

顺丰控股(002352)

报告日期：2021年3月18日

归母净利润同比+26%，关注新业务发展

——顺丰控股 2020 年报点评

✍️：匡培钦 执业证书编号：S1230520070003
☎️：021-80106013
✉️：kuangpeiqin@stocke.com.cn

报告导读

顺丰控股发布 2020 年报，公司 2020 年实现营收 1539.87 亿元，同比增加 37.25%；归母净利润 73.26 亿元，同比增加 26.39%；扣非归母净利润 61.32 亿元，同比增加 45.74%。

投资要点

□ 降本增效，经营效率处于上升通道

营收端，公司 2020 年营业收入同比增长 37.25%至 1539.87 亿元，其中传统时效件及经济件贡献逾 40%收入增量，其余新兴板块贡献逾 35%收入增量。

费用端，受益于 1) 业务量高增带来的规模效应、2) 加速推行快慢分离等运营模式优化以及 3) 数智化投入助力组织管理，营销费用率有所改善，销售费用率同比下降 0.32pts 至 1.46%、管理费用率同比下降 1.05pts 至 8.66%。

利润端，公司 2020 年归母净利润同比增长 26.39%至 73.26 亿元，加权平均 ROE 同比上升 0.34pts 至 15.2%。

□ 传统业务盈利稳健，新兴业态放量增长

公司速运分部（主要包含时效、经济、医药及冷运、国际等）盈利能力稳健，2020 年毛利率 18.96%、净利率 6.74%，实现净利润 89.87 亿元。快运分部及其他分部（主要包含同城、供应链、其他孵化新业务等）仍然处于微亏状态，快运分部 2020 年净利率-4.06%，净亏损 9.08 亿元；其他分部 2020 年净利率-6.31 亿元，净亏损 11.25 亿元。

传统时效及经济件方面，高端消费持续线上化趋势带动公司 2020 年时效件业务收入同比增长 17.41%至 663.60 亿元；同时特惠专配市场下沉效果显著，“降维打击”自带服务品质优势，公司 2020 年经济件业务收入同比增长 64%至 441.48 亿元，经济件业务量同比大增 155.86%。

同城业务方面，积极突破能力边界，2020 年公司合作品牌数同比增长逾 300%，带动业务收入同比增长 61.17%至 31.46%亿元。据罗戈研究测算，我国即时配送订单量 14-19 年复合增速 73.28%，顺丰控股亦计划向子公司顺丰同城增资 4.09 亿元以补强“最后一公里”能力，分享同城配送行业高增红利，

国际件方面，依托行业稀缺的自有机队资源优势大力发展国际货运，疫情致航空客机腹仓紧缺，全货机运价大幅上涨，公司航空资产利用率大幅提升，公司 2020 年国际件业务收入同比大增 110.40%至 59.73 亿元。

供应链业务方面，顺丰大网资源的协同效应带动新夏晖及顺丰 DHL 数字化转型升级，技术与网络的优势整合下，公司 2020 年供应链业务收入同比增长 44.45%至 71.04 亿元。

□ 产能投放有所提速，有助“强者恒强”逻辑持续演绎

快递件量需求不减，价格竞争是快递格局出清的必经之路，在存量内卷与新入局者扰动叠加下，行业价格战短期走向依然不尽明朗，因此当下的产能投放仍是龙头实现“规模-成本-价格”的强者恒强逻辑演绎的枢纽一环。

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥93.93

单季度业绩

元/股

4Q/2020

0.38

3Q/2020

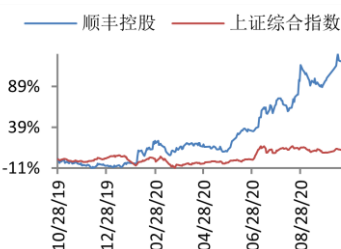
0.40

2Q/2020

0.64

1Q/2020

0.21



公司简介

公司是国内快递物流综合服务商龙头之一，以时效业务为基础，发展特惠、快运、冷链、同城、国际、供应链等业务，作全物流链布局。

相关报告

- 1《顺丰控股点评：“外延+内生”合力驱动，助力网络延展壁垒升级》2021.2.10
- 2《顺丰控股 2020 年三季报点评：Q3 利润同比增长 52%，规模扩张壁垒高筑》2020.10.27
- 3《顺丰控股 2020H1 点评：业务规模迅速扩张，盈利能力提升显著》2020.08.26
- 4《顺丰控股（002352）深度报告：时效业务壁垒高筑，新拓业务空间广阔》2020.08.16

报告撰写人：匡培钦

联系人：耿鹏智

从财务报表的几个指标观察顺丰产能投放情况，2020 年末公司固定资产 223.57 亿元，同比增长 18.27%；2020 全年公司剔除股权投资的资本支出（即构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金）122.67 亿元，同比大增 91.04%。我们认为主要是对陆运网络产能的补强，以及对场地升级、自动化设备改造等关键资源方面的前瞻布局。产能投入短期内或有成本压力，但规模效益经历一定的爬坡期后会在未来逐渐强化。

□ 定增及收购事项赋能“内生+外延”式增长，三大壁垒有望再迎升级

公司拟定增募资不超过 220 亿元人民币用于速运设备自动化、鄂州机场转运中心（计划争取年内交工验收）、数智化供应链方案、陆路运力、航材购置维修及补流等，补强陆空运力打造智慧网络；同时拟作价 176 亿港元要约收购嘉里物流 51.8% 股权，在扩张地理网络的同时增广业务范畴。

定增及收购落地后，有望进一步升级顺丰的时效、资产和品牌三大壁垒，或将助力直营系龙头在需求高增、竞争激烈的快递业格局演绎中，通过差异化路径率先加速实现规模与服务的双赢。

□ 盈利预测及估值

暂不考虑仍存不确定性的要约收购事项影响，我们从时效件、特惠件、其他业务件的日均单量及单价角度拆分测算公司利润，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别 86.79 亿元、102.28 亿元、115.48 亿元，对应现股价 PE 分别 49 倍、42 倍、37 倍，维持“增持”评级。

□ 风险提示：资本开支超预期；收购进度不及预期；特惠件利润率不及预期。

财务摘要

（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	153987	193797	235690	283677
(+/-)	37.25%	25.85%	21.62%	20.36%
净利润	7326	8679	10228	11548
(+/-)	14.62%	18.46%	17.85%	12.91%
每股收益（元）	1.61	1.90	2.24	2.53
P/E	58.42	49.31	41.84	37.06

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	51677	55449	66008	77936
现金	16418	17143	20712	26232
交易性金融资产	6277	4594	5435	5014
应收账款	17016	21147	25881	31052
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	3177	4780	5548	6632
存货	987	1545	1790	2117
其他	7803	6240	6641	6889
非流动资产	59483	62224	68977	70072
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	3647	2934	3291	3113
固定资产	22357	25603	31215	32789
无形资产	10633	11721	12835	13449
在建工程	5380	5587	5058	4372
其他	17466	16379	16579	16349
资产总计	111160	117673	134985	148008
流动负债	41809	41667	49692	55519
短期借款	7997	5000	5000	5000
应付款项	15485	19531	24835	29564
预收账款	28	729	779	685
其他	18300	16407	19078	20270
非流动负债	12592	11916	13032	11001
长期借款	1866	3866	4366	3366
其他	10726	8050	8666	7635
负债合计	54400	53584	62723	66520
少数股东权益	317	308	298	286
归属母公司股东权	56443	63781	71963	81202
负债和股东权益	111160	117673	134985	148008
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	11324	11300	14374	13927
净利润	6932	8670	10218	11537
折旧摊销	5292	2881	3392	3737
财务费用	853	625	535	424
投资损失	(851)	(1031)	(986)	(956)
营运资金变动	653	(216)	1667	(743)
其它	(1555)	371	(452)	(72)
投资活动现金流	(14884)	(4002)	(9729)	(3730)
资本支出	(5716)	(5000)	(7000)	(3137)
长期投资	(1626)	701	(282)	133
其他	(7543)	297	(2447)	(725)
筹资活动现金流	1332	(6574)	(1076)	(4678)
短期借款	1943	(2997)	0	0
长期借款	(4674)	2000	500	(1000)
其他	4062	(5578)	(1576)	(3678)
现金净增加额	(2229)	725	3569	5520

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	153987	193797	235690	283677
营业成本	128810	164775	202204	245294
营业税金及附加	379	478	583	700
营业费用	2252	2326	2593	2979
管理费用	11600	13469	15084	17021
研发费用	1742	2192	2666	3208
财务费用	853	625	535	424
资产减值损失	35	0	0	0
公允价值变动损益	134	0	0	0
投资净收益	851	1031	986	956
其他经营收益	1307	757	939	1005
营业利润	10136	11720	13950	16012
营业外收支	(97)	(40)	(68)	(54)
利润总额	10039	11681	13882	15958
所得税	3107	3011	3664	4421
净利润	6932	8670	10218	11537
少数股东损益	(394)	(9)	(10)	(12)
归属母公司净利润	7326	8679	10228	11548
EBITDA	15479	15163	17785	20103
EPS (最新摊薄)	1.61	1.90	2.24	2.53
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	37.25%	25.85%	21.62%	20.36%
营业利润	26.63%	15.64%	19.02%	14.78%
归属母公司净利润	14.62%	18.46%	17.85%	12.91%
获利能力				
毛利率	16.35%	14.98%	14.21%	13.53%
净利率	4.50%	4.47%	4.34%	4.07%
ROE	14.76%	14.36%	15.00%	15.02%
ROIC	10.13%	12.21%	12.64%	12.85%
偿债能力				
资产负债率	48.94%	45.54%	46.47%	44.94%
净负债比率	23.54%	19.85%	18.55%	16.08%
流动比率	1.24	1.33	1.33	1.40
速动比率	1.21	1.29	1.29	1.37
营运能力				
总资产周转率	1.51	1.69	1.87	2.00
应收帐款周转率	10.66	10.24	10.10	10.04
应付帐款周转率	9.38	9.42	9.12	9.03
每股指标(元)				
每股收益	1.61	1.90	2.24	2.53
每股经营现金	2.49	2.48	3.15	3.06
每股净资产	12.39	14.00	15.79	17.82
估值比率				
P/E	58.42	49.31	41.84	37.06
P/B	7.58	6.71	5.95	5.27
EV/EBITDA	25.36	27.53	23.28	20.29

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“本公司”）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。本公司的资产管理公司、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

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn