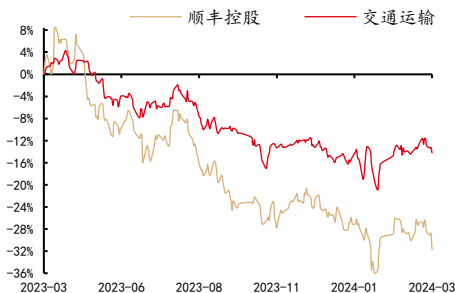


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	36.38
总股本/流通股本(亿股)	48.95 / 48.68
总市值/流通市值(亿元)	1,781 / 1,771
52周内最高/最低价	58.00 / 34.08
资产负债率(%)	53.4%
市盈率	21.40
第一大股东	深圳明德控股发展有限 公司

研究所

分析师: 曾凡喆
SAC 登记编号: S1340523100002
Email: zengfanzhe@cnpsec.com

顺丰控股(002352)

时效业务回升，全年业绩增长 33.4%

● 顺丰控股披露 2023 年年报

顺丰控股披露 2023 年年度报告, 2023 年公司总件量 119.7 亿票, 同比增长 7.5%, 实现营业收入 2584.1 亿元, 同比下降 3.4%, 归母净利润 82.3 亿元, 同比增长 33.4%。

● 时效件等业务保持增长，国际供应链业务承压

2023 年宏观经济企稳复苏, 供应链回归常态, 公司业务版图进一步完善, 业务规模进一步扩张。公司时效快递、经济快递、快运业务、冷运及医药业务、同城配、供应链及国际业务收入分别为 1154.6 亿元、250.5 亿元、330.8 亿元、103.1 亿元、72.5 亿元、599.8 亿元, 同比分别+9.2%、-2.0%、+18.5%、+19.1%、+12.6%、-44.5%。

● 人工成本上升，运力成本下降，毛利水平有所提高

成本端, 2023 年公司营业成本 2252.7 亿元, 同比下降 3.8%。公司核心营业成本集中在物流及货运代理业务板块中, 为 2191.2 亿元, 同比下降 4.5%, 其中全年人工成本 1027.9 亿元, 同比增长 12.2%, 运力成本 829.3 亿元, 同比下降 22.4%, 其他经营成本达到 334.1 亿元, 同比增长 7.5%。2023 年公司物流及货运代理主业毛利润率 12.75%, 同比提高 0.32pct, 如扣除嘉里物流, 主营业务毛利润率 13.72%, 同比提高 0.20pct。

● 费用稳定，税费降低，业绩实现显著增长

2023 年公司销售、管理、研发、财务费用整体略有提升, 分别为 29.9 亿元、176.2 亿元、22.9 亿元、18.7 亿元, 费用率分别为 1.16%、6.82%、0.88%、0.72%, 同比分别增长 0.12pct、增长 0.25pct、增长 0.05pct、增长 0.08pct。

其余科目上, 2023 年公司投资收益 8.0 亿元, 同比减少 2.2 亿元, 其他收益 19.7 亿元, 同比减少 2.8 亿元, 信用减值损失 -0.3 亿元, 同比降低 8.5 亿元, 所得税费 25.7 亿元, 同比下降 13.9 亿元。

整体来看, 公司主营业务运营稳定, 在自身优势业务上实现了稳健的增长, 速运分部盈利 84.5 亿元, 同比增长 54.6%, 同城业务实现扭亏, 但国际业务因行业整体面临压力, 亏损 5.3 亿元, 全年业绩基本符合预期。

● 盈利预测及投资建议

2024 年公司制定的整体经营基调为坚持可持续健康发展, 增强客户粘性, 保持稳健的盈利能力。预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 2866 亿元、3127 亿元、3390 亿元, 同比分别增长 10.9%、9.1%、8.4%, 归母净利润分别为 96.6 亿元、112.5 亿元、124.2 亿元, 同比分别增长 17.4%、16.4%、10.4%。此外, 公司在 2023 年分红 35% 的基础上, 提出未来五年股东回报计划, 2024-2028 年现金分红比例在 2023 年度的基础上稳步提高。维持“买入”评级。

● **风险提示:**

宏观经济下滑, 各业务发展不及预期, 市场竞争加剧。

■ **盈利预测和财务指标**

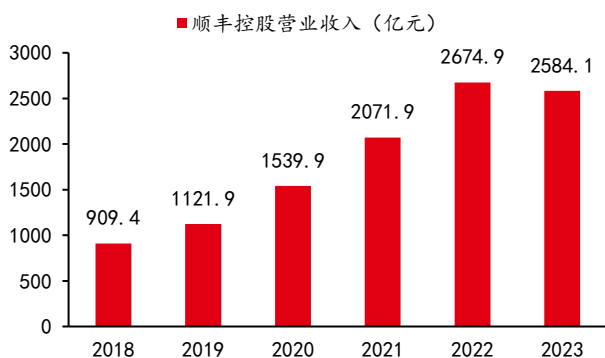
项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	258409	286594	312706	338956
增长率 (%)	-3.39	10.91	9.11	8.39
EBITDA (百万元)	18748.90	25405.72	28312.22	30523.03
归属母公司净利润 (百万元)	8234.49	9662.78	11251.73	12424.73
增长率 (%)	33.38	17.35	16.44	10.43
EPS (元/股)	1.68	1.97	2.30	2.54
市盈率 (P/E)	21.63	18.43	15.83	14.33
市净率 (P/B)	1.92	1.80	1.68	1.57
EV/EBITDA	11.82	7.97	7.15	6.61

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

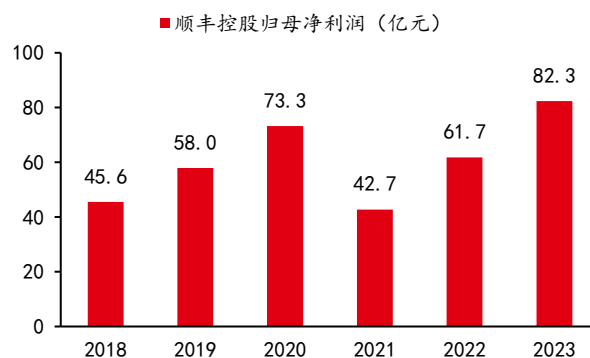
1 顺丰控股披露 2023 年年报

顺丰控股披露 2023 年年度报告，2023 年公司总件量 119.7 亿票，同比增长 7.5%，实现营业收入 2584.1 亿元，同比下降 3.4%，归母净利润 82.3 亿元，同比增长 33.4%。

图表1：顺丰控股营业收入



图表2：顺丰控股归母净利润



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

2 时效件及快运、冷运同城配业务保持增长，国际供应链业务承压

2023 年宏观经济企稳复苏，供应链回归常态，公司业务版图进一步完善，业务规模进一步扩张。

时效快递方面，公司直营网络的资源优势及调度能力领先，能够为客户及消费者提供稳定、高效的交付服务，时效快递业务保持良好增长，时效件业务收入 1154.6 亿元，同比增长 9.2%。

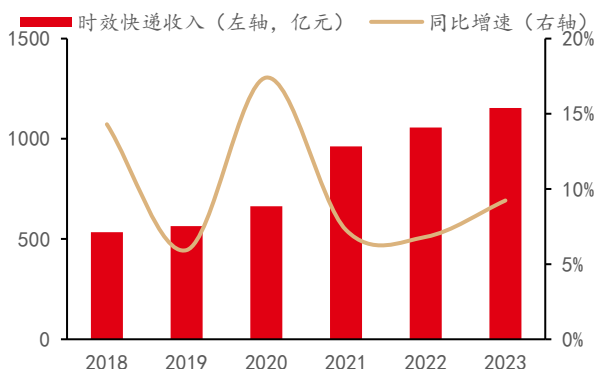
经济快递方面，公司聚焦中高端电商市场，提供差异化高品质的履约服务，2023 年经济快递收入 250.5 亿，同比下降 2.0%，考虑到公司年内完成丰网业务的分割，不含丰网业务的经济快递业务收入同比增长 8.6%。

快运业务方面，公司业务规模保持行业领先，增速高于行业水平，2023 年快运业务营业收入 330.8 亿元，同比增长 18.5%。

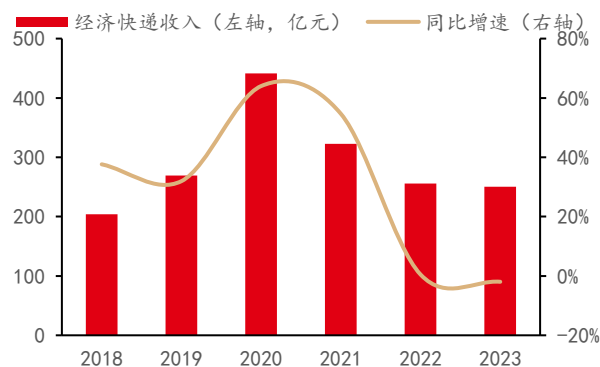
冷运及医药业务方面，根据中国物流采购联合会数据，2023 年中国冷链物流市场规模 5170 亿元，同比增 5.2%，公司增速快于市场，2023 年营收 103.1 亿元，同比增长 19.1%。

同城配方面，公司同城配业务收入健康增长，盈利能力大幅改善，全年营业收入 72.5 亿元，同比增长 12.6%。

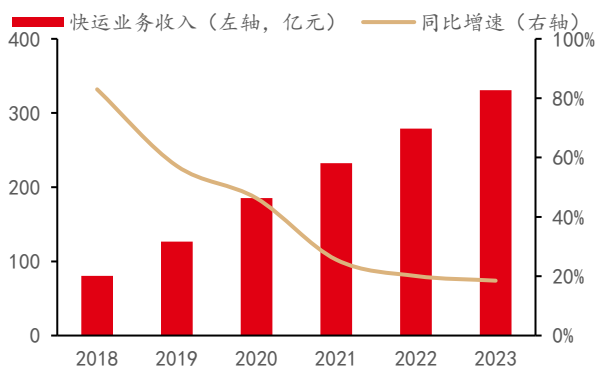
供应链及国际业务方面，因全球海运运价大幅回落，存货过剩及出口增长停滞，影响公司供应链及国际业务表现，全年收入 599.8 亿元，同比下降 31.7%，其中嘉里物流营业收入 429.6 亿，同比下降 44.5%。

图表3：顺丰控股时效快递收入及同比增速


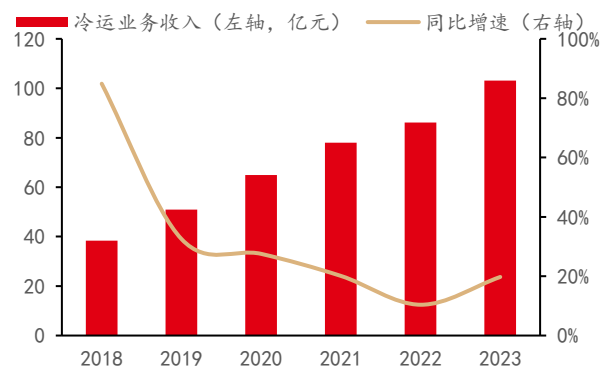
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表4：顺丰控股经济快递收入及同比增速


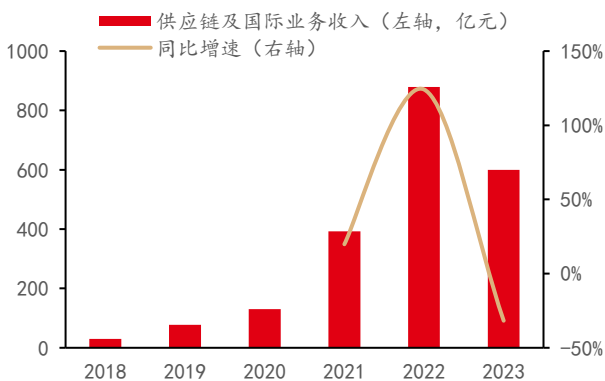
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表5：顺丰控股快运业务收入及同比增速


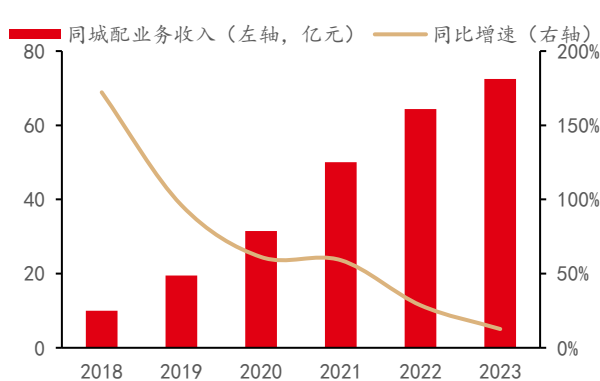
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表6：顺丰控股冷运业务收入及同比增速


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表7：顺丰控股供应链及国际收入及同比增速


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表8：顺丰控股同城配业务收入及同比增速


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

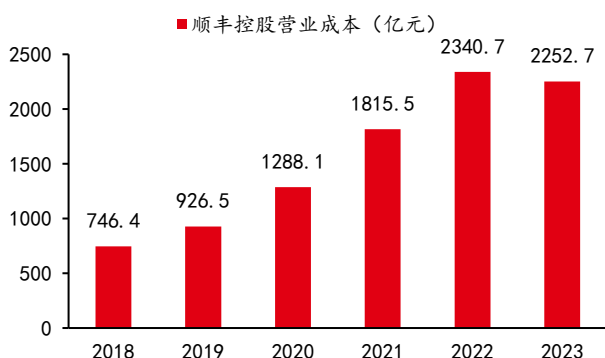
3 人工成本上升，运力成本下降，毛利水平有所提高

成本端，2023 年公司营业成本 2252.7 亿元，同比下降 3.8%。公司核心营业成本集中在物流及货运代理业务板块中，为 2191.2 亿元，同比下降 4.5%。

物流及货运代理业务板块中，因公司主动提高一二线员工薪酬竞争力，同时持续推进多网融通、投入自动化设备等方式提高效率，控制人力成本上涨幅度，全年人工成本 1027.9 亿元，同比增长 12.2%；因公司持续调整运力结构，提高自有车辆及价格可控类外部运力的资源利用率，优化运力采购管控，以及燃油价格下降，且海运运价下跌，2023 年运力成本 829.3 亿元，同比下降 22.4%；因鄂州枢纽转运中心投运，相关场地设备折旧增加影响，公司其他经营成本达到 334.1 亿元，同比增长 7.5%。

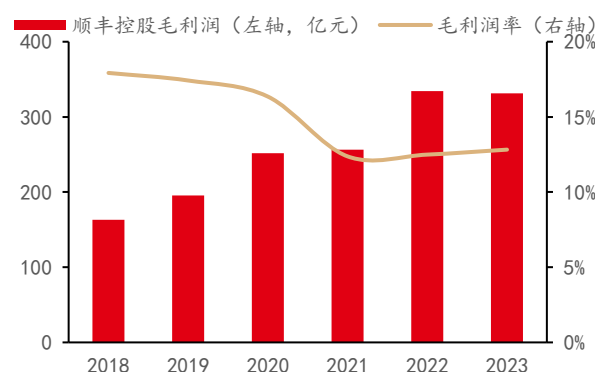
2023 年公司物流及货运代理主业毛利率 12.75%，同比提高 0.32pct，如扣除嘉里物流，主营业务毛利率 13.72%，同比提高 0.20pct。

图表9：顺丰控股营业成本



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表10：顺丰控股毛利润及毛利率



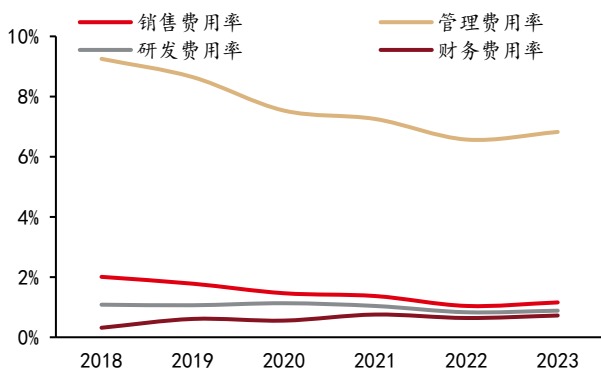
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

4 费用稳定，税费降低，业绩实现显著增长

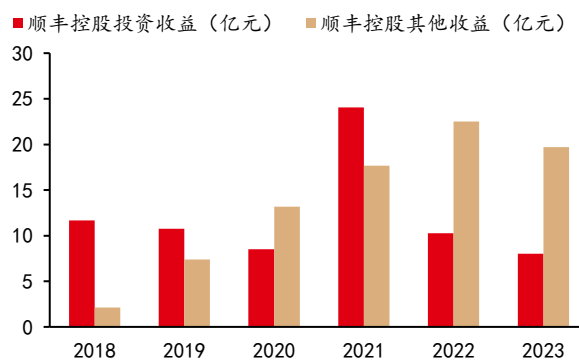
2023 年公司销售、管理、研发、财务费用整体略有提升，分别为 29.9 亿元、176.2 亿元、22.9 亿元、18.7 亿元，费用率分别为 1.16%、6.82%、0.88%、0.72%，同比分别增长 0.12pct、增长 0.25pct、增长 0.05pct、增长 0.08pct。

因交易性金融资产投资收益下降、处置子公司投资收益提升、处理其他投资的收益下降，公司投资收益 8.0 亿元，同比减少 2.2 亿元。因税收优惠降低，公司其他收益 19.7 亿元，同比减少 2.8 亿元。因应收款减值转回，公司信用减值损失 -0.3 亿元，同比降低 8.5 亿元。所得税费方面，因当期所得税减少及递延税减少，公司所得税费 25.7 亿元，同比减少 13.9 亿元。

整体来看，公司主营业务运营稳定，在自身优势业务上实现了稳健的增长，速运分部盈利84.5亿元，同比增长54.6%，同城业务实现扭亏，但国际业务因行业整体面临压力，亏损5.3亿元，全年业绩基本符合预期。

图表11：顺丰控股各项费用率走势


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表12：顺丰控股投资收益及其他收益变化


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

5 盈利预测与投资建议

2024 年公司制定的整体经营基调为坚持可持续健康发展，增强客户粘性，保持稳健的盈利能力。预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 2866 亿元、3127 亿元、3390 亿元，同比分别增长 10.9%、9.1%、8.4%，归母净利润分别为 96.6 亿元、112.5 亿元、124.2 亿元，同比分别增长 17.4%、16.4%、10.4%。此外，公司在 2023 年分红 35% 的基础上，提出未来五年股东回报计划，2024-2028 年现金分红比例在 2023 年度的基础上稳步提高。维持“买入”评级。

6 风险提示

宏观经济下滑，各业务发展不及预期，市场竞争加剧。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	258409	286594	312706	338956	营业收入	-3.4%	10.9%	9.1%	8.4%
营业成本	225274	249186	271056	293614	营业利润	-5.3%	22.5%	17.6%	10.5%
税金及附加	502	516	563	610	归属于母公司净利润	33.4%	17.3%	16.4%	10.4%
销售费用	2992	3296	3627	4067	获利能力				
管理费用	17633	19345	20951	22541	毛利率	12.8%	13.1%	13.3%	13.4%
研发费用	2285	2551	2814	3051	净利率	3.2%	3.4%	3.6%	3.7%
财务费用	1866	1527	1522	1434	ROE	8.9%	9.8%	10.6%	10.9%
资产减值损失	-186	-170	-170	-175	ROIC	5.2%	6.5%	7.1%	7.6%
营业利润	10454	12809	15063	16644	偿债能力				
营业外收入	309	350	400	400	资产负债率	53.4%	52.1%	51.7%	49.9%
营业外支出	277	270	300	300	流动比率	1.23	1.17	1.15	1.12
利润总额	10487	12889	15163	16744	营运能力				
所得税	2575	3029	3563	3935	应收账款周转率	10.19	10.84	10.79	10.79
净利润	7912	9860	11600	12809	存货周转率	117.76	114.16	117.09	118.72
归母净利润	8234	9663	11252	12425	总资产周转率	1.18	1.27	1.33	1.38
每股收益(元)	1.68	1.97	2.30	2.54	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.68	1.97	2.30	2.54
货币资金	41975	36917	38428	33581	每股净资产	18.96	20.17	21.63	23.19
交易性金融资产	6810	7335	7755	8080	估值比率				
应收票据及应收账款	25360	28002	30463	32937	PE	21.63	18.43	15.83	14.33
预付款项	3247	3613	3930	4257	PB	1.92	1.80	1.68	1.57
存货	2440	2580	2761	2949	现金流量表				
流动资产合计	90991	90290	96700	96374	净利润	7912	9860	11600	12809
固定资产	53930	59240	63913	68868	折旧和摊销	7021	10990	11628	12345
在建工程	4033	6033	8033	10033	营运资本变动	10680	1448	87	504
无形资产	18147	17127	16107	15082	其他	956	1232	1001	914
非流动资产合计	130500	138090	145603	153193	经营活动现金流净额	26570	23530	24315	26571
资产总计	221491	228380	242303	249567	资本开支	-12136	-17290	-17760	-18745
短期借款	18222	16222	18222	15222	其他	-1370	-850	-660	-360
应付票据及应付账款	24914	27757	30193	32705	投资活动现金流净额	-13506	-18140	-18420	-19105
其他流动负债	30853	33446	35733	38075	股权融资	157	-504	0	0
流动负债合计	73990	77424	84148	86002	债务融资	0	-4695	1706	-5594
其他	44217	41517	41217	38617	其他	-13152	-5347	-6091	-6719
非流动负债合计	44217	41517	41217	38617	筹资活动现金流净额	-12995	-10546	-4385	-12313
负债合计	118207	118942	125365	124620	现金及现金等价物净增加额	168	-5057	1510	-4846
股本	4895	4895	4895	4895					
资本公积金	43164	43164	43164	43164					
未分配利润	39360	44373	49837	55598					
少数股东权益	10493	10691	11039	11423					
其他	5371	6316	8004	9868					
所有者权益合计	103284	109438	116938	124947					
负债和所有者权益总计	221491	228380	242303	249567					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048