

# 件量加速增长，一季度盈利超预期

华泰研究

2025年4月29日 | 中国内地/中国香港

季报点评

仓储物流

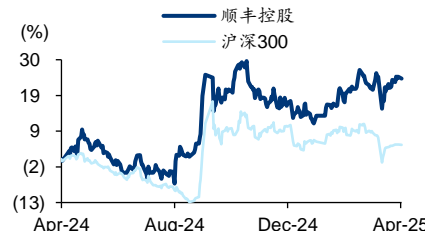
	6936 HK	002352 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 52.80	人民币: 51.10

研究员	沈晓峰	
SAC No.	S0570516110001	shenxiaofeng@htsc.com
SFC No.	BCG366	+(86) 21 2897 2088
研究员	林珊	
SAC No.	S0570520080001	linshan@htsc.com
SFC No.	BIR018	+(86) 21 2897 2209
联系人	耿岱琳	
SAC No.	S0570124070117	gengdailin@htsc.com
SFC No.	BVZ964	+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

(港币/人民币)	6936 HK	002352 CH
目标价	52.80	51.10
收盘价(截至4月28日)	37.30	43.22
市值(百万)	186,039	215,566
6个月平均日成交额(百万)	101.84	886.46
52周价格范围	32.10-41.20	33.23-46.09
BVPS	18.45	18.87

## 股价走势图



资料来源: Wind

顺丰控股公布一季度业绩: 收入 698.5 亿元, 同比增长 6.9%; 归母净利润 22.3 亿元, 同比增长 16.9%。公司一季度业绩小幅超出我们预期 (21.2 亿元), 主因公司运营模式变革与网络优化节降成本成效显著, 毛利率小幅超过我们预期, 实现归母净利增速大于收入增速。展望未来, 我们看好公司时效快递贡献稳定利润、多元业务齐头并进, 国际业务乘势拓展, 有望实现从快递企业到综合物流服务商的价值重估, 维持“买入”。

### 件量加速增长, 件量结构变化使得件均价持续下降

件量方面, 一季度公司日均件量同比增长 21.0%至 35.6 亿件 (行业: +23.0%), 总件量同比增长 19.7%至 35.4 亿件。价格方面, 一季度公司件均价同比下降约 11.0%至 14.55 元。公司延续 24 年以来的“以价换量”趋势, 件量加速增长 (1Q24 至 1Q25 件量同比增速分别为: +3.1%/+9.7%/+14.5%/+17.8%/+20.4%), 件均价降幅持续扩大 (1Q24 至 1Q25 件均价同比增速分别为: +3.1%/-0.7%/-6.1%/-8.2%/-11.0%), 预计电商件占比提升, 件量结构变化拉低件均价。(数据来源: 公司公告)

### 收入端多业务并进, 成本端持续优化, 有望持续释放利润

收入方面, 一季度公司速运物流业务收入同比增长 7.2%, 得益于公司产品矩阵具备竞争力, 不断渗透新服务场景; 供应链与国际业务收入同比增长 9.9%, 公司持续加强国际网络能力建设、深化业务融通。据国家邮政局, 顺丰速运位列 24 年快递服务公众满意度得分排名第一。我们看好公司以优质的服务、具备竞争力且全面的综合物流服务体系, 持续拓展业务场景、提升客户钱包份额。成本端, 公司通过运营模式变革与网络优化实现结构性降本, 一季度毛利率同比+0.1pct 至 13.3%、毛利润同比+8.0%至 92.9 亿元; 四项费用率同比-0.7pct 至 8.9%。

### 盈利预测与估值

我们维持公司 25-27 年归母净利润预测 118.0 亿/141.8 亿/160.3 亿元, 对应 25-27 年 EBITDA 349.0 亿/385.3 亿/413.1 亿元。考虑到公司件量持续加速增长、成本优化成效显著, 利润持续释放, 作为综合物流龙头, 有望优先受益于“以旧换新”等消费提振政策, 同时上调 A/H 股估值, 分别给予 A 股 25E 8.0x EV/EBITDA (高于 A 股可比公司平均 4.8x, 考虑到可比公司均为加盟制快递, 25 年面临价格战风险; 前值 7.6x)、给予 H 股 25E 7.7x EV/EBITDA (高于 H 股可比公司平均 5.2x, 考虑到公司稀缺定位和龙头优势; 前值 7.4x), 对应 A/H 目标价分别为 51.1 元/52.8 港币 (前值 48.7 元/51.3 港币)。

