

## 顺丰控股 (002352.SZ)

强烈推荐 (维持)

### 顺丰拟向极兔出售丰网股权，战略聚焦中高端快递服务

**事件：顺丰拟向极兔出售子公司丰网股权。5月12日晚，顺丰控股发布公告，下属控股子公司丰网控股与深圳极兔签署《股权转让协议》，拟以11.83亿元转让丰网信息100%的股权。**

- 顺丰持续进行战略转型，本次出售丰网让其更专注于中高端快递服务。**丰网速运于2020年开始布局加盟制快递网络，根据顺丰财报，丰网速运在2021年完成12个省、140个城市的覆盖及884个加盟站点，由于加盟模式的经济型快递市场环境变化，丰网速运持续亏损，且仍处于初期阶段，成效显现较慢。2022年丰网信息净亏损7.47亿元，23Q1丰网信息净亏损1.43亿元。本次出售可以消除丰网信息亏损对顺丰整体盈利的负面影响，据公司测算，预计本次交易可实现的股权投资收益对顺丰控股合并归母净利润影响约1.5亿元。出售丰网后，公司能够更好地发挥自身优势，更聚焦国内中高端快递、国际快递、全球供应链服务等核心业务发展，提升资源利用效率。在经济快递业务方面，依托直营网络顺丰速运持续打造电商标快产品，满足客户在中高端经济快递市场的多元化需求。同时，极兔在收购丰网信息后，可以进一步夯实国内网络，提升市场份额。
- 进入2023年，顺丰盈利同比改善明显，时效业务回暖，降本增效成果显著。**1) 营收端：一季度受益于经济复苏及中高端线上消费回暖，公司速运物流业务收入同比增长15%，但国际空运及海运价格同比下滑明显，因此国际及供应链收入同比下降32%。2) 成本端：2023Q1公司加强对资源利用效能的提升，同时防疫政策优化、油价同比下行也使得公司运力成本、中转成本有所优化。伴随业务量的增长带动固定资产成本摊薄，规模效应也持续体现。Q1单票营业成本同比下降19.4%。毛利率修复至13.9%，净利率修复至2.8%。
- 展望未来，鄂州机场全面启用后增量市场可期，“一带一路”政策及RCEP协议有望支撑国际贸易运输。**顺丰鄂州中转场有望于今年7月份全面启用，预计于9月份完成第一阶段的航线切换。2023年内计划陆续开通40余条国内货运航线，并结合口岸开放进程，积极推进大阪、法兰克福2条以上国际货运航线开通。展望未来，公司将以鄂州机场为枢纽，打造辐射全球的航路航线。在“一带一路”倡议和RCEP协议等政策利好下，企业国际化转型加速，货物贸易运输需求增长，物流基础设施作用凸显，鄂州机场的投产将帮助公司抓住政策红利期，实现国际业务扩张。
- 投资建议：公司持续进行战略调整，降本增效取得较好成果。**中国宏观经济复苏有望带动速运物流、快运、同城业务取得较快增长。本次小幅上调盈利预测，预计公司23-25年归母净利润为85/114/151亿元（暂未考虑本次交易的影响）。我们仍然坚定看好公司长期价值。维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：疫情扩散超预期、新业务发展不及预期、业绩测算风险、运输及人力成本大幅上涨、股权转让不能完成等**

#### 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	207187	267490	277859	332997	414605
同比增长	35%	29%	4%	20%	25%
营业利润(百万元)	7248	11034	12587	17319	24215
同比增长	-28%	52%	14%	38%	40%
归母净利润(百万元)	4269	6174	8521	11357	15083
同比增长	-42%	45%	38%	33%	33%
每股收益(元)	0.87	1.26	1.74	2.32	3.08
PE	57.7	39.8	29.2	21.9	16.5
PB	3.0	2.8	2.7	2.4	2.1

资料来源：公司数据、招商证券

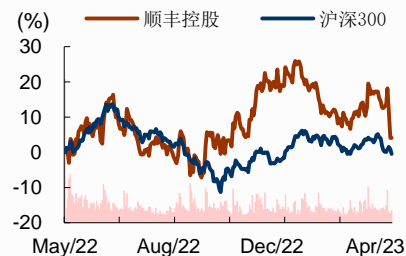
周期/交通运输  
目标估值：NA  
当前股价：50.22元

#### 基础数据

总股本(万股)	489520
已上市流通股(万股)	484125
总市值(亿元)	2458
流通市值(亿元)	2431
每股净资产(MRQ)	17.9
ROE(TTM)	7.8
资产负债率	53.4%
主要股东	深圳明德控股发展有限公司
主要股东持股比例	50.6%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	13	11
相对表现	3	10	12



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《顺丰控股(002352)——时效业务回暖叠加运力成本下行，Q1盈利超预期》2023-04-27
- 《顺丰控股(002352)——22年业绩明显改善，坚定看好公司长期价值》2023-03-29
- 《顺丰控股(002352)——2月数据表现亮眼，看好中高端线上消费复苏》2023-03-20

苏宝亮 S1090519010004  
 subaoliang@cmschina.com.cn  
 肖欣晨 S1090522010001  
 xiaoxinchen@cmschina.com.cn  
 魏芸 S1090522010002  
 weiyun@cmschina.com.cn

## 1、事件

**顺丰向极兔出售子公司丰网股权。**5月12日晚，顺丰控股发布公告，下属控股子公司丰网控股与深圳极兔签署《股权转让协议》，拟以11.83亿元转让丰网信息100%的股权。交易完成后，丰网控股将不再持有丰网信息股权。丰网信息成立于2022年3月，持有丰网速运100%的股权。2022年全年，丰网信息实现营收32.75亿元，净亏损7.47亿元，2023年Q1，丰网信息实现营收6.91亿元，净亏损1.43亿元，亏损同比收窄80.86%。2022年，深圳极兔实现营收13.05亿元，净亏损为1.4亿元。

## 2、点评

**顺丰持续进行战略转型，本次出售丰网让其更专注于中高端快递服务。**丰网速运于2020年开始布局加盟制快递网络，根据顺丰财报，丰网速运在2021年完成12个省、140个城市的覆盖及884个加盟站点，独立投产10个中转场地。目前，丰网速运网络已覆盖全国27个省（市、自治区）。由于加盟模式的经济型快递市场环境变化，丰网速运持续亏损，且仍处于初期阶段。根据公司公告，本次出售可以消除丰网信息亏损对顺丰整体盈利的负面影响，预计本次交易可实现的股权投资收益对顺丰控股合并归母净利润影响约1.5亿元。

国内加盟制电商快递企业目前主要以通达系和极兔为代表，价格竞争激烈，顺丰通过丰网速运布局加盟制电商快递业务，成效显现较慢，且对单票收入和毛利有一定拖累。2022年，顺丰主动调优产品结构，减少低毛利产品件量，2022年公司经济快递业务营收同比增速为0.5%，远低于总营收增速29.11%。**出售丰网后，公司能够更好发挥自身优势，更聚焦国内中高端快递、国际快递、全球供应链服务、数字化供应链服务等核心业务发展，提升资源利用效率。**在经济快递业务方面，依托直营网络顺丰速运持续打造电商标快产品，满足客户在中高端经济快递市场的多元化需求。同时，极兔在收购丰网信息后，可以进一步夯实国内网络，巩固在电商快递领域优势，助力市场份额的竞争。

**进入2023年，顺丰盈利同比改善明显，时效业务回暖，降本增效成果显著。**1) **营收端：**公司23Q1实现业务量28.9亿票，同比增长18%，23Q1市占率为10.7%。一季度受益于经济复苏及中高端线上消费回暖，公司速运物流业务收入同比增长15%，但国际空运及海运价格同比下滑明显，因此国际及供应链收入同比下降32%。Q1营收合计为610.5亿元，同比下降3%。Q1单票快递价格为15.8元，受产品结构变化等原因，同比下降3.3%，环比提升3%。2) **成本端：**公司Q1实现营业成本525.9亿元，同比-4.8%。2023Q1公司加强对资源利用效能的提升，同时防疫政策优化、油价同比下行也使得公司运力成本、中转成本有所优化。伴随业务量的增长带动固定资产成本摊薄，规模效应也持续体现。Q1单票营业成本为18.33元，同比下降19.4%，环比下降3.8%。毛利率修复至13.9%，同比提升1.6pcts。净利率修复至2.8%，同比提升1.2pcts。

**鄂州机场全面启用后市场增量可期，国际业务迎来新发展阶段。**顺丰鄂州中转场有望于今年7月份全面启用，预计于9月份完成第一阶段的航线切换。机场首期已开通鄂州至深圳、上海2条货运航线，2023年内计划陆续开通40余条国内货运航线，并结合口岸开放进程，积极推进大阪、法兰克福2条以上国际货运航线开通。展望未来，公司将以鄂州机场为枢纽，打造辐射全球的航路航线。**在“一带一路”倡议和RCEP协议等政策利好下，企业国际化转型加速，**货物贸易运输需求增长，物流基础设施作用凸显，鄂州机场的投产将帮助公司抓住政策红利期，实现国际业务扩张。预计投运初期将面临小幅成本爬升，但中长期来看，轴辐式+宽体机的运输模式有望节省航空运输单机成本。

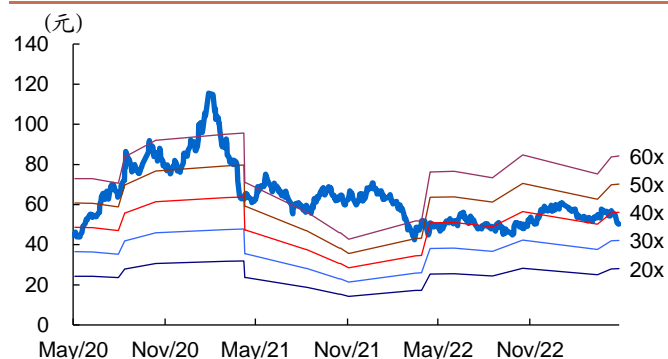
## 3、投资建议

公司持续进行战略调整，降本增效取得较好成果。中国宏观经济复苏有望带动速运物流、快运、同城业务取得较快增长。本次小幅上调盈利预测，预计公司23-25年归母净利润为85/114/151亿元（暂未考虑本次交易的影响）。我们仍然坚定看好公司长期价值。维持“强烈推荐”评级。

## 4、风险提示

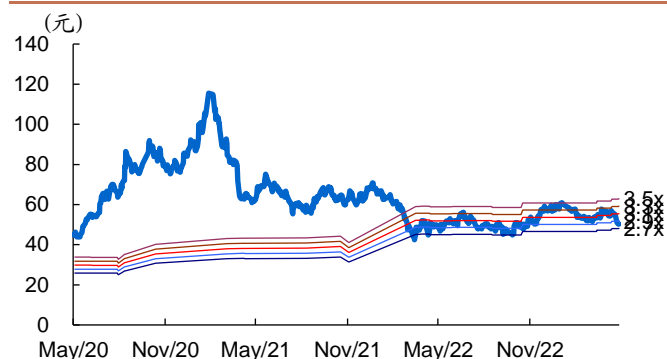
疫情扩散超预期、新业务发展不及预期、业绩测算风险、运输及人力成本大幅上涨、股权转让不能完成等

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

### 参考报告:

- 1、《顺丰控股（002352）—时效业务回暖叠加运力成本下行，Q1 盈利超预期》2023-04-27
- 2、《顺丰控股（002352）—22 年业绩明显改善，坚定看好公司长期价值》2023-03-29
- 3、《顺丰控股（002352）— 2 月数据表现亮眼，看好中高端线上消费复苏》2023-03-20

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	94112	90673	79677	88975	107308
现金	35315	41063	28464	29120	34659
交易性投资	10384	7385	7385	7385	7385
应收票据	317	236	245	294	366
应收款项	30442	25560	26531	31795	39587
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	1547	1948	2014	2394	2957
其他	16107	14480	15038	17987	22353
<b>非流动资产</b>	115788	126169	133697	139774	144822
长期股权投资	7260	7858	7858	7858	7858
固定资产	36926	43657	53404	61512	68422
无形资产商誉	26039	28834	26912	25118	23443
其他	45563	45820	45523	45287	45099
<b>资产总计</b>	<b>209900</b>	<b>216843</b>	<b>213374</b>	<b>228750</b>	<b>252129</b>
<b>流动负债</b>	76022	77677	65848	70972	80049
短期借款	18397	12838	10000	10000	10000
应付账款	23468	24748	25684	30529	37710
预收账款	1703	1293	1342	1596	1971
其他	32454	38798	28822	28848	30368
<b>长期负债</b>	35963	40880	40880	40880	40880
长期借款	3511	7472	7472	7472	7472
其他	32452	33408	33408	33408	33408
<b>负债合计</b>	<b>111985</b>	<b>118557</b>	<b>106728</b>	<b>111852</b>	<b>120929</b>
股本	4906	4895	4895	4895	4895
资本公积金	45806	41956	41956	41956	41956
留存收益	32231	39413	46710	56363	69175
少数股东权益	14972	12022	13086	13684	15175
归属于母公司所有者权益	82943	86264	93561	103214	116026
<b>负债及权益合计</b>	<b>209900</b>	<b>216843</b>	<b>213374</b>	<b>228750</b>	<b>252129</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	15358	32703	16039	18442	22983
净利润	4269	6174	8521	11357	15083
折旧摊销	7044	9174	8991	10244	11275
财务费用	1591	1929	1652	1730	1820
投资收益	(2407)	(1025)	(2972)	(2972)	(2972)
营运资金变动	4844	15607	(421)	(2523)	(3725)
其它	16	845	268	607	1503
<b>投资活动现金流</b>	(17131)	(12091)	(12751)	(13352)	(13353)
资本支出	(19196)	(14184)	(16200)	(16000)	(16000)
其他投资	2064	2092	3449	2648	2647
<b>筹资活动现金流</b>	21220	(16017)	(15887)	(4434)	(4091)
借款变动	(16870)	(10261)	(13012)	(1000)	0
普通股增加	350	(11)	0	0	0
资本公积增加	21795	(3850)	0	0	0
股利分配	(1504)	(883)	(1224)	(1704)	(2271)
其他	17449	(1012)	(1652)	(1730)	(1820)
<b>现金净增加额</b>	<b>19446</b>	<b>4595</b>	<b>(12599)</b>	<b>656</b>	<b>5539</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	207187	267490	277859	332997	414605
营业成本	181549	234072	242921	288750	356667
营业税金及附加	479	477	495	593	739
营业费用	2838	2784	2501	2997	3731
管理费用	15030	17574	17866	21412	26659
研发费用	2155	2223	2309	2767	3445
财务费用	1563	1712	1652	1730	1820
资产减值损失	(639)	(953)	(500)	(400)	(300)
公允价值变动收益	99	(28)	(28)	(28)	(28)
其他收益	1768	2249	1800	1800	1800
投资收益	2447	1117	1200	1200	1200
<b>营业利润</b>	7248	11034	12587	17319	24215
营业外收入	290	231	231	231	231
营业外支出	404	299	299	299	299
<b>利润总额</b>	7134	10967	12520	17252	24148
所得税	3214	3963	3736	5297	7573
少数股东损益	(350)	830	264	598	1492
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4269</b>	<b>6174</b>	<b>8521</b>	<b>11357</b>	<b>15083</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	35%	29%	4%	20%	25%
营业利润	-28%	52%	14%	38%	40%
归母净利润	-42%	45%	38%	33%	33%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.4%	12.5%	12.6%	13.3%	14.0%
净利率	2.1%	2.3%	3.1%	3.4%	3.6%
ROE	5.1%	7.2%	9.1%	11.0%	13.0%
ROIC	2.2%	5.9%	7.6%	9.5%	11.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.4%	54.7%	50.0%	48.9%	48.0%
净负债比率	14.4%	14.5%	8.7%	7.6%	6.9%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.2	1.3	1.5	1.6
存货周转率	143.3	133.9	122.6	131.0	133.3
应收账款周转率	8.7	9.5	10.6	11.3	11.5
应付账款周转率	9.3	9.7	9.6	10.3	10.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.87	1.26	1.74	2.32	3.08
每股经营净现金	3.13	6.68	3.28	3.77	4.70
每股净资产	16.91	17.62	19.11	21.08	23.70
每股股利	0.18	0.25	0.35	0.46	0.62
<b>估值比率</b>					
PE	57.7	39.8	28.9	21.6	16.3
PB	3.0	2.8	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	29.5	21.3	17.3	13.8	10.9

资料来源：公司数据、招商证券



## 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。

**苏宝亮：**清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

**肖欣晨：**澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

**魏芸：**伦敦政治经济学院硕士。2015 年加入招商证券港股研究团队，覆盖周期行业；2022 年加入招商证券研发中心交运行业组。

## 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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。