

信义山证汇通天下

证券研究报告

顺丰同城 (09699.HK)

增持-A(首次)

即时配送大平台，打造消费新基建

2025 年 10 月 21 日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 10 月 20 日

收盘价（港元）：	12.910
年内最高/最低（港元）	19.260/7.540
流通股本（亿股）：	7.42
流通市值（亿港元）：	95.86
总市值（亿港元）：	118.43

资料来源：iFinD、山西证券研究所

分析师：

潘宁河

执业登记编码：S0760523110001

邮箱：panninghe@sxzq.com

林挺

执业登记编码：S0760524100003

投资要点：

➤ **享即时零售的赛道红利，做即时零售背后的卖铲人。**从需求端来看，随着流量多极化趋势加速演进、多元即时零售业务并存发展、持续扩容的餐饮外卖供给、即时零售向全品类覆盖，叠加下沉市场数字零售的高速发展，多重动能交织发力，驱动即时配送行业迎来快速增长期。根据艾瑞咨询数据预测，2023-2028 年即时配送行业规模 CAGR 为 18.9%。根据沙利文数据预测，2023-2028 年即时配送行业订单规模 CAGR 为 14.5%。从供给端来看，在即时配送行业兼具独立第三方属性及全场景业务覆盖能力的企业具备稀缺性。顺丰同城凭借“第三方+全场景业务覆盖+全渠道兼容”属性，精准契合即时配送行业的发展趋势，有望实现快速成长。

➤ **背靠顺丰集团，致力于成为“新消费配送第一品牌”。**公司是国内规模最大的独立第三方即时配送服务平台，已实现对新消费时代四大主流消费场景餐饮外卖、同城零售、近场电商及近场服务的全面覆盖，业务类型主要分为面向商家、消费者的同城配送以及最后一公里配送。伴随公司规模效应、网络效应的加强，叠加科技全链路赋能精细化运营管理，持续优化资源投入产出效益，带动公司盈利能力持续提升，23 年公司净利润首次扭亏为盈，实现归母净利润 0.51 亿元，24 年实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 159%。

➤ **坚守独立第三方，打造消费新基建。**1) 在私域流量运营走向精细化、即时零售行业规模快速增长、流量渠道持续多元化的背景下，商户对高质量即时配送服务的需求日益提升。顺丰同城作为无商流独立第三方背景的运力平台，或将成为第三方即配商家、流量平台的首选合作伙伴；2) 受“外卖大战”的影响即时零售日订单量快速骤升，第三方即配平台有望承接商流平台的溢出单。同时，商流侧的补贴或要求商家一同承担活动成本，反而会催化商家进行私域流量的转型、并转而使用第三方独立物流；3) 顺丰同城依托与顺丰集团在传统快递及供应链领域的深度协同，公司得以进一步扩大客户基础、提升业务规模，进而通过规模效应，持续增强盈利能力；4) 公司通过布局无人配送、AI 赋能等智能化手段驱动配送效率与服务质量双提升，有望进一步优化成本结构、扩大盈利能力。

➤ **投资建议：**预计公司 25-27 年归母公司净利润分别为 3.09/5.85/8.91 亿元，同比增长 133%/89.4%/52.4%。公司 25-27 年 PE 估值低于可比公司均值。考虑到公司作为国内领先的独立第三方即时配送服务平台，并拥有稀缺的“第三方+业务全场景覆盖+全渠道兼容”属性，一方面将深度受益于即时配送行业的蓬勃发展、线上流量去中心化的行业红利；另一方面，依托与顺丰集团



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

在传统快递及供应链领域的深度协同，公司得以进一步扩大客户基础、提升业务规模，进而通过规模效应及布局无人配送、AI，持续增强盈利能力。首次覆盖，给予“增持-A”评级。

风险提示：人力成本上升风险，消费需求不及预期，即配行业市场竞争加剧，技术投入回报不及预期风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,387.42	15,746.08	23,934.04	34,106.01	41,472.91
YoY(%)	20.67	27.11	52.00	42.50	21.60
归母净利润(百万元)	50.60	132.45	308.61	584.54	890.60
YoY(%)	117.64	161.79	132.99	89.41	52.36
毛利率(%)	6.42	6.80	7.24	7.42	7.54
EPS(摊薄/元)	0.06	0.14	0.34	0.64	0.97
ROE(%)	1.70	4.47	9.44	15.17	18.77
P/E(倍)	213.86	81.69	35.06	18.51	12.15
P/B(倍)	3.63	3.65	3.31	2.81	2.28
净利率(%)	0.41	0.84	1.29	1.71	2.15

资料来源：iFinD，山西证券研究所

目录

1. 顺势而为：享即时零售的赛道红利，做即时零售背后的卖铲人.....	7
1.1 即时配送：做“万物到家”的基础设施，扩大“即时零售”覆盖面.....	7
1.2 需求端：餐饮外卖+即时零售板块催化，即时配送行业驶入快车道.....	9
1.2.1 餐饮外卖板块.....	9
1.2.2 即时零售板块.....	10
1.3 供给端：独立第三方、业务全场景覆盖公司具备稀缺性.....	13
2. 公司分析：背靠顺丰集团，致力于成为“新消费配送第一品牌”	14
2.1 基本概况：脱胎于顺丰集团，打造新消费生态的“基础设施”	14
2.2 主营业务：采用全场景业务模式，聚焦第三方即时配送.....	17
2.3 财务分析：迈过商业模式验证期，业绩实现全面突破.....	19
3. 羽翼渐丰：坚守独立第三方，打造消费新基建.....	22
3.1 无商流独立第三方背景，成为第三方即配商家、流量平台首选项.....	22
3.2 与顺丰集团生态协同，一体化供应链方案巩固竞争力.....	25
3.3 布局“AI+无人”战略，科技赋能提效.....	28
4. 盈利预测与投资建议.....	30
4.1 盈利预测.....	30
4.2 投资建议.....	32
5. 风险提示.....	33

图表目录

图 1： 中国即时配送服务行业的场景.....	7
图 2： 中国即时配送应用场景分布（2022 年）	7
图 3： 中国快餐行业市场规模.....	9

图 4: 中国在线餐饮外卖行业市场规模及渗透率.....	9
图 5: 即时零售用户规模及渗透率.....	10
图 6: 即时零售市场规模及同比增速.....	10
图 7: 即时零售品类及场景演变趋势.....	11
图 8: 下沉市场零售规模高于高线城市.....	11
图 9: 中国农村网络销售额.....	11
图 10: 用户在使用即时配送服务时所看重的因素.....	12
图 11: 2018-2028 年国内独立第三方即时专送市场规模及同比增速.....	12
图 12: 国内 2018-2028 年即时配送行业规模.....	13
图 13: 国内 2019-2028 年即时配送行业订单规模.....	13
图 14: 公司发展历程图.....	15
图 15: 顺丰同城股权架构图（截止 2025 年 6 月 30 日）.....	15
图 16: 公司采用全场景业务模式.....	17
图 17: 公司主要业务的服务流程.....	18
图 18: 顺丰同城 2018-2025H1 活跃骑手数量.....	18
图 19: 顺丰同城 2018-2025H1 覆盖市场（个市县）.....	18
图 20: 公司 2018 年-2025H1 营业收入及同比增速.....	19
图 21: 公司 2018 年-2025H1 毛利润及毛利率.....	19
图 22: 同城配送服务 ToB 营收及同比增速.....	20
图 23: 同城配送服务 ToC 营收及同比增速.....	20
图 24: 最后一公里配送服务营收及同比增速.....	21
图 25: 同城配送服务收入结构（%）.....	21
图 26: 公司 18 年-25H1 期间费用率（%）.....	21

图 27: 公司 18 年-25H1 归母净利及归母净利率.....	21
图 28: 多家餐饮巨头缩小自有骑手比重、与外部专业第三方运力平台合作.....	23
图 29: 连锁商超/餐饮品牌自营线上渠道流量规模快速扩张.....	23
图 30: 顺丰同城 24 年商家合作情况.....	23
图 31: 顺丰同城 2018-2025H1 活跃商家数量.....	23
图 32: 公司广泛对接流量平台, 多方合作持续深化.....	24
图 33: 京东入局及外卖大战时间线.....	25
图 34: 淘宝、饿了么、美团战报.....	25
图 35: 顺丰同城一体化供应链解决方案.....	26
图 36: 顺丰同城赋能霸王茶姬出海.....	26
图 37: 顺丰同城联合顺丰集团助力杨国福美味出海.....	26
图 38: 顺丰控股业务量同比增速.....	27
图 39: 各公司业务量增速(18 年 10 月-25 年 6 月)	27
图 40: CLS 三大核心功能圈.....	28
图 41: 科技赋能提效.....	28
图 42: 顺丰同城无人配送.....	29
图 43: 顺丰同城无人车.....	29
表 1: 国内同城物流服务行业主要包括同城快递服务、同城货运服务及即时配送服务.....	7
表 2: 即时配送行业相关政策.....	8
表 3: 第三方即时配送与依托平台即时配送模式对比.....	14
表 4: 主流即时配送运力平台对比.....	14
表 5: 公司管理层行业经验丰富.....	16

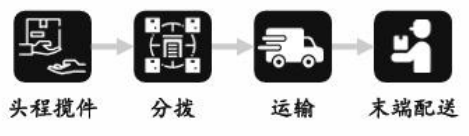
表 6: 公司盈利预测 (百万元)	30
表 7: 营业成本测算 (百万元)	31
表 8: 可比公司估值.....	33

1. 顺势而为：享即时零售的赛道红利，做即时零售背后的卖铲人

1.1 即时配送：做“万物到家”的基础设施，扩大“即时零售”覆盖面

即时配送指依托于本地生活服务平台，运用数字技术和包等社会物流资源，为外卖餐饮、即时零售及应急需求等线上消费活动，提供点对点、无中转、即需即送的快捷配送服务。按照物流履约业务模式、主要服务场景的不同，可分为同城货运、同城快递和即时配送。相较于其他同城物流模式，即时配送在履约时效性和场景灵活性方面有着明显优势，且多数订单可做到 1 小时内即时送达。

表 1：国内同城物流服务行业主要包括同城快递服务、同城货运服务及即时配送服务

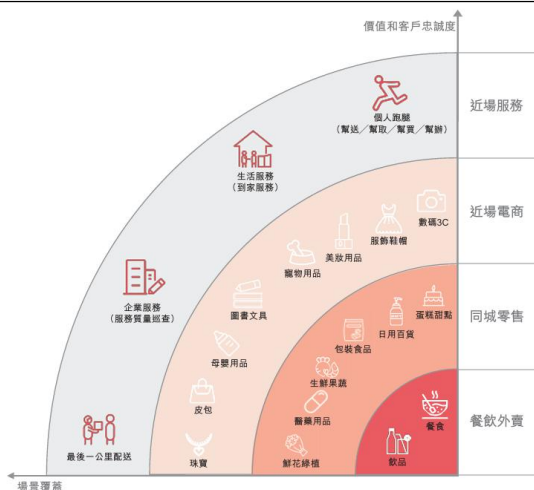
	流程示意图	服务场景	运输物品类型	运输时效	灵活性
同城 货运		批发市场货物集散；零售门店供应链；装修建材市场货物运输等	30 公斤-3 吨/票	当日达或次日达	中
同城 快递		企业间文件寄送；个人散件；电商件等	一般小于 30 公斤/票	当日达或次日达	较高
即时 配送		餐饮外卖；即时零售；近场电商；近场服务；应急需求等	一般小于 30 公斤/票	即时达；30 分钟至 60 分钟；少部分订单 120 分钟	高

资料来源：Frost&Sullivan《2023 年中国即时配送行业趋势白皮书》，山西证券研究所

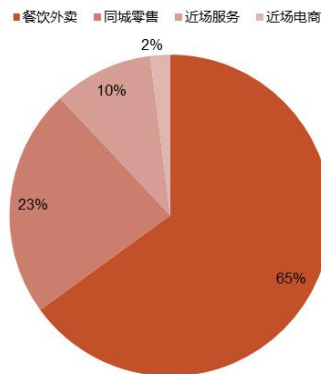
基于较强履约能力及灵活性，即时配送服务场景已从最初的餐饮外卖为主向近场服务、近场电商、同城零售等多元化的场景发展。从即时配送场景分布来看，即时配送行业已从传统的餐饮外卖履约工具，升级为支撑“万物到家”生态的核心基础设施，其服务场景逐步从点对点配送餐饮扩充至近场服务、近场电商、同城零售等更加多元化的场景，满足消费者日益增长的便捷物流服务需求。未来随着即时配送市场的不断成熟和消费者需求的多元化，即时配送将在更多领域实现广泛应用，应用场景结构也将更加多元化。

图 1：中国即时配送服务行业的场景

图 2：中国即时配送应用场景分布（2022 年）



资料来源：公司招股章程，艾瑞咨询，山西证券研究所



资料来源：中商产业研究院《2023 年中国即时配送行业市场前景及投资研究报告》，中商情报网，山西证券研究所

相关政策的陆续出台为即时配送行业的发展提供有力的保障，有助于行业持续健康发展。我国政府对即时配送行业给予了高度重视，且通过一系列的政策措施，旨在推动其高质量发展，优化市场环境，并促进服务模式的创新。例如，24 年 1 月国务院常务会议审议通过的《关于促进即时配送行业高质量发展的指导意见》，会议指出近年来即时配送行业快速兴起，在促进消费、保障民生、扩大就业等方面发挥着越来越重要的作用。要加强鼓励引导，进一步营造良好营商环境，提升行业发展水平和支撑带动能力。此政策的出台为即时配送行业的可持续发展奠定了坚实的基础。

表 2：即时配送行业相关政策

时间	发布单位	政策名称	重点内容
2024 年 11 月	中共中央、国务院	《有效降低全社会物流成本行动方案》	鼓励发展与平台经济、低空经济、无人驾驶等相结合的物流新模式；加快即时配送、网络货运等新模式新业态标准建设。
2024 年 5 月	国家发展改革委等	《关于深化智慧城市发展推进城市全域数字化转型的指导意见》	普及数字生活智能化，加快智慧餐饮、智能出行、数字家庭、上门经济、即时零售等新场景建设，打造城市数字消费新地标。
2024 年 3 月	商务部等	《关于推动农村电商高质量发展的实施意见》	发挥县域大型商贸流通企业等自建物流优势，面向电商平台和中小商户，提供家电、建材、农资、农产品等第三方配送。鼓励电商平台、大型商贸流通企业在具备条件的县城发展即时零售，对接当地商超、便利店，精准匹配周边订单需求，提供高效便捷的到家服务。



时间	发布单位	政策名称	重点内容
2024年1月	国务院	《关于促进即时配送行业高质量发展的指导意见》	支持即时配送行业进一步发挥在消费者与餐饮、零售等行业间的物流支撑和供需衔接作用，在城市和具备条件的县城、乡镇进一步完善服务网络和布局，拓展业务范围和领域，支撑引领餐饮、零售等行业拓宽销售渠道、提升发展能级，更好满足消费者多样化即时需求。
2023年8月	中央财办等	《关于推动农村流通高质量发展的指导意见》	规范发展农村直播电商，打造一批县域电商直播基地、“村播”学院，发展网订店送、即时零售等线下和线上融合新业态。推广农产品电商直采、定制生产等模式，发展农副产品直播电商。

资料来源：新华社，中华人民共和国中央人民政府官网，中华人民共和国国家发展和改革委员会官网，湖南省人民政府官网，吉林省人民政府官网，山西证券研究所

1.2 需求端：餐饮外卖+即时零售板块催化，即时配送行业驶入快车道

1.2.1 餐饮外卖板块

快餐化趋势崛起叠加“一人食”概念的兴起，餐饮外卖市场持续扩容，为即时配送行业奠定基本盘。即时配送服务能够快速响应消费者需求，将餐饮产品快速且完好送达，满足消费者“即时需求、即时满足”的期望。根据沙利文数据统计，快餐行业快速崛起，24 年快餐占总餐饮市场的 62%，成为餐饮市场的第一品类。快餐化趋势下叠加“一人食”概念的兴起，消费者对餐饮的便捷性和时效性要求逐渐提升，尤其在外卖领域。同时，“一人食”套餐对即时配送提出了更高的要求。根据艾媒咨询数据，预计 2027 年中国在线餐饮外卖行业市场规模将达到 1.9 万亿元，2024-2027 年 CAGR 为 6.2%。

图 3：中国快餐行业市场规模

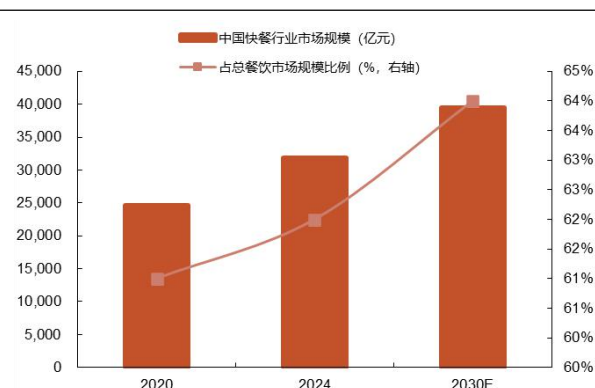


图 4：中国在线餐饮外卖行业市场规模及渗透率



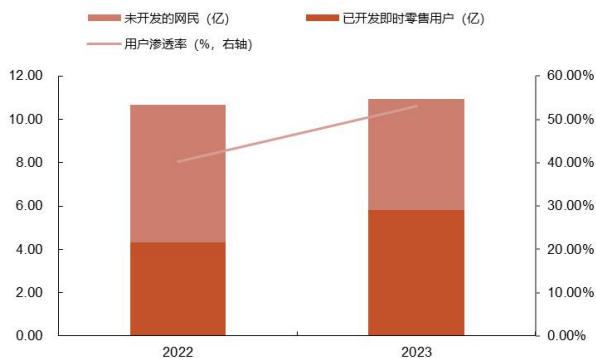
资料来源：Frost&Sullivan《2024 年中国即时配送行业趋势白皮书》，山西证券研究所

资料来源：艾媒咨询《2024-2025 年中国外卖行业下沉消费市场研究报告》，艾媒数据中心，山西证券研究所

1.2.2 即时零售板块

我国即时零售行业处于快速发展期，行业规模持续增长，2023-2026 年 CAGR 达 21.82%。根据商务部数据统计，2023 年我国即时零售市场规模达 6500 亿元，同比增长 28.89%，占网络零售额的 4.2%。未来在商超、门店、品牌商、电商平台、即时配送等协同发力下，预计 2023-2026 年即时零售行业规模年复合增长率达 21.82%。同时，随着即时零售的快速渗透，用户规模也将同步增长。据商务部数据统计，23 年即时零售活跃用户规模达 5.8 亿人，同比增长 34.88%，占网民规模的 53.11%。即时零售活跃用户的快速增长为即时零售行业规模的增长奠定了坚实的基础。

图 5：即时零售用户规模及渗透率



资料来源：嘉世咨询《即时零售行业简析报告》，MCR 嘉世咨询公众号，山西证券研究所

图 6：即时零售市场规模及同比增速



资料来源：商务部国际贸易经济合作研究院《即时零售行业发展报告（2024）》，山西证券研究所

即时零售通过携手零售商、品牌商进一步拓展品牌门店和闪电仓，其品类丰富度从生鲜快消类逐步向全品类、全场景拓展。即时零售能够实现露营、运动、出差旅游等非计划内应急场景的解决。从品类维度来看，一方面即时零售伴随引入品牌门店及闪电仓等新供应链模

式，其品类丰富度逐步由生鲜快消类向全品类、全场景拓展。另一方面为品牌供给大幅丰富，苹果、华为、小米、美的等知名品牌通过持续加码即时零售生态，带动 3C 家电和日用百货等核心品类快速提升。

图 7：即时零售品类及场景演变趋势

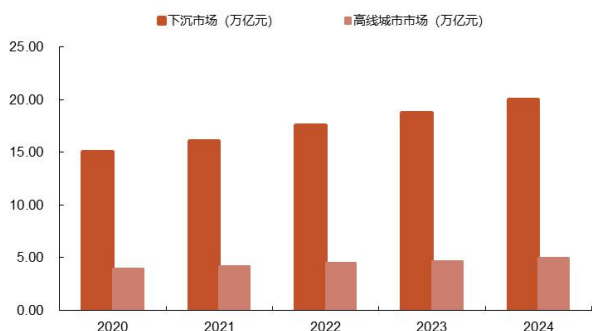


资料来源：艾瑞咨询&饿了么新服务研究中心《中国即时配送行业研究报告》，山西证券研究所

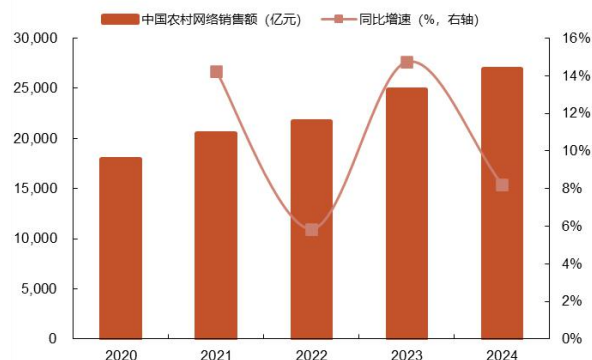
即时零售向县域地区逐步拓展，考虑到当地即时零售消费意愿强，有望带动其市场规模快速增长。根据美团研究院的数据统计，在县域因为“附近线下商店缺乏所需商品”和“错过线下常规营业时段”而选择即时零售消费方式的消费者占比分别达到 32.8%、25.9%，均高于市区居民的占比。考虑到县域地区即时零售消费意愿强，且消费潜力大，有望带动其市场规模的快速增长。根据沙利文数据统计，自 2020 年至 2024 年，下沉市场的零售规模持续增长，2024 年下沉市场零售规模达 20 万亿元，显著高于高线城市总体量的 5 万亿元。同时，头部品牌在下沉市场的布局也在不断加强，进一步推动了下沉市场的消费增长。根据美团数据统计，2024 年星巴克、瑞幸、库迪等县城咖啡外卖订单量增长 97%，商户数增长 159%。

图 8：下沉市场零售规模高于高线城市

图 9：中国农村网络销售额



资料来源: Frost&Sullivan《2024 年中国即时配送行业趋势白皮书》, 国家统计局, 商务部, 窄门餐眼, 红餐大数据, 山西证券研究所

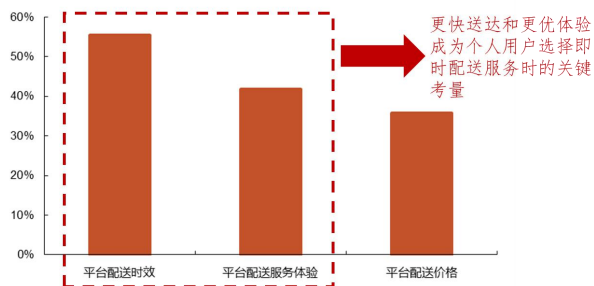


资料来源: Frost&Sullivan《2024 年中国即时配送行业趋势白皮书》, 国家统计局, 商务部, 窄门餐眼, 红餐大数据, 山西证券研究所

作为即时配送行业的重要细分领域, 即时专送展现出了蓬勃的发展态势, 2023-2028 年 CAGR 达 27.8%。伴随新生代消费群体的崛起以及懒人经济的盛行, 消费者对即时配送服务的高时效需求和服务依赖进一步加剧。根据艾瑞咨询数据, 消费者对于即配服务的更快送达和更优体验更为看重。随着消费者对配送时效性、满意度要求的不断提高, 即时专送市场规模也有望持续扩大。同时, 随着服务网络的不断完善和布局拓展, 即时专送行业将覆盖更多的城市和地区, 进一步拓宽业务范围和领域, 以满足更多消费者的多样化需求。根据艾瑞咨询数据预测, 2028 年中国即时专送行业市场规模将达到 532.4 亿元, 2023-2028 年 CAGR 达 27.8%。

图 10: 用户在使用即时配送服务时所看重的因素

图 11: 2018-2028 年国内独立第三方即时专送市场规模及同比增速

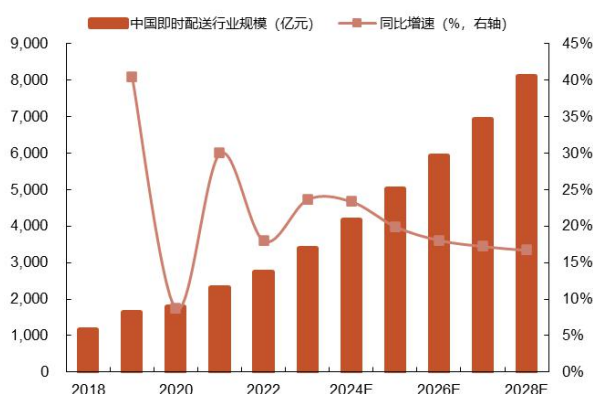


资料来源：艾瑞咨询《中国即时专送行业研究报告》，
山西证券研究所（注：N=2000，于 23 年 10 月通过
iClick 在线调研形式调研获得）

资料来源：艾瑞咨询《中国即时专送行业研究报告》，
山西证券研究所

考虑到餐饮外卖及即时零售板块的催化，带动即时配送行业规模快速增长，2023-2028 年复合增长率为 18.9%。伴随即时零售各品类、各场景、各时段渗透率的持续提升，叠加本地生活物流仓储基础设施的持续完善、数字化运营能力的快速提升以及消费者对于消费确定性和时效性日渐提升的要求，有望共同驱动国内即时配送行业快速增长。根据艾瑞咨询数据预测，2028 年即时配送行业规模约为 8096.4 亿元，2023-2028 年 CAGR 为 19.1%。根据沙利文数据预测，2030 年全国即时配送订单规模将达到 1008.4 亿单，2023-2028 年 CAGR 为 14.5%。

图 12：国内 2018-2028 年即时配送行业规模



资料来源：艾瑞咨询《中国即时专送行业研究报告》，
山西证券研究所

图 13：国内 2019-2028 年即时配送行业订单规模



资料来源：Frost&Sullivan 《2024 年中国即时配送行业趋势白皮书》，山西证券研究所

1.3 供给端：独立第三方、业务全场景覆盖公司具备稀缺性

即时配送服务商类型主要分为平台自建运力及第三方专业即配运力。平台渠道的本地即时电商订单多由商流平台自有即时配送能力支撑，在平台上实现完整的交易履约链条，主要参与者为美团闪购、京东到家、蜂鸟即配等平台。第三方即时配送服务平台主要承接非关联体系、或非归属于中心化平台的订单，主要参与者为顺丰同城、闪送等第三方即时配送平台。其中，顺丰同城、闪送同定位为第三方运力平台，但顺丰同城为全场景覆盖，而闪送的业务

重心在于 C 端市场，且订单规模有限。在赛道的持续扩容下，顺丰同城拥有稀缺的“第三方+业务全场景覆盖+全渠道兼容”属性，且顺应了即配行业的发展趋势，有望快速成长。

表 3：第三方即时配送与依托平台即时配送模式对比

	第三方即时配送	依托平台即时配送
商业模式	第三方+全场景覆盖	平台自营，只为自家订单配送
服务范围	全品类、全场景	主要限于平台内餐饮外卖、零售
客户类型	KA 客户为主、个人	在中心化平台上注册的商家、个人
定制化能力	高（如奢侈品专送、全程监控等）	标准化配送（较少定制化）
与平台关系	补充平台运力	完全自营
商业目标	做“万物到家”的基础设施	支持自家平台的生态
主要参与者	顺丰同城、闪送等	美团闪购、京东到家、蜂鸟即配等

资料来源：顺丰同城黑板报，中商产业研究院，中商情报网，山西证券研究所

表 4：主流即时配送运力平台对比

类型	即配企业	覆盖县市（个）	活跃骑手数量（万人）	活跃商家（万户）	活跃消费者（万人）
平台自建运力	美团闪购	3000	336	1450	
	达达秒送	2600（24H1）	130（24H1）		
第三方即时配送运力	顺丰同城	2300+	100	65	2341

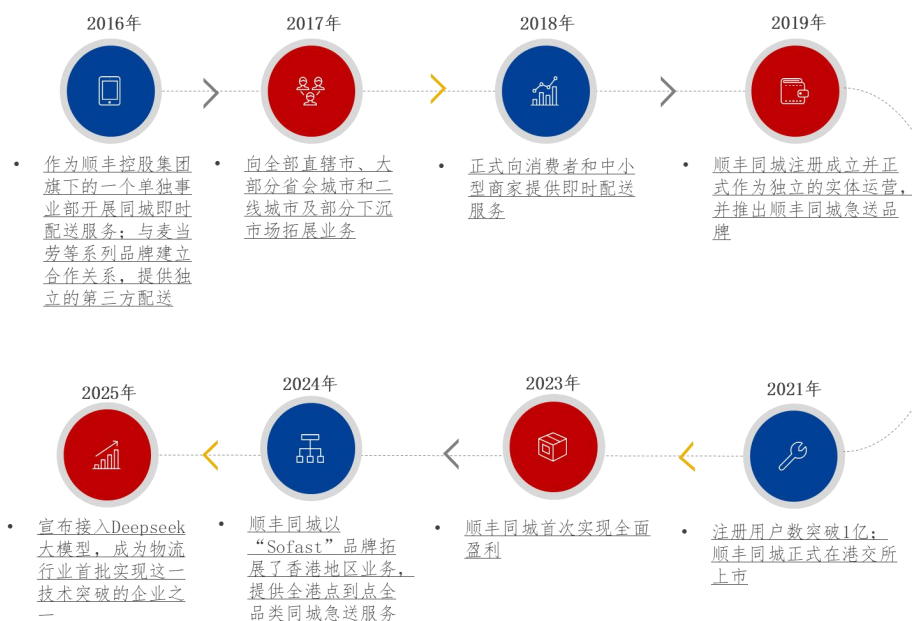
资料来源：美团 2024 年社会责任报告，南方都市报，顺丰同城 2024 年年报，山西证券研究所（注：达达被京东完成私有化，未标注数据均为 2024 年末数据）

2. 公司分析：背靠顺丰集团，致力于成为“新消费配送第一品牌”

2.1 基本概况：脱胎于顺丰集团，打造新消费生态的“基础设施”

独立第三方即配平台，业务覆盖全场景。顺丰同城是国内规模最大的独立第三方即时配送服务平台，公司成立于 2016 年，以顺丰集团事业部的形式成立，开展面向商家的同城即时配送服务，并于 2018 年正式向消费者和中小型商家提供即时配送服务。公司自 2019 年正式作为独立的实体进行运营，并于 2021 年在香港联交所主板挂牌上市。2025 年，公司宣布已接入 DeepSeek 大模型，成为物流行业首批接入 DeepSeek 的企业。公司通过全面覆盖新消费时代的四大主要场景——餐饮外卖、同城零售、近场电商和近场服务，不断构建和完善新消费生态的基础设施，致力于成为“新消费配送第一品牌”。

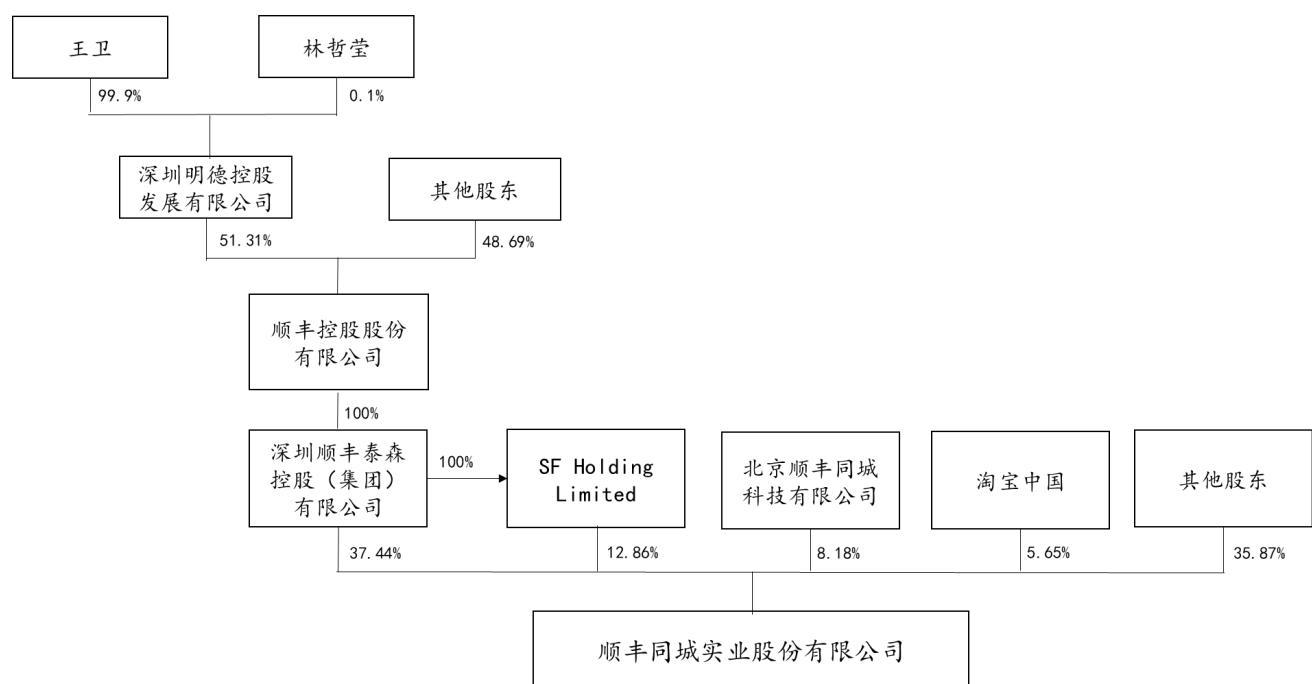
图 14：公司发展历程图



资料来源：公司招股章程，顺丰同城官网，顺丰同城黑板报，长江商报，零售圈，电商派 pro，顺丰同城公众号，山西证券研究所

公司控股股东为顺丰控股，顺丰系合计控股 **58.48%**，股权结构较为集中。截止 2025 年 6 月 30 日，顺丰泰森是公司第一大股东，持有公司 37.44% 的股权，顺丰控股（香港）为公司第二大股东，持股 12.86%，股权结构较为集中。

图 15：顺丰同城股权架构图（截止 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：Wind，山西证券研究所

团队管理经验丰富，人才培养机制完善。公司核心管理层具有丰富的行业经验并长期任职，核心技术团队具有丰富的物流、技术、财务、投资等多领域实践经验。同时，公司注重对各类专业人才的培养和引进，构建科学的人力资源管理体系、多层次系统化的培训机制、不断完善的人才梯队建设等，为公司的未来业务发展和技术开发做好人才储备。

表 5：公司管理层行业经验丰富

姓名	职务	主要经历
孙海金	执行董事、董事会主席兼首席执行官	2006 年 4 月至 2016 年 6 月历任顺丰控股集团人力资源总监、区域总经理、产品负责人等；2016 年 6 月起任同城事业部负责人，2018 年 10 月起任深圳同城的执行董事兼总经理；2019 年 6 月及 2019 年 12 月起分别担任本集团首席执行官及执行董事；2023 年 11 月 30 日获悉杭州顺丰同城实业股份有限公司董事会主席；现任公司董事会主席、执行董事、首席执行官。
陈希文	执行董事、首席财务官	2014 年 2 月加入顺丰控股集团，自 2014 年 2 月至 2023 年 2 月先后担任财务部财务分析专家、财务分析副总监、投资者关系部负责人；2023 年 3 月 29 日获悉任为杭州顺丰同城实业股份有限公司首席财务官及联席公司秘书；现任公司执行董事、首席财务官、联席公司秘书。
陈霖	执行董事、副总经理及首席技术官	2017 年 9 月加入顺丰控股集团，历任顺丰控股集团同城事业部基础架构研发总监、科技负责人；2019 年 9 月起担任顺达同行总经理，并于 2019 年 9 月至 2020 年 9 月担任顺达同行执行董事；现任公司执行董事、首席技术官、副总经理。
刘佳	董事会秘书	2015 年 1 月加入顺丰控股集团，陆续担任顺丰控股集团战略管理副总监、战略规划总监，并于 2017 年

姓名	职务	主要经历
	兼公司秘书	8月起负责同城事业部的战略管理及项目管理工作； 2019年6月担任顺丰同城CEO办公室负责人； 2021年5月担任公司董事会秘书，并自2024年12月17日担任公司唯一公司秘书； 现任公司战略与投资关系部负责人、上海丰湃执行董事及顺达同行执行董事。

资料来源：公司 2024 年年报，公司 2022 年年报，公司招股章程，公司公告《董事名单与其角色及职能》，山西证券研究所

2.2 主营业务：采用全场景业务模式，聚焦第三方即时配送

做“万物到家”的基础设施，扩大“即时零售”覆盖面。公司采用全场景业务模式，对各类产品和服务实行配送场景全覆盖，服务范围涵盖餐饮外卖、同城零售、近场电商及近场服务，且能够根据不同预算、送货范围、服务时间和时间敏感度的要求，提供广泛且灵活的配送服务。餐饮外卖为公司成熟场景，也是即时配送的主要需求，一般涵盖食品和饮品的外送，服务的客户包括老娘舅、喜茶等商家，并迅速开拓霸王茶姬等餐饮新势力 KA 大客户；同城零售、进场电商和近场服务均为公司增量场景，主要受益于零售行业线上线下融合趋势、近场市场流量及消费者定制化服务需求驱动所致。截止 2025H1，公司拥有活跃商家 85 万、活跃消费者 2477 万，业务范围已覆盖全国 2300 多个市县。

图 16：公司采用全场景业务模式

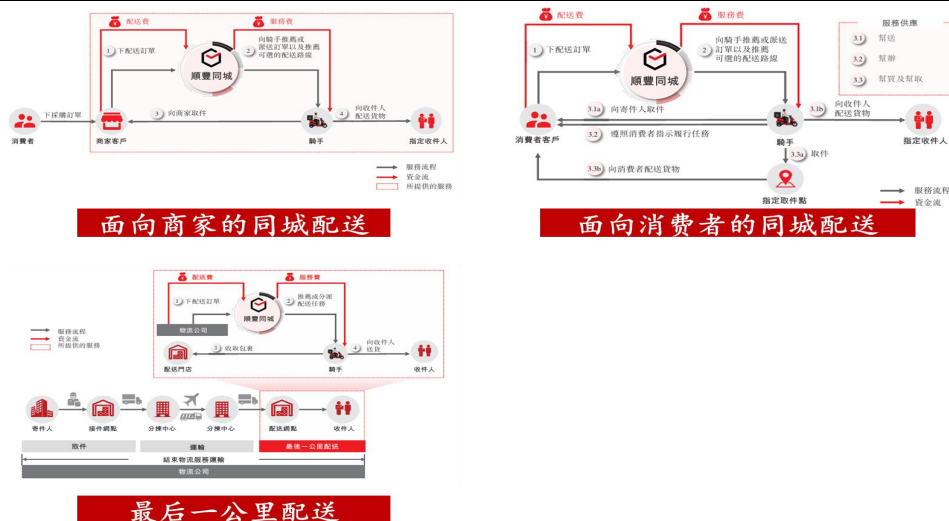


资料来源：公司招股章程，山西证券研究所

公司业务类型主要分为面向商家、消费者的同城配送以及最后一公里配送：

- 1、面向商家的同城配送（ToB）：针对 KA 大客户提供一对一专业咨询和定制解决方案，通常由专职骑手提供服务。针对对于价格比较敏感的中小型商家提供标准且物有所值的方案，主要由众包骑手提供服务。
- 2、面向消费者的同城配送（ToC）：为消费者提供全天候的本地即时配送服务，包括帮送、帮取、帮买及帮办服务。
- 3、最后一公里配送：为物流服务提供商提供最后一公里配送服务，作为他们配送能力的补充，尤其是在旺季或在缺乏本地运力的地区。

图 17：公司主要业务的服务流程

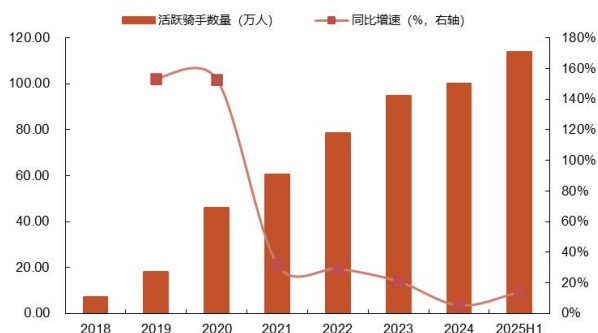


资料来源：公司招股章程，山西证券研究所

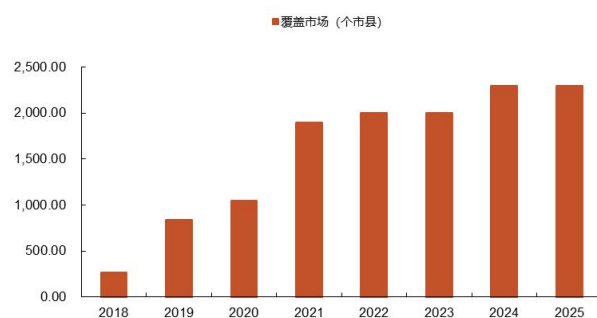
公司运力充足，城市覆盖规模持续扩张。在运力方面，截止 2025H1，公司活跃骑手数量进一步扩大至 114 万人，且骑手人效明显改善。在网络覆盖方面，公司城市覆盖率不断提升，覆盖规模加速扩张，截止 2025H1，公司已覆盖超过 2300 个市县。

图 18：顺丰同城 2018-2025H1 活跃骑手数量

图 19：顺丰同城 2018-2025H1 覆盖市场（个市县）



资料来源：顺丰同城 2020、2021、2022、2023、2024 年年报，顺丰同城 2025 年半年报，公司招股章程，山西证券研究所



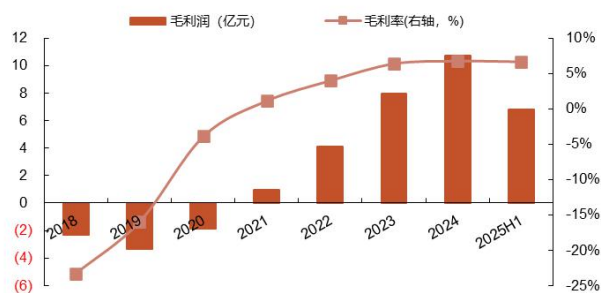
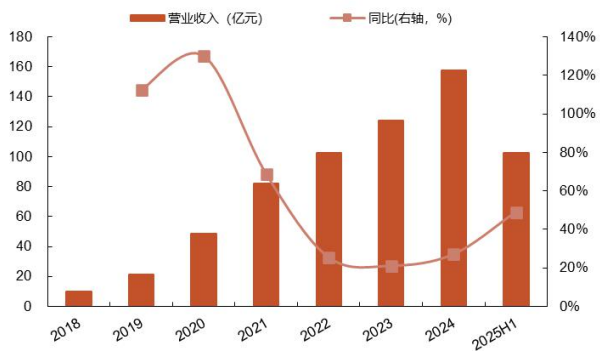
资料来源：顺丰同城 2021、2022、2024 年年报，公司招股章程，顺丰同城 2025 年半年报，顺丰同城 2023 年 ESG 报告，山西证券研究所

2.3 财务分析：迈过商业模式验证期，业绩实现全面突破

订单量快速增长，推动营收增长提速。公司自 21 年上市以来，营收步入高速增长阶段，自 21 年的 81 亿元增至 24 年的 157 亿元，几乎翻倍增长，三年复合增长率达 24.4%，展现出了强劲的发展势头和巨大的市场潜力。24 年、25H1 公司营收实现同比增长 27%、49%，增速快于 22、23 年的 26%、21%。公司 24 年、25H1 同城配送服务订单量实现同比增长超 30%、50%，快于行业订单规模增速的 14.7%，推动公司收入规模加速扩张。规模网络效应带动公司毛利率持续提升，公司毛利率自 21 年的 1.16% 增至 25H1 的 6.7%。

图 20：公司 2018 年-2025H1 营业收入及同比增速

图 21：公司 2018 年-2025H1 毛利润及毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

分业务看，公司同城配送服务（ToB+ToC）为主要收入来源，24 年、25H1 实现营收 91.21、57.79 亿元，同比增长 23.5%、43.1%，占总营收比重为 58%、59%，增长主要系 1）餐饮外卖需求提升，以及零售消费等场景下的即时配送需求加速释放，非餐场景维持稳健增势，24 年、25H1 收入同比增长 26.2%、28.6%；2）与 KA 大客户和各大流量平台合作深化；3）渗透率加速提升，年度活跃商户和消费者规模扩大；4）进一步拓展下沉市场；5）采用积极的定价策略增强产品竞争力。其中，面向商家的同城配送业务 24 年、25H1 实现营收 66.89、44.67 亿元，同比增长 28.1%、55.42%，增长主要系 KA 客户增长势头强劲。面向消费者的同城配送业务 24 年、25H1 实现营收 24.33、13.12 亿元，同比增长 12.24%、12.71%，增长主要系 1）活跃消费规模持续扩大及老客户的复购；2）同城自有渠道收入快速增长；3）加速对同城快递用户的渗透；4）产品及服务迭代升级。

24 年、25H1 公司最后一公里配送服务实现营收 66.25、44.57 亿元，同比增长 32.5%、56.92%，占总营收比重为 42%、41%，增长主要得益于 1）为派件缓解提供支持的服务规模稳步提升，公司积极把握电商平台退货率提升的趋势，发展电商退货物流业务，退货回仓单量翻倍提升；2）在节假日、电商大促等快递高峰期与主要客户强化协同，各项各做业务均实现快速发展；3）在揽收环节，公司快速满足夜间、节假日、购物节高峰以及大量的电商集收、电商退货件上门揽收的需求，25H1 日均收件量增长 150%。

图 22：同城配送服务 ToB 营收及同比增速

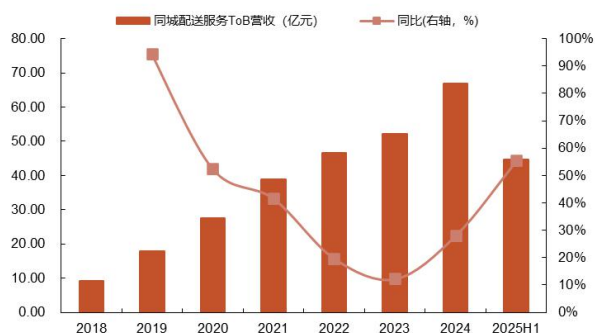
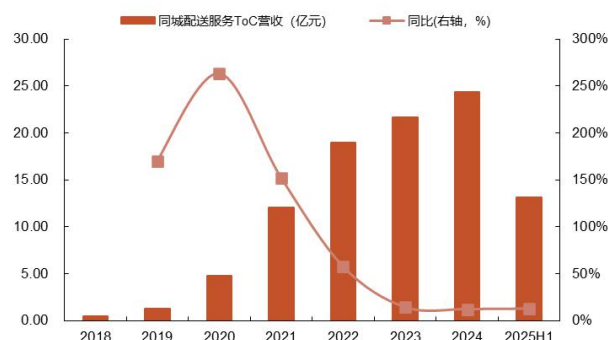
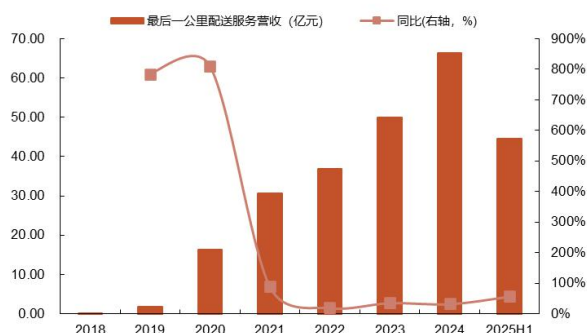


图 23：同城配送服务 ToC 营收及同比增速



资料来源：公司招股章程，公司 2022、2023、2024 年年报，2025 年半年报，山西证券研究所

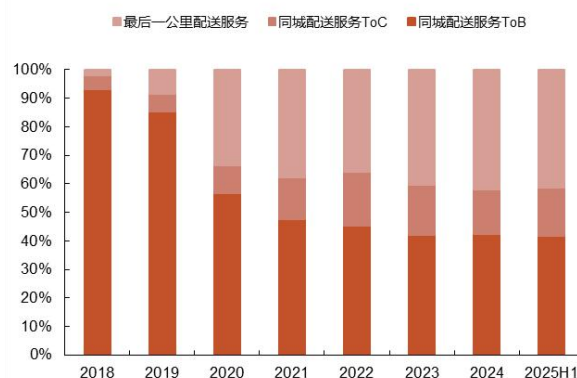
图 24：最后一公里配送服务营收及同比增速



资料来源：公司招股章程，公司 2022、2023、2024 年年报，2025 年半年报，山西证券研究所

资料来源：公司招股章程，公司 2022、2023、2024 年年报，2025 年半年报，山西证券研究所

图 25：同城配送服务收入结构（%）

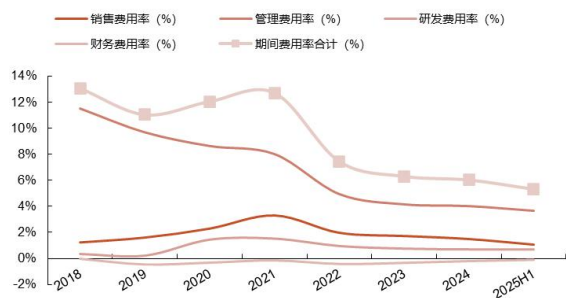


资料来源：公司招股章程，公司 2022、2023、2024 年年报，2025 年半年报，山西证券研究所

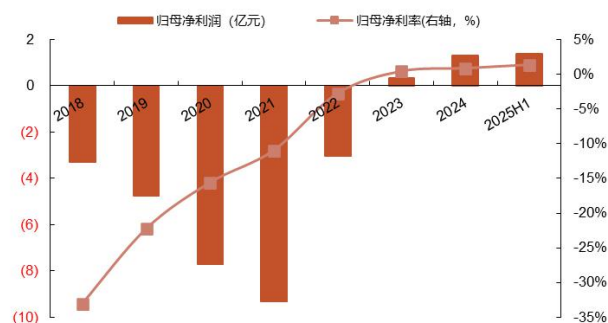
迈过商业模式验证期，业绩实现全面突破。伴随业务的快速增长，公司的网络规模经济效率进一步扩大，叠加科技水平提升全链路赋能精细化运营管理，持续优化资源投入产出效益，带动公司盈利能力持续提升。2018-2025H1 公司费用率整体呈现下降趋势，24 年、25H1 期间费用率为 6%、5.33%，同比下降 0.27pct、0.66pct。公司 23 年实现扭亏为盈，24 年、25H1 实现归母净利润 1.32、1.37 亿元，同比增长 161.8%、120.4%，归母净利率为 0.84%、1.34%，同比提升 0.43pct、0.44pct，主要系 1）中立开放的市场定位及全场景服务能力为公司带来订单量的持续增长，24 年、25H1 同城配送服务订单量同比增长超 30%、50%；2）业务结构持续优化，优质客户对收入的贡献增加；3）科技和精益管理推动运营底盘提质增效，网络规模经济效益扩大，持续改善毛利率及费用率，提升盈利能力。

图 26：公司 18 年-25H1 期间费用率（%）

图 27：公司 18 年-25H1 归母净利及归母净利率



资料来源: Wind, 山西证券研究所



资料来源: Wind, 山西证券研究所

3. 羽翼渐丰：坚守独立第三方，打造消费新基建

3.1 无商流独立第三方背景，成为第三方即配商家、流量平台首选项

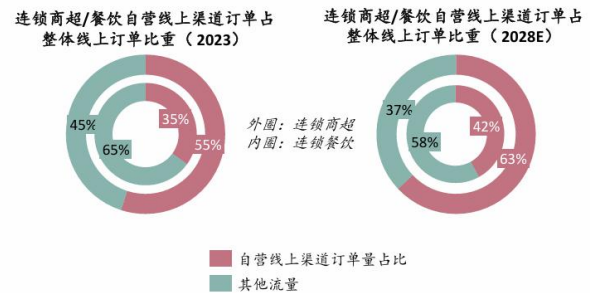
连锁商超/餐饮企业积极发展私域流量，通过第三方即时配送服务，强化配送服务履约能力。考虑到餐饮品牌连锁率仍在持续，叠加品牌规模化程度日益提升，连锁商超/餐饮企业对于实现降本增效、建立私域流量池等重要性日益提升。一方面考虑到潮汐效应的影响，多家餐饮、商超企业通过缩小自有骑手比重、与外部专业第三方运力平台合作，来提高配送服务履约效率和质量，从而实现降本增效。另一方面，多家连锁商超/餐饮企业不再希望被公域平台的商流分发机制以及利润分成模式所捆绑，对于更高毛利的追求愈发明显。它们开始通过自建 APP 和小程序等线上渠道，从自营渠道获取订单，来减少对单一外部平台流量和运力的依赖，同时通过建立私域流量池，有助于提高用户粘性、复购率和品牌忠诚度。根据沙利文数据，23 年连锁商超/餐饮自营线上渠道订单在整体线上订单的比重为 55%/35%，预计于 28 年该比例将提升至 63%/42%。顺丰同城作为无商流独立第三方背景的运力平台，与所有客户都不存在流量竞争关系，且业务覆盖全场景，或将成为第三方即配商家、流量平台的首选合作伙伴，帮助品牌打破单一平台依赖，实现跨渠道高效履约。24 年公司与山姆会员商店、肯悦咖啡、阿嬷手作等多个品类头部品牌合作，头部客户合作市占领先且持续提升，新增合作门店超 7500 家，新签订单收入高双位数增长。

图 28：多家餐饮巨头缩小自有骑手比重、与外部专业第三方运力平台合作



资料来源：Frost&Sullivan《2024 年中国即时配送行业趋势白皮书》，山西证券研究所

图 29：连锁商超/餐饮品牌自营线上渠道流量规模快速扩张



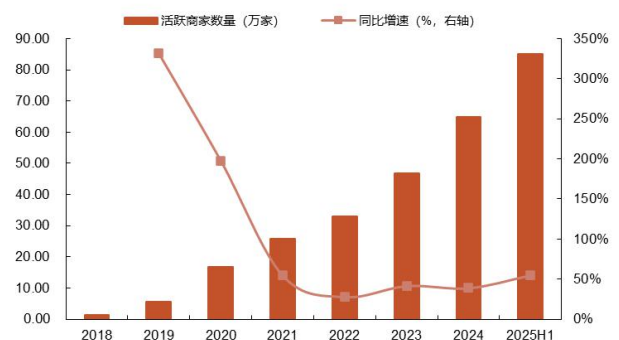
资料来源：Frost&Sullivan《2023 年中国即时配送行业趋势白皮书》，山西证券研究所

图 30：顺丰同城 24 年商家合作情况



资料来源：顺丰同城黑板报，山西证券研究所

图 31：顺丰同城 2018-2025H1 活跃商家数量



资料来源：公司 2021、2022、2023、2024 年年报，顺丰同城黑板报，公司招股章程，山西证券研究所

公司积极把握流量多极化趋势，凭借“全场景覆盖+全渠道兼容+强配送能力”，使其能够与其他流量平台合作共建生态，补齐物流短板。对用户而言，从下单到签收的时效长短，

直接影响对平台的信任度，超时送达的餐品可能变凉、生鲜可能腐坏，这类体验会直接拉低复购率；对流量平台而言，高效配送能支撑其拓展更远的服务半径、覆盖更多品类，进而抢占更大市场份额。基于独立第三方的平台属性以及强配送能力，顺丰同城已成为接入流量平台最为广泛和深入的第三方即时配送服务商。公司不仅是抖音、微信等无自有运力平台的承接方，而且是美团、饿了么、京东秒送等头部平台在高峰期的弹性运力补充。目前公司已与抖音、阿里巴巴、微信、滴滴快送等平台都达成了全生态合作。

图 32：公司广泛对接流量平台，多方合作持续深化

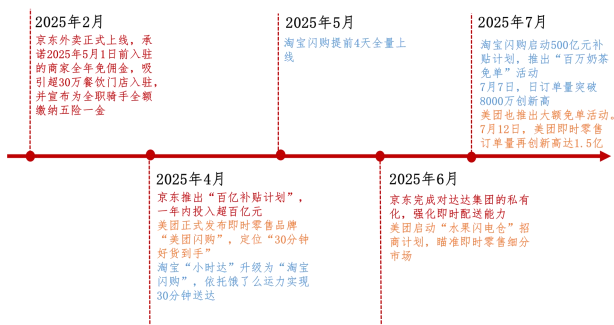


资料来源：顺丰同城黑板报，山西证券研究所

京东入局与美团、阿里上演“外卖三国杀”，叠加“补贴大战”加剧即时消费市场竞争白热化，顺丰同城作为第三方即配平台有望受益。25年2月11日京东宣布进军外卖市场，并于3月1日上线京东外卖。4月30日，饿了么联合淘宝闪购高调入场，推出百亿补贴、免单奶茶、大额红包等优惠，将战局推向高潮。5月13日，市场监管总局联合多部门约谈京东、美团、饿了么等企业，外卖大战偃旗息鼓。7月初，巨头间的即时零售“补贴大战”骤然升级。淘宝闪购、美团两大平台放出大量外卖红包券，包括“满25减21”“满25减20”“满16减16”等多张几乎无门槛的外卖券，京东外卖也发放了1000万张“苏超外卖”专享券。

7月5日，美团宣布即时零售当日订单突破1.2亿单，其中餐饮订单超过1亿。7月7日，淘宝闪购宣布日订单超8000万，日活跃用户超2亿。7月12日，淘菜网闪购、京东等平台再次发放多张折扣券和兑换券，及美团再破1.5亿订单量。综上来看，京东入局叠加“外卖补贴大战”虽然带来日订单量的快速骤升，但每单履约时效被延长。顺丰同城作为独立第三方即时配送平台，并具备强配送能力，有望承接平台的溢出单，为其带来收入增量。同时，商流侧的补贴或要求商家一同承担活动成本，反而会催化商家进行私域流量的转型、并转而使用第三方独立物流，例如顺丰同城。

图 33：京东入局及外卖大战时间线



资料来源：洞见数据研究院，表外表里公众号，重庆晨报，京东黑板报，闪时送，极目新闻，国际金融报，亿邦动力，淘宝闪购官方微信号，每日经济新闻，淘宝公众号，金融界，北京商报，山西证券研究所

图 34：淘宝、饿了么、美团战报



资料来源：淘宝公众号，美团 Meituan 公众号，山西证券研究所

3.2 与顺丰集团生态协同，一体化供应链方案巩固竞争力

与顺丰集团生态协同，一体化供应链方案巩固竞争力。公司通过与顺丰集团生态协同，打造“仓储+转运+同城即时配送”的一体化供应链解决方案，已为数码、服装、美妆、奢侈品等品类提供电商仓-仓、仓-店、仓/店-消费者的一站式履约服务，助力品牌电商转型、提效。客户可更便捷地选择适配的物流产品，助力顺丰同城与集团共同拓展高质量客户群，进一步提升

客户粘性。2024 年、2025H1，公司与集团联合服务的客户为其新增收入 3.67、2.08 亿元，同比增长 45.5%、29.5%。

图 35：顺丰同城一体化供应链解决方案

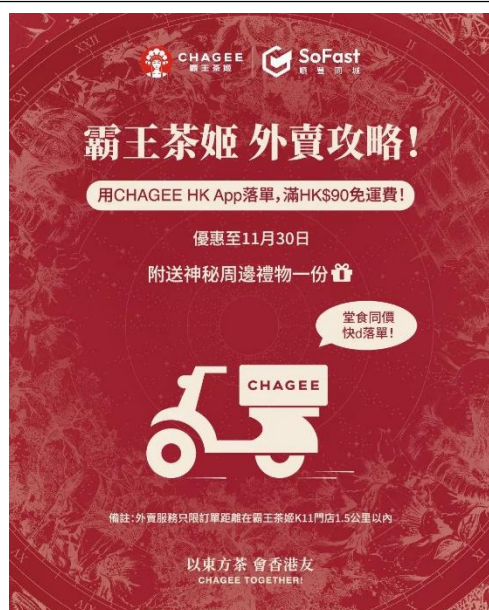


资料来源：顺丰同城黑板报，山西证券研究所

公司与 KA 大客户合作不断深化，赋能 KA 大客户出海。考虑到国内商家品牌出海自建物流成本高昂，而通过第三方即配平台提供本地配送能力再次成为最优选择。伴随国内餐饮品牌出海趋势不断加强，公司于 2024 年 7 月 1 日以“SoFast”品牌在香港开展即时配送服务，作为迈向全球市场的“首站”。2024 年霸王茶姬在香港开店，顺丰同城与其携手共建 APP 私域配送服务；2025 年杨国福麻辣烫食材出海，首战落地美国，顺丰同城联合顺丰集团以一体化供应链解决方案，助力海外门店原材料的稳定供应。

图 36：顺丰同城赋能霸王茶姬出海

图 37：顺丰同城联合顺丰集团助力杨国福美味出海



资料来源：顺丰同城黑板报，山西证券研究所



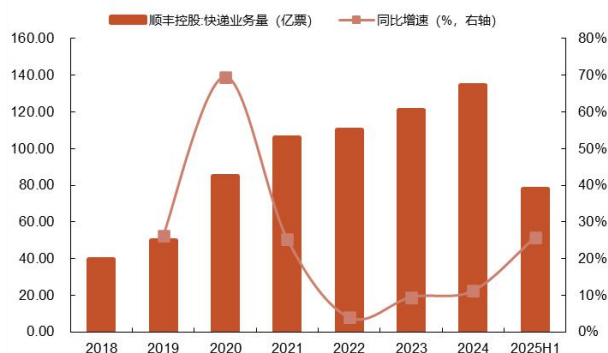
资料来源：顺丰同城黑板报，山西证券研究所

顺丰控股业务量增速持续领先，公司有望从集团内部获得更多“最后一公里”订单。顺丰控股快递单业务量维持稳健增长，根据顺丰控股披露的月度快递物流业务经营简报数据，25H1 顺丰同城快递业务量为 78.13 亿件，同比增长 25.73%，增速快于圆通、韵达、申通。公司依托与顺丰集团在传统快递及供应链领域的深度协同，未来有望从集团内部获得更多“最后一公里”的配送订单。

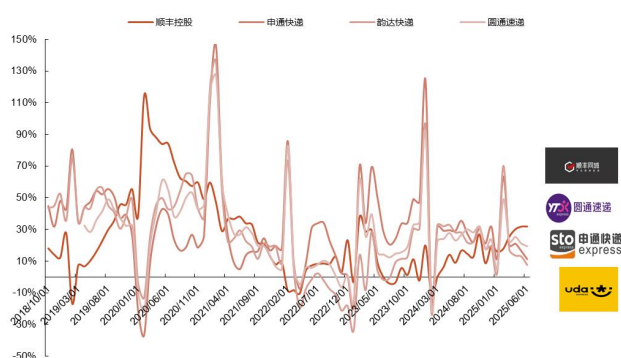
最后一公里业务表现超预期，公司上修与顺丰控股集团关联交易年度上限。2025 年 6 月 13 日，为满足最后一公里配送服务增加的需求，公司拟修订截至 2025 年及 2026 年 12 月 31 日止年度提供最后一公里配送服务的原年度上限。主要原因如下：1) 2024 年公司最后一公里配送服务的历史交易金额同比增速约为 33.3%，实现快速增长；2) 公司弹性运力网络及强劲的交付能力能更好满足客户的最后一公里配送需求，继而实现最后一公里配送服务收入的快速提升；3) 预计顺丰集团时效快递业务将保持强劲增长，以及双方在集派、散派、电商退货上门揽收等物流服务环节持续深化合作；4) 对截止 2026 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。经修订后的与顺丰控股关联交易 2025/2026 年年度上限分别为 128.5/205.5 亿元，分别同比增长 101.7%/60.0%，较原关联金额上限分别增长 33.9%/82.8 亿元，较原关联金额上限分别增长 35.9%/67.5%。

图 38：顺丰控股快递业务量及同比增速

图 39：各公司业务量增速（18 年 10 月-25 年 6 月）



资料来源: Wind, 山西证券研究所



资料来源: Wind, 公司公告, 山西证券研究所 (注: 右边为 25 年上半年快递业务量同比增速排名)

3.3 布局“AI+无人”战略，科技赋能提效

接入大模型及推出 CLS 城市物流系统，数智化赋能高质量履约，2024 年、2025H1 公司时效达成率高达 95%，3 公里以内订单的平均配送时长分别为 22 分钟、23 分钟。在内容运营数字化方面，公司自研的 CLS 城市物流系统涵盖智能业务规划及营销管理、骑手融合调度及智能订单分发、智能运营优化等三大核心功能，并实现了核心链路的协同效应。该系统在大模型的加持下，能有效预测订单波动情况，并综合统筹前端营销策略、骑手分布和调度、路线规划、接起意愿和补贴、到店等待时间和配送时间等因素，可以实现不同行业、场景和复杂配送网络中订单与骑手之间的最优匹配，减轻骑手压力的同时也能让履约能力更加稳定。同时，公司积极推进 AI 大模型能力的多场景应用，并已与国内多个大模型厂商达成合作，在用户需求偏好分析、商户运营策略、智能客服问答、配送流程及运力调度管理等全流程实现体验升级和效率提升。

图 40: CLS 三大核心功能圈

图 41: 科技赋能提效



资料来源：2024 年顺丰同城 ESG 报告，山西证券研究所

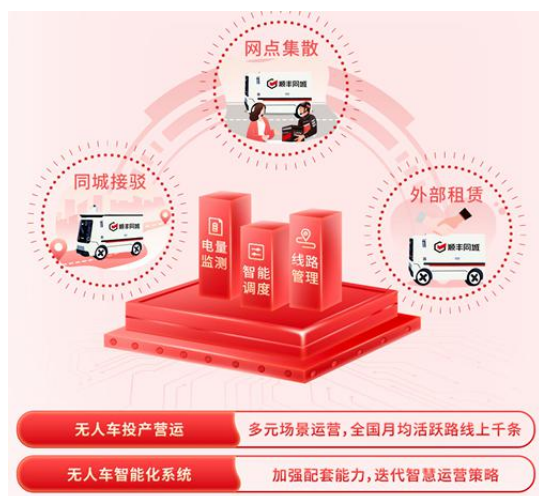


资料来源：顺丰同城黑板报，山西证券研究所

加速布局无人配送等技术领域，“人车协同”为物流畅通提质增效。公司持续加大无人配送技术应用，截止 25 年上半年，公司已在全国 60 多个城市投放无人车配送，无人车运营规模增至 300 台，月均活跃行程约 2 万趟。同时，在系统侧配套方面持续加强车辆调度、运营监管、线路启停等功能，并迭代运营策略、加强实时监控，不断提升无人车的履约效率和稳定性，进一步降低成本。公司目前投运的白犀牛 R5 无人车，搭载高精度激光雷达、感知摄像头等融合设备，通过智能路径规划和秒级响应能力，使单日配送量可达 3000 票，人力成本直降 50%。公司已打造出“无人配送+二轮/四轮车+骑手”的“天地人”完整配送生态，通过与 CLS 智能调度系统及大模型相结合，形成多种人机协同的配送模式，能覆盖各类长距离、大重量非标配送，为商超便利、生鲜果蔬、3C 家电等垂直品类定制差异化解决方案。

图 42：顺丰同城无人配送

图 43：顺丰同城无人车



资料来源：顺丰同城黑板报，山西证券研究所



资料来源：顺丰同城黑板报，山西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

公司主营业务收入按下游需求拆分为同城配送服务、最后一公里配送服务两大类。

- 1) 同城即时配送服务：伴随即时零售各品类景气度、各时段渗透率的持续提升，叠加本地生活物流仓储基础设施的持续完善、数字化运营能力的快速提升以及消费者对于消费确定性和时效性日渐提升的要求，共同驱动国内即时配送行业快速增长。根据艾瑞咨询数据预测，2023-2028 年即时配送行业规模 CAGR 为 18.9%。根据沙利文数据预测，2023-2028 年即时配送行业订单规模 CAGR 为 14.5%。结合行业快速发展趋势，我们预计 2025-2027 年公司同城即时配送服务收入增速分别为 24.28%、21.59%、17.31%。
- 2) 最后一公里配送服务：考虑到顺丰控股业务量增速持续领先，公司有望从集团内部获得更多“最后一公里”订单。我们预计 2025-2027 年公司最后一公里配送服务收入增速分别为 90.16%、61.32%、24.51%。

表 6：公司盈利预测（百万元）

拆分	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
A. 同城配送服务（百万元）	7387.27	9121.16	11335.90	13783.17	16168.81
yoy	12.81%	23.47%	24.28%	21.59%	17.31%
其中：面向商家的同城配送（ToB）	5219.68	6688.29	8659.74	10839.40	12930.66
yoy	12.26%	28.14%	29.48%	25.17%	19.29%
其中：面向消费者的同城配送（ToC）	2167.59	2432.87	2676.15	2943.77	3238.15
yoy	14.16%	12.24%	10.00%	10.00%	10.00%
B. 最后一公里配送服务	5000.15	6624.93	12598.15	20322.85	25304.10
yoy	35.86%	32.49%	90.16%	61.32%	24.51%
合计营业收入（百万元）	12,387.42	15,746.08	23,934.05	34,106.02	41,472.92
yoy	20.67%	27.11%	52.00%	42.50%	21.60%
毛利率（%）	6.42%	6.80%	7.24%	7.42%	7.54%

资料来源：Wind，山西证券研究所

成本端，劳务外包成本为公司主要的营业成本支出，随着公司业务量的持续扩张，骑手相关开支预计将有所增加，我们假设劳务外包成本 2025-2027 年分别同比增长 51.8%、42.5%、21.5%。公司营业成本 2025-2027 年分别同比增长 51.30%、42.21%、21.45%。

表 7：营业成本测算（百万元）

拆分	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
劳务外包成本	11408.686	14460.953	21951.73	31281.21	38006.67
yoy	18.42%	26.75%	51.8%	42.5%	21.5%
材料成本	52.992	70.016	94.52	122.88	153.60
yoy	-11.49%	32.13%	35.0%	30.0%	25.0%
无形资产摊销	30.038	35.505	39.06	42.96	47.26
yoy	-52.65%	18.20%	10.0%	10.0%	10.0%
雇员福利开支	21.173	36.855	38.70	40.63	42.66
yoy	-10.24%	74.07%	5.0%	5.0%	5.0%
使用权资产折旧	10.988	3.29	3.62	3.98	4.38
yoy	38.70%	-70.06%	10.0%	10.0%	10.0%
物业、厂房及设备折旧	1.606	1.906	2.10	2.31	2.54
yoy	-15.12%	18.68%	10%	10%	10%
其他	67.193	66.062	72.67	79.94	87.93
yoy	9.42%	-1.68%	10%	10%	10%
总计营业成本（百万元）	11592.676	14674.587	22202.39	31573.90	38345.03
yoy	17.67%	26.58%	51.30%	42.21%	21.45%

资料来源：Wind，山西证券研究所

在上述假设下，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 239.34、341.06、414.73 亿元，同比+52.0%、+42.5%、+21.6%，毛利率分别为 7.2%、7.4%、7.5%，归母净利润分别为 3.1、5.9、8.9 亿元，净利润率分别为 1.3%、1.7%、2.1%。

4.2 投资建议

享即时零售的赛道红利，做即时零售背后的卖铲人。从需求端来看，随着流量多极化趋势加速演进、多元即时零售业务并存发展、持续扩容的餐饮外卖供给、即时零售向全品类覆盖，叠加下沉市场数字零售的高速发展，多重动能交织发力，驱动即时配送行业迎来快速增长期。根据艾瑞咨询数据预测，2023-2028 年即时配送行业规模 CAGR 为 18.9%。根据沙利文数据预测，2023-2028 年即时配送行业订单规模 CAGR 为 14.5%。从供给端来看，在即时配送行业兼具独立第三方属性及全场景业务覆盖能力的企业具备稀缺性。顺丰同城凭借“第三方+全场景业务覆盖+全渠道兼容”属性，精准契合即时配送行业的发展趋势，有望实现快速成长。

背靠顺丰集团，致力于成为“新消费配送第一品牌”。公司是国内规模最大的独立第三方即时配送服务平台，已实现对新消费时代四大主流消费场景餐饮外卖、同城零售、近场电商及近场服务的全面覆盖，业务类型主要分为面向商家、消费者的同城配送以及最后一公里配送。伴随公司规模效应、网络效应的加强，叠加科技水平提升全链路赋能精细化运营管理，持续优化资源效益，带动公司盈利能力持续提升，23 年公司净利润首次扭亏为盈，实现归母净利润 0.51 亿元，24 年实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 159%。

坚守独立第三方，打造消费新基建。1) 在私域流量运营走向精细化、即时零售行业规模快速增长、流量渠道持续多元化的背景下，商户对高质量即时配送服务的需求日益提升。顺丰同城作为无商流独立第三方背景的运力平台，或将成为第三方即配商家、流量平台的首选合作伙伴；2) 受“外卖大战”的影响即时零售日订单量快速骤升，第三方即配平台有望承接商流平台的溢出单。同时，商流侧的补贴或要求商家一同承担活动成本，反而会催化商家进行私域流量的转型、并转而使用第三方独立物流；3) 顺丰同城依托与顺丰集团在传统快递及供应链领域的深度协同，公司得以进一步扩大客户基础、提升业务规模，进而通过规模效应，持续增强盈利能力；4) 公司通过布局无人配送、AI 赋能等智能化手段驱动配送效率与服务质量双提升，有望进一步优化成本结构、扩大盈利能力。

公司 25-27 年 PE 估值低于可比公司均值。公司是国内领先的独立第三方即时配送服务平台，专注于提供全场景、高效率的同城物流服务。为便于对比分析，我们选取同布局同城即时配送业务的美团-W、极兔快递-W、京东物流作为公司的可比公司。行业方面，1) 在私域流量运营走向精细化、即时零售行业规模快速增长、流量渠道持续多元化的背景下，商户对高质量即时配送服务的需求日益提升；2) 受京东入局及“外卖大战”的影响即时零售日订单量快速骤升，第三方即配平台有望承接商流平台的溢出单。同时，商流侧的补贴或要求商家一同承担活动成本，反而会催化商家进行私域流量的转型、并转而使用第三方独立物流。考虑到公司作为国内领先的独立第三方即时配送服务平台，并拥有稀缺的“第三方+业务全场景覆盖+全渠道兼容”属性，一方面将深度受益于即时配送行业的蓬勃发展、线上流量去中心化的行业红利；另一方面，依托与顺丰集团在传统快递及供应链领域的深度协同，公司得以进一步扩大客户基础、提升业务规模，进而通过规模效应，持续增强盈利能力。此外，公司通过布局无人配送、AI 赋能等智能化手段驱动配送效率与服务质量双提升，有望进一步优化成本结构、扩大盈利能力。参考可比公司估值及增速，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

表 8：可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
3690.HK	美团-W	5,396	358.08	42.32	293.34	488.39	128	18	11
1519.HK	极兔速递-W	836	1.14	3.07	5.60	7.78	272	149	107
2618.HK	京东物流	748	70.88	66.79	79.40	92.00	11	9	8
	平均	-	143.37	37.39	126.11	196.06	137	59	42
9699.HK	顺丰同城	108	1.32	3.09	5.85	8.91	35	19	12

资料来源：Wind 一致预期，山西证券研究所，顺丰同城盈利预测来自山西证券研究所，数据截止 2025 年 10 月 20 日

5. 风险提示

- 1) **人力成本上升风险：**即配行业属于劳动密集型行业，公司主要营业成本为劳务外包成本。随着我国人口红利的下降，人力成本存在一定的上升压力。若未来公司不能获得足够的业务量或无法有效地管控成本投入，将可能对未来的业务增长带来一

定的压力；

- 2) **消费需求不及预期：**若餐饮外卖及非餐场景的订单规模出现下滑，将可能对未来的业务增长带来一定的压力；
- 3) **即配行业市场竞争加剧风险：**京东入局即时配送行业或导致即配行业市场竞争加剧，甚至引发“价格战”。若行业竞争激烈程度加剧，或对公司盈利能力产生不利影响；
- 4) **技术投入回报不及预期风险：**公司在无人车、AI 等技术领域的投入需要长期回报周期，若技术商业化进程缓慢，可能对公司盈利能力产生不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,781	4,272	5,437	7,100	8,774
现金	1,902	1,370	1,479	1,934	2,734
应收票据及应收账款	1,195	1,660	2,460	3,506	4,263
预付账款	76	88	204	290	353
存货	7	8	20	28	34
其他流动资产	601	1,146	1,274	1,341	1,390
非流动资产	419	398	417	428	432
长期投资	28	27	27	27	27
固定资产	12	22	40	75	101
无形资产	161	142	118	95	71
其他非流动资产	217	207	232	232	232
资产总计	4,200	4,670	5,854	7,528	9,205
流动负债	1,207	1,700	2,576	3,665	4,452
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	703	1,030	1,558	2,215	2,690
其他流动负债	504	670	1,018	1,450	1,762
非流动负债	11	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	9	9	9	9
负债合计	1,219	1,709	2,585	3,674	4,461
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	933	917	917	917	917
资本公积	2,048	2,043	2,043	2,043	2,043
留存收益	0	0	309	893	1,784
归属母公司股东权益	2,981	2,961	3,269	3,854	4,744
负债和股东权益	4,200	4,670	5,854	7,528	9,205

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	266	272	96	433	772
净利润	-1	111	281	557	863
折旧摊销	80	62	31	39	47
财务费用	-40	-29	-36	-44	-50
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	0	0	0
其他经营现金流	228	128	-180	-119	-88
投资活动现金流	295	-644	-23	-23	-23
筹资活动现金流	-120	-159	36	44	50
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.14	0.34	0.64	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.30	0.11	0.47	0.84
每股净资产(最新摊薄)	3.25	3.23	3.56	4.20	5.17

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,387	15,746	23,934	34,106	41,473
营业成本	11,593	14,675	22,202	31,574	38,345
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	213	234	347	477	539
管理费用	517	637	957	1,262	1,410
研发费用	92	108	155	227	284
财务费用	-40	-29	-36	-44	-50
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	-1	0	0	0
营业利润	2	120	308	610	945
营业外收入	46	25	30	30	30
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	48	145	338	640	975
所得税	-2	13	29	55	84
税后利润	51	132	309	585	891
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	51	132	309	585	891
EBITDA	88	178	333	634	972

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	20.67	27.11			21.60
营业利润(%)	-	58.27	156.02	98.13	54.94
归属于母公司净利润(%)	117.64	161.79	132.99	89.41	52.36
获利能力					
毛利率(%)	6.42	6.80	7.24	7.42	7.54
净利率(%)	0.41	0.84	1.29	1.71	2.15
ROE(%)	1.70	4.47	9.44	15.17	18.77
ROIC(%)	-2.72	7.08	19.68	27.62	32.59
偿债能力					
资产负债率(%)	29.02	36.60	44.16	48.81	48.46
流动比率	3.13	2.51	2.11	1.94	1.97
速动比率	3.06	2.49	2.04	1.87	1.90
营运能力					
总资产周转率	2.95	3.37	4.09	4.53	4.51
应收账款周转率	10.36	9.48	9.73	9.73	9.73
应付账款周转率	16.49	14.25	14.25	14.25	14.25
估值比率					
P/E	213.86	81.69	35.06	18.51	12.15
P/B	3.63	3.65	3.31	2.81	2.28
EV/EBITDA	104.87	51.15	28.31	14.94	9.31

资料来源：iFinD、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

