

## 顺丰控股 (002352) \ 交通运输

### 核心业务护城河深厚，国际业务助力新成长

#### 投资要点：

公司的差异化竞争策略不断加深快递业务的护城河优势，盈利能力或将超预期；专业化竞争优势打造供应链及国际业务有望成为公司的第二增长曲线；核心能力驱动多元物流业务协同发展，打开中长期价值成长空间。

#### ➤ 30年筚路蓝缕，从直营快递企业到综合物流集团

公司采用直营制的经营模式，总部掌控整体物流网络的关键环节及核心资源。公司提供国内及国际端到端的综合物流服务：国内市场具备时效快递、经济快递、快运、等业务的全产品服务能力；国际市场与嘉里物流携手融合发展，业务涵盖国际快递、跨境电商包裹、国际货代、国际供应链等。

#### ➤ 快递行业规模稳健增长，集中度提升

2023年快递行业市场规模预计突破1.1万亿，达到1.13万亿，增速回升为6.9%，实现行业规模稳健增长。随着价格战的停息，竞争逐步恢复有序，2022年快递行业CR6为86.4%，行业集中度重新提升。

#### ➤ 速运业务护城河优势持续加深，国际业务有望打造第二增长曲线

短期看好公司继续巩固快递产品时效与服务的竞争优势，保持收入和盈利基本盘的超预期增长；快运产品受益于行业集中度提升的格局红利，盈利能力有望持续改善。中期看好在制造强国与品牌出海背景下，公司供应链业务深耕各个行业解决方案，打造服务“价值”竞争力；国际业务深化与嘉里物流融合，保持经营韧性，有望实现业务收入与利润的稳健增长。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级：

我们预计公司2023-2025年营业收入分别为2988.58/3398.90/3823.71亿元，同比增速分别为11.73%/13.73%/12.50%；归母净利润分别为88.04/114.95/144.91亿元，同比增速分别为42.60%/30.57%/26.05%；3年CAGR为32.90%，EPS分别为1.80/2.35/2.96元，对应PE分别为26.32/20.15/15.99倍。绝对估值法测得公司每股价值为72.78元，可比公司2023年平均估值15.68倍，鉴于公司在众多物流细分领域处于领先地位，中长期具备广阔成长空间，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司2023年35倍PE，目标价63.0元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**快递行业低价竞争超预期；国际业务增长不及预期；多网融通效果不及预期。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	207187	267490	298858	339890	382371
增长率(%)	34.55	29.11	11.73	13.73	12.50
EBITDA(百万元)	15681	21760	22961	28253	32723
归母净利润(百万元)	4269	6174	8804	11495	14491
增长率(%)	-41.73	44.62	42.60	30.57	26.05
EPS(元/股)	0.87	1.26	1.80	2.35	2.96
市盈率(P/E)	54.27	37.53	26.32	20.15	15.99
市净率(P/B)	2.8	2.7	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	23.5	14.4	11.2	8.6	6.9

数据来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所预测，股价取2023年7月11日收盘价

投资评级：

行业：

物流

投资建议：

买入(首次评级)

当前价格：

47.33元

目标价格：

63.00元

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	4,895/4,841
流通A股市值(百万元)	224,779
每股净资产(元)	17.90
资产负债率(%)	53.41
一年内最高/最低(元)	61.67/43.39

#### 股价相对走势



分析师：田照丰

执业证书编号：S0590522120001

邮箱：tianzhf@glsc.com.cn

分析师：李蔚

执业证书编号：S0590522120002

邮箱：liwj@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《顺丰控股(002352)\交通运输行业志存高远，短期业绩波动无碍长期战略转型》2018.11.01
- 2、《顺丰控股(002352)\交通运输行业业务量持续高速增长，物流生态圈雏形已现》2018.08.28

## 投资聚焦

### 核心逻辑：

差异化竞争策略加深公司快递业务的护城河优势，盈利能力有望超预期；专业化竞争优势有望打造供应链及国际业务成为公司的第二增长曲线；核心能力驱动多元物流业务协同发展，有望打开中长期价值成长空间。

### 报告创新之处：

“一个中心，两个基本点”的大物流分析逻辑：立足“如何更好的交付”这一物流服务的本质核心，从如何组织服务与组织资源从而持续为客户创造价值的两个基本点出发，深度解析公司的经营模式。

### 核心假设：

收入端，我们假设时效快递业务收入 2023-2025 年同比分别增长 15%、14%和 12%；快运业务收入分别增长 12%、12%和 12%；供应链及国际业务收入分别增长 8%、14%和 14%。

成本端，我们假设人力成本 2023-2025 年同比分别增长 10%、10%和 10%；运力成本分别增长 13%、13%和 13%；其他经营成本分别增长 10%、12%和 12%。

### 盈利预测、估值与评级：

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 2988.58/3398.90/3823.71 亿元，同比增速分别为 11.73%/13.73%/12.50%；归母净利润分别为 88.04/114.95/144.91 亿元，同比增速分别为 42.60%/30.57%/26.05%；3 年 CAGR 为 32.90%，EPS 分别为 1.80/2.35/2.96 元，对应 PE 分别为 26.32/20.15/15.99 倍。绝对估值法测得公司每股价值为 72.78 元，可比公司 2023 年平均估值 15.68 倍，鉴于公司在众多物流细分领域处于领先地位，中长期具备广阔成长空间，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司 2023 年 35 倍 PE，目标价 63.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 投资看点：

短期看好公司继续巩固快递产品时效与服务的竞争优势，提高客户服务满意度，保持收入和盈利基本盘的超预期增长；快运产品受益于行业集中度提升的格局红利，盈利能力有望持续改善。中期看好在制造强国与品牌出海背景下，公司供应链业务深耕各个行业解决方案，打造服务“价值”竞争力；国际业务进一步深化与嘉里物流融合，保持经营韧性，有望实现业务收入与利润的稳健增长。长期看好公司一直以来对于价值的战略坚守，通过多元物流业务协同发展的核心能力，有望打开价值成长空间。

## 正文目录

1.	公司概况：中国最大的快递综合物流集团 .....	7
1.1	发展历程：30 年筚路蓝缕，从直营快递企业到综合物流集团 .....	8
1.2	经营模式：全网络强有力管控的直营模式，兼具稳定性和灵活性 .....	8
1.3	产品矩阵：全物流产品体系，提供国内外端到端的综合物流服务 .....	9
1.4	财务分析：收入结构多元化，盈利能力持续改善，经营行稳致远 .....	10
2.	乘时代之风，多行业板块战略布局 .....	14
2.1	快递行业：稳固底盘，净利求精 .....	14
2.2	快运行业：行业集中度和公司盈利能力提升的双重共振 .....	18
2.3	供应链行业：长坡厚雪，专业化定胜负 .....	23
2.4	国际业务：深化与嘉里物流专业协同互补 .....	28
3.	公司战略与经营模式解构：回归物流本质，坚守服务价值 .....	33
3.1	公司战略解构：差异化、专业化的竞争战略与核心能力 .....	33
3.2	独立第三方直营的高质量服务组织模式 .....	37
3.3	天网+地网构建覆盖全球的高效率资源组织网络 .....	41
3.4	行业领先的科技实力提高服务和资源组织效率 .....	46
4.	盈利预测、估值与投资建议 .....	49
4.1	盈利预测 .....	49
4.2	估值与投资建议 .....	51
5.	风险提示 .....	53

## 图表目录

图表 1：	公司创始人王卫为实际控制人 .....	7
图表 2：	A 股 SW 交运板块市值前 10 大公司（截止 2023 年 7 月 11 日收盘） .....	7
图表 3：	公司发展历程 .....	8
图表 4：	兼具稳定性和灵活性的强有力管控的直营经营模式 .....	9
图表 5：	具备国内外端到端的综合物流服务的能力 .....	9
图表 6：	完善的业务板块和产品体系 .....	10
图表 7：	2016-2022 年公司营业收入（亿元） .....	11
图表 8：	2016-2022 年公司营业收入与行业同比增速 .....	11
图表 9：	2016-2022 年公司业务量（亿票） .....	11
图表 10：	2016-2022 年公司业务量与行业同比增速 .....	11
图表 11：	2021-2022 年公司分业务营业收入与增速 .....	12
图表 12：	2021-2022 年公司营业收入结构 .....	12
图表 13：	2016-2022 年公司毛利及同比增速 .....	12
图表 14：	2016-2022 年公司毛利率 .....	12
图表 15：	2020-2022 年公司分季度毛利情况 .....	12
图表 16：	2020-2022 年公司分季度毛利率情况 .....	12
图表 17：	2016-2022 年公司归母净利润及同比增速 .....	13
图表 18：	2016-2022 年公司扣非归母净利润及同比增速 .....	13
图表 19：	2016-2022 年公司经营活动净现金流及同比 .....	13
图表 20：	2016-2022 年公司业务收到的现金及收现比 .....	13

图表 21: 2016-2022 年公司总资产、归母净资产及资产负债率 .....	13
图表 22: 2015-2022 年实物商品网上零售总额及渗透率 .....	14
图表 23: 2016-2022 年实物商品网上零售总额同比增速 .....	14
图表 24: 2020-2022 年国内各大电商平台 GMV (十亿) .....	15
图表 25: 2021-2022 年国内各大电商平台 GMV 同比增速 .....	15
图表 26: 2016-2022 年快递行业件量及增速 .....	15
图表 27: 2016-2023 年 (预测) 快递行业收入及增速 .....	15
图表 28: 2016-2022 年快递行业单位收入 (元/件) .....	16
图表 29: 2016-2022 年快递服务品牌集中度指数 (CR8) .....	16
图表 30: 中通“兔喜”多功能末端驿站 .....	16
图表 31: 圆通“妈妈驿站”终端门店 .....	16
图表 32: 中通多元化的物流产品和服务生态系统 .....	17
图表 33: 韵达以快递为核心的周边业务布局 .....	17
图表 34: 2016-2022 年公司快递收入市占率 .....	18
图表 35: 2020-2022 年公司速运分部利润和净利率 .....	18
图表 36: 快运业务类型细分 .....	18
图表 37: 2015-2025 (预测) 年中国快运 (零担+整车) 市场规模 (万亿) .....	19
图表 38: 2021-2022 年家电线上线下销售额 .....	19
图表 39: 2021-2022 年家电线上线下销售额占比 .....	19
图表 40: 2017-2022 年农产品物流总额 (万亿) .....	20
图表 41: 2017-2022 年农产品网络零售额 (亿元) .....	20
图表 42: 2017-2021 年中国零担前 10 强收入及市占率 .....	20
图表 43: 2030 年中国零担前 10 强收入市占率 .....	20
图表 44: 2017-2022 年中国公路物流零担运价指数 .....	21
图表 45: 2017-2021 年中国零担前 10 强单吨收入 .....	21
图表 46: 顺丰快运主要产品介绍 .....	21
图表 47: 2022 中国零担排行榜 .....	22
图表 48: 2022 年公司大件业务领域融通成果 .....	22
图表 49: 2020-2022 年公司快运业务收入 (亿元) .....	23
图表 50: 2020-2022 年公司快运业务净利润及净利率 .....	23
图表 51: 物流服务与供应链服务的联系 .....	23
图表 52: 2009-2020 年第三方物流收入规模 (十亿美元) .....	24
图表 53: 第三方物流收入规模占物流成本比重 .....	24
图表 54: 2014-2024 年合同物流市场规模 (亿元) .....	24
图表 55: 2019 年合同物流细分市场占比 .....	24
图表 56: 2015-2025 年 (预测) 中国一体化供应链物流支出规模 (十亿) .....	25
图表 57: 2014-2022 年推动发展现代物流业相关政策 .....	25
图表 58: 2016-2022 年消费相关行业平均存货周转率 .....	26
图表 59: 2016-2022 年制造相关行业平均存货周转率 .....	26
图表 60: 专业第三方物流服务提供商发展增长路径 .....	27
图表 61: 公司供应链业务聚焦 9 大新兴行业 .....	27
图表 62: 2016-2023Q1 中国-东盟出口金额及增速 .....	28
图表 63: 2016-2023Q1 中国-东盟进口金额及增速 .....	28
图表 64: 2016-2020 年东盟主要国家第三方物流规模 .....	28
图表 65: 2016-2020 年东盟第三方物流增速&GDP 比较 .....	28
图表 66: 2021 年东南亚国家至少一次网购行为用户占比 .....	29
图表 67: 2019-2025 年东南亚网购 GMV 与电商物流费用 .....	29

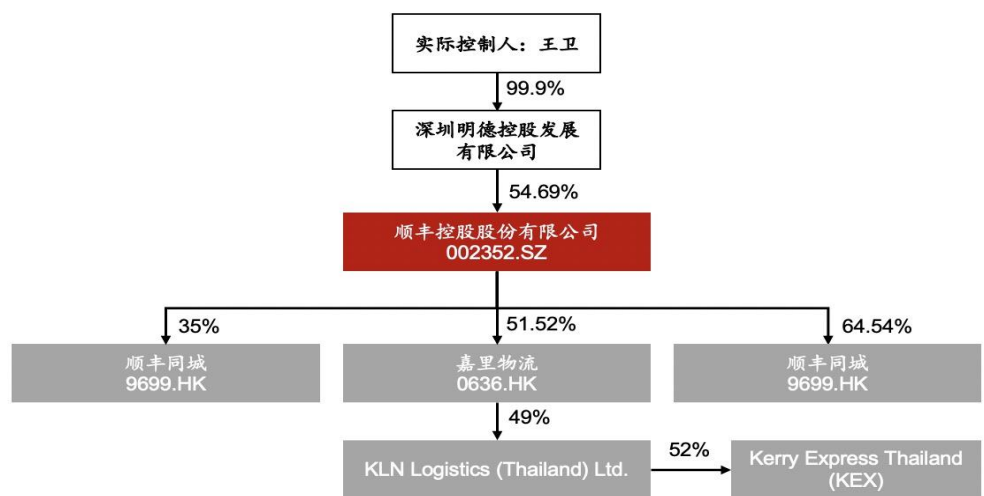
图表 68: 嘉里快递东南亚业务资源情况 .....	29
图表 69: 公司东南亚快递发展规划 .....	30
图表 70: 2013-2022 年货代、航运企业与 CCFI (年平均) 比较 .....	31
图表 71: 2013-2022 年嘉里物流 (货代业务) 全球网络布局情况 .....	31
图表 72: 2016-2022 年嘉里物流&华贸非亚洲区收入占比 .....	32
图表 73: 2016-2022 年嘉里物流&德迅美洲区收入占比 .....	32
图表 74: 公司显性竞争战略与隐形竞争优势解构 .....	34
图表 75: 公司经验丰富的国际化管理层 .....	34
图表 76: 公司 2022 年股票期权激励计划实施考核管理办法 .....	35
图表 77: 公司绩优员工管理办法 .....	35
图表 78: 2016-2022 年公司员工总数 (万人) .....	36
图表 79: 2016-2022 年公司员工结构 .....	36
图表 80: 2017-2022 年公司各类员工薪酬支出 (万元) .....	36
图表 81: 2017-2022 年公司各类员工人均薪酬 (万元) .....	36
图表 82: 公司建立完善的人才培养体系 .....	37
图表 83: 公司的产品分层策略 .....	38
图表 84: 深圳至北京 1kg (以内) 不同快递产品时效与报价对比 .....	38
图表 85: 2020-2022 年公司活跃月结客户 (万) 及增速 .....	39
图表 86: 2020-2022 年公司个人会员用户规模 (亿) .....	39
图表 87: 公司客户满意度和品牌影响力行业领先 .....	39
图表 88: 2020-2022 年公司快递单票收入与行业对比 .....	39
图表 89: 独立可信、开放包容的第三方物流身份 .....	40
图表 90: 2023 年 CNPP 冷链物流十大品牌 .....	40
图表 91: A&A 2022 年全球第三方物流供应商 20 强 .....	40
图表 92: 2019-2022 年供应链及国际业务收入、增速 .....	41
图表 93: 2020-2022 年供应链&国际业务盈利情况 .....	41
图表 94: 公司高效可靠的全球物流基础设施网络 .....	41
图表 95: 2017-2022 年公司全货机数量 .....	42
图表 96: 2017-2022 年公司自营航线数量 .....	42
图表 97: 2017-2022 年公司自营航线日均班次 .....	42
图表 98: 2017-2022 年公司航空货运量及占全国比重 .....	42
图表 99: 鄂州机场的政策意义及战略定位 .....	43
图表 100: 以鄂州机场为核心的“空铁水公”多式联运体系 .....	43
图表 101: 鄂州花湖机场股权架构 .....	44
图表 102: 鄂州机场货运量&客运量规划 .....	44
图表 103: 切换前航空次晨达覆盖城市 26 个 .....	44
图表 104: 切换后航空次晨达覆盖城市 34 个 .....	44
图表 105: 2021-2022 年公司地网运输资源变化情况 .....	45
图表 106: 2021-2022 年公司仓储设施情况 .....	45
图表 107: 2021-2022 年公司末端配送网络情况 .....	45
图表 108: 2020-2022 年公司中转分拣中心投资情况 .....	46
图表 109: 2021-2022 年公司快递、快递中转场数量 .....	46
图表 110: 2021-2022 年公司四网融通降本成果 (亿元) .....	46
图表 111: 2019-2022 年公司大件 (顺丰卡航) 全程时长 .....	46
图表 112: 2016-2022 年公司研发人员数量及占比 .....	47
图表 113: 2016-2022 年公司研发支出及占比 .....	47
图表 114: 2018-2022 年快递行业研发支出占收入比重 .....	47

图表 115: 数智化能力对于末端、运输与中转三大核心环节的提升 .....	48
图表 116: 2016-2022 年公司生产人员与业务量 .....	49
图表 117: 2016-2022 年实公司人均操作量 (件/天) .....	49
图表 118: 公司数智化供应链服务示意图 .....	49
图表 119: 2023-2025 年公司营业收入测算 (亿元) .....	50
图表 120: 2023-2025 年公司营业成本预测 (亿元) .....	51
图表 121: 基本假设关键参数 .....	51
图表 122: 公司 FCFE 估值 .....	52
图表 123: FCFE 估值法敏感性测试 .....	52
图表 124: 可比公司估值指标比较 .....	53

## 1. 公司概况：中国最大的快递综合物流集团

创始人王卫为公司实际控制人，带领公司一路发展壮大，目前成为国内交运板块<sup>1</sup>市值第二高的上市公司。顺丰控股股份有限公司（以下简称公司）创立于1993年，2017年借壳鼎泰新材在深交所正式上市，股票代码：002352.SZ。公司董事长兼创始人王卫间接持有公司55%的股份，为公司实际控制人。公司直接或间接控股4家上市公司，分别是嘉里物流(00636.HK)、顺丰同城(09699.HK)、顺丰房托(02191.HK)以及Kerry Express Thailand (KEX)。以2023年7月11日收盘计，公司为国内交运板块市值第二高上市公司，为2317亿元。

图表 1：公司创始人王卫为实际控制人



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 2：A 股 SW 交运板块市值前 10 大公司（截止 2023 年 7 月 11 日收盘）

排名	公司名称	股票代码	SW 二级行业分类	总市值 (亿元)
1	京沪高铁	601816.SH	铁路公路	2730
2	顺丰控股	002352.SZ	物流	2317
3	中远海控	601919.SH	航运港口	1504
4	中国国航	601111.SH	航空机场	1270
5	上港集团	600018.SH	航运港口	1222
6	上海机场	600009.SH	航空机场	1178
7	大秦铁路	601006.SH	铁路公路	1139
8	南方航空	600029.SH	航空机场	1077
9	中国东航	600115.SH	航空机场	1003
10	海航控股	600221.SH	航空机场	695

资料来源：wind，国联证券研究所

<sup>1</sup> 以申万行业分类（2021）

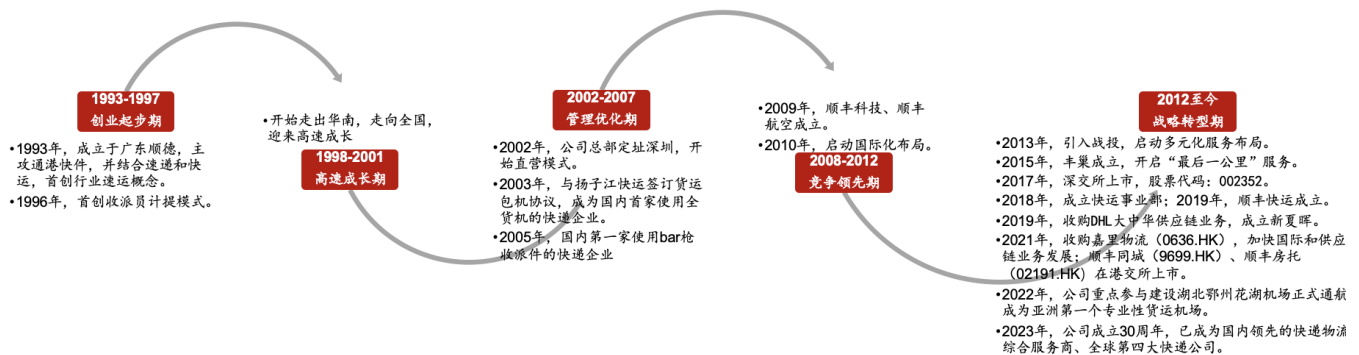
## 1.1 发展历程：30 年筚路蓝缕，从直营快递企业到综合物流集团

1993 年，公司成立于广东顺德，初期立足珠三角，主攻通港快件。1998 年后逐步走出华南，覆盖华东、华中、华北等区域。

2002-2012 年，公司通过构建全国性直营快递网络和自建航空货运机队，已成为国内时效快递的第一品牌，高时效和服务品质逐渐成为公司标签。2002 年，公司正式从加盟模式转为直营模式，深耕国内中高端文件快递领域。2003 年非典时期，顺丰与扬子江快运签订包机协议，正式进入航空快递领域，并于 2009 年成立顺丰航空，打造了国内最大的全货机机队，形成了强大的航空货运能力。根据国家邮政局发布的快递服务满意率及准时率调查，顺丰连续多年蝉联第一。

2012 年以来，公司积极进行快运、冷运、供应链及国际业务等多元化布局，向综合物流服务提供商转型。2017 年，公司在深交所完成上市，借助资本市场力量进行多元化业务拓展。2018 年，公司成立快运事业部，目前已成为国内快运市场的龙头企业。2019-2021 年，公司先后收购 DHL 供应链、新夏晖和嘉里物流(0636.HK)，重点布局供应链和国际业务，打造公司第二增长曲线。2022 年，公司重点参与建设的亚洲第一个专业货运机场，湖北鄂州花湖机场通航，将成为提升公司中长期增长潜力的坚实运营底盘。

图表 3：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国联证券研究所

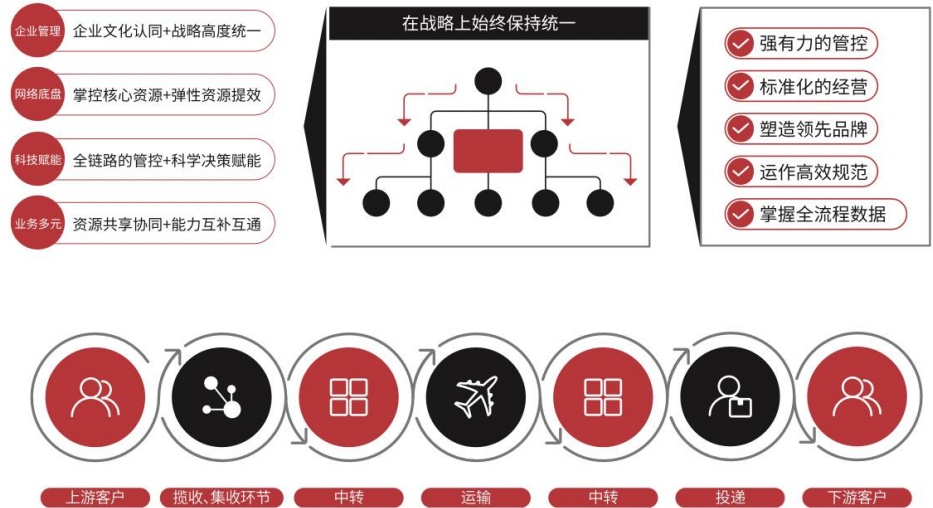
## 1.2 经营模式：全网络强有力管控的直营模式，兼具稳定性和灵活性

公司作为 A 股上市的第一家采用直营模式的快递公司，拥有对全网络强有力管控的经营模式，总部掌控整体物流网络的关键环节及核心资源。公司总部控制了全部快递网络和核心资源，包括收派网点、中转场、干支线、航空枢纽、飞机、车辆以及快递小哥等。同时，公司采用多样化的资源获取及运营模式，有效补充整体网络的灵活性和弹性拓展空间，形成了兼具稳定性和灵活性的直营模式。

直营模式有助于降本增效和保证服务质量。在集收、中转和运输等具备规模效应的环节，执行标准化的操作流程，不断提高运营效率，降低运营成本；在揽收和投递等与客户接触的环节，提供高质量的服务体验，提升客户忠诚度和品牌美誉度。

直营模式对各环节具有绝对控制力，有助于公司战略自上而下始终保持统一，保障公司战略和经营目标的有效达成。直营模式与公司核心竞争力的逻辑关系，在第二章“公司核心竞争力”部分详细介绍。

图表 4：兼具稳定性和灵活性的强有力管控的直营经营模式



资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 1.3 产品矩阵：全物流产品体系，提供国内外端到端的综合物流服务

公司围绕物流生态圈，完善物流产品矩阵，持续提高服务能力，提供国内及国际端到端的综合物流服务。在国内市场，公司具备时效快递、经济快递、快运、冷运及医药、同城急送、供应链等业务的全产品服务能力；在国际市场，与嘉里物流携手融合发展，业务涵盖国际快递、跨境电商包裹、国际货代、国际供应链等。

图表 5：具备国内外端到端的综合物流服务的能力



资料来源：公司公告，国联证券研究所

**图表 6：完善的业务板块和产品体系**

业务板块	产品体系	主营客户群体	产品介绍
速运物流	时效快递	面向个人、企业、商家等，提供时效性强、速度领先的高品质门到门寄递服务	根据寄递流向与距离，可实现 <b>半日达、当日达、次晨达、次日达</b> 等；可满足个人件、工商件、中高端品牌订单履约、电商平台逆向退货、生产与流通 JIT 模式即时响应等要求高时效门到门场景的寄递需求。
	经济快递	面向电商平台、电商商家，提供性价比高、品质保障的配送服务	“ <b>顺丰速运</b> ”直营网络服务于对用户体验要求高的电商平台及商家，时效稳定、门到门配送；“ <b>丰网速运</b> ”加盟网络服务于主体下沉电商市场，定价更优惠； <b>仓储及仓配一体服务</b> ，满足多种服务与定价层次的仓储需求，提供全国分仓、智慧云仓及仓配一体服务。
	快运	面向生产制造、商业流通领域有大件配送、批量运输需求的客户	<b>陆运大件</b> ：B2C 电商大包裹，B2B 门店调拨/大票零担/整车运输； <b>服务延伸</b> ：大件仓配、搬家、店配、送装一体等场景化延伸服务；“ <b>顺丰快运</b> ”直营网络服务中高端客群，“ <b>顺心捷达</b> ”加盟网络服务下沉市场。
	冷运及医药	面向生鲜食品、冷冻食品、医药产业等三大领域的客户	<b>生鲜寄递</b> ：将全国超 4,000 种农产品从产地直达配送至消费者； <b>食品冷运</b> ：提供多温区冷仓、零担/专车运输及配送到店、到消费者的高标准全程温控冷链服务； <b>医药物流</b> ：服务医药产业全链条，提供-80℃到 25℃的多温区控制运输及 GSP 认证的医药冷仓服务。
	同城急送	面向餐饮门店、零售/电商商家、个人及企业提供即时物流配送服务	可提供 To B 的尊享、特惠及增值服务和 To C 的帮取、帮送、帮买、帮办产品体系，全城平均 1 小时即时配送服务。
	国际快递	面向国内及海外的制造和贸易企业、跨境电商以及消费者，提供国际快递、海外本土快递、跨境电商包裹及海外仓服务	<b>国际快递</b> ：满足跨境紧急寄递需求的高时效的标准服务，含高品质的国际标快及经济型的国际特惠产品； <b>国际电商</b> ：满足跨境电商需求的高性价比的经济型服务，含高效的国际电商专递和经济型国际小包； <b>海外本土快递</b> ：服务覆盖泰国、越南、马来西亚、柬埔寨、印度尼西亚等东南亚国家。
供应链及国际	国际货运及代理	面向客户提供空运、海运、铁运、陆运及多式联运的货运解决方案	<b>空运</b> ：提供从出发点提货、多重整合、清关、交付至终端客户的空运服务； <b>海运</b> ：提供包括各类型传统货运、整箱承运及拼箱承运的海运服务； <b>陆路货运</b> ：提供贯通欧亚，创新及具经济效益的陆运、铁运服务。
	供应链	面向各类行业客户，提供国内及国际端到端供应链解决方案	依托顺丰大数据、AIoT 技术及软硬件系统集成能力，技术赋能，助力客户打造智慧供应链； <b>顺丰丰豪</b> 、 <b>新夏晖</b> 提供中国本土供应链服务； <b>嘉里物流</b> 提供环球综合物流服务。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

## 1.4 财务分析：收入结构多元化，盈利能力持续改善，经营行稳致远

### ► 时效件为基本盘，供应链及国际业务发力增长

公司营收与业务量增速恢复，时效快递贡献稳定，供应链及国际业务增长迅速。2022 年，公司整体实现营收 2,675 亿元，同比增长 29.1%，远超过 2.3% 的行业收入

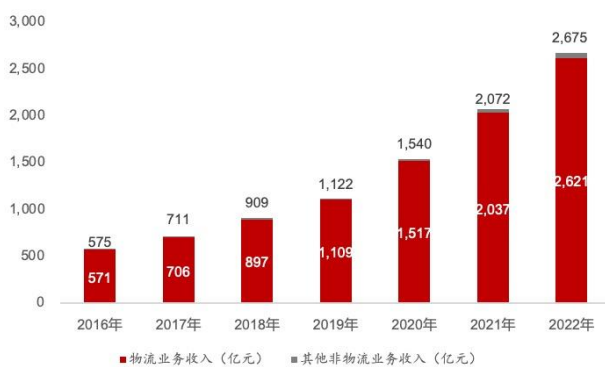
整体增速，其中主营物流业务收入 2,621 亿元，占营业收入比重 98%；公司业务量<sup>2</sup>突破 110 亿件，达到 111.4 亿件，同比增速 5.6%，超过行业件量整体增速<sup>3</sup>3.4pcts。

公司业务多元化战略逐步凸显效果，保持健康收入结构与增长。

分业务板块收入看，时效快递业务收入超过 1,000 亿元，达到 1,057 亿元，同比增长 7%；经济快递业务收入 256 亿元；国际及供应链业务由于 2021 年 Q4 并表嘉里物流业绩，实现收入 879 亿元，同比增速 124%。

从收入结构看，时效件和经济件的快递业务收入合计占比从 21 年的 60% 下降至 22 年的 50%，国际和供应链业务收入占比由 19% 大幅提升至 33%。

图表 7：2016-2022 年公司营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 8：2016-2022 年公司营业收入与行业同比增速



资料来源：公司公告，国家邮政局，国联证券研究所

图表 9：2016-2022 年公司业务量（亿票）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 10：2016-2022 年公司业务量与行业同比增速

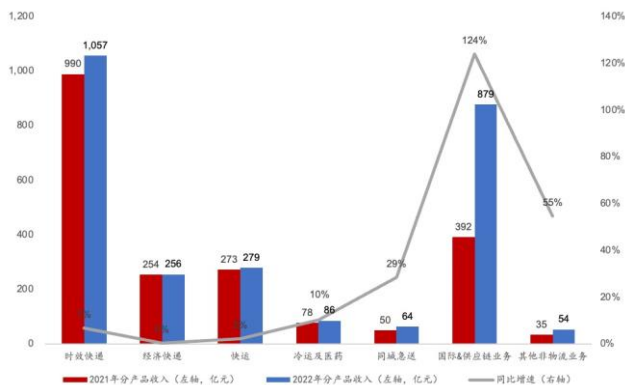


资料来源：公司公告，国家邮政局，国联证券研究所

<sup>2</sup> 业务量不包含嘉里物流快递件量，也不包含国际货运及代理、供应链的业务量。

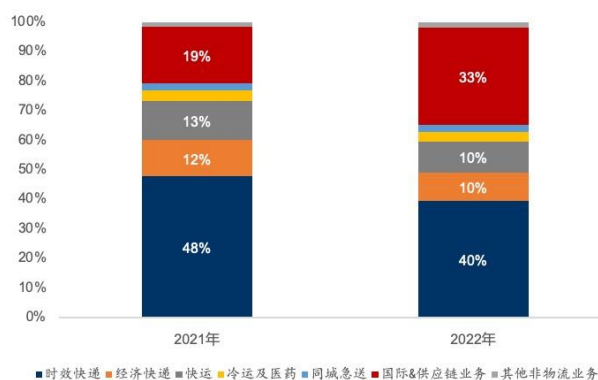
<sup>3</sup> 行业件量同比增速基于中华人民共和国国家邮政局公布的快递业务量计算。

图表 11：2021-2022 年公司分业务营业收入与增速



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 12：2021-2022 年公司营业收入结构



资料来源：公司公告，国联证券研究所

### ➤ 精益经营，盈利能力不断改善

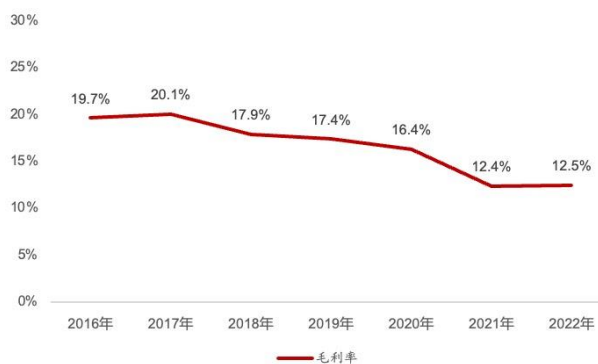
公司坚持精益化运营，深入多网融合融通，稳固成本管控成果，盈利能力持续改善。2022 年，公司实现毛利 334 亿元，同比增长 30%；整体毛利率 12.5%，同比增加 0.1pct。分季度看，Q1 到 Q4，公司毛利不断增加，毛利率逐步改善，由 12.3% 提高到 12.7%。公司实现归母净利润 62 亿元，同比增长 45%；实现扣非归母净利润 53 亿元，同比增长 191%。

图表 13：2016-2022 年公司毛利及同比增速



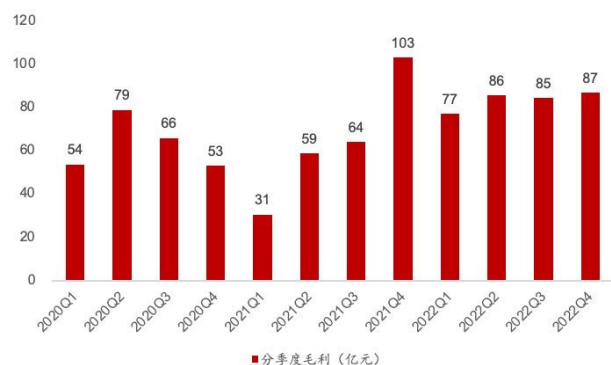
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 14：2016-2022 年公司毛利率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 15：2020-2022 年公司分季度毛利情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 16：2020-2022 年公司分季度毛利率情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 17: 2016-2022 年公司归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 18: 2016-2022 年公司扣非归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

### 经营净现金流大幅提升, 资产结构保持稳定

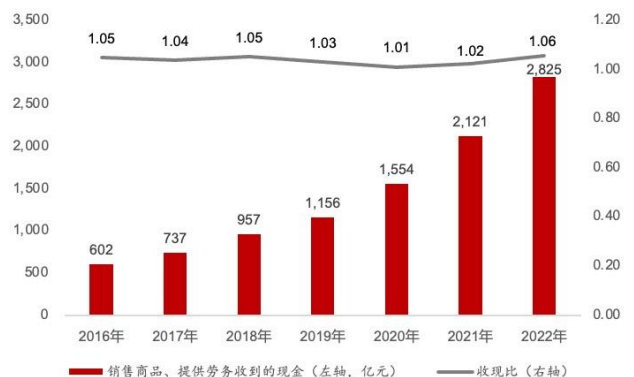
2022 年, 公司经营活动净现金流 327 亿元, 同比大幅增加 113%; 销售商品、提供劳务收到的现金 2,825 亿元, 收现比超过 1, 达到 1.06。公司总资产 2,168 亿元, 归母净资产 863 亿元, 增加 34 亿元, 资产负债率 54.7%, 资产结构保持稳定。

图表 19: 2016-2022 年公司经营活动净现金流及同比



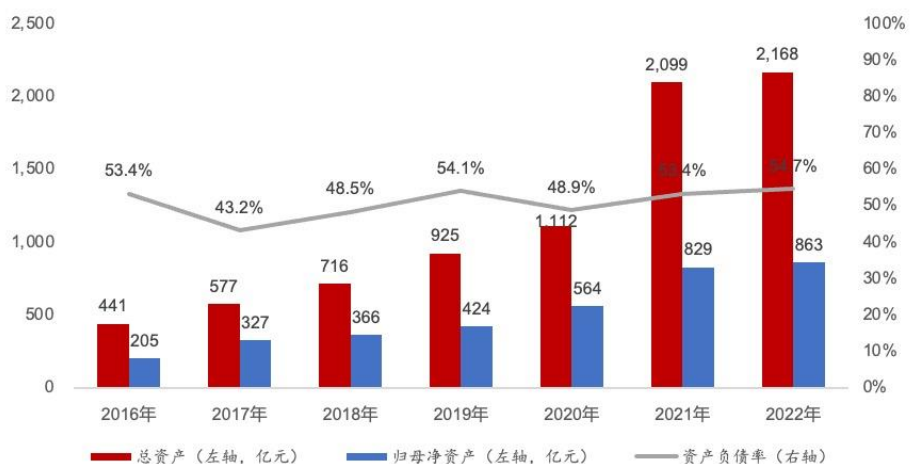
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 20: 2016-2022 年公司业务收到的现金及收现比



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 21: 2016-2022 年公司总资产、归母净资产及资产负债率



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 2. 乘时代之风，多行业板块战略布局

### 2.1 快递行业：稳固底盘，净利求精

我们认为随着快递行业上游平台流量的多元化和行业竞争格局改善，公司的直营模式和前瞻性的战略布局不仅有助于公司时效件、经济件收入规模的稳健提升，也有助于“净利求精”，盈利能力进一步提升，成为推动公司利润健康发展的主引擎。

#### ➤ 上游商流趋势：增速放缓分化，平台流量多元化

上游电商平台商流规模仍在扩大，但是增速逐步放缓。2016-2022年，我国实物商品网上零售总额从4.2万亿增加到12万亿；渗透率（实物商品网上零售总额/社会消费品零售总额）也由13.3%提高到27.2%。但是同比增速则是从29.4%下降到10.7%。

图表 22: 2015-2022 年实物商品网上零售总额及渗透率



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表 23: 2016-2022 年实物商品网上零售总额同比增速

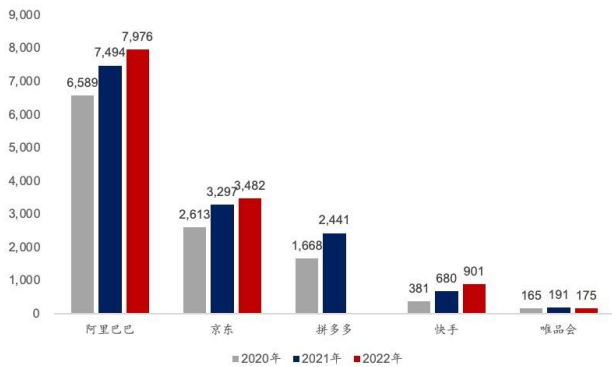


资料来源：国家统计局，国联证券研究所

电商平台竞争日趋激烈，GMV 增速呈现分化，平台流量更加多元化。2020-2022年，国内各大电商平台的 GMV 虽然基本都在增长，但是增速有所不同。其中，阿里巴巴和京东作为国内 2022 年 GMV 前 2 位的电商平台，2022 年增速分别只有 6.4% 和 5.6%，同比下降 7.3、20.6pcts；拼多多和快手等新兴的社交和直播电商，增速分别为 25%（预测）、32.5%，增速均在 20% 以上；而唯品会则出现了 8.5% 的增速下滑。各类电商平 GMV 增速的分化意味着平台流量多元化趋势更加明显。

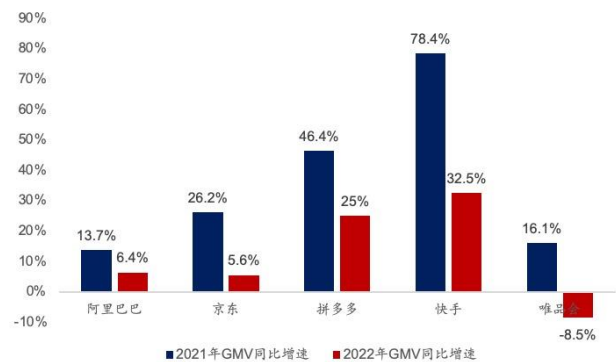
公司一直以来保持独立第三方的身份和地位，预计在平台流量愈加多元化的背景下更加受益。商流的多元化使得众多快递物流企业无法再依靠单一或者少数平台的业务单量，被动或主动地“拥抱”所有平台，满足平台、商家和用户更加多元、更高要求的服务需求，行业竞争也将更聚焦于成本、时效和服务。

图表 24：2020-2022 年国内各大电商平台 GMV（十亿）



资料来源：公司公告，wind，国联证券研究所

图表 25：2021-2022 年国内各大电商平台 GMV 同比增速



资料来源：公司公告，wind，国联证券研究所

### ► 行业格局发展：规模稳健增长，集中度提升

预计 23 年快递行业市场规模超 1.1 万亿，增速回升，行业稳健发展。2016-2022 年，快递行业业务量从 313 亿件增长到 1106 亿件，但同比增速总体下降，从 51.3% 下降至 2.1%；行业收入规模从 3,974 亿元增长到 1.06 万亿，增速同样出现下降，从 43.5% 下降到 2.3%。根据邮政总局 2022 年工作总结会上预计，2023 年行业规模突破 1.1 万亿，达到 1.13 万亿，增速回升为 6.9%，实现行业规模稳健增长。

由于快递行业存在很强的规模效应，因此大部分快递企业采取“扩产-降价-获量-降本”的“低成本”竞争策略，使得行业价格逐年降低。特别是 21 年由于极兔入局和头部企业为了保持市场份额而引发的价格战，使得行业价格进一步跌入低谷。2016-2021 年，行业单票收入从 12.7 下降到 9.5 元/件；2021 年底，随着邮政局介入，价格战逐渐停息，22 年行业价格略有回升，为 9.6 元/件。

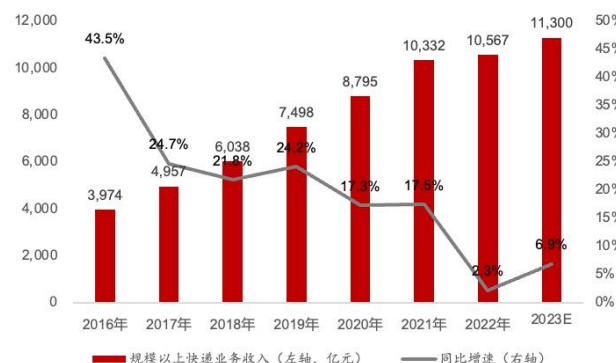
随着价格战的停息，竞争逐步恢复有序，行业集中度重新提升。2022 年，根据快递服务品牌集中度指数(CR8)，行业集中度由 80.5% 提升到 84.5%，同比增加 4pcts；按照包裹数量计算，2022 年快递行业民营企业 CR6（三通一达、顺丰和极兔）为 86.4%，行业集中度提升明显。

图表 26：2016-2022 年快递行业件量及增速



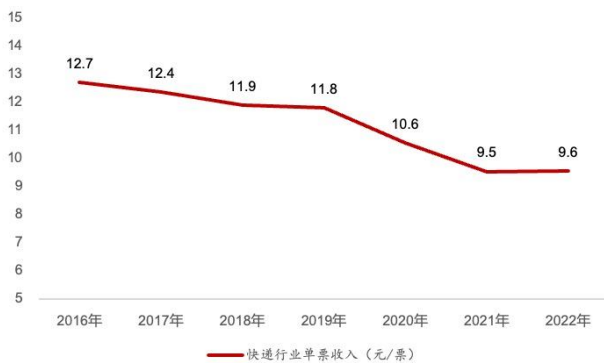
资料来源：国家邮政局，国联证券研究所

图表 27：2016-2023 年（预测）快递行业收入及增速



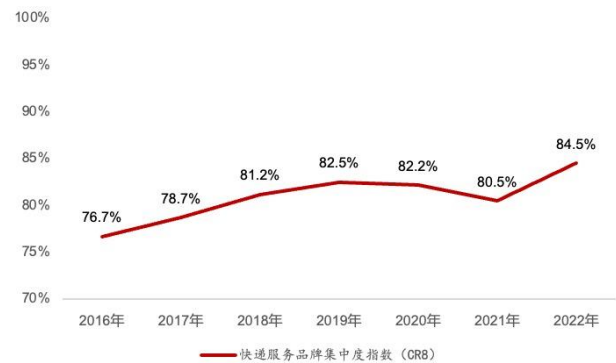
资料来源：国家邮政局，国联证券研究所

图表 28：2016-2022 年快递行业单位收入（元/件）



资料来源：国家邮政局，国联证券研究所

图表 29：2016-2022 年快递服务品牌集中度指数（CR8）



资料来源：国家邮政局，国联证券研究所

### ➤ 竞争重心演变：聚焦差异化服务，实施多元化战略

随着上游平台流量的多元化趋势和行业竞争格局的逐步稳定，快递企业的竞争重心也逐渐从价格转向服务。

“三通一达”纷纷加强末端网点建设，提高服务质量和品牌形象。末端网点承担快递揽收、派送和初步分拣功能，直接影响快递服务水平和客户对于快递品牌的感知。如中通推出“兔喜”多功能驿站，以多种方式支持网络合作伙伴，帮助其尽早投资、加速布局具备揽收派送、自提自投、仓储零售和客户服务等多功能的末端驿站；圆通也采取多种模式建设“妈妈驿站”终端门店，增强客户粘性，集中配送快件，降低终端派送成本。

图表 30：中通“兔喜”多功能末端驿站



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 31：圆通“妈妈驿站”终端门店



资料来源：公司公告，国联证券研究所

单一化、同质化的产品和服务同样无法满足平台、商家和客户的多样化需求，快递行业需要形成更多元的产品服务矩阵。如中通利用核心快递基础设施和资源接入整合能力，系统性构建产品和服务多元化的生态系统，打造了跨境、零担和冷运等多元化新业务。韵达也积极实施快递业务“客户分群、产品分层”策略，大力发展韵达特快等时效产品，陆续布局供应链、国际和冷链等新产品。

图表 32：中通多元化的物流产品和服务生态系统



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 33：韵达以快递为核心的周边业务布局



资料来源：公司公告，国联证券研究所

➤ 公司竞争优势：直营模式的天然优势，多元布局的先发优势

相比于通达系的加盟模式，公司的直营模式对于末端具有天然掌控力和更高的服务水平，从而实现“服务提质——客户拓展——收入增长”的良性循环。

公司多元化战略布局也远早于且优于对手，2012年以来公司积极向综合物流服务提供商转型，打造出快运、冷链及同城急送等多种产品，满足客户多元化物流需求。同时，公司通过各业务之间的互相协同，进一步实现降本增利。

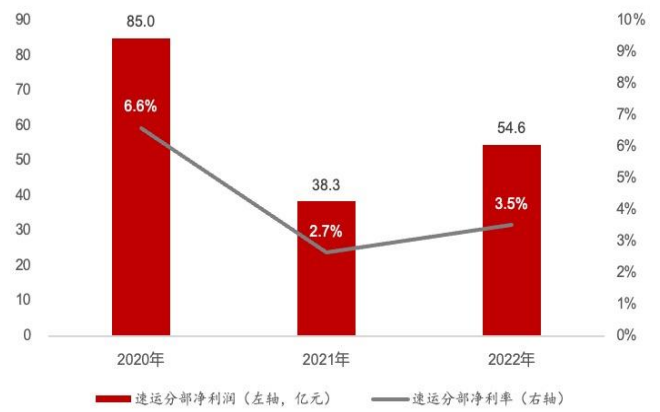
2016-2022年，公司快递相关业务（时效、经济、冷运及医药）收入行业市占率从11.9%提高到13.2%，并且疫情期间（2020-2022年），市占率连续维持在13%以上。同时，2022年，快递相关业务（速运分部）盈利恢复至54.6亿元，增加16.3亿元；净利率改善为3.5%，同比增加0.8pcts。体现出公司业务经营能力经受住考验，收入和盈利底盘稳固。

图表 34：2016-2022 年公司快递收入市占率



资料来源：公司公告，国家邮政局，国联证券研究所

图表 35：2020-2022 年公司速运分部利润和净利率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

## 2.2 快运行业：行业集中度和公司盈利能力提升的双重共振

快运业务从运输货物类型和重量区分，可以分为大件、零担和整车等三种不同的业务类型。具体介绍如下表，

图表 36：快运业务类型细分

业务类型	定义	一般重量范围	主要客户群体
大件	家电、家具等价值高、体积大、非标准化外形的消费品	10-60KG	C 端客户
零担	相对较小批的货物或通过多批货物拼成一批托运的货物，其重量或体积不足一辆货车运输	20-3000KG	制造商、分销商、零售商以及电商平台商家为主
整车	以整辆货车专门运输一票货物	3000KG 及以上	制造商、分销商等

资料来源：国联证券研究所整理

### ➤ 市场规模：万亿市场，零担运输占比逐步提高

根据艾瑞咨询报告，2020 年，中国快运（零担+整车）整体市场规模达到 3.95 万亿，其中整车、零担市场规模分别为 2.45、1.49 万亿，占比分别为 37.8%、62.2%；预测到 2025 年，整体市场突破 4.5 万亿，其中整车、零担市场规模分别为 2.47、2.04 万亿；零担占比从 2020 年的 38% 提高到 45%。

图表 37: 2015-2025 (预测) 年中国快运 (零担+整车) 市场规模 (万亿)

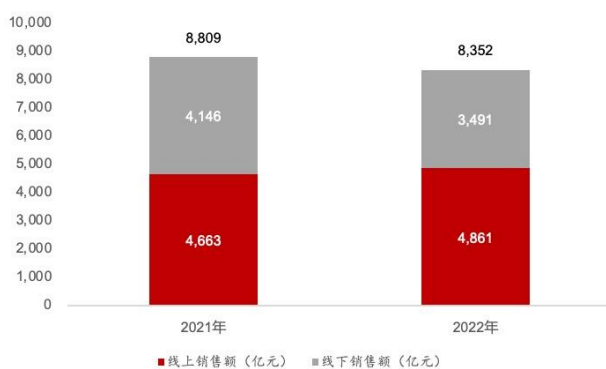


资料来源: 安得物流招股说明书, 艾瑞咨询, 国家统计局, 国联证券研究所

电商大件品类 (家电、家具) 渗透提升和产地货物 (农产品) 上行以及各行业供应链升级对准时、及时的零担运输需求增加, 为零担市场带来增长动能。

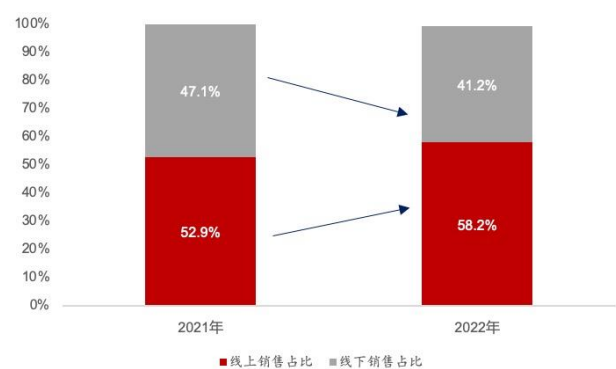
以家电市场为例, 2022 年, 国内家电市场销售总额 8352 亿元, 其中线上、线上销售额分别为 4861、3491 亿元, 家电线上销售渗透由 52.9% 增加到 58.2%, 远高于同期社会整体线上销售渗透率 (27.2%)。

图表 38: 2021-2022 年家电线上线下销售额



资料来源: 赛迪斯研究院, 国联证券研究所

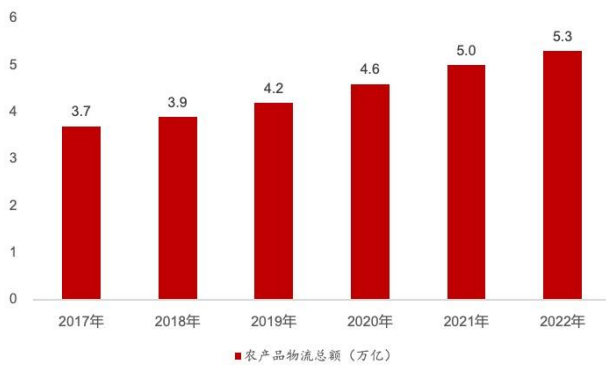
图表 39: 2021-2022 年家电线上线下销售额占比



资料来源: 赛迪斯研究院, 国联证券研究所

以农产品市场为例, 2017-2022 年, 国内农产品物流总额从 3.7 万亿增加到 5.3 万亿; 农产品网络零售额由 2207 亿元增长到 5313.8 亿元, 占农产品物流总额由 6% 提高到 10%。

图表 40：2017-2022 年农产品物流总额（万亿）



资料来源：中国物流与采购联合会，国联证券研究所

图表 41：2017-2022 年农产品网络零售额（亿元）



资料来源：商务部，国联证券研究所

### ► 行业格局：整合空间巨大，头部企业单吨收入提高

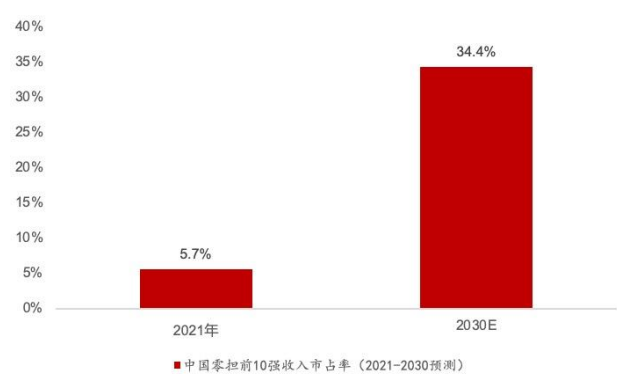
当前中国零担市场高度分散，为市场整合提供重大机遇。根据运联研究零担排行榜数据，2017-2021 年，中国零担前 10 强收入从 391.5 亿元增长到 984.6 亿元；收入市占率（市场规模按艾瑞咨询数据计算）从 2.9% 提高到 5.7%。而根据艾瑞咨询预测，到 2030 年，中国零担前 10 强收入市占率预计达到 34.4%，行业依然有很大的整合空间（约 5-6 倍）。

图表 42：2017-2021 年中国零担前 10 强收入及市占率



资料来源：运联研究院，艾瑞咨询，国联证券研究所

图表 43：2030 年中国零担前 10 强收入市占率



资料来源：运联研究院，艾瑞咨询，国联证券研究所

从行业整体看，根据中国物流与采购联合会公布的中国公路物流零担运价指数，2018-2022 年，零担轻货与零担重货价格指数分别从 97.52、98.19 提高到 102.03、102.23，零担行业整体价格不断恢复提高。

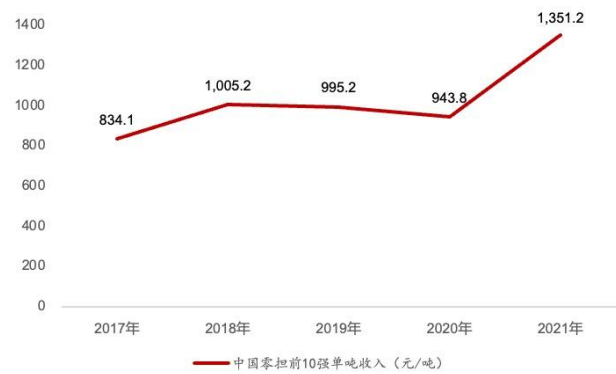
随着行业集中度提升，头部零担快运企业将具备更高的溢价能力，单吨收入不断提升。根据运联研究零担排行榜数据，2017-2021 年，中国零担前 10 强单吨收入从 834.1 增长到 1315.2 元/吨，年复合增长率 12.8%。

图表 44: 2017-2022 年中国公路物流零担运价指数



资料来源: 中国物流与采购联合会, wind, 国联证券研究所

图表 45: 2017-2021 年中国零担前 10 强单吨收入



资料来源: 运联研究院, 国联证券研究所

### ➤ 顺丰快运: 蝉联行业收入第一, 盈利能力改善

公司的快运产品体系包括, 顺丰卡航、大票直送、整车直达和大件跨境等, 重量覆盖 20kg 以上的大件快递、零担和整车范围。顺丰快运是顺丰集团旗下 20kg+ 大件综合物流品牌, 以客户需求为中心, 构建大件综合物流运营交付能力, 为 B 端生产与商业流通、C 端生活场景, 提供一站式的大件物流运输配送及入户延伸服务。

图表 46: 顺丰快运主要产品介绍

产品名称	产品重量范围	适用场景	产品优势
顺丰卡航	单票 20kg 以上	服务 B2C 电商大包裹、B2B 门店调拨场景、B2B 零担托盘货与批量件的客户。如家具家电/服装鞋帽/机具仪器等行业。	报价清晰透明、具有竞争力的时效、服务范围覆盖广、客制化专业增值服务
城市配送	单票 20kg 以上	覆盖了各种同城场景, 包括个人用户 (公寓、家庭、别墅)、企业用户 (公司、厂房、仓库搬迁)、运货和定制城配	价格透明、多种车型匹配、服务质量高、快速响应、系统保障
大票直送	单票 500kg 以上	生产制造企业客户的厂仓、仓仓调货, 如生产设备、工业原料和成品备货等。	标准服务、定制服务、路由可视、高性价比
整车直达	单票 3000kg 以上	工业区、专业市场客户为主的原材料运输及仓间调拨。如经销商备货、紧急物资和厂区搬迁等。	专车直送、客制化、信息可视、网络下沉
大件跨境	21kg 以上 (亚马逊及跨境卖家)	各国跨境电商大件包裹送仓, 出口货物门到门配送; 电商卖家海外备货, 海外仓头程派送。	自有渠道、时效稳定、专人服务、上门提货

资料来源: 公司官网, 国联证券研究所

公司蝉联零担货运收入行业第一, 市场对于公司快运时效、服务和品牌高度认可, 单吨收入行业领先。根据运联研究院发布的《2022 中国零担排行榜》(收入、货量为 2021 年度数据), 公司 (顺丰快运) 收入与货量均为行业第一, 其中零担总收入 4302.3 亿人民币, 成为行业第一家突破 300 亿的公司, 同时也是公司自成立以来, 连续三年位居收入榜单第一名。公司零担货量 1465 万吨, 单吨收入超 2000 元/吨, 达到 2063.5 元/吨, 在货量超千万吨的零担公司中遥遥领先, 说明市场对于公司时效、服务和品牌的认可度。

<sup>4</sup> 快递业务中超过 20KG 的包裹也计入零担业务收入

图表 47: 2022 中国零担排行榜

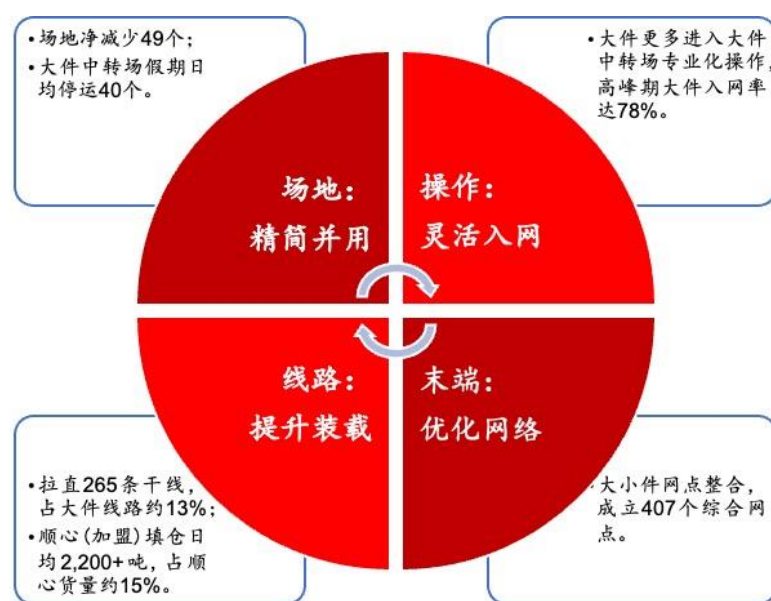
排名	公司	成立时间	业务收入 (亿元)	零担货量 (万吨)	单吨收入 (元/吨)
1	顺丰快运	2018 年	302.3	1,465	2063.5
2	跨越速运	2007 年	113	1,261	896.1
3	德邦快递	1996 年	106.8	1,020	1047.1
4	安能物流	2010 年	96.5	925	1043.2
5	壹米滴答	2015 年	73.9	922	801.5
6	京东快运	2010 年	67	450	1488.9
7	中通快运	2016 年	64	402	1592.0
8	三志物流	2003 年	62	367	1689.4
9	百世快运	2012 年	54.4	320	1700.0
10	德坤物流	2016 年	44.8	155	2890.3

资料来源: 运联研究院, 国联证券研究所

我们认为, 由于大件和零担的业务特性, 未来随着行业集中度提升, 使得公司相关业务收入维持高增长。由于 C 端消费者对于大件电商末端送装一体服务要求日益增加和零担运输对于货物搭配、装载和网络覆盖要求日益提高, 公司大件电商和零担业务收入将维持高增长。2022 年, 公司快运业务收入 279 亿元, 同比增加 20.1%。

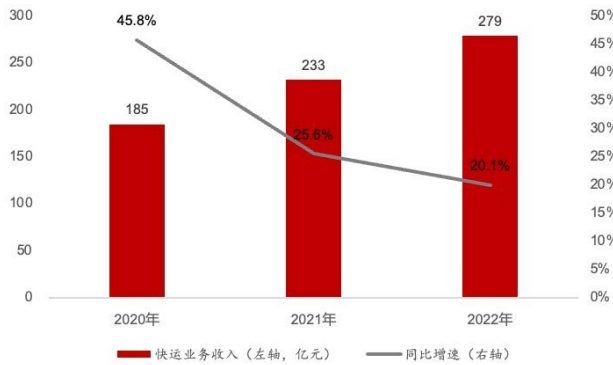
公司在快运大件业务领域融通成果显著, 盈利能力改善明显。2022 年, 公司通过精简并用中转场地和合理配载、提高干线装载, 降低大件业务中转、干线运输成本; 通过大件灵活入网和成立末端综合网点, 提高交付时效和服务质量。2020-2022 年, 公司快运净利润从-9.1 改善为 0.3 亿元, 净利率从-4.1 提升为 0.1%, 盈利能力改善明显。

图表 48: 2022 年公司大件业务领域融通成果



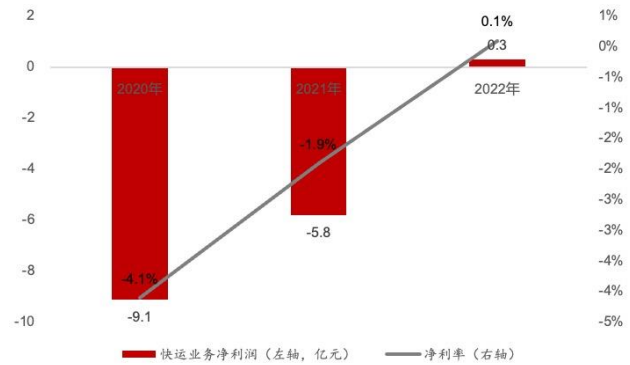
资料来源: 公司业绩会推介材料, 国联证券研究所

图表 49：2020-2022 年公司快运业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 50：2020-2022 年公司快运业务净利润及净利率

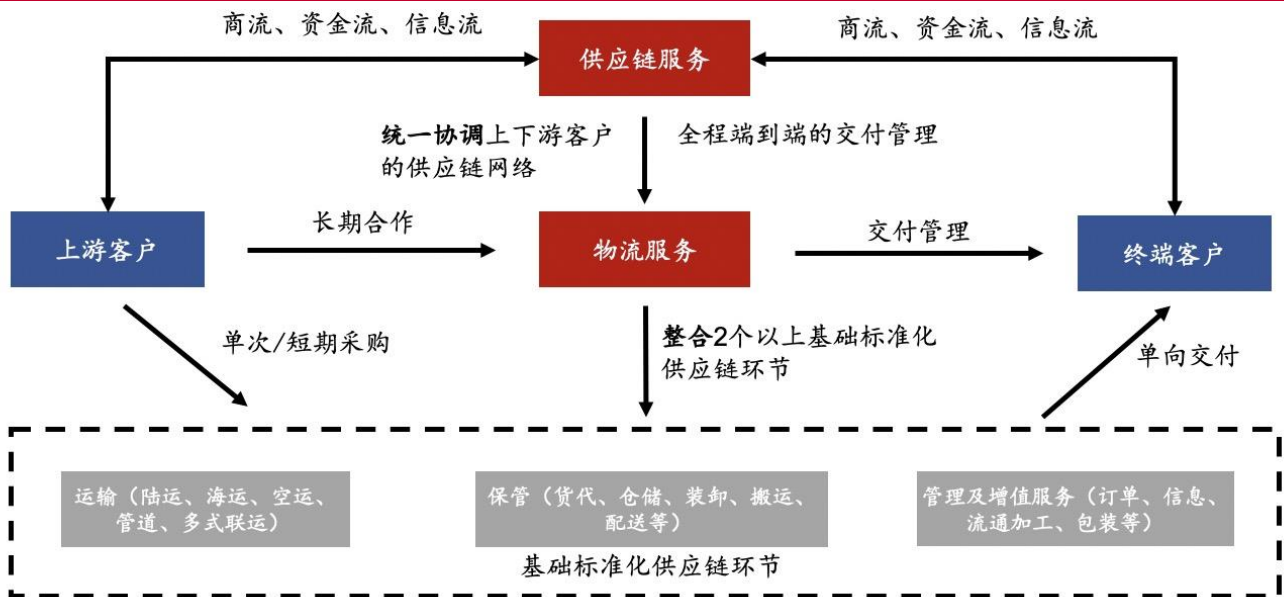


资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 2.3 供应链行业：长坡厚雪，专业化定胜负

物流服务是供应链服务的构成要素之一，是供应链服务实现价值的基础。物流服务是为满足客户物流需求所实施的一系列物流活动过程及其产生的结果。供应链服务是面向客户上下游业务，应用现代管理和技术手段，对其商流、物流、信息流和资金流进行整合和优化，形成以共享、开放、协同等为特征，为客户创造价值的经济活动。

图表 51：物流服务与供应链服务的联系



资料来源：国联证券研究所整理

#### ► 中国专业第三方物流/一体化供应链市场规模不断扩大

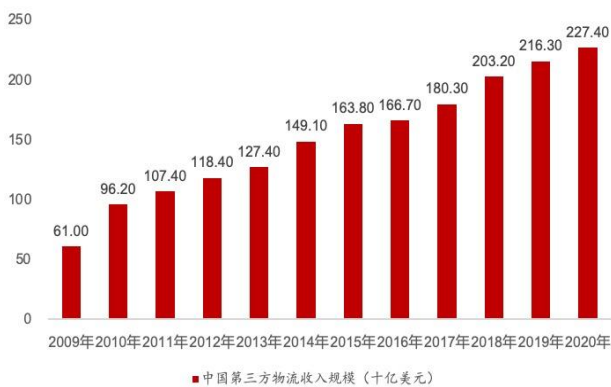
专业第三方物流（一体化供应链）服务供应商，聚焦细分行业，利用自身专业知识和运营能力，通过自有物流设施和网络以及整合社会物流资源，为客户提供端到端（门到门）物流服务的企业。第一方物流是由买方或卖方自行管理货物的包装、储存和运输的物流活动。第三方物流（The third party logistics, 简称 3PL）是由独立于物流服务供需双方之外且以物流服务为主营业务的组织提供物流服务的模式。相比于第一方物流，第三方物流拥有专业的行业运营知识和广泛的物流基础设施，在处理日

益复杂的客户需求时更具效率，同时将物流业务外包于第三方物流服务商，可以使企业聚焦于其核心业务。

**合同物流是第三方物流供应商常见的服务模式。**合同物流是物流经营者通过整合、管控资源，按照合同约定的时间、地点、价格等内容为物流需求方提供的物流服务模式。

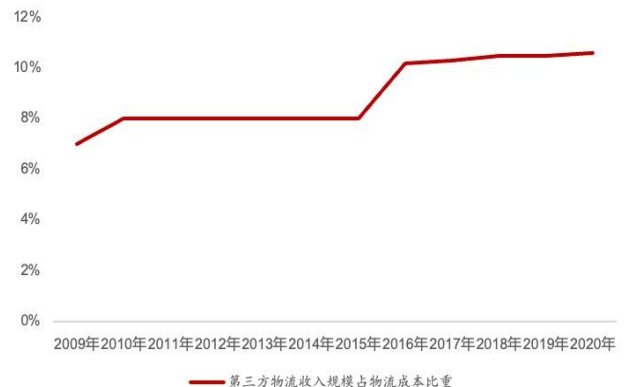
根据全球专业第三方物流咨询公司 Armstrong & Associates 的数据，2020 年，中国第三方物流收入规模 2,274 亿美元，折合人民币 1.56 万亿元（美元兑人民币汇率=1:6.85），占物流成本比重达 10.6%。

图表 52：2009-2020 年第三方物流收入规模(十亿美元)



资料来源：Armstrong & Associates, wind, 国联证券研究所

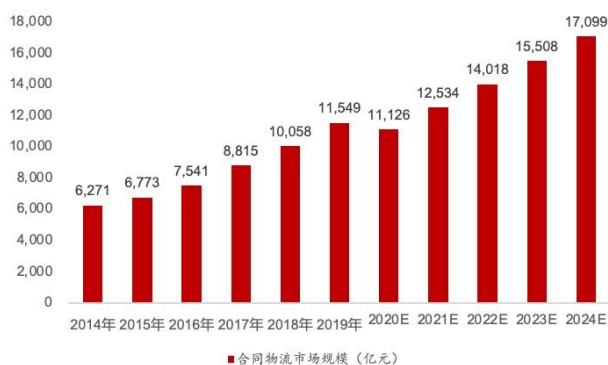
图表 53：第三方物流收入规模占物流成本比重



资料来源：Armstrong & Associates, wind, 国联证券研究所

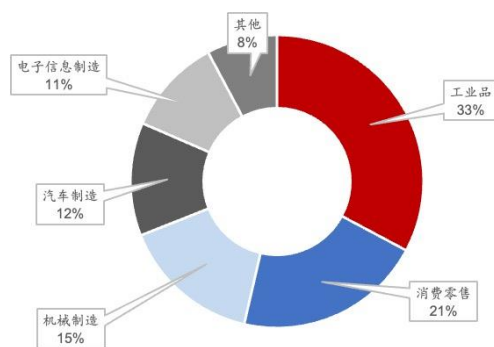
合同物流作为专业第三方物流服务最主要的服务模式，根据盛丰物流招股说明书，从 2014 年到 2019 年，中国合同物流市场规模从 6271 亿元增加到 1.15 万亿元，年复合增长率为 13.0%。预计到 2024 年，中国合同物流的合同物流预计将达到 1.7 万亿元，年复合增长率为 8.2%。2019 年，中国合同物流公司主要专注于工业品、消费零售、机械和汽车制造以及电子信息，工业品占据最大的市场份额（33%），其次是消费零售（21%）。

图表 54：2014-2024 年合同物流市场规模 (亿元)



资料来源：盛丰物流招股说明书, Frost & Sullivan, 国联证券研究所

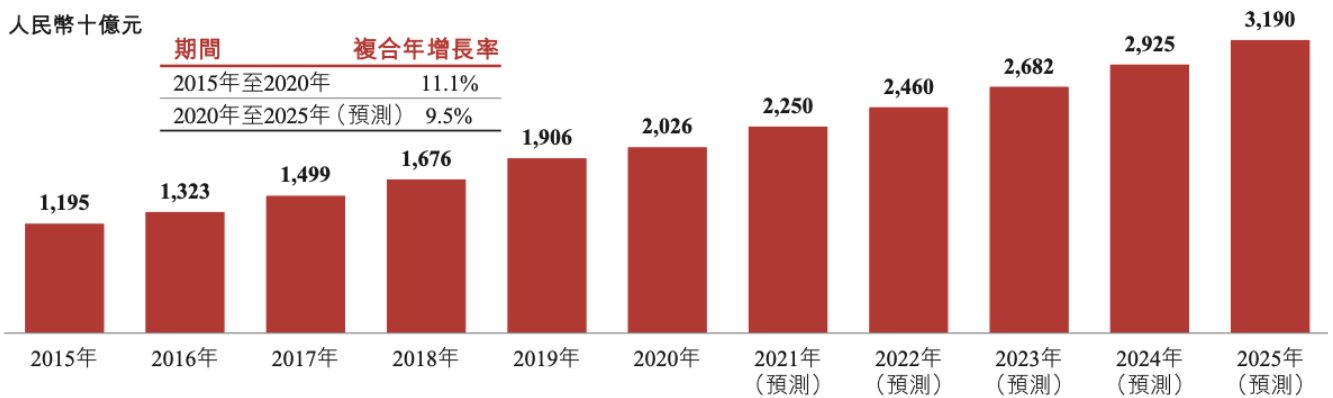
图表 55：2019 年合同物流细分市场占比



资料来源：盛丰物流招股说明书, Frost & Sullivan, 国联证券研究所

根据京东物流招股说明书，2020 年中国一体化供应链物流服务行业的市场规模为 20,260 亿元，预计到 2025 年将达到 31,900 亿元，复合年增长率为 9.5%。

图表 56：2015-2025 年（预测）中国一体化供应链物流支出规模（十亿）



资料来源：京东物流招股说明书，灼识咨询，国联证券研究所

### ► 制造强国要求中国物流企业发挥降本增效的作用

国家高度重视现代物流业发展，推动物流成为降本增效，促进经济高质量发展的基础。现代物流在建设现代化经济体系中发挥着先导性、基础性、战略性作用。物流行业的转型升级，将充分发挥为国民经济降本增效的作用，成为保障我国产业链供应链安全，推进经济高质量发展的重要基础。

图表 57：2014-2022 年推动发展现代物流业相关政策

时间	文件名称	主要内容
2014 年	《物流业发展中长期规划（2014—2020 年）》	物流业被确定为支撑国民经济发展的基础性和战略性产业，要求到 2020 年基本建立布局合理、技术先进、便捷高效、绿色环保、安全有序的现代物流服务体系。
2017 年	《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》	物流业贯穿一二三产业，衔接生产与消费；推动物流降本增效对促进产业结构调整 and 区域协调发展、培育经济发展新动能、提升国民经济整体运行效率具有重要意义。
2017 年	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	基本形成覆盖我国重点产业的智慧供应链体系；供应链在促进降本增效、供需匹配和产业升级中的作用显著增强，成为供给侧结构性改革的重要支撑。
2018 年	《关于推进电子商务与快递物流协同发展的意见》	深入实施“互联网+流通”行动计划，提高电子商务与快递物流协同发展水平。
2019 年	《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》	巩固物流降本增效成果，增强物流企业活力，提升行业效率效益水平，畅通物流全链条运行，加快推动提升区域经济和国民经济综合竞争力。
2020 年	《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》	到 2025 年，物流业在促进实体经济降本增效、供应链协同、制造业高质量发展等方面作用显著增强。主要制造业领域物流费用率不断下降。
2022 年	《“十四五”现代物流发展规划》	到 2025 年，基本建成供需适配、内外联通、安全高效、智慧绿色的现代物流体系。展望 2035 年，现代物流体系更加完善，具有国际竞争力的一流物流企业成长壮大，通达全球的物流服务网络更加健全，对区域协调发展和实体经济高质量发展的支撑引领更加有力，为基本实现社会主义现代化提供坚实保障。

资料来源：国联证券研究所整理

消费供应链和工业生产供应链相关行业企业，均存在进一步降本增效的需求和空间。从行业平均存货周转率看，2016-2022年，消费相关行业平均存货周转率有所下降，如食品制造、服饰鞋帽和家电制造业平均存货周转率从6.8、5.4、5.3下降到4.0、4.6、4.1次；制造相关行业平均存货周转率有所提升，但是与2021年工业行业平均存货周转率（6.6次）依然存在不小差距，如电子、通信设备、医药工业和医疗仪器制造业的存货周转率分别为4.1、3.5、2.9和2.6，分别相差2.5、3.1、3.7和4次。

图表 58：2016-2022 年消费相关行业平均存货周转率



资料来源：国资委，wind，国联证券研究所

图表 59：2016-2022 年制造相关行业平均存货周转率



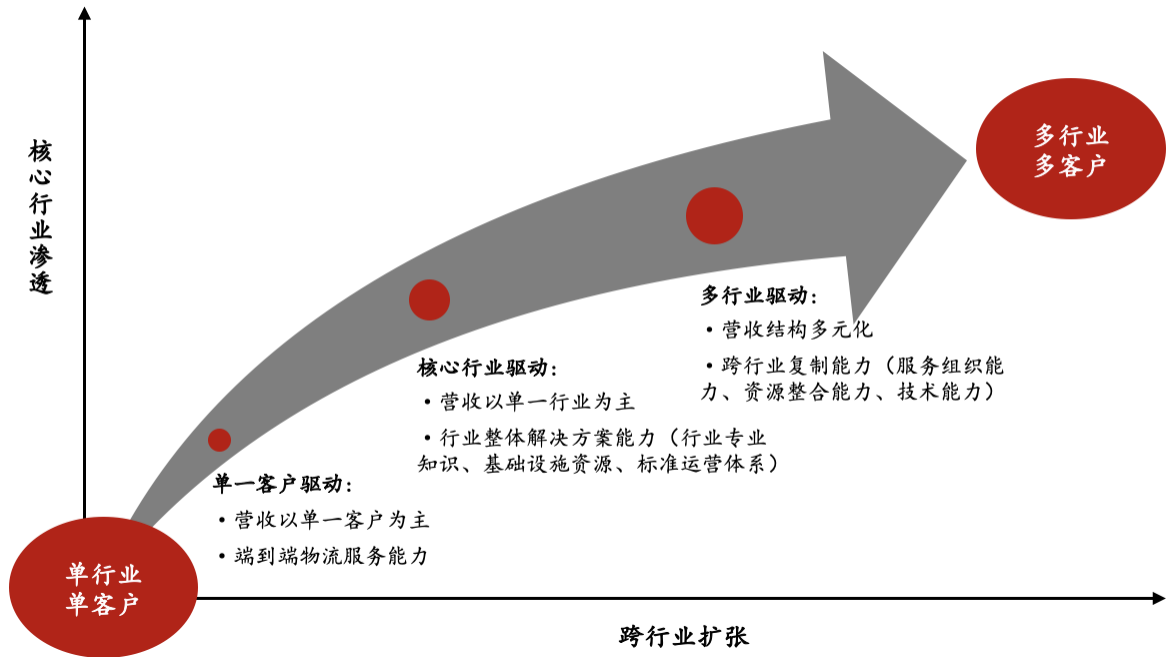
资料来源：公司公告，国联证券研究所

### ➤ 专业行业知识及跨行业复制能力是供应链业务的核心竞争力

以客户为中心，在客户和行业的扩张中积蓄规模与能力，始终是专业第三方物流服务提供商发展的核心驱动力之一。在规模化的道路上，一般有发展路径：一是围绕服务核心客户和行业产业链上下游，逐步实现产业链供应链的端到端渗透，乃至全球业务覆盖；二是在客户与行业的两个维度实现从单一到多元化。

具体来看，专业第三方物流服务提供商的驱动力从单一客户驱动，到核心行业驱动，再到多行业驱动的迭代。首先，以单一大客户为中心，提升服务水平，逐渐渗透到客户供应链各个环节，形成提供端到端物流服务能力。其次，在行业客户多元化过程中，一方面向单一环节同类客户拓展，另一方面拓展行业产业链上下游的客户。在此过程中，形成行业整体解决方案的能力，包括行业专业知识、基础设施资源、标准运营体系等，实现单一行业的规模发展。最后，通过跨行业的复制能力（资源、服务、组织），进入客户需求特点与企业自身能力适配的行业，进而实现更大的规模效应。

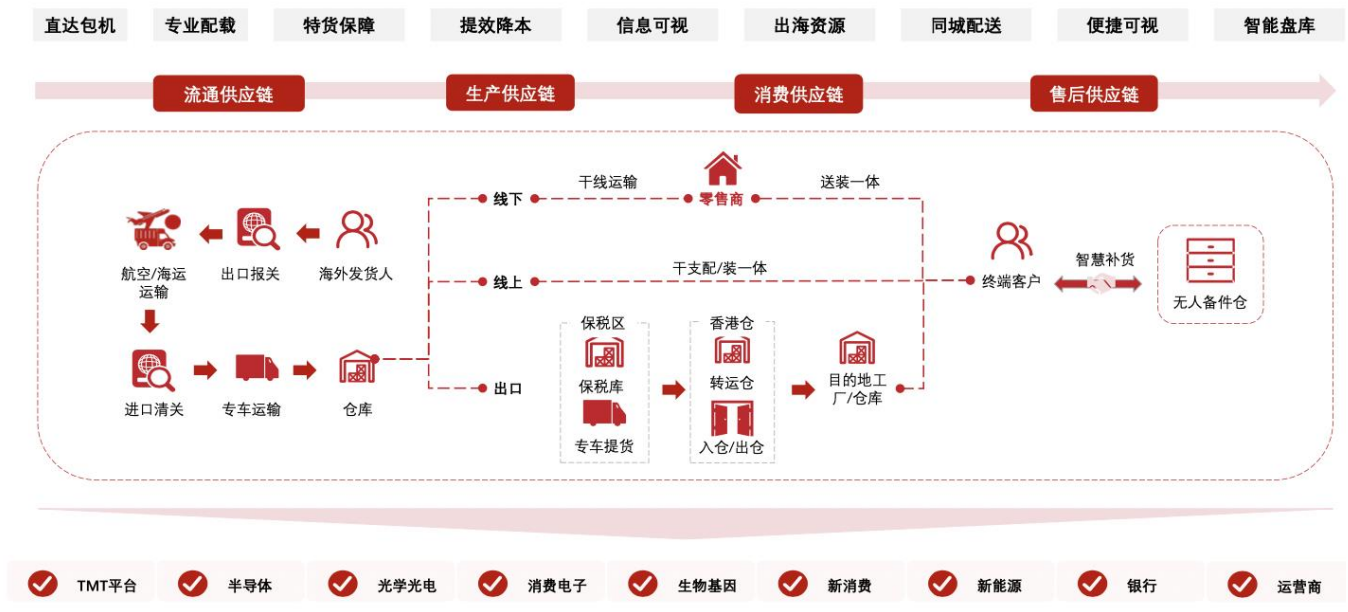
图表 60：专业第三方物流服务提供商发展增长路径



资料来源：罗戈研究院，国联证券研究所

公司围绕目标行业客户核心需求，打造高标准定制化的供应链解决方案并实施落地，增强公司供应链专业化服务能力的竞争力。公司聚焦 TMT、半导体、光学光电、消费电子、生物基因、新消费、新能源、银行和运营商等 9 大新兴行业，其中 6 个为高科技行业。一方面，高科技行业对于一体化供应链服务需求更大、要求更高；另一方面，高科技行业的信息系统建设水平更高，双方在数据对接、技术合作、互相赋能上有更多契合点，合作空间更大。

图表 61：公司供应链业务聚焦 9 大新兴行业



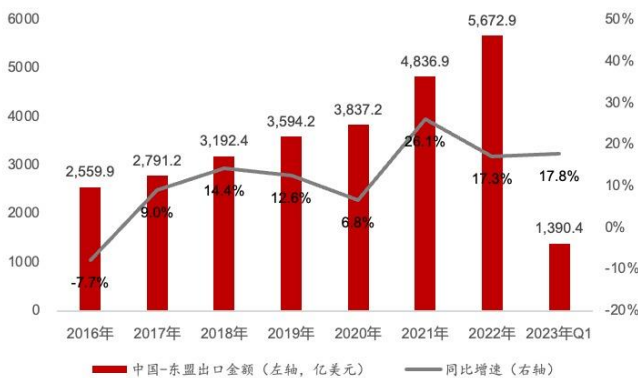
资料来源：公司业绩推介会材料，国联证券研究所

## 2.4 国际业务：深化与嘉里物流专业协同互补

### ➤ 公司与嘉里物流协同看点 1：共筑东南亚物流竞争壁垒

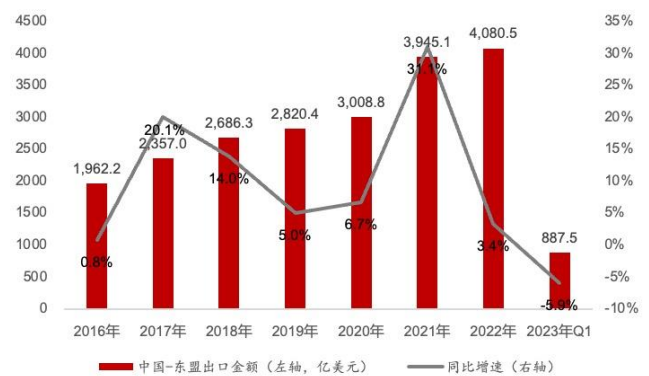
随着 RCEP 的开启，中国与东盟之间的贸易进一步加深。东南亚地区近年来与中国经贸往来日益密切，也是“丝绸之路经济带”、“一带一路”倡议的重点区域。根据海关总署，2022 年，中国与东盟进出口金额达 9,753 亿美元，其中，中国对东盟出口 5,672.9 亿美元，同比增长 17.3%；进口 4,080.5 亿美元，同比增长 3.4%。东盟连续三年成为中国第一大贸易伙伴，越南、马来西亚、泰国为中国在东盟的前三大贸易伙伴。

图表 62：2016-2023Q1 中国-东盟出口金额及增速



资料来源：海关总署，国联证券研究所

图表 63：2016-2023Q1 中国-东盟进口金额及增速



资料来源：海关总署，国联证券研究所

东南亚制造业的发展也进一步带动物流业的发展。近年来，东南亚地区国家由于税收优惠和低廉劳动力优势不断获得了全球中低端制造业供应链转移的红利，逐渐成为全球最具发展潜力的地区之一。2016-2020 年，东南亚主要国家第三方物流收入规模由 3320 亿美元增长到 3950 亿美元，同期平均增速(5.3%)快于 GDP 增速(3.1%)。

图表 64：2016-2020 年东盟主要国家第三方物流规模



资料来源：wind，国联证券研究所

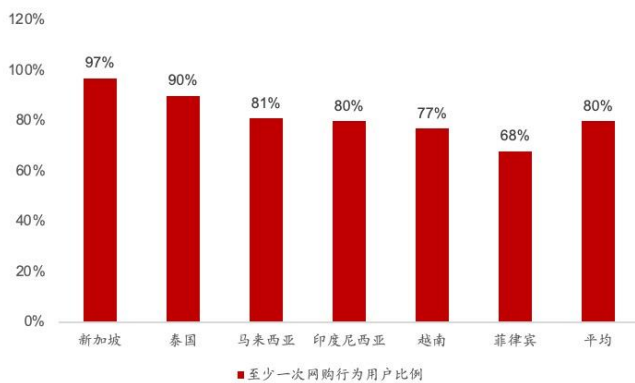
图表 65：2016-2020 年东盟第三方物流增速&GDP 比较



资料来源：世界银行，wind，国联证券研究所

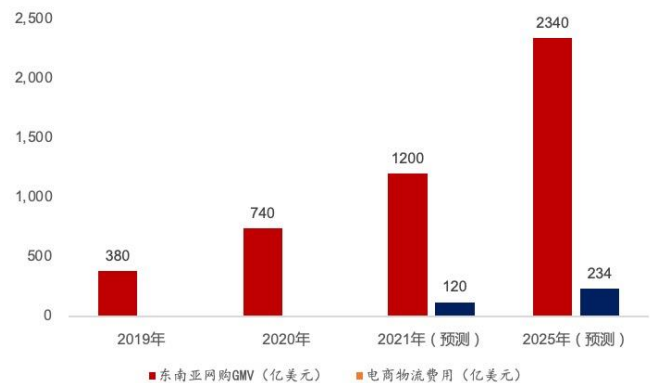
随着东南亚互联网人口的增加和线上消费比例的提升，电子商务增长强劲，由此为当地电商快递物流发展带来市场机遇。根据谷歌、淡马锡与贝恩公司联合发布的《e-Conomy SEA 2021》报告显示，2021年印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国和越南新增4000万互联网用户，使得互联网用户总数达到4.4亿，约占六国人口总数的75%，其中有80%的互联网用户有过网购行为（至少通过电商平台购买过一次产品或服务）。报告预测东南亚电子商务在2021年的营收为1200亿美元，预计到2025年有望突破2300亿美元。根据电商物流费用占比10%测算，2021年东南亚电商快递市场规模120亿美元，2025年达到230亿美元。

图表 66：2021 年东南亚国家至少一次网购行为用户占



资料来源：《e-Conomy SEA 2021》，国联证券研究所

图表 67：2019-2025 年东南亚网购 GMV 与电商物流费用



资料来源：《e-Conomy SEA 2021》，国联证券研究所

嘉里物流旗下的嘉里快递 (kerry Express) 是亚洲地区，特别是东南亚地区领先的快递物流服务提供商，为各行业各类客户提供包括消费者对消费者 (C2C)，企业对消费者 (B2C) 和企业对企业 (B2B) 在内的广泛物流服务。在东南亚地区拥有超过 1 万名员工，1000 座以上的中转中心以及超过 9500 辆自有各类货车。

图表 68：嘉里快递东南亚业务资源情况

国家	员工数量	仓网资源	运输资源
泰国	5,000+	13 个分拨中心/1,000+ 中转场 /36,000+ 服务网点	18,000+ 自有及管理车辆
越南	2,000+	4 个分拨中心/110+ 服务网点	300+ 货车/1000+ 摩托车
马来西亚	3,000+	720+ 服务网点	

资料来源：公司官网，国联证券研究所

公司与嘉里物流共同聚焦国际快递与跨境电商物流两大产品板块，精益产品矩阵、调优成本结构，构建东南亚及亚太区域服务优势壁垒。双方持续深耕东南亚的快递和跨境电商物流，加强国际快递“航空、关务、尾程”三大核心网络的建设，通过升级航线运作模式及加密航网、投建关务核心资源、组合尾程多渠道资源等策略，搭建稳定高效的网络底盘。

图表 69：公司东南亚快递发展规划



资料来源：公司业绩会推介材料，国联证券研究所

### 公司与嘉里物流协同看点 2：共建国际端到端供应链物流服务能力

国际货代的利润主要来源于两部分，一是采购运力的价差，二是服务价值。国际货代一般通过长协价或者市场价从运力提供商处采购运力，形成基础成本，考虑竞争对手和行业利润水平，再将自己的服务价值货币化，最后形成对外报价，然后报给客户。

运力价差的高低取决于：货代与运力提供商之间的议价能力对比以及行业平均利润水平。运力价差主要受运力市场周期影响，运输价格进入上升周期时，运力提供商议价能力更强，但同时行业平均利润率水平也会上升。

我们选取嘉里物流（国际货运-可持续经营业务）、中国外运（货代业务）、华贸物流（海运跨境物流业务）和中海海控（航运业务）分别作为货代企业和运力提供商的代表，比较它们的利润率趋势与 CCFI 综合指数（年平均）。2013-2019 年 CCFI 指数处于中低位时，双方议价能力不分上下，货代企业与运力提供商的盈利能力相近。2020-2022 年，CCFI 开始迅速攀升，运力提供商的议价能力也逐渐提高，双方的毛利率差距逐步拉大，盈利能力产生分化。但同时，3 家货代企业的平均毛利率也由 19 年的 2.8%、3.9%和 8.2%分别提高为 22 年的 7%、5.1%和 8.6%。

图表 70：2013-2022 年货代、航运企业与 CCFI（年平均）比较



资料来源：公司公告，交通运输部，wind，国联证券研究所

服务价值的高低取决于：客户与物流服务供应商之间的议价能力对比，来源于客户对于物流服务供应商的认可程度，由物流服务供应商的全程端到端供应链服务能力决定。我们认为，虽然货代业务利润来源于运力价差和服务价值两部分，但显然来自与服务价值的利润才是货代企业应该关注的重点。因为运力价差受宏观周期影响更大，非公司可以控制，而服务价值却可以通过公司自身的努力经营而实现不断跃升，进而增强与客户议价能力，获得更高利润。国际货代业务由于跨国界且环节众多，因此全程端到端供应链服务能力成为决定服务价值高低的核心。

我们从宽度和深度两个角度去看全程端到端供应链服务能力，宽度代表着经营网络和物流网络的覆盖范围；深度代表着在供应链网络关键节点、线路的运营能力。

在宽度方面，公司可以与嘉里物流的全球网络实现协同互补。我们前文对于公司打造的高效可靠的全球物流基础设施网络进行了详细介绍。而嘉里物流作为亚洲领先、世界前列的国际第三方物流企业之一，通过兼并收购也打造了全球网络布局和设施。截至 2022 年期中，嘉里物流业务遍布全球 59 个国家和地区，覆盖世界主要的经济体，拥有丰富的本土快递、货代运营经验和客户资源。

图表 71：2013-2022 年嘉里物流（货代业务）全球网络布局情况

时间	业务区域/国家	兼并收购内容	标的公司主要业务
2013 年	欧洲	收购 Albini& Pitigliani Sverige AB 50%的权益	在欧洲大陆经营运输及国际货运业务
	美洲/巴西	收购巴西货代企业 Braservice 51%的权益	于巴西经营国际货运业务、清关代理及其他相关物流业务
2014 年	美洲/墨西哥	收购 Cargo Master's International S.A. de C.V. 及 Cargo Master 70%的权益，	于墨西哥经营国际货运业务、清关代理及其他相关物流业务。
	大洋洲	收购 Kerry Logistics (Oceania) Limited 51%的权益	于大洋洲经营国际货运业务、清关代理及其他相关物流业务
2015 年	美洲/加拿大	收购 TLP 75%的权益。	主要从事亚洲和加拿大之间的贸易

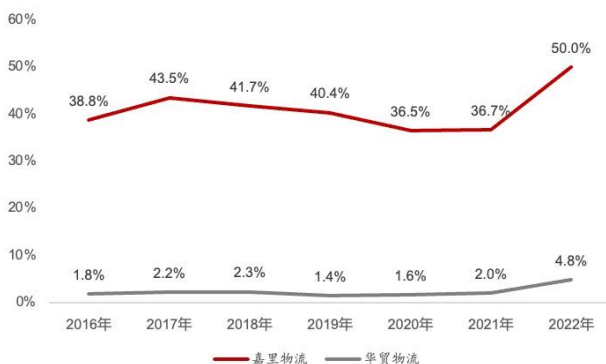
2016 年	美洲/美国	收购 APEX 51%的权益	在美国从事国际货运业务
	欧洲/西班牙	收购 Bofill & Arnan 的业务	从事提供海运及空运代理服务
2017 年	亚洲/泰国	收购一家以泰国为基地的国际货运公司 51%权益。	以泰国为基地的国际货运公司
	欧洲/意大利	收购 Tuvia Italia S.p.A.100%权益	该公司在意大利从事国际货运业务。
	非洲/南非	收购数家以中国大陆的国际货运公司 51%权益。	该公司在南非从事货运服务
2018 年	欧洲/意大利	收购 Shipping and Airfreight Services (Pty) Limited 的 100%权益	该公司在意大利从事国际货运业务
	亚洲/马来西亚	收购一家以马来西亚的国际货运公司 51%权益。	从事国际货运业务
	亚洲/印尼	收购一家以印尼为基地的国际货运公司 51%权益。	从事国际货运业务
2019 年	欧洲/土耳其	收购 ASAV Logistics Services Inc.的 70%权益	该公司在土耳其从事国际货运业务
2022 年	美洲/美国	计划分 4 批次收购 Topocean100%全部权益，4 月 19 日完成第一批次交割	主要从事国际货运代理及物流服务

资料来源：公司公告，国联证券研究所

在深度方面，国际本土化的经营能力是国际货代服务能力的重点。

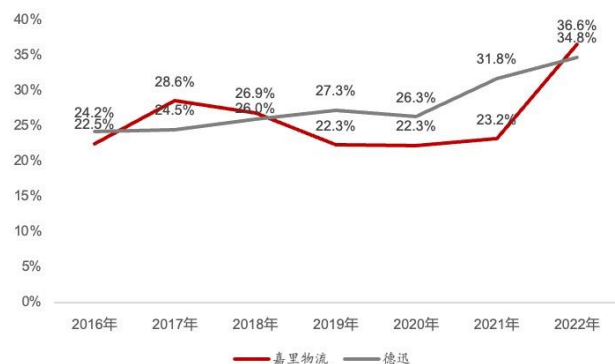
相比内地的货代物流企业，嘉里物流更加注重海外市场的建设和发展，全球化经营水平对标国际一流货代企业。我们用海外市场（非公司总部所在国家/地区）营收占总体收入的比例来衡量公司全球化经营水平。首先我们比较公司与华贸物流海外区域收入占比情况，公司远远领先同业。其次，我们进一步与国际货代巨头德迅（KUEHNE+NAGEL）进行比较，由于德迅总部位于欧洲，因此我们选择美洲区域营收作为双方共同比较的标准。2016-2021 年，双方美洲区域营收占比均在 20-30%。2022 年，嘉里物流美洲区域营收占比为 36.6%超过德迅的 34.8%。仅从营收结构上看，公司的全球化经营水平接近世界领先企业。

图表 72：2016-2022 年嘉里物流&华贸非亚洲区收入占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 73：2016-2022 年嘉里物流&德迅美洲区收入占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 3. 公司战略与经营模式解构：回归物流本质，坚守服务价值

#### 3.1 公司战略解构：差异化、专业化的竞争战略与核心能力

物流服务的本质核心是“如何更好的交付”。公司战略应该聚焦本质需求，服务创造价值。

从显性的竞争战略看，公司实施差异化和专业化的竞争战略。根据迈克·波特的竞争优势理论，一般来说，公司有低成本、差异化和专业化三种竞争战略。我们总结分析公司 8 大产品矩阵和 8 大业务分部，认为公司的主要竞争优势在于“一张网络、两类货物、三种时效”产品分层的差异化优势和端到端一体化综合物流服务产品专业化优势。

##### ➤ 核心能力：协同发展多元化业务的综合能力和知识

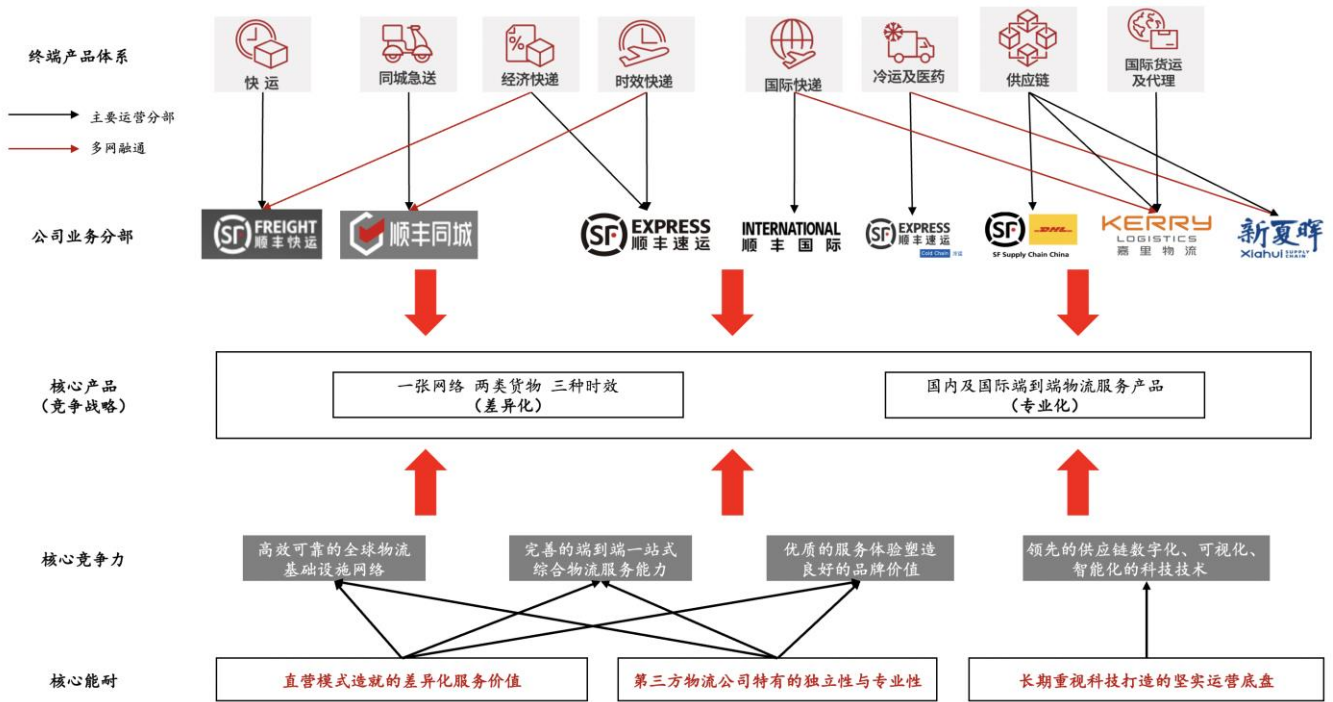
我们认为，公司战略决定公司需要具备的核心竞争力。目前公司聚焦物流主业，致力于为客户提供组合式的多元化物流服务。因此，公司未来如何更好地实现多元业务协同是关键。在此，我们借用在美国学者普拉哈拉德（C. K. Prahalad）和哈默（G. Hamel）在 1990 年提出的核心能耐<sup>5</sup>（core competencies）概念，即公司关于如何协调不同生产技艺和科技的知识集合（the company's collective knowledge about how to coordinate diverse production skills and technologies）。

公司具备协同发展多元化物流业务的核心能力是公司隐形的核心竞争力。其意义在于，真正把公司多元化的物流业务当作一个整体去看，而不是单一、孤立地分业务去分析。

具体来看，直营模式造就的差异化服务价值、第三方物流的独立性和专业性以及长期重视科技投入打造的运营底盘，共同打造与竞争战略相匹配的核心竞争力，即高效可靠的全球物流基础设施网络、完善的端到端一站式综合物流服务能力、优质的服务塑造的良好品牌价值以及领先的供应链数字化、可视化和智能化的科技技术，以此支撑实现公司差异化和专业化的竞争战略。

<sup>5</sup> Prahalad C K, Hamel G. The Core Competence of the Corporation \*[J]. Strategic Learning in a Knowledge Economy, 2000(3):3-22.

图表 74：公司显性竞争战略与隐形竞争优势解构



资料来源：国联证券研究所整理

➤ 自上而下，多措并举保证战略的一以贯之

公司战略的成功，离不开管理层的前瞻布局，中层骨干的承上启下和基层员工的实际执行。顺丰提倡“球队文化”，公司就像一支球队，所有成员为了赢球这个共同目标聚集到一起，大家在这里学习成长、协同配合，一起训练、共同战斗，团队的荣誉是每一位成员实现个人成就的最佳方式。

创始人王卫拥有绝对话语权，把握战略方向；高管团队拥有丰富经验，确保战略落地实施。创始人王卫持有公司 50% 以上股份，控制权稳定。公司经营管理团队既有内部培养、成长起来的“老员工”又聚集了各个行业的优秀“新人”，形成了兼收并蓄的企业文化，助力公司长期可持续健康发展。

图表 75：公司经验丰富的国际化管理层

 <b>王卫</b> 创始人兼董事长、总经理 顺丰创始人 带领顺丰发展为中国最大快递物流集团	 <b>何捷</b> 董事、副总经理、首席财务官 前搜狐畅游CFO 香港、美国注册会计师 清华大学EMBA	 <b>王欣</b> 董事、首席人力资源官 前罗兰贝格全球高级合伙人 中欧国际工商学院MBA
 <b>张栋</b> 董事、首席市场官 前顺丰产品部、客户中台负责人、区总 山东大学工学计算机学士	 <b>黄贇</b> 首席战略官 前麦肯锡全球董事合伙人 中欧国际工商学院MBA	 <b>李胜</b> 副总经理、顺丰航空董事长 前沃尔玛中国高管 四川师范大学法学学士
 <b>周海强</b> 副总经理、助理CEO 前顺丰电商物流BU副总裁、区总 拥有丰富的物流运营管理经验	 <b>耿艳坤</b> 副总经理、首席技术官 前百度外卖联合创始人兼CTO 北京大学硕士	 <b>甘玲</b> 副总经理、董事会秘书 前蓝图基金分析师 美国德州大学奥斯丁分校MBA

资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司通过差异化、多元化长短期激励机制，吸引和保留核心人才，使其更紧密地

与股东、公司利益保持一致，驱动公司经营业绩持续增长。根据公司发布的《2022年股票期权激励计划实施考核管理办法》，从公司业绩与个人业绩双重层面对董事、高管和中层干部们进行考核。公司业绩考核方面，不仅重视营收规模的增长，也注重盈利能力的提升，做到平衡发展。个人业绩考核方面，对于董事和高管理的考核标准（需达到B1以上才可以100%行权）明显高于中层核心骨干人员，体现出公司对于高管团队的严格要求和充分自信。

**图表 76：公司 2022 年股票期权激励计划实施考核管理办法**

行权期	公司业绩考核指标						
第一期	2022年营业收入值不低于2,700亿元或2022年归母净利润率不低于2.1%						
第二期	2023年营业收入值不低于3,150亿元或2023年归母净利润率不低于2.6%						
第三期	2024年营业收入值不低于3,700亿元或2024年归母净利润率不低于2.9%						
第四期	2025年营业收入值不低于4,350亿元或2025年归母净利润率不低于3.3%						
个人业绩考核指标	A1	A2	B1	B2	B3	C1	C2及以下
公司董事、高级管理人员、核心管理人员等行权比例	100%			50%	0%		
核心骨干人员行权比例	100%				50%	0%	

资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司将“绩优员工”视为保障公司战略落地的重要抓手，及时给予人才肯定与激励，推动人才队伍健康发展，助力公司经营策略实施。根据公司发布的2022年可持续发展报告，公司倡导激励资源向高价值员工倾斜，实施更科学更精细化的绩效管理策略，通过进一步明确与完善高绩效员工的标准，帮助公司识别高绩效人才。同时，公司制定了《绩优员工管理办法》，从识别、培训、留任和退出等方面，引导员工追求卓越，激发员工潜能。

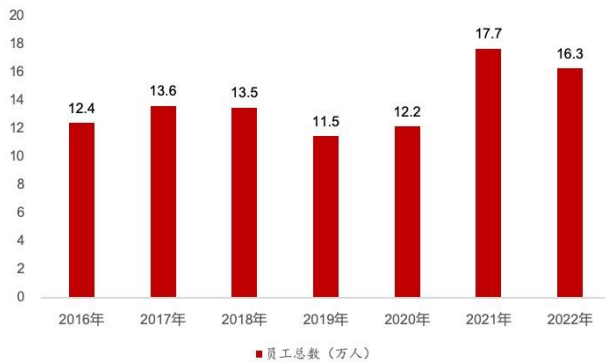
**图表 77：公司绩优员工管理办法**

<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 关怀与奖励                             <ul style="list-style-type: none"> <li>— 股票期权激励</li> <li>— 建立关怀责任制，开展在职面谈和定期辅导；</li> <li>— 额外奖励2天带薪假期；</li> <li>— 展示绩优名单并发放专属激励礼品、活动基金。</li> </ul> </li> <li>➤ 职业生涯管理                             <ul style="list-style-type: none"> <li>— 依托“职业发展助手”平台牵引员工自驱发展，并针对绩优员工发放奖金；</li> <li>— 提供绩优员工培养基金。</li> </ul> </li> <li>➤ 保有及回访                             <ul style="list-style-type: none"> <li>— 进行离职面谈挽留；对离职员工进行定期回访，在特殊节日寄送礼品等。</li> </ul> </li> </ul>
--

资料来源：公司公告，国联证券研究所

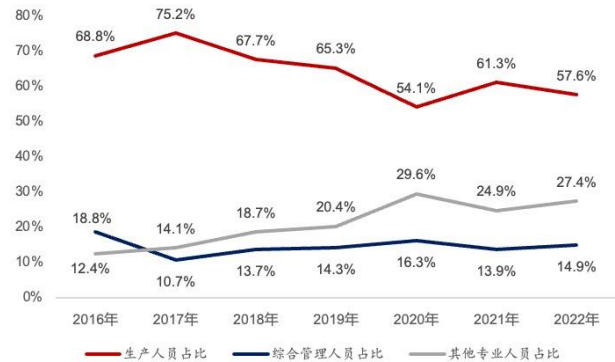
2021年，由于公司并表嘉里物流，员工总数达到17.7万人（嘉里物流2021年末员工总数5.4万人），2022年公司员工总数16.3万人，同比下降1.4万人。从员工构成比例上看，生产人员占比最大，2022年占比57.6%；其他专业人员占比不断提升，2016-2022年，从12.4%提升到27.4%。

图表 78：2016-2022 年公司员工总数（万人）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 79：2016-2022 年公司员工结构



资料来源：公司公告，国联证券研究所

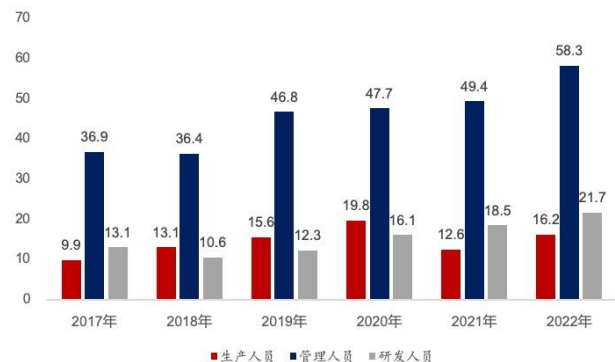
2022年公司各类员工薪酬支出476.7亿元，同比增加56.3亿元；生产&销售、管理和研发人员人均薪酬分别为24.3、58.3和21.7万元，同比增加4.6、8.9、3.2万元。其中，生产&销售人员人均薪酬同比增幅最高，达23.6%。

图表 80：2017-2022 年公司各类员工薪酬支出（万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 81：2017-2022 年公司各类员工人均薪酬（万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司构建完善的人才培养体系，不断提升员工的职业素养和能力。公司建立了面向基层员工、中层梯队、专业队伍、高层管理者的完善培训体系，存量讲师超12,000人。同时，公司鼓励员工参加各类技能比赛，截至2022年底，公司组织开展收派员、仓管员、运作员等超11,209人的技能证书认定。

图表 82：公司建立完善的人才培养体系

 基层员工培养	<ul style="list-style-type: none"> <li>针对收派员、仓管、客服、销售等员工群体，关注其服务意识、安全意识、沟通技巧的培养，在关注人员业绩提升的同时，强调人员的可持续发展，助力基层人员学历提升，关注个人长远发展。</li> </ul>
 中层梯队建设	<ul style="list-style-type: none"> <li>在大学生培养方面，优化培养路径，明确培养体系，增加运营活动实践。例如，优化大学生新入职培养课程及导师管理，通过“丰识”、“大学生加油站”等线上直播渠道，促进大学生交流分享。</li> <li>在公司基层管理者(如网点负责人)、中层管理者(如片区管理者等)、高层管理者(如地区负责人等)培养方面，更新迭代了不同维度的领导力培养体系，如“网点负责人培养项目”、“丰云计划—后备职能部门负责人培养计划”、“灯塔行动—在职高管训战营”等，倡导培养与实战结合，赋能员工实现向管理者的快速转型，通过轮岗、参与项目历练等方式进行“干中学”、“干中练”，打造精英化的管理梯队，帮助员工在实践中塑造自身领导力及业务能力，从而助力公司战略目标达成，支持业务经营。</li> </ul>
 专业队伍建设	<ul style="list-style-type: none"> <li>围绕专业人员按照专业领域，设置专委会，主要由专家组成，负责确定专业能力规划、评价专家能力、掌控专业技术精进方向等。同时开展定制化的专业能力培养项目，如预备专家培养、专家大讲堂、专家论坛等，并提供职场通用力、专业能力精品课程学习资源，帮助员工在专业领域内不断精进，提升专业能力，助力员工长远发展。</li> </ul>
 高层管理者培养	<ul style="list-style-type: none"> <li>坚持差异化培养，覆盖在职、新入、储备管理层三大群体。其中，烽火训练营、丰+集训、丰行集训等帮助管理者探寻领导力之本和竞争之核，以从容、稳健、前瞻的步伐，应对变局、把握机遇、增强意志、提升素养；帮助高管系统认知顺丰，共迎挑战，面向顺丰未来发展需要，提升战略、创新、变革、超越的精神，传承焕新，共创未来。</li> </ul>

资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 3.2 独立第三方直营的高质量服务组织模式

我们从持续为客户创造价值出发，沿着如何组织服务与组织资源的两条线索脉络，深度解析公司的经营模式。

从组织服务看，公司通过直营模式，有利于为客户提供稳定高效的服务，经受住了过去疫情的考验，在特定时期直营优势愈发凸显。

#### ➤ 直营模式打造“服务提质——客户拓展——收入增长”的良性循环

公司通过直营模式，首先为客户提供快时效、高品质的交付服务，形成良好的口碑和品牌形象，实现较高的客单价，拓展客户群体，扩大收入规模。收入规模的持续扩大又可以使得公司不断增加人员、资本和科技投入，提高服务质量，完善产品矩阵，满足客户更高要求、更多元化的物流需求，从而实现差异化的竞争优势，巩固自身护城河，拉开与竞争对手的差距。

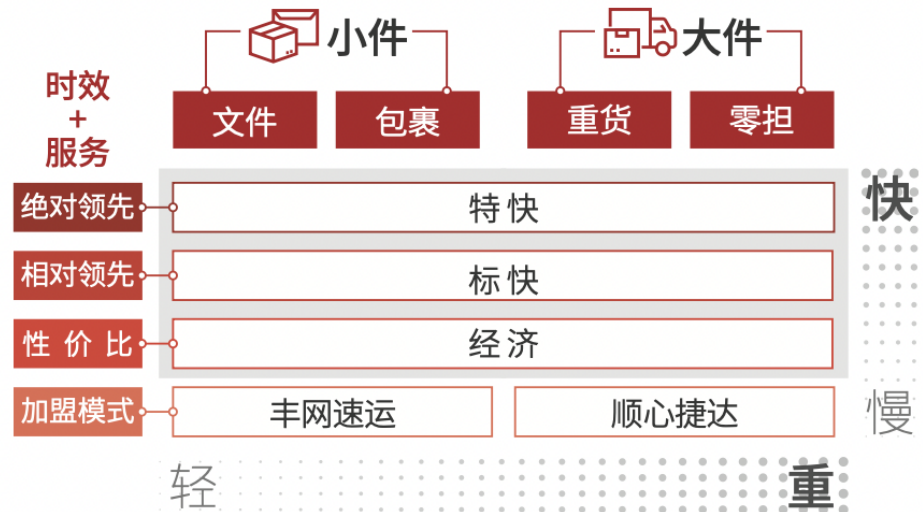
**服务端，公司持续完善优化多元产品矩阵，提升物流交付体验。**公司通过产品分层策略：对内，回归产品本质，清晰产品排布；对外，实现时效、服务区分的差异化交付，支撑客户多元化需求。

**一张网络：**继续优化网络运营模式，深化资源融通，持续夯实底盘运营能力，有效提升产品高质量交付；

**两类货物：**区分小件、大件，通过大小件分类实现专业化的运营，推动时效承诺更精细化，提供多场景的延伸服务，强化产品竞争力。

三种时效服务：基于客户对于时效、服务、价格等差异化需求，提供“特快、标快、经济”三大主系列产品，支持客户自主选择，为客户提供多元化、专业化的寄递服务体验。

图表 83：公司的产品分层策略



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司在各个赛道的产品定位中高端，形成差异化的竞争策略。相比通达系的低价、同质化产品，顺丰是唯一能够进行产品分层的快递公司，且定价水平更高，具有明显的品牌优势。

以从深圳（南山区）至北京（西城区）寄送 1kg（以内）的包裹为例，分别对比顺丰、中通和京东等三家快递公司的时效和报价。时效方面，顺丰低时效产品的时效也快于中通和京东；报价方面，顺丰低时效产品的价格略高于中通和京东。顺丰实现成本和服务的差异化优势。

图表 84：深圳至北京 1kg（以内）不同快递产品时效与报价对比

公司	产品	时效	报价
顺丰速运	顺丰特快	D+1 天 18:00 前	23 元
	顺丰标快	D+2 天 12:00 前	18 元
中通快递	普通件	D+3 天	18 元
	尊享件	D+3 天	12 元
京东快递	特快送	D+2 天 15:00 前	17 元
	特惠送	D+3 天 22:00 前	17 元

资料来源：各快递公司官网，国联证券研究所

客户端，优质服务和完善产品矩阵有助于快速拓展客户群体。在直营模式下，公司可以利用现有客户、网络资源和多元化的产品矩阵，实现现有客户新业务、现有业务领域新客户以及新业务领域新客户的三重拓展。

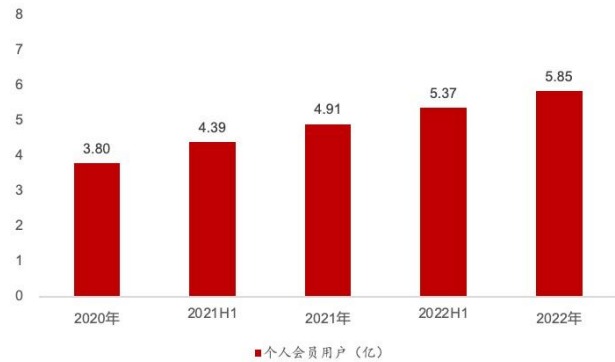
以快递业务为例，活跃月结客户数量<sup>6</sup>从2020年末的150万家上升至2022年末的181万家，同比增速超过10%；公司个人注册会员规模2022年末达到5.85亿，保持双位数增长。说明公司在新客户拓展和留存上取得较好成果。

图表 85：2020-2022 年公司活跃月结客户（万）及增速



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 86：2020-2022 年公司个人会员用户规模（亿）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

收入端，良好口碑和品牌溢价支撑了较高的业务单价。根据国家邮政局数据，公司连续13年蝉联快递服务质量、时效及满意度指标排名第一；也连续4年上榜Brand Finance公布的全球最具价值物流品牌前25强。由此带来的良好口碑和品牌溢价支撑了较高的业务单价。2020-2022年，公司快递业务平均单票收入16.56元/单，行业单票收入10.01元/单，平均每单高于行业6.55元。

图表 87：公司客户满意度和品牌影响力行业领先



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 88：2020-2022 年公司快递单票收入与行业对比



资料来源：公司公告，国家邮政局，国联证券研究所

### ➤ 第三方物流公司的独立性和专业性优势提供高质量服务

公司作为独立的第三方物流公司，不依附单一平台，更开放、更可信、更利他，不与客户利益产生冲突。第三方物流公司的独立性有助于公司持续获得更多元的商流和客源增量，同时在保护客户数据安全方面更加可信，最终通过科技赋能合作伙伴，助力企业发展，促进产业升级。

<sup>6</sup> 活跃月结客户数取自与公司签订月结协议的截至每半年末、年末仍存在业务合作的客户数量，不包含顺丰丰豪、新夏晖和嘉里物流的客户数据

图表 89：独立可信、开放包容的第三方物流身份



资料来源：公司业绩会推介材料，国联证券研究所

公司前瞻性战略布局，收购行业领先的全球化专业第三方物流公司，兼容并蓄，提升国内国际端到端综合物流服务能力，构筑专业化的护城河竞争优势。国内供应链业务方面，2018年，公司分别收购全球领先的专业第三方物流公司 DHL-Supply chain (DSC) 和美国冷链物流巨头夏晖集团在大中华区的业务，深入一体化供应链和冷链物流业务。国际供应链业务方面，2021年，公司斥资 175.55 亿港元收购全球排名前列国际货代企业嘉里物流 51.8% 的股权，进一步完善国际快递和国际货运代理网络，提高全球范围内的物流履约交付能力。

根据 CNPP 品牌大数据研究院发布的 2023 年冷链物流十大品牌，顺丰冷运和夏晖分别高居榜首和第四名，体现出公司在国内冷链物流细分领域的品牌影响力和竞争力。根据 Armstrong & Associates (A&A) 发布的 2022 年全球第三方物流供应商 50 强，公司控股的嘉里物流 (kerry Logistics) 位居第 13 位，为排名第二高的中国企业，公司在国际货代和全球第三方物流服务领域的整体实力快速提高。

图表 90：2023 年 CNPP 冷链物流十大品牌

NO.1	顺丰冷运	品牌指数: 85.7
NO.2	京东冷链	品牌指数: 85.1
NO.3	荣庆物流	品牌指数: 84.3
NO.4	夏晖	品牌指数: 83.2
NO.5	郑明现代物流	品牌指数: 82.4
NO.6	中外运冷链	品牌指数: 81.5
NO.7	中铁特货CRSCL	品牌指数: 81.2
NO.8	万纬冷链	品牌指数: 80.2
NO.9	中集冷云	品牌指数: 78.9
NO.10	双汇物流	品牌指数: 78.2

资料来源：CNPP 品牌大数据研究院，国联证券研究所

图表 91：A&A 2022 年全球第三方物流供应商 20 强

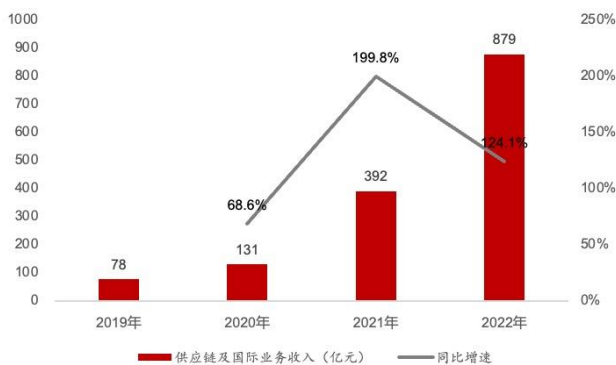
A&A Rank	Third-Party Logistics Provider (3PL)	Gross Logistics Revenue (US\$ Millions)*
1	Kuehne + Nagel	40,838
2	DHL Supply Chain & Global Forwarding	37,707
3	DSV	28,901
4	DB Schenker	27,648
5	C.H. Robinson	22,355
6	Sinotrans	19,097
7	Nippon Express	18,612
8	Expeditors	16,524
9	UPS Supply Chain Solutions	14,639
10	CEVA Logistics	12,000
11	GEODIS	11,900
12	J.B. Hunt	11,412
13	Kerry Logistics	10,516
14	Maersk Logistics	9,830
15	Kintetsu World Express	9,010
16	XPO Logistics	8,907
17	DACHSER	8,333
18	GXO Logistics	7,940
19	Total Quality Logistics	7,857
20	Yusen Logistics	7,788

资料来源：A&A，国联证券研究所

公司通过业务收入多元化和盈利能力提升，平滑单一业务周期性波动。一方面，公司利用国际领先的物流企业和其专业化的子公司丰富的供应链管理经验和专业技术，结合自身积累的产业链上中下游资源，提升端到端综合物流解决方案能力，快速扩大供应链业务收入规模；另一方面，借着收购公司早已建立起的全球综合物流网络，快速补齐海外网络短板，打造国际端到端综合物流服务产品，增加国际业务收入。

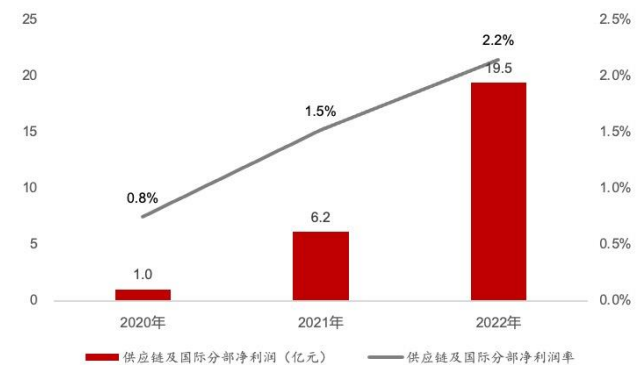
2019-2022年，公司供应链&国际业务营业收入从78亿元大幅增加至879亿元；2020-2022年，净利润从1亿元增加至19.5亿元，净利率也从0.8%提高至2.2%。

图表 92：2019-2022 年供应链及国际业务收入、增速



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 93：2020-2022 年供应链&国际业务盈利情况

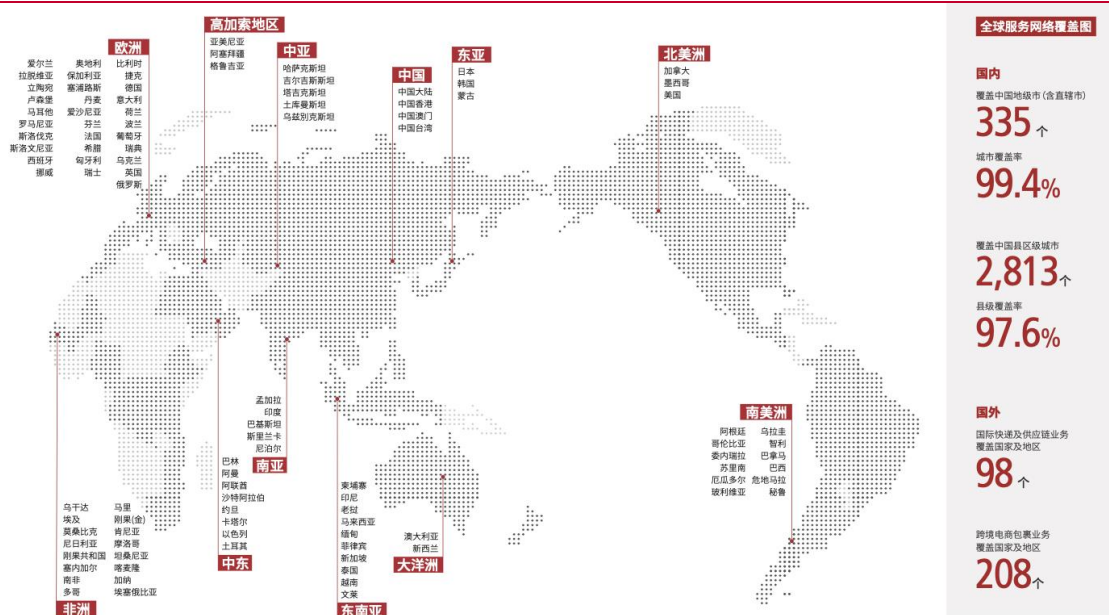


资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 3.3 天网+地网构建覆盖全球的高效率资源组织网络

从组织资源看，公司的天网+地网共同交织的仓转运配网络是实现公司全球范围内高时效履约交付的基础。公司的物流网络覆盖国内 335 个地级市（含直辖市），覆盖率 99.4%；覆盖县区级城市 2,813 个，覆盖率 97.6%；国际快递及供应链业务覆盖国外国家及地区 98 个；跨境电商包裹业务覆盖国家及地区 208 个。

图表 94：公司高效可靠的全球物流基础设施网络

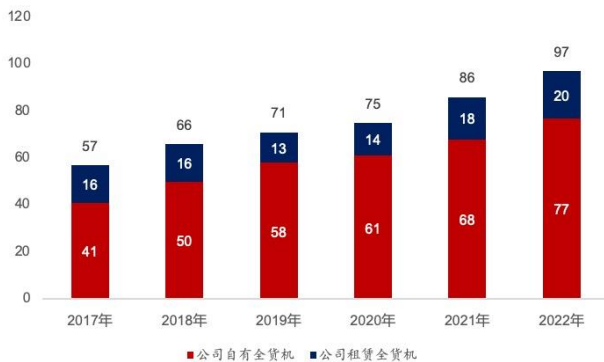


资料来源：公司公告，国联证券研究所

➤ **天网：国内最大的全货机机队和首家专业货运机场共筑时效竞争壁垒**

天网资源组织方面，公司拥有国内最大、世界第四大的全货机机队规模，航空货运量占全国总量3成。截至2022年末，公司运营管理97架全货机，其中77架自有全货机；自营航空线路138条，其中67条国际航线，日均班次141班。22年发货总量（含散航发货）超过195万吨，占全国航空货邮总量约32.1%。

图表 95：2017-2022 年公司全货机数量



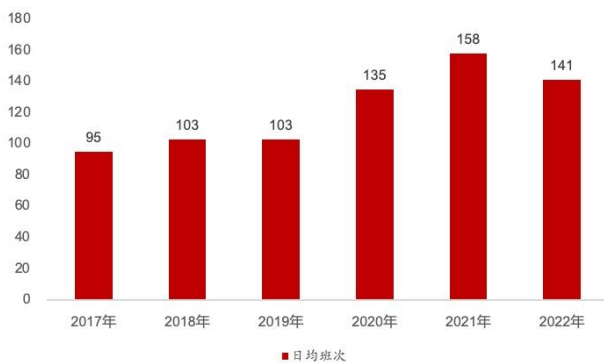
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 96：2017-2022 年公司自营航线数量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 97：2017-2022 年公司自营航线日均班次



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 98：2017-2022 年公司航空货运量及占全国比重



资料来源：公司公告，民航总局，国联证券研究所

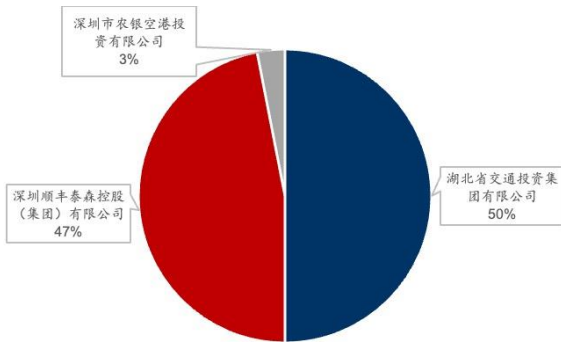
➤ **鄂州机场：具有战略意义的国家级物流枢纽，加深时效服务护城河**

公司重点参与建设的鄂州花湖机场（以下简称“鄂州机场”）是亚洲第一个、世界第四个货运枢纽机场，从顶层设计出发，对于我国打造国际一流航空货运枢纽具有重要战略意义。鄂州机场作为我国第一个专业性的货运枢纽机场，从设计之初就不同于当前“客运为主，货运为辅”的枢纽级机场建设思路，在我国机场建设和交通发展历史上具有里程碑的意义。鄂州机场在诸多国家级政策文件中均作为国家重点工程被提及，其发展也事关建设交通强国、扩大内需和对外贸易高质量发展等国家重点战略。



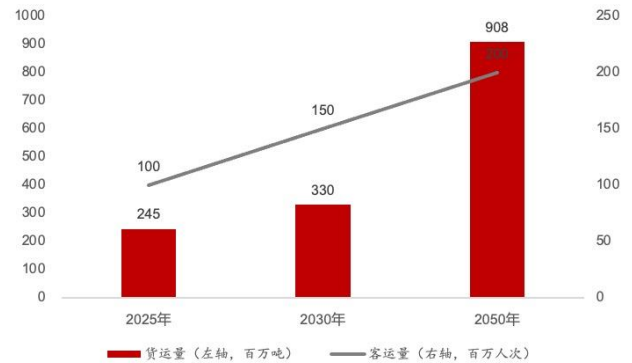
公司持有湖北国际物流机场有限公司（鄂州机场运营主体）46%的股份，为重要大股东。鄂州机场由湖北省交通投资集团有限公司、深圳顺丰泰森控股（集团）有限公司（公司子公司）和深圳市农银空港投资有限公司共同出资设立，其中公司持股46%，为重要大股东。机场已于2022年3月完成试飞，7月正式投入运营；2023年4月开通第一条国际货运航线，计划2023年内陆续开通40余条国内、国际货运航线；预期到2025年实现年货运量245万吨，客运量100万人次。

图表 101：鄂州花湖机场股权架构



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 102：鄂州机场货运量&客运量规划



资料来源：2023年鄂州机场招商会材料，国联证券研究所

鄂州机场作为国内核心航空货运枢纽，1.5-2小时飞行可覆盖经济人口占全国90%的地区。随着鄂州机场的建成运营，公司将逐步规划调整空网布局，打造以鄂州为中心，以深圳、杭州、北京、成都为区域枢纽的“轴辐式”航空网络，进一步扩大时效服务的覆盖区域，增强时效服务竞争力，并通过切换大型飞机以降低空运件的单位成本，加深时效服务的护城河竞争优势。

公司2022年底800KM以上流向涉及的航空次晨达城市（含直飞）有26个，预计鄂州机场投入运营之后，航空次晨达覆盖城市可达34个；特快产品时效将进一步提升，预计2D12、2D18达成率分别增加9.4、2.2pcts，从而为客户提供更优质的时效服务。

图表 103：切换前航空次晨达覆盖城市 26 个



资料来源：公司业绩推介材料，国联证券研究所

图表 104：切换后航空次晨达覆盖城市 34 个



资料来源：公司业绩推介材料，国联证券研究所

中长期来看，公司以鄂州机场为核心，打造“覆盖全国、辐射亚洲、延伸欧美”的全球航空运输网络，逐步其打造成全球供应链中心、全国仓配中心、高端加工流通中心，进一步带动公司国际和供应链业务发展，成为公司新增长曲线的重要推动力。

### ► 地网：强管控下的转运中心与末端网络持续提升交付服务体验

地网资源组织方面，公司掌握丰富多样的运输资源。2022 年末，公司在全球运营管理干/支线货车超 9.5 万辆，末端配送车辆超 9.7 万辆；国内开通高铁流行 927 条，国际班列 385 条；开通 1.9 万条海运线路，覆盖 179 个国家及地区。除自有运力资源外，公司还通过外部采购、生态合作、平台众包等多种模式管理更大规模的社会化运力资源。

图表 105：2021-2022 年公司地网运输资源变化情况

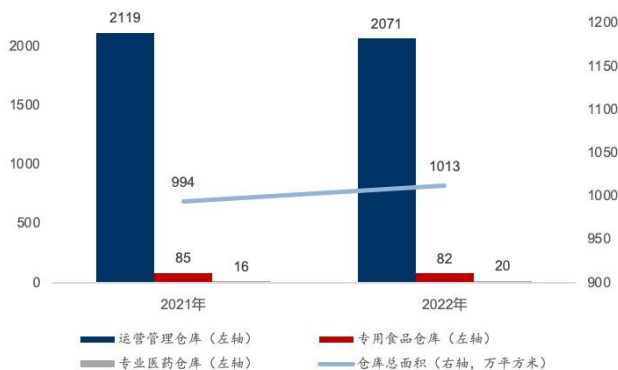
运输方式	相关资源	2021 年	2022 年	变化情况
公路运输	全球运营管理干/支线货车	超 9.5 万辆	超 9.5 万辆	基本持平
	末端收派车辆	超 9 万辆	超 9.7 万辆	增加
铁路运输	高铁开通流向	563	927	增加
	国际班列线路	31	385	增加
海路运输	开通海运线路	2 万条	1.9 万条	减少
	覆盖国家及地区	177	179	增加

资料来源：公司公告，国联证券研究所

地网方面仓、配资源方面，2022 年末，公司运营管理仓超过 2000 座仓库，其中专业的食品和医药仓库分别为 82、20 座；仓储面积总计超过 1000 万平方米。

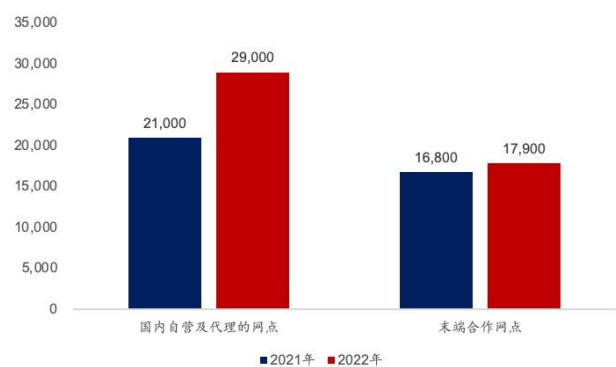
直营管理模式下的末端配送网点作为公司核心的物流竞争优势资源之一，2022 年超过 2.9 万个，同比增加 38%；末端合作网点达到 1.79 万个。

图表 106：2021-2022 年公司仓储设施情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

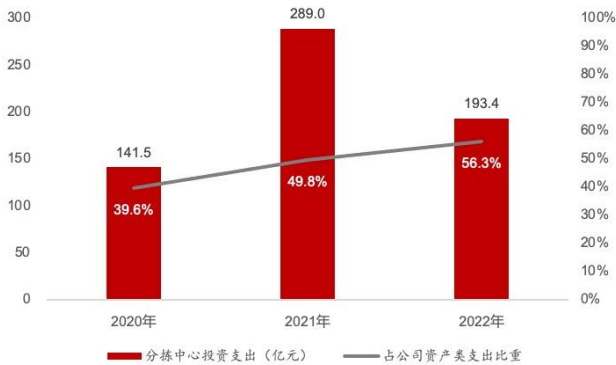
图表 107：2021-2022 年公司末端配送网络情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

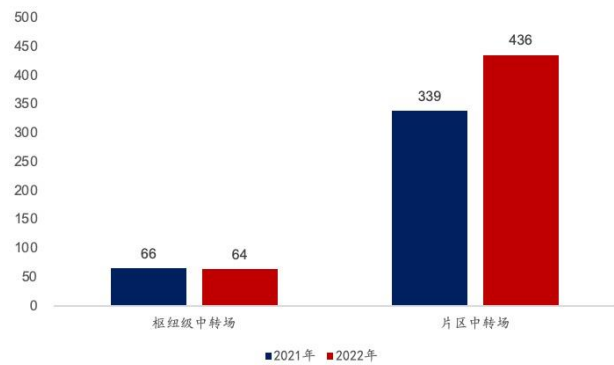
中转作为连接运与仓、配的重要物流环节，是公司资本投入的重点领域。2022 年，公司中转分拣中心投入近 200 亿元，占资产类投资比重达到 56.3%。枢纽级中转场总计 64 座，其中快递、快运分别为 39、25 座，同比 21 年减少 2 座；片区中转场总计 436 座，其中快递、快运分别为 39、25 座 304、132 座，同比 21 年增加 97 座。

图表 108：2020-2022 年公司中转分拣中心投资情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

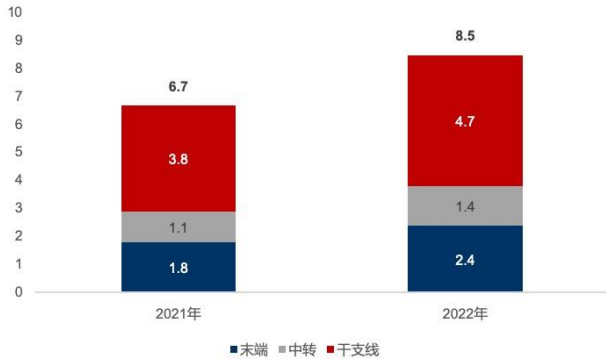
图表 109：2021-2022 年公司快递、快递中转场数量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

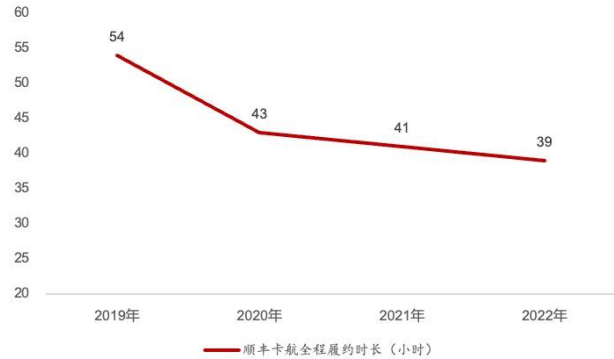
**公司持续深化“四网融通”策略，高效整合仓转运配资源，实现降本提质增效。**公司统一部署速运、快运、仓网、丰网关键节点，建立中转场地，配合干线网络运输资源投入，在最大范围、最大程度、最高时效地服务各类客户的物流和供应链履约需求的同时，提高公司天网+地网资源利用效率，从而降低物流履约成本。2022年，公司“四网融通”成本节省约 8.5 亿元，同比成本节降增加 1.9 亿元。公司大件（顺丰卡航）全程时长由 2019 年的平均 54 小时缩短到 39 小时，产品时效体验提升明显。

图表 110：2021-2022 年公司四网融通降本成果 (亿元)



资料来源：公司业绩推介会资料，国联证券研究所

图表 111：2019-2022 年公司大件（顺丰卡航）全程时



资料来源：公司业绩推介会资料，国联证券研究所

### 3.4 行业领先的科技实力提高服务和资源组织效率

公司利用信息化、数字化和智能化的科技手段，提高服务质量和资源组织效率。公司对收、转、运、派全物流环节进行数字化建设，助力公司营运模式变革，支持精益经营，实现降本增效和服务质量提升；用科技赋能供应链端到端数智化变革，提升端到端一站式综合物流服务能力，提高公司供应链专业物流竞争力。

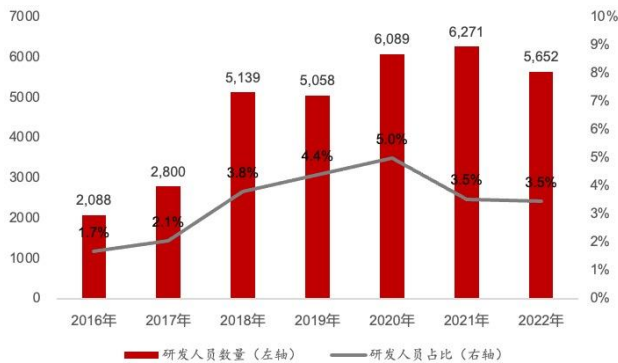
#### ► 公司对于科技重视和投入的长期主义

公司对于科技的重视深入企业基因，数次引领快递行业科技变革潮流。2003 年，公司以每件 7000 元价格从韩国引进了一批 Bar 枪，成为国内快递企业第一家使用 Bar 枪进行快递揽收的企业，以实现快递数据同步，提升快递效率。

2011年，公司投入了第一套交叉带分拣机设备，成为民营快递企业中最先使用交叉带分拣机的企业，大大提升了快递分拣效率。在公司的引领下，京东、四通一达等企业也开始批量投入。

2022年，公司研发人员达到5652人，占员工总数的3.5%；研发支出35.3亿元，占收入比重1.3%。比较行业研发投入占营收比重，远超三通一达等快递企业，仅低于以一体化供应链业务为主的京东物流。

图表 112：2016-2022 年公司研发人员数量及占比



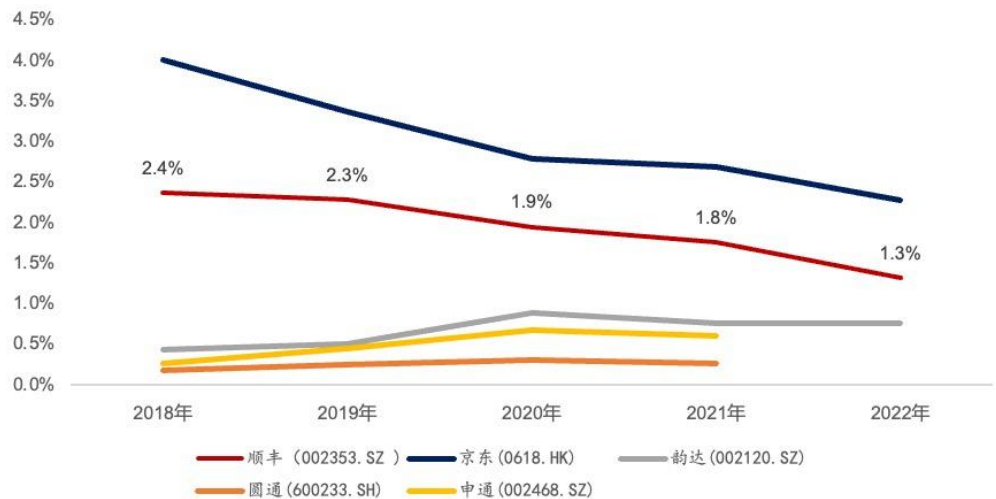
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 113：2016-2022 年公司研发支出及占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 114：2018-2022 年快递行业研发支出占收入比重



资料来源：公司公告，wind，国联证券研究所

顺丰科技成为助力公司业务发展的“物流智慧大脑”。顺丰科技有限公司成立于2009年，践行“科技改变物流，物流改变生活”的理念，致力于使物流行业进入智能化、数字化、可视化、精细化的新时代，助力上下游产业价值升级。截至2022年期末，公司已获得及申报中的专利4,452项，软件著作权2,490个，其中发明专利数量占专利总量的64%。

### ► 数智化能力升级公司运营底盘和专业化物流服务能力

公司通过数智化优化、升级和重塑末端、运输、中转等三大物流履约交付核心环节。公司依据各个物流环节的不同业务场景需求与特性，催生出一批具有智慧物流特色的数智化产品与应用。同时，统筹全局的规划调度，快速推动全场景、全链条的物流业务数智化升级，完善多元产品矩阵和提升物流服务能力。

图表 115：数智化能力对于末端、运输与中转三大核心环节的提升

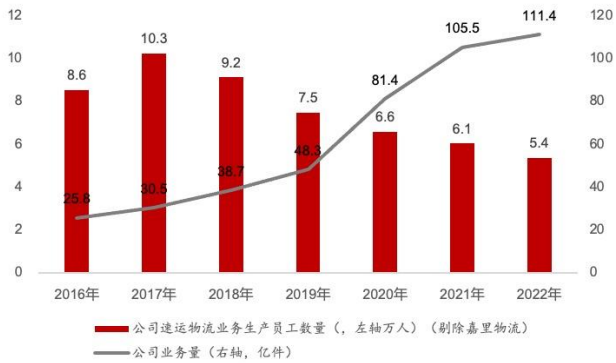
物流核心环节	数智化提升关键点	具体方案规划
末端	<b>收派效能：</b> 数智驱动直营体系下标准化管理与履约效能提升	基于 AOI 数据底盘驱动的直营体系下的数智化管理，指导高效精准资源投入策略的落地，提升管理效能与履约效率。
	<b>客户体验：</b> 基于大数据精准画像的差异化服务供给	依托大数据、智能算法与综合系统能力，在客户需求与小哥画像指导下实现服务的智能匹配，为 B 端客户提供优质的差异化服务，满足 C 端多元化、个性化的需求。
	<b>小哥体验：</b> 改善小哥劳动强度，牵引小哥服务改善	基于大数据智能化的作业工具及数字化一线员工数字平台，结合创新游戏型碎片化的管理模式，保证动态科学的劳动强度，提供公平合理的劳动权益，强化一线人员关怀。
	<b>陆运资源管理：</b> 基于多种业务多类运力资源的科技管理底盘	基于 AIoT 与智能算法模型的智慧陆运管理平台为核心，提前匹配运输需求与运力资源，排布规划车辆和人力资源，并完成线路规划、外部运力资源评估和采购交易，以及运输过程中的任务执行监控。
运输	<b>航空资源管理：</b> 基于资源画像的智能管理	通过数智化系统能力建设，搭建一体化航空资源规划调度平台，包括对航空运力班次与运量分时规划、对航空运输需求进行智能评估，以判断由自有全货机运力还是由第三方航空公司运力承运，实现精准匹配。在调度规划能力的承接方面，顺丰开发全货机智能调度系统、针对第三方航空运力资源的散航智能订舱系统，搭建起一体化航空资源获取与履约平台，全面保障顺丰天网的全环节履约能力。
	<b>铁路资源管理：</b> 多式联运智能管理探索	初步实现铁路资源管理的初阶智能驱动，已完成多联大宗直发、标准联运、复杂联运三大业务场景系统全覆盖。
	<b>规划调度：</b> 基于大数据、运筹以及人工智能，构建“预测-预警-调度-反馈”的智慧决策体系	<b>前置预测：</b> 持续提升预测的颗粒度、精度、稳定性、时效性，不断新增预测的业务场景； <b>网络规划：</b> 支持营运合理规划资源投入，进行干、支线和空运资源规划精准匹配和执行，实现降本提效； <b>实时调度：</b> 实时联动各类资源，实现全环节异常监控与调度处理的线上闭环，异常信息快速共享、及时知会，提升客户体验。
中转	<b>场地管理：</b> 基于 AIoT 的场地智能管理	通过数字（业务订单数据、货物信息）与物理世界（人、货、场）高度联动，智能规划场地资源部署，过程可视化支持现场监控与资源调度决策以及数智系统通过算法支持场内资源调度等方式，推动中转场地数智化变革。
	<b>人员作业：</b> 基于智能任务分配与智能装备的高效作业	通过系统引导人工作业高效有序；通过智能设备和装备（自动流水线、自动分拣设备、场内 AGV 等）极大提升人均效能，大幅降低体力劳动强度，提升场内工作体验，提高场地运行效能。

资料来源：公司官网，国联证券研究所

通过数智化不断升级公司运营底盘，运营效率不断提升。我们以公司人均操作件量为例，2016-2022 年，公司业务量 25.8 增长到 111.4 亿件，而相关业务的生产人员则由 8.6 减少到 5.4 万人。（由于公司公布的业务量不含嘉里物流等国际及供应链

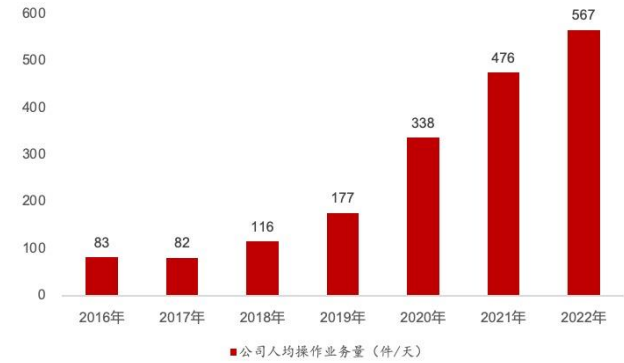
业务，因此剔除嘉里物流的生产人员。2021 年末并表嘉里物流，嘉里物流员工总数 51,473，其中操作人员占比 93%，约为 47,879 人；2022 年，根据嘉里物流官网最新披露数据全球员工超 43,000 人，按照操作人员占比 93% 计算，约为 39,990 人。人均操作件量由 83 大幅提高到 567 件/天，年复合增长率 48%。

图表 116：2016-2022 年公司生产人员与业务量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 117：2016-2022 年实公司人均操作量 (件/天)



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司借助数智化打造从生产供应链到消费供应链的全链条服务能力。公司结合丰富的行业经验，将领先的数智化技术能力嵌入到客户的供应链和价值链，输出科技标准化产品和解决方案。通过提供端到端一体化的科技供应链服务，解决客户在供应链规划、管理、执行和监控等各个层面的痛点，助力各行各业打造高效响应、柔性智能、可持续发展的供应链体系，推动产业升级、实现降本增效。

图表 118：公司数智化供应链服务示意图



资料来源：公司官网，国联证券研究所

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

### 4.1 盈利预测

关键假设：收入端，分业务来看，

公司时效快递业务收入增长基于国内消费、商业与工业制造需求恢复以及鄂州机场带来的新一轮“服务提质-客户拓展-收入增长”的良性循环。我们假设相关业务收

入 2023-2025 年同比分别增长 15%、14%和 12%；

公司快运业务已建立完善的大件产品矩阵，业务收入随着行业集中度和单吨收入的提升而进一步增长。我们假设相关业务收入 2023-2025 年同比分别增长 12%、12%和 12%；

公司国际与供应链业务收入虽然面临全球贸易放缓和国际海空运价格下降的影响，但是基于 RECP 和“一带一路”的发展机遇，以及与嘉里物流深化协同带来的经营能力互补，相关业务依旧会保持增长韧性。我们假设相关业务收入 2023-2025 年同比分别增长 8%、14%和 14%。

综上，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别：2988.6、3398.9 和 3823.7 亿元，同比分别增长 11.7%、13.7%和 12.5%，3 年 CAGR 为 12.6%。

图表 119：2023-2025 年公司营业收入测算（亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入合计</b>	<b>2071.9</b>	<b>2674.9</b>	<b>2988.6</b>	<b>3398.9</b>	<b>3823.7</b>
<b>yoy</b>	<b>34.5%</b>	<b>29.1%</b>	<b>11.7%</b>	<b>13.7%</b>	<b>12.5%</b>
<b>物流及货代代理业务收入</b>	<b>2036.9</b>	<b>2620.8</b>	<b>2934.5</b>	<b>3333.4</b>	<b>3751.7</b>
<b>yoy</b>	<b>34.2%</b>	<b>28.7%</b>	<b>12.0%</b>	<b>13.6%</b>	<b>12.5%</b>
<b>时效快递业务</b>					
收入	989.6	1,057.0	1,215.5	1,385.7	1,552.0
yoy	49.1%	6.8%	15.0%	14.0%	12.0%
<b>经济快递业务</b>					
收入	254.3	255.5	281.1	309.2	333.9
yoy	-42.4%	0.5%	10%	10%	8%
<b>冷运及医药</b>					
收入	78.0	86.1	99.0	113.9	131.0
yoy	20.1%	10.4%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>同城业务</b>					
收入	50.0	64.4	77.2	92.7	109.4
yoy	59.0%	28.6%	20.0%	20.0%	18.0%
<b>快运业务</b>					
收入	272.9	279.2	312.7	350.2	392.2
yoy	47.4%	2.3%	12.0%	12.0%	12.0%
<b>供应链及国际业务</b>					
收入	392.0	878.7	949.0	1081.8	1233.3
yoy	199.8%	124.1%	8.0%	14.0%	14.0%
<b>非物流类业务收入</b>	<b>35.0</b>	<b>54.1</b>	<b>59.5</b>	<b>65.5</b>	<b>72.0</b>
<b>yoy</b>	<b>55.8%</b>	<b>54.7%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.0%</b>

资料来源：iFinD，国联证券研究所测算

成本端，2023 年，公司计划由“四网融通”升级为“多网融通”，增加嘉里物流、冷运与医药以及新夏晖的业务融合和降本增效。

分成本项看，运力成本方面，预计国内油价和国际海运空运价格相比 2022 年进

一步下降。公司通过科技持续赋能物流网络，提高中转和末端效率，进一步降低人力成本。同时，随着鄂州机场在 2023 年第三季度的完全投产运营，预计未来公司大型投资减少，资本开支趋于稳定。综上，我们假设营业成本 2023-2025 年同比分别增长 11.3%、11.6%和 11.6%。

**图表 120：2023-2025 年公司营业成本预测（亿元）**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业成本合计	1815.5	2340.7	2605.9	2908.6	3247.0
yoy	40.9%	28.9%	11.3%	11.6%	11.6%
其中，人力成本	835.8	915.9	1007.4	1108.2	1219.0
yoy	25.3%	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
运力成本	708.5	1068.4	1207.3	1364.3	1541.7
yoy	70.9%	50.8%	13.0%	13.0%	13.0%
其他经营成本	243.3	310.8	341.9	382.9	428.8
yoy	29.7%	27.7%	10.0%	12.0%	12.0%
销售商品成本	15.9	34.3	37.0	40.0	43.2
yoy	40.5%	115.6%	8.0%	8.0%	8.0%
其他业务成本	12.0	11.4	12.3	13.3	14.3
yoy	55.4%	-5.1%	8.0%	8.0%	8.0%

资料来源：iFinD，国联证券研究所测算

因此，预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 2988.58/3398.90/3823.71 亿元，同比增速分别为 11.73%/13.73%/12.50%；归母净利润分别为 88.04/114.95/144.91 亿元，同比增速分别为 42.60%/30.57%/26.05%，3 年 CAGR 为 32.90%。

## 4.2 估值与投资建议

### ➤ 绝对估值法

我们采用 FCFE 估值方法对公司进行估值。无风险收益率采用十年期国债收益率，市场预期回报率采用近 10 年沪深 300 指数年化收益率。第二阶段为 5 年，假设增长率为 2%；永续增长率假设为 1.7%。基本假设关键参数如下表所示：

**图表 121：基本假设关键参数**

估值假设	数值
无风险利率 Rf	2.64%
市场预期回报率 Rm	5.67%
第二阶段年数	5
第二阶段增长率	2.0%
永续增长率	1.7%
有效税率 Tx	32.0%
Ke	7.2%
Kd	4.0%
WACC	5.9%

资料来源：iFinD，国联证券研究所测算

综上，我们通过 FCFE 估值法测算公司的每股价值为 72.78 元。

**图表 122：公司 FCFE 估值**

FCFE 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比 (%)
第一阶段	37,826.76	10.49%
第二阶段	74,226.65	20.58%
第三阶段 (终值)	248,656.24	68.94%
<b>总股权价值</b>	<b>360,709.65</b>	
减：少数股东权益	4,435.61	1.23%
股权价值	<b>356,274.04</b>	98.77%
除：总股本 (股)	4,895,202,373.00	
<b>每股价值 (元)</b>	<b>72.78</b>	

资料来源：iFinD，国联证券研究所测算

**图表 123：FCFE 估值法敏感性测试**

敏感性测试结果	永续增长率										
	1.06%	1.16%	1.28%	1.40%	1.55%	1.70%	1.87%	2.06%	2.26%	2.49%	2.74%
4.46%	123.15	126.41	130.24	134.79	140.26	146.92	155.16	165.58	179.08	197.18	222.58
4.91%	108.54	111.01	113.89	117.28	121.31	126.15	132.04	139.32	148.53	160.47	176.48
5.40%	95.95	97.83	100.00	102.55	105.54	109.09	113.35	118.55	124.98	133.10	143.63
5.94%	85.02	86.46	88.11	90.02	92.26	94.89	98.01	101.76	106.33	111.98	119.13
6.53%	75.49	76.59	77.85	79.30	80.98	82.94	85.24	87.98	91.27	95.27	100.23
7.19%	67.15	67.99	68.95	70.05	71.31	72.78	74.49	76.51	78.90	81.77	85.27
7.90%	59.82	60.46	61.19	62.02	62.98	64.08	65.36	66.85	68.60	70.69	73.19
8.69%	53.35	53.84	54.40	55.03	55.75	56.58	57.54	58.65	59.94	61.46	63.27
9.56%	47.62	48.00	48.43	48.91	49.45	50.08	50.79	51.62	52.58	53.69	55.00
10.52%	42.55	42.84	43.16	43.52	43.94	44.41	44.95	45.56	46.27	47.09	48.05
11.57%	38.04	38.26	38.50	38.78	39.09	39.44	39.85	40.31	40.83	41.44	42.14

资料来源：iFinD，国联证券研究所测算

### ➤ 相对估值法

我们采用 PE 估值方法对公司进行估值。选取港股与 A 股的主要快递公司上市标的, 结合绝对估值法测得公司每股价值为 72.78 元, 可比公司 2023 年平均估值 15.68 倍, 鉴于公司在众多物流细分领域处于领先地位, 中长期具备广阔成长空间, 综合绝对估值法和相对估值法, 我们给予公司 2023 年 35 倍 PE, 目标价 63 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**图表 124: 可比公司估值指标比较**

证券简称	股票代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	PE (X)			EPS (元)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
中通快递	2057.HK	177.91 <sup>7</sup>	1472.72	16.43	13.92	11.90	10.84	12.78	14.96
韵达股份	002120.SZ	9.61	278.91	10.58	8.31	7.17	0.91	1.16	1.34
圆通速递	600233.SH	15.38	529.41	12.02	10.05	8.84	1.28	1.53	1.74
申通快递	002468.SZ	11.08	169.61	23.18	14.48	10.28	0.48	0.77	1.08
京东物流	2618.HK	10.96	723.96	-	-	-	-	-	-
德邦股份	603056.SH	15.73	161.54	16.20	12.20	10.24	0.97	1.29	1.54
平均值				15.68	11.79	9.69	2.90	3.51	4.13
顺丰控股	002352.SZ	47.33	2316.90	26.32	20.15	15.99	1.80	2.35	2.96

资料来源: wind, 国联证券研究所 (股价为 2023 年 7 月 11 日收盘价, 可比公司 EPS 为 wind 一致预期)

## 5. 风险提示

**快递行业低价竞争超预期。**一方面快递头部企业在存量市场的竞争可能有重回“价格战”的风险; 另一方面, 更多快递企业开始注重产品服务分层, 将展开在更多物流细分领域的竞争。行业低价竞争加剧会导致公司快递类业务基本盘的盈利能力受到影响。

**国际业务增长不及预期。**伴随着公司国际业务的发展, 尤其携手嘉里物流后, 国际业务占比快速扩大。当前全球经济衰退、地缘政治风险、贸易战以及国际运力价格的大幅波动, 会对公司国际业务开展带来挑战, 从而影响国际业务营收与盈利的增长。

**多网融通效果不及预期。**公司降本增效从快递、快运业务推向供应链与国际业务, 场景更加复杂。融通进度和效果不及预期将直接影响公司的利润空间。

<sup>7</sup> 中通快递与京东物流收盘价与总市值换算按照港元兑人民币 0.9180:1 换算。



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对该证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 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；韩国市场以柯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指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

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

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695