

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

顺丰控股 (002352)

投资评级 买入

上次评级 买入

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

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

3Q23 扣非盈利同比增长 44%, 看好双拐点重塑价值

2023 年 10 月 30 日

事件: 公司发布 2023 年三季报, 2023 年前三季度归母净利润 62.64 亿元, 同比增长 40.1%; 扣非归母净利润 55.46 亿元, 同比增长 43.6%。其中单三季度归母净利润 20.88 亿元, 同比增长 6.6%; 扣非归母净利润 18.41 亿元, 同比增长 7.3%。

点评:

- **健康经营成效稳步彰显, 推动扣非业绩增长。**一方面收入端, 公司追求高质量的业务和收入增长, 经济业务回归直营体系, 于 2023 年 6 月剥离加盟制丰网, 单三季度速运物流业务不含丰网的收入及业务量分别同比增长 7.4% 和 13.4%。另一方面成本费用端, 公司通过持续推动多网融通、运营模式变革、精准资源规划等手段, 延续降本增效, 单三季度扣非归母净利率 2.8%, 同比提升 0.4pts。
- **公司新业务经营拐点有望延续。**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) 同城首次实现扭亏。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。
- **公司自由现金流拐点有望延续。**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 自由现金流同比增长 49.8% 至 78.75 亿元, 23Q3 自由现金流同比增长 14.8% 至 38.06 亿元。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, 另一方面鄂州项目投产后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。
- **鄂州项目有望带来超额催化。**公司鄂州机场转运中心于 2023 年三季度投产, 短期带来一定的折旧摊销及运营成本压力, 但我们预计影响有限, 未来航空产能利用率提升仍有望驱动单位成本下行; 此外收入端, 轴辐式网络搭建完毕且运营稳定后, 航空特快件渗透率有望进一步提升、同时也有望为时效业务进一步产品分层夯实基础。
- **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 85.23 亿元、117.56 亿元、151.02 亿元, 对应 PE 分别 24 倍、17 倍、13 倍。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, 我们认为当前估值安全边际较为充足, 中长期价值空间广阔, 维持“买入”评级。
- **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

期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	207,187	267,490	258,430	296,183	324,502
增长率 YoY %	34.5%	29.1%	-3.4%	14.6%	9.6%
归属母公司净利润 (百万元)	4,269	6,174	8,523	11,756	15,102
增长率 YoY%	-41.7%	44.6%	38.1%	37.9%	28.5%
毛利率%	12.4%	12.5%	14.3%	15.7%	16.9%
净资产收益率ROE%	5.1%	7.2%	9.1%	11.3%	12.8%
EPS(摊薄)(元)	0.87	1.26	1.74	2.40	3.09
市盈率 P/E(倍)	47.01	32.51	23.55	17.07	13.29
市净率 P/B(倍)	2.42	2.33	2.14	1.92	1.70

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年10月30日收盘价

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	104,971	132,453	160,217
货币资金	35,315	41,063	54,587	75,694	100,196
应收票据	317	236	228	262	287
应收账款	30,442	25,560	24,695	28,302	31,008
预付账款	2,936	3,465	3,280	3,697	3,989
存货	1,547	1,948	1,845	2,079	2,243
其他	23,555	18,401	20,337	22,420	22,494
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	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	233,054	257,818	281,877
流动负债	76,022	77,677	79,884	89,464	96,200
短期借款	18,397	12,838	14,838	16,338	17,338
应付票据	0	33	31	35	38
应付账款	23,468	24,715	23,398	26,368	28,456
其他	34,157	40,091	41,617	46,723	50,368
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	126,014	138,694	147,280
少数股东权益	14,972	12,022	13,168	14,748	16,778
归属母公司股东权益	82,943	86,264	93,872	104,377	117,820
负债和股东权益	209,900	216,843	233,054	257,818	281,877

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	258,430	296,183	324,502
同比(%)	34.5%	29.1%	-3.4%	14.6%	9.6%
归属母公司净利润	4,269	6,174	8,523	11,756	15,102
同比(%)	-41.7%	44.6%	38.1%	37.9%	28.5%
毛利率(%)	12.4%	12.5%	14.3%	15.7%	16.9%
ROE%	5.1%	7.2%	9.1%	11.3%	12.8%
EPS(摊薄)(元)	0.87	1.26	1.74	2.40	3.09
P/E	47.01	32.51	23.55	17.07	13.29
P/B	2.42	2.33	2.14	1.92	1.70
EV/EBITDA	19.03	10.69	7.11	5.25	4.03

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	207,18	267,49	258,430	296,183	324,502
营业成本	181,54	234,07	221,599	249,725	269,503
营业税金及附加	479	477	461	528	578
销售费用	2,838	2,784	2,690	3,083	3,378
管理费用	15,030	17,574	16,979	19,460	21,320
研发费用	2,155	2,223	2,148	2,461	2,697
财务费用	1,563	1,712	1,813	1,943	1,900
减值损失合计	-60	-132	0	0	0
投资净收益	2,407	1,025	900	700	600
其他	1,329	1,492	1,500	1,200	1,100
营业利润	7,248	11,034	15,140	20,883	26,826
营业外收支	-115	-67	0	0	0
利润总额	7,134	10,967	15,140	20,883	26,826
所得税	3,214	3,963	5,471	7,547	9,694
净利润	3,919	7,004	9,669	13,336	17,132
少数股东损益	-350	830	1,146	1,580	2,030
归属母公司净利润	4,269	6,174	8,523	11,756	15,102
EBITDA	18,898	28,136	30,016	37,535	43,537
EPS(当年)(元)	0.93	1.27	1.74	2.40	3.09

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	15,358	32,703	23,600	32,370	36,207
净利润	3,919	7,004	9,669	13,336	17,132
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	-900	-700	-600
营运资金变动	-1,419	7,399	-469	2,536	2,208
其它	1,102	1,048	14	0	0
投资活动	-17,131	-12,09	-15,361	-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	-1,047	134	195
筹资活动	21,220	-16,01	4,871	482	-1,894
吸收投资	23,795	163	-762	0	0
借款	0	0	7,000	3,500	2,500
支付利息或股息	-2,380	-3,688	-3,431	-4,154	-4,796
现金流净额	19,347	5,466	13,237	20,693	24,022

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。