

买入

上半年盈利能力实现飞跃，AI 与无人配送驱动高质增长

顺丰同城 (9699.HK)

2026-09-01 星期二

【投资要点】

目标价: 10.76 港元

现价: 8.04 港元

预计升幅: 33.8%

重要数据

日期	2026-08-31
收盘价 (港元)	8.04
总股本 (亿股)	9.17
总市值 (亿港元)	75.18
净资产 (亿港元)	39.37
总资产 (亿港元)	65.21
52 周高低 (港元)	6.92/16.27
每股净资产 (港元)	4.31

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 -
20250509、20250902、20260430

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，盈利能力跃升至历史新高

2026 年上半年公司实现营业收入 117.4 亿元，同比增长 14.7%。实现归母净利润 3.49 亿元，同比大幅增长 154.9%。实现经调整净利润 2.66 亿元，同比增长 70.8%。毛利率同比提升至 7.0%，净利率由去年同期的 1.3% 提升至 3.0%，经调整净利率由 1.5% 提升至 2.3%，盈利质量与可持续性显著增强，公司已经进入规模化且高质量盈利的周期。

➤ 深挖 B 端餐饮与非餐场景价值，利用 AI 构建 C 端差异化竞争力

面向商家的同城配送服务上半年实现收入 57.22 亿元，同比增长 28.1%，是公司增长的核心引擎。餐饮外卖需求保持韧性，即时零售场景全面爆发，商超行业收入同比增长超 50%，蛋糕、鲜花、生鲜等高价值品类实现高双位数增长。截至 2026 年 6 月底，年活跃商家规模达 123 万家，同比增长 44%。面向消费者的同城配送实现收入 14.67 亿元，同比增长 11.8%，公司聚焦独享专送等高价值场景，同时实现 AI Agent 实现一句话下单，下沉市场增速亮眼，差异化竞争力不断巩固。

➤ 集团协同效应凸显，最后一公里量稳质升

最后一公里配送服务上半年实现收入 45.51 亿元，同比增长 2.1%，作为公司稳定且可预期的收入基石。公司已将 2026 年度最后一公里配送关联交易年度上限由 122.7 亿元大幅上调至 205.51 亿元，集团末端履约需求持续导入，未来两年增长确定性极强。公司深度融入集团揽、派、转全环节，实现运力协同，成为区别于其他即时配送平台的独特优势。

➤ AI+无人配送规模化落地，看好公司长期成长

公司目前已接入头部 AI 大模型并部署自研 AI 智能体，构建“大模型+智能调度”技术架构。未来无人配送进入规模化落地阶段。随着“外卖大战”补贴退坡、行业竞争回归理性，公司作为稀缺的第三方中立即时配送平台将持续受益。综上，我们认为公司三项业务相辅相成，通过技术驱动的高质量增长逻辑清晰，因此给予公司 10.76 港元的目标价，对应 2026 财年 PE 约 20 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	27,139	31,943	37,368
变动	27.1%	45.4%	18.5%	17.7%	17.0%
净利润 (百万元)	132.5	277.7	430.7	629.1	840.3
变动	161.80%	109.66%	55.08%	46.06%	33.58%
净利润率	0.84%	1.21%	1.59%	1.97%	2.25%
每股盈利 (元)	0.14	0.30	0.47	0.69	0.92
市销率 (倍)	0.42	0.29	0.24	0.21	0.18
市盈率 (倍)	49.5	23.6	15.2	10.4	7.8

数据来源: Wind、公司中报及年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 实现跨越式增长，盈利能力跃升至历史新高

2026 年上半年公司实现营业收入 117.4 亿元，同比增长 14.7%。实现归母净利润 3.49 亿元，同比大幅增长 154.9%。实现经调整净利润 2.66 亿元，同比增长 70.8%。2026 年上半年公司营收增速从 2025H1 的近 49% 骤降至 14.7%，降幅超过 34 个百分点，但这并非业绩恶化，而是高基数下的增速正常换挡，2025 年上半年的高增速受益于外卖补贴大战带来的行业性红利，本身具有一次性特征。进入 2026 年，外卖补贴明显退坡，行业回归常态化增长。另外同城配送 To B 收入增速从 55.4% 降至 28.1%，在高基数上维持双位数增长已属不易，并不改变公司的长期成长逻辑，业务仍然在健康增长。公司上半年盈利端增长由规模效应与技术提效双轮驱动，一方面同城即时配送订单量同比增长超 30%，订单密度提升摊薄单均履约成本。另一方面 AI 智能调度与精细化排班带动骑手人效显著提升，叠加运营费用管控，费用率同比下降。毛利率同比提升至 7.0%，净利率由 1.3% 提升至 3.0%，经调整净利率由 1.5% 提升至 2.3%。公司已连续多个周期实现盈利并不断提升盈利水平，表明公司已迈入规模化且高质量盈利的周期。

➤ 深挖 toB 端餐饮与非餐场景价值，C 端差异化竞争力凸显

面向商家的同城配送服务是公司增长的核心引擎，上半年实现收入 57.22 亿元，同比增长 28.1%，占收入比重接近 49%。餐饮外卖方面，公司凭借第三方中立定位，持续深化与头部连锁品牌合作，并承接新兴流量平台（抖音、微信小程序等）的配送需求，作为运力补给方和收益方持续受益。即时零售方面，商超行业收入同比增长超 50%，成为 B 端最亮眼的增长点，公司以“仓店一体、小时达至全城半日达”的多元履约方案满足零售商多样化需求。同时蛋糕、鲜花、生鲜等高价值品类收入实现高双位数增长，优化收入结构。截至 2026 年 6 月底，年活跃商家规模达 123 万家，同比增长 44%。而面向消费者的同城配送实现收入 14.67 亿元，同比增长 11.8%，通过聚焦“独享专送”高价值 C 端场景，通过接入微信“小微”、支付宝“阿宝”等 AI Agent 实现“一句话下单”。并且公司持续深耕下沉 C 端市场，构建差异化品牌护城河。

➤ 集团协同效应凸显，最后一公里量稳质升

由于公司最后一公里配送服务主要承接顺丰集团快递末端派送、电商件揽收及退货业务，上半年实现收入 45.51 亿元，同比增长 2.1%。增速从 2025 年同期 56.9% 降至 2.1% 的原因有下面几个方面：首先是中国上半年实物商品网上零售额同比仅增长 4.8%，规上快递业务量同比仅增长 5.0%，电商快递整体增速放

缓。其次 2025 年电商件基数极高，2026 年上半年顺丰速运物流业务量同比基本持平。最后抖音退货件合作调整带来阶段性减量影响。但该业务未来仍是公司稳定且可预期的收入基石，2025 年公司将 2026 年度最后一公里配送关联交易年度上限由 122.7 亿元大幅上调至 205.51 亿元，增幅超 67%，集团末端履约需求持续导入的确定性极强，公司将深度嵌入集团“揽、派、转”全环节，灵活运用力与集团快递网络形成互补、时段错配的运力共享，在帮助集团平滑波峰的同时提升骑手人效，其仓储、转运、同城即时配送的一体化供应链能力，成为区别于其他即时配送平台的独特优势。

➤ 看好公司维持核心优势，给予买入评级

展望下半年，随着外卖大战补贴退坡、行业竞争回归理性，即时配送行业正从规模与价格竞争转向服务质量、运营效率与技术能力的高维竞争，公司作为市场稀缺的第三方中立即时配送平台，将持续受益于行业整合与高价值场景渗透。公司已经通过 AI 大模型叠加智能调度后台持续提升网络效率，未来还会利用无人配送规模化落地进一步打开降本增效空间。综上，我们调整了公司 2026-2028 年营收预测，分别为 271.4/319.4/373.7 亿元，对应同比增长 18.5%/17.7%/17.0%。归母净利润预测分别为 4.3/6.3/8.4 亿元，对应同比增长 55.8%/46.1%/33.6%。综上，我们认为公司三项业务相辅相成、技术驱动的高质量增长逻辑清晰，因此给予公司 10.76 港元的目标价，对应 2026 财年 PE 约 20 倍，较现价有 33.8% 的上涨空间，维持买入评级。

表 1：即时配送服务行业估值比较（20260901）

代码	证券名称	总市值 亿港元	EPS（港元）				市盈率 PE				市净率 PB		市销率 PS
			2025	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	2026TTM	2026TTM	
6936.HK	顺丰控股	2,021.1	2.5	2.6	2.6	2.6	15.6	14.6	13.0	11.4	1.5		0.5
3690.HK	美团-W	4,786.0	-4.3	-1.7	3.7	6.5	-18.5	-45.5	21.2	11.9	2.8		1.1
2057.HK	中通快递-W	1,269.6	12.6	16.1	18.1	20.0	12.4	10.3	9.2	8.3	1.7		2.0
2618.HK	京东物流	735.2	1.2	1.5	1.7	2.0	9.6	7.5	6.5	5.7	1.1		0.3
1519.HK	极兔速递-W	950.3	0.2	0.4	0.7	0.9	54.2	22.0	15.0	11.4	2.8		0.8
0598.HK	中国外运	509.2	0.6	0.5	0.6	0.6	10.7	12.9	12.4	12.3	0.7		0.3
GRAB.O	GRAB	1,157.9	0.5	0.8	1.3	1.5	74.4	34.8	21.3	18.6	2.2		4.0
DASH.O	DOORDASH	8,041.7	17.0	20.1	35.1	52.0	110.9	91.2	52.0	34.9	10.3		6.5

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. 无人配送及 AI 技术投入回报不及预期。
3. 宏观经济波动影响即时零售消费需求。
4. 最后一公里与集团关联交易协同不及预期。

【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	27,139	31,943	37,368
成本	(14,675)	(21,454)	(25,216)	(29,642)	(34,609)
毛利	1,071	1,445	1,923	2,301	2,759
销售费用	(234)	(267)	(326)	(377)	(426)
管理费用	(637)	(830)	(1,004)	(990)	(1,121)
研发费用	(108)	(115)	(136)	(256)	(299)
其他	25	45	5	5	5
营运利润	117	278	463	683	918
净财务收入	29	16	16	16	16
所得税	(13)	(30)	(48)	(70)	(93)
净利润	133	264	431	629	840

增长

总收入 (%)	27.1%	45.4%	18.5%	17.7%	17.0%
净利润 (%)	N/A	97.9%	63.2%	46.1%	33.6%

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	2,541	2,991	3,498
存货	8	8	9	10	12
其他短期资产	1,234	1,671	1,702	1,737	1,776
现金	1,370	1,149	1,527	2,112	2,900
总资产	4,642	5,417	6,227	7,302	8,642
应付款项	1,601	2,160	2,539	2,985	3,485
其他应付项	99	13	13	13	13
总流动负债	1,700	2,173	2,552	2,998	3,498
其他长期负债	9	16	16	16	16
总负债	1,709	2,189	2,568	3,014	3,514
股东权益	2,961	3,282	3,713	4,342	5,182

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%	7.2%	7.4%
EBIT率 (%)	0.7%	1.2%	1.7%	2.1%	2.5%
净利率 (%)	0.8%	1.2%	1.6%	2.0%	2.2%
ROE	4.5%	8.0%	11.6%	14.5%	16.2%
营运表现					
费用/收入 (%)	6.2%	5.3%	5.4%	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	0.69	0.69	0.68
收入/总资产	3.39	4.23	4.36	4.37	4.32
总资产/权益	1.57	1.65	1.68	1.68	1.67

现金流量表

<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
税前利润	145	308	479	699	934
调整	16	8	(7)	(10)	(9)
运营资本变化	70	(58)	(50)	(41)	(49)
已付所得税及利息	24	16	(31)	(53)	(77)
营运活动现金流	255	274	390	595	799
固定资产投资	(15)	(44)	(8)	(9)	(10)
其他投资活动	(628)	(484)	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)	(343)	381	586	788
期初持有现金	1,899	1,369	1,145	1,527	2,112
汇兑变化	1	(1)	0	0	0
期末持有现金	1,352	1,025	1,527	2,112	2,900

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>