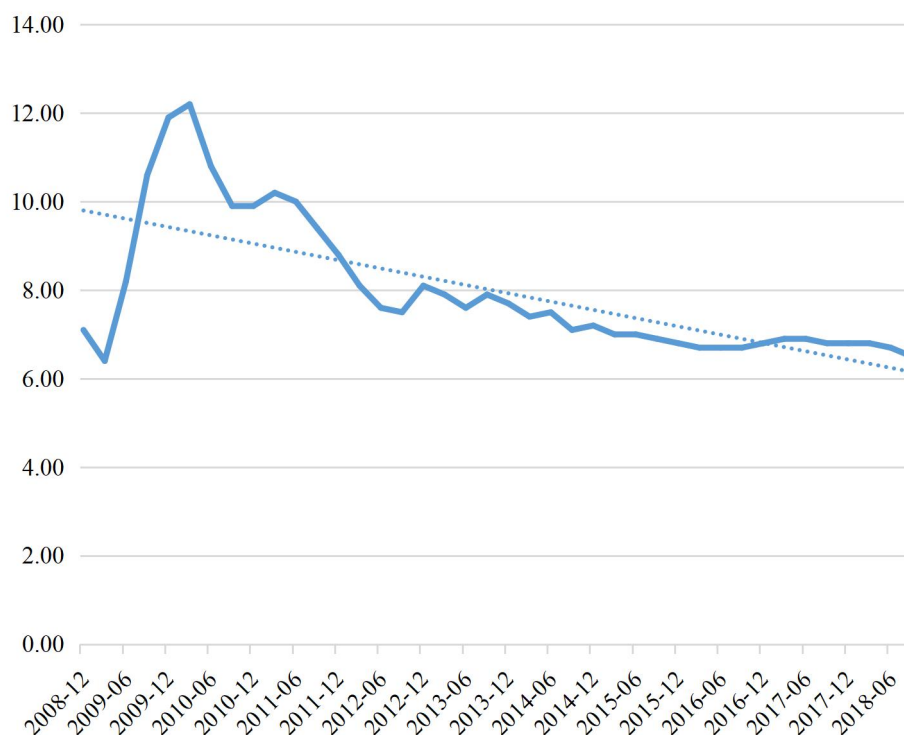


顺丰控股研究报告

第一部分 宏观分析

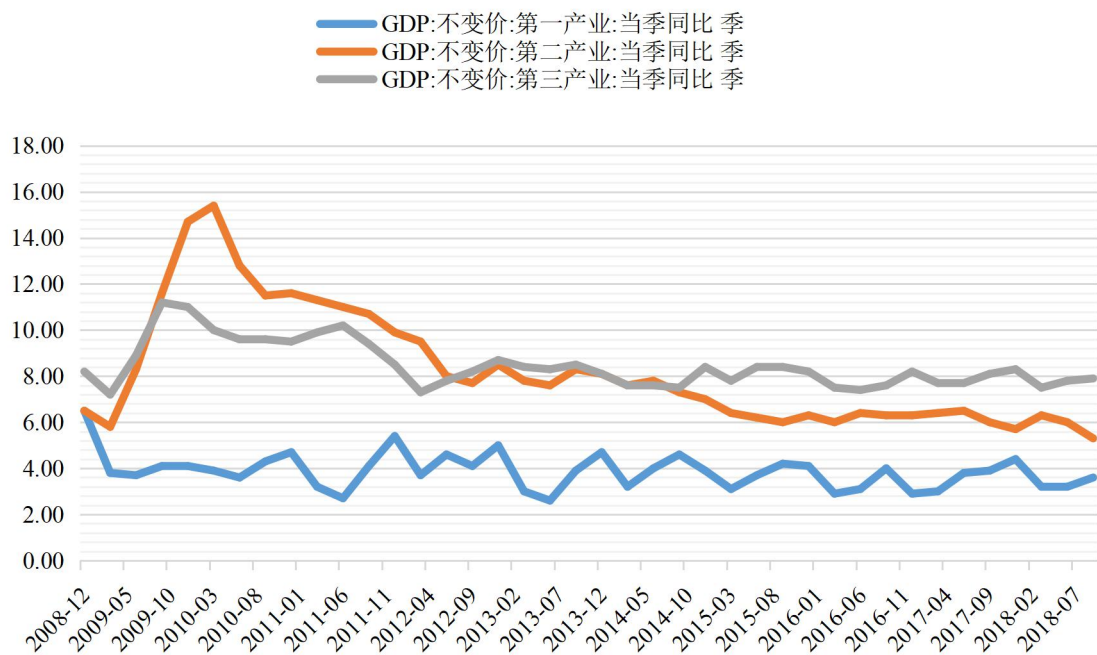
宏观分析将从经济指标、货币政策、财政政策以及贸易环境来分析我国经济运行现状，并对未来走势做出判断，以便对顺丰控股的估值分析提供理论支撑。



数据来源: WIND

图 1-1 GDP 同比增速 (%) 变化图

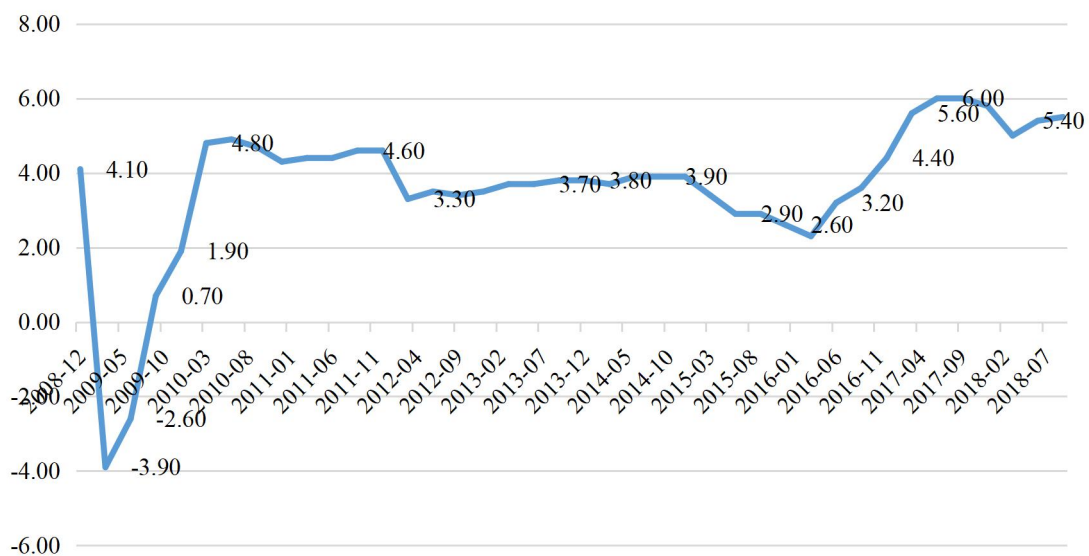
根据国家统计局公布数据显示,我国前三季度 GDP 同比增长 6.7%,其中三季度增长 6.5%为 10 年新低,说明当前经济下行压力较大。GDP 增速下滑一方面与全球经济走势相关,自 2008 年经济危机以来,全球经济经历了低估、复苏、通胀三个阶段。当前通胀高起,美国率先采取加息政策,对新兴市场形成了冲击,土耳其等国家影响较大,我国经济也受到一定程度影响。另一方面我国在 2015 年底推出“供给侧”改革,加速传统落后产能出清、降低固定资产投资,经济增速受到影响。