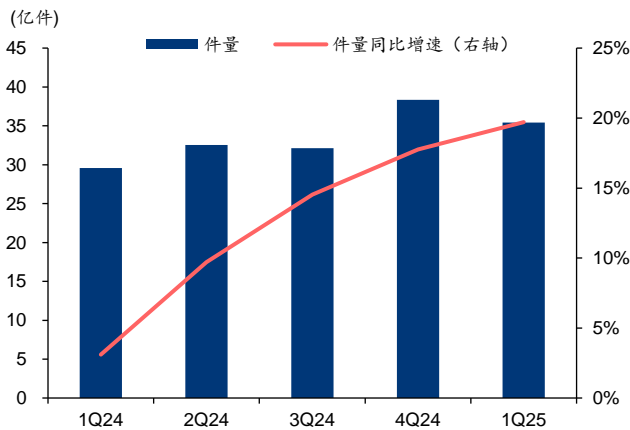
风险提示: 市场竞争加剧风险; 行业监管法规变化风险; 地缘政治风险。

### 经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	258,409	284,420	316,576	354,589	397,166
+/-%	(3.39)	10.07	11.31	12.01	12.01
归属母公司净利润 (人民币百万)	8,234	10,170	11,802	14,183	16,026
+/-%	33.38	23.51	16.04	20.18	13.00
EPS (人民币, 最新摊薄)	1.65	2.04	2.37	2.84	3.21
ROE (%)	9.20	11.01	12.06	12.92	13.10
PE (倍)	26.18	21.20	18.27	15.20	13.45
PB (倍)	2.32	2.34	2.08	1.86	1.67
EV EBITDA (倍)	7.46	6.56	5.85	5.07	4.40

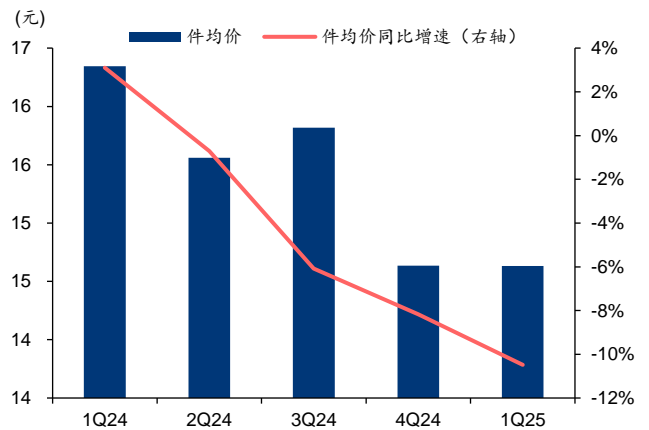
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 顺丰控股: 速运物流业务件量及同比增速



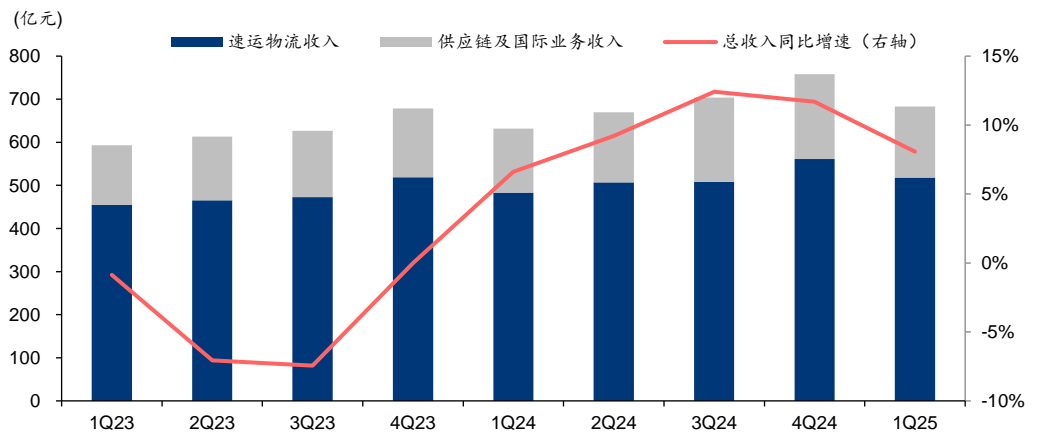
注: 速运物流业务主要包括公司的时效快递、经济快递、快运、冷运及医药、同城即时配送业务板块  
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 顺丰控股: 速运物流业务件均价及同比增速



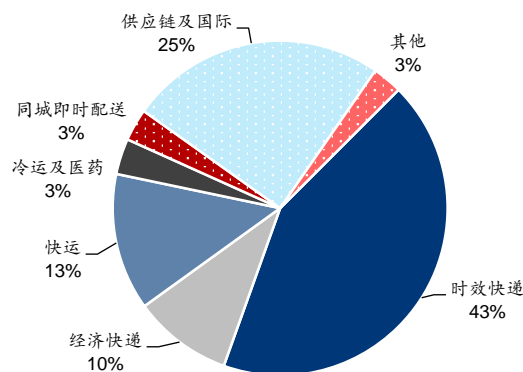
注: 速运物流业务主要包括公司的时效快递、经济快递、快运、冷运及医药、同城即时配送业务板块  
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 顺丰控股: 23年以来季度营收及同比增速



注: 供应链及国际业务主要包括公司的国际快递、国际货运及代理、供应链业务板块  
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 顺丰控股: 2024年收入拆分



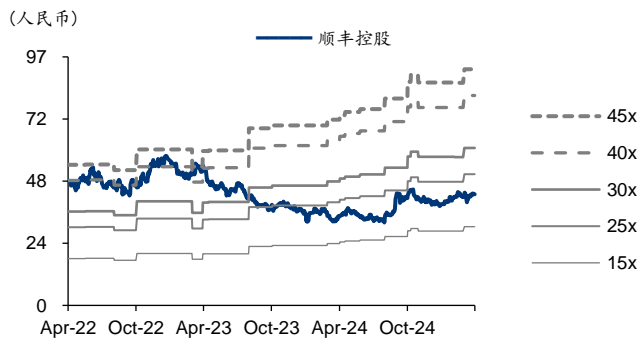
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: 顺丰控股可比公司估值表

代码	公司	市值 (USD bn)	ROE (%)				PE (x)				EV/EBITDA (x)			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
FDX US	FedEx	50.69	15.57	16.49	15.49	15.87	14.6	11.9	11.7	10.4	8.73	7.87	7.96	7.54
UPS US	UPS	82.98	36.17	35.66	37.57	41.43	13.4	13.1	13.0	11.7	7.74	8.35	8.11	7.57
DHL GR	DHL	50.98	16.09	14.76	14.95	16.21	8.0	13.3	12.3	11.1	6.03	6.22	5.90	5.62
海外可比公司平均			<b>22.61</b>	<b>22.30</b>	<b>22.67</b>	<b>24.50</b>	<b>11.99</b>	<b>12.76</b>	<b>12.33</b>	<b>11.06</b>	<b>7.50</b>	<b>7.48</b>	<b>7.32</b>	<b>6.91</b>
002120 CH	韵达股份	2.84	8.99	9.82	10.43	11.10	28.2	10.2	9.0	7.8	4.10	4.02	3.77	3.44
002468 CH	申通快递	2.23	4.02	10.06	12.15	12.76	54.3	17.0	12.6	10.5	10.75	7.18	5.94	5.21
600233 CH	圆通速递	6.26	13.42	13.47	13.49	13.81	17.6	10.7	9.6	8.5	6.36	5.85	5.16	4.59
603056 CH	德邦物流	1.87	10.20	10.14	10.49	11.31	32.0	16.0	13.9	11.6	4.90	4.55	4.22	3.90
A股可比公司平均			<b>9.16</b>	<b>10.87</b>	<b>11.64</b>	<b>12.25</b>	<b>33.04</b>	<b>13.47</b>	<b>11.27</b>	<b>9.58</b>	<b>6.53</b>	<b>5.40</b>	<b>4.77</b>	<b>4.28</b>
2618 HK	京东物流	10.07	1.30	12.49	12.33	12.26	n.a.	10.5	9.4	8.3	7.04	3.57	3.38	3.12
1519 HK	极兔速递	6.76	n.a.	4.67	12.52	16.62	n.a.	42.5	17.4	11.3	n.a.	9.21	6.56	5.11
636 HK	嘉里物流	1.46	4.39	8.20	7.54	7.25	6.4	7.3	8.8	8.8	5.50	4.06	4.37	4.37
598 HK	中国外运	4.46	11.61	9.94	9.43	9.72	4.0	6.3	6.2	5.9	6.76	6.04	5.28	5.40
2057 HK	中通快递	15.34	15.37	15.43	15.70	16.06	22.3	11.4	11.0	9.8	7.91	7.12	6.58	5.96
H股可比公司平均			<b>8.17</b>	<b>10.15</b>	<b>11.50</b>	<b>12.38</b>	<b>10.91</b>	<b>15.61</b>	<b>10.57</b>	<b>8.82</b>	<b>6.80</b>	<b>6.00</b>	<b>5.23</b>	<b>4.79</b>

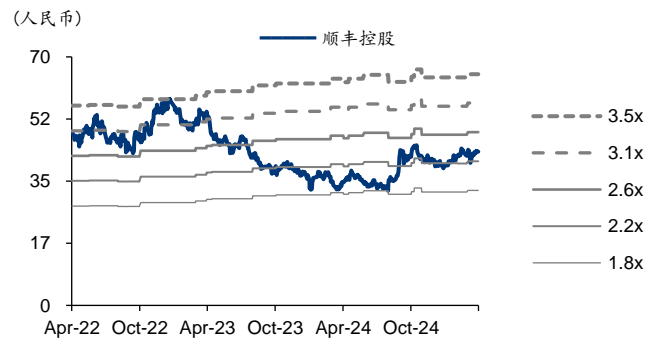
注: 1) 可比公司的EPS、EBITDA、EV和ROE均为Bloomberg一致预期; 2) 收盘价截至2025年4月28日; 3) 汇率: 1美元=7.3人民币, 1美元=7.8港币  
资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表6: 顺丰控股 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 顺丰控股 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表8：季度业绩分拆表

假设简表	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2E	2025Q3E
营业收入 (百万元)	69,069	72,451	77,559	69,850	76,252	81,870
—速运物流业务	50,666	50,834	56,111	51,828	55,226	55,409
—供应链及国际业务	16,285	19,572	19,694	16,192	19,379	23,486
—其他业务	2,118	2,045	1,754	1830	1,647	2,974
营业收入同比增速 (%)	9%	12%	12%	7%	10%	13%
—速运物流业务	9%	8%	8%	7%	9%	9%
—供应链及国际业务	10%	27%	23%	9%	19%	20%
—其他业务	5%	1%	15%	-14%	-22%	45%
营业收入环比增速 (%)	6%	5%	7%	-10%	9%	7%
—速运物流业务	5%	0%	10%	-8%	7%	0%
—供应链及国际业务	10%	20%	1%	-18%	20%	21%
—其他业务	-1%	-3%	-14%	4%	-10%	81%
营业成本 (百万元)	59,047	62,209	66,816	60,562	64,951	70,296
营业成本同比增速	7%	9%	10%	7%	10%	13%
营业成本环比增速	4%	5%	7%	-9%	7%	8%
总毛利 (百万元)	10,022	10,243	10,743	9,288	11,300	11,574
总毛利同比增速	20%	32%	25%	8%	13%	13%
总毛利环比增速	16%	2%	5%	-14%	22%	2%
总毛利率 (%)	14.5%	14.1%	13.9%	13.3%	14.5%	14.1%
总毛利率同比变动	1.32	2.16	1.48	0.13	-0.01	0.00
总毛利率环比变动	1.32	2.16	1.48	0.13	-0.01	0.00
费用率 (%)	9.3%	8.9%	8.9%	8.9%	9.0%	8.9%
—销售及管理费用率	7.6%	7.3%	7.6%	7.8%	7.6%	7.3%
—研发费用率	1.0%	0.9%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%
—财务费用率	0.7%	0.8%	0.5%	0.7%	0.5%	0.8%
费用率同比变动 (pct)	-0.06	0.13	-0.56	-0.69	-0.26	0.00
—销售及管理费用率	-0.09	-0.02	-0.36	-0.11	0.00	0.00
—研发费用率	0.05	0.07	-0.08	0.03	-0.07	0.00
—财务费用率	-0.03	0.09	-0.11	0.00	-0.19	0.00
费用率环比变动 (pct)	-0.29	-0.32	-0.01	-0.07	0.14	-0.06
—销售及管理费用率	-0.28	-0.29	0.27	0.19	-0.17	-0.29
—研发费用率	0.00	-0.12	-0.06	0.21	-0.10	-0.05
—财务费用率	-0.02	0.09	-0.22	0.14	-0.20	0.28
归母净利润 (百万元)	2,895	2,810	2,553	2,234	3,358	3,260
归母净利润(同比)	17.9%	34.6%	29.6%	16.9%	16.0%	16.0%
归母净利润(环比)	51.4%	-2.9%	-9.1%	-12.5%	50.3%	-2.9%
归母净利润率 (%)	4.2%	3.9%	3.3%	3.2%	4.4%	4.0%
归母净利润率(同比)	0.31	0.65	0.45	0.27	0.21	0.10
归母净利润率(环比)	1.27	-0.31	-0.59	-0.09	1.21	-0.42
EPS (元)	0.58	0.56	0.51	0.45	0.67	0.65

资料来源：华泰研究预测

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	90,991	88,687	119,782	138,250	163,809
现金	41,975	33,936	59,475	73,426	92,205
应收账款	25,133	27,715	31,108	34,778	39,020
其他应收账款	3,569	3,282	4,344	4,198	5,370
预付账款	3,247	2,790	3,930	3,597	4,834
存货	2,440	2,432	2,991	3,070	3,719
其他流动资产	14,626	18,531	17,933	19,182	18,662
<b>非流动资产</b>	130,500	125,137	128,434	129,794	131,722
长期投资	7,379	6,204	5,028	3,863	2,692
固定投资	53,930	54,058	57,867	59,821	61,974
无形资产	18,147	16,733	16,846	16,910	16,923
其他非流动资产	51,044	48,143	48,693	49,199	50,133
<b>资产总计</b>	221,491	213,824	248,217	268,043	295,531
<b>流动负债</b>	73,990	72,193	77,509	82,285	93,649
短期借款	18,222	15,003	15,003	15,003	15,003
应付账款	24,846	27,386	30,751	34,216	38,552
其他流动负债	30,922	29,804	31,754	33,066	40,093
<b>非流动负债</b>	44,217	39,296	55,947	58,316	60,507
长期借款	11,355	6,186	22,838	25,206	27,398
其他非流动负债	32,862	33,109	33,109	33,109	33,109
<b>负债合计</b>	118,207	111,489	133,456	140,600	154,156
少数股东权益	10,493	10,342	10,966	11,748	12,363
股本	4,895	4,986	4,986	4,986	4,986
资本公积	43,164	40,925	40,925	40,925	40,925
留存公积	41,250	41,786	51,809	63,915	77,430
归属母公司股东权益	92,790	91,993	103,795	115,695	129,012
<b>负债和股东权益</b>	221,491	213,824	248,217	268,043	295,531

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金</b>	26,570	32,186	32,016	31,167	37,265
净利润	7,912	10,219	12,426	14,965	16,641
折旧摊销	17,319	17,332	17,389	17,490	17,851
财务费用	1,866	1,849	1,070	1,232	1,450
投资损失	(800.67)	(748.41)	(748.00)	(758.04)	(751.52)
营运资金变动	119.40	2,503	1,779	(1,861)	2,004
其他经营现金	154.17	1,032	100.00	100.00	69.94
<b>投资活动现金</b>	(13,506)	(12,055)	(19,938)	(18,091)	(18,998)
资本支出	(12,472)	(9,345)	(11,112)	(10,393)	(11,732)
长期投资	(1,061)	588.50	1,175	1,165	1,172
其他投资现金	26.85	(3,298)	(10,001)	(8,863)	(8,437)
<b>筹资活动现金</b>	(12,995)	(27,979)	13,462	873.99	511.43
短期借款	5,384	(3,219)	0.00	0.00	0.00
长期借款	3,883	(5,169)	16,651	2,369	2,191
普通股增加	0.00	90.98	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(832.15)	(2,239)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(21,430)	(17,443)	(3,190)	(1,495)	(1,680)
现金净增加额	168.36	(7,802)	25,539	13,950	18,779

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	258,409	284,420	316,576	354,589	397,166
营业成本	225,274	244,810	272,488	304,498	341,060
营业税金及附加	501.85	714.33	795.09	709.18	794.33
营业费用	2,992	3,096	3,360	3,670	4,110
管理费用	17,633	18,557	20,655	22,557	25,265
财务费用	1,866	1,849	1,070	1,232	1,450
资产减值损失	(186.45)	(330.86)	100.00	100.00	100.00
公允价值变动收益	(46.26)	(49.70)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	800.67	748.41	748.00	758.04	751.52
<b>营业利润</b>	10,454	13,668	16,613	20,001	22,207
营业外收入	309.23	311.97	343.17	377.49	314.67
营业外支出	277.00	373.06	410.37	451.40	362.09
<b>利润总额</b>	10,487	13,607	16,546	19,927	22,160
所得税	2,575	3,388	4,120	4,962	5,518
<b>净利润</b>	7,912	10,219	12,426	14,965	16,641
少数股东损益	(322.88)	48.42	623.84	782.03	615.34
归属母公司净利润	8,234	10,170	11,802	14,183	16,026
EBITDA	29,442	32,695	34,902	38,532	41,311
EPS (人民币, 基本)	1.70	2.11	2.37	2.84	3.21

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(3.39)	10.07	11.31	12.01	12.01
营业利润	(5.25)	30.74	21.54	20.39	11.03
归属母公司净利润	33.38	23.51	16.04	20.18	13.00
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	12.82	13.93	13.93	14.13	14.13
净利率	3.06	3.59	3.92	4.22	4.19
ROE	9.20	11.01	12.06	12.92	13.10
ROIC	10.33	13.84	15.45	17.81	19.79
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	53.37	52.14	53.77	52.45	52.16
净负债比率 (%)	16.84	16.32	4.96	(3.03)	(12.71)
流动比率	1.23	1.23	1.55	1.68	1.75
速动比率	1.07	1.10	1.40	1.55	1.61
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.18	1.31	1.37	1.37	1.41
应收账款周转率	10.19	10.76	10.76	10.76	10.76
应付账款周转率	9.09	9.37	9.37	9.37	9.37
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.65	2.04	2.37	2.84	3.21
每股经营现金流(最新摊薄)	5.33	6.45	6.42	6.25	7.47
每股净资产(最新摊薄)	18.60	18.44	20.81	23.20	25.87
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	26.18	21.20	18.27	15.20	13.45
PB (倍)	2.32	2.34	2.08	1.86	1.67
EV EBITDA (倍)	7.46	6.56	5.85	5.07	4.40

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈晓峰、林珊，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、林珊本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 顺丰控股（002352 CH）、顺丰控股（6936 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 顺丰控股（002352 CH）、顺丰控股（6936 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 顺丰控股（002352 CH）、顺丰控股（6936 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司