

最后一公里配送需求超预期，上修年度关联交易额上限

2025年06月16日

➤ **事件概述：**2025年6月13日，为满足最后一公里配送服务增加的需求，公司拟修订截至2025年及2026年12月31日止年度提供最后一公里配送服务的原年度上限。修订后2025和2026年的关连交易年度上限分别为128.45和205.51亿元，同比分别为+101.7%和+60.0%，较原关联金额上限分别增长33.90和82.81亿元，较原关联交易金额上限分别+35.9%和+67.5%。

➤ **修订原因：**1) 最后一公里配送服务的需求增速超预期，2024年历史交易金额达63.69亿元，较2023年历史交易金额47.77亿元，同比+33.3%，关联交易金额实现快速增长；

2) 公司的弹性运力网络及强劲的交付能力能更好满足客户的最后一公里配送需求，继而实现最后一公里配送服务收入的快速提升。业务收入快速提升主要得益于：a) 公司通过发展电商退货上门揽收的能力，积极把握电商平台退货率提升；b) 持续扩张服务网络、骑手团队并渗透至下沉市县；c) 公司承接包括‘收件’、‘半日达’、‘小时达’等在内的多元化转运和上门揽派服务并加强运营监控，这将使公司能够满足终端客户的多样化配送需求，持续推动与最后一公里配送服务客户的更深入合作。

3) 公司预计顺丰控股集团时效快递业务将保持强劲增长，公司将持续深化与顺丰控股集团的合作。具体在集派、散派、电商退货上门揽收等多个物流服务环节加强合作，特别是高峰时段及旺季（如大规模电商促销活动）或顺丰控股集团缺乏当地配送人力的地区。快递行业提速是必然趋势，同城集团灵活弹性的运力网络具备小时级/分钟级服务能力，可以支援顺丰控股集团的提速需要，与在最后一公里配送范围内提供极致高效的配送服务

4) 对截至2026年12月31日止两个年度最后一公里配送服务的估计需求预留合理缓冲。2025年和2026年原关连交易年度上限分别为94.55和122.70亿元，修订后2025和2026年的关连交易年度上限分别为128.45和205.51亿元，同比分别为+101.7%和+60.0%，较2025年和2026年的原关联交易金额上限分别增长33.90和82.81亿元，较原关联交易金额上限分别+35.9%和+67.5%。

➤ **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。由于最后一公里配送需求超预期，公司上修年度关联交易额上限，我们大幅上修公司2025-2027年归母净利润预测至3.5/6.7/12.7亿元（原预测为2.6/4.1/5.9亿元），EPS分别为0.39/0.73/1.38元，当前股价对应PE分别为38/20/11倍。维持“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	23,598	33,748	42,178
增长率(%)	27.1	49.9	43.0	25.0
归母净利润	132	354	672	1,266
增长率(%)	161.8	167.1	89.9	88.4
EPS	0.14	0.39	0.73	1.38
P/E	102	38	20	11
P/B	4.5	4.1	3.4	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2025年6月13日收盘价，汇率1HKD=0.922RMB）

推荐

维持评级

当前价格：

15.90 港元



分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@mszq.com

分析师 张骁瀚

执业证书：S0100525020001

邮箱：zhangxiaohan@mszq.com

相关研究

1. 顺丰同城 (9699.HK) 深度报告：京东入局开启即时消费市场“三国杀”，看好即时配送第三方龙头顺丰同城-2025/05/17

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
流动资产合计	4,272	5,453	7,207	9,372
现金及现金等价物	1,369	1,646	2,241	3,445
应收账款及票据	1,660	2,491	3,562	4,452
存货	8	11	16	20
其他	1,235	1,306	1,387	1,455
非流动资产合计	398	404	407	408
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
资产合计	4,670	5,857	7,613	9,780
流动负债合计	1,700	2,533	3,617	4,517
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	1,030	1,522	2,171	2,710
其他	670	1,011	1,446	1,807
非流动负债合计	9	9	9	9
长期借贷	0	0	0	0
其他	9	9	9	9
负债合计	1,709	2,542	3,626	4,526
普通股股本	917	917	917	917
储备	2,043	2,398	3,070	4,336
归属母公司股东权益	2,961	3,315	3,987	5,254
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,961	3,315	3,987	5,254
负债和股东权益合计	4,670	5,857	7,613	9,780

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	272	312	616	1,211
净利润	132	354	672	1,266
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	-107	-123	-123
投资活动现金流	-644	-35	-19	-7
资本支出	-48	-70	-70	-70
其他投资	-596	35	51	63
筹资活动现金流	-159	-1	-1	-1
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
现金净增加额	-530	277	596	1,203

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
营业收入	15,746	23,598	33,748	42,178
其他收入	0	0	0	0
营业成本	14,675	21,910	31,261	39,025
销售费用	234	331	429	420
管理费用	637	874	1,216	1,305
研发费用	108	154	187	146
财务费用	-29	-30	-36	-49
权益性投资损益	-1	0	0	0
其他损益	25	31	47	59
除税前利润	145	388	738	1,391
所得税	13	34	66	125
净利润	132	354	672	1,266
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	132	354	672	1,266
EBIT	116	358	702	1,341
EBITDA	178	423	769	1,410
EPS (元)	0.14	0.39	0.73	1.38

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	27.11	49.86	43.02	24.98
归属母公司净利润	161.80	167.12	89.90	88.36
盈利能力(%)				
毛利率	6.80	7.15	7.37	7.48
净利率	0.84	1.50	1.99	3.00
ROE	4.47	10.67	16.85	24.09
ROIC	3.59	9.85	16.03	23.23
偿债能力				
资产负债率(%)	36.60	43.40	47.63	46.28
净负债比率(%)	-46.24	-49.64	-56.21	-65.57
流动比率	2.51	2.15	1.99	2.07
速动比率	2.51	2.15	1.99	2.07
营运能力				
总资产周转率	3.55	4.48	5.01	4.85
应收账款周转率	11.03	11.37	11.15	10.53
应付账款周转率	16.94	17.18	16.93	15.99
每股指标 (元)				
每股收益	0.14	0.39	0.73	1.38
每股经营现金流	0.30	0.34	0.67	1.32
每股净资产	3.23	3.61	4.35	5.73
估值比率				
P/E	102	38	20	11
P/B	4.5	4.1	3.4	2.6
EV/EBITDA	67.72	28.58	15.70	8.57

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。本报告清晰准确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
行业评级	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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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