

证券研究报告—动态报告

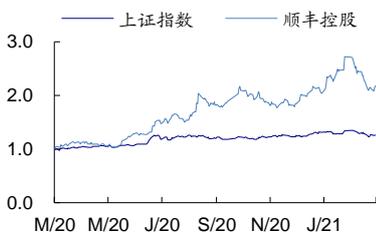
交通运输

物流 II

顺丰控股(002352)
买入
20 年年报财报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 18 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	4,556/4,490
总市值/流通(百万元)	427,986/421,775
上证综指/深圳成指	3,446/13,810
12 个月最高/最低(元)	124.70/41.78

相关研究报告:

《顺丰控股-002352-深度报告: 大国崛起, 巨头乘势而上——对比美国快递报告系列一》——2021-03-16
 《顺丰控股-002352-重大事件快评: 大国崛起, 顺势而为, 顺丰加速布局国际业务》——2021-02-10
 《顺丰控股-002352-20 年三季报财报点评: 三季度业绩符合预期, 期待新产品绽放》——2020-10-28
 《顺丰控股-002352-财报点评: 时效快递增长回暖, 二季度业绩亮眼》——2020-08-27
 《国信证券-顺丰控股-002352-深度报告: 成长龙头, 价值优选》——2020-07-17

证券分析师: 姜明

E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521010004

证券分析师: 罗丹

E-MAIL: luodan4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520060003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

时效增长趋势优, 快递业务盈利强, 业绩基本符合预期

● 四季度公司业绩高增长, 基本符合预期

2020 年营收 1540 亿元 (+37.3%), 扣非归母净利润 61.3 亿元 (+45.7%)。其中四季度单季营收 443.9 亿元 (+32.8%), 扣非归母净利润 10.3 亿元 (+47.6%), 业绩表现基本符合预期。

● 时效快递增长趋势优, 顺利拓展中低端快递

2020 年受益于疫情加速电商消费升级, 公司时效快递收入全年实现了 17.4% (2019 年 5.9%)。但是具体到季度来看, 随着疫情带来的一次性影响逐步消除, 公司时效快递业务收入增速呈缓慢下降趋势, Q1/Q2/Q3/Q4 的时效收入增速估计分别约为 21%/18%/16%/15%。我们认为电商消费升级是长期趋势, 疫情仅是催化剂, 顺丰的时效业务增长趋势优, 符合预期。我们预计 2021 年, 顺丰时效快递收入增速有望稳定在双位数以上。同时, 顺丰也在加速拓展中低端快递业务, 2020 年底公司的特惠专配日均件量约 1000 万票, 顺利完成第一步目标; 三季度也正式推出加盟模式的新低端快递产品“丰网”。

● 产能投入造成毛利率下滑, 速运业务全年贡献 90 亿元净利润

在快递进入旺季以及拓展新业务的背景下, 公司四季度继续加大产能投入, 资本开支 (不考虑股权投资) 达到 49 亿元, 环比增加 14.5 亿元; 全年为 123 亿元, 环比增加 58 亿元。由于公司加大产能投放, 导致短期成本上升较多, 四季度毛利率同比减少 1.0 个百分点。得益于公司严控费用政策, 四季度期间费用率同比减少 0.9 个百分点。公司扣费净利率同比增加 0.2 个百分点。从分部数据来看, 顺丰快递业务的盈利水平非常高, 2020 年顺丰速运业务 (包含快递、冷运、国际等板块) 实现了 90 亿元的净利润, 基于此我们估计快递业务贡献的扣非净利超过 85 亿元, 该利润规模远高于同行竞争对手。

● 风险提示: 时效快递增长不及预期; “丰网”快递亏损超预期。
● 投资建议: 下调盈利预测, 维持“买入”评级。

考虑到公司短期投入较大, 下调盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 83/106/140 亿元 (21-22 年下调幅度 1.4%/4.7%), 分别同比增长 12.9%/27.7%/32.7%。通过分部估值方法, 得出公司未来 6 个月的合理估值约为 110 元, 看好公司的长期投资价值, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

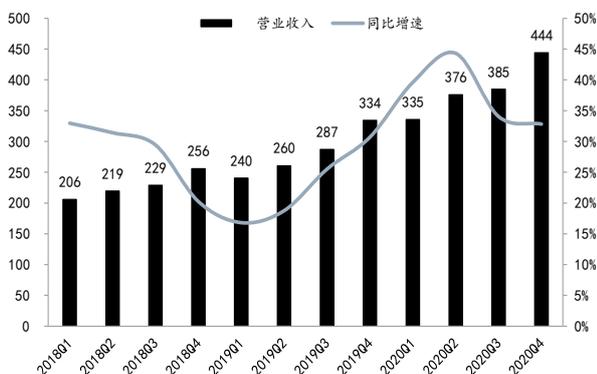
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	112,193	153,987	195,358	244,562	300,495
(+/-%)	23.4%	37.3%	26.9%	25.2%	22.9%
净利润(百万元)	5797	7326	8273	10562	14017
(+/-%)	27.2%	26.4%	12.9%	27.7%	32.7%
摊薄每股收益(元)	1.31	1.61	1.82	2.32	3.08
EBIT Margin	6.7%	7.1%	5.0%	5.2%	5.8%
净资产收益率(ROE)	13.7%	13.0%	13.3%	15.2%	17.6%
市盈率(PE)	71.5	58.4	51.7	40.5	30.5
EV/EBITDA	40.9	31.0	34.5	26.9	20.8
市净率(PB)	9.8	7.6	6.9	6.1	5.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

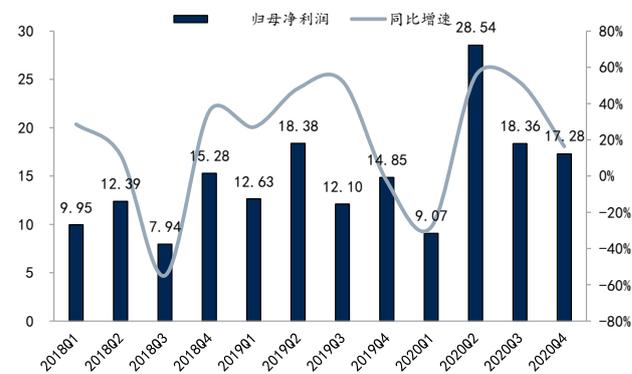
2020 年四季度收入和利润实现高速增长。2020 年四季度单季实现营收 443.9 亿元 (+32.8%)，归母净利润 17.3 亿元 (+16.4%)，扣非归母净利润 10.3 亿元 (+47.6%)，受益于疫情、电商消费升级加速以及成本费用管控，公司扣非归母净利润实现高速增长。

图 1：顺丰控股单季营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

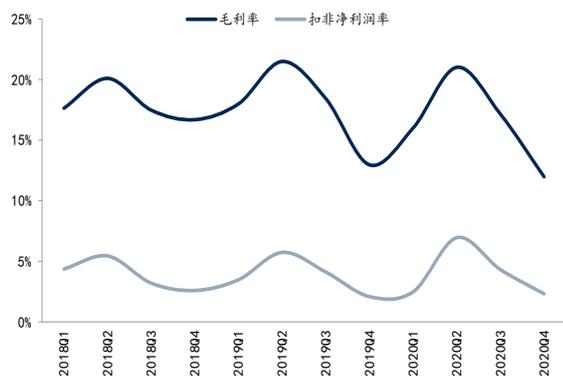
图 2：顺丰控股单季归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

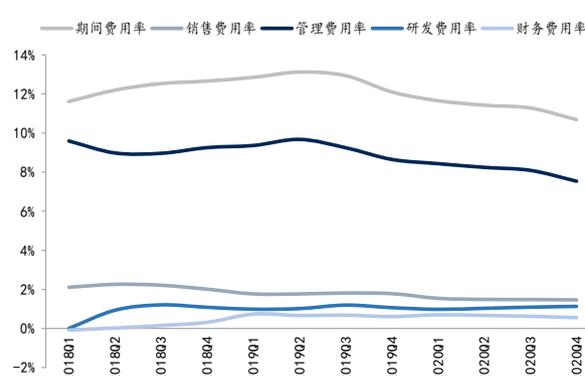
公司加大产能投入，四季度毛利率同比降低，但管理费用率有所优化。在国内疫情可控、快递旺季以及加速拓展新业务的背景下，公司四季度加大了产能投入，资本开支（不考虑股权投资）达到 49 亿元，环比增加 14.5 亿元。公司四季度毛利率同比减少 1.0 个百分点，为 12.0%。得益于公司推行严控费用的政策，四季度期间费用率同比减少 0.9 个百分点。

图 3：顺丰控股毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：顺丰控股三项费用率变化情况

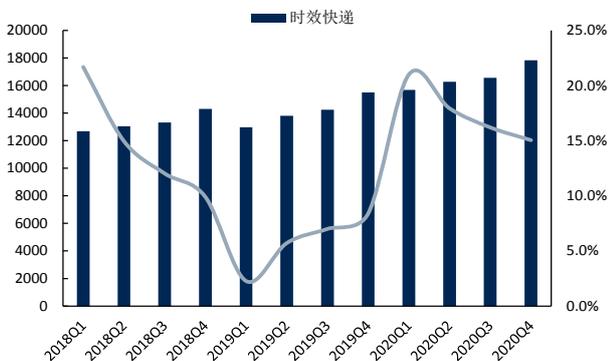


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

时效快递增长趋势良好，公司加速拓展中低端快递。2020 年受益于疫情加速电商消费升级，公司时效快递收入全年实现了 17.4%（2019 年 5.9%）。但是具体到季度来看，随着疫情带来的一次性影响逐步消除，公司时效快递业务收入增速呈缓慢下降趋势，Q1/Q2/Q3/Q4 的时效收入增速估计分别约为 21%/18%/16%/15%。我们认为电商消费升级是长期趋势，疫情仅是催化剂，顺丰的时效业务增长趋势良好，符合预期。我们预计 2021 年，顺丰时效快递收入增速有望稳定在双位数以上。同时，顺丰也在加速拓展中低端快递业务，

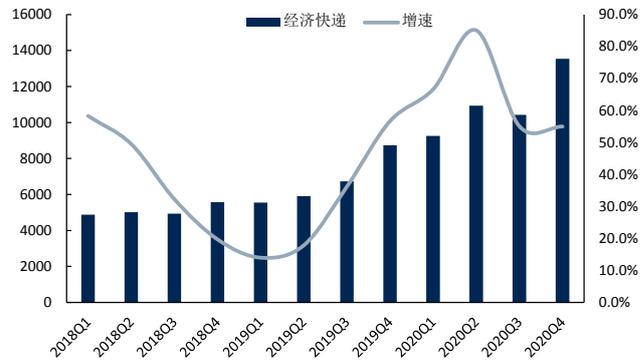
2020年底公司的特惠专配日均件量约1000万票，顺利完成第一步目标；三季度也正式推出加盟模式的新低端快递产品“丰网”，年底日均件量估计已经接近百万票。拓展“丰网”业务具有寻找新的增长驱动力以及卡位的战略意义，短期对利润造成的负面影响可控。

图 5：顺丰时效快递收入增速明显回暖



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：经济快递收入增速快速提升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

估值及目标价

我们通过分部估值方法来完成相对估值。

(1) 快递业务：我们采用 PE 相对估值法进行估值，选取中低端快递市场的龙头中通快递、韵达股份和圆通速递作为比较公司。在中低端快递市场，龙头竞争激烈，目前市场规模、成本管控、管理能力等多方面均呈现领先优势的中通快递的 PE 估值水平远高于韵达和圆通。而在中高端快递市场，竞争格局明显更优，顺丰在中高端市场具有很强的护城河，其在快递市场中维持龙头地位的确定性也明显优于中通，而且短期顺丰的利润增长也优于中通，因此，我们认为顺丰快递业务的 PE 目标估值应该高于中通，给予 35 倍目标估值。

(2) 快运业务：由于目前公司快运业务尚未盈利，我们会参考公司于 2020 年 2 月 29 日发布的《关于公司子公司与关联方签署投资协议的公告》中第三方机构毕马威咨询给出的评估价值 30 亿美元。

(3) 其他物流业务：由于目前公司其他物流业务整体亏损，我们采用 PS 相对估值法进行估值，参考物流板块 2019 年 PS 估值水平的中位数 1.23，我们给予公司其他物流业务 1.2 倍 PS 目标估值。

综上，基于时效快递业务 21-22 年净利润预测值（分别为 98 亿元和 113 亿元）、经济快递业务 21-22 年收入预测值（分别为 585 亿元和 781 亿元）、快运业务 21-22 年收入预测值（分别为 267 亿元和 361 亿元）以及其他物流业务 21-22 年收入预测值（分别为 347 亿元和 431 亿元），我们得到公司中短期的合理市值 5000 亿元。

表 1：分部相对估值结果

类别	估值倍数	以 2021 年业绩为基础的合理估值	以 2022 年业绩为基础的合理估值
时效快递业务	35 倍 PE	3500 亿元	4500 亿元
经济快递业务	0.4 倍 PS	230 亿元	310 亿元
快运业务	1.2 倍 PS	320 亿元	360 亿元
其他物流业务	1.2 倍 PS	470 亿元	590 亿元
合理市值合计		4500 亿元	5800 亿元

股份数	44.48 亿股
6 个月目标价格	110 元

资料来源：国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到公司短期投入较大，下调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 76/91/109 亿元（21-22 年下调幅度 7.8%/7.4%），分别同比增长 12.9%/27.7%/32.7%。通过分部估值方法，得出公司未来 6 个月的合理估值约为 110 元，看好公司的长期投资价值，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	16418	10214	9031	7132	营业收入	153987	195358	244562	300495
应收款项	17016	21409	25461	31284	营业成本	128810	163815	205388	250914
存货净额	987	1536	1920	2344	营业税金及附加	379	488	611	751
其他流动资产	10823	13284	16630	20434	销售费用	2252	2735	3179	3906
流动资产合计	51677	54163	62305	72311	管理费用	11600	18594	22680	27470
固定资产	27737	38595	46811	52809	财务费用	853	730	941	1115
无形资产及其他	10633	11208	11782	13357	投资收益	851	700	700	700
投资性房地产	17466	20959	25151	30182	资产减值及公允价值变动	169	100	100	(100)
长期股权投资	3647	3667	4390	5113	其他收入	(978)	800	800	800
资产总计	111160	128593	150440	173772	营业利润	10136	10596	13362	17739
短期借款及交易性金融负债	10942	11104	15327	17752	营业外净收支	(97)	20	20	20
应付款项	15485	21936	27422	33483	利润总额	10039	10616	13382	17759
其他流动负债	15382	18104	22561	27538	所得税费用	3107	2760	3345	4440
流动负债合计	41809	51145	65310	78774	少数股东损益	(394)	(417)	(525)	(697)
长期借款及应付债券	10291	12291	12291	12291	归属于母公司净利润	7326	8273	10562	14017
其他长期负债	2300	2898	3554	4098					
长期负债合计	12592	15189	15846	16390					
负债合计	54400	66334	81156	95164					
少数股东权益	317	25	(343)	(831)					
股东权益	56443	62234	69627	79439					
负债和股东权益总计	111160	128593	150440	173772					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	7326	8273	10562	14017
资产减值准备	(144)	21	10	9
折旧摊销	4617	4593	6247	7661
公允价值变动损失	(169)	(100)	(100)	100
财务费用	853	730	941	1115
营运资本变动	(1479)	(1105)	(1364)	(3490)
其它	(147)	(313)	(378)	(497)
经营活动现金流	10004	11370	14977	17800
资本开支	(9377)	(15948)	(14948)	(15342)
其它投资现金流	(3217)	(1287)	(1544)	(1853)
投资活动现金流	(14019)	(17254)	(17215)	(17918)
权益性融资	687	0	0	0
负债净变化	(4674)	2000	0	0
支付股利、利息	(1917)	(2482)	(3169)	(4205)
其它融资现金流	14408	162	4223	2425
融资活动现金流	1912	(319)	1054	(1780)
现金净变动	(2103)	(6204)	(1183)	(1898)
货币资金的期初余额	18521	16418	10214	9031
货币资金的期末余额	16418	10214	9031	7132
企业自由现金流	1320	(5262)	(538)	1919
权益自由现金流	11054	(3639)	2979	3508

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.61	1.82	2.32	3.08
每股红利	0.42	0.54	0.70	0.92
每股净资产	12.39	13.66	15.28	17.43
ROIC	13%	11%	13%	15%
ROE	13%	13%	15%	18%
毛利率	16%	16%	16%	17%
EBIT Margin	7%	5%	5%	6%
EBITDA Margin	10%	7%	8%	8%
收入增长	37%	27%	25%	23%
净利润增长率	26%	13%	28%	33%
资产负债率	49%	52%	54%	54%
息率	0.4%	0.6%	0.7%	1.0%
P/E	58.4	51.7	40.5	30.5
P/B	7.6	6.9	6.1	5.4
EV/EBITDA	31.0	34.5	26.9	20.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032