

投资评级：买入（维持）
证券研究报告|公司专题报告
交通运输
2026年6月2日



顺丰同城：第三方即配龙头，全场景渗透+集团协同助力高速增长

证券分析师

姓名：孙延

资格编号：S1350524050003

邮箱：sunyan01@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：王惠武

资格编号：S1350524060001

邮箱：wanghuiwu@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：曾智星

资格编号：S1350524120008

邮箱：zengzhixing@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：张付哲

资格编号：S1350525070001

邮箱：zhangfuzhe@huayuanstock.com



■ 即时配送行业：品类、渠道、市场三重扩容驱动行业高增

- **需求端：**品类、渠道、市场多重扩容，餐饮底盘稳固+非餐高速增长+下沉市场放量。艾瑞咨询和中物联同城即时物流分会分别预计2025-2028年行业规模/订单量将保持高速增长，**复合增速约17.4%/17.6%**，2028年即时配送行业规模预计或超8100亿元，订单规模或超980亿单。
- **供给端：**骑手为履约核心，人力成本刚性，专送+众包双轮驱动降本增效；行业形成平台主导、第三方补充格局，2026年行业逐步进入规范深化期，竞争转向智能调度、成本控制、生态协同等综合能力比拼。

■ 顺丰同城：独立第三方即时配送平台，即时配送高景气红利助力同城配送业务高增，集团协同推动最后一公里降本增效。

- **同城配送：**ToB+ToC双轮驱动，ToB端（增长主力）以中立定位锁定KA客户高质量需求，深度绑定麦当劳、山姆等头部品牌，叠加渠道流量多元化，驱动业务加速上行，ToC端依托顺丰品牌背书打造差异化壁垒，锚定本地生活赛道，与ToB端形成运力共享、成本摊薄的协同效应。
- **最后一公里：**以弹性运力承接顺丰等末端配送，收入高增、协同降本。**布局无人配送，以科技运力推动末端降本与资产增值。**

■ **盈利预测与估值：**我们预计公司2026-2028年经调整净利为5.9/8.0/9.8亿元，对应经调整PE约为10.6x/7.8x/6.4x（20260601股价，对应港元兑人民币汇率为0.86元），我们选取圆通速递/顺丰控股为可比公司，26年平均估值为13倍，考虑到公司所属行业仍处于高速发展期，公司作为即时配送三方龙头，有望享受行业加速渗透、集团末端网络复用、无人配送规模化降本等多重红利，业绩增速与盈利质量具备向上弹性，当前估值具有性价比，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**行业需求回落风险；竞争格局恶化风险；成本增加风险。

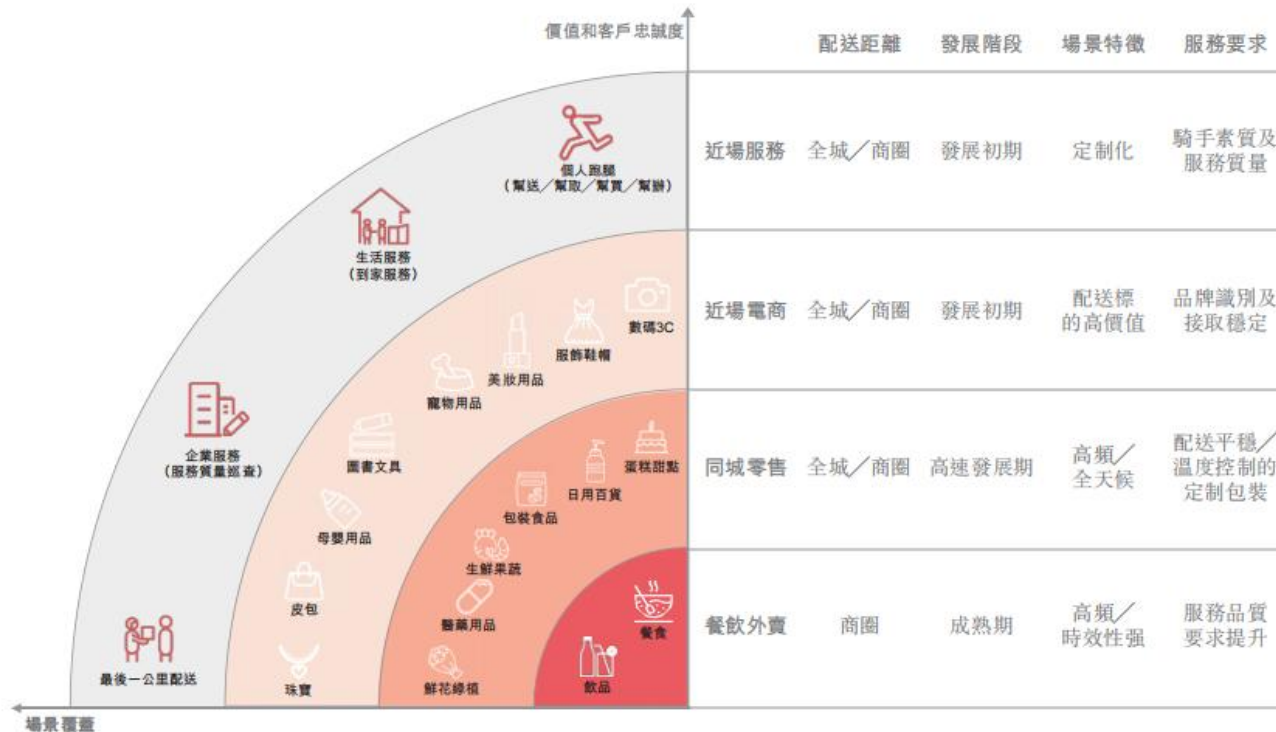
主要内容

1. 即时配送行业：品类、渠道、市场三重扩容驱动行业高增
2. 顺丰同城：独立第三方即时配送平台，同城配送及最后一公里业务双轮驱动
3. 盈利预测与估值
4. 风险提示

即时配送承载本地履约核心功能，支撑全场景服务到家闭环

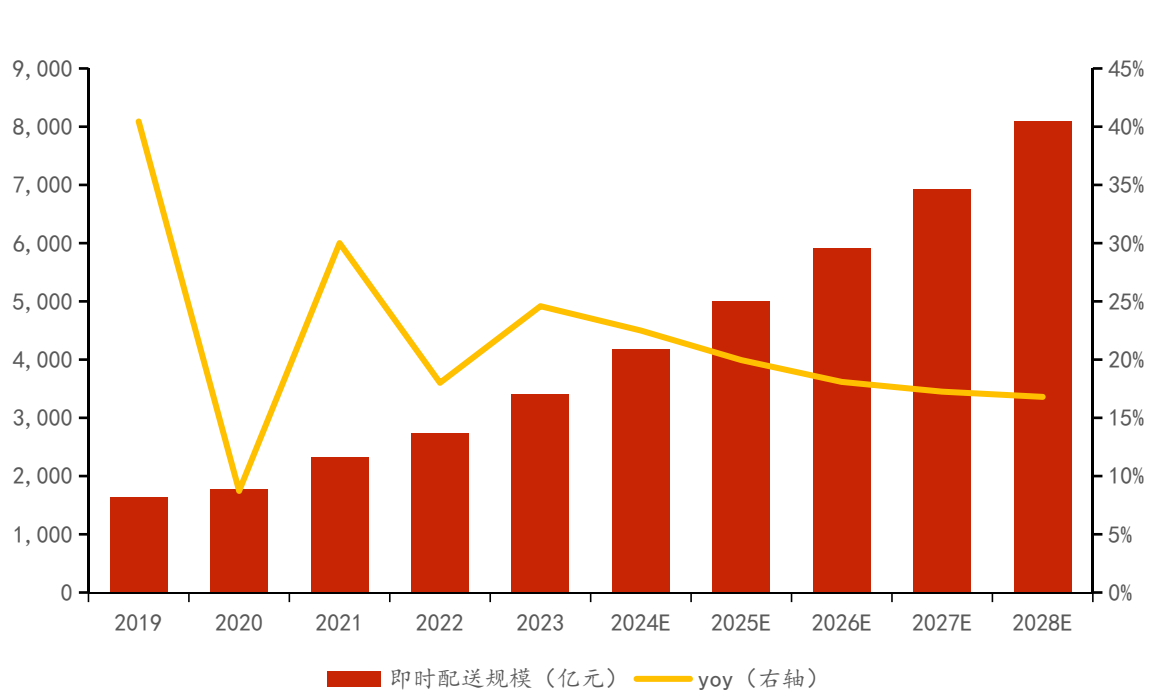
- **即时配送**是依托大数据、互联网，满足本地短距离、高时效“即时可得”需求的物流服务，覆盖餐饮、生鲜、商超、医药等，是连接商家与用户的重要纽带。即时配送服务以**点对点同城履约**为核心，覆盖餐食、饮品、数码3C等多元品类，由第三方或平台自营的即时配送网络提供服务，**骑手平均配送时效为数小时内**。服务采用动态定价机制，核心影响因素包括配送距离、物品重量、骑手与起止点的相对位置、忙/闲时段、天气、季节、骑手单量及定制化配送需求等。
- 四大服务场景：**1) 餐饮外卖**：覆盖食品、饮品的即时配送。**2) 同城零售**：零售行业线上线下一体化趋势驱动，覆盖生鲜果蔬、鲜花绿植、蛋糕甜点、日用百货等品类配送。**3) 近场电商**：电商商家，覆盖数码3C、服饰箱包、珠宝美妆、图书文具等品类配送。**4) 近场服务**：toB&C，个人跑腿、生活服务、企业商业服务及最后一公里配送等。

图表：我国即时配送服务行业的场景

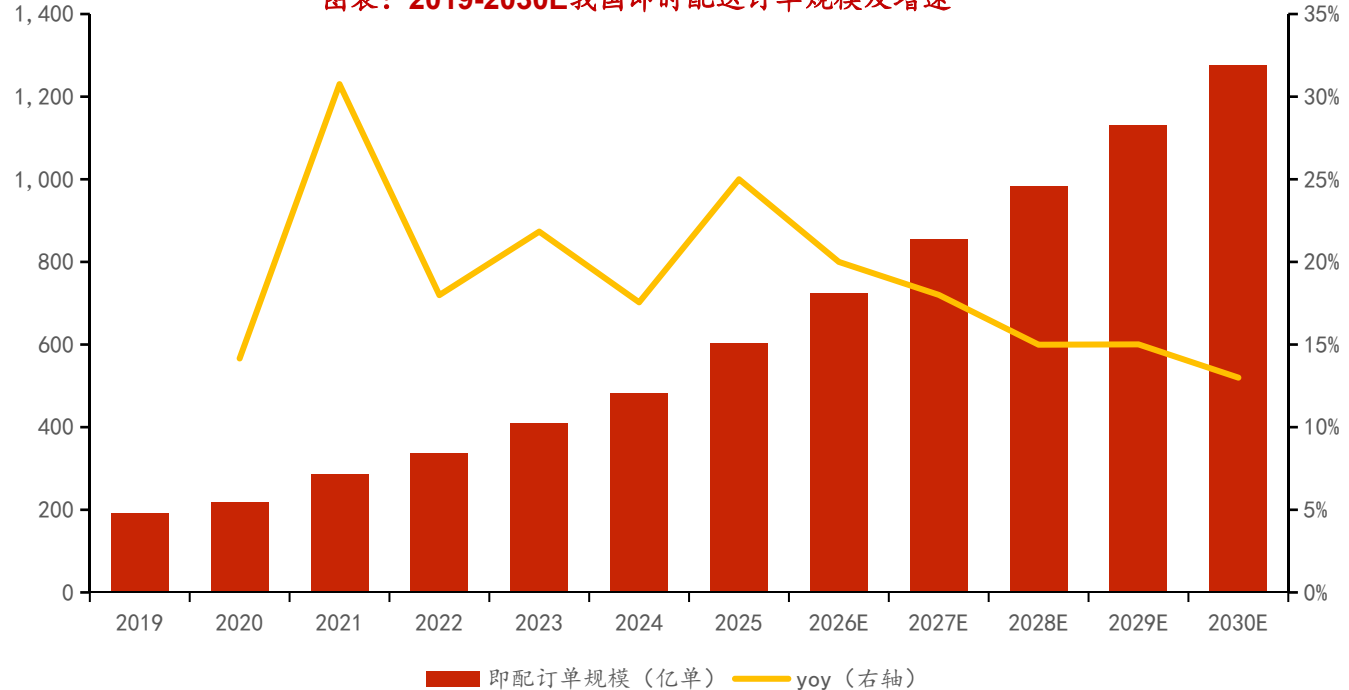


- 即时配送行业仍处于高速成长期，3C、零食、服装、日化等渗透率提升带来增量。艾瑞咨询预计2024年即时配送行业规模约为4177亿元，根据中物联同城即时物流分会，订单规模达483亿单，2019-2024年CAGR分别达20.5%/20.3%，除餐饮外卖场景之外，3C数码、零食饮料、服装鞋帽、生活日化等诸多品类或将成为即时零售和即时配送行业的重要增量来源，为即时配送行业带来持续增长动能。
- 艾瑞咨询和中物联同城即时物流分会分别预计2025-2028年行业规模/订单量将保持高速增长，复合增速约17.4%/17.6%，2028年即时配送行业规模预计或将超8100亿元，订单规模或超980亿单。

图表：2019-2030E我国即时配送规模及增速

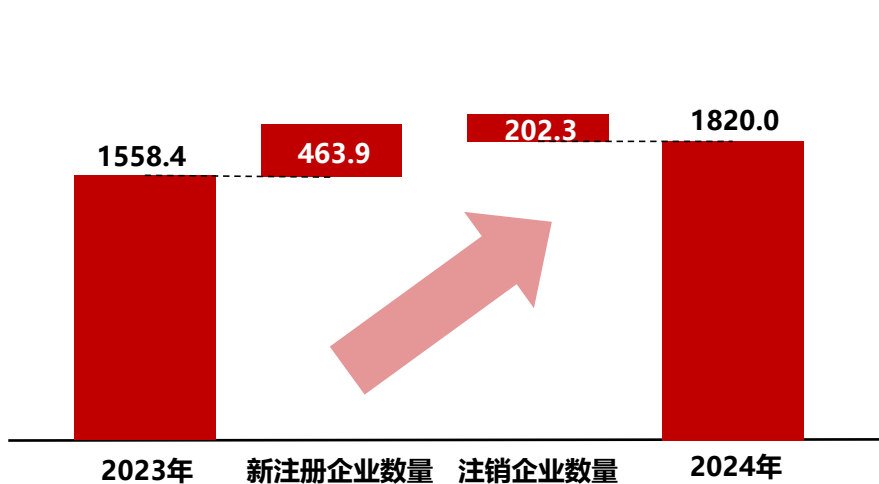


图表：2019-2030E我国即时配送订单规模及增速

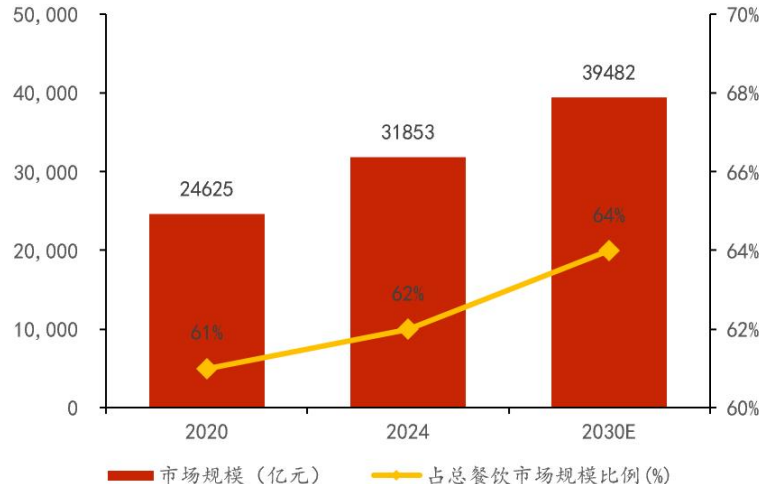


- **餐饮供给仍在增加，且整体餐饮快餐化趋势明显：**根据沙利文研究，2024年餐饮行业保持扩容，全年新注册餐饮企业达463.9万家，存量增至1820万家。快餐在餐饮市场占核心地位，2024年市场规模占比达62%，为餐饮第一品类，预计未来5年，快餐及简餐市场将加速实现规模化、连锁化发展。快餐化趋势下，消费者对餐饮的便捷性和时效性要求更高。即时配送服务能够快速响应消费者需求，将餐饮产品快速送达，满足消费者“即时需求、即时满足”的期望。
- **原本偏多人堂食的餐饮品牌也在做小份餐食，加深外卖渗透率，为即时配送行业增长提供了更大动能：**“一人食”概念兴起，海底捞、西贝等品牌推出相关产品精准适配单身及独居群体；同时，迷你火锅等此类餐品对即时配送的专业度要求显著提升，不仅需低温冷链保障食材新鲜与口感，还需应对重包装配送，对配送的稳定性与安全性提出了更高挑战。

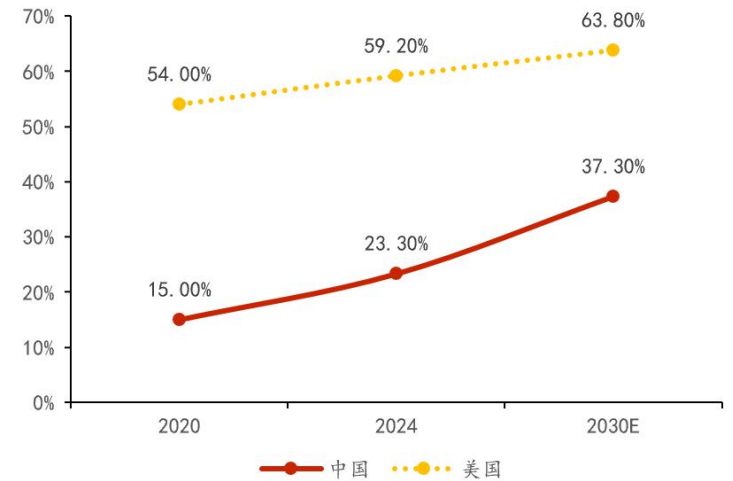
图表：中国餐饮相关企业注册情况（万家），2023-2024年



图表：中国快餐行业市场规模，2020-2030E



图表：餐饮连锁化率，中国及美国，2020-2030E



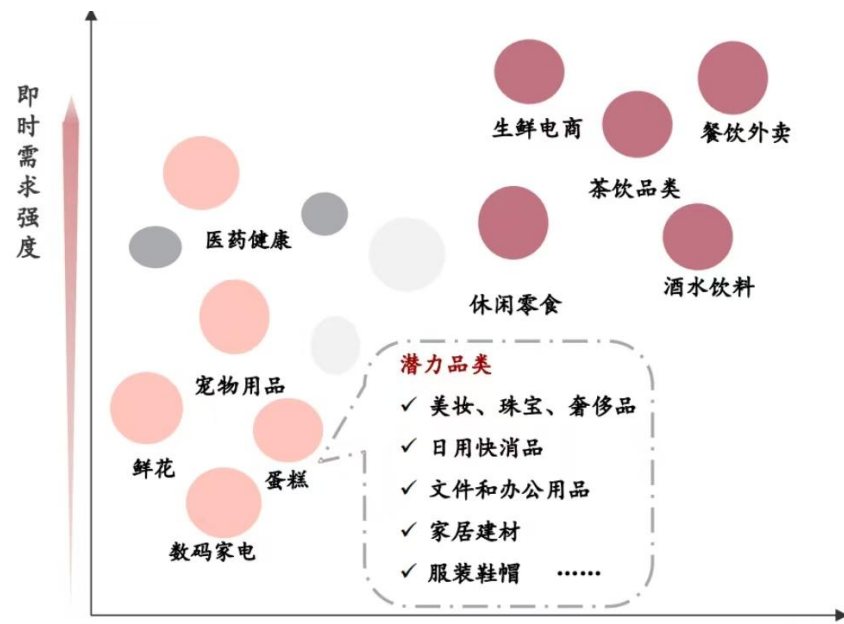
非餐需求：渠道多元化+品类扩容，驱动行业边界不断拓展

- **渠道多元化与流量入口多极化驱动需求增长：**1) **拓宽消费触达、激发冲动即时消费：**刷短视频、看直播、逛社群、刷朋友圈能看到附近商超、便利店、奶茶店、鲜花店，原本不会发生的即时消费被频繁触发；2) **私域+社群+本地生活，强化复购与高频消费：**社群和私域通常围绕小区、商圈等本地场景建立，商家通过社群日常推送新品、优惠、套餐、时令商品，**高频触达+持续种草**，不断唤醒需求，把潜在需求转化为即时下单，让用户形成固定消费习惯，叠加福利与社群互动，提升用户粘性，让客户从**偶尔购买变成高频复购**。
- **行业品类持续扩容，全品类即时化趋势明确，从基础日用向近场电商、近场服务延伸。**1) **消费习惯改变：**外卖、生鲜到家高度普及，用户已经养成“线上下单、小时级/分钟级送达”的习惯，对时效的预期大幅提升，开始自然延伸到更多品类。2) **本地供应链日趋成熟：**线下商超、品牌连锁店、专业门店加速线上化，库存更贴近消费者，使得高客单价、非标品类具备即时配送的基础条件。

图表：渠道多元化



图表：品类持续扩容

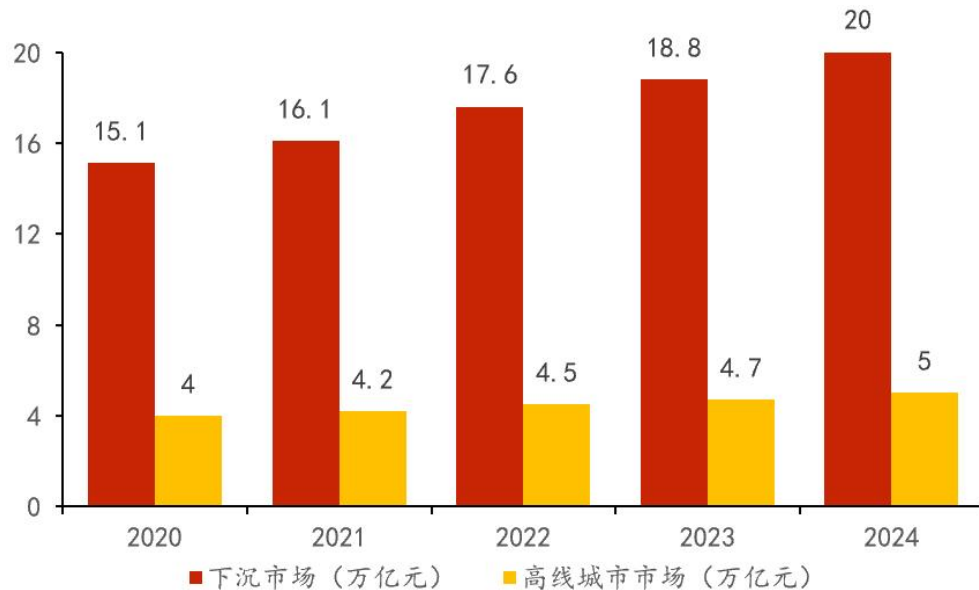


注：气泡大小代表品类增速

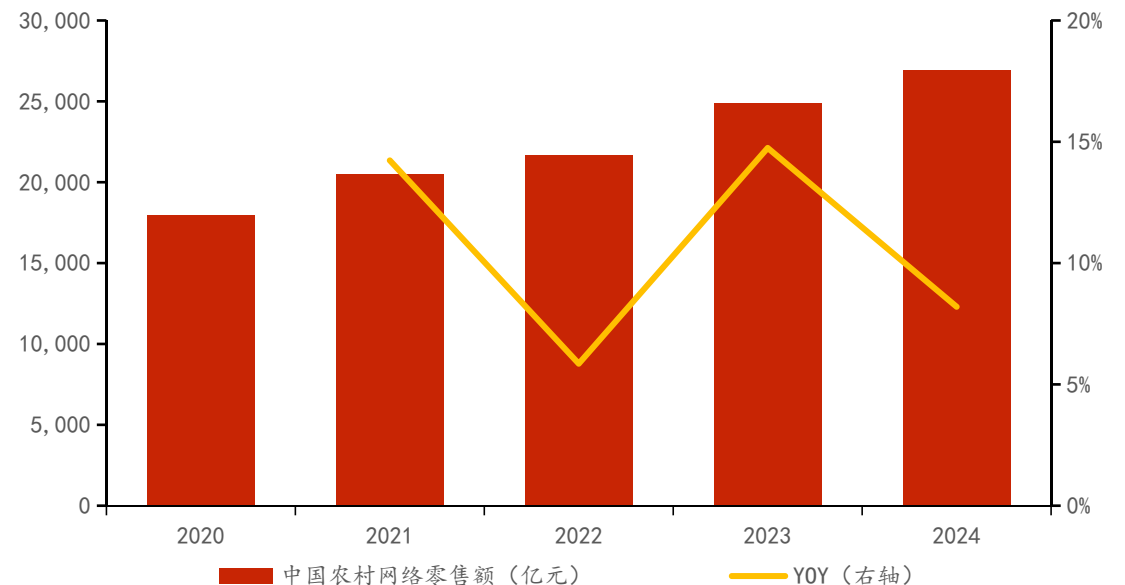
需求端：下沉市场潜力逐步释放，带动即时配送需求持续扩容

- **低线市场居民消费能力提升、消费习惯线上化趋势明确：**根据沙利文研究数据，2020至2024年间下沉零售市场潜力逐步释放，规模从15.1万亿元增至20万亿元，CAGR约7.3%，规模与增量均明显高于高线城市市场（4.0万亿→5.0万亿元），同期农村网络零售额由1.79万亿元升至2.69万亿元，年均复合增长率达10.7%，线上化趋势明确。
- **随着数字化渗透持续加深、即时配送网络向县域乡镇不断延伸，下沉市场有望成为即时配送行业核心增量市场：**1) 线下商业布局分散、传统电商时效滞后、售后体验不佳等结构性痛点长期存在，或制约消费潜力的充分释放。2) 传统电商多为异地仓发货，配送周期长、退换流程繁琐，难以满足日常高频、急用类消费需求。即时零售依托本地门店就近发货、即时配送的模式，恰好补齐**时效与体验短板**，有望将下沉市场庞大的消费基数、快速提升的线上渗透率与日益旺盛的即时性需求有效打通。

图表：中国下沉零售市场与高线城市零售市场规模对比

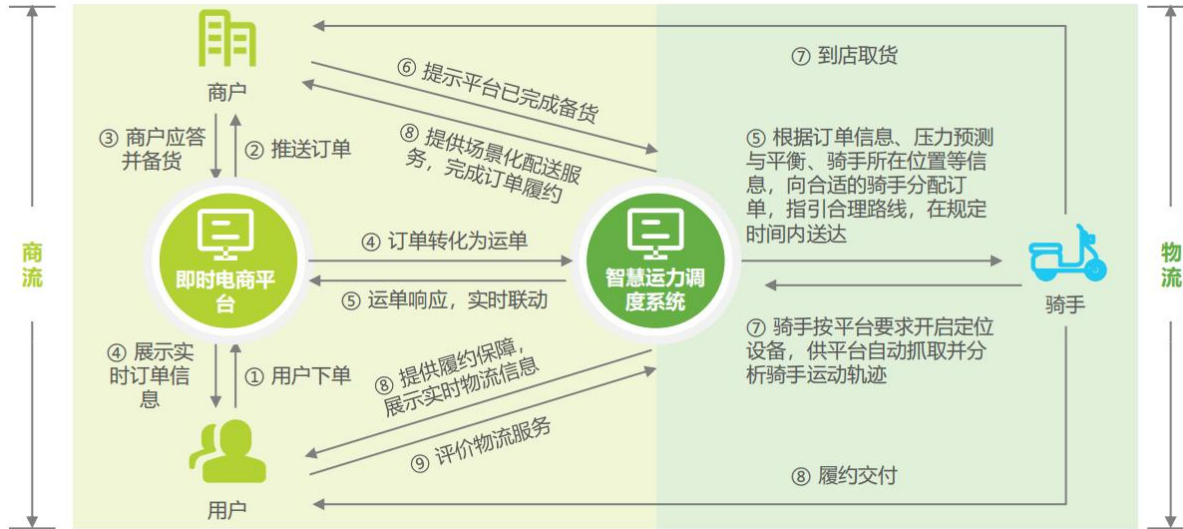


图表：中国农村网络零售额

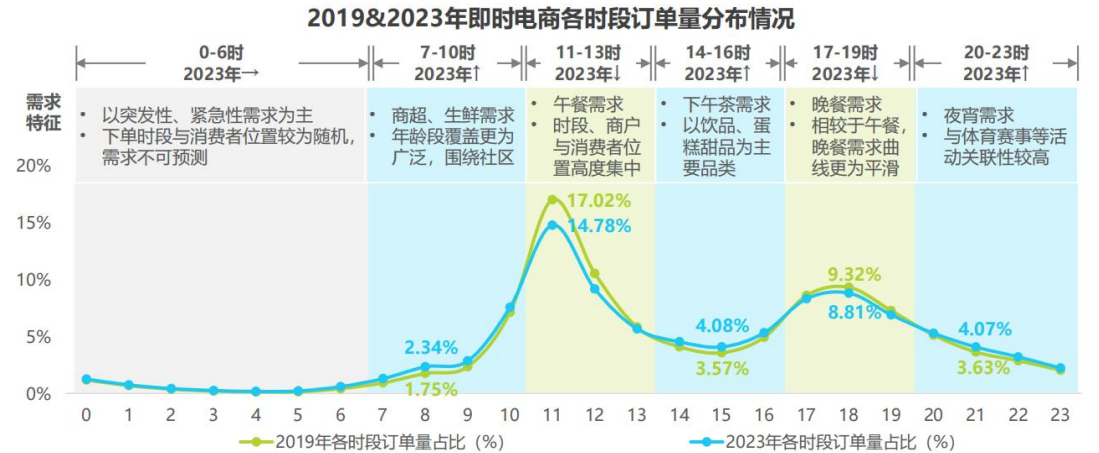


- **即时配送的时效性+订单复杂性决定了骑手为履约核心**：1) **即时配送时效要求较高**：30分钟左右送达（外卖）、1小时内送达（闪送/跑腿），分拨、中转环节会拖累时效；2) **订单潮汐特征显著，需求碎片化、随机化**：即时配送需求潮汐性特征显著，午晚双高峰订单量远高于平峰，取送点高度分散且无固定流向，难以批量集货。3) **终端场景复杂**：城市末端入户、上楼、沟通用户等场景复杂，对灵活履约要求极高。
- **骑手为履约核心，人力成本较为刚性，技术优化与模式创新或决定降本增效空间**：以顺丰同城为例，根据公司2025年年报，骑手成本（劳务外包成本+雇员福利开支）约占公司营业成本99%，整体较为刚性。我们认为骑手数量或随单量增加而提升，单均成本下降有限。**效率提升或靠调度优化，而非规模本身**，通过**智能调度提效、运力调峰、提升订单密度**三种方式，有望间接提高人效、降低单均配送成本，实现降本增效。

图表：即时配送平台履约示意图



图表：即时电商订单潮汐性特征显著



■ 即时配送行业的运力组织模式按骑手工作自主性可分为**专送模式**与**众包模式**，企业按订单要求差异化配置运力：

- 1) **专送模式**：固定工时、固定站点、强管理、高稳定性，构成平台基础运力池；
- 2) **众包模式**：自由接单、来去自由、收入计件、低稳定性，为平台弹性运力池。

图表：即时配送运力组织模式

对比维度	专送骑手	众包骑手	对比维度	专送骑手	众包骑手
定义	订单由平台发出，由服务商集合分发至骑手	订单由平台发出，骑手自行接单	工作地点	运力服务商有固定接单区域	抢单区域与配送范围不固定
订单来源	 <p>即时配送平台 → 派单 → 运力服务商 → 派单 → 专送骑手</p>	 <p>即时配送平台 ← 抢单 → 众包骑手</p>	工作时间	工作时间相对固定（含极端天气），需打卡	出勤天数与工作时间均不做强制要求，无需打卡
用工模式	骑手与运力服务商签订用工协议	属灵活就业人员	工作任务	平台派单，骑手在特殊情况下可拒单或转单，每日配送单量相对稳定	骑手可拒绝订单/自行转单，每日配送单量由骑手按工作意愿自主决定
组织方式	服务商自行招募骑手并培训  <p>运力服务商 → 线上推广 / 线下拉新 / 老骑手推荐 → 专送骑手</p>	骑手自行在平台注册接单  <p>即时配送平台 ← 下载APP 自行注册 → 众包骑手</p>	管理方式	利用平台“智慧运力调度系统”、线下晨会、培训等	“智慧运力调度系统”为接单工具
			骑手角色	构成平台基础运力池	构成平台弹性运力池
			平台角色	对运力服务商进行绩效考核	为骑手提供信息撮合
			工作自主性	● ●	● ● ● ●

- 从行业演进脉络来看，即时配送历经四大发展阶段：1) 2013-2017年为萌芽奠基期，美团、饿了么以外卖赛道起步，达达、闪送等独立运力崛起；2) 2018-2019年头部公司入局整合期；3) 2020-2024年资本上市与技术成熟期，顺丰同城、达达先后上市，行业格局逐步固化；4) 2025年起进入格局重构与规范深化期，2月京东外卖上线、4月美团闪购独立升级加码即时零售、6月饿了么并入阿里事业群联动淘宝闪购协同，三足鼎立格局正式形成。
- 当前行业形成“平台型主导、第三方专业补充”格局，行业竞争转向综合能力竞争：即配市场仍处于快速发展阶段，受商流生态整合、运力网络扩张、资本投入、用户习惯迁移等因素影响，格局持续在动态调整，总体而言，平台型企业如美团、淘宝闪购、京东等占据主导，依托商流一体化与运力网络形成寡头主导；第三方以顺丰同城为龙头，闪送、UU跑腿等深耕细分，与平台融合共生。平台持续深化商流+履约闭环，第三方凭借专业化与中立性成为场景拓展重要支撑。

图表：即时配送行业格局变化



资料来源：阿里巴巴官网、美团官网、艾瑞咨询等，华源证券研究绘制

主要内容

1. 即时配送行业：品类、渠道、市场三重扩容驱动行业高增
2. 顺丰同城：独立第三方即时配送平台，同城配送及最后一公里业务双轮驱动
3. 盈利预测与估值
4. 风险提示

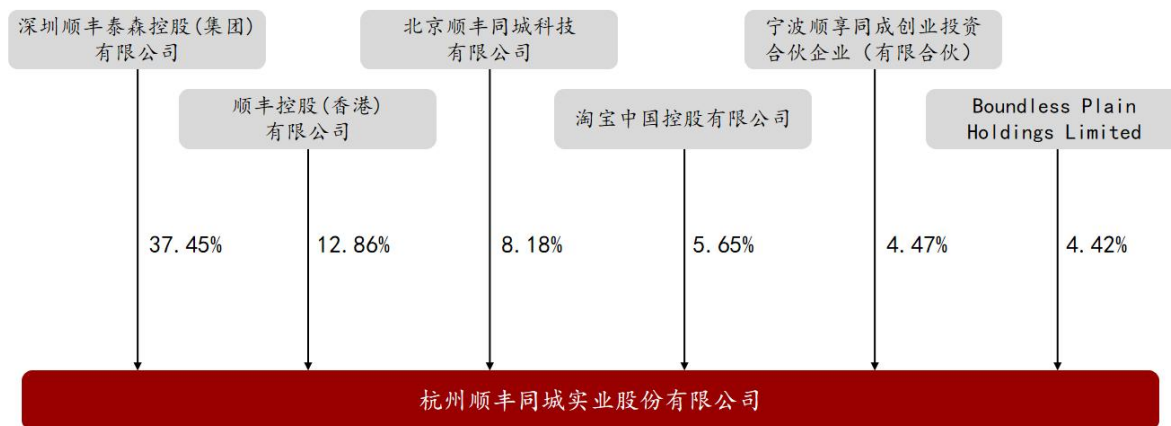
■ 顺丰同城2016年依托顺丰集团起步，历经孵化、独立上市、规模盈利与高质量发展四阶段，从内部事业部成长为独立上市的第三方即时配送龙头：2016年成立，依托集团资源聚焦B端大客户，搭建基础配送网络；2018年推出C端同城急送，完成B向C延伸，实现业务从0到1突破。2021年港交所上市，2022年收入破百亿，2023年实现全年盈利，商业模式获验证。

■ 截至2026年1月31日，公司股权结构保持高度集中且稳定，淘宝中国作为重要战略股东持股5.65%

图表：顺丰同城发展历程

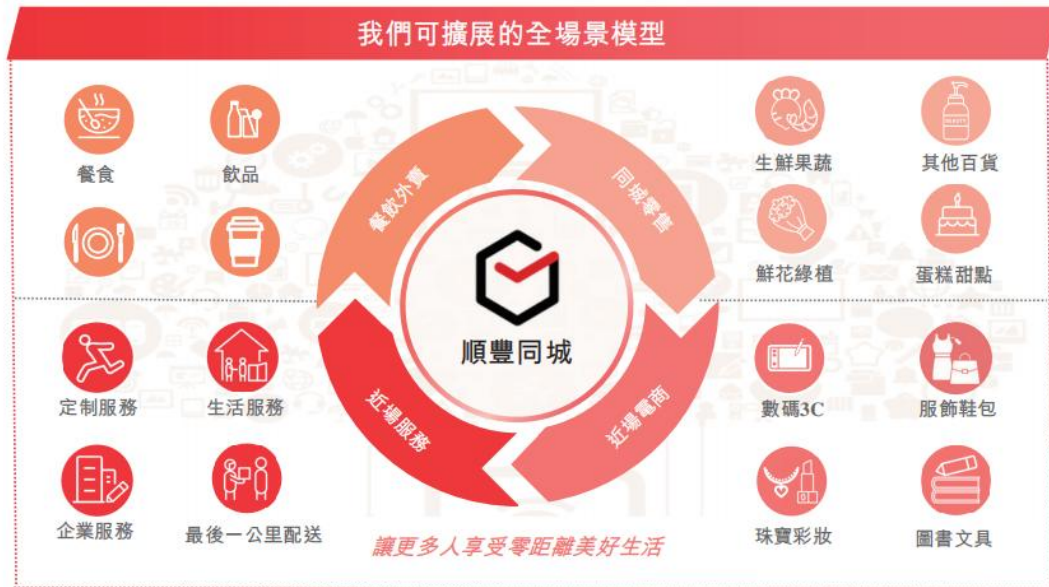


图表：顺丰同城股权架构图表（截至2026年1月31日）

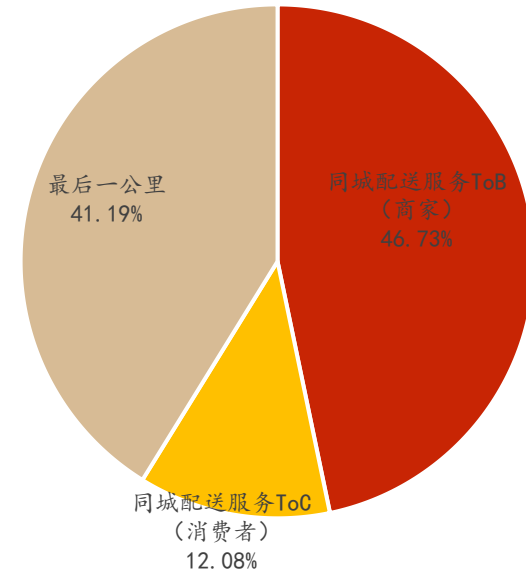


- 独立第三方即时物流平台，以中立开放的定位构建了覆盖全场景、全客群的业务体系。
- 全场景覆盖：1) **餐饮外卖**；2) **同城零售**：服务商超、便利店、生鲜等零售业态，满足消费者“小时达”“分钟达”的即时购物需求；3) **近场电商**：承接电商平台、品牌商家的近场履约需求，打通线上线下零售的最后一公里；4) **近场服务**：延伸跑腿、代买、代送、代取等多元生活服务，覆盖个人及企业的各类即时需求。
- 全链路服务：1) **同城配送**：根据客户对预算、送货范围、服务时间和时间敏感度的要求，提供差异化的同城配送服务。业务范围包括**面向商家 (ToB)**，**面向消费者 (ToC)**；2) **最后一公里**：与顺丰集团等生态伙伴协同，承接快递末端、仓配一体等最后一公里配送服务

图表：顺丰同城业务模式



图表：2025年顺丰同城业务收入结构



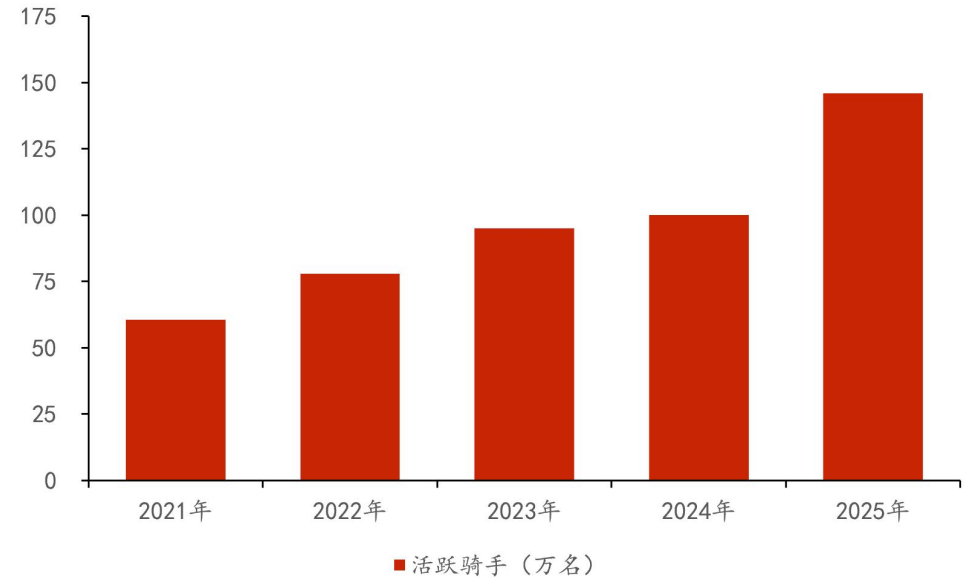
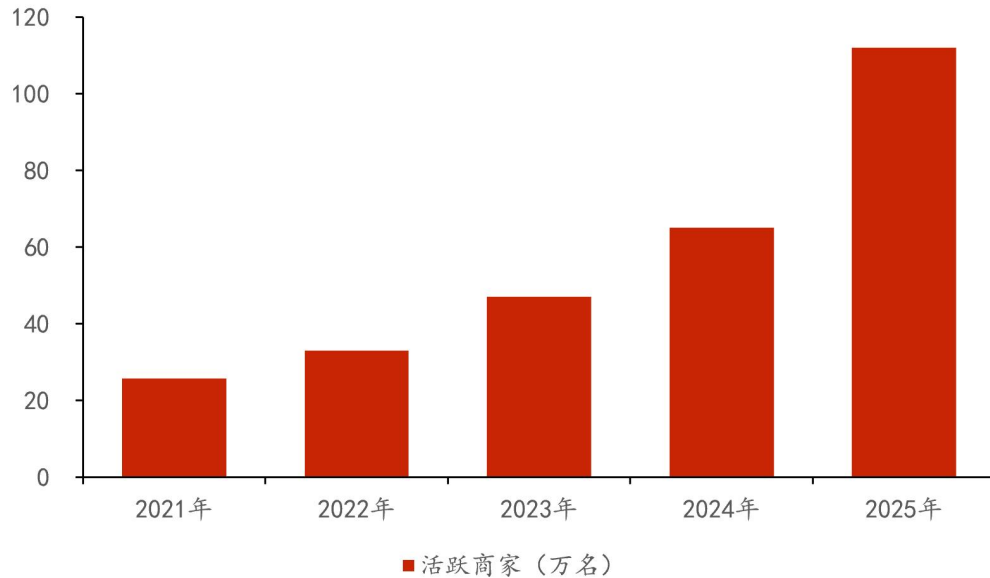
■ 公司通过持续的网络扩张与生态协同，实现了商家、骑手、用户与网络的三方共振增长：

1) **商家端**：2021-2025年，活跃商家规模从26万跃升至112万名，5年实现超4倍增长，2025年同比增速超70%，中立第三方定位持续吸引全品类商家入驻，商流合作广度持续拓宽；

2) **运力端**：2021年-2025年，活跃骑手规模从超60万扩容至146万名，弹性运力网络持续夯实，为全场景履约提供稳定支撑；

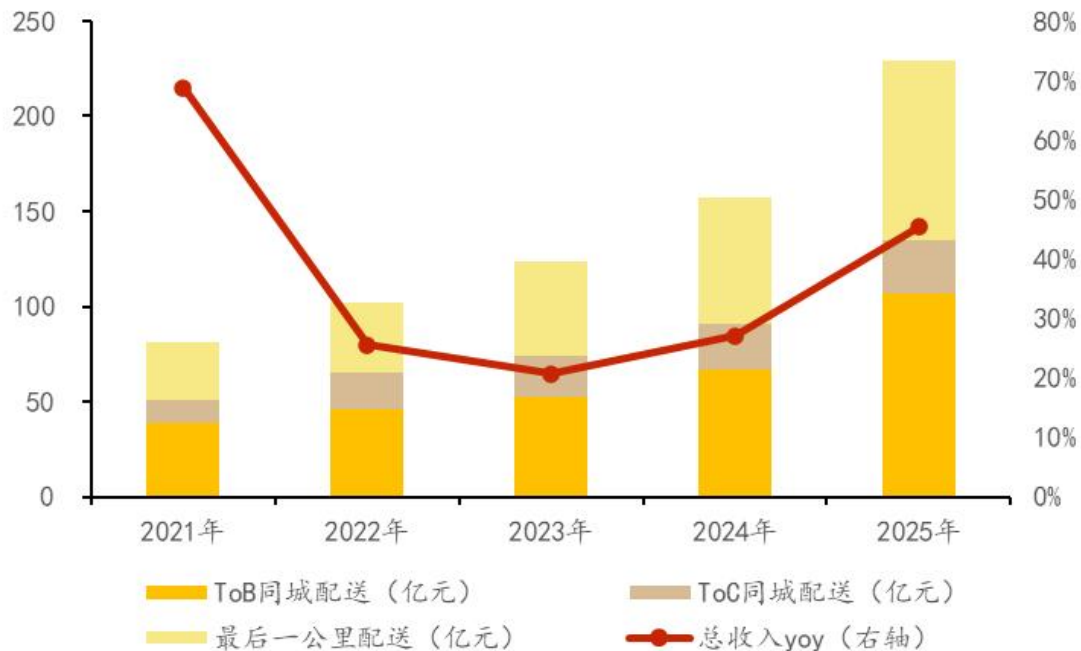
3) **网络与用户端**：截至2025年底，全国覆盖市县近2400个，实现广域高密度布局；2021-2025年，活跃消费者规模从1060万增长至2606万，C端业务持续渗透，用户规模稳步提升。

图表：2021-2025年顺丰同城活跃商家、骑手情况

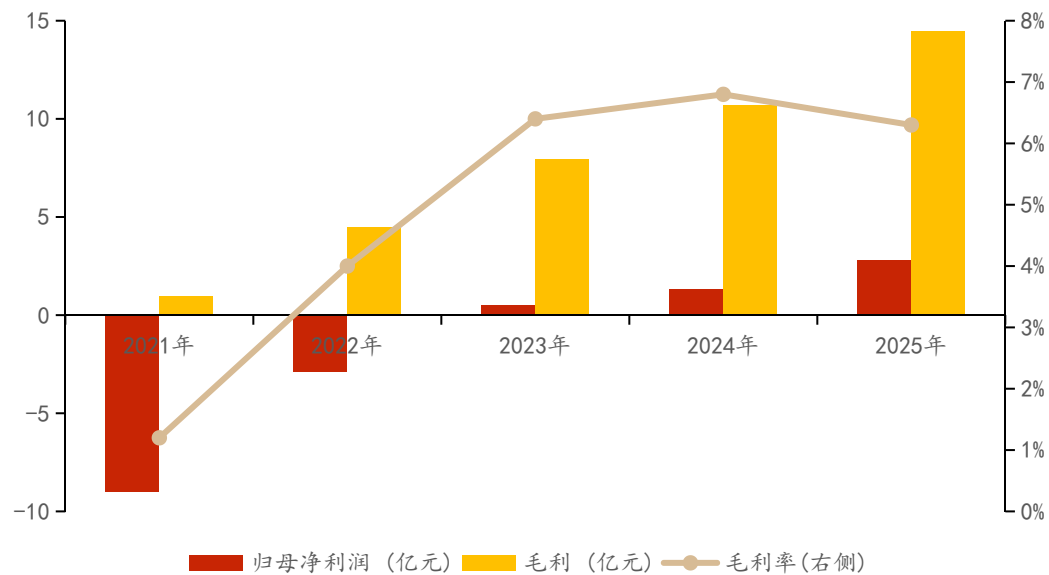


- 公司收入持续高增，2021-2025年营收从81.74亿元增长至228.99亿元，4年复合增速（CAGR）约30%；2025年受益于即时配送行业扩容、头部客户深度合作机遇，收入增速进一步提速，同比增长45.4%。
- 随着规模效应持续释放、精细化运营管控深化，公司毛利率从2021年的1.2%稳步提升至2025年的6.3%，盈利拐点清晰：2023年首次实现全年盈利，2025年归母净利润约2.8亿元（同比增长109.7%），经调整净利润达4.1亿元（同比增长184.3%），充分验证公司降本增效成效与规模效应的持续兑现。

图表：2021-2025年顺丰同城业务收入结构

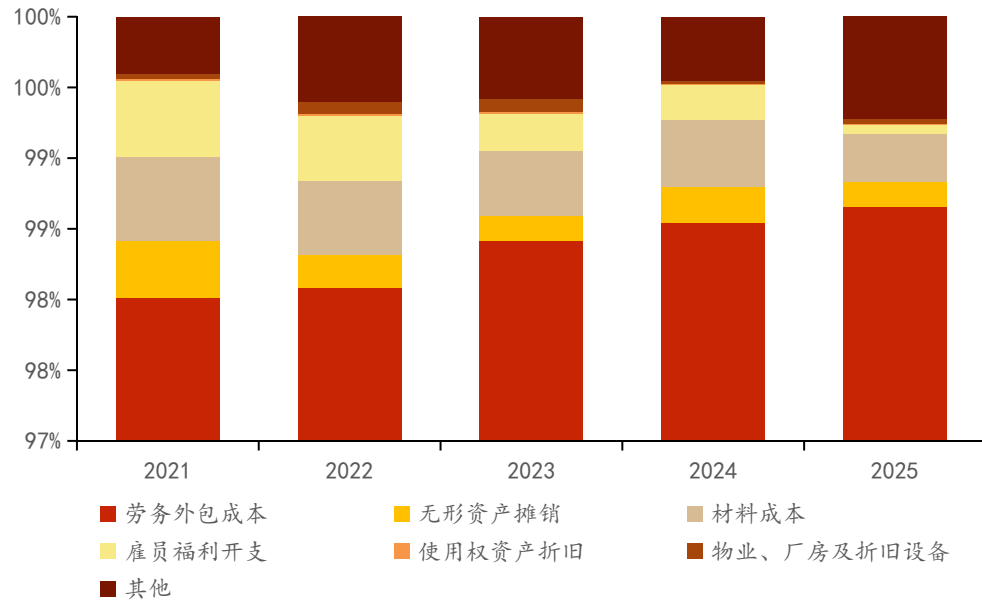


图表：2021-2025年顺丰同城归母净利润和毛利情况

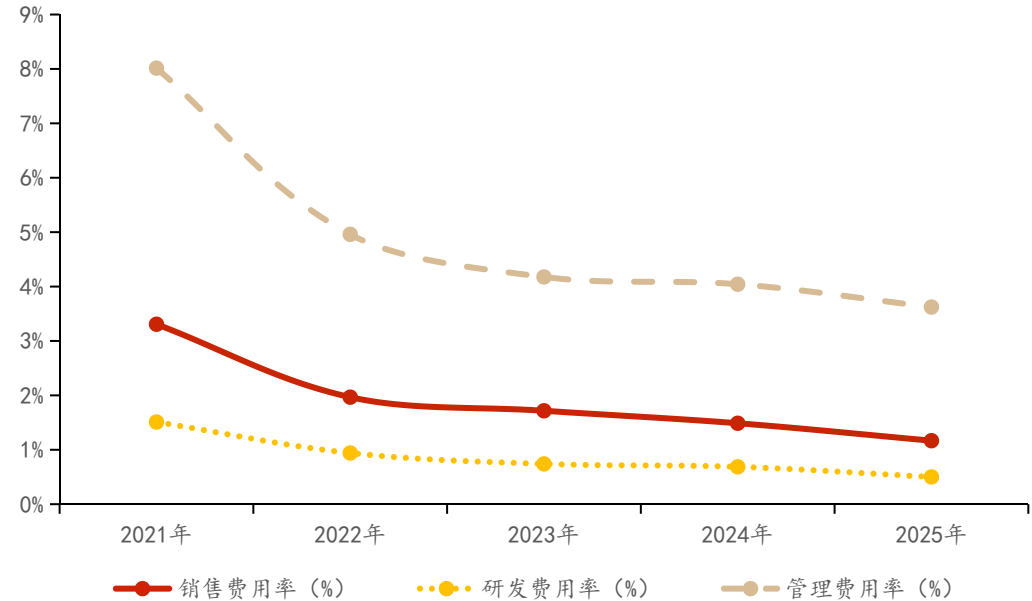


- 成本端来看，成本随收入同步扩张，骑手成本为核心构成，2021-2025年公司劳务外包成本（骑手成本）占比约98%-99%，通过规模效应、智能调度、混合运力模式持续优化，毛利率从2021年的1.2%稳步提升至2025年的6.3%。
- 2021-2025年运营效率持续提升，规模效应持续显现，费用率持续下行。

图表：2021-2025年顺丰同城成本结构

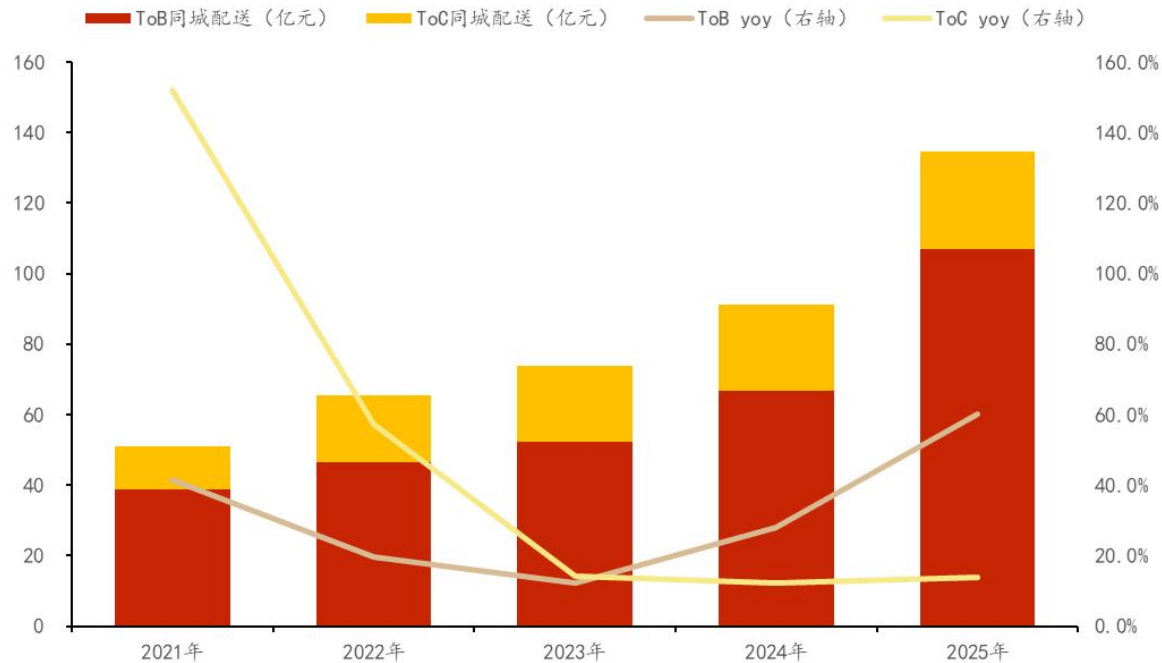


图表：2021-2025年顺丰同城费用率情况



- ToB+ToC双轮驱动，2021-2025年同城配送服务收入由51亿提升至135亿元，CAGR约28%，2025年该业务营收135亿元，同比增长约48%。
- **ToB商家端（增长主力）**：面向商家一对一专业咨询+定制化配送方案，深度绑定**山姆、麦当劳**等KA大客户，2021-2025年CAGR约29%，2025年收入约107亿元，同比增长60%，新增合作门店超7900家
- **ToC消费者端**：面向C端提供帮送、帮取、帮买、帮办的全天候本地即时履约方案，2021-2025年CAGR约23%，2025年收入约28亿元，同比增长14%
- 非餐需求成为新增长点，2020-2024年收入占同城配送业务比由28%提升至41%，CAGR约为42%

图表：2021-2025年同城配送ToB/ToC业务收入及yoy



图表：顺丰同城主要服务客户

海量商家的信赖选择
覆盖餐饮、商超、服装、奢侈品、消费电子等28个行业

 麦当劳	 必胜客	 luckin coffee	 HEYTEA 喜茶	 老娘舅
 Bravo	 天虹	 乐凯撒	 银泰百货	 和合捞面
 1919	 百果园	 HLA 海澜之家	 奈雪的茶	 冠军比萨

- **依托顺丰品牌背书，打造多元化产品矩阵：**顺丰同城依托顺丰集团的品牌信任度，通过专业的服务流程和保障体系，确保重要物品安全、准时送达。
- **错位竞争抢占本地生活蓝海，全场景服务构筑差异化壁垒：**以「帮送+帮取+帮买+帮办」为核心，渗透本地生活的多个场景，满足用户多样化、个性化需求。1) 基础配送场景：覆盖生鲜商超、餐饮美食、鲜花蛋糕、医药急救等日常需求。2) 便民服务场景：洗衣洗鞋、家政代办、宠物服务。3) 商务与特殊场景：覆盖商务文件递送等专业场景。
- **ToB+ToC协同：**以KA大客户为基础筑牢运力密度与规模底盘，通过C端全场景即时服务提升网络利用率与用户粘性，实现订单互补、运力共享、成本摊薄

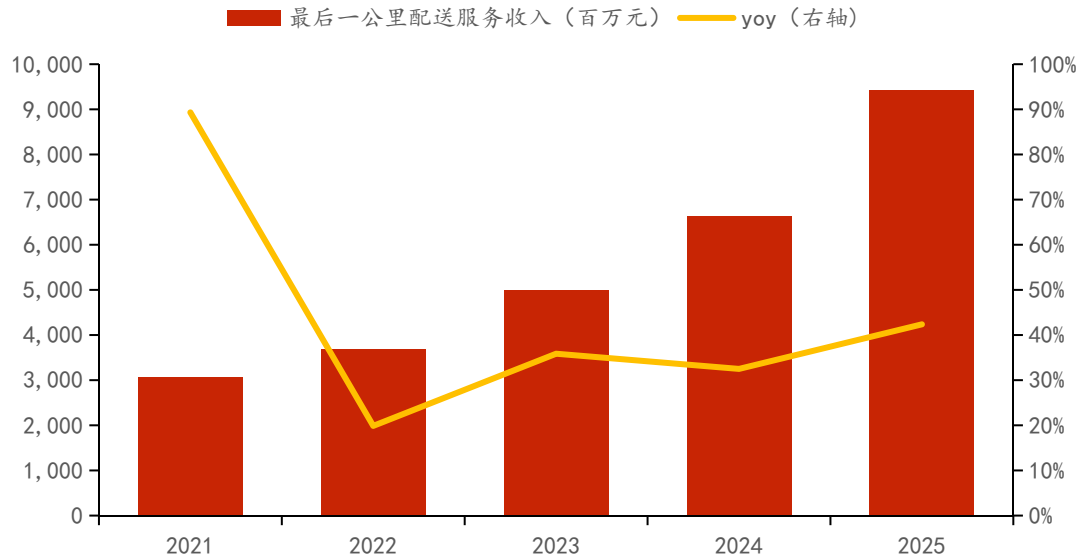
图表：顺丰同城面向C端的高品质服务场景

图表：顺丰同城的安全保障和产品矩阵

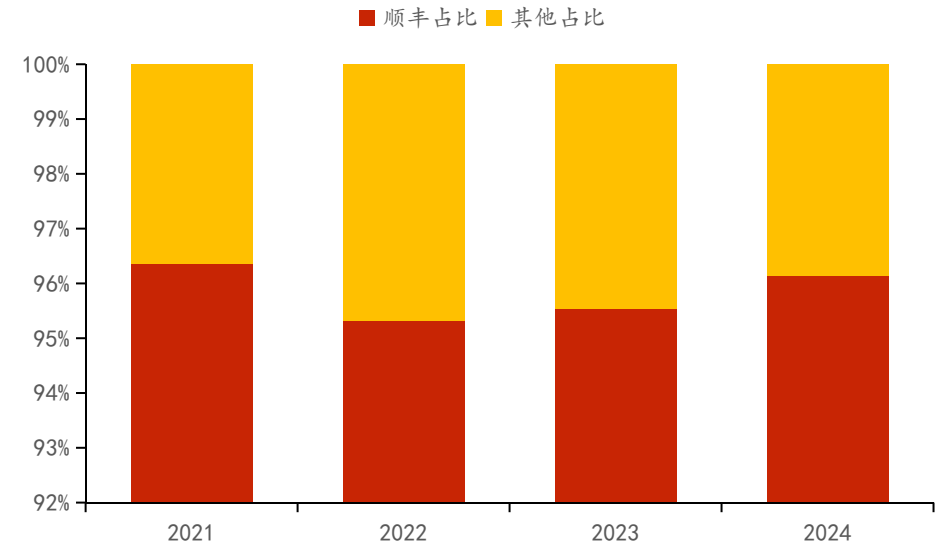


- 提供灵活弹性运力网络，为物流服务商提供最后一公里配送服务，补足其配送能力，尤其适用于网购大促、节假日等旺季，以及本地运力不足的区域，**顺丰控股及/或其联系人作为核心客户，2021-2024年收入占比超95%**。采用成本加成法定价，以骑手佣金成本为基准，加成幅度介于5%-10%，加价幅度综合考量季节性、供求情况、市场价格及行业通行标准。
- 2021-2025年最后一公里收入由30.7亿提升至94.3亿元，CAGR约为32.4%。2025年收入同比增长42.4%，主因1) 与主要客户网络融合与业务协同，承接主要客户电商件最后一公里配送及退货揽收等业务，电商件收入与订单量翻倍；2) 作为弹性运力承接高峰期揽收需求，服务质量提升，揽收相关收入及订单量翻倍；3) 开拓同城转运、大件配送等新场景，提升下沉市场覆盖，下沉市场收入实现高双位数同比增长。

图表：2021-2025年最后一公里配送服务收入及yoy（右轴）

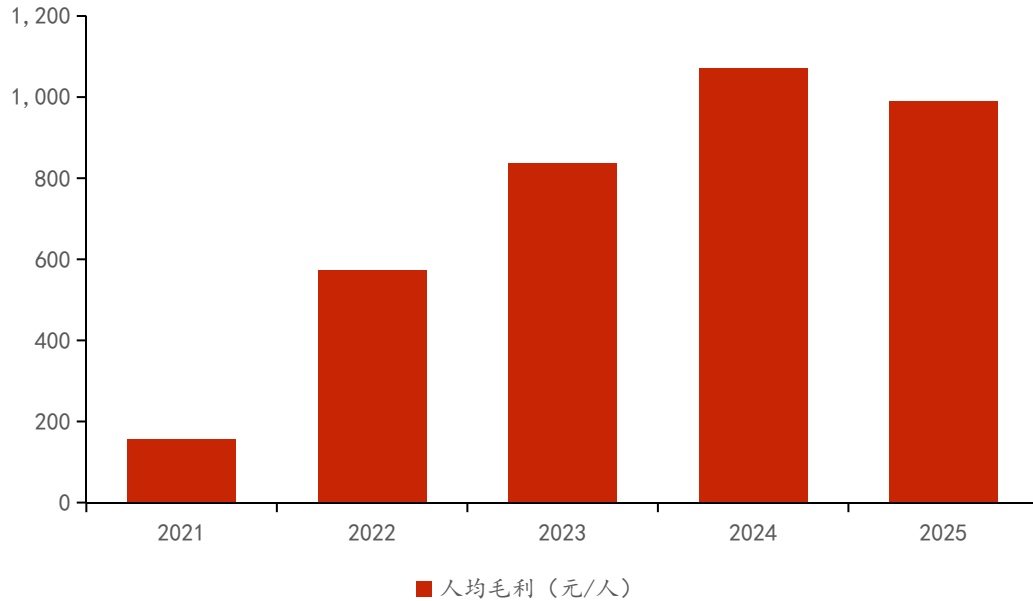


图表：2021-2024年最后一公里收入来源占比拆分

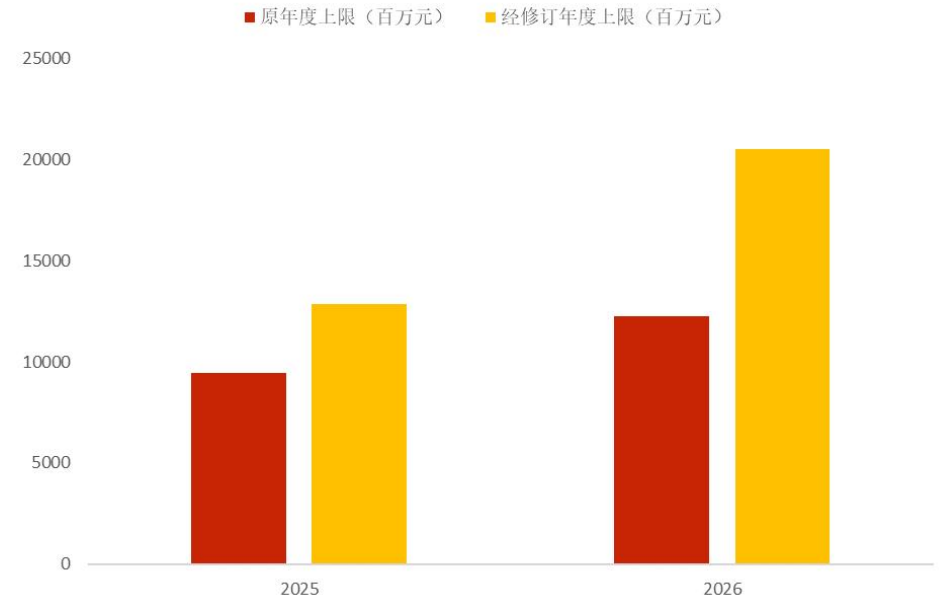


- **我们认为最后一公里与同城配送运力错峰共享，有望提升人效，摊薄成本。**1) **场景存在天然的时段错配、区域互补：**快递末端人员在快递派送低峰时段，可承接同城即时配送订单，减少人力闲置，提升人均单量与工时利用率；同城骑手在电商大促、节假日等快递业务高峰期，可反向补充末端派送压力，降低临时外包、加急用工等刚性成本。2) **订单互补提升线路密度与满载率，**降低空驶与重复配送，持续摊薄单均配送及人力管理成本，优化整体运营效率与盈利水平。
- **末端网络复用深化，有望助力集团降本增效：**共用网点、驿站及末端设施，提升资源使用效率、摊薄固定成本。根据公司公告，由于“最后一公里配送服务”需求增加，公司上修2026年最后一公里关联交易金额上限，由122.7亿元上修至205.5亿元。

图表：2021-2025年顺丰同城活跃骑手人均总毛利（元）



图表：2025-2026年关联交易金额



拥抱无人配送，以科技运力推动末端降本与资产增值

- 公司积极拥抱无人配送，目前行业与公司应用仍处于早期规模化阶段。根据沙利文研究，在运力建设上，顺丰采用“人车协同”的模式，打造“无人配送+二轮/四轮车+骑手”的“天地人”完整配送生态：**1) 同城即时配送**：校园配送，餐饮配送；**2) 最后一公里**：承担同城接驳，网点集散。
- 截至2025年年报，公司已投入1000+台无人车，覆盖116个城市，月均活跃行程数50000+趟

图表：2025年公司无人配送能力全面升级



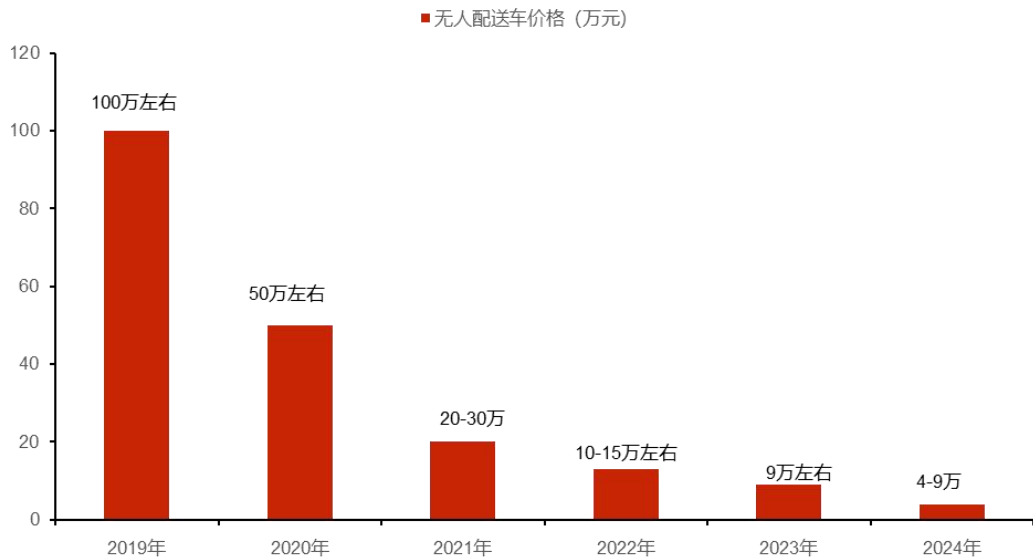
图表：顺丰同城无人配送场景



产品降价+路权开放+应用场景，物流无人车有望迎来规模化商用期

- **产品端，L4级无人车定价持续下探，叠加灵活订阅模式，相较传统末端配送或具备成本优势。**2024年九识、新石器先后发布多款L4级无人车，裸车价降至4万-9万元区间；2025年5月九识推出轻件城配车型E6，裸车低至1.98万元，FSD月度订阅仅1800元，进一步降低商用门槛。
- **政策端，路权获批进入加速期。**2021年起多地开放无人车道路测试，2024年5月《杭州市智能网联车辆测试与应用促进条例》实施，杭州成为全国首个低速无人车立法城市，开放八城区3474平方公里全域应用。截至2025年6月，新石器已获国内超250城公开道路路权，全球累计交付超5000辆；截至2025年4月，九识智能在全国200余城实现常态化运营。

图表：2019年-2024年无人配送车价格变化

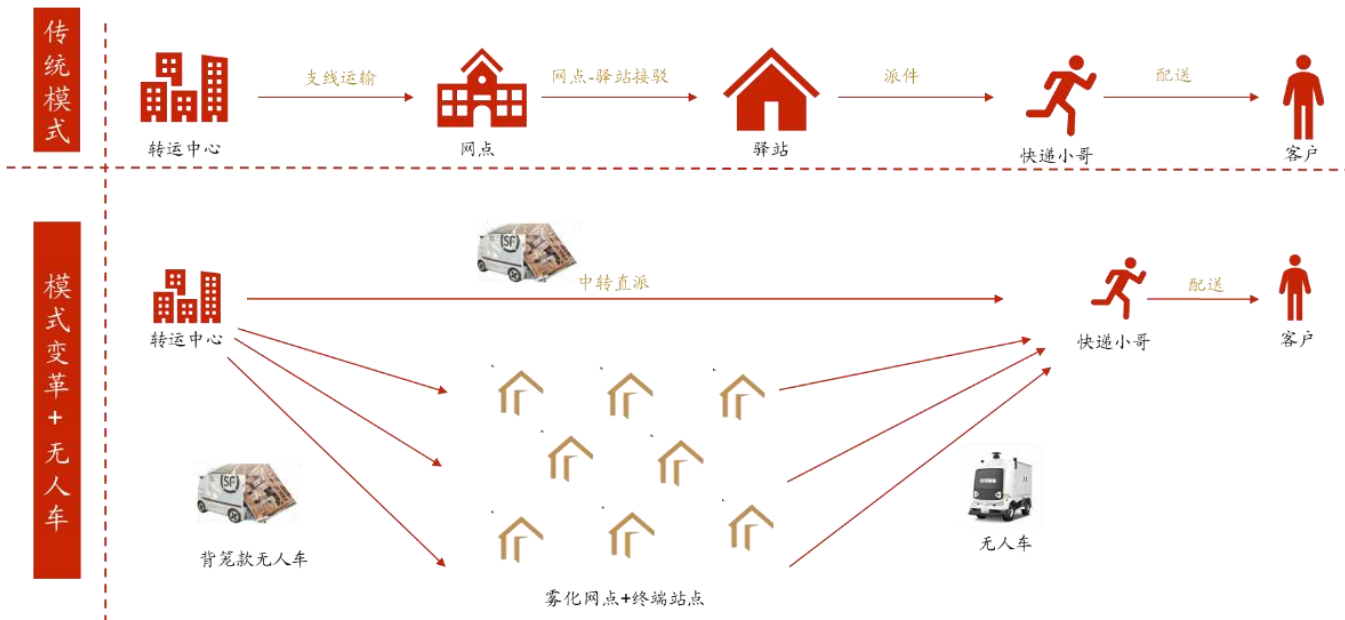


图表：无人车路权政策（不完全统计）

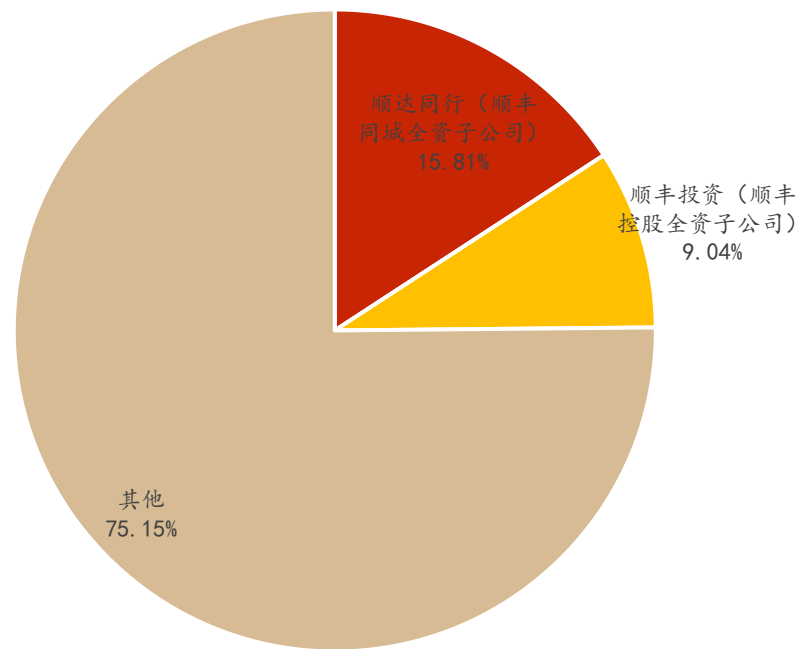
时间	政策	内容
2021年5月	北京高级别自动驾驶示范区无人配送车获准“持证上路”	第8届国际智能网联汽车技术年会上，北京市高级别自动驾驶示范区为无人配送车企业颁发了国内首批无人配送车车辆编码，首次给予无人配送车相应路权
2021年7月	三部门印发《智能网联汽车道路测试与示范应用管理规范(试行)》的通知	推动汽车智能化、网联化技术应用和产业发展，规范智能网联汽车道路测试与示范应用
2021年9月	《无锡市智能网联汽车道路测试与示范应用管理实施细则(试行)》公布	明确了智能网联汽车道路测试与示范应用的管理机构和相应主体、驾驶人及车辆的界定，细化了道路测试与示范应用的申请、审核、管理等流程的内容；在测试里程要求、测试车辆数量等方面适当放宽了相关要求；适当放宽开展示范应用测试的测试里程等门槛性要求，鼓励车联网(智能网联汽车)企业开展示范应用
2022年6月	《苏州市智能网联汽车道路测试与示范应用管理实施细则(试行)》公布	总则规定了智能网联汽车道路测试与示范应用的范围，明确了道路测试的申请流程
2023年2月	《北京市无人配送车道路测试与商业示范管理办法(试行)》公布	总则定义了无人配送车、道路测试和商业示范的范围，规定了最高行驶速度，明确了管理的责任主体
2023年12月	《浦东新区促进无人驾驶装备创新应用若干实施细则》公布	总则规定了无人驾驶装备测试、运营的适用范围和管理机制
2024年1月	《江苏省人民代表大会常务委员会关于促进车联网和智能网联汽车发展的决定》施行	促进车联网和智能网联汽车发展的全国首部省级地方性法规
2024年5月	《杭州市智能网联车辆测试与应用促进条例》正式施行	杭州将在全国率先开放全市八城区共计3474平方公里作为智能网联车辆测试应用区域
2024年9月	《成都市智能网联汽车道路测试、示范应用与示范运营管理规范实施细则(试行)》公布	明确了智能网联汽车道路测试、示范应用、示范运营的范围；道路测试主体范围；相关资质
2024年11月	《昆明市智能网联汽车道路测试与示范应用管理实施细则(试行)》公布	规范了在行政区域范围内进行的智能网联汽车道路测试、示范应用、商业试点以及车路协同、无人配送车道路测试与示范试点活动的相关事项
2025年4月	《安徽省智能网联汽车道路测试与示范应用管理规范实施细则(试行)》正式印发实施	要求具备人工操作和自动驾驶两种模式；规定首次开展示范运营的车辆数量不超过5辆

- **末端降本可期：** 顺丰无人车主要应用于网点接驳核心环节，聚焦分拨中心、综合运营场与快递员派送区域（AOI）间的短途货物转运，替代人工往返搬运，大幅减少快递员无效往返耗时，提升揽派效率。根据郑州航空港区交通枢纽局披露，单台顺丰无人车每月节省人力及燃油成本约1000元，效率提升30%以上，降本增效成效直观。
- **战略入股白犀牛，资产具备增值潜力：** 无人配送行业加速成熟，行业资本化进程提速，公司于2025年7月战略增持无人配送头部企业白犀牛股份至15.8%（我们测算投后估值约10亿元），深度绑定核心技术与供应链资源，有望实现业务协同降本的同时充分享受行业成长红利，相关资产增值空间或可期。

图表：无人车结合顺丰营运模式变革



图表：顺丰控股及顺丰同城白犀牛持股比例（截至2025.7）



主要内容

1. 即时配送行业：品类、渠道、市场三重扩容驱动行业高增
2. 顺丰同城：独立第三方即时配送平台，同城配送及最后一公里业务双轮驱动
3. 盈利预测与估值
4. 风险提示

- **假设：**1) To B的同城配送收入：活跃商户数量随规模扩大持续增长，客单价随成本改善同步调整；2) To C的同城配送业务收入：活跃人数保持稳定增长，客单价随成本改善同步调整；3) 最后一公里配送服务：随着能力提升，承接顺丰更多末端揽派需求；4) 毛利率随规模效应释放小幅增长，费用率随收入规模增长及科技赋能而有所改善。
- **盈利预测：**我们预计公司2026-2028年经调整净利为5.9/8.0/9.8亿元，对应经调整PE约为10.6x/7.8x/6.4x（20260601股价，对应港元兑人民币汇率为0.86元），我们选取圆通速递/顺丰控股为可比公司，26年平均估值为13倍，考虑到公司所属行业仍处于高速发展期，公司作为即时配送三方龙头，有望享受行业加速渗透、集团末端网络复用、无人配送规模化降本等多重红利，业绩增速与盈利质量具备向上弹性，当前估值具有性价比，维持“买入”评级。

图表：公司可比公司估值表

股票代码	公司简称	股价（元/股）	EPS（元/股）			PE		
			26E	27E	28E	26E	27E	28E
600233.SH	圆通速递	18.63	1.73	2.00	2.27	10.75	9.32	8.22
002352.SZ	顺丰控股	35.13	2.42	2.72	3.05	14.51	12.93	11.50
平均值						12.63	11.12	9.86

主要内容

1. 即时配送行业：品类、渠道、市场三重扩容驱动行业高增
2. 顺丰同城：独立第三方即时配送平台，同城配送及最后一公里业务双轮驱动
3. 盈利预测与估值
4. 风险提示



- **行业需求回落风险：**如即时配送需求受宏观需求影响回落，公司业务量增长或不及预期
- **竞争格局恶化风险：**如行业竞争加剧，或影响公司盈利稳定性与成长性
- **成本增加风险：**公司成本主要为劳务外包成本，如骑手成本因政策等因素上升，或对公司利润产生较大影响



证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES