

经营持续改善，3Q22 业绩高增长

华泰研究

2022 年 10 月 30 日 | 中国内地

季报点评

仓储物流

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

60.00

研究员

沈晓峰

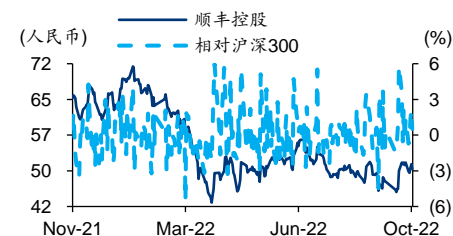
SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com

SFC No. BCG366 + (86) 21 2897 2088

基本数据

目标价(人民币)	60.00
收盘价(人民币 截至 10 月 28 日)	49.88
市值(人民币百万)	244,173
6 个月平均日成交额(人民币百万)	995.82
52 周价格范围(人民币)	42.82-71.42
BVPS(人民币)	17.33

股价走势图



资料来源: Wind

盈利符合预告，重申“买入”评级

3Q22，公司实现收入 690.8 亿元，同比增长 45.39%；归母净利润为 19.6 亿元，同比增长 88.83%，符合业绩预告（19.1-20.6 亿）；扣非归母净利润为 17.2 亿元，同比增长 111.79%。公司通过精益化管理和四网融通降本增效，有效应对外部环境变化，3 季度业绩实现强势增长。我们维持 2022/23/24 年归母净利润预测值 70.14/91.54/109.89 亿不变，维持公司 22 年盈利分部（时效件、嘉里物流及顺丰国际）归母净利 84 亿元估算不变，考虑公司领先地位稳固，给予盈利分部 22 年 35xPE 不变（可比公司 22 年 Wind 一致预期 24.4xPE，溢价 43%），维持目标价 60 元不变。中期维度鄂州机场产能爬坡、国际业务开启第二成长曲线，公司配置价值凸显，重申“买入”评级。

2-3 季度件量修复好于行业，盈利增长强劲

今年 1-3 季度，全国快递件量同比分别+10.5/-1.7/+5.2%，国内件均价同比分别下降 8.9/4.0/4.0%；同期，公司件量同比分别-1.5/+1.1/+8.9%，件均价同比分别+4.2/+2.8/-0.4%。产品结构调优与外部环境变化双重压力下，2 季度以来公司件量同比增幅仍持续跑赢行业；除 9 月受高基数影响外，件均价已连续 10 个月实现同比增长。假设嘉里物流 3 季度贡献归母净利润 3-4 亿元（略低于 1H22 季度均值，考虑海外需求影响走弱），3 季度公司自身实现归母净利润 15.6-16.6 亿元（3Q21 为 10.38 亿元，不含嘉里），同比增长 50.3%-59.9%，经营持续向好。（数据来源：邮政局、公司公告）

新业务经营向好，股权激励彰显信心

时效件业务稳健增长，我们预计该项目收入在 3 季度延续上半年的个位数增长态势，估计电商退货件的正面拉动作用明显；经济件业务结构调优完成，低毛利的电商特惠件于 7 月退市。我们估计 3 季度电商标快和丰网日均件量超 1000 万件/天，4 季度旺季弹性值得期待；大件业务净利润上半年已转正，随着四网融通推进和规模效应显现，有望持续贡献收益；同城业务上半年已大幅减亏；国际业务融通持续，嘉里与公司协同逐步提升。公司股权激励目标 22/23/24/25 年收入不低于 2700/3150/3700/4350 亿元或净利率不低于 2.1/2.6/2.9/3.3%，彰显公司经营信心。

中长期价值凸显，重申“买入”评级

公司是具有资源壁垒和品牌壁垒的综合物流龙头，通过精益化管理和四网融通降本增效，有效应对外部环境变化。中期鄂州机场目标 2025 年亚洲第一，轴辐式网络将赋能产品与提振收入；国际业务开启第二成长曲线，嘉里货源和网络优势与公司形成有效协同，重申“买入”评级。

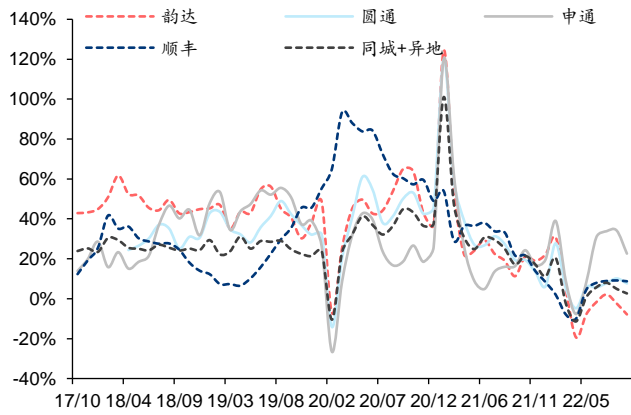
风险提示：市场竞争风险、成本膨胀风险、新业务管理和整合风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	153,987	207,187	270,950	317,178	370,295
+/-%	37.25	34.55	30.78	17.06	16.75
归属母公司净利润(人民币百万)	7,326	4,269	7,014	9,154	10,989
+/-%	26.39	(41.73)	64.30	30.50	20.05
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.50	0.87	1.43	1.87	2.24
ROE(%)	12.21	4.00	7.55	8.99	9.79
PE(倍)	33.33	57.20	34.81	26.67	22.22
PB(倍)	4.33	2.94	2.76	2.54	2.32
EV EBITDA(倍)	15.07	16.77	11.42	9.17	7.97

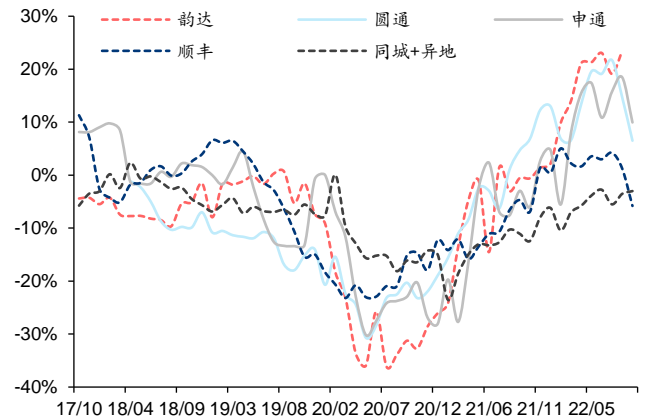
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 主要快递企业件量同比增速



注: 剔除了1月数据, 2月数据为1-2月累计值
资料来源: Wind、华泰研究

图表2: 主要快递企业件均价同比变化



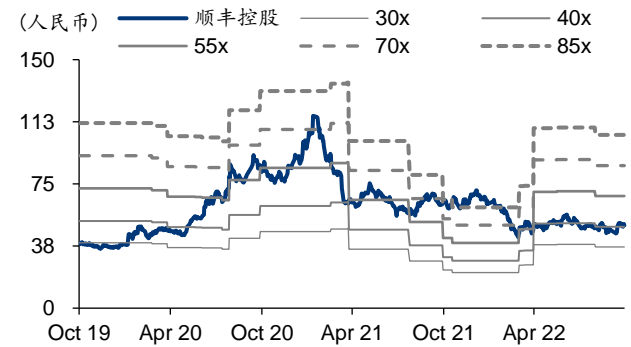
注: 剔除了1月数据, 2月数据为1-2月累计值
资料来源: Wind、华泰研究

图表3: 可比快递企业估值表 (2022/10/28)

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PEG	PB (MRQ)	市值 (亿元)
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
002120 CH	韵达股份	14.64	0.51	0.73	1.12	1.39	28.8	20.1	13.1	10.5	0.68	2.61	425
600233 CH	圆通速递	19.41	0.61	1.09	1.30	1.53	31.7	17.8	14.9	12.7	0.48	2.62	668
002468 CH	申通快递	12.44	-0.59	0.37	0.67	0.92		34.1	18.4	13.6		2.37	190
603056 CH	德邦股份	16.56	0.14	0.64	1.09	1.44		25.8	15.2	11.5	0.31	2.72	170
快递企业							30.3	24.4	15.4	12.1	0.5	2.6	

注: 2021年EPS基于最新股本测算, 可比公司盈利预测/估值基于Wind一致预期, 行业指标为个股均值
资料来源: Bloomberg、Wind、华泰研究

图表4: 顺丰控股 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 顺丰控股 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	51,677	94,112	108,379	127,237	141,831
现金	16,418	35,315	46,184	54,063	63,117
应收账款	16,849	30,442	31,403	40,993	43,527
其他应收账款	2,494	4,239	4,565	5,741	6,291
预付账款	3,177	2,936	5,058	4,300	6,625
存货	986.95	1,547	1,734	2,077	2,343
其他流动资产	11,753	19,634	19,435	20,062	19,927
非流动资产	59,483	115,788	120,162	121,603	124,555
长期投资	3,647	7,260	8,898	10,577	12,678
固定投资	22,357	36,926	38,677	38,197	37,567
无形资产	10,633	18,324	19,729	21,146	22,564
其他非流动资产	22,846	53,278	52,859	51,683	51,746
资产总计	111,160	209,900	228,542	248,840	266,386
流动负债	41,809	76,022	88,759	101,044	109,032
短期借款	7,997	18,397	32,765	38,192	38,302
应付账款	15,485	23,468	26,973	31,621	36,335
其他流动负债	18,327	34,157	29,020	31,232	34,395
非流动负债	12,592	35,963	35,420	34,665	33,979
长期借款	1,866	3,511	2,968	2,213	1,526
其他非流动负债	10,726	32,452	32,452	32,452	32,452
负债合计	54,401	111,985	124,179	135,710	143,011
少数股东权益	316.65	14,972	15,839	16,856	17,943
股本	4,556	4,906	4,895	4,895	4,895
资本公积	24,405	46,201	45,661	45,661	45,661
留存公积	26,453	29,194	35,498	43,635	53,295
归属母公司股东权益	56,443	82,943	88,524	96,275	105,433
负债和股东权益	111,160	209,900	228,542	248,840	266,386

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	11,324	15,358	21,562	19,406	28,335
净利润	6,932	3,919	7,881	10,171	12,076
折旧摊销	5,292	7,044	11,151	13,204	13,917
财务费用	852.55	1,563	1,083	1,297	1,235
投资损失	(850.81)	(2,407)	(924.34)	(998.39)	(1,055)
营运资金变动	(1,579)	(1,732)	3,322	(3,229)	3,358
其他经营现金	676.88	6,969	(950.03)	(1,038)	(1,196)
投资活动现金	(14,884)	(17,131)	(14,409)	(13,495)	(15,653)
资本支出	(12,267)	(19,196)	(10,923)	(9,408)	(10,498)
长期投资	(1,150)	582.64	(1,638)	(1,679)	(2,101)
其他投资现金	(1,467)	1,482	(1,848)	(2,408)	(3,054)
筹资活动现金	1,332	21,220	(10,653)	(3,458)	(3,740)
短期借款	1,943	10,401	14,368	5,427	110.89
长期借款	(4,674)	1,645	(542.76)	(755.10)	(686.61)
普通股增加	141.86	349.77	(11.01)	0.00	0.00
资本公积增加	8,281	21,795	(539.49)	0.00	0.00
其他筹资现金	(4,361)	(12,971)	(23,927)	(8,129)	(3,164)
现金净增加额	(2,298)	19,347	(3,499)	2,453	8,943

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	153,987	207,187	270,950	317,178	370,295
营业成本	128,810	181,549	235,093	273,094	316,727
营业税金及附加	378.97	478.73	626.06	732.87	855.61
营业费用	2,252	2,838	3,327	4,149	5,242
管理费用	11,600	15,030	18,580	22,308	27,075
财务费用	852.55	1,563	1,083	1,297	1,235
资产减值损失	(35.06)	(60.39)	(78.98)	(92.45)	(107.93)
公允价值变动收益	134.12	98.95	194.40	142.49	145.28
投资净收益	850.81	2,407	924.34	998.39	1,055
营业利润	10,136	7,248	10,573	13,653	16,191
营业外收入	229.23	289.54	243.92	254.23	262.57
营业外支出	326.07	404.26	308.54	346.29	353.03
利润总额	10,039	7,134	10,508	13,561	16,101
所得税	3,107	3,214	2,627	3,390	4,025
净利润	6,932	3,919	7,881	10,171	12,076
少数股东损益	(394.05)	(349.89)	866.91	1,017	1,087
归属母公司净利润	7,326	4,269	7,014	9,154	10,989
EBITDA	16,162	15,552	22,495	27,772	30,916
EPS (人民币, 基本)	1.64	0.93	1.43	1.87	2.24

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	37.25	34.55	30.78	17.06	16.75
营业利润	36.81	(28.49)	45.86	29.13	18.59
归属母公司净利润	26.39	(41.73)	64.30	30.50	20.05
获利能力 (%)					
毛利率	16.35	12.37	13.23	13.90	14.47
净利率	4.50	1.89	2.91	3.21	3.26
ROE	12.21	4.00	7.55	8.99	9.79
ROIC	15.73	6.65	12.22	15.08	18.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.94	53.35	54.34	54.54	53.69
净负债比率 (%)	9.53	12.25	7.05	3.67	(4.43)
流动比率	1.24	1.24	1.22	1.26	1.30
速动比率	1.02	1.08	1.06	1.12	1.15
营运能力					
总资产周转率	1.51	1.29	1.24	1.33	1.44
应收账款周转率	10.66	8.76	8.76	8.76	8.76
应付账款周转率	9.38	9.32	9.32	9.32	9.32
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.50	0.87	1.43	1.87	2.24
每股经营现金流(最新摊薄)	2.31	3.14	4.40	3.96	5.79
每股净资产(最新摊薄)	11.53	16.94	18.08	19.67	21.54
估值比率					
PE (倍)	33.33	57.20	34.81	26.67	22.22
PB (倍)	4.33	2.94	2.76	2.54	2.32
EV EBITDA (倍)	15.07	16.77	11.42	9.17	7.97

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 顺丰控股（002352 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 顺丰控股（002352 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 顺丰控股（002352 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司