

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	53.50
总股本/流通股本(亿股)	48.95 / 48.44
总市值/流通市值(亿元)	2,619 / 2,592
52 周内最高/最低价	61.09 / 44.37
资产负债率(%)	53.4%
市盈率	57.53
第一大股东	深圳明德控股发展有限 公司
持股比例(%)	50.9%

研究所

分析师:魏大朋
SAC 登记编号:S1340521070001
Email:weidapeng@cnpsec.com

顺丰控股(002352)

全年经营凸显韧性，看好高时效壁垒拉升业绩水平

● 事件

顺丰控股发布 2022 年年度业绩报告。2022 年公司全年实现营业收入 2674.9 亿元，同比增长 29.11%；归母净利达 61.74 亿元，同比增长 44.62%；扣非归母净利达 53.37 亿元，同比增长 190.97%。

● 投资要点

整体实现稳健经营，公司业绩韧性十足。2022 年受区域性疫情爆发及年底全国物流停摆影响，行业整体承压。公司通过精益经营和管理，实现稳健运营。公司全年业务量同比增长 5.12%，远高于行业增速 2.11%，主要得益于公司对产品结构进行优化调整，进一步打造差异化优势。速运业务全年单票收入达 15.73 元，同比下降 2.38%，降幅缩窄原因在于：1) 政策兜底行业价格战趋缓，整体走向高质发展；2) 产品体系调优，大力切入时效件赛道，强化时效壁垒，但仍受限于时效件需求疲软。2023 年受疫情相关影响减弱，我们看好公司业绩持续修复。

盈利能力蓄力回升，内外合力加快修复。2022 年整体毛利达 334.18 亿元，毛利率为 12.49%，同比增长 0.96pct，主要在于：1) 调整业务结构，对业务进行有效筛选，放弃部分低效件业务；2) 2021Q4 嘉里物流并表增厚利润；3) 优化资本开支投入产出比，“多网融通”加速资源协同，提升营运效率，有效对冲人力、运力成本。成本端，单票人力成本为 8.27 元，同比上涨 4.25%，原因在于：1) 疫情导致部分网点停摆，揽派能力下降，无法有效摊薄人力成本；2) 末端建设注重服务质量，管控人均派送效能。单票运力成本为 9.65 元，同比上涨 43.46%，主要受到油价持续上行影响。若预期疫情影响减弱，国际油价进入持续下行通道，公司盈利能力将进一步提升。

多业务齐发力，打造速运业务高时效壁垒。快递行业进入增量竞争，时效件预期增量空间较大。2022 年公司时效快递业务实现收入 1057 亿元，同比增长 6.8%。消费类时效件受益于高端线上消费，如高端网购渗透率提高将提振消费类时效件需求。工业类时效件受益于顺周期供应链升级优化需求，目前仍处于发展初期。顺应国家快递行业“进村、进厂、出海”长期发展规划，叠加华中地区鄂州花湖机场投运效能辐射全国，增开航线加速海外布局，预期增量可期。

● 盈利预测与投资评级

我们预计顺丰控股 2023-2025 年实现营业收入 3022.64/3476.04/4032.2 亿元，归母净利润 90.85/113.95/145.53 亿元，对应 EPS 分别为 1.86/2.33/2.97 元，对应 PE 分别为 28.83/22.98/18 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济增速不达预期；国际油价上行风险加剧；电商快递需求不达预期；全球疫情变化超预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	267490	302264	347604	403220
增长率(%)	29.11%	13.00%	15.00%	16.00%
EBITDA（百万元）	29778	23742	28807	35457
归属母公司净利润（百万元）	6174	9085	11395	14553
增长率(%)	44.62%	47.16%	25.42%	27.71%
EPS(元/股)	1.26	1.86	2.33	2.97
市盈率（P/E）	42.42	28.83	22.98	18.00
市净率（P/B）	3.04	2.75	2.45	2.16
EV/EBITDA	10.10	12.19	10.20	8.41

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	267490	302264	347604	403220	营业收入	29.1%	13.0%	15.0%	16.0%
营业成本	234072	261481	300503	347979	营业利润	52.2%	22.9%	25.2%	27.5%
税金及附加	477	756	869	1008	归属于母公司净利润	44.6%	47.2%	25.4%	27.7%
销售费用	2784	3627	3824	4032	获利能力				
管理费用	17574	21158	23637	26613	毛利率	12.5%	13.5%	13.6%	13.7%
研发费用	2223	3023	3476	4032	净利率	2.3%	3.0%	3.3%	3.6%
财务费用	1712	2009	2303	2677	ROE	7.2%	9.5%	10.7%	12.0%
资产减值损失	-132	-155	-159	-162	ROIC	5.5%	6.6%	7.2%	8.0%
营业利润	11034	13565	16987	21665	偿债能力				
营业外收入	231	295	295	295	资产负债率	54.7%	56.1%	55.8%	56.0%
营业外支出	299	400	400	400	流动比率	1.17	1.06	1.01	0.99
利润总额	10967	13460	16882	21560	营运能力				
所得税	3963	3365	4220	5390	应收账款周转率	9.55	10.40	10.49	10.47
净利润	7004	10095	12661	16170	存货周转率	153.06	152.58	175.52	178.45
归母净利润	6174	9085	11395	14553	总资产周转率	1.25	1.30	1.33	1.38
每股收益(元)	1.26	1.86	2.33	2.97	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.26	1.86	2.33	2.97
货币资金	41063	41475	45192	48804	每股净资产	17.62	19.48	21.81	24.80
交易性金融资产	7385	8385	9405	10446	估值比率				
应收票据及应收账款	25797	33160	33779	43944	PE	42.42	28.83	22.98	18.00
预付款项	3465	3922	4508	5220	PB	3.04	2.75	2.45	2.16
存货	1948	2014	1947	2572	现金流量表				
流动资产合计	90673	100317	106610	124091	净利润	7004	10095	12661	16170
固定资产	43657	48997	55387	63031	折旧和摊销	16348	8141	9741	11655
在建工程	11150	15650	18150	19150	营运资本变动	7399	1009	4031	228
无形资产	19177	29177	40177	51177	其他	1952	1354	1585	1681
非流动资产合计	126169	146613	167397	187987	经营活动现金流净额	32703	20599	28018	29734
资产总计	216843	246930	274007	312078	资本开支	-14007	-28086	-29735	-31405
短期借款	12838	19838	24838	29838	其他	1916	84	58	339
应付票据及应付账款	24748	31212	33062	41367	投资活动现金流净额	-12091	-28001	-29677	-31066
其他流动负债	40091	43629	48144	53688	股权融资	163	-60	0	0
流动负债合计	77677	94679	106044	124893	债务融资	39568	10000	8000	8000
其他	40880	43880	46880	49880	其他	-55748	-2125	-2625	-3055
非流动负债合计	40880	43880	46880	49880	筹资活动现金流净额	-16017	7815	5375	4945
负债合计	118557	138559	152924	174772	现金及现金等价物净增加额	5466	412	3717	3613
股本	4895	4894	4894	4894					
资本公积金	43996	43937	43937	43937					
未分配利润	33864	41637	51374	63796					
少数股东权益	12022	13032	14298	15915					
其他	3508	4871	6580	8763					
所有者权益合计	98286	108371	121083	137305					
负债和所有者权益总计	216843	246930	274007	312078					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048