

➤ **事件：**2025 年 8 月 28 日发布 2025 中期业绩公告。1H25，同城配送服务订单量同比增长超 50%，营业收入同比+49%，经调整净利润同比+139%。

1H25，1) 收入端：1H25 公司实现营收 102.4 亿元，同比+49%，毛利 6.8 亿元，同比+44%；毛利率 6.7%，同比-0.2pct。**2) 利润端：**1H25 公司实现经调整净利润 1.6 亿元，同比+139%；经调整净利率 1.6%；归母净利润 1.37 亿元，同比+120%；归母净利率 1.34%，同比+0.44pct；**3) 资金储备充裕：**截至 1H25 持有的现金及现金等价物和短期理财投资合计 24 亿元。**4) 顺丰控股关联交易：**1H25 实现收入 46.5 亿元，同比+63%。

➤ **分业务结构看，同城即配和最后一公里服务两大主业均实现快速增长，营收同比分别+43.1%和+57%。**

1) 同城配送服务订单量同比增长超 50%，1H25 公司同城配送服务业务实现收入 57.8 亿元，同比+43.1%；主要受益于餐饮外卖及即时零售行业快速增长，带动实时配送需求增加，叠加业务结构优化，优质客户对收入贡献增加。其中，**ToB 业务实现收入 44.7 亿元，同比+55.4%；ToC 业务实现收入 13.1 亿元，同比+12.7%。**分品类看，1H25 茶饮配送收入同比增长 105%，商超便利、医药、母婴等品类均取得高双位数增长；**非餐场景维持稳健增长趋势**，1H25 收入为 21.4 亿元，同比 28.6%，其中面向商家的非餐场景收入同比+35.3%。**公司下沉市场营收保持高增，日均订单量翻倍提升。**

2) 最后一公里服务收入 44.6 亿元，同比+57%；1H25 公司的交付履约能力持续提升，与主要客户加深末端网络融通和业务协同，各项合作业务均实现快速发展，25H1 公司揽收订单量同比+150%。

➤ **经营持续提效，平台活跃商家显著增长。****1) 骑手人效，**2025 年 6 月骑手人效同比+38%，活跃骑手数量达到 114 万人。1H25 公司的时效达标率约为 95%，3 公里以内订单的平均配送时长为 23 分钟。**2) 活跃商户显著增长，**1H25 公司平台上的活跃商家规模达到了 85 万，同比+55%。

➤ **重视无人化技术应用，1H25 无人车应用持续提升。**1H25 超过 300 台无人车投入日常运营覆盖全国 60 多个城市，月均活跃行程数约 2 万。

➤ **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。1H25 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，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.5/6.7/12.7 亿元，EPS 分别为 0.39/0.73/1.38 元，当前股价对应 PE 分别为 36/19/10 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	90.0	88.3
EPS	0.14	0.39	0.73	1.38
P/E	96	36	19	10
P/B	4.3	3.8	3.2	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价，汇率 1HKD=0.922RMB)

推荐

维持评级

当前价格：

15.06 港元



分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@glms.com.cn

分析师 张晓瀚

执业证书：S0100525020001

邮箱：zhangxiaohan@glms.com.cn

研究助理 陈佳裕

执业证书：S0100124110008

邮箱：chenjiayu@glms.com.cn

相关研究

1. 顺丰同城 (9699.HK) 事件点评：最后一公里配送需求超预期，上修年度关联交易额上限 -2025/06/16

2. 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	5,470	7,223	9,388
现金及现金等价物	1,369	1,662	2,258	3,461
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	383	386	388
固定资产	22	28	31	32
商誉及无形资产	142	142	142	142
其他	234	214	214	214
资产合计	4,670	5,853	7,610	9,776
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	6	6	6
长期借贷	0	0	0	0
其他	9	6	6	6
负债合计	1,709	2,539	3,623	4,524
普通股股本	917	917	917	917
储备	2,043	2,397	3,069	4,335
归属母公司股东权益	2,961	3,314	3,986	5,252
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,961	3,314	3,986	5,252
负债和股东权益合计	4,670	5,853	7,610	9,776

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	-17	-19	-7
资本支出	-48	-70	-70	-70
其他投资	-596	53	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	294	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	-50
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	739	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	90.00	88.32
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	10.68	16.86	24.10
ROIC	3.59	9.86	16.03	23.24
偿债能力				
资产负债率(%)	36.60	43.38	47.62	46.27
净负债比率(%)	-46.24	-50.16	-56.64	-65.90
流动比率	2.51	2.16	2.00	2.08
速动比率	2.51	2.16	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	96	36	19	10
P/B	4.3	3.8	3.2	2.4
EV/EBITDA	65.05	27.45	15.08	8.23

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。	公司评级	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