



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

综合物流龙头，双拐点重塑价值

—顺丰控股(002352)公司深度报告

2023 年 10 月 20 日

左前明 能源行业首席分析师

执业编号 S1500518070001

联系电话 010-83326712

邮箱 zuoqianming@cindasc.com

证券研究报告

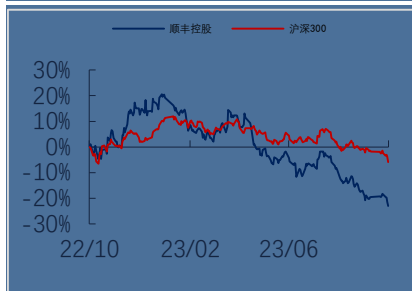
公司研究

公司深度报告

顺丰控股 (002352)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	39.00
52 周内股价波动区间 (元)	61.09-39.00
最近一月涨跌幅 (%)	-5.66
总股本 (亿股)	48.95
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	1,909.13

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

顺丰控股 (002352.SZ) 深度报告：综合物流龙头，双拐点重塑价值

2023 年 10 月 20 日

本期内容提要：

◆激荡三十年，顺丰已从中高端快递引领者跨越发展成为综合物流领跑者

在持续夯实快递基本盘之外，公司多元拓展快运、冷运及医药、同城、供应链及国际等新兴业态，2022 年起新业务已陆续达到各自市场领先地位，合计营收占比首次超过 50%。公司坚持可持续健康发展经营战略，通过网络融通、业务结构优化等多维精益运营助力盈利改善，23H1 扣非归母净利润同比大增 72.5%。

◆经营拐点：经济转盈、快运添利、同城改善

伴随顺丰业务格局框架明晰，三大新业务迎来边际经营拐点：

1) **经济业务回归聚焦直营**。产品结构多次调优，21H2 起陆续清理特惠专配及 23 年 6 月剥离亏损丰网后，主打“电商标快”直营体系产品；

2) **快运或加速利润释放**。22 年起受益网络融通实现净利润 0.28 亿元，格局好转及履约修复双轮驱动，我们预计 23 年进入业务稳健增长与盈利加速释放的新阶段；

3) **同城 23H1 首次实现扭亏**。行业层面，同城即时配送行业发展方兴未艾，预计 20-25 年的 CAGR 为 40.1% (据顺丰同城招股说明书)。公司层面，多元化订单提升韧性，科技赋能降本增效，顺丰同城经营持续优化，23H1 同比扭亏，我们预计 23 全年有望盈利。

◆现金流拐点：经营现金增厚、资本开支收窄，自由现金价值凸显

产能有序投放且资本开支或已达高峰，现金流有望迎来边际拐点：

1) **产能投放接近尾声**。资源层面，网络布局趋于完善，完备物流基础设施构建深厚壁垒。业务发展层面，快运、同城、国际等新业务产能爬坡稳步推进，且均已具备一定自主造血能力，我们分析公司或已从产能投放周期迈向回报周期；

2) **资本开支逐步收窄**。经过过去 2-3 年资本开支高峰期后，我们判断公司替代性及前瞻性资本开支或已基本到位，预计全年资本开支总额与 22 年相比有所下滑，且资源管控精准投入或驱动资本开支占收入比例进一步下滑；

3) **健康经营现金流改善**。剔除与经营无关的税费返还因素之后，公司自由现金流自 2021 年-40 亿元转正至 2022 年 128.70 亿元，23H1 自由现金流进一步同比大增 49.8%。展望未来，我们分析一方面公司业务规模增长有望带来经营性现金流持续增长，另一方面公司资本开支或已达高峰、未来或逐步收窄，整体自由现金流有望延续增长。

◆鄂州机场有望带来超额收益

收入端，航空覆盖度提升驱动存量陆运快件升级，时效件票单价及利润能力仍有提高空间；成本费用端，短期主要影响体现为转运中心转固折摊及初期参股机场投资亏损等，我们判断影响或有限，且中长期轴辐式网络建成后随装载率及航网效率提升，空网单位成本或进一步下降。展望未来，我们认为顺丰将以鄂州机场为翼，以嘉里物流为矛，以东南亚为起点，稳步推进国际化战略。

◆盈利预测与投资评级

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 85.15 亿元、116.40 亿元、151.20 亿元，对应 PE 分别 22 倍、16 倍、13 倍。综合分部估值和整体估值，我们测算公司 2023 年目标市值约 2935 亿元。公司作为综合快递物流龙头，经营拐点及现金流拐点双重凸显，我们认为当前股价安全边际较为充足，中长期价值空间广阔，首次覆盖给予“买入”评级。

◆股价催化剂：季报扣非业绩超预期；月度经营数据超预期；鄂州枢纽项目推进。

◆风险因素：时效件需求不及预期；新业务改善不及预期；产能投放超预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	207,187	267,490	289,080	326,519	357,705
增长率 YoY %	34.5%	29.1%	8.1%	13.0%	9.6%
归属母公司净利润(百万元)	4,269	6,174	8,515	11,640	15,120
增长率 YoY%	-41.7%	44.6%	37.9%	36.7%	29.9%
毛利率%	12.4%	12.5%	13.3%	15.0%	16.2%
净资产收益率ROE%	5.1%	7.2%	9.1%	11.2%	12.8%
EPS(摊薄)(元)	0.87	1.26	1.74	2.38	3.09
市盈率 P/E(倍)	44.72	30.92	22.42	16.40	12.63
市净率 P/B(倍)	2.30	2.21	2.03	1.83	1.62

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 10 月 19 日收盘价

目 录

投资聚焦.....	6
1 综合物流领跑者，精益运营显成效.....	6
2 经营拐点：经济转盈、快运添利、同城改善.....	8
2.1 业务格局框架明晰.....	8
2.2 产品结构多次调优，经济业务预计转盈.....	9
2.3 快运格局好转叠加货量增长或加速利润释放.....	10
2.4 多元拓展及科技赋能，同城 23H1 首度实现扭亏.....	12
3 现金流拐点：健康经营、资本开支收窄，自由现金价值凸显.....	15
3.1 网络布局趋于完善，增量性能投放或将收窄.....	15
3.2 资本开支逐步收窄，未来布局更加有序.....	16
3.3 健康经营助推现金流明显改善.....	17
4 鄂州机场有望带来超额收益.....	19
4.1 亚洲首个货运机场鄂州枢纽投运，规划货邮吞吐量可观.....	19
4.2 项目短期成本费用压力可控，无需担忧.....	20
4.3 航空件覆盖度提升有望带来利润增长.....	21
4.4 以鄂州机场为翼，以嘉里物流为矛，国际化战略稳步推进.....	22
5 盈利预测、估值与投资评级.....	24
5.1 预计公司 2023 年归母净利润 85.15 亿元.....	24
5.2 测算公司目标市值 2935 亿元，首次覆盖“买入”评级.....	25
6 风险因素.....	28

表 目 录

表 1：顺丰经济业务发展历程.....	10
表 2：顺丰快运业务发展历程.....	11
表 3：顺丰 A 股上市后再融资情况.....	16
表 4：鄂州机场建设历程.....	19
表 5：收入预测表.....	24
表 6：简易利润表.....	25
表 7：顺丰控股分部估值测算（金额单位：亿元）.....	26

图 目 录

图 1：顺丰股权结构（前五大股东情况）及重要子公司一览（截至 23H1）.....	6
图 2：2022 年顺丰分业务板块收入及同比增速.....	7
图 3：公司归母净利率稳步回升.....	7
图 4：公司扣非归母净利率稳步回升.....	7
图 5：公司发展战略明确聚焦三大核心领域.....	8
图 6：公司业务框架明晰.....	9
图 7：21 年下半年起特惠专配业务占比逐季度减小.....	10
图 8：直营电商标快 21Q4 起毛利转正.....	10
图 9：2021 年起零担物流运价开始回暖.....	11
图 10：大件分部净利润 2022 年开始转盈.....	11
图 11：预计 2025 年中国第三方即时配送年订单量达 163 亿单.....	12
图 12：顺丰在第三方即时配送行业市占率第一（截止 21 年 3 月末止 12 个月）.....	12
图 13：顺丰同城全场景模型覆盖四大核心场景.....	13
图 14：同城业务收入持续高增.....	13
图 15：同城业务收入结构趋于多元化.....	13
图 16：顺丰同城（9699.HK）23H1 归母净利润扭亏为盈.....	14
图 17：顺丰同城（9699.HK）23H1 归母净利率转正.....	14
图 18：天网、地网及信息网“三网”趋于健全.....	15
图 19：2022 年公司主要分部盈利明显好转.....	16
图 20：公司扣非归母净利润稳步好转.....	16
图 21：2017-23H1 资本开支细分构成（亿元）.....	17
图 22：公司资产类资本开支高位回落（金额单位：亿元）.....	17
图 23：公司经营性现金流净额稳步增长（单位：亿元）.....	17
图 24：公司盈利现金比率稳步增长.....	17
图 25：公司自由现金流 22 年转正后延续正增长（亿元，剔除收到的税费返还）.....	18
图 26：2030 年鄂州机场货邮吞吐量将达到 330 万吨.....	20
图 27：2030 年鄂州机场起降架次将达到 9.2 万架次.....	20

图 28: 23H1 鄂州机场投资亏损环比扩张 0.23 亿元	20
图 29: 顺丰对联营企业和合营企业的投资收益体量较小	20
图 30: 顺丰控股折旧与摊销费用占营业收入比重情况	21
图 31: 鄂州枢纽航线切换后公司航空次晨达城市数量有望提升	21
图 32: 1.5-2 小时飞行可覆盖经济人口占全国 90% 地区	22
图 33: 顺丰航空从“点对点”网络向“轴辐式”网络转变	22
图 34: 公司全球服务网络逐步拓展至各大洲, 发展空间广阔	22
图 35: 顺丰国际业务发展规划	23
图 36: 顺丰控股 A 股上市以来 PE(TTM) 估值平均 44 倍左右	27

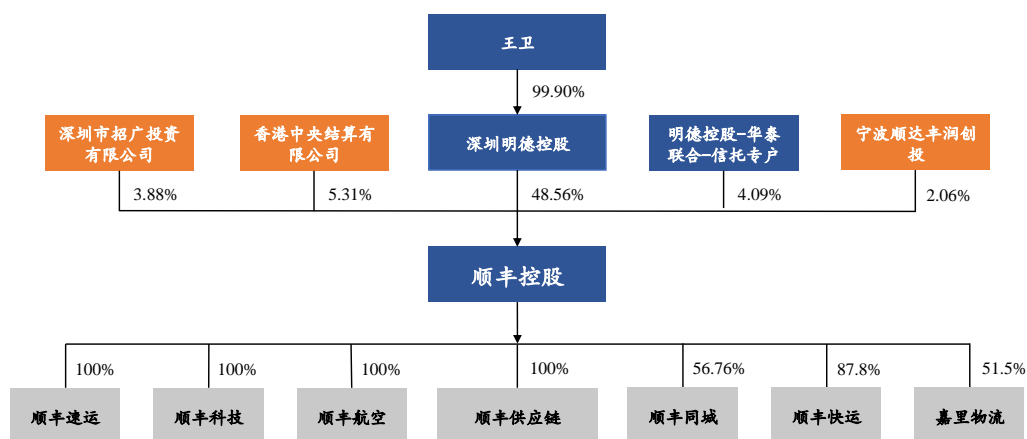
投资聚焦

顺丰控股为我国快递物流综合性龙头，我们看好公司双重拐点显现及两大预期差消除。双重拐点方面，我们认为公司具备经营及现金流双拐点，经济、快运、同城等新业务盈利改善驱动经营拐点，此外经营改善叠加资本开支收窄驱动自由现金流拐点。两大预期差方面，其一关于业绩成长性，市场从宏观需求角度担心公司未来业绩成长性，但我们认为时效件单量增长，叠加经济和快运经营改善及多网融通，利润预计还能维持相对高增长；其二关于鄂州枢纽项目，市场担心鄂州项目或导致公司报表一定程度承压，但我们认为投资亏损、成本端折摊及运营成本影响或有限，同时转运枢纽投产有望拉动公司高端产品覆盖度提升。

1 综合物流领跑者，精益运营显成效

激荡三十年，实控人王卫先生引领顺丰行稳致远。从股权结构看，公司创始人及实际控制人王卫通过深圳明德控股间接控制顺丰近 55% 股权。借壳上市以来股权结构集中且稳定。主要子公司包括顺丰速运、顺丰科技、顺丰航空、顺丰供应链、顺丰同城、顺丰快运、顺丰冷链和嘉里物流等，分别涵盖了公司各大核心业务板块。

图1：顺丰股权结构（前五大股东情况）及重要子公司一览（截至 23H1）



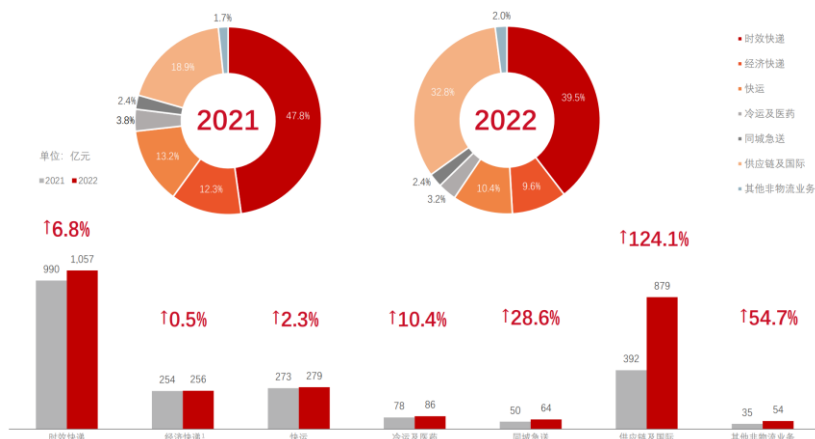
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

夯实快递业务基本盘，多元拓展综合大物流。自 2013 年引入战投启动多元化服务布局以来，公司快运、冷运及医药、同城、供应链及国际等新兴业态发展迅猛，新业务营收占比由 2016 年 10% 高增至 2022 年 51%，22 年同比增速达 65%，助力顺丰从中高端快递引领者跨越发展成为综合物流领跑者。

- 1) 时效件：**直营制、航空网络及末端服务多维构建深厚壁垒，得益于服务体验提升及新兴电商平台退换货场景拓展，23H1 营收同比增长 13.8% 至 560.70 亿元，扎实构筑业绩基本盘。
- 2) 经济件：**差异化竞争策略下，产品结构持续优化叠加电商标快业务量增长，23H1 营收同比正增 2.7% 至 121.29 亿元，我们分析盈利能力有所提升。
- 3) 快运业务：**受益于价格改善、网络融通推进及科技赋能效益提升，23H1 快运业务同比增长 15.0% 至 151.21 亿元，且 22 年起大件分部扭亏为盈，我们预计 23 年利润或加速释放。

- 4) **冷运及医药业务:** 公司仓网协同及一体化供应链竞争优势明显, 伴随服务网络延伸及行业集中度提升, 23H1 营收同比增长 31.3%至 53.39 亿元。
- 5) **同城业务:** 通过高价值订单增长及科技驱动, 22 年分部净亏损同比收窄 6.12 亿元至 2.87 亿元, 23H1 开始扭亏为盈。
- 6) **供应链及国际业务:** 21 年四季度嘉里物流并表后生态版图逐步完善, 但 23 年上半年受国际空运景气下行影响, 23H1 营收同比下降 38.0%至 288.57 亿元。

图2: 2022 年顺丰分业务板块收入及同比增速



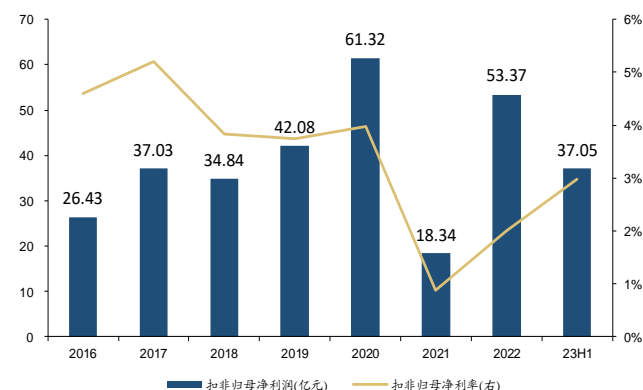
资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

坚持可持续健康发展经营战略, 精益运营助力盈利改善。 战略层面, 公司 2021 年以来推动网络融通、资源复用, 从原四网融通向多网融通 (新增嘉里物流、冷运医药、新夏晖等) 持续深化, 降本增效成果显著, 2023 年 6 月向极兔剥离亏损的加盟制丰网, 进一步聚焦直营主业。盈利层面, 国际货运市场走弱背景下 23H1 扣非归母净利润大增 72.5%至 37.05 亿元, 扣非归母净利率同比提升 1.3pts 至 3.0%, 收入高质量发展和成本精益管控持续兑现。

图3: 公司归母净利率稳步回升



图4: 公司扣非归母净利率稳步回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2 经营拐点：经济转盈、快运添利、同城改善

2.1 业务格局框架明晰

公司致力于提供国内及国际端到端综合物流服务。顺丰进一步将发展战略明确聚焦“网络标准型产品、数字化行业供应链服务、全球端到端供应链服务”三大领域：

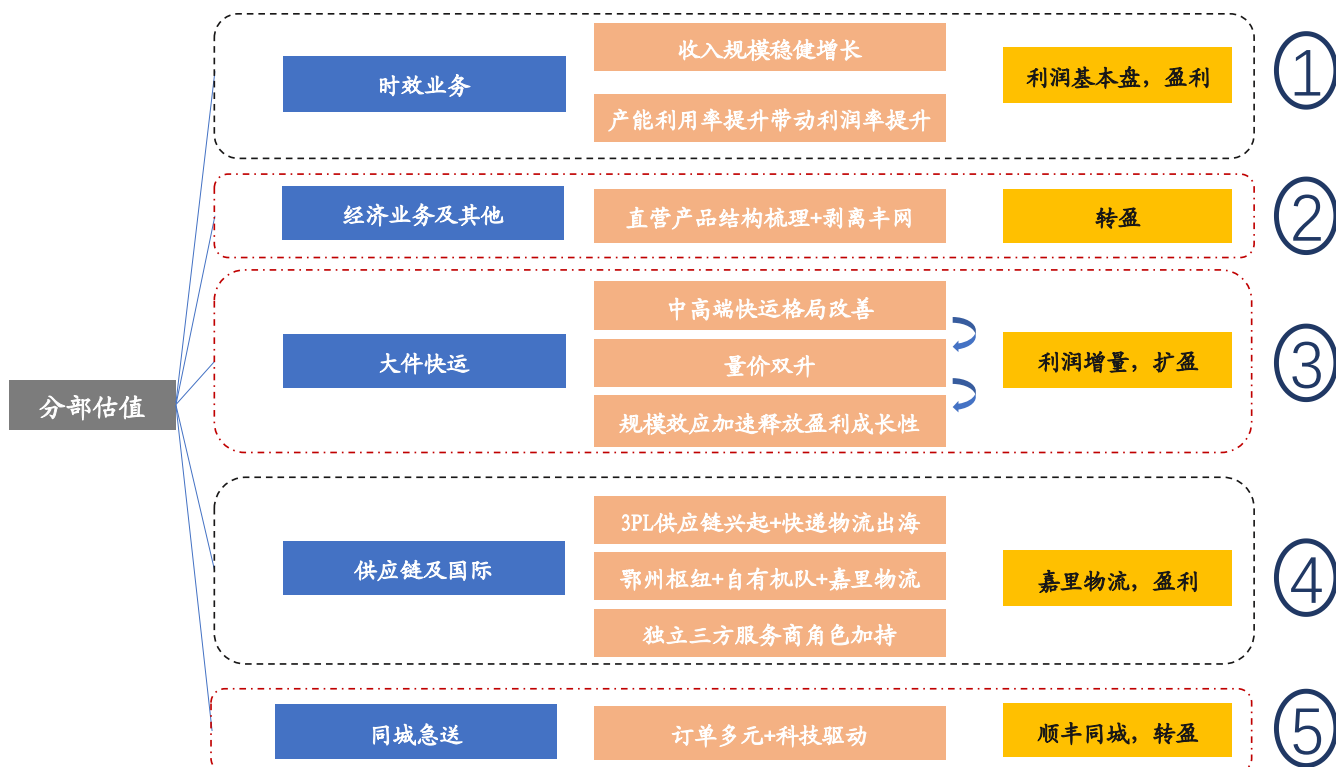
- 1) **一张网络、两大产品、三种时效**：根据不同客群、场景、渠道及流向等，匹配不同产品策略，聚焦中高端，将网络标准型快递产品主要分为特快、标快、经济三大品类，以满足差异化多元化客户需求。
- 2) **科技底盘行业领先，数字化驱动降本增效**：公司自主研发数智化供应链，可覆盖各个业务环节和场景，进一步推动物流全链路的信息互联互通，提升各环节的运作效率并降低运营成本。
- 3) **全球化布局加速拓展，国际竞争力持续强化**：公司对内持续加码机队引入及鄂州机场枢纽布局，对外携手嘉里物流实现国际货代网络、物流基础设施、B2B 业务等多方面的战略协同与优势互补。

图5：公司发展战略明确聚焦三大核心领域



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司当前业务格局框架已逐渐明晰。时效业务方面，收入稳增基础上产能利用率提升驱动利润率提升，基本盘稳固；经济等其他业务方面，客户及产品结构梳理下有望加速经营改善；大件快运业务方面，量价双升叠加网络融通成本改善有望释放利润增量；供应链及国际业务方面，顺应快递出海趋势具备中远期大空间；同城急送方面，订单多元化及科技驱动下，有望转盈。

图6：公司业务框架明晰


资料来源：信达证券研发中心

2.2 产品结构多次调优，经济业务预计转盈

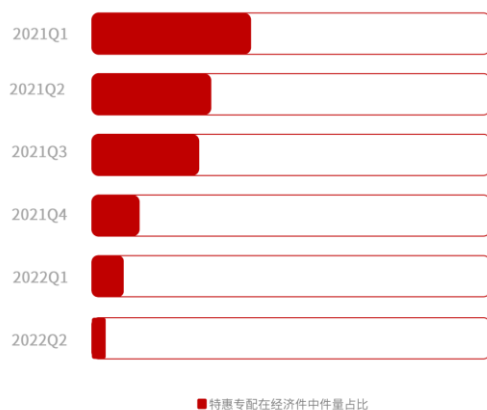
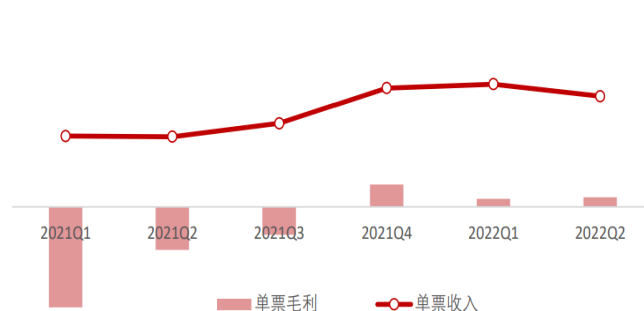
经济产品结构及分层多次调优，营运模式更加清晰。2017年，公司经济件首次全面升级，将品类主要分为特惠系列和仓储服务两大类。2021年4月，公司经济产品体系再升级，采用“直营+加盟”双品牌运营模式并将原标准陆运业务升级为时效快递业务下的“顺丰标快”产品，其中直营又包括主打的“电商标快”（原“特惠”系列产品时效升级，服务定位中高端客群，票均单价较市场电商件高）和“特惠专配”（2019年5月推出，定位填仓和中低端，时效及服务标准略低于电商标快），而加盟主要由丰网速运实现（对标通达系主打性价比），品牌之间相互区分服务标准和定价。公司产品体系全面升级，将原经济产品中的标准陆运业务并入顺丰标快。21年下半年起，公司强调差异化竞争，逐步收窄低毛利特惠专配产品业务量规模，并于22年7月实现全部退市。23年6月，公司完成丰网100%股权出售交割，此后经济快递将大力发展“电商标快”，产品层次聚焦中高端直营，有助于快递业务利润的稳步增长。

表1：顺丰经济业务发展历程

时间	发展历程
2017 年前	2013-2017 年，原有经济型快递服务顺丰特惠高速增长，主要寄递非紧急物品，票均单价 30 元以上 2013 年顺丰推出“电商特惠”和“电商速配”（统称电商件），票均单价 12-15 元
2017 年	经济产品进行全面优化升级，打造了一套专属于经济产品的独立运营模式，主要包含以下两大类产品： 1) 特惠系列：指定服务范围和寄送时间内收寄，平均 2-4 天送达； 2) 仓储服务：提供专业单仓、全国分仓、数字化云仓等专业仓储服务
2019 年	5 月推出“特惠专配”新产品，针对中低端电商客户，最低票均单价 4-5 元，拉动经济板块业务量迅速提升
2020 年	新成立加盟模式运营品牌“丰网速运”，9 月起网开通运营，主打性价比，对标通达系
2021 年	4 月产品体系全面升级，原经济产品中的“标准陆运”产品同步升级为时效快递业务下的“顺丰标快”产品 “直营+加盟”双品牌，其中直营主打“电商标快”（时效提升，服务中高端客群，票均单价较市场电商件高 2-3 元），外加“特惠专配”（定位填仓，时效及服务标准略低于电商标快），而加盟主要由丰网速运实现，品牌之间相互区分服务标准和定价。下半年起公司强调差异化竞争，逐步收窄低毛利特惠专配产品业务量规模
2022 年	低毛利“特惠专配”于 7 月完成全部退市
2023 年	5 月公告拟 11.8 亿元向极兔出售丰网 100%股权，6 月完成交割

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

以**利润和效益为重心，经济业务预计转盈**。复盘经济件过去多次产品调整，可侧面体现公司发展重心变化。20 年起公司尝试通过填仓、加盟等方式复用全网冗余产能以承接高速发展的电商件需求，同时进一步摊薄淡季时大网在收、转、运、派各环节刚性成本。但持续高压的市场竞争环境下公司主动调整战略方向，收窄高折扣、低毛利客户后，21Q4 直营电商件（不含丰网及仓储）毛利转正，调优成效明显。此外公告 6 月剥离亏损丰网（公告 22 年及 23Q1 丰网分别亏损-7.47 亿元，-1.43 亿元），预计今年经济业务有望转盈。

图7：21 年下半年起特惠专配业务占比逐季度减小

图8：直营电商标快 21Q4 起毛利转正


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2.3 快运格局好转叠加货量增长或加速利润释放

依托快递网络的先天优势，迅速崛起占据万亿零担快运市场龙头。2015 年，顺丰依托直营快递网络底盘正式推出直营制重货运输产品，此后几年分别从重量，时效及客户需求方面不断将产品细分拓展至物流普运、重货快运、重货专运、小票零担等。2018 年 3 月，公司以 17 亿元收购加盟制的广东新邦物流快运业务，并于同年建立“顺心捷达”加盟快运品牌，凭借快递网络迅速起网搭建营运底盘。2019 年，孵化 4 年之久的直营模式“顺丰快运”品牌正式

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 10

发布，与“顺心捷达”形成“直营+加盟”双品牌运营，“顺丰快运”定位高时效、高质量及高服务体验的中高端市场，“顺心捷达”专注全网型中端快运市场。2020年，公司持续加强场线资源投入，网点数量及货量快速增长。2021年，公司年度零担经营货量达1465万吨，首次登顶行业榜首（运联智库），且零担单价开始回暖，量价齐升经营边际改善明显。2022年行业并购整合加速，集中度逐渐提升，公司收入端进一步拓展B端生产与商业流通及C端生活场景，成本端加速网络融通和资源整合扩大共享效益。

行业格局好转，若经济修复或加速利润释放。经过多年业务孵化和营运底盘搭建，顺丰已逐步夯实其在快运市场的领先能力。公司直营网络的快运业务基于“坚持时效领先、坚持策略稳定、坚持专业精进”的服务致胜方针打造市场竞争优势。2023上半年，公司快运业务规模继续保持增长，通过持续资源投入提升交付品质，同时精准优化成本结构，实现了利润同比较大幅度提升。

表2：顺丰快运业务发展历程

时间	发展历程
2015年	正式推出重货运输产品，主要包含物流普运（定位20KG以上以陆运为主的经济性零担物流产品）和重货快运（依托于航空资源推出非标类重货快递产品）
2017年	新添重货专运新产品（根据客户发运整车货物需求定制的专运产品）
2018年	根据重量进一步将物流普运细分为重货包裹（单票20-100KG）和小票零担（单票100-500KG）3月，新收购广东新邦物流业务，并建立“顺心捷达”加盟快运品牌
2019年	7月，直营模式“顺丰快运”品牌正式发布，与2018年起网的加盟“顺心捷达”形成双品牌，“顺丰快运”定位高时效、高质量及高服务体验的中高端市场，“顺心捷达”专注全网型中端快运市场
2020年	加速扩张搭建营运底盘，8月“顺心捷达”网点数量突破1万家，年底快运中转场从2019年51个大增至185个，网点达到1500个
2021年	量价齐升，零担经营货量首次登顶行业榜首（运联智库），且零担单价开始回暖
2022年	行业并购整合加速，集中度逐渐提升，收入端进一步拓展B端生产与商业流通及C端生活场景，成本端加速网络融通和资源整合扩大共享效益

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图9：2021年起零担物流运价开始回暖

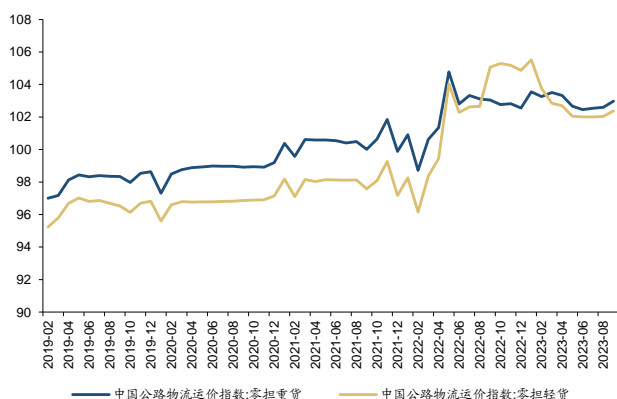
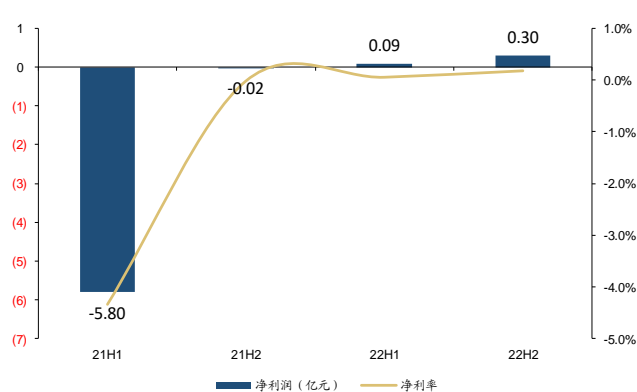


图10：大件分部净利润2022年开始转盈



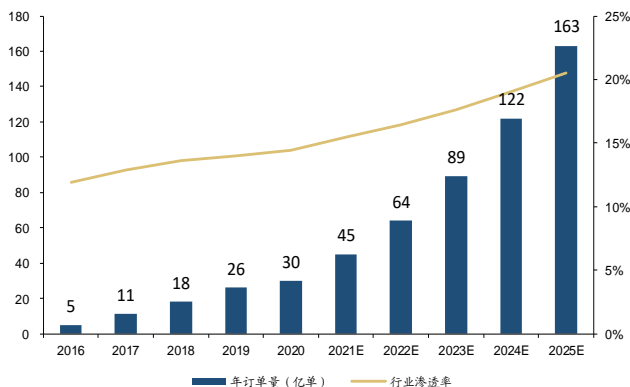
资料来源：Wind，信达证券研发中心

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.4 多元拓展及科技赋能，同城 23H1 首度实现扭亏

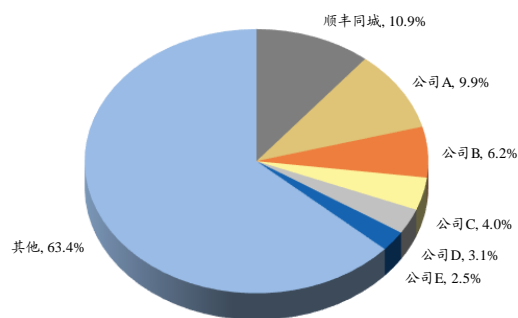
锚定独立第三方即时配送平台，行业发展方兴未艾。顺丰自 2016 年开展同城即时配送业务，2019 年正式独立运营，并于 2021 年 12 月成功赴港上市。据顺丰同城招股书转引艾瑞咨询数据，第三方即时配送年订单量仍处于高速发展，预计 2020-2025 年的复合年增长率 40.1%，2025 年行业渗透率或突破 20%，而顺丰同城通过多年高速增长已成为国内最大的独立第三方即时配送服务商，2022 年度活跃消费者 1560 万人，年度付费商家达 33 万家。

图11：预计 2025 年中国第三方即时配送年订单量达 163 亿单



资料来源：顺丰同城招股说明书，艾瑞咨询，信达证券研发中心

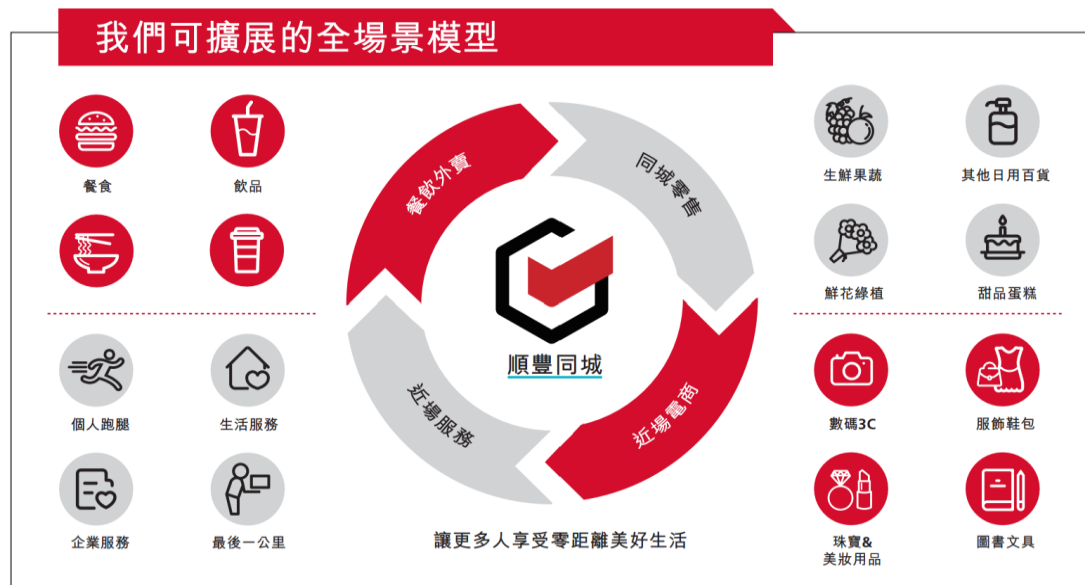
图12：顺丰在第三方即时配送行业市占率第一（截止 21 年 3 月末止 12 个月）



资料来源：顺丰同城招股说明书，艾瑞咨询，信达证券研发中心

延续品质服务基因，全场景模式驱动增长。顺丰坚持打造全场景的独立第三方配送平台，业务范围涵盖本地餐饮（餐食、饮品）、同城零售（偏日常的生鲜、鲜花、百货等生活用品）、近场电商（电商渗透率较高的服装、美妆、3C 等品类）、近场服务（以企业和个人为主的即时服务）四大核心场景。我们认为，即时配送与传统快递业务差异在于，商业模式存在轻资产运营、多元化需求、高时效敏感三大特征，而顺丰一方面凭借多年快递运维经验迅速铺开网络实现高速增长，一方面构建 B 端 C 端全覆盖产品矩阵，拓展服务边界，满足多元化需求，一方面持续升级品牌及服务，23 年上半年“同城半日达”产品已扩展至 130 个城市。多维差异化竞争壁垒建设及专业化服务能力提升使得顺丰同城领先地位不断夯实。

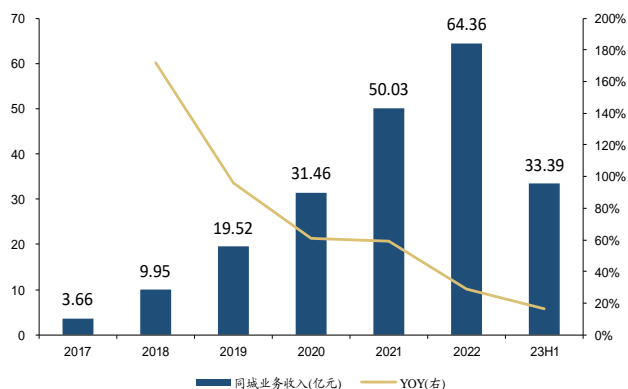
图13：顺丰同城全场景模型覆盖四大核心场景



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

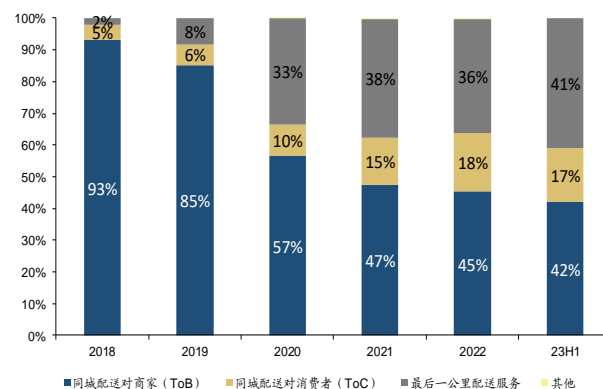
多元化订单提升韧性，科技赋能降本增效。顺丰同城经营持续优化，23H1 归母净利润首度扭亏至 0.30 亿元。我们分析三大因素驱动同城经营向好：1）规模效应优势凸显：受益于年订单量爆发增长，公司规模经济与网络效应进一步释放，推动单位履约成本持续下降；2）订单结构多元化：公司积极探索新消费生态，不断渗透多元场景，差异化服务牵引高价值订单，多极化增长引擎趋势延续提升韧性；3）科技赋能效率优化：高效稳定的科技能力驱动全场景业务融合调度、全渠道订单和全流程高效管理、运力网络更优效能。

图14：同城业务收入持续高增

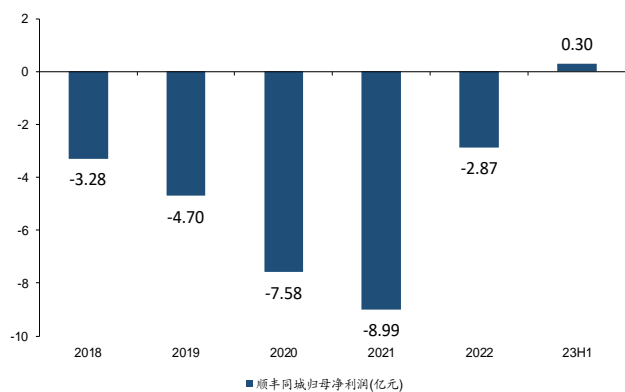


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

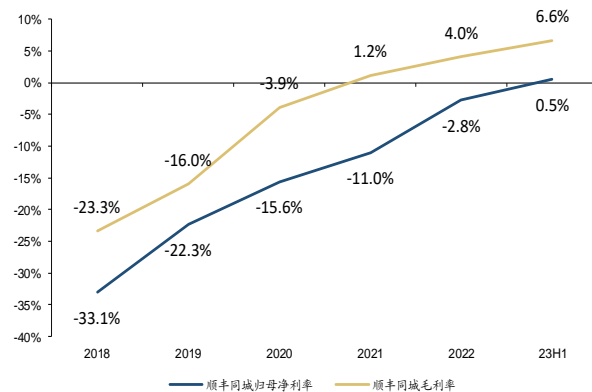
图15：同城业务收入结构趋于多元化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图16: 顺丰同城 (9699.HK) 23H1 归母净利润扭亏为盈


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图17: 顺丰同城 (9699.HK) 23H1 归母净利率转正


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

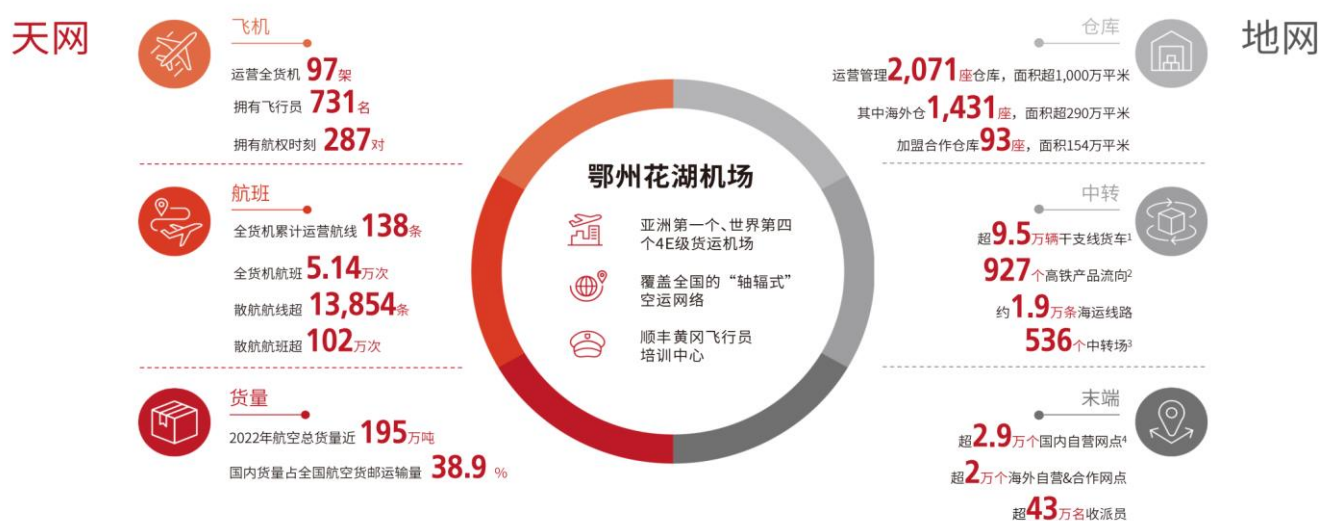
3 现金流拐点：健康经营、资本开支收窄，自由现金价值凸显

3.1 网络布局趋于完善，增量性产能投放或将收窄

从资源积累、业务发展两大视角看顺丰布局现状：

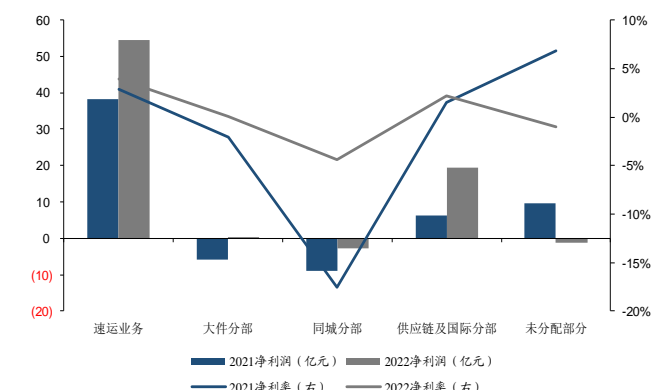
1) 资源积累层面，完备物流基础设施构建深厚壁垒。物流资源主要可划分为运输工具、航空等运力资源，以及办公楼、土地、分拣中心等场地资源。而顺丰打造“天网+地网+信息网”，物流基础设施布局健全。截至 2022 年末，顺丰共有在飞自营全货机 77 架，租赁 20 架全货机，拥有超 2.9 万个国内自营网点和 2 万个海外网点，39 个枢纽级中转场，304 个片区中转场，自营及外包干支线车辆约 9.5 万辆及 2071 个运营管理仓库。多年以来的累积投入，构筑起稳健的网络运营底盘。

图18：天网、地网及信息网“三网”趋于健全

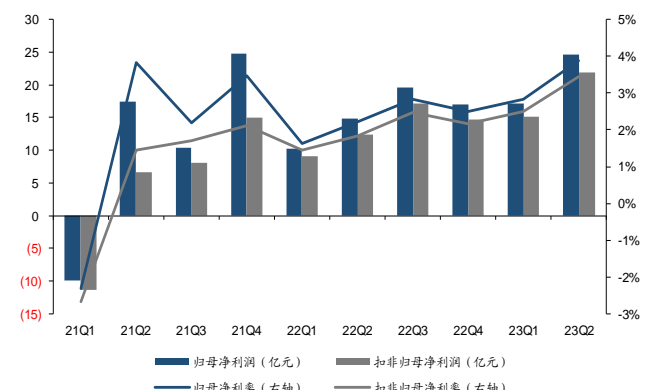


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2) 业务发展层面，增量性产能投放周期或将收窄，新业务逐步迈入回报周期。顺丰前期产能投入主要围绕时效件进行，大规模的设备和中转投入拉动件量高增，但产能投放富余后尝试通过低毛利经济件填仓以提升整体产能利用率，以及通过网络融通削减资源重复投入，侧面凸显公司产能投放周期或接近尾声。此外，基于长远战略的前瞻性投入促使快运、同城、国际等新业务的产能爬坡稳步推进，且目前均具备一定的自主造血能力，以满足投资活动所需的资金投入，我们分析公司或已从产能投放周期迈向回报周期。

图19：2022 年公司主要分部盈利明显好转


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图20：公司扣非归母净利润稳步好转


资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.2 资本开支逐步收窄，未来布局更加有序

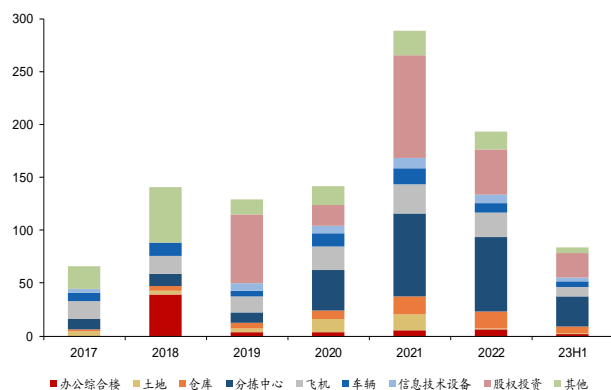
升级性及前瞻性资本开支已基本到位。顺丰 A 股上市后 2 次定增和 1 次可转债共募集超 330 亿元。从募投项目看，可以大致分为陆路、航空等运力资源补充项目，自动化设备、中转场、机场等大型物流基础设施建设项目，信息平台、信息系统及数智化供应链等研发项目，以及流动性补充和贷款偿还等。

表3：顺丰 A 股上市后再融资情况

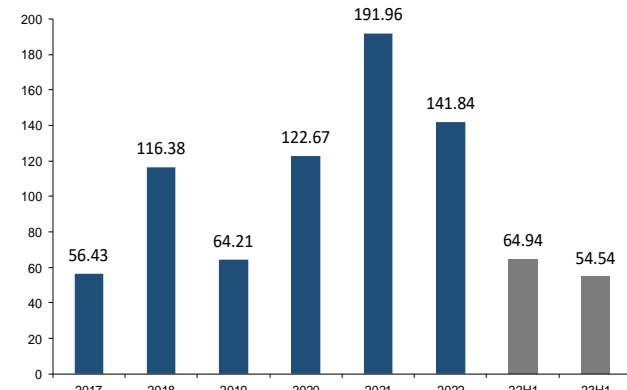
时间	融资方式	募资净额	资金用途
2017.08	定向增发	78.22 亿元	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 航材购置及飞行支持项目 26.36 亿元 ✓ 冷运车辆与温控设备采购项目 2.92 亿元 ✓ 信息服务平台建设及下一代物流信息化技术研发项目 38.47 亿元 ✓ 中转场建设项目 11.94 亿元 ✓ 永久性补充流动资金 0.03 亿元
2019.11	可转债	57.77 亿元	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 飞机购置及航材购置维修项目 15.2 亿元 ✓ 智慧物流信息系统建设项目 14.9 亿元 ✓ 速运设备自动化升级项目 10 亿元 ✓ 陆路运力提升项目 5.9 亿元 ✓ 偿还银行贷款 12 亿元
2021.11	定向增发	200.50 亿元	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 速运设备自动化升级项目 69.43 亿元 ✓ 新建湖北鄂州民用机场转运中心工程项目 26 亿元 ✓ 数智化供应链系统解决方案建设项目 30 亿元 ✓ 陆路运力提升项目 20 亿元 ✓ 航材购置维修项目 19.07 亿元 ✓ 补充流动资金 36 亿元

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

资本开支呈高位回落、逐步收窄趋势。2022 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 141.84 亿元，较 2021 年高峰回落 26.1%。23H1 公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 54.54 亿元，同比进一步下降 16.0%。全年看，我们预计资本开支保持在合理水平，产业园建设、中转场自动化、运力购置占比在 20-25%左右，此外还有少部分科技、日常资产等投入。

图21：2017-23H1 资本开支细分构成（亿元）


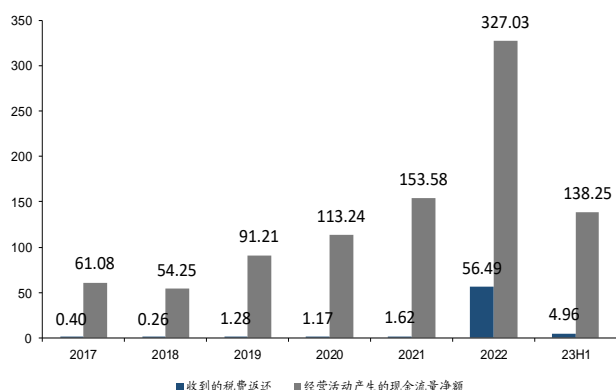
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图22：公司资产类资本开支高位回落（金额单位：亿元）


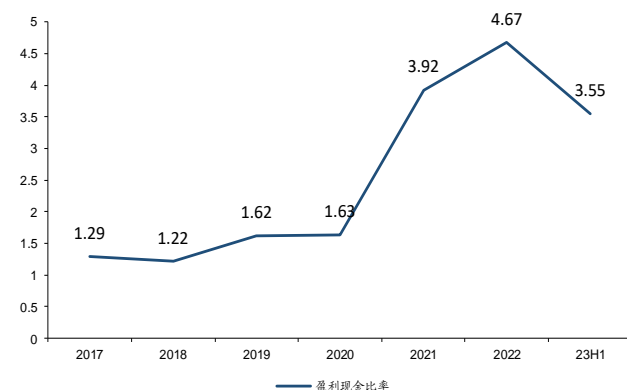
资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.3 健康经营助推现金流明显改善

公司经营能力稳步提升。2021 年以来公司坚持可持续健康发展的经营基调，持续深化融通与改革，释放整体资源的协同效率，修炼经营“内功”，增强内生“造血”能力。公司盈利现金比率由 2017 年 1.29 倍提升至 2022 年 4.67 倍，此外剔除与经营能力无关的税费返还因素影响之后，经营性现金流净额 2017-2022 年复合增长 34.8%，23H1 进一步同比增长 13.4%。展望未来，我们认为多元综合物流业务拓展有望持续增强现金创造能力，叠加精益运营之下现金保留能力同样夯实，公司经营能力有望稳步提升。

图23：公司经营性现金流净额稳步增长（单位：亿元）


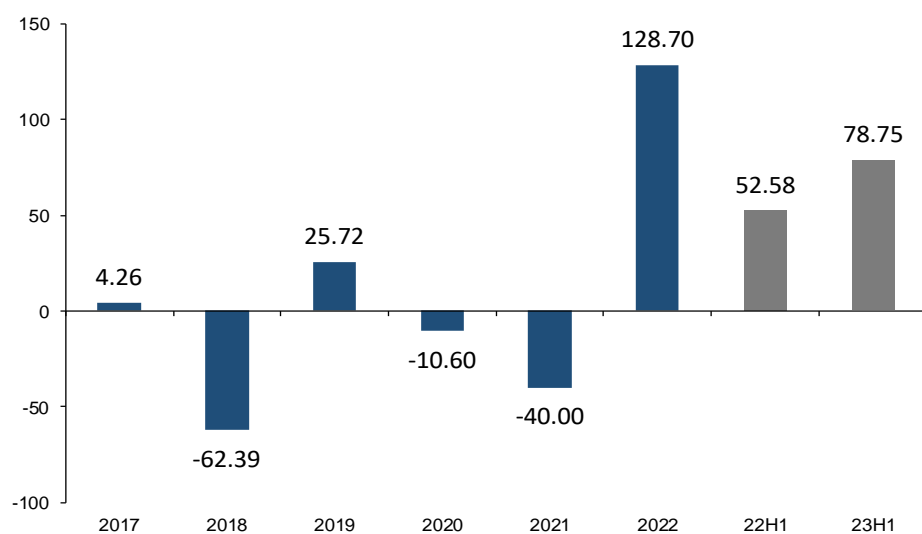
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图24：公司盈利现金比率稳步增长


资料来源：Wind，信达证券研发中心

健康经营叠加资本开支收窄，助推自由现金流增长。剔除与经营无关的税费返还因素之后，公司自由现金流自 2021 年-40 亿元转正至 2022 年 128.70 亿元，23H1 自由现金流进一步同比大增 49.8%。展望未来，我们分析一方面公司业务规模增长有望带来经营性现金流持续增长，另一方面公司资本开支或已达高峰、未来或逐步收窄，整体自由现金流有望延续增长。

图25：公司自由现金流 22 年转正后延续正增长（亿元，剔除收到的税费返还）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

备注：自由现金流=经营活动产生的现金流量净额-收到的税费返还-购建固定资产、无形资产及其他长期资产的现金流出

4 鄂州机场有望带来超额收益

4.1 亚洲首个货运机场鄂州枢纽投运，规划货邮吞吐量可观

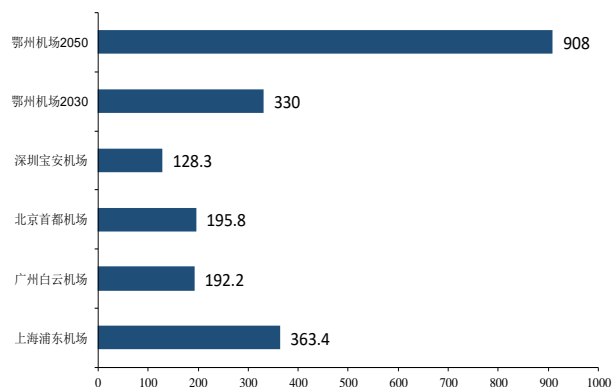
鄂州花湖机场已投产，配套转运即将投运。据鄂州市政府网，鄂州花湖机场于 2022 年 7 月正式投入运营，从规划至投运共经历 8 年时间，工程总投资达 308.4 亿元，其中顺丰泰森持股比例 46%，此外顺丰投资 115.29 亿元自建鄂州机场转运中心。2022 年 11 月 27 日，顺丰航空全货机在鄂州枢纽通航。2023 年 7 月，顺丰航空货运航线转场工作正式启动。2023 年 9 月转场工作正式完成，国际国内货运航线总数近 50 条，一张以鄂州花湖机场为中心，以深圳、北京、杭州、成都等地机场为区域枢纽，覆盖华北、华东、华南大部分地区的“轴辐式”货运航空网络已基本形成，随着货运航线转场工作的完成，顺丰转运中心也已逐步投入使用，至此鄂州花湖机场转运中心成为顺丰在全国最大的中转分拣中心，我们预计未来鄂州机场将有更多的航班接入，形成覆盖全国的高效物流网络。

表4：鄂州机场建设历程

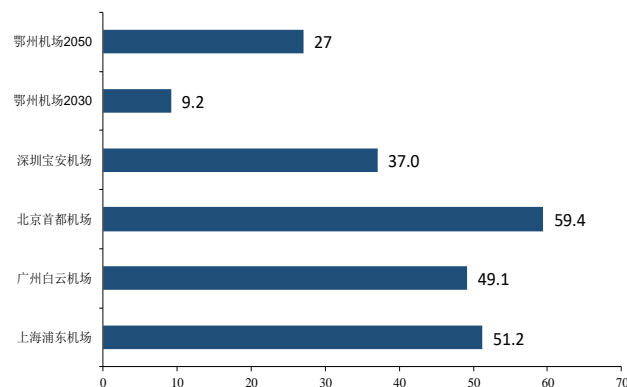
时间	项目进展
2013.06	顺丰初步规划在中国中部地区建设货运门户枢纽机场
2015.01	湖北省政府与顺丰控股签署了战略合作协议，共同谋划推进湖北国际物流核心枢纽项目
2016.04	鄂州机场建设项目选址方案获得民航局批准，确定项目场址为鄂州燕矶
2017.12	1) 湖北交投、顺丰（子公司顺丰泰森）、农银投资按 49: 46: 5 的比例出资成立湖北国际物流机场有限公司，其中顺丰拟以自有资金出资 23 亿元，持股比例为 46% 2) 明确由顺丰组织实施机场相关设施的规划、设计、投资、建设和运营，以及机场周边产业开发（包括物流园区、航空公司基地、物流基地、飞机维修基地以及航空服务体系等项目）
2019.01	《可行性研究报告》和《总体规划》获批 1) 可研：项目总投资 320.63 亿元，由机场工程、转运中心及顺丰航空公司基地工程、供油工程三部分组成 2) 总体规划：近期 2030 年旅客吞吐量 150 万人次、货邮吞吐量 330 万吨、飞机起降 9.2 万架次，远期 2050 年旅客吞吐量 2000 万人次、货邮吞吐量 908 万吨、飞机起降 27 万架次
2019.03	1) 机场工程初步设计及概算的批复，投资概算核定为 148.12 亿元（工程直接费 99.96 亿元、工程其他费用 35.88 亿元、基本预备费 4.43 亿元、建设期贷款利息 7.56 亿元、铺底流动资金 3000 万元） 2) 明确资金来源为中央预算内投资 8.2 亿元，民航发展基金 16.4 亿元，湖北省财政资金 26.8 亿元，农银投资 2.73 亿元、顺丰泰森 25.16 亿元、银行贷款 68.83 亿元
2020	机场航站楼、供油工程、顺丰航空基地等项目依次开工，将鄂州机场建成中国乃至亚洲首座专业货运枢纽机场上升为国家战略
2021	花湖机场高速公路一期工程、顺丰航空物流产业园全面开工，12 月底鄂州花湖机场建成校飞
2022	7 月鄂州花湖机场正式投运
2023	4 月首条国际货运航线“鄂州-比利时列日”正式开通，7 月鄂州机场顺丰航空货运航线转场工作正式启动，9 月转场工作正式完成，转运中心三季度逐步投运

资料来源：公司公告，鄂州市人民政府，鄂州花湖机场公众号，鄂州市临空经济区公众号，信达证券研发中心

鄂州机场 2030 年货邮吞吐量将达 330 万吨。作为全国乃至亚洲唯一航空物流核心枢纽，规划近期 2030 年旅客吞吐量 150 万人次、货邮吞吐量 330 万吨、飞机起降 9.2 万架次，远期 2050 年旅客吞吐量 2000 万人次、货邮吞吐量 908 万吨、飞机起降 27 万架次。

图26：2030 年鄂州机场货邮吞吐量将达到 330 万吨


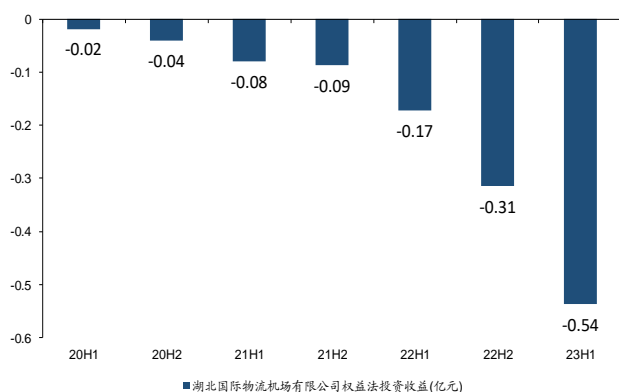
资料来源：Wind，新浪湖北，中国航空报，信达证券研发中心
备注：宝安、首都、白云、浦东机场为 2019 年数据

图27：2030 年鄂州机场起降架次将达到 9.2 万架次


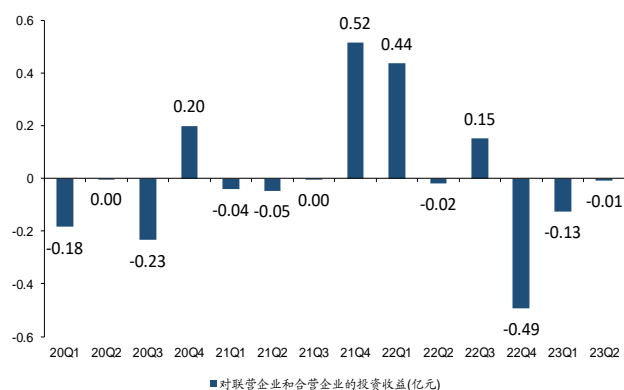
资料来源：Wind，新浪湖北，中国航空报，信达证券研发中心
备注：宝安、首都、白云、浦东机场为 2019 年数据

4.2 项目短期成本费用压力可控，无需担忧

参股机场对投资收益影响或有限。根据公告，机场需验收合格后可转固并计提折旧。鄂州机场已于 22 年 7 月正式投运（顺丰控股对机场项目参股 46%），业绩影响主要体现在投资收益端，23H1 鄂州机场投资亏损环比 22H2 扩张 0.23 亿元，后续随货邮吞吐量稳步增长带来规模效应，我们分析对公司投资收益影响或有限。

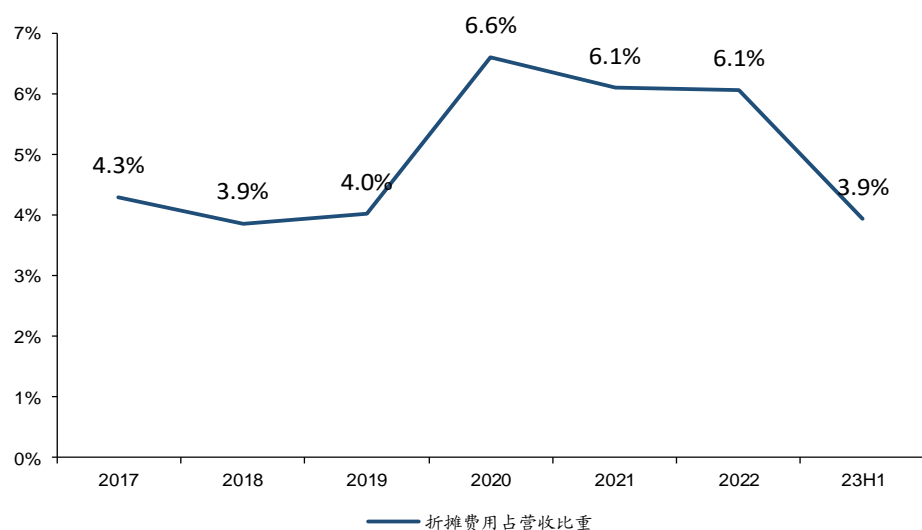
图28：23H1 鄂州机场投资亏损环比扩张 0.23 亿元


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图29：顺丰对联营企业和合营企业的投资收益体量较小


资料来源：Wind，信达证券研发中心

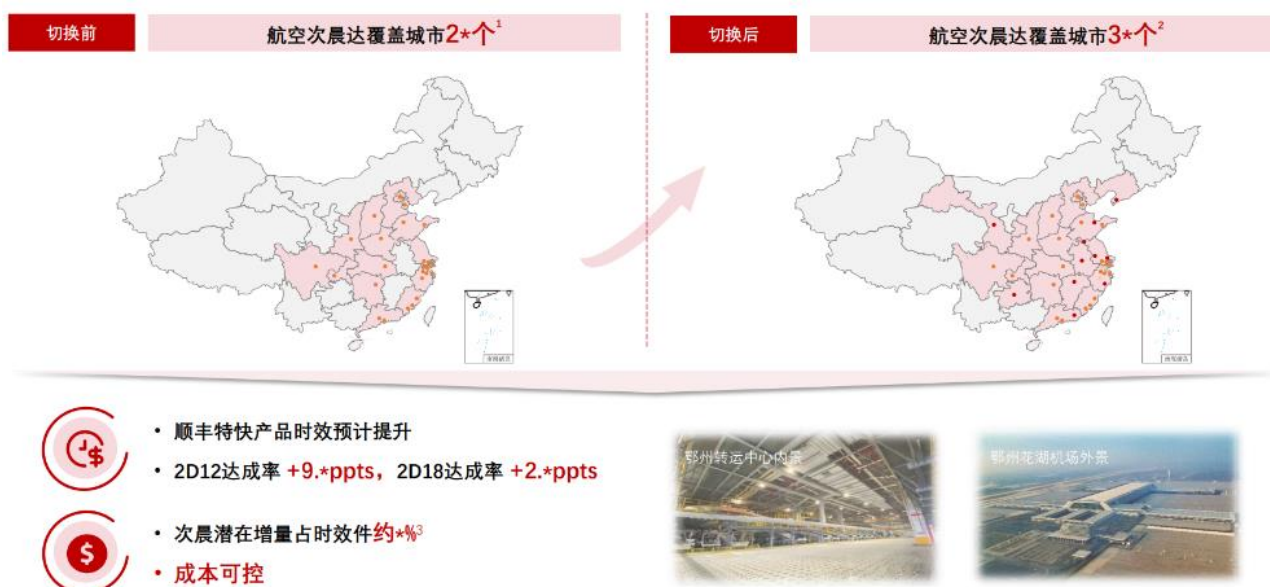
转运中心短期成本端影响或同样低于预期。根据总体投资规划，以顺丰泰森为主体涉及的投资总规模为 177.97 亿元，分别包括机场工程 25.16 亿元、转运工程 115.29 亿元、基地工程 37.52 亿元，其中前期参股投资机场损益将采用权益法核算（不并表），我们预计并表部分影响成本费用端的主要为转运中心折摊，参考一般机场实际使用年限达到 50 年以上，假设其折旧年限为 30 年（顺丰房屋及建筑预计使用年限 10-50 年），预计每年折摊影响成本或约 3.84 亿元，成本压力或整体可控。

图30：顺丰控股折旧与摊销费用占营业收入比重情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

4.3 航空件覆盖度提升有望带来利润增长

收入端，航空覆盖度提升驱动存量陆运快件升级。鄂州机场转运中心投入后，枢纽逐步向中部转场将进一步增加航空特快件覆盖区域，截止 23 年 10 月 17 日花湖机场已开通 44 条国内货运航线。我们预计，航线加密下时效再强化，时效提升或推动目前部分城市的存量陆运快件升级成高价值的航空特快件，从而推动区域时效件票单价及利润能力进一步提升，根据公司 2022 年度推介材料，鄂州枢纽航线切换后，航空次晨达城市有望由原来 20 余个提升至 30 余个。

图31：鄂州枢纽航线切换后公司航空次晨达城市数量有望提升


注1：指截至2022年底800KM以上流向涉及的航空次晨达城市（含直飞）；注2：指鄂州建成投运后800KM以上流向涉及的次晨达城市（含直飞），新增11个城市，撤销3个城市；注3：基于次晨达新增覆盖城市历史时效数据估算

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

成本端，装载率及航网效率提升或带来降本。相较于“点对点”网络，“轴辐式”网络以鄂州机场为中心，1.5-2 小时飞行可覆盖经济人口占全国 90%的地区，通过统一集货、分拣、调度、配送的方式大幅提高其装载率和稳定性，航网效率最大化促使中长期吨公里成本下降。

图32：1.5-2 小时飞行可覆盖经济人口占全国 90%地区

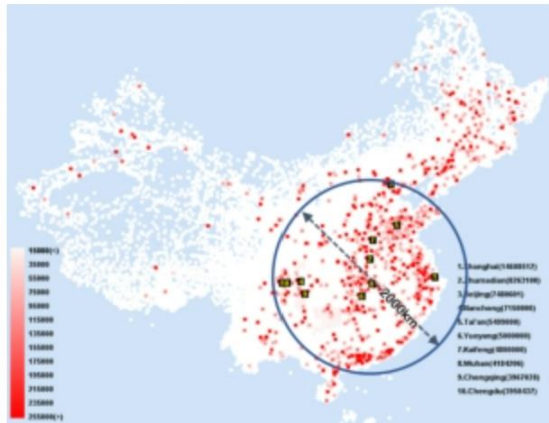
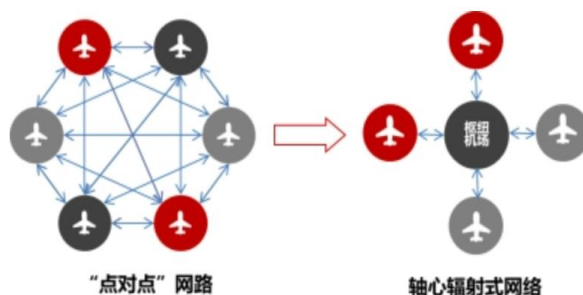


图33：顺丰航空从“点对点”网络向“轴辐式”网络转变



资料来源：中国民航网，民航新型智库，牟凯《鄂州货运枢纽机场选址分析对完善航空货运枢纽网络的启示》，信达证券研发中心

资料来源：中国民航网，民航新型智库，牟凯《鄂州货运枢纽机场选址分析对完善航空货运枢纽网络的启示》，信达证券研发中心

4.4 以鄂州机场为翼，以嘉里物流为矛，国际化战略稳步推进

以鄂州机场为翼，链通全球网络。顺丰于 2010 年启动国际化战略布局，2021 年牵手嘉里物流，加速实施“快递出海”战略，2022 年公司供应链及国际业务收入占比 32.8%，第二曲线蓄势待发。依托鄂州花湖机场，顺丰正加快构建畅通全球的航线网络，国际业务再腾飞。根据 2022 年 1 月鄂州市《政府工作报告》，未来 5 年鄂州花湖机场计划开通国际货运航线 10 条左右。

图34：公司全球服务网络逐步拓展至各大洲，发展空间广阔



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

以嘉里物流为矛，深耕东南亚市场。2021年9月末，顺丰以176亿港元收购嘉里物流约51.5%股份，依托其亚洲健全的物流设施、成熟的陆运网络及本土化的快递运营经验和资源，历经2年时间实现交叉销售、联合产品开发等深度融通合作。2022年公司通过班次加密和新增直飞等方式大幅提升东南亚多国核心时效达成率，我们预计未来有望通过揽收变革、产品分层等进一步升级服务质量。23年7月，顺丰拟以不超过2.5亿港元收购嘉里物流亚太及欧洲快递若干从事快递服务的子公司，双方国际业务加速整合，以东南亚为支点，强化全球网络扩张。

图35：顺丰国际业务发展规划



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

5 盈利预测、估值与投资评级

5.1 预计公司 2023 年归母净利润 85.15 亿元

根据对公司综合物流业务增长驱动因素的分析，我们做出如下关键假设：

- 1) 考虑公司业务受中高端消费修复、退换货渗透率提升、电商平台经济增长影响，假设公司速运物流业务量 2023-2025 年同比分别+20.0%、+12.0%、+9.0%。
- 2) 考虑鄂州项目推动时效产品升级、经济产品结构梳理推进、直营快运竞争格局好转等因素，假设公司票单价逐年稳增。
- 3) 考虑跨境空海物流景气程度，假设公司国际及供应链业务收入 2023-2025 年同比分别-30%、+15%、+10%。
- 4) 考虑其他非物流业务，主要包括物料销售等，假设相对稳定。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别：2890.80 亿元、3265.19 亿元、3577.05 亿元，同比分别增长 8.1%、13.0%、9.6%。

表5：收入预测表

单位：亿元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2071.87	2674.90	2890.80	3265.19	3577.05
YOY	34.55%	29.11%	8.07%	12.95%	9.55%
1、速运物流收入	1644.86	1742.14	2205.74	2477.87	2708.99
YOY	18.62%	5.91%	26.61%	12.34%	9.33%
其中：顺丰业务量(亿件)	105.50	110.73	132.88	148.82	162.22
2、国际及供应链收入	392.04	878.66	615.06	707.32	778.05
YOY	199.80%	124.13%	-30.00%	15.00%	10.00%
3、其他非物流业务	34.96	54.11	70.00	80.00	90.00

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

利润端，考虑到多网融通及鄂州枢纽轴辐式网络结构对成本费用节约的效果逐步显现，此外暂不考虑公司未落地的拟 H 股发行上市计划的影响，我们预计公司 2023-2025 年毛利率分别 13.3%、15.0%、16.2%，最终 2023-2025 年归母净利润分别 85.15 亿元、116.40 亿元、151.20 亿元，同比增长 37.9%、36.7%、29.9%。

表6：简易利润表

单位：亿元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2071.87	2674.90	2890.80	3265.19	3577.05
YOY		29.11%	8.07%	12.95%	9.55%
营业成本	1815.49	2340.72	2505.23	2776.70	2998.25
YOY		28.93%	7.03%	10.84%	7.98%
毛利率	12.37%	12.49%	13.34%	14.96%	16.18%
营业利润	72.48	110.34	151.26	206.77	268.59
YOY		52.23%	37.08%	36.70%	29.90%
利润总额	71.34	109.67	151.26	206.77	268.59
YOY		53.73%	37.92%	36.70%	29.90%
归母净利润	42.69	61.74	85.15	116.40	151.20
YOY		44.62%	37.92%	36.70%	29.90%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

5.2 测算公司目标市值 2935 亿元，首次覆盖“买入”评级

A.分部估值

我们认为，一方面公司时效业务基本盘受产能利用率提升，利润率有望超预期提升驱动利润弹性；另一方面电商件、大件快运及同城等新业务经营有望持续向好。因此，可以根据业务阶段的不同给予分部估值。

- 1) 时效业务部分，我们根据 10%的收入增速及考虑产能利用率提升带来的利润率提升，预计 2023 年利润 75.57 亿元，考虑到业务垄断性壁垒及利润率提升弹性，给予 25 倍 PE 计算。
- 2) 快运业务部分，考虑 2022 年顺丰大件业务由亏转盈，处于行业格局优化期及盈利加速释放期，我们给予快运业务 2023 年模拟利润率 2%，结合增速预期给予 30 倍 PE 计算。
- 3) 同城业务部分和国际及供应链业务部分，分别主要依托上市主体顺丰同城（9699.HK）与嘉里物流（0636.HK）开展运营，因此直接按照最新市值与公司持股比例给予估值。
- 4) 经济及冷运医药等其他业务，按照市销率给予估值，参考 A 股加盟制快递公司，同时考虑规模效应差距，我们给予 1 倍 PS。

综合上述分部估值讨论，我们测算公司 2023 年对应合理市值 2891 亿元左右。

表7：顺丰控股分部估值测算（金额单位：亿元）

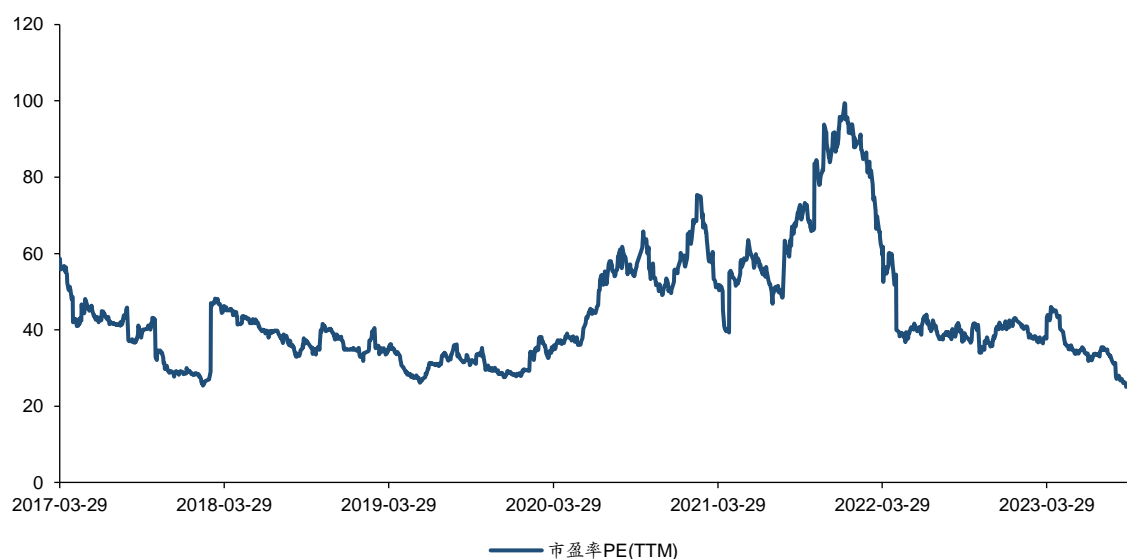
单位：亿元	2023E	估值方法
一、时效业务		
时效业务收入	1162.66	PE 估值
时效业务利润	75.57	
给予 PE 估值	25	
时效业务市值	1889	
二、快运业务		
快运业务收入	321.05	PEG 估值
快运业务模拟净利率	2%	
快运业务模拟利润	6.42	
给予 PE 估值	30	
快运业务市值	193	
三、同城业务市值	35	权益应占人民币市值
四、国际及供应链业务市值	59	权益应占人民币市值
五、经济及其他业务		
经济及其他业务收入	714.80	PS 估值
给予 PS 估值	1	
经济及其他业务市值	715	
合计市值	2891	

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

B.整体估值

根据前文盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 85.15 亿元、116.40 亿元、151.20 亿元，对应 PE 分别 22 倍、16 倍、13 倍。复盘顺丰控股上市以来，平均 PE(TTM) 约 44 倍。考虑公司健康经营驱动多业务拐点向上，此外进入产能投放后回报周期，给予公司目标 PE 约 35 倍，对应 2023 年归母净利润目标市值约 2980 亿元。

图36：顺丰控股 A 股上市以来 PE(TTM)估值平均 44 倍左右



资料来源：Wind，信达证券研发中心

综合考虑分部估值及整体估值，两种估值思路结果取均值，我们认为公司 2023 年目标市值 2935 亿元。公司作为综合快递物流龙头，经营拐点及现金流拐点双重凸显，当前股价安全边际充足，中长期价值空间广阔，首次覆盖给予“买入”评级。

6 风险因素

时效件需求不及预期。若外部需求超预期弱化导致公司时效件盈利不及预期，那么公司利润基本盘体量将会减少，未来现金流及利润的稳定性也可能受损。

新业务改善不及预期。若经济、快运、同城等新业务经营改善不及预期，将影响新业务利润及现金流创造能力，从而增加市场对公司新业务孵化确定性的担忧。

产能投放超预期。若产能投放力度超预期，将带来较大的资本开支规模，资本开支过高一方面将直接带来成本费用端折旧摊销等固定成本压力，另一方面或会增加市场对公司投资回报周期确定性的担忧。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	94,112	90,673	110,945	138,116	166,396
货币资金	35,315	41,063	56,372	77,227	101,860
应收票据	317	236	255	288	316
应收账款	30,442	25,560	27,624	31,201	34,181
预付账款	2,936	3,465	3,708	4,110	4,438
存货	1,547	1,948	2,085	2,311	2,496
其他	23,555	18,401	20,901	22,979	23,105
非流动资产	115,788	126,169	128,082	125,366	121,661
长期股权投资	7,260	7,858	8,358	8,858	9,358
固定资产(合计)	36,926	43,657	44,092	44,367	43,774
无形资产	18,324	19,177	19,677	19,277	18,877
其他	53,278	55,477	55,955	52,865	49,652
资产总计	209,900	216,843	239,028	263,482	288,056
流动负债	76,022	77,677	85,832	95,221	102,451
短期借款	18,397	12,838	14,838	16,338	17,338
应付票据	0	33	35	39	42
应付账款	23,468	24,715	26,452	29,319	31,658
其他	34,157	40,091	44,507	49,526	53,414
非流动负债	35,963	40,880	46,130	49,230	51,080
长期借款	3,511	7,472	12,472	14,472	15,972
其他	32,452	33,408	33,657	34,757	35,107
负债合计	111,985	118,557	131,961	144,451	153,531
少数股东权益	14,972	12,022	13,167	14,732	16,764
归属母公司股东权益	82,943	86,264	93,900	104,300	117,762
负债和股东权益	209,900	216,843	239,028	263,482	288,056

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	207,187	267,490	289,080	326,519	357,705
同比(%)	34.5%	29.1%	8.1%	13.0%	9.6%
归属母公司净利润	4,269	6,174	8,515	11,640	15,120
同比(%)	-41.7%	44.6%	37.9%	36.7%	29.9%
毛利率(%)	12.4%	12.5%	13.3%	15.0%	16.2%
ROE%	5.1%	7.2%	9.1%	11.2%	12.8%
EPS(摊薄)(元)	0.87	1.26	1.74	2.38	3.09
P/E	44.72	30.92	22.42	16.40	12.63
P/B	2.30	2.21	2.03	1.83	1.62
EV/EBITDA	19.03	10.69	6.73	4.97	3.76

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	207,187	267,490	289,080	326,519	357,705
营业成本	181,549	234,072	250,523	277,670	299,825
营业税金及附加	479	477	515	582	637
销售费用	2,838	2,784	3,009	3,399	3,723
管理费用	15,030	17,574	18,993	21,453	23,502
研发费用	2,155	2,223	2,402	2,713	2,973
财务费用	1,563	1,712	1,813	1,925	1,885
减值损失合计	-60	-132	0	0	0
投资净收益	2,407	1,025	1,300	700	600
其他	1,329	1,492	2,000	1,200	1,100
营业利润	7,248	11,034	15,126	20,677	26,859
营业外收支	-115	-67	0	0	0
利润总额	7,134	10,967	15,126	20,677	26,859
所得税	3,214	3,963	5,466	7,472	9,706
净利润	3,919	7,004	9,660	13,205	17,153
少数股东损益	-350	830	1,145	1,565	2,032
归属母公司净利润	4,269	6,174	8,515	11,640	15,120
EBITDA	18,898	28,136	30,002	37,311	43,555
EPS(当年)(元)	0.93	1.27	1.74	2.38	3.09

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	15,358	32,703	24,949	32,107	36,339
净利润	3,919	7,004	9,660	13,205	17,153
折旧摊销	12,572	16,348	13,063	14,709	14,810
财务费用	1,591	1,929	2,223	2,489	2,657
投资损失	-2,407	-1,025	-1,300	-700	-600
营运资金变动	-1,419	7,399	1,289	2,405	2,318
其它	1,102	1,048	14	0	0
投资活动现金流	-17,131	-12,091	-14,961	-12,159	-10,292
资本支出	-19,048	-14,007	-11,407	-9,800	-9,400
长期投资	-6,123	-1,418	-2,908	-2,493	-1,087
其他	8,040	3,334	-647	134	195
筹资活动现金流	21,220	-16,017	4,872	498	-1,897
吸收投资	23,795	163	-762	0	0
借款	44,468	39,568	7,000	3,500	2,500
支付利息或股息	-2,380	-3,688	-3,429	-4,138	-4,799
现金流净增加额	19,347	5,466	14,986	20,446	24,150

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。