

公司研究

有效应对外部挑战，Q2 扣非盈利环比提升

——顺丰控股（002352.SZ）2022年半年度业绩预告点评

要点

◆**事件：公司发布2022年半年度业绩预告。**公司2022年上半年预计归母净利润为24.3亿元-25.8亿元，同比增长220%-240%；预计扣非净利润为20.8亿元-22.3亿元，同比增长536%-567%。其中Q2预计归母净利润为14.1亿元-15.6亿元，同比下降19.5%-10.9%，环比Q1增长38%-52%；Q2预计扣非归母净利润为11.7亿元-13.2亿元，同比增长78%-101%，环比Q1增长28%-45%。

◆**国内疫情冲击需求，快递行业业务量增速下滑。**2022年上半年，全国快递服务企业业务量同比增长3.7%（21年增速约29.9%）；快递业务收入同比增长2.9%（21年增速约17.5%）。2022年上半年，全国社零总额同比下降0.7%，较上年同期增速（23.0%）由正转负；实物商品网上零售额同比增长5.6%，较上年同期增速（18.7%）大幅下滑；实物网购社零占比（实物商品网上零售额/全国社零总额）为25.9%，同比增加2.2pct，创2020年以来新高（当年累计值）。整体来看，在国内疫情反复的背景下，消费受到较大冲击，全国社零总额出现负增长；由于疫情防控下部分线下消费需求转移至线上，实物网上社零所受冲击较小；而实物网购社零占比继续提升。虽然国内疫情反复对快递行业的整体冲击偏负面，但随着国内疫情防控效果逐步显现，快递行业供需也将继续随之恢复。

◆**快递单量同比下降，单票收入小幅回升。**2022年1-5月公司快递单量同比下降2.0%，低于全国快递单量平均增速（3.3%）；2022年1-5月公司快递业务量占全国快递服务企业业务量的比例为10.0%，较上年同期减少0.5pct；2022年1-5月公司快递业务综合单票收入约15.94元，同比上涨约3.6%（调整后）。

◆**面对复杂外部环境，有效应对外部挑战。**上半年快递物流行业面临复杂的外部环境，包括国内部分城市因疫情实施封控、燃油价格上涨压力等。虽然公司业务量同比出现下降，但公司盈利同比实现大幅提升，主要原因如下：1) 公司坚定聚焦核心物流战略，强调长期可持续的健康发展；2) 坚持差异化竞争，产品结构逐步调优，低毛利产品件量同比减少；3) 持续推进精益化资源规划和成本管控，在多网融通方面进一步加强网点、中转场、干支线运输资源整合及跨业务板块的资源协同，提升资源使用效率和投入产出比；4) 新业务盈利能力改善；5) 自2021年第四季度起合并嘉里物流联网有限公司的业绩。

◆**投资建议：**公司四网融通成效开始显现，盈利能力逐步恢复；面对国内疫情反复等外部环境，公司有效应对外部挑战，推动22年二季度扣非归母净利润环比提升；鄂州机场预计年内正式投产，同时公司完成收购嘉里物流，将帮助扩大公司的全球网络布局，加速公司国际业务拓展。我们维持公司22-24年净利润预测分别为74亿元、96亿元、111亿元；维持公司“买入”评级。

◆**风险提示：**宏观经济波动风险导致快递需求下降；行业竞争超预期导致单票收入下滑，进而影响公司利润水平；募集资金投资项目以及收购实施进展低于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	153,987	207,187	268,558	318,454	372,630
营业收入增长率	37.25%	34.55%	29.62%	18.58%	17.01%
净利润（百万元）	7,326	4,269	7,389	9,599	11,125
净利润增长率	26.39%	-41.73%	73.09%	29.90%	15.90%
EPS（元）	1.61	0.87	1.51	1.96	2.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.98%	5.15%	8.37%	9.90%	10.48%
P/E	32	60	34	26	23
P/B	4.2	3.1	2.9	2.6	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-07-14，因公司回购，最新股本为48.95亿股

买入（维持）

当前价：51.80元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

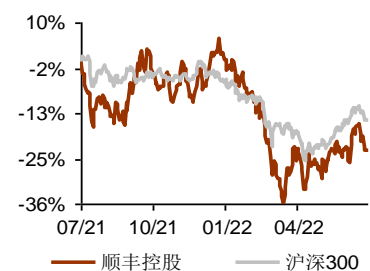
021-52523841

chengxx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	48.95
总市值(亿元)	2535.71
一年最低/最高(元)	42.36/72.41
近3月换手率	27.72%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.60	0.12	-4.62
绝对	0.41	3.66	-20.45

资料来源：Wind

相关研报

产品定价能力增强，推动公司盈利大幅增长——圆通速递（600233.SH）2022年半年度业绩快报点评（2022-07-07）

实物网购社零占比提升，快递业务量快速恢复——快递行业2022年5月经营数据点评（2022-06-19）

历尽千辛，岿然不动——交通运输行业2022年中期投资策略（2022-06-01）

疫情反复拖累航司机场业绩，头部快递公司盈利持续修复——交通运输行业2021年报及2022年一季报业绩综述（2022-05-05）

盈利能力逐步回升，配置机会开始显现——顺丰控股（002352.SZ）2021年报点评（2022-03-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	153,987	207,187	268,558	318,454	372,630
营业成本	128,810	181,549	231,919	273,487	319,845
折旧和摊销	4,617	6,137	7,164	7,581	8,478
税金及附加	379	479	671	796	932
销售费用	2,252	2,838	3,679	4,362	5,104
管理费用	11,600	15,030	21,485	25,476	29,810
研发费用	1,742	2,155	2,793	3,312	3,876
财务费用	853	1,563	1,854	2,634	3,307
投资收益	851	2,407	800	900	1,000
营业利润	10,136	7,248	9,037	11,715	13,564
利润总额	10,039	7,134	8,957	11,635	13,484
所得税	3,107	3,214	2,239	2,909	3,371
净利润	6,932	3,919	6,718	8,726	10,113
少数股东损益	-394	-350	-672	-873	-1,011
归属母公司净利润	7,326	4,269	7,389	9,599	11,125
EPS(元)	1.61	0.87	1.51	1.96	2.27

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	11,324	15,358	16,101	17,391	21,210
净利润	7,326	4,269	7,389	9,599	11,125
折旧摊销	4,617	6,137	7,164	7,581	8,478
净营运资金增加	5,378	8,335	5,017	7,665	7,750
其他	-5,998	-3,383	-3,469	-7,454	-6,143
投资活动产生现金流	-14,884	-17,131	-4,841	-12,398	-3,064
净资本支出	-12,203	-19,048	-9,657	-12,000	-5,000
长期投资变化	3,647	7,260	0	0	0
其他资产变化	-6,329	-5,343	4,816	-398	1,936
融资活动现金流	1,332	21,220	-6,292	2,491	-10,020
股本变化	142	350	-11	0	0
债务净变化	-4,050	24,667	-2,397	6,100	-4,783
无息负债变化	8,408	32,917	1,245	6,657	7,840
净现金流	-2,298	19,347	4,969	7,484	8,126

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	16.3%	12.4%	13.6%	14.1%	14.2%
EBITDA 率	10.3%	6.8%	6.4%	6.5%	6.5%
EBIT 率	6.9%	3.4%	3.7%	4.2%	4.2%
税前净利润率	6.5%	3.4%	3.3%	3.7%	3.6%
归母净利润率	4.8%	2.1%	2.8%	3.0%	3.0%
ROA	6.2%	1.9%	3.1%	3.7%	4.1%
ROE (摊薄)	13.0%	5.1%	8.4%	9.9%	10.5%
经营性 ROIC	11.0%	3.5%	6.2%	7.5%	8.6%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	49%	53%	52%	53%	52%
流动比率	1.24	1.24	1.18	1.20	1.31
速动比率	1.21	1.22	1.15	1.18	1.28
归母权益/有息债务	2.66	1.81	2.03	1.95	2.37
有形资产/有息债务	4.39	3.91	4.24	4.14	4.85

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	111,160	209,900	213,425	233,934	245,175
货币资金	16,418	35,315	40,284	47,768	55,894
交易性金融资产	6,277	10,384	8,331	9,358	8,844
应收账款	16,849	30,442	32,227	38,214	44,716
应收票据	166	317	268	383	464
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	987	1,547	1,990	2,261	2,705
其他流动资产	7,248	11,781	11,781	11,781	11,781
流动资产合计	51,677	94,112	97,453	112,803	127,880
其他权益工具	5,027	6,811	5,919	6,365	6,142
长期股权投资	3,647	7,260	7,260	7,260	7,260
固定资产	22,357	36,926	42,016	44,239	46,417
在建工程	5,380	8,571	6,428	8,614	3,279
无形资产	10,633	18,324	17,713	17,123	16,552
商誉	3,377	7,372	7,372	7,372	7,372
其他非流动资产	1,463	19,098	19,098	19,098	19,098
非流动资产合计	59,483	115,788	115,972	121,131	117,295
总负债	54,400	111,985	110,833	123,591	126,648
短期借款	7,997	18,397	22,311	25,256	22,051
应付账款	15,485	23,468	27,830	32,818	38,381
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	28	27	562	255	376
其他流动负债	7,585	15,613	15,613	15,613	15,613
流动负债合计	41,809	76,022	82,886	93,836	97,797
长期借款	1,866	3,511	3,511	3,511	3,511
应付债券	8,425	15,656	12,041	13,849	12,945
其他非流动负债	613	12,394	12,394	12,394	12,394
非流动负债合计	12,592	35,963	27,947	29,755	28,851
股东权益	56,760	97,915	102,592	110,343	118,527
股本	4,556	4,906	4,895	4,895	4,895
公积金	25,150	47,148	47,898	48,659	48,659
未分配利润	25,708	28,246	34,013	41,507	50,887
归属母公司权益	56,443	82,943	88,292	96,916	106,111
少数股东权益	317	14,972	14,300	13,428	12,416

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.46%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%
管理费用率	7.53%	7.25%	8.00%	8.00%	8.00%
财务费用率	0.55%	0.75%	0.69%	0.83%	0.89%
研发费用率	1.13%	1.04%	1.04%	1.04%	1.04%
所得税率	31%	45%	25%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.33	0.18	0.27	0.36	0.41
每股经营现金流	2.49	3.13	3.29	3.55	4.33
每股净资产	12.39	16.91	18.04	19.80	21.68
每股销售收入	33.80	42.23	54.86	65.05	76.12

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	32	60	34	26	23
PB	4.2	3.1	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA	16.6	23.1	17.9	14.8	12.5
股息率	0.6%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE