

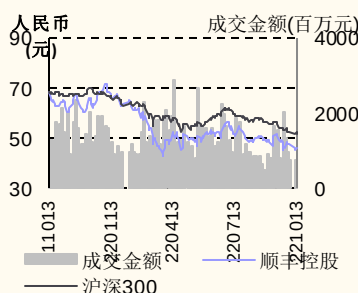
顺丰控股 (002352.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 45.70 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	48.95
已上市流通 A 股(亿股)	48.44
总市值(亿元)	2,237.11
年内股价最高最低(元)	71.17/42.67
沪深 300 指数	3753
深证成指	10818



相关报告

1. 《营运优化, 新业务实现大幅减亏-顺丰控股中报点评》, 2022.8.31
2. 《中报业绩大幅提升, 疫情期间彰显优势-顺丰控股中报业绩预告点评》, 2022.7.15
3. 《Q1 同比扭亏为盈, 激励计划驱动增长-顺丰控股一季报点评》, 2022.4.29
4. 《盈利能力逐季修复, 国际业务未来可期-顺丰控股年报点评》, 2022.3.31
5. 《壁垒夯实, 成长空间广阔-顺丰控股深度报告》, 2022.3.30

郑树明 分析师 SAC 执业编号: S1130521040001
zhengshuming@gjzq.com.cn

王凯婕 分析师 SAC 执业编号: S1130522070001
wangkaijie@gjzq.com.cn

三季报业绩同比大增, 成本优化效果显著

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	153,987	207,187	278,784	326,375	376,643
营业收入增长率	37.25%	34.55%	34.56%	17.07%	15.40%
归母净利润(百万元)	7,326	4,269	7,116	9,580	12,123
归母净利润增长率	26.39%	-41.73%	66.68%	34.63%	26.54%
摊薄每股收益(元)	1.608	0.870	1.454	1.957	2.477
每股经营性现金流净额	2.44	3.07	4.17	6.09	5.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.98%	5.15%	8.38%	10.57%	12.38%
P/E	54.87	79.21	31.44	23.35	18.45
P/B	7.12	4.08	2.64	2.47	2.28

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩

- 10月13日, 顺丰控股发布2022年前三季度业绩预告。2022Q3公司归母净利润为19.1亿元-20.6亿元, 同比增长84%-99%; 2022Q3扣非归母净利润为16.5亿元-18亿元, 同比增长104%-122%。

分析

- **7-8月疫后快速修复, 量价同比保持增长。**2022H1受疫情影响, 4月公司快递业务量同比下滑10%。疫情影响逐渐消除后, 公司业务量自5月起加速恢复, 7月、8月公司业务量同比分别增长8.9%、9.2%, 高于行业的8.6%、5.2%, 同期公司单票收入分别同比增长4.2%和1.2%, 快递业务收入同比增长13.5%、10.5%。
- **Q3扣非净利同比大幅增长。**2022Q3公司扣非归母净利润为16.5亿元-18亿元, 同比增长104%-122%, 盈利改善源于: (1) 收入端, 业务量与营业收入增速回升, 通过提高服务质量与差异化竞争力, 进一步夯实端到端多元物流服务能力, 保持健康的产品结构与收入增长; (2) 成本端, 精益化资源规划与成本管控的成果稳固, 持续深入多网融通和营运模式优化, 资源整合与协同能力增强, 伴随业务量回升, 网络规模效益持续改善; (3) 自2021Q4季度起合并嘉里物流的业绩。待2023年鄂州机场正式投运, 将进一步优化成本项, 叠加新业务减亏及规模效应持续释放, 预计业绩将延续增长。
- **回购彰显信心, 激励机制进一步健全。**9月23日, 公司公告拟以自有资金通过二级市场以集中竞价方式回购部分社会公众股份, 回购资金总额不低于人民币10亿元且不超过人民币20亿元, 回购价格不超过人民币70元/股, 将主要用于员工持股计划或股权激励计划, 包括公司已推出的2022年股票期权激励计划及未来拟推出的员工激励计划。回购彰显了公司对于未来发展前景的信心, 有望进一步健全公司长效激励机制, 充分调动核心骨干及优秀员工的积极性, 共同促进公司的长远发展。

投资建议

- 维持2022-2024年净利预测至71亿元/96亿元/121亿元, 同比分别增长67%、35%、27%。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。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	112,193	153,987	207,187	278,784	326,375	376,643
增长率		37.3%	34.5%	34.6%	17.1%	15.4%
主营业务成本	-92,650	-128,810	-181,549	-240,803	-280,866	-321,671
%销售收入	82.6%	83.7%	87.6%	86.4%	86.1%	85.4%
毛利	19,544	25,177	25,638	37,981	45,509	54,972
%销售收入	17.4%	16.3%	12.4%	13.6%	13.9%	14.6%
营业税金及附加	-280	-379	-479	-641	-751	-866
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-1,997	-2,252	-2,838	-3,764	-4,341	-4,934
%销售收入	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%
管理费用	-9,699	-11,600	-15,030	-20,156	-23,532	-27,081
%销售收入	8.6%	7.5%	7.3%	7.2%	7.2%	7.2%
研发费用	-1,193	-1,742	-2,155	-2,871	-3,329	-3,804
%销售收入	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	6,375	9,204	5,137	10,549	13,557	18,287
%销售收入	5.7%	6.0%	2.5%	3.8%	4.2%	4.9%
财务费用	-683	-853	-1,563	-2,139	-1,988	-1,925
%销售收入	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-417	-508	-639	-32	-4	-3
公允价值变动收益	350	134	99	0	0	0
投资收益	1,076	851	2,407	1,000	1,050	1,103
%税前利润	14.5%	8.5%	33.7%	8.9%	7.4%	6.1%
营业利润	7,409	10,136	7,248	11,178	14,115	17,961
营业利润率	6.6%	6.6%	3.5%	4.0%	4.3%	4.8%
营业外收支	18	-97	-115	0	0	0
税前利润	7,426	10,039	7,134	11,178	14,115	17,961
利润率	6.6%	6.5%	3.4%	4.0%	4.3%	4.8%
所得税	-1,802	-3,107	-3,214	-3,912	-4,234	-5,388
所得税率	24.3%	30.9%	45.1%	35.0%	30.0%	30.0%
净利润	5,625	6,932	3,919	7,266	9,880	12,573
少数股东损益	-172	-394	-350	150	300	450
归属于母公司的净利润	5,797	7,326	4,269	7,116	9,580	12,123
净利率	5.2%	4.8%	2.1%	2.6%	2.9%	3.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	5,625	6,932	3,919	7,266	9,880	12,573
少数股东损益	-172	-394	-350	150	300	450
非现金支出	4,920	5,800	13,211	8,625	10,126	11,898
非经营收益	-732	-33	-353	1,566	1,323	1,217
营运资金变动	-664	-1,579	-1,732	2,942	8,481	1,476
经营活动现金净流	9,149	11,121	15,045	20,399	29,810	27,165
资本开支	-6,372	-12,203	-19,048	-13,872	-15,350	-17,600
投资	-5,854	-1,176	-6,123	-100	-100	-100
其他	-2,762	-2,304	8,040	1,000	1,050	1,103
投资活动现金净流	-14,988	-15,683	-17,131	-12,972	-14,400	-16,598
股权募资	204	687	23,795	-1,899	0	0
债权募资	9,625	2,648	17,220	-5,295	-2,308	3,269
其他	-2,457	-2,003	-19,795	-5,975	-6,205	-7,169
筹资活动现金净流	7,372	1,332	21,220	-13,169	-8,512	-3,900
现金净流量	1,554	-3,300	19,034	-5,743	6,898	6,668

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	18,521	16,418	35,315	26,444	30,783	35,276
应收款项	14,190	19,509	34,998	36,177	41,459	46,812
存货	882	987	1,547	1,552	1,734	1,900
其他流动资产	9,305	14,763	22,253	22,940	16,216	17,010
流动资产	42,897	51,677	94,112	87,113	90,192	100,998
%总资产	46.4%	46.5%	44.8%	41.5%	41.1%	42.6%
长期投资	10,120	12,333	20,675	20,775	20,875	20,975
固定资产	22,020	27,737	45,497	52,208	58,494	65,130
%总资产	23.8%	25.0%	21.7%	24.9%	26.7%	27.5%
无形资产	15,869	16,412	28,950	28,632	28,472	28,451
非流动资产	49,638	59,483	115,788	122,650	129,078	136,083
%总资产	53.6%	53.5%	55.2%	58.5%	58.9%	57.4%
资产总计	92,535	111,160	209,900	209,763	219,270	237,081
短期借款	8,145	10,942	26,733	22,490	20,182	23,451
应付款项	16,725	23,016	34,988	37,647	43,139	48,528
其他流动负债	6,111	7,851	14,301	16,493	18,227	20,631
流动负债	30,982	41,809	76,022	76,630	81,548	92,611
长期贷款	6,540	1,866	3,511	3,511	3,511	3,511
其他长期负债	12,520	10,726	32,452	29,607	28,147	27,173
负债	50,042	54,400	111,985	109,748	113,207	123,294
普通股股东权益	42,420	56,443	82,943	84,893	90,641	97,915
其中：股本	4,415	4,556	4,906	4,895	4,895	4,895
未分配利润	19,737	25,708	28,246	32,515	38,263	45,537
少数股东权益	74	317	14,972	15,122	15,422	15,872
负债股东权益合计	92,535	111,160	209,900	209,763	219,270	237,081

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.313	1.608	0.870	1.454	1.957	2.477
每股净资产	9.609	12.388	16.906	17.342	18.516	20.002
每股经营现金净流	2.072	2.441	3.066	4.167	6.090	5.549
每股股利	0.270	0.330	0.180	0.581	0.783	0.991
回报率						
净资产收益率	13.66%	12.98%	5.15%	8.38%	10.57%	12.38%
总资产收益率	6.26%	6.59%	2.03%	3.39%	4.37%	5.11%
投入资本收益率	6.98%	7.98%	1.90%	4.68%	6.32%	7.94%
增长率						
主营业务收入增长率	23.37%	37.25%	34.55%	34.56%	17.07%	15.40%
EBIT增长率	31.33%	44.39%	-44.19%	105.35%	28.51%	34.90%
净利润增长率	27.23%	26.39%	-41.73%	66.68%	34.63%	26.54%
总资产增长率	29.36%	20.13%	88.83%	-0.07%	4.53%	8.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.6	34.2	41.7	41.0	40.0	39.0
存货周转天数	3.3	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2
应付账款周转天数	23.6	38.9	39.2	38.0	37.0	36.0
固定资产周转天数	61.5	53.0	65.1	53.2	49.0	45.7
偿债能力						
净负债/股东权益	9.06%	-2.58%	0.20%	4.83%	-1.71%	-2.67%
EBIT利息保障倍数	9.3	10.8	3.3	4.9	6.8	9.5
资产负债率	54.08%	48.94%	53.35%	52.32%	51.63%	52.01%

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	二个月内	三月内	六月内
买入	0	6	32	54	108
增持	1	5	14	23	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.45	1.30	1.30	1.03

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	2022-03-30	买入	42.82	62.00 ~ 62.00
2	2022-03-31	买入	44.37	62.00
3	2022-04-29	买入	47.50	N/A
4	2022-07-15	买入	51.80	N/A
5	2022-08-31	买入	49.12	N/A

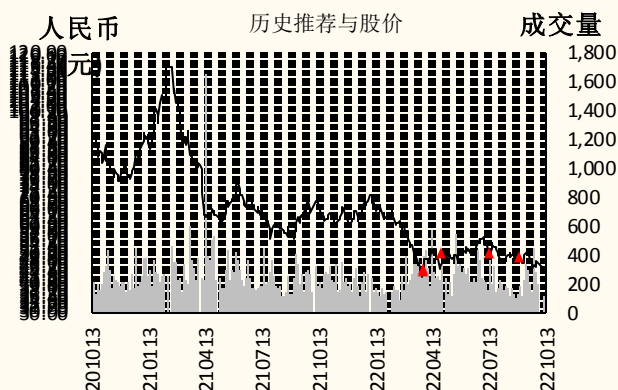
来源：国金证券研究所

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



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。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402