

物流 II 行业

报告日期：2020 年 05 月 06 日

快递行业热点五问五答：驱动仍在，龙头为王

——快递行业 2020 年一季度综述

✎：姜楠，CFA 执业证书编号：S1230515120001
 ☎：021-80108129
 ✉：jiangnan@stocke.com.cn

行业评级

物流 II

看好

报告导读

本报告根据 2019 年年报及 2020 年一季报情况，针对部分近期市场热点问题针对性解答。

投资要点

□ 快递一季度业绩如何？单量微增，利润下滑

业务量方面，前 2 月份下滑，3 月恢复高增，一季度整体微增 3.2%。价格竞争持续，票单价一季度整体同比微降 0.46 元，3 月大幅回落。带动 A 股上市快递企业仅顺丰控股收入同比增长，“通达系”均同比下滑，利润端顺丰控股、韵达股份、圆通速递、申通快递分别同比减少 28.18%、41.06%、25.74%、85.60%。

□ 电商件价格竞争影响多大？以价换量仍在，利润敏感性 3-4 倍

近 3 年快递市场增速趋缓，快递票单价逼近成本价，价格主导权由新进入者逐步转移至行业龙头手中。网购包邮决定快递选择权仍在商家手中，价格敏感性仍存，服务同质化前提下降价仍为提升份额的有效手段。利润价格弹性在 3-4 倍左右，其中从降幅比例角度看韵达股份相对利润敏感性较低，从降幅绝对数额角度看顺丰控股相对利润敏感性较低。

□ 快递行业还有多大空间？消费结构带来空间，新兴模式维持增速

实体商品网购占比仍有提升空间，线下向线上转移仍为既有消费转移驱动。剔除汽车、石油及制品、建筑建材等不适网购及快递配送产品外，一般类商品零售占 73.71%。2019 年实体商品网购仅占 20.71%，对比之下，存量消费向线上转移仍有空间。此外新兴消费市场及消费习惯的出现，进一步催化线下向线上的转移，双向促进预期快递增长仍有空间，增速有望继续维稳。

□ 如何看未来的格局转变？龙头集中，成本及规模为王

规模效应带来的单件低成本，有助于提升单件毛利，单件毛利的提升又增加降价筹码，降价在现阶段最终将继续带来规模的提升，规模、成本、价格三者之间相互作用。但按当前市场发展水平，中小快递成本逼近价格，价格主导转移到龙头手中，因此规模效应为循环促进的先发因素，后续仍看规模为王。

□ 未来投资策略如何？龙头为王，区分赛道

从规模效应、成本优势、价格主导等几个方面看，仍要关注龙头企业的长远发展。关注龙头的同时，投资方向需要区分赛道：1) 建议关注专注于中高端快递脱离价格竞争同时多业务布局的顺丰控股；2) A 股“通达系”方面建议关注规模领先、单件毛利相对较高的韵达股份以及成本优势规模有望望放量的圆通速递。

□ 风险提示：电商发展不急预期带来快递需求不急预期；资本进入扰乱现有市场的发展。

相关报告

- 1《快递数据月月看：3 月单量恢复高增，关注行业寡头的超额增长》2020.04.15
- 2《业务量增速 23.3%，单价环比下降 0.4 元》2019.04.30

报告撰写人：姜楠

数据支持人：姜楠

正文目录

1. 快递一季度业绩如何看？单量微增，利润下滑	4
1.1. Q1 整体单量有所差异，3 月恢复高增	4
1.2. 电商件单价大幅下斩	5
1.3. 电商快递收入利润有所下滑	6
2. 电商件价格竞争影响多大？以价换量仍在,利润敏感性 3-4 倍	8
2.1. 价格主导者变更为行业龙头	8
2.2. 降价仍为提升份额的有效手段	8
2.3. 价格敏感性测算：利润敏感性在 3-4 倍左右	9
3. 快递行业空间多大？消费结构带来空间，新兴模式维持增速	10
3.1. 存量消费市场看线下线上转移	11
3.2. 新兴市场出现看需求和服务双向促进	12
4. 如何看未来的格局转变？龙头集中，成本及规模为王	14
4.1. 规模扩张有助于降低成本	14
4.2. 低成本带来降价筹码，有助于推动份额提升	15
5. 如何把握未来快递投资？龙头为王，区分赛道	16

图表目录

图 1：3 月单月单量同比增长 23%带动一季度快递单量同比维持增长 3.2%	4
图 2：2020Q1 整体顺丰单量高增，申通微降	4
图 3：前 2 月份仅顺丰单量高增	5
图 4：3 月份各龙头快递单量恢复增长	5
图 5：3 月票单价大幅回落	5
图 6：电商件票单价继续下调（单位：元/票）	6
图 7：一季度快递收入 1534 亿元，同比微降 0.58%	6
图 8：2020 年一季度仅顺丰控股快递业务收入同比增长	7
图 9：2017 年之后行业集中度转为提升	8
图 10：票单价降幅收窄	8
图 11：申通快递票单价及市占率情况	9
图 12：快递行业增速有所趋缓	10
图 13：淘宝月活用户复合增长 34.3%	11
图 14：京东月活用户复合增长 49.5%	11
图 15：实体网购消费复合增长 26.66%	11
图 16：社会消费品零售总额分布情况	12
图 17：拼多多月活用户三年复合大增 220.4%	12
图 18：快递申诉率不断下降	13
图 19：圆通速递快递业务成本拆分	14

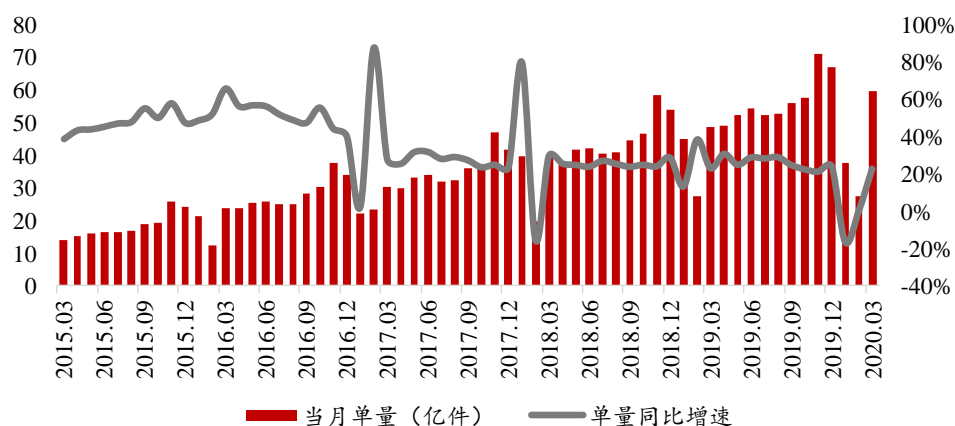
图 20: 圆通速递快递业务单件成本及业务规模变动	14
图 21: 2019 年单件毛利情况	15
图 22: 规模、成本、价格相互作用	15
表 1: 快递企业 2020Q1 收入及利润情况	7
表 2: 快递价格竞争局势转变	8
表 3: 敏感性测算表	10
表 4: 重点公司估值表 (2020/4/30)	16

1. 快递一季度业绩如何看？单量微增，利润下滑

1.1. Q1 整体单量有所差异，3 月恢复高增

一季度全国快递单量累计 125.3 亿件，同比增长 3.2%。受新冠疫情影响，今年前两个月全国快递完成快递单量 65.5 亿件，同比下滑 10.11%，3 月份随着复工复产的进行，以及物流道路的恢复畅通，3 月单月全国快递单量增长至 59.8 亿件，同比增速恢复至 23%。整个一季度快递累计 125.3 亿件，同比维持增长 3.2%。

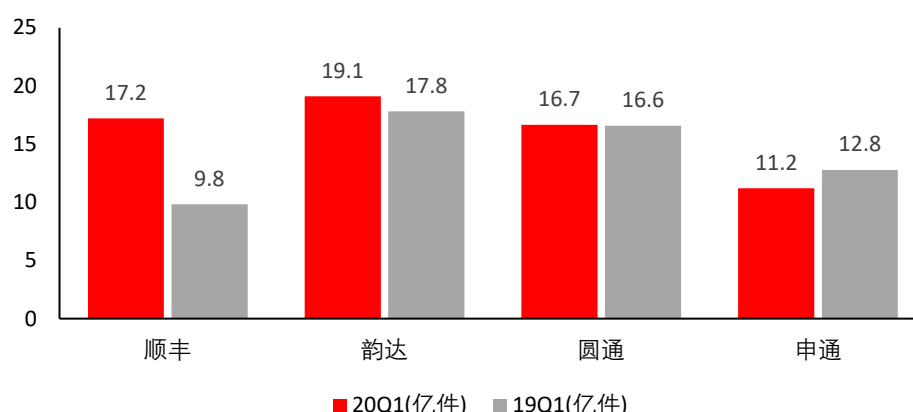
图 1：3 月单月单量同比增长 23% 带动一季度快递单量同比维持增长 3.2%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

一季度整体顺丰单量高增，申通微降。从整个一季度看，顺丰控股快递单量同比增长 75.15% 至 17.02 亿件，其中前两月份单量同比增长 64.98%，3 月份单量增长 93.45%，主要得益于新冠疫情期间的稳健经营。“通达系”快递受春节期间新冠疫情影响，Q1 单量增速均有下降，其中韵达 Q1 同比增长 7.06% 至 19.10 亿件，圆通同比微增 0.48% 至 16.65 亿件，申通受 3 月价格影响，一季度同比下降 12.36% 至 11.20 亿件。

图 2：2020Q1 整体顺丰单量高增，申通微降

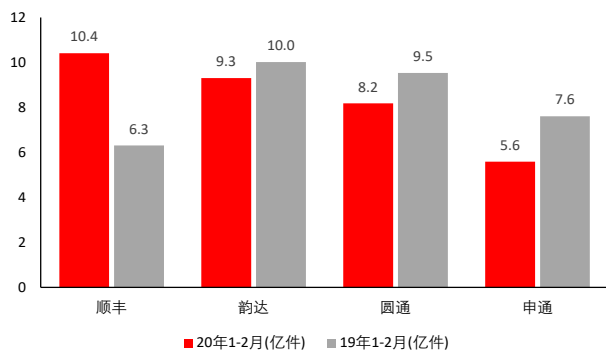


资料来源：Wind，浙商证券研究所

3 月单量均恢复高增。除顺丰整个一季度单量均维持高增外，“通达系”快递受制于复工情况，均表现为 1-2 月份单量大幅下滑，3 月份恢复高增。其中韵达前 2 月份单量同

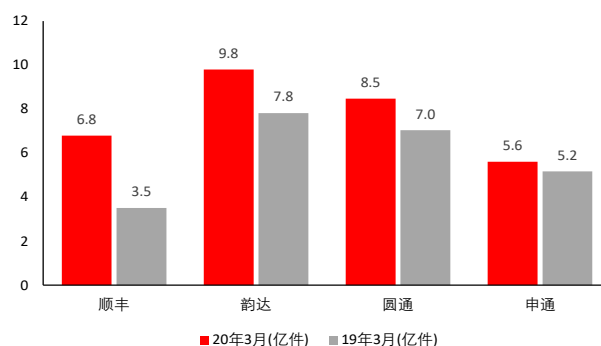
比下滑 7.19%，3 月份恢复高增 25.32%；圆通前 2 月份单量同比下滑 14.17%，3 月恢复高增 20.31%；申通前 2 月份单量同比下滑 26.54%，3 月恢复高增 8.51%。

图 3：前 2 月份仅顺丰单量高增



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：3 月份各龙头快递单量恢复增长

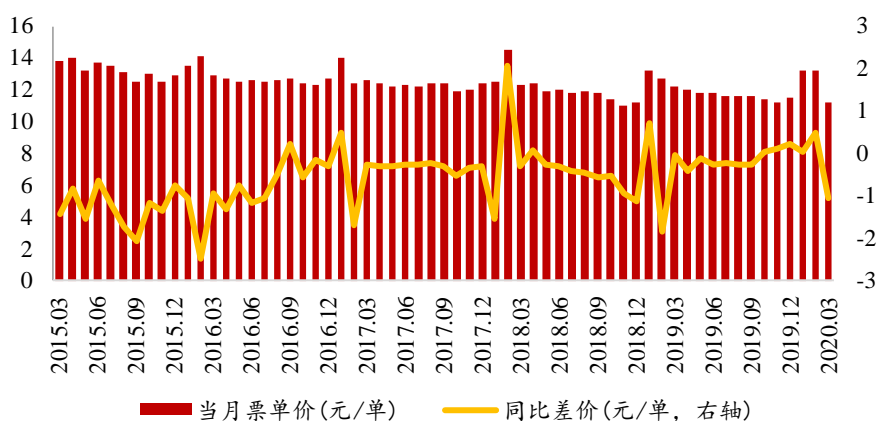


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2. 电商件单价大幅下斩

一季度整体票单价同比微降 0.46 元，3 月票单价大幅回落。受春节错峰及新冠疫情停工影响，今年 1 月份快递票单价提升至 13.24 亿元，同比提升 0.04 元；2 月份快递票单价环比下滑 0.06 元至 13.18 元，同比仍提升 0.49 元。随着 3 月份物流行业的迅速恢复，3 月份快递票单价落至 11.18 元，同比下降 1.07 元，最终一季度票单价 12.24 亿元，同比微降 0.46 元。

图 5：3 月票单价大幅回落

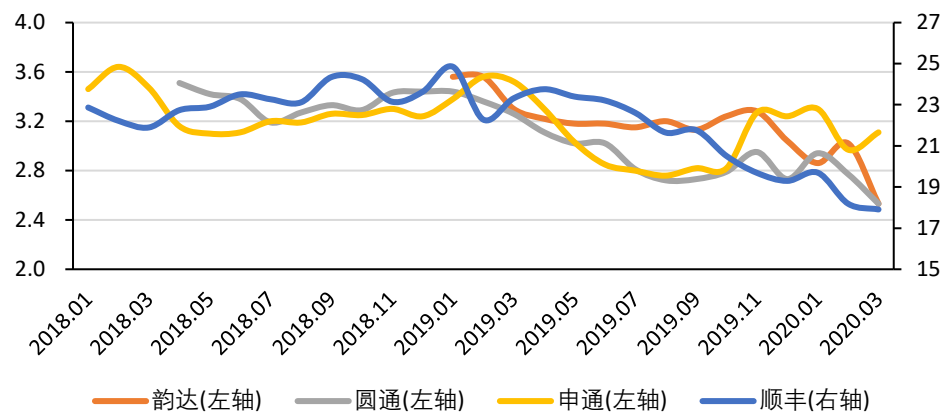


资料来源：国家邮政局，浙商证券研究所

电商件单价大幅下斩。从头部快递企业端看，电商件单价大幅下调。其中顺丰控股，受特惠件推广影响，一季度平均票单价同比下降 21.70% 至 18.58 元/票，3 月票单价继续下降至 17.91 元/票。韵达股份一季度平均票单价同比下降 21.15% 至 2.72 元/票，3 月单价大幅下调至 2.53 元/票。圆通速递一季度平均票单价同比下降 19.14% 至 2.71 元/票，3 月

单价继续下降至 2.53 元/票。中通快递一季度平均票单价同比下降 9.14% 至 3.16 元/票，3 月单价微降至 3.11 元/票。

图 6：电商件票单价继续下调（单位：元/票）

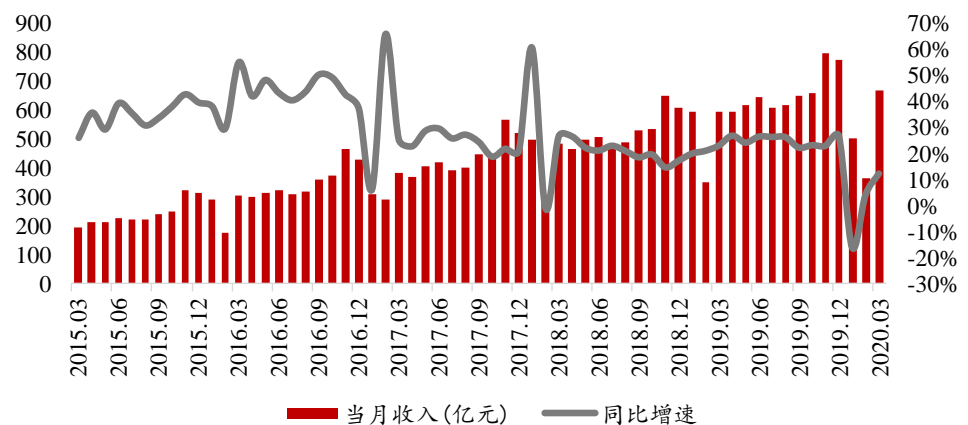


资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

1.3. 电商快递收入利润有所下滑

行业端：一季度快递收入 1534 亿元，同比微降 0.58%。今年前两个月全国快递收入 864.90 亿元，同比下滑 8.67%，3 月份随着快递物流行业的复工复产，在票单价同比下降情况下，单月收入受单量恢复增长的驱动，同比增长 12.27% 至 669.10 亿元，单月收入完成今年前两个月收入的 77.36%。3 月快递收入增幅与前两个月降幅相抵销，整个一季度快递收入累计 1534 亿元，同比微降 0.58%。

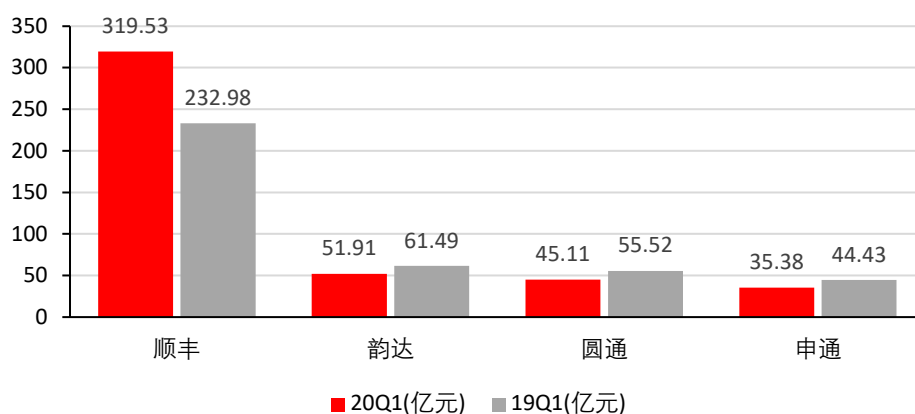
图 7：一季度快递收入 1534 亿元，同比微降 0.58%



资料来源：国家邮政局，浙商证券研究所

公司端：一季度仅顺丰控股快递业务收入同比增长。受电商件降价影响，一季度“通达系”快递单量虽有微增，但快递业务收入整体下滑，其中韵达股份一季度快递业务收入 51.91 亿元，同比下降 15.58%；圆通速递一季度快递业务收入 45.11 亿元，同比下降 18.75%；中通快递一季度快递业务收入 35.38 亿元，同比下降 20.37%。顺丰控股受单量大幅增长带动，一季度快递业务收入 319.53 亿元，同比大幅增长 37.15%。

图 8：2020 年一季度仅顺丰控股快递业务收入同比增长



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

利润：利润均有下滑。各快递企业一季度营业总收入受快递业务收入带动，基本与快递业务收入表现一致，仅顺丰控股营收增长，“通达系”营收均表现出不同幅度下滑。从利润角度看，四家快递企业利润均有下滑。其中顺丰控股一季度归母净利润同比减少 28.18% 至 9.07 亿元，韵达股份同比减少 41.06% 至 3.34 亿元，圆通速递同比减少 25.74% 至 2.71 亿元，申通快递同比减少 85.60% 至 0.58 亿元。

表 1：快递企业 2020Q1 收入及利润情况

	顺丰控股	韵达股份	圆通速递	申通快递
20Q1 快递业务收入(亿元)	319.53	51.91	45.11	35.38
YOY	37.15%	-15.58%	-18.75%	-20.37%
20Q1 营收(亿元)	335.41	56.25	55.34	35.73
YOY	39.59%	-15.86%	-14.12%	-20.72%
20Q1 归母净利润(亿元)	9.07	3.34	2.71	0.58
YOY	-28.18%	-41.06%	-25.74%	-85.60%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

备注：快递业务收入为月度收入披露口径

2. 电商件价格竞争影响多大？以价换量仍在,利润敏感性 3-4 倍

价格竞争的本质目的在于市场份额的提升，因此对于价格竞争需要配合市场份额来看。

2.1. 价格主导者变更为行业龙头

价格竞争分为 2017 年之前及 2017 年之后两个阶段看：

1) 2017 年之前：市场继续高速扩张，快递票单价仍在相对高水平，新进入者为谋取一席之地以低价杀入市场，市场集中度处于下降趋势，价格主导为新进入者。

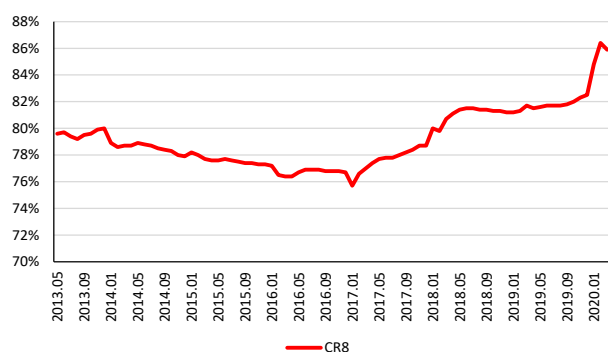
2) 2017 年之后：市场增速趋缓，快递票单价逼近成本价，在没有规模效应支撑的情况下，新进入者难以继续通过降价进入市场，市场集中度逐步提升，价格主导权逐步转移到龙头企业手中。

表 2：快递价格竞争局势转变

	2017 年之前	2017 年之后
快递市场	快速扩张	增速趋缓
集中度	下降	提升
价格主导者	新进入者	龙头企业
降价目的	新入者谋取一席之地	龙头份额扩张
价格因素	开网成本	规模效应成本
降价幅度	相对较大	降幅收窄

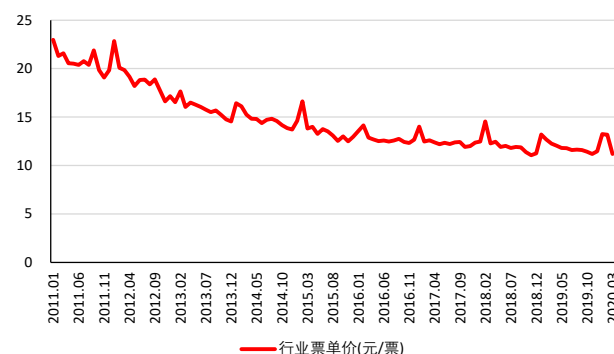
资料来源：浙商证券研究所

图 9：2017 年之后行业集中度转为提升



资料来源：国家邮政局，浙商证券研究所

图 10：票单价降幅收窄



资料来源：国家邮政局，浙商证券研究所

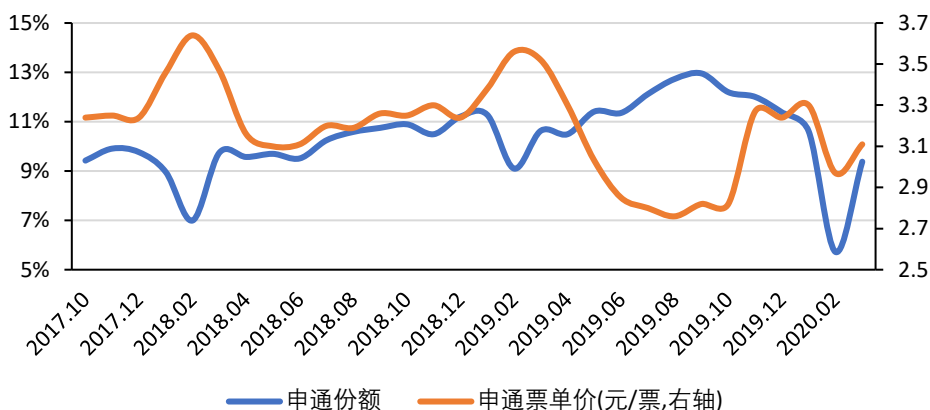
2.2. 降价仍为提升份额的有效手段

从逻辑上看：电商件选择权在商家，仍有价格敏感性。快递市场仍为电商件为主，在多平台加持下，电商快递仍为包邮为主，包邮之下电商快递选择权在商家。电商快递从时效等方面趋于同质化，从利润驱动角度看，商家选择快递首要考虑因仍为票单价。

从数据上看：我们以申通快递为例来看单价对单量影响。1) 2018 年二季度公司开启降价，带来 2018 年申通快递单量增速由 2017 年的 28% 提升至 34%；2) 2019 年三季度进一步降价至平均 2.79 元/票，单季增速提升至 52.74%；3) 2019 四季度票单价提升至 3.11 元/票，单季增速回落至 34.05%；4) 2020 年 3 月份在“通达系”快递整体大幅降价的情况下，申通维持 3.11 元/单，单量增速低于行业 14.52 个百分点。

整体来看，在现阶段的情况下，降价仍是提升市场份额的有效手段。但在票单价接近成本线的前提下，对于以价取量的做法要综合考量利润结果。

图 11：申通快递票单价及市占率情况



资料来源：国家邮政局，公司公告，浙商证券研究所

2.3. 价格敏感性测算：利润敏感性在 3-4 倍左右

顺丰单票毛利 3 元左右，通达系快递单票毛利在 0.3-0.4 元。我们从 2019 年价格看：

- 1) 顺丰平均票单价 21.94 元，单件毛利 2.97 元，仍不在同质竞争范围之内。
- 2) “通达系”快递看，圆通、申通、韵达单票收入分别 2.96 元、3.11 元、3.19 元，单票成本分别 2.64 元、2.79 元、2.83 元。
- 3) 收入及成本口径略有不同，我们看单件毛利，圆通、申通、韵达单件毛利分别 0.32 元、0.32 元、0.36 元。

我们从票单价降幅绝对数额及票单价降幅比例两个角度测算利润弹性：

- 1) 假设票单价减少 0.1 元则：对应顺丰控股归母净利润减少 6.25%，圆通、申通、韵达归母净利润分别减少 40.99%、39.25%、28.46%。
- 2) 假设票单价降低 10%，则：对应顺丰控股归母净利润减少 45.71%，圆通、申通、韵达归母净利润分别减少 40.51%、40.73%、30.23%。

综合上述两个角度测算，价格敏感性在 3-4 倍左右，其中从降幅比例角度看韵达股份相对利润敏感性较低，从降幅绝对数额角度看顺丰控股相对利润敏感性较低。

表 3：敏感性测算表

	顺丰	圆通	申通	韵达
2019 年快递单量(亿件)	48.31	91.15	73.71	100.30
2019 年总营收(亿元)	1122	312	231	344
2019 年营业成本(亿元)	926	274	207	299
2019 年快递业务收入(亿元)	1060	270	229	320
2019 年快递业务成本(亿元)	916	241	206	283
2019 年归母净利润(亿元)	57.97	16.68	14.08	26.43
2019 年单票收入(元)	21.94	2.96	3.11	3.19
2019 年单票成本(元)	18.96	2.64	2.79	2.83
2019 年单票毛利(元)	2.97	0.32	0.32	0.36
Δ1: 票单价减少 0.1 元对应归母净利润(亿元)	54.34	9.84	8.55	18.91
利润降幅	-6.25%	-40.99%	-39.25%	-28.46%
Δ2: 票单价下降 10%对应归母净利润(亿元)	31.47	9.92	8.35	18.44
利润降幅	-45.71%	-40.51%	-40.73%	-30.23%

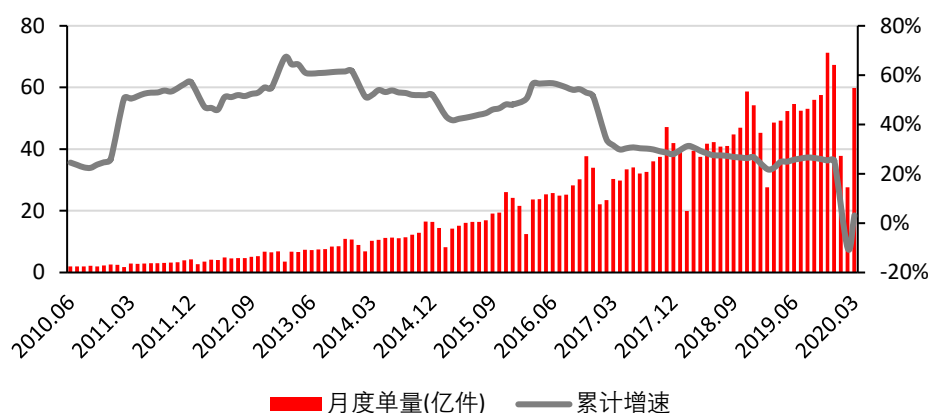
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3. 快递行业空间多大？消费结构带来空间，新兴模式维持增速

随着行业的成熟发展，以及基数的提升，快递行业增速有所趋缓，2019 年全国快递单量 635.23 亿件，同比增长 25.27%，增速较 2018 年降低 1.33 个百分点。

对于未来快递行业的空间以及发展，我们尝试从存量消费市场的静态结构调整以及新兴消费形式的拉动两个角度阐述。

图 12：快递行业增速有所趋缓

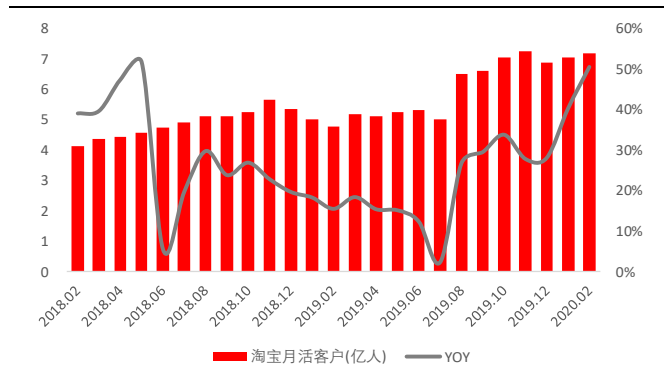


资料来源：国家邮政局，浙商证券研究所

3.1. 存量消费市场看线下线上转移

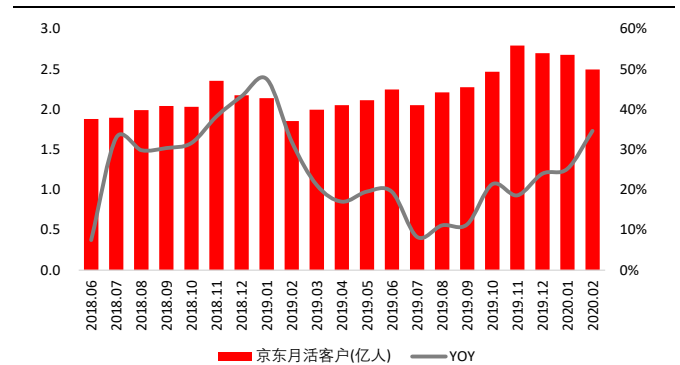
快递行业原生驱动来自网购增长，对于存量消费市场，网购消费趋势仍存。根据艾瑞咨询统计，国内快递约 80% 左右单量为电商件，电商网购仍是快递增长的内生驱动。随着移动互联网的发展，移动互联网催生网购持续普及。在近两年拼多多的加持下，淘宝、京东、拼多多三巨头，近三年活跃用户复合增长 53%，截止 2020 年 2 月份，淘宝月活用户 7.2 亿人，三年复合增长 34.3%，拼多多月活用户 4.1 亿人，三年复合大增 220.4%，京东月活用户 2.5 亿人，三年复合增长 49.5%

图 13：淘宝月活用户复合增长 34.3%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

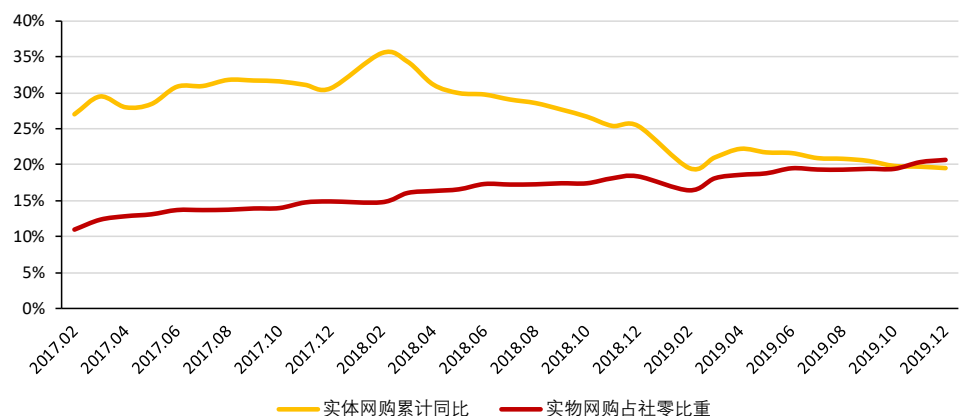
图 14：京东月活用户复合增长 49.5%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

实体网购消费复合增长 26.66%，占零售总额 21.55%。我们从 2019 年实体网购数据来看，2019 年全年实体商品网购总额 8.52 亿元，同比增长 19.5%。近几年随着消费习惯向线上的转移，同时随着移动支付和移动网购平台的发展，实体网购占比持续提升，截止 2020 年前 2 月份，实体网购数额占社会零售总额的比例达 21.55%，占比较 2019 年同期提升 5.05 个百分点，较 2019 年全年占比提升 0.84 个百分点。实体网购渗透率的提升，在社会零售增长的基础上进一步催化实体网购总额的高增长，从 2019 年来看，实体网购总体 8.52 亿元，同比增长 19.5%，近三年复合增速达 26.66%。实体网购的增长，为快递行业带来了强劲的原生驱动

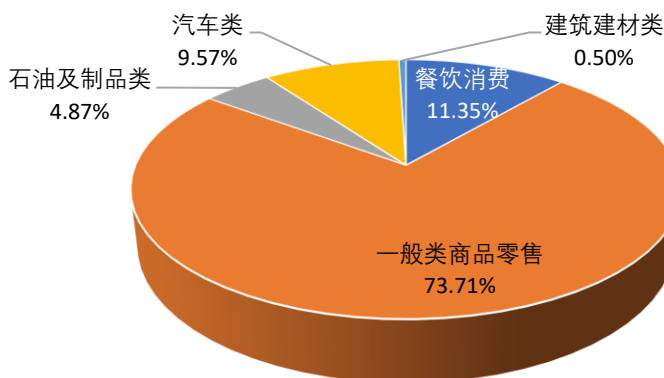
图 15：实体网购消费复合增长 26.66%



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

实体商品网购占比仍有提升空间，线下向线上转移仍为既有消费转移驱动。根据国家统计局公布，2019 年社会消费品零售总额中，不适应网购及快递配送的石油及制品类占 4.87%、汽车类占 9.57%、餐饮消费占 11.35%、建筑建材类占 0.5%，剔除以上不适网购及快递配送产品外，一般类商品零售占 73.71%。2019 年实体商品网购仅占 20.71%，对比之下，存量消费向线上转移仍有空间。

图 16：社会消费品零售总额分布情况

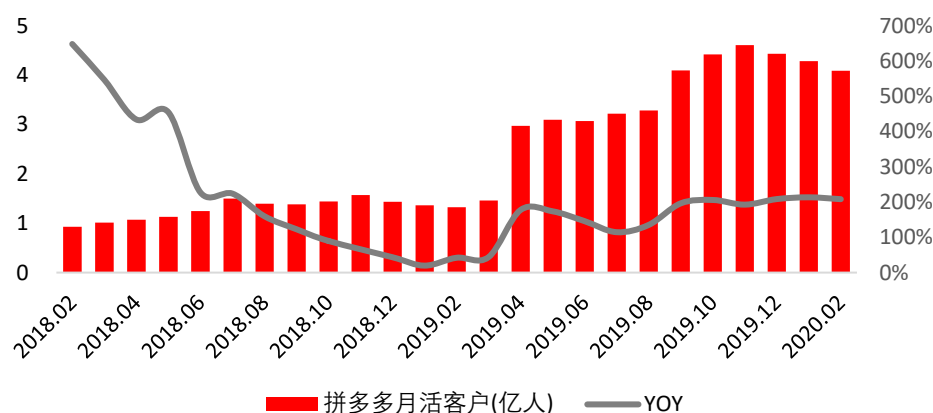


资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

3.2. 新兴市场出现看需求和服务双向促进

新平台出现及直播带货模式，促进快递需求增长。随着智能手机的普及完成，以及淘宝、京东等网购平台月活用户增长的减速降档，新平台及新消费形式的突起对网购拉动相对重要。从近几年看，一方面拼多多等平台崛起，新平台带动线上消费增长；另一方面，网红直播带货模式突起，新消费形式带来线下向线上转移的增量。整体促进快递需求的继续增长。

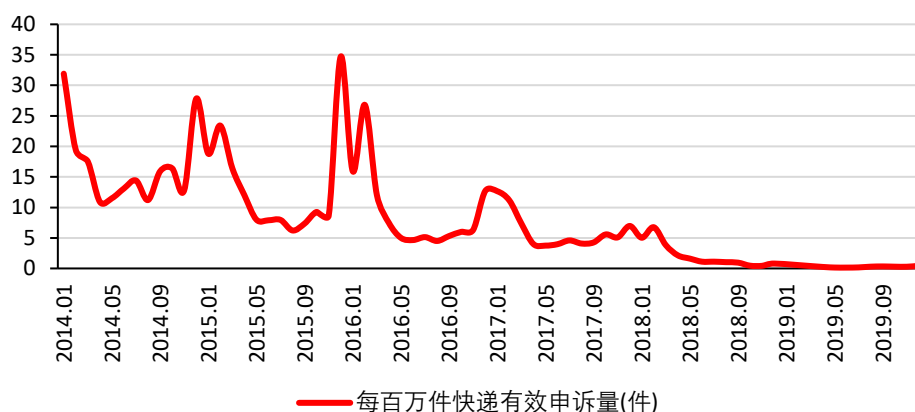
图 17：拼多多月活用户三年复合大增 220.4%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

快递时效服务提升，促进线上消费。反观快递服务网购，近两年随着快递服务质量的提升，一方面快递标准化服务提升，带来申诉率不断下降；另一方面，快递时效性不断提升，根据国家邮政局，72小时准时率达79.26%，同比提升0.29个百分点，全国重点区域快递全程时限仅56.2小时，同比继续缩短0.64小时。此外快递网络的扩张带来了覆盖区域的全面性，2019年乡镇快递网点覆盖96.6%，同比提升4.2个百分点，推动了农村电商的发展。整体看，快递服务提升，这反过来促进了网购的发展。

图 18：快递申诉率不断下降



资料来源：国家邮政局，浙商证券研究所

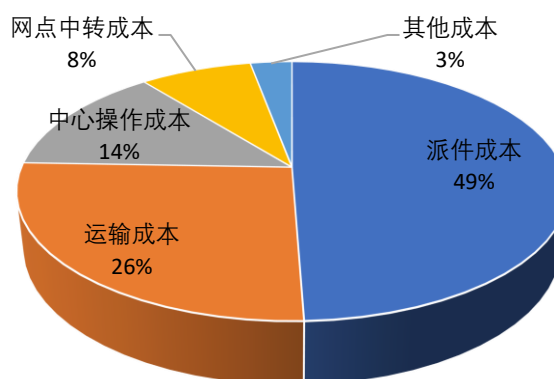
从消费内容方面看，线下向线上消费转移仍有空间，同时新兴消费市场及消费习惯的出现，进一步催化线下向线上的转移，双向促进预期快递增长仍有空间，增速有望继续维稳。

4. 如何看未来的格局转变？龙头集中，成本及规模为王

4.1. 规模扩张有助于降低成本

快递成本相对刚性，边际成本相对较低。我们以圆通为例来看，快递业务主要为派件成本、运输成本、中心操作成本、网点中转成本等，成本刚性成分相对较高，对单量的边际敏感性相对较低。

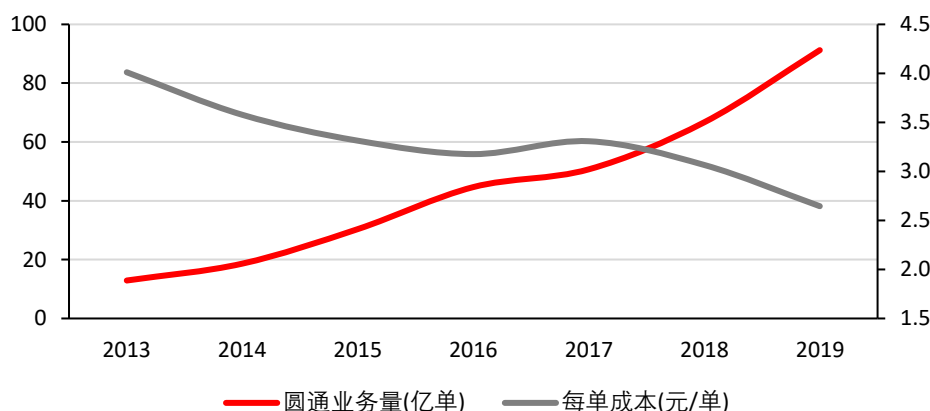
图 19：圆通速递快递业务成本拆分



资料来源：圆通速递 2019 年年报，浙商证券研究所

从成本角度看，单件成本随业务规模增大而降低。我们仍然以成本口径相对变动较小的圆通速递来看，2013 年以来，随着规模的提升，单件成本持续下降，业务规模由 2013 年的 12.84 亿件提升至 2019 年的 91.15 亿件，单件成本由 2013 年的 4.01 元/单下降至 2019 年的 2.64 元/单。

图 20：圆通速递快递业务单件成本及业务规模变动

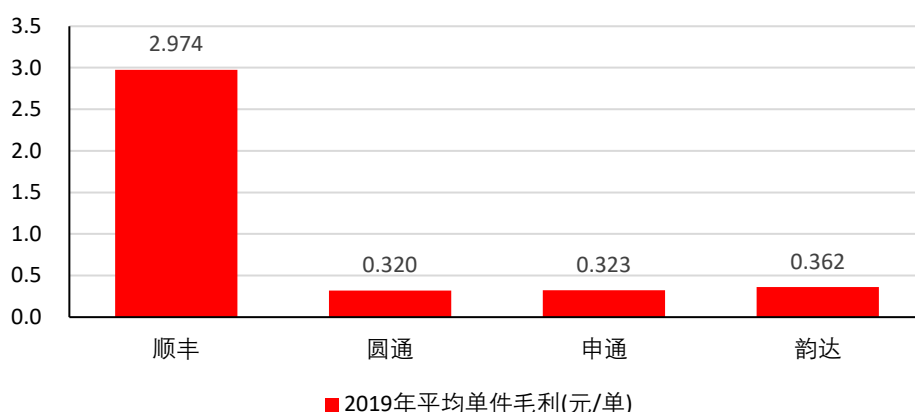


资料来源：圆通速递年报，浙商证券研究所

4.2. 低成本带来降价筹码，有助于推动份额提升

低成本对应相对高毛利，带来降价筹码。各家快递企业成本口径略有差异，但剔除收入成本口径差异后，单件毛利具有可比性，低成本对应高毛利，我们从单件毛利角度看，顺丰控股单件毛利脱离“通达系”范畴不具可比性。“通达系”快递中，我们圆通单件毛利 0.320 元，申通单件毛利 0.323 元，韵达单件毛利 0.362 元，整体看毛利水平相近，但高于中小快递情况，这带来价格竞争筹码。

图 21：2019 年单件毛利情况



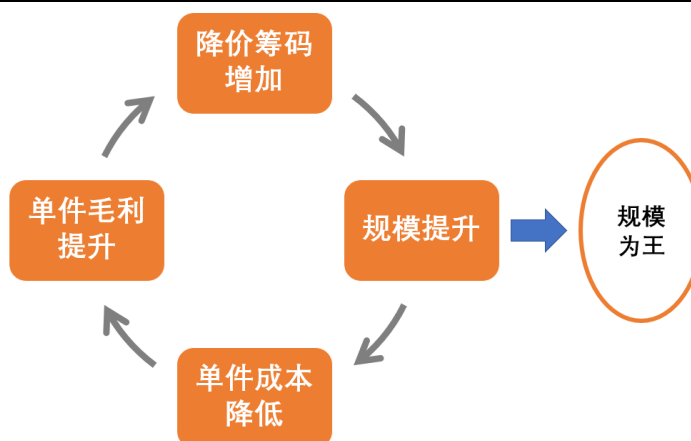
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

价格竞争之下，降价有助于提升份额。前文详细阐述，同质化服务基础上，降价仍为提升份额的有效手段，快递市场仍为电商件为主，在多平台加持下，电商快递仍为包邮为主，包邮之下电商快递选择权在商家。电商快递从时效等方面趋于同质化，从利润驱动角度看，商家选择快递首要考虑因仍为票单价。在现阶段的情况下，降价仍是提升市场份额的有效手段。

规模效应带来的单件低成本，有助于提升单件毛利，单件毛利的提升又增加降价筹码，降价在现阶段最终将继续带来规模的提升，规模、成本、价格三者之间相互作用。

但按当前市场发展水平，中小快递成本逼近价格，价格主导转移到龙头手中，因此规模效应为循环促进的先发因素，后续仍看规模为王。

图 22：规模、成本、价格相互作用



资料来源：浙商证券研究所

5. 如何把握未来快递投资？龙头为王，区分赛道

龙头为王：对于存量市场看，一方面成本优势带动份额不断向龙头集中，将带来龙头企业的超额增长，另一方面龙头企业规模效应促进成本走低。此外价格主导权已转移至龙头企业手中，因此从规模效应、成本优势、价格主导等几个方面看，仍要关注龙头企业的长远发展。

区分赛道：竞争仅来自服务同质化，快递行业的商务件与电商件，甚至高端电商件与中低端电商件相对差异竞争，因此在投资方向需要区分赛道：1) 建议关注专注于中高端快递脱离价格竞争同时多业务布局的顺丰控股；2) A股“通达系”方面建议关注规模领先、单件毛利相对较高的韵达股份以及成本优势规模有望望放量的圆通速递。

表 4：重点公司估值表（2020/4/30）

证券代码	标的简称	市值(亿元)	PE				PB	归母净利润(亿元)		
		2020/4/30	2019A	TTM	2020E	2021E	LF	2019A	2020E	2021E
002352	顺丰控股	2065	35.63	37.96	32.92	28.17	4.86	58	63	73
002120	韵达股份	658	24.87	27.26	22.23	18.90	4.77	26	30	35
600233	圆通速递	401	24.02	25.46	19.14	17.35	2.48	17	21	23
002468	申通快递	253	17.95	23.81	15.85	13.92	2.75	14	16	18

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn