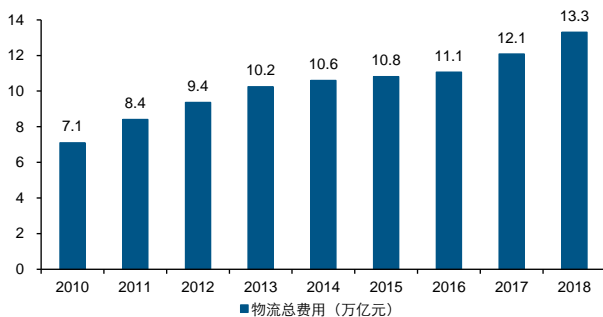
## 产业供应链或将是下一个蓝海市场

无论是零售线上化催生的电商快递，还是生鲜产品远距离销售催生的冷链运输，可以发现，每一次产业内部结构的变革，都会推动物流的发展。

中国物流是一个超 13 万亿的巨大市场，工业品物流占据其中的绝大部分。尽管在消费物流领域，中国已经具备全球竞争力的服务效率和水平，但在产业物流领域，中国仍有相当的提升空间。

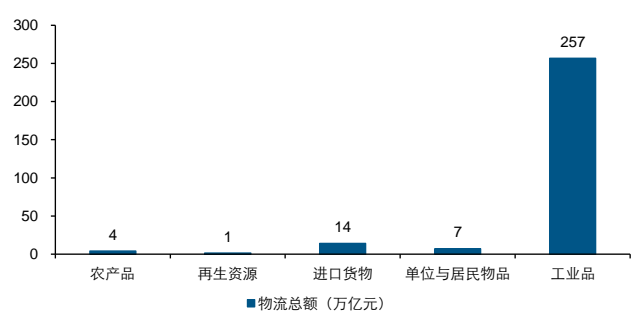
当前，中国正处在制造业转型的关键节点，我们有理由相信，制造业转型升级将会开启物流下一个蓝海市场。

图 2：中国物流总费用超过 13 万亿元（2018 年）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：工业品物流费用占较大份额（2018 年）



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 货流价值与成本效率——物流强国的必要条件

回顾美国现代物流发展史，每一次生产领域的变革和创新，都会推动物流的升级发展，而必要的高价值物流密度和领先的成本效率是决定物流大国走向物流强国的必要条件。

## 商流决定物流——产业视角下美国物流发展的三阶段

我们将美国现代物流的发展划分为三个阶段：

### ➤ 萌芽期（20 世纪 50-60 年代）

经济高速发展，产品单一，在福特制的大规模生产下，高库存是保证稳定生产、销售的合理选择，运输多以企业内部生产部门进行管理，物流的主体思想是 Physical Distribution，即：物品的移动。

生产厂商为了追求规模经济进行大量生产，而生产出的产品大量地进入流通领域。由于州际运输监管的限制，全国性的第三方公路物流公司并不多，仅有的少数第三方物流也仅服务于区域运输。铁路作为大量生产、大量制造的运输方式，占据运输的主体地位。而零售端的大型百货商店、超级市场纷纷出现在城市的内部和郊区，推动了 UPS 的同城包裹配送业务。

### ➤ 成长期（20 世纪 70-80 年代）

经济降速换挡，总量需求放缓，但个体需求开始出现差异化，丰田制的柔性制造（JIT）能够较好满足多品种、小批量的生产特征，降低库存压力，提升经营效益；同时，运输管制的放开以及外包制的推行，第三方物流公司开始蓬勃发展，物流的主体思想逐步从 Physical Distribution 转化为 Logistics，即：企业从原材料的采购到产品的销售整个过程的效率化，而非个别功能的效率。

1978 年和 1980 年，航空运输和公路运输相继放开管制，大量第三方公路运输公司涌现，UPS 的“Golden Link”计划搭建起全国性公路骨干网，FedEx 的航空货运也进入发展快车道。从此，灵活性更强的公路运输，以及时效性更好的航空货运开始登上历史的大舞台。然而，公路运输竞争的加剧，迫使罗宾逊（C.H.Robinson）在 1986 年出售了大部分货运业务资产，转型为轻资产运营的无车承运人。

### ➤ 成熟期（20 世纪 90 年代至今）

全球化的产业链分工催生了温特制的模块化生产，这使得大批量定制成为了可能，面对不断缩短的产品生命周期和加速的产业升级节奏，产业标准成为了竞争核心。大型企业基本建立了自己的供应链战略，对产业链条上的物流（包括原材料零件的供应商、制造商、批发商、零售商等）进行统一管理规划，物流的主体思想从 Logistics 过渡到 SCM（Supply Chain Management），第四方物流公司雏形开始产生。

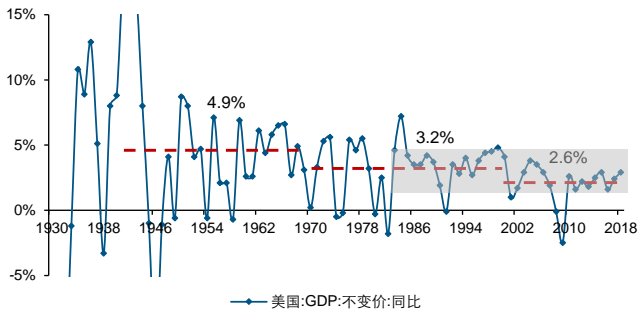
龙头公司大多在这个阶段开启了横、纵向收购的综合物流服务商转型路程。美国也因此完成了从物流大国到物流强国的升级。

## 产业物流的崛起——80 年代美国经济加速转型

美国经济经历了 20 世纪 40-60 年代期间的高增长，以及 70 年代的“滞胀”阶段后，在 80 年代进入降速换挡期，GDP 增速中枢从 4.9% 回落至 3.2%，并且经济波动幅度变小，整体呈现扁平化趋势。从产业结构角度来看，80 年代工业增加值占比开始下滑，服务业增加值上升，结构优化速度明显加快。

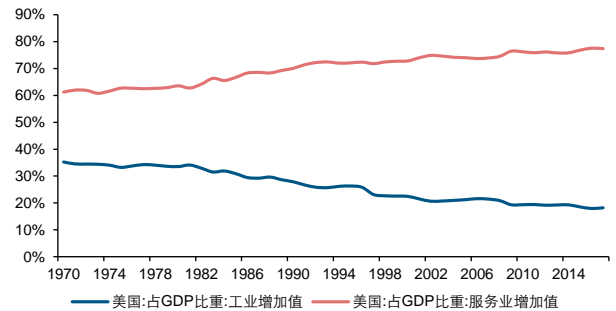
可以发现，80 年代美国的产业结构升级为现代物流的发展提供了两大契机：1) 以电子信息为代表的高附加值产业，为高时效快递提供了必要的高价值货流密度；2) 结构性的供给过剩，以及生产要素成本上涨，带来的传统制造业转型压力，倒逼供应链管理的普及应用。

图 4：80 年代美国经济增速中枢下移，呈现扁平化趋势



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 5：80 年代美国工业增加值占 GDP 比重下行

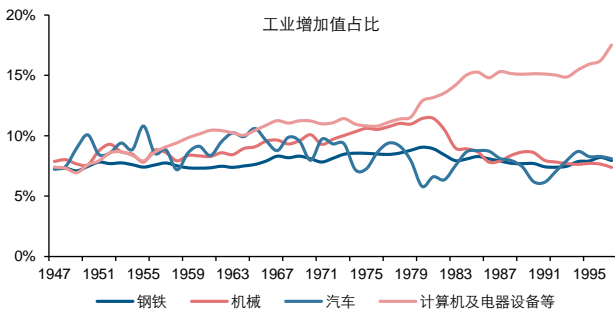


资料来源：Wind, 长江证券研究所

### 契机一：高附加值产业崛起——航空快递发展基石

信息技术革命使得以电子信息为代表的高新技术产业<sup>1</sup>，在 80 年代左右成为美国经济的主导产业。1977-1984 年，美国高新技术产业年均复合增长 14%，约为前期复合增速的一倍，高于同期 2.9% 的美国工业生产平均增长率。高新技术制造产业在美国工业生产中的占比也由 1977 年的 6.1% 提升至 1984 年的 12.9%。

图 6：美国计算机及电器设备行业在 20 世纪 80 年代开始快速爆发



资料来源：BEA, 长江证券研究所

图 7：美国研发在 20 世纪 80 年代回归高增长



资料来源：Wind, 长江证券研究所

<sup>1</sup> 美国联邦储备委员会所指的高新技术制造产业包括：办公用具和计算机、电子通信、电子部件、医疗器械、复印机及相关设备。

表 1: 1978-1982 年美国制造业和信息技术产业<sup>2</sup>经济指标对比

项目	产业	1978	1979	1980	1981	1982	期间增幅 (%)
销售额 (亿美元)	制造业	10852	12777	14215	15865	15203	40%
	信息产业	1318	1497	1744	1939	2188	66%
利润 (亿美元)	制造业	595	725	734	817	633	6%
	信息产业	127	138	154	160	174	37%
就业人数 (亿美元)	制造业	1513	1554	1549	1504	1395	-8%
	信息产业	295	309	322	325	330	12%
研究与开发费用 (亿美元)	制造业	206	246	289	332	371	80%
	信息产业	49	58	72	85	104	112%

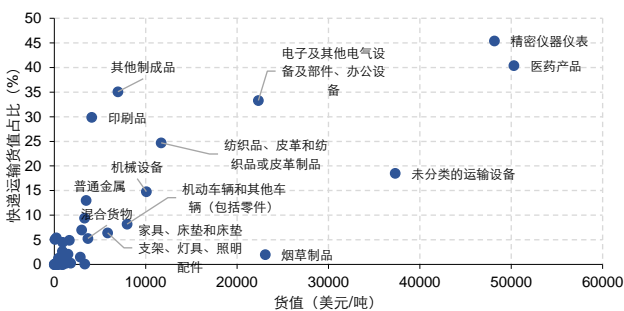
资料来源: 美国国会技术评价局, 《信息技术革命背景之下的美国制造业变革 (1980-2000)》, 长江证券研究所

尽管美国快递业已有百余年的发展史, 但在 80 年代之前, 全国快递运输的货值占整体运输货值的比重仅有 2%。然而, 80 年代高新技术制造产业的发展推动了美国商品小型化和高价值化, 给美国物流业带来深刻变化。

早在 50 多年前的 1929 年, UPS 便尝试通过私营航空公司提供航空快递业务, 但高价值货流密度不足, 难以支撑航线盈利, 两年后的大萧条迫使 UPS 终结了自己的航空冒险; 1953 年, UPS、Emery 通过飞机腹舱开展东西海岸大城市间的点对点运输。而美国快递业的二次爆发, 是以 80 年代 FedEx 为代表的轴辐式航空快递的崛起为标志。

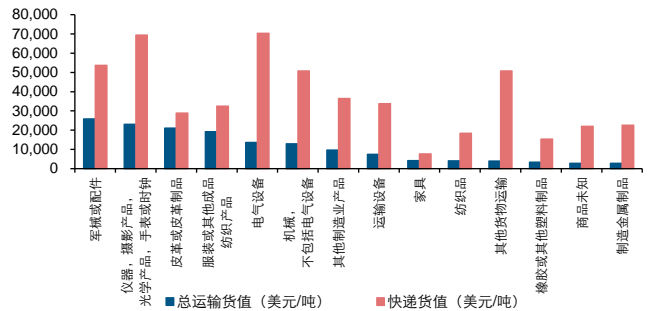
企业家不仅需要勇于探索新的商业模式, 更需要灵敏的嗅觉感知风口到来的时点。如果说 UPS 的陆运快递为中端价值行业提供了高性价比的包裹运输, 那么 FedEx 的航空快递则为高附加值行业提供了更高品质、更高时效的寄递服务。

图 8: 高附加值产业的快递运输占比较高 (2012 年)



资料来源: 美国 CFS 调查, 长江证券研究所

图 9: 快递大多运输行业内高附加值的产品 (1993 年)

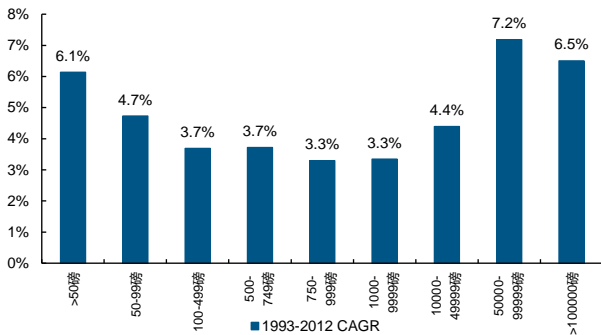


资料来源: 美国 CFS 调查, 长江证券研究所

<sup>2</sup> 信息技术产业包括制造业中的以下部门: 电子器件、信息处理设备 (电子计算机和办公设备, 以及与其相关的外围设备和服务)、半导体、通信设备。

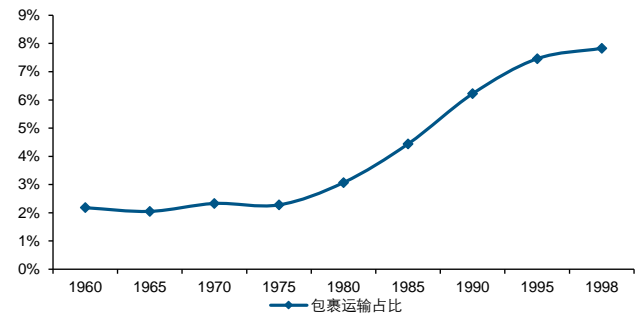


图 10: 美国 100 磅以下货值快速增长



资料来源: 美国 CFS 调查, 长江证券研究所 (注: 1 磅=0.45kg)

图 11: 80 年代美国快递运输货值占比快速提升



资料来源: Eno Transportation Foudation, 长江证券研究所

表 2: 快递的运输货值仅次于航空运输

单吨货值 (美元/吨)	1993	1997	2002	2007	2012	2017
全部	603.4	626.2	719.7	931.6	1225.9	1151.3
卡车	689.6	646.9	795.0	949.5	1257.1	1175.3
铁路	160.2	206.2	165.9	234.5	290.5	175.9
水运	121.9	134.6	131.1	284.7	523.5	258.5
航空	44309.0	51187.0	70467.8	69863.2	92997.9	71152.7
管道	185.8	183.6	217.8	614.0	853.7	466.9
<b>快递邮政</b>	<b>29815.6</b>	<b>36130.6</b>	<b>38715.4</b>	<b>46073.0</b>	<b>59257.4</b>	<b>56535.3</b>
其他	457.1	585.4	647.9	719.7	721.2	725.1

资料来源: 美国 CFS 调查, 长江证券研究所

## 契机二: 传统产业效率竞争——倒逼供应链改革

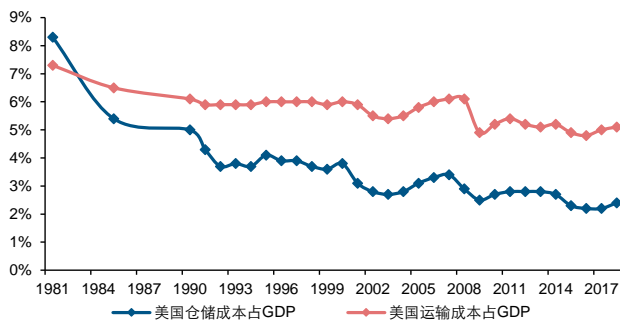
20 世纪 60、70 年代, 日本、西欧制造业快速崛起, 使得美国传统制造业面临着来自日本、西欧的竞争压力; 另一方面, 产能过剩, 以及生产要素成本上涨, 进一步挤压了传统制造业的盈利空间, 因此, 提升运营效率是降低成本、提高效益的必要举措。

80 年代, 美国企业从 Physical Distribution 全面进入 Logistics 时代, B2B 供应链公司在细分行业中开始出现。美国总库存自 1980 年以来的 20 年间平均每年下降约 2%, 在制品更是每年平均下降 6% 左右。

国外世界 500 强企业有 80% 制订了企业的供应链战略, 成为增强竞争力的主要标志。美国沃尔玛的全球供应链体系、美国卡迪纳 (Cardinal Health) 的全球健康医疗产业供应链体系、日本丰田的精益供应链管理体系、德国 DHL 的全球供应链布局等等都是杰出代表<sup>3</sup>。

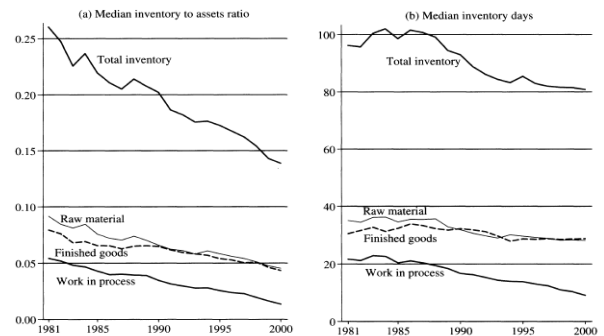
<sup>3</sup> 丁俊发提出中国供应链突破的十大建议  
<http://www.chinawuliu.com.cn/xsyj/201702/13/319046.shtml>

图 12: 美国仓储成本占 GDP 比重 20 世纪 80 年代快速下滑



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 13: 美国制造业在制品库存周转天数快速下降



资料来源: 《What Actually Happened to the Inventories of American Companies Between 1981 and 2000?》, 长江证券研究所

## 迎接更好的物流时代——中国产业转型加速

中国物流企业是经济改革发展前沿的弄潮儿, 创业者的灵敏嗅觉与艰苦奋斗, 快速推动物流产业的发展。当前中国产业转型加速, 将给物流人创造更好的时代机遇。

### 从计划到市场——中国物流发展史

#### ➤ 改革开放前, 计划经济体制下的运输

在改革开放前的计划经济下, 无论是生产资料, 还是消费品都以“计划”的形式运作。“供销社”系统下的统购统销, 使得“流通”的价值微乎其微。当时的运力基本都是生产、流通企业自建, 按计划储存和运输。

改革开放前的物流是属于“铁老大”时代, 铁路货量平均占比 34.8%, 周转量占比 72.6%<sup>4</sup>, 这意味着铁路在整个运输市场中居于核心地位, 公路更多起到短驳和衔接作用。

这个阶段的物流, 即传统的物资运输、保管、包装、装卸、流通加工等活动 (Physical Distribution), 并不能算是真正意义上的现代物流 (Logistics)。

#### ➤ 80 年代, 市场经济浪潮下的物流萌芽

80 年代, 市场经济浪潮下, 个体户经济正式得到国家承认; 1983 年, 交通部开始实施“有河大家走船, 有路大家走车”的改革方针, 运输市场化带来的需求爆发使得运力市场供不应求, 众多个体户快速涌入货运市场<sup>5</sup>, 从黑龙江一家倒闭的国企——佳木斯纺织厂走出的创业者开始登上零担发展的历史舞台。

随着从业者大幅增加, 专门揽收货源信息的职业——信息部、黄牛、配货站, 甚至城市物流中心开始产生, 中国物流产业就此进入快速发展的轨道。

时至今日, 这些运输个体户仍是中国公路运输的主体。

<sup>4</sup> 《改革开放四十年, 中国物流变迁史》

<sup>5</sup> 《改革开放四十年, 中国物流业从蹒跚学步到部分超越》

图 14: 中国早期公路运输个体户



资料来源:《改革开放四十年,中国物流变迁史》,长江证券研究所

图 15: 中国早期的物流中心



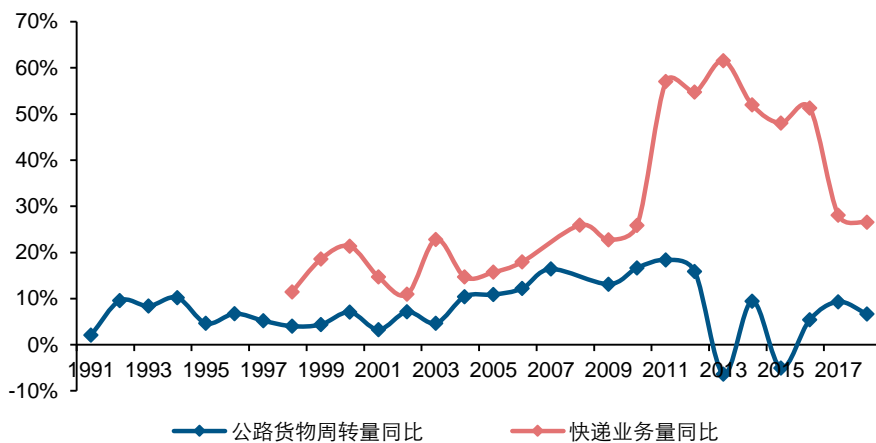
资料来源:《改革开放四十年,中国物流变迁史》,长江证券研究所

### ➤ 90 年代至今, 民营经济蓬勃下的第三方物流

20 世 90 年代, 中国对外贸易快速发展, “两头在外” 的加工贸易成了民营经济的主导。按美元计算的进出口总额年平均增长率为 12.2%。1993 年, 华东的聂腾飞和华南的王卫嗅到了外贸企业海关报单业务的商机, 开启了民营快递的创业之旅。同年成立的宝供物流, 以及 1997 年成立的怡亚通, 则相继成为中国合同物流和供应链管理的代表型企业。

如果说中国加入 WTO 之后, 制造业的快速扩张将快运、整车带进了黄金时刻, 那么互联网浪潮带来的零售线上化, 则给民营快递提供了全面爆发的契机。

图 16: 中国公路货运及快递增速对比



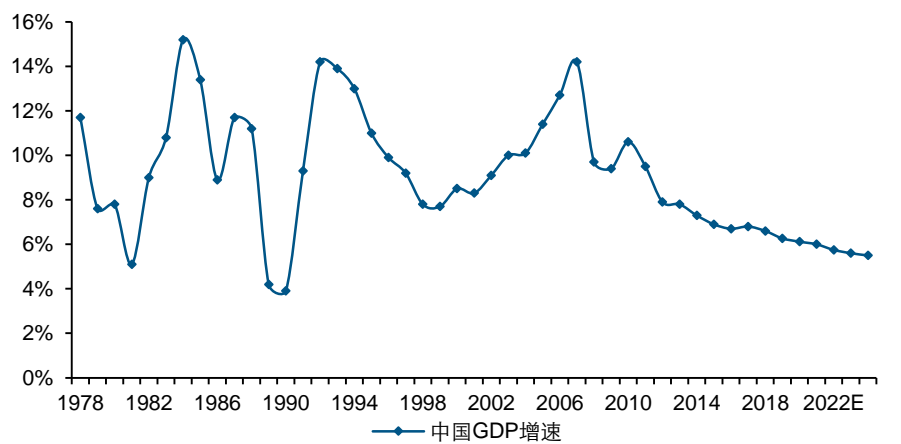
资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 产业转型升级——迎来更好的物流时代

当前，中国正在经历类似美国 20 世纪 80 年代的经济转型期，宏观经济降速换挡，产业重心开始转向高端制造和新兴服务业。**高附加值行业的物流需求，以及传统制造业降本增效的压力，将加速中国产业物流拐点的出现。**

根据国家邮政局的统计，2018 年，快递服务制造业形成 318 个重点项目，带动相关制造业总产值约 2172.9 亿元，产生快递业务量约 8.4 亿件。高附加值产业的快递需求或许才刚刚起步。

图 17：预计中国 GDP 未来保持中低速增长



资料来源：Wind, IMF 预测，长江证券研究所

表 3：推进快递及供应链管理服务制造业的相关政策梳理

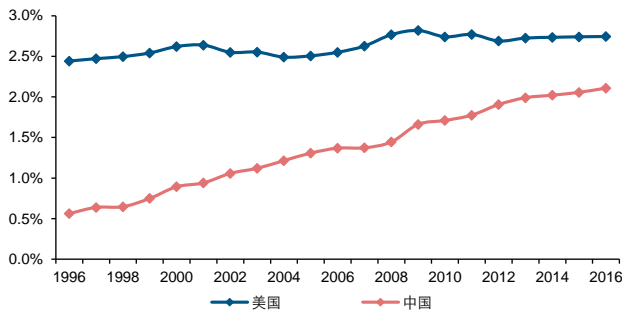
时间	文件	发文机关	相关内容
2013 年	《关于推进快递服务制造业工作的指导意见》	国家邮政局、工业和信息化部	要在技术密集型制造业、制造业规模化发展等 6 个重点领域推进快递服务制造业的发展。支持技术密集型制造业通过服务外包优化生产流程，依托航空快递、限时快递等开展精益制造和准时制造。鼓励快递企业开发“一站式”整合服务和电子运单、简易组装等定制服务。鼓励快递企业提供样品、设计图样等限时寄递，提供从厂商到最终用户的产品递送方案。
2015 年	《关于促进快递业发展的若干意见》	国务院	推动快递业加快融入生产、流通和消费环节，充分发挥服务电子商务的主渠道作用，联通线上线下，实现与先进制造业、现代农业、信息技术等产业协同发展。提出“发挥供应链管理优势，积极融入智能制造、个性化定制等制造业新领域”。
2016 年	《发展服务型制造专项行动指南》	工业和信息化部、国家发展和改革委员会、中国工程院	推动创新设计发展、推广定制化服务；推广供应链管理（SCM）等先进管理理念和组织方式。强化制造业企业在供应链中的主导地位，促进信息流、资金流和物流的协同整合，提升供应链整体效率和效益。

资料来源：相关部门官网，长江证券研究所

## 微笑曲线的价值迁移——高价值物流需求提升

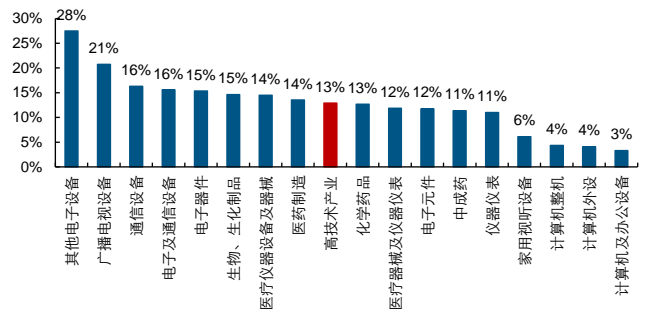
中国制造业正向微笑曲线两端的高附加值部分迁移。研发投入是高技术制造业突围的必要条件，中国研发支出占 GDP 比重持续提升，不断缩小与美国的差距。从行业大类来看，信息技术、电气设备、汽车和医药制造业研发投入领先。2018 年高技术制造业增加值占比已提升至 14%，高技术制造业正成为中国制造业的主导力量。

图 18：中美研发支出占 GDP 比重



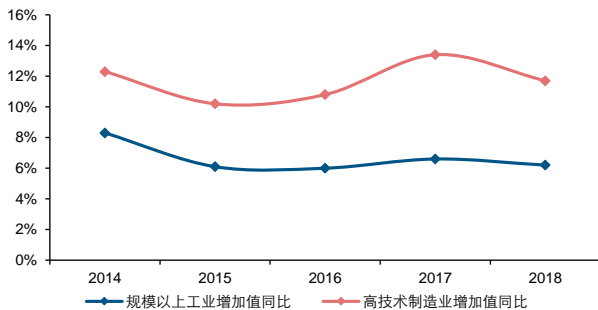
资料来源：世界银行，长江证券研究所

图 19：中国高技术制造产业研发经费近 5 年复合增速



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

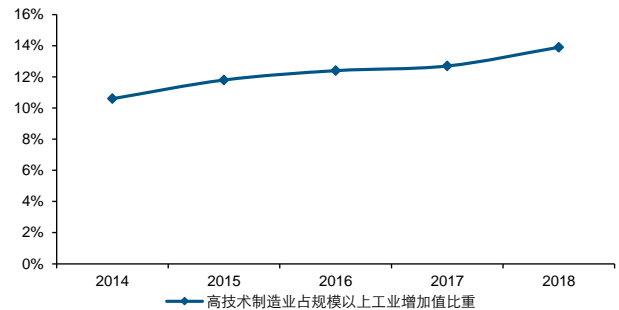
图 20：高技术制造业增加值同比增速大幅高于工业增加值同比增速



资料来源：国民经济和社会发展统计公报，长江证券研究所

注：高技术制造业包括医药制造业，航空、航天器及设备制造业，电子及通信设备制造业，计算机及办公设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业，信息化学品制造业。

图 21：2018 年高技术制造业增加值占比接近 14%



资料来源：国民经济和社会发展统计公报，长江证券研究所

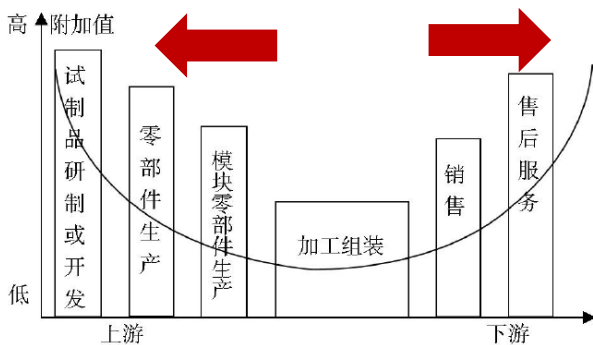
表 4：2013-2017 年中国主要制造业的研发经费投入情况

行业	研发经费投入 (亿元)					复合增速	平均研发投入强度
	2017	2016	2015	2014	2013		
规模以上工业整体	12013.0	10944.7	10013.9	9254.3	8318.4	10%	0.9%
制造业整体	11624.7	10580.3	9650.0	8890.9	7959.8	10%	1.0%
计算机、通信和其他电子设备制造业	2002.8	1811.0	1611.7	1392.5	1252.5	12%	1.7%
电气机械和器材制造业	1242.4	1102.4	1012.7	922.9	815.4	11%	1.5%
汽车制造业	1164.6	1048.7	904.2	787.2	680.2	14%	1.2%
化学原料和化学制品制造业	912.5	840.7	794.5	746.5	660.4	8%	1.0%
通用设备制造业	696.8	665.7	632.6	620.6	547.9	6%	1.4%
黑色金属冶炼和压延加工业	638.7	537.7	561.2	642.0	633.0	0%	0.9%
专用设备制造业	636.9	577.1	567.1	540.9	512.3	6%	1.6%
医药制造业	534.2	488.5	441.5	390.3	347.7	11%	1.8%

资料来源：国家统计局，长江证券研究所策略小组

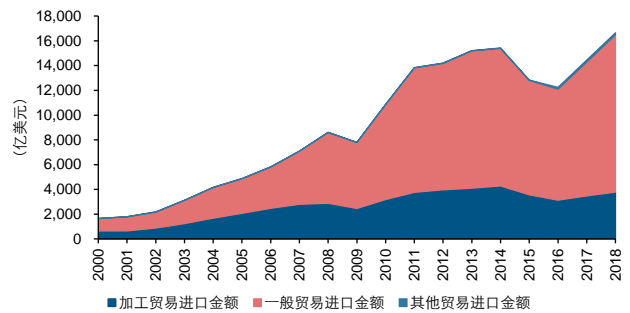
**高价值商品规模决定产业快递的规模上限。**与过去“两头在外”加工贸易模式不同，在制造端国产替代以及下游消费升级推动下，产业链中的高附加值环节将部分回归国内。我们有理由相信，这将带动国内高价值物流需求的较快增长。我们选取美国快递运输货值占比前十大行业，分别采用 6%和 1%的物流费用率（2018 年中国物流费用占 GDP 比重为 14.6%，但考虑到所选行业附加值较高，故参考 2011 年电气机械及器材制造业物流费用率约 6%，以及 2018 年 A 股先进制造业龙头的物流费用率约 1%），测算中国产业快递潜在规模区间在 788-4726 亿元。

图 22：中国制造业正从微笑曲线中间向高附加值的两端延伸



资料来源：世界银行，长江证券研究所

图 23：中国加工贸易进口额占比显著缩小



资料来源：Wind 长江证券研究所

表 5：中国产业快递潜在规模测算

行业	美国快递 货值占比	行业产值 (亿元)	快递运输货 值	物流 费用率	快递费用 (亿元)	物流 费用率	快递费用 (亿元)
仪器仪表制造业	45.38%	10000	4537	6%	272	1%	45
医药制造业	40.37%	27117	10946	6%	657	1%	109
其他制造业	35.14%	2623	922	6%	55	1%	9
通信设备、计算机及其他电子设备	33.30%	106222	35373	6%	2122	1%	354
印刷业和记录媒介的复制	29.91%	7858	2350	6%	141	1%	24
纺织业	24.70%	36114	8921	6%	535	1%	89
纺织服装、鞋、帽	24.70%	20892	5161	6%	310	1%	52
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其他	24.70%	14106	3484	6%	209	1%	35
文教、工美、体育和娱乐用品	24.70%	15931	3935	6%	236	1%	39
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备	18.51%	16921	3133	6%	188	1%	31
<b>合计</b>		<b>257783</b>	<b>78762</b>	-	<b>4726</b>	-	<b>788</b>

资料来源：美国 CFS 调查, Wind, 长江证券研究所

注 1：美国快递运输货值占比采用 2012 年美国 CFS 调查数据；

注 2：快递货值占比指经由快递运输的货值占全部运输货值的比重；

注 3：中国行业产值采用 2017 年行业收入代替；

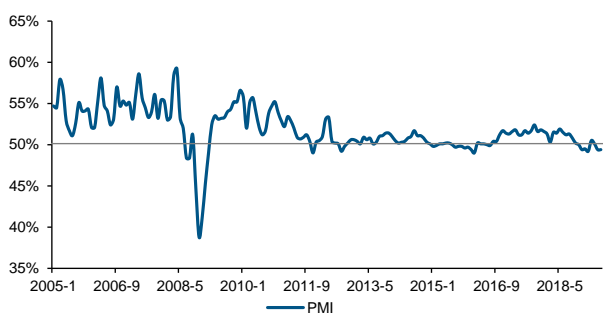
注 4：2018 年中国物流费用占 GDP 比重为 14.6%，考虑到所选行业附加值较高，分别采用 6%和 1%的物流费用率测算。

## 从规模导向到效率导向——供应链管理时代已来

传统制造企业经营正从规模导向转变为效率导向。当劳动力成本优势弱化、结构性产能过剩，粗放式发展形成的小散乱弱中间环节面临淘汰和整合，通过供应链的优化和整合实现降本增效，对企业来讲，将显得尤为重要。

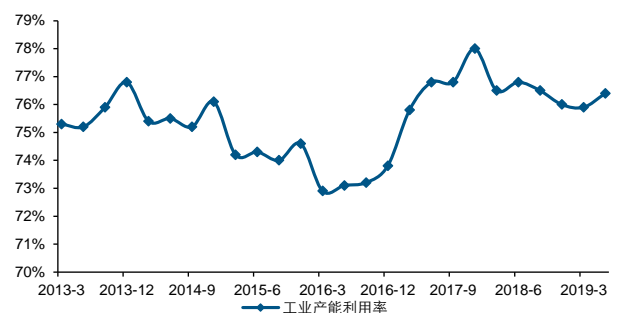
供应链管理需要综合考虑全链路的显性和隐性成本。举一个具体的案例：一家制造商进口单价为 1000 元的某种器件，如果批量购买 100 个，则单价只需 800 元。大批量采购显然可以直接降低采购成本，但在交易、物流、关税等方面的作业成本，以及仓储和库存持有成本将会增加。如果单个购买，采购前置时间 (Lead Time) 将被拉长，直接成本和交易成本也会增加。

图 24：中国制造业 PMI 指数回落至荣枯线左右



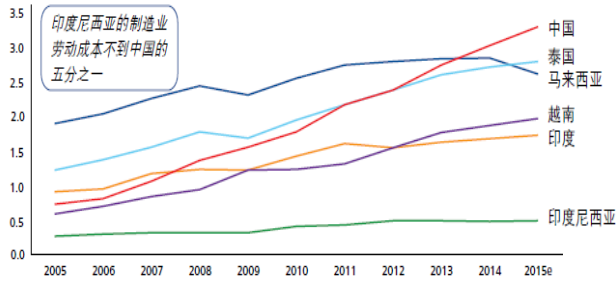
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 25：供给侧改革后，工业产能利用率有所回升，但整体水平依然不高



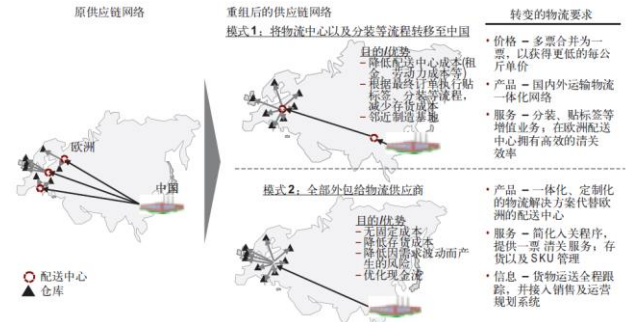
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 26: 东南亚制造业劳动力成本 (美元/小时)



资料来源: 德勤咨询, 长江证券研究所

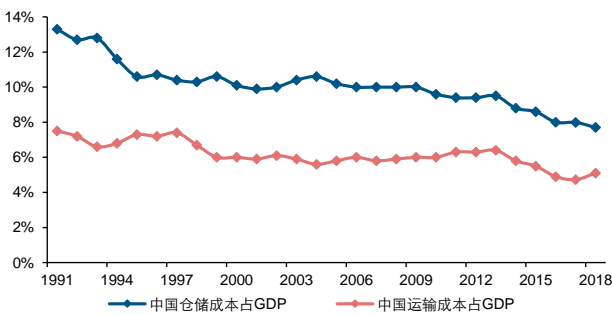
图 27: 因供应链的结构调整所导致的客户需求变化



资料来源: 科尔尼, 长江证券研究所

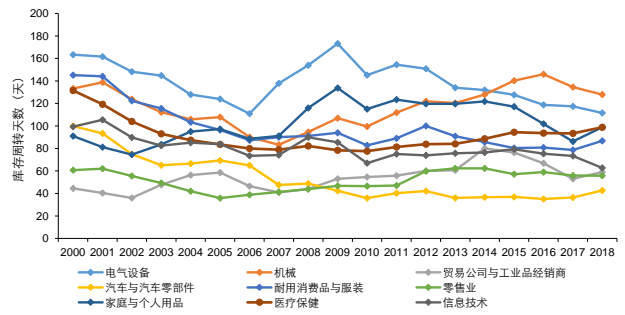
**消费供应链改革正在进行, 产业供应链蓄势待发。**当前, 行业产能过剩正推动供应链改革在消费领域进行, 一方面, 上游供应商有迫切意愿拓展渠道促进产品销售, 另一方面, 流通环节加快周转清理库存的需求增强, 有利于 B2B 平台从旧有渠道分销体系中抢夺更多份额。无论是聚划算旗下的天天特卖推出的“天天工厂”和“C2M 产区”计划, 还是拼多多的“拼工厂”战略, 本质上都是通过数字化改造中小制造企业, 缩减供应链的中间环节, 直接对接制造商和消费者, 以爆款模式推动工厂的生产资料到商品的快速流转。可以预见的是, 制造业的产能过剩也将推动供应链改革在制造领域进行, 这将是万亿级别的蓝海市场。

图 28: 中国仓储成本仍有较大下降空间



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 29: 中国部分制造业库存周转天数



资料来源: Wind, 长江证券研究所

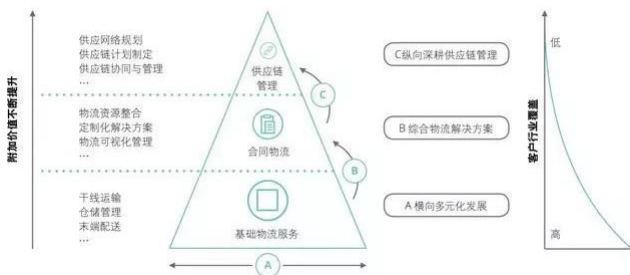


## 顺丰控股：底盘资源坚实，基因正在蜕变

从底盘的物流网络资源，到标准的物流产品，再到个性化的解决方案，这不仅是 DHL、UPS、FedEx、DB Schenke 等全球综合物流巨头的成长之路，也是顺丰未来成长的清晰路径。

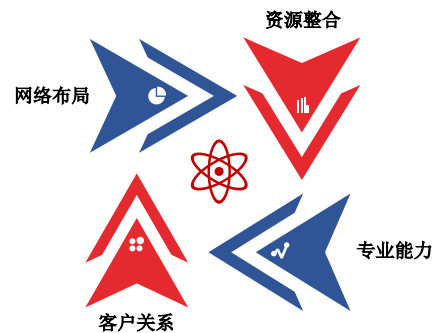
德勤在《物流行业下半场竞争商业转型模式全分析》中提出，网络布局、资源整合、客户关系和专业服务能力是对于产业物流公司的关键成功要素。顺丰具备坚实的物流底盘资源，外部资源整合能力正在形成，收并购领先企业的在华资产有望补齐客户关系和专业服务能力的短板。

图 30：物流企业产业链延伸示意图



资料来源：德勤研究，长江证券研究所

图 31：服务产业的物流公司关键成功因素



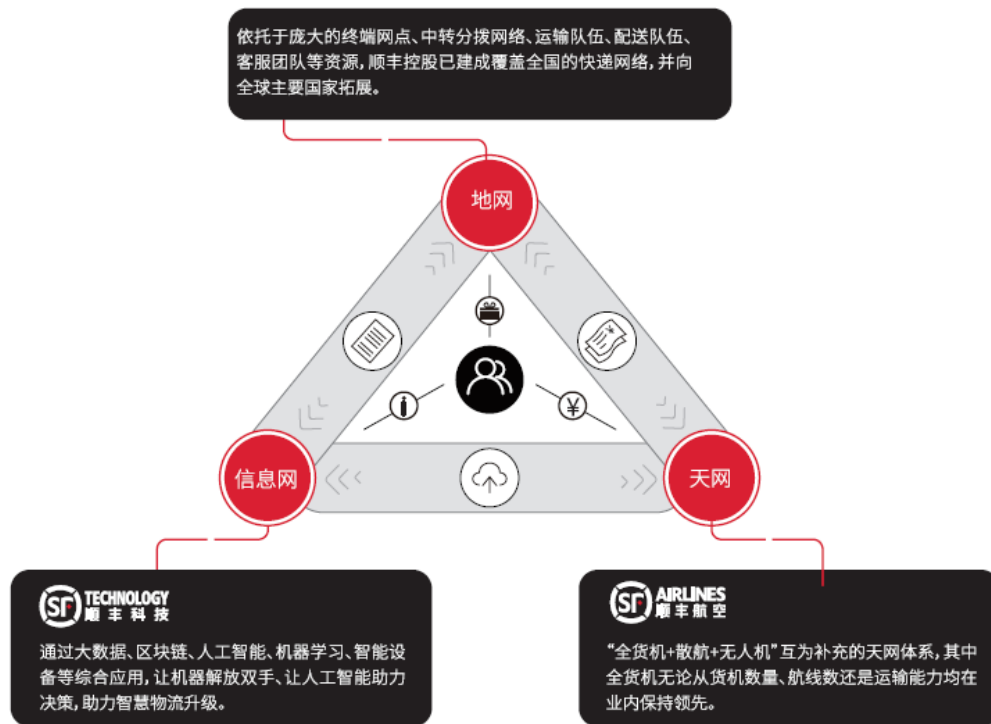
资料来源：德勤研究，长江证券研究所

## 物流底盘资源坚实

顺丰凭借直营模式、“天网+地网+信息网”三网合一网络资源、以及强大的科技实力，造就独特而稀缺的物流底盘资源。

- **科技方面：**科技投入和研发团队规模大幅领先同行。2018 年，公司科技投入超过 27 亿元，占营收比重约为 2.4%，IT 及研发人员接近 6000 人。自主研发了地图平台、大数据平台、信息安全平台、智能运维管理平台等，在智慧仓网和终端收派智能化方面已有相对成熟的应用，并推出数据灯塔等大数据产品。
- **天网方面：**拥有全国规模最大的货运机队、运输全国最多的航空货物，正在孕育中的全球第四大货运机场——鄂州机场，是天网二次蜕变战略之举。
- **地网方面：**全场景的仓配网络，密集的干支线、分拨以及最后一公里布局，构成了公司核心的底盘资源。

图 32：顺丰控股具备坚实的基础物流底盘资源



资料来源：公司公告，长江证券研究所

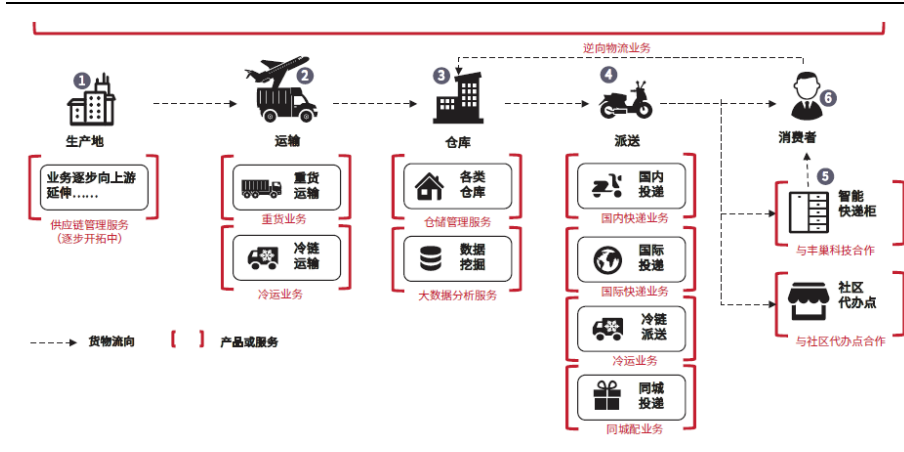
## 资源整合能力初显

稀缺的直营模式，同样面临着供应链业务对外部资源整合的挑战。顺丰以开放的态度整合社会化资源，进一步提升了自身的资源优势。

- **投资科技货代公司 Flexport。**2018 年 3 月，顺丰领投美国知名科技货代公司 FlexportC+轮融资。Flexport 创立于 2013 年，由硅谷技术开发商创建的科技及服务驱动的新型货代公司，致力于为客户提供海陆空货运、报关及货物保险等透明化服务。本次顺丰与 Flexport 建立深层次战略合作关系，在科技能力、网络资源等方面加深战略业务合作，助力双方国际业务拓展。
- **成立加盟制顺心快运。**2018 年 3 月，顺丰控股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。一方面顺心捷达是加盟制的快运品牌，具有运营成本低、网络铺设快、运作灵活等特点，专注全网型中端快运市场，与顺丰快运在运营模式及产品定位上形成互补。
- **成立供应链大数据公司。**2018 年 4 月，顺丰联合国内 8 家物流和供应链领域知名企业（东方嘉盛、飞马国际、华南城、朗华投控、普路通、腾邦、怡亚通、越海全球供应链等）签署股东协议，拟共同出资 1 亿元，构建国内有影响力的供应链大数据平台。其中顺丰投资拟出资约 1111 万元，占合资公司股本比例 11.112%。该合资公司的首任董事长由王卫出任。

- 成立中铁顺丰公司。**2018年8月，中国铁路总公司与顺丰共同组建的中铁顺丰正式揭牌成立。其中，中铁快运与顺丰分别占股55%和45%。主要经营包括高铁快运、快速货物班列等特色物流服务产品研发销售，铁路跨境电商货运平台设计建设等。中铁顺丰将强化整合资源，打造具有仓储、装卸、包装、搬运、加工、配送等多种服务功能的综合物流中心。

图 33：顺丰控股已初步形成全链路的综合物流服务能力



资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 收购补齐能力与客户短板

在产业服务的关键成功要素中，顺丰在“客户关系”和“专业能力”方面仍是新手。供应链管理基因的缺失，尤其是服务于产业供应链能力和经验的匮乏，更是顺丰战略转型之中的最大痛点。

现有的自建资源也决定了顺丰的合同物流服务将暂时囿于生鲜、食品、医药等几个细分市场，难以渗透到其他行业。深耕基础物流服务多年，顺丰更是缺乏合同物流的人才储备与管理经验。

顺丰收购领先供应链企业的在华业务，尽管几十亿的“学费”并不便宜，但能够降低学习成本，在短时间内获得重要的战略能力，获得跨越式成长。这将为顺丰率先撬开万亿级别的产业供应链市场提供先发优势。

- 收购 DPDHL 在华供应链业务。**2018年10月，顺丰与德国邮政敦豪集团（简称“DPDHL”）达成战略合作，顺丰将整合 DPDHL 在华供应链业务，并设立顺丰敦豪供应链公司。顺丰可以借力 DHL 品牌及其多年积累的卓越口碑，协同被收购企业和顺丰自身的网络和客户资源，推动在供应链业务市场的拓展，特别是在汽车、医疗、消费电子以及半导体等具有高壁垒、高附加值服务的领域实现业务突破。
- 与夏晖供应链成立合资公司。**2018年8月，顺丰与美国夏晖集团宣布联合成立新夏晖，顺丰成为新夏晖的控股股东。新夏晖拥有近40年的冷链供应链管理经验，在供应链管理、解决方案设计和质量管理方面，具有领先于市场的核心优势，是中国冷链行业标杆企业和标准制定者之一。新夏晖已经成功切入顺丰现有国内知

名新兴新零售餐饮品牌客户，结合双方高标准的冷链供应链及同城配送覆盖，向该客户提供优质的冷链物流服务和一站式供应链解决方案及服务。

图 34：顺丰控股通过战略收购提升客户关系和专业能力



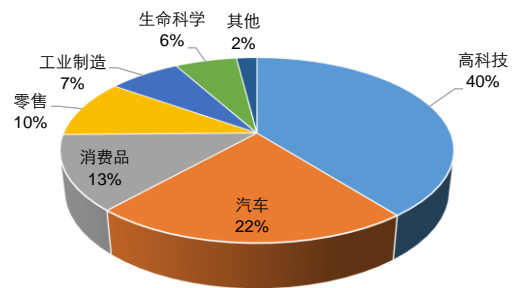
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 35：顺丰控股的行业解决方案



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 36：DHL 中国区供应链业务客户所在行业占比情况



资料来源：2018年顺丰控股投资者推介 PPT，长江证券研究所

## 投资建议：成本管控加强，业绩拐点向上

顺丰控股引领中国高时效、高品质速运市场，过去二十余年受益于商务寄递需求的高速增长，未来将分享产业结构升级带来的物流新机遇。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.18、1.29 和 1.60 元，上调至“买入”评级。

短期看成本管控，中期看机场投用，长期看基因蜕变。

- 短期看成本管控。去年四季度以来的成本管控，效果正逐步显现。整体收入的较快增长，叠加资产周转率的提升，业绩有望迎来向上拐点，盈利能力持续提升。

- 中期看机场投用。2021 年投用的鄂州机场，将是推动顺丰二次成长的催化剂，更密集的航空网络将引导更多的需求释放，同时，轴辐式网络的应用有望推动成本效率的实质性优化。
- 长期看基因蜕变。顺丰具备坚实的底盘资源，产业结构变革将为产业快递的迅速发展带来契机，高时效、高品质快递需求并不悲观（潜在增量空间在千亿级别）。若供应链基因完成蜕变，则有望率先打开万亿级别的产业供应链市场。

表 6：顺丰控股分产品营收预测

单位：亿元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
国内时效产品	466.81	533.56	560.23	611.10	666.59
YoY	17.6%	14.3%	5.0%	9.1%	9.1%
经济件产品	148.21	203.98	253.46	305.25	360.03
YoY	22.6%	37.6%	24.3%	20.4%	17.9%
重货运输业务	44.02	80.55	120.96	158.40	189.00
YoY	79.9%	83.0%	50.2%	31.0%	19.3%
冷运及医药业务	22.95	42.44	63.66	85.94	103.13
YoY	59.7%	84.9%	50.0%	35.0%	20.0%
国际快递业务	20.43	26.29	32.86	41.08	51.35
YoY	43.7%	28.7%	25.0%	25.0%	25.0%
同城配	3.66	9.95	17.91	28.66	40.12
YoY	636.2%	172.2%	80.0%	60.0%	40.0%
供应链			56.14	65.12	73.74
YoY				16.0%	13.2%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

**主要财务指标**

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	90943	112042	131347	150457
增长率(%)	28%	23%	17%	15%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	4556	5209	5690	7052
增长率(%)	-5%	14%	9%	24%
每股收益(元)	1.03	1.18	1.29	1.60
净资产收益率 (%)	12%	13%	12%	13%
每股经营现金流 (元)	1.23	1.97	2.50	3.04

**财务报表及指标预测**

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>90943</b>	<b>112042</b>	<b>131347</b>	<b>150457</b>	货币资金	16131	20000	22400	25000
营业成本	74642	91818	107214	122031	交易性金融资产	14	14	14	14
<b>毛利</b>	<b>16301</b>	<b>20224</b>	<b>24134</b>	<b>28425</b>	应收账款	7374	8106	9503	10886
%营业收入	18%	18%	18%	19%	存货	818	2	3	3
营业税金及附加	222	274	321	368	预付账款	2517	3096	3615	4115
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	5067	6654	7168	7677
销售费用	1826	2465	2890	3160	<b>流动资产合计</b>	<b>31922</b>	<b>37873</b>	<b>42703</b>	<b>47695</b>
%营业收入	2%	2%	2%	2%	可供出售金融资产	3424	3424	3424	3424
管理费用	8414	10084	11953	13842	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	9%	9%	9%	9%	长期股权投资	2203	2203	2203	2203
财务费用	287	395	563	671	投资性房地产	2454	2661	2661	2661
%营业收入	0%	0%	0%	0%	固定资产合计	13967	16370	17152	17701
资产减值损失	104	41	16	30	无形资产	6662	7303	8023	8600
公允价值变动收益	-6	207	0	0	商誉	590	1090	1090	1090
投资收益	1166	600	200	200	递延所得税资产	584	390	390	390
<b>营业利润</b>	<b>5818</b>	<b>6652</b>	<b>7278</b>	<b>9050</b>	其他非流动资产	9808	10008	13054	15039
%营业收入	6%	6%	6%	6%	<b>资产总计</b>	<b>71615</b>	<b>81323</b>	<b>90701</b>	<b>98803</b>
营业外收支	49	127	127	127	短期贷款	8585	8308	9133	6893
<b>利润总额</b>	<b>5868</b>	<b>6779</b>	<b>7405</b>	<b>9177</b>	应付款项	7887	9099	10625	12093
%营业收入	6%	6%	6%	6%	预收账款	468	576	675	774
所得税费用	1403	1621	1771	2195	应付职工薪酬	2967	4027	4482	5227
净利润	4464	5158	5634	6982	应交税费	639	1077	1093	1349
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>4556</b>	<b>5209</b>	<b>5690</b>	<b>7052</b>	其他流动负债	5823	7633	8456	9248
少数股东损益	-92	-52	-56	-70	<b>流动负债合计</b>	<b>26369</b>	<b>30720</b>	<b>34464</b>	<b>35584</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>1.03</b>	<b>1.18</b>	<b>1.29</b>	<b>1.60</b>	长期借款	998	2198	2198	2198
					应付债券	6405	6405	6405	6405
					递延所得税负债	537	165	165	165
					其他非流动负债	391	300	300	300
					<b>负债合计</b>	<b>34701</b>	<b>39788</b>	<b>43533</b>	<b>44652</b>
					归属于母公司	36561	41233	46923	53975
					少数股东权益	353	301	245	175
					<b>股东权益</b>	<b>36914</b>	<b>41535</b>	<b>47168</b>	<b>54150</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>71615</b>	<b>81323</b>	<b>90701</b>	<b>98803</b>
					<b>基本指标</b>				
					EPS	1.03	1.18	1.29	1.60
					BVPS	8.27	9.33	10.62	12.22
					PE	37.88	33.13	30.33	24.47
					PEG	—	2.31	3.29	1.02
					PB	4.72	4.19	3.68	3.20
					EV/EBITDA	20.65	17.09	14.14	11.38
					ROE	12%	13%	12%	13%

## 投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明:** 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; 香港市场以恒生指数为基准。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 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并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 本公司) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 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。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

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、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。