

# 顺丰时效：核心利器，口碑之源；地位牢固，成长明确

顺丰控股（002352）顺丰研究思考笔记之二 | 2020.6.8

## 中信证券研究部



**刘正**  
首席交运分析师  
S1010511080004



**扈世民**  
交运分析师  
S1010519040004



**关鹏**  
交运分析师  
S1010520030003



**联系人：汤学章**

## 核心观点

**时效件市场长期保持顺丰及 EMS 双寡头竞争格局，两者份额为 60%/30%。**凭借直营网控、优质服务、最大的自有机队以及即将投产的货运机场枢纽，顺丰时效短中期龙头地位牢固。预计顺丰时效件仍存 1 倍增长空间，未来 5 年或保持 CAGR 10%+。时效件是顺丰的核心利润来源，预计上半年时效业务承接部分疫情物资运输驱动时效增速至 20%+，考虑到下半年以及明年商务活动回暖拉动时效配送需求，公司短期业绩增长确定性高，维持“买入”评级。

**■ 时效件行业：高端市场，盈利厚实；门槛较高，寡头格局。**相较电商件，时效件的特点有：1) 高时效，时效件/电商件时效分别为 24/56 小时；2) 高客单：时效件/电商件价格分别为 23/4.5 元；3) 高盈利：时效件/电商件单票盈利分别为 2/0.4 元。我们测算 2019 年国内时效件件量/市场规模为 40 亿件/720 亿元，过去 4 年 CAGR 约 15%。时效件行业具备直营网控、空网以及服务口碑三大门槛，均需耗时数年才能实现突破。较高的行业门槛使得时效件行业竞争格局稳定，长期表现为顺丰和 EMS 双寡头经营，2019 年两家公司份额为 60%/30%。

**■ 顺丰时效：业务底盘，利润来源；绝对龙头，地位难撼。**时效件是顺丰利润的核心来源，我们估算顺丰时效件净利率约 8.5%，贡献 2019 年公司扣非净利润的 110%+。顺丰时效龙头地位稳固：1) 快递行业直营公司不超过 5 家，顺丰直营网络全国最大；2) 2019 年顺丰自有货机 58 架，行业占比 34%，货运机场枢纽建设进度领先对手 3 年+；3) 服务质量及时效连续 7 年排名行业第一；4) 服务溢价最高，顺丰时效件价格比同时效的 EMS 和京东快递高约 10%和 30%。顺丰/EMS 时效份额分别从 2007 年的 30%/60%变动至 2019 年的 60%/30%，充分说明了顺丰时效件龙头地位在不断得到强化。

**■ 时效件空间：行业仍存近 1 倍增量空间，顺丰时效 5 年 CAGR 10%+确定性高。**  
**定性角度：**复盘美国时效件增长情况，我们认为 2019 年国内时效件可类比 1993 年的美国时效件市场，根据 1993 年后美国时效件表现情况，判断未来 5 年顺丰时效件仍将保持 2 倍以上的 GDP 增速增长。  
**定量角度：**我们测算美国人均时效件为 5.4 件，是中国人均 2.9 件的 1.9 倍，预计中国时效件市场仍然存在近 1 倍的增量空间，顺丰时效件未来 5 年 CAGR 10%+的确定性高。

**■ 风险因素：**疫情影响超预期；电商需求低于预期；价格大幅下降；成本大幅攀升。

**■ 投资建议：**1~4 月受疫情影响，公司时效件业务承接部分对时效要求较高的疫情物资运输，从而实现在商务活动明显放缓的情况下，时效件营收增长却提速至 20%+。随着下半年国内经济复苏，商务活动时效件需求有望接棒疫情物资支撑时效件保持 15%增速增长，同时整体疫情得到控制下，明年商务活动有望保持强劲增长态势，支撑公司时效业务继续保持较快增长，后续特惠件盈利修复也将进一步支撑业绩增长。调整公司 2020/21/22 年 EPS 预测至 1.41/1.62/ 1.86 元（原预测 1.41/1.64/1.89 元），对应 PE 为 36/31/27 倍，维持“买入”评级。

## 顺丰控股 002352

评级	买入（维持）
当前价	50.38 元
总股本	4,414 百万股
流通股本	4,346 百万股
52 周最高/最低价	50.38/29.22 元
近 1 月绝对涨幅	6.93%
近 6 月绝对涨幅	33.00%
近 12 月绝对涨幅	76.80%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	90,943	112,193	151,263	196,685	247,619
增长率 YoY%	28%	23%	35%	30%	26%
净利润(百万元)	4,556	5,797	6,202	7,150	8,220
增长率 YoY%	-4%	27%	7%	15%	15%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.03	1.32	1.41	1.62	1.86
PE	49	38	36	31	27
PB	6.1	5.2	4.7	4.2	3.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 6 月 5 日收盘价

## 目录

时效件行业：高端市场，盈利厚实；门槛较高，寡头格局 .....	1
高时效、高客单、高盈利，行业保持高于 GDP 增速增长 .....	1
管控、空网、口碑构筑市场门槛，行业呈现双寡头稳态格局 .....	2
顺丰时效：业务底盘，利润来源；绝对龙头，地位难撼 .....	4
时效件是顺丰拳头产品，贡献公司主要利润 .....	4
持续深耕、口碑卓越，时效行业绝对龙头 .....	7
时效空间：行业仍存近 1 倍增量空间，顺丰时效 5 年 CAGR 10%+确定性高 .....	10
相对角度定性展望顺丰未来 5 年时效件增长状况 .....	10
绝对角度定量测算国内时效件存近 1 倍增量空间，顺丰时效件未来 5 年有望保持 CAGR 10%+ .....	12
风险因素 .....	14
投资建议：短期时效提速、中期增长无虞，驱动顺丰业绩稳步增长 .....	14

## 插图目录

图 1：2015~2019 年寄往不同区域快递全程时效.....	1
图 2：时效件与电商件价格及单票净利对比.....	1
图 3：2008~2019 年 GDP 不变价与顺丰时效件量增速情况.....	2
图 4：2019 年快递全流程时效各环节耗时占比情况 .....	3
图 5：春秋航空经营飞机数量增长情况 .....	3
图 6：2019 年国内时效件件量竞争格局 .....	3
图 7：2019 年快递需求来源占比 .....	3
图 8：上海寄到北京顺丰时效件各类产品情况 .....	4
图 9：上海寄到北京顺丰时效件上门取件和丰巢寄件价格对比.....	5
图 10：2008~2019 年顺丰时效与 GDP 增速比值波动情况 .....	5
图 11：2013~2019H 顺丰快递平均价格情况 .....	5
图 12：2018Q1~2020Q1 顺丰时效营收与整体毛利润增速情况 .....	6
图 13：2013 年顺丰营收结构情况 .....	6
图 14：2008~2011 年 EMS 速递业务营收增长情况 .....	7
图 15：2009~2011 年 EMS 速递业务毛利率及净利率情况.....	7
图 16：1976~1988 年调整所得税差异后的 FedEx non-GAAP 净利率 .....	7
图 17：2008~2018 年顺丰及 EMS 时效件量增速情况 .....	8
图 18：2007~2019 年顺丰及 EMS 在时效件市场件量份额变动 .....	8
图 19：2009~2019 年顺丰自有货机数量增长情况.....	9
图 20：2019 年中国大陆各航司自有货机数量及占比情况 .....	9
图 21：2019 年不同距离快递平均配送时效.....	10
图 22：2019 年中国大陆各航司自有货机数量及占比情况 .....	10
图 23：顺丰时效件不同运输距离时效情况 .....	10
图 24：1976~2000 年美国时效件量增速与 GDP 增速波动情况 .....	11
图 25：2001~2018 年年美国时效件量增速与 GDP 增速波动情况 .....	11
图 26：1966~2018 年美国和中国制造业增加值 GDP 占比变动情况.....	12
图 27：2008~2019 年顺丰时效件量增速与 GDP 增速波动情况 .....	12
图 28：2019 年财年 FedEx 国内快递各产品日均件量 .....	13
图 29：2019 年财年 UPS 国内快递各产品日均件量 .....	13
图 30：FedEx、UPS、USPS 各快递产品价格情况 .....	13

