

24 年报点评：新质生产力赋能非餐及下沉场景提质增效，利润率再达新高

核心观点

顺丰同城 2024 年度业绩：依靠非餐场景及下沉县域市场场景，拉动全年总收入实现 27.1%的较高增速，其中面向商家的同城配送服务加速实现品牌口碑及渗透提升；公司最核心的骑手成本持续优化，受益于规模化订单、多类型业务平衡和技术赋能，全年毛利增长 34.8%，毛利率继续改善继续提升，达到历史最高水平。全年归母净利率达 0.8%，再次创下历史盈利新高。

事件

顺丰同城发布 2024 年业绩公告

2024 全年收入 157.46 亿元人民币，同比增长 27.1%，毛利同比增加 34.8%至约 10.72 亿元；毛利率连续七年上升，攀升至 6.8%。全年净利润约 1.33 亿元，同比倍增 161.8%；净利率较 2023 年的 0.4%翻倍至 0.8%；经调整净利润约 1.46 亿。年内经营活动现金流入为约 2.72 亿元，持续为正。

简评

1、收入：公司依靠非餐场景及下沉县域市场场景，拉动全年总收入实现 27.1%的较高增速，其中面向商家的同城配送服务加速实现品牌口碑及渗透提升

（1）2024 年公司总收入为 157.5 亿，同比增长 27.1%，外部客户收入占比 57.2%，同比略有下降。

（2）从收入结构看：2024 年公司同城配送收入 91.2 亿，同比增长 23.5%，占总收入比例为 57.9%，其中同城非餐场景收入 37.0 亿，同增 26.2%，占同城配送收入比例增长 0.8pct 至 40.5%。

重要财务指标

	2022	2023	2024	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10229	12387	15746	18945	23749
YOY(%)	25.1%	21.1%	27.1%	20.3%	25.4%
归母净利(百万元)	-237.7	64.9	132.5	221.4	432.6
YOY(%)	73.6%	127.3%	104.2%	67.1%	95.4%
毛利率(%)	4.02%	6.42%	6.80%	7.41%	8.05%
净利率(%)	-2.32%	0.52%	0.84%	1.17%	1.82%
P/E(倍)	-29.5	108.1	52.9	31.7	16.2
P/S(倍)	0.69	0.57	0.45	0.37	0.30

资料来源：iFinD，中信建投证券

顺丰同城(9699.HK)

维持

买入

梁骁

liangxiaobj@csc.com.cn

010-56135284

SAC 编号:S1440524050005

韩军

hanjunbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519110001

SFC 编号:BRP908

发布日期：2025 年 04 月 08 日

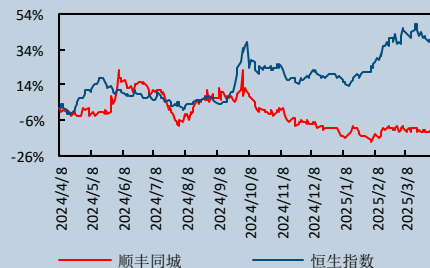
当前股价：7.64 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
-17.85/0.79	-13.18/-13.89	-24.95/-43.51
12 月最高/最低价(港元)		12.60/7.64
总股本(万股)		91,737.55
流通 H 股(万股)		74,561.06
总市值(亿港元)		70.09
流通市值(亿港元)		70.09
近 3 月日均成交量(万)		61.71
主要股东		
深圳顺丰泰森控股(集团)有限公司		36.80%

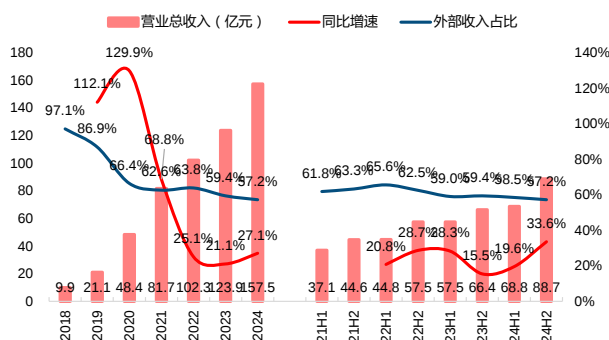
股价表现



相关研究报告

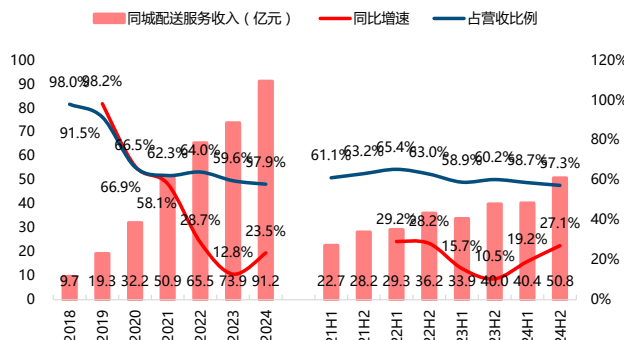
【中信建投物流】顺丰同城(9699):23 中
23.09.01 报点评：非餐场景扩张，国内规模最大的
的第三方即配平台首次实现整体盈利

图 1: 总收入为 157.5 亿, 同增 27.1%, 外部收入占比 57.2%



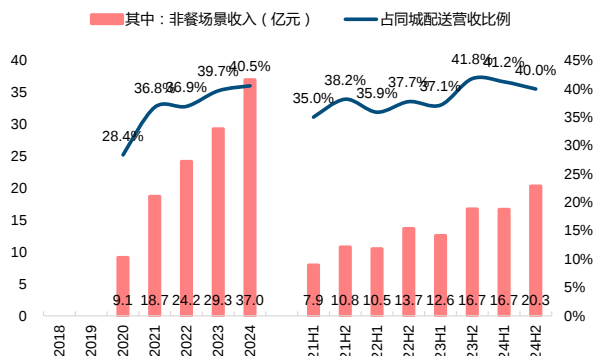
数据来源: 公司公告, 中信建投

图 2: 同城配送服务收入 91.2 亿, 占总营收比例为 57.9%



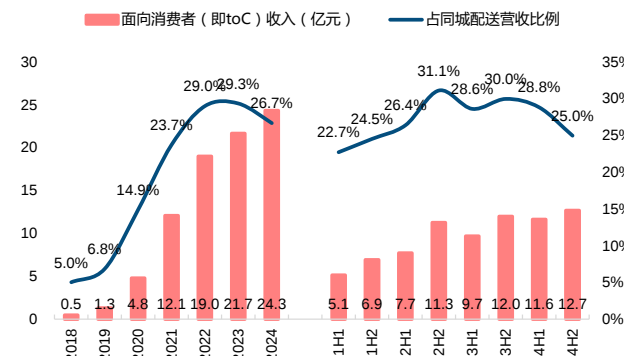
数据来源: 公司公告, 中信建投

图 3: 非餐场景收入 37 亿, 占同城配送营收比例增长 0.8pct



数据来源: 公司公告, 中信建投

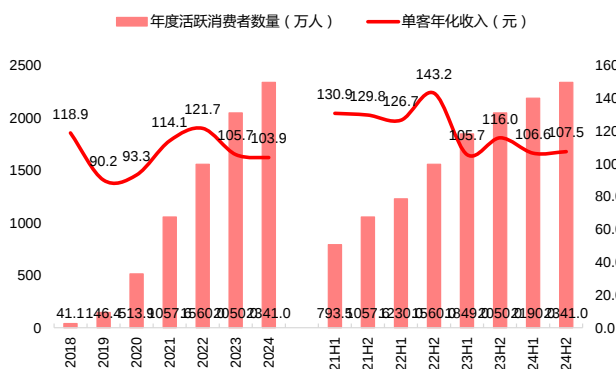
图 4: 面向消费者 (即 toC) 收入达 24.3 亿元, 同比增长 12.2%



数据来源: 公司公告, 中信建投

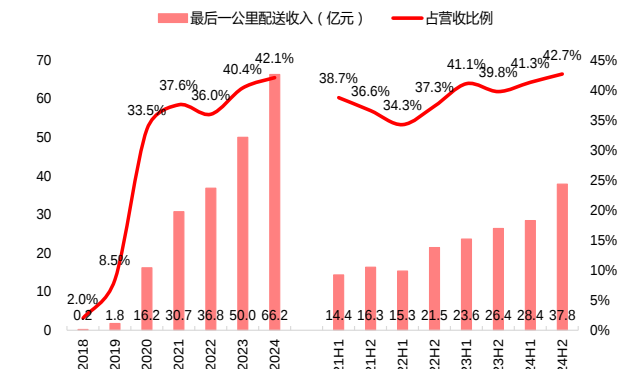
从客户类型角度分析, 面向消费者 (即 toC) 收入达 24.3 亿元, 同比增长 12.2%, 占同城配送营收比例为 26.7%, 截止 2024 年底, 年度活跃消费者数量近 2341 万, 增长 14.2%, 单客年化收入约 103.9 元。

图 5: 截止 24 年度活跃消费者数量近 2341 万, 增长 14.1%



数据来源: 公司公告, 中信建投

图 6: 最后一公里配送 24 年收入 66.2 亿元, 同比增长 32.5%



数据来源: 公司公告, 中信建投

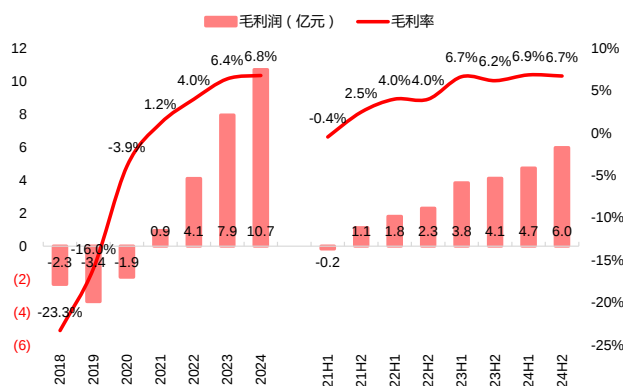
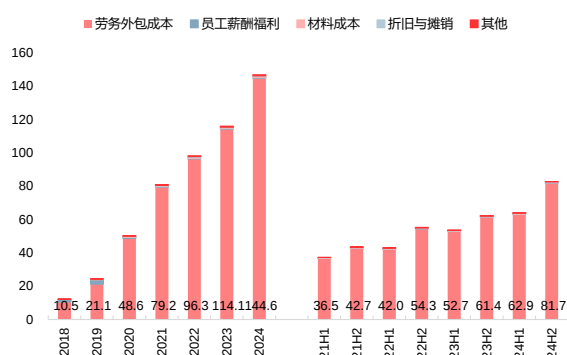
面向商家 (toB) 收入达 66.9 亿元, 同比增长 28.1%, 增速快于 toC 业务的主要原因在于, KA 商家客户维持良好的增长趋势, 在合作数量、收入贡献占比都持续提升, KA 客户收入增速超 3 成。

而公司的最后一公里配送上半年收入 66.2 亿元，同比增长 32.5%，占整体营收比例 42.1%。大幅增长主要得益于公司把握电商平台退货率提升的行业趋势，重点发展店退业务，退货派件回仓的单量翻倍提升，派件规模和派件占比屡创新高，在 2024 年底最高超过 20%；收件业务方面，在节假日、电商大促等快递高峰期强化协同，日均收件量突破 150 万单。

2、成本：公司最核心的骑手成本持续优化，受益于规模化订单、多类型业务平衡和技术赋能，全年毛利增长 34.8%，毛利率继续改善继续提升，达到历史最高水平

（1）2024 年公司营业成本 144.6 亿/+26.6%，最核心的骑手成本持续优化，其中员工薪酬福利及外包成本占比为 92.1%，同比继续下降 0.2 个百分点。

图 7: 劳务外包及员工薪酬福利占比 92.1%，同比下降 0.2pct **图 8: 毛利润同比增长 34.8%，毛利率达 6.8%，同比改善 0.4pct**



数据来源：公司公告，中信建投

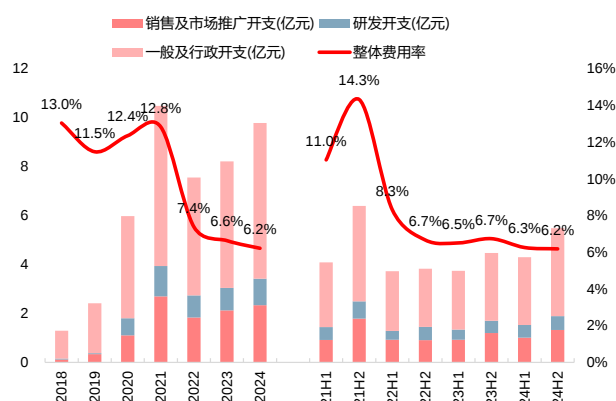
数据来源：公司公告，中信建投

（2）公司受益于规模化订单、多类型业务平衡和技术赋能，2024 年整体来看，公司毛利率为 6.8%，同比改善 0.4 个 pct，毛利润 10.7 亿元，同比增长 34.8%。这两年公司的毛利率稳固上升，一方面是随着公司规模效应增加，需要补贴的区域越来越少；一方面确实是公司整个运营的底盘能力提升（科技、管理等）。

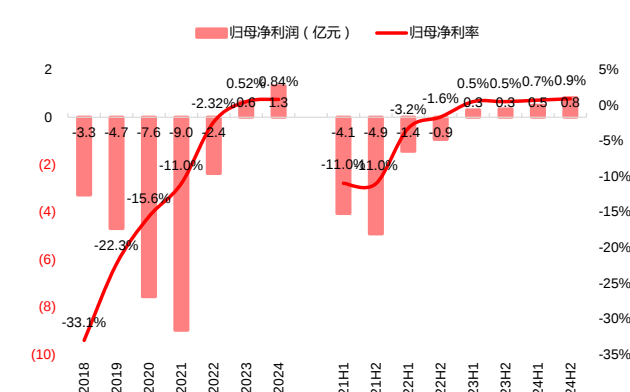
3、净利润：得益于营销费用有效控制，公司整体期间费率同比下降 0.4 个百分点，全年归母净利率达 0.8%，再次创下历史盈利新高

（1）2024 年公司通过规模化及专业化，让费用效率持续改善，整体费用 9.8 亿元，整体费率 6.2%，同比下降 0.4 个百分点；例如，在营销费用方面，公司通过数据整合画像，实现营销的精准投放。

（2）2024 年实现归母净利润 1.3 亿元，归母净利率达 0.8%，再次达到历史盈利新高。根据股权激励计划中的目标，到 2027 年要做到不低于 2% 的利润率。从 2023 年-2024 年的结果来看，可以稳健兑现完成。

图 9: 2024 年整体费率率 6.2%，同比下降 0.4 个百分点


数据来源：公司公告，中信建投

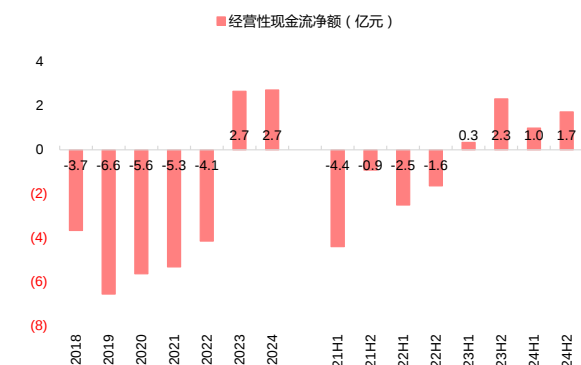
图 10: 归母净利润 1.3 亿元，归母净利率达 0.8%


数据来源：公司公告，中信建投

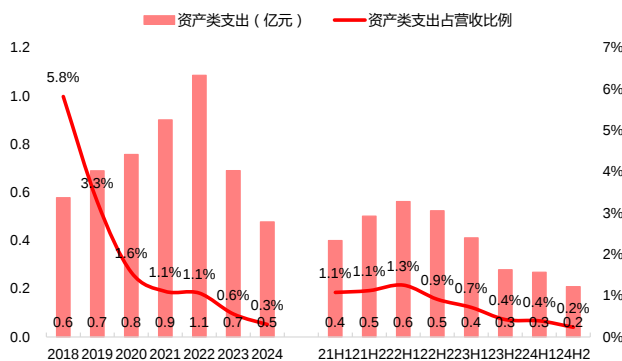
4、资本支出及现金流：经营净现金流净额维持 23 年水平 2.7 亿；资产类资本支出 0.5 亿，同比下降 30.8%，占营收比例持续下降至 0.3%的历史低位

(1) 2024 年经营性现金流净额为 2.7 亿元，与去年保持持平；背后根本原因是利润持续提升，另外公司通过强化营运资金占用时间管理、应收款和信用账期管理等，使得经营活动现金流量持续改善。

(2) 2024 年资产类资本支出 0.5 亿元，占营收比例下降至 0.3%，继续触达历史低位。

图 11: 经营性现金流净额 2.7 亿元，相比同期保持稳定


数据来源：公司公告，中信建投

图 12: 2024 年资产类资本支出 0.5 亿元，占营收比例为 0.3%


数据来源：公司公告，中信建投

盈利预测与估值：

预计 2025-2026 年营业收入为 189.5 亿元和 237.5 亿元，同比增长 20.3%和 25.4%，归属母公司净利润为 2.21/4.33 亿元；对应 2025-2026 年 PS 分别为 0.37/0.30，PE 分别为 31.7/16.2 倍。故给予“买入”评级。

表 1:顺丰同城 2023-2025 盈利预测

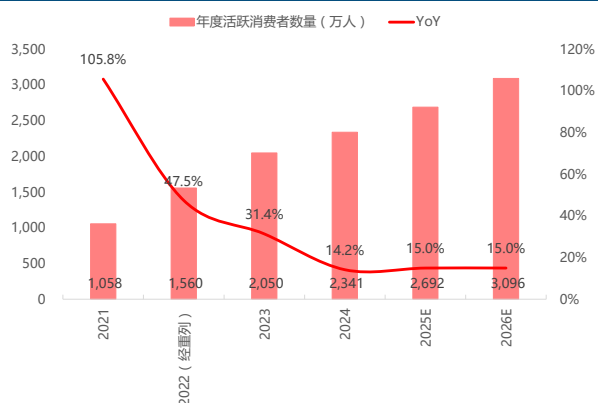
单位：亿元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
营业收入	102.3	123.9	157.5	189.5	237.5
增长率	25.1%	21.1%	27.1%	20.3%	25.4%
营业成本	98.2	115.9	146.7	175.4	218.4
毛利润	4.10	7.95	10.71	14.04	19.11
增长率	333.2%	93.5%	34.8%	31.0%	36.1%
毛利率	4.02%	6.42%	6.80%	7.41%	8.05%
运营费用	7.6	8.2	9.8	11.7	14.5
综合费率	7.4%	6.6%	6.2%	6.2%	6.1%
归母净利润	-2.38	0.65	1.32	2.21	4.33
归母净利率	-2.32%	0.52%	0.84%	1.17%	1.82%
估值比率					
P/S	0.69	0.57	0.45	0.37	0.30
P/E	-29.5	108.1	52.9	31.7	16.2

资料来源：中信建投

盈利预测中关键核心假设说明如下：

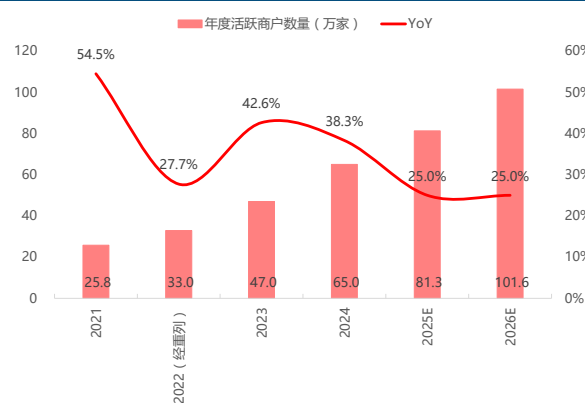
（1）同城配送服务收入假设：由于公司 60%左右业务收入来自于该业务，因此其变化是我们进行盈利预测的关键变量，其中分为面向商家（ToB）和面向消费者（ToC）两类服务，所以客户规模和客均收入成为预测未来公司增长的重要指标。

图 13: 年度活跃消费者数量历年变化



数据来源：公司公告，中信建投

图 14: 年度活跃商家数量历年变化



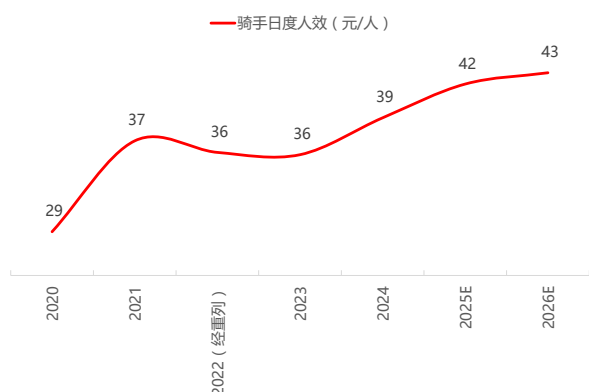
数据来源：公司公告，中信建投

对于两类服务的客户规模增速，我们判断随着公司市占率提升，将由快速发展阶段进入稳定发展期，因此两者增速均会维持稳定，根据往年降速趋势，我们判断 ToB 和 ToC 活跃客户规模增速在 2025-2026 年将分别为 15%、15%；25%、25%。对于客均收入，由于目前公司以 KA 客户为主，伴随市场拓展和网络效应体现，逐渐向

更广阔的产品覆盖商家客户的业务发展需求，但考虑拓客初期的情况，因此 ToB 客均收入呈稳定趋势，2025-2026 年为 10000 元；由于公司同城服务产品的多元化，以及服务时效和品牌认知的提升，ToC 客户的粘性会更强，但考虑消费降级的大背景，客均收入预计在 2025-2026 年分别为 102 元和 100 元。

（2）骑手用工成本假设：由于骑手侧贡献了 90%以上的用工成本，因此其变化对公司盈利发展至关重要，其中骑手规模、效率及人均用工成本是重要假设指标。

图 15: 骑手日度人效水平历年变化



数据来源：公司公告，中信建投

图 16: 年化人均用工成本历年变化



数据来源：公司公告，中信建投

遍历过往数据，骑手的单日人均创造营收水平保持稳定，基本保持在 35-40 元区间，因此我们认为伴随订单密度和技术驱动的路由规划完善，2025-2026 年日均人效分别可达 42 元和 43 元的稳定保守增长区间；对于人工成本方面，由于短期出现劳动力供大于求不会马上消失，我们假设未来几年的年均人工成本保持稳定。

风险分析

（1）即时配送需求增长低于预期。平台型即时配送可带来规模效应，能够更好地降低单均配送成本，商户或选择将更多单量分配至平台，以触达更多用户流量，第三方即时配送的增长可能受此影响。

（2）单均配送成本优化不及预期。考虑到行业竞争，单均配送收入提升幅度或较小，若单量不能形成规模化效应，且劳动力成本由于新增适龄人口下降，单均骑手配送成本下降也有压力。尽管 2024 年毛利率提升，但劳动密集型模式依赖人工调配效率，技术替代（如无人配送）研发滞后或导致成本控制不及预期。

（3）外部合作依赖与政策风险。顺丰同城对母公司和第三方平台（如抖音、阿里系）的订单依赖度较高，2024 年来自顺丰控股的收入占比达 42.8%。若合作方策略调整或流量分配变化，可能影响订单稳定性。此外，行业政策（如社保合规、数据安全）及突发事件（自然灾害）也可能冲击运营连续性。

分析师介绍

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk