

买入

技术升级驱动效率升级，强化第三方平台中立性优势

顺丰同城 (9699.HK)

2025-05-09 星期五

【投资要点】

目标价: **11.5 港元**
现价: **8.91 港元**
预计升幅: **28.4%**

重要数据

日期	2025-05-09
收盘价 (港元)	8.91
总股本 (亿股)	9.17
总市值 (亿港元)	81.74
净资产 (亿港元)	31.97
总资产 (亿港元)	50.43
52 周高低 (港元)	7.54/12.84
每股净资产 (港元)	3.74

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	5.65%
Boundless Plain	5.74%

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、20241129

研究部

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

➤ 收入增长超预期，盈利能力显著提升

2024 年顺丰同城实现营业收入 157.46 亿元，同比增长 27.1%，连续七年保持两位数增长；净利润达 1.33 亿元，同比增长 161.8%，净利率从 2023 年的 0.4% 提升至 0.8%，盈利改善趋势显著。毛利率提升至 6.8%，主要受益于订单量增长带来的规模效应及网络效率优化。

➤ 持续探索无人配送技术，启动配送业务第二增长引擎

近年来，公司持续探索智慧物流和无人配送技术在商业化场景的应用，自 2022 年在深圳试点上线无人机急送服务，2024 年推进全国多地实现无人车配送的营运投产。截至 2025 年 5 月，公司已在全国 30 多个城市投运超百台无人配送车，月均活跃路线达上千条。公司 2025 年计划将无人车月均活跃路线从千条级扩展至“万条级”。

➤ 上线“丰配云”即时物流系统，实现生态共赢局面

顺丰同城上半年上线“丰配云”即时物流系统，通过技术赋能并巩固了公司行业领先地位，体现了公司作为第三方即配平台在即时零售生态中的核心价值。顺丰同城作为独立第三方平台，将公司积累的智能调度、全流程管理和大数据分析能力模块化输出，帮助商家及中小物流企业低成本接入高效即配服务，解决了传统即配模式中订单分散、管理低效和履约成本高的痛点。

➤ 看好公司第三方平台中立性优势，维持买入评级

在看好公司目前在即时配送市场的第三方地位及行业商业化潜力，因此我们给予公司 11.5 港元的目标价，对应 2025 财年的 PS 约 0.6 倍，PE 约 40 倍，维持买入评级。

货币单位: 人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营收 (百万元)	12,387	15,746	19,075	23,220	27,964
变动	20.7%	27.1%	21.1%	21.7%	20.4%
净利润 (百万元)	50.6	132.5	232.9	402.8	543.4
变动		161.80%	75.85%	72.92%	34.91%
净利润率	0.41%	0.84%	1.22%	1.73%	1.94%
每股盈利 (元)	0.06	0.14	0.25	0.44	0.59
市销率 (倍)	0.59	0.47	0.39	0.32	0.26
市盈率 (倍)	145.2	55.5	31.5	18.2	13.5

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

► 收入增长超预期，盈利能力显著提升

2024年顺丰同城实现营业收入157.46亿元，同比增长27.1%，连续七年保持两位数增长；净利润达1.33亿元，同比增长161.8%，净利率从2023年的0.4%提升至0.8%，盈利改善趋势显著。毛利率提升至6.8%，主要受益于订单量增长带来的规模效应及网络效率优化。核心增长动能来自三方面：一是KA客户新签订单收入实现高双位数增长，与山姆会员商店等头部品牌新增合作门店超7500家，活跃商家规模达65万（同比+39%）；二是下沉市场开拓成效显著，县域覆盖超1300个，相关收入同比增长121%；三是非餐场景快速扩容，茶饮配送收入增长73%，商超便利、美妆、医药等零售品类均实现高双位数增长。分业务来看，同城配送服务（收入占比57.9%）：面向商家的B端收入66.88亿元（+28.1%），活跃商家突破65万家（+39%），其中山姆会员店、肯悦咖啡等KA客户贡献显著，新签订单收入实现高双位数增长。非餐场景收入37.0亿元（+26.2%），茶饮配送收入同比大增73%，商超便利、美妆、医药等品类增速均超20%。2.消费者端C端配送：收入24.33亿元（+12.2%），活跃消费者达2341万人，“独享专送”等高时效产品单量翻4倍，推动客单价提升。3.最后一公里配送：收入66.25亿元（+32.5%），受益于电商退货物流单量翻倍及顺丰速运协同效应，日均揽收订单突破150万单。下沉市场表现亮眼，县域覆盖超1300个，收入同比激增121%。成本方面，公司通过AI大模型优化订单与骑手匹配算法，履约时效达成率95%，恶劣天气下时效波动仅3%。另外公司打造的城市物流系统支持多场景订单整合，因此骑手人效提升显著，带动核心骑手成本占收入比重持续下降，最终推动盈利能力提升。

► 持续探索无人配送技术，启动配送业务第二增长引擎

近年来，公司持续探索智慧物流和无人配送技术在商业化场景的应用，自2022年在深圳试点上线无人机急送服务，2024年推进全国多地实现无人车配送的营运投产。截至2025年5月，公司已在全国30多个城市投运超百台无人配送车，月均活跃路线达上千条，并在深圳与肯德基推出“无人车+骑手”协同配送服务，标志着无人配送技术从试点向规模化应用加速迈进。围绕最后一公里业务，顺丰同城重点探索无人车在同城接驳和网点集散的运营模式，全国月均活跃路线已达上千条。同时，从系统侧配套能力，持续加强车辆调度、运营监控、线路启停等功能，并迭代运营策略、加强实时监控，不断提升无人车的履约效率和稳定性，采用“首尾两端骑手装卸+中段无人车运输”的协同模式，既保留骑手灵活性与服务质量，又通过无人车降低中长距离配送的人力成本，进一步降低

成本。公司 2025 年计划将无人车月均活跃路线从千条级扩展至“万条级”，顺丰同城通过“无人车+骑手”的协同配送生态，由无人车承担支线运输及短途接驳，结合骑手末端配送灵活性，在释放人效，提升配送效率的同时，“人车协同”实现更多精细化操作和创新性任务处理，而对于公司所布局的全场景业务生态，这种多元运力协同不仅能够满足常规配送，更能高效承接长距离、大重量、异形件等高价值非标配送需求。未来公司计划将无人车延伸至校园、产业园、公园等半封闭场景，解决传统配送车辆通行限制问题，我们预计 2025 年即时配送场景中非餐订单占比将提升至 35%，无人车高效接驳能力有望带动公司配送业务进入新增长通道。

➤ 上线“丰配云”即时物流系统，实现生态共赢局面

顺丰同城上半年上线“丰配云”即时物流系统，通过技术赋能并巩固了公司行业领先地位，体现了公司作为第三方即配平台在即时零售生态中的核心价值。

“丰配云”系统主要有三方面的赋能，首先是智能调度：通过 AI 算法综合订单分布、骑手位置、交通状况等变量，实现订单与运力的最优匹配，减少骑手空跑率；其次是全流程监管：商家可实时追踪订单状态，系统自动识别异常订单并触发预警，降低履约风险；最后是数据赋能：基于历史订单数据生成运营建议，帮助商家优化库存布局和营销策略。通过开放科技能力，顺丰同城不仅优化了自身运营效率，更推动商家、消费者及合作伙伴实现协同发展，形成多赢格局。顺丰同城作为独立第三方平台，凭借中立定位和技术壁垒，持续引领行业发展，进一步将公司积累的智能调度、全流程管理和大数据分析能力模块化输出，帮助商家及中小物流企业低成本接入高效即配服务，解决了传统即配模式中订单分散、管理低效和履约成本高的痛点。例如杭州品诚物流等合作伙伴通过接入“丰配云”，实现了一站式闭环管理，订单处理效率提升 30% 以上，通过技术降本增效的成果持续显现。

➤ 看好公司第三方平台中立性优势，维持买入评级

公司作为第三方配送商，与新兴直播电商、私域流量平台深度对接 API，提供“即看即买即达”的一站式履约方案，降低商家自建物流门槛，其独立第三方定位，使得公司生态避免与商流平台竞争，目前已经与母公司顺丰速运共享中转场资源，复用干线运力降低空驶率，并通过退货预处理服务（如质检、包装）延伸价值链。综上，看好公司目前在即时配送市场的第三方地位及行业商业化潜力，因此我们给予公司 11.5 港元的目标价，对应 2025 财年的 PS 约 0.6 倍，PE 约 40 倍，维持买入评级。

表 1：即时配送服务行业估值比较 (20250509)

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率PE			市净率PB	市销率PS
			TTM	25E	26E		
6936.HK	顺丰控股	2,159.68	17.33	15.50	13.21	1.93	0.63
2057.HK	中通快递-W	1,106.47	12.51	10.99	9.57	1.78	2.49
2618.HK	京东物流	752.76	12.11	10.73	9.06	1.36	0.41
1519.HK	极兔速递-W	515.60	71.11	20.77	12.48	2.53	0.70
0598.HK	中国外运	313.11	6.05	5.81	5.54	0.57	0.22
0636.HK	KLN	109.95	7.68	8.82	8.24	0.74	0.20
GRAB.O	GRAB	1,447.62		143.31	48.67	3.14	7.18
DASH.O	DOORDASH	5,587.69	228.70	80.63	44.49	9.24	6.91

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 行业竞争加剧；
2. 平均用户消费水平增长不及预期；
3. 宏观经济波动影响消费需求；
4. 技术投入回报不及预期；

【财务报表摘要】
财务报表摘要
损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预期	2026年 预期	2027年 预期
收入	12,387	15,746	19,075	23,220	27,964
成本	(11,593)	(14,675)	(17,665)	(21,455)	(25,821)
毛利	795	1,071	1,410	1,765	2,143
销售费用	(213)	(234)	(334)	(383)	(433)
管理费用	(517)	(637)	(706)	(789)	(923)
研发费用	(92)	(108)	(153)	(186)	(224)
其他	46	25	12	12	12
营运利润	19	117	230	419	575
净财务收入	40	29	29	29	29
所得税	2	(13)	(26)	(45)	(60)
净利润	62	133	233	403	543
增长					
总收入 (%)	20.7%	27.1%	21.1%	21.7%	20.4%
净利润 (%)	N/A	N/A	74.7%	72.9%	34.9%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预期	2026年 预期	2027年 预期
固定资产	12	22	25	29	34
无形资产	138	123	123	123	123
其他固定资产	240	226	226	226	226
非流动资产	391	371	374	378	382
应收账款	1,195	1,660	2,011	2,449	2,949
存货	7	8	9	11	13
其他短期资产	677	1,234	1,259	1,290	1,326
现金	1,902	1,370	1,566	1,931	2,435
总资产	4,171	4,642	5,219	6,059	7,105
应付款项	1,121	1,601	1,927	2,341	2,817
其他应付款	86	99	117	140	166
总流动负债	1,207	1,700	2,044	2,481	2,983
其他长期负债	11	9	9	9	9
总负债	1,219	1,709	2,053	2,490	2,993
股东权益	2,981	2,961	3,193	3,596	4,140

财务分析

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预期	2026年 预期	2027年 预期
盈利能力					
毛利率 (%)	6.4%	6.8%	7.4%	7.6%	7.7%
EBIT率 (%)	0.2%	0.7%	1.2%	1.8%	2.1%
净利率 (%)	0.5%	0.8%	1.2%	1.7%	1.9%
ROE	2.1%	4.5%	7.3%	11.2%	13.1%
营运表现					
费用/收入 (%)	6.6%	6.2%	6.3%	5.9%	5.7%
实际税率 (%)	3.6%	-8.6%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
应收账款天数	35	38	38	38	38
应付账款天数	35	40	40	40	40
财务状况					
负债/权益	0.41	0.58	0.64	0.69	0.72
收入/总资产	2.97	3.39	3.65	3.83	3.94
总资产/权益	1.40	1.57	1.63	1.68	1.72

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预期	2026年 预期	2027年 预期
税前利润	48	145	259	448	604
调整	26	16	(22)	(21)	(20)
运营资本变化	156	70	(33)	(34)	(35)
已付所得税及利息	33	24	3	(15)	(31)
营运活动现金流	264	255	207	377	518
固定资产投资	(8)	(15)	(10)	(11)	(13)
其他投资活动	302	(628)	1	0	0
投资活动现金流	295	(644)	(9)	(11)	(13)
股权融资	0	0	0	0	0
其他融资活动	(120)	(159)	(1)	(1)	(1)
融资活动现金流	(120)	(159)	(1)	(1)	(1)
现金变化	438	(547)	197	365	504
期初持有现金	1,458	1,899	1,369	1,566	1,931
汇兑变化	(0)	1	0	0	0
期末持有现金	1,896	1,352	1,566	1,931	2,435

投资评级定义及免责条款

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。本报告清晰准确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) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>