数据来源: WIND

图 1-2 三大产业 GDP 同比（%）变化图

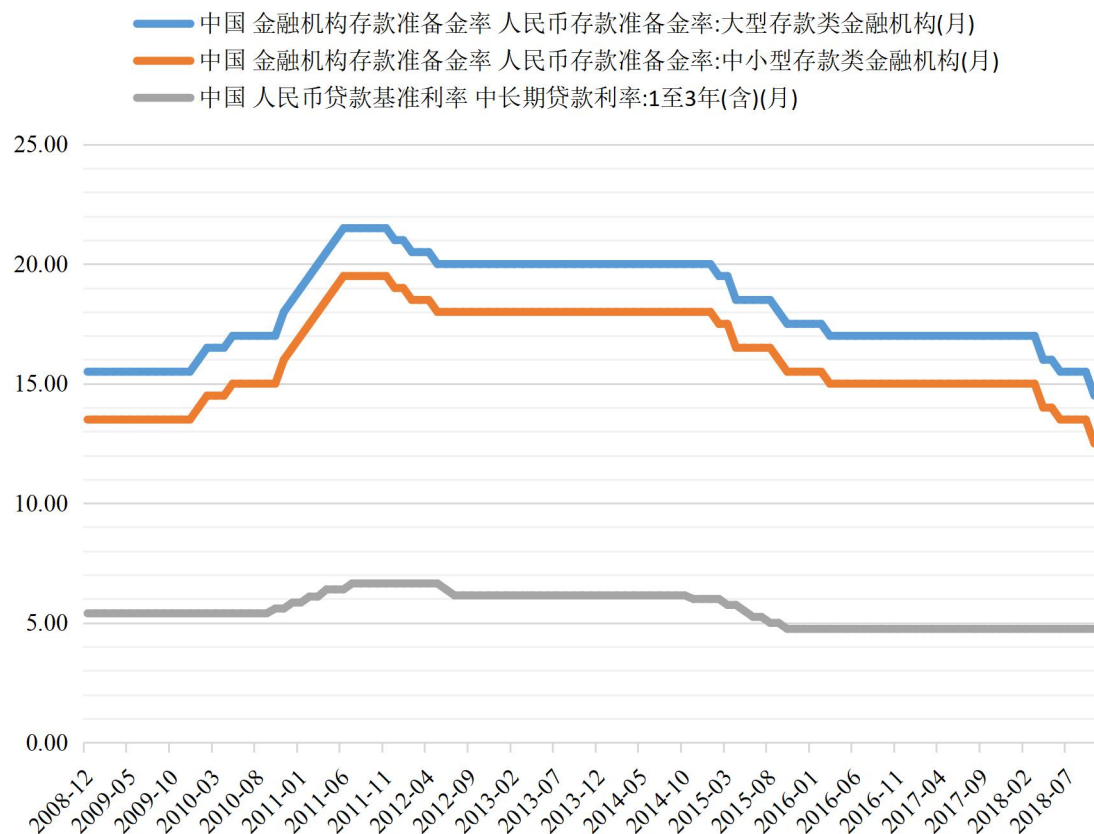
由图 1-2 可发现,2012 年以来第三产业对 GDP 贡献同比增速超过第二产业,截止到 2018 年 9 月份,第三产业 GDP 同比增速 7.9%。一方面是因为第三产业涉及到居民生活的各个方面,跨越经济周期能力较强,经济增速下滑对产业发展影响较小;另一方面我国经济在发展过程中主动调整经济结构,不断提升第三产业投资规模,成为第三产业持续高速增长的关键。



数据来源: WIND

图 1-3 GDP 累计同比贡献率：交通运输、仓储和邮政业/季（%）变化图

服务业逐渐成为经济增长新引擎，交通运输、仓储和邮政业务对 GDP 的贡献持续上升。上图可看到，自 2010 年以来，该行业整体同比贡献率在 4.8% 上下震荡，自 2016 年 6 月调整到 2.6% 之后出现稳步回升，持续回升至 2018 年 6 月份创新高至 6%。这说明仓储物流、交通运输业在过去两年中发展势头迅猛，对 GDP 贡献度快速增加。



数据来源:WIND

图 1-4 货币政策变化图

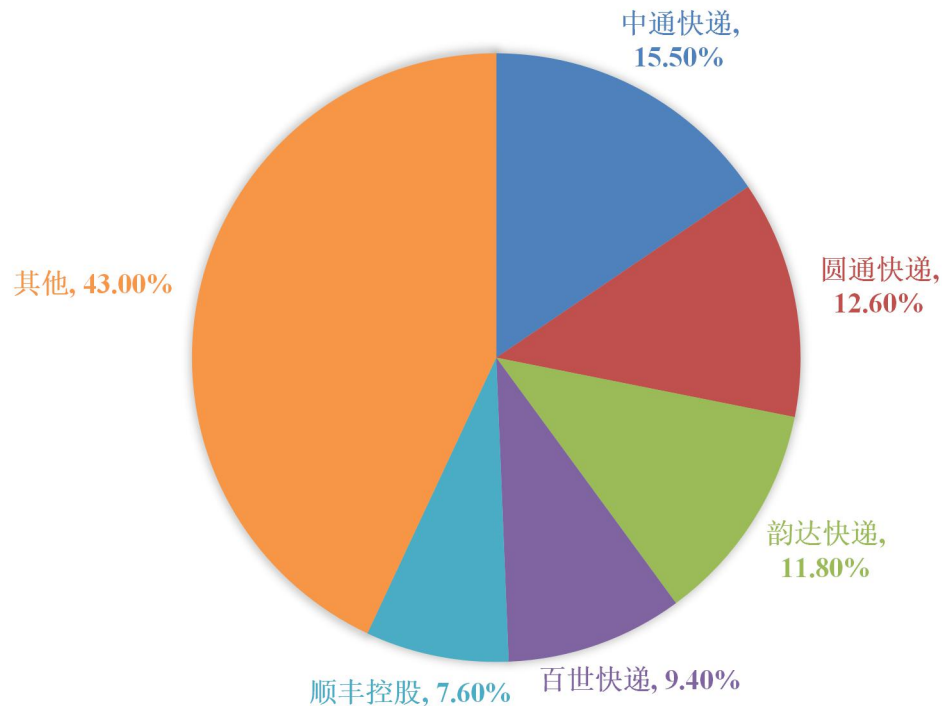
从图 1-4 可知，金融机构存款准备金率自 2011 年之后持续下调，当前运行在最低位置。货币政策的持续宽松对我国经济调结构促转型提供了良好的金融环境，有利于我国经济平稳发展。

受中美贸易战的影响，我国宏观经济面临情况错综复杂。展望未来，从拉动 GDP 增速的三大因素方面考虑，预计将会继续增加对第三产业的投资，政府将会进一步加强对经济结构调整优化。从货币政策方面来看，宽松的货币政策有望继续维持。平稳的政治经济环境是企业获得合理估值的关键因素。

第二部分 行业分析

2.1 行业概况

我国快递行业起步于改革开放,随着电商平台的崛起,行业发展迈入爆发期,行业竞争加剧, 高端快递企业主要以顺丰为代表棋无对手。



数据来源: WIND

图 2-1 2017 年中国快递市场竞争结构图

细观我国快递行业目前整体竞争格局,可见中通快递市场占有率较高为 15.50%,其次圆通快递为 12.60%,以品质服务赢得市场青睐的顺丰控股快递业务市场占比仅为 7.60%,其他快递公司累计占比 43.00%。

整体来看,快递行业竞争较为激烈,顺丰控股高端市场品牌号召力强,但市场占有率并不高。

2.2 发展阶段

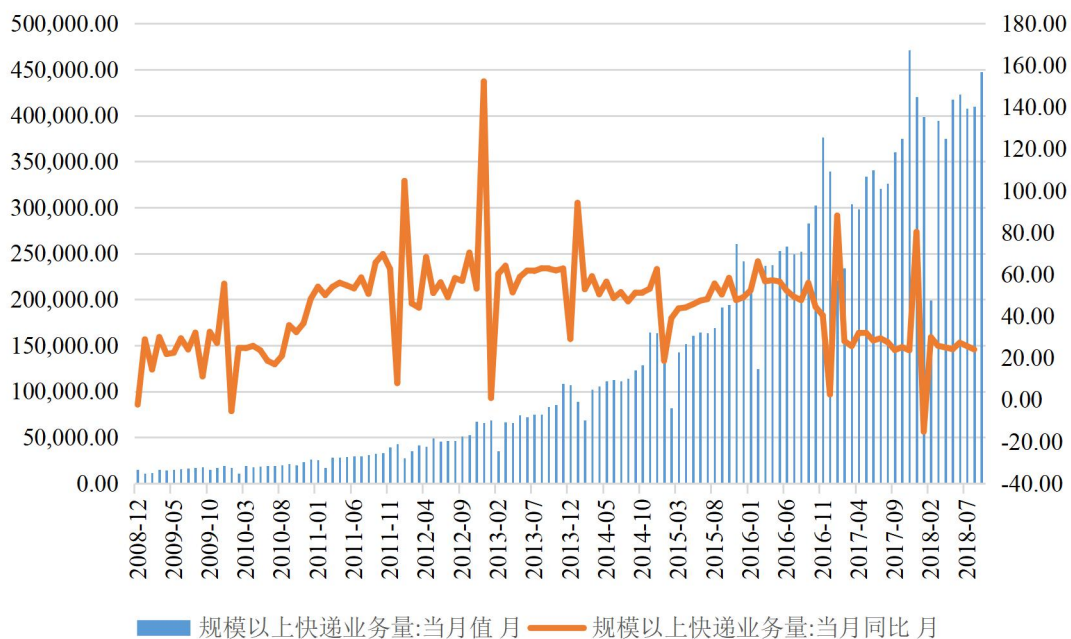
根据国外快递行业发展历程,可以发现快递公司的发展主要经历如表 2-1 所示的 3 个阶段:

表 2-1 快递行业发展阶段表

完全竞争	龙头竞争	寡头竞争
单一快递业务	综合物流业务	综合物流服务
行业集中度低	行业集中度小幅提升	行业集中度大幅提升
成本竞争为主	服务竞争为主	多元化竞争为主
快递企业盈利快速增长	快递企业增长放缓	快递企业盈利快速上升

根据我国快递行业发展最新动态来看，最近几年出现了一系列并购事件，如苏宁收购天天快递，快捷快递被申通入股并购等，说明当前快递行业龙头效应逐渐加剧，行业集中度正在提升；顺丰控股为代表高端快递公司的崛起，说明了快递行业正在由成本竞争向服务竞争过渡；随着同城快递、冷链物流等发展，快递公司业务已经由单一快递向综合物流服务方向发展。以上现象表明了我国快递行业正处在“完全竞争”向“龙头竞争”过渡阶段。

2.3 行业业务量

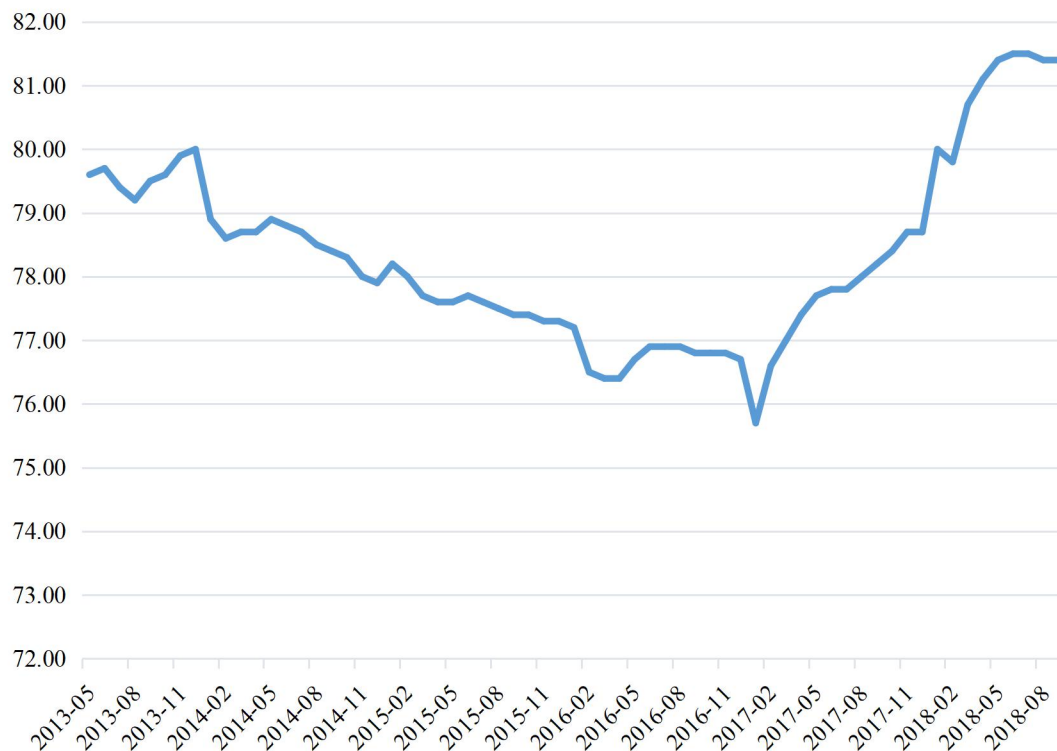


数据来源：WIND

图 2-2 行业业务量变化图

从行业业务量来看，截至 2018 年 9 月份，累计完成快递业务量 447.6 亿件，同比增速 24.1%。虽然整体增速出现小幅下滑，但是快递业务量仍处于高位运行状态，这主要是得益于拼多多、跨境电商等平台的崛起，正在拓宽快递业务新版图，未来行业增长有望持续。

2.4 行业趋势



数据来源: WIND

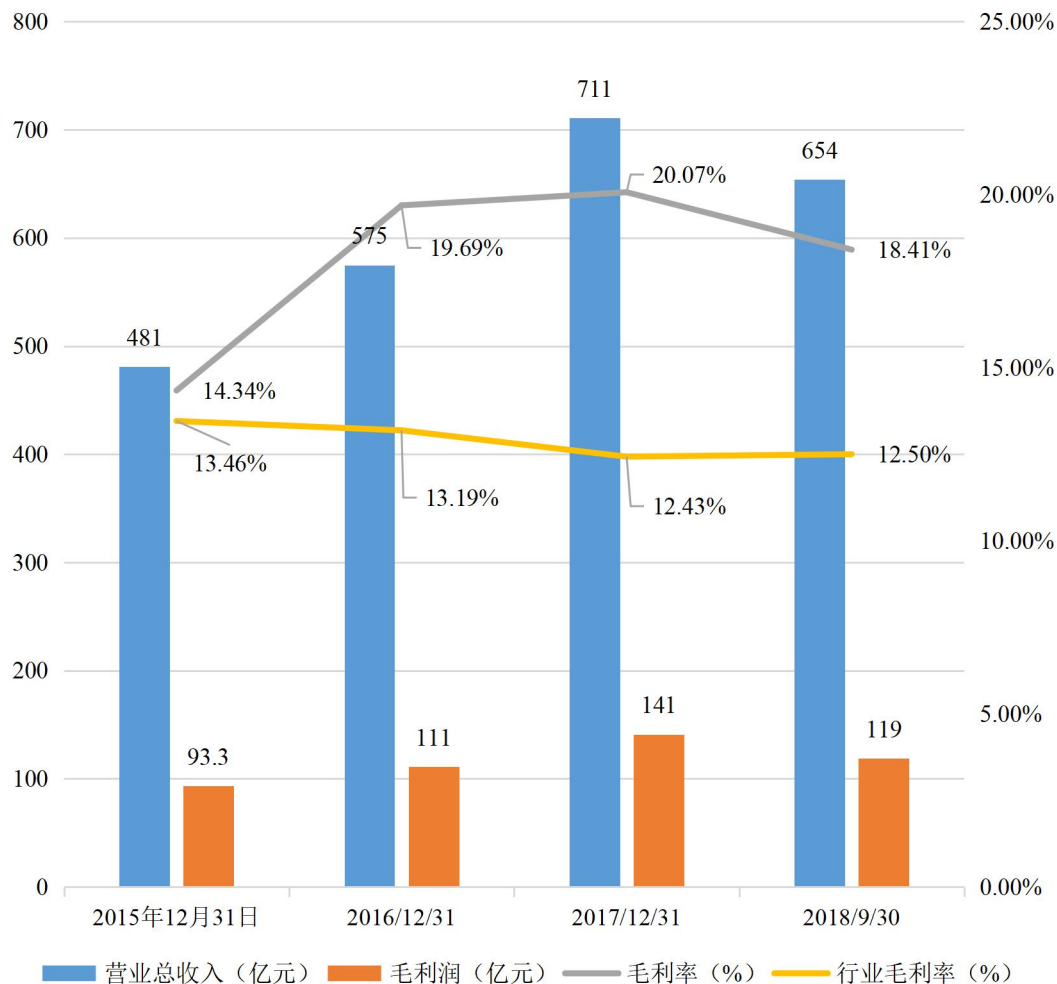
图 2-3 快递服务品牌集中度指数 CR8 月图

图 2-3 可看出行业集中度自 2017 年初开始不断提高, 客户更加青睐于服务质量优秀的快递公司。随着消费升级、消费者对服务体验的要求越来越高, 快递行业以顺丰控股为代表的一批成本管控能力强、服务质量优秀的龙头公司有望持续扩大市场份额。

随着市场规模的不断扩大, 政策的不断完善, 企业对管理体制的不断加强, 科学技术应用的不断更新迭代, 未来快递行业市场将逐步过渡到龙头竞争阶段。拥有技术、人才、资金优势的快递公司进一步提升市场占比, 盈利能力将会持续改进, 龙头公司在市场发展中将会享受到更高的估值。

第三部分 财务分析

3.1 盈利能力分析

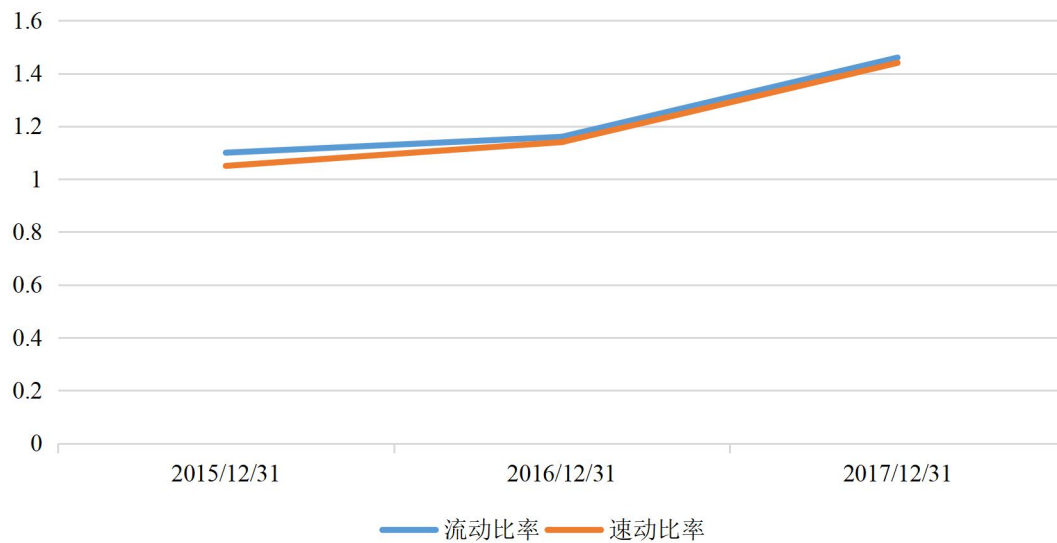


数据来源：公司年报

图 3-1 顺丰控股盈利能力分析图

顺丰控股自 2015 年上市以来，连续三年总收入持续攀升，截止 2018 年 9 月 30 日，总收入已达 654 亿元，毛利润达 119 亿元，盈利能力整体强劲。从毛利率来看，公司毛利率在 2017 年达到高点之后出现下滑，2018 年三季度显示毛利率为 18.41%。出现小幅下滑的主要原因是公司在 2018 年新增了低毛利率的业务，导致总体毛利率下滑，总体来看毛利率最近三年维持在 18% 以上，远高于 WIND 数据库统计的 2017 年行业平均毛利率 12.43%，公司竞争力强劲。

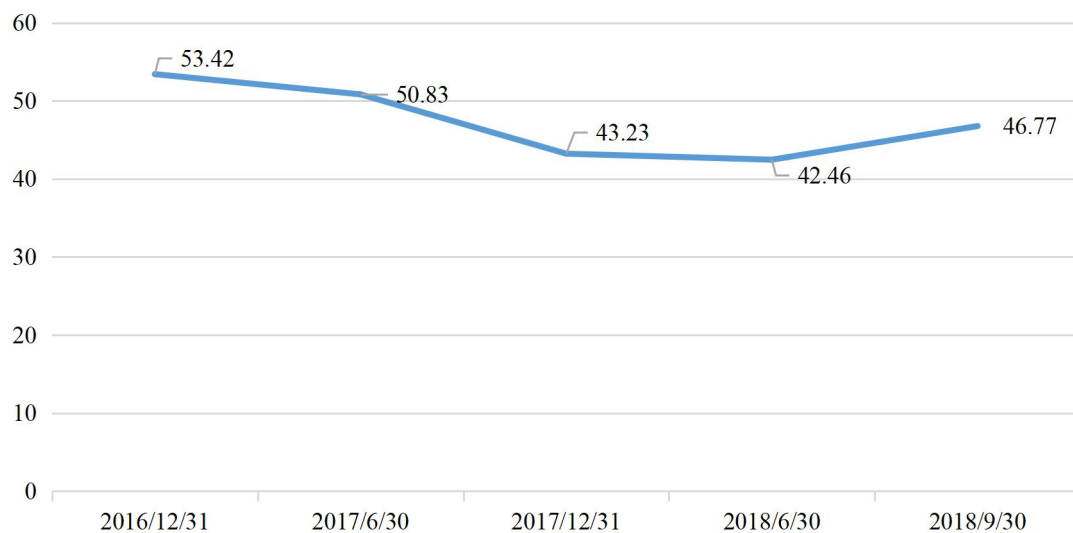
3.2 偿债能力分析



数据来源：公司年报

图 3-2 顺丰控股偿债指标图

流动比率和速动比率主要用来反应短期债务偿还能力，上图显示顺丰控股流动比率和速动比率均超过 1，而且最近三年呈现上升的趋势，表明公司偿债能力强劲。



数据来源：公司年报

图 3-3 顺丰控股资产负债率 (%) 图

公司偿债能力的改善同样体现在资产负债率的下降，从 53.42% 下降到 46.77%。顺丰偿债能力增强主要原因是公司经营状况良好，另外一方面 2017 年两轮定向增发融资使得公司财务结构更加合理，资金充裕，债务偿还能力增强。

3.3 运营能力分析



数据来源：公司年报

图 3-4 顺丰控股存货周转天数（天）图

存货周转天数主要反映公司资产运营能力，周转天数越短，说明公司运营能力越强，变现能力越快。顺丰控股整体效率较高，存货周转指标优异，2018 年三季度小幅攀升，主要是公司在 2018 年对跨境运输新业务的扩张，导致整体存货周转天数增加。

第四部分 估值分析

4.1 市盈率估值模型

顺丰控股最新市盈率为 34.8，2017 年每股收益为 1.12 元，每股市价=市盈率*每股收益=34.8*1.12=38.97 元。

2018 年 10 月 27 日，公司最新市价为 40.31 元，可以看到市盈率估值和市价基本接近，说明市盈率估值比较符合实际情况。市盈率估值的优点在于简单明了的告诉投资者在假定公司利润不变的情况下，以交易价格买入，投资股票需要多少年才能收回成本，同时将市场风险考虑在内。

4.2 市净率估值模型

顺丰控股最新市净率为 5.3，2017 年每股净资产为 7.41 元，每股市价=市净率*每股净资产=5.3*7.41=39.27 元。

市净率估值与顺丰控股实际股价更加接近，略高于市盈率估值计算的股价。

4.3 市价/收入比例估值模型

顺丰控股 2017 年每股销售额为 16.12 元，最新的市价/收入比例为 2.2，每股市价=16.12*2.2=35.45。

该种方式计算的股价远低于市盈率与市净率模型的估值。

4.4 相对估值

表 4-1 顺丰控股相对估值表

证券代码	证券简称	市盈率 PE	市净率 PB	EV2/EBITDA
002120.SZ	韵达股份	22.2	5.0	21.5
600233.SH	圆通速递	19.1	3.0	17.1
002468.SZ	申通快递	14.5	3.5	12.3
均值		22.1	3.1	40.2
002352.SZ	顺丰控股	34.08	5.3	23.1

从行业对比来看，顺丰控股市盈率、市净率估值指标高于行业均值，EV2/EBITDA 低于行业均值，整体依然高于韵达、圆通、申通等龙头快递公司。这主要是因为顺丰控股作为国内快递行业的龙头之一，依靠其高品质的服务获得消费者认可以及投资者的青睐，其利润增长速度稳定持续、品质极具竞争力，使得公司股价在二级市场享受到一定的估值溢价。

第五部分 分析总结

快递行业作为第三服务产业，在经济增速下滑、经济结构调整优化的当下，行业发展势头良好。顺丰控股自身财务状况良好，盈利持续，毛利较高说明公司护城河较宽。公司在快递行业以“高品质服务”赢得一定的市场份额，随着行业从完全竞争向龙头竞争过渡阶段，行业集中度有望进一步提升，公司有望获得更多的市场份额，这样的背景下支撑顺丰控股在资本市场享受高于同行的估值溢价。

本报告净字数：2967