

**顺丰同城作为第三方即配龙头，收入加速增长，盈利拐点已现。** 1) 顺丰同城是国内规模最大的第三方即时配送服务平台，全面覆盖新消费时代的四大主要场景-餐饮外卖、同城零售、近场电商和近场服务。**截止2024年末，2) 公司活跃商家达到65万，相较2021年增长约1.5倍；活跃消费者达2341万，相较2021年增长1.2倍；业务范围已覆盖全国2300多个市县，县域收入同比提升121%。** 3) **营收快速增长，2024年增长提速；盈利拐点确立，规模效应显著提升。** 2024年营收增速为27%，**2021-2024年营收CAGR为24%**。公司毛利于2020年转正，2024年实现10.7亿元，同比增35%，**毛利率连续7年提升，2024年毛利率为6.8%**，规模效应显著提升。**2023年首次扭亏为盈**，实现归母净利润0.51亿元，2024年实现归母净利润1.3亿元，同比大增159%。**4) 公司账上现金储备充裕，债务结构健康。**截至2024年末，现金及现金等价物与交易性金融资产合计达24.9亿元；公司债务结构健康，无短期/长期借款。

**顺丰同城业务高增，分业务看：公司收入分为同城配送业务和最后一公里配送业务，** 1) **同城配送业务，ToB端（商家端）24年营收同比+28%，占比43%**，主要来自新增KA客户，2024年公司与山姆会员商店、肯悦咖啡、阿嬷手作等多个不同行业的品牌商家达成合作，**新签门店超7500家。** **ToC端（消费者端）24年收入同比+12%，占比15%，活跃消费者超2341万人。** 2) **最后一公里业务，24年营收同比+32.5%，占比为42%。**

**“全场景覆盖+智慧物流系统”构筑护城河，实现持续领跑行业。** 1) **即时配送首选，全场景能力为龙头地位奠基。** 2024年，茶饮配送收入同比增长73%，商超便利、美妆、医药、母婴等品类均取得高双位数增长；**2) 顺丰控股业务协同助力发展，一体化解决方案提升竞争力。** 2024年公司与顺丰集团一起服务的月结客户创造营收3.67亿元的外部增量收入，同比增长45.5%；**3) 布局“AI+无人车”，重视科技提质增效。** 公司持续探索“智慧物流+无人配送技术”商业化场景应用，2024年，公司在多个城市进行了无人车配送的营运投产。

**京东入局开启“三国杀”，中游即时配送市场迎来发展机遇。** 据商务部数据，我国即配行业处于快速发展期，**2018-2026E即时零售市场规模CAGR为42.6%**，商务部预计**2023年我国即时零售市场规模有望超过2万亿元**，即配市场具备广阔发展空间。25年2月京东入局外卖行业，与美团、饿了么开展即配领域竞争，开启即时消费市场“三国杀”，或为中游即配市场创造发展机遇。

**投资建议：** 公司为第三方即配龙头，即配行业具备较强的成长性，看好公司中长期发展。我们预计公司2025-2027年实现营收197.8/246.6/306.2亿元，归母净利润分别为2.6/4.1/5.9亿元，EPS分别为0.28/0.45/0.65元，当前股价对应PE分别为35/22/15倍。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

**风险提示：** 即配行业市场竞争加剧，即配行业需求增长不及预期，宏观经济波动风险。

**盈利预测与财务指标**

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,746	19,779	24,657	30,623
增长率 (%)	27.1	25.6	24.7	24.2
归母净利润	132	260	414	593
增长率 (%)	161.8	96.4	59.3	43.1
EPS	0.14	0.28	0.45	0.65
P/E	68	35	22	15
P/B	3.1	2.8	2.5	2.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2025年5月15日收盘价, 汇率1HKD=0.922RMB)

**推荐**

首次评级

当前价格:

10.68 港元


**分析师 黄文鹤**

执业证书: S0100524100004

邮箱: huangwenhe@mszq.com

**分析师 张晓瀚**

执业证书: S0100525020001

邮箱: zhangxiaohan@mszq.com

# 目录

<b>1 第三方即配龙头，聚焦四大主要场景</b>	<b>3</b>
1.1 即时配送首选服务商，构建新消费生态的基础设施	3
1.2 公司股权结构稳定，实控人持有公司 58.5%的股权	4
1.3 业务规模快速扩张，2024 年归母净利润同比+159%	5
<b>2 “全场景覆盖+智慧物流系统”构筑护城河，实现持续领跑行业</b>	<b>10</b>
2.1 即时配送首选，全场景能力为龙头地位奠基	10
2.2 顺丰控股业务协同助力发展，一体化解决方案提升竞争力	12
2.3 布局“AI+无人机”，重视科技提质增效	13
<b>3 市场规模稳步增长，京东入局开启“三国杀”，上游即时零售市场竞争加剧</b>	<b>14</b>
3.1 政策端：引导即配行业高质量发展，行业重要性凸显	14
3.2 市场规模：即配行业市场规模稳步增长，县域即配市场潜力较大	15
3.3 竞争格局：京东入局与美团、饿了么开启“三国杀”，即时零售市场竞争加剧	19
3.4 发展趋势：即配行业需求多元化，强调技术创新与智能化	21
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>23</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	23
4.2 估值分析	24
4.3 投资建议	25
<b>5 风险提示</b>	<b>26</b>
<b>插图目录</b>	<b>28</b>
<b>表格目录</b>	<b>28</b>

# 1 第三方即配龙头，聚焦四大主要场景

## 1.1 即时配送首选服务商，构建新消费生态的基础设施

顺丰同城是国内规模最大的第三方即时配送服务平台，全面覆盖新消费时代的四大主要场景--餐饮外卖、同城零售、近场电商和近场服务，构建新消费生态的基础设施，致力于成为“新消费配送第一品牌”。截至 2024 年末，公司拥有活跃商家 65 万、活跃消费者 2341 万，业务范围已覆盖全国 2300 多个市县。

2016 年 6 月，顺丰同城业务作为顺丰控股旗下的一个事业部成立，起初主要为中高端餐饮、商超等提供专职配送服务

2017 年 3 月，顺丰同城成为全国连锁型 KA 最佳合作伙伴

2018 年 6 月，推出 C 端业务

2019 年 1 月，推出中小 B 业务

2019 年 3 月，正式公司化独立运营

2019 年 10 月，顺丰同城品牌正式发布

2020 年 12 月，平台注册骑士数突破 200 万

2021 年 1 月，平台注册用户数突破 1 亿

2021 年 12 月，在港交所主板成功上市

2022 年 12 月：业务覆盖全国 2000 市县

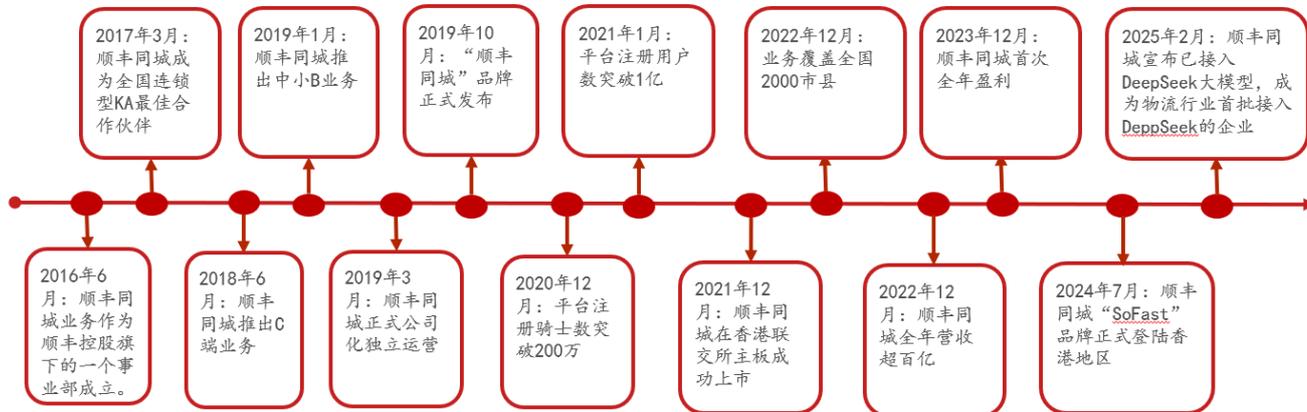
2022 年 12 月：顺丰同城全年营收超百亿

2023 年 12 月：顺丰同城首次全年盈利

2024 年 7 月：顺丰同城“SoFast”品牌正式登陆中国香港地区

2025 年 2 月，顺丰同城宣布已接入 DeepSeek 大模型，成为物流行业首批接入 DeepSeek 的企业

图1：顺丰同城历史沿革

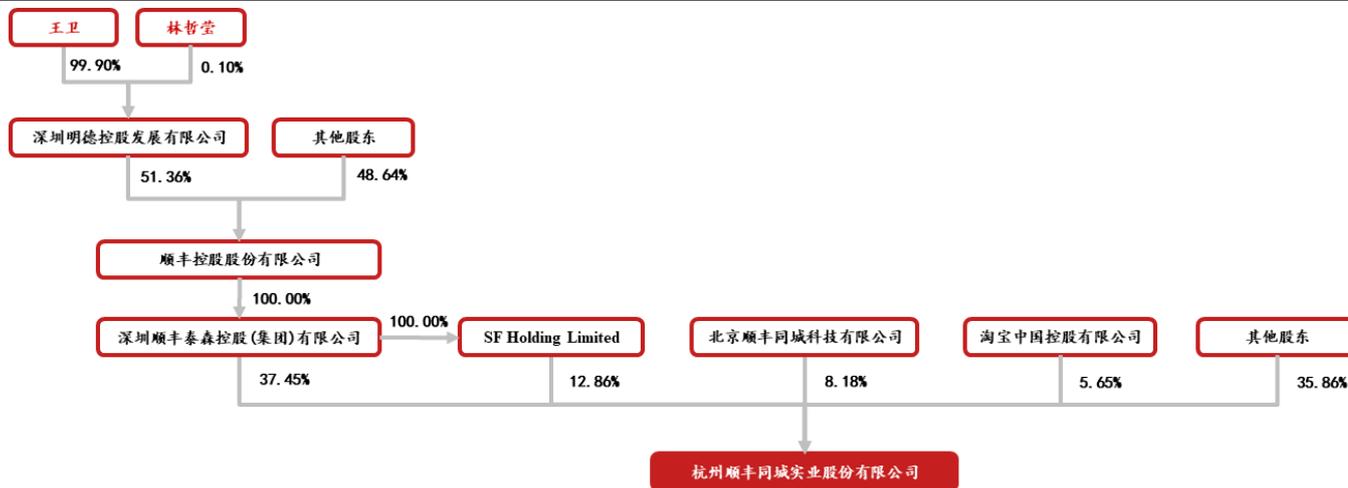


资料来源：公司官网，公司公告，每日经济新闻等，民生证券研究院

## 1.2 公司股权结构稳定，实控人持有公司 58.5%的股权

公司实控人王卫持有公司 58.5%股权，股权集中，结构稳定。截至 2024 年末，王卫为公司实控人，王卫通过明德控股间接持有公司 58.48%股权，股权集中。其他主要控股股东方面，阿里巴巴集团持有公司 5.65%股权。

图2：截至 2024 年末顺丰同城股权结构图



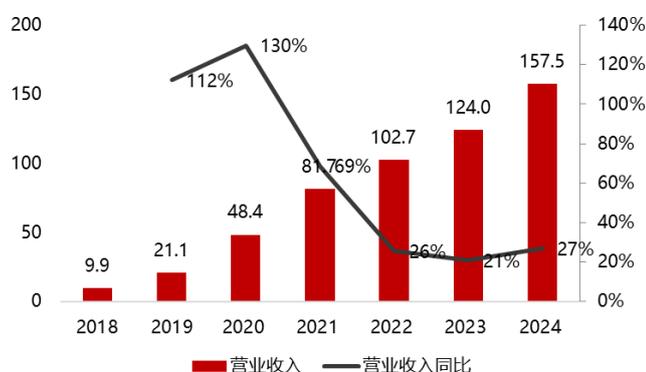
资料来源：iFinD，民生证券研究院

完善公司激励机制，助力公司发展提质增效。2025 年 5 月 8 日，公司发布公告修订“员工激励计划（2023 年）”为“H 股激励计划（2025 年）”，以 1) 促进公司实现长期可持续发展和业绩目标达成；2) 将雇员参与者、服务提供者与股东、投资者及本公司的利益紧密联系起来，增强本公司凝聚力，促进本公司价值的最大化；3) 完善公司激励机制，吸引、激励和保留对本公司持续经营、业务发展及长期成长作出贡献的核心雇员参与者及服务提供者。

### 1.3 业务规模快速扩张，2024 年归母净利润同比+159%

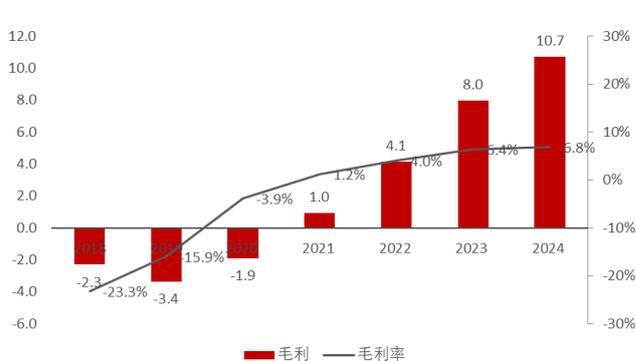
**营收快速增长，2024 年增长提速。**自公司 2021 年上市以来，收入由 2021 年 81.7 亿元增长至 2024 年的 157.5 亿元，接近翻倍，三年 CAGR 为 24%。2024 年行业订单量增速为 17.6%，公司 2024 年同城配送订单量同比增速超 30%，增速高于行业水平。2024 年公司营收增速为 27%，快于 2022-2023 年增速 26%、21%，业务实现加速扩张。

图3：顺丰同城营业收入（亿元）及同比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：顺丰同城毛利（亿元）及毛利率



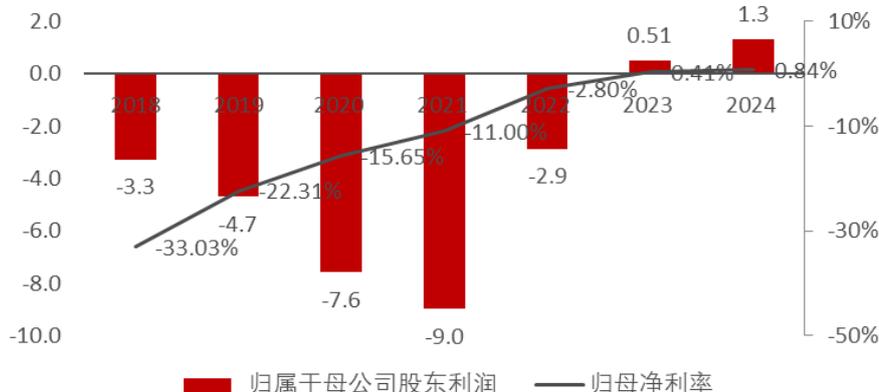
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**盈利拐点确立，规模效应显著提升。**毛利于 2020 年转正，2024 年实现 10.7 亿元，同比增 35%，毛利率连续 7 年实现提升，2024 年公司毛利率达到 6.8%，规模效应显著提升。2023 年首次扭亏为盈，实现归母净利润 0.51 亿元，2024 年归母净利润同比大增 159%，实现 1.3 亿元。

**2024 年公司营业收入增长 27%，归母净利润同比大增 159%。**主要由于：

- 1) **中立开放市场及全场景服务能力为公司带来订单量的持续增长**，2024 年同城配送服务订单量同比增长超 30%。
- 2) **业务结构优化**，优质客户对收入贡献增加。
- 3) **科技和精益管理推动运营底盘提质增效**，网络规模经济效益扩大，持续改善毛利率及费用率，提升盈利能力。

图5：顺丰同城归母净利润（亿元）及归母净利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

费用率得到有效管控，2018-2024年，公司费用率整体呈下行趋势，2024年期间费用率同比-0.59pct。

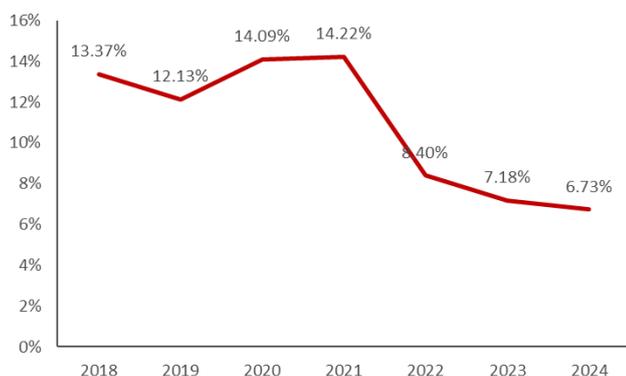
费用构成方面，1) 近年公司研发费用相对稳定，2022-2024年研发费用率由于营收增长小幅下滑，分别为0.94%、0.75%、0.69%，24年研发费用率同比-0.06pct；

2) 公司通过高效的资金管理、降低融资成本，获取利息收入。2022-2024年财务费用率分别为-0.41%、-0.32%、-0.18%，24年财务费用率同比+0.14pct；

3) 管理费用，公司结合人工智能工具，充分利用精益制造管理理念，管理费用率不断下降，2022-2024年管理费用率分别为5.90%、5.00%、4.73%，24年管理费用率同比-0.27pct；

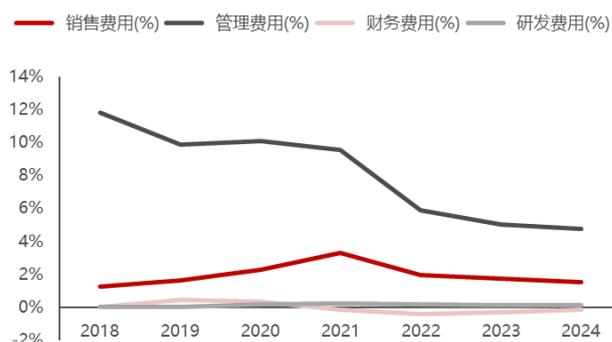
4) 公司在销售费用管理方面变得更加高效，近三年销售费用率整体呈现下降趋势，2022-2024年销售费用率分别为1.97%、1.75%、1.49%；24年销售费用率同比-0.26pct。

图6：2018-2024年顺丰同城期间费用率 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

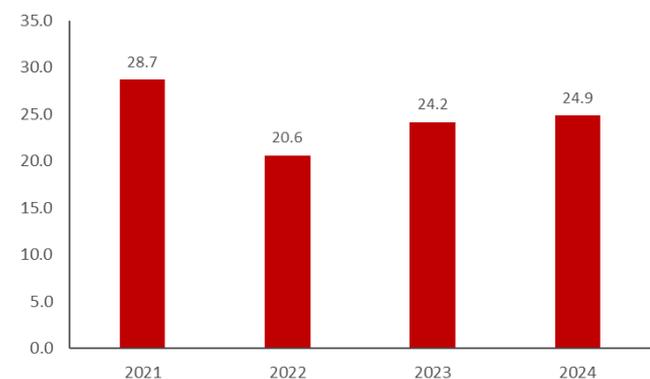
图7：2018-2024年顺丰同城各项费用率 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

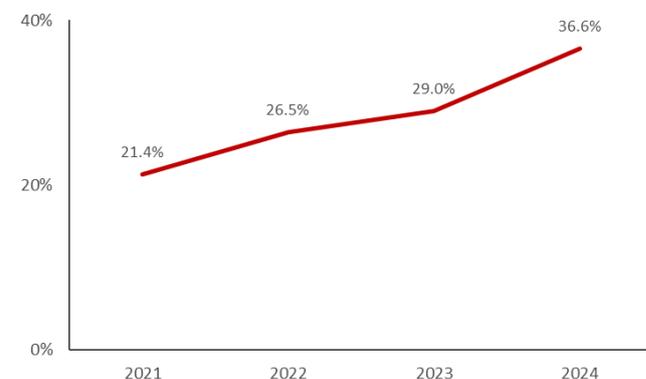
公司账上现金储备充裕，债务结构健康。截至 2024 年末，现金及现金等价物与交易性金融资产合计达 24.9 亿元；公司债务结构健康，无短期/长期借款，资产负债率逐年上升，2024 年为 36.6%。

图8：顺丰同城现金及现金等价物+交易性金融资产（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：顺丰同城资产负债率



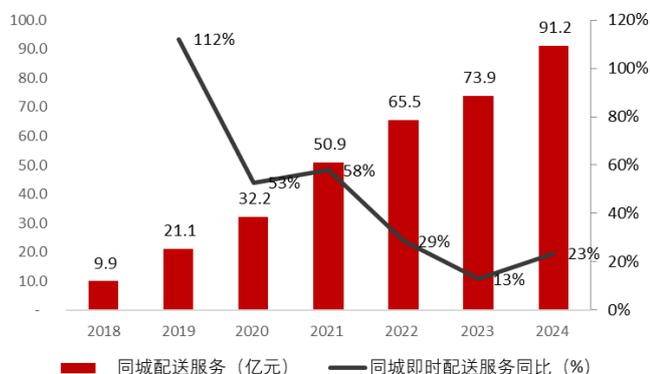
资料来源：公司公告，民生证券研究院

分业务结构看，

1) 同城配送服务为公司营收支柱，2024 年业务营收占总营收比为 58%。

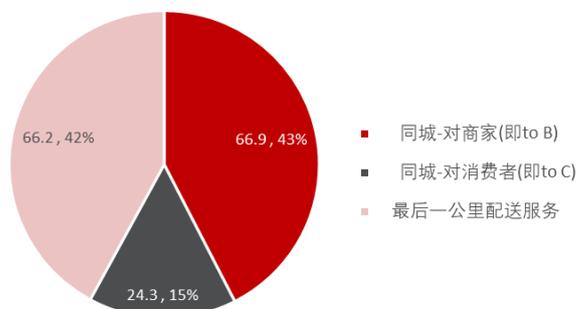
2024 年同城配送收入 91.21 亿元，同比增长 23.5%，业务营收占总营收比为 58%，营收增速较快主要受益于：1) 餐饮外卖需求稳定、零售消费等场景下即时配送需求加速释放；2) 非餐场景维持稳健增长趋势，2024 年公司非餐场景收入同比增长 26.2%；3) 物流基本盘稳固，KA 大客户和各大流量平台合作深化，向更多垂直行业提供专业即配服务解决方案；4) 渗透率提升，年度活跃商户和消费者规模扩大；4) 进一步拓展下沉市场，2024 年公司县域收入规模同比增长 121%。

图10：同城配送服务收入（亿元）及同比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：2024 年同城配送服务收入结构（亿元，%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

其中：

**同城配送业务 ToB 端 (商家端)：2024 年收入 66.88 亿元, 同比增速达 28.1%，占同城配送 73%，占总收入比重 43%，主要来自新增 KA 客户，2024 年公司与山姆会员商店、肯悦咖啡、阿嬷手作等多个不同行业的品牌商家达成合作，公司现有商家合作持续深化，新签门店超 7500 家。**

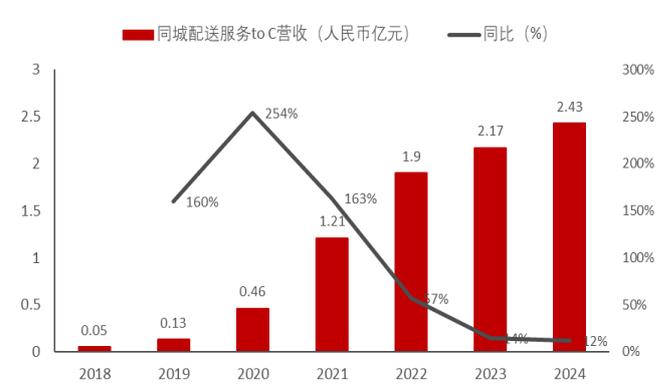
**同城配送业务 ToC 端 (消费者端)：2024 年收入 24.33 亿元, 同比增长 12.2%，主要受益于公司活跃消费者规模持续扩大，有效的即时配送服务满足同城快递的提速需求，加速对同城快递用户的渗透。公司同城配送 ToC 服务覆盖生活帮办、医疗健康等场景，活跃消费者超 2341 万人。**

**图12：同城配送服务 toB 营收 (亿元) 及同比**



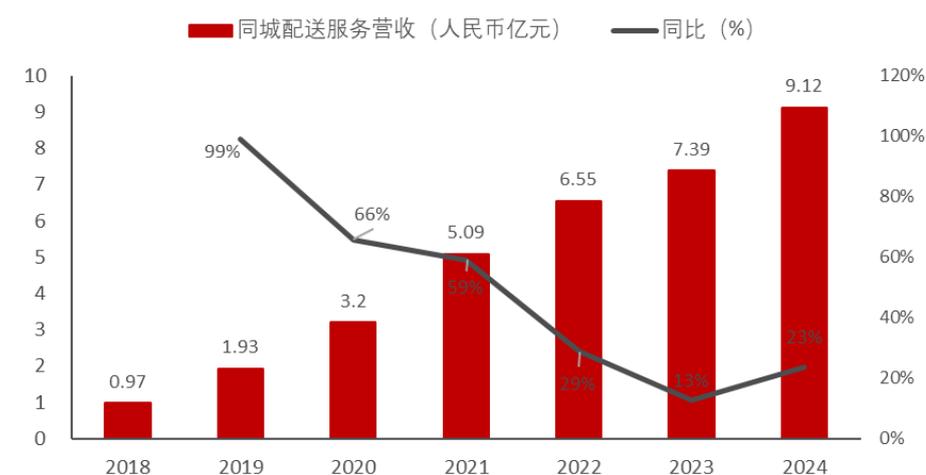
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图13：同城配送服务 toC 营收 (亿元) 及同比**



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图14：同城配送服务营收 (亿元) 及同比 (%)**

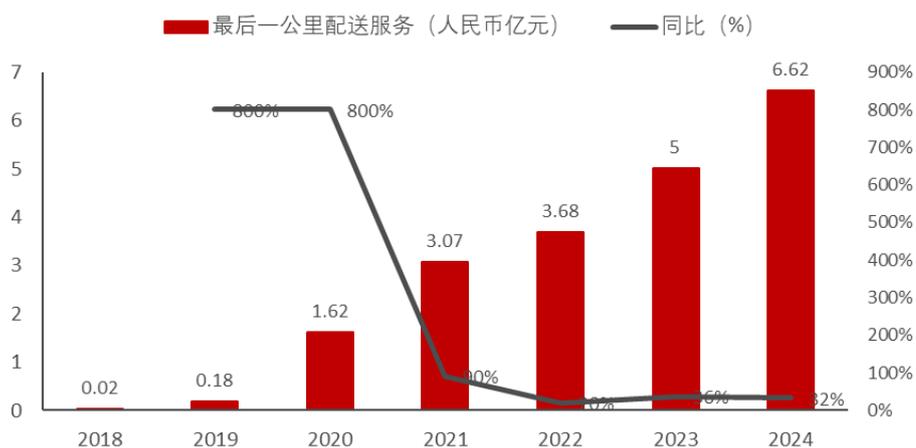


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**2) 最后一公里配送业务为公司另一大营收来源，2024 年业务营收占总营收比为 42%。**2024 年公司最后一公里配送业务实现营业收入 66.25 亿元，同比 +32.5%，业务营收占总营收比为 42%。业务规模增长主要受益于 **1) 电商平台退**

货率提升，电商退货物流单量翻倍；2) 在节假日、电商大促等快递高峰期与主要客户强化协同，2024 年公司全年日均揽收环节支持服务订单量突破 150 万单，公司同城物流提速服务及非主要客户的最后一公里配送客户群的合作收入翻倍提升，实现高速增长，与非主要客户合作收入同比提升 106%。

图15：最后一公里配送服务营收（亿元）及同比（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2 “全场景覆盖+智慧物流系统”构筑护城河，实现持续领跑行业

### 2.1 即时配送首选，全场景能力为龙头地位奠基

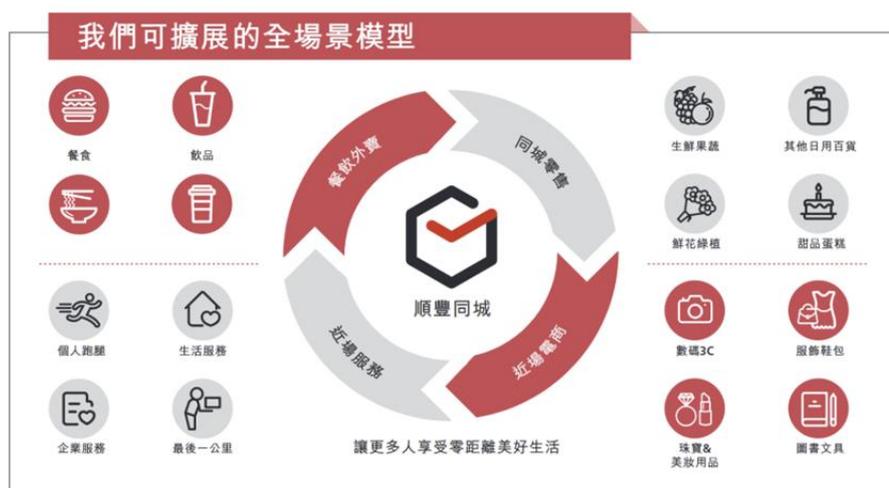
公司依托全场景能力，围绕重点品类优化产品服务，2024年，茶饮配送收入同比增长73%，商超便利、美妆、医药、母婴等品类均取得高双位数增长。

1) **餐饮市场**，公司捕捉茶饮品类高速增长的行业机遇，基于强大的运力底盘和精细化的商圈网络运营能力，除了在节假日、营销活动等单量高峰期为客户提供有保障的履约服务以外，公司还可以承接更深入城市末梢的门店，助力客户拓展门店，打造私域流量池；

2) **零售市场**，随着医药零售线上化渗透率进一步提升，药品配送到家的消费习惯逐渐形成，报告期内，公司联合医药大客户共同探索创新合作模式，通过定制化解决方案助力客户集中化管理订单，提高配送效率，并深入医药配送全链条，打造一体化物流方案，引领行业标准；

3) **商超市场**，公司的配送解决方案兼具仓店小时达和全城长距离接驳能力，使公司与全国性头部及区域性连锁商超客户的合作均实现突破性进展。公司亦围绕便利店、前置仓等业态的客户的需求做履约优化。

图16：顺丰同城全场景模型



资料来源：公司公告，民生证券研究院

顺丰同城已成为本地生活即时配送首选服务商之一。截止2024年末，公司活跃商家达到65万，相较2021年增长约1.5倍；活跃消费者达2341万，相较2021年增长1.2倍。业务范围已覆盖全国2300多个市县，相较2021年增长21%。公司能够为行业内各类型和规模客户服务，提供满足不同预算、配送范围、

服务时间和时效的各种配送服务。

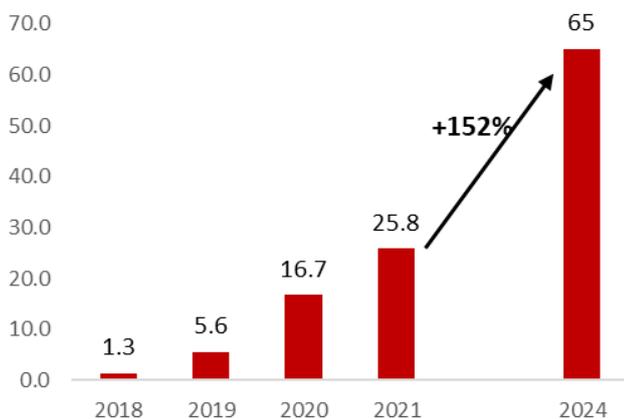
**公司的城市覆盖率不断提升，覆盖规模加速扩张，截至 2024 年末，公司已覆盖超过 2300 个市县，县域收入同比提升 121%。**公司持续夯实在下沉市场的竞争优势地位，公司将下沉市场覆盖维度细化到区县级乡镇，织密灵活高效的即时配送网络。公司针对不同客户提供满足核心需求的客制化服务：

**1) 品牌商家**，公司的网络可以及时承接其在下沉市场的新增门店布局，提供有保障的履约服务；

**2) 中小商家**，公司围绕重点高增速品类进行商家开拓，并以专业第三方配送商的角色赋能商家整合多渠道流量，实现业务增长；

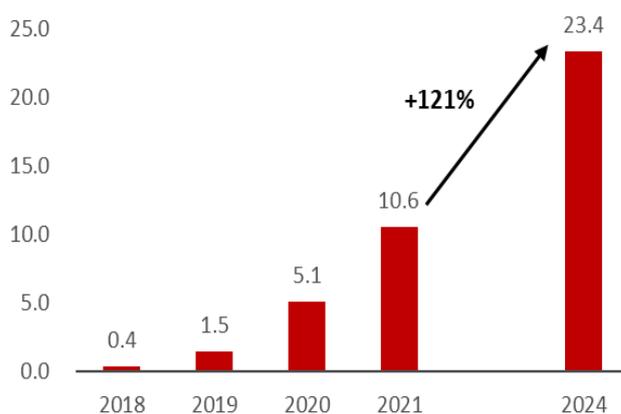
**3) 第三方本地生活平台**，公司也尝试在下沉市县开展各类新场景业务，如在下沉市县高校试点校园配送，与第三方本地生活平台合作，为高校学生提供更便利的配送服务，并有效整合了零散的本地零售及物流资源。**2024 年，县域覆盖超过 1300 个，县域收入同比提升 121%。**

**图17：顺丰同城活跃商家（万家）**



资料来源：公司公告，民生证券研究院

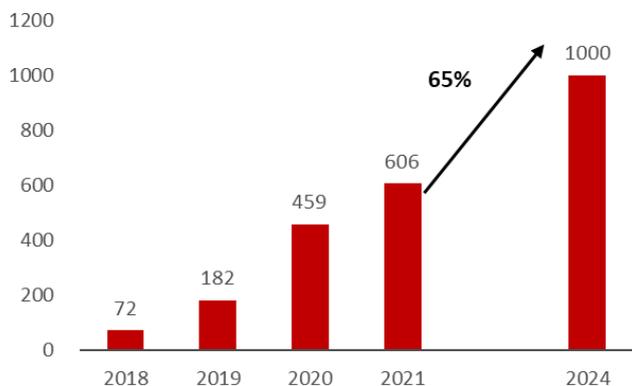
**图18：顺丰同城活跃消费者（百万人）**



资料来源：公司公告，民生证券研究院

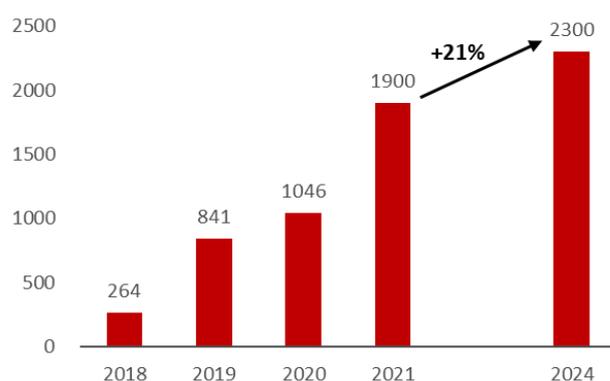
**公司拥有覆盖全国的弹性骑手运力网络，2024 年公司年活跃骑手达约 100 万名，重视骑手权益保障，2024 年安全事故率同比-17%。**截至 2024 年末，平台的年活跃骑手进一步扩大至约 100 万名。2024 年公司重视骑手生命财产安全保障，**安全事故率与上年相比下降 17%。**公司丰富的业务场景为骑手带来多样化获得收入的机会，中高收入水平骑手数同比增加 29%，**月收入突破万元骑手数同比增加 40%。**公司持续提升运力管理能力，2024 年骑手人效得到明显改善。

图19: 顺丰同城活跃骑手 (千人)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图20: 顺丰同城覆盖市场 (个市县)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 2.2 顺丰控股业务协同助力发展, 一体化解决方案提升竞争力

发挥与顺丰控股的业务协同, 打造‘仓储+转运+同城即时配送’一体化供应链解决方案, 显著增厚营收。公司与顺丰控股集团的资源协同和能力整合, 客户能更便捷地选择合适的物流产品, 共同扩大客户基础并提升客户忠诚度, 有助于客户形成较强粘性。2024年, 使用同城即时配送服务下单的月结客户数量和下单频次都有明显增长。2024年公司 与顺丰集团一起服务的月结客户创造营收 3.67 亿元的外部增量收入, 同比增长 45.5%。

图21: 顺丰同城一体化供应链解决方案



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

**公司物流网络完善，服务水平提升，2024 年公司的时效达成率约为 95%，竞争力显著增强。**公司加快扩张，并加密在全国的运力网络布局，推动覆盖商圈数量及订单密度持续增加，盈利商圈占比持续提升。公司持续迭代差异化运营策略，以弹性网络快速响应不同类型客户在扩张门店数量、扩大门店配送范围或增加营业时长等方面的需求，帮助客户配送更多增量订单，实现业务的稳健增长。同时，公司运力网络的灵活性极具优势，在电商节大促活动期间、节假日等高峰期及恶劣天气等特殊情况下均能践行对服务质量和稳定性的承诺，节假日和恶劣天气下时效达成率波动分别不超过 1pct 和 3pct。**2024 年，公司的时效达成率约为 95%，3 公里以内订单的平均配送时长为 22 分钟。**

**业务协同构筑弹性物流网络，实现最后一公里配送时效/服务/效益提升。**同城即配和同城各类物流形态有较多协同点，顺丰控股+顺丰同城的弹性运力网络能多维度契合客户供应链能力提升的趋势，驱动同城物流提速。**1) 时效上**，灵活弹性的运力网络具备小时级/分钟级服务能力，助力传统快递网络提升时效，该等服务也为客户带来业务新增量。**2) 服务上**，公司的弹性网络能帮助客户解决订单高峰期自有运力紧张与单量增长不匹配的问题，确保平稳应对和稳定履约，同时支持物流各环节的提速和个性化服务。**3) 效益上**，通过深化网络融通，助力物流服务商实现提升履约效率的同时，降低运营成本。

## 2.3 布局 “AI+无人机”，重视科技提质增效

**公司推出城市物流系统，实现降本增效。**城市物流系统（‘CLS’）涵盖智能业务规划及营销管理、骑手融合调度及智能订单分发、智能运营优化等三大核心功能，并实现了核心链路的协同响应。基于大数据分析和 AI 算法，系统能有效预测订单波动情况，并综合统筹前端营销策略、骑手分布和调度、路线规划、接起意愿和补贴、到店等待时间和配送时间等因素，有效实现不同行业、场景和复杂配送网络中订单与骑手之间的最优匹配。2024 年公司积极推进 AI 大模型能力的多场景应用，与国内多家领先大模型厂商合作，在用户需求偏好分析、商户运营策略、智能客服问答、配送流程及运力调度管理等全流程实现体验升级和效率提升。

**探索 “智慧物流+无人配送技术” 商业化场景应用。****1) 无人配送技术应用：**2024 年，公司在多个城市进行了无人车配送的营运投产，围绕最后一公里业务，重点探索无人车在同城接驳和网点集散的运营模式，**全国月均活跃路线上千条。**同时，公司也从系统侧配套能力，持续加强车辆调度、运营监控、线路启停等功能，并基于实际履约情况和数据分析，迭代运营策略和加强实时监控，以提升无人车的履约效率和稳定性，进一步降低成本。**2) 接入 DeepSeek 大模型**，成为物流行业首批接入 DeepSeek 的企业，公司或通过 DeepSeek 削减运营成本。

## 3 市场规模稳步增长，京东入局开启“三国杀”，上游即时零售市场竞争加剧

### 3.1 政策端：引导即配行业高质量发展，行业重要性凸显

即时配送行业以其高效、便捷的特点，迅速崛起并蓬勃发展，对促进消费增长、保障民生需求以及扩大就业等方面发挥了举足轻重的作用。我国政府对即时配送行业给予了高度重视，通过一系列的政策措施，旨在推动其高质量发展，优化市场环境，保障各方权益，并促进服务模式的创新。

即时配送行业地位日益重要，主要体现在就业和促消费两方面：

1) 即配行业为我国就业的“蓄水池”。2023年初全国总工会发布的第九次全国职工队伍状况调查显示，全国新业态劳动者达8400万人，其中外卖骑手数量1300万人，占新业态劳动者整体的15%。

2) 新消费业态促消费。即使配送的发展与即时消费市场互相促进、共同发展，即时配送使相关产业生产和消费之间的沟通得到加强，为产业发展提供便利，也使消费者得到更多实惠。

2023年7月，商务部发布《全面推进城市一刻钟便民生活圈建设三年行动计划(2023-2025)》，该行动计划明确指出支持发展线上线下融合的即时零售模式，包括“平台下单+就近门店配送”和“就近门店下单+即时配送”两种形式。

2024年1月，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，其中审议通过《关于促进即时配送行业高质量发展的指导意见》，会议指出，近年来即时配送行业快速兴起，即配行业在促进消费、保障民生、扩大就业等方面发挥着越来越重要的作用。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，即配行业重要性凸显。

2024年3月，商务部等发布《关于推动农村电商高质量发展的实施意见》，鼓励电商平台、大型商贸流通企业在具备条件的县城发展即时零售，对接当地商超、便利店，精准匹配周边订单需求，提供高效便捷的到家服务。该政策也有助于拓展即时配送行业的市场空间，为行业带来新的增长点。这一系列政策为即时专送行业提供了有力的保障，有助于行业持续发展。

图22：即配行业相关政策

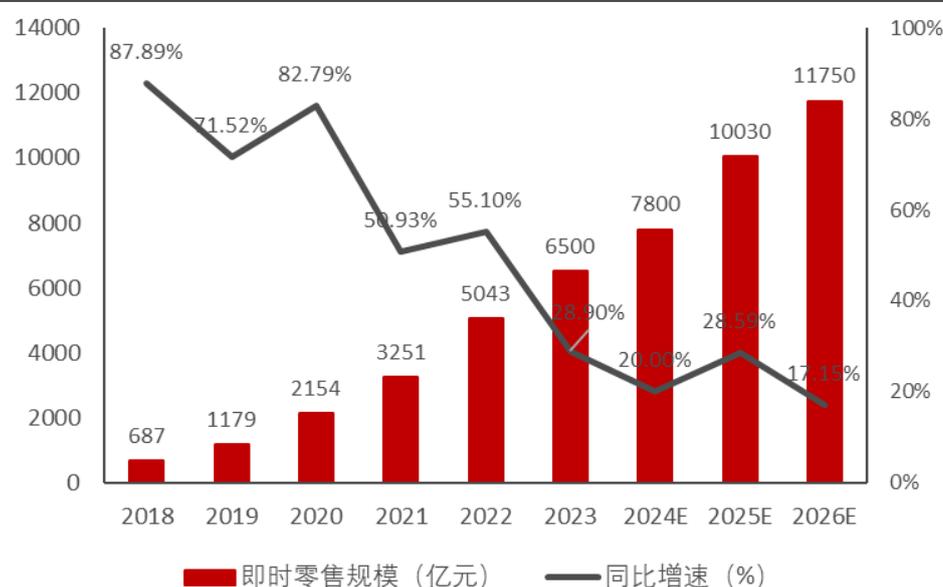
时间	发布单位	政策	政策内容
2023年7月	商务部等13部门印发	《全面推进城市一刻钟便民生活圈建设三年行动计划（2023 - 2025）》	将即时零售作为便民生活圈建设的一部分，支持发展线上线下融合的即时零售模式，包括“平台下单 + 就近门店配送”和“就近门店下单 + 即时配送”两种形式，赋能实体门店，拓展服务半径
2023年7月	国家发展改革委	《关于恢复和扩大消费的措施》	大力发展农村直播电商、即时零售，推动电商平台和企业丰富面向农村的产品和服务供给。支持线上线下商品消费融合发展，提升网上购物节质量水平发展即时零售、智慧商店等新零售业态。
2023年8月	中央财力等	《关于推动农村流通高质量发展的指导意见》	规范发展农村直播电商，打造一批县域电商直播基地、“村播”学院，发展网订店送、即时零售等线下和线上融合新业态。推广农产品电商直采、定制生产等模式，发展农副产品直播电商。
2024年1月	国务院	《关于促进即时配送行业高质量发展的指导意见》	加强对即时配送行业的政策支持引导，完善行业管理，营造公平竞争的发展环境，保障消费者和网约配送员合法权益，促进即时配送行业加快健康规范有序发展
2024年3月	商务部等	《关于推动农村电商高质量发展的实施意见》	发挥县域大型商贸流通企业等自建物流优势，面向电商平台和中小商户，提供家电、建材、农资、农产品等第三方配送。鼓励电商平台、大型商贸流通企业在具备条件的县域发展即时零售，对接当地商超、便利店，精准匹配周边订单需求，提供高效便捷的到家服务。
2024年5月	国家发展改革委等	《关于深化智慧城市发展 推进城市全域数字化转型的指导意见》	普及数字生活智能化，加快智慧餐饮、智能出行、数字家庭、上门经济、即时零售等新场景建设，打造城市数字消费新地标。

资料来源：商务部、国务院等官网，民生证券研究院

## 3.2 市场规模：即配行业市场规模稳步增长，县域即配市场潜力较大

我国即时零售处于快速发展期，规模持续增长，2018-2026E 即时零售市场规模 CAGR 为 42.6%。据国家发改委测算，2022 年我国即时配送订单量已突破 400 亿单大关，同比增长约 30%，这一增速充分显示了即时配送市场的强劲活力和较大潜力。2023 年，即时零售的活跃用户数量达到约 5.8 亿人，同比增长 34.88%，占网民规模的 53.11%。据商务部数据，2023 年我国即时零售规模达到 6500 亿元，同比增长 28.89%，占网络零售额的 4.2%，比同期网络零售增速高出 17.89pct，为居民消费的新增长点。2018-2026E 预计我国即时零售市场规模 CAGR 为 42.6%。

2030 年我国即时零售市场规模有望超过 2 万亿元。商务部国际贸易经济合作研究院预计在商超、门店、品牌商、电商平台、即时配送等共同发力下，我国即时零售仍将保持增长态势，2030 年我国即时零售市场规模将超过 2 万亿元。

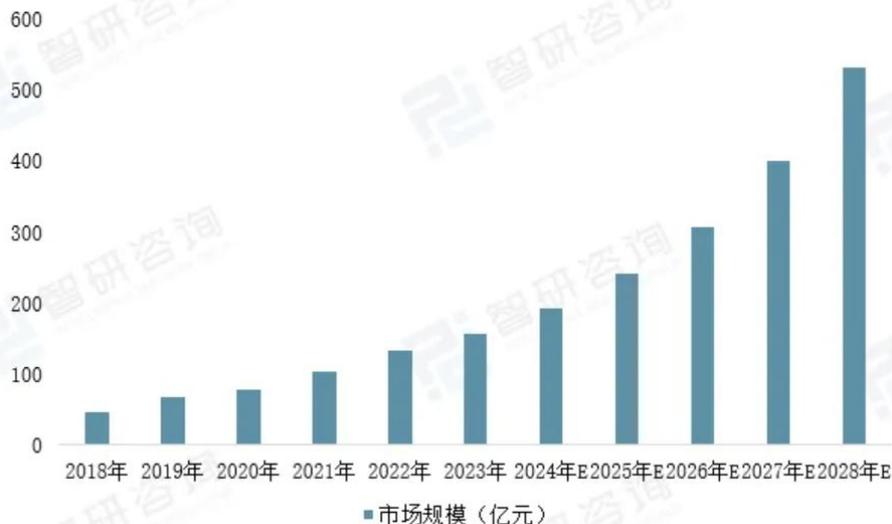
**图23：我国即时零售交易规模及增速**


资料来源：商务部国际贸易经济合作研究院，民生证券研究院整理

即时专送作为即时配送行业的重要细分领域，近年来同样展现出了蓬勃的发展态势，预计 2028 年，中国即时专送行业市场规模将超过 500 亿元，2023-2028E 的 CAGR 超 47.5%。伴随新生代消费群体的崛起以及懒人经济的盛行，消费者对即时配送服务的高时效需求和服务依赖进一步加剧。市场调查显示，超过 80% 的消费者期望配送能在 1 小时内完成。随着消费者对配送时效性要求的不断提高，即时专送市场规模也持续扩大。

据智研咨询数据，2023 年中国独立第三方即时专送服务市场规模已经达到了约 155.9 亿元。在政府政策的鼓励与引导下，即时专送行业将进一步深化其在消费者与餐饮、零售等行业间的物流支撑和供需衔接作用，为这些行业的持续健康发展提供有力保障。同时，随着服务网络的不断完善和布局拓展，即时专送行业将覆盖更多的城市和地区，进一步拓宽业务范围和领域，以满足更多消费者的多样化需求。据智研咨询预测，到 2028 年，中国即时专送行业市场规模将超过 500 亿元，预计 2023-2028E 的 CAGR 超 47.5%。

图24：2018-2028 年中国独立第三方即时专送服务市场规模及预测



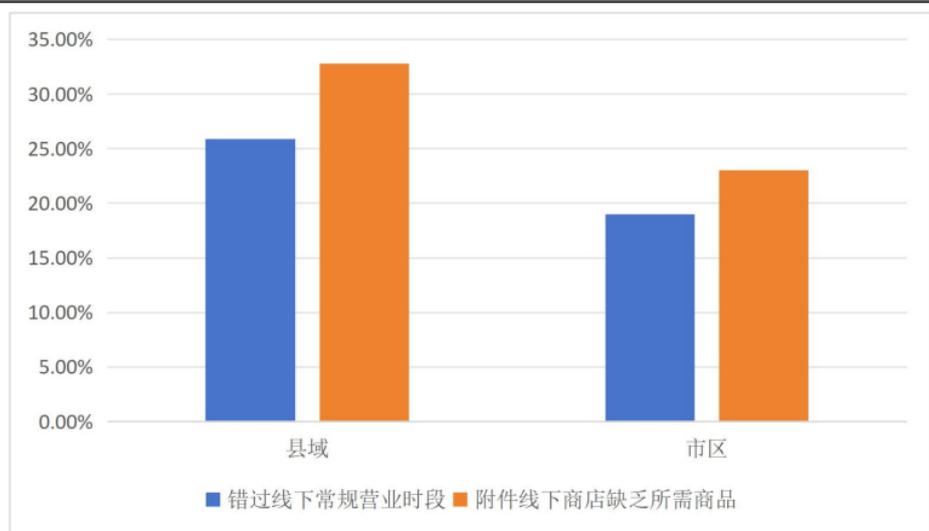
资料来源：智研咨询，民生证券研究院

**即时零售业态向县域地区拓展，当地即配业务具备较大发展潜力。**县域经济是我国国民经济的基本单元，是链接城市和乡村的纽带，在乡村振兴中占据重要地位。据商务部国际贸易经济合作研究院统计，我国县域经济 GDP 占全国比重近四成，县域户籍人数超过全国总人口的 60%。即时零售是融合线上线下的电商新业态，向县域延伸中呈现多种特点，带动即配行业需求增长。

**1) 县域即时零售规模快速增长，2023 年市场规模同比+23.42%，占即时零售总规模的 23.08%，仍具备一定提升空间。**据商务部国际贸易经济合作研究院测算，2023 年县域即时零售规模达到 1500 亿元，同比增长 23.42%，占即时零售总规模的 23.08%，**具备一定提升空间。**据美团研究院数据显示，2023 年全国县域即时零售的订单量同比增长 40%左右，交易商户数和消费人数持续增长，2023 年同比增速保持在 25%以上。

**2) 县域即时零售消费意愿较强。**据美团研究院的即时零售消费习惯问卷调查显示（2023 年 8 月），在县域，因为“附近线下商店缺乏所需商品”和“错过线下常规营业时段”而选择即时零售消费方式的消费者的占比分别达到 32.8%和 25.9%，均高于市区居民的占比。

图25：居民选择即时零售的不同原因对比



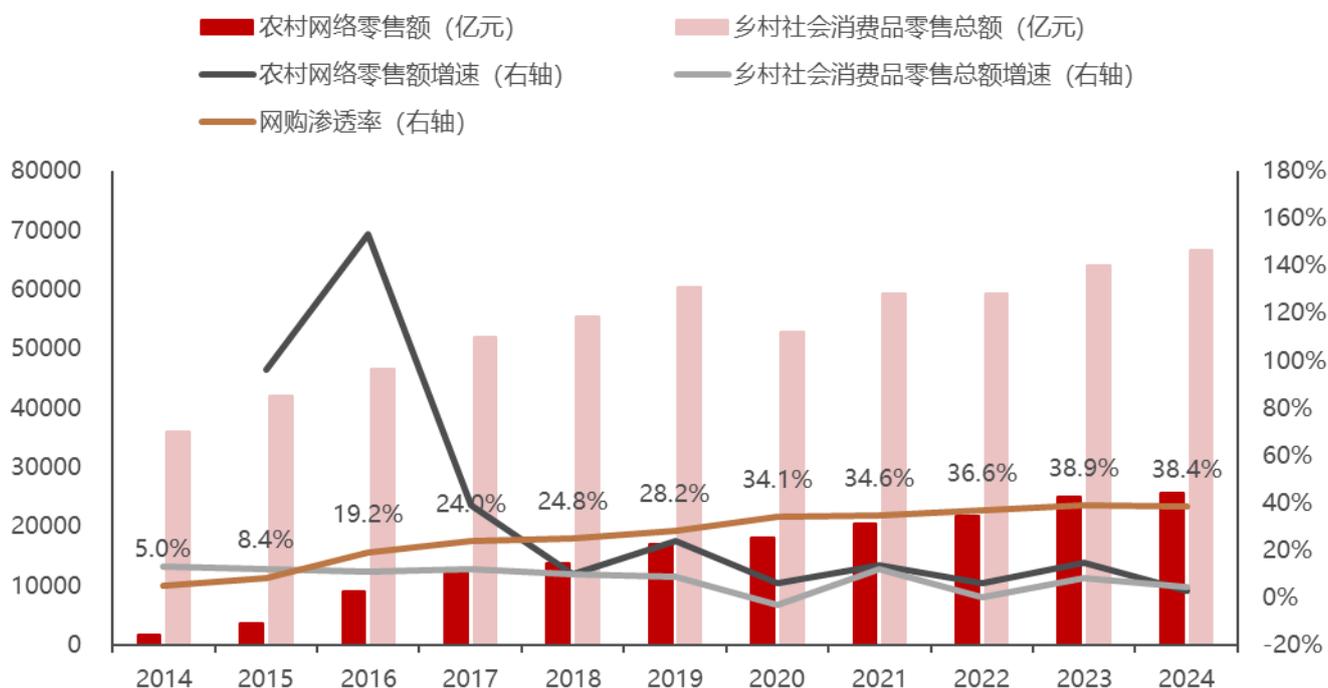
资料来源：《即时零售行业发展报告（2024）》，美团研究院，民生证券研究院

**3) 县域具备较大的即时零售消费潜力，即配平台覆盖范围扩大保障需求拓展。**

一方面，农村居民的网络消费习惯逐渐养成，线上购物规模逐年增长。据中国互联网络信息中心(CNNIC)统计，2023年底，我国农村地区互联网普及率为66.5%，较2022年提升4.6pct。农村网民规模达到3.26亿人，占网民整体的29.8%。

**2014-2024年我国农村地区网购渗透率整体呈上升趋势，2024年渗透率达到38.4%。**据国家统计局数据显示，2024年农村网络零售额2.56万亿元，同比增长2.8%，占农村消费品零售额的38.4%。

图26：农村网络零售额和农村消费品零售额（亿元），以及对应增速和农村地区网购渗透率（%）



资料来源：国家统计局、iFinD，民生证券研究院

即时零售平台服务县域能力增强，供给体系也持续完善。截至2024年10月，

1) 美团闪购已覆盖了全国 2800 个县市，且入驻商家除头部的连锁商超外，还入驻了生鲜店、海鲜店、便利店、鲜花店、书店等各种业态、规模的门店。2) 京东到家覆盖了超 2000 个县区市，线下活跃门店超 30 万家。传统电商给农村地区培养了大量具备“线上下单、送货上门”购物习惯的用户，随着即时零售供给体系的日益健全，也将带动县域“随时线上下单，更快送货上门”购物需求的增长。3) 顺丰同城业务范围覆盖全国 2300 多个县市，拥有活跃商家 65 万、活跃消费者 2341 万。

### 3.3 竞争格局：京东入局与美团、饿了么开启“三国杀”，即时零售市场竞争加剧

京东强势入局，采取激进竞争策略

#### 1. 早期布局 (2015-2016 年)

2015 年：京东推出“京东到家”服务，主要聚焦于生鲜和超市商品的即时配送。

2016 年：京东与达达合并，强化即时配送能力，为未来外卖业务奠定基础。

## 2.试水阶段 (2022-2024 年)

2022 年 6 月：时任京东零售 CEO 辛利军表示京东考虑进军外卖行业。

2023 年 8 月：达达集团全面接入京东小时购系统，打通全国 4000 个仓储网点与 550 万零售终端。

2024 年 3 月：京东 App 上线“秒送”频道，设置外卖功能入口，咖啡、奶茶、连锁餐饮等陆续上线。

2024 年 5 月：达达集团全面融入京东生态，京东小时达、京东到家整合升级为“京东秒送”。

2024 年 8 月：达达快送更名为达达秒送，京东集团顾问郭庆出任达达董事会主席。

2024 年 9 月：京东从沃尔玛手中收购达达 9.3% 股权，持股比例升至 63%。

## 3.正式上线与扩张 (2025 年)

2025 年 1 月：京东宣布拟私有化达达集团，进一步整合资源，为外卖业务做准备。

2025 年 2 月 8 日：京东外卖正式上线，嵌入京东 App “秒送” 频道，并非独立 App。

2025 年 2 月 11 日：启动“品质堂食餐饮商家” 招募，2025 年 5 月 1 日前入驻的商家全年免佣金。

2025 年 2 月 19 日：京东宣布自 3 月 1 日起为全职外卖骑手缴纳五险一金。

2025 年 2 月 20 日：京东外卖在中国 39 个城市上线，已有近 20 万餐饮商家申请入驻，在部分城市订单量增长超 100 倍。

2025 年 3 月 17 日：覆盖全国 126 个城市，入驻商家突破 30 万家。

2025 年 3 月 24 日：外卖业务上线 40 天后，日订单量突破 100 万单。

2025 年 4 月 10 日：上线“百亿补贴”，计划一年内投入超百亿元。

2025 年 4 月 15 日：日订单量突破 500 万单。

2025 年 4 月 21 日：京东外卖宣布“超时 20 分钟免单” 政策。

2025 年 4 月 24 日：日订单量突破 1000 万单，覆盖 166 个城市。

### 即配行业龙头对比：

截至 2024 年 11 月，**1) 美团闪购**已覆盖了全国 2800 个县市，且入驻商家除头部的连锁商超外，还入驻了生鲜店、海鲜店、便利店、鲜花店、书店等各种业态、规模的门店。**2) 京东到家**覆盖了超 2000 个县市区，线下活跃门店超 30 万

家。传统电商给农村地区培养了大量具备“线上下单、送货上门”购物习惯的用户，随着即时零售供给体系的日益健全，也将带动县域“随时线上下单，更快送货上门”购物需求的增长。截至 2024 年末，**3) 顺丰同城**，业务范围覆盖全国 2300 多个市县，拥有活跃商家 65 万、活跃消费者 2341 万，活跃骑手超 100 万人。顺丰同城为第三方即配服务商，与美团和京东为“竞争+合作”关系。

**图27：即配行业龙头对比**

企业	覆盖县市 (个)	骑手数量 (万人)	活跃商户 (万家)	活跃消费者 (万人)
美团闪购	2800 (截至24年11月)	336	41	
京东到家	2000 (截至24年11月)	130 (截至1H24)	超30 (截至24年11月)	
顺丰同城	2300	100	65	2341

资料来源：《即时零售行业发展报告（2024）》，顺丰同城官网，TMT之家，北京青年报，北京商报，澎湃新闻，民生证券研究院

注：其中未标明时间均为 2024 年末数据

### 3.4 发展趋势：即配行业需求多元化，强调技术创新与智能化

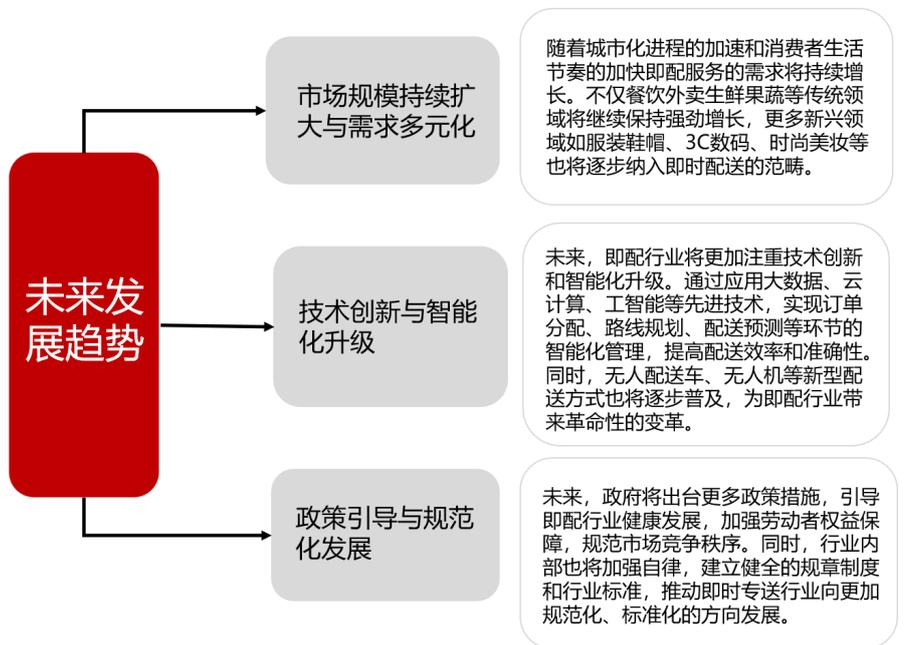
中国即配行业呈现出以下显著发展趋势：

**1) 市场规模持续扩大与需求多元化。**随着城市化进程的加速和消费者生活节奏的加快，即时配送服务的需求将持续增长。不仅餐饮外卖、生鲜果蔬等传统领域将继续保持强劲增长，更多新兴领域如服装鞋帽、3C 数码、时尚美妆等也将逐步纳入即时配送的范畴。同时，消费者对配送速度和服务质量的要求也将不断提升，推动即时专送行业向更高质量、更高效的方向发展。

**2) 技术创新与智能化升级。**未来，即时配送行业将更加注重技术创新和智能化升级。通过应用大数据、云计算、人工智能等先进技术，实现订单分配、路线规划、配送预测等环节的智能化管理，提高配送效率和准确性。同时，无人配送车、无人机等新型配送方式也将逐步普及，为即时专送行业带来革命性的变革。这些技术的应用将进一步提升消费者的购物体验，推动即时专送行业向更加智能化、自动化的方向发展。

**3) 政策引导与规范化发展。**随着即时专送行业的快速发展，政府将更加注重对其的监管和规范。未来，政府将出台更多政策措施，引导即时专送行业健康发展，加强劳动者权益保障，规范市场竞争秩序。同时，行业内部也将加强自律，建立健全的规章制度和行业标准，推动即时专送行业向更加规范化、标准化的方向发展。

图28：中国即配行业发展趋势



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们对公司 2025-2027 年业务收入和毛利率做如下假设：

**同城即时配送服务业务**，2022-2024 年维持较快增速增长，3 年增速分别为 25%、21%、27%。受益于我国即配市场具备较强增长潜力，我们预计 2025-2027 年公司同城即时配送服务业务增速分别为 26%、25%、24%。毛利率方面，2022-2024 年业务毛利率分别为 4.0%、6.4%、6.8%，公司作为第三方即配龙头，即配行业需求快速增长改善供需格局，有望带动同城即时配送服务业务整体单票价格增长，我们预计 2025-2027 年公司毛利率有望实现进一步提升，3 年毛利率分别为 7.0%、7.2%、7.3%。其中：

**1) 同城配送服务**：公司 2022-2024 年同城配送服务业务营收增速分别为 29%、13%、23%。我们参考弗若斯特沙利文的报告，据报告数据，2024-2027E 中国即配行业订单规模 CAGR 为 14.1%，并结合商务部发布的《即时零售行业发展报告（2024）》中提到的 2025 和 2026 年我国即配零售行业增速预计分别为 28.6%、17.2%，公司作为第三方即配龙头业务增速高于行业水平，随我国即配行业市场规模进一步拓展，下沉即配市场需求逐步释放，公司同城配送服务发展有望提速，预计 2025-2027 年增速分别为 26%、26%、28%。

**2) 最后一公里配送服务**：公司 2022-2024 年最后一公里配送服务营收增速分别为 20%、36%、32%。2025-2027 年，最后一公里配送服务业务或受京东入局，市场竞争烈度加剧影响，预计 2025-2027 年业务增速逐步放缓，3 年增速分别为 25%、22%、19%。

**表1：顺丰同城业务拆分**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	12,387	15,746	19,779	24,657	30,623
yoy	20.7%	27.1%	25.6%	24.7%	24.2%
综合毛利率	6.4%	6.8%	7.0%	7.2%	7.3%
<b>同城即时配送服务</b>					
销售收入（百万元）	12,387	15,746	19,779	24,657	30,623
yoy	21%	27%	26%	25%	24%
毛利率	6.4%	6.8%	7.0%	7.2%	7.3%
其中：同城配送服务	7,387	9,121	11,480	14,514	18,571
yoy	12.8%	23.5%	25.9%	26.4%	28.0%
其中：最后一公里配送服务	5,000	6,625	8,299	10,143	12,052
yoy	35.9%	32.5%	25.3%	22.2%	18.8%
顺丰同城年度订单（百万单）	1,878	2,535	3,283	4,219	5,347
yoy	35%	35%	29%	29%	27%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

### 费用率方面：

**1)销售费用率：**2022-2024 年公司销售费用率逐步下行分别为 2.0%、1.7%、1.5%。我们预计 2025-2027 年公司销售费用率维持小幅下行趋势，分别为 1.4%、1.3%、1.3%。

**2) 管理费用率：**2022-2024 年管理费用率分别为 5.0%、4.2%、4.0%。公司重视管理成本管控，2025-2027 年管理费用或维持下行趋势。我们预计公司 2025-2027 年管理费用率分别为 3.8%、3.7%、3.6%。

**3) 研发费用率：**2022-2024 年研发费用率分别为 0.9%、0.7%、0.7%，公司研发费用投入相对稳定，我们预计 2025-2027 年费用率或随营收规模增长小幅下滑，2025-2027 年研发费用率分别为 0.7%、0.6%、0.6%的水平。

**4) 财务费用率：**2022-2024 年公司财务费用率分别为-0.4%、-0.3%、-0.2%。我们预计 2025-2027 年财务费用率小幅提升，3 年分别为-0.2%、-0.1%、-0.1%。

**表2：顺丰同城各项费用率预测**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.7%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%
管理费用率	4.2%	4.0%	3.8%	3.7%	3.6%
研发费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
财务费用率	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

## 4.2 估值分析

可比公司方面，根据公司的主营业务同城即时配送服务业务，我们选择同样提供同城即配服务的中通快递-W 和京东物流，并选择从跨境快递延伸至同城配送，2023 年进入中国同城快递市场的极兔速递-W 作为可比公司。

以 2025 年 5 月 15 日收盘价为基准，可比公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 11/8/7 倍。公司 25-27 年的 PE 分别为 35/22/15 倍。2025-2027 年，公司 PE 高于可比公司的 PE 均值。我们认为，公司有以下三点比较优势：**1) 第三方即配龙头：**公司为第三方即配龙头，拥有国内规模最大的第三方即时配送服务平台，截至 2024 年末，公司拥有活跃商家 65 万、活跃消费者 2341 万，业务范围已覆盖全国 2300 多个市县，公司第三方即配龙头地位稳固。**2) 成长性更强：**顺丰同城 2025-2027 年 EPS 的 CAGR 为 51.0%，可比公司平均 2025-2027 年 EPS 的 CAGR 为 27.5%，公司具备较强成长性。**3) 业绩弹性更大：**我国即配行业市场空间广阔，市场规模具备较强成长性，下沉市场即配业务具备较大增长潜力。公司作为第三方即配龙头，竞争优势显著，在即配市场规模稳步扩张下，业绩具备更大弹性。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

**表3: 可比公司估值表**

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			25-27E
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	CAGR
1519.HK	极兔速递-W	5.75	0.45	0.75	1.08	13	8	5	54.9%
2618.HK	京东物流	10.71	1.09	1.27	1.43	10	8	7	14.5%
2057.HK	中通快递-W	132.12	12.48	14.31	15.94	11	9	8	13.0%
<b>可比公司平均 PE</b>						<b>11</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>27.5%</b>
9699.HK	顺丰同城	9.85	0.28	0.45	0.65	35	22	15	51.0%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院预测;

(注: 数据均为 CNY, 港币兑人民币汇率为 1:0.922; 可比公司数据均采用 iFinD 一致预期, 股价时间为 2025 年 5 月 15 日)

### 4.3 投资建议

公司为第三方即配龙头, 拥有国内规模最大的第三方即时配送服务平台, 即配业务基本盘稳固, 我国即配行业市场空间广阔具备较强的成长性, 下沉市场即配业务具备较大增长潜力, 看好公司中长期发展。我们预计公司 2025-2027 年实现营收 197.8/246.6/306.2 亿元, 归母净利润分别为 2.6/4.1/5.9 亿元, EPS 分别为 0.28/0.45/0.65 元, 当前股价对应 PE 分别为 35/22/15 倍。**首次覆盖, 给予“推荐”评级。**

## 5 风险提示

**1) 即配行业市场竞争加剧。**京东入局即配行业或导致我国即配行业竞争加剧，竞争烈度加剧或引发即配行业“价格战”。若“价格战”发生可能对公司营收产生一定影响。

**2) 即配行业需求增长不及预期。**公司业绩增长较依赖于即配行业市场规模持续扩张，若行业需求增长不及预期，或对公司营收增长产生一定影响。

**3) 宏观经济波动风险。**即配行业需求受宏观经济影响较大，若宏观经济产生波动或对公司业务量产生一定影响。

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产合计</b>	<b>4,272</b>	<b>4,951</b>	<b>5,885</b>	<b>7,114</b>
现金及现金等价物	1,369	1,579	1,956	2,505
应收账款及票据	1,660	2,088	2,603	3,232
存货	8	9	11	14
其他	1,235	1,275	1,314	1,362
<b>非流动资产合计</b>	<b>398</b>	<b>404</b>	<b>407</b>	<b>408</b>
固定资产	22	28	31	32
商誉及无形资产	142	142	142	142
其他	234	234	234	234
<b>资产合计</b>	<b>4,670</b>	<b>5,355</b>	<b>6,291</b>	<b>7,522</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,700</b>	<b>2,125</b>	<b>2,646</b>	<b>3,283</b>
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	1,030	1,277	1,589	1,971
其他	670	847	1,056	1,312
<b>非流动负债合计</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
长期借贷	0	0	0	0
其他	9	9	9	9
<b>负债合计</b>	<b>1,709</b>	<b>2,134</b>	<b>2,655</b>	<b>3,292</b>
普通股股本	917	917	917	917
储备	2,043	2,304	2,719	3,312
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2,961</b>	<b>3,221</b>	<b>3,636</b>	<b>4,230</b>
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>2,961</b>	<b>3,221</b>	<b>3,636</b>	<b>4,230</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4,670</b>	<b>5,355</b>	<b>6,291</b>	<b>7,522</b>

现金流量表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>272</b>	<b>251</b>	<b>410</b>	<b>573</b>
净利润	132	260	414	593
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	62	65	67	68
营运资金变动及其他	77	-73	-71	-88
<b>投资活动现金流</b>	<b>-644</b>	<b>-40</b>	<b>-33</b>	<b>-24</b>
资本支出	-48	-70	-70	-70
其他投资	-596	30	37	46
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-159</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
借款增加	-14	0	0	0
普通股增加	-144	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	0	-1	-1	-1
<b>现金净增加额</b>	<b>-530</b>	<b>211</b>	<b>377</b>	<b>549</b>

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

利润表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>15,746</b>	<b>19,779</b>	<b>24,657</b>	<b>30,623</b>
其他收入	0	0	0	0
营业成本	14,675	18,392	22,887	28,384
销售费用	234	277	321	383
管理费用	637	752	912	1,102
研发费用	108	129	148	184
财务费用	-29	-30	-35	-43
权益性投资损益	-1	0	0	0
其他损益	25	26	32	40
除税前利润	145	285	455	653
所得税	13	25	41	60
净利润	132	260	414	593
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>132</b>	<b>260</b>	<b>414</b>	<b>593</b>
EBIT	116	255	421	610
EBITDA	178	320	488	678
EPS (元)	0.14	0.28	0.45	0.65

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	27.11	25.61	24.66	24.20
归属母公司净利润	161.80	96.42	59.27	43.07
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	6.80	7.01	7.18	7.31
净利率	0.84	1.32	1.68	1.94
ROE	4.47	8.08	11.40	14.02
ROIC	3.59	7.23	10.53	13.09
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	36.60	39.85	42.20	43.77
净负债比率(%)	-46.24	-49.03	-53.80	-59.22
流动比率	2.51	2.33	2.22	2.17
速动比率	2.51	2.33	2.22	2.16
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	3.55	3.95	4.23	4.43
应收账款周转率	11.03	10.55	10.51	10.50
应付账款周转率	16.94	15.95	15.97	15.94
每股指标 (元)				
每股收益	0.14	0.28	0.45	0.65
每股经营现金流	0.30	0.27	0.45	0.62
每股净资产	3.23	3.51	3.96	4.61
<b>估值比率</b>				
P/E	68	35	22	15
P/B	3.1	2.8	2.5	2.1
EV/EBITDA	42.97	23.95	15.71	11.30

## 插图目录

图 1: 顺丰同城历史沿革.....	4
图 2: 截至 2024 年末顺丰同城股权结构图.....	4
图 3: 顺丰同城营业收入 (亿元) 及同比.....	5
图 4: 顺丰同城毛利 (亿元) 及毛利率.....	5
图 5: 顺丰同城归母净利 (亿元) 及归母净利率.....	6
图 6: 2018-2024 年顺丰同城期间费用率 (%).....	6
图 7: 2018-2024 年顺丰同城各项费用率 (%).....	6
图 8: 顺丰同城现金及现金等价物+交易性金融资产 (亿元).....	7
图 9: 顺丰同城资产负债率.....	7
图 10: 同城配送服务收入 (亿元) 及同比.....	7
图 11: 2024 年同城配送服务收入结构 (亿元, %).....	7
图 12: 同城配送服务 toB 营收 (亿元) 及同比.....	8
图 13: 同城配送服务 toC 营收 (亿元) 及同比.....	8
图 14: 同城配送服务营收 (亿元) 及同比 (%).....	8
图 15: 最后一公里配送服务营收 (亿元) 及同比 (%).....	9
图 16: 顺丰同城全场景模型.....	10
图 17: 顺丰同城活跃商家 (万家).....	11
图 18: 顺丰同城活跃消费者 (百万人).....	11
图 19: 顺丰同城活跃骑手 (千人).....	12
图 20: 顺丰同城覆盖市场 (个市县).....	12
图 21: 顺丰同城一体化供应链解决方案.....	12
图 22: 即配行业相关政策.....	15
图 23: 我国即时零售交易规模及增速.....	16
图 24: 2018-2028 年中国独立第三方即时专送服务市场规模及预测.....	17
图 25: 居民选择即时零售的不同原因对比.....	18
图 26: 农村网络零售额和农村消费品零售额 (亿元), 以及对应增速和农村地区网购渗透率 (%).....	19
图 27: 即配行业龙头对比.....	21
图 28: 中国即配行业发展趋势.....	22

## 表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 顺丰同城业务拆分.....	23
表 2: 顺丰同城各项费用率预测.....	24
表 3: 可比公司估值表.....	25
公司财务报表数据预测汇总.....	27

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048