顺丰控股（002352.SZ）

公司首次评级

2026年11月23日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	33.57
总市值	1713.80亿
PE-TTM	15.55
PB-MRQ	1.68

估值结果

DDM估值	价值	2703亿
	上行空间	58%
	状态	低估
动态估值	价值	2496亿
	上行空间	46%
	状态	偏低估

四维评级

成长空间	★½☆☆☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★½☆

核心评级结论

顺丰控股作为中国及亚洲最大、全球第四大综合物流服务提供商，公司以时效快递为基石，积极拓展经济快递、快运、冷运等多元化业务，在物流多个细分领域处于中国及亚洲领先地位。

公司成长空间较低，主要系我国社零消费额增速较低，叠加网购渗透率提升空间不大，未来我们预测公司快递业务收入增速或低于5%，但公司多元化物流业务有望保持较快速增长。公司盈利趋势相对稳健，主要系快递行业持续推进反内卷，公司快递业务存在盈利改善预期；此外公司多元化物流业务盈利处于低位，随着公司激活经营战略的推进，多元化业务盈利提升预期。公司产业格局较好，主要系公司核心时效快递业务聚焦高端快递市场，公司市占率领先，龙头地位稳固；其次公司多元化业务比如快运、冷运均已做到市占率第一位置，在行业中具有一定的领先优势。公司护城河较深，主要系公司多年积累经营“顺丰”高端快递品牌，优质的服务塑造无可比拟的品牌护城河，以及公司优秀高效的全球物流设施网络，领先行业的物流科技及应用，构筑公司领先的竞争优势。

我们基于公司未来速运业务量稳健增长，市占率维持稳健，且反内卷政策下公司盈利能力有所修复，多元化业务盈利持续提升的假设下，公司现在处于偏低估状态。

我们区别于市场的观点

虽然快递行业积极推进反内卷，但市场依旧担心价格战屡禁不止，叠加快递具有部分消费属性，我国消费疲软导致市场对公司未来业绩存在担忧。而我们认为顺丰控股作为高端快递代表，公司具有明显的品牌优势，且反内卷推进直接利好快递行业高质量发展，公司长期投资价值依旧存在。

风险提示

宏观经济不景气导致快递行业需求疲软，公司时效快递业务量增速不及预期风险；公司多元化业务盈利改善不及预期风险；快递行业产能投放超预期，行业市场竞争加剧风险。

内容目录

1. 基本信息 …… 4
2. 业务介绍 …… 4
3. 商业模式 …… 5
3.1 资产强度 …… 5
3.2 营销强度 …… 5
3.3 客户集中度 …… 5
4. 历史经营绩效 …… 5
4.1 历史盈利能力 …… 5
4.2 历史成长能力 …… 6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级 …… 6
4.4 股东回报评级 …… 6
5. 四维评级 …… 7
5.1 成长空间 …… 7
5.2 盈利趋势 …… 7
5.3 产业格局 …… 7
5.4 护城河 …… 7
6. 公司估值 …… 8
6.1 核心假设及逻辑 …… 8
6.2 动态估值 …… 10
6.3 DDM估值 …… 10
6.4 估值确定性 …… 10

图表目录

图1：预测2026年收入占比 ····· 4
图2：预测2026年毛利占比 ····· 4
图3：近年公司盈利能力趋势图 ····· 5
图4：近年公司历史成长能力趋势图 ····· 6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 ····· 6
图6：近年股东回报能力趋势图 ····· 6

表1：护城河详解表 ····· 8
表2：公司整体业绩预测 ····· 9
表3：公司分业务业绩预测 ····· 9
表4：公司整体及分业务动态估值 ····· 10
表5：公司整体及分业务DDM估值 ····· 10

1. 基本信息

顺丰控股1993年始创于广东顺德，现已成长为亚洲规模最大、全球第四的综合物流服务提供商。公司围绕物流生态圈，持续完善服务能力与产品体系，业务拓展至时效快递、经济快递、快运、冷运及医药、同城即时配送、国际快递、国际货运及代理、供应链等物流板块，能够为客户提供国内及国际端到端一站式综合物流服务。同时，依托领先的科技研发能力，公司致力于构建数智化供应链生态，以技术赋能客户打造安全高效的智慧供应链体系，致力成为备受尊重全球领先的数智物流解决方案服务商。

2. 业务介绍

对于顺丰控股公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

速运物流业务：

公司速运物流业务包括时效快递业务、经济快递业务、快运业务、冷运及医药业务。其中时效快递业务即高端快递业务，是顺丰控股盈利的核心来源，经济快递即电商快递业务，属于中端快递服务。由于公司各业务之间相互赋能，因此公司并没有对各业务成本进行拆分，因此我们做四维评估时也不做单独拆分，统一按照速运物流业务处理。我们对该业务的市场界定为我国快递物流行业。

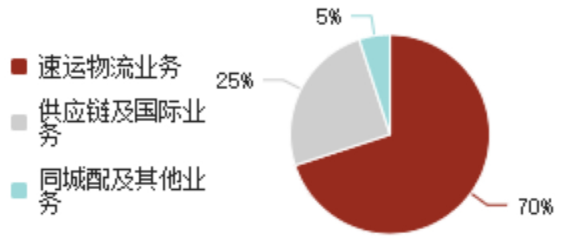
供应链及国际业务：

公司供应链及国际业务受益于国际空海运需求稳定及运价提升，以及公司紧抓中国企业产能出海、品牌出海和跨境电商发展机遇，深化业务融通积极开拓供应链及国际市场，业务实现良好增长。该业务从公司披露的对外收入和成本口径存在毛利，但实际对公司利润贡献有限，因此我们不再进行四维评估。

同城配及其他业务：

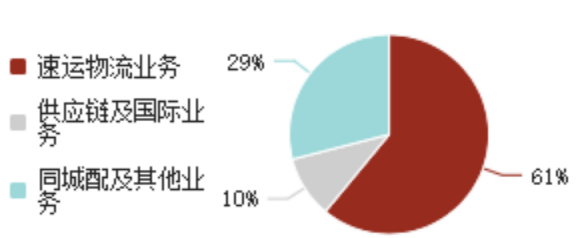
同城配为即时同城配送快递服务，其他业务主要是公司多业务之间存在内部抵消，因此我们统一处理成同城配及其他业务。该业务对公司利润贡献有限，因此我们不再进行四维评估。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司采用全直营模式，统一管控收、转、运、派全环节，保障时效稳定与服务标准化，构筑强履约壁垒，以高端时效快递为核心主业，聚焦高附加值商务件与急件市场，具备显著品牌溢价。公司作为独立第三方物流服务商，不依附单一电商平台，服务覆盖多元客户群体，依托直营与高端优势，公司延伸快运、冷运、供应链等赛道，多板块协同发展，形成差异化核心竞争力，支撑长期稳健增长。

3.1 资产强度

低 **较低** 中等 较高 高

顺丰控股不同于电商快递企业，中通等快递企业普遍是加盟制，但顺丰采用直营快递经营模式。截止到2025年底，公司固定资产为519.22亿元，无形资产为153.86亿元，使用权资产为154.56亿元，总资产周转率为1.43次，整体来看公司资产强度较低。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司以时效快递为核心的高端品牌形象形成强大口碑效应，商务客户、高附加值客户主动选择，大幅降低获客成本；品牌溢价带来稳定复购，减少对促销推广的依赖，因此公司整体营销强度低。2025年公司销售费率仅为1.27%。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

顺丰控股作为不依附单一电商平台的综合物流服务商，顺丰服务覆盖传统电商、直播电商、独立站、线下商超等全渠道客户，因此公司整体客户相对较为分散。2025年公司前五名客户销售额占年度销售总额不到10%，说明公司客户集中度低。

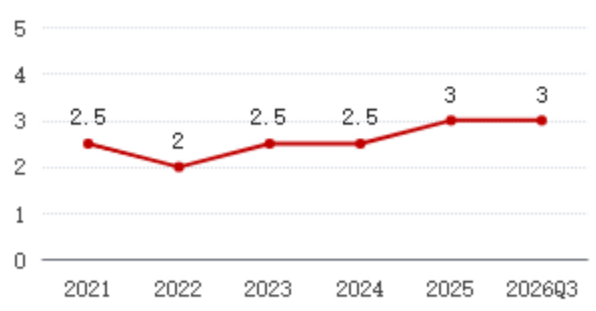
4. 历史经营绩效

公司整体盈利能力中等，成长能力良好，业务控制力较强，股东回报星级处于市场中游水平。

4.1 历史盈利能力

★★★☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



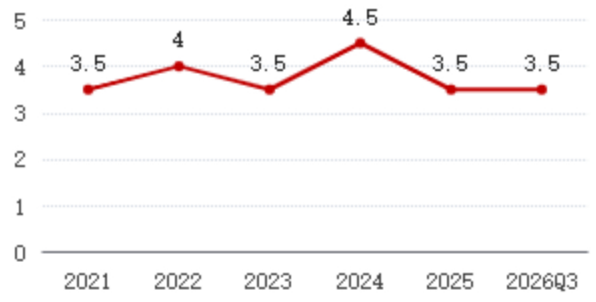
数据来源：公司财报，壹评级

近几年公司整体盈利能力中等，2021年因资本开支节奏与市场需求错位，导致公司利润大跌，盈利能力走低，2022年开始公司实施战略转型，剥离亏损丰网业务，业绩逐步修复，盈利能力有所提升。2025年公司实施激活经营战略，盈利能力再次走高，但依旧处于市场中游水平。

4.2 历史成长能力

★★★½☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



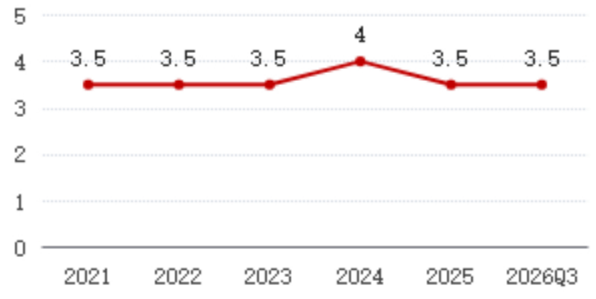
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力星级相对较高，主要系2021年公司并表嘉里物流，虽然盈利能力下滑，但收入端大幅增长，导致成长星级较高；2023年并表因素消失，剥离丰网业务导致公司收入小幅下滑，公司成长星级有所走低。2024年公司收入重回增长，利润持续修复，成长星级再次提升，整体处于市场较高水平。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★½☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司整体业务控制力较好，主要系公司下游客户相对分散，且快递服务回款周期较短，现金流较好，但由于公司在服务中存在月结模式，导致公司存在一定的应收账款，此外公司供应链业务下游主要为B端客户，因此公司存在少量的被占款现象。

4.4 股东回报评级

★★★½☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2022年前，公司整体分红率在20%，股息率吸引力不高；但2023年公司开始重视股东回报，分红率提升至35%，2024年进行特别分红，分红率大幅攀升至88%，股息率为4.57%（按照2024年收盘价计算），但2024年的极高分红不具有可持续性。2025年公司分红率回落至45%左右，股息率2.32%（按照2025年收盘价计算）。2026年公司积极推进分红收购计划，叠加股价下跌，股息率更具吸引力。

5. 四维评级

公司快递业务成长空间较低，盈利能趋势稳健，产业格局较好，护城河较深。

5.1 成长空间 ★½☆☆☆

公司成长空间较低，主要系我国社零消费额增速较低，叠加网购渗透率提升空间不大，未来我们预测公司快递业务收入增速或低于5%，但公司多元化物流业务有望保持较快速增长。

速运物流业务(1.5星)：

顺丰控股未来成长驱动力来自于快递行业稳健增长的支撑与公司多元业务的提升。中长期来看，我国社零消费额稳步复苏，实物商品网上零售额虽增速放缓但渗透率仍有提升空间，叠加快递行业从“以价换量”向高质量发展转型，预计行业业务量增速在3%左右。从公司自身来看，公司多元物流业务仍有较大市占率提升空间，进一步释放增长动能。

5.2 盈利趋势 ★★★☆☆

公司盈利趋势相对稳健，主要系快递行业持续推进反内卷，公司快递业务存在盈利改善预期；此外公司多元化物流业务盈利处于低位，随着公司激活经营战略的推进，多元化业务盈利提升预期。

速运物流业务(3星)：

2025年上半年快递行业价格战加剧，行业竞争再度升温，但自2025年7月起，快递行业持续推进反内卷，控量保价成为行业共识，快递单价逐步回升，公司时效快递与经济快递业务盈利改善预期明确。此外，公司快运、冷运等多元化物流业务目前整体盈利处于低位，通过授权激励、精益管理释放业务活力，多元业务提质增效成效将逐步显现，盈利修复预期较强，整体支撑公司盈利趋势保持稳健。

5.3 产业格局 ★★★★☆

公司产业格局较好，主要系公司核心时效快递业务聚焦高端快递市场，公司市占率领先，龙头地位稳固；其次公司多元化业务比如快运、冷运均已做到市占率第一位置，在行业中具有一定的领先优势。

速运物流业务(4星)：

公司核心时效快递业务聚焦高端商务、高附加值细分市场，凭借直营模式的强管控能力与服务品质优势，2025年高端时效件市占率超过50%，行业龙头地位稳固，难以被竞争对手撼动。同时，公司多元化业务布局成效凸显，多元业务的领先地位进一步巩固了公司的产业格局优势，构建起较强的行业竞争壁垒。

5.4 护城河 ★★★½☆

公司护城河较深，主要系公司多年积累经营“顺丰”高端快递品牌，优质的服务塑造无可比拟的品牌护城河，以及公司优秀高效的全球物流设施网络，领先行业的物流科技及应用，构筑公司领先的竞争优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
速运物流业务	(4星)经壹评级调整后，2025年公司净资产收益率大约为11%，具有明显的超额收益，公司作为亚洲最大的综合物流服务商，时效快递、快运、冷运等业务具位居行业领先位置，且业务控制力较好，因此公司整体护城河宽度星级较高。	(3.5星)公司护城河主要系高端化品牌优势和网络布局优势。公司凭借“快捷”、“可靠”、“服务好”的品牌形象，在消费者心中树立了优质服务的典范，且公司拥有高效可靠的全球物流基础设施网络，立足中国、辐射亚洲、连接世界，因此我们判断公司护城河持续性星级较高。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们基于公司未来速运业务量稳健增长，市占率维持稳健，且反内卷政策下公司盈利能力有所修复，多元化业务盈利持续提升的假设下，公司现在处于偏低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务主要为速运物流业务、供应链及国际业务、同城配及其他业务，未来预测核心假设及逻辑如下：

速运物流业务

收入假设：

1）快递行业业务量：2025年我国实物网购渗透率为26.12%，假设未来实物网购渗透率持续提升，2030年提升至29.5%左右，其次考虑到逆向物流的增长，我们预测未来快递行业增速依旧能够保持3%左右的增速；

2）公司市占率：2025年公司整体市占率约为8.41%（业务量角度），2026年公司缩减低价快递占比，业务量有所下滑，假设2026年公司市占率下滑至7.66%，2027年后逐步修复至7.84%，2030年保持稳定；

3）单票收入：假设2026年公司单票收入小幅提升4%，2027年之后维持不变，考虑到通货膨胀因素，2023年后公司单票收入每年提升1%；

盈利能力假设：

1）毛利率：2026年以来快递行业持续推进反内卷，虽然公司作为高端快递，受益程度低于电商快递，但公司盈利能力依旧有所提升，假设2026年速运业务毛利率提升至12.5%，2027年后维持不变；

2）费用端：公司销售费用、研发费用占比较低，主要费用为管理费用，我们假设随着公司业务规模增长，公司管理费用存在小幅下滑趋势。

供应链及国际业务、同城配及其他业务

1）供应链及国际业务：假设该业务收入2026年小幅增长，2027年-2030年维持3%的增长，2030年后维持2%增长；假设该业务盈利能力逐步提升，2026年为6.5%，2027年后毛利率逐步提升至9%；

2）同城配及其他业务：该业务占比较小，对公司整体业绩影响不大，假设收入端保持个位数增长，毛利率维持不变。

表2：公司整体业绩预测

顺丰控股	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2584.1	2844.2	3082.3	2950.5	3189.6	3349.1	3516.5	3664.5
归母净利润(亿)	82.5	101.7	111.1	110.7	129.4	148.9	161.6	169.2
归母净利润增速(%)	33.6	23.2	9.2	-0.4	16.9	15.1	8.5	4.7
经营性净利润(亿)	76.2	99.7	108.5	108.4	127.7	149.9	162.3	169.9
经营性净利润增速(%)	15.9	30.8	8.9	-0.1	17.7	17.4	8.3	4.7
经营性归母净利润(亿)	79.3	99.2	103.2	104.9	123.5	143.0	155.5	162.9
经营性归母净利润增速(%)	36.8	25.0	4.1	1.6	17.8	15.7	8.7	4.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

速运物流业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1868.9	2001.6	2175.5	1984.1	2166.6	2274.9	2388.7	2508.1
收入增速(%)	10.1	7.1	8.7	-8.8	9.2	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	79.6	105.1	96.2	93.2	106.6	118.9	125.1	131.5
经营性净利率(%)	4.3	5.3	4.4	4.7	4.9	5.2	5.2	5.2
经营性净利润增速(%)	64.9	32.1	-8.5	-3.1	14.3	11.6	5.2	5.2
供应链及国际业务	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**
收入(亿)	628.6	740.0	763.5	801.6	841.7	883.8	928.0	946.6
收入增速(%)	-30.1	17.7	3.2	5.0	5.0	5.0	5.0	2.0
经营性净利润(亿)	-3.6	-11.4	3.1	4.0	8.4	17.7	23.2	23.7
经营性净利率(%)	-0.6	-1.5	0.4	0.5	1.0	2.0	2.5	2.5
经营性净利润增速(%)	-116.7	-218.3	127.7	27.4	110.0	110.0	31.4	2.0
同城配及其他业务	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**
收入(亿)	86.6	102.6	143.3	164.8	181.2	190.3	199.8	209.8
收入增速(%)	10.9	18.5	39.7	15.0	10.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	0.2	5.9	9.2	11.2	12.7	13.3	14.0	14.7
经营性净利率(%)	0.2	5.7	6.4	6.8	7.0	7.0	7.0	7.0
经营性净利润增速(%)	104.6	3201.2	56.2	21.9	13.2	5.0	5.0	5.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
速运物流业务	4.0%	中低	较好	较强	7.5%	15	164.3
供应链及国际业务	2.0%	中低	一般	一般	8.0%	11.14	25.9
同城配及其他业务	3.0%	中低	一般	一般	8.0%	11.14	16.8
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
速运物流业务(亿)	703.5	1285.6	1989.1	72.4	-	100.0	2161.4
供应链及国际业务(亿)	64.6	144.4	208.9	25.4	70.0	-	164.3
同城配及其他业务(亿)	73.7	93.5	167.3	4.8	2.0	-	170.1
公司整体测算(亿)	841.8	1523.5	2365.3	102.5	72.0	100.0	2495.8

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
速运物流业务(亿)	1000.2	1150.2	2150.4	72.4	-	100.0	2322.8
供应链及国际业务(亿)	105.5	120.0	225.6	25.4	75.0	-	176.0
同城配及其他业务(亿)	104.3	97.4	201.6	4.8	2.0	-	204.4
公司整体测算(亿)	1210.0	1367.6	2577.6	102.5	77.0	100.0	2703.1

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★⯪☆

顺丰控股作为综合物流服务商，公司快递物流业务众多，虽然核心时效快递业务盈利相对稳健，但其他业务盈利情况很难预测，且公司各业务成本端很难拆分，因此整体业绩可预期性一般；但考虑到快递行业数据披露相对完善，无论是行业层面数据，还是快递企业月度经营数据，综合判断，公司整体估值的确定性处于中等偏上水平。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X＜-50%	-50%≤X＜-30%	-33%≤X＜-20%	-20%≤X＜25%	25%≤X＜50%	50%≤X＜100%	X≥100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1.历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2.历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3.历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4.股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5.资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6.研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7.研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。