

增持 (维持)

顺丰控股 (002352)

战略聚焦中高端, 看产品力、价格力强化!

2023年5月13日

市场数据

市场数据日期	2023-05-12
收盘价(元)	50.22
总股本(百万股)	4895.20
流通股本(百万股)	4841.25
净资产(百万元)	99751.86
总资产(百万元)	214086.64
每股净资产(元)	20.38

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证交运】顺丰控股2022年业绩预告点评: 22Q4前低后高, 23年趋势向好》2023-01-31

《【兴证交运】顺丰控股2022年3季报点评: 验证前期降本增效效果、提升明年业绩能见度, 业绩底部叠加期权》2022-11-01

《【兴证交运】顺丰控股2022年3季报预告点评: 3季度业绩含金量高、指示性强, 提升明年业绩能见度, 期待收入成本双击潜力》2022-10-14

分析师:

肖祎

xiaoyiyjy@xyzq.com.cn

S0190521080006

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

投资要点

● 交易信息

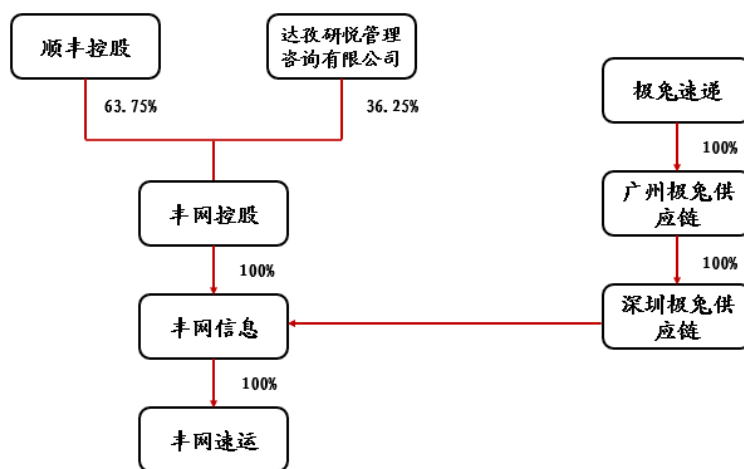
1) 丰网数据: 顺丰通过丰网控股(控股子公司)间接持有丰网信息股权63.75%, 丰网信息持标的股权100%。23年3月底资产负债表数据: 资产7.16亿/负债21.3亿/净资产-14.1亿; 22年底利润表数据: 营收32.8亿元/亏损-7.5亿元;

2) 交易过程: 交易前准备: 丰网控股拟本次交易前先对丰网信息增资23.5亿元, 丰网信息归还对顺丰的应付款14.95亿元, 使得丰网信息模拟净资产从负14.1亿元增加至正9.4亿元;

极兔: 支付股权转让价款11.83亿元, 获得标的100%的股权。

顺丰: 获得股权转让价格11.83亿元, 扣除标的净资产9.4亿元, 获得股权收益税后1.5亿元。

图1、股权结构示意图



资料来源: 公司公告, 企查查, 兴业证券经济与金融研究院整理

表1、丰网信息财务情况

单位: 亿元	2022	2023Q1
资产总额	7.31	7.16
负债总额	19.97	21.26
净资产	-12.67	-14.10
营业收入	32.75	6.91
净利润	-7.47	-1.43

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、深圳极兔供应链财务情况

单位: 亿元	2022
资产总额	2.29
负债总额	7.14
净资产	-4.85
营业收入	13.05
净利润	-1.40

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **对顺丰影响**

1) 利润端改善明显: 获取股权收益 1.5 亿+年化减亏 4.76 亿元(今明盈利预测均包含了年化 4.5 亿亏损假设)。

2) 收入端影响微弱: 估算丰网件量占比仅 10%, 收入占比仅 1%。

3) 体现战略定力, 是公司 21 年底经营基调转向经营聚焦、精益经营的落实。

通过 2013 年以来试错, 考虑自身能力圈、外部需求、商业环境, 公司自 21 年将战略聚焦于“网络标准型产品、数字化行业供应链服务、全球端到端供应链服务”三大领域, 有助于公司强化三大核心业务竞争力, 从多条线驱动转向专业主义, 提升投入产出比。具体快递业务, 从价格跨度较大产品体系聚焦于中高端产品线(时效特快/时效标快/电商标快), 有助于强化品牌力、价格力!

- **投资建议:** 顺丰 23 年扎实开局, 更好的底盘与并不差的需求推动利润率上行。今年是过去 2 年降本增效出成果+疫情油价扰动后验证盈利能力提升的第一年, 1 季度是盈利拐点窗口期, 市场对公司常态化利润率仍有预期差。由于 1 季度为全年利润低点, 今年后续利润率和需求有望继续强化, 单季利润将持续创新高。

此外公司底盘刷新与战略聚焦, 使得高端业务竞争力强化, 看点更多, 鄂州机场投产带动空运网络规模经济阈值下移, 目前航线迁移和增开航线已在进行中; 陆运网络运营模式优化, 网点雾化有助于强化改善末端的规模不经济痛点, 节约末端较高的网点成本、加强快递小哥服务能力和时效频次等; 近期推出同城半日达产品。

- **盈利预测与估值:** 我们上调盈利预测, 预计顺丰 23/24/25 年归母净利润为 91.5/118/143 亿元, 对应当前 2458 亿市值明年后估值仅 20.8/17.2 倍。
- 值得关注的是: 上述预计 2023 年归母净利润表现 90 亿元出头, 是在今年需求弱复苏前提下完成的, 考虑到今年下半年及明年需求回暖, 明年业绩超预期概率较大。同时上述利润均为时效件(及快运)贡献, 新业务收入不含嘉里为 844 亿, 均提供盈利期权。
- **风险提示:** 公司经营策略转向的不确定性; 国内需求复苏节奏的不确定性; 国际需求受到海外系列不确定性因素影响; 鄂州机场投产节奏的不确定性。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	267490	280662	329215	381035
同比增长	29.1%	4.9%	17.3%	15.7%
归母净利润(百万元)	6174	9146	11815	14323
同比增长	44.6%	48.1%	29.2%	21.2%
毛利率	12.5%	12.9%	13.6%	13.6%
ROE	7.2%	9.8%	11.5%	12.5%
每股收益(元)	1.26	1.87	2.41	2.93
市盈率	39.8	26.9	20.8	17.2

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	90673	102498	126911	152024
货币资金	41063	42642	60479	78956
交易性金融资产	7385	8200	8293	8111
应收票据及应收账款	25797	33458	38327	43493
预付款项	3465	4130	4575	5313
存货	1948	1997	2326	2691
其他	11015	12070	12912	13460
非流动资产	126169	118033	116362	111093
长期股权投资	7858	6957	7308	7283
固定资产	43657	41437	40659	38462
在建工程	11150	8920	4906	1962
无形资产	19177	20568	21887	22804
商誉	9346	7693	8190	8217
长期待摊费用	3098	2583	2033	1429
其他	31884	29874	31379	30936
资产总计	216843	220530	243273	263117
流动负债	77677	75878	83002	87440
短期借款	12838	13884	14288	13911
应付票据及应付账款	24748	28,341	32,652	37,417
其他	40091	33653	36062	36112
非流动负债	40880	38462	42887	45085
长期借款	7472	9222	11692	14170
其他	33408	29240	31195	30915
负债合计	118557	114340	125889	132525
股本	4895	4895	4895	4895
资本公积	43996	43996	43996	43996
未分配利润	33371	41073	50221	61349
少数股东权益	12022	13049	14374	15982
股东权益合计	98286	106190	117384	130593
负债及权益合计	216843	220530	243273	263117

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	6174	9146	11815	14323
折旧和摊销	9081	7165	7608	7980
资产减值准备	132	1936	-774	830
资产处置损失	52	-50	-50	-50
公允价值变动损失	28	-30	-30	-30
财务费用	1929	1684	2074	2286
投资损失	-1025	-1230	-1230	-1230
少数股东损益	830	1026	1326	1607
营运资金的变动	7327	-12115	1027	-2242
经营活动产生现金流量	32703	6885	22055	23440
投资活动产生现金流量	-12091	987	-4637	-2140
融资活动产生现金流量	-16017	-6293	419	-2823
现金净变动	5466	1579	17837	18477
现金的期初余额	34814	41063	42642	60479
现金的期末余额	40280	42642	60479	78956

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	267490	280662	329215	381035
营业成本	234072	244348	284475	329159
税金及附加	477	556	653	755
销售费用	2784	2804	3289	3731
管理费用	17574	18243	20971	23786
研发费用	2223	2335	2739	2948
财务费用	1712	1684	2074	2286
其他收益	2249	1694	1338	1719
投资收益	1025	1230	1230	1230
公允价值变动收益	-28	30	30	30
信用减值损失	-821	-100	-100	-100
资产减值损失	-132	10	20	20
资产处置收益	92	50	50	50
营业利润	11034	13605	17581	21317
营业外收入	231	222	237	242
营业外支出	299	265	298	318
利润总额	10967	13563	17521	21241
所得税	3963	3391	4380	5310
净利润	7004	10172	13140	15931
少数股东损益	830	1026	1326	1607
归属母公司净利润	6174	9146	11815	14323
EPS(元)	1.26	1.87	2.41	2.93

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	29.1%	4.9%	17.3%	15.7%
营业利润增长率	52.2%	23.3%	29.2%	21.2%
归母净利润增长率	44.6%	48.1%	29.2%	21.2%
盈利能力				
毛利率	12.5%	12.9%	13.6%	13.6%
归母净利率	2.3%	2.3%	3.3%	3.6%
ROE	7.2%	9.8%	11.5%	12.5%
偿债能力				
资产负债率	54.7%	51.8%	51.7%	50.4%
流动比率	1.17	1.35	1.53	1.74
速动比率	1.14	1.32	1.50	1.71
营运能力				
资产周转率	125.4%	128.3%	142.0%	150.5%
应收帐款周转率	929.4%	878.8%	849.7%	872.0%
存货周转率	13350%	12353%	13118%	13080%
每股资料(元)				
每股收益	1.26	1.87	2.41	2.93
每股经营现金	6.68	1.41	4.51	4.79
每股净资产	17.62	19.03	21.04	23.41
估值比率(倍)				
PE	39.8	26.9	20.8	17.2
PB	2.8	2.6	2.4	2.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：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；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn