仅供内部参考，请勿外传！

交通运输 | 物流

非金融|公司深度报告

2026 年 10 月 19 日

顺丰控股(002352.SZ)

——时效基本盘稳固，供应链国际打开增长空间

投资评级： 买入（维持）

投资要点：

- **综合物流龙头，多条赛道亚洲第一。**顺丰 1993 年成立于广东顺德，是亚洲最大、全球第四大的综合物流服务提供商，在时效、快运、冷链（除日本外）等多赛道位居亚洲第一。公司业务覆盖时效快递、经济快递、快运、冷运及医药、同城即时配送、供应链及国际业务，整体增长稳健，2017 年-2025 年营业收入由 710.9 亿元增长至 3082.3 亿元，CAGR 实现 20.1%：1）速运及大件分部业务（时效快递、经济快递、快运、冷运及医药）为公司基本盘，由 682 亿元增长至 2158 亿元，CAGR 约为 15.5%；2）同城即时配送分部收入由 4 亿元增长至 127 亿元，CAGR 约为 55.8%；3）供应链及国际业务收入由 20 亿元增长至 729 亿元，CAGR 约为 56.3%。随着公司物流网络逐步完善，公司利润稳步提升，2025 年实现归母净利润 111.2 亿元，归母净利率达 3.61%。

- **多网融通与激活经营推动成本优化，利润修复+现金流改善支撑公司股东回报提升。**2021 年起顺丰开启经营优化，多网融通、营运模式变革和激活经营战略夯实公司经营底盘：1）通过合并中转场、推进大小件网络分层与资源融通，公司 2021-2024 年累计降本超 38 亿元。2）公司资本开支从 2021 年峰值 192 亿元持续下行，2025 年降至约 95 亿元，占收入比降至 3.1%。费用率稳中略降，进一步拓宽了利润释放空间。公司 2025 年分红比例达 40%，分红金额约 44.3 亿元。除分红外，2026 年 3 月公司将 A 股回购上限提升至 60 亿元并发布 H 股不超过 5 亿港元的回购方案，进一步提升股东回报。

- **第二曲线打开增长空间，同城+供应链及国际业务逐步迎来业绩收获期。**1）同城即配扭亏放量：2023 年实现扭亏，2025 年归母净利润约 2.8 亿元，在高基数上实现翻倍增长。茶饮、商超、医药等非餐场景的高增，证明了其配送网络的外延扩展能力，商业模式闭环初步打通。2）供应链国际业务逐步进入收获期：随着嘉里物流整合，鄂州机场航空枢纽的放量（2025 年货量 114.6 万吨，全国第五），顺丰在国际快递、国际供应链等领域的能力显著增强。2026 年新增极兔 10%权益投资收益，有望在中长期提供新的利润增量。

- **盈利预测与评级：**顺丰正从"利润波动期"跨入"利润释放期"，随着利润中枢由"速运单一利润源"向"多业务共振"迁移，公司估值有望迎来重估。预计 2026-2028 年归母净利润分别为 113.4/126.4/142.5 亿元，当前股价对应 PE 分别为 14.0/12.6/11.2x，我们选取 UPS/FedEx 为可比公司，2026 年平均 PE 为 19.1x，顺丰为国内领先的综合物流龙头，预计估值仍有提升空间，维持“买入”评级。

- **风险提示：宏观经济景气波动导致需求低于预期；行业监管政策变动影响公司收入节奏；油价波动影响公司成本；跨市场选择可比公司的风险。**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	284,420	308,227	334,738	362,156	386,075
同比增长率（%）	10.07%	8.37%	8.60%	8.19%	6.60%

证券分析师

孙延

SAC：S1350524050003

sunyan01@huayuanstock.com

王惠武

SAC：S1350524060001

wanghuiwu@huayuanstock.com

曾智星

SAC：S1350524120008

zengzhixing@huayuanstock.com

张付哲

SAC：S1350525070001

zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

高树根

gaoshugen@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据	2026 年 10 月 16 日
收盘价（元）	31.18
一年内最高/最低（元）	41.37/30.07
总市值（百万元）	159,178.52
流通市值（百万元）	159,168.69
总股本（百万股）	5,105.15
资产负债率（%）	50.08
每股净资产（元/股）	19.51

资料来源：聚源数据

归母净利润（百万元）	10,170	11,117	11,342	12,637	14,248
同比增长率（%）	23.51%	9.31%	2.02%	11.42%	12.74%
每股收益（元/股）	1.99	2.18	2.22	2.48	2.79
ROE（%）	11.06%	11.19%	10.67%	11.07%	11.58%
市盈率（P/E）	15.65	14.32	14.03	12.60	11.17

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

预计 2026-2028 年归母净利润分别为 113.4/126.4/142.5 亿元，当前股价对应 PE 分别为 14.0/12.6/11.2x，我们选取 UPS/FedEx 为可比公司，2026 年平均 PE 为 19.1x，顺丰为国内领先的综合物流龙头，预计估值仍有提升空间，维持“买入”评级。

关键假设

收入：1）速运物流：预计时效快递业务 2026-2028 年业务量随行业增长而小幅增长，价格端随产品结构调整而有所改善，2026-2028 年收入增速约为 6%/6%/5%；快运业务随国内需求改善而保持增长，2026-2028 年收入增速约为 10%/8%/6%；同城业务整体随行业高增而保持较快增速，2026-2028 年收入增速约为 25%/20%/15%；冷链业务整体增速较为平稳，2026-2028 年收入增速约为 10%/9%/8%。2）供应链及国际：受益于中国企业出海及跨境电商机遇，整体保持较快增长，2026-2028 年收入增速约为 10%/10%/8%。

毛利率：预计随产品结构优化、产能利用率提升维持小幅改善趋势。

费用端：预计 2026-2028 年公司销售费用率、管理费用率以及财务费用率保持稳中有降。

投资逻辑要点

顺丰是一家综合物流公司，业务涵盖了时效、国际、经济、快运、同城、供应链及医药冷链。其中时效快递是核心业务，收入占比在 40%左右，此外顺丰积极探索多元化，国际业务有望成为第二增长曲线。顺丰采用直营制商业模式，通过自建网络和投资高质量物流资产，形成时效优势和综合物流能力的核心竞争壁垒。短期逻辑看降本增效带来利润超额兑现；中期逻辑看国际综合物流成长带动估值修复；展望长期，顺丰“同质化市场提供差异化服务”定位具备持久价值，未来有望实现利润长期稳定增长。

核心风险提示

宏观经济景气波动导致需求低于预期；行业监管政策变动影响公司收入节奏；油价波动影响公司成本；跨市场选择可比公司的风险。

内容目录

1. 综合物流龙头，业务多点开花 7
2. 全方位构筑综合物流版图，多元引擎协同并进 11
2.1. 时效快递：旗舰标杆产品，结构升级驱动收入增速超 GDP 增速 11
2.2. 经济快递：产品定位中高端，优质服务撬动下沉市场 12
2.3. 快运：强β行业龙头，网络稳健扩张 14
2.4. 同城配送：全场景渗透+集团协同助力高速增长 15
2.5. 冷运及医药：综合物流重要拼图 16
3. 运营底盘夯实，结构性降本显著 17
4. 供应链及国际：多元能力服务平台，构筑第二成长曲线 20
4.1. 持续深化“亚洲唯一”战略，核心资产支持全球扩张 21
4.2. 鄂州机场：核心物流资产，助力顺丰腾飞 22
5. 盈利预测与评级 24
5.1. 盈利预测 24
5.2. 评级 25
6. 风险提示 25

图表目录

图表 1： 顺丰控股发展历程 7
图表 2： 顺丰控股股权架构（截至 2026 年 6 月） 8
图表 3： 顺丰直营、综合、独立的商业模式 8
图表 4： 顺丰已建立覆盖多项细分行业的产品体系 8
图表 5： 顺丰在各个细分行业处于领先地位 9
图表 6： 顺丰控股各分部收入（亿元） 9
图表 7： 2025 年顺丰控股营业收入结构 9
图表 8： 顺丰控股各分部净利润（亿元） 10
图表 9： 顺丰控股各分部净利润率 10
图表 10： 顺丰控股费用率（%）变化情况 10
图表 11： 顺丰归母净利润及归母净利率 11
图表 12： 顺丰经营活动净现金流及同比增速 11
图表 13： 时效件放心寄，超时赔 12
图表 14： 聚焦客户价值，打破服务边界 12
图表 15： 时效件各品类的件量占比 12
图表 16： 时效件收入增速与 GDP 增速 12
图表 17： 顺丰经济快递产品结构调整过程 13
图表 18： 2017-2025 年经济件收入与 yoy 增速 13
图表 19： 2024 年 3 月-2026 年 5 月各家快递公司月度业务量同比增速 14
图表 20： 2017-2025 年顺丰快运产品营业收入及同比增速 15
图表 21： 2020-2025 年顺丰快运业务量及同比增速 15
图表 22： 2019-2028 年我国即时配送规模及增速 15
图表 23： 2019-2030 年我国即时配送订单规模及增速 15
图表 24： 顺丰同城业务模式 16
图表 25： 2021-2025 年顺丰同城业务收入结构 16
图表 26： 2021-2025 年顺丰同城归母净利润和毛利情况 16
图表 27： 2017-2025 年顺丰冷运及医药营业收入及同比增速 17
图表 28： 2018 年-2028 年我国冷链市场规模及同比增速 17
图表 29： 2019-2026Q1 顺丰单季度归母净利率表现 18

图表 30： 2017-2025 年顺丰资本开支及同比增速 18
图表 31： 顺丰多网融通战略及降本成效 18
图表 32： 顺丰营运模式变革结合无人车投运 19
图表 33： 营运模式变革引领行业创新 19
图表 34： 激发组织活力—小哥管理多举措激发创收活力 20
图表 35： 激发组织活力—提高经营意识及市场竞争力 20
图表 36： 顺丰供应链及国际业务产品体系 20
图表 37： 全球各区域物流支出规模 CAGR 21
图表 38： 顺丰推进“亚洲唯一”战略落地 21
图表 39： 顺丰在多行业、多国家场景新突破，赋能客户加速出海 22
图表 40： 顺丰物流资源丰富 22
图表 41： 鄂州枢纽，辐射亚洲链接全球 23
图表 42： 鄂州机场投运，推动顺丰物流服务体系能力提升 24
图表 43： 货物由武汉运往东南亚时效大幅提升 24
图表 44： 顺丰自有机队持续扩容 24
图表 45： 顺丰全货机发货量及装载率持续提升 24
图表 46： 可比公司估值表 25

1. 综合物流龙头，业务多点开花

由快递到综合物流，多元布局开花结果。1993 年顺丰成立于广东顺德，是我国民营快递的先驱，公司以产品力构筑品牌优势，确立了在中高端快递领域的领先地位。2013 年-2016 年，顺丰开启多元化物流发展模式，2018 年以来，公司收购新邦物流、新夏晖、DHL 大中华供应链、嘉里物流和 KEX 等公司，根据公司 2024 年年报，顺丰业务已拓展至时效快递、经济快递、快运、冷运及医药、同城即时配送、国际快递、国际货运及代理、供应链等物流板块。根据弗若斯特沙利文，以 2025 年收入计，顺丰是亚洲最大、全球第四大的综合物流服务提供商。

图表 1：顺丰控股发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、华源证券研究所

创始人王卫绝对实控，与极兔交叉持股补全全球网络。顺丰控股于 2017 年在深交所上市，截至 2026 年 6 月，创始人王卫先生为实际控制人，拥有稳固控制权，持续发挥战略引领作用。公司于 2025 年 8 月披露草案，通过大股东无偿赠与 2 亿股股票设立“共同成长持股计划”，完善长效激励机制。为进一步补全全球网络，公司与极兔速递达成交叉持股合作（顺丰持极兔 10%，极兔持顺丰 4.29%），战略合作协议 2026 年 1 月落地，6 月完成股份交割。我们认为极兔在东南亚及新兴市场末端配送与本地化运营具备优势，双方互补后，顺丰可以在不承担完全自建海外末端网络高投入、长周期的前提下，提升国际业务交付闭环能力。

图表 2：顺丰控股股权架构（截至 2026 年 6 月）



资料来源：Wind、华源证券研究所

差异化商业模式筑牢壁垒，多赛道稳居行业龙头。据顺丰港股招股书，公司具备“直营模式、综合物流能力、独立第三方”三大核心属性：一是直营模式覆盖端到端全流程，赋能强掌控力、高网络可视度与动态资源调度，奠定行业领先的速度、成本和可靠性；二是综合物流能力兼具标准化与定制化，深度契合客户演进需求；三是作为中国唯一独立于主要电商平台的规模化综合物流服务商，能以中立立场高效服务客户，深耕长期合作。依托全赛道布局，据公司官网推介材料，按 2025 年收入计，顺丰在时效快递、零担快运、冷运及医药（除日本外）、同城即时配送及国际业务五大领域位列亚洲第一，在中高端经济快递与供应链领域位列全国第一。

图表 3：顺丰直营、综合、独立的商业模式



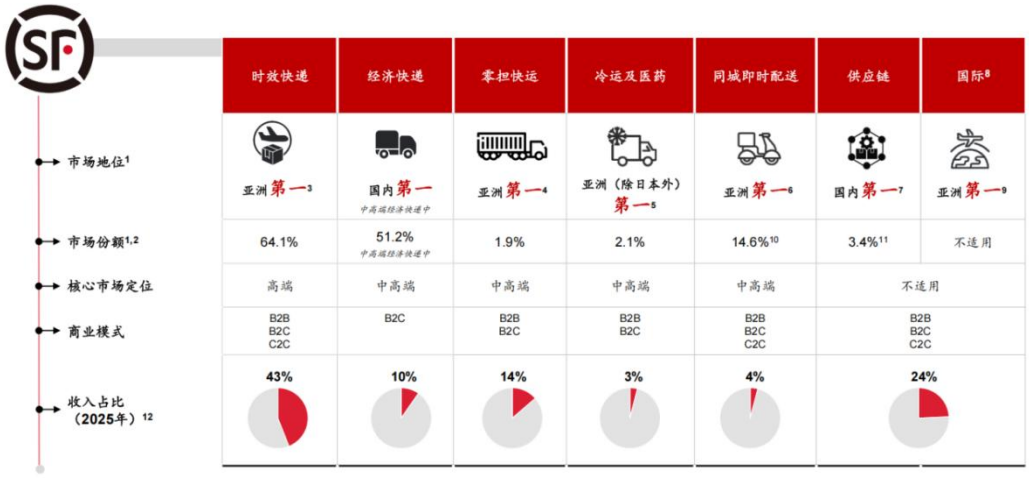
资料来源：公司推介材料、华源证券研究所

图表 4：顺丰已建立覆盖多项细分行业的产品体系



资料来源：公司公告、华源证券研究所

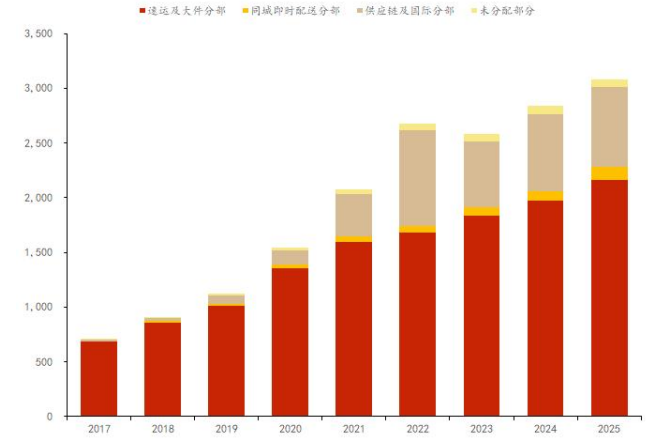
图表 5：顺丰在各个细分行业处于领先地位



资料来源：公司推介材料、华源证券研究所

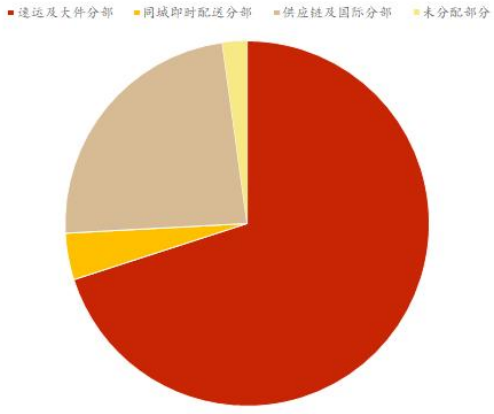
速运及大件业务为业务核心，同城+国际业务高速成长。根据公司年报，2017 年-2025 年顺丰营业收入由 710.9 亿元增长至 3082.3 亿元，CAGR 实现 20.1%：1）速运及大件分部业务（时效快递、经济快递、快运、冷运及医药）由 682 亿元增长至 2158 亿元，CAGR 约为 15.5%；2）同城即时配送分部收入由 4 亿元增长至 127 亿元，CAGR 约为 55.8%；3）供应链及国际收入由 20 亿元增长至 729 亿元，CAGR 约为 56.3%。速运及大件分部为收入基本盘，2025 年收入占比约为 70%，同城即时配送分部及供应链及国际分部分别占比 4%/24%。

图表 6：顺丰控股各分部收入（亿元）



资料来源：公司年报、华源证券研究所

图表 7：2025 年顺丰控股营业收入结构



资料来源：公司年报、华源证券研究所

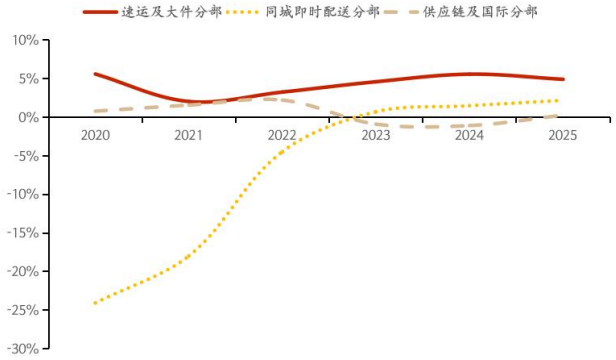
速运及大件分部贡献主要利润，多项业务抵达盈利拐点。根据公司公告，2025 年公司基本盘速运及大件分部（时效快递、经济快递、快运、冷运及医药业务）分部净利润完成 106.0 亿元，占总利润的 90%，分部净利润率为 4.9%（同比下滑 0.7pcts）；多项业务迎来盈利拐点。其中，同城分部继 2023 年扭亏后利润持续释放，2025 年实现净利润 2.78 亿元，同比大幅增长 110%；供应链及国际业务分部 2025 年实现净利润 1.88 亿元，同比扭亏。

图表 8：顺丰控股各分部净利润（亿元）



资料来源：公司年报、华源证券研究所
注：25 年报将约 5.63 亿元嘉里物流并购融资利息由“供应链及国际”划至“未分配部分”，并追溯重述 2024 年

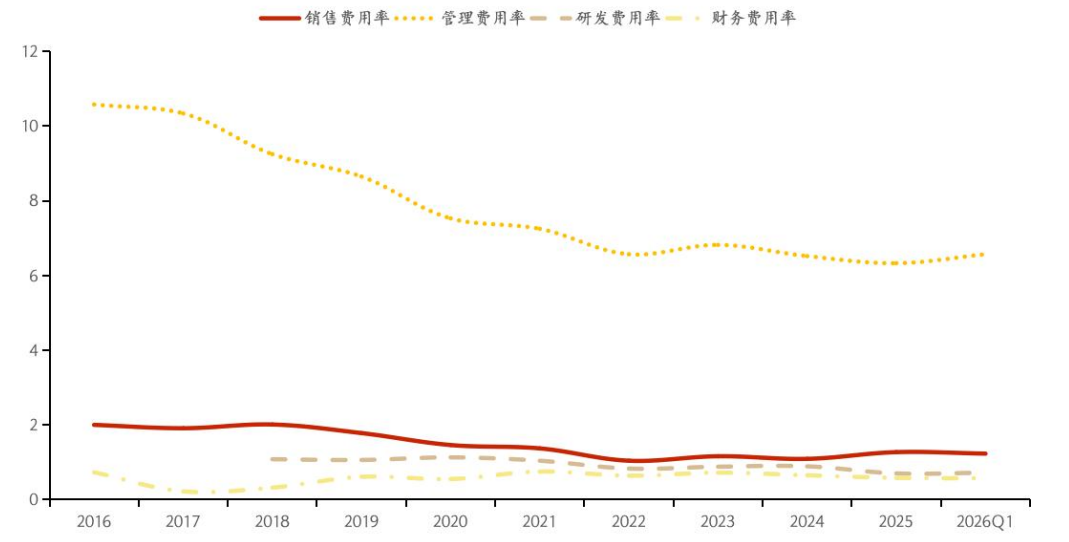
图表 9：顺丰控股各分部净利润率



资料来源：公司年报、华源证券研究所
注：25 年报将约 5.63 亿元嘉里物流并购融资利息由“供应链及国际”划至“未分配部分”，并追溯重述 2024 年

费用率持续改善，资源整合及管理提升下仍有优化空间。2025 年，公司深化“激活经营”机制，在设备投入与效率提升上，公司全面搭建并推动 AI、RPA 机器人等数字化工具在业务流程中的渗透。在费用结构上，受公司主动加大销售投入以支撑国际化、行业化战略转型影响，2025 年销售费用率同比有所上升，但得益于管理、研发及财务费用率的精益管控与同步下行，整体期间费用率仍同比下降 0.27 个百分点至 8.88%，精益管理成效持续兑现。**我们认为，随着资源协同与共享效益进一步体现、以及销售队伍进入组织效能"快速爬坡期"，费用率或仍有继续回落空间。**

图表 10：顺丰控股费用率（%）变化情况



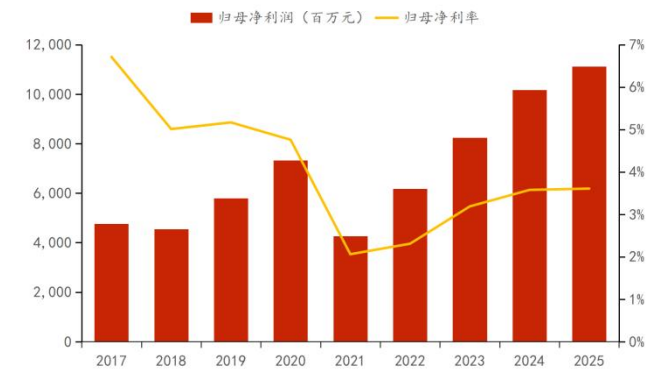
资料来源：wind、华源证券研究所

利润显著增长，现金流充沛，红利属性逐步显现。顺丰经营成果持续由成本优化传导至利润。根据顺丰控股 2025 年年报，公司归母净利润达到 111.2 亿元，2025 年归母净利润率达到 3.61%。随着资本开支自前期高点后持续下降并保持平稳，公司现金流状况愈发稳健，2025 年经营活动产生的现金流量净额达到 275.6 亿元（是 2017 年的 4.5 倍），为高比例的

仅供内部参考，请勿外传！

分红与回购提供了坚实支撑。根据公司推介材料，公司承诺 2024-2028 年现金分红比例在 2023 年基础（35%）上稳步提高，2025 年分红比例达 40%，分红金额约 44.3 亿元。除分红外，2026 年 3 月公司将 A 股回购上限提升至 60 亿元并发布 H 股不超过 5 亿港元的回购方案，进一步提升股东回报。

图表 11：顺丰归母净利润及归母净利率



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 12：顺丰经营活动净现金流及同比增速



资料来源：公司公告、华源证券研究所

2. 全方位构筑综合物流版图，多元引擎协同并进

2.1. 时效快递：旗舰标杆产品，结构升级驱动收入增速超 GDP 增速

时效快递龙头地位稳固。根据公司港股上市招股说明书，时效快递是保证在特定的预定时间内送达的快递服务，一般时效在数小时至两个工作日内，包括半日达、当日达、次晨达、次日达等产品，票均价格在 15 元左右。时效快递是顺丰控股最核心的旗舰业务与传统优势壁垒，主要由“顺丰特快”与“顺丰标快”等核心产品构成。行业壁垒极高，根据公司推介材料，公司时效快递 2024 年市占率约为 64.1%，是国内时效快递龙头企业。

多元拓展与运力升级深化核心壁垒。一方面，公司推出“放心寄·超时赔”的主动赔付承诺，并于 2025 年新增超 9,000 条高铁与航空即日达线路以加大三四线市场的运力下沉；另一方面，顺丰积极推动经营思路转型，从传统的“网络覆盖”转向“以客户为中心、价值驱动的心智覆盖”，通过个性化的场景洞察精准渗透品质生活与高端制造领域，全面打破既定边界以挖掘高边际散单的增量需求。



图表 13：时效件放心寄，超时赔



资料来源：公司公告、华源证券研究所

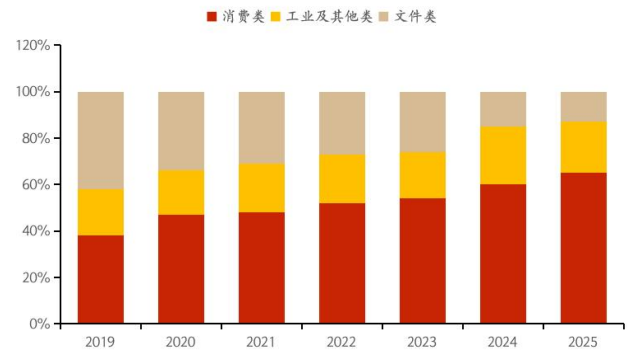
图表 14：聚焦客户价值，打破服务边界



资料来源：公司推介材料、华源证券研究所

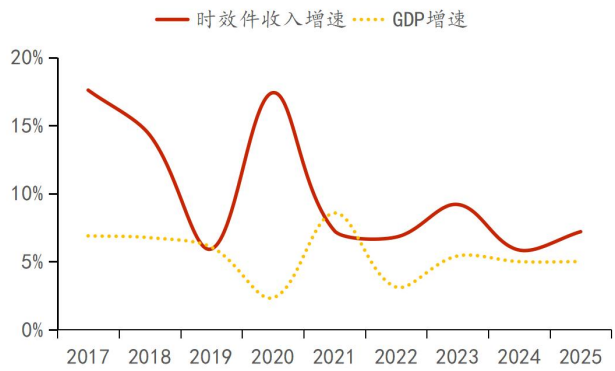
顺丰时效产品多元拓展，消费及工业需求增长驱动时效件收入增速超 GDP 增速。根据公司推介材料，顺丰时效快递按货物类型可分为消费类、工业及其他和文件类，其中：在消费领域，公司通过产品场景化、服务个性化，深耕演唱会、体育赛事、旅游出行、快闪市集及健康养生等品质生活细分场景；在工业领域，提供备件补货、汽车售后及端到端可视化供应链服务，精准服务高新产业需求；在文件类领域，主要满足文件票据、证件材料等寄递需求。根据公司公告，2023-2025 年公司时效快递营业收入增速约为 9.2%/5.9%/7.2%，持续跑赢 GDP 增速，我们认为，随着公司时效件业务对演艺经济、文旅经济、体育赛事等大消费场景与工业品类需求的不断挖掘，未来时效业务板块有望实现常态化的高质量可持续增长。

图表 15：时效件各品类的件量占比



资料来源：公司推介材料、wind、华源证券研究所

图表 16：时效件收入增速与 GDP 增速



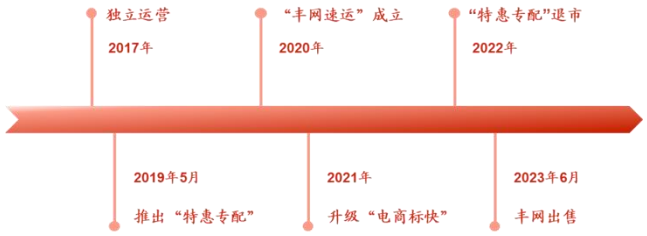
资料来源：公司推介材料、wind、华源证券研究所

2.2. 经济快递：产品定位中高端，优质服务撬动下沉市场

产品定位中高端，优质服务撬动下沉市场。对比时效件，经济件更注重成本效益，不包括固定或保证的配送时效，主要面向电商平台、电商商家，提供性价比高、品质保障的配送服务。根据顺丰港股上市招股说明书，在经济快递方面，公司战略性的专注于中高端细分领域，票均价格为 6-8 元，根据公司推介材料，2025 年顺丰中高端市场份额达到 51.2%。

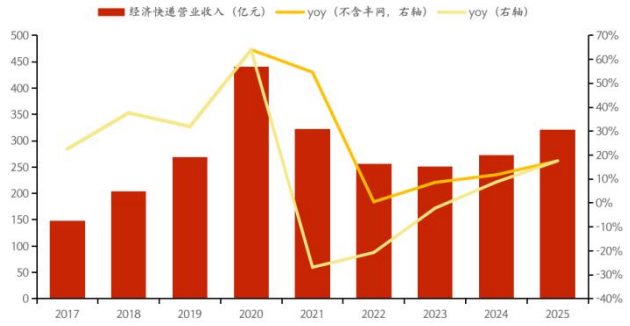
主动调优经济件产品结构，以高端化战略引领业务优质增长。2017 年-2020 年顺丰经济快递受益于电商快递行业高速增长以及公司战略倾斜，业务营收由 148 亿元增长至 441 亿元，CAGR 达到 44%。2020 年后，顺丰逐步退出中低端快递产能，截至 2022 年四季度，顺丰低毛利的特惠专配业务全部完成退市，2023 年顺丰完成对加盟模式丰网的出售交割。通过这一轮“瘦身调优”，2021—2025 年公司经济快递营收规模（剔除丰网资产剥离的口径影响）持续正增长，中高端地位愈发稳固。公司公告显示，2025 年经济快递板块实现营收 320.5 亿元，同比逆势大幅增长 17.6%，增速跑赢行业大盘，进一步巩固了其在中高端经济件领域的领先地位。

图表 17：顺丰经济快递产品结构调整过程



资料来源：公司公告等、华源证券研究所

图表 18：2017-2025 年经济件收入与 yoy 增速

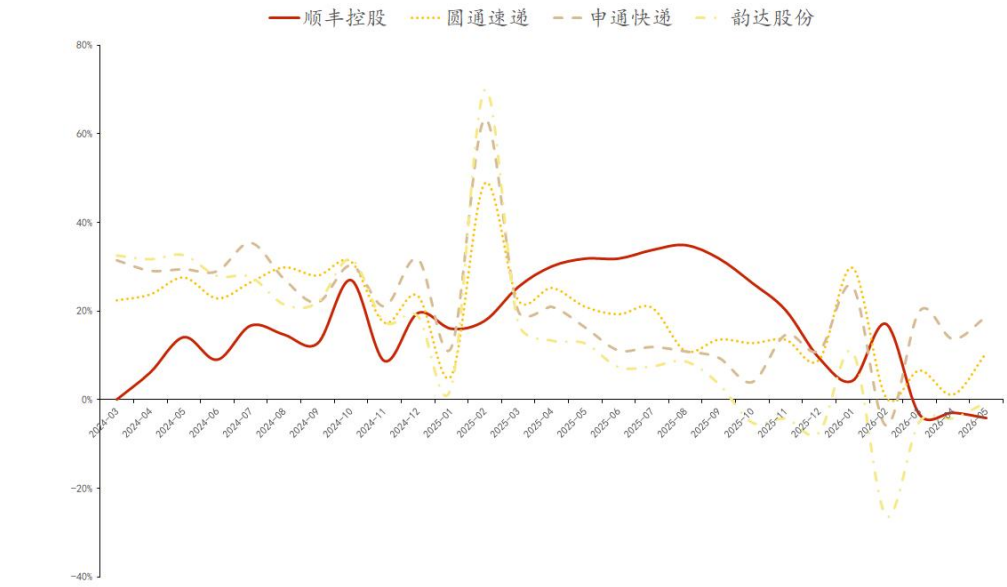


资料来源：公司推介材料、wind、华源证券研究所

2025 年 Q1-Q3 激活经营驱动件量高增长，2025 年 Q4 起优化结构实现高质量提纯。2025 年 Q1-Q3，顺丰推动激活经营落地：通过在操作、运营、末端等环节深挖降本空间，结合网点利润分享与本地化定价放权，将基层网点重塑为“利益合伙人”，深度挖掘下沉市场增量。根据公司公告，2025Q1-Q3 公司累计完成业务量 121 亿票，同比增长约 28.3%，增速连续多月领先“通达系”，或由中高端经济件强劲拉动。2025 年 Q4 起，公司在“先有后优”策略下，启动“增益计划”，各地区全面梳理客情、调优件量结构，虽然这导致阶段性的业务件量增速同比有所回落，但网络效率随之改善，推动 2025 年 Q4 及 2026 年 Q1 的净利润同比回升。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 19：2024 年 3 月-2026 年 5 月各家快递公司月度业务量同比增速



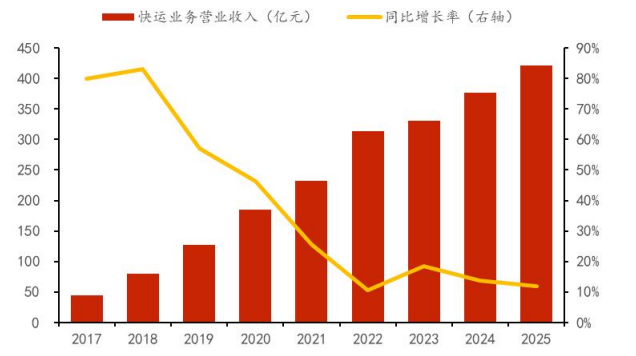
资料来源：wind、华源证券研究所

2.3. 快运：强β行业龙头，网络稳健扩张

双品牌业务体系，覆盖快运全赛道。2019 年顺丰快运品牌发布，与 2018 年公司收购新邦物流起网的顺心捷达形成快运双品牌，直营制“顺丰快运”定位中高端市场，加盟制“顺心捷达”专注中端市场，双品牌模式及产品定位互补，2025 年 3 月，顺心捷达与德坤物流签署战略合作协议，拟斥资 5.5 亿元布局大票零担赛道，形成高中低、大中小的闭环式布局。

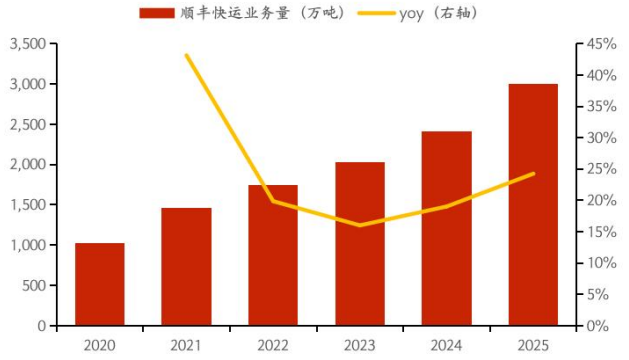
快运行业龙头公司，营收及货量保持快速增长。根据运联智库及引航咨询，顺丰快运已连续多年位居行业第一。自 2021 年起，公司先后落地“四网融通”与“多网融通”战略，将快运网络深度融入集团大网，底盘的协同与网络效应全面释放，营收及货量持续保持快速增长。1）货量端：2020 至 2025 年顺丰快运（含顺心捷达）货量规模从 1015 万吨提升至 3002 万吨，CAGR 达到 24.2%；2）营收端：2017 年-2025 年顺丰快运业务营收由 44 亿元稳步增长至 421.3 亿元，占公司收入比重由 6.2%提升至 13.67%，2025 年度，快运业务实现营业收入 421.3 亿元，同比增长 11.9%，以强劲动能继续领跑行业，目前已稳固成长为公司的第三大业务。

图表 20：2017-2025 年顺丰快运产品营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、华源证券研究所
注：2022 年为大件分部，2023 年合并至速运，2017-2025 收入序列存在分部口径变化

图表 21：2020-2025 年顺丰快运业务量及同比增速

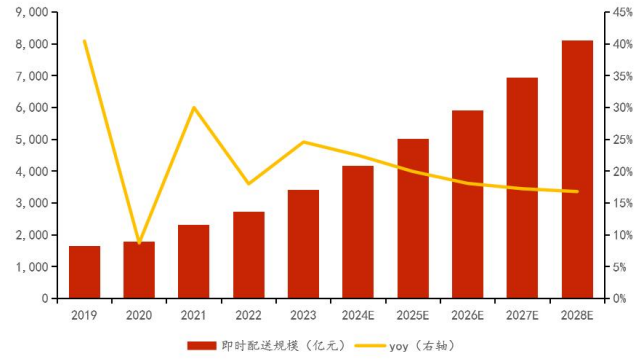


资料来源：引航咨询、运联智库、华源证券研究所
注：2022 年快运货量为估算值

2.4. 同城配送：全场景渗透+集团协同助力高速增长

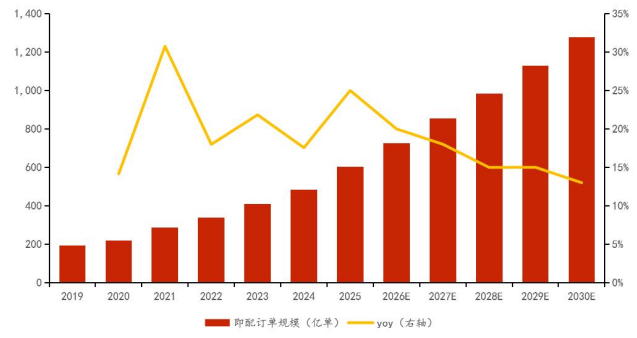
即时配送行业仍处于高速成长期，3C、零食、服装、日化等渗透率提升带来增量。即时配送是依托大数据、互联网，满足本地短距离、高时效“即时可得”需求的物流服务，覆盖餐饮、生鲜、商超、医药等，是连接商家与用户的重要纽带。在餐饮、生鲜、商超及医药等传统场景之外，3C 数码、零食饮料、服装鞋帽、生活日化等全品类的加速渗透，正为行业注入持续的增长红利。根据艾瑞咨询和中物联同城即时物流分会预测，2024 年我国即时配送行业规模约达 4177 亿元，订单量达 483 亿单，2019-2024 年 CAGR 分别达 20.5%/20.3%。行业有望保持高景气度，预计 2025-2028 年行业规模/订单量将保持高速增长，复合增速约 17.4%/17.6%，2028 年即时配送行业规模预计或将超 8100 亿元，订单规模或超 980 亿单。

图表 22：2019-2028 年我国即时配送规模及增速



资料来源：中物联同城即时物流分会、艾瑞咨询、华源证券研究所

图表 23：2019-2030 年我国即时配送订单规模及增速



资料来源：中物联同城即时物流分会、艾瑞咨询、华源证券研究所

独立第三方即时配送平台，全场景业务深度覆盖。顺丰同城作为独立第三方即时物流平台，以中立开放的定位构建了覆盖全场景、全客群的业务体系，根据顺丰同城招股书，公司面向不同类型的需求提供了同城配送及最后一公里的全场景覆盖、全链路服务。同城配送业务主要根据客户对预算、送货范围、服务时间和时间敏感度的要求，提供差异化的同城配送服务，业务范围包括面向商家（ToB），面向消费者（ToC），2025 年 ToB/ToC 收入占比分

别为 46.7%/12.1%；最后一公里业务上，顺丰同城与顺丰集团等生态伙伴协同，承接快递末端、仓配一体等最后一公里配送服务，2025 年收入占比约 41.2%。

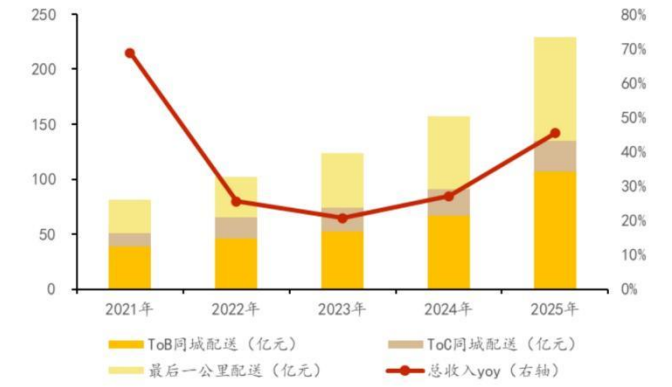
图表 24：顺丰同城业务模式



资料来源：公司招股书，华源证券研究所

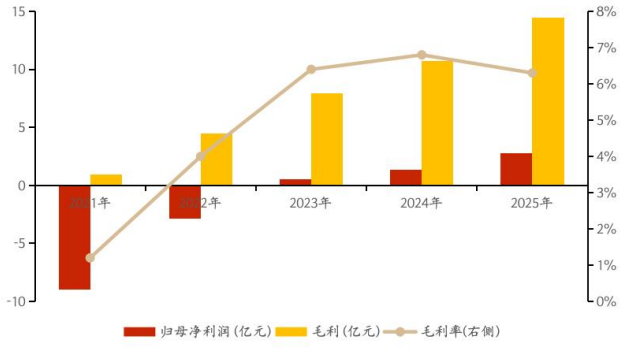
收入规模持续高增，23 年实现扭亏为盈，规模效应逐步显现。公司收入持续高增，2021-2025 年营收从 81.74 亿元增长至 228.99 亿元，4 年复合增速（CAGR）约 30%；2025 年受益于即时配送行业扩容、头部客户深度合作机遇，收入增速进一步提速，同比增长 45.4%。随着规模效应持续释放、精细化运营管控深化，公司毛利率从 2021 年的 1.2%提升至 2025 年的 6.3%，盈利拐点清晰，2023 年首次实现全年盈利，2025 年归母净利润约 2.8 亿元（同比增长 109.7%），经调整净利润达 4.1 亿元（同比增长 184.3%），充分验证公司降本增效成效与规模效应的持续兑现。

图表 25：2021-2025 年顺丰同城业务收入结构



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 26：2021-2025 年顺丰同城归母净利润和毛利情况



资料来源：公司公告、华源证券研究所

2.5. 冷运及医药：综合物流重要拼图

冷链市场高度分散且整合空间较大，行业规模保持稳步扩张。根据公司公告，冷运及医药物流服务主要满足来自食品、农产品及医药等行业对控温运输的专业需求。目前我国冷链物流市场高度分散，虽有超过 2,000 家中小型冷链物流服务商，但少有头部企业能够提供涵盖从生产、储存、运输及配送至末端消费者的全流程服务。根据弗若斯特沙利文（Frost&Sullivan）预测，2023 年-2028 年我国冷链物流市场规模预计将由 698 亿美元增长至 1,028 亿美元，CAGR 预计实现 8.1%。

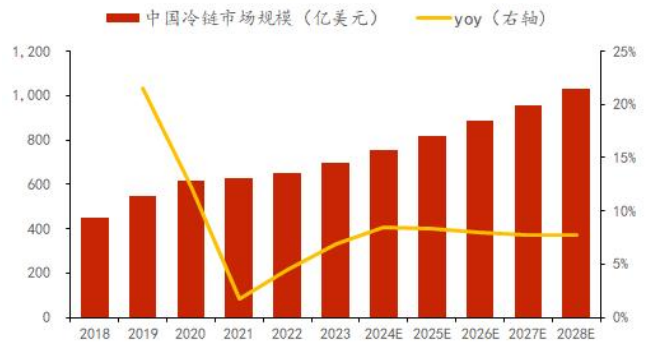
顺丰冷运及医药市占率高居全国第一，依托资源与品类拓展实现稳健增长。凭借丰富的冷链物流资源，顺丰已成为该领域的行业龙头，按 2023 年收入计，顺丰冷运及医药的市场份额为 2.2%，排名全国第一。根据顺丰各年年报，公司于 2018 年与美国夏晖集团联合成立“新夏晖”，借助其丰富的供应链管理经验和强大的品牌力快速拓展行业标杆客户；2017 年-2025 年，顺丰冷运及医药营收由 23.0 亿元稳步增长至 106.1 亿元，CAGR 达到 21.1%。2025 年，公司进一步深耕农产品上行场景，积极拓展鲜果、小吃、苗木、腊味等新品类业务并持续优化服务能力，推动当年顺丰冷运及医药营收实现同比增长 8.1%。

图表 27：2017-2025 年顺丰冷运及医药营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 28：2018 年-2028 年我国冷链市场规模及同比增速

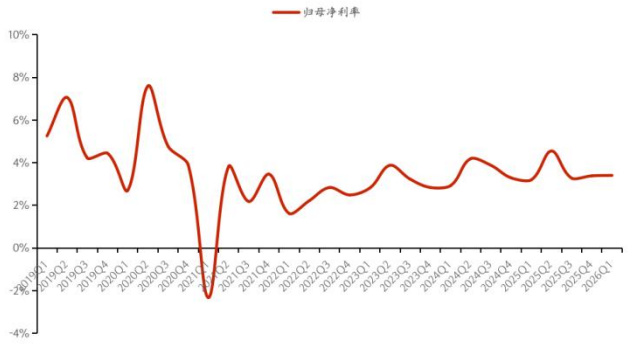


资料来源：中国物流与采购联合会、国家统计局、国家发改委及弗若斯特沙利文、华源证券研究所

3. 运营底盘夯实，结构性降本显著

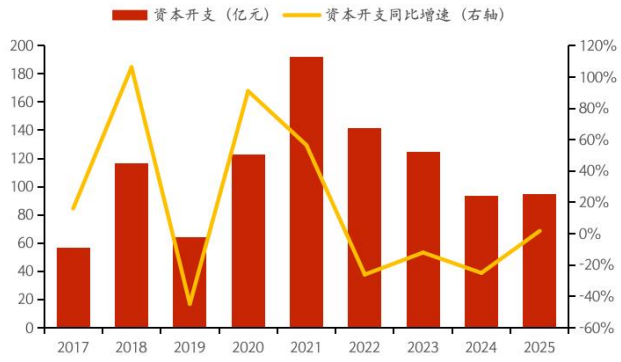
利润扭亏+经营提效需求，2021 年顺丰开启营运优化。2019 年至 2021 年期间，中国快递行业陷入白热化的“价格战”红海，低价电商件泛滥。为了抢占下沉市场，顺丰大力推广低毛利的经济件，与此同时，顺丰正处于快运、同城等新业务的重资产投入期，多重因素叠加使公司成本端承压，2021Q1，顺丰控股首次出现单季度业绩亏损，归母净利率降至-2.3%。为了推动业务的健康发展，2021 年起公司开启了全面的营运优化：主动调优产品结构、收紧低价订单以确保服务品质；2021 年起资本开支降速，推出“四网融通”转向精细化运营，大力推行网络整合与资源协同，以提升利用效率。

图表 29：2019-2026Q1 顺丰单季度归母净利率表现



资料来源：wind、公司公告、华源证券研究所

图表 30：2017-2025 年顺丰资本开支及同比增速



资料来源：wind、公司公告、华源证券研究所

多网融通常态化，效益持续释放。2021 年公司推出“四网融通”，促进顺丰速运、丰网速运、顺丰快运、仓储网络的协同；2022 年对多项业务的网络运营进行整合，实现规模效益、降本增效；2023 年升级至“多网融通”，围绕常态化的网络融通举措持续做深做细，并拓展挖掘新的业务资源融通机会，推动嘉里物流/冷运/医药/新夏晖等网络融入大网；2024 年多网融通进入常态化新阶段，多网融通年降本额达到 13 亿元以上，2021 年以来顺丰降本额累计实现 38 亿元。

图表 31：顺丰多网融通战略及降本成效

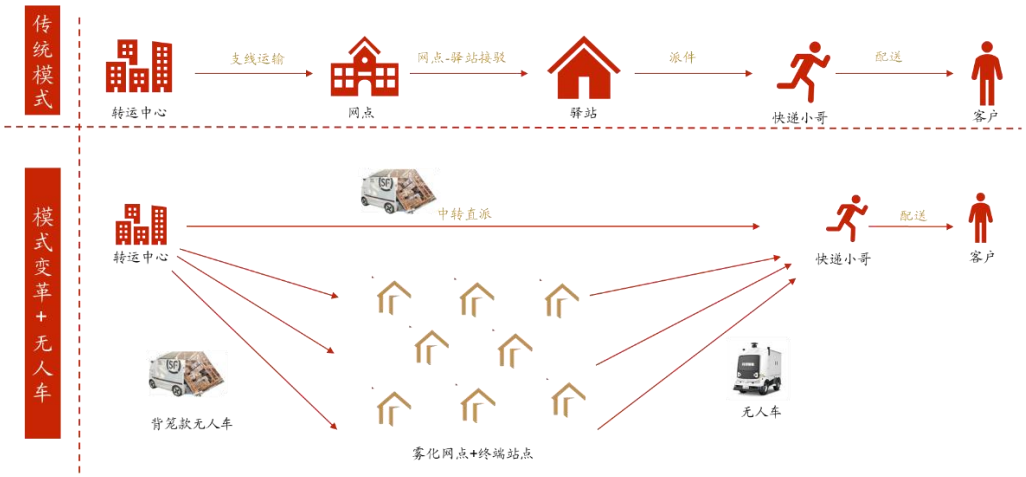


资料来源：公司推介材料，华源证券研究所

营运模式变革引领创新，全链路效率显著提升。与网络融通同步进行的是营运管理的优化：1）中转环节：场地“大瘦身”与多功能枢纽聚合。根据公司年报，2024 年公司中转场站 373 个，较 2022 年减少 163 个，公司聚合建设多功能大型场地，2024 年实现小件中转效能提升 13%，大件中转效能提升 8.5%；2）运输环节：集约发货、线路拉直与车型升级。3）末

端环节：工具迭代与人效突围。根据顺丰年报，顺丰不断创新和迭代小哥的收派作业工具，助力提高收派效率，2024 年小件收派效能同比提升 7.8%，大件收派效能同比提升 9.1%。

图表 32：顺丰营运模式变革结合无人车投运



资料来源：顺丰控股年报，华源证券研究所整理

图表 33：营运模式变革引领行业创新



资料来源：公司推介材料，华源证券研究所

激活经营探索管理边界，结构优化驱动效益持续释放：在管理机制上，公司自 2024 年起深化激活经营战略，推动全面组织变革，总部定位从“管理型”变成“服务支持型”，加强对业务区的经营授权，提升业务前线决策敏捷性；推行以经营结果为导向、多元驱动、成果共享的激励机制。我们认为，公司通过货量结构的动态调整，大力挖掘高毛利商务件、高端逆向件（电商退换货）及医药冷链等高边际利润订单，或能提升单一中转节点的资产回报率（ROA）。随着“激活经营”的持续推进与精细化管理的边界拓宽，多网融通的协同效益有望加速释放，公司业务结构与盈利能力或持续向好。

图表 34：激发组织活力—小哥管理多举措激发创收活力



资料来源：公司推介材料，华源证券研究所

图表 35：激发组织活力—提高经营意识及市场竞争力

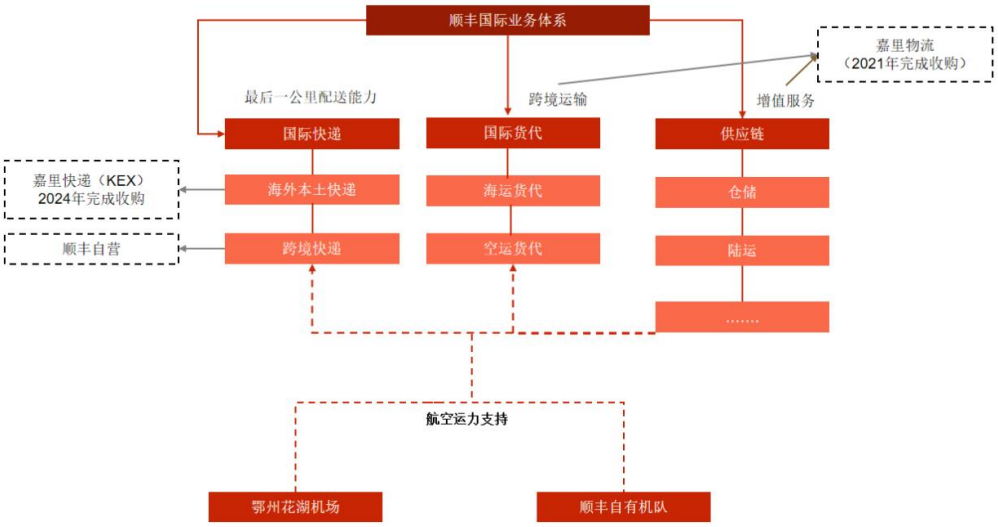


资料来源：公司推介材料，华源证券研究所

4. 供应链及国际：多元能力服务平台，构筑第二成长曲线

顺丰供应链及国际业务主要包括:1）供应链服务：依托顺丰丰豪、顺新晖、嘉里物流三大专业化经营主体，面向新能源、汽车、医药、快消餐饮、电商新零售等全行业客户，提供覆盖采购、生产、仓储、分销、售后全链路一体化定制合同物流方案；**2）国际配送业务：**面向跨境电商、进出口制造及散单客户，提供全球门到门国际快递、跨境电商专项配送、海外本地末端配送服务，在东南亚多国具备本地化履约能力；**3）国际货运代理：**采用轻资产运营模式，整合外部承运商资源，提供空运、海运、陆运多式联运跨境物流服务，配套专业化跨境清关服务。

图表 36：顺丰供应链及国际业务产品体系

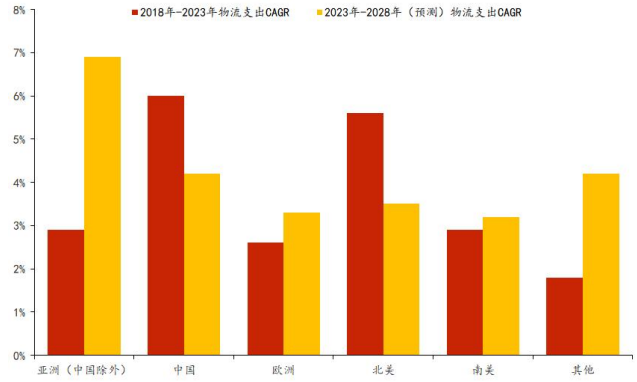


资料来源：公司公告、华源证券研究所

4.1. 持续深化“亚洲唯一”战略，核心资产支持全球扩张

亚洲领跑全球物流增速，第三方物流迎来黄金成长期。根据弗若斯特沙利文，2023 年-2028 年亚洲（除中国外，下同）或是全球物流支出规模增速最快的地区，CAGR 预计达到 6.9%，2028 年物流支出规模预计实现 3.30 万亿美元。同时，2023 年-2028 年亚洲（除中国外）第三方物流渗透率预计由 44.3%提升至 45.1%。物流市场规模扩张叠加第三方物流渗透率提高，2023 年-2028 年亚洲（除中国外）第三方物流市场规模预计由 1.05 万亿美元增长至 1.49 万亿美元，CAGR 预计实现 7.3%，并且亚洲（除中国外）有望超过北美，成为全球第三方物流市场规模第二大且增速最快的地区。

图表 37：全球各区域物流支出规模 CAGR



资料来源：弗若斯特沙利文、国家统计局等、华源证券研究所

图表 38：顺丰推进“亚洲唯一”战略落地



资料来源：公司推介材料、华源证券研究所

深化“亚洲唯一”定位，场景突破构筑第二增长曲线。立足于亚洲红利，顺丰控股深化推进“亚洲唯一”战略。在融合嘉里物流海外能力与资源的基础上，聚焦东南亚及日韩等亚洲国家完善网络建设，通过多场景能力的建设，服务中国企业出海：**1）端到端供应链闭环：**聚焦消费品、汽车、工业设备、高科技等支柱产业打造服务标杆。通过销售协同、海外运维、底层标准化陆空产品（如中越智达、中印速航等）提供全链路端到端保驾护航。**2）跨境电商履约升级：**加速国际实体网点布局，并在末端优选极兔速递作为战略级尾程服务伙伴，强强联合提升本地化综合派送能力。

图表 39：顺丰在多行业、多国家场景新突破，赋能客户加速出海



资料来源：公司推介材料、华源证券研究所

三大核心大网底盘共振，构建全球一体化履约壁垒。1）仓储底盘：根据公司推介材料，公司全球海外仓总规模近 255 万㎡，其中亚太（不含中国）仓储面积达 210 万㎡，占海外仓总面积超八成，泰国、印度、越南等核心市场均完成规模化仓储布局，仓网面积稳居区域第一梯队；欧洲及中东、美洲分别配套近 30 万㎡、超 18 万㎡海外仓作为补充。**2）航空干线运输：**公司运营 111 架全货机，全年国际全货机航班近 1.4 万架次，亚太地区每周往返 228 班高频国际航线，欧洲及中东、美洲分别配套 30 班、22 班周度航线，高密度航空网络保障跨境履约时效。**3）海运与清关配套：**全年海运发货量近 115 万 TEU，全球布局 94 个清关服务口岸，叠加 AEO 高级海关认证资质与嘉里物流全球货代资源，完善空、海、陆多式联运一站式跨境履约能力。

图表 40：顺丰物流资源丰富



资料来源：公司推介材料、华源证券研究所

4.2. 鄂州机场：核心物流资产，助力顺丰腾飞

核心物流资产，辐射亚洲链接全球。鄂州花湖机场于 2022 年 7 月投入使用，是亚洲首个、全球第四个专业货运枢纽机场。根据中国民航局及数研 lab，2025 年鄂州花湖机场货邮吞吐量完成 114.6 万吨，同比增长 32.4%，排名全国第 5。

极致的区位优势与产业集群商流共振。鄂州地处中国经济地理中心，具有难以复制的交通地理红利：1）黄金 1.5 小时飞行圈：以鄂州为中心，1.5 小时飞行圈内，可覆盖全国 90%的经济总量。2）多式联运体系完善：机场紧临长江水道，周边有 7 大深水港、4 条快速路、2 条高速路、6 条高铁线，联动武汉天河机场。3）产业集群完备：根据湖北省人民政府，截至 2025 年 10 月鄂州机场累计引进签约亿元以上临空产业项目 225 个，纳米材料、半导体以及电子等高端制造业公司持续落户。

图表 41：鄂州枢纽，辐射亚洲链接全球



资料来源：公司推介材料、华源证券研究所

轴辐式网络提升物流效率，增强全球及跨境服务能力。鄂州机场投运带动顺丰由“点对点”网络向“轴辐式”网络切换：1）我们认为，中转枢纽统一调度，有望提高航班载运率、频次时效；采用大型飞机替代小型飞机，进一步提升规模效应；根据鄂州政府，“轴辐式”网络化运营模式提高货机实载率 10%，降低航空运输成本 18%；2）通过鄂州机场有望获得白天优质时刻，公司可重新定义时效件，推出更多定制化产品（当日达），构建空空中转货运体系，打通国际物流，根据鄂州市发改委公众号，以湖北跨境电商运输至东南亚市场为例，鄂州花湖机场开通后，货物从出厂到最终配送至客户手中总耗时 6.5-9.5 天，较开通前总耗时 21-29 天大幅缩短。

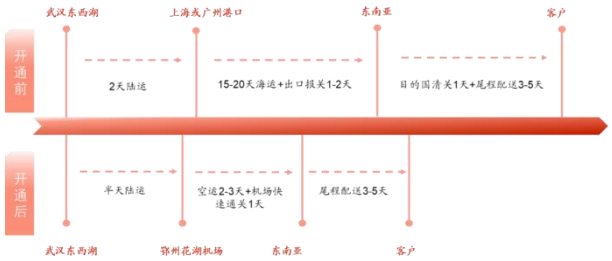
仅供内部参考，请勿外传！

图表 42：鄂州机场投运，推动顺丰物流服务体系能力提升



资料来源：公司推介材料、华源证券研究所

图表 43：货物由武汉运往东南亚时效大幅提升

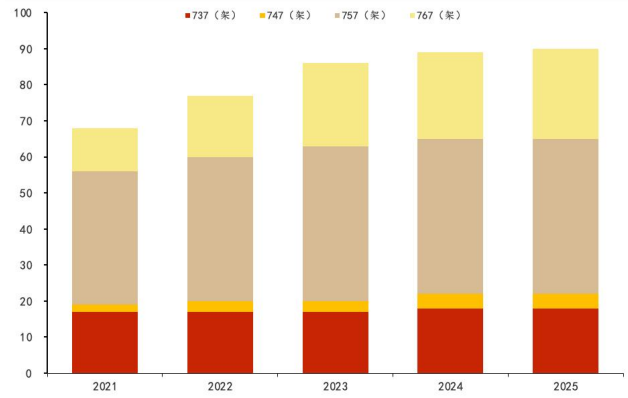


资料来源：鄂州市发改委公众号、华源证券研究所

机队持续扩容，宽体机占比提升：根据公司官网及公告，2017 年-2025 年顺丰自有全货机数量由 41 架增长至 90 架，货运机队结构中宽体货机（747、767）占比 2025 年达到 32.2%，较 2017 年提升 20pcts。

空网模式切换带动干线规模效应显现，顺丰航空机队产能利用率显著提升：根据测算，2025 年顺丰全货机每班发货量实现 23.67 吨，较 2021 年提升 39.6%，装载率达到 64%，较 2021 年提升 14.0pcts。

图表 44：顺丰自有机队持续扩容



资料来源：公司官网、公司公告、华源证券研究所

图表 45：顺丰全货机发货量及装载率持续提升



资料来源：公司官网、公司公告、华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

5.1. 盈利预测

收入：1）速运物流：预计时效快递业务 2026-2028 年业务量随行业增长而小幅增长，价格端随产品结构调整而有所改善，2026-2028 年收入增速约为 6%/6%/5%；快运业务随国内需求改善而保持增长，2026-2028 年收入增速约为 10%/8%/6%；同城业务整体随行业高增而保持较快增速，2026-2028 年收入增速约为 25%/20%/15%；冷链业务整体增速较为平稳，2026-2028 年收入增速约为 10%/9%/8%。2）供应链及国际：受益于中国企业出海及跨境电商机遇，整体保持较快增长，2026-2028 年收入增速约为 10%/10%/8%。

毛利率：预计随产品结构优化、产能利用率提升维持小幅改善趋势。

费用端：预计 2026-2028 年公司销售费用率、管理费用率以及财务费用率保持稳中有降。

5.2. 评级

顺丰正从"利润波动期"跨入"利润释放期"，随着利润中枢由"速运单一利润源"向"多业务共振"迁移，公司估值有望迎来重估。预计 2026-2028 年归母净利润分别为 113.4/126.4/142.5 亿元，当前股价对应 PE 分别为 14.0/12.6/11.2x，我们选取 UPS/FedEx 为可比公司，2026 年平均 PE 为 19.1x，顺丰为国内领先的综合物流龙头，预计估值仍有提升空间，维持“买入”评级。

图表 46：可比公司估值表

股票代码	公司名称	市值（亿美元）	EPS（美元/股）			PE		
			26A/E	27E	28E	26A/E	27E	28E
FDX.N	联邦快递(FEDEX)	695	18.6	19.0	21.1	22.2	15.4	13.8
UPS.N	联合包裹服务(UNITED PARCEL)	829	6.1	8.1	8.9	16.0	12.0	11.0
平均值						19.1	13.7	12.4

资料来源：wind，华源证券研究所。
注：可比公司均采用 wind 一致预期，估值日期 2026/10/16

6. 风险提示

1）宏观经济景气波动导致需求低于预期：物流需求因宏观经济景气变化而波动。若宏观经济景气波动导致需求低于预期，公司利润兑现节奏或受影响。

2）行业监管政策变动影响公司收入节奏：行业监管政策若发生不利调整，可能抬升合规成本或改变行业竞争格局，导致行业竞争加剧程度超出预期，公司收入与利润或承压。

3）油价波动影响公司成本：公司主要成本之一为运输成本，如果油价大幅上涨，或导致利润下滑。

4）跨市场选择可比公司的风险：我们选取的可比公司为美股上市公司，可比性可能存在一定风险。

仅供内部参考，请勿外传！

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	20,969	36,648	51,558	67,514
应收票据及账款	34,349	36,253	39,222	41,813
预付账款	2,908	3,549	3,840	4,094
其他应收款	3,869	4,229	4,576	4,878
存货	3,039	3,117	3,369	3,581
其他流动资产	26,192	23,956	24,592	25,146
流动资产总计	**91,327**	**107,753**	**127,156**	**147,026**
长期股权投资	7,034	6,967	6,901	6,834
固定资产	67,378	63,707	58,945	53,002
在建工程	2,909	1,939	1,879	1,818
无形资产	15,386	14,612	13,771	12,865
长期待摊费用	3,224	3,483	3,075	2,667
其他非流动资产	29,211	29,252	29,148	29,042
非流动资产合计	**125,142**	**119,960**	**113,719**	**106,228**
资产总计	**216,469**	**227,713**	**240,875**	**253,255**
短期借款	7,013	7,013	7,013	6,013
应付票据及账款	30,281	32,571	35,196	37,417
其他流动负债	35,601	37,939	40,992	43,583
流动负债合计	**72,895**	**77,523**	**83,200**	**87,013**
长期借款	27,131	26,131	25,131	24,131
其他非流动负债	6,119	6,119	6,119	6,119
非流动负债合计	**33,250**	**32,250**	**31,250**	**30,250**
负债合计	**106,144**	**109,773**	**114,450**	**117,263**
股本	5,039	5,105	5,105	5,105
资本公积	42,364	42,298	42,298	42,298
留存收益	51,906	58,943	66,783	75,622
归属母公司权益	99,309	106,346	114,186	123,025
少数股东权益	11,015	11,594	12,240	12,967
股东权益合计	**110,325**	**117,940**	**126,425**	**135,992**
负债和股东权益合计	**216,469**	**227,713**	**240,875**	**253,255**

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	11,685	10,622	11,983	13,676
折旧与摊销	16,373	17,358	19,274	21,524
财务费用	1,789	1,616	1,509	1,380
投资损失	-1,468	-1,006	-1,006	-1,006
营运资金变动	-1,184	3,881	1,184	899
其他经营现金流	362	1,517	1,659	1,659
经营性现金净流量	**27,555**	**33,987**	**34,604**	**38,133**
投资性现金净流量	**-17,327**	**-11,387**	**-12,387**	**-13,387**
筹资性现金净流量	**-22,935**	**-6,921**	**-7,307**	**-8,789**
现金流量净额	**-12,686**	**15,678**	**14,910**	**15,956**

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**308,227**	**334,738**	**362,156**	**386,075**
营业成本	**267,178**	**290,955**	**314,398**	**334,241**
税金及附加	765	774	837	892
销售费用	3,911	4,080	4,414	4,705
管理费用	19,499	21,009	22,730	24,231
研发费用	2,170	2,357	2,550	2,718
财务费用	1,789	1,616	1,509	1,380
资产减值损失	-189	-279	-302	-321
信用减值损失	-49	-109	-118	-126
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1,468	1,006	1,006	1,006
公允价值变动损益	71	0	0	0
资产处置收益	-64	0	0	0
其他收益	611	611	611	611
营业利润	**14,763**	**15,178**	**16,916**	**19,077**
营业外收入	387	336	336	336
营业外支出	232	294	294	294
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**14,918**	**15,220**	**16,958**	**19,119**
所得税	3,233	3,298	3,675	4,143
净利润	**11,685**	**11,921**	**13,283**	**14,975**
少数股东损益	568	579	645	727
归属母公司股东净利润	**11,117**	**11,342**	**12,637**	**14,248**
EPS(元)	2.18	2.22	2.48	2.79

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	8.37%	8.60%	8.19%	6.60%
营业利润增长率	8.01%	2.81%	11.45%	12.77%
归母净利润增长率	9.31%	2.02%	11.42%	12.74%
经营现金流增长率	-14.39%	23.34%	1.81%	10.20%
盈利能力				
毛利率	13.32%	13.08%	13.19%	13.43%
净利率	3.79%	3.56%	3.67%	3.88%
ROE	11.19%	10.67%	11.07%	11.58%
ROA	5.14%	4.98%	5.25%	5.63%
估值倍数				
P/E	14.32	14.03	12.60	11.17
P/S	0.52	0.48	0.44	0.41
P/B	1.60	1.50	1.39	1.29
股息率	2.65%	2.70%	3.01%	3.40%
EV/EBITDA	6	5	4	4

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

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

一般声明

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

本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户 本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司对本报告保留一切权利 未经本公司事先书面授权 本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

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

投资评级说明

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

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

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

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；
投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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