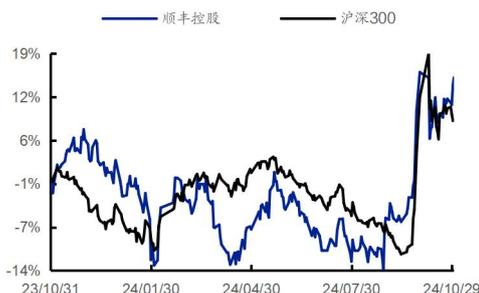


研究所:
 证券分析师: 祝玉波 S0350523120005
 zhouyb01@ghzq.com.cn
 联系人: 史亚州 S0350124060026
 shiyz@ghzq.com.cn
 联系人: 张晋铭 S0350124040003
 zhangjm02@ghzq.com.cn

增长加速+业绩弹性释放, 基本面拐点或已确立 ——顺丰控股(002352) 2024年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
顺丰控股	-0.7%	27.4%	15.5%
沪深300	-3.2%	13.0%	8.9%

市场数据

市场数据	2024/10/31
当前价格(元)	44.66
52周价格区间(元)	32.93-49.38
总市值(百万)	215,090.91
流通市值(百万)	213,866.49
总股本(万股)	481,618.70
流通股本(万股)	478,877.04
日均成交额(百万)	1,431.21
近一月换手(%)	0.85

相关报告

- 《顺丰控股(002352) 2024年半年报点评: 多网通融+运营模式变革降本增效持续兑现, 看好利润率修复带来的业绩弹性 (买入)*物流*祝玉波》——2024-09-01
- 《顺丰控股(002352) 2024年一季报点评: 深耕细作, 蓄势待发 (买入)*物流*祝玉波》——2024-05-02
- 《顺丰控股(002352) 2023年年报点评: 稳增长+盈利改善, 业绩有保障, 多角度提升股东回报(买入)*物流*祝玉波》——2024-03-28

事件:

2024年10月29日, 顺丰控股发布2024年三季度报:

业绩方面: 2024Q1-Q3公司实现营业收入2068.61亿元, 同比+9.44%; 完成归母净利润76.17亿元, 同比+21.59%; 扣非归母净利润67.43亿元, 同比+21.58%。其中2024Q3公司实现营业收入724.51亿元, 同比+12.07%, 完成归母净利润28.10亿元, 同比+34.59%, 扣非归母净利润25.95亿元, 同比+40.98%。

业务方面: 2024Q1-Q3公司业务量完成94.28亿票, 同比+14.54%(不含丰网), 单票价格15.89元, 同比-5.35%(不含丰网)。其中2024Q3业务量完成32.14亿票, 同比+14.54%, 单票收入15.82元, 同比-6.09%。

投资要点:

- 总体来看: 2024Q1-Q3公司毛利率同比逐步改善, Q1因管理费用率下降, Q2因其他营运成本占收入比下降, Q3因营业成本占收入比下降(Q3未拆分成本结构)。

2024Q1-Q3公司毛利率13.96%(yoy+0.97pcts), 营业成本占收入比86.04%(yoy-0.97pcts), 四费占收入比9.24%(yoy-0.39pcts), 最终归母净利率3.68%(yoy+0.37pcts)。拆分成本和费用结构来看, 2024H1(2024Q3未披露, 参考2024H1)不含嘉里公司人工成本/运力成本/其他营运成本占收入比分别同比+0.84/-0.17/-0.94pcts(合计yoy-0.27pcts); 2024Q1-Q3销售/管理/研发/财务费率分别为1.08%/6.53%/0.93%/0.70%(分别yoy-0.05/-0.32/+0.04/-0.06pcts), 公司盈利同比改善主要在成本费用项的积极变化。其中Q1/Q2/Q3主要改善原因分别为管理费用改善/其他营运成本改善/营业成本改善, 具体如下:

2024Q1公司毛利率13.17%(yoy-0.69pcts), 营业成本占收入比86.83%(yoy+0.69pcts), 四费占收入比9.55%(yoy-1.26pcts), 归母净利率为2.93%(yoy+0.11pcts); 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为1.09%/6.82%/0.97%/0.67%(分别yoy-0.04/-0.97/-0.01/-0.24pcts), 2024Q1毛利率虽然下降, 但公司通过管理费用率优化保证了净利率的稳定提升。

《顺丰控股（002352）2023 年三季报点评：趋势向好，长期推荐（买入）*物流*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*祝玉波》——2023-09-01

2024Q2 公司毛利率 14.51% (yoy+1.32pcts)，营业成本占收入比 85.49% (yoy-1.32pcts)，四费占收入比 9.26% (yoy-0.06pcts)，净利率为 4.19% (yoy+0.31pcts)。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.10%/6.53%/0.97%/0.66% (分别 yoy-0.01/-0.08/-0.05/-0.03pcts)，公司通过毛利率的同比改善带来了净利率的大幅提升，主要因其他营运成本占收入比的同比大幅下降贡献（其他营运成本占收入比的同比下降，主要因多网融通下场地及设备效率提升，以及运营模式变革带来的理赔成本下降）。

2024Q3 公司毛利率 14.14% (yoy+2.16pcts)，营业成本占收入比 85.86% (yoy-2.16pcts)，四费占收入比 8.94% (yoy+0.13pcts)，净利率为 3.88% (yoy+0.65pcts)。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.06%/6.28%/0.85%/0.75% (分别 yoy-0.11/+0.08/+0.07/+0.09pcts)，公司通过毛利率的改善带来了净利率的大幅提升，主要因营业成本占收入比大幅下降贡献（我们预计和 Q2 原因一致）。

- **分产品来看：公司各业务增长稳健，利润率改善主要因速运物流分部。**

2024Q1-Q3 公司收入 2068.61 亿元 (yoy+9.44%)，其中速运物流板块（包括时效快递+经济快递+冷运及医药+快运+同城即时配送）收入 1498.44 亿元 (yoy+8.42%，不含丰网)，供应链及国际板块收入 507.36 亿元 (yoy+15.36%)，国际业务收入增速快于国内业务。2024Q3 公司收入 724.51 亿元 (yoy+12.07%)，其中速运物流板块收入 508.31 亿元 (yoy+7.57%)，供应链及国际板块收入 195.72 亿元 (yoy+27.31%)，国际业务收入同比增长加速。公司速运及物流收入增速稳健，供应链及国际板块收入实现较快增速，主要系上年同期运价低基数，以及今年以来国际空海运景气度上升的积极影响。

详细产品拆分来看（2024Q3 未披露，参考 2024H1），2024H1 公司收入 1344.10 亿元 (yoy+8.08%)，其中时效快递/经济快递/快运/冷运及医药/同城即时配/供应链及国际 591.9/132.5/175.5/50.6/39.6/312.0 亿元 (分别 yoy+5.6%/+9.3%/+16.1%/-5.2%/+18.5%/+8.1%)，公司增速主要受速运物流板块中时效快递，以及供应链及国际增速的共同影响（两个业务收入占比超过 2/3）。

- **观点：增长提速对估值或有支撑，降本项目推动业绩有望提升，基本面拐点或已确立。**

增长方面：2024Q3，国内业务方面（以速运物流为主），在“消费降级”的背景下，公司通过领先的服务质量，开拓更广泛的生产消费客群和业务场景，保持了稳健的增长 (yoy+7.57%)；在国际业务方面，在空海运景气度提升的背景下，以及业务融通的助力，亦实现了较高的同比增速 (yoy+27.31%)，最终公司实现了稳健的收入增长表现 (yoy+12.07%)。随着国内业务新场景的不断探索（如退

货件、同城半日达、消费者加价发顺丰等场景的业务的开拓), 以及国际空海运景气度的不断修复, 预期公司收入增速仍将保持韧性。

利润方面: 公司继续深化推动多网融通、营运模式变革等降本项目, 实现了成本的下降和利润率显著提升。多网融通继续强化资源使用效益, “营运模式变革” 减少传统网点的操作工序助力网点功能轻量化, 且笼车项目可有效降低破损, 有望持续推动公司运营成本、理赔成本的继续走低, 带来业绩弹性。

- **盈利预测和投资评级** 根据公司三季报情况, 我们调整了盈利预测, 预计顺丰控股 2024-2026 年营业收入分别为 2850.77 亿元、3140.50 亿元与 3453.59 亿元, 同比分别+10%、+10%、+10%; 归母净利润分别为 102.34 亿元、115.43 亿元与 130.49 亿元, 同比分别+24%、+13%、+13%, 对应 EPS 为 2.12 元、2.40 元、2.71 元, 对应 PE 分别为 21.02 倍、18.63 倍与 16.48 倍。公司收入体量大增长稳健, 多网融通及营运模式变革降本增效持续兑现, 利润率修复有望带来较大业绩弹性, 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	285077	314050	345359
增长率(%)	-3	10	10	10
归母净利润(百万元)	8234	10234	11543	13049
增长率(%)	33	24	13	13
摊薄每股收益(元)	1.71	2.12	2.40	2.71
ROE(%)	9	12	13	15
P/E	23.76	21.02	18.63	16.48
P/B	2.13	2.47	2.44	2.40
P/S	0.77	0.75	0.68	0.62
EV/EBITDA	7.63	9.41	8.73	7.88

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:	44.66	投资评级:	买入	日期:	2024/10/31	
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%	12%	13%	15%	EPS	1.70	2.12	2.40	2.71
毛利率	13%	13%	14%	14%	BVPS	18.96	18.05	18.32	18.57
期间费率	9%	9%	9%	9%	估值				
销售净利率	3%	4%	4%	4%	P/E	23.76	21.02	18.63	16.48
成长能力					P/B	2.13	2.47	2.44	2.40
收入增长率	-3%	10%	10%	10%	P/S	0.77	0.75	0.68	0.62
利润增长率	33%	24%	13%	13%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	1.18	1.31	1.44	1.52	营业收入	258409	285077	314050	345359
应收账款周转率	10.19	10.79	10.78	10.77	营业成本	225274	247618	270900	296525
存货周转率	102.66	89.46	83.59	83.61	营业税金及附加	502	570	644	725
偿债能力					销售费用	2992	2993	3612	4317
资产负债率	53%	55%	56%	57%	管理费用	17633	19243	21826	24175
流动比	1.23	1.11	1.16	1.21	财务费用	1866	2053	2261	2487
速动比	1.05	0.93	0.99	1.04	其他费用/(-收入)	2285	2509	2826	3281
					营业利润	10454	13069	14725	16670
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	32	-50	-28	-15
现金及现金等价物	48784	40154	47219	55502	利润总额	10487	13019	14697	16655
应收款项	25360	28033	30882	33960	所得税费用	2575	3125	3527	3997
存货净额	2440	3095	3386	3707	净利润	7912	9895	11170	12658
其他流动资产	14406	14986	15758	16613	少数股东损益	-323	-339	-373	-392
流动资产合计	90991	86269	97245	109782	归属于母公司净利润	8234	10234	11543	13049
固定资产	53930	55747	54618	51954					
在建工程	4033	2516	1758	1379	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	65158	61875	61180	60485	经营活动现金流	26570	23926	24789	26469
长期股权投资	7379	7479	7579	7679	净利润	8234	10234	11543	13049
资产总计	221491	213886	222379	231279	少数股东损益	-323	-339	-373	-392
短期借款	18222	17222	17722	18222	折旧摊销	17319	11199	10888	11042
应付款项	24914	27527	30115	32964	公允价值变动	46	-100	-100	-100
合同负债	1832	1710	1884	2072	营运资金变动	383	1899	1776	1895
其他流动负债	29021	31313	34243	37361	投资活动现金流	-13506	-13929	-8298	-7279
流动负债合计	73990	77772	83964	90619	资本支出	-12136	-9971	-7972	-6971
长期借款及应付债券	30150	25650	27150	28650	长期投资	-2859	-6105	-1505	-1505
其他长期负债	14067	13368	13268	13168	其他	1490	2148	1179	1197
长期负债合计	44217	39018	40418	41818	筹资活动现金流	-12995	-25730	-10527	-12007
负债合计	118207	116789	124382	132436	债务融资	0	-7538	1905	1905
股本	4895	4816	4816	4816	权益融资	157	9	0	0
股东权益	103284	97096	97997	98842	其它	-13152	-18201	-12432	-13912
负债和股东权益总计	221491	213886	222379	231279	现金净增加额	168	-15730	5965	7183

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、化工物流、汽车物流等细分产业链板块。

张晋铭：交通运输行业研究助理，新南威尔士大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，主攻交运基础设施、化工物流、大宗物流等板块。

史亚州：交通运输行业研究助理，哈尔滨工业大学本硕，主攻快递、快运、跨境电商物流、汽车物流等板块。

【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。