

顺丰控股 (002352.SZ)

Q1 业绩不及预期，短期阵痛不改长期价值

事件：顺丰控股发布 2021 年第一季度报告。2021Q1 公司实现营收 426.2 亿元，同比+27.1%；归母净亏损 9.9 亿元，上年同期为盈利 9.1 亿元；扣非归母净亏损 11.3 亿元，上年同期为盈利 8.3 亿元。

Q1 快递业务量增速放缓，供应链业务增长显著。2021Q1 公司实现快递服务收入 399.4 亿元，占比约 93.7%，完成快递业务量 24.8 亿件，同比+44%，受高基数影响增速低于行业 (+75%)，单票收入 16.1 元，同比-13%，降幅低于行业 (-17%)；Q1 公司大力发展供应链业务，实现收入 22.7 亿元，同比+74%，增速远高于 2020 年全年 (+44%)，占比约 5.3%。

上市以来首现季度亏损，费用率管控良好。2021Q1 公司毛利率为 7.16%，同比-8.84pct；净利率为-2.71%，同比-5.2pct，为 16 年上市以来首次季度亏损。费用率方面，2021Q1 公司销售费用率 1.5%，同比-0.04pct；管理费用率 7.27%，同比-1.16pct；研发费用率 1.2%，同比+0.22pct；财务费用率 0.62%，同比-0.08pct，整体费用率同比-1.06pct。

多因素叠加致使 Q1 利润率受损。2021Q1 公司亏损主要系：(1) 积极拓展新业务，加大快运、丰网、同城急送、仓网的网络建设，四网融通过程中存在资源平行叠加；(2) 由于快递业务量高增长，Q1 持续增加固定资产及临时资源投入，带来折旧及成本增加；(3) 春节给予在岗人员补贴近 10 亿元，较预期高 3-4 亿元，同时今年疫情相关的社保减免取消；(4) 去年高基数及今年“通达系”春节分流散单的影响下，我们测算高毛利率的时效件收入增速为个位数，同时下沉市场电商需求旺盛，低毛利率的经济件增长较快，对整体毛利率造成压力。

展望未来公司长期价值不改，规模效应预计于下半年释放。我们认为尽管公司短期业绩承压，但长期价值不改：(1) 基本盘时效件品牌优势突出，4 月推出特快及新标快产品带来增长新动能，鄂州机场投产有望进一步提高服务时效，拉开与同行的差距；(2) 时效件、电商件和丰网可承接“高中低”全量快递需求，潜在市场扩容，网络融合后成本有望降低；(3) 积极布局新业务，已在多个细分板块（快运、冷链）处于领先地位，有望实现协同效应。随着前置投入的固定资产逐步到位，临时资源的投入将逐渐减少，伴随业务量的扩大，预计下半年规模效应将开始释放。

投资建议：考虑到公司战略性投入周期长，未来业绩或承压，我们调低公司盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 48.3 亿元、71.4 亿元、95.0 亿元，EPS 为 1.06 元、1.57 元、2.08 元（未考虑增发），对应 PE 为 61.8x、41.8x、31.4x；如考虑增发影响，EPS 为 0.99 元、1.47 元、1.94 元，对应 PE 为 66.2x、44.6x、33.7x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增速低于预期风险、时效件增速放缓风险、新业务开拓不及预期风险、油价上涨风险、汇率波动风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	112,193	153,987	194,644	235,652	268,591
增长率 yoy (%)	23.4	37.3	26.4	21.1	14.0
归母净利润(百万元)	5,797	7,326	4,831	7,139	9,497
增长率 yoy (%)	27.2	26.4	-34.1	47.8	33.0
EPS 最新摊薄(元/股)	1.27	1.61	1.06	1.57	2.08
净资产收益率 (%)	13.2	12.2	7.7	10.3	12.1
P/E (倍)	51.5	40.8	61.8	41.8	31.4
P/B (倍)	7.0	5.3	4.9	4.5	4.0

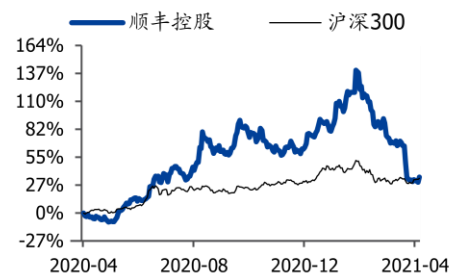
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 23 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	物流
前次评级	买入
04 月 23 日收盘价	65.53
总市值(百万元)	298,583.54
总股本(百万股)	4,556.44
其中自由流通股(%)	98.55
30 日日均成交量(百万股)	25.36

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

研究助理 王凯捷

邮箱：wangkaijie@gszq.com

相关研究

- 《顺丰控股 (002352.SZ)：年报业绩符合预期，综合物流服务能力进一步完善》2021-03-18
- 《顺丰控股 (002352.SZ)：收购嘉里物流股权完善业务布局，定增夯实运营底盘》2021-02-10
- 《顺丰控股 (002352.SZ) G-ESG 评级报告》2021-01-06



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	42897	51677	54451	51391	54691	营业收入	112193	153987	194644	235652	268591
现金	18521	16418	11695	8062	5434	营业成本	92650	128810	169506	203553	229988
应收票据及应收账款	12088	17016	22708	23050	27628	营业税金及附加	280	379	479	580	661
其他应收款	2102	2494	2494	2494	2494	营业费用	1997	2252	2847	3447	3929
预付账款	2654	3177	4496	4718	5693	管理费用	9699	11600	14662	17752	20233
存货	882	987	1472	1481	1856	研发费用	1193	1742	2201	2665	3038
其他流动资产	6650	11587	11587	11587	11587	财务费用	683	853	722	791	846
非流动资产	49638	59483	67374	76741	86681	资产减值损失	-417	-508	0	0	0
长期投资	2222	3647	4678	5664	6620	其他收益	740	1319	988	1356	1356
固定资产	18904	22357	30005	38775	47908	公允价值变动收益	350	134	0	0	0
无形资产	10008	10633	10613	10727	10914	投资净收益	1076	851	1031	986	956
其他非流动资产	18505	22846	22077	21574	21238	资产处置收益	-33	-12	0	0	0
资产总计	92535	111160	121825	128131	141371	营业利润	7409	10136	6246	9206	12208
流动负债	30982	41809	48507	48392	53190	营业外收入	213	229	70	0	0
短期借款	6053	7997	7997	7997	7997	营业外支出	195	326	50	0	0
应付票据及应付账款	12018	15485	22183	22068	26866	利润总额	7426	10039	6266	9206	12208
其他流动负债	12910	18327	18327	18327	18327	所得税	1802	3107	1566	2302	3052
非流动负债	19060	12592	12592	12592	12592	净利润	5625	6932	4699	6905	9156
长期借款	6540	1866	1866	1866	1866	少数股东损益	-172	-394	-131	-235	-342
其他非流动负债	12520	10726	10726	10726	10726	归属母公司净利润	5797	7326	4831	7139	9497
负债合计	50042	54400	61098	60983	65781	EBITDA	12613	16183	13451	17747	22455
少数股东权益	74	317	317	317	317	EPS (元)	1.27	1.61	1.06	1.57	2.08
股本	4415	4556	4556	4556	4556						
资本公积	16124	24405	24405	24405	24405						
留存收益	21881	27481	31448	37870	46311						
归属母公司股东权益	42420	56443	60410	66831	75273						
负债和股东权益	92535	111160	121825	128131	141371						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	9121	11324	10055	13772	17318
净利润	5625	6932	4699	6905	9156
折旧摊销	4503	5292	6464	7750	9401
财务费用	892	981	722	791	846
投资损失	-1076	-851	-1031	-986	-956
营运资金变动	-664	-1579	-799	-688	-1129
其他经营现金流	-160	548	0	0	0
投资活动现金流	-14049	-14884	-13324	-16131	-18385
资本支出	6421	12267	13324	16131	18385
长期投资	1326	1794	0	0	0
其他投资现金流	-6302	-823	0	0	0
筹资活动现金流	7372	1332	-1454	-1274	-1560
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-4	142	0	0	0
资本公积增加	54	8281	0	0	0
其他筹资现金流	7322	-7091	-1454	-1274	-1560
现金净增加额	2465	-2298	-4723	-3633	-2627

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	23.4	37.3	26.4	21.1	14.0
营业利润(%)	27.3	36.8	-38.4	47.4	32.6
归属于母公司净利润(%)	27.2	26.4	-34.1	47.8	33.0
获利能力					
毛利率(%)	17.4	16.3	12.9	13.6	14.4
净利率(%)	5.2	4.8	2.5	3.0	3.5
ROE(%)	13.2	12.2	7.7	10.3	12.1
ROIC(%)	9.1	9.8	6.5	8.6	10.2
偿债能力					
资产负债率(%)	54.1	48.9	50.2	47.6	46.5
净负债比率(%)	15.5	7.3	14.6	18.7	20.0
流动比率	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0
速动比率	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.5	1.7	1.9	2.0
应收账款周转率	11.5	10.6	9.8	10.3	10.6
应付账款周转率	9.3	9.4	9.0	9.2	9.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.27	1.61	1.06	1.57	2.08
每股经营现金流(最新摊薄)	2.00	2.49	2.21	3.02	3.80
每股净资产(最新摊薄)	9.31	12.39	13.26	14.67	16.52
估值比率					
P/E	51.5	40.8	61.8	41.8	31.4
P/B	7.0	5.3	4.9	4.5	4.0
EV/EBITDA	23.5	18.7	22.9	17.5	14.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 23 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com