

买入

中期收入净利创新高，无人车优化配送网络

顺丰同城 (9699.HK)

2025-09-02 星期二

【投资要点】

目标价: **19.0 港元**

现价: **14.51 港元**

预计升幅: **31.1%**

重要数据

日期	2025-09-01
收盘价 (港元)	14.51
总股本 (亿股)	9.17
总市值 (亿港元)	132.10
净资产 (亿港元)	34.13
总资产 (亿港元)	55.73
52 周高低 (港元)	7.54/19.26
每股净资产 (港元)	3.72

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

顺丰集团	64.54%
淘宝	5.65%
Boundless Plain	5.74%

相关报告

顺丰同城 (9699.HK) - 首发报告-
20230524

顺丰同城 (9699.HK) - 更新报告-
20230928、20240716、20241129、
20250509

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

业绩表现超预期，核心业务板块全线高增

2025 年上半年，顺丰同城整体财务表现超出市场一致预期，公司总收入首次在半个月内突破百亿，达到 102.36 亿元，同比增长 48.8%，上半年公司盈利能力显著增强，期内毛利率提升至 6.65% 水平，实现净利润 1.37 亿元，同比增幅高达 120.4%。

增长动因协同发力，规模效应愈发明显

公司上半年业绩爆发是多重核心驱动力共同作用的结果。随着电商行业外卖大战在一季度开展，即时配送行业持续快速发展。公司还积极开拓下沉市场，均衡且高质量的业务布局是增长关键引擎。公司持续推进运营数字化和 AI 决策智能化，通过智能调度系统优化资源配置，提升了资源投入产出效率随着订单密度和网络覆盖的增加，规模效应愈发明显，上半年利润率达到了 1.3%，未来有望突破 3%。

无人配送技术引领变革，重塑末端履约成本与效率

上半年公司已累计投入超过 300 台无人车进入日常运营，覆盖全国 60 多个城市，形成“骑手+无人配送”高效协同生态。通过 AI 技术与无人配送的结合，使得调度系统更加智能，整体运营效率未来可持续提升。

看好公司技术投入构建核心优势，维持买入评级

看好公司目前在通过技术升级即时配送服务能力，从而实现高质量增长及盈利提升，因此我们给予公司 19.0 港元的目标价，有 31.1% 的上涨空间，对应 2025 财年预期收入 PS 约 0.8 倍，对应预期 EPS 的 PE 约 48 倍，维持买入评级。

货币单位: 人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营收 (百万元)	12,387	15,746	21,812	26,664	32,164
变动	20.7%	27.1%	38.5%	22.2%	20.6%
净利润 (百万元)	50.6	132.5	324.4	535.9	725.0
变动		161.80%	144.93%	65.18%	35.29%
净利润率	0.41%	0.84%	1.49%	2.01%	2.25%
每股盈利 (元)	0.06	0.14	0.35	0.58	0.79
市销率 (倍)	0.95	0.75	0.54	0.44	0.37
市盈率 (倍)	232.9	88.9	36.3	22.0	16.2

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 业绩表现超预期，核心业务板块全线高增

2025年上半年，顺丰同城整体财务表现超出市场一致预期，公司总收入首次在半年内突破百亿，达到102.36亿元，同比增长48.8%，上半年公司盈利能力显著增强，期内毛利率提升至6.65%水平，实现净利润1.37亿元，同比增幅高达120.4%。公司在规模扩张的同时，运营效率和成本控制能力也得到了提升。在核心业务细分层面，各板块均呈现出强劲的增长态势。作为公司基本盘的同城即时配送服务，其总订单量同比增长超过50%，整体服务收入达到57.8亿元。其中，面向商家的同城配送业务收入约为44.67亿元，同比激增55.4%这得益于年度活跃商家规模同比增长55%至85万家，公司多样化服务和定制化解决方案构建其客户吸引力。而面向消费者的同城配送业务保持了稳健增长，实现收入约13.12亿元，同比增长12.7%。在高价值的“独享专送”服务上，收入同比翻了三倍，成功抓住了高端消费市场的需求。而作为公司第二增长曲线的最后一公里配送服务增长迅猛，上半年收入达到约44.57亿元，同比增幅高达56.9%，其中揽收环节支持服务的订单量同比增长超过150%，充分证明了其作为顺丰集团整体运力弹性补充的关键战略价值。

➤ 增长动因协同发力，规模效应愈发明显

公司上半年业绩爆发是多重核心驱动力共同作用的结果。首先，宏观行业红利与市场需求扩张是基础。随着电商行业外卖大战在一季度开展，即时配送行业持续快速发展，从传统餐饮外卖向商超便利、医药健康、数码3C等“万物到家”的全场景零售渗透，为顺丰同城提供了增长势能。其次，公司不仅在餐饮、零售等成熟场景中深化与KA大客户的合作，还积极开拓下沉市场，县域市场的业务拓展取得了显著成效，均衡且高质量的业务布局是增长关键引擎。这种全场景、全地域的业务矩阵，有效分散了风险，并抓住了不同市场的增长机遇。第三，公司与母公司深度生态协同效应持续释放。作为集团的弹性运力网络，顺丰同城有效承接了电商大促、节假日高峰期的波峰需求，尤其是在电商退货件上门揽收等场景中发挥了重要作用。上半年，由顺丰控股合作带来的月结客户外部增量收入达到2.08亿元，同比增长29.5%，凸显了协同价值。最后，技术驱动下的精益运营和网络规模效应是提升盈利能力的核心。公司持续推进运营数字化和AI决策智能化，通过智能调度系统优化资源配置，提升了资源投入产出效率随着订单密度和网络覆盖的增加，规模效应愈发明显，从而在收入高增的同时实现了利润的更快增长，上半年利润率达到了1.3%，未来有望突破3%。

➤ **无人配送技术引领变革，重塑末端履约成本与效率**

2025 年上半年，顺丰同城在无人配送领域的探索已从“模式验证”迈向“规模化应用”的关键阶段，这项深无人配送技术正逐步成为公司运营变革的重要催化剂。目前公司已累计投入超过 300 台无人车进入日常运营，覆盖全国 60 多个城市，形成了“骑手+无人配送”的高效协同生态。这项技术重塑了末端履约的成本结构，目前无人车主要承担夜间、恶劣天气下的配送任务，以及网点之间的短途接驳和集散配送有效补充了人力运力，并显著降低了特定场景下的单票履约成本。根据公司案例显示，在武汉某区域通过“无人车+骑手”协同模式每月可节省人力成本超 12 万元。其次，无人配送技术将显著提升运营效率与网络弹性，通过 AI 技术与无人配送的结合，使得调度系统更加智能，整体运营效率未来可提升 10% 以上。而且无人车 24 小时不间断运力将增强配送网络高峰应对能力。我们认为，随着无人配送技术渗透率提升，使得公司在竞争日益激烈的即时配送市场中，发挥可持续的成本优势。

➤ **看好公司技术投入构建核心优势，维持买入评级**

当前公司长期战略核心是构建一个覆盖全场景、全地域、高效率、高科技的即时配送生态，持续在 AI 大模型、无人配送等前沿科技领域加大研发投入，以技术手段不断优化运营效率，降低履约成本，构筑长期竞争壁垒。在稳固餐饮外卖基本盘的同时，大力拓展非餐即时零售场景，满足消费者日益多元化和即时化的需求，上半年公司已将业务拓展至商超便利、医药健康、母婴等多个领域。另外，公司还在加速市场渗透与国际化布局。在国内继续深化下沉市场战略，将高品质的即时配送服务覆盖至更多县域地区。在海外市场，公司已开始筹备进入香港市场。最后，与顺丰集团协同，深度融入顺丰集团的供应链体系，为客户提供从仓储到末端配送服务，打开收入增长天花板。综上，看好公司目前在通过技术升级即时配送服务能力，从而实现高质量增长及盈利提升，因此我们给予公司 19.0 港元的目标价，有 31.1% 的上涨空间，对应 2025 财年的 PS 约 0.8 倍，PE 约 48 倍，维持买入评级。

表 1：即时配送服务行业估值比较（20250903）

代码	证券名称	总市值 亿港元	EPS（港元/美元）			市盈率PE			市净率PB 市销率PS	
			2024	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2025TTM	2025TTM
6936.HK	顺丰控股	2,292.9	2.3	2.3	2.7	20.8	17.7	15.2	1.8	0.6
3690.HK	美团-W	6,178.3	6.3	2.9	6.5	16.0	34.3	15.4	3.1	1.6
2057.HK	中通快递-W	1,119.0	11.8	12.7	14.7	11.7	10.9	9.5	1.6	2.2
2618.HK	京东物流	865.2	1.1	1.1	1.3	11.3	11.6	9.9	1.5	0.4
1519.HK	极兔速递-W	866.3	0.1	0.3	0.5	98.2	34.1	19.9	3.7	1.0
0598.HK	中国外运	421.1	0.6	0.6	0.6	9.3	9.8	9.3	0.8	0.3
GRAB.O	GRAB	1,565.9	-0.2	0.3	1.0	-127.7	135.5	38.0	3.2	6.5
DASH.O	DOORDASH	8,129.8	2.3	19.3	33.9	895.1	98.4	56.1	11.7	8.8

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 行业竞争加剧；
2. 平均用户消费水平增长不及预期；
3. 宏观经济波动影响消费需求；
4. 技术投入回报不及预期；

【财务报表摘要】
损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预期	2026年 预期	2027年 预期
收入	12,387	15,746	21,812	26,664	32,164
成本	(11,593)	(14,675)	(20,129)	(24,550)	(29,582)
毛利	795	1,071	1,683	2,114	2,582
销售费用	(213)	(234)	(382)	(440)	(499)
管理费用	(517)	(637)	(807)	(907)	(1,061)
研发费用	(92)	(108)	(174)	(213)	(257)
其他	46	25	12	12	12
营运利润	19	117	332	567	777
净财务收入	40	29	29	29	29
所得税	2	(13)	(36)	(60)	(81)
净利润	62	133	324	536	725
增长					
总收入 (%)	20.7%	27.1%	38.5%	22.2%	20.6%
净利润 (%)	N/A	N/A	143.3%	65.2%	35.3%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预期	2026年 预期	2027年 预期
固定资产	12	22	25	29	34
无形资产	138	123	123	123	123
其他固定资产	240	226	226	226	226
非流动资产	391	371	374	378	382
应收账款	1,195	1,660	2,300	2,812	3,392
存货	7	8	10	13	15
其他短期资产	677	1,234	1,280	1,316	1,357
现金	1,902	1,370	1,631	2,121	2,798
总资产	4,171	4,642	5,595	6,640	7,944
应付款项	1,121	1,601	2,196	2,679	3,228
其他应付款	86	99	132	158	189
总流动负债	1,207	1,700	2,328	2,837	3,416
其他长期负债	11	9	9	9	9
总负债	1,219	1,709	2,337	2,846	3,426
股东权益	2,981	2,961	3,285	3,821	4,546

财务分析

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预期	2026年 预期	2027年 预期
盈利能力					
毛利率 (%)	6.4%	6.8%	7.7%	7.9%	8.0%
EBIT率 (%)	0.2%	0.7%	1.5%	2.1%	2.4%
净利率 (%)	0.5%	0.8%	1.5%	2.0%	2.3%
ROE	2.1%	4.5%	9.9%	14.0%	15.9%
营运表现					
费用/收入 (%)	6.6%	6.2%	6.3%	5.9%	5.7%
实际税率 (%)	3.6%	-8.6%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
应收账款天数	35	38	38	38	38
应付账款天数	35	40	40	40	40
财务状况					
负债/权益	0.41	0.58	0.71	0.74	0.75
收入/总资产	2.97	3.39	3.90	4.02	4.05
总资产/权益	1.40	1.57	1.70	1.74	1.75

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预期	2026年 预期	2027年 预期
税前利润	48	145	360	595	806
调整	26	16	(22)	(21)	(20)
运营资本变化	156	70	(60)	(41)	(44)
已付所得税及利息	33	24	(7)	(30)	(51)
营运活动现金流	264	255	272	503	690
固定资产投资	(8)	(15)	(10)	(11)	(13)
其他投资活动	302	(628)	1	0	0
投资活动现金流	295	(644)	(9)	(11)	(13)
股权融资	0	0	0	0	0
其他融资活动	(120)	(159)	(1)	(1)	(1)
融资活动现金流	(120)	(159)	(1)	(1)	(1)
现金变化	438	(547)	262	491	676
期初持有现金	1,458	1,899	1,369	1,631	2,121
汇兑变化	(0)	1	0	0	0
期末持有现金	1,896	1,352	1,631	2,121	2,798

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>