

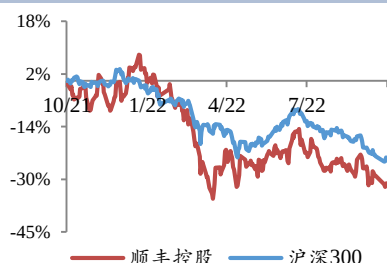
管理提升带动业绩持续改善, 22Q3 利润略超预期

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2022-10-14

收盘价 (元)	45.70
近 12 个月最高/最低 (元)	71.17/42.67
总股本 (百万股)	4,895
流通股本 (百万股)	4,844
流通股比例 (%)	98.96
总市值 (亿元)	2,237
流通市值 (亿元)	2,214

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 金荣

执业证书号: S0010521080002

邮箱: jinrong@hazq.com

相关报告

1. 顺丰点评 (002352.SZ): 网络调优叠加分层经营, 有望带动业绩持续改善 2022-09-01
2. 网络融合弱化周期性, 海内外驱动增强成长性 2022-07-22

主要观点:

● 数据表现: Q3 利润大幅上升, 整体略超预期

22Q3 业绩预告显示, 公司前三季度实现归母净利润 44.2-45.7 亿元 (同比+146%-154%); 扣非归母净利润 38.0-39.5 亿元 (+1041%-1086%)。其中, Q3 实现归母净利润 19.1-20.6 亿元 (+84%-99%); 扣非归母净利润 16.5 亿元-18.0 亿元 (+104%-122%)。

● 点评: 管理提升夯实能力基础, 业绩进入持续改善通道

管理能力提升主要通过分层经营、多网融通和规划提效三个途径, 实现更加灵活的价格策略和更优的成本管理, 进而带动业绩持续改善。

分层经营提高业务能力。其一不同产品的标准要更加清晰, 不同类型客户的服务方案要更加完善, 其二不同产品和客户的收入结构要更加健康。**多网融通提高成本管控能力。**多网融通的降本作用并非一次性的, 是逐年逐季一步一步释放的。成本管控能力的提升将进一步增强价格策略的灵活性, 进而反哺业务增长。**规划提效提高决策能力。**通过事前规划预测, 事中动态监控和事后复盘沉淀等管理手段, 提高资源投放效率、提高过程管理精度和增加有效的能力沉淀, 推动公司进入决策质量不断提升的正向循环。

管理提升在不断夯实公司的综合能力, 当业务发展环境边际改善时, 公司有望迎来更大的收入和业绩改善弹性, 应重视公司的投资机会。

● 投资建议: 在中高速成长长期业绩持续改善的行业龙头, 值得更高溢价

测算公司 22-24 年营收分别为 2,805 亿元、3,283 亿元和 3,808 亿元, 归母净利润分别为 62 亿元、98 亿元和 133 亿元, 目前市值对应 PE 为 36.3x、22.8x 和 16.9x, 维持“买入”评级。

● 风险提示

多网融通不及预期; 人工成本上升; 宏观经济增长放缓; 业务增长不及预期; 价格竞争加剧; 疫情持续影响企业经营; 油价上涨等

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	207187	280542	328252	380753
收入同比 (%)	34.5%	35.4%	17.0%	16.0%
归属母公司净利润	4269	6170	9803	13271
净利润同比 (%)	-41.7%	44.5%	58.9%	35.4%
毛利率 (%)	12.4%	13.7%	14.4%	14.8%
ROE (%)	5.1%	7.5%	10.6%	12.5%
每股收益 (元)	0.93	1.26	2.00	2.71
P/E	74.11	36.26	22.82	16.86
P/B	4.08	2.73	2.42	2.10
EV/EBITDA	19.04	9.39	7.19	5.90

资料来源: IFind, 华安证券研究所

正文目录

1 数据：Q3 利润大幅上升，略超预期	4
2 点评：管理提升夯实能力基础，业绩进入持续改善通道	4
风险提示：	5
财务报表与盈利预测	6

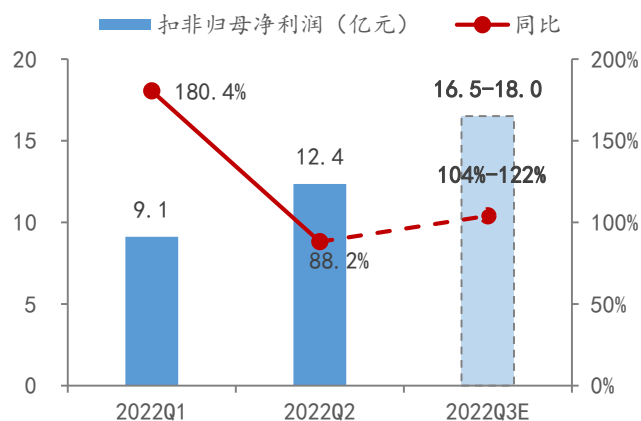
图表目录

图表 1 2022 年前三季度，利润逐季改善	4
图表 2 速运物流业务收入和件量增速逐步回升	4

1 数据：Q3 利润大幅上升，整体略超预期

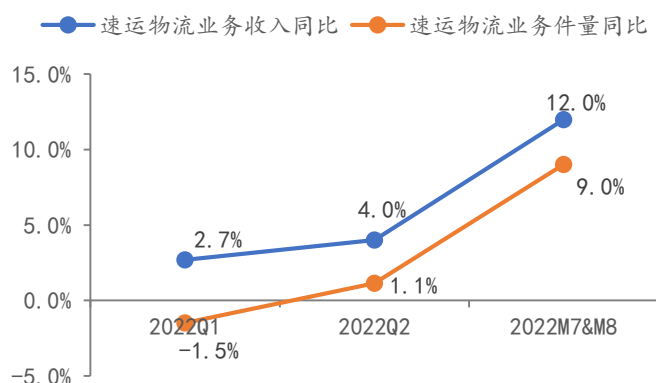
公司预计 2022Q3 扣非净利润同比增速超过 100%，整体表现略超预期。2022 年三季度业绩预告显示，公司前三季度累计实现归母净利润 44.2 亿元-45.7 亿元，同比增长 146%-154%；扣非归母净利润 38.0 亿元-39.5 亿元，同比增长 1,041%-1,086%。其中，2022Q3 实现归母净利润 19.1 亿元-20.6 亿元，同比增长 84%-99%；扣非归母净利润 16.5 亿元-18.0 亿元，同比增长 104%-122%。

图表 1 2022 年前三季度，利润逐季改善



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2 速运物流业务收入和件量增速逐步回升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：速运物流业务含时效快递、经济快递、快运、冷运及医药、同城急送业务板块

2 点评：管理提升夯实能力基础，业绩进入持续改善通道

我们认为，管理能力提升主要通过分层经营、多网融通和规划提效三个途径，实现更加灵活的价格策略和更优的成本管理，进而带动业绩持续改善。

分层经营提高业务能力。至少包含两层含义，其一是不同产品的标准要更加清晰，不同类型客户的服务方案要更加完善，其二是不同产品和客户的收入结构要更加健康。今年国内外宏观经济环境较差，造成收入增长压力，公司以更加理性的态度审视自身的产品和方案能力。更加清晰的产品标准和更加完善的服务方案，是管理客户预期和增强客户粘性的核心业务能力。同时，健康的产品和客户收入结构，既是配合网络调优的重要保障，也是应对不确定性较强的宏观环境的明智决策。

多网融通提高成本管控能力。我们判断，多网融通的降本作用并非一次性的，是逐年逐季一步一步释放的。受限于场地合同期、物理世界“完美”场地的可获得性、路由规划优化需兼顾服务稳定性、网络融合作业流程和工序的调整等多元因素，需对公司的网络全面调优保持“长期有耐心”。同时，成本管控能力的提升将进一步增强价格策略的灵活性，进而反哺业务增长。

规划提效提高决策能力。规划能力的提升主要通过事前规划预测，事中动态监控和事后复盘沉淀等管理手段，提高资源投放效率、提高过程管理精度和增加有效的能力沉淀，从而帮助公司进入决策质量不断提升的正向循环。

总之，管理提升正在进一步夯实公司的综合能力，当业务发展环境边际改善时，公司有望迎来更大的收入和业绩改善弹性，应重视公司的投资机会。

风险提示：

多网融通不及预期；人工成本上升；宏观经济增长放缓；业务增长不及预期；价格竞争加剧；疫情持续影响企业经营；油价上涨等

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	94112	107015	137543	172837	营业收入	207187	280542	328252	380753
现金	35315	34037	56957	85483	营业成本	181549	242082	280974	324323
应收账款	30442	36794	37943	40079	营业税金及附加	479	679	787	905
其他应收款	4239	4506	5943	6051	销售费用	2838	3731	4300	4912
预付账款	2936	4943	5140	6278	管理费用	15030	19919	22814	26272
存货	1547	1898	2062	2532	财务费用	1563	2041	2346	2202
其他流动资产	19634	24837	29498	32415	资产减值损失	-60	-91	-62	-71
非流动资产	115788	118885	117844	115434	公允价值变动收益	99	120	118	112
长期投资	7260	7260	7260	7260	投资净收益	2407	900	1386	1000
固定资产	36926	43595	47440	48439	营业利润	7248	10694	15522	19774
无形资产	18324	18470	18244	17813	营业外收入	290	244	254	263
其他非流动资产	53278	49560	44900	41922	营业外支出	404	309	346	353
资产总计	209900	225900	255387	288271	利润总额	7134	10630	15430	19684
流动负债	76022	95732	115102	135374	所得税	3214	3553	4629	5315
短期借款	18397	24569	32855	40084	净利润	3919	7077	10801	14369
应付账款	23468	28319	31877	37554	少数股东损益	-350	907	998	1098
其他流动负债	34157	42844	50369	57736	归属母公司净利润	4269	6170	9803	13271
非流动负债	35963	32201	30961	28631	EBITDA	18891	26499	32411	35526
长期借款	3511	3277	2431	1278	EPS (元)	0.93	1.26	2.00	2.71
其他非流动负债	32452	28924	28530	27352					
负债合计	111985	127933	146062	164005					
少数股东权益	14972	15879	16877	17975					
股本	4906	4776	4776	4776					
资本公积	46201	39659	39659	39659					
留存收益	31836	37653	48012	61856					
归属母公司股东权益	82943	82088	92447	106291					
负债和股东权益	209900	225900	255387	288271					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	15358	24766	32749	37714	成长能力				
净利润	3919	7077	10801	14369	营业收入	34.5%	35.4%	17.0%	16.0%
折旧摊销	12572	13831	15005	13605	营业利润	-28.5%	47.5%	45.1%	27.4%
财务费用	1591	1736	1897	2084	归属于母公司净利	-41.7%	44.5%	58.9%	35.4%
投资损失	-2407	-900	-1386	-1000	获利能力				
营运资金变动	-1419	2554	5910	8122	毛利率 (%)	12.4%	13.7%	14.4%	14.8%
其他经营现金流	6440	4990	5413	6782	净利率 (%)	2.1%	2.2%	3.0%	3.5%
投资活动现金流	-17131	-19175	-14973	-12002	ROE (%)	5.1%	7.5%	10.6%	12.5%
资本支出	-19048	-15066	-11383	-8875	ROIC (%)	2.2%	5.4%	6.9%	8.2%
长期投资	-6123	-4530	-4269	-3529	偿债能力				
其他投资现金流	8040	422	679	401	资产负债率 (%)	53.4%	56.6%	57.2%	56.9%
筹资活动现金流	21220	-6869	5144	2815	净负债比率 (%)	114.4%	130.6%	133.6%	132.0%
短期借款	10401	6172	8286	7229	流动比率	1.24	1.12	1.19	1.28
长期借款	1645	-234	-846	-1152	速动比率	1.06	0.93	1.02	1.11
普通股增加	350	-130	0	0	营运能力				
资本公积增加	21795	-6541	0	0	总资产周转率	1.29	1.29	1.36	1.40
其他筹资现金流	-12971	-6135	-2296	-3262	应收账款周转率	8.76	8.34	8.78	9.76
现金净增加额	19347	-1278	22920	28526	应付账款周转率	9.32	9.35	9.34	9.34

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.93	1.26	2.00	2.71	P/E	74.11	36.26	22.82	16.86
每股经营现金流薄)	3.14	5.06	6.69	7.70	P/B	4.08	2.73	2.42	2.10
每股净资产	16.91	16.77	18.89	21.71	EV/EBITDA	19.04	9.39	7.19	5.90

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。