

韵达股份 (002120.SH)

行业向上 经营修复

买入(首次评级)

当前价格: 18.08 元
 目标价格: 23.14 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2903/2815
总市值/流通市值 (百万元)	52482/50897
每股净资产 (元)	5.51
资产负债率 (%)	54.47
一年内最高/最低 (元)	22.02/13.43

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈照林
 执业证书编号: S0210522050006
 邮箱: czl3792@hfzq.com.cn

投资要点:

➤ **推荐逻辑:** 1) 电商快递行业需求端依旧保持中速增长, 受益于电商渗透率的提升, 预计2021-2030年行业件量CAGR约为10%; 供给端在“有形的手”监管下, 行业价格竞争缓和, 逐步趋向高质量竞争。2) 韵达股份聚焦快递主业, 持续资源投入构建竞争壁垒。在行业上行周期中, 公司较高的规模壁垒带来的成本优势将从利润端为公司带来更强的利润修复弹性。

➤ **渗透率提升带来需求端稳步增长空间, 供给端价格战缓和盈利持续修复。** 需求端, 中短期看上游社零消费承压, 尤其是奥密克戎可通过包裹传播这一因素压制了电商快递的正常需求, 但长期看, 在不同品类线上化加深以及新型电商出现的情况下, 我们预计未来网购渗透率将不断提高, 本质是行业规模效应降低单票成本后的可运输品类的扩张。我们预计2030年网购渗透率将达到44.4%, 测算得到快递件量将达到约2520亿件, 整体保持中速增长。供给端, 在快递行业监管及电商政策的新监管周期下, 行业进行资本加持的跑马圈地及恶性价格战的路径被斩断, 未来快递业出清方式或将以并购整合为主, 行业从恶性竞争中走出完成利润修复, 可预见行业进入对内挖掘产品服务、对外出海扩张的竞争新阶段。

➤ **疫情及渠道调整冲击, 22H1低点已过利润有望迎来修复。** 经营渠道上, 公司提高扁平化管理、增加直客营销投入, 有助于韵达提升长期经营的稳定性与客户粘性。疫情冲击方面, 二季度山西、北京等地聚集性疫情对网点及件量的负面冲击逐步消退。我们认为公司经营低点已过, 下半年将迎来件量增速和单票利润的修复。

➤ **盈利预测:** 我们预计2022-2024年公司营业收入为482/553/623亿元, 归母净利润25/33/40亿元。我们认为在电商网购需求端中速增长、行业价格战缓和背景下, 快递业将步入利润修复的上行区间。作为行业件量Top2、专注快递主业、固定资产投入领先的行业龙头, 韵达在度过经营低谷后利润将迎来显著修复。我们给予公司2023年20倍PE, 即2023年合理市值672亿人民币, 对应目标价为23.1元, 首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示:** 快递件量增长大幅放缓; 市场竞争风险; 疫情及油价对公司经营产生的超预期影响; 人工成本上升风险; 转债发行摊薄风险。

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万)	33,500	41,729	48,237	55,317	62,961
增长率 (%)	-3%	25%	16%	15%	14%
净利润 (百万元)	1,404	1,477	2,485	3,359	4,043
增长率 (%)	-47%	5%	68%	35%	20%
EPS (元/股)	0.48	0.51	0.86	1.16	1.39
市盈率 (P/E)	37.4	35.5	21.1	15.6	13.0
市净率 (P/B)	3.7	3.3	2.9	2.5	2.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

相关报告

投资要件

关键假设

1) 快递行业件量稳步增长，2022-2024 年 CAGR 为 9.9%；韵达的快递业务市场占有率稳步提升，2022-2024 年分别为：17%、17%、18%、对应件量分别为 194、223、254 亿件；

2) 受益于行业价格战缓和，我们预计 2022 年价格提升幅度较大，后期趋缓，韵达 2022-2024 年 ASP 增速分别为：10.6%、0.2%、0.2%；

3) 2022 年受油价上涨和疫情影响，单票快递业务成本短期内承压，预计 2022-2024 年单票快递业务成本增速分别为：+6.9%、-0.4%、-0.5%。

我们区别于市场的观点

1) 同质化的电商件快递市场，行业高件量增速是否可持续？

中短期看上游社零消费承压，但二季度疫情压制的电商快递需求在管控放开后将迎来回补。长期看，在不同品类线上化加深以及新型电商出现的情况下，我们预计未来网购渗透率将不断提高，行业需求未来将保持接近 10% 的增长中枢。

2) 公司 22Q1 利润同比修复弱于 21Q4，利润修复逻辑是否可持续？

公司渠道扁平化调整带来的营销费用增加及油价疫情冲击导致 22Q1 利润修复表现弱于 21Q4，行业趋势上与龙一中通基本一致。我们分析公司经营调整的低点已过，且疫情冲击为阶段性影响因素，行业价格战缓和的大逻辑未受影响，未来公司依旧随行业转好中实现利润修复。

股价上涨的催化因素

疫情缓解，电商网购需求复苏，国际油价大跌。

估值和目标价格

我们认为公司适用 PE 相对估值。

我们认为在电商网购需求端中速增长、行业价格战缓背景下，快递业将步入利润修复的上行区间。作为行业件量 Top2、专注快递主业、固定资产投入领先的行业龙头，韵达在度过经营低谷后利润将迎来显著修复，预计韵达 2022-2024 年净利润分别为 25、34 和 40 亿元。可比快递公司 2023 年平均估值为 19.4 倍，我们给予公司 2023 年 20 倍 PE，即 2023 年合理市值 672 亿人民币，对应目标价为 23.14 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

快递件量增长大幅放缓；市场竞争风险；疫情及油价对公司经营产生的超预期影响；人工成本上升风险；转债发行摊薄风险。

正文目录

一、	乘风破浪，坐稳快递业 TOP2 交椅	5
1.1	多元协同，一超多强	5
1.2	实控权集中，管理层稳定	5
1.3	价格战缓和修复盈利，业务全面高速发展	6
二、	行业价格战缓和，盈利修复	8
2.1	需求端增速中枢下移，渗透率提升不减	8
2.2	供给端存量竞争，策略转向优质件	10
2.3	需求中速增长叠加供给端价格战缓和，行业盈利修复持续	12
三、	产能扎实、科技赋能，经营低点已过	17
3.1	深耕快递业务，构筑运能优势	17
3.2	建设弹性服务网络，资本投入巩固地位	17
3.3	科技赋能，“将公司装进计算机”	18
3.4	上半年经营低点已过	20
四、	盈利预测及估值	21
4.1	盈利预测	21
4.2	相对估值	21
五、	风险提示	22

图表目录

图表 1:	公司发展历程	5
图表 2:	韵达股权结构图（截至 2021 年 12 月 31 日）	6
图表 3:	2014-2022Q1 行业快递件量（亿件）及同比	6
图表 4:	2014-2022Q1 公司快递件量（亿件）、市占率	6
图表 5:	2018Q1-2022Q1 营业收入（亿元）及同比	7
图表 6:	2018Q1-2022Q1 归母净利润（亿元）及同比	7
图表 7:	2013-2021 年公司业务类型占比	7
图表 8:	2013-2021 年快递业务类型占比	7
图表 9:	2014-2022Q1 期间费用率	7
图表 10:	2013-2021 单票快递收入、单票快递成本、单票快递毛利（元/票）	7
图表 11:	2009 年至今我国社零及同比情况	8
图表 12:	2015 年至今网购及网购渗透率情况	8
图表 13:	我国快递行业业务量（亿件）及同比	9
图表 14:	2010-2022M1~M6 快递业务量（亿件）	10
图表 15:	2022Q1 主要电商件快递公司件量（亿件）、增速及市占率情况	10
图表 16:	快递行业变迁	10
图表 17:	快递行业 ASP 情况（元/票）	11
图表 18:	主要上市加盟制快递的单票毛利（元/票）	11
图表 19:	规模以上快递业务量（亿件）及 YOY	12
图表 20:	中国直播电商零售额	12
图表 21:	中国社交媒体直播电商销售额（亿元）	13
图表 22:	行业件量预测	13
图表 23:	价格战管控政策	14
图表 24:	行业价格战缓和	16
图表 25:	主要快递公司 ASP 降幅缩小	16

图表 26: 规模效应下单票成本持续下降	16
图表 27: 2016-2021 年网点及门店 (含加盟商) 数量 (个)、县级以上区域覆盖率	17
图表 28: 2017-2021 年国际业务覆盖国家及地区 (个)、合作航空货代公司数量 (个)、合作航线 (条)	17
图表 29: 2016-2021 年各类运力资产 (亿元)	17
图表 30: 2017-2021 年日均发车 (趟次)	17
图表 31: 2015-2021 年三通一达资本开支 (亿元)	18
图表 32: 2017-2021 年公司投资情况 (亿元)	18
图表 33: 2016-2021 年三通一达固定资产 (亿元)、房屋及建筑物 YOY	18
图表 34: 2016-2021 年三通一达无形资产 (亿元)、土地使用权 YOY	18
图表 35: 2015-2021 年可比公司研发投入 (亿元)	19
图表 36: 2015-2021 年数字化改造投入及效果	19
图表 37: 2013-2021 年三通一达单票快递成本 (剔除派费) (元/票)	20
图表 38: 2013-2021 三通一达单票快递毛利 (元/票)	20
图表 39: 2021M1-2022M6 主要上市快递市占率情况	20
图表 40: 分业务收入及毛利率	21
图表 41: 可比公司估值 (收盘价 20220729)	22

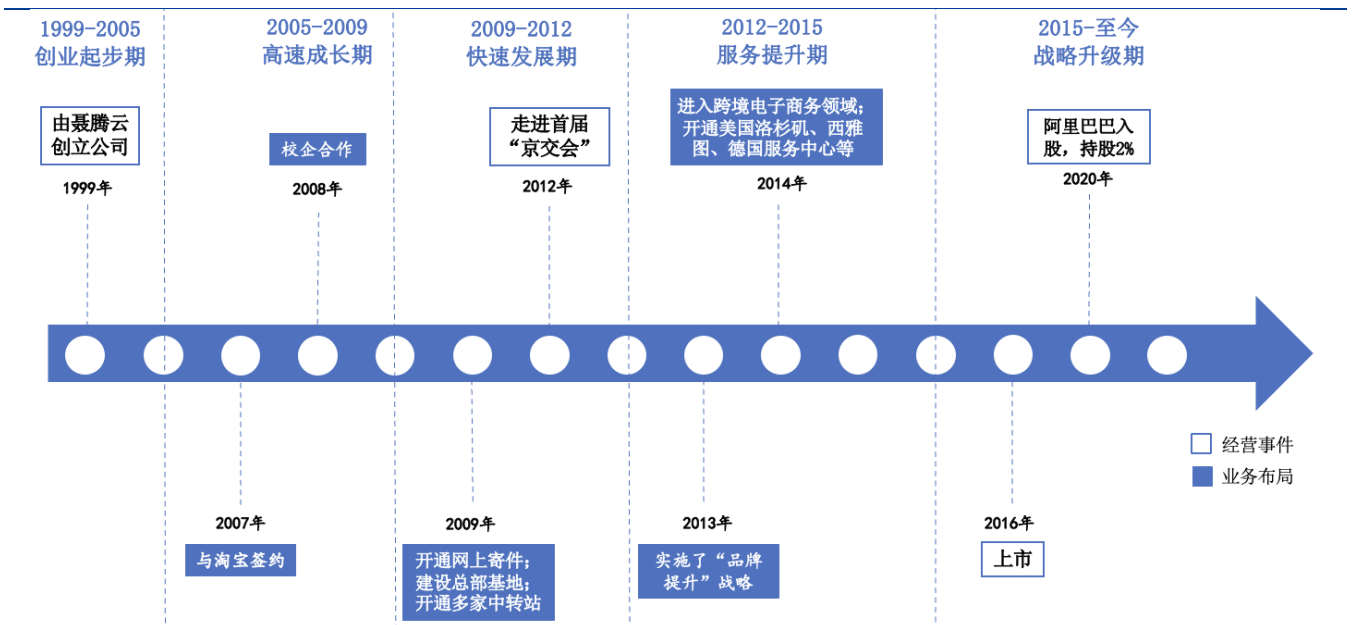
一、 乘风破浪，坐稳快递业 TOP2 交椅

1.1 多元协同，一超多强

1999 年至今，韵达股份经历了创业起步期、高速成长期、快速发展期、服务提升期和战略升级期。

1999-2005 年，韵达股份在上海成立，依托长三角城市群，艰难创业起步。2005-2009 年，公司持续完善服务网络。2007 年与淘宝签约；2018 年与浙江商业技术学院开启“校企合作”。2009-2012 年，公司丰富服务产品，便利客户需求。2009 年开通网上寄件，建设约 4 万平方米的总部基地，广州、青岛、无锡、天津、重庆等中转站正式开通；2012 年走进首届“京交会”。2012-2015 年，公司依靠科技，完善全球网络布局，提升客户体验。2013 年在全网络实施了“品牌提升”战略，从人才、场地、设备、车辆、标准门店及安全管理等方面进行了全面升级；2014 年美国洛杉矶、西雅图、德国黑森州服务中心运营等。2015 年至今，公司坚持以快递为核心，嫁接周边产业，购建以快递为核心的生态圈。2016 年成功上市；2020 年阿里巴巴入股。

图表 1：公司发展历程



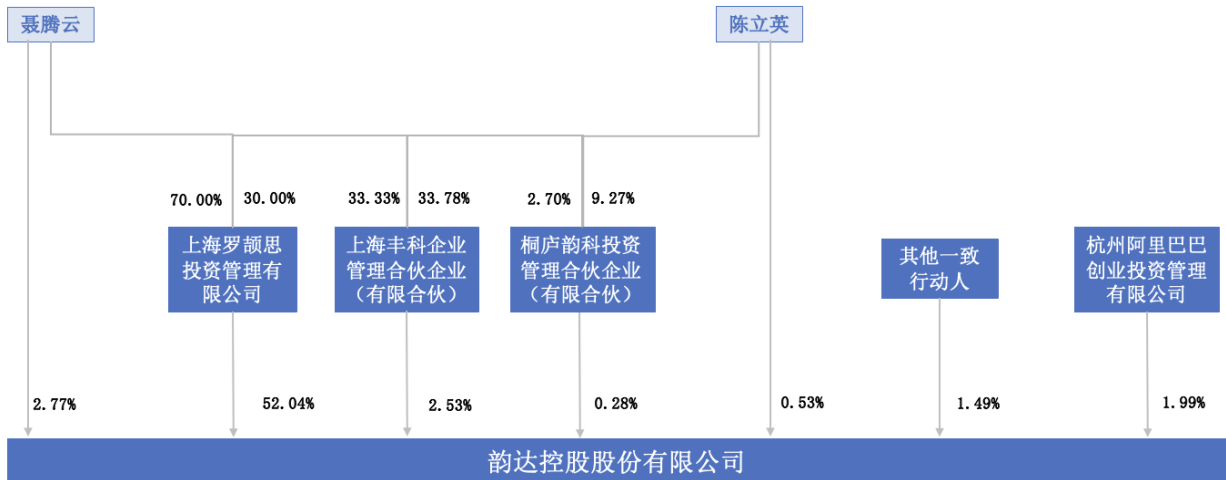
数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.2 实控权集中，管理层稳定

聂腾云先生与陈立英女士共同为公司实际控制人。截止 2021 年 12 月 31 日，聂腾云、陈立英夫妇直接或间接持股合计 58.2%，其他一致行动人持股 1.5%。阿里

巴巴为公司第八大股东，持股 2.0%。

图表 2: 韵达股权结构图 (截至 2021 年 12 月 31 日)

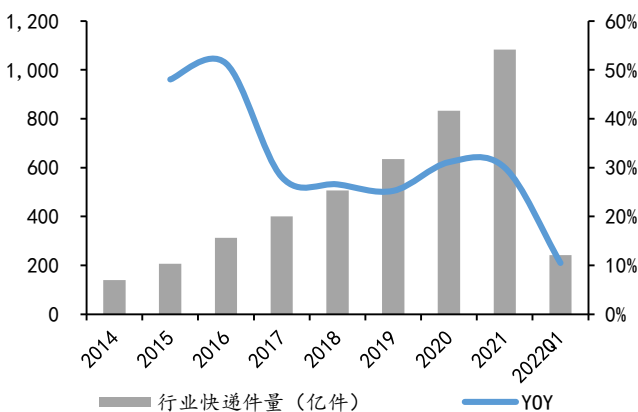


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

1.3 价格战缓和和修复盈利, 业务全面高速发展

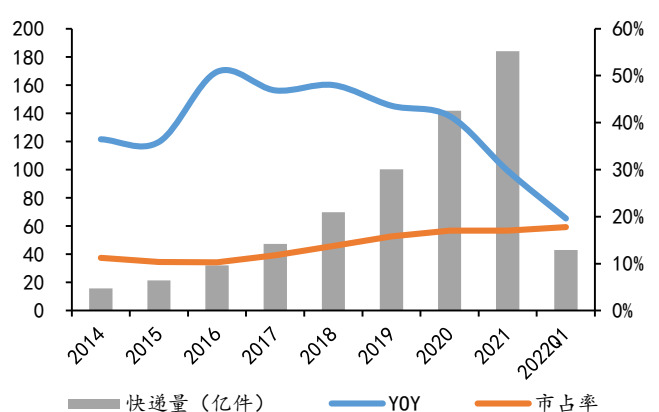
宏观经济承压叠加疫情影响快递件量增长速度, 市占率保持提升。2021 年, 韵达快递件量为 184.0 亿件, 同比增长 29.8%; 市占率达到 17.0%, 仅次于中通。2022 年 Q1, 宏观经济承压及局部疫情影响下, 快递件量增长有所减缓, 但公司仍保持了远高于同行的增长水平, 季度快递件量为 43.1 亿件, 同比增长 19.6%, 超出行业平均增速 9.1 个百分点, 市占率 17.8%, 维持行业第二的地位。

图表 3: 2014-2022Q1 行业快递件量 (亿件) 及同比



数据来源: 国家邮政局, 华福证券研究所

图表 4: 2014-2022Q1 公司快递件量 (亿件)、市占率

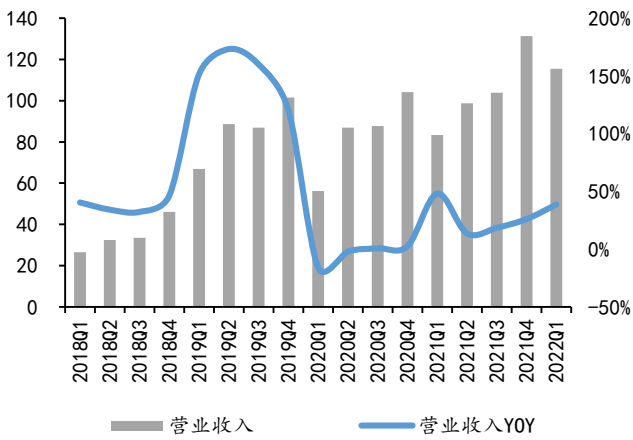


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

价格战缓和, 后期逐季盈利迅速修复。2021 年下半年, 随着国家及地方政府出台各项监管政策和指导意见, 快递行业价格战缓和。2021 年 Q4, 公司归母净利润为 7.0 亿元, 同比增长 80.9%; 归母净利率 5.3%, 同比增长 2.1%。2022 年 Q1, 尽管受到部分地区疫情蔓延的影响, 公司依然保持了营收净利双增的良好态势, 营

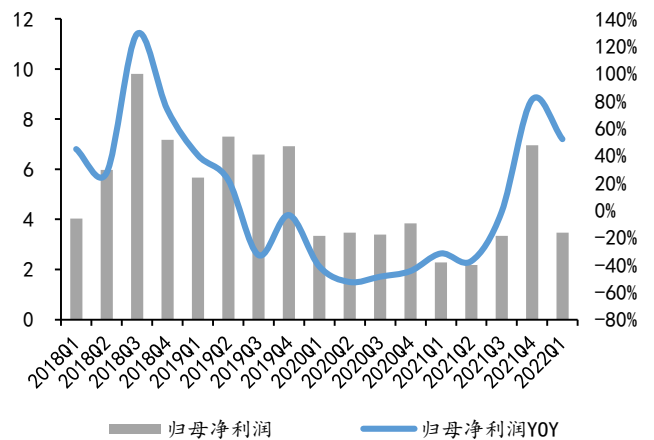
营业收入 115.5 亿元，同比增长 38.7%，归母净利润 3.5 亿元，同比增长 52.0%。

图表 5: 2018Q1-2022Q1 营业收入 (亿元) 及同比



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

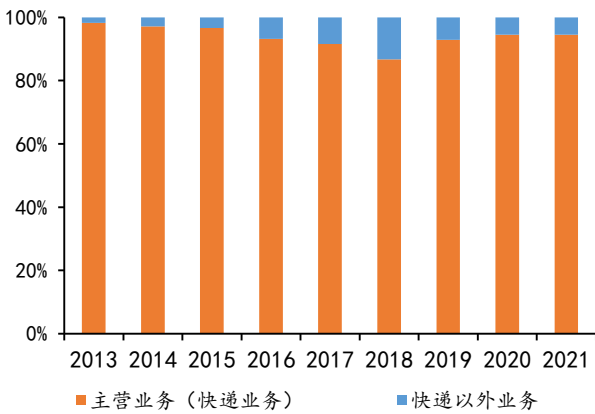
图表 6: 2018Q1-2022Q1 归母净利润 (亿元) 及同比



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

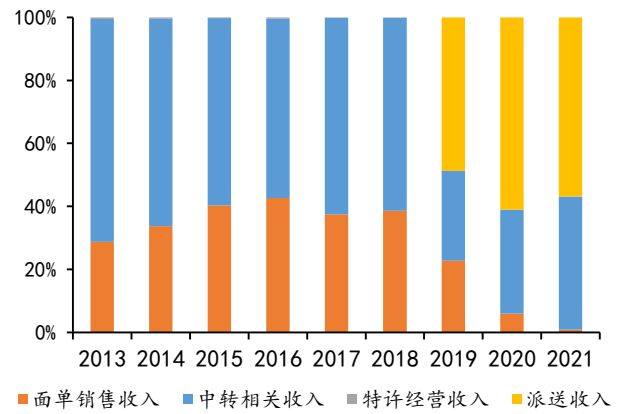
快递业务为核心, 其他业务发展迅速。2021 年公司快递服务收入 394.3 亿元, 同比增长 24.5%, 占总收入 94.5%; 其中面单销售收入占比呈降低趋势, 中转相关及派送收入占比则呈升高趋势。其他业务收入由 2013 年的 0.7 亿元增长到 2021 年的 23.0 亿元, 2021 年同比增长 25.0%。

图表 7: 2013-2021 年公司业务类型占比



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 8: 2013-2021 年快递业务类型占比

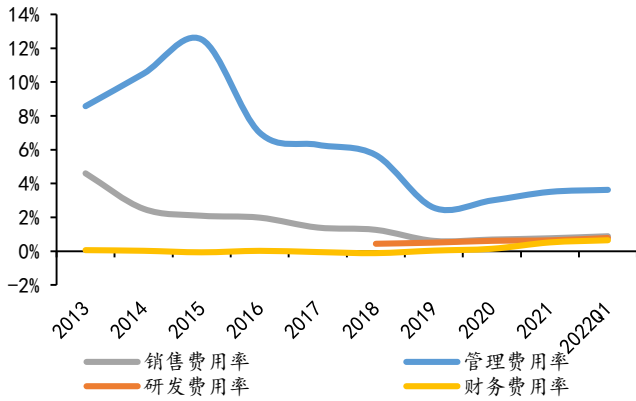


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

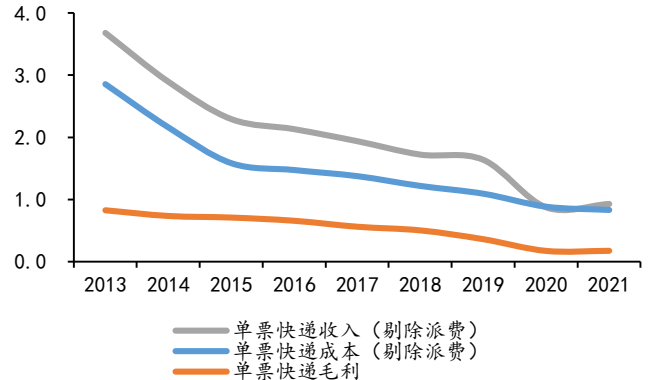
单票快递毛利回升, 期间费用率整体呈下降趋势。随着价格战减缓, 2021 年实现单票快递收入 (剔除派费) 0.93 元, 同比增长 6.4%; 单票快递毛利 0.18 元, 同比增长 1.0%; 快递业务毛利率 8.2%, 同比增长 0.4%。2013 年至 2022 年 Q1, 销售费用率由 4.6%降低到 0.9%, 管理费用率由 8.6%降低到 3.6%, 公司期间费用控制良好, 销售及管理费用率呈持续下降趋势。

图表 9: 2014-2022Q1 期间费用率

图表 10: 2013-2021 单票快递收入、单票快递成本、单票快递毛利 (元/票)



数据来源：公司公告，华福证券研究所



数据来源：公司公告，华福证券研究所

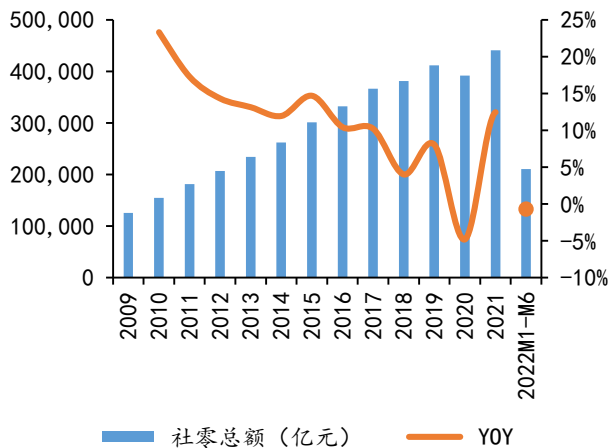
二、行业价格战缓和，盈利修复

2.1 需求端增速中枢下移，渗透率提升不减

宏观层面看，快递行业受上游商流影响，上游零售和网购额增速均有放缓。社会消费品零售总额从边际看，2021年全年社零总额 44.1 万亿元，同比+12.5%，主要由于 2020 年受疫情影响导致了低基数，2022 年前 6 个月社零总额为 21.0 万亿元，同比下降 0.7%；整体看，社零总额增速放缓，2011-2015CAGR5 为 12.9%，2016-2021CAGR5 为 5.8%。

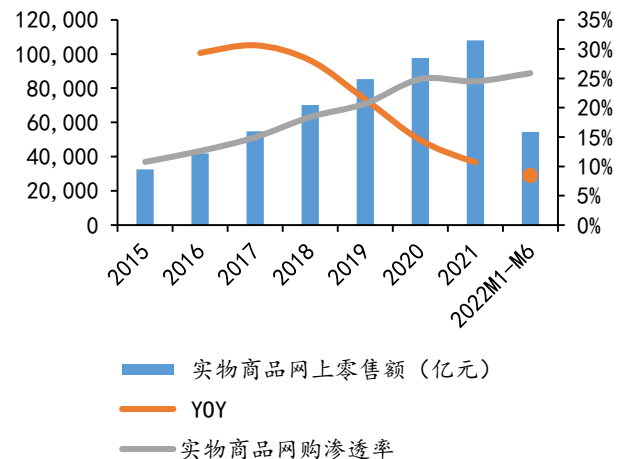
网上消费额从边际看，2021 年全年实物商品网上零售额 10.8 万亿元，同比+10.7%，网购渗透率 24.5%，同比下降 0.4pp，主要受 2020 年疫情影响，线上消费爆发导致的 2020 年网购渗透率高基数，2022 年前 6 个月实物商品网上零售额为 5.4 万亿元，同比增长 5.6%，网购渗透率达到 30.4%。整体看，网购渗透率自 2015 年到 2021 年，提升了 13.7pp。

图表 11：2009 年至今我国社零及同比情况



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

图表 12：2015 年至今网购及网购渗透率情况



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

快递行业发展史就是中国民营经济的发展史。从快递需求的角度看，快递行业

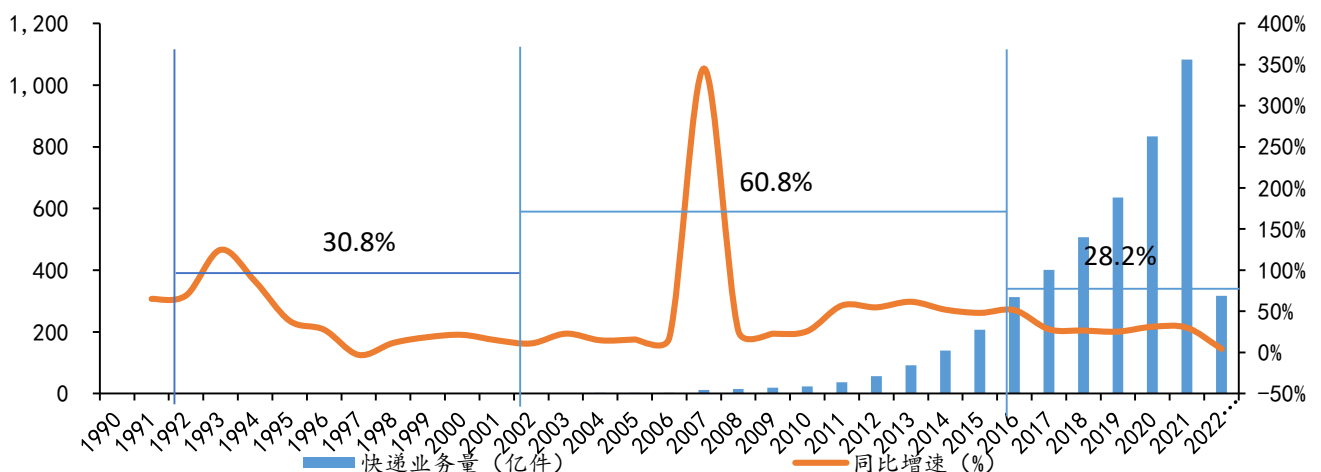
经历了繁荣初期，高速发展期以及中高速发展期，整个快递行业的需求从最初依托于沿海开放以及全球贸易发展带来的个人商务寄递需求，演变至受益于电子商务繁荣的爆发式需求增长，直至今日，快递需求在宏观经济波动以及网购渗透率不断提升下进入中高速增长阶段。

阶段一：1992-2002年，繁荣初期。东部沿海开放+全球贸易壁垒消除，快递行业进入繁荣发展初期。20世纪90年代，长三角、珠三角等东部沿海地区在良好、灵活的政策环境下带动中国经济高速发展，一批以服务我国沿海地区的民营快递企业陆续成立。21世纪，受益于中国加入WTO，全球贸易壁垒进一步消除，经济繁荣进一步刺激了快递需求的增长。1992-2002年，我国快递业务量复合增速达到30.8%。

阶段二：2003-2016年，高速发展期。2003年，淘宝网正式成立，线上消费逐步普及，伴随电子商务企业规模扩大，快递行业作为电商产业链核心环节，快递行业进入高速发展的繁荣时期。2006-2016年，我国快递业务量十年期复合增速达60.8%。

阶段三：2017年至今，中高速发展期。经历了电商平台的高速发展，网购渗透率进入缓步提升的阶段，叠加近年来我国宏观经济波动的影响，快递件量增速进入中高速增长阶段，2017-2021年，我国快递件量复合增速为28.2%。

图表 13：我国快递行业业务量（亿件）及同比

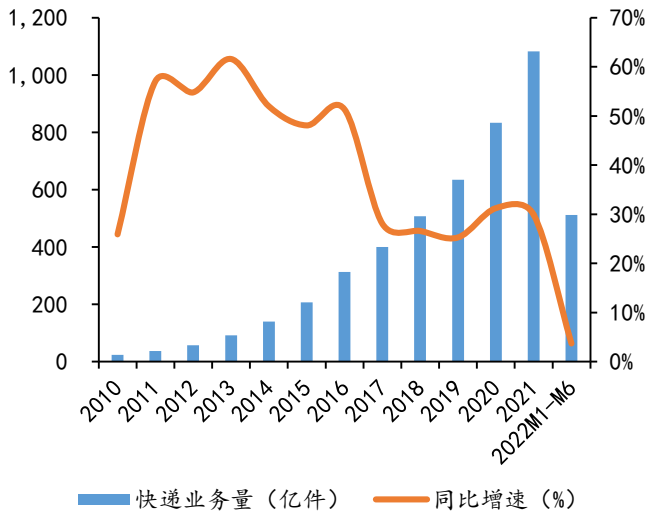


数据来源：国家邮政局，华福证券研究所

快递业务量增速中枢下移。2021年全年完成快递件量1083.0亿件，同比+29.9%，较2020年同比值下降1.3pp，受疫情影响，2022年前6个月完成快递件量512.2亿件，同比增长3.7%。

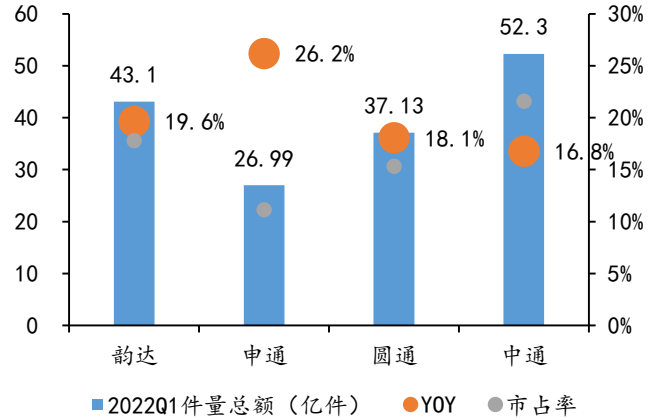
从公司看，22Q1 件量增速依旧维持中高速增长。22Q1 韵达完成 43.1 亿件 (+19.6%)，圆通 37.1 亿件 (+18.1%)，中通 52.3 亿件 (+16.8%)。

图表 14: 2010-2022M1~M6 快递业务量 (亿件)



数据来源: 国家邮政局, 华福证券研究所

图表 15: 2022Q1 主要电商件快递公司件量 (亿件)、增速及市占率情况



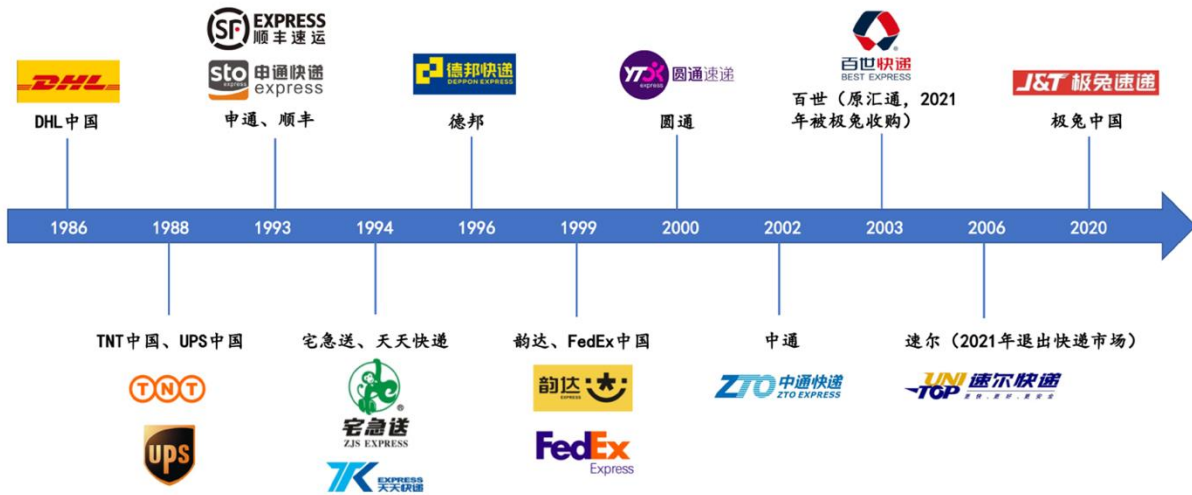
数据来源: 国家邮政局, 华福证券研究所

2.2 供给端存量竞争，策略转向优质件

快递行业竞争格局演进是伴随需求端演变而发展的。上文提到，快递行业需求经过了繁荣初期，高速发展期以及中高速发展期三个阶段，在这三个阶段中，快递行业竞争格局也展现了不同特征。

阶段一：1992-2002 年，民营快递爆发期。上文提到，该阶段正处在快递需求繁荣的初期，在东部沿海地区经济快速发展以及贸易发展繁荣的带动下，商务及个人寄递需求爆发，伴随而来国际快递巨头进入中国市场，与此同时，国内不断有新的民营快递企业成立。1986 年 DHL 进入中国市场；1993 年，顺丰和申通快递相继成立；1994 年宅急送和天天快递成立；1996 年，德邦快递成立；1999 年 FedEx 进入中国市场，韵达快递和圆通速递先后于 1999 年及 2000 年成立，2002 年中通快递成立。

图表 16: 快递行业变迁



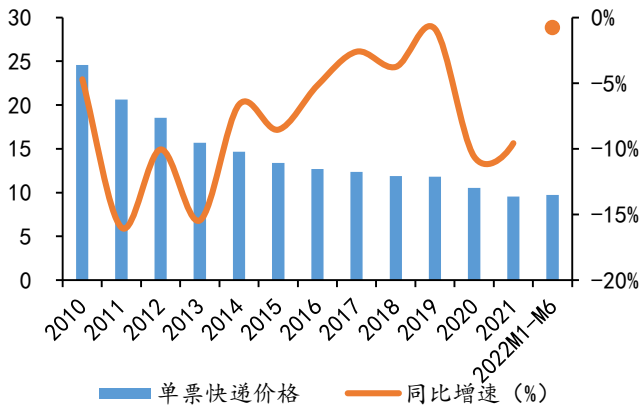
数据来源：公司公告，华福证券研究所

阶段二：2003-2016 年，新《邮政法》实施，行业规范化管理下，乘电商发展之势，民营快递高速发展，相继筹备上市。2003 年到 2016 年间，2003 年淘宝网成立，2009 年淘宝举行了第一次双十一大促活动，电商的繁荣发展带动了民营快递企业的高速发展，与此同时，2009 年新《邮政法》颁布实施，民营快递摘去“黑快递”帽子，行业进入更加规范化的发展阶段。从供求关系看，这段时间行业竞争整体上是需求多过供给，行业日益增长的快递需求和快递行业产能不足的矛盾亟待解决，民营快递相继上市融资扩张成为热潮。2016 年，圆通、申通、中通和韵达相继完成上市，快递行业逐步进入资本加持下的群雄逐鹿阶段。

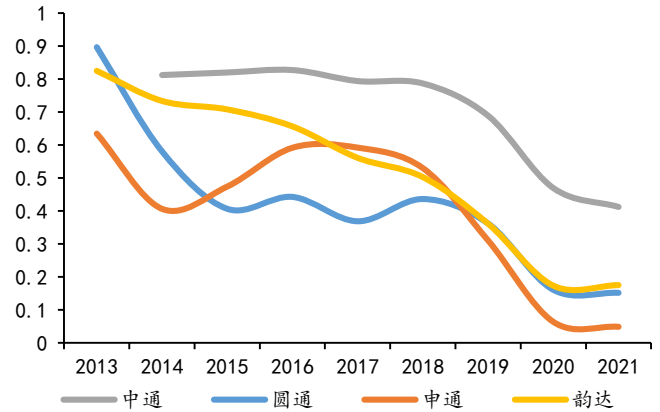
阶段三：2017 年至今，行业需求端增速中枢下移，资本加持下供给端产能过盛，主要公司采取价格竞争手段。2019 年 11 月，价格战打响，2019 年快递行业 ASP 11.90，同比-0.9%；2020 年快递 ASP 为 10.55 元/票，同比-10.6%；2021 年快递 ASP 为 9.54 元/票，同比-9.6%。激烈价格战中，不具备高规模效应，能持续进行产能投入的企业日渐式微，行业激烈内卷下，行业内以整合的方式出清的事件频发，2021 年极兔收购百世的快递业务，2022 年京东物流收购德邦。

图表 17：快递行业 ASP 情况（元/票）

图表 18：主要上市加盟制快递的单票毛利（元/票）



数据来源：国家邮政局，华福证券研究所

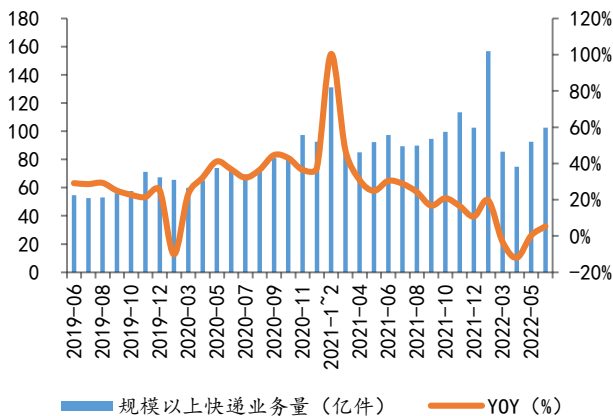


数据来源：公司官网，华福证券研究所

2.3 需求中速增长叠加供给端价格战缓和，行业盈利修复持续

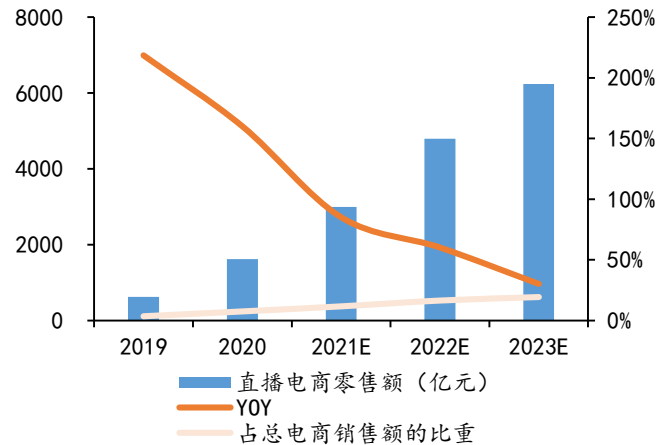
快递业务量增速中枢下移，2021 年全年完成快递件量 1083.0 亿件，同比 +29.9%，较 2020 年同比值下降 1.3pp；2022H1 完成快递件量 512.2 亿件，同比增长 3.7%。

图表 19：规模以上快递业务量（亿件）及 YOY



数据来源：国家邮政局，华福证券研究所

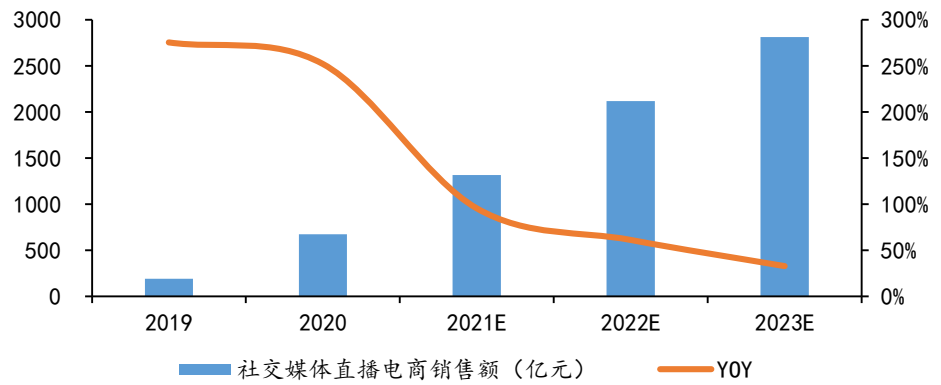
图表 20：中国直播电商零售额



数据来源：eMarketer，华福证券研究所

尽管行业增长中枢下移，中长期看，行业整体将受益于分品类线上化拓展、区位下沉、新型电商刺激以及新消费兴起带来的网购渗透率不断提升，未来网购渗透率提升依旧可期，全行业或仍将维持中高速增长。

图表 21: 中国社交媒体直播电商销售额 (亿元)



数据来源: eMarketer, 华福证券研究所

我们认为: 快递行业 2030 年整体或将达到 2520.2 亿件, 其中国内件量或将达到 2457.7 亿件, 国际件 62.5 亿件。

关键假设:

- 1) 2021-2030 年社零 CAGR 为 4%;
- 2) 社零中不可电商化部分占比会伴随有效渗透率提升先减少后稳定;
- 3) 2030 年网购渗透率达 44.4%;
- 4) 客单价 146-150 元;
- 5) 2030 年, 网购产生的快递件占比 80%, 余下为其他件和国际件。

图表 22: 行业件量预测

	2020	2021	...	2030E
社会消费品零售总额 (百亿元)	3919.8	4,408.2	...	6462.1
YOY (%)	-4.8%	12.5%	...	3%
不可电商化占比	20.1%	20.6%	...	10%
剔除后社零总额 (百亿元)	3130.4	3501.4	...	5815.9
YOY (%)	-3.8%	11.9%	...	3.0%
实物商品网上零售额 (百亿元)	975.9	1,080.4	...	2870.5
YOY (%)	14.5%	10.7%	...	6.7%
网购渗透率	24.9%	24.5%	...	44.4%
客单价 (元)	157.5	155.0	...	146
总件量 (亿件)	833.6	1,082.96	...	2520.2

数据来源: 国家邮政局, 国家统计局, 华福证券研究所

上文提及, 在行业产能过剩影响下, 2019 年年底起不断出现开始恶性价格竞争严重损害了行业参与者的利益。2021 年 4 月起, 国家邮政局及地方邮管局相继出台政策及法规对行业恶性价格竞争进行遏制。在政策框架下, 行业价格战持续缓和, 竞争策略逐步走向优质件策略。

2022年1月，国家邮政局征求意见稿发布，首次明确禁止低于成本价竞争。这一监管变化对于缓解快递业价格战因徒困境释放了积极信号，完善政策细节，推动行业高质量发展，规定快递企业“不得未经用户同意擅自投递”，行业内的政策底逐渐清晰。

《快递企业末端派费核算指引》出台后，通过量化指引保障快递员及网点权益，进一步降低价格战发生可能性，引导行业良性竞争。

2022年3月，《浙江省快递业促进条例》正式实施，明确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。

图表 23：价格战管控政策

时间	发布单位	会议、文件名称	具体政策
2021.3	义乌邮政管理局	《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。件量增速原则上对各网点量收考核上下浮动在10%以内；价格端单件重量在500克以下（含）的快件，各项费用扣除后每件派费不得低于0.8元。
2021.4.9	义乌邮政管理局		开始整治百世快递及极兔速递的“低价倾销行为”，主要措施为停运部分分拨中心。
2021.4.22	浙江省邮管局	《浙江省快递业促进条例（草案）》	要求无正当理由不得低于成本价格提供快递服务；电子商务平台经营者不得利用技术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等。
2021.4.23	北京邮政管理局	《全市快递市场秩序整顿专项行动实施方案》	自2021年4月下旬至10月底，在全市范围内围绕违反快递市场准入与备案管理规定，违反快递服务标准，侵害用户个人信息安全、快递企业“刷单”等六个方面重点开展治理整顿。
2021.6.4	湖南省邮政管理局		就进一步规范快递市场秩序、整顿无序低价竞争等问题进行了部署。
2021.6	宁波市邮政管理局		组织约谈了中通、圆通、百世、申通、韵达宁波地区负责人，要求立即停止乱下指标、乱降派费、乱罚款、低价竞争等影响行业健康发展的乱象，下达的指标数不得高于30%增长数，各品牌要统一派费标准，义乌、广东件的派费不得低于1元并不得低于二年前的派费标准。
2021.7.2	国家市场监督管理总局	《价格违法行为行政处罚规定（修订征求意见稿）》	经营者违反价格法相关规定，为排挤竞争对手或者独占市场，低价倾销，扰乱经营秩序的，责令改正，没收违法所得，可并处违法新得5倍以下罚款。
2021.7.15	江苏省邮政管理局	快递市场秩序整治暨快递服务质量提升联席会	要统一思想，充分认识规范快递市场秩序的重要意义；要严格自律，自觉抵制低价竞争、跨区揽件等不正当竞争行为；要优化服务流程，提高科技应用水平，着力保障基层快递员权益。对快递企业省区总部提出三点要求：一要努力推动快递价格回归理性，加大对末端网点的投入力度，切实改变“低价格、低成本、低质量”的发展态势；二要夯实企业主体责任，抓紧整治跨区经营揽件等不正当竞争行为，全面规范安全与服务行为，促进行业规范发展；三要切实提高政治站位，全力保障快递员合法权益，积极推动“快递进村”，不断满足人民日益增长的美好用邮需求。
2021.7.15	交通部等七部门	《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》	形成合理收益分配机制。制定《快递末端派费核算指引》，督促企业保持合理末端派费水平，保证末端投递基本支出，保障快递员基本劳动所得。引导电商平台和快递企业加强系统对接，满足差异化服务需求，保障用户自主选择权。依法服务和

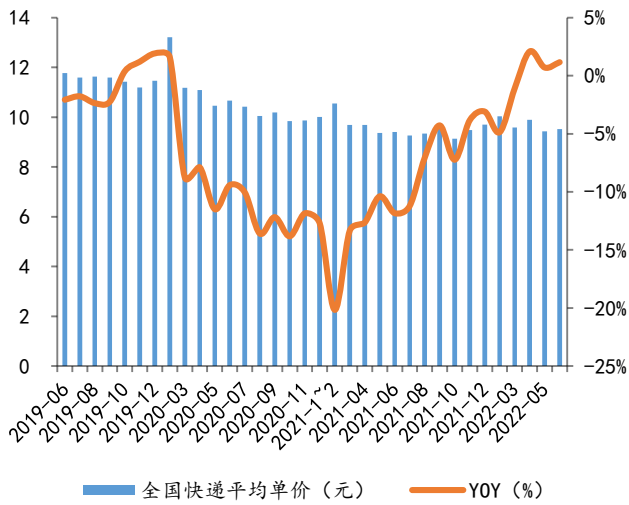
			保障快递领域投资行为。加强监督检查，依法查处不正当价格竞争，规范对寄自特定区域的快件实施非正常派费结算等可能损害快递员权益的行为。（国家发展改革委、商务部、市场监管总局、国家邮政局和各地方人民政府按职责分工负责）。
2021.7.22	浙江省邮政管理局、省市场监管局	联合印发《关于规范快递服务治理价格违规行为的通告》（浙邮管〔2021〕92号）	组织全省开展市场秩序整顿行动，召开4次区域协调会，义乌在全省率先推出六条底线措施，市场秩序得到进一步规范。同时，妥善处置各类突发事件，针对行业消费争议，与省消保委多次对接协调，召开省内主要快递企业集中约谈，明确要求各企业全面提升快递服务质量，保护消费者合法权益。
2021.8.17	宁波市邮政管理局	专题布置会	会上要求各品牌企业一是要切实履行企业安全主体责任，提高思想认识，严格执行寄递安全“三项制度”，确保将各类禁寄物品堵截在寄递渠道之外；二是制定合理的考核制度，着力改善提升市场环境，着力维护公平竞争秩序，着力保障用户合法权益，三是根据会议工作要求针对末端派费、考核指标、乱处罚等安全隐患措施签订自律承诺书。
2021.9.29	浙江省邮政管理局	《浙江省快递业促进条例》	经浙江省第十三届人民代表大会常务委员会第三十一次会议通过，现予公布，自2022年3月1日起施行。
2021.12.3	国家邮政局	快递企业电话座谈会	要旗帜鲜明反对“内卷”，防范不正当竞争，反对损害行业利益、损害员工利益的行为。要旗帜鲜明维护市场秩序，严肃查处违规行为，不断净化健康有序的发展环境。
2021.12.29	中国快递协会	《快递企业末端派费核算指引》	《指引》提出快递员派费应为“当地最低工资标准*倍数/（日派件数*26天）”，倍数一般为2-3倍，在此基础上确定总部对网点的单票派费，保障网点覆盖支出之外仍有利润。
2021.12	浙江省邮政管理局等7部门	联合印发《关于做好快递员群体合法权益保障工作的实施方案》	一是落实快递企业主体责任，规范企业加盟管理，遏制“以罚代管”。二是维护快递市场秩序，查处不正当价格竞争行为。
2022.1.6	国家邮政局	邮政快递业明确高质量发展高效能治理路径	要发力“三治”，旗帜鲜明反对“内卷”，旗帜鲜明反对损害行业权益、员工合法权益和消费者合法权益的行为，旗帜鲜明维护市场秩序，集中治理恶性低价竞争、超范围经营和空包。
2022.1.7	国家邮政局	《快递市场管理办法（修订草案）》（征求意见稿）	首次规定快递企业不得无正当理由以低于成本价格提供快递服务；明确经营快递业务的企业及其从业人员不得与他人互相串通操纵市场价格等。
2022.3.1	浙江省邮政管理局	浙江局省内调研快递市场监管工作	表示将以国家局“三治”要求为工作总基调，旗帜鲜明反对内卷，反对损害行业权益、员工合法权益及消费者合法权益的行为，坚决维护市场秩序，聚焦并一如既往支持义乌作为全省重点区域开展行业秩序规范治理。
2022.3.16	国家邮政局	义乌寄递企业座谈会	义乌是全国快递市场的“晴雨表”“风向标”，维护好义乌快递市场的公平竞争环境，对进一步促进行业高质量发展、维护从业人员合法权益，提升治理效能具有重要意义。国家邮政局对于维护快递市场公平健康秩序、维护快递员群体合法权益、保障末端网点稳定运行的决心是坚定的。全系统全行业要持续巩固规范成果， 切实向高质量、提质效、反内卷的目标迈进。
2022.4.10	中华人民共和国中央人民政府	《中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》	推进市场监管公平统一、进一步规范不当市场竞争和市场干预行为。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。

数据来源：国家邮政局、中国快递协会、浙江省邮政管理局等各地邮政局，华福证券研究所

从行业 ASP 看，在恶性价格竞争缓和的背景下，2022 年 6 月，行业月度 ASP 为 9.52 元/票，同比+1.2%。

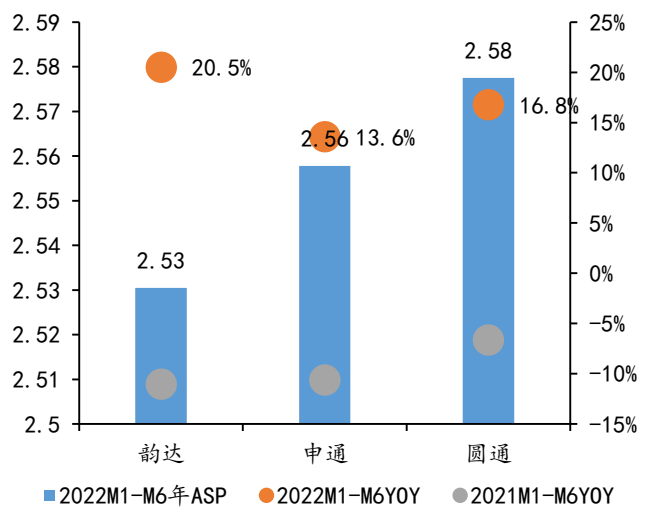
从主要上市快递情况看，韵达、圆通、申通四家加盟制快递公司 22M1~M6 的 ASP 均实现增长，韵达 22M1~M6 的 ASP 为 2.53 元/票，同比+20.5%，圆通为 2.58 元/票，同比+16.8%，申通为 2.56 元/票，同比+13.6%。

图表 24: 行业价格战缓和



数据来源: 国家邮政局, 华福证券研究所

图表 25: 主要快递公司 ASP 降幅缩小

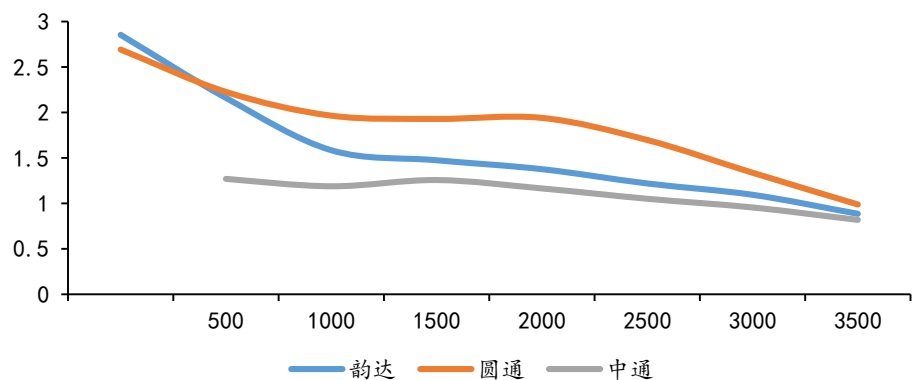


数据来源: eMarketer, 华福证券研究所

快递行业是极具规模效应的行业, 规模效应来源于经营杠杆和管理能力。快递公司的成本构成中有很大一部分是由转运中心使用形成的固定成本; 头部企业分拣中心成本占 30%左右; 高固定成本带来较高的经营杠杆; 管理能力下的成本降低体现在公司对其件量结构的把控上, 精细化的件量配比能提高车辆的装载率, 进而降低成本。

从各快递日均单量对应的单票快递业务成本可以看到, 业务规模提高带来单票成本下降明显。

图表 26: 规模效应下单票成本持续下降



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所; 横轴单票成本 (元/票), 纵轴为日均件量 (万件)

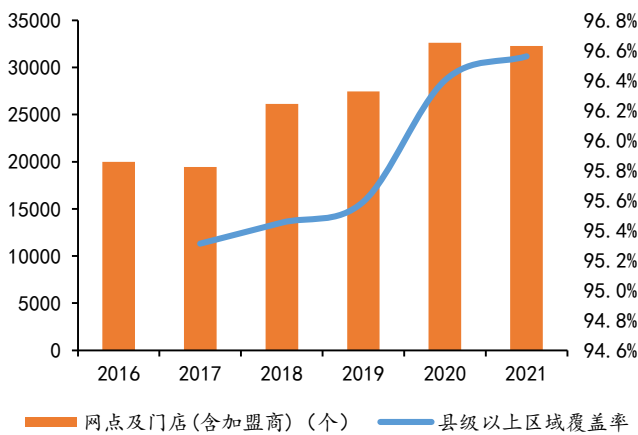
我们认为, 尽管宏观经济承压叠加疫情反复影响, 但上游网购渗透率提升仍然存在提升空间, 在行业需求保持中高速增长的情况下, 行业价格战缓和带来快递行业的盈利修复仍将持续, 叠加强规模效应下单票成本的下降, 未来快递行业盈利修复将更加明显。

三、 产能扎实、科技赋能，经营低点已过

3.1 深耕快递业务，构筑运能优势

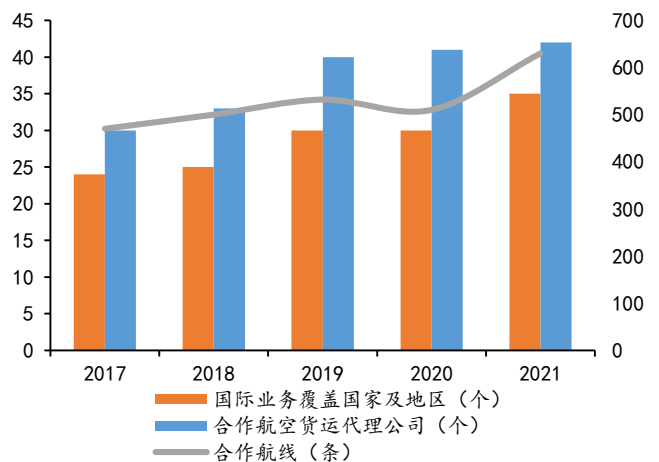
快递业务发展迅速，业务覆盖范围逐年提高。2021年韵达网点及门店（含加盟商）达到32274个，加盟商3893个，新增乡镇网点2571个；地级以上城市覆盖率100%，县级以上区域覆盖率96.6%，乡镇服务网络覆盖率97.9%；国际业务覆盖国家及地区35个，合作航空货代公司42个，合作航线超630条。

图表 27: 2016-2021 年网点及门店（含加盟商）数量（个）、县级以上区域覆盖率



数据来源：公司公告，华福证券研究所

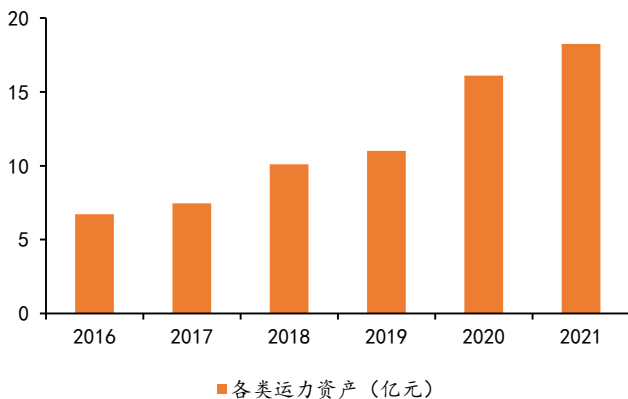
图表 28: 2017-2021 年国际业务覆盖国家及地区（个）、合作航空货代公司数量（个）、合作航线（条）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

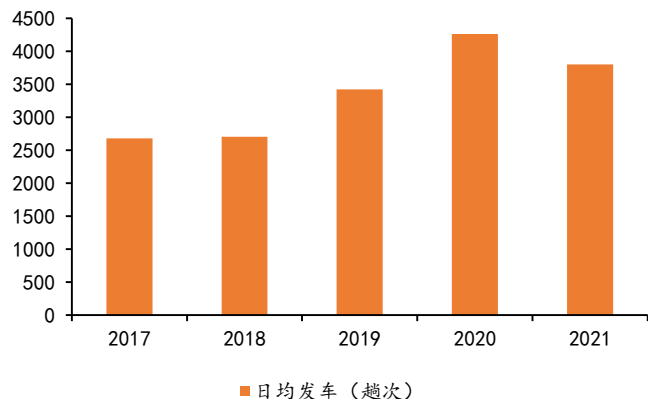
完善自有运力，拉直运输提升时效。公司各类运力资产由2016年的6.7亿元增长到2021年的18.3亿元，日均发车达到3800趟次。除此之外，公司持续提升拉直运输比例，2021年票件拉直率88.0%，800公里以内票件拉直率95.8%，帮助超过1750个网点提升时效。

图表 29: 2016-2021 年各类运力资产（亿元）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 30: 2017-2021 年日均发车（趟次）



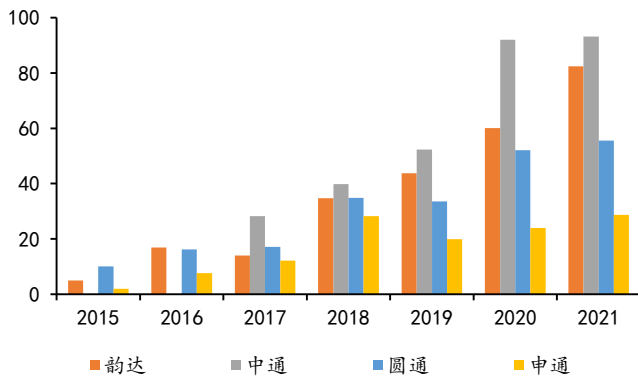
数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.2 建设弹性服务网络，资本投入巩固地位

转运中心 100%自营。韵达是 A 股首家实现枢纽转运中心 100% 自营的加盟制快递公司，自营枢纽转运中心从 2016 年的 55 个增长到 2021 年的 76 个。公司对转运中心的绝对控制有利于保障服务品质和全程时效，赋能公司形成了独具特色的、类直营化的弹性服务网络优势。

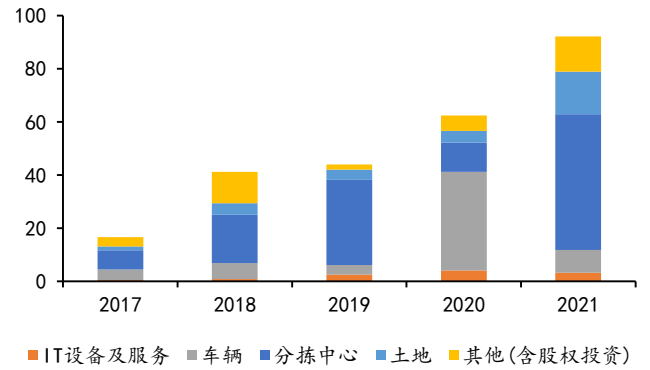
资本持续投入巩固转运中心自营优势。公司资本开支由 2015 年的 4.9 亿元迅速增长到 2021 年的 82.5 亿元，仅次于中通，且差距逐渐缩小。除此之外，2021 年投资重点转而偏向分拣中心及土地。2021 年分拣中心投资 51.1 亿元，同比增长 365.0%，占总投资比 55.4%；土地投资 16.0 亿元，同比增长 261.5%，占总投资比 17.4%。

图表 31：2015-2021 年三通一达资本开支（亿元）



数据来源：公司年报，华福证券研究所

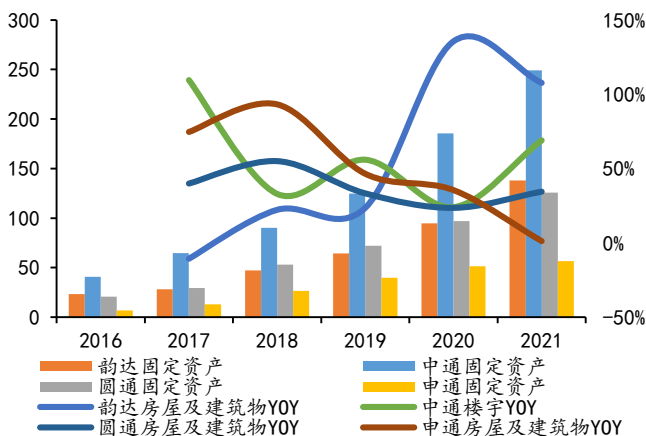
图表 32：2017-2021 年公司投资情况（亿元）



数据来源：公司年报，华福证券研究所

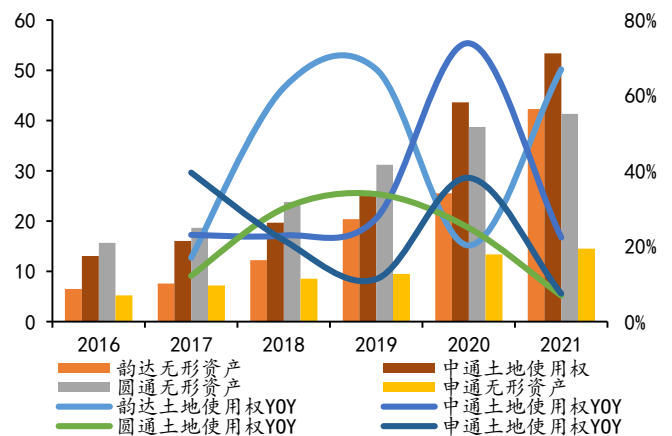
公司固定资产及无形资产在三通一达中仅次于中通。2021 年房屋及建筑物同比增长 107.7%，土地使用权资产同比增长 66.9%，均在行业中遥遥领先。

图表 33：2016-2021 年三通一达固定资产（亿元）、房屋及建筑物 YOY



数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 34：2016-2021 年三通一达无形资产（亿元）、土地使用权 YOY

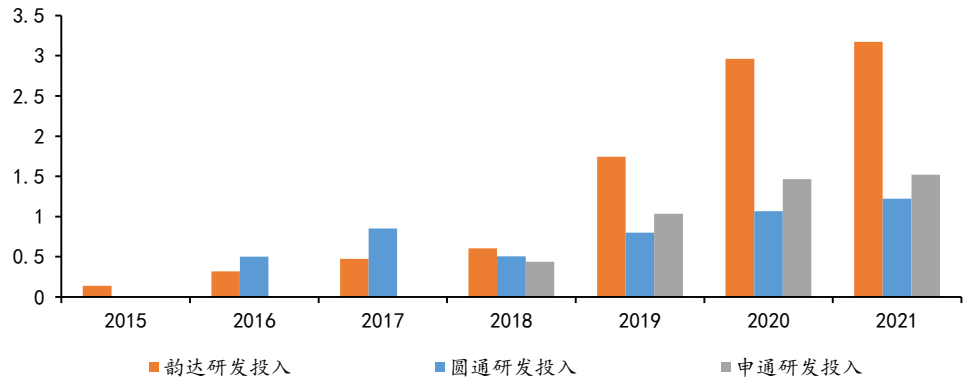


数据来源：公司年报，华福证券研究所

3.3 科技赋能，“将公司装进计算机”

加大研发投入，持续进行数字化改造。2015-2021年，公司研发投入由0.1亿元增加到3.2亿元，远高于圆通与申通。近年来，公司全面升级数字化体系，建设效果显著。2021年，公司转运中心自动化设备处理能力提升13.2%，综合操作效率提升35.2%；在途延误率同比下降2.1%；自动化设备资产值达到61.7亿元，占固定资产比例44.7%，末端派送时效提高1.6小时等。

图表 35：2015-2021 年可比公司研发投入（亿元）



数据来源：公司年报，华福证券研究所

2015 年至今，公司先后研发全自动分拣系统、半自动化设备、单层全自动设备、双层全自动设备、四层交叉带自动分拣线等，分拣、运输效率提升明显。

图表 36：2015-2021 年数字化改造投入及效果

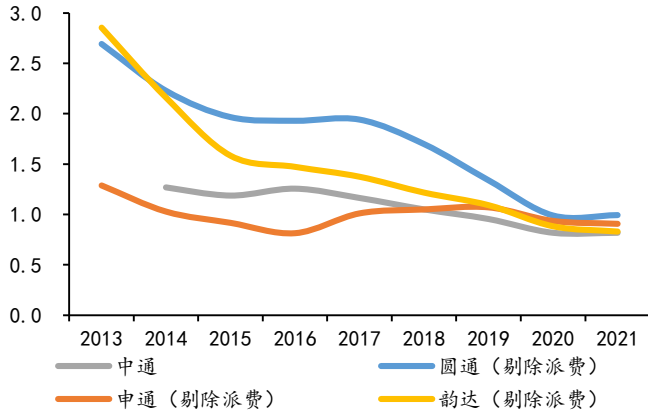
年份	投入	效果
2015-2019	全自动分拣系统	通过自主计算出分拣信息，系统对分拣数据进行处理后，推送至智能分拣系统；智能分拣系统根据前置数据分拣快件，将快件准确、高效地输送至对应的分拣区域。
	半自动化设备	高速矩阵的分拣效率升级后提升 37%；单层自动交叉带在分拣、中转、运输过程，全程仅需扫码一次、过程不落地，分拣效率高达 20000 件/h，分拣差错率 1/10000 以下，同等货量下可大大节省分拣人力。
	单层全自动设备	
	双层全自动设备	
2019	四层交叉带自动分拣线	分拣效率再次得到提升。
2020	新增交叉带投入，新建/改造矩阵	设备处理能力由 2019 年的 1200 多万件/小时提升到 2020 年 1600 多万件/小时，同比提升了 30%以上。
2021	持续加大在自动化设备布局和研发的投入	保持分拣能力全球领先地位，业务产能提升 13.2%，分拣效率提升 35.2%；RFID 识别效率提升 66.7%；无人化设备投入节约人员 54.3%；依靠设备的优势，为高价值的客户，提供定制化的服务和解决方案，满足客户更高的时效和服务要求。
	帮助网点共同铺设了 70 余套的自动分拣线	提高了末端的分拣效率，末端派送时效提高 1.62 小时。
	根据特殊货品需要，对分拣设备进行柔性化改造 9000 余处	降低破损

数据来源：公司年报，华福证券研究所

转运中心自营、资本投入和科技赋能提升了公司运营效率，快递件量迅速增长，单票快递成本降低。公司单票快递成本剔除派费后由 2013 年的 2.86 元降低到 2021 年的 0.83 元，仅次于中通，与中通差距进一步缩小。2021 年单票快递毛利为 0.18

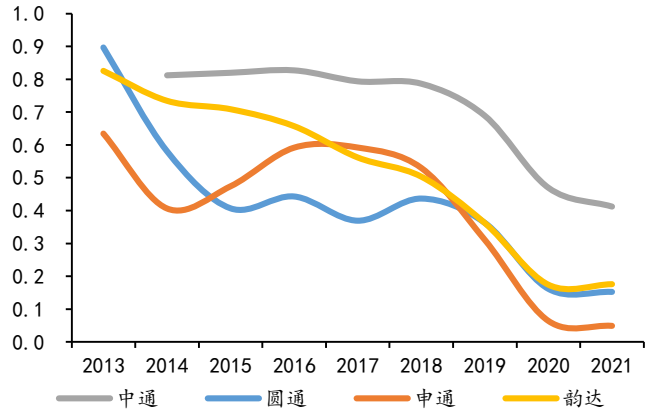
元，较 2020 年有所上升，维持行业第二的水平，公司发展前景可期。

图表 37: 2013-2021 年三通一达单票快递成本 (剔除派费) (元/票)



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

图表 38: 2013-2021 三通一达单票快递毛利 (元/票)



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

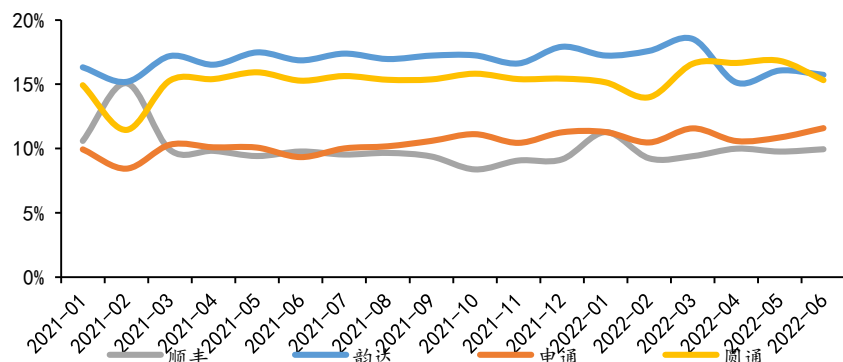
3.4 上半年经营低点已过

经营方面，公司自 2021 年下半年开始，对网络及渠道进行了扁平化调整，增加了总部对于大客户（如中免、抖音）的营销力度，带来了阶段性的组织架构调整及营销费用的增加。我们认为此举将提升韵达长期经营的稳定性且增加大客户粘性。

疫情方面，今年 Q2 公司在山西、北京等地网点出行聚集性疫情，冲击了网点经营及件量获取，我们认为在全国疫情逐步受控及快递业在疫情常态下运行经营的积累，疫情对公司冲击有望逐步消退。

从经营周期和疫情周期的角度，我们认为公司低点已过，下半年将实现件量增速/期间费用的修复，单票利润有望回归行业均值约 0.15 元/件水平。从边际数据看，韵达的经营情况逐渐向好，2022 年 6 月韵达市占率重回行业第二，达到 15.7%。

图表 39: 2021M1-2022M6 主要上市快递市占率情况



数据来源: 公司公告, 国家邮政局, 华福证券研究所

四、 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

关键假设：

1) 快递行业件量稳步增长，2022-2024 年 CAGR 为 9.9%；韵达的快递业务市占率稳步提升，2022-2024 年分别为：17%、17%、18%、对应件量分别为 194、223、254 亿件；受益于行业价格战缓和，我们预计 2022 年价格提升幅度较大，后期趋缓，韵达 2022-2024 年 ASP 增速分别为：10.6%、0.2%、0.2%；2022 年受油价上涨和疫情影响，单票快递业务成本短期内承压，预计 2022-2024 年单票快递业务成本增速分别为：+6.9%、-0.4%、-0.5%。

2) 韵达除快递以外的业务包含物料销售及其他，我们预计 2022-2024 年这部分业务收入增速分别为：3%、4%、5%。

3) 2022-2024 年除快递以外其他业务的毛利率：5%、3%、2%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

图表 40：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
快递业务	收入	39432	45871	52857	60377
	增速	25%	16%	15%	14%
	毛利率	8%	11%	12%	12%
其他业务	收入	2297	2366	2461	2584
	增速	25%	3%	4%	5%
	毛利率	24%	5%	3%	2%
合计	收入	41729	48237	55317	62961
	增速	25%	16%	15%	14%
	毛利率	9%	11%	11%	12%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.2 相对估值

我们认为公司适用 PE 相对估值。

我们认为在电商网购需求端中速增长、行业价格战缓背景下，快递业将步入利润修复的上行区间。作为行业件量 Top2、专注快递主业、固定资产投入领先的行业龙头，韵达在度过经营低谷后利润将迎来显著修复，预计韵达 2022-2024 年净利润分别为 25、34 和 40 亿元。可比快递公司 2023 年平均估值为 19.4 倍，我们给予公司 2023 年 20 倍 PE，即 2023 年合理市值 672 亿人民币，对应目标价为 23.14 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 41：可比公司估值（收盘价 20220729）

证券代码	可比公司	股价（元）	归母净利润（百万元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600233	圆通速递	19.32	2103	3574	4273	4866	32.5	19.1	16.0	14.1
2057.HK	中通快递	201.40	4755	5475	7024	8710	29.8	25.8	20.1	16.2
002468	申通快递	11.96	-909	581	880	1202	-21.3	33.3	22.0	16.1
平均值							13.8	26.1	19.4	15.5
002120	韵达股份	18.08	1477	2485	3359	4043	35.5	21.1	15.6	13.0

数据来源：Wind，华福证券研究所；注：中通快递货币单位为港币，其余均为人民币

五、 风险提示

1) 快递件量增长大幅放缓。快递件量对公司收入产生直接影响，快递件量增长大幅放缓将直接影响公司收入，当上游消费大幅下降，网购渗透率大幅下跌可能导致快递件量增长大幅放缓。

2) 市场竞争风险。加盟制快递终端竞争同质化，行业内公司采用恶性价格竞争策略会影响公司主营业务的业绩。

3) 疫情及油价对公司经营产生的超预期影响。大宗上涨背景下，油价大幅上涨增加了公司的干线运输成本；2022年初的各地局部疫情爆发阻断物流，影响公司的件量增长。未来疫情发展或油价上涨超预期，对公司经营从收入和成本两方面产生影响，影响公司利润。

4) 人工成本上升风险。快递行业末端为劳动力密集型，若末端快递小哥工资大幅上升，将对公司成本造成冲击，从而影响公司利润。

5) 转债发行摊薄风险。公司拟发行可转债，未来行权或将摊薄公司 EPS。

附表：财务预测与估值

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,174	4,709	4,834	5,993	营业收入	41,729	48,237	55,317	62,961
应收票据及账款	1,507	1,356	1,112	1,077	营业成本	37,951	42,943	48,990	55,364
预付账款	284	322	367	415	税金及附加	107	116	116	142
存货	181	205	233	264	销售费用	317	399	398	471
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,467	1,784	1,660	1,889
其他流动资产	6,535	6,984	7,478	8,012	研发费用	267	302	346	394
流动资产合计	11,680	13,575	14,024	15,760	财务费用	214	90	62	93
长期股权投资	819	819	819	819	信用减值损失	-27	-79	-86	-64
固定资产	13,816	14,966	17,132	19,135	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	2,492	3,081	3,783	4,297	公允价值变动收益	-95	-28	-54	-59
无形资产	4,227	4,874	5,528	6,306	投资收益	124	187	180	164
商誉	0	0	0	0	其他收益	463	463	463	463
其他非流动资产	2,990	3,061	3,118	3,163	营业利润	1,927	3,201	4,304	5,168
非流动资产合计	24,345	26,801	30,380	33,719	营业外收入	15	14	15	14
资产合计	36,025	40,375	44,404	49,480	营业外支出	77	77	77	77
短期借款	2,028	255	1,354	1,010	利润总额	1,865	3,138	4,242	5,105
应付票据及账款	5,380	8,083	7,821	8,762	所得税	369	620	839	1,009
预收款项	182	1,356	1,038	864	净利润	1,496	2,518	3,403	4,096
合同负债	1,451	1,086	1,557	2,216	少数股东损益	19	33	44	53
其他应付款	1,047	1,047	1,047	1,047	归属母公司净利润	1,477	2,485	3,359	4,043
其他流动负债	1,766	1,909	1,994	2,147	EPS (按最新股本摊薄)	0.51	0.86	1.16	1.39
流动负债合计	11,853	13,737	14,812	16,045					
长期借款	142	283	425	566					
应付债券	7,231	7,231	7,231	7,231					
其他非流动负债	912	912	912	912					
非流动负债合计	8,285	8,427	8,568	8,710					
负债合计	20,138	22,163	23,381	24,755					
归属母公司所有者权益	15,790	18,083	20,850	24,498					
少数股东权益	96	129	173	226					
所有者权益合计	15,887	18,212	21,023	24,725					
负债和股东权益	36,025	40,375	44,404	49,480					

现金流量表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,989	8,184	5,724	8,216
现金收益	3,626	5,093	6,198	7,318
存货影响	-51	-24	-29	-30
经营性应收影响	-1,013	114	198	-13
经营性应付影响	1,223	3,877	-580	767
其他影响	-796	-876	-64	174
投资活动现金流	-5,857	-4,777	-6,186	-6,365
资本支出	-8,499	-4,871	-6,255	-6,424
股权投资	-727	0	0	0
其他长期资产变化	3,369	94	69	59
融资活动现金流	2,290	-1,872	587	-691
借款增加	2,945	-1,631	1,241	-203
股利及利息支付	-429	-803	-598	-546
股东融资	74	0	0	0
其他影响	-300	562	-56	58

财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	24.6%	15.6%	14.7%	13.8%
EBIT 增长率	15.7%	55.3%	33.3%	20.8%
归母公司净利润增长率	5.1%	68.3%	35.2%	20.4%
获利能力				
毛利率	9.1%	11.0%	11.4%	12.1%
净利率	3.6%	5.2%	6.2%	6.5%
ROE	9.3%	13.6%	16.0%	16.4%
ROIC	11.0%	16.4%	18.1%	19.0%
偿债能力				
资产负债率	55.9%	54.9%	52.7%	50.0%
流动比率	1.0	1.0	0.9	1.0
速动比率	1.0	1.0	0.9	1.0
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.3
应收账款周转天数	9	11	8	6
存货周转天数	1	2	2	2
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	0.86	1.16	1.39
每股经营现金流	1.03	2.82	1.97	2.83
每股净资产	5.44	6.23	7.18	8.44
估值比率				
P/E	37	21	16	13
P/B	3	3	3	2

数据来源: Wind, 华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn