

由 1 到 N，厚积薄发

顺丰控股(002352)

运输/工业

002352 CH
S.F. Holding
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb59.31

Nan Yu
nan.yu@htisec.com

Yali Luo
yl.luo@htisec.com

本报告导读:

顺丰“由 1 到 N”进阶综合大物流，长期空间广阔。通过融通与变革持续降本，顺丰的盈利能力逐年增强，叠加 Q2 起量增领跑行业，看好顺丰全年业绩确定性。

投资要点:

- 投资建议：**给予“优于大市”评级，目标价 59.31 元。尽管行业价格竞争加剧，但我们认为顺丰业绩增长仍有较强确定性，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 118.44、136.44、153.39 亿元（原为 120.95/143.84/164.53 亿元），EPS 分别为 2.37、2.73、3.07 元。参考可比公司估值，考虑到公司的高端市场壁垒和未来成长性，应享有一定估值溢价，我们给予公司 25 年目标 P/E 25x（原为 20x），对应目标价 59.31 元（+22%），上调评级至“优于大市”。
- 直营快递龙头，“由 1 到 N”进阶综合大物流。**顺丰以快递业务起家，凭借直营模式强大的运营掌控能力和重资产的物流网络，确保服务品质领先同行，在时效件领域构建起了竞争壁垒，稳居高端市场龙头地位，2024 年公司高端时效件、中高端经济件市场份额分别达 64%、51%。近几年，通过“1 到 N”的扩张战略，从时效快递拓展至快运、冷运及医药、同城、供应链及国际业务等综合大物流，2019-2024 年新兴业务合计的营收复合增速达 35.8%，远超快递领域。受益于跨境电商及中国制造出海，叠加海外市场增长前景优于国内，供应链及国际业务有望成为第二增长曲线。我们看好顺丰由快递龙头向综合物流商转型的成长机遇，关注顺丰价值重估机会。
- 融通与变革持续降本，盈利能力逐年增强。**顺丰通过多网融通实现资源复用与全链路降本，2021 年以来累计降本超 38 亿元，2025 年多网融通进入常态化。运营模式变革成效显著，末端直分直发、干线笼车转运及无人化布局等措施，推动成本持续优化。2024 年物流及货运代理业务毛利率上升至 13.9%，归母净利润同比增长 23.5%，ROE 提升至 11.0%，盈利能力呈逐年增强态势。
- Q2 起快递量增领跑行业，看好全年业绩确定性。**由于 2025 年春节早于往年，且通达系节后复工早于往年，2025 年 1-2 月顺丰件量增速略受影响；随着 3 月相关影响减弱，以及激活经营策略的推进，顺丰件量增速回升并领跑行业，5 月业务量同比+31.8%。叠加持续降本对盈利的增厚，我们看好全年顺丰业绩增长确定性。中长期，公司具备顺周期特征，未来经济复苏公司有望充分释放盈利弹性。
- 风险提示：**宏观经济波动、恶性价格竞争、政策风险、油价波动等。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

财务摘要（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	258,409	284,420	318,557	349,371	376,837
(+/-)%	-3.4%	10.1%	12.0%	9.7%	7.9%
净利润（归母）	8,234	10,170	11,844	13,644	15,339
(+/-)%	33.4%	23.5%	16.5%	15.2%	12.4%
每股净收益（元）	1.65	2.04	2.37	2.73	3.07
净资产收益率(%)	8.9%	11.1%	12.1%	13.0%	13.6%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	30.74	24.89	21.37	18.55	16.50

财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	41,975	33,936	42,635	55,239	69,875	营业总收入	258,409	284,420	318,557	349,371	376,837
交易性金融资产	6,810	11,246	15,717	20,188	24,660	营业成本	225,274	244,810	274,510	300,845	324,327
应收账款及票据	25,360	27,982	31,070	33,410	35,344	税金及附加	502	714	800	877	946
存货	2,440	2,432	2,507	2,525	2,508	销售费用	2,992	3,096	3,468	3,803	4,102
其他流动资产	14,406	13,091	13,955	14,729	15,398	管理费用	17,633	18,557	20,547	22,185	23,552
流动资产合计	90,991	88,687	105,884	126,091	147,785	研发费用	2,285	2,534	2,838	3,112	3,357
长期投资	7,379	6,204	6,404	6,604	6,804	EBIT	11,727	15,116	17,628	19,940	22,084
固定资产	53,930	54,058	49,455	44,383	38,851	其他收益	1,970	677	758	831	897
在建工程	4,033	2,986	2,839	2,721	2,627	公允价值变动收益	-46	-50	0	0	0
无形资产及商誉	27,718	26,737	25,629	24,460	23,231	投资收益	801	748	838	919	992
其他非流动资产	37,441	35,153	33,951	32,005	30,260	财务费用	1,866	1,849	1,760	1,661	1,535
非流动资产合计	130,500	125,137	118,276	110,173	101,772	减值损失	-153	-601	-400	-400	-400
总资产	221,491	213,824	224,160	236,263	249,557	资产处置损益	25	34	38	41	44
短期借款	18,222	15,003	13,826	13,826	13,826	营业利润	10,454	13,668	15,868	18,279	20,549
应付账款及票据	24,914	27,396	30,893	33,857	37,400	营业外收支	32	-61	0	0	0
一年内到期的非流动负债	9,486	7,829	7,412	7,412	7,412	所得税	2,575	3,388	3,967	4,570	5,137
其他流动负债	21,367	21,966	24,179	26,431	28,439	净利润	7,912	10,219	11,901	13,709	15,412
流动负债合计	73,990	72,193	76,309	81,525	87,077	少数股东损益	-323	48	56	65	73
长期借款	11,355	6,186	6,394	6,394	6,394	归属母公司净利润	8,234	10,170	11,844	13,644	15,339
应付债券	18,795	19,942	19,942	19,942	19,942	主要财务比率					
租赁债券	8,038	7,094	7,119	7,119	7,119	ROE(摊薄,%)	8.9%	11.1%	12.1%	13.0%	13.6%
其他非流动负债	6,029	6,073	6,064	6,064	6,064	ROA(%)	3.6%	4.7%	5.4%	6.0%	6.3%
非流动负债合计	44,217	39,296	39,518	39,518	39,518	ROIC(%)	5.2%	7.2%	8.1%	8.8%	9.3%
总负债	118,207	111,489	115,828	121,044	126,595	销售毛利率(%)	12.8%	13.9%	13.8%	13.9%	13.9%
实收资本(或股本)	4,895	4,986	4,993	4,993	4,993	EBIT Margin(%)	4.5%	5.3%	5.5%	5.7%	5.9%
其他归母股东权益	87,895	87,007	92,942	99,764	107,433	销售净利率(%)	3.1%	3.6%	3.7%	3.9%	4.1%
归属母公司股东权益	92,790	91,993	97,934	104,756	112,426	资产负债率(%)	53.4%	52.1%	51.7%	51.2%	50.7%
少数股东权益	10,493	10,342	10,398	10,463	10,536	存货周转率(次)	102.7	100.5	111.2	119.6	128.9
股东权益合计	103,284	102,335	108,333	115,220	122,962	应收账款周转率(次)	10.2	10.8	10.9	10.9	11.1
总负债及总权益	221,491	213,824	224,160	236,263	249,557	总资产周转率(次)	1.2	1.3	1.5	1.5	1.6
现金流量表 (百万元)						净利润现金含量	3.2	3.2	2.7	2.6	2.5
经营活动现金流	26,570	32,186	32,013	35,529	38,533	资本支出/收入	4.7%	3.2%	3.0%	2.8%	2.7%
投资活动现金流	-13,506	-12,055	-13,961	-14,012	-14,136	EV/EBITDA	7.63	6.87	7.60	6.55	5.78
筹资活动现金流	-12,995	-27,979	-9,352	-8,914	-9,761	P/E(现价&最新股本摊薄)	30.74	24.89	21.37	18.55	16.50
汇率变动影响及其他	99	45	-1	0	0	P/B(现价)	2.73	2.75	2.58	2.42	2.25
现金净增加额	168	-7,802	8,699	12,604	14,636	P/S(现价)	0.98	0.89	0.79	0.72	0.67
折旧与摊销	17,319	17,332	17,266	18,605	19,101	EPS-最新股本摊薄(元)	1.65	2.04	2.37	2.73	3.07
营运资本变动	383	2,551	1,266	1,688	2,569	DPS-最新股本摊薄(元)	0.58	1.78	1.19	1.37	1.54
资本性支出	-12,136	-9,035	-9,671	-9,859	-10,056	股息率(现价,%)	1.1%	3.5%	2.3%	2.7%	3.0%

数据来源: Wind, 公司公告, HTI

目录

1. 投资建议：给予“优于大市”评级，目标价 59.31 元	4
1.1. 盈利预测：需求景气度高，降本效果明显，预计业绩稳增长	4
1.2. 采用 P/E 相对估值法进行估值，给予目标价 59.31 元	5
1.2.1. PE 估值：给予公司 2025 年 25xP/E，对应合理估值 59.31 元 ...	5
1.2.2. PB 估值：给予公司 2025 年 3.2xP/B，对应合理估值 62.77 元 ..	5
2. 直营快递龙头，“1 到 N”向综合物流商进阶	6
2.1. 快递业务起家，稳居高端市场龙头宝座	6
2.2. 业务多元化布局，从时效快递拓展至综合大物流	8
2.3. 成本优化明显，盈利能力持续改善	10
2.4. 基础设施高壁垒，立足中国、辐射亚洲、连接世界	11
2.5. 重视股东回报，彰显发展信心	14
3. 融通及变革：多网融通新常态，模式变革增效益	15
3.1. 多网融通降本效果逐年放大	15
3.2. 运营模式变革增效益，无人化加速落地	16
4. 快递需求景气度较高，全球市场蕴藏机遇	18
4.1. 快递需求景气度较高，公司 3-5 月量增领跑行业	18
4.2. 全球市场蕴含巨大机遇，供应链和国际或为第二增长曲线	19
5. 风险提示	21

1. 投资建议：给予“优于大市”评级，目标价 59.31 元

1.1. 盈利预测：需求景气度高，降本效果明显，预计业绩稳增长

主要假设：

1) 速运物流业务收入：我们认为 2025 年快递件量保持较高速增长，但行业价格竞争有所加剧，叠加电商件占比提升，我们认为快递单价降幅略大，预测 2025 速运物流业务收入同比增长 11.7%。此外，我们认为 2026-2027 年速运物流业务保持韧性增长，预测同比增速分别为 9.6%/7.8%。

2) 供应链及国际业务收入：考虑到供应链及国际业务空间广阔，国际市场增速或高于国内增速，我们预测 2025-2027 年供应链及国际业务收入增速分别为 13.0%/10%/8%。

3) 成本端与毛利率：我们认为，公司多网融合逐步走向常态化，进一步驱动公司降本，但同时考虑到 2025 年公司单价下滑或对降本形成一定利润空间抵消，毛利率或保持平稳。我们预测公司 2025-2027 年毛利率分别为 13.8%/13.9%/13.9%。

我们预测 2025-2027 年顺丰控股营业收入为 3185.57/3493.71/3768.37 亿元，同比+12.0%/9.7%/7.9%；归母净利润分别为 118.44/136.44/153.39 亿元，同比+16.5%/+15.2%/+12.4%，对应 EPS 为 2.37/2.73/3.07 元，BPS 为 19.62/20.98/22.52 元。

表1：顺丰控股盈利预测

单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
分业务营业收入					
速运物流业务	191149	205783	229942	251984	271659
YOY	9.7%	7.7%	11.7%	9.6%	7.8%
供应链及国际业务	59979	70492	79657	87622	94632
YOY	-31.7%	17.5%	13.0%	10.0%	8.0%
其他非物流业务	7282	8144	8959	9765	10546
YOY	34.6%	11.8%	10.0%	9.0%	8.0%
营业收入合计	258409	284420	318557	349371	376837
YOY	-3.4%	10.1%	12.0%	9.7%	7.9%
营业成本	225274	244810	274510	300845	324327
毛利	33136	39610	44046	48526	52509
毛利率	12.8%	13.9%	13.8%	13.9%	13.9%
营业利润	10454	13668	15868	18279	20549
利润总额	10487	13607	15868	18279	20549
减：所得税	2575	3388	3967	4570	5137
净利润	7912	10219	11901	13709	15412
归属母公司所有者净利润	8234	10170	11844	13644	15339
总股本（百万股）	4895	4986	4993	4993	4993
全面摊薄每股收益（元/股）	1.65	2.04	2.37	2.73	3.07

数据来源：顺丰控股年报（2023-2024），HTI

1.2. 采用 P/E 相对估值法进行估值，给予目标价 59.31 元

综合考虑业务类型可比性，我们选取圆通速递、韵达股份、申通快递作为可比公司，分别采用 P/E 相对估值法和 P/B 相对估值法对公司进行估值，谨慎地选取 PE 估值法的估值结果，给予公司目标价 59.31 元，给予“优于大市”评级。

1.2.1. PE 估值：给予公司 2025 年 25xP/E，对应合理估值 59.31 元

我们选取的可比公司 2025 年预测 P/E 的平均值为 11.0x，考虑到顺丰控股的高端市场壁垒和未来成长性因素，应享有一定估值溢价，我们给予公司 25 年目标 P/E 25x，结合公司 2025 年 EPS 预测 2.37 元/股，对应合理估值 59.31 元。

表2：可比公司估值表（PE）

代码	简称	收盘价	EPS（元）			PE（倍）		
		（元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
600233.SH	圆通速递	12.82	1.17	1.24	1.40	11.0	10.3	9.0
002120.SZ	韵达股份	6.69	0.64	0.69	0.79	10.5	9.6	8.6
002468.SZ	申通快递	10.77	0.68	0.89	1.10	17.3	13.2	10.6
	均值		0.83	0.94	1.09	12.9	11.0	9.4

数据来源：HTI

注：股价为 2025/6/24 收盘价，可比公司预测 EPS 来自 Wind 一致预期。

1.2.2. PB 估值：给予公司 2025 年 3.2xP/B，对应合理估值 62.77 元

我们选取的可比公司 2025 年预测 PB 的平均值为 1.2x，考虑到顺丰控股的核心物流基础设施（如枢纽机场、大型转运中心）及关键区位布局具备稀缺性和不可复制性，构筑了竞争壁垒，应享有一定估值溢价，我们给予公司 25 年目标 P/B 3.2x，结合公司 2025 年 BPS 预测 19.62 元/股，对应合理估值 62.77 元。

表3：可比公司估值表（PB）

代码	简称	收盘价	BVPS（元/股）			PB（倍）		
		（元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
600233.SH	圆通速递	12.82	9.19	10.30	11.43	1.4	1.2	1.1
002120.SZ	韵达股份	6.69	6.95	7.58	8.20	1.0	0.9	0.8
002468.SZ	申通快递	10.77	6.41	7.35	8.38	1.8	1.6	1.4
	均值		7.51	8.41	9.34	1.4	1.2	1.1

数据来源：HTI

注：股价为 2025/6/24 收盘价，可比公司预测 BPS 来自 Wind 一致预期。

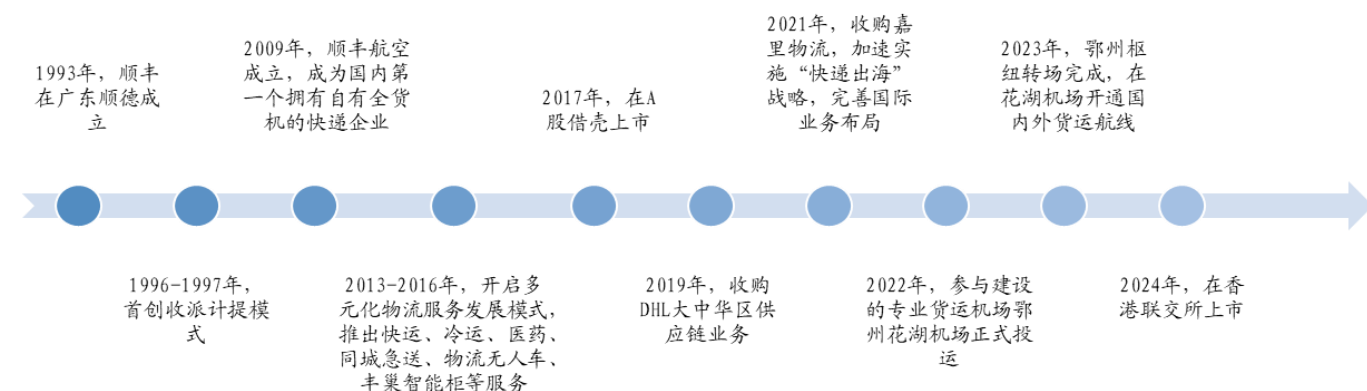
综合两种估值方法，我们谨慎地选取估值水平略低的 PE 估值法的估值结果，给予公司目标价 59.31 元，给予“优于大市”评级。

2. 直营快递龙头，“1 到 N”向综合物流商进阶

2.1. 快递业务起家，稳居高端市场龙头宝座

顺丰于 1993 年在广东顺德成立，是中国第一家民营快递企业。2013 年开始，业务由时效快递、经济快递拓展至快运、冷运及医药、同城即时配送、国际快递、国际货运及代理、供应链等物流板块，能够为客户提供国内及国际端到端一站式综合物流服务。经过多年发展，顺丰已成为中国及亚洲最大、全球第四大综合物流服务提供商。

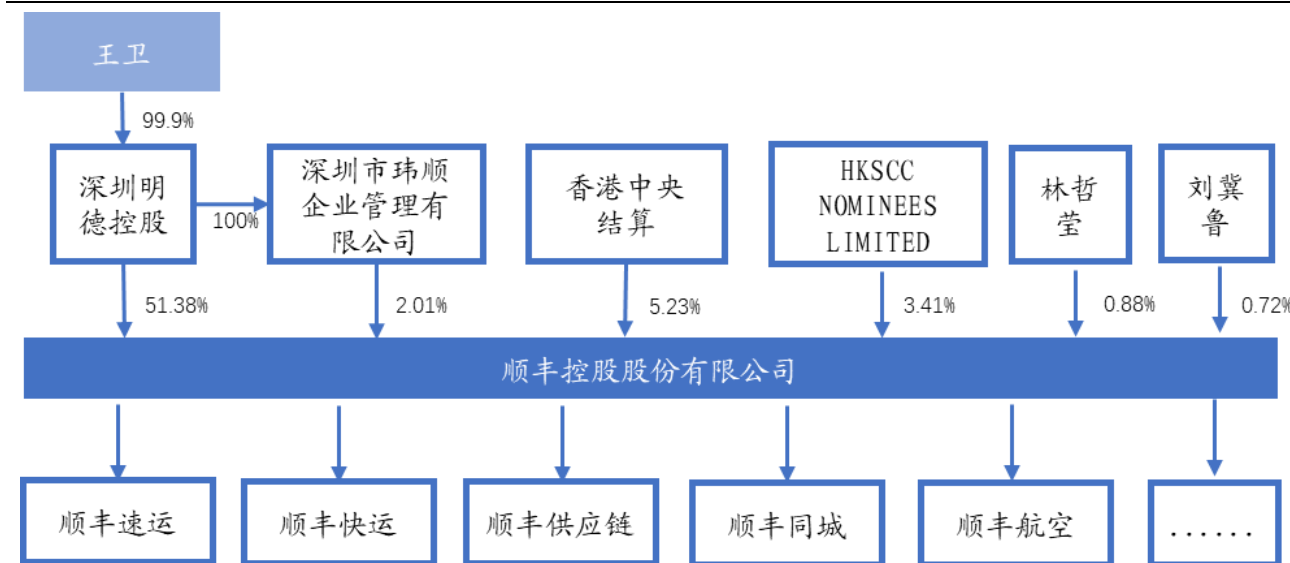
图1: 顺丰控股发展历程



数据来源：顺丰控股官网推介材料，HTI

顺丰控股由创始人与董事长王卫先生实际控制。截至 2024 年末，王卫先生通过控股深圳明德控股发展有限公司间接持有顺丰控股 53.34%（=99.9%*53.39%）的股份。股权与控制权长期保持稳定。

图2: 顺丰控股股权结构（2024 年末）



数据来源：Wind，顺丰控股 2024 年报，HTI

顺丰控股采用直营、综合、独立第三方的商业模式。第一，直营模式确保公司战略自上而下高度统一及经营策略快速落地，迅速适应市场变化，在短时间内成功孵化更多新业态，同时公司拥有强大的运营掌控能力，保障公司多年蝉联快递行业服务时效与公众满意度第一。第二，公司能够提供全方位标准化和定制化服务，满足客户在广度和深度上不断演进的物流需求，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。第三，公司独立于电商平台，能够中立地服务所有客户群，于 2024 年底拥有超过 230 万活跃月结客户及超过 7.3 亿个人会员，在新零售及新业态蓬勃发展的市场环境中，更快速地把握新机遇，与客户建立长期可持续的合作关系。

图3：顺丰控股直营、综合、独立的商业模式



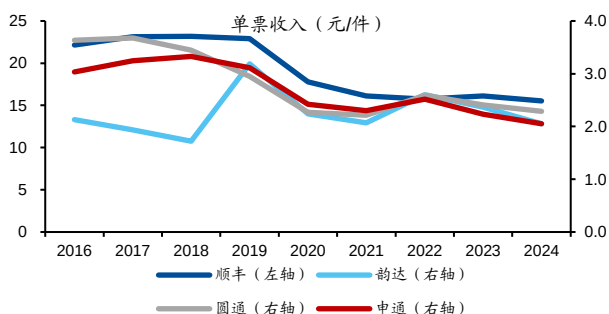
数据来源：顺丰控股官网推介材料，HTI

直营模式强大的运营掌控能力使得公司快递产品服务品质明显领先同行。根据国家邮政局，2024 年，在监测的 9 家快递服务品牌中，顺丰继续位居快递服务公众满意度得分排名首位，并连续第 16 年在国家邮政局快递服务满意度中排名第一。同时，顺丰速运也位居 72 小时妥投率品牌首位。

顺丰的商业模式使得快递产品享有高服务溢价，单价遥遥领先同行。主要由于产品溢价，叠加收入口径的差异，2024 年，顺丰速运业务单票收入为 15.53 元/票，远高于通达系 2.0~2.3 元/票的单票收入。

市场地位方面，顺丰稳居各细分行业龙头地位。2024 年时效件市场份额达 64%，中高端经济件市场份额达 51%。不仅高端时效件和高端经济件市占率行业领先，零担快运、冷运医药、同城配送、供应链和国际业务也在国内或亚洲占据龙头地位。

图4：顺丰单票收入远高于通达系



数据来源：顺丰控股、韵达股份、圆通速递、申通快递公司年报（2016-2018），Wind，HTI

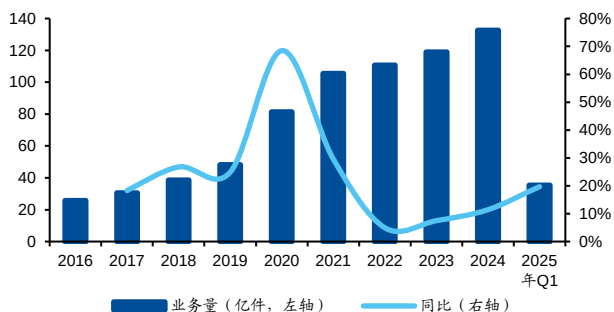
图5：顺丰控股在各物流细分行业均占据龙头地位

	时效快递	经济快递	零担快运	冷运及医药	同城即时配送	供应链	国际
市场地位	亚洲第一	国内第一	亚洲第一	亚洲（除日本外）第一	亚洲第一	国内第一	亚洲第一
市场份额	64.10%	51.2% 中高端经济快递中	1.90%	2.10%	14.60%	3.40%	-
核心市场定位	高端	中高端	中高端	中高端	中高端	中高端	-

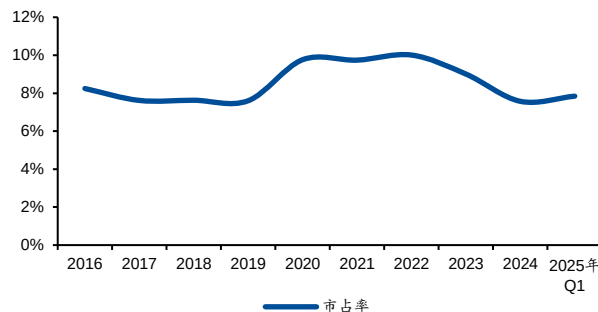
数据来源：顺丰控股官网推介材料，HTI

顺丰快递业务量持续稳定增长，2016-2024 年公司快递业务量复合增速为 22.7%。2016-2018 年公司业务量以高端的时效快递增长驱动，辅以经济件；2019-2021 年顺丰经济快递业务增长较快驱动业务量高增；2022-2024 年公司优化业务量结构，逐步剥离低价的经济件业务，同时高端时效件向商务以

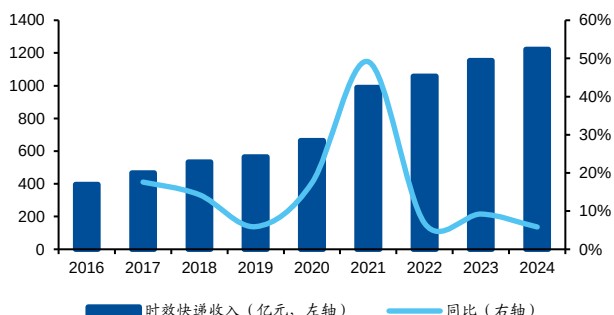
外的消费、工业领域渗透，驱动业务量保持较快速增长。2024 年，公司时效快递业务实现不含税营业收入 1222.1 亿元，同比增长 5.8%，业务量同比增长 11.8%。时效件业务量结构从商务件稳步向大消费及工业制造领域渗透，消费及工业制造相关的品类寄递成为时效快递主要增长驱动力。2024 年，公司经济快递业务实现不含税营业收入 272.5 亿元，同比增长 8.8%。公司坚持业务高质量发展，于 2023 年 6 月份完成对加盟模式的丰网速运出售交割；若不含丰网业务，2024 年经济快递收入同比增长 11.8%，业务量同比增长 17.5%。

图6：2016-2024 年顺丰快递业务量 CAGR 为 22.7%


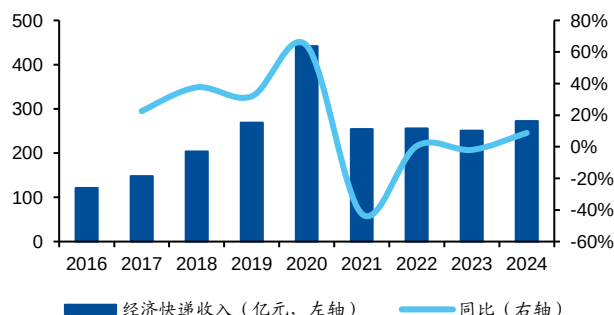
数据来源：顺丰控股年报（2016-2024），HTI

图7：2016-2024 年顺丰快递市占率维持在 7%~10%


数据来源：顺丰控股年报（2016-2024），Wind，HTI

图8：2016-2024 年时效件收入 CAGR 为 15.1%


数据来源：顺丰控股年报（2016-2024），HTI

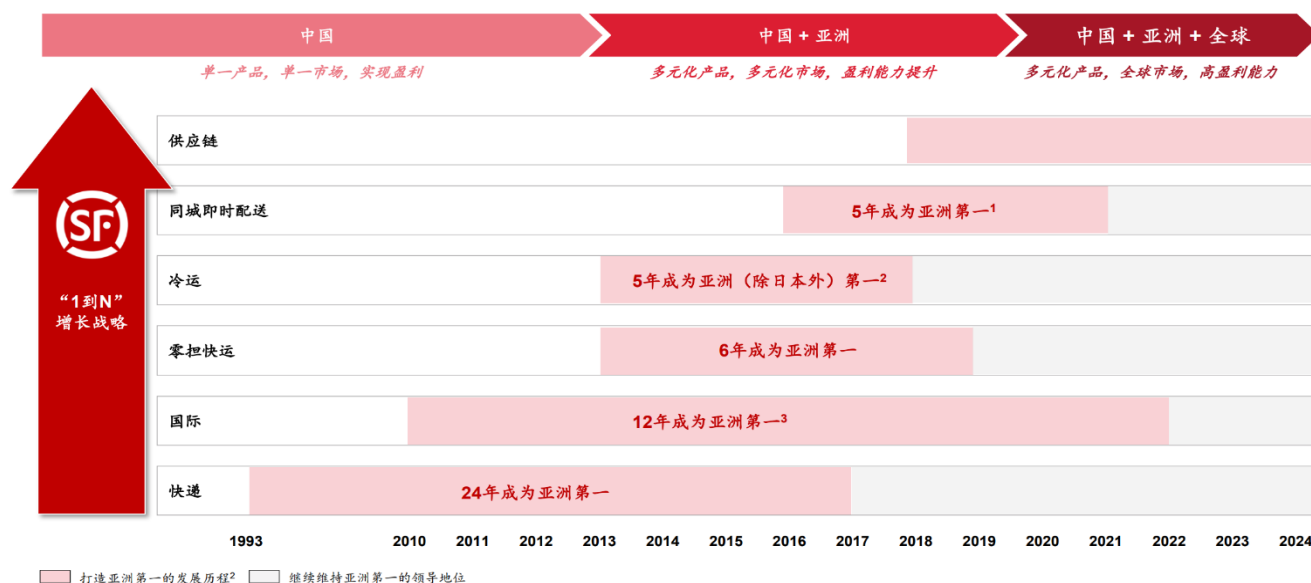
图9：2016-2024 年经济件收入 CAGR 为 10.7%


数据来源：顺丰控股年报（2016-2024），HTI

2.2. 业务多元化布局，从时效快递拓展至综合大物流

公司通过“1 到 N”的扩张战略，从中国领先的时效快递服务商，快速转型为全球领先的综合物流服务商。公司时效快递业务从 1993 年起步，逐步在国内市场占据绝对领先优势，经过 24 年成长为亚洲第一的快递物流商。其他业务如零担快运、冷运物流、第三方同城即时配送和供应链解决方案等物流细分领域于 2010 年起开始陆续起步，依托快递业务已经形成的高时效高密度的网络基础，新业务发展迅速，截至目前新兴业务领域均处于中国市场领导者地位。

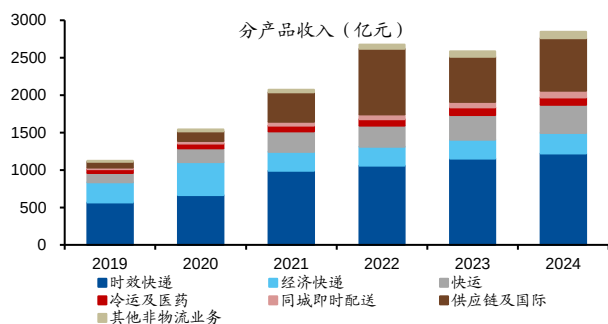
图10: 顺丰控股“1 到 N”增长战略



数据来源：顺丰控股官网推介材料，HTI

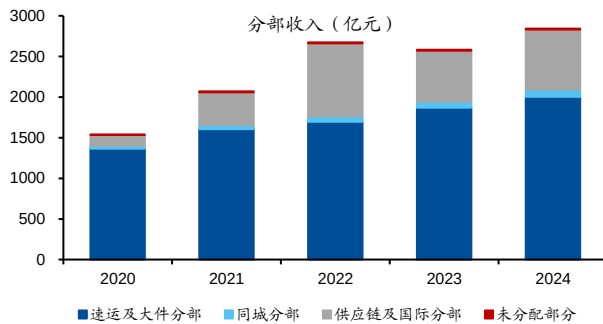
“1 到 N”的扩张战略给公司带来第二成长曲线。2019 年公司时效快递和经济快递合计营收占比达 74.4%，2024 年时效快递和经济快递合计营收占比下降到 52.6%。2019-2024 年时效快递和经济快递合计营收复合增速为 12.4%，而快运、冷运及医药、同城、供应链及国际业务的合计营收复合增速为 35.8%。我们认为，“1 到 N”战略不仅开拓了毗邻产品和市场，还完善了公司的综合物流服务能力，强化公司在国内外的综合竞争力。

图11: 顺丰控股时效快递、经济快递为收入基石，供应链及国际业务增长快

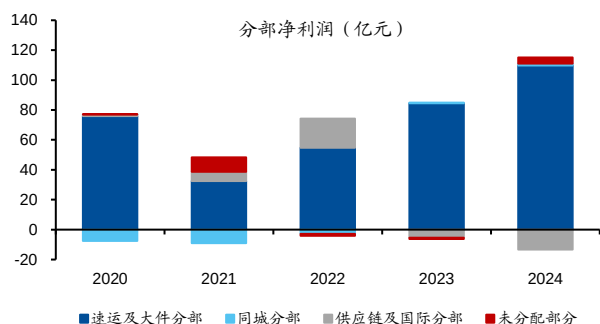


数据来源：顺丰控股年报（2019-2024），HTI

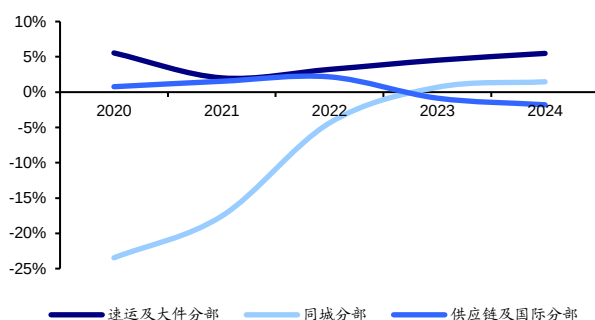
图12: 顺丰控股速运及大件为收入基本盘，供应链及国际业务增长快



数据来源：顺丰控股年报（2020-2024），HTI

图13：顺丰控股速运及大件贡献绝大部分利润


数据来源：顺丰控股年报（2020-2024），HTI

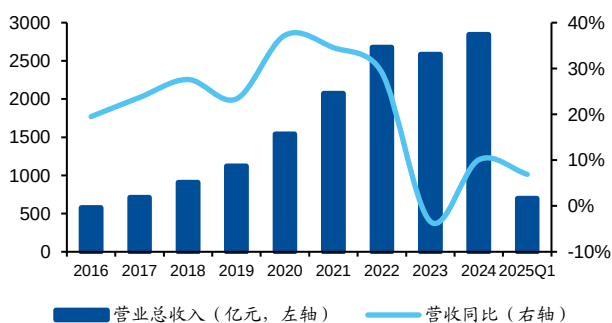
图14：顺丰控股速运及大件、同城分部净利率提升


数据来源：顺丰控股年报（2020-2024），HTI

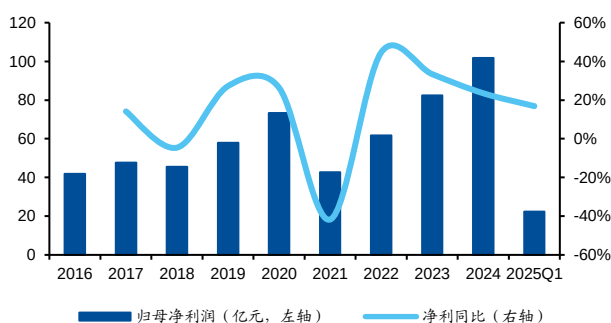
2.3. 成本优化明显，盈利能力持续改善

收入方面，2016年以来，顺丰控股营业收入基本处于稳增长态势，2016-2024年公司营业收入复合增速为22.1%，一方面由于快递业务量和快递收入的持续增长，另一方面得益于快运、冷运、同城、供应链及国际等业务快速发展。2024年公司收入为2844.2亿元，同比增长10.1%。

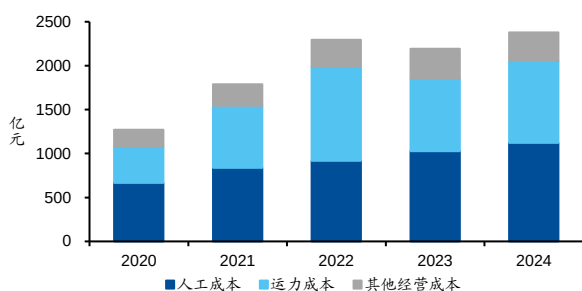
盈利方面，2016年以来，顺丰控股归母净利润总体保持增长，2016-2024年公司营业收入复合增速为11.8%。其中2016-2020年顺丰归母净利润在快递业务带动下持续增长；2021年由于运力、场地、设备投入，人工成本增长较快，以及低价经济产品增速较快，对整体利润率造成了一定压力，归母净利润出现明显下滑；2022-2024年公司积极优化业务结构，减少低价件比例并剥离丰网，推进营运优化使得中转、运输、末端环节单位成本和期间费用率持续下降，盈利能力触底回升，带动归母净利润持续增长。2024年顺丰控股实现归母净利润101.7亿元，同比+23.5%。净利润率提升驱动ROE增长，2024年顺丰控股平均ROE达到11.0%，同比+1.8pct。

图15：近三年顺丰控股营收稳中有增


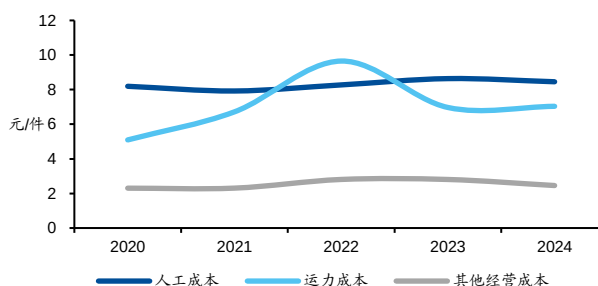
数据来源：Wind，HTI

图16：近三年顺丰控股归母净利润增速较快


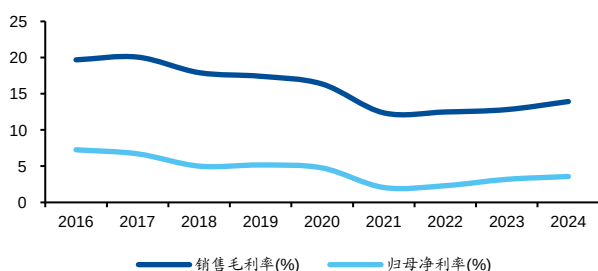
数据来源：Wind，HTI

图17: 近三年顺丰控股速运业务各项成本趋于稳定


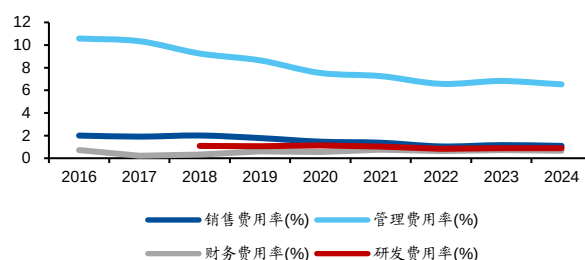
数据来源: 顺丰控股年报 (2021-2024), HTI

图18: 顺丰控股单件运力成本下降明显


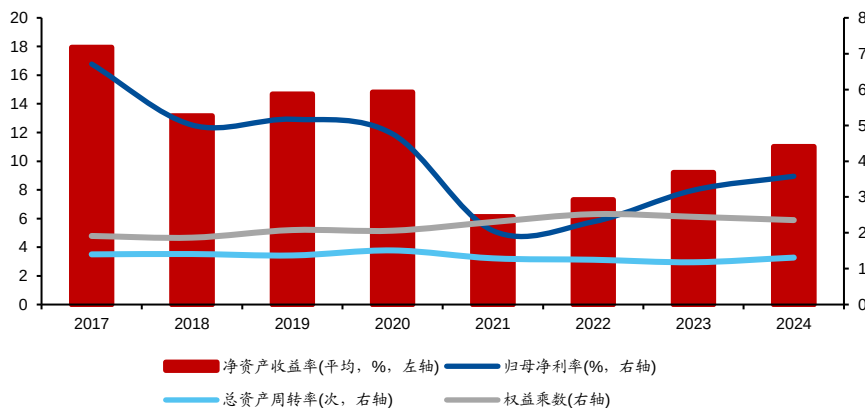
数据来源: 顺丰控股年报 (2021-2024), HTI

图19: 近三年公司毛利率与净利率稳增长


数据来源: Wind, HTI

图20: 公司期间费用率持续下降


数据来源: Wind, HTI

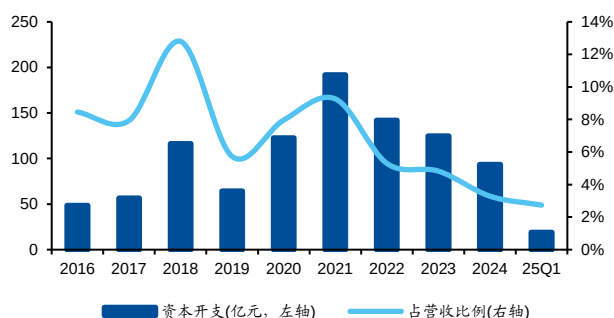
图21: 近三年净利率提升驱动 ROE 稳增长


数据来源: Wind, HTI

2.4. 基础设施高壁垒，立足中国、辐射亚洲、连接世界

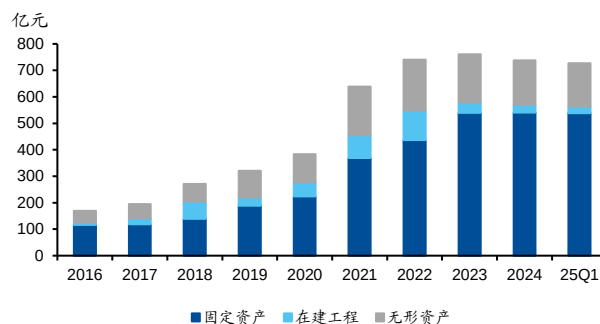
长期以来，顺丰重资产布局建设的物流核心基础设施，形成了高效可靠的全球物流基础设施网络，打造了公司核心竞争力。2016年-2025年Q1，公司累计购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金共计979亿元，截至2025Q1公司固定资产、在建工程、无形资产累计达727亿元。

资本支出已过高峰，更注重资源投产效益管控。2024年公司资产类资本开支为98.9亿元，同比下降26.6%，占营业收入比率为3.48%。一方面，现阶段公司更注重投入产出比；另一方面，公司主要投资项目基本完成，其中鄂州航空枢纽2023年投入运营。

图22：2016-2025Q1 顺丰累计资本开支为 979 亿元


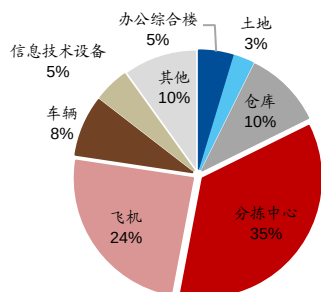
数据来源：Wind，HTI

注：此处资本开支指购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

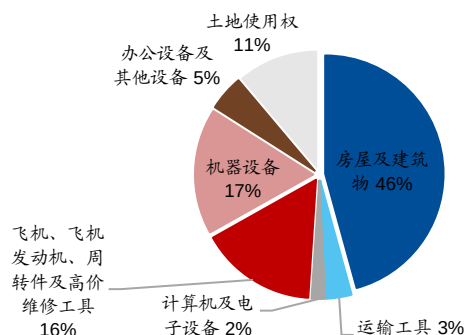
图23：2025Q1 顺丰固定资产+在建工程+无形资产为 727 亿元


数据来源：Wind，HTI

资本开支投向侧重仓储设施和航空设备，资产壁垒较高。顺丰控股 2024 年资本开支共 107.1 亿元，剔除股权投资支出，资本开支共 98.9 亿元。从资金投向来看，公司主要投向集中在仓储资产与运输设备，其中分拣中心支出 34.9 亿元（占比 35%）、飞机支出 24.1 亿元（占比 24%）、仓库支出 10.2 亿元（占比 10%）、车辆支出 8.0 亿元（占比 8%）。截至 2024 年末，公司固定资产+土地使用权的账面价值中，房屋及建筑物占比已经达到 46%，是占比第一大的固定资产，其次为机器设备（占比 17%）和飞机及零部件（占比 16%）。

图24：2024 年顺丰控股资本开支投向占比（剔除股权投资）


数据来源：顺丰控股 2024 年报，HTI

图25：2024 年顺丰控股固定资产和土地使用权账面价值占比


数据来源：顺丰控股 2024 年报，HTI

通过持续的资本开支投入和基础设施网络布局，公司铸就了高资源壁垒。公司高效可靠的物流基础设施网络覆盖中国所有城市及全球多个国家和地区，拥有亚洲最大规模的货运机队及鄂州货运枢纽，实现“一夜达全国，隔日连世界”。同时，公司运营丰富的海运、陆运、铁运资源和线路，能够为客户提供国内及跨境的零担及大宗货物多式联运。携手 KLN 后进一步增强公司在东南亚本土物流及连接亚洲与世界的国际货运能力。

航空运力方面，顺丰拥有中国最大、全球前列的货运航空公司且为中国航空货运最大货主。截至 2024 年 12 月 31 日，公司运营全货机 110 架（其中 89 架自营），拥有航权时刻 343 对，覆盖 69 个国内站点和 51 个国际及地区站点，2024 全年累计运营航线 173 条，运营 5.5 万班次，发货量超过 124 万吨，其中国际发货量约 32 万吨。此外，公司利用散航资源，2024 全年发货量超过 118 万吨，其中国际发货量约 43 万吨。

物流枢纽方面，鄂州货运枢纽是亚洲第一、全球第四座以货运为主的物流枢纽，具有战略价值和稀缺性。公司于 2023 年 9 月开始运营位于鄂州货运枢纽的分拣及转运中心，并且截至 2024 年底已累计开通 55 条国内货运航线和 15 条国际货运航线。公司 2024 年在鄂州货运枢纽的国际货运吞吐量较 2023 年增长超 200%。

运输资源方面，顺丰掌握丰富的运输方式资源，能够为客户提供国内及跨境多式联运服务。截至 2024 年 12 月 31 日，公司全球运营管理干支线货车超过 10 万辆，末端收派车辆超过 10 万辆；高铁产品开通 883 条线路，铁路普列线路超过 240 条，2024 全年铁路总货量超过 322 万吨；海运线路运营超 1.8 万条，海运发货量超 123 万 TEU。

网点布局方面，截至 2024 年 12 月 31 日，公司运营快递中转场 221 个、快运中转场 152 个，拥有国内自营及代理的网点&面客点超 3.6 万个，全网管理的收派员超 44 万人。

全球服务网络覆盖方面，截至 2024 年 12 月 31 日，公司覆盖了 339 个中国地级行政区，覆盖了 2813 个县级行政区，地级覆盖率 100%，县级覆盖率 98.9%，国际快递、货代及供应链业务覆盖了 100 个国家及地区，国际小包业务覆盖了 206 个国家及地区。

公司在中国及东南亚等国家自有及通过房托基金（REITs）等持有众多物流产业园、物流中心等关键场地资源。截至 2024 年 12 月 31 日，已建成运营项目土地面积共 956 万平米，建筑面积 879 万平米，2025 年及以后计划建成项目土地面积共 255 万平米，建筑面积共 228 万平米。

表4：顺丰控股基础设施情况

设施类型	指标类型	详情（截至 2024 年末）
全球服务网络覆盖	国内	覆盖中国地级行政区 339 个，覆盖中国县级行政区 2813 个
	国外	国际快递、货代及供应链业务覆盖国家及地区 100 个，国际小包业务覆盖国家及地区 206 个
航空	全货机	运营全货机 110 架，自营 89 架；拥有飞行员 798 名；拥有航权时刻 343 对；覆盖 69 个国内站点、51 个国际及地区站点；全球累计运营航线 173 条，5.5 万次航班，国际航线累计运营 52 条，超 9100 次航班；发货量超 124 万吨，其中国际发货量约 32 万吨
	散航资源	国内航线超 3000 条，国际航线超 13000 条，航班超 186 万架次，发货量超 118 万吨，其中国际发货量超 43 万吨
	货运量	顺丰全球航空总货量 242 万吨，国内货量占全国航空货邮运输量 31.1%；全球日均航班超 5200 架次
机场	航线与吞吐量	截至 2024 年底已累计开通 55 条国内货运航线和 15 条国际货运航线。鄂州货运枢纽转运中心拥有全长 52 公里的智能分拣线，每小时峰值能处理 28 万件快递；同时 14 条海关智能查验线配合全自动分拣系统，让国际快件高效通关与发运。公司 2024 至年在鄂州货运枢纽的国际货运吞吐量较 2023 年增长超 200%。
多式联运	陆运	全球运营管理干支线货车超 10 万辆，末端收派车辆超 10 万辆
	铁运	高铁产品开通 883 条线路，铁路普列线路 240 条，国际班列线路 303 条，覆盖 38 个国家和地区
	海运	海运线路超 18000 条，海运发货量超 123 万 TEU
仓储、网点布局	中转场	快递场站运营中转场 221 个，快运场站运营中转场 152 个
	服务网点	国内自营及代理的网点&面客点超 36000 个，海外自营&联营门店超 14000 个，全网管理的收派员超 44 万人，外部渠道合作点（包括城市驿站、乡村共配店等）超 16 万个
	仓储	运营管理仓库超 1700 座，面积超 990 万平米；其中食品冷库 137 座，超 80 万平米，医药仓库 12 座，超 10 万平米，海外仓库超 950 座，超 250 万平米

数据来源：顺丰控股 2024 年报，HTI

鄂州枢纽和全货机优势，巩固了时效件的竞争力。鄂州花湖国际机场以及分拣及转运中心，地处中国华中地区的核心经济和交通区，可在两小时航程范围内到达占中国 GDP 90%以上的地区。凭借鄂州货运枢纽和全货机资源优势，以及空网与陆网衔接优化，顺丰特快产品的履约时效持续提速，稳固产品核心竞争力。此外，公司积极推动鄂州货运枢纽周边空港城招商事宜，主导引入数十亿投资项目，丰富枢纽的供应链生态，未来将带来更多航空货运业务新增量。

图26：鄂州枢纽投入后航空次晨达产品覆盖领域扩大



数据来源：顺丰控股 2022 年推介材料

除了沟通国内，鄂州枢纽作为公司的航空网络中心，还能连接全球各地，并进一步成为东南亚、欧洲和美洲之间的桥梁，其货运能力能拉动国际货量增长，加速国际业务发展步伐。

图27：鄂州枢纽链接全球各地

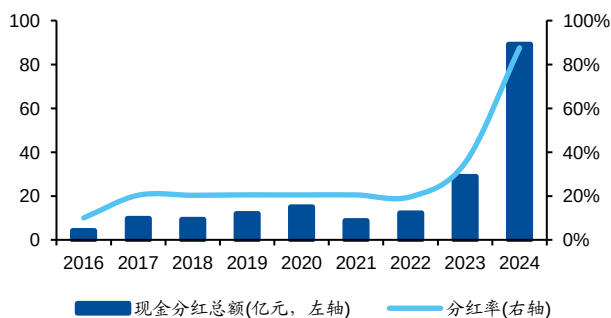


数据来源：顺丰控股 2024 年推介材料

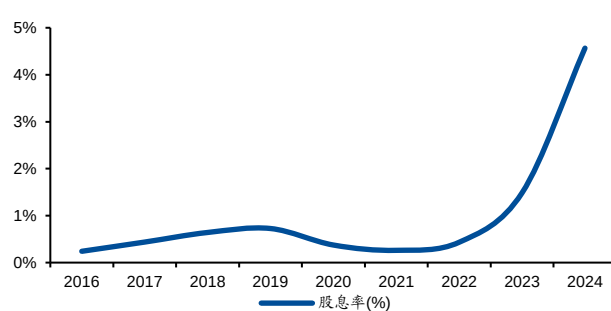
2.5. 重视股东回报，彰显发展信心

重视股东回报，2024 年投入 106.6 亿元大力回馈股东，分红率有望稳步提升。公司资本开支高峰期已过，2024 年，公司将分红比例从 35%提升至 40%（不含一次性股东回报特别分红），派发中期与末期分红总计 41 亿元，叠加在港股上市前一次性回报股东特别分红 48 亿元和 24 年回购股份 17.6 亿元的投入，2024 年累计股东回报将达 106.6 亿元。公司资本开支高峰期已过，据投资者关系活动记录公告，未来公司将常态化实施中期分红，并视内外部情况稳步提升分红比例。我们认为，公司大力实施分红和回购，既体现公司对股东回报的重视，也体现出公司对未来稳健发展的信心。

2025 年，公司发布第一期 A 股回购股份方案，拟回购资金总额不低于人民币 5 亿元且不超过人民币 10 亿元，回购价格不超过人民币 60 元/股。

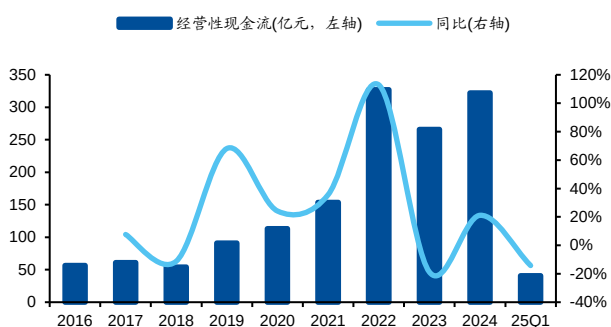
图28: 近三年顺丰控股现金分红和分红率逐年上升


数据来源: Wind, HTI

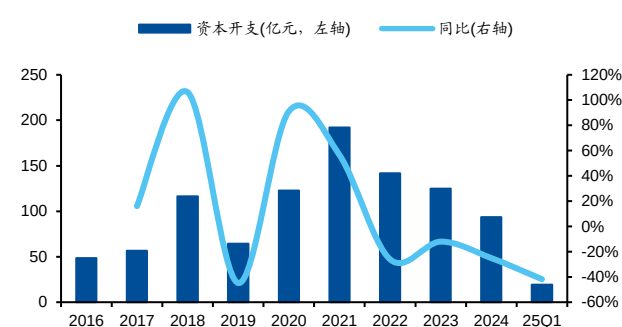
图29: 近三年顺丰控股股息率逐年上升


数据来源: Wind, HTI

注: 股价采用当年末最后一个交易日的收盘价

图30: 近三年顺丰控股经营性现金流充沛


数据来源: Wind, HTI

图31: 顺丰控股资本开支高峰期已过


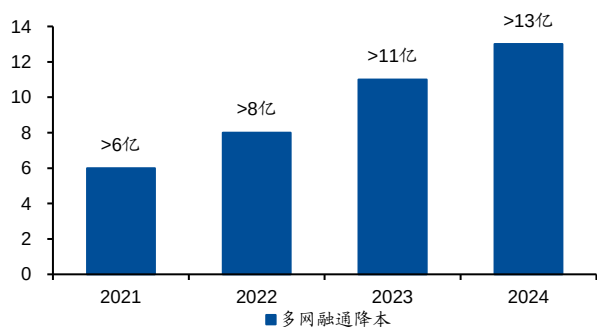
数据来源: Wind, HTI

3. 融通及变革: 多网融通新常态, 模式变革增效益

3.1. 多网融通降本效果逐年放大

多网融通, 资源复用, 各环节降本增效。2021年起, 顺丰开始推进四网融通, 2022年升级为多网融通。核心为通过资源复用实现运输、中转、末端全链路降本: 运输环节, 通过线路合并提升装载、拉直线路, 加强多温运输; 中转环节, 将场地统一规划, 场地操作联动实现淡旺季资源灵活调配; 末端环节, 协同大小件、冷运派送、支线等的派送, 提升网点能力, 提升收派员协同作业能力。多网融通降本效果逐年增强, 四年来累计降本超过38亿元。2025年, 公司将鼓励前线经营主体自主发现和挖掘融通机会点, 多网融通进入常态化阶段。我们认为公司多网融通的常态化建立了长效提效降本机制, 有助于集团整体盈利能力逐年提升。

图32：多网融通降本效果逐年增强



数据来源：顺丰控股 2024 年推介材料，HTI

图33：网络融通涉及运输、中转、末端全链路



数据来源：顺丰控股 2024 年推介材料

3.2. 运营模式变革增效益，无人化加速落地

公司持续开展营运模式变革，引领行业创新。主要措施有末端直分直发、干线笼车转运与布局“无人化”。

1) 末端直分直发：在支线端，公司结合笼车装运，让快件从中转场分拣后直接发到小哥收派区域，同时借此调优网点布局，加密末端触点，退租部分临街网点。2024 年第四季度，变革区域已实现了单票净降本。

2) 干线笼车转运：在干线端，公司建成了行业首个无人化笼车转运中心，实现“熄灯工厂”作业模式。

3) 布局“无人化”：公司在中转场和网点间的支线运输环节、网点和小哥收派区域间的接驳运输环节、以及园区和校园等封闭型区域的收派环节，投入使用超过 800 台定制化无人车，实现快件短途支线的自动化运输及收派，提升效率并降低成本。同时，通过搭建无人车统一对接平台，整合无人车系统，并简化无人车装卸操作，有效降低未来新场景及新车型的投运成本。

2025 年无人车规模化商用提速，顺丰投资布局无人配送设备商。2025 年，各地路权放开提速与无人车售价的大幅降低，给快递物流企业加速布局无人技术创造了条件，快递企业的无人化布局正从个别区域试点转向大规模商用新阶段。顺丰在增加无人车采购及实际应用的同时，于 5 月投资无人配送赛道，领投了自动驾驶公司白犀牛的 B 轮融资。

根据企查查，目前顺丰旗下顺丰同城和顺丰投资分别持有白犀牛智达科技有限公司 6.77%和 3.87%的股份。对无人车公司进行投资，有助于公司把握无人配送的核心算法技术与可靠设备供应。

图34：营运变革采取的措施和实际效果



数据来源：顺丰控股 2024 年推介材料

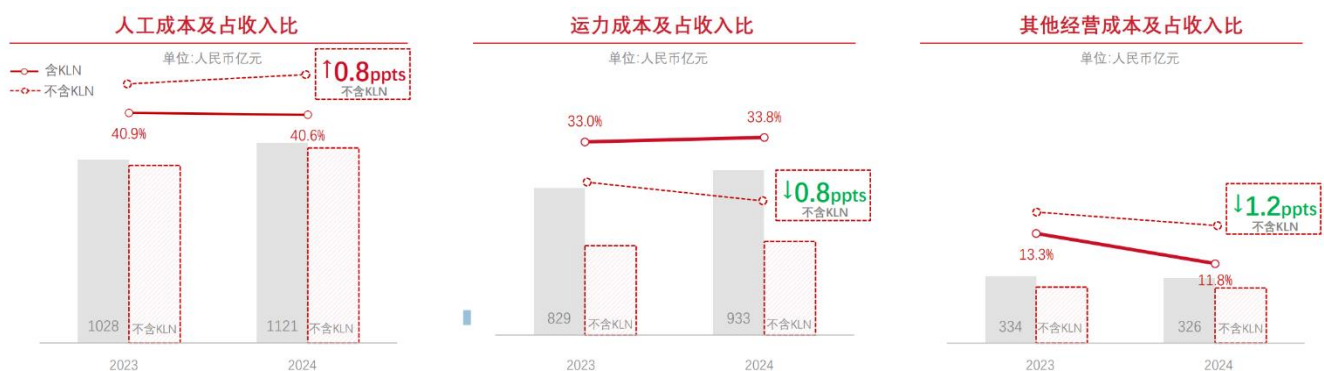
图35：顺丰与白犀牛合作的无人车用于体育赛事保障



数据来源：荆楚网百家号

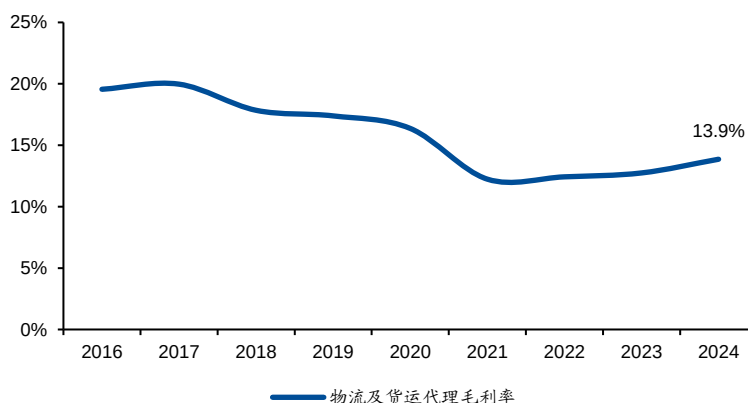
通过四年来多网融通与营运变革的持续推进，顺丰的营业成本得到明显改善，物流及货运代理业务的营业成本占收入的比重由 2021 年的 87.8%下降至 2024 年的 86.1%。具体来看，2024 年，人工成本/运力成本/其他经营成本占收入的比例（不含 KLN）分别变化了+0.8ppts/-0.8ppts/-1.2ppts。未来，公司计划继续推进营运模式变革，投入自动化及无人化设备，提升人员操作效率，努力降低人工成本，继续推进运力成本与其他经营成本的改善。同时，公司将成本优化的效益反哺至前端的业务拓展，有效提升产品及服务的市场竞争力。

图36：2024 年顺丰营业成本中运力成本、其他经营成本改善



数据来源：顺丰控股 2024 年推介材料

图37: 2022-2024 年物流及货运代理业务毛利率持续提升至 13.9%



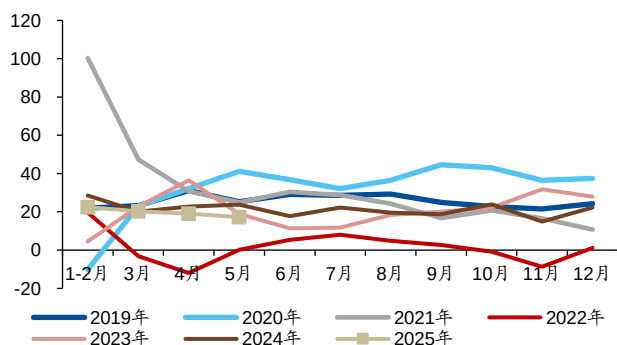
数据来源: 顺丰控股年报 (2016-2024), HTI

4. 快递需求景气度较高, 全球市场蕴藏机遇

4.1. 快递需求景气度较高, 公司 3-5 月量增领跑行业

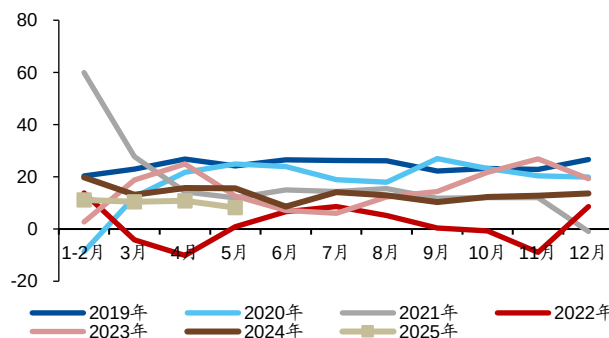
2024 年快递行业业务量突破 1750.8 亿件, 同比增长 21.5%; 快递业务收入达 1.4 万亿元, 同比增长 13.8%。主要因为小件化趋势、逆向件增长和新兴电商平台崛起带动量增。进入 2025 年, 快递量保持较高增速的趋势延续, 2025 年 1-5 月快递行业业务量同比+20.1%, 快递行业业务收入同比+10.3%, 主要仍由以上因素驱动。此外, 2025 年政府工作报告把扩大内需消费作为首要任务, 且中央和地方陆续出台提振消费的举措, 我们认为全年消费品类快递与其他类型物流需求仍有望保持较高速增长。

图38: 2025 年 1-5 月快递行业业务量同比+20.1%



数据来源: Wind, HTI

图39: 2025 年 1-5 月快递行业业务收入同比+10.3%



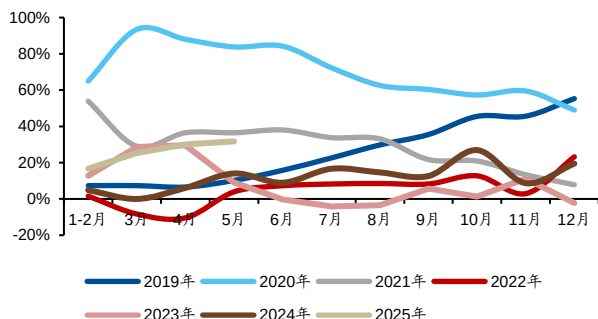
数据来源: Wind, HTI

顺丰时效件业务量结构从商务件稳步向大消费及工业制造领域渗透, 消费及工业制造相关的品类寄递成为时效快递主要增长驱动力。顺丰经济件业务保持稳健增长, 深化与电商平台合作。我们认为, 在 2025 年消费向好的预期下, 公司速运物流业务 (包括时效件、经济件、快运、冷链、同城业务) 有望保持稳健的增长态势。

2025 年 1-5 月, 顺丰速运物流业务量累计达 63.5 亿票, 同比+24.4%, 其中由于 2025 年春节早于往年, 且通达系节后复工早于往年, 2025 年 1-2 月顺丰件量增速略受影响; 随着 3 月相关影响减弱, 以及公司推进激活经营策略, 顺丰件量增速回升并持续高于行业水平, 公司 5 月业务量同比+31.8%, 领跑于头部快递公司。

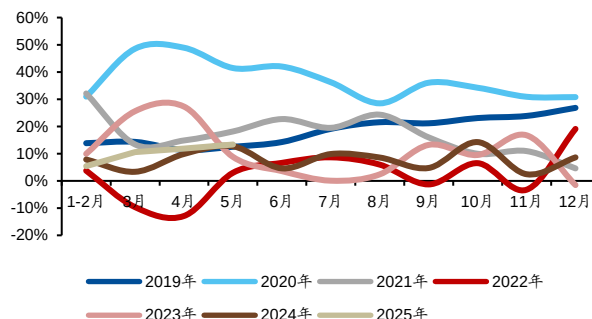
2025 年 1-5 月，公司速运物流业务收入累计达 891.9 亿元，同比+9.4%。我们认为，4 月后公司快递量的高增催化了市场对公司全年业绩增长的乐观预期。

图40: 2025 年 1-5 月顺丰速运物流业务量同比+24.4%



数据来源: Wind, HTI

图41: 2025 年 1-5 月顺丰速运物流业务收入同比+9.4%



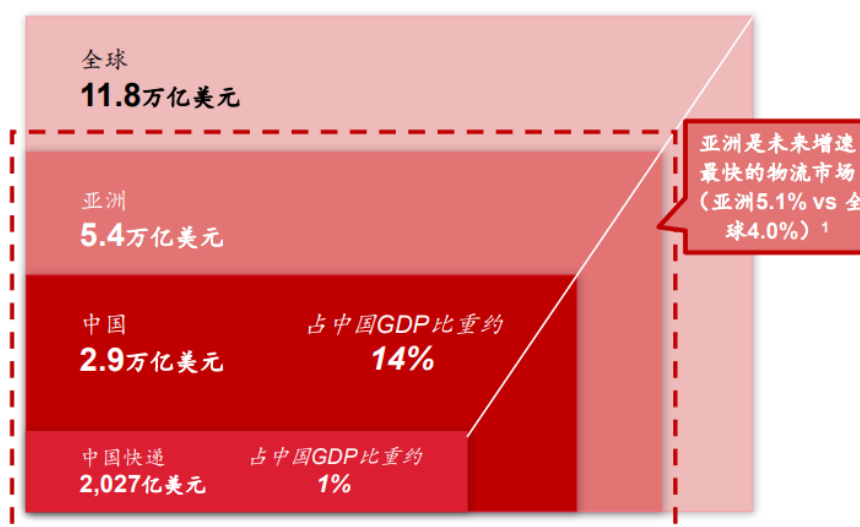
数据来源: Wind, HTI

4.2. 全球市场蕴含巨大机遇，供应链和国际或为第二增长曲线

根据弗若斯特沙利文，顺丰面向 11.8 万亿美元的全球物流市场，市场空间超过全球电商物流市场的 19 倍，中国快递市场的 58 倍。但从集中度来看，亚洲和中国物流市场除了快递领域，其他领域仍然高度分散，进一步整合空间巨大。未来，伴随中国企业出海、全球企业重塑亚洲供应链和传统商贸转型至跨境电商，国际特别是亚洲物流市场或迎增长机遇。根据弗若斯特沙利文，预测 2024-2029 年亚洲市场是未来增速最快的物流市场，平均增速或达到 5.1%。

图42: 行业仍存在巨大的潜在市场规模

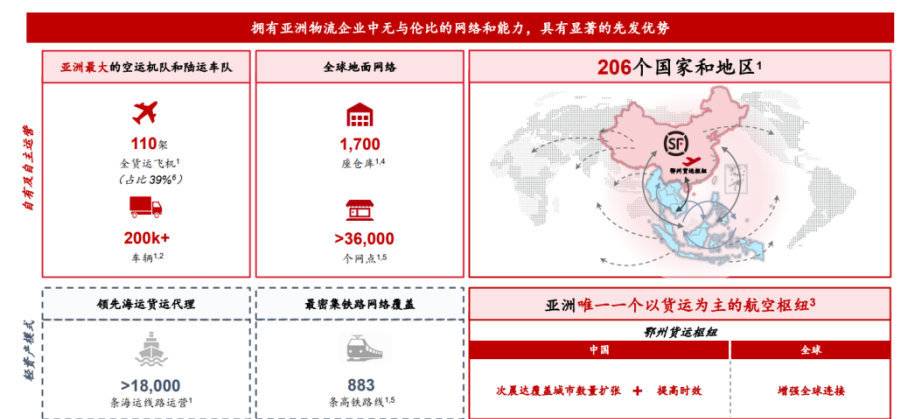
2024 年全球、亚洲和中国物流支出



数据来源: 顺丰控股投资者推介材料《顺丰控股简介（2025 年 4 月）》

顺丰是中国、东南亚和国际上多个结构性增长驱动因素中直接受惠的企业。首先，在规模上，顺丰是亚洲最大的综合物流服务提供商，多项业务在亚洲保持领先地位，此外在亚洲乃至全球布局了物流网络和物流资产。其次，顺丰凭借直营、综合、独立的商业模式，提供差异化及优质服务，已经成功打造了自身的品牌影响力，成为了高端物流综合服务的首选品牌。此外，顺丰坚持科技和创新驱动的运营，能够支持国际业务和综合物流服务中复杂的业务运营，并通过科技赋能持续降本增效。

图43：顺丰控股拥有亚洲物流企业中国无与伦比的网络和能力

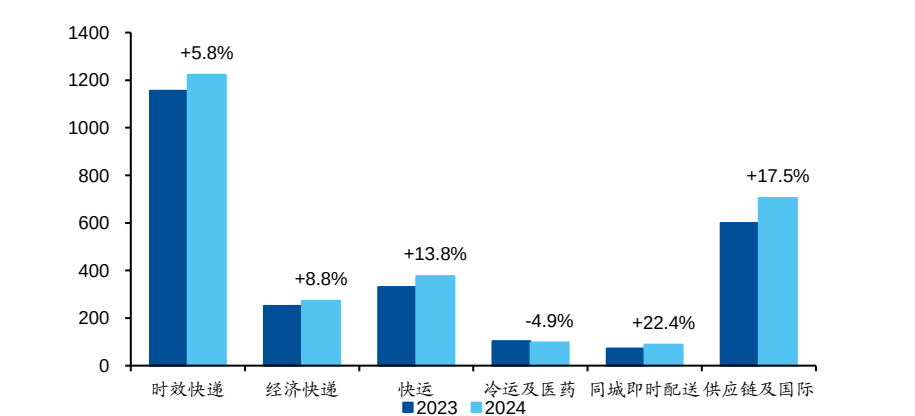


数据来源：顺丰控股投资者推介材料《顺丰控股简介（2025年4月）》

2024年，公司供应链及国际业务实现营业收入704.9亿元，同比增长17.5%。受益于国际空海运需求稳定及运价提升，以及公司紧抓中国企业产能出海、品牌出海和跨境电商发展机遇，深化业务融通积极开拓供应链及国际市场，业务实现良好增长。

公司正加码端到端的国际网络建设，看好供应链和国际业务第二增长曲线。2024年全货机国际航班超过9100架次，同比增长19%，全货机航线触达的国际航空站在亚洲区域增加至10个、欧美等区域增加至8个，并于新加坡投入空侧场地，提升中国至新加坡及东南亚的跨境次日达能力。同时，公司通过自营或与代理合作等模式可在全球78个口岸提供货物清关服务，以及在海外14个口岸搭建自营清关服务能力。此外，公司在亚洲与欧美多地新增投入更多服务于B2B供应链及B2C跨境电商业务的自营海外仓。我们认为，公司海外网络能力的增强，能够让公司充分受益于高时效跨境电商及跨国生产与流通供应链需求增长的市场机遇。

图44：供应链及国际业务收入较其他业务增长较快



数据来源：顺丰控股 2024 年报，HTI

5. 风险提示

宏观经济波动：宏观经济不稳定或影响商务与消费的快递等物流需求，使得业务量和收入受影响。

恶性价竞争：恶性价竞争或压缩公司利润空间，影响盈利能力。

政策风险：监管、环保等政策变化可能增加公司合规及运营成本，削弱市场竞争力。

油价波动：油价上涨会提高公司物流运输成本，若无法转嫁，将直接挤压利润空间。

APPENDIX 1**Summary****Investment Highlights:**

Investment Advice: ‘Outperform’ rating, target price RMB 59.31. Despite intensified industry price competition, SF’s performance growth is highly certain. We forecast net profit attributable to shareholders for 2025-2027 to be 11.84, 13.64, and 15.34 billion RMB, with EPS of 2.37, 2.73, and 3.07 RMB. Given the company’s high-end market barriers and future growth, a valuation premium is justified. We assign a 2025 target P/E of 25x, corresponding to a target price of RMB 59.31, ‘Outperform’ rating.

Leading direct-operated express, advancing to comprehensive logistics. SF started with express delivery, leveraging strong operational control and a heavy-asset logistics network to ensure superior service quality, establishing a competitive edge in time-definite parcels, and leading the high-end market with a 2024 market share of 64% in high-end time-definite parcels and 51% in mid-to-high-end economy parcels. Through the ‘1 to N’ expansion strategy, SF has expanded from express to freight, cold chain, pharmaceuticals, intra-city, supply chain, and international logistics, with a 2019-2024 emerging business revenue CAGR of 35.8%, far exceeding the express sector. Benefiting from cross-border e-commerce and China’s manufacturing going global, coupled with overseas market growth prospects outperforming domestic, supply chain and international business are expected to be the second growth curve. We are optimistic about SF’s growth opportunity in transitioning from express leader to comprehensive logistics provider, focusing on SF’s value re-evaluation opportunity.

Integration and transformation continue to reduce costs, profitability improves annually. SF achieves resource reuse and full-chain cost reduction through multi-network integration, with cumulative cost reduction exceeding 3.8 billion RMB since 2021, and multi-network integration becoming normalized by 2025. Operational model reforms, such as direct sorting and dispatch at the end, trunk cage transfer, and unmanned layout, drive continuous cost optimization. In 2024, logistics and freight forwarding GPM rises to 13.9%, net profit attributable to shareholders grows 23.5% YoY, ROE increases to 11.0%, showing an annual improvement in profitability.

From Q2, express volume growth leads the industry, optimistic about full-year performance certainty. Due to the early 2025 Spring Festival and earlier post-holiday work resumption by Tongda Operators, SF’s parcel volume growth was slightly affected in January-February 2025. As the impact diminishes in March and operational strategies activate, SF’s parcel volume growth rebounds, leading the industry with a 31.8% YoY increase in May. Coupled with continuous cost reduction enhancing profitability, we are optimistic about SF’s full-year performance growth certainty. In the medium to long term, the company has pro-cyclical characteristics, and with future economic recovery, the company is expected to fully release profit elasticity.

Risk Warning: Macroeconomic fluctuations, vicious price competition, policy risks, oil price volatility, etc.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，虞楠，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Nan Yu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，骆雅丽，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yali Luo, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

	截至 2025 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布			截至 2024 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布		
	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

	Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2024		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HTSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA)

Inc. ("HTI USA"), located at 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor")，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法 ("FIEL") 第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称"ASIC"）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India ("SEBI") 监管的 Haitong Securities India Private Limited ("HTSIPL") 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited ("BSE") 和 National Stock Exchange of India Limited ("NSE")（统称为「印度交易所」）研究报告。

（条款链接：<https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>）

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

(Link to the Terms and Conditions document: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

S.F. Holding - 002352 CH



1. 1 Apr 2025 NEUTRAL at 0.00 target 48.50.