

2025 年 09 月 04 日

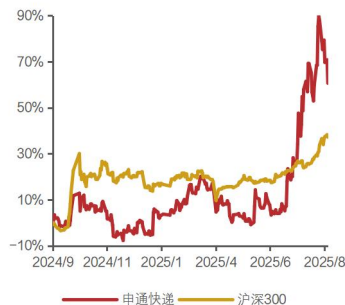
投资评级： 买入（首次）

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com
张付哲
SAC: S1350525070001
zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 09 月 02 日
收盘价（元）	16.48
一年内最高/最低（元）	19.73/9.48
总市值（百万元）	25,227.62
流通市值（百万元）	24,179.46
总股本（百万股）	1,530.80
资产负债率（%）	62.39
每股净资产（元/股）	6.51

资料来源：聚源数据

申通快递(002468.SZ)

——价格战致短期盈利承压，反内卷改善弹性较大

投资要点：

- **事件：**1) 申通快递 2025H1 实现营业收入 250.2 亿元，同比+16.02%，归母净利润 4.53 亿元，同比+3.73%；2025Q2 营业收入 130.3 亿元，同比+13.89%，归母净利润 2.17 亿元，同比-11.94%。2) 2025 年 7 月 8 日国家邮政局党组召开会议，旗帜鲜明反对“内卷式”竞争，下半年快递行业有望提价，申通或迎来业绩改善机遇。
- **2025Q2 业务量稳健增长，单票收入跟随行业竞争下降。**2025Q2 公司完成件量 65.40 亿件，同比增长 15.96%，市场份额达到 12.9%，同比下降 0.15pcts；单票快递服务收入 1.97 元，同比下降 0.05 元（或-2.6%），主要受行业价格竞争加剧影响。2025 年公司继续聚焦“打造中国体验领先的经济型快递”的战略目标，提升客户服务体验、打造产品差异化优势。
- **2025Q2 单票利润略有承压，数智化+人工智能进程持续推进。**2025Q2，公司单票成本 1.89 元，同比降 0.01 元（或-1%），单票费用 0.05 元，同比下降 0.01 元（或-12.1%）；单票毛利 0.10 元，同比下降 0.02 元，环比 Q1 下降 0.02 元；单票归母净利润 0.03 元，同比下降 0.01 元，环比 Q1 下降 0.01 元，因二季度行业价格竞争加剧，公司单票盈利水平略有承压。公司通过核心运营系统的数智化建设，在降低运营成本的同时提高快递服务效率；此外，公司坚持推进人工智能应用，以提升客户体验为核心，升级申通 AI 助手、深化“申音”沟通平台功能，加速数智化转型升级。
- **资本开支彰显发展信心，重视行业反内卷带来的盈利弹性。**2025Q2 公司资本开支 8.84 亿元，同比增长 29.2%，2025 年上半年末公司在建工程 7.27 亿元，同比增长 248.8%，公司预计 2025 年底日均常态吞吐产能有望升至 9000 万单以上。自 2025 年 7 月以来，快递行业反内卷持续推进，全国多地已开启价格上涨，行业盈利弹性持续提高；同时各地快递底价抬升后，新的价格底线预计较难打破，行业价格和盈利中枢或将迎来改善机遇，重视公司在行业反内卷背景下的较大盈利弹性。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 13.96/20.54/23.91 亿元，同比增速 34.25%/47.12%/16.39%，当前股价对应的 PE 分别为 18.07/12.28/10.55 倍，参考中通快递、圆通速递、韵达股份作为可比公司，考虑到公司快递网络基础夯实，结合“反内卷”有望带动公司业绩大幅改善，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**行业需求降速风险，行业提价不及预期风险，反内卷政策未达预期风险

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	40,924	47,169	53,928	60,894	66,379
同比增长率（%）	21.54%	15.26%	14.33%	12.92%	9.01%
归母净利润（百万元）	341	1,040	1,396	2,054	2,391
同比增长率（%）	18.41%	205.24%	34.25%	47.12%	16.39%
每股收益（元/股）	0.22	0.68	0.91	1.34	1.56
ROE（%）	3.88%	10.60%	12.56%	15.75%	15.64%
市盈率（P/E）	74.05	24.26	18.07	12.28	10.55

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 13.96/20.54/23.91 亿元，同比增速 34.25%/47.12%/16.39%，当前股价对应的 PE 分别为 18.07/12.28/10.55 倍，参考中通快递、圆通速递、韵达股份作为可比公司，考虑到公司快递网络基础夯实，结合“反内卷”有望带动公司业绩大幅改善，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

快递行业有望持续受益电商零售额增长、退货件市场扩张，保持需求结构性景气，公司业务量有望维持较高增速。国内快递“反内卷”引导行业高质量增长，带动价格回升。公司预计 2025 年底常态吞吐产能将提升至日均 9000 万单以上，或带动规模效应持续显现，叠加数智化向各业务环节渗透，公司成本有望持续优化。预计公司 2025-2027 年营业收入 539.28/608.94/663.79 亿元，同比增长 14.33%/12.92%/9.01%。

投资逻辑要点

申通快递是国内加盟制快递龙头公司，2018 年-2021 年公司通过转运中心直营化、经营体制改革筑牢经营根基，2022 年公司启动“三年百亿”产能提升计划，增强网络实力。当前公司稳健经营，走在复兴之路上，我们预计仍有较大成长空间。考虑到 2025 年快递行业开启“反内卷”，或将有效改善行业低价竞争状况，助推行业从“价格战”向“价值战”转变，公司有望体现较强的业绩弹性并实现长期健康成长。

核心风险提示

行业需求降速风险，行业提价不及预期风险，反内卷政策未达预期风险

内容目录

1. 加盟制快递龙头公司，厚积薄发复兴在途	6
2. 价格竞争致利润承压，反内卷或驱动业绩改善	8
3. 盈利预测与评级	12
4. 风险提示	12

图表目录

图表 1: 申通业务模式	6
图表 2: 申通营业收入及同比增速	6
图表 3: 申通归母净利润及同比增速	6
图表 4: 申通资本开支及同比增速	7
图表 5: 2021 年-2025 年申通日均常态吞吐产能	7
图表 6: 申通经营性净现金流及同比增速	7
图表 7: 全国快递业务量及同比增速	8
图表 8: 申通快递业务量及同比增速	8
图表 9: 申通快递市场份额	8
图表 10: “通达系”单票收入	9
图表 11: “通达系”单票收入同比增速	9
图表 12: “通达系”单票运输成本	9
图表 13: “通达系”单票分拣成本	9
图表 14: 申通先知引擎系统通过全链路数据实时计算和预测	10
图表 15: “通达系”单票归母净利润	11
图表 16: “通达系”单票经营性净现金流	11
图表 17: 2021 年“核心产粮区”义乌快递涨价	11
图表 18: 可比公司估值表	12

1. 加盟制快递龙头公司，厚积薄发复兴在途

申通是国内领先的加盟制快递公司。1993 年申通前身“神通综合服务部”在杭州成立，2016 年 12 月 30 日，公司在深交所上市。公司主要采用“中转直营、网点加盟”的经营模式。中转直营主要指核心转运中心实行直营化，申通持续加大对转运中心等基础设施方面投入，扩大转运中心产能，优化转运网络布局，提升直营中心比例，完善中转运营体系建设。网点加盟主要指末端网点采用加盟模式，申通通过加盟模式实现网络快速布局，不断提升公司业务区域覆盖率，总部平衡网点利益分配，提升公司的业务量及服务质量。

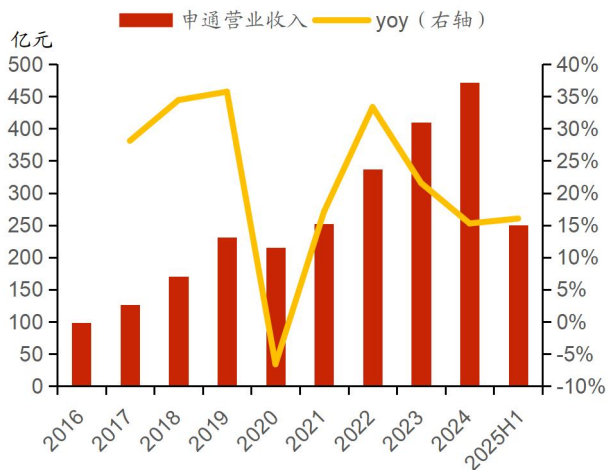
图表 1：申通业务模式



资料来源：公司公告，华源证券研究所

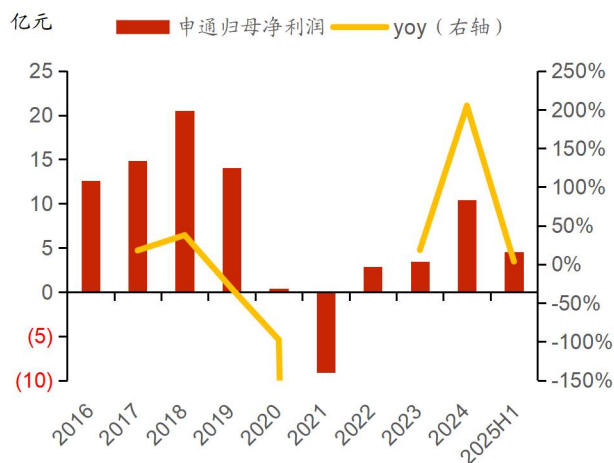
2025 年价格竞争加剧，短期盈利有所承压。2025H1，申通实现营业收入 250.25 亿元，同比+16.02%，归母净利润 4.53 亿元，同比+3.73%。其中：2025Q2 营业收入 130.26 亿元，同比+13.89%，归母净利润 2.17 亿元，同比-11.94%。

图表 2：申通营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

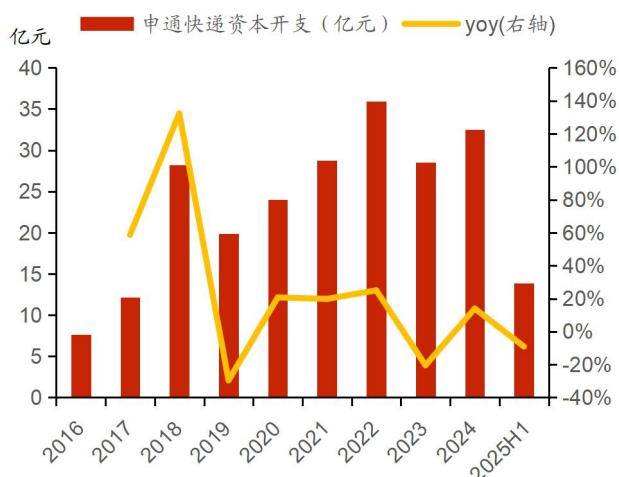
图表 3：申通归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

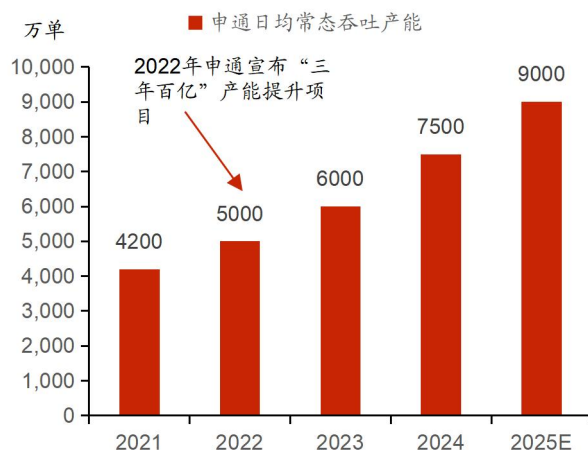
2025Q2 申通资本开支提速，2025 年底公司有望达到日均 9000 万单以上产能。2025Q2 公司资本开支 8.84 亿元，同比增长 29.2%。2025 年上半年，公司完成重要产粮区义乌地区转运中心的直营化收购，此外公司完成 9 个产能提升项目，随着业务量增长叠加产能利用率维持高位，公司预计 2025 年底常态吞吐产能有望提升至日均 9000 万单以上。2025H1 申通经营性净现金流 7.4 亿元，同比下降 59.61%，主要由于价格竞争加剧导致净利润下滑。

图表 4：申通资本开支及同比增速



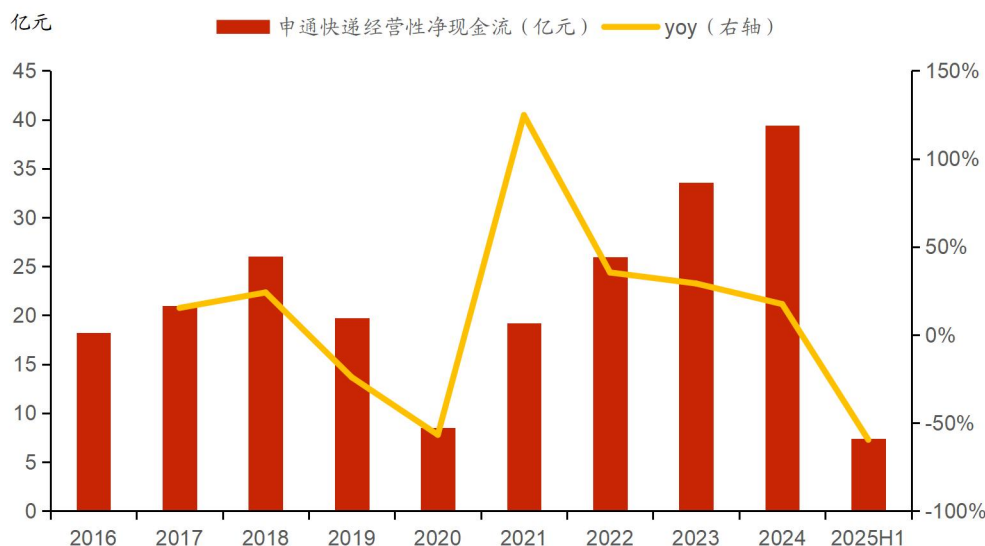
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：2021 年-2025 年申通日均常态吞吐产能



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：申通经营性净现金流及同比增速

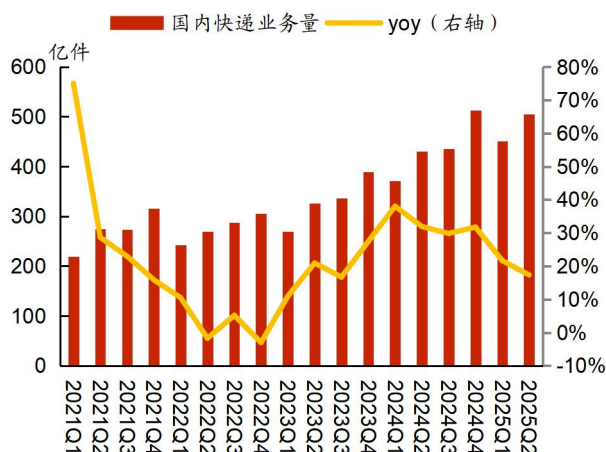


资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 价格竞争致利润承压，反内卷或驱动业绩改善

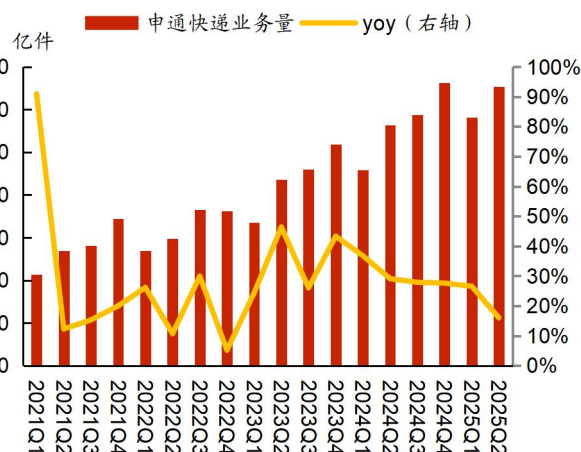
申通近年来业务量稳健增长,2025H1 市场份额同比微增。2025H1 全国快递业务量 956.4 亿件,同比增长 19.3%,行业持续受益电商零售额增长、退货件市场扩张,保持需求结构性景气。2025H1 公司业务量完成 123.5 亿件,同比增长 20.8%,市场份额达到 12.9%,同比提升 0.15pcts。面对激烈的价格竞争,申通实现了市场份额的稳健扩张。

图表 7: 全国快递业务量及同比增速



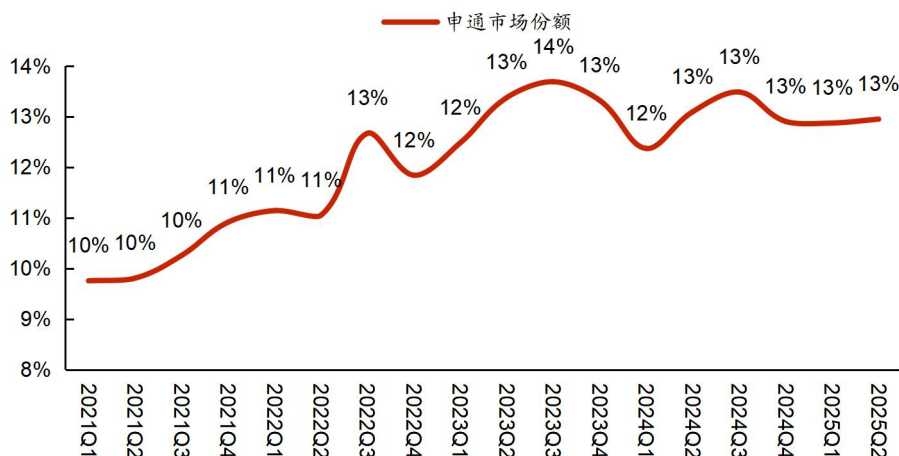
资料来源:公司公告,华源证券研究所

图表 8: 申通快递业务量及同比增速



资料来源:公司公告,华源证券研究所

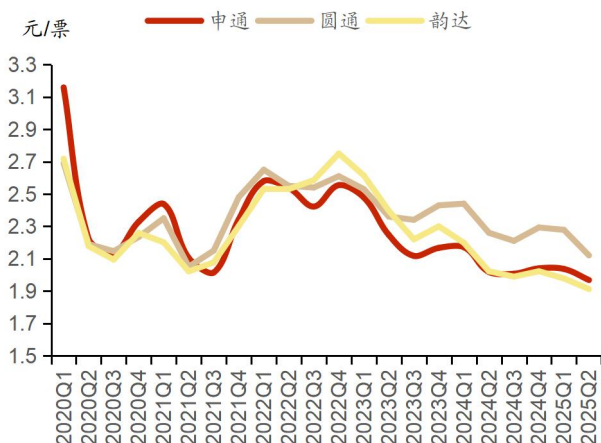
图表 9: 申通快递市场份额



资料来源:公司公告,华源证券研究所

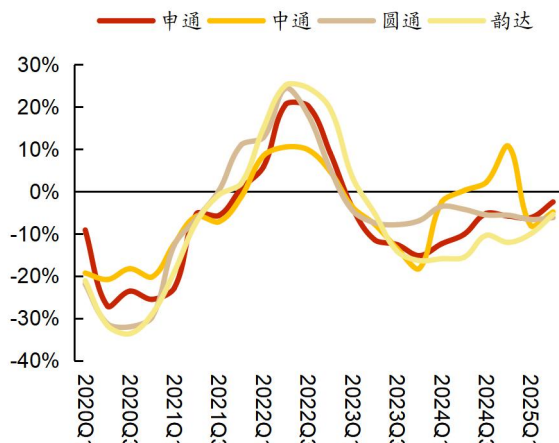
价格竞争加剧导致申通单票收入下降。2025H1, 公司单票快递服务收入 2.00 元, 同比下降 0.09 元 (或-4.3%)。2025Q2, 公司单票快递服务收入 1.97 元, 同比下降 0.05 元 (或-2.6%)。申通快递轻量化小件占比提升, 叠加公司调整政策投放应对行业竞争加剧, 导致公司单票收入下降。

图表 10：“通达系”单票收入



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

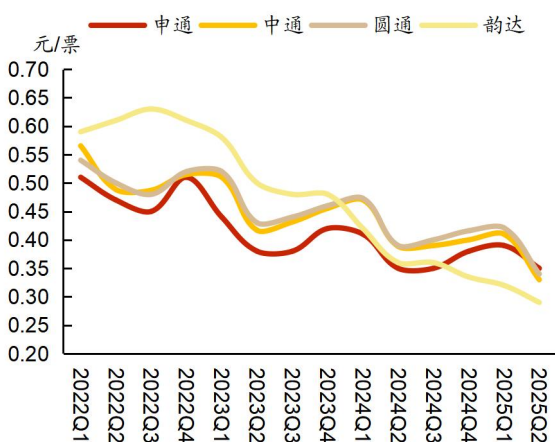
图表 11：“通达系”单票收入同比增速



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

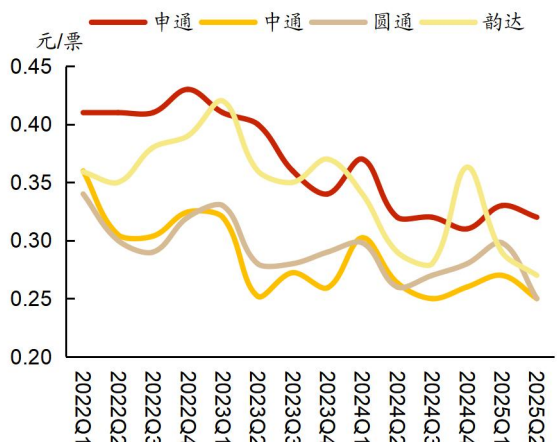
申通单票核心成本表现稳健，设备加速投放带动运营效率提升。2025Q2 公司单票运输成本 0.35 元，同比持平，环比下降 0.04 元（或-10.3%）。2025Q2 公司单票分拣成本 0.32 元，同比持平，环比下降 0.01 元（或-3.0%）。在运输端，公司综合区域业务量、转运中心布局、运力平衡等因素，加大调整干线路由，制定了新的路由规划标准，重点推进线路开通、多节点优化、外租单边下降、中转占比控制等核心任务；同时，公司加大自有运力投放及高运力车辆使用，通过货量前置预警，优化运力结构，持续提升自有车辆运能占比。在分拣端，公司持续增加在新型自动化分拣设备方面的投入力度，并着力提升数智化分拣能力、推行精细化管理，以此推动转运中心在时效、人效及坪效方面的优化。截至 2025 年上半年末，公司车队累计拥有干线车辆 8,054 辆，同比增长 28.4%；公司累计拥有 514 套自动化分拣设备，较上年末增长 21.23%。

图表 12：“通达系”单票运输成本



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 13：“通达系”单票分拣成本



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

数智化阶段的技术特征是实时、智能、自动化+。关键能力是实时计算和预测、智能算法、软硬件深度融合、AI 全面赋能、数据资产积累。

实时——先知引擎，全链路数据实时计算和预测。先知引擎是针对物流行业中包裹量大、“揽-签”履约周期长、包裹流转环境复杂等因素导致的数据差异问题而设计的一款全方位实时数据预测模型，具备海量实时数据的统计分析能力。

智能——时效控制塔，智能预测进出港异常并推荐实施操作。时效控制塔，是转运中心现场的管理和指挥工具。时效控制塔分为进港和出港两个场景，可以实时感知网点交货、中心操作、中心发车、干线在途、目的中心进出港的状态，系统可进行智能预测异常，推荐实操动作。

自动化——通过自动化分拣+自动驾驶达到人机协同效率的“帕累托最优”。在分拣环节，2024 年申通通过自主研发的气动格口，实现格口挡板的智能自动切换，实现分拣效率提升 30%，同时能耗降低 50%。在干线运输环节，截至 2024 年底，申通已拥有 368 台智驾汽车，在特定场景中，智能辅助驾驶车辆可以实现双驾驶员模式变为单驾驶员模式，并可以根据实时路况和车辆状态调整行驶策略，实现智能节油，提高运输效率，减少交通事故率；在末端运输环节，根据申通之声公众号，申通计划于 2025 年内投运超过 2000 台无人车，或带动公司人工成本显著下降。

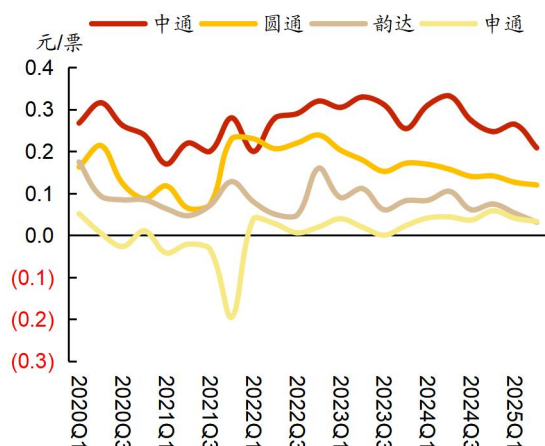
图表 14：申通先知引擎系统通过全链路数据实时计算和预测



资料来源：公司公告，华源证券研究所

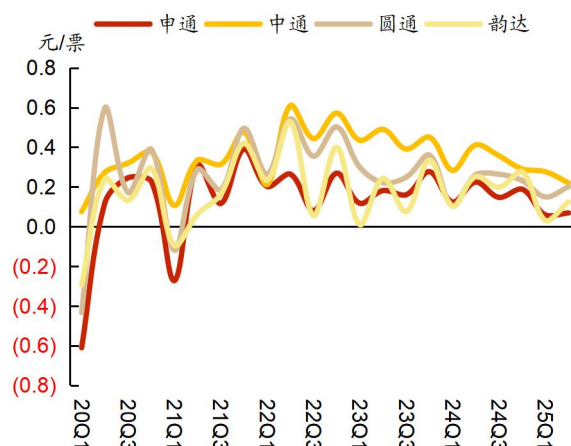
2025Q2 单票利润及现金流略有承压，改善弹性较大。2025Q2 申通单票归母净利润 0.03 元，同比下降 0.01 元（或-24%），环比下降 0.01 元（或-18%）；公司单票经营性净现金流 0.07 元，同比下降 0.16 元（或-69%），环比增加 0.01 元（或+17%）。2025Q2，行业价格竞争加剧，公司单票盈利水平、现金流水平均有所承压，同时因处于底部水平，改善弹性可期。

图表 15：“通达系”单票归母净利润



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

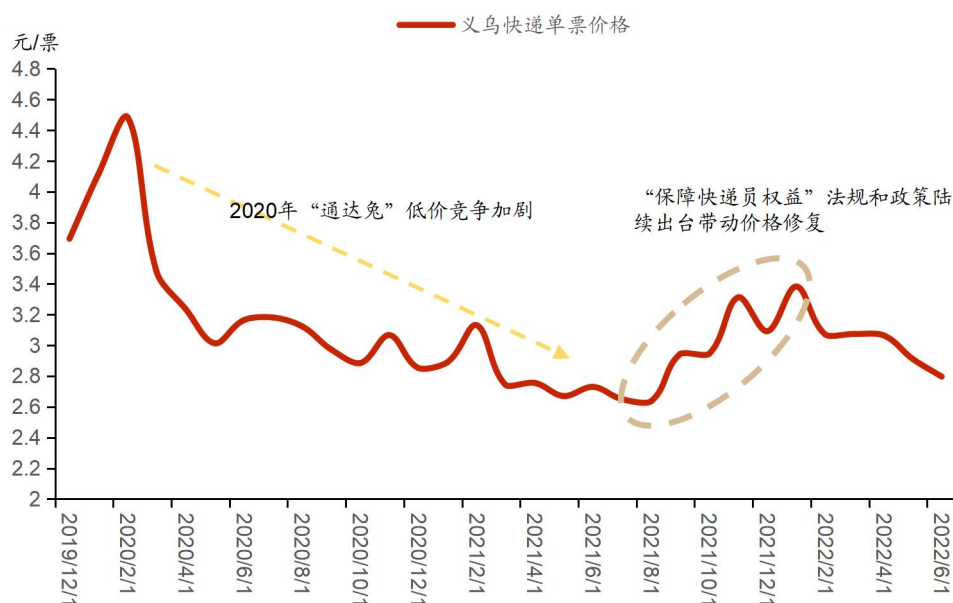
图表 16：“通达系”单票经营性净现金流



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

快递反内卷带动全国范围提价，申通业绩有望迎来显著改善。2025 年 7 月 8 日，国家邮政局党组召开会议，旗帜鲜明反对“内卷式”竞争，依法依规整治末端服务质量问题，为建设全国统一大市场贡献行业力量。根据南方都市报，8 月 4 日起，广东省快递底价整体上调 0.4 元/票，均价涨至 1.4 元以上。8 月 19 日，浙江省邮政管理局召开全省寄递渠道安全管理工作会议，要求旗帜鲜明“反内卷”。此外，包括福建省、北京市、宝鸡市在内的多地快递协会均表态反对恶性价格竞争。参考 2021 年快递反内卷带动“通达系”公司单票价格上涨，单票利润改善的历史经验，2025 年下半年申通价格和盈利中枢或将迎来改善机遇，重视公司在行业“反内卷”背景下的较大盈利弹性。

图表 17：2021 年“核心产粮区”义乌快递涨价



资料来源：公司公告，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

申通快递是国内加盟制快递龙头公司，2018 年-2021 年公司通过转运中心直营化、经营体制改革筑牢经营根基，2022 年公司启动“三年百亿”产能提升计划，增强网络实力。当前公司稳健经营，走在复兴之路上，我们预计仍有较大成长空间。考虑到 2025 年快递行业开启“反内卷”，或将有效改善行业低价竞争状况，助推行业从“价格战”向“价值战”转变，公司有望体现较强的业绩弹性并实现长期健康成长。

快递行业有望持续受益电商零售额增长、退货件市场扩张，保持需求结构性景气，公司业务量有望维持较高增速。国内快递“反内卷”引导行业高质量增长，带动价格回升。公司预计 2025 年底常态吞吐产能将提升至日均 9000 万单以上，或带动规模效应持续显现，叠加数智化向各业务环节渗透，公司成本有望持续优化。预计公司 2025-2027 年营业收入 539.28/608.94/663.79 亿元，同比增长 14.33%/12.92%/9.01%。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 13.96/20.54/23.91 亿元，同比增速 34.25%/47.12%/16.39%，当前股价对应的 PE 分别为 18.07/12.28/10.55 倍，参考中通快递、圆通速递、韵达股份作为可比公司，考虑到公司快递网络基础夯实，结合“反内卷”有望带动公司业绩大幅改善，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 18：可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值 (百万元)	EPS (元/股)			PE		
			25E	26E	27E	25E	26E	27E
002120.SZ	韵达股份	22,266	0.7	0.8	0.9	11.8	10.2	9.0
600233.SH	圆通速递	57,562	1.2	1.4	1.6	13.9	12.1	10.8
2057.HK	中通快递-W	102,035	11.8	13.5	15.2	10.8	9.4	8.4
平均值						12.2	10.6	9.4

资料来源：同花顺 iFinD，华源证券研究所

注：可比公司均采用同花顺 iFinD 一致预期，股价日期 2025 年 9 月 2 日

4. 风险提示

1) 行业需求降速风险：快递行业需求挂钩电商增长，不排除网上实物商品零售额增速下滑，导致快递业务量增速不及预期；

2) 行业提价不及预期风险：快递价格由行业供需、政策等多方面因素影响，不排除行业竞争加剧导致快递提价不及预期的风险；

3) 反内卷政策未达预期风险：快递“反内卷”管控行业恶性价格竞争，但目前仍处于由预期到现实的落地过程中，相关政策具体情况未披露，不排除有政策落实不到位的可能性。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,001	2,758	3,764	5,027
应收票据及账款	1,095	1,286	1,453	1,583
预付账款	333	416	470	512
其他应收款	246	302	341	372
存货	85	93	104	113
其他流动资产	3,329	2,746	3,101	3,380
流动资产总计	7,088	7,602	9,232	10,988
长期股权投资	25	23	22	20
固定资产	13,063	13,181	13,008	12,553
在建工程	408	390	322	254
无形资产	1,613	1,799	2,218	2,620
长期待摊费用	638	651	448	520
其他非流动资产	2,477	2,752	2,827	2,898
非流动资产合计	18,224	18,796	18,845	18,865
资产总计	25,312	26,398	28,077	29,853
短期借款	3,654	3,154	2,554	1,854
应付票据及账款	3,801	4,155	4,574	4,895
其他流动负债	4,242	4,806	5,397	5,878
流动负债合计	11,697	12,115	12,525	12,628
长期借款	3,652	3,052	2,452	1,952
其他非流动负债	155	153	152	151
非流动负债合计	3,807	3,205	2,604	2,103
负债合计	15,504	15,320	15,130	14,731
股本	422	422	422	422
资本公积	3,055	3,055	3,055	3,055
留存收益	6,330	7,640	9,566	11,809
归属母公司权益	9,807	11,116	13,043	15,285
少数股东权益	1	-38	-96	-163
股东权益合计	9,808	11,078	12,947	15,122
负债和股东权益合计	25,312	26,398	28,077	29,853

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,026	1,223	1,862	2,190
折旧与摊销	2,165	2,523	2,950	2,878
财务费用	238	282	230	174
投资损失	-33	-50	-50	-50
营运资金变动	364	730	386	310
其他经营现金流	177	182	179	179
经营性现金净流量	3,938	4,890	5,557	5,680
投资性现金净流量	-3,684	-2,664	-2,994	-2,894
筹资性现金净流量	-677	-1,469	-1,557	-1,522
现金流量净额	-424	757	1,005	1,263

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	47,169	53,928	60,894	66,379
营业成本	44,337	50,552	56,594	61,614
税金及附加	84	96	108	118
销售费用	135	140	140	133
管理费用	889	1,014	1,139	1,221
研发费用	178	205	231	252
财务费用	238	282	230	174
资产减值损失	-52	-52	-52	-52
信用减值损失	-33	-33	-33	-33
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	33	50	50	50
公允价值变动损益	31	0	0	0
资产处置收益	9	-10	-10	-10
其他收益	60	202	202	202
营业利润	1,356	1,796	2,608	3,024
营业外收入	16	24	24	24
营业外支出	68	96	96	96
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,304	1,723	2,535	2,951
所得税	277	366	539	628
净利润	1,026	1,357	1,996	2,323
少数股东损益	-14	-39	-58	-67
归属母公司股东净利润	1,040	1,396	2,054	2,391
EPS(元)	0.68	0.91	1.34	1.56

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	15.26%	14.33%	12.92%	9.01%
营业利润增长率	194.57%	32.48%	45.22%	15.93%
归母净利润增长率	205.24%	34.25%	47.12%	16.39%
经营现金流增长率	17.25%	24.19%	13.64%	2.22%
盈利能力				
毛利率	6.00%	6.26%	7.06%	7.18%
净利率	2.18%	2.52%	3.28%	3.50%
ROE	10.60%	12.56%	15.75%	15.64%
ROA	4.11%	5.29%	7.32%	8.01%
估值倍数				
P/E	24.26	18.07	12.28	10.55
P/S	0.53	0.47	0.41	0.38
P/B	2.57	2.27	1.93	1.65
股息率	0.40%	0.34%	0.51%	0.59%
EV/EBITDA	6	7	5	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，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授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。