

顺丰控股 (002352.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q4 扣非净利持平，疫后有望快速修复

业绩

1月30日，顺丰控股发布2022年度业绩预告。2022年公司归母净利润为60.5亿元-62.5亿元，同比增长42%-46%，扣非归母净利润为52.5亿元-54.5亿元，同比增长186%-197%；其中2022Q4公司归母净利润为15.8亿元-17.8亿元，同比-36%~-28%，扣非归母净利润为13.9亿元-15.9亿元，同比-8%~+6%。

分析

受疫情及国际业务拖累，Q4扣非净利基本持平。2022Q4公司录得扣非归母净利润13.9亿元-15.9亿元，同比分别-8%~+6%，增速环比明显回落，主要源于：(1)受疫情封控影响，11月公司业务量仅同比增长3%，单票收入下降6%，速运物流业务收入下降3%；(2)受国际贸易需求及运价波动影响，Q4供应链及国际业务营收为197亿元，同比下降28%，拖累整体营收；(3)2021Q4已合并嘉里物流业绩，低基数效应不再体现。

直营优势明显，预计疫后修复将好于行业。公司业务以直营模式为主，疫情期间服务稳定性好于加盟制快递公司，网点受冲击较小。2022年12月防控政策放开后，各地疫情散发，部分从业人员感染新冠，得益于直营模式，公司应对新冠感染的能力更强，当月顺丰、韵达、圆通、申通快递业务量同比分别+23.2%、-18.5%、+0.7%、+0.8%，公司件量实现逆势增长。近期疫情防控措施放松，消费回暖将助推快递件量增长，公司业务量有望更快修复。

专注健康经营，资本开支高峰过去，利润率有望改善。公司聚焦核心物流战略，强调长期可持续健康发展，新业务逐年减亏，2022H1大件分部盈利874万元，上年同期亏损5.8亿元；同城分部亏损1.44亿元，上年同期亏损4.07亿元。经过数年产能扩张，近年来公司资本开支放缓，2022H1资本开支投入额同比下降29%，占营收比重下降到5.0%。预计该趋势将延续，未来公司产能与业务量更加匹配，随着业务增长，规模效应将得到释放，利润率有望改善。

盈利预测、估值与评级

下调公司2022年净利预测至62亿元(原71亿元)，维持2023-2024年净利预测96亿元/121亿元，同比分别增长45%、55%、26%。维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济波动风险、人工成本大幅上涨风险、产能利用率提升不及预期风险、新业务发展不及预期风险、股东减持风险。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯捷 (执业 S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：58.87 元

相关报告：

- 《三季报业绩同比大增，成本优化效果显著-顺丰控股三季报业绩预告...》，2022.10.14
- 《营运优化，新业务实现大幅减亏-顺丰控股中报点评》，2022.8.31
- 《中报业绩大幅提升，疫情期间彰显优势-顺丰控股中报业绩预告点评》，2022.7.15



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	153,987	207,187	265,618	317,005	365,212
营业收入增长率	37.25%	34.55%	28.20%	19.35%	15.21%
归母净利润(百万元)	7,326	4,269	6,199	9,623	12,132
归母净利润增长率	26.39%	-41.73%	45.21%	55.23%	26.07%
摊薄每股收益(元)	1.608	0.870	1.266	1.966	2.478
每股经营性现金流净额	2.44	3.07	3.89	6.14	5.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.98%	5.15%	7.35%	10.68%	12.46%
P/E	54.87	79.21	45.61	29.38	23.31
P/B	7.12	4.08	3.35	3.14	2.90

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	112,193	153,987	207,187	265,618	317,005	365,212
增长率		37.3%	34.5%	28.2%	19.3%	15.2%
主营业务成本	-92,650	-128,810	-181,549	-230,339	-272,440	-311,522
%销售收入	82.6%	83.7%	87.6%	86.7%	85.9%	85.3%
毛利	19,544	25,177	25,638	35,279	44,565	53,690
%销售收入	17.4%	16.3%	12.4%	13.3%	14.1%	14.7%
营业税金及附加	-280	-379	-479	-611	-729	-840
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-1,997	-2,252	-2,838	-3,586	-4,216	-4,784
%销售收入	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%
管理费用	-9,699	-11,600	-15,030	-19,204	-22,793	-26,113
%销售收入	8.6%	7.5%	7.3%	7.2%	7.2%	7.2%
研发费用	-1,193	-1,742	-2,155	-2,736	-3,202	-3,652
%销售收入	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	6,375	9,204	5,137	9,142	13,625	18,301
%销售收入	5.7%	6.0%	2.5%	3.4%	4.3%	5.0%
财务费用	-683	-853	-1,563	-2,143	-1,995	-1,926
%销售收入	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-417	-508	-639	-30	-4	-3
公允价值变动收益	350	134	99	0	0	0
投资收益	1,076	851	2,407	1,000	1,050	1,103
%税前利润	14.5%	8.5%	33.7%	10.2%	7.4%	6.1%
营业利润	7,409	10,136	7,248	9,768	14,176	17,975
营业利润率	6.6%	6.6%	3.5%	3.7%	4.5%	4.9%
营业外收支	18	-97	-115	0	0	0
税前利润	7,426	10,039	7,134	9,768	14,176	17,975
利润率	6.6%	6.5%	3.4%	3.7%	4.5%	4.9%
所得税	-1,802	-3,107	-3,214	-3,419	-4,253	-5,392
所得税率	24.3%	30.9%	45.1%	35.0%	30.0%	30.0%
净利润	5,625	6,932	3,919	6,349	9,923	12,582
少数股东损益	-172	-394	-350	150	300	450
归属于母公司的净利润	5,797	7,326	4,269	6,199	9,623	12,132
净利率	5.2%	4.8%	2.1%	2.3%	3.0%	3.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	5,625	6,932	3,919	6,349	9,923	12,582
少数股东损益	-172	-394	-350	150	300	450
非现金支出	4,920	5,800	13,211	8,624	10,126	11,898
非经营收益	-732	-33	-353	1,558	1,307	1,197
营运资金变动	-664	-1,579	-1,732	2,514	8,721	1,430
经营活动现金净流	9,149	11,121	15,045	19,045	30,078	27,107
资本开支	-6,372	-12,203	-19,048	-13,872	-15,350	-17,600
投资	-5,854	-1,176	-6,123	-100	-100	-100
其他	-2,762	-2,304	8,040	1,000	1,050	1,103
投资活动现金净流	-14,988	-15,683	-17,131	-12,972	-14,400	-16,598
股权募资	204	687	23,795	-1,899	0	0
债权募资	9,625	2,648	17,220	-5,541	-2,290	3,108
其他	-2,457	-2,003	-19,795	-5,600	-6,206	-7,152
筹资活动现金净流	7,372	1,332	21,220	-13,041	-8,497	-4,044
现金净流量	1,554	-3,300	19,034	-6,968	7,181	6,465

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	18,521	16,418	35,315	25,219	29,841	34,132
应收款项	14,190	19,509	34,998	34,468	40,268	45,391
存货	882	987	1,547	1,484	1,682	1,840
其他流动资产	9,305	14,763	22,253	22,735	16,054	16,815
流动资产	42,897	51,677	94,112	83,907	87,845	98,178
%总资产	46.4%	46.5%	44.8%	40.6%	40.5%	41.9%
长期投资	10,120	12,333	20,675	20,775	20,875	20,975
固定资产	22,020	27,737	45,497	52,208	58,494	65,130
%总资产	23.8%	25.0%	21.7%	25.3%	27.0%	27.8%
无形资产	15,869	16,412	28,950	28,632	28,472	28,451
非流动资产	49,638	59,483	115,788	122,650	129,078	136,083
%总资产	53.6%	53.5%	55.2%	59.4%	59.5%	58.1%
资产总计	92,535	111,160	209,900	206,558	216,923	234,261
短期借款	8,145	10,942	26,733	22,244	19,954	23,062
应付款项	16,725	23,016	34,988	36,006	41,842	46,991
其他流动负债	6,111	7,851	14,301	15,725	17,931	20,257
流动负债	30,982	41,809	76,022	73,975	79,726	90,309
长期贷款	6,540	1,866	3,511	3,511	3,511	3,511
其他长期负债	12,520	10,726	32,452	29,607	28,147	27,173
负债	50,042	54,400	111,985	107,093	111,385	120,993
普通股股东权益	42,420	56,443	82,943	84,343	90,117	97,396
其中：股本	4,415	4,556	4,906	4,895	4,895	4,895
未分配利润	19,737	25,708	28,246	31,965	37,739	45,019
少数股东权益	74	317	14,972	15,122	15,422	15,872
负债股东权益合计	92,535	111,160	209,900	206,558	216,923	234,261

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.313	1.608	0.870	1.266	1.966	2.478
每股净资产	9.609	12.388	16.906	17.230	18.409	19.896
每股经营现金净流	2.072	2.441	3.066	3.890	6.144	5.537
每股股利	0.270	0.330	0.180	0.507	0.786	0.991
回报率						
净资产收益率	13.66%	12.98%	5.15%	7.35%	10.68%	12.46%
总资产收益率	6.26%	6.59%	2.03%	3.00%	4.44%	5.18%
投入资本收益率	6.98%	7.98%	1.90%	4.08%	6.38%	7.99%
增长率						
主营业务收入增长率	23.37%	37.25%	34.55%	28.20%	19.35%	15.21%
EBIT 增长率	31.33%	44.39%	-44.19%	77.96%	49.04%	34.32%
净利润增长率	27.23%	26.39%	-41.73%	45.21%	55.23%	26.07%
总资产增长率	29.36%	20.13%	88.83%	-1.59%	5.02%	7.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.6	34.2	41.7	41.0	40.0	39.0
存货周转天数	3.3	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2
应付账款周转天数	23.6	38.9	39.2	38.0	37.0	36.0
固定资产周转天数	61.5	53.0	65.1	55.8	50.4	47.1
偿债能力						
净负债/股东权益	9.06%	-2.58%	0.20%	5.84%	-1.05%	-2.02%
EBIT 利息保障倍数	9.3	10.8	3.3	4.3	6.8	9.5
资产负债率	54.08%	48.94%	53.35%	51.85%	51.35%	51.65%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402