

强烈推荐-A (维持)

顺丰控股 002352.SZ

目标估值: 54 元  
当前股价: 45.96 元  
2020 年 02 月 25 日

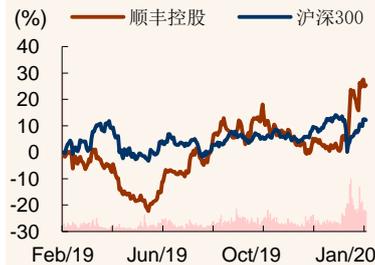
1月单量快速增长，直营快递凸显强大实力

基础数据

上证综指	3031
总股本(万股)	441459
已上市流通股(万股)	434569
总市值(亿元)	2029
流通市值(亿元)	1997
每股净资产(MRQ)	9.0
ROE(TTM)	14.8
资产负债率	52.2%
主要股东	深圳明德控股发展有
主要股东持股比例	61.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	17	25
相对表现	16	9	8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《顺丰控股(002352)一逆向而行,方显快递一哥本色》2020-02-07
- 2、《顺丰控股(002352)一特惠专配下沉成功,驱动利润快速增长》2019-10-27
- 3、《顺丰控股(002352)一表现是业务量增速,内核是干线物流产品》2019-10-14

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn  
S1090519010004

研究助理

肖欣晨

021-68407569

xiaoxinchen@cmschina.com.cn

虽然 19 年利润略低于预期,但我们判断 20 年顺丰业务量将延续高增长。直营体系+强大航空资源凸显强大实力,顺丰有望在未来 3-5 年内成长为绝对的综合物流龙头。预计 19-21 年归母净利润为 58/69/78 亿元,对应当前股价 PE 为 35/29.6/26.1x,给予目标价 54 元,维持“强烈推荐-A”投资评级。

- 公司发布 19 年业绩快报: 2019 年顺丰预计实现营收 1121.93 亿元,同比增长 23.37%;归母净利润 57.97 亿元,同比增长 27.24%;扣非归母净利润 42.08 亿元,同比增长 20.78%。
- 受益于特惠件快速增长,顺丰 19 年 Q4 单量增速达 49%,20 年 1 月快递单量增速超 40%。19 年 5 月公司推出“特惠专配”,驱动单量增速快速提升,市场下沉非常成功。据公告,顺丰 1 月业务量达 5.66 亿票,同比+40.5%,如按全行业 40 亿票测算,市占率将提升至 14%。顺丰和唯品会已经签订新的二年半合同,唯品会承诺全年 6.4 亿单。预计顺丰在 20 年仍将大力拓展电商件,2 月份单量增速有望超 50%。
- 19 年 Q4 增加产能投入,营业成本上行,导致全年利润略低于预期。通过业绩快报测算,预计 Q4 实现营收 334.23 亿元,同比+30.69%;归母净利润 14.86 亿元,同比-2.75%;扣非净利润 6.97 亿元,同比+5.13%。由于公司在“双十一”期间加速产能扩张,成本有所上行,Q4 业绩增速明显低于 19 年前三季度。但是,随着公司单量持续高速增长,规模效应将继续显现,预计未来营业成本将得到控制。
- 在疫情爆发的特殊时期,具备直营体系和充足航空资源的顺丰,更具抗风险能力,也更有实力抓住机遇。顺丰在春节期间明确提出“全年无休”,在加盟制快递无法全面复工的情况下,顺丰拥有对末端高度的管控能力。今年春节顺丰+京东物流+邮政预计占 90%市场份额,其中顺丰将占 40%。截至 2 月 21 日中午,顺丰航空直飞武汉航班量累计执行航班 117 个,运输防疫物资 3038 吨。同时,顺丰全网合计运输至湖北的包裹已达 7560 万件。
- 风险提示: 新业务发展不及预期、疫情扩散超预期、宏观经济下滑

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	71094	90943	112189	135598	160935
同比增长	24%	28%	23%	21%	19%
营业利润(百万元)	6449	5818	7409	9032	10321
同比增长	75%	-10%	27%	22%	14%
净利润(百万元)	4771	4556	5794	6860	7779
同比增长	14%	-4%	27%	18%	13%
每股收益(元)	1.08	1.03	1.31	1.55	1.76
PE	42.5	44.6	35.0	29.6	26.1
PB	6.2	5.6	4.8	4.2	3.8

资料来源: 公司数据、招商证券

### 正文目录

1. 事件 .....	3
2. 点评 .....	3
3. 投资建议 .....	3
4. 风险提示 .....	3

### 图表目录

图 1: 顺丰控股历史 PE Band .....	4
图 2: 顺丰控股历史 PB Band .....	4
附: 财务预测表 .....	5

## 1. 事件

**公司发布 19 年业绩快报:** 2019 年顺丰预计实现营业总收入 1121.93 亿元, 同比增长 23.37%; 归母净利润 57.97 亿元, 同比增长 27.24%; 扣非归母净利润 42.08 亿元, 同比增长 20.78%。

## 2. 点评

受益于特惠件快速增长, 顺丰 19 年 Q4 单量增速达 49%。20 年 1 月快递单量增速超 40%, 全面承接唯品会业务将推动 2 月单量增速持续走高。19 年 5 月公司推出“特惠专配”, 驱动单量增速快速提升至 49% (Q4 数据), 市场下沉非常成功。据公司公告, 顺丰 1 月业务量达 5.66 亿票, 同比增加 40.45%, 如按全行业 40 亿票测算 (基于邮政局快递发展指数报告), 顺丰市占率将提升至 14%。据物流一图, 顺丰和唯品会已经签订新的二年半合同, 唯品会承诺全年 6.4 亿单。预计顺丰在 2020 年仍将大力拓展电商件, 2 月份单量增速有望超 50%。

19 年 Q4 增加产能投入, 营业成本上行, 导致全年利润略低于预期。通过业绩快报测算, 预计 Q4 实现营业收入 334.23 亿元, 同比增加 30.69%; 归母净利润 14.86 亿元, 同比减少 2.75%; 扣非归母净利润 6.97 亿元, 同比增加 5.13%。由于公司在“双十一”期间加速产能扩张, 营业成本有所上行, Q4 业绩增速明显低于 19 年前三季度。但是, 随着公司单量持续高速增长, 规模效应将继续显现, 预计未来营业成本将得到控制。

在疫情爆发的特殊时期, 具备直营体系和充足航空资源的顺丰, 更具抗风险能力, 也更有实力抓住机遇。相较于同业, 顺丰在春节期间, 明确提出“全年无休”的寄递服务, 在各大加盟制快递企业无法全面复工的情况下, 顺丰拥有对末端高度的管控能力、强大的业务保障能力。据物流一图, 今年春节顺丰+京东物流+邮政大概率仍将占 90% 左右市场份额, 其中顺丰将占 40%。截至 2 月 21 日中午, 顺丰航空直飞武汉航班量累计执行航班 117 个, 运输防疫物资 3038 吨。同时, 顺丰全网合计运输至湖北的包裹已达 7560 万件, 为前线医疗物资和生活物资的运输提供物流保障。

## 3. 投资建议

虽然 19 年利润略低于预期, 但我们判断 2020 年顺丰业务量将延续高增长。直营体系+强大的航空资源使其在疫情爆发时期显示出强大实力, 顺丰有望在未来 3-5 年内成长为绝对的综合物流龙头。基于 19 年业绩快报, 我们下调 19 年盈利预测; 基于顺丰单量快速增长, 小幅上调 20/21 年盈利预测。预计 19-21 年归母净利润为 58/69/78 亿元, 对应当前股价 PE 为 35/29.6/26.1x, 给予目标价 54 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

## 4. 风险提示

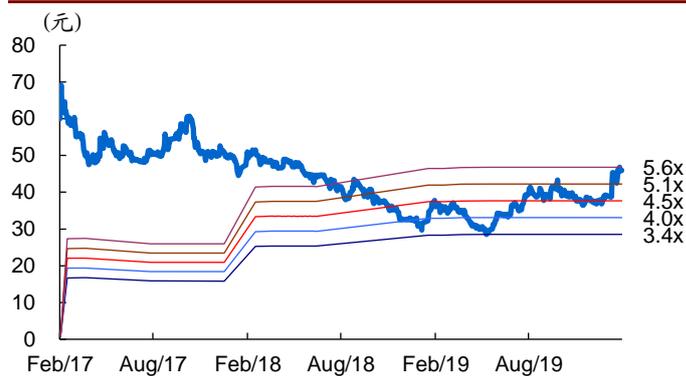
新业务发展不及预期、疫情扩散超预期、宏观经济下滑

图 1: 顺丰控股历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 顺丰控股历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	31490	31922	42119	46563	54383
现金	17318	16131	16400	16020	18607
交易性投资	18	14	2526	2526	2526
应收票据	9	21	34	41	48
应收款项	5804	7353	10097	12204	14484
其它应收款	1609	1398	2244	2712	3219
存货	446	818	1003	1208	1433
其他	6285	6186	9816	11853	14065
<b>非流动资产</b>	26171	39693	50411	52120	54644
长期股权投资	605	2203	2228	2228	2228
固定资产	11895	13967	17134	18536	19643
无形资产	5264	6662	9896	9946	10018
其他	8407	16861	21154	21410	22756
<b>资产总计</b>	<b>57660</b>	<b>71615</b>	<b>92530</b>	<b>98683</b>	<b>109027</b>
<b>流动负债</b>	21545	26369	33455	29935	33589
短期借款	4619	8585	12456	5000	5000
应付账款	6905	7887	9667	11648	13818
预收账款	368	468	573	691	819
其他	9652	9429	10759	12597	13952
<b>长期负债</b>	3383	8331	16402	20402	21402
长期借款	2345	998	8598	12598	13598
其他	1038	7333	7804	7804	7804
<b>负债合计</b>	<b>24928</b>	<b>34701</b>	<b>49857</b>	<b>50337</b>	<b>54991</b>
股本	4411	4419	4415	4415	4415
资本公积金	15873	15869	16789	16789	16789
留存收益	12397	16274	21140	26841	32561
少数股东权益	52	353	330	303	272
归属于母公司所有者权益	32681	36561	42343	48044	53765
<b>负债及权益合计</b>	<b>57660</b>	<b>71615</b>	<b>92530</b>	<b>98683</b>	<b>109027</b>

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	6108	5425	4232	9401	10791
净利润	4771	4556	5794	6860	7779
折旧摊销	3055	3509	3928	4911	5176
财务费用	155	287	559	540	840
投资收益	(1157)	(1166)	(1482)	(1394)	(1394)
营运资金变动	(809)	(1667)	(4329)	(1488)	(1578)
其它	93	(93)	(239)	(27)	(31)
<b>投资活动现金流</b>	(2425)	(9329)	(15460)	(5226)	(6306)
资本支出	(5643)	(11638)	(10200)	(6300)	(7000)
其他投资	3218	2310	(5260)	1074	694
<b>筹资活动现金流</b>	6042	2973	11498	(4555)	(1898)
借款变动	(1305)	(1148)	11598	(2856)	1000
普通股增加	227	8	(4)	0	0
资本公积增加	7636	(4)	920	0	0
股利分配	(843)	(1525)	(928)	(1159)	(2058)
其他	326	5642	(88)	(540)	(840)
<b>现金净增加额</b>	<b>9726</b>	<b>(931)</b>	<b>269</b>	<b>(380)</b>	<b>2587</b>

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	71094	90943	112189	135598	160935
营业成本	56823	74642	91479	110228	130764
营业税金及附加	199	222	274	331	393
营业费用	1357	1826	2356	2848	3380
管理费用	7350	8414	10380	12546	14890
研发费用	0	984	1214	1468	1742
财务费用	155	287	559	540	840
资产减值损失	64	104	0	0	0
公允价值变动收益	(3)	(6)	(6)	(6)	(6)
投资收益	1307	1360	1488	1400	1400
<b>营业利润</b>	6449	5818	7409	9032	10321
营业外收入	128	148	118	118	118
营业外支出	75	99	99	99	99
<b>利润总额</b>	6502	5868	7428	9052	10340
所得税	1750	1403	1657	2219	2593
<b>净利润</b>	4752	4464	5771	6833	7748
少数股东损益	(19)	(92)	(23)	(27)	(31)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4771</b>	<b>4556</b>	<b>5794</b>	<b>6860</b>	<b>7779</b>

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	24%	28%	23%	21%	19%
营业利润	75%	-10%	27%	22%	14%
净利润	14%	-4%	27%	18%	13%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.1%	17.9%	18.5%	18.7%	18.7%
净利率	6.7%	5.0%	5.2%	5.1%	4.8%
ROE	14.6%	12.5%	13.7%	14.3%	14.5%
ROIC	10.3%	9.0%	9.0%	10.2%	10.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.2%	48.5%	53.9%	51.0%	50.4%
净负债比率	16.9%	13.8%	23.2%	18.8%	18.0%
流动比率	1.5	1.2	1.3	1.6	1.6
速动比率	1.4	1.2	1.2	1.5	1.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.2	1.3	1.2	1.4	1.5
存货周转率	134.9	118.1	100.5	99.7	99.0
应收帐款周转率	13.7	13.8	12.8	12.1	12.0
应付帐款周转率	9.3	10.1	10.4	10.3	10.3
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	1.08	1.03	1.31	1.55	1.76
每股经营现金	1.38	1.23	0.96	2.13	2.44
每股净资产	7.41	8.27	9.59	10.88	12.18
每股股利	0.22	0.21	0.26	0.47	0.53
<b>估值比率</b>					
PE	42.5	44.6	35.0	29.6	26.1
PB	6.2	5.6	4.8	4.2	3.8
EV/EBITDA	26.3	27.2	19.9	16.3	14.5

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**苏宝亮：**清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

**肖欣晨：**澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业研究助理。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。