

**投资评级：推荐（维持）**
**报告日期：2020年08月26日**
**市场数据**

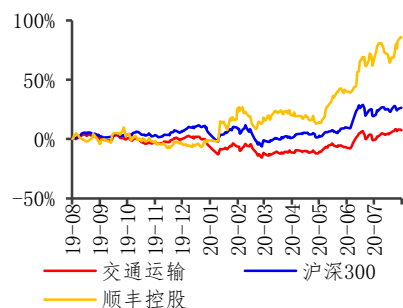
目前股价	72.92
总市值（亿元）	3,322.56
流通市值（亿元）	3,274.10
总股本（万股）	455,644
流通股本（万股）	448,999
12个月最高/最低	73.80/35.81

**分析师**

分析师：罗江南 S1070518060002

☎ 021-31829705

✉ luojiangnan@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;经济件业务高增长，特殊时期彰显直营优势&gt;&gt; 2020-03-24

&lt;&lt;单量增速逐月改善，降本增效成效初显&gt;&gt;

2019-08-28

&lt;&lt;战略布局投入年，新业务迅猛发展可期&gt;&gt;

2019-03-18

# 单量高增叠加成本减负，业绩表现超预期

## ——顺丰控股（002352）公司动态点评

**盈利预测**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	90,942.69	112,193.4	145,700.2	175,013.2	210,431.4
(+/-%)	27.92%	23.37%	29.87%	20.12%	20.24%
净利润（百万元）	4,556.05	5,796.51	7,592.28	8,832.28	10,662.70
(+/-%)	-4.50%	27.23%	30.98%	16.33%	20.72%
摊薄 EPS（元/股）	1.03	1.32	1.72	2.00	2.42
PE	70.80	55.24	42.40	36.45	30.19

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- **事件：**2020年上半年营业收入701.88亿元，同比增长41.85%；归母净利润37.62亿元，同比增长21.35%；扣非净利润34.45亿元，同比增长47.82%
- **单量增速逐级走高，Q2创历史最好业绩。**2020年上半年公司完成业务量36.55亿票，同比增长81.27%，票均收入18.39元，同比下降22.14%。分结构看，时效板块业务收入319.62亿元，同比增长19.42%；经济板块业务收入201.83亿元，同比增长76.12%，贡献主要增量。单量高速增长主要系春节期间叠加疫情影响承接通达系阶段性退出时的单量与特惠电商件下沉初显成效。分季度看，Q1营收同比增长39.6%，业务量同比增长77.1%，受疫情影响利润暂未释放，而Q2营收同比增长44.3%，业务量同比增长85.1%，Q2扣非净利润26.13亿元增长74.85%超预期，除了单量高增外，国家应对疫情影响推出的免征增值税以及免征民航基金等税费减免优惠政策带来的成本减负也助力公司实现Q2单季度历史最好业绩。
- **空网布局稳步推进，新业务占比有所提升。**截至H1公司自营投产飞机架数已达59架，外包架数14架，自有运力共开行2.40万次航班，发货总量达40.78万吨，散航航班总数55.87万次，发货量37.43万吨，航空发货量已占公司总运量的11.6%。随着鄂州机场投建逐步临近公司空网布局加速推进。新业务在收入中占比提至26.69%，其中，快运业务收入同比增长51.3%，顺丰快运升级服务构建C端竞争壁垒、顺心捷达首推0元加盟高速扩张，双品牌互补扩张效果明显；国际业务凭借疫情期间开通的18条国际航线以及海陆空铁多式联运体系收入增速142%领跑各业务；冷链、同城急送、供应链收入也实现同比增长37.8%、61.1%、60.5%，各新业务均实现高速增长，有望为公司未来长期发展提供第二引擎。
- **盈利预测：**我们预计2020-2022年实现利润75.92亿元、88.32亿元与106.63亿元，对应当前股价的PE为42.4、36.5和30.2倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行拉低传统业务量价、新业务培育进度不及预期、价格竞争超预期、产业政策变化风险。

# 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	90,942.69	112,193.40	145,700.22	175,013.25	210,431.47	成长性					
营业成本	74,642.18	92,649.62	117,908.08	144,797.21	172,661.41	营业收入增长	27.92%	23.37%	29.87%	20.12%	20.24%
销售费用	1,825.82	1,996.89	2,766.66	3,317.31	3,909.95	营业成本增长	31.36%	24.13%	27.26%	22.81%	19.24%
管理费用	8,414.15	9,699.27	13,713.09	15,931.53	19,051.08	营业利润增长	-9.78%	27.34%	35.93%	15.61%	21.08%
研发费用	984.31	1,193.28	1,312.61	1,443.87	1,588.26	利润总额增长	-9.76%	26.57%	36.38%	15.36%	20.98%
财务费用	286.75	682.99	554.96	761.28	999.30	净利润增长	-4.50%	27.23%	30.98%	16.33%	20.72%
其他收益	212.96	740.36	814.40	895.84	985.42	盈利能力					
投资净收益	1,166.49	1,075.80	1,132.97	1,125.09	1,111.29	毛利率	17.92%	17.42%	19.07%	17.27%	17.95%
营业利润	5,818.12	7,408.61	10,070.49	11,642.74	14,097.11	销售净利率	6.40%	6.60%	6.91%	6.65%	6.70%
营业外收支	49.43	17.70	57.71	41.61	39.01	ROE	12.09%	13.24%	16.16%	16.61%	17.18%
利润总额	5,867.55	7,426.31	10,128.20	11,684.35	14,136.12	ROIC	23.44%	22.10%	22.76%	29.73%	31.05%
所得税	1,403.28	1,801.52	2,535.16	2,851.19	3,472.35	营运效率					
少数股东损益	-91.78	-171.71	0.76	0.88	1.07	销售费用/营业收入	2.01%	1.78%	1.90%	1.90%	1.86%
净利润	4,556.05	5,796.51	7,592.28	8,832.28	10,662.70	管理费用/营业收入	9.25%	8.65%	9.41%	9.10%	9.05%
						研发费用/营业收入	1.08%	1.06%	0.90%	0.83%	0.75%
资产负债表						财务费用/营业收入	0.32%	0.61%	0.38%	0.43%	0.47%
流动资产	31,921.61	42,897.02	41,627.87	49,626.77	63,315.23	投资收益/营业利润	20.05%	14.52%	11.25%	9.66%	7.88%
货币资金	16,131.12	18,520.99	17,252.30	19,179.68	30,107.08	所得税/利润总额	0.24	0.24	0.25	0.24	0.25
应收票据及应收账款合计	7,352.88	12,044.54	12,335.35	16,949.47	18,652.10	应收账款周转率	12.36	11.57	11.95	11.95	11.82
其他应收款	20.96	43.00	10.05	63.78	31.34	存货周转率	143.85	132.01	147.96	139.49	139.61
存货	818.05	881.66	1,087.78	1,421.47	1,593.09	流动资产周转率	2.87	3.00	3.45	3.84	3.73
非流动资产	39,692.95	49,638.37	48,545.81	47,645.64	45,412.08	总资产周转率	140.70%	136.70%	159.49%	186.73%	204.30%
固定资产	13,966.70	18,903.83	18,206.39	17,188.54	15,403.36	偿债能力					
资产总计	71,614.57	92,535.39	90,173.68	97,272.41	108,727.31	资产负债率	48.45%	54.08%	47.88%	45.34%	42.90%
流动负债	26,369.36	30,982.06	32,251.41	31,878.37	35,069.02	流动比率	1.21	1.38	1.29	1.56	1.81
短期借款	8,585.13	6,053.37	2,000.00	2,000.00	2,000.00	速动比率	1.18	1.36	1.26	1.51	1.76
应付款项	7,887.34	11,988.26	18,694.21	17,359.61	20,777.91	每股指标 (元)					
非流动负债	8,331.27	19,059.71	10,926.57	12,223.36	11,574.97	EPS	1.03	1.32	1.72	2.00	2.42
长期借款	998.29	6,539.56	1,000.00	1,000.00	1,000.00	每股净资产	8.27	9.43	10.63	12.03	14.05
负债合计	34,700.63	50,041.78	43,177.98	44,101.73	46,643.98	每股经营现金流	1.23	2.07	3.77	1.38	3.35
股东权益	36,913.94	42,493.61	46,995.70	53,170.68	62,083.33	每股经营现金/EPS	1.19	1.57	2.19	0.69	1.39
股本	4,418.77	4,414.59	4,414.59	4,414.59	4,414.59						
留存收益	31,630.90	36,462.45	42,506.46	48,680.56	57,592.14	估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	352.93	73.90	74.66	75.54	76.61	PE	70.80	55.24	42.40	36.45	30.19
负债和权益总计	71,614.57	92,535.39	90,173.68	97,272.41	108,727.31	PEG	2.77	2.32	2.51	1.43	1.27
现金流量表						PB	8.81	7.73	6.86	6.06	5.19
经营活动现金流	5424.89	9121.27	17167.95	6306.37	15274.24	EV/EBITDA	13.75	12.08	21.45	18.86	15.52
其中营运资本减少	2543.84	-5323.74	7935.54	-6682.42	1194.37	EV/SALES	1.49	1.40	2.10	1.75	1.40
投资活动现金流	-9328.58	-14048.71	-2191.99	-2462.43	-844.95	EV/IC	4.90	4.48	9.72	8.33	8.46
其中资本支出	6329.38	20.25	6500.00	4000.00	3250.00	ROIC/WACC	3.16	2.98	3.07	4.01	4.19
融资活动现金流	2972.92	7371.76	-16244.65	-1916.57	-3501.88	REP	1.55	1.50	3.16	2.08	2.02
净现金总变化	-930.77	2444.32	-1268.69	1927.37	10927.41						

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>