

顺丰控股(002352)

行业份额持续向头部集中

——顺丰控股点评报告

点评报告

行业公司研究——物流行业

证券研究报告

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

投资要点

□ 行业份额持续向头部集中

唯品会宣布终止旗下自营快递品骏的业务,同时与顺丰达成合作。受限于单平台规模效应,唯品会单件物流成本高于快递行业平均水平,降低履约费用率是唯品会停止自营快递业务的主要原因。19Q3,唯品会总订单数为1.276亿票,同比增长33%;顺丰业务量12.24亿票,同比增长31.33%。若按照唯品会订单外包比例30%计算,顺丰有望承接唯品会70%左右的订单数,占公司当期业务量的比例为7.3%,相当于日均单量增加约97万。

□ 业务量增速持续提升,成本控制良好

19年1-10月累计,顺丰业务量36.9亿件,同比增长19.6%。唯品会与顺丰合作事件符合市场预期,我们维持19-21年公司速运物流业务量同比增速假设不变。19Q3,公司营业成本同比增长24.50%,低于同期营业收入增速,毛利率18.43%,同比提升0.95个百分点。运输成本的节省是营业成本控制良好的主因。成本端控制好于我们之前预计,下调19-21年营业成本同比增速假设分别至20.7%、19.0%、16.7%。

□ 电商件拉动业务量增长,供应链业务稳步发展

电商件拉动业务量增速持续提升。19年10月单月,顺丰完成业务量4.4亿件,同比增长48.5%,单月业务量增速自19年8月起持续超越行业水平。同期顺丰单票收入20.5元,同比下降16.2%,主要原因是均价偏低的电商件产品占比提升。同期供应链业务收入5.04亿元,占合计收入94.88亿元的比例为5.31%。供应链业务的发展,有助于公司拓展新客户,增加现有客户粘性,以及提高资产利用率。

□ 期待高端需求爆发和机场投产后成本优化

预计19-21年,公司归母净利润分别为56.86亿元、65.98亿元、78.49亿元,同比增速分别为24.81%、16.04%、18.96%,对应PE分别为30.24倍、26.06倍、21.91倍。收入端期待高端需求爆发,成本端期待鄂州机场投产后,航空运输网络优化带来的运输成本节省,维持“增持”评级。

□ 风险提示

人工成本增长超预期,运输成本增长超预期。

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	90943	111774	133015	155722
(+/-)	27.92%	22.91%	19.00%	17.07%
归属母公司净利润	4556	5686	6598	7849
(+/-)	-4.50%	24.81%	16.04%	18.96%
每股收益(元)	1.03	1.29	1.49	1.78
P/E	37.74	30.24	26.06	21.91

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥38.91

单季度业绩

元/股

3Q/2019

0.27

2Q/2019

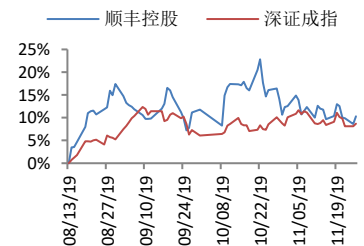
0.42

1Q/2019

0.29

4Q/2018

0.35



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。截至18年底,公司拥有全货机66架,521个中转场,干支线车辆合计3.5万辆,各种用工模式收派员约29.14万人。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。

相关报告

- 《经济产品和快运业务是亮点》2019.04.17
- 《业务量稳定增长,成本控制良好》2019.4.25
- 《业务量同比增速持续改善》2019.07.22
- 《单月业务量增速超过行业水平》2019.10.09

报告撰写人:姜楠

数据支持人:姜楠

正文目录

1. 件量增长是主要驱动力	3
1.1. 行业市场份额继续向头部集中	3
1.2. 单月业务量增速持续超越行业水平	3
1.3. 产品结构变化是均价同比下降的主因	4

图表目录

图 1: 快递服务品牌集中度指数 (CR8)	3
图 2: 快递行业和顺丰业务量及同比增速 (单月)	4
图 3: 快递行业和顺丰业务量及同比增速 (累计)	4
图 4: 快递行业和顺丰均价及同比增速 (单月)	4
图 5: 快递行业和顺丰均价及同比增速 (累计)	4
表附录: 三大报表预测值	5

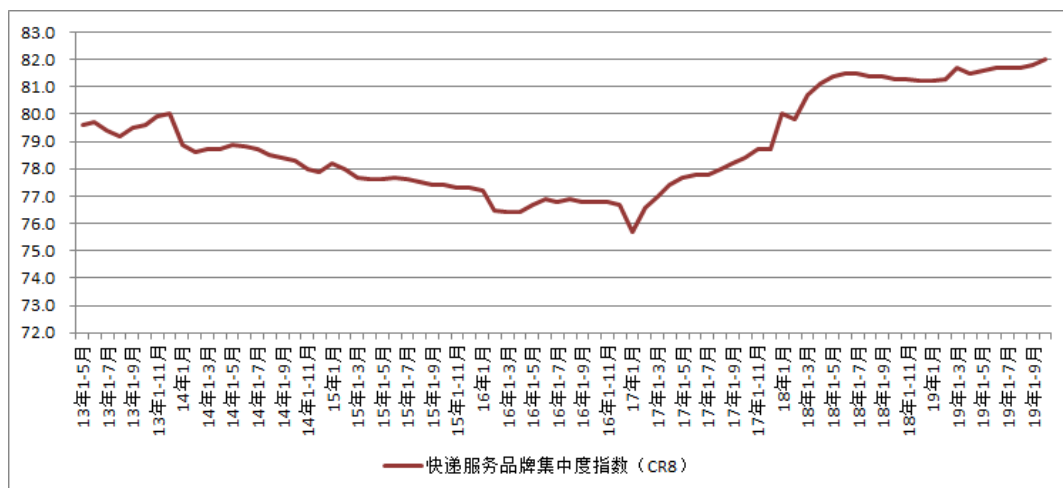
1. 件量增长是主要驱动力

1.1. 行业市场份额继续向头部集中

11月25日，唯品会宣布自19年11月下旬起，终止旗下自营快递品骏的快递业务，同时与顺丰达成业务合作，由顺丰公司提供包裹配送服务。受限于单平台规模效应，唯品会单件物流成本高于快递行业平均水平，降低履约费用率是唯品会停止自营快递业务的主要原因。19Q3，唯品会的当期履约费用率为8.1%，同比下降1.8个百分点，环比下降0.4个百分点，主要原因是物流外包减少公司物流费用。

19Q3，唯品会总订单数为1.276亿票，同比增长33%；顺丰业务量12.24亿票，同比增长31.33%。若按照唯品会订单外包比例30%计算，顺丰有望承接唯品会70%左右的订单数，占顺丰当期业务量的比例为7.3%，相当于日均单量增加约97万。品骏终止快递业务，行业市场份额继续向头部公司集中。快递行业CR8自17年1月起开始提升，19年1-10月累计已达82.0。

图 1：快递服务品牌集中度指数（CR8）

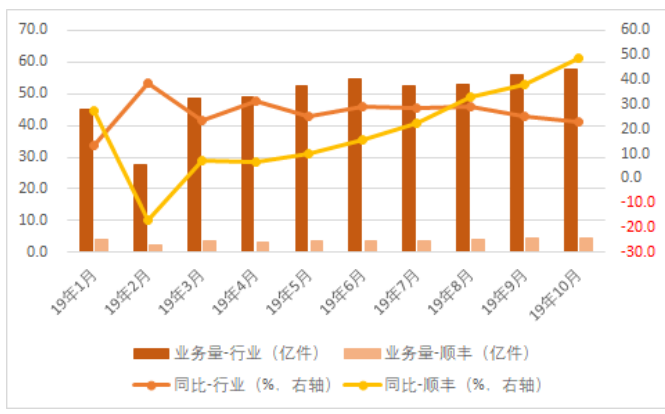


资料来源：国家邮政局，浙商证券研究所

1.2. 单月业务量增速持续超越行业水平

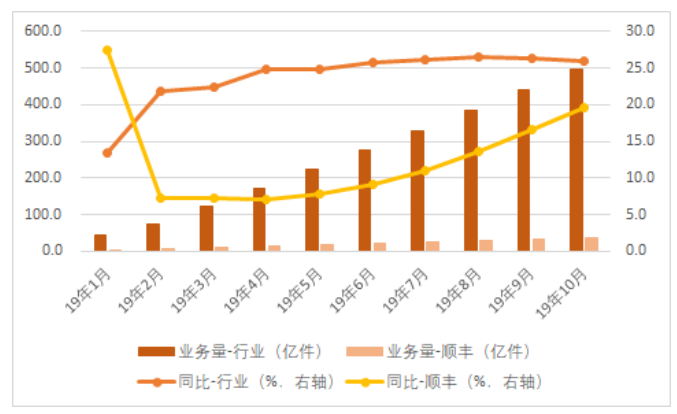
19年10月单月，快递全行业完成业务量57.6亿件，同比增长22.7%，其中，同城业务量9.5亿件，同比下降4.0%，异地业务量46.9亿件，同比增长29.9%，国际/港澳台业务量1.3亿件，同比增长44.4%。19年10月单月，顺丰完成业务量4.4亿件，同比增长48.5%，单月业务量增速自19年8月起持续超越行业水平。

图 2：快递行业和顺丰业务量及同比增速（单月）



资料来源：国家邮政局，公司公告，浙商证券研究所

图 3：快递行业和顺丰业务量及同比增速（累计）



资料来源：国家邮政局，公司公告，浙商证券研究所

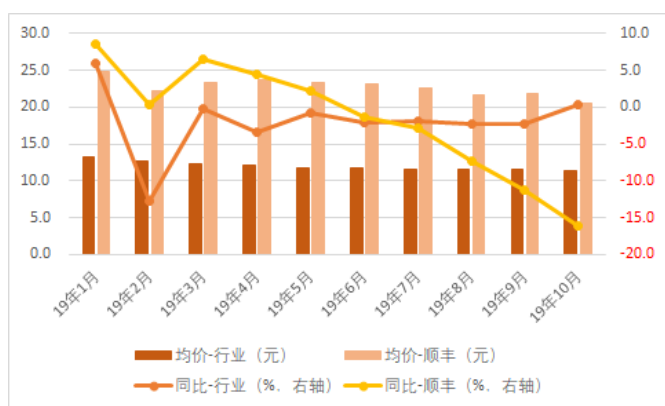
19年1-10月累计，快递全行业完成业务量496.6亿件，同比增长26.0%，其中，同城业务量87.8亿件，同比下降2.0%，异地业务量397.6亿件，同比增长34.4%，国际/港澳台业务量11.3亿件，同比增长28.1%。19年1-10月累计，顺丰完成业务量36.9亿件，同比增长19.6%，业务量增速稳步提升。

1.3. 产品结构变化是均价同比下降的主因

19年10月单月，快递全行业均价11.4元，同比增长0.3%，其中，同城件均价6.5元，同比下降10.7%，异地件均价7.3元，同比下降5.0%，国际/港澳台件均价50.1元，同比下降8.3%。19年10月单月，顺丰单票收入20.5元，同比下降16.2%，主要原因是均价偏低的电商件产品占比提升。

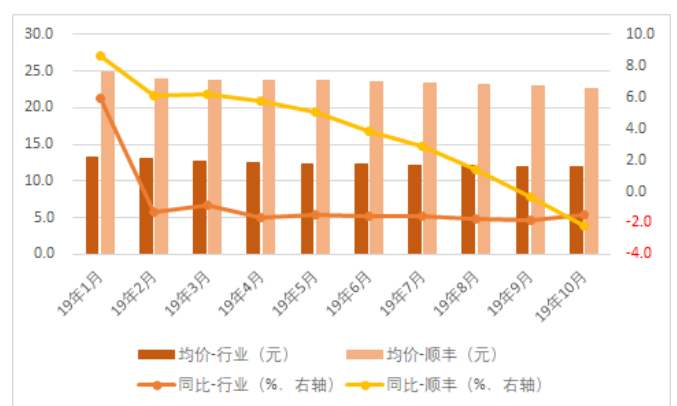
19年1-10月累计，快递全行业均价11.9元，同比下降1.5%，其中，同城件均价6.9元，同比下降14.5%，异地件均价7.9元，同比下降4.6%，国际/港澳台件均价51.9元，同比下降4.4%。19年1-10月累计，顺丰单票收入22.7元，同比下降2.2%，产品结构变化是均价同比下降的主要原因。

图 4：快递行业和顺丰均价及同比增速（单月）



资料来源：国家邮政局，公司公告，浙商证券研究所

图 5：快递行业和顺丰均价及同比增速（累计）



资料来源：国家邮政局，公司公告，浙商证券研究所

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
流动资产	31922	36645	43505	53255	营业收入	90943	111774	133015	155722
现金	16131	19135	23421	30794	营业成本	74642	90109	107233	125110
交易性金融资产	14	15	15	16	营业税金及附加	222	273	325	381
应收账款	7374	8995	10591	12337	营业费用	1826	2235	2660	3114
其它应收款	0	0	0	0	管理费用	8414	11289	13434	15728
预付账款	2517	2926	3549	4101	研发费用	984	1210	1440	1685
存货	818	848	1092	1226	财务费用	287	479	473	448
其他	5067	4727	4836	4782	资产减值损失	104	107	110	113
非流动资产	39693	44280	47430	48728	公允价值变动损益	(6)	0	0	0
金额资产类	3424	3526	3632	3741	投资净收益	1166	1000	900	700
长期投资	2203	2270	2338	2408	其他经营收益	194	200	206	212
固定资产	13967	19369	23650	26152	营业利润	5818	7272	8445	10054
无形资产	6662	6795	6932	7073	营业外收支	49	51	52	54
在建工程	6508	5742	4429	3008	利润总额	5868	7323	8497	10108
其他	6929	6578	6449	6347	所得税	1403	1751	2032	2417
资产总计	71615	80925	90935	101984	净利润	4464	5572	6465	7691
流动负债	26369	30437	35094	39564	少数股东损益	(92)	(115)	(133)	(158)
短期借款	8585	8942	10641	12458	归属母公司净利润	4556	5686	6598	7849
应付款项	7887	10246	12185	13887	EBITDA	9556	10573	12469	14707
预收账款	468	570	684	798	EPS (最新摊薄)	1.03	1.29	1.49	1.78
其他	9429	10679	11584	12420	主要财务比率				
非流动负债	8331	8751	8578	8411		2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	998	1198	798	398	成长能力				
其他	7333	7553	7780	8013	营业收入增长率	27.92%	22.91%	19.00%	17.07%
负债合计	34701	39188	43672	47975	营业利润增长率	-9.78%	24.99%	16.13%	19.05%
少数股东权益	353	238	105	(53)	归属于母公司净利润增	-4.50%	24.81%	16.04%	18.96%
归属母公司股东权益	36561	41498	47157	54061	获利能力				
负债和股东权益	71615	80925	90935	101984	毛利率	17.92%	19.38%	19.38%	19.66%
现金流量表					净利率	4.91%	4.98%	4.86%	4.94%
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	13.08%	14.46%	14.83%	15.50%
经营活动现金流	5425	9876	10161	12140	ROIC	9.86%	11.35%	11.51%	11.88%
净利润	4464	5572	6465	7691	偿债能力				
折旧摊销	3509	2795	3523	4177	资产负债率	48.45%	48.43%	48.03%	47.04%
财务费用	287	479	473	448	净负债比率	28.40%	26.59%	26.86%	27.42%
投资损失	(1166)	(1000)	(900)	(700)	流动比率	1.21	1.20	1.24	1.35
营运资金变动	1909	1778	506	282	速动比率	1.18	1.18	1.21	1.32
其它	(3578)	253	94	242	营运能力				
投资活动现金流	(9329)	(6402)	(5968)	(5003)	总资产周转率	1.41	1.47	1.55	1.61
资本支出	(6273)	(6391)	(5379)	(4067)	应收账款周转率	13.82	13.60	13.39	13.30
长期投资	(3681)	87	(190)	(253)	应付账款周转率	10.09	9.94	9.56	9.60
其他	625	(98)	(399)	(683)	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	2973	(471)	94	236	每股收益(最新摊薄)	1.03	1.29	1.49	1.78
短期借款	3966	357	1699	1817	每股经营现金流(最新)	1.23	2.24	2.30	2.75
长期借款	(1347)	200	(400)	(400)	每股净资产(最新摊薄)	8.27	9.39	10.67	12.23
其他	354	(1028)	(1206)	(1180)	估值比率				
现金净增加额	(931)	3004	4287	7373	P/E	37.74	30.24	26.06	21.91
					P/B	4.70	4.14	3.65	3.18
					EV/EBITDA	14.55	15.48	12.88	10.50

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“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>