

顺丰同城开启新里程，顺丰控股多网融合生态新突破

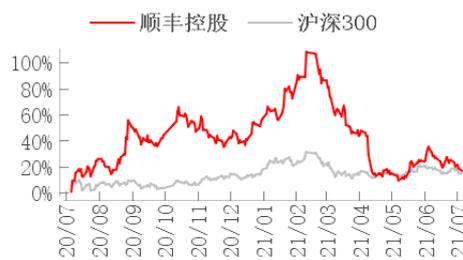
——顺丰同城拟赴港上市点评



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年07月05日)	65.48元
目标价格	73.25元
52周最高价/最低价	124.06/55.52元
总股本/流通A股(万股)	455,644/449,031
A股市值(百万元)	298,356
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告发布日期	2021年07月05日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-5.17	-13.54	-20.79	17.05
相对表现	-1.33	-10.86	-18.04	6.13
沪深300	-3.84	-2.68	-2.75	10.92



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 肖祎

xiaoyi@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860520020001

证券分析师 王凯

wangkai5@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860520090003

相关报告

长期主义前瞻布局，逐步收获品牌效应、规模效应、协同效应：——顺丰控股首次覆盖报告 2021-01-03

核心观点

- 顺丰同城业务有望开启发展新篇:顺丰同城是同城物流大赛道的独立第三方领跑者，剔除美团系、阿里系、京东系配送公司后，顺丰同城业务在独立第三方配送公司中业务量领先。顺丰同城有望借力资本市场全面加速发展，不仅是拓展融资渠道，更有望推动治理结构、管理机制、品牌建设全面升级。
- 顺丰同城快速奔跑，体现顺丰控股对新业务具备强孵化能力:强赋能基因、新业务学习能力、资本运作空间，易于开启第二增长曲线。1)强赋能基因:以同城、快运、冷链为代表的业务逐步进入行业第一梯队，展现了时效大网强大赋能基因。2)新业务学习能力:顺丰同城确立了清晰的战略计划，先做高频业务建立规模经济底盘，再用高频打低频、延伸发展低频散件业务，从头部客户切入、逐步拓展到腰部和尾部客户;3)资本运作空间:随着顺丰同城上市和并购嘉里物流，顺丰控股即将拥有5家上市公司，资本运作空间不可同日而语。
- 顺丰控股有望引领多网融合新标杆:综合物流服务是大物流行业发展趋势，但多网融合实践兼具机遇和挑战。相比阿里系菜鸟的弱协同物流布局和京东物流的内部一体化布局，前者协同效应难度大、后者管理半径长，顺丰控股有望引领多网融合新生态，以开放加快成长，以控股保证协同，以市场化缩短管理半径，是最具潜力的综合物流平台型企业。

财务预测与投资建议

- 考虑到今年时效业务放缓以及新业务成本投放压力，我们预测21/22/23年净利润分别为56/75/103亿元(未考虑嘉里物流可能于22年并表)，原21/22年预测为95/123亿元。根据DCF估值，对应权益价值为3337亿元，目标价格为73.25元，维持“买入”评级。

风险提示

时效件量增速大幅放缓，新业务具有较长试错过程，宏观经济增长明显放缓，导致整体收入增速不及预期、投入产出比不及预期。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	112,193	153,987	188,212	230,937	273,410
同比增长(%)	23.4%	37.3%	22.2%	22.7%	18.4%
营业利润(百万元)	7,409	10,136	7,026	9,289	12,831
同比增长(%)	27.3%	36.8%	-30.7%	32.2%	38.1%
归属母公司净利润(百万元)	5,797	7,326	5,565	7,466	10,301
同比增长(%)	27.2%	26.4%	-24.0%	34.2%	38.0%
每股收益(元)	1.27	1.61	1.22	1.64	2.26
毛利率(%)	17.4%	16.3%	13.4%	13.5%	13.8%
净利率(%)	5.2%	4.8%	3.0%	3.2%	3.8%
净资产收益率(%)	14.7%	14.8%	9.6%	11.8%	14.3%
市盈率	52.4	41.4	54.5	40.6	29.5
市净率	7.2	5.4	5.1	4.5	3.9

资料来源: 公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、顺丰同城：同城物流大赛道的独立第三方领跑者	4
1.1 顺丰同城简介	4
1.1.1 经营情况：顺丰同城是同城物流大赛道的独立第三方领跑者。	4
1.1.2 财务数据	5
1.1.3 股权结构与估值情况	6
1.2 同城物流行业简介	6
1.3 顺丰同城与达达集团对标：从物流至商流，具备拓展空间	6
二、顺丰同城快速奔跑，体现顺丰控股对新业务具备强孵化能力，易于开启第 二增长曲线	7
2.1 强赋能基因	7
2.2 新业务学习能力	7
2.3 资本运作空间	8
三、顺丰控股引领多网融合新标杆：以开放加快成长、以控股保证协同、以独 立缩短管理半径	8
盈利预测与投资建议	9
盈利预测	9
风险提示	12

图表目录

图 1：顺丰同城构建全覆盖、全能力立体服务网络	4
图 2：顺丰同城外单部分的营收及增速（亿元）	5
图 3：快递大网与多元物流互动示意图：模式创新+品牌扩张，传统物流颠覆者	7
表 1：顺丰同城业务量在独立第三方中处于领先地位，仅次于美团系、阿里系	4
表 2：顺丰同城财务数据摘要（亿元）	5
表 3：顺丰同城与达达集团营收对比	6
表 4：DCF 估值模型假设	9
表 5：相关 DCF 计算数据	10
表 6：顺丰控股股价敏感性分析表	10
表 7：顺丰控股分业务数据调整	10
表 8：顺丰控股财务数据调整表	11

一、顺丰同城：同城物流大赛道的独立第三方领跑者

1.1 顺丰同城简介

1.1.1 经营情况：顺丰同城是同城物流大赛道的独立第三方领跑者。

定位清晰：顺丰同城秉承“专业，让配送更有温度”的理念，致力于打造“优质、高效、全场景”的第三方即时物流平台为使命，既能服务头部品牌客户的定制化、集中化需求，助力商家快速实现规模化经营，也能满足中小企业客户和个人消费者的标准化、离散化需求。顺丰同城供给端，构建了全覆盖、全能力的立体服务网络：截止 2020 年，注册骑手达 208 万，覆盖城市 500+，网络强度和广度仅次于美团配送和阿里系蜂鸟配送；需求端，丰富产品矩阵涵盖本地生活全场景：

截止 2020 年，顺丰同城已形成涵盖餐饮、商超、生鲜、服装、医药、3C 数码、办公急件等全场景配送体系，服务超过 30 万商家和 1 亿个人用户，2020 年合作品牌数 7000+，同比增长超 300%。注册店铺达 33 万+。

业务量领跑：截止 20 年 12 月，顺丰同城日均单量达 340 万。根据中国物流与采购杂志，21 年全年估算顺丰同城配送订单约 10 亿单，日均单量约 300 万单，远超闪送。剔除美团系、阿里系、京东系配送公司后，顺丰同城业务在独立第三方配送公司中业务量领先。

图 1：顺丰同城构建全覆盖、全能力立体服务网络



数据来源：20Q4 投资者业绩报告、东方证券研究所

表 1：顺丰同城业务量在独立第三方中处于领先地位，仅次于美团系、阿里系

排名	企业名称	配送单量（估算）	骑手数量（人）	覆盖范围	身份
1	美团配送	100 亿单	近 400 万	2800 个市县	美团旗下
2	蜂鸟即配	60 亿单	300 万	2000 个市县	阿里旗下
3	顺丰同城	10 亿单	200 万+	500+市县	独立第三方
4	达达快送	10 亿单	70 万+	2600 多个市县	京东系

5	UU 跑腿	/	200 万	170+城市	独立第三方
6	闪送	1 亿单+	100 万+	222 座城市	独立第三方
7	点我达	1 亿单	200 万	350+个城市	阿里旗下
8	物美 Dmall	/	60 万	近 30 个省份	物美旗下
9	叮咚买菜	3500 万单	3 万	27 个城市	电商平台旗下
10	美菜	/	2 万+	300+城市	电商平台旗下

数据来源：中国物流与采购杂志，东方证券研究所

1.1.2 财务数据

顺丰同城在较短的时间，走了较远的路，以相对可控的投入，实现了营收的大幅增长。顺丰同城业务起步于 2016 年，在过去 5 年营收一直处于高速增长态势。以顺丰年报披露的外单部分看，2019 年实现营收 20 亿元，同比增长 96.1%；2020 年，实现营收 31.46 亿元，同比增长 61.17%，远高于行业增速。就亏损额/营收而言，该指标略低于达达集团（备注：达达集团包括京东到家商流业务和达达配送物流业务两部分）。

表 2：顺丰同城财务数据摘要（亿元）

	2021/2/28	2020/12/31	2020/3/1
资产总额	21.4	14.4（合并口径为 14.1）	
负债总额	13.1	10.0（合并口径为 10.5）	
净资产	0.8	4.47（合并口径为 3.7）	20.9（合并口径）
	2021 年 1 月-2 月	2020 年 1 月-12 月	2020 年 1-3 月
营业收入	12.5	48.4	11.0
净利润	-1.3	-7.8	-2.1

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：顺丰同城外单部分的营收及增速（亿元）



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

1.1.3 股权结构与估值情况

顺丰控股 21 年 3 月 28 日的增资及关联交易公告，披露了顺丰同城实业最新的股权结构与估值信息。

股权结构：上市公司顺丰控股合计控制顺丰同城实业 66.76% 的股权，为同城实业的控股股东。

估值：根据本次交易，顺丰同城估值 109 亿元人民币，对应 20 年营收 48.4 亿元，PS 估值倍数为 2.25 倍。

1.2 同城物流行业简介

同城物流行业作为高速增长大赛道，餐饮外卖线上化与近场电商兴起推动行业边界持续扩张。即时配送主要可以分为数个发展阶段，其中餐饮外卖的线上化需求兴起是即时配送形成稳定客群，规模化订单量和完整运营网络的关键推动因素，而城市近场电商的兴起则使得即时配送的边界不断扩张。根据艾瑞咨询统计，2019 年中国即时配送市场 年规模已突破千亿（1312.6 亿），行业规模发展势头强劲。

1.3 顺丰同城与达达集团对标：从物流至商流，具备拓展空间

达达集团在美国上市，业务包括达达快送与京东到家两部分。

2018-20 年达达集团整体营收分别为 19、31 及 57 亿元，20 年整体营收高于顺丰同城 9 亿元左右；利润方面，达达集团 20 年整体亏损 17 亿元，亏损额高于顺丰同城的其中达达快送业务收入分别为 11、20、34 亿元，20 年营收低于顺丰同城的 14.1 亿元。根据中国物流与采购杂志统计，20 年达达快送业务量接近 10 万单，与顺丰同城接近，骑手数量接近 70 万，低于顺丰同城的 200 万个骑手数量。估值方面，顺丰同城顺丰控股 21 年 3 月 28 日的增资及关联交易公告，披露了顺丰同城实业最新的股权结构与估值信息，根据本次交易，顺丰同城估值 109 亿元人民币，对应 20 年营收 48.4 亿元，PS 估值倍数为 2.25 倍。截止 21 年 5 月 27 日，达达集团美股市值约 408 亿元人民币（60 亿美元）。我们认为，这与达达集团包含商流和物流两部分业务有关。顺丰同城的物流网络底盘和物流业务规模已经超过达达集团的物流部分，随着顺丰同城在团餐等业务上的积极探索，从物流到商流延伸，营收和估值均具备进一步提升空间。

表 3：顺丰同城与达达集团营收对比

营业收入（亿元）	2016	2017	2018	2019	2020
顺丰同城					48.4
——外单部分	1.0	4.0	10.0	19.5	31.5
——内单部分					16.9
达达集团			19.2	31.0	57.4
——达达快送			11.1	20.0	34.3
——京东到家			7.5	11.0	23.1

数据来源：公司公告，东方证券研究所

二、顺丰同城快速奔跑，体现顺丰控股对新业务具备强孵化能力，易于开启第二增长曲线

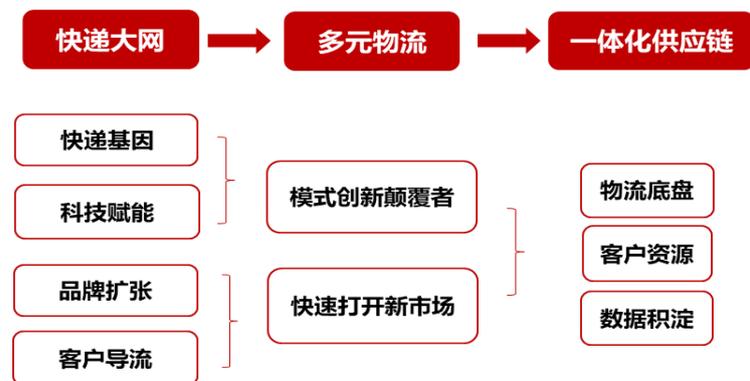
2.1 强赋能基因

以同城、快运、冷链为代表新业务逐步进入行业第一梯队，展现了时效大网对多元物流新业务具有强大赋能效应，体现在两方面：

- 1) 品牌扩张+客户导流，快速打开新市场；
- 2) 快递基因+科技赋能，模式创新颠覆者。

树立受消费者信赖、有明确感知的品牌是一件非常具有挑战却拥有长期价值的事业。能够在大行业树立产品品牌的企业，相比在小行业树立品牌更具扩张意义。顺丰已经在快递领域通过持久品质积淀建立了超级品牌力，同时通过直营体系直连庞大客户群体。快递行业本身是一个 7000 亿规模且仍然高速增长的大市场，年派送次数高达 700 亿次，日均派送 2 亿次，服务几乎触达每一类场景、每一类人群。特别是顺丰末端以送货上门为主，快递陪伴人们工作生活的频次足够多，人们对这个品牌感知会非常清晰。因此，在快递领域建立足够的品牌认知度，对企业向多元物流领域扩张可谓事半功倍。与快递相比，其他物流赛道集中度远低于快递，呈现出大市场、小公司现状，传统领域准龙头尚未与同行拉开份额和掌握定价权，也未完成建立行业标准和超级品牌。超级品牌的建立，伴随着公司强大运营能力的提升。快递行业不仅行业大、频次快，而且颗粒度细，能够做好快递对提升物流企业的复杂网络管理能力、对路由的精准调度能力与对末端的精准交付能力有重要推动作用。因此顺丰向物流领域甚至向供应链管理领域的延展性天然强于其他企业，容易找到除快递之外的第二增长曲线，从而获得持续增长。

图 3：快递大网与多元物流互动示意图：模式创新+品牌扩张，传统物流颠覆者



数据来源：公司财报，东方证券研究所

2.2 新业务学习能力

回顾顺丰同城发展历程，不仅体现了时效大网强赋能基因，还体现了公司较强新业务学习能力。

顺丰从 2016 年开始试水同城配送，从 18 年起独立品牌化运营如今不过 3 年，人行较晚，在各个细分领域都有强劲对手。美团、蜂鸟以外卖为核心向其他品类扩散；闪送、UU 跑腿在 C 端领域深

耕；达达则是商流物流两把抓。但顺丰同城却在短短的 5 年时间内快速奔跑，建立了完善的网络底盘、完备的产品矩阵、全场景涵盖的服务能力，业务规模领先于独立第三方，仅次于美团系和阿里系。我们认为，顺丰同城一方面充分利用了时效大网的强赋能基因，利用品牌扩张+客户导流，快速打开新市场，利用快递基因+科技赋能，迅速搭建了完备物流底盘和产品矩阵，更重要的是体现了较强的新业务学习能力。

顺丰同城发展历程中，公司确立了清晰的战略计划，先做高频业务建立规模经济底盘，再用高频打低频、延伸发展低频散件业务，从头部客户切入、逐步拓展到腰部和尾部客户。

2.3 资本运作空间

随着顺丰同城上市和并购嘉里物流，顺丰控股即将拥有 5 家上市公司，资本运作空间和数年前不可同日而语。物流行业作为资金密集型行业，资本开支巨大，是真正属于巨头间的战争。顺丰即将拥有的 5 家上市公司，分别位于内地、香港、泰国，有助于公司搭建国际化融资平台和拓展丰富资金渠道。（备注：后续如顺丰快运上市，公司则有望拥有 6 家上市公司）参考公司拟对嘉里物流要约收购事项公告，反映了公司并购学习曲线的快速改善，并购标的质地亚洲领先、估值合理、协同角度多，同时方案更加复杂，运用工具更加丰富，反映了公司资本运作能力的提升，是中国本土物流企业走向国际物流龙头的教科书级别经典收购案例。

三、顺丰控股引领多网融合新标杆：以开放加快成长、以控股保证协同、以独立缩短管理半径

1、以开放加快成长

根据公告，同城实业本次发行上市所募集资金在扣除发行费用后将主要用于主营业务拓展及补充流动资金。本次分拆上市将搭建同城实业国际资本运作平台，拓展公司多元化融资渠道。我们认为，资本市场对顺丰同城业务的助力作用将是全方位的：方便价值评估、避免估值折价、拓展融资渠道、补充资本实力，更有望推动治理结构、管理机制、品牌建设、人才梯队全面升级。顺丰同城之前在大网内部孵化，需要兼顾当期利润和收入增长，我们预计随着港股上市后，随着同城业务的价值和优势体现更加充分、评估更加方便，有助于顺丰同城吸引更多长期资金，围绕核心竞争力进行长期布局。

2、以控股保证协同

2019 年，顺丰控股通过建立新业务实体杭州顺丰同城实业股份有限公司构建更合适的运营体系，以顺丰同城急送品牌为现有客户和潜在客户专业、优质的即时配送服务。截至目前，顺丰控股合计可控制同城实业 66.76% 的股权，为同城实业的控股股东。我们预计上市约稀释 20% 左右股权，届时公司仍然为同城实业的控股股东，以资本、文化为纽带，继续发挥需求端和供给端的协同效应。

3、以独立缩短管理半径

引入公众股东，不仅仅是提供价值发现功能、增强流动性，更有助于借助公众力量加强监督和管理，建立现代化公司治理结构。对于顺丰控股总部而言，有助于缩短管理半径，减低多业务条线的管理

难度，充分激发各板块在各自细分领域的专业优势和经营活力。综合物流服务是大物流行业发展趋势，但多网融合实践兼具机遇和挑战。随着新业务营收规模进一步扩张及业务条线进一步增加，公司的管理能力、组织架构、科技实力、激励与考核机制，等能否跟随多业务条线扩张而提升，面临一定挑战。相比阿里系菜鸟的弱协同物流布局和京东物流的内部一体化布局，前者协同效应难度大、后者管理半径长，顺丰控股有望引领多网融合新标杆，以开放加快成长，以控股保证协同，以独立缩短管理半径，是最具潜力的综合物流平台布局。

盈利预测与投资建议

盈利预测

考虑到今年时效业务放缓以及新业务成本投放压力，我们预测 21/22/23 年净利润分别为 56/75/103 亿元（未考虑嘉里物流可能于 22 年并表），原 21/22 年预测为 95/123 亿元。根据 DCF 估值，对应权益价值为 3337 亿元，目标价为 73.25 元，维持“买入”评级。

1) 作为一家坚守长期主义、坚持前瞻布局的长期期龙头，公司正逐步收获品牌效应、规模效应、协同效应，顺丰在大物流行业收入提升空间、庞大营收规模隐含的产能利用率和利润上行空间、在中国流通体系重要地位仍然被低估。

2) 顺丰的业务条线较多，1 季度亏损表明了快递物流行业经营复杂性和公司新业务仍然有一定试错过程，但复盘从 02 年至今，公司历经了直营化、多元化的挑战，总是能强力破局开启新篇。2019 年初，公司进入管理阵痛期甚至至暗时刻，当时面临困难更多，但公司仍然在不到半年时间迅速扭转了局面，从注重品质管理到开始兼顾成本管控、从封闭走向开放，体现出创始人和管理层的强大学习能力和组织的自我更新修复能力。

3) 我们认为公司 1 季度经营波动，高端业务收入增速低点和新业务投入高点叠加，给与了长期投资者难得的战略布局机会。

表 4: DCF 估值模型假设

估值假设	假设值
所得税税率	25%
永续增长率	2.5%
无风险利率	3.03%
无杠杆影响的 β 系数	0.87
考虑杠杆因素的 β 系数	1.15
市场收益率	9.71%
规模风险因子	0.00%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本	10.71%
债务比率	30%
WACC	8.51%

数据来源：公司财报，东方证券研究所

表 5：相关 DCF 计算数据

对应数据类型	值
FCFF 折现（百万元）	214522
终值折现（百万元）	115027
企业价值（百万元）	329548
权益价值（百万元）	333744
每股价值（元）	73.25

数据来源：wind，东方证券研究所

表 6：顺丰控股股价敏感性分析表

	永续增长率 Gn(%)					
	73.25	0.50%	1.50%	2.50%	3.50%	4.50%
WACC(%)	6.51%	85.54	92.08	101.89	118.21	150.78
	7.01%	79.85	85.06	92.59	104.41	125.66
	7.51%	74.87	79.09	85.00	93.85	108.58
	8.01%	70.48	73.94	78.65	85.44	96.12
	8.51%	66.57	69.43	73.24	78.57	86.57
	9.01%	63.05	65.44	68.56	72.82	78.96
	9.51%	59.88	61.89	64.47	67.92	72.74
	10.01%	56.98	58.69	60.85	63.68	67.53
	10.51%	54.34	55.80	57.62	59.96	63.08

数据来源：wind，东方证券研究所

表 7：顺丰控股分业务数据调整

人民币百万元（标注除外）	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
分产品盈利预测				
速运物流与供应链				

销售收入（百万元）	193,316	241,699	186,797.7	229,419.7
变动幅度			-3.4%	-5.1%
毛利率	15.38%	15.21%	13.4%	13.5%
变动幅度			-2.0%	-1.7%
销售收入合计（百万元）	194,730	243,216	188,212	230,937
变动幅度			-3.3%	-5.0%
综合毛利率	15.38%	15.20%	13.4%	13.5%
变动幅度			-2.0%	-1.7%

数据来源：wind，东方证券研究所

表 8：顺丰控股财务数据调整表

人民币百万元(标注除外)	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
营业收入	194,730	243,216	188,212	230,937
变动幅度			-3.3%	-5.0%
营业利润	12,142	15,749	7,026	9,289
变动幅度			-42.1%	-41.0%
归属母公司净利润	9,508	12,322	5,565	7,466
变动幅度			-41.5%	-39.4%
每股收益（元）	2.09	2.70	1.22	1.64
变动幅度			-41.6%	-39.3%
毛利率(%)	15.40%	15.20%	13.4%	13.5%
变动幅度			-2.0%	-1.7%
净利率(%)	4.90%	5.10%	3.0%	3.2%
变动幅度			-1.9%	-1.9%

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

- 1) 时效件量增速大幅放缓。公司时效件盈利能力当前远高于其他业务，时效件量增速如大幅放缓，会对整体盈利能力造成一定影响。
- 2) 新业务具有较长试错过程。公司过往在新业务领域体现出了较强学习能力，随着公司新业务营收规模进一步扩张及业务条线进一步增加，公司的管理能力、组织架构、科技实力等能否同步跟随多业务条线扩张而提升，面临一定挑战。
- 3) 宏观经济增长明显放缓，导致整体收入增速不及预期、投入产出比不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	18,521	16,418	9,411	11,547	13,671	营业收入	112,193	153,987	188,212	230,937	273,410
应收票据及应收账款	12,088	17,016	18,779	23,041	27,279	营业成本	92,650	128,810	162,949	199,821	235,544
预付账款	2,654	3,177	4,515	5,540	6,558	营业税金及附加	280	379	462	566	671
存货	882	987	1,528	1,874	2,209	营业费用	1,997	2,252	2,753	3,078	3,309
其他	8,753	14,080	19,101	19,745	20,422	管理费用及研发费用	10,893	13,341	16,305	18,878	21,577
流动资产合计	42,897	51,677	53,333	61,747	70,139	财务费用	683	853	733	748	712
长期股权投资	2,222	3,647	2,540	2,667	2,800	资产减值损失	417	508	120	110	130
固定资产	18,904	22,357	27,604	34,052	38,691	公允价值变动收益	350	134	334	30	30
在建工程	3,116	5,380	7,038	5,521	2,984	投资净收益	1,076	851	851	766	576
无形资产	10,008	10,633	11,681	12,266	12,491	其他	708	1,307	950	757	757
其他	15,388	17,466	9,285	9,255	9,412	营业利润	7,409	10,136	7,026	9,289	12,831
非流动资产合计	49,638	59,483	58,149	63,760	66,379	营业外收入	213	229	229	179	192
资产总计	92,535	111,160	111,482	125,507	136,518	营业外支出	195	326	326	174	198
短期借款	6,053	7,997	9,183	11,838	8,113	利润总额	7,426	10,039	6,929	9,295	12,825
应付票据及应付账款	12,018	15,485	19,297	23,664	27,895	所得税	1,802	3,107	1,663	2,231	3,078
其他	12,910	18,327	10,826	11,178	11,535	净利润	5,625	6,932	5,266	7,064	9,747
流动负债合计	30,982	41,809	39,307	46,680	47,542	少数股东损益	(172)	(394)	(299)	(402)	(554)
长期借款	6,540	1,866	1,866	1,866	1,866	归属于母公司净利润	5,797	7,326	5,565	7,466	10,301
应付债券	10,598	8,425	8,390	8,000	8,500	每股收益(元)	1.27	1.61	1.22	1.64	2.26
其他	1,922	2,300	2,293	2,272	2,172						
非流动负债合计	19,060	12,592	12,549	12,137	12,538						
负债合计	50,042	54,400	51,856	58,817	60,080						
少数股东权益	74	317	17	(384)	(938)						
股本	4,415	4,556	4,556	4,556	4,556						
资本公积	15,669	24,010	24,264	24,264	24,264						
留存收益	20,338	26,453	30,788	38,254	48,555						
其他	1,997	1,423	0	0	0						
股东权益合计	42,494	56,760	59,626	66,690	76,438						
负债和股东权益总计	92,535	111,160	111,482	125,507	136,518						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	5,625	6,932	5,266	7,064	9,747
折旧摊销	3,527	4,114	4,584	4,316	4,977
财务费用	683	853	733	748	712
投资损失	(1,076)	(851)	(851)	(766)	(576)
营运资金变动	(317)	(1,810)	1,534	(916)	(1,005)
其它	679	2,086	5,189	(26)	50
经营活动现金流	9,121	11,324	16,454	10,421	13,905
资本支出	(7,083)	(8,915)	(11,004)	(9,504)	(7,304)
长期投资	3,742	(1,465)	948	(246)	(258)
其他	(10,708)	(4,504)	(11,662)	(50)	(283)
投资活动现金流	(14,049)	(14,884)	(21,719)	(9,800)	(7,846)
债权融资	11,548	(6,061)	(1,221)	(391)	501
股权融资	(354)	8,483	254	0	0
其他	(3,822)	(1,090)	(776)	1,906	(4,437)
筹资活动现金流	7,372	1,332	(1,743)	1,515	(3,936)
汇率变动影响	21	(69)	-0	-0	-0
现金净增加额	2,465	(2,298)	(7,007)	2,136	2,124

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	23.4%	37.3%	22.2%	22.7%	18.4%
营业利润	27.3%	36.8%	-30.7%	32.2%	38.1%
归属于母公司净利润	27.2%	26.4%	-24.0%	34.2%	38.0%
获利能力					
毛利率	17.4%	16.3%	13.4%	13.5%	13.8%
净利率	5.2%	4.8%	3.0%	3.2%	3.8%
ROE	14.7%	14.8%	9.6%	11.8%	14.3%
ROIC	10.1%	10.4%	7.4%	8.9%	11.0%
偿债能力					
资产负债率	54.1%	48.9%	46.5%	46.9%	44.0%
净负债率	15.9%	8.5%	19.8%	17.9%	8.6%
流动比率	1.38	1.24	1.36	1.32	1.48
速动比率	1.36	1.21	1.32	1.28	1.43
营运能力					
应收账款周转率	11.4	10.6	10.6	11.1	10.9
存货周转率	109.0	137.9	129.6	117.5	115.4
总资产周转率	1.4	1.5	1.7	1.9	2.1
每股指标(元)					
每股收益	1.27	1.61	1.22	1.64	2.26
每股经营现金流	2.07	2.49	3.61	2.29	3.05
每股净资产	9.31	12.39	13.08	14.72	16.98
估值比率					
市盈率	52.4	41.4	54.5	40.6	29.5
市净率	7.2	5.4	5.1	4.5	3.9
EV/EBITDA	25.7	19.8	24.2	20.8	16.1
EV/EBIT	36.9	27.2	38.5	29.8	22.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn