

买入

下沉市场渗透率提升，盈利规模效应持续

顺丰同城 (9699.HK)

2024-11-29 星期五

目标价: 14.90 港元
现价: 9.57 港元
预计升幅: 55.6%

重要数据

日期	2024-11-28
收盘价 (港元)	9.57
总股本 (百万股)	933
总市值 (百万港元)	8,860
净资产 (百万港元)	3,289
总资产 (百万港元)	4,634
52周高低 (港元)	12.84/8.10
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、
20240716

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

投资要点

➤ 上半年规模稳步增长，下沉市场渗透率提升：

公司上半年收入实现健康增长，达到 68.7 亿万元，同比增加 19.6%，订单量同比强劲增长超过 30%。毛利率为 6.9%，较去年同期有提升。利润表现创下历史新高，净利润为 0.62 亿元，净利率达到 0.9%，净利润同比翻倍增长 105.1% 并超过 2023 年整体净利润水平。分业务来看，同城配送服务总体收入由 2023 年上半年的 33.9 亿元增长 19.2% 至 2024 年上半年的 40.4 亿元。最后一公里配送服务收入为 28.4 亿元，同比增长 20.3%。

➤ 下沉市场茶饮快速增长，公司充分享受增长红利：

据企查查数据，截至 2024 年 11 月，全国养生茶饮相关企业注册量达去年同期的 6.1 倍，存量同比增长 44.4%，市场潜在需求规模庞大。我们认为，伴随未来茶饮、餐饮等市场竞争的持续加剧，消费者配送需求将不断演进升级。在此市场环境下，更为精细的供应链管理、独立的生态系统以及精准的地域扩张布局，仍将构成即时配送品牌发展的核心竞争力。公司凭借在即时配送领域的专业特长与大数据匹配能力，有望充分受益于餐饮配送行业，尤其是茶饮行业增长所带来的市场红利。

➤ 规模效应持续释放，盈利能力进入攀升通道：

当前公司规模效应仍在持续，庞大配送网络及高效数据算法构成了公司持续增长的核心竞争力。我们认为公司未来增长推动力主要有三个方面，首先是公司持续受益于 KA 的深化合作，规模能够稳定增长；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；最后积极拓展下沉市场商业化场景，持续发挥规模效应。看好公司目前在即时配送市场的龙头地位及行业商业化潜力，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。

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

上半年規模穩步增長，下沉市場滲透率提升：

公司上半年收入實現健康增長，達到 68.7 億元，同比增加 19.6%，訂單量同比強勁增長超過 30%。毛利率為 6.9%，較去年同期有提升。利潤表現創下歷史新高，淨利潤為 0.62 億元，淨利率達到 0.9%，淨利潤同比翻倍增長 105.1% 並超過 2023 年整體淨利潤水平。

分業務來看，同城配送服務總體收入由 2023 年上半年的 33.9 億元增長 19.2% 至 2024 年上半年的 40.4 億元。其中非餐場景業務快速增長，上半年收入同比增長 32.4%。其中綜合物流能力提升，促進了與大客戶和流量平台合作深化，使得活躍商戶和消費者規模擴大。地域方面，公司配送業務在縣域滲透加強，全國縣域覆蓋超 1200 個，覆蓋率達 68%，來自縣域收入同比增長 51%。在面向商家配送方面，公司與頭部客戶合作份額持續提升，新增合作門店超 6000 家，與新興連鎖客戶建立良好業務關係，合作品牌數量連年增長。面向中小商戶，拓寬商家引入渠道，提升商戶基數和獲客效率，與平台客戶緊密合作，平台活躍商家規模達 55 萬，同比增長 45%，KA 客戶增長勢頭強勁，連鎖客戶占比提升。同時與順豐控股集團合作，為客戶打造一體化供應鏈解決方案，帶來外部增量收入同比增長 52%。面向消費者配送方面，收入為 11.63 億元，同比增長 20.1%。目前活躍個人消費者規模持續擴大，復購提升。

最後一公里配送服務收入為 28.4 億元，同比增長 20.3%。業務增長主要得益於與主要客戶合作規模和派件占比提升，以及“收件”和“半日達”等同城快遞提速場景收入翻倍高速增長，收件場景日均收件量突破百萬單。

下沉市場茶飲快速增長，公司充分享受增長紅利：

在餐飲供應鏈領域，即時配送作為廣泛觸達用戶的關鍵環節，對商家於激烈市場競爭中能否實現降本增效、擴張複製具有重要意義。當前新生餐飲商家將配送服務外包給第三方是最優選擇，尤其在客戶分散的下沉市場，當品牌拓展新的下沉區域時，唯有與專業配送機構合作，才可加速模式複製，助力品牌擴張。其中茶飲市場對專業且快速配送服務的需求較高，據企查查數據，截至 2024 年 11 月，全國養生茶飲相關企業註冊量達去年同期的 6.1 倍，存量同比增長 44.4%，市場潛在需求規模龐大。在飲品配送方面，除瑞幸咖啡、霸王茶姬與順豐同城合作外，蜜雪冰城、喜茶、茶百道、茉莉奶白等亦

将顺丰同城列为配送服务商首选。作为国内领先的独立第三方即配平台，顺丰同城打造精细化饮品配送解决方案，于运力网络、渠道赋能、覆盖范围、定制服务等维度为众多品牌提供全方位专业服务。而且公司充分运用智能调度系统，依客观情形按需动态调配运力，确保订单高效履约。

我们认为，伴随未来茶饮、餐饮等市场竞争的持续加剧，消费者配送需求将不断演进升级。在此市场环境下，更为精细的供应链管理、独立的生态系统以及精准的地域扩张布局，仍将构成即时配送品牌发展的核心竞争力。公司凭借在即时配送领域的专业特长与大数据匹配能力，有望充分受益于餐饮配送行业，尤其是茶饮行业增长所带来的市场红利。

双十一顺丰同城多业务齐发力实现单量高增长，市场份额提升：

2024 双十一大期间，全网销售总额达 14418 亿元，双十一当日快递量达 7.01 亿件，创历年新高。各平台纷纷将竞争焦点从价格战更多转向服务升级，支付、物流等方面互联互通，进一步升级购物体验。顺丰同城双十一期间全品类日均配送单量同比增长 43%，其中美妆、商超便利、饮品等单量均同比增超 100%。此外，顺丰同城助阵传统快递网络提速的“最后一公里”业务单量同样达成新高，其中收件场景日均单量同比增长 160%。顺丰同城基于独立第三方定位和多元弹性运力网络，与抖音、阿里、微信、小米等深度合作，提供直播电商、私域电商、门店外送等灵活运力承接，覆盖全渠道全品类，其中美妆、饮品及商超便利品类日均单量同比实现翻倍增长，百货单量同比增长 89%，药品单量同比增长 86%，母婴用品单量同比增长 78%，美妆品类日均单量同比增长 111%。另外公司“最后一公里业务”双十一期间日均单量再创新高，日均收件量同比增长 160%，外部合作日均单量同比增长 149%，公司市场份额提升有目共睹。

规模效应持续释放，盈利能力进入攀升通道：

目前本地生活市场呈现流量多极化趋势，公司利用自身规模优势和龙头地位快速提升市场份额。当前公司规模效应仍在持续，随着下沉市场的市占率不断提升，公司未来来自下沉市场的收入增速将高于一线城市，因此庞大配送网络及高效数据算法构成了公司持续增长的核心竞争力。我们认为公司未来增长推动力主要有三个方面，首先公司持续受益于 KA 的深化合作，规模能够稳定增长；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；最后积极拓展下沉市场商业化场景，持续发挥规模效应。看好公司目前在即时配送市场的龙头地位及行业商业化潜力，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。

风险提示

行业竞争加剧、下沉市场拓展受挫、宏观消费疲软

财务报表预期

财务报表摘要						财务分析					
损益表						现金流量表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						<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		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	盈利能力					
成本	(9,852)	(11,593)	(13,906)	(17,168)	(21,712)	毛利率 (%)	4.0%	6.4%	6.8%	7.2%	7.5%
毛利	413	795	1,021	1,331	1,758	EBIT率 (%)	-3.2%	0.2%	0.8%	1.2%	2.0%
销售费用	(202)	(213)	(254)	(324)	(387)	净利率 (%)	-2.8%	0.5%	0.9%	1.0%	1.6%
管理费用	(509)	(517)	(597)	(684)	(751)	ROE	-9.5%	2.1%	4.3%	5.9%	10.6%
研发费用	(97)	(92)	(99)	(148)	(188)	营运表现					
其他	63	46	43	43	43	费用/收入 (%)	7.9%	6.6%	6.4%	6.3%	5.7%
营运利润	(331)	19	115	219	476	实际税率 (%)	-0.7%	3.6%	-15.0%	-25.0%	-25.0%
净财务收入	42	40	40	40	40	应收账款天数	38	35	35	35	35
所得税	2	2	(23)	(65)	(129)	应付账款天数	37	35	35	35	35
净利润	(287)	62	132	194	387	财务状况					
增长						负债/权益	0.36	0.41	0.47	0.55	0.61
总收入 (%)	25.6%	20.7%	20.5%	23.9%	26.9%	收入/总资产	2.50	2.97	3.29	3.65	3.96
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	47.3%	99.3%	总资产/权益	1.36	1.40	1.47	1.55	1.61
资产负债表						现金流量表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						<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		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	税前利润	(289)	48	155	259	516
无形资产	187	138	138	138	138	调整	46	26	(36)	(36)	(35)
其他固定资产	476	240	240	240	240	运营资本变化	(217)	156	(42)	(58)	(80)
非流动资产	677	391	392	395	397	已付所得税及利息	45	33	18	(23)	(88)
应收账款	1,093	1,195	1,440	1,785	2,264	营运活动现金流	(415)	264	95	142	313
存货	16	7	8	10	13	固定资产投资	(9)	(8)	(5)	(6)	(7)
其他短期资产	857	677	710	756	820	其他投资活动	(635)	302	0	0	0
现金	1,460	1,902	1,987	2,121	2,426	投资活动现金流	(644)	295	(5)	(6)	(7)
总资产	4,103	4,171	4,538	5,067	5,921	股权融资	0	0	0	0	0
应付款项	999	1,121	1,344	1,660	2,099	其他融资活动	(22)	(120)	(1)	(1)	(1)
其他应付款	70	86	97	117	144	融资活动现金流	(22)	(120)	(1)	(1)	(1)
总流动负债	1,069	1,207	1,441	1,776	2,243	现金变化	(1,081)	438	88	134	305
其他长期负债	17	11	11	11	11	期初持有现金	2,538	1,458	1,899	1,987	2,121
总负债	1,086	1,219	1,453	1,788	2,255	汇兑变化	1	(0)	0	0	0
股东权益	3,017	2,981	3,085	3,279	3,666	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>