



2021-03-28

公司点评报告

增持/维持

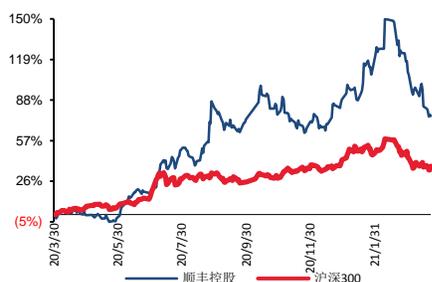
顺丰控股(002352)

昨收盘: 82.35

工业 运输

顺丰控股年报点评, 维持高增长, 布局“供应链+货代”护城河

■ 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)	375,223/369,777
12个月最高/最低(元)	117.10/44.40

相关研究报告:

证券分析师: 程志峰

电话: 010-88321701

E-MAIL: chengzf@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190513090001

■ 事件

顺丰控股(002352)发布年报, 公司2020年实现总营业收入1,539.87亿元, 同比增长37.25%; 公司实现归属于上市公司股东的净利润73.26亿元, 同比增长26.39%; 每股收益1.64元, 同比增长24.24%; 公司向全体股东每10派发现金红利3.3元(含税)。

公司2020全年实现件量同比增长68.46%, 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。

■ 点评

速运分部仍然是公司最强盈利部门, 主要包含时效、经济、医药及冷运、国际等子业务板块。在2020年速运分部实现净利润89.87亿, 毛利率18.96%。其中经济件在快慢分离的方案下, 释放规模效应, 以丰网切入电商市场, 引领经济件增速达64%, 占总营收比重从24%提升到28.7%。同时, 时效件占总营收比重从50.4%降低到43.1%, 但仍然为最核心业务板块。

营收.亿元	时效快递	经济快递	冷运及医药	国际
2019	565.2	269.2	50.9	28.4
2020	663.6	441.5	65.0	59.7
增速	17.4%	64%	27.5%	110.4%
占总营收比率	43%	28.7%	4.2%	3.9%

快运分部和其他分部(含同城、供应链、其他孵化新业务等)虽然小幅度亏损, 但改善明显。尤其是以实体物流+仓储+信息化作为切入点实施的全渠道智慧供应链, 有别于市场其他信息类公司的订单模式。未来, 当轻重分离见效之时, 此供应链或孵化为新业务模式。另需关注增扩场地和设备投入的节奏, 可能会增加短期成本。

鄂州机场是未来的最大亮点, 作为国内首个以货运功能为主的国际航空货运4E级机场, 年报预计到2025年货邮吞吐量245万吨, 2030年达到330万吨。相比2020年国内一线城市机场的货邮吞吐量: 上海浦东机场是369万吨, 白云机场176万吨, 深圳机场140万吨, 首都机场121万吨。对比数据可见, 鄂州机场启用后的货邮增速很高。

公司预计鄂州机场在 2021 年底或者 2022 年初能够投入运行。而货运机场的启用，离不开空运货代的支持。公司披露收购 51.8% 股权的嘉里物流，恰好拥有广泛的国际货运代理覆盖网络，也在东南亚物流市场深耕多年。嘉里物流丰富的海空货代及清关能力，可协助顺丰完善端到端的整体供应链解决能力，也能拓展顺丰的国际业务。两者互补性高，未来有望强强联手，加速扩张。

3 月 26 日，嘉里物流 (0636.HK) 公布的 2020 年业绩显示，全年营收 449 亿 (已换算为人民币)。其中，国际货代业务 270 亿，占比 60%，同比增速 39%。2020 全年嘉里物流的归母净利润为 24 亿。若顺丰的增发及收购案均能顺利完成，在剔除港仓等子板块后，预计第一个完整的财务年度 2022 年，顺丰有望凭此增厚大约 8-10 亿利润。
特别说明：本报告测算并未包含此项。

■ 投资评级

公司因孵化新业务，创新供应链模式，短期成本承压。但中长期看，鄂州机场的启用，将会降低公司的货运成本，提高物流效率，从而进一步提升速运分部的核心竞争力。我们预计公司未来 3 年归母净利润 (亿元) 分别为 82.5、98.7 和 127.4，EPS 分别为 1.81、2.17 和 2.8，对应 PE 分别为 45.5、38 和 29.4 倍。继续给予“增持”评级。

■ 风险提示

机场建设不及预期，成本涨幅超出预期、快递价格下滑过快。

■ 盈利预测和财务指标:

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	153987	198131	251348	313038
(+/-%)	37.25	28.67	26.86	24.54
归母净利润(百万元)	7326	8252	9868	12743
(+/-%)	0.23	0.13	0.18	0.27
摊薄每股收益(元)	1.61	1.81	2.17	2.80
市盈率(PE)	51.2	45.5	38.0	29.4

资料来源: Wind, 太平洋证券

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	18,521	16,418	21,124	26,798	33,376	营业收入	112,193	153,987	198,131	251,348	313,038
应收和预付款项	19,754	28,963	37,265	47,275	58,878	营业成本	92,650	128,810	169,217	215,312	267,621
存货	882	987	1,017	990	1,020	营业税金及附加	280	379	444	563	701
其他流动资产	3,740	5,310	7,085	9,288	11,780	销售费用	1,997	2,252	2,869	3,676	4,624
流动资产合计	42,897	51,677	66,491	84,351	105,053	管理费用	9,699	11,600	14,179	18,707	23,531
长期股权投资	2,222	3,647	3,647	3,908	3,984	财务费用	683	853	804	965	1,016
投资性房地产	2,020	2,219	2,219	2,219	2,219	资产减值损失	417	508	564	569	621
固定资产	18,904	22,357	24,204	25,455	26,058	投资收益	1,816	2,170	1,932	2,130	2,243
在建工程	3,116	5,380	7,259	7,722	8,797	公允价值变动	317	122	138	138	138
无形资产	10,008	10,633	10,660	10,712	10,788	营业利润	7,409	10,136	10,243	11,887	15,311
长期待摊费用	1,714	1,861	1,749	1,644	1,545	其他非经营损益	18	-97	-103	-106	-109
其他非流动资产	17,641	22,735	23,189	23,653	24,126	利润总额	7,426	10,039	10,141	11,781	15,202
资产总计	92,535	111,160	128,380	148,088	170,026	所得税	1,802	3,107	2,332	2,592	3,496
短期借款	6,053	7,997	9,940	11,883	13,826	净利润	5,625	6,932	7,808	9,189	11,705
应付和预收款项	21,146	29,182	28,633	31,496	34,194	少数股东损益	-172	-394	-444	-679	-1,038
长期借款	6,618	1,876	2,273	2,670	3,067	归母股东净利润	5,797	7,326	8,252	9,868	12,743
其他负债	12,442	10,716	11,602	11,582	11,191						
负债合计	50,042	54,400	65,165	77,037	88,623						
股本	4,415	4,556	4,556	4,556	4,556						
资本公积	16,124	24,405	24,405	24,405	24,405						
留存收益	21,881	27,481	33,936	41,773	52,125						
归母公司股东权益	42,420	56,443	62,898	70,734	81,086						
少数股东权益	74	317	317	317	317						
股东权益合计	42,494	56,760	63,215	71,051	81,403						
负债和股东权益	92,535	111,160	128,380	148,088	170,026						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	9,121	11,324	-73	5,154	5,389	毛利率	0.14	0.14	0.12	0.12	0.12
投资性现金流	-14,049	-14,884	-5,767	-5,605	-5,262	销售净利率	0.05	0.05	0.04	0.04	0.04
融资性现金流	7,372	1,332	1,217	-9,348	-15,912	销售收入增长率	0.23	0.37	0.29	0.27	0.25
现金增加额	2,465	-2,298	-4,623	-9,798	-15,784	EBIT 增长率	0.25	0.46	0.03	0.18	0.32
						净利润增长率	0.26	0.23	0.13	0.18	0.27
						ROE	0.14	0.14	0.13	0.14	0.15
						ROA	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
						ROIC	0.08	0.09	0.08	0.08	0.09
						EPS (X)	1.31	1.61	1.81	2.17	2.80
						PE (X)	62.72	51.22	45.47	38.02	29.44
						PB (X)	8.57	6.65	5.97	5.30	4.63
						PS (X)	3.34	2.44	1.89	1.49	1.20
						EV/EBITDA (X)	39.05	29.20	27.36	23.52	19.02

资料来源: WIND, 公司年报, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。