下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·行业动态

快递供需均呈现拐点，9 月多地开启新一轮全面提价

物流

核心观点

1）件量增速仍承压于去年高基数：去年 8 月虽然开启反内卷，但初期阶段行业增速仍有 10-15%，高基数效应仍在，8 月行业增速 2.7%仍是中低个位数水平，略高于实物线上社零增速 2.2%。

2）整体价格同环比保持正增但出现“两个分化”：“品牌间分化”（圆通和申通<剔除丹鸟>总部价格已经低于反内卷前，韵达价格则维持较高同比涨幅），“区域间分化”（义乌和华北地区价格压力较大，广东地区维持价格稳健）。

继 9.9 日河南省涨价后，义乌反内卷“提价+锁盘”组合拳 9.19 日&安徽涨价正式落地，全量快件在现价基础上增加 0.15-0.3 元/票，并且有配套封盘。

行业动态信息

行业综述：从交运各子板块相对沪深 300 的表现来看，本周（9 月 14 日-9 月 18 日）交运板块整体下跌，其中快递板块涨幅 1.59%。

快递：快递供需均呈现拐点，9 月多地开启新一轮全面提价

件量增速仍承压于去年高基数：去年 8 月虽然开启反内卷，但初期阶段行业增速仍有 10-15%，高基数效应仍在，8 月行业增速 2.7%仍是中低个位数水平，略高于实物线上社零增速 2.2%。

整体价格同环比保持正增但出现“两个分化”：“品牌间分化”（圆通和申通<剔除丹鸟>总部价格已经低于反内卷前，韵达价格则维持较高同比涨幅），“区域间分化”（义乌和华北地区价格压力较大，广东地区维持价格稳健）。

个股层面有几个提示关注的变化：申通件量增速，即使剔除丹鸟后继续强劲表现，8 月市占率再创历史新高；圆通单月市占率超过 17%，与中通市占率差距继续缩窄至 2.5pct 以内的历史最近值。

继 9.9 日河南省涨价后，义乌反内卷“提价+锁盘”组合拳 9.19 日&安徽涨价正式落地，全量快件在现价基础上增加 0.15-0.3 元/票，并且有配套封盘。经测算，圆通/中通/申通/韵达总部层面，由于涨价可带来不同程度业绩弹性。

【投资建议】供需均呈现拐点，快递短期低估值高弹性、长期高分红的投资价值显现。存量竞争下，监管反内卷的决心和力度一再展现，同时产业内对产能扩张预期下降（分红比例未来均可不断提升）。接下来快递行业的竞争和业绩释放的核心——要么全链条降本（圆通今年更明显），要么提升服务体现溢价（申通整合丹鸟弹性更大）。

维持　　强于大市

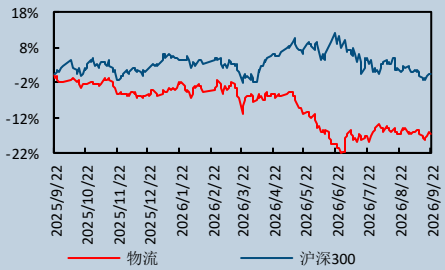
梁骁
liangxiaobj@csc.com.cn
010-56135284
SAC 编号:S1440524050005

韩军
hanjunbj@csc.com.cn
SAC 编号:S1440519110001
SFC 编号:BRP908

宗枫
zongfeng@csc.com.cn
SAC 编号:S1440525120004
SFC 编号:BYO066

发布日期：　2026 年 09 月 22 日

市场表现



相关研究报告

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、行情综述：快递板块上涨.....1
1.1 A 股市场：快递板块上涨.....1
1.2 港股及海外市场：快递物流板块下跌.....1
二、行业动态：快递供需均呈现拐点，9 月多地开启新一轮全面提价.....3
2.1 件量： 8 月快递行业业务量同比增长 2.7%.....3
2.2 价格：8 月快递单票收入为 7.66 元/件，同比上涨 4.0%.....6
2.3 上游：8 月份实物商品网络零售额同比增长 2.2%.....7
三、竞争格局：圆通 8 月单月市占率超过 17%，与中通差距继续缩窄.....9
四、投资评价和建议.....11
风险分析.....11

下载日志已记录，仅供内部参考

图目录

图 1: 交通运输行业各子板块与沪深 300 的超额收益 1
图 2: 交通运输行业涨跌幅股票排名前十（单位：%） 1
图 3: 快递板块涨跌幅表现（单位：%） 1
图 4: A 股市场快递物流板块主要标的股价表现及估值 1
图 5: 港股及海外市场快递物流板块主要标的股价表现及估值 2
图 6:快递周度揽收量变化情况（单位：亿件） 3
图 7: 快递周度派送量变化情况（单位：亿件） 3
图 8: 全国整车货运流量约为 2019 年日均值的 4.81% 3
图 9: 江西整车货运流量约为 2019 年日均值的 31.93% 3
图 10: 安徽整车货运流量约为 2019 年日均值 26.21% 3
图 11: 广西整车货运流量约为 2019 年日均值 28.48% 3
图 12: 2 月 20 日海南、江西、安徽整车货运流量同比分别提升 71.3pct、49.4pct、48.1pct 4
图 13: 规模以上快递业务收入同比增速（亿元，%） 4
图 14: 规模以上快递业务量增速（亿件，%） 5
图 15: 同城、异地、国际快递收入及同比（亿元，%） 5
图 16: 同城、异地、国际快递业务量及同比（亿件，%） 5
图 17: 东、中、西部地区快递收入及同比（亿元，%） 6
图 18: 东中西部地区快递业务量及同比（亿件，%） 6
图 19: 规模以上快递业务单票收入及同比（元，%） 6
图 20: 同城、异地快递业务单票价格变化（元，%） 6
图 21: 东、中、西部单票价格变化（元，%） 6
图 22: 中国社会消费品零售总额同比增速（%） 7
图 23: 中国实物网上零售额累计同比增速（亿元，%） 7
图 24: 实物商品网上零售额占比（%） 7
图 25: 网上商品零售额吃穿用累计同比增速（%） 7
图 26: 中国电商物流指数(ELI) 8
图 27: 快递服务品牌集中度指数 CR8（单位：%） 9
图 28: 快递企业增速出现分化（单位：%） 9
图 29: 快递企业月度市占率变化（单位：%） 9
图 30: 快递企业单票收入（元/票） 9

下载日志已记录，仅供内部参考

一、行情综述：快递板块上涨

1.1 A 股市场：快递板块上涨

从交运各子板块相对沪深 300 的表现来看，本周（9 月 14 日-9 月 18 日）交运板块整体下跌，快递板块涨幅 1.59%。

图 1: 交通运输行业各子板块与沪深 300 的超额收益



数据来源：Wind，中信建投

图 2: 交通运输行业涨跌幅股票排名前十（单位：%）

排名	证券简称	涨幅	证券简称	跌幅
1	瑞茂通	19.4	三羊马	-8.4
2	富临运业	6.0	大众交通	-8.2
3	圆通速递	5.1	北部湾港	-7.6
4	招商轮船	4.2	厦门象屿	-6.7
5	新宁物流	3.9	德新科技	-6.6
6	招商南油	3.8	锦江在线	-6.1
7	青岛港	3.3	海晨股份	-5.7
8	南京港	2.8	凤凰航运	-4.7
9	中远海能	2.6	三峡旅游	-4.7
10	中远海发	2.5	皖通高速	-4.4

数据来源：Wind，中信建投

图 3: 快递板块涨跌幅表现（单位：%）

排名	证券简称	涨幅	证券简称	跌幅
1	圆通速递	3.5		
2	申通快递	3.4		
3	韵达股份	3.0		
4	顺丰控股	0.4		

数据来源：Wind，中信建投

图 4: A 股市场快递物流板块主要标的股价表现及估值

细分行业	上市公司	股票代码	市值（亿元）	周涨跌幅	年初至今涨幅	PE（TTM）	PB	EV/EBITDA
快递	顺丰控股	002352.SZ	1,593.46	0.44%	-17.46%	14.89	1.62	5.74
	申通快递	002468.SZ	228.09	3.40%	11.83%	11.70	1.94	6.97
	圆通速递	600233.SH	627.82	3.47%	14.09%	11.08	1.71	7.79
	韵达股份	002120.SZ	202.07	2.95%	6.69%	12.31	0.96	6.94

数据来源：Wind，中信建投

1.2 港股及海外市场：快递物流板块下跌

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5: 港股及海外市场快递物流板块主要标的股价表现及估值

细分行业	上市公司	股票代码	市值（亿美元）	周涨跌幅	年初至今涨幅	PE（TTM）	PB	EV/EBITDA
快递	联合包裹服务(UNITED PARCEL)	UPS.N	852.23	-0.11	5.78	18.65	5.98	8.81
	联邦快递(FEDEX)	FDX.N	723.93	-1.57	7.14	16.33	3.00	7.93
	中通快递	ZTO.N	159.25	1.21	1.45	10.51	2.09	8.78
	中通快递-SW	2057.HK	158.61	0.37	2.04	10.47	2.09	8.88
	京东物流	2618.HK	88.46	-2.97	-8.32	8.19	1.50	2.57
	极兔速递-W	1519.HK	110.37	-3.86	-14.11	30.50	-1.68	15.25
快运	统领货运线	ODFL.O	363.06	-2.61	12.14	33.33	9.87	20.93
零担货运	TFI INTERNATIONAL	TFII.N	106.35	-4.05	22.80	31.67	4.79	10.91
	安能物流	9956.HK	18.33	0.00	2.62	16.77	5.37	5.72
仓储物流	ESR	1821.HK	70.02	0.00	8.38	-9.74	1.81	-32.52
跨境物流	中国外运	0598.HK	41.97	-0.11	1.51	7.53	0.81	0.00
	嘉里物流	0636.HK	13.52	-3.69	-13.23	7.38	0.50	3.15
	嘉泓物流	2130.HK	1.21	1.61	-5.95	36.61	2.35	6.41
卡车运输	JB 亨特运输服务	JBHT.O	222.39	-12.44	22.53	32.97	7.13	14.80
	KNIGHT-SWIFT TRANSPORTATION	KNX.N	108.51	-1.91	28.64	252.72	1.66	12.61
	SCHNEIDER NATIONAL	SNDR.N	57.08	-4.66	23.94	51.15	2.35	9.44
	沃纳企业	WERN.O	21.54	-3.67	21.12	-46.54	1.62	9.83
货运代理	DSV PANALPINA AS	0JN9.L	478.34	-0.40	-18.98	38.58	4.21	0.00
	德迅集团	KNIN.SIX	311.01	1.83	30.86	30.76	8.02	11.99
	罗宾逊全球物流	CHRW.O	179.74	0.68	-3.25	28.38	8.89	23.63
	XPO LOGISTICS	XPO.N	205.30	-3.75	29.01	50.82	18.04	19.91
合同物流	GXO LOGISTICS	GXO.N	53.42	1.61	-11.51	40.78	2.27	11.20
车货匹配平台	满帮集团	YMM.N	84.04	-0.86	-22.98	13.58	1.70	11.48

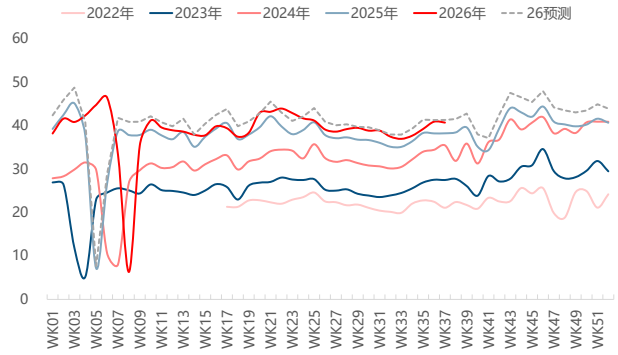
数据来源：Wind，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

二、行业动态：快递供需均呈现拐点，9 月多地开启新一轮全面提价

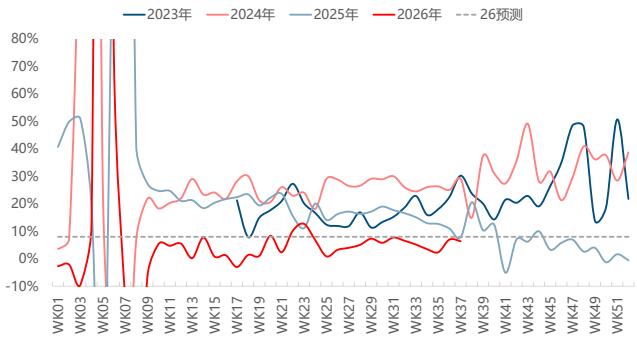
2.1 件量：8 月快递行业业务量同比增长 2.7%

图 6:快递周度派送量变化情况（单位：亿件）



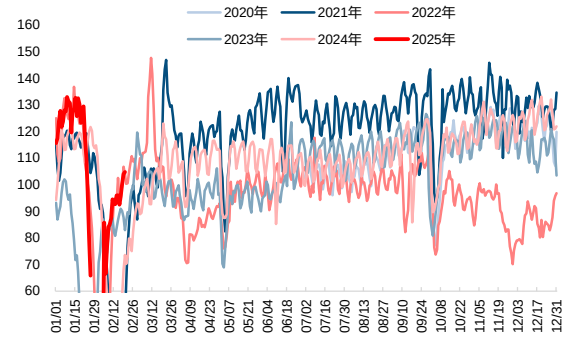
数据来源：交通运输部，中信建投

图 7: 快递周度派送量同比增速变化情况（单位：%）



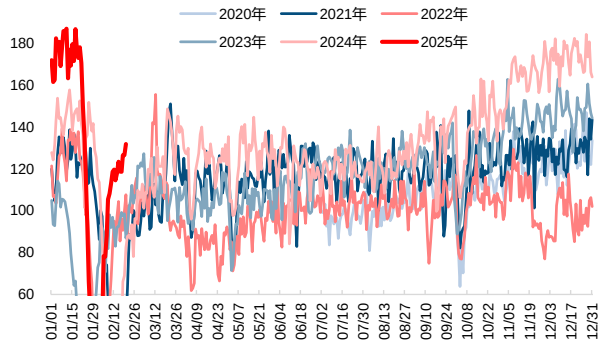
数据来源：交通运输部，中信建投

图 8: 全国整车货运流量约为 2019 年日均值的 4.81%



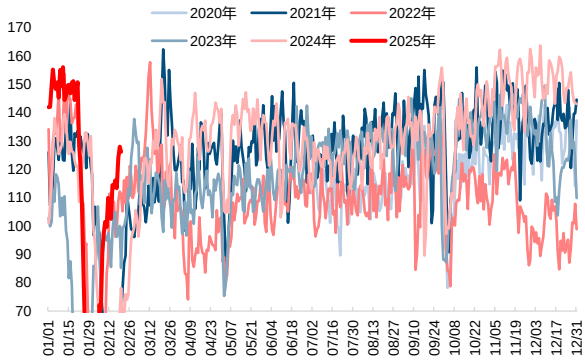
数据来源：G7 易流，中信建投；注：单位为%，为与19 年比值

图 9: 江西整车货运流量约为 2019 年日均值的 31.93%



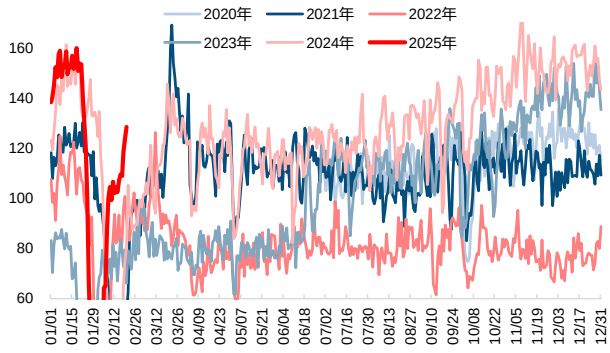
数据来源：G7 易流，中信建投；注：单位为%，为与19 年比值

图 10: 安徽整车货运流量约为 2019 年日均值 26.21%



数据来源：G7 易流，中信建投；注：单位为%，为与19 年比值

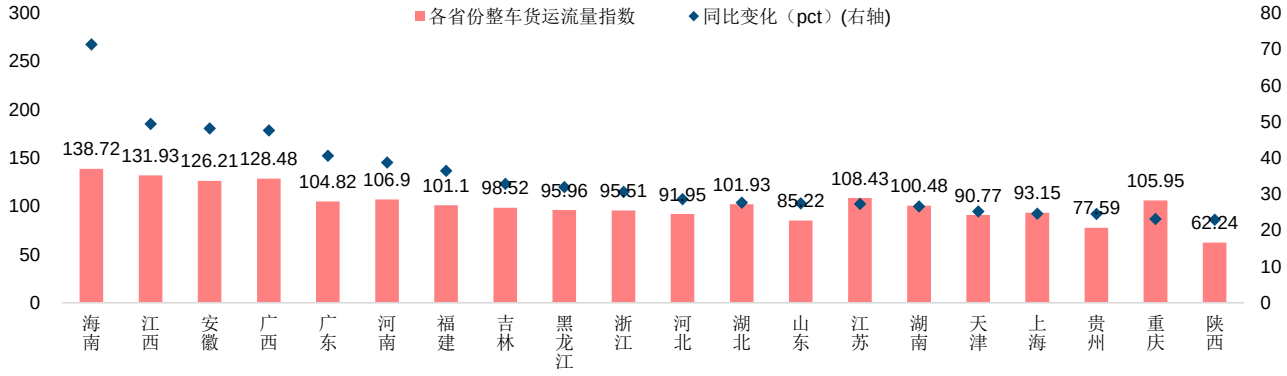
图 11: 广西整车货运流量约为 2019 年日均值 28.48%



数据来源：G7 易流，中信建投；注：单位为%，为与19 年比值

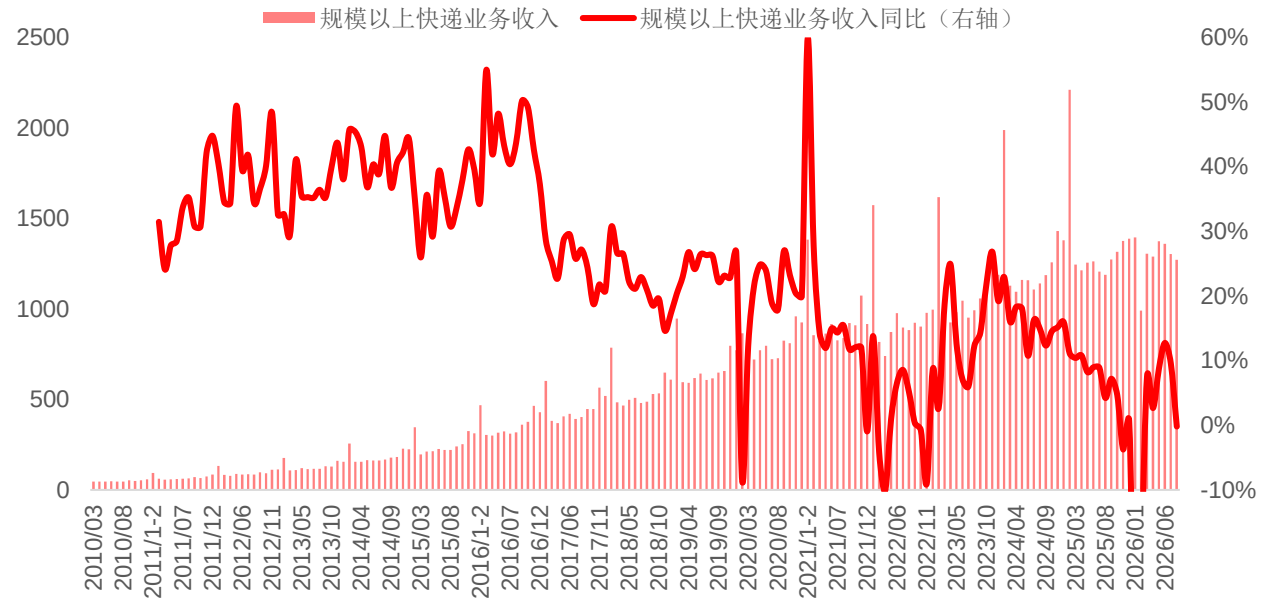
下载日志已记录，仅供内部参考

图 12: 2 月 20 日海南、江西、安徽整车货运流量同比分别提升 71.3pct、49.4pct、48.1pct



数据来源：G7 易流，中信建投

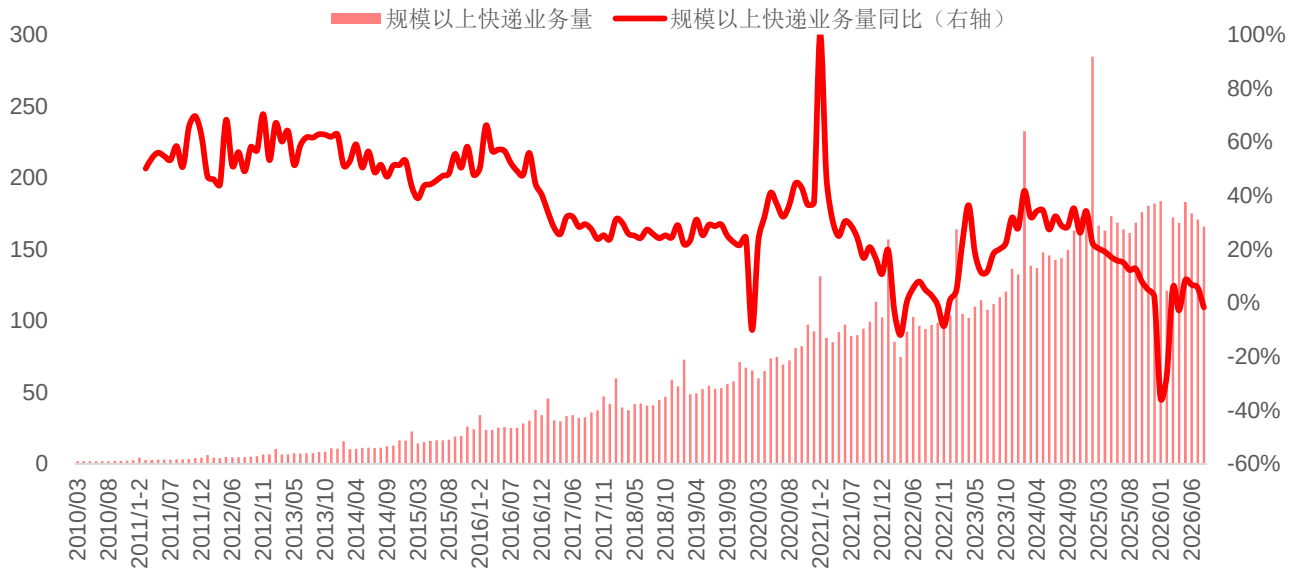
图 13: 规模以上快递业务收入同比增速（亿元，%）



数据来源：Wind，中信建投

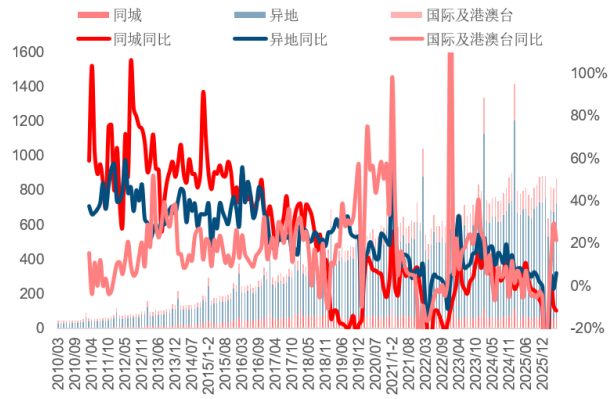
下载日志已记录，仅供内部参考

图 14: 规模以上快递业务量增速（亿件，%）



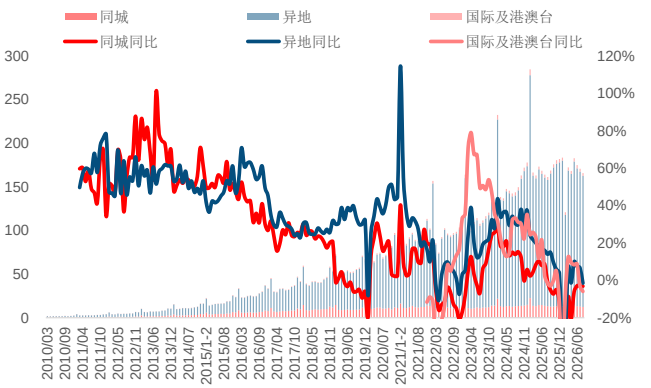
数据来源：Wind，中信建投

图 15: 同城、异地、国际快递收入及同比（亿元，%）



数据来源：Wind，中信建投

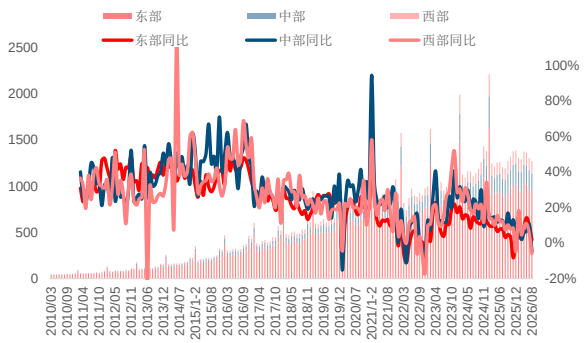
图 16: 同城、异地、国际快递业务量及同比（亿件，%）



数据来源：Wind，中信建投

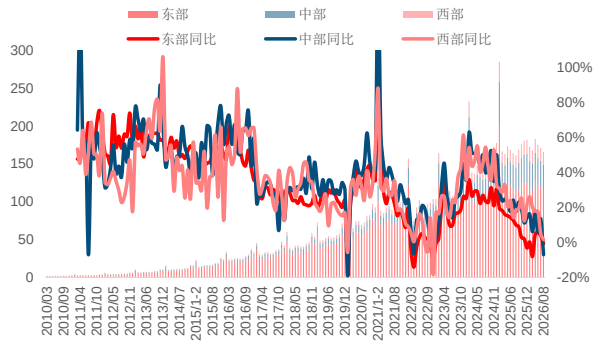
下载日志已记录，仅供内部参考

图 17: 东、中、西部地区快递收入及同比（亿元，%）



数据来源：Wind，中信建投

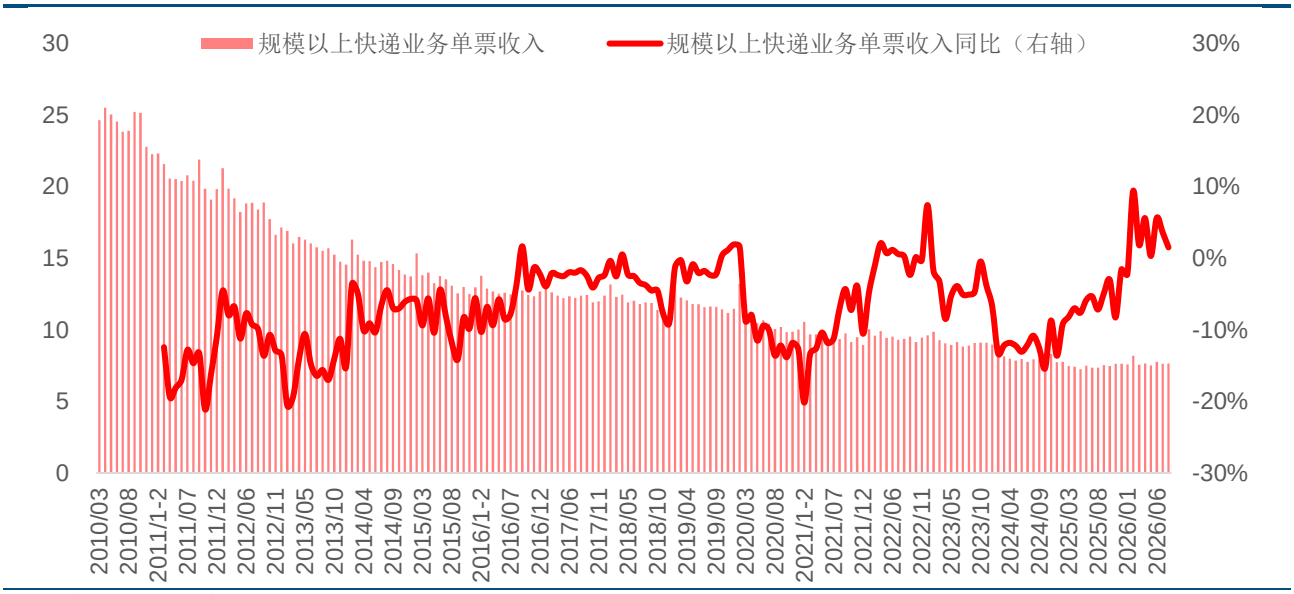
图 18: 东中西部地区快递业务量及同比（亿件，%）



数据来源：Wind，中信建投

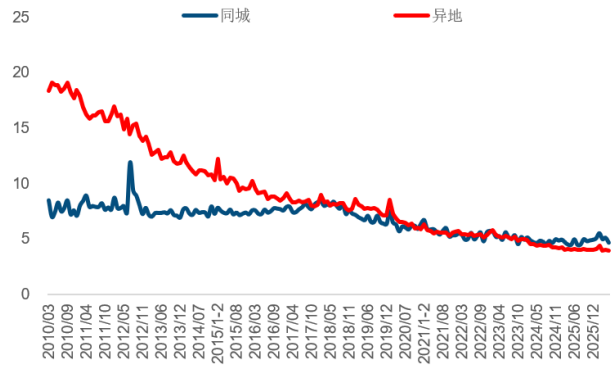
2.2 价格：8 月快递单票收入为 7.66 元/件，同比上涨 4.0%

图 19: 规模以上快递业务单票收入及同比（元，%）



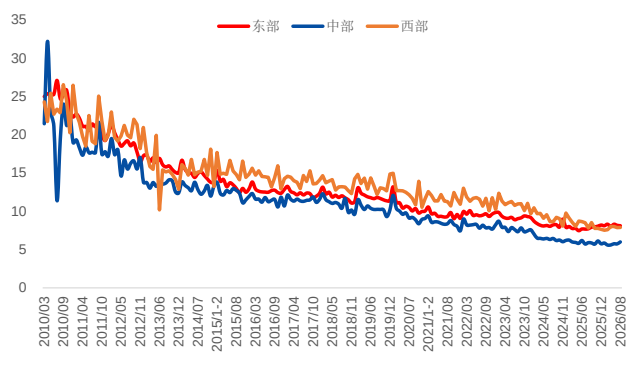
数据来源：Wind，中信建投

图 20: 同城、异地快递业务单票价格变化（元，%）



数据来源：Wind，中信建投

图 21: 东、中、西部单票价格变化（元，%）

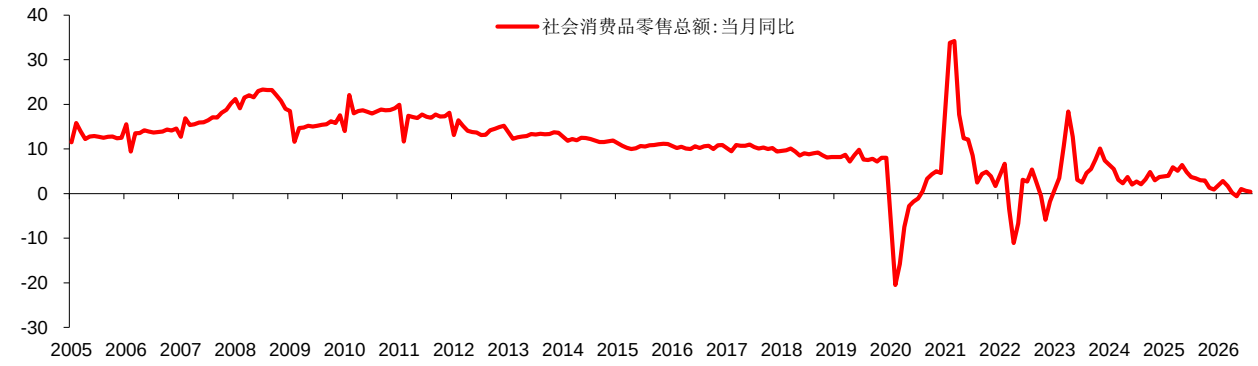


数据来源：Wind，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

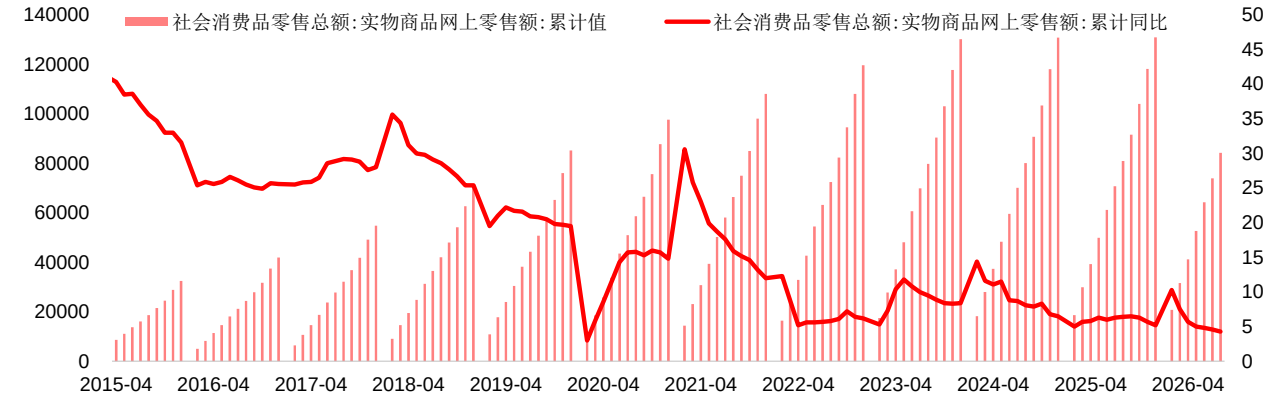
2.3 上游：8 月份实物商品网络零售额同比增长 2.2%

图 22: 中国社会消费品零售总额同比增速（%）



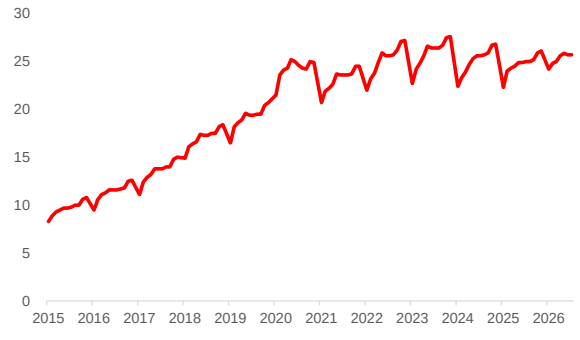
数据来源：Wind，中信建投

图 23: 中国实物网上零售额累计同比增速（亿元，%）



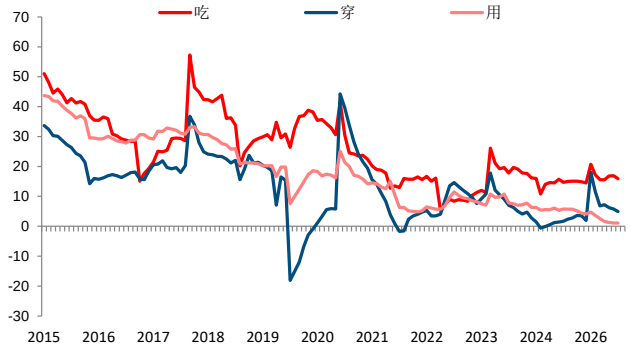
数据来源：Wind，中信建投

图 24: 实物商品网上零售额占比（%）



数据来源：Wind，中信建投

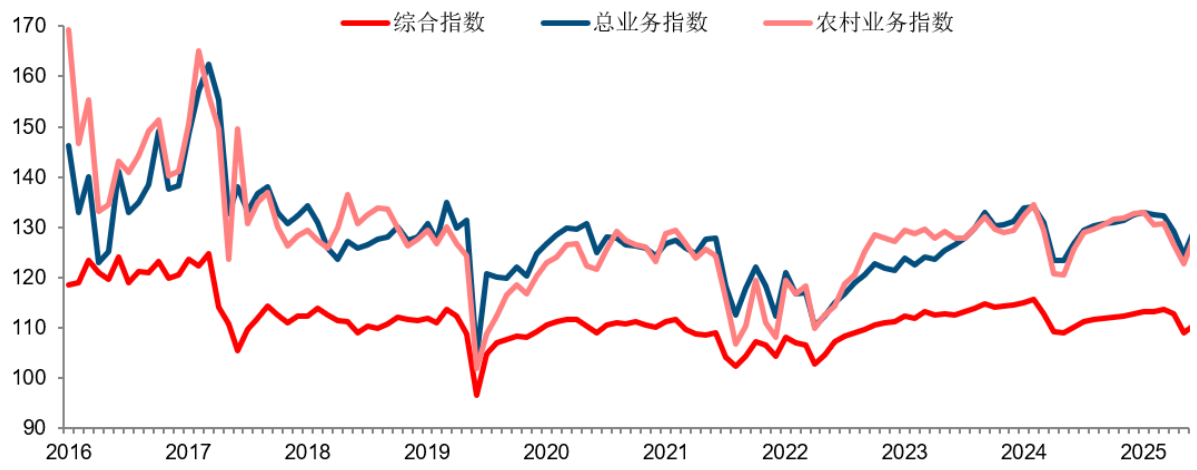
图 25: 网上商品零售额吃穿用累计同比增速（%）



数据来源：Wind，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

图 26: 中国电商物流指数(ELI)

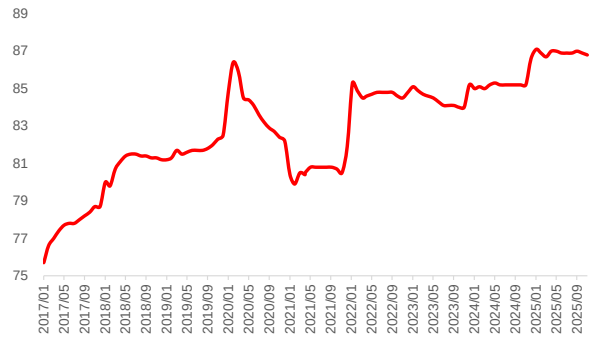


数据来源：Wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

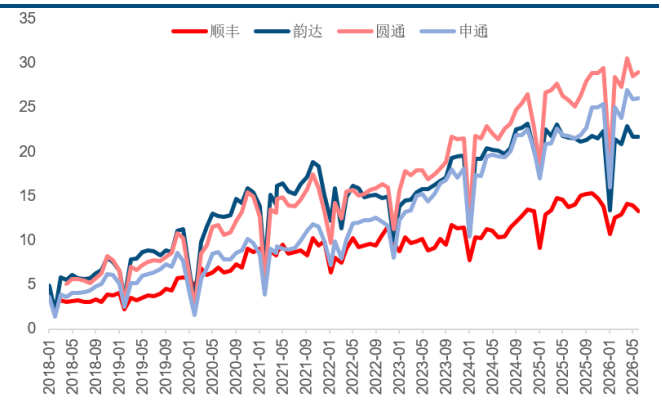
三、竞争格局：圆通 8 月单月市占率超过 17%，与中通差距继续缩窄

图 27: 快递服务品牌集中度指数 CR8（单位：%）



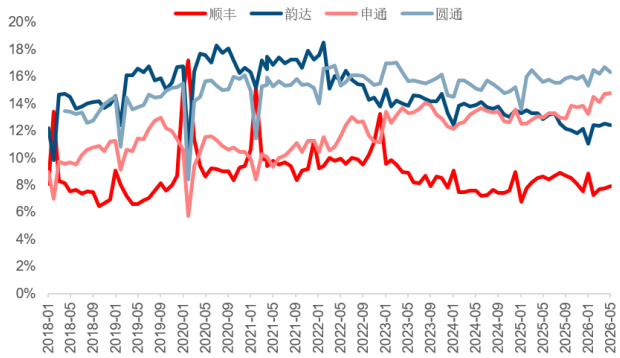
数据来源：Wind，中信建投

图 28: 快递企业增速出现分化（单位：%）



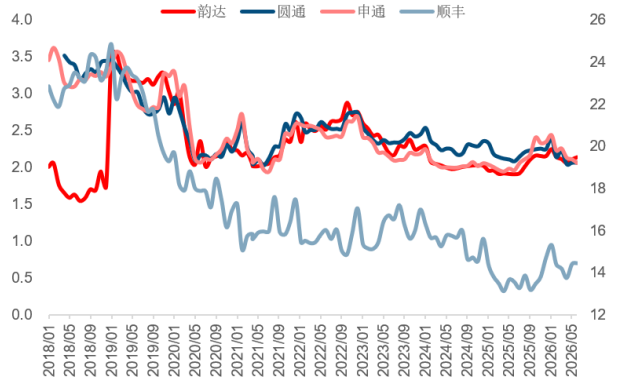
数据来源：Wind，中信建投

图 29: 快递企业月度市占率变化（单位：%）



数据来源：Wind，中信建投

图 30: 快递企业单票收入（元/票）



数据来源：Wind，中信建投



下载日志已记录，仅供内部参考

图 31: 快递行业上市公司月度经营数据（单票收入：元，业务收入：亿元，快递业务量：亿票）

		2025 7月	2025 8月	2025 9月	2025 10月	2025 11月	2025 12月	2026 1月	2026 2月	2026 3月	2026 4月	2026 5月	2026 6月	2026 7月	2026 累计
顺丰控股	单票收入	13.55	13.27	13.87	13.18	13.47	13.81	14.72	15.32	14.40	14.20	13.75	14.41	14.45	14.44
	当月同比	-14.00%	-15.33%	-13.36%	-9.96%	-8.53%	-5.08%	-5.74%	6.71%	4.22%	5.28%	4.75%	5.40%	6.65%	3.79%
	快递业务量	13.77	14.06	15.04	15.24	15.34	14.76	13.86	10.72	12.51	12.95	14.15	13.89	13.25	91.33
	当月同比	33.69%	34.80%	31.81%	26.26%	20.13%	9.33%	4.21%	17.03%	-3.40%	-3.00%	-4.20%	-4.86%	-3.78%	-0.62%
	业务收入	186.57	186.57	208.54	200.91	206.6	203.78	203.96	164.21	180.19	183.85	194.5	200.17	191.47	1318.35
	当月同比	14.97%	14.14%	14.21%	13.68%	9.88%	3.78%	-1.77%	24.88%	0.68%	2.12%	0.36%	0.28%	2.63%	3.15%
韵达股份	单票收入	1.91	1.92	2.02	2.11	2.16	2.15	2.15	2.25	2.14	2.11	2.06	2.11	2.14	2.13
	当月同比	-3.54%	-3.28%	0.49%	4.46%	6.64%	6.35%	6.48%	14.98%	9.48%	10.58%	7.40%	10.39%	12.18%	9.92%
	快递业务量	21.62	21.45	21.1	21.35	21.75	21.48	22.31	13.37	21.42	20.84	22.91	21.72	21.72	144.29
	当月同比	7.56%	8.72%	3.63%	-5.11%	-4.19%	-7.37%	10.83%	-26.13%	-4.93%	-4.14%	-0.52%	-0.05%	0.46%	-3.08%
	业务收入	41.2	41.19	42.52	44.95	46.98	46.26	48.02	30.04	45.9	44	47.17	45.78	46.43	307.34
	当月同比	3.75%	5.16%	4.14%	-0.88%	2.17%	-1.49%	18.01%	-15.07%	4.08%	6.00%	6.84%	10.34%	12.69%	6.53%
圆通速递	单票收入	2.08	2.15	2.21	2.23	2.24	2.25	2.25	2.40	2.14	2.23	2.04	2.06	2.06	2.15
	当月同比	-7.23%	-1.11%	1.12%	-3.41%	-2.19%	-1.43%	-4.58%	3.16%	-1.97%	4.21%	-3.54%	-1.99%	-0.88%	-0.96%
	快递业务量	25.83	25.11	26.27	27.9	28.86	28.84	29.43	18.57	28.43	27.26	30.57	28.53	28.95	191.74
	当月同比	20.81%	11.06%	13.62%	12.82%	13.58%	9.04%	29.76%	0.60%	6.68%	1.23%	10.60%	8.60%	12.08%	9.90%
	业务收入	53.71	53.9	57.99	62.16	64.74	64.96	66.12	44.52	60.77	60.71	62.4	58.83	59.67	413.02
	当月同比	12.08%	9.82%	14.90%	8.98%	11.08%	7.48%	23.82%	3.78%	4.58%	5.49%	6.68%	6.44%	11.10%	8.85%
申通快递	单票收入	1.97	2.07	2.12	2.18	2.41	2.33	2.35	2.44	2.24	2.26	2.14	2.11	2.06	2.22
	当月同比	-1.74%	3.23%	4.95%	7.56%	16.07%	15.47%	14.11%	19.73%	11.30%	14.86%	9.66%	6.35%	4.95%	11.05%
	快递业务量	21.81	21.47	21.87	22.73	25.02	25.01	25.4	16	25.02	23.79	26.89	25.9	26.03	169.03
	当月同比	11.90%	10.90%	9.46%	3.98%	14.67%	11.06%	25.56%	-5.83%	20.00%	13.72%	18.77%	18.59%	19.35%	16.35%
	业务收入	42.87	44.34	46.33	49.5	60.28	58.36	59.73	39.08	55.95	53.79	57.44	54.75	53.7	374.44
	当月同比	9.95%	14.48%	14.88%	11.84%	33.10%	28.24%	43.27%	12.75%	33.56%	30.62%	30.25%	26.12%	25.26%	29.21%

数据来源：公司公告，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

四、投资评价和建议

市场反内卷预期逐步兑现，快递的结构性机会仍是“全链条降本”。监管强力推行价格反内卷，短期看似延缓格局出清，但反而彰显龙头公司末端变革价值的投资主线尚未共识。

总而言之，现金流不仅决定了快递总部公司的持续生存，也决定了当整个加盟商网络出现问题时的抗压韧性。头部公司中通快递和圆通速递作为电商快递的龙头公司，目前正处于渡过产能峰值后的利润释放期，在产能投入方面具备较好的前瞻性，在第四轮产能周期进入后半段时，拥有超过市场平均水平的单票盈利能力和潜在融资能力，具备较为充足的造血和抗风险能力，并且推进末端变革和数字化背后的终端模式变革又会让其领跑未来。**维持中通快递“买入”评级。**

尾部公司申通快递和极兔速递的件量增速与业绩增长，国内与国际发展平衡较好，网络韧性较强。产能投资计划助力其补足核心短板，虽然目前单票盈利能力和潜在融资能力不足，但背后股东的产业背景和资金实力，可以通过专项基金等方式解决产能问题，所以若公司能摆脱产能再投资桎梏，则预期差和弹性空间较大。

风险分析

电商快递需求增长低于预期

电商快递需求增速不及预期，将直接导致行业件量增长乏力，叠加高基数效应与消费复苏偏弱，易引发价格竞争加剧，企业盈利空间持续收窄。同时产能利用率下滑、网点运营压力加大，上下游物流配套产业亦受拖累，整体行业景气度下行，估值与业绩端均面临阶段性调整压力。

快递行业价格战愈演愈烈

当前各地快递价格监管政策下，快递行业价格战硝烟散去；但是快递企业产能扩张仍未完全落地，当快递行业需求不及预期，或处于淡季之中，快递行业整体产能利用率不足时，快递行业价格战存在愈演愈烈风险。

劳务用工成本提升超出预期

快递企业价格战期间，派费成本显著降低，导致快递一线员工收入下降。目前国内多地出台保障快递小哥收入相关政策，叠加劳务用工成本持续处于提升状态，快递企业劳务用工成本提升存在超出预期的可能。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

梁骁

交运行业分析师，南开大学硕士，先后供职于中集集团物流板块、顺丰控股、京东物流，曾参与撰写《国家多式联运标准修订建议报告》并为交通物流相关十四五规划建言献策，2022年加入中信建投证券研究发展部，覆盖快递快运/仓储运输/供应链物流/跨境物流/铁路货运/航空物流，具有丰富的交运物流行业研究经验以及资源，擅于把握和挖掘公司长期价值，工作地北京。

韩军

全球交通运输及全球能源首席分析师，曾供职于上海国际航运研究中心，3 年政府规划与市场咨询经验，曾负责或参与为交通运输部、上海市交通委、港航企业等提供决策咨询服务二十余项。10 年交通运输行业证券研究经验，深入覆盖航运、港口、高铁、快递、物流板块，擅长把握周期性和政策性投资机会。2021 第十九届新财富最佳分析师交通运输行业第五名。

宗枫

中信建投证券全球能源与运输分析师，长期关注产业周期、资本开支与公司基本面变化。北京外国语大学金融与英语双学位；复旦大学国际工商管理硕士，并参与麻省理工学院（MIT）暑期项目。曾就职于德勤中国，担任高级审计员，参与多家大型A+H 上市公司审计工作；后任职于一级市场风险投资机构，负责早期项目挖掘与投资决策。具有两年证券行业研究经验，2025年加入中信建投证券。

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk