

证券研究报告—动态报告

交通运输

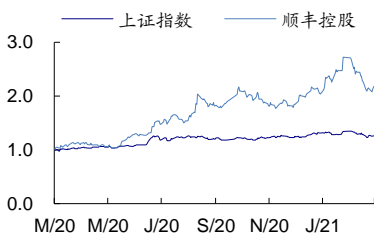
物流 II

顺丰控股(002352)
买入

21年半年报财报点评

(维持评级)

2021年08月23日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	4,556/4,490
总市值/流通(百万元)	264,547/260,708
上证综指/深圳成指	3,427/14,254
12个月最高/最低(元)	124.70/54.39

相关研究报告:

《顺丰控股-002352-21年半年度业绩预告点评:盈利能力逐步恢复,二季度业绩基本符合预期》——2021-07-14

《顺丰控股-002352-20年年报财报点评:时效增长趋势优,快递业务盈利强,业绩基本符合预期》——2021-03-18

《顺丰控股-002352-深度报告:大国崛起,巨头乘势而上——对比美国快递报告系列一》——2021-03-18

《顺丰控股-002352-深度报告:大国崛起,巨头乘势而上——对比美国快递报告系列二》——2021-03-16

《顺丰控股-002352-重大事件快评:大国崛起,顺势而为,顺丰加速布局国际业务》——2021-02-10

证券分析师: 姜明

E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521010004

证券分析师: 罗丹

E-MAIL: luodan4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520060003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

二季度业绩环比明显改善,长期发展持续向好

● 二季度公司业绩扭亏为盈,基本符合预期

公司发布2021年半年度财报,2021年二季度单季实现归母净利润17.5亿元(1Q21亏损9.9亿元),扣非归母净利润6.6亿元(Q121亏损11.3亿元),业绩表现基本符合预期。

● 时效快递增长稳定,新业务维持高增长态势

今年上半年完成时效产品体系优化升级,将原归属于经济快递板块的标准陆运产品同步升级成为新一代的顺丰标快产品。按照产品优化升级后的新口径,在去年同期疫情导致基数偏高的前提下,2021年上半年公司时效快递收入是实现了6.5%的增长,我们认为未来公司将继续把握线上消费升级以及制造升级的行业机遇,时效快递增速有望回升。公司快速拓展特惠和丰网两大经济快递产品,上半年经济快递收入同比增长69%。公司继续加速拓展新业务,2021年二季度快运、同城配以及供应链业务收入分别实现了35%、71%以及83%的高速增长,从而带动公司二季度总收入同比增长22%。

● 二季度盈利能力环比明显改善,加大资源投入布局长期

由于一季度春节期间人力成本提升一次性因素影响,同时二季度公司加强速运网络、快运网络、仓储网络及加盟网络的场地、线路等资源优化,以及资源利用率、营运效能等指标稳步回升,二季度盈利能力快速恢复,毛利率提升至12.8%(一季度为7.2%),从而导致公司扣非归母净利润环比增加了17.9亿元。公司自去年四季度起并延续至今年,加速多元业务板块的网络开拓,并在中转场地及自动化设备、干支线运力等方面追加资源投入,以解决前期投入过慢导致的产能瓶颈问题,并从长远支撑各项业务未来的快速发展。今年上半年资本开支达到97.8亿元,同比增长140%。

● 风险提示: 时效快递增长不及预期; 成本控制低于预期。

● 投资建议: 下调盈利预测,维持“买入”评级。

考虑到公司短期投入较大,下调盈利预测,预计2021-2023年归母净利润分别为49.6/69.3/100.7亿元(21-23年下调幅度5%/0%/0%),分别同比增长-32%/40%/45%。通过分部估值方法,得出公司未来6个月的合理估值约为72.4元,公司长期成长逻辑不变,看好公司的长期投资价值,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

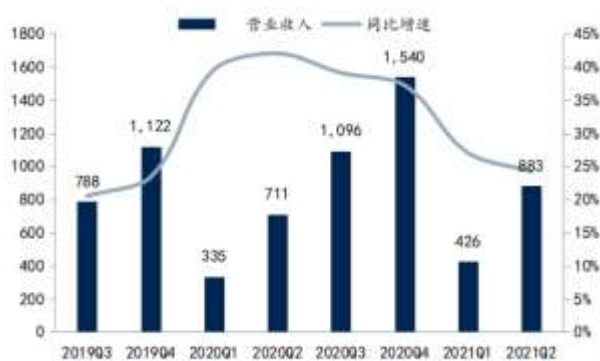
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	112,193	153,987	192,477	237,995	296,871
(+/-%)	23.4%	37.3%	25.0%	23.6%	24.7%
净利润(百万元)	5797	7326	4956	6934	10065
(+/-%)	27.2%	26.4%	-32.3%	39.9%	45.1%
摊薄每股收益(元)	1.31	1.61	1.09	1.52	2.21
EBIT Margin	6.7%	7.1%	3.3%	4.1%	4.7%
净资产收益率(ROE)	13.7%	13.0%	8.3%	10.7%	14.0%
市盈率(PE)	44.2	36.1	53.4	38.2	26.3
EV/EBITDA	26.9	20.5	30.4	21.8	16.8
市净率(PB)	6.0	4.7	4.4	4.1	3.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

二季度时效快递增速回升，公司加速拓展多元业务。2020年受益于疫情加速电商消费升级，公司时效快递收入全年实现了17.4%（2019年5.9%）。但是由于2020年基数偏高，2021年电商需求有所降温（尤其是一季度），2021年上半年公司时效快递收入是实现了6.5%的增长。我们认为电商消费升级和制造升级是长期趋势，疫情仅是催化剂，中长期来看，顺丰的时效业务仍然有望恢复至较快增长区间。同时，顺丰也在加速拓展经济型快递、快运、同城配、国际等多元业务，不断寻找和打造第二大利润增长极。2021年7月公司的特惠专配日均件量约1000万票，顺利完成第一步目标；去年三季度正式推出加盟模式的新低端快递产品“丰网”，日均件量也已经突破两百万票。拓展“丰网”业务具有寻找新的增长驱动力以及卡位的战略意义，短期对利润造成的负面影响可控。此外，快运、同城配以及国际业务也维持快速增长趋势，同城实业子公司也正在推进港股独立上市的计划，有助于同城配业务的自身高速发展且进一步拓展了顺丰的多元化融资渠道。

图 1：顺丰控股累计营业收入及增速（亿元）



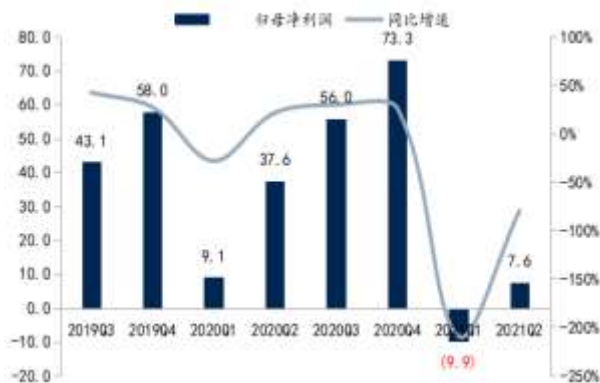
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：顺丰控股单季营业收入及增速（亿元）



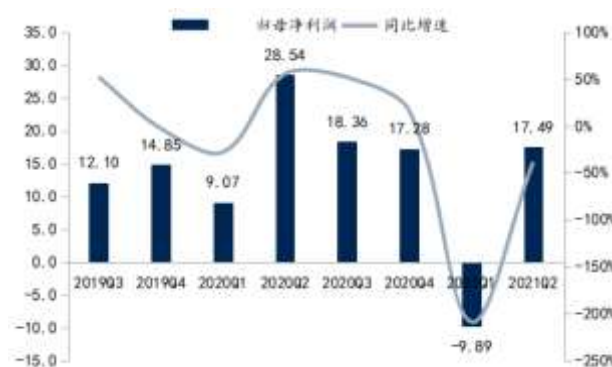
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：顺丰控股累计归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

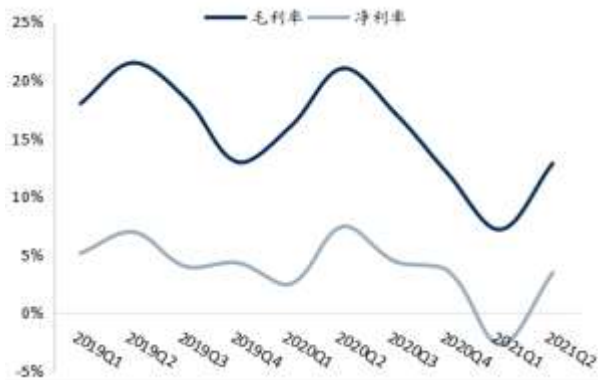
图 4：顺丰控股单季归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

二季度盈利能力环比大幅提升。由于一季度春节期间人力成本提升一次性因素影响，同时二季度公司加强速运网络、快运网络、仓储网络及加盟网络的场地、线路等资源优化，以及资源利用率、营运效能等指标稳步回升，二季度盈利能力快速恢复，毛利率提升至12.8%（一季度为7.2%），从而导致公司扣非归母净利润环比增加了17.9亿元。

图 5: 顺丰控股季度毛利率和净利率趋势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 顺丰控股季度费用率变化趋势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

估值及目标价

我们通过分部估值方法来完成相对估值。

(1) 快递业务: 我们采用 PE 相对估值法进行估值, 选取中低端快递市场的龙头中通快递、韵达股份和圆通速递作为比较公司。在中低端快递市场, 龙头竞争激烈, 目前市场规模、成本管控、管理能力等多方面均呈现领先优势的中通快递的 PE 估值水平远高于韵达和圆通。而在中高端快递市场, 竞争格局明显更优, 顺丰在中高端市场具有很强的护城河, 其在快递市场中维持龙头地位的确定性也明显优于中通, 因此, 我们认为顺丰快递业务的 PE 目标估值应该与中通相近, 给予 30 倍目标估值。

(2) 快运业务: 由于目前公司快运业务尚未盈利, 我们会参考公司于 2020 年 2 月 29 日发布的《关于公司子公司与关联方签署投资协议的公告》中第三方机构毕马威咨询给出的评估价值 30 亿美元。

(3) 其他物流业务: 由于目前公司其他物流业务整体亏损, 我们采用 PS 相对估值法进行估值, 参考物流板块 2019 年 PS 估值水平的中位数 1.23, 我们给予公司其他物流业务 1.0-1.5 倍 PS 目标估值。

综上, 基于时效快递业务 21 年净利润预测值 81 亿元、经济快递业务 21 年收入预测值 617 亿元、快运业务 21 年收入预测值 269 亿元以及其他物流业务 21 年收入预测值, 我们得到公司短期的合理市值 3300 亿元。

表 1: 分部相对估值结果

类别	估值倍数	以 2021 年业绩为基础的合理估值	以 2022 年业绩为基础的合理估值
时效快递业务	30 倍 PE	2500 亿元	2800 亿元
经济快递业务	0.3 倍 PS	180 亿元	230 亿元
快运业务	1.0 倍 PS	270 亿元	400 亿元
其他物流业务	1.0-1.5 倍 PS	350 亿元	460 亿元
合理市值合计		3300 亿元	3900 亿元
股份数		45.56 亿股	
6 个月目标价格		72.4 元	

资料来源: 国信证券经济研究所整理和预测

投资建议: 下调盈利预测, 维持“买入”评级。考虑到公司短期投入较大, 下调盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 49.6/69.3/100.7 亿元(21-23

年下调幅度 5%/0%/0%)，分别同比增长-32%/40%/45%。通过分部估值方法，得出公司未来 6 个月的合理估值约为 72.4 元，公司长期成长逻辑不变，看好公司的长期投资价值，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	16418	10214	9031	7132	营业收入	153987	192477	237995	296871
应收款项	17016	21093	24778	30907	营业成本	128810	164433	202486	251034
存货净额	987	1541	1892	2345	营业税金及附加	379	481	595	742
其他流动资产	10823	13088	16184	20187	销售费用	2252	2887	3094	3859
流动资产合计	51677	53657	61147	71688	管理费用	11600	18326	22083	27144
固定资产	27737	38595	46811	52809	财务费用	853	765	1071	1359
无形资产及其他	10633	11208	11782	13357	投资收益	851	1400	800	900
投资性房地产	17466	20959	25151	30182	资产减值及公允价值变动	169	100	100	(100)
长期股权投资	3647	3667	4390	5113	其他收入	(978)	(400)	(800)	(800)
资产总计	111160	128087	149282	173149	营业利润	10136	6685	8766	12732
短期借款及交易性金融负债	10942	12679	19556	24396	营业外净收支	(97)	20	20	20
应付款项	15485	22020	27022	33499	利润总额	10039	6705	8786	12752
其他流动负债	15382	18153	22201	27512	所得税费用	3107	2011	2196	3188
流动负债合计	41809	52853	68779	85407	少数股东损益	(394)	(263)	(345)	(501)
长期借款及应付债券	10291	12291	12291	12291	归属于母公司净利润	7326	4956	6934	10065
其他长期负债	2300	2898	3554	4098					
长期负债合计	12592	15189	15846	16390					
负债合计	54400	68042	84624	101796	现金流量表 (百万元)				
少数股东权益	317	132	(109)	(459)	净利润	7326	4956	6934	10065
股东权益	56443	59913	64767	71812	资产减值准备	(144)	21	10	9
负债和股东权益总计	111160	128087	149282	173149	折旧摊销	4617	4593	6247	7661
					公允价值变动损失	(169)	(100)	(100)	100
					财务费用	853	765	1071	1359
					营运资本变动	(1479)	(466)	(1605)	(3276)
					其它	(147)	(205)	(252)	(359)
					经营活动现金流	10004	8800	11235	14199
					资本开支	(9377)	(15948)	(14948)	(15342)
					其它投资现金流	(3217)	(1287)	(1544)	(1853)
					投资活动现金流	(14019)	(17254)	(17215)	(17918)
					权益性融资	687	0	0	0
					负债净变化	(4674)	2000	0	0
					支付股利、利息	(1917)	(1487)	(2080)	(3019)
					其它融资现金流	14408	1737	6877	4840
					融资活动现金流	1912	2251	4796	1821
					现金净变动	(2103)	(6204)	(1183)	(1898)
					货币资金的期初余额	18521	16418	10214	9031
					货币资金的期末余额	16418	10214	9031	7132
					企业自由现金流	1320	(7375)	(3003)	(389)
					权益自由现金流	11054	(4173)	3070	3432

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032