

顺丰控股 (002352)

证券研究报告

2020年02月25日

19年业绩增长27%，看好市占率进一步扩大

事件

顺丰披露2019年业绩快报：公司实现营业总收入1121.93亿，同比增23.37%；实现归属上市公司股东净利润57.97亿，同比增27.24%；公司2019年扣非净利润42.08亿，同比增20.78%。

同时公司披露1月快递经营数据：业务量增长40.45%至5.66亿件，但受单价下滑21.23%至19.70元/票影响，公司1月实现营收111.50亿，同比增10.64%。另外1月公司供应链板块实现营收4.78亿。

四季度业绩增长略慢于去年前三季度。去年前三季度公司累计实现35.11亿扣非净利润，按照本次公司业绩快报披露的数字，去年Q4公司扣非净利润达6.97亿，单季度增长5.1%，受益于前三季度的高速增长，公司全年扣非净利润增速超过20%。我们认为公司去年四季度增速较为一般的主要原因来自于规模增长带来的成本投入，去年前三季度公司日均业务量大约1200万票，但随着业务量快速攀升，四季度则接近1800万票，此时公司与唯品会合作落地叠加双十一旺季，需求大幅增长提升对产能要求。

规模与收入趋势向好，下半年增速加快。2019是顺丰业务量与市占率快速修复的一年，公司全年实现快递业务量达48.41亿件，同比增长25.1%。逐月来看，公司19年3月增速仅7%，随着公司在5月推出针对大额发货客户的特惠专配，公司下半年的业务量增长开始逐月攀升，2019年12月的业务量增速升至55%，从而带动公司市占率从3月的7.2%提升至12月的8.7%。另外，根据公司去年高频数据，我们预计2019全年供应链收入在49-50亿之间。

一季度复工率较高预计将表现突出，2020年或将继续延续市占率提升。公司1月业务量增长40.45%，高增长依然来自于特惠件的带动，但低于去年12月的同比增速，主因为今年春节为1月底，与去年2月春节存在错峰效应，特惠件同样是公司单价下滑的主因，1月单价19.7元/票，较去年12月的19.3元/票平稳略增。

当前快递行业受到疫情影响较大，顺丰历年习惯以及直营体系，使得春节期间值班率高于同行，节后的复工情况也先于行业竞争对手，今年春节时间在1月，公司的1月数据也可侧面印证假期时的开工率。根据交通运输部，目前，中国邮政、顺丰和京东基本全部复工，其他的主要快递企业整体的复工率也达到66.7%。我们预计2月公司高复工率将为公司今年的客户挖掘奠定优势基础，成为市占率提升的新一起点，同时，2月及一季度增速将会显著超越行业，我们预计2月公司时效件占比将会高于去年全年水平，业务单价环比1月有所回升。

投资建议：由于公司资本开支及疫情演绎可能带来成本增加，我们将公司2019-2021年净利润预测从62.1、69.4、85.7亿调下调至58.0、66.1与78.3亿，但从长期角度，我们认为2020年顺丰的趋势依旧向好，2020年公司的市占率水平有望继续扩张，随着业务量增加，我们认为规模更大的运输设备等都将为规模效应的发挥提供助力，维持买入评级。

风险提示：市占率扩张低于预期；时效件需求低于预期；宏观经济大幅度波动

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	71,094.30	90,942.69	112,193.10	129,220.35	147,866.33
增长率(%)	23.68	27.92	23.37	15.18	14.43
EBITDA(百万元)	9,670.46	9,881.48	9,098.19	10,201.52	11,840.48
净利润(百万元)	4,770.69	4,556.05	5,796.98	6,609.97	7,825.45
增长率(%)	14.12	(4.50)	27.24	14.02	18.39
EPS(元/股)	1.08	1.03	1.31	1.50	1.77
市盈率(P/E)	42.53	44.53	35.00	30.70	25.93
市净率(P/B)	6.21	5.55	4.97	4.39	3.86
市销率(P/S)	2.85	2.23	1.81	1.57	1.37
EV/EBITDA	21.64	13.75	20.88	17.25	14.70

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/物流
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	45.96元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	4,414.59
流通A股股本(百万股)	4,345.69
A股总市值(百万元)	202,894.34
流通A股市值(百万元)	199,728.11
每股净资产(元)	9.00
资产负债率(%)	52.22
一年内最高/最低(元)	47.98/28.46

作者

黄盈 分析师
SAC执业证书编号：S1110518080007
huangying1@tfzq.com

姜明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516110002
jiangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《顺丰控股-季报点评:Q3扣非增长61.62%，四季度业务量将加速》2019-10-28
- 《顺丰控股-半年报点评:二季度业绩超预期，继续看好下半年表现》2019-08-28
- 《顺丰控股-公司深度研究:新业务打开广阔天地，供应链领域的种子选手》2019-07-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	17,318.34	16,131.12	22,438.62	32,305.09	36,966.58
应收票据及应收账款	5,813.33	7,373.84	6,655.42	4,085.13	8,205.24
预付账款	1,774.03	2,516.85	2,044.11	3,769.73	2,740.36
存货	446.36	818.05	517.95	1,117.44	656.88
其他	6,137.57	4,958.56	6,902.80	6,756.68	6,631.20
流动资产合计	31,489.62	31,798.42	38,558.91	48,034.08	55,200.27
长期股权投资	604.68	2,203.43	2,203.43	2,203.43	2,203.43
固定资产	11,894.96	13,966.70	15,867.76	16,669.54	16,798.74
在建工程	2,306.92	6,507.91	3,940.74	2,412.45	1,477.47
无形资产	5,434.70	7,247.31	6,803.92	6,360.53	5,917.14
其他	5,929.28	9,767.60	8,538.74	8,089.43	7,731.38
非流动资产合计	26,170.54	39,692.95	37,354.60	35,735.37	34,128.16
资产总计	57,660.16	71,614.57	75,954.58	83,824.20	89,401.43
短期借款	4,619.19	8,585.13	12,776.42	7,471.05	9,240.93
应付票据及应付账款	6,905.41	7,887.34	8,279.34	12,495.38	10,419.22
其他	10,020.00	9,896.88	10,103.51	12,950.62	11,360.06
流动负债合计	21,544.60	26,369.36	31,159.27	32,917.04	31,020.21
长期借款	2,345.24	998.29	700.00	700.00	985.22
应付债券	529.41	6,405.04	2,311.48	3,081.97	3,932.83
其他	508.28	927.95	622.16	686.13	745.41
非流动负债合计	3,382.93	8,331.27	3,633.64	4,468.10	5,663.46
负债合计	24,927.53	34,700.63	34,792.91	37,385.14	36,683.67
少数股东权益	51.81	352.93	298.41	234.05	158.29
股本	4,411.02	4,418.77	4,414.59	4,414.59	4,414.59
资本公积	15,872.95	16,069.62	16,069.62	16,069.62	16,069.62
留存收益	27,954.22	31,630.90	36,448.67	41,790.42	48,144.88
其他	(15,557.36)	(15,558.28)	(16,069.62)	(16,069.62)	(16,069.62)
股东权益合计	32,732.63	36,913.94	41,161.67	46,439.06	52,717.76
负债和股东权益总	57,660.16	71,614.57	75,954.58	83,824.20	89,401.43

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4,751.85	4,464.27	5,796.98	6,609.97	7,825.45
折旧摊销	3,055.05	3,509.22	1,169.50	1,249.91	1,299.16
财务费用	455.32	611.76	253.12	255.58	296.62
投资损失	(1,156.62)	(1,166.49)	(1,600.00)	(1,500.00)	(1,300.00)
营运资金变动	2,208.35	(632.85)	(110.22)	7,916.38	(5,326.87)
其它	(3,205.61)	(1,361.03)	(57.40)	(65.45)	(77.48)
经营活动现金流	6,108.33	5,424.89	5,451.98	14,466.40	2,716.89
资本支出	4,772.91	12,778.01	365.79	16.03	(9.28)
长期投资	(165.01)	1,598.75	0.00	0.00	0.00
其他	(7,032.84)	(23,705.34)	1,249.43	1,394.03	1,240.84
投资活动现金流	(2,424.95)	(9,328.58)	1,615.22	1,410.06	1,231.56
债权融资	10,281.55	16,261.68	17,246.96	12,759.68	15,238.63
股权融资	7,757.07	113.43	(768.64)	(255.58)	(296.62)
其他	(11,996.23)	(13,402.18)	(17,238.02)	(18,514.09)	(14,228.96)
筹资活动现金流	6,042.39	2,972.92	(759.70)	(6,009.99)	713.05
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	9,725.78	(930.77)	6,307.50	9,866.47	4,661.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	71,094.30	90,942.69	112,193.10	129,220.35	147,866.33
营业成本	56,823.11	74,642.18	91,909.49	105,964.94	120,575.00
营业税金及附加	199.19	222.30	336.58	387.66	443.60
营业费用	1,357.26	1,825.82	1,892.11	2,178.29	2,492.94
管理费用	6,750.95	8,414.15	10,252.72	11,796.42	13,471.94
研发费用	648.93	984.31	1,458.51	1,421.42	1,626.53
财务费用	155.42	286.75	253.12	255.58	296.62
资产减值损失	63.75	103.54	15.00	20.00	15.00
公允价值变动收益	(3.20)	(5.78)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,156.62	1,166.49	1,600.00	1,500.00	1,300.00
其他	(2,506.72)	(2,515.18)	(3,200.00)	(3,000.00)	(2,600.00)
营业利润	6,448.97	5,818.12	7,675.58	8,696.03	10,244.70
营业外收入	127.59	148.05	80.00	100.00	50.00
营业外支出	74.53	98.62	70.00	70.00	100.00
利润总额	6,502.04	5,867.55	7,685.58	8,726.03	10,194.70
所得税	1,750.19	1,403.28	1,945.99	2,181.51	2,446.73
净利润	4,751.85	4,464.27	5,739.59	6,544.52	7,747.97
少数股东损益	(18.84)	(91.78)	(57.40)	(65.45)	(77.48)
归属于母公司净利润	4,770.69	4,556.05	5,796.98	6,609.97	7,825.45
每股收益(元)	1.08	1.03	1.31	1.50	1.77

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	23.68%	27.92%	23.37%	15.18%	14.43%
营业利润	74.64%	-9.78%	31.93%	13.29%	17.81%
归属于母公司净利润	14.12%	-4.50%	27.24%	14.02%	18.39%
获利能力					
毛利率	20.07%	17.92%	18.08%	18.00%	18.46%
净利率	6.71%	5.01%	5.17%	5.12%	5.29%
ROE	14.60%	12.46%	14.19%	14.31%	14.89%
ROIC	23.64%	23.44%	21.35%	24.01%	41.46%
偿债能力					
资产负债率	43.23%	48.45%	45.81%	44.60%	41.03%
净负债率	-21.50%	0.35%	-12.61%	-42.09%	-41.22%
流动比率	1.46	1.21	1.24	1.46	1.78
速动比率	1.44	1.18	1.22	1.43	1.76
营运能力					
应收账款周转率	13.70	13.79	15.99	24.06	24.06
存货周转率	168.80	143.85	167.95	158.03	166.67
总资产周转率	1.40	1.41	1.52	1.62	1.71
每股指标(元)					
每股收益	1.08	1.03	1.31	1.50	1.77
每股经营现金流	1.38	1.23	1.23	3.28	0.62
每股净资产	7.40	8.28	9.26	10.47	11.91
估值比率					
市盈率	42.53	44.53	35.00	30.70	25.93
市净率	6.21	5.55	4.97	4.39	3.86
EV/EBITDA	21.64	13.75	20.88	17.25	14.70
EV/EBIT	29.67	19.71	23.96	19.66	16.52

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标的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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com