

顺丰控股(002352) 2019年三季度报点评

## Q3 单季扣非净利增速 61.6%，参考联邦快递历程，公司正处于较好投资阶段

- ❖ 公司公告 2019 年三季度报: **1) 财务数据: 前三季度收入 788 亿, 同比增长 20.4%, 其中速运快递业务收入 746 亿, 同比增长 16%; 实现归属净利 43.1 亿, 同比增长 44.8%, 扣非净利 35.1 亿, 同比增长 24.5%。2) 分季度看: Q3 实现收入 287 亿元, 同比增长 25.4%, 实现扣非净利 11.8 亿, 同比增长 61.6%; Q1 及 Q2 分别实现收入增速 16.7% 及 18.6%, 实现扣非归属净利分别为 8.4 及 14.9 亿, 同比为下滑 6.8% 及增长 25.1%。3) 经营数据: 前三季度业务量 32.5 亿件, 同比增长 16.6%, 单票收入 22.9 元, 同比下降 0.5%, Q3 单季业务量 12.2 亿件, 同比增速 31.3%, Q1 及 Q2 分别为 7.3% 及 10.9%。**
- ❖ **踏准节奏, 借特惠专配再度发力电商件市场, 效果显著。1) 再度发力电商件市场。**19 年 5 月公司推出针对电商大客户的特惠专配产品(预计单位价格降至 5-10 元), 填补过去价格区间空白, 以“填仓”模式发力, 既刺激业务量, 又提升装载率降低成本。**2) 效果: 刺激业务量连续 5 个月提升, 8 月突破 30%, 9 月再升至 38%, 是 18 年 3 月以来最快增速, 同时公司是唯一业务量较 8 月提速, 该业务帮助公司提升装载率, 带来边际正贡献。9 月公司业务量增速超过行业 13 个百分点, 且逼近通达系, 中通(50.64%)>圆通(42.19%)>韵达(40.57%)>顺丰(37.99%)>行业(25%), 预计双 11 公司业务量增速或超预期。市场份额角度: 公司 Q3 份额达到 7.6%, 较 Q2 提升 0.9 个百分点, 9 月已经达到 8.1%, 为剔除春运月外 18 年 5 月以来最高。3) 我们认为该产品不仅是阶段性产品, 而是公司未来要发力的持续增长点。**电商件的性价比是相对的, 客单价与物流配送成本的系数直接影响物流选择。快递价格下降, 会使得更多价格带产品进入顺丰的配送范围, 而顺丰凭借自身的品牌与管理实际可帮助客户降低隐性物流成本。
- ❖ **成本管控进行时, 红利不断释放。1) 毛利率同比提升: Q3 毛利率 18.4%, 同比提升 0.9 个百分点, 其中 Q1、Q2 毛利率分别为 18% 及 21.5%, 同比提升 0.4 及 1.4 个百分点。2) 成本降低更重要的意义在于可帮助公司拓宽价格带与产品体系: 扬长补短, 提升产品性价比, 拓宽价格带与产品体系, 扩大市场空间。**
- ❖ **估值探讨及投资建议: 1) 我们在深度研究报告《复盘联邦快递, 探索顺丰棋局》中提出: 参考联邦快递, 当前业务量与毛利率回升阶段是较好的投资期。2) 短期催化剂: 成本管控红利正在释放。Q3 业务量提升, 单季利润增速达 61.6%, 以及 Q4 料将延续高增长, 同时公司借助特惠件大概率双 11 将显著提速。3) 盈利预测: 考虑公司非经损益, 我们调高 2019-21 年盈利预测分别为 58.6、71.8 及 86.8 亿(原预测为 54.1、66.4 及 78.9 亿, 2019 年预计扣非 48.5 亿+非经 10.1 亿); 4) 估值探讨: 分部估值预计市值至少可达约 2200 亿。传统核心盈利业务(时效+经济)给予 30 倍 PE, 价值 1800 亿; 新业务虽尚未盈利, 但快速增长有盈利曙光, 给予 2 倍 PS, 市值 372 亿(重货 120 亿+冷运 50 亿+同城 16 亿=186 亿), 不考虑顺丰科技投入还原情况下, 我们认为公司市值至少可以达到 2172 亿, 对应目标价 50 元, 维持“推荐”评级。**
- ❖ **风险提示: 资本开支过大, 经济大幅下滑影响公司时效件业务。**

### 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	90,943	110,069	131,938	161,866
同比增速(%)	27.9%	21.0%	19.9%	22.7%
净利润(百万)	4,556	5,863	7,184	8,683
同比增速(%)	-4.5%	28.7%	22.5%	20.9%
每股盈利(元)	1.03	1.33	1.63	1.97
市盈率(倍)	40	31	25	21
市净率(倍)	4.9	4.4	3.9	3.4

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 10 月 25 日收盘价

## 推荐(维持)

目标价: 50 元

当前价: 40.94 元

### 华创证券研究所

#### 证券分析师: 吴一凡

电话: 021-20572539  
邮箱: wuyifan@hcyjs.com  
执业编号: S0360516090002

#### 证券分析师: 刘阳

电话: 021-20572552  
邮箱: liuyang@hcyjs.com  
执业编号: S0360518050001

#### 证券分析师: 肖祎

电话: 021-20572553  
邮箱: xiaoyi@hcyjs.com  
执业编号: S0360519100002

#### 证券分析师: 王凯

电话: 021-20572538  
邮箱: wangkai@hcyjs.com  
执业编号: S0360519090002

### 公司基本数据

总股本(万股)	441,459
已上市流通股(万股)	163,095
总市值(亿元)	1,807.33
流通市值(亿元)	667.71
资产负债率(%)	52.3
每股净资产(元)	8.7
12 个月内最高/最低价	43.57/28.46

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《顺丰控股(002352) 2019 年中报点评: Q2 单季扣非净利增速达 25.1%, 成本改善进行时, 看好公司从优秀走向卓越, 持续“推荐”》

2019-08-28

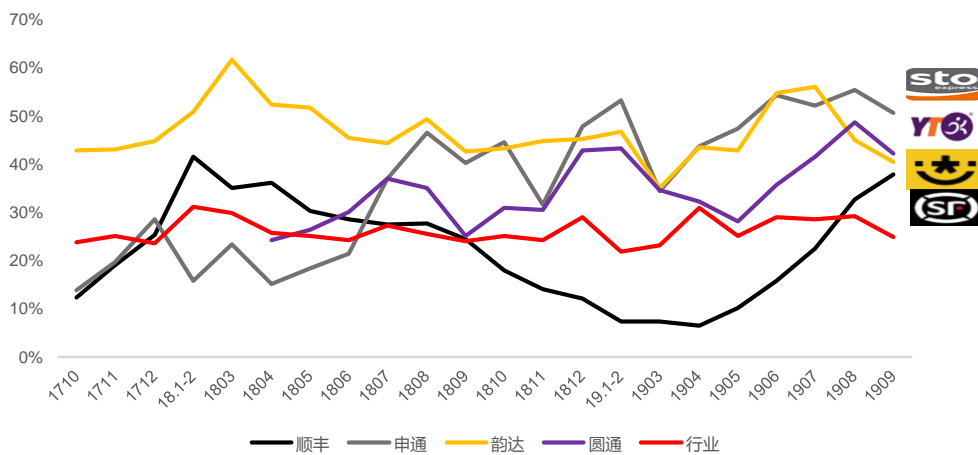
《顺丰控股(002352) 深度研究报告: 复盘联邦快递, 探索顺丰棋局》

2019-10-13

**图表 1 公司季度数据分拆 (18-19)**

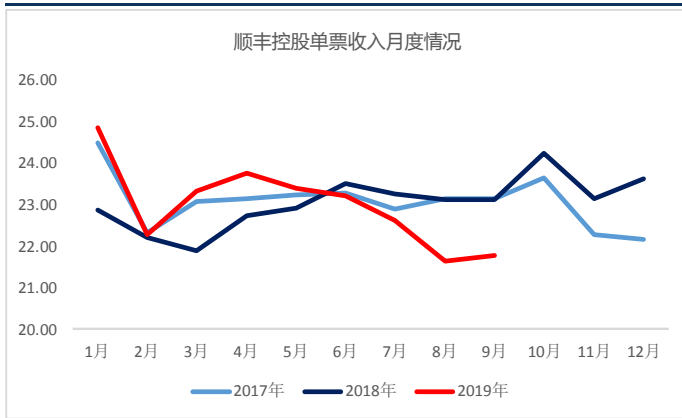
亿元/亿件	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1-3	18Q1-3
收入	205.7	219.3	228.9	255.8	240.3	260.5	287.0	787.7	654.4
YOY	33.0%	31.4%	29.4%	19%	16.7%	18.6%	25.4%	20%	
快递业务收入	204.3	217.3	221.4	252.2	233.0	245.0	269.1	747.0	643.0
YOY	32.9%	30.6%	26.3%	19.6%	14.0%	12.8%	21.5%	16.2%	
业务量	9.2	9.4	9.3	10.7	9.8	10.5	12.2	32.5	27.9
YOY	39.3%	31.6%	26.5%	14.5%	7.3%	10.9%	31.3%	16.6%	
行业业务量	99.2	121.6	126.6	159.7	121.5	156.1	161.5	439.1	347.4
YOY	30.7%	25.0%	25.6%	26.1%	14.0%	28.4%	27.6%	26.4%	
市场份额	9.2%	7.7%	7.4%	6.7%	8.1%	6.7%	7.6%	7.4%	8.0%
单票收入	22.5	23.3	23.8	23.6	23.7	23.4	22.0	23.0	23.1
YOY	-4.5%	-0.1%	0.58%	3.6%	6.2%	0.7%	-7.45%	-0.3%	
营业成本	169.4	175.3	188.7	213.1	197.0	204.5	234.1	635.6	533.6
YOY	37.1%	35.0%	32.3%	23.7%	16.3%	16.7%	24.1%	19.1%	
销售费用	4.3	5.3	4.9	3.8	4.3	4.6	5.4	14.3	14.7
管理费用	19.7	18.4	20.4	25.6	22.5	26.0	24.4	72.8	59.1
财务费用	-0.2	0.3	0.9	1.9	1.8	1.6	2.0	5.4	1.5
三项费用	23.9	24.0	26.2	31.3	28.5	32.1	31.9	92.5	74.0
三项费用率	11.6%	10.9%	11.4%	12.2%	11.9%	12.3%	11.1%	11.7%	11.3%
研发费用	2.0	2.0	3.9	2.0	2.4	2.7	4.3	9.4	8.0
研发费用率	0.95%	0.92%	1.71%	0.76%	0.99%	1.04%	1.51%	1.19%	1.22%
营业利润	13.4	16.5	10.4	17.8	15.6	23.4	17.4	56.4	39.8
YOY	34.2%	6.2%	-54.5%	11.0%	15.9%	41.9%	66.8%	41.5%	
归属净利	10.0	12.4	7.7	15.3	12.6	18.4	12.1	43.1	29.8
YOY	28.4%	11.0%	-54.9%	35.8%	27.9%	48.3%	57.5%	44.8%	
非经常性损益	1.0	0.5	0.6	8.7	4.3	3.4	0.3	8.0	1.6
扣非归属净利	9.0	11.9	7.3	6.6	8.4	14.9	11.8	35.1	28.2
YOY	19.9%	14.1%	-14.8%	-37.0%	-6.8%	25.1%	61.6%	24.5%	
毛利率	17.6%	20.1%	17.6%	16.7%	18.0%	21.5%	18.4%	19.3%	18.5%
扣非归属净利率	4.4%	5.4%	3.2%	2.6%	3.5%	5.7%	4.1%	4.5%	4.3%

资料来源: Wind、华创证券

**图表 2 上市公司业务量增速 (17年 10月-19年 9月)**


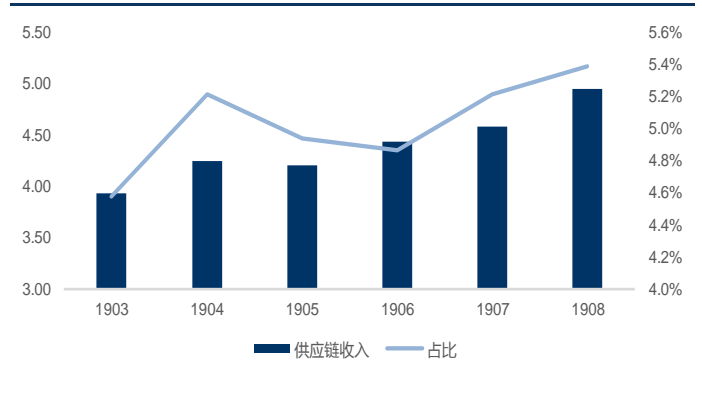
资料来源: Wind、华创证券

图表 3 单票收入



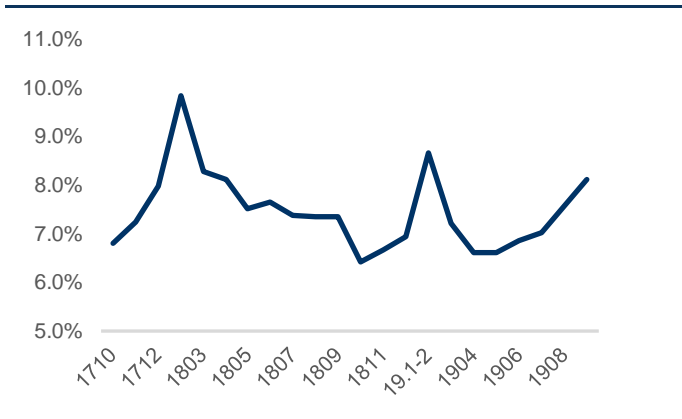
资料来源: wind, 华创证券

图表 4 供应链收入占比



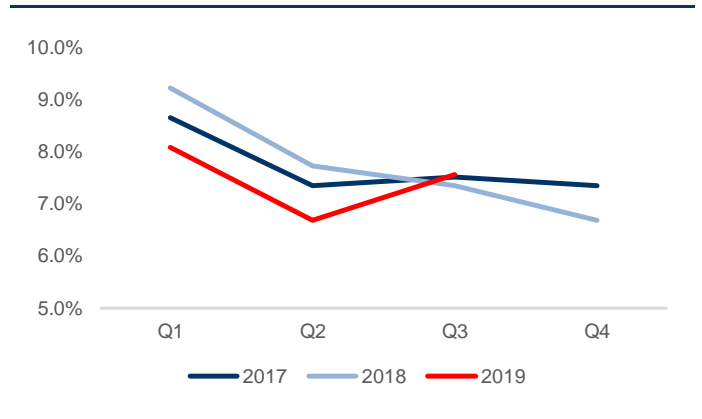
资料来源: wind, 华创证券

图表 5 月度市场份额



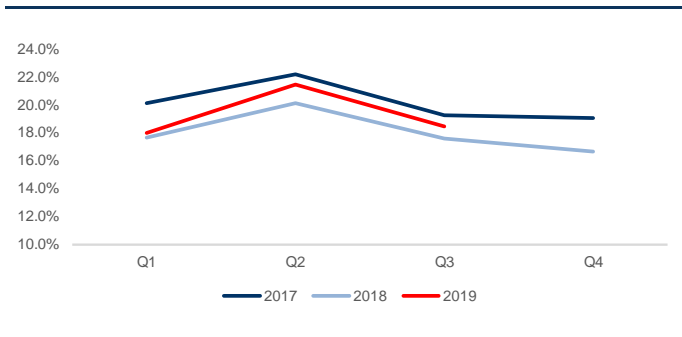
资料来源: wind, 华创证券

图表 6 季度市场份额



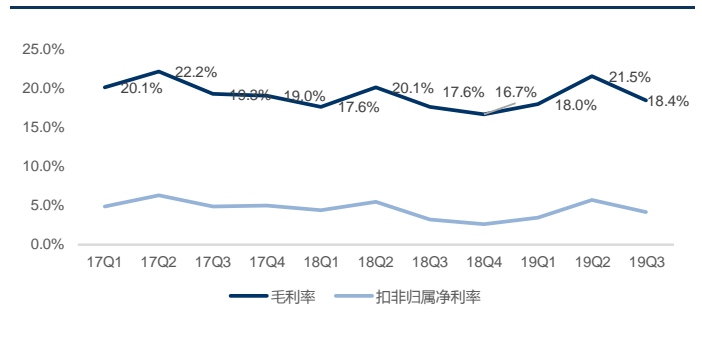
资料来源: wind, 华创证券

图表 7 分季度毛利率水平



资料来源: wind, 华创证券

图表 8 毛利率及扣非归属净利润率



资料来源: wind, 华创证券

**图表 9 2019 年 9 月上市公司业务量及收入增速**

公司业务量 (亿件)					
	当月值	份额	同比	超额增速	累计同比
顺丰	4.5	8.1%	38.0%	13.0%	16.6%
申通	7.3	13.0%	50.6%	25.6%	49.4%
韵达	8.9	15.8%	40.6%	15.6%	45.6%
圆通	8.1	14.5%	42.2%	17.2%	38.4%
全国	56.0		25.0%		26.4%
公司单票收入 (元/件)					
	当月值	同比	环比	累计	累计同比
顺丰	21.8	-11.3%	0.5%	23.0	-0.3%
申通	2.8	-13.5%	2.1%	3.1	-6.2%
韵达	3.1	84.1%	-2.4%	3.2	91.8%
圆通	2.7	-17.9%	0.5%	3.0	-12.8%
全国	11.6	-2.4%	-0.3%	12.1	-1.7%
公司收入 (亿元)					
	当月值	同比	环比	累计收入	累计同比
顺丰	98.8	22.3%	13.8%	747.0	16.2%
申通	20.5	30.3%	9.7%	154.2	40.2%
韵达	27.7	158.6%	3.9%	224.9	179.1%
圆通	22.2	16.7%	6.3%	185.5	20.7%
全国	649.2	22.2%	5.3%	5,271.0	24.1%

资料来源: Wind、华创证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	16,131	15,536	19,481	24,343
应收票据	21	25	30	37
应收账款	7,353	8,890	10,656	13,074
预付账款	2,517	2,987	3,590	4,383
存货	818	971	1,167	1,425
其他流动资产	5,082	6,148	7,367	9,033
流动资产合计	31,922	34,557	42,291	52,295
其他长期投资	6,449	6,569	6,707	6,895
长期股权投资	2,203	2,203	2,203	2,203
固定资产	13,967	15,835	17,329	18,522
在建工程	6,508	6,558	6,608	6,608
无形资产	6,662	5,996	5,396	4,857
其他非流动资产	3,904	2,990	2,726	2,515
非流动资产合计	39,693	40,151	40,969	41,600
<b>资产合计</b>	<b>71,615</b>	<b>74,708</b>	<b>83,260</b>	<b>93,895</b>
短期借款	8,585	8,585	8,585	8,585
应付票据	0	0	0	0
应付账款	7,887	9,360	11,250	13,735
预收款项	468	566	678	832
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	273	273	273	273
其他流动负债	9,157	5,730	7,012	8,674
流动负债合计	26,370	24,514	27,798	32,099
长期借款	998.00	998.00	998.00	998.00
应付债券	6,405.00	7,405.00	7,405.00	7,405.00
其他非流动负债	928	833	833	833
非流动负债合计	8,331	9,236	9,236	9,236
<b>负债合计</b>	<b>34,701</b>	<b>33,750</b>	<b>37,034</b>	<b>41,335</b>
归属母公司所有者权益	36,561	40,721	46,131	52,636
少数股东权益	353	237	95	-76
<b>所有者权益合计</b>	<b>36,914</b>	<b>40,958</b>	<b>46,226</b>	<b>52,560</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>71,615</b>	<b>74,708</b>	<b>83,260</b>	<b>93,895</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>16,759</b>	<b>7,714</b>	<b>8,948</b>	<b>9,967</b>
现金收益	5,375	10,134	11,490	13,147
存货影响	-372	-153	-196	-258
经营性应收影响	-2,407	-2,092	-2,454	-3,297
经营性应付影响	-2,174	1,571	2,002	2,639
其他影响	16,336	-1,747	-1,894	-2,264
<b>投资活动现金流</b>	<b>-9,329</b>	<b>-4,726</b>	<b>-4,726</b>	<b>-4,676</b>
资本支出	-10,793	-5,054	-4,988	-4,886
股权投资	1,599	0	0	0
其他长期资产变化	-135	328	262	210
<b>融资活动现金流</b>	<b>2,973</b>	<b>-3,583</b>	<b>-277</b>	<b>-429</b>
借款增加	5,980	1,000	0	0
财务费用	-287	-597	-376	-366
股东融资	-3,089	-3,986	99	-63
其他长期负债变化	369	0	0	0

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>90,943</b>	<b>110,069</b>	<b>131,938</b>	<b>161,866</b>
营业成本	74,642	88,583	106,469	129,985
营业税金及附加	222	269	323	396
销售费用	1,826	2,201	3,035	3,885
管理费用	8,414	10,787	13,458	16,996
财务费用	287	597	376	366
资产减值损失	104	80	80	80
公允价值变动收益	-6	400	400	400
投资收益	1,166	600	600	600
其他收益	213	400	200	200
<b>营业利润</b>	<b>5,818</b>	<b>7,653</b>	<b>9,379</b>	<b>11,339</b>
营业外收入	149	140	140	140
营业外支出	99	130	130	130
<b>利润总额</b>	<b>5,868</b>	<b>7,663</b>	<b>9,389</b>	<b>11,349</b>
所得税	1,404	1,916	2,347	2,837
<b>净利润</b>	<b>4,464</b>	<b>5,747</b>	<b>7,042</b>	<b>8,512</b>
少数股东损益	-92	-116	-142	-171
<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,556</b>	<b>5,863</b>	<b>7,184</b>	<b>8,683</b>
NOPLAT	4,464	6,186	7,344	8,814
EPS(摊薄)(元)	1.03	1.33	1.63	1.97

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	27.9%	21.0%	19.9%	22.7%
EBIT 增长率	-9.8%	40.6%	18.7%	20.0%
归母净利润增长率	-4.5%	28.7%	22.5%	20.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	17.9%	19.5%	19.3%	19.7%
净利率	5.0%	5.3%	5.4%	5.4%
ROE	12.3%	14.3%	15.5%	16.5%
ROIC	17.4%	22.0%	24.6%	27.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	48.5%	45.2%	44.5%	44.0%
债务权益比	46.6%	44.2%	39.1%	34.4%
流动比率	121.1%	141.0%	152.1%	162.9%
速动比率	118.0%	137.0%	147.9%	158.5%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.3	1.5	1.6	1.7
应收帐款周转天数	26	27	27	26
应付帐款周转天数	36	35	35	35
存货周转天数	3	4	4	4
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.03	1.33	1.63	1.97
每股经营现金流	3.80	1.75	2.03	2.26
每股净资产	8.28	9.22	10.45	11.92
<b>估值比率</b>				
P/E	40	31	25	21
P/B	4.9	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	187	105	91	79

## 交通运输组团队介绍

### 组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2015年金牛奖交运行业第五名，2017年金牛奖交运行业第五名。

### 分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

### 分析师：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

### 助理分析师：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500