2020 年 6 月 19 日

张楠
H70294@capital.com.tw

目标价(元) 62

# 顺丰控股(002352.SZ) BUY 买入

## 下沉电商市场，业务量持续保持高增长

**结论与建议：**

- **事件：**公司 5 月快递服务及供应链业务合计实现营收 119.94 亿元，YOY+40.81%，其中快递业务实现营收 114.54 亿元，YOY+41.46%，完成业务量 6.36 亿件，YOY+83.82%，单票收入 18.01 元，YOY-23.03%；供应链业务实现营收 5.4 亿元，YOY+28.27%。

- **业务量保持高速增长：**疫情使得直播带货、网红经济等新业态快速发展，带来在线消费需求增长，同时电商各种购物节拉动效应明显，快递行业 5 月整体增速超预期达到 41%。公司受益于时效件、特惠电商件等业务的共同发力，5 月业务量保持高速增长，已经连续 8 个月业务增量超过行业均值。1-5 月累计完成业务量 29.67 亿件，同比增 80.69%，并带动公司营收增长近 42%。公司 2019 年发力特惠电商件，其业务量 500 万票/天，而疫情正逐渐改变消费习惯，在线购物渗透率进一步提升，当前业务量 700 万票/天。据了解，在 19Q4 特惠电商件业务量达到 1000 万票/天，尤其双十一快递旺季时达到 4000 万票/天。进入 2020 年公司努力寻找业务量与利润的平衡点，预计 20H2 特惠电商件将达到 1000 万票/天以上，叠加时效件和新业务的发展，未来公司业务量仍有较高增长空间。

- **受产品结构调整单票价格下滑：**行业价格战持续爆发的背景下，公司 5 月单票收入为 18.01 元，同比下滑 23%，主要是定价 7-8 元的特惠专配产品在为公司带来大量业务的同时拉低了单票收入。具体来看，相较 3 月快递行业恢复产能期时公司积极参与价格战的策略不同，4 月公司实现了规模增长与价格企稳的平衡，单票收入环比上升 5.1%，也体现出特惠电商件具有较强的议价能力和市场粘性，5 月随着电商频繁的促销活动激发了快递需求旺季的提前到来，公司为抢占市场份额，单票收入环比下滑 4.31%。因此提升规模效应或将加速单票收入拐点到来。

- **精细化管理助力公司降本增效：**19Q4 受到业务量超预期的影响，对公司运营成本提出了挑战，导致 19Q4 毛利下滑。2020 年公司为降本增效，提出“快慢件分离”举措，从收件、中转、运输、派件全链条实现快慢分离，对时效件核心流向进一步提速，对电商件科技赋能，强化成本管控，如提高干线运输装载量，提高自动化处理比例、合理规划末端派件等，在提高客户满意度的同时进一步降低传统网点人员投入。多项降本举措同时发力，公司运输、中转操作等运营成本将持续改善。此外，公司拥有 70 家货机，其中自有 58 家全货机，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。公司计划争取在 5 年内实现全货机 100 架目标。未来鄂州机场的投入使用，其将作为顺丰全国

### 公司基本信息

| | |
|---|---|
| 產業別 | 交通运输 |
| A 股价(2020/6/19) | 55.99 |
| 深证成指(2020/6/19) | 11668.13 |
| 股價 12 個月高/低 | 56.66/30.8 |
| 總發行股數(百萬) | 4419.85 |
| A 股數(百萬) | 4353.40 |
| A 市值(億元) | 2437.47 |
| 主要股東 | 深圳明德控股发展有限公司(61.21%) |
| 每股淨值(元) | 9.43 |
| 股價/賬面淨值 | 5.94 |

| | 一个月 | 三个月 | 一年 |
|---|---|---|---|
| 股价涨跌(%) | 24.4 | 20.8 | 81.3 |

### 近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|---|---|---|
| 2020-4-24 | 48.76 | 买入 |
| 2020-3-25 | 44.86 | 买入 |
| 2020-2-25 | 45.96 | 买入 |

### 产品组合

| | |
|---|---|
| 快递业务 | 74.37% |
| 快运 | 11.28% |
| 冷运 | 4.54% |
| 同城 | 1.74% |
| 国际 | 2.53% |
| 供应链 | 4.38% |

### 机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|---|---|
| 基金 | 3.1% |
| 一般法人 | 80.7% |

### 股价相对大盘走势



甚至全球核心机场枢纽，有助于增加时效件覆盖范围、国际时效件产品的推广以及降低时效件运营成本。

- **盈利预测：**公司业务量持续增长的同时通过网络布局、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。此外，公司推进货运航空枢纽建设，增强差异化服务。预计 20、21 年实现净利润 60.8 亿元、69.4 亿元，yoy 分别增长 5%、14%，EPS 为 1.38 元 1.57 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 41 倍、36 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 | 6,076 | 6,939 |
| 同比增减 | % | 14.12% | -4.50% | 27.23% | 4.83% | 14.19% |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 1.08 | 1.03 | 1.31 | 1.38 | 1.57 |
| 同比增减 | % | 8.24% | -4.67% | 27.35% | 4.83% | 14.19% |
| A 股市盈率(P/E) | X | 46.56 | 31.56 | 28.32 | 40.66 | 35.61 |
| 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% | 0.54% | 0.57% |

图：公司业务量与增速（亿票，%）




图：公司单票收入与增速（元，%）




预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

| 会计年度（百万元） | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 71,094.30 | 90,942.69 | 112,193.40 | 135,393.84 | 156,837.46 |
| 经营成本 | 56,823.11 | 74,642.18 | 92,649.62 | 113,736.67 | 131,525.09 |
| 毛利 | 14,271.19 | 16,300.51 | 19,543.78 | 21,657.16 | 25,312.37 |
| 营业税金及附加 | 199.19 | 222.30 | 279.62 | 338.48 | 392.09 |
| 销售费用 | 1,357.26 | 1,825.82 | 1,996.89 | 2,139.22 | 2,478.03 |
| 管理费用 | 7,349.92 | 8,414.15 | 9,699.27 | 10,831.51 | 12,547.00 |
| 财务费用 | 155.42 | 286.75 | 682.99 | 947.76 | 1,097.86 |
| 资产减值损失 | 63.75 | 103.54 | (178.62) | (178.62) | (178.62) |
| 投资收益 | 1,156.62 | 1,166.49 | 1,075.80 | 1,000.00 | 1,000.00 |
| 营业利润 | 6,448.97 | 5,818.12 | 7,408.61 | 7,710.27 | 8,895.84 |
| 税前利润 | 6,502.04 | 5,867.55 | 7,426.31 | 7,760.27 | 8,895.84 |
| 所得税 | 1,750.19 | 1,403.28 | 1,801.52 | 1,862.46 | 2,135.00 |
| 少数股东权益 | (18.84) | (91.78) | (171.71) | (178.49) | (177.92) |
| 净利润 | 4,770.69 | 4,556.05 | 5,796.51 | 6,076.29 | 6,938.76 |

附二：合并资产负债表

| 会计年度（百万元） | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 17,385.93 | 16,131.12 | 18,520.99 | 22,901.49 | 28,342.50 |
| 应收账款 | 446.36 | 818.05 | 881.66 | 925.74 | 972.03 |
| 存货 | 5,806.86 | 7,352.88 | 12,044.54 | 12,646.77 | 13,279.11 |
| 流动资产合计 | 34,911.69 | 31,921.61 | 42,897.02 | 48,474.00 | 54,593.64 |
| 长期股权投资 | 604.68 | 2,203.43 | 2,221.51 | 2,332.59 | 2,449.21 |
| 固定资产 | 11,895.61 | 13,966.70 | 18,903.83 | 19,849.02 | 20,841.47 |
| 在建工程 | 2,306.92 | 6,507.91 | 3,116.49 | 3,272.31 | 3,435.93 |
| 非流动资产合计 | 7,331.66 | 9,975.59 | 13,934.01 | 14,630.71 | 15,362.25 |
| 资产总计 | 61,247.07 | 71,614.57 | 92,535.39 | 97,286.32 | 105,246.57 |
| 流动负债合计 | 24,557.44 | 26,369.36 | 30,982.06 | 30,028.02 | 31,461.46 |
| 非流动负债合计 | 3,759.44 | 8,331.27 | 19,059.71 | 20,012.70 | 21,013.33 |
| 负债合计 | 28,316.88 | 34,700.63 | 50,041.78 | 50,040.71 | 52,474.79 |
| 少数股东权益 | 51.81 | 352.93 | 73.90 | 77.60 | 81.47 |
| 股东权益合计 | 32,930.18 | 36,913.94 | 42,493.61 | 47,245.61 | 52,771.78 |
| 负债及股东权益合计 | 61,247.07 | 71,614.57 | 92,535.39 | 97,286.32 | 105,246.57 |

附三：合并现金流量表

| 会计年度（百万元） | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 6,333.93 | 5,424.89 | 9,121.27 | 9,722.06 | 9,714.26 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | (3,630.27) | (9,328.58) | (14,048.71) | (11,238.97) | (8,991.17) |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 6,813.49 | 2,972.92 | 7,371.76 | 5,897.41 | 4,717.93 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 9,503.23 | (850.26) | 2,465.18 | 4,380.50 | 5,441.01 |

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。