2020 年 12 月 22 日

张楠
H70294@capital.com.tw

目标价(元) 94

顺丰控股(002352.SZ) BUY 买进

电商特惠件带动高增长，全年业绩增长可期

结论与建议：

- **事件：**公司公布 11 月经营数据：11 月快递服务及供应链业务合计实现营收 153.73 亿元，YOY+31.11%。其中，速运业务实现营收 146.42 亿元，YOY+30.91%；业务量突破 9 亿件，YOY+59.51%；单票收入 16.16 元，YOY-17.93%；供应链业务实现营收 7.31 亿元，YOY+35.37%。营收和件量双创历史新高。

  1-11 月，公司累计实现营收 1361.37 亿元，YOY+37.43%。其中，速运业务实现营收 1299 亿元，YOY+37.15%；完成业务量 72.67 亿件，YOY+71.15%；受特惠电商件占比提升，单票收入同比下滑 19.86%至 17.88 元；供应链业务实现营收 62.36 亿元，YOY+43.59%。

- **特惠电商件再发力，业务量增长近六成：**自 2019 年 5 月顺丰通过特惠专配业务切入中低端电商件市场，当月增速由个位数回升至两位数（10%），并迅速获得市场份额的提升。20H1 业务量一直保持 80%以上的高增长，20Q4 旺季到来，在“双 11”强劲的消费需求带动下，顺丰持续发力电商件业务，11 月取得 59.51%的增速，远高于行业平均增速 23pct。同时，公司相较 2019 年同期增速近 50%的基础上保持高速增长，凸显公司强劲的成长动力。其次，11 月 11 日顺丰全网收件量环比平日增长 2.5 倍，其中阿里平台订单揽收率高达 84.4%，反映出顺丰在电商市场的渗透率加速提升并持续发力电商件获取更高的市场份额。此外，2020 年随着低端快递众邮、极兔的强势入局，公司一方面考虑到市场竞争的需要，另一方面特惠电商件增长迅猛，虽提升了装载率但超出原有快递网络的人、车、场地等资源承载量，为避免对原有时效件等业务造成冲击，单独分网是大势所趋，公司积极推进加盟快递网络（丰网速运）建设，一方面可以使车辆装载率到达临界点之后，减少人、车、场等新资源再投入的成本，另一方面加盟型网络投入更少、起网快，并拥有比“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。

- **依托综合物流服务网络，新业务稳步发展：**公司**服务网点**：自营网点 1.8 万个，3.45 万个末端网点，乡镇覆盖率达 84%；**中转分拨**：9 个枢纽中转场，130 个片区中转场；**陆运网络**：4.5 万辆干支线车辆，10 万辆末端收派车辆，高铁极速达覆盖 71 个城市；**仓储网络**：194 个仓储点，其中 129 个电商库、59 个冷藏库、6 个医药库。此外，**航空网络**：公司拥有 73 架全货机，82 条货运航线，覆盖 52 个城市和 6 个国际站点，是国内全货机数量、航线最多的货运航空公司，也是世界排名第四的货运机队。未来随着鄂州机场的建成，有助于优化航线网络结构，提升整体运输时效，

公司基本信息

產業別	交通运输
A 股价(2020/12/21)	81.83
深证成指(2020/12/21)	14134.85
股價 12 個月高/低	93.89/36.21
總發行股數(百萬)	4556.44
A 股數(百萬)	4490.31
A 市值(億元)	3674.42
主要股東	深圳明德控股发展有限公司(59.30%)
每股淨值(元)	11.55
股價/賬面淨值	7.09

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	3.8	5.3	113.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2020-10-27	87.25	區間操作
2020-8-26	72.92	買進
2020-6-19	55.99	買進
2020-4-24	48.76	買進
2020-3-25	44.86	買進
2020-2-25	45.96	買進

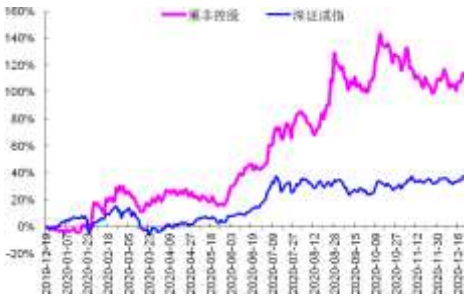
产品组合

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	7.9%
一般法人	73.2%

股价相对大盘走势



降低运输成本，开拓新兴市场。此外，受益于发达的网络资源，新业务成长迅速，20H1 占总营收比重提升至 27%。尤其快运业务，双十一期间累计服务客户 71 万人次，同比增加 38.7%。12 日单日顺丰快运（直营）和顺心捷达（加盟）货量达到 6.9 万吨，其中顺丰快运货量达到 4.5 万吨，同比 2019 年上升超过 90%；顺心捷达单日货量也达到 2.4 万吨的极高值；供应链业务累计到 11 月，实现营收 62.36 亿元，YOY+43.59%。其次，冷链、同城急送、国际等新业务也快速进入同业第一梯队，形成了高效立体的竞争体系。

- **盈利预测：**公司基于不同产品服务标准与市场竞争，进行精准资源投放，优化产品运营模式，实现不同产品的最优时效和质量同比提升。在业务量持续增长同时，通过网络布局、成本管控、内部管理等三大方面塑造自身“护城河”，增强公司盈利能力。预计公司预计 2020、2021 年实现净利润 76.86 亿元、89 亿元，yoy 分别增长 32.6%、15.8%，EPS 为 1.73 元、2 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 47 倍、41 倍，对此给予买入的投资建议。
- 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等

.....接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4,771	4,556	5,797	7,686	8,901
同比增减	%	14.12%	-4.50%	27.23%	32.60%	15.81%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.08	1.03	1.31	1.73	2.00
同比增减	%	8.24%	-4.67%	27.35%	31.59%	15.81%
A 股市盈率(P/E)	X	75.66	79.36	62.32	47.36	40.89
股利 (DPS)	RMB 元	0.22	0.21	0.27	0.30	0.32
股息率 (Yield)	%	0.44%	0.60%	0.61%	0.37%	0.39%

图：公司业务量与增速（亿票，%）



图：公司单票收入与增速（元，%）



【投資評等說明】

評等	定義
强力買進（Strong Buy）	潛在上漲空間≥ 35%
買進（Buy）	15%≤潛在上漲空間<35%
區間操作（Trading Buy）	5%≤潛在上漲空間<15%
中立（Neutral）	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處于盤整 建議降低持股

附一：合幷損益表

會計年度（百萬元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
營業收入	71,094	90,943	112,193	150,540	186,063
經營成本	56,823	74,642	92,650	126,119	156,073
毛利	14,271	16,301	19,544	24,421	29,990
營業稅金及附加	199	222	280	376	465
銷售費用	1,357	1,826	1,997	2,333	2,884
管理費用	7,350	8,414	9,699	11,290	13,955
財務費用	155	287	683	903	1,116
資產減值損失	64	104	(179)	(179)	(179)
投資收益	1,157	1,166	1,076	1,000	1,000
營業利潤	6,449	5,818	7,409	9,766	11,560
稅前利潤	6,502	5,868	7,426	9,816	11,560
所得稅	1,750	1,403	1,802	2,356	2,774
少數股東權益	(19)	(92)	(172)	(226)	(116)
淨利潤	4,771	4,556	5,797	7,686	8,901

附二：合幷資產負債表

會計年度（百萬元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
貨幣資金	17,386	16,131	18,521	25,477	33,665
應收賬款	446	818	882	926	972
存貨	5,807	7,353	12,045	12,647	13,279
流動資產合計	34,912	31,922	42,897	49,050	57,917
長期股權投資	605	2,203	2,222	2,333	2,449
固定資產	11,896	13,967	18,904	19,849	20,841
在建工程	2,307	6,508	3,116	3,272	3,436
非流動資產合計	26,335	39,693	49,638	50,631	51,644
資產總計	61,247	71,615	92,535	99,681	109,560
流動負債合計	24,557	26,369	30,982	30,823	32,224
非流動負債合計	3,759	8,331	19,060	20,013	21,013
負債合計	28,317	34,701	50,042	50,836	53,238
少數股東權益	52	353	74	78	81
股東權益合計	32,930	36,914	42,494	48,845	56,323
負債及股東權益合計	61,247	71,615	92,535	99,681	109,560

附三：合幷現金流量表

會計年度（百萬元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
經營活動產生的現金流量淨額	6,334	5,425	9,121	12,298	12,462
投資活動產生的現金流量淨額	(3,630)	(9,329)	(14,049)	(11,239)	(8,991)
籌資活動產生的現金流量淨額	6,813	2,973	7,372	5,897	4,718
現金及現金等價物淨增加額	9,503	(850)	2,465	6,956	8,188

1

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證益券(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會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i@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i@。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。