

中信证券研究部



**扈世民**  
首席交通运输分析师  
S1010519040004



**汤学章**  
交通运输分析师  
S1010520090006

### 核心观点

顺丰过去十年的业绩波动性主要来产能和需求的错配，顺丰产能此前是按照时效业务规划投建，而需求很多时候又是由公司新产品推广的供给端决定，导致公司有明显的产能-业绩周期。公司目前的业绩压力主要在于业务规模超出网络产能瓶颈。我们认为顺丰处于最新一轮产能上行期阶段，下半年部分新产能投入以及四网融通见效，公司业绩有望同比改善，同时新一轮产能投入上行期后（2020H2~2021），预计明年公司步入成本改善的产能利用率爬坡期。

■ **快递是一个重资产+重管理行业，行业进入门槛持续抬升。** 快递行业的重资产属性体现在持续增加的业务需求叠加行业整合中的业绩承压之下，快递公司需要不断增加资本开支、投建产能，承接更多业务增量。快递行业的重管理属性体现在总部需要对全网数万家网点、数十万个快递员进行精细化管理、利益分配、产能规划，又是一个人力密集型行业，对总部管控要求较高。而行业价格加速下跌+规模效应又不断抬高行业盈利规模门槛，管理+产能+规模决定了快递行业进入门槛很高。而极兔由于在产能投建以及网点、流程管控上还未证明自己，因此极兔的杀入并快速起量并不意味着快递行业进入门槛较低。

■ **相比通达快递，顺丰业绩更容易受到产能瓶颈影响而表现出一定的波动性。** 通达快递公司是根据电商件需求以及自身份额提升情况稳步规划新增产能，需求稳健，产能可以匹配上需求增长。而顺丰之前大都是根据时效业务增速去规划，但是相当部分需求增量有些时候又是来自非时效产品，或者说顺丰业务增速目前阶段并非完全由需求端自然驱动，很多时候是由业务开拓的供给端驱动，因此顺丰比较容易出现产能和需求不匹配的情况（需求较容易超出产能瓶颈），进而造成成本攀升、业绩承压。2013年以来，顺丰3次快递产品下沉（拓展电商特惠件）过程中，都遇到了业务短期大增而需求超出产能瓶颈的问题，最终业绩放缓或者下滑（2014、2016H2~2017H1、2020Q4~2021Q1）。

■ **粗略测算目前顺丰业务量已经超出陆运网络最优经济产能的 10~20%，空运干线网络产能较为充裕。** 我们将顺丰陆运网络产能（分拨中心+干线运力）简化为房屋建筑物、土地、机器设备、运输工具资本开支金额，同时考虑到顺丰是直营网络公司，还需要在支线及网点投入，也需要对快运、冷链等物流新业务进行资本开支，我们均对其进行了调整。测算结果显示，2013年顺丰和中通分拨+干线运力产能原值加此后累计 capex 金额分别为 124 亿/263 亿元，按照中通日均 5000 万件最优经济产能，我们可以倒推出顺丰最优经济产能为 2400 万件/天，低于顺丰目前日均 2800 万件的业务量。因此顺丰目前全网成本有一定压力，预计随着后续新增产能到位，公司成本和业绩将逐步修复。由于可以提高飞机日均飞行班次，顺丰空运干线网络产能目前较为充裕，空网产能瓶颈或主要在机场的地面转运中心端，而鄂州机场后续投用对空运网络产能扩容意义重大。

■ **风险因素：**宏观经济增速下行；人工成本快速攀升；油价大幅上涨；顺丰时效件发展不及预期；顺丰四网融通等控本措施弱于预期。

■ **投资建议：** 综上，考虑到公司今年处于产能投入的上行周期，整体业绩会有所承压，但是到下半年部分新产能投入以及四网融通逐步见效，公司业绩有望同比改善，同时新一轮产能投入上行期后（2020H2~2021），预计明年公司步入成本改善的产能利用率爬坡期，并且并表嘉里物流，公司业绩将明显修复。我们调整公司 2021/22/23 年 EPS 预测至 1.00 /1.72 /2.24 元（原预测为 1.01 /1.42/1.82 元），现价对应 PE 为 73/42/32 倍。分部估值法下，给予时效业务 25 倍 PE、其他业务 1.5 倍 PS，测算公司目标市值约 4000 亿元，维持“买入”评级。

顺丰控股	002352
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	73.33 元
目标价	77.00 元
总股本	4,556 百万股
流通股本	4,490 百万股
总市值	3,341 亿元
近三月日均成交额	2,226 百万元
52 周最高/最低价	117.1/51.45 元
近 1 月绝对涨幅	13.70%
近 6 月绝对涨幅	-13.08%
近 12 月绝对涨幅	43.30%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	112,193	153,987	197,293	301,823	357,988
营业收入增长率 YoY	23%	37%	28%	53%	19%
净利润(百万元)	5,797	7,326	4,557	7,853	10,208
净利润增长率 YoY	27%	26%	-38%	72%	30%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.27	1.64	1.00	1.72	2.24
毛利率	17%	16%	13%	13%	13%
净资产收益率 ROE	13.7%	13.0%	5.7%	9.1%	10.7%
每股净资产 (元)	9.31	12.39	17.45	18.97	20.85
PE	57.7	44.7	73.3	42.6	32.7
PB	7.9	5.9	4.2	3.9	3.5
PS	3.0	2.2	1.7	1.1	0.9
EV/EBITDA	28.3	22.0	36.5	24.3	19.2

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2021 年 6 月 7 日收盘价

## 目录

快递是一个重资产+重管理的行业，行业进入门槛持续抬升 .....	1
产能周期是造成顺丰业绩波动的重要因素.....	3
简单测算顺丰目前网络的产能情况 .....	8
陆运网络产能 .....	8
空运网络产能 .....	9
风险因素 .....	11
投资建议：顺丰处于新一轮产能投入上升期，明年将步入产能爬坡下的业绩改善阶段 .	12

## 插图目录

图 1：2010~2019 年国有建设用地工矿仓储用地供应情况 .....	1
图 2：2014~2021 前 4 月快递业务量增长情况 .....	1
图 3：申万二级子行业 Capex/经营净现金流排名情况 .....	1
图 4：极兔月度件量份额情况 .....	3
图 5：极兔月度日均件量情况 .....	3
图 6：2013~2021 年顺丰营收及预测情况 .....	4
图 7：2013~2021 年顺丰扣非净利润及预测情况 .....	4
图 8：2016Q1~2021Q1 顺丰季度扣非净利情况 .....	4
图 9：顺丰 3 次产品下沉做电商特惠件 .....	5
图 10：2013Q1~2021Q1 顺丰季度营收情况（亿元） .....	5
图 11：2013~2020 年顺丰业务量增长情况 .....	6
图 12：2013~2020 年顺丰 Capex 情况（亿元，剔除股权投资） .....	6
图 13：2020M1~2021M4 顺丰日均业务量及特惠专配业务占比 .....	6
图 14：2017Q1~2021Q1 顺丰季度 Capex 情况 .....	6
图 15：2013~2021Q1 顺丰新业务营收增长情况 .....	7
图 16：2013~2020 年顺丰非时效业务营收占比情况 .....	7
图 17：2014~2020 年中通与顺丰业务量增速情况 .....	8
图 18：中通及顺丰扣非净利表现情况（亿元） .....	8
图 19：2014~2021 年顺丰及中通的资本开支变动及预测情况（亿元） .....	9
图 20：四种全货机机型最大载重量 .....	11
图 21：2017~2020 年顺丰全货机产能及运量增速情况 .....	11
图 22：顺丰单架飞机每天飞行班次变动情况 .....	11
图 23：2017~2020 年顺丰全货机及散航运量增速情况 .....	11
图 24：顺丰产能-业绩周期示意图 .....	12
图 25：顺丰两轮产能投入上行周期 .....	13
图 26：顺丰股价也表现出一定的产能周期波动性 .....	13

## 表格目录

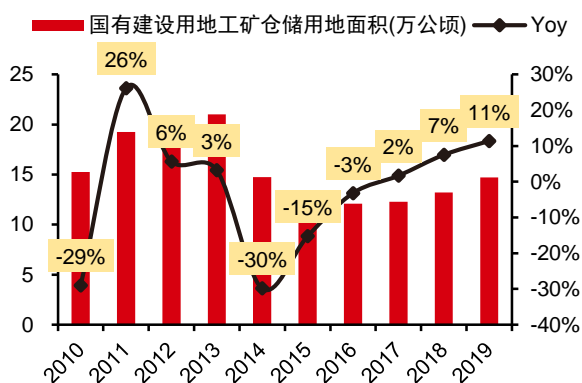
表 1：通达及顺丰全网快递员数量情况 .....	2
表 2：2013~2021 年顺丰时效业务营收、利润增长及预测情况（亿元） .....	7
表 3：2017~2020 年顺丰资本开支情况（亿元） .....	8
表 4：2016~2020 年顺丰时效业务中航空业务量占比情况（亿件） .....	10
表 5：2016~2020 年顺丰自有全货机各机型结构（架） .....	10
表 6：2021~2023 年顺丰盈利预测及估值水平 .....	14

## ■ 快递是一个重资产+重管理的行业，行业进入门槛持续抬升

去年在行业剧烈整合下仍然有新玩家挟资本进入快递行业，市场对于快递行业壁垒是否足够高的判断产生了分歧。针对这个问题，我们对快递行业进行重新审视，认为快递行业进入门槛正在大幅抬升，部分新玩家短期起量凶猛并未松动头部企业的护城河。

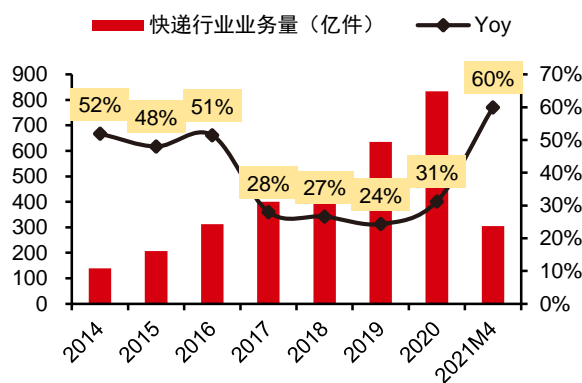
快递行业是一个重资产的行业。重资产体现在快递公司每年都要购置大量产能来应对持续不断增长的需求。快递公司产能可以简单等同于车辆+土地+分拣设备，其中土地是重中之重，具有先发布局优势，体现在资源稀缺性以及越早布局成本及区位优势越明显，所以新玩家在土地方面布局劣势显著。由于近几年快递行业需求增长并无放缓趋势（增速连续4年维持25%以上的水平），同时头部快递企业保持份额提升，业务量增速大都维持在35%+。业务量持续较快增长之下，头部企业都在加大Capex，行业进入产能军备竞赛。

图 1：2010~2019 年国有建设用地工矿仓储用地供应情况



资料来源：国土资源部，中信证券研究部

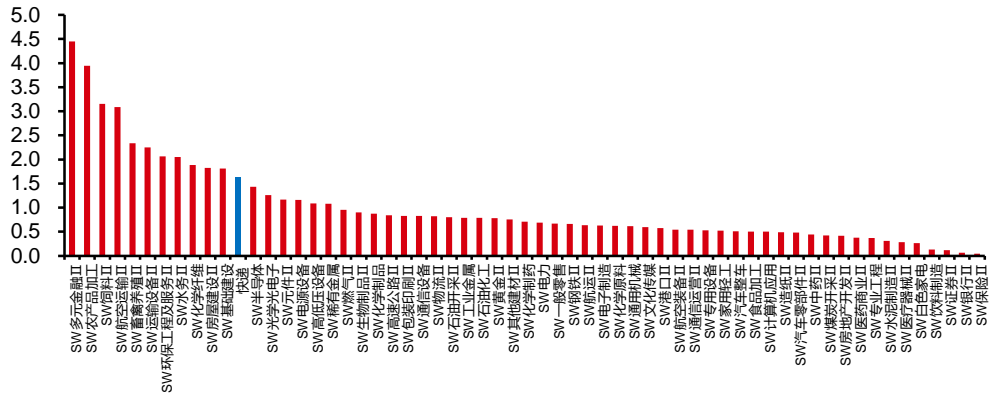
图 2：2014~2021 前 4 月快递业务量增长情况



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

为了说明快递行业是一个重资产行业，我们将快递行业与其他申万二级子行业（剔除2020年Capex合计投入小于100亿元的二级子行业）进行资本投入力度进行对比，资本投入力度用“Capex/经营净现金流”指标简单量化。计算结果显示，2020年快递行业（通达+顺丰）累计资本投入367亿元，经营净现金流为226亿元，Capex/经营净现金流为1.6，排名12/64，资产重属性排在各个子行业前列。

图 3：申万二级子行业 Capex/经营净现金流排名情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 表中的子行业剔除了行业 Capex 不足 100 亿的子行业

**同时快递行业也是一个重管理行业。**快递行业的管理属性体现在总部对加盟商和快递员的管理, 对于通达快递公司, 总部管理的网点数量达 2~3 万家, 全网的快递员数量近 20 万人, 利益的分配、价格政策的制定、网点异常的监管、区域产能规划、网络的精细化管控, 这些对总部管理提出了很高的要求。顺丰也一样, 直接管理范围更大(通达很多管理职责都分担给了加盟网点, 顺丰总部则承当了全部管理职责), 全网快递员数量近 40 万人, 管理难度更高。

表 1: 通达及顺丰全网快递员数量情况(截至 2020 年底)

	快递小哥人数(万人)	件量(亿件)
顺丰	39.0	81
中通	22.5	170
韵达	19.6	142
圆通	17.5	126
申通	13.4	88
百世	13.0	85
合计	125.0	

资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部估算 注: 圆通和百世快递员数量为估算

综上, 快递行业是一个重资产以及人力密集型行业, 重资产+需求成长意味着快递公司需要持续投入新增产能, 而人力密集型行业又决定了行业管理难度较高, 而行业价格加速下跌+规模效应又不断抬高行业盈利规模门槛, 管理+产能+规模决定了快递行业进入门槛很高。本节讨论的快递行业产能将是下文围绕顺丰着重讨论的地方。

最后简单分析一下极兔, 极兔去年 3 月起网, 随后业务量持续猛增, 份额也逐月快速攀升, 大有颠覆行业格局的趋势。但是今年春节回来, 极兔业务量增速开始明显放缓, 件量份额提升短期处于停滞的阶段。极兔突然杀入及快速壮大让市场对于快递行业格局优化及高进入门槛的判断产生了松动, 甚至一定程度上倒逼快递公司重新审视所处行业的这门生意。我们认为极兔未来需要走的路还很长, 公司迅猛成长过程中掩盖了一些核心问题, 如果无法得到较好解决, 极兔国内快递业务发展天花板将会非常有限:

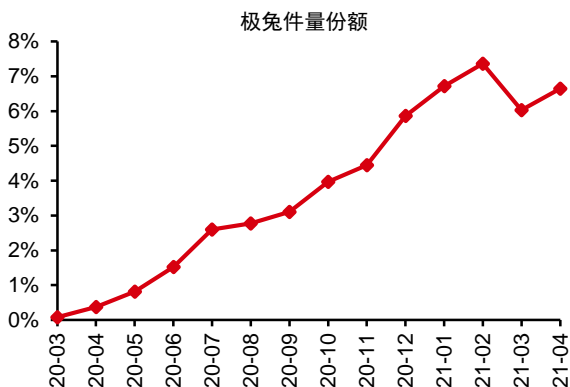
- 1) 自建产能不足, 而且有些产能可能短期是用钱也不太好解决的。极兔不到 1 年时间里业务量增长到日均 2000 万件, 增长势头确实强劲, 但业务量扩大之下, 极



兔开始面临产能瓶颈问题。虽然分拣设备可以快速购置、干线运力可以外包，但是土地问题确无法较好解决。优质区位且价格较低的土地早几年被通达抢先购置，同时分拨中心是成本部门而纳税额度有限，这导致快递公司购置到用于建设分拨中心土地的难度较高，同时从政府手中购置到一块土地的流程会比较漫长，因此极兔短期土地产能瓶颈问题将持续阻碍公司业务放量。

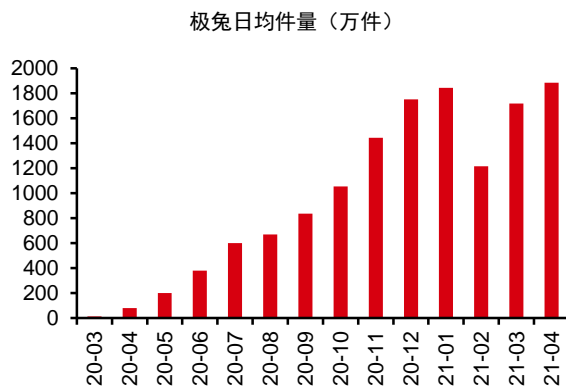
- 2) **政府介入价格战，极兔的优势面临削弱。**义乌邮政局介入义乌地区价格战，要求各家公司价格不得低于成本线，推动各家公司价格差距收敛，极兔低价优势有所削弱。同时监管高压之下，极兔激进降价抢量行为强度或有所减弱，同时极兔成长过程中俘获了大量价格极度敏感性客户，而未被极兔开拓的敏感性客户已经不像以前那么多，业务量增长放缓是必然的。
- 3) **高速成长之后的精细化管理问题。**我们认为日均业务量从 0 到 2000 万件，业务量跳跃式增长可以掩盖粗放式发展中存在的管理问题，而如果从日均 2000 万件进一步做大，操作流程的精细化管理以及网点管控就愈发重要。目前来看，极兔还没有证明其具备管理  $\alpha$ ，尤其很多极兔加盟网点（二级网点）本就是通达加盟商，总部与加盟商的关系更多停留在补贴烧钱关系。
- 4) **仍然无法看到清晰盈利路径。**虽然极兔业务量攀升很快，目前已经做到日均 2000 万件，但是快递行业的现状是盈利规模门槛不断抬升，日均 3000 万件都已经陷入亏损。考虑到极兔价格比同行更低，目前行业这种价格水平下，极兔就算做到日均 4000 万件可能依然是亏损。

图 4：极兔月度件量份额情况



资料来源：草根调研，中信证券研究部 注：可能与实际存在差异

图 5：极兔月度日均件量情况

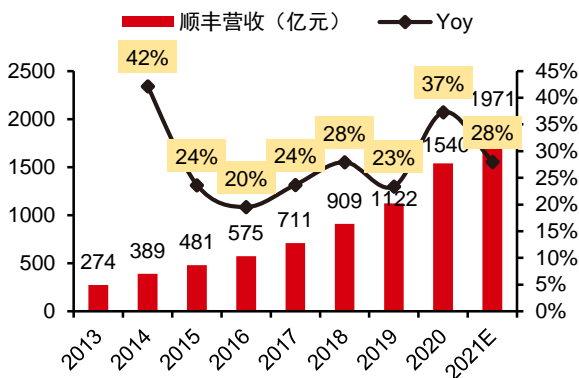


资料来源：草根调研，中信证券研究部 注：可能与实际存在差异

## ■ 产能周期是造成顺丰业绩波动的重要因素

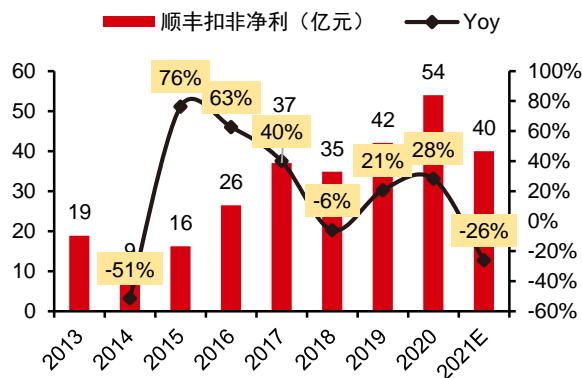
**顺丰业绩增长具有明显的波动性。**观察 2013~2020 年顺丰业绩表现，公司收入一直保持稳健成长性，每年增速均维持 20%+，7 年 CAGR 为 28%，但是利润端，公司表现出明显的波动性——2014、2017、2021 年（2021 年为预计）顺丰业绩同比下降，公司扣非利润 7 年 CAGR 为 16%。如果观察顺丰的季度业绩，利润的波动性会更加明显。

图 6：2013~2021 年顺丰营收及预测情况



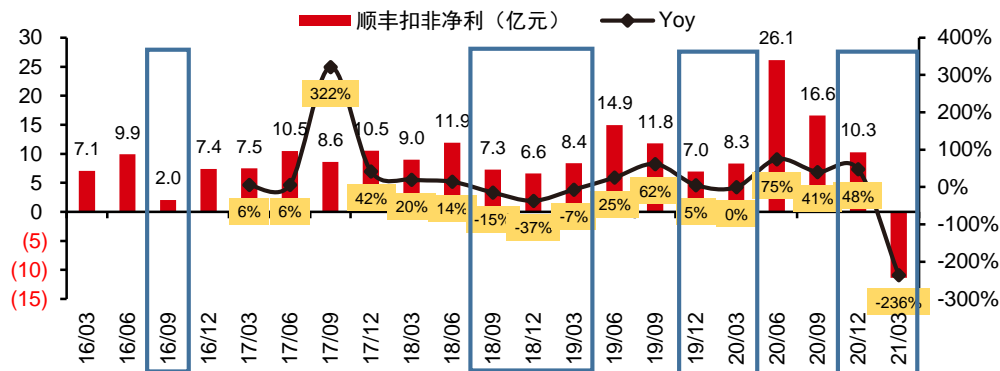
资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：2021 年为预测数据

图 7：2013~2021 年顺丰扣非净利润及预测情况



资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：表中 2020 年扣非净利润剔除了疫情受益影响；2021 年扣非净利润为预测

图 8：2016Q1~2021Q1 顺丰季度扣非净利润情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

顺丰的业绩波动性来自公司产能利用率的波动性。对于快递重资产行业，产能利用率是个较为重要的概念，产能利用率过低会导致单票固定成本过高，公司盈利承压，而产能利用率过高（超过 100%，俗称爆仓），公司需要采购成本昂贵的临时人力及运力，盈利端也会承压。由于临时人力和运力的采购成本可能数倍于自有产能成本，所以一般来说需求超过产能瓶颈（产能利用率过高）对快递公司业绩的冲击影响程度要明显高于产能利用率低的情形。

顺丰过去几年业绩扰动就是来自阶段性产能利用率过高导致成本大幅攀升，基本公司每次做产品下沉（做特惠电商件）都或多或少会造成全网业务量超出产能瓶颈（最优经济产能），进而业绩端出现压力：

1) 2013 年 10 月顺丰首次大规模涉足电商件市场，推出电商特惠产品，由于电商特惠件需求过好，超出顺丰最优经济产能而成本高企，公司 2014 年收入增长虽然提速，但是业绩同比大幅下降；



2) 2016 年 5 月顺丰再度尝试去做电商特惠件市场，但是产能与需求匹配依然做的较为吃力，电商特惠件需求再度超出产能配额，公司 2016H2~2017H1 出现了增收不增利的情况；

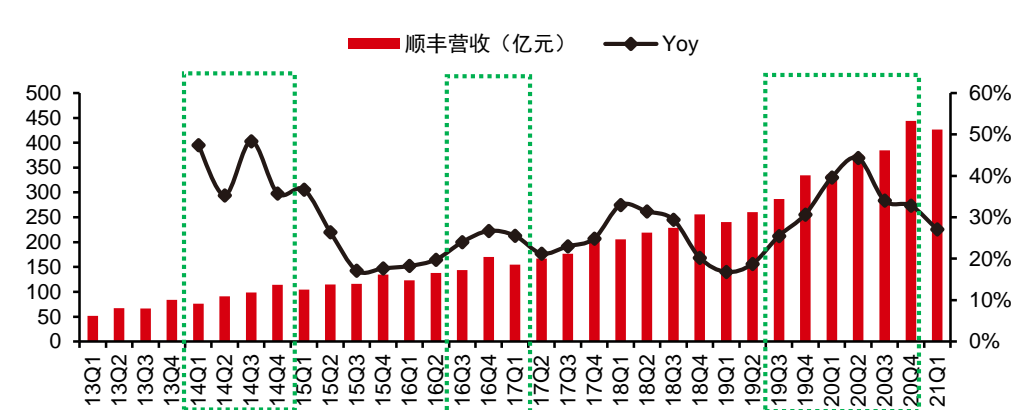
3) 2019 年 5 月顺丰通过填仓方式第三次切入电商特惠件市场（特惠专配），经过前几年的网络构建以及前两次的产品下沉中吸取的经验，这次顺丰做电商特惠件较为成功，在成本可控的前提下，特惠专配件稳步快速起量。但是问题再度出现，随着冗余产能耗尽，同时公司自有产能没有跟上特惠专配业务量超预期的增速，产能不足带来的成本攀升对顺丰业绩的冲击在 19Q4、20Q4、21Q1 再度出现。

图 9：顺丰 3 次产品下沉做电商特惠件



资料来源：物流一图

图 10：2013Q1~2021Q1 顺丰季度营收情况（亿元）



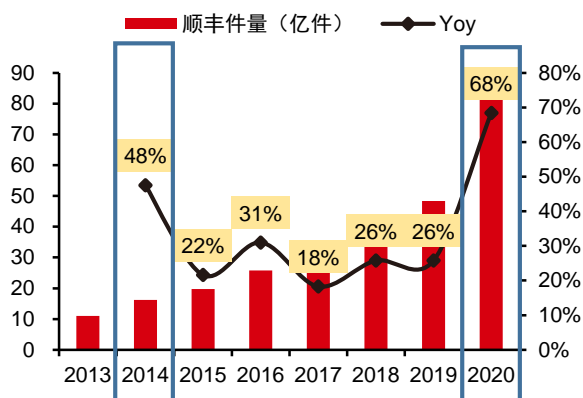
资料来源：Wind，中信证券研究部

**产能瓶颈目前已经成为顺丰发展重要制约因素之一。**其实从顺丰业务量增速与资本开支增速做个简单比较，我们就能发现顺丰之前出现的产能瓶颈问题。2014 年顺丰第一次尝试做电商特惠件，但是当年 Capex 同比大幅萎缩 75% 至 7 亿元，而当年业务量大幅 48%，产能瓶颈严重问题可想而知。

再观察这次的顺丰特惠专配及产能投建表现，特惠专配推出后，市场反响好，业务量持续扩大，相比 2019 年特惠专配目前已经贡献了全网 40% 的业务增量。但是反观顺丰产能投建，2019 年是产能投入小年，而 2020 上半年又因为疫情影响，产能投入有所停滞（对

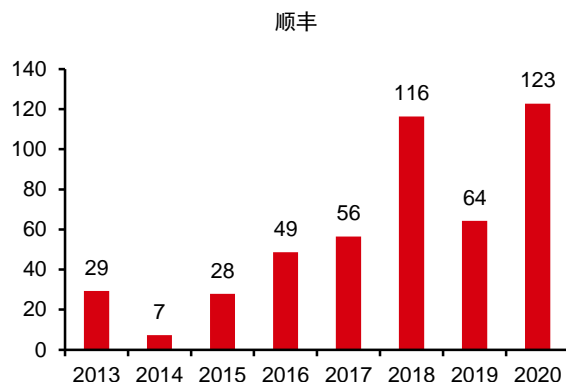
比 2018H1, 2020H1 capex 投入同比依然是放缓)。一方面是疫情受益+特惠专配放量, 需求增速创上市以来新高, 另外一方面产能投入力度却维持 3 年来较低水平, 顺丰产能跟不上业务增速的问题越发严重, 终于在 20Q4 和 21Q1 集中爆发, 业绩明显承压 (不可否认的是, 公司去年快慢分离举措还是为公司在产能有限提前下而发展业务量争取了相当多的时间)。

图 11: 2013~2020 年顺丰业务量增长情况



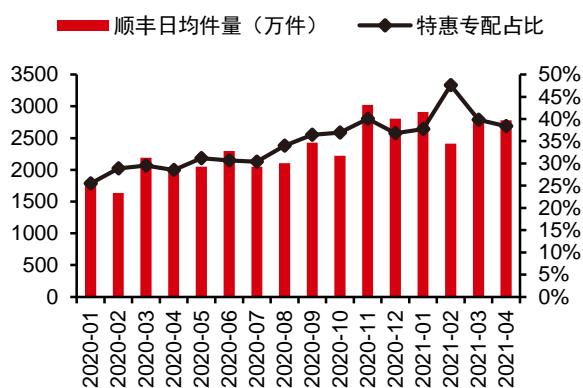
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 12: 2013~2020 年顺丰 Capex 情况 (亿元, 剔除股权投资)



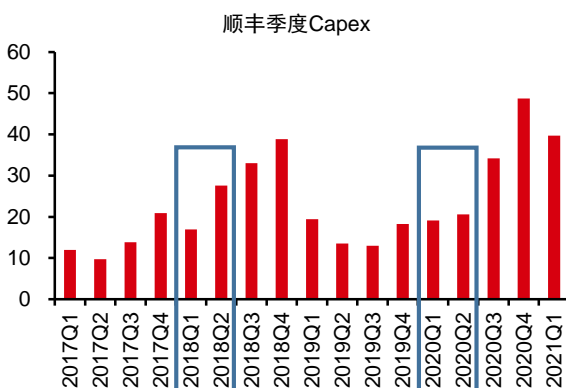
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 13: 2020M1~2021M4 顺丰日均业务量及特惠专配业务占比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

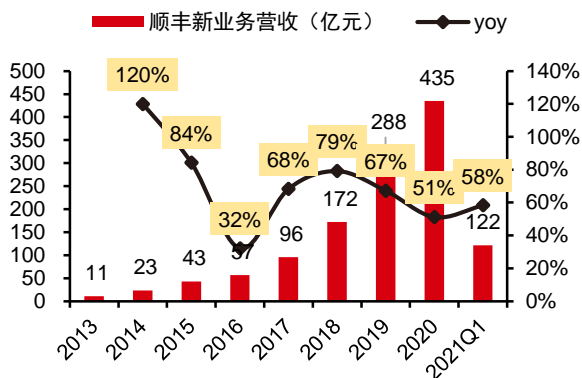
图 14: 2017Q1~2021Q1 顺丰季度 Capex 情况



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

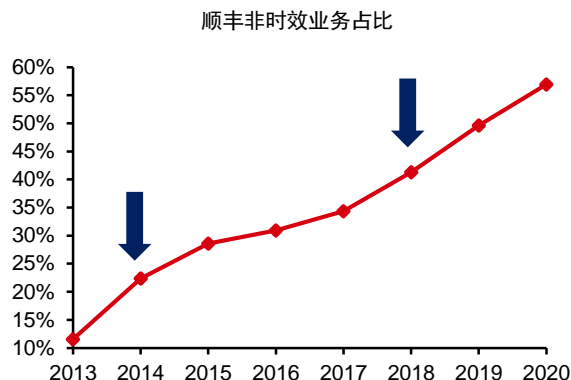
此外, 新业务的发展速度也会对顺丰业绩造成影响。除了快递网络产能利用率问题, 其他新物流业务的发展也会影响到顺丰的业绩表现。由于新业务大都处于亏损阶段, 因此如果某个期间内顺丰新物流业务发展提速, 大都意味着公司加大了资源投入推动新业务发展, 新业务亏损扩大, 进而影响顺丰的业绩表现。其实如果剔除亏损的物流新业务, 顺丰整体业绩增长也是相当稳健的。

图 15：2013~2021Q1 顺丰新业务营收增长情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：顺丰新业务为剔除时效及经济业务的其他物流业务

图 16：2013~2020 年顺丰非时效业务营收占比情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 2：2013~2021 年顺丰时效业务营收、利润增长及预测情况（亿元）

	时效业务营收	Yoy	时效业务净利率	时效业务净利润	Yoy
2013	239		8.5%	20	
2014	297	24%	8.6%	26	26%
2015	338	14%	8.7%	29	15%
2016	397	17%	8.8%	35	19%
2017	467	18%	8.9%	42	19%
2018	534	14%	9.0%	48	16%
2019	565	6%	9.1%	51	7%
2020	664	17%	12.5%	83	61%
2021E	697	5%	11.0%	77	-8%

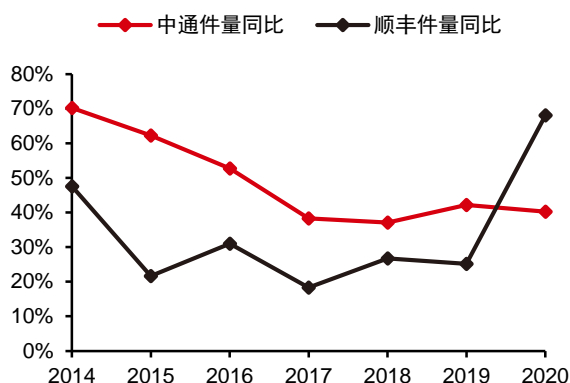
资料来源：公司公告，中信证券研究部；注：2021 年数据为中信证券研究部预测，2013-2020 年时效业务净利率为中信证券研究部估算。

**为什么顺丰会有产能周期问题，而通达快递公司却没有明显的产能周期？** 本报告中我们反复强调顺丰的产能与业务发展的匹配问题，主要在于顺丰有明显的产能周期，这个产能周期主要来自顺丰非时效业务的需求是不确定的，完全取决于顺丰业务发展的供给端，而产能又是根据时效业务和高端经济件过去几年增速规划投建。最终的结果是顺丰在做快递产品下沉或者发展新业务过程中，产品拓展进程管控稍不留神，新增业务量便容易超过全网最优经济产能，成本随之攀升。为了支撑目前提速增长的业务量，顺丰必须大规模前置性投入产能，而这个阶段，公司将出现成本攀升、业绩承压，而产能投建完后，产能逐步爬坡，公司业绩将不断改善，表现出明显的业绩-产能周期。

通达快递公司则不同，聚焦中低端电商件经营，需求来自电商驱动，可预测性强。通达快递公司每年产能投入都是根据电商需求以及自己份额提升计划进行规划建设，基本都可以匹配上最终业务量的增速。所以可以看到通达快递公司没有明显的业绩-产能周期，目前通达基本面主要矛盾在价格战。

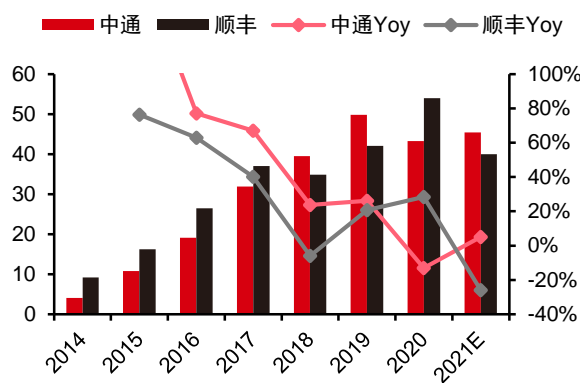
中通过去 4 年业务量增速波动性要明显低于顺丰，产能可以较好匹配需求，业绩的波动性要小于顺丰，但是价格战也在持续影响着中通的业绩。

图 17: 2014~2020 年中通与顺丰业务量增速情况



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 18: 中通及顺丰扣非净利表现情况 (亿元)



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部预测

## 简单测算顺丰目前网络的产能情况

### 陆运网络产能

快递公司产能主要由分拣产能、干线运力产能、支线运力及网点分拣产能构成。由于快递网络产能具有较高的弹性, 快递公司具体分拣设备数量及性能、分拨中心土地面积、干线及支线车辆数量及型号、网点场地面积及对应分拣产能等数据较难拿到, 所以无法精准量化估算快递公司的网络产能。

针对这个问题, 我们首选将问题简化为只关注分拨+干线的产能, 然后对于分拨及干线的产能量化计算, 将其进一步简化为建筑物、土地、分拨中心、设备、车辆的资本开支金额。

我们根据中通和顺丰 2014 年以来累计资本开支以及 2014 年固定资产情况简单估算两家公司目前的陆运网络产能情况:

首先是每年的资产开支, 对于顺丰, 其每年的资产开支有大量和陆运网络产能没有关系的项目, 例如飞机、信息技术设备等, 所以在计算陆运网络产能时要将这些项目剔除。同时由于我们计算的是分拨+干线运输产能, 顺丰是直营体系, 既要投入分拨+干线运力, 也要投入支线运力+部分网点(集散点)产能, 所以这里我们假设每年顺丰陆运产能资本开支中有 1/3 用于支线投入, 计算总部分拨+干线运力产能时, 要剔除支线投入。此外, 还要剔除顺丰在快运、冷链等新物流业务的投入, 我们假设顺丰每年 30% 的资本开支用于新业务的投入, 所以上面计算的结果还要再乘以 0.7, 得到快递陆运总部分拨+干线运力产能。最终我们估算得到 2014~2019 年, 顺丰累计在分拨+干线运力产能上的投入为 123 亿元, 中通则为 249 亿元(中通 capex 都是投在陆运网络, 而且都是投在分拨+干线运力中)。

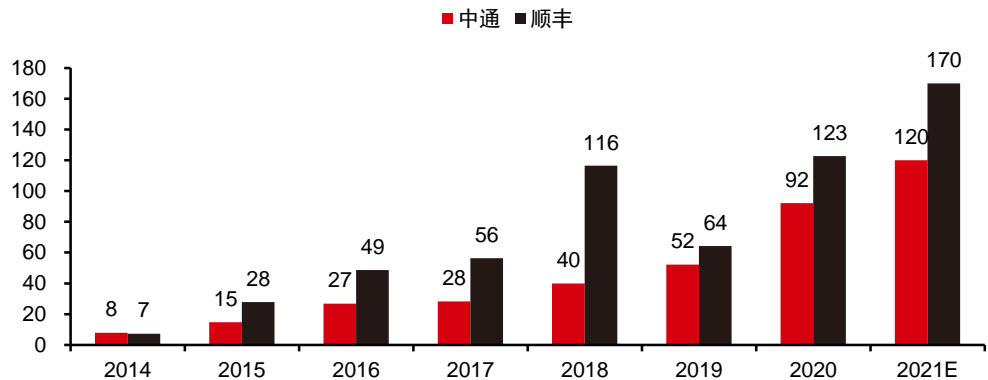
表 3: 2017~2020 年顺丰资本开支情况 (亿元)

	2017	2018	2019	2020
办公综合楼		39.4	3.4	3.9
土地	4.8	3.3	4.1	12.2

	2017	2018	2019	2020
仓库	1.4	4.8	5.0	8.3
分拣中心	9.8	11.7	9.3	38.4
飞机	16.8	16.4	15.6	21.6
车辆	8.2	12.3	5.8	12.7
信息技术设备	3.4	6.9	6.6	7.6
股权投资	9.9	30.2	64.9	18.9
其他	12.1	21.6	14.4	18.1
合计投资总额	66.4	146.6	129.1	141.5
Capex（剔除股权投资）	56.4	116.4	64.2	122.7

资料来源：公司公告，中信证券研究部估算 注：2017 和 2018 年顺丰的股权投资为估算

图 19：2014~2021 年顺丰及中通的资本开支变动及预测情况（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

其次是 2014 年顺丰及中通的分拨+陆运产能情况，我们将房屋建筑物+运输工具+机器设备+土地定义为分拨+干线运力产能，计算得到顺丰 2014 年分拨+干线运力产能原值为 21 亿元（结果要乘以 2/3，剔除支线投入，再乘以 90%，剔除新业务投入），中通则为 14 亿元。而 2014 年顺丰与中通日均件量分别为 292 万件和 301 万件，可见按照我们算法，顺丰日均业务量/产能净值（产能投入产出比）高于中通。我们认为主要原因在于顺丰为了保证快递配送时效和服务，采购了较为昂贵的产能（高端产能），所以上一段中顺丰干线+分拨中心产能资本投入的结果需要再乘以 0.9，以剔除顺丰与通达产能投入产出比的差异（当然也有可能是我们算法存在差异）。

今年 Q1 顺丰与中通日均件量分别为 2753 万件和 4972 万件。2014 年顺丰与中通分拨+干线产能净值分别为 21 亿/14 亿元，2014~2020 年顺丰与中通累计分拨+干线产能投入为 103 亿/249 亿元，因此截至 2020 年底，顺丰和中通的分拨+干线运力产能原值金额为 124 亿/263 亿元。按照中通日均 4972 万件以及顺丰和中通网络产能情况，我们可以倒推出顺丰产能为  $4972 \text{ 万件} \times 124 / 263 = 2356 \text{ 万件/天}$ ，低于顺丰目前日均 2753 万件的业务量。因此按照我们的算法，顺丰目前业务量是高于公司分拨+干线运力产能（航空件也是要通过公司的分拨中心和陆运系统的），成本较难控制，导致业绩压力较大。

## 空运网络产能

对于空运网络产能测算，我们只聚焦干线飞机运力产能。虽然这几年时效业务量基本保持双位数增长，而且去年出现了明显提速增长的趋势，但是顺丰走航空的快递件增速并没有迅速提升，仅保持个位数增长。我们假设航空快递件全部是时效件，估算得 2020 年顺丰时效件中航空业务量占比为 26%，而顺丰自有全货机承运的时效件在总时效件中占比为 13%。虽然航空件量增速慢，但是由于航空单票重量在提升，所以整体看顺丰航空载重量还是保持较好增长。

表 4：2016~2020 年顺丰时效业务中航空业务量占比情况（亿件）

	航空件量	Yoy	公司件量	Yoy	时效件量	Yoy	航空件量/时效件量	航空件量/(时效件量*自有货机业务量占比)
2016			25.8		18			
2017	7.6		30.5	18%	21	18%	36%	16%
2018	8.0	5%	38.4	26%	24	14%	33%	14%
2019	8.7	9%	48.3	26%	26	6%	34%	14%
2020	9.0	3%	81.4	68%	35	36%	26%	13%

资料来源：公司公告，中信证券研究部估算 注：时效业务量为估算

由于顺丰每年都会披露机队规模及型号，因此量化航空干线运力产能较为容易。我们根据顺丰自有全货机各机型载重量以及数量，再假设顺丰租赁全货机只有 B737 和 B757 两种型号，两种型号各占一半，最终可以粗略测算出顺丰航空干线运力产能及增速，然后将其与公司全货机运量增速进行对比。结果显示 2017~2019 年顺丰干线运力产能大都增速是高于运量增速，而 2020 年由于疫情催化，顺丰全货机运量增长大幅提速，而是航空运力增速仅有 5%，不过仍然没有超过顺丰的空网干线产能瓶颈。顺丰可以通过提升飞机的利用率而提高产能，例如 2019 年顺丰的单架飞机每天飞行班次为 1.55 次，而 2020 年该指标同比提升 20%至 1.86 次。

所以我们认为顺丰空运干线网络产能向上弹性较大，飞机干线运力对于顺丰空运业务发展来说产能充足，但是顺丰在各大机场地面转运中心的处理能力可能是下一个会制约顺丰空运业务发展的因素，所以鄂州机场的建设对于顺丰扩充空运网络产能至关重要。

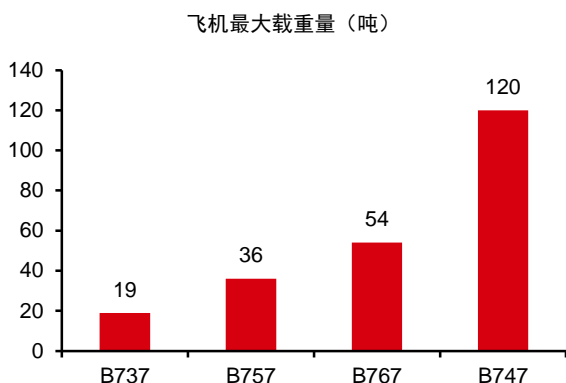
表 5：2016~2020 年顺丰自有全货机各机型结构（架）

	B737	B757	B767	B747
2016	16	16	4	
2017	17	19	5	
2018	17	27	5	1
2019	17	31	8	2
2020	17	34	8	2

资料来源：公司公告，中信证券研究部

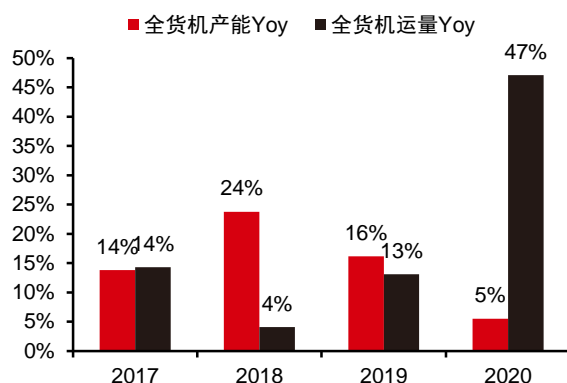


图 20: 四种全货机机型最大载重量



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 21: 2017~2020 年顺丰全货机产能及运量增速情况



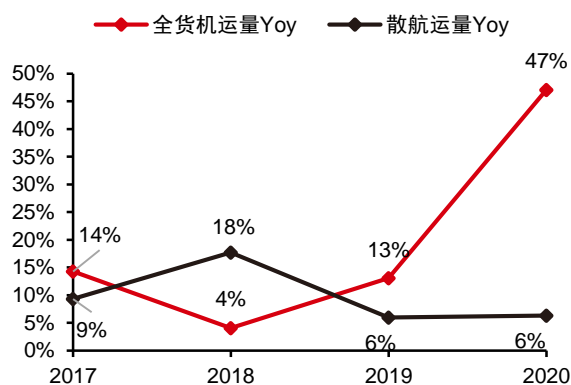
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部测算

图 22: 顺丰单架飞机每天飞行班次变动情况



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 23: 2017~2020 年顺丰全货机及散航运量增速情况



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

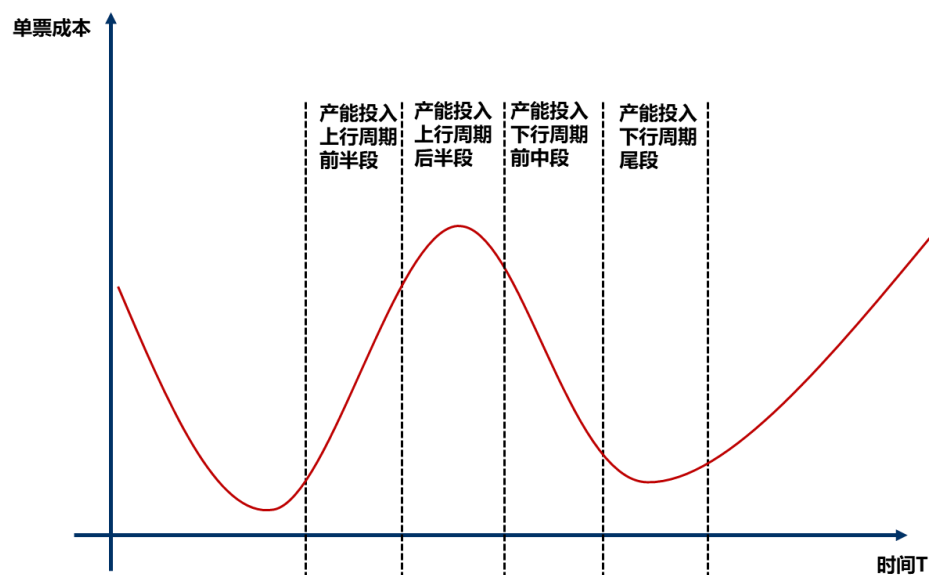
## ■ 风险因素

- 1) 宏观经济增速下行对顺丰时效件、快运、供应链等 2B 业务产生负面影响;
- 2) 人工成本快速攀升;
- 3) 油价大幅上涨;
- 4) 顺丰时效件发展不及预期;
- 5) 顺丰四网融通等控本措施效果不及预期;

## 投资建议：顺丰处于新一轮产能投入上升期，明年将步入产能爬坡下的业绩改善阶段

结合上述我们所有讨论，顺丰作为重资产快递行业中的直营网络公司，产能是公司健康发展的重要前提。由于顺丰非时效业务需求（电商特惠件、快运、冷链等）目前阶段完全是由供给端推动，而非行业需求端推动，因此顺丰非时效业务增速存在一定波动性，而顺丰的产能规划大都是根据时效业务增速去制定，导致顺丰的业绩-产能周期较为明显。产能投入上行期前半段，由于暂时没有任何新增产能，同时业务又在持续攀升，存在自有产能以及外包产能重复投入阶段，顺丰成本和业绩显著承压；进入产能投入上行期后半段，新增产能陆陆续续投用后，开始置换昂贵外包产能，顺丰业绩和成本逐步有所改善；然后是产能投入下行期前中段，需求增加、产能爬坡，顺丰业绩和成本快速改善；最后是产能投入下行期尾部，需求增长并超过产能瓶颈，顺丰业绩和成本开始逐步承压。

图 24：顺丰产能-业绩周期示意图

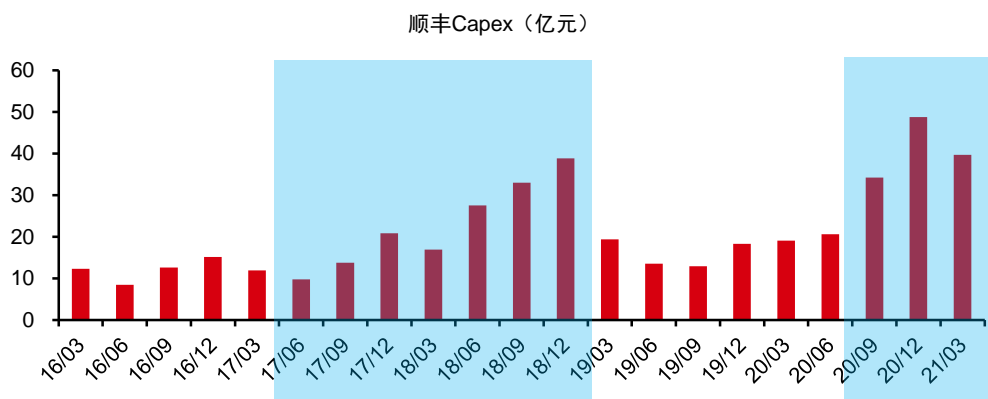


资料来源：中信证券研究部绘制

2017H2~2018 就是典型的一轮产能上行周期，产能投入、成本攀升，顺丰业绩承压，对应的是股价的持续下跌。而产能上行期过后的 2019~2020H1，顺丰进入产能投入平稳期，产能利用率逐步爬坡，公司成本改善、利润率提升。

由于特惠专配需求持续超预期，去年只能解决暂时性产能瓶颈的快慢分离已经无法满足长期需求向上的电商特惠件需求，因此顺丰不得不加大资本开支，再度迎来新一轮产能投入上行期，我们判断此次产能投入上行期从 2020H2 开始到 2021 年末结束。可以看到进入新一轮产能投入上行周期后，短期自有产能投入叠加公司临时购置的第三方产能，存在双重投入问题，公司成本明显攀升，去年 Q4 和今年 Q1 业绩有所承压。

图 25：顺丰两轮产能投入上行周期



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 26：顺丰股价也表现出一定的产能周期波动性



资料来源：Wind，中信证券研究部

虽然新一轮产能上行周期可能还将持续一段时间，但是由于顺丰本来就处于需求超出产能瓶颈的弱平衡阶段，因此新的产能投入后，本来就溢出产能瓶颈的业务量可以很快就能填满产能，所以顺丰在产能投入上行周期的后半段就会出现成本改善迹象。因此我们判断下半年顺丰的业绩有望同比回正，而明年顺丰将进入自有产能置换外包产能、产能利用率持续爬坡、产能投入暂时性趋缓的业绩改善阶段。

同时需要关注的是，顺丰的整体业绩也是会受快递行业价格战影响的，如果通达价格持续下行，一定程度上会降低顺丰特惠专配件的性价比，顺丰为了拓展业务不得不跟随性降价。所以如果未来通达格局整合及价格战拐点到来后，通达价格企稳甚至回升对顺丰的业绩提振作用也会是比较明显的。

综上，考虑到公司今年处于产能投入上行周期，预计整体业绩会有所承压，但是到下半年部分新产能投入以及四网融通料逐步见效，公司业绩有望同比改善，同时新一轮产能投入上行期后（2020H2~2021），预计明年公司将步入成本改善的产能利用率爬坡期，并且并表嘉里物流，公司业绩将明显修复。我们调整公司 2021/22/23 年归母净利润预测至 46 亿/79 亿/102 亿元（原预测为 46 亿/65 亿/83 亿元），现价对应 PE 为 73/42/32 倍。分

部估值法下，给予时效业务 25 倍 PE、其他业务 1.5 倍 PS，测算公司目标市值约 4000 亿元，维持“买入”评级。

表 6：2021~2023 年顺丰盈利预测及估值水平

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	112,193	153,987	197,293	301,823	357,988
营业收入增长率 YoY	23%	37%	28%	53%	19%
净利润(百万元)	5,797	7,326	4,557	7,853	10,208
净利润增长率 YoY	27%	26%	-38%	72%	30%
每股收益 EPS (基本)(元)	1.27	1.64	1.00	1.72	2.24
毛利率	17%	16%	13%	13%	13%
净资产收益率 ROE	13.7%	13.0%	5.7%	9.1%	10.7%
每股净资产 (元)	9.31	12.39	17.45	18.97	20.85
PE	58	45	73	43	33
PB	7.9	5.9	4.2	3.9	3.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：收盘价为 2021 年 6 月 7 日

**利润表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	112,193	153,987	197,293	301,823	357,988
营业成本	92,650	128,810	172,053	262,339	310,673
毛利率	17.4%	16.3%	12.8%	13.1%	13.2%
税金及附加	280	379	486	743	881
销售费用	1,997	2,252	2,762	4,075	4,654
销售费用率	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%
管理费用	9,699	11,600	14,402	21,429	24,701
管理费用率	8.6%	7.5%	7.3%	7.1%	6.9%
财务费用	683	853	660	784	1,186
研发费用	1,193	1,742	2,565	3,773	4,296
研发费用率	1.1%	1.1%	1.3%	1.3%	1.2%
财务费用率	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%
投资收益	1,076	851	800	800	800
EBITDA	12,545	16,162	9,741	14,615	18,522
营业利润率	6.60%	6.58%	2.97%	3.34%	3.65%
营业利润	7,409	10,136	5,861	10,072	13,081
营业外收入	213	229	221	221	221
营业外支出	195	326	261	261	261
利润总额	7,426	10,039	5,822	10,033	13,041
所得税	1,802	3,107	1,455	2,508	3,260
所得税率	24.3%	30.9%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	(172)	(394)	(191)	(329)	(427)
归属于母公司股东的净利润	5,797	7,326	4,557	7,853	10,208
净利率	5.2%	4.8%	2.3%	2.6%	2.9%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	18,521	16,418	18,932	21,128	25,059
存货	882	987	1,478	2,253	2,668
应收账款	12,045	16,849	19,571	31,788	37,461
其他流动资产	11,450	17,423	20,397	25,813	27,138
流动资产	42,897	51,677	60,377	80,982	92,326
固定资产	18,904	22,357	32,944	42,787	51,478
长期股权投资	2,222	3,647	3,519	3,349	3,186
无形资产	10,008	10,633	11,621	12,507	13,113
其他长期资产	18,505	22,846	26,826	31,498	35,218
非流动资产	49,638	59,483	74,909	90,141	102,995
资产总计	92,535	111,160	135,287	171,123	195,320
短期借款	6,053	7,997	0	11,399	16,905
应付账款	11,988	15,485	21,473	32,139	38,417
其他流动负债	12,940	18,327	19,963	25,622	29,564
流动负债	30,982	41,809	41,436	69,160	84,885
长期借款	6,540	1,866	2,866	3,666	3,366
其他长期负债	12,520	10,726	11,362	12,086	12,690
非流动性负债	19,060	12,592	14,228	15,752	16,056
负债合计	50,042	54,400	55,664	84,913	100,941
股本	4,415	4,556	4,893	4,893	4,893
资本公积	16,124	24,405	44,069	44,069	44,069
归属于母公司所有者权益合计	42,420	56,443	79,496	86,414	95,009
少数股东权益	74	317	126	-203	-630
股东权益合计	42,494	56,760	79,622	86,211	94,379
负债股东权益总计	92,535	111,160	135,287	171,123	195,320

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	5,625	6,932	4,366	7,525	9,781
折旧和摊销	4,503	5,292	3,069	3,469	3,867
营运资金的变化	-664	-1,579	1,362	-2,209	2,761
其他经营现金流	-343	679	-28	247	460
经营现金流合计	9,121	11,324	8,769	9,032	16,869
资本支出	-6,421	-12,267	-14,800	-14,200	-13,250
投资收益	1,076	851	800	800	800
其他投资现金流	-8,703	-3,468	-3,227	-4,086	-3,046
投资现金流合计	-14,049	-14,884	-17,227	-17,486	-15,496
权益变化	204	687	20,000	0	0
负债变化	-15,342	-17,307	-6,866	12,371	5,357
股利支出	-928	-1,192	-1,504	-936	-1,613
其他融资现金流	23,438	19,144	-660	-784	-1,186
融资现金流合计	7,372	1,332	10,971	10,651	2,558
现金及现金等价物净增加额	2,444	-2,229	2,514	2,196	3,932

**主要财务指标**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	23.4%	37.3%	28.1%	53.0%	18.6%
营业利润	27.3%	36.8%	-42.2%	71.8%	29.9%
净利润	27.2%	26.4%	-37.8%	72.3%	30.0%
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	17.4%	16.3%	12.8%	13.1%	13.2%
EBITDA Margin	11.2%	10.5%	4.9%	4.8%	5.2%
净利率	5.2%	4.8%	2.3%	2.6%	2.9%
<b>回报率 (%)</b>					
净资产收益率	13.7%	13.0%	5.7%	9.1%	10.7%
总资产收益率	6.3%	6.6%	3.4%	4.6%	5.2%
<b>其他 (%)</b>					
资产负债率	54.1%	48.9%	41.1%	49.6%	51.7%
所得税率	24.3%	30.9%	25.0%	25.0%	25.0%
股利支付率	20.6%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资决策委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获取更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。**