

顺丰控股 (002352.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

新业务扭亏为盈 营运优化效果显现

业绩

2023年8月28日，顺丰控股发布2023年半年度报告。2023H1公司实现收入1244亿元，同比下降4.4%；归母净利为41.8亿元，同比增长66.2%；其中Q2公司实现收入633亿元，同比下降5.6%；归母净利为24.6亿元，同比增长64.8%。

经营分析

新业务扭亏为盈，供应链及国际业务影响收入。2023H1公司实现收入1244亿元，同比下降4.4%：(1)速运及大件分部收入为901亿元，同比增长14%，其中公司时效快递业务收入560.7亿元，同比增长13.8%，经济快递业务收入121.3亿元，同比增长2.7%，快运业务实现收入151.2亿元，同比增长15%。该分部净利润为41亿元，同比增长95%，净利率为4.6%，同比增加1.9pct；(2)同城即时配送分部收入为34亿元，同比增长16%，净利润为0.3亿元，同比增长121%，净利率为0.9%，同比增加5.8pct，实现扭亏为盈；(3)供应链及国际分部收入为303亿元，同比下降36%，净利润为-3.1亿元，同比下降118%，主要系国际空海运需求及运价从2022H1的历史高位大幅回落至三年前市场常态化下的水平。
营运优化效果显现，H1盈利能力持续改善。2023H1公司继续坚持可持续健康发展的经营基调，将四网融通升级为多网融通（增加融通的业务板块），进一步释放集团整体资源的协同效率，并在场地精简、拉直线路、提升装载率等多维度上进行优化，2023H1毛利率提升1pct至13.5%。费用率方面，2023H1公司销售、管理、研发、财务费用率分别为1.1%、7.2%、0.9%、0.8%，合计同比上升0.8pct。受毛利率提升及少数股东损益变动影响，2023H1公司归母净利率提升1.4pct至3.4%。

聚焦物流核心业务，国际化战略持续推进。2023H1公司固定资产投资（除股权投资外）合计59.5亿元，占总营业收入4.8%，同比下降0.2pct，反映公司聚焦物流核心业务、精益化资源规划、加强资源投产效率管理的经营策略。8月21日，公司向港交所提交上市申请书，是公司国际化战略的重要一步，有助于搭建国际化资本运作平台、增强国际品牌形象、以及提高综合竞争力。

盈利预测、估值与评级

维持公司2023-2025年净利润预测90亿元、118亿元、144亿元。维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济波动风险、人工成本大幅上涨风险、产能利用率提升不及预期风险、新业务发展不及预期风险、股东减持风险。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯婕 (执业 S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：44.00 元

相关报告：

- 《顺丰控股公司点评：Q1业绩超预期，成本控制成效明显》，2023.4.27
- 《顺丰控股公司点评：新业务实现扭亏，多网融通效率提升》，2023.3.29
- 《顺丰控股公司点评：Q4扣非净利持平，疫后有望快速修复》，2023.1.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	207,187	267,490	301,723	337,147	373,037
营业收入增长率	34.55%	29.11%	12.80%	11.74%	10.65%
归母净利润(百万元)	4,269	6,174	8,981	11,752	14,422
归母净利润增长率	-41.73%	44.62%	45.47%	30.86%	22.71%
摊薄每股收益(元)	0.870	1.261	1.835	2.401	2.946
每股经营性现金流净额	3.07	6.67	3.88	5.05	5.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.15%	7.16%	9.86%	11.97%	13.50%
P/E	79.21	45.80	23.98	18.33	14.93
P/B	4.08	3.28	2.36	2.19	2.02

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	153,987	207,187	267,490	301,723	337,147	373,037	货币资金	16,418	35,315	41,063	28,480	39,945	54,722
增长率	34.5%	29.1%	12.8%	11.7%	10.6%		应收款项	19,509	34,998	29,201	36,035	39,342	42,508
主营业务成本	-128,810	-181,549	-234,072	-262,627	-292,400	-321,615	存货	987	1,547	1,948	1,833	1,963	2,072
%销售收入	83.7%	87.6%	87.5%	87.0%	86.7%	86.2%	其他流动资产	14,763	22,253	18,461	12,857	13,433	14,005
毛利	25,177	25,638	33,418	39,097	44,747	51,423	流动资产	51,677	94,112	90,673	79,205	94,683	113,308
%销售收入	16.3%	12.4%	12.5%	13.0%	13.3%	13.8%	%总资产	46.5%	44.8%	41.8%	37.5%	42.2%	47.1%
营业税金及附加	-379	-479	-477	-538	-601	-665	长期投资	12,333	20,675	21,743	21,843	21,943	22,043
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	27,737	45,497	54,807	60,619	58,195	55,303
销售费用	-2,252	-2,838	-2,784	-3,017	-3,304	-3,581	%总资产	25.0%	21.7%	25.3%	28.7%	25.9%	23.0%
%销售收入	1.5%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	16,412	28,950	31,932	31,520	31,247	31,077
管理费用	-11,600	-15,030	-17,574	-19,612	-21,780	-23,949	非流动资产	59,483	115,788	126,169	132,098	129,793	127,204
%销售收入	7.5%	7.3%	6.6%	6.5%	6.5%	6.4%	%总资产	53.5%	55.2%	58.2%	62.5%	57.8%	52.9%
研发费用	-1,742	-2,155	-2,223	-2,414	-2,630	-2,872	资产总计	111,160	209,900	216,843	211,303	224,476	240,512
%销售收入	1.1%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	短期借款	10,942	26,733	24,012	12,951	12,477	12,477
息税前利润 (EBIT)	9,204	5,137	10,360	13,516	16,433	20,355	应付款项	23,016	34,988	38,095	39,857	43,566	47,034
%销售收入	6.0%	2.5%	3.9%	4.5%	4.9%	5.5%	其他流动负债	7,851	14,301	15,571	13,848	14,923	16,739
财务费用	-853	-1,563	-1,712	-1,405	-1,332	-1,242	流动负债	41,809	76,022	77,677	66,656	70,966	76,250
%销售收入	0.6%	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	长期贷款	1,866	3,511	7,472	7,472	7,472	7,472
资产减值损失	-508	-639	-953	-37	-3	-2	其他长期负债	10,726	32,452	33,408	33,153	33,885	34,687
公允价值变动收益	134	99	-28	0	0	0	负债	54,400	111,985	118,557	107,281	112,323	118,410
投资收益	851	2,407	1,025	1,128	1,184	1,243	普通股股东权益	56,443	82,943	86,264	91,099	98,151	106,804
%税前利润	8.5%	33.7%	9.3%	7.4%	6.5%	5.5%	其中：股本	4,556	4,906	4,895	4,895	4,895	4,895
营业利润	10,136	7,248	11,034	15,201	18,332	22,454	未分配利润	25,708	28,246	33,371	38,760	45,811	54,464
营业利润率	6.6%	3.5%	4.1%	5.0%	5.4%	6.0%	少数股东权益	317	14,972	12,022	12,922	14,002	15,298
营业外收支	-97	-115	-67	0	0	0	负债股东权益合计	111,160	209,900	216,843	211,303	224,476	240,512
税前利润	10,039	7,134	10,967	15,201	18,332	22,454	比率分析						
利润率	6.5%	3.4%	4.1%	5.0%	5.4%	6.0%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-3,107	-3,214	-3,963	-5,320	-5,500	-6,736	每股指标						
所得税率	30.9%	45.1%	36.1%	35.0%	30.0%	30.0%	每股收益	1.608	0.870	1.261	1.835	2.401	2.946
净利润	6,932	3,919	7,004	9,881	12,832	15,718	每股净资产	12.388	16.906	17.622	18.610	20.050	21.818
少数股东损益	-394	-350	830	900	1,080	1,296	每股经营现金净流	2.441	3.066	6.666	3.885	5.050	5.919
归属于母公司的净利润	7,326	4,269	6,174	8,981	11,752	14,422	每股股利	0.330	0.180	0.250	0.734	0.960	1.178
净利率	4.8%	2.1%	2.3%	3.0%	3.5%	3.9%	回报率						
							净资产收益率	12.98%	5.15%	7.16%	9.86%	11.97%	13.50%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.59%	2.03%	2.85%	4.25%	5.24%	6.00%
							投入资本收益率	7.98%	1.90%	4.31%	5.93%	7.38%	8.59%
净利润	6,932	3,919	7,004	9,881	12,832	15,718	增长率						
少数股东损益	-394	-350	830	900	1,080	1,296	主营业务收入增长率	37.25%	34.55%	29.11%	12.80%	11.74%	10.65%
非现金支出	5,800	13,211	17,301	9,563	10,658	11,393	EBIT 增长率	44.39%	-44.19%	101.67%	30.46%	21.58%	23.87%
非经营收益	-33	-353	999	743	454	420	净利润增长率	26.39%	-41.73%	44.62%	45.47%	30.86%	22.71%
营运资金变动	-1,579	-1,732	7,327	-1,169	775	1,442	总资产增长率	20.12%	88.83%	3.31%	-2.55%	6.23%	7.14%
经营活动现金净流	11,121	15,045	32,631	19,017	24,719	28,974	资产管理能力						
资本开支	-12,203	-19,048	-14,007	-14,147	-7,150	-7,503	应收账款周转天数	34.2	41.7	38.2	38.0	37.0	36.0
投资	-1,176	-6,123	-1,418	-100	-100	-100	存货周转天数	2.6	2.5	2.7	2.6	2.5	2.4
其他	-2,304	8,040	3,334	1,128	1,184	1,243	应付账款周转天数	38.9	39.2	37.6	36.0	35.0	34.0
投资活动现金净流	-15,683	-17,131	-12,091	-13,120	-6,066	-6,359	固定资产周转天数	53.0	65.1	59.6	56.2	46.6	38.3
股权募资	687	23,795	163	-60	0	0	偿债能力						
债权募资	-17,307	-27,248	-37,421	-12,131	-474	0	净负债/股东权益	-2.58%	0.20%	2.00%	3.35%	-7.54%	-19.03%
其他	-2,003	-19,795	-18,326	-5,942	-6,338	-7,432	EBIT 利息保障倍数	10.8	3.3	6.1	9.6	12.3	16.4
筹资活动现金净流	-18,623	-23,248	-55,585	-18,132	-6,813	-7,432	资产负债率	48.94%	53.35%	54.67%	50.77%	50.04%	49.23%
现金净流量	-23,255	-25,434	-34,174	-12,235	11,840	15,182							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-31	买入	44.37	62.00
2	2022-04-29	买入	47.50	N/A
3	2022-07-15	买入	51.80	N/A
4	2022-08-31	买入	49.12	N/A
5	2022-10-14	买入	45.70	N/A
6	2023-01-31	买入	58.87	N/A
7	2023-03-29	买入	53.50	N/A
8	2023-04-27	买入	55.06	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

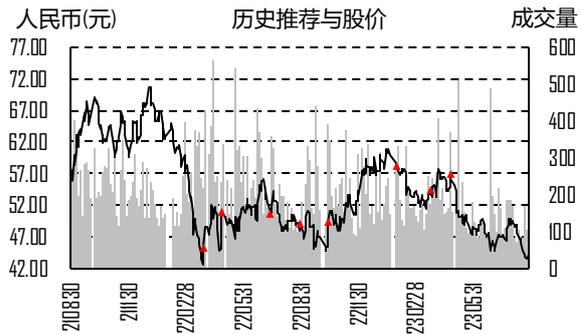
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806