## 表格目录

表 1：2015~2019 年国家邮政局快递满意度调研得分排名情况.....	7
表 2：2015~2019 年国家邮政局快递限时指标排名情况.....	7
表 3：上海寄往北京各家公司时效件价格及时效情况 .....	8
表 4：对标美国，中国时效件需求潜力空间测算.....	13
表 5：2018~2022 年顺丰控股盈利及预测情况 .....	14

## ■ 时效件行业：高端市场，盈利厚实；门槛较高，寡头格局

### 高时效、高客单、高盈利，行业保持高于 GDP 增速增长

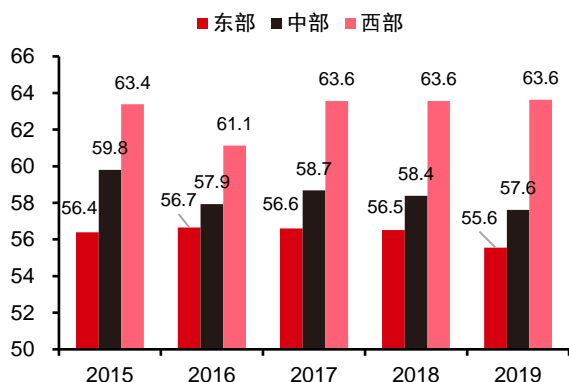
时效快递件具备三高特征，即高时效、高客单以及高盈利：

1) **高时效**，根据国家邮政局 2019 年快递服务时限准时率测试结果，2019 年全国重点地区快递服务全程时限为 56.2 小时，电商件行业占比 85%，因此可以近似认为电商件平均时效大约是 56 小时。而时效件最明显特点是高时效，以顺丰为例，其时效件可以分为即日、次晨、次日，对应时效分别为 12 小时、24 小时、36 小时，当然部分偏远地区顺丰时效件可能只能满足隔日达，对应时效 48 小时。但是平均下来，我们判断顺丰时效件的平均全程时效大概 24 小时，要明显快于电商件和普通个人散件。

2) **高客单价**。时效件是快递行业中高端细分市场，凭借快时效和高质服务，同时为确保高时效，时效件运营成本较高，因此时效件价格要明显高于电商件价格。顺丰时效件平均价格为 23 元，而目前电商件的全网平均价格大约在 4~5 元左右。

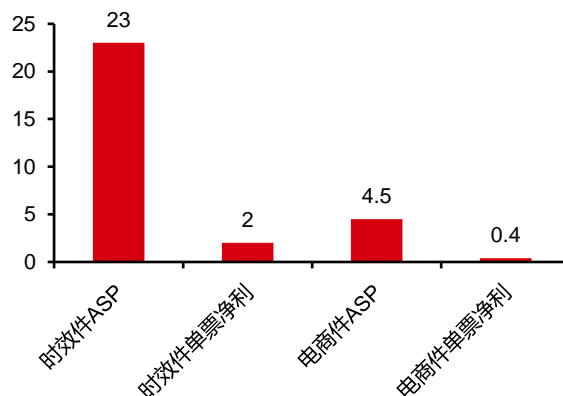
3) **高盈利**。时效件走的是高端快递路线，服务好、投入大、定价高，因此单票盈利要明显高于快递件，我们测算顺丰时效件单票利润大约 2 元，是电商件（全网单票净利约 0.4 元）的 5 倍。

图 1：2015~2019 年寄往不同区域快递全程时效（小时）



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

图 2：时效件与电商件价格及单票净利对比（元/件）



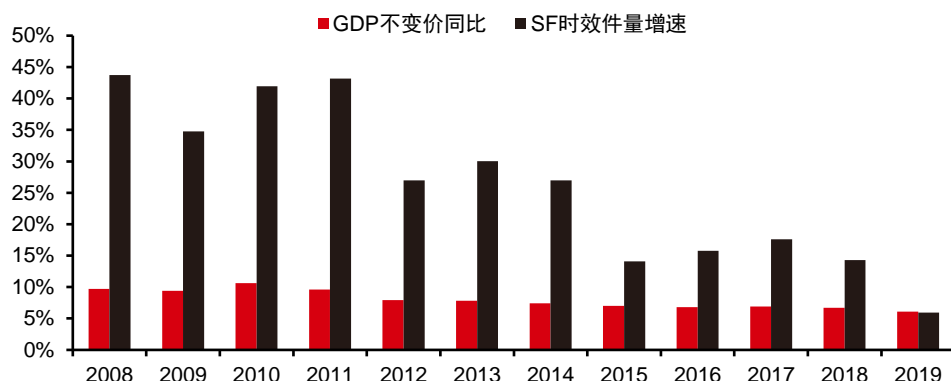
资料来源：顺丰公司公告等，中信证券研究部测算

**时效件的需求=B 端商务件+G 端政务件+C 端时效件+高端电商件**。时效件需求来源较为多元，根据时效件的寄件方，我们可以将时效件的需求分为 B 端商务件、G 端政务件，C 端时效件以及高端电商件。不同于电商件需求来源 C 端消费而成长稳定性高，时效件大部分是 B 端商务件，其需求来源各行各业，因此时效件需求增长与宏观经济景气关联度较高。对于政务件，该产品较为特殊，只能由中国邮政负责配送，民营企业不能经营政务件（根据《中华人民共和国邮政法》第 55 条规定：“快递企业不得经营由邮政企业专营的

信件寄递业务，不得寄递国家机关公文”），我们估算政务件一年件量规模在 2 亿件以内。此外我们还认为部分对时效要求较高的电商件也构成了时效件的部分需求。

**2019 年时效件行业市场规模大约在 720 亿元，最近几年行业增速一般均快于 GDP 增速。**我们测算 2019 年时效件行业业务量规模大约是 40 亿件，估算单件时效件价格为 18 元（除顺丰外，EMS 等其他公司时效件价格较低，从而拉低行均价），最终时效件市场规模测算大约 720 亿元。由于顺丰是时效件主要玩家，可以将顺丰时效增速近似为时效行业增速，2008 年以来顺丰时效件量增速持续快于 GDP 增速，2019 年受公司自身业务调整以及中美贸易摩擦影响，时效件增速几乎与 GDP 增速持平。

图 3：2008~2019 年 GDP 不变价与顺丰时效件量增速情况



资料来源：国家统计局，顺丰公司公告，中信证券研究部 注：1）2008~2012 年由于新业务体量很小，将顺丰总件量增速近似为时效件量增速；2）2016 年之后由于时效件价格稳定，将时效件营收增速近似为时效件量增速，下同

## 管控、空网、口碑构筑市场门槛，行业呈现双寡头稳态格局

**我们认为网络管理、航空网络、服务口碑一同构成了时效件行业的进入门槛：**

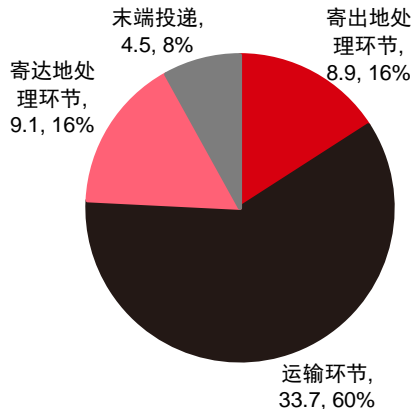
**1) 管控。**时效件业务的经营难度并不在于能够提供高时效的快递服务，而是需要持续稳定地提供高时效的快递服务。很多加盟制的快递公司完全有能力提供较高时效的配送服务，但是无法对末端配送、支线运输环节进行强管控的加盟模式使得加盟制公司无法保证每次快递服务都能准时到达。因此能够对所有流程环节进行管控的直营模式成为时效件的标配，而直营管控难度很大，这对快递公司管理提出很高要求。而且加盟转直营或者重起一张直营网络需要投入非常多的时间及资金，顺丰在 1999 年业务量还非常少的时候就开始推动加盟转直营，整整耗时 3 年才完成对加盟商的收权，实现完全直营。

**2) 空网。**快递全链路环节中，干支线运输的时间占到全链路时间的 60%，因此干支线运输是影响快递时效最重要的环节。为了实现中长距离快递件 24 小时内送达，必须使用航空运输替代陆运模式。因此在全国铺建一张覆盖范围广泛的空运网络是经营时效件必要的硬件条件，而空网的搭建其实就是自有机队的构建+航线的开通。由于飞机的引进以及航线的开通受政府管控，因此自有机队的组建及航线的开通是一个漫长的过程。百架规模自有机队以及全国通达性较高的航线网络并非 3、5 年可以完成，而是需要持续的资本



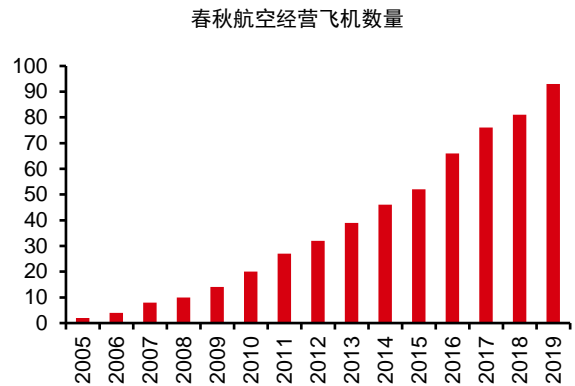
开支以及较长时间的投入建设。民航客运成长性最佳的春秋航空，其机队从 0 到 100 架花了 16 年的时间。

图 4：2019 年快递全流程时效各环节耗时占比情况（小时）



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

图 5：春秋航空经营飞机数量增长情况

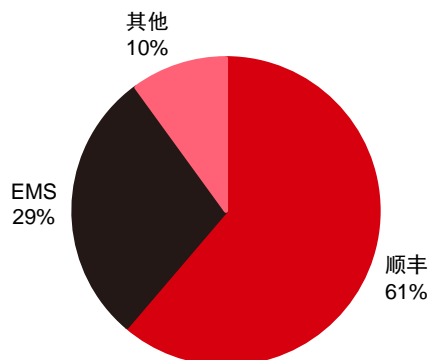


资料来源：春秋航空公司公告，中信证券研究部

**3) 服务口碑。**相较其他品牌，目前绝大部分企业及个人更为认可顺丰及 EMS 两个时效件品牌，这就是服务口碑发挥的作用。由于时效件客户价格敏感性较低，但对于时效及服务要求较高，而顺丰、EMS 等公司在长期经营时效件过程中不断积累高质服务的用户口碑，在用户心中逐步塑造高端快递的品牌形象。因此顺丰和 EMS 高端服务的品牌形象，与其他服务同质化的快递公司形成鲜明对比，使得用户在时效件的选择上会更多选择顺丰和 EMS。而且即使现在突然出现一家完全有能力做到 100% 准时达的新快递公司，但是出于认知不足，短期内可能并不会会有太多用户选择这家公司的时效件服务。

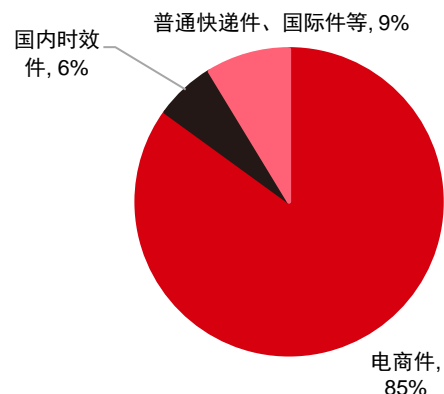
**行业高门槛下，时效件呈现双寡头竞争格局。**由于时效件行业对快递公司的管控、空网实力以及服务口碑要求很高，同时我国快递行业 85%+ 的需求来自电商件且增速明显快于时效件，因此大部分玩家集中在电商件市场的经营。时效件近十几年来一直都只有顺丰和 EMS 两个主要玩家，寡头竞争格局一直保持稳定。我们测算 2019 年顺丰和 EMS 在时效件合计份额为 90%，其中顺丰占 60%、EMS 占 30%。

图 6：2019 年国内时效件量竞争格局



资料来源：国家邮政局，各公司公告，中信证券研究部测算

图 7：2019 年快递需求来源占比



资料来源：国家邮政局，各公司公告，中信证券研究部测算

## ■ 顺丰时效：业务底盘，利润来源；绝对龙头，地位难撼

### 时效件是顺丰拳头产品，贡献公司主要利润

直营网络奠定了顺丰时效件的基因，非典疫情是顺丰打造时效产品的催化剂。顺丰成立初期并不做时效件，而是专注往返深港两地的快递配送服务，1996 年顺丰开始将快递服务拓展至全国。1999 年~2002 年，顺丰推动加盟商的收购，耗时三年完成加盟转直营。较早推行网络直营化使得顺丰付出的成本较少，同时为公司后续开展时效件提供了必要前提条件。2003 年非典疫情影响下，公路运输受阻，顺丰趁航空运价大跌，与扬子江快运签下货机租赁合同，用飞机运快件的成本较高，但是这让顺丰在服务时效性方面获得了压倒性的优势。自此之后，顺丰速度为用户所认知，公司也开始专注高端时效件的经营。

顺丰时效主要产品分顺丰即日、顺丰次晨以及顺丰标快。目前支持顺丰即日产品的区域范围比较有限，以上海寄到北京为例，要想享受到顺丰即日配送，只能在当天早上 9 点之前寄件，快递是通过高铁完成运输，价格（~70 元）明显高于一般时效件（~23 元）。而顺丰次晨支撑的寄递线路也有限制，上海寄到北京有次晨达时效产品（价格~25 元），但是深圳寄到北京则仅提供顺丰标快（次日 18:00 之前达，价格~23 元）以及隔日达（隔日 18:00 之前达，价格~18 元）。此外，顺丰也提供两种寄件方式，一种是快递员上门揽件，另一种是丰巢寄件，丰巢寄件要比上门揽件便宜大约 3 元。

图 8：上海寄到北京顺丰时效件各类产品情况

图 8 展示了顺丰速运小程序中上海寄到北京的两类时效件产品情况。左侧界面显示了“顺丰标快”选项，预计送达时间为后天 18:00 前，价格为 ¥23 起。右侧界面显示了“顺丰标快（陆运）”选项，预计送达时间为 9 日 12:00 前，价格为 ¥18 起。两个界面均显示了“顺丰标快”选项，预计送达时间为后天 18:00 前，价格为 ¥23 起。

上海->北京早上 8 点揽件

上海->北京 早上 11 点揽件

资料来源：顺丰速运小程序

图 9：上海寄到北京顺丰时效件上门取件和丰巢寄件价格对比

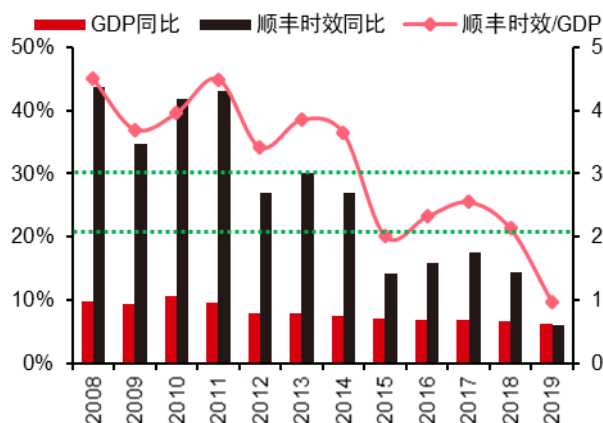
上海->北京  
上门取件

上海->北京  
丰巢寄件

资料来源：顺丰速运小程序

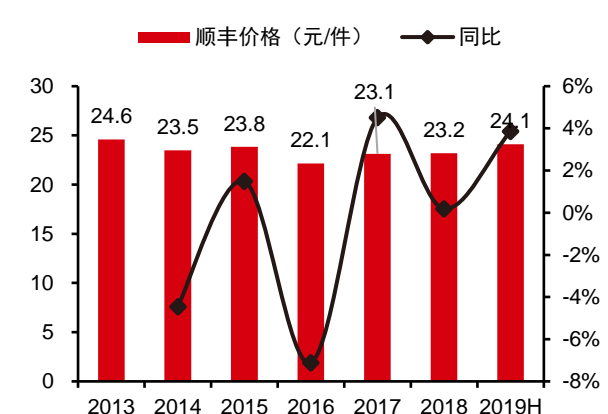
顺丰时效产品件量每年保持 2~3 倍的 GDP 增速增长，价格几乎保持稳定。2015 年之前由于国内时效件渗透率较低、国内宏观经济增速较高以及顺丰时效件不断提升市场份额，顺丰时效件每年件量增速是当年 GDP 增速的 3 倍以上。2015 年以来，业务驱动因素趋弱但是顺丰时效件量增速仍然保持每年 GDP 增速的 2~3 倍增长。2019 年受中美贸易摩擦以及自身业务调整影响，上半年顺丰时效增速放缓明显，但是下半年开始回升，预计后续仍将保持 2~3 倍的 GDP 增速增长。由于市场中能提供大规模时效件服务的只有顺丰和 EMS，且时效件定位高端快递、客户时效敏感性高但价格敏感性弱，因此顺丰在时效业务上具备一定议价权，近几年价格一直稳定在 23 元左右。

图 10：2008~2019 年顺丰时效与 GDP 增速比值波动情况



资料来源：国家统计局，公司公告，中信证券研究部

图 11：2013~2019H 顺丰快递平均价格情况



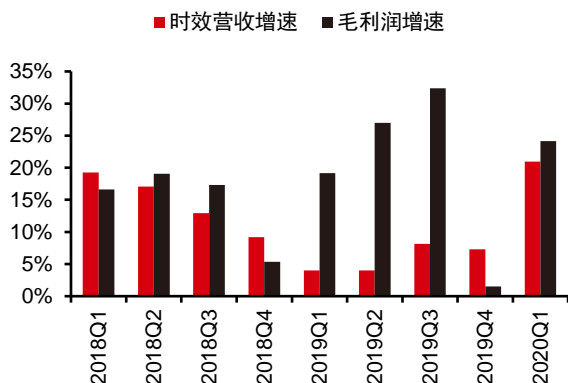
资料来源：公司公告，中信证券研究部



估算顺丰时效件净利率大约为 8.5%，2019 年时效业务或贡献扣非净利的 110%+。顺丰时效件盈利水平一直是市场较为关注的问题，由于顺丰开展的其他多元物流业务大都处于亏损或者不赚钱的状态，因此目前公司业绩表现主要依赖时效件增速以及期间内的资源投入节奏。我们先对顺丰时效件净利率进行估算，然后用 EMS 数据和国外快递公司 FedEx 的数据进行交叉验证。

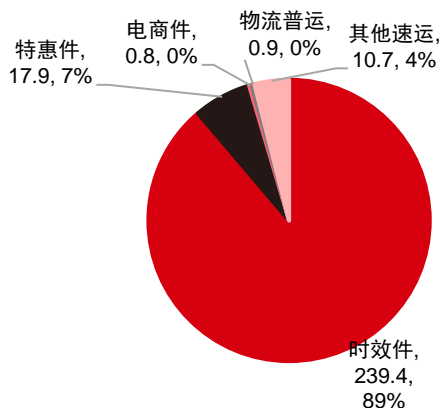
我们估算顺丰时效件净利率采用的是 2013 年顺丰财务数据，原因是 2013 年顺丰其他多元物流业务还处于初期经营阶段，体量较小，对公司整体利润率影响较小。2013 年顺丰总营收 270 亿元，其中时效件营收为 239 亿元，占比 89%，其他业务营收 30 亿元，主要以特惠件（现为经济件）为主。2013 年顺丰还未开展冷链和同城配业务，特惠、电商、重货、国际件又处于初步开拓阶段，规模效应较弱，判断多元物流业务处于小幅亏损情况，我们假设非时效件业务净利率为-5%，再结合 2013 年顺丰 7.0%的扣非净利率，我们可以测算出顺丰时效件净利率约为 8.5%。

图 12：2018Q1~2020Q1 顺丰时效营收与整体毛利润增速情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

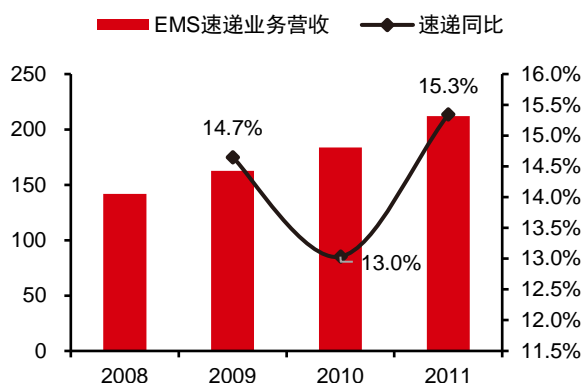
图 13：2013 年顺丰营收结构情况（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

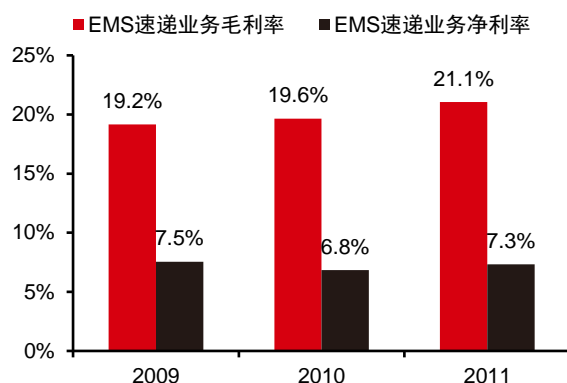
对于顺丰时效件 8.5%的净利率测算结果，我们用 EMS 和 FedEx 的数据进行简单验证。1) **EMS**：EMS 此前披露的招股说明书显示 2009~2011 年公司速递业务毛利率分别为 19.2%/19.6%/21.1%，然后根据期间费率计算出来三年速递业务净利率平均在 7.5%左右，基本和我们测算顺丰时效业务净利率相符合（顺丰运营效率高于 EMS 且定价高于 EMS，所以净利率要更高）；2) **FedEx**：1976~1988 年 FedEx 90%以上的营收来自国内航空时效件，而该区间内 FedEx 时效件调整所得税差异后的 non-GAAP 净利率（假设区间内 FedEx 适用的是中国企业 25%的所得税）均值在 9%左右，同样和我们测算的结果相匹配。

图 14：2008~2011 年 EMS 速递业务营收增长情况（亿元）



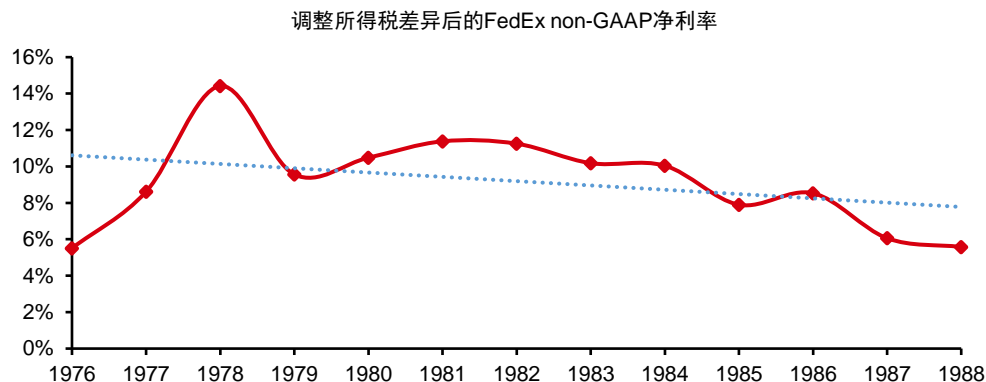
资料来源：EMS 公司公告，中信证券研究部

图 15：2009~2011 年 EMS 速递业务毛利率及净利率情况



资料来源：EMS 公司公告，中信证券研究部测算 注：EMS 速递业务净利率为估算

图 16：1976~1988 年调整所得税差异后的 FedEx non-GAAP 净利率



资料来源：FedEx 年报，中信证券研究部 注：由于中国与美国企业所得税率存在差异，所以此处是调整所得税差异后的 FedEx 净利率

## 持续深耕、口碑卓越，时效行业绝对龙头

持续专注时效件经营使得顺丰服务质量和配送时效近几年稳居行业第一。

表 1：2015~2019 年国家邮政局快递满意度调研得分排名情况

年份	1	2	3	4	5	6	7
2015	顺丰	EMS	中通	申通	圆通	韵达	百世
2016	顺丰	EMS	中通	圆通	申通	韵达	百世
2017	顺丰	EMS	中通	韵达	圆通	申通	百世
2018	顺丰	EMS	中通	韵达	圆通	百世	申通
2019	顺丰	EMS	韵达	中通	百世	申通	圆通

资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

表 2：2015~2019 年国家邮政局快递限时指标排名情况

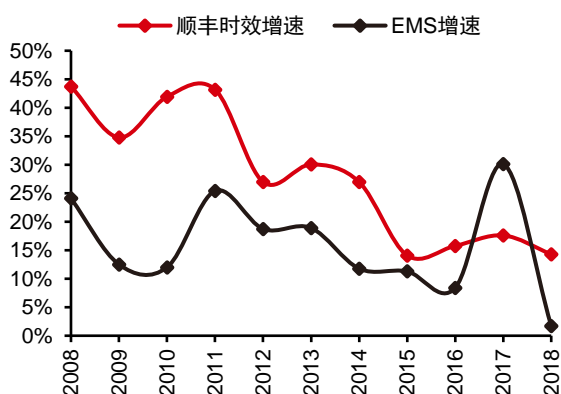
年份	1	2	3	4	5	6	7
2015	顺丰	EMS	中通	申通	圆通	韵达	百世
2016	顺丰	EMS	中通	韵达	圆通	申通	百世

年份	1	2	3	4	5	6	7
2017	顺丰	EMS	韵达	中通	圆通	百世	申通
2018	顺丰	EMS	韵达	中通	圆通	申通	百世
2019	顺丰	EMS	韵达	百世	中通	申通	圆通

资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

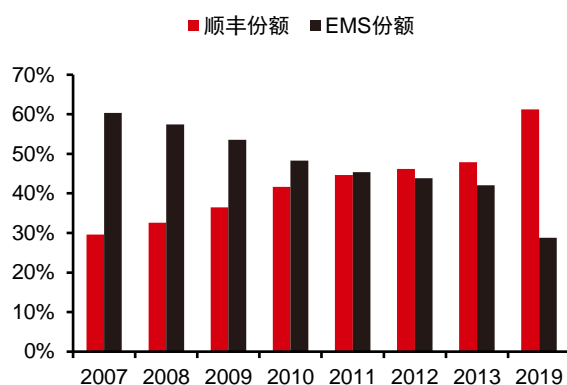
伴随服务质量及时效的持续提升并稳居行业第一，同时加强直营管控及自建自有机队，顺丰市场份额持续提升。我们测算 2007 年顺丰与 EMS 在时效件市场的件量份额分别为 30%和 60%，而到了 2019 年，两家公司的份额则变为 60%和 30%，顺丰时效件市场份额持续提升，显示了公司在细分市场的龙头地位不断得到强化。

图 17：2008~2018 年顺丰及 EMS 时效件量增速情况



资料来源：公司公告，中国邮政年报，中信证券研究部

图 18：2007~2019 年顺丰及 EMS 在时效件市场件量份额变动



资料来源：公司公告，中国邮政年报，中信证券研究部

行业最优质的服务以及最快的服务速度，使得顺丰时效件享受行业最高的服务溢价。凭借多年稳居行业第一的时效和服务质量以及用户对于顺丰的优质服务品牌形象的高度认可，顺丰时效件也享受行业最高的服务溢价。我们统计了上海寄往北京的时效件，同样是次日午达时效件，顺丰凭借稳定的高时效，其定价 23 元，分别比 EMS 和京东快递高约 10%和 30%。

表 3：上海寄往北京各家公司时效件价格及时效情况

时效产品	价格（元/件）	时效
顺丰次日达	23	次日 18 点之前
EMS 次日达	21	次日 21 点之前
京东次日达	18	次日 20 点之前

资料来源：各快递服务商微信小程序，中信证券研究部

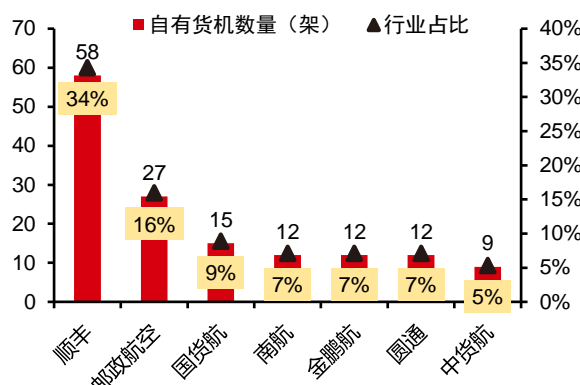
顺丰拥有行业最大规模的货运机队，同时由顺丰主导的国内第一个货运机场枢纽也将于 2022 年前后投产。2009 年顺丰航空成立，此后公司得以使用自有货机运输快递件，进一步提升时效的稳定性。经过 10 年持续不断地引进飞机，2019 年顺丰自有货机数量增长至 58 架，目前自有货机数量在行业中占到了 34%，大幅领先其他对手。同时顺丰参与建设的湖北鄂州货运机场正在紧张建设过程中，有望于 2022 年前后建成投用。鄂州机建成后，其将作为顺丰全国甚至全球核心机场枢纽，有助于增加时效件覆盖范围、国际时效件产品的推广以及降低时效件运营成本。

图 19：2009~2019 年顺丰自有货机数量增长情况



资料来源：公司公告，民航休闲小站，中信证券研究部

图 20：2019 年中国大陆各航司自有货机数量及占比情况



资料来源：民航休闲小站，中信证券研究部

**其他快递公司纷纷涉足时效产品，但短中期预计无法撼动顺丰时效龙头地位。**近几年利润丰厚的时效件市场吸引了不少快递企业（加盟制的通达公司、京东物流、德邦快递等）进入时效件行业，甚至有人担忧随着通达系件量增加推升发车频次，部分路线陆运时效已经不输顺丰航空时效件。但是我们认为新玩家短中期对顺丰时效市场的绝对龙头地位影响较弱，结论的依据仍然是时效件行业的三大壁垒：

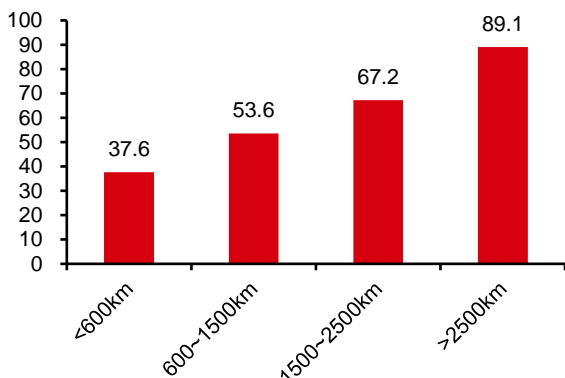
**1) 直营管控。**加盟模式也许可以经营少量时效件，但是如果想做大规模，一定需要采取直营管控，从而保证全链路各个环节的时效都能符合要求。因此我们认为若未来加盟制的通达公司要做大时效件规模，一定得重新起个直营网络，而上文我们已经讲过了，重资产的直营网络的布局需要耗时数年。

