



Research and  
Development Center

# 国内电商快递龙头之一，经营及件量拐点有望延续

—韵达股份(002120)公司深度报告

2024年05月23日

左前明 能源行业首席分析师  
执业编号 S1500518070001  
联系电话 010-83326712  
邮箱 zuoqianming@cindasc.com

证券研究报告

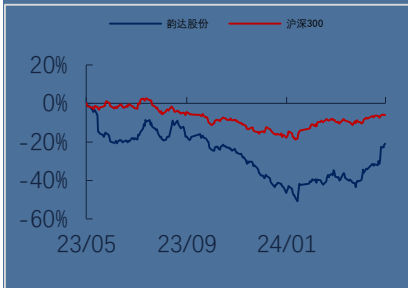
公司研究

公司深度报告

韵达股份(002120)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	9.44
52周内股价波动区间(元)	11.80-5.87
最近一月涨跌幅(%)	32.03
总股本(亿股)	28.99
流通A股比例(%)	97.10
总市值(亿元)	273.68

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

# 国内电商快递龙头之一，经营及件量拐点有望延续

2024年05月23日

**本期内容提要：**

## ◆公司是相对中立的国内电商快递龙头

公司创建于1999年，晚于顺丰及申通，自2007年正式开启与淘宝的合作，并陆续在全国各地成立转运中心，将网络拓展至全国。目前，韵达股份是A股首家枢纽转运中心100%自营的加盟制快递公司，所有枢纽转运中心均由总部设立、投资、运营、管理，且率先把握设备自动化升级大潮，实现对核心资源与干线网络的控制力。公司的业务高度聚焦国内电商快递，2023年快递业务营收和毛利分别占比96.2%、85.8%。从股权结构看，阿里系仅持股2%，公司是相对中立的电商快递企业。

## ◆行业竞争秩序整体仍将稳定，为稳健发展创造良好条件

基于对政策、龙头意向及产能情况、新进入者三因素的综合研判，我们分析，从相对2023年的边际变化角度，未来行业价格竞争或将缓和。

**1) 政策监管方面**，工作重点是提升快递行业的发展质量，新《快递市场管理办法》自24年3月起正式实施，为快递市场建立明确的制度预期。此外叠加快递行业劳动密集型的特性，我们分析监管的“托底”或具备持续性，2023年监管价格竞争秩序的手段相对灵活，主要是在局部时间、局部区域定点消除“跑冒滴漏”现象，我们预计2024年从边际的角度，价格仍有望维持稳定。

**2) 龙头意向方面**，展望未来1-2年的时间维度，考虑行业规模增速中枢边际上的放缓以及头部电商快递公司的表态及经营举措，我们认为龙头或会对份额及盈利的增长目标有所兼顾。

**3) 新进入者方面**，我们分析极兔或将更加重视国内业务的发展质量，此外在行业高质量发展成为重点的大背景下，其余潜在新进入者通过过去的“低价-份额扩张-融资-低价”传统路径实现规模增长的逻辑链路已经不被允许，未来或难有契机再度发起恶性竞争。

## ◆经营拐点：有望受益于公司治理改善及网络凝聚力提升

**1) 总部公司治理层面**，一方面2023年度股权激励计划落地，主要绩效考核目标较严格，涉及归母净利润绝对额或快递业务量超额增速；另一方面高管架构稳步完善，形成“董事长、总裁+联席董事长、副总裁+董事、执行总裁”的架构，职业经理人制度建设稳步推进。

**2) 加盟商网络管理方面**，公司自2023年防疫政策优化后以来，坚持“全网一体、共建共享”的发展理念、改革定价策略及考核指标、优化快递包裹结构、强化加盟商组织建设、推进数智化建设、推动网格仓建设运营，持续聚拢网络信心。

## ◆件量拐点：向市场、经营、质量要效益

公司自2016年起发力布局自动化设备的升级和替代，在2017年和2018年分别实现对申通和圆通的份额赶超，进入2022年，新冠疫情冲击了快递行业的履约能力，公司的业务能力受到比较大的影响，此外叠加严查虚假包裹“挤水分”及主动控制低价件规模的影响，全年件量份额有所下降。2023年防疫政策优化后，公司进入疫情后的全国网络修复期，在深化改革优化加盟商利

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

益协同机制的同时坚持有质量的包裹增长和边际效应提升，和行业的件量增速差从 23 年 3 月的 31.2 个百分点收窄至 11 月的 1.5 个百分点，并于 12 月回归高于行业的增速（高出行业 2.4 个百分点），24 年前 4 月超额增速扩大至 5.4 个百分点。展望未来，公司有望充分利用网络持续改善的经营惯性，在做有质量、有价值、有利润的优质包裹的同时，合理兼顾产能利用率和边际效应。

#### ◆盈利预测及估值评级

暂不考虑对德邦股份 6.52% 战投参股项目到期的影响，考虑到件量增势的回升、价格策略的稳定以及降本增效的能力，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 22.85 亿元、28.42 亿元、33.85 亿元，对应市盈率分别 12 倍、10 倍、8 倍。我们认为估值或已调整到位，重视经营改善机会带来的向上弹性，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**实物商品网购需求不及预期；电商快递价格竞争恶化；末端加盟商稳定性下降。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	47,434	44,983	52,667	59,533	66,465
增长率 YoY %	13.7%	-5.2%	17.1%	13.0%	11.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,483	1,625	2,285	2,842	3,385
增长率 YoY%	1.6%	9.6%	40.6%	24.4%	19.1%
毛利率%	9.1%	9.6%	10.2%	10.7%	11.0%
净资产收益率ROE%	8.7%	8.5%	10.6%	11.7%	12.2%
EPS(摊薄)(元)	0.51	0.56	0.79	0.98	1.17
市盈率 P/E(倍)	18.45	16.84	11.98	9.63	8.09
市净率 P/B(倍)	1.61	1.43	1.27	1.13	0.99

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 5 月 22 日收盘价

## 目录

一、相对中立的中国电商快递龙头.....	5
二、行业竞争秩序整体仍将稳定，为稳健发展创造良好条件.....	8
2.1 我国快递价格竞争经历了“中小主导-头部主导-新进资本主导-政策规制”的过程.....	8
2.2 考虑核心要素的边际变化，行业价格竞争秩序或有望维持稳定有序.....	8
三、治理改善、链路协同或带来公司网络经营拐点，份额提升可期.....	11
3.1 推动股权激励及职业经理人制度建设，总部公司治理稳步改善.....	11
3.2 深化改革优化加盟商利益协同机制，网络凝聚力稳步提升.....	12
3.3 向市场、经营、质量要效益，份额提升可期.....	13
3.4 此外行业成长红利仍在，有望受益于网购渗透率提升及单包裹货值下行.....	15
四、规模效应为基、资产替代及管理改善助力，龙头单票成本有望下行.....	17
五、盈利预测及估值评级.....	20
5.1 件量增长与单票盈利修复共振，预计 2024 年归母净利润 22.85 亿元.....	20
5.2 估值或有超跌，向上弹性较大，首次覆盖给予“买入”评级.....	21
六、风险因素.....	22

## 表目录

表 1：通达系龙头对于经营策略前瞻及行业竞争判断的相关表述梳理.....	10
表 2：韵达股份 2023 年度股票期权激励计划情况.....	11
表 3：通达系龙头职业经理人制度建设情况.....	11
表 4：通达系创始人股权占比情况.....	12
表 5：韵达股份 2023 年下半年及后续重点工作及经营策略上重视管理改善.....	19
表 6：韵达股份营业收入预测（单位：亿元）.....	20
表 7：韵达股份简易利润表（单位：亿元）.....	21
表 8：加盟制快递重点公司估值表.....	21

## 图目录

图 1：韵达股份发展历程.....	5
图 2：韵达股份股权结构（截止 2024/3/31）.....	6
图 3：阿里系对通达系持股比例情况梳理.....	6
图 4：2023 年韵达快递收入占比 96.2%.....	7
图 5：2023 年韵达快递毛利占比 85.8%.....	7
图 6：我国快递价格竞争经历“中小主导-头部主导-新进资本主导-政策规制”.....	8
图 7：快递票单价与服务业居民物价指数呈背离趋势.....	9
图 8：快递量收增速差自 2021 年以来有所收窄.....	9
图 9：极兔中国快递包裹量增速放缓.....	10
图 10：极兔中国单票亏损显著收窄.....	10
图 11：2024 年 1 月韵达广州北京路网点网格仓投运.....	13
图 12：自动化设备提升分拣效率.....	13
图 13：韵达应付账款与营业成本(TTM)比值呈下降趋势，或表示对加盟商占款改善.....	13
图 14：韵达抓住 16 年起的设备自动化趋势，实现当时件量份额的赶超.....	14
图 15：23 年 12 月起韵达件量与行业件量增速差额已经转正.....	14
图 16：2024 年前 4 月实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重 23.9%.....	15
图 17：预计 23-26E 直播电商市场规模复合增长 18.4%.....	15
图 18：内容平台直播电商观看人次及购买转化率稳步提升.....	15
图 19：2024 年前 4 月快递单包裹货值同比下降 26.6%（元）.....	16
图 20：2023 年以来快递件量与实物商品网购增速差逐步走扩.....	16
图 21：中通快递为例，快递履约全程成本由揽收、中转、运输、派送构成.....	17
图 22：24 年 5 月第三周我国公路运价指数累计同比 19 首周上涨 6.0%.....	18
图 23：圆通及申通自有车辆数量稳步提升.....	18
图 24：中通快递自有高运力卡车占比逐步提升.....	18
图 25：申通快递自有大运力牵引车辆占比逐步提升.....	18
图 26：“北上广深”物流仓储工业地产租金持续上涨（单位：元/平方米/月）.....	19
图 27：韵达股份资本开支中占比最高为分拣中心.....	19

## 投资聚焦

韵达股份是首个 A 股转运中心 100% 自营且在电商平台间相对中立的国内加盟制电商快递龙头。公司的业务高度聚焦国内电商快递，2023 年快递业务营收和毛利分别占比 96.2%、85.8%。从股权结构看，阿里系仅持股 2%，低于同行水平。

在行业迈入高质量发展阶段及维持稳定的竞争秩序的大背景下，公司有望迎来经营及件量双重拐点。经营拐点方面，一方面 2023 年度股权激励计划落地，叠加职业经理人制度建设稳步推进，带动公司总部层面治理完善；另一方面公司自 2023 年坚持“全网一体、共建共享”的发展理念，持续聚拢网络信心，带动加盟商网络层面管理改善。件量增长拐点方面，2023 年防疫政策优化后，公司进入疫情后的全国网络修复期，和行业的件量增速差从 23 年 3 月的 31.2 个百分点收窄至 11 月的 1.5 个百分点，并于 12 月回归高于行业的增速（高出行业 2.4 个百分点），24 年前 4 月超额增速扩大至 5.4 个百分点。

此前市场对于行业竞争及成长性过于悲观，我们认为行业件量规模的成长性基于电商变革的推动或会好于市场预期，企业份额格局方面关注直播电商商流赋能的外生变量；此外价格竞争从边际变化的角度或趋于稳定，基于单票成本的下行，龙头的单票盈利仍然具有增长能力。韵达股份自身经营改善及规模效应提升有望迎来较大的价值向上弹性，首次覆盖给予“买入”评级。

### 一、相对中立的中国电商快递龙头

首个 A 股转运中心 100% 自营的加盟制快递，成立于 1999 年，2016 年借壳上市。公司创建于 1999 年，晚于顺丰及申通；2007 年与淘宝网正式签订合作协议并成立了专门的服务部门淘宝事业部，且在 2009 年成为阿里巴巴诚信通首批战略合作加盟物流商，并在全国各地成立转运中心，将网络拓展至全国；2016 年借壳新海股份成功于深交所上市。目前，韵达股份是 A 股首家枢纽转运中心 100% 自营的加盟制快递公司，所有枢纽转运中心均由总部设立、投资、运营、管理，实现对核心资源与干线网络的控制力。

图1：韵达股份发展历程

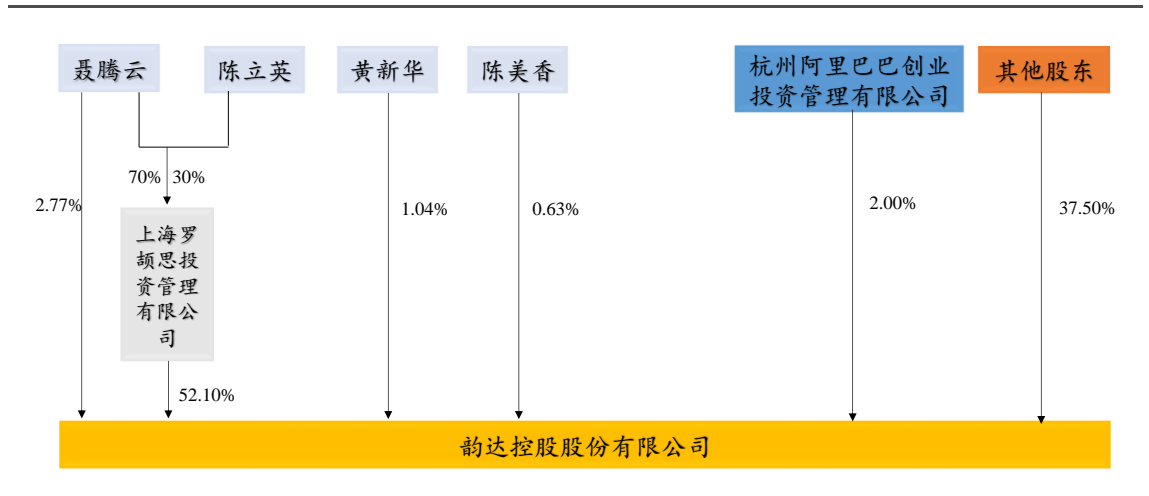


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

阿里系入股 2%，是相对中立的电商快递企业。截止 2024 年一季度末，公司第一大股东上海罗顿思持股比例为 52.1%（聂腾云及其妻子陈立英全资控股），合计看聂腾云及其妻子陈立英直接及间接持有韵达股份 54.87% 股权。2020 年 4 月，韵达引入阿里创投作为战投，持股比例 2%。阿里在通达系快递持股相对较多，如圆通（阿里系合计持股 20.1%）、申通

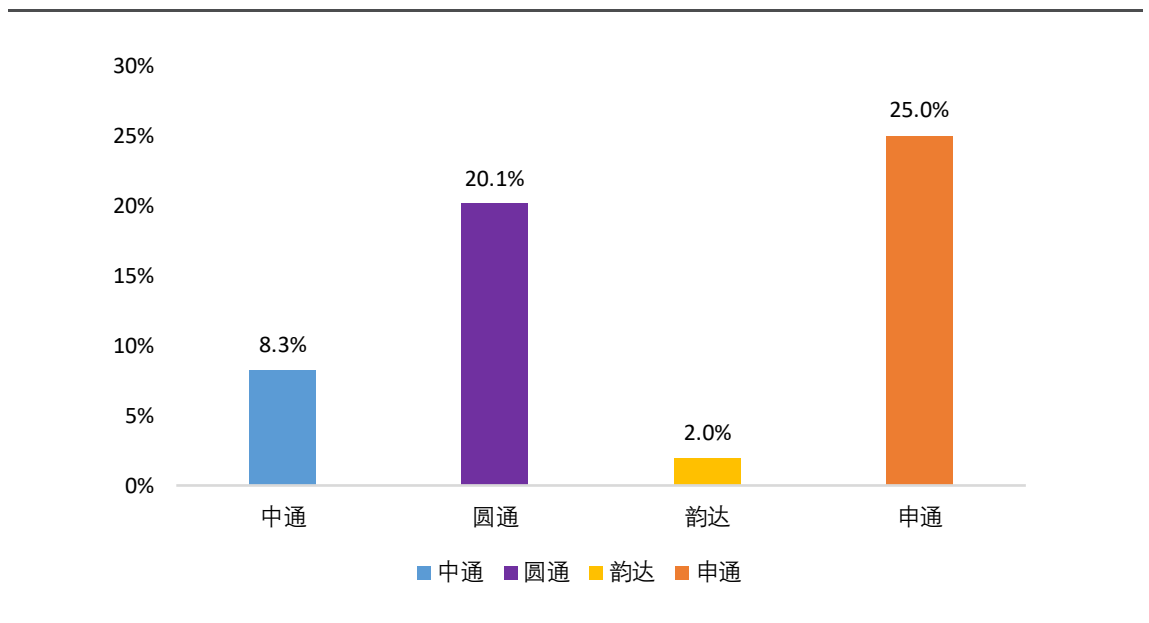
(阿里网络持股 25.0%)，相比之下韵达受制单一电商平台程度较低，得以在电商龙头之间相对中立发展。

图2：韵达股份股权结构（截止 2024/3/31）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

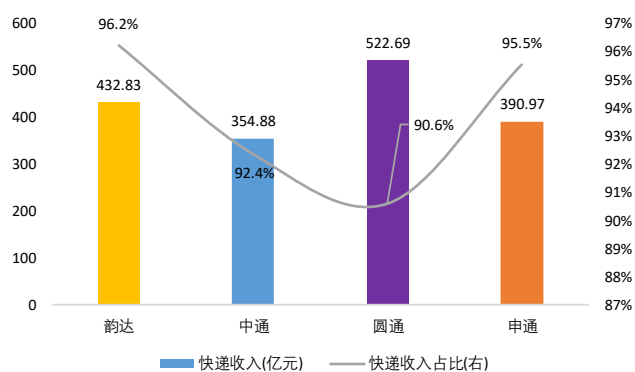
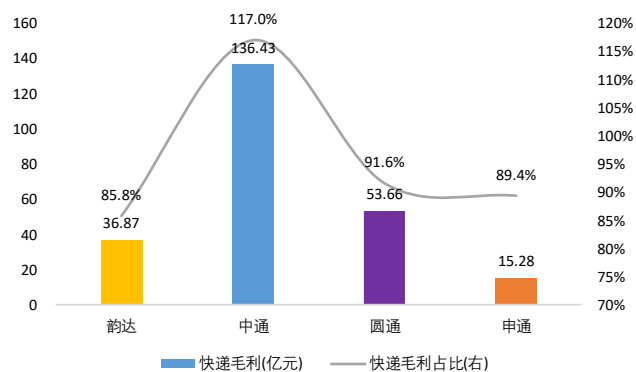
图3：阿里系对通达系持股比例情况梳理



资料来源：Wind，信达证券研发中心

备注：中通为 2023 年报情况；圆通、韵达、申通为 2024 年一季度情况

**公司高度聚焦电商快递业务。**2023 年，公司快递业务收入 432.83 亿元，占总营收比重 96.2%；快递业务毛利润 36.87 亿元，占总毛利比重 85.8%。2019 年放弃对控股子公司运乾物流的增资优先认购权，持有运乾物流的股权比例由 60%降为 18.99%，从而不再并表快运业务；此外公司参股德邦股份 6.52% 股权也于 2024 年 4 月 22 日起上市流通，拟通过大宗交易、协议转让等方式减持，有望持续聚焦电商快递业务。

**图4：2023年韵达快递收入占比96.2%**

**图5：2023年韵达快递毛利占比85.8%**


资料来源：Wind，各公司公告，信达证券研发中心

资料来源：Wind，各公司公告，信达证券研发中心

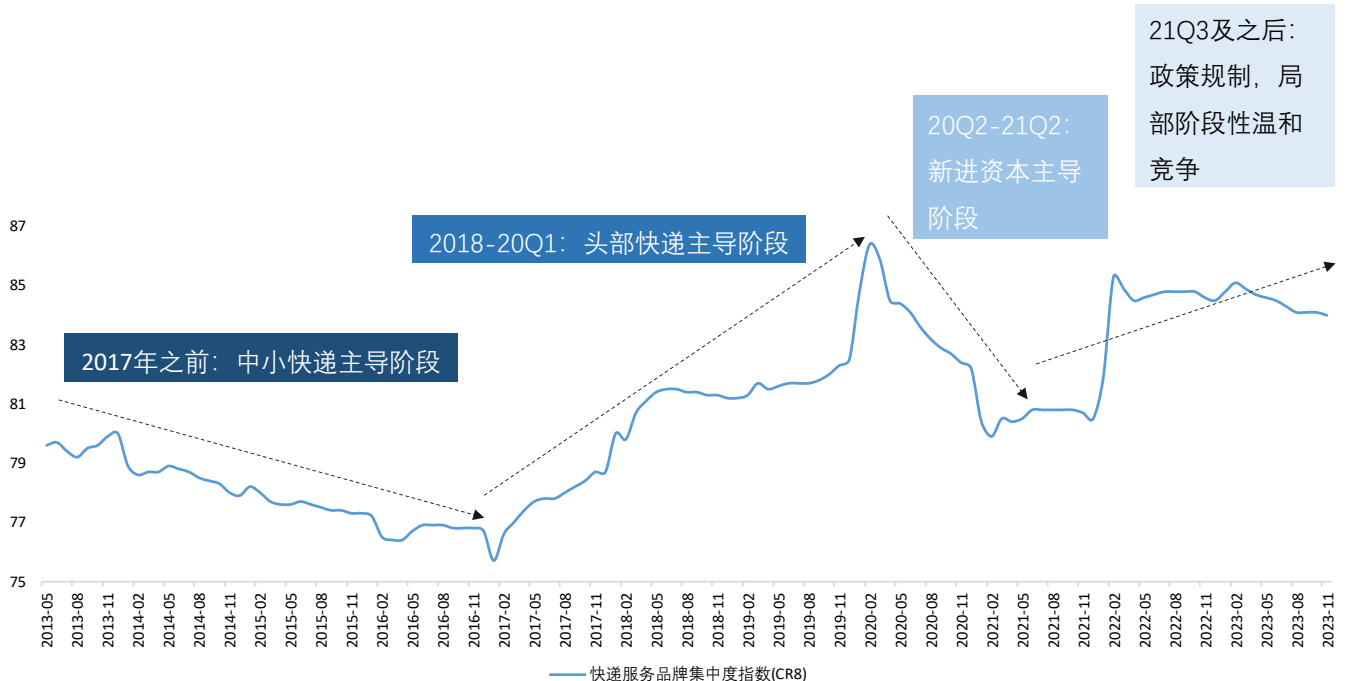
## 二、行业竞争秩序整体仍将稳定，为稳健发展创造良好条件

### 2.1 我国快递价格竞争经历了“中小主导-头部主导-新进资本主导-政策规制”的过程

我国快递价格竞争经历“中小主导-头部主导-新进资本主导”阶段，而后监管介入形成规制，价格竞争的秩序边际有所改善。

- 1) **2017年之前**：中小快递主导阶段。价格竞争主要由中小快递发起，行业集中度下降。
- 2) **2018-20Q1**：头部快递主导阶段。价格竞争主要由头部快递主导，行业集中度提升。
- 3) **20Q2-21Q2**：新进资本主导阶段。极兔进入中国市场，行业集中度下降，龙头盈利及现金流受损。
- 4) **21Q3及之后**：监管政策“托底”之下恶性竞争结束，23年以来局部区域在局部时间段仍有一定程度的偏温和的价格竞争。

图6：我国快递价格竞争经历“中小主导-头部主导-新进资本主导-政策规制”



资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 2.2 考虑核心要素的边际变化，行业价格竞争秩序或有望维持稳定有序

基于对政策、龙头意向及产能情况、新进入者三因素的综合研判，我们分析，从相对 2023 年的边际变化角度，未来行业价格竞争激烈程度或偏稳定：

#### 1、政策监管

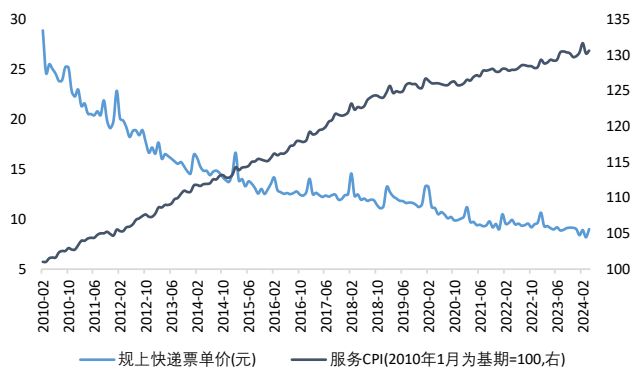
政策监管的工作重点是提升快递行业的发展质量。我国 2023 年快递行业单量 1320.72 亿件，2018-2023 年复合增速超过 20%。2023 年 12 月，新《快递市场管理办法》正式公布，修订后的《快递市场管理办法》主要内容包括：明确促进快递发展的保障措施，建立绿色低碳发展的制度导向，优化快递市场秩序的规制方式，加强消费者使用快递服务的权益保护，体现快递安全发展的制度要求，完善快递行业治理的制度手段等。2024 年 1 月，市场监管总



局（国家标准委）发布《快递包装重金属与特定物质限量》《快递服务》《快递循环包装箱》等五项国家标准，进一步规范邮政行业发展，提升快递服务质量水平。

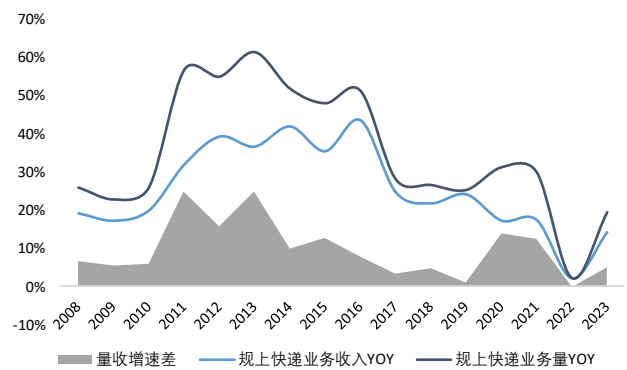
考虑到快递行业特性，我们认为监管的“托底”或具备持续性，护航行业相对健康的发展步调。快递行业具备明显的劳动密集属性，拥有大量的末端揽派从业人员，从业人员的稳定关系到社会的稳定。因此，党中央、国务院就保障快递员、外卖配送员权益多次作出重要指示，要求完善多渠道灵活就业的社会保障制度，维护好快递员、外卖配送员等的合法权益。2021年6月，经国务院同意，交通运输部、国家邮政局、国家发展改革委、人力资源社会保障部、商务部、市场监管总局、全国总工会联合印发《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》；2024年1月，国家邮政局召开全国快递行业推进劳动合同制度动员部署电视电话会议，深入学习贯彻习近平总书记关心关爱快递员群体重要指示批示精神，宣贯国家邮政局、人力资源社会保障部《快递行业推进劳动合同制度专项行动方案》，切实提升快递员群体的获得感、幸福感、安全感。我们分析，监管的“托底”或具备持续性，2023年监管价格竞争秩序的手段相对灵活，主要是在局部时间、局部区域定点消除“跑冒滴漏”现象，我们预计2024年从边际的角度，价格仍有望维持稳定。

图7：快递票单价与服务业居民物价指数呈背离趋势



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图8：快递量收增速差自2021年以来有所收窄



资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 2、龙头意向

份额（件量增速）与盈利都是重要的考量因素，我们判断龙头或将有所兼顾。以中通快递为例，公司在2024年第一季度未经审计财务业绩公告中提出，公司相信中国经济将逐步企稳向好，快递行业的长期发展前景依旧广阔。专注自身、打造差异化的产品和服务，是中通可持续健康发展、长期创造价值的必然选择；公司预计今年的行业增速在15%-20%之间，基于不做亏本快件的原则，公司接受市场份额在一定范围内回落。展望未来1-2年的时间维度，考虑行业规模增速中枢边际上的放缓以及头部电商快递公司的表态及经营举措，我们认为龙头或会对份额及盈利的增长目标有所兼顾。

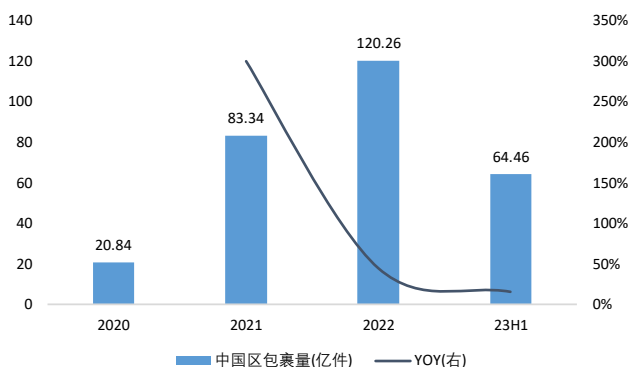
**表1：通达系龙头对于经营策略前瞻及行业竞争判断的相关表述梳理**

公司	公告	表述
中通快递	2024 年第一季度未经审计财务业绩公告	我们相信中国经济将逐步企稳向好，快递行业的长期发展前景依旧广阔。专注自身、打造差异化的产品和服务，是中通可持续健康发展、长期创造价值的必然选择。我们预计今年的行业增速在 15%-20% 之间，基于不做亏本快件的原则，我们接受市场份额在一定范围内回落
韵达股份	2024 年 5 月 6 日投资者关系活动记录表	在以高质量发展为引领的新时代，单纯依靠降价抢量的策略是行不通的。公司通过恢复加盟商的市场竞争能力、恢复公司产品能力、恢复服务履约能力等方面持续提升综合实力，建立良好的市场口碑，获取更多客户和消费者选择
圆通速递	2024 年 4 月 26 日圆通速递投资者调研会议纪要	行业主要竞争策略正由价格竞争转向价值竞争，服务质量、客户体验、成本控制、业务创新等综合能力更强的企业将进一步获得竞争的主动权。2024 年，公司将继续坚定深耕快递主业，持续改善服务质量和客户体验，多维提升品牌溢价，并运用和融合人工智能等新兴技术推动数字化转型全面升级创新，实现数字化时代向人工智能时代的转变，夯实综合竞争力
申通快递	2024 年 4 月 25 日投资者关系活动记录表	2024 年，公司仍会坚持“业务规模、服务体验及利润”三驾马车并驾齐驱、均衡发展。2024 年，公司定位为“聚焦体验年”，继续聚焦全链路时效提升以及服务质量改善，基于数智化管控工具以及业务规模提升的视角实施精细化管理

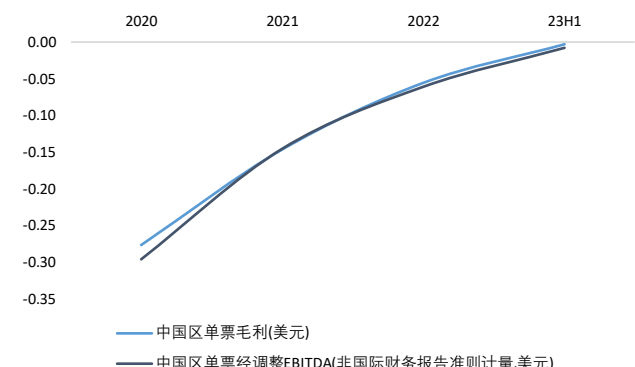
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

### 3、新进入者

**极兔战略重心转移，其余潜在新进入者未来或难有契机再度发起恶性竞争。**2020 年极兔通过收购中国龙邦快递，获得国内快递运营资质牌照，在国内正式起网运营，日均单量由 2020 年的 569 万件高增至 2021 年的 2283 万件。2021 年 4 月，由于“低价倾销”且整改未达要求，极兔义乌的部分分拨中心被整治停运。从单量的增长节奏看，2021 年极兔国内快递件量同比增长达 300.0%，2022 年及 2023 年同比增速分别放缓至 44.3%、27.6%；从单票盈利的减亏节奏看，2020-2023 年极兔中国单票毛利分别为 -0.28 美元、-0.15 美元、-0.06 美元、+0.004 美元。事实上，2022 年 6 月极兔武汉大客户交流会上，高管披露极兔的未来，是希望在各国运营最后一公里，成为集合快递、快运、冷链、高端商务件和各国相互跨境的综合物流服务商，我们认为未来极兔国内电商快递业务或会更加重视提质增效。此外，在行业高质量发展成为重点的大背景下，其余潜在新进入者通过过去的“低价-份额扩张-融资-低价”传统路径实现规模增长的逻辑链路已经不被允许，未来或难有契机再度发起恶性竞争。

**图9：极兔中国快递包裹量增速放缓**


资料来源：极兔速递招股说明书，信达证券研发中心

**图10：极兔中国单票亏损显著收窄**


资料来源：极兔速递招股说明书，信达证券研发中心

## 三、治理改善、链路协同或带来公司网络经营拐点，份额提升可期

### 3.1 推动股权激励及职业经理人制度建设，总部公司治理稳步改善

股权激励计划落地，有利于建立长效机制。公司发布 2023 年股票期权激励计划，激励对象为公司董事、高级管理人员（不包括独立董事、监事），公司及控股子公司的中层管理人员，公司及控股子公司的核心业务（技术）人员合计 361 人。此次激励计划拟向激励对象授予的股票期权数量不超过 3557 万份，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1.23%。从主要绩效考核目标看，要求 2024/2025 年归母净利润分别不低于 35 亿元、36.5 亿元；或以 2023 年公司完成的业务量为基数，2024/2025 年度公司完成业务量的增长率不低于快递行业平均增长率。

表2：韵达股份 2023 年度股票期权激励计划情况

股票期权		
股票来源	公司向激励对象定向发行的本公司 A 股普通股股票	
拟授予数量	不超过 3557 万份	
被授予人权利	在满足行权条件的情况下，激励对象获授的每一份股票期权拥有在有效期内以行权价格购买 1 股公司股票的权利	
激励对象	公司董事、高级管理人员（不包括独立董事、监事），公司及控股子公司的中层管理人员，公司及控股子公司的核心业务（技术）人员合计 361 人	
行权价格	9.73 元/股	
行权业绩考核	第一个行权期	2024 年归母净利润不低于 35 亿元；或以 2023 年度公司完成的业务量为基数，2024 年度公司完成业务量的增长率不低于快递行业平均增长率
	第二个行权期	2025 年归母净利润不低于 36.50 亿元；或以 2023 年度公司完成的业务量为基数，2025 年度公司完成业务量的增长率不低于快递行业平均增长率

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

高管架构稳步完善，职业经理人制度建设推进。根据南方都市报资讯，2023 年 6 月起，公司新设立“执行总裁”职位，并由原董事、副总裁符勤出任。到目前，公司已经形成了“董事长、总裁+联席董事长、副总裁+董事、执行总裁”的高管架构，职业经理人制度建设稳步推进。

表3：通达系龙头职业经理人制度建设情况

时间	公司	情况
2019.4	圆通速递	聘任潘水苗先生担任公司总裁
2023.6	韵达股份	新设立“执行总裁”职位，并由原董事、副总裁符勤出任
2024.3	中通快递	任命朱晶熙担任公司执行总裁

资料来源：圆通速递公司公告，南方都市报，信达证券研发中心

**表4：通达系创始人股权占比情况**

公司	上市首年	最新情况
中通快递	29.6%	26.0%
韵达股份	68.2%	54.9%
圆通速递	59.4%	35.4%
申通快递	59.3%	34.8%

资料来源：Wind，中通快递公司公告，信达证券研发中心

备注：中通最新情况为2023 年报；韵达、圆通、申通最新情况为2024 年一季度

### 3.2 深化改革优化加盟商利益协同机制，网络凝聚力稳步提升

在加盟制快递行业中，末端加盟商作为独立经营的主体，在总部的宏观政策调控下直接参与市场竞争，因此两者之间同时存在博弈与协作的关系。韵达自 2023 年以来，通过全网机制变革，有效聚拢网络信心：

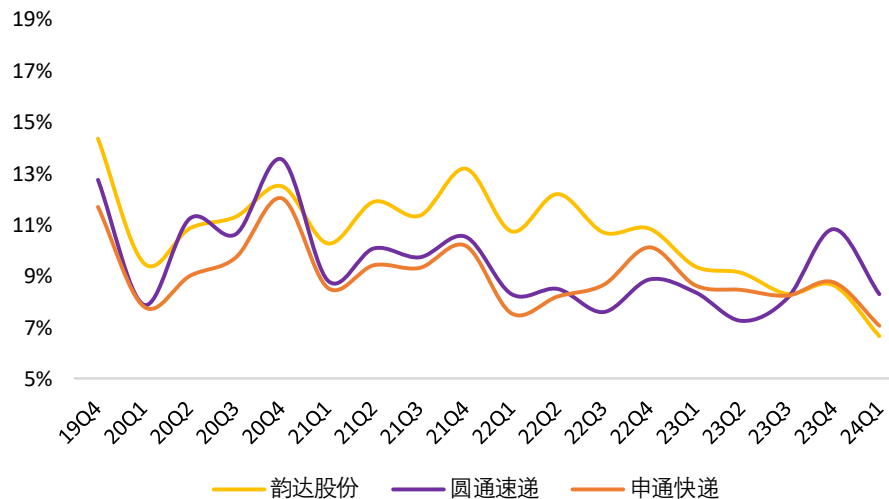
- 1) 坚持“全网一体、共建共享”的发展理念。持续激发全网上下发展信心，奠定高质量发展的基调。
- 2) 改革政策导向。2023 以来公司结合市场环境变化及时优化调整了一系列政策措施，如优化定价策略（货品差异化定价）、精简考核指标等。
- 3) 优化包裹结构。公司总部联合加盟商一起和客户恳谈，加深业务互信，提升盈利能力较强的轻小件及散件业务比例，合理做一些具有提升产能利用率和边际效应的包裹量，对低质效包裹保持谨慎。
- 4) 强化组织建设。继续挖掘网点“协发委”的组织力量和职能，让优秀的加盟商参与快递管理，给总部提供意见，共同提升网络经营水平。
- 5) 深入推进“全面移动实时数字化”战略，充分发挥数字化经营工具功能。通过数字化精细化管理，推行网点管家等数智化工具，不断提升末端服务能力，提高快递服务履约交付质量，持续帮助网点降成本、提服务、增利润。
- 6) 推动网格仓建设运营。公司通过引导加盟商参与建设网格仓，探索重塑末端服务能力。网格仓既有利于缓解加盟商平均投资强度，充分发挥末端自动化的集约效应、辐射效应和支线车的规模效应，不断降低末端运营成本，提高加盟商的盈利能力，同时也有利于缩小末端平均经营半径，提高末端经营服务效率和稳定性，降低快递小哥的工作强度，提高小哥收入和幸福感。截至 2023 年末，公司正式投入运营的网格仓数量为 560 余个（2022 年末为 183 个），网格仓项目正有条不紊推进中。

**图11：2024年1月韵达广州北京路网点网格仓投运**


资料来源：公司微信公众号，信达证券研发中心

**图12：自动化设备提升分拣效率**

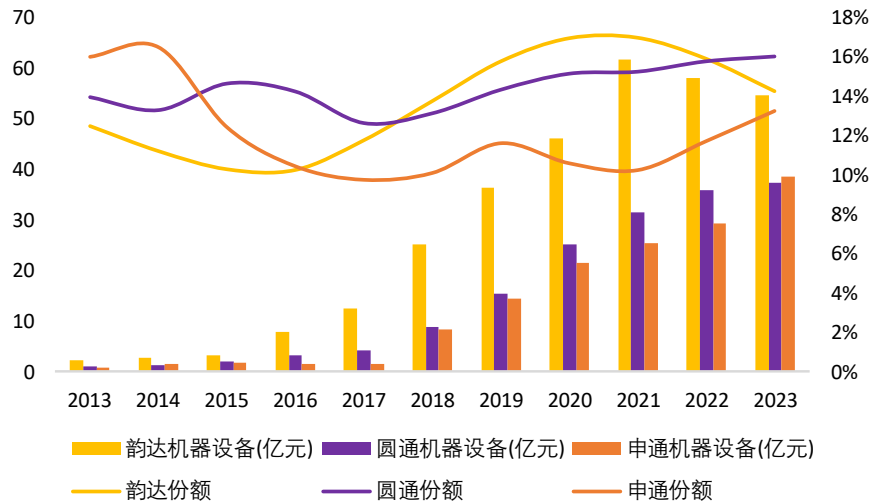

资料来源：公司微信公众号，信达证券研发中心

**图13：韵达应付账款与营业成本(TTM)比值呈下降趋势，或表示对加盟商占款改善**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

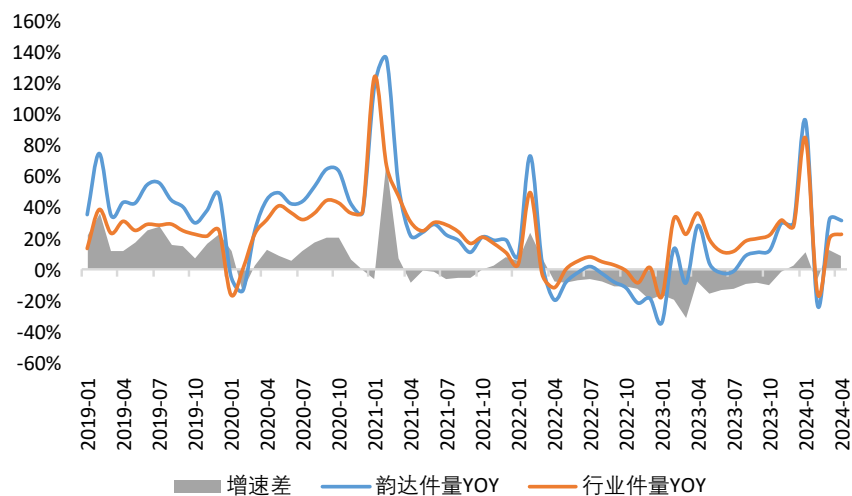
### 3.3 向市场、经营、质量要效益，份额提升可期

**2017年起通过自动化设备升级实现份额赶超。**中转分拣设备的自动化升级替换，一方面可以提高操作处理效率、提升件量规模，另一方面可以通过对人工的部分或全部取代实现单位成本由变动向固定的转换。韵达自2016年起发力布局自动化设备，当年年末机器设备账面价值同比增长150.5%至7.89亿元，至2021年末达到峰值61.73亿元。设备自动化助力规模效应的提升，韵达2017年件量份额提升至11.8%（同年圆通、申通分别为12.6%、9.7%），超越申通成为行业第三；2018年件量份额进一步提升至13.8%（同年圆通、申通分别为13.1%、10.1%），超越圆通成为行业第二。进入2022年，新冠疫情冲击了快递行业的履约能力，公司的业务能力受到比较大的影响，此外叠加严查虚假包裹“挤水分”及主动控制低价件规模的影响，公司全年件量份额下降至15.9%。

**图14：韵达抓住 16 年起的设备自动化趋势，实现当时件量份额的赶超**


资料来源：Wind，各公司公告，信达证券研发中心

**23 年 12 月起韵达件量与行业件量增速差额已经转正，未来有望稳步向好。**2023 年防疫政策优化后，公司进入疫情后的全国网络修复期，在深化改革优化加盟商利益协同机制的同时坚持有质量的包裹增长和边际效应提升，全年业务量同比增速 7.1%，落后行业同比增速 12.3 个百分点。但月度来看，随着公司网络稳定性的修复，韵达和行业的件量增速差从 23 年 3 月的 31.2 个百分点收窄至 11 月的 1.5 个百分点，并于 12 月回归高于行业的增速（高出行业 2.4 个百分点），24 年前 4 月超额增速扩大至 5.4 个百分点。根据公司官方微信公众号，韵达执行总裁在第二十四届网络大会上强调全网要以市场为导向，“向市场要效益、向经营要效益，向质量要效益”，共同提升服务价值。展望未来，公司有望充分利用网络持续改善的经营惯性，发挥协发委的作用及网格仓的优势、加强网络的服务能力，实现网络的均衡发展，积极做大做强快递核心主业，把优质的服务品质进行流量转化，不断扩大标准快递业务，在做有质量、有价值、有利润的优质包裹的同时，合理兼顾产能利用率和边际效应。

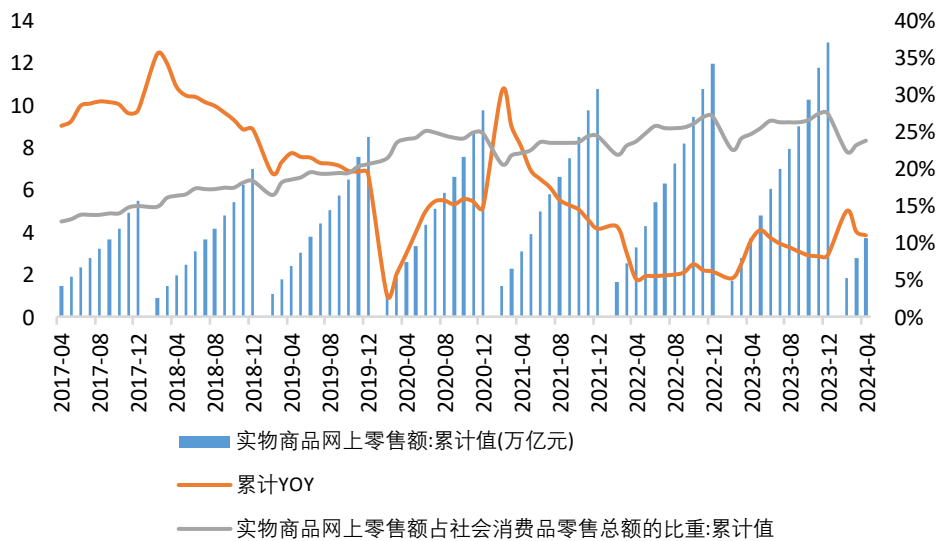
**图15：23 年 12 月起韵达件量与行业件量增速差额已经转正**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 3.4 此外行业成长红利仍在，有望受益于网购渗透率提升及单包裹货值下行

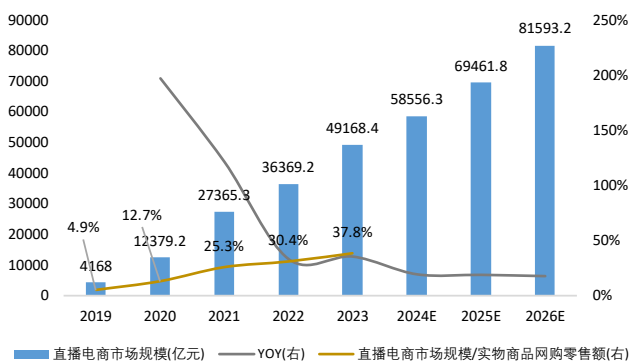
**实物商品网购增长仍有驱动。**2024年前4月，我国实物商品网上零售额3.74万亿元，同比增长11.1%，增速高出社零总额同比增速7.0个百分点，占社零总额比重23.9%。我们认为，未来直播电商或将成为整体实物商品网购的重要增长驱动，根据艾瑞咨询《2023年中国直播电商行业研究报告》预计，我国直播电商行业市场规模2023-2026E年复合增速18.4%，渗透率由2019年4.9%提升至2023年37.8%，其中2023年市场规模同比增长35.2%至4.92万亿元。北京市经济和信息化局、北京市商务局也于2022年联合发布《北京市数字消费能级提升工作方案》，提出到2025年北京市直播电商成交额达2万亿元（为2023年全国直播电商市场规模的40.7%）。

图16：2024年前4月实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重23.9%



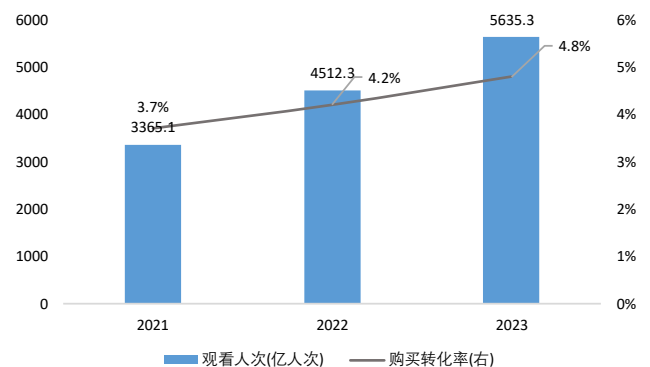
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图17：预计23-26E直播电商市场规模复合增长18.4%



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图18：内容平台直播电商观看人次及购买转化率稳步提升

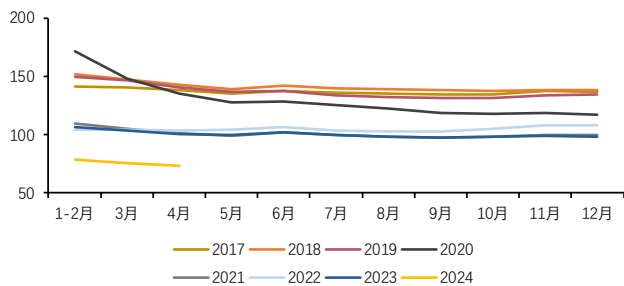


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

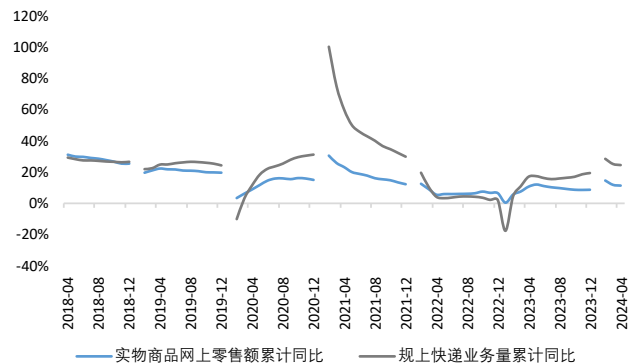
备注：购买转化率=购买人次/观看人次

**单个快递包裹承接的实物商品网购货值逐步下行。**受到社交电商无购物车模式带动结算频次提升以及直播电商发展共同带来的电商平台订单碎片化影响，我们以累计实体网购零售额除

以累计快递单量测算，2017年快递单包裹货值136.82元，2023年单包裹货值98.56元。2017年，快递单量同比增速与实体网购同比增速都为28%左右，而后至2021年快递单量YOY为29.9%、实体网购YOY为12.0%，增速差逐步扩大；2022年疫情暂时性影响快递履约能力，实体网购YOY高出快递单量YOY 4.1个百分点；2023年疫情影响减弱后，快递行业件量相对实体网购增速差恢复走扩，23年YOY增速差达11.0pcts；2024年前4月，快递单包裹货值同比下降26.6%至73.52元。我们预计，后续直播电商进一步崛起背景下，一方面网购消费进一步下沉化，另一方面网购消费进一步冲动化（根据电商报，直播电商平均退货率为30%-50%，高于传统电商退货率的10%-15%），快递单包裹货值仍有持续下降空间。

**图19：2024年前4月快递单包裹货值同比下降26.6%（元）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图20：2023年以来快递件量与实物商品网购增速差逐步走扩**


资料来源：Wind，信达证券研发中心



## 四、规模效应为基、资产替代及管理改善助力，龙头单票成本有望下行

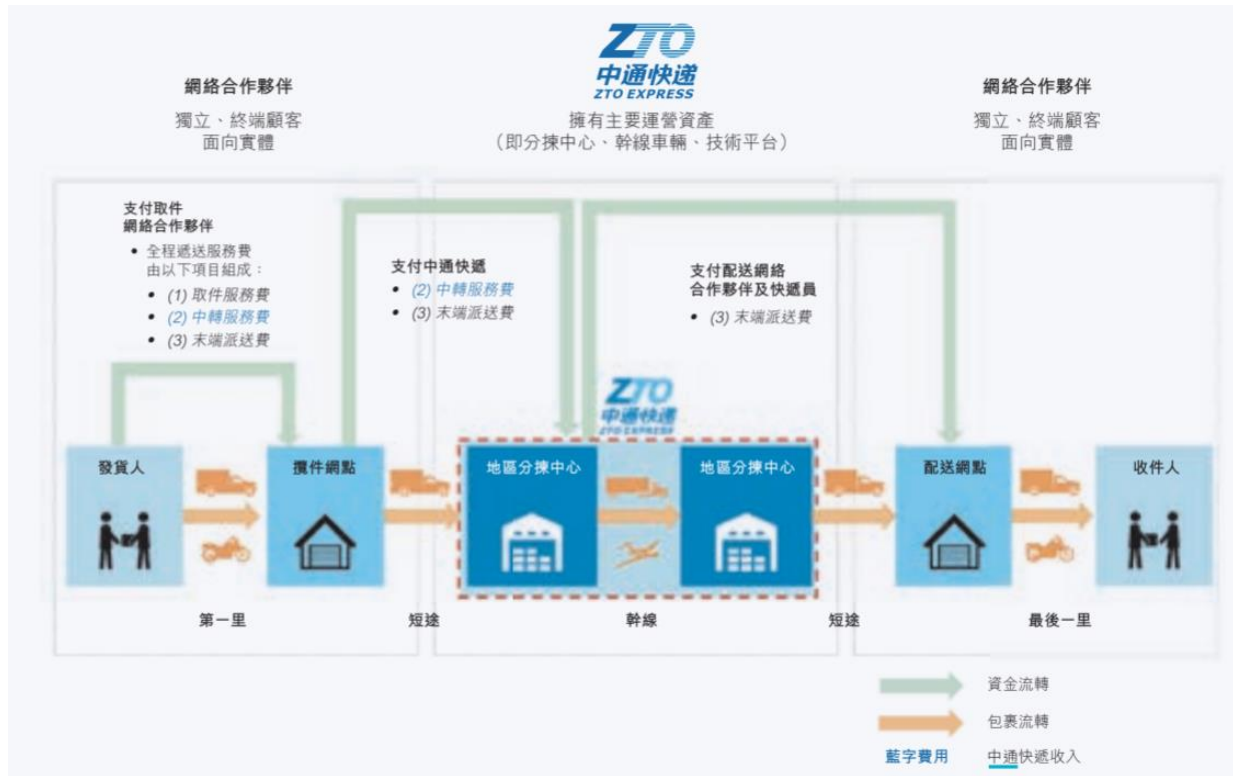
快递成本主要三方面：**派费成本+干线成本+分拣成本**。对于核心单票成本的优化，规模效应是基础，规模的扩张能够有效摊薄单票成本中的固定成本部分。

**1) 派费成本：**目的地转运中心完成分拣后，由负责该派送区域的加盟商接收快件并安排将快件送达至收件人，派件费由总部支付给下游加盟商，同时向上传导。此项对电商快递总部盈利影响不大。

**2) 干线成本：**总部为通过航空、汽运或铁路等干线运输方式实现从始发地转运中心至目的地转运中心间的运输所支付的成本。此项影响电商快递总部盈利。

**3) 分拣成本：**总部为始发地转运中心对揽件加盟商运送的进港快件进行称重、拆包、分拣、建包，以及目的地转运中心对进港快件进行拆包并根据不同的加盟商派送区域进行分拣所支付的成本。此项影响电商快递总部盈利。

图21：中通快递为例，快递履约全程成本由揽收、中转、运输、派送构成

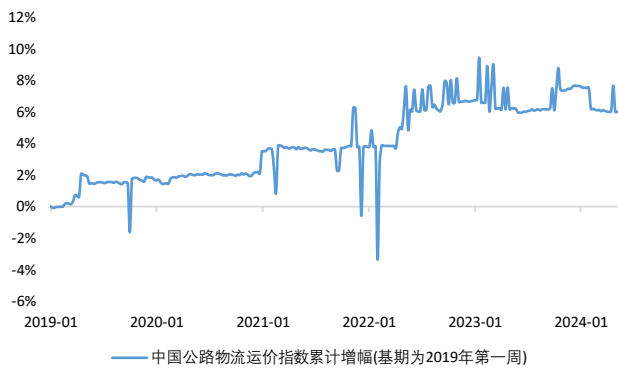


资料来源：中通快递公司公告，信达证券研发中心

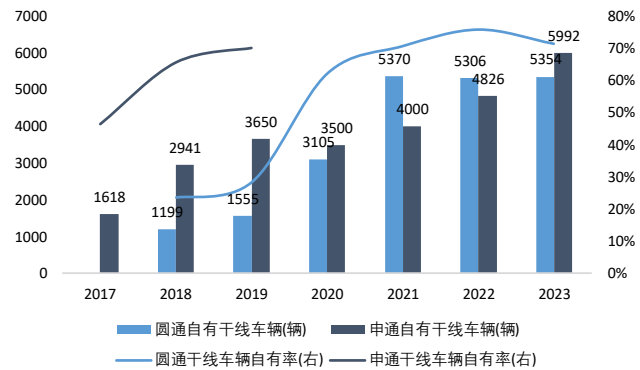
**运输工具替代：自有化叠加大型化，增强成本可控度。**

**1) 自有车辆替代外协车辆有助于保证干线运力稳定性可控，对第三方车队有更多议价权，降低干线运输环节的单票成本。**在运价方面，外协车辆需要考虑运输淡旺季的季节性条款，价格波动幅度相对较大；在稳定性方面，如属于单边外协车辆，司机需要自行寻找回程货，因此不同的线路履约的意愿有所差异，稳定性相对较弱；在时效方面，外协车辆可能同时携带其他货品，装卸及运输时效较难以把握；在利润率方面，外协车队需要保障一定的利润率，报价可能相对较高。车辆的自有化，能够较好地缓解上述外协车辆的痛点。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 17

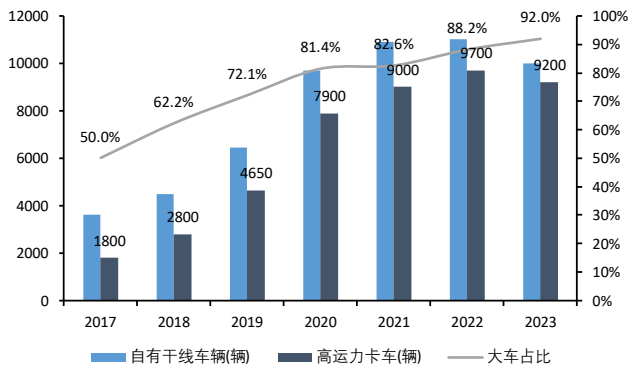
**图22：24年5月第三周我国公路运价指数累计同比19首周上涨6.0%**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

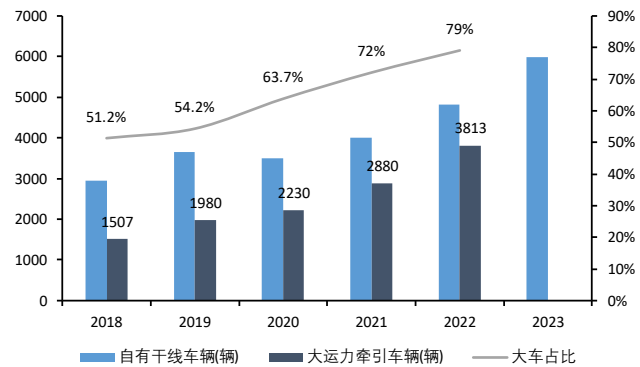
**图23：圆通及申通自有车辆数量稳步提升**


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

**2) 大型车辆替代小型车辆能够在提升装载率的同时减少发车频次，降低干线运输环节的单票成本。**头部电商快递企业具备明显领先的网络管理经验及能力，推广大型运力车辆同时借力智慧车辆运行监控系统、智慧路由系统等一系列数字化管控工具，可以优化路由规划和线路拉直率，在干线运输环节推动降本增效。

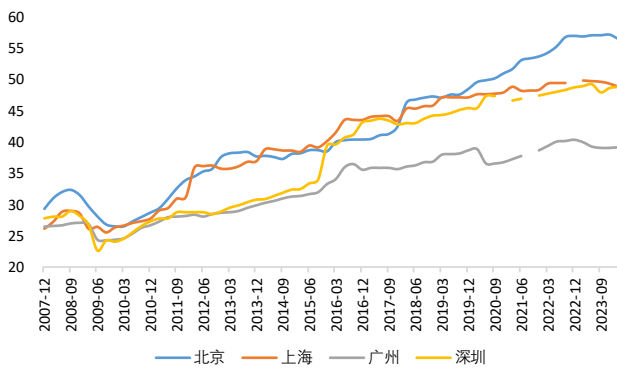
**图24：中通快递自有高运力卡车占比逐步提升**


资料来源：中通快递公司公告，信达证券研发中心

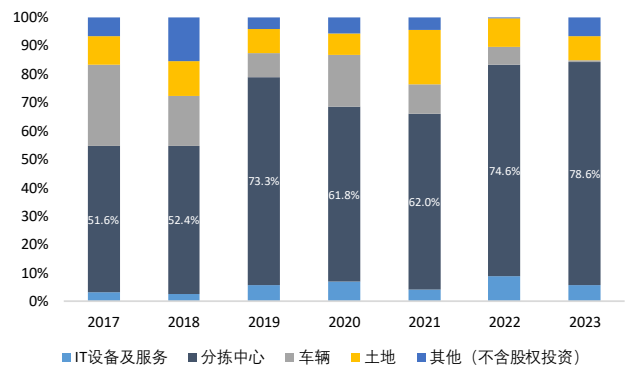
**图25：申通快递自有大运力牵引车辆占比逐步提升**


资料来源：申通快递公司公告，信达证券研发中心

**土地厂房替代：自有替代租赁有望锁定固定成本。**自有土地厂房替代租赁土地厂房能够对冲租金上涨风险，降低中转分拨环节的单票成本。从转运中心自营情况看，韵达自营转运中心数量由2017年末54个上升至2023年末76个。从资本开支投放重心看，韵达分拣中心资本开支占比由2017年的51.6%提升至2023年的78.6%。

**图26：“北上广深”物流仓储工业地产租金持续上涨（单位：元/平方米/月）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图27：韵达股份资本开支中占比最高为分拣中心**


资料来源：Wind，韵达股份公司公告，信达证券研发中心

**管理改善：职业经理人制度推进、加盟商利益协同及数字化工程等有望赋能降本增效。**加盟制快递行业的商业模式决定了总部和加盟商之间的利益需要得到协同，其中需要总部治理的优化、对加盟商政策的优化、以及网络管理工具的优化。中通快递通过“同建共享”机制实现稳定的管理，业内首家推行“有偿派费”；韵达股份2023年开始加速深化管理改善，推动职业经理人制度的建设、管理思想及工具变革、网点“协发委”制度建设及数字化战略。头部通达系公司逐步意识到管理改善在快递经营中的重要性，且降本增效的思路已经从总部为主改进至全链路。

**表5：韵达股份2023年下半年及后续重点工作及经营策略上重视管理改善**

维度	举措
总部治理	1) 期权激励计划和员工持股计划将充分调动公司核心团队的工作积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，确保公司发展战略和经营目标的落实 2) 公司引入 OKR 管理思想，结合线上的管理手段和管理工具，建设高效的经营体系，提升市场竞争力和经营执行力
加盟商利益协同	1) 继续挖掘网点“协发委”的组织力量和职能，让优秀的加盟商参与快递管理，给总部提供意见，共同提升网络经营水平 2) 坚持“全网一体、共建共享”的发展理念，通过管理数字化、服务标准化等各种赋能措施，持续帮助网点降成本、提服务、增利润；同时，随着公司优化定价机制，网络服务能力提升，网点拓客信心增强，总部与网络伙伴通力协作共同开拓品牌、做大客户规模、借助网点“协发委”的组织力量和职能，公司与网络伙伴共同维护韵达品牌，持续优化产品结构 3) 加快门店驿站、网格仓等基础设施建设，分别提升进驿站、派前电联、择时派送等差异化服务的能力
数字化	深入推进“全面移动实时数字化”战略，充分发挥数字化经营工具功能，在分拨运营、车辆管理、车载匹配、路由线路优化、末端服务能力等各个环节提升精细化管理水平，减少生产损耗、提升人均效能、提高车辆装载率，通过数字化精细化管理，不断提升末端服务能力，提高快递服务履约交付质量

资料来源：韵达股份公司公告，信达证券研发中心

## 五、盈利预测及估值评级

### 5.1 件量增长与单票盈利修复共振，预计 2024 年归母净利润 22.85 亿元

收入端：

1) 上游电商增长及变革驱动行业单量的稳健增长，叠加公司网络在疫情后的稳步修复，我们假设公司 2024-2026 年的快递业务量同比分别增长 20.0%、15.0%、13.0%至 226.25 亿件、260.19 亿件、294.01 亿件。

2) 随行业进入高质量发展阶段，企业竞争秩序趋稳，同时快递员合法权益重视度提升，市场价格竞争对单票收入影响减小，我们假设公司单票快递收入自 24 年起主要随成本优化驱动而略有下降。

3) 物料销售收入增长与单量增速一致，其他收入维稳。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别 526.67 亿元、595.33 亿元、664.65 亿元，同比分别+17.1%、+13.0%、+11.6%。

表6：韵达股份营业收入预测（单位：亿元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	474.34	449.83	526.67	595.33	664.65
YOY		-5.2%	17.1%	13.0%	11.6%
其中：快递收入	449.57	432.83	509.58	578.16	647.40
平均单票收入(元)	2.55	2.30	2.25	2.22	2.20
快递业务量(亿件)	176.09	188.54	226.25	260.19	294.01
件量 YOY		7.1%	20.0%	15.0%	13.0%
物料销售收入	0.65	0.46	0.55	0.63	0.71
其他收入	24.12	16.54	16.54	16.54	16.54

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

成本费用端：

1) 考虑到规模效应及资产替代带来的降本曲线，假设单票中转相关成本逐年降低。

2) 考虑到面单和物料销售的特性，假设单票面单成本稳定、物料销售业务毛利率稳定。

3) 考虑公司积极降费增效，假设 2024-2026 年销售费用率分别 0.77%、0.77%、0.77%，管理费用率分别 2.95%、2.95%、2.95%。

暂不考虑对德邦股份 6.52%战投参股项目到期处理的影响，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 22.85 亿元、28.42 亿元、33.85 亿元，同比分别增长 40.6%、24.4%、19.1%。

**表7：韵达股份简易利润表（单位：亿元）**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	474.34	449.83	526.67	595.33	664.65
YOY		-5.2%	17.1%	13.0%	11.6%
营业成本	431.02	406.85	472.81	531.57	591.28
YOY		-5.6%	16.2%	12.4%	11.2%
营业利润	19.73	22.96	30.74	38.23	45.53
YOY		16.3%	33.9%	24.4%	19.1%
利润总额	19.39	21.86	30.74	38.23	45.53
YOY		12.7%	40.6%	24.4%	19.1%
归母净利润	14.83	16.25	22.85	28.42	33.85
YOY		9.6%	40.6%	24.4%	19.1%

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

## 5.2 估值或有超跌，向上弹性较大，首次覆盖给予“买入”评级

此前市场对成长性及竞争秩序的分歧导致电商快递板块估值调整至低位，中通、韵达、圆通、申通 2024 年预测市盈率平均仅 14-15 倍左右，当前过度悲观的预期或应得到改善。我们认为，行业件量规模的增长性基于电商变革的推动或会好于市场预期，企业份额格局方面关注直播电商商流赋能的外生变量；此外价格竞争从边际变化的角度或趋于稳定，基于单票成本的下行，龙头的单票盈利仍然具有增长能力。韵达股份是首个 A 股转运中心 100% 自营且在电商平台间相对中立的国内加盟制电商快递龙头。在行业迈入高质量发展阶段及维持稳定的竞争秩序的大背景下，有望迎来经营及件量双重拐点。此前因为市场对于行业竞争及成长性过于悲观，估值或已调整到位，公司内部经营改善或有望迎来较明显弹性，首次覆盖给予“买入”评级。

**表8：加盟制快递重点公司估值表**

证券代码	公司简称	市值	归母净利润（亿元）					市盈率			
		(亿元)	2024/5/22	23A	24E	25E	26E	23A	TTM	24E	25E
2057.HK	中通快递-W	1,449	87.49	105.26	120.10	136.55	16.56	16.96	13.76	12.06	10.61
600233.SH	圆通速递	595	37.23	43.44	51.19	59.01	15.98	15.82	13.69	11.62	10.08
002468.SZ	申通快递	151	3.41	7.97	11.32	13.91	44.30	37.91	18.95	13.33	10.85
	平均						25.61	23.56	15.47	12.34	10.51
002120.SZ	韵达股份	274	16.25	22.85	28.42	33.85	16.84	16.30	11.98	9.63	8.09

资料来源：Wind，信达证券研发中心

备注：圆通速递、申通快递盈利预测为万得一致预期；中通快递-W 及韵达股份盈利预测为信达交运团队预期

## 六、风险因素

**实物商品网购需求不及预期:** 实物商品网购是快递业务量发展的上游驱动, 若实物商品网购需求不及预期, 快递业务量的提升或不及预期。

**电商快递价格竞争恶化:** 电商快递行业服务差异化程度相对较低, 若各家电商快递企业采取过度激进的价格竞争策略, 或影响公司的经营利润及现金流情况。

**末端加盟商稳定性下降:** 电商快递加盟商负责末端包裹的揽派以及支线运输, 如果因为激励政策等原因导致末端不稳, 或影响公司履约的质量。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	12,918	13,694	14,766	17,356	21,020	
货币资金	3,907	4,958	5,742	8,054	11,434	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,367	1,045	1,123	1,183	1,244	
预付账款	424	450	523	588	654	
存货	208	158	184	207	230	
其他	7,011	7,082	7,193	7,325	7,457	
<b>非流动资产</b>	25,155	24,384	25,421	26,334	26,569	
长期股权投资	806	854	859	864	869	
固定资产(合计)	13,785	12,665	13,882	14,927	15,313	
无形资产	4,308	3,472	3,422	3,372	3,322	
其他	6,256	7,392	7,257	7,170	7,064	
<b>资产总计</b>	38,073	38,078	40,187	43,690	47,588	
<b>流动负债</b>	13,023	10,219	9,999	10,313	10,472	
短期借款	1,895	1,773	2,073	2,373	2,673	
应付票据	640	100	116	130	145	
应付账款	4,681	3,522	2,627	2,215	1,642	
其他	5,806	4,824	5,184	5,596	6,012	
<b>非流动负债</b>	7,966	8,554	8,536	8,841	9,146	
长期借款	647	874	724	924	1,124	
其他	7,319	7,680	7,813	7,918	8,023	
<b>负债合计</b>	20,989	18,773	18,535	19,155	19,619	
少数股东权益	107	141	174	216	266	
归属母公司股东权益	16,976	19,165	21,478	24,319	27,704	
<b>负债和股东权益</b>	38,073	38,078	40,187	43,690	47,588	

重要财务指标		单位:百万 元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	47,434	44,983	52,667	59,533	66,465	
同比(%)	13.7%	-5.2%	17.1%	13.0%	11.6%	
归属母公司净利润	1,483	1,625	2,285	2,842	3,385	
同比(%)	1.6%	9.6%	40.6%	24.4%	19.1%	
毛利率(%)	9.1%	9.6%	10.2%	10.7%	11.0%	
ROE%	8.7%	8.5%	10.6%	11.7%	12.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.51	0.56	0.79	0.98	1.17	
P/E	18.45	16.84	11.98	9.63	8.09	
P/B	1.61	1.43	1.27	1.13	0.99	
EV/EBITDA	9.61	5.54	6.39	5.14	4.10	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	47,434	44,983	52,667	59,533	66,465	
营业成本	43,102	40,685	47,281	53,157	59,128	
营业税金及附加	131	151	177	200	224	
销售费用	413	345	405	457	510	
管理费用	1,553	1,326	1,553	1,756	1,960	
研发费用	308	283	331	375	418	
财务费用	461	341	399	405	396	
减值损失合计	-41	-60	0	0	0	
投资净收益	118	147	172	194	217	
其他	431	359	381	444	507	
<b>营业利润</b>	1,973	2,296	3,074	3,823	4,553	
营业外收支	-34	-110	0	0	0	
<b>利润总额</b>	1,939	2,186	3,074	3,823	4,553	
所得税	438	537	755	939	1,119	
<b>净利润</b>	1,501	1,649	2,318	2,883	3,434	
少数股东损益	18	24	34	42	50	
<b>归属母公司净利润</b>	1,483	1,625	2,285	2,842	3,385	
EBITDA	5,107	5,127	5,242	6,191	7,090	
EPS(当年)(元)	0.51	0.56	0.79	0.98	1.17	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	5,291	3,387	3,569	4,765	5,323	
净利润	1,501	1,649	2,318	2,883	3,434	
折旧摊销	2,790	2,759	1,769	1,964	2,141	
财务费用	517	425	474	491	517	
投资损失	-118	-147	-172	-194	-217	
营运资金变动	589	-1,592	-795	-355	-514	
其它	11	293	-25	-24	-38	
<b>投资活动现金流</b>	-3,802	-1,753	-2,519	-2,568	-2,031	
资本支出	-3,366	-1,995	-2,951	-2,936	-2,422	
长期投资	-82	-8	176	176	176	
其他	-354	250	255	192	215	
<b>筹资活动现金流</b>	-713	-839	-267	114	88	
吸收投资	1	44	7	0	0	
借款	5,789	4,966	150	500	500	
支付利息或股息	-537	-531	-474	-491	-517	
<b>现金流净增加额</b>	831	806	784	2,311	3,381	

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。。



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。