

互联网	收盘价 港元 11.50	目标价 港元 13.50个	潜在涨幅 +17.4%
-----	-----------------	------------------	----------------

2024年7月12日

顺丰同城 (9699 HK)

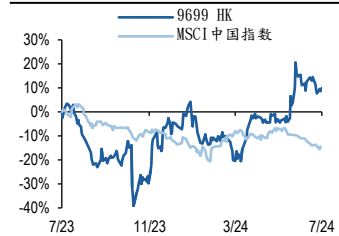
同城即配/顺丰落地配双轮驱动；业绩持续改善趋势不变

- 业绩预览：我们预计2024上半年收入71亿元（人民币，下同），同比增22%；净利润同比翻倍至6700万元，净利率0.9%。预计全年收入同比增22%至151亿元，毛利率提升0.7个百分点至7.1%，得益于订单密度增加和骑手人效等精细化管理带动单均成本下降及效率提升，但提升幅度有所放缓（对比2022/23年提升2.9个/2.4个百分点），预计全年净利润1.43亿元，净利率0.9%，对比彭博一致预期收入151亿元/净利润1.6亿元。
- 分业务线来看，1) 同城业务：持续深化与KA品牌布局合作，通过商圈产品力打造获取中小商家增量。我们预计上半年收入同比增25%，单量增速快于收入，单均价格预计或有下降，主要受下沉市场客单价偏低及茶饮等高增速品类配送距离较短影响。餐饮品类在去年到店消费旺盛的低基数下有所恢复，非餐品类单量增速亦将维持高于收入增长，主要受益于新业务场景探索如中短距离小时达和半日达产品布局。2) 最后一公里配送：我们预计上半年收入同比增22%，对顺丰速运单量渗透率进一步提升，主要受到顺丰速运单量结构变化，电商件仍对最后一公里配送有较大需求。
- 公司于7月以“SoFast”在香港开展同城即配服务，主要提供文件/鲜花/数码等配送，与专注餐饮配送的KeeTa及零售配送占比较低的Foodpanda和Deliveroo形成差异化竞争。Statista预计2024年香港非餐配送市场规模达222亿元，占比香港在线配送市场75%+，2025年将保持双位数增长。公司依托顺丰香港app及品牌认知度，以C端取送为入口触达客户，投入规模对利润影响有限。未来有望接入更多B端品牌，发展即时配送业务。随出海节奏加速，公司在香港市场运营经验将助力品牌全球化发展。
- 估值：我们预计公司2024/25年收入增速分别22%/19%，规模效应带来利润率持续优化，预计分别0.9%/1.9%，我们将估值基础调整至2025年，按0.6倍市销率，上调目标价至13.5港元，对应33倍市盈率。年初至今，公司股价涨幅11%，公司持续重视股东回报，当前2亿港元回购计划已完成近95%，9月或将纳入港股通，进一步利好估值水平提升，维持买入。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	12.60
52周低位(港元)	6.37
市值(百万港元)	8,709.41
日均成交量(百万)	0.38
年初至今变化(%)	10.79
200天平均价(港元)	10.12

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	10,229	12,387	15,160	17,970	21,113
同比增长(%)	25.1	21.1	22.4	18.5	17.5
净利润(百万人民币)	(287)	51	143	348	684
每股盈利(人民币)	(0.31)	0.05	0.15	0.38	0.74
同比增长(%)	-67.7	-117.7	185.3	144.2	96.5
前EPS预测值(人民币)			0.21	0.53	0.75
调整幅度(%)			-24.9	-28.6	-0.5
市盈率(倍)	NA	197.1	69.1	28.3	14.4
每股账面净值(人民币)	3.23	3.33	3.52	3.94	4.78
市账率(倍)	3.31	3.21	3.04	2.72	2.24

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于Non-GAAP基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

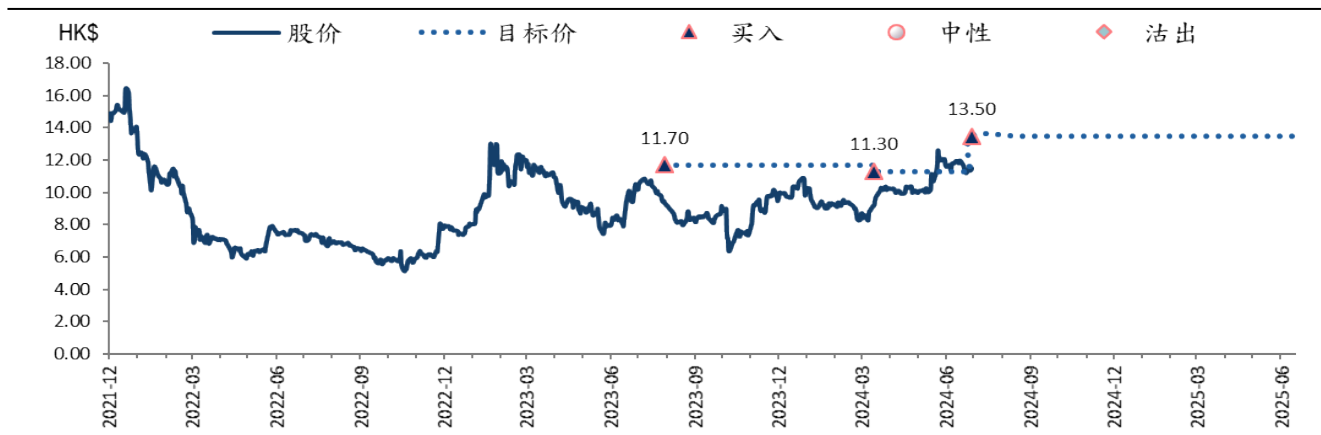
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 损益表预测

(年结12月31日, 百万元人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	10,265	12,387	15,160	17,970	21,113
<i>彭博一致预期</i>			<u>15,106</u>	<u>17,694</u>	<u>20,070</u>
同比增长 (%)	26	21	22	19	17
同城即时配送服务	10,229	12,387	15,160	17,970	21,113
同城配送服务	6,548	7,387	9,135	11,078	13,189
对商家 (To B)	4,650	5,220	6,628	8,140	9,770
对消费者 (To C)	1,899	2,168	2,507	2,939	3,420
最后一公里配送	3,680	5,000	6,025	6,891	7,924
		5,000	6,025	6,891	
同比增速					
同城配送服务	29	13	24	21	19
对商家 (To B)	20	12	27	23	20
对消费者 (To C)	57	14	16	17	16
最后一公里配送	20	36	20	14	15
成本	(9,852)	(11,593)	(14,078)	(16,643)	(19,409)
毛利/亏损	413	795	1,082	1,327	1,704
毛利率 (%)	4.0	6.4	7.1	7.4	8.1
销售及营销开支	(202)	(213)	(295)	(266)	(244)
占收比 (%)	2.0	1.7	1.9	1.5	1.2
研发开支	(97)	(92)	(121)	(126)	(106)
占收比 (%)	0.9	0.7	0.8	0.7	0.5
行政开支	(509)	(517)	(601)	(629)	(652)
占收比 (%)	5.0	4.2	4.0	3.5	3.1
运营利润/亏损	(331)	19	123	365	760
财务收入, 净额	42	40	45	45	45
税前利润	(289)	63	168	410	805
税费	2	2	(25)	(61)	(121)
终止经营业务利润/亏损		(14)	0	0	0
净利润/亏损	(287)	51	143	348	684
调整后运营利润/亏损	(287)	19	123	365	760
调整后运营利润率 (%)	-3.2	0.2	0.8	2.0	3.6
调整后净利润/亏损	(287)	51	143	348	684
<i>彭博一致预期</i>		<u>0</u>	<u>158</u>	<u>312</u>	<u>463</u>
调整后净利润/亏损率 (%)	-2.8%	0.4	0.9	1.9	3.2
调整后每股收益(元)	(0.31)	0.07	0.15	0.38	0.74
<i>彭博一致预期</i>			<u>0.16</u>	<u>0.34</u>	<u>0.50</u>

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测 *2023年开始分拆团餐业务

图表 2: 顺丰同城 (9699 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	100.67	132.00	31.1%	2024年05月17日	广告
9899 HK	云音乐	买入	95.95	120.00	25.1%	2024年06月04日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	17.62	17.00	-3.5%	2024年05月24日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	4.08	6.70	64.2%	2024年05月17日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.98	17.00	13.5%	2024年05月14日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	47.70	75.00	57.2%	2024年01月23日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.68	5.90	-11.7%	2024年05月29日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	33.96	33.00	-2.8%	2024年05月29日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.95	29.00	11.8%	2024年02月21日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	139.24	213.00	53.0%	2024年05月23日	电商
JD US	京东	买入	28.63	40.00	39.7%	2024年05月17日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	78.52	111.00	41.4%	2024年04月11日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	11.82	13.40	13.4%	2024年06月26日	电商
DAO US	有道	买入	3.67	5.00	36.2%	2024年05月24日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	61.95	89.00	43.7%	2024年04月25日	教育
GOTU US	高途	买入	5.39	9.10	68.8%	2024年02月28日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.68	15.50	45.1%	2024年01月26日	教育
NTES US	网易	买入	91.82	117.00	27.4%	2024年05月24日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	22.45	30.00	33.6%	2024年05月22日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	384.80	457.00	18.8%	2024年05月16日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.18	15.00	23.2%	2024年03月28日	游戏
3690 HK	美团	买入	116.10	129.00	11.1%	2024年06月07日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	20.05	26.00	29.7%	2024年03月18日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	11.50	13.50	17.4%	2024年07月12日	物流
2618 HK	京东物流	中性	8.48	9.80	15.6%	2024年07月12日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.55	1.90	22.6%	2024年05月16日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	22.30	30.00	34.5%	2024年03月28日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.46	14.00	33.8%	2024年03月27日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	15.50	25.00	61.3%	2024年05月22日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	392.60	509.00	29.6%	2024年05月21日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至2024年7月11日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	10,229	12,387	15,160	17,970	21,113
主营业务成本	(9,818)	(11,593)	(14,078)	(16,643)	(19,409)
毛利	411	795	1,082	1,327	1,704
销售及管理费用	(665)	(730)	(896)	(894)	(897)
研发费用	(91)	(92)	(121)	(126)	(106)
其他经营净收入/费用	63	46	58	58	58
经营利润	(282)	19	123	365	760
Non-GAAP标准下的经营利润	(282)	19	123	365	760
财务成本净额	42	40	45	45	45
税前利润	(240)	59	168	410	805
税费	2	2	(25)	(61)	(121)
净利润	(238)	62	143	348	684
作每股收益计算的净利润	(238)	62	143	348	684
Non-GAAP标准的净利润	(287)	51	143	348	684

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,460	1,378	1,444	1,732	2,353
应收账款及票据	1,093	1,147	1,594	1,636	2,147
存货	16	8	21	13	26
其他流动资产	857	973	1,056	1,141	1,235
总流动资产	3,425	3,506	4,115	4,522	5,762
物业、厂房及设备	15	15	18	16	15
其他有形资产	40	40	40	40	40
无形资产	187	193	196	199	201
合资企业/联营公司投资	15	15	15	15	15
其他长期资产	421	420	420	420	420
总长期资产	677	683	690	690	691
总资产	4,103	4,189	4,805	5,212	6,453
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	999	997	1,465	1,491	1,957
其他短期负债	70	72	75	77	80
总流动负债	1,069	1,069	1,540	1,568	2,037
其他长期负债	17	17	17	17	17
总长期负债	17	17	17	17	17
总负债	1,086	1,086	1,557	1,586	2,054
股本	5,095	5,095	5,095	5,095	5,095
储备及其他资本项目	(2,078)	(1,992)	(1,848)	(1,469)	(696)
股东权益	3,017	3,103	3,247	3,626	4,399
总权益	3,017	3,103	3,247	3,626	4,399

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(240)	63	168	410	805
折旧及摊销	100	103	105	105	106
营运资本变动	(217)	(165)	(74)	(93)	(153)
利息调整	45	0	0	0	0
其他经营活动现金流	(55)	(36)	(45)	(45)	(45)
经营活动现金流	(365)	(36)	154	377	713
资本开支	(9)	(13)	(8)	(9)	(12)
其他投资活动现金流	(635)	(80)	(80)	(80)	(80)
投资活动现金流	(644)	(93)	(88)	(89)	(92)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(22)	0	0	0	0
融资活动现金流	(22)	0	0	0	0
汇率收益/损失	1	0	0	0	0
年初现金	2,538	1,507	1,378	1,444	1,732
年末现金	1,460	1,378	1,444	1,732	2,353

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(0.255)	0.066	0.155	0.378	0.744
全面摊薄每股收益	(0.255)	0.066	0.155	0.378	0.744
Non-GAAP标准下的每股收益	(0.307)	0.054	0.155	0.378	0.744
每股账面值	3.232	3.331	3.519	3.942	4.781
利润率分析(%)					
毛利率	4.0	6.4	7.1	7.4	8.1
EBITDA利润率	(1.8)	1.0	1.5	2.6	4.1
EBIT利润率	(2.8)	0.2	0.8	2.0	3.6
净利率	(2.3)	0.5	0.9	1.9	3.2
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	4.0	6.4	7.1	7.4	8.1
EBITDA利润率	(1.8)	1.0	1.5	2.6	4.1
经营利润率	(2.8)	0.2	0.8	2.0	3.6
净利率	(2.8)	0.4	0.9	1.9	3.2
盈利能力(%)					
ROA	(6.9)	1.2	3.2	7.0	11.7
ROE	(9.1)	1.7	4.5	10.1	17.0
ROIC	(8.8)	0.6	3.3	9.0	16.1
其他					
流动比率	3.2	3.3	2.7	2.9	2.8
应收账款周转天数	33.1	33.0	33.0	32.8	32.7
应付账款周转天数	20.5	18.0	18.5	19.0	19.0

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年7月12日
顺丰同城 (9699 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。