

夯实基础设施底盘，业务量增速持续领先

投资要点

- 事件:** 申通快递公布 2022 年度报告和 2023 年一季度报告。公司 2022 年全年共完成 82 个产能提升项目，推动常态吞吐能力站上日均 5000 万单量级，带动公司业务量及市场份额大幅增长，2022 年公司市场占有率为 11.7%，同比提升 1.5pp。2022 年，公司实现营业收入 336.7 亿元，同比增长 33.3%；实现利润总额 3.6 亿元，同比增长 136.3%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.9 亿元，同比上涨 131.6%。2023 年 Q1 公司实现营收 87.4 亿元，同比上涨 22.5%，实现归母净利润 1.3 亿元，同比上涨 24.9%。
- 疫情放开，我国经济逐步恢复，快递行业景气依旧。** 2023 年 1 月 8 日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”。3 月政府工作报告提出 2023 年国内生产总值(GDP)增长预期目标为 5%左右，23 年 3 月社零总额同比上涨 10.6%，随着我国消费需求恢复将对快递件量有进一步支撑。
- 随着互联网的建设，农村互联网普及度进一步提升，有助于电商下沉市场的展开。** 截至 2022 年 12 月，我国网民规模达 10.7 亿，较 2021 年 12 月增长 3549 万，互联网普及率达 75.6%，其中我国农村网民规模达 3.1 亿，占网民整体的 28.9%；城镇网民规模达 7.56 亿，占网民整体的 71.1%，随着农村互联网普及度进一步提升，有助于下沉市场的消费需求进一步释放。
- 告别“轻资产”模式，夯实基础设施底盘，公司产能提升。** 2022 年，公司常态吞吐能力站上日均 5000 万单量级，带动公司业务量及市场份额大幅增长，超过行业发展增速，公司累计完成快递业务量 129.5 亿件，同比增长 16.9%，市场占有率为 11.7%。智能设备投放、优化干线运力配置，经营效率提高，成本得到有效控制。服务能力持续改善，品牌效应提升，单票收入有望向头部企业靠拢。
- 盈利预测与投资建议:** 我们认为随着申通加大资本支出，未来市场份额有望进一步提升，同时服务能力持续改善，单票收入向行业头部公司靠拢，我们给予公司 2023 年 0.75 倍 PS，对应目标价 19.12 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济波动风险，行业价格战风险，油价波动风险等。

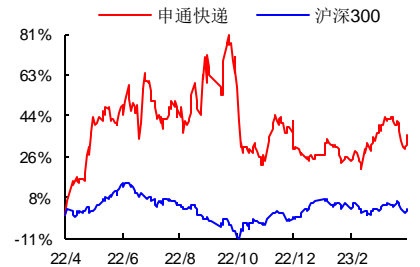
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33670.69	39018.75	44050.00	49537.13
增长率	33.32%	15.88%	12.89%	12.46%
归属母公司净利润(百万元)	287.72	902.03	1254.78	1780.64
增长率	131.64%	213.51%	39.11%	41.91%
每股收益 EPS(元)	0.19	0.59	0.82	1.16
每股销售额(元)	22.00	25.49	28.78	32.36
净资产收益率 ROE	3.33%	9.54%	11.92%	14.79%
PE	57	18	13	9
PB	2.01	1.82	1.63	1.42
PS	0.49	0.42	0.37	0.33

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光悒
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	15.31
流通 A 股(亿股)	14.92
52 周内股价区间(元)	7.91-14.3
总市值(亿元)	164.26
总资产(亿元)	195.11
每股净资产(元)	5.18

相关研究

目 录

1 国内知名综合物流服务企业，引入阿里实现多方位优化.....	1
2 疫情修复下消费需求增长，下沉市场开拓支撑业务体量.....	3
3 优化运营成本和相关费用管控，实现优异经营业绩.....	6
4 盈利预测与估值.....	7
4.1 盈利预测.....	7
4.2 相对估值.....	8
5 风险提示.....	8

图 目 录

图 1：申通快递发展历程.....	1
图 2：公司主要产品.....	1
图 3：公司转运中心网络图.....	2
图 4：公司网点分布图.....	2
图 5：公司股权结构.....	2
图 6：我国快递服务企业业务量（亿件）.....	3
图 7：全国 GDP 总量及社会消费品零售总额.....	4
图 8：社会消费品零售总额当月同比.....	4
图 9：中国网购用户规模.....	4
图 10：实物网上零售额.....	4
图 11：中国网民规模.....	5
图 12：中国网民城乡结构.....	5
图 13：网络直播及电商直播用户.....	5
图 14：申通快递营收情况.....	6
图 15：2021 年公司营收组成（除去派送收入）.....	6
图 16：2021 年公司成本组成（除去派送成本）.....	6
图 17：申通快递毛利情况.....	6
图 18：申通快递四费率.....	7
图 19：申通快递毛利率和净利率.....	7

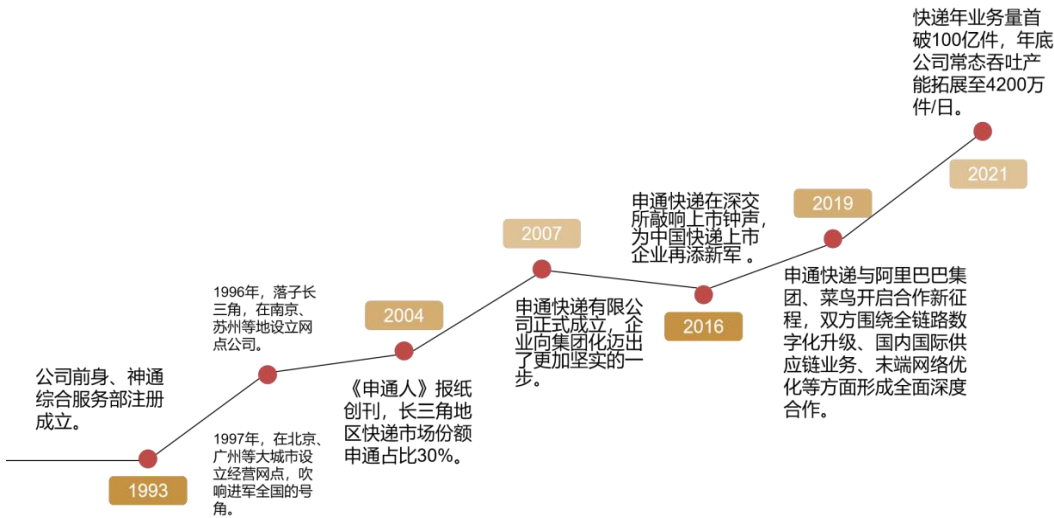
表 目 录

表 1：我国疫情防控政策.....	3
表 2：分业务收入及毛利率.....	7
表 3：可比公司估值.....	8
附表：财务预测与估值.....	9

1 国内知名综合物流服务企业，引入阿里实现多方位优化

申通快递是国内快递业标杆企业。公司品牌初创于 1993 年，先后于长三角、北京、广州等地区设立经营网点，逐步进军全国，2004 年公司在长三角地区快递市场份额占比达 30%，经过多年的发展，申通件量在规模性快递企业中继续保持领先，2016 年借壳上市，2019 年与阿里巴巴集团、菜鸟展开合作，2021 年公司快递年业务量首破 100 亿件，2022 年公司

图 1：申通快递发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

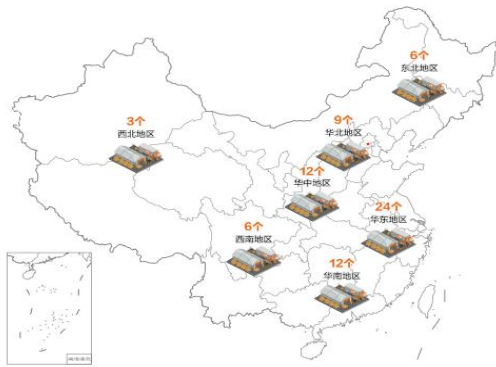
公司收入主要来自快递业务。公司快递业务的主要产品有汽运时效产品、航空时效产品等快递服务、销售信封和文件袋等快递辅料业务。随着中国快递市场的发展，公司在提供传统快递服务的同时，不断积极开拓新兴业务，为客户提供仓储、配送、系统、客服等 B2C 一站式物流服务、代收货款、贵重物品通道、冷链运输等服务，在国内建立了庞大的信息采集、市场开发、物流配送、快件收派等业务机构。2022 年公司实现快递服务收入 325.8 亿元，占比达 96.8%。

图 2：公司主要产品



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主要采用“**中转直营、网店加盟**”的经营模式。经过二十余年的发展，公司在全国范围内形成了完善、流畅的自营快递网络，公司加大对转运中心等基础设施方面投入，扩充转运中心产能，优化转运网络布局，提升直营中心比例，进一步完善中转运营体系建设。同时末端网点采用加盟模式能够有利于网络快速布局，以此不断提升公司业务的区域覆盖率。截至2022年末，公司拥有直属转运中心72个，全网独立网点达到4850余家，同比增长5.2%；全国地市级区域网络覆盖率达100%，区县级区域网络覆盖率达99.5%，全网服务站点及门店达45000余家。

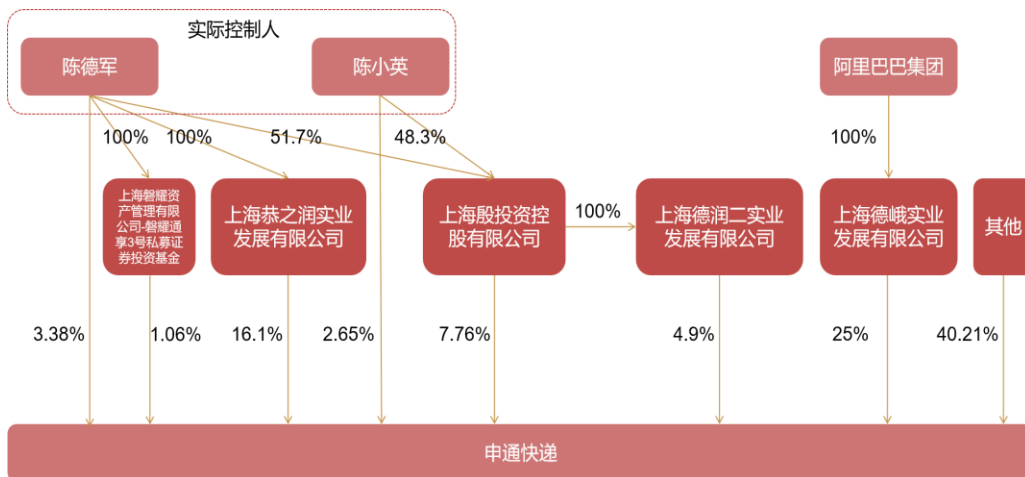
图 3：公司转运中心网络图


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司网点分布图


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司实际控制人为陈德军、陈小英，引入阿里集团在数字化升级等多方面开展合作。截至2023年4月29日，公司实际控制人陈德军、陈小英通过直接持股以及间接持股，合计持有申通快递的35.8%股份，2019年，阿里巴巴支付46.7亿元入股公司，目前通过上海德峨实业发展有限公司持有公司的25%股份，阿里入股助力公司在快递服务上的多项升级优化。

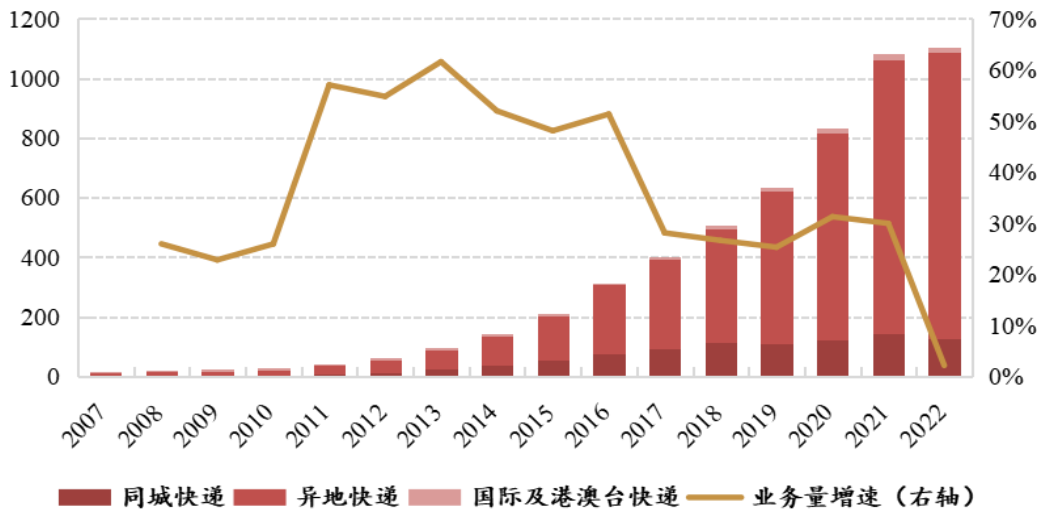
图 5：公司股权结构


数据来源：Wind，西南证券整理

2 疫情修复下消费需求增长，下沉市场开拓支撑业务体量

22 年疫情影响下，快递业务量增速承压。22 年上半年我国深圳、上海、北京等多地疫情防控形势严峻，下半年 12 月疫情放开，部分快递分拨中心、营业网点停运，全国快递业务量承压，据国家邮政局统计数据，我国 2022 年全年快递服务企业业务量累计完成 1105.8 亿件，同比增长 2.1%，增速下降 27.8pp，其中同城业务量累计完成 128 亿件，同比下降 9.3%；异地业务量累计完成 957.7 亿件，同比增长 4%；国际/港澳台业务量累计完成 20.2 亿件，同比下降 3.8%。

图 6：我国快递服务企业业务量（亿件）



数据来源：Wind，西南证券整理

疫情放开，我国经济逐步恢复，快递行业景气依旧。2022 年 12 月，国家卫健委发布公告，综合评估病毒变异、疫情形势和我国防控基础等因素，我国已具备将新型冠状病毒感染由“乙类甲管”调整为“乙类乙管”的基本条件。2023 年 1 月 8 日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”。3 月政府工作报告提出 2023 年国内生产总值（GDP）增长预期目标为 5% 左右，23 年 3 月社零总额同比上涨 10.6%，随着我国消费需求恢复将对快递件量有进一步支撑。

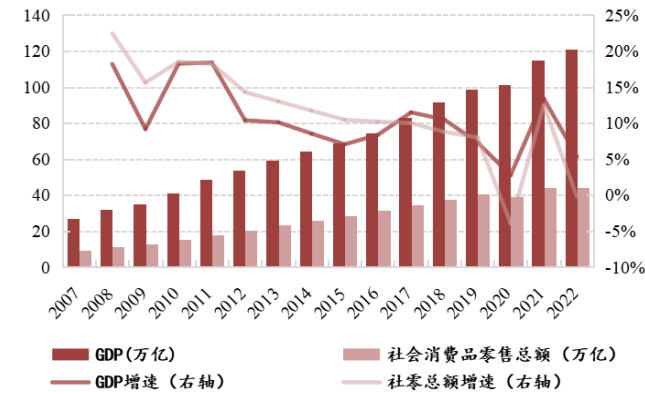
表 1：我国疫情防控政策

时间	会议/政策	内容
2022.06	《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》	优化调整风险人员的隔离管理期限和方式。将密切接触者入境人员隔离管控时间从“14 天集中隔离医学观察+7 天居家健康监测”调整为“7 天集中隔离医学观察+3 天居家健康监测”，密接的密接管控措施从“7 天集中隔离医学观察”调整为“7 天居家隔离医学观察”等
2022.06	国务院联防联控机制新闻发布会（“九不准”要求）	不准随意将限制出行的范围由中、高风险地区扩大到其他地区；不准对来自低风险地区人员采取强制劝返、隔离等限制措施；不准随意延长中、高风险地区管控时间等九项要求
2022.11	《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》（二十条）	对密切接触者，将“7 天集中隔离+3 天居家健康监测”管理措施调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离”；不再判定密接的密接；将高风险区外溢人员“集中隔离”调

时间	会议/政策	内容
		整为“7天居家隔离”；取消入境航班熔断机制等
2022.12	《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》（新十条）	优化调整隔离方式。感染者要科学分类收治，具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离，也可自愿选择集中隔离收治等
2022.12	《关于印发对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”总体方案的通知》	综合评估病毒变异、疫情形势和我国防控基础等因素，我国已具备将新型冠状病毒感染由“乙类甲管”调整为“乙类乙管”的基本条件。2023年1月8日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”

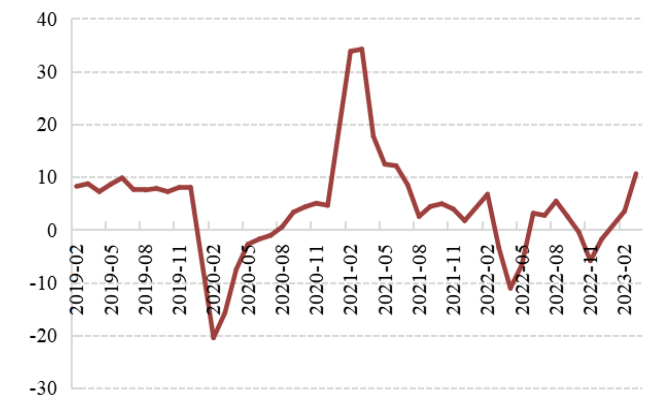
数据来源：国务院，西南证券整理

图 7：全国 GDP 总量及社会消费品零售总额



数据来源：Wind，西南证券整理

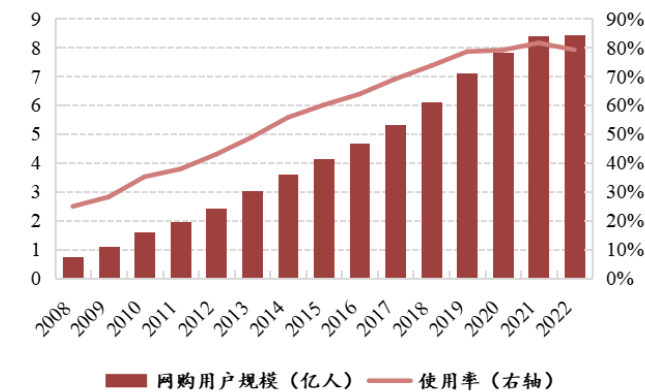
图 8：社会消费品零售总额当月同比



数据来源：Wind，西南证券整理

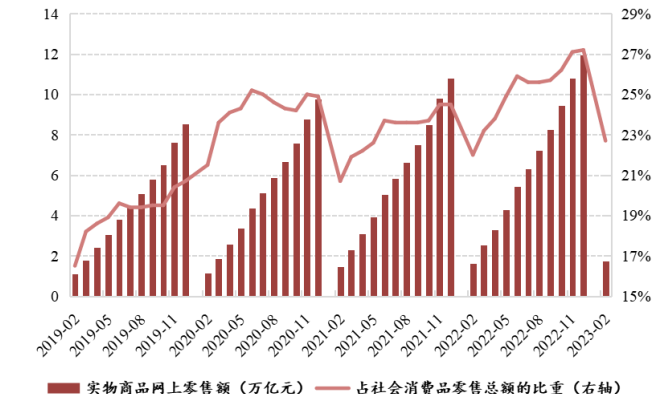
疫情对居民消费习惯影响较大，网购渗透率进一步增长。在疫情的催化、互联网技术设施建设、移动终端设备普及以及政府红利政策等因素积极推动下，我国终端消费者加速向线上转移，我国网购用户连续多年保持增长态势，截至 2022 年 12 月，我国网络购物用户规模达 8.5 亿，较 2021 年 12 月增长 319 万，占网民整体的 79.2%。商品线上渗透率也在持续提升，根据国家统计局公布数据，2022 年实物网上零售额为 12 万亿，实物网上零售额占社会零售总额比例提升至 27.2%，较 2021 年增长 2.7pp。

图 9：中国网购用户规模



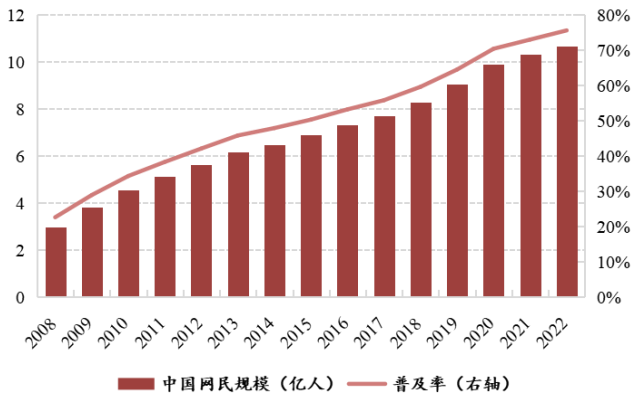
数据来源：Wind，CNNIC，西南证券整理

图 10：实物网上零售额

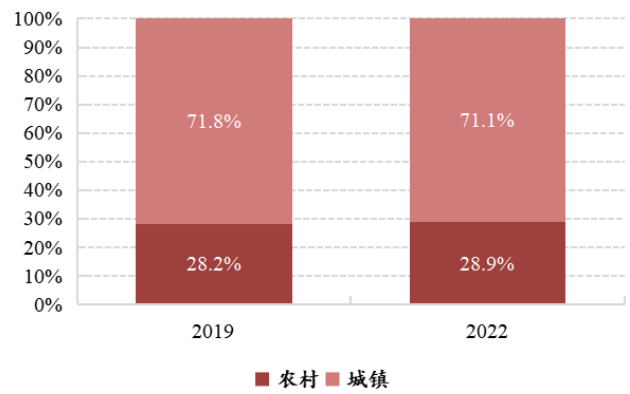


数据来源：Wind，国家统计局，西南证券整理

随着互联网的建设,农村互联网普及度进一步提升,有助于电商下沉市场的展开。据中国互联网络信息中心(CNNIC)数据显示,截至2022年12月,我国网民规模达10.7亿,较2021年12月增长3549万,互联网普及率达75.6%,其中我国农村网民规模达3.1亿,占网民整体的28.9%;城镇网民规模达7.56亿,占网民整体的71.1%,随着农村互联网普及度进一步提升,有助于下沉市场的消费需求进一步释放。同时相关政策的推进,助力电商平台不断向下沉市场转移,快递服务网络逐渐向中西部和农村消费市场深度拓展。

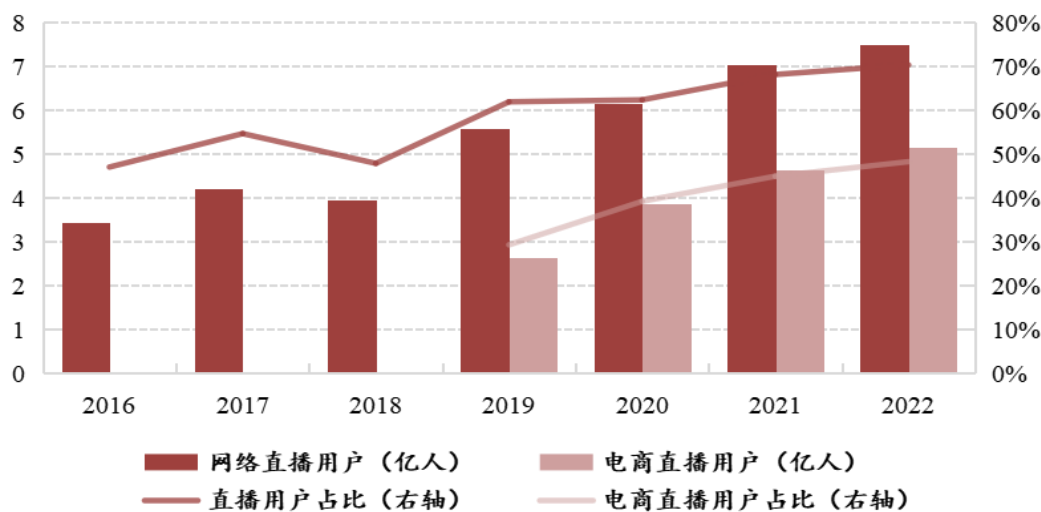
图 11: 中国网民规模


数据来源: Wind, CNNIC, 西南证券整理

图 12: 中国网民城乡结构


数据来源: Wind, CNNIC, 西南证券整理

伴随消费结构升级转型,二类电商、直播电商等新型电商形态兴起,刺激网络消费进一步增长。疫情期间,“宅经济”普及,网络直播全面走向日常生活,根据CNNIC及商务部相关统计数据,截至2022年12月,我国网络直播用户规模达7.5亿人,较2021年12月增长4728万,占网民整体的70.3%,其中电商直播用户规模已达5.2亿,占网民整体的48.2%,电商与直播的结合,已经成为刺激网络消费增长的新动能,电商直播具备较大发展空间,贡献了大批增量快递寄递需求。

图 13: 网络直播及电商直播用户


数据来源: Wind, CNNIC, 西南证券整理

3 优化运营成本和费用管控，实现优异经营业绩

公司市场份额提升，经营业绩显著改善。经过多年的产能提升，客户服务质量改善，公司业务量增量逐步提速，目前已超过行业平均增速，同时转运中心、自动化分拣设备的投入使得公司运营效率提升，公司定价能力逐步好转，规模效益逐步释放，截至 2022 年公司整体经营业绩显著改善，实现营收 336.7 亿元，同比大幅上涨 33.3%，截至 23Q1，公司营收保持高速增长，同比上涨 22.3% 为 87.4 亿元。从收入结构来看，2022 年除去派送收入，中转收入占比最高，为 71.9%。

图 14：中通快递营收情况

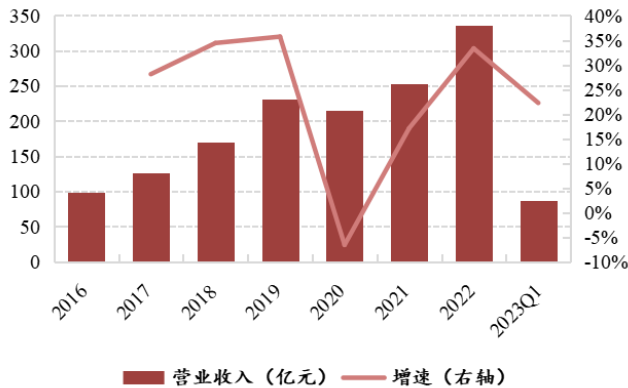
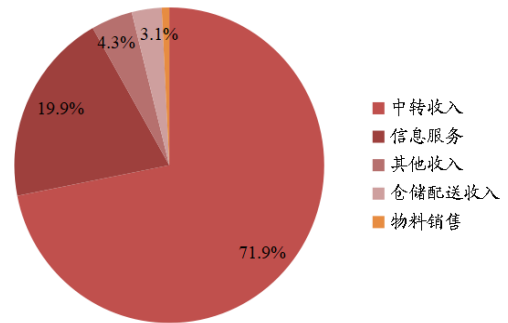


图 15：2021 年公司营收组成（除去派送收入）



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

公司通过多项措施不断优化运营成本。快递行业进入精细化管理阶段，成本管控在很大程度上决定了公司的盈利情况，公司通过不断优化运力结构、借助数智化能力、完善分拣中心布局，有效降低运输成本以及人工成本。从成本结构来看，除去派送成本，运输成本和人工成本 2022 年占比分别为 47.6%、24.5%，2022 年公司进一步节约成本，22 年实现毛利 14.7 亿元，同比大幅上涨 150.9%，毛利率为 4.4%。

图 16：2021 年公司成本组成（除去派送成本）

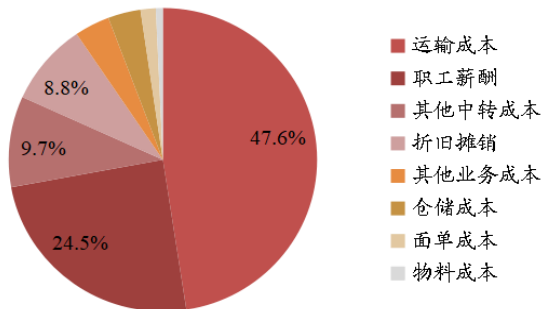
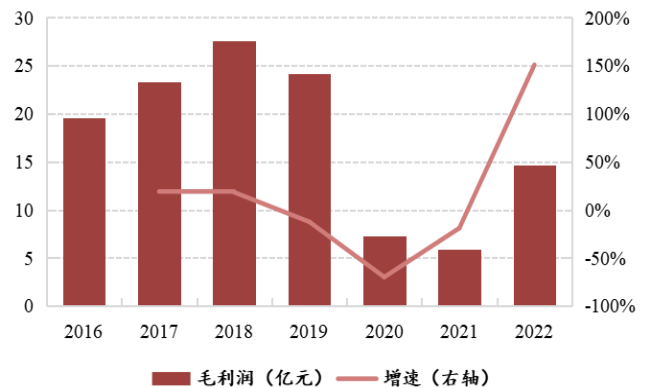


图 17：中通快递毛利情况

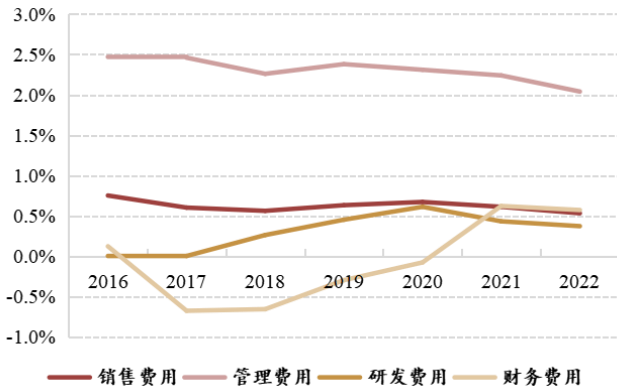


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

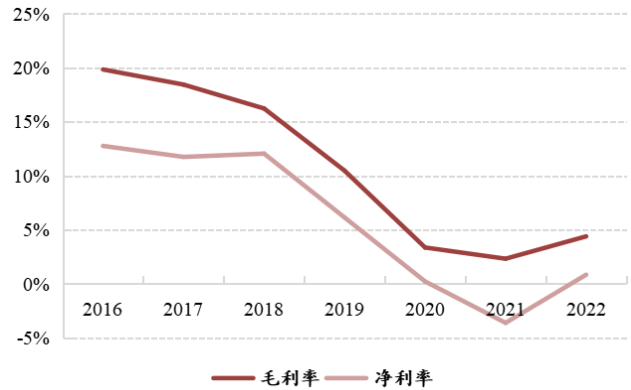
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

公司费用率变动较小，公司净利增长主要受单票收入的改善以及单票成本的降低影响。公司四费率变动较小且对公司净利影响较小，截至 2022 年末四费率 35.6%，综合影响下，公司净利率为 0.9%，尽管相较 2020 年快递“价格战”之前下降幅度较大，但 2020 年

21 年净利改善明显, 随着公司单票成本进一步下降, 未来单票收入随着服务质量的提高向头部企业靠拢, 公司盈利可期。

图 18: 中通快递四费率


数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

图 19: 中通快递毛利率和净利率


数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 预计公司通过三年百亿产能提升计划, 使得公司 2023/24/25 年的常态吞吐产能是 5500、6000、6500 万件/日;

假设 2: 随着公司不断提高服务质量, 预计公司的产能利用率将逐步提高, 假设 2023/24/25 年的产能利用率分别为 79%、82%、85%;

假设 3: 公司服务能力持续改善, 品牌效应提升, 单票收入有望向头部企业靠拢, 假设 2023/24/25 年公司的单票收入为 2.5、2.5、2.51 元/件;

假设 4: 公司通过多项措施不断优化运营成本, 同时产能利用率提升, 规模效应下单位成本下降, 假设 2023/24/25 年公司的单票毛利提升 0.05/0.01/0.03 元/件。

基于以上假设, 我们对公司 2023/24/25 年收入利润进行预测:

表 2: 分业务收入及毛利率

	2022A	2023E	2024E	2025E
常态吞吐产能 (万件/日)	5000	5500	6000	6500
产能利用率	74%	79%	82%	85%
单票收入 (元/件)	2.52	2.50	2.50	2.51
营业收入 (百万元)	33670.7	39018.8	44050.0	49537.1
增速	33.3%	15.9%	12.9%	12.5%
毛利率	4.4%	6.6%	7.1%	8.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 390.2、440.5、495.4 亿元，归母净利润分别为 9、12.5 和 17.8 亿元，EPS 分别为 0.59、0.82 和 1.16 元，对应 PE 分别为 18、13、9 倍。

4.2 相对估值

我们选取与中通快递业务相近的两家公司作为可比公司，2023 年可比公司平均 PS 为 0.81 倍。我们认为随着中通加大资本支出，未来市场份额有望进一步提升，同时服务能力持续改善，单票收入向行业头部公司靠拢，我们给予公司 2023 年 0.75 倍 PS，对应目标价 19.12 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	每股销售额 (元)				PS (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600233.SH	圆通速递	17.30	15.6	17.9	20.3	23.0	1.11	0.97	0.85	0.75
002120.SZ	韵达股份	12.14	16.3	18.6	21.0	24.1	0.74	0.65	0.58	0.50
平均值							0.93	0.81	0.71	0.63

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

宏观经济波动风险、行业价格战风险、油价波动风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	33670.69	39018.75	44050.00	49537.13	净利润	273.60	857.78	1193.21	1693.27
营业成本	32195.94	36461.59	40922.60	45566.31	折旧与摊销	985.81	1101.80	1191.80	1281.80
营业税金及附加	58.61	67.92	76.68	86.23	财务费用	192.06	229.13	258.36	277.67
销售费用	178.20	206.50	233.13	262.17	资产减值损失	-73.39	0.00	0.00	0.00
管理费用	685.31	846.71	947.08	1055.14	经营营运资本变动	671.03	-1163.84	157.39	152.79
财务费用	192.06	229.13	258.36	277.67	其他	551.25	19.75	-31.36	-28.80
资产减值损失	-73.39	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2600.36	1044.60	2769.40	3376.73
投资收益	103.85	30.00	30.00	30.00	资本支出	-2386.43	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	-11.78	-1.00	-1.49	-2.07	其他	1590.56	29.00	28.51	27.93
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-795.87	-971.00	-971.49	-972.07
营业利润	486.85	1235.90	1640.66	2317.53	短期借款	-1763.00	3607.23	-856.02	-1327.32
其他非经营损益	-123.63	-104.93	-115.14	-116.88	长期借款	578.78	0.00	0.00	0.00
利润总额	363.22	1130.97	1525.52	2200.65	股权融资	-136.39	0.00	0.00	0.00
所得税	89.62	273.19	332.31	507.37	支付股利	0.00	-57.54	-180.41	-250.96
净利润	273.60	857.78	1193.21	1693.27	其他	-467.07	-1887.65	-258.36	-277.67
少数股东损益	-14.12	-44.26	-61.57	-87.37	筹资活动现金流净额	-1787.68	1662.04	-1294.79	-1855.94
归属母公司股东净利润	287.72	902.03	1254.78	1780.64	现金流量净额	21.83	1735.64	503.12	548.71
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2166.23	3901.88	4405.00	4953.71	成长能力				
应收和预付款项	1455.96	1899.23	2072.68	2321.05	销售收入增长率	33.32%	15.88%	12.89%	12.46%
存货	43.58	49.35	53.39	60.68	营业利润增长率	152.52%	153.86%	32.75%	41.26%
其他流动资产	1537.46	1772.33	1993.29	2234.27	净利润增长率	130.02%	213.51%	39.11%	41.91%
长期股权投资	94.14	94.14	94.14	94.14	EBITDA 增长率	957.77%	54.19%	20.41%	25.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	8603.72	8611.04	8528.37	8355.70	毛利率	4.38%	6.55%	7.10%	8.02%
无形资产和开发支出	2360.51	2290.93	2221.34	2151.76	三费率	3.13%	3.29%	3.27%	3.22%
其他非流动资产	4070.55	4031.01	3991.48	3951.94	净利率	0.81%	2.20%	2.71%	3.42%
资产总计	20332.15	22649.91	23359.69	24123.24	ROE	3.33%	9.54%	11.92%	14.79%
短期借款	1908.89	5516.12	4660.10	3332.78	ROA	1.35%	3.79%	5.11%	7.02%
应付和预收款项	3643.64	4245.89	4702.02	5249.74	ROIC	5.64%	10.43%	12.86%	17.03%
长期借款	728.69	728.69	728.69	728.69	EBITDA/销售收入	4.94%	6.58%	7.02%	7.83%
其他负债	5843.44	3165.00	3261.86	3362.69	营运能力				
负债合计	12124.66	13655.69	13352.66	12673.89	总资产周转率	1.72	1.82	1.91	2.09
股本	422.01	422.01	422.01	422.01	固定资产周转率	5.17	5.30	6.02	6.88
资本公积	3040.65	3040.65	3040.65	3040.65	应收账款周转率	36.31	34.51	32.03	32.86
留存收益	4770.35	5614.84	6689.21	8218.89	存货周转率	656.26	784.67	781.36	778.43
归属母公司股东权益	8169.40	9000.39	10074.76	11604.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.27%	—	—	—
少数股东权益	38.09	-6.17	-67.73	-155.10	资本结构				
股东权益合计	8207.49	8994.22	10007.03	11449.35	资产负债率	59.63%	60.29%	57.16%	52.54%
负债和股东权益合计	20332.15	22649.91	23359.69	24123.24	带息债务/总负债	21.75%	45.73%	40.36%	32.05%
					流动比率	0.58	0.72	0.83	1.00
					速动比率	0.57	0.72	0.83	0.99
					股利支付率	0.00%	6.38%	14.38%	14.09%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	1664.72	2566.83	3090.82	3876.99	每股收益	0.19	0.59	0.82	1.16
PE	57.09	18.21	13.09	9.22	每股净资产	5.34	5.88	6.58	7.58
PB	2.01	1.82	1.63	1.42	每股经营现金	1.70	0.68	1.81	2.21
PS	0.49	0.42	0.37	0.33	每股股利	0.00	0.04	0.12	0.16
EV/EBITDA	1.75	1.22	0.58	-0.03					
股息率	0.00%	0.35%	1.10%	1.53%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn