



公司研究 | 深度报告 | 顺丰控股 (002352.SZ)

三十后不惑，从成长到价值

报告要点

2021年顺丰战略转型，重新聚焦中高端优势业务，并稳步推进网络融通，成本节降推动业绩稳健增长。2024年，公司启动“激活经营”，通过“放权”和“分钱”的机制变革，进一步提升组织能力。快递新场景的拓展，大物流和国际市场的加速布局，将有效支撑公司业务发展。当前，公司经营处于上行周期，预计未来收入有望保持稳健增长，盈利能力持续提升，资本开支规模将稳中有降，自由现金流也显著改善。公司注重股东回报，承诺2024-2028年度现金分红比例将在2023年度基础上稳步提高，彰显价值投资潜力。

分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468



鲁斯嘉

SAC: S0490519060002



胡俊文

SAC: S0490524120001

顺丰控股 (002352.SZ)

2025-06-12

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

三十后不惑，从成长到价值

引言：三十后不惑

在经历了 2021 年的业绩大幅波动后，顺丰明确了自身的优势和能力边界。“向中通学到如何分利润，向跨越学到销售联动，向极兔学到拓荒开疆，在这个时代，顺丰要学到和一个时代的绝大多数人产生共鸣。”2023 年顺丰成立三十周年。而立之后的顺丰，变得更加成熟开放，在对内改革、对外拓展和国际出海等三大发展战略上，在优秀同行身上，逐步找到适合自己的方向。

从“上规模”到“要利润”

顺丰控股曾在电商快递高速发展阶段面临份额焦虑，一方面多次尝试产品下沉，争夺中低端电商快递市场，另一方面快速多元化，布局快运、冷链、同城、国际及供应链板块。然而，快速的扩张和多元化，或许超出了公司的运营能力和管理半径。经历了 2021 年一季度的业绩波动后，公司明确了自身的能力边界，提出“健康经营”的战略转型，从“上规模”到“要利润”，通过产品调优和运营变革，实现了收入和成本结构的双重优化，驱动盈利能力稳步提升。2024 年公司单票成本首次降至 15 元以内，2025 年 3 月件量增速升至 25% 以上，变革成效初显。

从“夯基础”到“新动能”

对内方面，2021 年以来，公司开启战略转型，业务整固；2024 年，公司开启新一轮组织架构和薪酬机制改革——“激活经营”，通过“放权”和“分钱”，激发内部组织活力，4 月件量增速。对外方面，公司一方面推动“行业化转型”，从“卖产品”到“卖方案”，拉动标准化行业组合套餐的销售，2024 年底，公司活跃月结客户数加速增长至超过 230 万，电商、通信等行业物流收入增速达 20%；另一方面，通过内生发展和外延并购，在国际仓干配环节，形成端到端闭环能力，并建立丰富的国际产品矩阵，形成了全链条、多场景的国际综合物流服务体系，目标打造“亚洲唯一”。在中国产能和品牌加速出海的产业趋势下，顺丰更懂中国企业的供应链需求，能够伴随客户成长，实现“物流+产业”协同出海。

从成长到价值

2013 年以来，顺丰经历了三轮资本开支周期。2021 年进入本轮资本开支下行期，基于未来国际业务拓展采取轻资产模式背景下，预计整体资本开支规模仍将稳中有降。随着网络融通和模式变革的推进，公司总资产周转率自 2023 年起企稳回升，单季度 ROE 恢复至 3% 左右。经营性现金流改善叠加资本开支下降，公司自由现金流显著提升，2024 年突破 200 亿元。2024 年，公司开始提高股东回报，常规分红比例提升至 40%，并计划未来五年逐步提高现金分红比例。盈利修复与现金流改善并行，逐步彰显价值投资潜力。

投资建议：精进不休，攻守兼备

当前顺丰经营向好，收入稳健增长，盈利稳步提升。2021 年产能扩张后，资本开支趋稳，自由现金流显著改善，重视提高股东回报。预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 118.3 亿元、138.7 亿元和 160.1 亿元，顺丰控股 A 股对应 PE 分别为 20.6、17.6 和 15.2 倍，重申“买入”评级。同时，建议关注估值性价比更高的顺丰控股 H 股。

风险提示

1、营业收入不及预期风险；2、人工及油价成本大幅上行；3、市场竞争加剧风险；4、多元化经营风险；5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	48.78
总股本(万股)	499,269
流通A股/B股(万股)	479,528/0
每股净资产(元)	18.87
近12月最高/最低价(元)	49.38/32.96

注：股价为 2025 年 6 月 12 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《激活经营成效初显，盈利能力稳步提升——顺丰控股 2025 年一季报点评》2025-05-07
- 《向内挖潜驱动盈利高增，分红提升强化股东回报》2025-04-06
- 《精益管理驱动盈利改善，积极提升股东回报》2024-11-03



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引言：三十后不惑	6
从“上规模”到“要利润”	6
份额焦虑，产品下沉	7
明确边界，聚焦优势	8
网络融通，模式变革	9
从“夯基础”到“新动能”	15
激活经营，机制变革	15
行业转型，方案营销	18
发力国际，亚洲唯一	21
从成长到价值	26
资本开支下行，资产周转提升	26
自由现金改善，造血能力强化	28
提升分红比例，注重股东回报	28
投资建议：精进不休，攻守兼备	29
风险提示	30

图表目录

图 1：2022 年以来，顺丰控股归母净利润增速持续高于营收增速	6
图 2：规模、成本和服务，是快递行业中的“不可能三角”	7
图 3：国内主要快递公司年度件量规模（单位：亿件）	7
图 4：2013 年-2017 年，顺丰控股市占率持续下滑	7
图 5：顺丰控股曾经三次尝试产品下沉，拓展电商经济型快递	8
图 6：顺丰控股快递件量结构（单位：万件/日）	8
图 7：顺丰控股单票快递价格（单位：元/件）	8
图 8：快递行业产品价格带和单票利润分布	9
图 9：顺丰控股持续深化网络融通项目	9
图 10：顺丰控股网络融合降本规模（单位：亿元）	10
图 11：顺丰控股全国运营场站数量仍有优化空间（单位：个）	10
图 12：顺丰控股优化陆网线路规划，调优运力资源结构	11
图 13：全网快递网点推动网络模式变革（单位：个）	12
图 14：顺丰控股快递小哥日均收派件规模	12
图 15：2021 年以来，顺丰控股全网收派员规模保持稳定	12
图 16：2021 年以来，顺丰用 5% 的收派员增长支撑了 27% 的包裹增量	12
图 17：顺丰控股运营模式变革示意图	12
图 18：顺丰投入以容器(笼车)集装快件并转运的无人化智能转运中心	13
图 19：顺丰采用无人物流车将容器(笼车)集装直接发运至末端收派区	13
图 20：2024 年顺丰控股单票成本再下台阶（单位：元/件）	13

图 21: 2024 年顺丰控股单票成本拆分 (单位: 元/件)	13
图 22: 2025 年以来, 顺丰控股速运业务量增速稳步提升	14
图 23: 2024 年, 顺丰控股非快递收入占比接近 50% (单位: 亿元)	15
图 24: 2021 年以来, 顺丰控股非快递净利润显著减亏 (单位: 亿元)	15
图 25: 顺丰控股创立以来的主要组织变革梳理	16
图 26: 组织变革成功推动公司件量增速扩张	17
图 27: 顺丰控股激发组织活力: 小哥管理多举措激发创收活力	17
图 28: 顺丰控股激发组织活力: 提高经营意识及市场竞争力	17
图 29: 顺丰控股是中国及亚洲最大的综合物流服务商, 也是全球第四大综合物流服务商	18
图 30: 顺丰控股在中国五个物流细分领域和亚洲四个物流细分领域均处于市场领先地位	19
图 31: 2024 年底顺丰月结客户数量达 230 万个, 散单客户约 7.3 亿	19
图 32: 2024 年, 顺丰月结客户数量加速增长, 散单客户数增速降至 10%	19
图 33: 顺丰控股围绕 3C 高科技头部客户深耕上下游打造 F2B2B2C 国内国际供应链	20
图 34: 顺丰控股拓展新能源锂电行业供应链多场景物流服务	20
图 35: 全 A 股境外收入超过 9 万亿元	21
图 36: 泡泡玛特海外销售收入占比接近 40%	21
图 37: 比亚迪海外销售收入占比超过 35%	22
图 38: 美的集团海外销售收入占比超过 45%	22
图 39: 亚洲洲内主要贸易航线的物流支出 (单位: 十亿美元)	22
图 40: 亚洲主要洲际贸易航线的物流支出 (单位: 十亿美元)	22
图 41: 顺丰在中国及东南亚等国家持有众多物流产业园、物流中心等关键场地资源	23
图 42: 顺丰控股建基亚洲夯实多元能力, 供应链重塑释放新潜力	24
图 43: 顺丰控股拥有较为完善的国际业务组合	24
图 44: 顺丰控股 2024 年在多行业、多国家场景新突破, 赋能客户加速出海	25
图 45: 2021 年以来, 顺丰控股经营质量持续提高 (单位: 亿元)	26
图 46: 顺丰控股资本开支规模自 2021 年以后稳步下降 (单位: 亿元)	27
图 47: 顺丰控股资本开支结构 (单位: 亿元)	27
图 48: 顺丰控股总资产周转率自 2023 年以来呈现企稳回升趋势	27
图 49: 顺丰控股 ROE 自 2022 年以来呈现稳步上升趋势	27
图 50: 顺丰控股折旧摊销规模趋于稳定	27
图 51: 顺丰控股自由现金流 2021 年以来持续改善 (单位: 亿元)	28
图 52: 顺丰控股调整后自由现金流 2022 年大幅改善 (单位: 亿元)	28
图 53: 2024 年顺丰控股净利润调节为经营活动现金流量 (单位: 亿元)	28
图 54: 2024 年底, 顺丰控股未分配利润接近 400 亿 (单位: 亿元)	28
图 55: 顺丰控股现金分红规模持续增加 (单位: 亿元)	29
图 56: 顺丰控股股息率稳步提升	29
图 57: 顺丰控股股利支付率 (不含一次性特别股息) 自 2023 年开始稳步提高	29
表 1: 顺丰控股加速渗透各大行业客户及其供应链各个环节	21
表 2: 公司收入和利润敏感性分析 (单位: 亿元)	30

引言：三十后不惑

2025 年，顺丰控股走过 32 年。董事长王卫先生在接受《中国邮政快递报》记者采访时坦言：“今天做企业一把手比以往难了，因为你要掌握方方面面的情况，不能走错半步，否则连翻身的机会都没有。存量市场竞争，不会给你修正的时间，一切问题都要在发展中解决。你的每一个产品或策略，都可能被别人取而代之，进而弯道超车。”

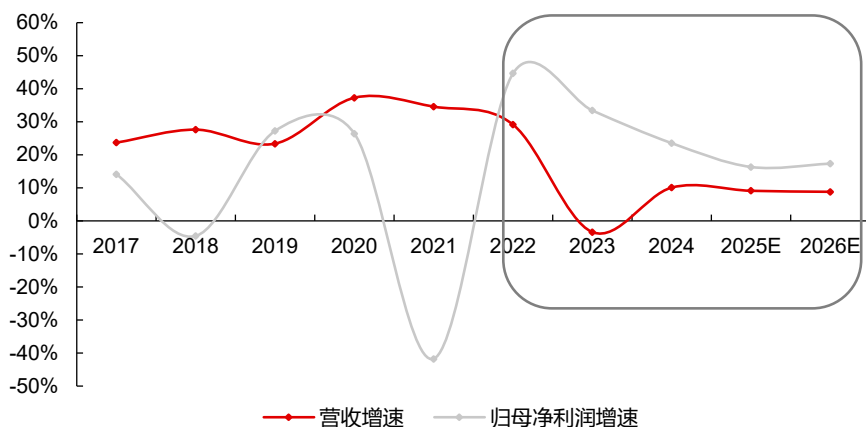
他把顺丰比作一个人。“第一个十年，快速生长；第二个十年，快速学习；第三个十年，改制上市，像是一个成熟的人，进入社会。“而第四个十年，是在打磨了 30 年，有了一定的智慧之后，坚定理想，长远判断，在全球市场找到自己的位置。”在经历了 2021 年的业绩大幅波动后，顺丰明确了自身的优势和边界。

“向中通学到如何分利润，向跨越学到销售联动，向极兔学到拓荒开疆，在这个时代，顺丰要学到和一个时代的绝大多数人产生共鸣。”而立之后的顺丰，变得更加成熟开放，在对内改革、对外拓展和国际出海等三大发展战略上，在优秀的同行身上，逐步找到了适合自己的方向。

从“上规模”到“要利润”

顺丰控股曾在快递高速增长阶段面临份额焦虑，多次尝试产品下沉以争夺电商快递市场，不过，在快递行业“规模、成本、服务”的不可能三角中，公司规模迅速扩张并寻求提升服务质量，而导致成本失控，2021 年一季度亏损接近 10 亿元。此后，公司积极调整战略，从“上规模”到“要利润”，明确聚焦中高端市场，退出低利润业务，优化产品结构，单票价格稳定在 15 元左右。同时，通过精简中转网络、优化运输路由、深化末端模式变革等运营优化措施，降低单票成本，提升效率。2024 年以来，公司强化网络融通和精益管理，实现收入与利润双增长，展现经营韧性，形成“降本、增量、提质”的良性循环。

图 1：2022 年以来，顺丰控股归母净利润增速持续高于营收增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

份额焦虑，产品下沉

件量快速扩张、运营成本控制和服务质量提升，是快递行业中的“不可能三角”。如果企业想要迅速扩大规模并降低成本，可能会牺牲服务质量；反之，若追求高服务质量，则成本难以压缩，规模扩张受限。这三点形成了相互制约的关系。

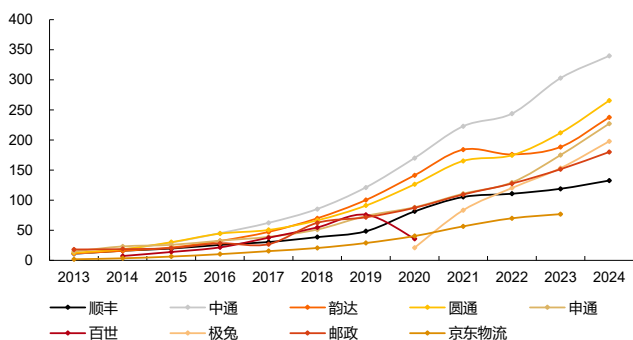
图 2：规模、成本和服务，是快递行业中的“不可能三角”



资料来源：长江证券研究所

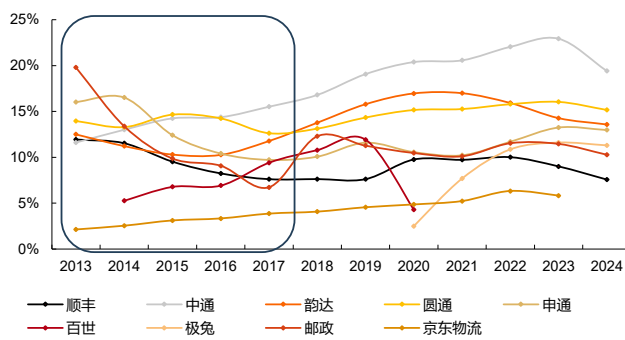
在电商高速发展阶段，“通达系”凭借高性价比的经济快递产品，实现量本利的“超额增长”，而以时效快递为主的顺丰控股，市场份额则连年下滑。在份额焦虑笼罩下，顺丰控股曾经三次尝试产品下沉，以期在低端快递市场获取增量。但规模的快速扩张，却无法让顺丰在保证服务水准的前提下，实现成本的持续下降。反而，收入结构的持续恶化，不断侵蚀公司的盈利能力。2021 年一季度，公司陷入上市以来的首次亏损，单季度亏损规模接近 10 亿。

图 3：国内主要快递公司年度件量规模（单位：亿件）



资料来源：Wind，公司公告，国家邮政局，长江证券研究所

图 4：2013 年-2017 年，顺丰控股市占率持续下滑



资料来源：Wind，公司公告，国家邮政局，长江证券研究所

备注：2024 年国家邮政局统计有所调整，导致 2024 年市占率口径不可比

图 5：顺丰控股曾经三次尝试产品下沉，拓展电商经济型快递



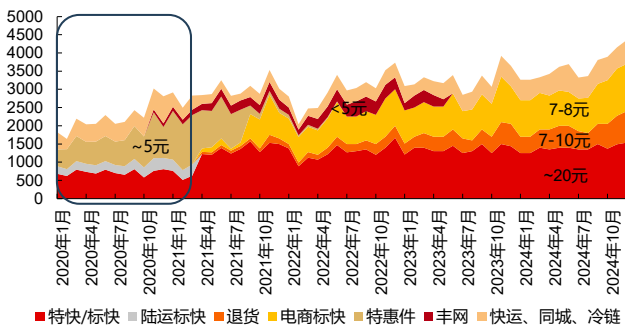
资料来源：物流一图公众号，长江证券研究所

明确边界，聚焦优势

经历了 2021 年一季度的大幅亏损后，顺丰迅速调整经营战略——强调“健康经营”理念。在过去多次尝试下探产品价格带后，公司明确了自身的优势和能力边界，主动优化产品结构，逐步退出亏损的“特惠专配”产品，升级为更高定价的“电商标快”。在随后的 2023 年 5 月，宣布将旗下经济型快递业务子公司丰网信息（含丰网速运）100%股权以 11.83 亿元的价格出售给极兔速递。

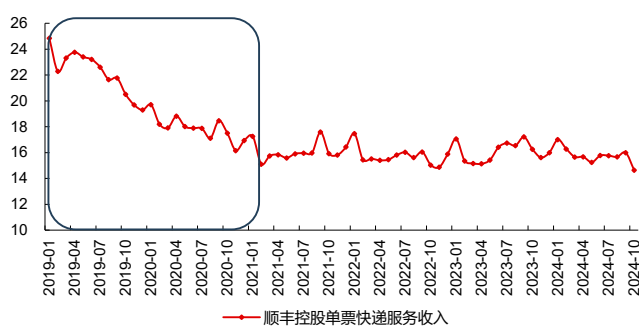
聚焦中高端市场，单价企稳健康增长。在快递业务上，公司聚焦中高端市场，包括时效件、个人及公务件和中高端电商件等。产品结构的优化调整，扭转了公司单票快递价格持续下行的趋势。2021 年二季度以来，公司单票快递价格基本稳定在 15 元左右。这意味着，公司的业务结构正逐步回归“健康”。

图 6：顺丰控股快递件量结构（单位：万件/日）



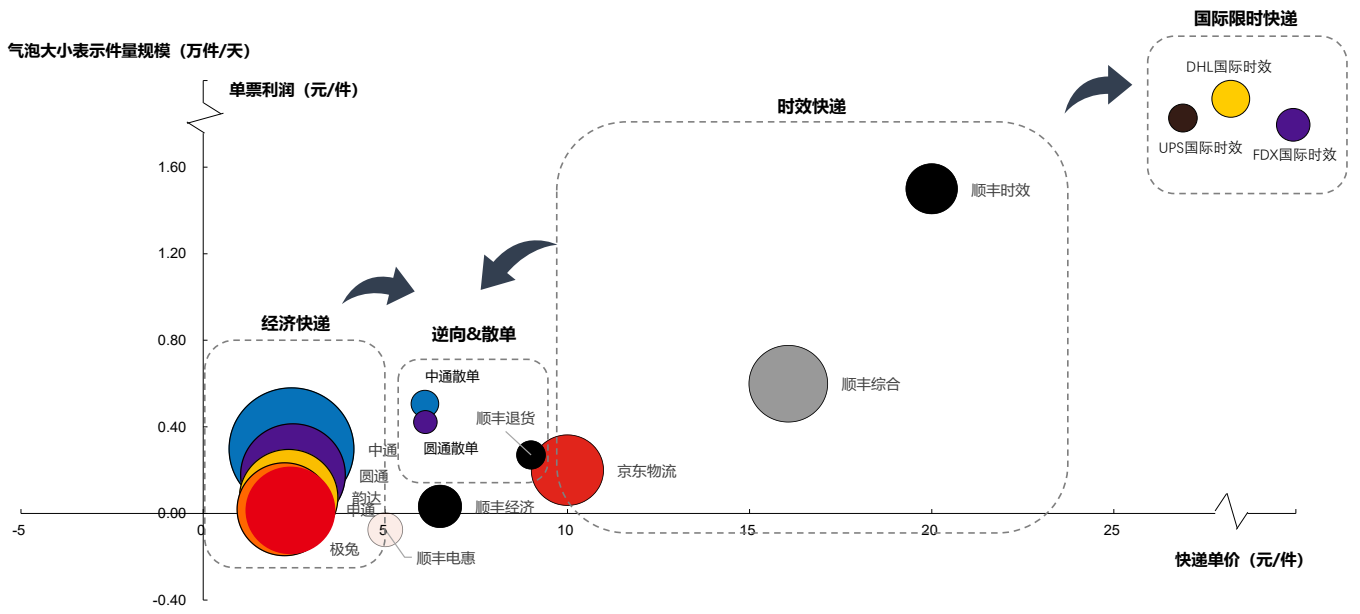
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：顺丰控股单票快递价格（单位：元/件）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 8：快递行业产品价格带和单票利润分布



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所测算

网络融通，模式变革

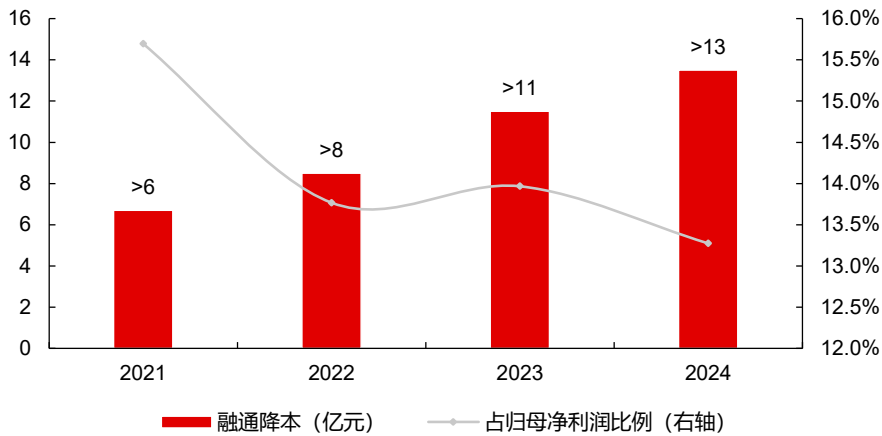
除了收入端的结构调整，顺丰也在不断加强运营端的优化。从 2021 年开启的“四网融通”，再到 2023 年的“多网融通”，公司每年实现了 10 亿左右的成本节降。在网络融通的基础上，公司进一步推进网络运营模式变革，使得全网成本实现系统性优化，经营效率再上台阶。

图 9：顺丰控股持续深化网络融通项目



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 10: 顺丰控股网络融合降本规模 (单位: 亿元)



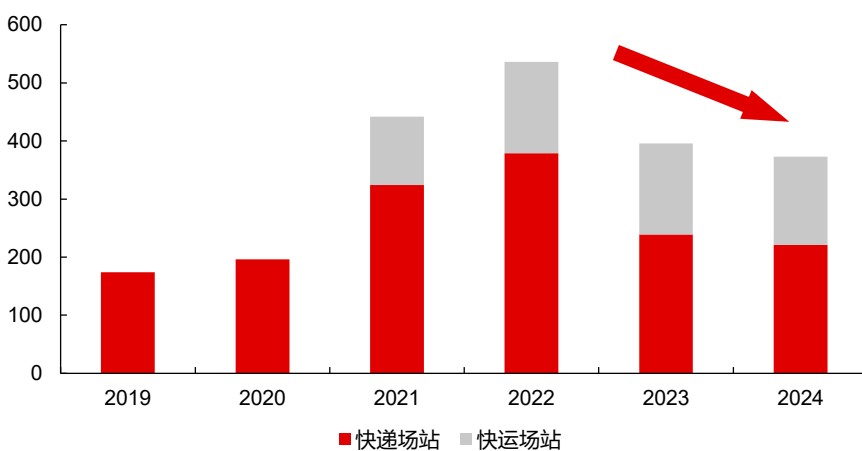
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所测算

➤ 中转环节

建设高效的中转网络: 以精简骨干网络为方向, 聚合建设多功能大型中转场地, 不断提高产能利用率, 2024 年减少中转场数量 22 个。同时, 科技赋能提升中转场各环节管理和运作效率, 持续投入数百台 AGV、约 300 套自动化设备, 提高分拣效率。2024 年实现小件中转效能提升 13%, 大件中转效能提升 8.5%。

提高中转场经营效益: 中转场向经营中心转型, 提高自主经营能力与意识, 提升场地资源利用率。包括设置收件功能, 鼓励将货物直接送至中转场, 减少网点集货环节; 增加仓储功能, 实现“上仓下中转”, 最大化利用场地资源; 精简管理架构, 施行以经营为导向的激励机制, 充分调动员工积极性; 并通过流程调优、资源整合、岗位配置优化等, 提升场内各功能区人员效率, 最大化提升经营效益。

图 11: 顺丰控股全国运营场站数量仍有优化空间 (单位: 个)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

➤ 运输环节

优化陆网线路规划：结合中转场的整合建设，以及大小件运输线路融通，持续调优转运模式和路由规划，实现最大化集约发货与拉直线路，2024 年实现寄件地与目的地的城市之间直发线路新增近 440 条，提升城市连通率，快件平均中转次数下降。同时，充分利用鄂州货运枢纽的产能，打造陆运转运枢纽，通过全局最优规划实现由北向南的快件集约发运至鄂州货运枢纽，并在保证装载率基础上最大化增加从鄂州货运枢纽至目的地流向的直发线路，减少中转次数的同时提升快件时效。

调优运力资源结构：干线运输方面，通过结合货量及场景匹配最优运力资源，长期合作及运价稳定的运力资源（包括自营运力、按年合作的外包运力等）所承运任务占比超过 95%，确保运力资源价格稳定；同时，升级投运大型车辆，增加大型车辆承运线路，2024 年超过 1,000 条干线完成车型升级，大型车辆承运任务数新增超过 14 万趟次，助力降低单位运输成本；此外，通过策略性线路规划，往返组合型线路占比提高 11 个百分点，并加强投用自营车辆，有效降低外包运力成本。支线运输方面，通过推行线路标准化定价、大件车辆串点承接小件支线运输任务等，降低支线运输成本。

图 12：顺丰控股优化陆网线路规划，调优运力资源结构

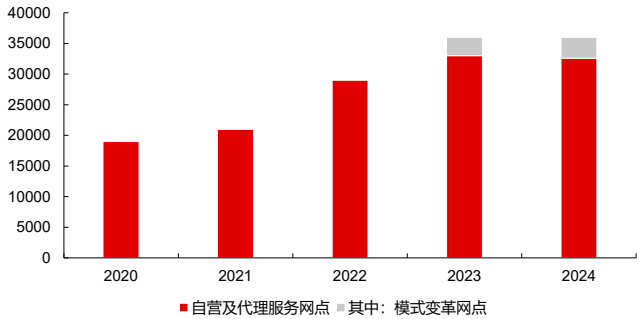


资料来源：公司公告，长江证券研究所

➤ 末端环节

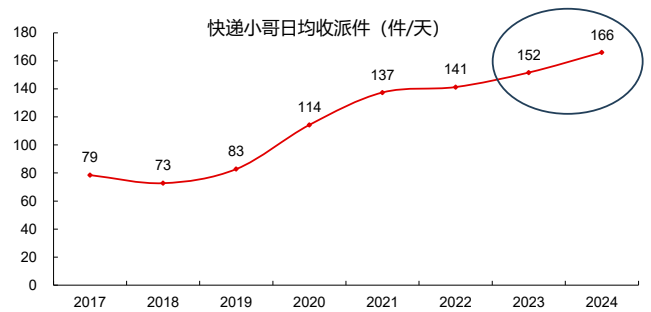
提高网点效率：公司推行的“中转场直接分拣+容器集装并直接发运至末端小哥收派区域”的运营模式变革，截至 2024 年底累计推广至超过 3,400 个网点和超过 9,600 个终端小站点。通过持续调优站点布局、临近区域整合发运、支线串点运输、在接驳环节及收派环节投运无人车等，推动变革成本的持续节降，2024 年第四季度变革区域的单票成本节省已超过项目单票增量投入，实现效益为正。模式变革减轻网点工序，减少网点仓管及支线接驳人工成本，并实现小哥往返交接快件的平均距离缩短 38%，提高网络效率。根据我们的测算，2024 年，顺丰全网快递小哥日均收派件量突破 166 件/天，人效提升显著。

图 13: 全网快递网点推动网络模式变革 (单位: 个)



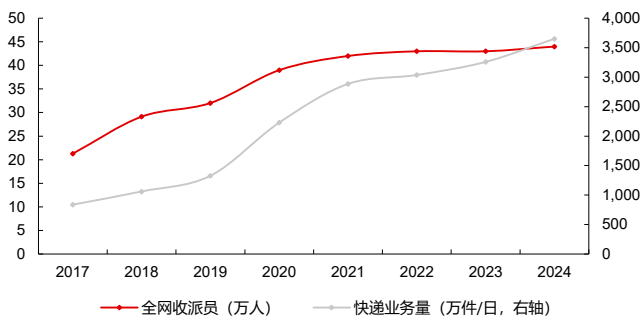
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 14: 顺丰控股快递小哥日均收派件规模



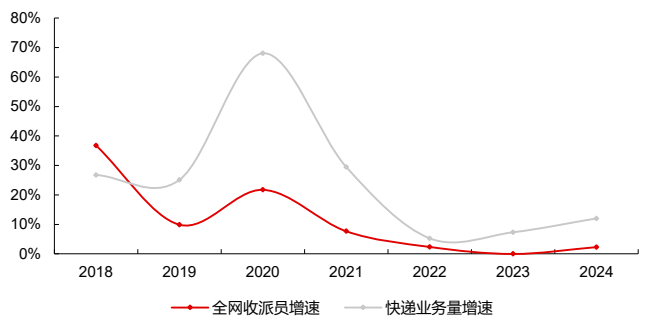
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所测算

图 15: 2021 年以来, 顺丰控股全网收派员规模保持稳定



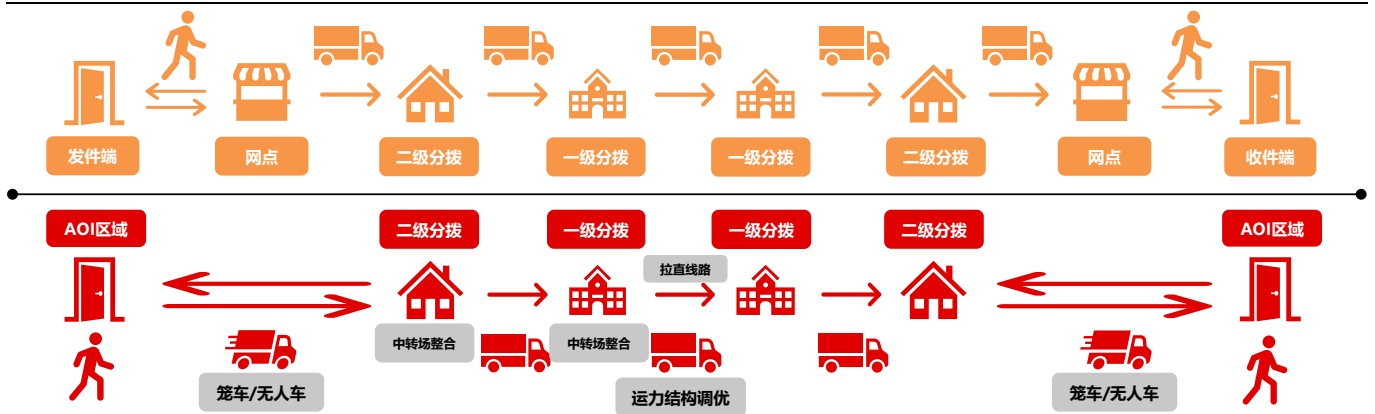
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 16: 2021 年以来, 顺丰用 5% 的收派员增长支撑了 27% 的包裹增量



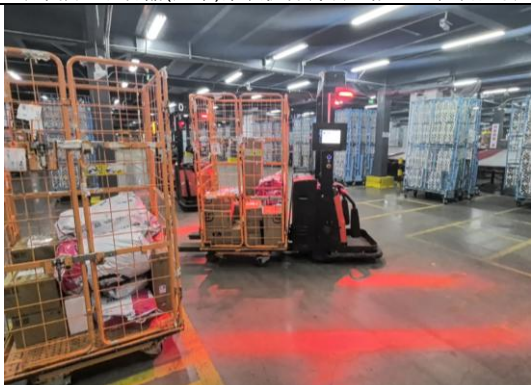
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 17: 顺丰控股运营模式变革示意图



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 18: 顺丰投入以容器(笼车)集装快件并转运的无人化智能转运中心



资料来源: 驿站公众号, 长江证券研究所

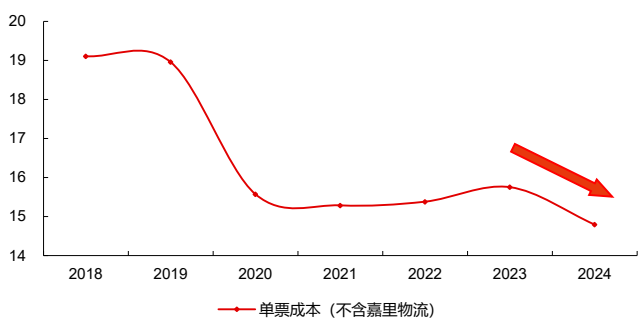
图 19: 顺丰采用无人物流车将容器(笼车)集装直接发运至末端收派区



资料来源: 驿站公众号, 长江证券研究所

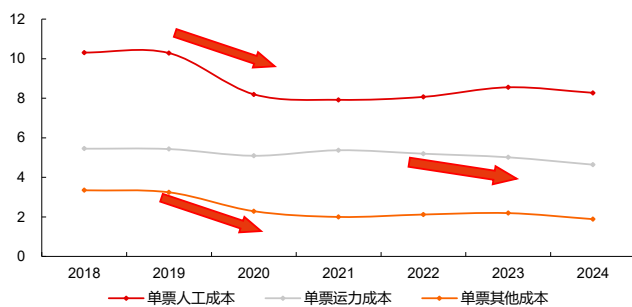
网络运营模式的变革, 使得公司运营成本实现系统性节降, 2024 年全网单票成本首次降至 15 元以内。公司充分利用剩余产能、灵活匹配资源和精准的营销策略, 以更具竞争力的服务和定价拓展经济型散单、低公斤段的电商微小件和高公斤段的工业大件等细分市场, 2025 年以来, 公司件量增速稳步提升, 4 月件量增速达到 30%。顺丰有策略性地做大业务规模, 有效发挥网络规模效应, 进而实现“降成本、增规模、提品质”的良性循环。

图 20: 2024 年顺丰控股单票成本再下台阶 (单位: 元/件)



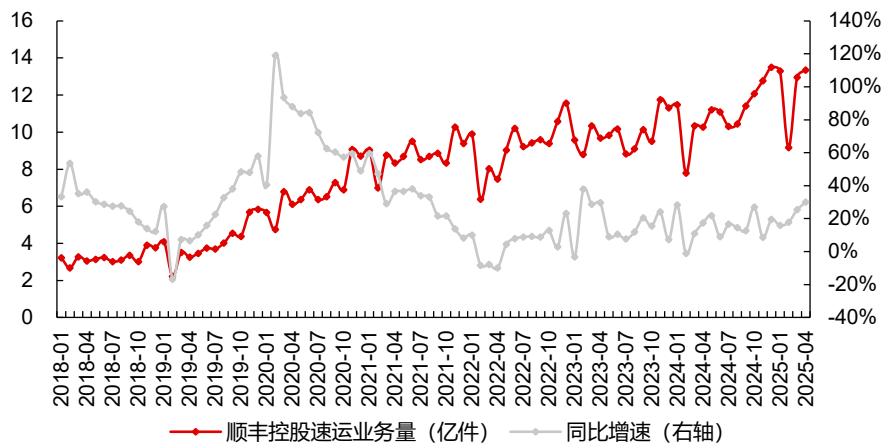
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 21: 2024 年顺丰控股单票成本拆分 (单位: 元/件)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 22：2025 年以来，顺丰控股速运业务量增速稳步提升



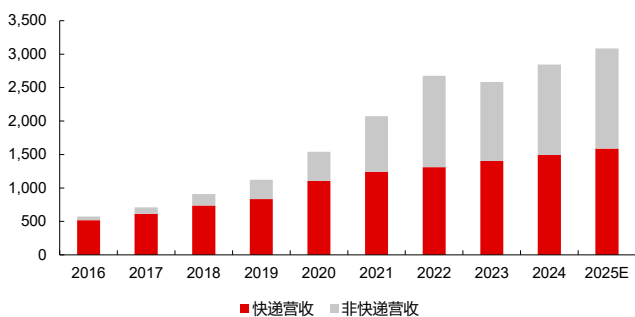
资料来源：Wind，长江证券研究所

从“夯基础”到“新动能”

对内方面，2021年至2023年，公司开启战略转型，业务整固；2024年，公司开启新一轮组织架构和薪酬机制改革——“激活经营”，通过“放权”和“分钱”，激发公司内部组织活力。

对外方面，公司一方面，通过“行业化转型”，从“单一产品”营销向“供应链方案”营销，拉动标准化行业组合套餐的销售；另一方面，通过内生发展和外延并购，形成了全链条、多场景的国际综合物流服务体系，在航空网络、清关能力和海外仓与配送，形成了端到端闭环能力，并建立了国际快递、国际供应链、跨境电商物流、货运代理、本土快递等丰富的国际产品矩阵，目标打造“亚洲唯一”。在中国产能和品牌加速出海的产业趋势下，顺丰更懂中国企业的供应链需求，能够伴随客户成长，实现“物流+产业”协同出海。

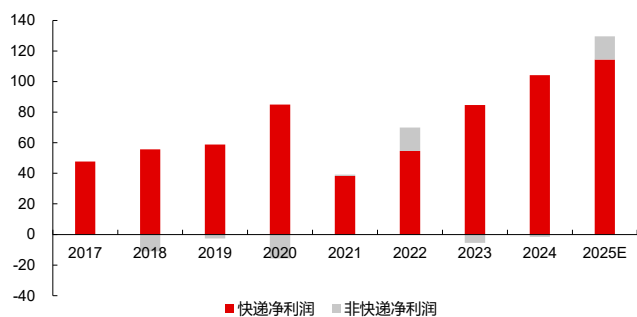
图 23：2024 年，顺丰控股非快递收入占比接近 50%（单位：亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

注：非快递收入包括大件、冷链、同城、国际及供应链和非物流业务

图 24：2021 年以来，顺丰控股非快递净利润显著减亏（单位：亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

注：非快递收入包括大件、冷链、同城、国际及供应链

激活经营，机制变革

在快递这一高度依赖运营驱动的行业里，历史实践充分印证：企业竞争力的持续迭代，本质在于组织能力与战略意图的动态协同进化。每当行业发展进入关键转折阶段，那些具备战略适配性的组织架构重塑与激励机制创新，常常能成为催化组织效能提升的核心动能，进而推动企业价值曲线实现二次跃升。

顺丰历史上的三次组织变革推动能力跃升。自成立以来，顺丰经历了大约三次重要的组织变革，每一次变革都精准把握时代脉搏，以前瞻性的战略眼光主动求变，在“集权管控”与“授权赋能”的动态平衡中，持续推动组织效能的迭代升级。

图 25：顺丰控股创立以来的主要组织变革梳理



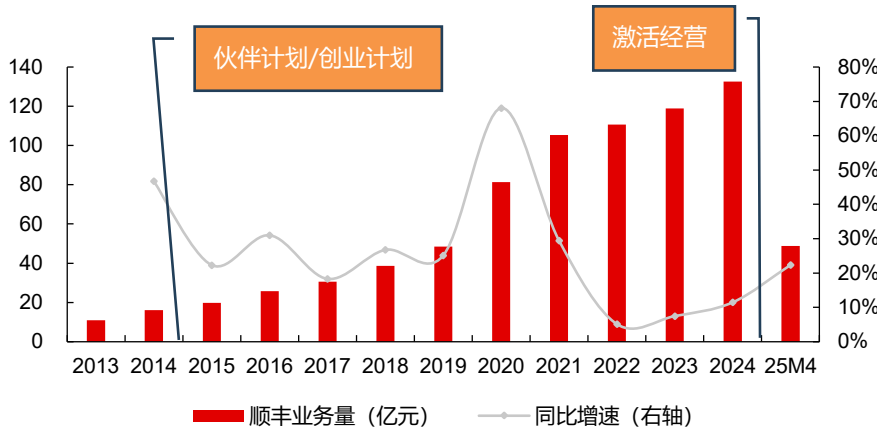
资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

第一次变革：1993 年顺丰创立时，公司采用“加盟制”快速扩张，通过地方代理模式实现网络覆盖。**1999 年**，公司创始人王卫先生意识到加盟模式导致服务标准不统一、管理失控，开始试点回购股权地方代理权。**2002 年**，公司通过现金回购全部加盟商股权，成为中国首家完成“加盟转直营”的快递企业，比行业普遍直营化早了约 10 年。

第二次变革：“伙伴计划”是顺丰于**2014 年**启动的战略级组织变革项目，其核心目标是通过内部创业机制推动企业平台化转型。具体而言，该计划旨在实现三大战略目标：一是通过组织架构扁平化（将直营体系转化为联邦制合作）提升管理效率；二是激活员工创业动能，将部分基层员工转化为小微企业主，构建“总部-伙伴”生态圈；三是整合社会资源，借助国家扶持小微企业的政策红利，实现轻资产运营与业务边界拓展。**2015 年**进一步升级为“创业计划”，鼓励员工通过承包制在三四线城市及农村地区设立代理网点，目标是填补直营网络空白，抢占电商下沉市场先机。

第三次变革：2024 年，公司明确并实施“激活经营”策略，推出一系列组织与机制变革。一是总部从传统管理模式转型为服务经营，强调对业务前线的支持功能；公司加大对业务区的经营授权，提升业务前线决策敏捷性，释放业务区和网点的市场拓展动力；二是推行以经营结果为导向、多元驱动、成果共享的激励机制，为末端小哥创造更多服务客户的时间，通过营销授权、定责松绑、科技赋能、创收激励等多种方式，提升小哥业务开拓的积极性和成功率，让集团自上而下成为更强粘度的利益共同体，激发内部创业精神，实现员工与企业共生发展。

图 26：组织变革成功推动公司件量增速扩张



资料来源：公司公告，长江证券研究所

2014 年的“伙伴计划”和 2015 年的“创业计划”，在行业变革的关键节点，以创新的激励机制激发了顺丰的组织活力，推动了公司快速发展。十年后的今天，新一轮“激活经营”战略再次升级，从管理机制和经营模式双维度重塑动力体系：

- **管理创新**：通过目标管理与增量激励，打破传统 KPI 束缚，让员工从“执行者”转变为“经营者”；
- **模式突破**：以虚拟加盟赋能直营体系，在保持服务品质的同时释放前端活力；
- **全球化布局**：国内试点经验将同步反哺海外业务，为国际化拓展积累方法论。

图 27：顺丰控股激发组织活力：小哥管理多举措激发创收活力



资料来源：公司业绩说明会演示材料，长江证券研究所

图 28：顺丰控股激发组织活力：提高经营意识及市场竞争力



资料来源：公司业绩说明会演示材料，长江证券研究所

行业转型，方案营销

顺丰是中国乃至亚洲最大的综合物流服务商。在时效快递板块，市场份额达到 63.5%¹，在零担快运、冷运物流、同城即时配送和端到端供应链解决方案领域，均处于行业领先地位。

客户需求的多元化和公司多元业务协同是未来发展趋势。当前，物流行业正面临双重挑战与机遇：**从需求端来看**，在激烈的市场竞争与业态创新驱动下，客户需求日益多元化和复杂化，其关注焦点已从单一的服务性价比，转向追求覆盖多元业态的全局供应链优化方案。**从供给端来看**，虽然顺丰在各主要物流细分领域均保持领先优势，但如何深度整合“综合物流服务商”的差异化价值，实现跨业务板块的协同效应，已成为突破增长瓶颈的关键战略命题。

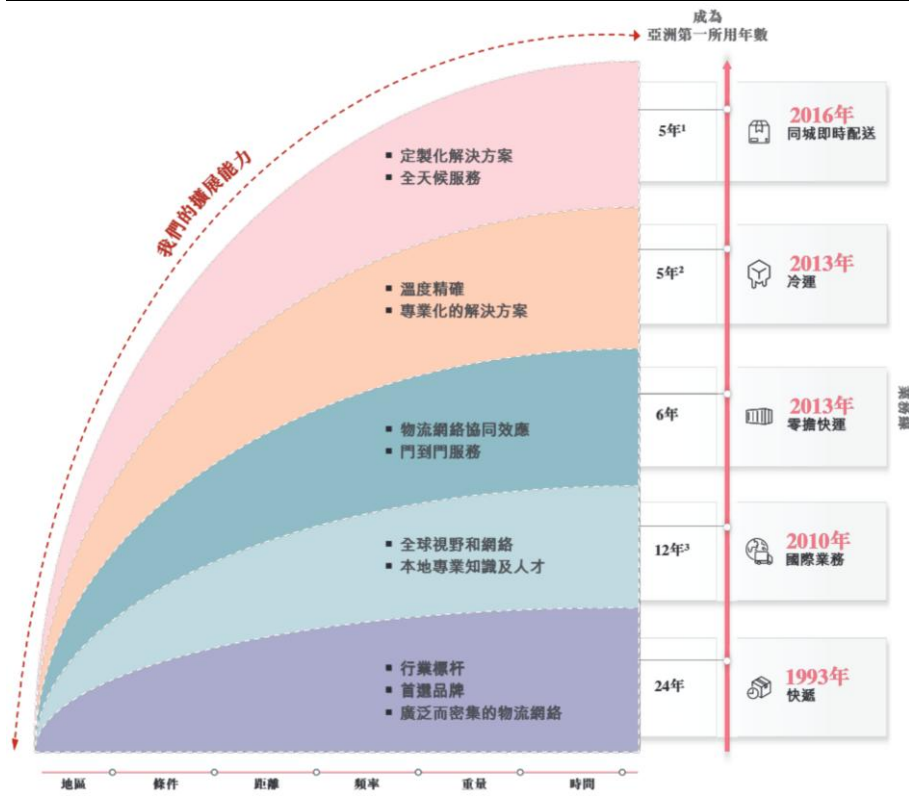
图 29：顺丰控股是中国及亚洲最大的综合物流服务商，也是全球第四大综合物流服务商

	中国快递物流	投资于未来	全球综合物流
时期	1993年-2012年	2013年-2023年	2023年-未来
地区	中国	中国和亚洲	中国、亚洲和全球
战略聚焦	 打下坚实基础 建立市场领先地位 树立品牌形象	 孵化新产品 投资基础设施 扩大市场份额	 收获前期投资回报 提升盈利能力 加强成本管控

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

¹根据顺丰控股招股说明书，2022 年，公司在时效快递市场份额达到 63.5%。

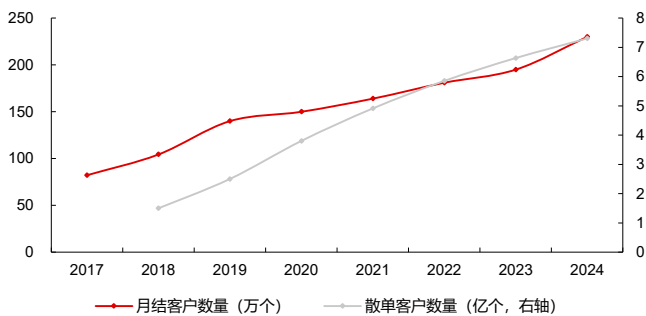
图 30：顺丰控股在中国五个物流细分领域和亚洲四个物流细分领域均处于市场领先地位



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

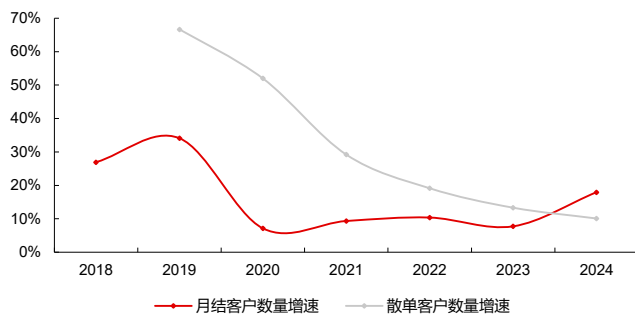
从“卖产品”到“卖方案”，从提升“快递市占率”到“物流市占率”。作为独立的第三方物流，顺丰能够中立地服务客户群，在满足客户物流需求的广度和深度上不断演进。**2024 年**，公司确立了“加速行业化转型”的战略方向，从传统的“卖产品”向“卖方案”转型。通过构建适配不同行业和场景的综合物流解决方案和标准化组合套餐，加速拓展各行各业供应链，扩大公司在各行业客户的供应链服务份额，提高客户粘性并实现业务增长。截至**2024 年底**，公司拥有超过**230 万**活跃月结客户，以及超过**7.3 亿**个人会员，其中，月结客户数量呈现加速增长趋势。

图 31：2024 年底顺丰月结客户数量达 230 万个，散单客户约 7.3 亿



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 32：2024 年，顺丰月结客户数量加速增长，散单客户数增速降至 10%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

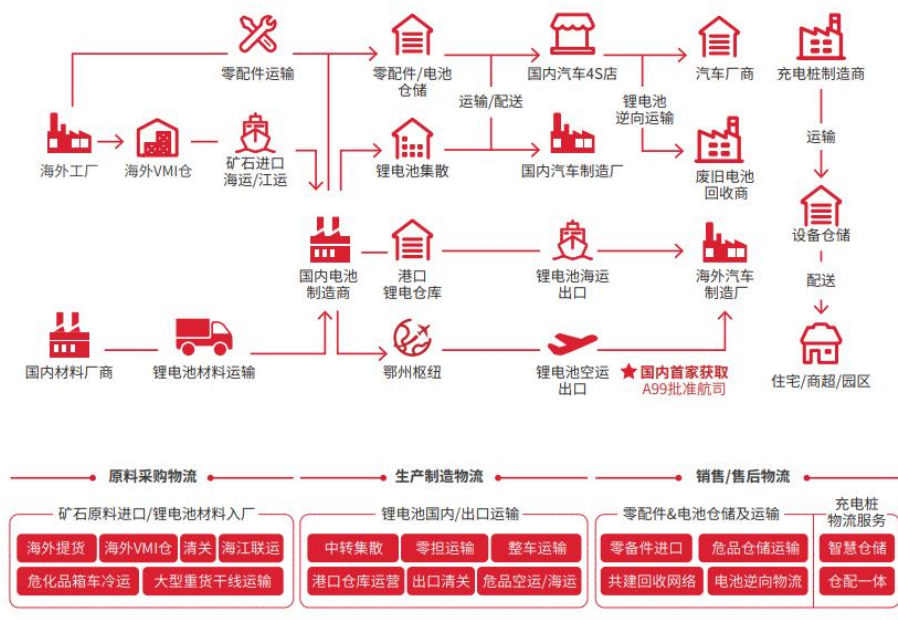
标准化组合套餐，加速供应链销售。顺丰针对 8 大主行业打造与优化了数十套标准化组合套餐，以快速拓展各行业客户物流场景，其中在高端装备备件仓配、消费电子原材料跨境和仓店调拨、美妆仓配、家具送装、新能源电池及材料物流等场景的标准化组合套餐服务得到快速推广，套餐销售带来的收入快速增长，交付效率大幅提升。**2024 年公司在电商与流通行业、通信高科技行业、汽车行业、工业制造行业的物流收入同比增长达 20%及以上。从客户确定合作到实施落地平均耗时缩短 20 天，提高了公司销售效率与行业客户商机转化率，助力公司加速行业化转型。**

图 33：顺丰控股围绕 3C 高科技头部客户深耕上下游打造 F2B2B2C 国内国际供应链



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 34：顺丰控股拓展新能源锂电行业供应链多场景物流服务



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 1: 顺丰控股加速渗透各大行业客户及其供应链各个环节

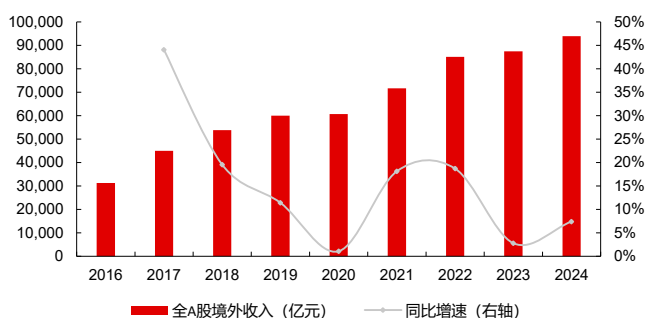
行业	业务拓展/合作情况
电商与流通行业	- 与国内新兴电商平台开展多元业务场景与模式合作
	- 强化国际空运、国际快递及海外仓能力，深入跨境电商平台海外业务场景
	- 新增开拓自建海外独立站客户，获取业务增量
通信高科技行业	- 凭借物流和冷链能力，拓展线上商超业务及大型商超品牌 O2O 全场景服务
	- 在消费电子、通信设备、运营商等细分领域保持领先优势
	- 通过 B2B 大件运输与跨境物流能力延伸至生产供应链环节
汽车行业	- 构建端到端服务能力（海外提货、清关、配送全流程）
	- 与多家全球 TOP 高端设备制造商达成合作并完成进口项目
	- 全场景服务能力带动上下游物流业务高速增长
工业制造行业	- 在汽车后市场推广零部件仓配一体化服务至多家品牌
	- TOP20 品牌合作率达 70%，与 11 家客户达成入厂、厂内、成品及售后合作
工业制造行业	- 实现在工业原材料、工业设备、轻工制造、能源、化工等细分领域突破

资料来源：公司公告，长江证券研究所

发力国际，亚洲唯一

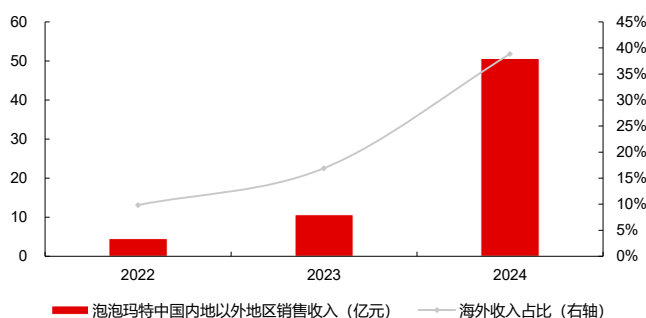
当前，中国企业的国际化进程正从“产能出海”与“品牌出海”双轨并进，推动物流全球化需求激增。在产能出海方面，3C 电子、汽车制造、新能源等行业加速海外建厂，亟需高效供应链支撑；在品牌出海方面，茶饮、美妆、跨境电商等企业加速拓展海外市场，对端到端物流服务提出更高要求。根据我们的统计，目前 A 股上市公司，2024 年合计境外营业收入超过 9 万亿元，占总营收比例超过 13%，其中，潮玩、汽车制造和家电等领域的头部企业，境外营业收入占比基本接近甚至超过 40%。

图 35: 全 A 股境外收入超过 9 万亿元



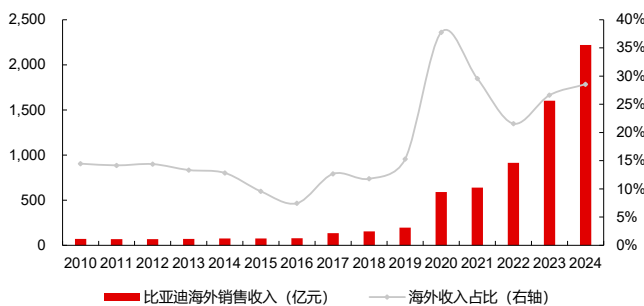
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 36: 泡泡玛特海外销售收入占比接近 40%



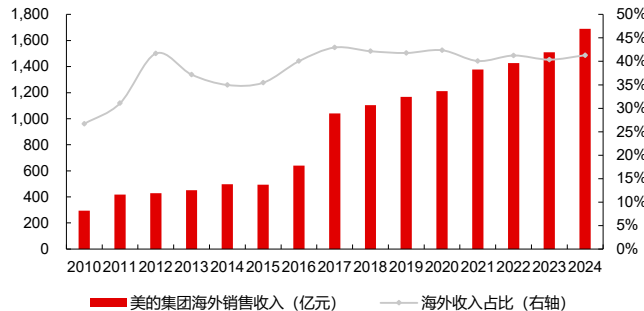
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 37：比亚迪海外销售收入占比超过 35%



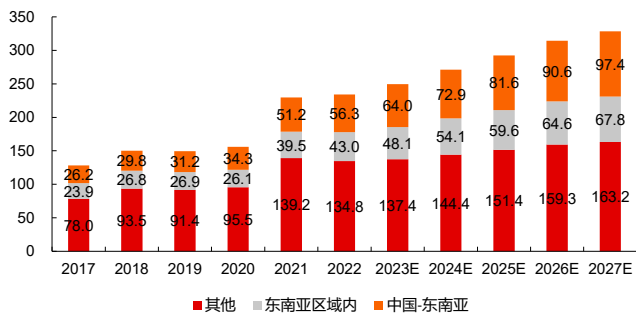
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 38：美的集团海外销售收入占比超过 45%



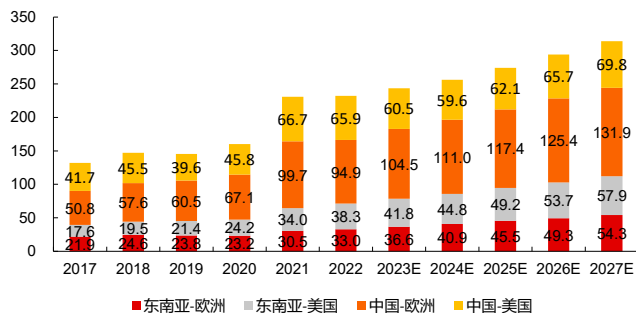
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 39：亚洲洲内主要贸易航线的物流支出（单位：十亿美元）



资料来源：联合国贸易和发展会议，世界银行，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

图 40：亚洲主要洲际贸易航线的物流支出（单位：十亿美元）



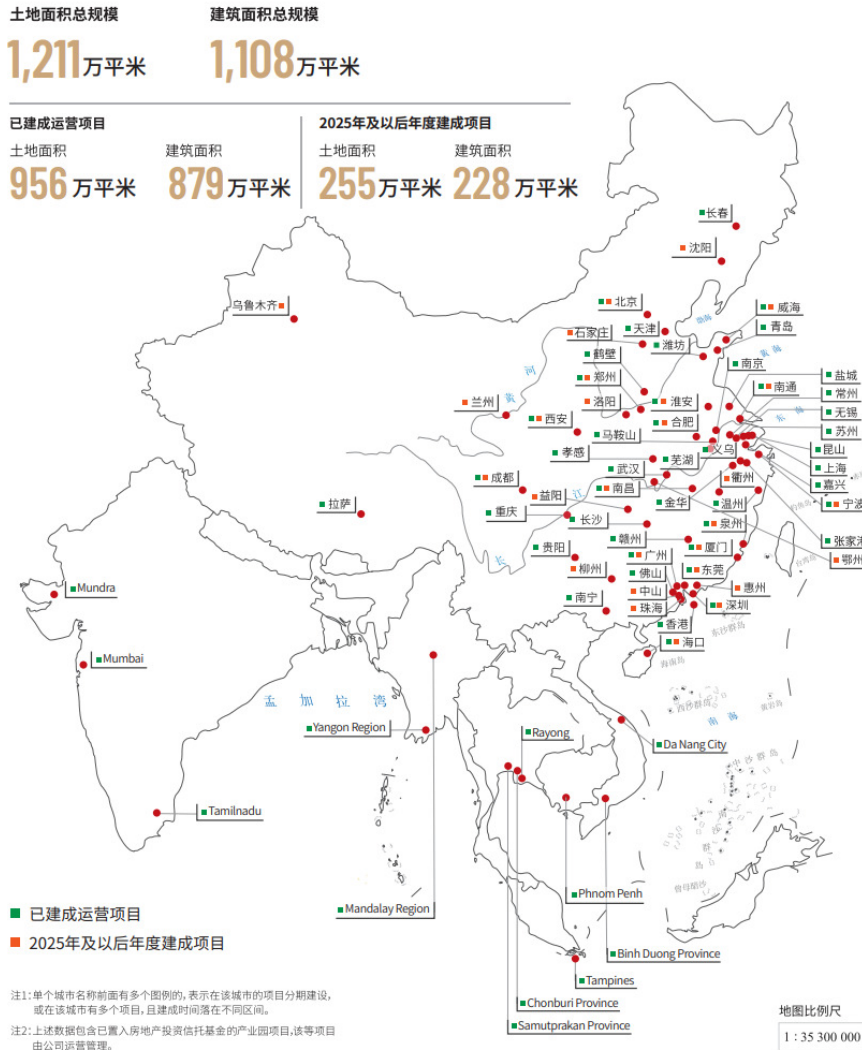
资料来源：联合国贸易和发展会议，世界银行，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

未来，随着中国产业链竞争力持续提升，顺丰有望依托其综合物流服务能力，进一步深化全球化布局，成为中国企业出海战略合作伙伴。

首先，顺丰通过内生发展与外延并购，打造了覆盖全链条、多场景的一站式综合物流服务体系，业务范围涵盖生产到销售、国内到国际的端到端供应链。公司构建了“航空干线+海外仓+本地配送”的跨境物流闭环，形成覆盖亚洲、欧美、新兴市场的高效运输网络。公司拥有中国全域及全球多国的高效物流网络，包括亚洲最大货运机队和鄂州枢纽，实现“一夜达全国，隔日连世界”，并提供海陆铁多式联运服务。通过收购 KLN 强化了东南亚本土及亚欧国际货运能力。同时持续加密国际航空网路，增强清关服务能力及海外仓建设，多模式灵活拓展欧美流向的跨境物流市场。

- **航空网络**：2024 年全货机国际航班超 9,100 架次，同比增长 19%；形成以鄂州货运枢纽为核心连通欧美、深圳枢纽为辅助连通东南亚及日韩的全球航网布局；中国至南亚/欧美航班数量翻倍。
- **清关能力**：全球 78 个口岸清关服务，其中，在国内 10 个 AEO 高级认证，在海外 14 个口岸搭建自营清关服务能力，通关效率行业领先。
- **海外仓与配送**：亚洲及欧美新增自营海外仓，覆盖 B2B/B2C 业务；与当地企业合作搭建欧美本土收派网络。

图 41：顺丰在中国及东南亚等国家持有众多物流产业园、物流中心等关键场地资源



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 42: 顺丰控股建基亚洲夯实多元能力, 供应链重塑释放新潜力



资料来源: 公司业绩说明会演示材料, 长江证券研究所

其次, 公司拥有丰富的国际服务产品矩阵。基于对各行业的深入理解, 并整合丰豪供应链、顺新晖、KLN 的供应链服务能力, 公司为各行业客户提供贴合行业特性和需求的国际一体化供应链解决方案。凭借完善的国际快递、国际供应链、跨境电商物流、国际货运代理及东南亚本土快递服务能力, 公司致力于成为客户出海的首选物流合作伙伴。

- 多元化服务: 国际快递、供应链解决方案、跨境电商物流、货运代理、东南亚本土快递。
- 核心优势: 端到端综合物流解决方案, 如中国-新加坡跨境次日达。

图 43: 顺丰控股拥有较为完善的国际业务组合



资料来源: 公司业绩说明会演示材料, 长江证券研究所

最后, 顺丰凭借国内积累的高效供应链经验, 依托数字化系统、柔性化网络和规模化运营优势, 为出海企业提供低成本、高可靠、文化适配的物流解决方案。相较于国际同行, 顺丰更懂中国企业的供应链需求, 能够伴随客户成长, 实现“物流+产业”协同出海。同时, 公司围绕激活经营的整体基调, 优化地区国际业务团队的激励机制, 有效推动国际业务的开发与增长。

图 44：顺丰控股 2024 年在多行业、多国家场景新突破，赋能客户加速出海



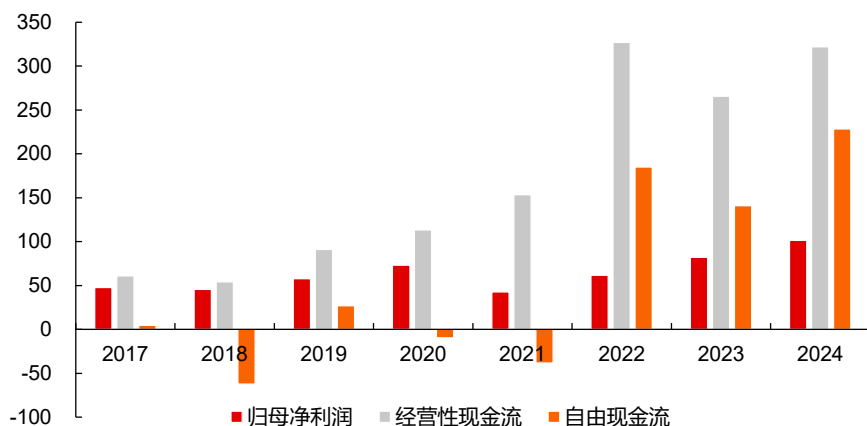
资料来源：公司业绩说明会演示材料，长江证券研究所

2024年，顺丰在多个国家、多个行业、多项服务场景中实现从0到1到N的业务突破，2024年累计中标超过100个海外供应链项目，其中完成落地超过50个。项目涵盖了电商与流通、工业制造、高科技、服装鞋帽、家电家居、汽车以及咖啡茶饮连锁等多个行业头部客户，服务覆盖新加坡、马来西亚、越南、泰国、韩国、菲律宾、荷兰、德国、法国等多个国家。2024年，公司为客户量身定制兼具成本竞争优势和高品质服务的跨境端到端综合物流解决方案，《财富》中国500强企业中有超过45%企业使用顺丰国际产品及服务。

从成长到价值

顺丰控股经历了三轮资本开支高峰，2021 年达到近 200 亿元峰值，导致资产周转率下降和盈利承压。但 2022 年后资本开支稳步回落，2024 年降至 100 亿元以内，随着网络融通、模式变革及业务结构优化，公司总资产周转率自 2023 年起企稳回升，单季度 ROE 恢复至 3% 以上。同时，经营性现金流改善叠加资本开支下降，推动自由现金流显著提升，2024 年突破 200 亿元。公司提高股东回报，2024 年常规分红比例提升至 40%，并计划未来五年逐步提高现金分红比例。**盈利修复与现金流改善并行，逐步彰显价值投资潜力。**

图 45：2021 年以来，顺丰控股经营质量持续提高（单位：亿元）



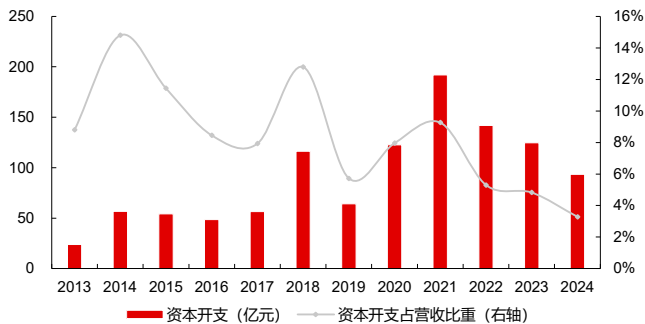
资料来源：Wind，长江证券研究所

资本开支下行，资产周转提升

过往资本开支高峰，压制资产周转率。从 2013 年以来，顺丰控股经历了三轮资本开支高峰期，分别在 2014、2018 和 2021 年。2021 年顺丰控股的资本开支达到有史以来最高峰近 200 亿，其中，在分拣中心、仓库、土地、飞机和车辆等固定资产方面的投入强度都达到历史峰值。随着产能的快速扩充，公司资产周转率出现快速下行，盈利能力也因此承压。

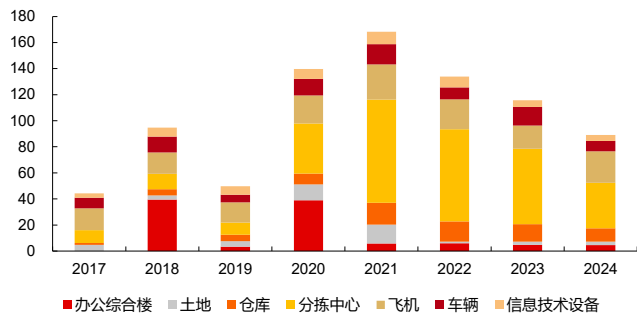
资本开支下行周期，盈利能力稳步提升。不过，公司资本开支在 2022 年达峰后稳步回落，2024 年资本开支降至 100 亿以内，未来预计保持稳步下行趋势。借助网络融通和模式变革，以及件量的稳健增长，顺丰总资产周转率自 2023 年以来，呈现稳步回升趋势。同时，物流产品和客户结构的调优，进一步驱动盈利能力的修复。2024 年公司单季度 ROE 重新回到 3% 左右水平。

图 46: 顺丰控股资本开支规模自 2021 年以后稳步下降 (单位: 亿元)



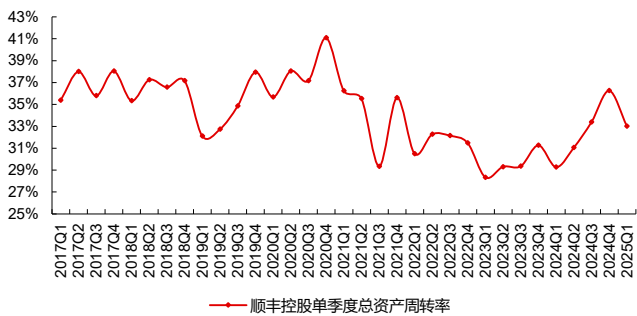
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 47: 顺丰控股资本开支结构 (单位: 亿元)



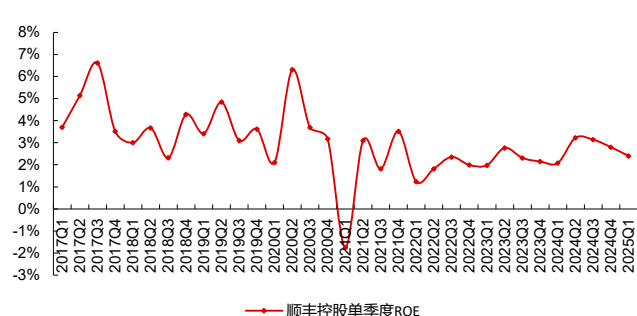
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 48: 顺丰控股总资产周转率自 2023 年以来呈现企稳回升趋势



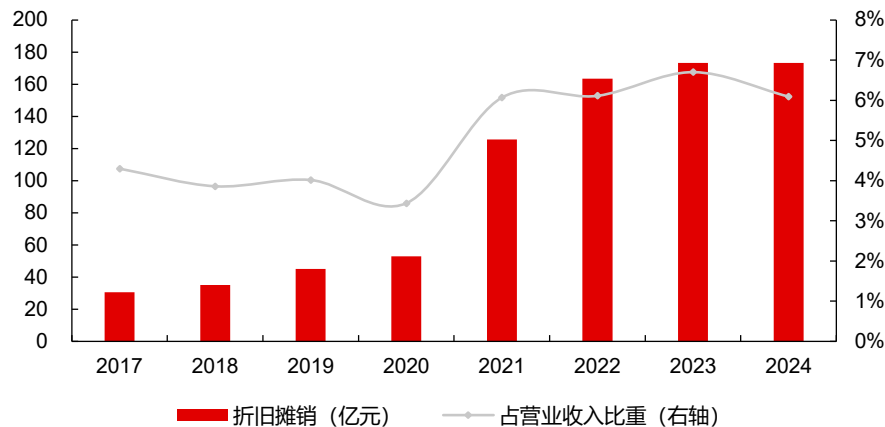
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 49: 顺丰控股 ROE 自 2022 年以来呈现稳步上升趋势



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 50: 顺丰控股折旧摊销规模趋于稳定

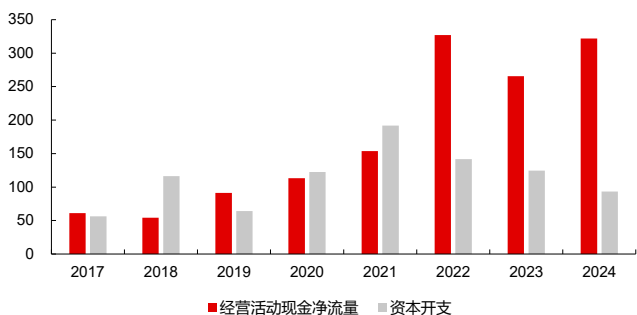


资料来源: Wind, 长江证券研究所

自由现金改善，造血能力强化

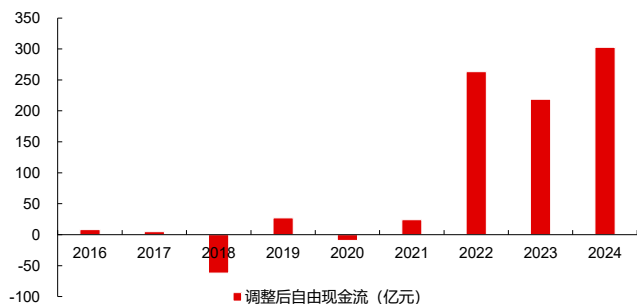
自由现金流大幅改善。伴随着收入端的稳健增长和持续的降本增效，公司盈利能力稳步修复，净利率和 ROIC 进入上行通道。经营性净现金流的大幅改善和资本开支下行，共同驱动公司自由现金流开始显著改善。2021 年，公司调整后自由现金流实现转正，并在 2024 年提高至 200 亿以上的规模。

图 51：顺丰控股自由现金流 2021 年以来持续改善（单位：亿元）



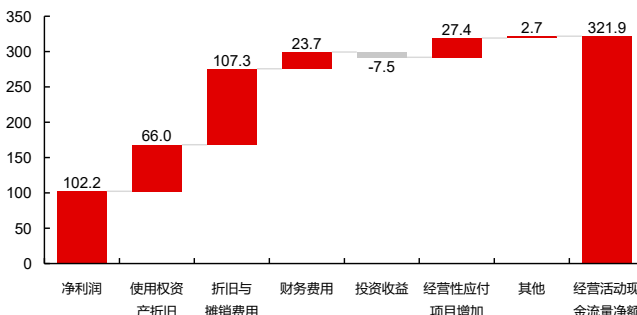
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 52：顺丰控股调整后自由现金流 2022 年大幅改善（单位：亿元）



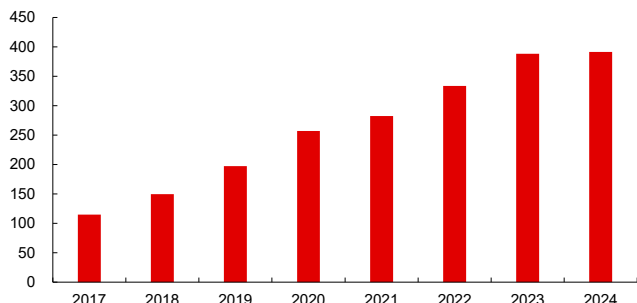
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 53：2024 年顺丰控股净利润调节为经营活动现金流量（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 54：2024 年底，顺丰控股未分配利润接近 400 亿（单位：亿元）

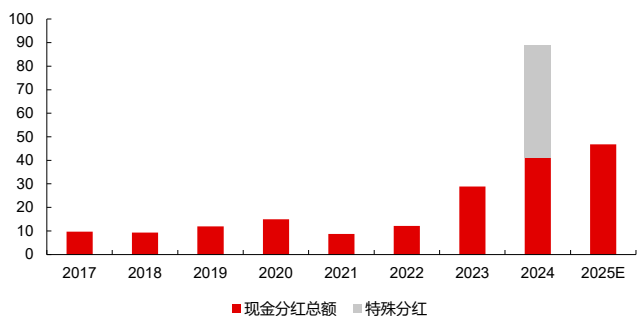


资料来源：Wind，长江证券研究所

提升分红比例，注重股东回报

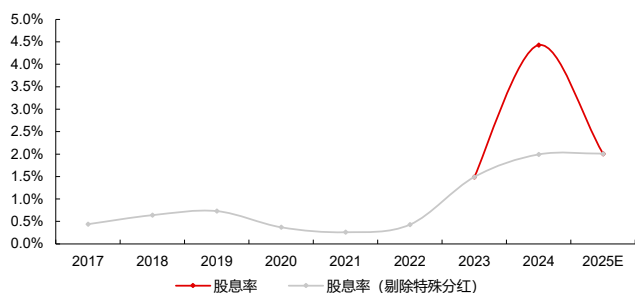
分红比例稳步提升，股东回报持续提高。顺丰控股 2024 年安排了中期和特殊分红，其中，中期分红比例稳步提升至 40%。按照公司《未来五年(2024 年-2028 年)股东回报规划》，2023 年度公司现金分红总额占当年归母净利润比例约为 35%，公司 2024 年度-2028 年度现金分红比例将在 2023 年度基础上稳步提高。

图 55: 顺丰控股现金分红规模持续增加 (单位: 亿元)



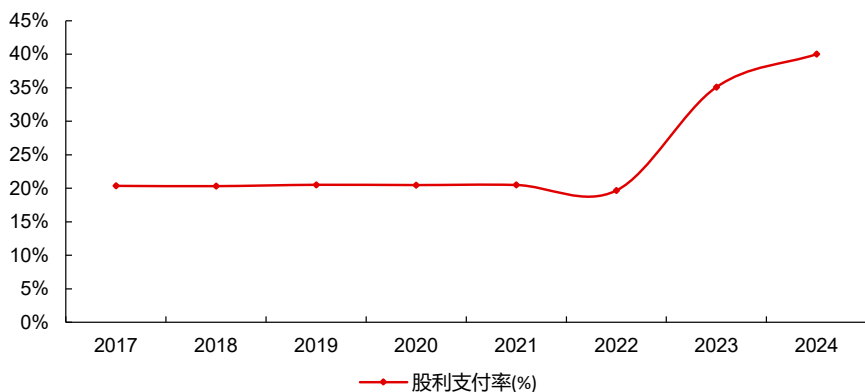
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 56: 顺丰控股股息率稳步提升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 57: 顺丰控股股利支付率 (不含一次性特别股息) 自 2023 年开始稳步提高



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

投资建议: 精进不休, 攻守兼备

2021 年顺丰战略转型, 重新聚焦中高端优势业务, 与此同时, 稳步推进网络融通, 成本节降推动业绩稳健增长。2024 年, 公司经营整固后, 启动“激活经营”, 通过“放权”和“分钱”的架构变革, 进一步提升组织能力。快递新场景的拓展, 大物流和国际市场的加速布局, 将有效支撑公司业务发展。当前, 公司经营处于上行周期, 预计未来收入有望保持稳健增长, 盈利能力持续提升。

2021 年公司产能扩张后, 资本开支稳步下降。基于未来国际业务拓展采取轻资产模式背景下, 预计整体资本开支规模将稳中有降。伴随着公司经营的持续改善, 自由现金流也呈现大幅提升趋势。同时, 公司注重股东回报, 承诺 2024 年度-2028 年度现金分红比例将在 2023 年度基础上稳步提高, 2024 年的常规分红比例已提升至 40%。

预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 118.3 亿元、138.7 亿元和 160.1 亿元, 顺丰控股 A 股对应 PE 分别为 20.6、17.6 和 15.2 倍, 重申“买入”评级。同时, 建议关注估值性价比更高的顺丰控股 H 股。

风险提示

1、营业收入不及预期风险。公司主要产品包括快递、快运、冷链、同城和国际及供应链板块，各业务板块需求受宏观经济环境、市场供求关系、国际贸易政策等多重因素影响。若速运物流收入增长不及预期，公司经营业绩将受到较大负面影响。

2、人工及油价成本大幅上行。公司速运物流产品中，人工成本和运输成本占比较高，油价是运输成本的重要组成部分。若人工成本和油价在短期内大幅上行，可能对公司经营效益形成扰动。

3、市场竞争加剧风险。速运物流行业市场竞争整体较为激烈。时效快递市场格局相对清晰，公司构筑较深护城河，但京东物流和通达等竞争对手仍努力进入。经济快递、快运、冷链、同城和国际等新业务市场竞争相对激烈。若行业竞争加剧，将对公司经营产生不利影响。

4、多元化经营风险。顺丰控股采用直营体系，管理难度远大于加盟制快递企业。公司采用并购和新设等方式进入新业务，管理和业务整合难度较大。若多元化经营推进不顺利，可能对公司经营效益形成扰动。

5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们认为：1) 中国宏观经济在复杂多变的全球环境中彰显韧性，公司持续深耕具备优势的中高端速运物流市场，市场份额保持稳步提升；2) 公司保持稳健的资产开支，业务增长和网络产能匹配度较好；3) 公司推进网络运营模式变革和激活经营，运营效率持续提升，净利率保持稳步提升趋势。基于上述假设，我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 3101.8 亿元、3374.7 亿元和 3654.7 亿元，同比增速分别为 9.1%、8.8%和 8.3%；预计 2025-2027 年归母净利润分别为 118.3 亿元、138.7 亿元和 160.1 亿元，同比增速分别为 16.3%、17.3%和 15.4%。

若上述假设不成立或者不及预期，则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若宏观需求增长承压、市场竞争加剧、运营效率提升受阻等，则公司未来收入/业绩增速或受影响。假设极端悲观情况下，我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 3014.9 亿元、3180.7 亿元和 3339.7 亿元，同比增速分别为 6.0%、5.5%和 5.0%；预计 2025-2027 年归母净利润分别为 112.6 亿元、125.5 亿元和 139.1 亿元，同比增速分别为 10.8%、11.4%和 10.9%。

表 2：公司收入和利润敏感性分析（单位：亿元）

单位：亿元	基准情形			悲观情形		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	3101.8	3374.7	3654.7	3014.9	3180.7	3339.7
—YoY	9.1%	8.8%	8.3%	6.0%	5.5%	5.0%
毛利率	14.2%	14.5%	14.7%	14.1%	14.3%	14.4%
归母净利润	118.3	138.7	160.1	112.6	125.5	139.1
—YoY	16.3%	17.3%	15.4%	10.8%	11.4%	10.9%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。