

首次覆盖：同建共享，行稳致远

中通快递-W(2057)
运输

■ 中通快递首次覆盖报告

2057 HK
ZTO Express
Rating: OUTPERFORM
Target Price: HK\$195.99Nan Yu
nan.yu@htisec.com

本报告导读：

中通快递的“同建共享”理念为加盟商网络的稳定打下了坚实的基础。稳健的盈利能力及高效的成本管控水平，将助力公司巩固行业龙头地位。

投资要点：

- **投资建议：**给予“优于大市”评级，目标价 195.99 港元，基于 2025 年 15xP/E。我们预计，2025-2027 年，中通快递营业收入分别为 471.07/516.85/577.06 亿元，同比+6%/10%/12%；归母净利润分别为 95.65/106.33/119.29 亿元，同比+8%/11%/12%，对应 EPS 为 11.89/13.22/14.83 元。我们谨慎地选取 PE 估值法的估值结果，预测港元/人民币汇率为 0.91，给予公司目标价 195.99 港元，基于 2025 年 15xP/E，给予“优于大市”评级。
- **“同建共享”理念打造稳定的加盟商网络：**中通快递于 2010 年提出“同建共享”理念，并于 2015 年完成了部分主要加盟商向股东员工的转换。中通是第一家也是唯一一家将主要加盟商转为公司股东的通达系公司。“同建共享”理念实现了利益一致，建立了信任，为网络稳定性打下坚实基础，也助力公司成为行业龙头。
- **早期注重核心资本的投入：**2013 年至今，受益于早期对分拣等设备的大量投入以及有效的网络管理能力，中通快递的市场份额稳步提升，并于 2016 年实现弯道超车，市场份额达 14.4%。此后，中通不断加大对核心资产（土地+厂房+车辆+分拣设备）的投入并保持高效的网络管理水平，其市场份额也一直占据行业第一的位置。
- **“量、本、利”均衡发展：**公司在追求业务量及市场份额增长的同时，依然关注自身的盈利水平，把握成本管控的节点。行业格局改善后，公司实现业务量及单票利润双升。
- **风险提示：**价格战卷土重来、业务量增速不及预期、人力成本大幅增加、油价波动。

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)

财务摘要百万人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	38419	44281	47107	51685	57706
+/-%	9%	15%	6%	10%	12%
毛利润	11663	13717	13571	14952	16692
归母净利润	8749	8817	9565	10633	11929
+/-%	28%	1%	8%	11%	12%
PE	14.96	13.82	12.25	11.02	9.82
PB	2.20	1.98	1.74	1.60	1.47

资料来源：Wind，HTI

财务预测表

资产负债表（百万人民币）						利润表（百万人民币）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	12,334	13,531	20,466	27,197	34,003	营业收入	38,419	44,281	47,107	51,685	57,706
交易性金融资产	0	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0	0
应收账款及票据	6,450	7,964	7,642	7,207	7,630	营业总收入	38,419	44,281	47,107	51,685	57,706
存货	28	39	155	60	174	营业成本	26,756	30,564	33,536	36,733	41,014
其他流动资产	8,141	8,820	10,920	12,465	14,026	销售及管理费用	2,425	2,690	2,826	3,101	3,462
流动资产合计	26,954	30,354	39,182	46,929	55,833	研发费用	0	0	0	0	0
长期投资	3,455	1,871	1,896	1,916	1,936	营业总支出	29,182	33,254	36,362	39,834	44,476
固定资产	32,181	33,915	36,415	39,415	42,415	财务费用	-417	-656	-683	-867	-1,048
在建工程	0	0	0	0	0	除税前溢利	10,693	11,733	11,969	13,305	14,926
无形资产及商誉	4,937	4,825	4,625	4,425	4,225	所得税	1,939	2,845	2,394	2,661	2,985
其他非流动资产	2,166	2,326	2,306	2,306	2,306	净利润	8,754	8,888	9,575	10,644	11,941
非流动资产合计	61,512	61,987	63,492	65,462	67,432	少数股东损益	5	71	10	11	12
总资产	88,465	92,340	102,674	112,391	123,265	归属母公司净利润	8,749	8,817	9,565	10,633	11,929
短期借款	7,766	16,784	19,284	21,784	24,284						
应付账款及票据	2,557	2,463	1,863	2,041	2,279	EBIT	10,276	11,077	11,286	12,438	13,878
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	13,192	14,143	14,786	15,438	16,878
其他流动负债	9,738	9,026	12,483	13,697	15,292	EPS（元）	10.83	10.95	11.89	13.22	14.83
流动负债合计	20,061	28,273	33,630	37,521	41,855						
长期借款	7,030	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
租赁负债	0	0	0	0	0	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
其他非流动负债	1,094	1,392	1,130	1,130	1,130	营业收入	8.60%	15.26%	6.38%	9.72%	11.65%
非流动负债合计	8,124	1,392	1,130	1,130	1,130	归属母公司净利润	28.49%	0.78%	8.49%	11.17%	12.18%
总负债	28,185	29,665	34,761	38,652	42,985	毛利率	30.36%	30.98%	28.81%	28.93%	28.93%
实收资本或股本	1	1	1	1	1	销售净利率	22.77%	19.91%	20.31%	20.57%	20.67%
其他归母股东权益	59,801	62,062	67,291	73,107	79,635	ROE	14.63%	14.21%	14.21%	14.54%	14.98%
归属母公司股东权益	59,802	62,062	67,291	73,107	79,636	ROIC	11.21%	10.56%	10.35%	10.42%	10.62%
少数股东权益	479	612	622	633	645	资产负债率	31.86%	32.13%	33.86%	34.39%	34.87%
股东权益合计	60,280	62,675	67,913	73,740	80,280	净负债比率	4.08%	5.19%	-1.74%	-7.34%	-12.11%
总负债及总权益	88,465	92,340	102,674	112,391	123,265	流动比率	1.34	1.07	1.17	1.25	1.33
						速动比率	1.31	1.07	1.15	1.24	1.32
现金流量表（百万人民币）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产周转率	0.46	0.49	0.48	0.48	0.49
经营活动现金流	13,361	11,429	15,418	15,271	15,889	应收账款周转率	55.22	42.65	36.94	50.38	50.46
投资活动现金流	-12,253	-5,981	-6,326	-5,882	-5,822	应付账款周转率	10.79	12.18	15.50	18.82	18.99
筹资活动现金流	-770	-4,995	-2,124	-2,625	-3,228	每股收益	10.83	10.95	11.89	13.22	14.83
汇率变动影响及其他	110	26	-32	-32	-32	每股经营现金流	16.44	14.10	19.16	18.98	19.75
现金净增加额	448	480	6,935	6,731	6,807	每股净资产	73.57	76.59	83.65	90.88	98.99
折旧与摊销	2,916	3,066	3,500	3,000	3,000	P/E	14.96	13.82	12.25	11.02	9.82
营运资本变动	1,317	-2,152	2,564	1,874	1,236	P/B	2.20	1.98	1.74	1.60	1.47
资本性支出	-6,670	-5,902	-5,800	-5,800	-5,800	FV/FRITDA	10.17	8.90	7.84	7.24	6.36

资料来源：Wind，HTI

目录

1. 盈利预测与估值	4
1.1. 核心假设	4
1.2. 盈利预测	4
1.3. 估值及投资建议	5
2. 公司概况：国内领先的物流服务供应商	6
2.1. 主营构成及股权结构	6
2.2. “同建共享”理念传承至今	8
3. 行业量价及竞争格局演变	9
3.1. 迈入“千亿件时代”：中低速增长阶段	9
3.2. 政策持续加码，引导行业回归理性竞争	13
3.3. 行业格局：龙头份额战持续，市场集中度提升	15
4. 公司业务分析	16
4.1. 快递业务：量、本、利均衡发展	16
4.1.1. 加盟模式	16
4.1.2. 快递业务：业务量稳增，成本连年下滑	18
4.1.3. 盈利能力稳健	19
4.1.4. 市场份额保持领先	20
4.2. 竞争优势	21
4.2.1. “同建共享”理念传承至今	21
4.2.2. 重视核心资本的投入	21
5. 风险提示	23

1. 盈利预测与估值

1.1. 核心假设

1. 快递业务假设:

(1) 业务量: 快递行业业务量增速放缓, 但新型平台及电商直播对快递业务量增长仍有支撑。此外, 中通给出业务量指引, 2025 快递业务量预期将在 388 亿至 401 亿之间, 同比增长 14%至 18%。我们预计, 2025-2027 年公司快递业务量分别为 394.52 亿件、449.75 亿件、508.22 亿件, 对应的同比增速分别为 16%、14%、13%。

(2) 单票收入: 我们认为, 反内卷监管下, 行业格局有所改善, 行业竞争焦点将由价格驱动转向价值驱动, 单票价格降幅有望收窄。我们预计, 2025-2027 年, 公司单票收入分别为 1.19 元、1.15 元、1.14 元。

(3) 单票成本: 我们认为, 公司仍有望通过自动化设备及数字化手段实现降本增效, 但降本空间边际递减, 考虑到油价上行、人工成本上涨等因素, 我们预计, 2025-2027 年, 公司单票成本分别为 0.85 元、0.82 元、0.81 元。

2. 物料销售业务假设: 我们预计, 2025-2027 年, 公司物料销售收入分别为 27.6 亿元、31.7 亿元、34.9 亿元, 对应的同比增速分别为 20%、15%、10%。

3. 货运代理业务假设: 我们预计, 2025-2027 年, 公司货运代理收入分别为 7.08 亿元、7.44 亿元、7.81 亿元, 对应的同比增速分别为-20%、5%、5%。

1.2. 盈利预测

根据上述业务假设, 我们预计, 2025-2027 年, 公司快递业务收入分别为 434.68 亿元、475.71 亿元、532.18 亿元, 对应的同比增速分别为 6.1%、9.4%、11.9%。

我们预计, 2025-2027 年, 公司营业收入分别为 471.07 亿元、516.85 亿元、577.06 亿元, 对应的同比增速为 6.4%、9.7%、11.6%; 归母净利润分别为 95.65 亿元、106.33 亿元、119.29 亿元, 对应的同比增速为 8%、11%、12%。

表1: 公司营业收入分项预测表 (百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
快递业务	35,488.1	40,953.0	43,467.6	47,570.9	53,217.6
增速 (%)	8.9%	15.4%	6.1%	9.4%	11.9%
物料销售业务	1,876.6	2,300.4	2,760.5	3,174.5	3,492.0
增速 (%)	35.5%	22.6%	20.0%	15.0%	10.0%
货运代理业务	906.8	885.4	708.3	743.7	780.9
增速 (%)	-25.2%	-2.4%	-20.0%	5.0%	5.0%
其他收入	147.4	141.9	170.3	195.8	215.4
增速 (%)	-27.7%	-3.8%	20.0%	15.0%	10.0%
营业收入总计	38,418.9	44,280.7	47,106.6	51,685.0	57,705.9
增速 (%)	8.6%	15.3%	6.4%	9.7%	11.6%
营业成本总计	26,756.4	30,563.6	33,535.8	36,733.4	41,013.7
增速 (%)	1.6%	14.2%	9.7%	9.5%	11.7%
毛利率 (%)	30.4%	31.0%	28.8%	28.9%	28.9%

数据来源: 公司 2023 年及 2025 年中报, HTI

1.3. 估值及投资建议

我们采用 PE 和 PB 两种估值方法:

- 1) PE 估值法: 我们预计公司 2025-2027 年 Non-GAAP EPS 分别为 11.89、13.22、14.83 元。参考可比公司估值, 我们给予公司 2025E15x PE, 预测港元/人民币汇率为 0.91, 对应合理目标价为 195.99 港元。
- 2) PB 估值法: 我们预计公司 2025-2027 年 BPS 分别为 83.65、90.88、98.99 元。参考可比公司估值, 我们给予公司 2025E 1.6x PB, 预测港元/人民币汇率为 0.91, 对应合理目标价为 147.08 港元。

综合考虑两种估值方式, 公司的核心价值在于其品牌价值、网络运营效率和稳健的盈利能力, 这些因素均能通过 PE 倍数得到更充分的体现。而 PB 估值基于账面净资产, 未能完全反映上述核心价值。因此我们选取 PE 估值法为标准, 对应目标价为 195.99 港元, 对应 2025 年估值为 15x PE, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

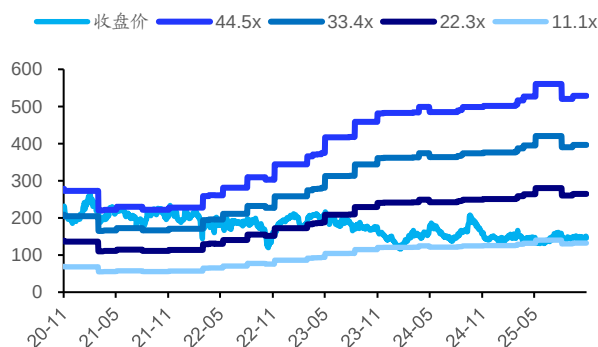
表2: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE			PB
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2025E
603056	德邦股份	14.59	0.84	0.40	0.82	17.3	36.5	17.7	1.69
002468	申通快递	14.29	0.68	0.90	1.21	21.0	15.9	11.8	1.94
002352	顺丰控股	39.68	2.02	2.23	2.61	19.7	17.8	15.2	2.01
600233	圆通速递	16.28	1.17	1.24	1.46	13.9	34.1	11.2	1.59
002120	韵达股份	7.27	0.66	0.48	0.64	11.0	15.2	11.4	0.98
平均值			1.07	1.05	1.35	16.58	23.91	13.46	1.64

数据来源: Wind, HTI

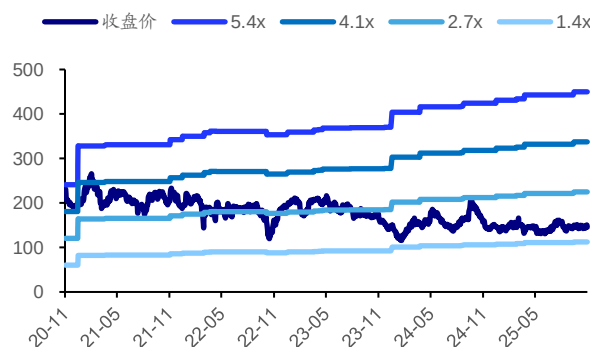
注: 收盘价为 2025 年 11 月 20 日价格, EPS 为 Wind 一致预期

图1: PE band (收盘价: 元)



数据来源: Wind, HTI

图2: PB band (收盘价: 元)



数据来源: Wind, HTI

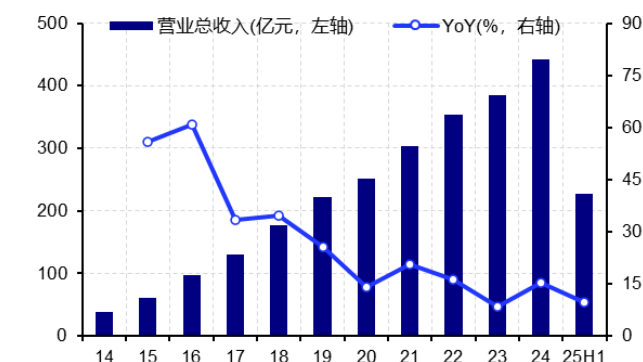
2. 公司概况: 国内领先的物流服务供应商

2.1. 主营构成及股权结构

中通快递创建于2002年5月8日,是我国业务量领先的快递服务供应商。公司通过广泛且可靠的全国性覆盖网络,提供快递服务以及其他增值物流服务。成立至今,在电商红利的背景下,公司凭借自身优势快速成长,并在行业中脱颖而出,其业务规模连续九年行业第一。

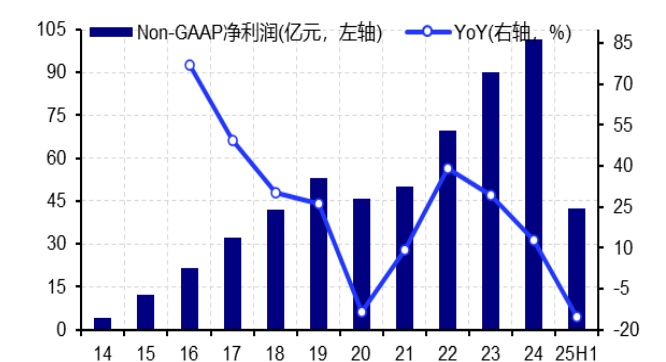
2014-2024年,中通快递的营业收入和 Non-GAAP 净利润复合增速分别为 27.49%和 37.97%

图3：中通快递营业收入及增速（2014-2025H1）



数据来源：Wind, HTI

图4：中通快递净利润及增速（Non-GAAP, 2014-2025H1）

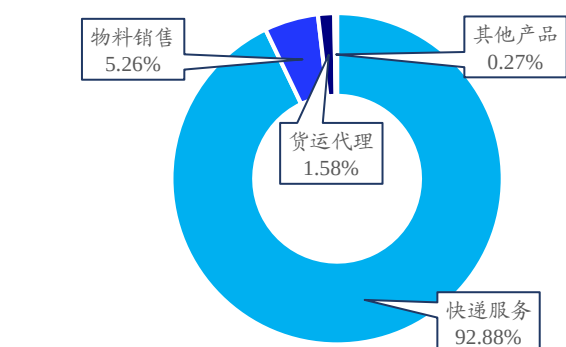


数据来源：Wind, HTI

公司主营业务收入主要来自**快递服务**、**货运代理服务**、**物料销售**及其他行业。其中，货代服务主要由2017年收购的中国东方快递有限公司提供。

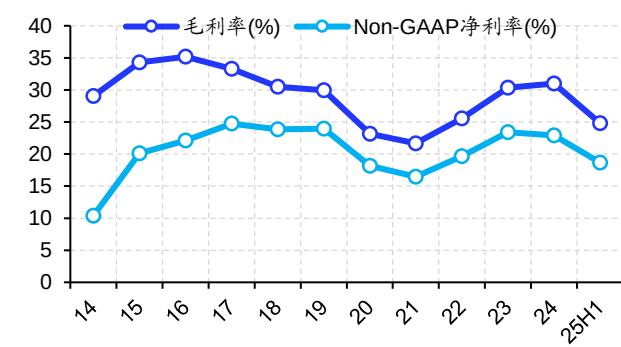
2025H1，三项业务的营业收入占比分别为92.88%、1.58%及5.26%。2020-2021年，公司毛利率及净利率均有明显下滑，这主要是受到行业价格竞争从而导致单票收入下滑的影响。

图5：中通快递各项业务营收占比（2025H1）



数据来源：Wind, HTI

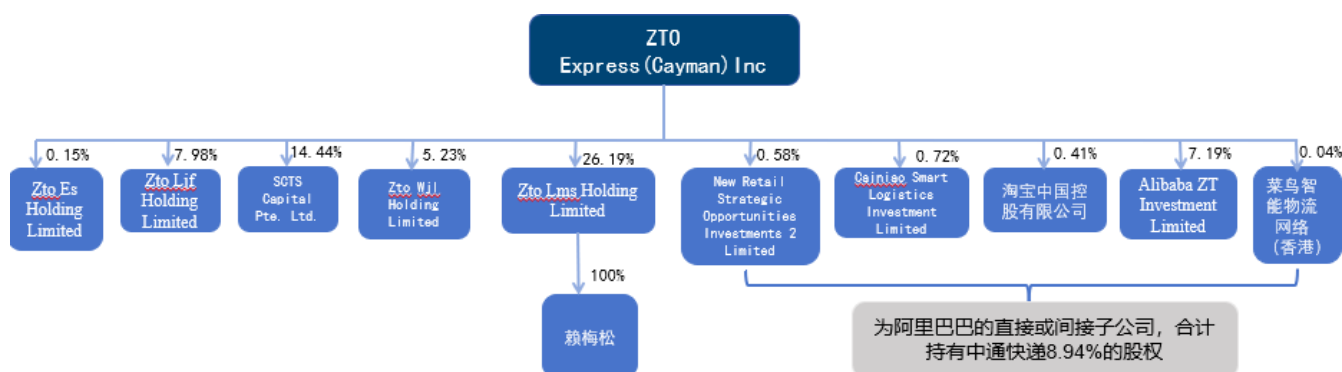
图6：中通快递毛利率及 Non-GAAP 净利率



数据来源：Wind, HTI

创始人赖梅松先生为公司实际控制人，阿里巴巴合计持股比例为**8.94%**。截至2025年H1，公司控股股东 ZTO Lms Holding Limited 持股占比为26.19%，该公司实际控制人为赖梅松先生。赖梅松先生为中通快递的创始人、董事长兼CEO，拥有超过23年的快递行业管理经验。阿里巴巴通过直接或间接子公司，合计持有公司8.94%的股权。

图7：中通快递股权结构（截至 2025/6/30）



数据来源：公司公告，HTI

2.2. “同建共享”理念传承至今

中通快递于 2010 年提出“同建共享”理念，并于 2015 年完成了部分主要加盟商向股东员工的转换。中通在通达系中率先将主要网络合作伙伴转为公司股东，实现了利益一致，从而提供更高的网络稳定性和更优质的服务。

2014-2015 年，公司先后收购了 24 个加盟商，其业务规模也进一步扩大，单日业务量从 2011 年的 100 万件增至 2014 年的 2000 万件。

2016 年，中通的市场份额达 14.39%，反超圆通，成为行业第一。此后，公司在我国快递行业业务量的市场份额持续名列第一。2016 年 10 月 27 日，公司在美国纽约证券交易所上市，向全世界打开了一扇了解中国快递发展的窗口；2020 年 9 月 29 日，公司在港交所上市，成为首家在美国、中国香港两地上市的快递企业。

表3：中通快递重要历史节点

时间	事件
2002 年	中通快递成立
2005 年	率先开通跨省际网络班车
2008 年	率先实施有偿派费制，并优化二级中转费结算体系，实现从手工结算向系统自动化结算转变 全网承接淘宝业务，开展电子商务配送
2010 年	启动“全网一体化”发展战略，在行业率先完成全国网络股份制改革
2013 年	获主要国际私募股权企业红杉资本注资
2014 年	收购 8 个区域性网络合作伙伴的业务及其运营资产
2015 年	进一步收购 16 个网络合作伙伴，并建立集中管理的全国性网络
2016 年	成登陆美国纽约证券交易所，融资 14 亿美元，成为“通达系”中首家境外上市公司 市场地位全国领先，包裹量跃居全国首位
2018 年	阿里巴巴战略性领投 13.8 亿美元，换取约 10% 的股权 投资 168 万美元以收购菜鸟驿站约 15% 的股权
2020 年	在港交所上市，融资约 111 亿港元，成为首家在美国、中国香港两地上市的快递企业
2022 年	成功发行 10 亿美金可转债
2023 年	转换为中国香港和美国双重主要上市
2025 年	中通快递纳入恒生指数成分股

资料来源：公司官网，中通快递招股说明书，中通快递业绩公告，HTI

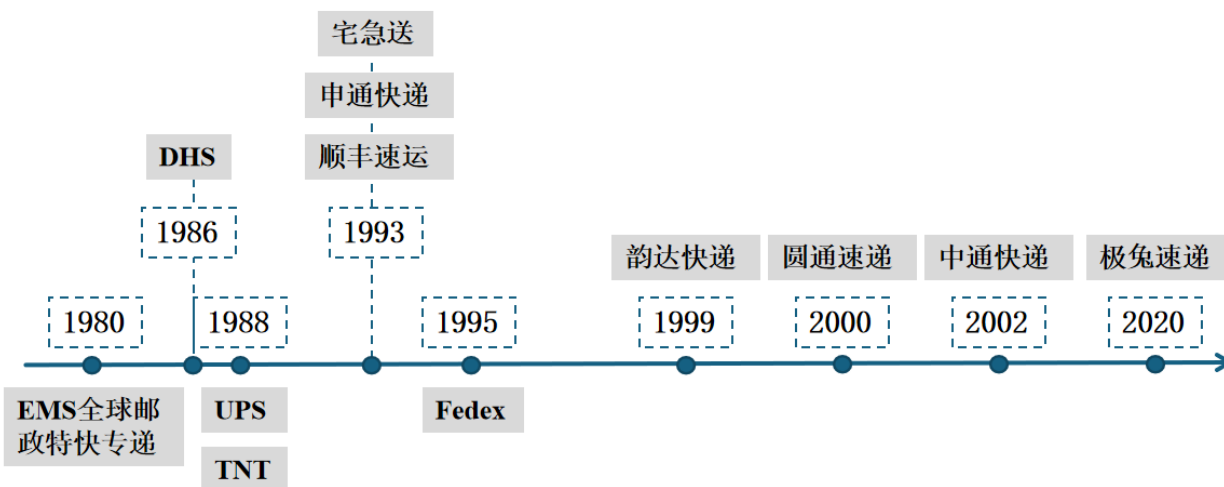
3. 行业量价及竞争格局演变

3.1. 迈入“千亿件时代”：中低速增长阶段

1993-2002 年：目前我国较有影响力的民营快递公司大多创立于这一时期。

在这一时期，国内快递市场监管严格，主要参与者还是中国邮政、中外合资快递企业，电商还没有发展起来，民营快递公司整体处于草莽时期，这一阶段快递行业业务量复合增速为 23.14%。中通 2002 年于上海正式起网，晚于申通、圆通、韵达等通达系公司，中通借鉴前人的发展经验，充分发挥自身优势，迅速发展壮大。

图8：各公司成立或进入中国的时间节点



数据来源：中国邮政（山东）官网、中通快递公司官网，极兔速递招股说明书，HTI

2003-2010 年：电子商务、网络购物的兴起，推动人们消费方式的转变，促进网络购物发展，淘宝、京东等主要传统电商平台在这一时期诞生并发展壮大。受益于电商平台的蓬勃发展，快递需求也随之增长，民营快递进入野蛮生长期，这一阶段快递行业业务量复合增速为 45.15%。在此后的数年里，电商的发展重塑并推动快递业的发展。电商平台或入股快递公司，或成立自己的物流部门、物流子公司，快递这片蓝海市场的竞争者日益增多。

2011-2016 年：随着网络购物等新型消费模式的逐渐普及，电商业务规模持续扩大。快递行业作为电商产业链上重要的环节，进入了与电商行业协同高速增长阶段。该阶段，快递业务量和业务收入复合增速分别为 **53.50%** 和 **39.29%**，2014 年中国快递业务量超过 100 亿件，达到 139.6 亿件，业务规模首次超过美国，中国成为全球快递第一大国。

民营快递公司在这一阶段持续快速发展，并且对快递市场的贡献逐渐凸显。根据艾迪西资产重组说明书，民营快递的市场份额从 2010 年的 67.6% 增长到 2014 年的 85.6%，已经成为中国快递行业的主力军。主要快递公司在这时期逐步登陆资本市场，进入到新的发展阶段。

表4：快递市场的企业分类

企业类型	代表企业	价格	主营产品	运营模式	特征
外资快递企业	联邦快递、敦豪、天地快运、联合包裹等	定价较高，定价规范	国际快运，商务件	直营	具有丰富的经验、雄厚的资金以及发达的全球网络，但在中国国内的网络不健全
国有快递企业	中国邮政（EMS）、民航快递（CAE）、中铁快运（CRE）等	定价较高，定价规范	国家公文、国有企业和电商的高端市场	直营	依靠其背景优势和完善的国内网络而在国内快递市场处于领先地位
大型民营快递企业	顺丰速运、宅急送	定价较高，定价规范	国内商务快递和“网购”的高端市场	直营	全国网络干道健全，产品服务类型多元，并拥有自身的全货机，在速度与质量上占据明显的优势
	通达系	定价较低端，定价规范	“网购”市场的经济型市场	加盟	加盟为主，低成本扩张模式、贴近市场的运营模式、充分竞争的市场环境，但竞争激烈，融资难度大
小型民营快递企业	无锡三丰、东莞世纪同诚、义乌捷达、郑州乐速速递等	价格低端，定价缺乏规范	特定区域的同城快递和省内快递业务	-	以专业、快速作为企业生存砝码，但缺乏资本实力和渠道铺设能力，融资较难
电商公司自建	京东快递、苏宁快递、国美快递等	-	满足和支持电商自身发展	直营	针对性强，服务范围小

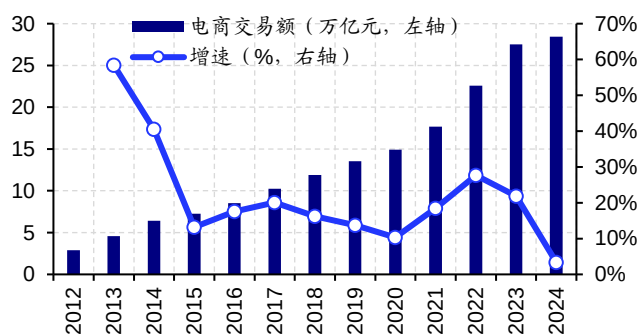
资料来源：观研天下数据中心，HTI

2017-至今：电商增速放缓，快递行业也逐步由高速增长阶段迈向中速增长阶段。2017-2024 年，快递业务量和业务收入的复合增速分别为 **23.45%** 和 **16.03%**。

2024 年，我国快递业务量和业务收入分别完成 1745 亿件和 1.4 万亿元，同比分别增长 21%和 13%。2024 年，快递行业实现历史性突破，并且连续 11 年保持业务量全球第一。

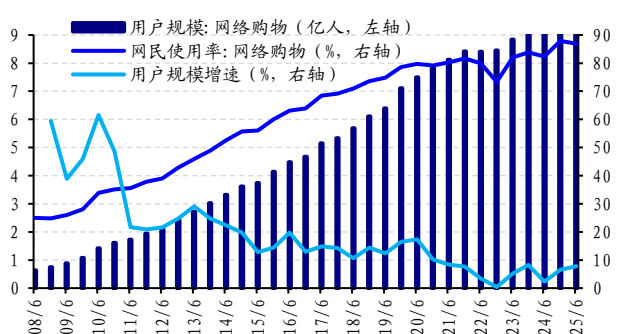
2025 年 1-9 月快递业务量 1450.8 亿件，同比+17.2%。小件化趋势持续、电商促销且退换货便捷，共同驱动 2025 年前 9 个月件量增速超过邮局局对 2025 年全年件量增速超 8%的预测。

图9：电商交易额及同比增速



数据来源：Wind，HTI

图10：网络购物用户规模及同比增速，网民使用率



数据来源：Wind，HTI

图11: 快递行业业务量及同比增速 (1995-2025 年 9 月)



数据来源：国家邮政局官网、Wind，HTI

注：图中剔除 1993、1994、1997、2007 四年异常增长值（1993：124.79%、1994：86.42%、1997：-3.07%、2007：345.34%）

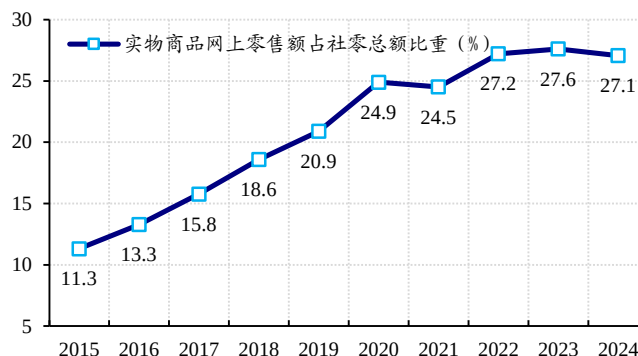
2024 年，在全面推进“消费品以旧换新”政策、电商平台创新性调整促销周期策略等因素的影响下，消费市场潜能加速释放，带动相关商品销售保持增长，电商平台销售额表现亮眼。根据国家统计局公布的数据，2024 年全国实物商品网上零售额为 130816 亿元，同比增长 6.5%，中国网购规模持续稳定增长，已连续 12 年成为全球最大网络零售市场。

图12: 实物商品网上零售额累计额及增速



数据来源：Wind，HTI

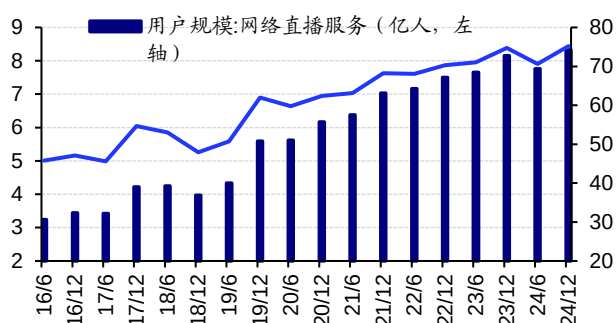
图13: 实物商品网上零售额：占社零总额比重



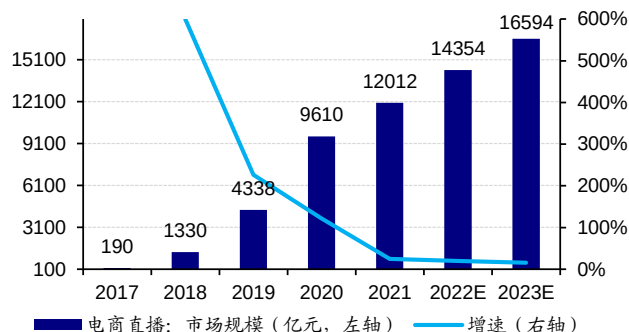
数据来源：Wind，HTI

得益于我国完备的互联网基础设施建设、物流网络及多样化电商平台，我国拥有世界最大电商市场。电商新模式丰富多样，涌现出直播带货、短视频、社交电商、兴趣电商等一批“电商新模式”，短视频、直播带货等新型数字内容的高质量创新，带来了消费场景的变化和重构，推动电商新模式从传统的“人找货”模式转向“货找人”模式，从被动等待用户搜索转变为更加积极预判用户偏好。

此外，随着短视频和直播带货等新兴电商模式的迅速发展，消费者网上购物表现出即时性、碎片化和下沉化的趋势。我们认为，当前电商发展正呈现“双螺旋”上升态势，一方面，传统电商通过供应链优化与品类拓展夯实基本盘；另一方面，新兴电商依托技术创新与模式迭代开辟新渠道。

图14：网络直播：用户规模及网民使用率


数据来源：Wind，HTI

图15：电商直播：市场规模及同比增速


数据来源：Wind，HTI

3.2. 政策持续加码，引导行业回归理性竞争

我们认为，电商快递公司的产品和服务同质化程度高，价格竞争成为很多电商快递公司扩大份额的主要手段。同时，资本助力新的竞争者入局电商快递市场，低价竞争成为新进入者快速抢占市场的主要策略。2020年下半年起，低价抢量的手段冲击电商快递行业原有竞争格局，价格战愈演愈烈，行业单票收入增速不断回落。2021年1月，单票收入增速降至低点-22.82%。

随后，监管部门多次出台相关政策，整治快递业恶性价格战乱象。2021年9月，《浙江省快递业促进条例》的出台是电商快递价格战放缓的重要标志。同时，针对七部门联合印发的《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》，主要快递服务企业于9月普遍上调派费，切实提高快递业务员的投递报酬，保障快递员权益。此后，快递行业服务单价有所提升，价格竞争态势明显放缓，行业价格回归合理水平。

2024年8月，国家邮政局在会议中强调，坚决防止恶性竞争，快递企业应推动开展差异化竞争，促进市场竞争良性发展。此外，会议还提出，整个行业需将发展的重心转向提升质量和效益，实现快递服务由量的扩张向质的提升的转变，用优质服务推动高质量的发展。

2025年7月，国家邮政局召开快递企业座谈会，强调快递企业要积极推动解决“内卷式”竞争和农村地区领取快件违规收费等突出问题。25年下半年来，反内卷监管效果逐步扩散。7月义乌底价率先要求提升快递单价约0.2元；8月广东多地跟进上调底价约0.4元，并高于义乌；福建多家快递企业明确规定0.3千克以内的快递最低价格不得低于1.5元。华中、华北、东北、西南等重点地区快递提价，9月江西、湖北快递价格上涨0.2元/票并计划10月进一步上涨；湖南快递价格上涨0.3元/票；京津冀地区和辽宁亦通知9月起上调快递价格。中转枢纽城市上海、连云港等也随后提价。

表5：快递行业相关政策

时间	政策及相关会议	关键内容
2021/4/22	《浙江省快递业促进条例（草案）》	草案审议通过，明确规定“快递经营者不得以低于成本价格提供快递服务”
2021/6/23	《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》	明确了到“十四五”末期要实现的主要目标，即快递员群体合法权益保障的相关制度机制基本健全，快递员群体薪资待遇更趋合理，社保权益得以维护；提出了利益分配、劳动报酬、社会保险、作业环境、企业主责、规范管理、网络稳定、职业发展等八项任务措施，初步明确了做好快递员权益保障工作的路径。
2021/8/31	反对快递企业对快递员以罚代管	邮政管理部门坚决反对企业“一边增加派费、一边增加罚款”，将督促企业采取有效措施，整顿内部的以罚代管行为。
2021/9/29	《浙江省快递业促进条例》	规范快递业经营服务行为，保护消费者、快递从业人员和快递经营企业等各方主体合法权益，促进快递业高质量发展
2021/12/3	国家邮政局召开快递企业座谈会	快递企业要巩固好维护末端网络稳定、保障快递小哥群体合法权益等方面的工作成效。要旗帜鲜明反对“内卷”，防范不正当竞争，反对损害行业利益、损害员工利益的行为。
2022/1/7	《快递市场管理办法（修订草案）》（征求意见稿）	不得无正当理由以低于成本价格提供快递服务
2023/4/17	切实保障好快递员群体合法权益	强调要切实保障好快递员群体合法权益，持续推动邮政快递业高质量发展
2024/8/22	国家邮政局在上海召开规范市场秩序、提升服务质量专题会议	会议要求：一是坚决防止恶性竞争，推动开展差异化竞争，促进市场竞争良性发展，共同把“蛋糕”做大做好，形成多赢局面；二是着力提升 快递服务质量竞争力，推动快递服务从“有没有”向“好不好”转变， 以高品质服务助力高质量发展；三是持续提高创新发展能力。
2025/4/2	中共中央办公厅 国务院办公厅 《关于完善价格治理机制的意见》	关于完善价格治理机制的意见：防止经营者以低于成本的价格开展恶性竞争。强化交通运输、旅游、教育、网络交易等重点领域价格收费行为监管。
2025/7/29	国家邮政局召开快递企业座谈会	快递企业要积极推动解决“内卷式”竞争和农村地区领取快件违规收费等突出问题，维护好行业良好发展业态。快递企业总部要履行好主体责任，创新经营模式，努力提升农村地区快递服务的适应性和可持续性。要大力强化合规意识，健全长效机制，深入排查风险隐患，加强企业内部管理，确保网络平稳运行和基层网点稳定，促进企业高质量发展。邮政管理部门要加大监管和执法力度，切实维护消费者和快递从业人员合法权益，营造市场化、法治化、国际化营商环境。

资料来源：国家邮政局官网，浙江省人民政府官网，中国政府网，浙江人大官网，HTI

我们认为，旺季供需变化和监管政策对单票收入有较大影响。

快递行业竞争焦点将由价格驱动转向价值驱动。我们认为，虽然头部快递在公司发展过程中都越来越重视科技的力量，在不断加大研发投入，但不可否认，快递行业整体仍属于传统行业。价格战是这个传统行业出清的必经之路，而消费升级的背景下，快递业务量不断增长的过程中，末端消费者、商家对快递服务品质提出了更高的要求。“规模效应下成本降低—降价—获取业务量—实现进一步规模效应”的闭环逻辑逐渐走弱，快递产品服务升级和客户分层将逐渐成为快递公司的竞争策略，行业竞争焦点将由价格驱动转向价值驱动。我们认为，公司竞争力的关键还是要看是否具备定价能力，服务质量和客户体验在一定程度上可以反映定价能力。长期来看，主要快递企业若要巩固行业龙头地位，不但需要通过自动化和数字化设备的不断投入及升级来实现降本增效，也需要积极打造和构筑差异化产品体系，以应对消费者多层次、个性化、差异化的快件寄递需求。

图16: 快递行业: 单票收入同比增速 (2018 年 1 月-2025 年 9 月)

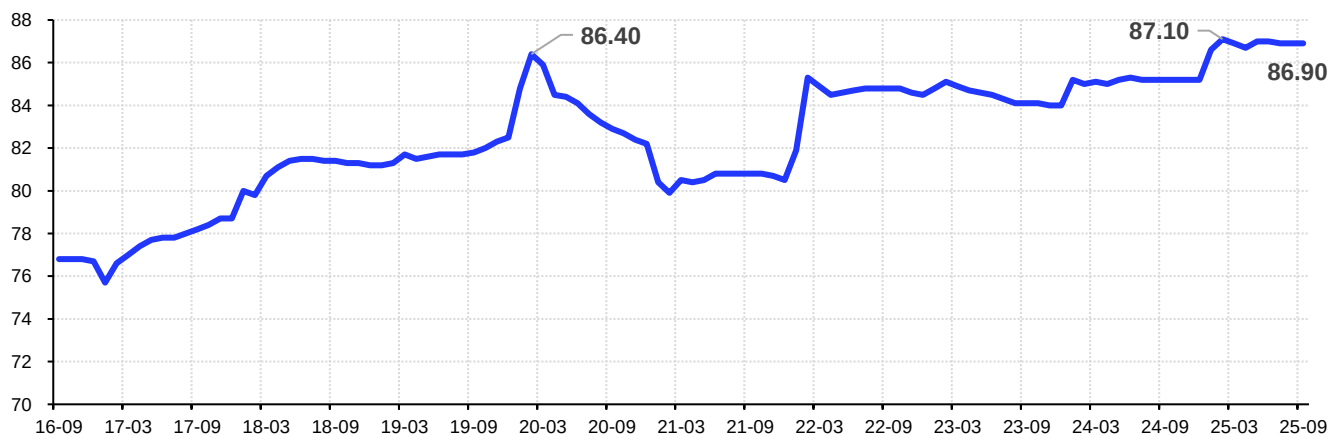


数据来源: Wind, HTI

3.3. 行业格局: 龙头份额战持续, 市场集中度提升

2021 年, 快递行业内并购整合事件加速部分品牌和企业出清, 市场向头部企业聚集演化。2025 年 1-9 月, CR8 指数达到 86.9。我们认为, 随着头部快递企业规模效应及成本优势进一步显现, 部分中小型快递企业或将逐步退出市场, 快递行业集中度仍具备一定提升空间。

图17: 快递服务品牌集中度指数 CR8 (2016 年 9 月-2025 年 9 月)



资料来源: 国家邮政局, Wind, HTI

表6: 快递行业并购事件列表

时间	并购事件
2017 年	苏宁物流全资收购天天快递，开启了天天快递转型升级的新征程。
2018 年	苏宁将原有物流业务与天天快递进行整合
2019 年 7 月	优速快递加入壹米滴答集团，成为其快递品牌
2019 年 11 月	唯品会与顺丰控股达成业务合作，唯品会将终止旗下自营快递——品骏的快递业务，并委托顺丰提供配送服务
2020 年 8 月	京东物流与跨越速运达成战略合作，携手共建行业领先的一体化供应链服务
2021 年 10 月	极兔速递以 68 亿人民币收购百世集团中国快递业务
2022 年 8 月	京东物流通过全资控股子公司京东卓风收购德邦股份
2023 年 5 月	极兔速递以 11.83 亿人民币收购顺丰丰网
2025 年 10 月	申通快递以 3.62 亿人民币收购丹鸟物流

资料来源：天天快递官网，京东物流微信公众号，壹米滴答官网，极兔速递官网，德邦物流股份有限公司关于宿迁京东卓风企业管理有限公司全面要约收购公司股份交割完成的公告，申通快递官网，HTI

4. 公司业务分析

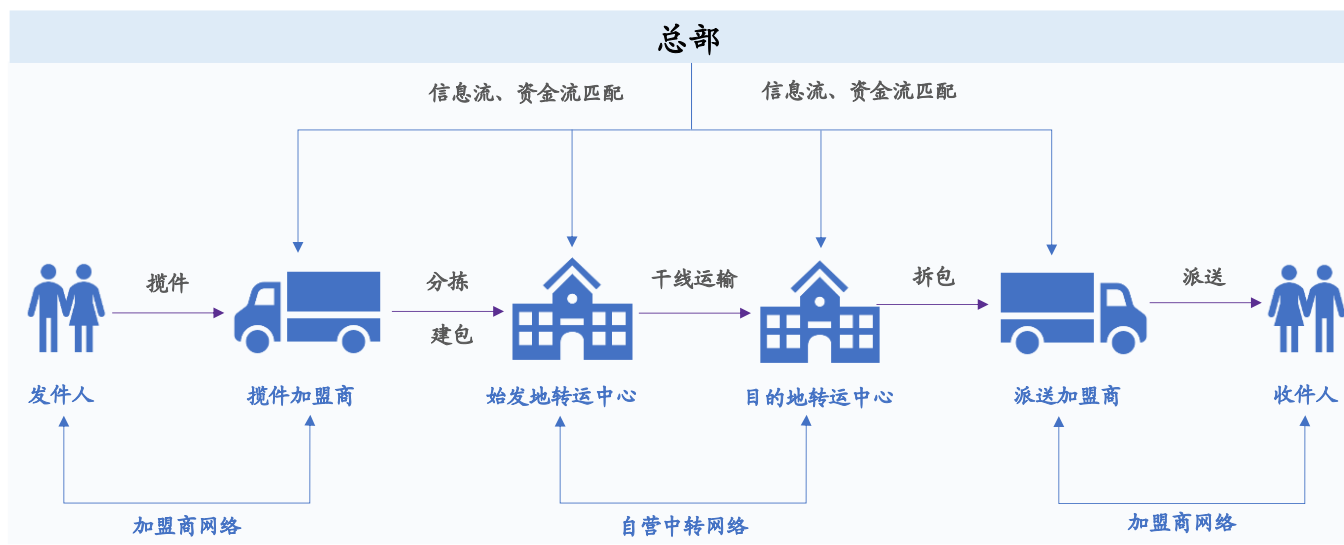
4.1. 快递业务：量、本、利均衡发展

4.1.1. 加盟模式

快递行业的优势在于小批量、高频次、高时效的终端配送，主要进入壁垒在于配送网络的完善程度。“揽交转运派”是快递包裹的全周期，涉及的快递网络主要分为末端收派网络和干线中转网络，前者对网络的广度、深度及密度有较高要求，后者则是整个网络的骨架和关键节点。运输能力、网点覆盖程度和管理水平将直接决定快递企业的服务能力和服务水平，并直接影响企业在快递业的竞争力。

加盟模式下，中通负责干线运输及中转分拣等核心环节，并通过加盟商将末端收派网络延伸至全国各地，有效地提高了服务网络的广度及深度。其次，加盟模式可以使公司灵活地调整淡季和旺季之间的资源利用率，降低成本，并减少网络合作伙伴负责的首公里和最后一公里的建设和运营费用。

图18: 加盟制快递企业的业务流程

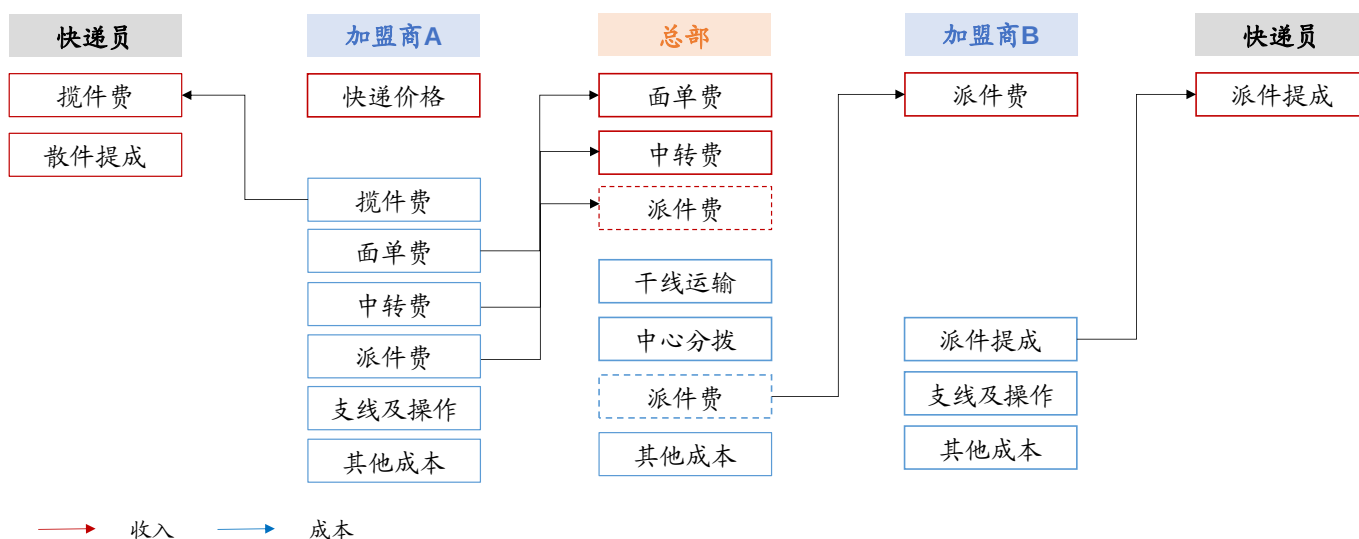


资料来源: HTI

然而, 加盟制快递也存在一定挑战, 例如如何保持一致的服务质量, 保证可靠的末端配送以及维持网络的稳定性等问题。其中, 在 2008 年前, 服务网点依靠收取揽件费来维持业务, 由于我国区域经济发展的不均衡性、电商商家的地域集中性和消费者的地域分布广泛性, 派件量明显高于揽件量的网点盈利能力差, 甚至亏损。

2008 年 4 月, 中通在通达系中率先实施了共享机制, 即开始向派件网点支付末端派送服务费, 以解决揽件及派件网点之间的收入及费用分配不公平的问题。我们认为, 共享机制加强了中通的网络稳定性。2008 年至今, 共享机制依然在中通的网内发挥平衡职能。

图19: 加盟制快递全链路收入分配



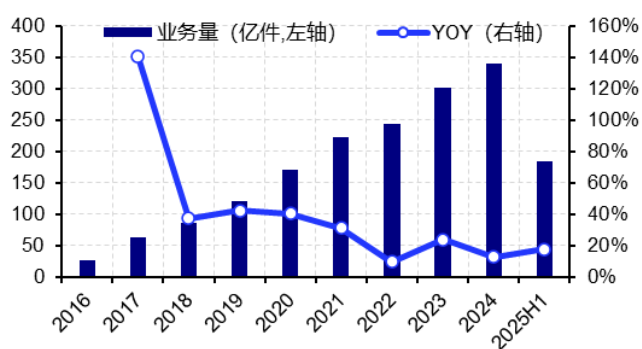
资料来源: 韵达 2021 年年报, HTI

4.1.2. 快递业务：业务量稳增，成本连年下滑

快递业务是公司的核心业务，占营业收入比一直维持在 85%以上，2014-2024 年快递业务收入复合增速为 38%，2025H1 快递业务收入同比增长 10.41%。其中，2016-2021 年，公司的业务量均保持 30%以上的增长。

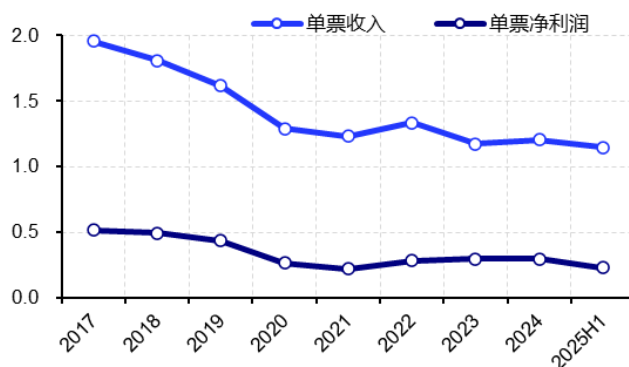
行业格局改善叠加高效的管理水平，公司的盈利能力持续提升，实现业务量及单票净利双升。

图20：中通快递业务量及增速



数据来源：Wind，HTI

图21：中通快递单票收入及单票净利润（Non-GAAP）



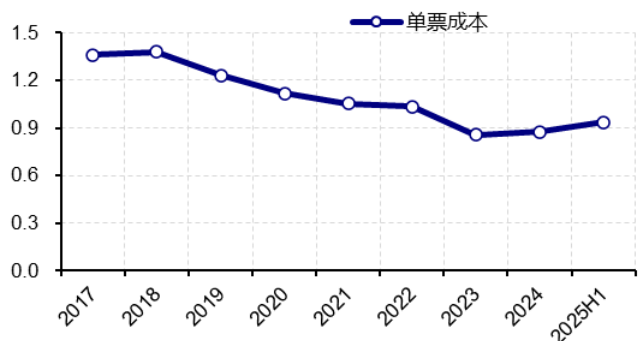
数据来源：Wind，HTI

规模经济已成为快递业盈利的关键。规模经济能够加强快递运营商控制成本的能力。快递成本主要包括运单成本、运输成本、转运中心成本及派件成本。目前，干线运输和中转成本是大多数运营商降低成本的主要关注点。

中通快递由于业务量大，转运中心和干线运输车辆数量多，在干线运输和中转成本方面处于行业领先地位，这降低了包裹的单位成本，同时提高了服务的竞争力。我们看到，在公司有效的管理下，其核心成本连年下降。

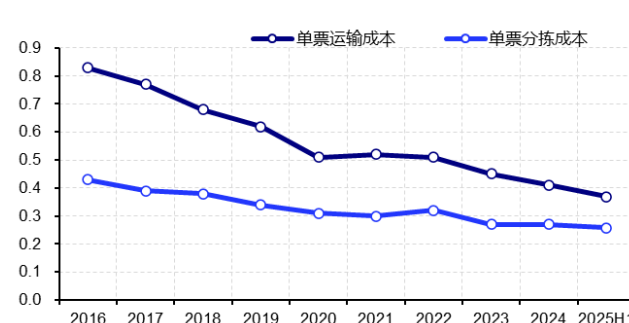
- 1) 运输成本下滑主要原因：规模效益、装载率提升及车线拉直。
- 2) 分拣成本下滑主要原因：规模效益及自动化水平的提升。

图22：中通快递单票成本



数据来源：Wind，HTI

图23：中通快递单票运输成本及单票分拣成本



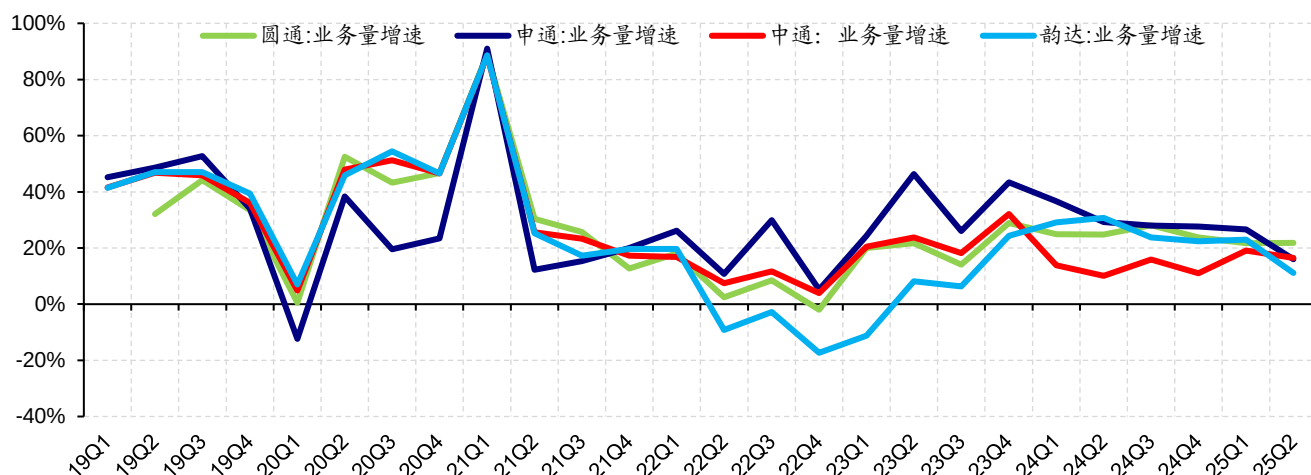
数据来源：Wind，HTI

4.1.3. 盈利能力稳健

2019-2025 年，价格战激烈演绎下（图 24），主要快递公司虽然业务量高速增长，但是盈利能力有所减弱（图 25、26）。其中，我们看到，中通的业绩虽然也有所下滑，但是其利润水平及盈利能力仍高于其他通达系公司。

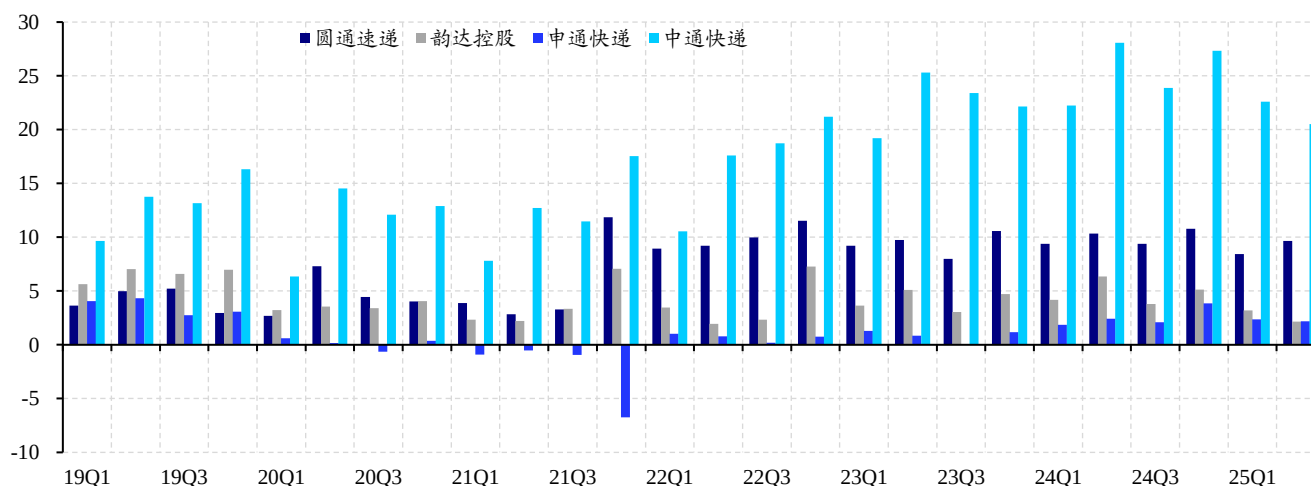
我们认为，在主要快递公司的降本空间渐趋瓶颈、规模效应逐渐减弱的情况下，单纯通过降低成本来维持盈利能力的策略或将面临挑战。我们认为，产品服务升级和客户分层将成为行业发展的新催化。

图24：通达系快递公司季度业务量增速



数据来源：国家邮政局官网、Wind，HTI

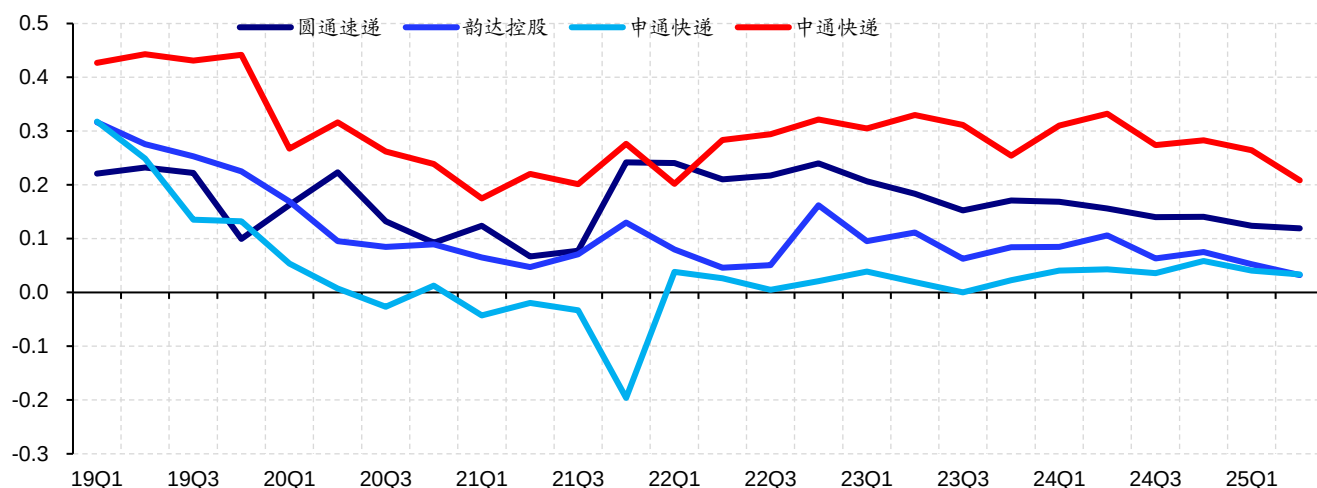
图25：通达系快递公司季度归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，中通快递季度财务公告，HTI

注：圆通、申通、韵达利润数据均为归母净利润，中通利润数据为 Non-GAAP 净利润

图26: 通达系快递公司季度单票归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 中通快递季度财务公告, HTI

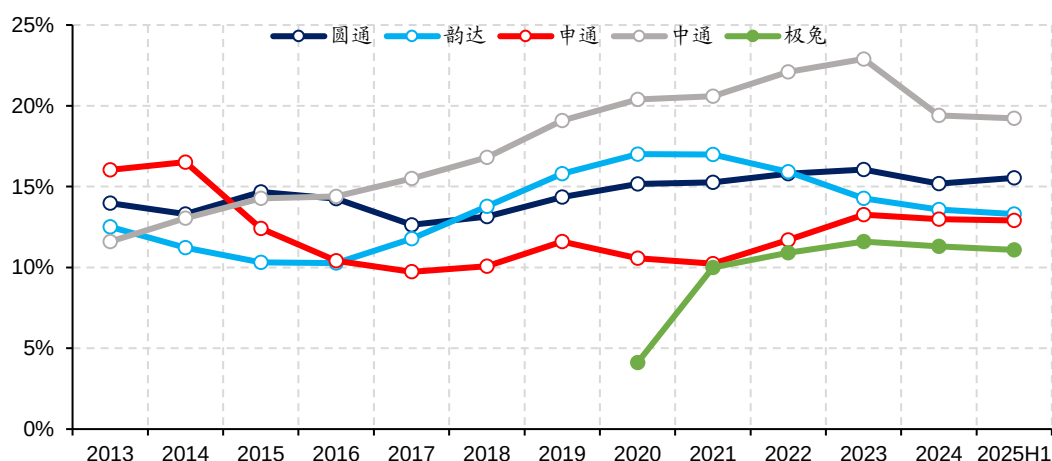
注: 圆通、申通、韵达利润数据均为单票归母净利润, 中通利润数据为单票 Non-GAAP 净利润

4.1.4. 市场份额保持领先

2013 年至今, 受益于早期对分拣等设备的大量投入以及有效的网络管理能力, 中通快递的市场份额稳步提升, 并于 2016 年实现弯道超车, 市场份额达 14.4%。此后, 中通不断加大对核心资产 (土地+厂房+车辆+分拣设备) 的投入并保持高效的网络管理水平, 一直占据市场份额第一的位置。

2024 年, 中通快递市场份额达 19.4%。24 年行业数据口径变化, 将邮政小包件量纳入, 基数变大, 相同口径下, 2023 年公司的市场份额为 21.0%。截至 2025H1, 中通快递市场份额为 19.22%, 小幅下滑但依旧保持行业领先。

图27: 主要快递企业: 市场份额 (按业务量)



资料来源: Wind, 中通快递公告, 极兔速递公告, HTI

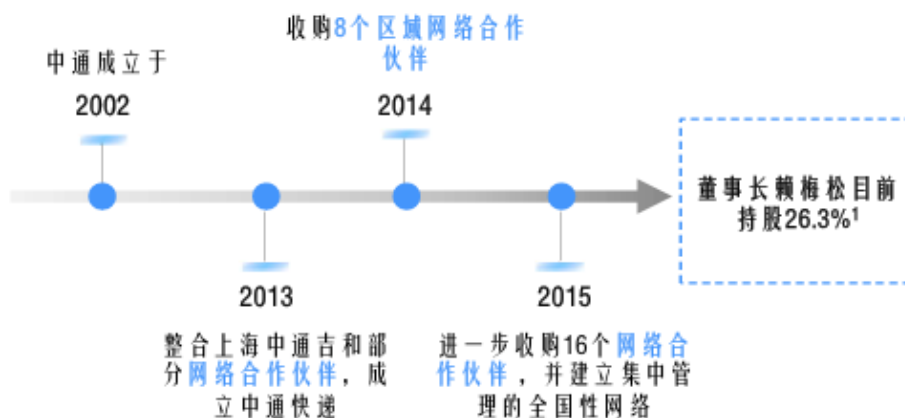
4.2. 竞争优势

4.2.1. “同建共享”理念传承至今

2010 年，中通快递正式提出“同建共享”理念，2015 年，公司完成了部分主要加盟商向股东员工的转换。通过这次重组，公司是通达系中第一个也是唯一一个将加盟制模式转变为中央决策架构。“同建共享”理念平衡了利益，建立了信任，为网络稳定性打下坚实基础，也助力公司成为行业龙头。

2024 年，公司的加盟商流失率约为 5%，属于行业流失率较低水平。

图28：中通快递重组历史

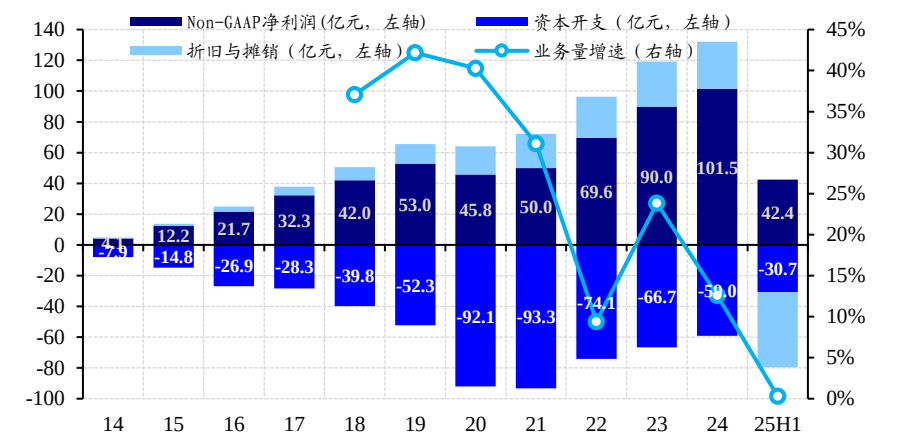


资料来源：Wind，中通快递公告，极兔速递公告，HTI

4.2.2. 重视核心资本的投入

2015-2019 年，中通的资本开支金额基本与净利润金额持平。2019 年，公司开始加大资本支出的力度。2020-2021 年，其资金投入约为其 Non-GAAP 净利润的 2 倍。2022-2025H1，资本开支逐年回落，我们认为，中短期内，中通快递的资本开支将维持温和收缩的趋势。

图29：中通快递归母净利润、资本开支及业务量增速（2014-2025H1）

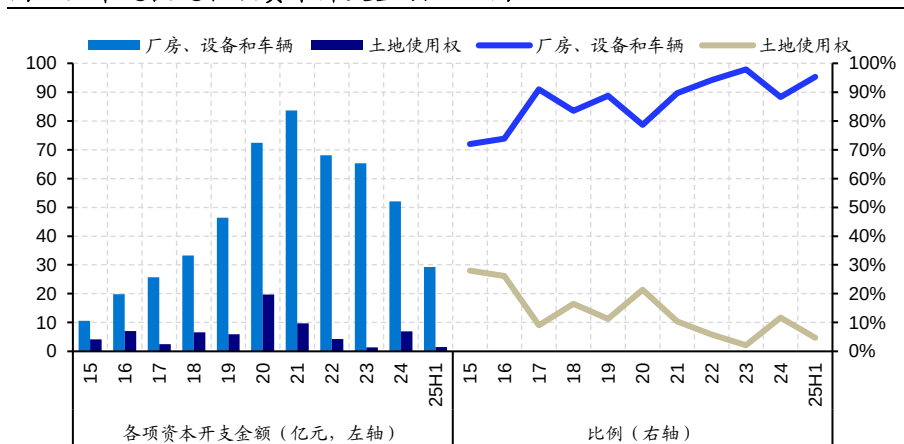


数据来源：公司公告，HTI

中通前期较注重土地使用权的投入，2015-2016 年，土地使用权的投资比例超 25%，2018 年，公司开始调整资本开支结构，加大厂房、设备和车辆的资金投入比例。截至 2025 年 H1，中通自营分拣中心数量达 94 个，较 2016 年的 69 个增加 25 个；自动化分拣线 690 套，较 2018 年的 120 套增加 570 套；运输车辆约 10000 辆，较 2016 年增加约 6400 辆。

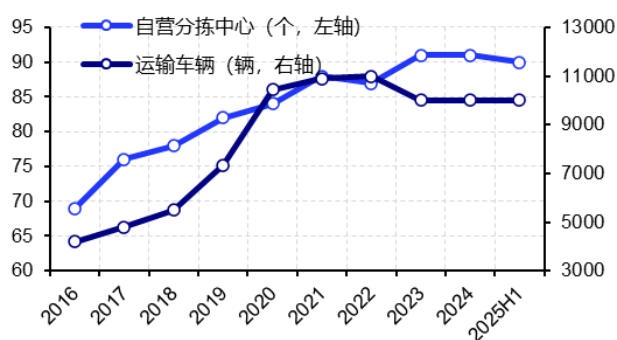
我们认为，自动化分拣设备的配置，一方面有助于提升转运枢纽的分拣能力和运行效率，降低转运环节的人工成本，满足公司日益增长的业务需求；另一方面可通过自动化分拣提高分拣效率、降低分拣差错率，提升快递服务的品质保障，为快递公司拓展高端商务市场、国际市场转型升级提供有效保障。

图30：中通快递各项资本开支金额及比例



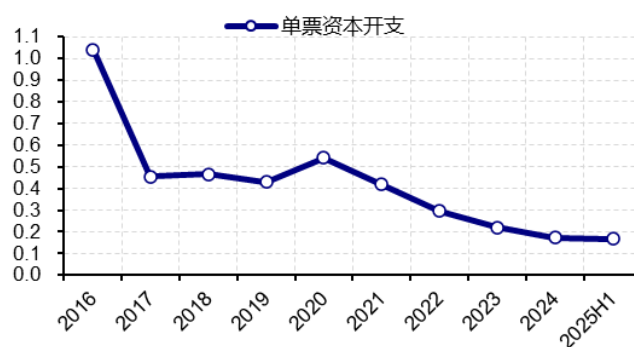
数据来源：公司公告，HTI

图31：中通快递自营分拣中心和运输车辆数量



数据来源：Wind，HTI

图32：中通快递单票资本开支（元/票）

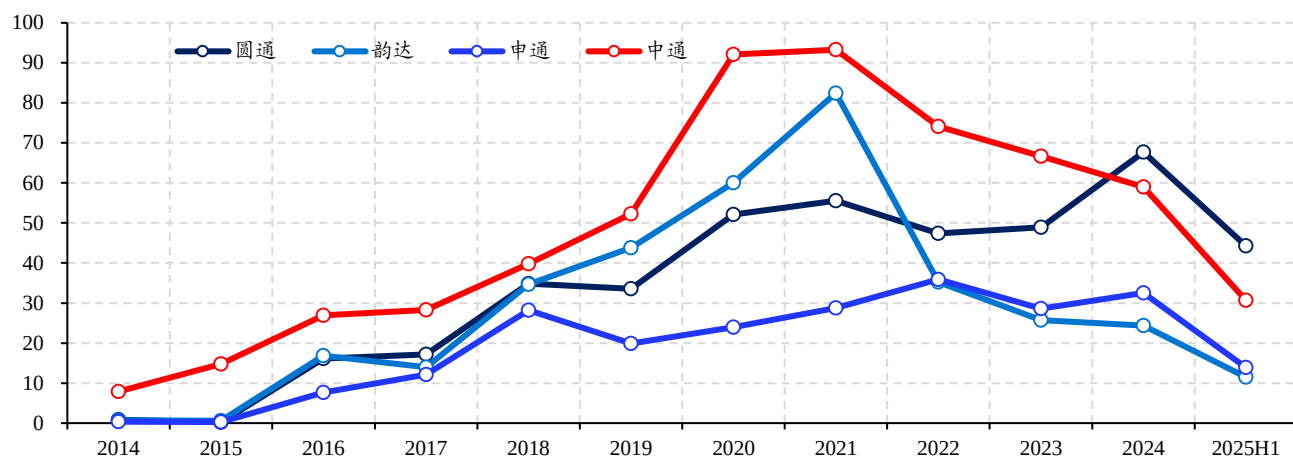


数据来源：Wind，HTI

我们看到，中通与其他通达系公司在资本开支方面也一直存在差距。2014 年，中通还未登陆资本市场，其资本开支金额水平就已超过圆通、韵达及申通。

我们判断，中通、韵达和圆通在 2021 年已达到或者接近资本开支高峰，今后资本开支金额会呈现出下降趋势，同时三家公司也在根据公司发展情况，调整资本开支的投入方向。

图33：通达系快递企业：资本开支金额（亿元）



数据来源：Wind，HTI

5. 风险提示

价格战卷土重来、业务量增速不及预期、人力成本大幅增加、油价波动。

中通快递(开曼)有限公司是一家控股公司，主要透过全国性网路提供快递服务和其他增值物流服务。快递服务主要包括包裹分拣和线路运输。该公司直接向企业客户提供快递服务，包括垂直电子商务和传统商户，以及向最终消费者交付产品。该公司也提供货运代理服务。该公司主要在国内市场开展业务。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
Zto Lms Holding Limited	25.8000
阿里巴巴集团控股有限公司	8.8000
Zto Wjl Holding Limited	5.2000
0	0.0000
0	0.0000
0	0.0000
0	0.0000
0	0.0000
0	0.0000
0	0.0000
合 计	39.8000

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Investment Advice: Rated 'Outperform' with a target price of 195.99 HKD, corresponding to 15x P/E in 2025. We project ZTO Express revenue for 2025-2027 at 47.11/51.69/57.71 billion RMB, with YoY growth of 6%/10%/12%. Net profit attributable to shareholders is expected at 9.57/10.63/11.93 billion RMB, with YoY growth of 8%/11%/12%, and EPS of 11.89/13.22/14.83 RMB. Using a cautious PE valuation method and a HKD/RMB exchange rate of 0.91, we set a target price of 195.99 HKD, corresponding to 15x P/E in 2025, rated 'Outperform'.

'Tongjian Sharing' Concept for Stable Franchise Network: ZTO Express introduced the 'Tongjian Sharing' concept in 2010 and converted major franchisees to shareholders by 2015. ZTO is the first and only Tongda Operator to do so, aligning interests and building trust, laying a solid foundation for network stability and industry leadership.

Early Focus on Core Capital Investment: Since 2013, ZTO's market share has steadily increased due to early investments in sorting equipment and effective network management, achieving a market share of 14.4% in 2016. ZTO continues to invest in core assets (land, plants, vehicles, sorting equipment) and maintains efficient network management, holding the top market position.

Balanced Development of Volume, Base, and Profit: While pursuing parcel volume and market share growth, the company remains focused on profitability and cost control. With improved industry structure, both parcel volume and per parcel profit have increased.

Risk Warning: Resurgence of price wars, weaker than expected parcel volume growth, significant increase in labor costs, and oil price fluctuations.

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 30 个自然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 30 calendar 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 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布			截至 2025 年 6 月 30 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	92.3%	7.5%	0.2%	92.6%	7.2%	0.2%
投资银行客户*	3.3%	3.9%	0.0%	2.9%	4.1%	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 September 30, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2025		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.3%	7.5%	0.2%	92.6%	7.2%	0.2%
IB clients*	3.3%	3.9%	0.0%	2.9%	4.1%	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：海通国际可能会对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 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、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. (“HTIJK”) 的协助下发行, HTIJK 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. (“HTIJK”), 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 (“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”). HSIPL 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, HTIJK 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 130 West 42nd Street, FL 18, 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.

130 West 42nd Street, FL 18

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 130 West 42nd Street, FL 18, 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.

130 West 42nd Street, FL 18

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权益权益。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、广告或公开发售。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”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

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".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

ZTO Express - 2057 HK

