

互联网	收盘价 港元 13.68	目标价 港元 15.40个	潜在涨幅 +12.6%
-----	-----------------	------------------	----------------

2025 年 9 月 9 日

顺丰同城 (9699 HK)

多元布局下，盈利持续释放

基于显著好于预期的上半年收入增速，以及3季度环比加速提升的即时配送业务需求，我们上调2025-27年收入14%/12%/12%，至220亿-304亿元，同比增速40%/20%/15%，同时受到公司单量密度提升、优质的骑手管理能力，以及AI加持下，运营费率的持续优化，我们上调2025-27年利润预测26%/23%/27%，至3.4亿-7.6亿元，Non-IFRS净利润率分别1.5%/2%/2.6%。我们认为顺丰同城仍是外卖补贴战的受益方之一，在未来补贴回归理性，业务空间仍大，考虑到长期其与顺丰的业务协同持续加深，无人车配送规模化落地持续降低成本，我们维持公司买入评级，我们将估值滚动至2026年，对应0.5倍市销率，上调目标价至15.4港元。

④ **2025上半年业绩**：收入102亿元（人民币，下同），同比增49%，高于我们预期16%，其中同城/最后一公里配送业务分别增43%/57%，超预期得益于餐饮外卖和即时零售行业快速增长带来配送需求增加。毛利率6.7%，同比基本保持平稳。调整后净利润同比增139%至1.6亿元，对应净利率1.6%，同比提升约0.6个百分点。

④ **业绩亮点**：1) **同城业务**：同城配送服务单量同比增50%+，商家/个人端收入分别增55%/13%。商家端大幅加速增长得益于餐饮和即时零售市场快速增长下进一步深化KA客户合作，稳定承接快速增长的单量，茶饮收入同比增105%，商超/医药/母婴等品类实现高双位数增长，拉动非餐场景收入同比增35%。C端持续拓宽业务场景，新产品“独享专送”收入同比翻3倍，拉动个人端收入增速快于市场。2) **最后一公里配送**：收入强劲增长得益于加深末端网络融通，对顺丰速运单量渗透率进一步提升。3) 调整后净利润1.6亿元，已超过去年全年利润，得益于规模效应、客户结构优化以及AI智能化提升运营效率。

盈利预测变动

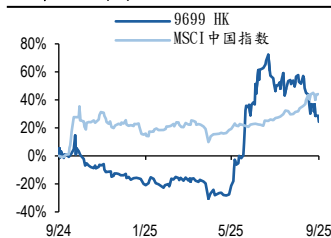
人民币百万	2025E			2027E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	22,048	19,350	13.9%	26,392	23,490	12.4%	30,395	27,251	11.5%
增速	40.0%	22.9%	17.1ppts	19.7%	21.4%	-1.7ppt	15.2%	16.0%	-0.8ppt
同城配送服务	12,867	11,316	13.7%	15,375	13,849	11.0%	17,726	16,163	9.7%
最后一公里配送	9,181	8,034	14.3%	11,017	9,641	14.3%	12,670	11,087	14.3%
毛利	1,446	1,374	5.3%	1,773	1,763	0.6%	2,082	2,077	0.2%
毛利率	6.6%	7.1%	-0.5ppt	6.7%	7.5%	-0.8ppt	6.8%	7.6%	-0.8ppt
经调整运营利润	375	293	28.1%	609	489	24.6%	879	686	28.2%
经调整运营利润率	1.7%	1.5%	0.2ppt	2.3%	2.1%	0.2ppt	2.9%	2.5%	0.4ppt
经调整净利润	341	269	26.5%	536	437	22.8%	765	604	26.7%
经调整净利率	1.5%	1.4%	0.2ppt	2.0%	1.9%	0.2ppt	2.5%	2.2%	0.3ppt

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	18.94
52周低位 (港元)	7.64
市值 (百万港元)	10,157.26
日均成交量 (百万)	6.06
年初至今变化 (%)	47.26
200天平均价 (港元)	12.98

资料来源：FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86)10 8393 5330

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

图表 1：损益表预测

(年结12月31日，人民币百万)	1H25	环比 (%)	同比 (%)	2024	2025E	2026E	2027E
收入	10,236	15	49	15,746	20,889	25,498	29,531
<u>彭博一致预期</u>					<u>20,575</u>	<u>24,986</u>	<u>29,940</u>
同比 (%)	49			27	33	22	16
同城配送服务	5,779	14	43	9,121	12,155	15,018	17,478
对商家 (To B)	4,467	17	55	6,688	9,405	12,105	14,393
对消费者 (To C)	1,312	3	13	2,433	2,750	2,912	3,086
最后一公里配送	4,457	18	57	6,625	8,734	10,480	12,052
同比增速 (%)							
同城配送服务	43			23	33	24	16
对商家 (To B)	55			28	41	29	19
对消费者 (To C)	13			12	13	6	6
最后一公里配送	57			32	32	20	15
成本	(9,555)	16	49	(14,675)	(19,566)	(22,958)	(26,563)
毛利润/亏损	681	14	44	1,071	1,323	2,540	2,968
毛利润率 (%)	6.7			6.8	6.3	10.0	10.0
销售及营销开支	(108)	-19	6	(234)	(268)	(393)	(428)
占收比 (%)	1.1			1.5	1.3	1.5	1.4
研发开支	(70)	22	36	(108)	(133)	(153)	(177)
占收比 (%)	0.7			0.7	0.6	0.6	0.6
行政开支	(377)	5	36	(637)	(759)	(929)	(975)
占收比 (%)	3.7			4.0	3.6	3.6	3.3
运营利润/亏损	150	175	140	117	215	1,124	1,428
财务收入，净额	8	-20	-55	29	16	16	16
税前利润	158	145	96	145	231	1,140	1,444
税费	(21)	NA	13	(13)	(32)	(171)	(217)
净利润/亏损	137	95	120	132	200	969	1,228
调整后运营利润/亏损	173	174	157	131	249	1,149	1,455
调整后运营利润率 (%)	1.7			0.8	1.2	4.5	4.9
调整后净利润/亏损	160	103	139	146	233	995	1,255
<u>彭博一致预期</u>					<u>295</u>	<u>468</u>	<u>708</u>
调整后净利润/亏损率 (%)	1.6			0.9	1.1	3.9	4.3
调整后每股收益 (元)	0.18	104	141	0.16	0.25	1.08	1.36
<u>彭博一致预期</u>					<u>0.32</u>	<u>0.51</u>	<u>0.77</u>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2：顺丰同城 (9699 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 3：交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	108.65	99.00	-8.9%	2025 年 05 月 22 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	22.56	32.00	41.8%	2025 年 08 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	72.95	90.00	23.4%	2025 年 08 月 22 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.72	2.90	6.6%	2025 年 08 月 21 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	277.60	339.00	22.1%	2025 年 08 月 15 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	买入	42.32	39.00	-7.8%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	24.55	30.00	22.2%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	买入	8.12	8.30	2.2%	2025 年 06 月 06 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	63.68	60.00	-5.8%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	125.03	150.00	20.0%	2025 年 08 月 26 日	电商
JD US	京东	买入	32.85	40.00	21.8%	2025 年 07 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	141.20	165.00	16.9%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	23.08	15.60	-32.4%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.60	5.20	44.4%	2025 年 08 月 29 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	40.40	46.00	13.9%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	8.70	12.00	37.9%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.38	13.30	28.1%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	33.34	42.00	26.0%	2025 年 08 月 21 日	游戏
NTES US	网易	买入	144.00	155.00	7.6%	2025 年 08 月 15 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	627.00	700.00	11.6%	2025 年 08 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	11.14	11.20	0.5%	2025 年 09 月 01 日	游戏
3690 HK	美团	买入	99.65	147.00	47.5%	2025 年 08 月 29 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	20.00	25.00	25.0%	2025 年 08 月 22 日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	13.68	15.40	12.6%	2025 年 09 月 09 日	物流
2618 HK	京东物流	买入	13.26	18.50	39.5%	2025 年 03 月 07 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	12.67	21.00	65.7%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.90	9.60	-11.9%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	560.50	653.00	16.5%	2025 年 08 月 29 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	22.32	25.50	14.2%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	56.50	81.00	43.4%	2025 年 08 月 27 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 9 月 9 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	12,387	15,746	22,048	26,392	30,395
主营业务成本	(11,593)	(14,675)	(20,601)	(24,619)	(28,314)
毛利	795	1,071	1,446	1,773	2,082
销售及管理费用	(730)	(871)	(1,013)	(1,087)	(1,090)
研发费用	(92)	(108)	(140)	(151)	(171)
其他经营净收入/费用	46	25	48	48	30
经营利润	19	117	340	583	850
Non-GAAP标准下的经营利润	26	131	375	609	879
财务成本净额	40	29	16	16	16
税前利润	59	146	357	599	867
税费	2	(13)	(51)	(90)	(130)
净利润	62	133	306	509	737
作每股收益计算的净利润	62	133	306	509	737
Non-GAAP标准的净利润	57	146	341	536	765

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,902	1,370	1,559	1,743	2,106
应收账款及票据	1,195	1,660	2,205	2,567	3,179
存货	7	8	13	11	16
其他流动资产	677	1,234	1,336	1,380	1,420
总流动资产	3,781	4,272	5,113	5,701	6,722
物业、厂房及设备	12	22	22	28	32
其他有形资产	23	19	21	23	23
无形资产	138	123	136	146	153
合资企业/联营公司投资	28	27	27	27	27
其他长期资产	217	207	207	207	207
总长期资产	419	398	413	430	442
总资产	4,200	4,670	5,527	6,131	7,164
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	1,121	1,601	2,124	2,193	2,461
其他短期负债	86	99	103	108	113
总流动负债	1,207	1,700	2,227	2,301	2,574
其他长期负债	11	9	9	9	9
总长期负债	11	9	9	9	9
总负债	1,219	1,709	2,236	2,310	2,583
股本	5,095	4,939	4,939	4,939	4,939
储备及其他资本项目	(2,114)	(1,979)	(1,649)	(1,118)	(359)
股东权益	2,981	2,961	3,291	3,821	4,581
总权益	2,981	2,961	3,291	3,821	4,581

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	48	145	306	509	737
折旧及摊销	80	62	58	64	69
营运资本变动	156	72	(130)	(335)	(388)
利息调整	33	24	0	0	0
其他经营活动现金流	(50)	(31)	20	10	12
经营活动现金流	266	272	255	249	429
资本开支	(8)	(15)	(15)	(15)	(15)
其他投资活动现金流	302	(628)	(50)	(50)	(50)
投资活动现金流	295	(644)	(65)	(65)	(65)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(120)	(159)	0	0	0
融资活动现金流	(120)	(159)	0	0	0
汇率收益/损失	(0)	1	0	0	0
年初现金	1,458	1,899	1,369	1,559	1,743
年末现金	1,902	1,370	1,559	1,743	2,106

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.066	0.146	0.335	0.554	0.801
全面摊薄每股收益	0.066	0.146	0.335	0.554	0.801
Non-GAAP标准下的每股收益	0.062	0.160	0.373	0.582	0.831
每股账面值	3.201	3.247	3.599	4.154	4.979
利润率分析(%)					
毛利率	6.4	6.8	6.6	6.7	6.8
EBITDA利润率	0.8	1.1	1.8	2.5	3.0
EBIT利润率	0.2	0.7	1.5	2.2	2.8
净利率	0.5	0.8	1.4	1.9	2.4
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	6.4	6.8	6.6	6.7	6.8
EBITDA利润率	0.9	1.2	2.0	2.6	3.1
经营利润率	0.2	0.8	1.7	2.3	2.9
净利率	0.5	0.9	1.5	2.0	2.5
盈利能力(%)					
ROA	1.4	3.3	6.7	9.2	11.5
ROE	1.9	4.9	10.9	15.1	18.2
ROIC	0.7	3.6	9.3	13.9	17.2
其他					
流动比率	3.1	2.5	2.3	2.5	2.6
应收账款周转天数	33.7	33.1	32.0	33.0	34.5
应付账款周转天数	20.8	21.5	21.0	20.0	19.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 9 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。