

净利同比翻倍增长，预计9月进入港股通

投资要点

- 事件：**顺丰同城公布2024年半年报。2024年上半年公司实现营收68.8亿元，同比增长19.6%。公司毛利及毛利率分别为4.7亿及6.9%，较去年同期毛利率6.7%上涨0.2pp。净利润及净利润率分别为0.6亿元及0.9%，较去年同期净利润同比翻倍增长，增速达105.1%，公司盈利能力持续提升。
- 业务凸显良好韧性，实现核心业务健康可持续增长。**公司订单量与去年同期相比实现强劲增长超过三成，同城配送服务的收入从2023年上半年33.9亿元增长19.2%至2024年上半年40.4亿元。充分发挥运力网络的弹性和成本优势，与主要客户的合作规模和派件占比持续提升。最后一公里配送服务的收入从2023年上半年的23.6亿元增长20.3%至2024年上半年的28.4亿元。
- 业务结构优化，综合服务能力强。**经过前期业务结构优化和合作商户基数的扩大，面向商家的同城配送收入有显著的改善和提升，2024年上半年实现营收28.7亿元，同比增长18.8%。公司运力网络的灵活性仍然极具优势，在节假日高峰期及恶劣天气等特殊情况下，均能践行对服务质量和稳定性的承诺，节假日和恶劣天气下时效达成率波动分别不超过1和3个百分点。报告期内，时效达成率约为95%，3公里以内订单的平均配送时长为22分钟。
- 加深对消费者的理解，主动捕捉市场新机会。**2024年上半年，面向消费者的同城配送收入为11.6亿元，同比增长20.1%。随着用户规模的扩大，公司更加注重提升服务质量，实施用户精细化运营，并优化会员体系，促进老客户的留存率和复购率提升。截至2024年6月30日过去12个月内，活跃消费者规模逾2190万人。
- 估值与投资建议：**考虑到公司所处的本地零售发展和第三方即时配送服务仍有持续渗透的市场机会，因此采用PS估值更为合理。从PS角度看，公司2024年估值为0.6倍，三家可比公司平均为1.01倍。伴随公司未来将充分利用企业自身优势，继续专注于高质量增长及盈利提升，稳中求进，看好利润端进一步的弹性释放，给予2025年0.6倍估值，按1元人民币兑换1.095港元汇率换算，对应目标价约12.89港元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济波动风险、运力不足风险、业务开拓不及预期风险等。

指标/年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元人民币)	10265.19	12400.32	15152.14	18000.20	21074.84
增长率	25.58%	20.80%	22.19%	18.80%	17.08%
归属母公司净利润(百万元人民币)	-286.90	50.59	149.60	279.95	386.24
增长率	68.08%	117.63%	195.68%	87.13%	37.97%
每股收益EPS	-0.31	0.06	0.16	0.31	0.42
净资产收益率	-9.51%	1.70%	4.78%	8.21%	10.16%
PE	-31.70	179.74	60.79	32.48	23.54

数据来源: ifind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光悒
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58351859
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn
联系人: 杨蕊
电话: 021-58351985
邮箱: yangrui@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	6.37-12.6
3个月平均成交量(百万)	0.51
流通股数(亿)	9.17
市值(亿)	99.63

相关研究

- 顺丰同城 (9699.HK): 第三方即时配送服务商龙头, 上半年扭亏为盈 (2023-09-01)

盈利预测与估值

假设 1: 2023 年, 面向商家的同城配送实现收入同比增长 12.3%, 未来公司将继续与顺丰控股集团生态圈的参与者进行战略合作, 为客户打造“前端仓储+中端干线+同城即时配送”的一体化供应链解决方案, 预计 2024-2026 年公司面向商家的同城配送业务量同比+18%、+15%、+10%。

假设 2: 2023 年, 面向消费者的同城配送收入同比增长 14.2%, 由于消费习惯加速养成与用户规模的不断扩大, 年度活跃消费者规模持续扩大。未来公司将优化面向个人消费者的服务质量, 旨在凭高标准的配送流程, 让消费者感受更优质的配送体验服务, 预计 2024-2026 年公司面向消费者的同城配送业务量同比+15%、+12%、+12%。

假设 3: 2023 年疫情结束后, 相关业务快速恢复, 最后一公里配送收入同比增长 35.9%。未来公司将深化与主要客户的合作场景和产品创新, 进一步扩大公司网络, 实现网络效应及规模经济, 预计 2024-2026 年公司最后一公里配送业务量同比+30%、+25%、+25%。

假设 4: 公司前期在配送网络建设上的投入较大, 预计未来公司将受益于网络规模经济效益进一步提升及科技赋能业务带来的效率提升, 预计 2024-2026 年公司配送毛利率分别为 6.7%、6.9%、7.2%。

基于以上假设, 预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表:

表 1: 主营业务收入及毛利率

单位: 百万元人民币		2023A	2024E	2025E	2026E
面向商家的同城配送	收入	5219.7	6159.2	7083.1	7791.4
	增速	12.3%	18.0%	15.0%	10.0%
面向消费者的同城配送	收入	2167.6	2492.7	2791.9	3126.9
	增速	14.2%	15.0%	12.0%	12.0%
最后一公里配送	收入	5000.2	6500.2	8125.2	10156.6
	增速	35.9%	30.0%	25.0%	25.0%
合计	收入	12387.4	15152.1	18000.2	21074.8
	增速	20.7%	22.3%	18.8%	17.1%
	毛利率	6.4%	6.7%	6.9%	7.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 151.5 亿元、180 亿元和 210.7 亿元, 归母净利润分别为 1.5 亿元、2.8 亿元、3.9 亿元, EPS 分别为 0.16 元、0.31 元、0.42 元。

综合考虑业务范围, 选取了即时配送行业两家美股上市公司及一家港股上市公司作为估值参考, 其中美团是中国领先的生活服务电子商务平台, 在消费者的日常生活中扮演着重要的角色, 是全球服务业电子商务模式的创新先锋。达达集团是中国领先的本地即时零售和配送平台, 叮咚买菜是中国领先的以鲜活杂货为核心产品门类的即时零售和配送平台。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价	每股销售收入 (港元/美元/元)				PS (倍)			
		(港元/美元/元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
3690.HK	美团-W	102.8	44.48	52.94	61.55	70.24	2.31	1.94	1.67	1.46
DADA.O	达达	1.15	1.39	1.37	1.62	1.86	0.82	0.84	0.71	0.62
DDL.N	叮咚买菜	2.12	7.91	8.59	9.46	10.05	0.27	0.25	0.22	0.21
平均值							1.13	1.01	0.87	0.76
9699.HK	顺丰同城	9.91	13.52	16.52	19.62	22.97	0.73	0.60	0.51	0.43

数据来源: Wind, 西南证券整理

考虑到公司所处的本地零售发展和第三方即时配送服务仍有持续渗透的市场机会，因此采用 PS 估值更为合理。从 PS 角度看，公司 2024 年估值为 0.6 倍，三家可比公司平均为 1.01 倍。伴随公司未来将充分利用企业自身优势，继续专注于高质量增长及盈利提升，稳中求进，看好利润端进一步的弹性释放，给予 2025 年 0.6 倍估值，按 1 元人民币兑换 1.095 港元汇率换算，对应目标价约 12.89 港元，维持“买入”评级。

附：财务报表

资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1901.65	1943.16	2192.14	2543.16	营业额	12400.32	15152.14	18000.20	21074.84
应收账款	1195.20	1496.63	1777.94	2081.63	销售成本	11604.54	14136.95	16758.19	19599.61
预付款项、按金及其他应收款项	76.22	173.15	205.70	240.83	销售费用	217.28	265.16	306.00	354.06
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	619.92	681.85	720.01	790.31
存货	6.85	12.68	15.04	17.59	财务费用	-40.13	-57.67	-62.03	-71.03
其他流动资产	600.73	656.13	682.33	710.62	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产总计	3780.65	4281.76	4873.15	5593.83	投资收益	3.31	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	28.38	28.38	28.38	28.38	公允价值变动损益	0.00	0.00	1.00	2.00
固定资产	12.19	10.28	8.37	6.46	营业利润	2.03	125.86	279.03	403.90
在建工程	0.00	0.00	0.67	1.83	其他非经营损益	46.30	50.14	50.14	50.14
无形资产	161.43	134.53	107.90	81.63	税前利润	48.33	176.00	329.17	454.05
长期待摊费用	0.00	0.00	0.50	1.00	所得税	-2.27	26.40	49.23	67.81
其他非流动资产	217.04	217.04	218.00	219.84	税后利润	50.59	149.60	279.95	386.24
非流动资产合计	419.04	390.23	363.81	339.15	归属于非控制股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	4199.69	4671.98	5236.96	5932.97	归属于母公司股东利润	50.59	149.60	279.95	386.24
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	87.83	147.14	296.56	413.68
应付账款	703.04	865.21	1025.63	1199.53	NOPLAT	-39.89	57.96	183.75	281.54
其他流动负债	504.07	664.60	788.20	922.07	EPS(元)	0.06	0.16	0.31	0.42
流动负债合计	1207.11	1529.81	1813.83	2121.60					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
其他非流动负债	11.48	11.48	11.48	11.48	成长能力				
非流动负债合计	11.48	11.48	11.48	11.48	营收额增长率	20.80%	22.19%	18.80%	17.08%
负债合计	1218.60	1541.29	1825.32	2133.09	EBIT 增长率	102.48%	1343.02%	125.77%	43.37%
股本	933.46	933.46	933.46	933.46	EBITDA 增长率	138.06%	67.53%	101.55%	39.49%
留存收益	0.00	149.60	429.55	815.79	税后利润增长率	117.63%	195.68%	87.13%	37.97%
归属于母公司股东权益	2981.09	3130.69	3411.64	3799.88	盈利能力				
归属于非控制股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	6.42%	6.70%	6.90%	7.00%
权益合计	2981.09	3130.69	3411.64	3799.88	净利率	0.41%	0.99%	1.56%	1.83%
负债和权益合计	4199.69	4671.98	5236.96	5932.97	ROE	1.70%	4.78%	8.21%	10.16%
					ROA	1.20%	3.20%	5.35%	6.51%
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	ROIC	-2.01%	3.21%	8.41%	11.25%
税后经营利润	-1.34	106.98	236.33	341.62	估值倍数				
折旧与摊销	79.63	28.82	29.42	30.67	P/E	179.74	60.79	32.48	23.54
财务费用	-40.13	-57.67	-62.03	-71.03	P/S	0.73	0.60	0.51	0.43
其他经营资金	228.13	-136.91	-58.38	-61.89	P/B	3.05	2.90	2.67	2.39
经营性现金净流量	266.29	-58.78	145.33	239.37	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性现金净流量	294.63	42.62	41.62	40.62	EV/EBIT	984.73	70.22	31.24	21.67
筹资性现金净流量	-120.05	57.67	62.03	71.03	EV/EBITDA	91.93	56.47	28.14	20.07
现金流量净额	440.87	41.51	248.98	351.02	EV/NOPLAT	-202.44	143.36	45.41	29.48

数据来源: ifind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
