

买入
三大业务相辅相成，增长质量与规模并举
顺丰同城 (9699.HK)

2026-04-30 星期四

【投资要点】

 目标价: **13.61 港元**

 现价: **10.48 港元**

 预计升幅: **29.8%**
重要数据

日期	2026-04-29
收盘价 (港元)	10.48
总股本 (亿股)	9.17
总市值 (亿港元)	96.14
净资产 (亿港元)	37.48
总资产 (亿港元)	62.48
52 周高低 (港元)	7.76/19.26
每股净资产 (港元)	4.09

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	4.42%

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、20250902

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

➤ 实现跨越式增长，盈利能力显著增强

2025 财年全年公司实现营业收入 229.0 亿元，同比增加 45.4%，实现归母净利润 2.78 亿元，同比增加 109.7%，实现经调整后净利润 4.1 亿元，同比增长 184.3%。整体毛利率同比下降至 6.30%，净利率稳定提升至 1.21%。

➤ 深挖 toB 端餐饮与非餐场景价值，C 端品牌认知持续构建

B 端同城配送服务是公司 2026 年核心增长驱动因素，得益于餐饮外卖和非餐即时零售两大场景爆发，该分部全年收入达到 107.0 亿元，同比增长 60%。面向 C 端的同城配送业务则实现稳健增长，2025 年实现 13.7% 的同比增长，收入达到 27.7 亿元。

➤ 集团协同效应凸显，最后一公里服务快速增长

最后一公里配送服务业务板块 2025 年收入达到 94.32 亿元，同比增长 42.4%。该增长主要得益于两方面。一方面，随着电商市场的持续繁荣，特别是直播电商和社交电商的兴起，退换货需求及揽收需求大幅增加。另一方面，公司积极拓展“半日达”等同城转运和接驳服务，为顺丰集团的快件在同城范围内的快速流转提供了有力支持。

➤ 看好公司维持核心优势，给予买入评级

展望未来，2026 年公司发展进入新阶段的体现。随着“外卖大战”时代过去，公司需要持续提升服务品质，在保证配送网络稳定性的前提下，拓展更多业务场景和技术（比如无人车、后台 AI 大模型等），构建更强的用户粘性。公司持续通过技术升级即时配送服务网络，有望实现更高质量增长及盈利提升，因此我们给予公司 13.61 港元的目标价，有 29.8% 的上涨空间，对应 2026 财年 PE 约 25 倍，维持买入评级。

货币单位: 人民币	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总营收 (百万元)	15,746	22,899	28,205	34,044	40,817
变动	27.1%	45.4%	23.2%	20.7%	19.9%
净利润 (百万元)	132.5	277.7	435.8	695.3	953.4
变动	161.80%	109.66%	56.92%	59.54%	37.12%
净利润率	0.84%	1.21%	1.55%	2.04%	2.34%
每股盈利 (元)	0.14	0.30	0.48	0.76	1.04
市销率 (倍)	0.53	0.37	0.30	0.25	0.21
市盈率 (倍)	63.3	30.2	19.3	12.1	8.8

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 实现跨越式增长，盈利能力显著增强

2025 财年全年公司实现营业收入 229.0 亿元，同比增加 45.4%，实现归母净利润 2.78 亿元，同比增加 109.7%，实现经调整后净利润 4.1 亿元，同比增长 184.3%。公司全年盈利增长主要由核心即时配送业务驱动，公司整体毛利率同比下降至 6.30%，但得益于公司业务规模效应以及出色费用控制，公司的净利率稳定提升至 1.21%。目前公司已稳步进入规模化盈利阶段，盈利稳定性和可持续性得到验证。未来公司将持续深耕国内下沉市场，巩固本地生活服务网络，聚焦高质量增长，提升盈利能力与运营效率，通过优化网络效率与深化客户合作提升盈利能力。同时公司积极探索海外市场机遇，在部分东南亚地区进行了业务试点与布局，将成熟的即时配送解决方案拓展至更广泛的区域。

➤ 深挖 toB 端餐饮与非餐场景价值，C 端品牌认知持续构建

B 端同城配送服务是公司 2026 年核心增长驱动因素，得益于餐饮外卖和非餐即时零售两大场景爆发，该分部全年收入达到 107.01 亿元，同比增长 60%。首先在餐饮外卖领域，2025 年“外卖大战”的升温给作为独立第三方平台的顺丰同城带来了巨大的增量机会。公司不仅深化与瑞幸、麦当劳等头部连锁品牌合作，还承接了大量来自新兴流量平台（如抖音、微信小程序）的外卖配送需求，成为了这场行业竞争中的运力补给方和收益方。在非餐场景，公司积极拓展与商超、药店、美妆、3C 数码等各类线下实体商家的合作，在满足多元化、高品质非餐配送需求方面进行拓展，例如提供“独享专送”等高附加值服务，进一步增强了与大客户（KA）的粘性。截至 2025 年底，平台上的年活跃商家规模达到 112 万，同比增长 72%。新增合作门店超过 7900 家，这不仅带来了直接的订单量增长，也构建了公司未来持续增长的坚实客户基础。面向 C 端的同城配送业务则实现稳健增长，2025 年实现 13.7% 的同比增长，收入达到 27.66 亿元，目前公司在 C 端市场采取稳健发展策略。虽然 C 端业务并非 2025 年增长的主要爆发点，但其作为公司服务网络的重要组成部分，不仅能有效提升骑手网络的订单密度和收入弹性，也为公司在本地生活服务领域构建更完整的生态闭环提供了战略支撑。2025 年活跃消费者规模扩大至超过 2606 万人，维持了公司高品质、高时效性个人即时配送服务的品牌。C 端业务的增长主要来源于用户自然需求增长及小程序流量增长。作为独立第三方服务商，意味着公司不依赖于任何一个流量平台，能够平等、高效地服务于所有需要即时配送能力的商家。使其在复杂的商业博弈中总能精准定位，其战略价值愈发凸显。

➤ 集团协同效应凸显，最后一公里服务快速增长

最后一公里配送服务目前主要承接来自顺丰集团的快递末端派送、电商件揽收及退货等业务。2025年，该业务板块收入达到94.32亿元，同比增长42.4%展现出强大的增长动能和与集团的协同价值。该增长主要得益于两方面。一方面，随着电商市场的持续繁荣，特别是直播电商和社交电商的兴起，退换货需求及揽收需求大幅增加。公司凭借其灵活、高效的运力网络，完美承接了行业红利，使得公司2025年来自电商件配送及揽收业务的收入与订单量均实现了翻倍增长。另一方面，公司积极拓展“半日达”等同城转运和接驳服务，为顺丰集团的快件在同城范围内的快速流转提供了有力支持。这种“仓储+转运+同城即时配送”一体化的供应链解决方案是公司区别于其他即时配送平台的独特优势，也是其能够保持高增长和高壁垒的关键。

➤ 看好公司维持核心优势，给予买入评级

展望未来，2026年公司发展进入新阶段的体现。在前期通过C端和最后一公里业务构建了坚实的运力网络和品牌认知后，公司战略性地抓住了餐饮外卖和即时零售爆发的机遇，将资源和优势集中倾斜于B端市场，并取得了卓越成效。目前业务结构更均衡。随着“外卖大战”时代过去，即时配送行业的竞争正从单纯的规模扩张和价格战，转向服务质量、运营效率、技术能力和场景深度的全方位、高维度竞争。这意味着公司需要持续提升服务品质，在保证配送网络稳定性的前提下，拓展更多业务场景和技术（比如无人车、后台AI大模型等），构建更强的用户粘性。因此我们预计公司B端业务规模持续提升，高密度的订单，有效摊薄履约成本；C端业务提升品牌认知度，并增强运力网络弹性。最后一公里业务背靠集团，提供稳定基础订单量，并强化业务协同效应。综上，看好公司三项业务相辅相成，共同构建公司坚固竞争壁垒，协同发展模式将继续为公司实现可持续增长。公司持续通过技术升级即时配送服务网络，有望实现更高质量增长及盈利提升，因此我们给予公司13.61港元的目标价，有29.8%的上涨空间，对应2026财年PE约25倍，维持买入评级。

表 1：即时配送服务行业估值比较（20260429）

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
			2025	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2026TTM	2026TTM
6936.HK	顺丰控股	2,116.5	2.5	2.8	2.8	16.4	15.4	13.8	1.6	0.5
3690.HK	美团-W	4,958.0	-4.3	-1.9	4.3	-19.2	-42.1	18.5	3.0	1.2
2057.HK	中通快递-W	1,556.7	12.6	15.7	17.6	15.2	12.9	11.5	2.1	2.9
2618.HK	京东物流	1,014.9	1.2	1.4	1.6	13.3	10.5	9.2	1.7	0.4
1519.HK	极兔速递-W	913.8	0.2	0.5	0.7	52.1	22.3	15.3	3.7	1.0
0598.HK	中国外运	466.5	0.6	0.5	0.5	9.8	14.0	13.8	0.8	0.3
GRAB.O	GRAB	1,239.6	0.5	0.8	1.3	79.6	38.8	23.2	2.4	4.7
DASH.O	DOORDASH	5,890.2	17.0	21.1	38.4	81.2	63.8	35.1	7.5	5.5

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】
财务报表摘要
损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预期	2027年 预期	2027年 预期
收入	15,746	22,899	28,205	34,044	40,817
成本	(14,675)	(21,454)	(26,190)	(31,562)	(37,762)
毛利	1,071	1,445	2,015	2,481	3,055
销售费用	(234)	(267)	(338)	(402)	(465)
管理费用	(637)	(830)	(1,044)	(1,055)	(1,225)
研发费用	(108)	(115)	(169)	(272)	(327)
其他	25	45	5	5	5
营运利润	117	278	468	757	1,043
净财务收入	29	16	16	16	16
所得税	(13)	(30)	(48)	(77)	(106)
净利润	133	264	436	695	953
增长					
总收入 (%)	27.1%	45.4%	23.2%	20.7%	19.9%
净利润 (%)	N/A	97.9%	65.1%	59.5%	37.1%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预期	2027年 预期	2027年 预期
固定资产	22	17	20	23	26
无形资产	123	101	101	101	101
其他固定资产	226	328	328	328	328
非流动资产	371	446	449	452	455
应收账款	1,660	2,144	2,640	3,187	3,821
存货	8	8	9	11	13
其他短期资产	1,234	1,671	1,710	1,752	1,801
现金	1,370	1,149	1,522	2,164	3,053
总资产	4,642	5,417	6,330	7,566	9,144
应付款项	1,601	2,160	2,637	3,178	3,802
其他应付款	99	13	13	13	13
总流动负债	1,700	2,173	2,650	3,191	3,815
其他长期负债	9	16	16	16	16
总负债	1,709	2,189	2,666	3,207	3,831
股东权益	2,961	3,282	3,718	4,413	5,366

财务分析

	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预期	2027年 预期	2027年 预期
盈利能力					
毛利率 (%)	6.8%	6.3%	7.1%	7.3%	7.5%
EBIT率 (%)	0.7%	1.2%	1.7%	2.2%	2.6%
净利率 (%)	0.8%	1.2%	1.5%	2.0%	2.3%
ROE	4.5%	8.0%	11.7%	15.8%	17.8%
营运表现					
费用/收入 (%)	6.2%	5.3%	5.5%	5.1%	4.9%
实际税率 (%)	-8.6%	-9.9%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
应收账款天数	38	34	34	34	34
应付账款天数	40	37	37	37	37
财务状况					
负债/权益	0.58	0.67	0.72	0.73	0.71
收入/总资产	3.39	4.23	4.46	4.50	4.46
总资产/权益	1.57	1.65	1.70	1.71	1.70

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024年 历史	2025年 预期	2026年 预期	2027年 预期	2027年 预期
税前利润	145	308	484	773	1,059
调整	16	161	(7)	(10)	(9)
运营资本变化	70	(61)	(60)	(50)	(61)
已付所得税及利息	24	(14)	(32)	(61)	(89)
营运活动现金流	255	395	385	652	900
固定资产投资	(15)	(10)	(8)	(9)	(10)
其他投资活动	(628)	(519)	0	0	0
投资活动现金流	(644)	(529)	(8)	(9)	(10)
股权融资	0	0	0	0	0
其他融资活动	(159)	(89)	(1)	(1)	(1)
融资活动现金流	(159)	(89)	(1)	(1)	(1)
现金变化	(547)	(223)	377	642	889
期初持有现金	1,899	1,369	1,145	1,522	2,164
汇兑变化	1	(1)	0	0	0
期末持有现金	1,352	1,145	1,522	2,164	3,053

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>