

三季度盈利阶段性承压

华泰研究

2025 年 10 月 31 日 | 中国内地/中国香港

季报点评

仓储物流

顺丰控股发布三季报：3Q25 实现营收 784.03 亿元（yoy+8.21%，qoq+1.81%），归母净利 25.71 亿元（yoy-8.53%，qoq-26.63%），低于我们预期（29.77 亿元）。前三季度实现营收 2252.61 亿元（yoy+8.89%），归母净利 83.08 亿元（yoy+9.07%），扣非净利 67.78 亿元（yoy+0.52%）。归母净利低于预期主因：1）公司速运物流业务采取“先有后优”策略，仍处在扩大规模阶段，推进结构性降本仍需时间；2）为实现行业化转型，投入销售资源；3）国际货代业务受国际贸易波动及海运价格显著回落影响。往后展望，我们看好公司顺利推进速运物流业务结构调优与行业化转型，国际业务乘中企出海之风不断推进。维持“买入”评级。

速运物流：激活经营显成效，“先有后优”阶段性拖累毛利率

三季度，速运物流业务营业收入同比增长 14.4%；总件量 43.1 亿票，同比增长 33.4%，增速高于行业平均（13.3%）。其中，中高端时效业务收入增速环比提升，截至三季度服务活跃月结客户超 240 万家，个人会员超 7.8 亿。公司推进“激活经营”机制，赋予前线经营授权与激励，将成本节降反哺业务拓展。但由于公司采取“先有后优”策略，即先扩大业务规模，再通过运营模式变革，实现结构性降本，对三季度盈利水平有阶段性拖累。3Q25，公司毛利率为 12.5%，同比下滑 1.6pct，环比下滑 0.7pct。公司后续将调优策略，推进网络升级，调优成效有望在 4Q25-26 年体现。

供应链及国际：3Q 国际货代承压，行业化转型有望兑现收益

三季度，公司供应链及国际业务收入同比下滑 5.3%，主要因国际货运代理业务受海运价格回落影响，但国际快递及跨境电商物流收入快速增长。三季度，公司在工业设备、通信高科技、汽车、消费品等行业物流收入同比超 25%。公司为推进行业化转型，持续加强销售团队建设，销售费用率同比上升 0.2pct。

重视股东回报，上调回购股份上限

公司公告宣布将 2025 年第 1 期 A 股回购方案回购股份资金总额由“不低于人民币 5 亿元且不超过人民币 10 亿元”调整为“不低于人民币 15 亿元且不超过人民币 30 亿元”。截至 9 月 30 日，公司已回购 A 股股份 743.26 万股，金额约 3.00 亿元。公司战略布局与激励举措将为中长期业绩增长奠定基础。

盈利预测与估值

我们下调公司 25-27 年归母净利润（9%、9%、7%）至 107.7 亿、129.2 亿、149.4 亿元，对应 EPS 为 2.14 元、2.56 元、2.96 元，对应 25-27 年 EBITDA 为 327.1 亿元、357.6 亿元和 381.0 亿元。下调主因：1）公司速运物流业务采取“先有后优”策略，阶段性拖累毛利率；2）25 年扩大销售团队，兑现行业化转型收益仍需时间。我们给予 A 股 26E 8.1x EV/EBITDA（高于 A 股可比公司平均 5.8x，考虑到可比公司均为加盟制快递，行业低价竞争激烈；前值 25E 8.0x EV/EBITDA），给予 H 股 26E 7.0x EV/EBITDA（高于 H 股可比公司平均 6.4x，考虑到公司稀缺定位和龙头优势；前值 25E 7.4x EV/EBITDA），A/H 目标价分别为 53.1 元/49.3 港币（前值 57.5 元/57.9 港币），维持“买入”。

风险提示：市场竞争加剧风险；行业监管法规变化风险；地缘政治风险。

002352 CH

6936 HK

投资评级：

买入(维持)

买入(维持)

目标价：

人民币：53.10

港币：49.30

沈晓峰

研究员

SAC No. S0570516110001

shenxiaofeng@htsc.com

SFC No. BCG366

+(86) 21 2897 2088

林珊

研究员

SAC No. S0570520080001

linshan@htsc.com

SFC No. BIR018

+(86) 21 2897 2209

耿岱琳

联系人

SAC No. S0570124070117

gengdailin@htsc.com

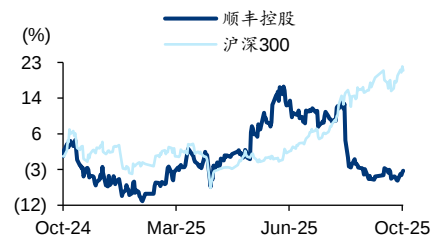
SFC No. BVZ964

+(86) 21 2897 2228

基本数据

(人民币/港币)	002352 CH	6936 HK
收盘价(截至 10 月 30 日)	40.93	37.92
市值(百万)	206,264	191,095
6 个月平均日成交额(百万)	1,203	157.67
52 周价格范围	38.53-50.70	32.10-48.80

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	284,420	309,733	340,707	371,370
+/-%	10.07	8.90	10.00	9.00
归属母公司净利润(百万)	10,170	10,773	12,917	14,940
+/-%	23.51	5.93	19.90	15.67
EPS(最新摊薄)	2.02	2.14	2.56	2.96
ROE(%)	11.01	11.61	13.18	13.92
PE(倍)	20.28	19.15	15.97	13.81
PB(倍)	2.24	2.20	2.01	1.84
EV/EBITDA(倍)	6.56	6.45	5.72	5.02
股息率(%)	4.50	1.95	2.55	3.24

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1：顺丰控股可比公司估值表

代码	公司	市值 (CNY bn)	ROE (%)				PE (x)				EV/EBITDA (x)			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
FDX US	Fedex	418.13	16.14	15.28	14.81	16.04	13.4	13.9	13.8	12.0	6.87	8.78	8.78	8.09
UPS US	UPS	586.00	33.99	35.66	38.16	42.90	14.1	14.4	13.6	12.3	7.97	8.86	8.55	8.03
DHL GR	DHL	395.06	14.40	14.63	15.73	16.69	15.2	13.3	12.1	11.0	6.80	6.49	6.21	5.88
平均			21.51	21.86	22.90	25.21	14.23	13.84	13.19	11.77	7.21	8.04	7.85	7.33
002120 CH	韵达控股	21.19	9.66	7.51	8.64	8.63	11.1	12.8	10.5	9.6	4.59	5.05	4.52	4.19
002468 CH	申通快递	23.85	11.19	12.41	14.01	14.41	22.9	17.9	14.0	11.6	8.84	8.21	7.10	6.12
600233 CH	圆通速递	60.00	13.27	12.26	13.02	13.22	15.0	14.0	11.9	10.5	8.18	7.79	6.84	5.91
603056 CH	德邦物流	15.62	10.66	9.07	10.10	10.71	18.2	19.1	16.2	13.3	4.34	5.14	4.75	4.21
平均			11.19	10.31	11.44	11.74	16.78	15.98	13.15	11.25	6.49	6.55	5.80	5.11
2618 HK	京东物流	76.48	11.98	12.34	12.43	12.62	12.3	10.0	8.9	7.9	3.72	3.77	3.59	3.34
1519 HK	极兔速递	82.24	3.61	10.63	15.81	18.86	113.6	32.0	19.6	14.4	16.95	12.12	9.03	7.18
636 HK	嘉里物流	11.86	8.98	7.96	7.71	7.93	8.2	9.6	9.6	8.9	4.51	4.40	4.36	4.17
598 HK	中国外运	41.28	10.13	9.43	8.65	8.79	10.5	9.5	10.1	9.3	7.86	7.69	8.36	8.34
2057 HK	中通快递	108.90	14.47	13.52	14.30	14.78	12.4	12.6	11.0	9.7	6.76	7.18	6.44	5.82
平均			9.83	10.78	11.78	12.60	31.40	14.73	11.84	10.05	7.96	7.03	6.36	5.77

注：1) 可比公司的 EPS、EBITDA、EV 和 ROE 均为 Bloomberg 一致预期；2) 收盘价截至 2025 年 10 月 30 日；3) 汇率：1 美元=7.1 人民币，1 港币=0.92 人民币
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表2：季度经营情况总结

		1Q25A	2Q25A	3Q25A	YoY	QoQ	4Q25E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	69,850	77,008	78,403	8%	2%	84,472	17%	10%
营业成本	Rmb mn	60,562	66,886	68,610	10%	3%	73,720	19%	10%
毛利率	%	13%	13%	12%	(0.02)	(0.01)	14%	0%	1%
销售及管理费用	Rmb mn	5,448	5,651	5,966	12%	6%	6,175	16%	9%
研发费用	Rmb mn	699	569	497	-19%	-13%	828	34%	45%
财务费用	Rmb mn	467	527	334	-39%	-37%	225	-59%	-57%
营业利润	Rmb mn	3,032	4,550	3,150	-18%	-31%	3,659	-4%	-20%
税前利润	Rmb mn	3,104	4,535	3,230	-16%	-29%	3,454	-10%	-24%
所得税	Rmb mn	744	884	526	-42%	-40%	812	-11%	-8%
少数股东损益	Rmb mn	127	148	133	31%	-10%	178	75%	20%
归母净利润	Rmb mn	2,234	3,504	2,571	-9%	-27%	2,465	-12%	-30%
非经常性损益	Rmb mn	261	926	344	54%	-63%	246	10%	-73%
净利润(扣非)	Rmb mn	1,973	2,577	2,227	-14%	-14%	2,218	-14%	-14%
EPS	Rmb/sh	0.44	0.70	0.51	-9%	-27%	0.49	-13%	-30%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.39	0.51	0.44	-0.15	-0.14	0.44	-15%	-14%
速运物流业务：	Rmb mn	51,809	57,346	58,154	14%	1%	61,722	10%	6%
件量(亿件)	Pieces bn	3.6	4.3	4.3	33%	0%	4.4	15%	3%
件均价 (元)	RMB	15	13	14	-14%	1%	14	-4%	3%
供应链及国际业务	Rmb mn	16,500	16,898	18,535	-5%	10%	21,295	8%	15%
其他业务	Rmb mn	1,541	2,764	1,714	-16%	-38%	1,455	-16%	-15%

资料来源：华泰研究预测

图表3：实际和预测比较

运营数据概览(Operational results summary)		2025Q2	2025Q3	YoY	2025Q3 E	A vs E
速运物流业务:	Rmb mn	57,346	58,154	14%	55,511	3%
件量	Pieces bn	4.3	4.3	33%	3.9	11%
件均价	RMB	13	14	-14%	14	-7%
供应链及国际业务	Rmb mn	16,501	18,535	-5%	22,508	-27%
其他业务	Rmb mn	3,161	1,714	-16%	2,974	6%
财报数据总结(financial results summary)						
总收入	Rmb mn	77,008	78,403	8%	81,145	-3%
营业成本	Rmb mn	66,886	68,610	10%	69,785	-2%
毛利率	%	13%	12%	-2%	14%	(1.6)
销售及管理费用	Rmb mn	5,651	5,966	12%	5,599	7%
研发费用	Rmb mn	569	497	-19%	737	-33%
财务费用	Rmb mn	527	334	-39%	487	-31%
营业利润	Rmb mn	4,550	3,150	-18%	4,103	-23%
税前利润	Rmb mn	4,535	3,230	-16%	4,108	-21%
所得税	Rmb mn	884	526	-42%	1,023	-49%
少数股东损益	Rmb mn	148	133	31%	109	22%
归母净利润	Rmb mn	3,504	2,571	-9%	2,976	-14%
非经常性损益	Rmb mn	926	344	54%	230	49%
净利润(扣非)	Rmb mn	2,577	2,227	-14%	2,855	-22%
EPS	Rmb/sh	0.70	0.51	-9%	0.59	-14%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.51	0.44	-15%	0.57	-23%
DPS	Rmb/sh	0.46	0.00	0.15	0.00	n.a.
核心财务指标(core financial indicators)						
有效税率	%	19%	16%		25%	
少数股东损益占比	%	4%	5%		3%	
分红比例	%	40%	0%		0%	

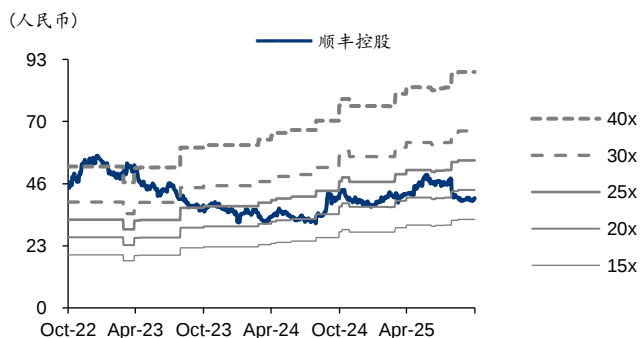
资料来源：华泰研究预测

图表4：核心假设和财务预测

驱动概览(Driver)		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
实物商品网上零售额		130,174	130,816	139,711	148,793	157,720
快递行业件量 (亿件)		1320	1751	2017	2245	2456
运营数据概览(Operational results summary)						
速运物流业务:	Rmb mn	191,150	205,783	226,361	246,734	264,005
yoy	%	9.7%	7.7%	10.0%	9.0%	7.0%
件量	Pieces bn	12	13	15	16	17
件均价	RMB	16.1	15.5	14.8	15.0	15.3
供应链及国际业务	Rmb mn	59,979	70,492	76,131	86,028	98,933
yoy	%	-31.7%	17.5%	8.0%	13.0%	15.0%
其他业务	Rmb mn	7,282	8,144	7,241	7,945	8,433
yoy	%	34.6%	11.8%	-11.1%	9.7%	6.1%
核心财务指标(core financial indicators)						
EBIT	Rmb mn	12,123	15,363	15,320	18,271	20,651
EBITDA	Rmb mn	29,442	32,695	32,709	35,761	38,095
联合营公司投资收益	Rmb mn	-67	-70	-	10	4
净利润	Rmb mn	7,912	10,219	11,359	13,629	15,518
扣非净利润	Rmb mn	4,972	9,116	8,996	10,786	12,620
EPS	Rmb/sh	1.68	2.04	2.25	2.70	3.08
EPS(扣非)	Rmb/sh	1.00	1.83	1.79	2.14	2.50
BVPS	Rmb/sh	18.6	18.44	18.57	20.34	22.26
应收账款周转天数	days	36	34	34	34	34
应付账款周转天数	days	40	39	39	39	39
存货周转天数	days	4	4	4	4	4
经营净现金流	Rmb mn	18,186	30,542	32,004	28,492	36,188
资本支出	Rmb mn	-12,472	-9,345	-9,143	-8,660	-8,696
自由现金流	Rmb mn	5,714	21,197	22,861	19,832	27,492
净负债	Rmb mn	25,187	23,549	23,549	23,549	23,549
净负债率	%	24.4%	23.0%	24.4%	24.4%	24.4%

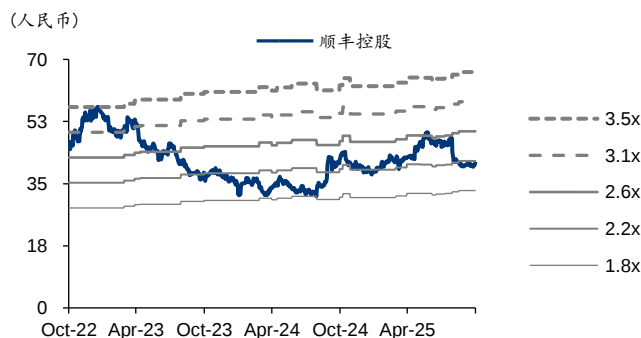
资料来源：华泰研究预测

图表5：顺丰控股 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表6：顺丰控股 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	90,991	88,687	100,062	115,831	135,926
现金	41,975	33,936	41,508	52,882	69,253
应收账款	25,133	27,715	29,837	33,470	35,535
其他应收账款	3,569	3,282	4,179	4,028	4,918
预付账款	3,247	2,790	3,785	3,448	4,436
存货	2,440	2,432	2,937	2,942	3,444
其他流动资产	14,626	18,531	17,816	19,061	18,341
非流动资产	130,500	125,137	126,555	126,432	125,770
长期投资	7,379	6,204	5,028	3,863	2,692
固定投资	53,930	54,058	56,084	56,798	56,817
无形资产	18,147	16,733	16,846	16,910	16,923
其他非流动资产	51,044	48,143	48,596	48,861	49,339
资产总计	221,491	213,824	226,617	242,263	261,696
流动负债	73,990	72,193	75,690	79,686	89,417
短期借款	18,222	15,003	16,504	18,154	19,969
应付账款	24,846	27,386	30,173	32,851	35,608
其他流动负债	30,922	29,804	29,013	28,681	33,840
非流动负债	44,217	39,296	46,407	48,455	47,904
长期借款	11,355	6,186	11,171	10,880	7,755
其他非流动负债	32,862	33,109	35,236	37,575	40,149
负债合计	118,207	111,489	122,097	128,142	137,321
少数股东权益	10,493	10,342	10,928	11,640	12,218
股本	4,895	4,986	5,039	5,039	5,039
资本公积	43,164	40,925	40,872	40,872	40,872
留存公积	41,250	41,786	48,899	56,974	65,545
归属母公司股东权益	92,790	91,993	93,592	102,481	112,157
负债和股东权益	221,491	213,824	226,617	242,263	261,696

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	26,570	32,186	32,004	28,492	36,188
净利润	7,912	10,219	11,359	13,629	15,518
折旧摊销	17,319	17,332	17,389	17,490	17,444
财务费用	1,866	1,849	1,553	1,358	1,305
投资损失	(800.67)	(748.41)	(1,526)	(1,310)	(1,004)
营运资金变动	119.40	2,503	3,130	(2,770)	2,861
其他经营现金	154.17	1,032	97.84	96.08	63.44
投资活动现金	(13,506)	(12,055)	(17,281)	(16,057)	(15,749)
资本支出	(12,472)	(9,345)	(9,143)	(8,660)	(8,696)
长期投资	(1,061)	588.50	1,175	1,165	1,172
其他投资现金	26.85	(3,298)	(9,313)	(8,562)	(8,225)
筹资活动现金	(12,995)	(27,979)	(7,152)	(1,061)	(4,068)
短期借款	5,384	(3,219)	1,500	1,650	1,815
长期借款	3,883	(5,169)	4,985	(291.23)	(3,125)
普通股增加	0.00	90.98	53.23	0.00	0.00
资本公积增加	(832.15)	(2,239)	(53.23)	0.00	0.00
其他筹资现金	(21,430)	(17,443)	(13,637)	(2,420)	(2,758)
现金净增加额	168.36	(7,802)	7,572	11,374	16,371

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	258,409	284,420	309,733	340,707	371,370
营业成本	225,274	244,810	269,778	295,393	320,864
营业税金及附加	501.85	714.33	619.47	681.41	742.74
营业费用	2,992	3,096	3,717	3,680	4,011
管理费用	17,633	18,557	19,203	21,124	23,025
财务费用	1,866	1,849	1,553	1,358	1,305
资产减值损失	(186.45)	(330.86)	(97.84)	(96.08)	(93.50)
公允价值变动收益	(46.26)	(49.70)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	800.67	748.41	1,526	1,310	1,004
营业利润	10,454	13,668	14,392	17,200	19,604
营业外收入	309.23	311.97	343.17	68.63	252.90
营业外支出	277.00	373.06	410.37	82.07	288.22
利润总额	10,487	13,607	14,324	17,186	19,569
所得税	2,575	3,388	2,965	3,558	4,051
净利润	7,912	10,219	11,359	13,629	15,518
少数股东损益	(322.88)	48.42	586.25	712.07	578.13
归属母公司净利润	8,234	10,170	10,773	12,917	14,940
EBITDA	29,442	32,695	32,709	35,761	38,095
EPS (人民币, 基本)	1.70	2.11	2.14	2.56	2.96

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(3.39)	10.07	8.90	10.00	9.00
营业利润	(5.25)	30.74	5.29	19.51	13.98
归属母公司净利润	33.38	23.51	5.93	19.90	15.67
获利能力 (%)					
毛利率	12.82	13.93	12.90	13.30	13.60
净利率	3.06	3.59	3.67	4.00	4.18
ROE	9.20	11.01	11.61	13.18	13.92
ROIC	10.33	13.84	14.83	17.04	19.98
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.37	52.14	53.88	52.89	52.47
净负债比率 (%)	16.84	16.32	12.16	4.96	(6.60)
流动比率	1.23	1.23	1.32	1.45	1.52
速动比率	1.07	1.10	1.18	1.32	1.39
营运能力					
总资产周转率	1.18	1.31	1.41	1.45	1.47
应收账款周转率	10.19	10.76	10.76	10.76	10.76
应付账款周转率	9.09	9.37	9.37	9.37	9.37
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.63	2.02	2.14	2.56	2.96
每股经营现金流(最新摊薄)	5.27	6.39	6.35	5.65	7.18
每股净资产(最新摊薄)	18.41	18.25	18.57	20.34	22.26
估值比率					
PE (倍)	25.05	20.28	19.15	15.97	13.81
PB (倍)	2.22	2.24	2.20	2.01	1.84
EV EBITDA (倍)	7.46	6.56	6.45	5.72	5.02

免责声明

分析师声明

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

一般声明及披露

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

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

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

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

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

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

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

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券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华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

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

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 顺丰控股（6936 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

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

美国-重要监管披露

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

新加坡

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

评级说明

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

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

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

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

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

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

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司