



无人物流元年，快递龙头加速启航

——顺丰控股首次覆盖深度报告

核心观点

顺丰控股：全球领先的快递物流服务商

①短期看，在产能复用降本增效的持续推进下，全业务线条的成本竞争力提升，高溢价的时效件业务贡献持续增长的现金流，激活经营强化了打造下沉电商件产品的能力。②中期看，行业及顺丰自身的资本开支高峰已过，2024 年顺丰常规分红的比例已提升至 40%，显著提升股东回报。③长期看，工程师红利带来的无人物流设备及系统应用将显著降低物流成本，顺丰可以依仗品牌和规模优势将智慧物流落地。**时效件：在场景和客户两个维度的渗透率仍在提升。**速运快递业务是顺丰第一成长曲线，速运大网中的时效件业务是公司差异化竞争及盈利的基石，2024 年收入贡献 1,222 亿元，占公司营收的 43.0%。消费相关及工业制造相关的品类寄递成为时效件增长主要驱动力，随着高端电商件产品渗透及终端顺丰小哥的散退件揽收能力提升，时效件有望维持高增长。**国际业务：顺应电商与制造业出海的历史趋势。**鄂州机场赋能下的国际业务为顺丰第二成长曲线，契合了国内电商消费出海和制造业升级出海的历史进程。跨境门到门能力的提升需要干线航网+末端落地，顺丰航空机队和布局嘉里物流增强核心竞争力。2024 年全货机国际航班超过 9,100 架次，同比+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。

成本控制提升盈利，无人物流运营能力建设润物细无声

自 2021 年来随着公司四网融通和降本增效，年度成本节降分别为 6/8/11/13 亿元。向前看，运营端模式变革蕴含更大降本空间，分拣前置+无人配送，同时公司最直接受益于无人物流硬件产品价格下降，有望作为最具规模效应的无人物流运营商享受科技迭代的红利期。

投资建议

我们认为顺丰在时效包裹领域的领先依然稳固，国际业务具备先发优势，快运、同城等新兴业务分别在 22/23 年跨过盈亏平衡且快速增长，整体看公司产品线布局完备，具备较好成长性。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 121.1、144.3、165.9 亿元，同比增速分别为 19.0%、19.2%、15.0%，未来两年归母净利润复合增速 19.1%，2026 年 PEG 为 0.85，小于可比公司均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济不及预期、电商件及散件拓展不及预期、行业竞争加剧、成本管控不及预期、无人物流技术发展不及预期、燃油成本上升风险

盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	284,420	310,755	334,782	362,071
年增长率 (%)	10.1%	9.3%	7.7%	8.2%
归属于母公司的净利润	10,170	12,107	14,426	16,589
年增长率 (%)	23.5%	19.0%	19.2%	15.0%
每股收益 (元)	2.11	2.39	2.85	3.28
市盈率 (X)	19.10	19.49	16.35	14.22
净资产收益率 (%)	11.1%	12.2%	13.4%	14.1%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025 年 08 月 05 日收盘价）

买入(首次)

行业： 交通运输
日期： 2025年08月07日
分析师： 陈照林
E-mail: chenzhaolin@yongxin
gsec.com
SAC 编号: S1760525050001

基本数据

08 月 05 日收盘价(元)	46.60
12mthA 股价格区间 (元)	32.96-51.13
总股本(百万股)	5,062.69
无限售 A 股/总股本	94.72%
流通市值 (亿元)	2,234.60

最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

正文目录

1. 历史复盘：从成长到价值	4
1.1. 从成立至 2022 年：多元化扩张	4
1.2. 2022 年至今：资本开支降速后盈利持续改善，分红提升	7
2. 时效件：盈利基石亦有成长动能	9
2.1. 业务场景拓展赋能	9
2.2. 电商件错位竞争	11
3. 国际业务及供应链：综合能力提升孕育新增长曲线	13
3.1. 在国别和业务复杂度上的扩展	13
3.2. 资产端鄂州枢纽逐渐成熟	14
4. 成本控制：物流巨头的长期核心竞争力	15
4.1. 资源复用：多网融通	15
4.2. 模式变革：路由迭代，激活经营	16
4.3. 科技加成：受益于无人物流设备价格下降	17
5. 盈利预测与投资评级	20
5.1. 盈利预测	20
5.2. 投资建议	21
6. 风险提示	22

图目录

图 1：公司发展历程回顾	4
图 2：顺丰控股历年营收	5
图 3：顺丰控股历年收入占比拆分	5
图 4：中国快递行业高速发展	5
图 5：顺丰控股历年件量	6
图 6：顺丰产品体系一览	6
图 7：2024 年末顺丰控股航空资产及资源	7
图 8：2024 年末顺丰控股陆海运资产及资源	7
图 9：顺丰控股上市以来历年资本开支	7
图 10：顺丰控股上市以来历年经营性净现金流	7
图 11：顺丰控股上市以来分红金额	8
图 12：顺丰控股上市以来股息率	8
图 13：顺丰时效产品划分	9
图 14：时效件产品升级至同城半日达及前置当天达	9
图 15：顺丰控股时效件收入	9
图 16：顺丰控股 2021 年以来时效件收入增速	9
图 17：时效件快递增长动能	10
图 18：顺丰电商件产品下沉	11
图 19：顺丰控股新旧时效件口径调整	11
图 20：顺丰控股新旧经济件口径调整	11
图 21：顺丰供应链及国际产品	13
图 22：顺丰控股发展战略曲线	13
图 23：2020 年以来顺丰供应链及国际业务收入	14
图 24：2021 年以来顺丰供应链及国际业务利润	14
图 25：顺丰四网融通示意图	15
图 26：顺丰多网融通示意图	15
图 27：多网融通促进成本持续下降	16
图 28：速运业务利润率持续提升	16
图 29：分拣前置示意图	16
图 30：笼车示意图	17

图 31: 顺丰无人车运输笼车	17
图 32: 新石器无人车	18
图 33: 九识无人车	18
图 34: 白犀牛无人车	18
图 35: 菜鸟无人车	18

表目录

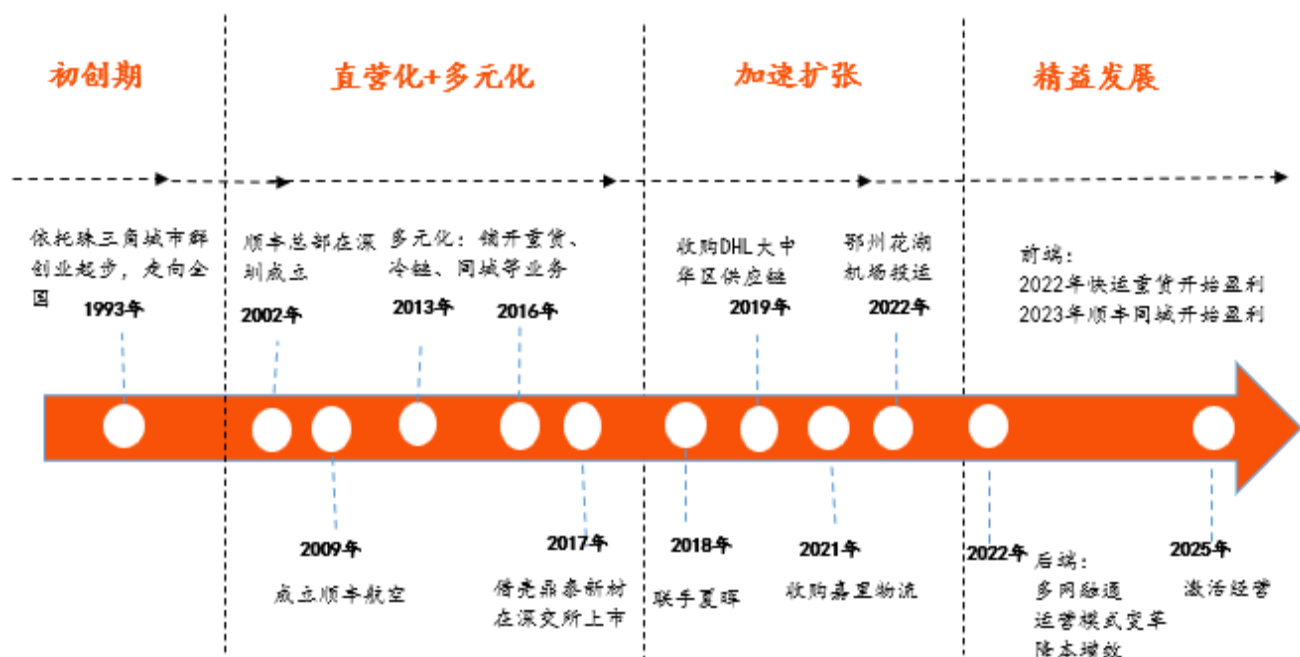
表 1: 顺丰 2024 激活经营	17
表 2: 支线配送车辆 UE 测算比较	18
表 3: 顺丰控股业务拆分	20
表 4: 可比公司估值表	21

1. 历史复盘：从成长到价值

1.1. 从成立至 2022 年：多元化扩张

顺丰于 1993 年成立，经过 30 年的发展，顺丰控股已经从一家文件寄递服务商发展成为了世界级的综合物流服务巨头。顺丰在“非典”前后通过直营化改造和航空件业务奠定了其在快递行业内的高端品牌基础，2013 年开启多元化布局，实现了快递产品在重量/温度/频次等维度的扩张，分别对应为快运/冷运/同城配送等速运业务，公司的核心业务骨架在这一阶段已经趋于成熟。2017 年顺丰在借壳上市后借助资本市场加持，通过一系列并购实现了各个业务板块大跨步发展。

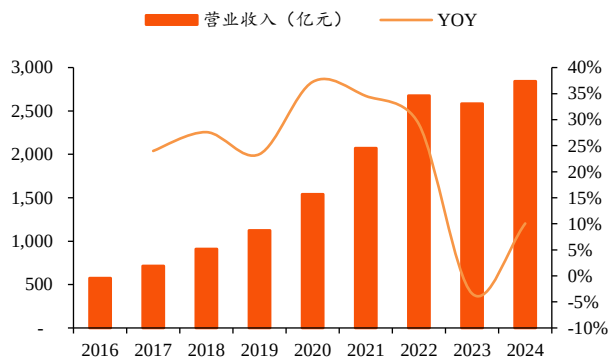
图1:公司发展历程回顾



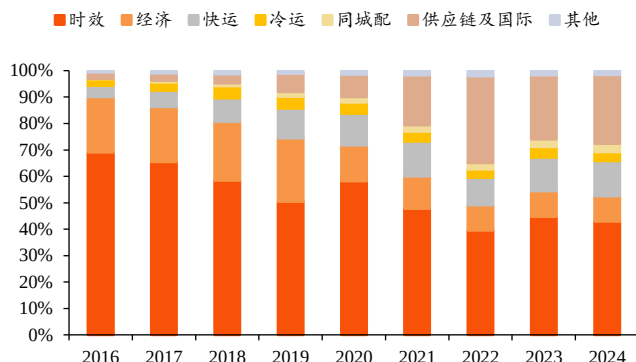
资料来源：公司公告，公司官网，界面新闻，经济观察网，甬兴证券研究所

根据顺丰控股 2024 年年报，现在的顺丰已经是亚洲最大、世界第四大的综合物流提供商，世界 500 强排名第 415 位。顺丰的业务包含时效快递、经济快递、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。同时，依托领先的科技研发能力，顺丰致力于构建数字化供应链生态，以技术赋能客户打造安全高效的智慧供应链体系，致力成为备受尊重全球领先的数智物流解决方案服务商。

股权结构方面，创始人王卫为公司实际控制人，截至 2024 年年报实控人通过明德控股持有上市公司 51% 以上的股权。顺丰控股直接或间接控股了 KLN(00636.HK)（系嘉里物流改名而来）、顺丰同城(09699.HK)、顺丰房托(02191.HK)、Kerry Express Thailand(KEX)四家上市公司。同时公司在 2024 年 11 月在港股 IPO（顺丰控股 06936.HK），实现了 A/H 两地上市的结构。

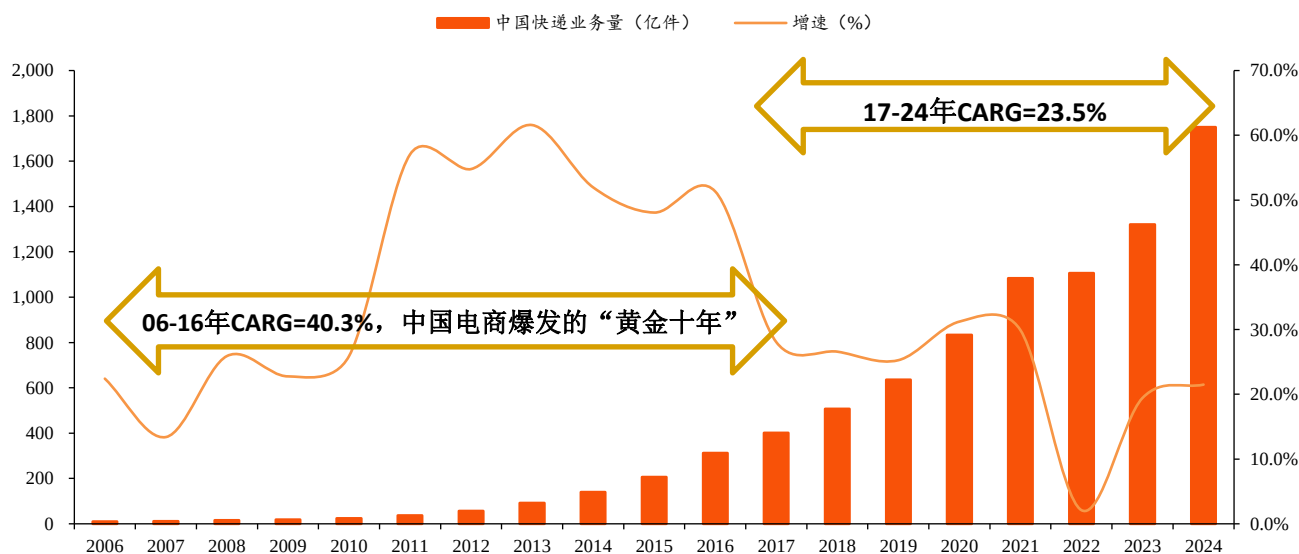
图2:顺丰控股历年营收


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图3:顺丰控股历年收入占比拆分


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

快递行业的发展与中国市场经济的进程紧密相关，从快递需求的角度看，快递行业经历了繁荣初期，高速发展期以及中高速发展期，整个快递行业的需求增长核心动能从个人、企业商务寄递，扩展至受益于电商繁荣发展的包裹履约服务，直至今日，快递需求在宏观经济波动以及网购渗透率不断提升下进入中高速增长阶段。

图4:中国快递行业高速发展


资料来源：国家邮政局，甬兴证券研究所

复盘顺丰成立以来我国快递行业发展：

阶段一：1993-2002 年，行业发展初期。东部沿海开放，快递行业进入繁荣发展初期。20 世纪 90 年代，长三角、珠三角等东部沿海地区在良好、灵活的政策环境下带动中国经济高速发展，我国主要的民营快递企业均在此时成立。

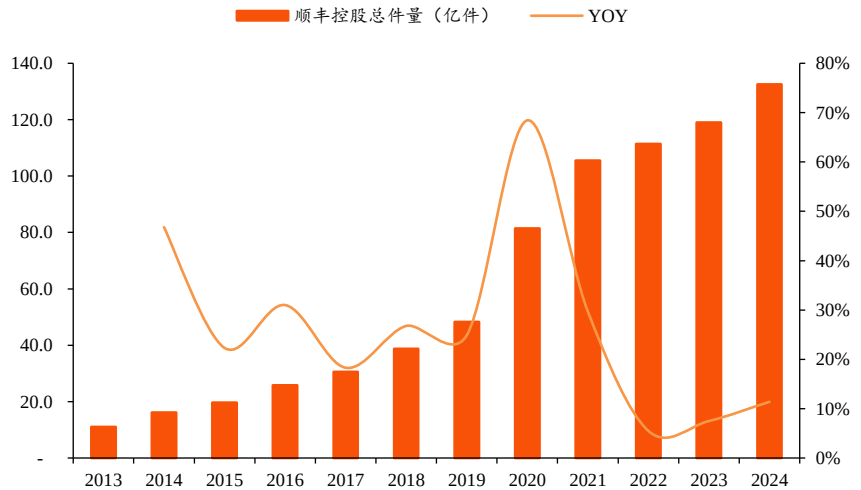
阶段二：2003-2016 年，高速发展期。21 世纪，受益于中国加入 WTO，全球贸易壁垒进一步消除，经济繁荣进一步刺激了快递需求的增长。2003 年淘宝网正式成立，线上消费逐步普及，伴随电子商务企业规模扩大，快递行业作为电商产业链核心履约环节，快递行业进入高速发展的繁荣时期。2006-2016 年，我国快递业黄金十年件量复合增速达到了 40.3%。

请务必阅读报告正文后各项声明

阶段三：2017 年至今，中高速发展期。电商经济逐渐成熟，网购渗透率进入缓步提升的阶段，但仍有拼多多、抖音等新电商”玩家”入局，且行业经历从橱窗电商到直播电商的演进。疫情期间线上生活习惯的变迁也加速了快递包裹量的增长，2017-2024 年中国快递件量复合增速为 23.5%。

顺丰在完成重量/温度/频次等维度的扩张后，具备了 to B 和 to C 及全场景的服务能力。根据公司年报披露，2024 年底顺丰拥有超过 230 万活跃月结客户及超过 7.3 亿个人会员。

图5:顺丰控股历年件量



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图6:顺丰产品体系一览

速运物流	
 时效快递	主要面向个人、企业、中高端品牌商家等，提供时效领先的高品质门到门递送服务 - 根据寄递流向与距离，可实现半日达、当日达、次晨达、次日达等； - 可满足个人件、工单件、中高端品牌订单履约、电商平台逆向退货、生产与流通JIT模式即时响应等要求高时效门到门场景的寄递需求。
 经济快递	主要面向电商平台、电商商家，提供性价比、品质保障的递送服务 - 以优质的履约能力，聚焦服务于对用户体验要求高的电商平台及商家，时效领先、门到门配送； - 仓储及仓配一体服务，满足多种服务与定价层次的仓储需求，提供全国分仓、智慧云仓及仓配一体服务。
 快运	主要面向企业生产与商业流通、个人生活场景，提供一站式大件综合物流运输配送及入户延伸服务 - B2C大包裹配送，B2B工业批量件/大宗零担/整车运输； - 大件仓配、搬家、店配、送装一体等场景化延伸服务； “顺丰快运”直营网络服务中高端客群，“顺心捷达”加盟网络服务下沉市场。
 冷链及医药	主要面向时令生鲜食品、冷冻食品、医药产业三大领域的客户 - 生鲜寄递：将全国各地各季节时令农产品从产地直达配送至消费者； - 食品冷链：提供食品冷链B2B2C全渠道交付服务； - 医药物流：服务医药全产业链条，实现-80℃到25℃多温区控制及运输，以及GSP认证的医药冷链服务。
 同城即时配送	主要面向商家及个人客户的城市内点到点即时配送服务 可提供面向B端商户的定制化、标准化产品体系，和面向C端用户的帮取、帮送、帮买、帮办等服务，全城平均1小时即时配送服务。
供应链及国际	
 国际快递	主要面向国内及海外制造企业、贸易企业、跨境电商以及消费者，提供国际快递、海外本土快递、跨境电商包裹及海外仓服务 - 跨境标准快递：满足跨境紧急寄递需求的高时效的标准服务，含高品质的国际标快及经济型的国际特惠产品； - 跨境电商配送：满足跨境电商需求的高性价比的经济型服务，含高效的国际电商专递和经济型国际小包； - 海外本土快递：服务覆盖泰国、越南、马来西亚、新加坡、印尼等东南亚国家。
 国际货运及代理	主要面向客户提供空运、海运、陆运、陆运及多式联运的货运解决方案 - 空运：提供从出发点提货、多重整合、清关、交付至终端客户的空运服务； - 海运：提供包括各类型传统货运、整箱承运及拼箱承运的海运服务； - 陆路货运：提供贯通欧亚的，创新及具经济效益的陆运、铁运服务。
 供应链	主要面向各类行业客户，提供国内及国际一站式数智化供应链解决方案 以技术赋能，依托顺丰大数据、智能物联网技术及软硬件系统集成能力，助力客户打造全球智慧供应链体系。

资料来源：公司年报，甬兴证券研究所

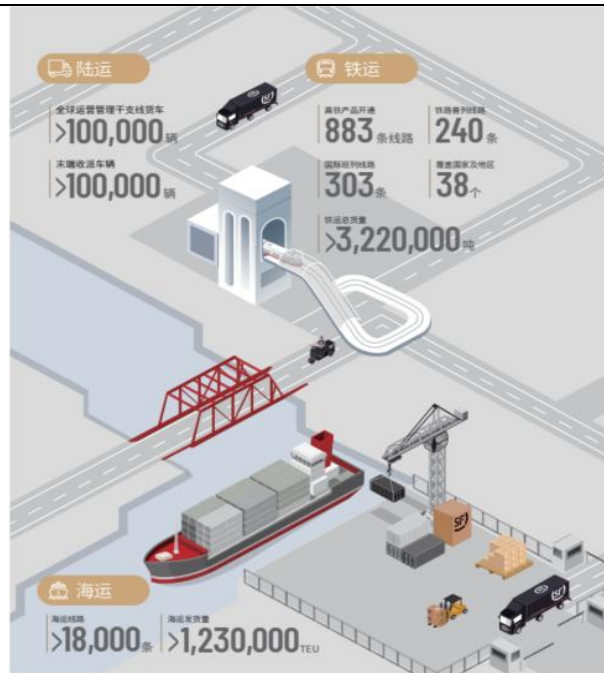
1.2. 2022 年至今：资本开支降速后盈利持续改善，分红提升

图7:2024 年末顺丰控股航空资产及资源



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

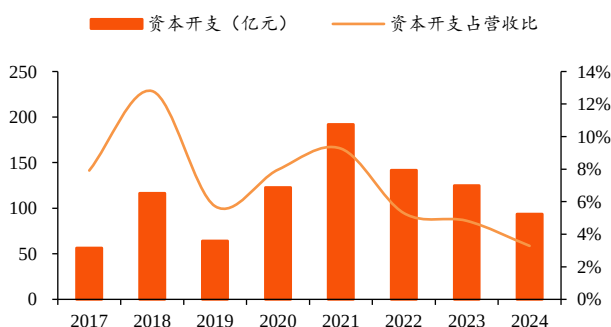
图8:2024 年末顺丰控股陆海运资产及资源



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

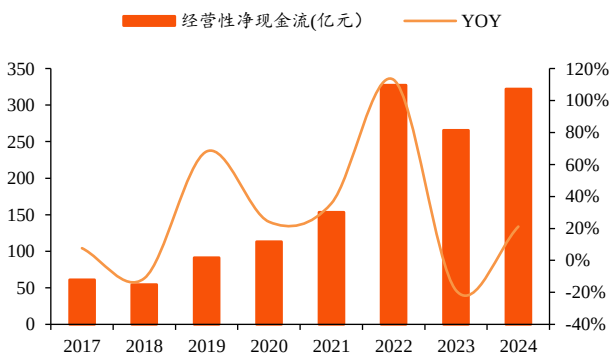
2022 年顺丰在收购嘉里物流资本运作落地后，顺丰的多元化/国际化布局初具成效，公司亦将经营中心转至提高资产利用率、促进业务间协同以提高盈利能力。这一阶段能看到明显的收入增速降速、资本开支下降以及利润率的提升。资本开支从 2021 年最高峰的 192.0 亿元下降至 2024 年的 93.4 亿元，2024 年资本开支占当年营收比例为 3.3%。从绝对值上看资本开支于 2021 年达峰，从相对占比上看随着收入的增长资本开支占比仍在持续下降。

图9:顺丰控股上市以来历年资本开支



资料来源：同花顺 iFinD，甬兴证券研究所

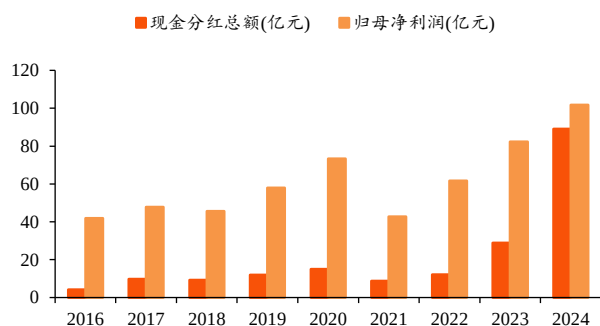
图10:顺丰控股上市以来历年经营性净现金流



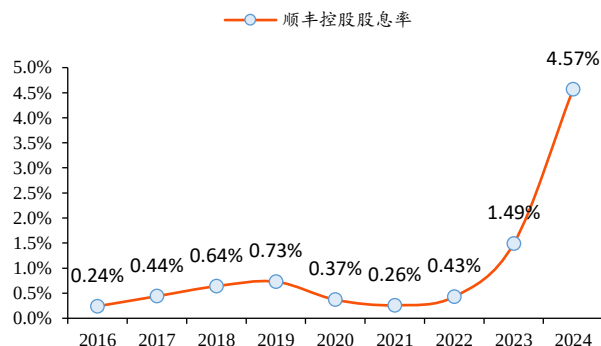
资料来源：同花顺 iFinD，甬兴证券研究所

伴随资本开支降低和现金流改善，我们能看到公司显著提升股东回报，股利支付率从 2022 年的 19.7% 提升至 2024 年的 40.4%（剔除 2024 年 11 月 H 股上市前的特别分红的 48 亿元），同时伴随市场估值调整，顺丰的股息

率从 2022 年的 0.43% 提升至 2024 年的 4.57% (剔除 48 亿特别分红后为 2.06%)。

图11:顺丰控股上市以来分红金额


资料来源：同花顺 iFinD，甬兴证券研究所

图12:顺丰控股上市以来股息率


资料来源：同花顺 iFinD，甬兴证券研究所

注：以上图表数据包含 2024 年 11 月在 H 股发行上市前对全体 A 股股东实施的一次性特别现金分红 48 亿元

2. 时效件：盈利基石亦有成长动能

2.1. 业务场景拓展赋能

多年来的发展顺丰已经实现了业务多元化，时效快递在总营收中的占比从2016年末刚上市时的69%降至2024年末的43%，时效件收入依然是顺丰收入占比最高的业务线。时效快递的需求端本质是消费者为时间效率支付溢价，运营端的本质是直营网络用冗余产能保证了寄递服务稳定可控，产品最终的特征是高品质、高壁垒。

图13:顺丰时效产品划分

The screenshot shows the '上门取件' (Door-to-door pickup) service interface. It includes fields for '期望上门时间' (Expected pickup time) set to '今天 一小时内' (Today, within 1 hour), '物品信息' (Item information) as '文件, 1kg' (Documents, 1kg), and '付款方式' (Payment method) as '微信支付分 | 先寄后付' (WeChat Pay Score | Pay after shipping). Under '预计送达时间' (Estimated delivery time), it lists four options: '专享即日' (Special same-day) at ¥26, '专享次日' (Special next-day) at ¥289, '顺丰特快' (SF Express) at ¥18.17, and '顺丰标快' (SF Standard Express) at ¥18. A '惊喜优惠 ¥4.83' (Surprise discount ¥4.83) is also displayed.

资料来源：顺丰控股小程序，甬兴证券研究所

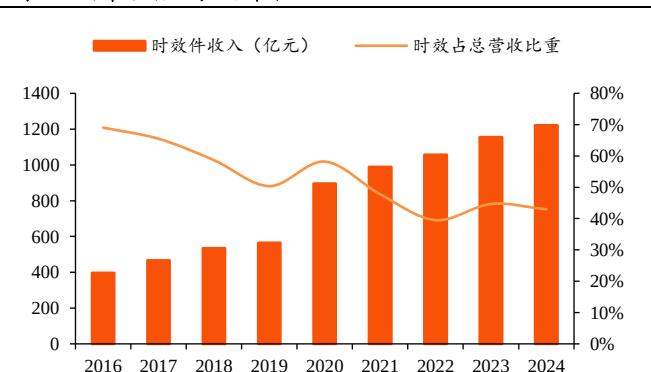
图14:时效件产品升级至同城半日达及前置当天达



资料来源：公司业绩发布会PPT，甬兴证券研究所
注：覆盖城市数据为截至2023年末

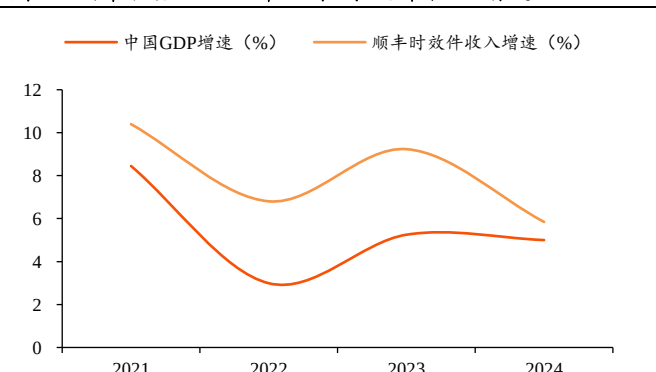
2024年顺丰时效件收入增速为5.8%，依然保持了略高于GDP增速(5%)的态势。在较大的收入体量和中个位数的增长背景下，时效件仍是拉动公司成长的最重要引擎。

