

“时效+特惠”高增长，综合物流更上新台阶

顺丰控股（002352.SZ）半年报点评

核心结论

事件：公司发布2020年半年报，实现营业收入711.3亿元（YoY+42.1%），扣非后归母净利润34.4亿元（YoY+47.8%），业绩超预期。

“时效+特惠”双剑合璧带动件量高增长。20H1公司业务件量36.6亿票，同比增长81.3%，远高于22.1%的行业增速，市占率提升3.5个百分点至10.8%，已超越申通。其中1)时效件重回高增长，收入319.6亿元（不含税），同比增长19.4%；2)经济件（特惠件）持续放量，收入201.8亿元（不含税），同比增长76.1%，占比提升导致快递单票收入同比下降22.1%至18.4元。

新业务实现快速扩张。20H1公司新业务占比提升至26.69%。其中国际业务营收同增141.7%，成为其增速最高的业务；快运业务的双品牌“顺丰快运”和“顺心捷达”定位互补效应持续增效，营收同增51.3%，规模已升至行业龙头；同城、供应链、冷运业务营收分别同增61.1%、60.5%、37.8%。

成本持续优化，盈利能力逐步增强。公司20H1毛利率18.65%（YoY-1.17pct），单票毛利2.77元（YoY-29.92%），为近几年新低，主要系公司特惠电商件放量以及低毛利新业务扩张所致；但规模效应和成本管控下，公司20Q2毛利率21.01%，环比提升5.01个百分点。20H1净利率5.09%，其中净利率20Q2达到7.42%，达到近三年季度新高。上半年公司单票净利0.94元（YoY-18.81%），降幅较单票收入和单票毛利收窄。

投资建议：疫情凸显公司直营竞争优势，短期速运物流业务高增长，成本费用端仍有提升空间，业绩有望逐季改善。中长期来看，20年鄂州机场将基本建成，将助力顺丰物流体系国际化，护城河进一步夯实。考虑疫情催化，我们上调公司20~22年归母净利23.2/12.5/15.6pct至75.0/95.6/122.2亿元，对应市盈率分别为48.4/38.0/29.7倍，维持“增持”评级。

风险提示：1) 宏观经济下滑；2) 行业竞争加剧；3) 新业务不达预期等。

核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	90,943	112,193	151,696	185,948	220,933
增长率	27.9%	23.4%	35.2%	22.6%	18.8%
归母净利润（百万元）	4,556	5,797	7,502	9,556	12,218
增长率	-4.5%	27.2%	29.4%	27.4%	27.9%
每股收益（EPS）	1.00	1.27	1.65	2.10	2.68
市盈率（P/E）	79.6	62.6	48.4	38.0	29.7
市净率（P/B）	9.6	8.3	7.2	6.2	5.3

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级	增持
股票代码	002352
前次评级	增持
评级变动	维持
当前价格	79.62

近一年股价走势



分析师

雒雅梅 S0800518080002
 021-38584234
 luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人

吴岑
 021-38584234
 wucen@research.xbmail.com.cn

相关研究

顺丰控股：市场份额显著提升，扣非净利同比持平—顺丰控股（002352.SZ）2020年一季报点评 2020-04-24
 顺丰控股：砥砺前行，份额扩张—顺丰控股（002352.SZ）2019年业绩点评 2020-03-25
 顺丰控股：疫情期间份额逆势扩张，直营快递体系优势凸显—顺丰控股（002352.SZ）业绩快报点评 2020-02-26

索引

内容目录

经济件收入高速增长，综合业务协同发展	3
成本管控持续优化，盈利能力逐步增强	5
传统业务释放规模效益，物流业务提质增效助力业绩	5
投资建议	6

图表目录

图 1：20H1 公司营业收入同比上升 42.05%	4
图 2：20H1 公司扣非净利同比上升 47.82%	4
图 3：公司收入结构多元化（亿元）	4
图 4：20Q2 公司毛利率、净利率环比改善	5
图 5：20H1 公司费用率不断优化	5
表 1：公司快递业务收入构成	4
表 2：公司成本结构不断优化	5

经济件收入高速增长，综合业务协同发展

公司发布 2020 年半年报，公司实现营业收入 711.29 亿元 (YoY +42.05%)，扣非后归母净利润 34.45 亿元 (YoY +47.82%)，其中 2020 年 Q1、Q2 分别实现营业收入 335.41 亿元 (YoY +39.59%) 和 375.88 亿元 (YoY +44.31%)，扣非后归母净利润分别为 8.32 亿元 (YoY -0.48%) 和 26.13 亿元 (YoY +74.85%)，公司 20 年上半年业绩高增主要系线上消费需求释放以及公司面向中高端快递市场优秀产品的战略所致，整体业绩超市场预期。

“时效+特惠”双剑合璧带动件量高速增长。2020 年上半年，公司速运物流业务件量 36.55 亿票，同比增长 81.27%，持续保持高速增长，远高于 22.1% 的行业增长率，市占率亦提升 3.53 个百分点至 10.79%，已超越申通。具体来看：1) 时效件延续企稳回升。公司时效件业务收入 319.62 亿元 (不含税)，同比增长 19.42%，疫情催化加速电商渗透下，高端消费线上化趋势开始显现，品牌、高效、安全的顺丰成为高端电商客群的更多选择；2) 经济件持续放量。公司经济件业务收入 201.83 亿元 (不含税)，同比增长 76.12%，19 年 5 月公司针对电商市场与客户推出特惠专配产品，通过差异化的客户引入政策，带动了相关产品收入规模与市占率的迅速提升，在平衡性价比和服务质量的基础之上，进一步提升和释放了规模效益。

新业务实现快速扩张。2020 年上半年，顺丰新业务占比提升至 26.69%。其中：1) 国际业务实现营收 29.05 亿元 (不含税)，同比增长高达 141.71%，成为其增速最高的业务；2) 顺丰同城拓宽行业配送领域，实现营收 12.65 亿元 (不含税)，同比增长超过 61.06%；3) 供应链业务伴随复工复产从深度和广度上迅速发展，同增 60.46% 至 29.57 亿元 (不含税)，DHL 新业务上线增速远远领先行业水平，客户满意度持续提升；4) 快运业务的双品牌“顺丰快运”和“顺心捷达”定位互补效应持续增效，实现营收 76.74 亿元 (不含税)，同比增长 51.30%；5) 冷运及医药业务在疫情期间加速和厂商合作拓展市场，收入 32.41 亿元 (不含税)，同比增长 37.78%；顺丰控股的业务模式多样，战略布局领先，在疫情的考验下，营收端口体现了成熟的运营管理和抗风险能力，自身的核心竞争力和龙头地位凸显。

单票毛利有所下降。公司 2020 年上半年快递单票收入 18.39 元 (YoY -22.14%)；单票毛利 2.77 元 (YoY -29.92%)，为近几年新低，主要系公司特惠电商件放量以及低毛利新业务扩张所致；单票净利 0.94 元 (YoY -18.81%)，降幅较单票收入和单票毛利收窄。公司特惠件提量导致派送成本会有所提高，但公司不断持续地投入核心基础设施，人均收派效能以及中转、干线等产能效率中享受规模效应中的红利。

图 1: 20H1 公司营业收入同比上升 42.05%



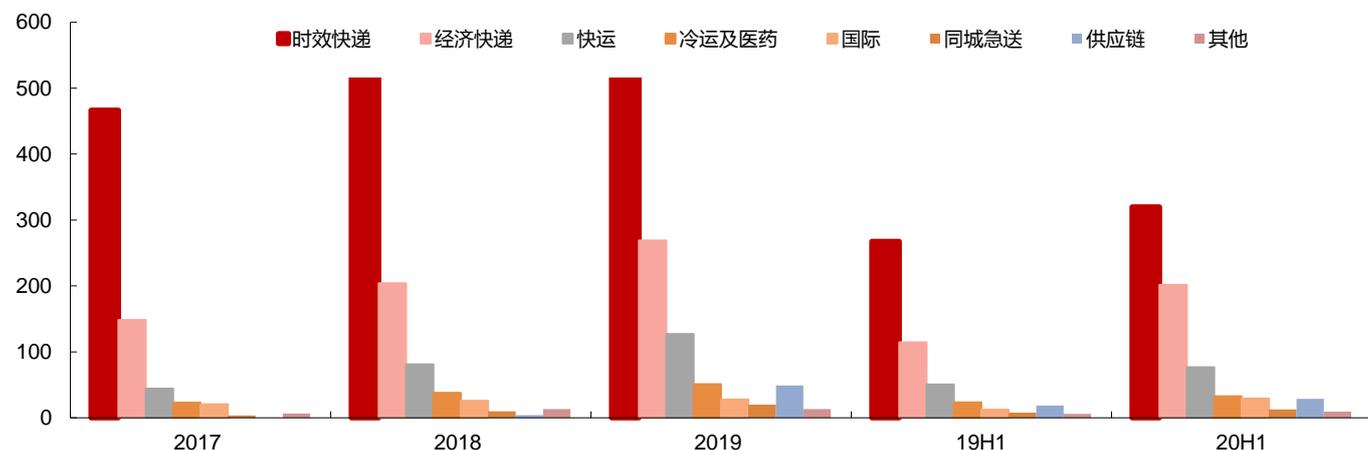
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 2: 20H1 公司扣非净利同比上升 47.82%



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 3: 公司收入结构多元化 (亿元)



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

表 1: 公司快递业务收入构成

顺丰控股	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	19H1	20H1
快递业务收入 (亿元)	269.64	380.23	469.35	571.41	706.09	896.77	1,109.01	476.37	672.31
快递业务成本 (亿元)	202.24	314.40	375.84	459.68	565.07	736.76	916.17	396.76	571.21
快递业务毛利 (亿元)	67.40	65.83	93.50	111.74	141.02	160.01	192.84	79.61	101.10
快递业务毛利率	25.00%	17.31%	19.92%	19.55%	19.97%	17.84%	17.39%	16.71%	15.04%
快递单量 (亿件)	10.97	16.10	19.69	25.80	30.52	38.69	48.31	20.17	36.55
单票价格 (元)	24.58	23.61	23.83	22.15	23.14	23.18	22.96	23.62	18.39
单票价格 -YoY		-3.92%	0.93%	-7.07%	4.46%	0.19%	-0.96%	4.1%	-22.14%
单票毛利 (元)	6.14	4.09	4.75	4.33	4.62	4.14	3.99	3.95	2.77
单票毛利 - YoY		-33.45%	16.14%	-8.79%	6.69%	-10.49%	-3.48%	-7.69%	-29.92%
单票净利 (元)	1.72	0.57	0.82	1.02	1.21	0.90	0.87	1.16	0.94
单票净利 - YoY		-66.82%	44.22%	24.28%	18.43%	-25.78%	-3.28%	2.70%	-18.41%

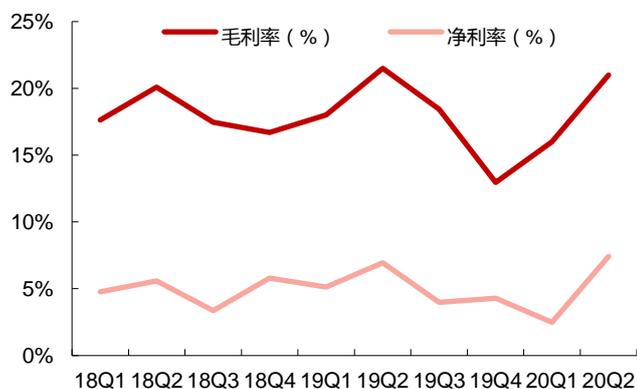
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

成本管控持续优化，盈利能力逐步增强

成本管控持续优化。公司2020年上半年毛利率18.65%，较去年同期下降了1.17个百分点，但20Q2毛利率21.01%，环比提升5.01个百分点，较去年同期仅下降0.49个百分点，可见公司在增收的同时，成本管控做到了有的放矢。公司2020年上半年成本655.15亿元，同比增长41.2%，其中外包成本占比总体提升了6.4个百分点，运输成本占比下降了0.5个百分点，在一定程度上反映了公司特惠专配、快运、供应链业务结构占比变化，公司对人员配置、物流产能效率不断优化的体现。

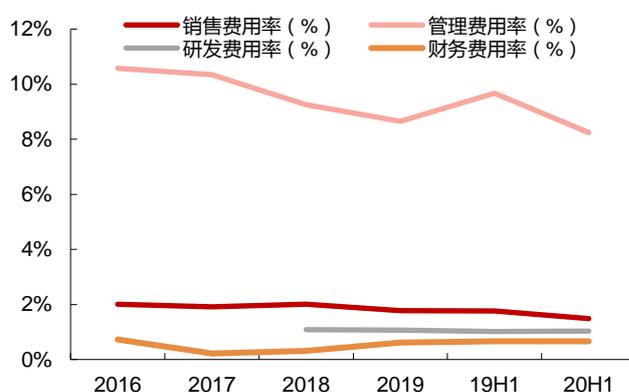
盈利能力逐步增强。公司2020年上半年净利率5.09%，基本与去年持平。受相关成本与费用的双向改善，净利率20Q2达到7.42%，达到近三年季度新高。由于相关快递供应链业务量的扩大以及科技研发投入的增加，公司20年上半年销售费用率、管理费用率分别为1.49%、8.24%、1.03%较同期分别下降0.28、1.43pct，再次体现了顺丰科技赋能，效率提升带动规模效益溢出。

图4：20Q2公司毛利率、净利率环比改善



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图5：20H1公司费用率不断优化



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表2：公司成本结构不断优化

顺丰控股	19H1 (亿元)	20H1 (亿元)	同比 (%)	19H1 (%)	20H1 (%)
外包成本	225.16	360.01	59.9%	48.5%	55.0%
职工薪酬	101.88	122.86	20.6%	22.0%	18.8%
运输成本	45.92	61.27	33.4%	9.9%	9.4%
办公及租赁费	33.71	38.14	13.1%	7.3%	5.8%
折旧费及摊销费用	21.14	26.00	23.0%	4.6%	4.0%
物资及材料费用	18.22	21.83	19.8%	3.9%	3.3%
其他	17.88	25.03	40.0%	3.9%	3.8%
合计	463.91	655.15	41.2%	100.0%	100.0%

资料来源：公司公告，公司西部证券研发中心

传统业务释放规模效益，物流业务提质增效助力业绩

主动市场战略下坚持客户优先。公司坚持客户优先战略，加大研发投入，实现针对客户的精准化营销方案，使用月结客户和散单客户的协同发展。截至报告期末，公司月结客户收入同比增长超过50%，个人客户寄件收入同比增长23.7%，寄件人数突破1.55亿人次 (YoY +9.0%)，公

司持续有效提升了客户粘性，保障了客户及收入有质量的、稳定健康的增长。

DHL 供应链模式加速迭代升级。顺丰继续针对 DHL 供应链模式进行数字化转型及新业务开拓，利用科技赋能与网络协同，持续性为客户提供科技解决方案的能力。新夏晖供应链项目已经在全国 23 个核心城市拥有 38 个高效周转的物流中心和千余条运输线路。顺丰 DHL 上半年新业务和收入取得同比两位数的增速，领先行业水平，保障了公司供应链业务的持续高速增长。

跨境合作业务覆盖面持续扩大。公司开拓包括国际货运航线 18 条，半年运量合计超过 4 万吨。此外，顺丰积极的与跨境电商公司开展合作，陆续开拓意大利等 7 个国家的业务合作。公司中标的全球电商平台项目，预计下半年上线。整体来看，顺丰逐步形成了具有顺丰特色的国际业务模式，未来或继续积极拓展加盟及代理网点，将业务覆盖至更多的国家和地区。

鄂州机场世界核心货运枢纽，助力顺丰国际化。鄂州机场定位为我国货运枢纽机场，是亚洲第一个，世界第四个货运枢纽机场。2020 年基本建成，机场建成后，预计 2025 年货邮吞吐量 245 万吨、旅客吞吐量 100 万人次。顺丰将以该枢纽为中心，全面打造覆盖全国、辐射全球的航路航线，对扩大时效产品覆盖能力、提升产品时效、构建高端综合物流服务能力、降低航空网络运行成本形成良好的底盘支撑。

投资建议

疫情凸显公司直营竞争优势，短期“时效+特惠”双剑合璧，速运物流业务高增长，成本费用端仍有提升空间，业绩有望逐季改善。中长期来看，公司在重货、冷链、同城、供应链等物流业务均有布局，作为综合物流网络供应商的核心竞争力不断提升。2020 年鄂州机场基本建成，将助力顺丰物流体系国际化，其高效的运营效率有望释放规模效应，进一步提升其盈利能力。考虑疫情催化，我们上调公司 2020 年~2022 年归母净利 23.2/12.5/15.6pct 至 75.0/95.6/122.2 亿元，EPS 分别为 1.65/2.10/2.68 元，对应市盈率分别为 48.4/38.0/29.7 倍，维持“增持”评级。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	16,131	18,521	20,457	20,742	24,091	营业收入	90,943	112,193	151,696	185,948	220,933
应收款项	11,289	16,844	20,328	25,070	30,355	营业成本	74,642	92,650	123,722	151,320	178,643
存货净额	818	882	1,168	1,509	1,723	营业税金及附加	222	280	391	466	558
其他流动资产	3,684	6,650	4,954	5,096	5,567	销售费用	1,826	1,997	2,881	3,525	4,105
流动资产合计	31,922	42,897	46,908	52,417	61,736	管理费用	9,398	10,893	15,363	18,700	22,014
固定资产及在建工程	20,475	22,020	27,745	34,061	40,436	财务费用	287	683	1,005	1,001	1,116
长期股权投资	2,203	2,222	1,677	2,034	1,977	其他费用/(-收入)	(1,251)	(1,717)	(1,453)	(1,383)	(1,288)
无形资产	7,247	10,591	11,849	13,612	15,488	营业利润	5,818	7,409	9,787	12,318	15,785
其他非流动资产	9,768	14,806	10,451	11,774	12,344	营业外净收支	49	18	40	36	31
非流动资产合计	39,693	49,638	51,721	61,481	70,245	利润总额	5,868	7,426	9,827	12,354	15,817
资产总计	71,615	92,535	98,629	113,898	131,981	所得税费用	1,403	1,802	2,460	3,015	3,885
短期借款	8,585	6,053	6,419	7,019	6,497	净利润	4,464	5,625	7,367	9,339	11,931
应付款项	12,235	19,200	25,539	27,956	34,140	少数股东损益	(92)	(172)	(135)	(216)	(286)
其他流动负债	5,549	5,728	3,759	5,012	4,833	归属于母公司净利润	4,556	5,797	7,502	9,556	12,218
流动负债合计	26,369	30,982	35,718	39,987	45,471	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款及应付债券	7,630	17,342	13,185	16,557	19,532	盈利能力					
其他长期负债	702	1,718	912	1,110	1,246	ROE	13.2%	14.7%	16.4%	18.1%	19.9%
长期负债合计	8,331	19,060	14,096	17,667	20,779	毛利率	17.9%	17.4%	18.4%	18.6%	19.1%
负债合计	34,701	50,042	49,814	57,654	66,250	营业利润率	6.4%	6.6%	6.5%	6.6%	7.1%
股本	4,419	4,415	4,415	4,415	4,415	销售净利率	4.9%	5.0%	4.9%	5.0%	5.4%
股东权益	36,914	42,494	48,815	56,243	65,731	成长能力					
负债和股东权益总计	71,615	92,535	98,629	113,898	131,981	营业收入增长率	27.9%	23.4%	35.2%	22.6%	18.8%
						营业利润增长率	-9.8%	27.3%	32.1%	25.9%	28.1%
						归母净利润增长率	-4.5%	27.2%	29.4%	27.4%	27.9%
						偿债能力					
						资产负债率	48.5%	54.1%	50.5%	50.6%	50.2%
						流动比	1.21	1.31	1.31	1.31	1.36
						速动比	1.18	1.36	1.28	1.27	1.32
						每股指标与估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
						每股指标					
						EPS	1.00	1.27	1.65	2.10	2.68
						BVPS	8.02	9.31	10.73	12.40	14.55
						估值					
						P/E	79.6	62.6	48.4	38.0	29.7
						P/B	9.6	8.3	7.2	6.2	5.3
						P/S	4.0	3.2	2.4	2.0	1.6

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他方式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。