

2021年6月22日

张楠  
H70294@capital.com.tw  
目标价(元)

77

### 公司基本信息

產業別	交通运输
A 股价(2021/6/22)	70.15
深证成指(2021/6/22)	14696.29
股價 12 個月高/低	124.06/53.08
總發行股數(百萬)	4556.44
A 股數(百萬)	4490.31
A 市值(億元)	3149.95
主要股東	深圳明德控 发展有限公司 (59.30%)
每股淨值(元)	12.03
股價/賬面淨值	5.83
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	4.2 -14.9 26.0

### 近期評等

出刊日期	前日收盘	評等
------	------	----

### 产品组合

時效	44.94%
經濟	28.38%
快運	10.79%
冷運及醫藥	4.56%
同城配	1.78%
國際快遞業務	4.08%
供應鏈	4.16%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.5%
一般法人	72.8%

### 股价相对大盘走势



## 顺丰控股(002352.SZ)

## Trading Buy 区间操作

### 业务增速领先行业，多元化布局扩展物流版图

#### 结论与建议：

■ **事件：**公司公布 5 月经营数据：公司 5 月实现总营收 144.85 亿元，YOY+20.77%，其中，快递业务实现营收 135.34 亿元，YOY+18.16%；完成业务量 8.68 亿件，YOY+36.48%；单票收入 15.59 元，YOY-13.44%；供应链业务实现营收 9.51 亿元，YOY+76.11%。

1-5 月，公司累计实现总营收 708 亿元，YOY+23.56%。其中，快递业务实现营收 666.81 亿元，YOY+21.45%；完成业务量 41.80 亿件，YOY+40.88%；受特惠电商件占比提升，单票收入同比下滑 13.80%至 15.95 元；供应链业务实现营收 41.09 亿元，YOY+71.49%。

■ **持续发力电商下沉市场，业务量增近四成：**5 月为快递行业传统淡季，行业整体完成业务量 92.2 亿件，同比增长 24.9%；业务收入 864.2 亿元，同比增长 12%。顺丰完成业务量 8.68 亿件，同比增长 36%，实现营收 144.85 亿元，同比增 21%，营收和业务量同比增幅继续超过行业均值。此外，一方面，三四线城市人群可支配收入提高，尤其年起人购房等大额开支少，追赶潮流、购买高档商品意愿大幅提升，叠加疫情刺激网购渗透率的提升。另一方面，随着低端快递众邮、极兔的强势入局，公司针对特惠件产品中偏低价的部分业务增长较快，2020 年底推出丰网（采用加盟模式），拥有比“特惠专配”更低的单位成本和中转成本，更容易冲击电商市场。据公司披露，丰网在 2020 年双十一期间突破日均 100 万单，目前业务量日均在 100-200 万单左右。快递产品的细分以及不同产品系列的资源共享，公司未来电商件下沉依然强劲，预计业务量依旧保持较高增速。

■ **供应链业务增七成，加快多元化布局：**5 月供应链业务实现营收 9.51 亿元，同比增长 76.11%。受益于发达的网络资源，顺丰持续多元化布局，从单一快递业务不断向综合物流服务商转型，实现差异化服务。快运、冷运及医药、同城等新业务占公司整体收入已达 28.24%。5 月 28 日，顺丰控股发布关于分拆控股子公司同城实业赴香港联交所主板上市。公告披露，同城实业处于高速发展期，2020 年实现营收 48.4 亿元，净利润亏损 7.6 亿元，净资产 3.7 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，持续巩固和强化同城业务核心资源，提升新业务品牌知名度和市场影响力。

■ **收购嘉里物流，加速国际化发展进度：**日前，顺丰公告称拟部分要约收购嘉里物流 51.8% 股权，预计将在 2021Q4 完成对嘉里物流的收购，2022

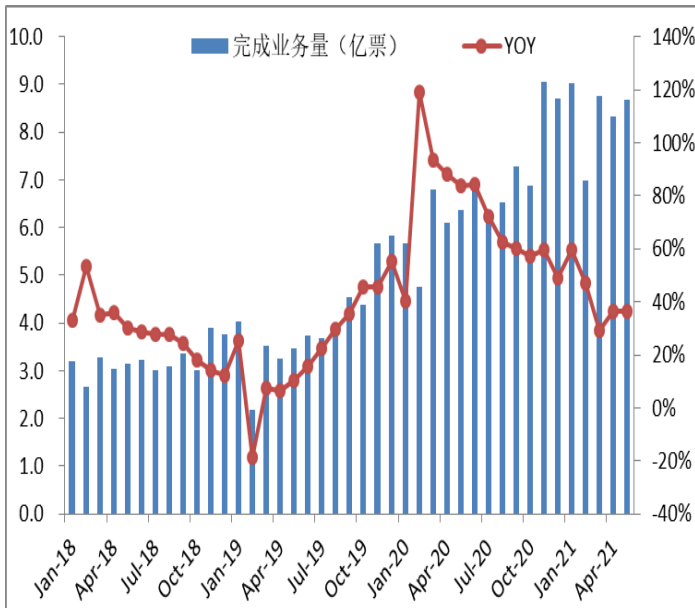
年将在报表中贡献利润。数据显示，截至 2020 年，嘉里物流业务范围覆盖全球 59 个国家和地区，拥有超过 1 万辆自有运营车辆，拥有 74 百万平方尺物流设施，在亚太地区国际物流业务中处于绝对领导地位。收购后加强海外业务的覆盖范围，提升海外物流中转能力，完善顺丰一体化综合物流解决方案的能力，并有效补充公司在国际货代、清关等方面的资源与能力，进一步强化顺丰在国际跨境货运上的竞争优势。

- **定增加速产能布局：**顺丰拟定增募资不超过 200 亿元 RMB，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，助力公司在需求高速增长、竞争激烈的快递行业中，通过差异化产品与服务，不断提高核心壁垒构建长期竞争力。
- **鄂州机场助力公司降本增效：**6 月，鄂州花湖机场东、西“双跑道”建设进入最后冲刺阶段，预计将于 2021 年底或 2022 年初投入试运营。作为全球第四个专业化货运机场，将带动顺丰航空网络结构的完善，实现集中航线提升装载率、集中分拣提升资源利用率，有助于打开单票成本的下行空间。此外，顺丰目前自有全货机 66 架，超国内全货机总量三分之一。顺丰航空货运量在全国民航货运量中的占比稳步提升，在 2020 年达 167.25 万吨，占全国货运量 25%，计划 2045 年航空货运量目标在 382.6 万吨，顺丰航空未来仍有很大提升空间。
- **盈利预测：**在业务量持续增长同时，通过网络布局、成本管控、内部管理 etc 三大方面塑造自身“护城河”。公司持续加大资源投入，短期盈利显著承压。中期看，随着业务矩阵的不断完善，为利润增长提供保障。预计公司 2021、2022 年实现净利润 50.22 亿元、72.32 亿元，yoy 分别增长-31.45%、44%，EPS 为 1.10 元、1.59 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 65 倍、45 倍，对此给予区间操作的投资建议。
- **风险提示：**业务增速放缓、价格竞争激烈，新业务发展不及预期、鄂州机场投产不及预期等

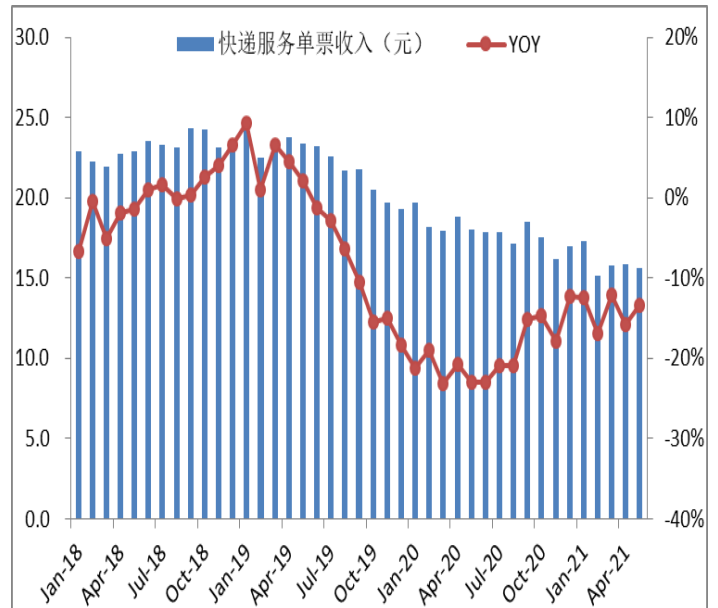
..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021E	2022E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4,556	5,797	7,326	5,022	7,232
同比增减	%	-4.50%	27.23%	26.39%	-31.45%	44.00%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.03	1.31	1.61	1.10	1.59
同比增减	%	-4.67%	27.35%	22.45%	-31.45%	44.00%
A 股市盈率(P/E)	X	69.11	54.27	44.32	64.65	44.90
股利 (DPS)	RMB 元	0.21	0.27	0.30	0.32	0.32
股息率 (Yield)	%	0.60%	0.61%	0.42%	0.45%	0.45%

图：公司业务量与增速（亿票，%）



图：公司单票收入与增速（元，%）



资料来源：群益金鼎证券整理

**【投資評等說明】**

評等	定義
强力買進 (Strong Buy)	潜在上漲空間 $\geq 35\%$
買進 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上漲空間 $< 35\%$
區間操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上漲空間 $< 15\%$
中立 (Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

## 附一：合并損益表

會計年度 (百萬元)	2018	2019	2020	2021E	2022E
營業收入	90,943	112,193	153,987	183,832	220,715
經營成本	74,642	92,650	128,810	156,891	188,269
毛利	16,301	19,544	25,177	26,941	32,447
營業稅金及附加	222	280	379	460	552
銷售費用	1,826	1,997	2,252	2,849	3,311
管理費用	8,414	9,699	11,600	14,707	17,216
財務費用	287	683	853	1,287	1,324
資產減值損失	104	(179)	(35)	(100)	(100)
投資收益	1,166	1,076	851	500	500
營業利潤	5,818	7,409	10,136	6,100	8,878
稅前利潤	5,868	7,426	10,039	6,200	8,928
所得稅	1,403	1,802	3,107	1,364	1,964
少數股東權益	(92)	(172)	(394)	(186)	(268)
淨利潤	4,556	5,797	7,326	5,022	7,232

## 附二：合并資產負債表

會計年度 (百萬元)	2018	2019	2020	2021E	2022E
貨幣資金	16,131	18,521	16,418	15,620	18,518
應收賬款	818	882	987	1,036	1,088
存貨	7,353	12,045	16,849	17,692	18,576
流動資產合計	31,922	42,897	51,677	49,348	48,182
長期股權投資	2,203	2,222	3,647	3,830	4,021
固定資產	13,967	18,904	22,357	23,474	24,648
在建工程	6,508	3,116	5,380	5,649	5,931
非流動資產合計	39,693	49,638	59,483	80,673	97,286
資產總計	71,615	92,535	111,160	130,021	145,468
流動負債合計	26,369	30,982	41,809	56,476	65,488
非流動負債合計	8,331	19,060	12,592	13,221	13,882
負債合計	34,701	50,042	54,400	69,697	79,370
少數股東權益	353	74	317	332	349
股東權益合計	36,914	42,494	56,760	60,324	66,098
負債及股東權益合計	71,615	92,535	111,160	130,021	145,468

## 附三：合并現金流量表

會計年度 (百萬元)	2018	2019	2020	2021E	2022E
經營活動產生的現金流量淨額	5,425	9,121	11,324	10,045	11,571
投資活動產生的現金流量淨額	(9,329)	(14,049)	(14,884)	(11,907)	(9,526)
籌資活動產生的現金流量淨額	2,973	7,372	1,332	1,065	852
現金及現金等價物淨增加額	(850)	2,465	(2,298)	(797)	2,898

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之數據和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買進，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。