

顺丰控股 (002352. SZ) 深度研究2: 如何看顺丰降本控费的持续性?

评级:

评级: 买入

目标价格:

最新收盘价: 47.12

股票代码: 002352

52 周最高价/最低价: 51.13/32.96

总市值(亿) 2385.54

自由流通市值(亿) 2385.54

自由流通股数(百万) 5062.69



分析师: 游道柱

邮箱: youdz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522060002

本篇报告主要观点

- 长期角度：所处赛道为19万亿元+大行业。**我们在22年12月4日外发的《顺丰控股深度研究1：如何看顺丰的长、中、短期成长空间？》总结，中国物流行业是一个大而又分散的行业。作为中国最大的快递综合物流企业，顺丰24年收入口径市占率仅1.28%，我们认为未来顺丰控股有望凭借网络效果和规模效应建立的比较优势，获得持续市占率提升。
- 资产建设角度：**飞机背后的时刻是稀缺资产，土地储备是抗通胀资产。公司21年资本开支已经达峰，24年底、25Q1季末公司固定资产相较23年底基本没有增长，意味着相关固定总成本基本没有增长。此时如果公司单量增速能够较高增长，则意味着单票平均固定成本较快的下降。
- 运营角度：**公司通过管控资源采购成本、经营管理和模式优化等方式实现成本优化，同时通过机制优化的方式激发员工的创收活力。此外，通过控制人员增长、场地费用、合理研发投入、降低有息负债等方向优化期间费用率。
- 盈利预测及投资建议：**考虑内外部环境的变化，因此此次调整公司盈利预测，预计25年公司营业收入从3254.09亿元下修至3177.64亿元，预计25年公司EPS从2.93元下修至2.40元，新增26-27年盈利预测，预计26-27年公司营收为3503.70亿元、3824.12亿元，26-27年公司EPS分别为2.97元、3.58元，对应2025年8月7日收盘价47.12元PE分别为19.64倍、15.88倍和13.17倍。综合考虑公司长期成长逻辑及短期景气度的变化，维持“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济增长不及预期、资本开支超预期、费用投放超预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	258,409	284,420	317,764	350,370	382,412
YoY (%)	-3.4%	10.1%	11.7%	10.3%	9.1%
归母净利润（百万元）	8,234	10,170	12,144	15,026	18,109
YoY (%)	33.4%	23.5%	19.4%	23.7%	20.5%
毛利率 (%)	12.8%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
每股收益（元）	1.70	2.11	2.40	2.97	3.58
ROE	8.9%	11.1%	11.7%	12.6%	13.2%
市盈率	27.72	22.33	19.64	15.88	13.17

资料来源：公司公告，华西证券研究所

目录

contents

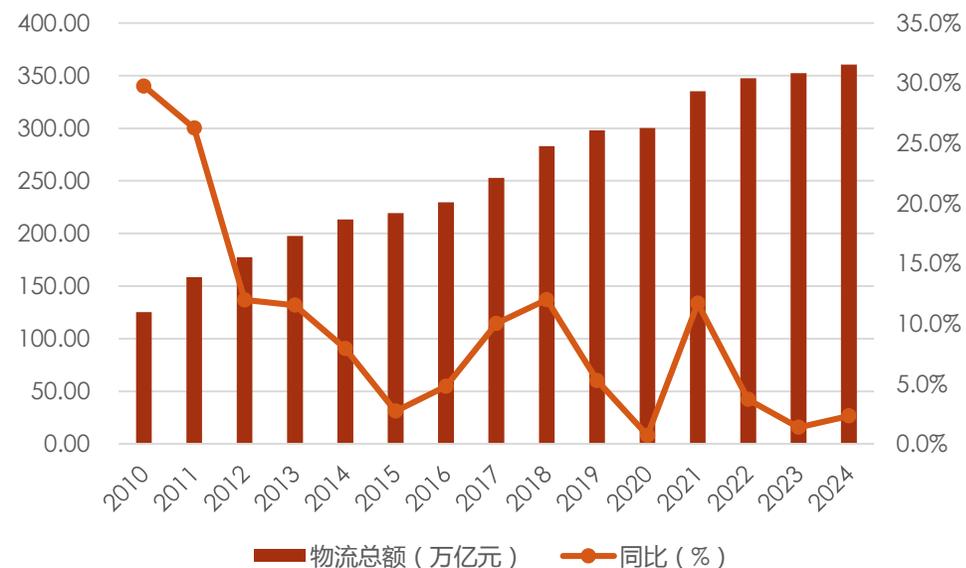
- 01 回顾总结：顺丰的长期理想与短期现实
- 02 网络建设：资本开支已过高峰
- 03 运营优化：精益管理与模式变革
- 04 费用控制：总部从传统管理转型为服务经营
- 05 投资建议及风险提示

回顾总结：顺丰的长期理想与短期现实

1.1 中国物流行业是一个大而又分散的行业

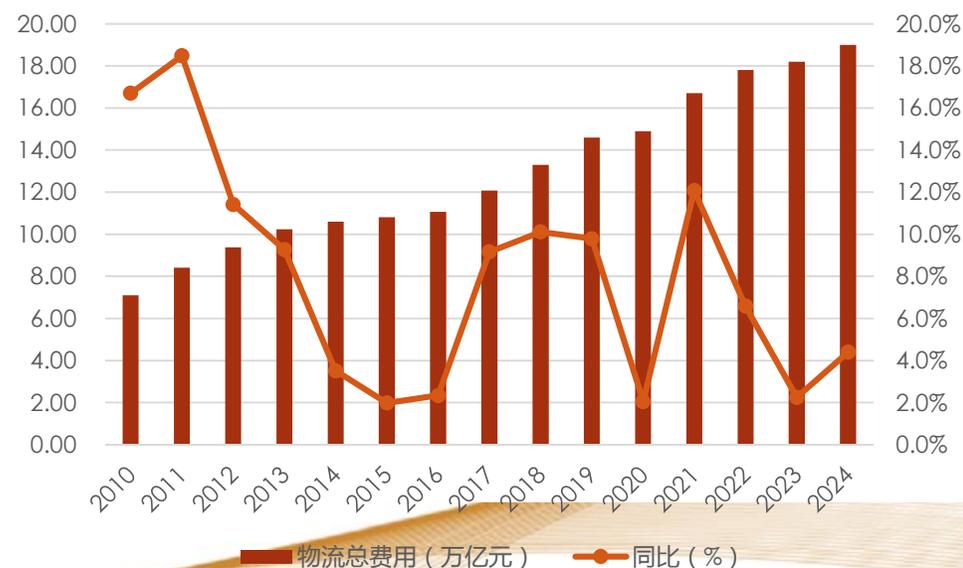
- 我们在22年12月4日外发的《顺丰控股深度研究1：如何看顺丰的长、中、短期成长空间？》总结：
- 第一，物流行业是一个大行业。比如24年物流总额360.6万亿元、物流总费用19万亿元（相当于是物流行业总规模），物流费用率（物流总费用/物流总额）稳定在5%左右。
- 第二，物流行业是一个极度分散行业。作为中国最大的快递综合物流企业，顺丰24年收入口径市占率仅1.28%。我们认为造成过去中国物流行业极度分散的原因，物流是人力密集型行业，小微公司员工社保缴纳率比较低，大公司合规成本高、并且规模效应不强（在过去自动化使用率较低的情况下）。

图表：2010-2024年物流总额变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2010-2024年物流总费用变化趋势

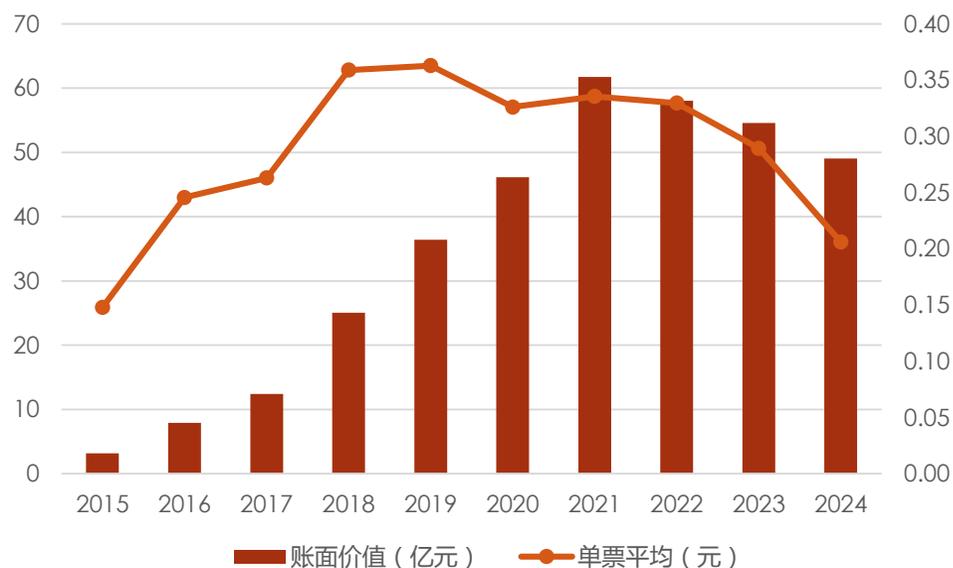


资料来源：wind，华西证券研究所

1.2 造成中国物流行业极度分散的因素在发生变化

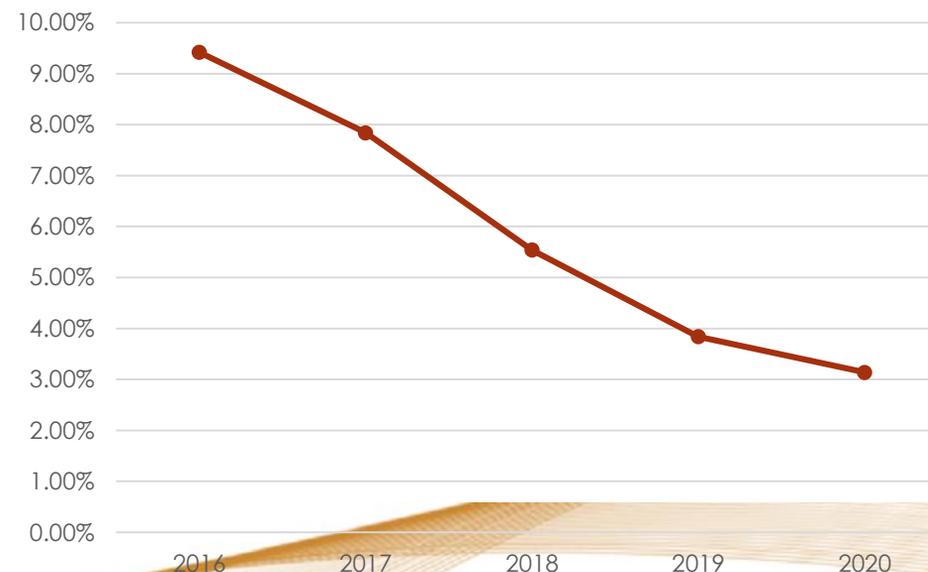
- 我们观察到物流行业的发展环境正在发生以下变化：
 - ①国家在规范中小企业员工缴纳社保，中小物流企业的合规成本在提高；
 - ②信息技术的应用，使得大公司的管理边界扩大；
 - ③自动化设备投入，使得人力成本占比下降，并且更多作业环节开始具备明显规模效应（下图我们以业务相对比较单一的韵达股份为例，说明这一趋势）。我们也将继续观察无人车的迭代及在物流行业应用，对物流行业成本的影响。

图表：2016-2024年韵达股份机器设备投入情况（单位：亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2016-2020年韵达股份中转成本中职工薪酬的占比 (%)

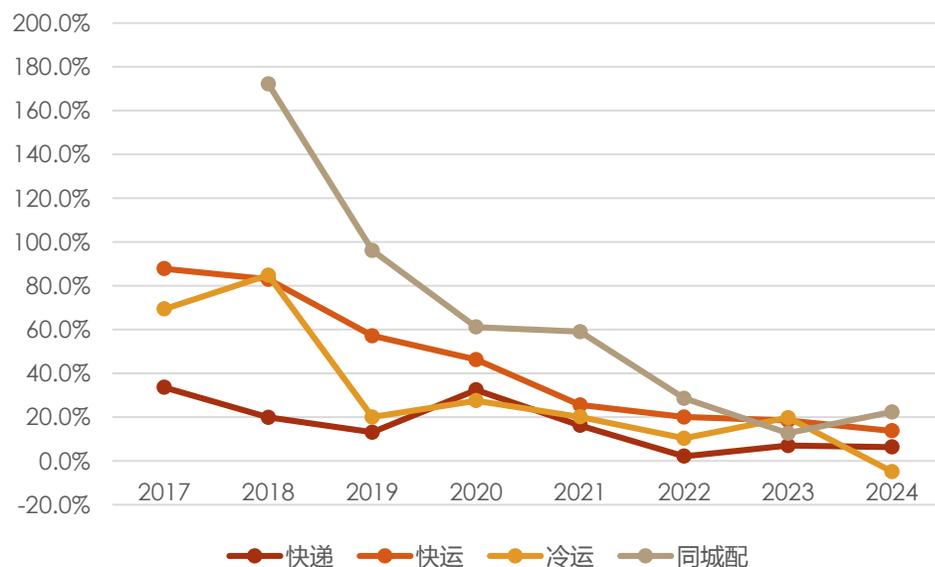


资料来源：wind，华西证券研究所

1.3 顺丰一直在通过自身努力提升市占率

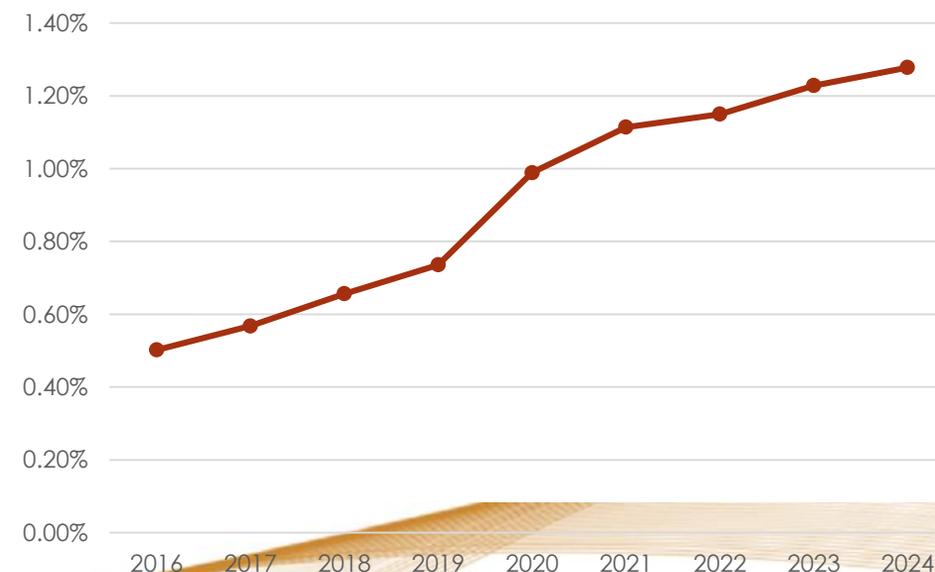
- 顺丰努力的第一个方向是产品线的丰富。观察顺丰的业务发展路径，从快递起家，已经逐步覆盖了快运、冷运及医药等业务，其所处赛道的范围也一直在扩张。
- 当前及未来顺丰需要继续努力的方向是成本节降。物流行业是解决生产资料、生活资料供给和需求在时间、空间上的不平衡。在相同时效、安全的前提下，得效率者得天下。只要能够建立效率比较优势，头部企业就可以获得份额的持续提升。但在实际经营中，头部公司可能会为了抢占先发优势，短期牺牲自身毛利率来保证前端价格竞争力。

图表：2017-2024年顺丰控股主要产品收入增速情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2016-2024年顺丰控股在物流行业市占率变化趋势（%）

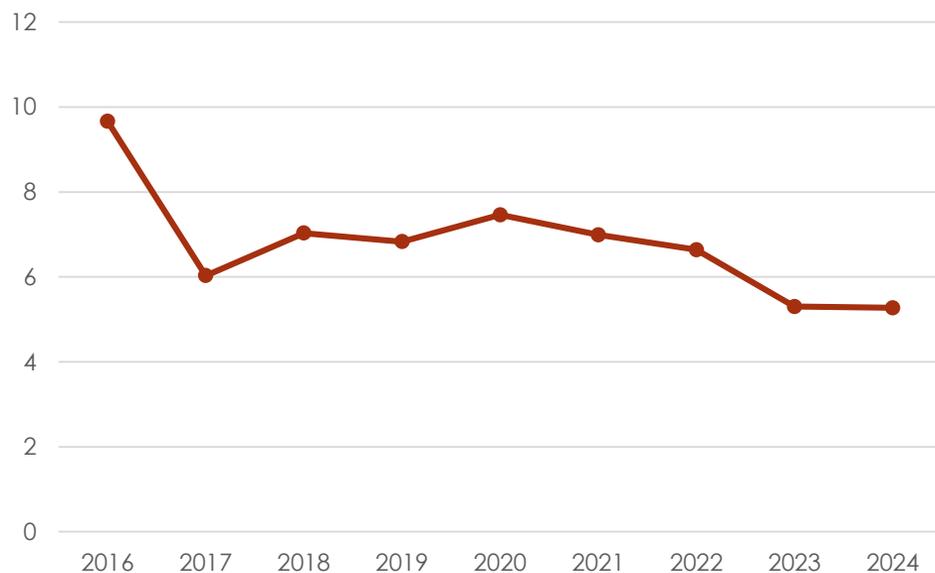


资料来源：wind，华西证券研究所

1.3 顺丰一直在通过自身努力提升市占率

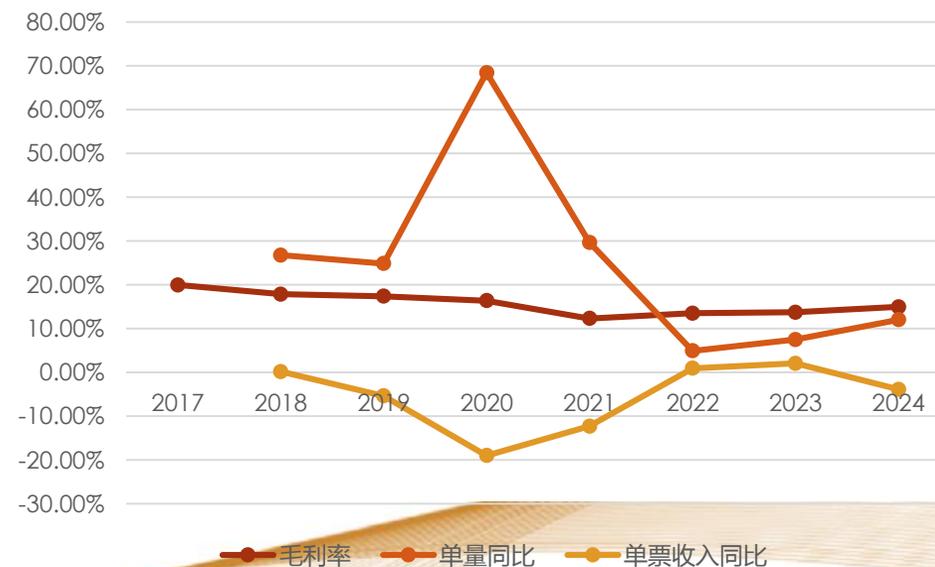
- 影响顺丰毛利率的主要是两个因子：产能利用率、需求的质量。
- ①当产能较快增长，但是外部需求环境较差时，公司可能采取特定的营销策略（比如填仓件或特惠件），此时产能利用率较高，但毛利率可能受到负面影响。
- ②当产能较慢增长，同时外部需求环境较好时，公司可以通过调优产品结构（比如降低低价产品的占比），此时尽管产能利用率没有明显提升，但毛利率有望明显提升。

图表：2016-2024年顺丰控股固定资产周转率（次）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2017-2024年顺丰速运业务毛利率、单量增速等变化趋势（%）

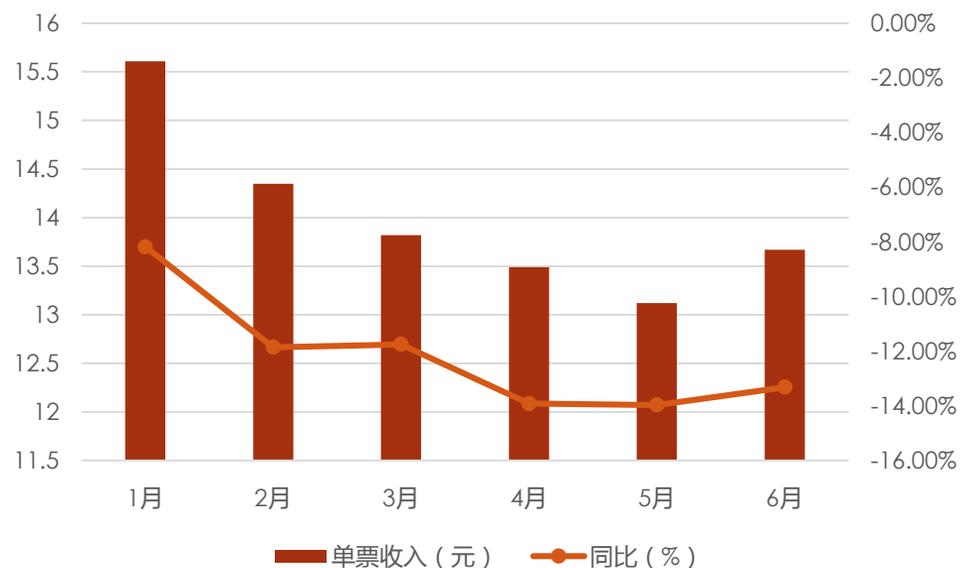


资料来源：wind，华西证券研究所

1.4 25年3月是顺丰在营销端调整的重要节点

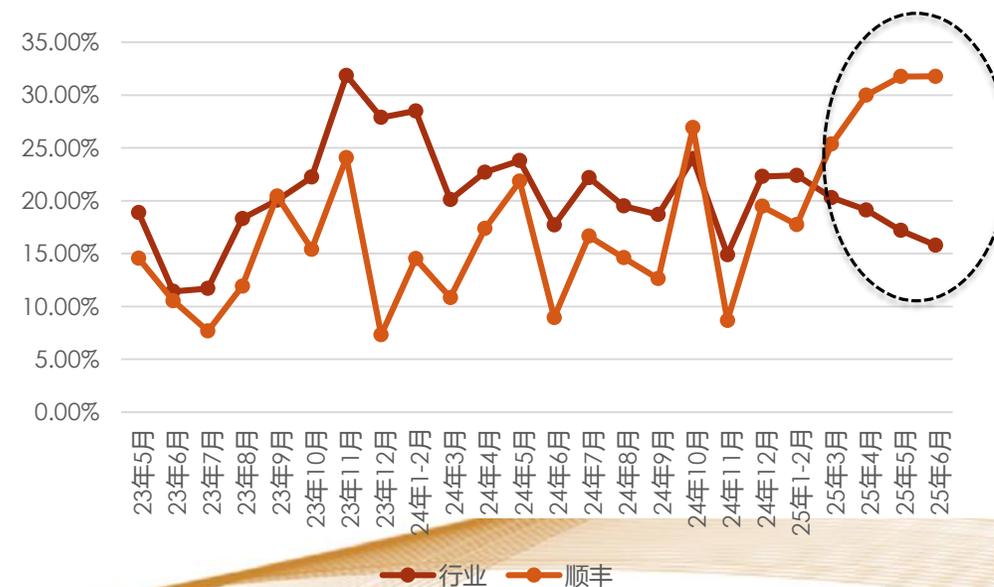
- 产能利用率波动意味着毛利率的波动，而顺丰面临的是短期产能相对刚性、但需求波动（比如工作日与非工作日的波动、淡旺季的波动）的组合。因此顺丰采取的策略是通过营销强度来调整需求波动的幅度，比如针对不同公斤段货物调整定价策略，比如周期性针对个别流向寄递向客户推行填仓产品促销，比如尝试策略性聚焦电商微小件市场。
- 剔除25年1-2月存在春节错期的影响，顺丰单票收入从3月开始保持同比两位数的下降强度，同时单量同比增速也开始从3月起持续跑赢行业。

图表：25年1-6月顺丰单票收入及同比增长情况



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：23年5月以来顺丰与行业单月单量同比增速情况（%，顺丰剔除丰网）



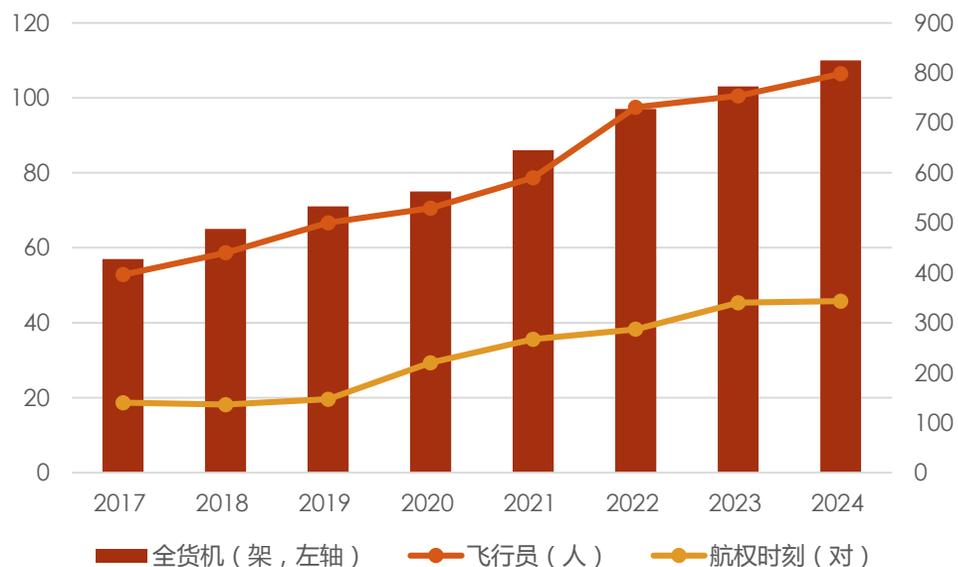
资料来源：wind，华西证券研究所

网络建设：资本开支已过高峰

2.1 现有重要资产：飞机背后的时刻是稀缺资产

- 飞机作为保障长距离快递时效的重要工具，各家快递公司在其获得性上并无差异。公司机队规模建立比较优势后，将获得两个方面的比较优势：首先，时刻资源的先发优势，尤其核心城市的时刻资源是隐形的资产；其次，飞行员的培养优势。此外，航网先发优势还能够帮助先发公司获得更高的飞机周转率。
- 截止24年底，公司合计拥有110架全货机，拥有343对航权时刻、798名飞行员，为中国最大的航空货运公司。此外，鄂州货运枢纽是亚洲第一、全球第四座以货运为主的物流枢纽，具有战略价值和稀缺性。

图表：2017-2024年顺丰控股全货机等变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2016-2024年顺丰全货机的航线及航班变化趋势

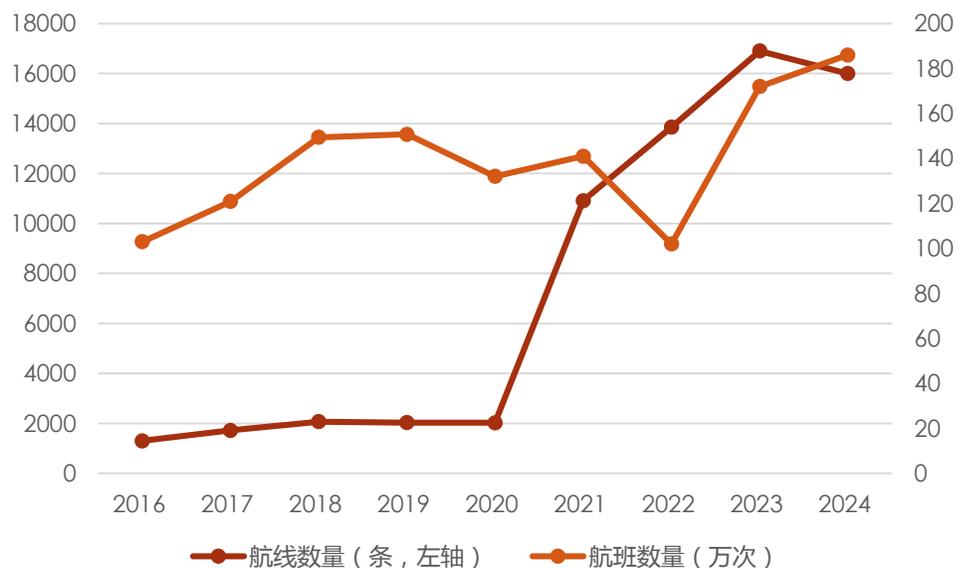


资料来源：wind，华西证券研究所

2.1 现有重要资产：飞机背后的时刻是稀缺资产

- 散航资源是顺丰全货机的重要补充，我们认为其对顺丰的意义在于：①在全货机对时效稳定性托底情况下，散航资源能够有效降低航空干线平均成本；②将更多的散航资源串联成网，本身也是一种先发优势。
- 截止24年底，顺丰散航资源合作航线16000条、航班186万班次。16-19年顺丰散航发货量占比在57%上下波动，20年疫情后受到航司客运航班投放策略的影响，散航发货量占比降低至49%左右。不考虑航空煤油价格波动等其他因素，散航发货量占比的下降确实抬高了顺丰航空单位平均成本。

图表：2016-2024年顺丰散航资源合作航线数量等变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2016-2024年顺丰散航发货量、全货机发货量等变化趋势

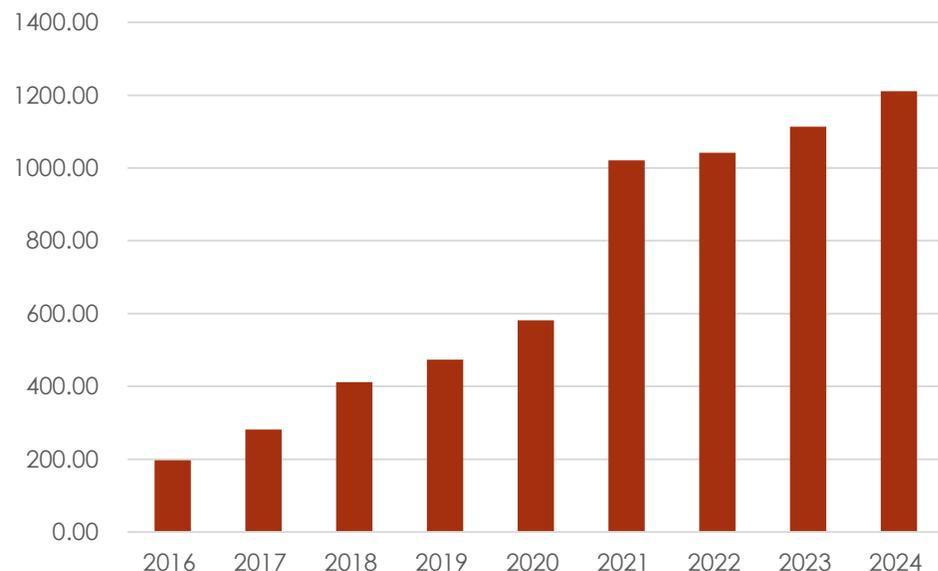


资料来源：wind，华西证券研究所

2.1 现有重要资产：土地储备是抗通胀资产

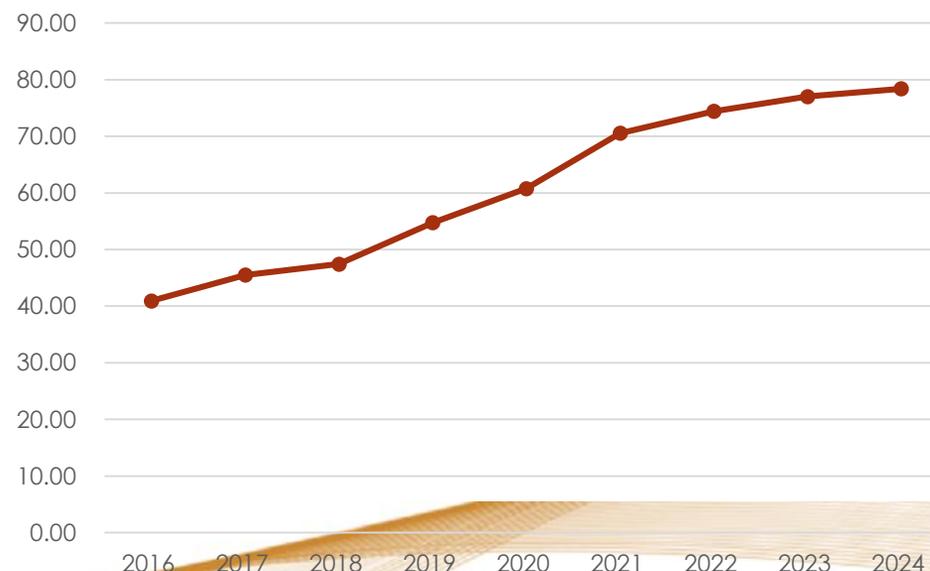
- 对于快递公司，土地的获得性并无稀缺性，地段的稀缺性在工业用地低于住宅或商业用地。但对于成立较早的行业大型公司而言：一方面，按照当年的拿地成本计入无形资产，伴随土地价格的上升，公司资产负债表存在重估的空间；另一方面，大型公司在获取土地时，有机会拿到相对优惠的价格。
- 截止24年底，顺丰合计拥有土地面积1211万平方米，土地使用权资产原值78.39亿元（账面值67.83亿元）。尽管我们由于缺乏公司每一块土地的详细位置，无法计算目前拥有土地的最新市值，但当前的资产构成潜在的资产证券化资源。一旦启动相关reits项目，当期则有机会贡献一笔投资收益。

图表：2016-2024年顺丰土地面积总规模变化趋势（万平方米）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2016-2024年顺丰土地使用权原值变化趋势（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

2.2 展望未来：资本开支拐点→固定资产拐点

- 我们在上一章节总结，影响顺丰毛利率的主要是两个因子，即产能利用率、需求的质量。在产能增长变慢或接近不增长时，相对结构较差的需求增长同样能够带来单位固定成本的下降。
- 回顾顺丰16年以来的发展历史，21年资本开支规模达到192亿元左右，当年资本开支与折旧摊销比达到3.13倍，仅次于18年。此后资本开支规模连续三年下降，24年底、25Q1季末公司固定资产相较23年底基本没有增长。

图表：2016-2024年顺丰资本开支与在建工程变化趋势（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2016-2024年顺丰固定资产等变化趋势

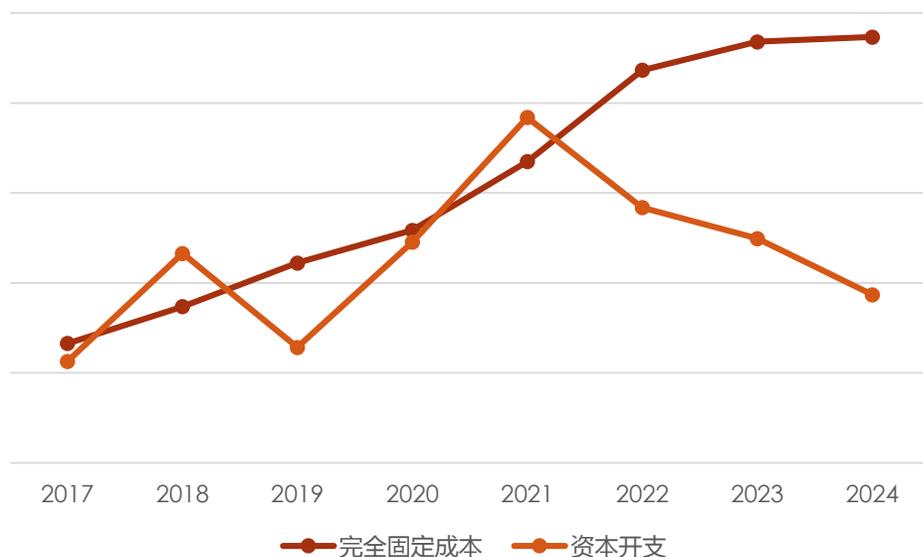


资料来源：wind，华西证券研究所

2.2 展望未来：资本开支拐点→固定资产拐点

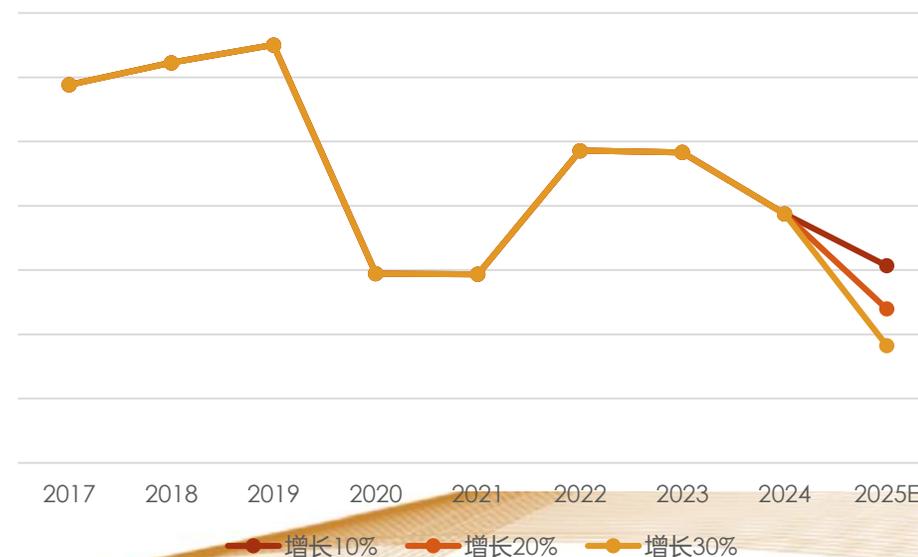
- 24年底、25Q1季末公司固定资产相较23年底基本没有增长，意味着相关固定总成本基本没有增长。此时如果公司单量增速能够较高增长，则意味着单票平均固定成本较快的下降。
- 以24年为例，我们测算营业成本中的完全固定成本同比增长仅1%。在24年单量同比增长12%情况下，单票平均完全固定成本同比下降9.7%。按照25年完全固定成本与24年持平计算，在25年单量增长10%、增长20%、增长30%三个情景下，单票平均完全固定成本分别同比下降9%、下降17%、下降23%。

图表：2016-2024年顺丰资本开支与完全固定成本等变化趋势（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2016-2025E顺丰单票平均完全固定成本变化趋势（元）



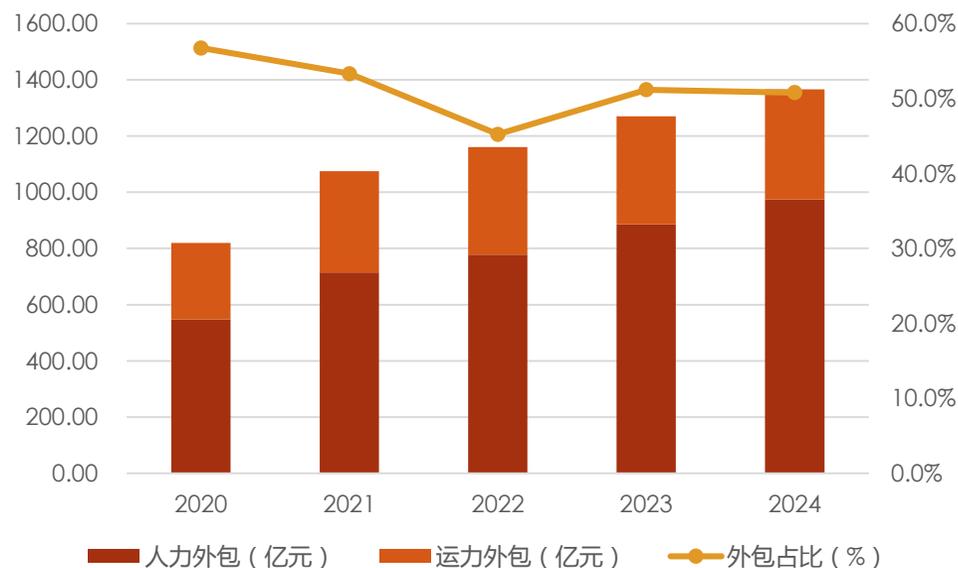
资料来源：wind，华西证券研究所

运营优化：精益管理与模式变革

3.1 通过管控资源采购成本实现成本的优化

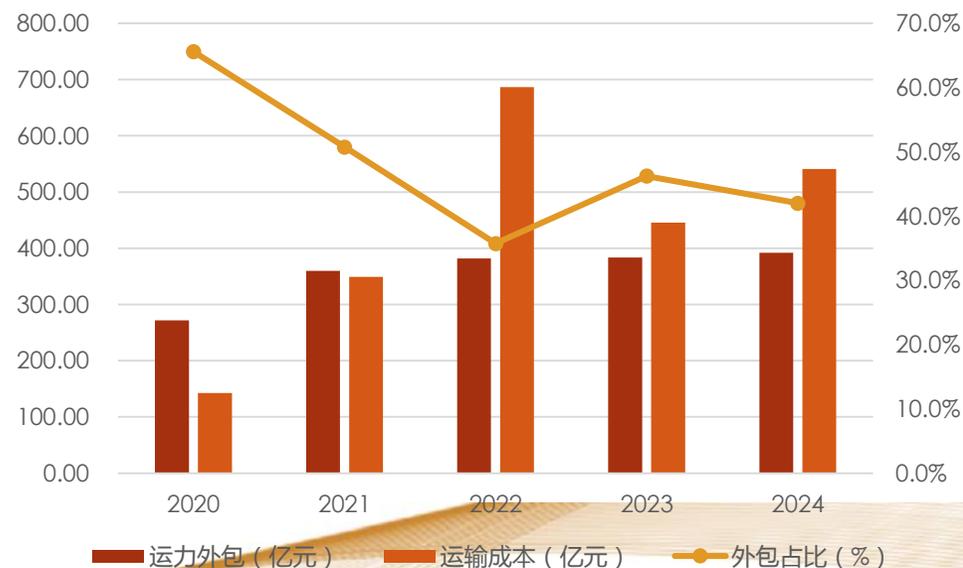
- 顺丰的外包成本主要包括人力外包与运力外包，以运力采购为例：
- ①提高长期合作及运价稳定的运力资源占比，以固化资源和稳定价格，24年底价格稳定类（包括自营运力、年标合同等）运力资源所承运干线占比超95%。
- ②继推广支线标准价后，24年开始围绕珠三角、长三角、京津冀经济圈内的核心城市群的干线线路（50-500KM），通过推广经济圈干线定价标准化及专车模式，打破运力供应商对资源和价格的掌控。
- ③在城市片区内推广运力直管项目，由系统模型自动派单给司机，减少转包带来的溢价和结算风险。

图表：2020-2024年顺丰控股外包成本等变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2020-2024年顺丰控股外包运力等变化趋势

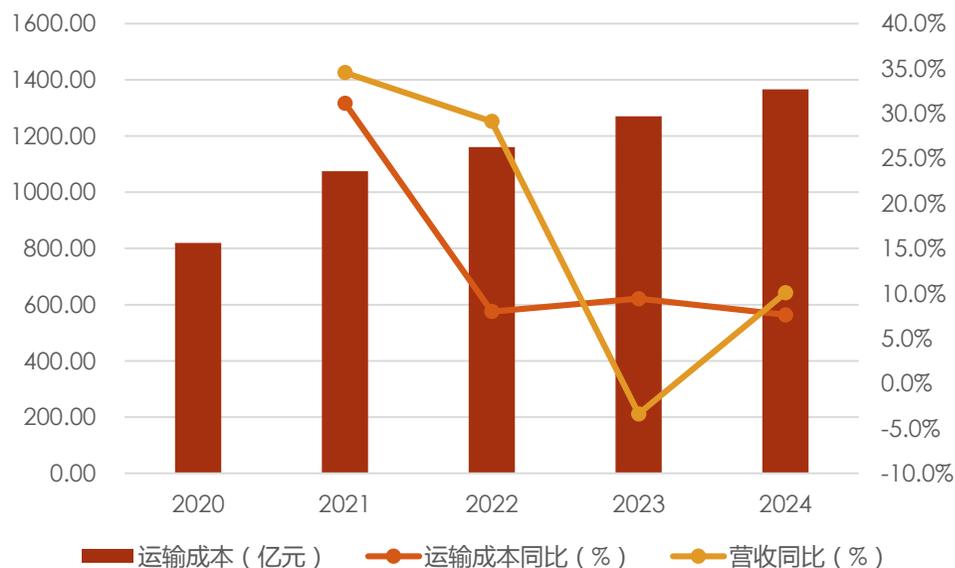


资料来源：wind，华西证券研究所

3.2 通过精益管理提高运输环节的效率

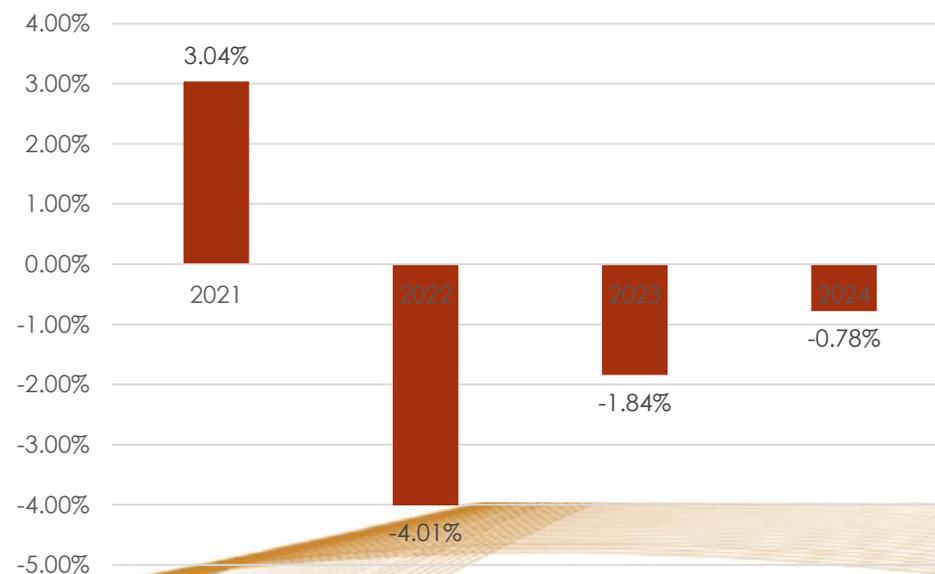
- 比如做大线路货量规模，最大化集约发货与拉直线路。24年实现寄件地与目的地的城市之间直发线路新增近440条，提升城市连通率，快件平均中转次数下降。
- 比如线路融通发运。①干线方面，推进直营网络的小件与大件业务的线路融通，以及加盟网络顺心捷达货量整合至直营网络统一发运，充分利用车辆空舱资源。②支线方面，通过大件车辆串点至小件网点做集货和散货，降低支线运力投入。③此外，通过投运具备医药“冷藏+常温”双温功能、具备食品“冷冻+冷藏+常温”三温功能的大型车辆，以及利用温控箱、温控方舱等恒温容器结合快递线路，实现以低成本模式拓展食品及医药冷运业务的服务网络覆盖。

图表：2020-2024年顺丰控股总体运输成本等变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2021-2024年顺丰控股运力成本占营收比相较于前一年优化情况（不含KLN）

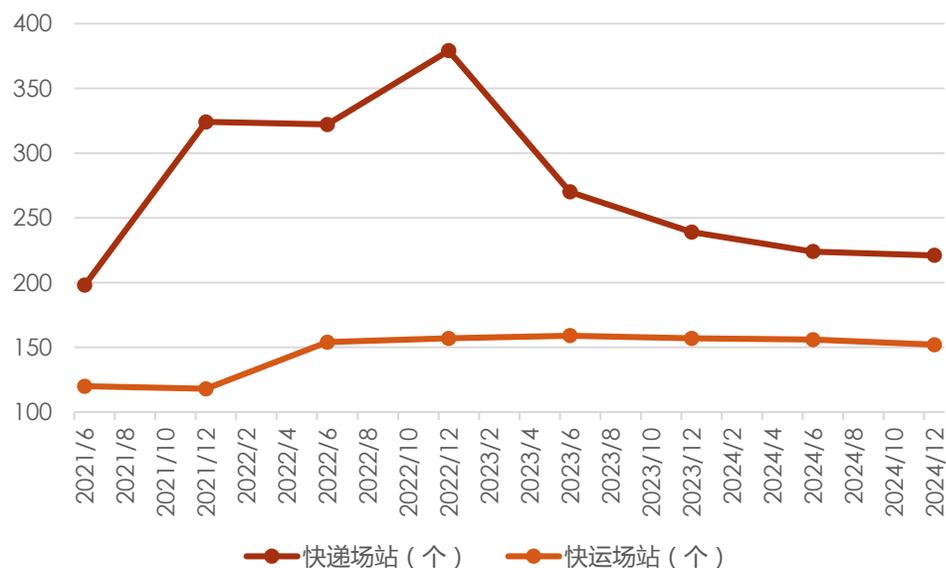


资料来源：wind，华西证券研究所

3.3 通过运营模式优化提高中转环节的效率

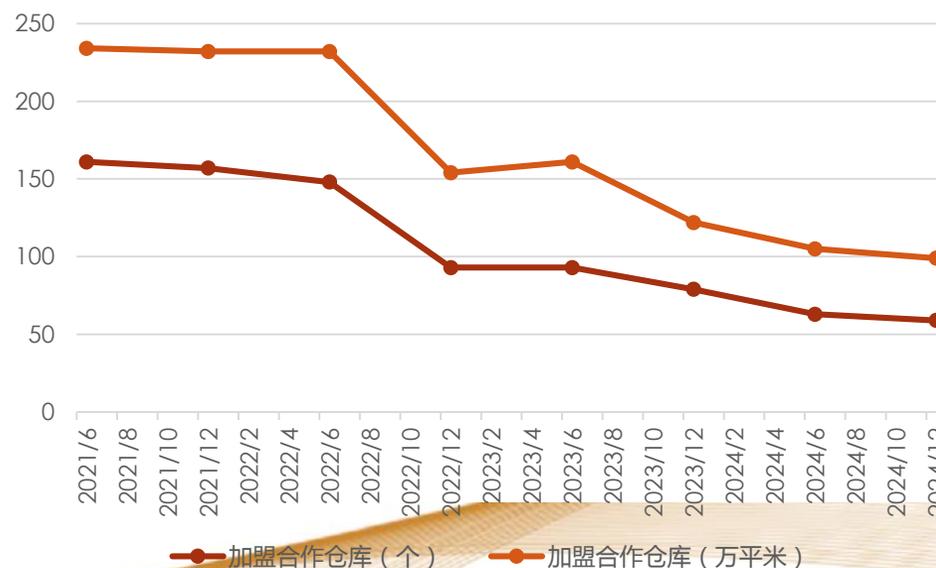
- 比如公司持续推动骨干网络精简和优化，聚合建设多功能大型场地，中转场数量持续减少。
- 比如中转场从成本中心向经营中心转变，提升资源利用率。①**时间维度**，以引导业务区前端面客尽早收货并发运至中转场，提升中转产能利用率。②**空间维度**，实现“上仓下中转”，最大化利用场地资源。从功能维度，在中转场设置收件区域并开放收件功能，可受理客户将货物自送中转场。③**此外**，公司持续加强假期场地融通，在业务波谷期集中利用小件中转场完成大件操作，在保持以往春节、五一假期大件中转场临时关停数量的基础上，进一步增加周末休息日或业务淡季场地协同与关停数量，相应节省中转运作人员及干支线运力投入。

图表：21年6月以来顺丰控股的快递与快运场站数量变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：21年6月以来顺丰控股的合作加盟仓库数量及面积变化趋势

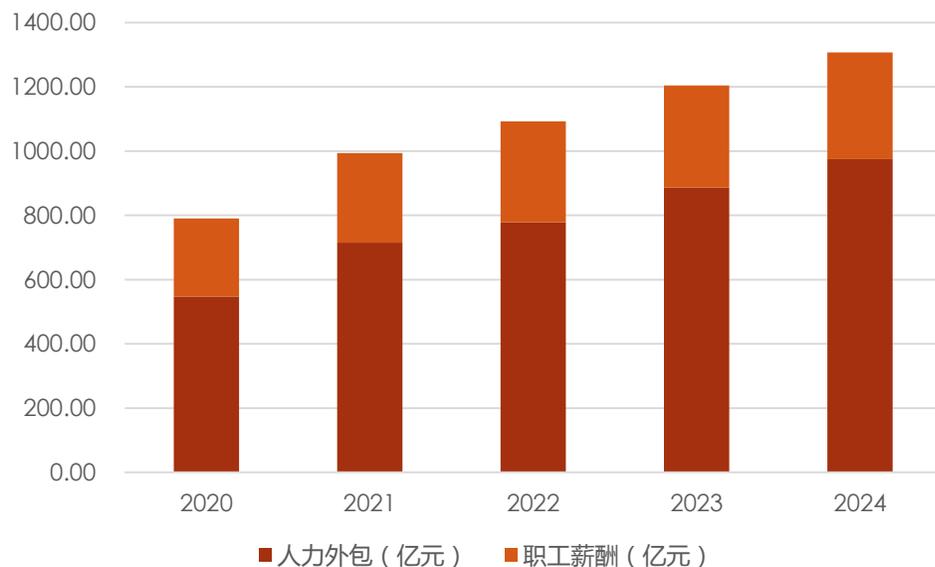


资料来源：wind，华西证券研究所

3.4 通过机制优化激发员工的创收活力

- 比如构建适合收派小哥的业务评价体系，通过区域排名赛制和奖励机制，对业务开拓表现卓越的头部小哥提供现金奖励，挖掘并激励进步较快潜力较大的小哥，同时为尾部员工提供技能培训与成长机会，全面提升团队整体竞争力。
- 比如持续建设小队长体系，选拔一批业务能力强、领导力出众的小哥担任特定区域的小队长，授予头衔并明确权责利。在小队长的带动下，区域内队员间可以互相协调工作、合力开发业务，通过提升业务规模从而增加团队收入，并以团队正向互助的方式激发员工活力。
- 此外，公司不断创新和迭代小哥的收派作业工具，助力提高收派效率，降低小哥劳动强度。

图表：2020-2024年顺丰控股整体人力成本变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2016-2024年顺丰控股人均薪酬及人均创利变化趋势

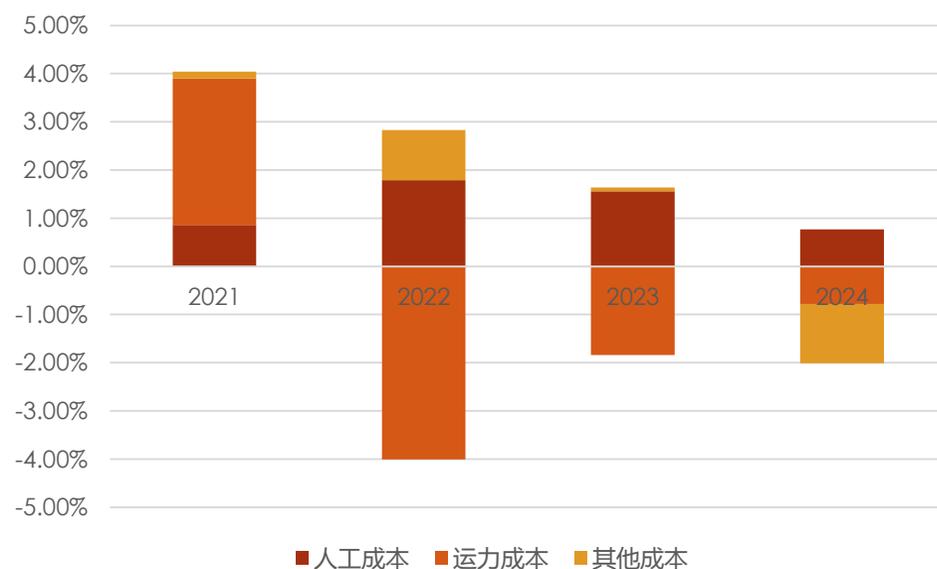


资料来源：wind，华西证券研究所

3.5 运营优化小结：毛利率优化推动利润增长

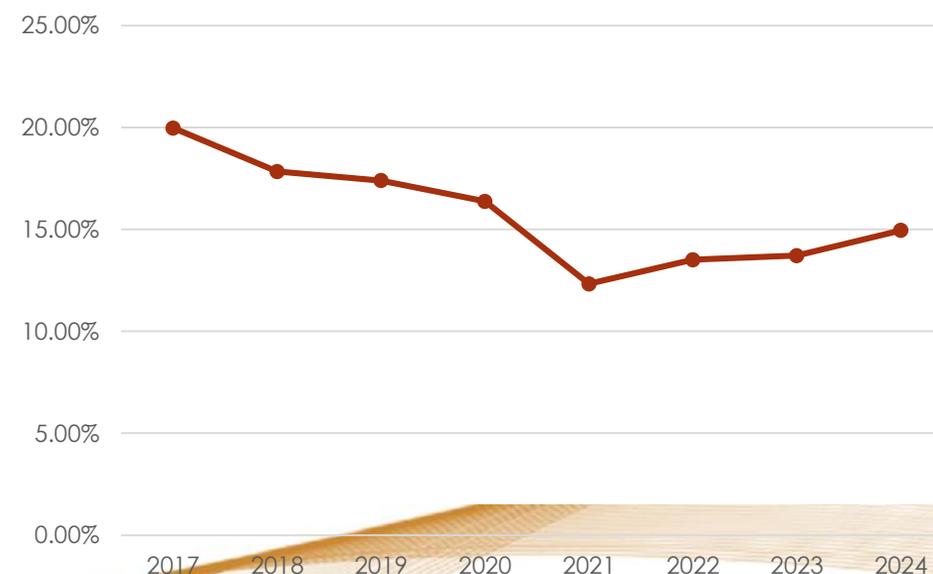
- 以24年为例（以下提及成本占收入比，均不包括KLN）：
- ①24年人力成本占收入比率相较23年上升0.77个百分点，但公司通过运输线路优化、运力采购价格管控等手段，实现运力成本占收入比率相较23年下降0.78个百分点。
- ②24年通过场地聚合建设、最大化发挥场地效益等手段，实现其他经营成本占收入比率相较23年下降1.23个百分点。
- ③测算24年毛利率优化部分带来增量利润23.7亿元（税前），而24年税前利润相较23年的增量为36.8亿元。

图表：2021-2024年顺丰控股各项成本占收入比相较于前一年优化情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2017-2024年顺丰控股速运物流业务毛利率变化趋势（%）



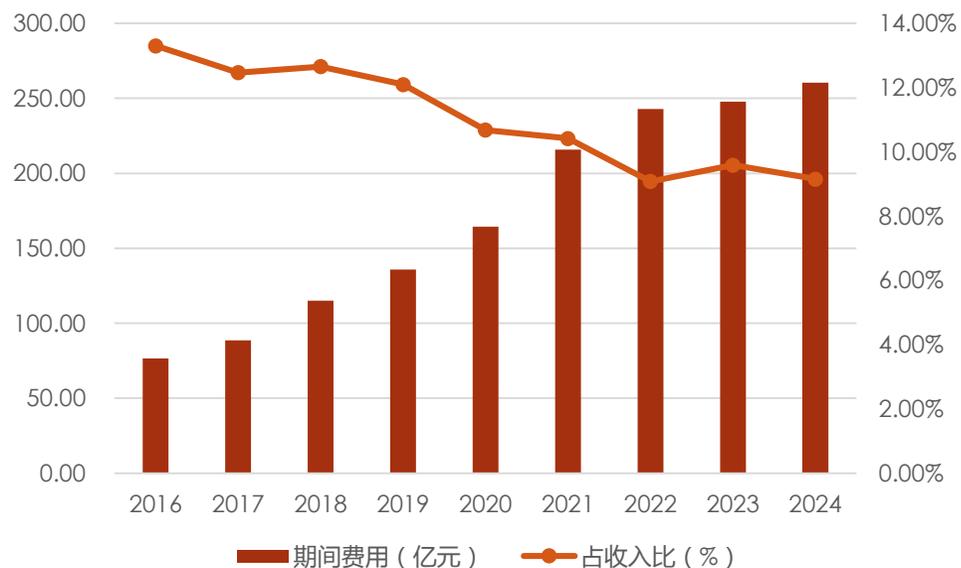
资料来源：wind，华西证券研究所

费用控制：总部从传统管理转型为服务经营

4.1 纵向看顺丰的期间费用还有较大优化空间

- 以24年为例，顺丰的主要期间费用（管理、销售、研发及财务费用合计）260.4亿元，同比增长5.1%，占收入的比率为9.15%。考虑公司去年的销售净利率为3.59%，因此我们认为顺丰的总体期间费用率还有较大优化空间。
- 从期间费用占当期毛利额的比率来看，24年优化至65.7%（21年超过81%）。24年毛费差（毛利额减掉当期期间费用）达到135.74亿元，同比增长62%。

图表：2016-2024年顺丰控股主要期间费用及占收入比变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2016-2024年顺丰控股的毛利与费用差等变化趋势

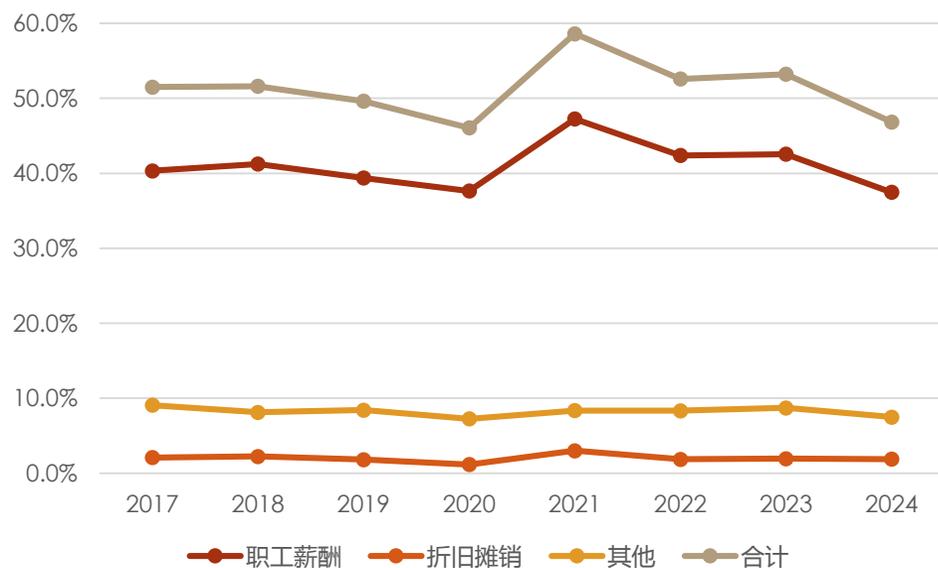


资料来源：wind，华西证券研究所

4.2 通过控制人员增长、场地费用等优化费用率

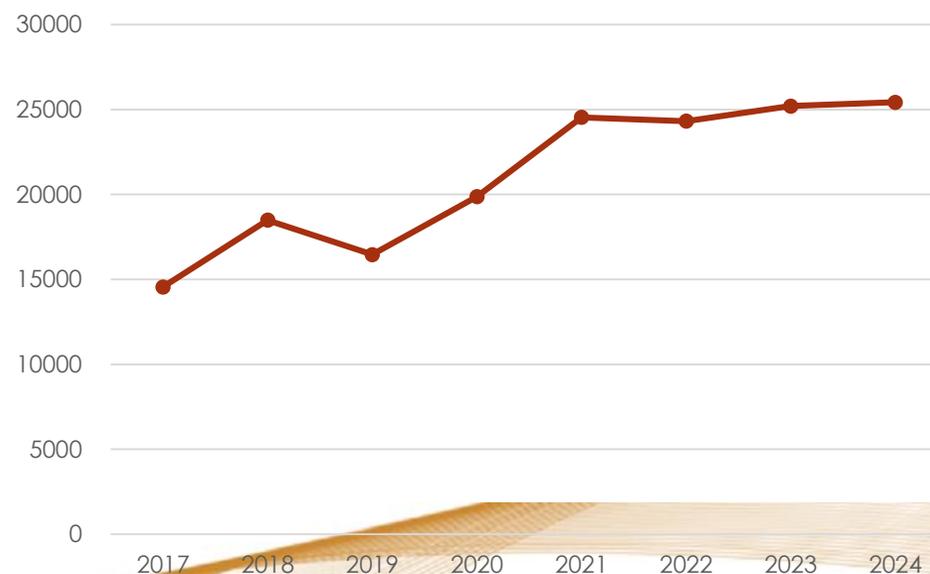
- 以24年为例，管理费用185.6亿元，占公司主要期间费用比率为71.3%：
- ①拆分24年管理费用，其中80%为职工薪酬。24年管理费用占毛利额的比率相较23年优化6.4个百分点，其中5.1个百分点是由管理费用中的职工薪酬贡献。我们判断控制人员规模、薪资水平是控制管理费用的主要手段。
- ②网点是顺丰全网络最基层的管理单元，承担了末端集散、快递员管理与培训职能，后者成本主要归类在管理费用。我们继续观察无人车、AI等技术变革对顺丰管理费用优化的带动。

图表：2017-2024年顺丰控股管理费用主要项占毛利额的比率变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2017-2024年顺丰员工构成中管理类人员数量变化趋势

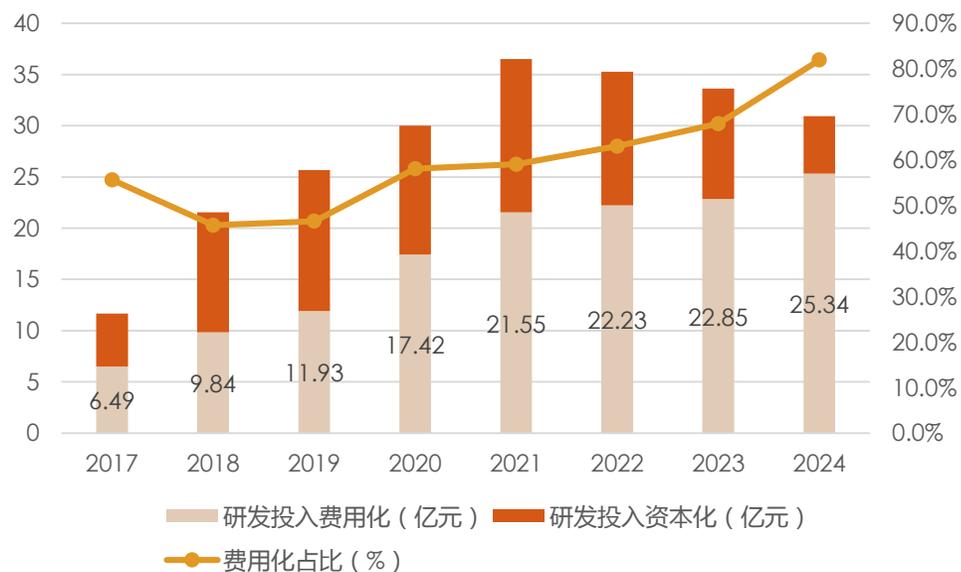


资料来源：wind，华西证券研究所

4.3 公司未来有望在研发投入上保持理性

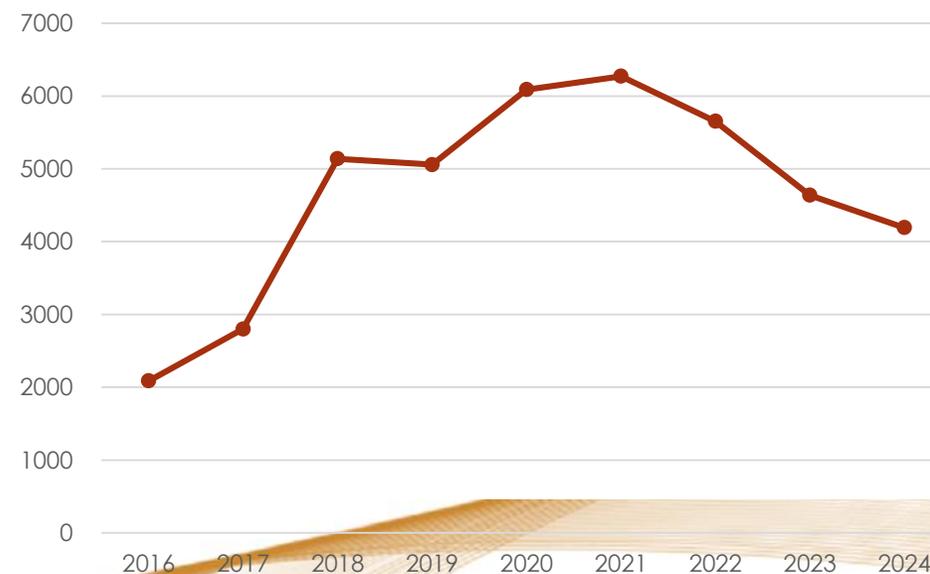
- 以24年为例，顺丰研发投入合计金额为30.94亿元，同比下降8%，连续三年绝对金额下降。但由于研发投入费用化比率的调整（23年67.9%提升至24年81.9%），24年研发费用增长10.9%至25.24亿元。
- 拆分研发投入，职工薪酬占相对大头。以24年费用化研发投入部分，职工薪酬占比54%，因此研发人员数量是观察公司研发投入强度较好的指标。顺丰在21年研发人员数量达到6271人后，迎来连续三年的下降。

图表：2017-2024年顺丰控股研发投入及当期费用化占比等变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2016-2024年顺丰研发人员数量变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

4.4 自由现金流较快增长是顺丰降低有息负债的基础

- 以24年为例，我们测算公司自由现金流228亿元（经营活动净现金流减掉资本开支），同比增长62%。在账上较为充裕现金（24年底账上现金及交易性金融资产合计超过450亿元）支持下，公司开始较大幅度缩减有息负债的规模，25Q1末长短期借款相较23年底降低超过90亿元。我们判断随着未来公司有息负债规模的下降，公司财务费用将持续优化。
- 横向比较24年的顺丰控股与中通快递，二者净利润分别为102.2亿元、88.17亿元情况下，财务费用分别为18.49亿元、-6.56亿元（中通快递为财务支出减财务收入）。

图表：2016-2025Q1顺丰控股长短期借款等变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2017-2024年顺丰与中通财务费用变化趋势（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

投资建议及风险提示

5.1 盈利预测

- 顺丰控股盈利预测的核心假设如下：
- ①假设25-27年顺丰平均单票收入分别同比下降12.5%、下降11%、下降9%，价格撬动单量增长，因此假设25-27年单量分别同比增长28%、24%、20%。
- ②基于前述章节的分析，我们认为顺丰单票成本降幅可以和单票收入降幅相匹配，因此假设25-27年速运物流业务毛利率为14.95%。
- ③考虑供应链业务的特点，假设25-27年供应链及其他业务收入增长11%、增长10%、增长9%，毛利率均为11%。

5.1 盈利预测

图表：2025-2027年顺丰控股盈利预测的核心假设

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	2674.90	2584.09	2844.20	3177.64	3503.70	3824.12
同比（%）		-3.4%	10.1%	11.7%	10.3%	9.1%
其中：速运物流（亿元）	1742.14	1911.49	2057.83	2304.77	2543.55	2777.55
同比（%）		9.7%	7.7%	12.0%	10.4%	9.2%
单量（亿单）	110.70	119.00	133.30	170.62	211.57	253.89
同比（%）		7.5%	12.0%	28.0%	24.0%	20.0%
单票收入（元/单）	15.74	16.06	15.44	13.51	12.02	10.94
同比（%）		2.1%	-3.9%	-12.5%	-11.0%	-9.0%
其中：供应链及其他（亿元）	932.77	672.60	786.37	872.87	960.15	1046.57
同比（%）		-27.89%	16.91%	11.0%	10.0%	9.00%
营业成本（亿元）	2340.72	2252.74	2448.10	2737.06	3017.82	3293.76
毛利率（%）	12.49%	12.82%	13.93%	13.86%	13.87%	13.87%
其中：速运物流（亿元）	1506.77	1649.42	1750.19	1960.21	2163.29	2362.31
毛利率（%）	13.51%	13.71%	14.95%	14.95%	14.95%	14.95%
其中：供应链及其他（亿元）	833.95	603.31	697.91	776.85	854.54	931.45
毛利率（%）	10.59%	10.30%	11.25%	11.00%	11.00%	11.00%

资料来源：wind，华西证券研究所

5.4 投资建议

- 考虑内外部环境的变化，因此我们此次调整公司盈利预测，预计25年公司营业收入从3254.09亿元下修至3177.64亿元，预计25年公司EPS从2.93亿元下修至2.40元，新增26-27年盈利预测，预计26-27年公司营收为3503.70亿元、3824.12亿元，26-27年公司EPS分别为2.97元、3.58元，对应2025年8月7日收盘价47.12元PE分别为19.64倍、15.88倍和13.17倍。
- 我们认为，从长期角度，作为中国最大的快递综合物流企业，顺丰2024年收入口径市占率仅1.28%，营收和利润率共同驱动公司业绩增长；短期角度，我们判断25年3月是顺丰在营销端调整的重要节点，顺丰将进入“单票收入下降—单量高增长——单票成本下降”的正向循环。综合考虑公司长期成长逻辑及短期景气度的变化，**维持“买入”评级。**

可比公司估值表（顺丰控股盈利预测来自华西证券研究所，其余盈利预测来自wind一致预期）

重点公司										
股票代码	股票名称	收盘价(元)	EPS(元)				P/E			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002352.SZ	顺丰控股	47.12	2.11	2.4	2.97	3.58	22.33	19.64	15.88	13.17
600233.SH	圆通速递	16.88	1.16	1.25	1.41	1.55	12.19	13.53	12.00	10.90
002120.SZ	韵达股份	8.82	0.66	0.69	0.79	0.88	11.39	12.69	11.23	10.02
002468.SZ	中通快递	17.36	0.68	0.88	1.09	1.29	14.91	19.72	15.92	13.49
2057.HK	中通快递	163.1	10.7	12.02	13.77	15.5	12.88	12.33	10.77	9.57

资料来源：wind, 华西证券研究所

注：①收盘价采用2025年8月7日收盘价；②中通快递的货币单位为港元，其他均为人民币

5.3 风险提示

- **宏观经济增长不及预期。**人均可支配收入与消费倾向决定当期总体消费情况。如果宏观经济增长不及预期，消费总体情况将受到收入和消费倾向的双杀。尽管此时电商渠道凭借效率的比较优势，增速能够跑赢消费整体情况，但纵向比较的电商和快递增速可能依旧不及市场预期。
- **资本开支超预期。**我们对顺丰控股未来基本面判断，均建立在主要业务网络基本搭建完成的核心建设。如果顺丰控股某一个年度资本开支超预期，很有可能引起当期整体产能利用率的波动，进而引起公司利润率、整体业绩的波动。
- **费用投放超预期。**顺丰的期间费用主要包括管理费用、销售费用和研发费用，当期费用的投放又受到较多定性因子的影响，比如管理和销售人员激励奖金的发放力度、研发投入费用化比例的变化等。考虑顺丰的期间费用占毛利额较高的比例，如果费用投放超预期，很有可能带来当期利润不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	284,420	317,764	350,370	382,412	净利润	10,219	12,650	15,652	18,864
YoY(%)	10.1%	11.7%	10.3%	9.1%	折旧和摊销	17,332	14,095	14,095	14,095
营业成本	244,810	273,706	301,782	329,376	营运资金变动	2,551	-4,281	13,482	-12,829
营业税金及附加	714	731	806	880	经营活动现金流	32,186	23,538	44,080	20,774
销售费用	3,096	3,495	3,223	3,251	资本开支	-9,035	-86	-39	-45
管理费用	18,557	19,701	20,672	21,033	投资	154	-100	-100	-100
财务费用	1,849	1,907	1,927	1,721	投资活动现金流	-12,055	450	562	619
研发费用	2,534	2,542	2,453	2,486	股权募资	5,353	-101	0	0
资产减值损失	-331	0	0	0	债务募资	0	-2,000	-4,000	-4,000
投资收益	748	636	701	765	筹资活动现金流	-27,979	-3,725	-5,514	-5,364
营业利润	13,668	16,953	20,908	25,197	现金净流量	-7,802	20,263	39,128	16,029
营业外收支	-61	-86	-39	-45	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	13,607	16,867	20,869	25,152	成长能力 (%)				
所得税	3,388	4,217	5,217	6,288	营业收入增长率	10.1%	11.7%	10.3%	9.1%
净利润	10,219	12,650	15,652	18,864	净利润增长率	23.5%	19.4%	23.7%	20.5%
归属于母公司净利润	10,170	12,144	15,026	18,109	盈利能力 (%)				
YoY(%)	23.5%	19.4%	23.7%	20.5%	毛利率	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
每股收益	2.11	2.40	2.97	3.58	净利润率	3.6%	3.8%	4.3%	4.7%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率ROA	4.8%	5.1%	5.9%	6.5%
货币资金	33,936	54,199	93,327	109,357	净资产收益率ROE	11.1%	11.7%	12.6%	13.2%
预付款项	2,790	4,106	4,527	4,941	偿债能力 (%)				
存货	2,432	609	2,744	915	流动比率	1.23	1.48	1.76	2.06
其他流动资产	49,528	67,955	58,072	78,408	速动比率	1.06	1.35	1.60	1.91
流动资产合计	88,687	126,868	158,671	193,621	现金比率	0.47	0.63	1.04	1.16
长期股权投资	6,204	6,204	6,204	6,204	资产负债率	52.1%	51.7%	49.0%	46.0%
固定资产	54,058	39,963	25,869	11,774	经营效率 (%)				
无形资产	16,733	16,733	16,733	16,733	总资产周转率	1.31	1.41	1.42	1.44
非流动资产合计	111,143	111,143	97,148	83,154	每股指标 (元)				
资产合计	213,824	238,011	255,819	276,774	每股收益	2.11	2.40	2.97	3.58
短期借款	15,003	15,003	13,003	11,003	每股净资产	18.45	20.55	23.52	27.09
应付账款及票据	27,396	30,396	33,313	36,222	每股经营现金流	6.46	4.65	8.71	4.10
其他流动负债	29,795	40,431	43,670	46,854	每股股利	0.84	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	72,193	85,831	89,987	94,079	估值分析				
长期借款	6,186	5,186	4,186	3,186	PE	22.33	19.64	15.88	13.17
其他长期负债	33,109	32,109	31,109	30,109	PB	2.18	2.29	2.00	1.74
非流动负债合计	39,296	37,296	35,296	33,296					
负债合计	111,489	123,126	125,282	127,374					
股本	4,986	4,984	4,984	4,984					
少数股东权益	10,342	10,848	11,474	12,229					
股东权益合计	102,335	114,884	130,536	149,400					
负债和股东权益合计	213,824	238,011	255,819	276,774					

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

- 华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。
- 本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。
- 在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。
- 本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。