

增持 (维持)

顺丰控股 (002352)
24Q3 业绩超预期, 充沛现金流提升潜在分红能力

2024年11月03日

市场数据

市场数据日期	2024-11-01
收盘价(元)	45.33
总股本(百万股)	4816.19
流通股本(百万股)	4788.77
净资产(百万元)	90625.4
总资产(百万元)	214021.55
每股净资产(元)	18.82

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证交运】顺丰控股 2024 年中报点评: 运营变革逐步度过过渡期, 成本改善效果释放》2024-08-30

《【兴证交运】顺丰控股 2023 年年报点评: 速运本部收入增长 10%, 保持耐心关注供给端进化引领需求破局》2024-03-29

《【兴证交运】顺丰控股 (002352.SZ) 跟踪报告: 低空经济迎政策利好, 顺丰无人机布局迎应用契机》2024-02-12

分析师:

肖祎

xiaoyiyiy@xyzq.com.cn

S0190521080006

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

胡杉

hushan@xyzq.com.cn

S0190524080004

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年三季报, 24Q3 实现营业收入 724.5 亿元, 同比+12.07%; 归母净利润 28.1 亿元, 同比+34.59%; 扣非归母净利润 25.9 亿元, 同比+40.98%。
- **24Q3 收入拆分:** 速运业务收入, 508.3 亿元, 同比+7.6%; 供应链及国际业务收入 195.7 亿元, 同比+27.3%; 其他业务收入 20.4 亿元, 同比+1.4%。综合毛利率 14.1% (同比+2.1pct, 环比-0.4pct), 期间费用率 8.9% (同比+0.1pct, 环比-0.4pct), 归母净利率 3.9% (同比+0.7pct, 环比-0.3pct)。
- **24Q3 业绩超预期:** 1) 收入端: 国内方面, 公司持续夯实产品竞争力, 24Q3 速运物流收入同比增长 7.6%; 国际方面, 受益于国际海运运费上升且货量稳定, 及空运需求增加, 24Q3 供应链及国际收入同比增速加快至 27.3% (24H1 为 8.1%)。2) 成本费用端: 持续降本增效, 多网融通、末端运营变革等降本措施效果显现。
- **展望:** 1) 公司治理逐步改善: 公司从 21 年至今, 一方面注重提升运营效率, 一方面注重改善公司治理, 多途径抓降本增效, 成本、费用改善均有挖潜空间。2) 公司现金流充沛: 公司 24Q1-Q3 经营性现金流约 225.5 亿元、资产负债率约 52.6%, 随着资本开支快速下降, 自由现金流具备较大改善潜力。3) 潜在分红能力提升, 分红意愿逐步增强: 2024 年中期分红比例从 2023 年度的 35% 提至 40%, 同时公司加大分红力度, 在中期分红基础上增加 48 亿股东特别分红, 提振股东信心, 随着公司发展逐步完善成熟以及后续有望多平台发展, 预计公司分红比例长期有进一步提升空间。
- **投资建议与盈利预测:** 预计公司 24/25/26 年归母净利润 101.8/116.3/134.6 亿元, 对应 11 月 1 日 PE 21.4/18.8/16.2 倍。公司收入、成本、费用均具备改善空间; 公司一直致力于在不增加成本前提下提升产品力, 在可选消费大环境承压下自身收入保持难得的稳健增长状态, 后续收入端建议重视运营变革进化带来的产品创新空间以及顺周期可选消费回暖的机遇; 成本和费用改善仍有挖潜空间, 公司成本端运营变革虽然前期有曲折, 但目前正开始兑现降本增效效果。维持“增持”评级。
- **风险提示:** 国内需求复苏节奏的不确定性; 国际需求受到海外系列不确定性因素影响; 鄂州机场投产节奏的不确定性。

主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	258409	288308	318811	348855
同比增长	-3.4%	11.6%	10.6%	9.4%
归母净利润(百万元)	8234	10181	11625	13460
同比增长	33.4%	23.6%	14.2%	15.8%
毛利率	12.8%	13.4%	13.5%	13.7%
ROE	8.9%	10.4%	10.9%	11.5%
每股收益(元)	1.71	2.11	2.41	2.79
市盈率	26.5	21.4	18.8	16.2

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

表 1、顺丰季度财务数据摘要

亿元/亿件	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业收入	690.8	683.4	610.5	633.2	646.5	694.0	653.4	690.7	724.5
—供应链及国际业务收入	228.1	196.8	138.0	148.1	153.7	159.9	150.5	163.1	195.7
—速运业务收入	448.5	482.0	454.8	465.2	472.6	519.0	483.4	506.7	508.3
——业务量	28.2	31.5	28.7	29.7	28.1	32.6	29.6	32.6	32.1
——行业业务量	287.9	305.7	268.9	326.4	335.9	389.5	371.1	430.5	436.1
——市场份额	9.8%	10.3%	10.7%	9.1%	8.4%	8.4%	8.0%	7.6%	7.4%
——单票收入	15.9	15.3	15.9	15.7	16.8	15.9	16.3	15.6	15.8
—其他业务收入	14.2	4.6	17.6	19.9	20.2	15.1	19.5	21.0	20.4
营业成本	606.4	596.6	525.9	549.7	569.0	608.1	567.4	590.5	622.1
毛利	84.5	86.9	84.6	83.5	77.4	85.8	86.0	100.2	102.4
期间费用	63.4	58.7	66.0	59.0	56.9	65.8	62.4	63.9	64.8
销售费用	8.0	7.1	6.9	7.0	7.5	8.5	7.1	7.6	7.7
管理费用	45.4	41.5	47.6	41.8	40.1	46.9	44.6	45.1	45.5
研发费用	5.7	6.4	6.0	5.8	5.1	6.0	6.3	6.7	6.2
财务费用	4.4	3.7	5.6	4.4	4.3	4.5	4.4	4.5	5.5
营业利润	31.5	27.9	23.6	31.2	25.0	24.7	26.5	37.1	38.2
归母净利	19.60	17.02	17.2	24.6	20.9	19.7	19.1	29.0	28.1
非经常性损益	2.44	2.28	2.0	2.7	2.5	3.8	2.6	4.0	2.2
扣非归母净利	17.16	14.74	15.2	21.9	18.4	15.9	16.6	24.9	26.0
毛利率	12.2%	12.7%	13.9%	13.2%	12.0%	12.4%	13.2%	14.5%	14.1%
期间费用率	9.2%	8.6%	10.8%	9.3%	8.8%	9.5%	9.5%	9.3%	8.9%
销售费用率	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用率	6.6%	6.1%	7.8%	6.6%	6.2%	6.8%	6.8%	6.5%	6.3%
研发费用率	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%
财务费用率	0.6%	0.5%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%
归母净利率	2.8%	2.5%	2.8%	3.9%	3.2%	2.8%	2.9%	4.2%	3.9%
扣非归母净利率	2.5%	2.2%	2.5%	3.5%	2.8%	2.3%	2.5%	3.6%	3.6%
营业收入 yoy	45.39%	-4.18%	-3.07%	-5.61%	-6.42%	1.5%	7.0%	9.1%	12.1%
—供应链及国际业务收入 yoy	542.6%	-28.3%	-31.7%	-39.4%	-32.6%	-18.8%	9.0%	10.1%	27.3%
—速运业务收入 yoy	4.2%	7.3%	14.9%	11.9%	5.4%	7.7%	6.3%	8.9%	7.6%
——业务量 yoy	8.3%	12.7%	18.1%	11.2%	-0.6%	3.3%	3.1%	9.7%	14.5%
——行业业务量 yoy	5.0%	-3.0%	11.0%	20.9%	16.7%	27.4%	25.2%	21.3%	20.1%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

——单票收入 yoy	-3.8%	-7.7%	-2.7%	0.6%	6.0%	4.2%	3.1%	-0.7%	-6.1%
—其他业务收入 yoy	54.5%	-143.5%	-44.7%	82.0%	42.3%	228.4%	10.6%	5.2%	1.4%
营业成本 yoy	47.5%	-2.2%	-4.8%	-6.1%	-6.2%	1.9%	7.9%	7.4%	9.3%
毛利 yoy	32.1%	-15.8%	9.6%	-2.5%	-8.3%	-1.2%	1.7%	20.0%	32.3%
营业利润 yoy	117.2%	-40.7%	10.4%	5.5%	-20.4%	-11.5%	12.2%	19.0%	52.7%
归母净利润 yoy	88.8%	-31.1%	68.3%	64.8%	6.6%	15.8%	11.2%	17.9%	34.6%
扣非归母 yoy	111.8%	-1.9%	66.4%	77.0%	7.3%	7.8%	9.2%	13.8%	41.0%

资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、顺丰控股半年度/年度分部财务数据拆分

	23H1	23H2	24H1	2021	2022	2023
整体 (亿元)						
收入	1,243.7	1,340.4	1,344.1	2,071.9	2,674.9	2,584.1
归母扣非净利润	37.1	34.3	41.5	18.3	53.4	71.3
非经常损益	4.7	6.3	6.6	24.3	8.4	11.0
归母含非净利润	41.8	40.6	48.1	42.7	61.7	82.3
速运及大件分部(亿元)						
对外交易收入	900.6	968.3	968.2	283.6	1697.6	1868.9
分部间交易收入	52.8	69.5	63.4	28.1	181.7	122.3
成本	813.9	899.0	875.8	299.9	1629.9	1712.9
毛利	139.5	138.8	155.8	11.8	249.4	278.3
净利润	41.2	43.3	48.0	-5.8	54.9	84.5
毛利率	14.6%	13.4%	15.1%	3.8%	13.3%	14.0%
净利率	4.32%	4.18%	4.65%	-1.87%	2.92%	4.25%
同城寄送(亿元)						
对外交易收入	34.1	39.6	40.2	51.2	65.7	73.7
分部间交易收入	23.6	26.7	28.6	30.6	37.0	50.3
成本	53.8	62.3	64.1	80.8	98.5	116.0
毛利	3.8	4.1	4.7	1.0	4.1	8.0
净利润	0.3	0.2	0.6	-9.0	-2.9	0.5
毛利率	6.7%	6.2%	6.9%	1.2%	4.0%	6.4%
净利率	0.53%	0.31%	0.90%	-11.00%	-2.79%	0.41%
持股比例	56.8%	56.9%	56.9%	55.8%	56.8%	56.9%
并表净利	0.2	0.1	0.4	-5.0	-1.6	0.3
供应链及国际分部(亿元)						
对外交易收入	302.8	325.8	329.1	399.8	899.2	628.6
分部间交易收入	3.1	4.2	4.5	4.7	7.0	7.3
成本	280.5	303.3	305.9	361.6	821.5	583.8
毛利	25.5	26.7	27.7	42.9	84.7	52.1
净利润	-3.1	-2.3	-5.7	6.2	19.5	-5.3
其中: 嘉里归属净利	0.8	1.3	0.3	3.7	13.6	2.1
毛利率	8.3%	8.1%	8.3%	10.6%	9.3%	8.2%
净利率	-1.01%	-0.69%	-1.72%	1.52%	2.15%	-0.84%
未分配部分(亿元)						
收入	6.2	6.7	6.5	14.1	12.4	12.9

分部间交易收入	72.1	-27.8	25.5	94.7	120.7	44.3
成本	66.6	-25.3	23.2	93.4	116.2	41.3
毛利	11.7	4.2	8.7	15.4	16.9	15.9
净利润	0.2	-1.0	4.5	9.7	19.5	-0.9
毛利率	14.9%	-19.9%	27.3%	14.2%	12.7%	27.7%
净利率	0.19%	4.80%	14.07%	8.87%	14.62%	-1.50%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：国内需求复苏节奏的不确定性；国际需求受到海外系列不确定性因素影响；鄂州机场投产节奏的不确定性。

附表

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	90991	101649	117147	137399
货币资金	41975	45552	58594	74330
交易性金融资产	6810	7597	7300	7317
应收票据及应收账款	25360	30452	32385	35705
预付款项	3247	3704	4050	4426
存货	2440	2399	2702	2985
其他	11158	11946	12117	12636
非流动资产	130500	133589	133085	129598
长期股权投资	7379	7519	7529	7500
固定资产	53930	59040	58976	55565
在建工程	4033	2166	1233	767
无形资产	18147	18950	19151	19348
商誉	9570	9129	9312	9294
长期待摊费用	3161	3279	3391	3496
其他	34279	33505	33493	33628
资产总计	221491	235239	250232	266997
流动负债	73990	78926	81130	83951
短期借款	18222	16456	16442	16743
应付票据及应付账款	24914	27979	30468	33452
其他	30853	34491	34220	33756
非流动负债	44217	47912	51635	55288
长期借款	11355	14891	18614	22301
其他	32862	33021	33021	32987
负债合计	118207	126838	132765	139239
股本	4895	4816	4816	4816
资本公积	43164	43164	43164	43164
未分配利润	38836	43171	50715	59254
少数股东权益	10493	10693	10893	11093
股东权益合计	103284	108401	117467	127757
负债及权益合计	221491	235239	250232	266997

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
归母净利润	8234	10181	11625	13460
折旧和摊销	10298	10457	12497	14411
资产减值准备	186	52	283	153
资产处置损失	54	-50	-50	-50
公允价值变动损失	46	-150	-150	-100
财务费用	2270	2018	2232	1988
投资损失	-801	-800	-800	-800
少数股东损益	-323	200	200	200
营运资金的变动	119	-184	-958	-2152
经营活动产生现金流量	26570	21896	24845	27091
投资活动产生现金流量	-13506	-12716	-10878	-9822
融资活动产生现金流量	-12995	-5602	-926	-1532
现金净变动	168	3578	13041	15737
现金的期初余额	40280	41975	45552	58594
现金的期末余额	40448	45552	58594	74330

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	258409	288308	318811	348855
营业成本	225274	249622	275654	301210
税金及附加	502	548	638	698
销售费用	2992	3316	3348	3489
管理费用	17633	19317	21042	23024
研发费用	2285	2306	2391	2442
财务费用	1866	2018	2232	1988
其他收益	1970	1600	1200	1200
投资收益	801	800	800	800
公允价值变动收益	-46	150	150	100
信用减值损失	34	-100	-100	-100
资产减值损失	-186	150	150	150
资产处置收益	25	50	50	50
营业利润	10454	13832	15757	18204
营业外收入	309	309	309	309
营业外支出	277	300	300	300
利润总额	10487	13841	15767	18213
所得税	2575	3460	3942	4553
净利润	7912	10381	11825	13660
少数股东损益	-323	200	200	200
归属母公司净利润	8234	10181	11625	13460
EPS(元)	1.71	2.11	2.41	2.79

主要财务比

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-3.4%	11.6%	10.6%	9.4%
营业利润增长率	-5.3%	32.3%	13.9%	15.5%
归母净利润增长率	33.4%	23.6%	14.2%	15.8%
盈利能力				
毛利率	12.8%	13.4%	13.5%	13.7%
归母净利率	2.3%	3.2%	3.5%	3.6%
ROE	8.9%	10.4%	10.9%	11.5%
偿债能力				
资产负债率	53.4%	53.9%	53.1%	52.2%
流动比率	1.23	1.29	1.44	1.64
速动比率	1.20	1.26	1.41	1.60
营运能力				
资产周转率	117.9%	126.2%	131.3%	134.9%
应收账款周转率	963.6%	992.4%	975.7%	983.6%
存货周转率	10251.1%	10300.1%	10787.5%	10574.2%
每股资料(元)				
每股收益	1.71	2.11	2.41	2.79
每股经营现金	5.52	4.55	5.16	5.63
每股净资产	19.27	20.29	22.13	24.22
估值比率(倍)				
PE	26.5	21.4	18.8	16.2
PB	2.4	2.2	2.0	1.9

数据来源:天软,兴业证券经济与金融研究院整理

注:每股收益均按照最新股本摊薄计算

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客

户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn