

24 年及 25Q1 申通呈现较强成长性，中通龙头地位稳固

2025 年 05 月 09 日

► **行业概况：**件量呈现较强增长韧性，2025Q1 快递业务量同比+21.6%，单票价格小幅承压。2024 年，我国快递行业业务收入累计完成 1.4 万亿元，同比增长 13.8%，累计完成业务量 1750.8 亿件，同比增长 21.5%，单票均价同比下滑 14.2%；**2025 年第一季度**，业务收入累计完成 3456.4 亿元，同比增长 10.9%，快递业务量累计完成 451.4 亿件，同比增长 21.6%，单票均价同比-7.7%。

► **业绩综述：**各快递公司业务量、营收均实现稳步增长，中通龙头地位稳固。

经营状况：1) **业务量：**各公司业务量均实现稳步增长，申通件量增速最快，2024 年及 2025Q1 件量同比增速分别为+29.8%和+26.6%；2) **市场份额：**2024 年中通维持市场领先地位，市场份额为 19.6%，市占率较第二名领先 4.2pct；3) **营收及利润：**2024 年及 2025Q1 各快递公司营收均实现稳步增长，2024 年申通归母净利润实现快速增长，同比+205%；

单票拆分：1) **单票收入：**2024 年中通不含派费单票收入同比+2.8%，较 2023 年增长 0.03 元/票。2) **单票成本：**2024 年各快递公司成本得到有效管控，2024 年中通、申通、韵达、圆通、顺丰的票均成本同比分别+1.4%、-9.7%、-13.0%、-4.9%、-2.6%。3) **单票利润：单票毛利，**2024 年中通、申通、顺丰单票毛利均实现增长。2024 年，中通、申通、韵达、圆通、顺丰的单票毛利同比分别+4.4%、+31.0%、-4.3%、-14.9%、+7.4%；**单票净利，**2024 年申通单票利润实现大幅增长。2024 年，中通、申通、韵达、圆通、顺丰的票均利润分别为 0.26、0.05、0.08、0.15、0.77 元/票，同比分别-10.5%、+135.1%、-6.6%、-14.0%、10.8%。

快递资产布局：1) **核心资产比较：**中通拥有最多自有车辆和分拣设备。截至 2024 年，中通拥有自有干线运输车辆超 10000 辆，组成的通达系中最大自有干线运输车队。2) **资本开支：**2024 年申通和圆通加大资本投入，中通、韵达、顺丰的资本开支节奏放缓。2024 年中通、申通、韵达、圆通、顺丰的资本开支分别为 59、33、24、68、93 亿元，同比分别-11.5%、+13.9%、-5.3%、+38.5%、-25.1%。

► **投资建议：**快递板块当前仍处于低估区间，电商市场规模持续增长，叠加下沉市场及电商逆向件等新需求落地，看好行业需求增长韧性，建议关注电商快递龙头企业【中通快递-W】、【圆通速递】、【韵达股份】、【申通快递】、【极兔速递-W】；随着顺周期预期改善，中高端快递市场具备需求回暖机会价值，企业端专注自我蓄力，建议重视布局机会，关注综合物流龙头【顺丰控股】。

► **风险提示：**国内宏观经济复苏不及预期，油价及人工成本大幅上行，行业“价格战”竞争加剧。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2057.HK	中通快递-W	139.14	12.48	14.31	15.94	11	10	9
002352.SZ	顺丰控股	43.53	2.37	2.75	3.15	18	16	14
600233.SH	圆通速递	13.16	1.24	1.40	1.52	11	9	9
002120.SZ	韵达股份	6.84	0.70	0.79	0.87	10	9	8
002468.SZ	申通快递	10.62	0.90	1.10	1.27	12	10	8
1519.HK	极兔速递-W	5.82	0.45	0.75	1.08	13	8	5

资料来源：IFinD，民生证券研究院；

(注：股价为 2025 年 5 月 8 日收盘价，中通快递-W 和极兔速递-W 数据均为 CNY，港币兑 RMB 汇率为 1:0.9395；表内公司数据均采用 iFinD 一致预期)

推荐

维持评级



分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@mszq.com

分析师 张骁瀚

执业证书：S0100525020001

邮箱：zhangxiaohan@mszq.com

相关研究

1. 交通运输物流行业 2025 年 3 月数据动态点评：淡旺季切换国内价格降幅收窄，关注旺季配置窗口-2025/04/22

2. 交通运输行业 2025 年 3 月快递数据点评：3 月快递行业件量增速达 20.3%，需求增长韧性强-2025/04/22

3. 交通运输物流行业动态报告：关税落地，关注交运防御资产和顺周期超跌机会-2025/04/15

4. 交通运输物流行业 2025 年 1 月数据动态点评：航空供需农历同比进一步释放，新增运力主要投向国际航线-2025/03/10

5. 交通运输行业事件点评：美国取消小额货物关税豁免政策，跨境空运兼具挑战和机遇-2025/02/07

目录

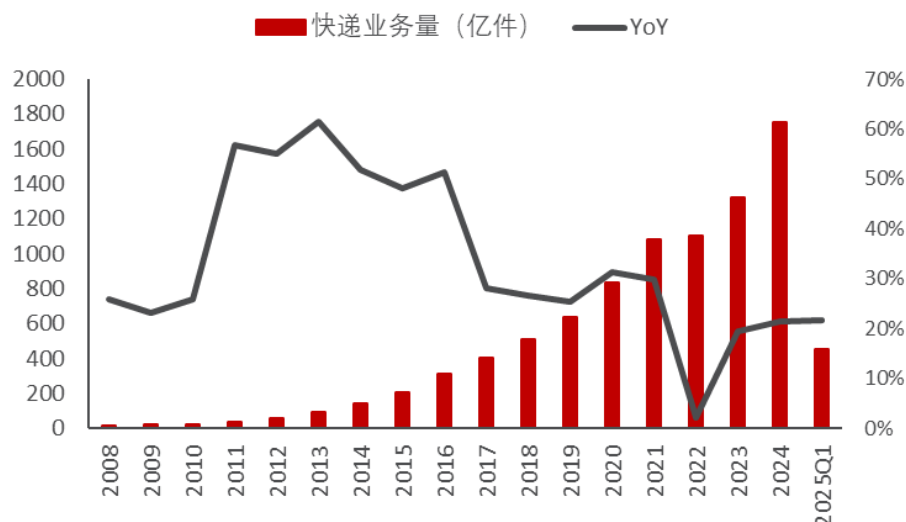
1 行业面：件量呈现较强增长韧性，2025Q1 快递业务量同比+21.6%	3
1.1 件量稳步增长，2024 年及 2025Q1 快递业务量同比分别+21.5%和+21.6%	3
1.2 2024 年及 2025Q1 快递行业单票均价小幅承压	5
2 2024 年及 2025Q1 业绩综述	7
2.1 经营状况：各快递公司营收均实现稳步增长，中通市场地位稳固	7
2.2 单票拆分	10
2.3 快递资产布局：中通、韵达、顺丰的资本开支节奏放缓	13
3 投资建议	14
4 风险提示	15
插图目录	16
表格目录	16

1 行业面：件量呈现较强增长韧性，2025Q1 快递业务量同比+21.6%

1.1 件量稳步增长，2024 年及 2025Q1 快递业务量同比分别+21.5%和+21.6%

2024 年及 2025Q1 快递业务量呈现较强的增长韧性，同比分别+21.5%和+21.6%。根据国家邮政局数据，2024 年我国快递行业累计完成业务量 1750.8 亿件，同比增长 21.5%；2025 年一季度我国快递行业累计完成业务量 451.4 亿件，同比增长 21.6%。

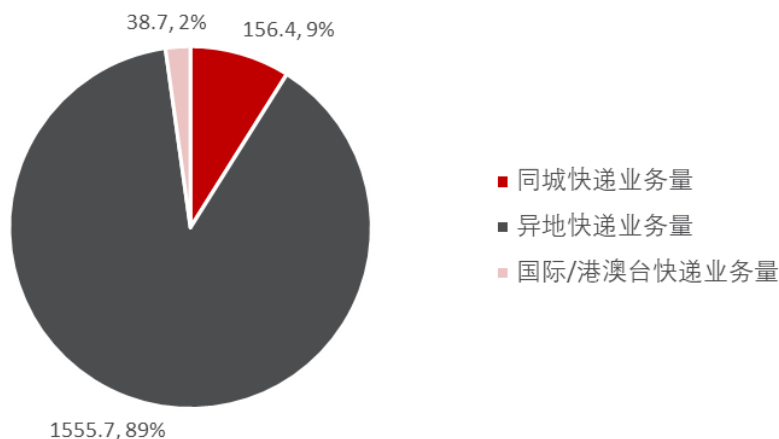
图1：快递业务量（亿件）及同比（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

2024 年我国快递业务量以异地快递为主，异地快递业务量占比达 89%。2024 年我国快递行业累计完成同城快递业务量 156.4 亿件，同比增长 14.6%，占总业务量为 9%；异地快递业务量累计完成 1555.7 亿件，同比增长 22.1%，占总业务量为 89%；国际/港澳台快递业务量累计完成 38.7 亿件，同比增长 26.3%，占总业务量为 2%；

图2：2024 年快递业务量结构（亿件，%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

市场集中度进一步提升,2024 年和 2025Q1 快递行业 CR8 同比分别+1.2pct 和+1.8pct。2024 年我国快递行业 CR8 为 85.2%，同比+1.2pct；2025 年一季度我国快递行业 CR8 为 86.9%，同比+1.8pct。

图3：快递行业市场集中度

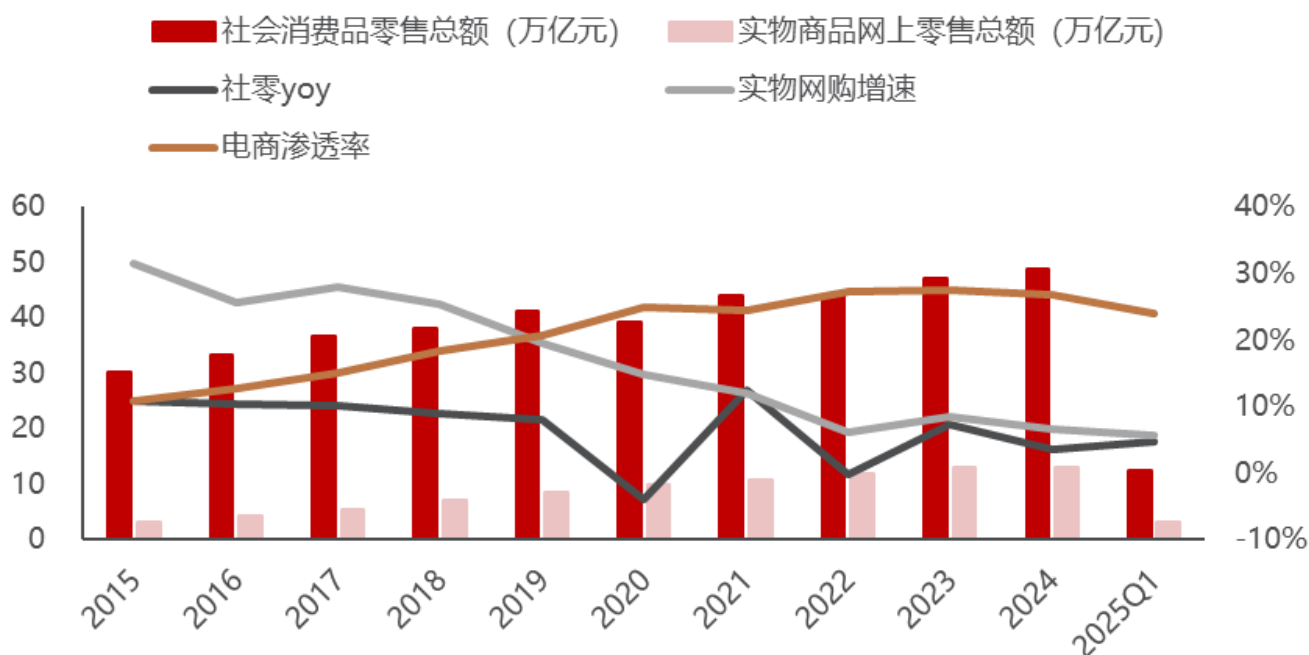


资料来源：iFinD，民生证券研究院

2024 年及 2025 年一季度网购实物总额稳步增长,同比分别+6.5%和+5.7%，对应电商渗透率分别为 26.8%和 24.0%。2024 年我国社会消费品零售总额为 48.8 万亿元，同比+3.5%；2024 年我国实物网购零售额达 13.1 万亿元，同比

+6.5%，对应电商渗透率为 26.8%。2025 年一季度我国社会消费品零售总额为 12.5 万亿元，同比+4.6%；2024 年我国实物网购零售额达 3.0 万亿元，同比+5.7%，对应电商渗透率为 24.0%。

图4：2015-2025Q1 我国社零、网上实物销售额（万亿元）、同比增速、电商渗透率（%）

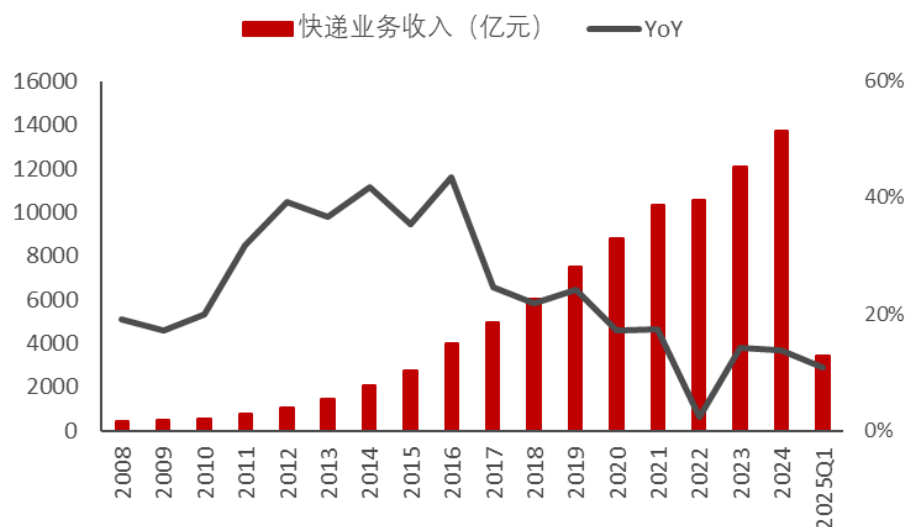


资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.2 2024 年及 2025Q1 快递行业单票均价小幅承压

2024 年及 2025Q1 快递行业营收实现稳步增长，同比分别 +13.8% 和 +10.9%。2024 年我国快递行业累计完成业务收入 1.4 万亿元，同比增长 13.8%；2025 年一季度我国快递行业累计完成业务收入 3456.4 亿元，同比增长 10.9%。

图5：快递行业营收（亿元）及同比（%）

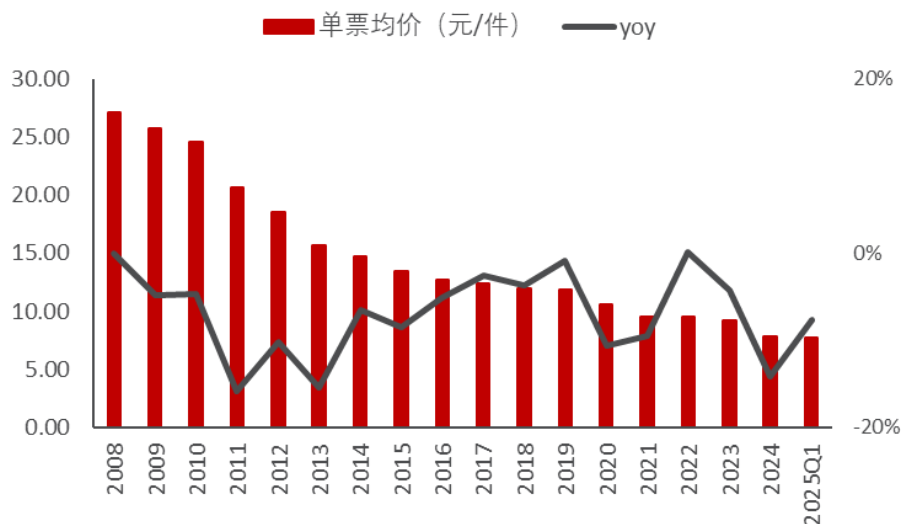


资料来源：iFinD，民生证券研究院

2024年及2025Q1 快递行业单票均价小幅承压，同比分别-14.2%和-7.7%。

2024年快递行业实现单票均价7.85元/票，同比下滑14.2%；2025年一季度快递行业实现单票均价7.66元/票，同比下滑7.7%，单票均价小幅承压。

图6：快递行业营收（亿元）及同比（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

2 2024 年及 2025Q1 业绩综述

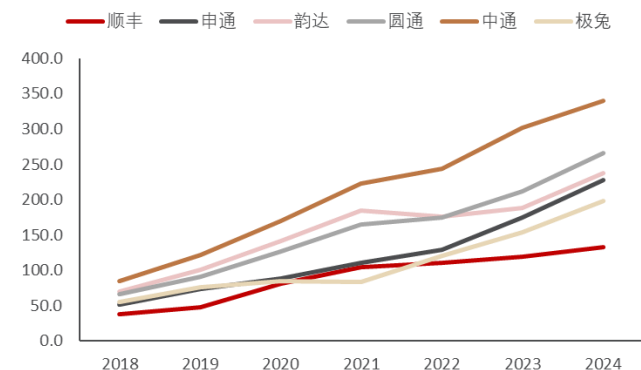
2.1 经营状况：各快递公司营收均实现稳步增长，中通市场地位稳固

2.1.1 业务量：申通件量增速最快，2024 年及 2025Q1 件量同比增速分别为+29.8%和 26.6%

2024 年申通业务件量增速最快，同比实现 29.8%的增长。2024 年，顺丰、申通、韵达、圆通、中通、极兔分别实现快递业务量 132.6、227.3、237.8、265.7、340.0、198.亿件，件量同比增速分别为+11.5%、+29.8%、+26.1%、+25.3%、+12.6%、+29.1%。

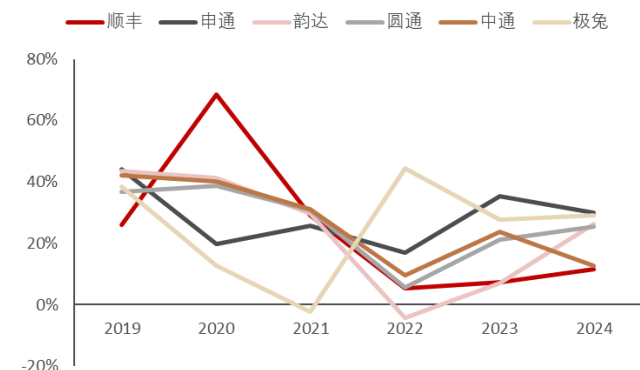
2025Q1 年申通业务件量增速最快，同比实现 26.6%的增长。2025 年一季度，顺丰、申通、韵达、圆通、极兔分别完成快递业务量 35.41、58.1、60.8、67.8、49.9 亿件，件量同比增速分别为+19.7%、+26.6%、+22.9%、+21.7%、+26.5%。

图7：各快递公司业务量（亿件）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图8：各快递公司业务量增速

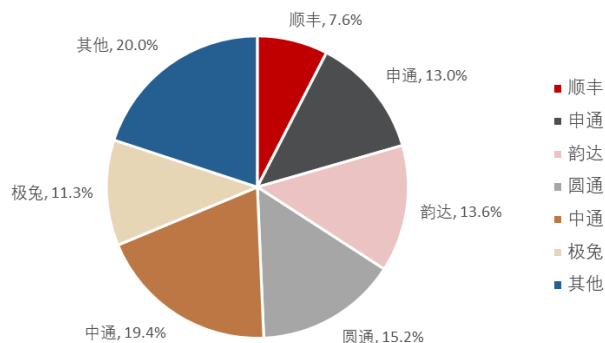


资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.1.2 市场份额：2024 年中通维持市场领先地位

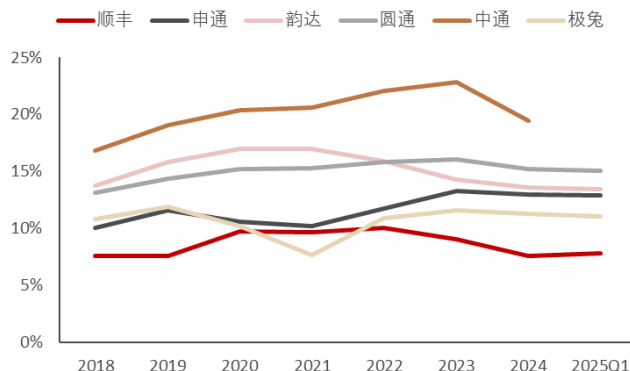
2024 年，中通快递市场份额较第二领先 4.2pct。2024 年，顺丰、申通、韵达、圆通、中通、极兔市占率分别为 7.6%、13.0%、13.6%、15.2%、19.4%、11.3%，同比分别-1.4%、-0.3%、-0.7%、-0.9%、-3.5%、-0.3%；**2025 年一季度**，顺丰、申通、韵达、圆通、极兔市占率分别为 7.8%、12.9%、13.5%、15.0%、11.0%。

图9：24 年快递行业市场份额结构



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图10：各快递公司市占率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.1.3 营收及利润：2024 年及 2025Q1 各快递公司营收均实现稳步增长，2024 年申通归母净利润实现快速增长

2024 年及 2025Q1 各快递公司营收均实现稳步增长。2024 年，顺丰、申通、韵达、圆通、中通、极兔分别实现营业收入 2844.2、471.7、485.4、690.3、442.8、751.4 亿元，同比分别+10.1%、+15.3%、+7.9%、+19.7%、+15.3%、+19.2%；**2025Q1**，顺丰、申通、韵达、圆通分别实现营业收入 698.5、120.0、121.9、170.6 亿元，同比分别+6.9%、+18.4%、+9.3%、+10.6%。

2024 年申通归母净利润实现快速增长，中通归母净利率水平大幅领先。2024 年，顺丰、申通、韵达、圆通、中通、极兔分别实现归母净利润 101.7、10.4、19.1、40.1、88.2、7.4，同比分别+23.5%、+205.2%、+17.8%、+7.8%、+0.8%、转正，归母净利润分别为 3.6%、2.2%、3.9%、5.8%、19.9%、1.0%。**2025Q1 顺丰和申通归母净利润保持增长**，顺丰、申通、韵达、圆通分别实现归母净利润 22.3、2.4、3.2、8.6 亿元，同比分别+16.9%、+24.0%、-22.1%、-9.2%。

2024 年极兔经营现金流净额实现较大幅度增长。2024 年顺丰、申通、韵达、圆通、中通、极兔的经营现金流净额分别为 321.9、39.4、50.9、58.6、114.3、59.1 亿元，同比分别+21.1%、+17.4%、+50.2%、-3.0%、-14.5%、+142.7%。

图11：各快递公司经营情况汇总（亿元，%）

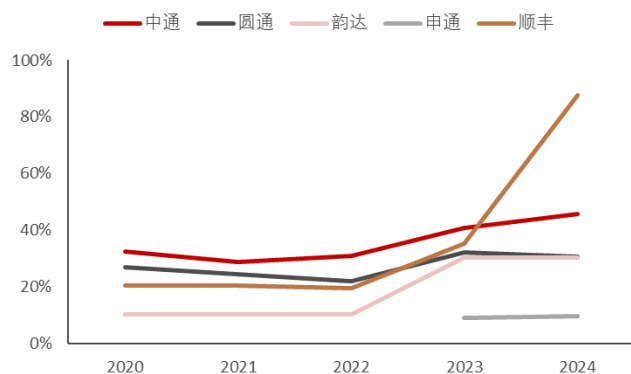
	顺丰	申通	韵达	圆通	中通	极兔
2024年营收（亿元）	2844.2	471.7	485.4	690.3	442.8	751.4
yoy	10.1%	15.3%	7.9%	19.7%	15.3%	19.2%
毛利率	13.9%	6.0%	9.5%	9.4%	31.0%	10.5%
2025Q1营收（亿元）	698.5	120.0	121.9	170.6		
yoy	6.9%	18.4%	9.3%	10.6%		
毛利率	13.3%	5.7%	7.7%	8.5%		
2024年归母净利（亿元）	101.7	10.4	19.1	40.1	88.2	7.4
yoy	23.5%	205.2%	17.8%	7.8%	0.8%	转正
归母净利率	3.6%	2.2%	3.9%	5.8%	19.9%	1.0%
2025Q1归母净利（亿元）	22.3	2.4	3.2	8.6		
yoy	16.9%	24.0%	-22.1%	-9.2%		
归母净利率	3.2%	2.0%	2.6%	5.0%		
2024年经营现金流净额（亿元）	321.9	39.4	50.9	58.6	114.3	59.1
yoy	21.1%	17.4%	50.2%	-3.0%	-14.5%	142.7%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.1.4 分红：2024 年中通和顺丰股息率分别为 3.52%和 4.57%。

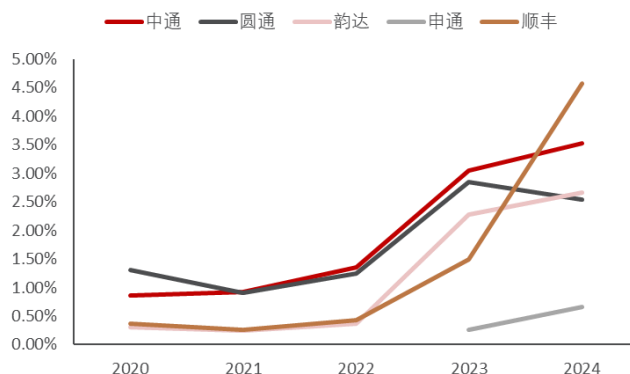
2024 年中通和顺丰股息率分别为 3.52%和 4.57%。2024 年，中通、圆通、韵达、申通、顺丰的分红比例分别为 45.8%、30.69%、30.22%、9.68%、87.59%，同比+5.0pct、-1.5 pct、持平、+0.7pct、+52.5pct，对应股息率分别为 3.52%、2.54%、2.66%、0.66%、4.57%。

图12：各快递公司分红比例（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图13：各快递公司股息率（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

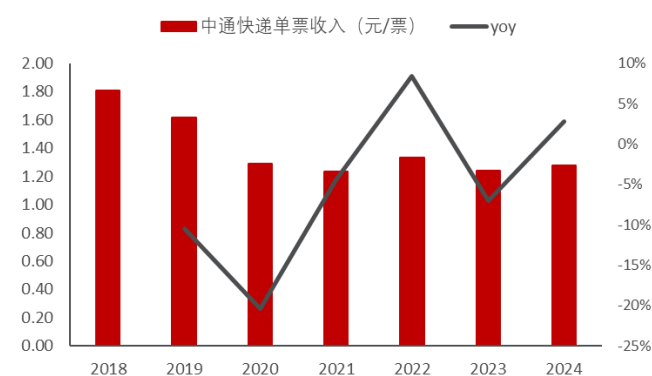
2.2 单票拆分

2.2.1 单票收入：2024 年中通单票收入实现小幅提升

2024 年中通不含派费单票收入同比+2.8%，较 23 年增长 0.03 元/票。2024 年，顺丰、申通、韵达、圆通、中通（不含派费）、极兔（中国区域）的单票收入分别为 15.53、2.05、2.05、2.29、1.28、2.36 元/票，同比分别-3.3%、-8.1%、-13.4%、-5.0%、+2.8%、-2.7%。

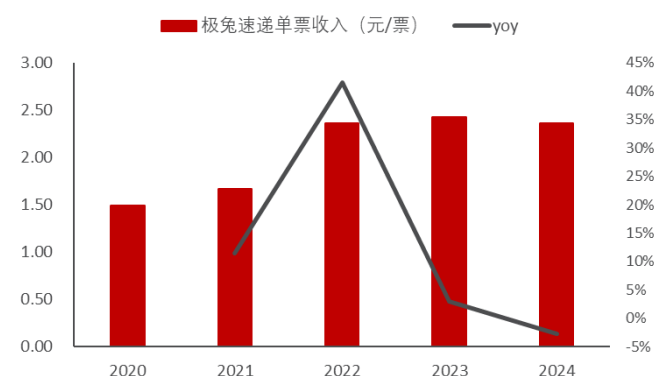
2025Q1，顺丰、申通、韵达、圆通的单票收入分别为 14.63、2.04、1.98、2.28 元/票，同比分别-10.5%、-6.2%、-10.0%、-6.3%。

图14：中通单票收入（元/票）及同比



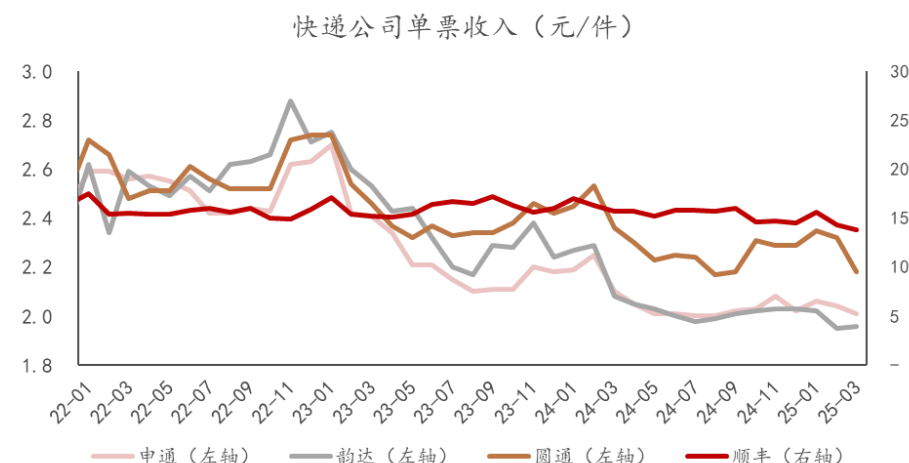
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图15：极兔单票收入（元/票）及同比



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图16：申通、韵达、圆通、顺丰单票收入（元/票）

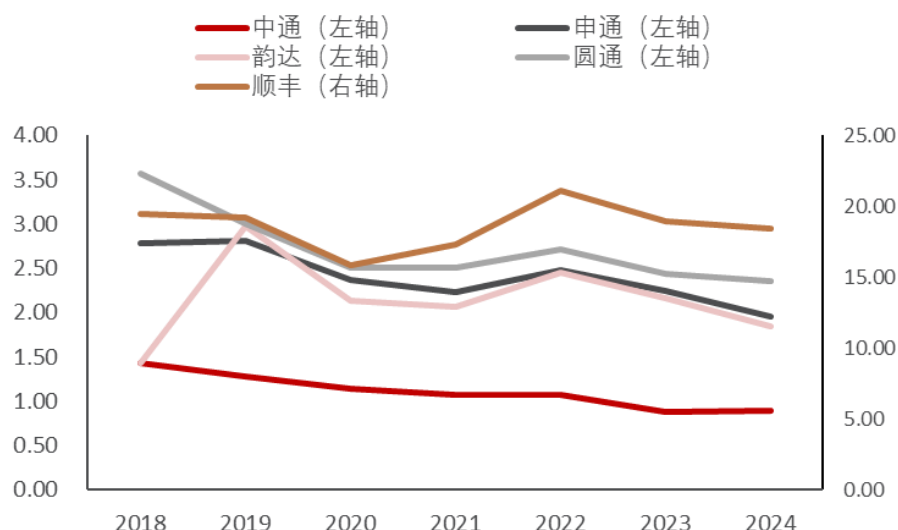


资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.2.2 单票成本：2024 年各快递公司成本得到有效管控

2024 年中通成本优势显著，各公司成本均得到有效管控。2024 年，中通、申通、韵达、圆通、顺丰的票均成本分别为 0.90、1.94、1.83、2.34、17.94 元/票，同比分别+1.4%、-9.7%、-13.0%、-4.9%、-2.6%。

图17：各公司单票成本（元/票）

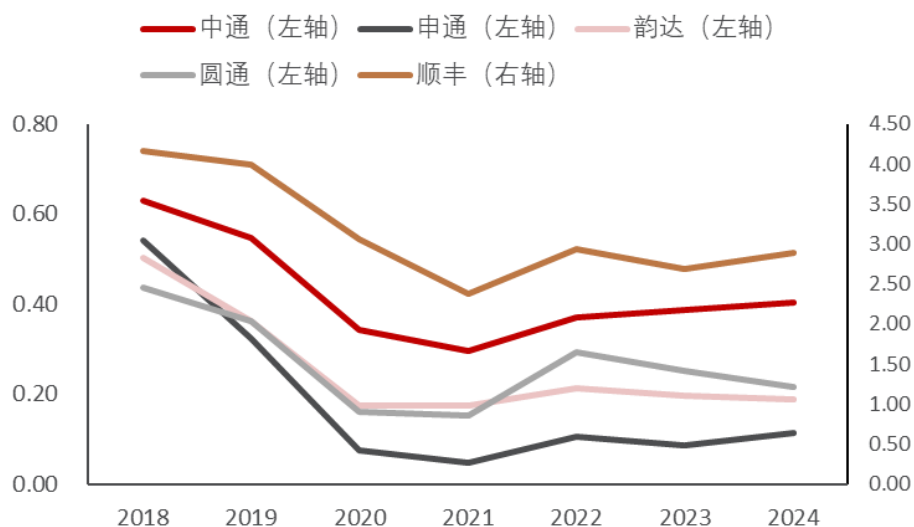


资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.2.3 单票利润：2024 年中通、申通、顺丰单票毛利实现增长，申通单票净利同比+135%

2024 年中通、申通、顺丰单票毛利均实现增长。2024 年，中通、申通、韵达、圆通、顺丰的单票毛利分别为 0.40、0.11、0.19、0.22、2.89 元/票，同比分别+4.4%、+31.0%、-4.3%、-14.9%、+7.4%。

图18：各公司单票毛利（元/票）

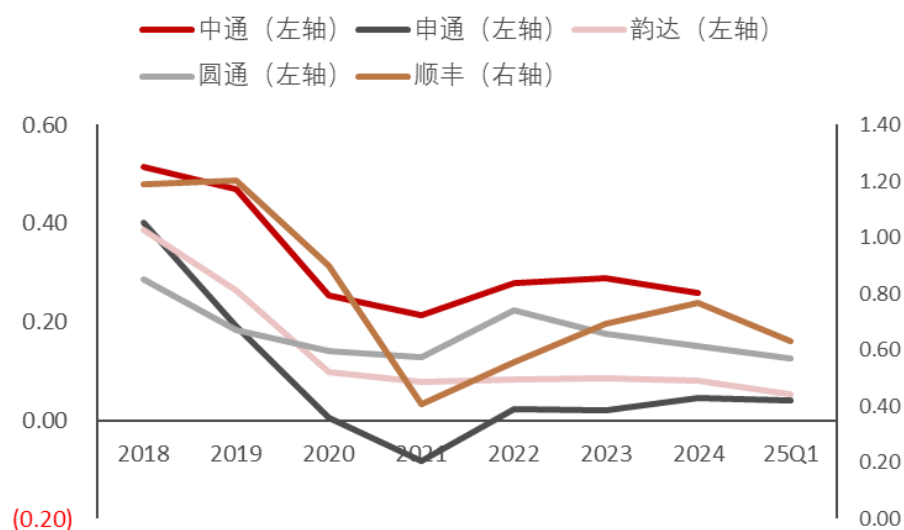


资料来源：iFinD，民生证券研究院

2024 年申通单票利润实现大幅增长。2024 年，中通、申通、韵达、圆通、顺丰的票均利润分别为 0.26、0.05、0.08、0.15、0.77 元/票，同比分别-10.5%、+135.1%、-6.6%、-14.0%、10.8%。

2025Q1，申通、韵达、圆通、顺丰的票均利润分别为 0.04、0.05、0.13、0.63 元/票。

图19：各公司单票净利（元/票）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.3 快递资产布局：中通、韵达、顺丰的资本开支节奏放缓

2.3.1 核心资产比较：中通拥有最多自有车辆和自动化设备

截至 2024 年，中通拥有自有干线运输车辆超 10000 辆，组成的通达系中最大自有干线运输车队。物流基础设施方面，中通拥有 95 个分拣中心，596 条自动化分拣线，并在全国拥有超 6000 位直接网络合作伙伴，经营超过 31000 个揽件和派件网点以及超过 11 万个末端驿站，快递资产在通达系中具备较大幅度的领先。

图20：2024 年快递龙头资产对比

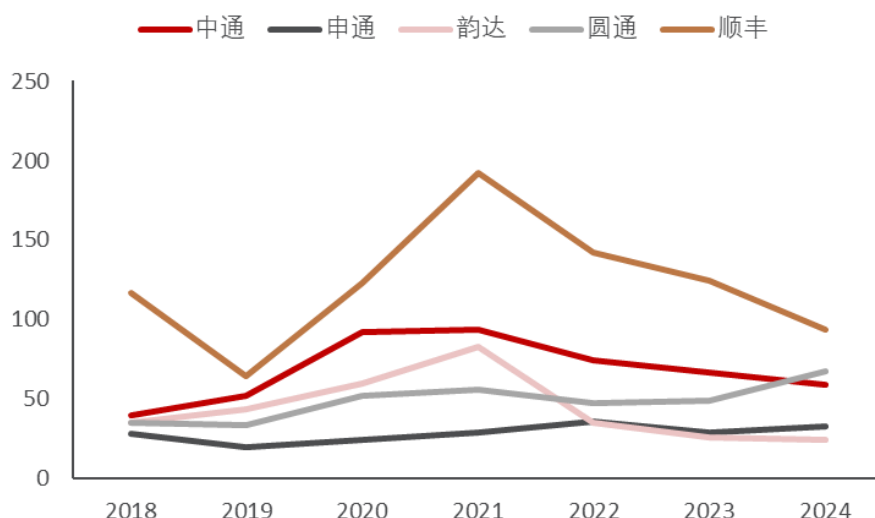
	中通	圆通	申通	韵达	极兔	顺丰
自有干线运输车辆（辆）	10000+	5913	7412	6800	4900	
直营转运、分拣中心（个）	91	76	70	73	83	374
揽件及派件网点（个）	31000+	30000+	5025	34455	7000	36000
自有航空机队（架）		13				89
自动化分拣设备（套）	596	310	424		226	930+
快递服务网络覆盖地区（个）	31	31	31	31		
县级及以上城市覆盖率（%）	99%	99.89%	99.70%	99.40%		98.90%
加盟商数量（家）	6000+	5041		4775	5500	
终端门店（个）	110000+	80000+	79000	95000		160000

资料来源：各公司公告，民生证券研究院整理

2.3.2 资本开支：2024 年申通和圆通加大资本投入，中通、韵达、顺丰的资本开支节奏放缓

2024 年申通和圆通加大资本投入，中通、韵达、顺丰的资本开支节奏放缓。2024 年中通、申通、韵达、圆通、顺丰的资本开支分别为 59、33、24、68、93 亿元，同比分别-11.5%、+13.9%、-5.3%、+38.5%、-25.1%。

图21：快递龙头资本开支对比（亿元）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院整理

3 投资建议

2025 年一季度快递行业业务量保持高位运行, 受益于需求端变化 (轻小件化、逆向件持续增加、下沉市场红利), 剔除国家邮政局统计口径调整因素, 行业件量增速仍远高于社零增速 (+4.6%) 与实物商品网上零售额增速 (+5.7%), 展现需求增长强劲韧性。价格端, 快递轻小件化趋势和快递 “价格战” 对行业单票收入产生一定影响, 同时随着头部企业调整竞争策略, 重新强调份额诉求, 快递行业价格竞争有加剧趋势, 考虑到政策端引导长期高质量发展约束, “价格战” 激烈程度可控, 企业可能不会长期执行以价换量策略, 2020 年前后的恶性 “价格战” 重现可能性较小, 龙头市占率或进一步提升。

快递板块当前仍处于低估区间, 电商市场规模持续增长, 叠加下沉市场及电商逆向件等新需求落地, 看好行业需求增长韧性, 建议关注电商快递龙头企业【中通快递-W】、【圆通速递】、【韵达股份】、【申通快递】、【极兔速递-W】; 随着顺周期预期改善, 中高端快递市场具备需求回暖机会价值, 企业端专注自我蓄力, 建议重视布局机会, 关注综合物流龙头【顺丰控股】。

表1：快递行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2057.HK	中通快递-W	139.14	12.48	14.31	15.94	11	10	9
002352.SZ	顺丰控股	43.53	2.37	2.75	3.15	18	16	14
600233.SH	圆通速递	13.16	1.24	1.40	1.52	11	9	9
002120.SZ	韵达股份	6.84	0.70	0.79	0.87	10	9	8
002468.SZ	申通快递	10.62	0.90	1.10	1.27	12	10	8
1519.HK	极兔速递-W	5.82	0.45	0.75	1.08	13	8	5

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2025 年 5 月 8 日收盘价，中通快递-W 和极兔速递-W 数据均为 CNY，港币兑 RMB 汇率为 1:0.9395；表内公司数据均采用 iFinD 一致预期)

4 风险提示

1) 国内宏观经济复苏不及预期。快递行业时效业务顺周期属性较强，若宏观需求修复低于预期，将会拖累时效产品件量增速，公司盈利增长面临压力。

2) 油价及人工成本大幅上行：快递产品中人力成本和运力成本占比较高，油价是运力成本的重要风向标，若油价及人工成本在短期内大幅上行，将引致快递公司降本增效不及预期。

3) 行业“价格战”竞争加剧：若行业再度进入无序或恶性的价格竞争当中，行业整体单票收入将再度下行，或对快递公司业绩产生一定影响。

插图目录

图 1: 快递业务量 (亿件) 及同比 (%)	3
图 2: 2024 年快递业务量结构 (亿件, %)	4
图 3: 快递行业市场集中度	4
图 4: 2015-2025Q1 我国社零、网上实物销售额 (万亿元)、同比增速、电商渗透率 (%)	5
图 5: 快递行业营收 (亿元) 及同比 (%)	6
图 6: 快递行业营收 (亿元) 及同比 (%)	6
图 7: 各快递公司业务量 (亿件)	7
图 8: 各快递公司业务量增速	7
图 9: 24 年快递行业市场份额结构	8
图 10: 各快递公司市占率	8
图 11: 各快递公司经营情况汇总 (亿元, %)	9
图 12: 各快递公司分红比例 (%)	9
图 13: 各快递公司股息率 (%)	9
图 14: 中通单票收入 (元/票) 及同比	10
图 15: 极兔单票收入 (元/票) 及同比	10
图 16: 申通、韵达、圆通、顺丰单票收入 (元/票)	10
图 17: 各公司单票成本 (元/票)	11
图 18: 各公司单票毛利 (元/票)	12
图 19: 各公司单票净利 (元/票)	12
图 20: 2024 年快递龙头资产对比	13
图 21: 快递龙头资本开支对比 (亿元)	13

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 快递行业重点关注个股	14

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048