

顺丰控股 (002352.SZ)

顺丰控股七问七答：详解市场疑虑与公司长期能力、愿景、空间

核心观点：

- **被过度认知的两大风险：时效件市场空间与竞争。**疫情催化电商件市场渗透率进一步提升，带动公司 20 年业务量高速增长。无纸化趋势影响传统商务件市场需求，但新的需求也在逐步崛起。长期而言，随着制造业结构升级与消费升级的螺旋式上升，我们认为更多的高端电商件和制造业快递（关键零部件）有望成为中国时效件快递市场的新增量。
- **品牌、规模效应、资产投入构筑顺丰在时效件市场的三重壁垒，下沉低端电商件市场带来产品分层、产能利用率提升和规模效应多重价值。**囿于低端电商件市场激烈的竞争格局，我们对加盟制快递公司进攻时效件市场有预期但并不悲观。公司主动下沉电商件市场，成本控制能力的优化和组织构架的突破令人期待。供给端重资产投入和需求增速的阶段性波动，致使公司存在一定的产能周期，“四网融通”有望带来更好的网络协同效应。
- **鄂州机场短期看航空运输模式的多元化组合，长期看物流产业集群的演变可能。**中美经济地理结构差异使得鄂州机场不会完全复制孟菲斯机场的路径，短期国内航空运输经济性通过轴辐式+点对点+客机腹舱的组合仍是最优解，制造业出海以及跨境电商物流等国际快递业务值得期待。总结全球主要物流集群发展所需资源禀赋，我们认为鄂州机场具备形成物流产业集群的良好基因。
- **投资建议：**时效件增速有望于下半年逐渐改善，四网融通项目有望在今年初见成效。预计公司 21-23 年归母净利分别为 64/83/104 亿元，对应 EPS 为 1.40、1.82、2.29 元/股，按最新收盘价计算 PE 分别为 44X、34X、27X。综合分部估值法和可比公司估值法，我们认为公司对应的合理价值为 79.39 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示。**时效件增速不及预期；快递价格战加剧；新业务持续亏损。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	112,193	153,987	179,764	219,076	270,730
增长率（%）	23.4	37.3	16.7	21.9	23.6
EBITDA（百万元）	10,846	14,496	12,569	16,425	20,336
归母净利润（百万元）	5,797	7,326	6,380	8,278	10,447
增长率（%）	27.2	26.4	-12.9	29.7	26.2
EPS（元/股）	1.31	1.61	1.40	1.82	2.29
市盈率（P/E）	28.32	54.87	44.39	34.21	27.11
ROE（%）	13.7	13.0	10.5	12.0	13.2
EV/EBITDA	15.76	28.07	22.81	17.02	13.39

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

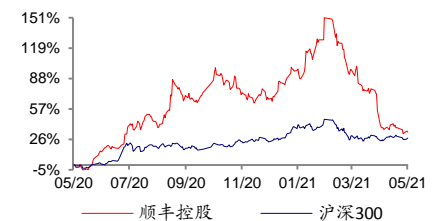
增持

当前价格	62.16 元
合理价值	79.39 元
前次评级	增持
报告日期	2021-05-12

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	4556/4490
总市值/流通市值（亿元）	2832/2791
一年内最高/最低（元）	117.10/44.40
30 日日均成交量/成交额（百万）	36/2330
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-46/-23

相对市场表现



分析师：

徐君



SAC 执证号：S0260520100003



021-38003620



xjun@gf.com.cn

分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003



SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

请注意，徐君并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

顺丰控股 (002352.SZ)：主	2021-03-28
业增长具备韧性，产能利用率提升和网络协同效应是后续看点	
顺丰控股 (002352.SZ)：拟	2021-02-24
收购嘉里物流 51.8% 股权，快递龙头开启国际化业务新征程	

顺丰控股 (002352.SZ)：请务必阅读末页的免责声明

模与效率制胜，Q3 单季归母净利润同增 51.6%

目录索引

一、如何看待时效件市场需求结构的变化？	6
（一）美国经验：电子化冲击文件类需求，亦同时带来 B 端需求增量	6
（二）中国市场：消费类电商快递逐渐成为时效件增长的主要驱动力	8
（三）高端电商需求是顺丰一季度时效件增长放缓的主要影响因素吗？	10
二、如何看待电商快递行业的搅局者“极兔速递”？	14
（一）极兔速递基本情况介绍	14
（二）极兔未来竞争策略推演	15
（三）顺丰起“丰网”，期待组织结构裂变	16
三、如何看待快递行业的长期竞争？	17
（一）如何看待时效件快递市场在位者的竞争？	17
（二）如何看待加盟制快递公司对时效件快递市场的渗透？	19
（三）如何看待社区团购对网络快递模式的影响？	21
四、如何看待顺丰产能投放的节奏？	23
五、如何理解“四网融通”及资产的协同效应？	24
六、如何量化鄂州机场投产的短期影响？	27
（一）中美经济地理条件差异初探	27
（二）国内业务：基于轴辐式模式下的成本优化的量化测算	29
（三）国际业务：有望在快递出海中扮演更重要的角色	35
七、鄂州机场的长期：产业集群是更长期的演变可能吗？	36
（一）物流集群发展所需资源禀赋初探	36
（二）发展失败的物流集群的启示	41
（三）鄂州具备形成物流产业集群的良好基因	43
八、盈利预测与投资建议	46
（一）盈利预测	46
（二）估值讨论	48
九、风险提示	51

图表索引

图 1: DHL 在不同的发展阶段运输对象的演变	6
图 2: 全球快递客户行业分布 (2013 年)	7
图 3: 欧洲快递客户行业分布 (2018 年)	7
图 4: 2017-2019 年, 顺丰时效收入增速与信息行业存在相关性	8
图 5: 2019-2020 年, 消费类在顺丰时效件产品中的占比明显提升	8
图 6: 2012-2020 年中国函件数及增速走势	9
图 7: 2012-2020 年中国汇票业务及增速走势	9
图 8: 顺丰时效件业务的收入增速约为 GDP 增速 2-3 倍	9
图 9: 2017-2019 年电商各价格带商品销量增速情况	10
图 10: 2017-2020 年以及 2020H2 半年度、20Q1、21Q1 季度电商各价格带商品销量增速情况	11
图 11: Nike 集团分渠道销售额情况	12
图 12: 周大生分渠道销售额情况	12
图 13: 2017-2020 年雅诗兰黛集团销售收入按渠道拆分	13
图 14: 顺丰航空战疫物资运量	13
图 15: 函件类商品在一季度的增速仍旧较低	13
图 16: 主要加盟制快递公司 2020 年 7-12 月有效申诉率对比	16
图 17: 2020 年传统商务件市场份额占比情况	17
图 18: 2020 年中国快递市场结构测算 (亿件)	18
图 19: 2020 年电商件市场空间与结构测算 (亿件)	19
图 20: 美国快递行业首轮价格战 (1982-1989 年)	20
图 21: 网络快递、仓配模式和社区团购的履约方式和成本对比 (元/票)	22
图 22: 快递公司月度产能利用率 (当月日均快递量/上年 11 月日均快递量)	23
图 23: 顺丰控股 2018-2020 年资本开支与业务量情况	24
图 24: FedEx 分网运营模式	25
图 25: UPS 合网运营模式	25
图 26: 美国主要工业区和城市群分布	27
图 27: 孟菲斯机场地理位置	27
图 28: 中国胡焕庸线以东聚集了全国 96% 的人口	28
图 29: 中国主要城市群分布 (2009)	28
图 30: 二战后美国制造业向南部阳光地带与西海岸迁移	28
图 31: B737-300F 各项直接运行成本 (元/航段) 及占比 (北京-深圳航段)	31
图 32: 东航物流 2019 年全货机运输主要业务直接运行成本项目构成 (%)	31
图 33: FedEx 航空货机装载率测算	32
图 34: 2020 年 FedEx、UPS 国际业务收入 (百万美元)	35
图 35: 顺丰、FedEx、UPS 国际业务收入占比对比	35
图 36: FedEx 从孟菲斯机场飞往全球各地的年航班数量与货运量	36
图 37: 孟菲斯某物流场地周围运输中转设施分布情况	37
图 38: 萨拉戈萨拥有发达的铁路、公路基础设施	37

图 39: 孟菲斯主要产业 2015 年与 2019 年创造工作数量	40
图 40: 孟菲斯主要产业 2019 年位置商数	40
图 41: 2004-2006 年埃及主要港口集装箱处理量(TEU)	41
图 42: 埃及塞得港地理位置优越但未成为大型港口	41
图 43: 美国金斯顿地理位置良好但缺乏通达的公铁连接	43
图 44: 1970-2010 年美国金斯顿人口数量变化	43
图 45: 1990-2010 年金斯顿与北卡罗来纳州失业率	43
图 46: 鄂州与主要城市群飞行距离几乎相等	44
图 47: 鄂州具备公铁水空四港联运的基础设施	44
图 48: 2017 年中国内地各管制区航班量排名前十	44
图 49: 2017 年中国内地各管制区航班量排名前十	44
图 50: 中部地区二线城市 2013-2017 年房价增速高于沿海地区	45
图 51: 中国流动人口数量自 2014 年下滑	45
图 52: FedEx 和 UPS 历史 PE 估值	49
图 53: FedEx 和 UPS 历史 PS 估值	49
图 54: 顺丰与通达系公司净利润对比	50
图 55: 加盟制快递公司成本差距趋于收敛	50
图 56: 顺丰与通达系公司快递市场份额(业务量口径)	50
图 57: 顺丰与通达系公司 PE 估值对比	50

表 1: 美国快递客户行业分布(1976 年)	7
表 2: 200 元以上不同品类的商品在 2017-2020 年以及 2020H2 半年度、20Q1、21Q1 季度销量增速情况	12
表 3: 极兔的设备与网点建设情况	14
表 4: 顺丰主要时效件和经济件产品结构	14
表 5: 通达百的加盟商网点运维成本测算(假设日派件 805 件)	15
表 6: 顺心捷达发展状况	17
表 7: 阿里对通达系持股情况	21
表 8: 快递公司总部成本费用结构对比(不含财务费用)	23
表 9: 2019 年 FedEx 和 UPS 的产品线及产品营收构成对比	26
表 10: 上海至其他城市通过客机腹舱航空运输价格	29
表 11: 各城市间飞行距离(千米)以及通过客机腹舱完成运输单价(元/千克)	29
表 12: 顺丰航空 B737-300F 执飞北京-深圳航线 DOC 测算	30
表 13: 顺丰航空装载率模拟测算	31
表 14: 北京-深圳航段点对点全货机直飞成本与轴辐式全货机运输单位成本对比	33
表 15: 北京-沈阳航段点对点全货机直飞成本与轴辐式全货机运输单位成本对比	33
表 16: 各城市对之间点对点全货机直飞成本与轴辐式全货机运输成本	33
表 17: 装载率提升不同幅度下轴辐式相较于点对点节约成本比例的敏感性分析(负数为轴辐式更优)	34
表 18: 部分城市间通过点对点、轴辐式以及客机腹舱运输成本对比(元/千克)	34

表 19: 萨拉戈萨政府 PLAZA 项目投入及土地规划情况	38
表 20: 萨拉戈萨物流研究与创新中心人才培养及研究状况	39
表 21: 全球主要城市（集群）现代物流成熟度比较	40
表 22: 2020 年全球各国营商环境分数排名	42
表 23: 2016-2018 年中部分省份上市公司行业收入变化占比上升和下降前五情况	45
表 24: 顺丰营收、毛利预测（单位：亿元）	47
表 25: 顺丰控股分部盈利拆分	48
表 26: 快递可比公司 PE/PB 估值情况可比（股价统计截至 2021 年 5 月 12 日收盘）	50

一、如何看待时效件市场需求结构的变化？

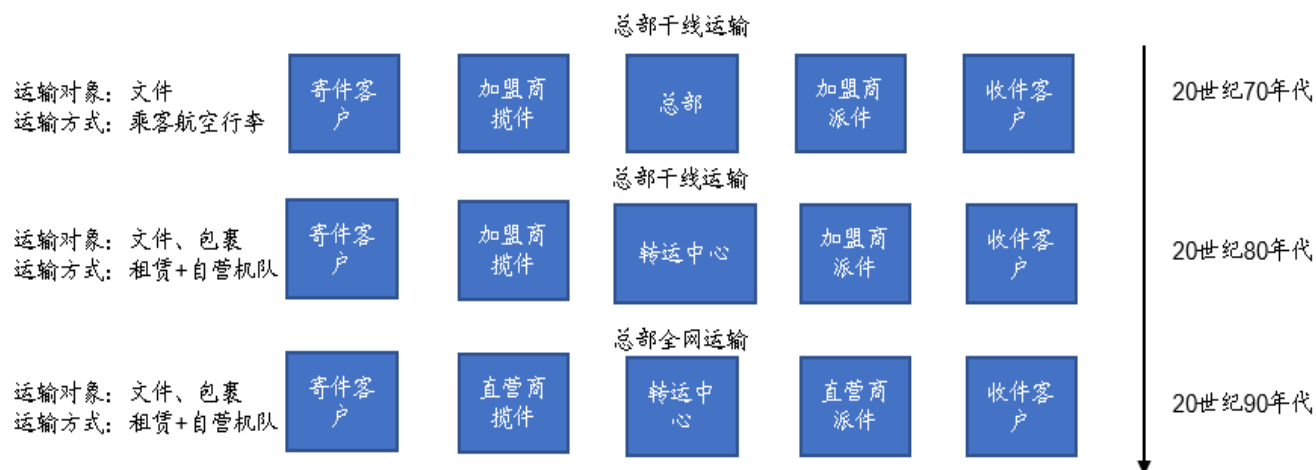
（一）美国经验：电子化冲击文件类需求，亦同时带来 B 端需求增量

我们在此前已发研报《复盘美国时效件快递市场激荡二十年，有何启示？》中曾提出：时效，意味着较高的时间价值，通常需要承担高于非时效快递的成本（以更快速的运输、更高频的交付频率等）。时效件的市场空间，与高价值、高时间敏感性的产业发展情况以及人均收入的提升息息相关。

从欧美快递市场的需求来看，需求结构先后经历了从20世纪80年代以前的文件类产品到20世纪80年代之后的B端制造业快递，再到2000年以后的消费快递的切换过程。

实际上，在20世纪80年代以后，电子化信息技术的发展，使得无纸化趋势下文件市场确实受到了电子替代的冲击。但与此同时，新的需求也逐步崛起。以电子、计算机为代表的新兴产业崛起，商业文件、电子元件、医疗样品、替换零件等货品运输需求增加。生产端小批量、多批次、高周转的市场快速响应机制逐渐成为主流，对运输的时效性、运输方式、交付稳定性提出了更高要求，航空运输的模式也因此获得了巨大的发展空间。

图1：DHL在不同的发展阶段运输对象的演变



数据来源：《DHL: From Startup to Global Upstart》，Po Chung and Roger Bowie，广发证券发展研究中心

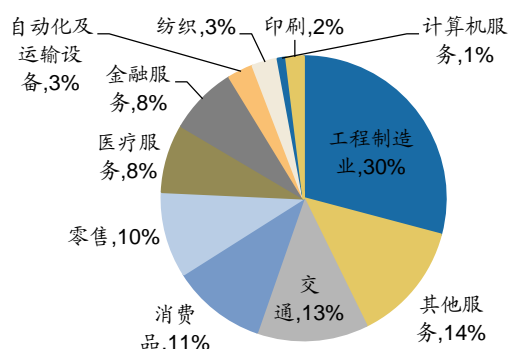
表1: 美国快递客户行业分布 (1976年)

分类	账户数量 (个)	快递园区月使用量 (件)	占总使用量比例
制造业和分销商	639	4945	17.7%
广告业	140	2285	8.2%
印刷出版业	80	1558	5.6%
数据处理及销售	125	1160	4.1%
办公及商务设备	22	1024	3.7%
计算机服务	50	686	2.5%
电子组件	76	679	2.4%
通信	34	631	2.3%
其他	502	4418	16%
合计	2329	23423	83.8%
后续 15 个分类	360	2375	8.5%
杂项	-	946	3.4%
未分类	-	5632	4.3%
总计	2689	27958	100.0%

数据来源:《Federal Express (B)》, Christopher H. Lovelock, (Harvard Business School), 广发证券发展研究中心

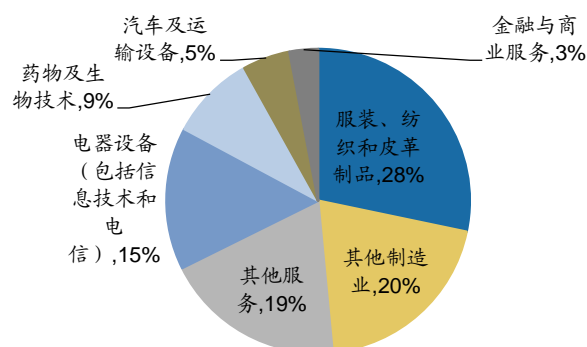
从全球范围内看,快递行业的客户也多集中在科技制造、汽车、金融行业、医药等。这些行业或是会产生大量的票据合同、或者是生产流程较长、零部件的价值相对较高、急救设备需要快速到达的行业,需求特性更可能被时效快递来满足。

图2: 全球快递客户行业分布 (2013年)



数据来源:《Express Delivery and Trade Facilitation: Impacts on the Global Economy》, Frontier Economics, 广发证券发展研究中心

图3: 欧洲快递客户行业分布 (2018年)



数据来源:《The Impact of the Express Industry on the EU Economy》, European Express Association, Oxford Economics, 广发证券发展研究中心

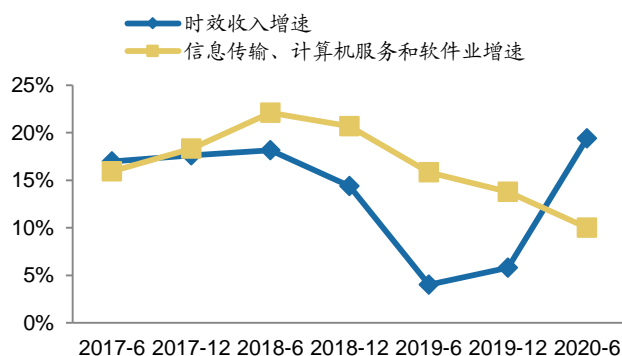
（二）中国市场：消费类电商快递逐渐成为时效件增长的主要驱动力

2016年12月，在顺丰借壳上市的公告《马鞍山鼎泰稀土新材料股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》中，公司就时效件需求结构的构成来源进行分析，“与竞争日趋激烈的中低端电子商务快递市场相比，商务快递市场主要针对客户寄递高价值文件物品的需求，票均单价较高且客户对价格的敏感性较弱，但由于对快递件的时效、安全、服务等各方面均具有较高的要求，目前参与竞争的企业数量有限。”尽管顺丰并未披露时效件的产品结构，但参考其对时效件产品结构的表述，我们认为在其发展的前期，文件类的产品可能是时效件的重要组成部分。

2019年到2020年，从公司时效件的产品构成看，文件类产品的比例从42%下降至34%。在时效件的件量结构中，消费类（电商快递）逐渐成为增长的主要驱动力。

可见，对公司本身而言，其时效件产品结构的构成，也经历了从文件类到消费类主导的转变过程。

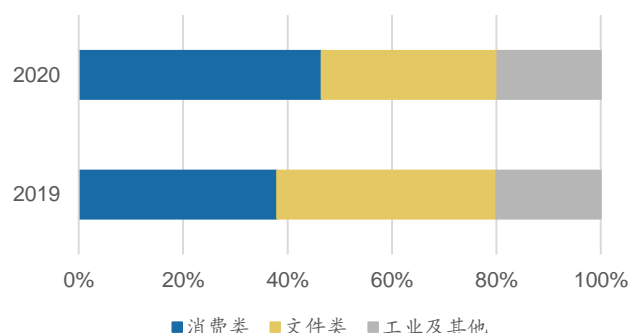
图4：2017-2019年，顺丰时效收入增速与信息行业存在相关性



数据来源：Wind，公司年报，公司半年报，国家统计局，广发证券发展研究中心

注：信息传输、计算机服务与软件业增速为国家统计局统计的产业增加值实际增速。

图5：2019-2020年，消费类在顺丰时效件产品中的占比明显提升

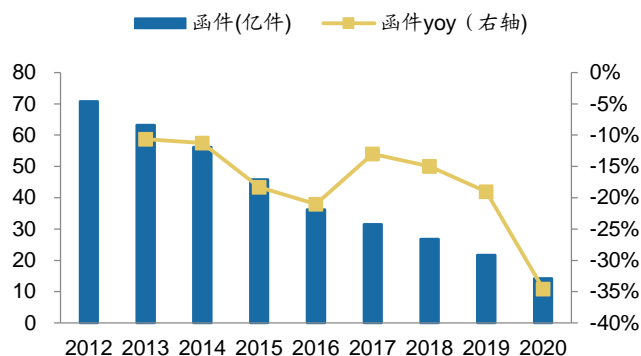


数据来源：公司年报，《顺丰控股2020年度业绩发布会材料》，广发证券发展研究中心

我们从另一角度来验证这一观点。由于函件、汇票业务也是EMS的重要需求来源。我们对其业务量进行统计，结果表明：从2012年至今，中国的函件数每年持续减少，2020年中国函件数已到21.67亿件，同比增速为-35%。而其中，中国邮政的汇票类业务也在持续减少，2020年邮政业务中的汇票业务同比增速降低到-41%。

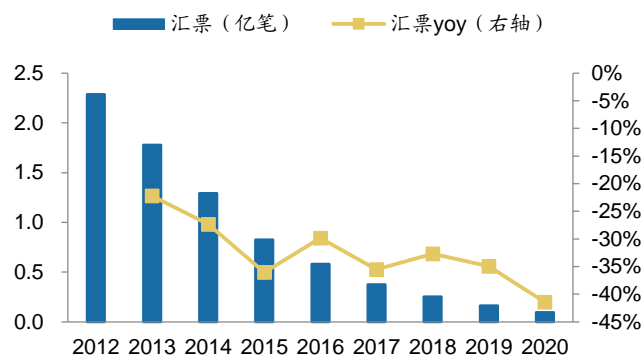
整体来看，我们认为，文件类商品市场需求的萎缩是一个长期的趋势，而非短期影响公司业绩的核心因素。

图6：2012-2020年中国函件数及增速走势



数据来源：国家邮政局，广发证券发展研究中心

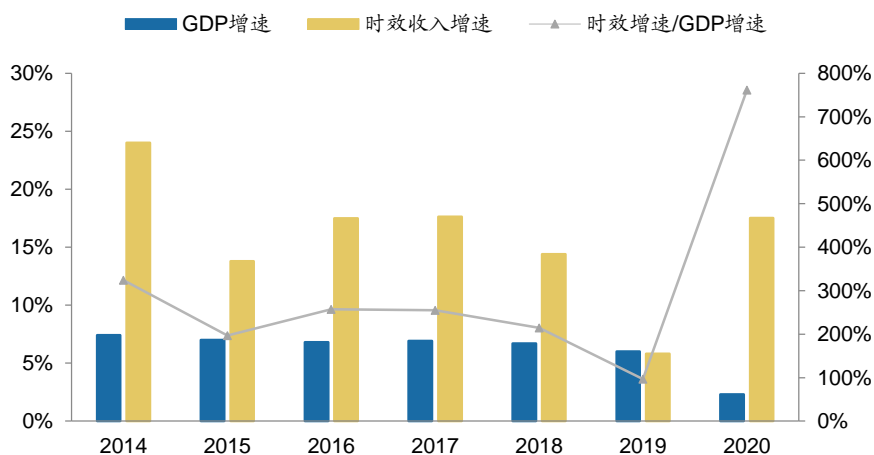
图7：2012-2020年中国汇票业务及增速走势



数据来源：国家邮政局，广发证券发展研究中心

长期而言，随着制造业结构升级与消费升级的螺旋式上升，我们认为更多的高端电商件和制造业快递（关键零部件）有望成为中国时效件快递市场的新增量。实际上，顺丰已经在一定程度上体现这种转变。从2020年全年来看，公司最大的变化在于时效件增速重回17%的高位。一方面受疫情影响，公商务函件、个人散件等品类显著回流至顺丰体系；另一方面或源于疫情加速高端品牌销售渠道的重塑，高端消费线上化成为新趋势，带动时效件增速上行。

图8：顺丰时效件业务的收入增速约为GDP增速2-3倍

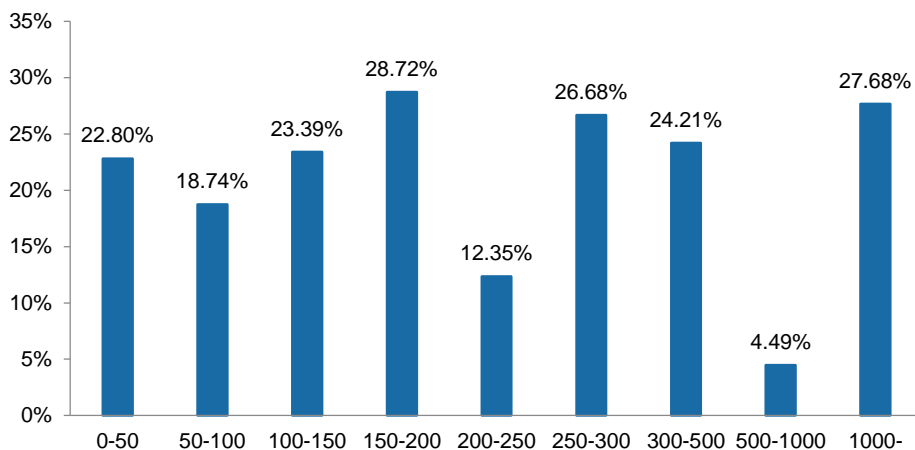


数据来源：国家统计局，Wind，公司年报，《鼎泰新材：重大资产置换及发行股份购买资产报告书》，广发证券发展研究中心

(三) 高端电商需求是顺丰一季度时效件增长放缓的主要影响因素吗？

由于产业结构的变化和产业升级往往是慢变量，我们在这里重点对高端电商展开讨论。通过数据挖掘，我们统计了淘宝等电商平台不同价格带的商品的销量增速情况。2017-2019年，淘宝等电商的整体销量增速为21%左右，不同客单价区间的商品的销量增速出现分化，0-50元区间的和150元以上的商品增速相对更高。

图9：2017-2019年电商各价格带商品销量增速情况

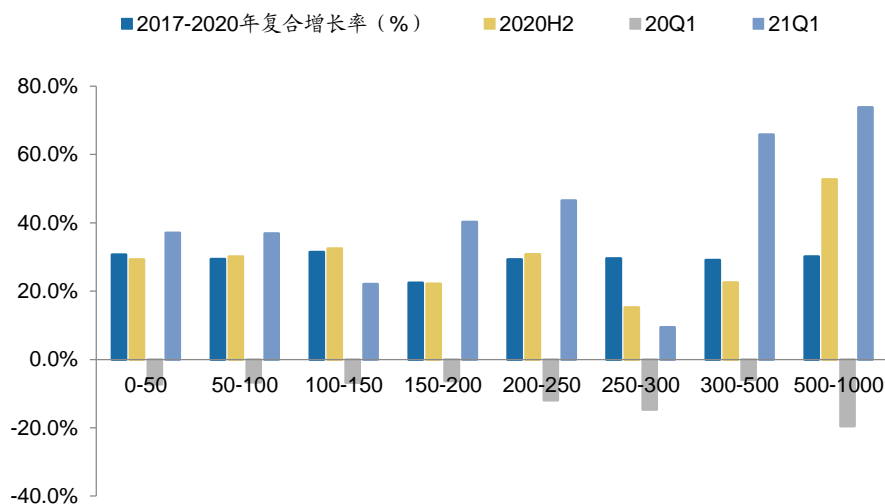


数据来源：淘宝网等电商平台，广发证券发展研究中心

注：1.已剔除非实物电商销量情况（如手机卡充值等）；2.500-1000 元价格带销量增速明显较低，主要和手表类商品的销量情况有关。

由于2020年上半年受疫情影响，我们进一步统计了2020年下半年以来淘宝不同价格带增速的变化情况。从数据表现看，这一两极分化的趋势在2020年下半年以后表现的更加明显。

图10: 2017-2020年以及2020H2半年度、20Q1、21Q1季度电商各价格带商品销量增速情况



数据来源: 淘宝网等电商平台, 广发证券发展研究中心

注: 已剔除非实物电商销量情况 (如手机卡充值等)。

此前,我们在《如何看待未来5年中国时效件快递市场的空间与竞争格局?》中提出,综合竞争格局、规模效应、物流成本率三点影响因素,时效件的均价亦可能会经历一个下降的过程。我们以单个商品在200元以上为基准,统计了相关品类的商品的销量增速情况。

结果表明: **3C、高端鞋服、奢侈品等品类,是贡献高价格带的电商产品增速提升的主要部分。实际上,这与不少品牌商近年来对于不同渠道的调整趋势亦是相契合的。**

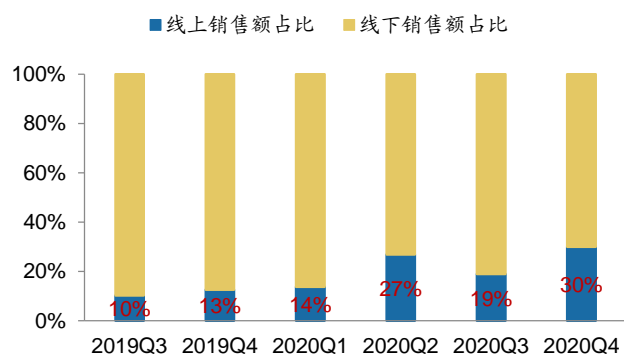
表2: 200元以上不同品类的商品在2017-2020年以及2020H2半年度、20Q1、21Q1季度销量增速情况

类别	客单均价 (元)	2017-2020 年复合增长率 (%)	20Q1	21Q1	2020H2
电脑硬件/显示器/电脑周边	223	29.3%	-25%	37%	32%
女鞋	224	32.0%	-11%	141%	55%
运动服/休闲服装	225	29.3%	-13%	69%	41%
保健食品/膳食营养补充食品	242	29.1%	1%	36%	38%
乐器/吉他/钢琴/配件	243	33.7%	-8%	56%	43%
酒类	396	30.0%	-5%	3%	36%
手表	540	33.2%	-20%	83%	65%
珠宝/钻石/翡翠/黄金	743	30.2%	-11%	17%	53%
平板电脑/MID	1,543	25.5%	-15%	38%	38%
品牌台机/品牌一体机/服务器	2,279	32.4%	-2%	66%	36%
数码相机/单反相机/摄像机	2,460	31.0%	-5%	6%	44%
DIY 电脑	2,665	28.1%	-16%	45%	32%
笔记本电脑	3,752	24.0%	2%	40%	41%

数据来源: 淘宝网等电商平台, 广发证券发展研究中心

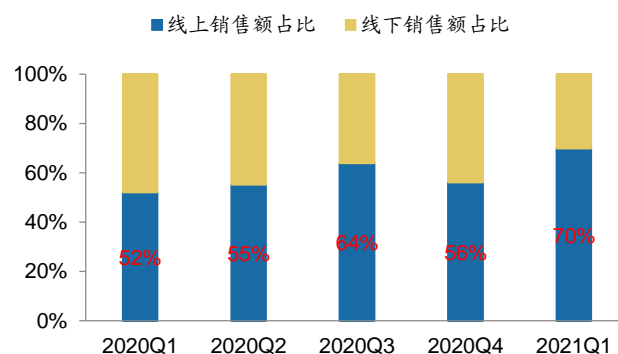
举例来看, 周大生早在2016年就开始试水淘宝直播, 积极布局线上。在20Q1季度线下销售严重下滑时, 线上渠道为整体销售提供有力支撑, 且保持持续的增长态势。耐克在2020年Q1和Q2季度, 线上业务的营收同比增长83%和84%; 20Q4季度, 首次占其总收入的30%。电商业务比此前公司在2018财年定下的目标(到2023财年, 线上业务的销售占比要达到30%, 长期的数字化业务将会达50%)提前三年完成。

图11: Nike集团分渠道销售额情况



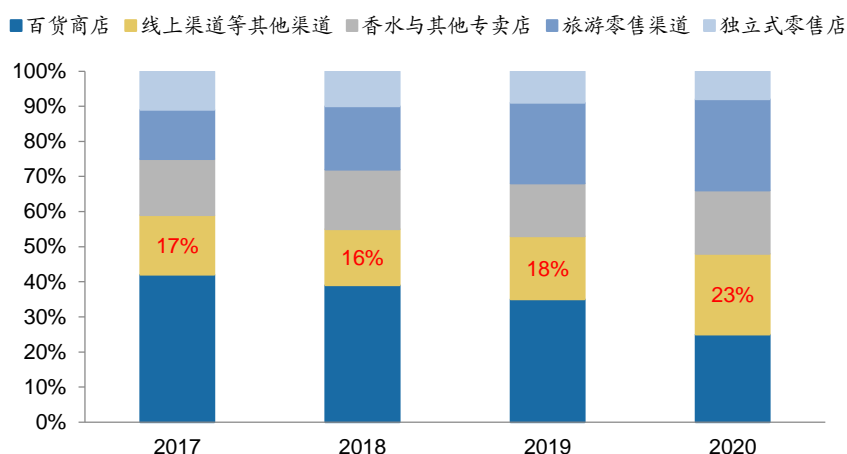
数据来源: Wind, 公司季报, 广发证券发展研究中心

图12: 周大生分渠道销售额情况



数据来源: Wind, 公司季报, 广发证券发展研究中心

图13: 2017-2020年雅诗兰黛集团销售收入按渠道拆分



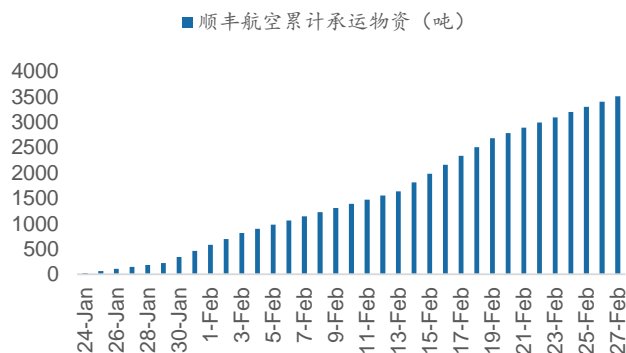
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

从以上分析来看, 我们认为高端电商的增速可能仍旧处于一个相对高位的状态, 自然不足以解释顺丰一季度时效件增速的回落。

我们进一步统计了顺丰2020年一季度运输防疫物资的情况以及公司在不同渠道的业务量增速情况。据公司2020年一季报, 疫情期间, 顺丰航空累计执行防疫物资运输航班共218个, 累计货量超5346吨, 开通国内8条、国际2条专机航线。

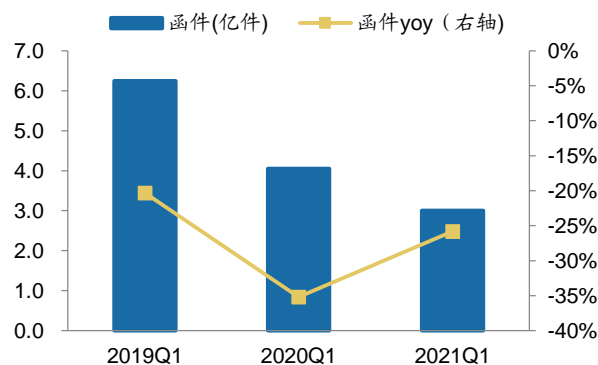
此外, 从国家邮政局披露的2021年Q1季度的邮政寄递服务的业务量情况看, 仍旧维持较低增速。因此, 我们认为公司时效件业务量增速的下滑, 或源于: (1) 防疫物质的一次性影响; (2) 文件类商品市场需求的萎缩; (3) 其他主要快递公司一季度“春节不打烊”等综合原因导致的。

图14: 顺丰航空战疫物资运量



数据来源: 公司年报, 公司季报, 广发证券发展研究中心

图15: 函件类商品在一季度的增速仍旧较低



数据来源: 国家邮政局, 广发证券发展研究中心

二、如何看待电商快递行业的搅局者“极兔速递”？

（一）极兔速递基本情况介绍

根据极兔速递官网披露，公司成立于2015年8月，是东南亚首家以互联网配送为核心业务的科技型快递公司，业务涉及快递、快运、仓储及供应链等多元化领域，业务类型涵盖同城、跨省及国际件。截至2021年1月，极兔在全球拥有超过240个大型转运中心。

表3：极兔的设备与网点建设情况

	转运中心	服务网点	运输干线
情况介绍	极兔在全力打造高效、智能的分拣体系，最大化地缩短快件的中转时长。	极兔已初步建立覆盖全国的服务网络，高密度的网点，有效保障极兔能够在最短时间内将服务触达客户。	全国的支线与干线能够无缝衔接，特色产品区域可以重点保障。灵活、立体化的线路能够保障极兔速递服务，做到时效优先。
量化指标	77个转运中心，350+组自动化矩阵，500+套DWS智能扫描设备。	100%全国省、市覆盖率。	2500+干线运输车辆，2000+运输干线，100%省际联通率。

数据来源：极兔速递官网，广发证券发展研究中心

近年来，凭借对加盟商较高的补贴，极兔速递迅速崛起。根据我们草根调研了解到的情况，极兔在义乌地区的单票价格较通达百低出0.3-0.5元，主要面向拼多多平台上的低价商品。对比来看，尽管顺丰近年来不断下沉电商件市场，但较高的单票成本使其面向的客户与极兔的客户群预计重合度可能并不高。

表4：顺丰主要时效件和经济件产品结构

顺丰快递产品层次化	时效	最晚收件时间	价格
顺丰特快（即日）	当日 22:00 前送达	10:00	70 元
顺丰特快（次晨）	次日 12:00 前送达	18:00	25 元
顺丰特快（次日）	次日 18:00 前送达	18:00	23 元（使用丰巢寄件价格为 20 元）
顺丰标快（陆运）	隔日 18:00 前送达	20:30	18 元（使用丰巢寄件价格为 16 元）
顺丰特惠专配件	-	-	5-8 元
顺丰丰网	-	-	3-5 元

数据来源：顺丰官微，广发证券发展研究中心

注：1.首重价格；

2.2020 年 12 月，据界面新闻报道，顺丰旗下对标“通达系”的电商快递品牌“丰网”在华东、华南部分城市进行试运行。由于起网时间较晚，预计目前货量规模不高。

(二) 极兔未来竞争策略推演

据证券时报报道,2020年6月、10月以及2021年初,极兔日单量分别达到500万、1000万、2000万的里程碑。极兔迅速起网,两点原因不可忽视:一是总部对加盟商的高额补贴,二是通过通达百的加盟商代派的方式进行配送。

但这两点因素目前正在发生变化。据《中国经营报》消息,2020年12月1日,极兔速递调降快递员底薪和派费,目前直营网点快递员的薪资结构依旧是底薪+派费,但底薪已调整为2980元,派费降低为1.35元/票。据了解,2020年以来,极兔速递快递员经历两次底薪调整,由最初的5000元降至3580元,再由3580元降至2980元。与此同时,派费由1.5元/票降低至目前的1.35元/票。

对于通达等其他快速公司的代派,参考我们此前已发报告《全链路视角下的快递成本优化——结构与空间》,对于加盟商而言,为了辅助末端揽派,加盟商需要运维网点。假设每个网点面积为80平米,那么单件网点运维成本约为0.61元,其中单件客服人工0.19元、单件租金成本0.42元,叠加单件揽派成本1.49元,合计为2.10元。换言之,通过通达等其他快速公司的代派,极兔可以省去自身建设网点的运维成本。

但如果进一步考虑到加盟商的业务主要包括揽件、支线运输、理货、派件四个环节,其中理货和派件占据了大部分时间。理货时间一般是早上6点-9点,下午2点-3点,白天其他时段主要为派件,两个环节目前都主要依靠人工,几乎集中了加盟商绝大部分人力。运输、操作人员的平均工资每年以8%左右的速度增长,用工难确实是加盟商成本管控的痛点。但自动化降本的基础是规模足够大,这是末端所不具备的。

表5: 通达百的加盟商网点运维成本测算(假设日派件805件)

	日均成本	单件成本
合计(元)		0.61
工资(元)	147	0.19
租金(元)	341	0.42
设备折旧(元)	5	0.01
人工	1	人
店铺面积	80	平方米
设备	1	万
实际日单量	805	日单量
工资	4567	每人每月
房租	12.5	万/年

数据来源: 公司年报, 中国邮政快递报, 广发证券发展研究中心

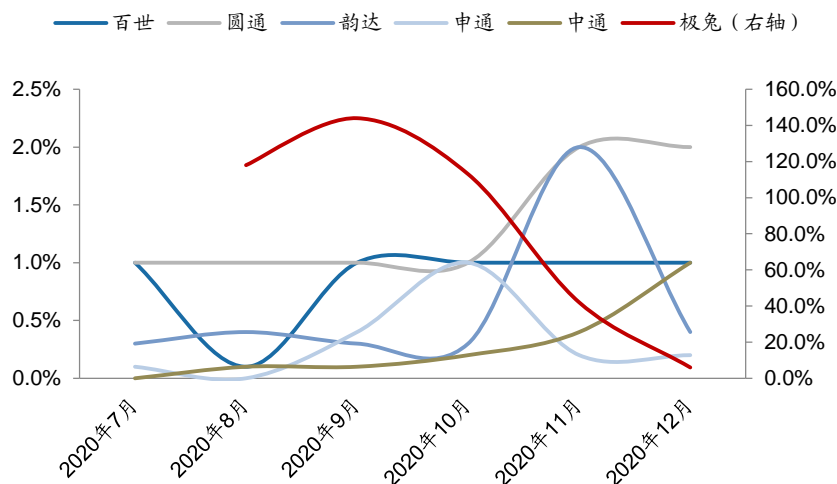
注: 房租参考全国百城商铺平均租金 4.26 元/平/月计算(用快递量加权);

测算和实际情况可能存在误差, 供参考

因此,我们认为,对极兔而言,随着其规模的不断扩大,在不同区域的件量平衡、服务质量的改善以及末端资产投入可能会是下一阶段发展的重点。随着成本管控的进一步提升和规模优势的增强,使其全网(尤其是加盟商)具备自我造血能力不可或

缺。

图16: 主要加盟制快递公司2020年7-12月有效申诉率对比



数据来源: 国家邮政局, 广发证券发展研究中心

注: 有效申诉率是指每百万件量中界定为企业责任的申诉件数, 有效申诉率=界定为企业责任的申诉件数÷总件数×100万。

(三) 顺丰起“丰网”, 期待组织结构裂变

据界面新闻报道, 顺丰旗下对标“通达系”的电商快递品牌“丰网”在华东、华南部分城市进行试运行。

那么, 长期看, 顺丰下沉电商件市场是否会与通达以及极兔直接竞争?

正如我们前文所言, 加盟商的业务主要包括揽件、支线运输、理货、派件四个环节, 其中理货和派件占据了大部分时间。揽件时间一般为下午4点-5点, 对收派结构不平衡的区域(比如义乌以揽件为主、中西部地区多为派件区), 其揽件的时间弹性差别较大, 与顺丰时效件在运营模式上存在较大的差异。

据新华网报道, 2018年3月, 顺丰收购广东新邦物流有限公司业务, 并参与投资成立零担快运业务品牌“顺心捷达”, 该业务独立运作, 主打高性价比的快运业务。借助顺丰的品牌效应, 这家快运公司得以加盟模式快速起网、扩张。据运联智库报道, 2020年上半年, 顺心捷达零担货量同比增长57%, 同比增速在主流玩家中位列第一, 日峰值零担货量达1.6万吨。据了解, 目前在全网型加盟平台中, 顺心捷达的体量早已杀进全国前五强。

快运板块的独立运作, 意味着顺丰正不断尝试着突破直营制快递公司的既有组织架构, 向物流平台型企业转变。参考顺心捷达的发展路径, 我们认为丰网的长期发展路径, 或许需要建立独立的BU或BG事业群。低端电商市场价格敏感性较高的需求特征, 同时也对顺丰的成本管控能力提出新的挑战。

表6: 顺心捷达发展状况

年份	顺心捷达发展历程
2018	3月, 正式成立 5月, 品牌发布 7月, 全国网络正式开始运营
2019	7月, 与顺丰快运实现底盘融通 11月, 单日加盟货量突破1万吨 12月, 全国门店突破6000家
2020	4月, 总部乔迁深圳, 与顺丰快运总部同场办公, 全方位立体化推进融通; 在线机器人上线, 开启线上自助化服务 7月, 甘青宁省区正式起网, 完成全国网络版图覆盖 8月, 加盟网点突破10000家, 行业网点破万用时最短 9月, 顺心空运正式上线, 最快8小时极速达 11月, 单日加盟货量突破2.1万吨 12月, 推出顺心跨境产品

数据来源: 顺心捷达官网, 广发证券发展研究中心

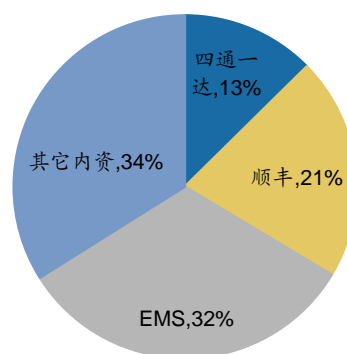
三、如何看待快递行业的长期竞争?

(一) 如何看待时效件快递市场在位者的竞争?

正如我们前文所阐述的, 目前来看, 时效件快递市场的需求结构, 正在经历由文件类到消费类主导的转变过程。

在传统的商务件市场(公文、函件等), 主要的参与者为顺丰和EMS。近年来, 这部分市场的竞争格局相对稳定。假设顺丰和EMS的商务件业务占各自时效件业务的25%和70%, 四通一达商务件业务占各自业务的2%, 粗略估计, 顺丰和EMS在2020年的商务件市场份额各自为21%、32%, 四通一达在商务件市场份额为13%。

图17: 2020年传统商务件市场份额占比情况



数据来源: Wind, 国家邮政局, 广发证券发展研究中心

电商件主要由四通一达为代表的加盟快递以及电商自建物流包揽。近年来，随着品牌商线上渗透率的提升，高端电商件逐渐成为时效件市场的需求增量。我们重点讨论顺丰的网络快递和京东仓配模式在高端电商市场的竞争情况。

在《如何看待未来5年中国时效件快递市场的空间与竞争格局？》中，我们对高端电商快递的业务量规模做分析，测算2019年客单价在200元以上电商品类（有望纳入时效件快递市场的商品部分）销量在104亿件左右。假设年化增速为20%，那么2020年对应的销量空间为125亿件左右。

京东物流官网显示，截至2020年12月31日，90%的京东线上零售订单实现当日和次日达。考虑这一因素，我们将京东物流的包裹量均纳入到时效件市场的计算范围内。在《京东物流：仓配模式物流服务商，向消费行业综合物流供应商迈进》中，我们对京东物流的件量规模做模拟测算，预计2019年京东物流的订单总数为34.15亿件。2017-2019年京东物流的总单量的CAGR为24.08%，粗略以25%的增速估算，则2020年京东物流的订单数为43亿件左右。

参考顺丰2020年披露的时效件产品结构，我们预计在公司的时效件产品中，电商类商品的规模在15亿件左右，业务量规模预计占高端电商件品类的12%左右。

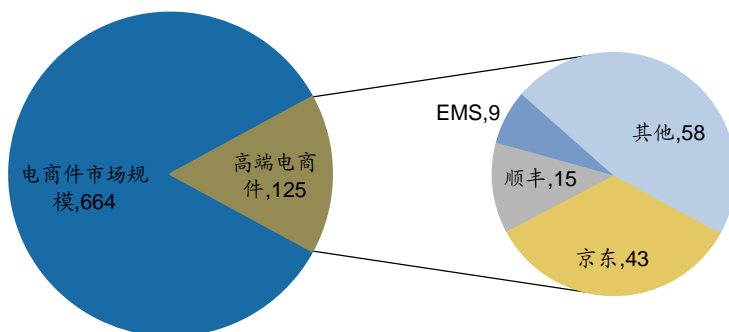
长期而言，我们认为随着顺丰时效件产品提速、业务体系层次化以及对仓配模式的拓展，公司有望进一步提升在高端电商快递市场的市占率。

图18：2020年中国快递市场结构测算（亿件）

	单量			市场份额				假设占各自快递量比		
	电商件	商务件	个人件	电商件	商务件	个人件	合计	电商占比	商务占比	个人占比
韵达	130	3	7	20%	6%	14%	22%	93%	2%	5%
圆通	115	3	6	17%	7%	13%	20%	93%	2%	5%
申通	81	2	4	12%	4%	9%	14%	93%	2%	5%
中通	155	3	6	23%	9%	12%	26%	93%	2%	5%
百世	79	2	4	12%	3%	9%	13%	93%	2%	5%
四通一达	560	12	28	85%	13%	44%	96%			
顺丰	53	20	12	8%	21%	19%	13%	65%	25%	10%
EMS	6	32	6	1%	32%	9%	5%	20%	70%	10%
其它内资	40	33	3	5%	34%	5%	13%			
内资快递	658	97	65					80%	12%	8%

数据来源：Wind，国家邮政局，公司年报，广发证券发展研究中心

图19: 2020年电商件市场空间与结构测算 (亿件)



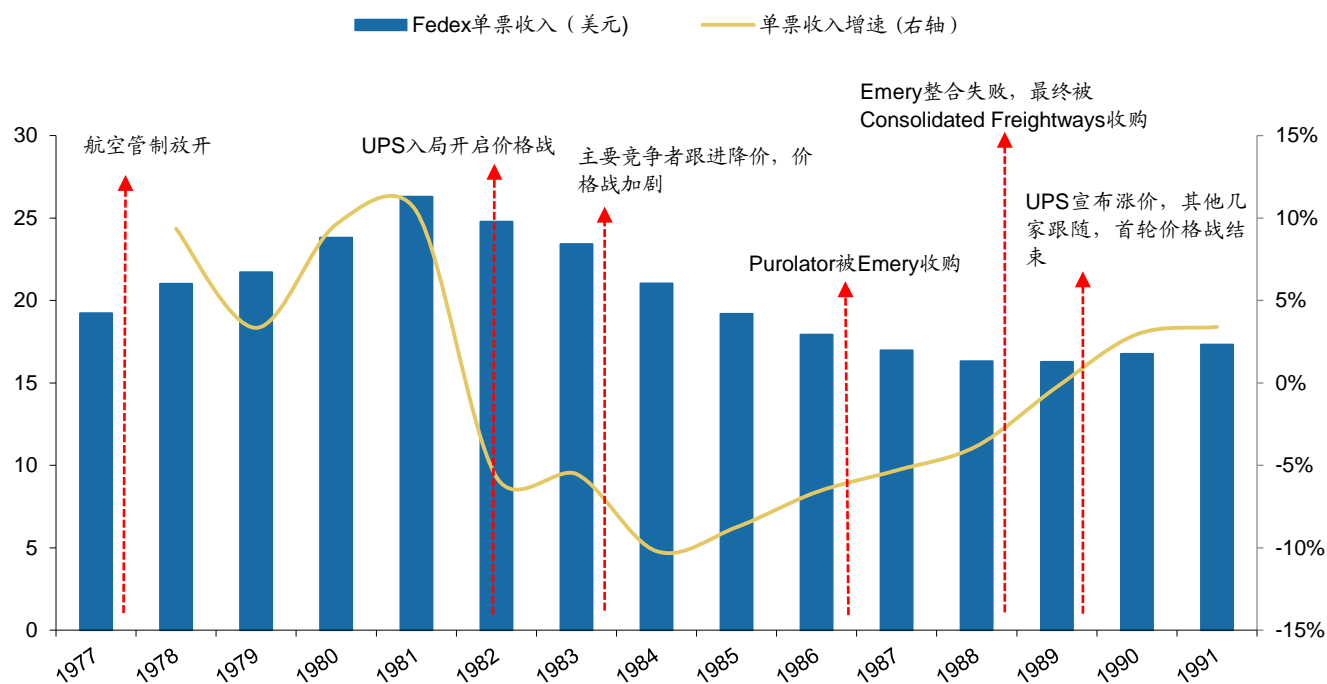
数据来源: Wind,《顺丰控股 2020 年度业绩发布会材料》,《20210216JD Logistics, Inc. 申请版本 (第一次呈交) 全文档案》, 广发证券发展研究中心

(二) 如何看待加盟制快递公司对时效件快递市场的渗透?

我们在《顺丰控股: 步步为营, 消费行业基础设施服务商雏形初显》中复盘了美国快递行业价格战的演变过程, 在此不做赘述。

总结来看, 美国快递行业的两次价格战均由地面快递之王UPS主导和结束, UPS具备进攻航空快递市场的重要因素在于公司的Ground业务处于绝对领先地位。从市占率的情况看, 20世纪90年代, UPS在Ground市场的市占率超80%, 预计业绩主要由Ground业务贡献。地面业务的稳定利润能够有效补贴航空快递业务的扩张。

图20: 美国快递行业首轮价格战 (1982-1989年)



数据来源:《The Evolution of The Small Package Express Delivery Industry,1930-2010》, Charles W.L.Hill(University of Washington), 广发证券发展研究中心

对于中国的快递行业，市场的另一个疑问是：加盟制快递公司是否会进入时效件市场成为新的搅局者？

实际上，对于加盟制快递行业，众邮快递、极兔速递等新进入者的快速崛起是电商快递行业的另一明显变化，背后反映的是电商企业越来越倾向于强化对物流的掌控力度。无论是打造定位下沉市场和高性价比包裹的众邮快递，还是依托独特的“代理合伙人机制”和“OV”经销商体系的极兔速递，都兼具产业资本和商流优势。

这一现象，一定程度上源于电商平台企业之间的竞争日益激烈，而物流价格对平台的竞争力举足轻重。由于电商商家对物流费用的敏感性很高，较低的物流成本是吸引更多商家的重要优势。那么，电商企业对其投资的电商物流企业的战略诉求，或许并非完全出于财务回报的角度来考虑。其次，若拼多多等其他电商平台企业加大对物流行业的投资力度，可能会进一步使菜鸟加大对申通、百世等公司的支持力度，强化自身平台的低物流成本优势。

商流的过度介入，无疑延缓了加盟制快递行业竞争格局的优化。对加盟制快递公司而言，如何在加盟制赛道上夯实自身规模优势的同时，投入一定的资源去进攻时效件快递市场可能是需要平衡的问题。

表7：阿里对通达系持股情况

公司	阿里持股情况
百世集团	2020 年末持有 37%为最大股东
申通快递	2021Q1 持有 25%为最大股东
圆通速递	2021Q1 持有 21.9%为第二大股东
中通快递	2020 年末持有 8.7%为第三大股东
韵达股份	2020Q1 持有 2%为第六大股东

数据来源：Wind，百世集团 20 年年报，申通快递 21 年一季报，圆通速递 21 年一季报，中通快递 20 年年报，韵达股份 20 年一季报，广发证券发展研究中心

（三）如何看待社区团购对网络快递模式的影响？

电商行业在中国的高速发展离不开以快递为代表的履约体系的成熟。近年来，以社区团购为代表的新模式方兴未艾。社区团购是否会对网络快递模式构成冲击是市场关注的又一焦点问题。

从不同品类的渗透率的角度来看，以图书、服装、3C 产品等品类为代表的品类标准化程度相对较高（易于识别）、交付的即时性相对较低（消费者的等待期相对较长）等特性，从而形成较高的线上渗透率，这也是生鲜、日用百货等品类线上化难的原因。

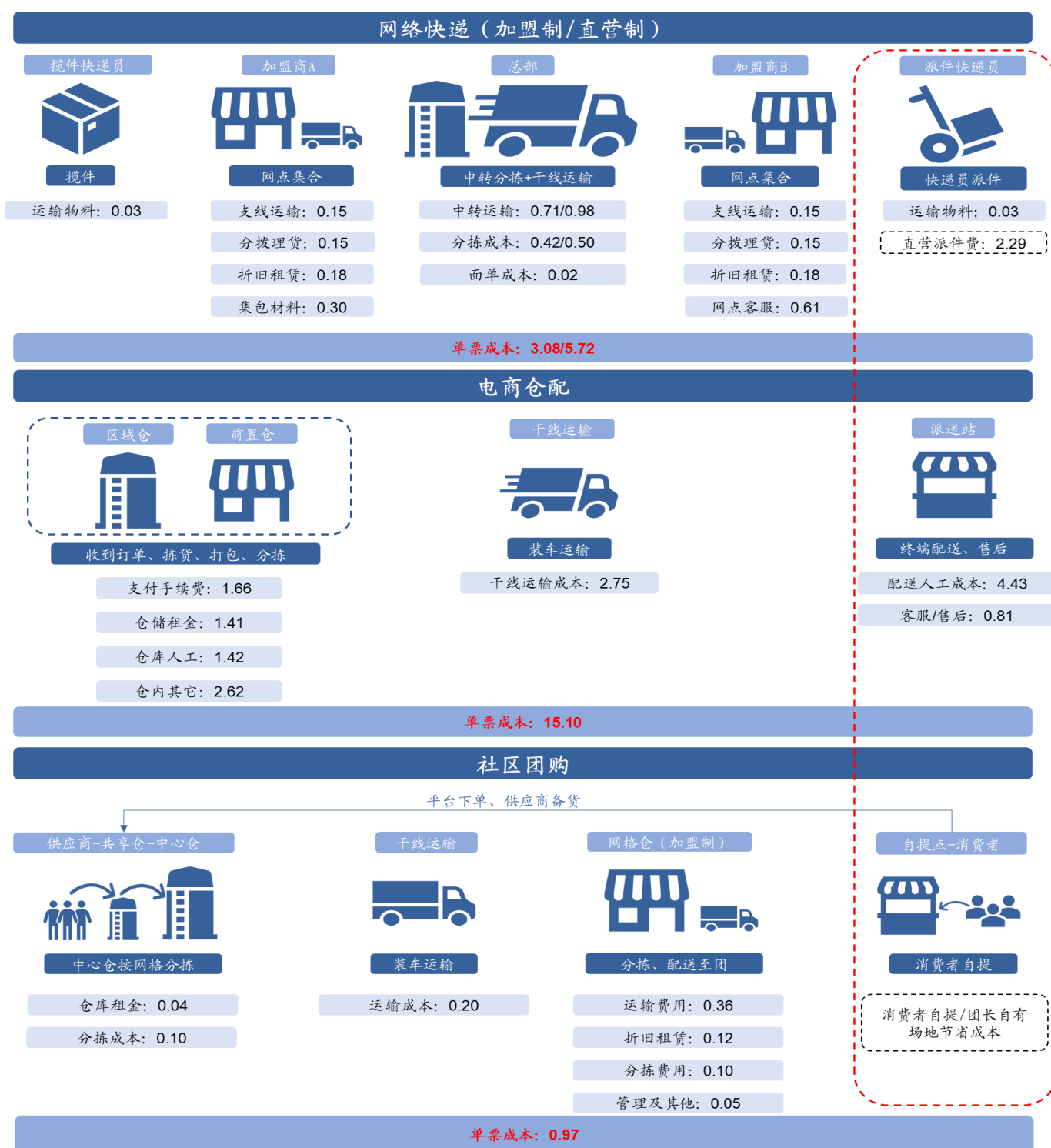
复盘生鲜品类的线上化解决方案，从早期的网络快递模式（即长距离的冷链物流），到以每日优鲜为代表的前置仓模式，囿于生鲜在供给端的碎片化程度高、本地化采购、产品易腐蚀等特性，难以在履约成本、时效、产品质量方面达成平衡，并可能逐渐向“特色经济”和一二线城市的高附加值需求方向转变。

我们在下图中构建了不同的履约模式下的全链路成本结构。对比仓配模式和网络快递模式，社区团购通过末端消费者自提和前端反向C2M团购的模式大幅降低了履约成本。

末端的交付方式，同样是网络快递下主要快递公司探索降本的重点。一方面，到家、到柜、到驿站适应不同的客户需求；另一方面，中国的居住密度与快递规模，又使“到驿站”可比“到家”的派送成本大幅降低，末端逐渐成为快递行业效率提升的瓶颈。从这一角度看，快递站点和社区团购末端实际上具备融合的可能。

对于前端商流，目前社区团购和传统电商品类差异显著。团购模式是不同的电商平台长期探索的商业模式。实际上，拼多多也在尝试通过C2M模式，将消费订单集中给到源头，从生产和采购的改造上做文章，进一步放大团购的优势。对生产源头高度分散化的生鲜、低价高频的日用百货，社区团购可能是更加适合探索的方式。长期而言，新的商流是否会带来物流模式的迭代，仍旧是我们需要跟踪和观察的。

图21：网络快递、仓配模式和社区团购的履约方式和成本对比（元/票）



数据来源：wind，公司年报，中国邮政快递报，京东集团年报，《20210216JD Logistics, Inc. 申请版本（第一次呈交）全文档案》，广发证券发展研究中心

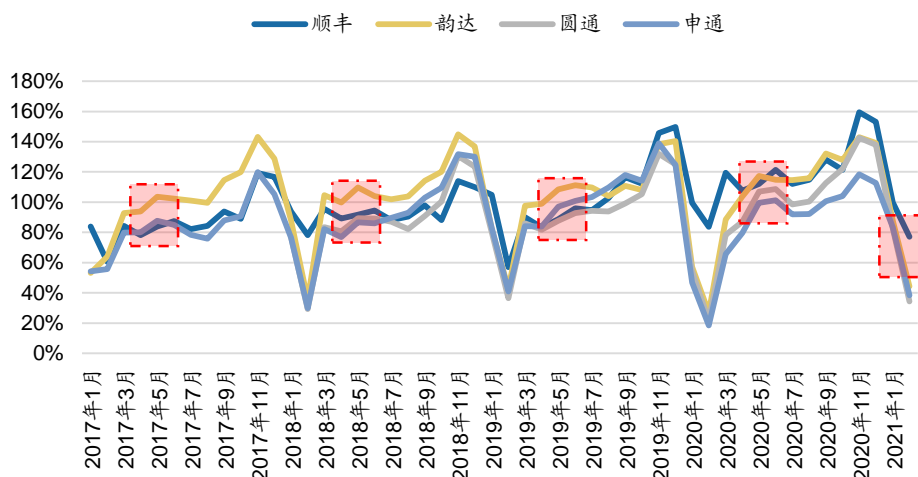
注：1.网络快递模式含加盟制和直营制两种组织模式，图中测算直营制模式的成本，主要系顺丰特惠专配的成本潜力，与公司时效件的成本结构有一定差别。

2.网络快递测算方式，详见此前已发报告《物流系列五：全链路视角下的快递成本优化——结构与空间》。电商仓配模式，参考京东物流2019年成本结构，详见此前已发报告《京东物流：仓配模式物流服务商，向消费行业综合物流供应商迈进》；社区团购测算方式，来自草根调研数据整理。

四、如何看待顺丰产能投放的节奏？

首先，从行业角度看，中国物流大环境产能充沛，长期不存在供不应求。应对旺季需求，快递公司能够通过人力外包、场地租赁等方式快速调整产能，同时也会推高成本、带动提价。从快递月度产能利用率的角度来看，Q1和Q3一般为行业淡季，Q2一般为小旺季，Q4是大旺季，业务量波动剧烈，新增产能尚未达到效率最优，叠加临时产能调度，成本管控难度最大。

图22：快递公司月度产能利用率（当月日均快递量/上年11月日均快递量）



数据来源：公司月度经营公告，广发证券发展研究中心

从整体成本结构看，总成本效率越高的公司，其变动成本费用率越低，这是经营网络化、流程自动化的共同作用，其底层逻辑是规模经济。

对比来看，尽管顺丰的固定成本占营收的比值低于通达公司，但就顺丰自身而言，固定成本的比例呈上升趋势。这就意味着，如果时效件增速下行，公司为进一步摊薄单票成本，需要降价抢量，从而提高产能利用率。

表8：快递公司总部成本费用结构对比（不含财务费用）

占营收的比重	中通 2019	韵达 2019	圆通 2019	顺丰 2020	顺丰 2019	顺丰 2018	顺丰 2017	顺丰 2016
折旧摊销	6%	6%	5%	3%	4%	4%	4%	4%
运输成本	38%	44%	44%	32%	31%	27%	27%	27%
经营租赁	2%	3%	0%	5%	6%	6%	5%	5%
人力成本	16%	16%	24%	47%	45%	40%	38%	39%
其他成本	12%	11%	12%	7%	7%	17%	17%	18%
固定成本	46%	54%	49%	40%	41%	37%	37%	36%
变动成本	28%	27%	36%	53%	53%	57%	56%	56%
总成本费用率	74%	81%	85%	94%	94%	94%	92%	93%

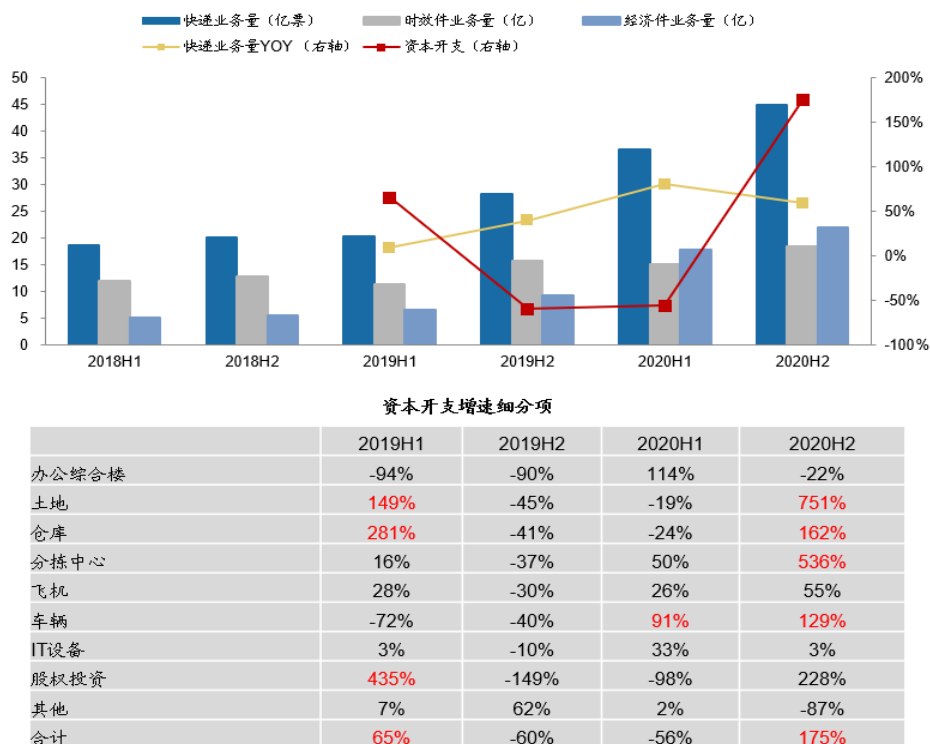
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：营收剔除派费和其他业务收入；派件毛利作为补贴从营收中扣除；

固定成本包括折旧摊销、运输成本、经营租赁，变动成本为人力成本及其他。

我们进一步对公司在2018-2020年的资本开支和业务量增速情况做分析。结果表明：
（1）由于供给端重资产投入和需求增速的阶段波动，公司存在一定的产能周期。而从产能投放到资产利用率的提升，一般需半年左右。（2）2020年下半年以来，公司加大在土地和分拣中心上的投入力度，或与公司积极下沉电商件市场的经营策略以及对“四网融通”项目的投入有关。

图23：顺丰控股2018-2020年资本开支与业务量情况



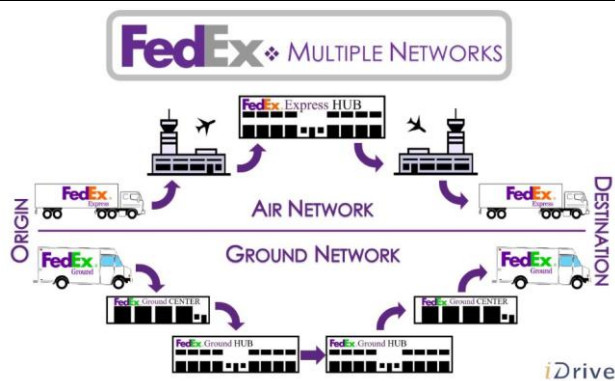
数据来源：Wind，公司半年报，广发证券发展研究中心

五、如何理解“四网融通”及资产的协同效应？

随着顺丰业务版图持续扩大，网络类型、快件大小、服务时效、服务标准均日益丰富，全流程运营管控的复杂度进一步提升，对于网络管理的要求越来越高。在2020的年报中，公司提出“四网融通”的概念，即对包括快递、仓储、快运、丰网等网络进行升级，将传统网络与新业务网络融合，推动传统快递网络、快运网络、仓储网络及加盟网络收派、场、线等资源的全网通、高效协同。

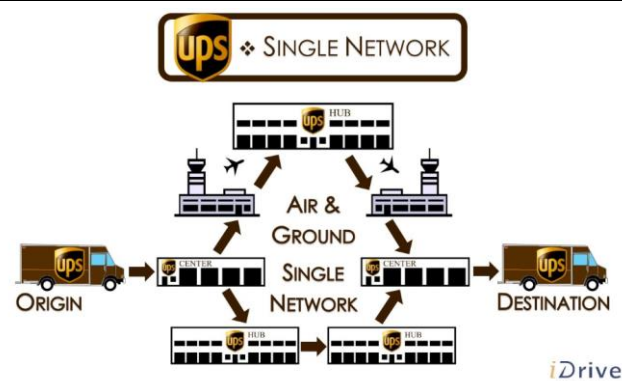
从海外的情况看，FedEx采取陆空分网模式，而UPS则采取陆空并网模式。在此前已发的报告《顺丰控股：主业降维渗透，双线重归平衡》中，我们曾对UPS的分网利润率做模拟测算，结果表明：我们测算出的UPS分网营业利润率比UPS实际的营业利润率低4.0pcts左右，可以认为网络协同的成本效率显著。

图24: FedEx分网运营模式



数据来源: 《FedEx vs. UPS: Part 3 - Differences Between Networks》, iDrive Logistics, 广发证券发展研究中心

图25: UPS合网运营模式



数据来源: 《FedEx vs. UPS: Part 3 - Differences Between Networks》, iDrive Logistics, 广发证券发展研究中心

而另一方面,值得注意的是,运营结构方面,UPS和FedEX也是完全不同的。UPS旗下所有业务(空运、陆运、国内、国际等),都是使用单一的收发网络管理的。这种单一网络结构使得UPS可以通过将网络效率和资产使用率最大化来形成竞争优势。FedEX的策略是不同的业务单元进行独立的运营,FedEX客户中有96%使用2种或以上的服务,这给FedEX带来一种全新的竞争优势。

正因为FedEX旗下有不同业务(例如特快配送和普通的陆路普通),所以这种类似UPS的单一网络策略是无法凑效的。而UPS的核心是小型包裹,这时候用单一的网络就是有效的。换句话说,FedEX是从业务角度进行的拆分,而UPS是从包裹角度进行拆分。

表9：2019年FedEx和UPS的产品线及产品营收构成对比

FedEx	业务分类				营收占比	合计
	速递	包裹	美国	隔夜达包裹/文件	14%	42%
				递延	6%	
			国际	优先	11%	
				经济	5%	
				海外本土	7%	
		货物	美国		4%	11%
			国际	优先	3%	
				经济及其他	3%	
	其他		1%			
地面小包				29%	29%	
零担货运				11%	11%	
服务及其他				6%	6%	
UPS	业务分类				营收占比	合计
	小包裹	美国	空运次日		11%	82%
			递延		7%	
			地面运输		44%	
		国际	海外本土		4%	
			出口		15%	
			货物及其他		1%	
	供应链及货运		货物代理		8%	18%
			货运		4%	
			物流及其他		6%	

数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

正如我们前文对公司的快运业务中顺心捷达以及丰网的分析，加盟制的快递和快运网络在客户结构、价格带、业务模式与顺丰本身的直营制网络和时效件的业务模式差别较大。我们认为，一方面，四网融通有望为其包括时效件、经济件和顺丰快运带来更好的网络协同效应；另一方面，物流平台型公司需要针对不同的市场和客户结构，形成不同的组织架构。长期看，公司针对新业务的组织结构的裂变和企业文化的隔离值得期待。

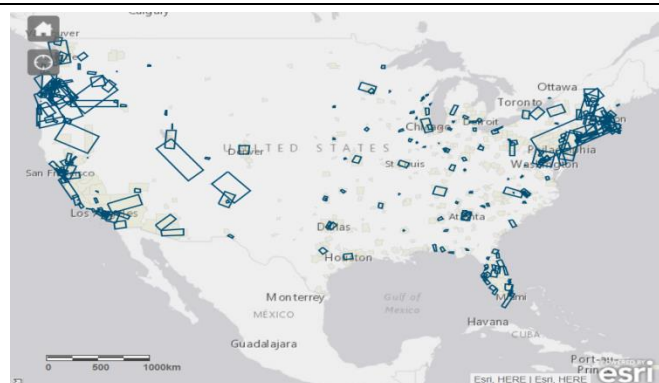
六、如何量化鄂州机场投产的短期影响？

（一）中美经济地理条件差异初探

我们曾在《如何看待未来5年中国时效件快递市场的空间与竞争格局？》中对中美经济地理条件差异进行了初步分析。

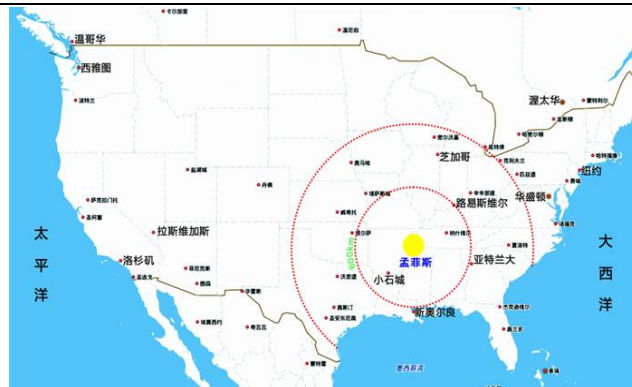
具体而言，由于美国工业区和城市群主要分布在东西海岸，在贸易上形成了右边跟欧洲进行贸易，左边跟太平洋进行贸易的方式。美国南北跨度约2700公里，东西跨度约4500公里，东西海岸的核心城市间公路运输距离为4000公里至5000公里。货物运输天然存在着紧急、不紧急以及一般性的需求，客观上需要更快以及更多种选择的物流产品，因此美国物流运输方式就会形成相应的产品分层问题。

图26：美国主要工业区和城市群分布



数据来源：美国交通部，广发证券发展研究中心

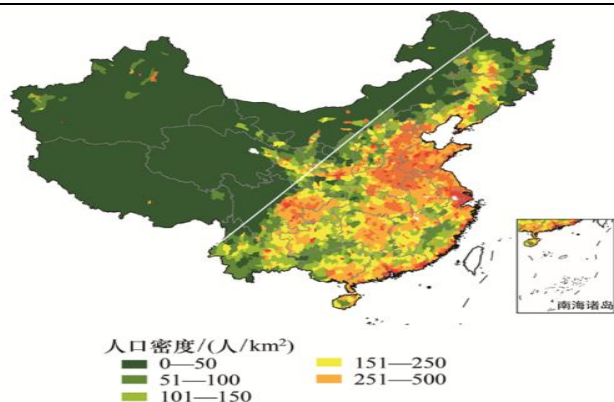
图 27：孟菲斯机场地理位置



数据来源：宜昌市物流业发展中心，广发证券发展研究中心

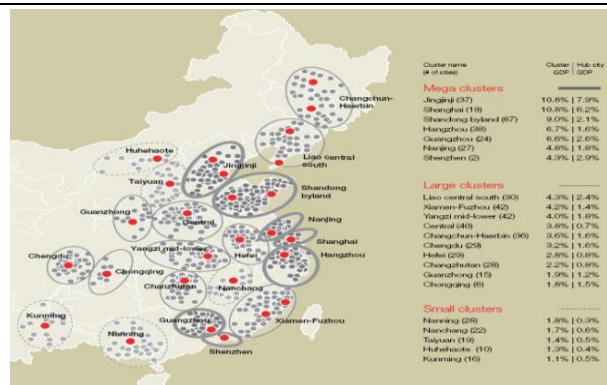
对比来看，中国东部人口和GDP密度远高于其他地区，整体分散、区域集中的地理经济特征降低了物流分层的必要性。不同于北美的东西两条海岸线，中国国土广阔，但只有东南面临海。以胡焕庸线为分界，界限以东聚集了全国96%的人口。参考麦肯锡绘制的中国经济地理地图，全国约有22个核心城市群，GDP占比在1%至11%之间。每个城市群内有约1-2个中心城市，卫星城市距中心城市的不超过300公里。上海-北京、上海-广州等核心城市群间距离不足1500公里，陆运时效在2天以内，物流业务时效分层的差异化程度低于美国。

图28: 中国胡焕庸线以东聚集了全国96%的人口



数据来源: 生态学报, 广发证券发展研究中心

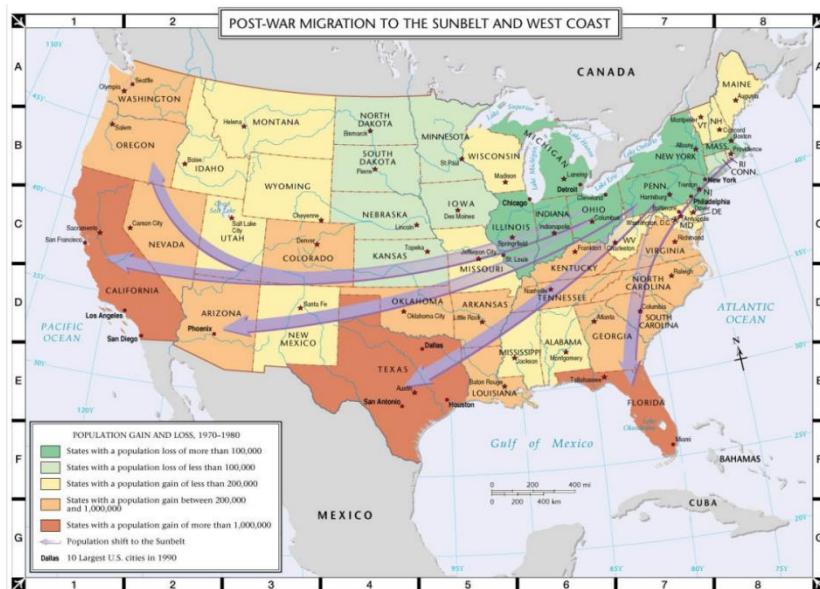
图 29: 中国主要城市群分布 (2009)



数据来源: 麦肯锡, 广发证券发展研究中心

实际上,美国“U型经济带”的形成的重要时代背景是上世纪70年代开始,美国产业结构面临换代升级,传统行业落后产能逐渐出清,新的细分领域不断涌现。以微电子、生物工程、新材料技术为标志的新技术革命兴起,美国开始向信息化和后工业化时代转变。美国南部地区开始承接东北部及五大湖区制造业带传统工业部门过剩的劳动力。人口流动和产业迁移带动了美国南部地区的经济和房价水平增长,使其逐渐成为了美国三大工业区之一的南部工业区,后来被称为美国的“阳光地带”。

图30: 二战后美国制造业向南部阳光地带与西海岸迁移



数据来源: Pearson Education, 广发证券发展研究中心

对于中国,我们观察到:新兴制造业向地理纵深方向发展,中西部二线城市逐渐崛起,运距拉长或使得更多货物通过航空货运模式进行运输。而中国的产业转移趋势能否形成类似于美国的经济地理格局,可能是一个需要长期观察的变量。

因此,在下文的分析中,我们将分别对鄂州机场对顺丰短期和长期的影响展开讨论。

（二）国内业务：基于轴辐式模式下的成本优化的量化测算

我们首先对鄂州机场的轴辐式模式在中国国内市场运行的经济性进行讨论。在讨论关于轴辐式网络如何优化成本方面，市场上往往引用学术成果或进行了较为简单的模拟测算，我们更多地结合实际经营情况，对不同城市间分别以客机腹舱、轴辐式中转、点对点直飞三种航空运输模式下的吨公里成本进行测算与对比，来探讨轴辐式网络在中国运行的经济性。

为了量化轴辐模式对成本的节约作用，我们以不同飞行城市对为切入点，对比三种模式下航空运输的吨公里成本，分别是客机腹舱、点对点全货机运输以及轴辐式经鄂州机场的全货机运输。我们选取了北京、上海、深圳、沈阳、西安、福州、成都七个地理位置上的典型城市，对三种航空运输模式的成本进行拆解，并转化为可比的吨公里成本口径。

首先，经查阅相关报价网站，我们得到各城市之间通过客机腹舱运输的单价表。考虑到通过航空运输的消费类快递与制造业快递往往有批量小、货值高的特点，且大多航空物流公司存在最低单票价格，我们选取45-100公斤的单价作为不同城市之间客机腹舱的运输成本。

表10：上海至其他城市通过客机腹舱航空运输价格

城市	最低一票 (元)	45 公斤以下 (元/公斤)	45 公斤以上 (元/公斤)	100 公斤以上 (元/公斤)	300 公斤以上 (元/公斤)
北京	300 元	5.5	4.2	3.2	2.8
广州	300 元	5.0	3.5	3.0	2.8
深圳	300 元	4.5	3.8	3.2	2.8
天津	300 元	5.5	4.0	3.3	3.0
成都	300 元	7.0	6.5	5.0	3.8
重庆	300 元	6.5	5.5	4.2	3.5
昆明	300 元	6.5	6.0	3.5	3.0
长沙	300 元	5.5	4.5	3.5	3.0
郑州	300 元	5.5	5.0	4.0	3.0
沈阳	300 元	8.2	7.0	6.0	5.0

数据来源：上海航空物流快运公司官网，上海璟文物流，广发证券发展研究中心

表11：各城市间飞行距离（千米）以及通过客机腹舱完成运输单价（元/千克）

		各城市间飞行距离（千米）						
各城市间通过客机腹舱完成运输单价（元/千克）		北京	上海	深圳	沈阳	西安	福州	成都
	北京		1088	1894	610	941	1585	1541
	上海	4.8		1221	1192	1242	615	1669
	深圳	5.8	3.8		2317	1401	671	1332
	沈阳	2.7	6.5	6.4		1527	1794	2127
	西安	4.1	5.0	5.2	6.7		1368	603
	福州	7.0	6.2	3.0	7.9	5.6		1578
	成都	7.6	4.5	5.8	5.8	2.7	5.8	

数据来源：上海航空物流快运公司官网，上海璟文物流，谷歌地图，广发证券发展研究中心

计算不同城市间的全货机飞行成本时，我们选取B737-300F这一典型的货机机型并运用中国商飞直接运行成本（DOC）模型进行计算（2020年，顺丰拥有17架自营的B737货机，占总数的1/5）。

参考中国商飞的直接运行成本模型，我们计算出B737-300F窄体机在北京-深圳航段的直接运行总成本为4.79万元，包含燃油成本2.49万元、维修成本0.95万元以及折旧成本0.60万元，占比分别为49%、19%、12%。经与东航物流的货机飞行成本结构的交叉验证，我们认为计算的结果整体上较为合理。

表12：顺丰航空B737-300F执飞北京-深圳航线DOC测算

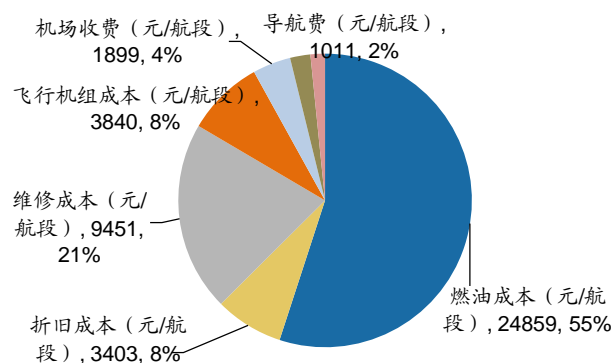
成本分类	成本明细（元/航段）	计算公式
燃油成本（元/航段）	24858.75	燃油单价*航段耗油量*（1+排放税）
折旧成本（元/航段）	3402.88	全年折旧成本*航段轮挡小时/全年飞机利用率
维修成本（元/航段）	9451.05	维修劳务费用+机体维修材料及管理费用+飞发 维修材料及管理费用
飞行机组成本（元/航段）	3839.81	机长费用+大副费用
机场收费（元/航段）	1899.40	1250+25*（MTOW-50）
导航费（元/航段）	1010.65	
地面服务费（元/航段）	721.50	通讯、装载配平等费用

数据来源：中国商飞，民航局，广发证券发展研究中心

注：参考货机相关数据以及民航局文件，本次测算主要基于以下几点假设。

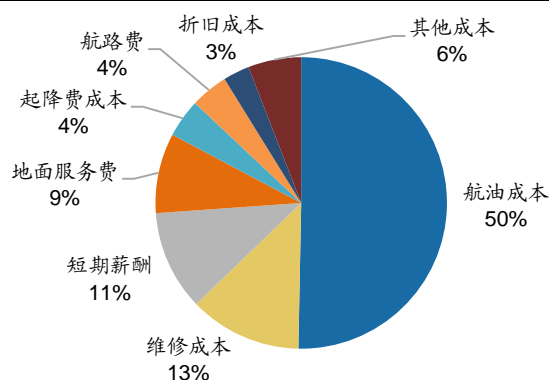
- 1.顺丰航空货机机龄普遍在10年以上，参考飞机原值及折旧率，假设单架B737-300F货机总投资额为3500万美元。
- 2.燃油价格为4500元/吨，航空排放税为5%。
- 3.有效年利用率为4200小时。（参考COMAC关于B737运营数据）
- 4.飞机折旧年限为25年，残值为10%。
- 5.汇率（USD/RMB）为6.55。
- 6.维修劳务费用为30美元/小时；维修劳务所需时长为航段固定维修时长与航距变动维修时长之和；机体维修材料成本同理，机体维修管理成本为机体维修材料成本二倍；发动机维修材料成本为171美元/航段；发动机维修劳务成本为83美元/航段，发动机维修管理成本为维修劳务成本二倍（参考COMAC模型）。
- 7.飞机最大起飞重量（MTOW）为75.98吨，从二类机场起飞，一类二级机场着陆，起降费为1899元/架次。
- 8.机长年薪100万人民币/年，大副年薪25万人民币/年。（参考COMAC直接运行成本模型）。
- 9.无餐饮费，无乘务费用，无民航发展基金费用。

图31: B737-300F各项直接运行成本(元/航段)及占比(北京-深圳航段)



数据来源: 中国商飞, 民航局, 广发证券发展研究中心

图 32: 东航物流 2019 年全货机运输主要业务直接运行成本项目构成(%)



数据来源: 东航物流招股说明书, 广发证券发展研究中心

轴辐式相较点对点在不同航线间成本节约比例不一, 装载率是重要影响变量。轴辐式下的全货机运输成本, 由两航段成本加成, 例如北京-上海航段的成本由北京-鄂州、鄂州-上海两段相加得到。

结合四种机型的载重数据, 我们首先可以得到顺丰专机机队的载重, 假设每架飞机执飞航班量相同, 可测算得顺丰航空近年来的装载率为45%左右(未考虑不同飞机的执飞差异)。

表13: 顺丰航空装载率模拟测算

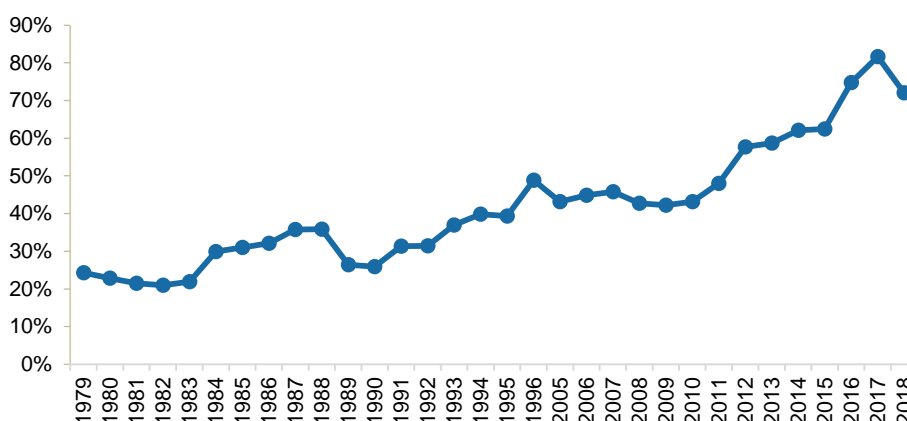
指标	单位	2016	2017	2018	2019H1	2019	2020
货机数量	架	51	57	66	69	71	75
自营全货机	架	36	41	50	55	58	61
其中: 767	架	4	5	5	8	8	8
其中: 757	架	16	19	27	29	31	34
其中: 747				1	1	2	2
其中: 737	架	16	17	17	17	17	17
自有货机平均机龄	年	-	22.56	23.26	23.34	23.52	24.3
外包全货机(租赁)	架	15	16	16	14	13	
其中: 757	架	2	2	3	4	5	
其中: 737	架	13	14	13	10	8	
总载重吨	吨	1612	1830	2174	2331	2409	2024
装载率		44%	43%	41%	43%	45%	64%

数据来源: 公司年报, 维基百科, 广发证券发展研究中心

点对点全货机直飞成本呈现出与距离负相关的结构。B737-300F标准货运量为16吨, 综合考虑近年来顺丰的综合装载率情况, 我们假设现阶段顺丰点对点飞行的装载率为45%, 结合不同城市间的飞行距离, 计算各城市间通过点对点全货机运输的吨公里成本。

考虑到：（1）通过轴辐式的网络进行运输必然会存在多余成本（比如绕路成本，起降成本，维修成本等），所以装载率必然需要提升，以摊销额外成本；（2）从实际运营逻辑上，轴辐式网络的设计可以串联起多个点对点航班，提升干线的载运率，从而降低航空货运成本；（3）我们模拟的机型是B737-300F，相对于宽体机，装载率更容易偏高；（4）同时参考FedEx近几年装载率，预计顺丰经鄂州机场中转后，装载率具备明显提升空间。因此，在经鄂州中转的轴辐式飞行模式上，我们假设全航段的装载率为75%进行对比分析。

图33: FedEx航空货机装载率测算



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：航空装载率=实际货运量/(机队载重*2)；假设每天往返一趟；未考虑航班数量变化

北京-深圳航段来看，经鄂州中转的轴辐式网络较点对点式具有较为明显的优势。具体来看，在该航段中，虽多次起降使得中转单位重量机场收费、地面服务费成本略高于直飞，但轴辐式中转运输在单位重量燃油成本、折旧成本、维修成本具有较为明显的优势，而这三大成本在总成本中占比超过七成，起决定性作用，也导致了轴辐式网络单位重量总运行成本具备明显的节约效应。

究其原因，是该航段中装载率的提升对单位重量运输成本的摊薄效应远胜过中转所产生的额外成本对总成本的提升。具体来看，在地理位置上，北京、鄂州、深圳几乎三点一线，而燃油、折旧等成本与航段距离呈明显的正相关性，故除了中转所需的额外的机场收费、地面服务费，无需支出过多的绕路成本，但中转鄂州所带来的装载量的提升可以使燃油、折旧等变动成本产生明显的节约效应。以燃油成本举例，若采用点对点直飞式，该航段燃油成本为2.49万元；若采用轴辐式中转，则该航段燃油成本为2.57万元，并无明显增加，但随着装载率的提升，单位重量燃油成本从3.45元/千克下降至2.14元/千克，下降幅度约四成。

表14: 北京-深圳航段点对点全货机直飞成本与轴辐式全货机运输单位成本对比

	点对点直飞（45%装载率）	鄂州中转（75%装载率）	中转/直飞
单位重量燃油成本（元/千克）	3.45	2.14	62.1%
单位重量折旧成本（元/千克）	0.47	0.33	69.7%
单位重量维修成本（元/千克）	1.31	0.99	75.7%
单位重量飞行机组成本（元/千克）	0.53	0.37	69.7%
单位重量机场收费（元/千克）	0.26	0.32	120.0%
单位重量导航费（元/千克）	0.14	0.11	77.7%
单位重量地面服务费（元/千克）	0.10	0.12	120.0%
重量单位总直接运行成本（元/千克）	6.28	4.38	69.9%

数据来源：中国商飞，民航局，广发证券发展研究中心

北京-沈阳航段来看，点对点直飞式网络较轴辐式网络则具有较为明显的优势。具体来看，从地理位置上来看，沈阳在北京-鄂州航段区间外较远处，这导致了采用中转式会产生较多的绕路成本，而装载率的提升也无法摊薄过多的绕路成本，故直飞式网络更具优势。以燃油成本举例，若采用点对点直飞式，该航段燃油成本为8006.25元；若采用轴辐式中转，则该航段燃油成本为33594.40元，增量明显；单位重量燃油成本从1.11元/千克下降至2.80元/千克，上升幅度超一倍。

表15: 北京-沈阳航段点对点全货机直飞成本与轴辐式全货机运输单位成本对比

	点对点直飞（45%装载率）	鄂州中转（75%装载率）	中转/直飞
单位重量燃油成本（元/千克）	1.11	2.80	251.8%
单位重量折旧成本（元/千克）	0.19	0.41	209.5%
单位重量维修成本（元/千克）	0.63	1.18	187.3%
单位重量飞行机组成本（元/千克）	0.22	0.46	209.5%
单位重量机场收费（元/千克）	0.26	0.32	120.0%
单位重量导航费（元/千克）	0.07	0.13	181.5%
单位重量地面服务费（元/千克）	0.10	0.12	120.0%
重量单位总直接运行成本（元/千克）	2.59	5.42	208.9%

数据来源：中国商飞，民航局，广发证券发展研究中心

表16: 各城市对之间点对点全货机直飞成本与轴辐式全货机运输成本

各城市间点对点全货机直飞单位重量成本（元/千克）（装载率：45%）								
	北京	上海	深圳	沈阳	西安	福州	成都	
各城市间轴辐式全货机单位重量运输成本（元/千克）（经鄂州中转）（装载率：75%）	北京	3.96	6.28	2.59	3.54	5.39	5.26	
	上海	4.03	4.35	4.26	4.41	2.61	5.63	
	深圳	4.38	3.66	7.49	4.86	2.77	4.66	
	沈阳	5.42	4.69	5.04	5.22	5.99	6.94	
	西安	4.15	3.42	3.77	4.80	4.77	2.57	
	福州	4.06	3.33	3.68	4.72	3.45	5.37	
	成都	4.69	3.97	4.32	5.35	4.08	3.99	

数据来源：中国商飞，民航局，广发证券发展研究中心

注：红色为更优解。

由于装载率是影响点对点模式和轴辐式模式全航段成本的重要变量，我们对轴辐式模式的装载率分别调整为70%和80%分别进行敏感性分析。结果表明：轴辐式模式下的装载率越高，则相对于点对点模式下的成本节约的程度也就越大。

表17：装载率提升不同幅度下轴辐式相较点对点节约成本比例的敏感性分析（负数为轴辐式更优）

轴辐式相较点对点节约成本比例（假设装载率为80%）								
轴辐式相较 点对点节约 成本比例 （假设装载 率为70%）		北京	上海	深圳	沈阳	西安	福州	成都
	北京		-5%	-34%	96%	10%	-29%	-16%
	上海	9%		-21%	3%	-27%	20%	-34%
	深圳	-25%	-10%		-37%	-27%	25%	-13%
	沈阳	124%	18%	-28%		-14%	-26%	-28%
	西安	25%	-17%	-17%	-2%		-32%	49%
	福州	-19%	37%	43%	-16%	-23%		-30%
	成都	-4%	-25%	-1%	-17%	70%	-20%	

数据来源：广发证券发展研究中心

注：红色为更优解。

最后，我们对客机腹舱、点对点模式和轴辐式三种模式进行综合对比分析。我们首先选取重点城市对进行分析，观察到北京-深圳航段，轴辐式成本最优（4.38元），客机腹舱式次之（5.80元），点对点式最高（6.28元）。轴辐式相较点对点直飞式更优原因在于，虽然看似产生绕道成本，但装载率的提升发挥规模效应有效抹平了由距离带来的可变成本增加。

而北京-沈阳航段，直飞式成本最优（2.59元），客机腹舱次之（4.10元），轴辐式最高（5.42元）。点对点直飞式成本最优的原因在于北京至沈阳航程较短，中转所带来的装载率提升难以摊销绕路带来的变动成本攀升。

表18：部分城市间通过点对点、轴辐式以及客机腹舱运输成本对比（元/千克）

	轴辐式	点对点	客机腹舱	最低成本运输方式
北京-上海	4.03	3.96	4.20	点对点
北京-深圳	4.38	6.28	5.80	轴辐式
北京-沈阳	5.42	2.59	4.10	点对点
北京-成都	4.69	5.26	7.60	轴辐式
上海-深圳	3.66	4.35	4.50	轴辐式
上海-沈阳	4.69	4.26	5.60	点对点
上海-成都	3.97	5.63	4.50	轴辐式
深圳-沈阳	5.04	7.49	6.40	轴辐式
深圳-成都	4.32	4.66	5.80	轴辐式
深圳-西安	3.77	4.86	5.20	轴辐式

数据来源：上海航空物流快运公司官网，上海璟文物流，广发证券发展研究中心

注：红色为更优解。

综合来看,在我们所列举城市对航段中,全货机模式的成本普遍优于客机腹仓模式,而点对点模式和轴辐式模式的最优成本,则在不同的航线上各有千秋。因此,我们判断在国内航空运输领域,鄂州机场建成后,仍可能以轴辐式+点对点+客机腹舱结合的模式进行运营。即通过三者的有效组合,降低总运输成本是顺丰发展空运业务的最优解。

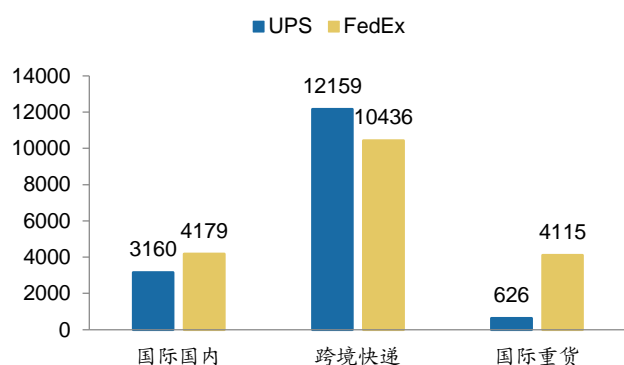
由于在测算过程中,我们以B737-300F窄体机为例,如果考虑到用宽体机执飞,相较于客机腹舱,轴辐模式与点对点的吨公里成本有望进一步下降。此外,全货机能带来的不仅是规模效应下的装载率提升,还有稳定的时刻交付保障。鄂州机场全货机覆盖率的提升有助于延长发货截止时间,增加次日晨达的比例,将进一步增加时效件的稳定性。

(三) 国际业务: 有望在快递出海中有望扮演更重要的角色

鄂州机场将助力顺丰发展国际业务,作为中国及亚洲首个货运枢纽,在中国快递出海过程中的不可替代性大大增强。伴随着第四轮全球制造业产业转移的浪潮,中国“工程师红利”和东南亚“低成本替代”优势有望进一步凸显。中国制造企业供应链加速向东南亚转移,同时品牌商也在加速出海,有望共同构筑顺丰国际业务的重要增量来源。

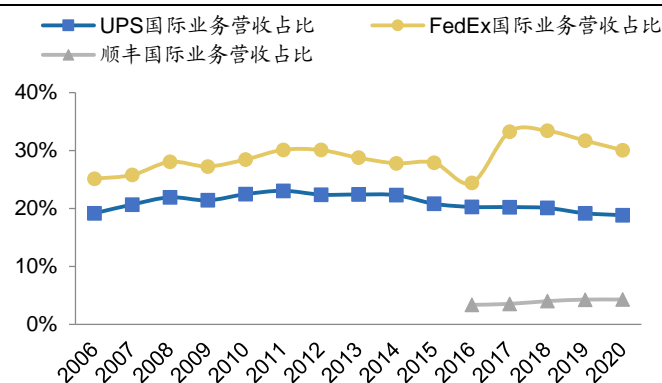
从历史经验来看,全球化布局也是快递公司成长为国际巨头的必经之路。1981年FedEx在孟菲斯国际机场附近开放其世界枢纽,1989年收购Flying Tigers扩大其国际影响力,时效快递、重货业务也先后在1990、1999年开启国际业务线。2016年FedEx收购了TNT Express,扩大了在欧洲、中东、非洲、亚太地区和美洲的访问权限,国际业务营收占比快速提升。

图34: 2020年FedEx、UPS国际业务收入(百万美元)



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图35: 顺丰、FedEx、UPS 国际业务营收占比对比



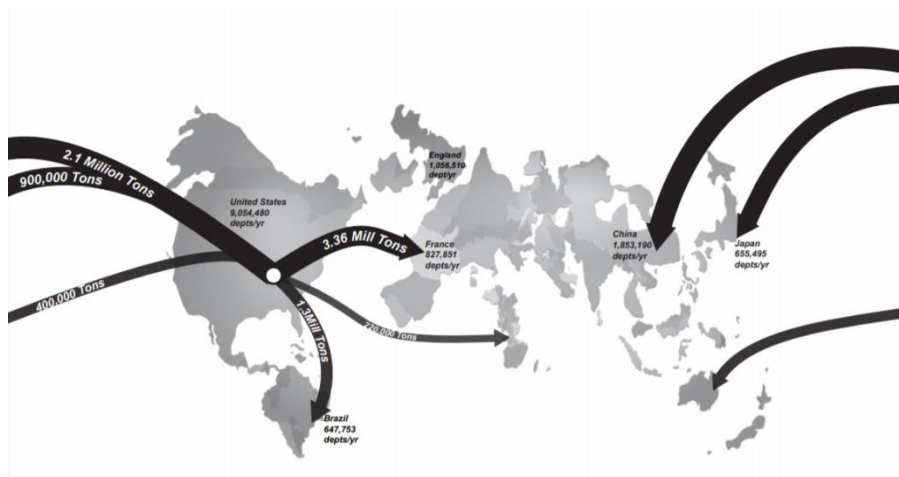
数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

我国国际航空货运领域存在一定的短板,运力“自主可控性”亟待提升。整体来看,目前国外航司在我国空运市场的国际航线中拥有较高的市占率。浦东机场七成以上国际货邮吞吐量由外航贡献,卢森堡货运航空占据了郑州机场40%的国际吞吐量,国际全货运航班中FedEx和UPS占比遥遥领先。疫情下航空货运市场供需失衡,导致运价飞涨,暴露了我国航空货运结构的脆弱性。另一方面,华为“转运门”事件也

折射了在中美关系趋于紧张背景下，产业链供应链运力自主可控能力亟待提升。由于本土企业的属性，顺丰有望成为众多中国公司出海过程中的第一选择。

鄂州机场作为首个独立货运机场，具备先发优势，顺丰将扮演帮助中国企业供应链转移至东南亚和一带一路国家的角色。拥有独立货运机场的顺丰将极大地延伸运力的自主可控性，有望模仿FedEx搭建基于孟菲斯的全球货运网络，为本土制造业出海以及跨境电商物流提供稳固的基石。

图36: FedEx从孟菲斯机场飞往全球各地的年航班数量与货运量



数据来源:《FedEx Express Super Hub and Memphis International Airport》, 广发证券发展研究中心

七、鄂州机场的长期: 产业集群是更长期的演变可能吗?

(一) 物流集群发展所需资源禀赋初探

鄂州机场配套的物流仓储设施、产业园区设计有助于吸引中高端制造业的产业集聚，有望为时效件市场构筑增量。因此，从物流设施的地理集聚走向更大范围的产业集聚，有望成为鄂州机场建成后的长期看点。

不过，产业集群的发展过程是天时地利人和的共同结果。除了具备有利的地理位置上的有力条件，政府、企业、学校、劳动力市场的选择与决策等都可能对集群的演变带来一定影响。

因此，我们首先以孟菲斯和萨拉戈萨为例，总结物流集群发展壮大的重要条件，并进一步探讨鄂州是否具备这样的禀赋与优势。

首先，良好的区位优势与气候条件是物流集群发展的基础。其中区位优势包括地理位置、人口密度以及交通基础设施。萨拉戈萨集群与西班牙最大的四座城市距离均约300公里，与大西洋和地中海几乎等距，与欧洲主要贸易中心相距不超过1000公里。区域内人口达2000多万，超过西班牙人口总数的50%。同时，萨拉戈萨拥有密集的交通网络，高速公路3小时可覆盖西班牙全境，铁路可以在2小时内通达西班牙15个大城市。萨拉戈萨机场拥有欧洲最长的跑道，在上世纪90年代由军用转为民用

后，货运能力得到明显释放和提升。

孟菲斯位于美国中南部，2小时航程内几乎能覆盖美国所有城市。拥有5条一级铁路、多条高速公路与洲际公路，公路货运排名第三，密西西比河从城市西北流过，是全美第五大内河码头。同时孟菲斯拥有稳定的气候条件，避开了美国北部冬季的严寒，南部墨西哥湾的飓风以及西部大平原的龙卷风，使物流作业不受恶劣天气的干扰。

图37：孟菲斯某物流场地周围运输中转设施分布情况



数据来源：Colliers，广发证券发展研究中心

图38：萨拉戈萨拥有发达的铁路、公路基础设施



数据来源：地之图，广发证券发展研究中心

其次，政府的公共投资力度、税收区划政策以及招商引资能力是集群发展的重要推动力。政府为道路、运河、港口和机场等关键基础设施提供资金，进行维护和制定规范。

此外，为了招商引资、吸引各种配送分销活动，物流集群之间也存在激烈的竞争，需要适合物流运作的税收制度。萨拉戈萨的PLAZA项目中，阿拉贡政府提出设想并承担了理念设计、自我融资模式、划拨土地、兴建基础设施、招商引资等方面的工作。为签下第一个重要客户Zara，萨拉戈萨政府还愿意承担重大的经济风险和担保项目的完工日期，以说服其放弃原先在邻省的发展计划。

FedEx从小石城迁到孟菲斯，就是因为前者政府不愿意做更多的机场投资，而孟菲斯机场愿意提供专用跑道和用于分拣的设施，还发行了290万美元的债券，帮助FedEx在孟菲斯站稳脚跟。

表19: 萨拉戈萨政府PLAZA项目投入及土地规划情况

	细分类别	投入金额 (百万欧元) / 土地 (万平方米)	合计
项目投入	土地购置	135	3189
	土地开发	290	
	铁路基建	228	
	公司场地建设	2500	
	其他 (项目、管理、融资等)	36	
	公用设备区域	12	
	公用绿地	274	
	商业区	39	
	商业园	21	
	机场多式联运物流区	12	
	工业物流区	359	
	铁路多式联运物流区	76	
	综合商业中心及其他商业设备用地	12	
	服务区	23	
土地规划	私人停车场	11	1312
	私人体育公园	33	
	商业物流区域	55	
	道路网络与停车场	225	
	铁路储备区域	11	
	基础设施	32	
	通用铁路系统	116	

数据来源: PLAZA 项目官网, 欧盟委员会官网, 广发证券发展研究中心

第三, 高技能、高素质的人力资源和教育创新体系。物流业提供了从初级的配送员、操作工, 到中层的经理、工程师, 再到高管等多种职位, 需要多层次、丰富的人力资源保障。特别是随着物流业自动化、信息化、智能化水平不断提高, 物流集群对具有较高教育水平或高技能人力资源的需求不断扩大。因此, 物流集群发展依靠的已经不是传统的低端劳动力, 而是更多具有专业技能或较高知识水平的人力资源。这不仅需要广泛吸引社会各方面的人力资源, 更多的还要依靠集群自身的培养和积累。

正因为如此, 当今全球许多重要的物流集群中, 都建立了相应的物流培训机构和职业教育项目, 有些还引入了大学和研究生院, 涵盖了从基层岗位的技能培训到培养高素质管理人才和专注于物流研究和知识传播的本硕博教育, 如新加坡港务局的PSA学院、西班牙萨拉戈萨的ZLC物流研究与创新中心等。人力资源的水平和创新能力已经成为决定物流集群未来的一个重要因素。

表20: 萨拉戈萨物流研究与创新中心人才培养及研究状况

物流人才培养	合作院校	提供项目
	麻省理工大学、萨拉戈萨大学等	物流与供应链管理工程硕士、物流与供应链管理博士、企业培训等
研究状况	部分研究方向	合作企业/组织
	高级存货管理	科莱恩
	医疗运营	无国界医生、UNHCR
	供应链安全及风险管理	DHL、宝洁、博西家电
	供应链与金融	Rolling tires, Inc.
	供应链数字化	Sonae、DHL

数据来源: ZLC 官网, 广发证券发展研究中心

从物流集权演变发展的角度看, 普洛斯用MLC (现代物流集中度) 与MLQ (现代物流商) 两项指标衡量不同城市的物流规模与竞争优势, 观察到目前中国的物流成熟度远低于美国。

以孟菲斯为典型, 孟菲斯商会数据显示集群内快递服务、仓储服务、内陆水运、医疗设备、制冷设备、制药等行业集中度远高于其他区域。实际上, 位居孟菲斯核心地位的FedEx航空枢纽与其他物流服务商共同创造了医药行业所需要的关键交货时效优势, 使孟菲斯之成为重要的生物医药集群。类似的, 由于UPS世界港的存在, 约140家公司搬迁至路易斯维尔, 形成了生物医学、飞机零部件、数码技术等高新技术产业集群。

表21：全球主要城市（集群）现代物流成熟度比较

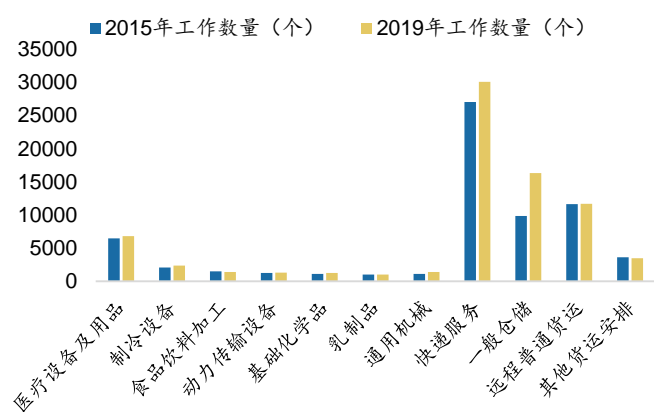
	MLC	MLQ		MLC	MLQ
北美	77	NA	西欧	27	NA
孟菲斯	173	2.3	米兰	36	1.3
芝加哥	121	1.6	马德里	28	1
南加利福尼亚	123	1.6	伦敦	15	0.5
印第安纳州	123	1.6	里昂	50	1.9
达拉斯	114	1.5	柏林	17	0.6
亚特兰大	110	1.4	巴黎	26	1
辛辛那提	102	1.3	亚太地区	28	NA
旧金山	89	1.2	墨尔本	72	2.5
多伦多	93	1.2	新加坡	43	1.5
南佛罗里达	78	1	悉尼	39	1.4
凤凰城	68	0.9	首尔	18	0.6
休斯顿	63	0.8	中国	7	NA
明尼苏达州	52	0.7	东部	9	1.4
西雅图	56	0.7	南部	8	1.2
丹佛	57	0.7	北部	5	0.8
纽约	37	0.5	西部	5	0.7

数据来源：普洛斯研究，广发证券发展研究中心

注：1.现代物流集中度（MLC）：给定的物流集群中，现代物流库存量除以年收入大于 20,000 美元家庭数（在扣除通货膨胀和购买力平价后）。

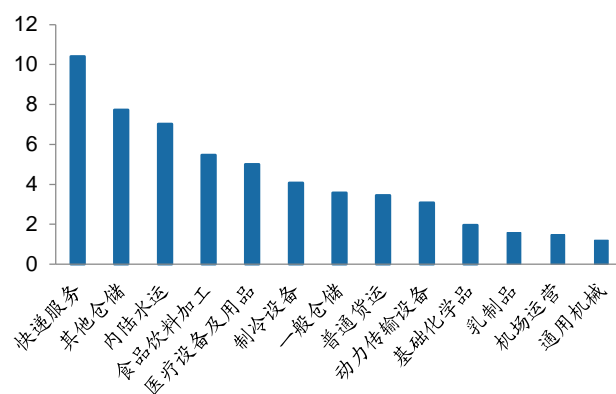
2.现代物流商（MLQ）：物流集群的 MLC 除以更广泛区域中所有物流集群的中值 MLC。MLQ 大于 1.20 表示具有竞争力的由贸易驱动物流集群。

图39：孟菲斯主要产业2015年与2019年创造工作数量



数据来源：孟菲斯商会，广发证券发展研究中心

图 40：孟菲斯主要产业 2019 年位置商数



数据来源：孟菲斯商会，广发证券发展研究中心

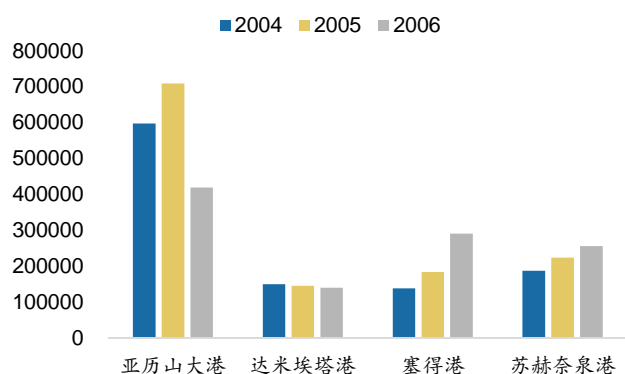
注：位置商(LQ)是量化特定行业、集群或职业相对于一个更大范围地理区域集中程度的有效方法。LQ 为 1.5 表示较小的地理区域比更大范围区域集中度高 50%，LQ 为 0.5 表示较小的地理区域比更大范围区域集中度低 50%。

（二）发展失败的物流集群的启示

进一步，我们观察到具备先天优势与资源禀赋但却未发育成型的物流集群失败的情况，其失败的原因包括不限于当地营商环境不够理想、缺乏基础配套设施、缺乏相应的劳动力人口等等。

举例来看，苏伊士运河北端的塞得港，地理位置优越，是开展转口运输的理想场所。每年大量来自东亚、南亚、中东的货物经苏伊士运河到达欧洲、西非、美洲东部的港口，每年约2万艘大型船只通过苏伊士运河。19世纪末塞得港曾是全球最大的加煤港，但却在21世纪之后逐渐失去了全球贸易中的地位。2004年，塞得港年处理集装箱量在埃及各大港口中占比仅为13%。其没有发展成为“地中海上的新加坡”，原因可能是当地政府的效率低下。2020年世界银行的全球营商环境排行中，新加坡排名全球第2，而埃及的全球排名为第114。

图41：2004-2006年埃及主要港口集装箱处理量(TEU)



数据来源：埃及海上运输部门官网，广发证券发展研究中心

图42：埃及塞得港地理位置优越但未成为大型港口



数据来源：阿尔米拉海运代理，广发证券发展研究中心

表22: 2020年全球各国营商环境分数排名

排名	国家/地区	分数
1	新西兰	86.8
2	新加坡	86.2
3	中国香港	85.3
4	丹麦	85.3
5	韩国	84.0
6	美国	84.0
7	格鲁吉亚	83.7
8	英国	83.5
...		
30	西班牙	77.9
31	中国	77.9
32	法国	76.8
...		
114	埃及	60.1
115	多米尼克	60.0
116	乌干达	60.0

数据来源：世界银行，广发证券发展研究中心

另一个没有发育成型的集群是美国北卡罗来纳州金斯顿的全球运输园。1991年起，北卡罗来纳州政府大力投资开发这个占地约9.7平方千米的工业和物流园。其区位优势显著，地处两个深水港口之间，一天车程可以到达纽约、迈阿密和美国的中西部。同时该项目有州政府的强力支持、优惠的税收、适于重型飞机起落的加长跑道、对外贸易区、训练有素的劳动力及低廉的水电费和生活成本。

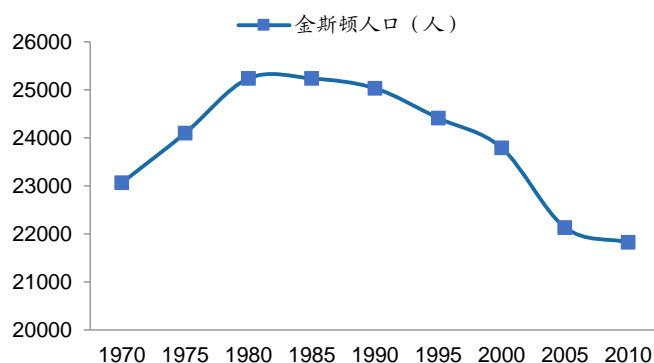
但园区却没能吸引到可以维持运营的租户，直到2008年才有第一家公司落户，截至2011年，园区仅有14家落户企业，可提供的工作岗位只有几百个。这个园区没有达成目标的原因可能在于：第一，金斯顿城市太小，1985至2010年人口从2.5万下降至2.2万，缺乏当地配送活动的劳动力基础；第二，园区交通连接不畅，附近没有州际高速公路，铁路想要连到园区也很困难。

图43: 美国金斯顿地理位置良好但缺乏通达的公铁连接



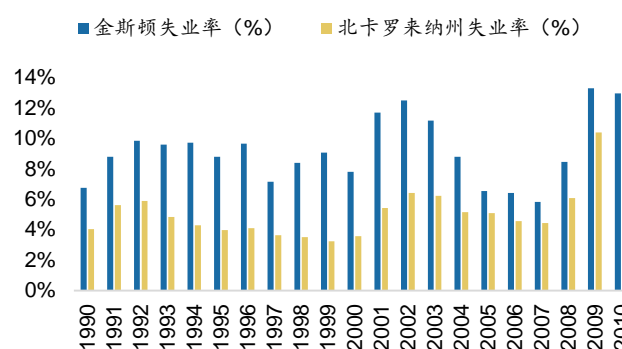
数据来源: 世界地图网, 广发证券发展研究中心

图44: 1970-2010年美国金斯顿人口数量变化



数据来源: City Data Website, 广发证券发展研究中心

图45: 1990-2010年金斯顿与北卡罗来纳州失业率

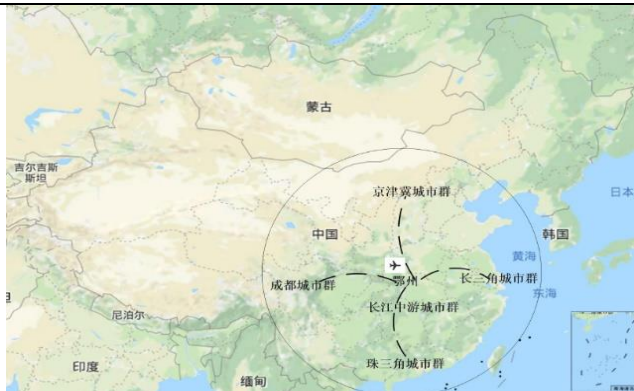


数据来源: City Data Website, 广发证券发展研究中心

(三) 鄂州具备形成物流产业集群的良好基因

综合来看, 物流集群发展所需具备的资源禀赋, 鄂州都基本具备, 如有利的地理位置, 密集的人口分布, 多样的交通运输设施等。鄂州接近全国航空网络的中心位置, 1000公里半径辐射京津冀、长三角、珠三角、长江中游和成渝五大城市群, 1.5小时飞行圈可覆盖全国90%的经济总量、80%的人口。此外, 较与成都、广州、上海、北京几个空域繁忙大区, 武汉空域仍有较多提升空间, 支撑后续鄂州机场持续释放增量时刻, 同时保证航班正班率。

图46：鄂州与主要城市群飞行距离几乎相等



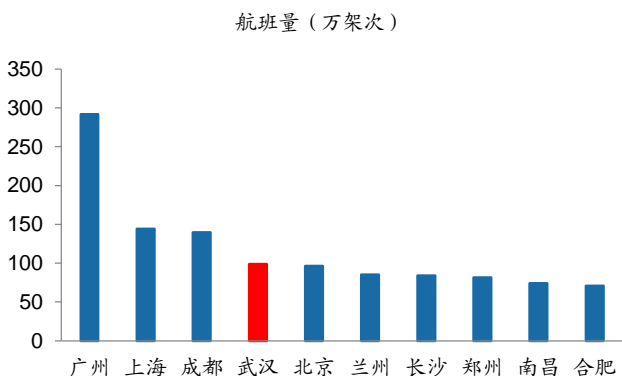
数据来源：《我国快递企业航空运输网络设计研究》，杨明，西南交通大学，广发证券发展研究中心

图 47：鄂州具备公铁水空四港联运的基础设施



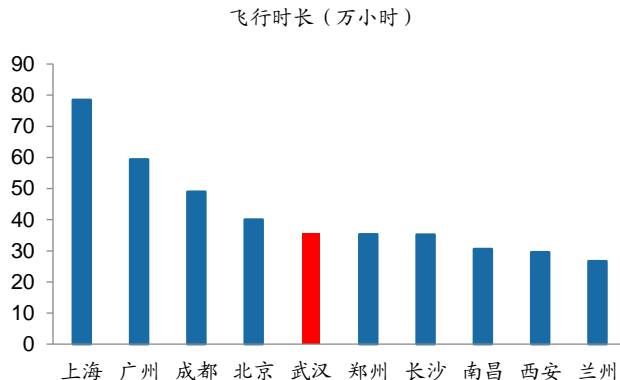
数据来源：鄂州市政府官网，广发证券发展研究中心

图48：2017年中国内地各管制区航班量排名前十



数据来源：民航局，广发证券发展研究中心

图49：2017年中国内地各管制区航班量排名前十



数据来源：民航局，广发证券发展研究中心

最后，在产业集聚方面，可以发现中部地区表现出了产业结构同进同退的协同效应。

中部地区的汽车制造整体上升，电气部件与设备制造整体上升，电子元件制造整体上升，食品加工整体上升，航空物流与铁路运输整体上升，而钢铁、煤炭、化工、建材等传统资源型行业的占比整体下降。中部地区的转型具有共性，这种共性或许来自于经济地理（东部地区制造业的产业链延伸以及上世纪六七十年代的“三线建设”留下大量工业制造基础和国防科工资源）、交通（‘两纵两横’高铁和高速公路交通网逐渐完备）、政策（2009年国务院通过的《促进中部地区崛起规划》）。

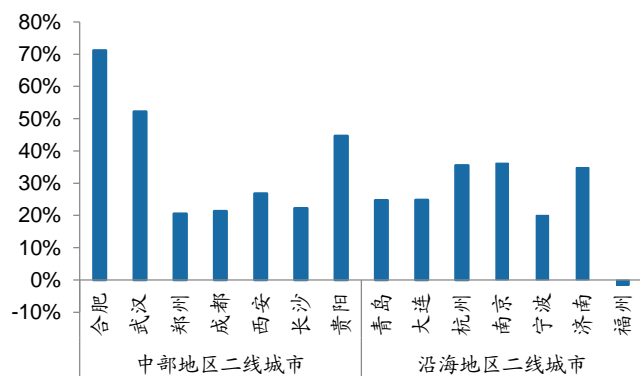
表23: 2016-2018年中部分省份上市公司行业收入变化占比上升和下降前五情况

安徽		江西		湖北		河南		湖南	
有色金属冶炼	1.8%	通信设备计算机	3.4%	汽车制造业	2.4%	通信设备计算机	3.2%	农副食品加工业	0.4%
通信设备计算机	1.7%	电力热力生产	1.3%	黑色金属冶炼	1.3%	有色金属冶炼	2.3%	医药制造业	0.3%
电力热力生产	1.5%	废弃资源回收	1.0%	石油加工	0.5%	电力热力生产	1.4%	皮革毛皮制品	0.2%
非金属矿物制品	1.2%	黑色金属冶炼	0.8%	电气机械	0.5%	煤炭生产	1.4%	造纸及纸制品	0.2%
黑色金属冶炼	0.7%	石油煤炭加工	0.5%	电力热力生产	0.5%	石油加工	0.7%	文教用品制造	0.1%
纺织业	-0.6%	农副食品加工	-0.7%	有色金属冶炼	-0.2%	纺织业	-0.9%	废弃资源回收	-0.1%
专用设备制造业	-0.7%	纺织业	-0.7%	食品制造业	-0.5%	专用设备制造	-1.0%	电气机械	-0.3%
通用设备制造业	-1.4%	电气机械	-0.9%	饮料制造业	-1.8%	农副食品加工业	-1.1%	煤炭开采	-0.3%
电气机械	-1.5%	纺织服装	-1.0%	化学制品	-1.8%	有色金属矿采选	-1.2%	有色金属冶炼	-0.3%
农副食品加工	-1.7%	化学制品	-1.8%	农副食品加工业	-2.1%	非金属矿物制品	-3.4%	化学制品	-0.6%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

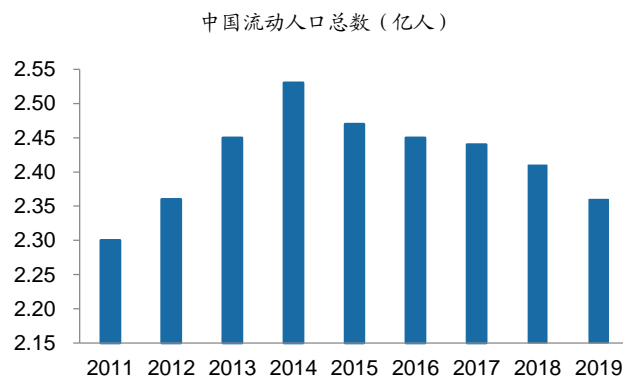
另一可以进行侧面验证的是中西部的房地产市场、人口流动、区域消费力的变化情况。举例来看, 那些承接了高附加值产业迁入的中西部核心二线城市, 房价增速相对更高; 2014年开始, 中国的流动人口数量开始下滑, 这表明越来越多的人选择留在本地就业流动人口下降和就业本地化; 中部核心二线城市的社零增速从2016年开始反弹等等。

图50: 中部地区二线城市2013-2017年房价增速高于沿海地区



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图51: 中国流动人口数量自2014年下滑



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

总结来看, 产业集群的发展过程是天时地利人和作用的结果。除了具备有利的先天条件, 政府、企业、学校、劳动力市场的选择与决策都会对集群的演变产生潜移默化的影响。目前来看, 鄂州发展势头良好, 既占据优越的地理位置 (人口地理中心, 多种交通方式并联, 附近高校提供就业支持, 拥有一定的产业基础), 又有政府层面的重视与支持 (中央审批速度为同类机场最快, 省政府出台了详细的区域规划, 积极招商引资等等)。鄂州机场作为亚洲首个货运枢纽机场, 产业集群的形成与演变也有望深刻地改写中国在全球经济地理与贸易格局中的位置。

八、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

2020年全年来看，疫情加速电商线上化渗透率进一步提升，公司及时把握需求端变化，时效件与经济件（含特惠件）均录得显著增长。

受益于人口红利、人工成本和代际竞争（替代企业竞争），中国快递市场空间居于全球首位。电商快递高速发展，并存在分层的客户需求。得益于“品牌”、“规模”与“资产”的三重壁垒，顺丰立足时效件快递市场，通过“特惠件”、“丰网”等业务板块进攻低端电商市场。商流对物流的过度介入，使得加盟制快递企业之间的竞争陷入焦灼，以中通为代表的加盟制快递企业龙头短期难以对时效件市场明显发力，并为顺丰的时效件业务降本增效以及下沉电商件市场提供了难得的时间窗口。

21Q1季度以来，受时效件产品高基数，以及公司资源投入的节奏等因素影响，公司业绩阶段性承压。长期而言，从公司战略层面看，顺丰积累了降维渗透高增长细分市场的能力和格局，短期成本费用率偏高是对长期增长的超前投入，而重资产的规模效应空间还很大。

具体来看，盈利预测的基本假设如下：

（1）营业收入方面，快递主业，我们分别对时效件和经济件展开讨论。

时效快递方面，我们预计2021-2023年件量增速分别为12%/15%/18%，票均收入分别为19.6/18.7/18.0元，年均降幅分别为-3%/-4.5%/-4%。我们认为，鄂州机场投产（预计2022年）有望催化时效件业务覆盖更多城市，并推动时效件产品的颗粒度进一步细化。票均价格方面，参考我们此前已发研报《如何看待未来5年中国时效件快递市场的空间与竞争格局》，考虑到时效件市场竞争较为温和、规模效应逐渐显现、商家可承担的物流成本率等方面，我们认为时效件均价或将呈现温和下降的过程。

经济快递方面，我们暂不考虑丰网业务的影响，重点讨论标快陆运和电商件（特惠电商件）业务。2019年以来，公司特惠专配产品规模迅速起量，带动经济件业务高速增长。考虑到公司目前正在考虑通过对特惠件产品扩大其在电商快递市场的渗透率，件量增速或高于消费类时效件产品的增速，预计2021-2023年件量增速分别为30%/35%/42%。标快陆运件方面，预计2021-2023年件量增速分别为5%/5%/5%。

（2）其它业务方面，重货、冷链保持高增长，且逐步扭亏；同城业务仍在起步阶段，投入有所增加；嘉里物流完善的海外物流网络有助于公司开拓东南亚本地物流市场以及供应链业务。我们预计2021-2023年其它业务收入同比增长37%/31%/35%。

（3）营业成本方面，运输和人工是其主要组成部分（将外包成本按运输和人工进行分拆后调整加回，2020年二者合计占营业成本的比例为86%）。运输成本方面，我们测算2020年全年单票运输成本为5.62元/-13%，预计主要和疫情期间高速公路优

惠政策、特惠件摊薄单票成本等因素有关。考虑到公司将继续下沉电商市场，参考我们前文对于产能投放节奏的分析，预计公司有望于下半年迎来业务量增速回升和产能利用率爬升，我们预计2021-2023年单票运输成本分别为5.62元/5.40元/5.08元，降幅分别为0%/-4%/-6%。人工成本方面，我们测算2020年全年单票人工成本为8.22元/-11%，考虑到在资本开支高峰期后，有望带来中转自动化投入、人均效能提升，我们预计2021-2023年单票人工成本分别为8.05元/7.65元/7.27元，降幅分别为-2%/-5%/-5%。

(4) 费用率方面，预计近两年公司管理费用将保持平稳增长，整体费用率将呈下降趋势，预计2020-2022年三费费用率分别为9.65%/9.19%/8.63%。

表24：顺丰营收、毛利预测（单位：亿元）

	2020	2021E	2022E	2023E
时效业务				
收入	664	724	795	901
增长率	19%	9%	10%	13%
毛利率(%)	26%	25%	24%	24%
毛利	173	181	191	216
经济业务				
收入	441	491	597	765
增长率	64%	11%	21%	28%
毛利率(%)	14%	15%	15%	15%
毛利	62	74	90	115
其它业务合计				
收入	434	583	798	1041
增长率	65%	17%	26%	40%
毛利率(%)	-1%	1%	4%	4%
毛利	-3	5	30	38
合计				
收入	1540	1798	2191	2707
增长率	37%	17%	22%	24%
毛利率(%)	15.0%	14.4%	14.2%	13.6%
毛利	231	259	310	369

数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

综上，预计2021-2023年，顺丰控股收入分别为1798/2191/2707亿元，同比增长17%/22%/24%。考虑到2020年公司成本端受益于高速公路通行费减免、特惠件提高产能利用率，2021年公司将对时效件业务和新业务做前置性资源投入，或将对成本端产生阶段性影响，我们预计公司2021-2023年归母净利润为64/83/104亿元，同比增长-12.9%/29.7%/26.2%，（原预测为80亿元、102亿和133亿元），对应EPS分别为1.40、1.82、2.29元/股，按最新收盘价计算PE分别为44X、34X、27X。

(二) 估值讨论

顺丰作为综合物流服务商，业务线较多（其他业务板块含快运、冷链、同城、供应链等业务板块），较低的综合利润率和不同业务线经营节奏的波动，使得我们对于分部业务的预测可能较为粗略。

在基于第一部分我们对公司分部业务经营情况的讨论的基础上，我们对公司的分部盈利情况做了进一步拆分，考虑到：（1）由于公司在借壳上市时的业务体系中，以时效件业务为主，2014年之后开启多元化战略。由于时效件业务的发展最为成熟，理论上应当高于公司整体利润率。近年来随着成本优化和经济件业务占比提高提升产能利用率，时效件业务净利率小幅提升；（2）经济件业务于2014年和2018年两次试水低端电商件业务，但由于中高端需求不足，导致该项业务亏损加大，公司两收两放电商件业务。2019年起，公司再次通过特惠件业务下沉电商件市场，中高端电商需求兴起叠加正确的产品定位打开市场空间，预计未来该部分业务亏损收窄。（3）其他业务线，快运等业务规模渐起，但供应链等新业务投入或加大，预计整体仍将处于亏损状态。

表25：顺丰控股分部盈利拆分

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入（亿元）	274	382	473	575	711	909	1122	1540	1798	2191	2707
其中：时效件	239	297	338	397	467	534	565	664	724	795	901
经济件	19	61	89	121	148	204	269	441	491	597	765
其他业务	16	25	46	57	96	172	288	435	583	798	1041
净利率	7.0%	2.4%	3.4%	4.6%	5.2%	3.8%	3.8%	4.0%	3.2%	3.6%	3.8%
其中：时效件	9.5%	9.0%	9.5%	9.6%	10.9%	10.7%	11.4%	12.3%	12.2%	12.2%	13.0%
经济件	-1.0%	-15.0%	-6.9%	-5.0%	-3.0%	-5.0%	-3.0%	-2.0%	-1.0%	-0.5%	0.0%
其他业务	-31.2%	-33.9%	0.0%	-9.9%	-9.8%	-7.0%	-5.0%	-2.6%	-4.3%	-1.8%	-1.4%
扣非净利(亿元)	18.9	9.2	16.2	26.4	34.8	35.0	42.1	61.3	58.3	79.7	102.5
其中：时效件	22.7	26.7	32.1	38.1	50.9	57.1	64.4	81.6	88.3	97.0	117.2
经济件	-0.2	-9.1	-6.2	-6.0	-4.4	-10.2	-8.1	-8.8	-4.9	-3.0	0.0
其他业务	-3.7	-8.4	-9.7	-5.6	-9.4	-12.1	-14.3	-11.5	-25.1	-14.3	-14.6

数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

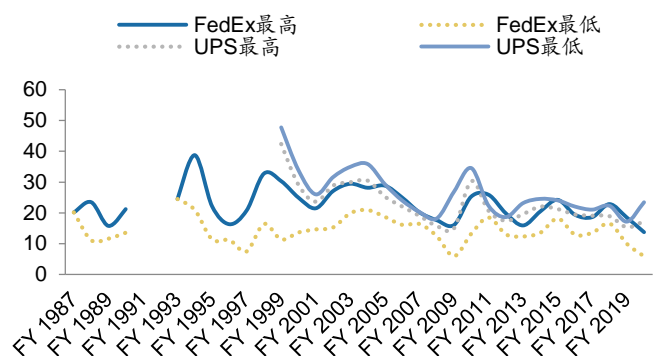
注：1.净利率为扣非归母净利润计算口径，与财务报表统计口径有一定差异。

2.由于公司并未披露各分部的实际盈利情况，与实际经营情况或有一定误差。

参考海外，在行业发展进入成熟期后，龙头公司的估值中枢在20-30xPE。考虑到：（1）中国的快递行业行业整体仍处于成长期；（2）时效件快递业务的进入壁垒较低端电商快递市场的进入壁垒相对更高，我们保守给予公司2021年时效件快递业务的估算利润88.3亿元以30xPE，对应合理估值为2648亿元。其他业务方面，由于整体尚未盈利，我们给予1.3xPS（隐含5%的稳态净利润率，对应26xPE）。

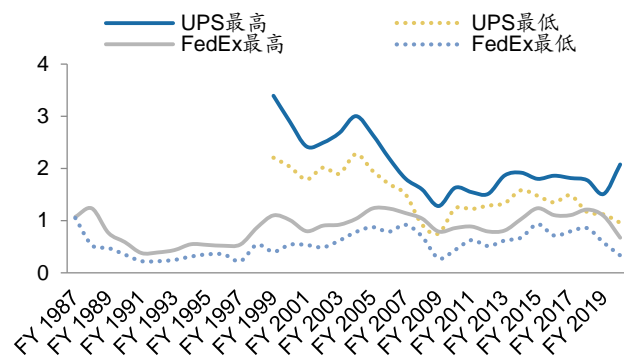
通过SOTP分部估值法，我们将三块业务进行加总，认为合适给予公司的合理估值为4044亿元，对应合理价值为88.76元/股。

图 52: FedEx和UPS历史PE估值



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 53: FedEx 和 UPS 历史 PS 估值



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

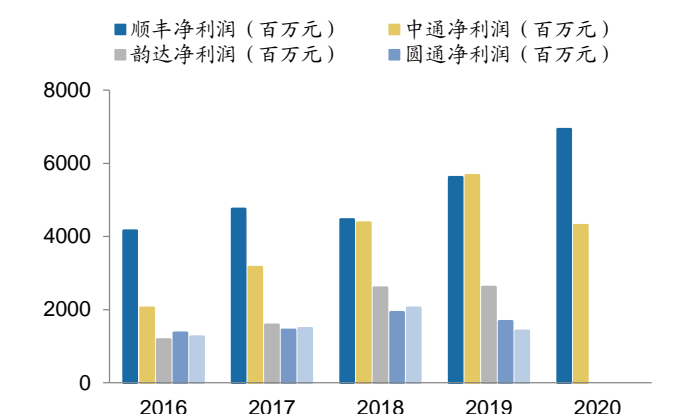
从可比公司角度看,从历史估值水平,顺丰2020年PE约为A股可比公司均值的2.2倍。但不同公司的业务量、收入、利润增速之间的分化也较为显著。举例来看,受激烈的价格战影响,电商快递龙头中通快递2020年录得净利润43.12亿元,同比下降24%。

我们曾在已发报告《复盘美国时效件快递市场激荡二十年,有何启示?》中对美国快递市场的竞争情况进行复盘,我们认为,若要在快递行业之中脱颖而出,需要具备的资源禀赋包括但不限于:(1)优秀的企业文化和管理层的远见卓识,是应对竞争格局变化的重要前提。(2)抓住需求结构的变化,适时的超前投入、构建多元化业务体系有助于降低宏观周期波动影响。(3)通过机械设备、信息技术升级等方式,提升单个枢纽处理量和处理效率,持续降低单个包裹处理成本是将规模效应和网络效应发挥到极致的重要方式。**总结来看,我们认为商业模式、市场空间与企业家精神是快递行业估值的核心因子。**

考虑到:(1)商业模式:快递行业具备规模效应强、成熟阶段在位玩家少(美国快递行业价格战后行业基本被FedEx+UPS+USPS垄断)等特征。对比来看,顺丰和通达系快递公司分别起家于时效件快递和电商件快递细分市场。时效件市场具备品牌、规模效应、资产投入等竞争壁垒,顺丰先发优势明显;电商快递市场被商流过度介入,延长二线企业出清时间。(2)竞争格局:2020年以来,快递行业竞争日益激烈,顺丰立足时效件快递市场,通过“特惠件”、“丰网”等业务板块进攻低端电商市场。商流对物流的过度介入,使得加盟制快递企业之间的竞争陷入焦灼,以中通为代表的加盟制快递企业龙头短期难以对时效件市场明显发力,并为顺丰的时效件业务降本增效以及下沉电商件市场提供了难得的时间窗口。我们认为适合给予公司2021年50倍PE估值(约为A股可比公司均值的2.4倍),对应合理价值70元/股。

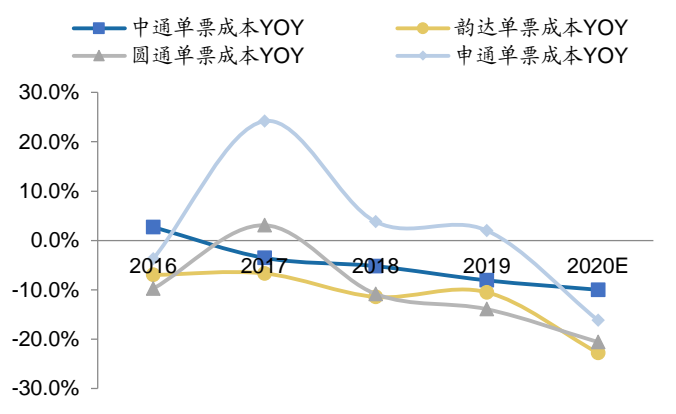
综合以上两种估值方法,我们给予SOTP分部估值法与PE估值法各50%的权重,对应合理价值为79.39元/股,维持“增持”评级。

图54: 顺丰与通达系公司净利润对比



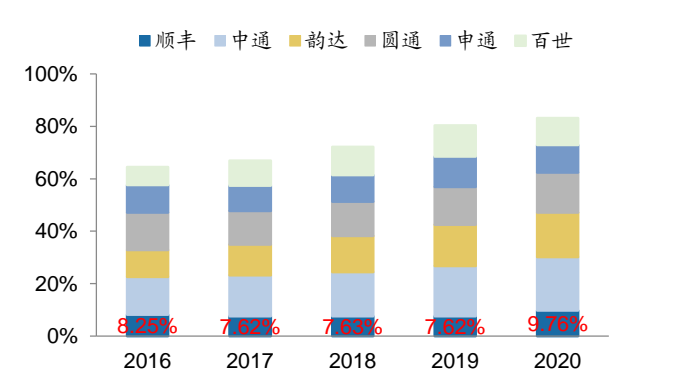
数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 55: 加盟制快递公司成本差距趋于收敛



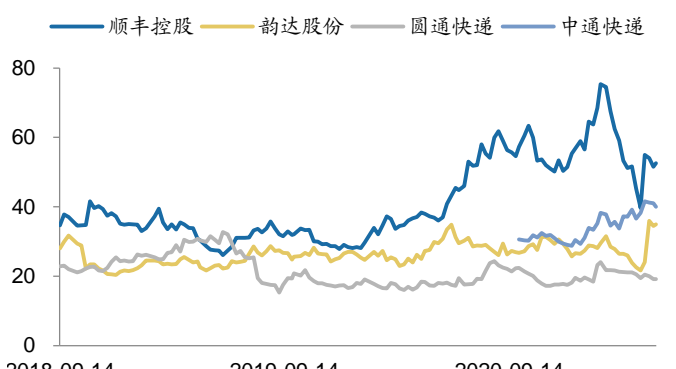
数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图56: 顺丰与通达系公司快递市场份额 (业务量口径)



数据来源: Wind, 公司年报, 国家邮政局, 广发证券发展研究中心

图 57: 顺丰与通达系公司 PE 估值对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表26: 快递可比公司PE/PB估值情况可比 (股价统计截至2021年5月12日收盘)

公司名称	单位	股价 (元/	EPS (元/股)				PE			
		股)	2020	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
A 股: 采用 wind 一致预期 EPS, 统计截止 2021 年 5 月 11 日收盘。										
韵达股份	人民币	15.13	0.48	0.58	0.72	0.84	32.41	26.09	21.01	18.01
圆通速递	人民币	11.22	0.56	0.6	0.68	0.78	20.57	18.70	16.50	14.38
德邦股份	人民币	11.43	0.59	0.7	0.85	0.96	21.59	16.33	13.45	11.91
平均水平							24.86	20.37	16.99	14.77
顺丰控股	人民币	62.16	1.61	1.40	1.82	2.29	54.87	44.39	34.21	27.11

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

九、风险提示

时效件增速不及预期。时效件增速回升是顺丰业绩修复的动力之一，去年时效件的回升主要受益于商务件回流以及高端电商件的增长；未来如果时效件增速不及预期将会使得公司整体业绩增速低于预期。

快递价格战加剧。下沉电商件是顺丰业务量增速保持高位的重要原因之一，电商件价格战加剧或将影响公司收入增速，盈利质量，进而影响公司的总利润。

新业务持续亏损。虽然重货、冷链的亏损已经明显减少，但是公司2020年在供应链等新业务上有一定的新增投入，若新业务短期亏损超预期，将影响公司总利润。

资产负债表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	42,897	51,677	53,716	58,880	66,881
货币资金	18,521	16,418	21,987	22,696	26,304
应收及预付	14,742	20,192	16,738	20,369	23,675
存货	882	987	1,121	1,358	1,675
其他流动资产	8,753	14,080	13,870	14,457	15,227
非流动资产	49,638	59,483	68,366	70,588	76,449
长期股权投资	2,222	3,647	3,647	3,647	3,647
固定资产	18,904	22,357	32,700	35,410	42,600
在建工程	3,116	5,380	3,684	1,707	287
无形资产	10,008	10,633	10,484	11,283	11,766
其他长期资产	15,388	17,466	17,850	18,540	18,149
资产总计	92,535	111,160	122,082	129,468	143,329
流动负债	30,982	41,809	48,746	47,936	51,454
短期借款	6,053	7,997	12,264	5,755	2,100
应付及预收	12,688	15,513	15,269	17,481	20,292
其他流动负债	12,240	18,300	21,213	24,701	29,061
非流动负债	19,060	12,592	12,592	12,592	12,592
长期借款	6,540	1,866	1,866	1,866	1,866
应付债券	10,598	8,425	8,425	8,425	8,425
其他非流动负债	1,922	2,300	2,300	2,300	2,300
负债合计	50,042	54,400	61,338	60,528	64,045
股本	4,415	4,556	4,556	4,556	4,556
资本公积	16,124	24,405	24,405	24,405	24,405
留存收益	20,338	26,453	31,644	39,923	50,370
归属母公司股东权益	42,420	56,443	60,490	68,768	79,216
少数股东权益	74	317	253	172	68
负债和股东权益	92,535	111,160	122,082	129,468	143,329

利润表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	112,193	153,987	179,764	219,076	270,730
营业成本	92,650	128,810	154,488	187,239	230,907
营业税金及附加	280	379	439	536	662
销售费用	1,997	2,252	2,607	3,177	3,926
管理费用	9,699	11,600	13,123	15,993	19,493
研发费用	1,193	1,742	1,798	2,191	2,978
财务费用	683	853	228	127	-195
资产减值损失	179	35	244	310	392
公允价值变动收益	350	134	-6	-6	-6
投资净收益	1,076	851	1,000	1,000	1,000
营业利润	7,409	10,136	8,476	11,054	14,007
营业外收支	18	-97	-53	-126	-215
利润总额	7,426	10,039	8,423	10,928	13,792
所得税	1,802	3,107	2,106	2,732	3,448
净利润	5,625	6,932	6,317	8,196	10,344
少数股东损益	-172	-394	-63	-82	-103
归属母公司净利润	5,797	7,326	6,380	8,278	10,447
EBITDA	10,846	14,496	12,569	16,425	20,336
EPS（元）	1.31	1.61	1.40	1.82	2.29

现金流量表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	9,121	11,324	17,704	15,944	20,683
净利润	5,625	6,932	6,317	8,196	10,344
折旧摊销	4,471	5,292	5,259	6,483	7,571
营运资金变动	-659	-1,375	6,201	1,244	2,779
其它	-315	475	-73	21	-11
投资活动现金流	-14,049	-14,884	-13,478	-8,178	-13,078
资本支出	-6,372	-12,203	-13,303	-8,173	-14,072
投资变动	-4,915	-377	0	0	0
其他	-2,762	-2,304	-174	-6	994
筹资活动现金流	7,372	1,332	1,342	-7,056	-3,998
银行借款	9,625	-17,307	4,267	-6,509	-3,655
股权融资	204	687	0	0	0
其他	-2,457	17,952	-2,925	-547	-344
现金净增加额	2,444	-2,229	5,569	710	3,607
期初现金余额	15,299	17,764	16,418	21,987	22,696
期末现金余额	17,764	15,466	21,987	22,696	26,304

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	23.4%	37.3%	16.7%	21.9%	23.6%
营业利润增长	27.3%	36.8%	-16.4%	30.4%	26.7%
归母净利润增长	27.2%	26.4%	-12.9%	29.7%	26.2%
获利能力					
毛利率	17.4%	16.3%	14.1%	14.5%	14.7%
净利率	5.0%	4.5%	3.5%	3.7%	3.8%
ROE	13.7%	13.0%	10.5%	12.0%	13.2%
ROIC	10.4%	11.5%	9.5%	12.6%	15.4%
偿债能力					
资产负债率	54.1%	48.9%	50.2%	46.8%	44.7%
净负债比率	27.3%	19.1%	20.9%	14.7%	10.7%
流动比率	1.38	1.24	1.10	1.23	1.30
速动比率	1.27	1.14	0.99	1.09	1.14
营运能力					
总资产周转率	1.37	1.51	1.54	1.74	1.98
应收账款周转率	11.53	10.58	14.60	14.60	15.87
存货周转率	109.02	137.87	137.87	137.87	137.87
每股指标 (元)					
每股收益	1.31	1.61	1.40	1.82	2.29
每股经营现金流	2.07	2.49	3.89	3.50	4.54
每股净资产	9.61	12.39	13.28	15.09	17.39
估值比率					
P/E	28.32	54.87	44.39	34.21	27.11
P/B	3.87	7.12	4.68	4.12	3.58
EV/EBITDA	15.76	28.07	22.81	17.02	13.39

广发交通运输行业研究小组

郭 镇：资深分析师，清华大学工学硕士，2013 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: guoz@gf.com.cn。

徐 君：高级分析师，南开大学会计学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: xjun@gf.com.cn。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反

当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。