

香港股市 | 物流

顺丰控股 (6936 HK)

公司亮点

(一) 顺丰控股是一家1993年在广东顺德成立的全球领先的综合物流服务提供商，即提供全方位国内及国际物流服务(包括但不限于快递服务、快运服务、冷运物流服务、同城实时配送服务、供应链服务及国际物流服务)及向跨国公司、大型企业、中小型企业及散单客户提供一站式解决方案的物流服务提供商。

(二) 除了上述综合物流能力，公司的业务模式具有另外两个关键属性：直营模式、独立第三方。公司直接经营从最初一公里收件到最后一公里派送的整个端到端物流流程。公司是中国唯一一家独立于主要电商平台的规模化综合物流服务提供商，可中立地服务其客户群。

(三) 根据2023年收入计，公司是中国及亚洲最大的综合物流服务提供商，也是全球第四大综合物流服务提供商，占全球市场份额0.7%。

行业前景

根据弗若斯特沙利文报告，以 2023 年收入计，全球综合物流服务市场分散，十大服务提供商所占市场份额合共仅达 7.6%。2018-2023 年全球及中国物流支出金额的复合年增长率分别为 4.0% 及 6.0%，2023-2028 年预计为 4.4% 及 4.2%。按金额，中国物流支出占全球比例预计由 2023 年的 24.3% 下跌至 2028 年的 24.1%，相反同期亚洲(不含中国)占比预计由 21.2% 增长至 23.8%。

公司经营

公司收入 2021-2023 年整体增长，收入由 2021 年的 2,072 亿元(人民币，下同)升至 2023 年的 2,584 亿元。其中速运及大件业务收入由 1,607 亿元上升至 1,869 亿元。中国仍是主要收入来源，同期收入由 1,890 亿元增长至 2,235 亿元，但所占总收入比例由 91.2% 下跌至 86.5%。公司股东净利润由 47.3 万元增长至 82.3 亿元，期内股东净利润率由 2.3% 上升至 3.2%。

中泰评分

综合得分：(100 分为满)

申购	70
行业前景	15
公司经营	16
估值水平	13
稳价人往绩	13
市场氛围	13

注：各项满分为 20 分，综合得分满分为 100 分。

招股概要

公开发售价：	HK\$32.30-36.30
每手股数：	200 股
每手费用：	约 HK\$7,333
公司市值：	HK\$1,611 亿-1,810 亿
保荐人：	高盛、华泰、摩根大通
主要股东：	王卫
总发行新股：	170 百万股(H 股)
公开发售：	16.15 百万股
国际发售：	153.85 百万股
截止认购日：	11 月 22 日
分配结果日：	11 月 26 日
正式上市日：	11 月 27 日

来源：公司资料

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

公司 2024 年 1-6 月收入同比上升 8.1%至 1,344 亿元，当中速运及大件业务收入增长 7.5%至 968 亿元。中国市场收入同比 8.1%至 1,160 亿元，所占总收入比例为 86.3%，与去年同期持平。公司股东净利润同比上升 15.1%至 48.1 亿元，股东净利润率同比增长 0.2 个百分点至 3.6%。2024 年中期派息为约 40%。

根据未经审计资料，2024 年 1-9 月收入及税后利润分别同比上升 9.4%及 28.0%至 2,069 亿元及 76.7 亿元。

估值水平

我们选取六家港股物流同业进行对标，包括中通快递（2057 HK）、京东物流（2618 HK）、极兔速递（1519 HK）、嘉里物流（636 HK）、安能物流（9956 HK）、顺丰同城（9699 HK），其中嘉里物流及顺丰同城的公司附属企业。估值方面，公司 2023 年市盈率为 18.0-20.2 倍，属港股同业中游。根据公司 A 股顺丰控股(002352 CH)约 25 倍市盈率，AH 溢价约 23.8%-38.8%，H 股市盈率估值相对不是十分吸引。公司 2022 年市净率为 1.4-1.6 倍，普遍低于同业。

图表 1: 同业比较（更新至 2024 年 11 月 19 日）

股票名称	<最新已公布财年之财务数据>		收入增长		净利增长	净利率	ROA	ROE	历史	历史
	财年	(亿港元)	总收入	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	市盈率(倍)	市净率(倍)
顺丰控股 (6936 HK)	12/2023	1,611-1,810	2,809	-3.4	32.2	3.2	3.7	8.0	18.0-20.2	1.4-1.6
中通快递 (2057 HK)	12/2023	1,327	425	8.6	28.5	22.8	9.9	14.7	14.0	2.2
京东物流 (2618 HK)	12/2023	986	1,842	21.3	不适用	0.4	3.2	7.2	24.6	1.8
极兔速递 (1519 HK)	12/2023	525	693	21.8	不适用	-12.4	-17.6	不适用	不适用	2.2
嘉里物流 (636 HK)	12/2023	125	474	-42.4	-77.5	1.7	3.1	7.5	5.3	0.8
安能物流 (9956 HK)	12/2023	94	110	6.2	不适用	4.0	6.8	17.4	22.1	3.5
顺丰同城 (9699 HK)	12/2023	89	137	21.1	不适用	0.4	1.2	1.7	129.6	2.8

注：嘉里物流及顺丰同城是公司附属企业 来源：公司资料、彭博、中泰国际研究部

稳价人往绩

此次稳价人是摩根大通，2024 年初至今共参与保荐 3 个项目，其中担任稳价人 2 个项目，首日表现 2 平。

市场氛围

今年年初至今港股新股市场气氛反复，累计上市 58 只新股，首日破发率达 37.9%，平均首日上升 9%。公司引入 10 家基石投资人，包括包括 Oaktree、惠汉、WT Asset Management、中国太保(2601 HK)、Green Better、Infini、Wind Sabre、Morgan Stanley International、Ghisallo、睿郡资产管理，占发行新股数目的 27.3%(按每股 34.30 港元中间发行价)，有利市场信心。

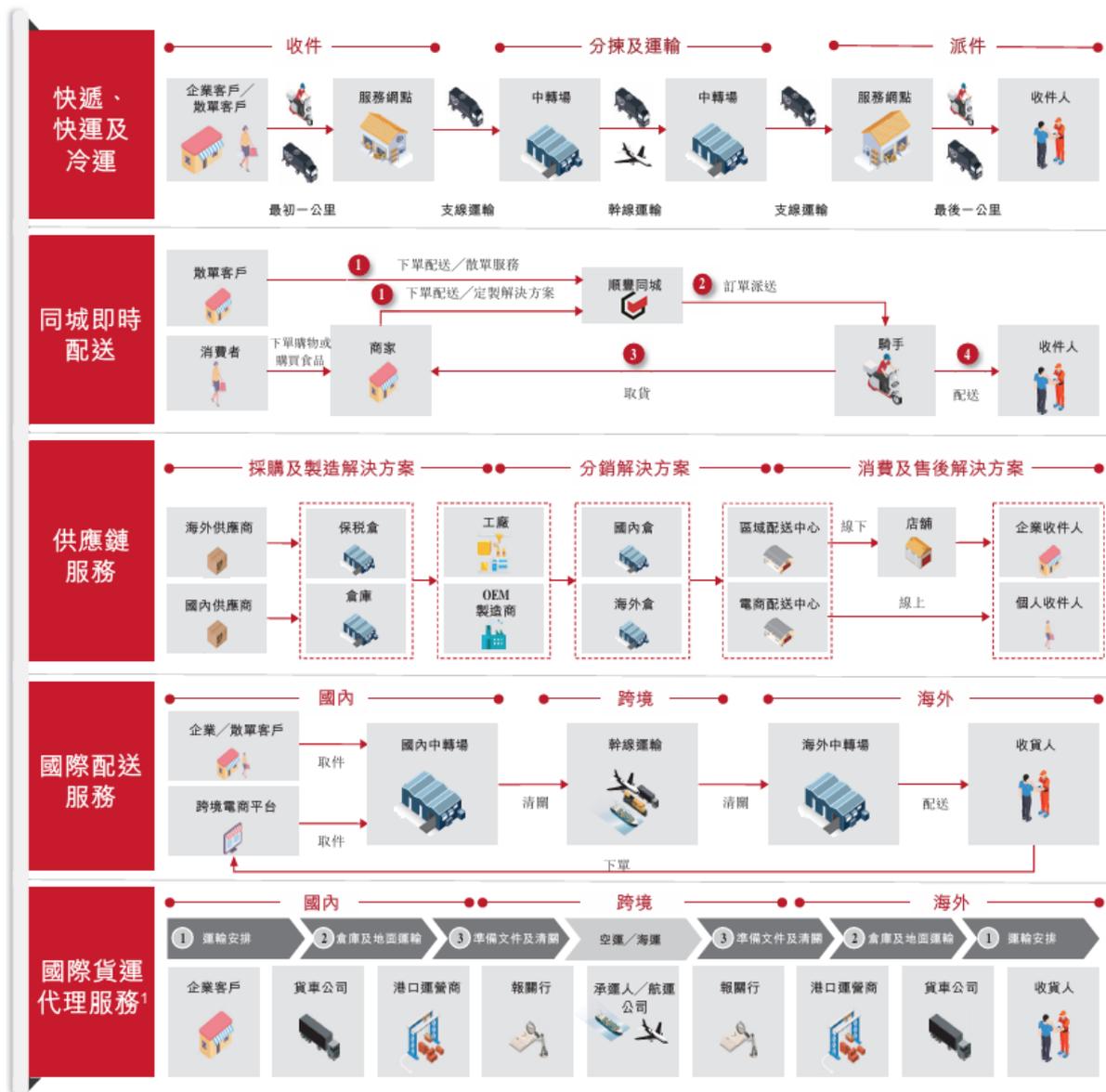
申购建议

公司具有市场领导地位，2021 年至 2024 年上半年期间盈利保持增长，股东净利润率轻微上升。公司开拓中国以外市场以捕捉商机。根据弗若斯特沙利文报告，预计 2023-2028 年中国物流支出占全球比例预计下跌，相反同期亚洲(不含中国)占比上升。估值方面，比较公司 2023 年 AH 股市盈率，其 AH 溢价约 23.8%-38.8%，H 股估值相对不是十分吸引。但是公司引入不少基石投资人，有利市场信心。因此综上所述，给予其 70 分，评级为“申购”。

风险提示

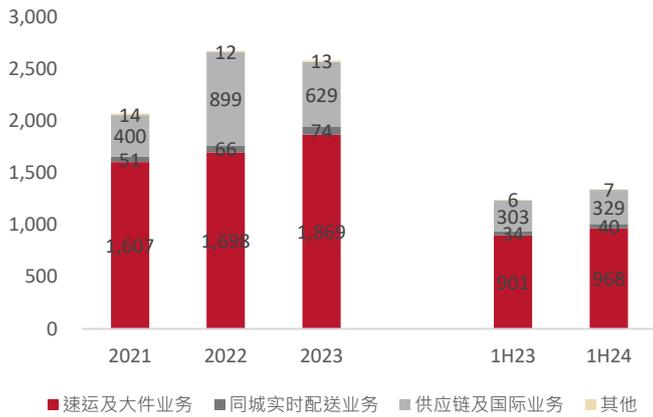
- (1) 行业周期风险、(2) 经济放缓风险、(3) 政策变动风险

图表 2: 公司综合物流服务模式



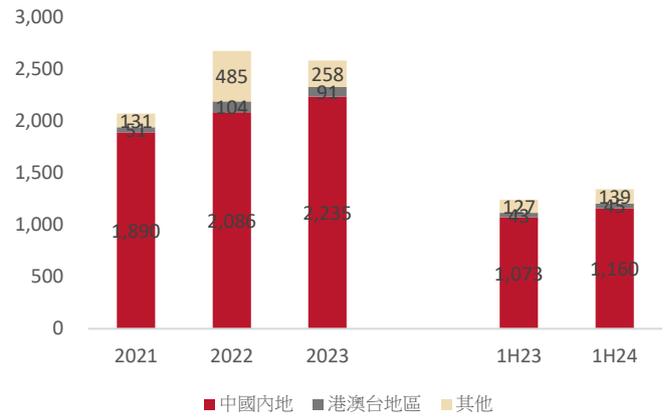
来源：公司资料

图表 3: 公司收入分布 (按业务) (单位: 亿人民币)



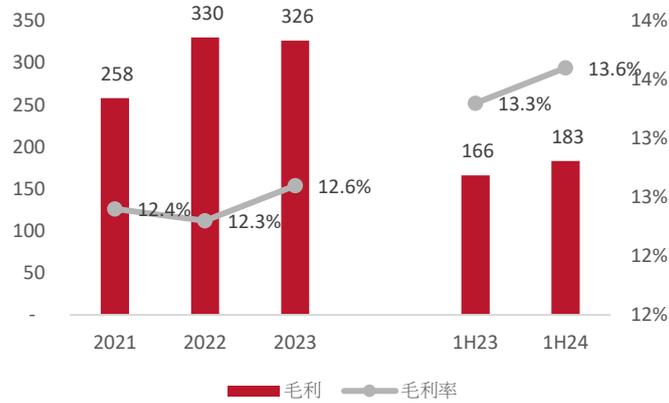
来源: 公司资料、中泰国际研究部

图表 4: 公司收入分布 (按地区) (单位: 亿人民币)



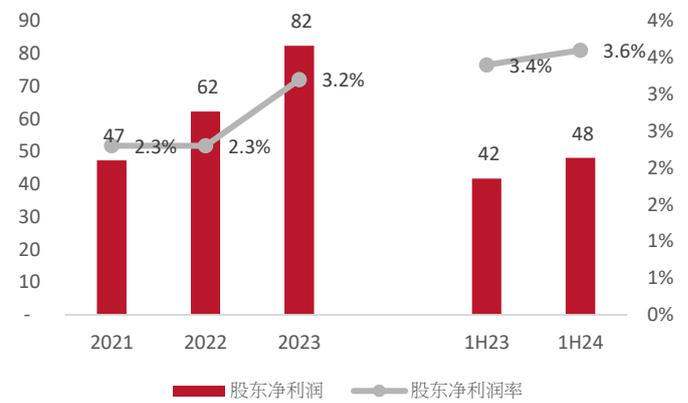
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 5: 公司毛利及毛利率 (单位: 亿人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 6: 公司股东净利润及股东净利润率 (单位: 亿人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

1. 行业前景评分： 1-20 分，20 分为最高分
2. 公司经营评分： 1-20 分，20 分为最高分
3. 估值水平评分： 1-20 分，20 分为最高分
4. 稳价人往绩评分： 1-20 分，20 分为最高分
5. 市场氛围评分： 1-20 分，20 分为最高分

综合评分总得分 = (行业前景评分 + 公司经营评分 + 估值水平评分 + 稳价人往绩评分 + 市场氛围评分) 之总和

积极申购： 综合评分总得分 \geq 80 分

申购： 70 分 \leq 综合评分总得分 $<$ 80 分

中性： 60 分 \leq 综合评分总得分 $<$ 70 分

不申购： 综合评分总得分 $<$ 60 分

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司无企业融资业务关系。
- 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- 中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805