

# 顺丰控股 (002352.SZ)

## 业务增长跑出加速度, Q3 净利增速提至 57.5%

### 核心观点:

19Q3 营收同增 25.4% 至 286.95 亿元, Q1/Q2 分别同增 16.7%、18.6%; 其中, 传统速运同增 21.5% 至 269.08 亿元, Q1/Q2 分别同增 14%、12%, 供应链业务 Q3 贡献收入 14.56 亿元; Q3 归母净利润同增 57.5% 至 12.10 亿元, 扣非归母净利同增 61.6% 至 11.81 亿元; 其中 Q1: -6.8%, Q2: +25.2%。

### ● 业务量增速跑出加速度, Q3 市占率环比提 0.9pcts 至 7.6%

19Q3 业务量增速为 31.3%, 19Q1/19Q2 分别为 7.3%、9.8%。受益于 5 月推出的特惠转配新产品, 公司业务增速从 4 月的 6.6% 加速回升至 9 月的 37.99%。公司 Q3 整体市占率为 7.6%, Q1/Q2 分别为 8.1%、6.7%。伴随产品结构调整及需求边际改善, 业务增速有望保持高位; 19Q3, 单票收入同比下降 7.4%, Q1/Q2 分别提 6.2%、2.1%, 主要系特惠专配占比提升。

### ● 毛利率同比提 0.89pcts 至 18.43%, 毛利增速高于量收增速

19Q3 公司单票毛利为 4.32 元, Q1/Q2 分别为 4.4 元、5.4 元; 19Q3 整体毛利率同比提 0.89pcts 至 18.43%, 较 2019H1 降 1.39pcts, Q1/Q2 毛利率分别为 18%、21.5%。前三季度控成本效果显著, 预计下半年毛利率将继续保持在较高水平。Q3 单季总毛利同增 31.7%, Q1/Q2 分别为 18.7%、26.6%

### ● Q3 四费用同增仅 20%, 单季扣非净利增速提升至 61.6%

19Q3, 公司四费同比增长 20.1%, 其中销售费用、管理费用、研发费用、财务费用分别同增 0.51 亿元 (+10.3%)、3.77 亿元 (+18.3%)、0.36 亿元 (+9.2%)、1.06 亿元。财务费用增长较快主要是债务性融资利息支出增加以及存放同业利息收入减少综合影响所致。整体来看, 三季度费用控制较好, 公司归母净利润同增约 57.5%, 高于毛利增幅; Q1/Q2/Q3 扣非净利分别同比变化 -6.8%、25.2%、61.6%。

### ● 投资建议:

顺丰业务增速跑出加速度, Q3 净利增速较 Q2 进一步改善。伴随主业成本端优化与资本开支趋稳, 公司的利润率有望保持在较高水平。预计公司 19-21 年归母净利润分别为 59.01/70.32/86.16 亿元, 同增 29.53%/19.15%/22.52%, 19-21 年 EPS 分别为 1.34/1.59/1.95 元, 按最新收盘价计算 PE 分别为 30.65x、25.73x、21.00x。综合可比公司估值, 顺丰 2019 年的合理 PE 为 32 倍 (19-21 年扣非净利 CAGR: 32%), 对应合理价值为 42.9 元, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 运输、人工等成本大幅上涨; 价格战; 电商增速下滑;

### 盈利预测:

|              | 2017A    | 2018A    | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
|--------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元)   | 71272.63 | 90942.69 | 109748.91 | 125898.37 | 140856.35 |
| 增长率 (%)      | 23.99    | 27.60    | 20.68     | 14.71     | 11.88     |
| EBITDA (百万元) | 8546.58  | 8524.21  | 10036.52  | 12403.66  | 15102.89  |
| 净利润 (百万元)    | 4774.13  | 4556.05  | 5901.44   | 7031.69   | 8615.53   |
| 增长率 (%)      | 14.20    | -4.57    | 29.53     | 19.15     | 22.52     |
| EPS (元/股)    | 1.12     | 1.03     | 1.34      | 1.59      | 1.95      |
| 市盈率 (P/E)    | 46.53    | 31.76    | 30.65     | 25.73     | 21.00     |
| 市净率 (P/B)    | 6.76     | 3.96     | 4.36      | 3.72      | 3.16      |
| EV/EBITDA    | 88.63    | 96.19    | 64.48     | 45.88     | 34.25     |

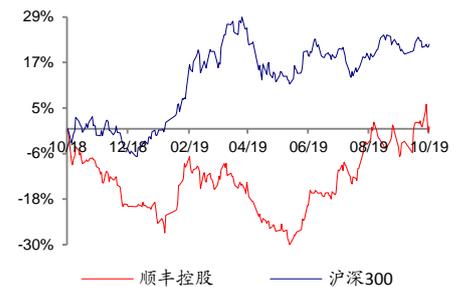
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

**增持**

|      |            |
|------|------------|
| 当前价格 | 40.94 元    |
| 合理价值 | 42.9 元     |
| 前次评级 | 增持         |
| 报告日期 | 2019-10-25 |

### 相对市场表现



### 分析师:

关鹏



SAC 执证号: S0260518080003



SFC CE No. BNU877



021-60750602



guanpeng@gf.com.cn

### 相关研究:

|  |            |
|--|------------|
| 顺丰控股 (002352.SZ): 成本管控显成效, Q2 单季扣非净利增速由负转正       | 2019-08-28 |
| 顺丰控股 (002352.SZ): 单票毛利环比 18Q4 提升约 10%, 利润率有望逐季改善 | 2019-04-24 |
| 顺丰控股 (002352.SZ): 快递收入同增 19.92%, 多元业务投入致利润短期承压   | 2019-03-17 |

### 联系人:

曾靖珂 021-60750602

zengjingke@gf.com.cn

表 1: 快递可比公司PE/PB估值情况可比 (股价统计截至2019.10.25收盘)

| 公司名称   | 公司代码      | 单位  | 股价         |       |       |       |       | EPS          |              |              |              | PE          |       |       |       | PB<br>(LF) |
|--|-----------|-----|------------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------|-------|-------|------------|
|  |           |     | 2019/10/25 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        | 2018A       | 2019E | 2020E | 2021E |            |
| <b>A 股: 采用 wind 一致预期 EPS, 统计截止 2019 年 10 月 25 日收盘。</b> |           |     |            |       |       |       |       |              |              |              |              |             |       |       |       |            |
| 韵达股份   | 002120.SZ | 人民币 | 35.01      | 1.60  | 1.27  | 1.53  | 1.86  | 32.65        | 27.64        | 22.88        | 18.87        | 6.45        |       |       |       |            |
| 圆通速递   | 600233.SH | 人民币 | 13.16      | 0.67  | 0.73  | 0.86  | 1.02  | 19.61        | 17.94        | 15.35        | 12.84        | 3.26        |       |       |       |            |
| 中通快递   | 002468.SZ | 人民币 | 22.67      | 1.34  | 1.28  | 1.52  | 1.81  | 16.93        | 17.66        | 14.91        | 12.53        | 4.05        |       |       |       |            |
| 德邦股份   | 603056.SH | 人民币 | 13.11      | 0.74  | 0.70  | 0.88  | 1.14  | 29.07        | 18.79        | 14.87        | 11.50        | 3.21        |       |       |       |            |
| <b>平均水平</b>  |           |     |            |       |       |       |       | <b>24.56</b> | <b>20.51</b> | <b>17.00</b> | <b>13.93</b> | <b>3.91</b> |       |       |       |            |
| <b>美股: 采用彭博一致预期 GAAP EPS, 统计截止 2019 年 10 月 24 日收盘。</b> |           |     |            |       |       |       |       |              |              |              |              |             |       |       |       |            |
| 中通快递   | ZTO.N     | 美元  | 21.96      | 0.85  | 0.86  | 1.05  | 1.27  | 25.77        | 25.61        | 21.01        | 17.31        | 3.42        |       |       |       |            |
| 百世集团   | BEST.N    | 美元  | 5.21       | -0.19 | 0.04  | 0.24  | 0.45  |              | 145.69       | 21.75        | 11.62        | 3.57        |       |       |       |            |
| FedEx  | FDX.N     | 美元  | 154.05     | 17.08 | 14.60 | 16.50 | 17.50 | 9.22         | 10.55        | 9.34         |              | 2.21        |       |       |       |            |
| UPS  | UPS.N     | 美元  | 114.01     | 5.53  | 7.34  | 7.98  | 8.70  | 17.07        | 15.54        | 14.29        | 13.11        | 17.56       |       |       |       |            |
| <b>平均水平</b>  |           |     |            |       |       |       |       | <b>17.35</b> | <b>49.35</b> | <b>16.60</b> | <b>14.01</b> | <b>6.69</b> |       |       |       |            |
| 顺丰控股   | 002352.SZ | 人民币 | 40.94      | 1.03  | 1.34  | 1.59  | 1.95  | 30.33        | 30.55        | 25.75        | 20.99        | 4.71        |       |       |       |            |

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心, 可比公司 EPS 采用 wind 或 bloomberg 一致预期

| 至 12 月 31 日    | 2017A         | 2018A         | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>31,347</b> | <b>31,922</b> | <b>31,772</b> | <b>33,424</b> | <b>39,016</b> |
| 货币资金           | 17,386        | 16,131        | 12,000        | 12,000        | 16,072        |
| 应收及预付          | 7,584         | 11,289        | 10,545        | 12,089        | 13,511        |
| 存货             | 446           | 818           | 753           | 861           | 960           |
| 其他流动资产         | 5,931         | 3,684         | 8,474         | 8,474         | 8,474         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>26,335</b> | <b>39,693</b> | <b>45,932</b> | <b>49,465</b> | <b>51,290</b> |
| 长期股权投资         | 605           | 2,203         | 2,203         | 2,203         | 2,203         |
| 固定资产           | 11,896        | 13,967        | 16,317        | 18,875        | 21,491        |
| 在建工程           | 2,307         | 6,508         | 7,675         | 6,677         | 5,116         |
| 无形资产           | 6,836         | 9,484         | 10,205        | 11,179        | 11,948        |
| 其他长期资产         | 4,692         | 7,531         | 9,531         | 10,531        | 10,531        |
| <b>资产总计</b>    | <b>57,682</b> | <b>71,615</b> | <b>77,704</b> | <b>82,888</b> | <b>90,307</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>18,731</b> | <b>26,369</b> | <b>27,483</b> | <b>25,635</b> | <b>24,438</b> |
| 短期借款           | 4,619         | 8,585         | 5,664         | 2,697         | 0             |
| 应付及预收          | 10,873        | 16,501        | 20,536        | 21,655        | 23,155        |
| 其他流动负债         | 3,238         | 1,283         | 1,283         | 1,283         | 1,283         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>3,759</b>  | <b>8,331</b>  | <b>8,331</b>  | <b>8,331</b>  | <b>8,331</b>  |
| 长期借款           | 2,721         | 998           | 998           | 998           | 998           |
| 应付债券           | 529           | 6,405         | 6,405         | 6,405         | 6,405         |
| 其他非流动负债        | 509           | 928           | 928           | 928           | 928           |
| <b>负债合计</b>    | <b>22,490</b> | <b>34,701</b> | <b>35,814</b> | <b>33,967</b> | <b>32,770</b> |
| 股本             | 4,411         | 4,419         | 4,419         | 4,419         | 4,419         |
| 资本公积           | 16,087        | 16,070        | 16,070        | 16,070        | 16,070        |
| 留存收益           | 12,065        | 15,561        | 20,537        | 27,569        | 36,184        |
| 归属母公司股东权益      | 32,878        | 36,561        | 41,537        | 48,569        | 57,184        |
| 少数股东权益         | 52            | 353           | 353           | 353           | 353           |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>55,420</b> | <b>71,615</b> | <b>77,704</b> | <b>82,888</b> | <b>90,307</b> |

| 至 12 月 31 日     | 2017A        | 2018A        | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>71273</b> | <b>90943</b> | <b>109749</b> | <b>125898</b> | <b>140856</b> |
| 营业成本            | 56905        | 74642        | 88863         | 101669        | 113297        |
| 营业税金及附加         | 201          | 222          | 268           | 308           | 344           |
| 销售费用            | 1387         | 1826         | 2150          | 2441          | 2670          |
| 管理费用            | 6751         | 8414         | 12036         | 13325         | 14476         |
| 研发费用            | 259          | 287          | 133           | 57            | -97           |
| 财务费用            | 72           | 104          | 0             | 0             | 0             |
| 资产减值损失          | -3           | -6           | 330           | 0             | 0             |
| 公允价值变动收益        | 1265         | 1166         | 1099          | 1132          | 1162          |
| 投资净收益           | 6461         | 5818         | 7727          | 9230          | 11328         |
| <b>营业利润</b>     | <b>128</b>   | <b>148</b>   | <b>148</b>    | <b>148</b>    | <b>148</b>    |
| 营业外收支           | 76           | 99           | 119           | 137           | 153           |
| <b>利润总额</b>     | <b>6513</b>  | <b>5868</b>  | <b>7756</b>   | <b>9242</b>   | <b>11324</b>  |
| 所得税             | 1758         | 1403         | 1855          | 2210          | 2708          |
| <b>净利润</b>      | <b>4755</b>  | <b>4464</b>  | <b>5901</b>   | <b>7032</b>   | <b>8616</b>   |
| 少数股东损益          | -19          | -92          | 0             | 0             | 0             |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>4774</b>  | <b>4556</b>  | <b>5901</b>   | <b>7032</b>   | <b>8616</b>   |
| EBITDA          | 8547         | 8524         | 10037         | 12404         | 15103         |
| EPS (元)         | 1.12         | 1.03         | 1.34          | 1.59          | 1.95          |

| 至 12 月 31 日    | 2017A         | 2018A         | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>6,334</b>  | <b>5,425</b>  | <b>7,561</b>  | <b>10,796</b> | <b>12,625</b> |
| 净利润            | 4,755         | 4,464         | 5,901         | 7,032         | 8,616         |
| 折旧摊销           | 3,056         | 3,509         | 3,605         | 4,248         | 5,033         |
| 营运资金变动         | -976          | -2,121        | -872          | 393           | -21           |
| 其它             | -501          | -428          | -1,074        | -876          | -1,003        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-3,630</b> | <b>-9,329</b> | <b>-8,386</b> | <b>-6,637</b> | <b>-5,702</b> |
| 资本支出           | -5,655        | -11,614       | -9,815        | -7,769        | -6,863        |
| 投资变动           | -741          | -773          | 1,099         | 1,132         | 1,162         |
| 其他             | 2,766         | 3,058         | 330           | 0             | 0             |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>6,813</b>  | <b>2,973</b>  | <b>-3,306</b> | <b>-4,159</b> | <b>-2,851</b> |
| 银行借款           | 552           | -12,835       | -2,921        | -2,966        | -2,697        |
| 股权融资           | 7,920         | 141           | 0             | 0             | 0             |
| 其他             | -1,659        | 15,667        | -385          | -1,193        | -154          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>9,517</b>  | <b>-931</b>   | <b>-4,131</b> | <b>0</b>      | <b>4,072</b>  |
| <b>期初现金余额</b>  | <b>6,916</b>  | <b>17,386</b> | <b>16,131</b> | <b>12,000</b> | <b>12,000</b> |
| <b>期末现金余额</b>  | <b>16,419</b> | <b>16,536</b> | <b>12,000</b> | <b>12,000</b> | <b>16,072</b> |

| 至 12 月 31 日     | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 营业收入增长          | 24.0   | 27.6   | 20.7   | 14.7   | 11.9   |
| 营业利润增长          | 75.3   | -10.0  | 32.8   | 19.5   | 22.7   |
| 归母净利润增长         | 14.2   | -4.6   | 29.5   | 19.2   | 22.5   |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率             | 20.2   | 17.9   | 19.0   | 19.2   | 19.6   |
| 净利率             | 6.7    | 4.9    | 5.4    | 5.6    | 6.1    |
| ROE             | 14.5   | 12.5   | 14.2   | 14.5   | 15.1   |
| ROIC            | 18.2   | 13.2   | 14.8   | 17.2   | 20.2   |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 40.6   | 48.5   | 46.1   | 41.0   | 36.3   |
| 净负债比率           | -19.1  | 0.3    | 3.2    | -3.4   | -14.6  |
| 流动比率            | 1.67   | 1.21   | 1.16   | 1.30   | 1.60   |
| 速动比率            | 1.56   | 1.08   | 1.03   | 1.15   | 1.41   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 1.40   | 1.41   | 1.47   | 1.57   | 1.63   |
| 应收账款周转率         | 13.75  | 13.82  | 15.87  | 15.87  | 15.87  |
| 存货周转率           | 135.11 | 118.07 | 118.07 | 118.07 | 118.07 |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益            | 1.12   | 1.03   | 1.34   | 1.59   | 1.95   |
| 每股经营现金流         | 1.44   | 1.23   | 1.71   | 2.44   | 2.86   |
| 每股净资产           | 7.45   | 8.27   | 9.40   | 10.99  | 12.94  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| P/E             | 45.0   | 31.8   | 30.7   | 25.7   | 21.0   |
| P/B             | 6.8    | 4.0    | 4.4    | 3.7    | 3.2    |
| EV/EBITDA       | 88.6   | 96.2   | 64.5   | 45.9   | 34.3   |

## 广发证券交通运输仓储研究小组

关 鹏：首席分析师，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。  
孙 瑜：联系人，新加坡国立大学金融工程硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。  
曾 靖 珂：联系人，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                           | 深圳市                             | 北京市                     | 上海市                            | 香港                      |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|--------------------------------|-------------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路<br>26号广发证券大厦35<br>楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001号太平金融大厦<br>31层 | 北京市西城区月坛北街<br>2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区世纪大<br>道8号国金中心一期16<br>楼 | 香港中环干诺道中111<br>号永安中心14楼 |
| 邮政编码 | 510627                        | 518026                          | 100045                  | 200120                         |                         |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn                |                                 |                         |                                |                         |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。  
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。  
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。  
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。  
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。  
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。  
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。