

公司研究

短期盈利能力承压，看好长期竞争优势

——顺丰控股（002352.SZ）2021年一季报点评

要点

◆**事件：公司发布2021年一季报。**公司2021年第一季度实现营业收入约426亿元，同比增长27.07%；归母净亏损约9.89亿元，较上年同期（盈利9.07亿元）由盈转亏，位于业绩预亏区间中位数偏下；扣非归母净亏损约11.3亿元，较上年同期（盈利8.32亿元）由盈转亏，位于业绩预亏区间中位数偏上。

◆**通达系“春节不打烊”，公司市场占比下降。**公司2021年Q1速运业务件量约24.78亿件，同比增长约44%，低于同期全国快递件量增速约31pct，也低于公司上年同期增速（75.15%）。公司2021年Q1快递业务量全行业占比约为11.3%，较上年同期占比下降2.43pct。公司一季度业务量增速较低的主要原因是去年疫情期间，通达系等公司复工率较低导致行业供给不足，而防疫物资及线上消费品需求增加带动公司时效件高增长；今年通达系等公司在部分区域实施“春节不打烊”，分流了公司部分业务。以19年Q1业务量为基数，公司21年Q1业务量两年平均增长59.75%，高于同期行业平均增速（34.35%）。

◆**单票收入下降，速运业务收入增速下降。**公司2021年Q1单票收入约16.12元，较上年同期下降约13.2%，主要原因是公司电商特惠件增长较快，经济件业务占比提升导致整体单票收入下降。综合量价影响，公司2021年Q1速运业务收入约399亿元，同比上涨25.0%，低于上年同期增速（37.2%）。

◆**前置资源投入增加，毛利率大幅下降。**公司2021年第一季度主营成本约396亿元，同比上涨约40.44%，公司全口径单票成本约15.97元，较上年同期下降约2.5%。公司主营成本增速大幅高于营业收入增速，主要原因如下：公司去年第四季度开始加大资本性开支投入，进行中转场自动化产能升级；四网融合整合初期，资源重叠投放带来一定负面影响；公司第一季度员工补贴创历史新高。受此影响，公司2021年第一季度毛利率约7.16%，较上年同期（16%）大幅下降。

◆**公司短期投入成效将在未来显现：**公司中转场自动化产能升级预计在今年下半年开始释放规模效益；四网融合预计在今年第三季度初见成效。另外公司今年4月推出特快及新标快产品，为时效件增长带来新动能。整体来看，公司目前仍处产能扩张期，全物流产业链布局是公司核心竞争优势（公司多个新业务板块已位列细分领域第一梯队），内部网络资源的有效整合将促进公司未来业绩释放。

◆**投资建议：**公司目前处于产能扩张期和数字化转型期，前置投入较大导致短期成本承压；随着公司中转场自动化产能升级以及四网融合成效逐渐显现，公司盈利能力下半年有望逐步恢复。基于公司前置资源投入较大，暂不考虑增发以及收购嘉里物流的影响，我们下调公司21-23年EPS 48%/38%/31%至0.98、1.35、1.72元；考虑到公司短期盈利能力承压，我们下调公司至“增持”评级。

◆**风险提示：**宏观经济波动风险导致快递需求下降；行业竞争超预期导致单票收入下滑，进而影响公司利润水平；募集资金投资项目以及收购实施进展低于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	112,193	153,987	188,029	229,634	284,861
营业收入增长率	23.37%	37.25%	22.11%	22.13%	24.05%
净利润（百万元）	5,797	7,326	4,468	6,133	7,832
净利润增长率	27.23%	26.39%	-39.01%	37.27%	27.69%
EPS（元）	1.31	1.61	0.98	1.35	1.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.66%	12.98%	7.57%	9.53%	11.03%
P/E	48	39	64	47	37
P/B	6.6	5.1	4.9	4.5	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-22

增持（下调）

当前价：63.18元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

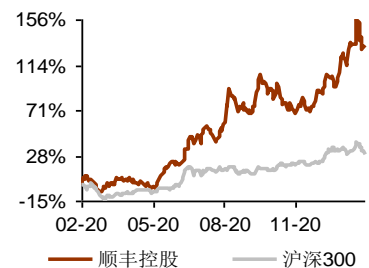
021-52523841

chengxx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	45.56
总市值(亿元)	2878.76
一年最低/最高(元)	43.53/124.70
近3月换手率	35.97%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-25.48	-29.23	-2.32
绝对	-24.85	-37.86	30.23

资料来源：Wind

相关研报

持续扩展物流网络，速运业务优势明显——顺丰控股（002352.SZ）2020年报点评（2021-03-18）

寒冬已过，春日可期——交通运输行业2021年春季策略报告（2021-03-04）

增发夯实业务基础，收购扩展国际网络——顺丰控股（002352.SZ）非公开增发及收购嘉里物流事件点评（2021-02-10）

东海扬尘，春回大地——交通运输行业2021年投资策略（2021-01-14）

盈利保持快速增长，丰网启航加强公司竞争力——顺丰控股（002352.SZ）2020年三季报点评（2020-10-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	112,193	153,987	188,029	229,634	284,861
营业成本	92,650	128,810	162,413	197,146	244,210
折旧和摊销	3,805	4,617	5,521	6,110	7,389
税金及附加	280	379	470	574	712
销售费用	1,997	2,252	2,750	3,359	4,167
管理费用	9,699	11,600	15,042	18,371	22,789
研发费用	1,193	1,742	2,127	2,597	3,222
财务费用	683	853	1,489	2,127	2,631
投资收益	1,076	851	400	500	600
营业利润	7,409	10,136	5,654	7,768	9,925
利润总额	7,426	10,039	5,674	7,788	9,945
所得税	1,802	3,107	1,418	1,947	2,486
净利润	5,625	6,932	4,255	5,841	7,459
少数股东损益	-172	-394	-213	-292	-373
归属母公司净利润	5,797	7,326	4,468	6,133	7,832
EPS(按最新股本计)	1.31	1.61	0.98	1.35	1.72

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	9,121	11,324	7,245	20,039	18,164
净利润	5,797	7,326	4,468	6,133	7,832
折旧摊销	3,805	4,617	5,521	6,110	7,389
净营运资金增加	2,489	3,289	5,847	-2,654	4,115
其他	-2,970	-3,908	-8,591	10,449	-1,171
投资活动产生现金流	-14,049	-14,884	-6,319	-12,190	-3,767
净资本支出	-6,372	-12,203	-9,459	-12,000	-5,000
长期投资变化	2,222	3,647	0	0	0
其他资产变化	-9,898	-6,329	3,140	-190	1,233
融资活动现金流	7,372	1,332	1,459	-3,688	-8,874
股本变化	-4	142	0	0	0
债务净变化	9,021	-4,050	4,831	-760	-5,050
无息负债变化	6,320	8,408	-305	5,162	6,888
净现金流	2,465	-2,298	2,385	4,161	5,523

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	17.4%	16.3%	13.6%	14.1%	14.3%
EBITDA 率	10.5%	10.3%	6.4%	6.7%	6.7%
EBIT 率	6.5%	6.9%	3.5%	4.0%	4.1%
税前净利润率	6.6%	6.5%	3.0%	3.4%	3.5%
归母净利润率	5.2%	4.8%	2.4%	2.7%	2.7%
ROA	6.1%	6.2%	3.6%	4.6%	5.5%
ROE (摊薄)	13.7%	13.0%	7.6%	9.5%	11.0%
经营性 ROIC	11.5%	12.4%	7.0%	9.4%	11.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	54%	49%	50%	50%	48%
流动比率	1.38	1.24	1.19	1.14	1.31
速动比率	1.36	1.21	1.16	1.11	1.27
归母权益/有息债务	1.68	2.66	2.26	2.54	3.51
有形资产/有息债务	2.99	4.39	3.89	4.38	5.90

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	92,535	111,160	118,058	127,500	135,604
货币资金	18,521	16,418	18,803	22,963	28,486
交易性金融资产	2,910	6,277	4,594	5,435	5,014
应收帐款	12,045	16,849	18,709	16,074	19,940
应收票据	43	166	106	155	221
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	882	987	1,523	1,745	2,108
其他流动资产	5,737	7,248	7,248	7,248	7,248
流动资产合计	42,897	51,677	55,825	59,175	69,757
其他权益工具	4,934	5,027	4,981	5,004	4,992
长期股权投资	2,222	3,647	3,647	3,647	3,647
固定资产	18,904	22,357	28,035	30,285	32,414
在建工程	3,116	5,380	4,035	7,417	2,979
无形资产	10,008	10,633	10,279	9,936	9,605
商誉	3,565	3,377	3,377	3,377	3,377
其他非流动资产	563	1,463	1,463	1,463	1,463
非流动资产合计	49,638	59,483	62,233	68,326	65,847
总负债	50,042	54,400	58,926	63,328	65,166
短期借款	6,053	7,997	12,168	11,738	6,523
应付账款	11,988	15,485	16,241	19,715	24,421
应付票据	30	0	0	0	0
预收账款	670	28	708	759	688
其他流动负债	5,678	7,585	7,585	7,585	7,585
流动负债合计	30,982	41,809	46,934	51,879	53,446
长期借款	6,540	1,866	1,866	1,866	1,866
应付债券	10,598	8,425	9,512	8,969	9,240
其他非流动负债	534	613	613	613	613
非流动负债合计	19,060	12,592	11,992	11,449	11,721
股东权益	42,494	56,760	59,132	64,172	70,437
股本	4,415	4,556	4,556	4,556	4,556
公积金	16,725	25,150	25,597	26,210	26,683
未分配利润	19,737	25,708	28,226	32,895	39,085
归属母公司权益	42,420	56,443	59,028	64,360	70,998
少数股东权益	74	317	104	-188	-561

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.78%	1.46%	1.46%	1.46%	1.46%
管理费用率	8.65%	7.53%	8.00%	8.00%	8.00%
财务费用率	0.61%	0.55%	0.79%	0.93%	0.92%
研发费用率	1.06%	1.13%	1.13%	1.13%	1.13%
所得税率	24%	31%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.27	0.33	0.19	0.26	0.33
每股经营现金流	2.07	2.49	1.59	4.40	3.99
每股净资产	9.61	12.39	12.95	14.13	15.58
每股销售收入	25.41	33.80	41.27	50.40	62.52

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	48	39	64	47	37
PB	6.6	5.1	4.9	4.5	4.1
EV/EBITDA	26.1	19.5	25.2	19.7	15.5
股息率	0.4%	0.5%	0.3%	0.4%	0.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE