

顺丰控股 (002352.SZ)

强烈推荐 (维持)

Q4 业绩略超预期，毛利重回两位数增长

全年营收、业绩稳健增长，盈利能力有望持续提升。当前估值 15.9 倍，维持“强烈推荐”评级。

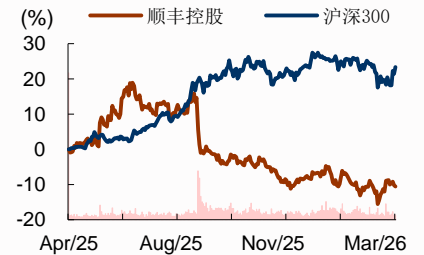
周期/交通运输
目标估值: NA
当前股价: 37.35 元

基础数据

总股本 (百万股)	5039
已上市流通股 (百万股)	4770
总市值 (十亿元)	188.2
流通市值 (十亿元)	178.2
每股净资产 (MRQ)	19.7
ROE (TTM)	11.2
资产负债率	49.0%
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	-8	-7
相对表现	2	-8	-31



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《顺丰控股 (002352) — 结构调整、经营优化，盈利能力有望企稳回升》2025-12-31
- 2、《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

- 公司发布 2025 年年报: 2025 年公司实现营业收入 3082 亿元, 同比增长 8.4%, 实现归母净利润 111 亿元, 同比增长 9.31%, 归母净利率为 3.61%, 同比上升 0.03pp。其中第四季度公司实现营收 830 亿元, 同比增长 7.0%; 实现归母净利润 28 亿元, 同比增长 10.0%, 归母净利率为 3.39%; 扣非归母净利润 24.9 亿元, 同比增长 3.4%。单季度业绩增长略超此前预期。
- 全年业务量及收入实现较快增长。1) 得益于公司持续完善产品矩阵及强化服务竞争力, 不断渗透国内生产制造及生活消费领域客户的端到端物流场景, 稳步扩大业务规模, 全年完成速运业务量 166.3 亿件, 同比增长 25.4%, 速运及大件分部实现收入 2176 亿元, 同比增长 8.69%。2) 得益于即时零售的快速发展, 25 年公司同城即时配送分部实现营收 129 亿元, 同比增长 42.8%。3) 尽管收入增速受国际货运价格波动影响, 供应链及国际分部仍实现收入 763 亿元, 同比增长 3.17%, 其中依托全球网络优势与丰富产品组合, 顺丰供应链及国际业务 (不含 KLN) 收入同比增长 32.3%。
- 持续推进运营优化, Q4 毛利重回两位数增长。2025 年公司通过网络模式变革、资源结构优化、作业模式创新及精益管理等, 实现单票运营成本的节降及产品竞争力提升。全年实现毛利润 410 亿元, 同比增长 3.6%, 其中 Q4 毛利 118.5 亿元, 同比+10%, 预计四季度毛利增速的回升主要受益于策略调整、业务结构改善及成本优化。
- 公司加强销售建设, 销售费用增长较快。2025 年公司销售费用为人民币 39.1 亿元, 较 2024 年同期增长 26.30%, 占营业收入比率为 1.27%, 较 2024 年同期上升 0.18pp, 主要由于公司加强销售队伍建设, 提升行业端到端供应链和国际业务的市场拓展能力。
- 板块维度, 供应链及国际业务分部实现扭亏。1) 速运及大件分部 2025 年净利润 106.0 亿元, 同比-3.46%, 主要受今年市场策略影响。2) 同城即时配送分部净利润 2.8 亿元, 同比+109.7%; 3) 供应链及国际分部净利润约 1.9 亿元 (已将并购 KLN 相关的融资利息费用人民币 5.6 亿划分至未分配部分), 实现扭亏为盈, 同比增加 9.5 亿元, 主要受益于 kex 减亏; 4) 未分配部分净利润 6.5 亿元, 主要为 reits 收益。
- 加码回购、提升股东回报。根据公告, 公司回购资金总额从“不低于 15 亿元且不超过 30 亿元”调整为“不低于 30 亿元且不超过 60 亿元”, 并将回购实施期限延长至董事会审议通过变更回购方案之日起 12 个月止。回购股份用途从“用于员工持股计划或股权激励”变更为“用于注销并减少注册资本”。
- 投资策略: 全球物流巨头, 盈利有望持续增长。顺丰控股是中国及亚洲最大、全球领先的综合物流服务提供商。公司于国内的快递、快运、冷运、同城即时配送及供应链业务五个细分领域, 以及于亚洲的快递、快运、同城即时配送及国际业务四个领域均处于细分市场第一的领先地位。展望未来, 国内业务的结构改善、经营优化有望持续推进, 国际业务有望受益于国内企业出海需求快速增长和公司网络、服务能力的提升; 短期看, 国际油价上涨、运输

- 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

企业燃油成本普遍增长，但国际包裹燃油附加费和国内业务折扣的动态调整有助于传导燃油成本的增长，盈利有望持续增长。预计 26-29 年公司归母净利润 118.7、134.2、147.5 亿元，对应当前市值 PE 分别为 15.9、14.0、12.8 倍，维持“强烈推荐”评级。

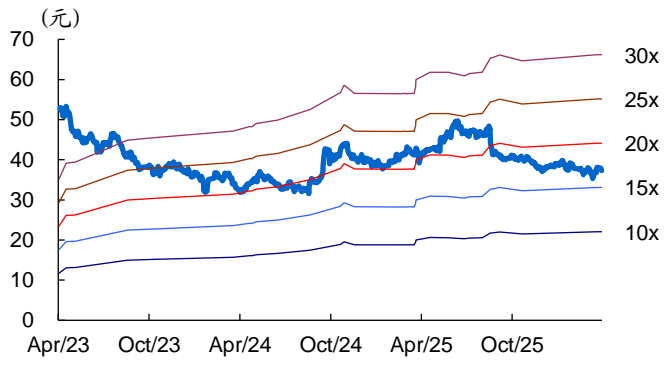
□ **风险提示：** 宏观经济增长失速、需求增速回落、行业竞争加剧、地缘政治冲突扩大、国际油价大幅增长、安全生产事故、政策变化

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	284420	308227	341281	352703	366514
同比增长	10%	8%	11%	3%	4%
营业利润(百万元)	13668	14763	16620	18699	20469
同比增长	31%	8%	13%	13%	9%
归母净利润(百万元)	10170	11117	11865	13424	14752
同比增长	24%	9%	7%	13%	10%
每股收益(元)	2.02	2.21	2.35	2.66	2.93
PE	18.5	16.9	15.9	14.0	12.8
PB	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5

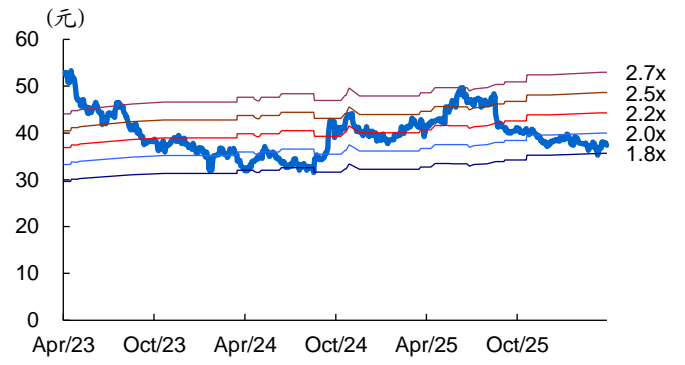
资料来源：公司数据、招商证券

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

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	88687	91327	104176	111745	121645
现金	33936	20969	27967	33560	41056
交易性投资	11246	16199	16199	16199	16199
应收票据	267	449	497	513	533
应收款项	27715	30607	33889	35023	36395
其它应收款	3282	3869	4284	4428	4601
存货	2432	3039	3387	3484	3608
其他	9809	16195	17953	18538	19252
非流动资产	125137	125142	120240	116036	112422
长期股权投资	6204	7034	7034	7034	7034
固定资产	54058	51922	50174	48745	47575
无形资产商誉	26820	25093	22584	20325	18293
其他	38056	41094	40449	39933	39520
资产总计	213824	216469	224417	227781	234067
流动负债	72193	72895	72863	65762	60724
短期借款	15003	7013	14693	6480	0
应付账款	27396	30281	33751	34710	35953
预收账款	2085	2019	2250	2314	2397
其他	27709	33582	22168	22258	22374
长期负债	39296	33250	33250	33250	33250
长期借款	6186	5183	5183	5183	5183
其他	33109	28066	28066	28066	28066
负债合计	111489	106144	106112	99012	93973
股本	4986	5039	5039	5039	5039
资本公积金	40167	40861	40861	40861	40861
留存收益	46840	53409	60788	70653	81378
少数股东权益	10342	11015	11615	12215	12815
归属于母公司所有者权益	91993	99309	106689	116554	127279
负债及权益合计	213824	216469	224417	227781	234067

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	32186	27555	23745	25270	25907
净利润	10219	11685	12465	14024	15352
折旧摊销	10734	9840	12606	11908	11318
财务费用	2373	1752	1800	1800	1800
投资收益	(748)	(1468)	(1300)	(1600)	(1600)
营运资金变动	9860	5704	(1826)	(862)	(963)
其它	(252)	42	0	0	0
投资活动现金流	(12055)	(17327)	(6404)	(6104)	(6104)
资本支出	(9345)	(9506)	(7704)	(7704)	(7704)
其他投资	(2710)	(7822)	1300	1600	1600
筹资活动现金流	(27979)	(22935)	(10343)	(13572)	(12308)
借款变动	(16265)	(5674)	(4058)	(8213)	(6480)
普通股增加	91	53	0	0	0
资本公积增加	(422)	695	0	0	0
股利分配	(9918)	(11493)	(4485)	(3559)	(4027)
其他	(1465)	(6516)	(1800)	(1800)	(1800)
现金净增加额	(7847)	(12707)	6998	5593	7496

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	284420	308227	341281	352703	366514
营业成本	244810	267178	297796	306258	317220
营业税金及附加	714	765	785	811	843
营业费用	3096	3911	3911	3809	3958
管理费用	18557	19499	19499	20457	21258
研发费用	2534	2170	2170	2469	2566
财务费用	1849	1789	1800	1800	1800
资产减值损失	(568)	(302)	0	0	0
公允价值变动收益	(50)	71	0	0	0
其他收益	677	611	600	600	600
投资收益	748	1468	700	1000	1000
营业利润	13668	14763	16620	18699	20469
营业外收入	312	387	300	300	300
营业外支出	373	232	300	300	300
利润总额	13607	14918	16620	18699	20469
所得税	3388	3233	4155	4675	5117
少数股东损益	48	568	600	600	600
归属于母公司净利润	10170	11117	11865	13424	14752

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	10%	8%	11%	3%	4%
营业利润	31%	8%	13%	13%	9%
归母净利润	24%	9%	7%	13%	10%
获利能力					
毛利率	13.9%	13.3%	12.7%	13.2%	13.4%
净利率	3.6%	3.6%	3.5%	3.8%	4.0%
ROE	11.0%	11.6%	11.5%	12.0%	12.1%
ROIC	8.4%	9.5%	10.0%	10.8%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	52.1%	49.0%	47.3%	43.5%	40.1%
净负债比率	13.6%	11.1%	8.9%	5.1%	2.2%
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.7	2.0
速动比率	1.2	1.2	1.4	1.6	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6
存货周转率	100.5	97.7	92.7	89.1	89.5
应收账款周转率	10.7	10.4	10.4	10.1	10.1
应付账款周转率	9.4	9.3	9.3	8.9	9.0
每股资料(元)					
EPS	2.02	2.21	2.35	2.66	2.93
每股经营净现金	6.39	5.47	4.71	5.01	5.14
每股净资产	18.25	19.71	21.17	23.13	25.26
每股股利	1.82	0.89	0.71	0.80	0.88
估值比率					
PE	18.5	16.9	15.9	14.0	12.8
PB	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.6	10.5	9.0	8.6	8.3

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。