

证券研究报告

消费行业



增持 (首次)

目标价: 9.5 港元

现价: 7.65 港元

预期升幅: 24%

市场数据

日期	2023.6.6
收盘价(港元)	7.65
总股本(百万股)	9.33
总市值(亿港元)	71.4
净资产(亿元)	30.17
总资产(亿元)	41.03
每股净资产(元)	3.23

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《非餐场景增长显著, C 端同城配送驱动成长》20230331

海外消费研究

分析师:

宋婧茹

songjingru@xyzq.com.cn

SFC: BQI321

联系人:

陈雅雯

chenyawen@xyzq.com.cn

09699.HK 顺丰同城

高速发展的三方即配龙头

2023 年 6 月 6 日

投资要点

- **全场景覆盖的独立第三方即时配送龙头:** 顺丰同城自 2016 年起开展同城即时配送业务, 截止 2021 年 3 月以 11.1% 的市占率居于第三方即时配送服务平台首位, 并于 2021 年 12 月 14 日在港交所上市。公司服务网络覆盖外卖餐饮、同城零售、近场电商、近场服务四大场景, 公司 2018-2022 年以 CAGR 79.3% 增长至 2022 年收入 102.66 亿元, 其中 to B 同城配送/to C 同城配送/最后一公里配送收入分别为 46.50/18.99/36.80 亿元人民币。
- **万物到家, 需求多元, 第三方同城即配商家优势突出:** 新消费时代“万物到家”趋势下, 应用场景多元化增长, 中国即时配送行业 2021-2026 年将保持 28.0% 的年复合增长率, 到 2026 年达到 957.8 亿美元的近千亿美元市场规模, 随着多场景商家打造自有商流需求增加, 第三方即配行业渗透率预计将从 2016 年的 11.9% 提升至 2025 年的 20.5%。
- **抖音有望为 B 端同城配送带来增长引擎:** 公司是抖音外卖最大服务商, 同时凭借自身不带商流的第三方身份与抖音进行多生态融合, 例如 KOL 孵化等, 抖音外卖高客单远距离, 若未来进一步扩张试点城市, 有望为顺丰同城带来新增长引擎。
- **最后一公里配送业务增长确定性强, 摊薄公司成本增加骑手收入:** 最后一公里配送服务作为弹性运力嵌入顺丰的物流服务中, 2018-2022 年此业务板块收入 CAGR 为 268.3%, 在顺丰末端派件渗透率约为 10-15%, 仍有提升空间, 此业务增长稳健且确定性较高, 摊薄成本并增加骑手收入。
- **规模效应+优化业务结构+骑手池结构调整, 利润有望于 2024 打正:** 公司净亏损率由 2018 年的 -33.1% 收窄至 2022 年的 -2.8%。3 大方式有望助推公司利润率提升, 并于 2024 年实现盈亏平衡: 1) 规模效应, 2018-2021 年顺丰同城订单数量 CAGR 为 141%, 对标竞争对手, 顺丰同城受益于年订单量增长带来规模效应及持续优化订单结构和定价模式, 单笔履约成本有 61% 的下降空间; 2) 优化业务结构, 公司将战略性减少对于价格敏感, 利润率无优化空间的中小 B 同城配送客户; 3) 骑手池结构调整, 众包骑手订单由 2018 年约 19% 增至截至 2021 年 5 月 31 日止五个月的 92%, 节约成本并更加轻资产运行。
- **首次覆盖给予“增持”评级:** 我们预计公司 2023-2025 年经调整净利润分别为 -0.24/2.00/3.96 亿元, 首次覆盖给予“增持”评级, 目标价 9.5 港元, 目标价对应 2024-2025 财年 PE 为 39x/20x。
- **风险提示:** 1) 逆风环境影响持续; 2) 行业竞争激烈; 3) 与第三方平台合作不及预期。

主要财务指标

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,265	13,608	17,005	20,895
同比增长(%)	25.6	32.6	25.0	22.9
经调整净利润(百万元)	-287	-24	200	396
同比增长(%)	N/A	N/A	N/A	97.9
毛利率(%)	4.0	7.4	8.9	10.7
净利率(%)	-2.8	-0.2	1.2	1.9
ROE(%)	-9.5	-0.8	6.3	11.0
每股收益(元)	-0.31	-0.03	0.21	0.42

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

Outperform

(Initiate)

SF Intra-city (09699.HK)

A Fast-growing Third-party Real-time Delivery Leader

June 6, 2023

Consumer Industry

Key Data

Jun. 6, 2023

Closing Price (HKD)	7.65
Total Shares (100 Mn)	9.33
Market Cap(HKD/100 Mn)	71.4
Net Assets (RMB/100 Mn)	30.17
Total Assets (RMB/100 Mn)	41.03
BVPS(RMB)	3.23

Source:Wind, Industrial Securities Research Institute

Analyst:

Jingru SONG
songjingru@xyzq.com.cn
SFC: BQI321
SAC: S0190520050002

Assistant Analyst:

Yawen CHEN
chenyawen@xyzq.com.cn

An independent third-party real-time delivery leader with full-scenario coverage:

SF Express has launched intra-city real-time delivery business since 2016. As of March 2021, it ranked first in the third-party real-time delivery service platform with a market share of 11.1%, and was listed on the Hong Kong Stock Exchange on December 14, 2021. The company's service network covers the four major scenarios of takeaway catering, intra-city retail, near-field e-commerce, and near-field services. The company's revenue will grow at a CAGR of 79.3% from 2018 to 2022 to 10.266 billion yuan in 2022, of which to B intra-city delivery/to C intra-city delivery / Last mile delivery revenue was 4.65/1.90/3.68 billion yuan respectively.

Everything is delivered to the home, and the needs are diverse, the third-party intra-city delivery merchants have outstanding advantages:

Under the trend of "everything to home" in the new consumption era, the application scenarios are diversified and growing. China's instant delivery industry will maintain a compound annual growth rate of 28.0% from 2021 to 2026. In 2026, the market size will reach US\$95.78 billion. With the increasing demand for multi-scenario merchants to create their own business flow, the penetration rate of the third-party instant distribution industry is expected to increase from 11.9% in 2016 to 20.5% in 2025.

Douyin is expected to bring a growth engine to B-end intra-city distribution:

The company is the largest service provider of Douyin's food delivery, and at the same time, relies on its own third-party identity without business flow to integrate with Douyin's multi-ecology, such as KOL incubation, etc. Douyin takeaway has high customer unit price and long-distance. If the pilot cities are further expanded in the future, it is expected to bring new growth engines to SF Intra-city.

The growth of the last mile delivery business is highly deterministic, diluting the company's costs and increasing the income of riders:

The last mile delivery service is embedded in SF Express's logistics services as a flexible transport capacity. The CAGR of this business sector's revenue from 2018 to 2022 is 268.3%, and it is the most important in SF's terminal delivery. The penetration rate is about 10-15%, and there is still room for improvement. This business is growing steadily and with high certainty, diluting costs and increasing rider income.

Scale effect + optimization of business structure + structural adjustment of rider pool, profit is expected to be positive in 2024:

The company's net loss rate narrowed from -33.1% in 2018 to -2.8% in 2022. The three major methods are expected to boost the company's profit margin and achieve breakeven in 2024: 1) Scale effect, the CAGR of SF intra-city orders from 2018 to 2021 is 141%, compared with competitors, SF intra-city will benefit from the scale effect bring by the increase in annual order volume and continue to optimize the order structure, there is room for a 61% reduction in the cost of a single contract; 2) Optimizing the business structure, the company will strategically reduce the price-sensitive small and medium-sized B intra-city distribution

with no room for profit margin optimization customers; 3) Rider Pool Structural Adjustment, crowdsourcing rider orders increased from approximately 19% in 2018 to 92% in the five months ended May 31, 2021, saving costs and operating with lighter assets.

Initial cover with "Outperform" rating: We estimate that the company's adjusted net profit in 2023-2025 will be -24/200/396 million yuan respectively, we initially cover it with a "Outperform" rating, with a target price of HKD 9.5, which corresponds to 2024-FY2025 PE is 39x/20x.

Potential risks: 1) The impact of the headwind environment may continue; 2) The competition in the industry may be fierce; 3) The cooperation with third-party platforms may be less than expected.

Key Financial Indicators

FY	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue (Mn/CNY)	10,265	13,608	17,005	20,895
YoY (%)	25.6	32.6	25.0	22.9
Net Income Attributable to Shareholders (CNY/Mn)	-287	-24	200	396
YoY (%)	N/A	N/A	N/A	97.9
Gross Margin (%)	4.0	7.4	8.9	10.7
Net Margin (%)	-2.8	-0.2	1.2	1.9
ROE (%)	-9.5	-0.8	6.3	11.0
EPS (CNY)	-0.31	-0.03	0.21	0.42

Source: Company Disclosure, Industrial Securities Research Institute

目 录

1、高速扩张的第三方即配行业龙头	- 6 -
1.1、全场景业务覆盖，营收持续高增长	- 6 -
1.2、股权结构合理，管理层资历深厚	- 8 -
2、市场增长潜力巨大，新消费助长独立平台	- 10 -
3、借助顺丰品牌力，作为弹性运力摊薄网络成本	- 15 -
3.1、最后一公里配送服务摊薄成本	- 15 -
3.2、顺丰品牌力加持，协同带来成长空间	- 17 -
4、同城配送 B 端+C 端多场景覆盖	- 19 -
4.1、B 端具备非商流优势，履约能力与顺丰控股一脉相承	- 20 -
4.2、C 端拓展多样服务	- 21 -
4.3、下沉市场数字化率与城市化率提升，盈利更出色且打开同城配送增量空间	- 23 -
6、财务分析	- 24 -
7、风险提示	- 27 -

图 目 录

图 1、公司发展历程	- 6 -
图 2、公司覆盖全场景业务	- 7 -
图 3、公司营业收入分拆	- 7 -
图 4、公司营业收入占比	- 7 -
图 5、公司及客户群规模	- 8 -
图 6、公司毛利率及净利率	- 8 -
图 7、公司股权结构（截至 2022/12/31）	- 8 -
图 8、中国即时配送行业市场规模及预测	- 10 -
图 9、中国 C 端用户即配平台常用业务占比（2022/7）	- 10 -
图 10、C 端用户使用场景（2022/7）	- 11 -
图 11、第三方即时配送行业渗透率预测（以订单量计）	- 11 -
图 12、顺丰同城全场景业务示意图	- 12 -
图 13、达达闭环业务链条示意图	- 12 -
图 14、美团闭环业务链条示意图	- 12 -
图 15、第一梯队即配品牌营收对比	- 13 -
图 16、第一梯队即配品牌毛利对比	- 13 -
图 17、订单数量对比（亿单）	- 14 -
图 18、最后一公里配送服务流程	- 15 -
图 19、最后一公里配送服务收入及 YOY	- 16 -
图 20、2021 年行业单笔履约成本对比	- 17 -
图 21、骑手平均年收入（元/年）	- 17 -
图 22、来自顺丰控股收入占比提升	- 18 -
图 23、来自顺丰控股同城配送订单	- 18 -
图 24、来自顺丰控股最后一公里配送订单	- 18 -
图 25、公司多元化场景覆盖	- 19 -
图 26、2022A 同城配送服务收入占比提升	- 19 -
图 27、公司 To B 端收入及同比增速	- 20 -

图 28、公司活跃商家数量（家）	- 21 -
图 29、公司非餐场景收入同比增速（%）	- 21 -
图 30、同城洗衣+搬家服务	- 21 -
图 31、电子产品回收+埋单单服务	- 21 -
图 32、公司 To C 端收入及同比增速	- 22 -
图 33、活跃消费者人数	- 22 -
图 34、2022 年 7 月顺丰同城 C 端满意度行业第一	- 22 -
图 35、收入及同比增长	- 24 -
图 36、2022A 收入拆分	- 24 -
图 37、毛利润及毛利率	- 24 -
图 38、分部毛利率	- 24 -
图 39、三费率	- 25 -
图 40、净利润及净利率	- 25 -
图 41、收入结构拆分	- 25 -
图 42、资产负债率	- 25 -
图 43、ROA&ROE	- 26 -
图 44、应收账款及存货周转天数	- 26 -

表目录

表 1、顺丰同城 UE 模型	- 8 -
表 2、主要即时配送服务商服务类型对比	- 13 -
表 3、摊薄履约成本示例	- 16 -
表 4、B 端为多行业商家提供解决方案	- 20 -
表 5、C 端同城即时配送费用对比（2023/3）	- 23 -

1、高速扩张的第三方即配行业龙头

杭州顺丰同城实业股份有限公司是为全场景客户提供同城即时配送服务的第三方独立平台。2016年公司作为顺丰控股集团旗下事业部开展同城即时配送业务，合作系列知名品牌。2018年推出面向消费者和中小商户的即配服务。2019年顺丰同城注册成立，并发布“顺丰同城急送”品牌。随着业务范围全国扩展和骑手配送网络完善，2021年顺丰同城已成长为中国最大的第三方即时配送服务平台。根据招股说明书，按订单量计截止21年3月公司以11.1%的市占率居于首位。公司于2021年12月14日在港交所上市，发行股份13118.08万股，发行价格为16.42港元。

图 1、公司发展历程

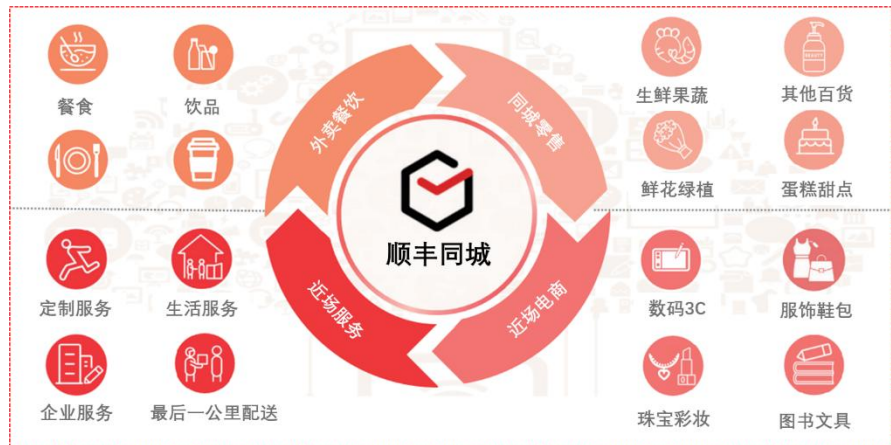


资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

1.1、全场景业务覆盖，营收持续高增长

公司的全场景业务模式带来独特的网络效应及规模效应，多样化运力池、技术基础设施为高效赋能。公司服务网络覆盖外卖餐饮、同城零售、近场电商、近场服务四大场景，亦在城市数量、服务时段、客户品类方面广泛布局。庞大的网络为公司带来可持续发展的客户群和订单量。常驻主要客户的专职骑手和的外包骑手组成的混合运力池协助了公司提高运营效率，降低公司固定运送成本。此外，应用大数据和AI的CLS系统也为订单调度等运营及日常管理的效率带来质的飞跃。

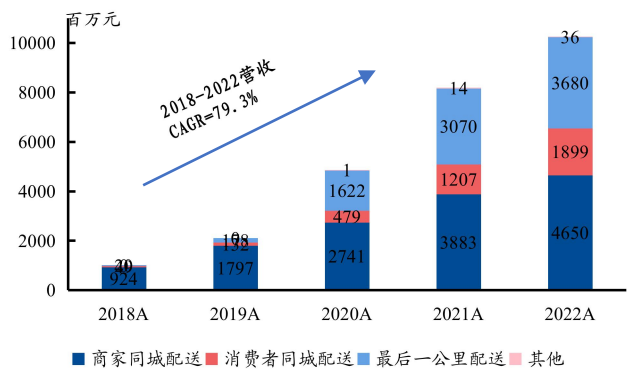
图 2、公司覆盖全场景业务



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

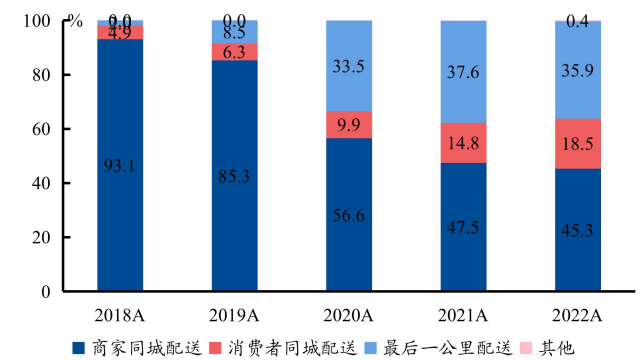
公司营收稳步增长，业务多样化发展：2018年，公司营收9.93亿元，到2022年营收达到102.65亿元，2018-2022CAGR为79.3%，增长势头强劲。截止2022年底，最后一公里配送服务及toC业务的占比分别由2.0%和4.9%增长至35.9%和18.5%，即时配送各部分占比向均衡方向发展。

图 3、公司营业收入分拆



资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

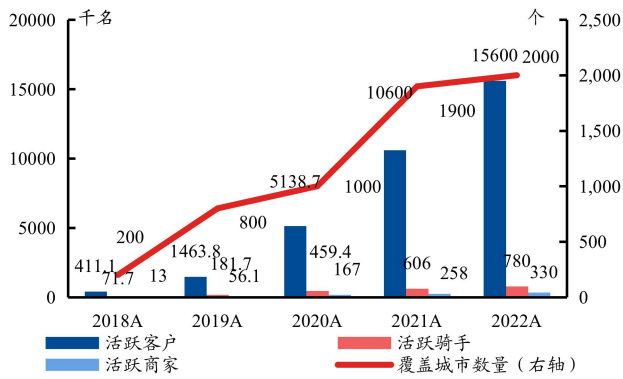
图 4、公司营业收入占比



资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

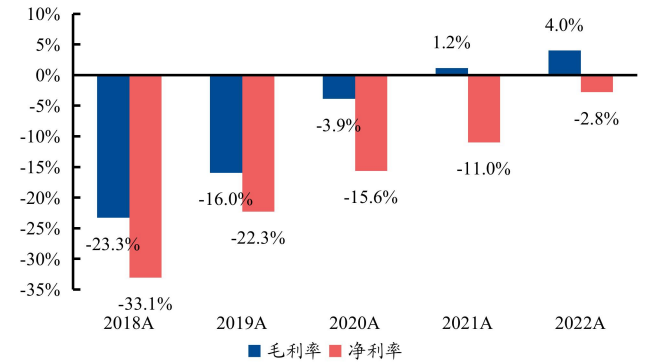
全国覆盖规模扩张，公司亏损持续收窄：截止2018年底，公司服务网络覆盖城市超过200个，覆盖地域持续增长，截止2022年12月31日，覆盖城市已超过2000个。随着规模效应和技术改进，公司亏损不断改善，2021年公司首次实现毛利率转正，净利率亏损逐步收窄。2022年情况继续改善。

图 5、公司及客户群规模



资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司毛利率及净利率



资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、顺丰同城 UE 模型

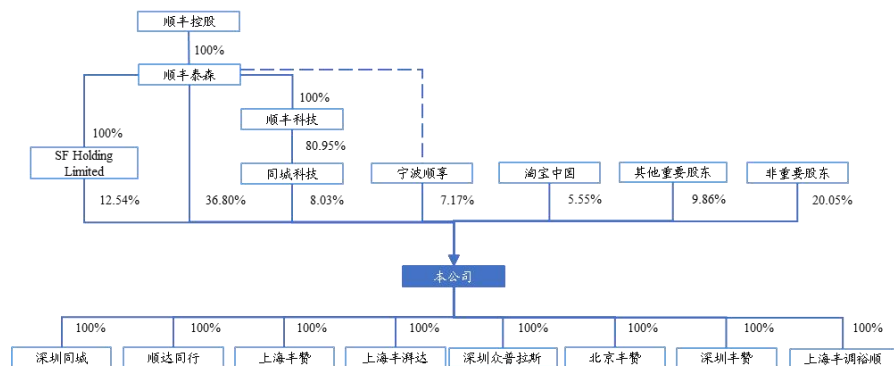
	B 端同城配送		C 端同城配送	最后一公里配送
	KA	中小 B		
票单价 (元)	8-15	5-8	25-35	3-5
毛利率	约 10%	中个位数	约 15%	中低个位数到中个位数

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、 股权结构合理，管理层资历深厚

截至 2022 年 12 月 31 日，公司共有 29 名股东，其中顺丰泰森、SF Holding Limited、同城技术、宁波顺享、淘宝中国、Shining Star Fund、Sharp Land 和 Duckling Fund，持股占比分别为 36.80%、12.54%、8.03%、7.17%、5.55%、4.02%、2.14%及 1.56%。

图 7、公司股权结构（截至 2022/12/31）



资料来源：招股说明书，公司公告，iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司管理层背景多元，带领公司快速成长：

孙海金先生，公司执行董事兼首席执行官。孙先生自 2016 年 6 月起担任公司前身，即顺丰控股同城事业部的负责人。2019 年 3 月孙先生创立顺丰同城，继续负责制定业务战略，重大企业和运营决策，以及整体管理。2019 年 6 月和 12 月起分别担任公司首席执行官和执行董事。孙先生在物流、配送和 O2O 业务管理方面拥有超过 15 年的经验。孙先生于 2005 年 6 月从中国江西省获得南昌大学行政管理专业大学学位。

曾海林先生，公司执行董事、首席财务官、联席公司秘书之一以及多家附属公司监事。曾先生于 2020 年 1 月加入公司并担任首席财务官，同年 9 月担任多家附属公司监事。2021 年 6 月曾先生获任联席公司秘书及执行董事。曾先生在会计、财务及管理方面有超过 16 年的经验。

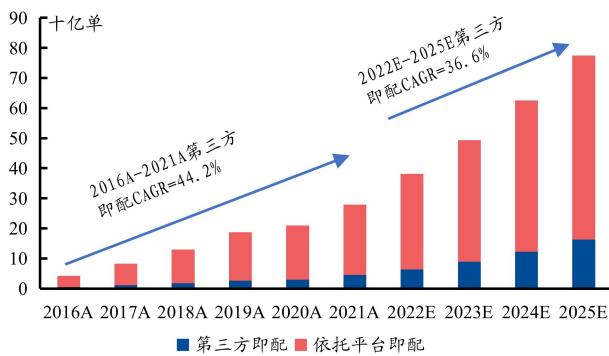
陈霖先生，公司执行董事、首席技术官兼总经理。陈先生先后担任公司前身基础架构研发总监、技术负责人，全面负责配送业务系统研发和和城配送产品开发等工作。陈先生于 2019 年 6 月加入公司并担任首席技术官，2021 年 6 月获任公司执行董事兼总经理。陈先生在信息技术、系统架构设计方面拥有超过 10 年的经验，尤其是在基于 AI 大数据的餐饮外卖及时配送系统的研发领域。

陈飞先生，公司非执行董事兼董事会主席。陈先生于 2019 年 12 月任非执行董事兼董事会主席，目前也担任顺丰控股的董事、副总经理兼助理 CEO。陈先生有超过 20 年的管理经验。

2、 市场增长潜力巨大，新消费助长独立平台

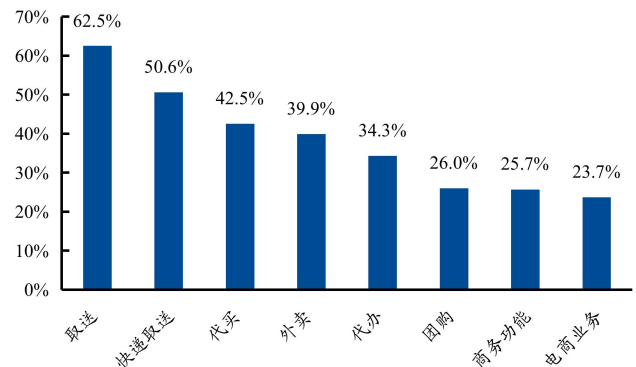
中国即时配送行业高速发展:截止 2021 年,中国即时配送行业市场规模达到 279.0 亿订单量。其中,第三方即配的 2016-2021CAGR 为 44.2%,远高于依托平台即配的 26.5%。根据艾瑞咨询预测,中国即时配送行业 2022-2025 年将保持 26.5%的年复合增长率,到 2025 年达到 774 亿单的市场规模。根据艾瑞咨询调研,中国 C 端用户在即配平台使用“取送”、“快递取送”、“代买”以及“外卖”业务较多,分别占比 62.5%、50.6%、42.5%和 39.9%。

图 8、中国即时配送行业市场规模及预测



资料来源：招股说明书，艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

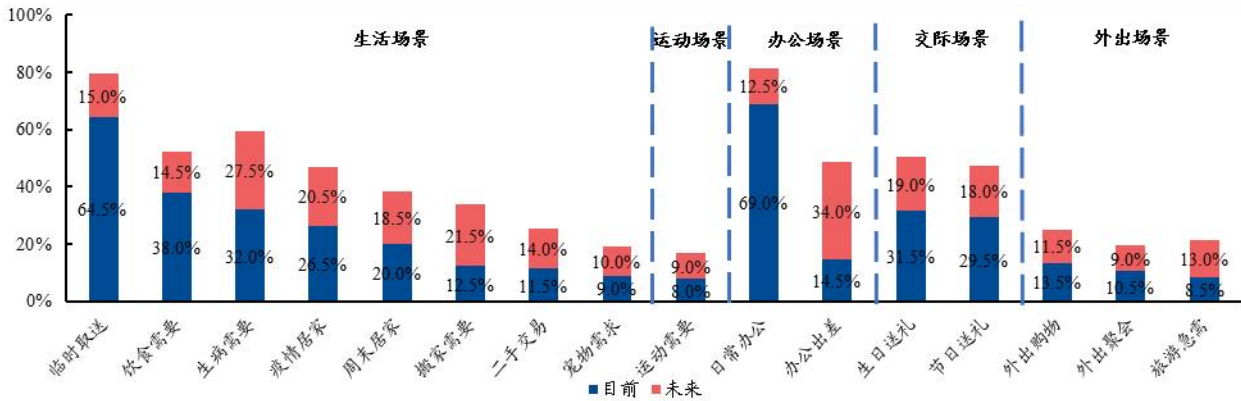
图 9、中国 C 端用户即配平台常用业务占比(2022/7)



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

即配行业定制化趋势明显，灵活满足新消费需求:第三方即时配送服务行业不仅是新消费时代不可或缺的开放式基础设施,也能够满足本地消费市场升级带来的新兴商家需求。相比于更偏基础服务的依托平台的即配行业,第三方具有更加强大的定制能力、业务覆盖场景多样化以及坚实的智能化技术。目前 C 端业务类型集中在生活场景,需求私人化、定制化趋势明显,更加完善、全面、灵活的第三方平台更加符合这一终端需求,有望引领及时配送市场。

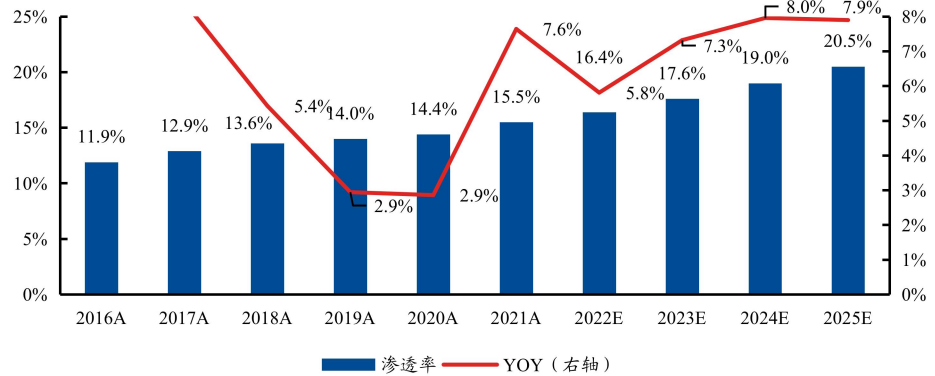
图 10、C 端用户使用场景 (2022/7)



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

第三方即配行业渗透率稳定增长：在中国即时配送市场中，第三方即配行业渗透率呈现高增长，2016 年的订单数占整个即配行业的 11.9%，并以稳定增速提升，预计 2025 年将达到 20.5%。

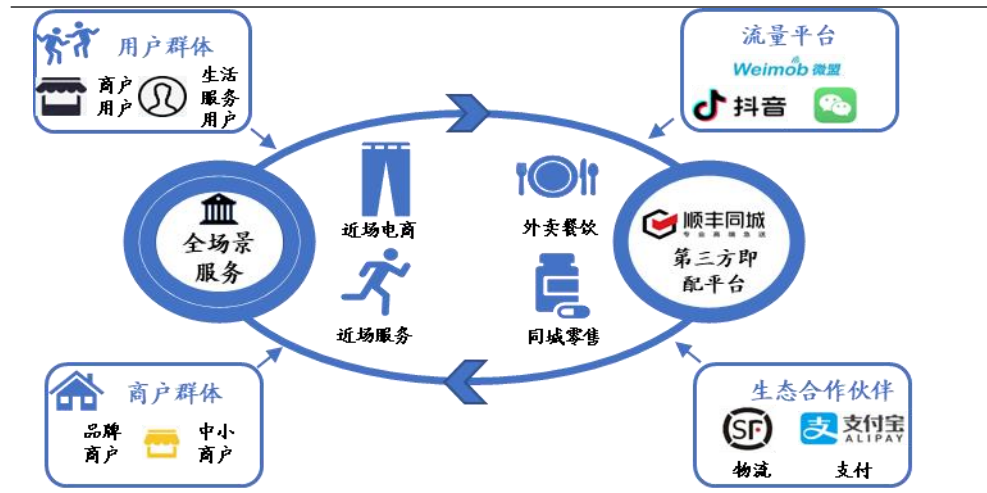
图 11、第三方即时配送行业渗透率预测 (以订单量计)



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

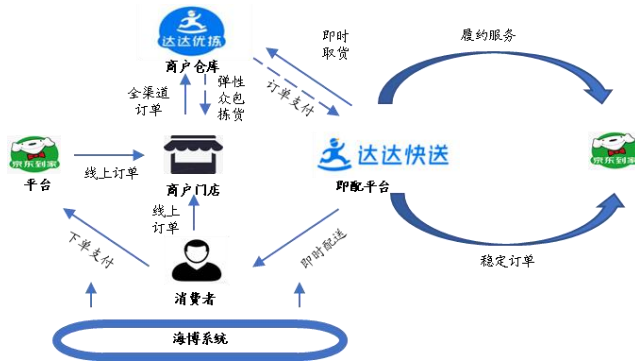
第一梯队公司各具特色：顺丰同城努力构建新消费生态基础设施，智能物流系统 CLS 赋能高效、精细化运营，高素质多样化运力池构成强大运力底盘，定制化服务增强客户粘性，丰富的全场景业务形成独特网络效应，灵活开放多样化的独立平台更能满足新型消费需求。达达自主研发数字化中台海博系统，提出 O2O 全渠道数字化方案，为客户门店提供“仓拣配”全链路即时履约服务。而美团闪购以平台流量为枢纽打造业务闭环，自研数字化运营“百川系统”，基于“零售+科技”战略拓展数字化零售新方向。

图 12、顺丰同城全场景业务示意图



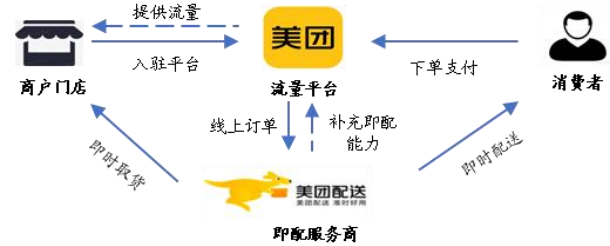
资料来源：艾瑞咨询，招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、达达闭环业务链条示意图



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、美团闭环业务链条示意图

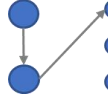
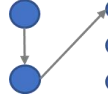
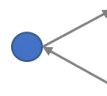
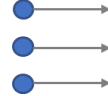










资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

消费市场扩张非餐业务，顺丰同城丰富场景覆盖：虽然目前外卖仍是即配行业的主要需求，美团配送和蜂鸟即配专注外卖、入局较早，占据着较大市场份额，但消费市场正从外卖向多元化非餐场景扩张。不同于各有重点的其他公司，顺丰同城凭借灵活开放的业务模型使其更能把握这一机会。顺丰同城及时应对新消费时代“万物到家”趋势，注重业务全场景、全时段覆盖，挖掘现有业务价值并持续深耕细分领域、拓展业务范围。此外，公司作为第三方独立平台更能帮助与商家客户的直接互动，满足商家建立专有客户渠道的需求。

海外公司深度研究报告

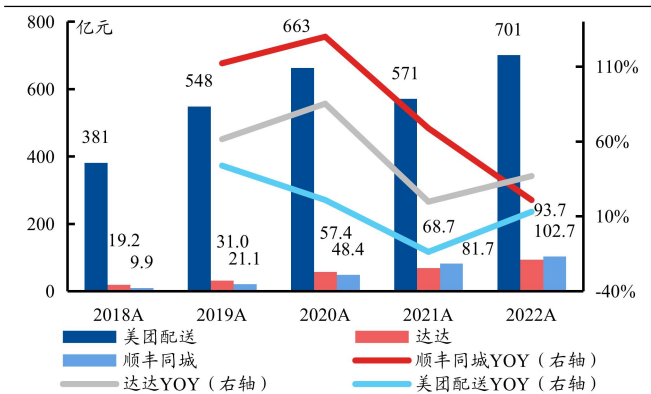
表 2、主要即时配送服务商服务类型对比

即配类型	餐饮外卖	同城零售	生鲜宅配	跑腿代办
主要客户	餐食店、 饮品店	大商超、 农贸市场	前置仓模式、 生鲜电商	个体消费者
配送模式	拼单	拼单	拼单	专送
配送时效	30min 以内	60min 以上	30-60min	20-60min
配送范围	3-5km	10km	1-3km	全城
场景特征	高频率、高时效	较高频率、全天候	主生鲜、高时效	定制化、个性化
配送场景				
代表企业	 美团配送 美团配送 准时好用	 达达快送	 叮咚买菜 29分钟 鲜到鲜得	 闪送® 一对一急送 专门送您这一单
	 蜂鸟即配 FN LOGISTICS	 顺丰同城 专业 高端 急送	 PUPU朴朴	 UU跑腿 一送的更快 做的更多

资料来源：运联智库，兴业证券经济与金融研究院整理

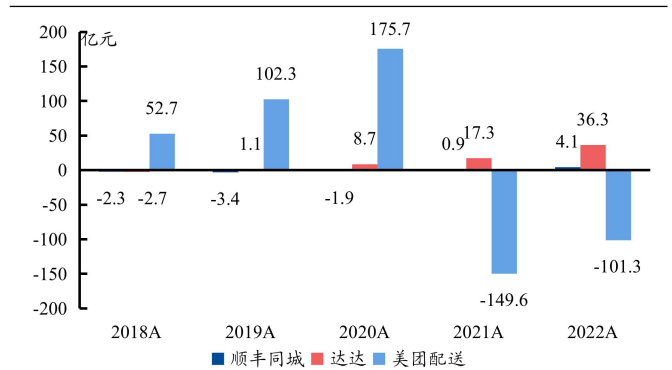
第一梯队差异缩减：及时配送平台衍化出 4 个梯队，其中处于用户使用占比 15% 以上的为第一梯队，该梯队主要包括美团配送，达达快送和顺丰同城。外卖餐饮业务目前仍为即配行业的主要业务，美团配送依靠入场早、流量大的优势，营收达到 700 亿级别，体量和市占率均为行业第一。虽然顺丰同城和达达集团起步较晚，但是各自背靠身后物流平台，钻研细分领域，营收和毛利增速稳居高位，潜力巨大，与大体量对手差异逐步缩小。

图 15、第一梯队即配品牌营收对比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

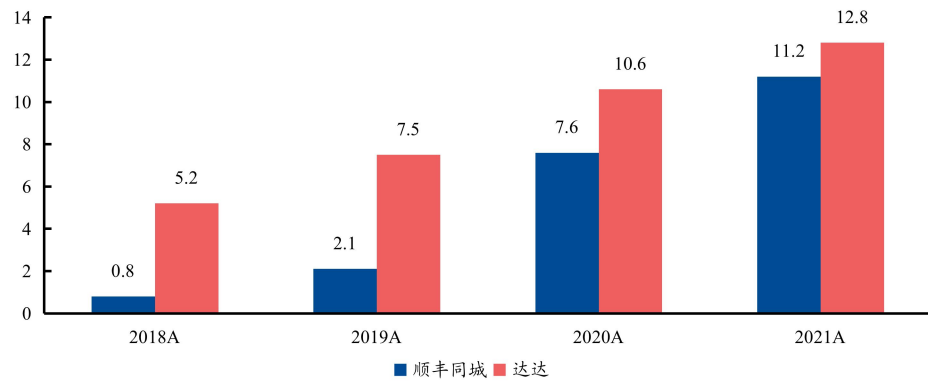
图 16、第一梯队即配品牌毛利对比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

顺丰同城订单量涨势显著，有望赶超达达：2018-2021 年达达/顺丰同城订单数量 CAGR 分别为 141%/35%，顺丰同城与达达的订单量差距已经缩小至 2021 年的 1.6 亿单。

图 17、订单数量对比（亿单）



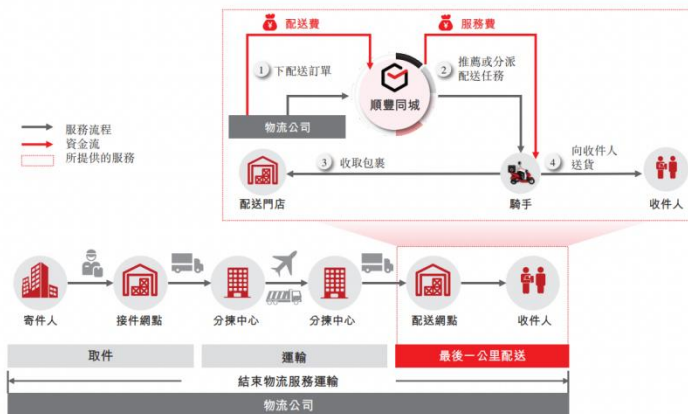
资料来源：公司公告，运联智库，兴业证券经济与金融研究院整理

3、借助顺丰品牌力，作为弹性运力摊薄网络成本

3.1、最后一公里配送服务摊薄成本

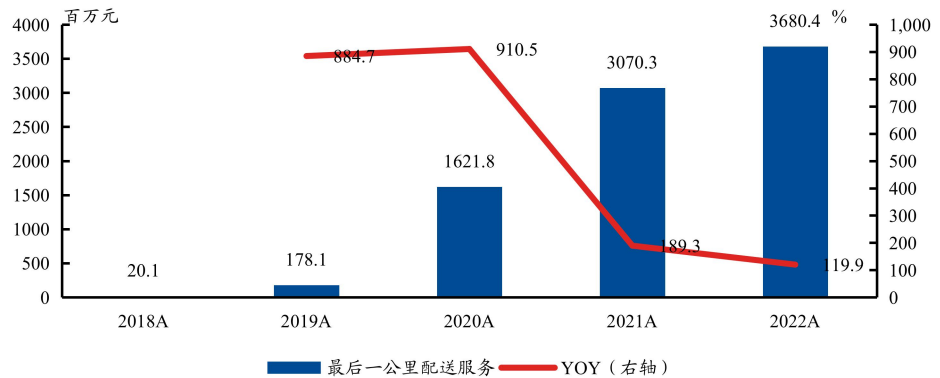
弹性运力嵌入物流服务，2018-2022 年收入 CAGR 为 267.7%：最后一公里配送服务作为即时配送弹性运力嵌入到物流服务的各个环节，为物流服务商解决订单与运力不匹配问题和提升成本效率，同时支持物流各环节的提速以及个性化服务，主要提供予物流服务提供商作为其配送能力的补充，特别是在高峰时段、旺季、晚间或在物流服务提供商缺乏当地配送能力的地区。2022 年公司最后一公里服务收入录得 36.8 亿元人民币，同比增长 119.9%，增速短期受到疫情影响承压，疫情好转后，伴随公司不断加深与主要客户的合作深度和广度，最后一公里配送服务收入增速有望恢复。

图 18、最后一公里配送服务流程



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、最后一公里配送服务收入及 YOY



资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

最后一公里摊薄履约成本，增加骑手收入：最后一公里配送业务板块使公司进一步扩大服务半径，实现网络效应及规模经济，同时可以增加骑手的收入，让骑手在同城服务订单波谷期承运最后一公里订单，摊薄网络费用，减少履约成本。

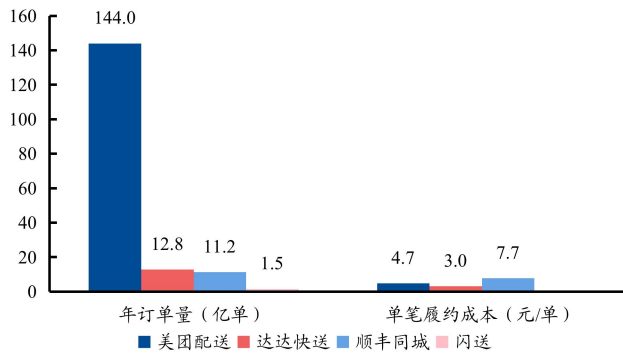
表 3、摊薄履约成本示例

	较小订单量	较大订单量
每名骑手每天配送的订单量 (单)	35	45
支付骑手的平均费用 (元/单)	6	5.5
每天支付骑手费用总额 (元)	210	247.5

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

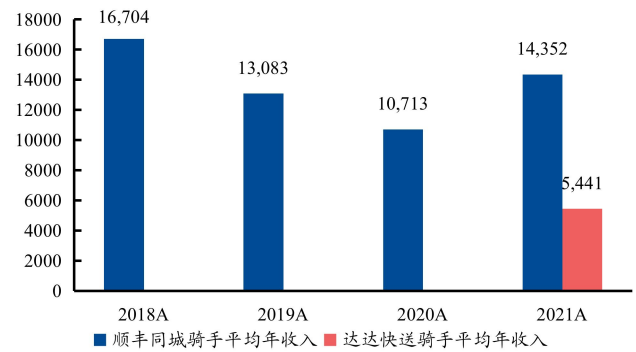
顺丰同城单笔履约成本仍有 61% 下降空间：达达快送与顺丰同城都采用同城服务+最后一公里配送服务的业务模型，达达快送较只做同城服务的美团拥有更低的单笔履约成本，2021 年单笔履约成本分别为 3.0 元/单及 4.7 元/单，未来顺丰同城伴随年订单量的增长带来规模效应及持续优化订单结构和定价模式，单笔履约成本有 61% 的下降空间。

图 20、2021 年行业单笔履约成本对比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：为统一口径，单笔履约成本使用一致计算方法，为年履约费用/年订单数；单笔履约成本无闪送数据

图 21、骑手平均年收入 (元/年)



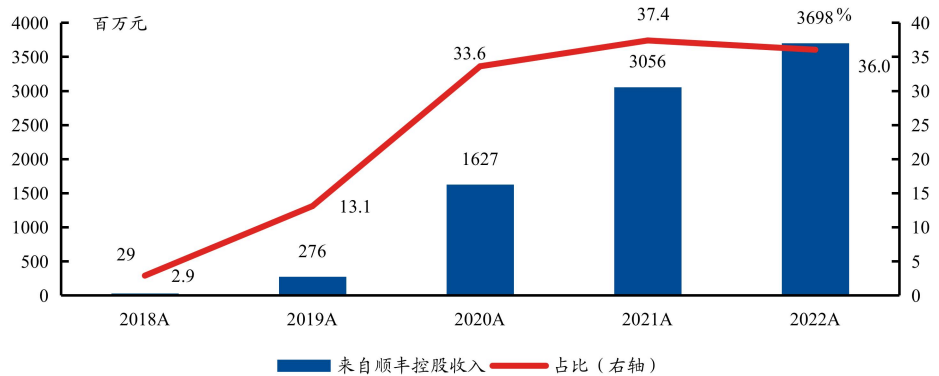
资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：骑手平均年收入=年履约成本/年活跃骑手

3.2、顺丰品牌力加持，协同带来成长空间

最后一公里配送服务带动顺丰控股收入占比大幅提升：公司来自顺丰控股的收入从 2018 年的 2857 万元人民币增长至 2022 年的 37.0 亿元，占比由 2018 年的 2.9% 提升至 2022 年的 36.0%，占比的快速提升主要由于双方在最后一公里配送服务上的增长。

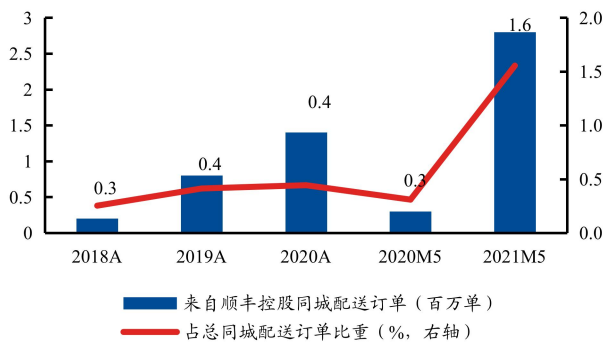
双方的协同作用将持续，双方协同增量空间将主要来源于 1) 在同城配送服务渗透率提升，同时顺丰同城联合顺丰集团推出跨城急送服务。2) 共同服务的月结客户增加，例如 2021 年，公司与顺丰控股一起服务的月结客户带来 0.98 亿元人民币的增量收入，2022 上半年，顺丰集团 175 万活跃月结客户给顺丰同城带来了 8670 万元的增量收入，同比增加 115.5%。

图 22、来自顺丰控股收入占比提升



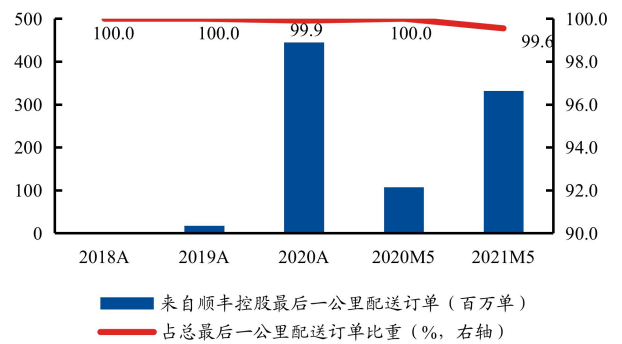
资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、来自顺丰控股同城配送订单



资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、来自顺丰控股最后一公里配送订单



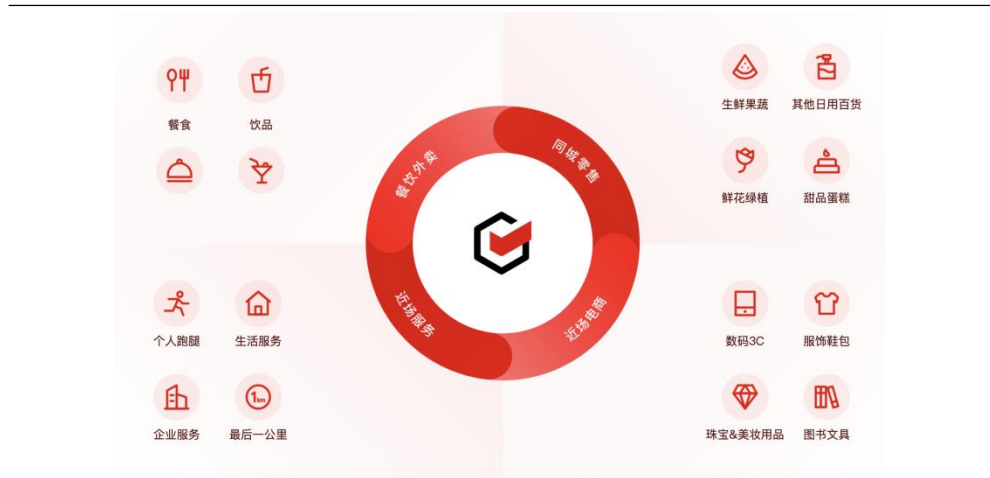
资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

顺丰品牌力加成，无商流独立第三方背景较对手更具优势：顺丰因无自建商流平台，完全独立的第三方身份可以使合作伙伴更加放心地进行合作，并更好地融入客户的生态进行定制化服务。2022H1，顺丰同城面向抖音、快手等平台商户发布直播电商综合物流解决方案“丰红计划”。

4、同城配送 B 端+C 端多场景覆盖

同城配送多元场景抗压能力强, 2018-2022 收入 CAGR 为 61.1%: 新消费时代“万物到家”习惯加速, 产生更多即时配送需求。除餐食饮品外, 公司覆盖多元非餐场景, 包括零售、近场服务、近场电商等。多种场景可提升公司的抗风险能力。

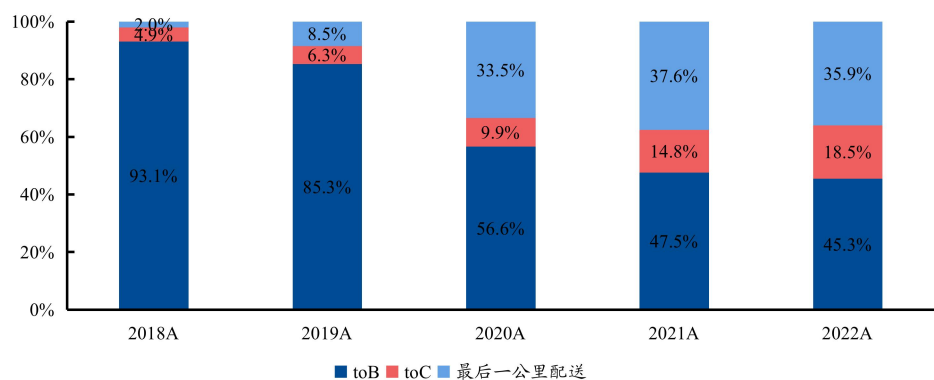
图 25、公司多元化场景覆盖



资料来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

非餐场景及下沉市场拉动同城配送服务成长: 2022 年同城配送服务收入 65.5 亿元, 同比增长 28.7%, 主要由于非餐场景快速增长及下沉市场渗透率持续提升, 非餐场景 2022 年同比增长 29.2%, 下沉市县收入同比增长 36.5%。

图 26、2022A 同城配送服务收入占比提升



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

4.1、B 端具备非商流优势，履约能力与顺丰控股一脉相承

B 端主攻同城零售、近场电商、餐饮外卖场景：在 B 端，公司为食品餐饮、商超、礼品鲜花、果蔬生鲜、医药、洗涤、图书报刊、蛋糕烘焙、鞋帽服装、甜品饮品、通讯 3C、银行保险、互联网、房地产、汽车配件等行业提供同城配送服务，包括快递物流+即时物流、正逆向配送一站式服务。

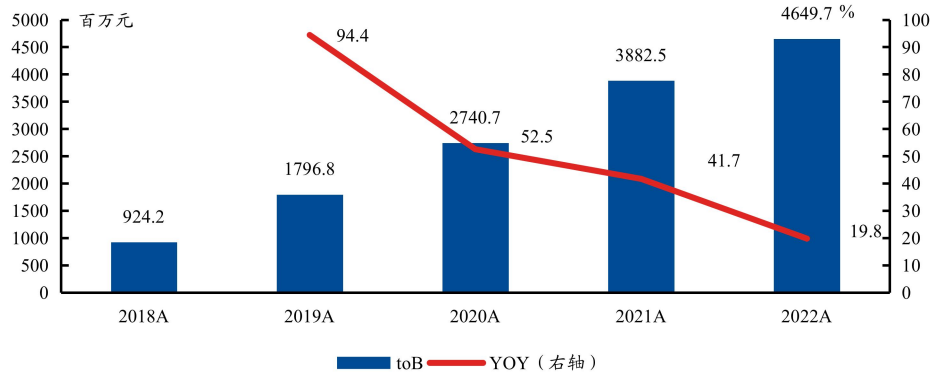
表 4、B 端为多行业商家提供解决方案

行业特性	解决方案	代表客户
食品餐饮 1) 订单峰值明显 2) 时效性要求高	多重运力平稳度过波峰波谷	
饮品甜品 1) 网红易爆单 2) 冷热混杂	智能并单、双温控配送箱	
商超 1) 配送链条长 2) 种类多、保鲜保温	全程网点接驳送、骑士岗前培训	
服装鞋帽 1) 退换货需求 2) 配送时间距分散	联合顺丰速运、增加拒收、退换货反馈机制	

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

独立第三方背景，得以加深合作，2018-2022 B 端同城配送收入 CAGR 为 49.8%：公司凭借非商流背景，接入各大开放流量生态、直播电商平台以及 SaaS 服务商，为商家打造“商流+服务流”闭环，抖音生活与顺丰同城达成合作，面向商家推出餐饮外卖配送服务，随着中台系统的打通，顺丰同城有望在抖音外卖渗透率提升，为 B 端同城配送带来收入增量。

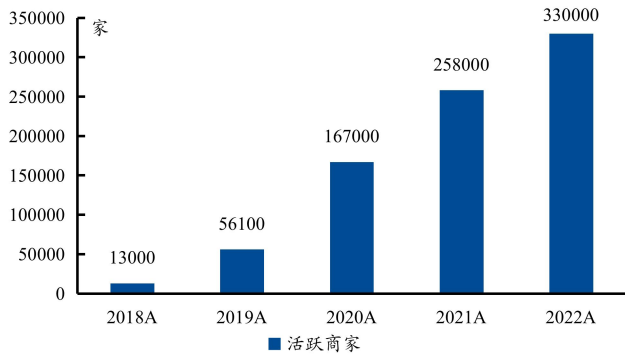
图 27、公司 To B 端收入及同比增速



资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

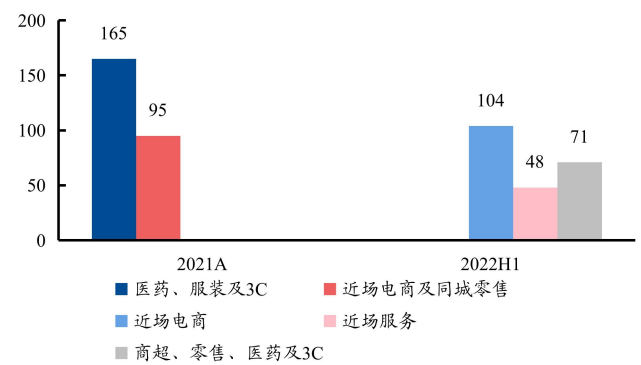
通过提升服务种类及质量，非餐场景成为 B 端同城配送增长引擎：公司通过优化了温控配送能力，围绕即时中长距离、大件货物配送，打造“两轮+四轮”接驳配送能力，通过半日达、一点发全城等接驳送满足商超、生鲜平台等需求，非餐场景快速增长。

图 28、公司活跃商家数量（家）



资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、公司非餐场景收入同比增速（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、C 端拓展多样服务

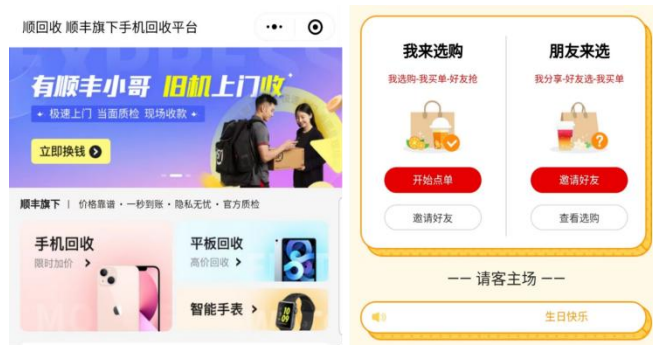
C 端切入多种生活场景：在 C 端，除传统的“帮我送”、“帮我取”、“帮排队”服务之外，亦为 C 端消费者提供同城洗衣、电子产品回收上门取、埋单单（切入的消费场景主要为下午茶、请客）的请客拼单等服务。

图 30、同城洗衣+搬家服务



资料来源：顺丰同城微信小程序，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、电子产品回收+埋单单服务

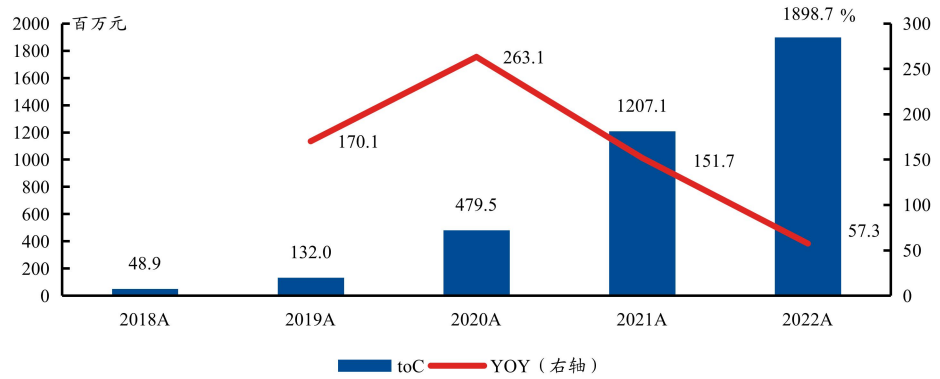


资料来源：顺丰同城微信小程序，兴业证券经济与金融研究院整理

打造专属运力消费群体持续扩张，C 端同城配送高速增长：2018-2022 年 C 端同城配送服务收入 CAGR 为 149.6%，2022 年收入同比增长 57.3%，成长主要因消

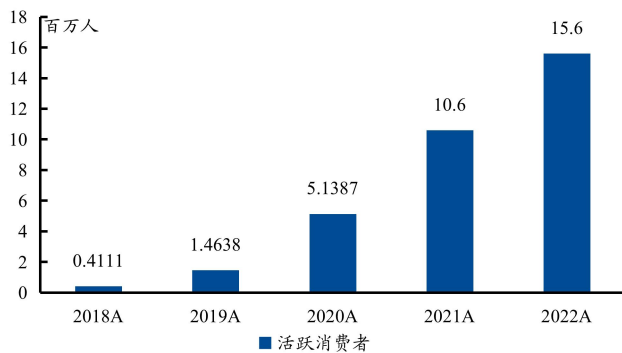
费者规模的扩大，公司持续优化服务品质，并面向个人消费者打造专属运力“先锋骑手”队伍，使订单接起率、完成率和时效达成率表现良好。

图 32、公司 To C 端收入及同比增速



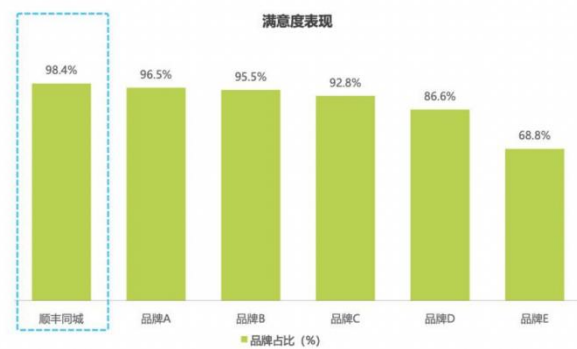
资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、活跃消费者人数



资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、2022 年 7 月顺丰同城 C 端满意度行业第一



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

顺丰同城 C 端具备价格优势，时效性仍有提升空间：顺丰同城在 C 端价格更具备吸引力，未来公司有望通过数字化赋能提升骑手调度效率提升、匹配多场景环境等方式，实现时效性的提升。

表 5、C 端同城即时配送费用对比（2023/3）

	顺丰同城	达达	美团跑腿	闪送
5KG 鲜花				
金额（元）	20.4	26	25	34
10KG 鲜花				
金额（元）	30.4	36	35	44
预计耗时	1 小时 59 分	无显示	1 小时 17 分	28 分钟
附近骑手数量 （人）	无显示	30	90	无显示
预计接单时间	无显示	4 分钟	2 分钟	3-4 分钟

资料来源：顺丰同城、达达、美团跑腿、闪送微信小程序，兴业证券经济与金融研究院整理

注：所有数据为一致路径下的信息对比

4.3、下沉市场数字化率与城市化率提升，盈利更出色且打开同城配送增量空间

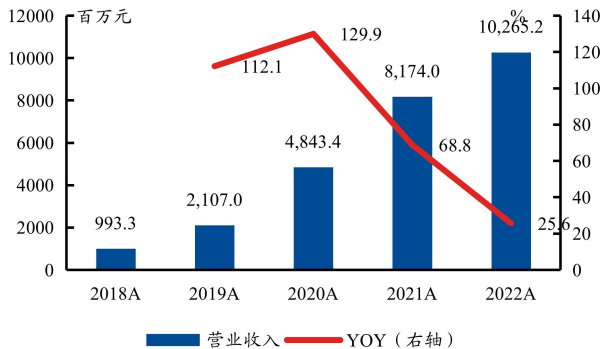
2022-2024 年每年新扩 100 个市县，下沉市场打造增量收入：顺丰同城在 2018 年覆盖了所有省会城市和主要地级市，在 2019 年开始拓展下沉市场，2020 年 6 月 11 日，顺丰同城发起“百城计划”，将在选定 100 个城市分阶段地为骑士和用户发放总计十亿的补贴。公司计划在 2022-2024 年每年扩展 100 个新市县。2021 年下沉市场收入 16.74 亿元，同比增长 89%，2022 年下沉市场收入 22.85 亿元，同比增长 36.5%。

城镇化与数字化带来下沉市场渗透空间：顺丰同城业务已覆盖全国 1900 多个市县，在全国 770 多个市县实现了 24 小时全时段服务覆盖。同时下沉市场商家更重视履约能力而非商流，伴随城镇化和数字化持续发展，公司在下沉市场仍存在较大渗透空间。

6、财务分析

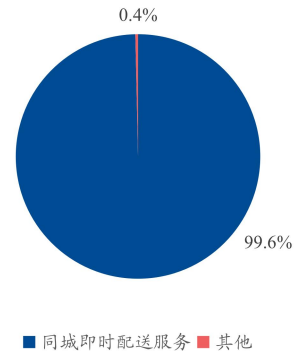
专注主业，营收增长加速：公司 2022 年营业收入为 102.7 亿元，同比增长 25.6%。截止 2022 年 12 月 31 日，公司同城即时配送服务业务占营收 99.6%，收入来源集中度高。

图 35、收入及同比增长



资料来源：招股说明书，公司公告，WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

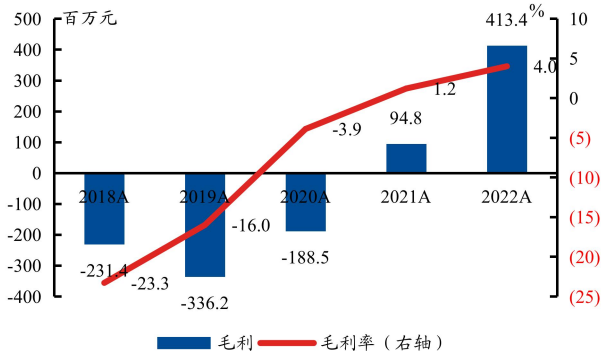
图 36、2022A 收入拆分



资料来源：招股说明书，公司公告，WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

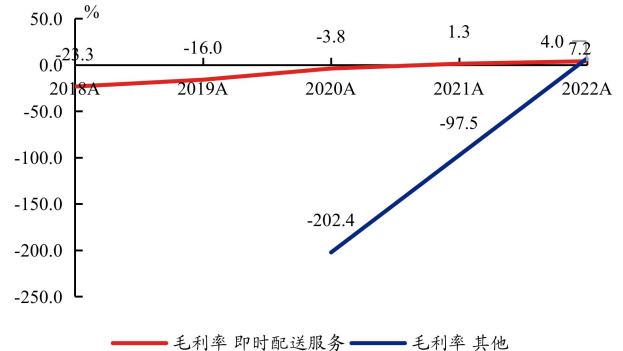
毛利率快速上升，分部毛利率呈上升趋势：截止 2021 年底公司毛利润扭亏为盈，为 0.95 亿元。并在 2022 年大幅提升，达到 4.13 亿元；毛利率达为 4.0%，继续维持上升趋势。即时配送服务和其他业务的毛利率分别于 2021 年底和 2022 年底转正，主要受益于顺丰同城用户数量以及骑手数量大幅提升从而带来的规模效应。

图 37、毛利润及毛利率



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

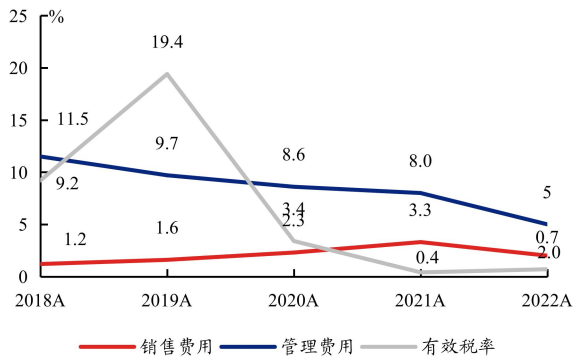
图 38、分部毛利率



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

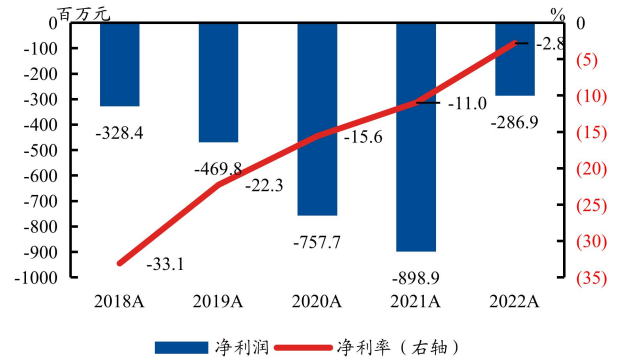
公司销售费用呈现波动下降趋势，管理费用率保持平稳下降，有效税率企稳回落。公司净利润实现亏损收窄，截止 2022 年底净亏损率为 2.8%，相较于同期大幅改善。

图 39、三费率



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

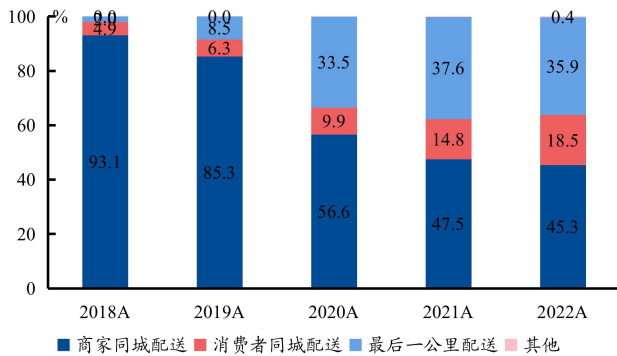
图 40、净利润及净利率



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

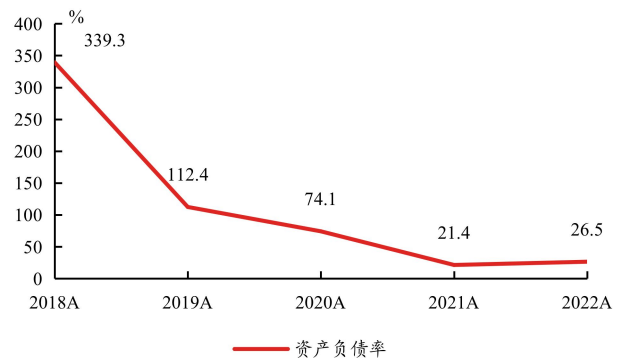
toC 收入占比增加，资产负债率持续降低：截止 2022 年 12 月 31 日，公司收入结构中 toC 业务占比持续增长，从 2021 年的 14.8% 增长到 2022 年的 18.5%。公司资产负债率持续下降，2021 年后稳定在低水平，主要系公司流动资产有所增加。

图 41、收入结构拆分



资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

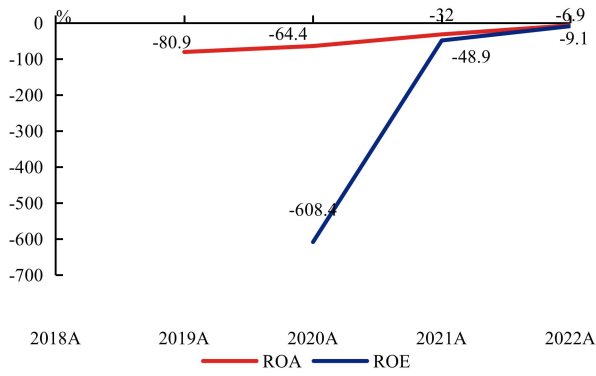
图 42、资产负债率



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

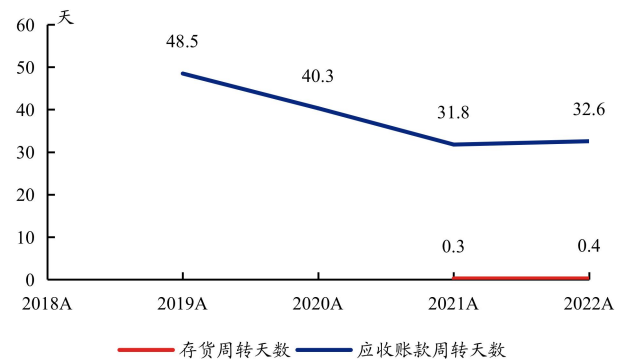
ROE 回升，应收账款消化加快：公司 2022 年的 ROE 为 -9.1%，呈回升态势，主要系公司权益乘数下降所致。公司应收账款周转天数从 2019 年的 48.5 天下降至 2022 年的 32.6 天，存货周转天数基本持平。

图 43、ROA&ROE



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、应收账款及存货周转天数



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

7、风险提示

风险提示: 1) **逆风环境影响持续:** 或导致人工成本及服务成本增加, 业务单量受影响; 2) **行业竞争激烈:** 或导致收入及盈利不及预期; 3) **与第三方平台合作不及预期:** 导致规模体量增长不及预期。

附表

资产负债表				
单位: 人民币百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,425	3,600	4,031	4,665
存货	16	13	16	19
现金及现金等价物	1,460	1,499	1,620	1,899
贸易应收款项	1,093	1,231	1,538	1,890
预付款项及其他应收款	256	256	256	256
其他流动资产	602	602	602	602
非流动资产	677	594	546	517
物业、厂房及设备	15	8	4	2
使用权资产	40	40	40	40
按公允价值列账的金融资产	64	64	64	64
无形资产	187	111	66	39
资产合计	4,103	4,194	4,577	5,182
流动负债	1,069	1,184	1,367	1,576
租赁负债	23	23	23	23
贸易应付款项及应付票据	617	732	915	1,125
其他应付款及应计费用	382	382	382	382
应付关联方款项	0	0	0	0
即期所得税负债	0	0	0	0
合同负债	47	47	47	47
非流动负债	17	17	17	17
租赁负债	17	17	17	17
负债合计	1,086	1,202	1,384	1,594
股本	933	933	933	933
股本溢价	4,162	4,162	4,162	4,162
其他储备	825	825	825	825
就雇员股份计划持有的股份	0	0	0	0
股东权益合计	3,017	2,992	3,192	3,588
负债及权益合计	4,103	4,194	4,577	5,182

现金流量表				
单位: 人民币百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动产生现金流量	-415	39	121	279
投资活动产生现金流量	-644	0	0	0
融资活动产生现金流量	-22	0	0	0
现金净变动	-1,081	39	121	279
现金的期初余额	2,538	1,460	1,499	1,620
现金的期末余额	1,460	1,499	1,620	1,899

利润表				
单位: 人民币百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,265	13,608	17,005	20,895
营业成本	9,852	12,597	15,493	18,669
毛利润	413	1,011	1,512	2,227
销售费用	202	268	334	411
行政开支	509	675	843	1,036
研发费用	97	204	255	522
营业利润	-331	-68	163	361
财务成本净额	-42	-44	-47	-56
税前盈利	-289	-24	211	417
所得税	2	0	-11	-21
净利润	-287	-24	200	396
以股份为基础的薪酬开支	0	0	0	0
经调整净利润	-287	-24	200	396
EPS (元)	-0.31	-0.03	0.21	0.42

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性 (%)				
营业收入增长率	25.6	32.6	25.0	22.9
营业利润增长率	N/A	N/A	N/A	121.0
经调整净利润增长率	N/A	N/A	N/A	97.9
盈利能力 (%)				
毛利率	4.0	7.4	8.9	10.7
经调整净利润率	-2.8	-0.2	1.2	1.9
ROE	-9.5	-0.8	6.3	11.0
偿债能力				
资产负债率 (%)	26.5	28.7	30.2	30.8
流动比率	3.2	3.0	2.9	3.0
速动比率	1.9	1.8	1.6	1.6
营运能力 (次)				
资产周转率	2.5	3.2	3.7	4.0
应收账款周转率	11.1	11.1	11.1	11.1
每股资料 (元)				
每股收益	-0.31	-0.03	0.21	0.42
估值比率 (倍)				
PE (收盘价)	-	-	31.4	15.9
PB (收盘价)	2.4	2.4	2.2	2.0

海外公司深度研究报告

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证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 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市城市建设投资开发集团有限责任公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、高邮市建设发展集团有限公司、Gaoyou Construction Investment Development (BVI) Co., Ltd.、南洋商业银行有限公司、平安国际融资租赁有限公司、上海银行杭州分行、湖州南浔浔污水处理有限公司、杭州银行绍兴分行、新昌县交通投资集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、北京银行股份有限公司杭州分行、台州市黄岩经济开发集团有限公司、湖州吴兴交通旅游投资发展集团有限公司、江苏银行扬州分行、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、温州名城建设投资集团有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co., Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、民生银行、南京银行南通分行、如皋市经济贸易开发有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限责任公司、香港一联科技有限公司、交银金融租赁有限责任公司、交银租赁管理香港有限公司、平度市城市开发集团有限公司、德阳发展控股集团有限责任公司、泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、东台市国有资产经营集团有限公司、厦门国贸控股集团有限责任公司、国贸控股（香港）投资有限公司、澳门国际银行股份有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本（BVI）有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际（BVI）有限公司、上饶投资控股集团有限责任公司、上饶投资控股国际有限公司、中国国际金融股份有限公司、中国国际金融（国际）有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、嵊州市交通投资发展集团有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、Zhejiang Kunpeng (BVI) Company Limited、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、多想云控股有限公司、长沙先导投资控股集团有限责任公司、XL (BVI) INTERNATIONAL DEVELOPMENT LIMITED、龙口市城乡建设投资发展集团有限公司、集友银行有限公司、成都中法生态园投资发展集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限责任公司、政金金融国际（BVI）有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限责任公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、济南历城控股集团有限责任公司、历城国际发展集团有限公司、郑州地产集团有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、香港象屿投资有限公司、厦门象屿集团有限公司、江苏腾海投资控股集团有限责任公司、连云港港口集团、山海（香港）国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、兆海投资（BVI）有限公司、镇江交通产业集团有限公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、江苏腾海投资控股集团有限责任公司、江苏句容投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限责任公司、邵东市城市发展集团有限公司、济南高新控股集团有限责任公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、恒源国际发展有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、Shandong Wonderland Holding Limited、蓬莱阁（烟台市蓬莱区）旅游有限责任公司、广州开发区投资集团有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、建发国际集团、重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限责任公司、香港国际（青岛）有限公司、青岛城市建设投资（集团）有限责任公司、成都经开产业投资集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、临沂城市发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、四海国际投资有限公司、商

海外公司深度研究报告

丘市发展投资集团有限公司、珠海华发集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、建发物业发展集团有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、尚晋国际控股有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、泰州医药城控股集团集团有限公司、成都银行股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、滁州经济技术开发总公司、华发投控2022年第一期有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：（852）35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk