

## 业务高质量增长，探索无人配送应用

### 投资要点

- **事件:** 顺丰同城公布 2025 年半年报。2025 年上半年公司实现营收 102.4 亿元，同比大幅增长 48.8%。公司毛利及毛利率分别为 6.8 亿及 6.7%，净利润及净利润率分别为 1.4 亿元及 1.3%，较去年同期净利润同比翻倍增长，增速达 120.4%，公司盈利能力持续提升。
- **各业务收入实现高质量增长。** 餐饮外卖需求快速提升，餐饮即配收入同比快速增长；同时非餐场景维持稳健增长趋势，2025 年上半年收入同比增长 28.6% 至 21.4 亿元；其中面向商家的非餐场景收入同比增长 35.3%，同城配送服务的收入从 2024 年上半年的 40.4 亿元增长 43.1% 至 2025 年上半年 57.8 亿元。为派件环节提供支持的服务规模及占比稳步提升，公司承接的电商派件规模快速增长；同时在揽收环节，公司作为弹性运力补充，能及时响应收件需求，2025 年上半年揽收环节支持服务订单量同比增长超 150%，最后一公里服务的收入从 2024 年上半年的 28.4 亿元，增长 56.9% 至 2025 年上半年的 44.6 亿元。
- **服务商家规模持续增长，活跃消费者规模持续扩大。** 截止 2025 年 6 月 30 日过去 12 个月内，平台上的活跃商家规模达到了 85 万，同比增长 55%。公司以专业、高效与全场景的配送解决方案为商家赋能，2025 年上半年，面向商家的同城配送服务实现收入 44.7 亿元，同比增长 55.4%。截至 2025 年 6 月 30 日过去 12 个月内，活跃消费者规模达 2477 万人。2025 年上半年，面向消费者的同城配送收入为 13.1 亿元，同比增长 12.7%。
- **拥有覆盖全国的弹性骑手运力网络，不断探索智慧物流和无人配送技术在商业化场景的应用。** 截至 2025 年 6 月 30 日止 12 个月，平台的年活跃骑手进一步扩大至约 114 万名，2025 年 6 月份的骑手人效 8 较去年同期提升 38%。致力于打造和强化【骑手+无人配送】的网络运营能力，截止 2025 年 6 月底，累计超过 300 台无人车投入日常运营，覆盖全国 60 多个城市，月均活跃行程约 2 万趟。无人配送能力与现有骑手网络有机结合，有望进一步推动效率提升。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到公司所处的本地零售发展和第三方即时配送服务仍有持续渗透的市场机会，伴随公司未来将充分利用企业自身优势，继续专注于高质量增长及盈利提升，稳中求进，看好利润端进一步的弹性释放，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险、运力不足风险、业务开拓不及预期风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元人民币)	15746.08	21356.98	28391.61	36598.33
增长率	26.98%	35.63%	32.94%	28.91%
归属母公司净利润(百万元人民币)	132.46	273.50	493.80	720.08
增长率	161.80%	106.48%	80.55%	45.83%
每股收益 EPS	0.14	0.30	0.54	0.78
净资产收益率	4.47%	8.46%	13.24%	16.18%
PE	95.08	46.05	25.50	17.49

数据来源: ifind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 胡光怿  
执业证号: S1250522070002  
电话: 021-58351859  
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

分析师: 杨蕊  
执业证号: S1250525070007  
电话: 021-58351985  
邮箱: yangrui@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

52 周区间(港元)	7.64-18.94
3 个月平均成交量(百万)	7.53
流通股数(亿)	9.17
市值(亿)	138.16

### 相关研究

1. 顺丰同城(9699.HK): 净利同比翻倍增长, 预计 9 月进入港股通 (2024-08-29)

## 盈利预测

**假设 1:** 2024 年，面向商家的同城配送实现收入同比增长 28.1%，未来公司将继续与顺丰控股集团生态圈的参与者进行战略合作，为客户打造“前端仓储+中端干线+同城即时配送”的一体化供应链解决方案，同时餐饮外卖需求快速提升，预计餐饮即配收入将保持快速增长；同时非餐场景维持稳健增长趋势，预计 2025-2027 年公司面向商家的同城配送业务量同比 +30%、+20%、+18%。

**假设 2:** 2024 年，面向消费者的同城配送收入同比增长 12.2%，由于消费习惯加速养成与用户规模的不断扩大，年度活跃消费者规模持续扩大。未来公司将优化面向个人消费者的服务质量，旨在凭高标准的配送流程，让消费者感受更优质的配送体验服务，预计 2025-2027 年公司面向消费者的同城配送业务量同比+12%、+12%、+12%。

**假设 3:** 2024 年最后一公里配送收入同比增长 32.5%。未来公司将深化与主要客户的合作场景和产品创新，进一步扩大公司网络，实现网络效应及规模经济，预计 2025-2027 年公司最后一公里配送业务量同比+50%、+50%、+40%。

**假设 4:** 公司前期在配送网络建设上的投入较大，预计未来公司将受益于网络规模经济效益进一步提升及科技赋能业务带来的效率提升，预计 2025-2027 年公司配送毛利率分别为 7.1%、7.2%、7.3%。

基于以上假设，预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

**表 1：主营业务收入及毛利率**

单位：百万元人民币		2024A	2025E	2026E	2027E
面向商家的同城配送	收入	6688.3	8694.8	10433.7	12311.8
	增速	28.1%	30.0%	20.0%	18.0%
面向消费者的同城配送	收入	2432.9	2724.8	3051.8	3418.0
	增速	12.2%	12.0%	12.0%	12.0%
最后一公里配送	收入	6624.9	9937.4	14906.1	20868.5
	增速	32.5%	50.0%	50.0%	40.0%
合计	收入	15746.1	21357.0	28391.6	36598.3
	增速	27.1%	35.6%	32.9%	28.9%
	毛利率	6.8%	7.1%	7.2%	7.3%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 213.6 亿元、283.9 亿元和 366 亿元，归母净利润分别为 2.7 亿元、4.9 亿元、7.2 亿元，EPS 分别为 0.30 元、0.54 元、0.78 元。

**附：财务报表**

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1369.59	1401.58	1800.68	2404.90	营业额	15746.08	21356.98	28391.61	36598.33
应收账款	1660.43	2194.55	2917.39	3760.68	销售成本	14674.59	19840.64	26347.41	33926.65
预付款项、按金及其他应收款项	88.47	181.74	241.60	311.43	销售费用	234.23	299.00	397.48	512.38
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	744.74	961.06	1135.66	1390.74
存货	7.51	17.75	23.57	30.35	财务费用	-28.58	-20.78	-24.02	-31.54
其他流动资产	1145.64	1256.92	1303.38	1357.58	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动资产总计</b>	<b>4271.65</b>	<b>5052.52</b>	<b>6286.62</b>	<b>7864.94</b>	投资收益	-0.90	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	27.48	27.48	27.48	27.48	公允价值变动损益	0.00	0.00	1.00	2.00
固定资产	22.15	18.68	15.21	11.74	营业利润	120.21	277.07	536.07	802.11
在建工程	0.00	0.00	0.67	1.83	其他非经营损益	24.76	44.69	44.69	44.69
无形资产	141.80	118.17	94.81	71.82	税前利润	144.96	321.76	580.76	846.80
长期待摊费用	0.00	0.00	0.50	1.00	所得税	12.50	48.26	86.96	126.72
其他非流动资产	206.66	206.66	207.62	209.46	税后利润	132.46	273.50	493.80	720.08
<b>非流动资产合计</b>	<b>398.08</b>	<b>370.98</b>	<b>346.28</b>	<b>323.33</b>	归属于非控股股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>4669.73</b>	<b>5423.50</b>	<b>6632.89</b>	<b>8188.26</b>	归属于母公司股东利润	132.46	273.50	493.80	720.08
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	178.37	328.08	584.45	844.21
应付账款	1029.64	1278.83	1698.22	2186.74	NOPLAT	79.13	217.84	434.54	653.58
其他流动负债	670.43	901.51	1196.71	1541.48	EPS(元)	0.14	0.30	0.54	0.78
<b>流动负债合计</b>	<b>1700.07</b>	<b>2180.34</b>	<b>2894.93</b>	<b>3728.22</b>					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
其他非流动负债	9.14	9.14	9.14	9.14	<b>成长能力</b>				
<b>非流动负债合计</b>	<b>9.14</b>	<b>9.14</b>	<b>9.14</b>	<b>9.14</b>	营收额增长率	26.98%	35.63%	32.94%	28.91%
<b>负债合计</b>	<b>1709.21</b>	<b>2189.48</b>	<b>2904.07</b>	<b>3737.36</b>	EBIT 增长率	1319.3%	158.61%	84.98%	46.43%
股本	917.38	917.38	917.38	917.38	EBITDA 增长率	103.07%	83.94%	78.14%	44.45%
留存收益	0.00	273.50	767.29	1487.38	税后利润增长率	161.80%	106.48%	80.55%	45.83%
归属于母公司股东权益	2960.53	3234.03	3728.82	4450.90	<b>盈利能力</b>				
归属于非控股股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	6.80%	7.10%	7.20%	7.30%
<b>权益合计</b>	<b>2960.53</b>	<b>3234.03</b>	<b>3728.82</b>	<b>4450.90</b>	净利率	0.84%	1.28%	1.74%	1.97%
<b>负债和权益合计</b>	<b>4669.73</b>	<b>5423.50</b>	<b>6632.89</b>	<b>8188.26</b>	ROE	4.47%	8.46%	13.24%	16.18%
					ROA	2.84%	5.04%	7.44%	8.79%
					ROIC	6.06%	15.34%	21.75%	25.98%
<b>现金流量表</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>估值倍数</b>				
税后经营利润	110.66	235.51	454.81	680.09	P/E	95.08	46.05	25.50	17.49
折旧与摊销	61.98	27.10	27.70	28.95	P/S	0.80	0.59	0.44	0.34
财务费用	-28.58	-20.78	-24.02	-31.54	P/B	4.25	3.89	3.38	2.83
其他经营资金	127.86	-268.62	-120.40	-140.82	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>经营性现金净流量</b>	<b>271.92</b>	<b>-26.79</b>	<b>338.10</b>	<b>536.69</b>	EV/EBIT	94.97	37.74	20.44	13.82
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-643.82</b>	<b>37.99</b>	<b>36.99</b>	<b>35.99</b>	EV/EBITDA	61.97	34.62	19.47	13.35
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-158.59</b>	<b>20.78</b>	<b>24.02</b>	<b>31.54</b>	EV/NOPLAT	139.69	52.14	26.19	17.24
<b>现金流量净额</b>	<b>-530.49</b>	<b>31.98</b>	<b>399.10</b>	<b>604.22</b>					

数据来源: ifind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn	

---

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn

---