

买入

本地配送龙头乘风破浪，多方需求共振打开空间

顺丰同城 (9699.HK)

2023-09-29 星期五

投资要点

| | |
|-------|-----------------|
| 目标价: | 11.20 港元 |
| 现价: | 8.39 港元 |
| 预计升幅: | 32.3% |

重要数据

| 日期 | 2023-09-28 |
|-------------|------------|
| 收盘价 (港元) | 11.20 |
| 总股本 (百万股) | 933 |
| 总市值 (百万港元) | 7,860 |
| 净资产 (百万港元) | 3,312 |
| 总资产 (百万港元) | 4,382 |
| 52 周高低 (港元) | 13.74/5.02 |
| 每股净资产 (港元) | 3.57 |

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% |
| Shining Star | 4.02% |

相关报告

顺丰同城 (9699.HK) - 首发报告-20230524

研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

➤ 盈利提升力度远超预期，运营策略有效性持续赋能：

2023 年上半年公司实现收入 57.5 亿元，较去年同期增长 28.8%，市场份额进一步扩大。期内实现了扭亏为盈，净利润达到了 0.30 亿元，而去年同期的净亏损 1.4 亿元。目前公司在业务上已经实现了自我造血并进入了良性循环阶段。这不仅为公司未来的发展提供了坚实的财务基础，也显示了业务模式和运营策略有效性。作为一家中立开放的服务平台，公司可以为各类客户提供服务，这使得公司能够充分发挥大数据能力和有效订单匹配机制，为日后提升盈利水平提供良好基础。

➤ 与新兴生态紧密合作，收入增长空间有望提升：

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，扭亏为盈只是起点：

随着互联网本地生活在人民群众中渗透率不断提升，伴随直播平台、垂直平台、品牌私域的崛起，流量平台向多极化发展，因此中立开放的独立第三方配送服务商价值开始凸显，更多本地生活服务生态兴起，给公司未来带来更多的业务增长空间。综上，公司收入规模在中国新消费兴起及本地商业复苏的背景下，将持续处在高于行业增长的状态，公司为轻资产运营模式，在科技赋能及费用管理下，规模效应能够持续体现，因此应该给予较高的估值溢价。我们给予公司 11.2 港元的目标价，对应 2023 财年的 PS 约 0.8 倍，维持买入评级。

| 人民币百万元 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|---------|---------|--------|--------|---------|
| 总营收 (百万元) | 8,174 | 10,265 | 13,063 | 17,142 | 22,081 |
| 变动 | 68.8% | 25.6% | 27.3% | 31.2% | 28.8% |
| 净利润 (百万元) | (898.9) | (286.9) | 64.0 | 113.3 | 246.9 |
| 变动 | N.A | N.A | N.A | 76.97% | 117.86% |
| 净利润率 | -11.00% | -2.79% | 0.49% | 0.66% | 1.12% |
| 每股盈利 (元) | -0.96 | -0.31 | 0.07 | 0.12 | 0.26 |
| 基于股价的市销率 (倍) | 0.86 | 0.69 | 0.54 | 0.41 | 0.32 |

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

報告正文

盈利提升力度远超预期，运营策略有效性持续赋能：

2023 年上半年公司实现收入 57.5 亿元，较去年同期增长 28.8%，而实现远高于行业增长的主要原因是由于公司基于自身独立第三方的平台属性，积极把握流量多极化趋势，推动与各大大地生活服务平台共建生态，能够以全场景业务模式和优质履约能力满足客户多元化即时服务需求，使得口碑不断提升，同时市场份额进一步扩大。同时公司期内实现了扭亏为盈，净利润达到了 0.30 亿元，而去年同期的净亏损 1.4 亿元，实现了净利润率的同比提升 3.7 个百分点至 0.5%，主要得益于公司对成本控制的优秀管理以及业务规模化效应显现。分业务来看，上半年同城配送服务的收入同比增长 15.7% 至 33.9 亿元。其中，面向商家和面向消费者的同城配送收入分别同比增长 12.2% 和 25.4% 至 24.2 亿元和 9.7 亿元。这种增长既体现了公司在配送服务领域的领先地位，也反映了公司积极拓展非餐场景并持续深耕下沉市县的策略的有效性。在非餐场景方面，公司通过深化与顺丰控股战略合作，利用自身弹性运力网络和大数据分析匹配能力满足了客户个性化需求，打造一体化供应链解决方案，实现最后一公里配送服务收入同比增长 53.8% 至 23.6 亿元。在平台活跃度方面，活跃商户规模同比增长 27.2% 至 38 万，年度活跃消费者规模同比增长 50.3% 至超过 1,850 万人，活跃骑手规模同比增长 23.3% 至超过 86 万名。现金流方面，报告期内公司实现经营现金流净额 3432.6 万元。这一成果意味着公司在业务上已经实现了自我造血并进入了良性循环阶段。这不仅为公司未来的发展提供了坚实的财务基础，也显示了公司的业务模式和运营策略的有效性。此外，作为一家中立开放的配送服务平台，公司可以为各类客户平等提供服务。这使得公司能够充分发挥大数据及一体化协同机制，为日后提升盈利水平提供良好发展土壤。

与新兴生态紧密合作，收入增长空间有望提升：

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，扭亏为盈只是起点：

随着互联网本地生活在人民群众中渗透率不断提升，伴随直播平台、垂直平台、品牌私域的崛起，流量平台向多极化发展，因此中立开放的独立第三方配送服务商价值开始凸显，而互联网本地生活行业参与者都可以通过第三方物流实现全平台全国范围内的流量转化和订单履约，无需自建物流，极大的节省了现金流和成本费用投入。以配送平台服务的灵活性和定制化能力来说，顺丰同城与其他标准化配送服务商已经有显著差距化发展。更多本地生活服务生态兴起，给公司未来带来更多的业务增长空间。综上，公司收入规模在中国新消费兴起及本地商业复苏的背景下，将持续处在高于行业增长的状态。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，规模效应能够持续体现，因此应该给予较高的估值溢价。我们给予公司11.2港元的目标价，对应2023财年的PS约0.8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>

| | 2021年 历史 | 2022年 历史 | 2023年 预期 | 2024年 预期 | 2025年 预期 |
|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| 收入 | 8,174 | 10,265 | 13,063 | 17,142 | 22,081 |
| 成本 | (8,079) | (9,852) | (12,243) | (15,956) | (20,466) |
| 毛利 | 95 | 413 | 820 | 1,186 | 1,616 |
| 销售费用 | (270) | (202) | (209) | (305) | (386) |
| 管理费用 | (655) | (509) | (523) | (686) | (817) |
| 研发费用 | (123) | (97) | (118) | (137) | (177) |
| 其他 | 41 | 63 | 51 | 51 | 51 |
| 营运利润 | (913) | (331) | 22 | 109 | 287 |
| 净财务收入 | 10 | 42 | 42 | 42 | 42 |
| 所得税 | 4 | 2 | (0) | (38) | (82) |
| 净利润 | (899) | (287) | 64 | 113 | 247 |
| 增长 | | | | | |
| 总收入 (%) | 68.8% | 25.6% | 27.3% | 31.2% | 28.8% |
| 净利润 (%) | N/A | N/A | N/A | N/A | 117.9% |

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

| | 2021年 历史 | 2022年 历史 | 2023年 预期 | 2024年 预期 | 2025年 预期 |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 固定资产 | 17 | 15 | 17 | 20 | 23 |
| 无形资产 | 174 | 187 | 187 | 187 | 187 |
| 其他固定资产 | 185 | 476 | 476 | 476 | 476 |
| 非流动资产 | 376 | 677 | 679 | 682 | 685 |
| 应收账款 | 764 | 1,093 | 1,390 | 1,824 | 2,350 |
| 存货 | 4 | 16 | 19 | 25 | 32 |
| 其他短期资产 | 527 | 857 | 927 | 1,029 | 1,152 |
| 现金 | 2,538 | 1,460 | 1,404 | 1,368 | 1,434 |
| 总资产 | 4,209 | 4,103 | 4,420 | 4,928 | 5,653 |
| 应付款项 | 807 | 999 | 1,241 | 1,618 | 2,075 |
| 其他应付款 | 72 | 70 | 81 | 99 | 120 |
| 总流动负债 | 879 | 1,069 | 1,323 | 1,717 | 2,195 |
| 其他长期负债 | 21 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 总负债 | 899 | 1,086 | 1,340 | 1,734 | 2,213 |
| 股东权益 | 3,309 | 3,017 | 3,081 | 3,194 | 3,441 |

财务分析

| | 2021年 历史 | 2022年 历史 | 2023年 预期 | 2024年 预期 | 2025年 预期 |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 1.2% | 4.0% | 6.3% | 6.9% | 7.3% |
| EBIT率 (%) | -11.2% | -3.2% | 0.2% | 0.6% | 1.3% |
| 净利率 (%) | -11.0% | -2.8% | 0.5% | 0.7% | 1.1% |
| ROE | -27.2% | -9.5% | 2.1% | 3.5% | 7.2% |
| 营运表现 | | | | | |
| 费用/收入 (%) | 12.8% | 7.9% | 6.5% | 6.6% | 6.3% |
| 实际税率 (%) | -0.4% | -0.7% | -0.7% | -25.0% | -25.0% |
| 应收账款天数 | 34 | 38 | 38 | 38 | 38 |
| 应付账款天数 | 36 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| 财务状况 | | | | | |
| 负债/权益 | 0.27 | 0.36 | 0.43 | 0.54 | 0.64 |
| 收入/总资产 | 1.94 | 2.50 | 2.96 | 3.48 | 3.91 |
| 总资产/权益 | 1.27 | 1.36 | 1.43 | 1.54 | 1.64 |

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

| | 2021年 历史 | 2022年 历史 | 2023年 预期 | 2024年 预期 | 2025年 预期 |
|----------------|--------------|----------------|-------------|-------------|-------------|
| 税前利润 | (903) | (289) | 64 | 151 | 329 |
| 调整 | 293 | 46 | (36) | (37) | (37) |
| 运营资本变化 | 59 | (217) | (117) | (148) | (177) |
| 已付所得税及利息 | 18 | 45 | 45 | 7 | (37) |
| 营运活动现金流 | (532) | (415) | (44) | (26) | 78 |
| 固定资产投资 | (17) | (9) | (7) | (8) | (9) |
| 其他投资活动 | (398) | (635) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (415) | (644) | (7) | (8) | (9) |
| 股权融资 | 3,589 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他融资活动 | (369) | (22) | (3) | (3) | (3) |
| 融资活动现金流 | 3,220 | (22) | (3) | (3) | (3) |
| 现金变化 | 2,272 | (1,081) | (54) | (37) | 67 |
| 期初持有现金 | 263 | 2,538 | 1,458 | 1,404 | 1,368 |
| 汇兑变化 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 期末持有现金 | 2,538 | 1,458 | 1,404 | 1,368 | 1,434 |

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>