

经营效率在持续优化，维持“买入”评级

顺丰控股(002352)

评级:	买入	股票代码:	002352
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	61.67/42.51
目标价格:		总市值(亿)	2670.33
最新收盘价:	55.20	自由流通市值(亿)	2640.90
		自由流通股数(百万)	4841.25

事件概述

公司披露 2022 年年报：公司 2022 年营业收入 2674.90 亿元，同比增长 29.11%。2022 年归母净利润 61.74 亿元，同比增长 44.62%。（备注：此前公司业绩预告，2022 年归母净利润为 60.5-62.5 亿元）。

分析判断：

► 回顾 2022 年：公司经营效率在持续优化。

我们在 2022 年 12 月 4 日外发的深度报告《顺丰控股：如何看顺丰的长、中、短期成长空间？》中提到，公司降本提效需要从降低营业成本、提高经营效率这两个方面发力。从 2022 年实际经营看：①2022 年疫情对需求的影响，导致公司固定成本没有得到较好平摊，这部分抵消了公司在营业成本端优化的努力，从而使得公司整体毛利率从 2021 年的 12.37% 提升至 2022 年的 12.49%；②公司期间费用率从 2021 年的 10.65% 优化至 2022 年的 9.26%，费用端的细项可以看到公司在持续优化经营效率的努力，比如 2022 年公司研发人员数量同比下降 9.87%，使得公司研发费用率从 2021 年的 1.04% 优化至 0.83%。再比如销售费用中的职工薪酬从 2021 年的 9.31 亿元降低至 2022 年的 8.34 亿元，说明公司 2022 年一直在精简冗余的人员。在毛利率抬升、期间费用率下降的共同推动下，公司归母净利率从 2021 年的 2.06% 抬升至 2022 年的 2.31%。

► 展望 2023 年：期待 β 与 α 共振的机会。

我们认为，公司降本增效包括两个阶段，第一阶段是削减合理冗余产能以上的成本，第二阶段是降低冗余产能的闲置率。第一阶段推动力主要来自内部优化的决心，第二阶段则来自规模效应的兑现。2022 年疫情对需求的影响，使得公司报表端降本增效的幅度小于公司内部实际的成效，预计 2023 年经营效率优化的幅度将大于 2022 年；其次，我们预计 2023 年鄂州机场快件中心投产，可在短期改变公司竞争力的提升斜率。一旦 2023 年消费复苏开始验证，顺丰控股将面临 β 与 α 共振的机会。

► 中长期角度：收入持续增长+净利率持续提升。

收入端，作为中国最大的快递综合物流企业，顺丰 2021 年收入口径市占率仅 1.24%，我们认为未来顺丰控股有望凭借网络效果和规模效应建立的比较优势，获得持续市占率提升。盈利端，我们观察顺丰的重要指标是网络建设的进展情况（资本开支），一旦资本开支达峰，从边际的角度，收入增长的速度将快于折旧摊销、期间费用的增长速度，公司的整体毛利率、期间费用率将看到以年度为单位的拐点，二者共同推动顺丰控股长期净利率中枢的抬升。

投资建议

尽管目前疫情管控已经结束，但考虑到消费完全复苏需要一定的时间，因此我们此次下调公司 2023-2024 年盈利预测，预计 23-24 年公司营业收入由 3309.72 亿元、3773.82 亿元下调至 2885.81 亿元、3222.48 亿元，预计 23-24 年公司 EPS 由 1.90 元、2.45 元下调至 1.72 元、2.44 元，新增 2025 年盈利预测，预计 2025 年营业收入为 3599.75 亿元、EPS 为 3.14 元，对应 2023 年 3 月 30 日 55.20 元/股收盘价，PE 分别为 32.11/22.65/17.59 倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济增长不及预期、再次出现较为严重疫情、社区团购品类扩张超预期

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	207,187	267,490	288,581	322,248	359,975
YoY (%)	34.5%	29.1%	7.9%	11.7%	11.7%
归母净利润(百万元)	4,269	6,174	8,415	11,928	15,361
YoY (%)	-41.7%	44.6%	36.3%	41.7%	28.8%
毛利率 (%)	12.4%	12.5%	13.0%	14.0%	14.3%
每股收益 (元)	0.93	1.27	1.72	2.44	3.14
ROE	5.1%	7.2%	8.9%	11.2%	12.6%
市盈率	59.35	43.46	32.11	22.65	17.59

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 游道柱

邮箱: youdz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522060002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	267,490	288,581	322,248	359,975	净利润	7,004	8,858	12,361	15,836
YoY (%)	29.1%	7.9%	11.7%	11.7%	折旧和摊销	16,348	10,977	10,977	10,977
营业成本	234,072	251,035	277,146	308,367	营运资金变动	7,399	-7,810	9,052	-9,925
营业税金及附加	477	577	644	720	经营活动现金流	32,703	12,740	33,025	17,266
销售费用	2,784	2,886	3,222	3,600	资本开支	-14,007	-103	-70	-76
管理费用	17,574	20,201	21,913	23,578	投资	-1,418	-100	-100	-100
财务费用	1,712	1,212	1,013	581	投资活动现金流	-12,091	807	796	904
研发费用	2,223	2,366	2,514	2,592	股权募资	163	-60	0	0
资产减值损失	-132	0	0	0	债务募资	39,568	-1,000	-4,000	-4,000
投资收益	1,025	1,010	967	1,080	筹资活动现金流	-16,017	-2,683	-5,533	-5,383
营业利润	11,034	12,757	17,729	22,698	现金净流量	5,466	10,865	28,289	12,788
营业外收支	-67	-103	-70	-76					
利润总额	10,967	12,655	17,658	22,623	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	3,963	3,796	5,297	6,787	成长能力				
净利润	7,004	8,858	12,361	15,836	营业收入增长率	29.1%	7.9%	11.7%	11.7%
归属于母公司净利润	6,174	8,415	11,928	15,361	净利润增长率	44.6%	36.3%	41.7%	28.8%
YoY (%)	44.6%	36.3%	41.7%	28.8%	盈利能力				
每股收益	1.27	1.72	2.44	3.14	毛利率	12.5%	13.0%	14.0%	14.3%
					净利率	2.3%	2.9%	3.7%	4.3%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	2.8%	3.6%	4.9%	5.8%
货币资金	41,063	51,927	80,217	93,004	净资产收益率 ROE	7.2%	8.9%	11.2%	12.6%
预付款项	3,465	3,766	4,157	4,626	偿债能力				
存货	1,948	841	2,238	1,188	流动比率	1.17	1.37	1.60	1.83
其他流动资产	44,197	60,591	54,256	72,530	速动比率	1.00	1.22	1.43	1.66
流动资产合计	90,673	117,125	140,869	171,348	现金比率	0.53	0.61	0.91	0.99
长期股权投资	7,858	7,858	7,858	7,858	资产负债率	54.7%	53.9%	51.3%	48.9%
固定资产	43,657	32,681	21,704	10,728	经营效率				
无形资产	19,177	19,177	19,177	19,177	总资产周转率	1.25	1.28	1.35	1.41
非流动资产合计	126,169	115,293	104,416	93,540	每股指标 (元)				
资产合计	216,843	232,418	245,285	264,888	每股收益	1.27	1.72	2.44	3.14
短期借款	12,838	12,838	10,838	8,838	每股净资产	17.62	19.33	21.77	24.90
应付账款及票据	24,748	28,281	30,228	34,872	每股经营现金流	6.68	2.60	6.75	3.53
其他流动负债	40,091	44,335	46,894	50,017	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	77,677	85,453	87,960	93,727	估值分析				
长期借款	7,472	7,472	6,472	5,472	PE	43.46	32.11	22.65	17.59
其他长期负债	33,408	32,408	31,408	30,408	PB	3.28	2.86	2.54	2.22
非流动负债合计	40,880	39,880	37,880	35,880					
负债合计	118,557	125,333	125,840	129,607					
股本	4,895	4,894	4,894	4,894					
少数股东权益	12,022	12,465	12,898	13,373					
股东权益合计	98,286	107,084	119,445	135,281					
负债和股东权益合计	216,843	232,418	245,285	264,888					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

游道柱：华西证券研究所交运行业首席分析师。11年实业、卖方和买方的复合经历（6年实业、3年卖方、2年买方），曾就职于申万宏源证券研究所，所在团队曾获新财富入围、水晶球第一等奖项。具备消费互联网、食品饮料、家电、免税等多个行业的研究体会，擅长从底层商业逻辑出发、以及跨行业比较的视角去推演行业和公司未来的发展趋势。目前重点覆盖快递、航空、机场、免税、化工物流、供应链等。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。