

002352.SZ

增持

原评级: 增持

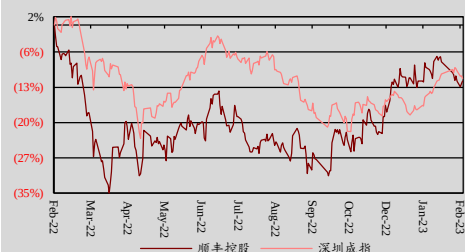
市场价格: 人民币 57.77

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 展望 2023 年, 顺丰控股作为中国物流行业核心资产, 也是中国经济 (消费) 的晴雨表, 随着经济复苏, 将全面带动各项业务呈现上升趋势, 公司业绩有望持续提升。我们预计 2022-2024 年, 公司实现归母净利润 61.58/78.55/117.32 亿元, 同比分别 +44.2%/+27.6%/+49.4%, EPS 分别为 1.26 / 1.60/ 2.40 元/股, 对应 46/36/24 倍 PE, 维持 **增持** 评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(0.0)	(3.1)	15.1	(11.9)
相对深圳成指	(6.6)	(7.4)	8.8	(0.8)

发行股数 (百万)	4,895.20
流通股 (百万)	4,844.29
总市值 (人民币 百万)	282,795.84
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,013.26
主要股东	
深圳明德控股发展有限公司	50.86

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2023 年 2 月 8 日收市价为标准

相关研究报告

《顺丰控股》20221114

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 物流

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

顺丰控股

疫情影响下物流核心资产优势韧性十足, 展望
2023 年业绩有望持续改善

2023 年 1 月 31 日, 公司发布 2022 年度业绩预告, 归母净利润 60.5-62.5 亿元, 同比增长 42-46%, 略低于我们之前预测值 65.1 亿元。公司坚持可持续健康发展策略, 发挥自营模式优势, 确保了 2022 年业绩实现了相对理想的增长, 体现了物流核心资产的韧性优势。展望 2023 年, 公司作为物流行业核心资产, 也是中国经济 (消费) 的晴雨表, 随着经济复苏, 将全面带动各项业务呈现上升趋势, 公司业绩有望持续提升。维持 **增持** 评级。

支撑评级的要点

■ 疫情影响下核心资产优势韧性十足, 2022 年归母净利润超 60 亿元。

2023 年 1 月 31 日, 公司发布 2022 年度业绩预告, 归母净利润 60.5-62.5 亿元, 同比增长 42-46%, 略低于我们之前预测值 65.1 亿元。我们认为, 2022 年受疫情影响, 宏观经济下行直接导致物流需求削减, 同时公司部分网点阶段性受封控影响, 且消费者为了降低感染风险也主动减少对快递服务需求, 据国家邮政局数据, 2022 年快递业务量累计完成 1105.8 亿件, 同比增长 2.1%, 增速处于历史低位水平。此外, 一方面受燃料价格上涨, 公司运输成本有所提升, 对毛利率产生压制效应; 另一方面国际海空运价格下行影响, 对嘉里物流货代相关业务产生负面影响。但公司坚持可持续健康发展策略, 发挥自营模式优势, 确保了 2022 年业绩实现了相对理想的增长, 体现了物流核心资产的韧性优势。

■ 受益于疫情后国内经济持续复苏, 公司 2023 年业绩有望持续改善。

公司是中国物流行业的核心资产, 是中国经济 (消费) 的晴雨表, 受益于疫情后经济持续恢复利好效应, 我们上调时效件增速与 GDP 增速系数至 1.3 (原值为 1.2)。同时, 随着鄂州机场投入使用, 公司物流基础设施竞争优势持续巩固, 中长期投资价值强化凸显。

估值

■ 2022-2024 年, 根据公司最新披露的 2022 年年度业绩预告, 我们调整此前盈利预测, 预计公司实现归母净利润 61.58/78.55/117.32 亿元 (之前预测值为 65.07/87.11/117.74 亿元), 同比分别 +44.2%/+27.6%/+49.4%, EPS 分别为 1.26 / 1.60/ 2.40 元/股, 对应 46/36/24 倍 PE, 维持 **增持** 评级。

评级面临的主要风险

■ 时效快递需求不及预期风险; 快递价格战产生的风险; 新业务培育期产能扩张带来的风险; 快递物流政策变化产生的风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入 (人民币 百万)	153,987	207,187	266,000	292,568	328,258
增长率 (%)	37.3	34.5	28.4	10.0	12.2
EBITDA (人民币 百万)	14,050	17,011	25,284	30,658	36,371
归母净利润 (人民币 百万)	7,326	4,269	6,158	7,855	11,732
增长率 (%)	26.4	(41.7)	44.2	27.6	49.4
最新股本摊薄每股收益 (人民币)	1.50	0.87	1.26	1.60	2.40
调整预测前摊薄 EPS (人民币)			1.33	1.78	2.41
调整幅度 (%)			(5.3)	(10.1)	(0.4)
市盈率 (倍)	59.0	79.0	45.9	36.0	24.1
市净率 (倍)	7.7	4.1	3.2	3.0	2.7
EV/EBITDA (倍)	28.3	21.1	12.1	9.3	6.7
每股股息 (人民币)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.5
股息率 (%)	0.4	0.3	0.5	0.6	0.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	153,987	207,187	266,000	292,568	328,258
营业收入	153,987	207,187	266,000	292,568	328,258
营业成本	128,810	181,549	232,649	252,621	280,396
营业税金及附加	379	479	505	651	704
销售费用	2,252	2,838	2,766	3,043	3,381
管理费用	11,600	15,030	17,928	19,661	21,993
研发费用	1,742	2,155	2,101	2,311	2,593
财务费用	853	1,563	4,088	5,753	4,905
其他收益	1,319	1,768	2,400	2,300	2,400
资产减值损失	(35)	(60)	(8)	(35)	(34)
信用减值损失	(473)	(579)	(429)	0	0
资产处置收益	(12)	40	20	20	20
公允价值变动收益	134	99	27	0	0
投资收益	851	2,407	1,400	1,109	1,120
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	10,136	7,248	9,370	11,923	17,791
营业外收入	229	290	187	220	220
营业外支出	326	404	237	256	256
利润总额	10,039	7,134	9,319	11,887	17,755
所得税	3,107	3,214	2,971	3,789	5,660
净利润	6,932	3,919	6,348	8,098	12,095
少数股东损益	(394)	(350)	190	243	363
归母净利润	7,326	4,269	6,158	7,855	11,732
EBITDA	14,050	17,011	25,284	30,658	36,371
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.50	0.87	1.26	1.60	2.40

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	51,677	94,112	165,596	183,204	201,804
货币资金	16,418	35,315	106,400	117,027	131,303
应收账款	16,849	30,442	30,273	36,506	38,420
应收票据	166	317	304	379	387
存货	987	1,547	1,700	1,826	2,088
预付账款	3,177	2,936	4,897	3,609	5,832
合同资产	399	1,038	804	1,196	1,023
其他流动资产	13,681	22,517	21,218	22,661	22,750
非流动资产	59,483	115,788	116,296	104,026	92,440
长期投资	9,506	14,949	14,580	14,580	14,580
固定资产	22,357	36,926	42,020	38,622	35,553
无形资产	11,174	18,667	19,151	19,418	19,468
其他长期资产	16,446	45,246	40,545	31,406	22,839
资产合计	111,160	209,900	281,892	287,230	294,244
流动负债	41,809	76,022	130,473	135,820	149,816
短期借款	7,997	18,397	70,505	71,987	76,904
应付账款	15,485	23,468	26,449	27,753	32,408
其他流动负债	18,327	34,157	33,519	36,080	40,503
非流动负债	12,592	35,963	48,446	41,960	25,305
长期借款	1,866	3,511	26,857	14,939	1,000
其他长期负债	10,726	32,452	21,589	27,021	24,305
负债合计	54,400	111,985	178,919	177,779	175,120
股本	4,556	4,906	4,895	4,895	4,895
少数股东权益	317	14,972	15,162	15,405	15,768
归属母公司股东权益	56,443	82,943	87,810	94,045	103,355
负债和股东权益合计	111,160	209,900	281,892	287,230	294,244

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	6,932	3,919	6,348	8,098	12,095
折旧摊销	5,353	12,513	15,672	16,411	17,215
营运资金变动	542	(799)	4,496	(4,415)	5,404
其他	(1,504)	(276)	1,244	5,323	3,416
经营活动现金流	11,324	15,358	27,761	25,417	38,130
资本支出	(12,267)	(19,196)	(15,140)	(4,000)	(5,700)
投资变动	(5,282)	(12,097)	860	(59)	(59)
其他	2,666	14,161	(762)	1,188	1,199
投资活动现金流	(14,884)	(17,131)	(15,042)	(2,871)	(4,560)
银行借款	(2,731)	12,046	75,454	(10,436)	(9,022)
股权融资	6,234	(12,826)	(1,291)	(1,620)	(2,422)
其他	(2,172)	22,000	(15,797)	138	(7,850)
筹资活动现金流	1,332	21,220	58,366	(11,918)	(19,294)
净现金流	(2,229)	19,446	71,085	10,627	14,276

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长率(%)	37.3	34.5	28.4	10.0	12.2
营业利润增长率(%)	36.8	(28.5)	29.3	27.2	49.2
归属于母公司净利润增长率(%)	26.4	(41.7)	44.2	27.6	49.4
息税前利润增长率(%)	46.0	(48.3)	113.7	48.2	34.5
息税折旧前利润增长率(%)	34.1	21.1	48.6	21.3	18.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	26.4	(41.7)	44.2	27.6	49.4
获利能力					
息税前利润率(%)	5.6	2.2	3.6	4.9	5.8
营业利润率(%)	6.6	3.5	3.5	4.1	5.4
毛利率(%)	16.3	12.4	12.5	13.7	14.6
归母净利润率(%)	4.8	2.1	2.3	2.7	3.6
ROE(%)	13.0	5.1	7.0	8.4	11.4
ROIC(%)	11.5	2.1	5.2	8.7	16.6
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	0.1	0.2	0.1	0.0	(0.2)
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.3	1.1	1.0	1.1
应收账款周转率	10.7	8.8	8.8	8.8	8.8
应付账款周转率	11.2	10.6	10.7	10.8	10.9
费用率					
销售费用率(%)	1.5	1.4	1.0	1.0	1.0
管理费用率(%)	7.5	7.3	6.7	6.7	6.7
研发费用率(%)	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8
财务费用率(%)	0.6	0.8	1.5	2.0	1.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.5	0.9	1.3	1.6	2.4
每股经营现金流(最新摊薄)	2.3	3.1	5.7	5.2	7.8
每股净资产(最新摊薄)	11.5	16.9	17.9	19.2	21.1
每股股息	0.3	0.2	0.3	0.3	0.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	59.0	79.0	45.9	36.0	24.1
P/B(最新摊薄)	7.7	4.1	3.2	3.0	2.7
EV/EBITDA	28.3	21.1	12.1	9.3	6.7
价格/现金流(倍)	38.1	22.0	10.2	11.1	7.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371