

## 综合物流基础设施网络具有引领性， 布局物流多赛道成效逐步凸显

核心观点：

### 1. 事件

公司发布2020年度中报业绩：2020年上半年实现营业收入711.29亿元，同比增长42.05%；归属上市公司股东净利润37.62亿元，同比增长21.35%；扣非后净利润达到34.45亿元，同比增长47.82%。

### 2. 我们的分析与判断

**（一）顺丰控股综合物流能力显著提升，2020H1业绩表现突出。**

公司是国内领先的快递物流综合服务商。主要产品和服务（2020H1营收占比）：时效快递（44.94%）、经济快递（28.38%）、快运（10.79%）、冷运及医药（4.56%）、同城急送（1.78%）、国际快递（4.08%）、供应链（4.16%）等。

**2020Q2毛利率大幅改善，2020H1业绩表现优异。** 营收：2020年上半年，公司实现总营业收入711.29亿元，同比增长42.05%，远高于12.6%的行业增长率。利润：2020年上半年，公司实现归属于上市公司股东的净利润37.62亿元，同比增长21.35%，实现扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润34.45亿元，同比增长47.82%。其中，2020Q2毛利率为21.01%，相比Q1的16%，大幅改善。财务状况：公司总资产1020.46亿元，较2019年末增长10.28%。归属于上市公司股东的净资产468.54亿元，较2019年末增长10.45%。公司报告期末的资产负债率由2019年底的54.08%下降至53.81%。

**构建形成的物流基础设施网络具有引领性。** 目前公司构建了“天网+地网+信息网”三网合一的综合性物流服务网络。**天网**：73架全货机（59架自营，14架租赁），2004条散航及专机线路，日平均班次3203次，湖北鄂州机场项目主体工程2020年基本建成。**地网**：服务网点覆盖全国335个地级市、2,835个县区级城市，覆盖率超过99%，拥有约1.8万个自营网点，国际业务覆盖海外71个国家；拥有9个枢纽级中转场，36个航空、铁路站点，130个片区中转场；开通干、支线合计约11万条，拥有4.5万台干支线车辆，10万台末端收派车辆。拥有194个不同类型的仓库，面积约234万m<sup>2</sup>。**信息网**：具体将运筹优化、机器学习、深度学习、数据分析与挖掘等前沿技术应用到实际业务场景中，以云计算服务支撑新科技应用，切实提升经营效能和用户体验。

**（二）快递行业具有良好的成长性，价格竞争对头部公司影响具有差异性。**

新冠疫情下，快递行业依旧表现出较强的成长性，预计2020年行业增速处于22%-25%区间。2020年7月快递行业件量增速为32.2%，1-7月累计同比增速23.4%。我们认为，2020年受疫情影响促进线上消费、直播带货、电商扶贫等新增因素驱动，快递行业仍将具有较好成长性，预计2020年行业增速处于22%-25%左右。

顺丰控股（002352.SZ）

**推荐** 首次评级

分析师

王婷

☎：8610-66568908

✉：wangting@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130519060002

特此鸣谢

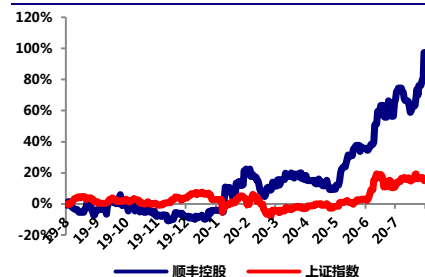
王靖添，宁修齐

市场数据 2020/8/27

A股收盘价(元)	80.21
A股一年内最高价(元)	80.21
A股一年内最低价(元)	35.81
上证指数	3329.74
市盈率	56.20
总股本(万股)	455644.05
实际流通A股(万股)	448999.47
限售的流通A股(万股)	6644.57
流通A股市值(亿元)	3601.42

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相对表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

价格竞争是快递行业发展演进的必经之路，通达系价格竞争压缩利润，顺丰推出特惠专配产品大幅提升业务量。长期来看，2007-2019年，我国快递行业单票价格呈现持续下滑的趋势，累计下降63.16%。2020年以来，“通达系”单票价格同比降幅总体在20%-30%区间，顺丰单票价格同比降幅逾二成。我们认为目前通达系价格竞争一定程度压缩了利润；而顺丰推出特惠专配产品，通过适度降价实现大幅提升业务量。

**（三）未来5年快递行业业务量仍具较大发展空间，顺丰控股全面发力争取各赛道市场机会。**

**预计快递行业2025年或达到1300-1500亿票规模。方法一：**2020年1-7月快递行业业务量同比增速23.4%，参照主要电商GMV在2019年实现26.1%同比增速，假设2020年下半年快递行业件量平均增速为25%，则2020年，快递业务量779.4亿票。电商行业增速已呈现趋缓迹象，我们假设，2021-2025年，快递业务量增速分别为25%、22.5%、20%、15%、10%、8%。快递业件量规模分别为779.4亿票、954.77亿票、1145.72亿票、1317.58亿票、1449.33亿票、1565.28亿票。**方法二：**2019年，我国东部地区（北京、天津、河北、山东、上海、江苏、浙江、福建、广东）快递业务量为497.45亿票，共有人口5.32亿人次，人均件量规模为93.5票/人。假设2025年全国人均快递业务量达到2019年东部地区平均水平，人口规模14.25亿人。按此方法测算，到2025年，估计快递行业市场空间约为1332.38亿票。

**顺丰控股的物流综合服务商优质品牌已树立，未来全方位把握物流各赛道的机会。**2020年上半年，公司积极应对新冠疫情带来的挑战，发挥直营模式优势，把握机遇，进一步巩固了品牌优势。时效件依托高品质消费，营收增速提升至19.4%；经济件受益于特惠专配产品，营收增速大幅提升至76.1%；快运直营加盟双网加速融合，营收增速达51.3%；冷运业务受益于疫情因素促进，营收增速为37.8%；同城和供应链业务营收增速都达到61%。可见，公司已经在物流各个板块取得了实质成效，未来随着鄂州机场建成投入使用，公司物流基础设施网络将更具竞争力，叠加品牌优势，公司业绩有望进一步提升。

### 3. 投资建议

预测公司2020-2022年营业收入分别为1559.71亿元、1887.25亿元、2208.05亿元，归母净利润分别为79.16亿元、101.62亿元、121.99亿元，对应EPS分别为1.79元、2.30元、2.76元，当前股价对应PE为44.79x、34.89x、29.06x。我们认为，未来公司业绩将呈现持续增长趋势，且公司兼具科技与消费特征，目前PE水平相对合理。首次评级，给予“推荐”评级。

### 4. 风险提示

快递需求不及预期产生的风险，快递价格战产生的风险，交通运输政策变化产生的风险。



表 1：主要财务指标及预测

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	112193.40	155971.26	188725.22	22080.51
（增长率）	（23.37%）	（39.02%）	（21.00%）	（17.00%）
毛利率（%）	17.42%	18.65%	18.76%	18.77%
归属母公司股东的净利润（百万元）	5796.91	7916.15	10162.23	12199.06
（增长率）	（27.23%）	（36.56%）	（28.37%）	（20.04%）
EPS（元）	1.310	1.791	2.299	2.760
P/E	61.24	44.79	34.89	29.06

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**王婷，行业证券分析师。**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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰	0755-83451963	cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇	010-66568479	gengyouyou@chinastock.com.cn