

# 顺丰控股 (002352.SZ)

## 经营效率持续优化，长期成长逻辑不改

**买入**

### 核心观点

**2023年四季度公司业绩表现稳健。**2023年全年营收2584.1亿元（同比-3.4%），归母净利润82.3亿元（同比+33.4%），扣非归母净利润71.3亿元（同比+33.7%）；2023年四季度单季营收694.0亿元（同比+1.5%），归母净利润19.7亿元（同比+15.8%），扣非归母净利润15.9亿元（同比+7.8%）。

**时效快递收入增长稳健，公司盈利能力同比改善。**1) 收入方面，伴随国内经济平稳复苏，2023年度公司时效快递业务实现营业收入1154.6亿元，同比增长9.2%（2022年同比增速为6.8%）；供应链及国际业务收入大幅下滑主要因国际空海运需求及运价从2022上半年的历史高位大幅回落至2019年市场常态化下的水平，单四季度供应链及国际业务收入同比下降18.8%，降幅环比收窄（三季度同比降幅为32.6%）。2) 盈利能力方面，公司23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，通过营运变革提升效率以及继续推进多网融通来降本（2021年、2022年和2023年四网融通降本分别超过6亿元、8亿元以及11亿元）；此外，快运业务和同城业务的经营也逐步成熟并进入盈利阶段，23年快运业务盈利能力持续提升、同城业务实现扭亏为盈。因此，我们看到公司23年全年和四季度的归母净利率分别为3.2%和2.8%，同比均有所提升（22年全年和四季度归母净利率分别为2.3%和2.5%）。

**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。**23年全年公司资本开支为124.7亿元，同比减少了17.1亿元，资本开支的收入占比下有利于盈利能力提升，预计2024年资本开支的收入占比将继续下降。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，截至2023年底鄂州枢纽累计开通45条国内航线及10条国际航线，国际市场将打开了顺丰长期的发展空间。

**公司重视投资者回报，提高分红比例。**2022-2023年公司回购金额合计约30亿元，并变更剩余库存股用途为注销。2023年公司分红比例为35%，同比提升15个百分点，对应股息率为1.6%，根据公司董事会最新制定的《未来五年（2024年-2028年）股东回报规划》，公司2024年度-2028年度现金分红比例将在2023年度基础上稳步提高。

**风险提示：**宏观经济不及预期；市场拓展低于预期；鄂州机场成本控制不及预期。

**投资建议：**小幅调整盈利预测，维持“买入”评级。

小幅调整盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为104.6/135.5/165.2亿元（24-25年调整幅度分别为-8.7%/-4.2%），分别同比增长27%/30%/22%。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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	267,490	258,409	290,452	327,920	367,271
(+/-%)	29.1%	-3.4%	12.4%	12.9%	12.0%
归母净利润(百万元)	6174	8234	10459	13545	16515
(+/-%)	44.6%	33.4%	27.0%	29.5%	21.9%

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司研究·财报点评

#### 交通运输·物流

**证券分析师：罗丹**  
 021-60933142  
 luodan4@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	37.94元
总市值/流通市值	185724/184685百万元
52周最高价/最低价	58.59/32.93元
近3个月日均成交额	575.45百万元

#### 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)-三季度业绩表现稳健，长期投资价值显现》——2023-10-31
- 《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

每股收益 (元)	1.26	1.68	2.14	2.77	3.37
EBIT Margin	3.9%	3.8%	4.7%	5.3%	5.7%
净资产收益率 (ROE)	7.2%	8.9%	10.5%	12.5%	13.9%
市盈率 (PE)	30.1	22.6	17.8	13.7	11.2
EV/EBITDA	16.5	31.3	14.7	11.9	10.1
市净率 (PB)	2.15	2.00	1.86	1.71	1.56

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

**2023 年四季度公司业绩表现稳健。**2023 年全年营收 2584.1 亿元（同比-3.4%），归母净利润 82.3 亿元（同比+33.4%），扣非归母净利润 71.3 亿元（同比+33.7%）；2023 年四季度单季营收 694.0 亿元（同比+1.5%），归母净利润 19.7 亿元（同比+15.8%），扣非归母净利润 15.9 亿元（同比+7.8%）。

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、%）



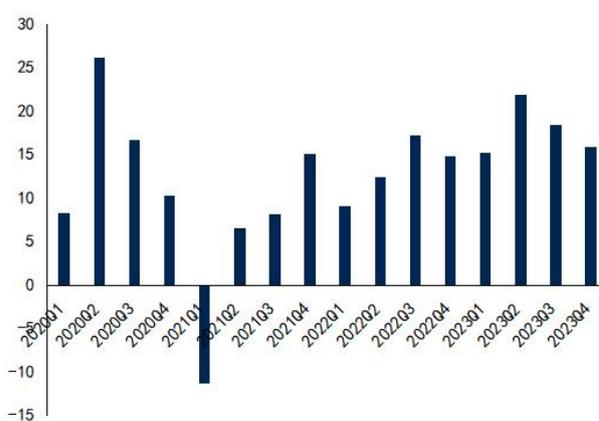
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

**时效快递收入增长稳健，公司盈利能力同比改善。**1) 收入方面，伴随国内经济平稳复苏，2023 年度公司时效快递业务实现营业收入 1154.6 亿元，同比增长 9.2%（2022 年同比增长为 6.8%）；供应链及国际业务收入大幅下滑主要因国际空运需求及运价从 2022 上半年的历史高位大幅回落至 2019 年市场常态化下的水平，单四季度供应链及国际业务收入同比下降 18.8%，降幅环比收窄（三季度降幅为 32.6%）。2) 盈利能力方面，公司 23 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，通过营运变革提升效率以及继续推进多网融通来降本（2021 年、2022 年和 2023 年四网融通降本分别超过 6 亿元、8 亿元以及 11 亿元）；此外，快运业务和同城业务的经营也逐步成熟并进

入盈利阶段，23 年快运业务盈利能力继续提升、同城业务实现扭亏为盈。因此，我们看到公司 23 年全年和四季度的归母净利率分别为 3.2%和 2.8%，同比均有所提升（22 年全年和四季度归母净利率分别为 2.3%和 2.5%）。

**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。**23 年全年公司资本开支为 124.7 亿元，同比减少了 17.1 亿元，资本开支的收入占比下有利于盈利能力提升，预计 2024 年资本开支的收入占比将继续下降。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，截至 2023 年底鄂州 枢纽累计开通 45 条国内航线及 10 条国际航线，国际市场将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 2024-2026 年归母净利润分别为 104.6/135.5/165.2 亿元（24-25 年调整幅度分别为-8.7%/-4.2%），分别同比增长 27%/30%/22%。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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	41063	41975	38949	38934	40813	营业收入	267490	258409	290452	327920	367271
应收款项	25797	25360	27852	31444	35218	营业成本	234072	225274	251532	282143	315486
存货净额	1948	2440	2696	3019	3376	营业税金及附加	477	502	581	656	735
其他流动资产	14040	14091	14523	16396	18364	销售费用	2784	2992	3485	3935	4407
<b>流动资产合计</b>	<b>90673</b>	<b>90991</b>	<b>91143</b>	<b>96918</b>	<b>104894</b>	管理费用	17574	17633	18443	20729	22395
固定资产	54807	57963	63837	66563	67356	研发费用	2223	2285	2668	3017	3379
无形资产及其他	19177	18147	17422	16697	15973	财务费用	1712	1866	1362	1108	718
投资性房地产	44327	47011	47011	47011	47011	投资收益	1025	801	1000	1000	1000
长期股权投资	7858	7379	7373	7368	7362	资产减值及公允价值变动	(160)	(233)	15	15	0
<b>资产总计</b>	<b>216843</b>	<b>221491</b>	<b>226787</b>	<b>234557</b>	<b>242596</b>	其他收入	(703)	(257)	(2668)	(3017)	(3379)
短期借款及交易性金融负债	24012	27708	23564	20346	15000	营业利润	11034	10454	13396	17348	21152
应付款项	24748	24914	26959	30194	33755	营业外净收支	(67)	32	0	0	0
其他流动负债	28917	21367	24048	26951	30068	<b>利润总额</b>	<b>10967</b>	<b>10487</b>	<b>13396</b>	<b>17348</b>	<b>21152</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>77677</b>	<b>73990</b>	<b>74571</b>	<b>77491</b>	<b>78823</b>	所得税费用	3963	2575	3349	4337	5288
长期借款及应付债券	26400	30150	28655	25370	22085	少数股东损益	830	(323)	(412)	(534)	(651)
其他长期负债	14480	14067	13746	13425	13104	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6174</b>	<b>8234</b>	<b>10459</b>	<b>13545</b>	<b>16515</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>40880</b>	<b>44217</b>	<b>42401</b>	<b>38795</b>	<b>35189</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>118557</b>	<b>118207</b>	<b>116972</b>	<b>116286</b>	<b>114013</b>	净利润	6174	8234	10459	13545	16515
少数股东权益	12022	10493	10225	9878	9455	资产减值准备	71	55	27	7	3
股东权益	86264	92790	99589	108393	119128	折旧摊销	8039	0	6839	8007	8930
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>216843</b>	<b>221491</b>	<b>226787</b>	<b>234557</b>	<b>242596</b>	公允价值变动损失	160	233	(15)	(15)	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	1712	1866	1362	1108	718
每股收益	1.26	1.68	2.14	2.77	3.37	营运资本变动	8788	(10534)	1254	34	264
每股红利	0.75	0.74	0.75	0.97	1.18	其它	263	(235)	(295)	(354)	(427)
每股净资产	17.62	18.96	20.34	22.14	24.34	<b>经营活动现金流</b>	<b>23494</b>	<b>(2247)</b>	<b>18269</b>	<b>21224</b>	<b>25286</b>
ROIC	5.30%	4.24%	7%	9%	11%	资本开支	0	(2977)	(12001)	(10001)	(9001)
ROE	7.16%	8.87%	11%	12%	14%	其它投资现金流	2910	702	0	0	0
毛利率	12%	13%	13%	14%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>2312</b>	<b>(1796)</b>	<b>(11995)</b>	<b>(9995)</b>	<b>(8995)</b>
EBIT Margin	4%	4%	5%	5%	6%	权益性融资	872	157	0	0	0
EBITDA Margin	7%	4%	7%	8%	8%	负债净变化	3961	3883	(1495)	(3285)	(3285)
收入增长	29%	-3%	12%	13%	12%	支付股利、利息	(3688)	(3633)	(3661)	(4741)	(5780)
净利润增长率	45%	33%	27%	30%	22%	其它融资现金流	(21476)	4297	(4144)	(3218)	(5346)
资产负债率	60%	58%	56%	54%	51%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(20058)</b>	<b>4955</b>	<b>(9300)</b>	<b>(11244)</b>	<b>(14411)</b>
股息率	2.0%	2.0%	2.0%	2.6%	3.1%	<b>现金净变动</b>	<b>5748</b>	<b>912</b>	<b>(3026)</b>	<b>(15)</b>	<b>1880</b>
P/E	30.1	22.6	17.8	13.7	11.2	货币资金的期初余额	35315	41063	41975	38949	38934
P/B	2.2	2.0	1.9	1.7	1.6	货币资金的期末余额	41063	41975	38949	38934	40813
EV/EBITDA	16.5	31.3	14.7	11.9	10.1	企业自由现金流	0	(6174)	6399	11121	15846
						权益自由现金流	0	2006	(261)	3787	6676

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所提及的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