

顺丰控股（002352.SZ）

三季度业绩表现稳健，长期投资价值显现

买入

核心观点

2023年三季度公司业绩表现稳健。2023年前三季度营收1890.1亿元（同比-5.1%），归母净利润62.6亿元（同比+40.1%），扣非归母净利润55.5亿元（同比+43.6%）；2023年三季度单季营收646.5亿元（同比-6.4%），归母净利润20.9亿元（同比+6.6%），扣非归母净利润18.4亿元（同比+7.3%）。

速运物流收入增长稳健，国际业务收入环比回升，公司盈利能力表现相对稳定。1) 收入方面，公司追求高质量的业务和收入增长，持续为客户提供高品质综合物流服务，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7.43%和13.39%；供应链及国际业务主要受到国际空海运需求及价格均同比下行的影响，单三季度供应链及国际业务收入同比下降32.69%，但环比二季度实现温和回升。2) 盈利能力方面，公司今年二季度剥离了短期无法盈利的丰网业务，未来将回归且聚焦盈利能力强的中高端物流；同时，公司坚持精益化资源规划和成本管控，多项经营举措取得良好成效，公司持续推进多网融通，加强多个业务网络的中转、运输、末端资源整合；此外，快运和同城业务也逐步成熟，开始贡献利润。因此，我们看到公司三季度盈利能力表现仍然比较稳定，2023年三季度公司毛利率为11.98%，较上年同期减少0.2个百分点（23年Q1、Q2的毛利率分别为13.86%、13.91%），三季度公司归母净利率为3.23%，同比增加0.4个百分点（23年Q1、Q2的归母净利率分别为2.82%、3.88%）。

资本开支维持收缩趋势，看好鄂州机场和国际业务的发展潜力。前三季度公司资本开支为84.65亿元，同比减少了20.8亿元，资本开支的收入占比下降有利于盈利能力提升，预计2023年资本开支的收入占比将明显下降。从中长期角度来看，首先公司的鄂州机场具有较大的发展潜力，鄂州机场航空转运中心已于今年三季度投入使用，中期将有利于提高时效快递、快运、供应链等业务收入的增速以及帮助航空运输成本下降；其次顺丰将可以依托鄂州机场以及国内网络资源去切入国际市场，国际市场打开了顺丰长期的发展空间。

风险提示：快递增长低于预期；行业竞争恶化；鄂州机场成本控制不及预期。

投资建议：微幅调整盈利预测，维持“买入”评级。

微幅调整盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为86.4/114.5/141.3亿元（23-25年调整幅度分别为-2.9%/-2.2%/-3.3%），分别同比增长40%/33%/23%。公司长期成长逻辑不变，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	207,187	267,490	268,293	312,025	364,445
(+/-%)	34.5%	29.1%	0.3%	16.3%	16.8%
净利润(百万元)	4269	6174	8636	11454	14133
(+/-%)	-41.7%	44.6%	39.9%	32.6%	23.4%
每股收益(元)	0.87	1.26	1.76	2.34	2.89
EBIT Margin	2.5%	3.9%	4.7%	5.6%	5.8%
净资产收益率(ROE)	5.1%	7.2%	9.5%	11.9%	13.7%
市盈率(PE)	46.2	31.9	22.8	17.2	13.9
EV/EBITDA	27.4	17.1	18.7	14.0	12.0
市净率(PB)	2.38	2.28	2.17	2.04	1.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·物流

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodian4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

41.00元

总市值/流通市值

200703/199306百万元

52周最高价/最低价

61.67/38.46元

近3个月日均成交额

574.02百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《顺丰控股（002352.SZ）-二季度主业环比向上，期待鄂州机场与国际化进程》——2023-07-10

《顺丰控股（002352.SZ）-时效快递需求复苏，一季度业绩表现亮眼》——2023-04-27

《顺丰控股（002352.SZ）-22Q4 经营表现稳定，23 年业绩弹性可期》——2023-03-29

《顺丰控股（002352.SZ）-经营持续改善，三季度业绩维持高增长》——2022-10-29

《顺丰控股（002352.SZ）-提质增效稳经营，二季度利润环比正增长》——2022-08-31

2023年三季度公司业绩表现稳健。2023年前三季度营收1890.1亿元（同比-5.1%），归母净利润62.6亿元（同比+40.1%），扣非归母净利润55.5亿元（同比+43.6%）；2023年三季度单季营收646.5亿元（同比-6.4%），归母净利润20.9亿元（同比+6.6%），扣非归母净利润18.4亿元（同比+7.3%）。

图1：顺丰控股累计营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：顺丰控股单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



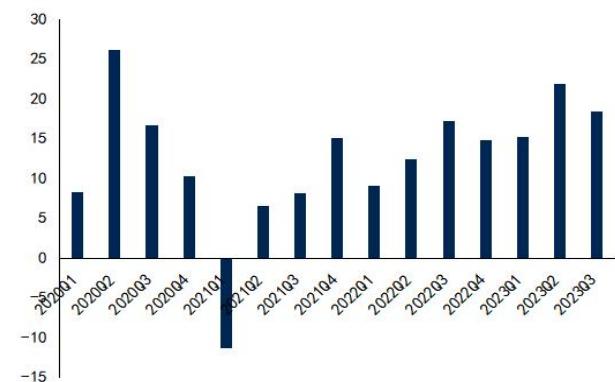
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：顺丰控股单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

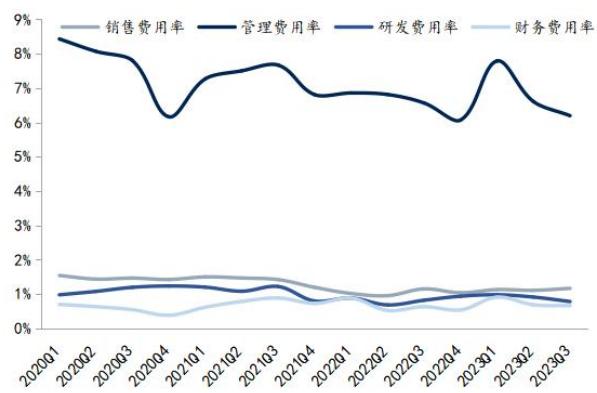
图4：顺丰控股单季扣非归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

速运物流收入增长稳健，国际业务收入环比回升，公司盈利能力表现相对稳定。1) 收入方面，公司追求高质量的业务和收入增长，持续为客户提供高品质综合物流服务，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7.43%和13.39%；供应链及国际业务主要受到国际海运需求及价格均同比下行的影响，单三季度供应链及国际业务收入同比下降32.69%，但环比二季度实现温和回升。2) 盈利能力方面，公司今年二季度剥离了短期无法盈利的丰网业务，未来将回归且聚焦盈利能力强的中高端物流；同时，公司坚持精益化资源规划和成本管控，多项经营举措取得良好成效，公司持续推进多网融通，加强多个业务网络的中转、运输、末端资源整合；此外，快运和同城业务也逐步成熟，开始贡献利润。因此，我们看到公司三季度盈利能力表现仍然比较稳定，2023年三季度公司毛利率为11.98%，较上年同期减少0.2个百分点（23年Q1、Q2的毛利率分别为13.86%、13.91%），三季度公司归母净利率为3.23%，同比增加0.4个百分点（23年Q1、Q2的归母净利率分别为2.82%、3.88%）。

资本开支维持收缩趋势，看好鄂州机场和国际业务的发展潜力。前三季度公司资本开支为 84.65 亿元，同比减少了 20.8 亿元，资本开支的收入占比下降有利于盈利能力提升，预计 2023 年资本开支的收入占比将明显下降。从中长期角度来看，首先公司的鄂州机场具有较大的发展潜力，鄂州机场航空转运中心已于今年三季度投入使用，中期将有利于提高时效快递、快运、供应链等业务收入的增速以及帮助航空运输成本下降；其次顺丰将可以依托鄂州机场以及国内网络资源去切入国际市场，国际市场打开了顺丰长期的发展空间。

图5：顺丰控股单季费用率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：顺丰控股单季毛利率和扣非净利率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：微幅调整盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 86.4/114.5/141.3 亿元（23-25 年调整幅度分别为 -2.9%/-2.2%/-3.3%），分别同比增长 40%/33%/23%。公司长期成长逻辑不变，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	35315	41063	48782	55193	62382	营业收入	207187	267490	268293	312025	364445
应收款项	30759	25797	20581	19662	19970	营业成本	181549	234072	233147	268965	313605
存货净额	1547	1948	2208	2688	3304	营业税金及附加	479	477	671	780	911
其他流动资产	15755	14040	13415	14041	14578	销售费用	2838	2784	2683	3120	3644
流动资产合计	94112	90673	92812	99410	108060	管理费用	15030	17574	17056	19056	22097
固定资产	45497	54807	63321	68864	73735	研发费用	2155	2223	2146	2496	2916
无形资产及其他	18324	19177	18219	17261	16303	财务费用	1563	1712	369	1176	1083
投资性房地产	44706	44327	44327	44327	44327	投资收益	2407	1025	0	0	0
长期股权投资	7260	7858	7858	7858	7858	资产减值及公允价值变动	159	104	150	150	150
资产总计	209900	216843	226537	237721	250284	其他收入	(1046)	(966)	(1319)	(1572)	(1640)
短期借款及交易性金融负债	26733	24012	32886	36453	39991	营业利润	7248	11034	13198	17505	21615
应付款项	23468	24748	22077	21794	21182	营业外净收支	(115)	(67)	0	0	0
其他流动负债	25821	28917	27391	28637	30063	利润总额	7134	10967	13198	17505	21615
流动负债合计	76022	77677	82354	86884	91235	所得税费用	3214	3963	3563	4726	5847
长期借款及应付债券	19167	26400	26400	26400	26400	少数股东损益	(350)	830	999	1325	1636
其他长期负债	16796	14480	14480	14480	14480	归属于母公司净利润	4269	6174	8636	11454	14133
长期负债合计	35963	40880	40880	40880	40880	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	111985	118557	123234	127763	132115	净利润	4269	6174	8636	11454	14133
少数股东权益	14972	12022	12721	13649	14794	资产减值准备	25	71	50	17	15
股东权益	82943	86264	90582	96309	103375	折旧摊销	6137	8039	4545	5549	6223
负债和股东权益总计	209900	216843	226537	237721	250284	公允价值变动损失	(159)	(104)	(150)	(150)	(150)
						财务费用	1563	1712	369	1176	1083
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(13533)	8788	1434	793	(632)
每股收益	0.87	1.26	1.76	2.34	2.89	其它	(180)	263	649	910	1130
每股红利	0.49	0.75	0.88	1.17	1.44	经营活动现金流	(3441)	23231	15163	18572	20718
每股净资产	16.91	17.62	18.50	19.67	21.12	资本开支	0	(15438)	(12001)	(10001)	(10001)
ROIC	5%	7%	8%	10%	11%	其它投资现金流	(4303)	2910	0	0	0
ROE	5%	7%	10%	12%	14%	投资活动现金流	(7916)	(13126)	(12001)	(10001)	(10001)
毛利率	12%	12%	13%	14%	14%	权益性融资	(99)	163	0	0	0
EBIT Margin	2%	4%	5%	6%	6%	负债净变化	1645	3961	0	0	0
EBITDA Margin	5%	7%	6%	7%	8%	支付股利、利息	(2380)	(3688)	(4318)	(5727)	(7066)
收入增长	35%	29%	0%	16%	17%	其它融资现金流	31822	(5066)	8875	3567	3538
净利润增长率	-42%	45%	40%	33%	23%	融资活动现金流	30254	(4357)	4557	(2160)	(3528)
资产负债率	60%	60%	60%	59%	59%	现金净变动	18897	5748	7719	6411	7189
息率	1.2%	1.9%	2.2%	2.9%	3.6%	货币资金的期初余额	16418	35315	41063	48782	55193
P/E	46.2	31.9	22.8	17.2	13.9	货币资金的期末余额	35315	41063	48782	55193	62382
P/B	2.4	2.3	2.2	2.0	1.9	企业自由现金流	0	8005	3168	9193	11108
EV/EBITDA	27.4	17.1	18.7	14.0	12.0	权益自由现金流	0	6900	11190	11901	13856

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032