

买入

融入 KA 生态深耕下沉市场，以港为踏板走向国际化

顺丰同城 (9699.HK)

2024-07-17 星期三

目标价:	14.90 港元
现价:	11.34 港元
预计升幅:	31.1%

重要数据

日期	2024-07-16
收盘价 (港元)	11.34
总股本 (百万股)	933
总市值 (百万港元)	10,590
净资产 (百万港元)	3,289
总资产 (百万港元)	4,634
52 周高低 (港元)	12.84/6.09
每股净资产 (港元)	3.50

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

顺丰集团	64.54%
淘宝	5.55%
Boundless Plain	5.56%

相关报告

顺丰同城 (9699.HK) - 首发报告-20230524

顺丰同城 (9699.HK) - 更新报告-20230928

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

投资要点

➤ 深化 KA 合作模式，共同发掘下沉市场商业潜力：

鉴于公司对宏观市场环境的理解和对业务可持续发展的长远考量，公司在 2024 年度的战略重心依然放在利润端增长，实现利润率持续提升。目前公司正与 KA 品牌进行紧密合作，这些 KA 品牌今年市场下沉的进程仍在持续，以覆盖更广泛的消费群体。公司通过深化与 KA 在数据层面及配送网络的合作，帮助 KA 拓展其在下沉市场的商圈覆盖范围，并确保订单增长的稳定性。

➤ 进驻香港本地生活市场，踏出国际化第一步：

9 月抖音生活服务发布《团购配送区域代理商信息公示》，将在北京、上海、成都等 6 个城市的基础上，拓展深圳、福州、武汉等 24 个城市上线团购配送业务，并在当地引入团购配送区域代理商，目前抖音生活服务团购配送业务共在 30 个城市上线。抖音生活服务目前主要由顺丰同城、闪送、达达快送、UU 跑腿等第三方合作运力为商家提供配送服务，商家也可以选择自配送。我们认为以抖音目前生态的特征和对配送效率的高要求来看，第三方配送企业显然更具优势，因此抖音生活服务生态的不断成长将进一步提升公司收入增长空间。

➤ 规模效应持续释放，盈利能力进入攀升通道：

目前中国互联网本地生活服务渗透率仍在不断提升，特别是下沉市场增速明显高于一线城市，因此具备庞大配送网络及高效数据算法的服务商价值开始凸显。公司未来增长推动力主要有两方面，首先是外部增长方面，公司持续受益于 KA 的深化合作，积极拓展下沉市场商业化场景；其次，公司有望承接更多来自顺丰集团“最后一公里”配送需求。费用方面，公司为轻资产运营模式，人力成本基本外包，在科技赋能及费用管理下，骑手运力不断提升，接单效率持续优化，使得规模效应在未来得以延续。因此我们给予公司 14.9 港元的目标价，对应 2024 财年的 PS 约 0.9 倍，对应 EPS 约 94 倍 PE，维持买入评级。

截至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营收 (百万元)	10,265	12,387	14,927	18,499	23,470
变动	25.6%	20.7%	20.5%	23.9%	26.9%
净利润 (百万元)	(286.9)	50.6	131.8	194.1	386.8
变动			160.46%	47.28%	99.31%
净利润率	-2.79%	0.41%	0.88%	1.05%	1.65%
每股盈利 (元)	-0.31	0.05	0.14	0.21	0.41
市销率 (倍)	0.93	0.77	0.64	0.51	0.41

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

報告正文

深化 KA 合作模式，共同发掘下沉市场商业潜力：

鉴于公司对宏观市场环境的理解和对业务可持续发展的长远考量，顺丰同城在 2024 年度的战略重心依然放在利润端增长。目前公司正与 KA 品牌进行紧密合作，这些 KA 品牌今年市场下沉的进程仍在持续，以覆盖更广泛的消费群体。公司通过深化与 KA 在数据层面及配送网络的合作，帮助 KA 拓展其在下沉市场的商圈覆盖范围，并确保订单增长的稳定性。双方的紧密合作不仅帮助顺丰同城实现稳定的订单增长，同时也帮助顺丰同城打造更强的品牌力量，从而获取更多的市场增量。根据我们预测，顺丰同城全年订单量有望实现同比 30% 左右增长，但是由于部分 KA 商家在一线城市密度提升，导致该快速增长品类的配送距离缩短短，以及下沉市场单均价格有所下降，因此最终收入将实现同比 20% 左右增长。在餐饮品类方面，由于去年到店消费受到抑制，形成了较低的基数，今年餐饮品类有望实现一定程度的恢复。非餐品类的单量增速预计将继续保持高于收入增长的趋势，这主要得益于公司在新业务场景的探索，例如顺丰同城在商超板块今年出现起色，随着山姆和达达的独家订单合作到期，公司已经成功切入这一市场，并计划提升渗透率来增强市场地位。此外公司还期望与星巴克等知名品牌建立 KA 合作关系，这将为公司带来更大的成长空间。总体来看，顺丰同城正通过一系列战略举措，不断优化业务结构，提升运营效率，并积极拓展新的业务领域。公司对利润增长的重视，以及对新业务场景的探索和 KA 品牌的合作深化，使得公司在激烈的市场竞争中实现稳健和高质量的发展。

进驻香港本地生活市场，踏出国际化第一步：

顺丰同城公告将于 2024 年 7 月在中国香港以“SoFast”品牌开展同城即时配送服务，作为集团业务在海外拓展的第一步。通过聚焦非餐配送，与美团形成错位竞争。顺丰同城进入香港市场是一个战略性的举措，反映了其业务拓展和市场多元化的雄心。香港作为一个国际化大都市，拥有高消费能力和成熟的商业环境，为即时配送服务提供了巨大的市场潜力。数据显示，香港即时配送市场需求规模年复合增长率达 57%，电商市场也在不断增长。然而，现有配送平台多聚焦于餐饮，非餐配送业务规模较小，与需求不匹配。顺丰同城的全场景即配模式，正好满足了这一市场需求。由于顺丰同城在内地市场已经建立了强大的品牌影响力和客户基础，这为其在香港市场的推广

提供了信任和认可度。同时公司在非餐品类配送方面拥有精细化解决方案，能够满足香港市场对高品质、多样化配送服务的需求。香港市场虽然已有一些即时配送平台，但顺丰同城的全场景服务模式和高标准服务可能带来差异化竞争优势。总体而言，顺丰同城有望与国内出海的 KA 品牌共同激活线上消费环境，拓展全渠道合作，成为新消费品牌出海和海外新商业模式的推手，而在香港市场的布局只是国际化战略的一部分，未来海外广阔的市场空间将为公司带来新的增长点。

规模效应持续释放，盈利能力进入攀升通道：

目前中国互联网本地生活服务渗透率仍在不断提升，特别是下沉市场增速明显高于一线城市，因此具备庞大配送网络及高效数据算法的服务商价值开始凸显。公司未来增长推动力主要有两方面，首先是外部增长方面，公司持续受益于 KA 的深化合作，积极拓展下沉市场商业化场景；其次，公司有望承接更多来自顺丰集团“最后一公里”配送需求。费用方面，公司为轻资产运营模式，人力成本基本外包，在科技赋能及费用管理下，骑手运力不断提升，接单效率持续优化，使得规模效应在未来得以延续。因此我们给予公司 14.9 港元的目标价，对应 2024 财年的 PS 约 0.9 倍，维持买入评级。

财务报表预期

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预期	2025年 预期	2026年 预期
收入	10,265	12,387	14,927	18,499	23,470
成本	(9,852)	(11,593)	(13,906)	(17,168)	(21,712)
毛利	413	795	1,021	1,331	1,758
销售费用	(202)	(213)	(254)	(324)	(387)
管理费用	(509)	(517)	(597)	(684)	(751)
研发费用	(97)	(92)	(99)	(148)	(188)
其他	63	46	43	43	43
营运利润	(331)	19	115	219	476
净财务收入	42	40	40	40	40
所得税	2	2	(23)	(65)	(129)
净利润	(287)	62	132	194	387
增长					
总收入 (%)	25.6%	20.7%	20.5%	23.9%	26.9%
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	47.3%	99.3%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预期	2025年 预期	2026年 预期
固定资产	15	12	14	16	19
无形资产	187	138	138	138	138
其他固定资产	476	240	240	240	240
非流动资产	677	391	392	395	397
应收账款	1,093	1,195	1,440	1,785	2,264
存货	16	7	8	10	13
其他短期资产	857	677	710	756	820
现金	1,460	1,902	1,987	2,121	2,426
总资产	4,103	4,171	4,538	5,067	5,921
应付款项	999	1,121	1,344	1,660	2,099
其他应付款	70	86	97	117	144
总流动负债	1,069	1,207	1,441	1,776	2,243
其他长期负债	17	11	11	11	11
总负债	1,086	1,219	1,453	1,788	2,255
股东权益	3,017	2,981	3,085	3,279	3,666

财务分析

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预期	2025年 预期	2026年 预期
盈利能力					
毛利率 (%)	4.0%	6.4%	6.8%	7.2%	7.5%
EBIT率 (%)	-3.2%	0.2%	0.8%	1.2%	2.0%
净利率 (%)	-2.8%	0.5%	0.9%	1.0%	1.6%
ROE	-9.5%	2.1%	4.3%	5.9%	10.6%
营运表现					
费用/收入 (%)	7.9%	6.6%	6.4%	6.3%	5.7%
实际税率 (%)	-0.7%	3.6%	-15.0%	-25.0%	-25.0%
应收账款天数	38	35	35	35	35
应付账款天数	37	35	35	35	35
财务状况					
负债/权益	0.36	0.41	0.47	0.55	0.61
收入/总资产	2.50	2.97	3.29	3.65	3.96
总资产/权益	1.36	1.40	1.47	1.55	1.61

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预期	2025年 预期	2026年 预期
税前列润	(289)	48	155	259	516
调整	46	26	(36)	(36)	(35)
运营资本变化	(217)	156	(42)	(58)	(80)
已付所得税及利息	45	33	18	(23)	(88)
营运活动现金流	(415)	264	95	142	313
固定资产投资	(9)	(8)	(5)	(6)	(7)
其他投资活动	(635)	302	0	0	0
投资活动现金流	(644)	295	(5)	(6)	(7)
股权融资	0	0	0	0	0
其他融资活动	(22)	(120)	(1)	(1)	(1)
融资活动现金流	(22)	(120)	(1)	(1)	(1)
现金变化	(1,081)	438	88	134	305
期初持有现金	2,538	1,458	1,899	1,987	2,121
汇兑变化	1	(0)	0	0	0
期末持有现金	1,458	1,896	1,987	2,121	2,426

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>