

顺丰控股 (002352.SZ)

22Q4 经营表现稳定，23 年业绩弹性可期

买入

核心观点

2022 年四季度公司经营稳定，扣非净利同比基本持平。公司 2022 年全年实现营业收入 2674.9 亿元（同比增长 29.1%），归母归母净利润 61.7 亿元（同比增长 44.6%），扣非归母净利润 53.4 亿元（同比增长 191%）；公司 22 年四季度实现营业收入 683.4 亿元（同比下降 4.2%），扣非归母净利润 14.7 亿元（同比下降 1.9%）。在去年四季度国内疫情影响以及国际运价波动的背景下，公司四季度业绩表现已属稳健。

四季度嘉里物流并表错期及增长承压，导致顺丰 Q4 收入增速下滑明显，但盈利能力表现稳健。四季度顺丰收入同比增速下滑至-4.2%，主要是因为嘉里物流于 21Q4 开始并表，且 22Q4 嘉里物流自身的收入增长也受到国际贸易需求及运价波动的负面影响。在四季度疫情影响的背景下，公司坚持稳健经营的基调以及精益经营的举措，22Q4 毛利率维持稳定（22 年 Q1、Q2、Q3、Q4 的毛利率分别为 12.3%、12.8%、12.2%、12.7%）。从 2022 年全年来看，公司盈利实现了大幅修复，主要得益于：1）快递产品的结构得到优化（特惠件产品已于去年 7 月正式下线）；2）快运、同城等亏损新业务拓展速度明显放缓、盈利能力提升明显（快运业务 22 年实现扭亏为盈，同城业务 22 年实现大幅减亏）；3）在成本端，精益化资源规划与成本管控的成果稳固，四网融通 2022 年实现了约 8.5 亿元的成本节约；4）自 21 年第四季度起合并嘉里物流的业绩。

资本开支收缩明显，看好时效快递增速的修复以及鄂州机场的发展潜力。

2022 年公司资本开支为 142 亿元，同比下降 26%，资本开支的收入占比下降有利于盈利能力提升，预计 2023 年资本开支的收入占比将继续下降。2022 年时效快递增长受到疫情拖累，我们认为 2023 年受益于宏观经济和消费复苏，时效快递增速有望明显修复。从中长期角度来看，公司的鄂州机场具有较大的发展潜力，鄂州机场航空转运中心有望于今年下半年投入使用：1）有利于提高时效快递、快运、供应链等业务收入的增速；2）航空网络优化后有利于帮助航空运输成本下降。

风险提示：时效快递增长低于预期；行业竞争恶化。

投资建议：小幅下调盈利预测，维持“买入”评级。

小幅下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 88.9/117.5/146.2 亿元（23-24 年调整幅度-4.5%/-9.1%），分别同比增长 44%/32%/24%。公司长期成长逻辑不变，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	207,187	267,490	316,441	370,869	432,062
(+/-%)	34.5%	29.1%	18.3%	17.2%	16.5%
净利润(百万元)	4269	6174	8893	11752	14618
(+/-%)	-41.7%	44.6%	44.0%	32.1%	24.4%
每股收益(元)	0.87	1.26	1.82	2.40	2.99
EBIT Margin	2.5%	3.9%	4.0%	4.5%	4.8%
净资产收益率(ROE)	5.1%	7.2%	9.8%	12.2%	14.1%
市盈率(PE)	59.5	41.1	28.5	21.6	17.3
EV/EBITDA	32.5	20.2	20.7	16.3	13.8
市净率(PB)	3.06	2.94	2.80	2.63	2.44

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·物流

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn luodan4@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：罗丹

021-60933142

S0980520060003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	53.50 元
总市值/流通市值	261893/259007 百万元
52 周最高价/最低价	61.67/42.51 元
近 3 个月日均成交额	904.66 百万元

市场走势



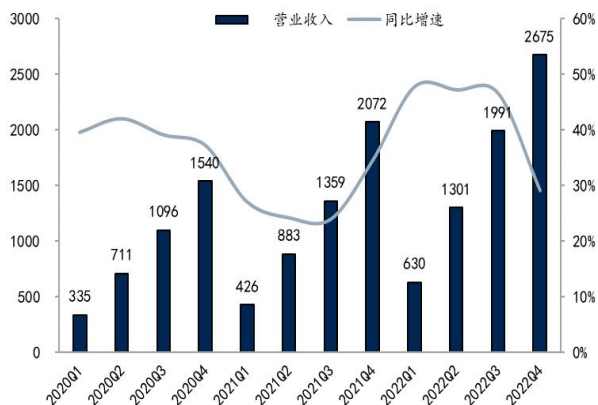
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《顺丰控股 (002352.SZ) - 经营持续改善，三季度业绩维持高增长》——2022-10-29
- 《顺丰控股 (002352.SZ) - 提质增效稳经营，二季度利润环比正增长》——2022-08-31
- 《顺丰控股 (002352.SZ) - 二季度利润环比实现正增长，经营发展持续向好》——2022-07-15
- 《顺丰控股 (002352.SZ) - 一季度盈利表现稳健，股权激励利于长期发展》——2022-04-29
- 《顺丰控股 (002352.SZ) - 疫情短期影响可控，一季度盈利表现稳定》——2022-04-12

2022 年四季度公司经营稳定，扣非净利同比基本持平。公司 2022 年全年实现营业收入 2674.9 亿元（同比增长 29.1%），归母归母净利润 61.7 亿元（同比增长 44.6%），扣非归母净利润 53.4 亿元（同比增长 191%）；公司 22 年四季度实现营业收入 683.4 亿元（同比下降 4.2%），扣非归母净利润 14.7 亿元（同比下降 1.9%）。在去年四季度国内疫情影响以及国际运价波动的背景下，公司四季度业绩表现已属稳健。

图 1：顺丰控股累计营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：顺丰控股单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



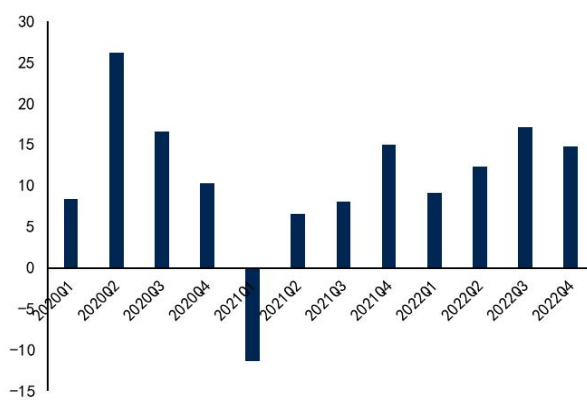
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：顺丰控股单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：顺丰控股单季扣非归母净利润（单位：亿元）

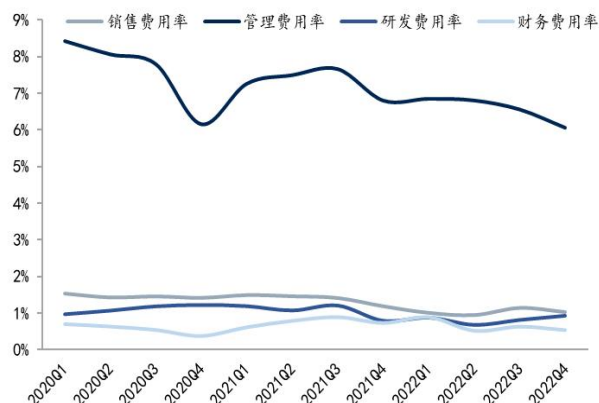


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

四季度嘉里物流并表错期及增长承压，导致顺丰 Q4 收入增速下滑明显，但盈利能力表现稳健。四季度顺丰收入同比增速下滑至-4.2%，主要是因为嘉里物流于 21Q4 开始并表，且 22Q4 嘉里物流自身的收入增长也受到国际贸易需求及运价波动的负面影响。在四季度疫情影响的背景下，公司坚持稳健经营的基调以及精益经营的举措，22Q4 毛利率维持稳定（22 年 Q1、Q2、Q3、Q4 的毛利率分别为 12.3%、12.8%、12.2%、12.7%）。从 2022 年全年来看，公司盈利实现了大幅修复，主要得益于：1）快递产品的结构得到优化（特惠件产品已于去年 7 月正式下线）；2）快运、同城等亏损新业务拓展速度明显放缓、盈利能力提升明显（快运业务 22 年实现扭亏为盈，同城业务 22 年实现大幅减亏）；3）在成本端，精益化资源规划与成本管控的成果稳固，四网融通 2022 年

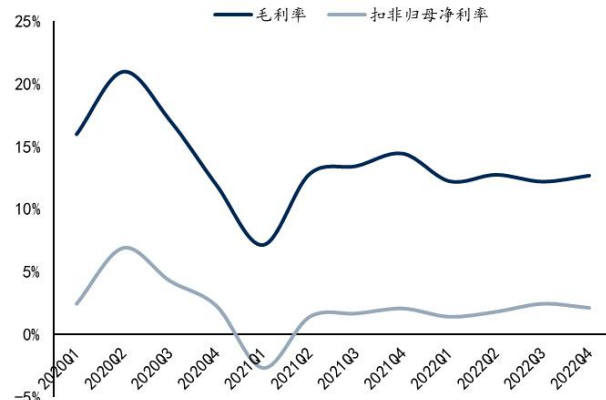
实现了约 8.5 亿元的成本节约；4) 自 21 年第四季度起合并嘉里物流的业绩。

图5: 顺丰控股单季费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 顺丰控股单季毛利率和扣非净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资本开支收缩明显，看好时效快递增速的修复以及鄂州机场的发展潜力。2022 年公司资本开支为 142 亿元，同比下降 26%，资本开支的收入占比下降有利于盈利能力提升，预计 2023 年资本开支的收入占比将继续下降。2022 年时效快递增长受到疫情拖累，我们认为 2023 年受益于宏观经济和消费复苏，时效快递增速有望明显修复。从中长期角度来看，公司的鄂州机场具有较大的发展潜力，鄂州机场航空转运中心有望于今年下半年投入使用：1) 有利于提高时效快递、快运、供应链等业务收入的增速；2) 航空网络优化后有利于帮助航空运输成本下降。

投资建议：小幅下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 88.9/117.5/146.2 亿元（23-24 年调整幅度-4.5%/-9.1%），分别同比增长 44%/32%/24%。公司长期成长逻辑不变，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	35315	41063	48782	55193	62382	营业收入	207187	267490	316441	370869	432062
应收款项	30759	25797	24275	23370	23675	营业成本	181549	234072	276253	322656	375030
存货净额	1547	1948	2608	3218	3945	营业税金及附加	479	477	791	927	1080
其他流动资产	15755	14040	15822	16689	17282	销售费用	2838	2784	3797	4450	5185
流动资产合计	94112	90673	99313	106296	115111	管理费用	15030	17574	19754	22277	25827
固定资产	45497	54807	63804	67772	71059	研发费用	2155	2223	3164	3709	4321
无形资产及其他	18324	19177	18411	17645	16878	财务费用	1563	1712	1169	1176	1083
投资性房地产	44706	44327	44327	44327	44327	投资收益	2407	1025	1300	1000	1000
长期股权投资	7260	7858	7858	7858	7858	资产减值及公允价值变动	159	104	150	150	150
资产总计	209900	216843	233713	243897	255233	其他收入	(1046)	(966)	(1164)	(1709)	(2321)
短期借款及交易性金融负债	26733	24012	30812	32193	34198	营业利润	7248	11034	14963	18823	22687
应付款项	23468	24748	26077	26089	25292	营业外净收支	(115)	(67)	0	0	0
其他流动负债	25821	28917	32420	34337	35955	利润总额	7134	10967	14963	18823	22687
流动负债合计	76022	77677	89308	92619	95445	所得税费用	3214	3963	4938	5647	6352
长期借款及应付债券	19167	26400	26400	26400	26400	少数股东损益	(350)	830	1132	1424	1717
其他长期负债	16796	14480	14480	14480	14480	归属于母公司净利润	4269	6174	8893	11752	14618
长期负债合计	35963	40880	40880	40880	40880	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	111985	118557	130188	133499	136324	净利润	4269	6174	8893	11752	14618
少数股东权益	14972	12022	12815	13812	15014	资产减值准备	25	71	50	13	10
股东权益	82943	86264	90710	96586	103895	折旧摊销	6137	8039	5870	6937	7620
负债和股东权益总计	209900	216843	233713	243897	255233	公允价值变动损失	(159)	(104)	(150)	(150)	(150)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	1563	1712	1169	1176	1083
每股收益	0.87	1.26	1.82	2.40	2.99	营运资本变动	(13533)	8788	3961	1371	(795)
每股红利	0.49	0.75	0.91	1.20	1.49	其它	(180)	263	742	984	1191
每股净资产	16.91	17.62	18.53	19.73	21.22	经营活动现金流	(3441)	23231	19366	20906	22495
ROIC	5%	7%	8%	10%	12%	资本开支	0	(15438)	(14001)	(10001)	(10001)
ROE	5%	7%	10%	12%	14%	其它投资现金流	(4303)	2910	0	0	0
毛利率	12%	12%	13%	13%	13%	投资活动现金流	(7916)	(13126)	(14001)	(10001)	(10001)
EBIT Margin	2%	4%	4%	5%	5%	权益性融资	(99)	163	0	0	0
EBITDA Margin	5%	7%	6%	6%	7%	负债净变化	1645	3961	0	0	0
收入增长	35%	29%	18%	17%	16%	支付股利、利息	(2380)	(3688)	(4446)	(5876)	(7309)
净利润增长率	-42%	45%	44%	32%	24%	其它融资现金流	31822	(5066)	6800	1381	2005
资产负债率	60%	60%	61%	60%	59%	融资活动现金流	30254	(4357)	2354	(4494)	(5305)
息率	0.9%	1.5%	1.8%	2.3%	2.9%	现金净变动	18897	5748	7719	6411	7189
P/E	59.5	41.1	28.5	21.6	17.3	货币资金的期初余额	16418	35315	41063	48782	55193
P/B	3.1	2.9	2.8	2.6	2.4	货币资金的期末余额	35315	41063	48782	55193	62382
EV/EBITDA	32.5	20.2	20.7	16.3	13.8	企业自由现金流	0	8005	4327	10101	11670
						权益自由现金流	0	6900	10344	10659	12895

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032