**2) 空网。**根据国家邮政局 2019 年快递服务时限准时率测试结果，600km 以内线路的快递平均时效为 37.6 小时，而顺丰次日下午 18 点之前达的时效件平均时效大约 32 小时，因此优势不明显。但是对于 600km 以上线路的快递，尤其是 1000km 以上距离的快递，普通陆运快递平均时效在 54 小时以上，顺丰时效件优势开始显现。1000km 以上的快递是需要航空运输才能实现 36 小时以内的时效，而商务活动往来密切的北、上、广（深）三地之间的距离均在 1200km 以上，因此顺丰空网在超一线城市时效件绝对优势短期无可撼动。其他公司为了做大时效件规模，一定得有一张全国性的空网，而我们前面也讨论了，空网即航线开通及自建机队，这是需要耗时数年甚至数十年才能完成的。

虽然目前很多公司通过购置腹舱、包机或者租赁飞机的形式实现航空运输，但是腹舱以及包机无法实现完全自主可控，同时航线开通也不在自己控制范围内，而租赁飞机相比自有飞机，成本偏高。

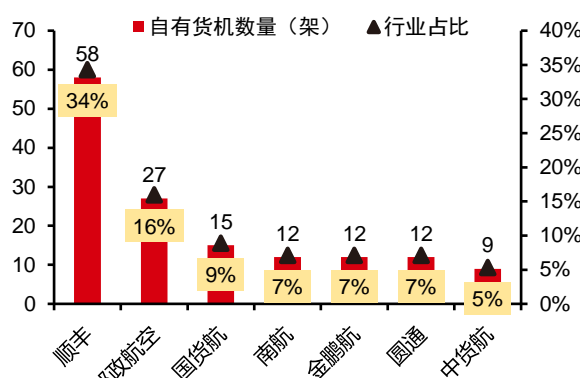
**3) 服务口碑。**时效件用户轻价格、重服务，服务口碑至关重要。而良好的服务口碑是需要一个品牌持续不断经营数年才能形成的，新进入公司高端品牌快递的服务形象短期较难快速形成。

图 21：2019 年不同距离快递平均配送时效（小时）



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

图 22：2019 年中国大陆各航司自有货机数量及占比情况



资料来源：民航休闲小站，中信证券研究部

图 23：顺丰时效件不同运输距离时效情况



资料来源：顺丰速运小程序

## ■ 时效空间：行业仍存近 1 倍增量空间，顺丰时效 5 年 CAGR 10%+确定性高

### 相对角度定性展望顺丰未来 5 年时效件增长状况

该小节中，我们通过复盘美国航空件市场表现情况，然后找到与顺丰时效件目前增长相同阶段，对顺丰未来 5 年时效件的成长性进行定性展望。

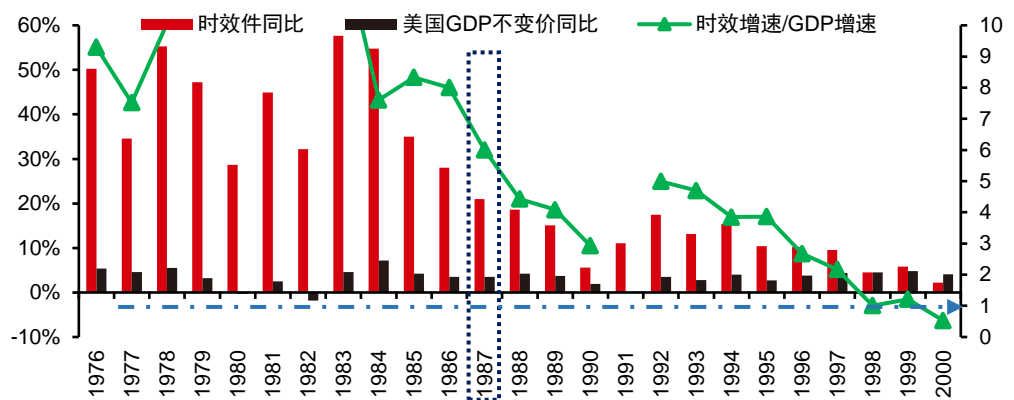
我们将 FedEx 和 UPS 航空件量之和的变动近似为美国时效件市场整体波动情况。FedEx、UPS 和 USPS 三家公司快递件量份额合计占美国总快递市场的 90%+，同时 USPS 绝大部分提供的是低时效、高性价比的快递配送，因此我们可以认为 FedEx 和 UPS 两家公司的时效件基本代表了美国时效件市场整体情况。我们在此假设航空件即是时效件（当然也有部分 ground 件是时效件，也有部分航空件并非时效件），则 FedEx 国内时效件=U.S. overnight box + U.S. overnight envelope + U.S. deferred，而 UPS 国内时效件=U.S. Next



day air + U.S. deferred。然后将 FedEx 和 UPS 国内时效件量加起来，近似为美国整体时效件市场情况。由于 1994 年之前 UPS 数据缺失，该区间段我们只使用 FedEx 时效件。

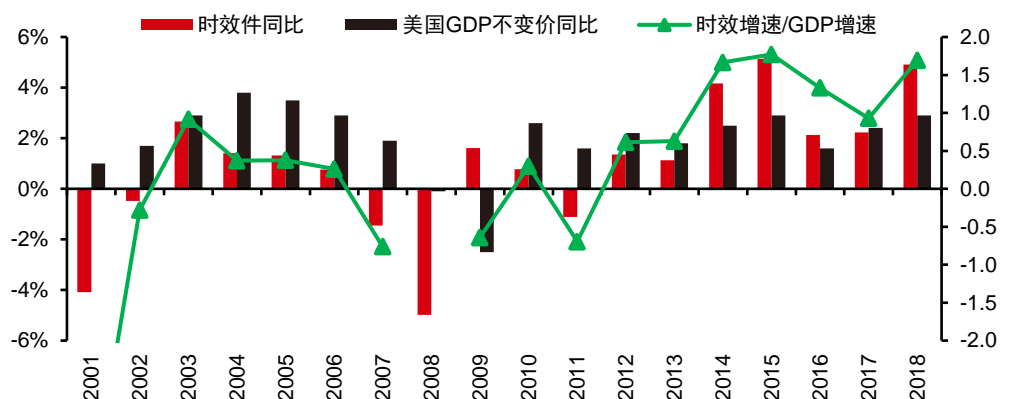
**美国时效件与 GDP 增速情况：**1) 1976~1986 年，FedEx 首创航空轴辐射运输模式，为市场创造了时效件需求，之后美国时效件保持快速增长，增速显著高于 GDP 增速；2) 1987~1997 年，随着时效件渗透率大幅提升，美国时效件增速逐步放缓至 20% 以下，不过仍然保持高于 2 倍 GDP 增速的水平增长；3) 2001~2014 年，虽然美国经济稳定增长，但是由于制造业增加值 GDP 占比持续下降，工业时效件需求下降，导致该区间内美国时效件市场几乎没有任何增长；4) 2015 年之后，电商件需求放量，时效件业务承接部分高端电商件，美国时效件行业增速重新快于 GDP 增速。

图 24：1976~2000 年美国时效件量增速与 GDP 增速波动情况



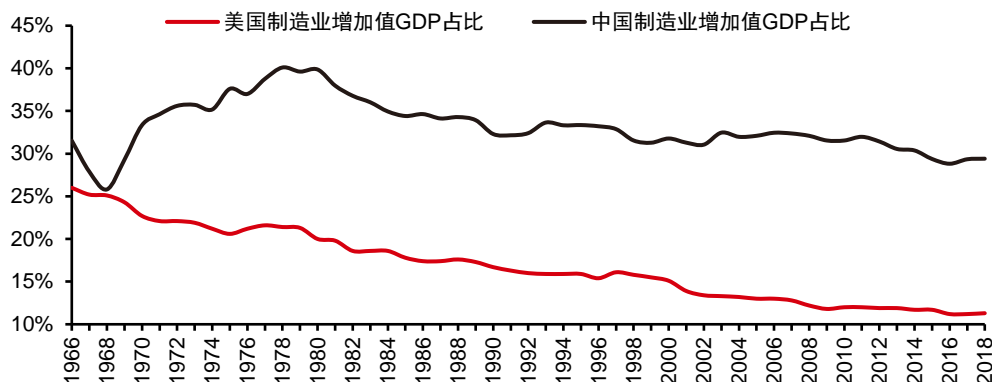
资料来源：FedEx 年报，UPS 年报，美国经济分析局，中信证券研究部 注：图中部分时效件增速/GDP 增速比值数据点没有显示是因为时效件增速显著高于 GDP 增速

图 25：2001~2018 年美国时效件量增速与 GDP 增速波动情况



资料来源：FedEx 年报，UPS 年报，美国经济分析局，中信证券研究部

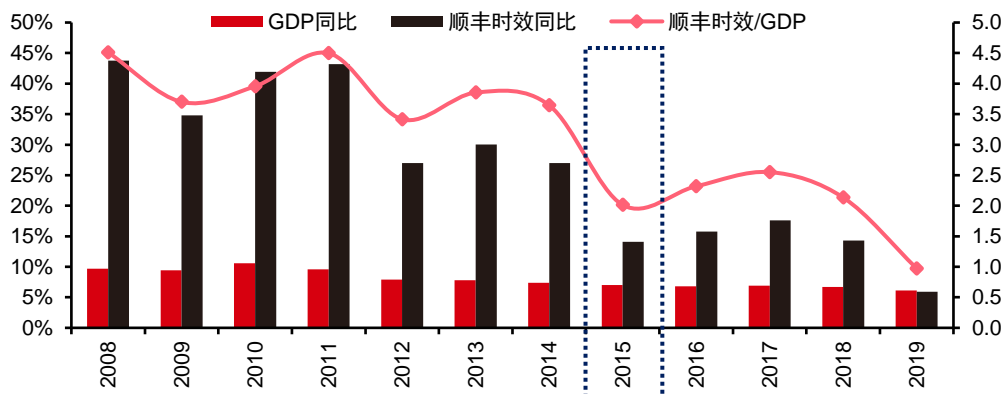
图 26：1966~2018 年美国和中国制造业增加值 GDP 占比变动情况



资料来源：世界银行，美国经济分析局，中信证券研究部

对比美国，我们认为顺丰时效件目前所处阶段（2020 年）相当于 1993 年的美国时效件市场，未来 5 年仍将保持稳健增长。我们比较顺丰时效件以及美国时效件增长情况，得到 2015 年的顺丰时效件发展情况与 1988 年美国时效件市场发展情况较为类似，两者均是增幅放缓至 20% 以下，并且时效件增速与 GDP 增速比值都在当年出现明显放缓。考虑到美国 1988~1997 年仍然每年保持 2 倍以上的 GDP 增速增长，因此我们认为时效件也有望在 2015~2024 年保持 2 倍以上的 GDP 增速增长，也即未来 5 年（2020~2024），顺丰时效件仍有望保持 2 倍以上的 GDP 增速增长。如果再考虑到部分高端时效电商件需求增加，则顺丰时效件有望维持 5 年以上的较好增长期。

图 27：2008~2019 年顺丰时效件量增速与 GDP 增速波动情况



资料来源：国家统计局，公司公告，中信证券研究部

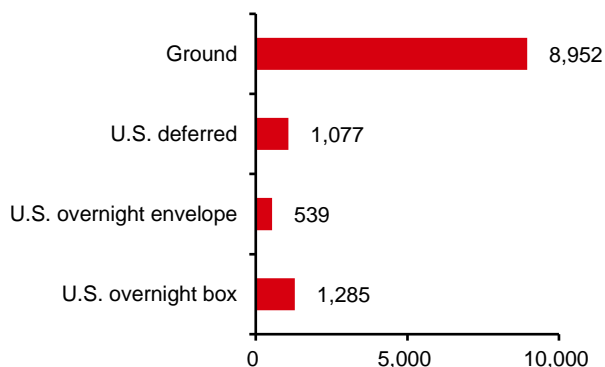
**绝对角度定量测算国内时效件存近 1 倍增量空间，顺丰时效件未来 5 年有望保持 CAGR 10%+**

在本小节中我们从绝对角度对美国和中国的时效件市场件量规模进行测算并对比，进而得出中国时效件市场未来的成长空间。

估算 2019 年美国时效件市场规模达 18 亿件。我们假设美国时效件市场玩家只有 FedEx、UPS 和 USPS。FedEx 时效件为 overnight box、overnight envelope 和 deferred

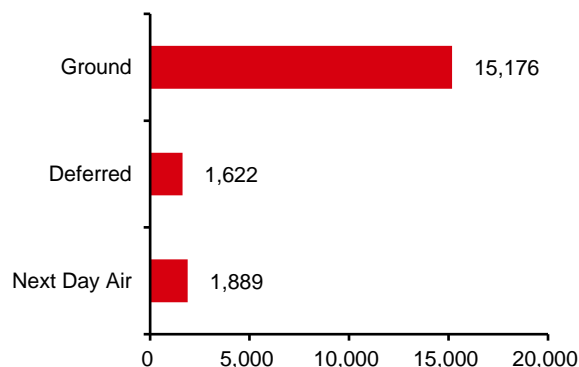
快递产品；UPS 时效件为 Next Day Air 和 Deferred 快递产品；USPS 时效件为 Priority Mail Express 和部分 Priority Mail 产品（Priority Mail 提供 1~3 天时效的快递配送，但是不保证时效，我们假设时效件产品占比为 10%）。根据上面假设，我们测算得到 2019 年美国时效件规模为 17.6 亿件。

图 28：2019 年财年 FedEx 国内快递各产品日均件量（千件/日）



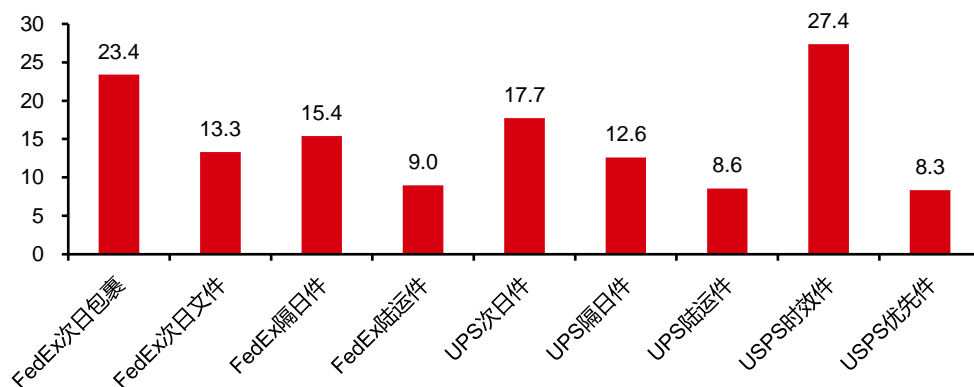
资料来源：FedEx 年报，中信证券研究部

图 29：2019 年财年 UPS 国内快递各产品日均件量（千件/日）



资料来源：UPS 年报，中信证券研究部

图 30：FedEx、UPS、USPS 各快递产品价格情况（\$/件）



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

假设中国人均时效件可以达到美国水平，则中国时效件还有近 1 倍增量空间。2019 年美国人口 3.3 亿，时效件量规模为 17.6 亿件，对应美国人均时效件为 5.4 件。假设远期中国人均时效件也可以提升至 5.4 件，则 14 亿中国人口将产生 75.1 亿件的时效件需求。而我们上文测算过 2019 年中国时效件量规模大约是 40 亿件，还有近 1 倍增量空间。假设未来 5 年中国时效件 CAGR 为 12%，则预计到 2024 年时效件市场件量规模将增至 71 亿件，仍未达到 75 亿件的需求潜在空间。结合上一小节对于顺丰时效件目前所处的发展阶段以及本小节计算的时效件市场空间，我们判断公司未来 5 年有望保持 10%+ CAGR 增长。

表 4：对标美国，中国时效件需求潜力空间测算

项目	数值
2019 年美国时效件件量（亿件）	17.6
2019 年美国总人口（亿人）	3.3
2019 年美国人均时效件量	5.4

项目	数值
2019 年中国总人口（亿人）	14.0
对标美国，中国时效件量（亿件）	75.1
2019 年中国时效件量（亿件）	40.1
增量空间	87%

资料来源：公司公告，美国经济分析局，国家统计局，中信证券研究部测算

## ■ 风险因素

疫情影响超预期；电商需求低于预期；价格大幅下降；成本大幅攀升。

## ■ 投资建议：短期时效提速、中期增长无虞，驱动顺丰业绩稳步增长

**时效业务为顺丰核心利润来源，短期时效提速、中期增长无虞，将支撑顺丰业绩稳步增长。**我们在上文分析过时效件是顺丰核心利润来源，2019 年贡献了公司 110%+的扣非利润。虽然说公司业绩增长不仅取决时效增速，同时新业务资源的投入节奏会很大程度上影响到公司业绩，但时效件提速将明显利好公司业绩。今年 1~4 月受疫情影响，公司时效件业务承接了部分对时效要求较高的疫情物资运输，从而实现在商务活动明显放缓的情况下，公司时效件营收增速却提速至 20%+。而受益 Q1 时效件营收增速提速至 21%，顺丰毛利润实现了同比 22%的较好增速。

随着下半年国内经济复苏，商务活动有望承接疫情防控物资支撑时效件保持 15%的增速增长，同时整体疫情得到控制下，明年商务活动有望保持强劲的增长态势，支撑公司时效业务继续保持较快增长。因此今、明两年，顺丰核心利润来源的时效件业务有望保持 15%的增速增长，支撑公司短期业绩增长。

中期展望，预计未来 5 年顺丰时效件件增速 CAGR 10%+，同时电商特惠件规模效应逐步释放，将驱动业务盈利修复，看好公司未来 5 年的业绩成长性，维持“买入”评级。

表 5：2018~2022 年顺丰控股盈利及预测情况

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	90,943	112,193	151,263	196,685	247,619
营业收入增长率 YoY	28%	23%	35%	30%	26%
净利润(百万元)	4,556	5,797	6,202	7,221	8,357
净利润增长率 YoY	-4%	27%	7%	16%	16%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.03	1.32	1.41	1.64	1.89
毛利率	18%	17%	16%	15%	15%
净资产收益率 ROE	12.46%	13.66%	13.08%	13.53%	13.87%
每股净资产（元）	8.28	9.61	10.74	12.09	13.65
PE	46	36	34	29	25
PB	5.7	4.9	4.4	3.9	3.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 6 月 5 日收盘价

**利润表（百万元）**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	90,943	112,193	151,263	196,685	247,619
营业成本	74,642	92,650	127,092	166,681	211,272
毛利率	17.92%	17.42%	15.98%	15.26%	14.68%
营业税金及附加	222	280	377	490	617
销售费用	1,826	1,997	2,571	3,147	3,714
营业费用率	2.01%	1.78%	1.70%	1.60%	1.50%
管理费用	8,414	9,699	12,706	16,128	19,810
管理费用率	9.25%	8.65%	8.40%	8.20%	8.00%
财务费用	287	683	445	445	445
财务费用率	0.32%	0.61%	0.29%	0.23%	0.18%
投资收益	1,166	1,076	1,133	1,033	933
营业利润	5,818	7,409	8,030	9,262	10,653
营业利润率	6.40%	6.60%	5.31%	4.71%	4.30%
营业外收入	148	213	181	181	181
营业外支出	99	195	147	147	147
利润总额	5,868	7,426	8,064	9,296	10,687
所得税	1,403	1,802	2,016	2,324	2,672
所得税率	23.92%	24.26%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	(92)	(172)	(154)	(178)	(205)
归属于母公司股东的净利润	4,556	5,797	6,202	7,150	8,220
净利率	5.01%	5.17%	4.10%	3.64%	3.32%

**资产负债表（百万元）**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	16,131	18,521	22,689	29,503	37,143
存货	818	882	1,301	1,706	2,163
应收账款	7,353	12,045	13,602	18,231	23,931
其他流动资产	7,620	11,450	14,193	17,202	18,598
流动资产	31,922	42,897	51,785	66,642	81,835
固定资产	13,967	18,904	21,153	22,833	19,251
长期股权投资	2,203	2,222	2,218	2,215	2,212
无形资产	6,662	10,008	11,272	12,444	13,329
其他长期资产	16,861	18,505	16,766	15,388	19,400
非流动资产	39,693	49,638	51,410	52,879	54,192
资产总计	71,615	92,535	103,195	119,521	136,027
短期借款	8,585	6,053	5,711	7,421	10,011
应付账款	7,887	11,988	14,937	20,579	25,458
其他流动负债	9,897	12,940	14,656	16,532	18,666
流动负债	26,369	30,982	35,304	44,532	54,134
长期借款	998	6,540	7,540	8,340	8,040
其他长期负债	7,333	12,520	13,002	13,598	14,253
非流动性负债	8,331	19,060	20,541	21,937	22,292
负债合计	34,701	50,042	55,845	66,469	76,426
股本	4,419	4,415	4,415	4,415	4,415
资本公积	16,070	16,124	16,124	16,124	16,124
归属于母公司所有者权益合计	36,561	42,420	47,430	53,311	60,064
少数股东权益	353	74	-81	-259	-463
股东权益合计	36,914	42,494	47,350	53,052	59,600
负债股东权益总计	71,615	92,535	103,195	119,521	136,027

**现金流量表（百万元）**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	5,868	7,426	8,064	9,296	10,687
所得税支出	-1,403	-1,802	-2,016	-2,324	-2,672
折旧和摊销	3,509	4,503	3,184	3,685	4,045
营运资金的变化	-2,133	-664	-118	-562	-586
其他经营现金流	-416	-343	-659	-551	-342
经营现金流合计	5,425	9,121	8,455	9,543	11,131
资本支出	-11,638	-6,421	-1,909	-1,509	-909
投资收益	1,166	1,076	1,133	1,033	933
其他投资现金流	1,143	-8,703	-2,566	-3,091	-3,931
投资现金流合计	-9,329	-14,049	-3,341	-3,567	-3,907
发行股票	141	204	0	0	0
负债变化	32,371	15,342	692	2,551	2,327
股息支出	-970	-928	-1,192	-1,269	-1,467
其他融资现金流	-28,568	-7,246	-445	-445	-445
融资现金流合计	2,973	7,372	-945	837	415
现金及现金等价物净增加额	-931	2,444	4,168	6,813	7,640

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	27.9%	23.4%	34.8%	30.0%	25.9%
营业利润	-9.8%	27.3%	8.4%	15.3%	15.0%
净利润	-4.5%	27.2%	7.0%	15.3%	15.0%
毛利率	17.9%	17.4%	16.0%	15.3%	14.7%
EBITDA Margin	10.6%	11.2%	7.8%	6.9%	6.2%
净利率	5.0%	5.2%	4.1%	3.6%	3.3%
净资产收益率	12.5%	13.7%	13.1%	13.4%	13.7%
总资产收益率	6.4%	6.3%	6.0%	6.0%	6.0%
资产负债率	48.5%	54.1%	54.1%	55.6%	56.2%
所得税率	23.9%	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%
股利支付率	20.4%	20.6%	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 Dalamal 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会员）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) 086/12/2019。

**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：**本研究报告在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）仅向《公司法（2001）》第 761G 条定义下的批发客户分发，并非意图分发给任何零售客户。

## 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悉更详细信息。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 2020 版权所有。保留一切权利。