

申通快递（002468）深度研究报告

量在“利”先的循环已经启动，“反内卷”下更有助于业绩弹性释放——大物流时代系列（25）

- ❖ 时隔五年，我们再次发布公司深度，系我们发现公司变革因素正化为积极的业绩表现，且在行业“反内卷”下更有望实现业绩弹性释放。
- ❖ 业务量是基石：申通件量增速重回行业领先。1）2023 年以来申通件量增速持续领跑，份额差距缩小。2023 年申通件量增速 35.2%，比通达系均值高 13.2pct；月度数据看，2022 年 1 月至 2024 年 7 月的 31 个月期间，申通在 25 个月里取得通达系月度增速第一；份额看：23 年申通与通达系第三名份额首次缩小至 1 个百分点，24H1 差距维持在 1 个百分点左右。2）背后的支撑：转运中心直营化+加大资本投入，提升产能。2019 年深度报告中，我们提出公司破局的两大策略方向：转运中心直营化比例提升及加大资本开支力度。观察公司进展：2018-2020 年，加速推进核心转运中心直营化，20 年末直营化率 94.1%。2021 年，转运中心新建及改扩建项目力度加大。2022-2024 年，“三年百亿”计划提升产能。按照年末产能测算，2022-2024E 产能分别为 5000、6000、7500 万，同比增长 19%、20%、25%。
- ❖ 量在“利”先的循环启动。我们观察公司正在实现量-本-利的正循环。1）票均收入：申通在 2022 年下半年至 24 年 5 月票均收入为通达系最低，但在 24 年 7 月，申通较韵达高 0.02 元。单票收入较低有多重因素：包括了行业的一定竞争、包裹轻量化以及网点自跑比例高等。2）业务量增速带来票均成本的降幅大于收入，单票净利呈现明显拐点。单票扣非净利看，22Q1 开始基本转正，结束了自 20Q3 起的单票扣非净利润亏损。2024Q1 单票扣非净利润 0.041 元，同比增长 0.003 元，根据公司中报业绩预告，测算 Q2 公司 0.042 元，环比基本保持稳定。3）自由现金流回正，恢复造血功能。2023 年公司实现自由现金流为 5 亿元，自 2018 年以来扩大投资建设支出后首次回正。
- ❖ 行业“反内卷”是大势所趋，利于快递公司业绩弹性释放。1）行业主管部门明确提出快递行业“反内卷”。2）行业格局在优化。行业主要公司竞争策略正在发生转变，中通将战略重点转移到服务质量上，极兔在 2024 年上半年实现了调整后盈利。主要快递企业资本开支持续放缓，为行业格局优化奠定基础。3）自身：强化内功建设，立足性价比，寻找差异化。包括做大做强运营底盘：总部-提升产能、末端-优化结构、全网-数智化转型升级；建立客户分层机制，优化大客户服务体系等。
- ❖ 投资建议：1、盈利预测：我们预计公司 2024-26 年实现归母净利 8.6、12.7、15.8 亿元，同比分别增长 152%、48%及 24%，对应 2024-26 年 EPS 分别为 0.56、0.83 及 1.03 元，PE 分别为 15、10、8 倍。2、目标价：我们预计快递行业业务量增速 2025-26 年仍将维持 15%左右，在行业反内卷的大背景下，单票盈利至少有望保持稳定，即可维持超越行业件量增速的业绩增长水平。龙头公司至少应修复至 15 倍 PE 以上。申通快递作为拐点期企业，考虑市场对其未来业绩释放的确定性或仍需观察，我们给予 2025 年盈利预测 13 倍 PE，对应目标市值 165 亿，目标价 10.78 元，预期较现价 27%空间，给予“推荐”评级。
- ❖ 风险提示：行业价格竞争加剧、电商需求低于预期。

主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	40,924	48,001	54,588	60,664
同比增速(%)	21.5%	17.3%	13.7%	11.1%
归母净利润(百万)	341	857	1,269	1,577
同比增速(%)	18.4%	151.7%	48.0%	24.2%
每股盈利(元)	0.22	0.56	0.83	1.03
市盈率(倍)	38	15	10	8
市净率(倍)	1.5	1.4	1.2	1.0

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2024 年 8 月 28 日收盘价

推荐（首次）

目标价：10.78 元

当前价：8.47 元

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：吴晨玥

邮箱：wuchenyue@hcyjs.com

执业编号：S0360523070001

证券分析师：黄文鹤

电话：010-63214633

邮箱：huangwenhe@hcyjs.com

执业编号：S0360523070004

证券分析师：梁婉怡

邮箱：liangwany@hcyjs.com

执业编号：S0360523080001

联系人：李清影

邮箱：liqingying@hcyjs.com

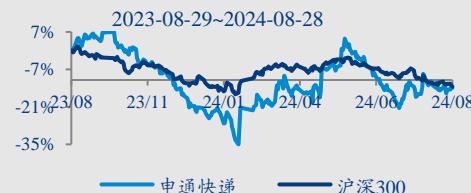
联系人：卢浩敏

邮箱：luhaomin@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	153,080.22
已上市流通股(万股)	149,204.57
总市值(亿元)	129.66
流通市值(亿元)	126.38
资产负债率(%)	62.18
每股净资产(元)	5.86
12 个月内最高/最低价	10.52/6.45

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《申通快递（002468）2020 年中报点评：加大市场政策力度致业绩承压，上半年利润下降 92%》

2020-08-29

《申通快递（002468）2019 年报及 2020 年一季报点评：加大市场政策力度及受疫情影响致业绩承压，关注公司改善空间》

2020-05-04

投资主题

报告亮点

大物流时代系列（25），我们时隔5年，再度发布申通快递深度报告：我们观察公司变革因素正化为积极的业绩表现，而行业“反内卷”大势所趋，有助于企业释放业绩弹性。

投资逻辑

1、业务量是基石：申通件量增速重回行业领先。

1) 2023年以来申通件量增速持续领跑，份额差距缩小。

2) 背后的支撑：转运中心直营化+加大资本投入，提升产能。2022-2024年，“三年百亿”计划提升产能。按照年末产能测算，2022-2024E 产能分别为5000、6000、7500万，同比增长19%、20%、25%。

2、量在“利”先的循环启动。我们观察公司正在实现量-本-利的正循环。

1) 业务量增速带来票均成本的降幅大于收入，单票净利呈现明显拐点。单票扣非净利看，22Q1开始基本转正，结束了自20Q3起的单票扣非净利润亏损。2024Q1单票扣非净利润0.041元，同比增长0.003元，根据公司中报业绩预告，测算Q2公司0.042元，环比基本保持稳定。

2) 自由现金流回正，恢复造血功能。2023年公司实现自由现金流为5亿元，自2018年以来扩大投资建设支出后首次回正。

3、行业“反内卷”是大势所趋，利于快递公司业绩弹性释放。

1) 行业主管部门明确提出快递行业“反内卷”。

2) 行业格局在优化。行业主要公司竞争策略正在发生转变，中通将战略重点转移到服务质量上，极兔在2024年上半年实现了调整后盈利。主要快递企业资本开支持续放缓，为行业格局优化奠定基础。

3) 自身：强化内功建设，立足性价比，寻找差异化。包括做大做强运营底盘：总部-提升产能、末端-优化结构、全网-数智化转型升级；建立客户分层机制，优化大客户服务体系等。

关键假设、估值与盈利预测

1、盈利预测：我们预计公司2024-26年实现归母净利8.6、12.7、15.8亿元，同比分别增长152%、48%及24%，对应2024-26年EPS分别为0.56、0.83及1.03元，PE分别为15、10、8倍。

2、目标价：我们预计快递行业业务量增速2025-26年仍将维持15%左右，在行业反内卷的大背景下，单票盈利至少有望保持稳定，即可维持超越行业件量增速的业绩增长水平。龙头公司至少应修复至15倍PE以上。申通快递作为拐点期企业，考虑市场对其未来业绩释放的确定性或仍需观察，我们给予2025年盈利预测13倍PE，对应目标市值165亿，目标价10.78元，预期较现价27%空间，给予“推荐”评级。

目 录

前言：时隔 5 年，我们再度发布申通快递深度报告	5
一、 业务量是基石：申通件量增速重回行业领先	6
（一） 2023 年以来申通件量增速持续领跑，份额差距缩小	6
（二） 背后的支撑：转运中心直营化+加大资本投入，提升产能	8
二、 量在“利”先的循环启动	11
（一） 公司正在实现量-本-利的正循环	11
（二） 自由现金流回正，恢复造血功能	14
行业“反内卷”是大势所趋，利于快递公司业绩弹性释放	15
三、	15
（一） 行业主管部门明确提出快递行业“反内卷”	15
（二） 行业格局在优化	16
（三） 自身：强化内功建设，立足性价比，寻找差异化	18
四、 投资建议	20
五、 风险提示	20
附： 历史回顾：申通份额失守的那些年	20

图表目录

图表 1	百世单票收入与业务量超额增速比较	6
图表 2	通达系历年件量增速	7
图表 3	通达系历年件量（亿件）	7
图表 4	通达系月度业务量增速	8
图表 5	申通与通达系第三名份额差距	8
图表 6	申通快递转运中心数量及直营化率	9
图表 7	申通快递直营转运中心数量	9
图表 8	申通快递常态产能吞吐能力（年末）	10
图表 9	申通快递历年资本开支（亿元）	10
图表 10	通达系历年资本开支（亿元）	10
图表 11	通达系历年固定资产结构（亿元）	11
图表 12	通达系自有干线车辆数量（辆）	11
图表 13	通达系直营转运中心数量（个）	11
图表 14	通达系单票收入	12
图表 15	申通快递历年单票收入（元）	13
图表 16	申通快递历年单票成本（元）	13
图表 17	申通快递历年单票扣非净利润（元）	13
图表 18	申通快递归母净利（亿元）	14
图表 19	申通快递历年自由现金流	14
图表 20	通达系公司历年新增件量/资本开支（件/元）	15
图表 21	快递公司资本支出 2023（亿元）	17
图表 22	中通季度资本开支变化	17
图表 23	韵达季度资本开支变化	17
图表 24	圆通季度资本开支变化	17
图表 25	申通季度资本开支变化	17
图表 26	申通前十大/第一大加盟商业业务量占比	18
图表 27	申通网点管家	19
图表 28	申通、圆通、韵达前五大客户收入占比	21
图表 29	通达系资本开支比较（亿元）	22

前言：时隔 5 年，我们再度发布申通快递深度报告

2019 年华创交运团队发布申通快递深度报告《低估值之“谜”及修复路径探讨：被低估的通达系“元老”，依旧存在预期差》，

我们分析：四重担忧压制公司过去估值水平。

经营层面：市场份额 14-17 年连续 4 年下滑（16.5%降至 10%）=>引发对公司竞争力的担忧；

资产层面：转运中心资产直营化不足，总部资本开支落后=>资本投入代表未来竞争力；

财务层面：没有效率提升推动的单票毛利逆势增长不被认可=>以量为先逻辑下，量居首；

经营模式层面：持有转运中心资产的大加盟商与总部利益诉求不同成为另一个担忧点。

我们提出估值能否修复的探讨？观察公司当时正在推动四大变革。

变革措施 1：转运中心直营化比例提升。2018 年，公司累计公告 5 批转运中心中转业务资产组收购公告，合计金额 14.91 亿元，我们测算直营化率从 2016 年不到一半提升至 2018 年 88%（根据转运中心个数计算）。

变革措施 2：加大资本开支。过往的投资“缺位”，主要受到转运中心直营化不足约束，随着直营比例提升，资本开支亦大幅增长。2018 年前三季度，公司资本开支增速明显高于通达系同行，金额与韵达持平。

变革措施 3：优化加盟商管理。收购转运中心后，公司对加盟商管控力增强。

变革措施 4：产品层面，去重货，优化产能。

变革效果：业务量显著提升。业务量增速自 18 年下半年以来连续提升，19 年 1 月市场份额已经达到 11.3%。同时公司在 10 月、12 月及 1 月三个月增速超越韵达，成为行业领跑者；同时此前大加盟商所在区域开始发力；品质指标亦提升明显。

我们针对一次性释放还是可持续改善进行了讨论，并给出两大观察指标：成本改善以及业务量增速的持续性。

此后在 2020 年行业发生较大变化，一方面疫情的出现对快递行业带来了一定的影响；另一方面极兔超预期的迅速起网并获得成功使得通达系公司面临重大挑战；多重因素下，相对落后的企业盈利指标下行，申通快递 20-21 年连续两年录得亏损，直至 21 年 9 月，基于末端派费的调价，行业阶段性缓和了价格竞争。在 20 年 8 月后我们将申通快递放在观察名单。

经过近 4 年的观察，我们再次发现公司变革因素正化为积极的业绩表现，因此我们发布本篇深度报告。

一、业务量是基石：申通件量增速重回行业领先

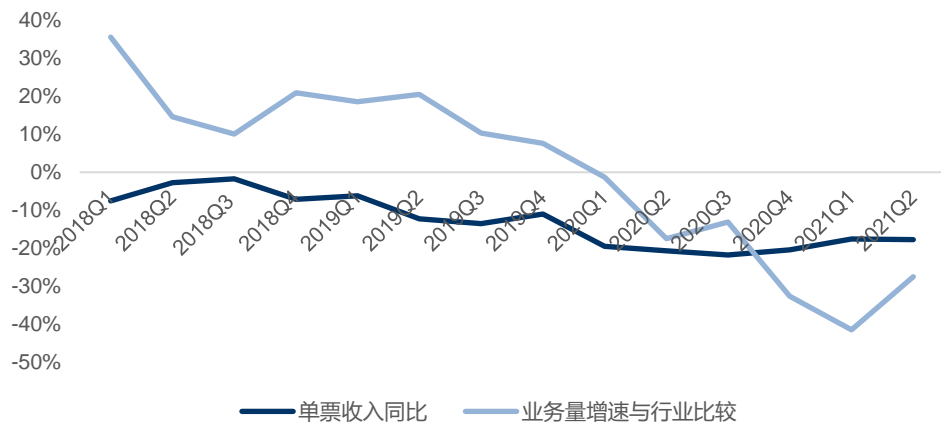
对于网络型快递而言，保持一定的业务量是健康发展的基石。

2021 年我们在深度报告《兴替、博弈、破局——电商快递的过去、现在和未来》中提出，2020 年前百世的价格策略可以撬动业务量增速超越行业，但 2020 年一季度后，公司单票收入进一步下台阶，但业务量增速却不断低于行业。

我们认为这或意味着全网运营能力相对弱的企业，已经难以利用价格手段推动业务量显著增长，此后我们看到百世中国区业务被后来者极兔收购。

由此可见：1）业务量是网络型快递的基本盘；2）当价格手段撬动业务量失效时，则意味着网络竞争力的真正消失。

图表 1 百世单票收入与业务量超额增速比较



资料来源：百世公司公告，华创证券

（一）2023 年以来申通件量增速持续领跑，份额差距缩小

业务量是我们观察的核心指标。

2015-2021 年：申通件量增速低于通达系平均，申通平均件量增速为 25.5%，通达系平均件量增速为 37.3%，申通市场份额被拉开。

2022 年开始，申通件量增速超越通达系平均水平。

2022 年申通件量增速 16.9%，通达系平均增速 6.9%，比均值高 10pct。

2023 年申通件量增速 35.2%，通达系平均 21.9%，比均值高 13.2pct；

领先持续至 2024H1，24H1 申通件量增速 32.5%，通达系平均 24.8%，比均值高 7.7pct。

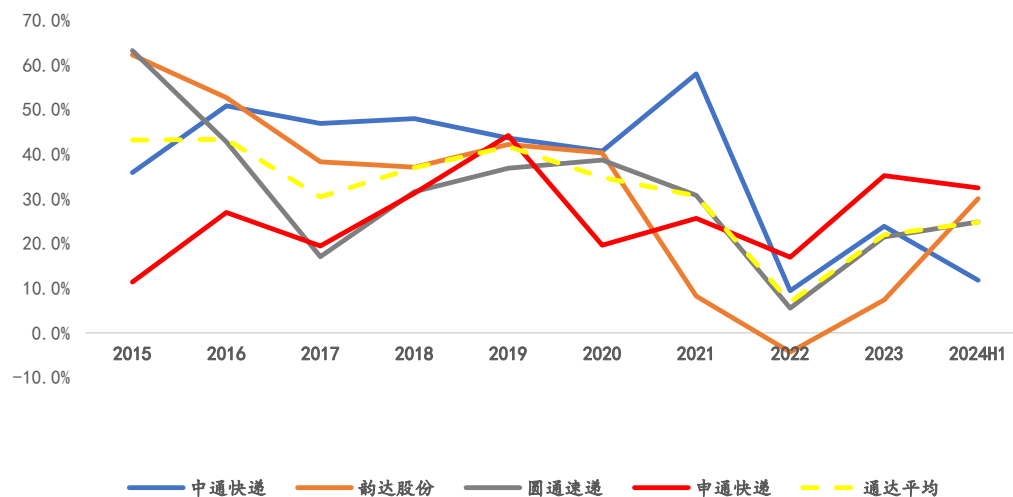
月度数据看，2022 年 1 月至 2024 年 7 月，31 个月期间，申通在 25 个月里取得通达系月度增速第一。

份额维度看：2017 年-2022 年，申通与通达系第三名份额差距一直在 2 个百分点以上，2021 年差距一度达到 5 个百分点。而 2023 年申通与通达系第三名份额首次缩小至 1 个

百分点，24H1 差距维持在 1 个百分点左右。

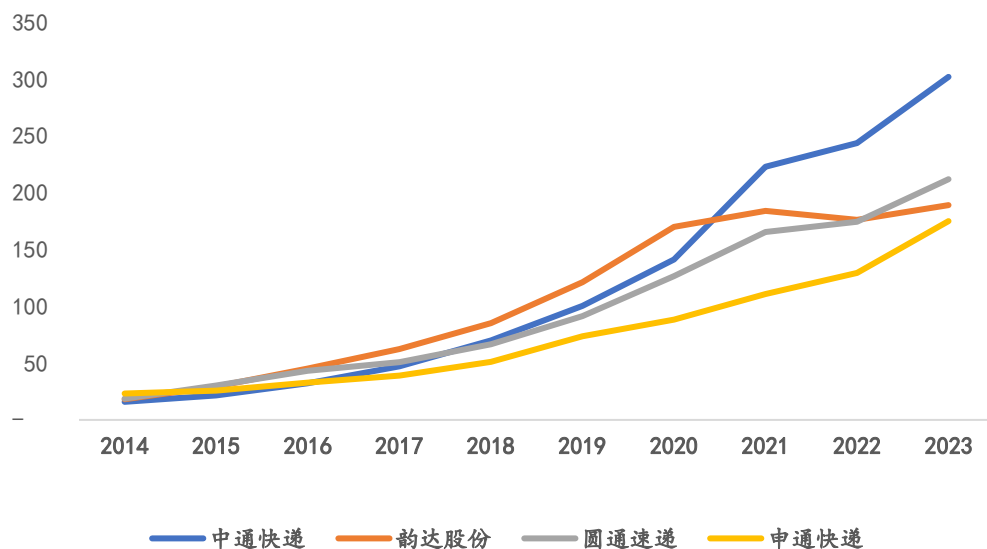
从业务量增速及份额维度的变化，可以认为申通全网运营能力在支撑公司追赶。

图表 2 通达系历年件量增速



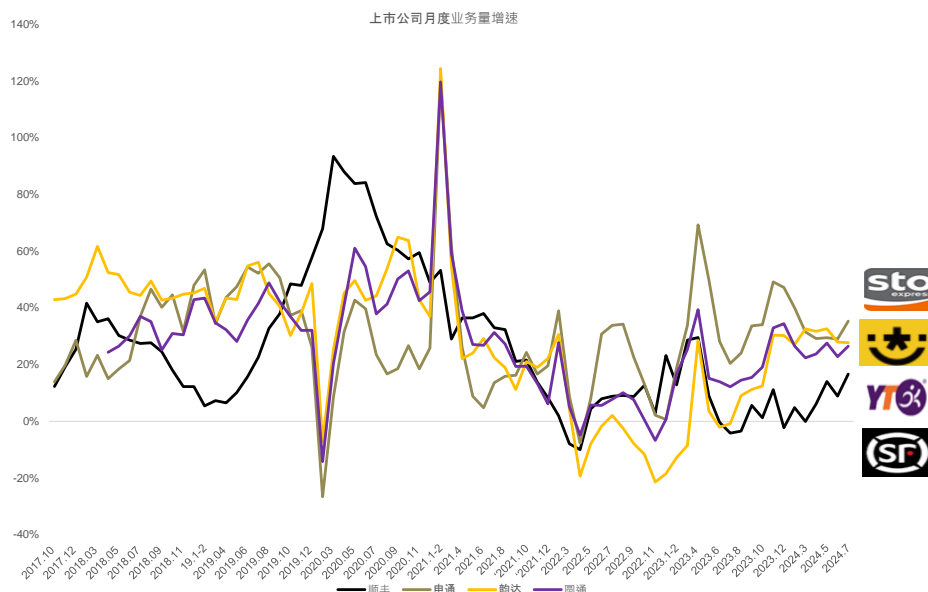
资料来源：公司公告，华创证券

图表 3 通达系历年件量（亿件）



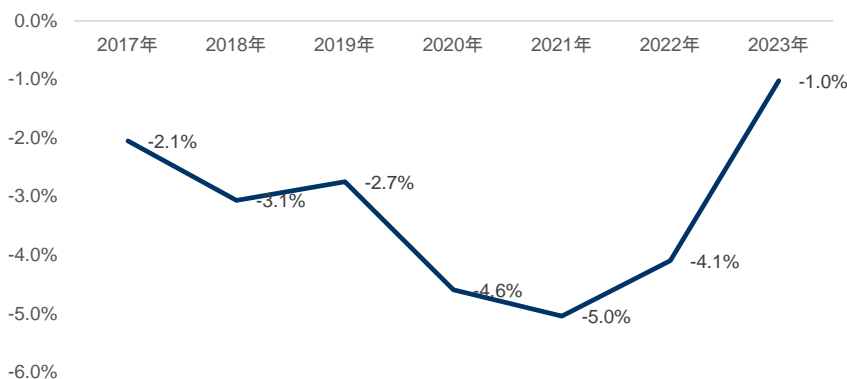
资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 通达系月度业务量增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 5 申通与通达系第三名份额差距



资料来源：公司公告，华创证券

（二）背后的支撑：转运中心直营化+加大资本投入，提升产能

2019 年我们分析申通过去在资产层面：转运中心资产直营化不足，总部资本开支落后，市场对其未来竞争力存在一定的担忧。我们提出两个变革方向：转运中心直营化比例提升及加大资本开支力度。

我们回顾近年来公司推进转运中心直营化的力度和进程：

1、2018-2020 年，加速推进核心转运中心直营化。

2016 年之前公司转运中心直营比例不到一半，2018 年起公司推动转运中心直营化，当年花费约 15 亿元收购 15 个核心城市的转运中心，包括北京、武汉、东莞、南昌、南宁、长春等地的转运中心，直营转运中心数量达到 60 个，直营化率 88.2%；

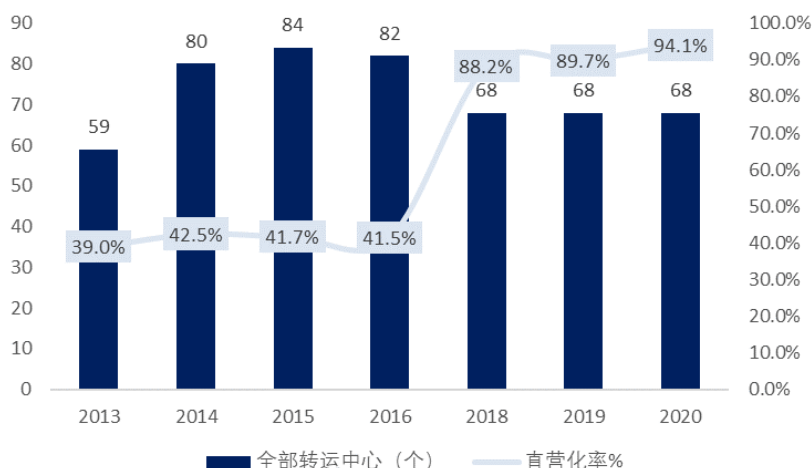
2019 年，收购天津转运中心中转业务资产组，直营转运中心 61 个，直营化率 89.7%；

2020 年，收购济南、重庆、西安转运中心中转业务资产组，直营转运中心 64 个，直营化率 94.1%。

到 2020 年末公司已基本完成非直营转运中心的收购，直营化率较 2016 年的 41.5%大幅提升 52.6 个百分点，直营转运中心由 2016 年的 34 个增加到 64 个。

收购后，公司通过精益管理、改善运营、升级设备等举措推动转运中心信息化智能化改造，提升产能，提升公司整体的中转时效。

图表 6 申通快递转运中心数量及直营化率



资料来源：公司公告，华创证券

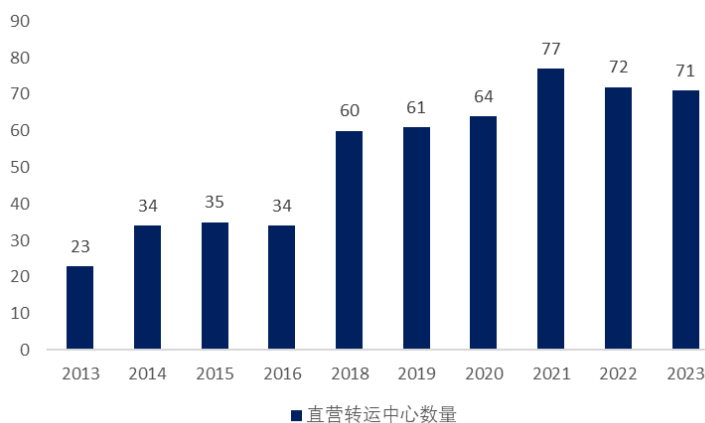
2、2021 年，转运中心新建及改扩建项目力度加大。

2021 年，公司推进 10 余个直营转运中心厂房的开工和建设，当年完成了杭州靖江三期、湖北荆门、四川简阳等项目的交付。

同年大力实施转运中心改扩建项目，当年共实施完成 47 个，主要涉及上海、苏州、宁波、杭州、义乌、海口等 20 个省市。

2021 年公司直营运转中心数量大幅度增加至 77 个。

图表 7 申通快递直营转运中心数量



资料来源：公司公告，华创证券

3、2022-2024 年，“三年百亿”计划提升产能。

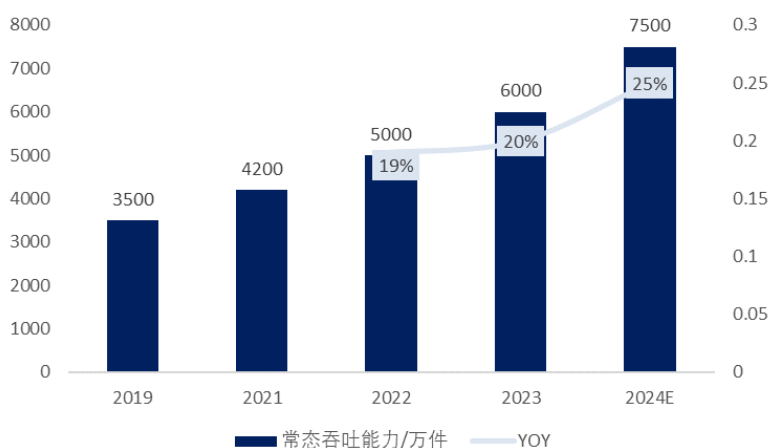
2022 年，公司启动三年百亿产能提升项目，主要包括转运中心的新建和改扩建工程，自动化升级项目以及高运力干线车辆投入，补齐公司产能短板。2022 年当年资本开支 35.9 亿，创下公司资本开支最高金额，其中 12 亿用于房屋及建筑物购置，15 亿用于机器设备购置，5 亿用于运输设备购置。

2023 年，公司实施 37 个产能提升项目和 18 个改造优化项目，主要涉及南宁、泰州、贵阳、西安、南昌、兰州等城市，推动公司常态吞吐产能突破日均 6000 万单。与此同时，公司进一步优化转运中心的设置和布局，新建及裁撤部分转运中心，拉直中转线路，提升运营效率，截至 23 年底，公司直营转运中心数量为 71 个。

“三年百亿”计划，公司预计将可以使产能从 2021 年末的 4200 万/天，提升到 2024 年的 7500 万/天，三年合计提升 78.6%。

按照年末产能测算，2022-2024E 产能为 5000、6000、7500 万，同比增长 19%、20%、25%，公司产能呈现加速提升态势，预计产能短板问题得到较好解决。

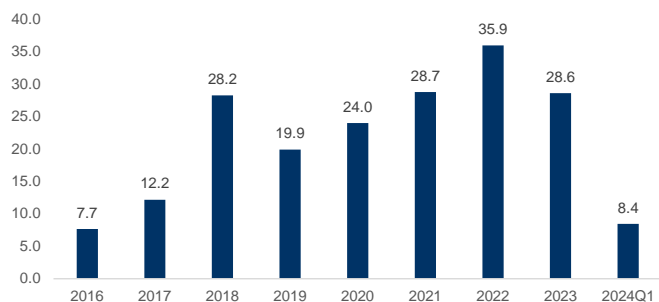
图表 8 申通快递常态产能吞吐能力（年末）



资料来源：公司公告，华创证券

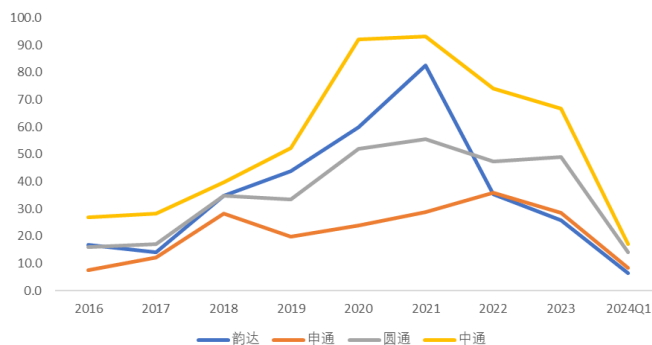
反映在资本开支数据上，自 2018 年起，公司每年保持 20-30 亿左右的资本开支，开支规模于 2022 年超越韵达。

图表 9 申通快递历年资本开支（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 10 通达系历年资本开支（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

4、截至 2023 年末，公司固定资产已得到较好补充。

在运输工具设备上，2023 年资产规模 11.9 亿，高于韵达、圆通；

自有干线运输车辆 5992 辆，高于圆通的 5354 辆；

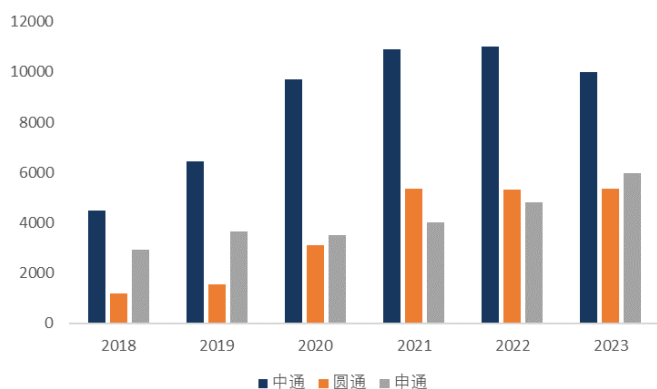
机器设备上，固定资产规模 38.7 亿，高于圆通 37.3 亿。

图表 11 通达系历年固定资产结构（亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
固定资产净值										
中通快递	9.3	17.5	40.7	64.7	90.4	124.7	185.7	249.3	288.1	321.8
韵达股份	7.6	10.2	23.3	28.2	47.2	64.4	94.8	138.2	137.9	126.7
圆通速递	6.6	12.2	20.8	29.4	53.1	72.2	96.9	125.8	151.0	173.1
申通快递	4.9	5.0	6.9	12.9	26.7	39.9	51.5	56.6	73.6	94.2
机器设备										
中通快递		2.0	7.2	13.0	24.8	37.8	50.6	63.8	73.3	88.6
韵达股份	2.38	3.2	7.9	12.4	25.1	36.4	46.1	61.7	58.0	54.6
圆通速递	1.05	1.7	3.1	4.2	8.9	15.3	25.1	31.5	35.9	37.3
申通快递	1.47	1.8	1.4	1.6	1.6	14.3	21.5	25.4	29.4	38.7
运输工具										
中通快递		5.4	10.6	15.5	23.2	33.7	55.9	61.8	61.0	56.4
韵达股份	1.3	1.3	6.7	7.5	10.1	11.0	16.1	18.3	14.1	7.8
圆通速递	0.5	1.4	0.9	1.2	5.5	6.3	10.9	14.9	10.7	7.1
申通快递	0.6	0.5	2.1	5.3	5.2	9.2	8.2	9.3	10.6	11.9
房屋建筑物										
中通快递		5.5	15.2	29.6	39.3	60.3	75.4	125.0	150.0	217.3
韵达股份	3.2	5.5	7.8	7.0	8.6	10.6	24.9	51.8	59.4	59.7
圆通速递	4.3	7.6	14.8	20.7	32.2	42.9	53.0	71.3	87.7	109.7
申通快递	2.5	2.4	3.1	5.4	5.4	15.3	20.8	21.0	32.4	42.3

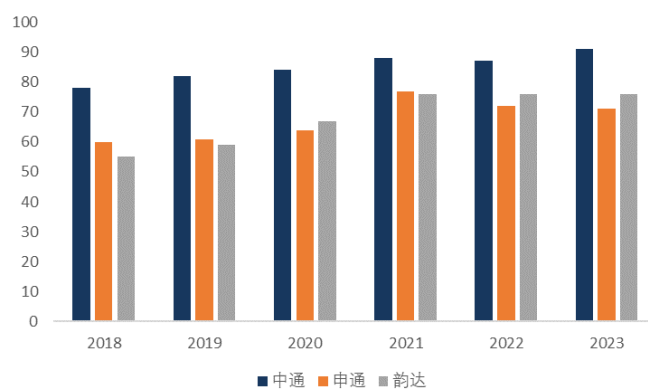
资料来源：公司公告，华创证券

图表 12 通达系自有干线车辆数量（辆）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 13 通达系直营转运中心数量（个）



资料来源：公司公告，华创证券

二、量在“利”先的循环启动

（一）公司正在实现量-本-利的正循环

1、多因素致单票收入在下降

2024 年 1-7 月累计单票收入：圆通 2.32 元，同比-4.3%（-0.1 元），韵达 2.08 元，同比-

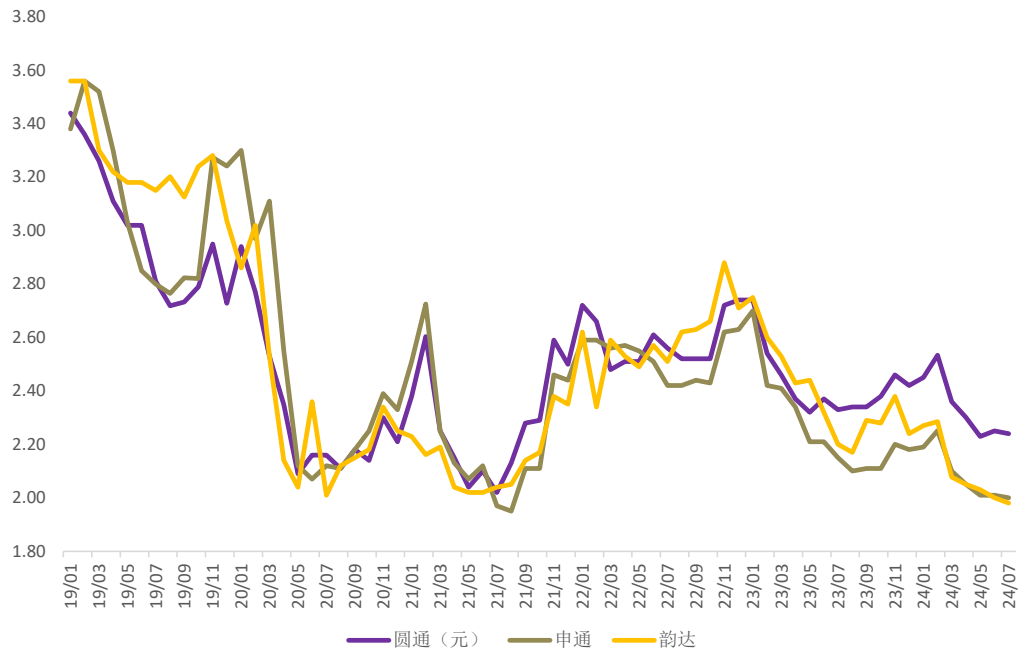
15%（-0.37 元），申通 2.07 元，同比-10.5%（-0.24 元），申通单票价格在 2022 年下半年至 24 年 5 月为通达系最低，但在 24 年 7 月，申通较韵达高 0.02 元。

7 月单票收入：圆通 2.24 元，同比-3.7%（-0.09 元）；韵达单票收入 1.98 元，同比-10%（-0.22 元）；申通 2.0 元，同比-7%（-0.15 元）。

申通单票收入较低有多重因素：包括了行业的一定竞争、包裹轻量化以及网点自跑比例高导致自跑部分未计入公司报表等，我们建议结合单票收入变化幅度来综合关注。

申通为客户提供较优惠的价格的同时，强化加盟商精细化管理，且在多年建设中转体系的努力下，服务质量稳步提升，申通以较高的性价比优势，实现领先行业的件量增长。

图表 14 通达系单票收入



资料来源：Wind，华创证券

2、业务量增速带来票均成本的降幅大于收入，单票毛利及净利呈现明显拐点

2024Q1 申通单票营业收入 2.21 元，同比减少 15.2%，单票快递收入 2.17 元，同比下降 12.4%，单票营业成本 2.08 元，同比下降 16.1%，成本下降幅度更大。

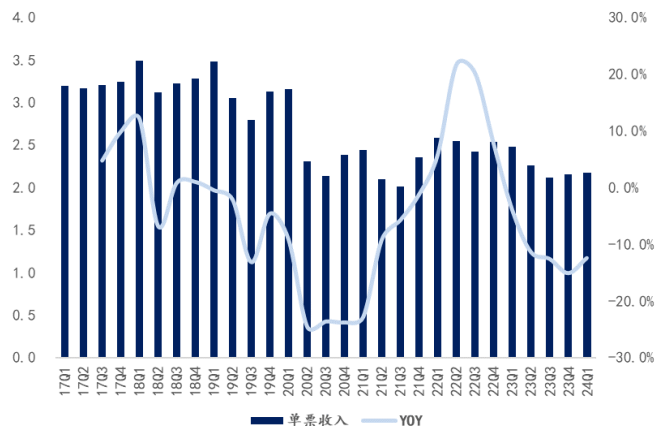
从单票扣非净利看，22Q1 开始基本转正，结束了自 20Q3 起的单票扣非净利润亏损。2024Q1 单票扣非净利润 0.041 元，同比增长 0.003 元，根据公司中报业绩预告，测算 Q2 公司 0.042 元，环比基本保持稳定。

附：申通快递发布上半年业绩预告，增速亮眼：Q2 单票净利较 Q1 保持基本稳定。

1) 公司公告预计上半年实现归母净利 3.75-4.75 亿元，同比增长 71.78%-117.59%，实现扣非净利 3.75-4.75 亿元，同比增长 72.34%-118.3%。公司 24Q1 实现归母净利 1.9 亿，扣非净利 1.86 亿。我们测算 Q2 扣非净利 1.89-2.89 亿元，而 23Q2 仅 0.92 亿元，同比大幅增长。

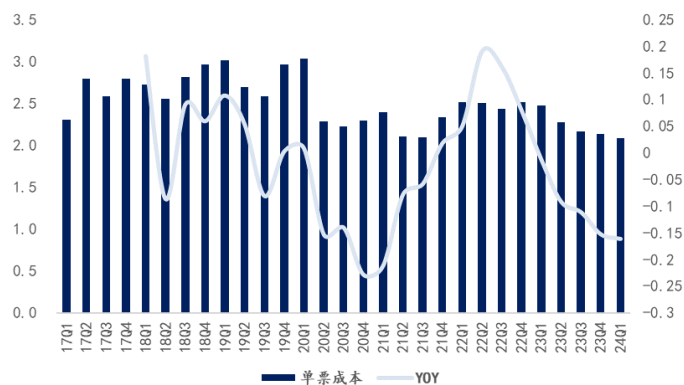
2) 公司 Q2 完成 56.4 亿票, 测算 Q2 单票扣非净利 0.034-0.051 元, 中值为 0.042 元, Q1 为 0.041 元, 保持基本稳定。

图表 15 申通快递历年单票收入 (元)



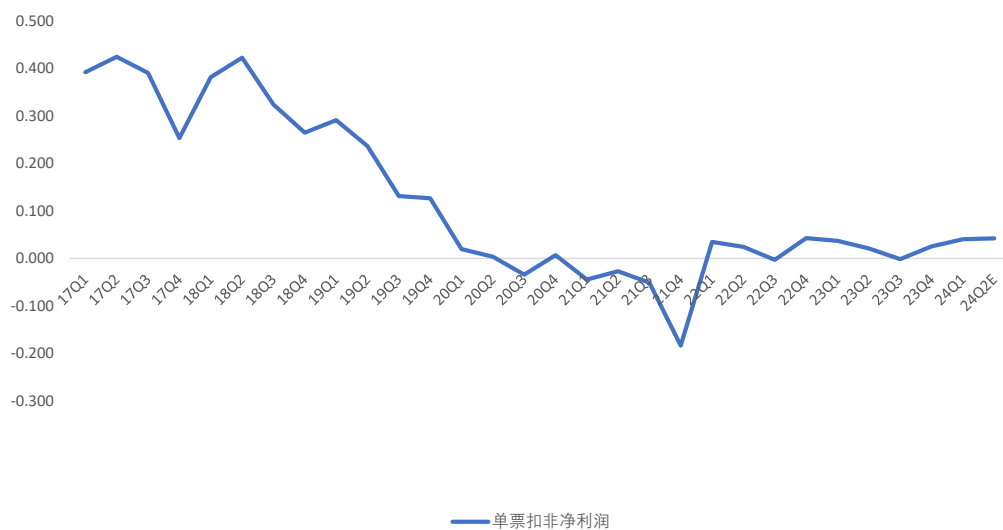
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 16 申通快递历年单票成本 (元)



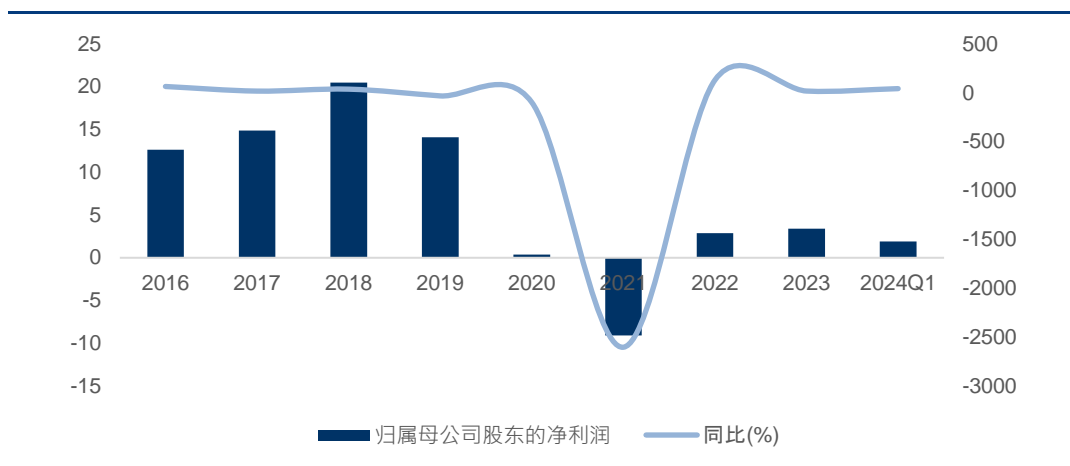
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 17 申通快递历年单票扣非净利润 (元)



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 18 申通快递归母净利（亿元）



资料来源: Wind, 华创证券

（二）自由现金流回正，恢复造血功能

件量较快增长带动公司经营活动现金流增长，2023 年公司经营活动现金流量净额增长至 33.6 亿元。在前 5 年大力建设基础设施的基础上，2023 年公司资本开支 28.6 亿元，较 2022 年 35.9 亿元有所下降。

2023 年公司实现自由现金流为 5 亿元，自 2018 年以来扩大投资建设支出后首次回正。

图表 19 申通快递历年自由现金流



资料来源: Wind, 华创证券

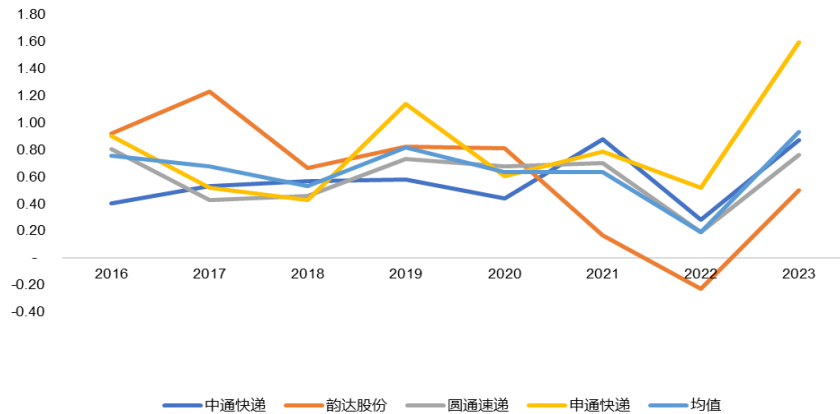
公司自由现金流的另外一部分来自于资本性开支的效率，我们以资本开支带来的件量增量作为衡量指标。

2023 年，申通快递增量件量为 45.6 亿件，每亿元资本开支带来的增量件量 1.59 亿件，同期圆通为 0.77 亿件，韵达 0.5 亿件，中通 0.87 亿件。在 2019-2022 年，申通在新增件量/

资本开支指标上均处于通达系排名较前。

我们认为，2023 年为公司首次自由现金流转正，意味着公司实现经营业务和现金流的正向循环，恢复了自身造血功能，实现自身可持续发展。

图表 20 通达系公司历年新增件量/资本开支（件/元）



资料来源：Wind，华创证券

三、行业“反内卷”是大势所趋，利于快递公司业绩弹性释放

（一）行业主管部门明确提出快递行业“反内卷”

2024 年 7 月召开的政治局会议通稿中指出：要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。

8 月 22 日，国家邮政局在上海召开规范市场秩序、提升服务质量专题会议。明确提出：

一是坚决防止“内卷式”恶性竞争。良性的市场竞争追求技术创新、质量提升、效益提高，而非单纯价格和业务量的竞争。快递企业要认真自查自省，强化行业自律，发挥自身比较优势，不断丰富服务产品，推动开展差异化竞争，促进市场竞争良性发展，共同把“蛋糕”做大做好，形成多赢局面。

二是着力提升快递服务质量竞争力。

三是持续提高创新发展能力。

这是继 2021 年后，主管部门针对行业内卷的又一重磅级发声。

21 年 7 月经国务院同意，交通运输部、国家邮政局、国家发展改革委、人力资源社会保障部、商务部、市场监管总局、全国总工会联合印发了《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》。

21 年 9 月，加盟制龙头公司陆续宣布 9 月 1 日起上调全网派费 0.1 元。

“内卷式价格战”影响的不仅是上市公司利润水平，也会影响全网生态，当末端网点到快递小哥的派费不断“被下调”，难以保障快递服务质量，对终端消费者带来不便，同样的，对于超过 300 万人的快递从业人员，也需要得到必要的保障。

（二）行业格局在优化

1、行业主要公司竞争策略正在发生转变

电商快递盈利能力的核心因素在于竞争格局的演绎，尽管行业头部公司数量没有实质性减少（百世中国区业务、顺丰原丰网业务均被极兔收购），但我们认为行业格局已经呈现优化，或来自于竞争策略的转变。

1) 我们关注中通快递一季报的经营策略描述，中通快递指出：24年初公司将战略重点转移到服务质量上，更加关注打造差异化产品。公司同时表示坚持“不做亏本件”底线，单票收入下降幅度为行业中较低。

2) 极兔在 2024 年上半年实现了调整后盈利。

意味着过去行业最头部以及最强新进入者均转向了利润优先的策略，有助于缓解行业竞争压力。

亦如我们在 2022 年深度研究《格局、破局：电商快递重要判断，步入承前启后新阶段——大物流时代系列研究（十四）》，曾提出讨论，通过集运、啤酒行业的复盘，“价格战”的拐点能否在快递行业上演？

我们总结一般路径：价格战导致行业集中度显著提升—>行业业务量拐点—>龙头公司经营决策出现重大转变（高价值/全链条）—>盈利长期拐点（不意味着竞争消失）。

当前快递行业集中度已经很高，业务量中长期增速预计会回落，中通快递作为龙头的经营决策对未来走向尤为关键。我们认为行业存在一定的价格分层、服务分层、提供差异化产品的空间，具备单票盈利上升的潜力。

2、主要快递企业资本开支持续放缓，为行业格局优化奠定基础

2023 年，顺丰、中通、韵达、申通，资本性支出分别为 175、67、26 及 29 亿，同比分别下降 9.4%、10%、29%及 21%，**呈现了不同程度的下行。**

尤其分拣中心环节降幅较大，顺丰、韵达、申通分别下降 18%、23%及 32%或 12.8、6.1、4.6 亿元。

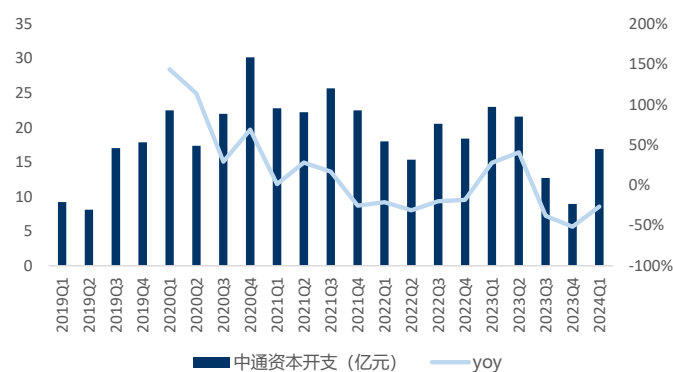
分拣中心投入依旧占重要地位，顺丰占比 33%，韵达占比 78%，申通占比 34%，申通在 23 年于设备端投入较大，占比达到 44%，但仍相较于 22 年下降了 16%。

图表 21 快递公司资本支出 2023（亿元）

	顺丰	中通	韵达	申通	顺丰	中通	韵达	申通
	2023				2022			
土地	2.4		2.2	0.0	1.1		3.5	1.1
仓库	13.4				15.6			
分拣中心	57.9		20.2	9.8	70.7		26.3	14.4
设备等	5.1		1.5	12.6	8.2		3.1	15.1
车辆	14.3		0.1	5.3	9.2		2.3	4.6
飞机	17.9				22.9			
股权投资	40.6				42.9			
办公综合楼	4.8				6.0			
其他	18.9		1.8	0.9	16.7		1.2	0.8
合计	175	67	26	29	193	74	36	36
同比	-9.4%	-10.0%	-28.9%	-20.5%				

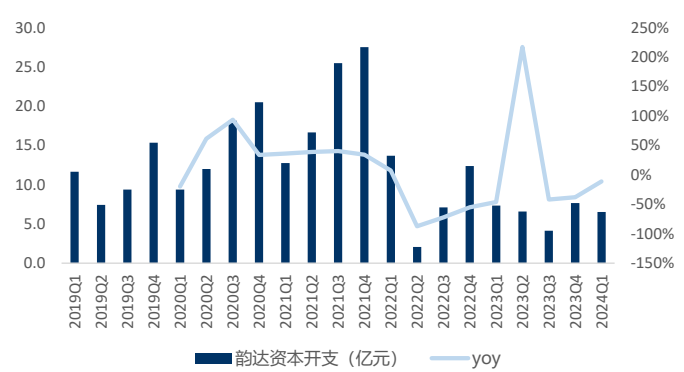
资料来源：公司公告，华创证券

图表 22 中通季度资本开支变化



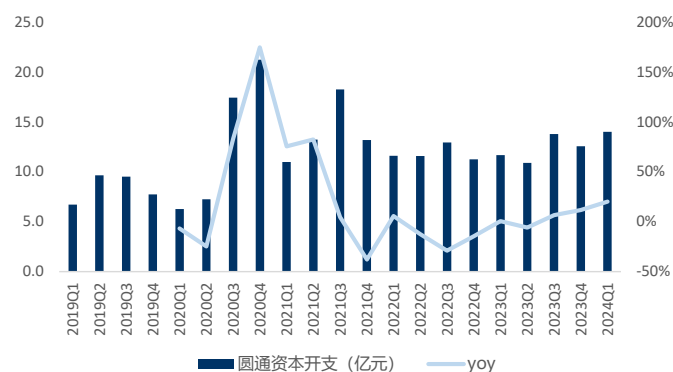
资料来源：公司公告，华创证券

图表 23 韵达季度资本开支变化



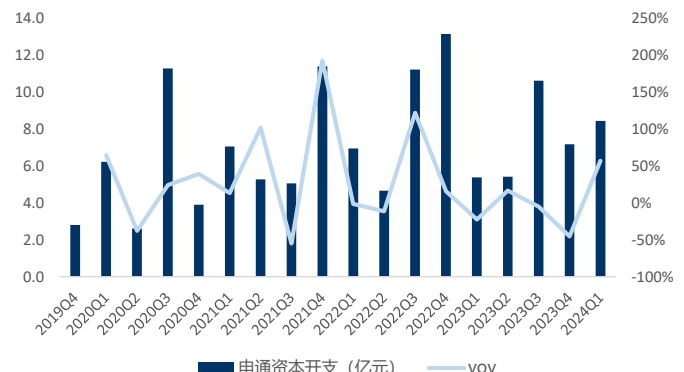
资料来源：公司公告，华创证券

图表 24 圆通季度资本开支变化



资料来源：公司公告，华创证券

图表 25 申通季度资本开支变化



资料来源：公司公告，华创证券

（三）自身：强化内功建设，立足性价比，寻找差异化

1、做大做强运营底盘。

网络型快递全网架构中，包括快递公司总部、加盟商、加盟商下属网点，全网强才是真正强，全网畅通才是真正畅通。中通在行业内率先推动“同建共享”战略也奠定了龙头基础。我们观察申通快递近年来亦在做大做强整体运营底盘，强化全网运营能力。

1) 总部-提升产能。

如前所述，公司持续推进产能提升项目，通过转运中心升级改造和标准化建设，在关键节点上进行扩容调优，进一步扩充全网吞吐产能，做大做强枢纽转运能力。

2) 末端-优化结构。

公司在 2023 年报中披露：

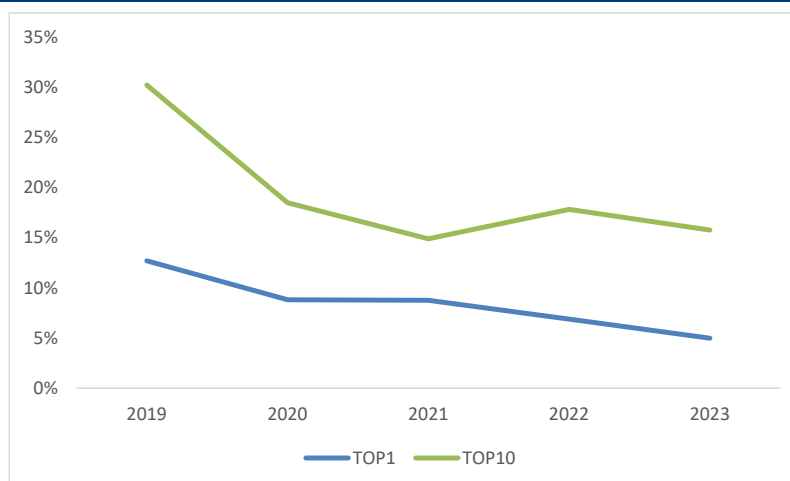
一方面继续推进网点优化工作，全网实施网点星级评定，制订明确标准并针对落后网点实施主动汰换措施，促进网点与公司同步发展；

另一方面有序推进末端网点扁平化改革，激发网点活力，促进网络稳定且高效运营。

尤其在扁平化维度看：公司前十大加盟商业务量占比 2019 年达到 30%，而 2023 年仅为 16%，第一大加盟商的业务量占比从 19 年的 13% 降至 23 年的 5%。

同时，公司还大力扶持网络发展，包括切实帮助网点解决融资痛点、专业化评估、提供配套政策鼓励规模化网点投入自动化分拣设备等。

图表 26 申通前十大/第一大加盟商业务量占比



资料来源：公司公告，华创证券

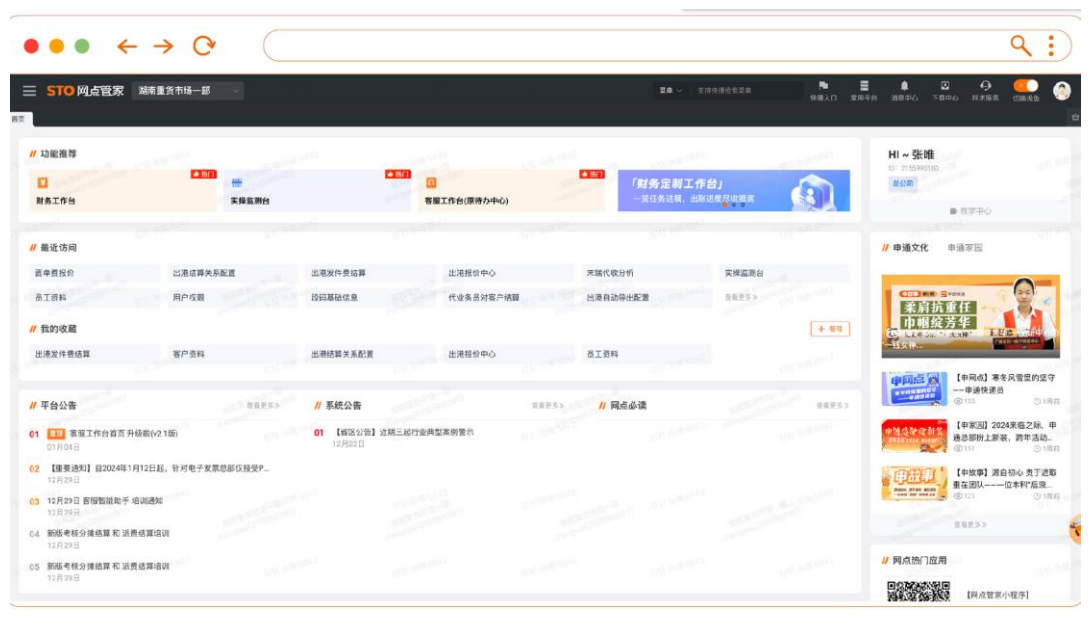
3) 全网-数智化转型升级。

公司管理团队具备科技基因，总经理王文彬、CFO 梁波均有阿里系背景，总经理更是在 2007 年至 2019 年期间分别担任阿里巴巴集团副总裁、淘宝及天猫技术产品负责人、商家事业部负责人、阿里云总裁。自上而下推动公司构建数智化体系及转型升级。

a) 公司围绕客户视角打造了“超级商家平台”，为商家提供高效优质、简单易用的一站式快递服务解决方案，提供从打单发货到售后服务的快递全链路服务，还支持多平台、多家快递公司的订单管理。

b) 公司面向网点管理者开发了“网点管家”，2.0 版本集成了实操、质控、财务、数据分析等功能于一体，让网点管理者可以便捷查看网点的经营状况和日常实操情况，实时跟进揽收、签收及上门考核情况，全面提升网点的服务质量和实操效率。

图表 27 申通网点管家



资料来源：公司 2023 年报

2、公司建立客户分层机制，优化大客户服务体系，与优质的品牌客户达成了长期合作关系。

公司在 23 年报披露，公司承接品牌类大客户约 150 家，服务规模同比增长 400%，服务覆盖范围包含洗护、图书、美妆、小家电、母婴、医药等行业。

平台客户合作方面：2023 年上半年公司与京东达成了合作协议，来自于京东平台的业务量实现了快速增长。此外，公司与抖音达成了在按需配送、仓配服务、逆向物流等方面的合作，公司所具备的全平台及全品类服务能力得到认可。

按需配送服务方面：2023 年，公司推出“申咚咚”产品服务。

受“申咚咚”服务保障的包裹在物流全流程享受优先操作和时效保障。在末端派送环节，“申咚咚”承诺 100% 按需派送，满足消费者的个性化派送需求。在售后保障方面，公司全程智能检测履约情况，配套专属客服团队秒级响应，并承诺爽约 100% 退赔。目前，“申咚咚”按需配送服务范围已覆盖 113 城。

区域时效件方面：公司积极探索并提高差异化服务能力，在京津冀、长三角、珠三角等经济圈开展次日达业务，公司专门启用分拨中心次日达绿色通道，搭建专门的干线通道，定时发车，同时借助单量规模均摊成本的方式，提高服务成本的经济性，做到用更低的价格，更短的时效为消费者提供更优质的快递服务。

四、投资建议

1、盈利预测：

公司 2024 年 1-7 月业务量累计增速 32.9%，我们预计全年业务量增速 28%，同时我们预计公司全年单票净利约 0.04 元，与上半年基本保持一致，由此测算 2024 年实现归母净利润 8.6 亿，同比增长 152%，公司此前发布中报业绩预告，预计实现归母净利润 3.8-4.8 亿，同比增 72%-118%。

我们预计公司 2025-26 年仍将实现超越行业的件量增速，叠加规模效应与精细化管理推动成本下行，我们预计 25-26 年实现归母净利润 12.7、15.8 亿元，同比分别增长 48%及 24%。对应 2024-26 年 EPS 分别为 0.56、0.83 及 1.03 元，PE 分别为 15、10、8 倍。

2、目标价：

我们预计快递行业业务量增速 2025-26 年仍将维持 15%左右，在行业反内卷的大背景下，各家企业单票收入降幅有望低于成本降幅，单票盈利至少保持稳定，即可维持超越行业件量增速的业绩增长水平。龙头公司至少应修复至 15 倍 PE 以上。

申通快递作为拐点期企业，考虑市场对其未来业绩释放的确定性或仍需观察，我们给予**2025 年盈利预测 13 倍 PE**，对应目标市值 165 亿，目标价 10.78 元，预期较现价 27%空间，给予“推荐”评级。

3、快递企业业绩弹性大。若以申通快递 2023 年 175 亿件为基准，单票净利每提升 0.01 元，即对应 1.75 亿利润。

五、风险提示

1、行业价格竞争加剧。快递行业的估值受到压制的重要因素之一来自于市场对行业价格战的担忧，一旦行业陷入低价抢量泥潭，则会显著影响企业盈利能力。

2、电商需求低于预期。电商快递的业务量来自于电商需求，一旦行业需求下降，则一方面对公司经营带来负面影响，另一方面亦可能阶段性导致行业竞争加剧。

附：历史回顾：申通份额失守的那些年

我们以时间轴维度来看那些年座次更迭背后的行业与公司个体逻辑，错失以及抓住了哪些机遇。

申通份额失守的那些年：大加盟商模式成就过去，或也错失自动化效率红利

2013-2014 年申通占据份额头名（作为通达系中最先成立的快递公司，预计 2013 年前长期保持领先的份额水平）；

2015 年底被圆通、中通超越，市场排名下滑至第 3 名；

2016 年底被韵达超越，市场排名下滑至第 4 名；

2018 年 6 月被百世超越，市场排名下滑至第 5 名；

2020 年超过百世，2021 年上半年被顺丰超过，仍位居第五名。

我们就 2013-2018 年这段时间的份额失守做分析：认为申通大加盟商模式成就了过往的份额领先，或也同样受其部分制约而导致错过了自动化效率提升推动规模红利的阶段。

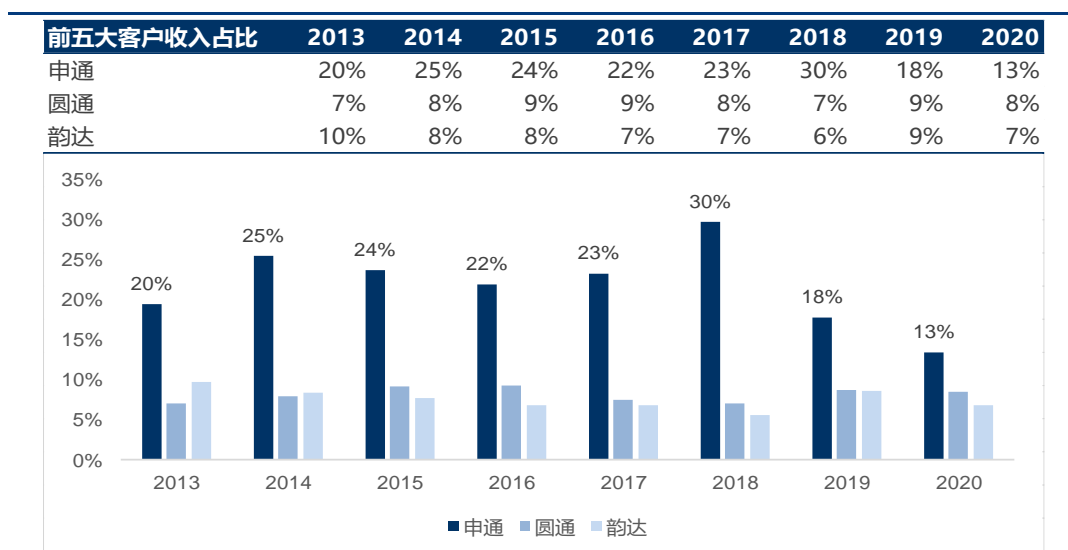
1) 大加盟商模式在行业高速增长红利期更有能力开疆拓土。

申通在业内首创加盟模式，加盟模式下公司得以低成本迅速扩张规模并由此而强化网络效应，巩固先发优势。前文我们分析，2011-16 年快递行业业务量增速年均 50% 的超高增速，申通作为行业份额第一的阶段正是把握了行业高速增长期的红利，即需求快速增长，而行业网络覆盖滞后，率先建网的公司就能享受流量红利，同时大加盟商更有能力去布局网点，开疆拓土，吸引客户。

（注：加盟模式即快递公司只建设转运中心，服务网点是加盟商独立法人运作，总公司负责中转和中转仓所有业务，包括干线运输线路的运输成本、分拣、称重等，加盟网点负责支线运输和配送运输。简而言之，加盟商负责揽派两端，总部负责中转及干线运输环节。）

申通的大加盟商有多集中？2013-18 年，申通前五大客户销售收入占比介于 20-30%，同期圆通与韵达均不到 10%，2019 年后申通前五大客户销售收入占比开始下行，19-20 年分别为 18% 及 13%。

图表 28 申通、圆通、韵达前五大客户收入占比



资料来源：公司公告，华创证券

2) 从行业第一到份额下滑阶段，我们认为公司在行业进入自动化红利阶段出现了缺位。

同为加盟制企业，但具体经营模式亦有小差异。申通快递的经营模式是：网点经营全部采用加盟制，转运中心采用直营+加盟。根据公司 2016 年借壳上市报告书看，截止 2016 年 8 月底，申通快递在全国范围 82 个转运中心，其中拥有 48 个自营枢纽转运中心（不含航空部），加盟商转运中心 34 个（不含航空部），可见申通自营枢纽转运中心比例仅为 59%，而韵达则是转运中心 100% 直营，中通亦超过 90%。

由此，大加盟商模式的弊端在规模效应释放红利阶段开始显现，系因从商业角度看，大

加盟商与总部的利益诉求存在不同。（我们在 2019 年深度报告申通低估值之谜中进行分析）

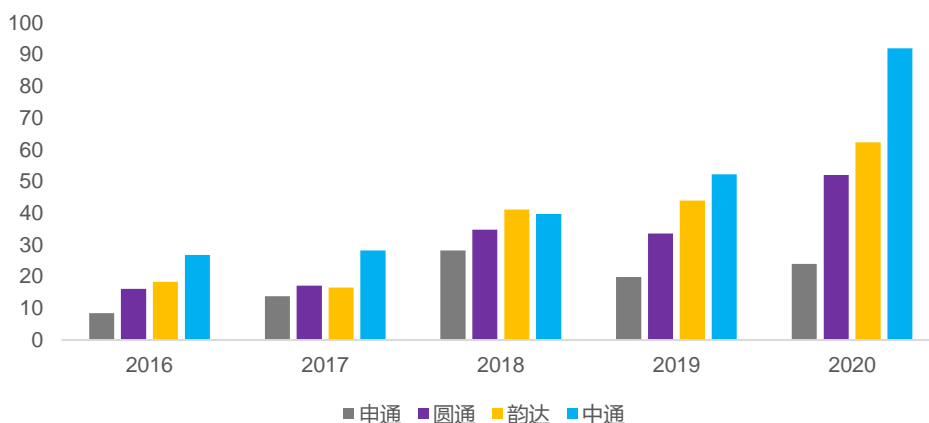
a) 影响经营效率：转运中心建设上，加盟商的资本开支意愿与能力均弱于总部，导致加盟商对转运中心的投入不足，从而导致转运中心的产能、成本、品质均落后于同行。一方面会影响该区域发出件的成本，削弱该区域加盟商的揽件能力；另一方面会影响该区域到达件的品质，从而影响其他区域加盟商的揽件能力。

直接反应在数据上的是资本开支落后。

以上市后披露的资本开支金额比较（圆通数据以现金流量表中构建固定资产支出金额替代），2016 年中通 27 亿、韵达 18 亿，圆通 16 亿，申通仅 8.5 亿，为韵达圆通的一半左右，仅为中通的三分之一。2018 年公司加大转运中心直营化，资本开支才上台阶。

因此，申通的投资“缺位”，也并非公司缺乏投资意识和投资能力，而是部分受到转运中心直营化不足的约束。

图表 29 通达系资本开支比较（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

b) 影响中小加盟商利益：转运中心定价上，大加盟商与总部存在定价策略差异。总部以面单盈利，转运环节定价策略未必完全以盈利为目的，而大加盟商对于这部分经过转运中心的流量，无法通过其他方式弥补，只能通过转运环节盈利。假设成本相同情况下，大加盟商加价诉求强于总部，而较高的定价，会加重该区域加盟的经营成本。

c) 影响总部利益：转运中心流入的货物上，大加盟商与总部存在产品策略差异。总部倾向于收小件，加盟商以货物重量收取终端价，倾向于收大件。由于总部不控制该区域的转运中心，对该转运中心流入的货物结构缺乏管控能力。从而导致申通网络大件占比较高，影响分拣效率和运输效率，削弱公司在小件市场的竞争力。

加盟商在实现中对转运服务质量的要求时，更多会基于自身的利益考虑进行选择，难以从总部全面筹划的大局角度出发，致使申通快递会出现在整体服务网络上转运中心布局不均匀问题。随着快递市场规模逐渐壮大，加盟商和总部需要协同发展方能适应行业，尤其是满足电商的快速成长需要。

加盟的转运中心也会存在管理缺位、运营不佳、资金不足等情况，在产能利用及中转效

率上难以得到有效提升。这样的投资缺位，资本开支滞后，导致了公司落后于同行去适应快递行业的标准化和集约化的发展趋势。

3) 2018 年，公司开始大力推进核心转运中心直营化步伐。18-21 年上半年累计收购了 20 个核心城市的转运中心，收购完成后公司通过精益管理、改善运营、提升产能、升级设备等举措大力推动转运中心智能化改造，取得了积极的成果。2019 年底转运中心直营比例超过 90%。

探讨：为何在 2018 年快速推进转运中心直营化？

我们认为，此间还存在时代背景，即二三线中小快递逐步退出市场从而使得公司在收购事项中对大加盟商议价能力增强。

2016-2017 年，申通直营化存在客观实施难度。中小快递的经营扩张和对外融资表现活跃，大加盟商可以凭借枢纽级转运中心资产和业务量获得中小快递股权，总部与大加盟商难以就收购资产的估值达成一致。

但 2018 年，以快捷快递为代表的中小快递洗牌加速。一方面中小快递经营难度增加，另一方面融资难度加大，一级市场投融资遇冷，导致资本对中小快递投资热度下降，大加盟商被收购意愿显著增强。

此外，我们观察公司在 2014-16 年公司单票收入降幅低于同行，在业务量增速有瓶颈的情况下，公司并没有执行“以价换量”的策略。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,433	4,597	6,581	8,541
应收票据	0	0	0	0
应收账款	842	1,014	1,153	1,281
预付账款	290	319	360	399
存货	88	102	115	127
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,584	2,704	3,094	3,426
流动资产合计	6,236	8,735	11,302	13,774
其他长期投资	21	25	28	31
长期股权投资	43	43	43	43
固定资产	9,422	9,720	9,981	10,209
在建工程	227	277	297	317
无形资产	1,554	1,542	1,530	1,519
其他非流动资产	5,248	5,318	5,390	5,475
非流动资产合计	16,514	16,924	17,268	17,593
资产合计	22,750	25,659	28,570	31,367
短期借款	2,998	4,548	5,348	5,848
应付票据	0	0	0	0
应付账款	3,441	3,640	4,110	4,555
预收款项	30	36	40	45
合同负债	1,319	1,547	1,759	1,955
其他应付款	827	827	827	827
一年内到期的非流动负债	696	696	696	696
其他流动负债	765	859	1,031	1,136
流动负债合计	10,077	12,153	13,812	15,062
长期借款	1,495	1,505	1,515	1,525
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2,360	2,360	2,360	2,360
非流动负债合计	3,854	3,864	3,874	3,884
负债合计	13,931	16,017	17,686	18,946
归属母公司所有者权益	8,788	9,615	10,863	12,409
少数股东权益	31	26	20	12
所有者权益合计	8,819	9,642	10,883	12,421
负债和股东权益	22,750	25,659	28,570	31,367

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,358	2,522	3,086	3,419
现金收益	1,776	2,353	2,827	3,198
存货影响	-44	-14	-13	-12
经营性应收影响	-328	-339	-588	-516
经营性应付影响	914	527	859	750
其他影响	1,040	-4	1	0
投资活动现金流	-2,940	-1,754	-1,744	-1,772
资本支出	-2,323	-1,685	-1,670	-1,684
股权投资	52	0	0	0
其他长期资产变化	-668	-68	-74	-88
融资活动现金流	262	1,395	641	313
借款增加	906	1,560	810	510
股利及利息支付	-126	-192	-245	-282
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-518	27	76	85

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	40,924	48,001	54,588	60,664
营业成本	39,214	45,505	51,378	56,940
税金及附加	78	87	102	111
销售费用	168	187	207	231
管理费用	801	912	1,037	1,092
研发费用	167	196	223	248
财务费用	181	150	164	182
信用减值损失	-18	-18	-18	-18
资产减值损失	-52	-52	-52	-52
公允价值变动收益	2	2	2	2
投资收益	14	14	14	14
其他收益	215	200	200	200
营业利润	460	1,100	1,614	1,998
营业外收入	23	20	20	20
营业外支出	65	50	50	50
利润总额	418	1,070	1,584	1,968
所得税	85	217	321	399
净利润	333	853	1,263	1,569
少数股东损益	-7	-4	-6	-8
归属母公司净利润	341	857	1,269	1,577
NOPLAT	478	973	1,394	1,714
EPS(摊薄)（元）	0.22	0.56	0.83	1.03

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	21.5%	17.3%	13.7%	11.1%
EBIT 增长率	7.9%	103.7%	43.2%	23.0%
归母净利润增长率	18.4%	151.7%	48.0%	24.2%
获利能力				
毛利率	4.2%	5.2%	5.9%	6.1%
净利率	0.8%	1.8%	2.3%	2.6%
ROE	3.9%	8.9%	11.7%	12.7%
ROIC	5.8%	9.4%	11.5%	12.5%
偿债能力				
资产负债率	61.2%	62.4%	61.9%	60.4%
债务权益比	85.6%	94.5%	91.1%	84.0%
流动比率	0.6	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.9
营运能力				
总资产周转率	1.8	1.9	1.9	1.9
应收账款周转天数	8	7	7	7
应付账款周转天数	31	28	27	27
存货周转天数	1	1	1	1
每股指标(元)				
每股收益	0.22	0.56	0.83	1.03
每股经营现金流	2.19	1.65	2.02	2.23
每股净资产	5.74	6.28	7.10	8.11
估值比率				
P/E	38	15	10	8
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	10	7	6	5

交通运输组团队介绍

副所长、基础设施及能源材料研究中心负责人：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2023 年获：第二十一届新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名；第十七届卖方分析师水晶球奖交通运输行业第四名；第五届新浪财经金麒麟最佳分析师交运物流行业第四名；第十四届证券业分析师金牛奖交通运输组第四名；21 世纪金牌分析师交通物流行业第五名；第十一届 Wind 金牌分析师交通运输行业第一名。2019-22 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名。

高级研究员：吴晨玥

厦门大学会计学硕士。曾任职于安永咨询战略与交易咨询部。2021 年加入华创证券研究所。

高级研究员：黄文鹤

中央财经大学金融硕士。曾任职于远洋资本股权投资业务中心，2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：李清影

新加坡南洋理工大学经济学硕士。2023 年加入华创证券研究所。

研究员：梁婉怡

浙江大学金融硕士。曾任职于国联证券研究所，2023 年加入华创证券研究所。

研究员：卢浩敏

南京大学工学硕士。曾任职于光大证券研究所，2024 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；

推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；

中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间；

回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上；

中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%；

回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522