

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

## 搏大深耕, 千亿物流巨头迈向新台阶

### 报告摘要:

**瞄准 To B+To C 双入口, 扩张完善三网物流体系, 顺丰向新物流巨头迈进。** 公司站在当前中国运行体需要制高点上, 抢先形成 ToB, ToC 物流体系双入口格局, 积极研发, 深耕高端快运, 横向扩张供应链物流, 瞄准万亿级市场空间。近年来, 公司继续夯实底盘资源, 加大在航空、卡车、铁路、机场等稀缺的基础设施资源投入, 不断拓展能力体系。公司格局不断扩大, 底盘更加坚实, 向新物流巨头迈进。

**三网布局打造坚实底盘, 鄂州机场强化竞争优势。** 顺丰拥有三网一体的独特综合物流网络, 继续扩张航空、铁路、公路运输能力, 持续高投入物流科技, 为公司拓展 To B 业务提供最强的解决方案做支撑, 并为 To C 业务在中高端的扩张打下基础。未来, 鄂州机场的投入运行有望复制 FedEX 与孟菲斯机场的成功, 并在基础能力上遥遥领先国内物流行业。

**展望未来三年, 顺丰在多项业务将突飞猛进, 并且互相衬托。时效件:** 时效件将延续行业龙头地位, 跟随宏观经济波动, 预计未来三年营收增速处于 8%-10% 内; **经济件:** 公司已找到进攻电商件的路径, 新产品特惠专配成倍增加公司对应的电商件市场规模。我们预计公司在能力建设的同时将大规模扩张 To C 中高端业务, 预计三年内营收年化增速位于 30%-50%; **快运业务:** 快运业务跨过盈亏平衡线, 成为公司利润增长重要一极, 预计未来 3 年维持 30% 营收增速; **供应链业务:** 供应链业务处于导入期, 借力夏晖与 DHL 打开上升通道, 预计 2019 年实现营收 48 亿元, 未来 3 年维持 30% 以上增长。

**投资建议:** 我们判断中国将形成 2-3 倍于美国物流的价值量, 对此, 顺丰将在国内物流市场形成 To B 和 To C 双龙头格局, 并且公司巨大的科技投入将继续赋能新的物流业务, 提升核心竞争力。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.31/1.50/1.76 元, 对应 PE 分别 29x/25x/21x, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 宏观经济增速下滑超预期, 公司所处各子行业价格战加剧, 业务拓展不顺。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	71,273	90,943	110,144	131,846	157,421
(+/-)%	23.99%	27.60%	21.11%	19.70%	19.40%
归属母公司净利润	4,774	4,556	5,789	6,625	7,769
(+/-)%	14.20%	-4.57%	27.07%	14.43%	17.27%
每股收益 (元)	1.08	1.03	1.31	1.50	1.76
市盈率	46.57	31.73	28.69	25.08	21.38
市净率	6.76	3.95	3.99	3.44	2.96
净资产收益率 (%)	14.52%	12.46%	13.89%	13.72%	13.86%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	4,411	4,419	4,415	4,415	4,415

### 股票数据 2019/11/28

6 个月目标价 (元)	43.70
收盘价 (元)	37.63
12 个月股价区间 (元)	28.46 ~ 43.57
总市值 (百万元)	166,121
总股本 (百万股)	4,415
A 股 (百万股)	4,415
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	5

### 历史收益率曲线



### 相关报告

- 《顺丰控股 (002352.SZ): 营收利润加速增长, 市占率持续提升》-20191029
- 《顺丰控股 (002352): 核心业务增速延续反转, 供应链增长耀眼》-20190919
- 《顺丰控股 (002352): Q2 业绩超预期, 长期看好龙头价值》-20190903

### 证券分析师: 瞿永忠

执业证书编号: S0550515110002  
(021)20363212 quyz@nesc.cn

### 联系人: 王哲宇

执业证书编号: S0550119100015  
(021)20361258 wangzhey@nesc.cn

## 目 录

<b>1. 市场格局不断扩大，顺丰向新物流巨头迈进.....</b>	<b>6</b>
1.1. 物流版图不断扩大，To B & To C 双管齐下 .....	6
1.2. 直营模式高成本投入，服务水平同行领跑.....	7
1.3. 业绩稳步增长，盈利能力持续加强.....	8
1.3.1. 业务扩张带动营收同步增长，加强成本管控提升利润水平 .....	8
1.3.2. 期间费用率稳定，成本占营收比例与产能扩张节奏共振.....	10
<b>2. 三网布局打造坚实底盘，鄂州机场强化竞争优势 .....</b>	<b>11</b>
2.1. 天网：自有货机占据行业半壁江山，先发优势拥有优质时刻.....	11
2.2. 地网：率先布局铁路运输，打造时效第二壁垒.....	12
2.3. 信息网：串联物流各环节，为公司降本提效.....	13
2.4. 筹建鄂州机场，强化竞争优势.....	14
2.4.1. 他山之石：孟菲斯机场助力 FedEX 腾飞.....	15
2.4.2. 可以攻玉：鄂州机场具备多重优势，将为顺丰进行多属性增强.....	17
<b>3. 航空+服务打造深厚壁垒，时效件霸主地位难撼动 .....</b>	<b>20</b>
3.1. 时效件市场规模近千亿，顺丰占据近半份额.....	20
3.2. 经济增速下滑及新进入者增加，公司时效件营收增速下滑.....	21
3.3. 航空布局保证时效领先，良好口碑提升客户黏性.....	22
<b>4. “特惠专配”降本增量，有望成业务量增长中坚力量.....</b>	<b>24</b>
4.1. 过去：聚焦高端电商件，业务平稳发展.....	24
4.2. 当下：发力“特惠专配”，经济件降本增量 .....	25
4.3. 未来：电商件目标市场成倍扩大，有望成为业务量增长中坚力量.....	26
<b>5. 快运跨过盈亏线贡献利润在即，厚积薄发有望成龙头.....</b>	<b>27</b>
5.1. 万亿零担空间巨大，参与者百花齐放.....	27
5.2. 厚积薄发追赶快运龙头，贡献利润在即成增长新引擎.....	30
5.2.1. 兼收并蓄，快运业务双网运营 .....	30
5.2.2. 奋起直追，看好顺丰成为行业龙头 .....	31
<b>6. 供应链：站在巨人的肩膀，扩张物流解决方案的能力 .....</b>	<b>32</b>
6.1. 物流金字塔顶部——十万亿级供应链市场.....	32
6.2. 联手夏晖与 DHL，抢占物流高地 .....	34
6.3. 攻城拔寨，供应链业务快速发展.....	34
<b>7. 研发大力投入，打造科技硬核 .....</b>	<b>35</b>
7.1. 多维度投入，强化研发能力.....	35
7.2. 多维度布局，立足当下面向未来.....	37
<b>8. 盈利预测&amp;风险提示 .....</b>	<b>37</b>

## 图表

图 1: 顺丰逻辑框架图 .....	5
图 2: 2019 年 H1 顺丰各业务占比 .....	7
图 3: 公司业务布局 .....	7
图 4: 2018 年顺丰与同行月均有效申诉率比较 .....	8
图 5: 顺丰与加盟制快递企业自有员工数比较 .....	8
图 6: 2019 年 1-10 月顺丰业务量变化 .....	8
图 7: 2013 年-2019 年 H1 顺丰业务量变化 .....	8
图 8: 2013 年-2019H1 顺丰营业收入及增速变化 .....	8
图 9: 2013 年-2019H1 顺丰营业成本及增速变化 .....	9
图 10: 2013 年-2018 年购建固定资产、无形资产和其长期资产支付的现金 .....	9
图 11: 2013 年-2019H1 顺丰归母净利润及增速变化 .....	9
图 12: 2016 年-2019H1 公司毛利率及净利率变化 .....	10
图 13: 2016 年-2019H1 营业成本占营业收入比例 .....	10
图 14: 顺丰自有全货机及外包全货机数量变化 .....	12
图 15: 顺丰航线线路条数变化 .....	12
图 16: 2017H1-2019H1 顺丰铁路线逐步增长 .....	12
图 17: 顺丰通过信息网优化一级干线条数 .....	14
图 18: 顺丰信息网降低客服人员数量 .....	14
图 19: 孟菲斯机场货邮吞吐量及增速 .....	16
图 20: 鄂州能够辐射全国重点城市群 .....	17
图 21: 鄂州多式联运无缝衔接 .....	17
图 22: 建设机场的合资公司股权结构 .....	18
图 23: 点对点运输方式 .....	18
图 24: 轴辐式运输方式 .....	18
图 25: 2025 年航空网络以枢纽为主的轴辐式 .....	19
图 26: 国内时效件业务量占总业务量 10% .....	20
图 27: 国内时效件主要参与者市场份额 .....	21
图 28: 顺丰时效件业务收入及增速 .....	21
图 29: 顺丰各地区营业收入增速 .....	21
图 30: 顺丰时效件营收增速与 GDP 增速比值 .....	22
图 31: 顺丰散单客户与散单会员客户增速 .....	23
图 32: 顺丰活跃月结客户增速 .....	23
图 33: 顺丰经济件业务营收及增速 .....	24
图 34: 顺丰经济件营收增速与行业增速比较 .....	24
图 35: 顺丰与行业业务量增速对比 .....	25
图 36: 顺丰业务量行业占有率稳步提升 .....	25
图 37: 腾讯广告&巨量引擎直营电商单品价格区间广告数分布(2019 年 1-5 月) .....	26
图 38: 电商商品消费结构 .....	26
图 39: 2017 年中国货运总量细分占比情况 .....	27
图 40: 我国公路运输市场结构 .....	27
图 41: 国内零担市场规模及增速 .....	28
图 42: 国内公路货运量及增速 .....	28

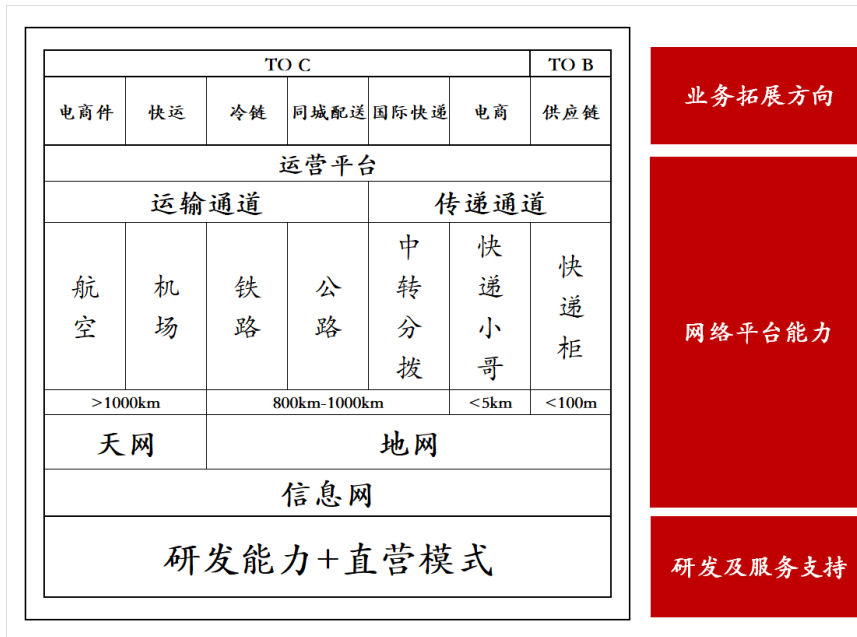
图 43: 国内零担市场集中度.....	29
图 44: 国内零担市场参与者的模式.....	30
图 45: 国内公路零担代表性企业单票价格.....	30
图 46: 公司快运业务营业收入及增速.....	31
图 47: 快运业务占总营收比例.....	31
图 48: 供应链全链条.....	33
图 49: 顺丰供应链业务行业拓展情况.....	35
图 50: 顺丰供应链业务稳步增长.....	35
图 51: 顺丰人员结构变化.....	36
图 52: 顺丰与同行研发人员数量比较.....	36
图 53: 顺丰历年研发投入及增速.....	36
图 54: 千亿市值公司研发费用与归母净利润比值.....	36
图 55: 顺丰与同行公司研发投入占营业收入比较.....	36
图 56: 内部研发形成的无形资产账面价值及占比.....	37
图 57: 公司各项业务营业收入及业务量预测.....	38
表 1: 顺丰发展历史大事件.....	6
表 2: 加盟模式与直营模式比较.....	7
表 3: 2018H1-2018 年顺丰干线及末端车辆变动情况.....	10
表 4: 顺丰自有全货机飞机型号及载重(吨).....	11
表 5: 铁路与其他陆运运输方式优缺点比较.....	13
表 6: 顺丰信息网对各方面的提升.....	13
表 7: 鄂州机场建设规划及进展.....	14
表 8: 鄂州机场与国际大型货运机场对比.....	15
表 9: FedEX 机场预选方案.....	15
表 10: 孟菲斯机场发展阶段.....	16
表 11: FedEX 选择孟菲斯机场的主要原因.....	17
表 12: 各快递公司上海-长沙时效比较.....	23
表 13: 上海到北京各快递公司时效及费用.....	23
表 14: 公司末端快递员派送能力测算.....	27
表 15: 零担前十企业对应营业收入(亿元).....	28
表 16: 快递公司重货业务拓展情况对比.....	29
表 17: 顺丰快运业务产品变化.....	30
表 18: 2019 年零担企业货运量排行榜.....	31
表 19: 顺丰与可比公司快运业务运力比较.....	32
表 20: 供应链管理服务演进过程.....	33
表 21: 美国夏晖及德国 DHL 简介.....	34

**前言:**

2019 年对顺丰来说是跌宕起伏的一年。上半年公司主营业务时效件营收增速仅为 4%，带动整体营收增速下滑至 18%，为上市以来最低增速。而同期众多竞争对手均推出高端时效产品，这块小众市场顿时群雄逐鹿，市场一度怀疑顺丰时效件领先优势能否持续？5 月，公司推出“特惠专配”对电商件市场进行降维打击，市场一度担心公司会重蹈 14 年覆辙，随着公司业务量跑出加速度，并在三季度交出一份满意的答卷，市场开始关心该业务是否可持续？快运业务作为成长的新星，面对的市场空间有多大，顺丰将占据怎样的地位？大手笔收购打造顺丰供应链，未来发展空间如何？从一家快递企业一路披荆斩棘成长为即将突破千亿营收的物流巨头，顺丰一直是带着质疑前行。

顺丰早突破大家对它是一家快递企业的定义，已由一家快递企业发展为综合物流商，对应市场规模由千亿级上升至十万亿级，如何分析顺丰是一个大课题。我们认为看待顺丰的发展需围绕 1 个中心、2 个支撑、多个爆发点进行展开——“1 个中心”指顺丰坚实完整的物流网络，2 个支撑指“科研支撑与模式支撑”，“多个爆发点”指不断扩大顺丰版图的多个业务。由下而上来看，公司领先的研发布局及标准化的直营模式为公司整体运营提供科技支持、贯彻统一的执行运营体系。基于底层的科技、运营支持，依靠于自身不断强化的网络能力，公司能够建立起领先的时效及服务优势，进而不断拓展快递、快运、冷链、供应链等业务，并逐步由一家快递企业成长为综合物流服务巨头。本报告为框架性分析报告，将从公司的研发及服务支持、网络平台能力、业务拓展方向逐步铺开，重点说明顺丰在研发、服务、网络方面的优势，以及对公司未来几大主要业务的发展趋势判断。

**图 1: 顺丰逻辑框架图**



数据来源：东北证券

## 1. 市场格局不断扩大，顺丰向新物流巨头迈进

### 1.1. 物流版图不断扩大，To B & To C 双管齐下

逐步完成单一快递企业向综合物流企业转型。1993 年是民营快递行业元年，以广东沿海地区为代表的顺丰快递、长江三角洲为代表的申通快递、京津冀地区为代表的宅急送相继成立。经过二十余年风云变幻，顺丰经过市场大浪淘沙般的洗礼不断成长，在业务布局、运输网络、地区覆盖等方面已完成质的蜕变，逐步完成从单一快递企业向综合物流企业的转型。

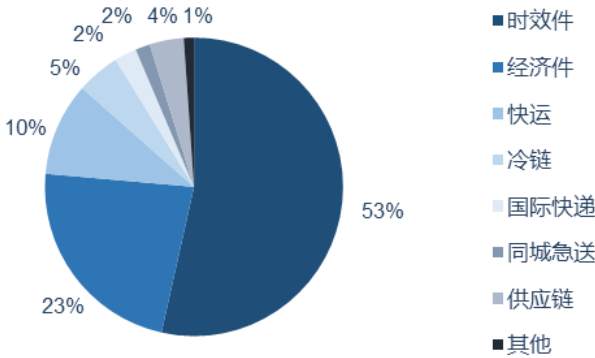
表 1: 顺丰发展历史大事件

时间	事件	时间	事件
1993 年	成立于广东顺德，初始为加盟模式。	2014 年 4 月	进军农村市场，进行市场下沉。
1997 年	局部垄断顺德到香港业务 70%。	2014 年 5 月	“嘿店”全国统一开业，推动金融服务落地。
1999 年	开始由加盟模式向直营模式改造。	2014 年 7 月	顺银金融获央行发放的银行卡收单牌照。
2003 年	与扬子江合作，进行全货机进行运输。	2014 年 8 月	<b>推出“全球顺”，开展国际快递业务。</b>
2004 年	拓展四川、湖北地区，开通华中地区。	2014 年 9 月	推出“顺丰冷运”，拓展顺丰冷链业务。
2008 年	全面完成了直营化改造。	2015 年 6 月	<b>与其他物流公司合资推出“丰巢”智能快递柜。</b>
2009 年	拥有第一架自有货机。	2015 年	<b>推出重货业务。</b>
2010 年 8 月	<b>“E 商圈”上线（电商首次尝试）。</b>	2017 年	收购新邦，强化重货业务。
2010 年	海外铺设网点。	2017 年 12 月	参与设立湖北国际物流机场有限公司，持股 46%。
2011 年 11 月	获得“顺丰宝”第三方支付牌照。	2018 年 3 月	收购新邦 71% 股份。（重货业务拓展）
2012 年 5 月	<b>顺丰优选上线，涉足电商。</b>	2018 年 4 月	参与美国物流平台 FIEExport 融资，拓展国际业务。
2013 年	引入 4 家国有背景的投资机构。	2018 年 8 月	<b>与美国夏晖成立合资公司（冷链供应链）。</b>
2013 年 11 月	<b>进军电商件（中高端电商及基础市场）。</b>	2018 年 10 月	<b>收购 DHL 中国（供应链）。</b>
2013 年 12 月	<b>成立食品冷链事业部。</b>	2019 年 1 月	国务院和中央军委同意新建鄂州民用机场。

数据来源：公开资料，东北证券

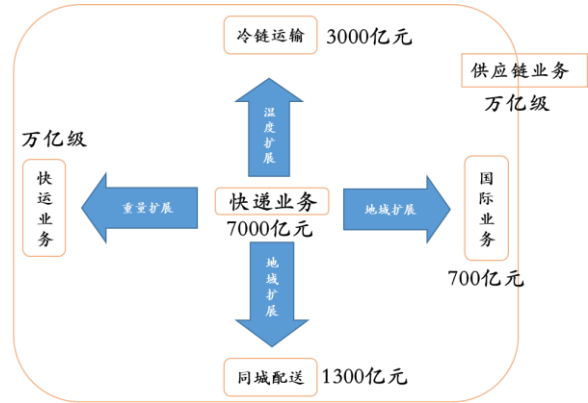
围绕物流不断扩大业务版图，形成 To B 和 To C 双入口格局。公司一直以时效快递为根本，围绕物流不断扩充商业版图，逐步向以电商件为代表的经济件、零担运输、冷链运输、同城快递等市场扩张，2018 年公司与美国夏晖合资成立新夏晖，收购 DHL 中国业务，布局 To B 端供应链业务。公司已初步形成 To B 和 To C 双入口格局，所面向的市场规模不断扩大，由千亿级扩展至十万亿级，已初步建立为客户提供一体化综合物流的解决方案，实现了由单一快递企业向综合物流企业的转型。目前，2019 年 H1 公司四大主业：时效件、经济件、快运业务、供应链业务占公司总体营收比例分别为 53%、23%、10%、4%。

图 2: 2019 年 H1 顺丰各业务占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 3: 公司业务布局



数据来源: 东北证券

### 1.2. 直营模式高成本投入, 服务水平同行领跑

**严控服务品质, 进行直营化改革。** 顺丰初始的经营模式为加盟模式, 新设一个网点便注册一个分公司, 分公司归当地加盟商所有。早期加盟模式帮助顺丰进行了快速扩张, 但随之也出现两个问题: 一方面, 由于加盟店与总部联系较为松散, 因此总部控制力弱, 总部的制度难以在加盟商贯彻实施; 另一方面, 加盟商在自身利益驱动下, 为了降低成本, 导致服务水平下降, 因此易出现“货物丢失”、“暴力分拣”、“运送延时”等现象。为了保障公司服务质量, 1999 年顺丰开始直营化改造, 并于 2008 年全面完成。

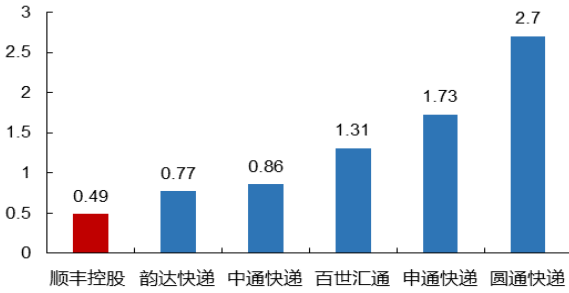
表 2: 加盟模式与直营模式比较

	直营模式	加盟模式
优势	企业统一形象, 统一管理, 统一服务。 管理效率高, 总部指令能够很快传达到各分支机构。 信息化水平较高, 操作规范, 投递速度快。	利用较少资金较快地进行业务拓展。 业务分包有利于激发加盟商拓展业务的动力。 能充分调动加盟商控本能力, 因此产品更具价格优势。
劣势	组建团队、购买运输工具等资金需求量大。 网络拓展速度相对较慢。 投资周期长, 需要时间打造自己的品牌。 管理成本高。	管理困难, 总部指令执行程度不一, 很难统一管理。 利益多元化, 加盟商各自为政, 时有接私活的现象。 业务处理能力不强, 在开展增值业务方面存在极大风险。 加盟商缺少动力购买新设备, 装备及信息化技术落后。
核心区别		是否便于标准化
代表企业	顺丰	中通、韵达、申通、圆通、百世

数据来源: 东北证券

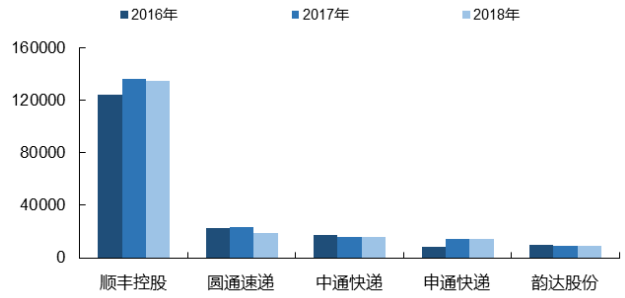
**以高成本换服务, 行业申诉率同行最低。** 直营模式下增设网点的租金、人员工资及交通运输工具需由公司总部提供, 因此带来较大的成本压力。以员工总数为例, 顺丰为加盟制上市公司近 10 倍。直营模式下, 总部的指令能够迅速下达到各个网点, 政策执行性强。例如为了保证时效及服务, 顺丰采用定点发车的形式保证时效, 尽管装载率不足可能导致部分线路出现亏损, 但采用这种形式能够达到加盟制企业难以做到的“以金钱换服务”。高成本的直营制为顺丰带来的效果有目共睹, 2018 年顺丰有效申诉率为行业最低, 已形成良好口碑。

图 4: 2018 年顺丰与同行月均有效申诉率比较



数据来源: 国家邮政局, 东北证券

图 5: 顺丰与加盟制快递企业自有员工数比较



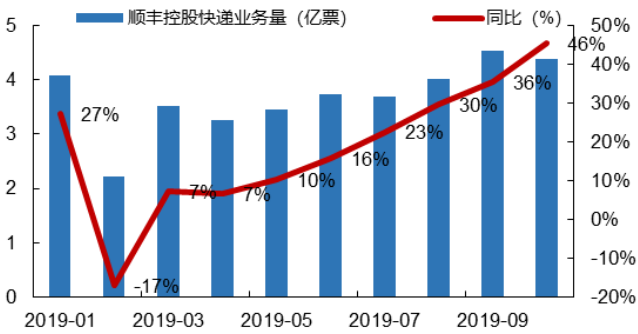
数据来源: 各公司公告, 东北证券

### 1.3. 业绩稳步增长, 盈利能力持续加强

#### 1.3.1. 业务扩张带动营收同步增长, 加强成本管控提升利润水平

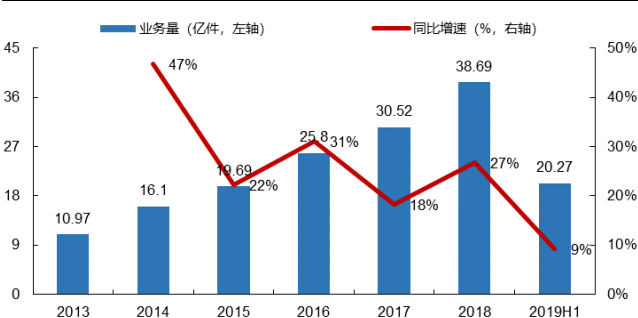
**业务量扩张带动营收稳步增长。**2013 年至 2018 年公司业务量快速增长, 由 10.97 亿件增长至 38.69 亿件, 年均复合增长率达 28.67%, 营业收入由 2013 年的 273.82 亿元增长至 2018 年 909.43 亿元, 年均复合增长率为 27.13%。由于受单件价格影响, 导致营收与业务量呈现一定的偏差, 但两者增速总体保持一致, 业务量带动营业收入节节攀升。从公司最新的业务量来看, 上半年由于宏观经济低迷影响, 公司业务量(主要为时效件)增速下滑明显, 因此 2019 年 H1 实现营业收入 500.75 亿元, 同比增速为 17.68%, 较往年下滑明显。2019 年 5 月公司推出特惠专配产品, 以低价进军电商件, 极大地带动了公司业务量增长。2019 年 4 月以来, 公司快递业务量加速上行, 增速由 4 月 7% 增长至 10 月 46%, 重回高速增长车道。

图 6: 2019 年 1-10 月顺丰业务量变化



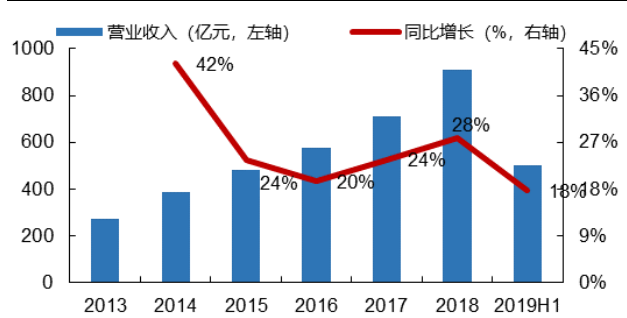
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 7: 2013 年-2019 年 H1 顺丰业务量变化



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 8: 2013 年-2019H1 顺丰营业收入及增速变化



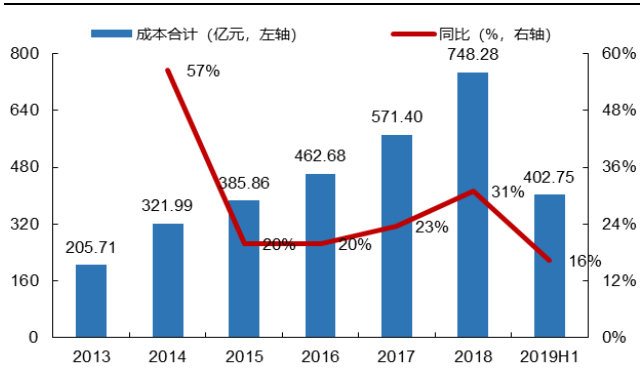
数据来源: 公司公告, 东北证券



业务量无法与产能扩张同步，投入期往往伴随利润下滑。2013年-2019年H1公司经历了两次利润负增长，并且两次的原因相似，均为公司对业务的重点投入期。但由于投入期业务量无法与产能同步扩张，导致营业成本增速远高于营收增速，因此往往伴随着利润下滑。投产期阵痛过后，随着市场拓展推进及业务量增长，利润重回正常水平。

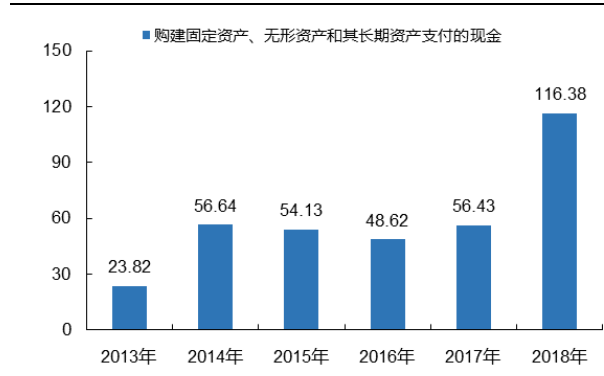
- **2014年归母净利润同比下滑73.88%**：公司在2014年大力拓展电商快递业务，因此投入较多人力、物力及干线、车辆等资源，并部署了一系列网点、中转场等，因此导致人力成本、运输成本等大幅增加，但是由于电商件单价低并且该阶段处于业务投入期，因此营收增加低于相应成本增加，利润较往年下滑明显。
- **2018年归母净利润增速下滑4.51%**：公司打造了一套专属于经济产品的独立运营模式，并加大了对重货、冷链等业务的投入，因此人工成本，场地租赁成本及运输成本较往年出现大幅增长。

图 9: 2013年-2019H1 顺丰营业成本及增速变化



数据来源：公司公告，东北证券

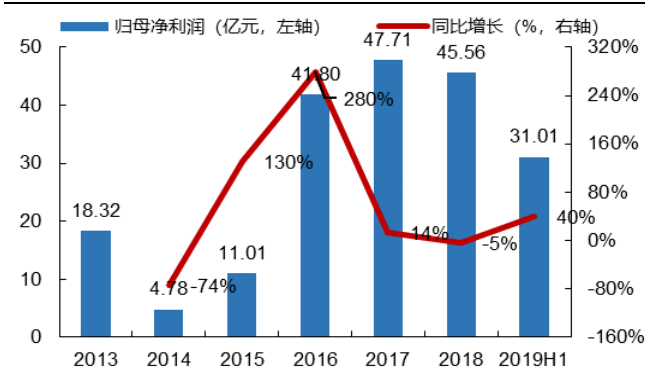
图 10: 2013年-2018年购建固定资产、无形资产和其长期资产支付的现金



数据来源：公司公告，东北证券

**加强成本管控，2019年H1公司利润增长明显。**2019年H1公司通过两方面举措实现利润的快速增长。**收入端**：推出特惠专配进军电商件市场，由于该产品定价较低因此市场反响良好，实现收入的快速增长；**成本端**：公司新产品特惠专配采用富余运力进行运输，产品成本增加有限，此外公司通过精简本公司人员，增加外包人员、运力等方式加强成本管控。在收入增长及成本把控双加持下，2019年H1公司实现归母净利润31.03亿元，叠加2018年H1低基数影响，同比增速达40%。

图 11: 2013年-2019H1 顺丰归母净利润及增速变化



数据来源：公司公告，东北证券

1.3.2. 期间费用率稳定，成本占营收比例与产能扩张节奏共振

毛利率与净利率共振，营业成本随业务扩张同步变化。公司成本管理能力较强，上市以来期间费用率一直保持在 13% 左右，因此净利率变化基本与毛利率同步。从历年盈利能力来看，公司毛利率维持在 20% 附近，净利率在 6%-7% 之间波动。其中 2018 年毛利率波动较大，主要原因是公司当期进行了大量投入导致成本增加明显。顺丰营业成本主要由三部分构成，分别是外包成本，职工薪酬及运输成本。

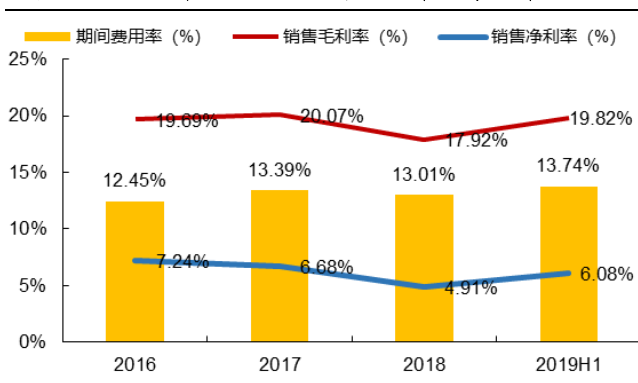
- 从总体来看，顺丰营业成本占收入比例与业务扩张高度相关。2016 年/2017H1/2017 年/2018H1/2018 年/2019H1 营业成本占营业收入比例分别为 82.75%、80.22%、80.49%、80.37%、82.28%、80.43%，营业成本占营收比例较为稳定。其中 2014 年和 2018 年成本占比较高的原因是公司当年为拓展业务而投入较大，导致成本增加明显。
- 从结构来看，外包成本占营收比例逐年上升。2016 年/2017 年//2018 年/2019 年 H1 顺丰外包成本占总成本比例分别为 36%、39%、44%、45%，逐年上升。近年，顺丰将运输类业务、输单、收派件等业务外包，因此使外包成本占比提升，以 2018 年 H1 与 2018 年末为例，公司外包的干线运输车辆及末端收派车辆增速分别为 14%、33%，远高于公司总体车辆增速。推行业务流程外包模式，有效降低了人员、运输等成本。此消彼长下顺丰职工薪酬及运输成本相应下滑。从发展趋势来看，外包成本占顺丰营收比例将进一步上升。

表 3: 2018H1-2018 年顺丰干线及末端车辆变动情况

车辆分类	2018H1 干支 线运输 (辆)	2018H1 末端 收派 (辆)	2018 年末干 支线运输 (辆)	2018 年末 末端收派 (辆)	干线运输车辆 增速 (%)	末端收派车辆增 速 (%)
公司自营	16,715	4,699	17156	7122	3%	52%
员工自带	-	64,203	15	63826		-1%
租赁车辆	376	3,509	1234	4869	228%	39%
外包车辆	14,454	388	16499	515	14%	33%
合计	31,545	72,799	34904	76332	11%	5%

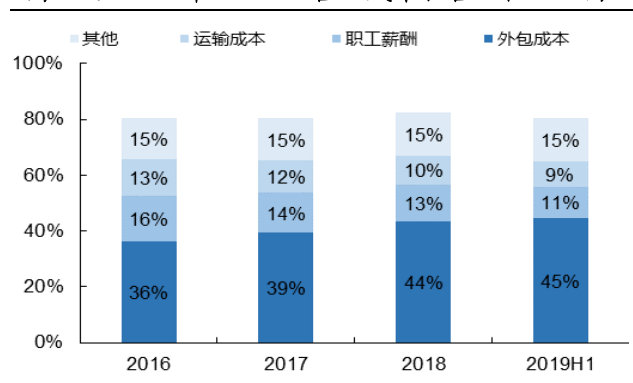
数据来源：公司公告，东北证券

图 12: 2016 年-2019H1 公司毛利率及净利率变化



数据来源：公司公告，东北证券

图 13: 2016 年-2019H1 营业成本占营业收入比例



数据来源：公司公告，东北证券

## 2. 三网布局打造坚实底盘，鄂州机场强化竞争优势

顺丰经过前瞻性布局及多年积累，拥有融合“天网”、“地网”、“信息网”的独特综合物流网络，是公司开展各项业务的基石，如今公司抢占机场这一稀缺资源，继续扩大运输网络体系建设，强化竞争优势。天网指以航空为代表的空运系统，主要覆盖距离大于 1000km 的区域，地网则是以铁路、公路、快递柜为代表，分别覆盖 800-1000 公里，800 公里以内，及解决最后 100 米。天网与地网的融合为顺丰构造了货物全球流通的运输网络，强化公司时效优势。信息网则是顺丰自主研发的智慧网平台，推动物流全链路的信息互联互通，为公司多元业务发展打造智慧化的坚实底盘。目前，顺丰在三网布局已经远远领先同行。天网方面，公司自有全货机占据行业近半份额，散航航线使用率达国内 42%，航空发货量约占全国国内航线总货邮量约 23%，无论是在体量方面还是时刻先发优势上，均已领跑行业；地网方面，公司率先切入铁路网络，并且联手中铁快运开展物流业务，抢占铁路资源，构建时效第二壁垒；信息网方面，该网络贯穿公司各个环节，为公司带来实际的降本增效，并打造了公司路由规划能力行业领先的地位。鄂州机场建设将使公司坚实的底盘进一步强化。对比 FedEX 与孟菲斯成功经验，我们认为顺丰与鄂州机场的协同有望复制海外成功经验，使顺丰基础网络资源远远领先同行。第一：国家立意深远，意将鄂州机场打造为媲美国际大型货运机场的重大工程；第二：鄂州机场有更优于孟菲斯机场的条件，在地理位置、交通运输、劳动力方面均更为成熟，而国家的大力支持使鄂州机场具备更为明显的政策优势。未来，鄂州机场的建设有望为顺丰带来三方面的优势。其一：轴辐式运营模式有望降低顺丰运输成本；其二：鄂州机场将缩短顺丰货机飞行距离并提供高频次、稳定的运输航线，强化时效优势；其三：货运枢纽有望带来产业集群效应，为顺丰提升业务量规模。

### 2.1. 天网：自有货机占据行业半壁江山，先发优势拥有优质时刻

率先布局航空货运，自有货机占行业半壁江山。2003 年，顺丰与扬子江快运航空有限公司签订合同，成为国内第一家用飞机运送快件的民营快递公司。2009 年，顺丰航空设立，成为我国首家民营货运航空公司。顺丰在航空领域布局一直是行业的排头兵。近年来，顺丰自有货机数稳步增长。2019 年 5 月顺丰引进 B757-200 型全货机，标志着中国快递行业迎来第 100 架自有全货机。截至 2019 年 H1，快递行业各公司拥有的全货机数分别为：顺丰 55 架、中邮航空 33 架、圆通航空 12 架。顺丰以一家之力占据行业一半以上体量。

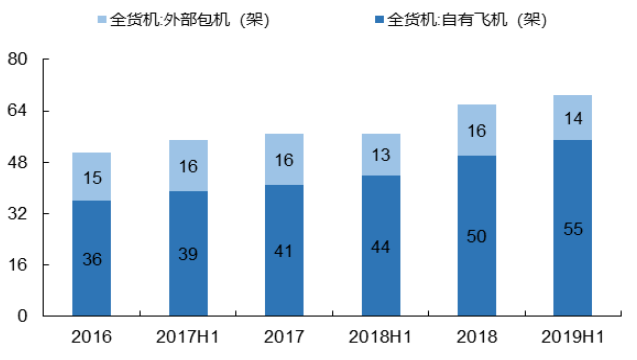
表 4：顺丰自有全货机飞机型号及载重（吨）

指标名称	载重（吨）	2016	2017H1	2017	2018H1	2018	2019H1
波音 767（架）	60	4	5	5	5	5	8
波音 757（架）	30	16	17	19	22	27	29
波音 747（架）	110					1	1
波音 737（架）	14	16	17	17	17	17	17
自有合计（架）		36	39	41	44	50	55
租赁货机（架）	14	15	16	16	13	16	14
合计（架）		51	55	57	57	66	69
最大载重量（吨）		1154	1272	1332	1380	1682	1894

数据来源：公司公告，东北证券

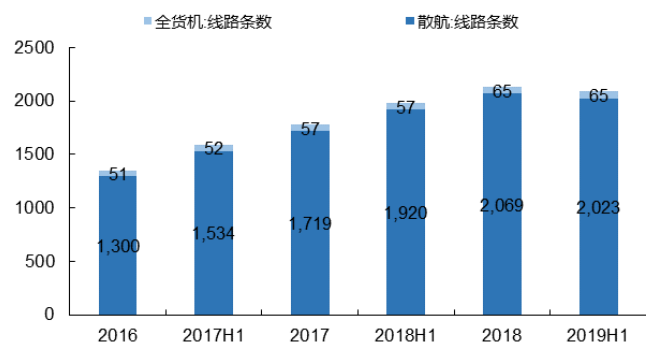
天网建设保障货物时效运输，航班时刻具备先发优势。航空作为所有交通工具中运输速度最快的方式，能够为货物提供最短时效，而充足的航空资源则为顺丰航空货运运量提供了保障。截止 2018 年，公司散航线路条数达 2069 条，而国内民航航线线路条数为 4945 条，顺丰散航航线使用率达国内 42%，航空发货量约占全国国内航线总货邮量约 23%。此外，基于民航航班时刻遵循“历史优先”的分配原则，相较于其他公司，顺丰航空自有货机航空时刻具有一定的先发优势。截至报告期末，顺丰航空共有 143 对时刻，覆盖全国 43 个大中城市及金奈、比什凯克、阿拉木图等国际站点。顺丰在航空领域的布局已使自有全货机数、时刻优势远远领先于同行。

图 14: 顺丰自有全货机及外包全货机数量变化



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 15: 顺丰航线线路条数变化

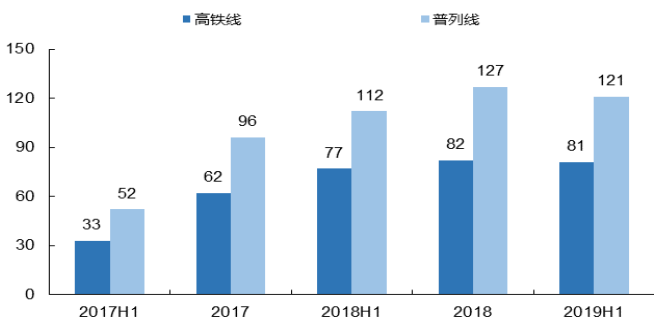


数据来源: 公司公告, 东北证券

## 2.2. 地网: 率先布局铁路运输, 打造时效第二壁垒

率先布局铁路运输, 携手中铁开展物流。由于铁路具备运输能力大, 成本低、速度快等特点, 是陆运的重要方式, 并且能够以较低成本提供远高于其他运输工具的运量。2014 年 8 月, 京沪和京广“电商专列”开通, 顺丰率先切入, 其中京沪专列由顺丰独家包揽, 京深则由顺丰和申通两家包办。2018 年 8 月, 顺丰子公司顺丰泰森与中国铁路总公司属下的中铁快运合资成立中铁顺丰国际快运有限公司, 其中中铁快运占股 55%, 顺丰泰森占股 45%, 依托高铁、铁路资源开展物流业务, 目前双方联合开发的产品已初见规模。截至报告 2019 年 H1, 顺丰“高铁极速达”产品已覆盖 57 个城市, 开通 272 个流向, 高铁顺手寄产品覆盖 34 个城市, 开通 69 个高铁车站。顺丰在铁路的布局走在行业前列并不断发展壮大, 目前高铁线达 81 条, 普列线 121 条, 顺丰的铁路及其他运输方式完成业务由 2017 年的 0.32 亿票增长至 2018 年的 0.5 亿票, 占公司总业务数已由 1% 增长至 1.2%。

图 16: 2017H1-2019H1 顺丰铁路线逐步增长



数据来源: 公司公告, 东北证券

我国铁路资源丰富，铁路运输将成为顺丰时效第二壁垒。从普铁来看，我国主要以运输煤炭、钢铁等资源型大宗商品为主，而我国高铁目前还没有正式开拓货运业务。但是，随着我国快递行业规模不断扩大以及快递企业经营不断升级，快递与普铁、高铁有望在部分业务上形成合作。**从时效来看：**铁路准时率是所有运输方式中最高，且运输速度仅次于飞机，而我国高铁里程全世界第一，能实现货物县城级别的快速抵达。**从货运量来看：**铁路运力为陆运交通方式中最强，可以实现大规模运输。如果利用客运高铁的首班车以及辅仓运输小件快递，可以在减轻航空货运压力的同时又保证高时效的投递服务。**从运输成本来看：**铁路庞大的运输量可以摊薄单票成本，成本低于飞机与汽车（**货运运输成本排序：飞机 > 汽车 > 复兴号 > 高铁 > 绿皮火车**）。公司率先布局铁路运输，将降低顺丰运输成本，并进一步保障自身产品时效优势，地网的铁路布局有望成为顺丰时效第二壁垒。

**表 5: 铁路与其他陆运运输方式优缺点比较**

方式	优势	劣势
普铁	安全性高、受天气影响小，准时率高，运输量大成本低。	流程较多、速度慢。
高铁	安全、准时、快速、稳定、路程平稳、温度恒温。	运输量小、运输范围有限。
公路	无需转运，灵活，运价较低，速度较快。	受天气影响、安全性差、远距离速度较慢。
航空	不受地形影响，速度快，并且运送量大。	成本高，会受到一些不可抗力影响，比如恶劣天气。

资料来源：东北证券

### 2.3. 信息网：串联物流各环节，为公司降本提效

**信息网建设贯穿各个环节，提升运营水平。**从收件、运送、网点仓库、分拨中心、异地运输、收件等各个环节，快递的全生命周期均涉及数据录入存储调用、路由规划、定位监控等大量信息处理，顺丰日均计算量超 1PB，业务数据量超 35PB 级。顺丰在信息化建设方面一直走在行业前列，实现了物流营运各个环节的信息化管理，并且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，贯穿公司运营各个环节，对顺丰信息流管理、客户服务、收发派送、仓储管理等均进行降本提效。

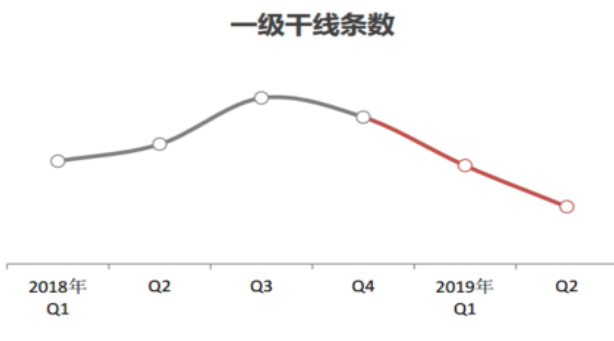
**表 6: 顺丰信息网对各方面的提升**

提升方面	提升内容
信息流	对快件配送全部过程进行追踪查找、管控、配送线路进行实时调整、运送能力提前警示、车辆配送错误进行警示，还可以使用大数据分析和云计算等技术，为客户提供送货预约、营销分析等数据服务。
客户服务	通过对呼叫中心接收到的客户反映问题的解决方法的数据统计，整合出一百多个的常用处理方案，客服工作人员可以很好的解决九成以上的客户投诉，提高客服中心员工的工作效率，保证了业务精准顺利的进行。
收发派送	自己研发的手持终端与信息系统相结合，降低工作人员人工操作的失误率，并且保证了信息交换的高效性与准确性，目前顺丰速运所使用的新一代移动终端信息系统使工作职员的操作效率增加超过 20%。
仓储管理	自动化分拨拣货系统可以持续分拣货物并且不被时间、人力、气候等因素影响持续进行。此自动化分拨拣货系统每小时可以拣货超过 7000 件，拣货出错率极低。
运输配送	顺丰速运采用全球定位技术全程定位，对车辆的运行状态进行实时监控、配送过程进行公开化管理，对配送方式和运力配置及时优化调整，使整体配送综合成本减少 25% 以上。

数据来源：《信息化对顺丰速运企业绩效的影响及对策研究》，东北证券

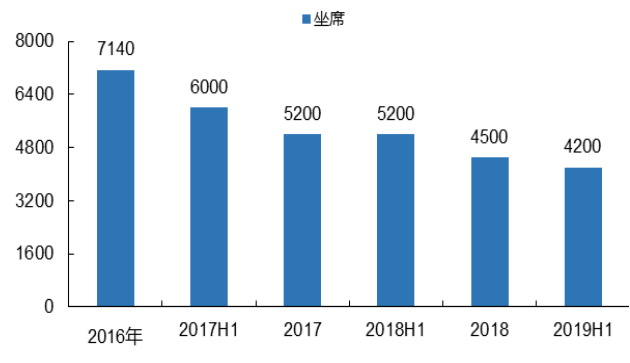
**降本增效提升公司管理水平。**顺丰的信息网建设细化到每条线路运输，对于司机派货运输线路均采用信息化管理，进行细致路由规划，优化线路里程，替代老司机以经验判断线路的方法，提升运输效率。以顺丰信息网对运输环节优化为例，通过对线路整合优化能够有效减少干线数量，提升装载率，从而降低成本，公司路由规划能力领先行业。根据公司公告显示，2018年Q1-2019年Q2，公司一级干线条数逐步优化。此外，在客户服务方面，通过对呼叫中心接收到的客户问题解决方法的数据统计，整合出一百多个常用处理方案，客服工作人员可以很好的解决九成以上的客户投诉，提高客服中心员工的工作效率，保证了业务精准顺利的进行。2017年至今，顺丰客服数量已减至2017年59%，为公司节省了人力成本。

图 17: 顺丰通过信息网优化一级干线条数



数据来源：公司公告，东北证券

图 18: 顺丰信息网降低客服人员数量



数据来源：公司公告，东北证券

## 2.4. 筹建鄂州机场，强化竞争优势

**继航空、铁路之后，率先布局机场。**2017年12月，顺丰与湖北省政府签订《关于湖北国际物流核心枢纽项目合作协议》，顺丰子公司顺丰泰森与湖北省交通投资集团有限公司、深圳市农银空港投资有限公司签署《湖北国际物流机场有限公司合资合同》，顺丰泰森以自有资金出资23亿元人民币参与设立湖北国际物流机场有限公司，其中顺丰泰森持股比例为46%，机场合资公司将全面负责鄂州机场的建设和运营。**从国际机场建设来看，这是全球第一个由物流企业参与投资的货运机场。**2018年2月，国务院和中央军委正式发布国函同意新建鄂州民用机场。根据计划，预计鄂州机场2020年基本建成，2021年投入运营，机场布局进一步强化增强公司航空物流网络。

表 7: 鄂州机场建设规划及进展

2018年6月底	机场便道施工全面完成。
2018年7月	填湖工程和机场场平工程施工单位进场，开展全流域施工，年内完成工程量的50%。
2018年9月	工程可行性研究报告获得国家发改委批复。
2018年10月	机场总体规划获得中国民航局和湖北省政府的联合批复。
2018年12月	初步设计获得民航中南局、湖北省发改委联合批复。
2019年3月	完成机场主体工程施工、监理招标。
2019年6月	填湖工程和机场场平工程全面完工，主体工程施工全面展开。
2019年底	完成项目总投资50%。
2020年12月	机场跑道、航站楼及附属设施建设基本建成。
2021年9月	完成设备安装调试和竣工验收，取得机场运营许可，实现飞机起飞。

数据来源：东北证券

鄂州机场立意深远，向国际大型货运机场靠拢。鄂州机场将是我国第一个以货运为主的机场，并且规划成为全球第四、亚洲第一的货运为主的机场。鄂州民用机场定位为客运支线、货运枢纽机场，主要发展国内各主要城市及境外的航空快递运营中转业务，兼顾传统航空客运、货运服务。根据规划，2030 年旅客吞吐量 150 万人次、货邮吞吐量 330 万吨、飞机起降 9.2 万架次，远期 2050 年旅客吞吐量 2000 万人次、货邮吞吐量 908 万吨、飞机起降 27 万架次进行规划。评价机场竞争力水平的三大重要指标分别是——旅客吞吐量、货邮吞吐量、起降架次。从规划目标来看，鄂州机场各项主要指标均向国际大型货运机场对齐，且从长期规划来看，有赶超之势。

表 8: 鄂州机场与国际大型货运机场对比

机场	鄂州	孟菲斯	路易斯维尔	莱比锡
相关联物流企业	顺丰	FedEX	UPS	DHL
占地面积 (平方公里)	11.89 (近期)	20.6	6.1	14
	23.91 (远期)			
货运吞吐量 (万吨)	330 (30 年)	430	260	114
	908 (50 年)			
起降架次 (万次)	9.2 (30 年)	22 (61%)	16 (58%)	6.9
	27 (50 年)			

数据来源：公司公告，东北证券

#### 2.4.1. 他山之石：孟菲斯机场助力 FedEX 腾飞

切入航空快递，FedEX 开启与孟菲斯机场的互利共生。联邦快递 FedEX 成立于 1971 年，最初以自建航空资源的方式切入“隔夜航空快递”市场，依靠自身网络资源为客户提供稳定高时效的快递服务。在最初成立之时，FedEX 对航空线路运输模式进行了大量的考衡，并且首创性的提出了“轴辐式”运输网络，起运城市只是简单将所有包裹装载飞机运往中枢，在中央中枢保证原先时间计划不变的条件下，根据需要将包裹量和飞机载重量进行匹配调整飞机航线，以提高航线整体经济性和运输效率。在确定运输模式之后，FedEX 在小石城、士麦那、纳什维尔及孟菲斯四个候选地区中选择孟菲斯作为理想的机场建设地，并开启了 FedEX 与孟菲斯机场的互利共生。

表 9: FedEX 机场预选方案

机场选址	劣势	优势
小石头城	仅有一条配备仪器导航着陆的跑道，且缺乏分类中枢所需要的空间。	均位于小型包裹市场较为密集的中心，气候适宜，没有极端天气。
士麦那	缺乏必要设备和公共基础设施，比如充足的当地劳动力和员工足够的住房条件。	
孟菲斯优势	<b>基础设施：</b> 机场东南堤北均配备平行的一起导航着陆跑道； <b>政府支持：</b> 提供三个机棚、客运枢纽站和大片坡道空间，为新分类设施及行政大楼提供资金支持； <b>周边配套：</b> 周围劳动力充足。	

数据来源：东北证券

FedEX 与孟菲斯机场相互成就。孟菲斯市于 1929 年开通了孟菲斯市机场，当时只有 3 个机库和 1 个跑道，每天 4 个航班，1969 年机场更名为孟菲斯国际机场。1973 年，FedEX 将孟菲斯机场确定为美国国内货运中心，其后四十多年里，FedEX 从一个小货运企业成长为世界四大快递公司之一，从而带动其货运航空中心孟菲斯机场

一跃成为世界物流中心。FedEX 与孟菲斯机场相互成就，2007 年 6 月，FedEX 又与孟菲斯机场续签了 30 年的租赁合同。

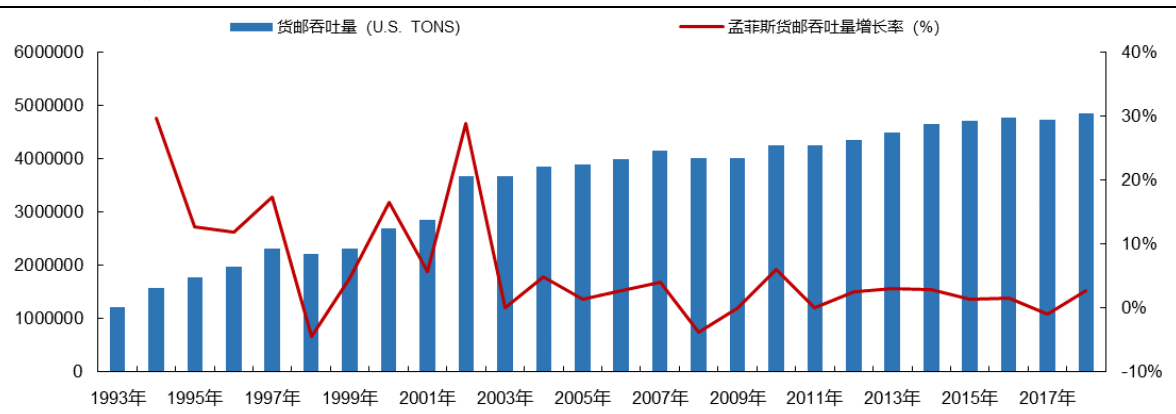
表 10: 孟菲斯机场发展阶段

孟菲斯机场发展阶段	对应事件
1929 - 1972 (低速发展阶段)	孟菲斯市机场于 1929 年开通，1969 年更名为孟菲斯国际机场。
1973 - 1992 (快速发展阶段)	1973 年，联邦快递将美国国内货运中心设在孟菲斯机场，自此到 1992 年，孟菲斯国际机场逐步成为全球第一的货邮吞吐量空港，实现从 0 到 100 万吨的航空货运量快速发展。
1993 - 2002 (跨越发展阶段)	孟菲斯国际机场货邮吞吐量以 13.2% 增速飞速增长，货邮吞吐量在 2002 年突破 300 万吨。
2003 - 至今 (平稳发展阶段)	2003 年后，孟菲斯国际机场货邮吞吐量以 2.0% 的年平均增长率增长，基本保持平稳态势。

数据来源：《孟菲斯国际机场快速崛起发展经验研究》，东北证券

- **FedEX: 孟菲斯机场对 FedEX 的强化，主要体现在提供优良的基础设施，强化 FedEX 竞争优势。基础设施方面：**孟菲斯机场为 FedEX 提供了良好的货物根据地，气候适宜、劳动力充足、交通便利、地理位置优越等均为 FedEX 进行航空货运业务提供了良好的基础条件。**模式及成本方面：**孟菲斯机场作为 FedEX 的超级转运中心实现了轴辐式运输方式，为公司整体实现了降本增效。**时效及服务方面：**目前，FedEX 依托自身航空优势，从孟菲斯机场出发能够在 24 小时内到达北美任何地方，在 48 小时内到达全球主要城市，该“空中枢纽”能让 FedEX 运输能力覆盖全球 220 多个国家和地区。
- **孟菲斯机场: FedEX 对孟菲斯机场最直观的益处在于提供源源不断的货物。**FedEX 为孟菲斯机场提供的货源体现在三方面。**FedEX 为孟菲斯导流：**孟菲斯机场作为 FedEX 的轴辐式中心，是 FedEX 的货物集散地，因此在 1992 年-2009 年间 FedEX 货运量就占到孟菲斯机场的 93.6%，FedEX 为孟菲斯机场导入大量货源，虽然随着入驻孟菲斯机场的新进入者增加，FedEX 货物量占比有所下降，但仍旧为孟菲斯机场的主要货源。根据孟菲斯机场 2018 年年报披露，FedEX 货邮量占到孟菲斯机场 85.2%。**成功案例吸引新加入者增加货源：**FedEX 在孟菲斯机场的成功凸显了孟菲斯机场的货运价值，吸引其他参与者加入其中，例如 UPS、DHL、ABX、Air Transport Int'l 等，这些新进入者均为孟菲斯机场增加业务量。**形成产业集聚：**孟菲斯机场的物流枢纽基础设施逐步完善，能够为企业提供速度、灵活度和联结性，从而吸引对运输需要较高的产业入驻机场周边，形成聚集效应，相关公司货物也成为孟菲斯机场业务量。

图 19: 孟菲斯机场货邮吞吐量及增速



数据来源：《孟菲斯国际机场快速崛起发展经验研究》，东北证券



**2.4.2. 可以攻玉：鄂州机场具备多重优势，将为顺丰进行多属性增强**

鄂州机场条件优越，顺丰与鄂州机场的协同有望复制 FedEX 与孟菲斯机场的成功。FedEX 对于机场的选择经过慎重的可行性研究，其中地理位置、交通条件、劳动力充足及孟菲斯市政府的支持这几个因素起到了重要作用。而在这几个方面，鄂州机场与孟菲斯机场也有着相似的条件。

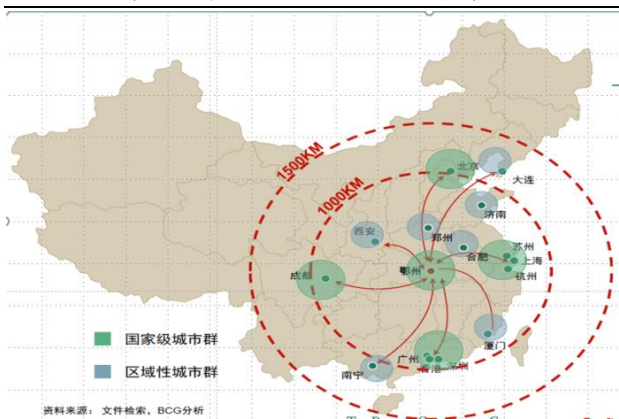
**表 11: FedEX 选择孟菲斯机场的主要原因**

优势	孟菲斯机场周边条件
<b>地理位置</b>	孟菲斯机场处于美国国内航线网络的中心——著名的俄亥俄快递中枢带上，东西兼顾，南北适中，两小时以内的航程几乎覆盖了全美所有大中城市。
<b>交通条件</b>	孟菲斯是美国中南部地区的水陆交通枢纽，公路、铁路网发达，4 小时可达到美国中南部大多数城市，并且具备丰富的多式联运资源。
<b>劳动力</b>	孟菲斯在 19 世纪前半期周围经营棉花种植园，成为棉花和奴隶的交易大市场，拥有充足的劳动力。
<b>政策支持</b>	孟菲斯市政府出面担保，为 FedEX 申请到了 20 年期限的低息贷款，同时减免税收，并提前储备机场发展所需的大量土地。

数据来源：《航空货运枢纽带动物流产业集群》，东北证券

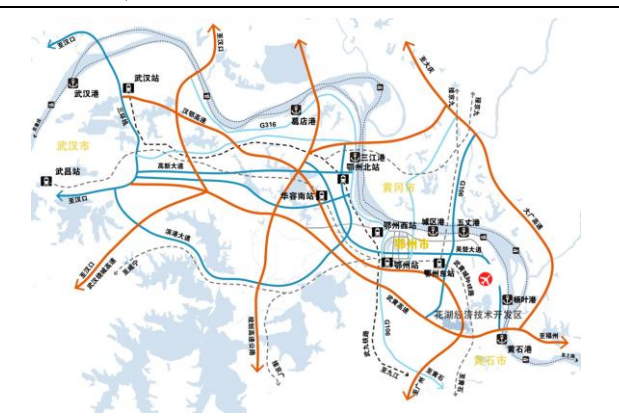
- **地理位置：**鄂州位于湖北省，离省会城市武汉约 70 公里，处于国内人口稠密的中部偏东位置。鄂州在地理位置上具备天然优势，以鄂州为中心，1000 公里半径内覆盖国内五大国家级城市群（京津冀、长三角、珠三角、长江中游和成渝），以及七大区域性城市群（山东半岛、辽中、海峡西岸、关中、中原、江淮和北部湾），2 小时航程辐射 90% 以上的 GDP 地区，与孟菲斯机场覆盖范围极为相似，是非常理想的物流中转枢纽站。
- **交通条件：鄂州多式联运无缝衔接。公路方面：**鄂州四条高速（沪蓉高速、京珠高速、大广高速、汉鄂高速）“井”字型分布；**铁路方面：**鄂州境内共有 10 个火车站（4 个货运站，6 个客运站），有 11 条通道与武汉对接，与武汉融为一体。公路运输网络密度居湖北省第一。**水路方面：**长江航道鄂州段全长 80.1 公里，丰水期水深 50-65 米，可通万吨级船舶；枯水期水深 30 米，可通航 5000 吨级船舶。**多式联运：**鄂州已经形成了水路、铁路、公路交叉的综合运输网络。2019 年 1 月，国家多式联运示范工程、湖北省首个铁水无缝联运项目—鄂州市三江港铁水联运项目正式投用，标志着鄂州多式联运工程实现历史性突破，并且真正兑现鄂州多式联运的交通优势。

**图 20: 鄂州能够辐射全国重点城市群**



数据来源：《湖北国际物流核心枢纽项目介绍》，东北证券

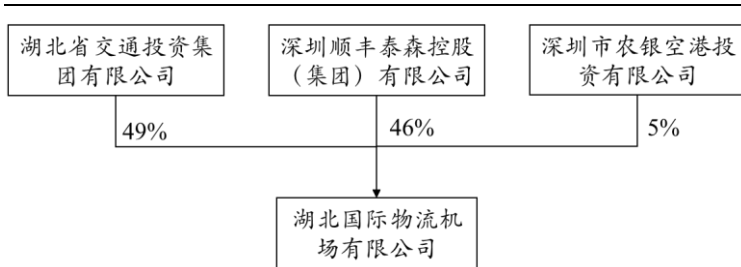
**图 21: 鄂州多式联运无缝衔接**



数据来源：《湖北国际物流核心枢纽项目介绍》，东北证券

- **劳动力：**鄂州拥有一所大学及三所中专且紧邻武汉，而武汉是中国四大科教中心城市之一。截至 2018 年末，武汉有普通高校 84 所，全年在校研究生 13.8 万人，本专科在校生 96.9 万人，中等职业教育在校生 8.1 万人，拥有充足中高等教育人才储备。
- **政策支持：鄂州机场地位：**鄂州机场项目经过国务院、中央军委、发改委、交通部审批，并列入《长江经济带发展规划纲要》、《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》、《全国民用机场布局规划》、《快递业发展“十三五”规划》等多个国家级规划，是国家重点项目。**建设及资金安排：**从国际机场建设来看，鄂州机场是全球第一个由物流企业参与投资的货运机场。根据国务院及中央军委批复，机场工程 183.6 亿元由湖北省、深圳顺丰泰森控股（集团）有限公司等企业共同筹措解决，国家发展改革委、民航局对机场的客运支线功能安排中央预算内投资和民航发展基金予以支持。

图 22: 建设机场的合资公司股权结构



数据来源：《关于湖北国际物流核心枢纽项目合作协议》，东北证券

鄂州机场的建设有望为顺丰带来三方面的优势。

- **成本端：“点对点”进化为“轴辐式”，有效提升装载率。**从运输的角度来看，点对点直达是时效最快的方式，但是往往会导致装载率不足，从而带来较高的单票运输成本。根据《航空货运枢纽带动物流产业集群》论文介绍，为了解决客户对时效性要求同时又提升运输过程中的规模效应，主要采用重载化及提升满载率的方法。重载化是通过运输大型化装备解决，装载率则通过改变运输策略。常见的运输服务模式分为直达和集拼，完成集拼则需要改变运输策略，将“点对点”方式进行串联，再进化为“轴辐式”，完成点到枢纽，枢纽到点的运输方式。通过这种方式可以将固定的运输成本摊销至更多的货物，从而降低单票运输成本。

图 23: 点对点运输方式

Pure point-to-point



数据来源：中通研究院，东北证券

图 24: 轴辐式运输方式

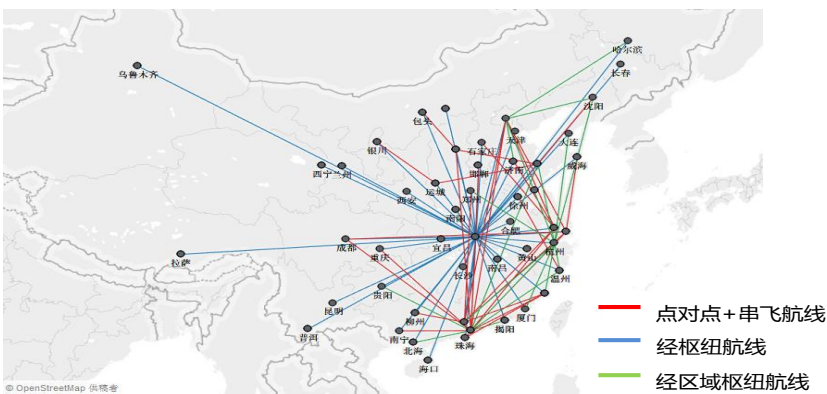
Hub



数据来源：中通研究院，东北证券

- **改善公司散航占比较高现状，降低时效件运输成本。**目前国内 90% 以上的航空货运依赖于客机腹舱、客货混装的模式，“点对点”的直航模式导致货运依赖于客运为主的运输机场。截止 2018 年顺丰散航线路条数达 2069 条，国内民航航线线路条数为 4945 条，顺丰散航航线使用率达国内 42%。公司航空发货量约占全国国内航线总货邮量约 23%，其中散航全年货运量 73.1 万吨，而全货机货运量为 50.7 万吨，公司大部分货物仍依赖散航为主的运输模式。但是散航资源采用直达模式，货运无法归集，这种“点对点”的运输模式已经难以满足顺丰对时效件的发展需求。通过轴辐式运输模式对货物归集，可以提升规模效应，减少直达运输过程中“满一空一满一空”的恶性循环，提升装载率。根据《航空货运枢纽带动物流产业集群》论文介绍，按照国际同行测算，“枢纽飞”将降低 30% 的运输成本。鄂州机场建成后，采用轴辐式运输方式将通过货物拼集方式提升全货机装载率，有效降低顺丰航空时效件的单票运输成本。

图 25: 2025 年航空网络以枢纽为主的轴辐式



数据来源:《湖北国际物流核心枢纽项目介绍》，东北证券

- **时效端：缩短飞行距离并提供高频次、稳定的运输航线，强化时效优势。**由于客机主要以客运为主，因此来自于客机的散航资源不稳定且易延时晚点，难以保证运输时效性。鄂州机场将在时效方面为顺丰带来明显的优势，一方面是采用轴辐式的运输方式可将每段飞行距离缩短，控制时效；另一方面，在飞行频次上可实现高频次、稳定和高密度的运输航线，保证货物随到随发，进一步提升货物运输速度。
- **业务量端：货运枢纽有望带来产业集群效应，提升业务量规模。**国际经验表明，航空指向性产业为主导、多种产业共同发展是航空经济区产业结构的特点。航空机场的建设往往会吸引三类产业聚集，第一类是该产业需要利用航空枢纽丰富的航线资源达到多个目的地，具有代表性的是以快递、航空货代为代表的物流企业。第二类是该产业的从业人员和货物运输对时间非常敏感，需要利用航空运输的便捷性，以生鲜、冷运行业为代表。第三类是产业所提供的产品单位体积和重量具备高价值，以医疗器械和精密电子为代表。以孟菲斯机场为例，孟菲斯国际机场以航空物流业为核心，围绕空港核心作业区以 FedEX 为重点，包括 UPS、西北航空在内的多家物流企业开展航空物流活动。依赖孟菲斯国际机场航空快递的优势，美国最大的隔夜药品检测中心—先进毒理监测中心、世界最大的眼角膜银行—国家眼科银行中心等生物科学类企业和全球最大的 DVD 分拨中心 -Technicolor Video、世界最大的便携电脑维修点—Solcctron 公

司纷纷在孟菲斯机场周边布局。孟菲斯如今已成为全美最大的医疗器械制造中心，还是美国中南部最大的医疗中心，不仅吸引多家医疗机构和保险公司入驻，还带动高知人群在此聚集。机场建设将带来显著的产业集群效应，顺丰作为时效龙头有望在业务量方面实现提升，在规模效应下，进而提升装载率降低成本，增加航班频次提升时效性，实现业务量增长、时效提升、成本降低的良性循环。

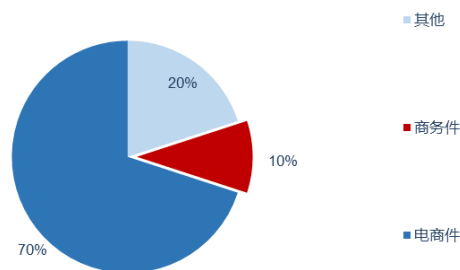
### 3. 航空+服务打造深厚壁垒，时效件霸主地位难撼动

时效件与经济活动紧密相关，国内经济增速承压且面对新进入者冲击，公司上半年时效件业务增速下滑明显。但是我们认为新进入者对顺丰时效件业务的影响较小，顺丰仍将稳稳占据时效件龙头地位。时效件业务的发展需主要关注经济活动活跃度。从价格来看，在同行同类型产品中，顺丰单价较高是基于时效更优，价格合理。从业务量来看，顺丰目前占据时效件市场近半市场份额。客户对时效件重视的是服务与时效，对产品单价反而不敏感，因此“品牌为王”。在顺丰长期优质服务及时效建立的口碑下，代表企业客户的月结客户与代表散客的会员客户均在稳步提升，客户黏性不断增强，新进入者获取客源的难度大。且初期将面临高企的获客成本及低业务量运营的成本压力，竞争对手该业务发展持续性尚未可知。从时效性来看，三网构建的时效优势远远领先同行，顺丰是业内唯一一家能够做到主要经济地区当日达，沿海到内陆地区次晨达的公司。因此，即使新进入者对业务造成冲击，也只能对沿海部分省份可通过散航资源达到顺丰相同时效的地区造成冲击。我们认为，对顺丰时效件的发展可以乐观一些，预计未来三年营收增速仍将维持在8%-10%之间。

#### 3.1. 时效件市场规模近千亿元，顺丰占据近半份额

不同需求导致快递分级，时效件市场规模达千亿元。不同的需求要求差异化的产品相匹配，快递产品也不例外。快递件可区分为高端及低端，高端产品的代表是时效件，该产品往往需要货物即日达、次日达等，对时效要求较高而对价格不敏感，单票对应价格基本位于18元以上（1kg以内）。低端产品的代表是电商快递件，希望最大程度的降低物流成本并将货物完好送达客户，对时效要求不高而要求低价，因此单票价格普遍位于3-10元（1kg以内）。根据2018年国家邮政局披露，全年快递业务量为507.1亿票，对应快递行业营业收入为6038.4亿元。由于近年来电子商务的快速发展，线上购物产生的快递业务量已成为国内快递的重要构成，约占行业70%。根据我们测算国内时效件约占10%市场业务量，对应市场规模约为1100亿元。

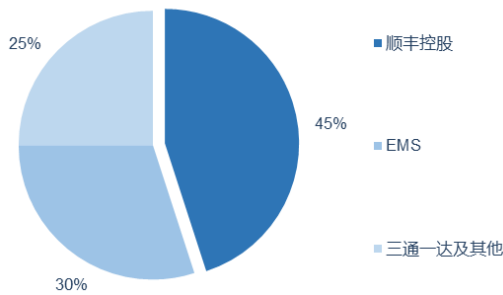
图 26: 国内时效件业务量占总业务量 10%



数据来源：东北证券

时效件市场竞争格局清晰，顺丰占据约 45% 市场份额。目前，国内时效件的参与者主要有顺丰、EMS 及三通一达等，其中顺丰占据 45% 的份额位居行业龙头。由于《邮政法》规定，快递企业不得经营由邮政企业专营的信件寄递业务，不能寄递国家机关文件。”因此，EMS 凭借在政府机关公文等市场的垄断，占据时效件近 30% 份额。时效件行业 CR2 达 75%，集中度较高。其余 25% 市场则主要被三通一达等瓜分。

图 27: 国内时效件主要参与者市场份额

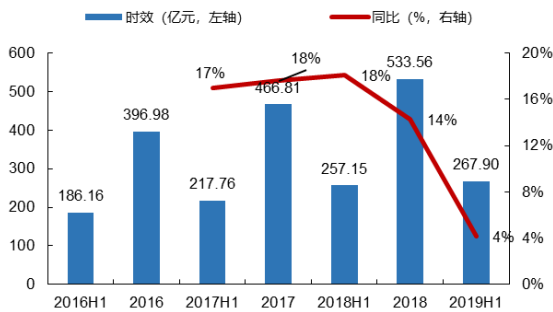


数据来源: 东北证券

### 3.2. 经济增速下滑及新进入者增加，公司时效件营收增速下滑

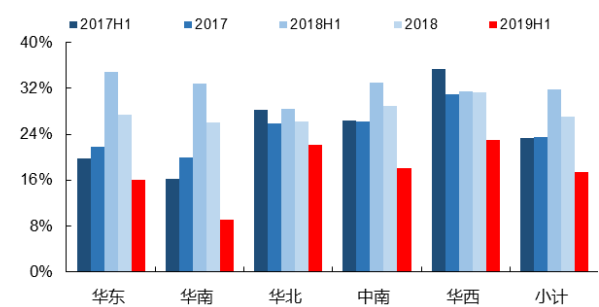
2016 年-2018 年顺丰时效件业务保持快速增长，增速维持在 17%-18% 左右。2019 年上半年公司时效件增速下滑明显，下滑至 4%，结合公司各个地区营收增速变化，其中华东和华南地区增速下滑明显。主要系以下几方面原因：

图 28: 顺丰时效件业务收入及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

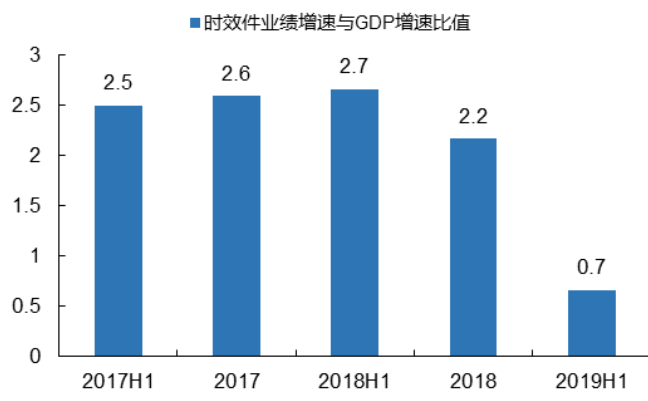
图 29: 顺丰各地区营业收入增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

- **宏观经济增速下滑对时效件造成一定冲击。** 时效件主要来源于商务文件的寄送，因此与经济活跃度紧密相关。GDP 增速下滑一定程度反映了国内整体经济增速放缓，商务活跃度相应下降。从顺丰时效件业务营收增速与 GDP 增速比值可以看出，时效件与 GDP 增速呈现高度相关性。2019 年 H1 经济增速下滑对顺丰时效件造成一定冲击。以北上广深为代表的一线城市作为国内经济活动活跃的几大区域反映最为明显，因此华东、华南地区营收增速下滑较大，而以北京为代表的华北地区由于政府公文时效件较多，主要以 EMS 为主，因此增速下滑并不明显。

图 30: 顺丰时效件营收增速与 GDP 增速比值



数据来源：东北证券

- **新进入者对顺丰部分地区业务造成影响。**目前京东、三通一达等均展开在时效件的布局，推出了次日达、隔日达等时效产品，对顺丰时效件业务造成一定影响，这主要体现在两方面，一方面顺丰时效件产品包括顺丰即日、顺丰次晨、顺丰标快及顺丰特惠等产品，其中顺丰特惠产品主要采用陆运方式，而行业参与者在陆运方面的时效性相差不大，部分客户考虑到成本原因会转向顺丰的竞争对手（如发票寄送等）；另一方面我国 50%航空货邮量集中于北京首都机场、上海浦东机场及广州白云机场，这三个区域散航资源相对丰富，竞争对手能够借助散航资源与顺丰进行时效抗衡。受这两方面影响，顺丰时效件市场受到一定冲击。

### 3.3. 航空布局保证时效领先，良好口碑提升客户黏性

**航空布局将保障公司具备持续领先优势。**通达系为摆脱对电商件的依赖，增加业务布局，纷纷开拓新的市场，在电商件占据较高市占率后均开始向上布局中高端产品。2018 年圆通快递发布“承诺达”产品，成为通达系首个面向中高端快递市场的时效件产品。2019 年中通及韵达先后发布进军高端时效件产品“星联时效件”及“韵达特快”。申通虽未公布时效件产品，但官网产品系列中也涵盖次日达等时效产品。通过下游调研得知，各公司纷纷给网点下达时效件业务量考核指标，攻势猛烈。不可否认，通达系对顺丰时效件造成一定冲击，但我们认为，通达系对顺丰时效件市场的影响主要体现在短距离运输的非强时效性产品，影响有限，顺丰的航空布局及先发优势仍将保障时效产品的领先地位。

- **从时效来看：即日达方面：**新进入者航空运输能力弱，推出的即日达产品主要用于同城，而顺丰即日服务用于跨省及跨经济圈重点城市之间。**次日件方面：**新进入者依靠散航资源对顺丰构成威胁的区域主要为京津冀、珠三角及长三角区域，内陆地区尚不具备威胁。公司时效件业务涵盖国内大部分省市的中心城市，对该些城市具备即日达、次日达的时效覆盖能力。以上海至湖南长沙为例，三通一达及京东平均时效均为 2 天左右，而顺丰具备次晨及次日到达服务。因此从公司 2019 年 H1 区域营收增速来看，除华东与华南地区外，其余各地区营收依然保持高增长。

表 12: 各快递公司上海-长沙时效比较

快递公司	产品	时效	快递公司	时效
顺丰快递	顺丰特惠	隔日 23:59 前	圆通快递	2.0 天
	顺丰次晨	次日 12:00 前	申通快递	2.0 天
	顺丰标快	次日 18:00 前	中通快递	2.0 天
韵达快递		2.1 天	京东快递	3.2 天

数据来源: 公司公告, 东北证券

- **从价格来看:** 顺丰、圆通、京东三家快递公司的时效件业务定价与时效性基本合理。顺丰在定价高 3-5 元的同时抵达速度快 2-8 小时, 三家公司实际定价差距不大。而对客户而言, 18:00 与 20:00 送达的时效件体验完全不一样, 一般时效件往往需求在下班前送达以便于客户当天处理, 因此对于时效产品而言, 客户更愿意为 2-3 小时的提前而付出更高的价格。此外, 由于通达系刚进入市场尚未建立较强的品牌影响力, 而客户要求时效件稳定、及时, 因此在品牌选择上, 客户更愿意选择已建立良好口碑的品牌。

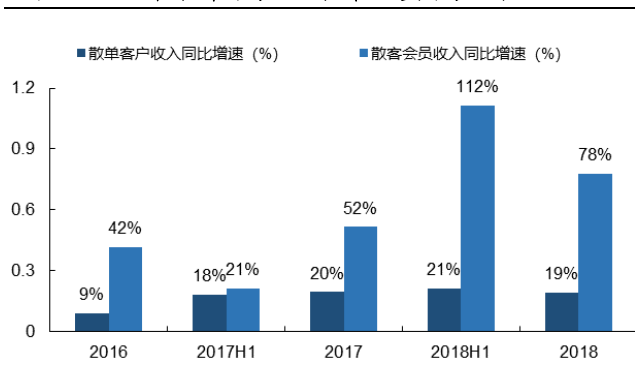
表 13: 上海到北京各快递公司时效及费用

快递公司	时效 (下午 3: 00 寄件)	费用 (1kg)
顺丰快递	顺丰标快: 次日 18: 00 前	23 元
	顺丰次晨: 次日 12: 00 前	25 元
圆通快递	承诺达: 次日 20: 00 前	20 元
京东	特快达: 次日 22: 00 前	18 元

数据来源: 各公司官网, 东北证券

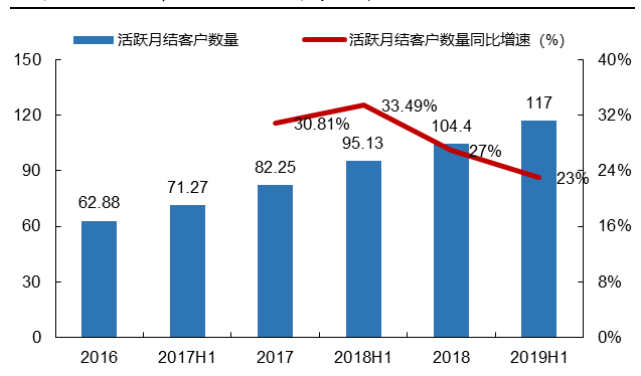
- **从业务量来看:** 竞争对手初期进入市场会面临业务量不足的问题, 基本为亏损经营, 而顺丰的先发优势及领先的服务已经在市场建立了良好的口碑, 客户黏性较强。以顺丰散单会员客户 (指注册顺丰会员的用户, 没有门槛要求。) 及月结客户 (单月寄件额达到 2000 元以上才可以申请。) 为例, 顺丰散单会员客户营收增速远高于散单客户收入增长, 活跃月结客户数量增速也以 20% 以上的增速增长, 顺丰客户黏性不断提升。如果三通一达等对手采用低价渗透的方式抢占市场, 一方面要承受时效件高企的成本, 面临较大经营压力, 另一方面如果面对顺丰的反击, 将长期承受更大的资金投入来拓展市场。近期, 圆通对“承诺达”业务的调整也说明时效件业务存在高壁垒, 并且短期内难以攻入。

图 31: 顺丰散单客户与散单会员客户增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 32: 顺丰活跃月结客户增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

市场新进入者对时效件的冲击较小，我们认为看待顺丰的时效业务应该更乐观些，更加关注商务活动对时效件业务的影响。从短期来看：顺丰的先发优势已在市场建立良好口碑，占据45%的市场份额，竞争对手攻入时效件市场将付出较大的获客成本并承担前期业务量不足的运营压力，竞争对手对这块市场的进攻持续性尚未可知。中长期来看，顺丰时效件是凭借自身在航空领域的长期投入建立起来的深厚壁垒，在时效优势上尚无对手，随着航空、铁路及机场布局进一步完善，这都将强化顺丰时效产品优势。我们预计顺丰时效件产品仍将维持稳定增长，未来三年时效件营收增速位于8%-10%。

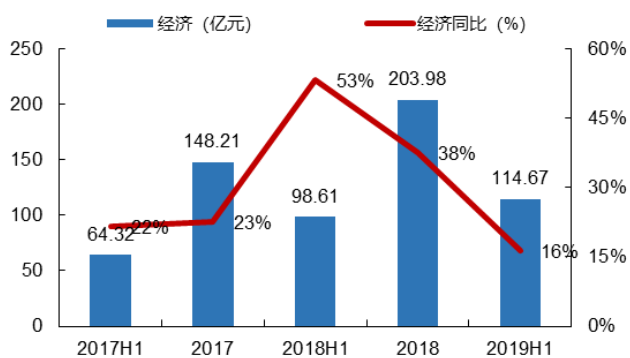
#### 4. “特惠专配”降本增量，有望成业务量增长中坚力量

**过去：**顺丰的产品对电商件而言反而是服务与时效过剩，直营的高成本与低价电商件不兼容，即使采用较为激进的方式进攻电商件，但因为投入过大及产品价格定位仍远超通达系，拓展不达预期。因此顺丰经济件产品主要客户为高价电商件，业务量增速也低于行业增速。**当下：**今年5月，公司推出特惠专配发力低价电商件市场，由于在价格定位、客户选择方面均较过往不同。在成本管控良好下，公司业务量快速增长，从5月开始业务量跑出加速度，并于8月业务量增速超过行业增速，10月增速已达行业最高值，取得良好的市场反响。**未来，**我们认为该产品成倍的扩大了顺丰对应的电商快递件市场，有望成为公司业务量增长的中坚力量，预计三年内营业收入年化增速位于30%-50%。

##### 4.1. 过去：聚焦高端电商件，业务平稳发展

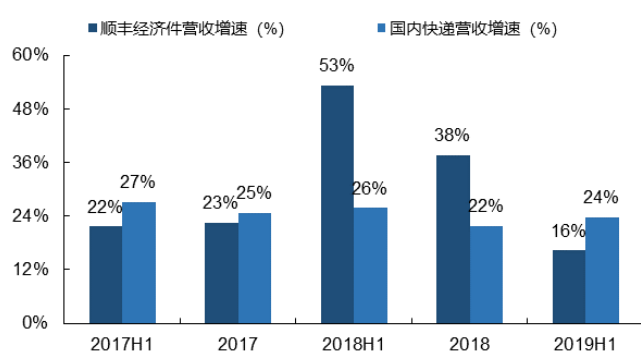
过去几年公司经济件以低于行业增速增长。在2019年以前，公司对电商件市场进行了两次大力拓展。第一次是2014年，公司为开拓电商快递市场份额，加大了对电商类相关快递产品的营销和推广力度，因此采用较为激进的价格策略攻入市场，2014年电商件单票价格为12.48元，同比下滑22%。由于折扣较大，且投入较多人力及车辆资源，因此导致成本大幅推升，2014年归母净利润同比下滑73%，随后进行了收缩。第二次是2018年，公司对经济产品持续优化升级，打造了一套专属于经济产品的独立运营模式，因此2018年H1经济件业务营业收入增速达53%，但由于装载率不足及直营高成本等原因，下半年增速放缓。除2018年公司主动采取措施刺激经济件业务发展外，2017年-2019年H1公司经济件业务营收增速维持在15%以上。但对比行业增速，该业务营收增速低于行业增速水平。主要原因是顺丰的产品对电商商家而言反而是服务与时效过剩，直营的高成本与低价电商件不兼容。

图 33: 顺丰经济件业务营收及增速



数据来源：公司公告，东北证券

图 34: 顺丰经济件营收增速与行业增速比较



数据来源：wind，东北证券

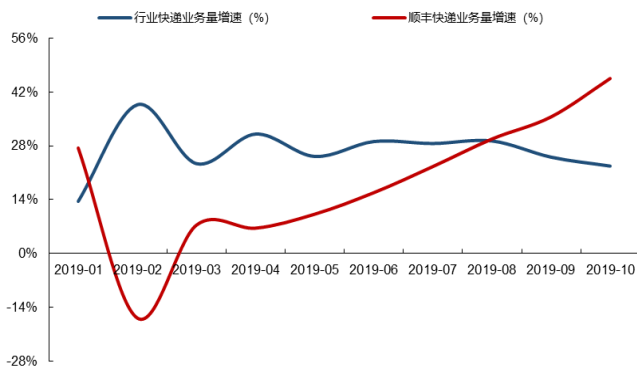


直营模式的高成本不适低价电商件，主攻高端电商产品。顺丰坚持直营模式能够保证总部与网点之间的标准化操作，但也带来高昂的成本。因此顺丰电商件产品定价一直位于 12-15 元之间。而对于拥有大量业务的电商商家来说，数量达到 1000 件左右，三通一达可将单个快递价格降至 5 元左右。假设快递费用占到所销售产品货值 8%，顺丰电商单票价格对应电商货值需达到 200 元以上，因此大部分低货值商品则不适于使用顺丰产品。高企的成本限制了顺丰在低价电商产品件的拓展，因此公司电商件客户主要以货值较高且对时效及服务有一定要求的客户，例如优衣库、华为、小米等知名品牌企业。

#### 4.2. 当下：发力“特惠专配”，经济件降本增量

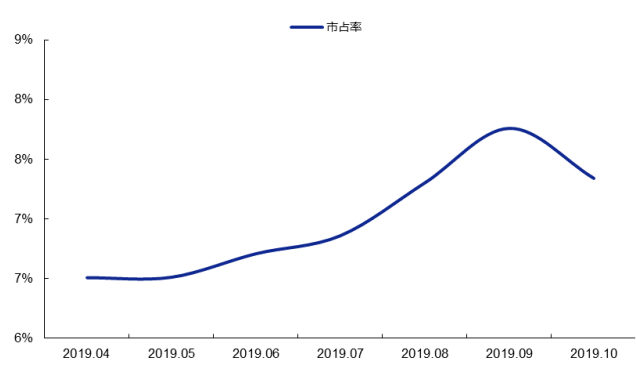
“特惠专配”扩大客户群体，业务量快速增长。2019 年 5 月公司针对特定市场及客户推出特惠专配产品，对应单票价格约为 6-8 元。由于单票价格降低扩大了公司客户群，而顺丰产品的品牌及口碑能够反向作用于电商商家，以“顺丰包邮”为口号增加产品卖点，市场拓展顺利。2019 年 5 月开始，公司业务量跑出加速度，8 月增速已高于行业增速，并且带动市占率稳步提升，10 月公司业务量同比增速达 46%，冠绝行业，业务量占比达行业 7.6%。

图 35: 顺丰与行业业务量增速对比



数据来源：国家邮政局，东北证券

图 36: 顺丰业务量行业占有率稳步提升



数据来源：国家邮政局，东北证券

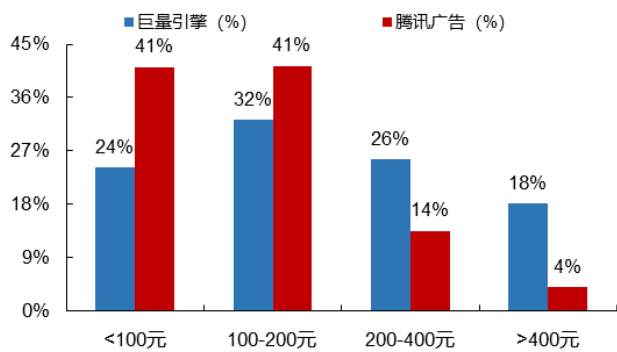
业务量增长带来规模效应，单票成本有效压缩。不同于前两次对于电商件的激进进攻，此次公司电商件业务发展效果显著，我们认为主要是三方面的原因：**1) 价格定位：**此次特惠专配单票价格较前两次降幅更大，单票价格 6-8 元，更加贴合电商对低价物流成本的需求，在价格与通达系相差不大的情况下，客户愿意采用；**2) 成本投入：**此次特惠专配产品主要采用多余运力进行集拼运输，无需新增车辆、转运中心等资源，因此成本投入有限；**3) 客户选择：**公司主要对单次运量达 1000 票以上客户，装载率高，起量快且维护成本低；**4) 规模效应：**随着业务量的增长，规模效应显现，进一步压缩了单票成本，形成量增成本减的良性循环，从而能够使公司在运营该低价产品的同时仍能够取得良好的经济效益。其中，成本减少主要体现在单票运输成本和转运成本两方面。一方面由于业务量增加，干线装载率由以往 50% 提升至 70% 左右，均摊至单票的运输成本降低；另一方面，随着业务量的增长，部分线路货物可减少分拨转运次数，降低单票分拨转运成本。

#### 4.3. 未来：电商件目标市场成倍扩大，有望成为业务量增长中坚力量

弥补价格空白，目标市场规模成倍扩大。假设物流成本在商品销售过程中占据 8% 的比例，原顺丰 15 元左右的电商件快递产品对应单个包裹的商品货值约为 200 元以上的产品。而特惠专配 7 元左右单票价格，可将单个商品货值匹配上单价为 100-200 元左右的商品。国内电商产品价格区间成金字塔形，单价越低的产品所占市场数量的比例越大，单价为 100-200 元产品业务量与 200 元以上产品数量占比相近，顺丰特惠产品将成倍扩大自身对应的电商件市场业务量。

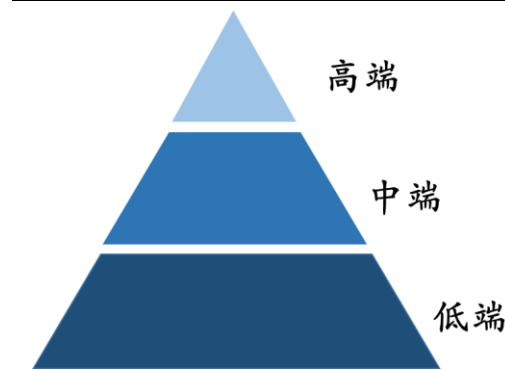
- 我们通过电商广告数来进行侧面验证。根据 App Growing 广告算法统计，2019 年 1 月-5 月在腾讯广告及巨量引擎平台上，其中位于 100-200 元左右价格区间的商品广告数基本与 200 元以上商品区间广告数持平。侧面反映在电商市场中，100-200 元左右商品数量趋近于 200 元以上商品数量，顺丰对应的市场业务量成倍扩大。

图 37: 腾讯广告&巨量引擎直营电商单品价格区间广告数分布 (2019 年 1-5 月)



数据来源: App Growing, 东北证券

图 38: 电商商品消费结构



数据来源: 东北证券

顺丰品牌溢价能够为电商客户增加卖点，业务量有望站上新台阶。物流作为电商产品配送的保障，当形成一定品牌效应后则会反过来作用于客户。根据下游调研，以二次元产品为例，由于电商与部分快递企业采取合作，因此有默认物流发货渠道，采取其他渠道则需客户自付邮费。部分客户希望产品运输得到充分保障，主动自付邮费采用顺丰包邮，而部分客户由于无法免费采用指定包邮方式因此放弃交易。顺丰特惠专配产品虽然平均单票价格约为 7 元，相较于通达系仍然高出 1-2 元，但部分电商商家愿意为顺丰的品牌溢价买单，因此自 5 月以来，公司业务量持续增长。随着目标市场扩大，顺丰电商快递件有望带动公司业务量迈上新台阶。

投入新产能有望促进电商件成为公司业务量增长的中坚力量。业务量的快速增长也将增加公司末端派送压力。以末端快递员派送能力为例，根据 2019 年 H1 数据显示，公司共有 16000 个网点，假设单个网点对应派送员为 15 名，合计约 24 万名快递员。按照配送能力 80 票/日、100 票/日进行测算，公司目前每月派送能力约为 4.22 亿票、5.28 亿票。而 2019 年 9 月，公司业务量已达 4.54 亿票，业务量的快速增长也为末端派送带来巨大压力。我们认为，公司经济件的快速增长为公司业务量注入新动力，但短期来看，公司末端派送能力及富余运力资源有限，对业务量的持续扩张造成一定压制。但我们认为该产品成倍的扩大了顺丰对应的电商件市场，而此次在电商件市场的成功为公司进攻该块市场找到了合适的路径，随着公司新运力的投放，该产品有望成为公司业务量增长的中坚力量，预计三年内营收年化增速位于 30%-50%。

表 14: 公司末端快递员派送能力测算

顺丰	2019 年 H1
顺丰自营网点 (个)	16000
单个网点人员数	15
配送能力 (件/日)	80
配送量 (亿件/月)	4.22
配送能力 (件/日)	100
配送量 (亿件/月)	5.28

数据来源: 东北证券

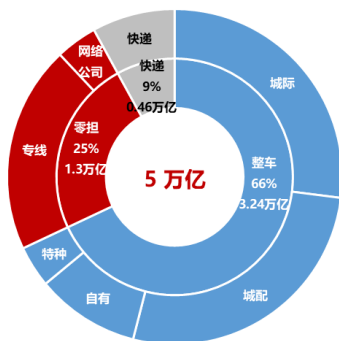
## 5. 快运跨过盈亏线贡献利润在即, 厚积薄发有望成龙头

我国公路运量维持 5% 的增速, 其中零担运输行业市场规模增速达 15%, 是国内公路运输的万亿级市场, 预计 2020 年国内公路零担运输市场将达 2 万亿元。目前零担市场呈现“散”、“小”、“乱”等特点, 虽然行业集中度在逐步提升, CR30/5 由 2016 年的 45% 提升至 2018 年的 55%, 但是尚无一家具备强话语权的企业占据绝对领先地位。顺丰 2015 年通过快递网络布局重货业务, 2018 年收购加盟制零担企业新邦物流扩大业务版图, 并采用直营制及加盟制双网运营。近年来, 顺丰持续投入零担运输市场, 并且在营业收入及业务量方面双双取得突破。截止 2019 年上半年营收体量已达到行业第二, 日均货运量达 1.6 万吨。我们判断顺丰重货业务已经进入收获期, 预计 2019 年末日均业务量可达 2 万吨, 营业收入突破 110 亿元, 成为行业第二家进入 100 亿梯队的企业, 营收规模达行业第一。随着规模效应显现, 快运业务将逐步为公司贡献利润, 成为公司持续成长性最强的业务, 未来三年有望维持 30% 的营收增速。

### 5.1. 万亿零担空间巨大, 参与者百花齐放

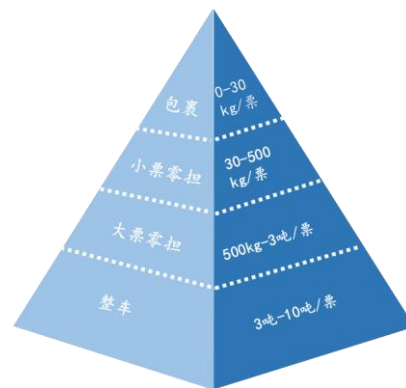
公路运输占物流市场近 80%, 公路零担市场规模达 1.25 万亿。公路运输是我国物流的主要运输方式, 占据国内货运总量近 80%, 公路运输根据集散运输模式的不同可以分为快递 (0-30kg)、零担 (30kg-3T) 和整车 (3T 以上)。从细分市场来看, 其中快递市场规模为 4600 亿元左右, 占比公路物流市场规模不到 10%, 零担市场约为 1.25 万亿, 占公路运输市场 25% 左右, 整车市场占比为 66%。

图 39: 2017 年中国货运总量细分占比情况



数据来源: 前瞻产业研究院, 东北证券

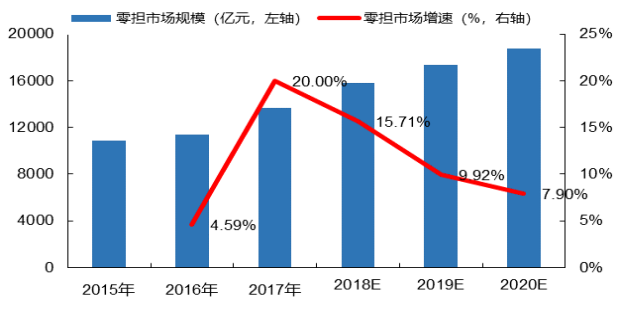
图 40: 我国公路运输市场结构



数据来源: 亿欧网, 东北证券

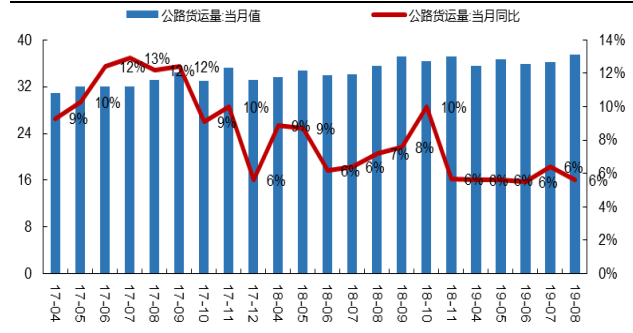
公路零担市场规模平稳增长，到 2020 年有望达 2 万亿元。2017 年至今，国内公路运输量增速分别维持在 13%、8%、5% 左右，增速放缓但仍维持平稳增长。零担行业作为公路运输的细分市场，近年来以远高于行业的增速成长，2017 年及 2018 年行业增速达 20% 及 15.71%。根据运联研究院数据预测，2020 年国内零担市场规模将达 2 万亿元。

图 41: 国内零担市场规模及增速



数据来源：运联研究院，东北证券

图 42: 国内公路货运量及增速



数据来源：wind，东北证券

说明：由于 1-3 月因为春节影响导致各年份该段时间波动较大，因此予以剔除。

公路零担行业呈现“散”、“小”、“乱”的特点。国内公路零担行业参与者上万家，但目前尚未出现一家具备明显规模优势的企业，2016 年-2018 年行业 CR30<5%，规模最大的德邦快递为业内唯一一家营收规模达百亿的企业，但是营收占行业比例不足 1%，行业呈现“散”、“小”、“乱”的格局。

- “散”：国内大部分中小型物流公司通过维持一两家固定合作企业来搭建物流链，形成利益连接体，进行小范围或者少辆线路的运营。根据 2016 年 1 月中国物流与采购联合会发布的《中小公路货运企业经营情况报告》的数据显示，国内 83% 的零担企业只拥有 10 个以下网点，69% 的企业只拥有 3 条以下零担线路，尚未形成零担运输网络。
- “小”：公路零担运输投入大、成本高、利润低，公路零担需要配套一定的仓库、货车、叉车等，在扩规模的过程中需要投入大量的资金，且零担企业周转环节多，货物易出现货损、货差，赔偿成本高。一般零担物流企业资金有限且融资担保难，制约公司发展。
- “乱”：公路零担行业标准缺失，物流公司各自为政，不同线路、不同货品、不同车型等的价格缺乏统一，客户无法提前知晓一个相对公式化的运价。一些中小物流为抢货源大打价格战，大宗商品的物流费用还停留在一单一议的低级水平。

表 15: 零担前十企业对应营业收入 (亿元)

排名	2016 年	营业收入 (亿元)	2017 年	营业收入 (亿元)	2018 年	营业收入 (亿元)
1	德邦物流	107	德邦快递	114.8	德邦快递	125.7
2	安能物流	37	安能物流	56.7	顺丰速运	82.2
3	中铁物流	36.6	顺丰重货	46.7	安能物流	67
4	远成快运	27	百世快运	33.4	跨越速运	51.5
5	壹米滴答	25.8	壹米滴答	30	百世快运	41
6	天地华宇	24.6	三至物流	25.3	壹米滴答	39

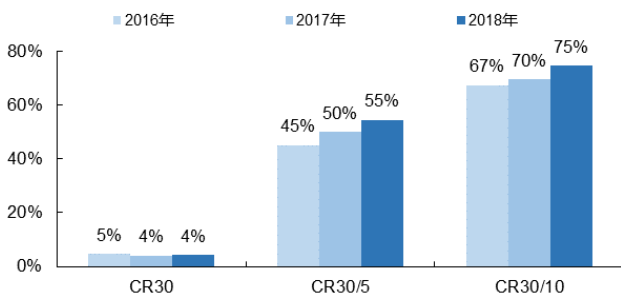
7	顺丰速运	23.4	盛丰物流	22	三至物流	29.8
8	盛丰物流	23	盛辉物流	21.8	盛丰物流	24.5
9	龙邦快运	23	天地华宇	21.3	盛辉物流	22.6
10	佳吉快运	21	远成快运	19.5	天地华宇	19

数据来源：运联研究院，东北证券

说明：蓝色代表新进入前十排名者

**头部企业集中度提升，快递企业入局加速行业整合。**对比 2016 年-2018 年规模前五进入门槛逐年提升，进入门槛由 27 亿元提升至 41 亿元，且行业前五家企业营收体量占行业前三十比例均在稳步提升，马太效应凸显。而前十进入门槛逐年下降，说明处于该阶段的零担企业营收不具稳定性。从新进入者来看，顺丰、百世这类具备全网运输能力且资金雄厚的快递企业表现强劲。

图 43: 国内零担市场集中度



数据来源：运联研究院，东北证券

表 16: 快递公司重货业务拓展情况对比

快递公司	启动日期	主要产品	快运网络初期起网方式
百世快递	2012 年	惠新件(5~60kg)、电商大件(60~180kg) 标准小零担(180~600kg) 托盘运输(600kg 以上)	收购全际通
顺丰	2015 年	物流普运(20~100kg 重货包裹陆运) 重货快运(20~500kg 零担空运) 重货专运(3000kg 以上整车)	快递合网+收购新邦
中通	2016 年	小票零担(32~300kg) 大票零担(300kg 以上) 整车业务	自建
圆通	2017 年	电商大件(30~100kg) 小票零担(100~200kg) 标准零担(200~600kg) 大票零担(600~1000kg) 整车运输	快递合网
韵达	2017 年	电商大件(30~100kg) 小票零担(100~500kg) 大票零担(500kg 以上)	自建

数据来源：各公司官网，东北证券

## 5.2. 厚积薄发追赶快运龙头，贡献利润在即成增长新引擎

### 5.2.1. 兼收并蓄，快运业务双网运营

**规模：强强联合，行业排名节节攀升。**顺丰快运业务自 2015 年成立以来，一直重点发展。2018 年 3 月，公司收购广东新邦物流有限公司业务，进一步补充快运业务，并建立“顺心捷达”独立品牌。2017 年，顺丰快运业务在国内公路零担市场以 46.7 亿元排名行业第三（不足第一名德邦快递零担业务一半的营业收入），新邦物流以 9.2 亿元位于行业 19 名。通过 2018 年整合，顺丰快运+顺丰捷达合计营收达 88.6 亿元，行业规模位居行业第二（2018 年德邦快递零担业务营收 125.7 亿元，排名第一）。顺丰与新邦的强强联合，极大扩充了顺丰的快运业务，截止 2019 年 H1，顺丰业务量已达到 1.6 万吨。

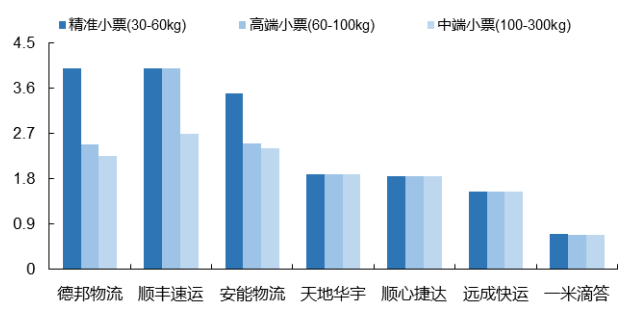
**模式：双网运营，产品覆盖低端到高端。**与快递行业类似，零担行业的主要运营模式有直营制和加盟制，由于直营制零担企业所有的物流环节都由自己管理和调度，承担了货物从发货人到收货人之间的所有物流成本，因此在成本上较加盟制企业更高，产品定位也会聚焦于单价更高的高端产品。目前直营制的代表性零担企业主要为德邦快递、顺丰快运、天地华宇等。与之相对，加盟制企业则主要聚焦于中低端产品。对比市场各零担企业价格，直营制零担企业每公斤价格较加盟制更高。2015 年顺丰在直营快递网上开展重货业务，因此顺丰快运一直采用直营制模式，2018 年顺丰收购采用加盟制的新邦物流业务，并共同成立顺心捷达快运产品。自此，顺丰采用两种模式运营快运业务，实现了低端到高端产品的覆盖。

图 44: 国内零担市场参与者的模式



数据来源：运联研究院，东北证券

图 45: 国内公路零担代表性企业单票价格



数据来源：运联研究院，东北证券

**产品：不断细化，快运产品逐步完善。**从快运业务营运至今，公司从重量，时效及客户需求方面不断细分产品，已经由物流普运及重货快运拓展至物流普运、重货快运、重货专运、小票零担等。重量端细分为 20-100kg, 100-500kg, 整车等，时效端涵盖次日达，2-3 日达，2-6 日达等。顺丰的快运产品的不断细化，已实现该业务产品的全面升级。

表 17: 顺丰快运业务产品变化

2016 年	2017 年	2018 年	官网最新	产品介绍
物流普运	物流普运	物流普运	物流普运	部分线路低至 1 元/KG; 适用于寄递大件物品, 如家电等; (2-6 天的时效)
重货快运	重货快运	重货快运	重货快运	依托于航空资源推出的非标类重货。(2-3 天时效)
	重货专运	重货专运	重货专运	根据客户发运整车货物需求定制的专运产品
		小票零担	小票零担	100-500kg, 省际零担运输, 兼顾价格与时效。(最快次日 18:00 前送达。)

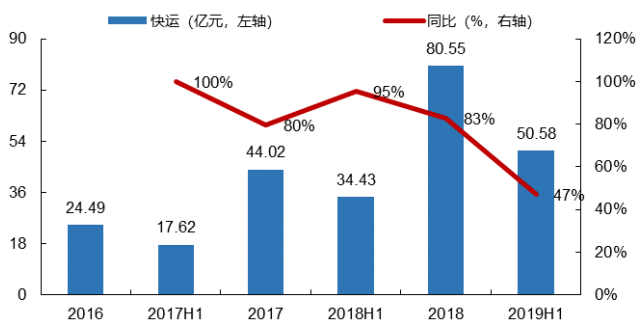
重货包裹 重货包裹 20-100kg, 2C 电商大包裹和部分 2B 的仓库调拨。(最快次日 18:00 前送达。)

数据来源: 公司官网、公司公告, 东北证券

### 5.2.2. 奋起直追, 看好顺丰成为行业龙头

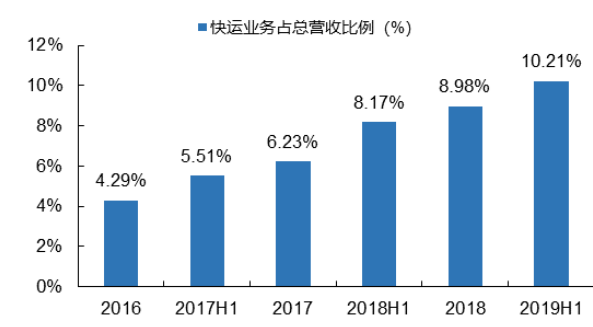
**快运营收快速增长, 业绩增长重要力量。**近年来顺丰快运业务发展迅猛, 已由 2016 年的 24.49 亿元增至 2018 年的 80.56 亿元, 该业务占公司营收比例已占据总体营收 10.21%, 成为公司营收贡献的重要部分。随着快运业务规模逐步扩大, 也将逐步实现盈亏平衡, 为公司贡献利润。我们认为, **从公司角度来看**, 短中期内顺丰快运作为公司成长性最强的业务, 在实现盈亏平衡后将逐步为公司整体贡献利润, 成为公司最重要的业绩新动力。**从行业层面来看**, 我们预计顺丰快运业务营业收入在 2019 年有望突破 110 亿元, 成为业内第二位零担百亿玩家, 营收规模达到行业第一, 并扭亏为盈, 逐步为公司贡献利润。公司快运业务面向万亿级零担市场, 网络优势明显, 目前该块业务正处于快速发展阶段, 预计未来 3 年有望保持 30% 的营收增速。

图 46: 公司快运业务营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 47: 快运业务占总营收比例



数据来源: 公司公告, 东北证券

**货运量奋起直追, 2019 年末日均业务量有望达 2 万吨。**货运量是零担企业发展的命脉, 规模越大越能够提升车辆装载率, 降低经营成本。根据运联研究院公布的 2019 年货运量前十的零担企业, 目前日均货运量突破 2 万吨的为壹米滴答与安能物流, 而货运量第三的百世快运距离 2 万吨货运量的目标仍有较大差距。2017 年顺丰快运业务 (直营+加盟) 日均货运量仅为 0.5 万吨左右, 期间顺丰不断加大对快运网络投入, 在利用原快递网络开展快运的同时也建立快运专用网点、中转场及快运车辆, **2018 年年末顺丰重货专用车辆超德邦快递营运车辆。**并且在成立顺心捷达后也不断扩充网点数, 顺心捷达网点数从 2018 年底至 2019 年年中已由 2599 个增至 3918 个, 能够覆盖全国 95% 以上的县级城市。**至 2019 年上半年顺丰直营+加盟快运日均货运量达 1.6 万吨, 快运业务量已初具规模, 预计 2019 年年底公司快运业务日均货运量达到 2 万吨。**

表 18: 2019 年零担企业货运量排行榜

排名	企业名称	零担货量 (万吨)	日均货运量 (万吨/天)	排名	企业名称	零担货量 (万吨)	日均货运量 (万吨/天)
1	壹米滴答	900	2.47	6	河南长通	405	1.11
2	安能物流	733	2.01	7	盛辉物流	390	1.07
3	百世快运	543	1.49	8	河南黑豹	370	1.01
4	德邦快递	496	1.36	9	盛丰物流	360	0.99

5	三志物流	485	1.33	10	山东宇佳	315	0.86
---	------	-----	------	----	------	-----	------

数据来源：运联研究院，东北证券

**表 19: 顺丰与可比公司快运业务运力比较**

比较参数	2017 年	2018H1	2018 年	2019H1
德邦股份营运车辆	10742	10747	10875	11046
顺丰快运专业车辆	4000	10000	14000	15000
专业重货网点	717	899	1048	1131
重货中转场	21		44	44
场地面积 (万平方米)	67	88.3	132.3	138
覆盖省	31	31	31	31
覆盖主要城市及地区	289	291	362	362
顺心捷达网点数			2599	3918

数据来源：各公司公告，东北证券

## 6. 供应链：站在巨人的肩膀，扩张物流解决方案的能力

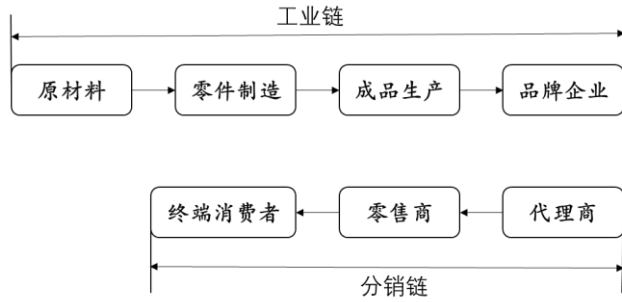
供应链管理是物流发展的终极阶段，对企业而言，物流企业对于客户的身份也将由单纯的物流外包商向战略合作伙伴进行转变，对应市场规模为十万亿级别。公司通过联手夏晖及 DHL 大举进攻供应链市场，通过学习国际优秀选手的经验及承接客户资源打开供应链业务的上升通道。顺丰供应链业务已实现在快消、医药、汽配、家电、3C、服装等多个行业的突破，覆盖版图不断扩大。自 3 月 DHL 中国并表以来，公司供应链业务营收规模逐月增长，已由 2019 年 3 月的 3.93 亿元到 10 月的 5.04 亿元，预计 2019 年营收规模有望达 48 亿元。夏晖与 DHL 拥有行业领先的供应链管理技术及经验，顺丰拥有丰富的国内物流运营经验及大批量的客户资源，有利于充分发挥协同作用。顺丰供应链业务仍处于起步阶段，而多个行业领域的开拓及成功有望复制于所服务行业的更多客户，未来 3 年营收增速有望维持 30% 以上。

### 6.1. 物流金字塔顶部——十万亿级供应链市场

产业升级及全球产业深度协作背景下，供应链整合能力重要性日益凸显。过去，信息相对闭塞，专业分工不明晰，企业以产品进行导向，往往自带物流系统，把控从采购到销售的各个流程。随着产业升级及信息透明化，一方面产品设计生产更加复杂，贸易类型由成品交易转变为零散繁多的零部件或者中间品贸易，公司生产链条不断拉长，交易频次与业务量进一步放大；另一方面随着全球贸易合作不断加深，采购、库存等体系日益复杂庞大，管理难度随之提升。20 世纪 80 年代供应链概念兴起，供应链是以从原料的初始投入为起点历经最终产品送至最终顾客的整个流程之和，它包括采购、运输、生产、仓储、配送等一系列活动，是由物流、信息流和资金流等连接的一个功能网链。在全球产业升级及深度协作背景下，企业供应链整合能力重要性日益凸显。



图 48: 供应链全链条



数据来源: 德勤, 东北证券

**供应链管理是物流发展的终极阶段。**随着供应链管理难度逐渐加大,企业逐步将非核心业务进行外包以将更多资源聚焦于核心部分,提高自身核心竞争力、管理效率及对市场的反应速度,例如制造业物流环节中需进行重资产投入的仓储、运输等均委托于第三方进行管理,从而减少对公司资金及场地占用等,由此合同物流兴起。合同物流一般指物流企业的服务方式是与企业(货主)签订一定期限的物流服务项目。但合同物流服务商于企业而言代表的是物流服务外包商,物流企业扮演的是承包企业部分物流业务的角色,在整个合作过程中并未提供更多增值服务。而随着市场定制化需求凸显,企业生产模式由大规模生产转变为定制化生产,无论是下游需求还是供应链各个环节都由静态转变为动态,单纯的服务外包已难以满足企业需求,部分物流企业也逐步由被动服务向主动服务转变,因此供应链管理逐步兴起。在角色转换中,物流企业为企业提供更多增值服务,实现供应链的整合优化,提供生产的计划、采购、制造、配送及退货的全流程服务管理,物流公司与企业合作关系持续加深,角色定位也由服务商向战略合作伙伴转变。

表 20: 供应链管理服务演进过程

传统物流管理阶段	产品为导向	企业内部纵向一体化的生产管理模式,即将产品的研发、生产、采购、生产、加工、仓储、运输、营销等各个环节都集中在企业内部,内部一体化主要通过公司部门设置或投资控股相关公司来实现。这种模式下,企业对供应链的全过程拥有较强的控制力,但供应链运行成本高,与产品有关的服务相对欠缺,且企业对市场需求变化的较为迟钝。
第三方物流管理阶段	需求为导向	企业逐渐摒弃了纵向一体化的生产管理模式,将投资规模较大或资产利用效率不高的业务(如仓储、运输、通关、国际货代等业务)通过外包方式委托给专业的第三方物流企业运作。由此,第三方物流开始兴起。
专业供应链管理阶段	个性化需求为导向	定制化需求逐渐凸显,企业生产模式从大规模生产转变为大规模定制,企业的内部效率提高已经难以满足竞争日益激烈的市场需求,这便催生了核心企业只专注于供应链上的某个或多个核心环节,而将供应链上的商流、资金流、物流、信息流和工作流全部被外包,发挥供应链上每个参与者的优势,并对供应链上的所有参与者进行一体化统筹管理的供应链管理理念。

数据来源: 前瞻产业研究院, 东北证券

**供应链管理是企业综合实力的体现,市场规模十万亿级别。**由于供应链贯穿企业产品从原材料的采购到客户消费以及后期服务的全生命流程,集物流、信息流、资金流于一体,因此对提供供应链管理的物流企业提出很高的整合能力。根据业内人士预测,国内供应链市场到 2020 年将达 3 万亿美元,对应十万亿级的巨大市场。

## 6.2. 联手夏晖与 DHL，抢占物流高地

**借力国际供应链巨头，业务能力全面提升。**2018年8月，顺丰与美国夏晖成立合资公司新夏晖，同年10月，顺丰以55亿元完成敦豪在中国内地、中国香港、中国澳门地区供应链业务的收购。**两大项目均保持现有的运营团队与业务完整性，顺丰借此强化自身供应链业务。**顺丰原有供应链业务主要聚焦于医药冷链、食品冷链等领域，而汽车、医疗、半导体等附加值高的领域产业链长，对仓储无尘化及运输条件等要求苛刻，因此顺丰很难在短期内打破壁垒，而夏晖与敦豪均已打入这些高端领域。通过与夏晖联手、借力敦豪，在保持原有团队及业务完整性的基础上，顺丰能够以金钱换时间，直接降低学习成本和获客成本。夏晖作为国际知名消费品供应链企业，为国际巨头餐饮企业如麦当劳、必胜客、星巴克等服务，DHL作为国际供应链巨头，在中国拥有近30年供应链管理经验和极高知名度，为汽车及工业制造、生命科学与医疗、高科技及备件物流、快消品及零售等行业知名客户提供行业领先的解决方案设计和供应链服务，在中国拥有如宝洁、西门子等客户。海外物流企业对外企客户具有天然优势，而顺丰在本国则拥有更多资源，与海外巨头的携手有望充分发挥协同作用，可帮助顺丰在短时间内获得国际巨头供应链的经验及客户，并结合本国市场拓展更多客户。

表 21: 美国夏晖及德国 DHL 简介

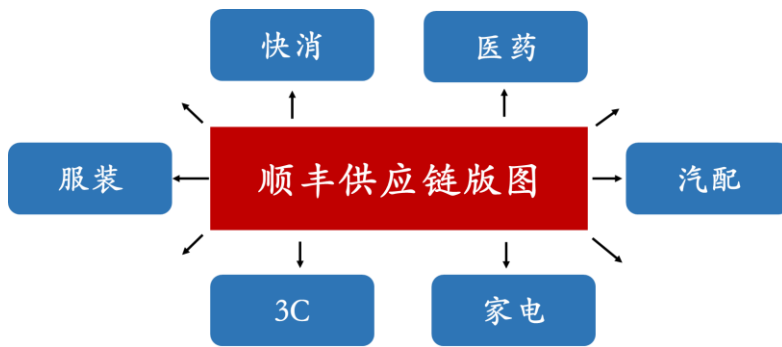
公司	简介
美国夏晖	美国夏晖集团拥有40多年冷链供应链管理经验和一家拥有世界领先的多温度食品分发技术的物流公司，业务遍布全球116个国家，是麦当劳的独家物流供应商。夏晖不仅硬件优良，并且具备强大高效的后台支持系统，能够做到98%的配送准点率以及万分之一的物流产品损耗率。
德国 DHL	DHL是全球三大物流巨头之一，在中国拥有30年供应链管理经验和供应链业务规模全球第一。为汽车及工业制造、生命科学与医疗、高科技及备件物流、快消品及零售等行业知名客户提供行业领先的解决方案设计和供应链服务。

数据来源：东北证券

## 6.3. 攻城拔寨，供应链业务快速发展

**不断补充供应链覆盖版图，弥补家电行业空白。**2019年3月顺丰与敦豪联名品牌“顺丰敦豪供应链中国”发布，宣布顺丰正式进军供应链领域。顺丰开展供应链业务的优势在于直营模式+三网融合，直营模式能够让顺丰自上而下高效率调配资源，强大的运输网络及信息网能够与供应链网能够实现协同，更大发挥网络的规模效应。顺丰不断攻城拔寨，2019年6月14日顺丰DHL完成并购温州恒鼎物流有限公司，后者为国内一家第三方医药物流服务提供商，由于华东地区拥有超过三分之一全国医药流通市场销售份额，此次收购强化顺丰在苏南地区的医药物流能力。2019年10月9日顺丰与格兰仕开启全球战略合作，围绕智慧供应链进行深入探索，弥补了顺丰在家电供应链的空白。供应链对外延伸难度大，**从行业的角度来看**，不同行业供应链管理体系不同，拓展新的行业往往代表在一个领域供应链管理能力的突破；**从企业的角度来看**，企业将供应链管理进行外包，不仅仅涉及单纯物流业务的外包，往往还涉及到公司供应和客户体系等数据外流，因此企业选择供应链管理方往往较为谨慎，一般会存在一定程度的绑定。顺丰供应链业务已实现在快消、医药、汽配、家电、3C、服装等多个行业的突破，覆盖版图不断扩大。

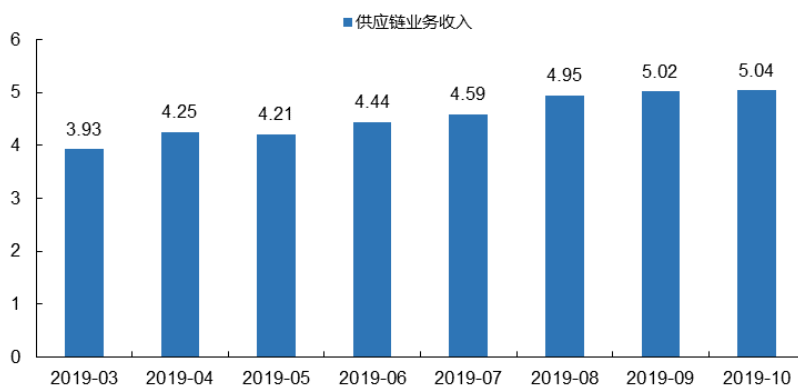
图 49: 顺丰供应链业务行业拓展情况



数据来源：东北证券

业务快速发展，预计 2019 年达 48 亿元。2019 年 3 月开始顺丰 DHL 业务收入纳入顺丰控股合并范围，并将供应链业务收入进行逐月单独披露，2019 年 H1 顺丰实现供应链业务收入 18.53 亿元。2019 年 3 月至今，顺丰单月供应链由 3.93 亿元增至 5.04 亿元，稳步增长。我们预计供应链业务作为顺丰快速培育的业务，2019 年预计实现营业收入 48 亿元。顺丰供应链业务仍处于起步阶段，而多个行业领域的开拓及成功有望复制于所服务行业的更多客户，未来 3 年营收增速有望维持 30% 以上。

图 50: 顺丰供应链业务稳步增长



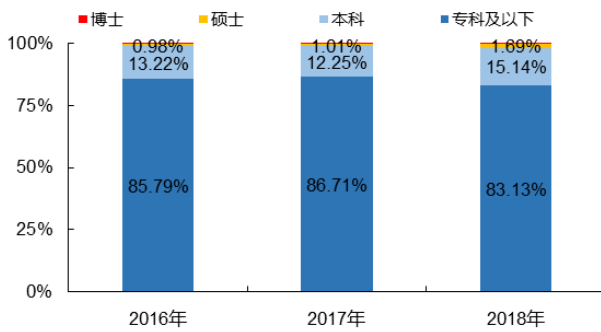
数据来源：公司公告，东北证券

## 7. 研发大力投入，打造科技硬核

### 7.1. 多维度投入，强化研发能力

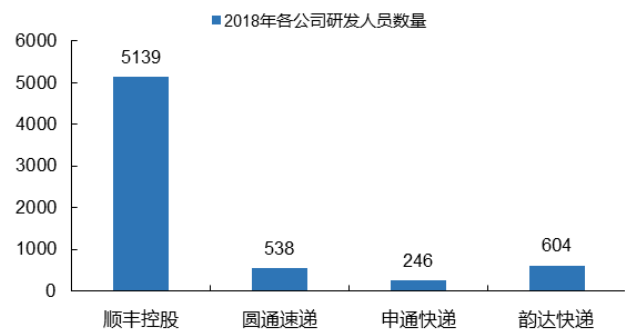
**人才投入：不断提升高学历人才占比。**快递行业是典型的人力密集型行业，但主要以一线派送员为主。科技的核心是人才，公司为了提升自身科技能力，也在持续引进高学历人才。从人才结构来看，2016 年-2018 年，公司硕士及博士学历人员数占比不断提升。2018 年研发人员数达 5139 人，占总人数 3.79%，处于行业领先地位。

图 51: 顺丰人员结构变化



数据来源: 公司公告, 东北证券

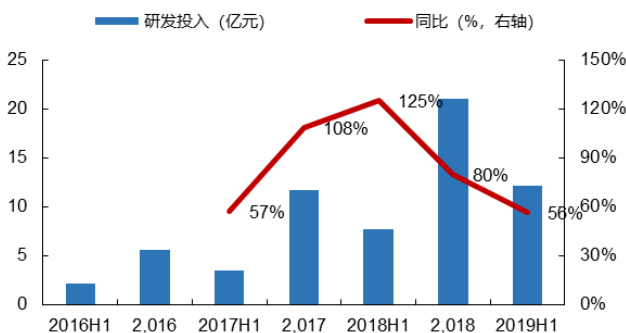
图 52: 顺丰与同行研发人员数量比较



数据来源: 公司公告, 东北证券

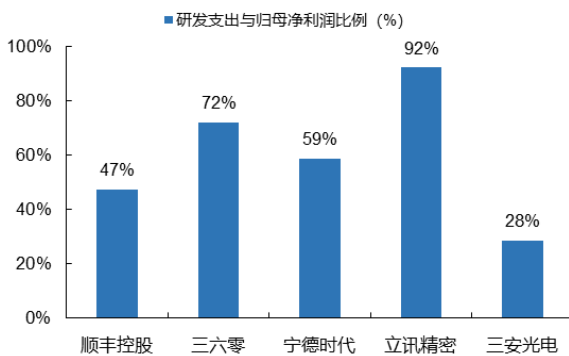
**资金投入: 研发投入高速增长, 占营收比例远远领先同行。**公司一直重视并积极投入各项智慧物流建设, 并成立子公司顺丰科技有限公司进行前沿科技探索。公司自成立以为便对研发大力投入, 2018 年公司研发投入达 21.56 亿元, 占营业收入比例达 2.34%, 远高于同行业可比公司。与国内千亿市值制造及科技企业对比, 2018 年公司实现归母净利润 45.56 亿元, 而同期研发支出为 21.56 亿元, 研发支出与归母净利润比值约为 47%, 处于可比企业中等水平。

图 53: 顺丰历年研发投入及增速



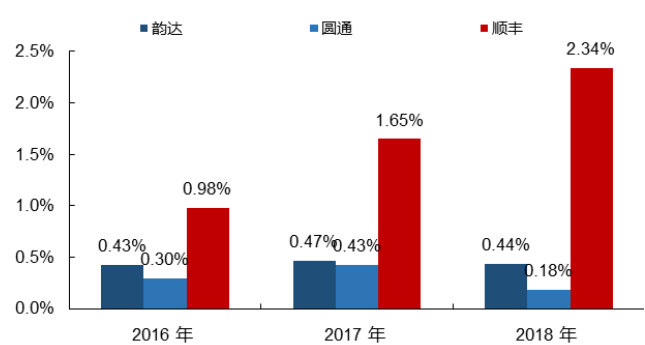
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 54: 千亿市值公司研发费用与归母净利润比值



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 55: 顺丰与同行公司研发投入占营业收入比较

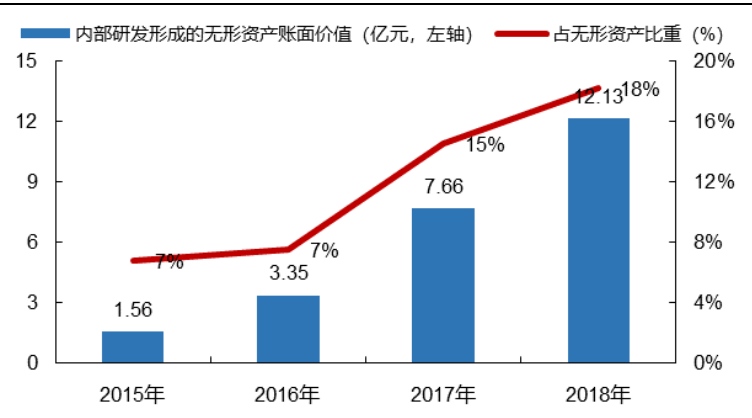


数据来源: 公司公告, 东北证券

## 7.2. 多维度布局，立足当下面向未来

**研发产出：研发投入有效产出，专利持有量行业第一。**公司重金投入的研发带来明显产出，截止 2018 年内部研发形成的无形资产占总无形资产比重达 18%，涵盖无人机项目、大数据平台、仓储管理系统等。顺丰截至 2019 年上半年，公司已获得及申报中的专利共有 1982 项，软件著作权 854 个，其中 2019 年上半年发明专利申请量占到申请总量的 60%。目前，顺丰控股专利持有量在国内快递行业排名第一，且正在加紧布置国际化的专利申请。

图 56: 内部研发形成的无形资产账面价值及占比



数据来源：公司公告，东北证券

顺丰的科技布局可以从三方面来看，分别为立足于设备端研究，提升各个环节自动化水平，为物流降本增效；进行信息化布局，强化物流各环节把控，提升管理运营能力；对物流行业进行前沿性探索，站在未来物流行业制高点。

- **设备布局：提升各环节自动化水平，为各环节降本增效。**公司设备端的布局包括电子巴枪、电子面单、中转分拣系统以及绿色循环包装箱等，通过对物流环节使用的设备不断研究，提升公司物流各个环节操作效率，提升自动化水平及科技含量，强化顺丰的物流基础能力。以中转分拣系统为例，顺丰自研设备造价较进口设备减少 1/8，占用场地面积减少 1/4，成本更优，并且运营了国内首个用于重货场地的高架布局式自动化分拣项目，实现重货全流程无人化操作。
- **信息布局：渗透入物流各个环节，加强数据把控及信息管理。**公司将信息采集深入到物流各个环节，强化对物流全过程的管控，目前公司收集业务数据量超过 35PB 级，日均计算量超过 1PB。并通过研发智慧物流地图、智能网络与线路规划、智能排班等方式提升运输时效、降低运输成本、提升员工利用率，降低管理成本等。
- **前沿布局：面向未来，致力于成为物流行业科技先行者。**公司技术投入不仅限于现有设备及信息化建设，更立足于未来探索前沿技术与自身业务的融合，例如基于自身业务发展诉求，实现区块链在不同场景落地；成立无人机研发团队，期望通过无人机实现航空网络干支线对接，完成对下沉市场空网覆盖。

## 8. 盈利预测&风险提示

**核心假设：**

**单价方面：**顺丰各项产品是为了满足客户对不同时效、重量产品的需求，价格梯度稳定，因此顺丰已推出产品的价格基本保持不变。针对新需求，顺丰会推出不同价

格梯度或重量梯度产品，以满足不同需求。因此业务均价需随产品推出进行变动。

#### 营业收入方面：

**时效件：**时效件将延续行业龙头地位，跟随宏观经济波动，预计未来三年营收增速处于 8%-10% 内。

**经济件：**公司已找到进攻电商件的路径，新产品特惠专配成倍增加公司对应的电商件市场规模。我们预计公司在能力建设的同时将大规模扩张 To C 中高端业务，未来 2-3 年内将是业务量爆发式增长的年份，但是由于新产品单价较原有经济件产品低，因此业务量增速将远超营业收入增速。预计三年内营收年化增速位于 30%-50%。

**快运业务：**快运业务跨过盈亏平衡线，成为公司利润增长重要一极，预计未来 3 年维持 30% 营收增速。

**供应链业务：**供应链业务处于导入期，借力夏晖与 DHL 打开上升通道，预计 2019 年实现营收 48 亿元，未来 3 年维持 30% 以上增长。

图 57：公司各项业务营业收入及业务量预测

时效件	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
时效件 (亿元)	396.98	466.81	533.56	565.57	610.82	659.69
同比增速 (%)		17.59%	14.30%	6.00%	8.00%	8.00%
业务量 (亿件)	17.26	20.30	23.20	24.59	26.56	28.68
同比增速 (%)		18%	14%	6%	8%	8%
经济件	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经济件 (亿元)	120.89	148.21	203.98	249.29	324.07	421.29
经济同比 (%)		22.60%	37.63%	22.21%	30.00%	30.00%
业务量 (亿件)	8.06	9.88	13.60	17.81	27.01	35.11
同比增速 (%)		23%	38%	31%	52%	30%
快运件	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
快运 (亿元)	24.49	44.02	80.55	118.33	159.74	207.67
快运同比 (%)		79.76%	82.99%	46.90%	35.00%	30.00%
业务量 (亿件)	0.15	0.28	0.50	0.74	1.00	1.30
同比增速 (%)		80%	83%	47%	35%	30%
冷链运输	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
冷运 (亿元)	14.37	22.95	42.44	64.24	83.52	100.22
冷运同比 (%)		59.70%	84.92%	51.37%	30.00%	20.00%
业务量 (亿件)	0.32	0.51	0.94	1.43	1.86	2.23
同比增速 (%)		60%	85%	51%	30%	20%
国际快递	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
国际 (亿元)	14.20	20.43	26.29	25.98	29.88	34.36
国际同比 (%)		43.89%	28.68%	-1.17%	15.00%	15.00%
业务量 (亿件)	0.06	0.08	0.11	0.10	0.12	0.14
同比增速 (%)		44%	29%	-1%	15%	15%
同城配送	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
同城 (亿元)	0.52	3.66	9.95	17.91	28.66	42.98
同城同比 (%)		607.46%	171.86%	80.00%	60.00%	50.00%
业务量 (亿件)	0.05	0.33	0.90	1.63	2.61	3.91
同比增速 (%)		607%	172%	80%	60%	50%
供应链业务	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
供应链 (亿元)				48.00	64.80	84.24
供应链同比 (%)					35%	30%
其他业务	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
其他 (亿元)	3.39	4.86	12.66	12.12	16.97	23.76
同比增速 (%)		43%	160%	149%	40%	40%
合计	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
合计营收 (亿元)	574.83	710.94	909.43	1101.44	1318.46	1574.21
合计同比 (%)		23.68%	27.92%	21.11%	19.70%	19.40%

业务量合计 (亿件)	30.52	38.69	<b>46.30</b>	<b>59.14</b>	<b>71.36</b>
同比增速 (%)		27%	<b>20%</b>	<b>28%</b>	<b>21%</b>

数据来源: wind, 东北证券预测

**风险提示:** 宏观经济增速下滑超预期, 公司所处各子行业价格战加剧、业务拓展不顺。

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	16,131	68,808	68,420	68,398	净利润	4,464	5,659	6,544	7,689
交易性金融资产	14	32	32	32	资产减值准备	104	0	0	0
应收款项	7,374	7,396	9,214	10,927	折旧及摊销	3,509	2,979	3,178	3,310
存货	818	662	833	994	公允价值变动损失	6	37	0	0
其他流动资产	7,584	10,226	11,592	12,904	财务费用	612	611	1,081	1,188
<b>流动资产合计</b>	<b>31,922</b>	<b>87,124</b>	<b>90,092</b>	<b>93,256</b>	投资损失	-1,166	-600	-800	-800
可供出售金融资产	3,424	3,424	3,424	3,424	运营资本变动	-2,121	1,739	1,034	1,180
长期投资净额	2,203	2,603	2,653	2,703	其他	18	10	-45	-45
固定资产	13,967	28,884	43,083	57,276	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>5,425</b>	<b>10,436</b>	<b>10,992</b>	<b>12,522</b>
无形资产	6,662	6,096	5,505	4,974	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-9,329</b>	<b>-19,746</b>	<b>-19,044</b>	<b>-19,275</b>
商誉	590	590	590	590	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>2,973</b>	<b>61,986</b>	<b>7,665</b>	<b>6,732</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>39,693</b>	<b>56,994</b>	<b>73,706</b>	<b>90,516</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>-3,701</b>	<b>-14,168</b>	<b>-11,618</b>	<b>-10,636</b>
<b>资产总计</b>	<b>71,615</b>	<b>144,118</b>	<b>163,798</b>	<b>183,772</b>					
短期借款	8,585	63,725	71,270	78,590	财务与估值指标				
应付款项	7,887	8,444	10,537	12,442	每股指标				
预收款项	468	564	677	808	每股收益 (元)	1.03	1.31	1.50	1.76
一年内到期的非流动负债	273	273	273	273	每股净资产 (元)	8.28	9.44	10.94	12.70
<b>流动负债合计</b>	<b>26,369</b>	<b>85,755</b>	<b>97,691</b>	<b>109,376</b>	每股经营性现金流量 (元)	1.23	2.36	2.49	2.84
长期借款	998	5,998	6,198	6,298	成长性指标				
其他长期负债	7,333	10,469	11,469	11,969	营业收入增长率	27.60%	21.11%	19.70%	19.40%
<b>长期负债合计</b>	<b>8,331</b>	<b>16,467</b>	<b>17,667</b>	<b>18,267</b>	净利润增长率	-4.57%	27.07%	14.43%	17.27%
<b>负债合计</b>	<b>34,701</b>	<b>102,222</b>	<b>115,358</b>	<b>127,644</b>	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	36,561	41,673	48,297	56,066	毛利率	17.92%	19.02%	18.61%	18.66%
少数股东权益	353	223	143	63	净利率	5.01%	5.26%	5.02%	4.94%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>71,615</b>	<b>144,118</b>	<b>163,798</b>	<b>183,772</b>	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	26.47	24.51	25.51	25.34
					存货周转率 (次)	3.09	2.71	2.83	2.83
					偿债能力指标				
					资产负债率	48.45%	70.93%	70.43%	69.46%
					流动比率	1.21	1.02	0.92	0.85
					速动比率	1.08	0.97	0.88	0.81
					费用率指标				
					销售费用率	2.01%	1.85%	1.82%	1.82%
					管理费用率	9.25%	9.36%	9.36%	9.36%
					财务费用率	0.32%	0.45%	0.43%	0.43%
					分红指标				
					分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	31.73	28.69	25.08	21.38
					P/B (倍)	3.95	3.99	3.44	2.96
					P/S (倍)	1.83	1.51	1.26	1.06
					净资产收益率	12.46%	13.89%	13.72%	13.86%

资料来源：东北证券



### 分析师简介:

瞿永忠, 东北证券研究咨询分公司总经理助理。10年实业工作经验, 深厚铁路、供应链物流和制造业工作经验。从业经验8年, 荣获多次新财富、金牛奖和水晶球最佳分析师。负责交运和战略新兴产业研究。

杨振华, 浙江大学经济学硕士, 行业研究助理。

王哲宇, 上海交通大学船舶与海洋工程硕士, 行业研究助理。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 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, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

**东北证券股份有限公司**

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn