

三层低估带来龙头公司左侧投资机会

快递行业深度报告

分析师：凌军 SAC S0910523030001

2023年5月31日



本报告仅供华金证券客户中的专业投资者参考
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- 1、市场过于悲观，低估带来机会：**从2023年1月以来，快递股是交运中下跌幅度最大板块，截至5月30日，快递（中信）指数下跌18.04%；各快递上市公司Q1均录得业绩正增长，股价与业绩出现趋势背离。龙头公司进入低预期、低股价，部分公司进入低估值状态。
- 2、国内快递业务的潜在增长可能被低估：**2022年全国快递量增速首次低于10%，发生在疫情背景下，2023年1-4月快递量已恢复到15%以上的增速；同时龙头市占率有望持续提升，获得高于行业的业绩增长水平；最后成本下降和效率提升，预计会使快递价格持续下降，进一步促进快递量的增速提升。
- 3、国际快递发展的前景可能被低估：**中国电商在全球有着强大的生命力，未来的发展前景可能超过我们的想象；中国快递公司伴随中国电商成长而来，积累了丰富的经验，虽然会遇到人工成本和法律障碍等各种问题，但中国快递积累的丰富经验有望带来先发优势。
- 4、政府干预下的价格竞争温和度可能被低估：**虽然我们认为价格竞争仍然有空间，电商和快递龙头公司都有动力，但我们判断政府干预下，价格竞争会保持相对较长时间的温和状态；即使在过去激烈的价格竞争中，部分公司如圆通速递利润向下波动幅度较小，体现出强大的抗压能力。
- 5、看好龙头快递企业的左侧布局机会：**圆通速递2023年PE估值接近12倍，申通快递在阿里的赋能下业务量和市占率有所提升，顺丰控股时效件具有顺周期特征，韵达股份在经营改善下市占率和报表均具有上升可能。

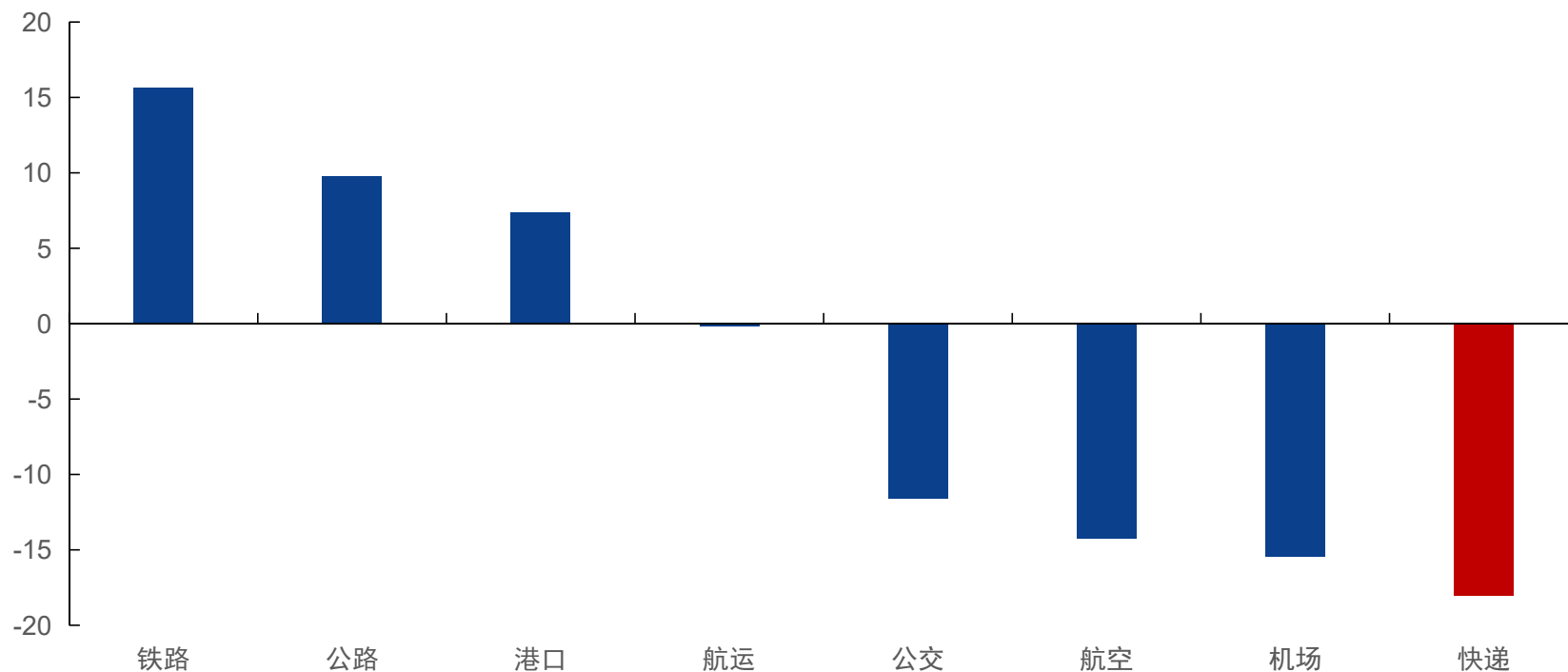
风险提示：龙头市占率提升速度过于缓慢、阶段性价格竞争较为激烈、国际快递业务不达预期

- 01 市场的两个担忧——我们判断是有三层低估
- 02 低估之一——电商消费潜在增长率的韧性
- 03 低估之二——中国电商全球崛起的第二增长曲线
- 04 低估之三——政府干预的价格竞争温和度
- 05 重点公司推荐及盈利预测评级
- 06 风险提示

1.1 快递股弱势背后隐含的两个担忧

- ◆ 2023年以来快递行业股价呈现弱势行情
- ◆ 从2023年1月以来，快递股是交通运输行业中下跌幅度最大的板块，截至5月30日，快递（中信）指数下跌18.04%。

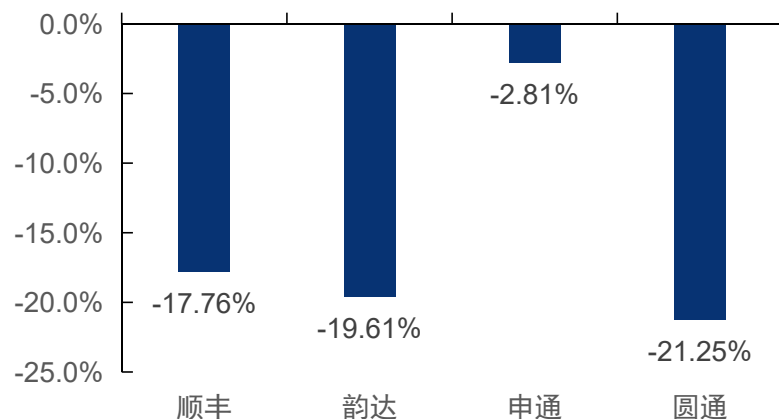
图：中信交运三级指数2023年1月1日至今累计涨跌情况（%）



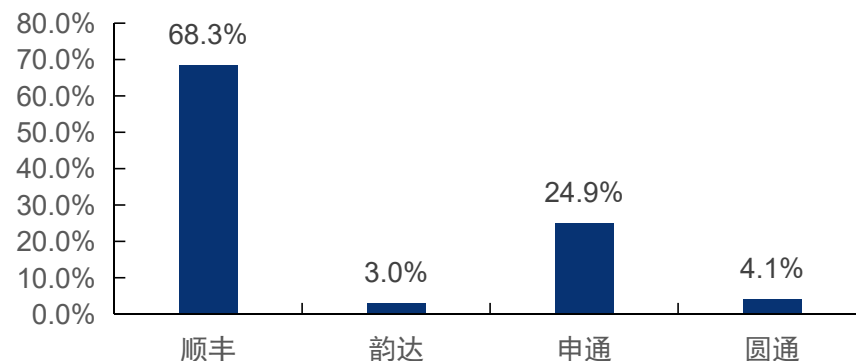
1.1 快递股价与Q1业绩的背离

- ◆ 从具体个股来看，顺丰、韵达、申通、圆通2023年以来的累计跌幅分别为17.76%、19.61%、2.81%、21.25%
- ◆ 但从上市公司的业绩增长来看，各个上市公司Q1均录得业绩正增长，股价走势与业绩增长出现背离

图：2023年各公司股价涨跌幅



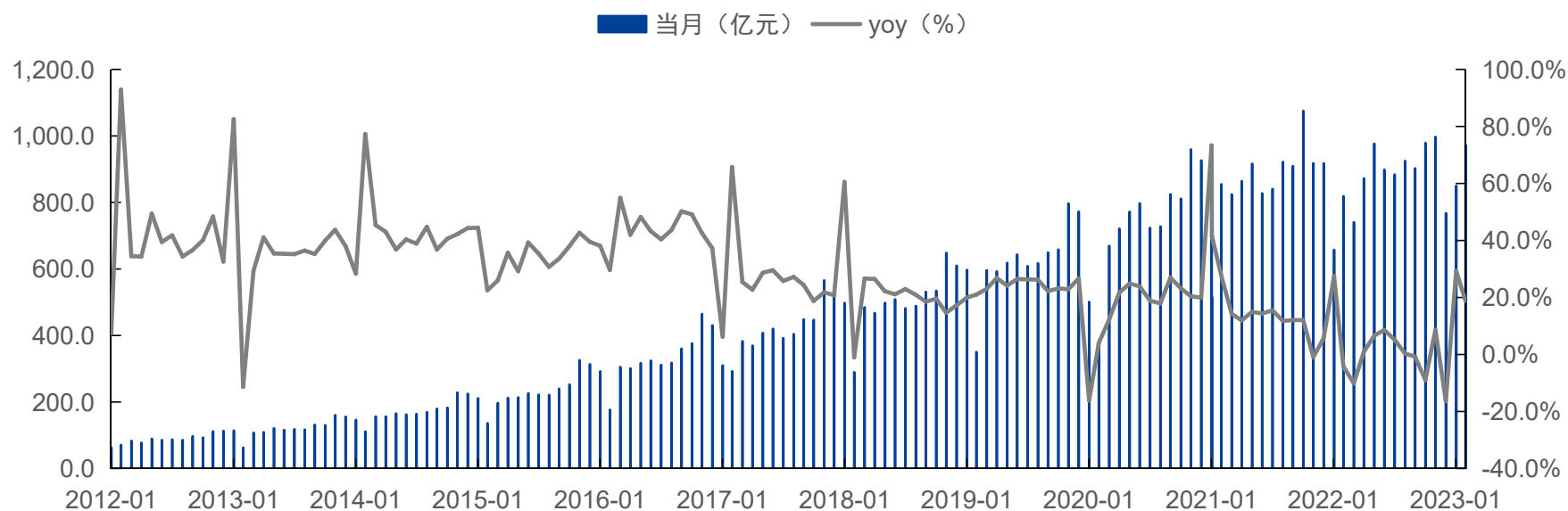
图：2023年Q1各公司归母净利润同比增幅



1.2担忧一：快递行业进入低增长时代

- ◆ 一方面市场担心电商渗透率提升红利消失
- ◆ 另一方面担心时效商务快递已经遇到增长天花板
- ◆ 从月度同比数据来看，从规模以上快递企业收入同比增长的平均中枢有一定的下滑，2022年多个月份低于10%的水平

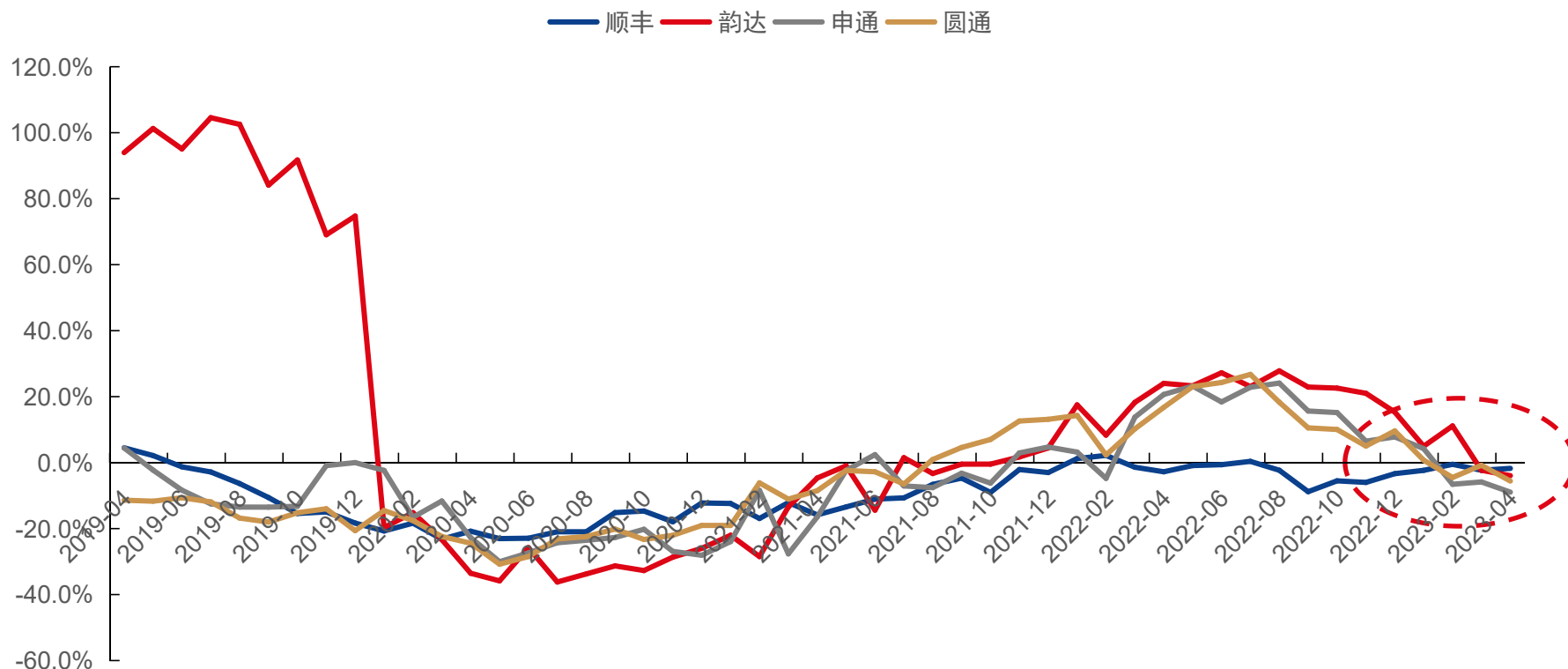
图：单月规模以上快递收入及同比增速



1.3担忧二：电商快递价格竞争再次风起

- ◆ 月度数据显示快递的价格重新开始下降
- ◆ 根据上市公司公告，顺丰、圆通、韵达和申通23Q1的快递价格分别同比增长为-2.70%、-2.28%、-3.29%、-3.94%。

图：2023年Q1各快递公司单票快递价格同比增幅

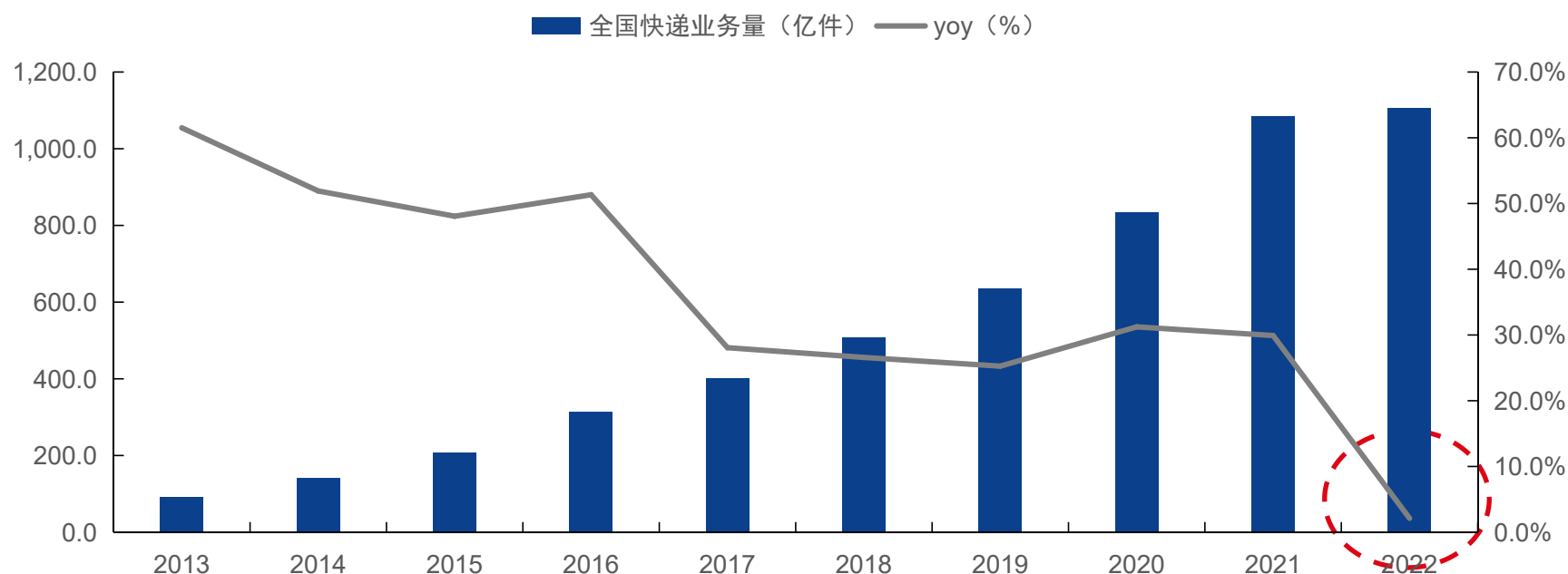


- 01 市场的两个担忧——我们判断是有三层低估
- 02 低估之一——电商消费潜在增长率的韧性
- 03 低估之二——中国电商全球崛起的第二增长曲线
- 04 低估之三——政府干预的价格竞争温和度
- 05 重点公司推荐及盈利预测评级
- 06 风险提示

2.1国内快递行业增长的韧性被低估

- ◆ 年度行业快递增速首次出现业务量低增长，2022年全国快递量同比增长为2.1%
- ◆ 2022年的低增长是疫情背景下产生，具有特殊性
- ◆ 在2022年之前，全国快递量的增长一直高于29%

图：全国快递量以及同比增长示意图



2.1全国快递量增速在2023年得到修复

- ◆ Q1顺丰、圆通、申通等快递公司快递业务量的同比增长分别为18.07%、20.04%、和24.34%

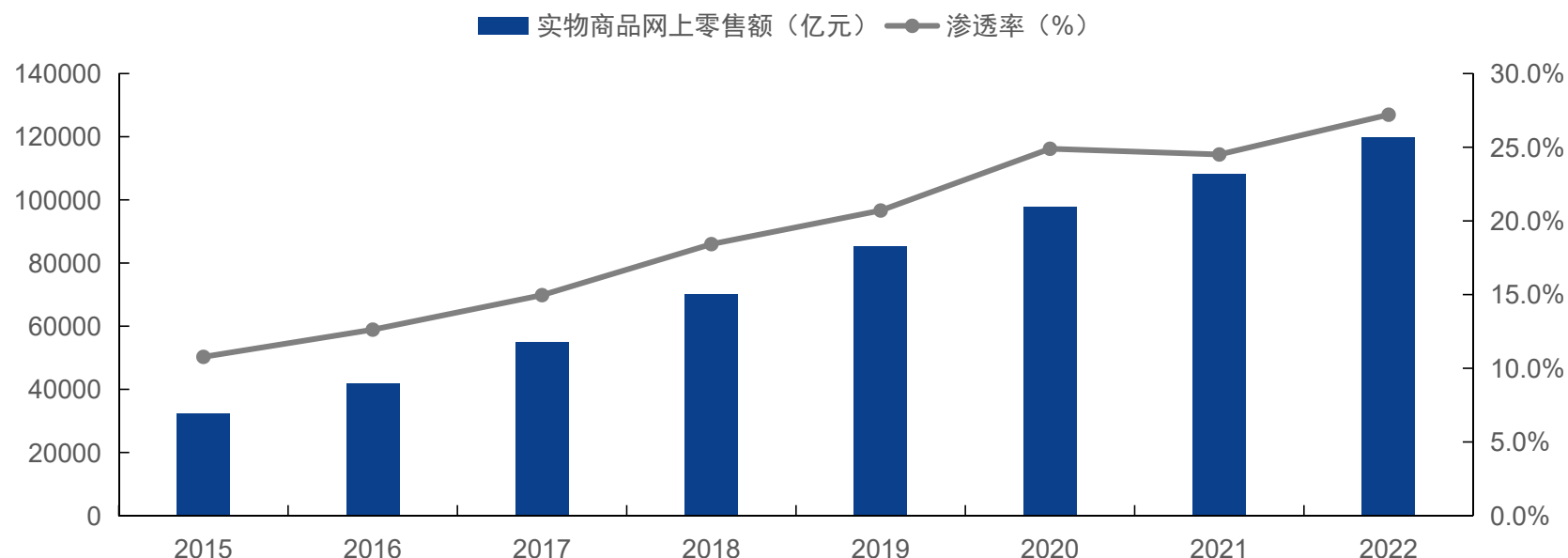
表：Q1顺丰、圆通、韵达、申通等快递公司快递业务量及同比增速

时间	快递业务量（亿件）				同比（%）			
	顺丰	韵达	圆通	申通	顺丰	韵达	圆通	申通
2021Q4	27.98	54.35	49.01	34.4	13.51%	19.71%	12.74%	20.03%
2022Q1	24.3	43.1	37.13	26.99	-1.94%	19.62%	18.06%	26.18%
2022Q2	26.69	42.31	43.72	29.82	0.60%	-9.17%	2.48%	10.73%
2022Q3	28.22	45.74	45.9	36.47	8.33%	-2.80%	8.51%	29.93%
2022Q4	31.52	44.94	48.04	36.2	12.65%	-17.31%	-1.98%	5.23%
2023Q1	28.69	38.27	44.57	33.56	18.07%	-11.21%	20.04%	24.34%

2.1 电商渗透率仍有上升空间

- ◆ 2022年虽然快递量同比增速有所回落，但电商渗透率持续保持提升
- ◆ 2022年实物商品网上零售额达到119,642亿元，渗透率为27.2%。渗透率相比2021年提升2.7个百分点。

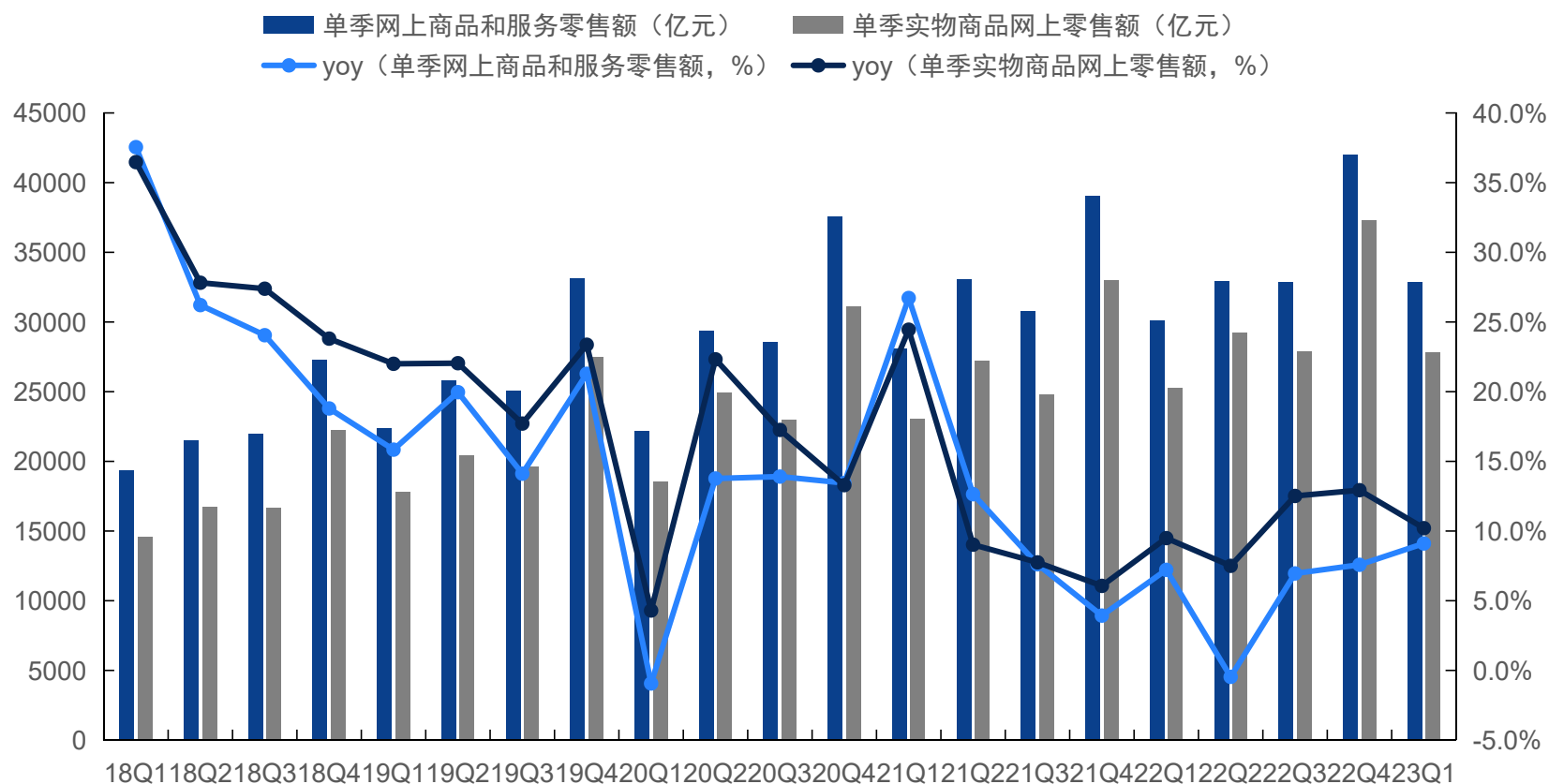
图：实物商品网上零售额及渗透率



2.12023网上零售增速也有所回升

- ◆ 2023年Q1网上零售增速恢复到近10%
- ◆ 其中实物网上销售额较网上服务零售额保持更高的增长水平，一定程度上说明快递业务量保持较高增速的韧性基础

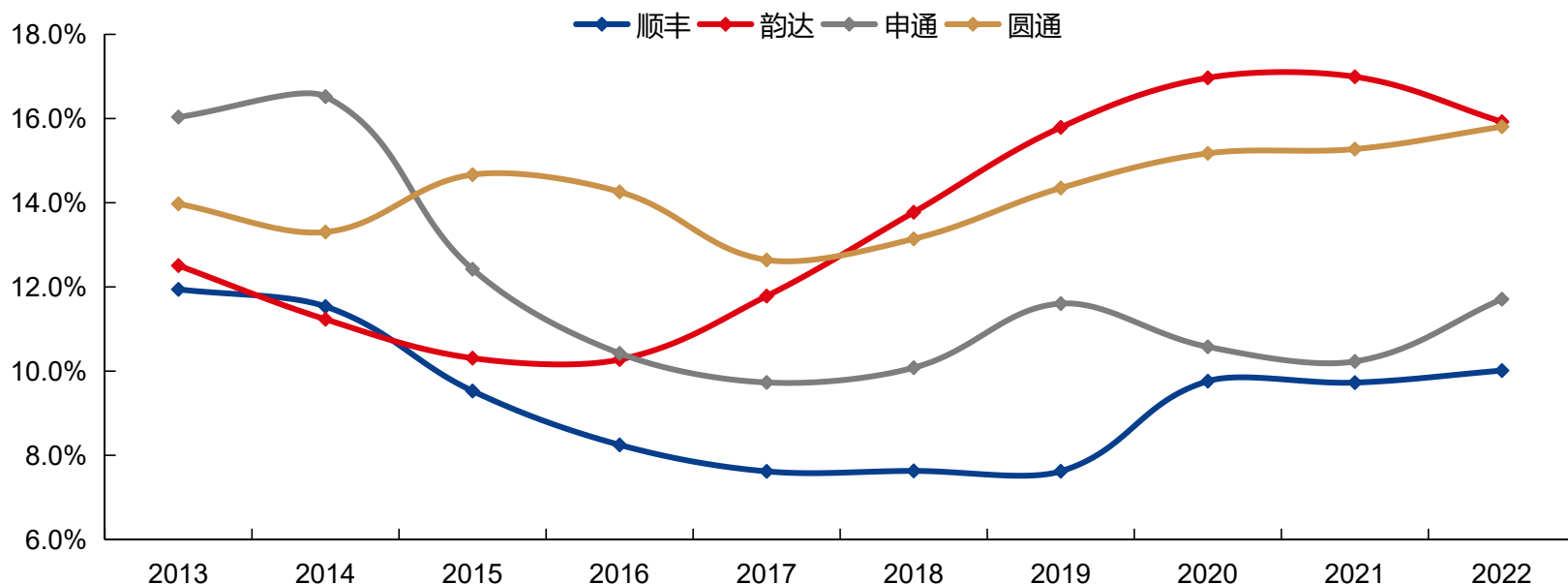
图：单季网上商品和服务零售额、实物商品网上零售额及对应同比增速



2.2 龙头公司市占率提升有望持续

- ◆ 即使是行业进入低增速阶段，行业龙头有望依托综合优势持续提升份额，带来业绩增长
- ◆ 2017年来，优质龙头公司的市占率整体保持提升状态
- ◆ 2017年之前，由于行业增速保持40-50%以上高增长，导致大量中小企业进入

图：快递公司市占率



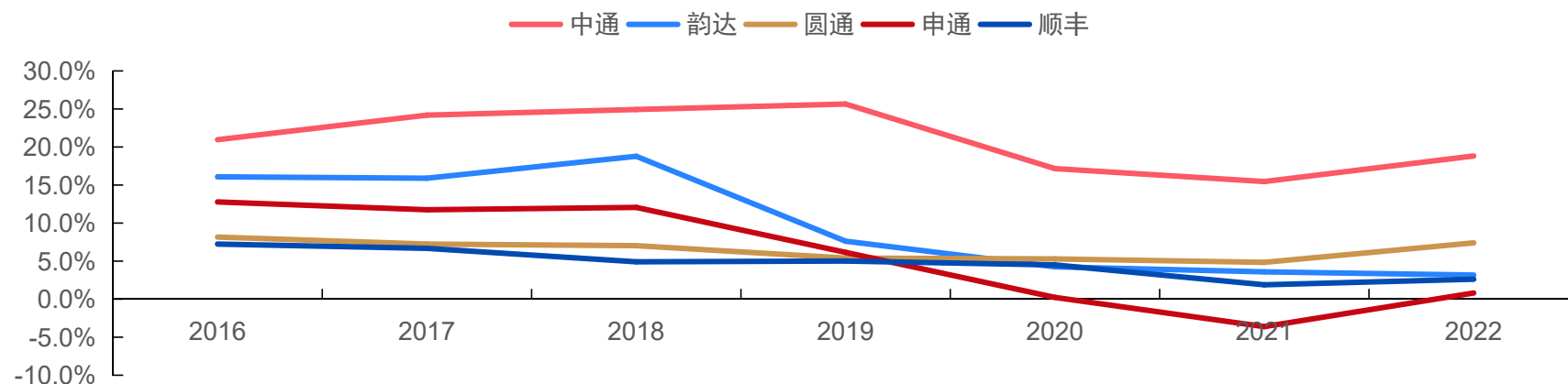
2.2龙头公司竞争力稳定，但市占率仍有空间

◆ 盈利能力、定价能力、服务品质和市占率已经正相关

表：快递企业公众服务满意度排名

时间	第一名	第二名	第三名	第四名	第五名	第六名	第七名	第八名
2016	顺丰	EMS	中通	圆通	中通	韵达	百世	宅急送
2017	顺丰	EMS	中通	韵达	圆通	中通	百世	宅急送
2018	顺丰	EMS	京东快递	中通	韵达	圆通	百世	中通
2019	顺丰	EMS	京东快递	韵达	中通	百世	中通	圆通
2020	顺丰	京东快递	EMS	中通	韵达	百世	圆通	中通
2021	顺丰	京东快递	EMS	中通	韵达			
2022Q1	顺丰	京东快递	EMS	中通	韵达	圆通	申通	德邦
2022Q3	京东快递	顺丰	EMS	中通	圆通	韵达	申通	德邦

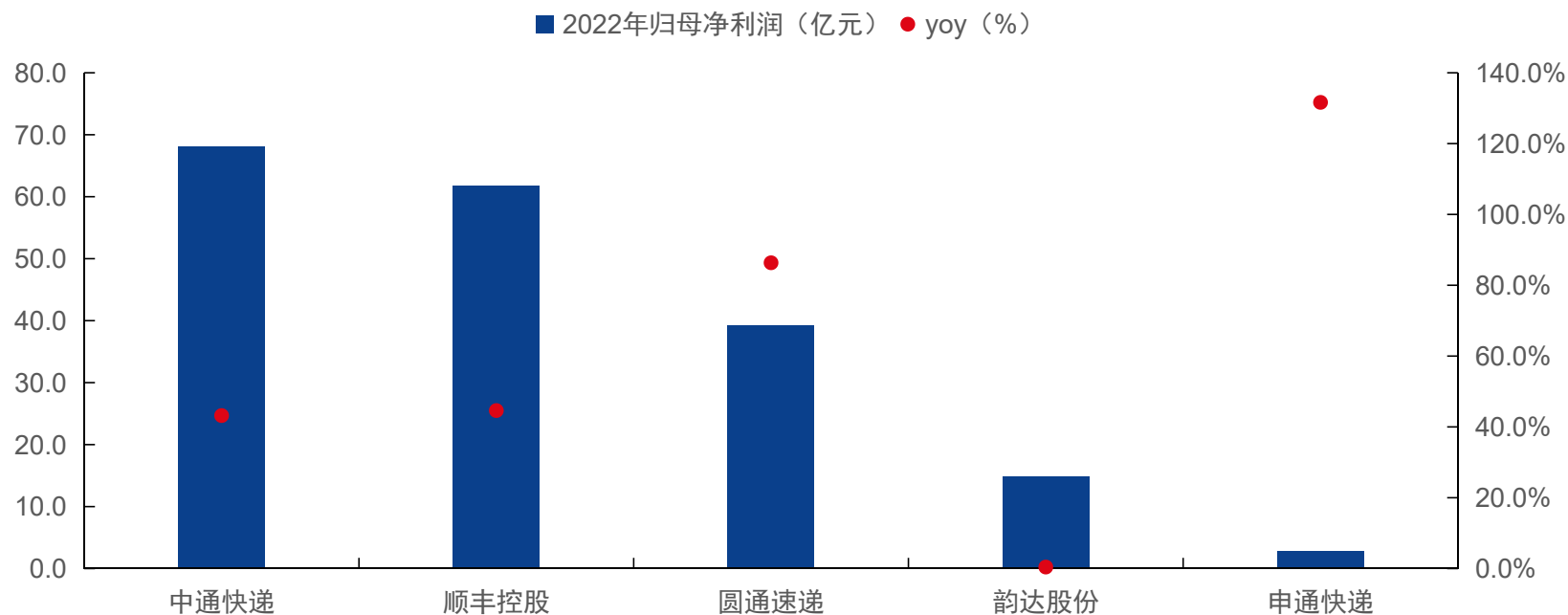
图：2016-2022年各快递公司销售净利率



2.2龙头公司市占率与利润规模正相关

- ◆ 2022年快递迎来价格竞争缓和
- ◆ 各个龙头企业利润修复式增长强劲
- ◆ 龙头公司利润规模显著和竞争力正相关，为持续的市占率提升奠定基础

图：2022年快递企业归母净利润及同比增速



2.2并购事件不断进一步提升行业集中度

- ◆ 行业集中度提升的事件持续发生
- ◆ 除了依靠品质以及价格竞争提升市场份额，各龙头公司也在不断通过并购手段提升市占率
- ◆ 收购之后的业务整合，一定程度上带来快递量在龙头公司之间的再次分配

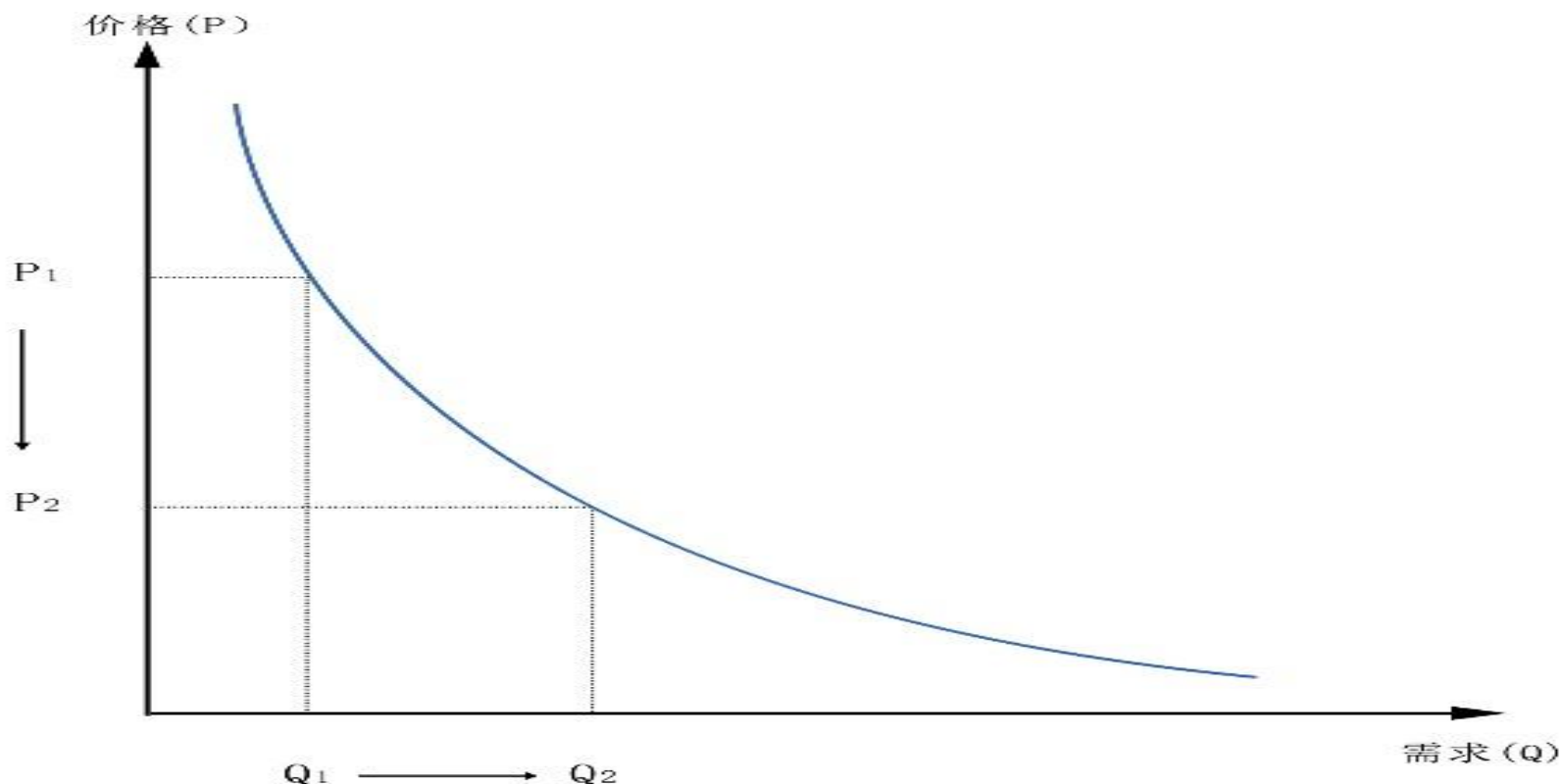
表：近三年快递行业收并购事件

时间	被收购方	收购方	具体信息
2020.8	跨越速运	京东物流	8月14日，京东在港交所公告，于2020年8月已订立最终协议，本公司子公司京东物流将收购于中国专门从事限时速运服务的知名现代化综合速运企业跨越速运之控股权益，收购以总对价人民币30亿元收购跨越速运现时股份及认购跨越速运已发行新股份进行
2021.2	德邦物流	韵达控股	2月1日，德邦股份非公开发行股票申请获得中国证监会发审会审核通过，韵达控股注资6.14亿元入股德邦物流
2021.2	嘉里物流	顺丰控股	2月10日，顺丰控股公告，拟斥资175.55亿元部分要约收购嘉里物流 51.8%股权。
2021.10	百世快递	极兔速递	10月29日,百世集团和J&T极兔速递(以下简称“极兔”)共同宣布达成战略合作意向,百世集团同意其在国内的快递业务以约68亿元人民币的价格转让给极兔
2022.3	德邦物流	京东物流	3月，德邦物流股份有限公司在证交所发布公告，宣布京东以89.79亿元收购其66.4965%的股份，旗下京东卓风企业管理有限公司成为间接控股股东
2023.5	丰网速运	极兔速递	5月12日，顺丰控股公告将丰网业务转让给极兔速递，交易作价11.83亿元，

2.3服务价格下降进一步刺激需求释放

- ◆ 成本下降带来快递价格下降，从而进一步刺激需求潜力
- ◆ 从快递龙头效率不断提升的角度，结合电商平台自身的动力，快递服务价格持续缓慢下降是大概率事件

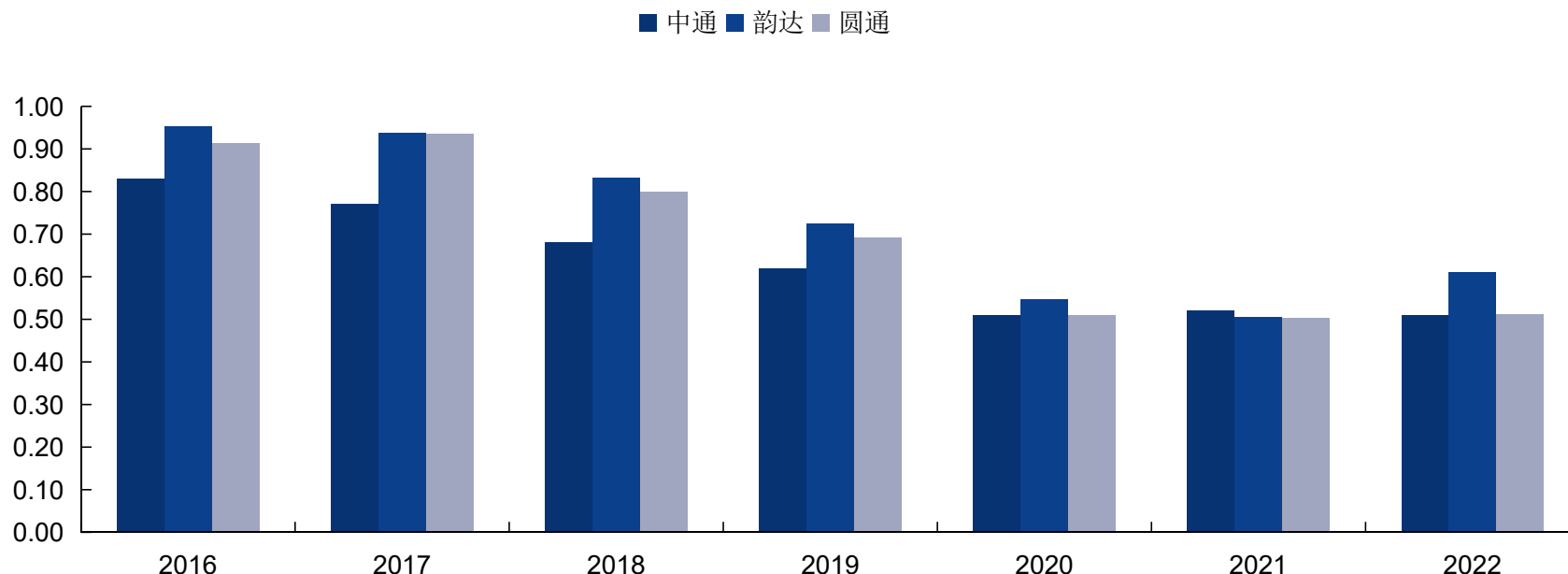
图：价格下降刺激需求示意图



2.3单位运输成本持续下降

- ◆ 龙头快递公司的单位运输成本持续下降
- ◆ 2022年中通、韵达、圆通单件运输成本分别相较于2016下降38.55%、35.96%、43.99%。

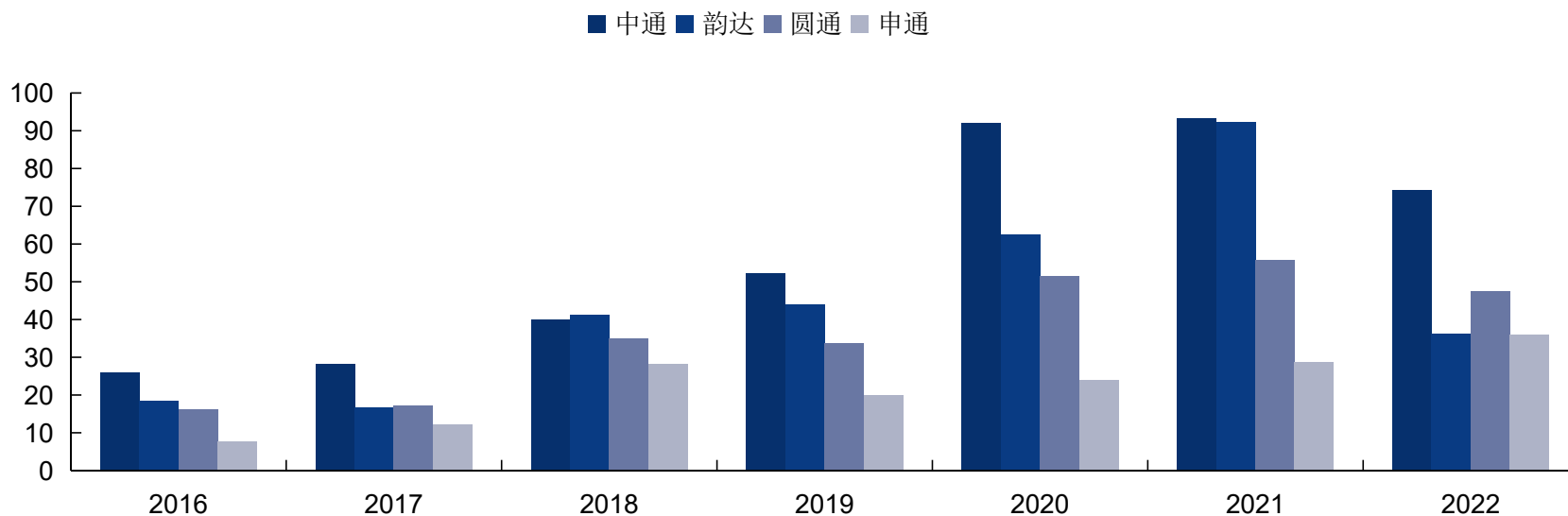
图：2016-2022各快递公司单位运输成本（元/件）



2.3成本有继续下降的空间

- ◆ 资本开支高峰已过——折旧成本边际增长降低
- ◆ 从2021年开始，主要快递龙头公司的资本开支不再呈现增长的趋势，2022年资本开支开始下降
- ◆ 2022年中通、韵达、圆通资本开支分别下降20.53%、60.65%、14.82%。

图：2016-2022各快递公司资本开支情况（亿元）

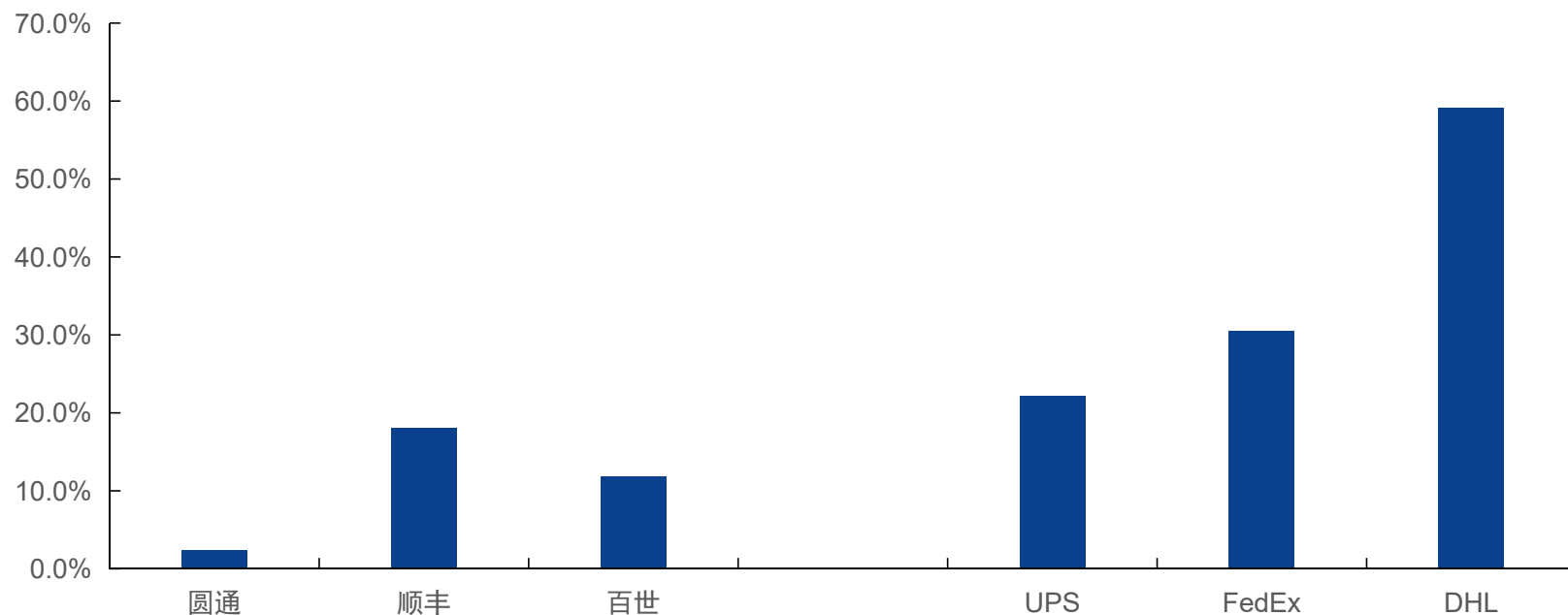


- 01 市场的两个担忧——我们判断是有三层低估
- 02 低估之一——电商消费潜在增长率的韧性
- 03 低估之二——中国电商全球崛起的第二增长曲线
- 04 低估之三——政府干预的价格竞争温和度
- 05 重点公司推荐及盈利预测评级
- 06 风险提示

3.1 国际业务——快递公司的第二成长曲线

- ◆ 国际快递巨头都有较高的国际业务，说明国际业务既是可行的成长路径，也是必要的业务拓展范围
- ◆ 中国的快递龙头已经开始国际业务布局，2022年顺丰、圆通的国际业务收入占比分别为18.12% 和 2.34%。

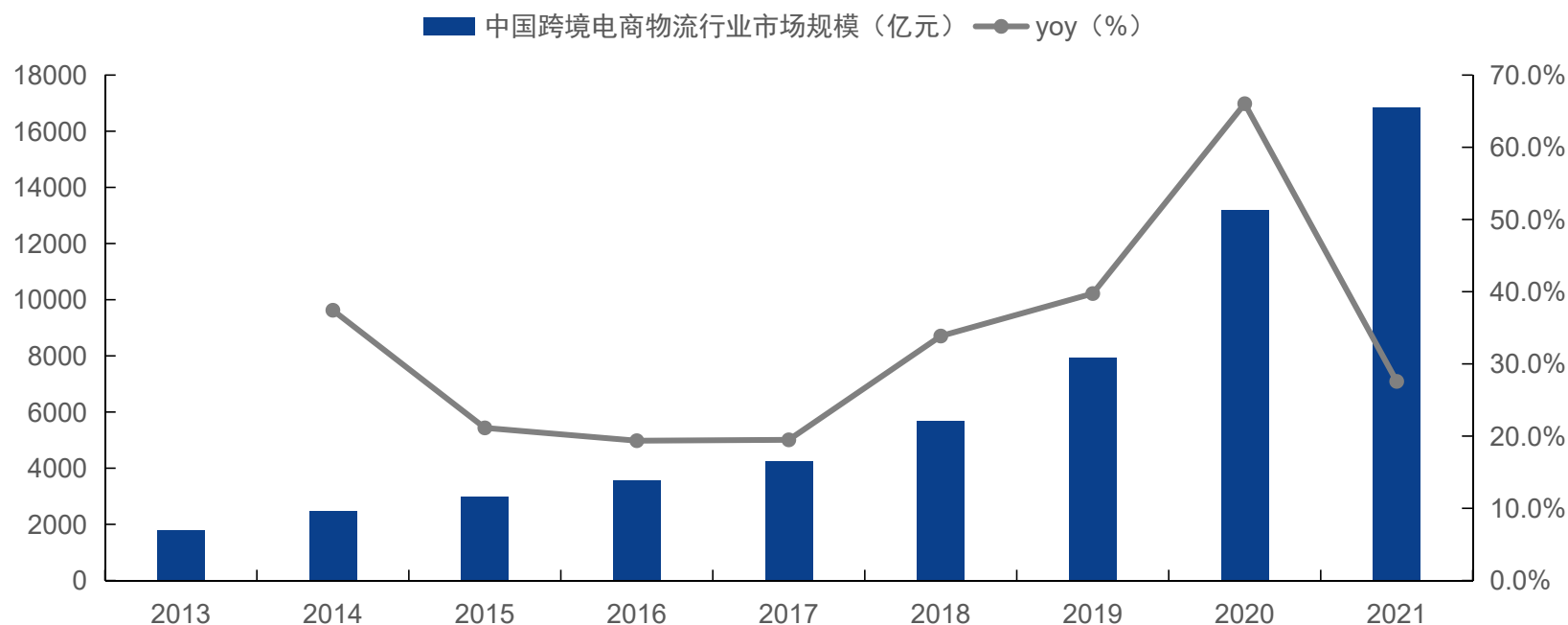
图：2022年全球典型快递公司国际业务营收占比



3.2 跨境电商保持较高增长水平

- ◆ 跨境电商是近年来的蓝海领域，即使在疫情期间，也显示出持续的高增长
- ◆ 2019-2021年中国跨境电商物流行业市场规模增速分别为39.7%、66.0%、27.6%

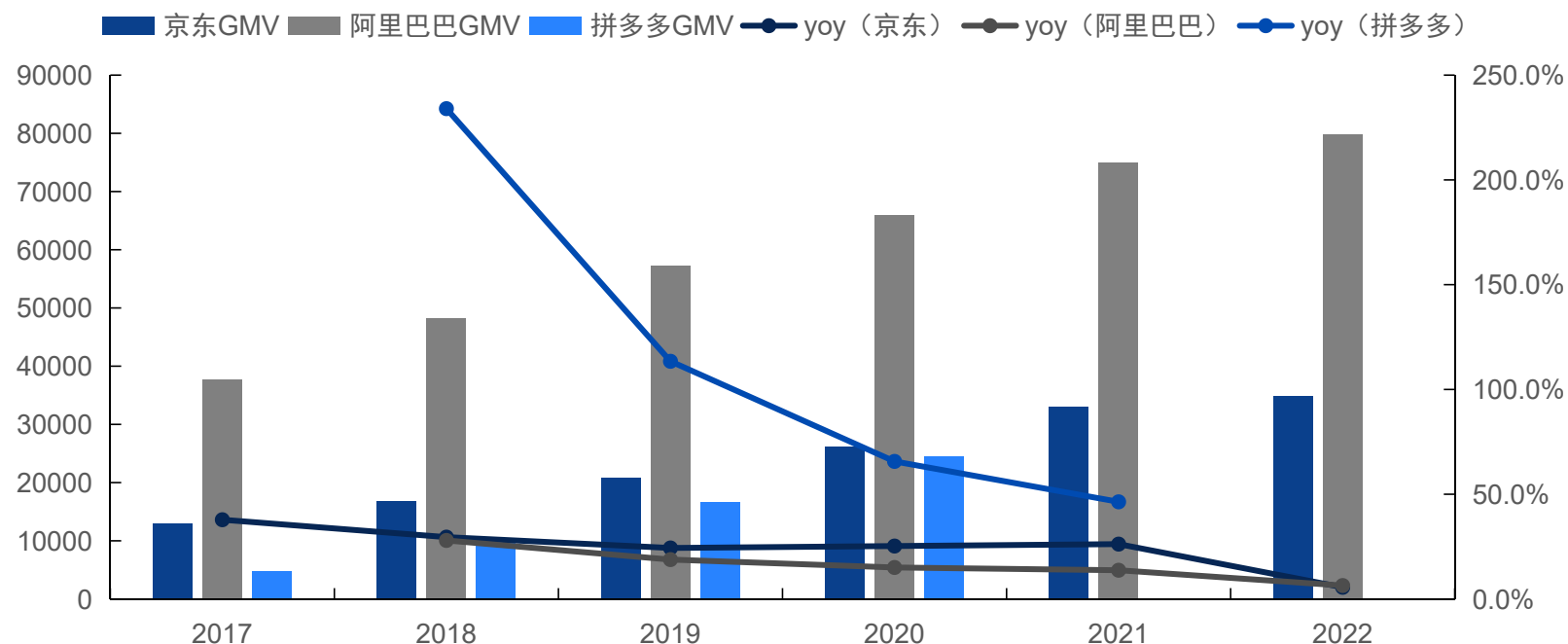
图：2013-2021年中国跨境电商物流行业市场规模



3.3 拼多多的启示——海外也在复制

- ◆ 产品性价比始终是消费者的追求之一
- ◆ 即使已经有电商龙头，依然可以用性价比切入
- ◆ 中国经验在海外有强大的生命力

图：京东、阿里巴巴、拼多多GMV数据及同比增速（亿元，%）



3.4 中国电商在海外体现出强大竞争力

- ◆ 根据data.ai公布的2023年1月iOS全球购物类App月活用户排行榜数据，Shein排名第2，速卖通排名第7，Temu则排名第17。
- ◆ 不断上升的全球电商用户量排名，使得这几家中国基因电商平台在海内外备受关注。





表：2023年1月iOS全球购物类App月活用户排行榜

活跃用户排名	公司	所属国家	活跃用户排名	公司	所属国家
1	 Amazon	美国	10	 Mercari	日本
2	 SHEIN	中国	11	 Target	美国
3	 Shopee	新加坡	12	 Wildberries	俄罗斯
4	 eBay	美国	13	 Mercadolibre	阿根廷
5	 Walmart	美国	14	 Nike	美国
6	 Lazada	新加坡	15	 Avito	俄罗斯
7	 AliExpress	中国	16	 Rakuten Ichiba	日本
8	 Aliexpress Russia	中国	17	 Temu	中国
9	 Etsy	美国			

3.5 中国电商在海外体现出强大竞争力

- ◆ 中国电商因地制宜，结合中国经验，采用不同策略
- ◆ 中国电商成长有望带动中国快递公司在全球走强

表：中国四大海外电商出海情况及竞争策略

名称	活跃市场区域	自身优势	最新动向
 Shein	主要覆盖北美、中东、拉美等地区	1、“小单快返”模式 2、独立站模式 3、通过流量聚合笼络忠实买家	1、设计提效，构建品牌防御墙 2、打造自身平台，输出供应链
 速卖通	覆盖全球超过200个国家地区，再韩国、巴西、西班牙等多国建立领先优势	1、敢于开拓，掌握全球多国新兴市场 2、背靠阿里，手握最为发达的国内外物流体系 3、积淀深厚，发挥巨大品牌影响力	1、推出商家自运营+全托管服务的多模式经营 2、提升到货时效，多地建设海外仓、优选仓 3、关注商品的性价比和售后服务，提升购物体验
 Temu	主要覆盖北美区域	1、选品极致性价比 2、擅长以社交、内容等多渠道裂变获客	1、流量为先加速扩张，布局加拿大、澳大利亚市场 2、加大招商工厂和工贸一体化商家，补充供应链
 TikTok Shop	已布局东南亚、英国、美国市场	1、掌握社交媒体巨大流量基数，客户导入便利 2、通过内容反哺电商营销，实现内容电商	1、助力优质商家快速提升，实现平台品牌升级 2、基于算法优势，精细化拆分海外市场

3.6国际快递业务——国家政策支持

- ◆ 近年来，地方政府也发现跨境电商和国际快递的蓝海商机
- ◆ 浙江、上海、广西、江苏、福建、广东、重庆、吉林等省市均有出台鼓励政策

表：部分省市助推“快递出海”鼓励政策

时间	发布单位	政策
2020年3月	浙江	《浙江省人民政府办公厅关于开展快递业“两进一出”工程全国试点的实施意见》
2020年7月	国家邮政局、上海	《关于加快推进上海邮政快递业高质量发展合作协议》
2020年7月	广西	《关于印发中国（崇左）跨境电子商务综合试验区实施方案的通知》
2021年2月	江苏	《关于促进全省跨境电子商务高质量发展的工作意见》
2021年4月	厦门	《厦门市加快境外航空货运高质量发展的若干措施》
2021年6月	连云港	《关于促进中国（江苏）自由贸易试验区连云港片区联动创新协同发展的实施意见》
2021年11月	唐山	《唐山市关于推进对外贸易创新发展的若干措施》
2021年12月	广东	《关于推进跨境电商高质量发展的若干政策措施》
2022年6月	重庆	《中国（重庆）自由贸易试验区“十四五”规划（2021—2025年）》
2022年9月	吉林	《关于做好跨周期调节进一步稳外贸的实施方案》

3.7 快递公司在国际快递的布局

◆ 目前各中国快递公司的国际业务优先布局在东南亚地区

表：国内主要快递公司东南亚发展布局策略

公司名称	主要业务区域	经营模式
极兔	印尼、泰国、越南、马来西亚、菲律宾、新加坡	1、紧密联系本土头部电商Lazada与Shopee，增强客户粘性。 2、国内全套智能分拣系统+建立区域转运+片区集散+网点收派的形式移植海外，提升收派效率
顺丰	泰国	1、加强国际空网建设，加密新马泰东南亚流向的全货机定班航线，完善国际快递空网布局； 2、融合嘉里物流东南亚本土网络资源深耕细作，追平国际头部快递水平
中通	老挝、缅甸、柬埔寨、泰国	1、东南亚各国之间的快递往返业务：如 2020 年3 月，开通柬埔寨至越南陆运往返专线； 2、跨境电商合作：越南合作伙伴包括 SENDO、来赞宝、淘宝国际等跨境电商； 3、冷链运输服务布局：中通国际已将冷链服务拓展至老挝、缅甸、柬埔寨、泰国 4 个东南亚国家
圆通	越南、菲律宾	1、依托自有航空网络开发东南亚货运航线； 2、探索跨境电商铁路班列的运营和产品；
韵达	马来西亚、越南	1、开发海上航运路线
百世	泰国、越南、新加坡	1、大力建设分拣中心和末端站点； 2、开启二级加盟商制度

- 01 市场的两个担忧——我们判断是有三层低估
- 02 低估之一——电商消费潜在增长率的韧性
- 03 低估之二——中国电商全球崛起的第二增长曲线
- 04 低估之三——政府干预的价格竞争温和度
- 05 重点公司推荐及盈利预测评级
- 06 风险提示

4.1 快递价格竞争进入温和时代

- ◆ 恶性竞争影响就业和民生，政府出台政策干预
- ◆ 2021年以来，国务院、市场监管总局、国家邮政局、江苏以及义乌等地方邮政局陆续出台政策，对快递行业的恶性价竞争进行指引

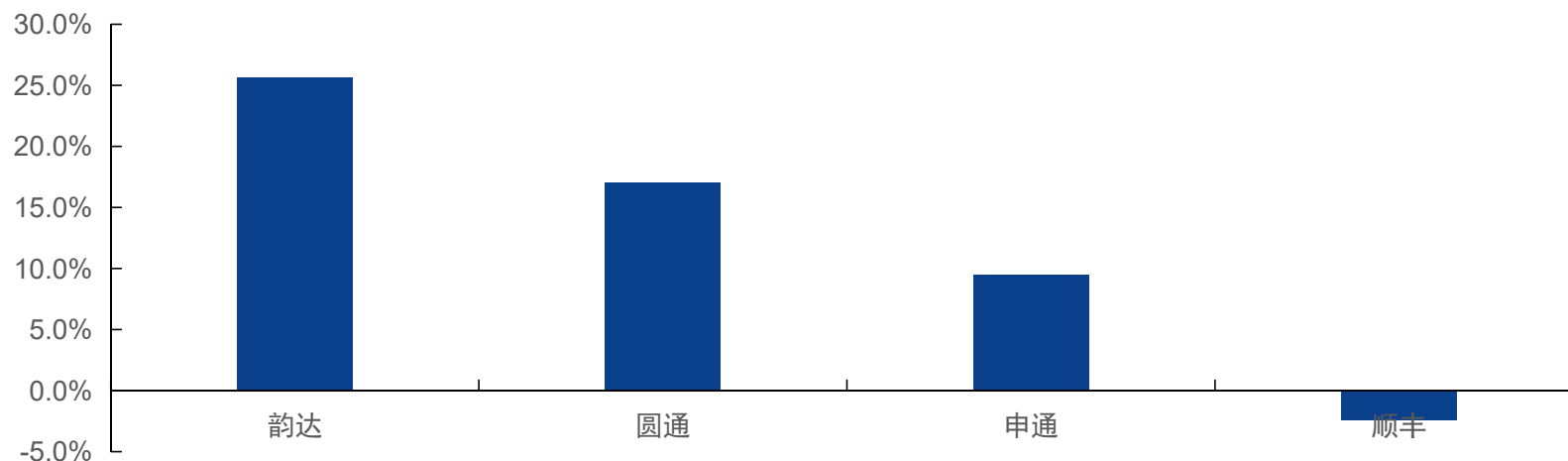
表：政策频发引导快递行业良性竞争

时间	政策	具体内容
2021.3	《关于维护行业平稳有序推进行业高质量发展的实施意见》	义乌邮政管理局发布《关于维护行业平稳有序推进行业高质量发展的实施意见》，要求维护市场秩序、科学制定增速标准,以及保护合法权益、不得随意降低派费标准
2021.4	《浙江省快递业促进条例（草案）》	浙江省政府审议通过《浙江省快递业促进条例（草案）》，规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务；电子商务平台经营者不得利用技术等手段阻断快递经营者正常服务；平台型快递经营者不得禁止或者附加不合理条件限制其他快递经营者进入
2021.7	《价格违法行为行政处罚规定（修订征求意见稿）》	市场监管总局发布《价格违法行为行政处罚规定（修订征求意见稿）》，界定低价倾销行为及相应的处罚标准
2022.1	《快递市场管理办法（修订草案）》	国家邮政局就《快递市场管理办法（修订草案）》开始公开征求意见，以促进快递业高质量发展为主线，坚持问题导向，从而适应快递市场监督管理工作实际，更加有效规范市场主体经营行为，促进快递业持续健康发展
2022.4	《关于加快建设全国统一大市场的意见》	中共中央国务院印发《关于加快建设全国统一大市场的意见》，依法查处不正当竞争行为。对市场主体、消费者反映强烈的重点行业和领域，加强全链条竞争监管执法，以公正监管保障公平竞争
2022.7	《2022年全省快递市场秩序整顿专项行动工作方案》	江苏省邮政管理局印发《2022年全省快递市场秩序整顿专项行动工作方案》，着力整治快递“黄牛”、利用快递服务“刷单”、低价无序竞争、快递末端服务不规范等突出问题。
2022.11	《快递服务》国家标准（征求意见稿）	关于征求《快递服务》国家标准（征求意见稿）意见的通知在国家邮政局网站公布，征求意见稿提出成本分区，要求快递服务主体根据产品种类、服务距离等因素，科学测算成本，以快件收寄地所在县到寄达地所在县为基本单元，向用户公布服务时限和服务价格，且不应无正当理由以低于成本价格提供快递服务。

4.2 价格竞争进入温和时代

- ◆ 政策干预下，2022年迎来快递服务价格的首次上涨，尤其是以电商快递为主的龙头公司价格上升更为明显
- ◆ 韵达、圆通、申通的快递服务价格分别上涨25.6%、17.0%、9.5%

图：2022年各快递公司快递单价变化幅度



4.3长期看，价格下降有潜力，电商公司有动力

- ◆ 电商经过长期发展，意味着长期存活的卖家以业务量大的居多
- ◆ 日均300票，也就是一年10万单的业务量，快递降价0.1元，一年能节省成本1万元

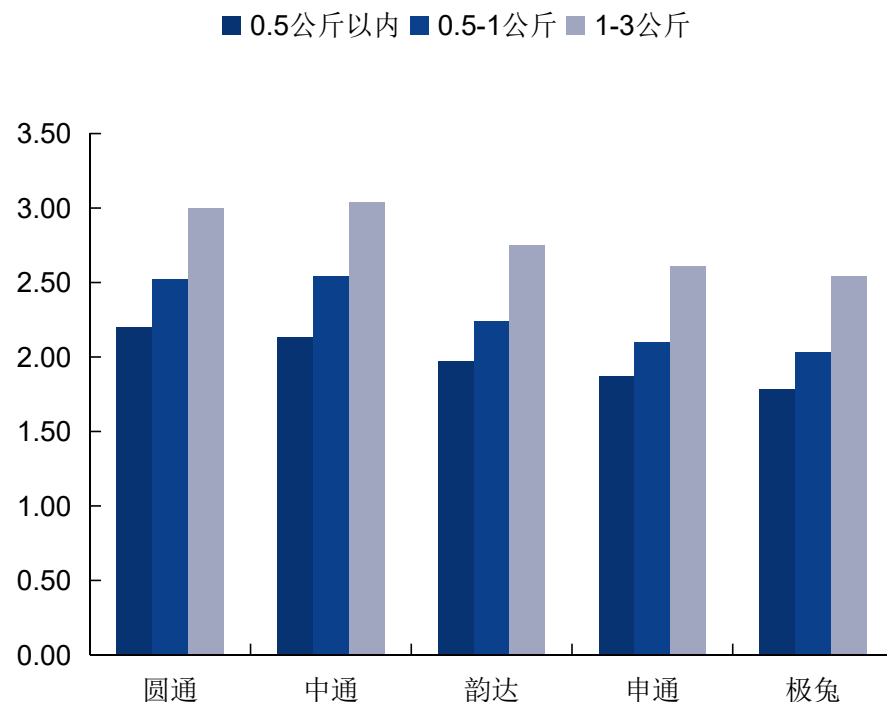
表：不同业务规模对应快递降价幅度节省成本的敏感性分析

业务量规模(万)	快递降价幅度（元）			
	0.05	0.1	0.15	0.2
5	0.25	0.5	0.75	1
10	0.5	1	1.5	2
15	0.75	1.5	2.25	3
20	1	2	3	4
25	1.25	2.5	3.75	5
30	1.5	3	4.5	6

4.4长期看，价格下降有潜力，龙头公司有动力

- ◆ 第一梯队和第二梯队快递公司终端价差有0.2-0.3元/票，给第一梯队公司提供了空间和报表基础
- ◆ 第一梯队公司已经积累了服务品质、利润、规模等综合竞争力优势

图：2023年3月各品牌不同重量规模电商件价格（元/件）



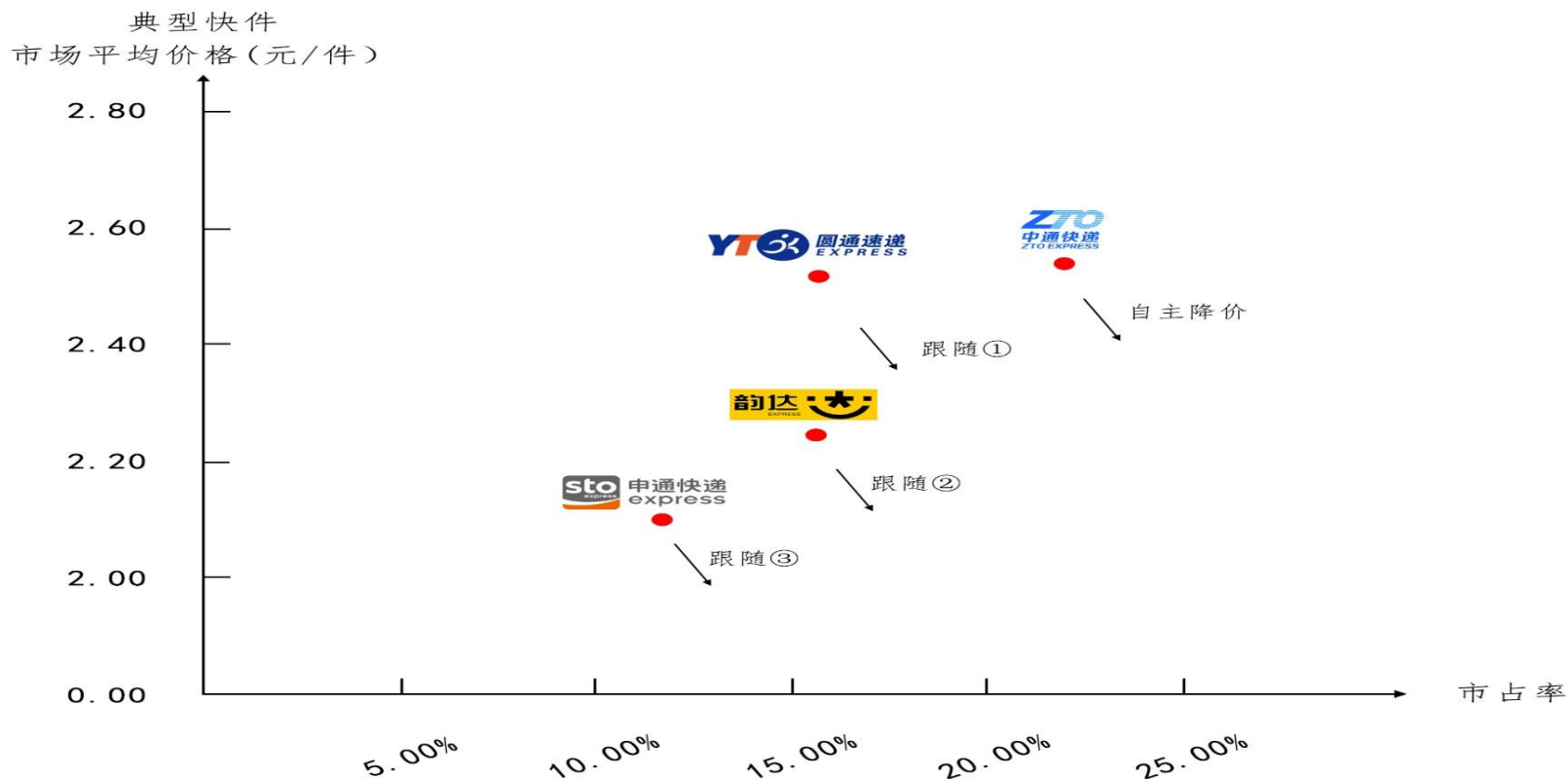
表：2023年3月各品牌不同重量规模电商件价差（元/件）

品牌	不同品牌间价差		
	0.5公斤以内	0.5-1公斤	1-3公斤
中通-圆通	-0.07	0.02	0.04
中通-韵达	0.16	0.30	0.29
圆通-韵达	0.23	0.28	0.25
韵达-申通	0.10	0.14	0.14
申通-极兔	0.09	0.07	0.07

4.5节奏看，中通发起价格下跌，其他公司跟随

- ◆ 中通由于在利润端和市场份额具有领先优势，通常优先发起价格竞争
- ◆ 其他快递龙头处于跟随状态，因此往往业绩端体现有所滞后

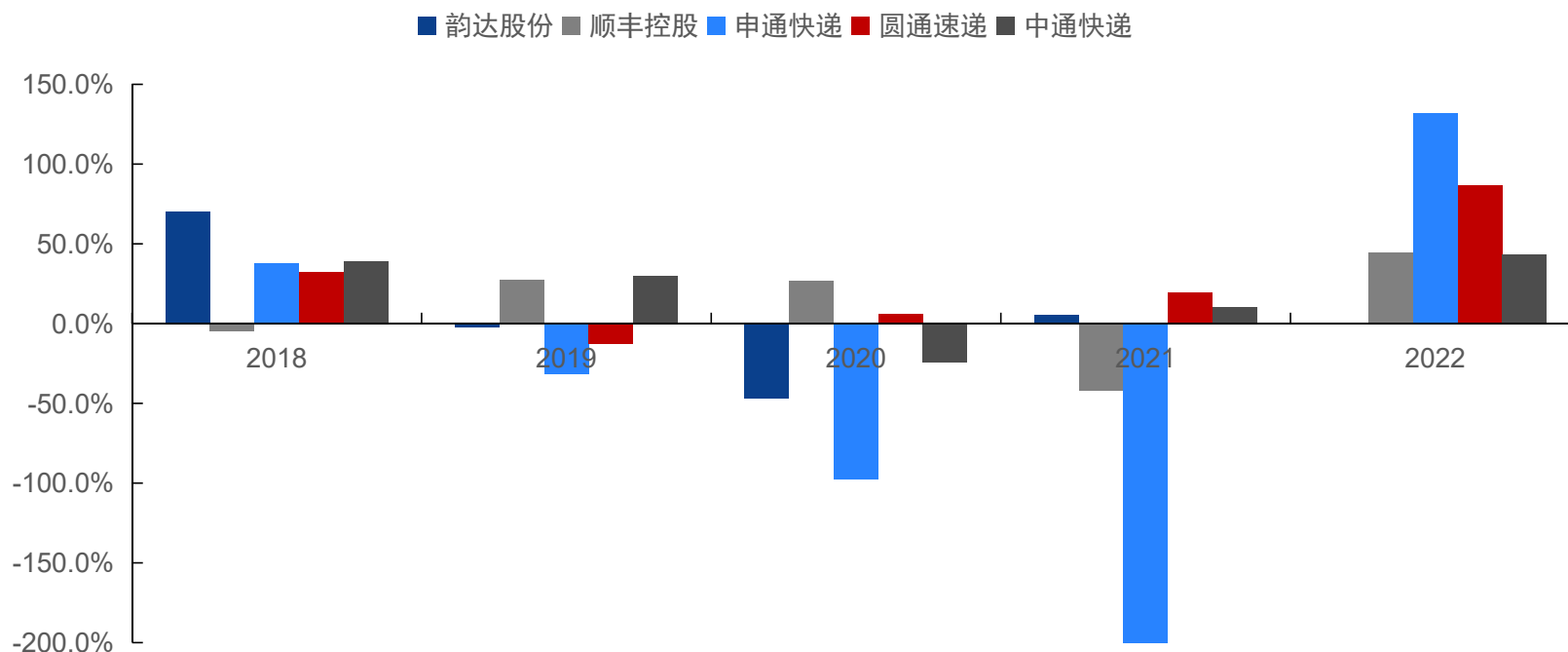
图：各快递公司价格联动模式



4.6历史上，价格战部分公司影响温和

- ◆ 即使在过去激烈的价格竞争中，部分公司如圆通速递利润向下波动幅度较小，体现出强大的抗压能力
- ◆ 圆通速递2018-2021（快递价格战较为激烈的时间段）业绩增速分别为32.0%、-12.4%、5.9%、19.1%

图：2018-2022年各快递公司归母净利润变化幅度



- 01 市场的两个担忧——我们判断是有三层低估
- 02 低估之一——电商消费潜在增长率的韧性
- 03 低估之二——中国电商全球崛起的第二增长曲线
- 04 低估之三——政府干预的价格竞争温和度
- 05 重点公司推荐及盈利预测评级
- 06 风险提示

5.1重点公司推荐——圆通速递

- ◆ 圆通速递是通达系快递公司市占率第二名的龙头公司，其数字化经营管理能力较为突出，形成了独特而高效的成本管理体系。
- ◆ 除了快递业务，公司货代业务、国际快递业务稳步发展，服务能力持续提升，对公司收入形成一定补充，也为创造第二增长曲线奠定基础。圆通国际拓展国际快递服务网络，形成包含全球特快、国际经济快递、电商小包专线等多元化国际快递产品体系，有望随着中国电商在海外的崛起不断成长。
- ◆ 看好圆通速递未来市占率提升和国际业务第二增长曲线，首次覆盖给予“买入-A”评级：我们预测2023- 2025年公司归母净利润分别为42.2、50.6 和 58.6亿元，对应每股收益分别为1.23、1.47 和 1.70元，对应PE估值分别为12.6、10.5 和 9.0倍
- ◆ 风险提示：龙头市占率提升速度过于缓慢、阶段性价格竞争较为激烈

圆通速递重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	45,155	53,539	62,325	72,889	85,020
YoY (%)	29.4	18.6	16.4	17.0	16.6
净利润(百万元)	2,103	3,920	4,217	5,058	5,855
YoY (%)	19.1	86.3	7.6	20.0	15.7
毛利率 (%)	8.2	11.3	11.2	11.0	11.1
EPS (摊薄/元)	0.61	1.14	1.23	1.47	1.70
ROE (%)	9.5	14.6	13.5	14.0	14.0
P/E (倍)	25.2	13.5	12.6	10.5	9.0
P/B (倍)	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3
净利率 (%)	4.7	7.3	6.8	6.9	6.9

财务报表预测与估值数据汇总

圆通速递（600233）股价（2023-05-31）：15.39元 投资评级：买入-A

资产负债表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12637	14136	17327	21272	26920
现金	6128	7390	9392	13805	18158
应收票据及应收账款	1627	963	2052	1475	2639
预付账款	198	255	272	345	375
存货	73	82	99	113	134
其他流动资产	4611	5446	5512	5535	5614
非流动资产	21585	25121	26909	28862	30942
长期投资	254	388	491	589	686
固定资产	12575	15103	16550	18225	20043
无形资产	4172	4494	4864	5224	5527
其他非流动资产	4585	5137	5004	4823	4685
资产总计	34222	39257	44235	50134	57862
流动负债	10137	11268	12268	13276	15322
短期借款	2768	2925	2847	2886	2866
应付票据及应付账款	4365	4218	5781	5939	7724
其他流动负债	3004	4125	3640	4451	4731
非流动负债	1026	795	805	810	818
长期借款	499	275	285	290	298
其他非流动负债	528	520	520	520	520
负债合计	11164	12064	13073	14086	16140
少数股东权益	455	521	521	521	521
股本	986	993	993	993	993
资本公积	12963	13056	13056	13056	13056
留存收益	8709	12113	16088	20829	26312
归属母公司股东权益	22604	26673	30641	35526	41201
负债和股东权益	34222	39257	44235	50134	57862

利润表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	45155	53539	62325	72889	85020
营业成本	41440	47490	55320	64839	75594
营业税金及附加	132	162	185	217	253
营业费用	141	228	241	282	329
管理费用	1051	1071	1060	1130	1360
研发费用	32	50	53	64	74
财务费用	30	14	88	54	-40
资产减值损失	-44	-50	-56	-66	-77
公允价值变动收益	36	108	79	78	75
投资净收益	-29	-41	-14	-21	-26
营业利润	2851	5102	5386	6294	7422
营业外收入	24	59	27	31	35
营业外支出	109	109	75	80	93
利润总额	2767	5053	5338	6245	7364
所得税	579	1089	1121	1187	1510
净利润	2187	3964	4217	5058	5855
少数股东损益	84	44	0	0	0
归属母公司净利润	2103	3920	4217	5058	5855
EBITDA	4385	6900	6886	7966	9261

财务报表预测与估值数据汇总

圆通速递（600233）股价（2023-05-31）：15.39元 投资评级：买入-A

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4068	7391	6382	8376	8725
净利润	2187	3964	4217	5058	5855
折旧摊销	1601	1873	1616	1885	2192
财务费用	30	14	88	54	-40
投资活动现金流	-7127	-5747	-3338	-3782	-4223
筹资活动现金流	4504	-443	-1042	-182	-149
每股指标（元）					
每股收益 (最新摊薄)	0.61	1.14	1.23	1.47	1.70
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.18	2.15	1.85	2.43	2.53
每股净资产 (最新摊薄)	6.57	7.75	8.90	10.32	11.97

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	29.4	18.6	16.4	17.0	16.6
营业利润(%)	28.6	78.9	5.6	16.9	17.9
归属于母公司净利润(%)	19.1	86.3	7.6	20.0	15.7
获利能力					
毛利率(%)	8.2	11.3	11.2	11.0	11.1
净利率(%)	4.7	7.3	6.8	6.9	6.9
ROE(%)	9.5	14.6	13.5	14.0	14.0
ROIC(%)	8.4	12.9	12.3	12.7	12.6
偿债能力					
资产负债率(%)	32.6	30.7	29.6	28.1	27.9
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.6	1.8
速动比率	1.1	1.1	1.3	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6
应收账款周转率	30.3	41.3	41.3	41.3	41.3
应付账款周转率	9.6	11.1	11.1	11.1	11.1
估值比率					
P/E	25.2	13.5	12.6	10.5	9.0
P/B	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	2.4	1.3	0.9	0.2	-0.3

5.2重点公司推荐——顺丰控股

- ◆ 顺丰控股是中国最大、全球第四大的快递物流综合服务商，时效件为公司营收和利润主力，供应链及国际业务有望未来打开公司二次增长曲线。
- ◆ 时效件增长与宏观经济相关度较高，在疫情复苏背景下有望受益。其中，生鲜食品类、退货件和工业件将充分受益消费与生产的复苏；2023 年鄂州机场转运中心全面投运，有望对降低经营成本带来较大业绩弹性。
- ◆ 看好时效快递顺周期特征和鄂州机场带来成本弹性，首次给予顺丰控股“买入-A”评级：我们预测2023- 2025年公司归母净利润分别为82.6、101.8 和 123.3亿元，对应每股收益分别为1.69、2.08 和 2.52元，对应PE估值分别为28.1、22.8 和 18.8倍
- ◆ 风险提示：时效件进度低增长阶段、鄂州机场阶段性可能带来折旧大幅增加

顺丰控股重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	207, 187	267, 490	295, 588	329, 541	365, 881
YoY (%)	34. 5	29. 1	10. 5	11. 5	11. 0
净利润(百万元)	4, 269	6, 174	8, 256	10, 183	12, 330
YoY (%)	-41. 7	44. 6	33. 7	23. 3	21. 1
毛利率 (%)	12. 4	12. 5	12. 6	12. 8	12. 9
EPS (摊薄/元)	0. 87	1. 26	1. 69	2. 08	2. 52
ROE (%)	4. 0	7. 1	8. 6	9. 7	10. 6
P/E (倍)	54. 3	37. 5	28. 1	22. 8	18. 8
P/B (倍)	2. 8	2. 7	2. 5	2. 3	2. 0
净利率 (%)	2. 1	2. 3	2. 8	3. 1	3. 4

财务报表预测与估值数据汇总

顺丰控股（002352）股价（2023-05-31）：47.33元 投资评级：买入-A

资产负债表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	94112	90673	106638	103252	131774
现金	35315	41063	44324	44255	59410
应收票据及应收账款	30759	25797	36700	32975	44383
预付账款	2936	3465	3609	4277	4478
存货	1547	1948	1911	2381	2378
其他流动资产	23555	18401	20094	19363	21124
非流动资产	115788	126169	127128	128208	128984
长期投资	7260	7858	7961	8083	8212
固定资产	36926	43657	44892	46042	46423
无形资产	18667	19488	20619	21721	22536
其他非流动资产	52934	55165	53657	52361	51813
资产总计	209900	216843	233766	231460	260758
流动负债	76022	77677	88240	77450	95948
短期借款	18397	12838	15618	14228	14923
应付票据及应付账款	23468	24748	28491	30721	34930
其他流动负债	34157	40091	44132	32502	46095
非流动负债	35963	40880	39290	37719	36066
长期借款	19167	26400	24810	23239	21585
其他非流动负债	16796	14480	14480	14480	14480
负债合计	111985	118557	127531	115170	132013
少数股东权益	14972	12022	12940	14071	15441
股本	4906	4895	4895	4895	4895
资本公积	46201	43996	43996	43996	43996
留存收益	29194	34382	41684	50695	61611
归属母公司股东权益	82943	86264	93296	102219	113303
负债和股东权益	209900	216843	233766	231460	260758

利润表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	207187	267490	295588	329541	365881
营业成本	181549	234072	258459	287453	318715
营业税金及附加	479	477	668	726	783
营业费用	2838	2784	3401	3791	4209
管理费用	15030	17574	17735	19113	20489
研发费用	2155	2223	2662	2892	3239
财务费用	1563	1712	899	896	653
资产减值损失	-639	-953	-946	-989	-1061
公允价值变动收益	99	-28	139	86	74
投资净收益	2407	1025	1340	1406	1544
营业利润	7248	11034	12296	15173	18349
营业外收入	290	231	241	248	252
营业外支出	404	299	306	334	336
利润总额	7134	10967	12231	15087	18266
所得税	3214	3963	3058	3772	4567
净利润	3919	7004	9173	11315	13700
少数股东损益	-350	830	917	1131	1370
归属母公司净利润	4269	6174	8256	10183	12330
EBITDA	15438	21336	21430	25521	28694

财务报表预测与估值数据汇总

顺丰控股（002352）股价（2023-05-31）：47.33元 投资评级：买入-A

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	15358	32703	21849	14687	27521
净利润	3919	7004	9173	11315	13700
折旧摊销	6984	9081	8772	10066	10360
财务费用	1563	1712	899	896	653
投资活动现金流	-17131	-12091	-8253	-9654	-9518
筹资活动现金流	21220	-16017	-10334	-5103	-2848
每股指标（元）					
每股收益 (最新摊薄)	0.87	1.26	1.69	2.08	2.52
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.14	6.68	4.46	3.00	5.62
每股净资产 (最新摊薄)	16.94	17.62	19.06	20.88	23.15

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	34.5	29.1	10.5	11.5	11.0
营业利润(%)	-28.5	52.2	11.4	23.4	20.9
归属于母公司净利润(%)	-41.7	44.6	33.7	23.3	21.1
获利能力					
毛利率(%)	12.4	12.5	12.6	12.8	12.9
净利率(%)	2.1	2.3	2.8	3.1	3.4
ROE(%)	4.0	7.1	8.6	9.7	10.6
ROIC(%)	3.3	5.4	6.6	7.7	8.6
偿债能力					
资产负债率(%)	53.4	54.7	54.6	49.8	50.6
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
速动比率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5
应收账款周转率	8.7	9.5	9.5	9.5	9.5
应付账款周转率	9.3	9.7	9.7	9.7	9.7
估值比率					
P/E	54.3	37.5	28.1	22.8	18.8
P/B	2.8	2.7	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	16.7	11.9	11.4	9.5	7.9

5.3重点关注公司——韵达股份

- ◆ 国内领先的综合电商快递龙头。快递业务为韵达股份的最主要的业务，开拓了韵达特快、直营客户、菜鸟裹裹等高附加值的时效产品，陆续布局了供应链、国际、冷链、末端服务等丰富的周边产业链。
- ◆ 公司率先探索自动化设备研发工作，提高设备自动化程度，并保持对技术的升级迭代，在智能设备等核心资源方面已经构筑先发优势。
- ◆ 看好公司自动化设备奠定的先发优势和开辟第二增长曲线的韵达股份，首次覆盖给予“买入-A”评级：我们预测2023- 2025年公司归母净利润分别为24.3、29.3 和 36.5亿元，对应每股收益分别为0.84、1.01 和 1.26元，对应PE估值分别为13.6、11.3 和 9.1倍
- ◆ 风险提示：加盟商稳固度下降、阶段性价格竞争较为激烈

韵达股份重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,729	47,434	54,386	62,452	71,130
YoY (%)	24.6	13.7	14.7	14.8	13.9
净利润(百万元)	1,477	1,483	2,426	2,931	3,650
YoY (%)	5.1	0.4	63.6	20.8	24.5
毛利率 (%)	9.1	9.1	10.7	10.9	11.2
EPS (摊薄/元)	0.51	0.51	0.84	1.01	1.26
ROE (%)	9.4	8.8	12.5	13.3	14.3
P/E (倍)	22.4	22.3	13.6	11.3	9.1
P/B (倍)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
净利率 (%)	3.5	3.1	4.5	4.7	5.1

财务报表预测与估值数据汇总

韵达股份（002120）股价（2023-05-31）：11.40元 投资评级：买入-A

资产负债表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11680	12918	14487	15805	20266
现金	3174	3907	4776	5995	9696
应收票据及应收账款	1507	1367	1928	1856	2454
预付账款	284	424	388	544	518
存货	181	208	230	272	298
其他流动资产	6535	7011	7164	7138	7301
非流动资产	24345	25155	26671	28231	29525
长期投资	819	806	939	1074	1215
固定资产	13816	13785	14701	15520	16079
无形资产	4227	4308	4897	5517	6109
其他非流动资产	5483	6256	6135	6119	6122
资产总计	36025	38073	41158	44036	49791
流动负债	11853	13023	13900	14225	16705
短期借款	2028	1895	1962	1928	1945
应付票据及应付账款	5380	5322	6744	7067	8610
其他流动负债	4445	5806	5195	5230	6150
非流动负债	8285	7966	7899	7807	7613
长期借款	7373	6962	6895	6802	6608
其他非流动负债	912	1004	1004	1004	1004
负债合计	20138	20989	21799	22031	24318
少数股东权益	96	107	107	107	107
股本	2903	2902	2902	2902	2902
资本公积	2867	2889	2889	2889	2889
留存收益	10057	11397	13516	16130	19380
归属母公司股东权益	15790	16976	19251	21898	25365
负债和股东权益	36025	38073	41158	44036	49791

利润表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	41729	47434	54386	62452	71130
营业成本	37951	43102	48594	55622	63140
营业税金及附加	107	131	119	147	176
营业费用	317	413	454	521	593
管理费用	1467	1553	1360	1561	1636
研发费用	267	308	352	404	460
财务费用	214	461	221	189	110
资产减值损失	-27	-191	-149	-186	-213
公允价值变动收益	-95	31	-13	-29	-27
投资净收益	124	118	170	160	143
营业利润	1927	1973	3295	3952	4917
营业外收入	15	24	17	17	18
营业外支出	77	58	77	61	68
利润总额	1865	1939	3235	3907	4866
所得税	369	438	809	977	1217
净利润	1496	1501	2426	2931	3650
少数股东损益	19	18	0	0	0
归属母公司净利润	1477	1483	2426	2931	3650
EBITDA	4295	4673	5392	6310	7547

财务报表预测与估值数据汇总

韵达股份（002120）股价（2023-05-31）：11.40元 投资评级：买入-A

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2989	5291	5994	5438	7902
净利润	1496	1501	2426	2931	3650
折旧摊销	1916	2276	1942	2220	2578
财务费用	214	461	221	189	110
投资活动现金流	-5857	-3802	-3302	-3649	-3755
筹资活动现金流	2290	-713	-1822	-570	-446
每股指标（元）					
每股收益 (最新摊薄)	0.51	0.51	0.84	1.01	1.26
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.03	1.82	2.07	1.87	2.72
每股净资产 (最新摊薄)	5.44	5.85	6.63	7.55	8.74

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	24.6	13.7	14.7	14.8	13.9
营业利润(%)	8.8	2.4	67.0	19.9	24.4
归属于母公司净利润(%)	5.1	0.4	63.6	20.8	24.5
获利能力					
毛利率(%)	9.1	9.1	10.7	10.9	11.2
净利率(%)	3.5	3.1	4.5	4.7	5.1
ROE(%)	9.4	8.8	12.5	13.3	14.3
ROIC(%)	7.3	6.6	8.9	9.7	10.7
偿债能力					
资产负债率(%)	55.9	55.1	53.0	50.0	48.8
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5
应收账款周转率	38.2	33.0	33.0	33.0	33.0
应付账款周转率	7.8	8.1	8.1	8.1	8.1
估值比率					
P/E	22.4	22.3	13.6	11.3	9.1
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.5	7.8	6.3	5.2	3.8

5.4重点关注公司——申通快递

- ◆ 申通快递是阿里收购的老牌快递龙头，是最早成立的快递公司之一，在加盟商和经营方法的底蕴上基础深厚。
- ◆ 精细化变革叠加成本改善。在阿里的加持下，公司将在物流科技、快递末端、新零售物流等领域与阿里进一步探索合作，同时公司运输成本和中转成本下降空间比较大，是公司精细化管理，降本的主要方向。
- ◆ 看好阿里赋能下的申通快递，首次覆盖给予“买入-A”评级：我们预测2023-2025年公司归母净利润分别为7.5、9.5和12.0亿元，对应每股收益分别为0.49、0.62和0.79元，对应PE估值分别为20.3、16.1和12.7倍
- ◆ 风险提示：管理改变带来业绩波动风险、单件快递盈利较少带来波动风险

申通快递重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,255	33,671	40,178	46,439	53,732
YoY (%)	17.1	33.3	19.3	15.6	15.7
净利润(百万元)	-909	288	752	952	1,204
YoY (%)	-2603.2	131.6	161.5	26.5	26.5
毛利率 (%)	2.3	4.4	5.6	5.6	5.7
EPS (摊薄/元)	-0.59	0.19	0.49	0.62	0.79
ROE (%)	-11.6	3.3	8.4	9.6	10.8
P/E (倍)	-16.8	53.2	20.3	16.1	12.7
P/B (倍)	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4
净利率 (%)	-3.6	0.9	1.9	2.0	2.2

财务报表预测与估值数据汇总

申通快递（002468）股价（2023-05-31）：9.99元 投资评级：买入-A

资产负债表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7099	5203	4913	6061	7514
现金	2235	2166	1491	2497	3478
应收票据及应收账款	851	935	1196	1267	1583
预付账款	246	304	352	406	471
存货	55	44	72	61	93
其他流动资产	3713	1754	1802	1829	1889
非流动资产	11668	15129	15893	16397	17049
长期投资	98	94	211	327	443
固定资产	5663	7357	8048	8503	8972
无形资产	1468	1569	1667	1765	1867
其他非流动资产	4440	6109	5966	5802	5767
资产总计	18767	20332	20805	22458	24563
流动负债	8309	9023	8746	9486	10409
短期借款	3672	1909	2790	2350	2570
应付票据及应付账款	2513	3261	3545	4315	4772
其他流动负债	2123	3853	2411	2821	3067
非流动负债	2581	3102	3099	3070	3051
长期借款	1165	729	726	697	678
其他非流动负债	1416	2373	2373	2373	2373
负债合计	10890	12125	11846	12556	13460
少数股东权益	49	38	38	38	38
股本	422	422	422	422	422
资本公积	3177	3041	3041	3041	3041
留存收益	4483	4770	5517	6467	7669
归属母公司股东权益	7828	8169	8922	9863	11065
负债和股东权益	18767	20332	20805	22458	24563

利润表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	25255	33671	40178	46439	53732
营业成本	24667	32196	37948	43826	50667
营业税金及附加	52	59	71	83	99
营业费用	155	178	224	259	299
管理费用	567	685	683	743	806
研发费用	108	124	156	177	206
财务费用	156	192	112	119	82
资产减值损失	-779	-151	0	0	0
公允价值变动收益	12	-12	0	0	0
投资净收益	103	104	75	87	92
营业利润	-927	487	1060	1319	1664
营业外收入	21	32	24	25	25
营业外支出	94	156	80	91	105
利润总额	-1000	363	1003	1253	1585
所得税	-89	90	251	301	380
净利润	-911	274	752	952	1204
少数股东损益	-2	-14	0	0	0
归属母公司净利润	-909	288	752	952	1204
EBITDA	160	1448	2264	2733	3107

财务报表预测与估值数据汇总

申通快递（002468）股价（2023-05-31）：9.99元 投资评级：买入-A

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1920	2600	1989	3382	2863
净利润	-911	274	752	952	1204
折旧摊销	928	986	1150	1361	1440
财务费用	156	192	112	119	82
投资活动现金流	-3696	-796	-1839	-1778	-2000
筹资活动现金流	824	-1788	-826	-598	119
每股指标（元）					
每股收益 (最新摊薄)	-0.59	0.19	0.49	0.62	0.79
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.25	1.70	1.30	2.21	1.87
每股净资产 (最新摊薄)	5.11	5.34	5.83	6.44	7.23

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	17.1	33.3	19.3	15.6	15.7
营业利润(%)	-907.0	152.5	117.6	24.4	26.2
归属于母公司净利润(%)	-2603.2	131.6	161.5	26.5	26.5
获利能力					
毛利率(%)	2.3	4.4	5.6	5.6	5.7
净利率(%)	-3.6	0.9	1.9	2.0	2.2
ROE(%)	-11.6	3.3	8.4	9.6	10.8
ROIC(%)	-4.9	2.4	5.7	6.9	7.6
偿债能力					
资产负债率(%)	58.0	59.6	56.9	55.9	54.8
流动比率	0.9	0.6	0.6	0.6	0.7
速动比率	0.7	0.4	0.3	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.7	2.0	2.1	2.3
应收账款周转率	27.9	37.7	37.7	37.7	37.7
应付账款周转率	9.8	11.2	11.2	11.2	11.2
估值比率					
P/E	-16.8	53.2	20.3	16.1	12.7
P/B	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	38.2	5.9	3.8	2.6	2.0

- 01 市场的两个担忧——我们判断是有三层低估
- 02 低估之一——电商消费潜在增长率的韧性
- 03 低估之二——中国电商全球崛起的第二增长曲线
- 04 低估之三——政府干预的价格竞争温和度
- 05 重点公司推荐及盈利预测评级
- 06 风险提示

◆ 龙头市占率提升速度过于缓慢

市占率提升是在快递行业进入较低增速时代一个重要的投资逻辑，但是在行业竞争缓和之后，各个公司的报表得到修复，一定程度上给予了各家公司喘息的机会，从而有可能拉长行业出清所需要的时间，导致龙头公司市占率提升的速度较为缓慢，最终降低上市公司业绩的增速

◆ 阶段性价格竞争较为激烈

虽然我们判断在政府的干预下，行业的价格竞争大概率进入较为缓和的状态。但龙头公司可能基于阶段性的战略需要，在某一时间段加大价格竞争的力度，导致各公司之间的业绩阶段性向下波动

◆ 国际快递业务不达预期

国际快递业务是国内快递公司发展的重要第二增长曲线，但会受到海外人力成本高企和复杂的法律约束，业务进展可能阶段性低于预期

凌军，华金证券交通运输首席分析师，2023年3月入职华金证券研究所。曾先后在平安证券、国泰君安任职交通运输高级分析师。

16年证券投资分析从业经验，4年交通运输卖方研究经验，3年交通运输买方研究经验。

2008、2009、2015年先后获得交通运输新财富分析师（团队）前三名；于2008、2009年获得卖方分析师水晶球奖第四名和第三名。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上。

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

分析师声明

凌军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。