

交通运输 | 公司研究  
2024 年 4 月 20 日

增持  
首次覆盖

市场数据: 2024 年 4 月 19 日

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 收盘价 (港币)        | 9.99       |
| 恒生中国企业指数        | 5746.61    |
| 52 周最高/最低价 (港币) | 6.09/11.30 |
| H 股市值 (亿港元)     | 93.3       |
| 流通 H 股 (百万股)    | 762        |
| 汇率 (人民币/港币)     | 1.08       |



证券分析师  
闫海 A0230519010004  
yanhai@swsresearch.com

研究支持  
王易 A0230123050001  
wangyi@swsresearch.com

联系人  
王易  
(8621)23297818x  
wangyi@swsresearch.com

# 新消费模式下品牌变现与三方配送价值再挖掘

## 顺丰同城 (9699.HK) 深度报告

**顺丰同城是第三方即时配送佼佼者，盈利能力持续改善。**顺丰同城采用全场景业务模式，对各类产品和服务实行配送场景全覆盖，服务范围包含餐饮外卖、同城零售、近场电商及近场服务，服务对象包括商家、消费者及最后一公里业务。随着公司规模经济和网络效应的加强，成本费用率逐渐下降，2023 年公司净利润扭亏为盈，实现公司上市以来的首次盈利。

**即时配送行业受新消费模式带动需求端高增，供给端竞争格局清晰，龙头企业差异化竞争，私域流量建设下三方配送平台价值凸显。**近年来中国人均可支配收入提高，居民消费能力和意愿增强，本地消费市场规模不断扩大，且在新消费时代下，消费者对于即时配送业务的依赖度不断提高，消费习惯逐渐形成，行业订单量逐年增长，下游应用场景市场随着外卖人数的不断增长，拓展到商超到家、线上生鲜零售、医药电商等消费场景。其中现制茶饮市场规模增长迅速，门店扩张速度极快，因此新茶饮渗透率不断提升，同时平均售价提高，一定程度上提高商家对配送费用的容忍阈值。现制茶饮门店数量的极速增长及 IPO 的集中推进为各大平台带来新发展，但随着互联网流量逐渐进入瓶颈期且各大平台流量陷阱日趋严重，私域流量的建设成为众多品牌的一致选择。这种趋势使得流量的多元化和多极化越发明显，从而推动了第三方即时配送平台的快速发展。**第三方即时配送平台作为高质量即时配送，强化配送服务履约能力，是本地线下商户经营规模不断扩大下的首要选择。**

**顺丰同城定位第三方价值显著，实现顺丰品牌进一步变现。**顺丰同城作为顺丰集团下优秀子公司，其品牌力为公司单量保驾护航，最后一公里业务保证收入基本盘。同时公司非餐场景业务占比上升，订单结构优化，与 KA 客户合作稳固，下沉市场占比提高，规模效应下平均履约成本获得改善。**公司作为独立第三方平台，不受平台竞争限制，私域流量加速建设下价值显著。**2023 年顺丰同城茶饮类配送收入同比增长 75%，目前已与多个热门品牌加深合作，包括瑞幸、霸王茶姬、麦当劳、茉莉奶白、淘宝买菜等品牌商家。即时配送服务强调即时性强、点对点、时效要求高的配送服务，顺丰同城自主研发的物流系统有效的支撑其大体量的业务量和高度差异化的订单，为公司业务增长奠定基础。

**首次覆盖，当前给予“增持”评级。**我们预计公司 2024 年-2026 年收入可到达 149.44、175.73、203.04 亿元，基于收入预测，当前市值对应 PS 分别为 0.57x，0.48x，0.42x。从行业角度，选取以下三家同类上市公司作为可比公司，包括美团、达达和叮咚买菜，从以上三家公司主营业务角度，均为即时配送行业公司，与顺丰同城类似。2024E-2026E 三家可比公司平均 PS 分别为 0.66X/0.57X/0.51X。对标国内外即时配送行业平均估值水平，我们认为 2024 年公司合理 PS 估值倍数为 0.66X，距离当前市值仍有 17% 的上行空间。首次覆盖，当前给予“增持”评级。

**风险提示：**即时配送需求下降风险、大客户流失风险、竞争加剧风险、新茶饮品牌销售增速下降风险。

| 财务数据及盈利预测  |        |         |        |        |       |
|------------|--------|---------|--------|--------|-------|
| 人民币        | 2022   | 2023    | 2024E  | 2025E  | 2026E |
| 营业收入 (百万元) | 10265  | 12400   | 14944  | 17573  | 20304 |
| 同比增长率 (%)  | 25.58  | 20.80   | 20.51  | 17.59  | 15.55 |
| 净利润 (百万元)  | (287)  | 51      | 103    | 223    | 383   |
| 同比增长率 (%)  | -68.08 | -117.63 | 102.61 | 117.87 | 71.71 |
| 每股收益 (元)   | -0.31  | 0.05    | 0.11   | 0.24   | 0.41  |
| 净资产收益率 (%) | -9.51  | 1.70    | 3.32   | 6.75   | 10.39 |
| 市盈率 (倍)    | -29.48 | 167.19  | 82.52  | 37.88  | 22.06 |
| 市销率 (倍)    | 0.82   | 0.68    | 0.57   | 0.48   | 0.42  |

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

## Investment highlight:

**Sf Intra-City is a leading third-party on-demand delivery service platform with improved profitability.** It adopts the full-scene business model, covering all delivery scenarios such as food delivery, local retail, local e-commerce and local service for merchants, consumers and the last-mile business. With rising economies of scale and an expanding operation network, the firm's expense ratios gradually decreased. In 2023, it for the first time reported positive earnings since its IPO.

**Robust demand growth driven by new consumption models. The competition pattern on the supply side is clear, with leading enterprises establishing edges through differentiation.** With the construction of private domains, the value of third-party delivery platforms becomes prominent. Amid the increase in China's per capita disposable income, the consumption power and willingness of the Chinese people increased, and the scale of the local consumer market continued to expand. In the new consumption era, consumers become more dependent on the on-demand delivery service, resulting in a rapid growth in delivery orders. Along with the flourishing food delivery service, the downstream application scenarios of on-demand delivery have expanded to home delivery of supermarkets, online fresh food retail, and online pharmacies, among others. Particularly, the market size of instant tea drinks expanded significantly, with a fast-growing store network. Therefore, with the rising penetration rate of tea drinks and higher prices, the tolerance threshold of merchants for delivery costs has increased. The rapid growth of the number of instant tea drink stores and the accelerated IPO process brings opportunities for large on-demand delivery platforms. However, as Internet traffic growth reaches the bottleneck and the traffic trap of major platforms becomes increasingly serious, the acquisition of private domain traffic has become a major choice for many consumer brands. This trend will result in diversification and polarization of traffic, thus promoting the development of third-party on-demand delivery platforms. **On the back of their strong service fulfilment capability, third-party on-demand delivery platforms become the first choice for local merchants that pursue business expansion.**

**Monetisation of the SF brand value.** As a subsidiary of SF Group, the strong brand recognition of SF enabled the firm to secure stable orders, while its last-mile business guaranteed the basic revenue for the firm. Moreover, with a higher contribution from non-catering orders, the firm's order structure has improved and its cooperation with key accounts has strengthened. The proportion of businesses in lower-tier markets is also on the rise. Given the rising economies of scale, its order fulfilment cost has decreased. **As an independent third-party platform, the company is less affected by the competition among express delivery platforms, which elevated its value amid the accelerated construction of private domain traffic.** In 2023, Sf Intra-City's tea drink delivery revenue increased 75% YoY. It has deepened cooperation with popular brands such as Luckin, CHAGEE, McDonald's and Molly Tea. The on-demand delivery service emphasizes the instantaneous, point-to-point and timely delivery. The firm's in-house logistics system effectively supports its huge-volume and highly differentiated orders, laying the foundation for the company's business growth.

**Initiate with Outperform.** We forecast revenue of Rmb14.94bn in 24E, Rmb17.57bn in 25E and Rmb20.30bn in 26E. Its current market cap implies 0.57x 24E PS, 0.48x 25E PS and 0.42x 26E PS. We select Meituan (3690:HK - BUY), Dada (DADA:US) and Dingdong (Cayman) (DDL:US) as comparable companies as their main business are on-demand delivery. They

are trading at an average PS of 0.66x in 24E, 0.57x in 25E and 0.51x in 26E. Based on the average valuations of domestic and overseas on-demand delivery firms, we derive a fair 24E PS of 0.66x for Sf Intra-City. With a 17% upside, we initiate coverage of the stock with an Outperform rating.

**Risks:** Decreasing demand for on-demand delivery; the loss of key accounts; intensified competition; and slower sales growth of new tea drink brands.

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2024 年-2026 年收入可到达 149.44、175.73、203.04 亿元，基于收入预测，当前市值对应 PS 分别为 0.57x、0.48x、0.42x。从行业角度，选取以下三家同类上市公司作为可比公司，包括美团、达达和叮咚买菜，从以上三家公司主营业务角度，均为即时配送行业公司，与顺丰同城类似；美团主要从事餐饮外卖业务，与顺丰同城可比；达达集团是国内领先的本地即时零售和配送平台，旗下有达达快送和京东到家两大核心业务平台，与顺丰同城可比；叮咚买菜主营业务是生鲜电商即时配送，与顺丰同城可比。2024E-2026E 三家可比公司平均 PS 分别为 0.66X/0.57X/0.51X。对标国内外即时配送行业平均估值水平，我们认为 2024 年公司合理 PS 估值倍数为 0.66X，距离当前市值仍有 17% 的上行空间。首次覆盖，当前给予“增持”评级。

### 关键假设点

**总订单数：**同城配送服务：借助顺丰控股的品牌力效应和全场景业务的拓展，公司面向消费者的同城配送业务订单量实现高速增长，预计 2024-2026 年同城配送服务订单量增速分别为 28%、24%、20%。主要受益于顺丰控股的协同效应，公司最后一公里配送业务收入实现高速增长，同时因该业务支持物流各环节的提速以及个性化服务，逐渐打开消费市场，预计 24-26 年增速分别为 18%、15%、12%。

**单价：**预计 2024-2026 年单价呈现逐年微降的趋势。

**成本：**公司运力池的扩大使得单笔订单的平均履约成本下降。另外，公司运力池的扩大主要来自于众包骑手，2020 年公司由众包骑手完成订单量占比高达 88%，众包骑手的单笔订单平均履约成本通常低于专职骑手，帮助公司进一步优化成本。随着活跃骑手数量逐渐增加，运力规模不断扩大，规模效应进一步凸显。2018 年至 2023 年每笔订单的员工成本每年下降，预计 2024-2026 年每笔订单的员工成本均为下降趋势。随着订单量增加，产生规模效应、骑手组合优化、技术增强带来运营效率的提高，预计每笔订单的其他成本也有所下降。

### 有别于大众的认识

市场低估第三方配送企业实际价值。我们认为顺丰同城已经发展成为第三方即时配送佼佼者，公司目前是中国规模最大且快速增长的第三方即时配送服务平台，其中立开放的特质吸引众多品牌商家，有中立开放、包容互利和公平可信的特点和优势，且不受平台竞争限制，在公域流量成本上升、私域流量需求增加的情况下第三方配送企业价值凸显。

市场对于茶饮配送市场需求空间认知不清晰。我们认为现制茶饮品牌近几年门店扩张速度较快，且布局下沉市场速度加快，目前现制茶饮品牌正处于 IPO 集中期，他们的扩张给物流配送企业带来增长机会。

### 股价表现的催化剂

公司订单量超预期；新消费品牌业务扩张速度加快。

### 核心假设风险

即时配送需求下降、大客户流失、竞争加剧风险、新茶饮品牌销售增速下降风险。

# 目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. 顺丰同城：背靠顺丰，第三方即时配送领域佼佼者</b>       | <b>6</b>  |
| 1.1 历史复盘：诞生于顺丰事业部，盈利逐渐改善               | 7         |
| 1.2 采取全场景业务模式，成熟与增量场景相互配合              | 8         |
| 1.3 盈利能力持续改善，净利润扭亏为盈                   | 10        |
| <b>2. 即时配送行业前景广阔，未来可期</b>              | <b>12</b> |
| 2.1 即时配送行业进入成熟期，高附加值场景或是未来方向           | 12        |
| 2.2 需求端：新零售模式兴起，用户规模不断扩大，消费习惯的改变推动行业发展 | 14        |
| 2.3 供给端：竞争格局清晰，龙头差异竞争，第三方平台加速建立私域流量    | 19        |
| <b>3. 定位第三方价值显著，实现顺丰品牌进一步变现</b>        | <b>21</b> |
| 3.1 背靠顺丰：品牌力为单量保驾护航，最后一公里业务保证基本盘       | 21        |
| 3.2 中立开放：独立第三方平台，不受平台竞争限制              | 22        |
| 3.3 业务优化：非餐场景业务占比上升，订单结构优化             | 23        |
| 3.4 网络效应：KA 客户稳固，下沉市场占比逐步提高            | 24        |
| 3.5 规模效应：运力规模不断扩大，平均履约成本下降             | 25        |
| 3.6 跟随茶饮类品牌开拓市场，私域流量的搭建提供增量            | 25        |
| 3.7 科技赋能业务，持续提升配送效率及客户体验               | 26        |
| <b>4. 盈利预测与估值</b>                      | <b>27</b> |
| 4.1 盈利预测                               | 27        |
| 4.2 估值                                 | 28        |
| <b>5. 风险提示</b>                         | <b>28</b> |
| <b>6. 附表</b>                           | <b>29</b> |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：顺丰同城发展历程 .....                                    | 7  |
| 图 2：顺丰同城股权结构图（截至 2023 年 12 月 31 日） .....              | 7  |
| 图 3：顺丰同城全场景业务模式 .....                                 | 8  |
| 图 4：面向商家的同城配送业务收入增长情况 .....                           | 9  |
| 图 5：活跃商家数量增长情况 .....                                  | 9  |
| 图 6：面向消费者的同城配送业务收入增长情况 .....                          | 9  |
| 图 7：活跃消费者数量增长情况 .....                                 | 9  |
| 图 8：最后一公里配送业务收入增长情况 .....                             | 10 |
| 图 9：公司营业收入稳步增长 .....                                  | 10 |
| 图 10：公司净利润持续改善 .....                                  | 10 |
| 图 11：公司期间费用率稳中有降 .....                                | 11 |
| 图 12：公司销售成本率逐步控制 .....                                | 11 |
| 图 13：即时配送行业发展历程 .....                                 | 13 |
| 图 14：中国人均可支配收入规模及增速 .....                             | 14 |
| 图 15：中国本地消费市场规模（单位：万亿元） .....                         | 14 |
| 图 16：消费者即时配送服务使用频次分布 .....                            | 15 |
| 图 17：中国即时配送行业订单规模及同比增速 .....                          | 15 |
| 图 18：中国线上外卖用户人数（单位：万人） .....                          | 15 |
| 图 19：京东到家连接门店数量（单位：家） .....                           | 15 |
| 图 20：中国生鲜零售市场规模（单位：亿元） .....                          | 15 |
| 图 21：中国医药电商交易规模（单位：亿元） .....                          | 15 |
| 图 22：各级城市现制茶饮门店数量（万家） .....                           | 16 |
| 图 23：2022 年各个等级城市扩店数占比 .....                          | 16 |
| 图 24：现制茶饮消费渗透率情况 .....                                | 17 |
| 图 25：现制茶饮平均售价情况（元/杯） .....                            | 17 |
| 图 26：第三方即时配送渗透率 .....                                 | 20 |
| 图 27：公司来自顺丰控股的收入逐年增加 .....                            | 21 |
| 图 28：最后一公里业务收入占比不断扩大 .....                            | 21 |
| 图 29：公司最后一公里配送服务收入结构 .....                            | 21 |
| 图 30：独立第三方即时配送渗透率逐年提升 .....                           | 22 |
| 图 31：中国第三方即时配送服务行业市场份额（截至 2021 年 3 月 21 日止十二个月） ..... | 23 |

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 32：非餐场景收入占比逐步提高 .....              | 23 |
| 图 33：近场电商主要场景订单量 GAGR（预计） .....      | 23 |
| 图 34：Top100 主要客户续签率保持高位.....         | 24 |
| 图 35：来自五大客户的收入占比情况.....              | 24 |
| 图 36：服务网络覆盖市县不断扩张 .....              | 24 |
| 图 37：下沉市场收入占比逐步提高 .....              | 24 |
| 图 38：运力规模不断扩大 .....                  | 25 |
| 图 39：单笔订单的平均履约成本不断下降.....            | 25 |
| 图 40：顺丰同城与瑞幸咖啡密切合作.....              | 25 |
| 图 41：智能科技为顺丰同城业务赋能.....              | 26 |
| <br>                                 |    |
| 表 1：顺丰同城部分高管介绍 .....                 | 8  |
| 表 2：物流履约的业务模式.....                   | 12 |
| 表 3：中国即时配送服务行业场景 .....               | 12 |
| 表 4：即时配送行业相关政策 .....                 | 13 |
| 表 5：中国不同线城市线上消费发展情况 .....            | 16 |
| 表 6：微信小程序流量增速迅速.....                 | 17 |
| 表 7：24 年以来现制茶饮品牌争相 IPO 且主要用于扩张 ..... | 18 |
| 表 8：2024-2030 年新茶饮品牌即时配送费用空间测算.....  | 18 |
| 表 9：第三方即时配送与依托平台即时配送的核心差异分析 .....    | 19 |
| 表 10：中国本地消费流量多极化趋势.....              | 19 |
| 表 11：2020-2023 年顺丰速运消费者满意度情况 .....   | 21 |
| 表 12：优化订单结构情况对比 .....                | 23 |
| 表 13：营业收入预测 .....                    | 27 |
| 表 14：重点公司估值表 .....                   | 28 |

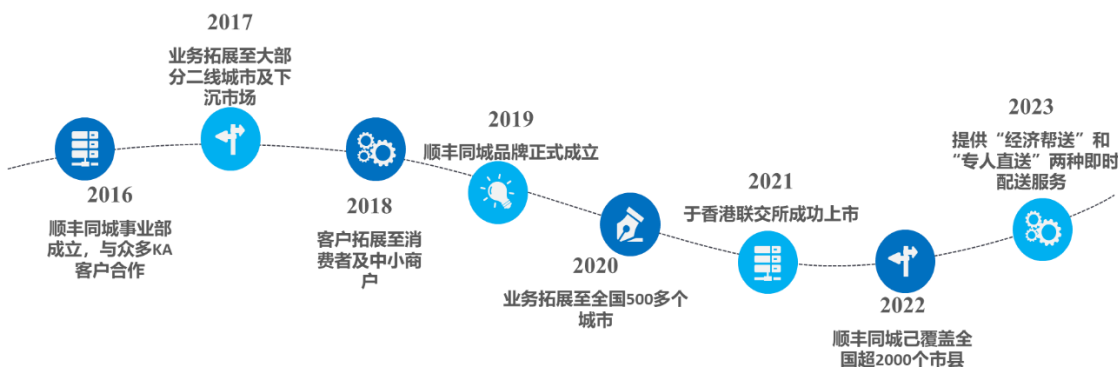


# 1. 顺丰同城：背靠顺丰，第三方即时配送领域佼佼者

## 1.1 历史复盘：诞生于顺丰事业部，盈利逐渐改善

**第三方即时配送佼佼者，业务拓展战略明确。**顺丰同城成立于 2016 年，以顺丰集团事业部的形式成立，运营模式为与众多 KA 客户保持同城即时配送领域的业务协同。从 2017 年开始，顺丰同城开始将业务拓展至绝大部分的直辖市及省会城市，客户从 KA 客户拓宽至 C 端客户和中小商户，业务拓展战略明确。2019 年顺丰同城品牌正式成立，正式作为独立的实体运营，后续将业务拓展至全国 500 多个城市，扩张非常迅速。经过几轮融资后，顺丰同城于 2021 年 12 月成功在香港联交所成功上市。

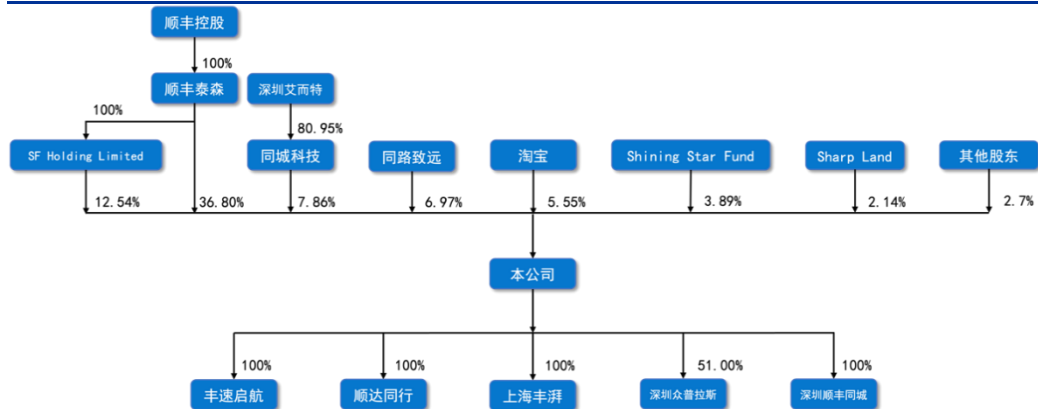
图 1：顺丰同城发展历程



资料来源：公司公告，招股说明书，申万宏源研究

**顺丰具有绝对控股权，阿里持股 5.5%，业务量基本盘稳健增长。**顺丰控股合计持股 49.34%，具有绝对控股权，有利于公司业务稳定健康发展，顺丰同城最后一公里业务基本来自于顺丰控股速运分部最后一公里派送，业务量基本盘稳健增长。此外，阿里持股 5.55%，有利于顺丰同城与阿里集团在本地生活等多领域的合作。

图 2：顺丰同城股权结构图（截至 2023 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

**管理团队实操经验丰富，与集团协同效应强。**公司高管深耕自身的专业领域多年，拥有物流、技术、财务、投资等多领域丰富的实操经验。同时，公司多位高管都曾任职于顺丰控股，



不仅可以充分吸收顺丰控股在物流领域的运营管理经验，并且能够进一步加持公司与集团的协同效应。

**表 1：顺丰同城部分高管介绍**

| 姓名  | 职务                | 履历   |
|-----|-------------------|--|
| 孙海金 | 董事会主席、执行董事、首席执行官  | 2006 年 4 月至 2016 年 6 月历任顺丰控股集团人力资源总监、区域总经理、产品负责人等；<br>2016 年 6 月起任同城事业部负责人,2018 年 10 月起任深圳同城的执行董事兼总经理,2019 年 1 月至 2020 年 5 月任上海丰湃达的执行董事；<br>2019 年 6 月及 2019 年 12 月起分别担任本集团首席执行官及执行董事；<br>2023 年 11 月 30 日获委任杭州顺丰同城实业股份有限公司董事会主席；<br>现任公司董事会主席、执行董事、首席执行官。 |
| 陈霖  | 执行董事、首席技术官、副总经理   | 2011 年 1 月至 2014 年 6 月担任百度集团的研发工程师,2015 年 11 月加入百度外卖,历任架构师和高级架构师；<br>2017 年 9 月加入顺丰控股集团,历任顺丰控股集团同城事业部基础架构研发总监、科技负责人；<br>2019 年 9 月起担任顺达同行总经理,并于 2019 年 9 月至 2020 年 9 月担任顺达同行执行董事；<br>现任公司执行董事、首席技术官、副总经理。  |
| 陈希文 | 执行董事、首席财务官、联席公司秘书 | 2014 年 2 月加入顺丰控股集团,自 2014 年 2 月至 2023 年 2 月先后担任财务部财务分析专家、财务分析副总监、投资者关系部负责人；<br>2023 年 3 月 29 日获委任为杭州顺丰同城实业股份有限公司首席财务官及联席公司秘书；<br>现任公司执行董事、首席财务官、联席公司秘书。  |
| 刘佳  | 董事会秘书、联席公司秘书      | 2002 年 8 月至 2005 年 12 月任职于普华永道,最后任职鉴证部高级审计员,及自 2005 年 12 月至 2012 年 7 月任职于华为集团,最后任职高级投资经理；<br>2019 年 6 月加入集团,担任 CEO 办公室负责人；<br>2021 年 5 月获委任为杭州顺丰同城实业股份有限公司董事会秘书,并于 2021 年 6 月获委任为联席公司秘书之一；<br>现任公司董事会秘书、联席公司秘书。  |

资料来源：公司公告，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

## 1.2 采取全场景业务模式，即时配送领域全覆盖

**顺丰同城采用全场景业务模式，对各类产品和服务实行配送场景全覆盖。**服务范围包含餐饮外卖、同城零售、近场电商及近场服务。餐饮外卖为公司的成熟场景，也是即时配送服务的主要需求，涵盖食品和饮品的外送，客户包括喜茶、麦当劳等商家，迅速开拓霸王茶姬等餐饮新势力 KA 客户。同城零售、进场电商和近场服务都是增量场景，主要受零售行业线上化趋势、近场市场流量及消费者定制化需求推动。

**图 3：顺丰同城全场景业务模式**

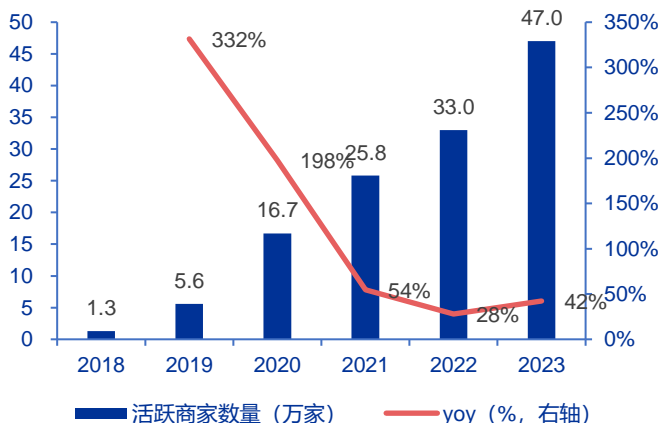
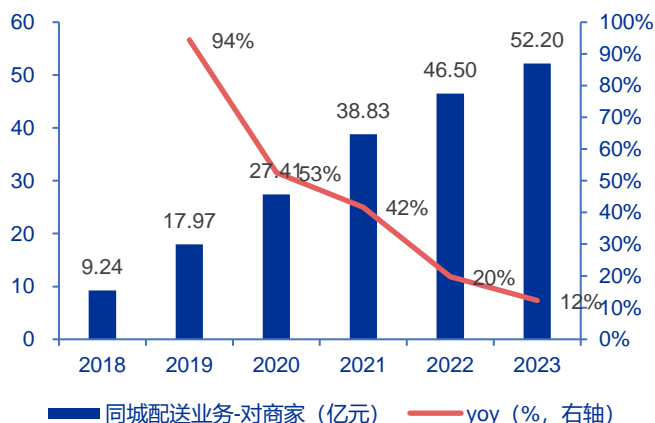


资料来源：顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

**面向商家的同城配送服务，提供一对一定制解决方案。**顺丰同城面向商家的同城配送服务主要集中于零售行业、3C 行业和医药行业等场景，根据商家的多样化需求，向主要客户提供一对一的定制解决方案，向中小企业客户提供相对标准且极具性价比的方案。通过运营全场景的业务模式和以客户为中心的业务方案，公司面向商家的同城配送服务收入实现持续增长，2018 年-2023 年 CAGR 为 41%，截止到 2023 年，年度活跃商家数量达到 47 万家。

图 4：面向商家的同城配送业务收入增长情况

图 5：活跃商家数量增长情况



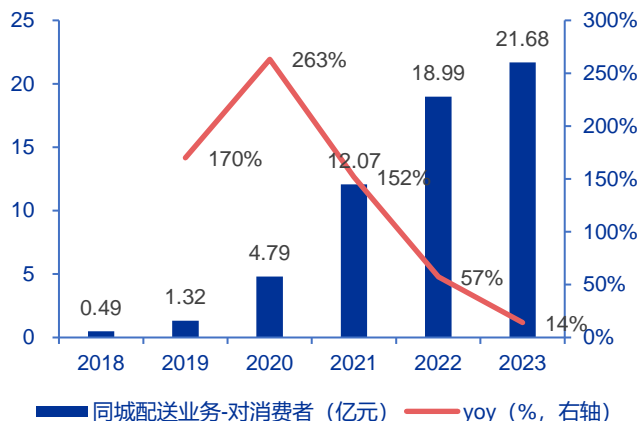
资料来源：公司公告，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

资料来源：公司公告，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

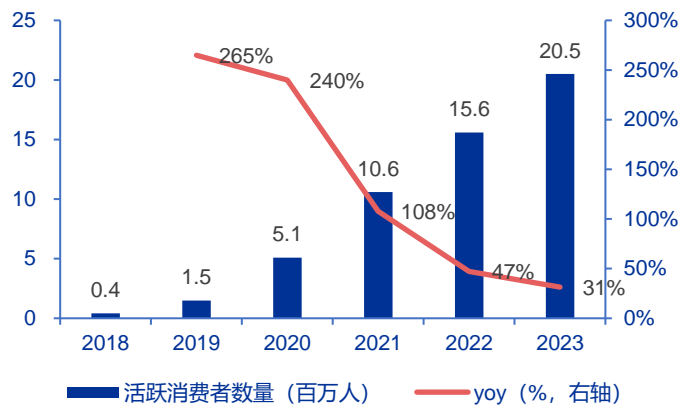
**面向消费者的同城配送服务，提供全天候的本地即时履约方案。**顺丰同城面向消费者的同城配送服务主要集中于帮送、帮取、帮买及帮办等个人工作和生活场景，借助顺丰控股的品牌力效应，快速打开个人消费者市场，并凭借差异化的网络能力，为消费者提供多样化、高品质的即时履约服务，提高消费者的忠诚度。公司面向消费者的同城配送业务收入实现高速增长，2018 年-2023 年 CAGR 为 113%。截止到 2023 年，活跃消费者数量达到 0.2 亿人次。

图 6：面向消费者的同城配送业务收入增长情况

图 7：活跃消费者数量增长情况



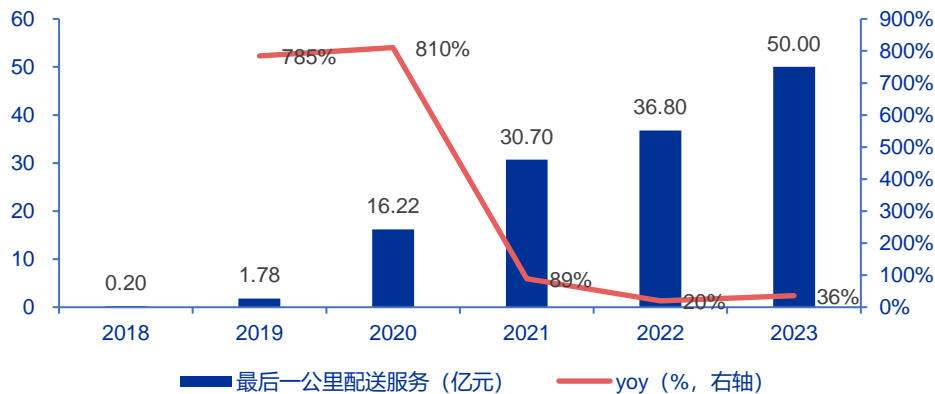
资料来源：公司公告，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究



资料来源：公司公告，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

**最后一公里配送服务，物流服务提供商配送能力的弹性补充。**顺丰同城的最后一公里配送服务将即时配送弹性运力嵌入到物流服务的各个环节，能够为物流服务提供商解决运力不匹配的问题，提升成本效率，同时能够支持物流各环节的提速以及个性化服务。受益于顺丰控股的协同效应，公司最后一公里配送业务收入实现高速增长，2023 年实现营业收入 50 亿元，同比增长 36%。

图 8：最后一公里配送业务收入增长情况



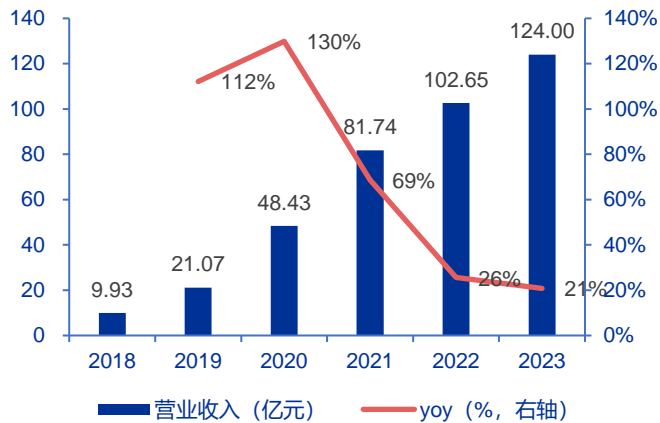
资料来源：公司公告，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

### 1.3 盈利能力持续改善，净利润扭亏为盈

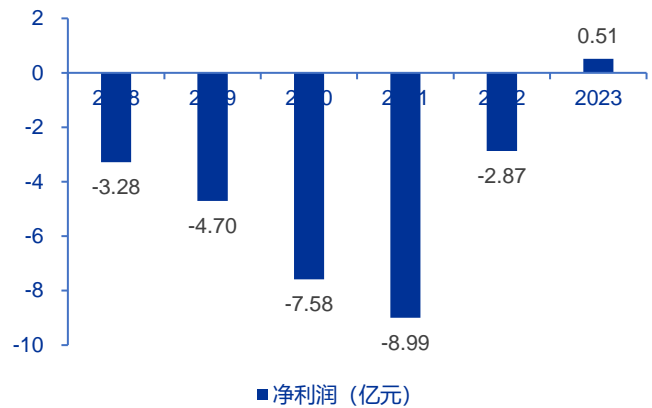
**全场景业务拓展，盈利能力持续改善。**随着公司规模经济和网络效应的加强，以及全场景业务的拓展，公司营业收入稳步增长，毛利润及净利润持续改善，2023 年公司净利润扭亏为盈，达到 0.51 亿元，实现公司上市以来的首次盈利，面向消费者的同城配送、非餐场景和下沉市场为业绩增长的主要驱动力。

图 9：公司营业收入稳步增长

图 10：公司净利润持续改善



资料来源：公司公告，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

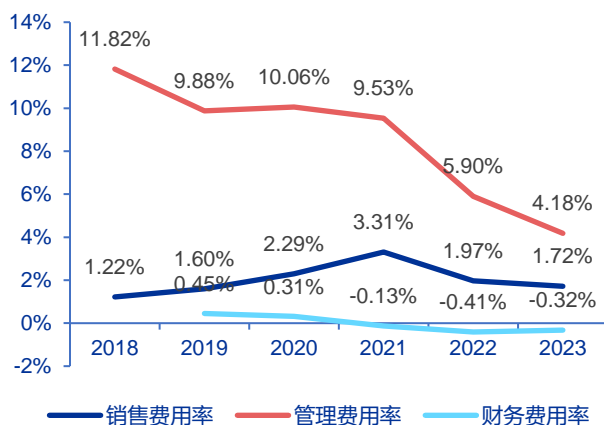


资料来源：公司公告，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

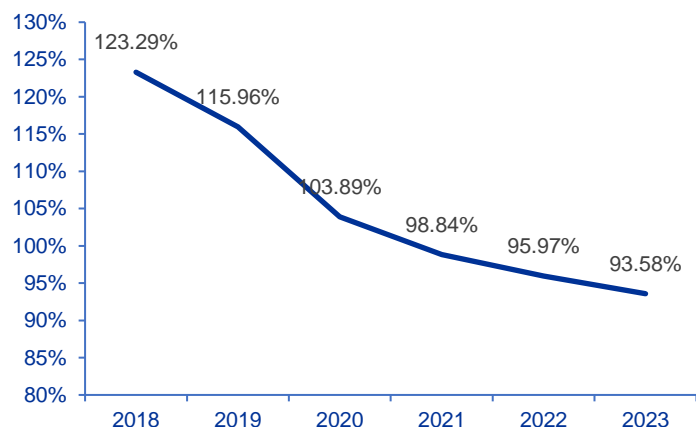
**期间费用率稳中有降，销售成本率逐步控制。**公司销售费用率、管理费用率、财务费用率保持平稳，且呈现缓慢下降的趋势；销售成本率也逐步得到控制，呈现稳步下降的趋势。期间费用率和销售成本率的下降，主要得益于公司营业收入的增长及管理能力的持续提升。

图 11：公司期间费用率稳中有降

图 12：公司销售成本率逐步控制



资料来源：公司公告，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究



资料来源：公司公告，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

## 2. 即时配送行业前景广阔，未来可期

### 2.1 即时配送行业进入成熟期，高附加值场景或是未来方向

即时配送是指配送平台根据客户在互联网渠道或线下门店即时提交的订单，需要在短时间内响应并按要求的时间、地点等方面的条件进行交付的配送模式。按照物流履约业务模式的不同，物流一般可分为网络化模式配送、仓配一体化和即时配送。即时配送与网络化模式配送和仓配一体化模式相比，存在履约时效性较强、订单离散程度高、点对点单一链条配送及专人专送等特点，通常情况下不依赖于仓配和中转等环节。

表 2：物流履约的业务模式

| 配送模式   | 网络化模式       | 仓配一体化模式     | 即时配送    |
|--------|-------------|-------------|---------|
| 履约时效   | 一般          | 较强          | 强       |
| 履约方式   | 依赖各环节点对点运输  | 依赖前置仓集中履约   | 点对点即时履约 |
| 运力     | 快递员         | 快递员         | 众包和自建骑手 |
| 订单配送方式 | 驿站、快递柜、送货上门 | 驿站、快递柜、送货上门 | 专人专送    |

资料来源：申万宏源研究

即时配送服务场景由最初的餐饮外卖扩展为各种本地消费场景，具体可分为四类，分别是**餐饮外卖、近场服务、近场电商和同城零售**。餐饮外卖作为成熟场景，具有高频和时效性强的特点，价值低且客户忠诚度不高，对于服务品质的要求逐步提升，其中现制饮品类门店下沉化扩张趋势明显。同城零售处于高速发展期，价值高于餐饮外卖，主要配送稳定的定制包装。进场电商及近场服务主要配送定制化和高附加值产品，行业处于发展初期，品牌、服务质量等因素为主要影响因素。

表 3：中国即时配送服务行业场景

| 消费场景 | 品类概览                         | 消费频次 | 客单价 | 渗透率情况                         |
|------|------------------------------|------|-----|-------------------------------|
| 餐饮外卖 | 餐食                           | 极高   | 低   | 发展时间长，渗透率高，增速已逐渐放缓            |
|      | 现制饮品                         |      |     | 主要城市渗透率较高，下沉市场门店扩张速度及渗透率正快速提升 |
| 同城零售 | 生鲜果蔬<br>粮油米面<br>日化用品<br>蛋糕甜品 | 高    | 较低  | 疫情催化，相关电商快速发展，渗透率快速提升         |
| 近场电商 | 3C 数码<br>鞋帽服饰<br>化妆品         | 低    | 高   | 疫情催化，相关电商快速发展，渗透率逐步提升         |
| 近场服务 | 帮买帮送<br>到家服务<br>代排队          | 较低   | 较高  | 渗透率较低，仍处于市场教育阶段，但部分高线城市已初见渗透  |



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

中国即时配送行业从 2000 年开始发展，市场规模不断扩张。2000 年即时配送开始兴起，业务主要满足外卖餐饮配送需求，2013 年美团外卖的成立开启了中国餐饮外卖业务，之后达达、闪送、每日优鲜及电商 O2O 平台相继成立，服务品类扩张到生鲜零售、跑腿等业务，场景逐渐完善。2015 年至今，各物流公司纷纷成立即时配送业务线，如韵达云递配、美团配送、蜂鸟即配、顺丰同城等均实现品牌独立。

图 13： 即时配送行业发展历程



资料来源：公司公告，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

在即时配送行业发展愈发成熟的情况下，国家也推出相关政策鼓励解释配送的规范化发展。即时配送行业的规范化、智能化建设在国家政策的鼓励下进一步发展，配送员等即时配送业务员的权益也得到保障，智能设备和即时配送业务的融合得到推动。近期发布的《即时配送服务规范》涵盖对即时配送的基本定义及服务要求，对于企业人员等参与者做了详细的规定，对推动即时配送行业健康可持续发展具有重要意义。

表 4： 即时配送行业相关政策

| 颁布日期    | 政策名称                           | 颁布主体         | 主要内容及影响  |
|---------|--------------------------------|--------------|--|
| 2020-01 | 《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》        | 国家发改委、市场监管总局 | 落实网约配送员等新就业形态劳动者权益保障相关政策措施，完善新就业形态劳动者与平台企业、用工合作企业之间的劳动关系认定标准，合理制定订单分配、计件单价、抽成比例等直接涉及劳动者权益的制度和算法规则。该政策规范了即时配送行业劳动者的权益保障机制。                      |
| 2020-01 | 《“十四五”现代流通体系建设规划》              | 国家发改委        | 要求加大北斗卫星导航系统推广，提高车路协同信息服务能力，探索发展自动驾驶货运服务，推进城际干线运输和城市末端配送有机衔接，探索丰富无人机、无人车等城市配送应用场景，该政策提升了即时配送订单在运输、配送全流程智能化水平。                                  |
| 2021-12 | 《“十四五”快递业发展规划》                 | 国家邮政局        | 要求推动快递新业态等领域立法，不断完善快递许可管理制度，推动地方快速完善快递相关法规规章，修订设备设施、运营服务等快递相关标准。探索建立智能配送监管框架，完善相关法律法规和伦理审查规则。该政策加快了即时配送行业法规制度建设，推动了即时配送行业智能化发展。                |
| 2021-08 | 《商贸物流高质量发展专项行动计划（2021-2025 年）》 | 商务部 9 部门     | 要求发展商贸物流新业态新模式。鼓励劈杀、零售、电商、餐饮、进出口等商贸服务企业与物流企业深化合作，促进自营物流与第三方物流协调发展。推广共同配送、集中配送、统一配送、分时配送、夜间配送等集约化配送模式，完善前置仓配送、门店配送、即时配送、网订店取、自动提货等末端配送模式。该政策为即时 |



配送行业发展创造了良好市场环境。

2021-08 《关于政协十三届全国委员会第四次会议第1917号提案答复函》 商务部

要求完善即时配送相关规划，推动“即时配送”、“无人配送”等商贸物流服务新模式，强化即时配送技术、智能设施、财税政策等多方面保障：要求培育发展新业态新模式，扩展即时配送消费场景，推动即时配送下沉渠道。该政策推动了即时配送行业均衡发展

2023-03 《即时配送服务规范》 国家标准化管理委员会

涵盖即时配送领域从揽收、配送直至服务评价全流程，对即时配送的基本定义及服务范围要求、操作流程规范、服务质量要求及评价处理机制、企业及人员从业资质等均做了详细明确的规定，适用于提供两轮车即时配送服务的运作和管理，对推动即时配送行业健康可持续发展具有重要意义

2024-01 《关于促进即时配送行业高质量发展的指导意见》 国务院

指出要加强鼓励引导，进一步营造良好营商环境，提升行业发展水平和支撑带动能力。要督促企业守好食品安全、配送安全等底线，加强劳动者权益保障，推动降低企业合规经营成本。该指导意见切实推进即时配送行业政策体系、管理机制的建设与完善，探索解决行业发展面临的一系列突出问题

资料来源：国务院，国家发改委，市场监管总局，国家邮政局，申万宏源研究

## 2.2 需求端：新零售模式兴起，用户规模不断扩大，消费习惯的改变推动行业发展

中国人均可支配收入提高，居民消费能力和意愿增强，本地消费市场规模不断扩大。根据国家统计局数据，2020年，中国居民人均可支配收入为3.2万元，增速3.23%，受疫情影响相较前几年显著降低。但随着国内疫情放开，2021年我国人均可支配收入已基本恢复疫情前水平，约为3.5万元/年，预计未来伴随经济复苏该水平会进一步提升。可支配收入提升带动居民消费能力和消费意愿的不断增强，推动消费升级，本地消费市场的市场规模逐步增长。根据艾瑞咨询的数据，2016-2021年，本地消费市场规模从19.6万亿元增长到26.8万亿元，复合年增长率为6.46%，预计2025年中国本地消费市场规模将达到36.5万亿元。

图 14：中国人均可支配收入规模及增速



资料来源：CNNIC(中国互联网络信息中心)，申万宏源研究

图 15：中国本地消费市场规模（单位：万亿元）

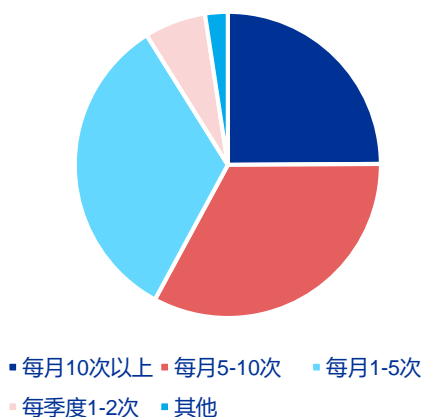


资料来源：中国连锁经营协会，申万宏源研究

新消费时代下，消费者对于即时配送业务的依赖度不断提高，即时配送行业订单规模逐年增长。即时配送行业始于外卖行业的兴起，目前外卖行业仍是即时配送行业的主要成熟场景，

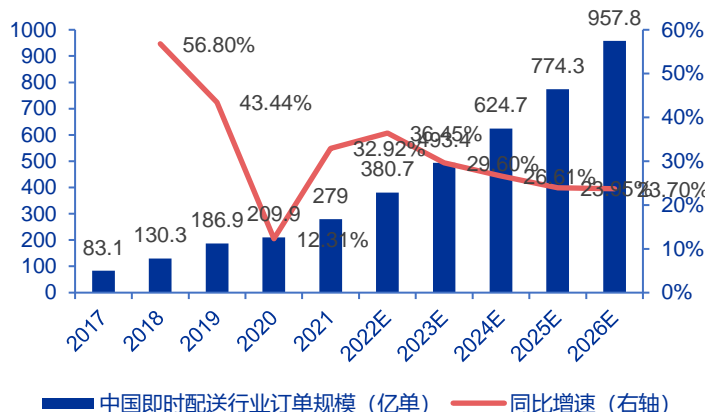
但伴随着服务履约能力的增强，用户的线上消费需求已从单一的外卖场景拓展至多元化场景，包括生鲜果蔬、鲜花蛋糕等。根据艾瑞咨询的调研数据显示，近 25% 的客户每月使用即时配送服务达到 10 次以上，90% 以上的消费者每月至少使用一次。消费者即时配送行业使用频次的增加推动即时配送行业订单规模增长，叠加疫情影响，2021 年即时配送行业订单规模达到 279 亿单，同比 2020 年增长 33%，预计 2026 年将达到 957.8 亿单，行业空间广阔。

图 16：消费者即时配送服务使用频次分布



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 17：中国即时配送行业订单规模及同比增速



资料来源：顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

**下游应用场景市场需求广泛，外卖人数不断增长，商超到家、线上生鲜零售、医药电商等场景市场规模逐年增长。**随着 Z 世代人群数量的增长，宅经济迅速崛起，同时受疫情影响，消费者对于无接触配送的需求增加，餐饮外卖平台交易额持续增长，线上外卖用户人数明显增加，2022 年达到 5.2 亿人。在疫情期间，从社区团购至医药配送服务，消费者已经习惯于使用点对点、无接触的即时配送，便利的消费方式使得消费者黏性增强，以京东到家门店数量为例，疫情期间门店显著增加。随着消费升级，消费品类线上化率将不断提高。

图 18：中国线上外卖用户人数 (单位：万人)



资料来源：CNNIC(中国互联网络信息中心)，申万宏源研究

图 19：京东到家连接门店数量 (单位：家)



资料来源：中国连锁经营协会，申万宏源研究

图 20：中国生鲜零售市场规模 (单位：亿元)

图 21：中国医药电商交易规模 (单位：亿元)



资料来源：CNNIC(中国互联网络信息中心)，申万宏源研究



资料来源：CNNIC(中国互联网络信息中心)，申万宏源研究

**城市化进程推进，一二线城市消费者的消费习惯逐步下沉。**随着下沉市场基础设施的完善和人口聚集，中国的城镇化水平不断提高，城镇人口不断扩大，将逐步激发更多低线地区居民多样的、未被激活的消费需求。预计未来即时配送的消费新理念与模式将在下沉市场层层渗透，行业将在更多地区得到进一步发展。

表 5：中国不同线级城市线上消费发展情况

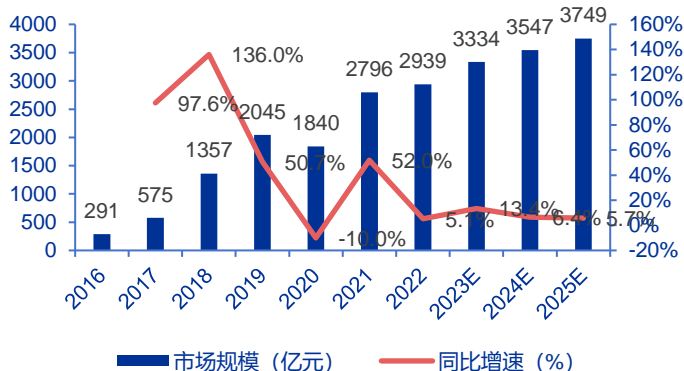
| 城市线级    | 城市化水平 | 线上消费成熟度 | 线下消费发展情况                                | 即配服务布局                    |
|---------|-------|---------|---|---------------------------|
| 一线城市    | 高     | 高       | 渗透率高，各类渠道多头并进，为线上消费新模式的试验田；多渠道线上消费已成常态。 | 玩家完善布局，走向非餐品类的拓展及服务专业化的提升 |
| 新一线城市   | 较高    | 较高      | 渗透率较高，各类渠道多头并进，发展略慢于一线城市；多渠道线上消费习惯渐成。   |                           |
| 二线城市    | 较低    | 较低      | 渗透率略高，中心化电商高渗透，新型电商快速发展；多渠道线上消费进入萌芽阶段。  | 头部玩家加速渗透覆盖城市              |
| 三线及以下城市 | 低     | 低       | 渗透率较低，部分地区中心化电商仍存发展空间；多渠道线上消费仍待开拓。      |                           |

资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

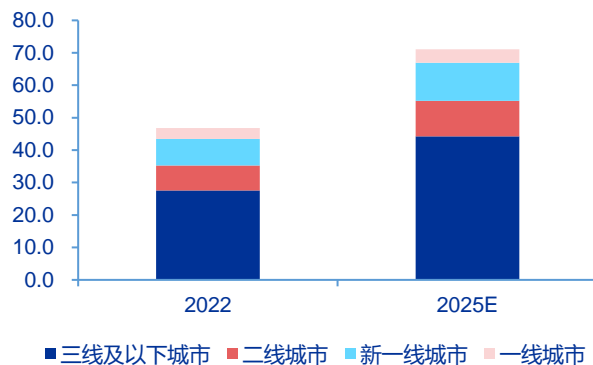
**现制茶饮市场规模增长迅速，门店扩张速度极快。**2016-2022 年我国现制茶饮行业市场规模由 291 亿元增长至 2939 亿元，六年年均复合增长率达 47%。随着消费习惯的常态化、外卖服务的便捷化，现制茶饮市场规模未来将继续稳定增长，预计到 2025 年行业市场规模将达 3749 亿元。据灼识咨询数据，2022 年我国约有 46.7 万家现制茶饮店，其中一线城市、新一线城市、二线城市、三线及以下城市占比分别为 7.1%、17.5%、16.5%、59.0%，三线及以下城市占比较高，预计到 2025 年我国现制茶饮店将增加至 71.1 万家，且三线及以下城市占比将提高 3.1pct，一线、新一线及二线城市占比将有所下滑，茶饮门店进入下沉市场为大势所趋。

图 22：各级城市现制茶饮门店数量（万家）

图 23：2022 年各个等级城市扩店数占比



资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

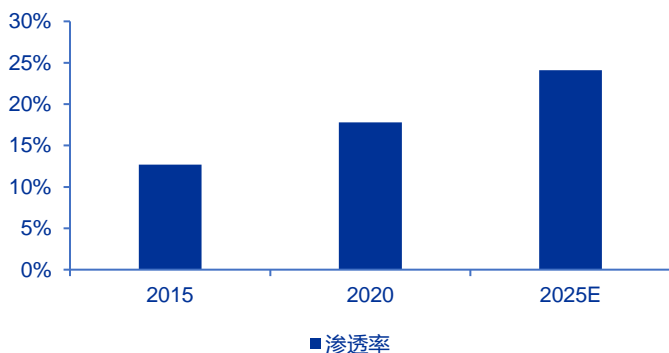


资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

**新茶饮渗透率不断提升,同时平均售价提高,一定程度上提高商家对物流费用的容忍阈值。**

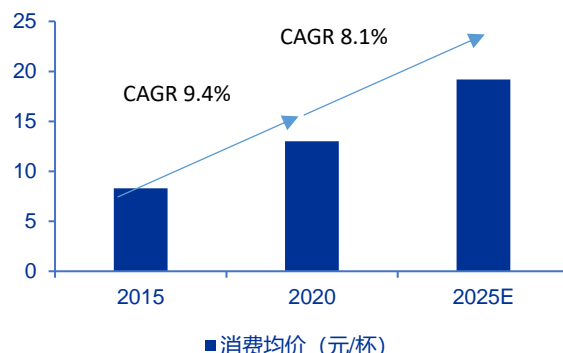
随着现制茶饮门店数量的增长,现制茶饮渗透率不断提高,预计到2025年渗透率将达到24%。同时随着人均可支配收入的提高,消费者的消费能力增强,对高品质高价值的健康饮品愈发重视,消费意愿增强,据灼识咨询数据,2020年现制茶饮平均售价为13元/杯,同比2015年增加4.7元,预计到2025年平均售价将上升至19元,饮品售价的提升一定程度上可以提高商家对成本端的管控阈值,且随着渗透率及单量的不断提升,单杯茶饮的平均成本有望下降。

图 24: 现制茶饮消费渗透率情况



资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

图 25: 现制茶饮平均售价情况 (元/杯)



资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

现制茶饮门店数量的极速增长为各大平台带来新发展,但随着互联网流量逐渐进入瓶颈期且各大平台流量陷阱日趋严重,私域流量的建设成为众多品牌的一致选择。对于新茶饮品牌来说,市场竞争激烈且同类可替代品较多,因此将客户引流至私域后还需要寻找方式留存客户,在这个过程中,配送服务商、供应链企业等合作伙伴的角色至关重要。其中,能够帮助新茶饮品牌布局全渠道销售、扩大门店覆盖范围、提高客户体验的第三方即时配送平台成为各大品牌开疆拓土的重要一环。

表 6: 微信小程序流量增速迅速

| 时间   | 用户数据                                     | 交易数据                                   |
|------|--|--|
| 2019 | DAU 3.3 亿人                               | GMV 8000 亿元                            |
| 2020 | DAU 超过 4 亿人<br>活跃小程序数量+75%<br>人均使用个数+25% | GMV 翻倍<br>人均交易金额+67%<br>有交易的小程序数量+68%  |
| 2021 | DAU 超过 4.5 亿人<br>活跃小程序数量+41%             | 实物商品商家自营 GMV 增长达 100%<br>有交易的小程序数量+28% |

人均使用个数+32%

|      |                                   |                   |
|------|-----------------------------------|-------------------|
| 2022 | DAU 突破 6 亿 +超 30%<br>日均使用次数+超 50% | GMV 超 3.5 亿元 +20% |
| 2023 | 月活人数超 11 亿 (截至 2023H1)            | GMV 近 6 万亿元       |

资料来源：阿拉丁数据，腾讯财报，微信小程序，申万宏源研究

**新茶饮品牌迎来上市热潮，IPO 主要投向为门店扩张。**24 年以来新茶饮品牌陆续提交上市申请书，扎堆冲刺 IPO，蜜雪冰城、古茗控股及沪上阿姨均已提交上市申请书，新茶饮品牌迎来上市热潮。从四家公司的 IPO 投向可以看出，其募集资金的主要用途为产能、供应链和门店的扩张，预计未来新茶饮行业的竞争将更加激烈，品牌门店将进一步下沉扩张。

**表 7：24 年以来现制茶饮品牌争相 IPO 且主要用于扩张**

| 公司   | 招股说明书提交时间       | IPO 投向   |
|------|-----------------|--|
| 蜜雪冰城 | 2024 年 1 月 2 日  | 1.将用于提升端到端供应链的广度和深度，包括中国的产能扩张，提升在中国的物流系统的灵活度和效率，搭建国际供应链平台以支持海外业务扩张；<br>2.将用于品牌和 IP 的建设和推广，利用广泛的线上和线下布局，通过开展聚焦于我们家喻户晓的品牌和标志性 IP 的多维度、全渠道的品牌和市场推广活动；<br>3.将用于加强各个业务环节的数字化和智能化能力，进一步完善智能门店解决方案，投资于生产数字化项目，并为前端运营及中后台职能采购各类软件及相关硬件；  |
| 古茗控股 | 2024 年 1 月 2 日  | 1.将用作扩充信息技术团队及继续提升业务管理和门店运营的数字化，聘用更多具备信息技术专长的人才，加强与业务管理及智能化业务决策相关的技术，升级「智慧门店」系统，为门店运营实现进一步自动化；<br>2.将用作加强供应链能力和提 供应链管理效率，投资仓库及加工工、货运车辆及车辆管理系统，招聘额外雇员管理或运营经扩充的仓储和物流基础设施；<br>3.将用作加强品牌建设和用户运营以及采取多元化的品牌形象及消费者影响力建设；<br>4.将用于在持续推行地域加密策略的同时新招聘加盟商管理人员，加强对加盟商的支持，并进一步建立紧密的加盟商团体； |
| 沪上阿姨 | 2024 年 2 月 14 日 | 1.将用于提升数字化能力，优化会员管理制度及扩张会员群体，升级数字化基础设施，建立数字化产品管理系统；<br>2.将用于研发以提高原材料及食材的品质，打造热销产品，丰富产品种类，以及升级设备及机器；<br>3.将用于提升生产、加工、仓储、物流及分销能力，借此加强供应链能力；<br>4.将用于提升品牌势能并进一步扩张及壮大门店网络；   |

资料来源：披露易，申万宏源研究

**行业空间测算：我们测算 2030 年新茶饮市场即时配送物流费用达到 3500 亿元以上。**核心假设：1) 根据灼识咨询数据，预计到 2025 年全国新茶饮门店数量约 71.7 万家，我们预计 26-30 年门店数量增速为 10%；2) 参考古茗控股等品牌的招股说明书，23 年单门店年度销售量约为 13 万杯，预计 24-30 年每年增速为 10%；3) 预计 24-30 年新茶饮品类线上化率持续提升，即时配送单价逐年下降。

**表 8：2024-2030 年新茶饮品牌即时配送费用空间测算**

| 年份    | 门店数量 (万家) | 单个门店年度销售量 (万杯) | 线上化率 | 配送单价 (元/杯) | 即时配送费用 (亿元) |
|-------|-----------|----------------|------|------------|-------------|
| 2023E | 50        | 13             | 55%  | 3          | 1072.50     |
| 2024E | 60        | 14             | 56%  | 2.8        | 1345.34     |
| 2025E | 72        | 16             | 57%  | 2.6        | 1671.46     |
| 2026E | 79        | 17             | 58%  | 2.5        | 1978.80     |



|       |     |    |     |     |         |
|-------|-----|----|-----|-----|---------|
| 2027E | 87  | 19 | 59% | 2.4 | 2338.20 |
| 2028E | 95  | 21 | 60% | 2.2 | 2637.41 |
| 2029E | 105 | 23 | 61% | 2   | 2949.51 |
| 2030E | 115 | 25 | 62% | 2   | 3627.41 |

资料来源：灼识咨询，古茗控股招股说明书，申万宏源研究

## 2.3 供给端：竞争格局清晰，龙头差异竞争，第三方平台加速建立私域流量

**即时配送行业竞争格局清晰，龙头企业差异化竞争，核心优势领域各不相同。**即时配送业务模式分为第三方即时配送和依托平台即时配送，二者的核心区别是订单来源的独立性。与依托平台即时配送业务模式相比，第三方即时配送的订单来源更为独立，订单来源渠道更为多元，业务内容和服务类型更为多样，这也使得第三方即时配送的服务能力相较而言更为系统全面，主要参与者为顺丰同城、达达快送、闪送及 UU 跑腿等第三方即时配送平台，主要优势领域集中于同城零售、近场电商、近场服务等非餐饮类业务。而依托平台即时配送的业务模式订单来源渠道单一，与上游的平台捆绑较为紧密，业务拓展受限，多样化业务服务能力相对较弱，主要参与者为美团配送等平台，主要优势领域在餐饮外卖。

表 9：第三方即时配送与依托平台即时配送的核心差异分析

|           | 第三方即时配送   | 依托平台即时配送                                       |
|-----------|---|--|
| 订单来源独立性   | 通过自建即时配送服务平台取得订单，订单来源独立性高   | 通过上游平台分流产生配送订单，订单来源独立性低                        |
| 服务场景丰富度   | 由于订单来源渠道多样，第三方即时配送服务商一般服务多种即时配送场景，服务场景丰富                                    | 订单来源渠道相对单一，依托平台即时配送服务商深入于上游平台所涉及即配场景，服务场景丰富度较低 |
| 业务服务能力全面性 | 多样化的即时配送服务场景和多元化的配送品类对第三方即时配送服务商在运力匹配、路径优化流程管理上提出了更高要求，第三方即时配送服务能力、履约能力更为全面 | 相对单一的服务场景和配送品类，依托平台的即时配送服务商服务能力、履约能力相对较为单港     |

资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

随着各平台对商业模式创新的日益重视，本地消费板块中多种私域流量平台的增长速度正在加快，这种趋势使得流量的多元化和多极化越来越明显，从而推动了第三方即时配送平台的快速发展。伴随着消费者消费习惯的改变以及需求的持续增长，各类线上平台都在积极寻找新的战略方向，特别是在本地生活板块，新的业态和模式层出不穷。在这种情况下，私域流量板块的重要性也日益凸显出来。由于流量的多极化是一个长期的发展趋势，因此，私域流量已经成为了本地商户获取流量的重要渠道之一。无论是大型电商平台，还是小型本地商家，都在利用私域流量提升自身的市场竞争力，实现业务的快速发展。

表 10：中国本地消费流量多极化趋势

| 分类   | 具体流量渠道 | 代表玩家举例 | 渠道发展与本地生活板块    | 本地生活发展战略  | 是否为流量新渠道 |
|------|--------|--------|----------------|-----------|----------|
| 公域流量 | 传统电商平台 | 淘宝、拼多多 | 出现最早，与该板块业务联系弱 | 近场电商→到家业务 |          |

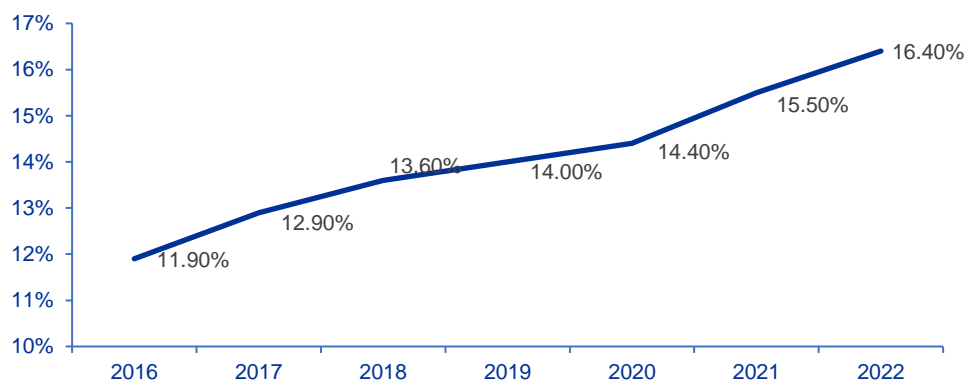


|        |           |                 |                      |   |
|--------|-----------|-----------------|----------------------|---|
| 本地团购平台 | 美团、口碑     | 出现早，商户强导流，渗透高   | 长尾需求增长，到家业务增长        |   |
| 餐饮外卖平台 | 美团外卖、饿了么  | 出现早，商户强导流，渗透高   | 开放渠道入口，品类服务/到家业务增长   |   |
| 内容电商平台 | 抖音、快手、视频号 | 出现晚，近年开始为各类商户导流 | 商户私域转化增强，到店/到家两大业务增长 | Y |
| 即时零售平台 | 朴朴、盒马     | 出现晚，丰富用户选择或导流   | 近全品类，到家业务增长          | Y |
| 私域流量   | 玩家 APP    | 瑞幸咖啡、天虹         | 将客户引至私域，到家/到店协同发展    | Y |
|        | 小程序       | 喜茶小程序           |                      | Y |

资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

**第三方即时配送平台作为高质量即时配送，强化配送服务履约能力，是本地线下商户经营规模不断扩大下的首要选择。**本地线下商户在发展过程中，由于其阶段性目标的不同，对流量的需求、流量渠道的侧重以及服务质量的要求存在显著的差异，这些差异不仅影响了他们在当前的商业环境中对即配服务商的选择，更在未来的发展路径上起到了决定性的作用：当商户处于经营初期阶段时，他们的首要目标是快速起量以实现生存。在这种情况下，具有强大导流能力的线上平台成为了他们的首选。这是因为线上平台能够提供大量的流量来源，帮助商户快速扩大业务规模。然而，由于流量来源的限制，配送履约往往直接由线上平台完成。随着经营规模的不断扩大，商户的阶段发展目标逐渐从生存问题转向如何实现瓶颈突破和稳步进取。在这个过程中，降本增效、增强客户粘性等要求的重要性不断提升。因此，商户对于公私域流量运营的成熟度、多元化的流量渠道以及高质量的即配服务等需求也随之增加，在这种情况下，第三方即时配送平台的比例不断攀升。

图 26：第三方即时配送渗透率



资料来源：中商产业研究院，申万宏源研究

### 3. 定位第三方价值显著，实现顺丰品牌进一步变现

#### 3.1 背靠顺丰：品牌力为单量保驾护航，最后一公里业务保证基本盘

受益于顺丰控股的品牌优势，快速抢占市场资源。顺丰控股是中国第一大、全球第四大快递物流综合服务商，据国家邮政局数据显示，顺丰速运四年蝉联公众满意度和时限准时率第一名，消费者认知度和消费者满意度高，品牌优势明显。顺丰同城从顺丰控股的事业部发展成为顺丰控股的控股子公司，与顺丰控股一脉相承，能够借助“顺丰”品牌快速打开市场，并且能够利用顺丰控股的客户资源，助力单量稳步提升。

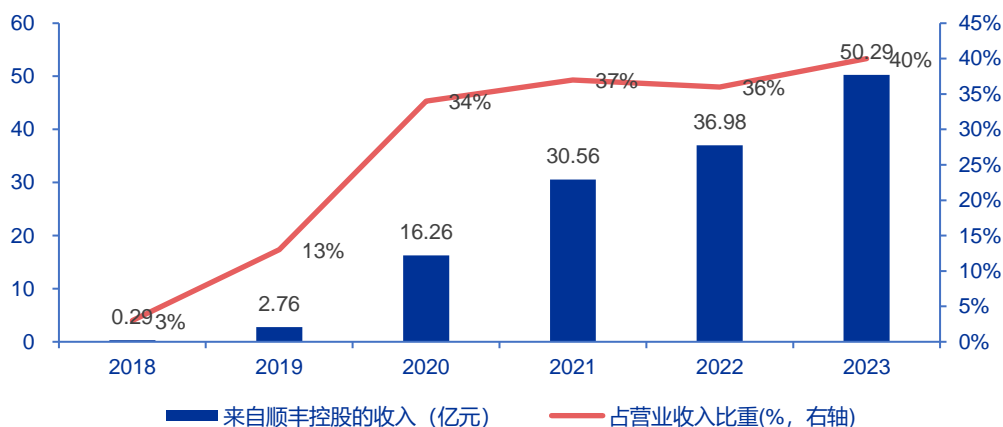
表 11：2020-2023 年顺丰速运消费者满意度情况

|     | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-----|------|------|------|------|
| 第一名 | 顺丰速运 | 顺丰速运 | 顺丰速运 | 顺丰速运 |
| 第二名 | 京东物流 | 京东物流 | 京东物流 | 京东物流 |
| 第三名 | 邮政速递 | 邮政速递 | 邮政速递 |      |

资料来源：国家邮政局，申万宏源研究

与顺丰控股形成业务合作，加强协同效应。公司于 2021 年 11 月 19 日与顺丰控股订立了同城即时配送服务合作框架协议，主要包括两大合作板块：一是通过顺丰控股集团向其客户提供同城配送服务以收取配送服务费、二是向顺丰控股集团提供最后一公里配送服务作为运力的弹性补充。同时，顺丰同城还是顺丰控股集团生态圈的重要参与者，共同为客户打造前端仓储+中端干线+同城即时配送一体的解决方案。公司来自顺丰控股的收入逐年增加，占营业收入的比重也稳步上升，23 年占比达到 40%。

图 27：公司来自顺丰控股的收入逐年增加

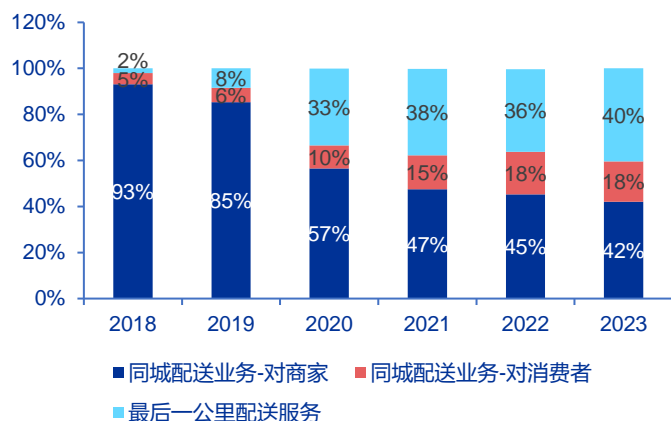


资料来源：公司公告，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

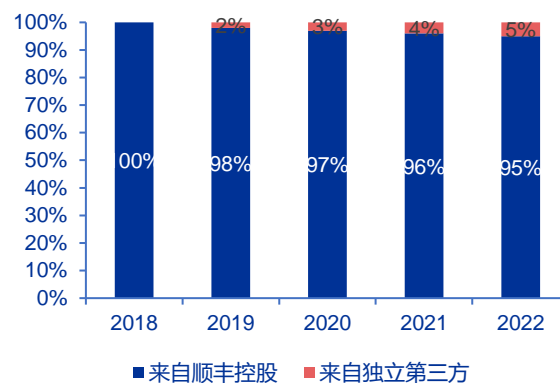
最后一公里业务收入占比不断扩大，保证公司业务基本盘。得益于与顺丰控股集团的协同合作，公司最后一公里配送服务收入占比不断扩大，近年来稳定在 35% 左右，其中来自顺丰控股的收入占据了绝大部分。公司与顺丰控股集团的最后一公里配送服务的合作十分稳定，能够为公司带来可观且稳定的收入，保证了公司业务的基本盘。

图 28：最后一公里业务收入占比不断扩大

图 29：公司最后一公里配送服务收入结构



资料来源：公司公告，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

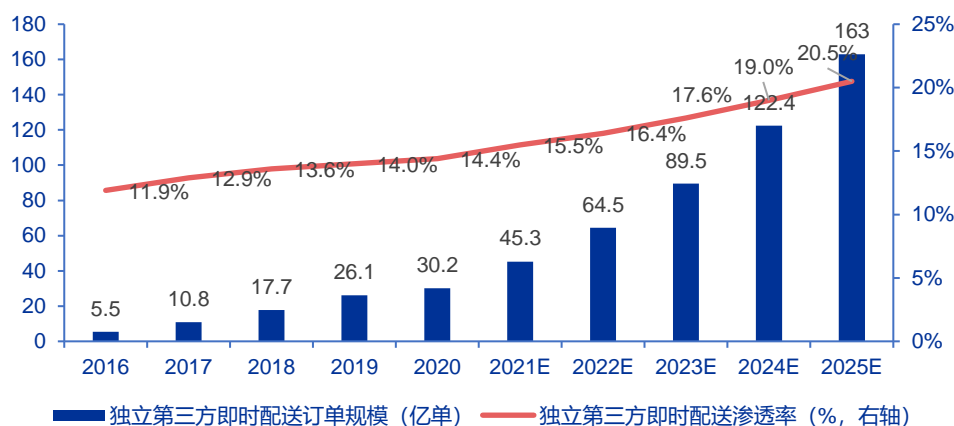


资料来源：公司公告，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

### 3.2 中立开放：独立第三方平台，不受平台竞争限制

**新消费时代，呼唤独立第三方即时配送平台。**在新消费时代下，公域流量成本上升、私域流量需求增加，商家更倾向于多渠道、多元化的运营，促使即时配送朝着复杂化、非标化的方向发展，相对本地生活平台，履约服务能力更强的第三方配送服务商的价值逐步凸显。独立第三方即时配送具有中立开放、包容互利和公平可信的特点和优势，对待所有客户都一视同仁，服务能力和履约能力更强，能够为商户和消费者带来更好的体验和服务。据艾瑞咨询数据显示，独立第三方即时配送渗透率不断上升，将于 2025 年达到 20.5%，对应订单规模为 163 亿单。

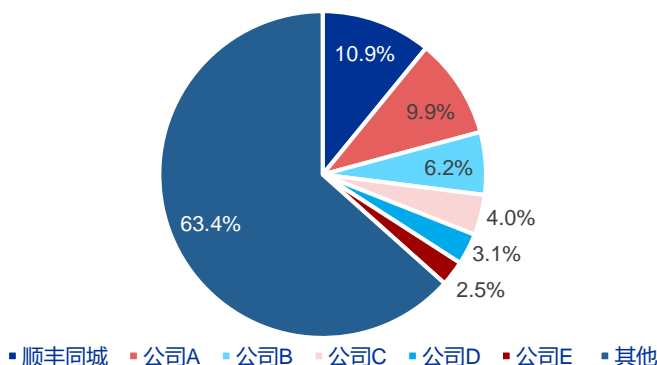
图 30：独立第三方即时配送渗透率逐年提升



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

**顺丰同城立足于第三方，为客户提供定制化的专属服务。**顺丰同城是中国规模最大且快速增长的第三方即时配送服务平台，致力于为客户提供定制化的专属服务，以满足客户多样化的需求。目前第三方即时配送市场较为分散，公司凭借卓越的品牌度和强大的配送网络，已成为客户首选的第三方即时配送服务提供商，截至 2021 年 3 月 21 日止的十二个月，公司市场份额为 10.9%，位居行业第一。随着即时配送市场集中度的提升和公司全场景业务的拓展，顺丰同城的市场份额有望进一步提高。2022 年 12 月，顺丰同城与抖音生活服务达成“团购配送”合作，逐步实现团购套餐“全城平均 1 小时达”，作为独立第三方平台，顺丰同城得以与抖音平台合作，满足消费者需求，两者形成速度与品质的天然结合。

图 31：中国第三方即时配送服务行业市场份额（截至 2021 年 3 月 21 日止十二个月）

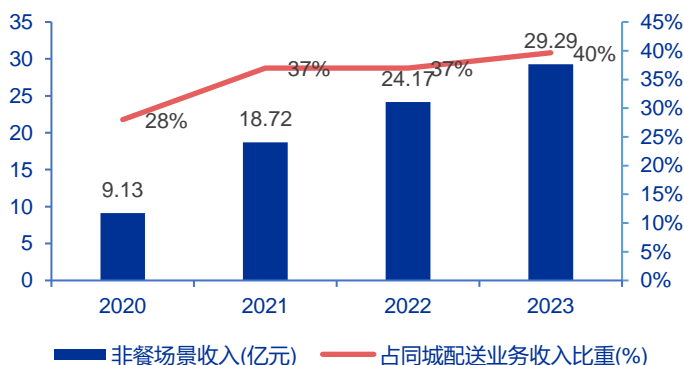


资料来源：顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

### 3.3 业务优化：非餐场景业务占比上升，订单结构优化

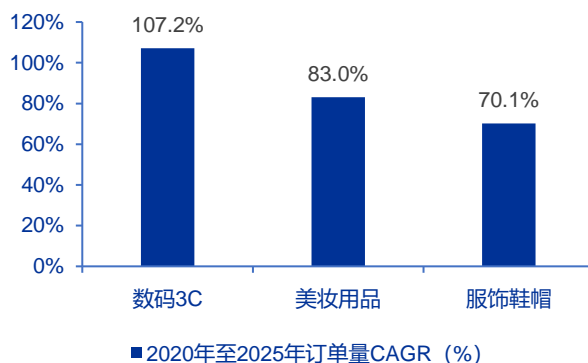
**全场景业务拓展，非餐场景业务占比上升。**非餐场景是指除餐饮外卖之外的本地消费场景，主要包括同城零售、近场电商和近场服务。餐饮场景经过多年的发展已经成为红海市场，非餐场景附加值高、渗透率低，是即时配送行业未来发展的主要驱动力。公司借助全场景的服务模式和差异化的网络能力，大力发展非餐场景业务，非餐场景收入占比逐步提高，2023 年实现收入 29.29 亿、占同城配送业务收入比重的 40%。另外，公司预计近场电商的三大场景：数码 3C、美妆用品、服饰鞋帽，2020 年-2025 年的年复合增长率分别为 107.2%、83.0%、70.1%，非餐场景业务有望成为公司订单量提升的新引擎。

图 32：非餐场景收入占比逐步提高



资料来源：公司公告，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究；注：2020 年数据为根据 2021 年数据计算得出

图 33：近场电商主要场景订单量 GAGR（预计）



资料来源：顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

**订单结构优化，平均履约成本获得改善。**餐饮外卖场景主要集中在午餐和晚餐的时间段，存在明显的高峰期和非高峰期，订单密度变化大，骑手工作量时间分布严重不平衡。非餐业务的时间特征不显著，能够和餐饮外卖在时间段上形成互补，随着公司非餐业务的拓展，非高峰时段的订单数量增加，为优化订单结构和平滑运力高峰带来了契机和可能性。据公司数据显示，在优化订单结构的情况下，每笔订单的平均骑手成本可下降 1.3 元。

表 12：优化订单结构情况对比

| 未有优化订单结构的情况下 |                    | 优化订单结构的情况下 |                    |
|--------------|--------------------|------------|--------------------|
| 订单配送数量       | 每笔订单的平均履约成本<br>(元) | 订单配送数量     | 每笔订单的平均履约成本<br>(元) |

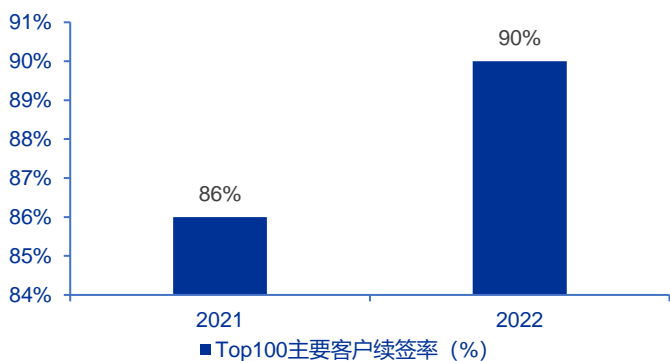
|               |     |   |     |   |
|---------------|-----|---|-----|---|
| 高峰时段          | 30  | 8 | 30  | 8 |
| 非高峰时段         | 0   | 4 | 15  | 4 |
| 骑手成本总额 (元)    | 240 |   | 300 |   |
| 平均骑手成本 (元/订单) | 8   |   | 6.7 |   |

资料来源：顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

### 3.4 网络效应：KA 客户稳固，下沉市场占比逐步提高

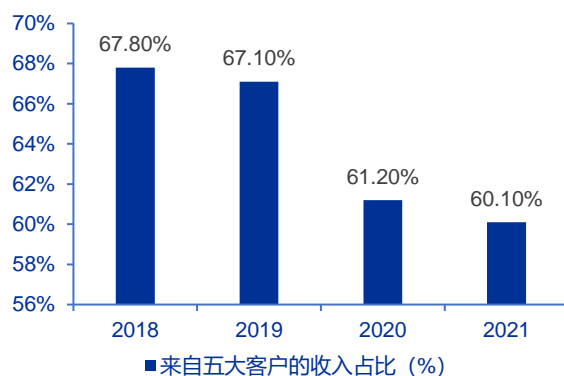
**KA 客户续签率不断提升，前五大客户贡献主要收入。**公司凭借强大的品牌效应和优质的配送服务，积极拓展客户，截止到 2022 年底累计服务品牌客户超 3600 家，同时，客户粘性和留存率也一直保持高位，2022 年 Top100 客户续签率为 90%。从 2018 年至今，前五大客户为公司贡献了超过 6 成的收入，近两年来随着公司 TO C 业务的发展，比重略微有所下降。

图 34：Top100 主要客户续签率保持高位



资料来源：公司年报，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

图 35：来自五大客户的收入占比情况



资料来源：公司年报，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

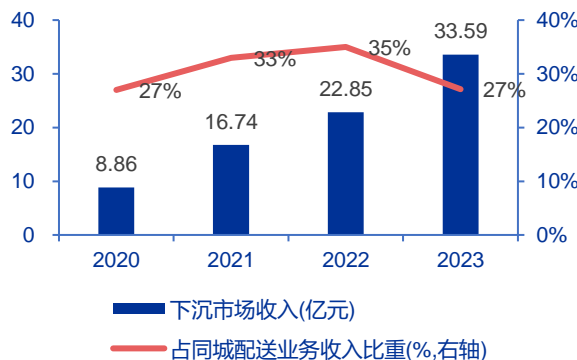
**网络覆盖不断扩大，下沉市场收入占比逐步提高。**公司不断强化自身的网络能力，扩大服务网络的覆盖范围，公司从 2018 年覆盖 264 个市县发展到 2022 年覆盖约 2000 个市县，GAGR 为 66%。服务网络的扩大带来了下沉市场的拓展，公司下沉市场收入占比逐步提高，2023 年公司下沉市场收入达到 33.59 亿元，占同城配送业务收入的 27%。

图 36：服务网络覆盖市县不断扩张



资料来源：公司年报，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

图 37：下沉市场收入占比逐步提高



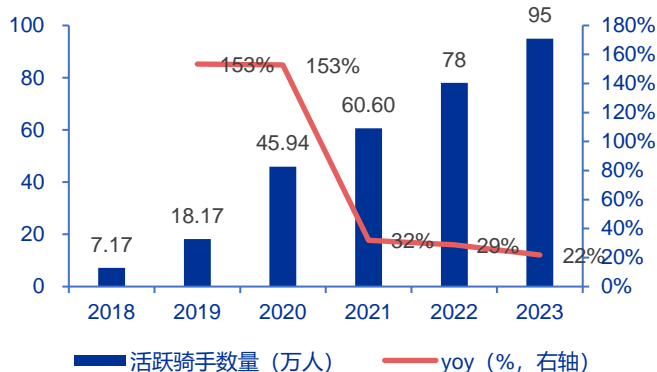
资料来源：公司年报，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究；注：2020 年数据为根据 2021 年数据计算得出

### 3.5 规模效应：运力规模不断扩大，平均履约成本下降

**活跃骑手数量逐渐增加，运力规模不断扩大。**公司骑手由专职骑手和众包骑手组成，专职骑手通常驻守主要客户的指定门店，众包骑手通过与外包公司签订协议进行聘请。公司通过恰当的骑手管理和人性的骑手关怀，提高现有骑手的忠诚度，并叠加品牌效应不断吸引新的骑手加入运力池。截止到 2023 年底，公司活跃骑手数量达到 95 万人，与 2018 年相比，GAGR 达到 68%。

**平均履约成本下降，规模效应进一步凸显。**公司运力池的扩大一方面支持了公司全场景业务的拓展，另一方面使得单笔订单的平均履约成本下降。公司运营 CLS 系统实施智能化的订单分配和骑手调度，平衡骑手全天的工作量，实现骑手全天人效的最大化。另外，公司运力池的扩大主要来自于众包骑手，2020 年公司由众包骑手完成订单量占比高达 88%，众包骑手的单笔订单平均履约成本通常低于专职骑手，帮助公司进一步优化成本。

图 38：运力规模不断扩大



资料来源：公司公告，顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

图 39：单笔订单的平均履约成本不断下降



资料来源：顺丰同城招股说明书，申万宏源研究

### 3.6 跟随茶饮类品牌开拓市场，私域流量的搭建提供增量

根据 2023 年公司年报，2023 年顺丰同城茶饮类配送收入同比增长 75%，目前已与多个热门品牌加深合作，包括瑞幸、霸王茶姬、茉莉奶白、淘宝买菜、海王星辰等品牌商家。以瑞幸为例，两者的合作不仅在于骑手为瑞幸配送咖啡，还在于为瑞幸提供一系列的定制化服务。2022 年 9 月顺丰同城帮助瑞幸校园门店开通覆盖校区范围的外卖配送服务，帮助瑞幸打入校园，进一步提高了瑞幸的渗透率。此外顺丰同城协同瑞幸咖啡冲刺万店规模，打造出了“平均送达时间少于 17 分钟，30 分钟送达率 99.7%”的咖啡外送行业标杆。据各类茶饮公众号信息，顺丰同城目前已与霸王茶姬、蜜雪冰城、阿嬷手作等多家热门新茶饮品牌达成合作，预计未来此类品牌将为顺丰同城谋求更多市占率及收入。

图 40：顺丰同城与瑞幸咖啡密切合作



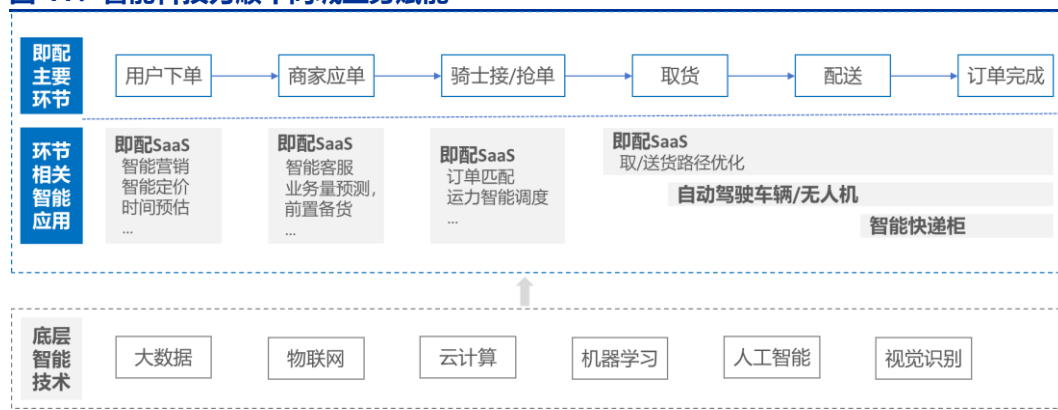


资料来源：瑞幸官网，申万宏源研究

### 3.7 科技赋能业务，持续提升配送效率及客户体验

即时配送服务是即时性强、点对点、时效要求高的配送服务，优质高效的履约服务是公司的核心竞争力，而稳定的业务运营离不开技术能力，顺丰同城自主研发的物流系统有效的支撑其大体量的业务量和高度差异化的订单，是公司在短时间内完成最高效的匹配和分发的基础。顺丰同城自主研发的城市物流系统通过智能业务规划、骑手融合和订单智能分发及智能运营优化这三大核心功能为其庞大的业务量保驾护航，可以根据不同的客户及品类的峰值差异合理调度和部署运力，实现端到端配送流程数字化和可视化，提升公司的配送效率，优化客户体验。截至 2023 年，公司履约时效达成率为 95%，3 公里以内订单的平均配送时长为 22 分钟，在节假日和恶劣天气条件下，其时效达成率波动分别不超过 2.5%和 4%。

图 41：智能科技为顺丰同城业务赋能



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 核心假设-收入

**同城配送服务：**借助顺丰控股的品牌力效应，和全场景业务的拓展，同时国家政策推动行业的规范化发展，为消费者提供了多样化、高品质的即时履约服务，提高了消费者的依赖度和忠诚度。公司面向消费者的同城配送业务订单量实现高速增长，预计 2024-2026 年同城配送服务订单量增速分别为 28%、24%、20%。预计 2024-2026 年单价呈现逐年微降的趋势。

**最后一公里配送：**主要受益于顺丰控股的协同效应，公司最后一公里配送业务收入实现高速增长，同时因该业务支持物流各环节的提速以及个性化服务，逐渐打开消费市场。预计 24-26 年增速分别为 18%、15%、12%。预计 2024-2026 年单价呈现逐年微降的趋势。

#### 核心假设-成本

**员工成本：**公司运力池的扩大使得单笔订单的平均履约成本下降。另外，公司运力池的扩大主要来自于众包骑手，2020 年公司由众包骑手完成订单量占比高达 88%，众包骑手的单笔订单平均履约成本通常低于专职骑手，帮助公司进一步优化成本。随着活跃骑手数量逐渐增加，运力规模不断扩大，规模效应进一步凸显。2018 年至 2023 年每笔订单的员工成本每年下降，预计 2024-2026 年每笔订单的员工成本均为下降趋势。

**其他成本：**随着订单量增加，产生规模效应、骑手组合优化、技术增强带来运营效率的提高，预计每笔订单的其他成本也有所下降。

**综合总订单量、单价及成本等因素，我们预计公司 2024 年-2026 年收入可到达 149.44、175.73、203.04 亿元，同比分别增长 20.51%、17.59%、15.55%。**

表 13：营业收入预测

|               | 2019    | 2020    | 2021    | 2022     | 2023     | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|---------------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入 (百万元)      | 2107.01 | 4843.36 | 8173.95 | 10265.19 | 12400.32 | 14943.66 | 17572.50 | 20304.29 |
| yoy           |         | 129.87% | 68.77%  | 25.58%   | 20.80%   | 20.51%   | 17.59%   | 15.55%   |
| 同城配送服务 (百万元)  | 1928.89 | 3220.16 | 5089.65 | 6548.39  | 7387.27  | 9266.59  | 11260.75 | 13377.78 |
| yoy           |         | 66.94%  | 58.06%  | 28.66%   | 12.81%   | 25.44%   | 21.52%   | 18.80%   |
| to B (百万元)    | 1796.84 | 2740.67 | 3882.51 | 4649.67  | 5219.68  | 6547.56  | 7956.60  | 9452.44  |
| yoy           |         | 52.53%  | 41.66%  | 19.76%   | 12.26%   | 25.44%   | 21.52%   | 18.80%   |
| to C (百万元)    | 132.05  | 479.50  | 1207.14 | 1898.72  | 2167.59  | 2719.02  | 3304.16  | 3925.34  |
| yoy           |         | 263.12% | 151.75% | 57.29%   | 14.16%   | 25.44%   | 21.52%   | 18.80%   |
| 最后一公里配送 (百万元) | 178.13  | 1621.76 | 3070.25 | 3680.39  | 5000.15  | 5664.17  | 6298.84  | 6913.61  |
| yoy           |         | 810.44% | 89.32%  | 19.87%   | 35.86%   | 13.28%   | 11.21%   | 9.76%    |

资料来源：iFind，申万宏源研究

## 4.2 估值

即时配送行业目前仍处于发展初期，市场规模增速较高，考虑到 23 年顺丰同城实现上市以来首年盈利，利润端仍处于不稳定状态，且公司两大主营业务同城配送及最后一公里业务量均处于快速增长阶段，我们认为与净利润相比，营业收入能够更好的反应公司发展及经营情况，因此我们决定采用 PS 估值法进行估值。

我们预计公司 2024 年-2026 年收入可到达 149.44、175.73、203.04 亿元，基于收入预测，当前市值对应 PS 分别为 0.57x，0.48x，0.42x。

从行业角度，选取以下三家同类上市公司作为可比公司，包括美团、达达和叮咚买菜，从以上三家公司主营业务角度，均为即时配送行业公司，与顺丰同城类似；美团主要从事餐饮外卖业务，与顺丰同城可比；达达集团是国内领先的本地即时零售和配送平台，旗下有达达快送和京东到家两大核心业务平台，与顺丰同城可比；叮咚买菜主营业务是生鲜电商即时配送，与顺丰同城可比。2024E-2026E 三家可比公司平均 PS 分别为 0.66X/0.57X/0.51X。对标国内外即时配送行业平均估值水平，我们认为 2024 年公司合理 PS 估值倍数为 0.66X，距离当前市值仍有 17%的上行空间。首次覆盖，当前给予“增持”评级。

表 14：重点公司估值表

| 证券代码    | 证券简称 | 2024/4/19 |         | 申万预测营业收入（亿元） |         |         |         | PS    |       |       |
|---------|------|-----------|---------|--------------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
|         |      | 收盘价(当地货币) | 总市值（亿元） | 2023A        | 2024E   | 2025E   | 2026E   | 2024E | 2025E | 2026E |
| 3690.HK | 美团   | 95.30     | 5389.89 | 2767.45      | 3294.38 | 3834.74 | 4354.68 | 1.64  | 1.41  | 1.24  |
| DADA.O  | 达达   | 1.86      | 34.62   | 105.06       | 134.18  | 157.66  | 169.42  | 0.26  | 0.22  | 0.20  |
| DDL.N   | 叮咚买菜 | 1.15      | 19.30   | 199.71       | 214.41  | 227.65  | 234.41  | 0.09  | 0.08  | 0.08  |
|         | 平均   |           |         |              |         |         |         | 0.66  | 0.57  | 0.51  |
| 9699.HK | 顺丰同城 | 9.99      | 84.59   | 124.00       | 149.44  | 175.73  | 203.04  | 0.57  | 0.48  | 0.42  |

资料来源：iFind，申万宏源研究

注：美团、顺丰同城收盘价单位为港元，达达、叮咚买菜收盘价单位为美元，其他各项数据单位均为元。

## 5. 风险提示

**1、即时配送需求下降风险：**若经济增长不及预期，居民可支配收入将下滑，可能导致即时配送需求下行，存在公司订单下滑风险。

**2、大客户流失风险：**若头部客户与公司解约流出，可能导致公司订单下降，对当年公司业绩产生不良影响。

**3、竞争加剧风险：**若其他头部电商公司进入即时配送行业或头部企业策略改变，行业竞争存在愈演愈烈的可能，导致价格下降，影响企业收入和利润。

**4、新茶饮品牌销售增速下降风险：**若新茶饮品牌销售增速不及预期，可能导致公司订单下降，影响公司收入和利润。

## 6. 附表

附表 1：顺丰同城合并资产负债表（单位：百万人民币）

|           | 2019  | 2020  | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产      | 692   | 1087  | 3833 | 3425 | 3781 | 4211  | 4721  | 5398  |
| 现金及等价物    | 71    | 263   | 2538 | 1460 | 1902 | 1898  | 2091  | 2440  |
| 交易性金融资产   | 0     | 0     | 330  | 602  | 517  | 517   | 517   | 517   |
| 应收款项      | 406   | 678   | 764  | 1093 | 1195 | 1476  | 1736  | 2006  |
| 预付款项      | 206   | 87    | 117  | 141  | 160  | 205   | 240   | 278   |
| 存货净额      | 0     | 7     | 4    | 16   | 7    | 12    | 15    | 17    |
| 其他流动资产    | 8     | 51    | 79   | 114  | 0    | 104   | 122   | 141   |
| 非流动资产     | 247   | 326   | 376  | 677  | 419  | 390   | 361   | 333   |
| 长期投资      | 0     | 0     | 0    | 15   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产      | 5     | 11    | 17   | 15   | 12   | 10    | 8     | 6     |
| 无形资产及其他资产 | 127   | 172   | 212  | 227  | 161  | 135   | 108   | 81    |
| 其他非流动资产   | 114   | 143   | 147  | 421  | 245  | 245   | 245   | 245   |
| 资产总计      | 939   | 1414  | 4209 | 4103 | 4200 | 4601  | 5082  | 5731  |
| 流动负债      | 1037  | 1022  | 879  | 1069 | 1207 | 1506  | 1764  | 2029  |
| 短期借款      | 566   | 367   | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项      | 246   | 381   | 499  | 631  | 707  | 864   | 1009  | 1158  |
| 预收款项      | 218   | 253   | 346  | 391  | 430  | 573   | 674   | 779   |
| 其它流动负债们   | 6     | 22    | 34   | 47   | 70   | 69    | 80    | 92    |
| 非流动负债     | 18    | 26    | 21   | 17   | 11   | 11    | 11    | 11    |
| 负债合计      | 1055  | 1048  | 899  | 1086 | 1219 | 1518  | 1775  | 2040  |
| 股本        | 290   | 587   | 933  | 933  | 933  | 933   | 933   | 933   |
| 资本公积      | (406) | (221) | 2376 | 2083 | 2048 | 2048  | 2048  | 2048  |
| 留存收益      | 0     | 0     | 0    | 0    | 0    | 103   | 326   | 709   |
| 少数股东权益    | 0     | 0     | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益      | (116) | 365   | 3309 | 3017 | 2981 | 3084  | 3307  | 3690  |
| 负债和股东权益合计 | 939   | 1414  | 4209 | 4103 | 4200 | 4601  | 5082  | 5731  |

资料来源：iFind，申万宏源研究

附表 2：顺丰同城合并现金流量表（单位：百万人民币）

|               | 合并现金流量表 |      |      |       |      |       |       |       |
|---------------|---------|------|------|-------|------|-------|-------|-------|
|               | 2019    | 2020 | 2021 | 2022  | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 税后经营利润        | -474    | -775 | -940 | -350  | -1   | 52    | 174   | 336   |
| 加:折旧摊销减值      | 25      | 46   | 71   | 100   | 0    | 29    | 29    | 29    |
| 利息费用          | 0       | 0    | 0    | 0     | 0    | -7    | -7    | -8    |
| 存货的减少         | 0       | 0    | 0    | 0     | 0    | -6    | -2    | -2    |
| 经营性应收项目的减少    | 0       | 0    | 0    | 0     | 0    | -429  | -314  | -326  |
| 经营性应付项目的增加    | 0       | 0    | 0    | 0     | 0    | 299   | 257   | 265   |
| 其他经营活动有关的现金流量 | 0       | 0    | 0    | 0     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 经营活动现金流       | -656    | -563 | -532 | -415  | 266  | -61   | 137   | 294   |
| 资本开支          | 69      | 76   | 90   | 109   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其它投资现金流       | 0       | -3   | -330 | -2512 | 0    | 51    | 49    | 47    |

|         |      |      |      |       |      |    |     |     |
|---------|------|------|------|-------|------|----|-----|-----|
| 投资活动现金流 | -116 | -28  | -415 | -644  | 295  | 51 | 49  | 47  |
| 吸收投资    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0    | 0  | 0   | 0   |
| 负债净变化   | 566  | -199 | -367 | 0     | 0    | 0  | 0   | 0   |
| 支付股利、利息 | 0    | 0    | 0    | 0     | 0    | -7 | -7  | -8  |
| 其它融资现金流 | 0    | 0    | 0    | 0     | 0    | 0  | 0   | 0   |
| 融资活动现金流 | 843  | 784  | 3220 | -22   | -120 | 7  | 7   | 8   |
| 净现金流    | 71   | 192  | 2272 | -1081 | 441  | -4 | 194 | 349 |

资料来源：iFind，申万宏源研究

附表 3：顺丰同城合并损益表（单位：百万人民币）

|               | 合并损益表 |       |       |       |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|               | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业总收入         | 2107  | 4843  | 8174  | 10265 | 12400 | 14944 | 17573 | 20304 |
| 营业收入          | 2107  | 4843  | 8174  | 10265 | 12400 | 14944 | 17573 | 20304 |
| 营业总成本         | 2443  | 5032  | 8079  | 9852  | 11605 | 13890 | 16221 | 18609 |
| 营业成本          | 2443  | 5032  | 8079  | 9852  | 11605 | 13890 | 16221 | 18609 |
| 税金及附加         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 销售与管理费用       | 242   | 598   | 1049  | 808   | 837   | 1009  | 1186  | 1371  |
| 其他费用          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用          | 10    | 15    | (10)  | (42)  | (40)  | (7)   | (7)   | (8)   |
| 其他收益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润          | (588) | (802) | (944) | (352) | (1)   | 51    | 172   | 332   |
| 营业外收支         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 税前经营利润        | (588) | (802) | (944) | (352) | (1)   | 51    | 172   | 332   |
| 其他非经营性收益      | 5     | 18    | 41    | 63    | 50    | 51    | 51    | 51    |
| 利润总额          | (583) | (784) | (903) | (289) | 48    | 103   | 223   | 383   |
| 所得税           | (113) | (27)  | (4)   | (2)   | (2)   | 0     | 0     | 0     |
| 净利润           | (470) | (758) | (899) | (287) | 51    | 103   | 223   | 383   |
| 少数股东损益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属于母公司所有者的净利润 | (470) | (758) | (899) | (287) | 51    | 103   | 223   | 383   |

资料来源：iFind，申万宏源研究

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](http://compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。