

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

顺丰控股 (002352)

投资评级 买入

上次评级 买入

匡培钦 交运行业首席分析师

执业编号: S1500524070004

邮箱: kuangpeiqin@cindasc.com

秦梦鸽 交运行业分析师

执业编号: S1500524110002

邮箱: qinmengge@cindasc.com

相关研究

顺丰控股 (002352.SZ) 深度分析: 国内业务稳步增长, 国际业务打开空间

顺丰控股 (002352.SZ) 价值分析: 中短期业绩维持相对高增, 长期价值空间可期

顺丰控股 (002352.SZ) 点评: 公司发布中期及特别分红, 看好公司价值提升

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

## 顺丰控股 (002352.SZ): 件量增长超预期, 看好公司业绩较高确定性

2025年06月20日

**事件:** 公司发布5月经营数据, 5月收入合计251.13亿元, 同比+11.34%, 其中, 速运物流实现业务量14.77亿票, 同比+31.76%。

**点评:**

➤ **业务拓展成效显著, 件量持续超预期增长。**

2025年以来公司业务量实现逐月增长提速, 件量增长显著跑赢行业。5月公司速运物流业务实现业务量14.77亿票, 同比+31.76%, 超出行业增速14.6pct, 件量持续保持较高增长水平。我们分析, 其一得益于公司不断渗透各行业客户, 持续开拓新的业务场景; 其二得益于公司在线路运营上的优化, 通过大数据分析预测线路产能情况, 针对装载率比较低的线路推出优惠的价格, 从而利用空仓的资源, 提高整体的产能利用率; 其三得益于国补政策刺激高科技产品消费等支撑公司高端产品增速。

➤ **时效件稳健增长+新业务持续盈利+现金流改善, 看好公司价值提升。**

**1) 时效业务稳健增长:** 时效业务为利润基本盘, 直营制、航空网络及末端服务多维构建深厚壁垒, 随鄂州轴辐式枢纽投产, 时效件票单价及利润能力仍有提高空间。

**2) 新业务持续盈利:** 1) 经济业务回归聚焦直营, 21H2起陆续清理特惠专配及23年6月剥离亏损丰网后, 主打“电商标快”直营体系产品, 产品结构梳理下有望加速经营改善; 2) 快运或加速利润释放, 受益网络融通, 格局好转及履约修复双轮驱动, 未来盈利空间可期; 3) 同城即时配送分部方面, 公司通过业务结构优化、精细化管理及科技驱动实现转盈, 2024年分部净利润扩大至1.32亿元, 同比+161.80%。

**3) 现金流持续改善:** 剔除与经营无关的税费返还因素之后, 公司自由现金流自2021年-40亿元转正至2022年的128.70亿元和2023年的126.55亿元, 2024年公司自由现金流同比增长69.96%至215.08亿元, 一方面公司业务规模增长有望带来经营性现金流持续增长, 另一方面公司资本开支或已达高峰、未来或逐步收窄, 整体自由现金流有望延续增长。

➤ **投资步入回报期, 网络融通推进或带动利润率稳步提升。**

2024年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金93.45亿元, 同比-25.07%, 公司资本开支自2021年以来逐年下降, 随着资本开支收窄, 我们预计投资进入回报期; 网络融通深化推进, 2021至2024年降本幅度分别超过6、8、11、13亿元, 多网融通降本成效显著, 利润率稳步提升, 2024年归母净利率3.58%, 同比+0.39pct, 25Q1归母净利率3.20%, 同比+0.27pct。

➤ **中长期鄂州机场赋能, 国际业务有望打开第二增长曲线。**

截至 2024 年底公司在鄂州货运枢纽累计开通国内航线 55 条，国际航线 15 条，全货机国际航班超过 9100 架次，同比+19%，形成了以鄂州货运枢纽为核心连通欧美、深圳枢纽为辅助连通东南亚及日韩的全球航网布局。相较于本土快递物流业务，国际业务具备更高的毛利率；相较于海外物流公司，本土企业更青睐使用国内物流品牌，受益于中国企业出海提速，我们认为未来国际物流业务大有可为。随着鄂州机场投入使用、公司货机规模和国际航班数量逐步提升，国际业务有望得到加速发展。

#### ➤ 盈利预测与投资评级:

公司成功转型综合物流领跑者，在持续夯实快递基本盘之外，公司多元拓展快运、冷运及医药、同城、供应链及国际等新兴业态，新业务已陆续达到各自市场领先地位，并通过网络融通、业务结构优化等多维精益运营助力盈利改善，收入稳步提升叠加利润率提升，利润及估值有望双升。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 119.11 亿元、142.57 亿元、168.45 亿元，同比分别增长 17.1%、19.7%、18.2%，对应 6 月 19 日市盈率分别 20.6 倍、17.2 倍、14.6 倍。公司作为综合快递物流龙头，中长期价值空间广阔，维持“买入”评级。

➤ **风险因素:** 时效件需求不及预期；新业务改善不及预期；产能投放超预期。

| 重要财务指标        | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入(百万元)    | 258,409 | 284,420 | 315,540 | 347,954 | 380,488 |
| 增长率 YoY %     | -3.4%   | 10.1%   | 10.9%   | 10.3%   | 9.4%    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 8,234   | 10,170  | 11,911  | 14,257  | 16,845  |
| 增长率 YoY%      | 33.4%   | 23.5%   | 17.1%   | 19.7%   | 18.2%   |
| 毛利率%          | 12.8%   | 13.9%   | 14.0%   | 14.5%   | 14.8%   |
| 净资产收益率ROE%    | 8.9%    | 11.1%   | 12.1%   | 13.4%   | 14.6%   |
| EPS(摊薄)(元)    | 1.65    | 2.04    | 2.39    | 2.86    | 3.37    |
| 市盈率 P/E(倍)    | 29.81   | 24.13   | 20.61   | 17.22   | 14.57   |
| 市净率 P/B(倍)    | 2.65    | 2.67    | 2.49    | 2.31    | 2.13    |

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 6 月 19 日收盘价

| 资产负债表     |         | 单位:百万元  |         |         |         |  |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度      | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |  |
| 流动资产      | 90,991  | 88,687  | 100,111 | 115,089 | 131,734 |  |
| 货币资金      | 41,975  | 33,936  | 42,022  | 52,152  | 63,558  |  |
| 应收票据      | 227     | 267     | 296     | 327     | 357     |  |
| 应收账款      | 25,133  | 27,715  | 30,797  | 34,005  | 37,226  |  |
| 预付账款      | 3,247   | 2,790   | 3,091   | 3,391   | 3,694   |  |
| 存货        | 2,440   | 2,432   | 2,595   | 2,756   | 2,920   |  |
| 其他        | 17,968  | 21,546  | 21,310  | 22,457  | 23,980  |  |
| 非流动资产     | 130,500 | 125,137 | 126,595 | 127,238 | 126,583 |  |
| 长期股权投资    | 7,379   | 6,204   | 6,254   | 6,304   | 6,354   |  |
| 固定资产      | 53,930  | 54,058  | 53,660  | 52,945  | 51,913  |  |
| 无形资产      | 18,147  | 16,733  | 16,233  | 15,633  | 14,933  |  |
| 其他        | 51,044  | 48,143  | 50,449  | 52,356  | 53,384  |  |
| 资产总计      | 221,491 | 213,824 | 226,707 | 242,327 | 258,317 |  |
| 流动负债      | 73,990  | 72,193  | 77,580  | 83,371  | 89,201  |  |
| 短期借款      | 18,222  | 15,003  | 15,503  | 16,003  | 16,503  |  |
| 应付票据      | 68      | 9       | 11      | 12      | 13      |  |
| 应付账款      | 24,846  | 27,386  | 30,340  | 33,285  | 36,249  |  |
| 其他        | 30,853  | 29,795  | 31,726  | 34,072  | 36,436  |  |
| 非流动负债     | 44,217  | 39,296  | 40,086  | 41,986  | 43,136  |  |
| 长期借款      | 11,355  | 6,186   | 6,986   | 7,786   | 8,586   |  |
| 其他        | 32,862  | 33,109  | 33,100  | 34,200  | 34,550  |  |
| 负债合计      | 118,207 | 111,489 | 117,666 | 125,358 | 132,338 |  |
| 少数股东权益    | 10,493  | 10,342  | 10,462  | 10,606  | 10,776  |  |
| 归属母公司股东权益 | 92,790  | 91,993  | 98,578  | 106,363 | 115,203 |  |
| 负债和股东权益   | 221,491 | 213,824 | 226,707 | 242,327 | 258,317 |  |

| 重要财务指标      |         | 单位:百万元  |         |         |         |  |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度        | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |  |
| 营业总收入       | 258,409 | 284,420 | 315,540 | 347,954 | 380,488 |  |
| 同比 (%)      | -3.4%   | 10.1%   | 10.9%   | 10.3%   | 9.4%    |  |
| 归属母公司净利润    | 8,234   | 10,170  | 11,911  | 14,257  | 16,845  |  |
| 同比          | 33.4%   | 23.5%   | 17.1%   | 19.7%   | 18.2%   |  |
| 毛利率 (%)     | 12.8%   | 13.9%   | 14.0%   | 14.5%   | 14.8%   |  |
| ROE%        | 8.9%    | 11.1%   | 12.1%   | 13.4%   | 14.6%   |  |
| EPS (摊薄)(元) | 1.65    | 2.04    | 2.39    | 2.86    | 3.37    |  |
| P/E         | 29.81   | 24.13   | 20.61   | 17.22   | 14.57   |  |
| P/B         | 2.65    | 2.67    | 2.49    | 2.31    | 2.13    |  |
| EV/EBITDA   | 7.63    | 6.87    | 9.97    | 8.53    | 7.27    |  |

| 利润表         |         | 单位:百万元  |         |         |         |  |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度        | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |  |
| 营业总收入       | 258,409 | 284,420 | 315,540 | 347,954 | 380,488 |  |
| 营业成本        | 225,274 | 244,810 | 271,213 | 297,542 | 324,038 |  |
| 营业税金及附加     | 502     | 714     | 792     | 874     | 956     |  |
| 销售费用        | 2,992   | 3,096   | 3,502   | 3,862   | 4,185   |  |
| 管理费用        | 17,633  | 18,557  | 20,983  | 23,139  | 25,302  |  |
| 研发费用        | 2,285   | 2,534   | 2,811   | 3,100   | 3,389   |  |
| 财务费用        | 1,866   | 1,849   | 1,717   | 1,717   | 1,707   |  |
| 减值损失合计      | -186    | -331    | -100    | -100    | -100    |  |
| 投资净收益       | 801     | 748     | 789     | 731     | 875     |  |
| 其他          | 1,982   | 390     | 832     | 850     | 1,001   |  |
| 营业利润        | 10,454  | 13,668  | 16,041  | 19,201  | 22,687  |  |
| 营业外收        | 32      | -61     | 0       | 0       | 0       |  |
| 利润总额        | 10,487  | 13,607  | 16,041  | 19,201  | 22,687  |  |
| 所得税         | 2,575   | 3,388   | 4,010   | 4,800   | 5,672   |  |
| 净利润         | 7,912   | 10,219  | 12,031  | 14,401  | 17,015  |  |
| 少数股东损益      | -323    | 48      | 120     | 144     | 170     |  |
| 归属母公司净利润    | 8,234   | 10,170  | 11,911  | 14,257  | 16,845  |  |
|             | 29,047  | 32,448  | 26,115  | 29,601  | 33,403  |  |
| EPS (当年)(元) | 1.70    | 2.11    | 2.39    | 2.86    | 3.37    |  |

| 现金流量表   |         | 单位:百万元  |        |        |         |  |
|---------|---------|---------|--------|--------|---------|--|
| 会计年度    | 2023A   | 2024A   | 2025E  | 2026E  | 2027E   |  |
| 经营活动现金流 | 26,570  | 32,186  | 23,778 | 26,269 | 29,446  |  |
| 净利润     | 7,912   | 10,219  | 12,031 | 14,401 | 17,015  |  |
| 折旧摊销    | 17,319  | 17,332  | 8,356  | 8,683  | 9,009   |  |
| 财务费用    | 2,270   | 2,373   | 2,057  | 2,137  | 2,228   |  |
| 投资损失    |         | 41      | -801   | -748   | -789    |  |
| 营运资金变动  | 383     | 2,551   | 2,148  | 1,763  | 2,056   |  |
| 其它      | -513    | 459     | -25    | 15     | 12      |  |
| 投资活动现金流 | -13,506 | -12,055 | -9,242 | -9,942 | -9,477  |  |
| 资本支出    | -12,136 | -9,035  | -8,977 | -8,665 | -8,262  |  |
| 长期投资    | -2,859  | 154     | -911   | -1,979 | -2,073  |  |
| 其他      | 1,490   | -3,174  | 647    | 702    | 858     |  |
| 筹资活动现金流 | -12,995 | -27,979 | -6,698 | -6,567 | -8,981  |  |
| 吸收投资    | 157     | 5,353   | -74    | 0      | 0       |  |
| 借款      | 9,267   | -8,387  | 1,300  | 1,300  | 1,300   |  |
| 支付利息或股息 | -3,633  | -11,746 | -7,417 | -8,981 | -10,651 |  |
| 现金流净增加额 | 168     | -7,802  | 7,838  | 9,760  | 10,988  |  |



## 研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，曾担任多家省交投外部评审委员及央视财经外部评论员，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

黄安，现任信达证券交运分析师，香港中文大学金融学硕士，先后就职于长城证券研究所、浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责海运、港口、危化品运输等行业的研究。

陈依晗，现任信达证券交运研究员，对外经贸大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责航空、机场等行业的研究。

秦梦鸽，现任信达证券交运分析师，上海财经大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2024年加入信达，主要负责快递、物流、公路等行业的研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                               | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---------------------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                         | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                         | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                         | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。