

交通运输

2021年04月09日

顺丰控股 (002352)

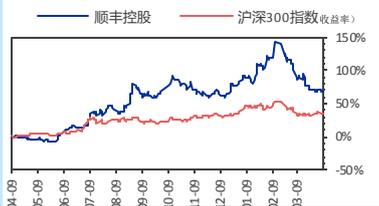
——加大投入拖累短期业绩，关注产能利用率回暖带来的利润修复

报告原因：有业绩公布需要点评
增持 (下调)

市场数据：	2021年04月08日
收盘价(元)	80.8
一年内最高/最低(元)	124.7/43.53
市净率	6.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	362817
上证指数/深证成指	3482.56/13989.94

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2020年12月31日
每股净资产(元)	12.39
资产负债率%	48.94
总股本/流通A股(百万)	4556/4490
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《顺丰控股(002352)点评：规模扩张推动业绩增长，持续投入强化竞争壁垒》
2021/03/18

《顺丰控股(002352)点评：收购嘉里物流51.8%股权，协同显著打开新市场空间》
2021/02/10

证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

汪家豪 A0230120060002
wangjh@swsresearch.com

联系人

汪家豪
(8621)23297818×转
wangjh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**顺丰控股发布2020年一季度业绩预告，公司预计一季度归母净利润为-9亿至-11亿元，去年同期盈利9.1亿元；扣非净利润为-10亿至-12亿元，去年同期盈利8.3亿元。公司公告说明，业绩变动较大原因包括（1）多元物流前瞻性布局投入加大；（2）疫情拖累去年资本开支节奏，导致大量投入性支出时间维度后移到一季度，影响业绩；（3）四网融通初期阶段性重复加大投入，后续Q3有望初见融通成效；（4）满足电商平台春节不打烊，对人员补贴增加；（5）去年疫情推动防疫物资及线上消费品寄递超预期带来的高基数影响。**我们认为，公司业绩低于预期，后续仍需等待产能利用率提升及四网融通等降本投入成效初显带来的利润回升。**
- **时效件增速低于预期导致暂时性产能不匹配，拖累公司业绩。**时效件是公司主要利润来源，由于今年同行春节不打烊分流部分需求叠加去年高基数影响，预计今年一季度时效件增速5%-10%之间，阶段性低于公司和市场此前预期。时效件不及预期导致公司产能暂时性错配，估算时效件毛利率同比较大幅度下滑，直接影响时效件的利润规模。**但随着下半年旺季到来以及公司自身预期修正，产能利用率大概率回升到合理水平，推动公司时效业务利润修复，因此不必过于担心时效件利润的暂时性波动。**
- **特惠件及丰网起网导致经济件利润承压，期待规模效应带来的降本优化。**公司去年Q1特惠件仍处于填仓阶段，因此高增长对利润的影响不大。去年下半年以来，特惠件规模高速增长带来新产能的逐步投入，预计在2020Q4和今年上半年逐步显现，今年丰网的逐步起网也需要公司的持续投入。此外，特惠件和丰网还收到市场竞争以及公司四网融通战略带来成本优化幅度的影响。**我们预计下半年公司强化管控和成本优化后，整体的亏损有望控制在可控范围之内。**
- **快运业务仍处于扩量建网阶段，四网融通提前投入影响快运利润。**公司快运业务作为新增长点，2019年以来持续保持较高增速持续增长。公司今年四网融通和快运提速均对快运业务利润有所影响，长期来看网络融合之后，临时性的成本缩减叠加时效明显提速将加强公司快运的长期竞争力。此外，今年上游原材料涨价影响，商户对价格更为敏感，因此公司快运价格造成短期压力。**预计随着快运业务规模提升带来的规模效应释放，公司有望将亏损控制在可控范围内；长期有望成为服务领先快运服务商。**
- **其他新业务仍在培育期，公司一季度加大投入构筑长期竞争壁垒。**快递行业的竞争已经逐步升级到全产品的综合供应链服务阶段，必然对公司在全产品和供应链服务能力上有更高要求。公司在一季度在分拨场地、自动化设备等加大投入并对时效、快运产品提速提质，有望在行业长期竞争中继续保持甚至扩大领先优势。**此外，我们看好二三季度公司产能利用率回升，利润回归去年补贴前的正常水平**
- **盈利预测和投资建议：下调盈利预测，从“买入”下调至“增持”评级。**我们下调21-23年预测，预计21-23年公司归母净利润为49.0/74.4/110.6亿元(原21-23盈利预测为90.6/111.6/152.3亿元)同比增长-33.1%/51.6%/48.7%，对应21-23年市盈率75x/50x/33x；**由于公司仍处投入期，叠加今年产能错配导致的阶段性利润下行，今年利润仍然承压；但是从长期来看，我们看好公司快运、供应链一体化服务和国际业务逐步成为利润新的增长点。我们认为投入期过后，公司规模拐点到来后利润有望迎来爆发；此外，公司前期股价已经下调较大程度，因此本次从“买入”下调至“增持”评级。**

财务数据及盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	112,193	153,987	185,178	231,534	278,369
同比增长率(%)	23.4	37.3	20.3	25.0	20.2
归母净利润(百万元)	5,797	7,326	4,903	7,435	11,060
同比增长率(%)	27.2	26.4	-33.1	51.6	48.7
每股收益(元/股)	1.31	1.61	1.08	1.63	2.43
毛利率(%)	17.4	16.4	12.6	12.5	13.1
ROE(%)	13.7	13.0	8.2	11.2	14.6
市盈率	64	50	75	50	33

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

表 1：顺丰一季度利润表分业务板块模拟拆分（亿元）

	2019Q1	2020Q1	2021Q1E
总收入	240.3	335.4	429.3
yoy			28%
1、时效			
收入	132.0	160	172.8
yoy		21.2%	8%
毛利率	25%	24%	20%
毛利额	33.0	38.4	34.6
2、经济			
收入	58.1	99.0	138.6
yoy		70.5%	40%
毛利率	20%	11%	2%
毛利额	11.6	10.7	2.8
3、快运			
收入	23.2	33	47.9
yoy		42.2%	45%
毛利率	5%	6%	-9%
毛利额	1.2	1.98	-4.3
4、其他新业务			
收入	27.0	43.4	70.1
yoy		60.8%	61.4%
毛利率	7%	3%	1%
毛利额	1.9	1.3	0.7
总费用	31.5	39.8	45.5
费用率	13.1%	11.9%	10.6%
税前利润	16.2	12.6	-11.8
归母净利润	12.0	9.3	-11.8
其他误差	0.6	-0.2	1.8

资料来源：申万宏源研究

注：其他误差包括营业外收支、投资收益、少数股东损益等科目影响；此外上述拆分为分析师估算，实际以公司披露为准。

财务摘要

百万元, 百万股	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	112,193	153,987	185,178	231,534	278,369
其中: 营业收入	112,193	153,987	185,178	231,534	278,369
减: 营业成本	92,650	128,810	161,846	202,487	241,810
减: 税金及附加	280	379	456	570	685
主营业务利润	19,264	24,798	22,876	28,477	35,874
减: 销售费用	1,997	2,252	2,333	2,454	2,645
减: 管理费用	9,699	11,600	12,499	13,892	15,589
减: 研发费用	1,193	1,742	2,094	2,619	3,148
减: 财务费用	683	853	882	1,095	1,034
经营性利润	5,692	8,352	5,068	8,417	13,458
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-238	-473	-271	-183	-191
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-179	-35	-1	0	0
加: 投资收益及其他	2,133	2,292	1,367	1,367	1,369
营业利润	7,409	10,136	6,162	9,602	14,636
加: 营业外净收入	18	-97	-98	-98	-98
利润总额	7,426	10,039	6,065	9,504	14,538
减: 所得税	1,802	3,107	1,556	2,519	3,928
净利润	5,625	6,932	4,509	6,985	10,610
少数股东损益	-172	-394	-394	-450	-450
归属于母公司所有者的净利润	5,797	7,326	4,903	7,435	11,060
全面摊薄总股本	4,415	4,556	4,556	4,556	4,556
每股收益 (元)	1.32	1.64	1.08	1.63	2.43

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。