

扣非净利增长 46%，多维布局扩展物流版图

投资要点

- 业绩总结:** 顺丰控股 2020 年全年实现营业收入 1539.9 亿元(+37.3%)，实现归母净利润 73.3 亿元(+26.4%)，实现扣非归母净利润 61.3 亿元(45.7%)。单看 20Q4，公司实现营收 443.9 亿元(+32.3%)，归母净利润 17.3 亿元(+16.4%)，单季度实现扣非归母净利润 10.3 亿元(+47.6%)。业绩符合预期(此前我们对公司 2020 年的盈利预测为 72.6 亿元)。
- 时效件维持高增长，市占率快速提升。** 2020 年，顺丰时效件业务实现营收 663.6 亿元(+17.4%)，分季度看 Q1-Q4 时效快递收入增速分别为 21%/18%/16%/16%，系高端电商需求增长韧性强劲。
经济件业务实现营收 441.5 亿元(+64.0%)，分季度看 Q1-Q4 经济快递收入增速分别为 71%/82%/57%/54%，全年经济件业务量同比增长 155.9%、件量增速高于收入增速主要由于电商特惠件占比提升、经济件平均单价下降。
2020 年顺丰快递业务量市占率达到 9.8%，较 2019 年同期提升了 2.2pp。
- Q4 毛利率下滑，资本开支加速。** 2020 年顺丰毛利率下降 1.1pp 至 16.4%，主要系经济件、快运和供应链业务等低利润产品线的营收占比提升所致。单看 20Q4 公司毛利率下降 1pp 至 12.0%、环比 Q3 下降了 6.1pp。
2020 年顺丰的销售、管理、研发三费率为 10.1%，比 2019 年下降 1.4pp。单看 20Q4 公司三费率为 8.8%，同比降低 0.9pp，环比 Q3 降低 1.7pp，公司费用率改善、规模效应持续体现。
2020 年公司资本支出为 141.5 亿元(占收入比重约 9.2%)，同比增长 9.6%。其中下半年资本支出为 100.8 亿元，环比来看资本开支节奏显著加快，我们认为系公司对行业需求前景预期乐观、加大了速运大网的产能建设。
- 核心速运业务净利润 89.9 亿元。** 公司 2020 年年报首次披露分部报告，速运分部(包含时效、经济、冷链、国际等业务)实现净利润 89.9 亿元、快运分部净利润为-9.1 亿元、其他业务(包含同城、供应链及其他新业务等)净利润-11.3 亿元。顺丰基本盘速运业务净利率 6.7%，盈利能力扎实；新业务整体仍处于快速成长期，时效与经济件之外的新业务占营收比例提升 2.6pp 至 26.2%，具体来看快运/冷运/同城/国际/供应链的营收增长率分别为同比+46.3%/+27.5%/+61.2%/+110.4%/+44.5%。
- 中期看点系收购嘉里物流落地及鄂州机场投产。** 上市以来顺丰持续通过资本纽带拓展物流业务版图，快运业务并购新邦、冷链业务收购夏晖中国、供应链业务并购 DHL 中国，2021 年 2 月顺丰通过要约收购方式拟控股嘉里物流，完善自身跨境物流业务布局以及提升 B 端供应链服务能力。鄂州机场预计明年初投产，届时将强化顺丰物流生态布局、推动公司业绩加速增长：收入端将受益于时效件辐射范围的扩张及未来机场空港产业集群，成本端将受益于优化路由及装载率提升带来的单位成本降低。

西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林
执业证号: S1250518110001
电话: 13916801840
邮箱: chzhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	45.56
流通 A 股(亿股)	44.90
52 周内股价区间(元)	42.82-117.1
总市值(亿元)	4,279.86
总资产(亿元)	1,111.60
每股净资产(元)	12.39

相关研究

1. 顺丰控股(002352): 趋势加速, 价值成长 (2021-01-29)



- **盈利预测与投资建议。**在未来大物流、大供应链时代，顺丰在保持时效件快递高经营壁垒的同时，通过内生+外延方式打造极具张力的综合物流服务平台，我们看好公司的长期发展。预计 2021-2023 年顺丰控股归母净利润分别为 90.6、100.2、118.2 亿元，对应当前 PE 分别为 47.3、42.7、36.2 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电商消费增速下降、资本开支超预期、收购进展不及预期、新业务培育不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	153,987	197,574	239,312	289,429
增长率	37.3%	28.3%	21.1%	20.9%
归属母公司净利润（百万元）	7,326	9,057	10,022	11,820
增长率	26.4%	23.6%	10.6%	17.9%
每股收益 EPS（元）	1.61	1.99	2.20	2.59
净资产收益率 ROE	12.2%	14.2%	13.8%	14.4%
PE	58.4	47.3	42.7	36.2
PB	7.6	6.8	6.0	5.3

数据来源：Wind，西南证券

关键假设：

假设 1：公司时效件 2021-2023 年增速分别为 15%/13%/12%，毛利率维持在 25%。

假设 2：公司快运业务 2021-2023 年毛利率分别为-1%/1%/3%；同城、冷链、供应链业务毛利率维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
时效件业务收入	565	664	774	875	980
yoy	13%	17%	17%	13%	12%
成本	424	494	578	654	733
毛利率	25.0%	25.5%	25.4%	25.2%	25.2%
经济件及下沉业务收入	269	441	694	863	1,055
yoy	135%	64%	57%	24%	22%
成本	230	375	588	740	904
毛利率	14.5%	15.1%	15.3%	14.3%	14.3%
快运业务收入	127	182	246	332	449
yoy	57%	44%	35%	35%	35%
成本	123	184	249	329	435
毛利率	3.2%	-1.0%	-1.0%	1.0%	3.0%
冷运+同城+国际业务收入	99	125	157	204	274
yoy		26%	26%	30%	35%
成本	102	129	163	212	287
毛利率	-2.8%	-3.1%	-3.7%	-4.0%	-4.7%
供应链业务收入	49	71	82	94	108
yoy		44%	15%	15%	15%
成本	47	54	62	71	71
毛利率	4.4%	24.0%	24.0%	24.1%	34.0%

数据来源：公司年报，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	153986.87	197574.08	239311.72	289428.50	净利润	6932.03	8907.46	9771.81	11520.25
营业成本	128810.03	165870.31	202857.03	245638.58	折旧与摊销	5292.04	3612.32	4743.05	5360.26
营业税金及附加	378.97	488.30	590.62	714.65	财务费用	852.55	928.60	933.32	955.11
销售费用	2252.38	3098.81	3669.10	4471.48	资产减值损失	-35.06	-20.00	0.00	0.00
管理费用	11599.76	15615.62	18618.70	22637.06	经营营运资本变动	571.00	587.73	358.16	604.29
财务费用	852.55	928.60	933.32	955.11	其他	-2288.64	-868.25	-1160.94	-1141.08
资产减值损失	-35.06	-20.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	11323.92	13147.86	14645.40	17298.83
投资收益	850.81	821.00	937.00	946.00	资本支出	-9617.69	-8675.00	-10428.00	-8420.00
公允价值变动损益	134.12	127.00	211.00	215.00	其他	-5266.62	1104.24	1148.00	1161.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-14884.31	-7570.76	-9280.00	-7259.00
营业利润	10135.50	12540.44	13790.95	16172.62	短期借款	1943.20	3524.69	553.17	-2568.68
其他非经营损益	-96.85	-44.48	61.99	101.83	长期借款	-4673.74	1000.00	1000.00	500.00
利润总额	10038.66	12495.96	13852.94	16274.45	股权融资	8423.05	0.00	0.00	0.00
所得税	3106.62	3588.50	4081.13	4754.20	支付股利	0.00	-1465.22	-1811.49	-2004.36
净利润	6932.03	8907.46	9771.81	11520.25	其他	-4360.86	-5297.06	-933.32	-955.11
少数股东损益	-394.05	-150.00	-250.00	-300.00	筹资活动现金流净额	1331.65	-2237.59	-1191.64	-5028.15
归属母公司股东净利润	7326.08	9057.46	10021.81	11820.25	现金流量净额	-2297.96	3339.52	4173.76	5011.68
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	16417.89	19757.41	23931.17	28942.85	成长能力				
应收和预付款项	20192.06	20020.23	24335.18	29423.85	销售收入增长率	37.25%	28.31%	21.13%	20.94%
存货	986.95	1373.42	1637.88	2000.17	营业利润增长率	36.81%	23.73%	9.97%	17.27%
其他流动资产	14080.07	12477.30	13746.62	15327.26	净利润增长率	23.24%	28.50%	9.70%	17.89%
长期股权投资	3647.23	3647.23	3647.23	3647.23	EBITDA 增长率	29.26%	4.92%	13.97%	15.52%
投资性房地产	2219.40	2219.40	2219.40	2219.40	获利能力				
固定资产和在建工程	27736.51	32029.70	37177.16	40808.42	毛利率	16.35%	16.05%	15.23%	15.13%
无形资产和开发支出	14551.16	16251.01	18468.87	19827.72	三费率	9.55%	9.94%	9.70%	9.70%
其他非流动资产	11328.77	11898.40	10718.03	9387.67	净利率	4.50%	4.51%	4.08%	3.98%
资产总计	111160.04	119674.10	135881.56	151584.57	ROE	12.21%	14.19%	13.81%	14.35%
短期借款	7996.57	11521.26	12074.43	9505.75	ROA	6.24%	7.44%	7.19%	7.60%
应付和预收款项	21678.61	28796.76	34824.97	42310.70	ROIC	15.04%	15.99%	14.73%	15.01%
长期借款	1865.82	2865.82	3865.82	4365.82	EBITDA/销售收入	10.57%	8.65%	8.13%	7.77%
其他负债	22859.34	13711.43	14377.19	15147.26	营运能力				
负债合计	54400.34	56895.27	65142.41	71329.53	总资产周转率	1.51	1.71	1.87	2.01
股本	4556.44	4556.44	4556.44	4556.44	固定资产周转率	7.46	8.15	8.52	9.23
资本公积	24405.22	24405.22	24405.22	24405.22	应收账款周转率	10.61	12.10	13.69	13.68
留存收益	26453.27	34045.52	42255.84	52071.72	存货周转率	137.87	140.55	134.73	135.04
归属母公司股东权益	56443.05	62612.18	70822.50	80638.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.94%	—	—	—
少数股东权益	316.65	166.65	-83.35	-383.35	资本结构				
股东权益合计	56759.70	62778.83	70739.15	80255.04	资产负债率	48.94%	47.54%	47.94%	47.06%
负债和股东权益合计	111160.04	119674.10	135881.56	151584.57	带息债务/总负债	33.62%	40.10%	37.40%	31.26%
					流动比率	1.24	1.24	1.26	1.35
					速动比率	1.21	1.21	1.23	1.31
					股利支付率	0.00%	16.18%	18.08%	16.96%
					每股指标				
					每股收益	1.61	1.99	2.20	2.59
					每股净资产	12.39	13.74	15.54	17.70
					每股经营现金	2.49	2.89	3.21	3.80
					每股股利	0.00	0.32	0.40	0.44
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	16280.09	17081.36	19467.32	22488.00					
PE	58.42	47.25	42.71	36.21					
PB	7.58	6.84	6.04	5.31					
PS	2.78	2.17	1.79	1.48					
EV/EBITDA	25.21	23.92	20.86	17.74					
股息率	0.00%	0.34%	0.42%	0.47%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn