

顺丰控股 (002352.SZ)

强烈推荐 (上调)

结构调整、经营优化，盈利能力有望企稳回升

点评：公司逐步推进业务结构优化，单票收入同比跌幅持续收窄。看好公司经营优化、盈利能力企稳回升，上调至“强烈推荐”评级。

□ Q3 业绩受公司积极主动的市场拓展策略与必要的长期战略投入影响，短期承压、单季度业绩同比下降。2025 年前三季度，顺丰控股实现营业收入 2252.61 亿元，同比增长 8.89%；实现归母净利润 83.08 亿元，同比增长 9.07%；扣非归母净利润为 67.78 亿元，同比增长 0.52%。其中 2025 第三季度，顺丰控股实现营业收入 784.03 亿元，同比增长 8.21%，实现归母净利润 25.71 亿元，同比下降 8.53%，实现扣非归母净利润为 22.27 亿元，同比下降 14.17%。Q1-3 单季度归母净利润率为 3.2%、4.55%、3.28%，累计归母净利润率为 3.69%，同比提升 0.3pct。

□ 在积极开拓业务的基础上，公司逐步进行业务调整，9 月以来单票收入跌幅持续收窄。公司 25Q3 实现快递业务量 43.1 亿票，同比增长 33.4%，Q3 速运物流业务收入同比增长 14.4%，单票收入同比下降 14.2%。9 月以来公司逐步进行业务调整，10-11 月公司实现业务量增长 23.1%，速运收入增长 11.7%，单票价格跌幅收窄至 9.2%。预计随着业务结构改善、单价跌幅收窄，公司 Q4 速运业务盈利表现有望逐步企稳、确认经营拐点。

□ 国际化战略持续推进，出海趋势下，国际业务量总体快速增长，板块有望持续减亏。公司继续织密国际网络，加快国际航空干线、清关能力、海外空侧场地、仓储及落地配的资源投放与能力建设，辅以跨境全链路科技赋能，在亚太地区及欧美核心流向构建对标国际市场前三水平的端到端国际快递与供应链服务能力。Q3 受市场运价影响，供应链收入同比下降 5.3%。展望未来，受益需求增长、规模效应提升、管理优化，板块有望持续减亏。

□ Q3 销售管理费用投入加大，预计未来随着管理优化及效率提升，总体费用稳中有降。Q3 三费（销售+管理+研发）合计 62.9 亿元，同比增长 7.3%，费率为 8.03%，同比下降 0.07pct；其中管理费用 49.5 亿元，费率 6.3%，金额同比增长 8.7%；销售费用 10.1 亿元，费率 1.3%，金额同比增长 31.8%，预计销售费用的较快增长主要受到市场开拓及销售力度加大的影响；财务费用 3.3 亿元，费率 0.4%，金额同比减少 38.8%。展望 26 年，预计未来随着管理及效率提升，总体费用稳中有降。

□ 大幅增加回购金额，提升股东回报力度。2025 年 10 月 30 日公司公告将 2025 年第 1 期 A 股回购股份方案的回购股份资金总额由“不低于 5 亿元且不超过 10 亿元”上调至“不低于 15 亿元且不超过 30 亿元”，回购实施期限延长至 2026 年 10 月 29 日止。截至 2025 年 12 月初，公司已累计回购 3896 万股，占总股本 0.77%，成交总额约 15.42 亿元，平均价格 39.59 元/股。

□ 投资建议：看好公司经营优化、盈利能力企稳回升，考虑当前估值水平，上调至“强烈推荐”评级。依托前瞻性布局，公司率先构建起覆盖广泛、面向国内外的综合物流服务网络，看好公司传统时效业务稳固的护城河及管理优化、业务结构调整带来的盈利修复；通过稳步推进国际化战略，把握出海新机遇，不断贡献营收、利润新的增长点。预计 25/26/27 年利润为 109/122/133 亿元，对应 PE 估值分别为 17.7/15.9/14.5 倍，考虑当前估值处于历史低位，

周期/交通运输

目标估值：NA

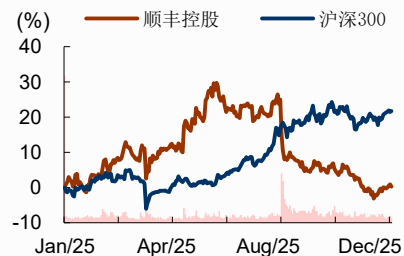
当前股价：38.38 元

基础数据

总股本（百万股）	5039
已上市流通股（百万股）	4772
总市值（十亿元）	193.4
流通市值（十亿元）	183.2
每股净资产（MRQ）	19.5
ROE（TTM）	11.1
资产负债率	50.0%
主要股东	深圳明德控股发展有限公司
主要股东持股比例	46.87%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-20	-4
相对表现	-4	-38	-20



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《顺丰控股（002352）—收入较快增长、运营效益提升，业绩持续改善》
2025-01-01

王春环 S1090524060003
wangchunhuan@cmschina.com.cn
孙修远 S1090524070005
sunxiuyuan@cmschina.com.cn
肖欣晨 S1090522010001
xiaoxinchen@cmschina.com.cn
刘若琮 S1090524110003
liuruocong@cmschina.com.cn
张瑜玲 S1090525060006
zhangyuling2@cmschina.com.cn

叠加盈利能力修复加速、国际业务持续放量，上调至“强烈推荐”评级。

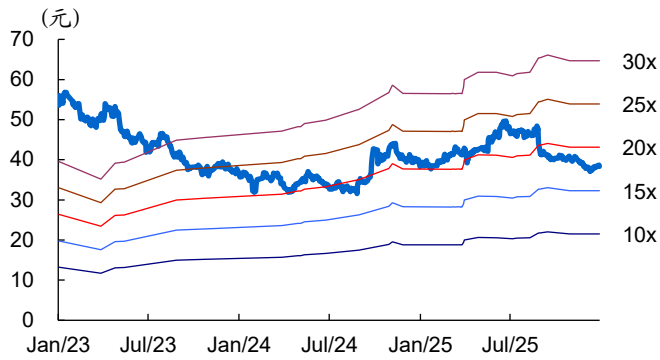
□ **风险提示：**宏观经济增长不及预期；反内卷政策执行不及预期；新业务开拓不及预期；人力及运输成本大幅增长；商誉减值等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	258409	284420	308917	330983	353357
同比增长	-3%	10%	9%	7%	7%
营业利润(百万元)	10454	13668	14261	16078	17681
同比增长	-5%	31%	4%	13%	10%
归母净利润(百万元)	8234	10170	10922	12173	13317
同比增长	33%	24%	7%	11%	9%
每股收益(元)	1.63	2.02	2.17	2.42	2.64
PE	23.5	19.0	17.7	15.9	14.5
PB	2.1	2.1	1.9	1.8	1.6

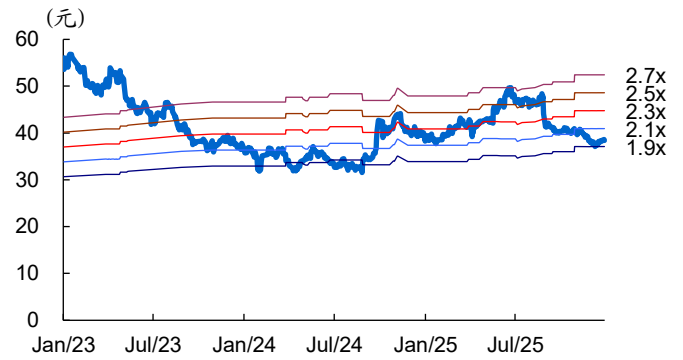
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 顺丰控股历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 顺丰控股历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《顺丰控股（002352）—收入较快增长、运营效益提升，业绩持续改善》
2025-01-01
- 2、《顺丰控股（002352）—速运物流业务复苏强劲，Q3 业绩仍超 20 亿》
2023-10-31
- 3、《顺丰控股（002352）—顺丰深度专题之五——坚定看好中长期成长价值》
2023-10-22
- 4、《顺丰控股（002352）—23H1 业绩符合预期，看好速运物流业务持续复苏》
2023-08-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	90991	88687	100998	110059	119829
现金	41975	33936	42440	48140	54491
交易性投资	6810	11246	11246	11246	11246
应收票据	227	267	290	311	332
应收款项	25133	27715	30102	32252	34432
其它应收款	3569	3282	3565	3819	4078
存货	2440	2432	2670	2852	3042
其他	10836	9809	10686	11439	12209
非流动资产	130500	125137	121935	119105	116600
长期股权投资	7379	6204	6204	6204	6204
固定资产	53930	54058	54161	54243	54309
无形资产商誉	27847	26820	24138	21724	19552
其他	41344	38056	37433	36935	36536
资产总计	221491	213824	222933	229165	236429
流动负债	73990	72193	72097	71465	71218
短期借款	18222	15003	12753	10840	9214
应付账款	24914	27396	30074	32123	34259
预收账款	1873	2085	2289	2445	2608
其他	28981	27709	26981	26057	25137
长期负债	44217	39296	38296	37296	36296
长期借款	11355	6186	5186	4186	3186
其他	32862	33109	33109	33109	33109
负债合计	118207	111489	110392	108761	107514
股本	4895	4986	5039	5039	5039
资本公积金	40589	40167	42598	42598	42598
留存收益	47307	46840	54510	62315	70763
少数股东权益	10493	10342	10394	10452	10515
归属于母公司所有者权益	92790	91993	102147	109952	118400
负债及权益合计	221491	213824	222933	229165	236429

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26570	32186	24082	25125	25805
净利润	7912	10219	10974	12231	13381
折旧摊销	0	10734	14065	13692	13368
财务费用	2270	2373	1769	1681	1597
投资收益	(801)	(748)	(1900)	(1400)	(1500)
营运资金变动	17955	9860	(825)	(1079)	(1040)
其它	(766)	(252)	0	0	0
投资活动现金流	(13506)	(12055)	(8962)	(9462)	(9362)
资本支出	(12472)	(9345)	(10862)	(10862)	(10862)
其他投资	(1034)	(2710)	1900	1400	1500
筹资活动现金流	(12995)	(27979)	(6616)	(9963)	(10092)
借款变动	(8099)	(16265)	(4079)	(3913)	(3626)
普通股增加	0	91	53	0	0
资本公积增加	(1367)	(422)	2431	0	0
股利分配	(1224)	(9918)	(3252)	(4369)	(4869)
其他	(2305)	(1465)	(1769)	(1681)	(1597)
现金净增加额	70	(7847)	8504	5700	6351

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	258409	284420	308917	330983	353357
营业成本	225274	244810	268744	287051	306143
营业税金及附加	502	714	776	831	887
营业费用	2992	3096	3363	3603	3847
管理费用	17633	18557	19153	20190	21555
研发费用	2285	2534	2752	2948	3148
财务费用	1866	1849	1769	1681	1597
资产减值损失	(128)	(568)	0	0	0
公允价值变动收益	(46)	(50)	0	0	0
其他收益	1970	677	627	639	652
投资收益	801	748	1273	761	848
营业利润	10454	13668	14261	16078	17681
营业外收入	309	312	377	377	377
营业外支出	277	373	193	193	193
利润总额	10487	13607	14445	16262	17865
所得税	2575	3388	3471	4030	4484
少数股东损益	(323)	48	52	58	63
归属于母公司净利润	8234	10170	10922	12173	13317

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-3%	10%	9%	7%	7%
营业利润	-5%	31%	4%	13%	10%
归母净利润	33%	24%	7%	11%	9%
获利能力					
毛利率	12.8%	13.9%	13.0%	13.3%	13.4%
净利率	3.2%	3.6%	3.5%	3.7%	3.8%
ROE	9.2%	11.0%	11.3%	11.5%	11.7%
ROIC	6.6%	8.4%	8.8%	9.4%	9.9%
偿债能力					
资产负债率	53.4%	52.1%	49.5%	47.5%	45.5%
净负债比率	17.6%	13.6%	11.2%	9.2%	7.4%
流动比率	1.2	1.2	1.4	1.5	1.7
速动比率	1.2	1.2	1.4	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5
存货周转率	102.7	100.5	105.3	104.0	103.9
应收账款周转率	10.1	10.7	10.6	10.5	10.5
应付账款周转率	9.1	9.4	9.4	9.2	9.2
每股资料(元)					
EPS	1.63	2.02	2.17	2.42	2.64
每股经营净现金	5.27	6.39	4.78	4.99	5.12
每股净资产	18.41	18.25	20.27	21.82	23.49
每股股利	0.58	1.82	0.87	0.97	1.06
估值比率					
PE	23.5	19.0	17.7	15.9	14.5
PB	2.1	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	22.0	10.3	9.0	8.6	8.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。