

顺丰控股(002352)

拟分拆同城实业上市，多元版图持续强化

——顺丰控股点评

✍️ : 匡培钦 执业证书编号: S1230520070003
☎️ : 021-80106013
✉️ : kuangpeiqin@stocke.com.cn

报告导读

顺丰控股发布公告：1) 拟分拆控股子公司同城实业赴香港联交所主板上市；2) 拟部分要约收购嘉里物流 51.8% 股权。我们认为，同城业务境外分拆上市有助顺丰借助资本进一步切入并分享即时配送服务市场规模增长红利，收购嘉里物流 51.8% 股权将完善顺丰国际业务产业链布局，实现网络共生、资源互补、盈利增厚、客户融通。“一近一远”齐发力，有望加强顺丰业务多元化壁垒。

投资要点

□ 近之同城：同城实业拟分拆上市，有望借助资本分享即配行业增长红利

我国同城即配行业高速增长。根据 CFLP 及美团配送联合发布《中国及时配送行业发展报告》，我国即配市场用户规模持续扩大，2020 年用户量达 4.82 亿人（估算），2014-2020E 复合增速达 25%；订单量大幅增长，2019 年全行业订单量 182.8 亿单，2014-2019 复合增速 73%。未来随着 1) 消费品质化要求提高、2) 近场电商需求品类拓宽、3) 快消零售及餐饮线上化程度提升，我国即时配送行业预计仍能录得较快增长。

顺丰“最后一公里”战略持续加速，有望借助资本分享行业红利。当前同城业务仍处于培育阶段，2020 年净资产 3.7 亿元，净利润亏损 7.6 亿元，业务发展仍需资金支持，2021 年 3 月，顺丰已对同城实业增资 4.09 亿元，合计持股比例由 65.46% 提升至 66.76%，估值 109 亿元左右；此次同城实业分拆上市，将有助于多元融资支持业务发展，巩固夯实同城业务核心资源，分享行业发展红利。

□ 远之国际：拟要约收购嘉里物流 51.8% 股权，强化国际业务产业布局

为进一步提升一体化综合物流解决方案能力，完善货代及国际业务的战略布局，顺丰拟以现金方式收购嘉里物流 9.31 亿股股份，交易对价 175.55 亿港元（不包括香港仓库及台湾相关业务），我们测算本次交易对应 2020 年静态市盈率（剔除香港仓库及台湾相关业务）估值约 22 倍。

我们认为，本次交易落地后，有望：1) 拓宽地理布局广度：2020 年嘉里物流中国大陆、亚洲、中国香港、中国台湾、美洲物流设施分别占比 21%、57%、7%、13%、1%；2) 完善国际空运产业链：嘉里物流拥有包括东南亚在内的广泛国际货代覆盖网络，叠加顺丰已有国际货航机队能力及未来鄂州机场基建场地能力，将完善全链条国际空运产业，提升附加值；3) 提升国际业务盈利能力：货量及装载率提升实现规模效应，此外增强对外部航司议价力，通过有效降本增厚国际航空运输环节利润；4) 共享优质 B 端客户资源：嘉里物流通过国际货代业务积累大量 B 端头部客户资源，有助顺丰补强短板，亦为供应链业务引流。

整体看，顺丰收购嘉里物流既是地理网络的扩张，也是国际业务产业链的完善，可从网络共生、资源互补、盈利增厚、客户融通四维度实现优势互补。

□ 叠加定增事项，三重赋能“内生+外延”式增长，加速实现规模、服务双赢

除推进此次分拆上市及收购嘉里物流项目外，顺丰拟定增募资不超过 200 亿元人民币用于速运设备自动化、鄂州机场转运中心、数智化供应链方案、陆路运力、航材购置维修及补流等，补强陆空运力打造智慧网络。三重事项叠加，投

评级

增持

上次评级	增持
当前价格	¥ 69.85

单季度业绩

元/股

1Q/2021	-0.22
4Q/2020	0.38
3Q/2020	0.40
2Q/2020	0.64



公司简介

公司是国内快递物流综合服务商龙头之一，以时效业务为基础，发展特惠、快运、冷链、同城、国际、供应链等业务，作全物流链布局。

相关报告

- 《顺丰控股 2021 年一季报点评：多因素影响 21Q1 利润亏损，关注中长期业务壁垒升级》2021.04.23
- 《顺丰控股 2020 年报点评：归母净利润同比+26%，关注新业务发展》2021.03.18
- 《顺丰控股点评：“外延+内生”合力驱动，助力网络延展壁垒升级》2021.02.10
- 《顺丰控股 (002352) 深度报告：时效业务壁垒高筑，新拓业务空间广阔》2020.08.16

报告撰写人：匡培钦
联系人：耿鹏智

融资两端双向赋能，有望进一步升级顺丰的时效、资产和品牌三大壁垒，或将助力直营系龙头在需求高增、竞争激烈的快递业格局演绎中，通过差异化路径率先加速实现规模与服务的双赢。

□ 盈利预测及估值

暂不考虑仍存不确定性的要约收购、分拆上市及 A 股定增影响，我们从时效件、特惠件、其他业务件的日均单量及单价角度拆分测算公司利润，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别 47.79 亿元、72.84 亿元、91.75 亿元，对应现股价 PE 分别 66.6 倍、43.7 倍、34.7 倍，考虑业务壁垒升级对公司中长期投资价值的增厚，维持“增持”评级。

□ 风险提示：资本开支超预期；要约收购嘉里物流进度不及预期；子公司同城实业业绩亏损超预期。

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	153987	188048	231419	280212
(+/-)	37.25%	22.12%	23.06%	21.08%
净利润	7326	4779	7284	9175
(+/-)	14.62%	-34.76%	52.41%	25.96%
每股收益 (元)	1.61	1.05	1.60	2.01
P/E	43.44	66.59	43.69	34.69

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	51677	54702	62148	70913
现金	16418	17023	17321	19588
交易性金融资产	6277	4594	5435	5014
应收账款	17016	20520	25412	30673
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	3177	4780	5548	6632
存货	987	1545	1790	2117
其他	7803	6240	6641	6889
非流动资产	59483	62155	68925	69723
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	3647	2934	3291	3113
固定资产	22357	25603	31215	32481
无形资产	10633	11721	12835	13449
在建工程	5380	5587	5058	4372
其他	17466	16310	16528	16308
资产总计	111160	116857	131073	140636
流动负债	41809	43967	51248	55511
短期借款	7997	7321	6571	5000
应付款项	15485	19531	24835	29564
预收账款	28	708	765	677
其他	18300	16407	19078	20270
非流动负债	12592	11916	13032	11001
长期借款	1866	3866	4366	3366
其他	10726	8050	8666	7635
负债合计	54400	55883	64280	66511
少数股东权益	317	312	305	295
归属母公司股东权	56443	60661	66489	73829
负债和股东权益	111160	116857	131073	140636
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	11324	8127	11369	11560
净利润	6932	4774	7277	9166
折旧摊销	5292	2881	3392	3727
财务费用	853	673	639	531
投资损失	(851)	(1031)	(986)	(956)
营运资金变动	653	390	1517	(827)
其它	(1555)	441	(470)	(82)
投资活动现金流	(14884)	(4002)	(9729)	(3412)
资本支出	(5716)	(5000)	(7000)	(2819)
长期投资	(1626)	701	(282)	133
其他	(7543)	297	(2447)	(725)
筹资活动现金流	1332	(3520)	(1343)	(5880)
短期借款	1943	(675)	(751)	(1571)
长期借款	(4674)	2000	500	(1000)
其他	4062	(4845)	(1092)	(3310)
现金净增加额	(2229)	605	297	2267

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	153987	188048	231419	280212
营业成本	128810	164775	202204	245294
营业税金及附加	379	464	572	691
营业费用	2252	2257	2546	2942
管理费用	11600	13069	14811	16813
研发费用	1742	2127	2617	3169
财务费用	853	673	639	531
资产减值损失	35	0	0	0
公允价值变动损益	134	0	0	0
投资净收益	851	1031	986	956
其他经营收益	1307	757	939	1005
营业利润	10136	6472	9954	12733
营业外收支	(97)	(40)	(68)	(54)
利润总额	10039	6432	9886	12679
所得税	3107	1658	2609	3513
净利润	6932	4774	7277	9166
少数股东损益	(394)	(5)	(7)	(9)
归属母公司净利润	7326	4779	7284	9175
EBITDA	15479	9962	13893	16920
EPS (最新摊薄)	1.61	1.05	1.60	2.01
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	37.25%	22.12%	23.06%	21.08%
营业利润	26.63%	-36.15%	53.81%	27.91%
归属母公司净利润	14.62%	-34.76%	52.41%	25.96%
获利能力				
毛利率	16.35%	12.38%	12.62%	12.46%
净利率	4.50%	2.54%	3.14%	3.27%
ROE	14.76%	8.12%	11.40%	13.02%
ROIC	10.13%	7.12%	9.67%	11.26%
偿债能力				
资产负债率	48.94%	47.82%	49.04%	47.29%
净负债比率	23.54%	23.19%	20.54%	16.08%
流动比率	1.24	1.24	1.21	1.28
速动比率	1.21	1.21	1.18	1.24
营运能力				
总资产周转率	1.51	1.65	1.87	2.06
应收帐款周转率	10.66	10.10	10.15	10.07
应付帐款周转率	9.38	9.42	9.12	9.03
每股指标(元)				
每股收益	1.61	1.05	1.60	2.01
每股经营现金	2.49	1.78	2.50	2.54
每股净资产	12.39	13.31	14.59	16.20
估值比率				
P/E	43.44	66.59	43.69	34.69
P/B	5.64	5.25	4.79	4.31
EV/EBITDA	25.36	31.13	22.26	18.02

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>