

2020年10月20日

顺丰控股 (002352.SZ)

## 9月营收增速回升至36%，短期关注公司资本投入，持续看好长期价值

**事件：**公司公告9月经营数据：9月公司速运物流业务收入为134.46亿元，同比增长36.07%；完成业务量7.28亿票，同比增长60.35%；快递服务单票收入为18.47元，同比下降15.16%。供应链业务收入6.81亿元，同比增长35.66%。

9月件量维持高增长，时效件与特惠专配均快速增长，速运业务营收增速回升至36%。2020M9公司业务量同比增长60.35%，较8月增速略微回落2.2个百分点，公司9月速运营收规模134.5亿元，同比增速回升至36%（7、8月增速为36%、28%）。公司披露9月时效产品、特惠专配产品均保持较高增长。我们分析具体原因包括：1) 高端商品线上渗透率提升，带动高端需求持续增长；2) 下沉市场持续发力，传统电商需求旺盛；3) 中秋与国庆节前礼品寄送或推动需求增长。此外今年中秋错期影响，去年9月有三天中秋节假期，今年中秋与国庆同日。

公司快慢分离项目持续推进、双十一旺季临近，短期关注资本开支投入力度。2020年开始，公司为提升效率，启动快慢分离项目，在收-转-运-派等环节逐步将特惠电商件与传统时效件分网运行，我们预计公司将扩大在网点建设、中转中心建设与人员方面的投入。同时，考虑到双十一旺季临近，根据历史旺季产能投入判断，公司在三季度末可能进行前置产能投入。此外，根据物流沙龙等媒体报道，公司于9月初在部分区域启动快递加盟（丰网项目），公司有望在电商下沉市场扩大影响力，同时我们也关注在起网阶段顺丰的补贴投入等。综合来看，如果公司资本开支力度加大，短期或面临一定的成本增长压力。

预计三季度业绩仍保持较快增长，持续看好长期价值。总体来看，Q3公司件量增速约64.7%，速运业务营收增速约34%，维持良好增长势头。从市场份额看，2020年Q3/Q1-Q3顺丰的市场份额分别为9.1%/10.1%（较2019年+2.5pts）。考虑到时效件保持较快增长，盈利能力稳定，我们预计顺丰Q3业绩同比增速有望继续保持较快增长，但仍需观察公司资本开支投入力度。长期看，公司通过差异化发展战略，除了在商务件领域保持主导地位外，加速向中高端电商件、产业物流端（B端）、国际供应链布局。未来鄂州机场的投运也将为顺丰打开运营新局面。

**投资建议：**我们认为顺丰时效件、特惠专配等产品的快速增长将拉动营收增速继续保持高增长，随着产能利用率的逐步提升，公司盈利弹

## 公司动态分析

证券研究报告

物流

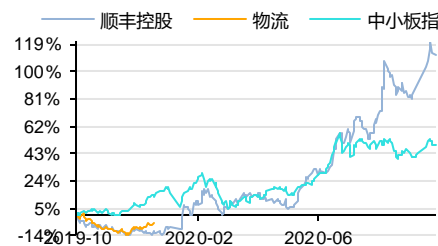
投资评级 **买入-A**  
维持评级

股价 (2020-10-19) **89.44 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	407,528.03
流通市值 (百万元)	401,585.13
总股本 (百万股)	4,556.44
流通股本 (百万股)	4,489.99
12个月价格区间	36.45/93.18 元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.24	38.31	70.63
绝对收益	13.36	41.23	119.78

**明兴**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518040004  
mingxing@essence.com.cn

**孙延**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520040004  
sunyan1@essence.com.cn

### 相关报告

- 顺丰控股: 顺丰控股中报点评: Q2 盈利大幅改善, 持续推荐/明兴 2020-08-26
- 顺丰控股: 顺丰控股深度报告: 时效快递, 二次启航/明兴 2020-07-11
- 顺丰控股: 顺丰控股一季报点评: 业绩符合预期, 营收高增长, 成本承压致毛利率下滑/明兴 2020-04-24
- 顺丰控股: 顺丰控股 2019 年报点评: 营收破千亿, 综合物流服务能力加速形成/明兴 2020-03-24
- 顺丰控股: 顺丰控股: 量、收高增长, 短期成本端或

性也将逐步释放，尽管短期资本开支的投入力度对当期业绩带来一定波动，我们持续看好顺丰长期投资价值；我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 80.7、101.5、130.5 亿元，对应 PE 49x/39x/30x，维持“买入-A”评级。

**风险提示：**宏观经济加速下滑，新业务拓展不及预期，资本开支较高。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	90,942.7	112,193.4	151,942.9	188,011.1	225,751.9
净利润	4,556.0	5,796.5	8,071.5	10,151.5	13,054.8
每股收益(元)	1.00	1.27	1.77	2.23	2.87
每股净资产(元)	8.02	9.31	11.19	12.97	15.26

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	89.4	70.3	50.5	40.1	31.2
市净率(倍)	11.1	9.6	8.0	6.9	5.9
净利润率	5.0%	5.2%	5.3%	5.4%	5.8%
净资产收益率	12.5%	13.7%	15.8%	17.2%	18.8%
股息收益率	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
ROIC	23.4%	22.1%	24.6%	25.2%	41.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	90,942.7	112,193.4	151,942.9	188,011.1	225,751.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	74,642.2	92,649.6	124,643.8	153,483.6	182,616.4	营业收入增长率	27.9%	23.4%	35.4%	23.7%	20.1%
营业税费	222.3	279.6	425.4	526.4	632.1	营业利润增长率	-9.8%	27.3%	41.5%	29.2%	28.7%
销售费用	1,825.8	1,996.9	2,583.0	3,760.2	4,515.0	净利润增长率	-4.5%	27.2%	39.2%	25.8%	28.6%
管理费用	8,414.2	9,699.3	12,611.3	16,921.0	20,543.4	EBITDA 增长率	8.9%	31.3%	20.5%	23.5%	26.3%
财务费用	286.7	683.0	1,000.0	656.6	900.0	EBIT 增长率	6.8%	33.0%	25.2%	23.7%	29.1%
资产减值损失	103.5	-178.6	400.0	108.3	109.9	NOPLAT 增长率	-3.8%	31.9%	40.6%	23.7%	29.1%
加:公允价值变动收益	-5.8	350.1	-594.0	-3.5	8.5	投资资本增长率	40.0%	26.2%	20.6%	-21.9%	30.5%
投资和汇兑收益	1,166.5	1,075.8	800.0	1,000.0	1,000.0	净资产增长率	12.8%	15.1%	19.8%	16.0%	17.7%
<b>营业利润</b>	5,818.1	7,408.6	10,485.4	13,551.4	17,443.6	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	49.4	17.7	82.7	11.1	-2.3	毛利率	17.9%	17.4%	18.0%	18.4%	19.1%
<b>利润总额</b>	5,867.5	7,426.3	10,568.1	13,562.5	17,441.2	营业利润率	6.4%	6.6%	6.9%	7.2%	7.7%
减:所得税	1,403.3	1,801.5	2,642.0	3,390.6	4,360.3	净利润率	5.0%	5.2%	5.3%	5.4%	5.8%
<b>净利润</b>	4,556.0	5,796.5	8,071.5	10,151.5	13,054.8	EBITDA/营业收入	10.9%	11.6%	10.3%	10.3%	10.8%
						EBIT/营业收入	7.6%	8.2%	7.6%	7.6%	8.1%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	51	53	47	41	35
						流动营业资本周转天数	-4	-5	-2	-11	-9
						流动资产周转天数	126	120	99	88	82
						应收帐款周转天数	29	31	29	27	25
						存货周转天数	3	3	3	3	3
						总资产周转天数	256	263	221	190	168
						投资资本周转天数	94	101	91	72	61
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	12.5%	13.7%	15.8%	17.2%	18.8%
						ROA	6.2%	6.1%	8.5%	9.7%	12.4%
						ROIC	23.4%	22.1%	24.6%	25.2%	41.8%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	2.0%	1.8%	1.7%	2.0%	2.0%
						管理费用率	9.3%	8.6%	8.3%	9.0%	9.1%
						财务费用率	0.3%	0.6%	0.7%	0.3%	0.4%
						三费/营业收入	11.6%	11.0%	10.7%	11.3%	11.5%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	48.5%	54.1%	45.6%	43.9%	34.2%
						负债权益比	94.0%	117.8%	83.9%	78.1%	51.9%
						流动比率	1.21	1.38	1.17	1.27	1.72
						速动比率	1.18	1.36	1.12	1.24	1.65
						利息保障倍数	24.05	13.43	11.49	21.64	20.38
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.20	0.26	0.35	0.45	0.57
						分红比率	20.3%	20.5%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%

## 现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
净利润	4,464.3	5,624.8	8,071.5	10,151.5	13,054.8	EPS(元)	1.00	1.27	1.77	2.23	2.87
加:折旧和摊销	3,509.2	4,503.3	4,156.4	5,107.4	6,051.4	BVPS(元)	8.02	9.31	11.19	12.97	15.26
资产减值准备	103.5	178.6	-	-	-	PE(X)	89.4	70.3	50.5	40.1	31.2
公允价值变动损失	5.8	-350.1	-594.0	-3.5	8.5	PB(X)	11.1	9.6	8.0	6.9	5.9
财务费用	611.8	892.3	1,000.0	656.6	900.0	P/FCF	155.7	54.0	-78.6	45.4	270.6
投资损失	-1,166.5	-1,075.8	-800.0	-1,000.0	-1,000.0	P/S	4.5	3.6	2.7	2.2	1.8
少数股东损益	-91.8	-171.7	-145.4	20.3	26.2	EV/EBITDA	13.8	12.1	25.5	19.7	15.6
营运资金的变动	2,543.8	-5,323.7	3,957.0	11,079.7	-10,410.2	CAGR(%)	31.6%	32.5%	18.6%	31.6%	32.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	5,424.9	9,121.3	15,645.6	26,012.1	8,630.6	PEG	2.8	2.2	2.7	1.3	1.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	-9,328.6	-14,048.7	-8,959.5	-5,993.0	-5,117.0	ROIC/WACC	2.3	2.1	2.4	2.4	4.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	2,972.9	7,371.8	-6,551.6	-10,126.2	-3,511.5	REP	2.2	2.1	4.0	4.7	2.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

明兴、孙延声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



**■ 销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777
张杨		北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
温鹏		北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
刘晓萱		北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
王帅		北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
游倬源		北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人		张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

**安信证券研究中心**

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034