

国际物流巨头启示录之UPS： 综合物流企业，何时投资才能获得超额收益？

首席分析师：许可 执业证书编号：S1220518090001 联系方式：138-2329-8608

联系人：李跃森 联系方式：185-0309-3683

李 然 联系方式：131-4583-4471

周延宇 联系方式：187-9482-8416

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.



- 作为物流行业的百年老店，UPS历经一战、二战、数次经济危机，仍然屹立不倒。截至2019年12月，UPS市值仍然是排名第二DPDHL的两倍，称得上是综合物流行业最具研究价值的传奇公司。
- 1999年11月UPS于纽交所上市，上市时已经是一家成熟的综合物流公司，由于上市前公司发展历程缺乏数据考证，因此本研究聚焦成熟期的UPS，探讨快递行业的发展空间和投资价值。
- 作为一家综合物流服务商如何做到UPS这么大的规模？在UPS发展的过程中，遇到过哪些不可避免的风险？为何UPS作为绝对龙头在近20年里没有跑赢标普指数？

方正交运“国际物流巨头启示录”系列报告
给你答案！

单位：人民币，亿元	FedEx (最新市值：2,985)			UPS (最新市值：7,228)			DPDHL (最新市值：3,351)			YAMATO (最新市值：505)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
市值	2,920.75	3,496.41	4,385.07	6,607.30	6,910.46	5,537.50	2,649.72	3,949.88	2,233.93	505.40	552.63	610.04
企业价值	3,599.89	4,236.55	5,266.51	7,373.02	8,277.70	6,709.90	2,842.87	4,157.75	3,263.81	466.34	525.24	584.47
固定资产	1,612.46	1,754.19	1,863.07	1,248.32	1,493.36	1,758.64	587.50	712.84	1,455.18	287.10	315.31	328.77
资本开支	320.58	345.42	374.74	196.88	352.92	415.77	144.49	168.04	207.05	21.24	26.27	22.49
营收	3,344.24	4,072.62	4,331.09	4,044.16	4,495.69	4,755.34	4,213.67	4,610.46	4,810.74	799.42	881.45	892.23
增长同比	6.14%	19.76%	8.51%	4.36%	9.32%	7.92%	-3.20%	5.42%	1.83%	1.41%	3.56%	4.91%
毛利润	785.25	929.39	972.10	738.83	927.63	916.58	未披露			62.20	48.89	50.05
毛利率	23.48%	22.82%	22.44%	18.27%	20.63%	19.27%	未披露			7.78%	5.55%	5.61%
净利润	200.26	219.45	275.95	327.62	351.81	347.68	190.59	198.21	160.65	22.48	11.51	11.56
净利率	5.99%	5.39%	6.37%	8.5%	8.6%	7.9%	4.5%	4.3%	3.3%	2.8%	1.3%	1.3%
净现金流	(15.21)	29.37	(46.59)	49.53	(10.26)	39.57	(36.89)	2.14	(9.22)	1.26	-12.14	-15.97
快递包裹数 (亿件)	29.84	35.18	36.44	48.68	51.08	52.73	31.67	34.43	36.90	18.04	18.37	18.68

注：FedEx陆运快递业务采用加盟制；市值截至2019年12月18日；DPDHL不披露三费

单位：人民币，亿元	顺丰 (最新市值：1,704)		中通 (最新市值：1,230)		韵达 (最新市值：678)		圆通 (最新市值：356)		申通 (最新市值：285)		百世 (最新市值：156)	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
市值	2221.39	1447.15	738.77	853.36	557.26	518.97	473.27	282.86	377.96	251.82	216.54	110.72
企业价值	2329.20	1619.86	741.27	853.36	557.26	522.97	473.27	314.35	377.96	252.82	225.72	128.58
固定资产	118.95	139.67	64.73	90.36	28.20	47.17	29.40	53.13	12.95	26.67	13.07	20.65
资本开支	88.47	146.60	28.00	40.00	16.59	41.15	17.14	34.83	12.15	28.22	7.50	10.78
营收	708.95	907.20	130.60	176.04	99.62	138.06	199.32	273.82	126.12	169.73	199.90	279.61
毛利润	140.72	160.78	43.46	53.65	28.71	38.32	22.94	35.48	22.91	27.23	4.86	14.41
毛利率	19.85%	17.72%	33.27%	30.47%	28.81%	27.76%	11.51%	12.96%	18.16%	16.04%	2.43%	5.15%
扣非净利润	34.20	33.82	31.60	38.20	15.30	19.45	13.49	18.21	13.57	16.01	-12.28	-5.08
扣非利润率	4.82%	3.73%	24.19%	21.70%	15.35%	14.09%	6.77%	6.65%	10.76%	9.43%	-6.14%	-1.82%
快递包裹数（亿件）	30.52	38.69	62.20	85.20	47.20	69.85	50.64	66.74	39.98	50.49	37.69	54.70

注：中通、韵达2017-2018营收中不含派费，导致利润率水平更高
市值截至2019年12月18日

一、全球综合物流龙头，总市值7000亿元	7
发展历程与行业地位：百年综合物流龙头.....	8
经营现状：成熟期，各项指标低速增长.....	10
业务拆分：全赛道布局，但主要盈利仍来自快递业务.....	13
成本拆分：人工成本刚性且占据60%以上份额.....	15
二、历经百年风雨，但近20年并无显著超额收益	16
基本情况：年化收益低，产生超额收益年份少.....	17
估值水平：估值稳定，PE围绕中枢20小幅波动.....	19
分红水平：高回购，高分红.....	20
回报水平：ROIC稳定，ROE因过多养老金负债异常.....	21
三、垄断阶段到来之后，为什么难有超额收益	22
为什么市值空间能到7000亿元？.....	23
作为龙头垄断的20年，为什么不能创造超额收益？.....	30
对中国综合物流企业投资借鉴意义.....	31

① 从快递到综合物流，全球龙头市值7000亿元

UPS经过百年积累，从快递逐步扩张至综合物流，并最终成为行业全球龙头，市值高达7000亿元。作为一家物流企业，之所以能达到如此规模，一方面受益于母国市场的支撑，大国是孕育物流巨头的土壤，大国才有大物流；另一方面，持续的规模效应导致行业高度集中，而UPS作为规模 and 管理的领先者，充分受益于此趋势。反观中国市场，这两大基础条件同样具备，随着时间积累完全有机会诞生全球最顶级的综合物流巨头。

② 垄断的20年却难有超额收益，行业龙头只能挣需求增长的钱

UPS于1999年11月上市，上市之时已经处在成熟期，对美国国内市场完成了寡头垄断，但20年来总收益237.65%，年化收益仅为6.61%，且并无超额收益，20年中只有8年跑赢标普500。究其原因，即便进入了垄断阶段，行业也只能挣需求增长的钱，并不具备实质性提价能力。直营制之下，持续高水平的资本开支，则进一步对价值形成破坏。

③ 从UPS发展历程来看，综合物流企业的黄金投资阶段是成长期而非成熟期

在没有增量红利的前提下，综合物流企业即使完成垄断，也难以创造超额收益，投资的黄金阶段是成长期而非成熟期。结合UPS和FedEx的发展历程，能够发现两种确定性的投资机会（1）价格战结束时，行业利润率修复带来的短期显著超额收益；（2）行业在业务量高速增长结束之前完成寡头垄断，从而使行业龙头能够在垄断基础上充分享受增量红利。

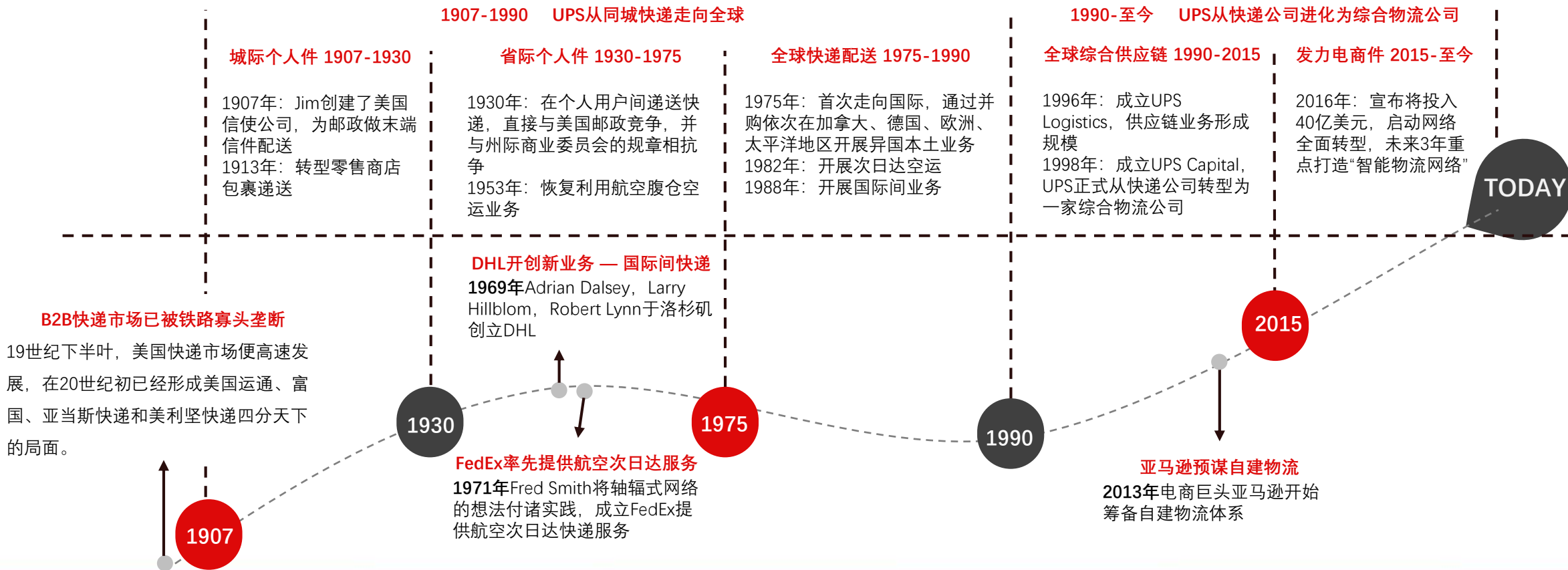
风险提示：快递价格战超预期、网点爆仓、电商销售增速不及预期

一、全球综合物流龙头，总市值7000亿元

1.1 1907年成立的百年老店

- UPS成立于1907年，其112年的发展历史可以划分为两大阶段。
- 第一阶段（1907-1990）：快递网络建设阶段**，UPS用83年的时间将最初的城际人力配送网升级为全球空运网络，此阶段护城河初步形成。
- 第二阶段（1990-2019）：综合物流培育阶段**，UPS实现从做大到做强，进化为综合物流公司，客户粘性增强。

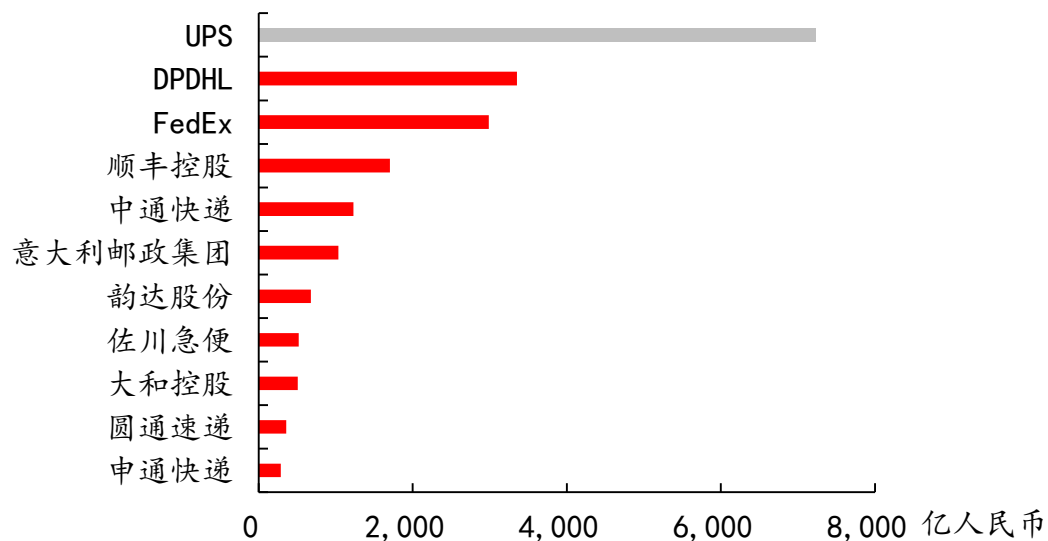
图表1：UPS百年发展历程



1.2 全球综合物流龙头，总市值7000亿元超二三名之和

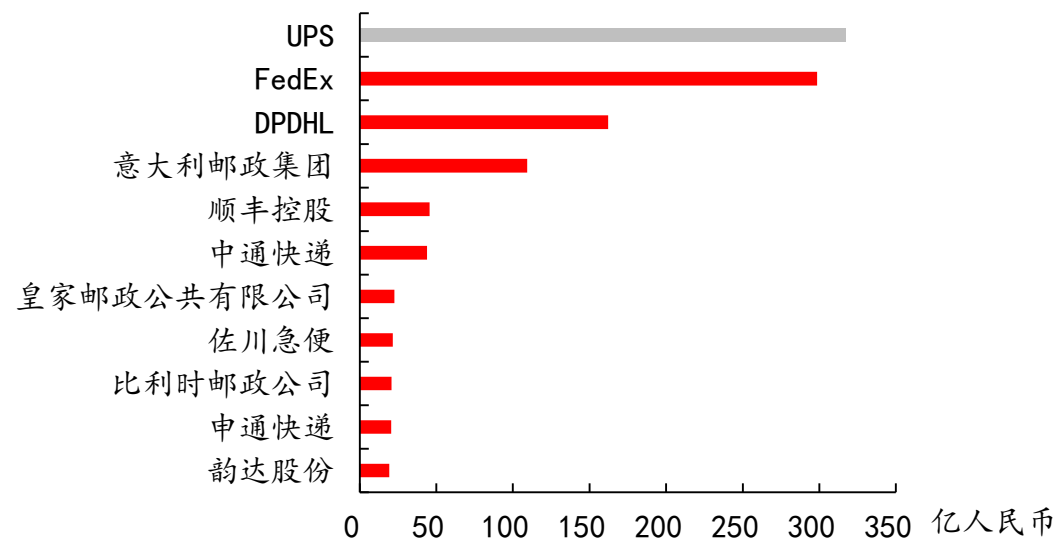
- **市值角度看行业：7000亿的UPS是当之无愧的综合物流龙头**，其市值超FedEx和DHL之和。在2019年大额资本开支和亚马逊电商快递冲击的背景下，市场对UPS信心依旧，PE中枢维持在20倍以上。
- **利润角度看行业：UPS依然保持领跑地位**。虽然UPS2018业绩仅领先FedEx 6%，但其业绩的稳定性和分红率均远高于FedEx。

图表2：UPS市值7,228亿元，是排名第二DPDHL的两倍



注：统计截止日期为2019年12月18日

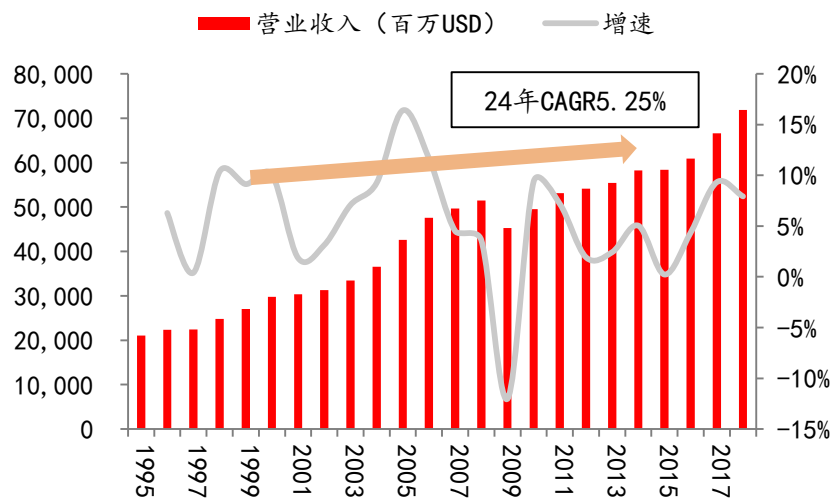
图表3：2018年净利润对比，UPS同样位列第一



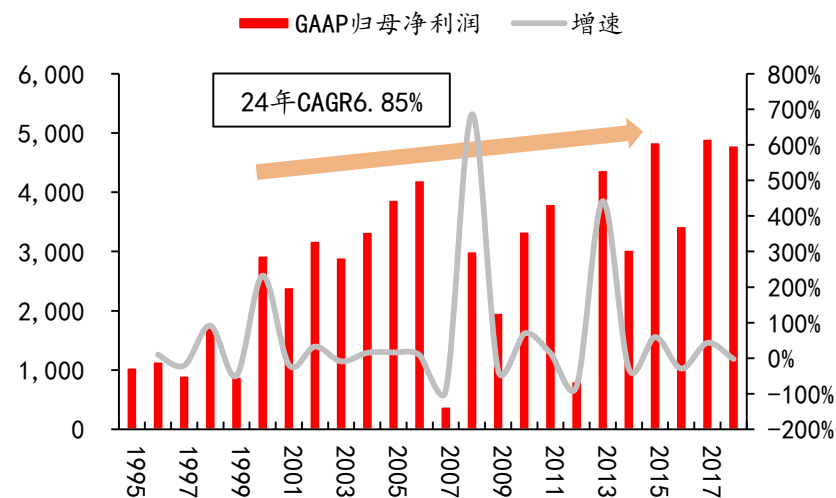
1.3 物流需求永不眠，营收24年间正增长23年

- 物流需求永不眠：**行业发展迈入成熟期后增速放缓但韧性十足，UPS24年营收CAGR5.25%，但只有在2009年金融危机期间出现一年负增长，其余年份均能保持正增长，需求长期保持稳健增长。
- 利润弹性略大于营收：**直营重资产属性决定UPS的利润弹性略大于营收，其24年调整后净利润CAGR6.85%，超过营收1.60pcts。

图表4：24年营业收入年化增速5.25%



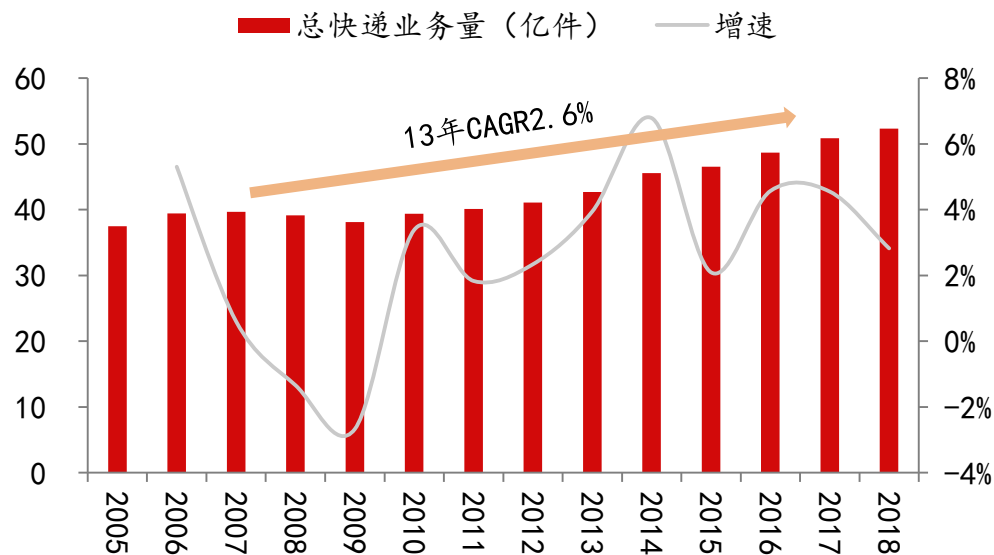
图表5：24年调整后净利润年化增速6.85%



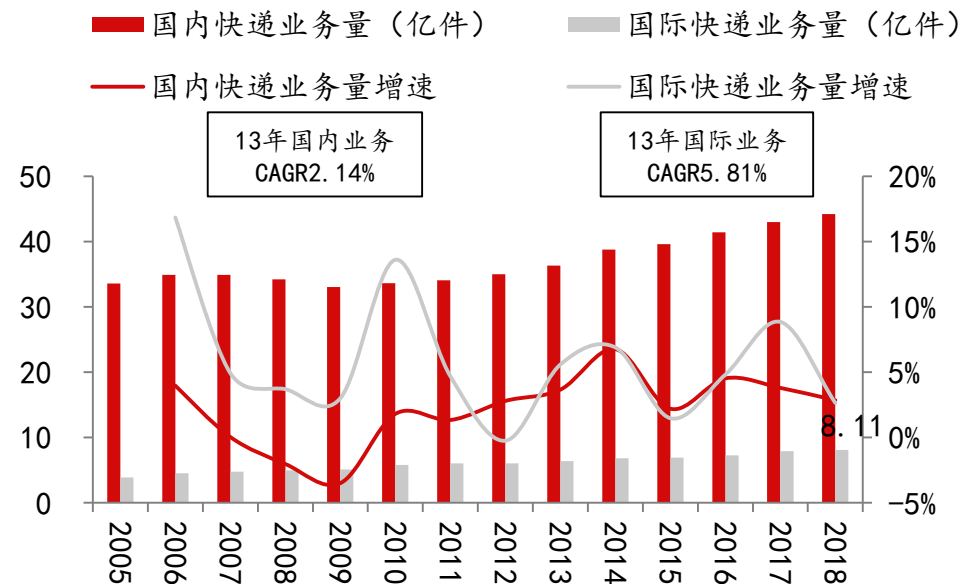
1.4 处于成熟期，业务量持续增长但增速缓慢

- **成熟期上市，业务量增长放缓：**UPS上市之初已经就基本步入成熟期，但业务量仍有小幅增长。总快递业务量13年CAGR2.6%。
- **业务结构性分化，国际增速高于国内：**以2018年为例，UPS国际件8.11亿票，占比15.50%，但增速相对较快，国际业务13年CAGR5.81%，增速超国内件2倍有余。

图表6：快递业务量增速放缓，13年CAGR2.6%



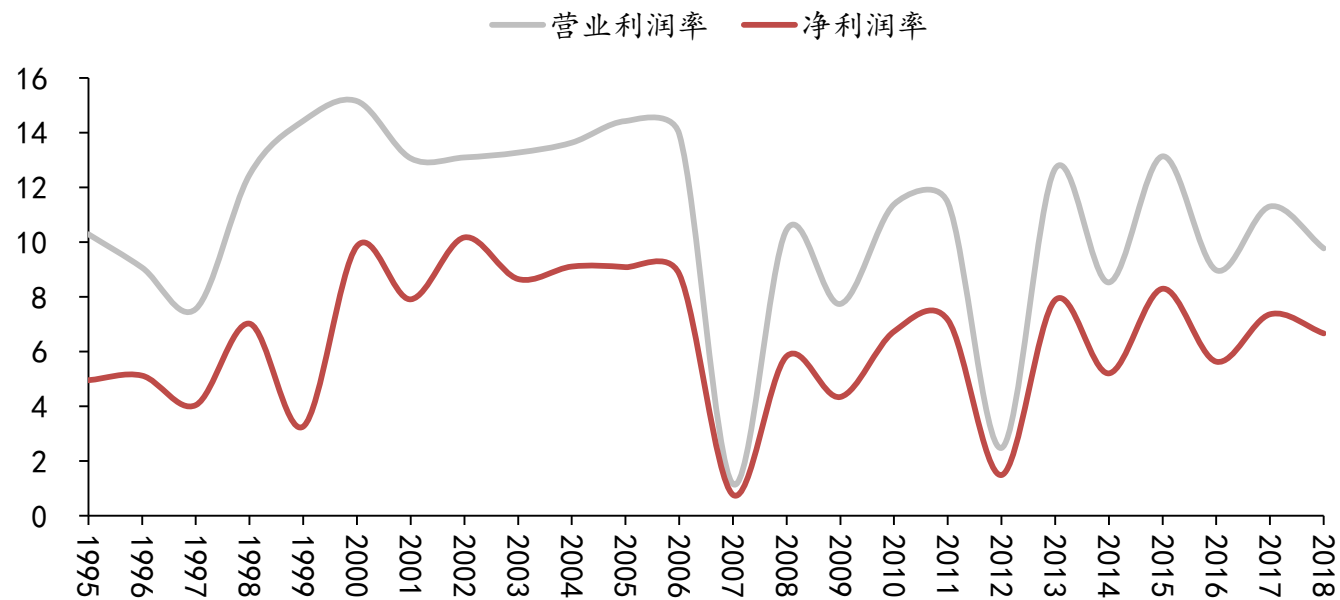
图表7：相较国内快递量，国际快递业务量增速更快



1.5 利润率相对稳定，垄断却难以提升利润率

- **净利率、毛利率保持稳定：**2000年后营业利润率和净利润率围绕10%和6%的中枢小幅波动，盈利能力比较稳定。
- **垄断却难通过提价实现超额收益，提价以应对通胀为主：**即使在2000年后跟FedEx完成美国本土市场的垄断，UPS的盈利水平也并没有显著提升。期间UPS有多次提价行为，其营收增速持续跑赢业务量增速，但提价均为对抗通胀之举，并不能显著提升公司盈利能力。

图表8：营业利润率和净利润率围绕中枢小幅波动

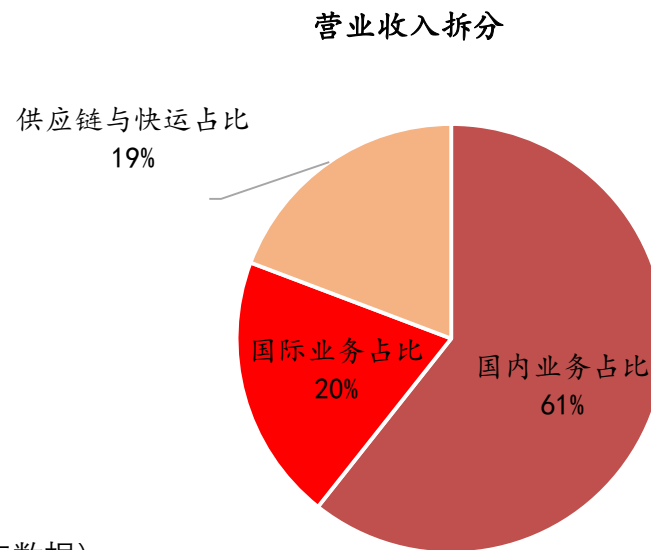


注：2006年开始营业成本计算方式变化

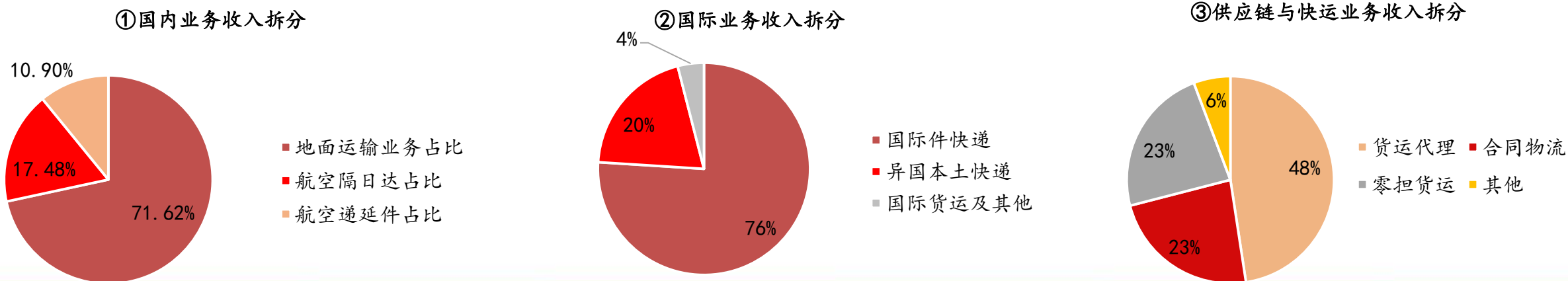
1.6 全赛道布局，快递业务占营收80.76%

- 业务分为三大板块——国内业务、国际业务、供应链及快运业务：UPS并非传统的快递企业，而是业务链条完整、产品类别丰富的综合物流企业。
- 2018年，国内业务占比61%，国际业务占比20%，供应链业务占比19%。

图表9：UPS营收中，国内业务收入占比61%（2018年数据）



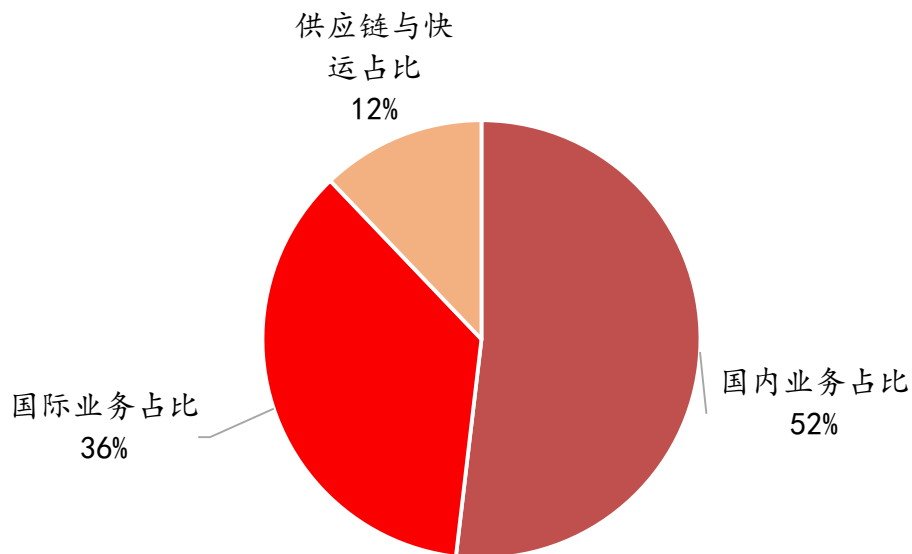
图表10：UPS细分收入结构拆分（2018年数据）



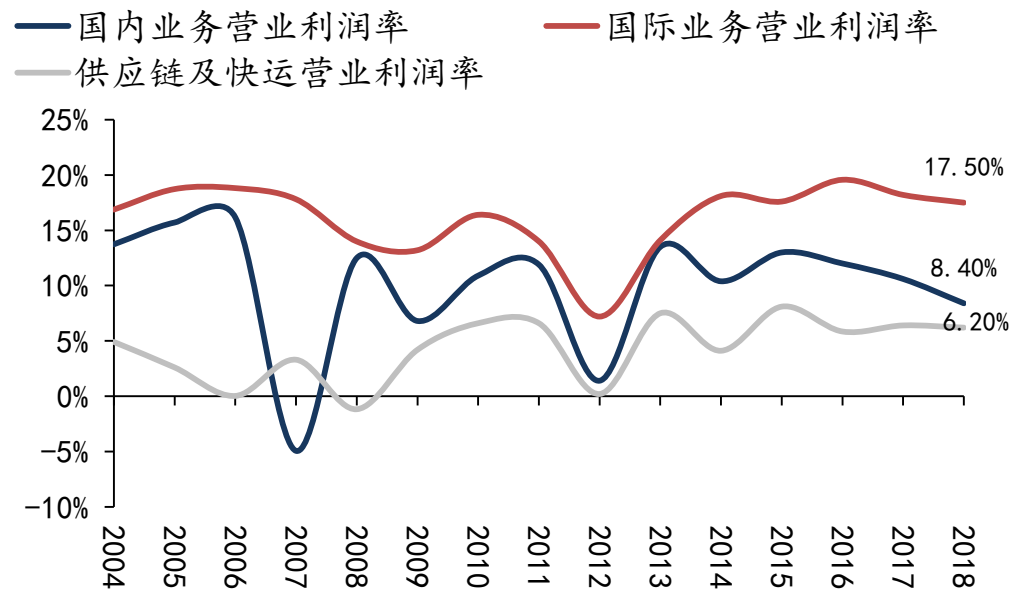
1.7 营业利润率分化，国际>国内>供应链

- **板块盈利能力分化：**三大业务板块中，壁垒最高、产品附加值最高的国际业务利润率明显高于其他两项，2018年国际业务营业利润率17.5%，约为国内和供应链业务的2-3倍。
- **供应链及快运业务的营业利润率最低，中枢在6%左右：**UPS的供应链业务板块由货代、快运、合同物流、其他四部分组成，整体营收增速高于国内和国际，但规模效应和壁垒不足导致该业务盈利能力略弱于快递，长期营业利润中枢6%，预计净利率在3%左右。

图表11：国内业务贡献UPS约50%的营业利润（2018年数据）



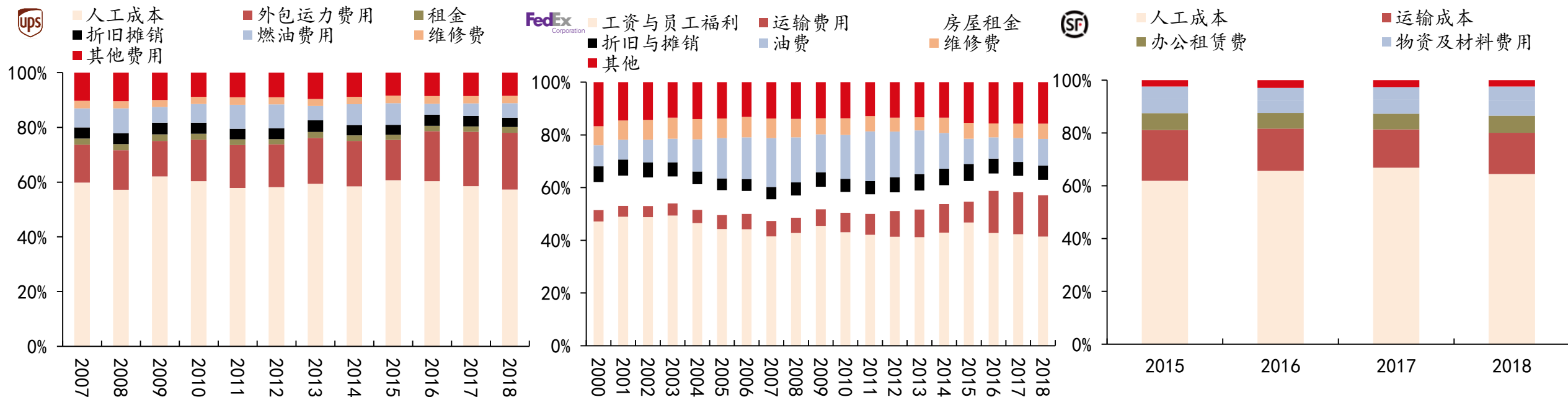
图表12：UPS分业务营业利润出现分化



1.8 直营制是人力密集型属性，UPS人工成本占比近60%

- 人工成本为UPS第一大成本，占比超过60%，同样采用直营模式的FedEx人工成本占比接近50%

图表13：UPS成本拆分与FedEx、顺丰比较

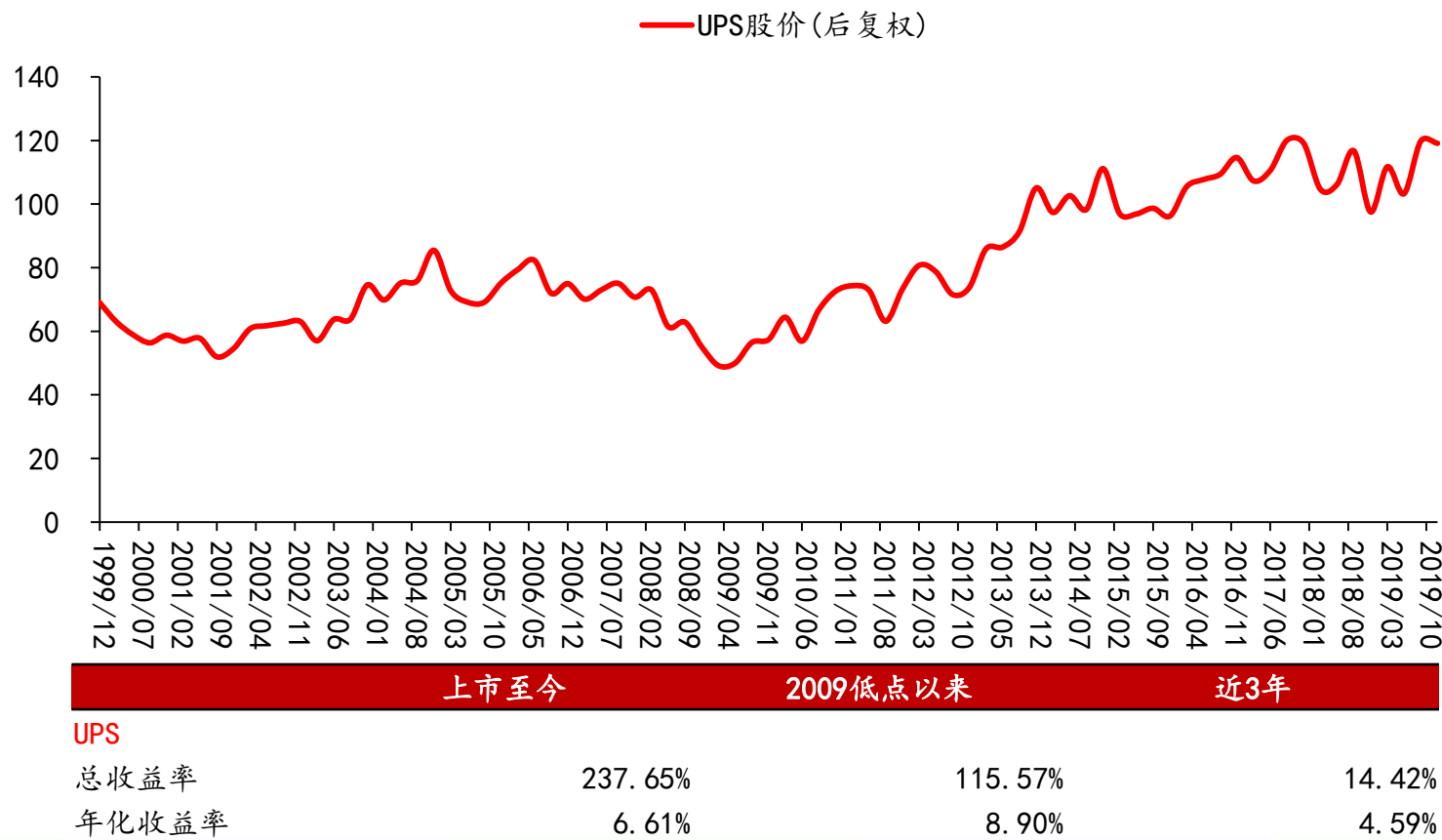


二、历经百年风雨，但近20年并无显著超额收益

2.1 20年市值翻一倍，年化收益只有6.61%

- 作为综合物流龙头，UPS并未创造让投资者满意的回报水平：上市20年其市值增长仅略超一倍，年化收益6.61%。即使在2009年的低点开始投资，至今总收益率也仅有115.57%，年化收益8.90%。

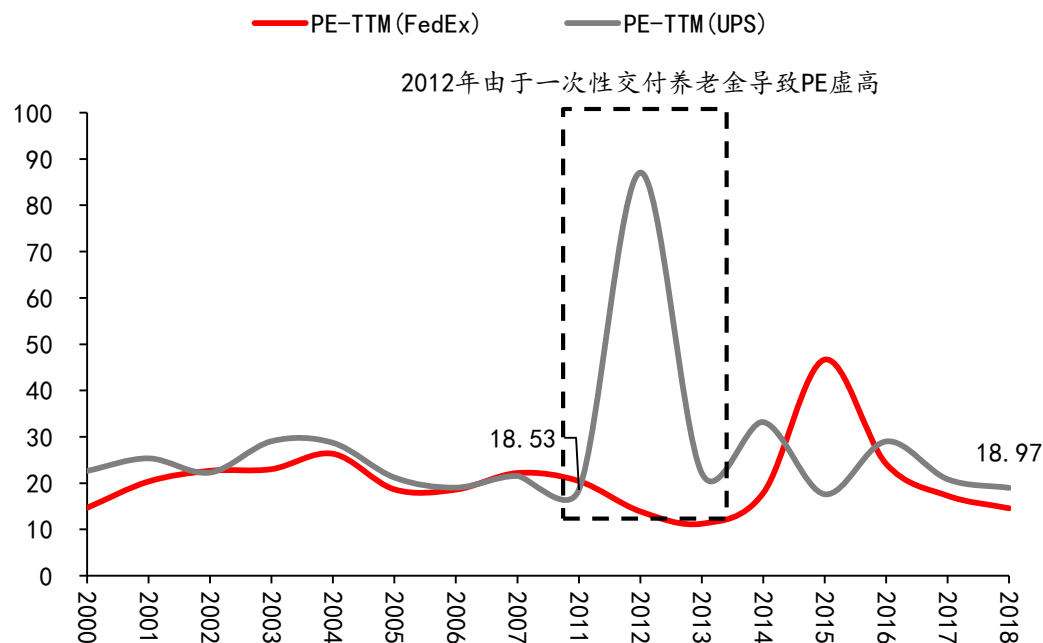
图表14：UPS上市至今年化收益6.61%



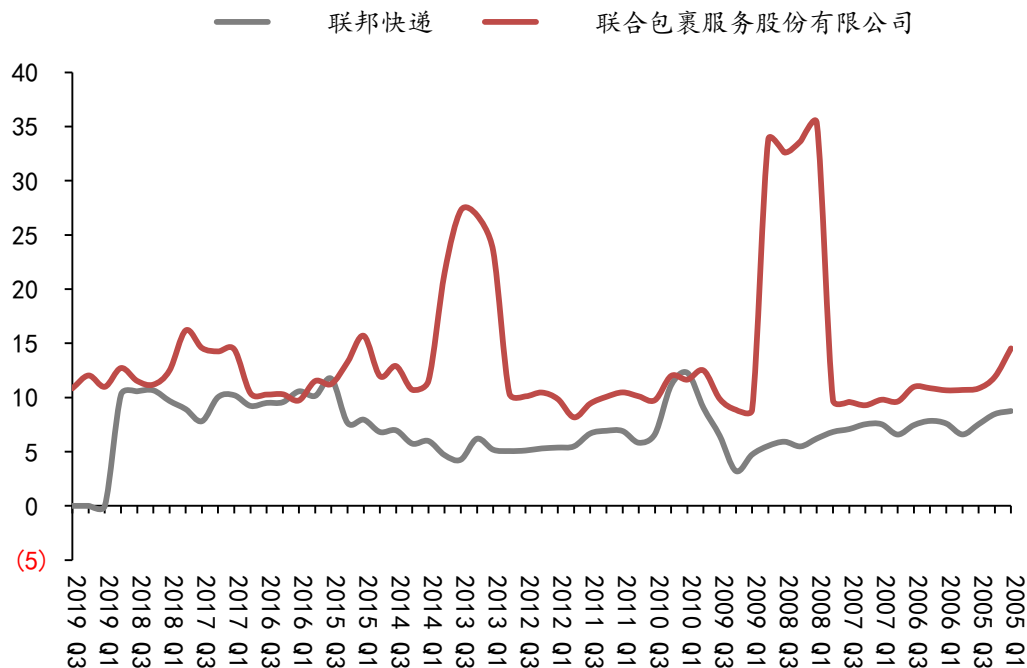
2.3 十年估值中枢未上移，PE稳定在20倍左右

- 总体来看，UPS估值稳定且略高于FedEx，PE和EV/EBITDA中枢分别为20、10。
- 近十年，随着美国利率的下调，标普500PE中枢从2011年14.80上抬至2018年的23.39，但UPS其PE仅从18.53提升至18.97，估值是UPS跑输标普500的重要原因。而估值中枢不能上移的本质原因是在没有提价能力的快递行业，行业增速基本决定了企业业绩增速，近十年美国快递行业增速放缓至GDP增速，最终导致UPS业绩增速中枢下移，估值中枢未随标普500上移。

图表17：UPS的PE稳定在20倍左右



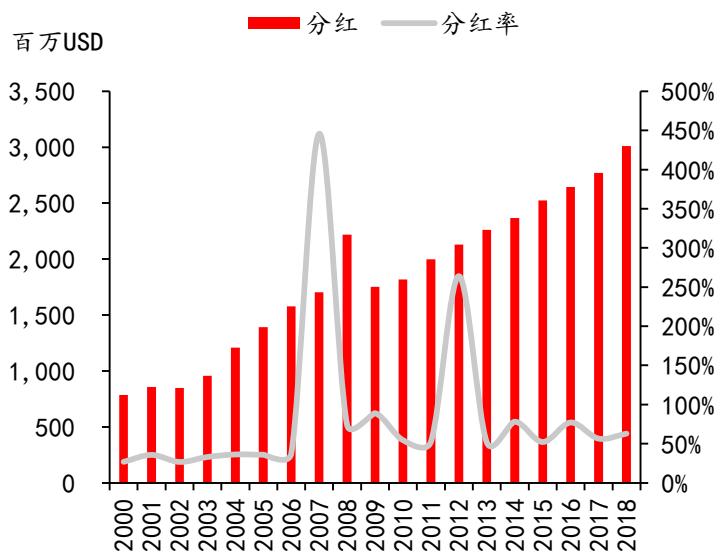
图表18：UPS的EV/EBITDA 稳定在10倍左右



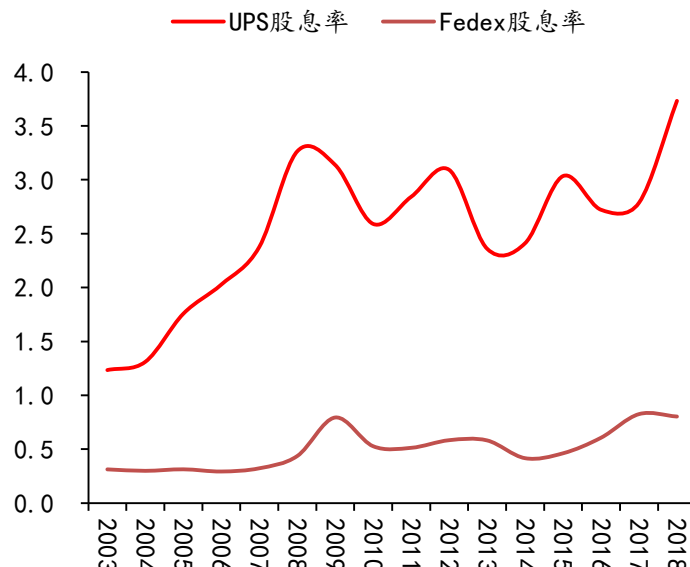
2.4 类债券股属性，高分红高回购

- **利润低速稳健增长，UPS具备类债券股属性：**迈入成熟期，分红和回购是UPS为股东创造价值的重要形式。UPS的股利支付率多年超100%，股利增长率稳定在6%-10%区间内，而其股息率在2018年达到3.73远超FedEx的0.8与行业均值1.93。

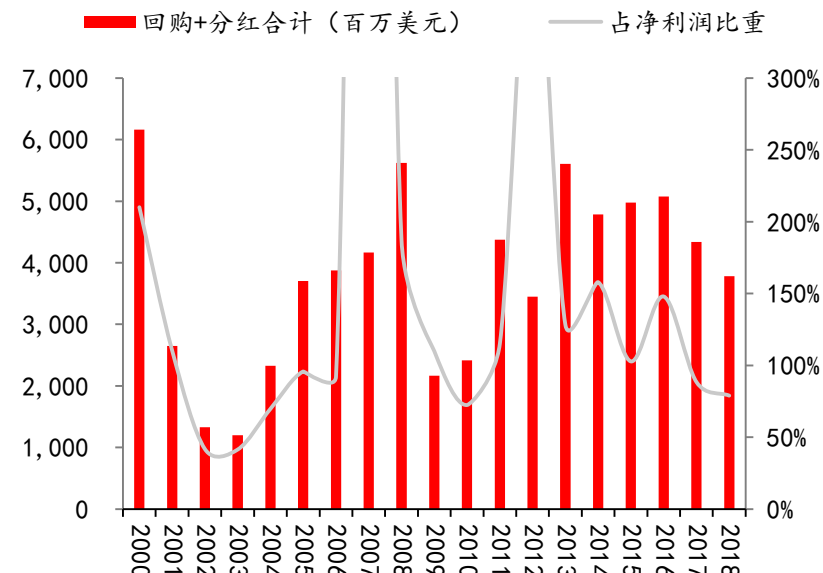
图表19：UPS分红稳健增长



图表20：UPS股息率远超FedEx



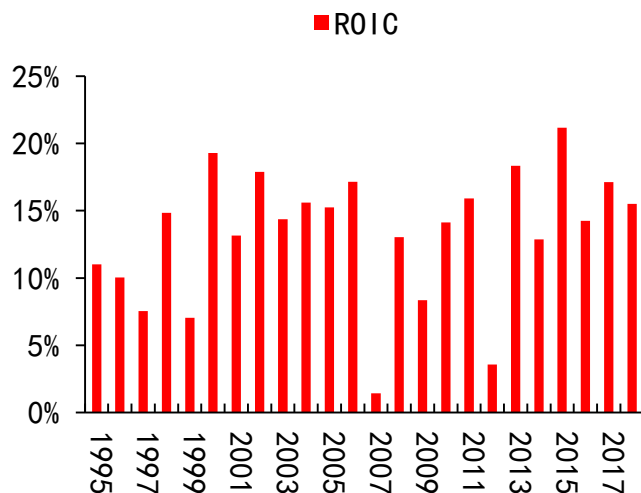
图表21：连续多年回购+分红金额超净利润水平



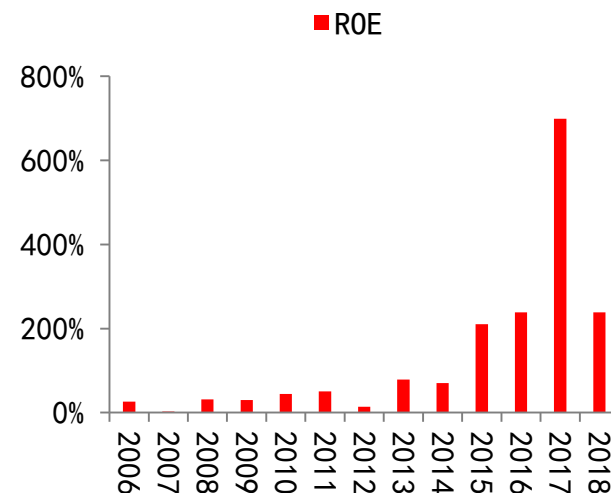
2.5 ROIC稳定

- 重资产护城河叠加UPS综合物流业务的客户黏性，其ROIC稳定在10%-15%区间，稳定的ROIC使得UPS能够持续为股东创造价值
- ROE则因过多养老金负债出现异常，不具备参考价值。

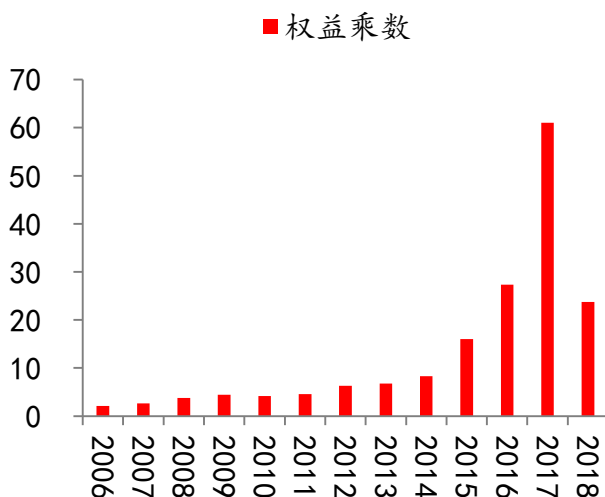
图表22: ROIC较稳定, 10%-15%



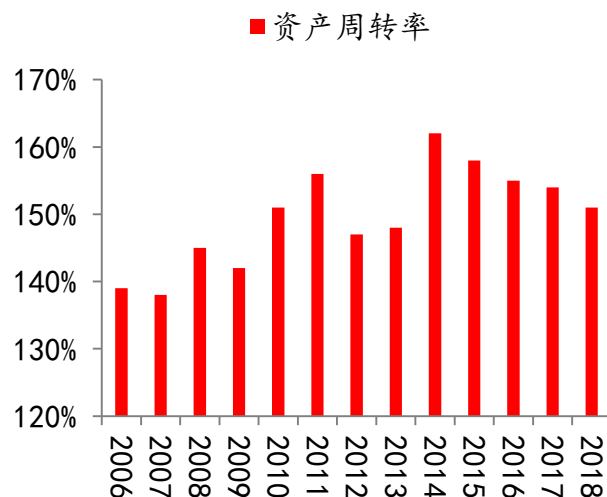
图表23: ROE因异常负债率快速上升



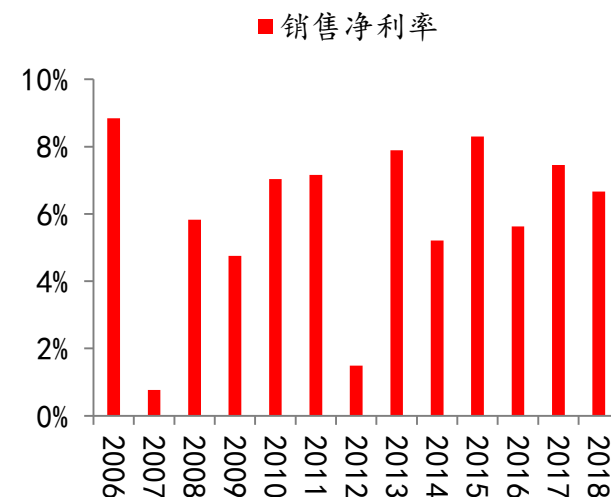
图表24: 过多养老金负债导致权益乘数出现异常



图表25: 资产周转率中枢是1.5



图表26: 销售净利率中枢是7%



三、垄断阶段到来之后，为什么难有超额收益？

①大国是孕育物流巨头的土壤，大国才有大物流

- 综合物流是服务于一国生产需求、商务需求、消费需求的基础性行业，其规模和空间并不是由自身决定的，而是由母国的经济发展水平和产业结构所决定。

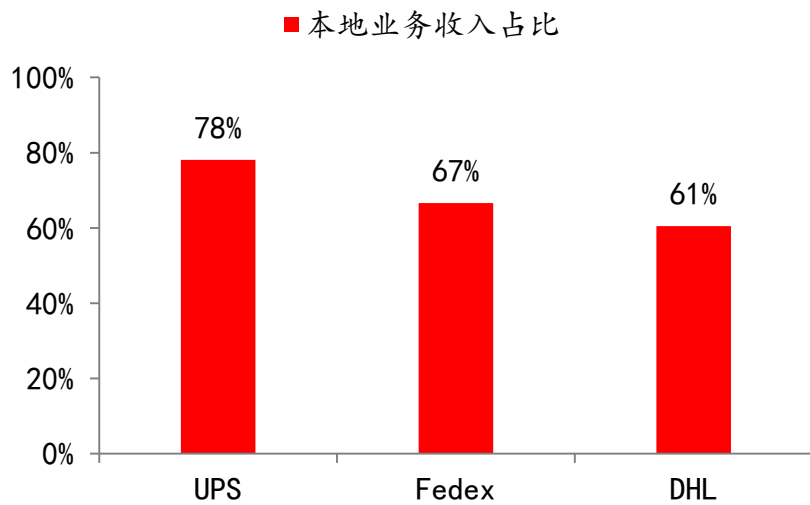
图表27：物流巨头均诞生于经济大国

	排名	国家	2018GDP总量 (万亿美元)	GDP增速
	1	美国	20.49	2.86%
	2	中国	13.61	6.60%
	3	日本	4.97	0.79%
	4	德国	4.00	1.43%
	5	英国	2.83	1.40%
	6	法国	2.78	1.72%
	7	印度	2.73	6.98%
	8	意大利	2.07	0.86%
	9	巴西	1.87	1.12%
	10	加拿大	1.71	1.88%

① 大国是孕育物流巨头的土壤，大国才有大物流

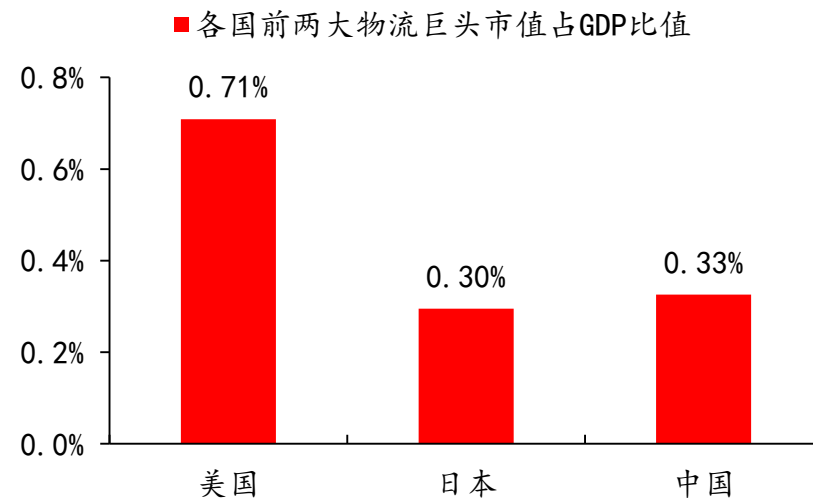
- 全球GDP第一的美国诞生了UPS与FedEx两大巨头，全球GDP第4的德国承载了DPDHL，纵观综合物流三巨头，无一不是以本国（本洲）市场为根基。即便是国际间快递网络，也是伴随着本土企业出海而逐步建立起来的。由于缺乏母国市场的支撑，总部位于荷兰、过去四巨头之一的TNT最终也没有摆脱被收购的命运。
- 母国市场的规模直接决定物流巨头的成长空间，日本快递龙头YAMATO虽然也历经百年，但由于国内市场空间不足，市值仅能达到600亿人民币规模。

图表28：国际三巨头本地业务占比均超过60%



注：UPS和FedEx为2018年美国收入占比，DHL数据为2018年欧洲收入占比

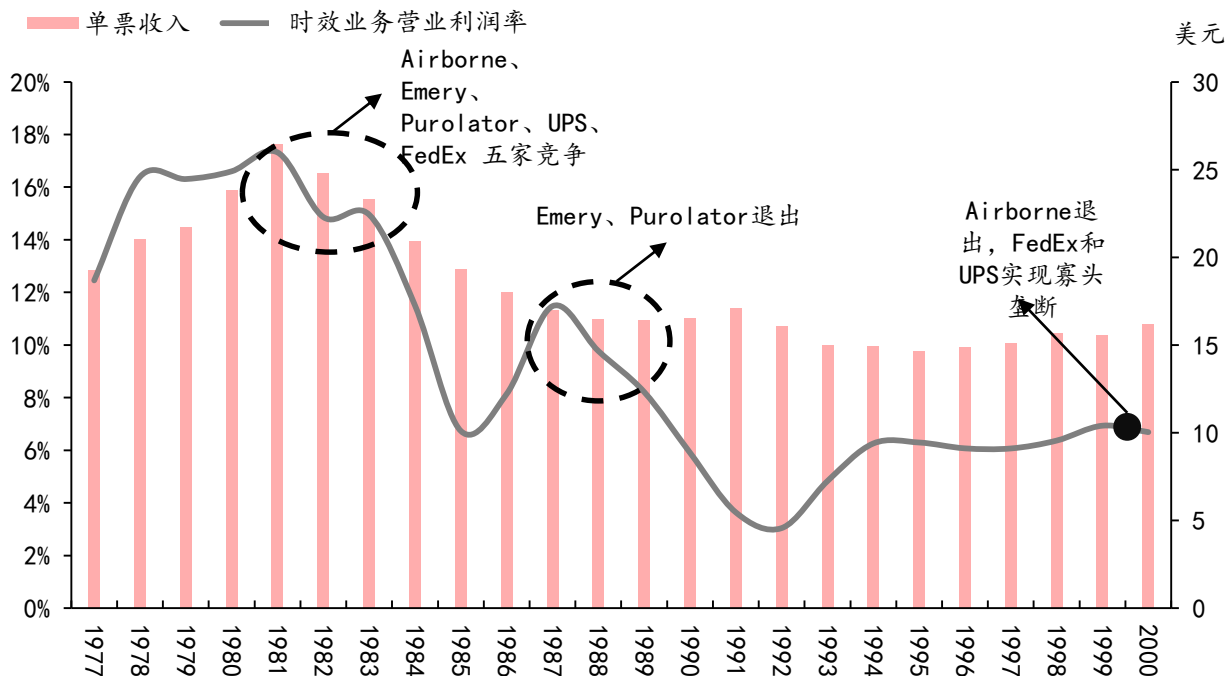
图表29：美国两大物流巨头市值占GDP比值高达0.71%



② 持续的规模效应导致行业高度集中

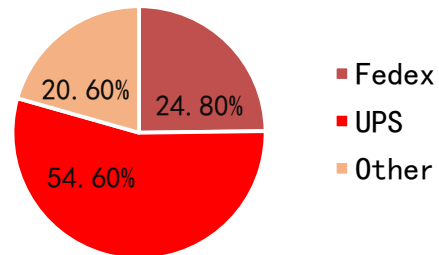
- 对于综合物流企业而言，无论快递还是快运，面临的都是同质化竞争，成本是核心护城河。随着规模效应的持续显现，行业最终必然走向高度集中和垄断，从而将整个市场的利润集中于两三家企业手中。具备规模和管理优势的UPS，是规模效应的最大受益者。

图表30：时效件市场经过10年以上竞争最终形成垄断

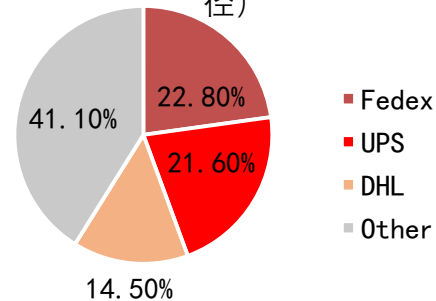


注：作图采用的是FedEx单票收入和时效业务营业利润率

图表31：2018美国快递市场中UPS市占率第一（收入口径）



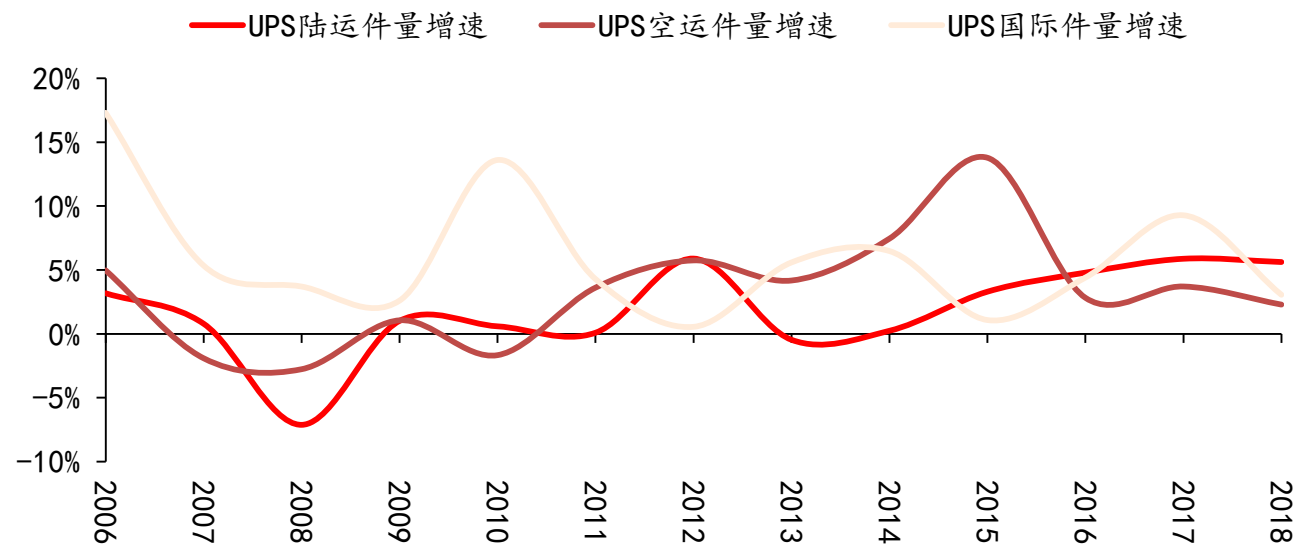
图表32：2018国际间快递市场UPS市占率第二（收入口径）



① 量：处于成熟期，商务件红利已过，增长乏力

- UPS的存量业务以传统商务件市场为主，2000年前UPS和FedEx就已经实现了全美网络的深度覆盖，同时行业进入成熟期后，其商务件需求已经被深度挖掘，增速放缓逐渐贴近GDP增速。

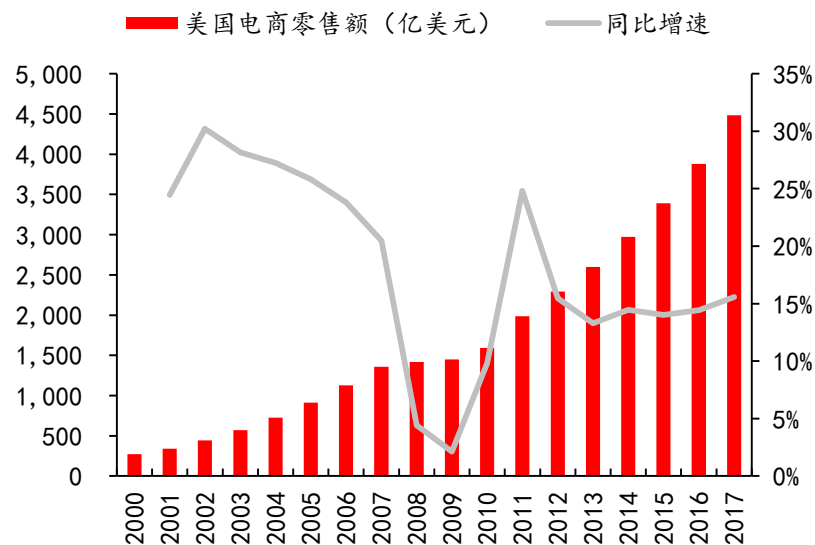
图表33：UPS完全步入成熟期，业务量增长乏力



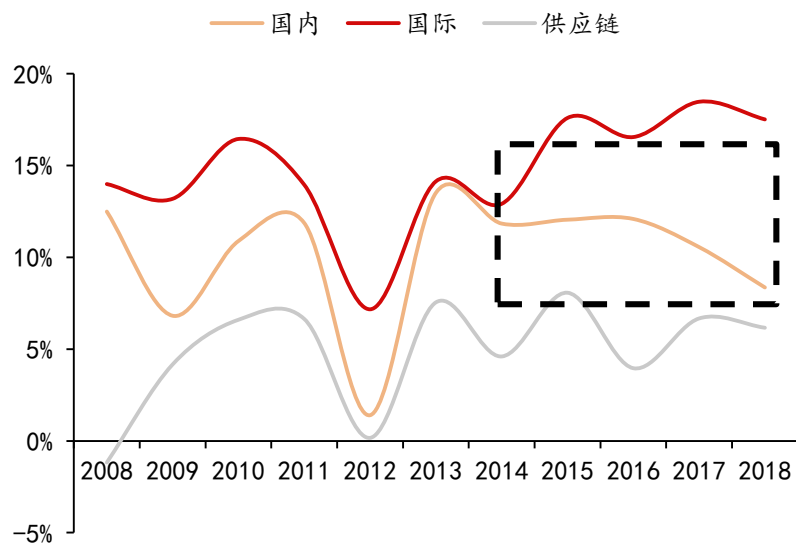
① 量：电商件红利期到来，但其需求与UPS网络能力不匹配

- 2010年后美国电商市场进入高速增长期，但UPS原本为中高端需求设计的产能与电商件低价的需求特点匹配度并不高，导致公司并未能享受到电商快递的增长红利，反而因为要匹配电商件的需求属性重新投入产能而导致利润短期承压。

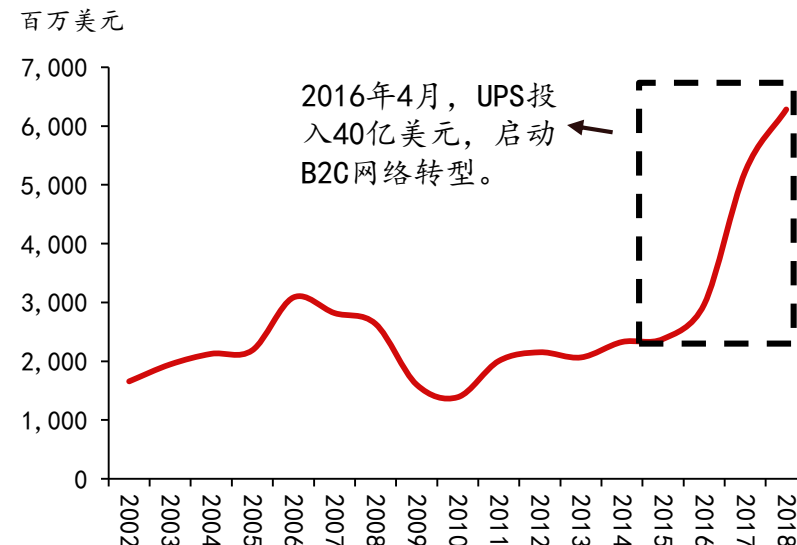
图表34：美国电商零售额维持15%左右增速



图表35：UPS国内件营业利润率下滑，由于电商件快速增长所致



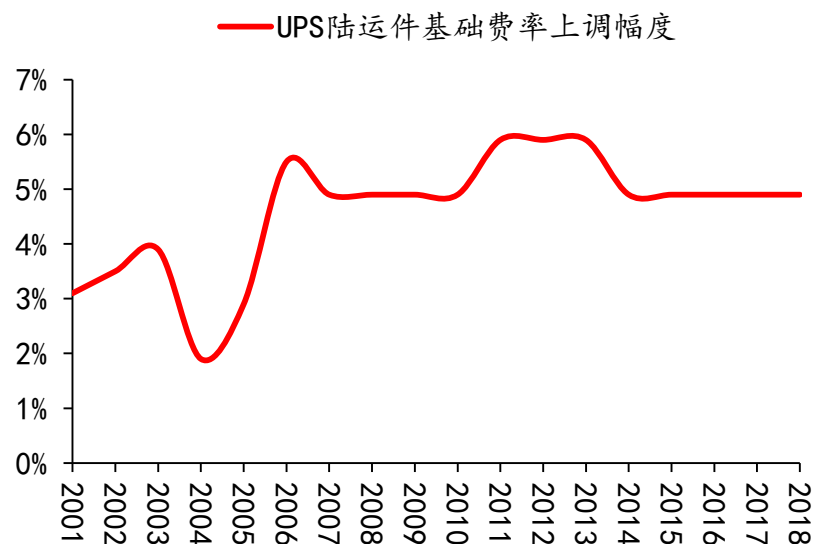
图表36：UPS近年来为更好电商件加大资本开支力度



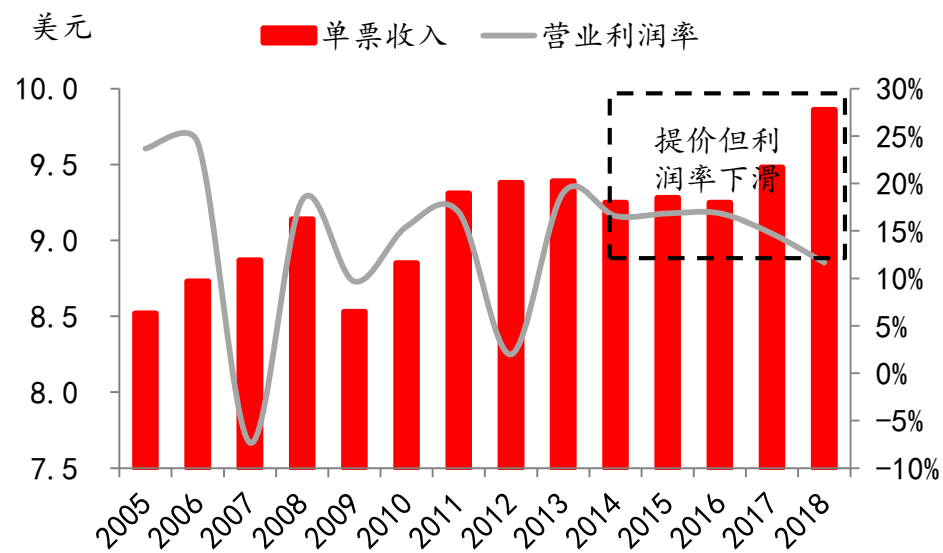
② 价：同质化竞争，并不具备实质性提价能力，价格只能跟随通胀上涨

- 虽然已经完成高度集中，进入寡头垄断阶段，但作为同质化竞争的行业，即便只剩两家，价格竞争也仍然存在。近20年来，UPS的价格只能跟随通胀上涨，以应对人工成本的增长，利润率无法提升。

图表37：UPS陆运件每年都会上调基础费率



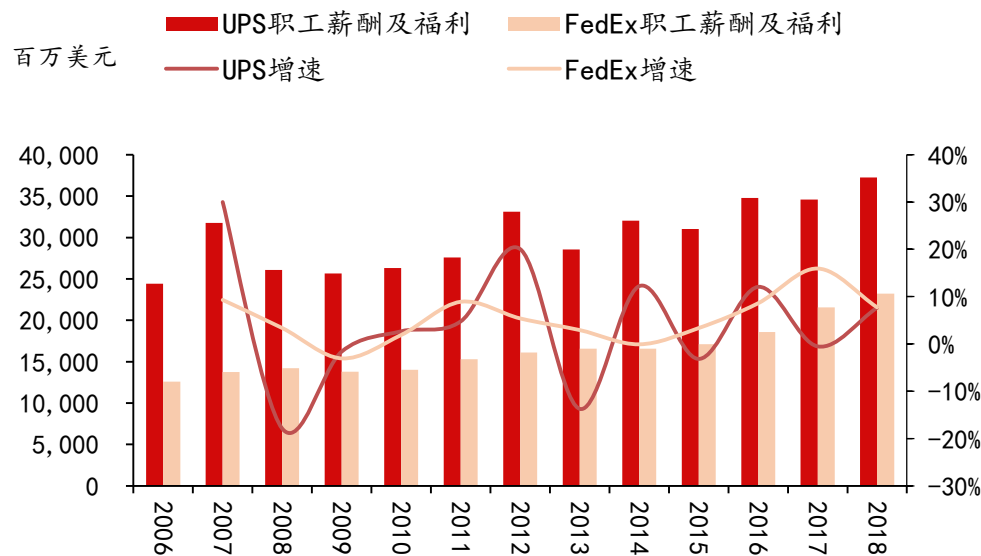
图表38：单票收入提高并不意味着利润率的提升



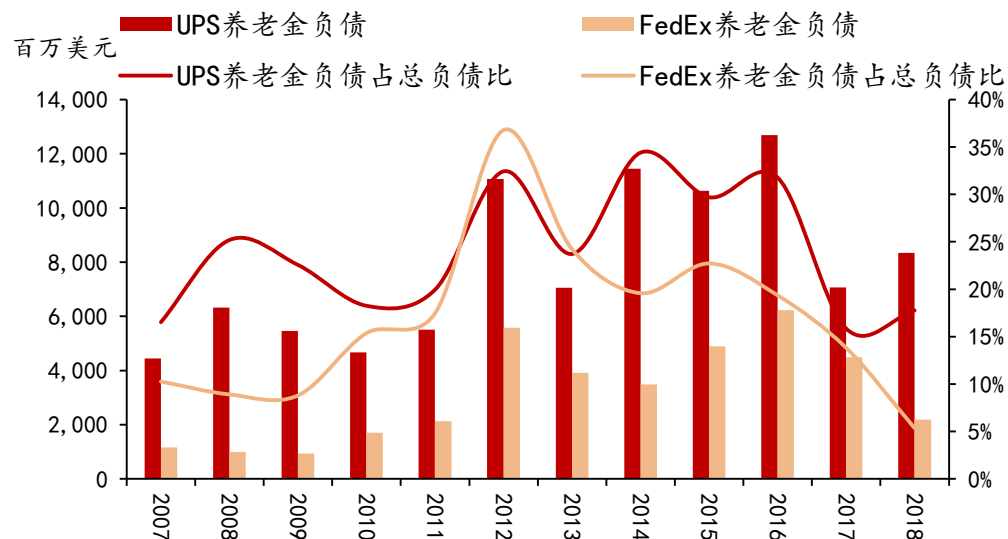
② 价：价格上涨以覆盖人工成本增长为主要任务

- 直营快递企业难以摆脱人力密集型企业的困境，2016年UPS共有直营员工48W人，远超FedEx27W（其中7W人为外包员工），过多的直营员工数量给UPS带来巨大的人工成本压力。
- UPS高负债的主要原因就是人工成本压力导致的内部养老金负债高企。在直营制经营模式下，员工工会不断向公司提出更高的薪酬要求，使得UPS承受着人工成本呈周期性上升的压力。并且近几年美国员工医疗费用的快速提高和养老金账户投资收益的波动加剧都远远偏离其对于养老金负债的精算假设，从而导致其陷入内债居高不下的困境。

图表39：UPS人工成本增速高波动大



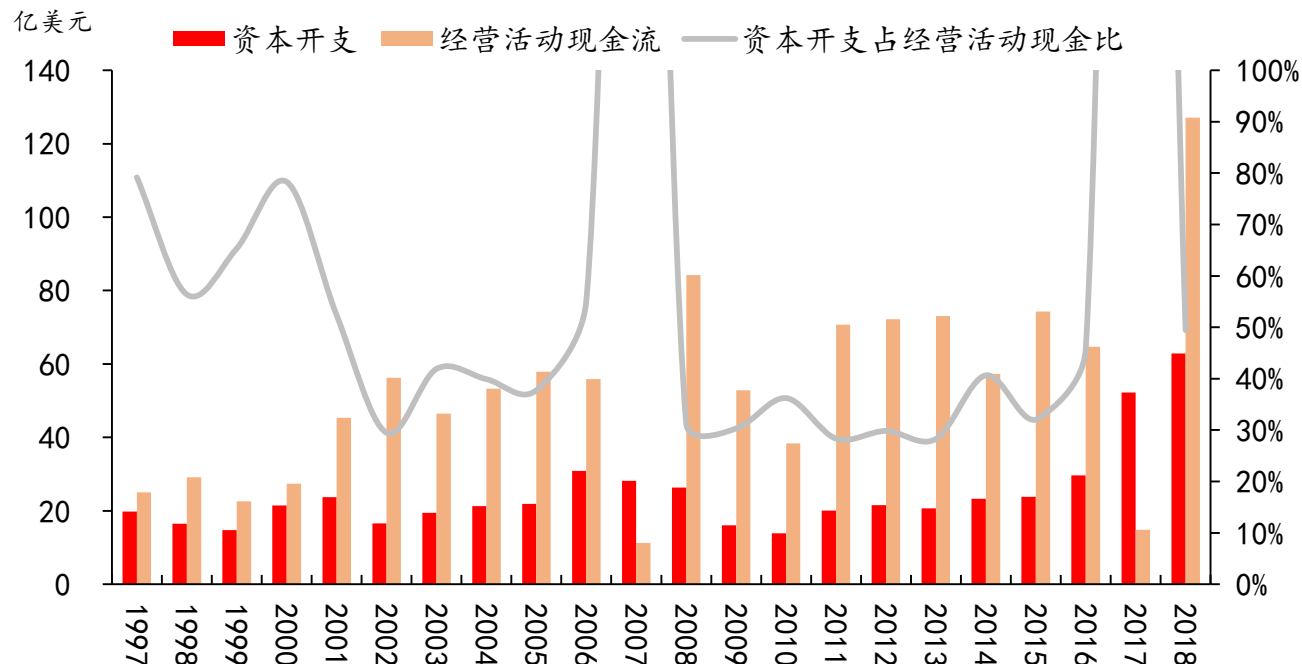
图表40：UPS养老金负债居高不下



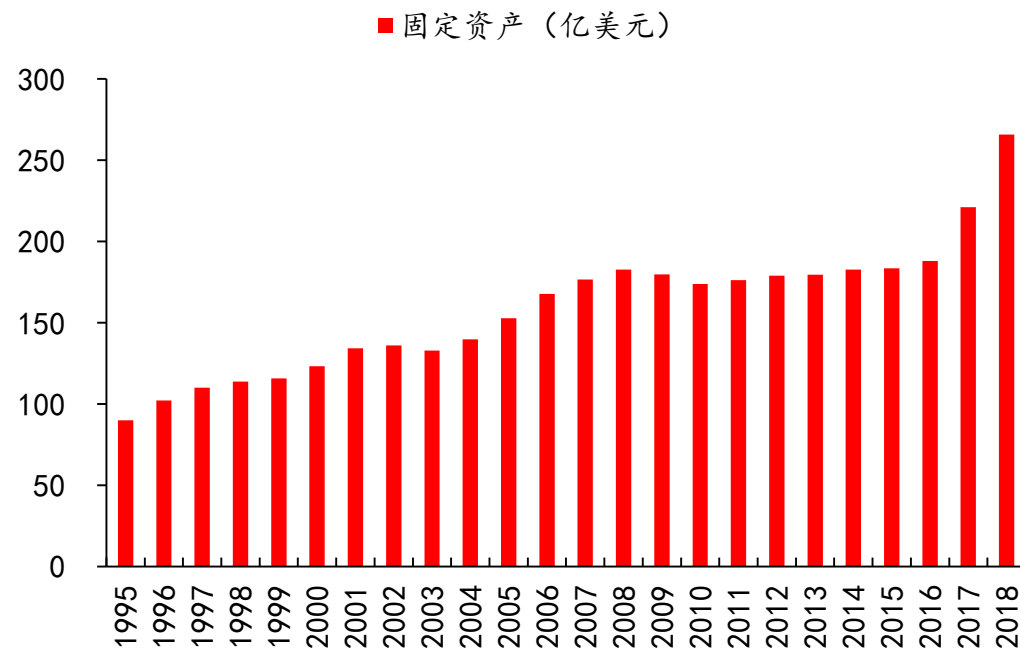
③ 直营制之下的持续高水平资本开支

- 直营制重资产商业模式之下，UPS每年资本开支占到经营活动现金流的30%。而且当需求发生变化时，仍需大额资本开支投入。
- 持续高额资本开支是损毁价值的原因之一。

图表41：资本开支占经营活动现金流比值中枢在30%



图表42：重资产商业模式下，每年存量替换10%的固定资产就能产生20亿美元左右的资本开支



3.3 对中国综合物流企业投资借鉴意义

- 综合物流企业的黄金投资阶段是成长期而非成熟期，在没有增量红利的前提下，行业即使完成垄断，也难以持续创造超额收益。从UPS和FedEx的发展历程中，我们能够发现两种确定性的投资机会：
 - (1) 价格战结束时，行业利润率回升带来的短期显著超额收益
 - (2) 行业在业务量高速增长结束之前完成寡头垄断，充分享受量的红利
- 与直营制主导的美国市场相比，中国综合物流市场以中低端需求为主，商业模式上加盟制占据主导，而加盟制可以有效规避高额资本开支和减轻人工成本负担，或有助于破解价值困境，提升长期ROE水平，走出一条独具中国特色的综合物流巨头之路。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

致谢

感谢邮政科学研究规划院情报信息团队对本系列报告提供的研究支持。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

THANKS

方正证券 正在你身边



方正证券股份有限公司

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦B座11层

11F, Pacific Insurance Building, No.28 Fengsheng Lane, Taipingqiao Street,
Xicheng District, Beijing, China

