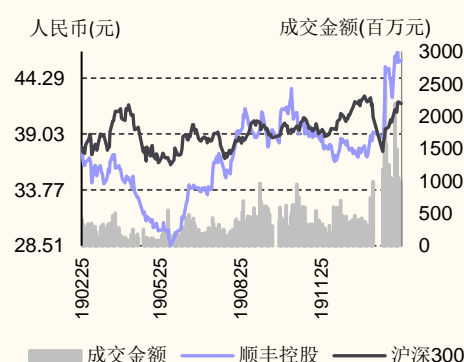


市场价格 (人民币): 45.96 元
 目标价格 (人民币): 52.00-52.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	44.15
已上市流通 A 股(亿股)	43.46
总市值(亿元)	2,028.94
年内股价最高最低(元)	46.79/38.66
沪深 300 指数	4133
中小板综	11020



相关报告

- 1.《消费价值链从渠道至品牌,公司转型综合物流服务商拐点已至-顺丰...》, 2019.0.20
- 2.《寻找顺丰下一个十年增长引擎-顺丰控股公司深度》, 2019.8.27
- 3.《短期的业绩压力,长期的战略决心-顺丰控股业绩快报点评》, 2019.2.27

徐君

联系人
 xu_jun@gjzq.com.cn

孙春旭

分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
 sunchunxu@gjzq.com.cn

消费升级与科技创新背后的卖水人

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.082	1.031	1.318	1.590	1.866
每股净资产(元)	7.41	8.27	9.07	10.02	11.14
每股经营性现金流(元)	1.38	1.21	1.83	2.60	3.30
市盈率(倍)	46.56	31.76	29.64	24.57	20.94
净利润增长率(%)	14.12%	-4.50%	27.81%	20.66%	17.33%
净资产收益率(%)	14.60%	12.46%	14.53%	15.87%	16.74%
总股本(百万股)	4,411.02	4,418.77	4,418.77	4,418.77	4,418.77

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布 2019 年业绩快报。19 年全年营收为 1121.93 亿元, 同增 23.37%; 归母净利 57.97 亿元, 同增 27.24%。19Q4 营收 334.23 亿元, 同增 31%; 归母净利润 14.86 亿元, 同减 3%。业绩表现符合预期。

经营分析

- 电商件贡献 Q4 主要业务增量, 临时成本投入较多影响利润表现。Q4 季度公司营收和业务量增速分别为 31%/51.6%, 环比增速较 Q3 小幅放缓。观察 19Q1-Q3 和 Q3 单季度毛利率分别为 19.3%和 18.4%, 同比分别+0.9pct 和 1.0pct, 预计系特惠产品带动产能利用率提升所致。电商旺季叠加此前产能利用率爬升致使 Q4 投入较多临时成本, 影响 Q4 当期利润表现。
- 电商 2.0 时代, 快递网络稳定性将重新被品牌商价值重估。直营制的经营模式和机队资源, 使得公司具备更好的全网执行力和运营稳定性, 有望承接更多件量。根据国金数据中心对互联网流量的监测数据与模型预测, 2 月前两周顺丰微信公众号下单量已达去年同期的 91%; 2 月前两周通过菜鸟网络下单量环比增速分别为 3%/65%, 其中, 广东、浙江、江苏等电商产业集聚大省环比改善幅度最为明显。我们预计, 随着各地复工进度不断推进, 其他电商大省有望延续这一趋势。

20 年是电商件战略重要一年, 公司或将尝试投入部分新增产能实现该战略进一步增长, 是否独立起网有待观察供给端协同空间。消费产业链核心环节正逐步从渠道、营销向品牌驱动, 各大电商平台相互渗透、抢夺存量市场趋势将在中长期保持稳定, 对头部品牌“自带流量”依附性加剧, 将进一步磨砺与提升头部品牌的集中度, 快递网络稳定性有望重新被品牌商价值重估。

- 更长视角, B 端快递会逐渐构成顺丰时效件的重要增量, 成为支撑公司中长期的需求增长引擎。技术周期前夕, 会产生巨大的硬件购买 (包括 AI 芯片、传感器、云计算、5G, 以及产业链前端的设备和材料等) 和基础设施投资需求。中国新兴制造业正向中西部核心二线城市发展, 地理位置变迁将推动鄂州机场周边省份进入产业布局优化、产业集聚的新阶段。中国产业升级大趋势和制造业迁移规律, 将成为公司长期价值增长的最重要时代机遇。

投资建议

- 预计控本与供给端协同效应有望持续, 上调此前预测 19~21 年 EPS 为 1.32/1.59/1.87 元 (20 年/21 年较前次预测分别上调 8%/6%), 对应 PE 分别为 30/25/21X, 目标价 52 元, 对应 20 年 PE32X。给予“买入”评级。

风险提示

- 并购后整合风险; 机场建设低于预期; 新业务投入对盈利的波动可能较大。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
主营业务收入	57,483	71,094	90,943	112,193	145,047	182,671	货币资金	6,916	17,318	16,131	17,619	22,696	28,744	
增长率	23.7%	27.9%	23.4%	29.3%	25.9%	25.9%	应收款项	5,589	7,422	8,772	10,143	13,313	16,766	
主营业务成本	-46,165	-56,823	-74,642	-92,495	-118,789	-150,268	存货	396	446	818	803	967	1,223	
%销售收入	80.3%	79.9%	82.1%	82.4%	81.9%	82.3%	其他流动资产	8,432	6,303	6,201	6,789	8,578	10,022	
毛利	11,318	14,271	16,301	19,698	26,258	32,403	流动资产	21,333	31,490	31,922	35,354	45,553	56,755	
%销售收入	19.7%	20.1%	17.9%	17.6%	18.1%	17.7%	%总资产	48.3%	54.6%	44.6%	44.9%	48.8%	52.7%	
营业税金及附加	-203	-199	-222	-280	-363	-457	长期投资	3,614	4,616	8,652	8,652	8,652	8,652	
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	12,523	14,202	20,475	24,583	27,717	29,876	
销售费用	-1,151	-1,357	-1,826	-2,244	-2,901	-3,653	%总资产	28.4%	24.6%	28.6%	31.2%	29.7%	27.8%	
%销售收入	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	无形资产	6,049	6,828	9,484	10,189	11,403	12,353	
管理费用	-6,079	-7,350	-8,414	-10,097	-13,054	-16,440	非流动资产	22,802	26,171	39,693	43,424	47,773	50,881	
%销售收入	10.6%	10.3%	9.3%	9.0%	9.0%	9.0%	%总资产	51.7%	45.4%	55.4%	55.1%	51.2%	47.3%	
研发费用	0	0	-984	0	0	0	资产总计	44,135	57,660	71,615	78,779	93,326	107,636	
%销售收入	0.0%	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	6,783	7,407	8,858	12,184	17,641	21,083	
息税前利润 (EBIT)	3,884	5,365	4,854	7,076	9,940	11,853	应付款项	9,045	10,549	12,895	14,560	18,440	23,277	
%销售收入	6.8%	7.5%	5.3%	6.3%	6.9%	6.5%	其他流动负债	2,559	3,589	4,616	4,107	5,082	6,147	
财务费用	-417	-155	-287	279	-894	-1,082	流动负债	18,387	21,545	26,369	30,852	41,163	50,507	
%销售收入	0.7%	0.2%	0.3%	-0.2%	0.6%	0.6%	长期贷款	4,761	2,345	998	998	998	998	
资产减值损失	-19	-64	-104	-8	-2	-3	其他长期负债	430	1,038	7,333	6,555	6,555	6,555	
公允价值变动收益	-13	-3	-6	0	0	0	负债	23,578	24,928	34,701	38,405	48,716	58,061	
投资收益	258	1,157	1,166	300	300	200	普通股股东权益	20,512	32,681	36,561	40,071	44,286	49,232	
%税前利润	5.0%	17.8%	19.9%	3.9%	3.2%	1.8%	其中：股本	4,184	4,411	4,419	4,419	4,419	4,419	
营业利润	3,693	6,449	5,818	7,647	9,345	10,968	未分配利润	7,553	11,495	14,960	18,454	22,670	27,616	
营业利润率	6.4%	9.1%	6.4%	6.8%	6.4%	6.0%	少数股东权益	45	52	353	303	323	343	
营业外收支	1,498	53	49	50	50	50	负债股东权益合计	44,135	57,660	71,615	78,779	93,326	107,636	
税前利润	5,191	6,502	5,868	7,697	9,395	11,018	比率分析		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
利润率	9.0%	9.1%	6.5%	6.9%	6.5%	6.0%	每股指标							
所得税	-1,030	-1,750	-1,403	-1,924	-2,349	-2,755	每股收益	17.904	1.082	1.031	1.318	1.590	1.866	
所得税率	19.8%	26.9%	23.9%	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产	4.903	7.409	8.274	9.068	10.022	11.142	
净利润	4,161	4,752	4,464	5,773	7,046	8,264	每股经营现金净流	1.356	1.380	1.214	1.828	2.599	3.299	
少数股东损益	-20	-19	-92	-50	20	20	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.527	0.636	0.746	
归属于母公司的净利润	4,180	4,771	4,556	5,823	7,026	8,244	回报率							
净利率	7.3%	6.7%	5.0%	5.2%	4.8%	4.5%	净资产收益率	20.38%	14.60%	12.46%	14.53%	15.87%	16.74%	
							总资产收益率	9.47%	8.27%	6.36%	7.39%	7.53%	7.66%	
							投入资本收益率	9.69%	9.08%	6.88%	8.85%	10.70%	11.39%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	8499%	23.68%	27.92%	23.37%	29.28%	25.94%	
							EBIT增长率	11862%	38.12%	-9.52%	45.78%	40.48%	19.24%	
							净利润增长率	16535%	14.12%	-4.50%	27.81%	20.66%	17.33%	
							总资产增长率	4885%	30.65%	24.20%	10.00%	18.47%	15.33%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	15.1	26.6	26.4	26.5	27.0	27.0	
							存货周转天数	2.2	2.7	3.1	3.2	3.0	3.0	
							应付账款周转天数	20.8	39.1	36.2	35.8	35.8	35.7	
							固定资产周转天数	74.2	61.1	56.1	44.2	32.0	22.7	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	22.35%	-21.55%	0.31%	4.84%	5.23%	-0.55%	
							EBIT利息保障倍数	9.3	34.5	16.9	-25.3	11.1	11.0	
							资产负债率	53.42%	43.23%	48.45%	48.75%	52.20%	53.94%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	7	9	31
增持	0	2	4	9	24
中性	0	1	1	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.80	1.50	1.65	1.52

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-03-14	买入	51.39	N/A
2	2018-04-27	买入	47.05	N/A
3	2018-07-24	买入	44.94	44.52~53.00
4	2018-08-24	买入	41.10	N/A
5	2018-10-28	买入	40.31	N/A
6	2019-02-27	买入	36.90	N/A
7	2019-08-27	买入	39.45	47.00~47.00
8	2019-08-28	买入	39.60	47.00~47.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	地址：中国深圳福田区深南大道4001号 时代金融中心7GH