图15:顺丰控股时效件收入



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图16:顺丰控股2021年以来时效件收入增速



资料来源：同花顺iFinD，公司公告，甬兴证券研究所

1) 商务件寄递以企业、月结客户为主要画像，与宏观经济活跃度相关，顺丰则通过业务场景拓展给与时效件新的增长动能。

消费与工业领域渗透：消费相关及工业制造相关的品类寄递成为主要增长驱动力。随着高端消费线上化趋势难改，以及工业制造业产业迁移与升级，对时效快递服务需求增加。如为消费电子领域客户提供大数据仓网规划智能补库，供应链控制塔可视化管理，从原材料供应端到产线及原料仓的跨境交付、运输、入仓的一站式服务等。

新场景拓展：拓展特大特重、特色时令生鲜等业务场景，促进航空大件业务货量增长。通过模式创新拓展客户更多业务场景，如为新兴电商平台上线“鲜花 520 选日达”服务，结合末端网点和顺丰同城骑手资源打造“前置仓 + 小时达”模式。

2) 科技助力下顺丰小哥人效提升，散件/退换货件业务量高增长

快递小哥作为顺丰控股与客户之间的直接桥梁，承担着传递公司形象和服务质量的重要职责，其服务水平直接影响客户口碑的建立与延续。顺丰通过多种措施激发快递小哥的积极性与活力，推动成本中心向收入扩张的新阶段转型。

通过科技助力小哥掌握更精细化的用户画像和商机潜力，并赋予其灵活自主的营销权限，开拓个人散单及小微商家业务，渗透抢夺时效寄递市场份额。顺丰基于大语言模型技术打造了“小哥服务中心”智能机器人，全面覆盖收派和产品等物流知识，能够准确提取托寄物、城市、重量和距离等要素，支持语音提问和多轮问答，为快递小哥提供快速、精准、易理解的综合资讯问答服务。该应用已覆盖数十万小哥，机器人解决率超过 80%。例如，当小哥咨询玉石揽收问题时，智能系统将推荐专业的包装和保价方案及航空产品，提升客户体验的同时降低理赔风险。

图17:时效件快递增长动能



资料来源：公司业绩发布会 PPT，甬兴证券研究所

2.2. 电商件错位竞争

电商件下沉一直是顺丰孜孜不倦的努力方向，我们认为下沉这一举动形式上是价格带的下移，但本质上是客户端的产品分层和运营端的优化产能利用率。复盘疫情前的顺丰有过三次较大的电商件产品迭代：

图18:顺丰电商件产品下沉

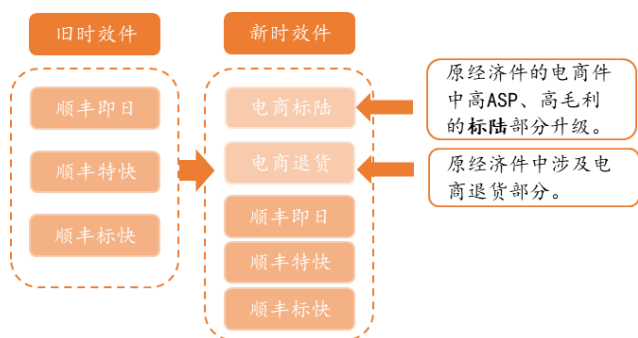


资料来源：物流一图plus 公众号，公司公告，甬兴证券研究所

产能利用率情况影响公司成本项。当产能利用率不够高时，固定成本承压，当产能利用率过高时，对于临时性产能需求过高，会产生较高的可变成本。

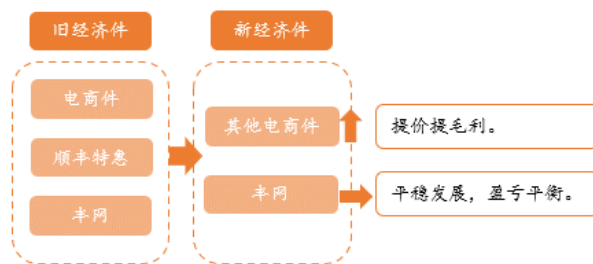
经济件下沉实质是填仓和复用冗余产能。当经济件增速过快，对产能需求过高，对公司成本端冲击更强烈，利润表观体现为增收不增利。如何将经济件和时效件平衡，对顺丰的产品分层是一项挑战。

图19:顺丰控股新旧时效件口径调整



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图20:顺丰控股新旧经济件口径调整



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

面对产能平衡的问题，顺丰在2022年进行了较大的产品分层调整：将经济件中电商退货件划入时效件分类，将经济件中的顺丰干配划入快运，调整后，顺丰稳定了时效件底盘，保证了时效件件量增速和盈利稳态。另一调整是在经济件内部，特惠专配逐步缩量并于22年7月完全退出。我们认为需用动态眼光来看产品分层，没有固定的价格结构，只有不断变化的客户需求

求。在电商行业从 10 年前阿里占据超过半壁江山发展至今阿里、京东、拼多多、抖快等多巨头并行的格局，伴随橱窗电商向直播电商发展过程中自带的 SKU 扩张、价格带扩张的背景，顺丰所能提供的品质寄递服务已经成为一种竞争要素，对于电商品牌和商家形象提升具备积极作用。所以我们认为顺丰时效产品中高端电商寄递将大有可为。

3. 国际业务及供应链：综合能力提升孕育新增长曲线

3.1. 在国别和业务复杂度上的扩展

顺丰在竞争激烈的快递包裹领域走出了时效件这一差异化产品，形成了公司第一成长曲线：速运大网。小包裹系公司差异化竞争以及盈利的底盘，如上文所述在业务场景拓展及电商件下沉方面，未来均存在优化和发展空间，产品分层迭代或将带来件量的进一步增长和成本效率的提升。而第一曲线在国别和复杂度上进行拓展就形成了国际及供应链业务。

国际及供应链这第二成长曲线目前产品包括国际快递、国际货运及代理和供应链三类产品，我们认为重点在于湖北鄂州机场投产及国际业务的整合，标志性的节点是2021 顺丰通过收购嘉里物流实现了国际业务体系的加速构建，使顺丰的国际业务线从国际快递拓展为国际综合物流。另一个节点为2023 年湖北鄂州机场项目完全投产。鄂州机场潜在的轴辐式布局联合产业集群发展将有益于公司全链条成本的下降，也自然是国际业务尤其是中亚/欧洲方向国际业务的重要支撑。

图21:顺丰供应链及国际产品



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图22:顺丰控股发展战略曲线

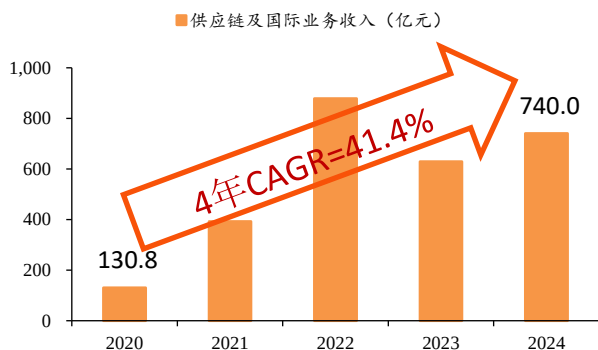


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所绘制

顺丰鄂州航空枢纽于2023 年全面投入运营后，顺丰全货机国际航线持续加密，2024 年全货机国际航班超过 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。公司全货机航线触达的国际航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，其中在国内具有 AEO 高级认证资质牌照 10 个，以及在海外 14 个口岸搭建自营清关服务能力，进一步提高公司快件通关效率。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；同时在欧美持续推进与当地快递物流企业合作，搭建稳定的本土收派履约能力。公司通过以上网络能力建设，满足高时

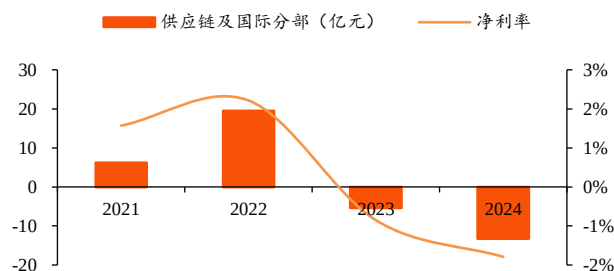
效跨境电商及跨国生产与流通供应链需求。

图23:2020 年以来顺丰供应链及国际业务收入



资料来源：公司年报，甬兴证券研究所

图24:2021 年以来顺丰供应链及国际业务利润



资料来源：公司年报，甬兴证券研究所

2021 年收购嘉里物流后的四年里，在疫情期间国际货代业务的高景气的拉动下使得顺丰国际及供应链分部业务收入复合增长率达 41.4%。2023 年受海运国际运价回落短期承压，2024 年红海危机使运价回暖，国际及供应链业务同比 2023 年增长 17.7%。顺丰通过嘉里物流的实物派息及要约收购获得了原嘉里附属公司 KEX 的 62.7%股权，KEX 作为泰国本土快递品牌，使顺丰补上了异国本土这一产品短板。

3.2. 资产端鄂州枢纽逐渐成熟

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。根据公司年报披露，鄂州货运枢纽的分拣及转运中心于 2023 年 9 月开始运营，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。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。

鄂州机场投产或将有效提升顺丰的中转分拣能力并为顺丰航空提供更多起飞时刻，公司运营能力进一步提升，产品分层进一步细化，扩大时效件覆盖广度（时间维度+地理维度），同时提升快递产品时效稳定性，从而进一步提升快递业务定价能力。

依托鄂州货运枢纽构建“轴辐式”网络，优化完善空网布局，顺丰实现国内与国际航网的无缝衔接，逐步达成“一夜达全国，隔日连世界”的目标。轴辐式网络能够有效提升公司运营效率及履约能力，并拓宽公司业务覆盖的深度（产品分层）和广度（覆盖地区）

4. 成本控制：物流巨头的长期核心竞争力

4.1. 资源复用：多网融通

在运营端向成本要利润是顺丰国内业务发展的核心逻辑。2021 年开始做四网融通，即仓网、速运网、快运网、加盟丰网进行全链条融合。

图25:顺丰四网融通示意图



资料来源：公司业绩发布会PPT，甬兴证券研究所

2023 年公司将“四网融通”升级至“多网融通”，并将范围扩宽至冷运医药等业务。在中转环节实施大小件分区操作，有效提升了小型货物处理场地的产能利用率；在运输环节，通过精确调配运力和短途协同降低成本；在末端配送环节，整合大小件网点、建立综合网点，通过启用直达运输线路减少了网点布局的成本。

运营层面强调协同融合，根据业务波峰期/波谷期切换运营模式，波谷期允许大小件融合处理，减少分区操作造成的成本增加。

图26:顺丰多网融通示意图



资料来源：公司业绩发布会PPT，甬兴证券研究所

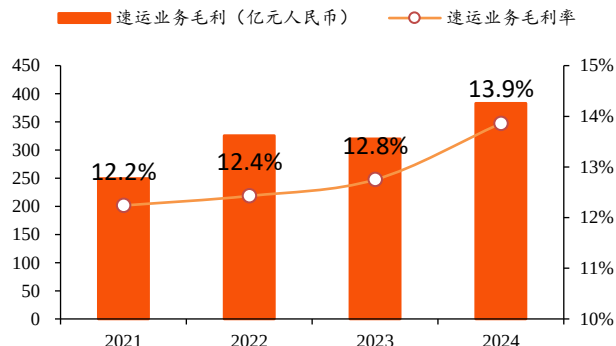
根据公司 2024 年业绩发布会 PPT 披露，公司 2021 年以来通过四网融通/多网融通的运营调整，年度节降成本持续兑现，2024 年速运业务毛利率 13.9%，较 2021 年提升了 1.6%。

图27:多网融通促进成本持续下降



资料来源：公司业绩发布会 PPT，甬兴证券研究所

图28:速运业务利润率持续提升

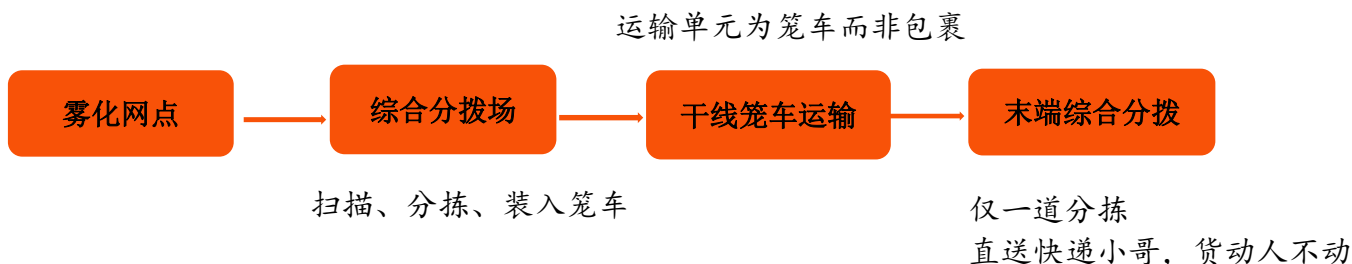


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

4.2. 模式变革：路由迭代，激活经营

随着件量规模持续增长和资产端整合红利释放，顺丰从 2024 年起开始了两大运营模式变革分别是：1) 末端直分直发；2) 干线笼车转运。

图29:分拣前置示意图



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

末端直发我们在加盟系同行 ZTO 中已经看到先例，本质是规模效应越过一定量时可以拉直链路，点对点直发实现对中转产能的节约。顺丰的末端直分直发指中转场直接分拣+笼车集装，并直接发运至末端小哥收派件区域的模式，本质是在件量规模和数据处理能力加持下实现了分拣前置。

图30:笼车示意图



资料来源：天眼新闻，甬兴证券研究所

图31:顺丰无人车运输笼车



资料来源：齐鲁晚报，甬兴证券研究所

2024 年，顺丰开启新一轮的组织架构调整和薪酬激励机制改革——激活经营。

表1:顺丰 2024 激活经营

内涵	
战略与经营规划	战略部门与经营部门联动，全面梳理集团战略与经营规划，包括业务单元、BU、孵化公司的战略目的、战略价值等。同时在梳理过程中，明确我们的组织架构部门、人员应该怎么去管理、培养、激励
制定标准	顺丰总部改名为“本部”，以服务为主、管理为辅。做好标准、指引和规则
人才培养	专业化人才培养，以满足未来竞争力需求
工具、系统与底盘建设	后台需要提供系统工具，支持前线经营
风控	信息化，数字化

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

对内“放权”和“分钱”并重，从以往的预算目标管理调整为和市场对标，同时在激励机制上从以往的 KPI 达成奖励转变为共享经营成果，充分激发员工效能。把员工的积极性激发出来，把员工变成公司的伙伴、合伙人，最大程度地发挥人的潜能，让公司既有直营模式的保障优势和统一标准，又有相当的灵活性和积极性。

对外，从“卖标准产品”到“卖解决方案”，以直营的优势推动产品链的拉长和闭环。国际出海定调为“亚洲唯一”，聚焦亚洲市场，为中国产能的出海贡献物流力量。

我们认为在物流领域，公司通过组织架构重塑强化运营，是所有“顺丰人”的内部再创业，在公司规模持续做大背景下用创业精神扩展管理半径，为公司在业务上的对外求索打下了组织和管理基础。

4.3. 科技加成：受益于无人物流设备价格下降

无人物流领域自上而下政策导向与末端运营的黄金连接点：快递配送。

2024 年 11 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《有效降低全社会物流成本行动方案》中明确提出推广无人车、推动物流数智化发展。

我们认为在快递物流领域,robovan 切实解决了区域分拣中心/中转仓到

末端网点/快递驿站的无人配送场景，同时零售业态由中央厨房/中心仓到末端门店也具有类似的物流路径。仅考虑快递行业，“收转运派”四大环节中的运输环节在干线和支线分别是无人重卡、无人物流车两种无人化解决方案。

图32:新石器无人车



资料来源：新石器官网，甬兴证券研究所

图33:九识无人车



资料来源：中国财富网，甬兴证券研究所

图34:白犀牛无人车



资料来源：新浪财经，36Kr，甬兴证券研究所

图35:菜鸟无人车



资料来源：菜鸟官网，甬兴证券研究所

相较于无人重卡，快递末端无人配送车拥有运营环境相对简单、不跨省、行驶速度较慢优点，在路权审批和试点运营方面更具优势。从应用实践来看快递无人车需求侧，我们能看到无论加盟制通达兔还是顺丰菜鸟等直营物流服务商，都已经开始了定制化无人车的运营。

我们认为无人车在快递行业最成熟的应用系“前最后一公里”环节：即区域转运中心至末端网点/驿站的运输，小批量的包裹由原来的支线卡车司机配送迭代为无人车配送。我们以某品牌 17.5 方的有人驾驶新能源箱货年度使用成本与某品牌 6 方无人物流车使用成本进行测算，无人化运营后原支线车每年每辆可节约成本约 0.95 万元。

表2:支线配送车辆 UE 测算比较

普通物流车年使用成本 (万元)			无人物流车年使用成本 (万元)		
车辆成本	折旧	3.3	车辆成本	折旧	1.0
				智驾服务费	2.8

请务必阅读报告正文后各项声明

运营成本	电费	0.73	运营成本	电费	0.4
	人工	10.0		保险运维等	0.6
	保险运维等	0.9			
单车成本		14.9	单车成本		4.8
总成本		14.9	同容积可比总成本		14.0

资料来源：新吉奥官网，新石器官网，卡车之家，易车，中国商报，58 招聘公众号，太平洋保险，东方律师网，商务部机动车强制报废标准规定，甬兴证券研究所

根据顺丰 2024 年年报披露，顺丰末端收派车辆超过 100000 台，理论上潜在无人物流车置换空间为 20~30 万台（每 2-3 辆无人车替换一辆箱货面包车），考虑 50%~75% 的渗透率假设，潜在成本下降空间 4.7~7.1 亿元。按照公司 24 年 132.6 亿件量测算，仅支线配送环节无人化带来的潜在降本达到约 0.04~0.05 元/件。以上仅为顺丰支线配送无人化后潜在的成本节降测算，在干线运输和末端配送环节亦有无无人驾驶潜在的降本价值。

在国内工程师红利及制造业快速迭代创新的背景下，Robovan 的制造及使用成本快速下降。据中国交通报，九识智能在 2025 年 5 月发布 E 系列无人物流车平台及首款车型 E6，正式售价 19800 元，FSD（完全智能驾驶）月度订阅服务价格低至 1800 元/月。以上价格比上表中我们的测算值相比，硬件价格下降了约 60%，智驾服务下降了约 23%。顺丰作为国内最大的物流运营商之一，将直接受益于无人物流设备成本的下降，并通过无人配送带来的客户体验提升转化为物流产品的超额利润。

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 盈利预测

关键假设：

1) 顺丰时效件业务，中期受益于鄂州机场产能利用率提升扩展时效件服务半径，2025 年在公司激活经营、末端小哥能效提升增加散单退货件收入，预计公司时效件 2025-2027 年件量增速分别为 14%/9%/9%，收入增速分别为 11.7%/7.9%/9.0%。成本端，多网融通效应持续释放，预计公司 2025-2027 时效件毛利率分别为：22.0%/22.0%/22.0%。

2) 经济件业务差异化竞争，预计在高端电商件领域的份额逐步提高，预计公司经济件 2025-2027 年收入增速分别为 22.4%/8%/8%。成本端，考虑高端电商件具备规模效应且提升公司整体产能利用率，预计公司 2025-2027 经济件毛利率分别为：11.5%/12.0%/12.5%。

3) 快运行业持续受益于 2022 年以来的行业竞争格局向好，预计终端价格稳定，预计公司快运业务 2025-2027 年收入增速分别为：14%/13%/12%；利润方面，成本规模效应逐年释放，预计 2025-2027 年毛利率为：9.5%/9.5%/10%。

4) 同城业务方面，受益于 KA 客户拓展及外卖“新玩家”入局提供的增量外卖配送流量，预计 2025-2027 年同城业务收入增速分别为：15%/12%/12%。供需格局改善有望带动同城业务单品价格增长，我们预计 2025-2027 年同城业务毛利率分别为 9.5%/10%/10.5%。

5) 国际和供应链业务方面，预计货代业务 2025H1 仍受益于美线抢运带来的高运费并在 2025H2 运费回落，导致货代业务较 24 年红海危机带来的海运景气高点有一定回落，顺丰在东南亚区域业务的扩张对冲了美线部分的下滑。整体上，预计 2025-2027 年国际和供应链业务收入增速分别为：-2%/4%/4%。预计此业务毛利率水平随收入有一定波动，预计 2025-2027 年毛利率分别为 5.5%/6.0%/6.0%。

6) 冷运业务，预计基本保持稳定，预计 2025-2027 年收入增速分别为：-1%/1%/1%。成本端随着规模增长亏损逐渐减小，预计 2025-2027 年毛利率分别为-3%/1%/2%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本预测如下表：

表3:顺丰控股业务拆分

单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入合计	258409	284420	310755	334782	362071
YOY	-3.4%	10.1%	9.3%	7.7%	8.2%
毛利率	12.8%	13.9%	14.1%	14.4%	14.7%
时效件业务收入	115456	122206	136529	147328	160587
YOY	9.2%	5.8%	11.7%	7.9%	9.0%
毛利率	21.5%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
经济件收入	25052	27251	33356	36025	38907
YOY	-2.0%	8.8%	22.4%	8.0%	8.0%

请务必阅读报告正文后各项声明

毛利率	9.8%	10.0%	11.5%	12.0%	12.5%
快运业务收入	33079	37641	42911	48489	54308
YOY	18.5%	13.8%	14.0%	13.0%	12.0%
毛利率	8.0%	9.0%	9.5%	9.5%	10.0%
同城业务收入	7250	8873	10204	11428	12800
YOY	12.6%	22.4%	15.0%	12.0%	12.0%
毛利率	6.0%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%
国际+供应链业务收入	59979	70492	69083	71846	74720
YOY	-31.7%	17.5%	-2.0%	4.0%	4.0%
毛利率	4.0%	3.0%	5.5%	6.0%	6.0%
冷运业务收入	10313	9812	9714	9811	9909
YOY	19.7%	-4.9%	-1.0%	1.0%	1.0%
毛利率	-7.3%	-10.0%	-3.0%	1.0%	2.0%

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

5.2. 投资建议

我们看好公司的未来发展，①短期看，在产能复用降本增效的持续推进下，全业务线条的成本竞争力提升，高溢价的时效件业务贡献持续增长的现金流，激活经营强化了打造下沉电商件产品的能力。②中期看，行业及顺丰自身的资本开支高峰已过，2024 年顺丰常规分红的比例已提升至 40%，显著提升股东回报。③长期看，工程师红利带来的无人物流设备及系统应用将显著降低物流成本，顺丰可以依仗品牌和规模优势将智慧物流落地，转化为客户体验和上市公司利润。

表4:可比公司估值表

公司名称	代码	市值 (亿人民币)	归母净利润 (亿人民币)				PE 估值			
			2024A	2025E	2026E	2 年复合增速	2024A	2025E	2026E	PEG
德邦股份	603056.SH	167.0	8.6	9.6	10.6	11.2%	19.4	17.5	15.7	1.41
京东物流	2618.HK	840.7	62.0	69.1	80.8	14.2%	13.6	12.2	10.4	0.73
均值							16.5	14.8	13.1	1.07
顺丰控股 A	002352.SZ	2343.7	101.7	121.1	144.3	19.1%	23.0	19.4	16.2	0.85

资料来源：同花顺 iFinD，甬兴证券研究所

注：2024PE 为最新动态 PE，德邦股份、京东物流盈利数据取自 iFind 机构一致预期，顺丰控股盈利数据取自甬兴证券

我们认为公司在时效包裹领域的领先依然稳固，国际业务具备一定先发优势，快运、同城等新兴业务分别在 2022 年、2023 年跨过盈亏平衡点且快速增长，整体来看产品线布局完备，具备较好的成长性。我们预计顺丰控股 2025-2027 年归母净利润分别为 121.1、144.3、165.9 亿元，同比增速分别为 19.0%、19.2%、15.0%，对应当前 PE 分别为 19.5、16.4、14.2 倍，未来两年归母净利润复合增速 19.1%，2026 年 PEG 为 0.85，小于可比公司均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

宏观经济不及预期：若宏观经济不及预期，可能对商务件、工业件及部分电商包裹消费产生不利影响。

电商件及散件拓展不及预期：电商件下沉会遇到通达兔高端产品竞争，对公司电商业务量和价可能产生负面影响

行业竞争加剧：京东物流、EMS 等直营快递商可能会阶段性加大市场份额竞争。

成本管控不及预期：多网融通、鄂州机场产能爬升等多线条成本下降达到瓶颈，或影响公司利润率的持续提升。

无人物流技术发展不及预期：产业政策、安全生产、保险运维等因素可能会限制无人物流技术应用的发展速度

燃油成本上升风险：输入性通胀上升可能会影响公司的盈利能力。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	90,991	88,687	104,427	120,079	134,967	
货币资金	41,975	33,936	44,070	54,556	62,592	
应收及预付	28,608	30,772	33,981	36,397	39,457	
存货	2,440	2,432	2,772	2,910	3,172	
其他流动资产	17,968	21,546	23,603	26,217	29,745	
非流动资产	130,500	125,137	119,962	114,912	113,202	
长期股权投资	7,379	6,204	6,704	7,904	8,704	
固定资产	53,930	54,058	52,400	50,579	48,256	
在建工程	4,033	2,986	3,889	4,492	4,869	
无形资产	18,147	16,733	16,300	15,661	15,122	
其他长期资产	47,011	45,157	40,669	36,276	36,251	
资产总计	221,491	213,824	224,389	234,991	248,169	
流动负债	73,990	72,193	76,307	79,279	83,532	
短期借款	18,222	15,003	14,203	13,753	13,253	
应付及预收	24,955	27,442	29,752	32,011	34,462	
其他流动负债	30,813	29,748	32,352	33,515	35,816	
非流动负债	44,217	39,296	38,736	37,736	36,736	
长期借款	11,355	6,186	5,636	4,636	3,636	
应付债券	18,795	19,942	19,942	19,942	19,942	
其他非流动负债	14,067	13,167	13,158	13,158	13,158	
负债合计	118,207	111,489	115,044	117,015	120,268	
股本	4,895	4,986	4,993	4,993	4,993	
资本公积	43,164	40,925	40,925	40,925	40,925	
留存收益	41,774	42,311	49,493	58,053	67,897	
归属母公司股东权益	92,790	91,993	98,942	107,502	117,345	
少数股东权益	10,493	10,342	10,403	10,473	10,556	
负债和股东权益	221,491	213,824	224,389	234,991	248,169	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	258,409	284,420	310,755	334,782	362,071	
营业成本	225,274	244,810	266,985	286,410	308,796	
营业税金及附加	502	714	692	793	832	
销售费用	2,992	3,096	3,490	3,702	4,035	
管理费用	17,633	18,557	20,740	22,093	24,029	
研发费用	2,285	2,534	2,758	2,977	3,217	
财务费用	1,866	1,849	1,489	1,163	828	
资产减值损失	-186	-331	-71	-66	-50	
公允价值变动收益	-46	-50	0	0	0	
投资净收益	801	748	932	937	1,050	
营业利润	10,454	13,668	16,179	19,318	22,186	
营业外收支	32	-61	-14	-38	-26	
利润总额	10,487	13,607	16,165	19,281	22,160	
所得税	2,575	3,388	3,997	4,784	5,489	
净利润	7,912	10,219	12,167	14,496	16,671	
少数股东损益	-323	48	61	71	82	
归属母公司净利润	8,234	10,170	12,107	14,426	16,589	
EBITDA	29,047	32,448	35,313	38,578	36,460	
EPS（元）	1.70	2.11	2.39	2.85	3.28	

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	26,570	32,186	32,144	33,779	31,222	
净利润	7,912	10,219	12,167	14,496	16,671	
折旧摊销	17,319	17,332	17,659	18,134	13,472	
营运资金变动	383	2,551	904	-245	-99	
其它	956	2,084	1,414	1,394	1,178	
投资活动现金流	-13,506	-12,055	-12,763	-13,713	-12,748	
资本支出	-12,136	-9,035	-10,790	-10,500	-10,586	
投资变动	-2,859	154	-2,850	-4,150	-3,212	
其他	1,490	-3,174	877	937	1,050	
筹资活动现金流	-12,995	-27,979	-9,245	-9,581	-10,437	
银行借款	9,267	-8,387	-1,350	-1,450	-1,500	
股权融资	157	5,353	7	0	0	
其他	-22,419	-24,945	-7,902	-8,131	-8,937	
现金净增加额	168	-7,802	10,134	10,485	8,036	
期初现金余额	40,280	40,448	32,646	42,780	53,265	
期末现金余额	40,448	32,646	42,780	53,265	61,302	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	-3.4%	10.1%	9.3%	7.7%	8.2%
营业利润增长	-5.3%	30.7%	18.4%	19.4%	14.8%
归母净利润增长	33.4%	23.5%	19.0%	19.2%	15.0%
获利能力					
毛利率	12.8%	13.9%	14.1%	14.4%	14.7%
净利率	3.1%	3.6%	3.9%	4.3%	4.6%
ROE	8.9%	11.1%	12.2%	13.4%	14.1%
ROIC	5.2%	7.2%	8.1%	9.0%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	53.4%	52.1%	51.3%	49.8%	48.5%
净负债比率	23.2%	21.6%	9.3%	-1.5%	-8.8%
流动比率	1.23	1.23	1.37	1.51	1.62
速动比率	1.05	1.06	1.19	1.33	1.42
营运能力					
总资产周转率	1.18	1.31	1.42	1.46	1.50
应收账款周转率	10.19	10.76	10.72	10.65	10.67
存货周转率	102.66	100.48	102.59	100.80	101.54
每股指标 (元)					
每股收益	1.70	2.11	2.39	2.85	3.28
每股经营现金流	5.43	6.46	6.35	6.67	6.17
每股净资产	18.96	18.45	19.54	21.23	23.18
估值比率					
P/E	23.76	19.10	19.49	16.35	14.22
P/B	2.13	2.18	2.38	2.19	2.01
EV/EBITDA	7.63	6.87	6.97	6.07	6.16

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权归属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。