

002352.SZ

增持

原评级: 增持

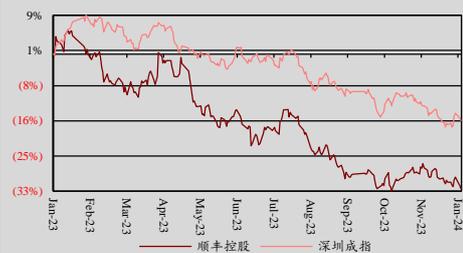
市场价格: 人民币 38.79

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 2023年12月29日, 公司发布《关于开展基础设施公募REITs申报发行工作的公告》, 拟选取深圳、武汉、合肥等三地物流园区进行基础设施公募REITs申报发行工作, 积极构建物流产业园轻资产资本运作平台, 盘活存量资产, 提升资金循环效率, 公司市场化投融资机制体系日益完善。我们持续看好公司长期发展, 预计公司2023-2025年实现归母净利润85.50/111.70/141.49亿元, 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	(1.0)	(6.9)	(4.9)	(32.9)
相对深圳成指	(0.3)	(2.9)	2.8	(16.8)

发行股数(百万)	4,895.20
流通股(百万)	4,861.12
总市值(人民币 百万)	189,884.90
3个月日均交易额(人民币 百万)	524.19
主要股东	
深圳明德控股发展有限公司	48.25

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2024年1月3日收市价为标准

相关研究报告

《顺丰控股》20230209
《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

联系人: 刘国强

guoqiang.liu_01@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122070018

顺丰控股

积极参与基础设施公募REITs申报发行工作, 盘活旗下物流产业园资产

2023年12月29日, 公司发布《关于开展基础设施公募REITs申报发行工作的公告》, 拟选取深圳、武汉、合肥等三地物流园区进行基础设施公募REITs申报发行工作, 积极构建物流产业园轻资产资本运作平台, 盘活存量资产, 提升资金循环效率, 公司市场化投融资机制体系日益完善。我们持续看好公司中长期投资价值, 预测公司2023-2025年实现归母净利润85.50/111.70/141.49亿元, 维持增持评级。

支撑评级的要点

- 参与基础设施公募REITs工作, 构建物流产业园轻资产资本运作平台。
公司拟选取深圳、武汉、合肥等三地物流园区进行基础设施公募REITs申报发行工作, 搭建物流产业园轻资产资本运作平台, 公司将进一步拓宽融资渠道, 同时有效盘活公司旗下物流产业园基础设施资产, 提升资金循环效率, 增强公司可持续经营能力。
- 受益于精细化管理水平提升, 2023Q1-Q3年归母净利润近63亿元。
2023Q1-Q3, 公司实现营收/归母净利润1890.12/62.64亿元, 同比-5.09%/+40.08%。在营收同比下滑的情况下, 公司归母净利润实现显著增长的主要原因在于公司持续强化精细化管理, 成本管控成效显著, 毛利率提升至12.99%, 同比增加0.57pct。
- 未来受益于国内经济边际改善, 公司2024年业绩有望稳步提升。
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, 受益于中国经济持续改善利好效应, 公司业务有望稳步增长, 我们假设公司核心时效件增速与GDP增速系数至1.3。此外, 随着鄂州机场运行磨合完善, 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

- 2023-2025年, 根据公司披露的2023Q3业绩情况, 我们调整此前盈利预测, 预计公司实现归母净利润85.50/111.70/141.49亿元, 同比分别+38.5%/+30.6%/+26.7%, EPS分别为1.75/2.28/2.89元/股, 对应22/17/13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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	207,187	267,490	261,334	288,692	319,794
增长率(%)	34.5	29.1	(2.3)	10.5	10.8
EBITDA(人民币 百万)	17,011	25,799	32,590	38,042	33,651
归母净利润(人民币 百万)	4,269	6,174	8,550	11,170	14,149
增长率(%)	(41.7)	44.6	38.5	30.6	26.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.87	1.26	1.75	2.28	2.89
调整预测前摊薄EPS(人民币)			1.78	2.41	-
调整幅度(%)			(1.88)	(5.32)	-
市盈率(倍)	44.5	30.8	22.2	17.0	13.4
市净率(倍)	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA(倍)	21.1	12.0	7.2	4.5	4.7
每股股息(人民币)	0.2	0.3	0.3	0.5	0.6
股息率(%)	0.3	0.4	0.9	1.2	1.5

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	207,187	267,490	261,334	288,692	319,794
营业收入	207,187	267,490	261,334	288,692	319,794
营业成本	181,549	234,072	225,819	246,531	271,891
营业税金及附加	479	477	497	577	605
销售费用	2,838	2,784	2,718	3,002	3,294
管理费用	15,030	17,574	17,614	19,400	21,426
研发费用	2,155	2,223	2,065	2,281	2,526
财务费用	1,563	1,712	3,041	3,765	2,740
其他收益	1,768	2,249	2,400	2,300	2,400
资产减值损失	(60)	(132)	(8)	(67)	(69)
信用减值损失	(579)	(821)	(429)	0	0
资产处置收益	40	92	20	20	20
公允价值变动收益	99	(28)	27	0	0
投资收益	2,407	1,025	1,400	1,552	1,786
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	7,248	11,034	12,990	16,941	21,448
营业外收入	290	231	187	220	220
营业外支出	404	299	237	256	256
利润总额	7,134	10,967	12,939	16,905	21,412
所得税	3,214	3,963	4,125	5,389	6,826
净利润	3,919	7,004	8,814	11,516	14,587
少数股东损益	(350)	830	264	345	438
归母净利润	4,269	6,174	8,550	11,170	14,149
EBITDA	17,011	25,799	32,590	38,042	33,651
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.87	1.26	1.75	2.28	2.89

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	94,112	90,673	157,571	173,201	189,544
货币资金	35,315	41,063	104,534	115,477	127,918
应收账款	30,442	25,560	29,153	31,288	35,665
应收票据	317	236	305	293	369
存货	1,547	1,948	1,424	2,258	1,802
预付账款	2,936	3,465	2,711	4,031	3,404
合同资产	1,038	1,523	948	1,750	1,225
其他流动资产	22,517	16,878	18,498	18,105	19,161
非流动资产	115,788	126,169	122,765	105,287	97,453
长期投资	14,949	16,236	15,867	15,867	15,867
固定资产	36,926	43,657	48,608	44,358	40,082
无形资产	18,667	19,488	19,364	19,027	18,477
其他长期资产	45,246	46,787	38,926	26,035	23,027
资产合计	209,900	216,843	280,336	278,488	286,997
流动负债	76,022	77,677	111,074	129,602	126,443
短期借款	18,397	12,838	54,544	57,269	59,228
应付账款	23,468	24,715	21,769	28,979	26,989
其他流动负债	34,157	40,124	34,761	43,354	40,226
非流动负债	35,963	40,880	63,851	34,169	34,049
长期借款	3,511	7,472	30,921	1,000	1,000
其他长期负债	32,452	33,408	32,930	33,169	33,049
负债合计	111,985	118,557	174,925	163,771	160,493
股本	4,906	4,895	4,895	4,895	4,895
少数股东权益	14,972	12,022	12,287	12,632	13,070
归属母公司股东权益	82,943	86,264	93,124	102,085	113,434
负债和股东权益合计	209,900	216,843	280,336	278,488	286,997

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	3,919	7,004	8,814	11,516	14,587
折旧摊销	12,513	16,392	20,406	21,208	13,668
营运资金变动	(799)	10,564	(10,408)	10,429	(8,676)
其他	(276)	(1,256)	1,078	2,451	805
经营活动现金流	15,358	32,703	19,890	45,604	20,384
资本支出	(19,196)	(14,184)	(15,140)	(4,000)	(5,700)
投资变动	(12,097)	1,748	962	43	43
其他	14,161	344	(864)	1,529	1,763
投资活动现金流	(17,131)	(12,091)	(15,042)	(2,428)	(3,894)
银行借款	12,046	(1,598)	65,155	(27,196)	1,959
股权融资	(12,826)	(16,457)	(1,690)	(2,209)	(2,800)
其他	22,000	2,038	(4,843)	(2,828)	(3,209)
筹资活动现金流	21,220	(16,017)	58,623	(32,233)	(4,050)
净现金流	19,446	4,595	63,471	10,943	12,441

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(%)	34.5	29.1	(2.3)	10.5	10.8
营业利润增长率(%)	(28.5)	52.2	17.7	30.4	26.6
归属于母公司净利润增长率(%)	(41.7)	44.6	38.5	30.6	26.7
息税前利润增长率(%)	(48.3)	109.2	29.5	38.2	18.7
息税折旧前利润增长率(%)	21.1	51.7	26.3	16.7	(11.5)
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(45.8)	44.6	38.5	30.6	26.7
获利能力					
息税前利润率(%)	2.2	3.5	4.7	5.8	6.2
营业利润率(%)	3.5	4.1	5.0	5.9	6.7
毛利率(%)	12.4	12.5	13.6	14.6	15.0
归母净利润率(%)	2.1	2.3	3.3	3.9	4.4
ROE(%)	5.1	7.2	9.2	10.9	12.5
ROIC(%)	2.1	4.8	5.5	12.1	14.3
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	0.2	0.2	0.2	(0.2)	(0.2)
流动比率	1.2	1.2	1.4	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.3	1.1	1.0	1.1
应收账款周转率	8.8	9.6	9.6	9.6	9.6
应付账款周转率	10.6	11.1	11.2	11.4	11.4
费用率					
销售费用率(%)	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0
管理费用率(%)	7.3	6.6	6.7	6.7	6.7
研发费用率(%)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
财务费用率(%)	0.8	0.6	1.2	1.3	0.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.9	1.3	1.7	2.3	2.9
每股经营现金流(最新摊薄)	3.1	6.7	4.1	9.3	4.2
每股净资产(最新摊薄)	16.9	17.6	19.0	20.9	23.2
每股股息	0.2	0.3	0.3	0.5	0.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	44.5	30.8	22.2	17.0	13.4
P/B(最新摊薄)	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	21.1	12.0	7.2	4.5	4.7
价格/现金流(倍)	12.4	5.8	9.5	4.2	9.3

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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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转载或转发的，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