

审慎增持 (维持)

顺丰控股

002352

主业保持稳定增长，开拓性投入较大导致利润水平不理想

2019年03月19日

市场数据

市场数据日期	2019-03-19
收盘价(元)	35.65
总股本(百万股)	4418.33
流通股本(百万股)	1131.65
总市值(百万元)	157513.35
流通市值(百万元)	40343.27
净资产(百万元)	36561.01
总资产(百万元)	71614.57
每股净资产	8.27

相关报告

《投入力度加大，并购敦豪供应链完善战略布局》2018-10-28
《物流新业务继续高增长》2018-08-25
《从顶级快递品牌到超级物流平台——兼论顺丰的估值方法》2018-08-15

分析师:

王品辉

wangph@xyzq.com.cn

S0190514060002

龚里

gongli@xyzq.com.cn

S0190515020003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	90943	103479	123456	137419
同比增长	27.6%	13.8%	19.3%	11.3%
净利润(百万元)	4556	4941	5740	6998
同比增长	-4.6%	8.4%	16.2%	21.9%
毛利率	17.9%	18.3%	18.5%	19.4%
净利率	5.0%	4.8%	4.6%	5.1%
净资产收益率(%)	12.5%	11.8%	12.1%	12.9%
每股收益(元)	1.03	1.12	1.30	1.58
每股经营现金流(元)	1.23	2.45	1.32	2.32

投资要点

事件:

- 公司发布 2018 年年报，全年营收 909.43 亿元，同比+27.60%；归母净利润 45.56 亿元，同比-4.57%；扣非归母净利润 34.84 亿元，同比-5.92%。四季度营收 255.75 亿元，同比+19.25%；归母净利润 15.28 亿元，同比+35.04%；扣非归母净利润 6.63 亿元，同比-36.95%。

点评:

- 公司整体业务量、营收仍保持快速增长。2018 年实现快递件量 38.69 亿票，同比增长 26.77%；其中速运物流收入 896.77 亿元，同比增长 27.01%，均高于快递行业整体收入增长水平。分季度来看，Q1 至 Q4 业务量分别增长 39.27%、31.56%、28.22%、13.28%，快递业务营收分别增长 32.95%、30.61%、27.23%、19.64%。整体来看，顺丰产品的需求端除四季度业务量增速略低以外，全年并未显著低于预期，仍保持较快增长。公司 2015 年至 2018 年的票均收入分别为 23.83 元、22.15 元、23.14 元和 23.18 元，维持高水平，说明顺丰仍保持较高品牌溢价。

- **经济件、新业务是营收增长主要动力。**公司传统核心产品时效件整体保持平稳增长，全年营收 533.6 亿元，同比增长 14.3%（H1、H2 分增长 18.17%、10.93%）。拉动整体营收快速增长主要依靠经济件和物流新业务，其中，经济产品营收 204.0 亿元，同比增长 37.6%（H1、H2 分增长 53.71%、25.33%），物流新业务方面，收入同比增长 75.93%，占整体营收比重由上年的 13.71% 上升至 18.90%，拉动效应明显：**快运业务**，营收 80.5 亿元，同比增长 83.0%，拥有 44 个快运中转场、1048 个快运网点、快运自有车辆 1.4 万余台，场地面积极超过 132.3 万平方米、业务覆盖全国 31 个省 362 个城市和地区。通过并购建立的顺心捷达，为快速扩张奠定了基础和能力。**冷运及医药业务**，2018 年与夏晖集团成立新夏晖，与顺丰积极联合拓展行业标杆客户。该业务营收 42.4 亿，同比增长 84.9%，拥有食品冷库 51 座、运营面积 23.7 万平米，冷藏车 672 台、食品运输干线 121 条，贯通东北、华北、华东、华南、华中核心城市，医药网络覆盖 137 个地级市、1003 个区县，拥有 4 个 GSP 认证医药仓，总面积 2.9 万平方米。拥有 36 条医药运输干线。**同城即时物流业务**，营收 10.0 亿，同比增长 172.2%，覆盖全国 275 个城市，快速抢占同城即时物流市场。**国际业务**，营收 26.3 亿元，同比增长 28.7%，包括国际标快、国际特惠、国际小包、海外仓储、转运、国际电商专递等进出口服务。与 UPS 合作开发的产品上线以来，时效提升 2 天，收入增长超过 56%。正如我们前期提到，顺丰的品牌、网络、基础设施、科技等超级平台基因有助于公司在新的物流领域迅速扩大份额。
- **开拓性投入较大导致利润水平不理想，投资收益贡献非经。**2018 年，顺丰保持了对新业务的高投入，致使营业成本增速过快，影响了利润表现。营业成本 746.42 亿元，同比增长 31.4%，远快于收入增幅。主要原因是，新业务运力投入导致运输成本同比增长 14.2%，新员工增加及老员工福利增加导致人工成本增长 17.9%，新业务场地租赁增加导致办公及租赁费增长 46.1%。另外，销售费用 18.26 亿元，同比增长 34.6%，管理费用 84.14 亿元，同比增长 14.5%，研发费用 9.84 亿元，同比增长 51.7%。营业成本、研发费用、销售管理费用的增加，我们认为主要与公司新业务快速扩张、投入有关。Q1 至 Q4 扣非归母净利润分别为 8.96、11.94、7.31、6.63 亿元，下半年表现不如上半年，一部分原因是新业务投入加大，另一部分原因是下半年业务量增速放缓。四季度处置物流园子公司带来的 8.08 亿元的投资收益为公司非经常损益的主要来源。
- **品牌与网络建设继续加速。**2018 年顺丰实现散单收入 425.94 亿元，同比增长 19.3%。其中，会员规模达 1.5 亿，会员收入达 265 亿元，同比增长 77.9%，月均活跃客户超过 2,300 万，同比增长 60.6%，代表公司商务件产品的月结业务收入同比增速 31.3%，较 2017 年增速上升 4.7 个百分点，活跃月结客户数从 2017 年 12 月的 82.2 万上升至 2018 年 12 月的 104.4 万，同比增长 27.0%。散单业务和商务件业务是公司区别与电商快递的核心产品，2018 年的表现证明公司的壁垒仍然稳固。时效产品准点履约率相对 2017 年同期提升 2.5 个百分点，客户投诉率同比减少 40.4%；次晨线路覆盖同比提升 20.8%。

- **盈利预测与投资策略：短期或经历调整，长期仍看好顺丰的“超级物流平台”基因。**2019年上半年，公司的传统时效产品以及经济产品需求端有可能受到宏观经济低迷影响，而公司成本投入有一定惯性，我们预计管理层会根据市场环境和自身情况及时调整策略及投入进度，短期的调整不影响公司长期发展战略。长远来看，顺丰利用自己的品牌、网络、科技、基础设施优势，打造涉足物流多细分领域的超级物流平台，其平台优势有望在每个细分市场建立较大优势。我们调整盈利预测，预计2019至2021年公司净利润分别为49.41、57.40、69.98亿元，同比增长8.4%、16.2%、21.9%，对应EPS分别为1.12、1.30、1.58元，对应3月19日收盘价PE分别为32.4、27.9、22.9倍。维持“审慎增持”评级。
- **风险提示。新业务发展不达预期；快递需求低于预期；资本开支超预期；快递行业价格战加剧。**

附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
流动资产	31922	34441	42903	50350	
货币资金	16131	24135	27252	34240	
交易性金融资产	14	16	15	15	
应收账款	0	35	28	36	
其他应收款	1398	2787	2849	3348	
存货	818	838	1034	1125	
非流动资产	39693	34723	38395	41351	
可供出售金融资产	3424	2443	2670	2720	
长期股权投资	2203	1653	1834	1774	
投资性房地产	2454	2300	2351	2334	
固定资产	13967	14567	18404	21437	
在建工程	6508	3254	1627	813	
油气资产	0	0	0	0	
无形资产	6662	6891	7947	9029	
资产总计	71615	69164	81298	91701	
流动负债	26369	23231	25059	24995	
短期借款	8585	7263	7704	7557	
应付票据	0	0	0	0	
应付账款	0	0	0	0	
其他	17784	15968	17355	17438	
非流动负债	8331	5177	4924	3417	
长期借款	998	241	-913	-2150	
其他	7333	4935	5837	5568	
负债合计	34701	28408	29983	28413	
股本	4419	4418	4418	4418	
资本公积	16070	16070	16070	16070	
未分配利润	14960	20494	26135	32998	
少数股东权益	353	288	223	158	
股东权益合计	36914	41990	47665	54598	
负债及权益合计	71615	70398	77647	83011	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
净利润	4556	4941	5740	6998	
折旧和摊销	3459	3012	3381	3543	
资产减值准备	104	68	-17	6	
无形资产摊销	911	829	856	847	
公允价值变动损失	6	0	0	0	
财务费用	612	762	914	1017	
投资损失	1166	-700	-900	-1000	
少数股东损益	-92	-65	-65	-65	
营运资金的变动	2428	3066	-3423	-220	
经营活动产生现金流量	5425	10827	5822	10249	
投资活动产生现金流量	-9329	788	-1401	-752	
融资活动产生现金流量	2973	-3611	-1304	-2509	
现金净变动	850	8004	3117	6988	
现金的期初余额	-16150	16131	24135	27252	
现金的期末余额	15299	24135	27252	34240	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
营业收入	90943	103479	123456	137419	
营业成本	74642	84494	100674	110821	
营业税金及附加	222	245	296	330	
销售费用	1826	2101	2506	2790	
管理费用	8414	10037	12346	14168	
财务费用	287	762	914	1017	
资产减值损失	104	275	333	371	
公允价值变动	-6	0	0	0	
投资收益	1166	700	900	1000	
营业利润	5818	6265	7287	8923	
营业外收入	148	275	328	365	
营业外支出	99	125	148	165	
利润总额	5868	6415	7467	9123	
所得税	1403	1540	1792	2190	
净利润	4464	4876	5675	6933	
少数股东损益	-92	-65	-65	-65	
归属母公司净利润	4556	4941	5740	6998	
BPS(元)	1.03	1.12	1.30	1.58	

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	27.6%	13.8%	19.3%	11.3%
营业利润增长率	-10.0%	7.7%	16.3%	22.5%
净利润增长率	-4.6%	8.4%	16.2%	21.9%
盈利能力				
毛利率	17.9%	18.3%	18.5%	19.4%
净利率	5.0%	4.8%	4.6%	5.1%
ROE	12.5%	11.8%	12.1%	12.9%

偿债能力

资产负债率	48.5%	40.4%	38.6%	34.2%
流动比率	1.21	1.48	1.71	2.01
速动比率	1.18	1.45	1.67	1.97

营运能力

资产周转率	136.9%	147.0%	164.1%	158.9%
应收帐款周转率	252958%	594737%	395212.0%	432001.1%

每股资料(元)

每股收益	1.03	1.12	1.30	1.58
每股经营现金	1.23	2.45	1.32	2.32
每股净资产	8.27	9.44	10.74	12.32

估值比率(倍)

PE	35.2	32.4	27.9	22.9
PB	4.4	3.8	3.4	2.9

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn