

顺丰控股(002352)

点评报告

行业公司研究——物流行业

# 经济产品和快运业务是亮点

——顺丰控股点评报告

✍️：姜楠，CFA 执业证书编号：S1230515120001  
☎️：021-80108129  
✉️：jiangnan@stocke.com.cn

## 投资要点

### □ 收入端，经济产品和快运业务是亮点

18年，公司速运物流收入896.77亿元，同比增长27.01%，其中快递业务量38.69亿票，同比增长26.77%，票均收入23.18元，同比增长0.17%。18年，时效板块不含税营业收入533.6亿元，同比增长14.3%，受经济中高速增长环境影响明显。经济产品不含税营业收入204.0亿元，同比增长37.6%，较17年增速提升15个百分点，“智能预测+仓网配送”一体化运营模式支持经济产品高速增长。18年公司新业务收入同比增长75.93%，占比提升5.2个百分点。其中，快运收入80.5亿元，同比增长83.0%。

### □ 成本端，新业务拓展带来人工、运输、场地租赁成本增加

18年，公司速运物流成本736.76亿元，同比增长30.38%。速运物流毛利率17.84%，同比下降2.13个百分点。18年，公司扣非归母净利润34.84亿元，同比下降5.92%，主要原因是成本端的增长：（1）运输成本：加大了新业务运力投入，运输成本（含外包成本中运输相关部分）增速较快。（2）人工成本：拓展新业务增加了人员投入，同时公司适当增加了基层员工医食住教投入，在抵消科技成果应用及流程优化带来的人员效能提升所节省的人工成本后，总体人工成本（含外包成本人工相关部分）同比增幅略高于营业收入同比增幅。（3）场地租赁成本：拓展新业务增加了场地投入，场地租赁成本同比增幅略高于营业收入同比增幅。

### □ 铁路资源有助于节省中短途干线运输成本

公司积极与国家铁路总局合作，已成立合资公司，依托高铁、铁路资源开展物流业务。截至18年底，公司开通高铁线路82条，普列线路127条。双方天合开发的产品已初见规模，高铁极速达产品已覆盖48个城市，开通205个流向，高铁顺手寄产品覆盖34个城市，开通69个高铁车站。18年全年，陆运、航空、铁路运输快递业务量分别为30亿票、8亿票、0.5亿票，占公司总快递业务量的77.3%、21.5%、1.2%。预计未来铁路运输快递业务量占比将继续提升。

### □ 中西部和高端市场份额有望提升，人工和运输成本节省空间大

公司在全国范围布局均衡的直营网络和注重时效与服务质量的高端定位，有助于其在中西部地区和高端市场份额的提升。未来鄂州机场的投产和宽体机占比的提升，有助于公司节省航空干线单位运输成本。铁路资源的利用有助于公司节省中短途干线运输成本。中转场全自动分拣系统配备率提升空间大，有助于资产周转率的提升和人工成本的节省。预计19-21年，公司归母净利润分别为48.11亿元、61.28亿元和73.39亿元，同比增速分别为5.59%、27.38%和19.76%，对应PE分别为32.19倍、25.27倍和21.10倍，维持“增持”评级。

### □ 风险提示

业务量增长不达预期，鄂州机场建设进度不达预期。

## 评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥35.05

## 单季度业绩

元/股

4Q/2018

0.35

3Q/2018

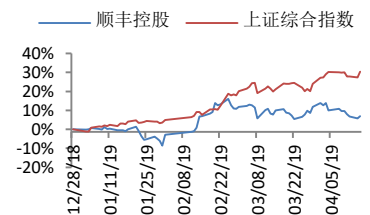
0.18

2Q/2018

0.28

1Q/2018

0.23



## 公司简介

公司是国内领先的快递物流综合服务商，于17年1月上市，是A股目前首家采用直营模式的快递公司；公司目前已形成拥有“天网+地网+信息网”三网合一、可覆盖国内外的综合物流服务网络；截至18年中报，公司拥有全货机57架，375个中转场，干支线车辆合计3.2万辆，各种用工模式收派员约26.88万人；公司的物流产品主要包含：时效快递、经济快递、同城配送、仓储服务、国际快递等多种快递服务，物流普运、重货快运等快运服务，以及为生鲜、食品和医药领域的客户提供冷链运输服务等。

## 相关报告

1《深耕高端市场，打造物流巨头》  
2019.01.17

**财务摘要**

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	90942.69	112056.97	129117.31	143247.76
(+/-)	27.92%	23.22%	15.22%	10.94%
归属母公司净利润	4556.05	4810.76	6127.76	7338.73
(+/-)	-4.50%	5.59%	27.38%	19.76%
每股收益(元)	1.03	1.09	1.39	1.66
P/E	33.99	32.19	25.27	21.10

报告撰写人: 姜楠

数据支持人: 姜楠

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	31921.61	41196.98	49688.21	59073.14	<b>营业收入</b>	90942.69	112056.97	129117.31	143247.76
现金	16131.12	23643.89	30080.82	38096.92	营业成本	74642.18	90731.49	103900.14	114680.74
交易性金融资产	14.44	16.61	19.10	21.96	营业税金及附加	222.30	273.92	315.62	350.16
应收账款	7373.84	9009.53	10255.97	11289.87	营业费用	1825.82	2241.14	2582.35	2864.96
其它应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	8414.15	11317.75	13040.85	14468.02
预付账款	2516.85	2946.01	3438.49	3759.45	研发费用	984.31	1212.84	1397.50	1550.44
存货	818.05	853.55	1058.07	1123.35	财务费用	286.75	493.84	418.22	331.65
其他	5067.31	4727.40	4835.76	4781.58	资产减值损失	103.54	108.72	114.15	119.86
<b>非流动资产</b>	39692.95	39914.57	40552.05	40744.75	公允价值变动损益	-5.78	-6.07	-6.38	-6.70
金额资产类	3423.53	3765.88	4142.47	4556.71	投资净收益	1166.49	270.00	283.50	297.68
长期投资	2203.43	2269.53	2337.62	2407.75	其他经营收益	193.78	203.47	213.64	224.33
固定资产	13966.70	15760.91	17019.03	17201.59	<b>营业利润</b>	5818.12	6144.67	7839.25	9397.24
无形资产	6662.10	7233.95	7822.96	8429.64	营业外收支	49.43	50.91	52.44	54.01
在建工程	6507.91	4613.48	3194.44	2369.28	<b>利润总额</b>	5867.55	6195.58	7891.69	9451.26
其他	6929.29	6270.82	6035.54	5779.77	所得税	1403.28	1481.73	1887.37	2260.36
<b>资产总计</b>	71614.57	81111.55	90240.26	99817.88	<b>净利润</b>	4464.27	4713.85	6004.32	7190.90
<b>流动负债</b>	26369.36	30567.28	33283.94	35238.29	少数股东损益	-91.78	-96.91	-123.44	-147.84
短期借款	8585.13	8842.68	9107.96	9381.20	<b>归属母公司净利润</b>	4556.05	4810.76	6127.76	7338.73
应付款项	7887.34	10316.60	11806.46	12729.80	EBITDA	9555.67	8566.79	10418.87	12086.58
预收账款	467.61	571.57	663.72	734.52	EPS (最新摊薄)	1.03	1.09	1.39	1.66
其他	9429.27	10836.43	11705.80	12392.77	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	8331.27	8715.54	9123.29	9555.65		<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
长期借款	998.29	998.29	998.29	998.29	<b>成长能力</b>				
其他	7332.98	7717.26	8125.00	8557.37	营业收入增长率	27.92%	23.22%	15.22%	10.94%
<b>负债合计</b>	34700.63	39282.83	42407.22	44793.94	营业利润增长率	-9.78%	5.61%	27.58%	19.87%
少数股东权益	352.93	256.02	132.58	-15.26	归属于母公司净利润增	-4.50%	5.59%	27.38%	19.76%
归属母公司股东权益	36561.01	41572.70	47700.46	55039.19	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	71614.57	81111.55	90240.26	99817.88	毛利率	17.92%	19.03%	19.53%	19.94%
<b>现金流量表</b>					净利率	4.91%	4.21%	4.65%	5.02%
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	13.08%	12.22%	13.67%	14.27%
<b>经营活动现金流</b>	5424.89	9126.55	9043.20	10361.49	ROIC	9.86%	9.77%	10.81%	11.26%
净利润	4464.27	4713.85	6004.32	7190.90	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	3509.22	1901.81	2134.62	2330.62	资产负债率	48.45%	48.43%	46.99%	44.88%
财务费用	286.75	493.84	418.22	331.65	净负债比率	28.40%	25.78%	24.54%	23.88%
投资损失	-1166.49	-270.00	-283.50	-297.68	流动比率	1.21	1.35	1.49	1.68
营运资金变动	1909.50	1945.53	451.60	221.62	速动比率	1.18	1.32	1.46	1.64
其它	-3578.36	341.52	317.94	584.38	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-9328.58	-1912.34	-2803.94	-2655.12	总资产周转率	1.41	1.47	1.51	1.51
资本支出	-6272.73	-924.86	-1030.40	-672.12	应收账款周转率	13.82	13.62	13.20	12.97
长期投资	-3681.34	-152.40	-461.27	-558.67	应付账款周转率	10.09	9.97	9.39	9.35
其他	625.49	-835.08	-1312.27	-1424.33	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	2972.92	298.56	197.67	309.73	每股收益(最新摊薄)	1.03	1.09	1.39	1.66
短期借款	3965.94	257.55	265.28	273.24	每股经营现金流(最新)	1.23	2.07	2.05	2.34
长期借款	-1346.95	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	8.27	9.41	10.79	12.46
其他	353.94	41.00	-67.61	36.49	<b>估值比率</b>				
<b>现金净增加额</b>	-930.77	7512.77	6436.93	8016.10	P/E	33.99	32.19	25.27	21.10
					P/B	4.24	3.73	3.25	2.81
					EV/EBITDA	14.55	16.55	13.01	10.56

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>