

# 拟向极兔出售丰网股权，助推战略 聚焦、运营优化、亏损改善

顺丰控股 (002352.SZ)

## 核心观点

5月12日，公司公告宣布与极兔达成交易，以11.83亿元出售丰网100%股权。出售丰网业务后，公司将聚焦更清晰的战略，释放出有能力通过电商快递分层产品打造，覆盖不同的多元化需求；聚焦“电商标快”产品后的经济快递分部，可以消除标的公司亏损对集团合并报表的负面影响，但短期损失的丰网业务量仍需其他产品补足；将实现2023年的一次性股权投资收益，对上市公司合并归母净利润有正向影响；对公司全国大网运营产能产生的影响较小，并不会再次导致资本开支的增加。

## 事件

### 公司与极兔达成交易，以11.83亿元出售丰网100%股权

5月12日，公司发布公告称，下属控股子公司深圳市丰网控股有限公司（以下简称“丰网控股”）与深圳极兔供应链有限公司（以下简称“深圳极兔”）签署了《股权转让协议》，丰网控股拟以人民币11.83亿元转让标的公司100%的股权。本次交易完成后，丰网控股不再持有深圳市丰网信息技术有限公司（以下简称“标的公司”）股权，标的公司不再纳入公司合并报表范围。

本次交易须在满足若干交割先决条件、通过国家市场监督管理总局的经营者集中审查、交易对方按照交易协议约定及时支付交易对价后方可完成。

## 简评

### 一、交易方案分析

#### 1、方案核心内容

(1) **交易双方**：转让方为深圳市丰网控股有限公司；受让方为深圳极兔供应链有限公司。

(2) **标的资产**：丰网控股持有的标的公司100%的股权。丰网速运为加盟模式经济型快递业务经营主体。

(3) **交易价格**：双方综合考虑标的公司的经营情况及资本市场环境，协商一致确定受让方就受让目标股权应向转让方支付的股权转让价款为人民币11.83亿元。

(4) **付款安排**：在交割日，受让方应以现金形式将股权转让价款的51%全额支付至转让方书面指定的银行账户。在损益偿付日（定义见下文），受让方应以现金形式将股权转让价款的49%部分支付至转让方书面指定的银行账户、部分支付至监管账户。

维持

买入

韩军

hanjunbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519110001

SFC 编号:BRP908

发布日期：2023年05月14日

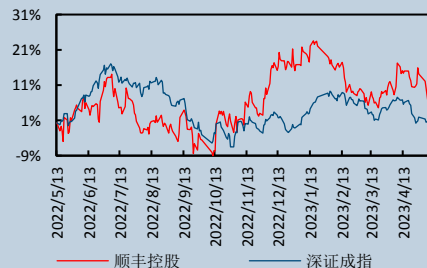
当前股价：50.22元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
-11.15/-9.90	-12.51/-12.87	-0.28/-7.26
12月最高/最低价(元)		61.09/45.02
总股本(万股)		489,520.24
流通A股(万股)		484,125.20
总市值(亿元)		2,458.37
流通市值(亿元)		2,431.28
近3月日均成交量(万)		1722.07
主要股东		
深圳明德控股发展有限公司		48.56%

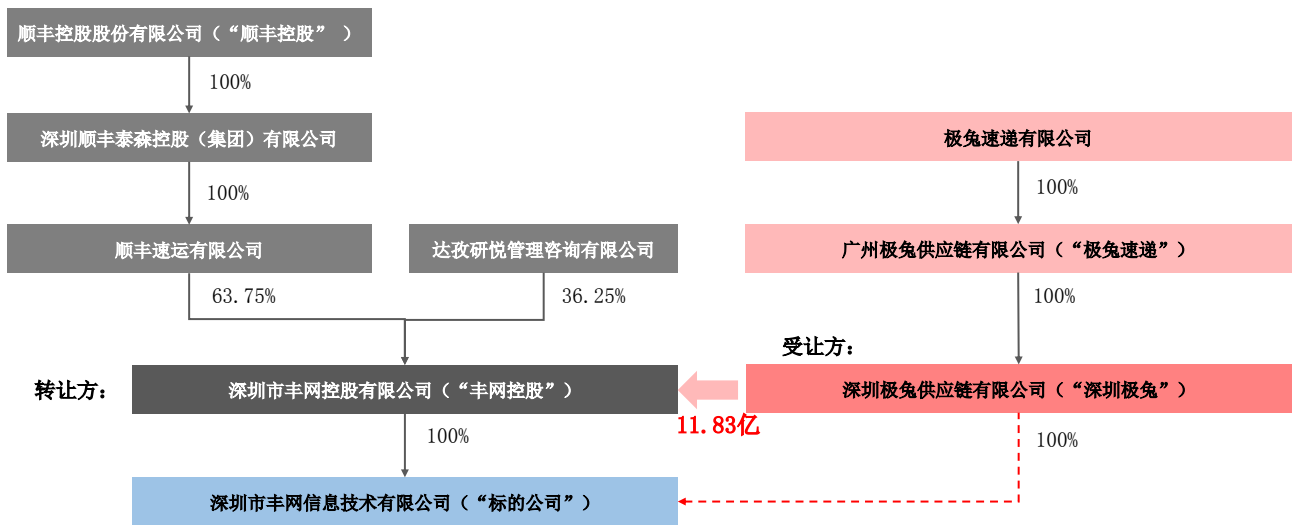
### 股价表现



### 相关研究报告

【中信建投物流】顺丰控股  
2023-03-29 (002352):2022 年业绩点评：归母净利润同比增长超四成，多元化布局新业务全面处于盈利拐点

图 1:顺丰与极兔就丰网速运项目的交易方案

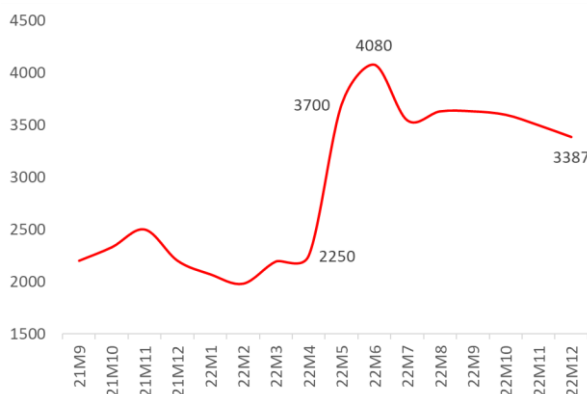


数据来源：公司公告，中信建投；注：虚线为交易完成后的股权关系

## 2、我们认为本次交易方案中值得关注的地方

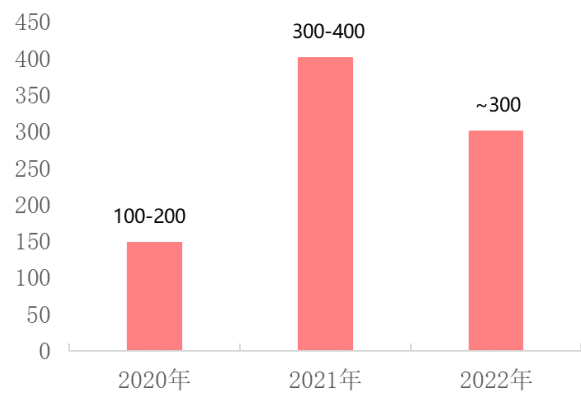
(1) 首先，方案需要通过国家市场监督管理总局的经营者集中审查，2022 年极兔与丰网日均件量规模分别约为 3500-3700 万及 300 万，合计占全国快递业务总量的 12.5%-13.2%，即使占全国电商快递份额也**仅有 13.5%-14.3%**，正常报备相关部门审批后，项目可正常推进落地；

图 2: 极兔速递收购百世快递后日均件量变化 (万单/日)



数据来源：晚点 LatePost，中信建投

图 3: 丰网速运 2020 至今日均件量变化 (万单/日)



数据来源：顺丰业绩交流会给出的范围；中信建投

(2) 其次，方案规定转让方需在交割日前完成对标的公司增资人民币 23.497 亿元的条件，根据公告内容“增资完成后丰网信息截至 2023 年 3 月 31 日的模拟净资产为人民币 9.4 亿元”，主要为清偿对上市公司顺丰控股及其子公司的应付款项金额合计人民币约 14.95 亿元。可以基本认为 2023 年 2 月 7 日，标的公司原始股东“中金文化消费产业股权投资基金(厦门)合伙企业(有限合伙)”(以下简称“中金基金”) **退出时的估值约为 9.4 亿**，因此归属上市公司顺丰控股集团层面本次交易形成的投资收益约为 1.54 亿。

丰网控股公司股权变更历史有三次，第一次为拉萨君祺企业管理有限公司(股东为君联资本)增资入股 36.25%，

第二次为达孜研悦管理咨询有限公司接收拉萨君祺老股，第三次为顺丰速运接收中金投资老股。

**图 4:丰网控股公司成立以来股权变化情况梳理**

2021/4/1	股比	注册资本
中金文化消费产业股权投资基金（厦门）合伙企业（有限合伙）	20.00%	200.0
顺丰速运有限公司	80.00%	800.0
2021/5/7	股比	注册资本
中金文化消费产业股权投资基金（厦门）合伙企业（有限合伙）	12.75%	200.0
顺丰速运有限公司	51.00%	800.0
拉萨君祺企业管理有限公司	36.25%	568.6
2022/3/22	股比	注册资本
中金文化消费产业股权投资基金（厦门）合伙企业（有限合伙）	12.75%	200.0
顺丰速运有限公司	51.00%	800.0
达孜研悦管理咨询有限公司	36.25%	568.6
2023/2/7	股比	注册资本
顺丰速运有限公司	63.75%	1000.0
达孜研悦管理咨询有限公司	36.25%	568.6

数据来源：天眼查，中信建投；注：标红部分为历次股权变更变化部分

（3）最后，方案规定了“过渡期损益”条款，丰网控股公司自 2023 年 3 月 31 日至交割日期间的损益由转让方享有或承担。这一条款为双方股东均做了兜底条款，最大限度规避了由于该公告公布后原丰网速运加盟商变化等造成的业绩影响。

## 二、对交易双方控股集团公司战略及业绩的影响

### 1、对顺丰控股公司的影响分析

目前，丰网速运网络目前已覆盖全国 27 个省（市、自治区），2022 年收入规模达到 32.75 亿，主要服务于电商客户，过去三年承担为顺丰控股开拓下沉电商市场以及平抑大网运营成本的战略定位，整体网络服务质量稳定。但现阶段，丰网速运仍处于初期发展阶段且持续亏损，根据公告披露信息：2022 年度，未经审计合并报表净亏损数据为-7.47 亿元，净资产为-12.67 亿元。我们认为，

**图 5:标的公司丰网速运 2022 年及 2023 年第一季度主要财务数据**

	资产总额	负债总额	净资产	营业收入	净利润
2022-12-31/2022年	73,071.02	199,740.53	-126,669.51	327,511.81	-74,733.25
2023-3-31/2023年第一季度	71,608.25	212,578.24	-140,969.99	69,134.46	-14,300.49

数据来源：公司公告，中信建投；注：未经审计合并报表财务数据，单位：人民币万元

### 影响一：聚焦更清晰的战略，释放出有能力通过电商快递分层产品打造，覆盖不同的多元化需求

公司公告中明确指出：“顺丰控股的发展战略聚焦“网络标准型产品、数字化行业供应链服务、全球端到端供应链服务”三大领域；本次交易完成后，公司可以更聚焦国内中高端快递、国际快递、全球供应链服务、数字

化供应链服务等核心业务的发展；公司将持续打造电商类快递产品，主打的‘电商标快’产品稳健增长，可以满足客户在中高端经济型快递市场的多元化需求。”

### 影响二：聚焦“电商标快”产品后的经济快递分部，可以消除标的公司亏损对集团合并报表的负面影响

之前，顺丰控股的经济快递分部主要为“电商标快”及“丰网速运”两大业务，其中电商标快在 2022 年由于调整优化掉特惠专配产品后已经实现盈利，但丰网速运仍未亏损业务。本次交易完成后，最大影响在于消除丰网对于顺丰控股公司利润的负面效应。

**但需要注意的是，对 2023 年集团合并报表的影响并非 7.47 亿，而应考虑股权比例以及经济快递分部业务量及毛利结构的关联。**股权比例较好理解，由于今年 2 月 7 日中金基金退出后，顺丰速运的股比提升至 63.75%，因此全年股比估算约为 62.5%；经济快递分部业绩的关联变化影响因素较多，因为虽然丰网出售后减少亏损，但直接导致日均约 300 万件业务量流失，当然公告中公司也提到且从今年 Q1 实际数据看，继续深耕打造的电商标快产品，可以弥补丰网件量流失的影响。

出于审慎原则，我们对于本次交易对顺丰控股经济快递分部收入及毛利率的影响，进行了如下敏感性分析：

- a、假设不发生本次交易前，原电商标快产品业务量增速高于今年行业整体增速 15%，在 15-25% 增长区间；
- b、假设电商标快通过打造相对低价的填仓件产品，弥补丰网件量损失外，协助大网融通降本，由于需求放缓，因此我们假设仅能弥补原丰网业务体量的 40-60%；
- c、根据公告中公布的丰网财务数据估算，2022 年丰网单票收入约为 3 元（高于目前加盟制快递公司中价格最高的中通快递约 0.2-0.3 元），电商标快单票平均价格约为 6.75 元。假设 2023 年原电商标快价格保持 6.7-6.8 元的稳定区间，可能打造的填仓件电标产品维持在 5.5-6 元的成本线。

图 6：顺丰控股经济快递分部 2023 年件量增速敏感性分析

图 7：顺丰控股经济快递分部 2023 年收入增速敏感性分析

		丰网日均件量弥补比例				
		30%	40%	50%	60%	70%
电商标快 日均件量 自然增长	10%	-10.0%	-7.5%	-5.0%	-2.5%	0.0%
	15%	-6.3%	-3.8%	-1.3%	1.3%	3.8%
	20%	-2.5%	0.0%	2.5%	5.0%	7.5%
	25%	1.3%	3.8%	6.3%	8.7%	11.3%
	30%	5.0%	7.5%	10.0%	12.5%	15.0%

		预计打造的填仓件单价（元）				
		5.25	5.5	5.75	6	6.25
原电标产 品单价 （元）	6.25	-4.9%	-2.2%	0.7%	3.8%	7.1%
	6.5	2.9%	5.5%	8.4%	11.5%	14.9%
	6.75	10.9%	13.6%	16.5%	19.6%	22.9%
	7	19.2%	21.9%	24.8%	27.9%	31.2%
	7.25	27.9%	30.6%	33.5%	36.6%	39.9%

数据来源：公司公告，中信建投

数据来源：公司公告，中信建投

图 8: 顺丰控股经济快递分部 2023 年毛利率敏感性分析

		丰网日均件量弥补比例				
		30%	40%	50%	60%	70%
电商标快 日均件量 自然增长	10%	12.5%	12.2%	11.8%	11.5%	11.1%
	15%	12.6%	12.3%	12.0%	11.6%	11.3%
	20%	12.7%	12.4%	12.1%	11.8%	11.4%
	25%	12.7%	12.5%	12.2%	11.9%	11.6%
	30%	12.8%	12.5%	12.3%	12.0%	11.7%

数据来源: 公司公告, 中信建投

图 9: 顺丰控股经济快递分部 2023 年净利率敏感性分析

		丰网日均件量弥补比例				
		30%	40%	50%	60%	70%
电商标快 日均件量 自然增长	10%	2.57%	2.23%	1.88%	1.52%	1.17%
	15%	2.64%	2.32%	2.00%	1.66%	1.33%
	20%	2.71%	2.41%	2.10%	1.79%	1.47%
	25%	2.77%	2.49%	2.20%	1.90%	1.60%
	30%	2.82%	2.56%	2.28%	2.01%	1.72%

数据来源: 公司公告, 中信建投

综上敏感性分析, 2023 年对顺丰控股合并报表中经济快递分部数据的影响区间为: 预计件量增速为 -3.8%-8.7%, 收入增速预期为 5.5%-27.9%, 毛利率区间为 11.6%-12.1%, 净利率区间为 2.04%-2.5%, **对归母净利润影响为减少 0.13-0.17 亿之间, 对公司总体利润达成影响微乎其微。**

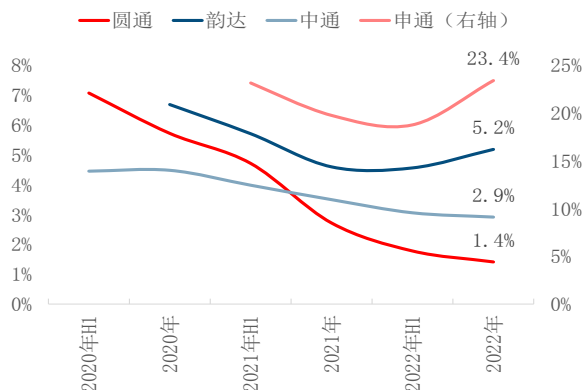
**影响三: 实现 2023 年的一次性股权投资收益, 对上市公司合并归母净利润有正向影响**

本次交易完成后, 预计本次交易可实现的股权投资收益对上市公司合并归母净利润影响约人民币 1.54 亿元。具体分析已经在“一、交易方案分析”的“2、我们认为本次交易方案中值得关注的地方”的第 2 点分析中论证, 因此再赘述。

**影响四: 对顺丰速运全国大网运营产能产生的影响较小, 并不会再次导致资本开支的增加**

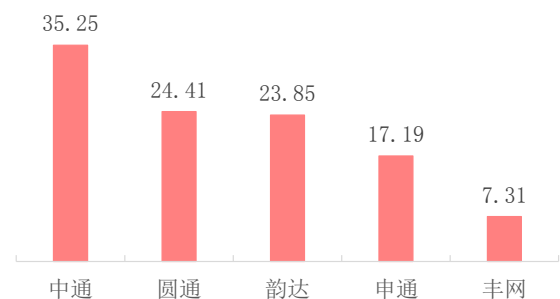
按体量规模粗略换算后, 对比丰网速运与其他快递公司总资产情况, 看到即使与业务体量最小且自有产能比例最小的申通相比, 其总资产规模也有 1.5 倍差距。因此, 我们判断丰网大部分产能为向速运大网采购获取, 本次交易对核心资产的影响较小且无需后续追加资本开支。

图 10: 通达系四家快递公司使用权资产占比变化



数据来源: Wind, 中信建投

图 11: 加盟快递均换算成与丰网同等业务体量的总资产对比



数据来源: 公司公告, Wind, 中信建投



## 2、对极兔速递公司的影响分析

目前，极兔自 2020 年进入中国市场，始终聚焦电商快递赛道，实现了快速发展，并于 2021 年底成功完成对百世集团中国快递业务的收购，短短三年多时间即形成了 3500 万件/日的业务体量，成为快递市场中不可忽视的一极。但如丰网速递一样，现阶段极兔速运公司也处于亏损状态，根据公告披露信息：2022 年度，经审计单体报表财务数据为，其中受让方深圳极兔净资产为人民币-4.85 亿元，营业收入为人民币 13.05 亿元，净亏损为人民币 1.4 亿元。因此，在极兔速递谋求上市的大背景下，我们认为本次交易对于极兔同样具有积极意义。

图 12:受让方深圳极兔 2022 年主要财务数据

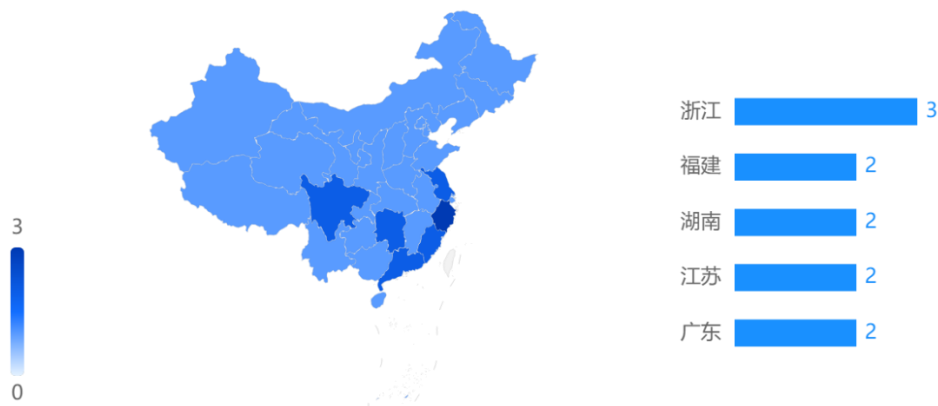
	资产总额	负债总额	净资产	营业收入	净利润
2022-12-31/2022年	22,855.66	71,390.09	-48,534.43	130,480.36	13,976.79

数据来源：公司公告，中信建投；注：经审计单体报表财务数据，单位：人民币万元

### 影响一：补强极兔速递国内快递网络能力，尤其是华南地区加盟商及相关配套综合实力

从天眼查数据获悉，极兔速递在全国投资设立了 38 家子公司，其中在华东、华南及西南地区已构建较强网络，但考虑拼多多跨境电商平台 Temu 等客户在华南地区头程集仓需求，因此极兔用下属深圳公司收购丰网，是其业务发展布局的战略考量。

图 13:极兔速度全国对外投资子公司情况



数据来源：天眼查，中信建投

### 影响二：以相对合理的价格获得丰网相对高价格电商客户，助力其降低单票成本并提高单票收入

首先，按照方案中 11.83 亿对价以及丰网速运年度约 11 亿件业务量，因此，极兔用约 1 元/件的价格获得了丰网的客户订单；其次，上文中我们也分析到，目前丰网单价约 3 元/件的较高单价水平，高于中通快递 0.2-0.3 元。因此，极兔速递有可能在后续随产能提升持续降低单票成本，同时提升单票价格，最终实现快速扭亏及盈利改

善。

**盈利预测与估值：**预计 2023-2025 年营业收入为 3100 亿元、3546 亿元和 4043 亿元，同比增长 15.9%、14.4%和 14.0%，归属于上市公司股东的净利润为 86.9/103.9/124.5 亿元；对应 2023-2025 年 PS 分别为 0.79/0.69/0.61，PE 分别为 28.3/23.7/19.7 倍。故给予“买入”评级。

图表1： 顺丰控股 2023-2025 年盈利预测

单位：亿元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>1,540</b>	<b>2,072</b>	<b>2,675</b>	<b>3,100</b>	<b>3,546</b>	<b>4,043</b>
增长率	37.3%	34.5%	29.1%	15.9%	14.4%	14.0%
<b>营业成本</b>	<b>1,288</b>	<b>1,815</b>	<b>2,341</b>	<b>2,696</b>	<b>3,078</b>	<b>3,502</b>
<b>毛利</b>	<b>252</b>	<b>256</b>	<b>334</b>	<b>404</b>	<b>468</b>	<b>541</b>
增长率	28.8%	1.8%	30.3%	20.8%	15.9%	15.7%
毛利率	16.3%	12.4%	12.5%	13.0%	13.2%	13.4%
<b>运营费用</b>	<b>164</b>	<b>216</b>	<b>243</b>	<b>293</b>	<b>331</b>	<b>372</b>
管理费	10.7%	10.4%	9.1%	9.4%	9.3%	9.2%
<b>净利润</b>	<b>69.3</b>	<b>39.2</b>	<b>70.0</b>	<b>96.6</b>	<b>115.4</b>	<b>138.4</b>
净利润率	4.5%	1.9%	2.6%	3.1%	3.3%	3.4%
<b>归母净利润</b>	<b>73.3</b>	<b>42.7</b>	<b>61.7</b>	<b>86.9</b>	<b>103.9</b>	<b>124.5</b>
归母净利润率	4.8%	2.1%	2.3%	2.8%	2.9%	3.1%
<b>估值比率</b>						
P/S	1.60	1.19	0.92	0.79	0.69	0.61
P/E	33.6	57.6	39.8	28.3	23.7	19.7

资料来源：公司公告，中信建投

## 风险分析

- 1、截至公告披露日，本次交易事项尚未完成交割，交易须满足若干交割先决条件，尤其是通过国家市场监督管理总局的经营者集中审查。
- 2、虽然深圳极兔的商业信誉良好且重庆纛庆对其支付股权转让价款的义务承担连带保证责任，但不排除深圳极兔无法按照交易协议履约的风险。
- 3、标的公司的过渡期损益由转让方享有或承担，因为预计过渡期内目标公司亏损，丰网控股需要向交易对方支付过渡期内损益款项，具体金额需待交割日后最终确定。
- 4、出售标的公司后，顺丰控股的经济快递分部业务量及收入存在短期压力，虽然公司电商标快业务稳健增长，但仍有行业增速放缓及竞争激烈等消极因素存在。具体敏感性分析，已经在本报告正文进行了分析阐述。

## 分析师介绍

### 韩军

交通运输行业首席分析师，曾供职于上海国际航运研究中心，3 年政府规划与市场咨询经验，曾负责或参与为交通运输部、上海市交通委、港航企业等提供决策咨询服务二十余项。7 年交通运输行业证券研究经验，深入覆盖航运、港口、高铁、快递、物流板块，擅长把握周期性和政策性投资机会。2021 第十九届新财富最佳分析师交通运输行业第五名。

## 研究助理

### 梁骁

liangxiaobj@csc.com.cn



**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：（8610） 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：（8621） 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755） 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852） 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk