



业绩符合预期，建议把握长期买点

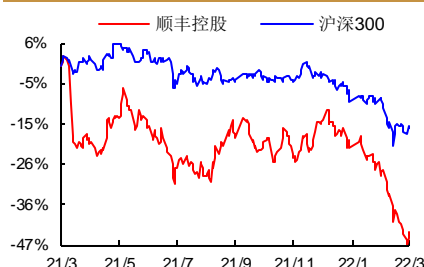
投资要点

- **业绩总结:** 顺丰控股 2021 年全年实现营业收入 2071.9 亿元(+34.5%)，实现归母净利润 42.7 亿元(-41.7%)，实现扣非归母净利润 18.3 亿元(-70.1%)，业绩符合预期(此前我们对公司 2021 年的盈利预测为 42.4 亿元)。单看 21Q4，公司实现营收 713.3 亿元(+60.7%)，归母净利润 24.7 亿元(+65.1%)，单季度实现扣非归母净利润 15.0 亿元(+46.1%)，剔除嘉里并表 3.7 亿净利润的影响后亦创下公司 Q4 利润新高。**分季度看**，公司 Q1-Q4 收入增速分别为 27.1%、21.7%、23.5%、60.7%，主要系四季度并表嘉里的影响；实现扣非归母净利润分别为-11.3 亿元、6.6 亿元、8.1 亿元、15.0 亿元，环比改善持续。
- **时效件营收增速高基数下略缓，嘉里并表国际业务高增长。**产品分层调整将经济件业务中的“标准陆运”升级为时效件下的“顺丰标快”，新口径下时效件营收 961.6 亿元，同比+7.3%，实现了高基下的增长；经济件业务继续主打电商标快和加盟网络丰网双网并行，聚焦电商件市场调优产品结构，全年实现营收 322.7 亿元，同比+54.7%。快运业务全年营收 232.5 亿元，同比+25.6%；冷运业务营收 78 亿元，同比+20.1%；同城急送业务营收 50 亿元，同比+59.1%；嘉里物流 21Q4 并表后供应链及国际业务营收达到 392 亿元，同比+199.8%。
- **盈利逐季修复，快运业务盈利拐点已至。**盈利情况看，21 年公司综合毛利润 256.4 亿元，毛利率 12.4% (同比-4pp)，分季度看，21Q1-Q4，毛利率分别为：7.2% (同比-8.8pp)，12.8% (同比-8.2pp)，13.5% (同比-3.7pp)，14.5% (同比 2.5pp)。21 年公司归母净利润 42.7 亿元，归母净利率 2.06% (同比-2.7pp)，扣非归母 18.3 亿元，扣非归母净利率 0.9% (-3.09pp)，21Q1 扣非净亏损 11.3 亿元，21Q2-Q4 扣非净利率分别为：1.4%、1.7%、2.1%。公司 2021 年年初场地、设备、运力上投入以及价格较低的特惠件件量占比提高导致年初盈利承压，后期公司主动调整经营策略，收入端调优产品和客户结构，成本端推行精细化管理管控，公司盈利能力逐季修复。分业务看，2021 全年，公司快运业务实现净亏损 5.8 亿元，21H2 基本实现盈亏平衡。
- **四网融通持续推进，降本增效效果显著管理费用率下降。**顺丰四网融通战略成效显著，2021 年一二线场地融通率达 63.1%，同比+15pp；融通线路 1500+ 条，车均载重提升 1.1 吨；中转员处理效能同比+18.7%，仓管员效能同比+25%；公司提频 232 条干线，拉直 267 条干线，整体提速快运 3+ 小时。四网融通下，全年降本达 6.7 亿元，其中干支线路节省 3.8 亿元，中转节省 1.1 元，末端节省 1.8 亿元。2021 年顺丰管理费用率 7.3% (同比下降约 0.2pp)，21 年全年分季度管理费用率逐季下降，21Q4 为 6.8%。21 年顺丰销售费用率 1.4% (同比下降约 0.1pp)。现金流方面，2021 年顺丰经营性现金流净额 154 亿(+36%)，资本开支 289 亿(+104%)，对外投资中主要项目要约收购嘉里物流 51.5% 的股权所支付的对价 146 亿元。
- **盈利预测与投资建议。**成本改善将是顺丰 2022 年最大基本面，四网融通、产能利用率提升将在毛利端持续兑现、全年降本将超过 21 年水平，同时期间费用的

西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林
执业证号: S1250518110001
电话: 13916801840
邮箱: chzhl@swsc.com.cn
联系人: 乐臻
电话: 18280227875
邮箱: lec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	49.06
流通 A 股(亿股)	45.14
52 周内股价区间(元)	42.82-83.09
总市值(亿元)	2,242.14
总资产(亿元)	2,099.00
每股净资产(元)	16.91

相关研究

1. 顺丰控股(002352): Q3 扣非净利 8.1 亿, 关注业务远期布局 (2021-10-29)
2. 顺丰控股(002352): Q2 扣非净利 6.6 亿, 改善趋势持续 (2021-08-23)
3. 顺丰控股(002352): 扣非净利环比回升, 业绩符合预期 (2021-07-14)

优化空间被市场低估，亦显著提升核心利润。长期看，鄂州机场投产为时效件增长注入新动能，行业政策引导下电商件提价亦将优化顺丰快递全产品线的盈利能力；携手嘉里物流有望将从管理团队、业务协同、资产复用等多方面打开顺丰国际业务新的增长曲线。我们认为当前 2200 亿市值只反应了顺丰时效大网的价值，对于边际改善的快运、同城等业务以及国际业务高成长性的看涨期权并未合理定价，我们看好公司长期经营壁垒的抬升，建议关注疫情和油价等短期冲击带来的长期机会。预计 2022-2024 年顺丰控股归母净利润分别为 68.2、88.1、103.9 亿元，对应当前 PE 分别为 33、25、22 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：** 电商消费增速下降、资本开支超预期、新业务培育不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	207186.65	250717.47	302270.90	353298.08
增长率	34.55%	21.01%	20.56%	16.88%
归属母公司净利润（百万元）	4269.10	6819.21	8810.82	10390.90
增长率	-41.73%	59.73%	29.21%	17.93%
每股收益 EPS（元）	0.87	1.39	1.80	2.12
净资产收益率 ROE	4.00%	6.36%	7.65%	8.40%
PE	53	33	25	22
PB	2.70	2.61	2.40	2.20

数据来源：Wind，西南证券



关键假设：

假设 1：公司鄂州机场 2022 年投运提升时效件服务半径，公司时效件 2022-2024 年收入增速分别为 17%/18%/15%。

假设 2：公司快运业务 2021 年下半年盈利拐点出现，2022-2024 年毛利率分别为 0.5%/1.2%/1.5%；同城、冷链、供应链业务毛利率走平。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
时效件业务收入	96,160	112,911	133,597	153,636
yoy	45%	17%	18%	15%
成本	77,890	88,071	104,205	119,836
毛利率	19.0%	22.0%	22.0%	22.0%
经济件及下沉业务收入	32,270	32,172	37,012	40,864
yoy	-27%	0%	15%	10%
成本	32,021	31,558	36,306	40,086
毛利率	0.8%	1.9%	1.9%	1.9%
快运业务收入	23,251	28,366	33,188	37,503
yoy	26%	22%	17%	13%
成本	23,018	28,224	32,790	36,940
毛利率	1.0%	0.5%	1.2%	1.5%
同城业务收入	5,003	7,255	9,431	11,506
yoy	59%	45%	30%	22%
成本	4,928	7,182	9,337	11,391
毛利率	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%
供应链与国际业务收入	39,204	56,845	73,899	92,374
yoy	200%	45%	30%	25%
成本	34,499	51,161	66,509	83,136
毛利率	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%
冷运业务收入	7,803	8,973	10,319	11,867
yoy	20%	15%	15%	15%
成本	6,405	7,627	8,771	10,087
毛利率	17.9%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务收入	3,496	4,196	4,825	5,549
yoy	56%	20%	15%	15%
成本	2,788	3,776	4,343	4,994
毛利率	20.3%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源：公司年报，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	207186.65	250717.47	302270.90	353298.08	净利润	3919.21	6381.01	8207.04	9669.96
营业成本	181548.51	217598.80	262260.87	306470.19	折旧与摊销	7044.28	6786.60	8693.51	10235.69
营业税金及附加	478.73	599.48	718.16	837.34	财务费用	1563.36	948.80	1166.16	1271.72
销售费用	2837.90	3760.76	4473.61	5228.81	资产减值损失	-60.39	0.00	0.00	0.00
管理费用	15029.66	18177.02	20554.42	24024.27	经营营运资本变动	-1858.46	-17097.98	-1909.73	-3597.73
财务费用	1563.36	948.80	1166.16	1271.72	其他	4749.60	-1149.09	-1132.78	-1133.13
资产减值损失	-60.39	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	15357.61	-4130.65	15024.19	16446.51
投资收益	2406.54	1000.00	1000.00	1000.00	资本支出	-23178.92	-13000.00	-16000.00	-16000.00
公允价值变动损益	98.95	152.54	131.60	133.14	其他	6047.69	-4000.95	-1016.17	-993.62
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-17131.23	-17000.95	-17016.17	-16993.62
营业利润	7248.40	10785.15	14229.28	16598.88	短期借款	10400.63	18050.25	7646.26	7663.16
其他非经营损益	-114.72	-86.69	-97.73	-96.88	长期借款	1645.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	7133.68	10698.46	14131.56	16502.01	股权融资	22145.15	0.00	0.00	0.00
所得税	3214.47	4317.45	5924.52	6832.04	支付股利	0.00	-853.82	-1363.84	-1762.16
净利润	3919.21	6381.01	8207.04	9669.96	其他	-12970.87	-11322.47	-166.16	-1271.72
少数股东损益	-349.89	-438.20	-603.78	-720.94	筹资活动现金流净额	21219.93	5873.96	6116.25	4629.28
归属母公司股东净利润	4269.10	6819.21	8810.82	10390.90	现金流量净额	19347.28	-15257.65	4124.28	4082.17
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	35315.05	20057.40	24181.67	28263.85	成长能力				
应收和预付款项	33695.26	35347.49	43554.00	51358.36	销售收入增长率	34.55%	21.01%	20.56%	16.88%
存货	1546.82	1829.07	2183.08	2569.82	营业利润增长率	-28.49%	48.79%	31.93%	16.65%
其他流动资产	23554.99	25527.54	28620.75	31682.38	净利润增长率	-43.46%	62.81%	28.62%	17.83%
长期股权投资	7260.09	8260.09	9260.09	10260.09	EBITDA 增长率	-2.60%	16.80%	30.07%	16.68%
投资性房地产	4850.23	3255.21	3402.99	3529.75	获利能力				
固定资产和在建工程	45497.19	54906.93	66159.77	76120.42	毛利率	12.37%	13.21%	13.24%	13.25%
无形资产和开发支出	26039.25	24298.46	22557.66	20816.86	三费率	9.38%	9.13%	8.67%	8.64%
其他非流动资产	32141.09	38185.54	37480.00	36624.45	净利率	1.89%	2.55%	2.72%	2.74%
资产总计	209899.98	211667.73	237400.00	261225.97	ROE	4.00%	6.36%	7.65%	8.40%
短期借款	18397.20	36447.45	44093.71	51756.87	ROA	1.87%	3.01%	3.46%	3.70%
应付和预收款项	31944.07	37743.80	45472.81	53285.73	ROIC	7.74%	8.03%	8.20%	8.39%
长期借款	3510.83	3510.83	3510.83	3510.83	EBITDA/销售收入	7.65%	7.39%	7.97%	7.96%
其他负债	58132.63	33561.08	37074.89	37516.98	营运能力				
负债合计	111984.74	111263.16	130152.23	146070.40	总资产周转率	1.29	1.19	1.35	1.42
股本	4906.21	4906.21	4906.21	4906.21	固定资产周转率	6.99	6.07	5.93	5.78
资本公积	46200.60	46200.60	46200.60	46200.60	应收账款周转率	8.76	8.23	8.84	8.54
留存收益	29193.54	35158.93	42605.91	51234.65	存货周转率	143.00	128.85	130.62	128.87
归属母公司股东权益	82943.23	85870.75	93317.73	101946.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.36%	—	—	—
少数股东权益	14972.02	14533.82	13930.04	13209.10	资本结构				
股东权益合计	97915.25	100404.57	107247.76	115155.56	资产负债率	53.35%	52.57%	54.82%	55.92%
负债和股东权益合计	209899.98	211667.73	237400.00	261225.97	带息债务/总负债	33.54%	49.98%	48.61%	48.55%
					流动比率	1.24	1.10	1.05	1.03
					速动比率	1.22	1.07	1.02	1.01
					股利支付率	0.00%	12.52%	15.48%	16.96%
					每股指标				
					每股收益	0.87	1.39	1.80	2.12
					每股净资产	16.91	17.50	19.02	20.78
					每股经营现金	3.13	-0.84	3.06	3.35
					每股股利	0.00	0.17	0.28	0.36
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	15856.04	18520.55	24088.95	28106.30					
PE	52.52	32.88	25.45	21.58					
PB	2.70	2.61	2.40	2.20					
PS	1.08	0.89	0.74	0.63					
EV/EBITDA	11.39	11.09	8.65	7.50					
股息率	0.00%	0.38%	0.61%	0.79%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn