

公司研究

持续扩展物流网络，速运业务优势明显

——顺丰控股（002352.SZ）2020 年报点评

要点

◆**事件：公司发布 2020 年报。**公司 2020 年实现营业收入约 1,540 亿，同比增长 37.25%；实现归母净利润约 73.26 亿，同比增长 26.39%；实现扣非归母净利润约 61.32 亿，同比增长 45.74%。公司拟向全体股东派发现金股利（税前）0.33 元/股，连续三年现金分红率超过 20%。

◆**单量增速超行业平均，市场占比提升。**公司 2020 年速运业务件量约 81.37 亿件，同比增长约 68.46%，超全国快递单量增速约 37.26pct。公司快递业务量占全国快递服务企业业务量的比例约为 9.76%，较 2019 年同期占比提高 2.16pct。

◆**经济件业务收入保持高增长，助推速运收入快速增长。**公司 2020 年速运业务收入约 1517 亿，较 19 年同期提升约 36.83%；单票收入约 17.77 元，较 19 年同期下降约 18.99%，主要原因是公司发力电商特惠件业务以及市场竞争激烈。2020 年公司经济件业务收入同比增长 64.00%，贡献了超过 40% 的整体收入增量；同时时效件业务也保持了较快增长，2020 年时效件收入同比增长 17.41%。

◆**经营效率提升，单票成本大幅下降。**公司 2020 年速运及供应链成本约 1,269 亿，同比上涨约 38.52%，公司单票成本约 15.6 元，较 19 年同期下降 17.76%，主要原因是公司业务量的快速提升以及场地升级、自动化设备改造带来的运营效率的提升（2020 年中转分拨中心整体场地日处理峰值单量提升 47%）。

◆**速运业务贡献所有盈利，快运等其他业务仍处于培育期。**2020 年公司实现利润总额 100.39 亿元，其中速运分部实现利润总额 122.84 亿元，实现净利润 89.87 亿元，净利率为 6.74%；快运分部及其他分部虽然继续亏损（分别为 9.08 亿元、11.25 亿元），但经营效率有所提升（毛利率分别为-0.59%、9.92%）。

◆**持续扩展物流网络，保持竞争优势。**公司 21 年 2 月公告拟要约收购嘉里物流（0636.HK）的控股权。如此交易成功交割，则将进一步完善公司一体化综合物流解决方案的能力，并有效补充公司在国际货代、清关等方面的资源与能力，结合顺丰自有的国际货航资源与嘉里物流广泛的国际货运代理网络，将进一步强化顺丰在国际跨境货运上的竞争优势。此外，公司继续通过丰网扩展客户网络，鄂州机场预计 21 年底或 22 年初投入试运营，公司竞争优势将进一步得到巩固。

◆**投资建议：**公司时效件竞争优势明显，预计仍能保持较快增长；收购嘉里物流将带来网络协同效应，同时帮助公司扩展海外市场。基于公司丰网等业务仍在培育期，暂不考虑增发以及收购嘉里物流的影响，我们下调公司 21-22 年 EPS 分别为 1.87 元、2.17 元，新增 2023 年 EPS 为 2.48 元；考虑到公司在丰网、鄂州机场等业务布局能继续提高公司的市场竞争力，我们维持公司“买入”评级。

◆**风险提示：**宏观经济波动风险导致快递需求下降；行业竞争超预期导致单票收入下滑，进而影响公司利润水平；募集资金投资项目以及收购实施进展低于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	112,193	153,987	188,029	229,634	285,960
营业收入增长率	23.37%	37.25%	22.11%	22.13%	24.53%
净利润（百万元）	5,797	7,326	8,530	9,893	11,316
净利润增长率	27.23%	26.39%	16.43%	15.98%	14.38%
EPS（元）	1.31	1.61	1.87	2.17	2.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.66%	12.98%	13.52%	13.85%	14.00%
P/E	72	58	50	43	38
P/B	9.8	7.6	6.8	6.0	5.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-17

买入（维持）

当前价：93.93 元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

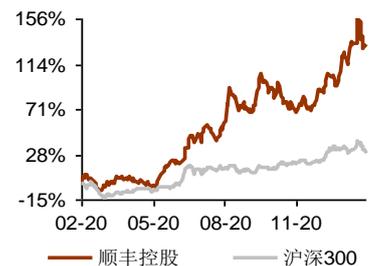
021-52523841

chengxx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	45.56
总市值(亿元):	4279.86
一年最低/最高(元):	42.66/124.70
近 3 月换手率:	29.89%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.39	12.77	70.08
绝对	-18.96	14.78	110.35

资料来源：Wind

相关研报

寒冬已过，春日可期——交通运输行业 2021 年春季策略报告（2021-03-04）

增发夯实业务基础，收购扩展国际网络——顺丰控股（002352.SZ）非公开增发及收购嘉里物流事件点评（2021-02-10）

东海扬尘，春回大地——交通运输行业 2021 年投资策略（2021-01-14）

盈利保持快速增长，丰网启航加强公司竞争力——顺丰控股（002352.SZ）2020 年三季度报点评（2020-10-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	112,193	153,987	188,029	229,634	285,960
营业成本	92,650	128,810	157,337	192,530	240,959
折旧和摊销	3,805	4,617	5,521	6,110	7,389
税金及附加	280	379	470	574	715
销售费用	1,997	2,252	2,750	3,359	4,183
管理费用	9,699	11,600	15,042	18,371	22,877
研发费用	1,193	1,742	2,127	2,597	3,234
财务费用	683	853	1,417	1,919	2,335
投资收益	1,076	851	400	500	600
营业利润	7,409	10,136	10,802	12,592	14,460
利润总额	7,426	10,039	10,822	12,612	14,480
所得税	1,802	3,107	2,705	3,153	3,620
净利润	5,625	6,932	8,116	9,459	10,860
少数股东损益	-172	-394	-414	-434	-456
归属母公司净利润	5,797	7,326	8,530	9,893	11,316
EPS(按最新股本计)	1.31	1.61	1.87	2.17	2.48

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	9,121	11,324	10,468	23,560	21,340
净利润	5,797	7,326	8,530	9,893	11,316
折旧摊销	3,805	4,617	5,521	6,110	7,389
净营运资金增加	2,489	3,289	6,414	-2,766	4,155
其他	-2,970	-3,908	-9,997	10,322	-1,521
投资活动产生现金流	-14,049	-14,884	-6,319	-12,190	-3,767
净资本支出	-6,372	-12,203	-9,459	-12,000	-5,000
长期投资变化	2,222	3,647	0	0	0
其他资产变化	-9,898	-6,329	3,140	-190	1,233
融资活动现金流	7,372	1,332	-1,763	-7,209	-9,574
股本变化	-4	142	0	0	0
债务净变化	9,021	-4,050	1,537	-3,717	-5,322
无息负债变化	6,320	8,408	-997	5,231	7,088
净现金流	2,465	-2,298	2,385	4,161	7,998

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	17.4%	16.3%	16.3%	16.2%	15.7%
EBITDA 率	10.5%	10.3%	9.1%	8.7%	8.2%
EBIT 率	6.5%	6.9%	6.2%	6.0%	5.6%
税前净利润率	6.6%	6.5%	5.8%	5.5%	5.1%
归母净利润率	5.2%	4.8%	4.5%	4.3%	4.0%
ROA	6.1%	6.2%	6.9%	7.4%	7.9%
ROE (摊薄)	13.7%	13.0%	13.5%	13.9%	14.0%
经营性 ROIC	11.5%	12.4%	12.4%	14.1%	15.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	54%	49%	47%	44%	42%
流动比率	1.38	1.24	1.30	1.31	1.55
速动比率	1.36	1.21	1.26	1.27	1.51
归母权益/有息债务	1.68	2.66	2.77	3.75	5.89
有形资产/有息债务	2.99	4.39	4.44	5.81	8.88

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	92,535	111,160	117,933	127,333	138,041
货币资金	18,521	16,418	18,803	22,963	30,962
交易性金融资产	2,910	6,277	4,594	5,435	5,014
应收帐款	12,045	16,849	18,779	16,074	20,017
应收票据	43	166	106	155	221
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	882	987	1,476	1,704	2,080
其他流动资产	5,737	7,248	7,248	7,248	7,248
流动资产合计	42,897	51,677	55,700	59,007	72,194
其他权益工具	4,934	5,027	4,981	5,004	4,992
长期股权投资	2,222	3,647	3,647	3,647	3,647
固定资产	18,904	22,357	28,035	30,285	32,414
在建工程	3,116	5,380	4,035	7,417	2,979
无形资产	10,008	10,633	10,279	9,936	9,605
商誉	3,565	3,377	3,377	3,377	3,377
其他非流动资产	563	1,463	1,463	1,463	1,463
非流动资产合计	49,638	59,483	62,233	68,326	65,847
总负债	50,042	54,400	54,940	56,454	58,220
短期借款	6,053	7,997	8,874	5,487	0
应付账款	11,988	15,485	15,734	19,253	24,096
应付票据	30	0	0	0	0
预收账款	670	28	708	759	691
其他流动负债	5,678	7,585	7,585	7,585	7,585
流动负债合计	30,982	41,809	42,948	45,005	46,499
长期借款	6,540	1,866	1,866	1,866	1,866
应付债券	10,598	8,425	9,512	8,969	9,240
其他非流动负债	534	613	613	613	613
非流动负债合计	19,060	12,592	11,992	11,449	11,721
股东权益	42,494	56,760	62,993	70,878	79,821
股本	4,415	4,556	4,556	4,556	4,556
公积金	16,725	25,150	26,003	26,683	26,683
未分配利润	19,737	25,708	31,882	39,471	48,896
归属母公司权益	42,420	56,443	63,090	71,410	80,809
少数股东权益	74	317	-97	-532	-988

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.78%	1.46%	1.46%	1.46%	1.46%
管理费用率	8.65%	7.53%	8.00%	8.00%	8.00%
财务费用率	0.61%	0.55%	0.75%	0.84%	0.82%
研发费用率	1.06%	1.13%	1.13%	1.13%	1.13%
所得税率	24%	31%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.27	0.33	0.36	0.42	0.48
每股经营现金流	2.07	2.49	2.30	5.17	4.68
每股净资产	9.61	12.39	13.85	15.67	17.74
每股销售收入	25.41	33.80	41.27	50.40	62.76

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	72	58	50	43	38
PB	9.8	7.6	6.8	6.0	5.3
EV/EBITDA	38.3	28.8	25.7	21.8	18.2
股息率	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------