

研究所：

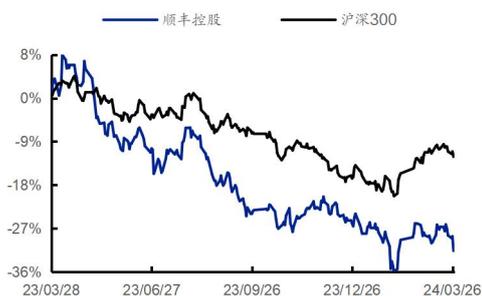
证券分析师：

 祝玉波 S0350523120005
 zhouyb01@ghzq.com.cn

稳增长+盈利改善，业绩有保障，多角度提升股东回报

——顺丰控股（002352）2023 年年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/03/28

表现	1M	3M	12M
顺丰控股	-4.4%	-9.1%	-31.7%
沪深 300	2.0%	3.1%	-12.0%

市场数据

2024/03/28

当前价格(元)	36.34
52周价格区间(元)	32.93-58.59
总市值(百万)	177,891.65
流通市值(百万)	176,896.44
总股本(万股)	489,520.24
流通股本(万股)	486,781.63
日均成交额(百万)	913.42
近一月换手(%)	0.33

相关报告

《顺丰控股（002352）2023 年三季报点评：趋势向好，长期推荐（买入）*物流*许可，祝玉波》——2023-11-03

《顺丰控股（002352）2023 年半年报点评报告：量本利平衡发展，利润率大幅修复（买入）*物流*许可，祝玉波》——2023-09-01

《顺丰控股（002352）2023 年半年度业绩预告点评：取长补短，健康发展（买入）*物流*许可，周延宇，钟文海，祝玉波》——2023-07-09

事件：

2024 年 3 月 26 日，顺丰控股发布 2023 年年度报告：

2023 年，顺丰控股实现营业收入 2584.09 亿元，同比减少 3.39%；实现归母净利润 82.34 亿元，同比增长 33.38%；扣非归母净利润 71.34 亿元，同比增长 33.67%。速运物流全年业务量完成 119.0 亿票，同比增长 7.5%，单票收入 16.06 元，同比上升 2.1%。

2023 年 Q4，顺丰控股实现营业收入 693.98 亿元，同比增长 1.54%；归母净利润 19.70 亿元，同比增长 15.76%；扣非归母净利润 15.88 亿元，同比增长 7.76%；速运物流业务量完成 32.56 亿票，同比增长 3.30%。

投资要点：

■ 量价平衡发展，多项业务实现双位数增长

2023 年，公司坚持可持续健康发展的经营基调，追求高质量的业务增长，更加重视量价平衡。价格策略根据各业务增速目标有所不同。其中同城及时配送业务价格有所下降，换取更多增长。快运与经济件业务（电商标快）盈利能力有所提升，进入稳健增长期。

具体来看，2023 年公司速运物流业务量共计 119.0 亿票，同比+7.5%（不含丰网同比+16.2%），单票收入 16.1 元，同比+2.1%。其中消费类仍是时效件件量占比第一大品类，为其增长的主要驱动力，公司同时切入退货件市场，进一步拉动时效件增长，与此同时业务结构也拉低了单票收入；电商标快则采取客户、定价、服务差异化战略，进入稳健增长的新阶段；快运在行业格局优化+自身盈利改善的诉求下，价格稳定，更加重视有质量发展；而同城即时配当下则更加重视量的增长，以一定的价格换取更多单量增长。

2023 年，公司营业收入共计 2584.09 亿元，同比-3.39%，收入降速主因国际空海运需求及价格均同比下行，导致供应链及国际板块收入同比-31.7%。若剔除供应链及国际板块收入负增长影响，公司营

《顺丰控股(002352)点评报告:顺丰控股出售丰网速运,聚焦高端,利好业绩(买入)*物流*许可,周延宇,祝玉波》——2023-05-14

《顺丰控股(002352)2023年一季报点评:健康经营+多网融通,全年业绩有望高速增长(买入)*物流*许可,周延宇,祝玉波》——2023-04-27

业收入同比+10.47%,仍保持双位数增长,其他各项业务收入增长基本稳定。具体来看,2023年公司速运物流板块收入1911亿元,同比+9.7%(不含丰网同比+11.3%)。公司时效快递/经济快递/快运/冷运及医药/同城即时配送/供应链及国际收入增速分别为+9.23%/-1.96%/+18.49%/+19.74%/+12.64%/-31.74%。公司在坚持可持续健康发展的经营基调下,追求高质量的业务增长,执行量价平衡的发展策略下,实现收入平稳增长。

■ 降本降费实现利润率持续修复,各分部盈利能力均有改善

2023年,公司归母净利润为82.34亿元,同比+33.38%;扣非归母净利润71.34亿元,同比+33.67%;毛利率12.75%,同比+0.32pcts;不含嘉里物流口径下毛利率13.72%,同比+0.20pcts,其中人工/运力/其他成本占收入比同比分别+1.56/-1.84/+0.08pcts,公司推进多网融通降本约11亿元,占收入0.58%,结合营销/研发/财务费用率同比-0.46/-0.08/-0.14pcts,最终公司归母净利率从2022年的2.31%提升至2023年的3.19%,同比+0.88pcts。公司通过降本降费成功实现利润率修复。

2023年公司除供应链及国际分部受国际货运运价影响外,各业务盈利能力显著增强,快运及同城即时配送业务开始稳定贡献业绩:速运及大件分部净利润84.53亿元,同比+54.62%,净利率从2022年的3.22%提升至2023年的4.52%,盈利能力大幅改善;同城分部盈利0.51亿元(去年同期亏损2.87亿元),净利率从2022年的-4.37%提升至2023年的0.69%,实现扭亏为盈;供应链及国际分部净利润-5.35亿元(同比-127.47%,主要系国际货运市场量价走弱影响),净利率从2022年的2.16%降至2023年的-0.85%。

■ 提升分红,回购注销,切实提高股东回报

公司已宣布未来五年(2024年-2028年)股东回报规划,2023年度现金分红总额占归母净利润比例约为35%,同比+15pcts,我们以3月26日收盘价测算其股息率为1.58%,公司承诺2024-2028年度现金分红比例将在此基础上稳步提高。此外,公司此轮回购已注销股份约6500-7800万股,注销比例约1.3%-1.6%。

■ 利润率仍有改善空间,机场枢纽产业集聚或打造第二增长曲线

盈利能力方面,2023年公司成本费用双降,新业务进入变现期,利润率持续改善。展望未来,公司坚持健康经营策略下,产品及客户结构将不断优化,多网融通项目推进下成本费用仍有下行空间,公司净利率有望持续改善。

增收方面,中短期随着国内消费复苏,国际空海运价筑底回升,公司增长有望触底反弹;中期随着鄂州机场投入,时效件覆盖面打开+空运成本下行,公司时效件竞争力有望进一步提升,通过继续提高

客户份额、扩大业务场景，有望继续拉动时效件持续高个位数增长；长期来看，随着 3C 高科技、智能制造、生物医药头部企业入驻顺丰枢纽转运中心，高端制造产业集聚进出口或成为公司第二增长曲线。

- **盈利预测和投资评级** 根据公司 2023 年年报，我们调整了此前的盈利预测，并引入 2026 年盈利预测，预计顺丰控股 2024-2026 年营业收入分别为 2986.04 亿元、3448.70 亿元与 3994.73 亿元，归母净利润分别为 98.26 亿元、112.44 亿元与 138.18 亿元，2024-2026 年对应 PE 分别为 18.10 倍、15.82 倍与 12.87 倍。公司坚持高质量增长策略，利润率修复下业绩有望稳定增长，维持“买入”评级。
- **风险提示** 市场扩张不及预期；市场竞争加剧风险；需求景气度下滑；并购整合不及预期；宏观环境不及预期；未来股份回购的不确定性。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	258409	298604	344870	399473
增长率(%)	-3	16	15	16
归母净利润（百万元）	8234	9826	11244	13818
增长率(%)	33	19	14	23
摊薄每股收益（元）	1.68	2.01	2.30	2.82
ROE(%)	9	10	11	12
P/E	23.76	18.10	15.82	12.87
P/B	2.13	1.79	1.67	1.55
P/S	0.77	0.60	0.52	0.45
EV/EBITDA	11.82	8.60	7.22	6.07

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：顺丰控股盈利预测表

证券代码:	002352		股价:	36.34	投资评级:	买入	日期:	2024/03/28	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	9%	10%	11%	12%	EPS	1.70	2.01	2.30	2.82
毛利率	13%	13%	14%	14%	BVPS	18.96	20.28	21.77	23.41
期间费率	9%	9%	9%	9%	估值				
销售净利率	3%	3%	3%	3%	P/E	23.76	18.10	15.82	12.87
成长能力					P/B	2.13	1.79	1.67	1.55
收入增长率	-3%	16%	15%	16%	P/S	0.77	0.60	0.52	0.45
利润增长率	33%	19%	14%	23%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	1.17	1.26	1.40	1.50	营业收入	258409	298604	344870	399473
应收账款周转率	10.28	7.87	10.46	8.21	营业成本	225274	259786	298313	343547
存货周转率	105.89	170.80	105.24	146.36	营业税金及附加	502	597	759	959
偿债能力					销售费用	2992	3524	4483	5593
资产负债率	53%	54%	53%	53%	管理费用	17633	20365	24141	27963
流动比	1.23	1.22	1.24	1.28	财务费用	1866	2150	2483	2876
速动比	1.05	1.06	1.06	1.11	其他费用/(-收入)	2285	2628	3104	3675
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	10454	12533	14332	17682
现金及现金等价物	48784	45855	52777	55122	营业外净收支	32	-50	-28	-15
应收款项	25360	38341	33246	49162	利润总额	10487	12483	14304	17666
存货净额	2440	1748	3277	2729	所得税费用	2575	2996	3433	4240
其他流动资产	14406	14807	18106	17838	净利润	7912	9487	10871	13427
流动资产合计	90991	100751	107406	124852	少数股东损益	-323	-339	-373	-392
固定资产	53930	59360	63683	67619	归属于母公司净利润	8234	9826	11244	13818
在建工程	4033	4820	5474	5232	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	65158	64185	62977	60973	经营活动现金流	26570	20214	29358	25662
长期股权投资	7379	7379	7379	7379	净利润	8234	9826	11244	13818
资产总计	221491	236494	246918	266054	少数股东损益	-323	-339	-373	-392
短期借款	18222	15222	13722	12722	折旧摊销	7021	9307	10261	11329
应付款项	24914	30658	33048	41149	公允价值变动	46	-100	-100	-100
预收帐款	41	47	57	64	营运资金变动	10680	-824	5254	-2604
其他流动负债	30813	36928	39516	43903	投资活动现金流	-13506	-13137	-12923	-11894
流动负债合计	73990	82855	86343	97838	资本支出	-12136	-14497	-13972	-12971
长期借款及应付债券	30150	30150	30150	30150	长期投资	-2859	-100	-100	-100
其他长期负债	14067	14067	14067	14067	其他	1490	1461	1149	1177
长期负债合计	44217	44217	44217	44217	筹资活动现金流	-12995	-10106	-9614	-11523
负债合计	118207	127072	130560	142056	债务融资	0	-3000	-1500	-1000
股本	4895	4895	4895	4895	权益融资	157	0	0	0
股东权益	103284	109422	116358	123998	其它	-13152	-7106	-8114	-10523
负债和股东权益总计	221491	236494	246918	266054	现金净增加额	168	-3029	6821	2245

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【交运小组介绍】

祝玉波：交通运输行业首席分析师，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境电商物流，以及化工物流，汽车物流等细分产业链板块。

张付哲：航运行业专家，3年行业从业经验，先后就职于Drewry和VesselsValue，以产业助力金融，主攻航运、船舶、港口等板块。

【分析师承诺】

祝玉波，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与

本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。