



Research and  
Development Center

# 国内业务稳步增长，国际业务打开空间

—顺丰控股(002352)公司深度报告

2024 年 11 月 24 日

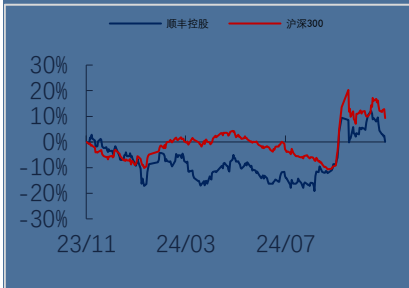
匡培钦 交通运输行业首席分析师  
执业编号 S1500524070004  
邮箱 kuangpeiqin@cindasc.com

## 相关研究

- 顺丰控股（002352.SZ）价值分析：中短期业绩维持相对高增，长期价值空间可期
- 顺丰控股（002352.SZ）点评：公司发布中期及特别分红，看好公司价值提升
- 顺丰控股（002352.SZ）2024 年中报点评：24H1 盈利同比稳增 15%，利润率有望持续回升

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司深度报告**
**顺丰控股 (002352)**

 投资评级 **买入**

 上次评级 **买入**


资料来源：聚源，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价 (元)	41.16
52 周内股价波动区间 (元)	46.09-33.23
最近一月涨跌幅 (%)	-4.39
总股本 (亿股)	48.16
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	1,982.34

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

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编：100031

# 顺丰控股 (002352.SZ) 深度分析：国内业务稳步增长，国际业务打开空间

2024 年 11 月 24 日

**本期内容提要：**
**◆综合大物流龙头，发展进入新阶段**

顺丰控股为我国快递物流综合性龙头，我们看好公司经营拐点及现金流拐点到来后迈入新发展阶段。

**1) 经营拐点：经济、快运、同城三大业务转盈。** a) 经济业务：23 年 6 月，公司完成丰网 100% 股权出售交割，此后经济快递大力发展“电商标快”，产品层次聚焦中高端直营，有助于快递业务利润的稳步增长。b) 快运业务：2022 年大件分部净利润转盈，2023 年持续降本提效下，大件盈利能力持续增厚。c) 同城业务 2023 年首次全年盈利，2024 年延续高增长。

**2) 现金流拐点：健康经营叠加资本开支收窄，自由现金流转正。** a) 公司持续深化融通与改革，释放整体资源的协同效率，增强内生“造血”能力，经营性现金流净额 2018-2023 年复合增速 36%，2024 前三季度同比增长 11.9%；b) 资本开支或已达高峰，未来或逐步收窄，整体自由现金流有望延续增长。

**◆中短期：收入稳增长，利润率提升，业绩仍有弹性**

**1) 收入稳增长：物流版图完善，多业务协同带动收入稳步增长。** a) 时效件：我们预计，航线加密下时效再强化，时效提升或推动目前部分城市的存量陆运快件升级成高价值的航空特快件，从而推动区域时效件票单价及盈利能力进一步提升；b) 经济件：公司经济业务的差异化体现在高服务质量下的中高端定位，为电商平台及商家提供差异化和高品质履约服务，随着电商快递保持较快的增长，公司的差异化定位有助于吸引更多中高端件量，带动经济快递市场份额提升；c) 快运业务：我们预计公司有望通过优质快运服务的供给能力拉动快运需求增长。

**2) 利润率提升：资本开支收窄，网络融通推进或带动利润率稳步提升。** a) 资本开支收窄，2022 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 141.84 亿元，较 2021 年高峰回落 26.1%，2023 年持续回落 12.1% 至 124.72 亿元，24H1 同比进一步下降 6.9%，随着资本开支收窄，我们预计投资进入回报期；b) 网络融通深化推进，成本管控得当，2021 至 2023 年降本幅度分别超过 6、8、11 亿元，多网融通降本成效显著。

**◆中长期：鄂州机场赋能，国际业务有望打开空间**

**1) 收入端货量有望稳步增长：**鄂州花湖机场与顺丰鄂州自营转运中心都已陆续投运，作为亚洲首个专业航空货运枢纽，我们预计鄂州机场的投产将从服务能力提升拉动业务增量、拓展仓配一体化服务引入货量、产业集群扩大规模效应等三阶段带动公司航空件货量增长。

**2) 财务端压力可控：**一方面，公司机场项目参股 46%，24H1 鄂州机场投资亏损约 0.99 亿元，后续随货邮吞吐量稳步增长带来规模效应，我们分析对公司投资收益影响或有限；另一方面，并表部分影响成本费用端的主要为转运中心折摊，我们预计每年折摊影响成本或约 3.84 亿元，成本压力或整体可控。

**3) 借力鄂州机场，打开国际业务第二增长曲线：**相较于本土快递物流业务，国际业务具备更高的毛利率，以 UPS 为例，国际物流业务毛利率较本土业务高约 10%；相较于海外物流公司而言，本土企业更青睐使用国内物流品

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

牌，根据公司 24H1 业绩推介材料，中国 500 强企业使用顺丰国际服务占比超过 45%，受益于中国企业出海提速，我们认为未来国际物流业务大有可为。随着鄂州机场投入使用、公司货机规模和国际航班数量逐步提升，国际业务有望得到加速发展。

- ◆**盈利预测与投资评级:** 我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别 100.37 亿元、120.01 亿元、144.20 亿元，同比增长 21.89%、19.57%、20.16%，对应 PE 分别 20 倍、17 倍、14 倍。公司作为综合快递物流龙头，经营拐点及现金流拐点双重凸显，远期国际业务有望打开增长空间，综合考虑绝对估值分析、市盈率分析及经营性现金流倍数分析，当前股价具备一定安全边际，中长期价值空间较为广阔，维持“买入”评级。
- ◆**风险因素:** 时效件需求不及预期；新业务改善不及预期；产能投放超预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	267,490	258,409	284,724	315,872	348,201
增长率 YoY %	29.1%	-3.4%	10.2%	10.9%	10.2%
归属母公司净利润(百万元)	6,174	8,234	10,037	12,001	14,420
增长率 YoY%	44.6%	33.4%	21.9%	19.6%	20.2%
毛利率%	12.5%	12.8%	13.2%	13.6%	13.9%
净资产收益率ROE%	7.2%	8.9%	11.7%	12.9%	14.3%
EPS(摊薄)(元)	1.28	1.71	2.08	2.49	2.99
市盈率 P/E(倍)	32.11	24.07	19.75	16.52	13.75
市净率 P/B(倍)	2.30	2.14	2.31	2.13	1.97

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 11 月 22 日收盘价

## 目录

投资聚焦	6
1 综合大物流龙头，发展进入新阶段	6
1.1 快递业务为基石，多元业务拓展综合大物流	6
1.2 业绩保持稳健增长，精益管理推动盈利能力持续改善	7
1.3 双拐点已至，进入新发展阶段	8
2 中短期：收入稳增长，利润率提升，业绩仍有弹性	12
2.1 收入稳增长：物流版图完善，多业务协同带动收入稳步增长	12
2.2 利润率提升：资本开支收窄，网络融通推进	13
3 中长期：鄂州机场赋能，国际业务有望打开空间	16
3.1 鄂州机场投产，打开航空件业务空间	16
3.2 财务端压力可控，股权投资收益及折摊影响有限	17
3.3 借力鄂州机场，打开国际业务第二增长曲线	18
4 盈利预测、估值与投资评级	20
4.1 盈利预测：预计三年归母净利润复合增速 20.54%	20
4.2 估值分析：综合绝对估值及相对估值，维持“买入”评级	21
5 风险因素	23

## 表目录

表 1：顺丰经济业务发展历程	9
表 2：顺丰快运业务发展历程	13
表 3：鄂州枢纽建设及投运历程	16
表 4：国际物流公司经营数据对比	19
表 5：收入预测表	20
表 6：简易利润表	20
表 7：绝对估值核心假设	21
表 8：自由现金流折现模型测算（2024-11-22）	21
表 9：市现率分析（2024-11-22）	22

## 图目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：产品矩阵完善，综合服务能力领先	7
图 3：2018-2023 年营业收入 CAGR 约 23%	7
图 4：2018-2023 年归母净利润 CAGR 约 13%	7
图 5：2024H1 公司分业务收入构成	8
图 6：2021 年以来毛利率及归母净利率逐年提升	8
图 7：2023 年公司成本费用按性质分类构成	8
图 8：2022 年以来公司运力占收入比持续改善	8
图 9：2023 年经济业务量利稳步提升	9
图 10：大件分部净利润 2022 年开始转盈	9
图 11：2023 年大件盈利能力持续提升	9
图 12：同城即时配送分部收入稳健增长	10
图 13：2023 年同城即时配送分部净利润转盈	10
图 14：公司经营性现金流净额稳步增长（单位：亿元）	10
图 15：公司盈利现金比率稳步增长	10
图 16：公司自由现金流 22 年转正后延续正增长（亿元，剔除收到的税费返还）	11
图 17：鄂州枢纽航线切换后公司航空次晨达城市数量有望提升	12
图 18：剥离丰网后，公司经济快递收入保持高增长	12
图 19：线上购物渗透率持续提升	12
图 20：快运业务收入保持高速增长	13
图 21：24H1 顺丰快运、顺心捷达合计货量市占率超 25%	13
图 22：2017-24H1 资本开支细分构成（单位：亿元）	14
图 23：公司资产类资本开支高位回落（单位：亿元）	14
图 24：多网融通助力降本	14
图 25：分季度归母净利率逐步提升	15
图 26：分季度归母净利润稳步增长	15
图 27：鄂州机场运营进展（截至 2024H1 末）	17
图 28：鄂州机场三阶段规划	17
图 29：24H1 鄂州机场投资亏损 0.99 亿元	17

图 30: 顺丰对联营企业和合营企业的投资收益体量较小 .....	17
图 31: 顺丰控股折旧与摊销费用占营业收入比重情况 .....	18
图 32: 供应链及国际以出海为锚突破多场景 .....	18
图 33: UPS 国际业务毛利率高于国内业务 .....	19
图 34: 我国企业出海提速 .....	19
图 35: 2030 年鄂州机场货邮吞吐量将达到 330 万吨 .....	19
图 36: 2030 年鄂州机场起降架次将达到 9.2 万架次 .....	19
图 37: 顺丰控股 A 股近五年 PE(TTM)估值平均 43 倍左右 .....	22

## 投资聚焦

顺丰控股为我国快递物流综合性龙头，我们看好公司经营拐点及现金流拐点到来后迈入新发展阶段。短期看，公司在物流业务版图完善的背景下，时效业务、经济业务、快运业务等竞争力进一步提升，有望打开收入增长空间，此外资本开支收窄及网络融通推进背景下，利润率有望稳步提升。中长期看，鄂州枢纽项目的投产有望带来时效业务升级，借力推进国际业务，有望打开新增长曲线。

## 1 综合大物流龙头，发展进入新阶段

### 1.1 快递业务为基石，多元业务拓展综合大物流

三十年砥砺前行，发展成为综合物流龙头企业。公司成立于1993年，成立之初即首创行业速运概念，为打造高时效奠定基因；2009年顺丰科技、顺丰航空相继成立；2010年启动国际化布局；2013年启动多元化服务布局，逐渐向综合物流服务商转型，2017年深交所上市后加速完善细分领域布局，目前已经成为亚洲最大、全球第四大综合物流服务提供商。

图1：公司发展历程



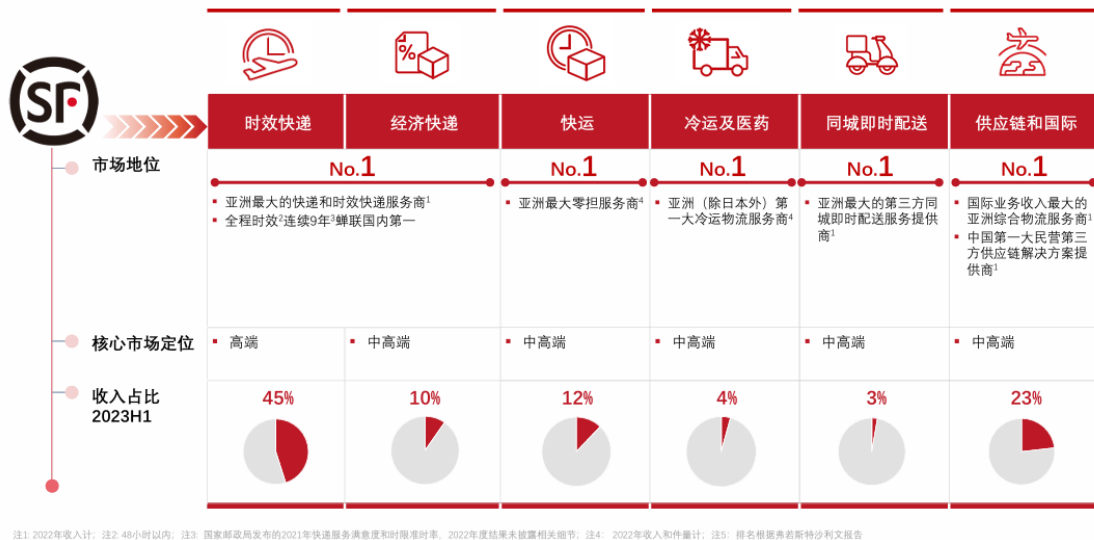
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**业务多元化布局，细分赛道均处于行业领先地位。**公司围绕物流生态圈，持续完善产品体系，提升服务能力，业务拓展至时效快递、经济快递、快运、冷运及医药、同城即时配送、供应链及国际等，在各细分领域均处于市场领先地位。

- 1) 时效快递:** 主要面向个人、企业、中高端品牌商家等，提供时效领先的高品质门到门寄递服务，可实现半日达、当日达、次晨达、次日达等。得益于服务体验提升及拓展新兴产业客群和新场景，24H1 营收同比+5.6%至 591.9 亿元，扎实构筑业绩基本盘。
- 2) 经济快递:** 经过多次产品调优后，目前聚焦“电商标快”，差异化竞争策略下，产品结构持续优化叠加电商标快业务量增长，24H1 营收同比正增 9.3%至 132.5 亿元，若不含丰网业务，经济件收入同比增长 15.6%。
- 3) 快运业务:** 主要面向生产制造、商业流通领域有大件配送、批量运输需求的客户，受益于快运市场需求改善、公司网络融通推进及科技赋能效益提升，24H1 快运业务同比+16.1%至 175.5 亿元。

- 4) **冷运及医药业务:** 主要面向时令生鲜食品、冷冻食品、医药产业三大领域的客户。公司仓网协同及一体化供应链竞争优势明显, 24H1 受恶劣天气影响生鲜寄递等, 营收同比-5.2%至 50.6 亿元。
- 5) **同城即时配送业务:** 主要面向餐饮门店、零售/电商商家、个人及企业提供即时物流配送服务。通过高价值订单增长及科技驱动, 24H1 营收同比+18.5%至 39.6 亿元。
- 6) **供应链及国际业务:** 包括国际快递、国际货运及代理和供应链解决方案等业务, 受益于国际空海运需求复苏及运价提升, 公司抓住品牌出海和跨境电商发展机遇, 24H1 营收同比+8.1%至 312.0 亿元。

图2: 产品矩阵完善, 综合服务能力领先

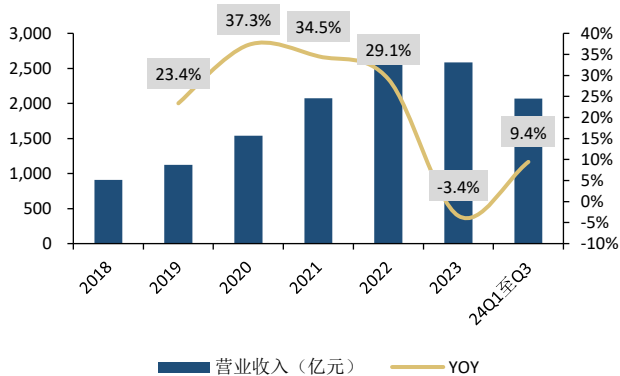


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

## 1.2 业绩保持稳健增长, 精益管理推动盈利能力持续改善

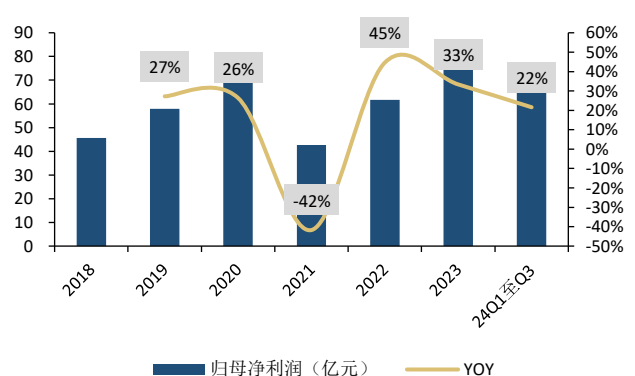
公司业绩稳健增长, 2021 年以来利润率逐年提升。公司上市以来业绩实现稳步增长, 2018 年至 2023 年公司营业收入 CAGR 约 23%, 归母净利润 CAGR 约 13%, 2024 前三季度公司营业收入同比+9.4%, 归母净利润同比+21.6%。随着公司持续强化精益管理, 不断提质增效降本, 2021 年以来毛利率及归母净利率实现了逐年提升。

图3: 2018-2023 年营业收入 CAGR 约 23%

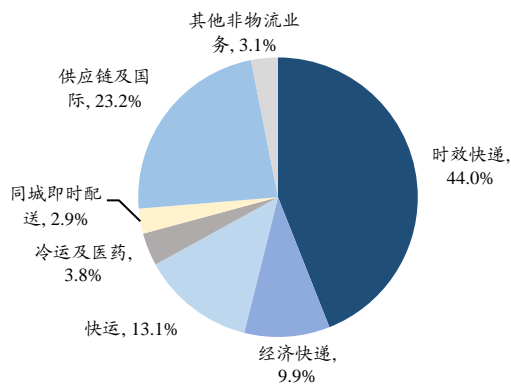


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

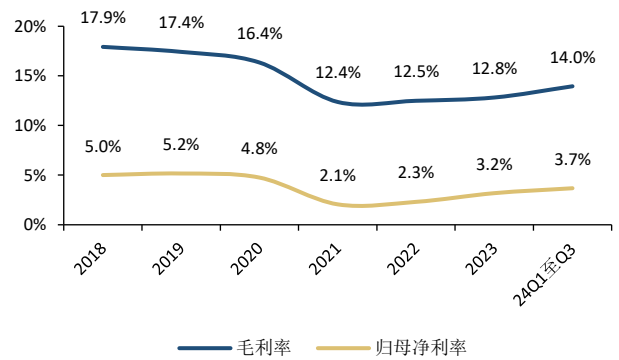
图4: 2018-2023 年归母净利润 CAGR 约 13%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

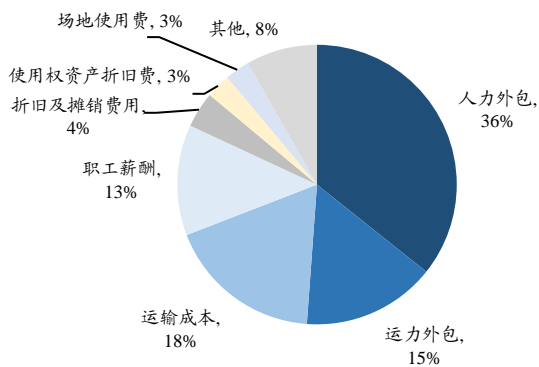
**图5：2024H1 公司分业务收入构成**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

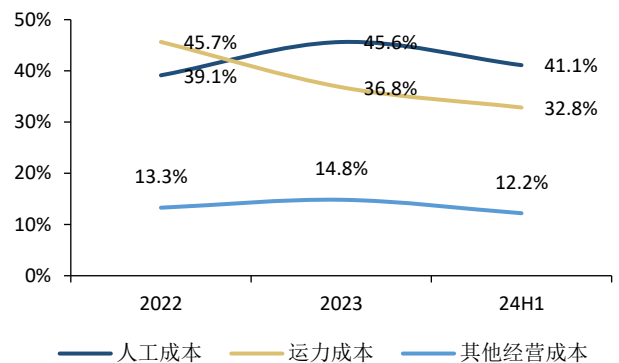
**图6：2021 年以来毛利率及归母净利率逐年提升**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**精益管理推动运力成本改善。**公司成本费用以人工、运力等为主，按照性质分类，2023 年公司成本费用中，人力外包、运力外包、运输成本等分别占成本费用的 36%、15%和 18%。随着公司持续优化路由规划，减少中转，对运力招采与定价标准化进行管控，促进运力成本不断优化，2023 年运力成本占收入比下降至 36.8%，同比下降 8.8pct。

**图7：2023 年公司成本费用按性质分类构成**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图8：2022 年以来公司运力占收入比持续改善**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 1.3 双拐点已至，进入新发展阶段

### 1.3.1 经营拐点：经济、快运、同城三大业务转盈

**经济产品体系调优，聚焦中高端直营，经济业务迎转盈拐点。**2021 年公司经济产品体系升级，采用“直营+加盟”双品牌运营模式并将原标准陆运业务升级为时效快递业务下的“顺丰标快”产品，其中直营又包括主打的“电商标快”和“特惠专配”，加盟主要由丰网速运实现，品牌之间相互区分服务标准和定价。21 年下半年起，公司强调差异化竞争，逐步收窄低毛利特惠专配产品业务量规模，并于 22 年 7 月实现全部退市。**23 年 6 月，公司完成丰网 100%股权出售交割，此后经济快递将大力发展“电商标快”，产品层次聚焦中高端直营，有助于快递业务利润的稳步增长。**



**表1：顺丰经济业务发展历程**

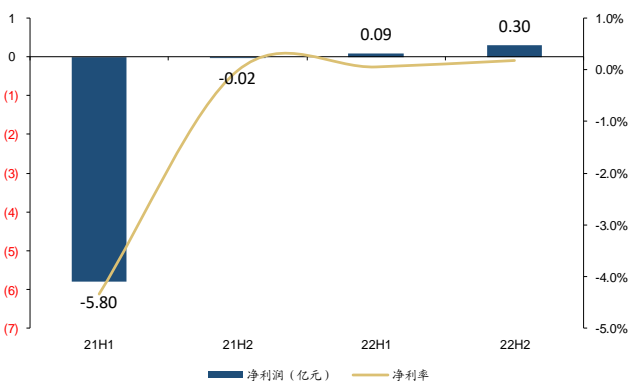
时间	发展历程
2017 年前	2013-2017 年，原有经济型快递服务顺丰特惠高速增长，主要寄递非紧急物品，票均单价 30 元以上 2013 年顺丰推出“电商特惠”和“电商速配”（统称电商件），票均单价 12-15 元
2017 年	经济产品进行全面优化升级，打造了一套专属于经济产品的独立运营模式，主要包含以下两大类产品： 1) 特惠系列：指定服务范围和寄送时间内收寄，平均 2-4 天送达； 2) 仓储服务：提供专业单仓、全国分仓、数字化云仓等专业仓储服务
2019 年	5 月推出“特惠专配”新产品，针对中低端电商客户，最低票均单价 4-5 元，拉动经济板块业务量迅速提升
2020 年	新成立加盟模式运营品牌“丰网速运”，9 月起网开通运营，主打性价比，对标通达系
2021 年	4 月产品体系全面升级，原经济产品中的“标准陆运”产品同步升级为时效快递业务下的“顺丰标快”产品 “直营+加盟”双品牌，其中直营主打“电商标快”（时效提升，服务中高端客群，票均单价较市场电商件高 2-3 元），外加“特惠专配”（定位填仓，时效及服务标准略低于电商标快），而加盟主要由丰网速运实现，品牌之间相互区分服务标准和定价。下半年起公司强调差异化竞争，逐步收窄低毛利特惠专配产品业务量规模
2022 年	低毛利“特惠专配”于 7 月完成全部退市
2023 年	5 月公告拟 11.8 亿元向极兔出售丰网 100% 股权，6 月完成交割

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

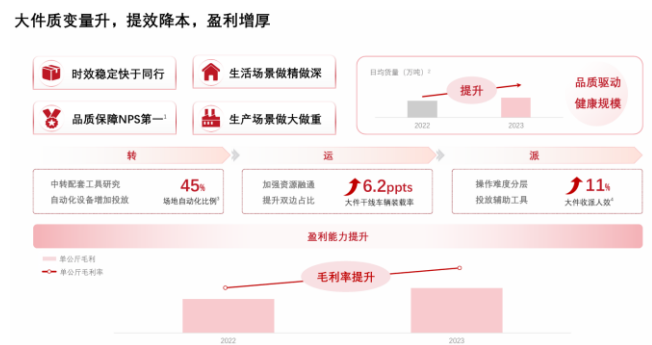
**图9：2023 年经济业务量利稳步提升**


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**快运量利齐升，盈利能力持续增厚。**经过多年业务孵化和营运底盘搭建，顺丰已逐步夯实其在快运市场的领先能力。公司直营网络的快运业务基于“坚持时效领先、坚持策略稳定、坚持专业精进”的服务致胜方针打造市场竞争优势。2022 年大件分部净利润转盈，2023 年持续降本提效下，大件盈利能力持续增厚。

**图10：大件分部净利润 2022 年开始转盈**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

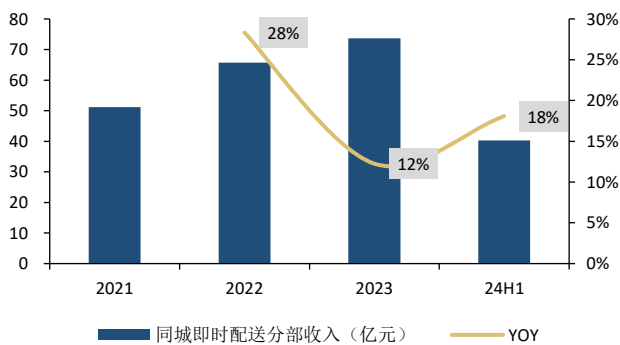
**图11：2023 年大件盈利能力持续提升**


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**同城业务 2023 年首次全年盈利，2024 年利润延续高增长。**顺丰自 2016 年开展同城即时配送业务，2019 年正式独立运营，并于 2021 年 12 月成功赴港上市，2023 年同城即时配送分部实现净利润 0.5 亿元，首次全年盈利，24H1 实现分部净利润 0.6 亿元，同比 +105%。

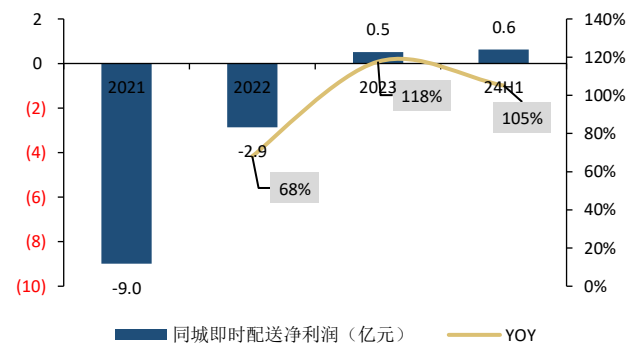
我们分析三大因素驱动同城经营向好：1) 规模效应优势凸显：受益于年订单量增长，公司规模经济与网络效应进一步释放，推动单位履约成本持续下降；2) 订单结构多元化：公司积极探索新消费生态，不断渗透多元场景，差异化服务牵引高价值订单，多极化增长引擎趋势延续提升韧性；3) 科技赋能效率优化：高效稳定的科技能力驱动全场景业务融合调度、全渠道订单和全流程高效管理、运力网络更优效能。

图12：同城即时配送分部收入稳健增长



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图13：2023 年同城即时配送分部净利润转盈

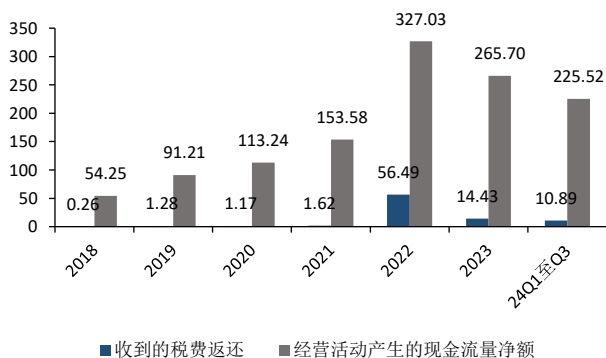


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 1.3.2 现金流拐点：健康经营叠加资本开支收窄，自由现金流转正

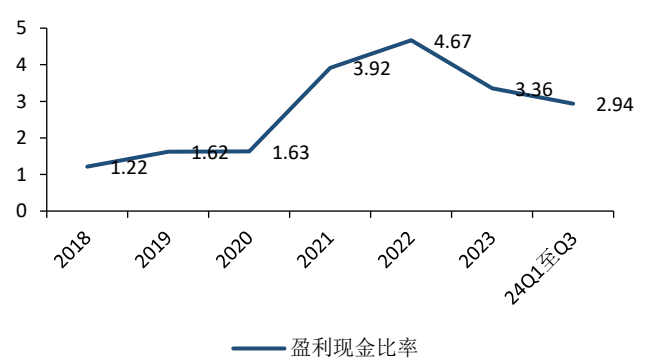
**公司经营能力稳步提升。**2021 年以来公司坚持可持续健康发展的经营基调，持续深化融通与改革，释放整体资源的协同效率，修炼经营“内功”，增强内生“造血”能力。公司盈利现金比率由 2018 年 1.22 倍提升至 2023 年 3.36 倍，此外剔除与经营能力无关的税费返还因素影响之后，经营性现金流净额 2018-2023 年复合增速 36%，2024 前三季度同比增长 11.9%。展望未来，我们认为多元综合物流业务拓展有望持续增强现金创造能力，叠加精益运营之下现金保留能力有望进一步夯实，公司经营能力有望稳步提升。

图14：公司经营性现金流净额稳步增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

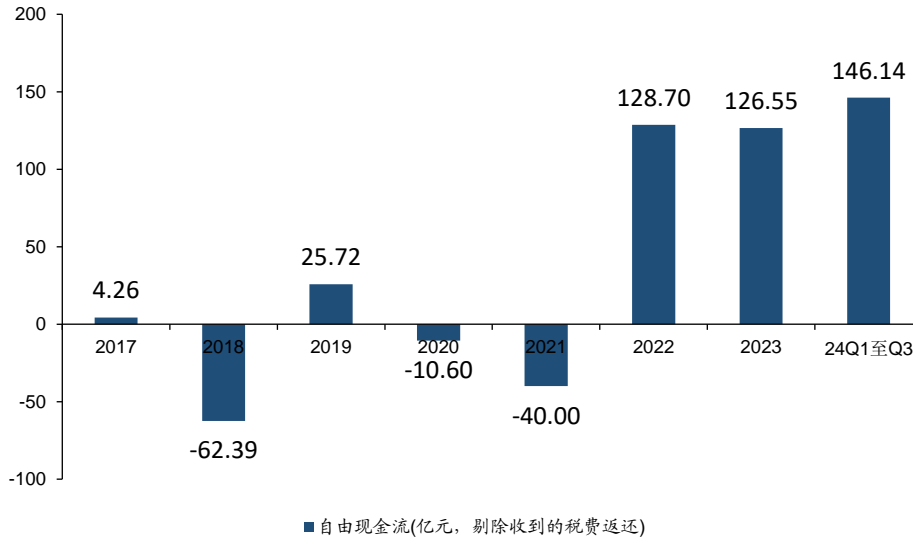
图15：公司盈利现金比率稳步增长



资料来源：Wind，信达证券研发中心

健康经营叠加资本开支收窄，助推自由现金流增长。剔除与经营无关的税费返还因素之后，公司自由现金流自 2021 年-40 亿元转正至 2022 年 128.70 亿元和 2023 年 126.55 亿元，2024 前三季度自由现金流同比+25.12%。展望未来，我们分析一方面公司业务规模增长有望带来经营性现金流持续增长，另一方面公司资本开支或已达高峰、未来或逐步收窄，整体自由现金流有望延续增长。

图16：公司自由现金流 22 年转正后延续正增长（亿元，剔除收到的税费返还）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

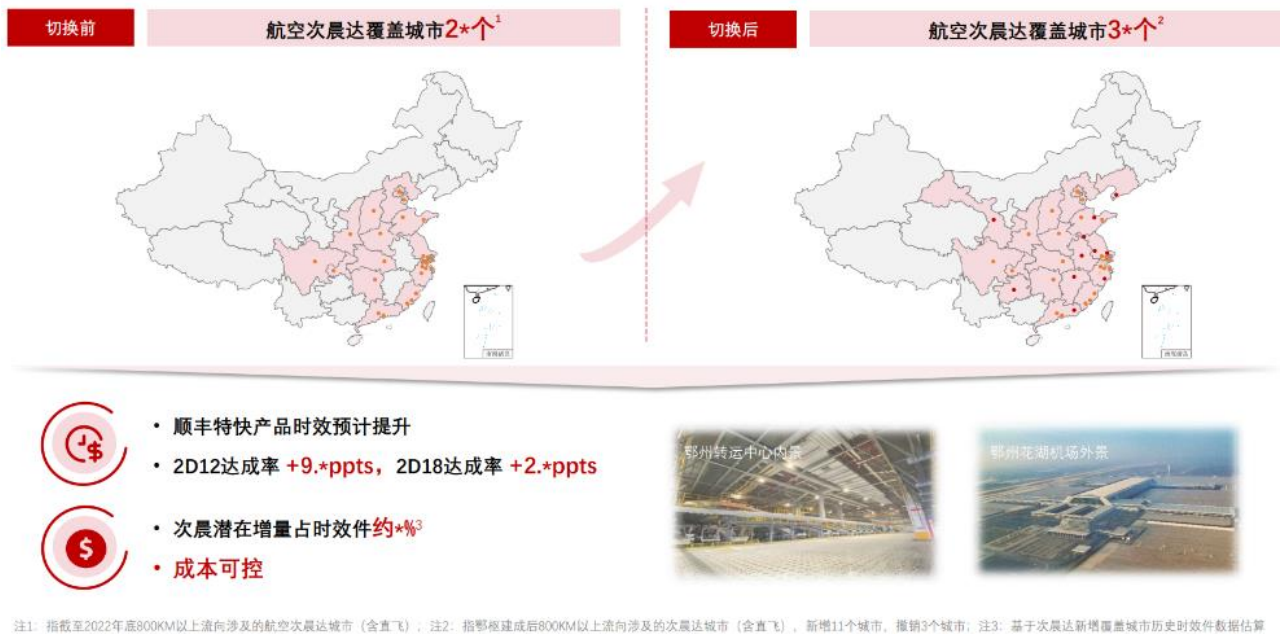
备注：自由现金流=经营活动产生的现金流量净额-收到的税费返还-购建固定资产、无形资产及其他长期资产的现金流出

## 2 中短期：收入稳增，利润率提升，业绩仍有弹性

### 2.1 收入稳增：物流版图完善，多业务协同带动收入稳步增长

时效件方面，航空覆盖度提升或驱动存量陆运快件升级。鄂州机场转运中心投入后，枢纽逐步向中部转场将进一步增加航空特快件覆盖区域，截至 2024 年 6 月末，公司已于鄂州枢纽累计开通 55 条国内货运航线和 13 条国际货运航线。我们预计，航线加密下时效再强化，时效提升或推动目前部分城市的存量陆运快件升级成高价值的航空特快件，从而推动区域时效件票单价及利润能力进一步提升，根据公司 2022 年度推介材料，鄂州枢纽航线切换后，航空次晨达城市有望由原来 20 余个提升至 30 余个。

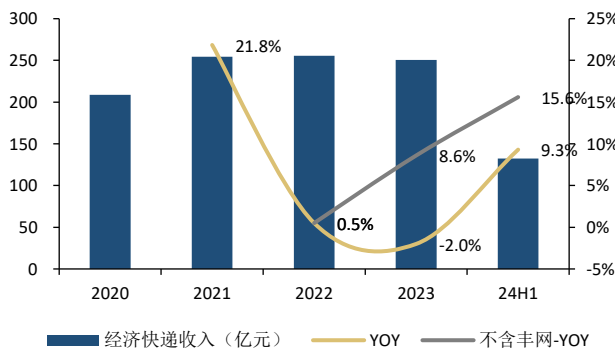
图17：鄂州枢纽航线切换后公司航空次晨达城市数量有望提升



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

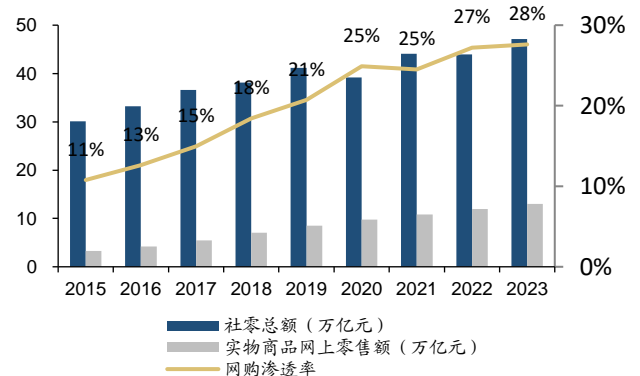
经济件方面，公司业务定位差异化提升市场份额，电商发展带动件量高增。公司经济业务的差异化体现在高服务质量下的中高端定位，通过战略聚焦中高端电商市场，为电商平台及商家提供差异化和高品质履约服务，稳步提升业务规模。随着电商快递保持较快的增长，公司的差异化定位有助于吸引更多中高端件量，带动经济快递市场份额提升。

图18：剥离丰网后，公司经济快递收入保持高增长



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图19：线上购物渗透率持续提升



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

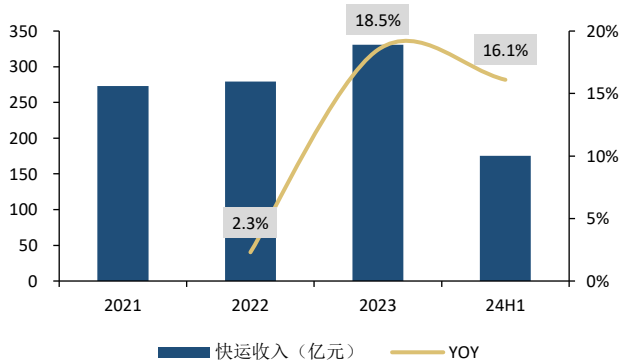
**快运业务提供优质服务，供给或拉动需求增长。**我国快运市场格局高度分散，由少数全国物流网络公司及超过 20 万家中小型区域及专线运营商组成，与传统零担快运服务商相比，公司差异化优势在于：1) 已具备全国范围内高密度物流网络，2) 能够提供上门服务，具备卓越的最后一公里配送能力；3) 与快递网络共享基础设施等资源，具备成本协同效应，为供应商提供具有竞争力的价格和高质量的服务。我们预计公司有望通过优质快运服务的供给能力拉动快运需求增长。

**表2：顺丰快运业务发展历程**

时间	发展历程
2015 年	正式推出重货运输产品，主要包含物流普运（定位 20KG 以上以陆运为主的经济性零担物流产品）和重货快运（依托于航空资源推出非标类重货快递产品）
2017 年	新添重货专运新产品（根据客户发运整车货物需求定制的专运产品）
2018 年	根据重量进一步将物流普运细分为重货包裹（单票 20-100KG）和小票零担（单票 100-500KG）3 月，新收购广东新邦物流业务，并建立“顺心捷达”加盟快运品牌
2019 年	7 月，直营模式“顺丰快运”品牌正式发布，与 2018 年起网的加盟“顺心捷达”形成双品牌，“顺丰快运”定位高时效、高质量及高服务体验的中高端市场，“顺心捷达”专注全网型中端快运市场
2020 年	加速扩张搭建营运底盘，8 月“顺心捷达”网点数量突破 1 万家，年底快运中转场从 2019 年 51 个大增至 185 个，网点达到 1500 个
2021 年	量价齐升，零担经营货量首次登顶行业榜首（运联智库），且零担单价开始回暖
2022 年	行业并购整合加速，集中度逐渐提升，收入端进一步拓展 B 端生产与商业流通及 C 端生活场景，成本端加速网络融通和资源整合扩大共享效益

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图20：快运业务收入保持高速增长**



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

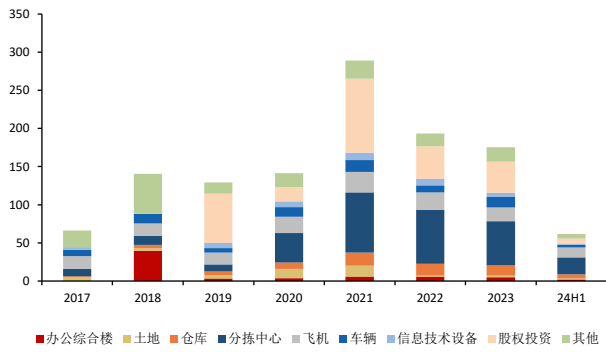
**图21：24H1 顺丰快运、顺心捷达合计货量市占率超 25%**



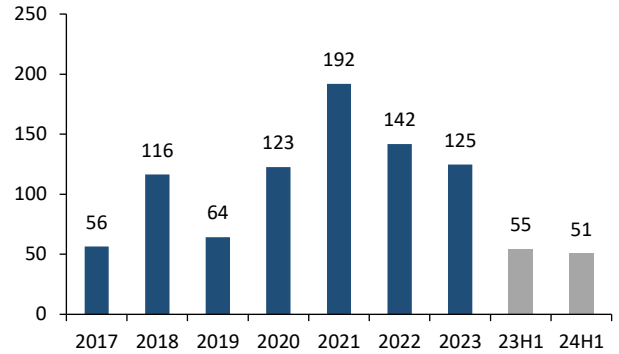
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

## 2.2 利润率提升：资本开支收窄，网络融通推进

**资本开支收窄，预计投资进入回报期。**2022 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 141.84 亿元，较 2021 年高峰回落 26.1%，2023 年持续回落 12.1%至 124.72 亿元。24H1 公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 50.75 亿元，同比进一步下降 6.9%，随着资本开支收窄，我们预计投资进入回报期。

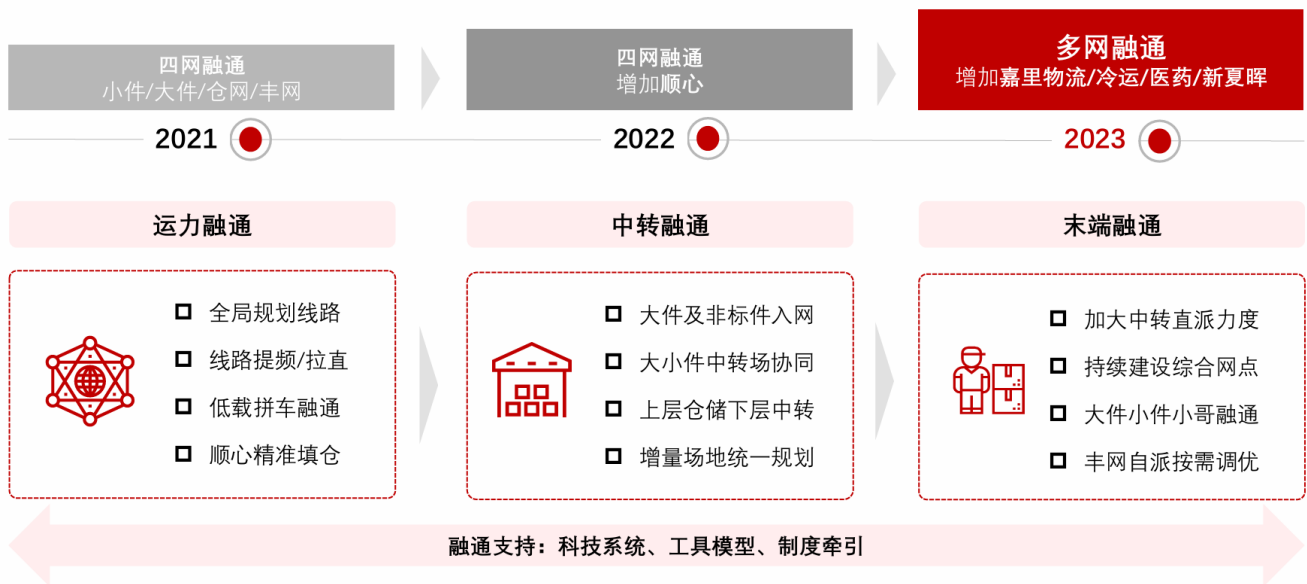
**图22：2017-24H1 资本开支细分构成（单位：亿元）**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图23：公司资产类资本开支高位回落（单位：亿元）**


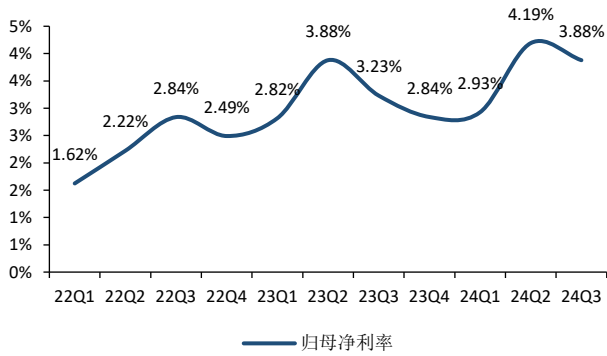
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**网络融通深化推进，成本管控得当。**2021 年公司推行四网融通，针对小件、大件、仓网等进行场地融通、中转融通、运输融通和末端区隔；2022 至 2023 年公司持续深化多网融通，新增顺心、冷运、医药、嘉里、新夏晖等板块，扩大资源共享，推进全环节降本增效，以提升经营效益。**2021 至 2023 年降本幅度分别超过 6、8、11 亿元，多网融通降本成效显著，未来利润率有望稳步提升。**

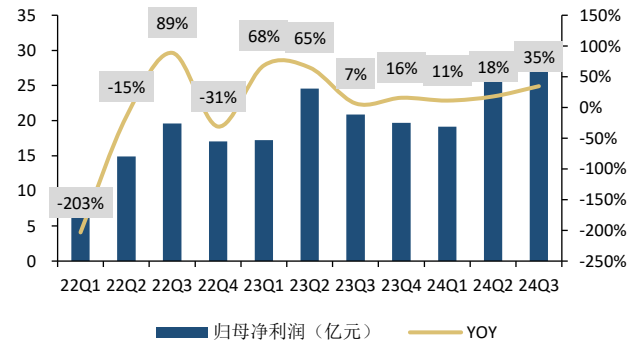
**图24：多网融通助力降本**


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**利润率稳步提升，带动利润相对高增。**受益于各细分板块收入稳增及网络融通推进，2022 年以来公司归母净利率稳步提升，24Q3 归母净利率达 3.88%，同比增长 0.65pct，较 22Q3 增长 1.04pct，带动利润保持相对高增，24Q3 归母净利润同比增长 34.58%。

**图25：分季度归母净利率逐步提升**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图26：分季度归母净利润稳步增长**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 3 中长期：鄂州机场赋能，国际业务有望打开空间

#### 3.1 鄂州机场投产，打开航空件业务空间

鄂州花湖机场与顺丰鄂州自营转运中心都已陆续投运。鄂州花湖机场于 2022 年 7 月正式投入运营，2022 年 11 月 27 日，顺丰航空全货机在鄂州枢纽通航，2023 年 7 月，顺丰航空货运航线转场工作正式启动，9 月转场工作正式完成。随着货运航线转场工作的完成，顺丰鄂州航空枢纽转运中心也同步投入使用，为亚洲最大规模。截至 2024 年 6 月末，公司已于鄂州枢纽累计开通 55 条国内货运航线和 13 条国际货运航线，链接全国 40 个城市，触达国际 15 个航站。

表3：鄂州枢纽建设及投运历程

时间	项目进展
2013.06	顺丰初步规划在中国中部地区建设货运门户枢纽机场
2015.01	湖北省政府与顺丰控股签署了战略合作协议，共同谋划推进湖北国际物流核心枢纽项目
2016.04	鄂州机场建设项目选址方案获得民航局批准，确定项目场址为鄂州燕矶
2017.12	1) 湖北交投、顺丰（子公司顺丰泰森）、农银投资按 49: 46: 5 的比例出资成立湖北国际物流机场有限公司，其中顺丰拟以自有资金出资 23 亿元，持股比例为 46% 2) 明确由顺丰组织实施机场相关设施的规划、设计、投资、建设和运营，以及机场周边产业开发（包括物流园区、航空公司基地、物流基地、飞机维修基地以及航空服务体系等项目） 《可行性研究报告》和《总体规划》获批
2019.01	1) 可研：项目总投资 320.63 亿元，由机场工程、转运中心及顺丰航空公司基地工程、供油工程三部分组成 2) 总体规划：近期 2030 年旅客吞吐量 150 万人次、货邮吞吐量 330 万吨、飞机起降 9.2 万架次，远期 2050 年旅客吞吐量 2000 万人次、货邮吞吐量 908 万吨、飞机起降 27 万架次
2019.03	1) 机场工程初步设计及概算的批复，投资概算核定为 148.12 亿元（工程直接费 99.96 亿元、工程其他费用 35.88 亿元、基本预备费 4.43 亿元、建设期贷款利息 7.56 亿元、铺底流动资金 3000 万元） 2) 明确资金来源为中央预算内投资 8.2 亿元，民航发展基金 16.4 亿元，湖北省财政资金 26.8 亿元，农银投资 2.73 亿元、顺丰泰森 25.16 亿元、银行贷款 68.83 亿元
2020	机场航站楼、供油工程、顺丰航空基地等项目依次开工，将鄂州机场建成中国乃至亚洲首座专业货运枢纽机场上升为国家战略
2021	花湖机场高速公路一期工程、顺丰航空物流产业园全面开工，12 月底鄂州花湖机场建成校飞
2022	7 月鄂州花湖机场正式投运
2023	4 月首条国际货运航线“鄂州-比利时列日”正式开通，7 月鄂州机场顺丰航空货运航线转场工作正式启动，9 月转场工作正式完成、转运中心正式投运
2024	截至 2024 年 6 月末，公司已于鄂州枢纽累计开通 55 条国内货运航线和 13 条国际货运航线，链接全国 40 个城市，触达国际 15 个航站

资料来源：公司公告，鄂州市人民政府，鄂州花湖机场公众号，鄂州市临空经济区公众号，信达证券研发中心

作为亚洲首个专业航空货运枢纽，我们预计鄂州机场的投产将带动公司货量三阶段稳步提升：

**1.0 阶段：服务能力提升拉动业务增量。**以鄂州机场为中心，形成“轴辐式”网络，通过统一集货、分拣、调度、配送的方式，将货量集中至鄂州，进一步提升时效和规模效应，有助于提升产品竞争力和降低成本。

**2.0 阶段：拓展仓配一体化服务引入货量。**牵引客户入仓，为客户提供高效仓配一体化服务，截至 2024H1 已有超过 30 家客户入驻，覆盖 3C 高科技、快消、医药、汽车等行业，未来仍有较大空间拓展仓储能力。

**3.0 阶段：通过产业集群扩大规模效应。**随着物流能力提升，吸引产业链上下游、优质航司/货代入驻枢纽周边，有望进一步带动货量增长，目前已签约的产业包括现代物流服务



业、智慧医药供应链、化工供应链等。

图27：鄂州机场运营进展（截至 2024H1 末）



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图28：鄂州机场三阶段规划

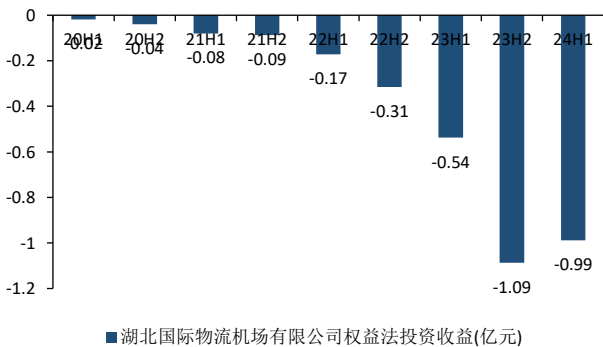


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

### 3.2 财务端压力可控，股权投资收益及折摊影响有限

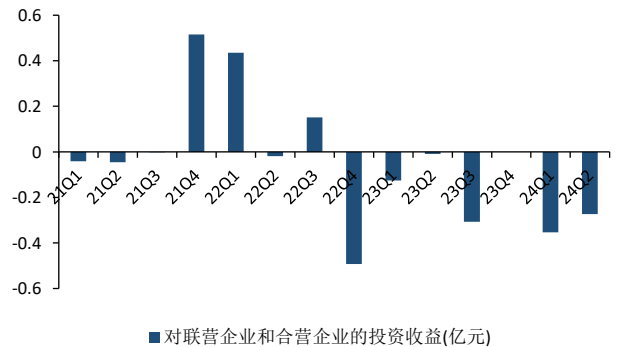
**参股机场对投资收益影响或有限。**根据公告，机场需验收合格后可转固并计提折旧。鄂州机场已于 22 年 7 月正式投运（顺丰控股对机场项目参股 46%），业绩影响主要体现在投资收益端，24H1 鄂州机场投资亏损约 0.99 亿元，后续随货邮吞吐量稳步增长带来规模效应，我们分析对公司投资收益影响或有限。

图29：24H1 鄂州机场投资亏损 0.99 亿元



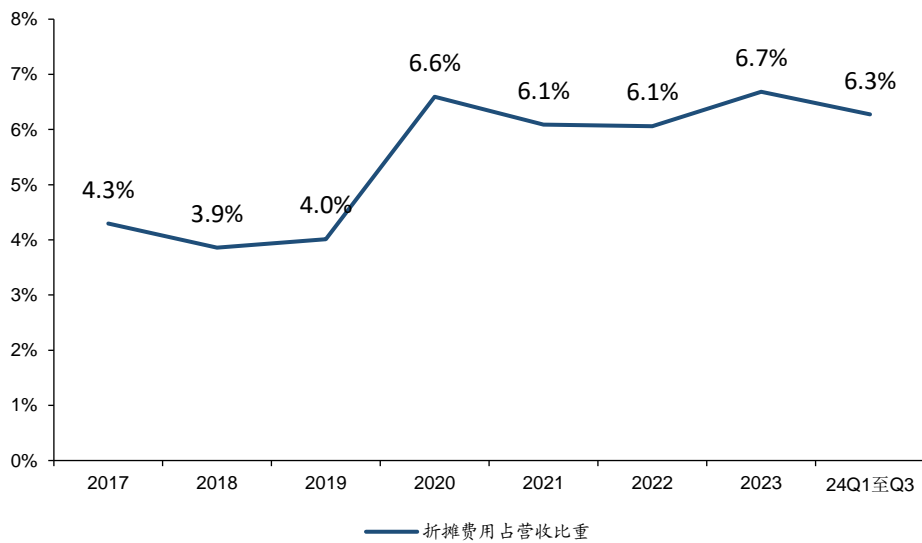
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图30：顺丰对联营企业和合营企业的投资收益体量较小



资料来源：Wind，信达证券研发中心

**转运中心短期成本端影响或同样低于预期。**根据总体投资规划，以顺丰泰森为主体涉及的投资总规模为 177.97 亿元，分别包括机场工程 25.16 亿元、转运工程 115.29 亿元、基地工程 37.52 亿元，其中前期参股投资机场损益将采用权益法核算（不并表），我们预计并表部分影响成本费用端的主要为转运中心折摊，参考一般机场实际使用年限达到 50 年以上，假设其折旧年限为 30 年（根据公司公告，顺丰房屋及建筑预计使用年限 10-50 年），我们预计每年折摊影响成本或约 3.84 亿元，成本压力或整体可控。

**图31：顺丰控股折旧与摊销费用占营业收入比重情况**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

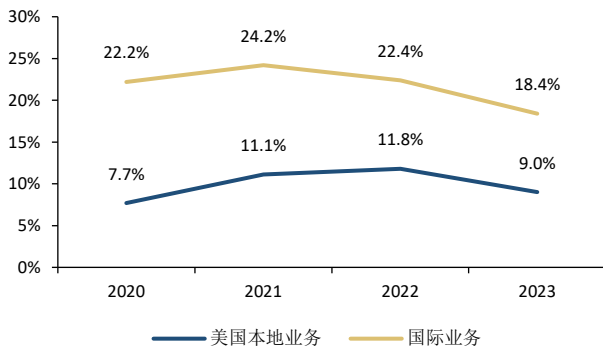
### 3.3 借力鄂州机场，打开国际业务第二增长曲线

国际物流市场有更高的毛利率和更大的市场空间，有望成为公司未来业绩增长的重要看点。一方面，相较于本土快递物流业务，国际业务具备更高的毛利率，以 UPS 为例，国际物流业务毛利率较本土业务高约 10%；另一方面，相较于海外物流公司而言，本土企业更青睐使用国内物流品牌，根据公司 24H1 业绩推介材料，中国 500 强企业使用顺丰国际服务占比超过 45%，受益于中国企业出海提速，我们认为公司未来国际物流业务大有可为。

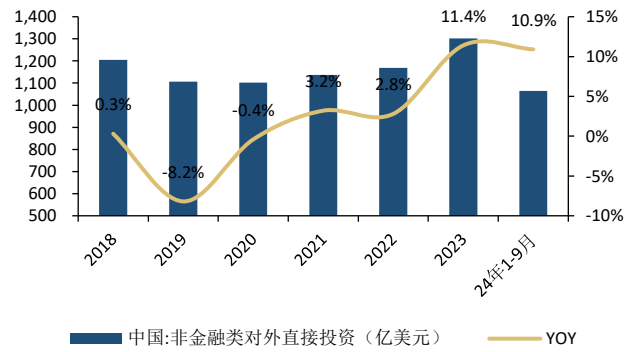
**图32：供应链及国际以出海为锚突破多场景**


注1：地图图标指亚洲区域中标跨境供应链项目所在国家；注2：指2023年至今使用过顺丰国际服务的《财富》中国500强企业占比；注3：指2024年上半年顺丰国际快递收入增速，比较国际三大同行时，基于其披露的国际快递收入

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**图33: UPS 国际业务毛利率高于国内业务**


资料来源: UPS 公司官网, 信达证券研发中心

**图34: 我国企业出海提速**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

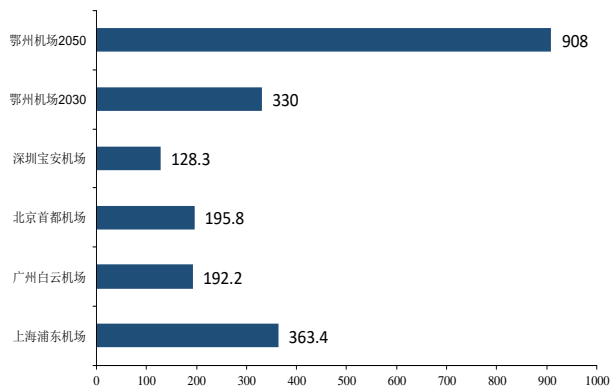
**借力鄂州机场, 国际业务有望加速发展。**公司近几年在国际业务布局提速, 于2010年启动国际化战略布局, 2021年牵手嘉里物流, 加速实施“快递出海”战略, 24H1公司供应链及国际业务收入占比23.2%, 第二曲线蓄势待发, 对比全球头部物流公司, 在全球航空货运枢纽及货机数量方面仍有差距。随着鄂州机场投入使用、公司货机规模和国际航班数量逐步提升, 国际业务有望得到加速发展。

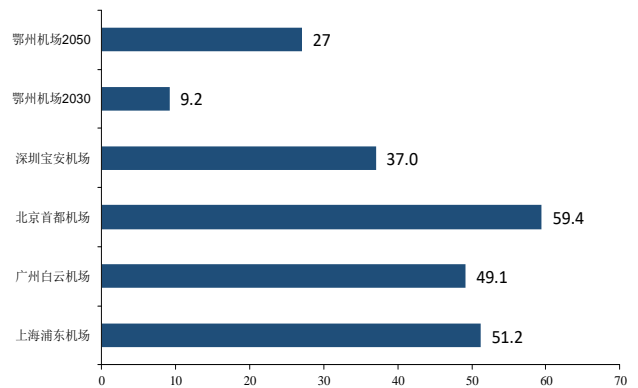
**表4: 国际物流公司经营数据对比**

时间	UPS	FedEx	DHL	顺丰
市值	1,144 亿美元	719 亿美元	448 亿美元	287 亿美元
收入规模	910 亿美元	902 亿美元	907 亿美元	2,584 亿元
覆盖国家	200 多个国家和地区	220 多个国家和地区	220 个国家和地区	202 个国家和地区
全货机数量	自有/运营 294 架; 租赁 269 架	自有 693 架; 租赁 17 架	超过 295 架	自有/租赁 103 架
核心枢纽	路易斯维尔机场	孟菲斯机场	多枢纽模式, 全球 22 个 航空货运枢纽	鄂州机场

资料来源: 公司公告, 公司官网, Wind, 信达证券研发中心

注: 数据取自各家公司 2023 年年报, 市值时间为 2024-11-15

**图35: 2030 年鄂州机场货邮吞吐量将达到 330 万吨**

 资料来源: Wind, 新浪湖北, 中国航空报, 信达证券研发中心  
 备注: 宝安、首都、白云、浦东机场为 2019 年数据

**图36: 2030 年鄂州机场起降架次将达到 9.2 万架次**

 资料来源: Wind, 新浪湖北, 中国航空报, 信达证券研发中心  
 备注: 宝安、首都、白云、浦东机场为 2019 年数据

## 4 盈利预测、估值与投资评级

### 4.1 盈利预测：预计三年归母净利润复合增速 20.54%

根据对公司综合物流业务增长驱动因素的分析，我们做出如下关键假设：

- 1) 考虑公司业务受中高端消费修复、退换货渗透率提升、电商平台经济增长影响，假设公司速运物流业务量 2024-2026 年同比分别+9.0%、+10.0%、+9.0%。
- 2) 考虑鄂州项目推动时效产品升级、经济产品结构梳理推进、直营快运竞争格局好转等因素，假设公司票单价逐年稳增。
- 3) 考虑跨境空海物流景气程度，假设公司国际及供应链业务收入 2024-2026 年同比分别+16%、+14%、+14%。
- 4) 考虑其他非物流业务，主要包括物料销售等，假设相对稳定。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别：2847.24 亿元、3158.72 亿元、3482.01 亿元，同比分别增长 10.18%、10.94%、10.24%。

表5：收入预测表

单位：亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2674.90	2584.09	2847.24	3158.72	3482.01
YOY	29.11%	-3.39%	10.18%	10.94%	10.24%
1、速运物流收入	1742.14	1911.49	2076.48	2285.56	2492.81
YOY	5.91%	9.72%	8.63%	10.07%	9.07%
其中：顺丰业务量(亿件)	110.73	118.99	129.70	142.67	155.51
2、国际及供应链收入	878.66	599.79	695.75	793.16	904.20
YOY	124.13%	-31.74%	16.00%	14.00%	14.00%
3、其他非物流业务	54.11	72.82	75.00	80.00	85.00

资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

利润端，考虑到多网融通及鄂州枢纽轴辐式网络结构对成本费用节约的效果逐步显现，此外暂不考虑公司未落地的拟 H 股发行上市计划的影响，我们预计公司 2024-2026 年毛利率分别 13.25%、13.58%、13.95%，最终 2024-2026 年归母净利润分别 100.37 亿元、120.01 亿元、144.20 亿元，同比增长 21.89%、19.57%、20.16%，三年复合增速约 20.54%。

表6：简易利润表

单位：亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2674.90	2584.09	2847.24	3158.72	3482.01
YOY	29.11%	-3.39%	10.18%	10.94%	10.24%
营业成本	2340.72	2252.74	2470.02	2729.75	2996.33
YOY	28.93%	-3.76%	9.65%	10.52%	9.77%
毛利率	12.49%	12.82%	13.25%	13.58%	13.95%
营业利润	110.34	104.54	135.18	161.63	194.21

YOY	52.23%	-5.25%	29.30%	19.57%	20.16%
利润总额	109.67	104.87	135.18	161.63	194.21
YOY	53.73%	-4.38%	28.91%	19.57%	20.16%
归母净利润	61.74	82.34	100.37	120.01	144.20
YOY	44.62%	33.38%	21.89%	19.57%	20.16%

资料来源：公司公告，iFinD，信达证券研发中心

## 4.2 估值分析：综合绝对估值及相对估值，维持“买入”评级

### A. 绝对估值分析

采用自由现金流（FCFF）折现模型对顺丰控股进行绝对估值分析，采用  $FCFF = \text{经营性现金流量净额} - \text{资本性支出}$  的计算方法，根据下表核心假设，公司加权平均资本成本  $WACC = 9.95\%$ ，永续增长率假设约  $1.5\%$ ，对应公司总价值 3205 亿元，每股价值约 66.54 元。

表7：绝对估值核心假设

核心指标	数值	核心指标	数值
预测期年数	3	债务资本成本 $K_d$	5.00%
过渡期年数	7	债务资本比重 $W_d$	28.78%
永续增长率	1.50%	股权资本成本 $K_e$	12.45%
贝塔值	1.049	加权平均资本成本 $WACC$	9.95%
无风险利率	2.75%	市场预期收益率	12.00%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

表8：自由现金流折现模型测算（2024-11-22）

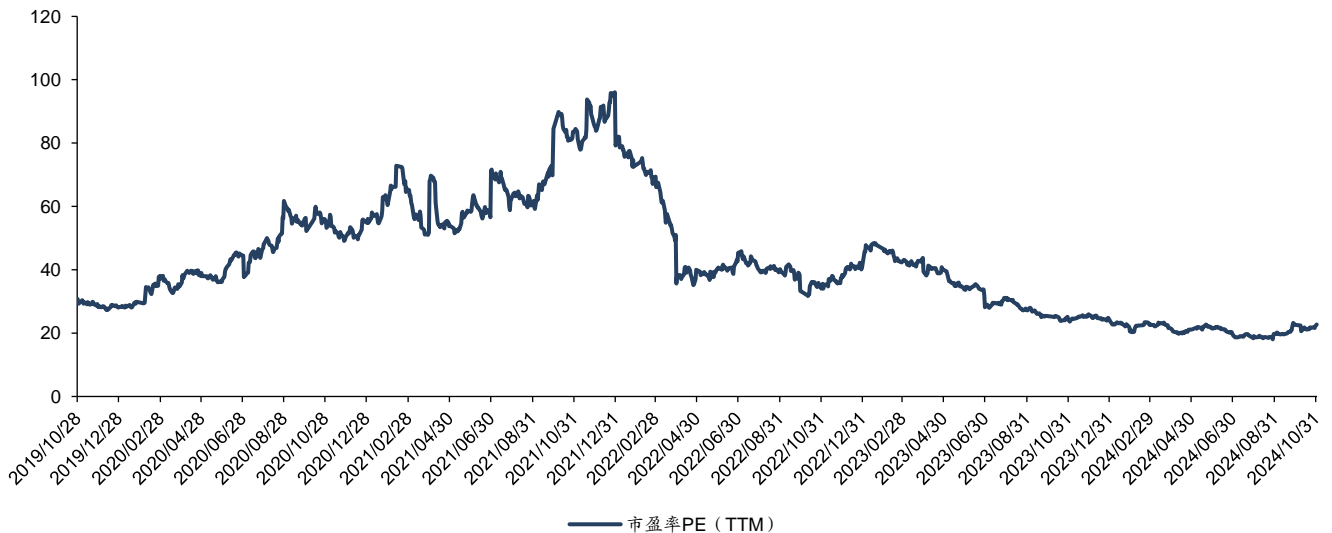
	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
FCFF	17,072	19,848	23,837	25,360	26,628	28,062	29,291	30,279	30,885	31,503
预测期现值	38,884									
过渡期现值	113,911									
永续价值现值	170,269									
企业价值	323,065									
加：非核心资产价值	67,795									
减：付息债务	59,532									
减：少数股东权益	10,837									
股权价值 (百万元)	320,490				4,816			每股价值 (元/股)		66.54
				总股本 (百万股)						

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

## B. 市盈率分析

根据前文盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年对应 PE 分别 20 倍、17 倍、14 倍。参考顺丰控股 A 股近五年平均 PE(TTM)约 43 倍，考虑公司健康经营驱动多业务拐点向上，预计进入产能投放后回报周期，未来 2-3 年业绩增速约 20%左右，远期国际业务有望打开增长空间，给予公司 2025 年利润目标 PE 约 25 倍，对应目标市值约 3000 亿元。

图37：顺丰控股 A 股近五年 PE(TTM)估值平均 43 倍左右



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

## C. 市现率分析

分别选取中通快递、FedEx 和 UPS 作为可比公司，可比公司总市值比 2023 年经营性现金流净额倍数平均约 9.35 倍，顺丰控股约 7.46 倍，较可比公司平均市现率低约 25%。

表9：市现率分析（2024-11-22）

证券代码	公司名称	市值	2023 年经营性现金流净额	市值/FY23 经营性现金流净额
2057.HK	中通快递-SW	1138 亿元	133.61	8.52
FDX.N	联邦快递	733 亿美元	88.48	8.28
UPS.N	联合包裹服务	1151 亿美元	102.38	11.24
	平均值			9.35
002352.SZ	顺丰控股	1982 亿元	265.70	7.46

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

综合考虑绝对估值分析、市盈率分析及经营性现金流倍数分析，公司作为综合快递物流龙头，经营拐点及现金流拐点双重凸显，当前股价具备一定安全边际，中长期价值空间较为广阔，维持“买入”评级。

## 5 风险因素

**时效件需求不及预期。**若外部需求超预期弱化导致公司时效件盈利不及预期，那么公司利润基本盘体量将会减少，未来现金流及利润的稳定性也可能受损。

**新业务改善不及预期。**若经济、快运、同城等新业务经营改善不及预期，将影响新业务利润及现金流创造能力，从而增加市场对公司新业务孵化的担忧。

**产能投放超预期。**若产能投放力度超预期，将带来较大的资本开支规模，资本开支过高一方面将直接带来成本费用端折旧摊销等固定成本压力，另一方面或会增加市场对公司投资回报周期的担忧。

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>					
货币资金	90,673	90,991	91,976	109,811	129,391
应收票据	41,063	41,975	39,050	54,295	70,066
应收账款	236	227	250	277	306
预付账款	25,560	25,133	27,743	30,822	34,017
存货	3,465	3,247	3,560	3,935	4,319
其他	1,948	2,440	2,576	2,757	2,946
其他	18,401	17,968	18,797	17,724	17,737
<b>非流动资产</b>					
长期股权投资	126,169	130,500	127,458	124,716	120,261
固定资产(合计)	7,858	7,379	7,429	7,479	7,529
无形资产	43,657	53,930	54,990	54,460	52,420
其他	19,177	18,147	15,647	14,947	14,047
其他	55,477	51,044	49,392	47,830	46,265
<b>资产总计</b>	<b>216,843</b>	<b>221,491</b>	<b>219,434</b>	<b>234,527</b>	<b>249,652</b>
<b>流动负债</b>					
短期借款	77,677	73,990	77,842	83,755	89,796
应付票据	12,838	18,222	18,722	19,222	19,722
应付账款	33	68	75	83	91
其他	24,715	24,846	27,243	30,107	33,047
其他	40,091	30,853	31,803	34,343	36,936
<b>非流动负债</b>					
长期借款	40,880	44,217	45,118	47,018	48,168
其他	7,472	11,355	12,155	12,955	13,755
其他	33,408	32,862	32,962	34,062	34,412
<b>负债合计</b>	<b>118,557</b>	<b>118,207</b>	<b>122,960</b>	<b>130,773</b>	<b>137,964</b>
少数股东权益	12,022	10,493	10,595	10,716	10,862
归属母公司股东权益	86,264	92,790	85,880	93,039	100,826
<b>负债和股东权益</b>	<b>216,843</b>	<b>221,491</b>	<b>219,434</b>	<b>234,527</b>	<b>249,652</b>

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	267,490	258,409	284,724	315,872	348,201
同比(%)	29.1%	-3.4%	10.2%	10.9%	10.2%
归属母公司净利润	6,174	8,234	10,037	12,001	14,420
同比(%)	44.6%	33.4%	21.9%	19.6%	20.2%
毛利率(%)	12.5%	12.8%	13.2%	13.6%	13.9%
ROE%	7.2%	8.9%	11.7%	12.9%	14.3%
EPS(摊薄)(元)	1.28	1.71	2.08	2.49	2.99
P/E	32.11	24.07	19.75	16.52	13.75
P/B	2.30	2.14	2.31	2.13	1.97
EV/EBITDA	10.69	7.63	7.02	6.33	5.31

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>267,490</b>	<b>258,409</b>	<b>284,724</b>	<b>315,872</b>	<b>348,201</b>
营业成本	234,072	225,274	247,002	272,975	299,633
营业税金及附加	477	502	553	613	676
销售费用	2,784	2,992	3,160	3,506	3,830
管理费用	17,574	17,633	18,934	21,005	23,155
研发费用	2,223	2,285	2,518	2,793	3,079
财务费用	1,712	1,866	2,041	2,151	2,089
减值损失合计	-132	-186	-100	-100	-100
投资净收益	1,025	801	882	979	1,079
其他	1,492	1,982	2,220	2,457	2,704
<b>营业利润</b>	<b>11,034</b>	<b>10,454</b>	<b>13,518</b>	<b>16,163</b>	<b>19,421</b>
营业外收支	-67	32	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>10,967</b>	<b>10,487</b>	<b>13,518</b>	<b>16,163</b>	<b>19,421</b>
所得税	3,963	2,575	3,379	4,041	4,855
<b>净利润</b>	<b>7,004</b>	<b>7,912</b>	<b>10,138</b>	<b>12,122</b>	<b>14,566</b>
少数股东损益	830	-323	101	121	146
<b>归属母公司净利润</b>	<b>6,174</b>	<b>8,234</b>	<b>10,037</b>	<b>12,001</b>	<b>14,420</b>
EPS	1.27	1.70	2.08	2.49	2.99

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>32,703</b>	<b>26,570</b>	<b>29,046</b>	<b>30,548</b>	<b>33,137</b>
净利润	7,004	7,912	10,138	12,122	14,566
折旧摊销	16,348	17,319	16,524	15,209	15,814
财务费用	1,929	2,270	2,461	2,541	2,632
投资损失	-1,025	-801	-882	-979	-1,079
营运资金变动	7,399	383	577	1,604	1,154
其它	1,048	-513	229	50	50
<b>投资活动现金流</b>	<b>-12,091</b>	<b>-13,506</b>	<b>-12,804</b>	<b>-10,356</b>	<b>-9,769</b>
资本支出	-14,007	-12,136	-11,974	-10,700	-9,300
长期投资	-1,418	-2,859	-1,815	-406	-1,306
其他	3,334	1,490	985	751	837
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-16,017</b>	<b>-12,995</b>	<b>-19,073</b>	<b>-5,506</b>	<b>-8,174</b>
吸收投资	163	157	-7,584	0	0
借款	-1,598	9,267	1,300	1,300	1,300
支付利息或股息	-3,688	-3,633	-10,416	-7,942	-9,842
<b>现金流净增加额</b>	<b>5,466</b>	<b>168</b>	<b>-2,827</b>	<b>14,687</b>	<b>15,193</b>



## 研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，曾担任多家省交投外部评审委员及央视财经外部评论员，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

## 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。