

顺丰控股 (002352)

下沉市场拓展成效显著，看好公司业绩稳健增长

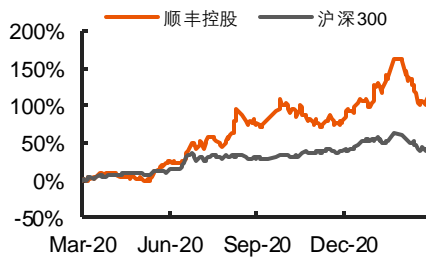
推荐 (维持)

现价: 93.93 元

主要数据

| | |
|---------------|----------------------|
| 行业 | 交运 |
| 公司网址 | www.sf-express.com |
| 大股东/持股 | 深圳明德控股发展有限公司 /59.30% |
| 实际控制人 | 王卫 |
| 总股本(百万股) | 4,556 |
| 流通 A 股(百万股) | 4,490 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0 |
| 总市值 (亿元) | 4,279.86 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 4,217.75 |
| 每股净资产(元) | 12.39 |
| 资产负债率(%) | 48.9 |

行情走势图



相关研究报告

《顺丰控股“002352”综合物流体系初步构建，多业务齐头并进》 2020-11-11

证券分析师

张功 投资咨询资格编号
S1060521020003
zhanggong687@pingan.com.cn

严家源

投资咨询资格编号
S1060518110001
021-20665162
yanjiayuan712@pingan.com.cn



投资要点

事项:

公司发布2020年年报: 2020年实现营业收入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%, 扣非净利润为61.32亿元, 同比增加45.74%, 基本符合此前预期。公司拟每10股派发现金红利3.30元(含税)。

平安观点:

- **增长动能顺利切换, 时效件领域回归较高增速:** 商务函件是时效快递重要组成, 受到政府和企业办公线上化发展趋势的影响, 商务函件增速明显下降, 因此公司 2019 年时效快递营收同比仅增长 5.9%, 增速明显放缓。但 2020 年随着疫情导致高端消费线上化趋势加速, 公司凭借多年积累的品牌和时效优势, 抓住市场机遇, 充分挖掘高端电商需求, 高端电商客群使用时效件业务量大幅增长, 公司时效件迎来了新的增长动力, 2020 年公司时效件业务实现营业收入 663.60 亿元, 同比增长 17.41%。
- **业务量增速领跑行业, 经济件领域增长迅猛:** 2020 年公司完成业务量 81.4 亿票, 同比增长 68.5%, 远超行业整体增速的 31.2%, 市占率提升至 9.76%, 较上年提升 2.15 个百分点, 其中经济件业务量同比增长超过 150%, 是公司实现业务量和市场份额双提升的主力。2020 年公司经济件业务实现营业收入为 441.48 亿元, 同比增长 64.00%。
- **渠道下沉, 开放加盟, 业务覆盖面大幅增加:** 一二线城市用户消费增速放缓, 农村市场以及三线以下城市下沉市场将成为中国消费潜力最大的主体, 未来有望持续释放红利, 支撑快递业务量高速增长。2020 年全国农村网络零售额达 1.79 万亿元, 同比增长 8.9%。面对下沉市场, 公司通过城市驿站、乡镇代理、农村共配、县域合伙人及邮快合作等多元化模式, 加快乡镇网络搭建, 打造更加便捷收寄, 更加贴近客户的快递服务体验。至 2020 年末, 拥有 5 万家城市驿站、乡镇代理及物业公司合作的末端网点, 乡镇覆盖率达 87.35%, 较 2019 年末提升 5.5 个百分点。

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 112,193 | 153,987 | 199,658 | 253,981 | 326,792 |
| YoY (%) | 23.4 | 37.3 | 29.7 | 27.2 | 28.7 |
| 净利润(百万元) | 5,797 | 7,326 | 9,268 | 11,779 | 15,989 |
| YoY (%) | 27.2 | 26.4 | 26.5 | 27.1 | 35.7 |
| 毛利率(%) | 17.4 | 16.3 | 17.0 | 16.8 | 17.0 |
| 净利率(%) | 5.2 | 4.8 | 4.6 | 4.6 | 4.9 |
| ROE(%) | 13.2 | 12.2 | 13.8 | 15.2 | 17.4 |
| EPS(摊薄/元) | 1.27 | 1.61 | 2.03 | 2.59 | 3.51 |
| P/E(倍) | 73.8 | 58.4 | 46.2 | 36.3 | 26.8 |
| P/B(倍) | 10.3 | 7.6 | 6.7 | 5.7 | 4.8 |

- **快运领域持续加大投入, 营收增长行业领先:** 2020 年末自营及加盟网共计拥有 185 个快运中转场, 1500 个快运集配站, 合计场站面积超过 330 万平米, 日承载能力 21.5 万吨, 较 2019 年末提升 69.3%; 拥有 2911 条快运干线, 10902 条支线, 加盟网点 10130 个, 业务覆盖全国 365 个主要城市和地区。2020 年顺丰快运业务整体实现营业收入 185.17 亿元, 同比增长 46.27%。全年整体零担货量同比增长超过 70%, 营收规模及业务增速在零担快运主流企业中排名第一。
- **综合物流服务能力显著提升:** 2020 年公司在冷运及医药业务、同城急送、国际业务以及供应链业务方面同比均有不俗表现, 特别是国际业务, 依托国内最大货运航空公司优势, 2020 年, 顺丰国际业务实现不含税营业收入 59.73 亿元, 同比增长 110.40%, 成为公司增速最快的业务板块。至 2020 年末顺丰航空总计运营 75 架货机, 83 条航线。
- **投资建议:** 顺丰控股从快递公司向综合物流服务提供商的转型已经初见成效, 公司疫情期间的表现显示出其在快递行业的品牌美誉和时效优势仍然具备, 传统业务能够保持稳健增长。新业务领域的业务规模也逐步成型, 在快运、冷运、国际业务等方面也成为该领域第一梯队, 随着这些领域市场规模逐步成长, 公司有望长期保持超过行业平均的业绩增速。考虑到公司产能扩张带来的短期成本上升, 我们下调公司 2021-2022 年盈利预期, 将 2021-2022 年归属母公司净利润从 94.95 亿元和 118.15 亿元下调至 92.68 亿元和 117.79 亿元, 新增 2023 年盈利预期, 预计归属母公司净利润为 159.89 亿元, 预计公司 2021-2023 年的 EPS 分别为 2.03 元、2.59 元、3.51 元, 对应 PE 分别为 46.2、36.3 和 26.8。维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 1) 宏观经济风险。运输行业主要是依托整体经济环境, 宏观经济环境可能导致市场需求出现变化。2) 油价风险。油价上涨将大幅提高运输成本。3) 安全风险。重大安全事故将导致企业声誉受损并遭到监管部门处罚, 影响企业后续发展。4) 时效件增长疲软。高端电商件增长不及预期, 将明显影响企业盈利水平。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 51677 | 56680 | 67282 | 83614 |
| 现金 | 16418 | 16357 | 17695 | 23807 |
| 应收票据及应收账款 | 17016 | 19102 | 27848 | 31907 |
| 其他应收款 | 2494 | 3597 | 4066 | 5848 |
| 预付账款 | 3177 | 5124 | 4942 | 8320 |
| 存货 | 987 | 1698 | 1537 | 2733 |
| 其他流动资产 | 11587 | 10802 | 11194 | 10998 |
| 非流动资产 | 59483 | 64855 | 71420 | 79952 |
| 长期投资 | 3647 | 4309 | 5342 | 6190 |
| 固定资产 | 22357 | 27426 | 32457 | 39198 |
| 无形资产 | 11174 | 12118 | 12273 | 12647 |
| 其他非流动资产 | 22305 | 21001 | 21348 | 21917 |
| 资产总计 | 111160 | 121535 | 138702 | 163566 |
| 流动负债 | 41809 | 45845 | 54375 | 66383 |
| 短期借款 | 7997 | 7025 | 7511 | 7268 |
| 应付票据及应付账款 | 15485 | 20008 | 25181 | 32868 |
| 其他流动负债 | 18327 | 18812 | 21684 | 26247 |
| 非流动负债 | 12592 | 11553 | 10343 | 9362 |
| 长期借款 | 10291 | 9442 | 8137 | 7204 |
| 其他非流动负债 | 2300 | 2111 | 2206 | 2159 |
| 负债合计 | 54400 | 57398 | 64718 | 75745 |
| 少数股东权益 | 317 | -71 | -635 | -1352 |
| 股本 | 4556 | 4556 | 4556 | 4556 |
| 资本公积 | 24405 | 24405 | 24405 | 24405 |
| 留存收益 | 26453 | 33518 | 42436 | 54577 |
| 归属母公司股东权益 | 56443 | 64208 | 74619 | 89173 |
| 负债和股东权益 | 111160 | 121535 | 138702 | 163566 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|-------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 11324 | 13934 | 15465 | 23249 |
| 净利润 | 6932 | 8880 | 11215 | 15272 |
| 折旧摊销 | 5238 | 5295 | 6655 | 7614 |
| 财务费用 | 853 | 240 | 163 | -197 |
| 投资损失 | -851 | -963 | -907 | -935 |
| 营运资金变动 | -1579 | 529 | -1483 | 1608 |
| 其他经营现金流 | 731 | -47 | -177 | -112 |
| 投资活动现金流 | -14884 | -9806 | -12061 | -15135 |
| 资本支出 | 12267 | 5936 | 4919 | 7991 |
| 长期投资 | -1150 | -662 | -940 | -848 |
| 其他投资现金流 | -3766 | -4533 | -8082 | -7992 |
| 筹资活动现金流 | 1332 | -4189 | -2066 | -2001 |
| 短期借款 | 1943 | -972 | 486 | -243 |
| 长期借款 | -6846 | -849 | -1305 | -933 |
| 普通股增加 | 142 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 8281 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -2188 | -2368 | -1247 | -825 |
| 现金净增加额 | -2298 | -61 | 1338 | 6112 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 153987 | 199658 | 253981 | 326792 |
| 营业成本 | 128810 | 165716 | 211312 | 271237 |
| 营业税金及附加 | 379 | 549 | 658 | 832 |
| 营业费用 | 2252 | 3237 | 3916 | 5169 |
| 管理费用 | 11600 | 17854 | 21825 | 27543 |
| 研发费用 | 1742 | 1636 | 2601 | 3299 |
| 财务费用 | 853 | 240 | 163 | -197 |
| 资产减值损失 | -35 | 11 | -40 | -157 |
| 其他收益 | 1319 | 610 | 721 | 847 |
| 公允价值变动收益 | 134 | 134 | 134 | 134 |
| 投资净收益 | 851 | 963 | 907 | 935 |
| 资产处置收益 | -12 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 10136 | 12123 | 15307 | 20983 |
| 营业外收入 | 229 | 221 | 225 | 223 |
| 营业外支出 | 326 | 261 | 293 | 277 |
| 利润总额 | 10039 | 12084 | 15239 | 20929 |
| 所得税 | 3107 | 3203 | 4024 | 5657 |
| 净利润 | 6932 | 8880 | 11215 | 15272 |
| 少数股东损益 | -394 | -388 | -564 | -717 |
| 归属母公司净利润 | 7326 | 9268 | 11779 | 15989 |
| EBITDA | 15947 | 17668 | 22114 | 28621 |
| EPS(元) | 1.61 | 2.03 | 2.59 | 3.51 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | 37.3 | 29.7 | 27.2 | 28.7 |
| 营业利润(%) | 36.8 | 19.6 | 26.3 | 37.1 |
| 归属于母公司净利润(%) | 26.4 | 26.5 | 27.1 | 35.7 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 16.3 | 17.0 | 16.8 | 17.0 |
| 净利率(%) | 4.8 | 4.6 | 4.6 | 4.9 |
| ROE(%) | 12.2 | 13.8 | 15.2 | 17.4 |
| ROIC(%) | 9.5 | 10.9 | 12.2 | 14.3 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 48.9 | 47.2 | 46.7 | 46.3 |
| 净负债比率(%) | 9.5 | 4.7 | 1.5 | -6.5 |
| 流动比率 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.3 |
| 速动比率 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.5 | 1.7 | 2.0 | 2.2 |
| 应收账款周转率 | 10.6 | 11.1 | 10.8 | 10.9 |
| 应付账款周转率 | 9.4 | 9.3 | 9.4 | 9.3 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.61 | 2.03 | 2.59 | 3.51 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.72 | 3.06 | 3.39 | 5.10 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 12.39 | 14.09 | 16.38 | 19.57 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 58.4 | 46.2 | 36.3 | 26.8 |
| P/B | 7.6 | 6.7 | 5.7 | 4.8 |
| EV/EBITDA | 26.8 | 24.0 | 19.1 | 14.5 |

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033