



中信证券研究部



刘正
首席交运分析师
S1010511080004



联系人：扈世民

核心观点

受益多元业务较好拓展，公司全年完成营收 909 亿元，同增 27.6%，增长提速 3.9pcts，但毛利率下降以及三费攀升使得扣非净利同降 5.9%至 34.8 亿元。公司 Q4 时效/经济业务分别同增 9.2%/17.4%，增速环比下降 3.7/19.1pcts。持续成本费用开支将加快公司综合物流业务布局，看好公司未来盈利回升。

■ 全年营收同增 28%，成本费用支出较多使得扣非净利同降 6%。公司持续推进多元业务发展，全年完成总营收 909.4 亿元，同增 27.6%，增长提速 3.9pcts，其中时效/经济/快运/冷链/同城配等营收分别同增 14%/38%/83%/85%/172%。同时公司也加大成本与费用开支，全年营业成本同增 31.4%，毛利率同降 2.1pcts 至 17.9%；三费同增 29.9%，增速超出营收增速。毛利率下降以及三费的攀升使得公司扣非净利同降 5.9%至 34.8 亿元。受益上海和无锡物流产业园资产证券化交易，公司全年投资收益达 11.7 亿元，归母净利同降 4.5%至 45.6 亿元。

■ 全年快递件量/价格分别同增 27%/0.2%，新业务开拓推高成本支出。公司全年完成件量 38.7 亿件，同增 26.8%，增速同比提升 3.1pcts 并略高于行业，件量占比行业达 7.6%。公司快递价格同增 0.2%至 23.2 元，过去几年 ASP 均维持在 23 元左右。由于公司加大对经济、快运等业务拓展力度，转运中心的建设运营、运力的增投、员工数量的增加以及薪酬福利的提升，使得公司全年职工薪酬+运输+外包成本同增 31.7%，超出营收增速 3.8pcts，拉低了公司快递毛利率。

■ 宏观经济疲软以及战略性放缓业务拓展造成 Q4 盈利较弱。我们测算公司 Q4 时效/经济业务营收为 144.3 亿/57.8 亿元，分别同增 9.2%/17.4%，增速环比下降 3.7pcts/19.1pcts。我们认为公司 Q4 时效和经济业务增速放缓明显主要原因是：1) 宏观经济增长放慢对商务时效件造成不利影响；2) 公司有意控制电商经济件的业务开展，减少盈利性较差的电商件业务。Q4 营收增速放缓叠加成本费用支出高企，公司 Q4 扣非净利同降 37%至 6.6 亿元。

■ 天网构建、研发投入、科技驱动、切入供应链，公司综合物流之路再下一城。公司继续推进天网建设，全年新增购置飞机 9 架，目前公司自有飞机已达 50 架，计划未来 3 年自有飞机规模扩充到 80 架。公司持续保持较快的研发投入，2018 年公司研究人员同增 83%至 5139 人，研发投入金额同增 70%至 27.2 亿元，占比营收比例提升至 3.0%。预计公司连续大额的研发投入将在未来逐步起效，科技驱动公司降本增效并提升服务时效。2019 年 2 月公司完成 DHL 中国供应链业务收购，今年将正式切入供应链物流领域，公司综合物流业务版图再填一块。

■ 风险因素：宏观经济下行，电商网购需求放缓，竞争加剧，成本持续上涨。

■ 盈利预测、估值及投资评级。预计公司 2019 年仍将继续推进新业务发展，成本费用支出或将维持高位，随着成本投入放缓，盈利能力有望逐季度回升，我们调整公司 2019/20 年 EPS 预测为 1.07/1.32 元（原预测为 1.09/1.34 元），新增 2021 年预测 1.72 元，对应 PE 为 34/27/21 倍，维持“买入”评级。

顺丰控股 002352

评级	买入（维持）
当前价	35.99 元
目标价	- 元
总股本	4,418 百万股
流通股本	1,132 百万股
52 周最高/最低价	50.59/29.91 元
近 1 月绝对涨幅	2.83%
近 6 月绝对涨幅	-10.49%
近 12 月绝对涨幅	-29.27%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	71,094.30	90,942.69	112,721.59	136,125.45	158,979.13
营业收入增长率%	24%	28%	24%	21%	17%
净利润(百万元)	4,770.69	4,556.05	4,732.68	5,816.32	7,589.73
净利润增长率%	14%	-4%	4%	23%	30%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.12	1.03	1.07	1.32	1.72
PE	32	35	34	27	21
PB	4.9	4.3	3.9	3.5	3.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 3 月 15 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	71,094	90,943	112,722	136,125	158,979
营业成本	56,823	74,642	92,934	112,032	129,891
毛利率	20.07%	17.92%	17.55%	17.70%	18.30%
营业税金及附加	199	222	276	333	389
销售费用	1,357	1,826	2,142	2,450	2,703
营业费用率	1.91%	2.01%	1.90%	1.80%	1.70%
管理费用	6,701	8,414	10,258	12,387	14,308
管理费用率	9.43%	9.25%	9.10%	9.10%	9.00%
财务费用	155	287	269	269	269
财务费用率	0.22%	0.32%	0.24%	0.20%	0.17%
投资收益	1,157	1,166	457	502	502
营业利润	6,449	5,818	6,623	8,072	10,655
营业利润率	9.07%	6.40%	5.88%	5.93%	6.70%
营业外收入	128	148	138	138	138
营业外支出	75	99	87	87	87
利润总额	6,502	5,868	6,674	8,124	10,706
所得税	1,750	1,403	1,669	2,031	2,677
所得税率	26.92%	23.92%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	(19)	(92)	(61)	(75)	(98)
归属于母公司股东的净利润	4,771	4,556	5,067	6,167	8,128
净利率	6.71%	5.01%	4.50%	4.53%	5.11%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	17,318	16,131	16,908	20,419	23,847
存货	446	818	874	1,054	1,222
应收账款	5,813	7,374	9,102	11,054	12,879
其他流动资产	7,912	7,599	9,843	11,908	11,730
流动资产	31,490	31,922	36,728	44,434	49,678
固定资产	11,895	13,967	16,772	18,629	20,656
长期股权投资	605	2,203	2,201	2,198	2,194
无形资产	5,264	6,662	8,274	9,792	11,022
其他长期资产	8,407	16,861	20,026	23,025	24,191
非流动资产	26,171	39,693	47,273	53,644	58,063
资产总计	57,660	71,615	84,001	98,078	107,741
短期借款	4,619	8,585	11,353	15,779	14,923
应付账款	6,905	7,887	10,557	12,282	14,498
其他流动负债	10,020	9,897	11,569	13,389	14,942
流动负债	21,545	26,369	33,479	41,450	44,363
长期借款	2,345	998	1,998	2,798	2,498
其他长期负债	1,038	7,333	7,533	7,776	8,053
非流动性负债	3,383	8,331	9,531	10,575	10,551
负债合计	24,928	34,701	43,010	52,025	54,914
股本	4,411	4,419	4,419	4,419	4,419
资本公积	15,873	16,070	16,070	16,070	16,070
归属于母公司所有者权益合计	32,681	36,561	40,700	45,836	52,709
少数股东权益	52	353	292	217	118
负债股东权益总计	32,733	36,914	40,992	46,053	52,827

现金流量表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	6,502	5,868	6,674	8,124	10,706
少数股东损益	-1,750	-1,403	-1,669	-2,031	-2,677
折旧和摊销	3,055	3,509	4,306	5,277	6,347
营运资金的变化	-1,170	-2,133	279	-671	1,936
其他经营现金流	-529	-416	-49	-115	-61
经营现金流合计	6,108	5,425	9,541	10,584	16,252
资本支出	-5,643	-11,638	-10,500	-10,100	-9,300
投资收益	1,157	1,166	457	502	502
其他投资现金流	2,061	1,143	-1,313	-1,421	-1,366
投资现金流合计	-2,425	-9,329	-11,355	-11,018	-10,164
发行股票	7,920	141	0	0	0
负债变化	11,914	32,371	3,789	5,246	-1,135
股息支出	-970	-928	-928	-1,031	-1,256
其他融资现金流	-12,821	-28,611	-269	-269	-269
融资现金流合计	6,042	2,973	2,592	3,945	-2,660
现金及现金等价物净增加额	9,726	-931	777	3,511	3,428

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	23.68%	27.92%	23.95%	20.76%	16.79%
营业利润增长率	74.64%	-9.78%	13.84%	21.88%	31.99%
净利润增长率	14.12%	-4.50%	11.22%	21.71%	31.79%
毛利率	20.07%	17.92%	17.55%	17.70%	18.30%
EBITDA Margin	0.00%	0.00%	10.03%	10.10%	10.96%
净利率	6.71%	5.01%	4.50%	4.53%	5.11%
净资产收益率	14.60%	12.46%	12.45%	13.46%	15.42%
总资产收益率	8.27%	6.36%	6.03%	6.29%	7.54%
资产负债率	43.23%	48.45%	51.20%	53.04%	50.97%
所得税率	26.92%	23.92%	25.00%	25.00%	25.00%
股利支付率	20.34%	20.37%	20.35%	20.36%	20.36%

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。	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.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；在欧盟由CLSA (UK)分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买(400021) Nariman Point的Dalalal 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、35及36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) 071/10/2018。

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。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条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的内容。

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 2019 版权所有。保留一切权利。