

审慎增持 (维持)

顺丰控股

002352

中报预告点评: Q2 扣非利润超预期, 降本增效进行时、增长回升蓄力中

2022年07月16日

市场数据

市场数据日期	2022-07-15
收盘价(元)	50.88
总股本(百万股)	4895.20
流通股本(百万股)	4852.78
总市值(百万元)	249067.90
流通市值(百万元)	246909.41
净资产(百万元)	82382.12
总资产(百万元)	203259.18
每股净资产(元)	16.83

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证交运】顺丰 2022 年 1 季报预告点评: 疫情较大冲击下保持稳健、体现公司应对调整能力和多元化抗风险能力》2022-04-12

《【兴证交运】顺丰控股 2021 年年报点评: Q4 业绩改善提速、内生外延提质增效, 建议重视中长期配置价值》2022-03-31

《【兴证交运】顺丰 2021 年三季报预告点评: 三重低点叠加、长期基因并未变化》2021-10-13

分析师:

肖祎

xiaoyiyjy@xyzq.com.cn

S0190521080006

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	207187	272769	317968	378736
同比增长	34.5%	31.7%	16.6%	19.1%
归母净利润(百万元)	4269	6046	8463	11753
同比增长	-41.7%	41.6%	40.0%	38.9%
毛利率	12.4%	11.7%	11.9%	12.4%
净利率	1.9%	2.8%	3.2%	3.7%
净资产收益率	5.1%	7.0%	9.0%	11.4%
每股收益(元)	0.87	1.23	1.72	2.40
每股经营现金流(元)	3.13	1.39	3.22	3.48

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **事件:** 公司发布上半年业绩预告: 预计上半年净利润 24.3 亿元-25.8 亿元, 同增 220%-240%, 扣非预计 20.8-22.3 亿元, 同增 536%-567%。
- **分季度看:** Q1 净利 10.2 亿元、扣非 9.1 亿元; 据此计算, 预计 Q2 净利 14.08 亿元-15.58 亿元, 环比增长 38%-52%, 预计 Q2 扣非 11.7-13.2 亿元、中值为 12.5 亿元左右。
- **2 季度经营表现呈现出前低后高趋势:**
 - 1) 扣非净利: 预计 Q2 扣非 11.7-13.2 亿元、取中值为 12.5 亿元左右, 嘉里物流贡献净利区间测算 (*0.85 港币汇率) 与上一季度基本持平, 取值约 3.7 亿元;
 - 2) 不含嘉里部分扣非净利: 测算约 8.8 亿元, 同比增长 34%(21Q2 为 6.57 亿元), 环比增加 62%(22Q1 测算约 5.42 亿元)。同比环比改善均显著。
- **公司 2 季度经营表现, 我们认为有 3 个亮点:** 1) 6 月需求恢复好, 上海解封后需求报复性反弹、上海是顺丰收入贡献第一大城市, 618 是品牌卖家主场, 618 电商促销顺丰更加受益。2) 降本增效有效果, 尽管被疫情和燃油成本上升压制, 但同比仍然有正向增长。虽然 2 季度 4、5 月疫情影响大, 但公司尽力减少疫情冲击、精准调整外包运力资源。3) 增长回升在蓄力, 电商件受益于电商平台去中心化逻辑开始兑现, 电商退货件等新产品贡献份额增长和健康毛利贡献。
- **公司目前所处阶段为: 降本增效进行时、增长回升蓄力中。**

降本增效的看点包括：1) 管理能力：公司管理改善和成本改善为持续趋势，去年4季度已经初步验证改善效果，随着2022年公司管理层完成调整和员工持股计划逐步落地，公司管控能力有望进一步强化。2) 陆网规模效应：陆运网络成本仍然具备较大改善空间，中转自动化率和运输装载率仍有优化空间。公司去年至今在件量密度较高省份投资枢纽中转场自动化升级项目，随着2季度电商退货件等新产品贡献份额增长，需求端和供给端刚好可以更好匹配。3) 不利因素叠加影响减轻：今年上半年，公司成本端受疫情和燃油成本影响较大，导致降本增效效果一定程度上被掩盖，然而我们认为该2项因素一旦减轻甚至逆转，公司也会呈现出可观利润弹性。公司快递大网的特点是高频次、全链路直营，经营杠杆较高，产能利用率和利润率对件量边际波动较为敏感；公司的定价稳定，成本的改善或者上升也对毛利率有直接影响。因此上半年疫情件量冲击和燃油成本上升等2项因素对公司业绩造成一定压制，如中高端快递增长回升或燃油价格下降，公司利润率有望反弹。

增长回升的看点包括：展望2023-2025年，公司时效物流、经济电商物流、国际业务等均有望迎来新驱动力，第一增长曲线时效物流红利尚未走完，第二、三增长曲线也在逐步打开。2季度以来，电商件受益于电商平台去中心化逻辑开始兑现，电商退货件等新产品贡献份额增长和健康毛利贡献；2季度6月，嘉里物流已经开始与顺丰航空货运开始实质性融合，有望提升国际航线装载率；随着明年6月鄂州机场物流中心启用，顺丰航空网络有望获得自有基地和中转枢纽，通过供给瓶颈突破打开时效物流的新增长空间。

- **公司于2季度推出股权激励凸显追求健康利润、留住人才决心：**股权激励计划考核目标为2022-2025年营收不低于2700/3150/3700/4350亿元，或2022-2025年归母净利率不低于2.1%/2.6%/2.9%/3.3%。

投资建议：1) **盈利预测方面：**尽管上半年疫情影响较大，但公司在疫情和油价双重冲击下仍然保持稳健，因此我们维持疫情前盈利预测，预计公司2022-2024年营业收入合计为2727.69/3179.68/3787.36亿元，归母净利润分别为60.46/84.63/117.53亿元，对应EPS分别为1.23/1.72/2.40元，预计其中扣非扣嘉里利润(*0.85港币汇率)分别为39.86/60.14/91.64亿元、嘉里利润(*0.85港币汇率)分别为14.26/15.04/16.35亿元，对应7月15日收盘价PE分别为41.3、29.5、21.2倍。2) **公司目前所处阶段为：**降本增效进行时、增长回升蓄力中。降本增效看点包括管控能力、陆网规模效应等还有进一步强化空间，此外上半年疫情件量冲击和燃油成本上升等2项因素对公司业绩造成一定压制，掩盖了降本增效效果，如中高端快递增长回升或燃油价格下降，公司利润率有望反弹。增长回升看点包括：2季度以来，电商件受益于电商平台去中心化逻辑开始兑现，电商退货件等新产品贡献份额增长和健康毛利贡献；2季度6月，嘉里物流已经开始与顺丰航空货运开始实质性融合，有望提升国际航线装载率；随着明年6月鄂州机场物流中心启用，顺丰航空网络有望获得自有基地和中转枢纽，通过供给瓶颈突破打开时效物流的新增长空间。3) **公司当前处于业绩底部和估值底部，PB为3.01倍，处于历史低位。建议投资者重视公司中长**

期配置价值和基本面向好趋势，积极布局，维持“审慎增持”评级。

风险提示：疫情对运营情况影响、时效件增速大幅放缓、成本管理能力提升不及预期、油价等因素大幅上升未及时传导给终端

附录:

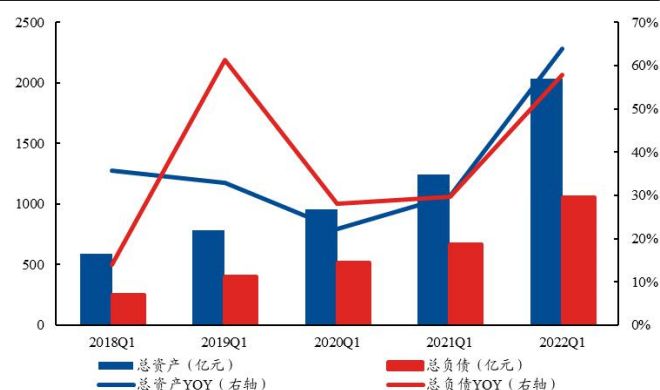
1、分季度财务数据摘要

表 1、分季度业绩摘要 (2021Q1-2022Q2 (22Q2 为测算值))

亿元/亿件	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2E	22H1E
收入	426.2	457.2	475.2	713.3	629.8	637.4	1,267.3
YOY	27.1%	21.6%	23.5%	60.6%	47.8%	39.4%	43.4%
非速运业务收入	26.8	38.6	44.7	264.1	233.9	215.0	448.9
YOY	68.8%	67.0%	79.0%	791.5%	772.5%	457.3%	586.5%
速运业务收入	399.4	418.7	430.5	449.2	395.9	422.4	818.3
YOY	25.0%	18.7%	19.7%	12.4%	2.7%	0.9%	0.0%
业务量	24.8	26.5	26.1	28.0	24.3	26.7	51.0
YOY	44.1%	37.0%	29.2%	14.1%	-1.5%	0.6%	-0.6%
行业业务量	219.3	274.6	274.2	315.3	242.3	269.9	512.2
YOY	75.1%	28.6%	23.2%	15.9%	10.5%	-1.7%	3.7%
市场份额	11.3%	9.7%	9.5%	8.9%	10.0%	9.9%	10.0%
单票收入(元)	16.1	15.8	16.5	16.6	16.3	15.8	16.0
YOY	-13.3%	-13.4%	-7.4%	-1.5%	0.0%	0.3%	1.1%
营业成本	395.7	398.5	411.2	610.1	552.6		
YOY	40.5%	34.2%	29.0%	56.0%	39.7%		
单票成本(元)	15.86	14.75	15.50	15.02			
YOY	-3.2%	-3.8%	-1.9%	-5.3%			
单票毛利(元)	0.25	1.03	1.02	1.54			
YOY	-88.7%	-64.4%	-49.8%	62.8%			
毛利率	7.2%	12.8%	13.5%	14.5%	12.3%		
销售费用	6.4	6.7	6.8	8.5	6.4		
管理费用	31.0	34.3	36.4	48.6	43.2		
财务费用	2.6	3.6	4.2	5.2	5.6		
研发费用	5.1	5.0	5.8	5.7	5.6		
管理费用率	7.3%	7.5%	7.7%	6.8%	6.9%		
销售费用率	1.5%	1.5%	1.4%	1.2%	1.0%		
财务费用率	0.6%	0.8%	0.9%	0.7%	0.9%		
研发费用率	1.2%	1.1%	1.2%	0.8%	0.9%		
三项费用	40.0	44.6	47.4	62.3	55.2		
三项费用率	9.4%	9.8%	10.0%	8.7%	8.8%		
期间费用	45.1	49.6	53.2	68.0	60.7		
期间费用率	10.6%	10.9%	11.2%	9.5%	9.6%		
营业利润	-11.4	22.4	14.5	47.1	21.4		
YOY	-179.4%	-42.7%	-44.8%	113.9%	287.1%		
归属净利	-9.9	17.5	10.4	24.7	10.2	15.1	25.1
YOY	-209.0%	-38.7%	-43.5%	45.4%	203.4%	-13.7%	230.3%
非经常性损益	1.5	10.9	2.3	9.7	1.1	2.6	3.5
扣非扣嘉里净利*	-11.3	6.6	8.1	11.3	5.4	8.8	14.2
YOY	-236.3%	-74.9%	-51.2%	9.8%	147.8%	33.9%	397.7%
扣非扣嘉里净利率	-2.7%	1.4%	1.7%	2.5%	1.4%	2.1%	1.7%

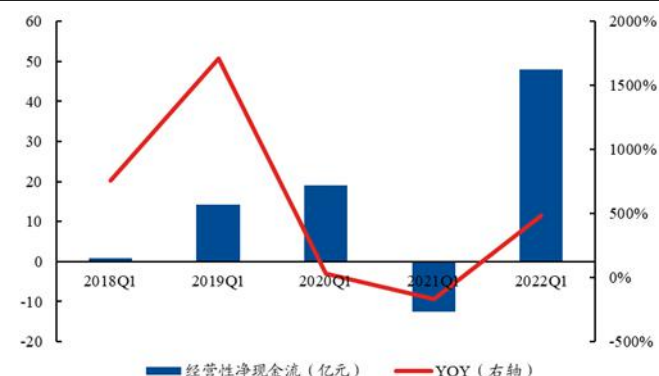
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理, *嘉里数据*0.85 港币汇率

图 1、资产负债情况 (2018Q1-2022Q1)



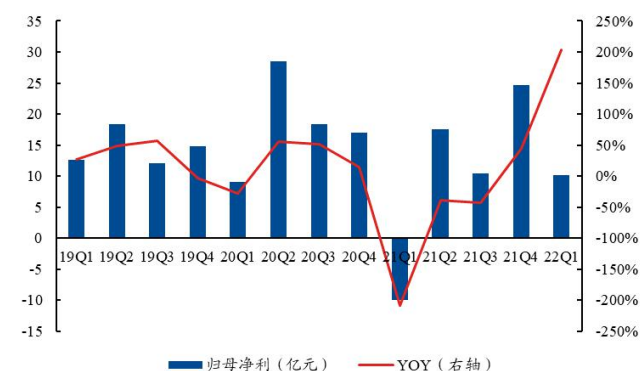
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、经营性现金流 (2018Q1-2022Q1)



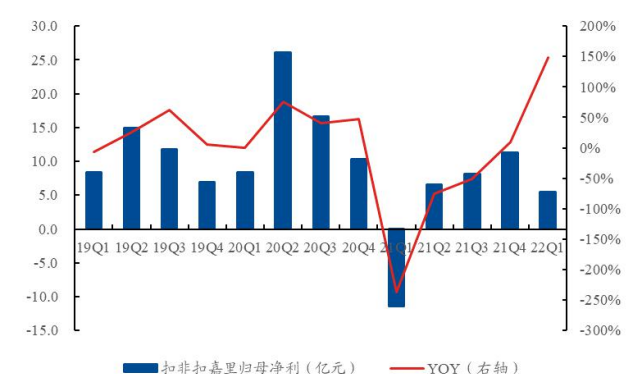
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、归母净利润 (2018Q1-2022Q1)



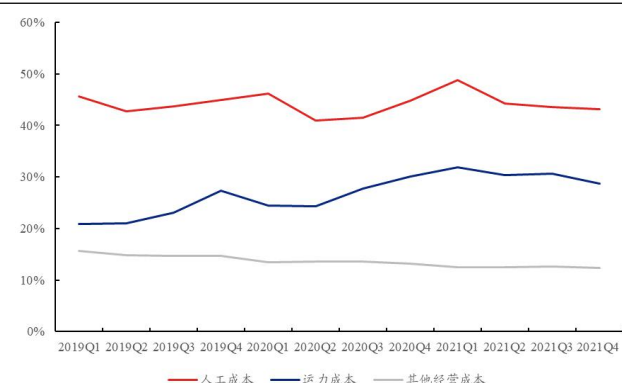
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、扣非扣嘉里归母净利 (2018Q1-2022Q1)



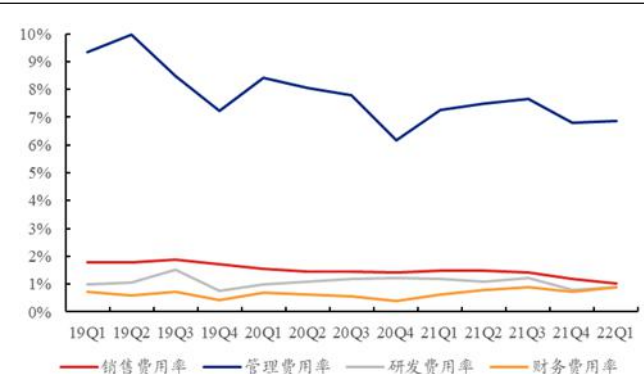
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 嘉里物流贡献净利区间测算与上一季度基本持平, 取均值为 3.7 亿元 (*0.85 港币汇率)

图 5、成本占收入比变化 (2018Q1-2022Q1)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 2021 成本占收入比中的收入指物流及货运代理收入, 其中 2021Q4 成本不包含嘉里的影响

图 6、期间费用率 (2018Q1-2022Q1)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

2、股权激励计划考核目标数据

股权激励计划考核目标为 2022-2025 年营收不低于 2700/3150/3700/4350 亿元，或 2022-2025 年归母净利率不低于 2.1%/2.6%/2.9%/3.3%。以 2021 年度营业收入为基准，2022-2025 年营收增长率约为 30%/52%/79%/110%。首次授予激励对象拟不超过 1471 人。

表 2、股权激励计划考核目标（2022-2025 年）

	营业收入（亿元）		归母净利率	
2022 年	2700	或	2.10%	
2023 年	3150	或	2.60%	
2024 年	3700	或	2.90%	
2025 年	4350	或	3.30%	

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3、年报分部财务数据摘要

表 3、顺丰控股半年度/年度分部财务数据拆分（2020 年-2021 年）

单位：人民币亿元	20H1	20H2	21H1	21H2	2020	2021
整体（亿元）						
收入	711.29	828.58	883.44	1,188.43	1,539.9	2,071.9
成本					1,288.1	1,815.5
毛利					251.8	256.4
归母扣非净利润	34.45	26.87	-4.77	23.11	61.3	18.3
非经常损益	3.17	8.77	12.37	11.98	11.9	24.3
归母含非净利润	37.62	35.64	7.60	35.09	73.3	42.7
速运分部(亿元)						
对外交易收入	587.00	586.38	665.1	658.1	1,173.4	1,323.2
分部间交易收入	42.44	73.14	52.8	72.4	115.6	125.2
成本	499.18	546.35	631.3	609.2	1,045.5	1,240.5
毛利	130.26	113.18	86.5	121.3	243.4	207.8
净利润	48.0	36.9	9.8	28.5	85.0	38.3
毛利率	20.7%	17.2%	12.1%	16.6%	18.9%	14.3%
净利率	7.6%	5.6%	1.4%	3.91%	6.59%	2.65%
快运分部(亿元)						
对外交易收入	77.50	115.86	133.99	149.57	193.4	283.6
分部间交易收入	12.35	18.06	11.56	16.56	30.4	28.1
成本	87.28	137.81	143.73	156.18	225.1	299.9
毛利	2.57	-3.89	1.82	10.0	-1.3	11.8
净利润	-1.7	-7.3	-5.8	0.00	-9.0	-5.8
毛利率	2.9%	-2.9%	1.3%	6.0%	-0.6%	3.8%
净利率	-1.8%	-5.5%	-4.0%	0.0%	-4.06%	-1.87%
同城寄送(亿元)						
对外交易收入					32.2	51.2
分部间交易收入					16.2	30.6
成本					50.3	80.8
毛利					-1.9	1.0
净利润					-7.6	-9.0
毛利率					-3.9%	1.2%
净利率					-15.62%	-11.00%

持股比例	65.0%	55.8%
并表净利	-4.9	-5.0
供应链及国际分部(亿元)		
对外交易收入	134.2	399.8
分部间交易收入	2.9	4.7
成本	122.6	361.6
毛利	14.5	42.9
净利润	1.0	6.2
其中: 嘉里归属净利*		3.7
毛利率	10.6%	10.6%
净利率	0.75%	1.52%
未分配部分(亿元)		
收入	6.7	14.1
分部间交易收入	50.9	94.7
成本	42.3	93.4
毛利	15.3	15.4
净利润	0.1	9.7
毛利率	26.5%	14.2%
净利率	0.26%	8.87%

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理, *嘉里数据*0.85 港币汇率

表 4、顺丰同城利润表拆分 (2018 年-2021 年)

单位: 人民币百万元	2018	2019	2020	2021
营业收入	993.27	2,107.01	4,843.37	8,173.95
YoY		112.1%	129.9%	68.8%
主营业务	993.27	2,107.01	4,841.92	8,159.90
单票收入(元)	12.45	9.99	6.36	5.66
单量(百万件)	79.8	211.0	760.9	1442.4
同城配送服务	973.14	1,928.89	3,220.16	5,089.64
YoY		98.21%	66.94%	58.06%
对商家 (TO B)			2740.67	3882.51
对消费者 (TO C)			479.50	1207.14
单票收入(元)	12.32	9.96	10.20	9.91
单量(百万件)	79.0	193.7	315.8	513.3
来自顺丰控股	8.43	100.74	46.35	185.22
YoY		1094.83%	-53.99%	299.62%
单票收入(元)	42.16	125.92	33.11	18.00
单量(百万件)	0.2	0.8	1.4	10.3
来自独立第三方	964.71	1,828.15	3,173.82	4,904.64
YoY		89.50%	73.61%	54.53%
单票收入(元)	12.24	9.48	10.09	9.75
单量(百万件)	78.8	192.9	314.4	503.0
最后一公里配送服务	20.14	178.13	1,621.76	3,070.25
YoY		784.65%	810.46%	89.32%
单票收入(元)	25.17	10.30	3.64	3.30
单量(百万件)	0.8	17.3	445.1	929.1
来自顺丰控股	20.14	175.34	1,579.61	3,037.57
YoY		7.71	800.90%	92.30%
单票收入(元)	25.17	10.14	3.55	3.28
单量(百万件)	0.8	17.3	444.7	926.1
来自独立第三方		2.79	42.15	33.00
YoY			1411.66%	-21.70%
单票收入(元)			105.36	11.00

单量(百万件)			0.4	3.0
其他业务			1.45	14.06
营业成本	1,224.65	2,443.22	5,031.87	8,079.14
YoY		99.5%	106.0%	60.6%
单票成本(元)	15.35	11.58	6.61	5.60
人力外包成本	1,045.36	2,111.18	4860.24	7918.22
雇员福利开支	152.33	265.96	61.26	32.55
单笔订单平均履约成本(元)	15.01	11.27	6.47	5.51
材料成本	7.10	17.39	34.66	48.48
无形资产摊销	6.99	19.58	31.14	43.02
物业、厂房及设备折旧	0.01	0.37	1.07	1.68
使用权资产折旧		0.07	0.75	2.66
其他	12.87	28.68	42.75	32.54
单笔订单其他成本(元)	0.34	0.31	0.15	0.09
毛亏损	-231.37	-336.20	-188.51	94.81
毛亏损率	-23.29%	-15.96%	-3.89%	1.16%
销售费用	12.16	33.72	111.02	270.35
占收入比	1.22%	1.60%	2.29%	2.80%
YoY		177.31%	229.28%	143.52%
管理费用	114.13	203.88	418.02	655.13
占收入比	11.49%	9.68%	8.63%	7.40%
YoY		78.64%	105.03%	56.72%
研发费用	3.28	4.27	69.37	123.44
占收入比	0.33%	0.20%	1.43%	1.60%
YoY		30.17%	1524.30%	77.94%
其他收入		7.17	18.08	44.85
其他(亏损)/收益净额	0.00	0.15	0.44	0.73
贸易及其他应收款项减值亏损净额	-0.62	-2.67	-0.85	-4.48
经营亏损	-361.56	-573.42	-769.24	-913.01
经营利润率	-36.40%	-27.21%	-15.88%	-11.17%
财务收入		0.75	2.98	18.06
财务成本		-10.28	-17.93	-7.63
财务成本净额		-9.53	-14.95	10.43
占收入比		-0.45%	-0.31%	0.13%
除所得税前亏损	-361.56	-582.95	-784.19	-902.59
所得税抵免	33.16	113.16	26.51	3.74
年内亏损及综合亏损总额	-328.40	-469.79	-757.68	-898.85
净利率	-33.06%	-22.30%	-15.64%	-11.00%

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、嘉里物流利润表拆分(2018年-2021年)

港币(百万元)*	2018A	2019A	2020A	2021A
营业收入	38,139	41,139	53,361	78,955
YoY	23.9%	7.9%	29.7%	59.1%
国际货运代理	21,271	21,627	32,080	59,159
YoY	23.8%	1.7%	48.3%	86.1%
物流营运	16,527	19,244	21,074	19,796
YoY	25.9%	16.4%	9.5%	11.1%
香港货仓	341	268	206	
YoY	-30.2%	-21.2%	-23.3%	
直接经营费用	33,383	35,737	47,188	69,951
YOY	25.5%	7.1%	32.0%	55.5%
毛利	4,756	5,403	6,173	9,004
YOY	13.7%	13.6%	14.3%	94.5%
毛利率	12.5%	13.1%	11.6%	11.4%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

其他收入及收益净额	176	200	258	(19)
行政费用	2,538	2,842	3,073	3,627
行政费用率	6.7%	6.9%	5.8%	4.6%
未计出售货仓之收益及投资物业公允价值变动前之经营溢利	2,394	2,761	3,358	5,358
国际货运代理	549	622	1,017	4,828
YOY	7.4%	13.3%	63.5%	397.8%
物流营运溢利	1,551	1,894	2,095	1,111
YOY	19.3%	22.1%	10.6%	-27.5%
香港货仓溢利	560	541	487	-
YOY	2.6%	-3.3%	-10.0%	0.0%
出售货仓之收益	-	1,958	-	-
投资物业公允价值之变动	1,098	483	1,069	299
经营溢利	3,492	5,201	4,427	5,657
融资费用	224	358	303	251
应占联营公司及合营企业业绩	111	86	118	158
除税前溢利	3,378	4,928	4,242	5,564
税项	507	589	773	1,299
所得税率	15.0%	12.0%	18.2%	23.3%
年度溢利	2,872	4,339	3,470	4,265
其中：非控制性权益	432	551	574	956
本公司股东应占溢利	2,440	3,788	2,896	3,309
已终止经营业务年度溢利				4,766
其中：非控制性权益				136
本公司股东应占溢利				4,630

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理，*0.85 港币汇率

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	94112	85662	97889	112425
货币资金	35315	13638	15898	18937
交易性金融资产	10384	12881	13525	12882
应收票据及应收账款	30759	40344	47030	56018
预付款项	2936	5581	6487	7684
存货	1547	2071	2407	2851
其他	13171	11146	12542	14053
非流动资产	115788	113027	117428	119610
长期股权投资	7260	6896	7240	7602
固定资产	36926	41322	47537	51778
在建工程	8571	10057	7731	4293
无形资产	18324	18903	18935	18735
商誉	7372	3498	3673	3856
长期待摊费用	2911	1377	0	0
其他	34423	30974	32311	33346
资产总计	209900	198688	215317	232035
流动负债	76022	67145	75650	80307
短期借款	18397	11325	12854	8825
应付票据及应付账款	23468	30,432	35,371	41,899
其他	34157	25388	27424	29583
非流动负债	35963	28062	27567	27956
长期借款	3511	3511	3511	3511
其他	32452	24551	24056	24445
负债合计	111985	95207	103217	108263
股本	4906	4906	4906	4906
资本公积	46201	46201	46201	46201
未分配利润	28246	32502	29495	13560
少数股东权益	14972	16517	18187	20292
股东权益合计	97915	103482	112100	123772
负债及权益合计	209900	198688	215317	232035

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	4269	6046	8463	11753
折旧和摊销	6984	6073	6955	6699
资产减值准备	60	-8	0	0
资产处置损失	196	0	0	0
公允价值变动损失	-99	-30	-30	-30
财务费用	1591	818	954	1136
投资损失	-2407	-286	-539	-511
少数股东损益	-350	1545	1671	2105
营运资金的变动	-1732	-8264	-1487	-4303
经营活动产生现金流量	15358	6833	15796	17093
投资活动产生现金流量	-17131	-7442	-12996	-7970
融资活动产生现金流量	21220	-21067	-540	-6085
现金净变动	19347	-21677	2260	3038
现金的期初余额	15466	35315	13638	15898
现金的期末余额	34814	13638	15898	18937

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	207187	272769	317968	378736
营业成本	181549	240965	280076	331767
税金及附加	479	630	735	875
销售费用	2838	3736	4355	5084
管理费用	15030	15411	17606	20551
研发费用	2155	1702	1786	2021
财务费用	1563	818	954	1136
其他收益	1768	821	1076	1176
投资收益	2407	286	539	511
公允价值变动收益	99	30	30	30
信用减值损失	-579	-213	-243	-283
资产减值损失	-60	0	0	0
资产处置收益	40	0	0	0
营业利润	7248	10430	13860	18736
营业外收入	290	201	233	238
营业外支出	404	220	286	309
利润总额	7134	10412	13807	18665
所得税	3214	2820	3673	4807
净利润	3919	7591	10134	13858
少数股东损益	-350	1545	1671	2105
归属母公司净利润	4269	6046	8463	11753
EPS(元)	0.87	1.23	1.72	2.40

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	34.5%	31.7%	16.6%	19.1%
营业利润增长率	-28.5%	43.9%	32.9%	35.2%
归母净利润增长率	-41.7%	41.6%	40.0%	38.9%
盈利能力				
毛利率	12.4%	11.7%	11.9%	12.4%
净利率	1.9%	2.8%	3.2%	3.7%
ROE	5.1%	7.0%	9.0%	11.4%
偿债能力				
资产负债率	53.4%	47.9%	47.9%	46.7%
流动比率	1.24	1.28	1.29	1.40
速动比率	1.22	1.24	1.26	1.36
营运能力				
资产周转率	129.1%	133.5%	153.6%	169.3%
应收帐款周转率	698.4%	772.5%	730.8%	738.1%
存货周转率	14256%	13292%	12509%	12619%
每股资料(元)				
每股收益	0.87	1.23	1.72	2.40
每股经营现金	3.13	1.39	3.22	3.48
每股净资产	16.91	17.73	19.14	21.09
估值比率(倍)				
PE	58.5	41.3	29.5	21.2
PB	3.0	2.9	2.7	2.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn