

顺风而起

对于中国这样一个发展中大国来讲，物流是核心产业，它将经济的各个要素连接起来，使整个系统有机结合。因此，物流行业的成熟程度已成为衡量一个国家综合竞争力的重要指标。

近年来，中国宏观经济的稳步发展为物流业提供了良好的环境。中国的物流总费用从2008年的5.68万亿增加到2018年的13.3万亿（图1），过去十年的复合年增长率（CAGR）为8.9%。尽管物流业的体量巨大，但与发达国家相比仍然较为分散，具备进一步整合空间（图2）。

Chart 1: Total Logistics Cost in China (Trillion RMB)

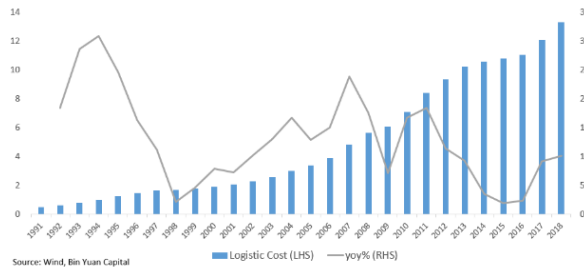
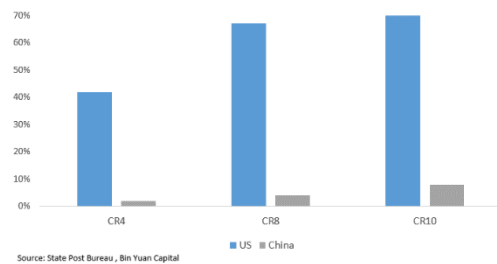


Chart 2: LTL (Less than Truckload) Transportation Market Concentration Ratio



➤ 高速增长&龙头集中

过去几年，市场对物流服务的需求发生了结构性变化。快递物流的市场规模也从2012年的1,050亿元人民币增加至2018年的6,030亿元人民币，六年的复合年增长率达到34%，远高于其他物流板块（图3）。与此同时，市场已经开始整合，行业龙头逐渐显现（图4）。我们认为，受益以下行业趋势，快递行业将继续保持高速增长：

Chart 3: Comparison of Major Land Transportation (Billion Rmb)

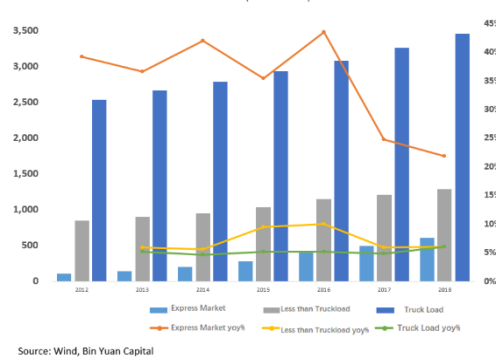
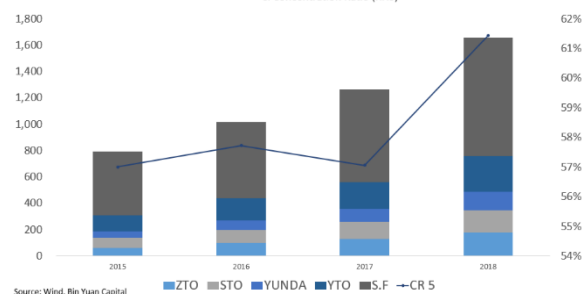
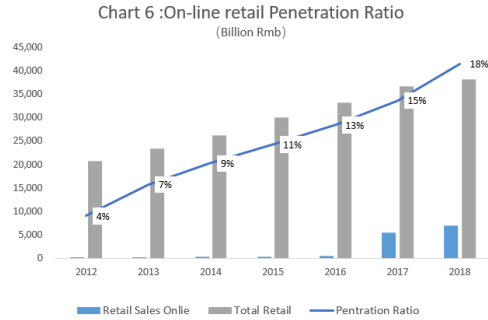


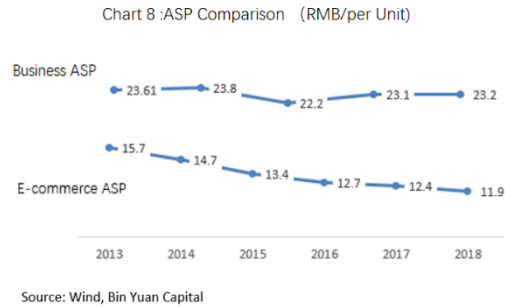
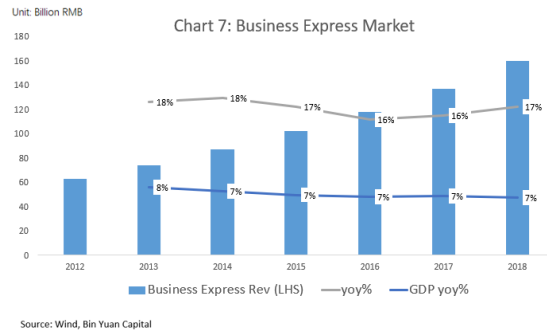
Chart 4: TOP 5 Express Company Rev Growth (Billion Rmb) (LHS) & Concentration Ratio (RHS)



持续的网购热潮：过去几年，快递行业的高速发展主要得益于电商行业的繁荣以及例如淘宝、京东和拼多多等在线购物平台的崛起（图 5）。当前网购的渗透率仍然较低，根据摩根士丹利的估计，2020 年网购渗透率将达到 23%，这意味着电商仍有进一步发展的空间。作为线上交易不可或缺的一部分，快递物流网络是支持电商日常运营的必要基础设施。



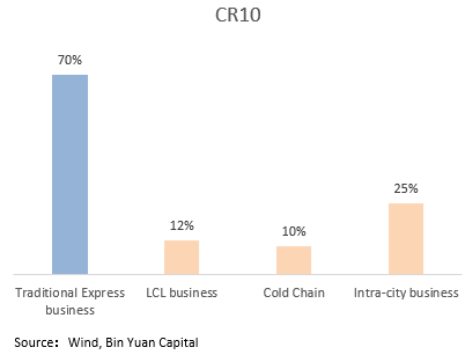
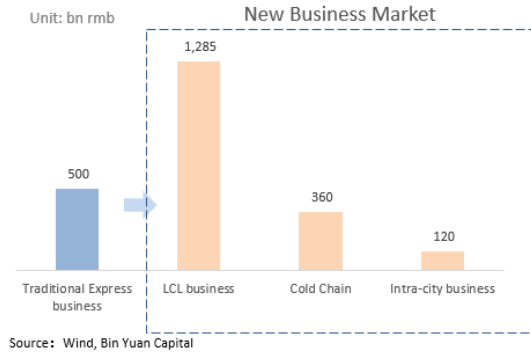
高端商务快递随着 GDP 增长稳步发展（图 7）。与电商件客户相比，商务件客户更愿意为快递服务的时效和安全，支付额外的运输费用（图 8）。因此，专注于商务快递并具备议价能力的快递公司将长期受益。



➤ **其他物流子版块也有机会遵循此路径发展**

除了传统的快递市场，一系列新的网购形式也不断涌现。例如生鲜食品、外卖和跨境海淘的发展催生了一系列新的快递模式，如冷链、同城速递和国际物流。此外，网购商品大件化趋势亦助长了传统零担货运（LTL）的发展。这些新业态均具备极大潜力，且现阶段还是较为分散，这使得主流快递公司有机会复制过去的成功经验，再次成为行业领导者（图 9 至 10）。

图 9-10：新业务市场规模和市场集中度



➤ 谁将胜出

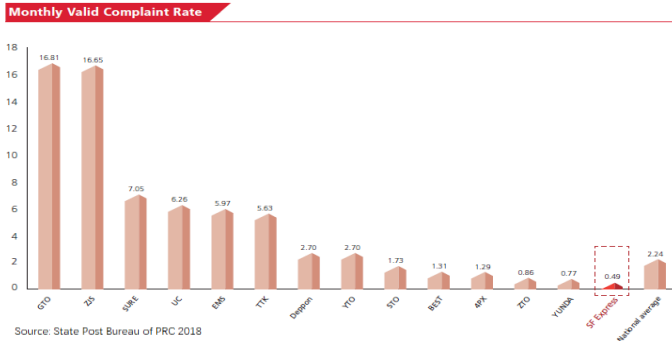
- 良好的品牌声誉

良好的口碑声誉，需要长时间的持续高质量服务来逐步建立。其次，在消费升级的趋势下，客户愈发关心服务质量而不是价格。因此，具有高端品牌形象的公司将更容易获得高质量客户，这也是其他竞争对手短时间内难以超越的壁垒。顺丰快递凭借优质的服务，已连续十年蝉联邮政局发布的“顾客满意度排行”第一，在这方面具有显著的品牌优势。

Chart 11: Timeliness 2018

Ranking	Timeliness	Collect Area	Transportation	Destination Area	Delivery	72 hours In time
SF Express	1	1	1	1	1	1
EMS	2	3	2	2	2	2
YUNDA	3	2	5	3	7	3
ZTO	4	6	4	4	5	4
YTO	5	8	3	6	3	6
STO	6	7	7	5	4	7
BSTI	7	5	6	8	6	5
DEPPON	8	9	8	7	8	8
USHU	9	4	9	9	9	9

Source: State Post Bureau of PRC 2018

Chart 12: Reputation 2018


- 强大的基础设施和先进技术支持**

为了确保高时效和高质量的服务，网络布局和基础设施建设至关重要。此外，高科技手段可以帮助公司控制成本的同时提高服务质量。我们相信，重视基础设施建设和研发投入的公司将有更多机会掌握市场趋势，成为行业的赢家。

通过投资飞机、机场、冷链设施和无人机技术，顺丰速递在基础设施建设和技术方面均已大幅领先竞争对手（图 13 至 17）。利用这些优势，顺丰可以提供更具时效性和专业性的快递服务，包括顺丰即日达、冷链运输、货运和同城急送等，这些都为公司今后进一步提升品牌知名度奠定了坚实的基础。

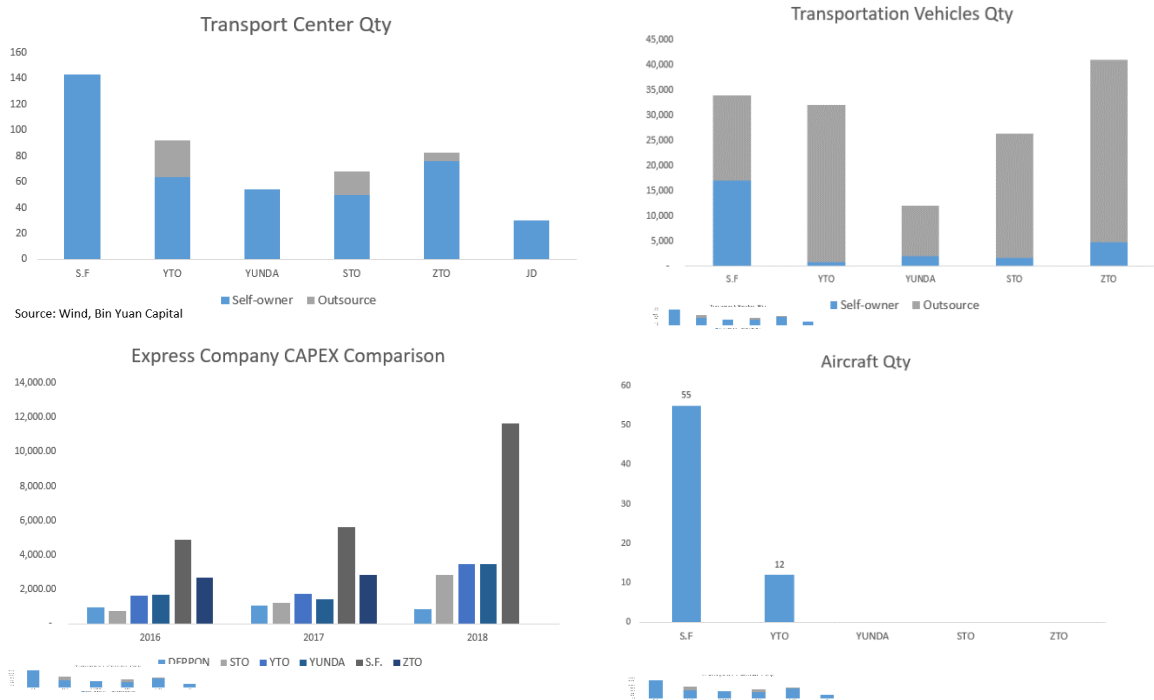
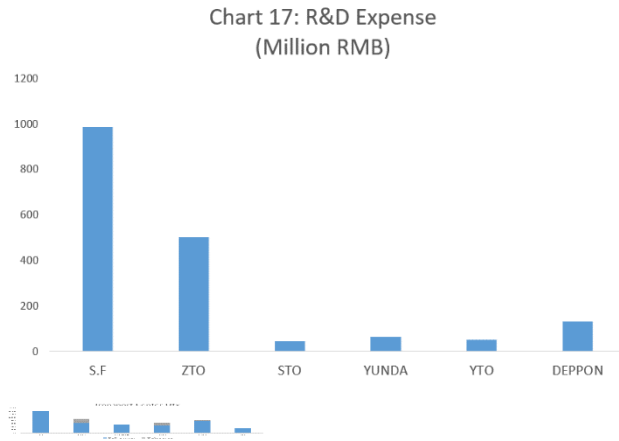
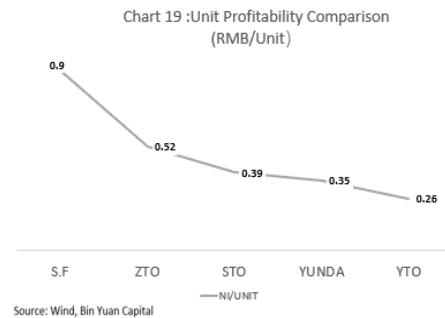
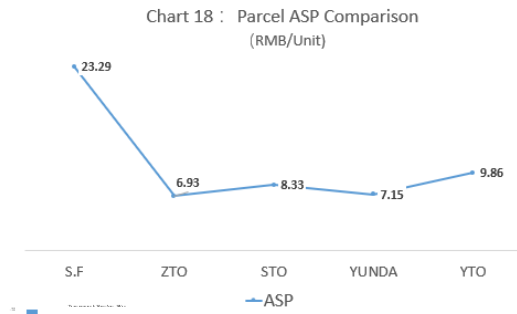
Chart 13-16: Comparison of infrastructure investment 2018


Chart 17: Comparison of R&D investment 2018



- **卓越的运营能力**

快递行业对运营管理有着很高的要求，成本控制和 service 质量的稳定性非常重要。顺丰通过独特的自营模式，除了货物分拣和线路规划的优势外，还牢牢把控取件和最后一公里配送的网络优势，我们相信这将确保其在运营方面继续领先其他同行（图 18 至 19）。



- **其他物流业务的先行者**

如前文所述，新业务的市场规模几乎是传统快递业务的四倍，这些行业中的龙头企业将在马太效应的作用下维持先发优势。

现阶段，几乎每家快递公司都进入了一些新的细分市场（图 20），尤其是顺丰，他们比同行布局更早，并且已经在一些领域取得了显著的成果（表 1）。

Chart 20: New Segment Layout of S.F.

By focusing on customer needs, SF Holding provides diversified products and comprehensive logistics services

Major Express Products

- Same Day Delivery**
Shipments made within specified service locations and time frames can be delivered by 20:00 on the same day
- Next Morning Delivery**
Shipments made within specified service locations and time frames can be delivered by 12:00 on the next day
- Next Day Delivery**
Shipments made within specified service locations and time frames can be delivered by 18:00 on the next day

Major Economy & Warehousing Products

- Economy Express**
Shipments made within specified service locations and time frames can be delivered by 23:59 on the second day
- Warehouse Service**
Provides professional warehouse services such as single-storage, nationwide warehousing, and digital cloud warehousing

Major Heavy Cargo Products

- Heavy Parcels**
For single-ticket 20-100 kg parcels, 2C e-commerce large parcels, and some 2B warehouse transfers
- Heavy cargo special services**
Customized special delivery of products according to customer's full truck load transportation requirements
- Small Ticket LTL**
For single-ticket 100-500 kg parcels, inter-provincial LTL transportation, and other pricing and time requirements
- Heavy Cargo express**
Non-standard heavy cargo delivery supported by aviation resources

Major Cold Chain Products

- Cold Chain to Home**
Door-to-door delivery of perishable foods and other commodities under full temperature control
- Cold Chain to Store**
Point-to-point or point-to-multipoint delivery service with refrigerated vehicles
- Cold Chain LTL**
Multi-batch small-quantity LTL logistics services for goods that do not meet the requirements for a full truck load
- Cold Chain FTL**
Intra-district full truck load direct transportation service with relatively fixed routes and refrigerated vehicles
- Fresh produce express delivery**
Delivery of time-sensitive fresh produce, meat products and dairy products to individuals from individuals or enterprises

Major Pharmaceutical Products

- PharmaEase**
Door-to-door delivery of normal-temperature medicine, biological samples and medical devices
- Pharmaceutical Special Delivery**
Door-to-door delivery service for temperature-sensitive drugs/reagents and low-temperature transportation of biological samples
- Pharmaceutical FTL delivery**
Point-to-multipoint special pharmaceutical delivery service with GSP verification
- Pharmaceutical LTL delivery**
Multi-batch small-quantity LTL logistics services for pharmaceuticals that do not meet the requirements for a full truck load
- Pharmaceutical FTL**
Cold storage whole-vehicle direct transportation service for pharmaceutical products with relatively fixed routes

Major Intra-city Products

- SF Rush**
Intra-city courier direct deliveries made within 0.5-1 hour

Major International Products

- International Standard Express**
Door-to-door, fast processing in all stages with formal customs declaration service
- International Economy Express**
Economic international express services for customers not sensitive to transit time
- International E-parcel**
Cross-border E-parcel services supporting international air transportation, quality customs clearance, and delivery for cross-border E-commerce customers

Major Value-added Services

- Shipment Protection Plus
- Return Proof of Delivery
- Cash on Delivery
- Reverse Logistics
- Formal Customs Declaration
- Pickup Authorization
- Packaging
- Notice upon Delivery

Source : S.F. Annual Report 2018

Table1: Layout of the Extended Business ⁴

	Heavy Cargo	Cold-Chain	Intra-city Business
S.F	★★★	★★★	★★
Deppon	★★★		
ZTO	★★	√	√
YTO	√	√	√
STO	√	√	
YUNDA	√		√

Source: Wind, Bin Yuan Capital

Note: √ Just launch ★ Maturity Level

➤ 小结

受益于消费升级和电商的下沉渗透，中国的快递行业将在未来几年继续蓬勃发展。同时，新业务的拓展将进一步为龙头公司打开上行空间。我们相信顺丰快递凭借其优质的服务和产品创新，将更加受益于这种行业趋势。凭借卓越的声誉和运营能力，顺丰快递继续成为行业整合的受益者，在未来逐步成长为具备国际竞争力的行业综合物流服务提供商。

市场回顾与展望

中国经济与前几个月类似，服务业在 8 月份的表现继续优于制造业。官方非制造业采购经理人指数（PMI）从 7 月的 53.7 上升至 8 月的 53.8，而 8 月份官方制造业 PMI 为 49.5，低于上个月的 49.7，并仍低于 50 的荣枯线，主要受累于在手订单、出厂价和进口。7 月份生产者价格指数（PPI）为-0.3%，比 6 月份低 0.3 个百分点。不过 7 月份消费者价格指数（CPI）为 2.8%，比 6 月份高出 0.1 个百分点。7 月铁路货运量同比增长 9.1%至 3.68 亿吨。

国务院发布了 20 项促进消费支出的措施，包括放宽购车限制，鼓励购买新能源汽车和扩大跨境电商进口。新措施还包括鼓励采用新技术，升级老旧购物中心，改善步行街购物区，支持家用电器更新换代，发展夜市和鼓励公众假期出游。新计划将更好地满足国内日益增长的对高质量产品和服务的需求。

截至 8 月底，共有 3,674 家在上海和深圳证券交易所上市的公司公布了 2019 年上半年的业绩。剔除 2018 年商誉减值的一次性影响，A 股上市公司的同比营收增速从 2018 年下半年的 14.7%微降至 2019 年上半年的 13.1%，而同比净利润增速从 2018 年下半年的-13.3%大幅上升至 10.0%。我们统计我们的持仓，同比营收增速从 2018 年下半年的 10.2%上升至 2019 年上半年的 16.1%，同比净利润增速从 2018 年下半年的 6.1%上升到 2019 年上半年的 31.0%。



➤ 公司介绍:

彬元资本成立于 2012 年 8 月 1 日，分别于 2012 年 12 月及 2016 年 3 月取得香港证监会许可的“第九类”资产管理及“第四类”就证券提供意见牌照，于 2014 年 1 月取得美国证监会许可的投资顾问资格，并于 2014 年 8 月登记为私募投资基金管理人资格。

彬元资本专注于投资股票市场，投研团队主要来自于原通用电气资产管理公司，首席投资官周平先生曾担任通用电气高级副总裁兼大中华区总经理。周平先生在通用电气任职 17 年，管理过三只新兴市场基金，共计 50 亿美元。

公司目前主要客户为海外大型长期投资机构，包括抚恤基金，养老基金，家族基金及慈善基金等。彬元资本始终坚持以基本面研究为主导的“自下而上”的投资策略，配合自主开发的选股模型，在实践中不断检验，力求精选优质股票。在投资决策过程中，彬元资本的投研团队严格执行精选个股的策略，通过企业访问，网络与渠道调查，财务分析，行业价值链分析以及波特模型等方法为投资决策做支持。

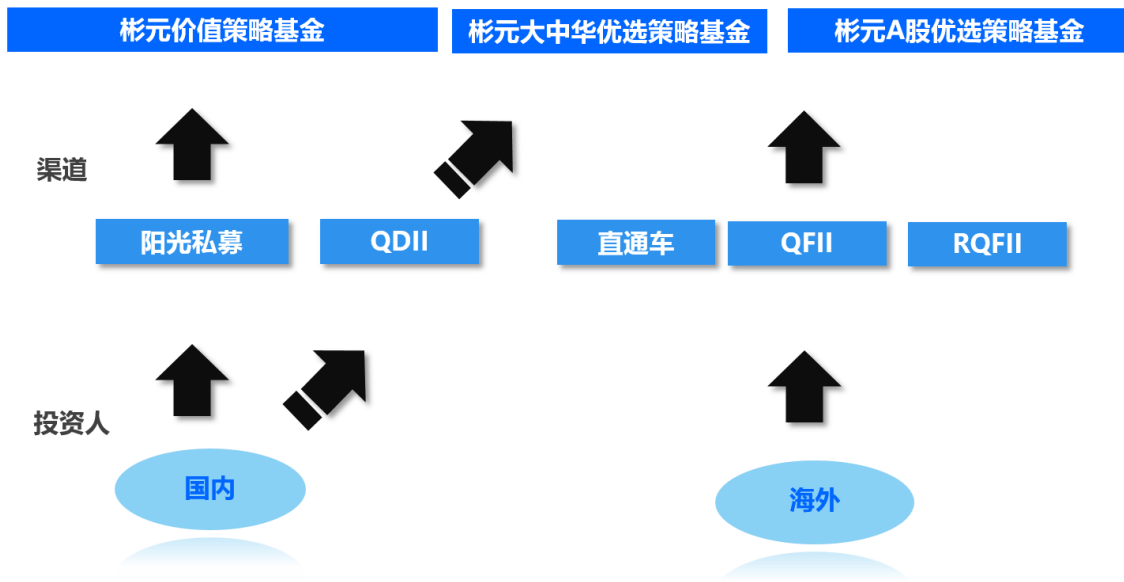
【彬元资本】微信公众号:

binyuancapital



➤ 产品架构:

产品



联系方式:

上海彬元资产管理有限公司

上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 13 楼 1305-1306 室

电话: +86 21 20285775

网址: <http://www.binyuancapital.com>

彬元资本有限公司

香港上环皇后大道中 287-299 号, 299 QRC, 1505 室

电话: +852 2877 9330

电邮: CR@binyuancapital.com