

“战国”时代，静待改善

——快递行业研究框架

行业评级：看好

2023年12月9日

分析师	李丹
邮箱	lidan02@stocke.com.cn
证书编号	S1230520040003
研究助理	张梦婷

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

1、历经三十年的行业发展，快递行业目前发展相对成熟；市场需求差异导致快递定价模式不同。

• 快递行业发展主要经历了以下阶段：

- **萌芽**：民营快递企业起步于20世纪90年代，随着外贸业务的发展，出口报关材料和样品邮寄需求暴涨。
- **快速发展**：2003年淘宝网上线，2009年《新邮政法》颁布叠加时代背景下电商井喷式发展，为快递发展带来了黄金期。
- **资本助力**：2016-2017年头部快递企业在资本市场的热情下纷纷上市，通过融资加快前进步伐。
- **龙头竞争**：2018年以来，行业增速放缓，在件量上目前已基本形成了中通为龙头，圆通暂时维稳第二，韵达申通互相追赶，极兔快速成长的竞争格局，顺丰在时效快递中也保持着领先地位。

2、件量：商流发展促进物流成长，电商平台的发展极大地推动了快递件量的增长。随着网购渗透率的提升及电商模式的不断演变，行业件量增速放缓，未来下沉市场和快递出海或将成为竞争焦点。

- **电商发展历经二十年发展并向多元生态化转型**。从1999年当当网，到2003-2004年淘宝、京东上线，再到2015年拼多多成立，2018年抖音试水直播带货等，电商平台也从最初的货架电商朝着直播、社交电商多元化生态模式发展。
- **商流发展促进物流成长**。随着上游平台商流的增长，快递量也经历了爆发式成长，2011-2017年快递量CAGR高达49%。
- **拼、抖等新兴电商平台的发展给传统的淘系电商带来明显冲击**。2017-2021年，拼多多GMV年复合增速高达104%，拼多多在GMV排名前五的电商平台中占比也从2%提升到16%。
- **单包裹货值持续走低，下沉市场成为电商平台竞争焦点**。
- 政策支持下叠加东南亚地区电商的高速发展，**快递出海**或成为快递企业第二增长曲线。

3、价格：上游电商平台的竞争、行业进入存量发展阶段、叠加电商快递服务的同质化决定了价格竞争成为价格演变的主线。政策托底下，低于成本的恶性价格竞争或将不再发生，但局部地区的价格竞争及持续性仍待观察。

- 随着上游平台的发展及行业增速的演变，快递定价经历了**供需定价**（2009年之前），**竞争定价**（2010-2017年）**到成本加成定价**（2018年以来）的变化。
- 历经近二十年的发展，快递单票收入持续走低，价格竞争贯穿行业发展。在当前成本加成的定价模式下，价格竞争更加频繁。
- 2020年极兔入局掀起新一轮恶性价格竞争后政策首次托底，加强监管和维护行业秩序。
- 头部企业的竞争策略及淡旺季切换也是影响价格变化的重要因素。

4、成本：分拣和运输成本是快递企业的核心成本。各家纷纷加大资本开支，提升核心运输和分拣环节的自营比率，实现快递核心环节的降本增效。

- 快递单票成本主要由面单费、运输、分拣、派送成本构成。其中派费更多是流转作用，因此单票成本的差异更多体现在中转环节。
- 业务量的快速增长是单票快递成本下降的重要基础。为了提升产能，头部快递公司加大资本开支，提升设备自动化水平。
- 除了规模效应，通过资本开支提升核心运输和分拣环节的自营比率，将加大快递企业对核心环节的掌控力，提升转运中心的操作效率，从而实现降低成本，拉开差距。

5、投资建议：静待格局改善，重视优质龙头公司长期价值，关注修复标的。

- 2023年受行业价格竞争影响，快递板块市场情绪相对低迷，当前板块对应2024年估值普遍跌至较低位，估值已基本反映行业长期增速下行和价格竞争持续，整体预期相对悲观，**具有安全边际，风险收益性价比较高。**
- 1) 直营快递：看好**顺丰控股**；2) 加盟快递：建议关注**中通快递/圆通速递/申通快递/韵达股份**。

- 经济下行风险：若经济下行，将影响行业整体需求从而影响快递包裹量
- 行业增速低于预期：若行业件量增速较低，将影响公司的业务量及盈利水平
- 快递价格竞争恶化：若价格竞争较为激进，将导致公司业绩受损或增速放缓

目录

C O N T E N T S

01

商业模式综述

复盘行业发展

加盟VS直营

市场需求差异导致定价不同

02

快递件量

电商发展历程

下沉市场成为竞争焦点

快递出海

03

快递价格

快递定价策略

价格竞争或成为行业价格主线

快递价格主要影响因素

04

成本&产能

快递成本主要构成

资本开支带来自营占比提升

优化分配机制促进网络稳定

05

投资建议

01

商业模式综述

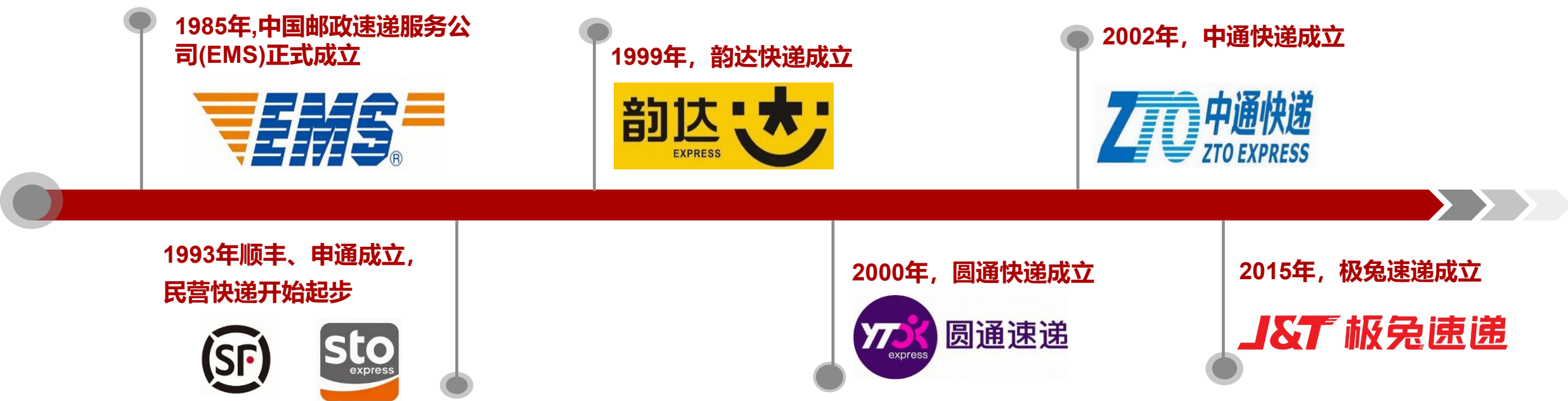
复盘行业发展

加盟VS直营

市场需求差异导致定价不同

- **快递萌芽阶段：** 民营快递成立的背后是20世纪90年代，**外贸公司如雨后春笋在全国各地成立**，出口报关材料和样品邮寄需求暴涨，EMS的服务无法满足快速传递的需求。

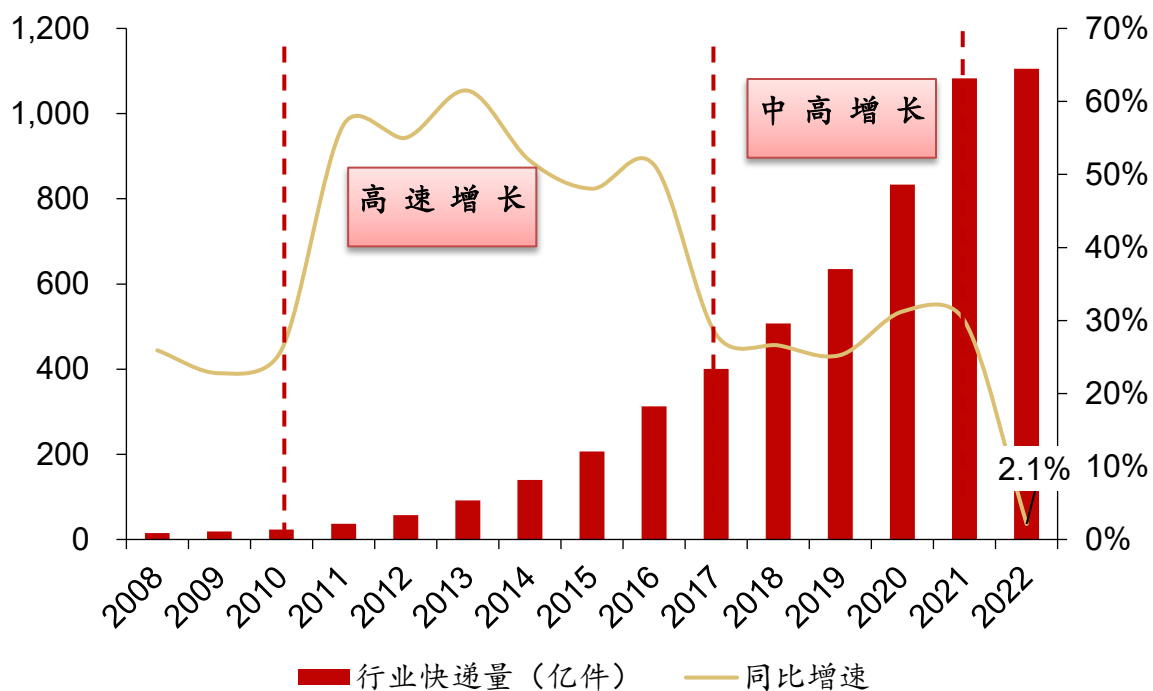
图：中国快递企业成立时间线



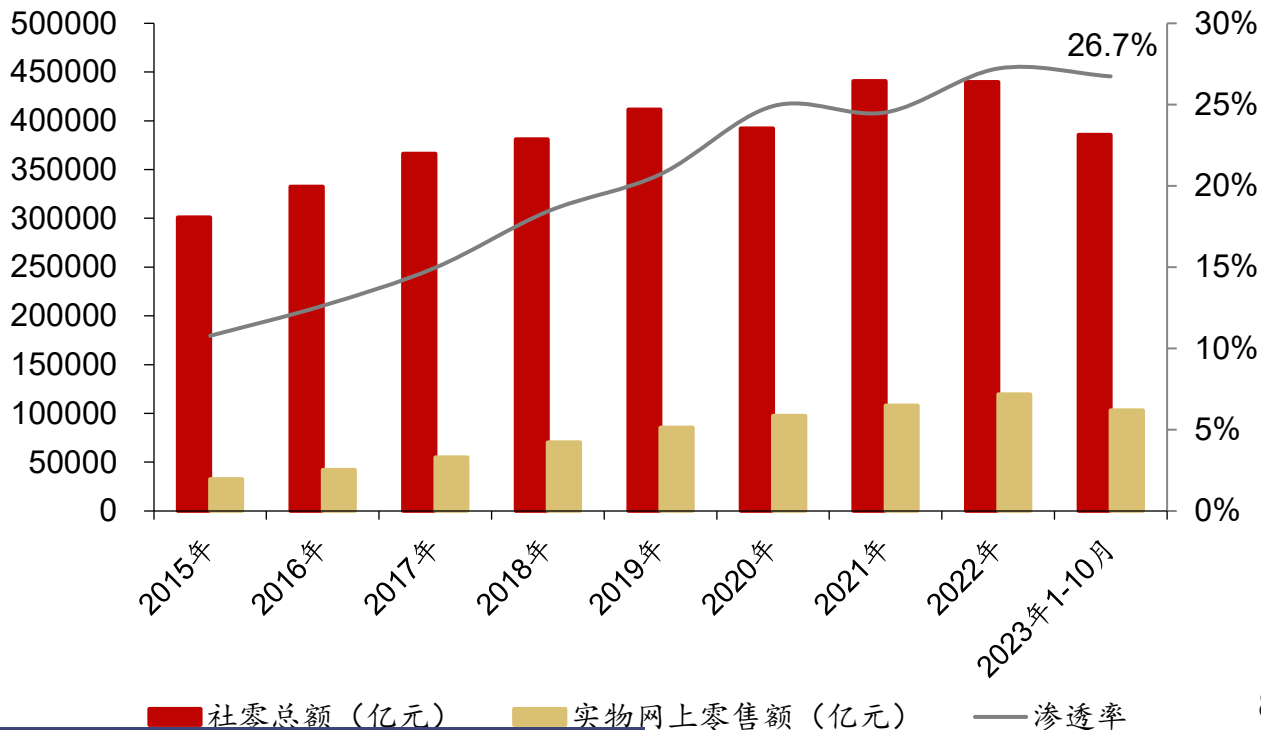
1986年12月全国人大常委会通过的《邮政法》是对快递市场监督管理的第一部法律，但在当时民营快递并不具备合法地位。

- 快速成长阶段：2003年淘宝网上线，京东、唯品会相继开展电商活动；电商购物逐渐融入日常生活。根据圆通官网，2005年起，圆通速递率先接入阿里巴巴淘宝平台，与淘宝开展电商合作。随后其他快递企业纷纷开始接入淘宝，快递企业和淘宝建立了物流体系，把线下物流搬到线上。
- 2009年新《邮政法》明确了民营快递企业的法律地位，行业进入更加规范化的发展阶段。与此同时，2009年首次“双十一”大促开启，电商GMV的爆发式增长为快递企业发展带来巨大契机，快递迎来行业发展的黄金时期。

图：淘宝等网购开启快递发展黄金时期

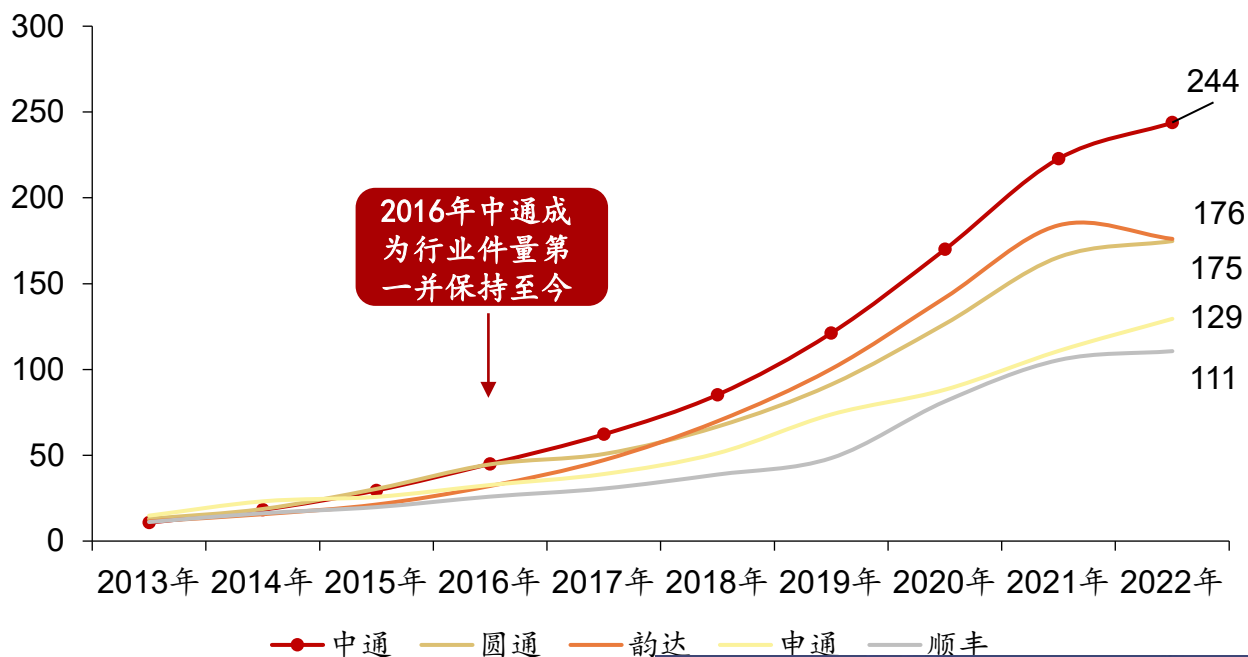


图：线上化购物渗透率持续提高

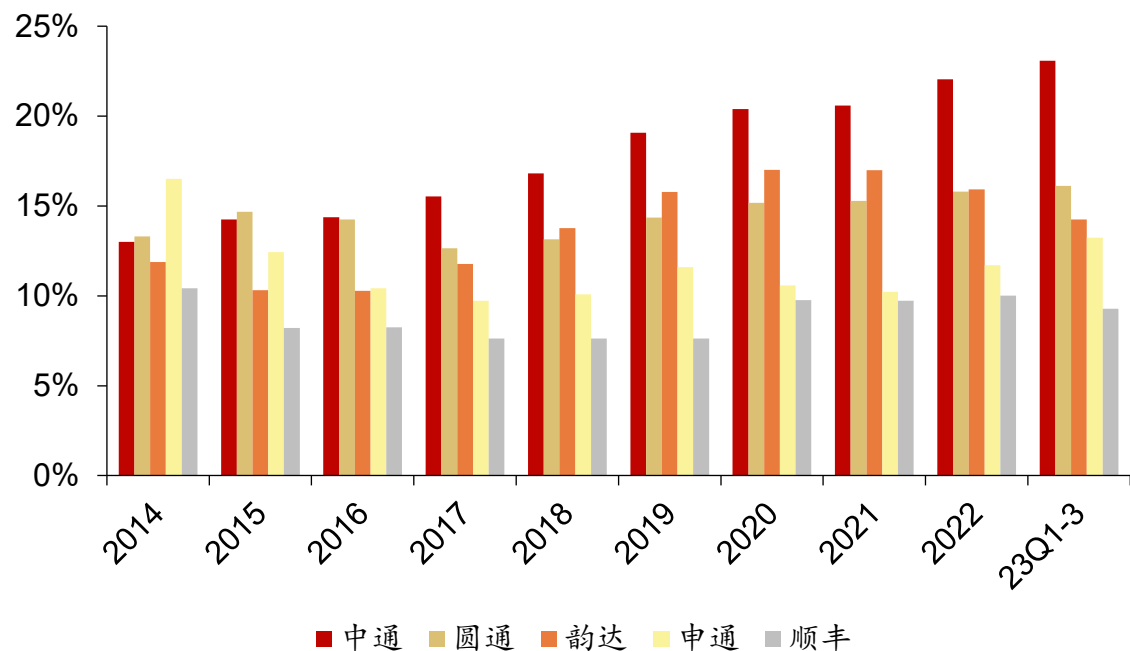


- **资本助力阶段，快递企业纷纷上市。** 2016-2017年时代背景下电商井喷式发展，此时头部快递企业在资本市场的热情下纷纷上市，通过融资加快前进步伐。2016年圆通、中通（纽交所）、韵达、申通相继上市；2017年顺丰顺利完成上市；2020年中通赴港实现二次上市，极兔2023年10月港股上市。
- **龙头竞争阶段：**2018年以来快递行业件量增速放缓，即使新兴的直播、社交电商平台崛起为行业发展带来新的动力，**行业增速仍难以回到50%以上，快递行业进入存量竞争时期。**中通作为行业龙头，自2016年起包裹量始终保持行业第一，2022年8月以来圆通第二的市场份额占比也相对稳定。韵达快递网络仍在不断修复，并且逐步优化自身件量结构，提升盈利水平；申通近些年大量资本开支的投入助力公司不断扩大产能，不断追赶市场份额。

图：快递上市公司件量情况（亿件）



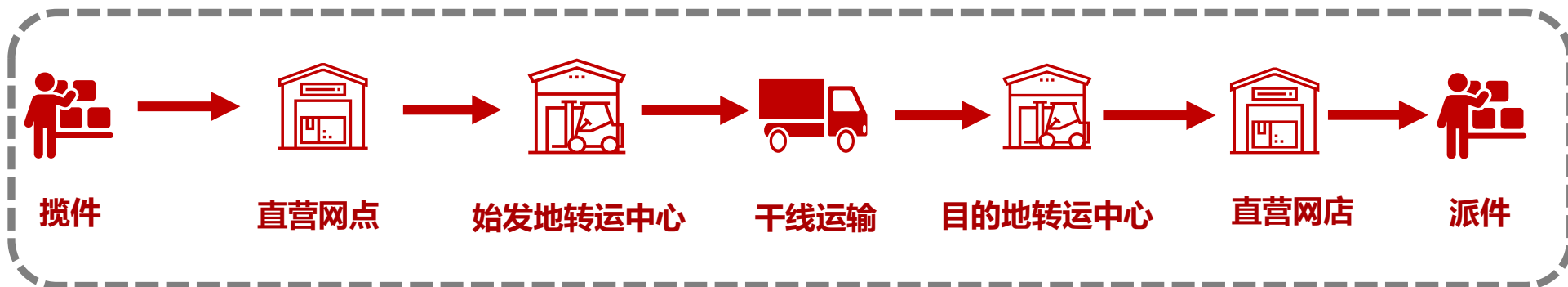
图：快递上市公司市占率（%）



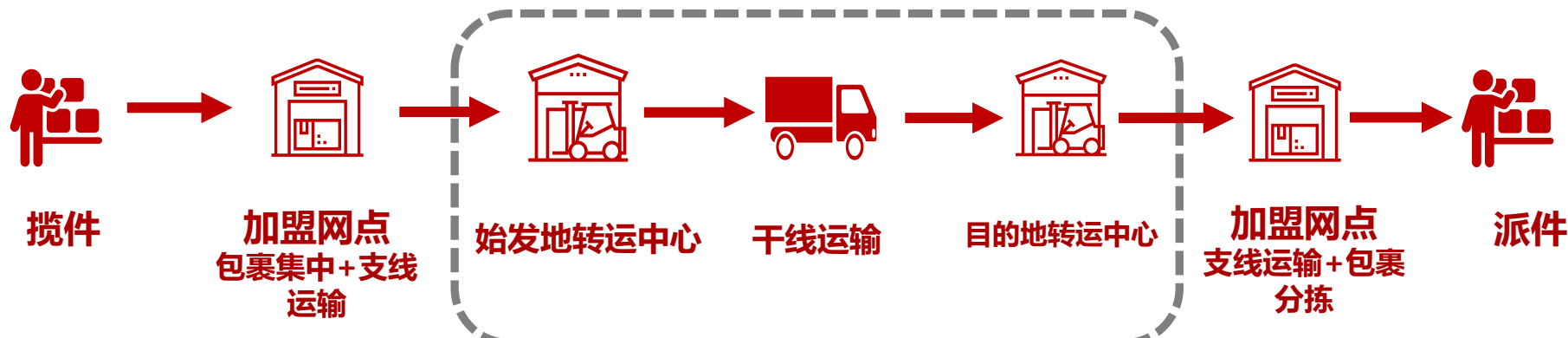
- **直营模式：**提供快递的揽收、分拣、转运和派送全流程服务，控制全部快递网络、核心资源以及快递小哥等，该模式下公司自建整个网络，包括末端网点建设等，对全网统一管理，服务标准化（代表公司：顺丰、京东、EMS）。
- **加盟模式：**快递公司总部负责快件中转和干线运输，加盟商负责末端网点的运营（快件揽收和派送）。通过向总部支付一定的加盟费即可使用总部的资源（中转运输、客户服务、安全管理等），日常经营独立。公司通过吸纳加盟商实现低投入快速扩张（代表公司：中通、圆通、韵达、申通）。

图：直营&加盟模式图示

直营模式

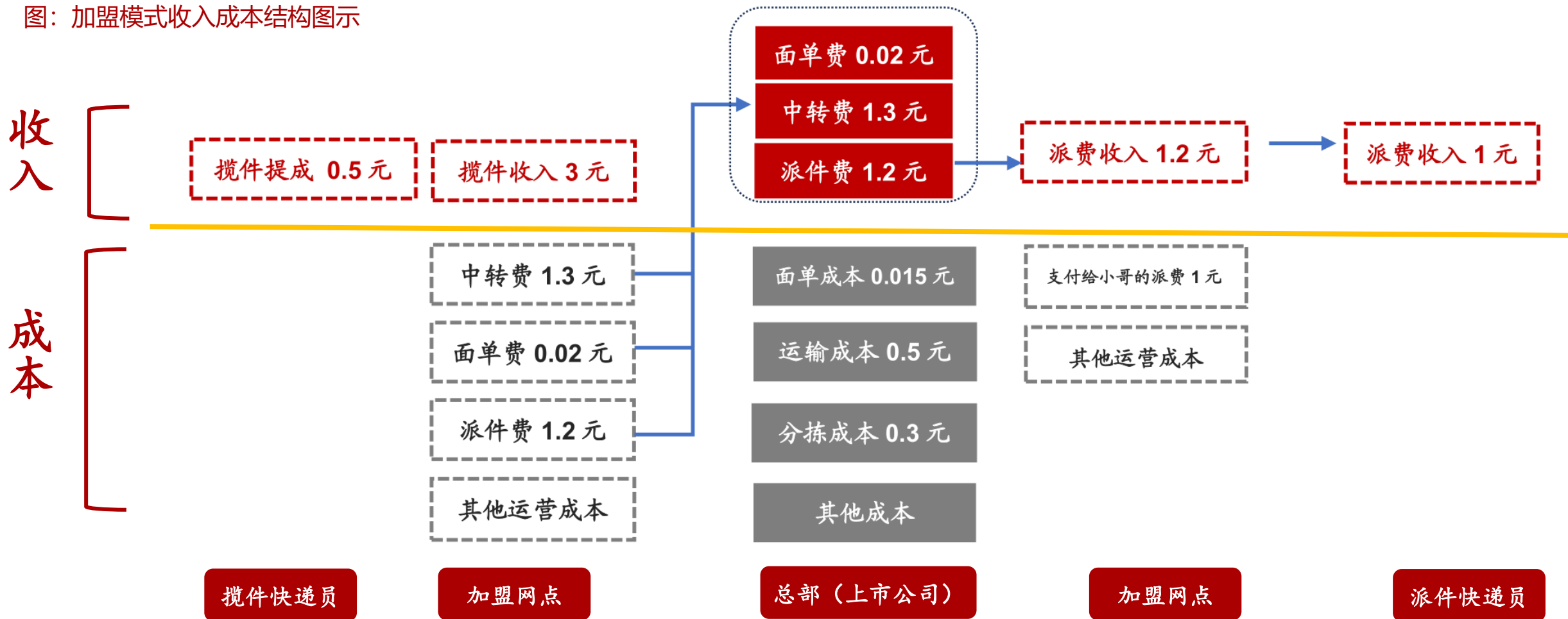


加盟模式



- 快递公司的收入主要是来自加盟商在发货时支付的面单费、中转费、派送费。其中，面单以量计费；派送费是总部代派件加盟商向揽件加盟商收取的费用，**本质上仅从总部流转（中通的收入构成不包含派费）**。加盟制快递企业收入部分不包括网点收入。

图：加盟模式收入成本结构图示



02

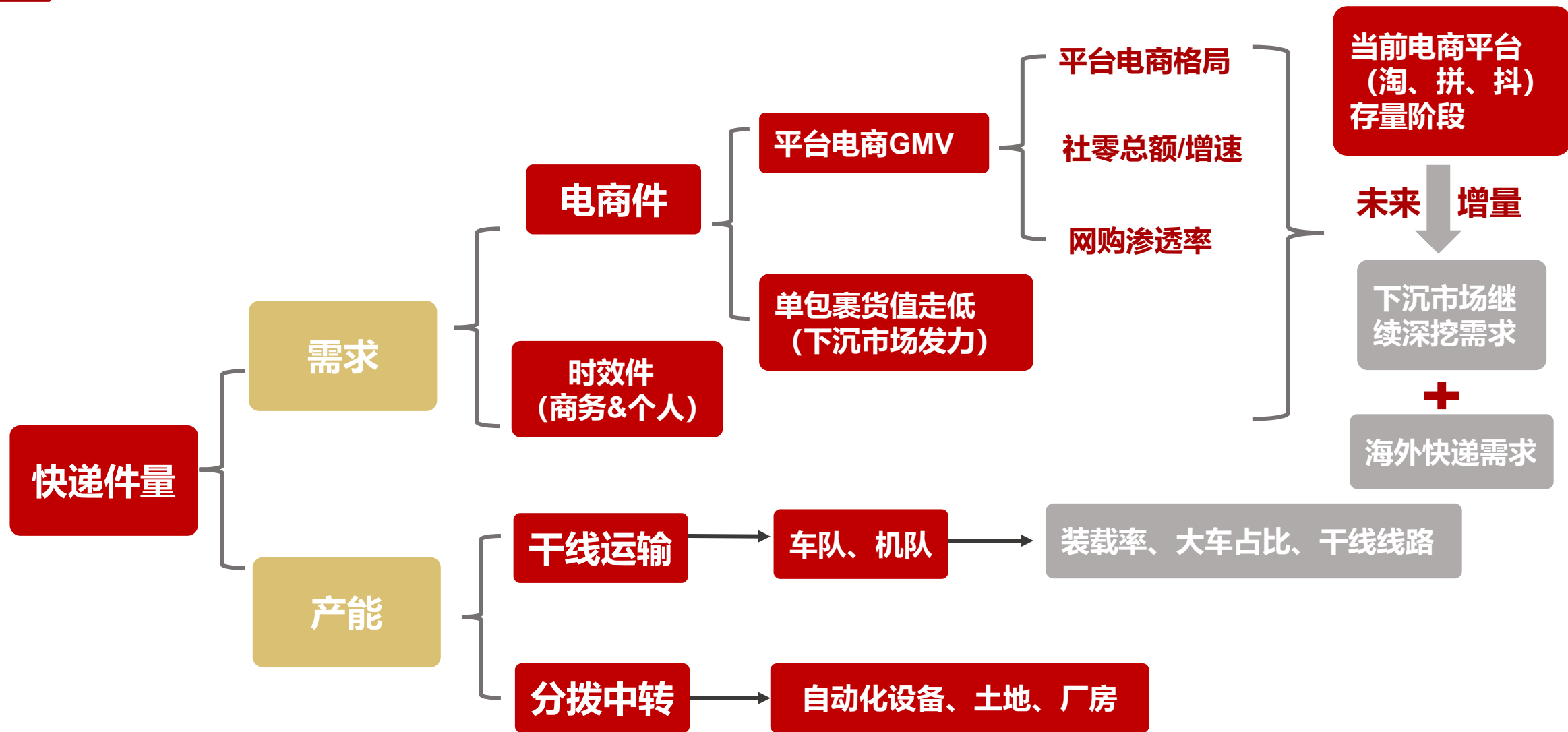
快递件量

电商发展历程

单包裹货值持续下降

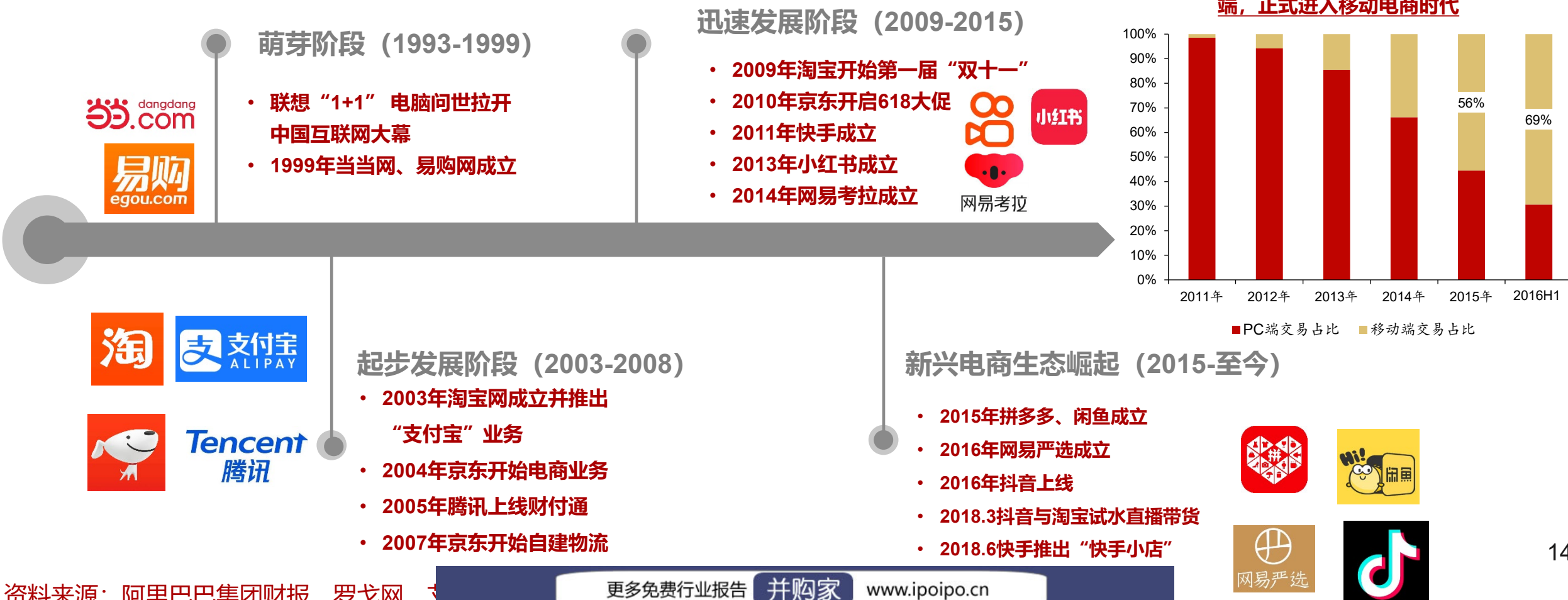
下沉市场成为竞争焦点

快递出海



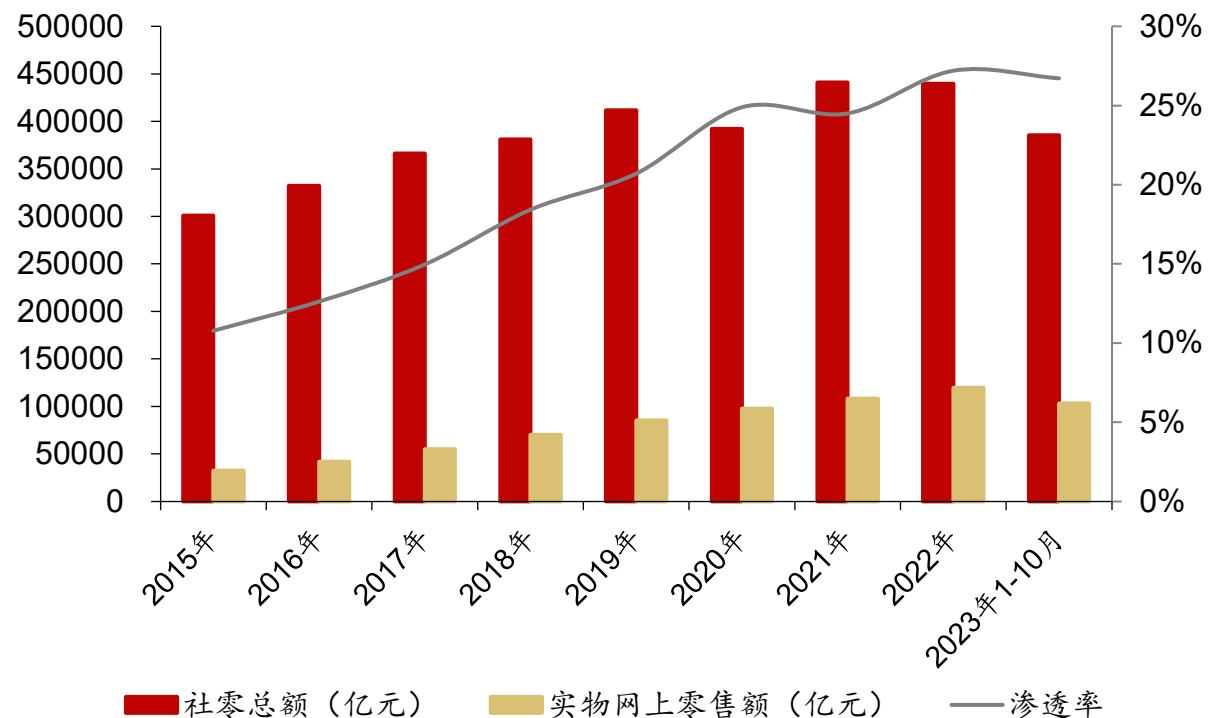
- 2003年，阿里巴巴创始人马云创立了淘宝网，成为中国最大的零售商业体。2011年5月26日，支付宝获得央行颁发的国内第一张《支付业务许可证》（支付牌照）。之后随着移动支付的普及，各电商平台蓬勃发展，中国电商也迎来了黄金发展期。
- 2018年前后，拼多多和抖音等社交&直播电商平台兴起再次为电商增长带来新的动力。

图：电商发展历程

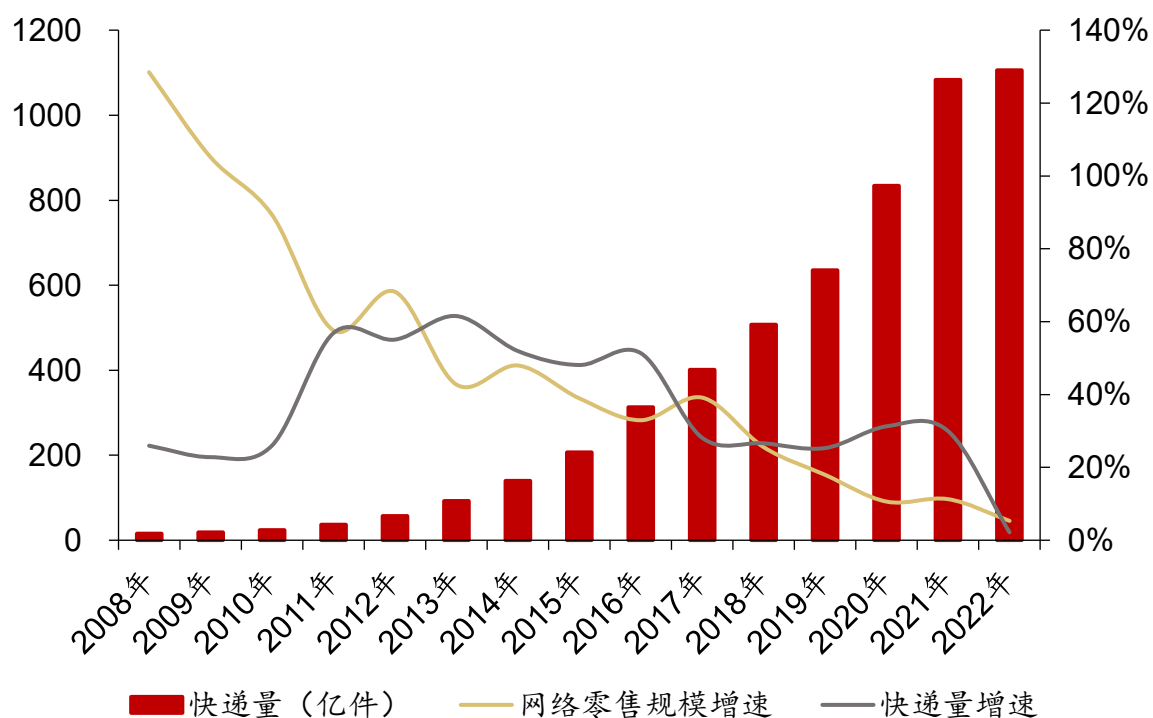


- 2022年我国社零总额接近44万亿，其中实物商品网上零售额约12万亿，网购市场规模近14万亿，2004-2022年网购规模CAGR增速高达51%。
- 随着商流爆发式增长，快递量也经历了高速增长阶段，2004-2022年快递量CAGR增速为42%；零售电商经过近二十年的衍变发展，逐渐进入存量发展阶段。2022年网购规模同比+5.3%，快递量增速仅2.1%。

图：网购渗透率持续提升

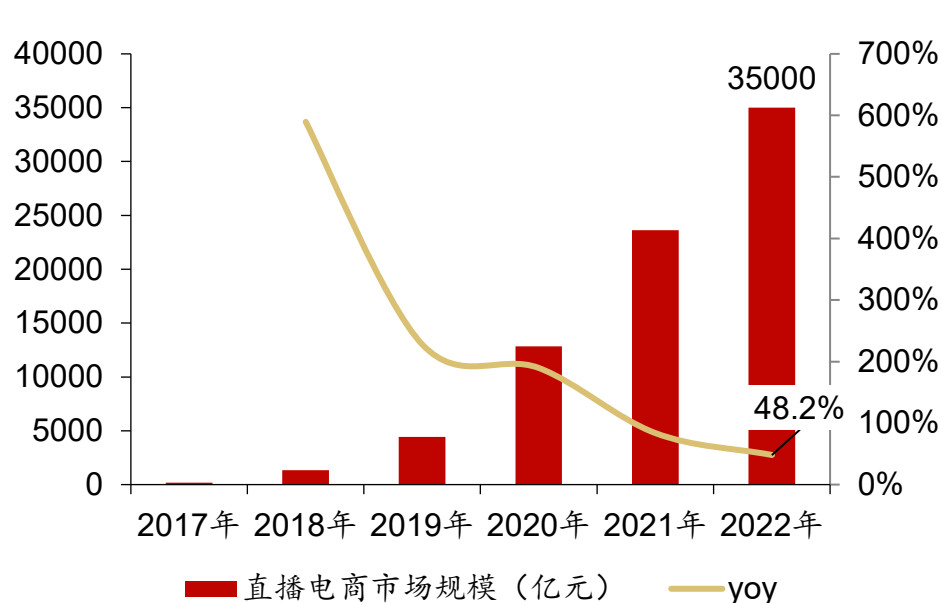


图：网购规模和快递量增长情况

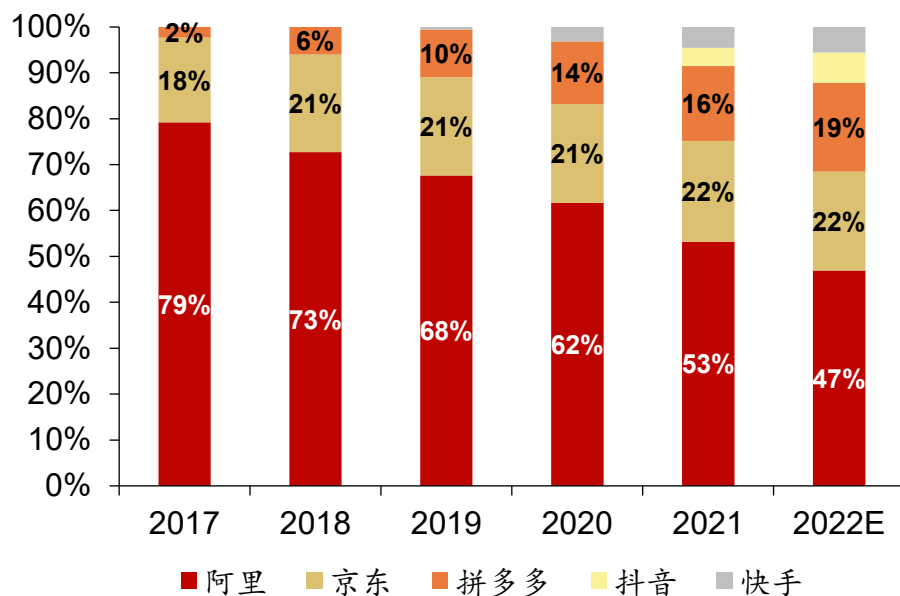


- 2016年淘宝直播正式上线，开启了直播电商“元年”，市场初具规模。
- 2018年抖快新兴平台先后布局直播电商板块，主播崛起，直播电商进入快速发展时期。2022年直播电商市场规模约35000亿，2017-2022年CAGR增速高达182%。在2023年的抖音电商生态大会中提到抖音电商GMV增长80%，货架场景GMV增速140%。
- 同时2018年拼多多基于社交裂变+购物优惠激励模式崛起，微信群好友自发性的拼团和砍价铺天盖地；拼多多GMV从2017年1412亿增长到2021年24410亿元，CAGR增速为104%。
- 拼、抖等新兴生态电商平台的快速发展给传统的淘系等电商带来了明显的冲击，我们预计阿里在GMV排名前五的电商平台中占比从2017年的79%下滑到2022年47%。

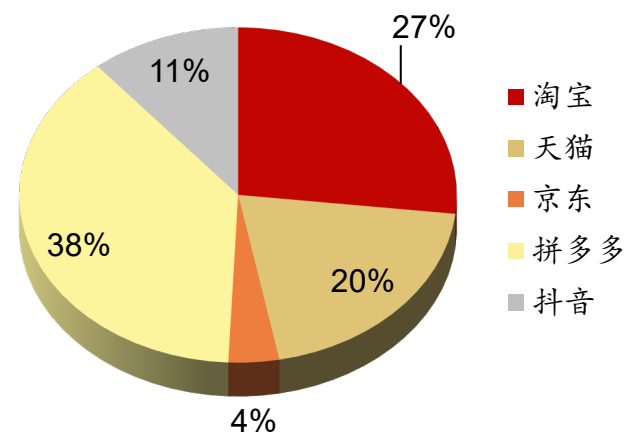
图：直播电商市场规模及增速



图：Top5平台电商GMV占比情况

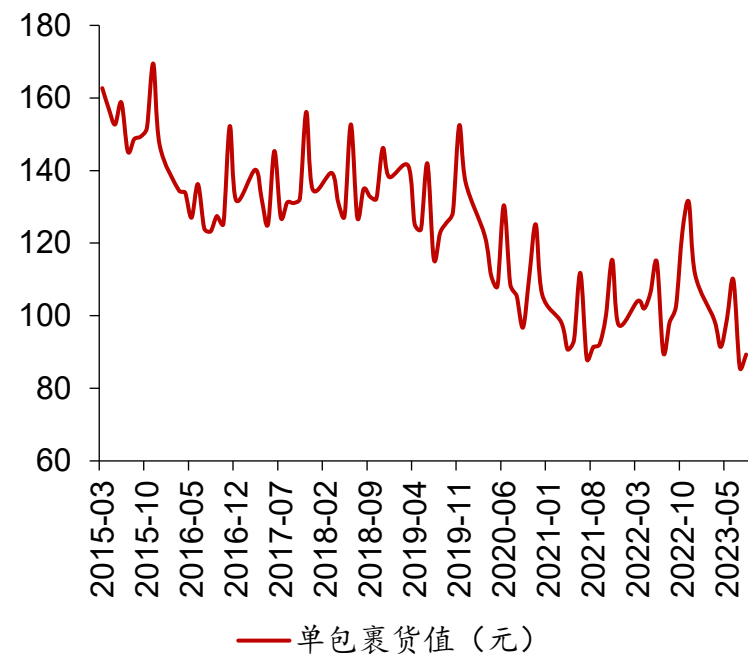


图：预计2022年Top5平台电商订单量占比情况

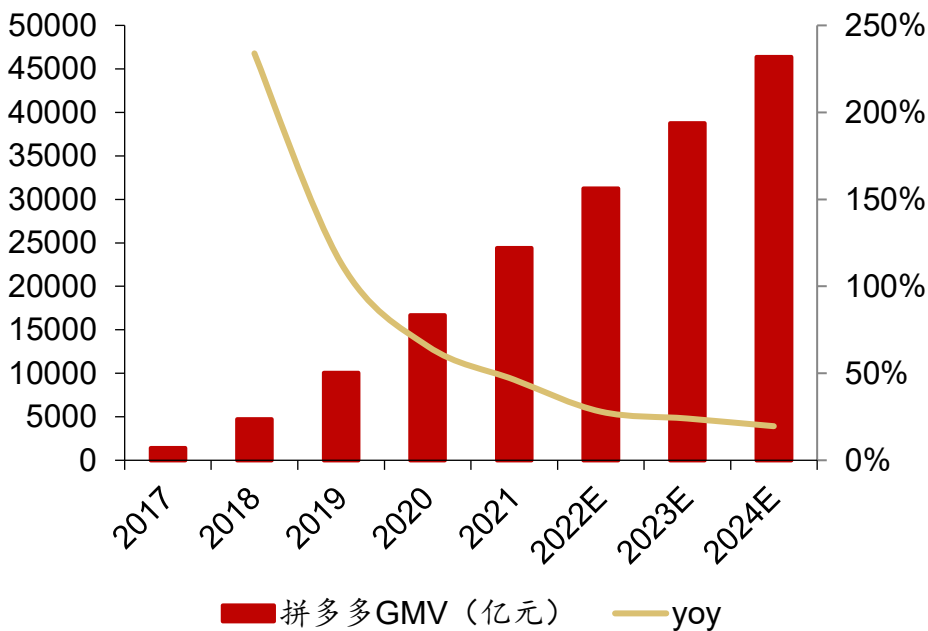


- 拼多多依靠低价和“省”的优势通过社交在下沉市场迅速裂变，打开了低线城市的消费力，拼多多GMV从2017年的1412亿元增至2021年24410亿元，CAGR高达104%；我们估算2022年GMV在TOP5电商中占比提高至19%；根据彭博一致预期2024年拼多多GMV有望增长至46371亿元，同比+19.63%。综合对未来GDP增速预期，我们预计未来行业快递量的自然增速中枢约10%。
- 快递规模效应带来的成本下降+消费弱复苏+下沉市场网购渗透率提升加速了单包裹货值的下降，从而带来包裹数的增量。拼多多不设置购物车也是为了减少用户决策时间，快速促成购买行为。
- 虽然电商行业进入存量发展阶段，红利弱化，下沉市场仍有可能成为未来快递包裹量增长的重要来源。

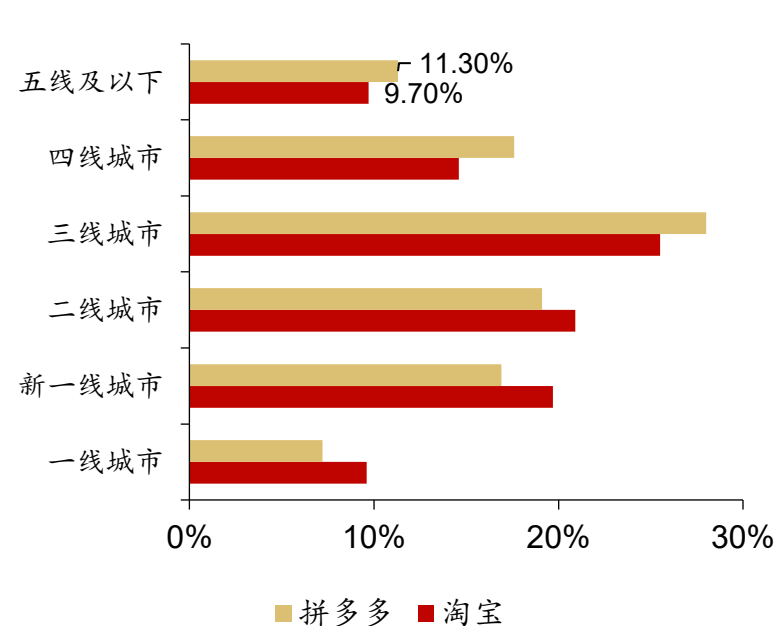
图：单包裹货值持续走低



图：2017-2024年拼多多GMV及增速

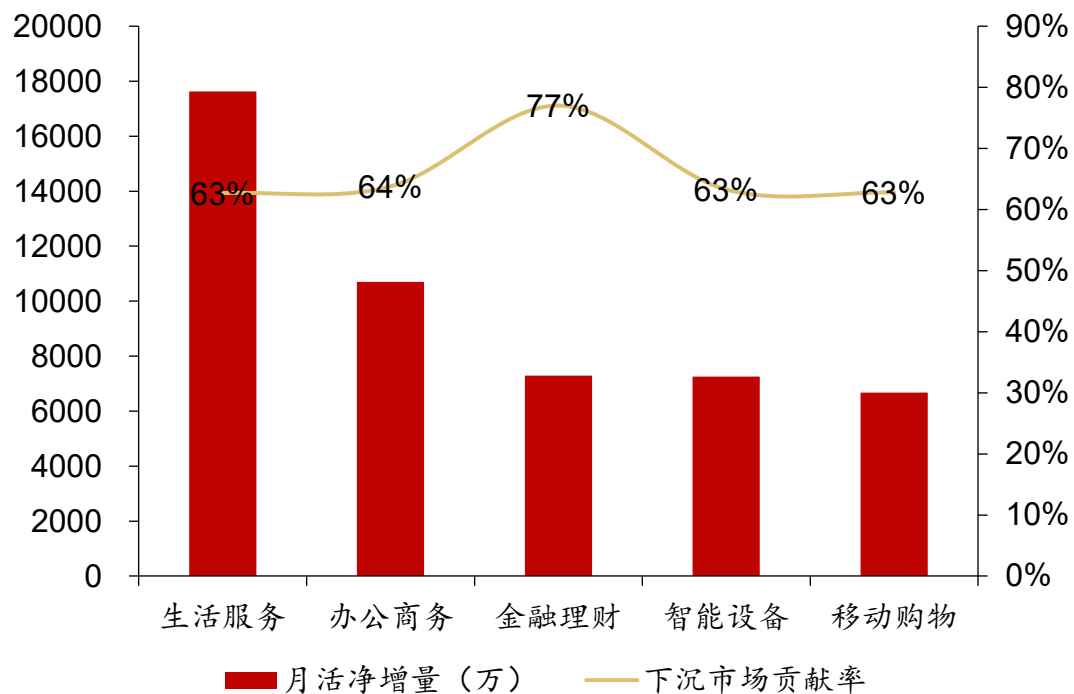


图：2023年电商5.18-6.3新增用户画像

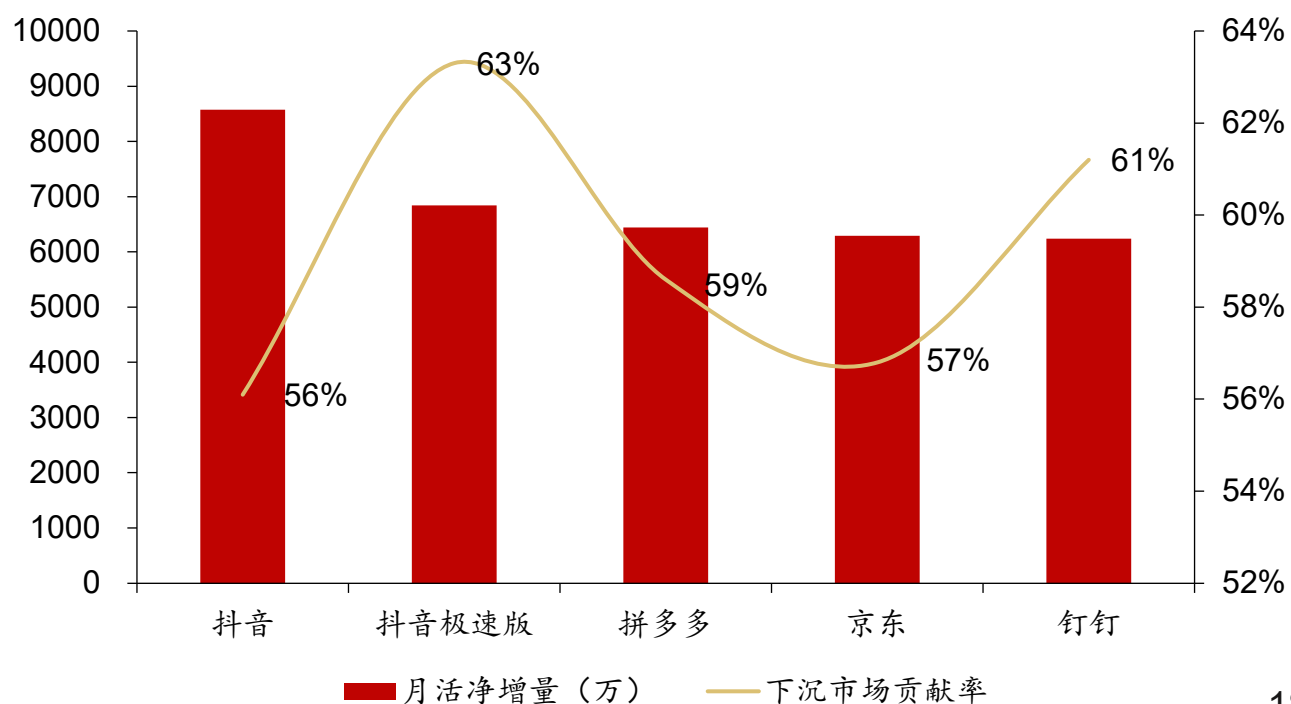


- 根据QuestMobile发布的《2022下沉市场洞察报告》，截止2022年4月，下沉市场（三线及以下城市、县镇及农村地区）移动互联网月活跃用户6.92亿，在整体中占比58.4%。下沉市场是带动大盘提升的核心力量，更是各行业新增流量的核心来源。
- 下沉市场为各行业提供重要流量支撑。2022年4月MAU同比净增量5000万以上的行业，下沉市场贡献率（下沉市场用户净增量/该行业净增量）均在60%以上，其中移动购物下沉市场贡献率达到62.8%，净增量6676万。MAU规模亿级以上的TOP5 APP在2022年4月同比净增量中超半数来源于下沉市场。

图：2022年4月移动互联网MAU同比净增量Top5行业



图：2022年4月MAU亿级以上同比增量Top5的APP



- 2020年4月，国家邮政局印发了《快递进村三年行动方案（2020-2022年）》，提出2022年底符合条件的建制村基本实现“村村通快递”，完善农村快递市场“最后一公里”建设。国家邮政局指出“快递进村”是行业重点工作之一，2023年要扎实推进农村寄递物流体系建设，巩固“快递进村”三年行动成果。
- 下沉市场物流基础设施的完善，有望进一步提高网购渗透率，扩大快递市场。

表：快递进村相关政策文件梳理

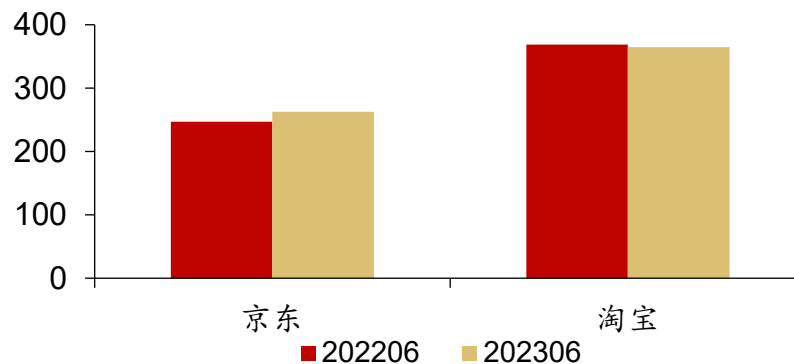
时间	发布机构	政策	政策内容
2020.4	国家邮政局	《快递进村三年行动方案（2020-2022年）》	到2022年底，我国农村快递服务深度显著增强，县、乡、村快递物流体系逐步建立，城乡之间流通渠道基本畅通，农村综合物流服务供给力度明显加大，快递服务“三农”成果更加丰硕，符合条件的建制村基本实现“村村通快递”。
2022.2	国家邮政局	《“十四五”快递业发展规划》	加快建设以县级分拨中心、乡镇网点、村级寄递物流综合服务站为支撑的农村寄递物流服务体系； 完善农村快递服务规则；继续推进快递与农村产业协同发展
2022.3	国务院	《中共中央 国务院关于做好2022年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	加快农村物流快递网点布局，实施“快递进村”工程，鼓励发展“多站合一”的乡镇客货邮综合服务站、“一点多能”的村级寄递物流综合服务点，支持大型流通企业以县城和中心镇为重点下沉供应链。
2022.12	国务院	《“十四五”现代物流发展规划》	完善农村物流节点网络。重点补齐中西部地区、经济欠发达地区和偏远山区等农村物流基础设施短板，切实改善农村流通基础条件； 提升农村物流服务效能。围绕农村产业发展和居民消费升级，推进物流与农村一二三产业深度融合，深化电商、快递进村工作

- 京东和淘宝不断向下沉市场发力，抢占更多价格敏感人群。京东在2023年3月零售表彰大会提出今年四大必赢之战之一为下沉市场。
- 2023年3月京东上线“百亿补贴”频道，对标拼多多，在京东平台拥有一级入口，范围覆盖平台全品类，自营和第三方商家都将参与其中；阿里提出淘宝今年的五大战略是直播、私域、内容化、本地零售和价格力。2023年天猫双11也是把低价定为重点KPI。
- 2023年Q2以京东为例，日均新增用户同比增长6.2%，抢先留住下沉用户已成为各平台当下的主要发展目标。
- 配合快递进村等基础设施建设的完善，下沉市场包裹量增长可期。

图：2023H1头部平台运营数据

	季均DAU (亿)	人均单日频次	新增7日留存	活跃7日留存
淘宝	3.91	3.32	48.8%	63.5%
拼多多	2.38	4.07	71.5%	89.2%
京东	0.94	3.19	60.0%	42.0%

图：京东淘宝日均新增用户数量（万）



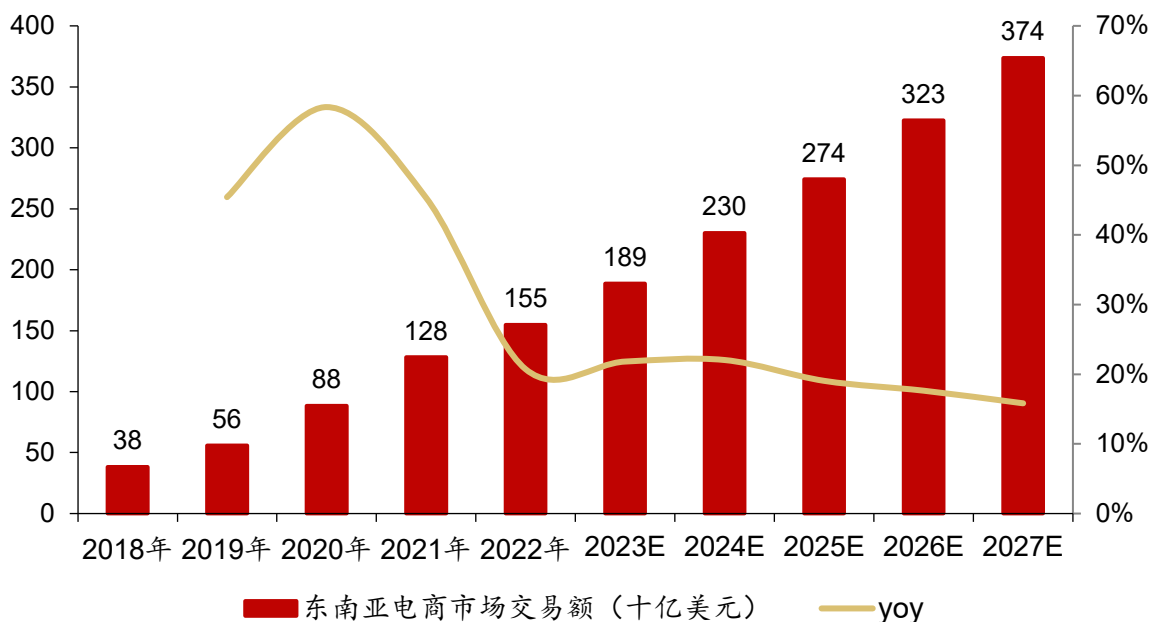
图：2023年京东淘宝竞争下沉市场措施



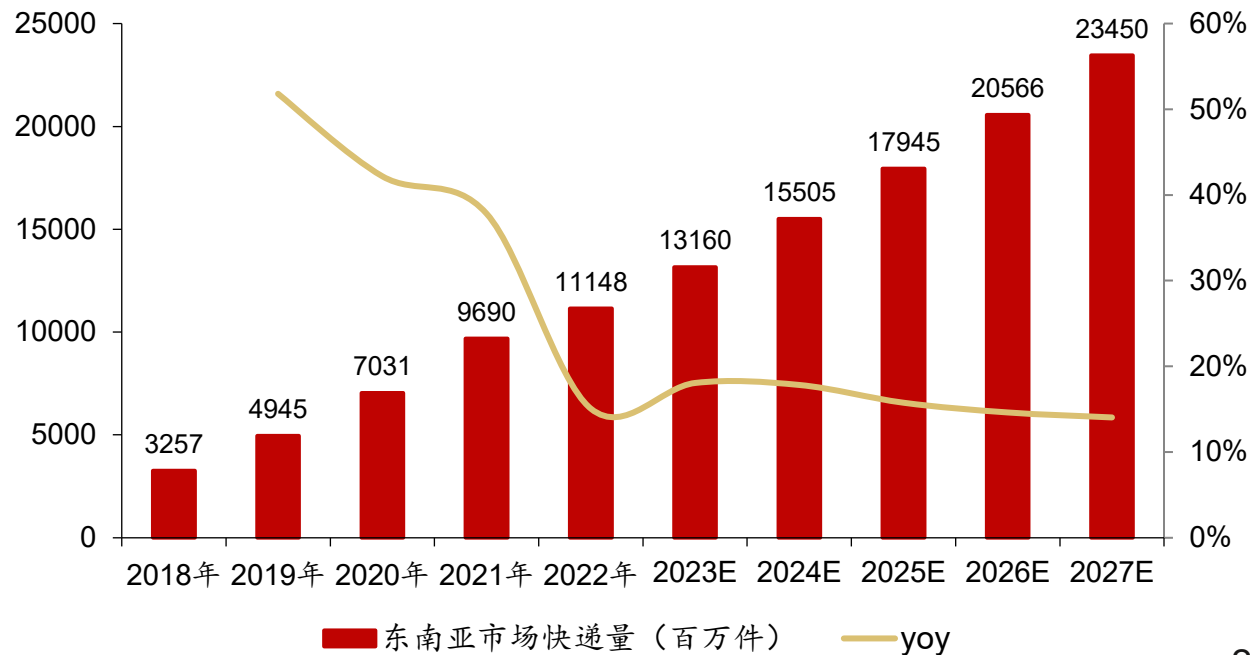
根据国家统计局数据2022年全国累计建成了990个县级寄递公共配送中心、27.8万个村级快递服务站点，全国95%的建制村实现快递服务覆盖

- 2022年初国务院办公厅印发《关于促进内外贸一体化发展的意见》中提到鼓励有条件的大型商贸、物流企业“走出去”，加强资源整合配置，支持跨国大型供应链服务企业发展，提高国际竞争力。
- 根据极兔招股说明书，东南亚电商市场交易额从2018年的383亿美元增长至2022年1548亿美元，CAGR为41.8%；预计东南亚电商零售市场将从2023年的1886亿美元增至2027年的3736亿美元，CAGR为18.6%，电商渗透率将从2023年的17.9%提升至2027年的29.8%。
- 东南亚市场快递包裹量从2018年的32.57亿件增至2022年的111.48亿件，CAGR为36%；预计2023年至2027年包裹量复合年增长率将高达15.5%。

图：东南亚电商市场交易额及增速



图：东南亚市场快递量及增速

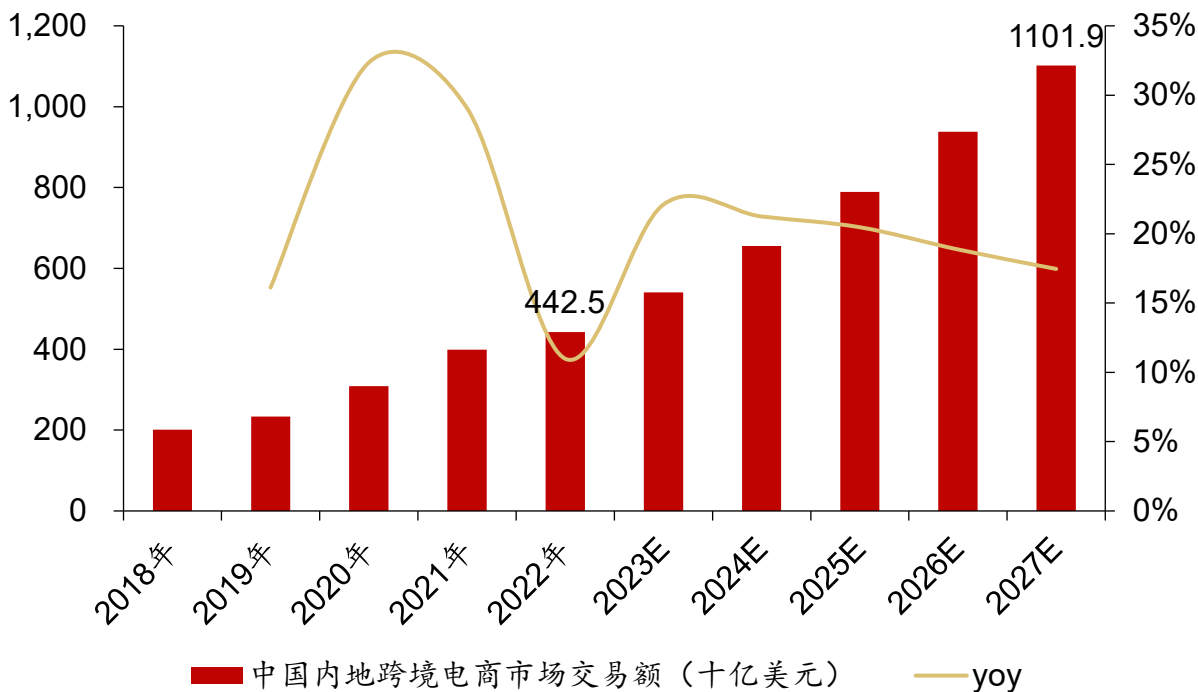


资料来源：极兔速递招股说明书，浙商证券研究所

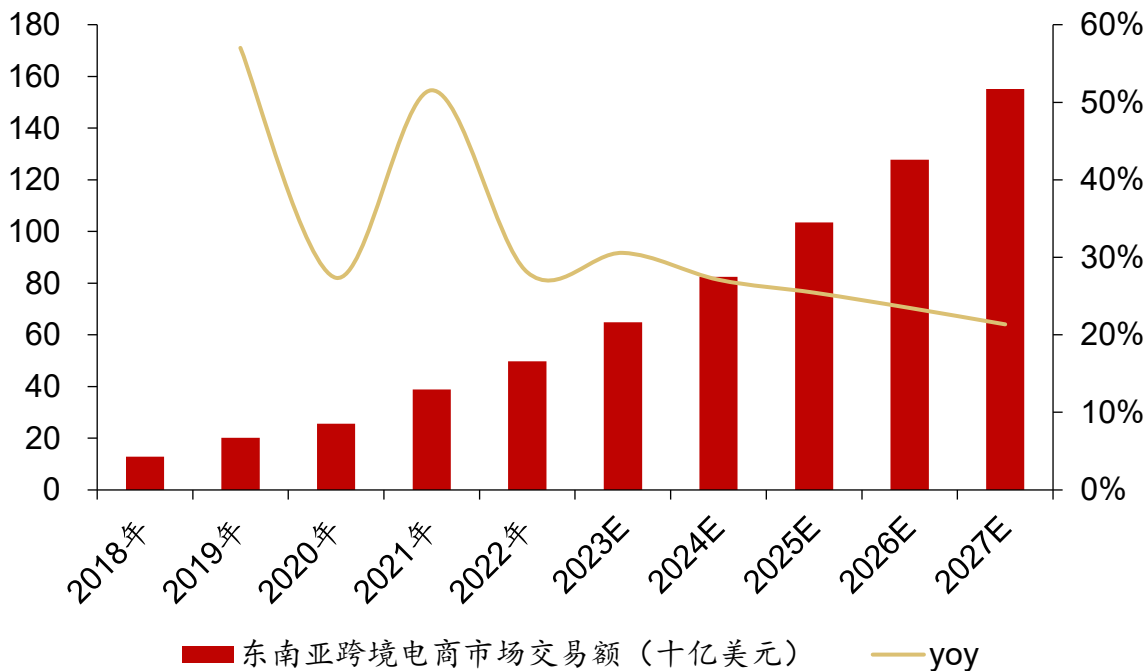
备注：数据中的东南亚国家包括印度尼西亚、泰国、

- 根据极兔招股说明书，按2022年的商品贸易值计算，中国是全球最大的出口国，跨境电商市场交易额规模从2018年的2010亿美元增长至2022年的4425亿美元，CAGR为21.8%，在对跨境电商业务利好政策、电商平台与海外品牌建立合作以及国际快递服务发展的推动下，**预计中国跨境电商零售市场于2027年将达到11019亿美元，2023年至2027年的复合年增长率为19.5%。**
- 随着Amazon、eBay、阿里巴巴及京东等全球跨境电商零售行业竞争者持续投资东南亚，东南亚跨境电商零售市场交易额已从2018年128亿美元增至2022年497亿美元，CAGR为40.4%；**预计东南亚跨境电商零售市场由2023年的649亿美元增至2027年的1551亿美元，CAGR为24.3%。**

图：中国内地跨境电商交易额及增速



图：东南亚跨境电商交易额及增速



- **东南亚是亚太地区最重要的经济引擎之一。**据Euromonitor预测，到2030年，印度尼西亚、菲律宾和越南等国家的经济增长将比整个亚太地区更强劲。根据极兔速递招股说明书，东南亚是世界上增长最快的地区之一，预计东南亚地区（这里包括印度尼西亚、泰国、越南、马来西亚、菲律宾、新加坡、柬埔寨）名义GDP将按复合年增长率7.9%保持快速增长，并于2027年达到51888亿美元。
- 2023年6月2日，随着菲律宾正式加入，《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP)正式实施完成，推动了中国与东南亚国家的合作深化。

图：东南亚部分国家人口、GDP及电商情况（人口和GDP来源于根据外交部网站2023年数据）



泰国

- 人口：6790万
- GDP：4952亿美元
- 2023电商销售额(全年预估)：242亿美金
- 电商销售额年度同比增长：+25.65%

越南

- 人口：9847万
- GDP：4090亿美元
- 2023电商销售额(全年预估)：165.7亿美金
- 电商销售额年度同比增长：+29.35%

马来西亚

- 人口：3300万
- GDP：3435亿美元
- 2023电商销售额(全年预估)：116.5亿美金
- 电商销售额年度同比增长：+28.3%

菲律宾

- 人口：1.1亿
- GDP：4043亿美元
- 2023电商销售额(全年预估)：229.5亿美金
- 电商销售额年度同比增长：+28.07%

印度尼西亚

- 人口：2.76亿
- GDP：1.29万亿美元
- 2023电商销售额(全年预估)：685.4亿美金
- 电商销售额年度同比增长：+22.46%

中国的电子商务巨头积极布局东南亚电商市场。1) **Lazada**: 2016年被阿里收购后, 截止2023年7月, 阿里巴巴已向Lazada累计注资超过58亿美元, 阿里对其的控股比例目前达到83%。2) **Tokopedia**: 成立于2009年, 物流范围覆盖93%的印尼区域。阿里也于18年12月完成了对Tokopedia的G轮领投, 继Lazada (阿里系) 后进一步深化对印尼市场的控制。3) **Shopee**: 2015年背靠腾讯的Shopee成立, 并强势进攻东南亚市场, 逐渐发展为东南亚地区规模第一的电商平台, 母公司市值一度突破2000亿美元。4) **Tiki**: 2010年在越南成立, 是越南第二大电商平台。2018年1月, 京东注资Tiki约4,400万美元, 成为Tiki最大股东之一。5) **Temu**: 拼多多跨境电商平台, 2022年9月正式在海外上线, Temu意为“Team Up, Price Down”。

图: 东南亚部分国家电商平台流量占比

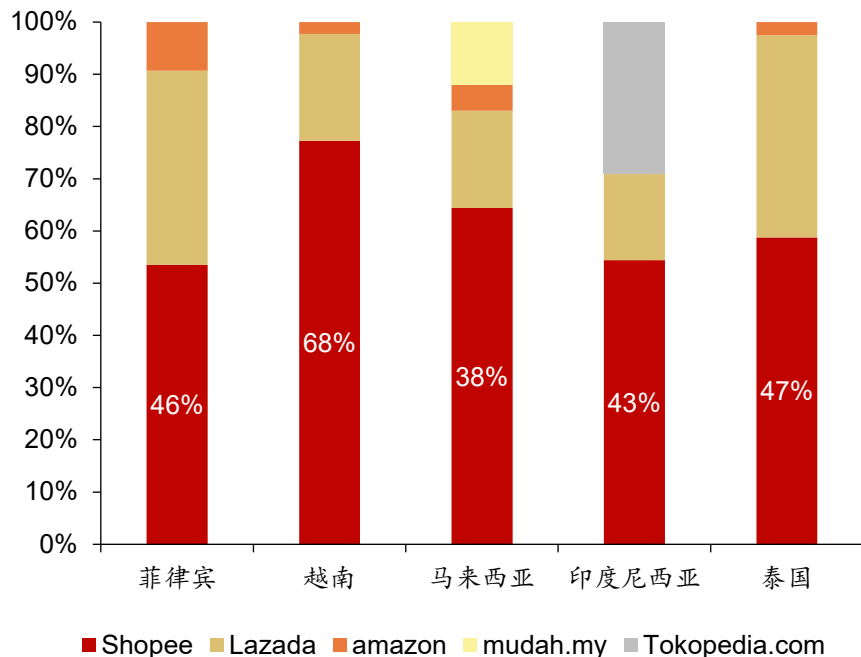


图: 东南亚部分国家GMV排名Top3电商平台

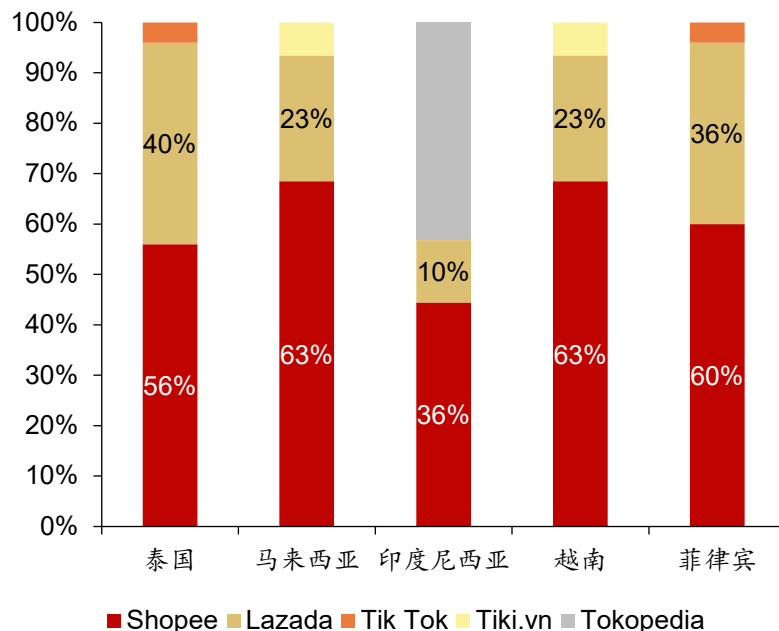
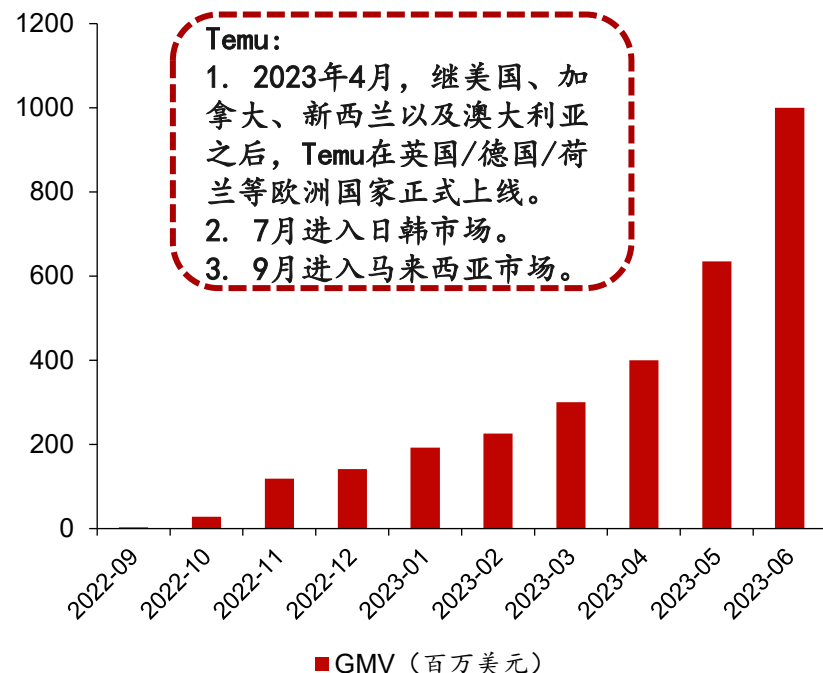
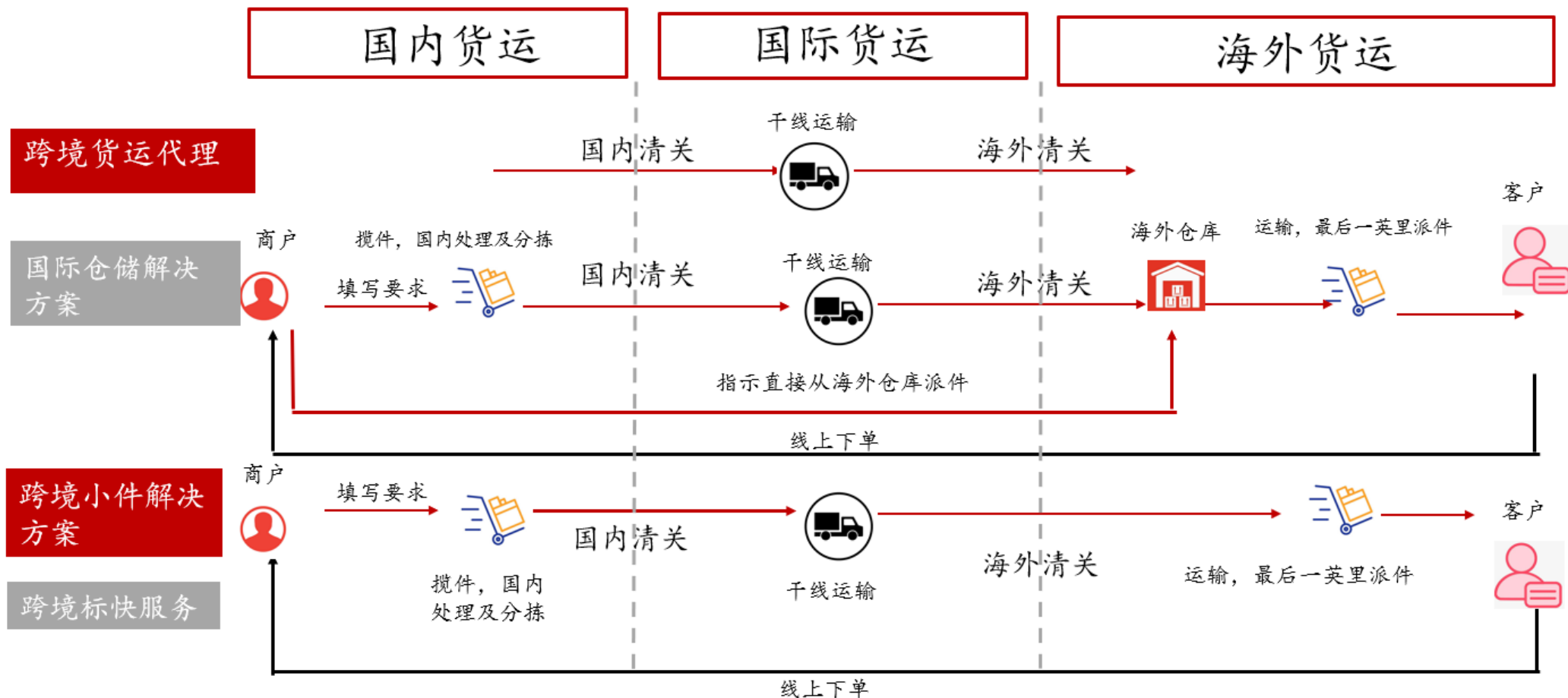


图: Temu月度GMV



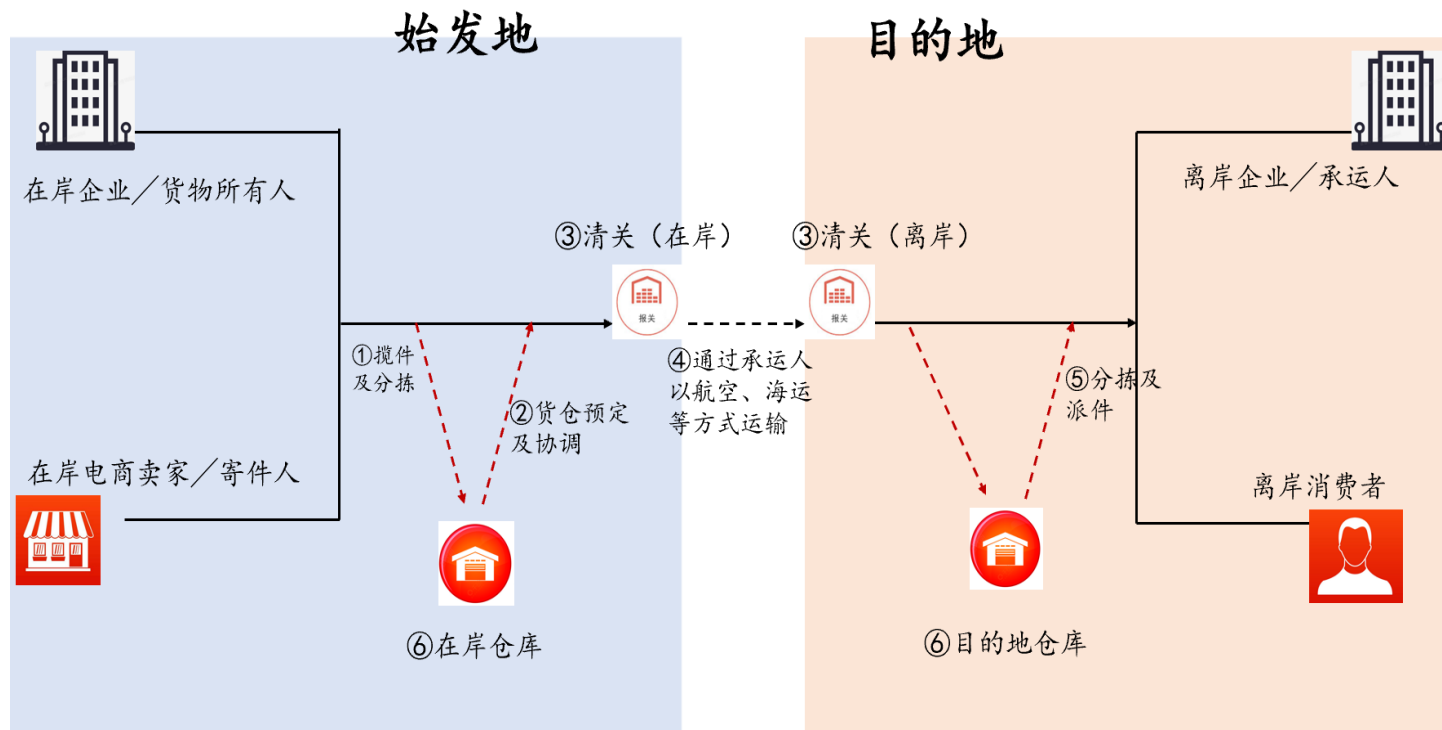
- 根据极兔速递招股说明书，市场中大多数市场行业竞争者的商业模式分四类：（1）跨境货运代理服务，（2）跨境标快服务，（3）跨境小件包裹及（4）国际仓储解决方案。

图：跨境物流市场中不同业务模式之比较



- **跨境货运代理服务。**跨境货运代理服务可通过空运、海运及铁运提供。除运输服务外，货运代理服务提供商亦可提供报关及清关服务。（主要包括②③④）。
- **跨境标快服务。**跨境标快服务为优质国际快递服务，通常由单一服务提供商提供，满足客户寄送急件需求（主要为商业用途）。与跨境小件包裹相比，该服务一般更为昂贵，但速度较快。
- **跨境小件包裹。**跨境小件包裹目前为主流跨境电商商品物流解决方案，涉及多个服务提供商相互合作，为消费者和企业实体提供跨境电商的物流服务。与跨境标快服务相比，该服务更经济。（主要包括上门快递服务：寄件国①、清关③、装运④、目的国分拣及派件⑤；为个人消费者提供转运服务⑥④、目的国派送⑤）。
- **国际仓储解决方案。**主要服务于电商业务，尤其是大件商品。消费者在线下订单后，商品将从位于同一国家的仓库发出。仓储服务包括保管及储存、装卸、盘点、包装及处置服务。

图：跨境服务流程



根据服务流程，跨境电商物流的收入主要由基本运费和附加费用组成。

运费：主要根据体积和重量；附加费：包括报关费、提货费、商检费等

- 相较于国内快递市场，东南亚及部分新兴国家的快递行业仍处于快速发展阶段，网购渗透率相对较低。因此主要的头部快递企业纷纷利用自身的优势结合当地基础设施建设大力发展海外快递业务。

表：中国快递企业出海竞争策略

	布局时间	网络资源	市场打法与策略	市场竞争力
菜鸟	2015年	协助阿里电商业务布局全球干线、海外枢纽、末端等资源国内领先	重资产投资核心物流基础设施	全球跨境物流网络具有较高地位
极兔	2015年	自建海外仓和自有车辆，末端自营+OV代理网络资源	自营为主，代理为辅	东南亚市场市场份额第一具有领导地位
顺丰	2010年	境外成立国际公司、嘉里快递网络资源	自建机队搭货运机场战略并购	国际快递具备较高竞争力投资嘉里物流泰国市场具有较高地位
中通	2017年	传音非洲网络资源	投资合作加快海外本土网络建设	投资速达非非洲市场具有一定的地位
圆通	2017年	先达国际物流网络资源	战略并购自建机队重点发展跨境空运及海运	收购先达国际物流国际货运市场具备先发优势

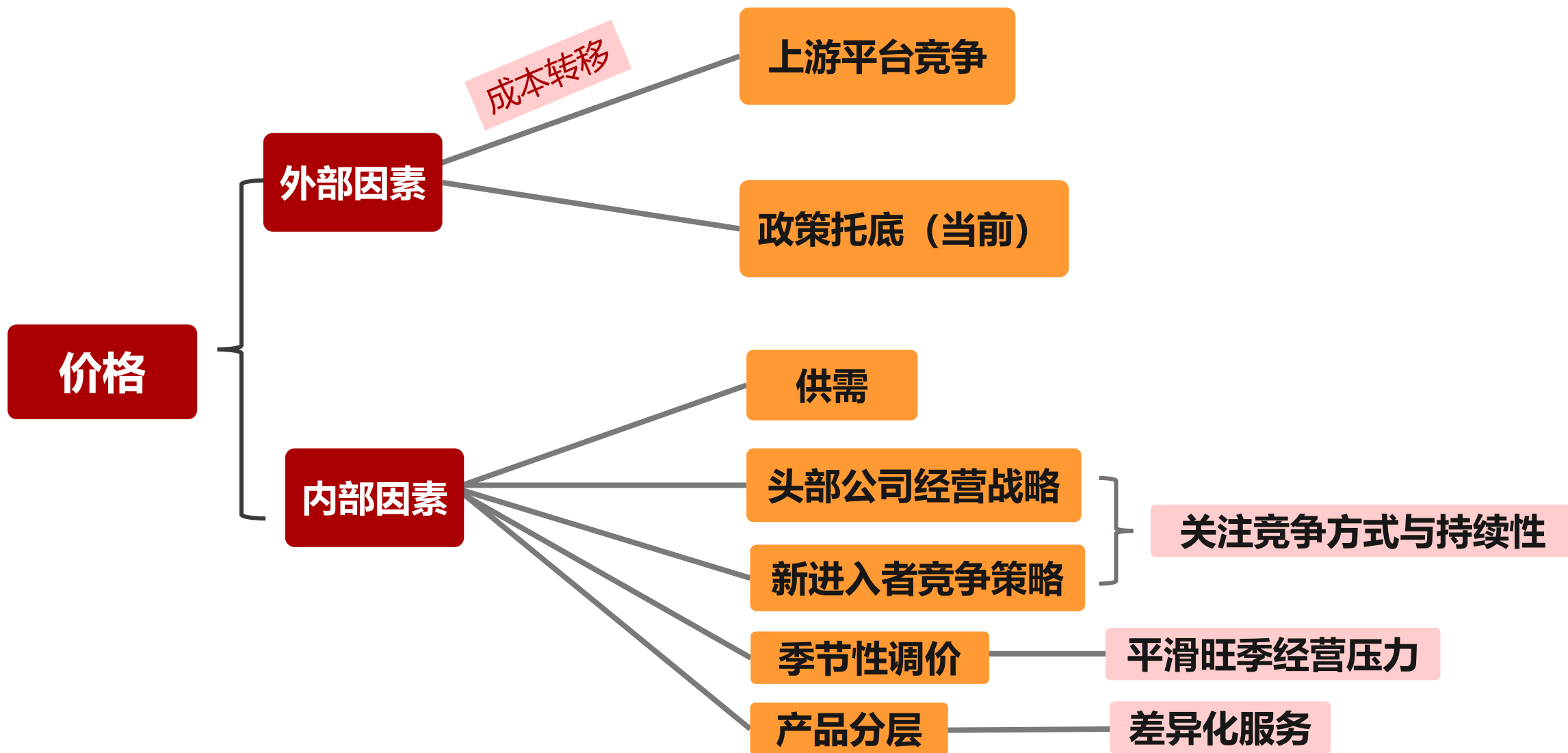
03

快递价格

快递定价策略

价格竞争或成为行业价格变化
主线

快递价格主要影响因素



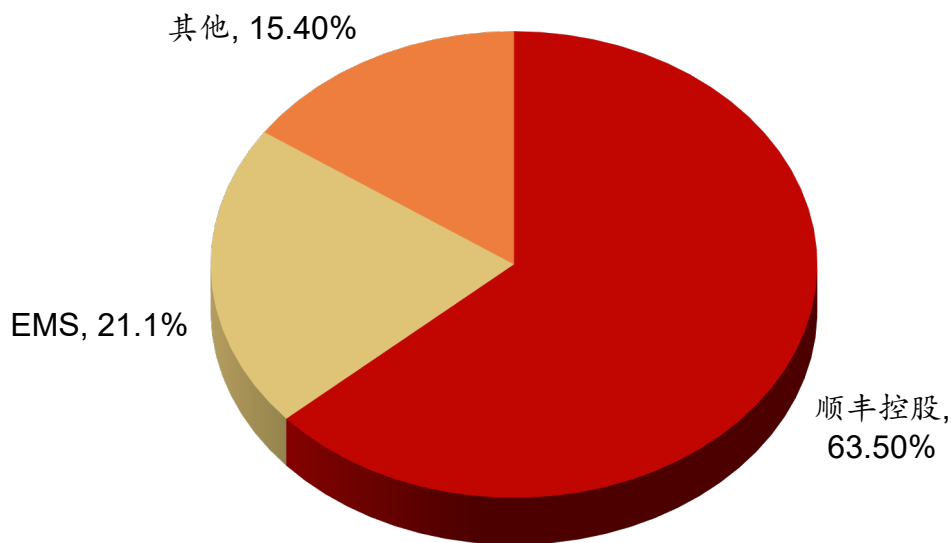
- 根据国家邮政局统计，我国目前快递市场中电商件占比超过80%。
- **电商包裹一般只承诺送达，对时效的要求相对较低**，包裹货值较低，可复制性强，卖家（寄件人）更追求性价比，因此快递企业需要保障价格优势。
- 而**时效快递的竞争优势核心就是保障时效和物品完好无损**，为此快递企业需要承担更高的履约成本，追求品牌定价。

表：电商件和时效件对比

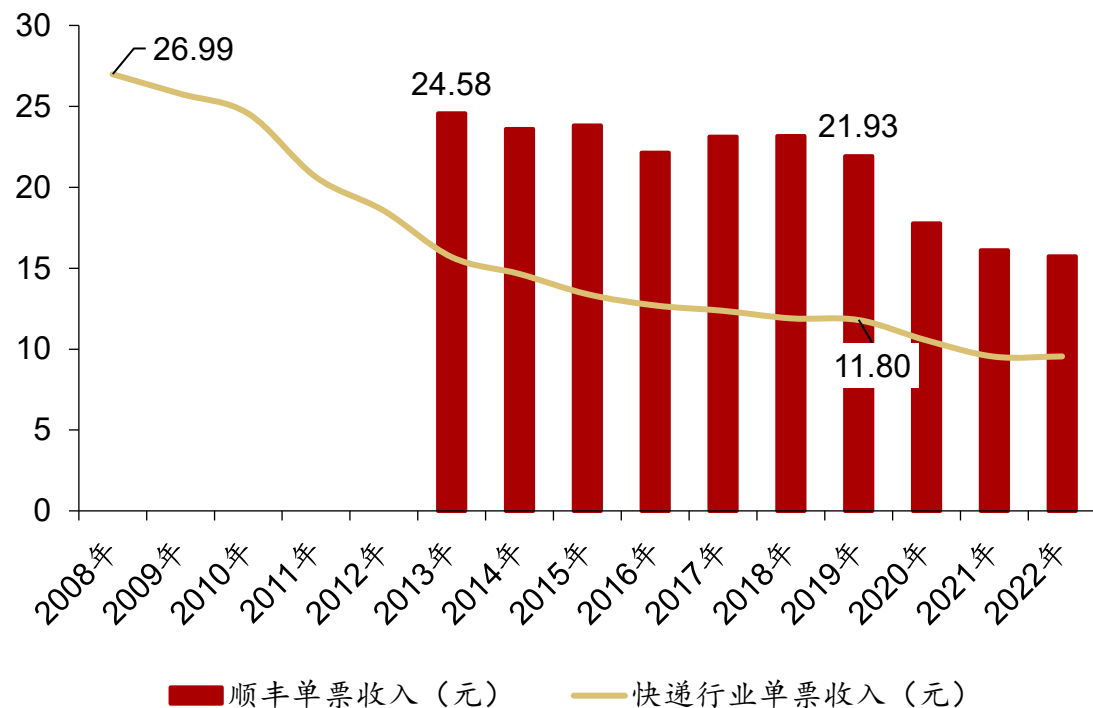
	代表公司	运输商品类别	需求特征
电商快递	中通、圆通、韵达、申通	单包裹货值较低的大众化商品	• 承诺送达，一般不承诺时效，需求紧急程度一般，时效要求较低； • 数量较大；频率高； • 包裹丢失损失可控； • 服务同质化； • 履约成本相对较低； • 寄件人追求性价比，价格敏感性高
时效快递	顺丰、京东物流	文件、偏贵重物品	• 时效优先，价格敏感度较低； • 包裹货值偏高，一般为重要物品； • 包裹丢失损失不可控

- 当前我国时效快递**市场竞争格局基本稳**。根据顺丰控股招股说明书，2022年顺丰控股+EMS占据了84.6%的市场份额；**其中顺丰占比63.5%**，早在2016年顺丰上市时就已经在国内商务快递市场保持领先地位。
- 在2020年行业恶性价格竞争之前，**顺丰单票收入相对稳定**，与之形成对比的是行业整体单价在2013-2019年间降幅近25%。
- 时效快递（高端件）更注重履约效率（高履约风险），承诺时效，具有**更高的品牌价值**。且市场规模相对较小叠加直营模式管理，服务体验更好，因此在时效快递这一利基市场，**服务溢价带给企业更强更稳定的定价能力**。

图：2022年我国时效快递市场占比情况



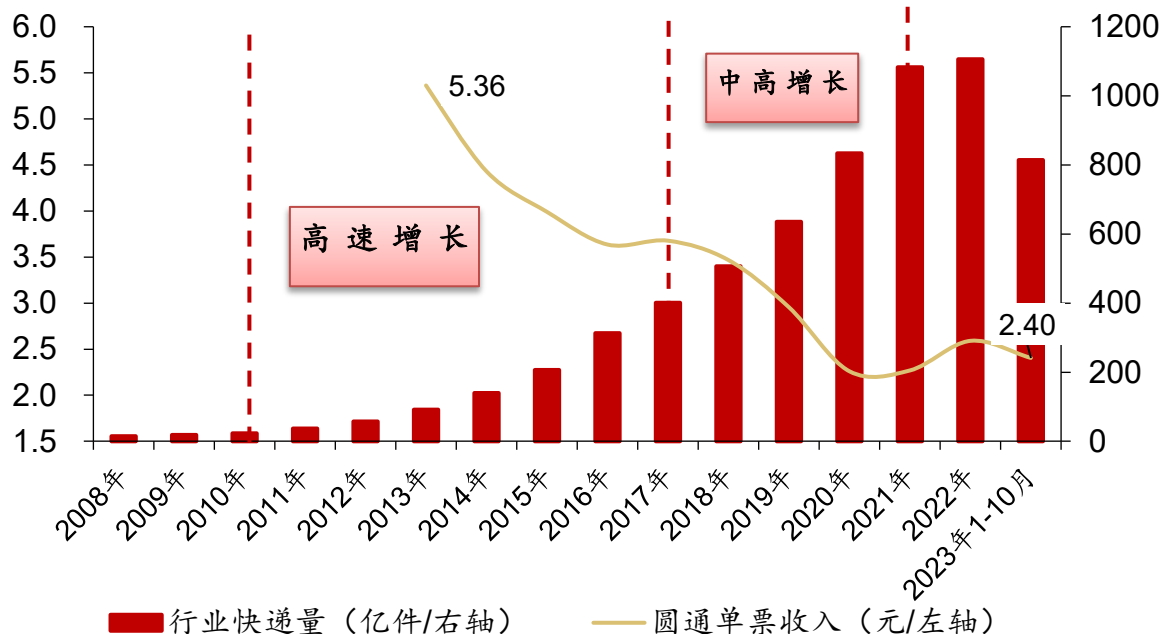
图：快递行业价格与顺丰价格对比



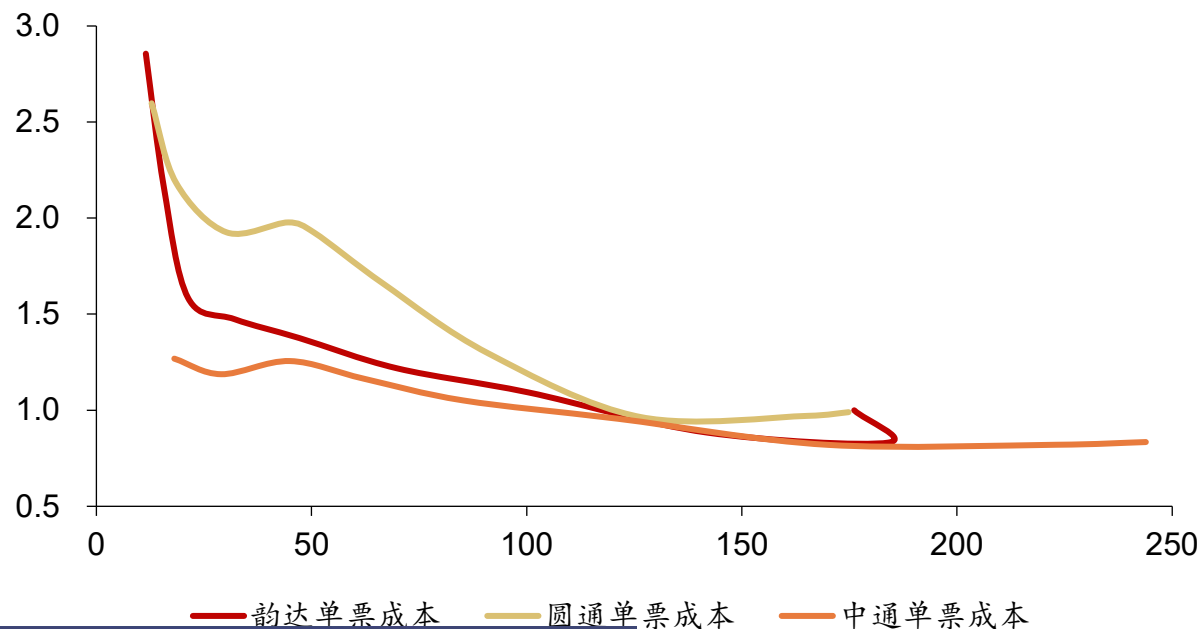
对于电商快递的定价演变大致可以分为三个阶段：

- **供需关系主导定价**：2009年之前电商平台基本处于起步发展阶段，许多民营快递企业尚未成立，快递价格主要由供需关系主导。
- **竞争定价**：2011-2017年电商进入黄金发展期，快递量年复合增速高达49%，行业件爆发式增长，行业规模效应显著，快递公司多选择竞争定价。
- **成本加成定价**：2018年以来行业件量增速明显下降，2018-2022年CAGR为22%，行业进入存量发展阶段，**份额的争夺更加激烈；但是服务同质化严重，对于大部分白牌商家，在保证送达的情况下，低价的诱惑力更大；快递企业定价逐渐转变为成本加成定价，在保证成本覆盖的基础上，压缩利润获取更多市场份额，**因此价格竞争成为重要手段。

图：圆通单票价格与行业快递量发展阶段对比



图：行业规模效应显著（快递量/亿件，横轴；单票成本/元，纵轴，不含派费）

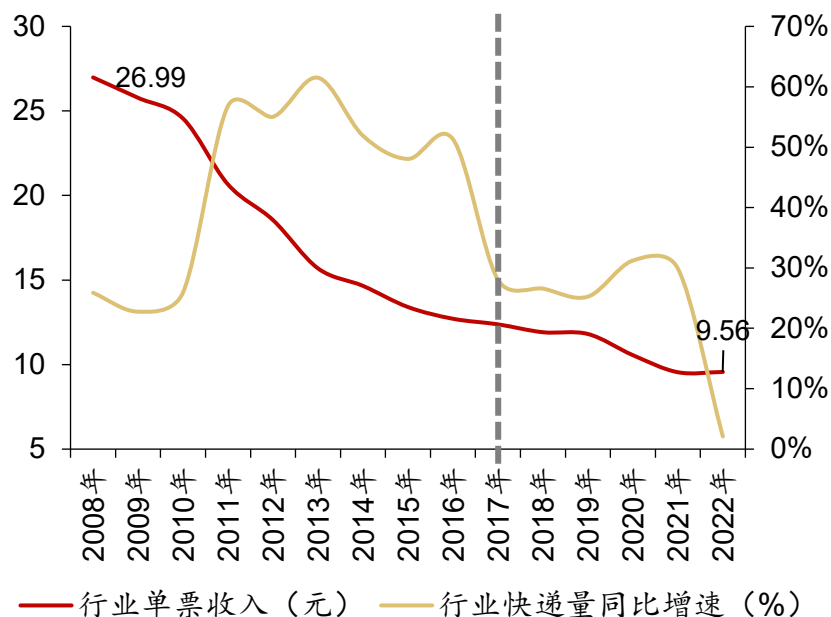


- 历经近二十年的发展，快递单票收入持续走低，价格竞争贯穿行业发展。
- **圆通打响价格竞争第一枪**：根据圆通官网，2005年圆通和淘宝达成合作，快递价格从18元降至12元，之后几年通达系其他企业纷纷加入与淘宝合作。
- 2017年开始行业快递量增速腰斩，为了争夺市场份额，行业掀起了新的价格竞争，二线的中小快递企业（全峰、优速、如风达、国通快递等）纷纷出局。**行业CR6由2016年的64.5%提升至2020年83.1%。**
- 快递和上游电商互相依存，在很大程度上从属于电商的发展。从阿里陆续持股介入快递企业不难看出物流作为平台的成本，电商自然希望物美价廉，同时由于中国电商平台的竞争十分激烈，为了转嫁成本，快递公司在一定程度上也承担了来自上游的“价格竞争”。

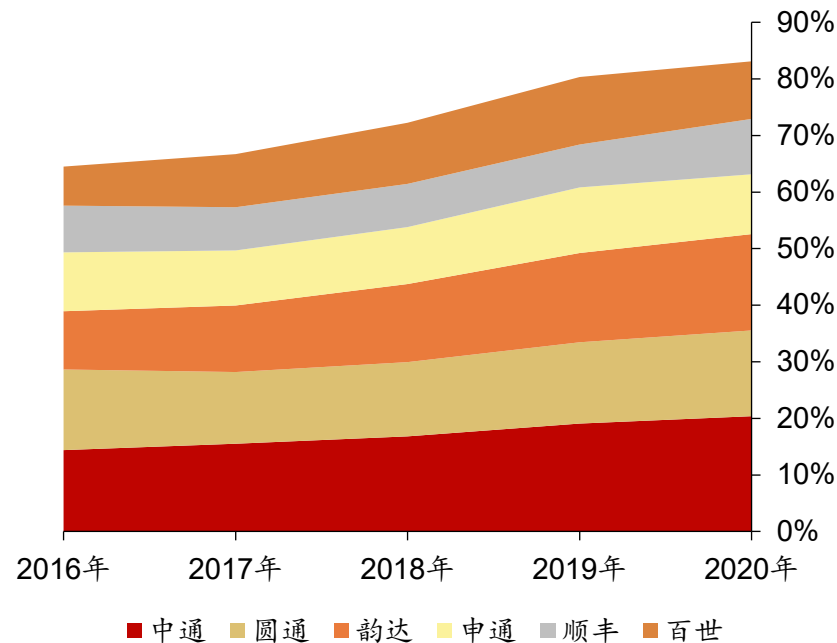
表：阿里入股通达系

	时间	持股比例
圆通	2015.5	阿里创投联合云峰基金注资圆通，获取20%的股权；目前阿里系持股圆通20.65%
中通	2018.5	阿里巴巴、菜鸟等向中通快递投资13.8亿美元，持股约10%
申通	2019.7	阿里出资 46.65 亿元获得德股德润49%股权
	2020.9	阿里巴巴投资32.95亿元，间接获得申通快递10.35%的股份，累计间接持有申通快递上市公司25%的股份
韵达	2020.4	韵达2019年报显示，阿里已成为其股东之一，持股2%

图：快递价格及快递量增速变化

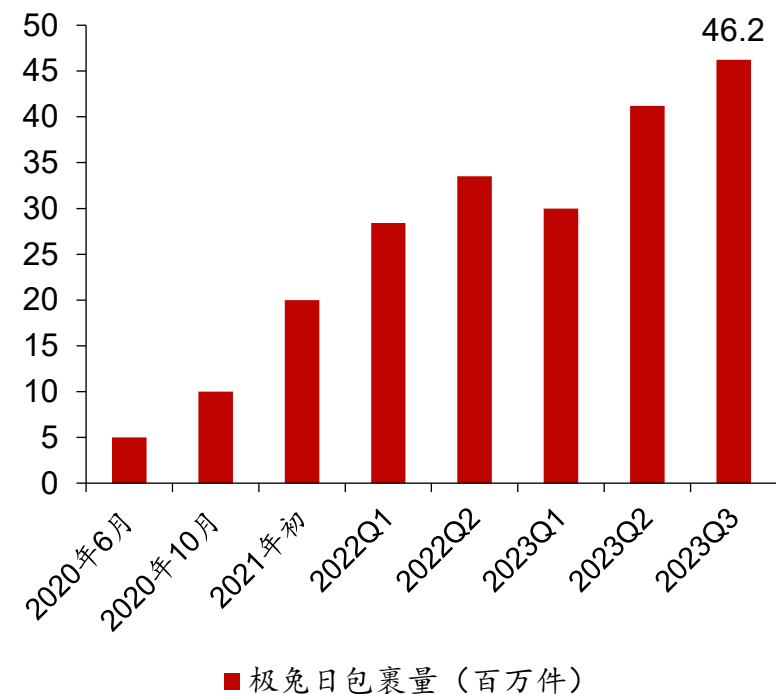


图：行业集中度变化

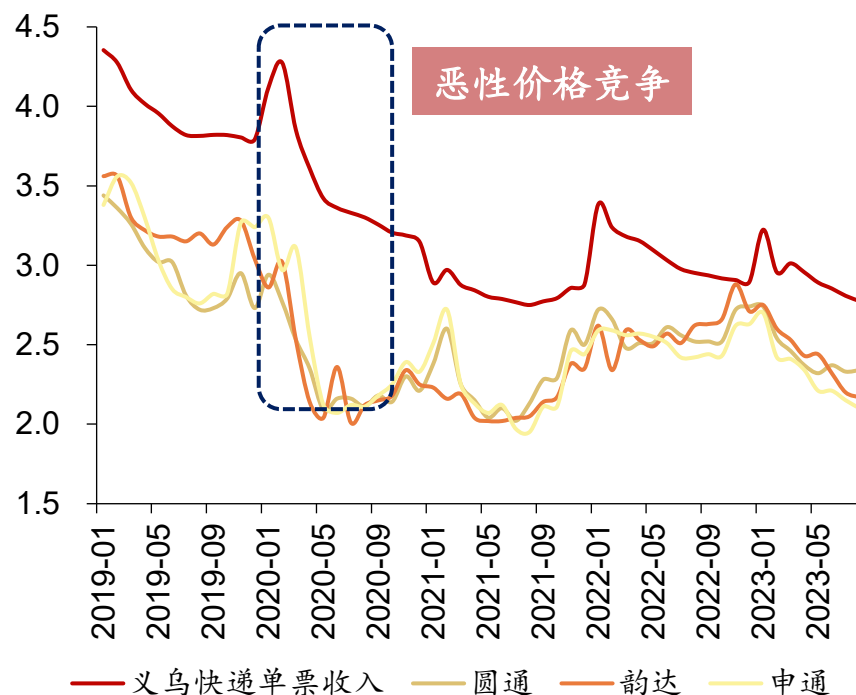


- 2019年极兔通过收购龙邦快递拿到了中国快递市场的许可证，2020年3月从东南亚起家的极兔在国内正式强势起网，2021年初，**不到一年日均单量突破2000万**，为了迅速站稳市场，极兔背靠拼多多的庞大流量平台，以及低价的战略（**招股书显示2017年7月至2023年5月，极兔已完成9轮融资，累计超过50亿美元**），极兔在中国迅速崛起。
- 在此情形下，行业龙头为了稳定市场份额，纷纷加入这场恶性价格竞争，2020年中通/圆通/韵达/申通单票毛利分别下降39%/55%/52%/77%。

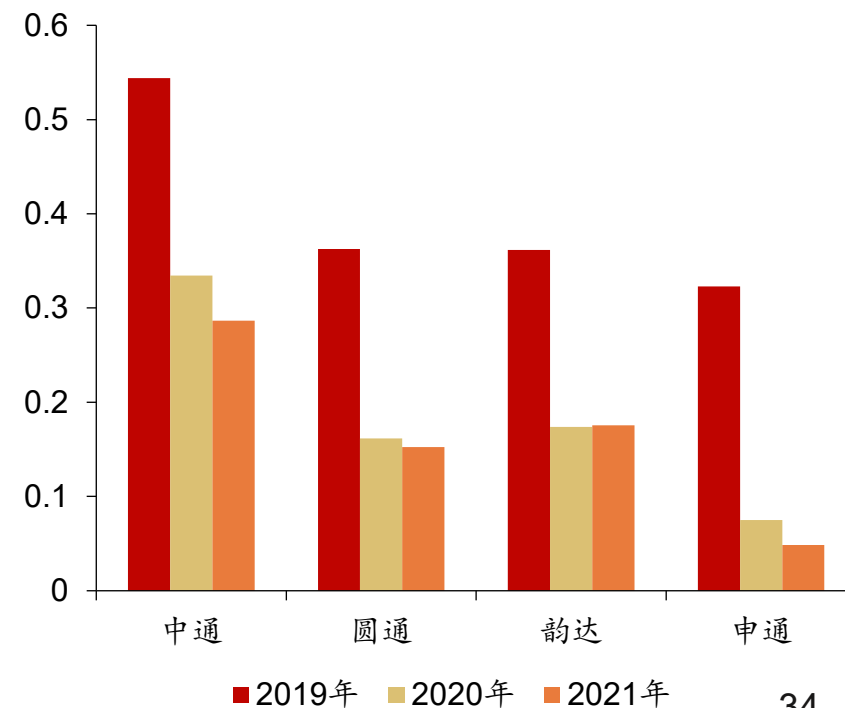
图：极兔日包裹量变化



图：“产粮区”及头部公司单票收入 (元)



图：2020年头部公司单票毛利 (元) 明显下降



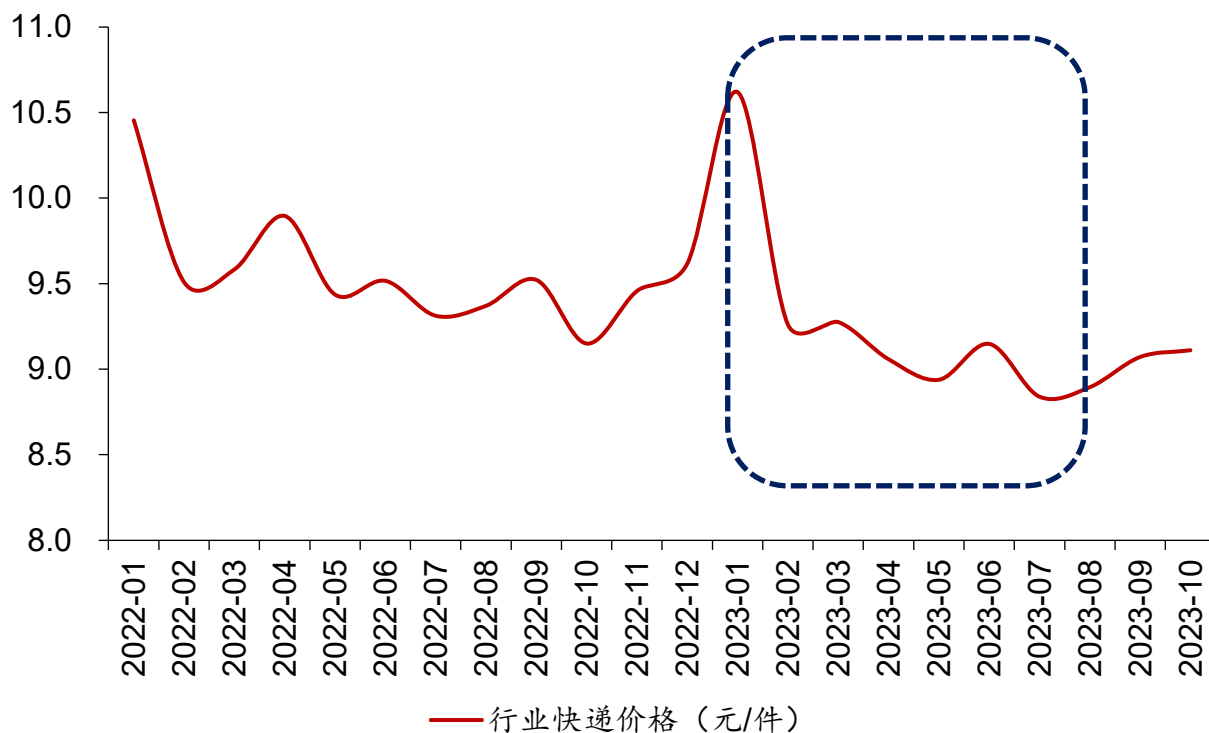
- 历经一年多的恶性价格竞争给行业带来较大冲击，义乌作为快递业重要“产粮区”（2022年义乌包裹量占比达11%）发布行业法规条例，规定快递企业**不得低于成本价格提供快递服务**。
- 在政策托底下，我们认为行业未来低于成本的恶性价格竞争或将不再发生。

表：快递相关政策及法规条例

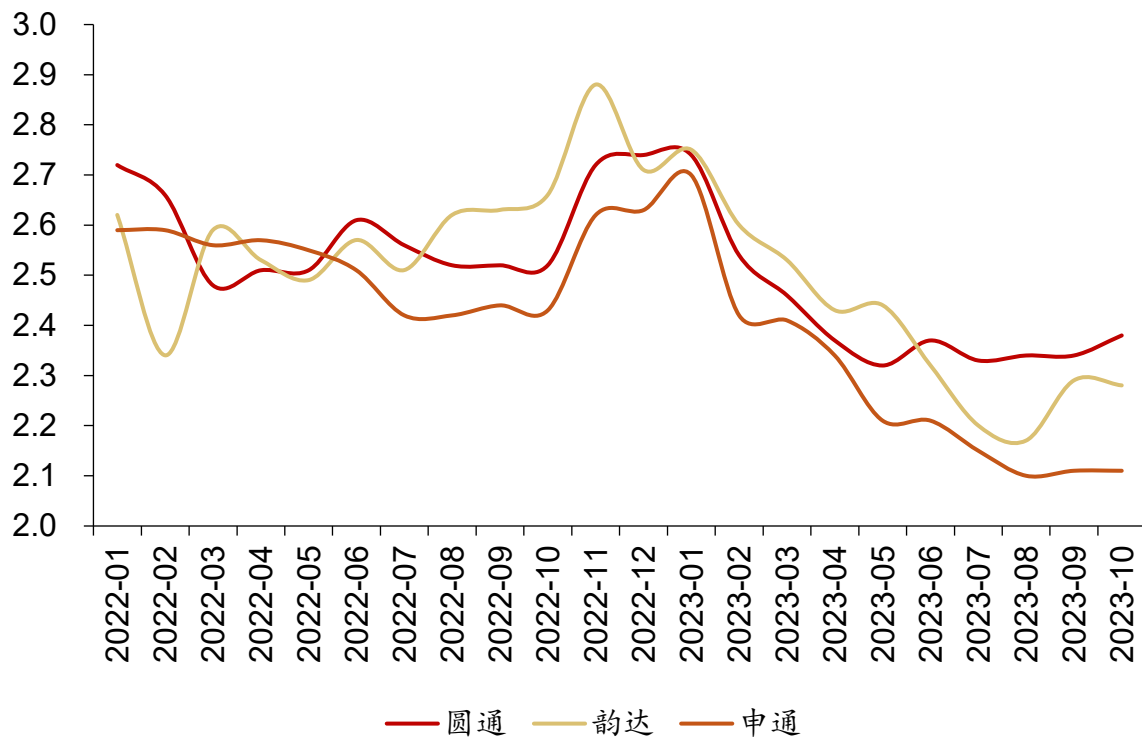
时间	相关事件
2021.3	《关于维护行业平稳有序，推进行业高质量发展的实施意见》要求维护市场秩序、科学制定增速标准,以及保护合法权益、不得随意降低派费标准。
2021.4	义乌邮政管理局因“低价倾销”，对百世快递、极兔速递进行整治，主要措施是停运部分分拨中心
2021.7	《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》提出将维护快递员的合法权益放在核心，要制定《快递末端派费核算指引》和《快递员劳动定额标准》
2021.9	《浙江省快递业促进条例》提出快递经营企业无正当理由不得低于成本价格提供快递服务；制定快件收派人员的单件最低派送费指引标准,并建立动态调整机制。
2022.9	《国家邮政局关于支持浙江邮政快递业高质量发展助力建设共同富裕示范区的实施意见》提出加强快递从业人员权益保障，原则上年总收入不低于所在城市相应企业类别就业人员平均工资水平；建立行业薪酬调查和信息发布制度；督促快递企业依法与快递从业人员签订劳动合同并缴纳社会保险费。

- 2023年春节以来消费弱复苏，龙头公司份额提升目标坚定，义乌等“产粮区”出现较为激烈的价格竞争。
- 2023年以来头部快递企业单票价格持续下滑，2023年8月，圆通/韵达/申通单票收入分别同比下降7%/17%/13%。
- 虽然在政策托底下低于成本的恶价格竞争或不再发生，但在消费弱复苏、上游电商平台订单量增速减缓甚至下降的环境下，快递企业产能较充足，为进一步提升市场占有率，**中短期看或将仍有部分地区的阶段性价格竞争，后续竞争方式与持续性仍需关注。**

图：2023年8月行业单价同比下降5%

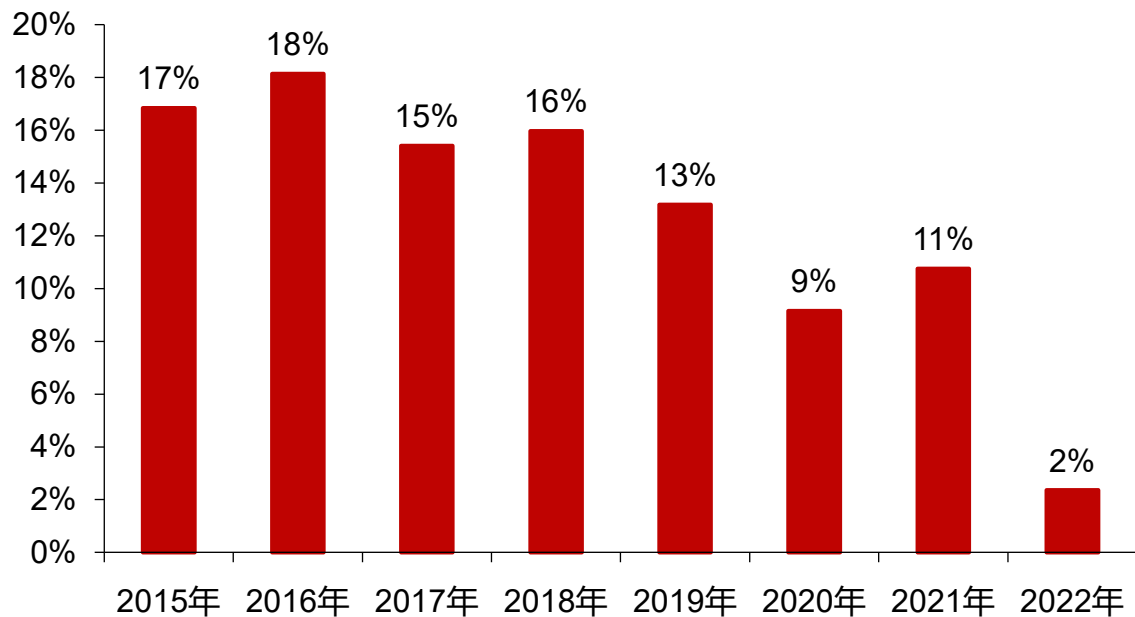


图：2023年以来头部公司单票收入 (元) 持续承压



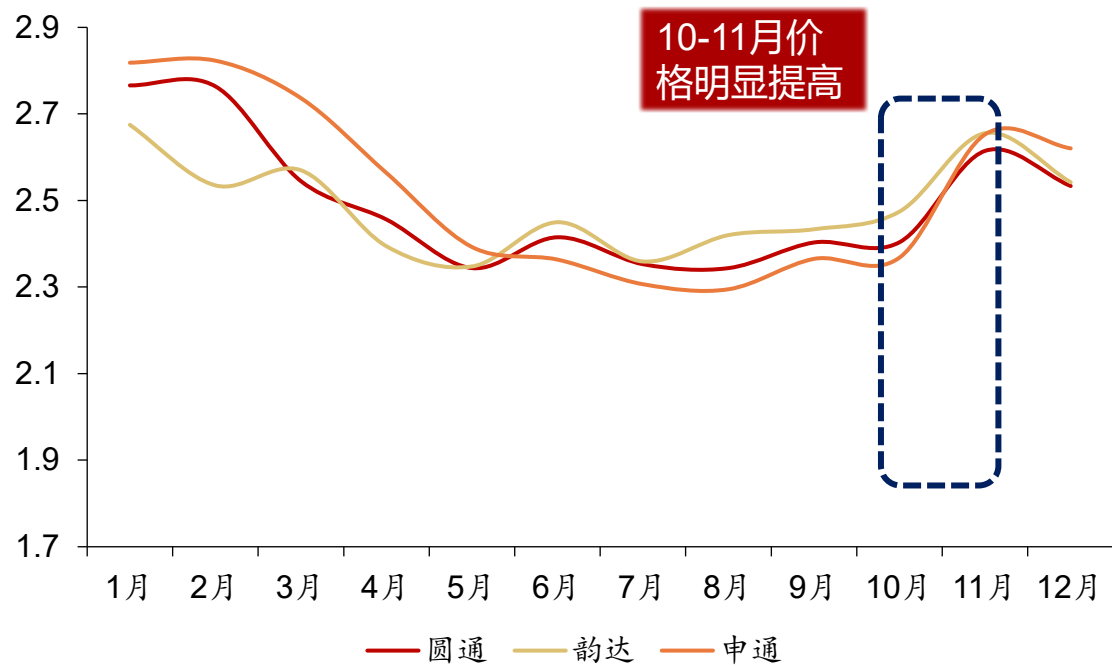
- 为解决旺季峰值带来的经营压力，龙头企业普遍选择在10-11月进行旺季提价，通过上调派费、提升终端价格等方式引导提价。但随着近几年电商平台促销活动频率提升，**10-11月旺季出货量开始逐渐平滑，有助于降低快递企业在旺季的规模不经济，叠加提价效应，快递企业旺季盈利能力将更加稳定。**
- 虽然近几年主要头部快递公司不再公开发布提价公告，通过单票收入仍可以看到Q4旺季的明显价格上升特征。
- 春节期间快递单价一般也相对较高，主要是由于春节假期给公司带来短期用工压力，导致成本提升。

图：10-11月日均件量环比9月增速情况



■ 10-11月日均件量较9月日均件量环比增速

图：2018-2022年快递企业平均月度单票价格（元）



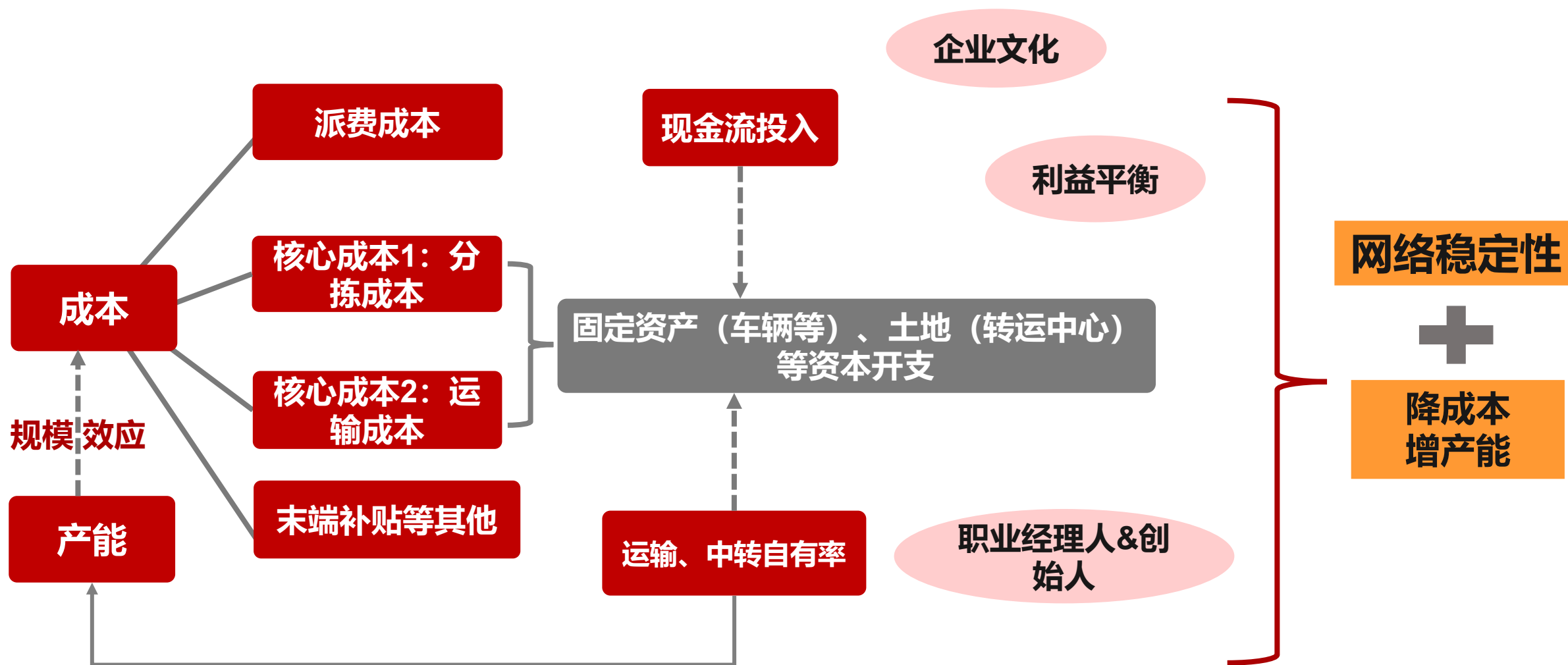
04

成本&产能

快递成本主要构成

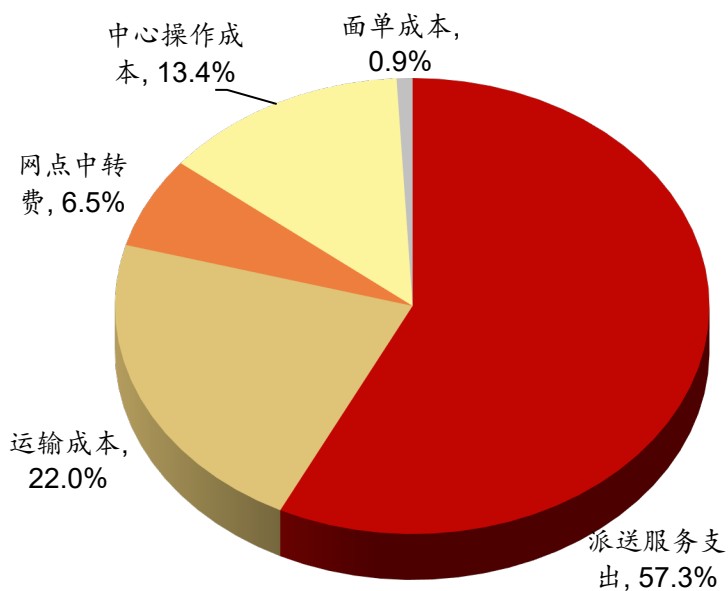
资本开支带来自营占比提升

优化分配机制促进网络稳定

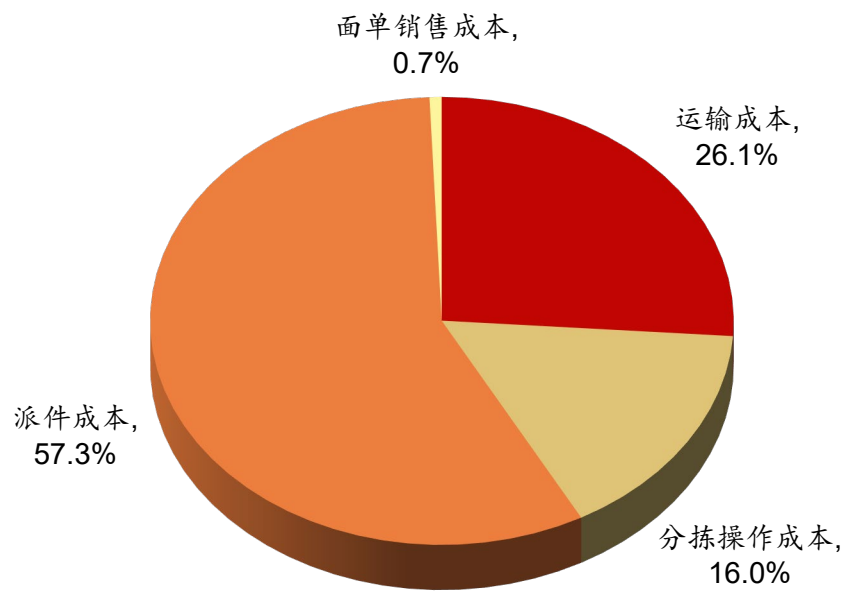


- ❑ 加盟模式下快递公司总部（上市公司）主要承担快件中转和干线运输的成本，末端网点的揽、派成本主要由加盟商和快递小哥进行结算。
- ❑ 单票成本主要由派费、运输及分拣操作组成，派费更多是流转作用（上市公司代收代付），因此单票成本的核心差异更多体现在中转运输和操作分拣上。
- ❑ 2022年中通/圆通/韵达/申通单票运输及分拣相关成本分别为0.83/0.82/0.94/0.89元。

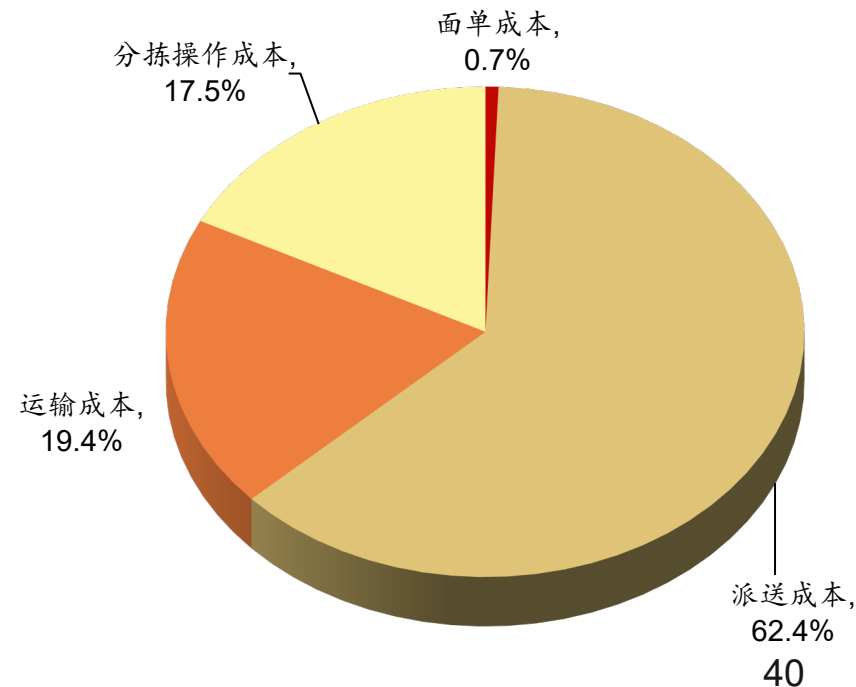
图：2022年圆通快递成本结构



图：2022年韵达快递成本结构

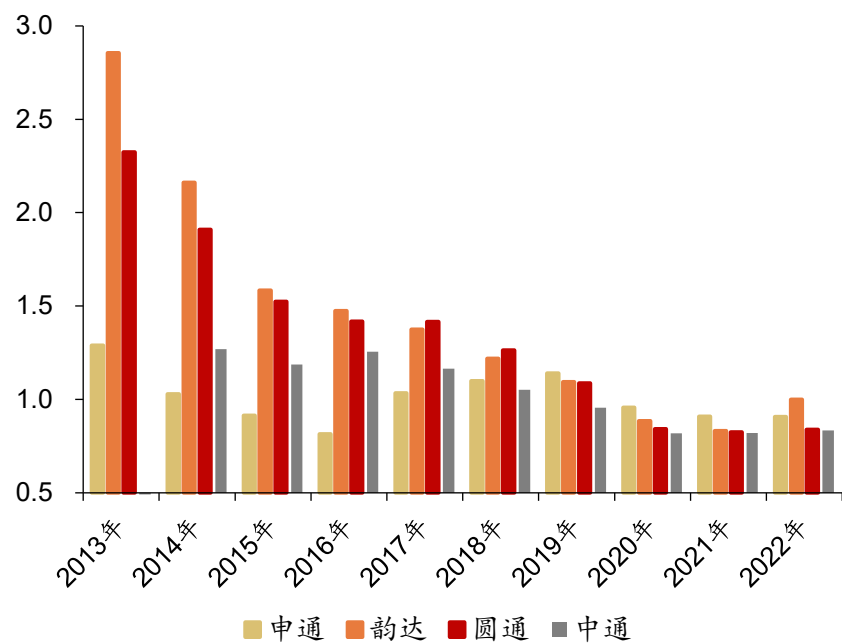


图：2022年申通快递成本结构

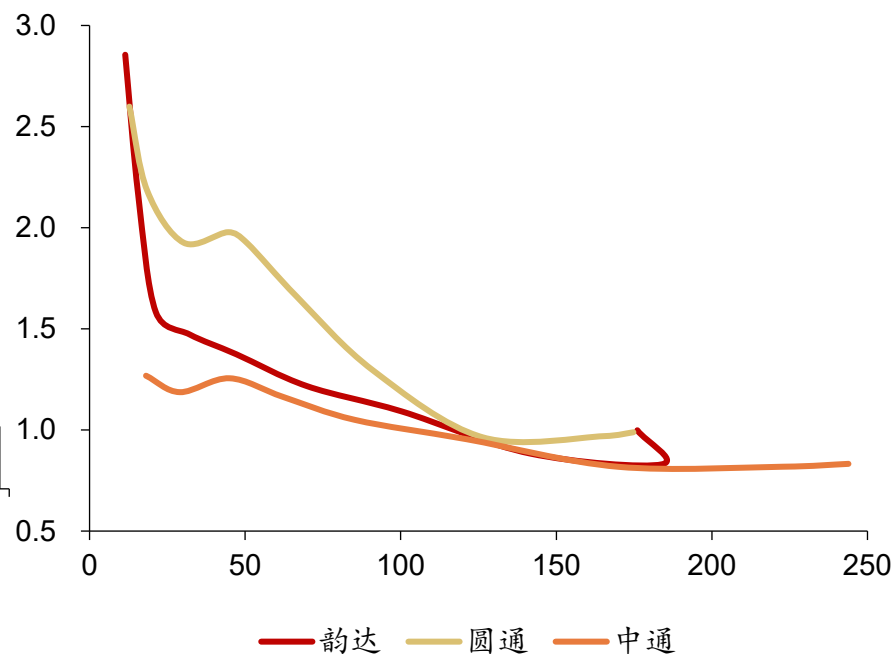


- ❑ 快递行业规模效应显著，业务量的快速增长是单票快递成本下降的重要基础。2022年圆通/韵达/申通单票快递成本分别为2.32/2.34/2.41元。
- ❑ 近年来各快递企业核心运营成本降幅明显，2022年中通/圆通/韵达/申通单票运输及分拣相关成本分别为0.83/0.82/0.94/0.89元，2023H1中通/圆通（韵达、申通未披露明细）单票运输及分拣相关成本分别为0.74/0.77元，同比下降0.11/0.07元。
- ❑ 整体来看中通快递市占率自2016年起持续保持第一，截止2023年Q2中通市场份额为23.5%，规模效应下有效降低中通快递的单票成本，改善利润。

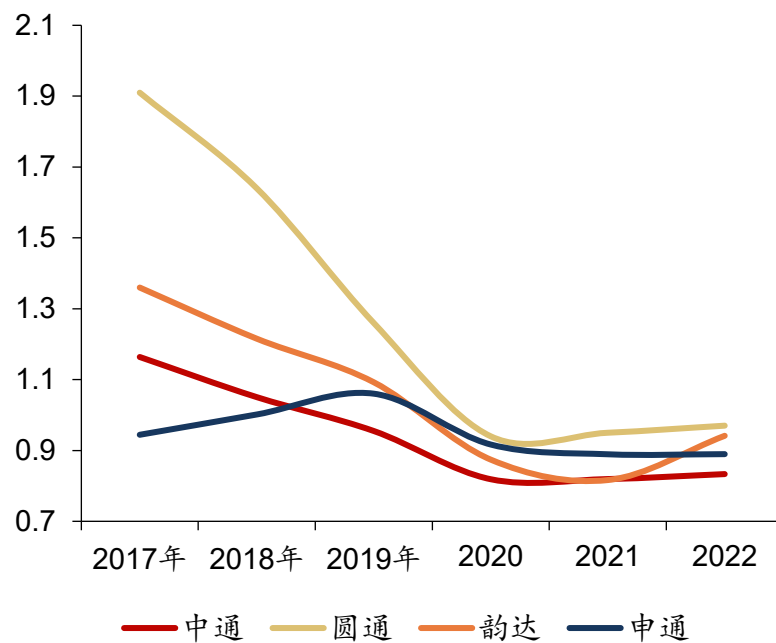
图：各企业单票快递成本（元，不含派费）



图：规模效应显著（快递量/亿件，横轴；单票成本/元，纵轴，不含派费）

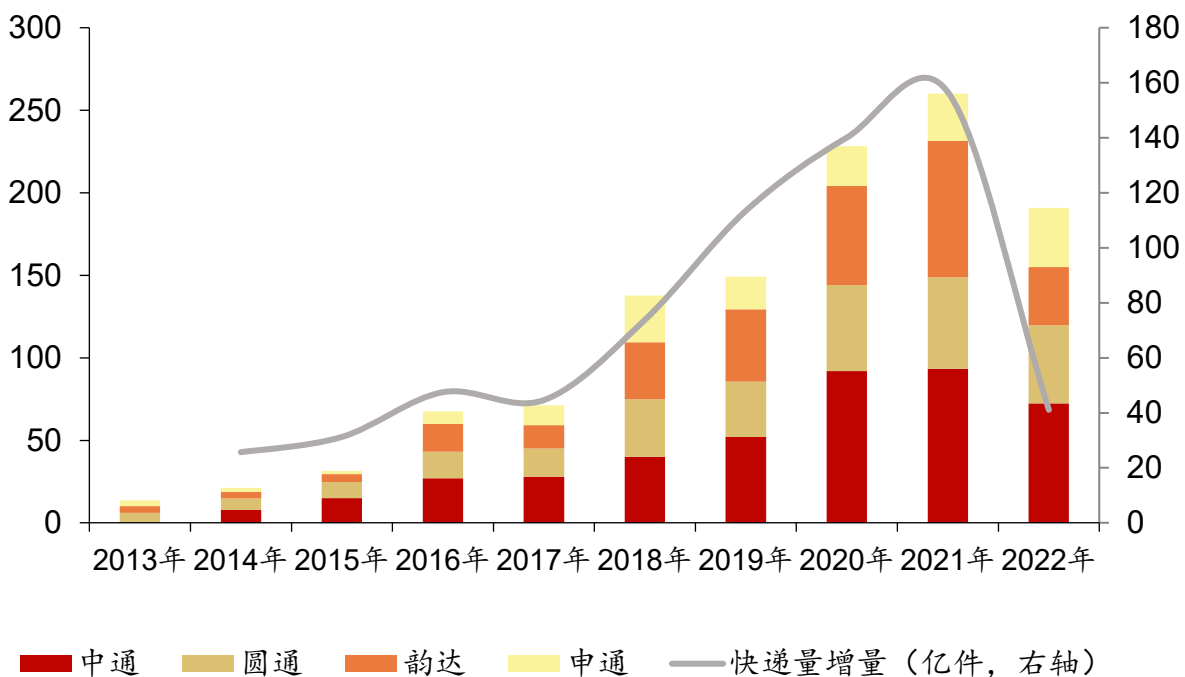


图：快递公司运输及分拣相关成本（元）

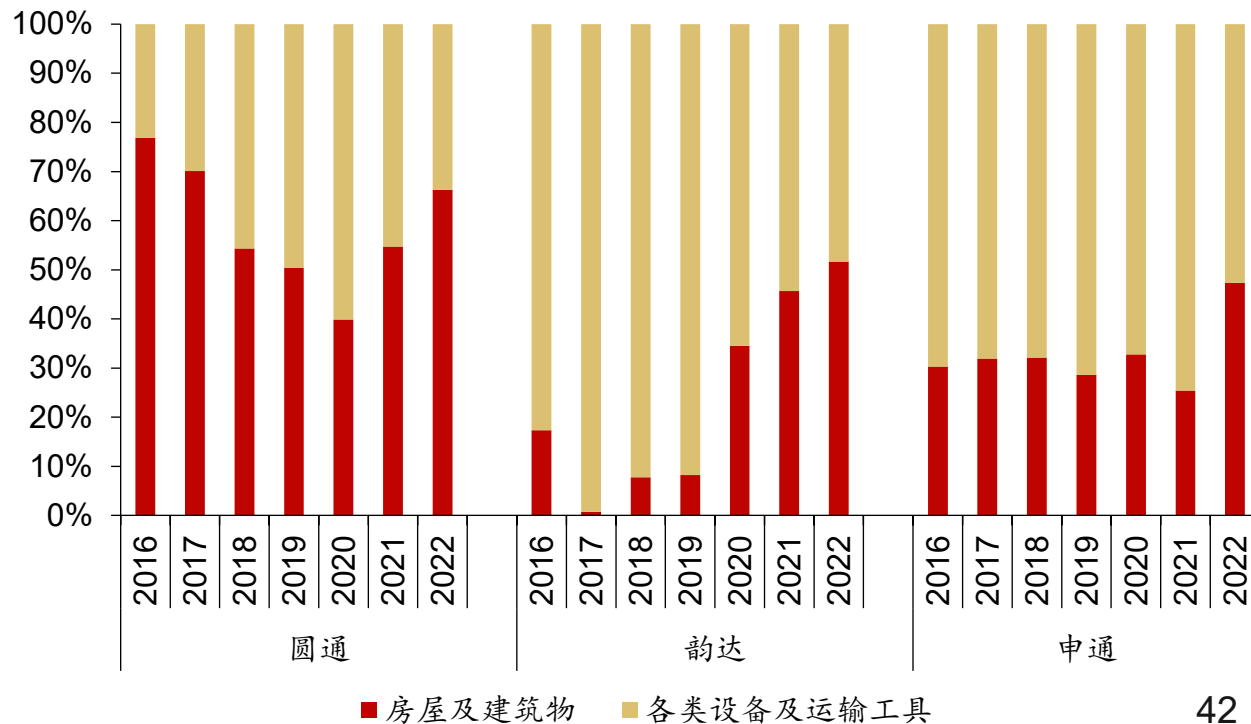


- 降低核心中转环节的成本离不开大量的资本开支，无论是收购转运中心、购买土地投资厂房，还是提升自动化水平精益生产，都将在较大程度上提升包裹分拣效率，降低人工成本，增强对核心中转环节的把控力。
- 2014-2021年中通/圆通/韵达/申通的资本开支持续扩大并在2021年达峰，2022年开始回落**（中通资本开支持续领先）头部快递企业纷纷表示2022年起扩张性资本开支基本结束，当前头部快递企业产能储备充足，有助于充分发挥规模效应，降本增效。
- 通过快递企业资本开支结构可以发现，在企业发展过程中圆通的房屋及建筑物投资占比更大，韵达和申通的设备等投资占比更大。

图：2013-2022年头部快递企业资本开支（亿元）

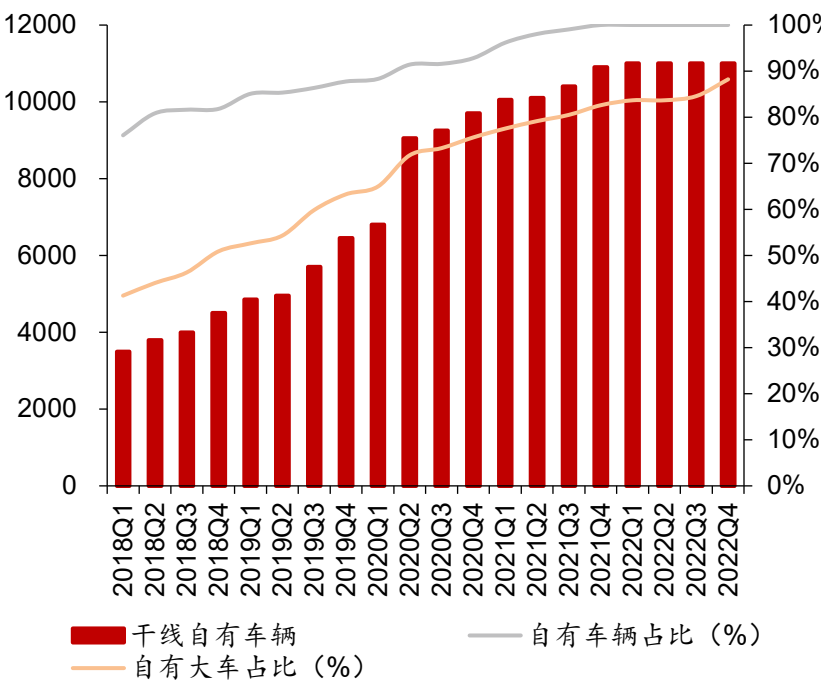


图：快递企业资本开支结构

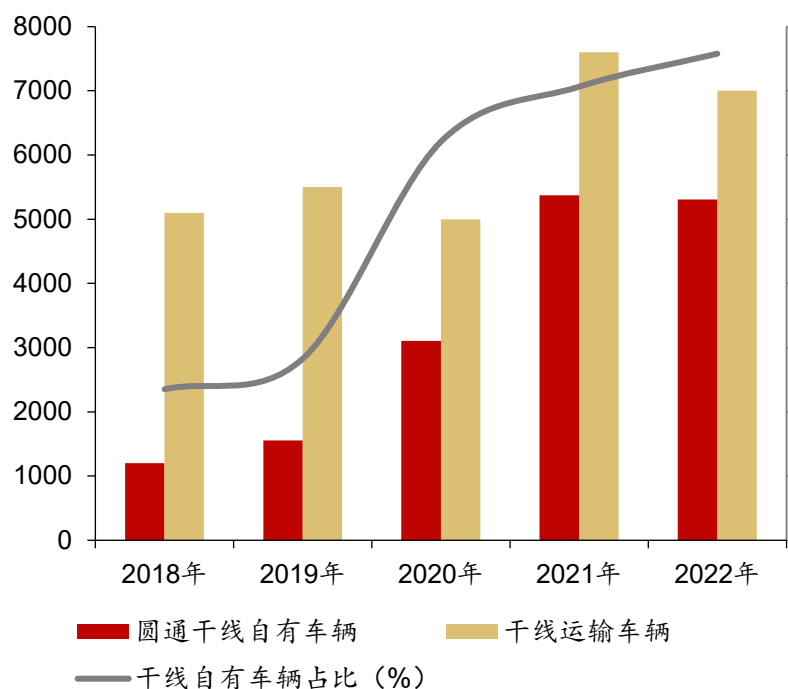


- 自建车队，提高自营率，降低第三方运输服务占比有助于增强对核心中转的控制，提高整体车队效率，降低运输成本。
- 通达系公司基本采用“自有+外包”来负责中转运输。随着资本开支投入的增加，快递公司自有运输车辆占比日益提高。其中**中通干线自有车辆占比已达到100%**，目前公司只有少部分干线运输仍有桐庐通泽承运，且中通员工拥有桐庐通泽大部分股权；同时中通在最新年报里表示会逐步减少采购桐庐通泽的服务。
- 截止2022年12月31日**中通15-17米高运力甩挂车占比高达88%**，高自营率也为中通带来了显著的成本优势；**圆通2022年自有车辆5306辆，占比为76%**；申通自有车辆数量也在不断攀升，**2022年自有车数量4826辆**。

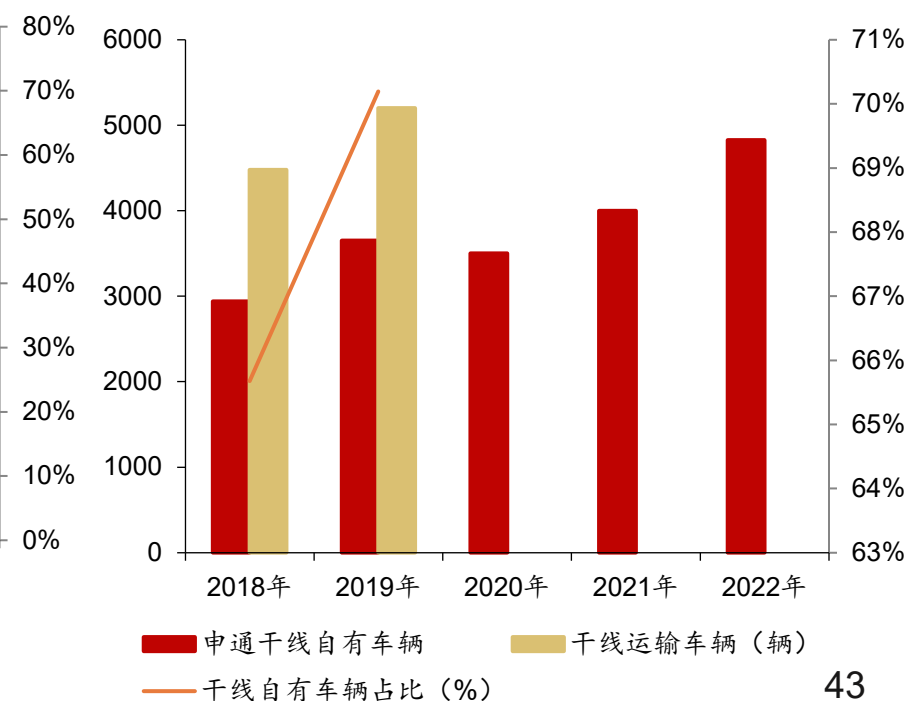
图：中通干线运输车辆（辆）情况



图：圆通干线运输车辆（辆）情况

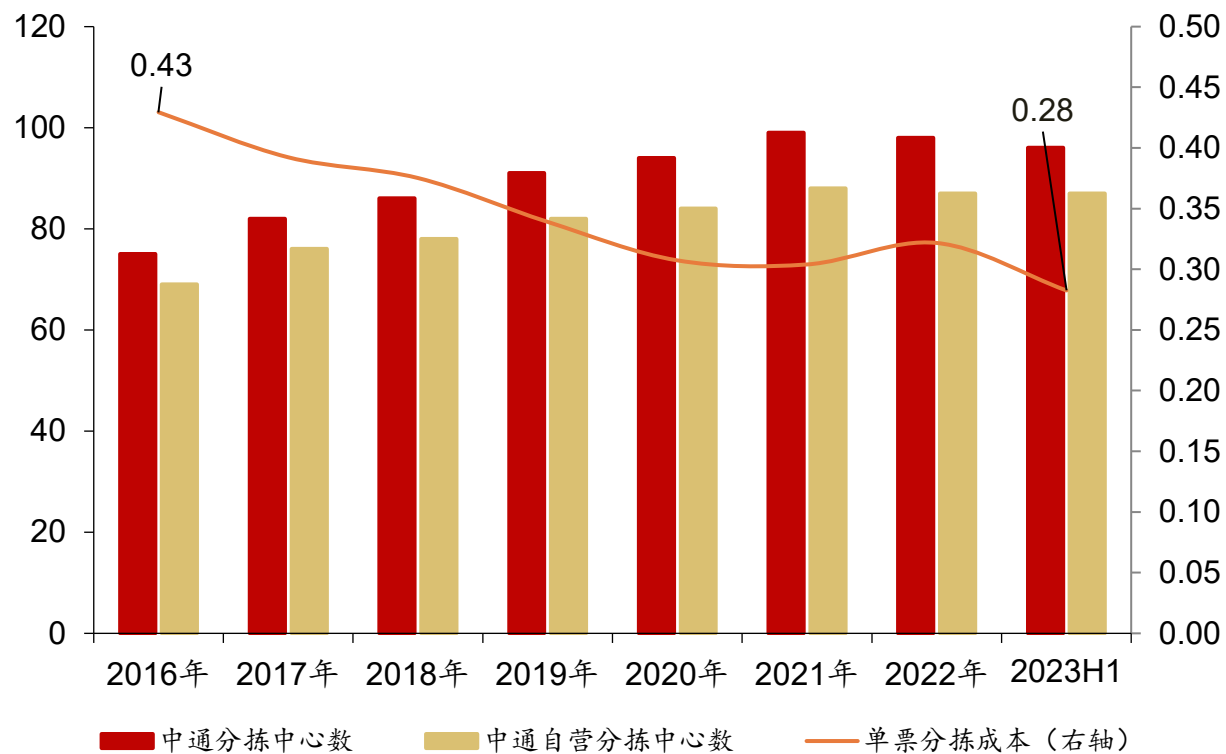


图：申通干线运输车辆（辆）情况

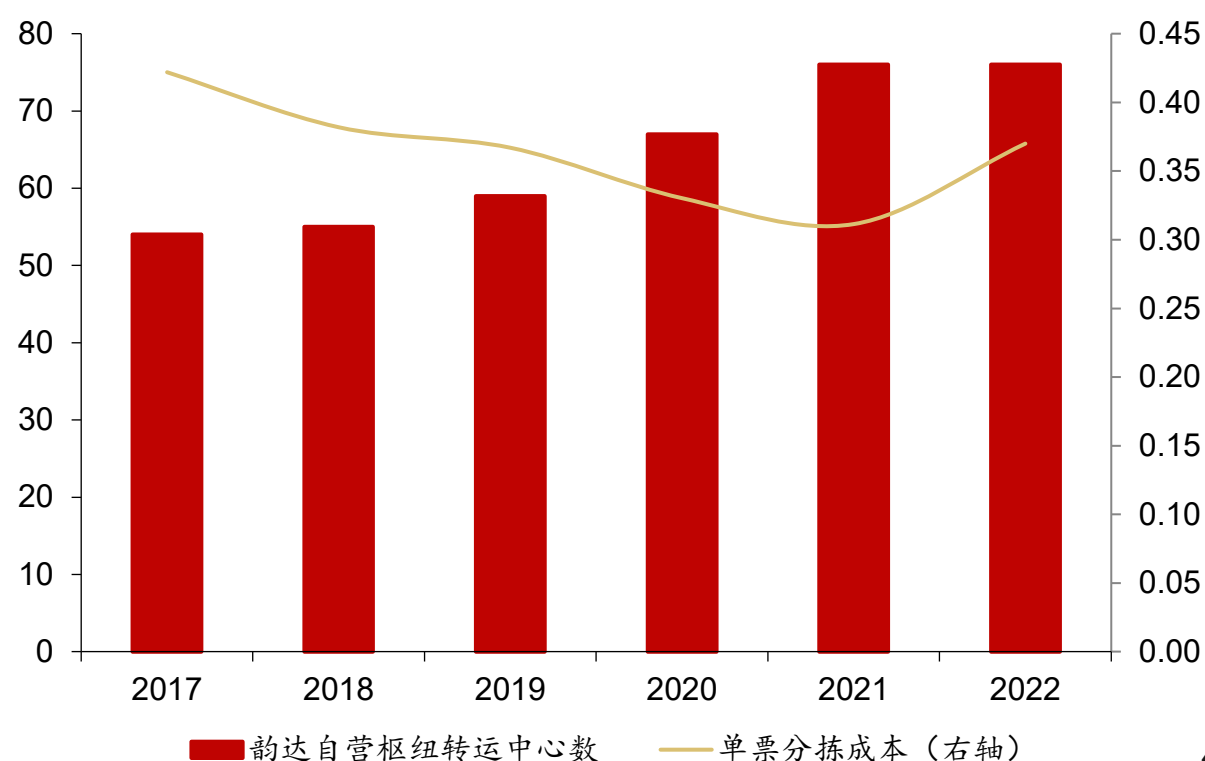


- 中通转运中心的**自营率基本保持在90%以上**，截止2023H1中通拥有96个分拣中心，其中自营87个。自动化分拣线从**2017年的58套增加至2023H1的460套**，有效推动转运中心自动化率的提升，带来操作效率的提高，**中通的单票分拣成本从2016年的0.43元降至2023H1的0.28元**，这也使得中通在行业竞争中逐步领先。
- 韵达2017年起转运中心100%自营化，随着单量的提升，强控制力自营转运中心的规模效应得以充分发挥，韵达的单票核心成本也有明显的改善和优化，**从2017年的0.42元降至2021年的0.31元**。

图：中通快递分拣中心数量（个）及单票分拣成本（元）

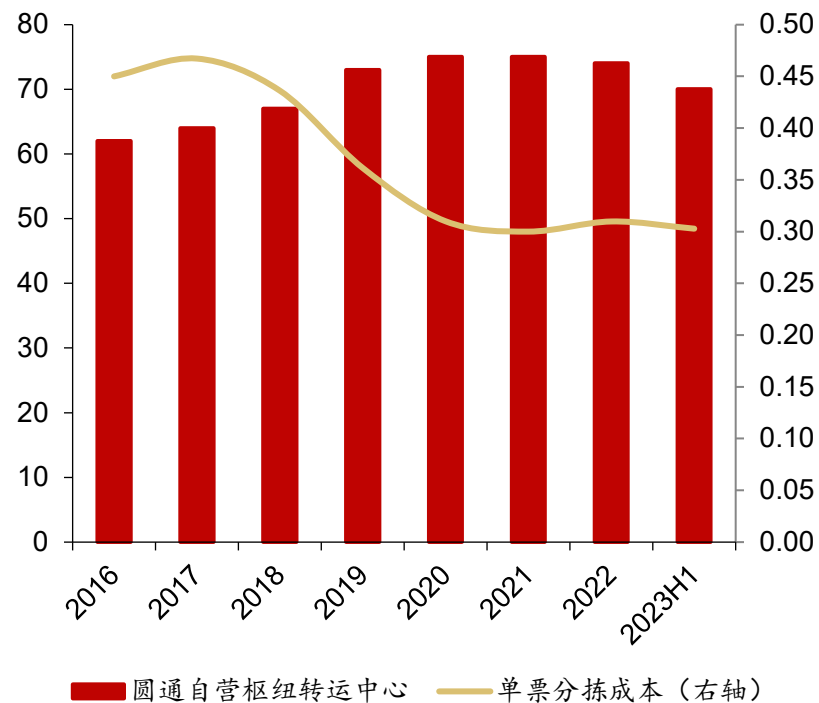


图：韵达股份分拣中心数量（个）及单票分拣成本（元）

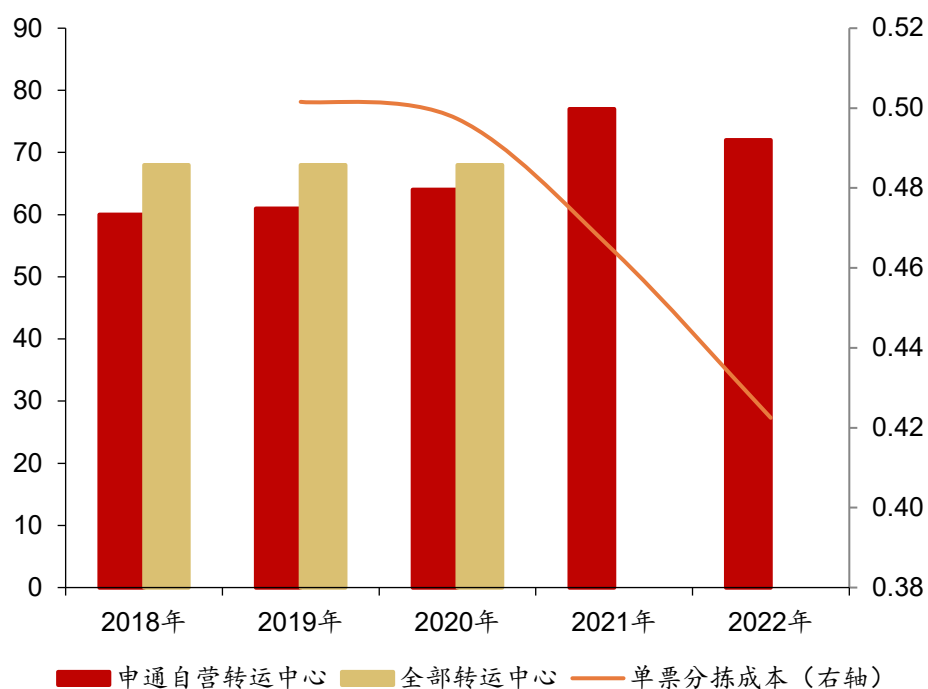


- 2018年，申通快递围绕“中转直营、网点加盟”的经营模式对网络内转运中心进行了系统梳理，通过对部分核心转运中心的收购及小集散模式的推广进一步完善中转集散布局，自营转运中心数量及占比不断提升，也为后来申通件量的高速增长和降本打下基础。
- 截止2022年末中通/圆通/韵达/申通自营转运中心数量分别为87/74/76/72个，随着转运中心自营率的提高，快递公司单票成本的出现明显优化。

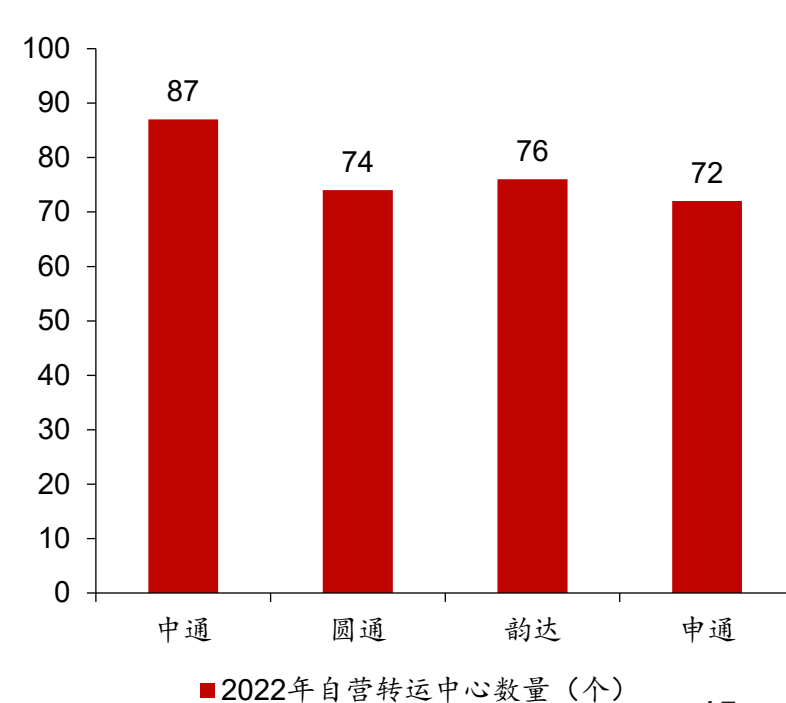
图：圆通自营分拣中心数量（个）及单票分拣成本（元）



图：申通分拣中心数量（个）及单票分拣成本（元）

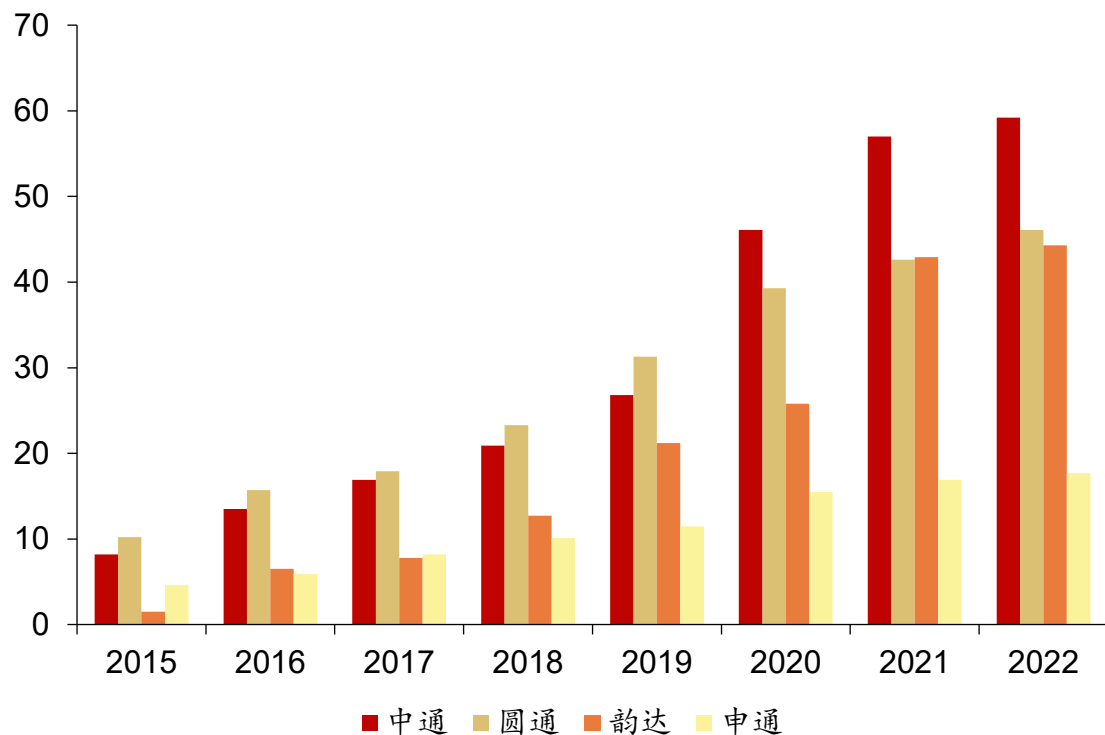


图：2022年末各家自营转运中心数量

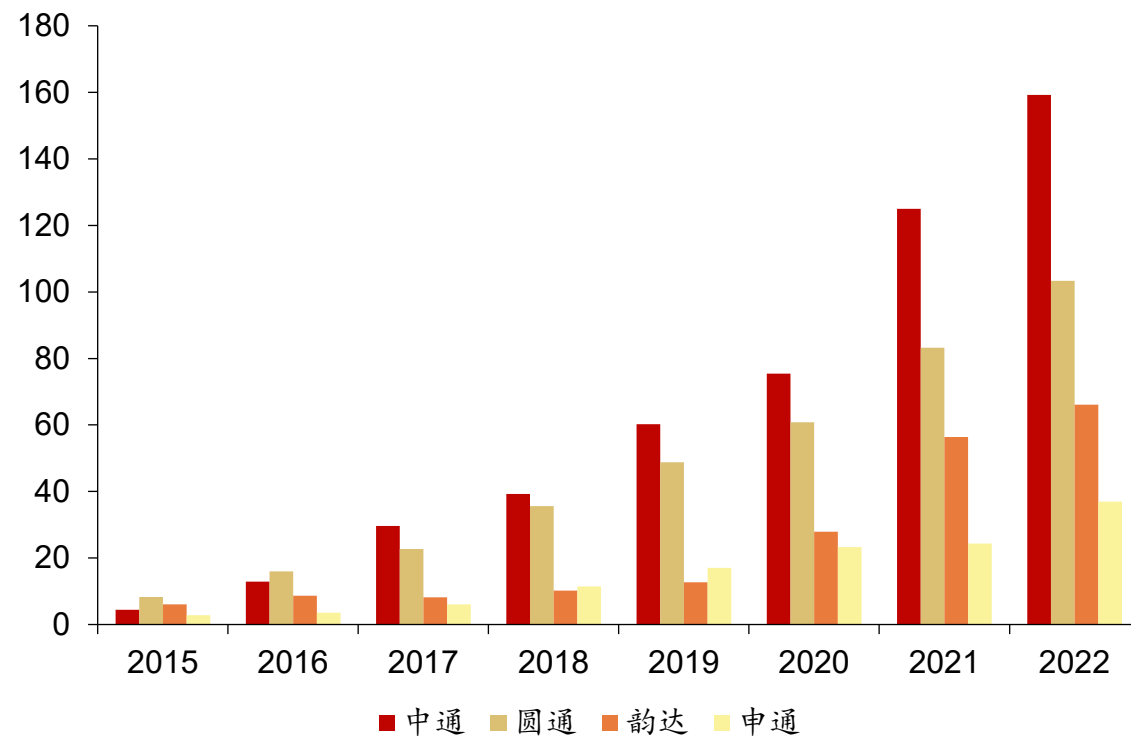


- ❑ 快递行业发展早期，各家快递公司干线运输和转运中心自营率相对较低，与此对应的是公司对干线等掌控力较低，运营效率不高。虽然近几年各家都在大力投资重资产，但中通较早意识到快递行业重资产模式的重要性，利用自有资金率先开始资本投入。
- ❑ **早在2010年中通的资产只有申通的1/3**。在行业高速发展时期，中通不断加大基础设施建设，而申通在仍然坚持轻资产运营。从2016年起中通成为行业件量第一并保持至今。

图：土地使用权原值对比（亿元）

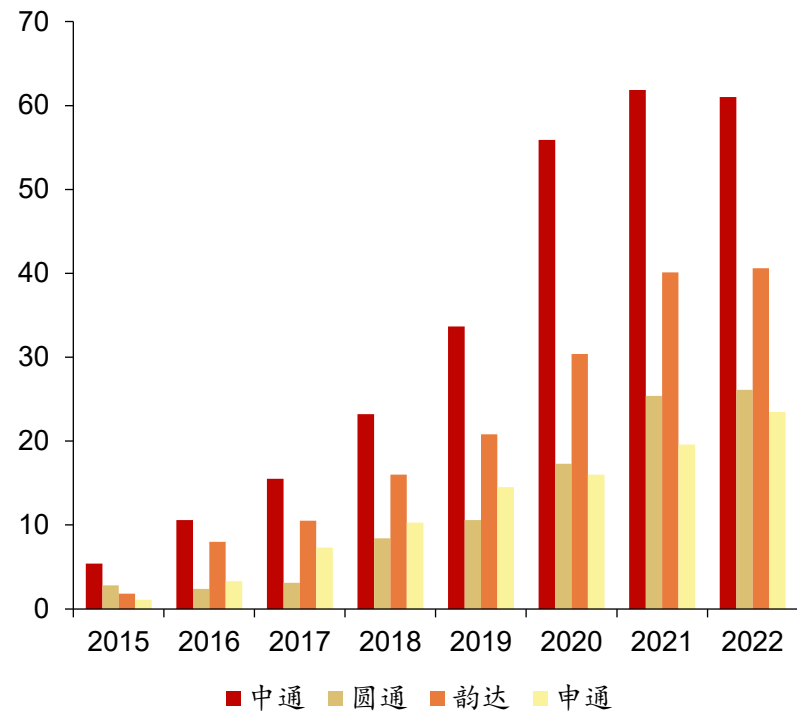


图：房屋及建筑物原值对比（亿元）

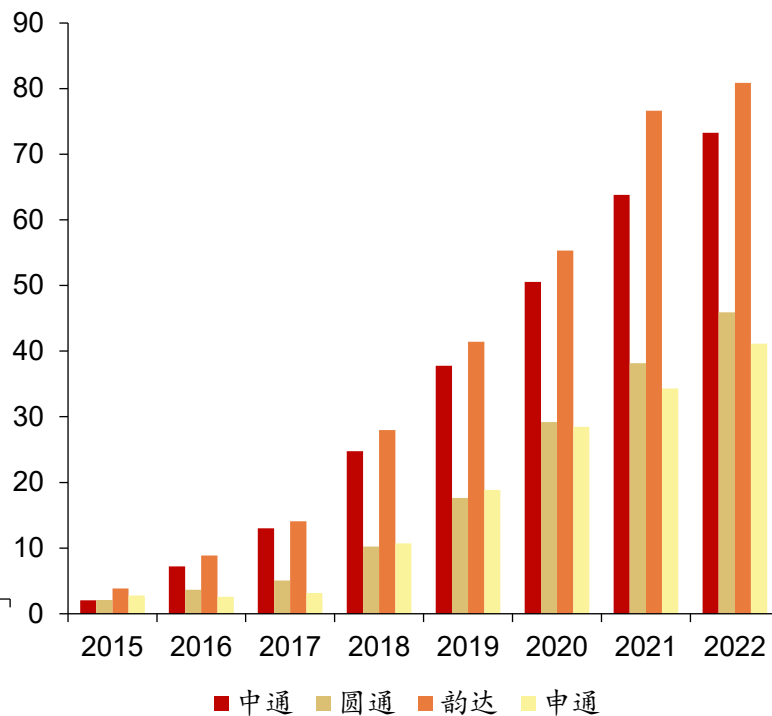


- **土地资源+转运中心自营率的提高**使得各家快递公司加大自动化和智能化设备的投入，有效提高了转运中心操作效率、包裹处理速度以及处理的准确性，提升运营质量同时降低人工成本。在行业存量竞争阶段，精益化运营管理显得尤为重要，能够为企业降本增效助力，逐渐拉开公司之间的差距。
- 通过加大对运输车队的投入，自建车队，增加高运力车型占比有助于提高运输效率及装载率，自建车队也能够更好地监控路由，降低运输成本，缩短运输时间。在这过程中，中通快递始终保持领先地位。

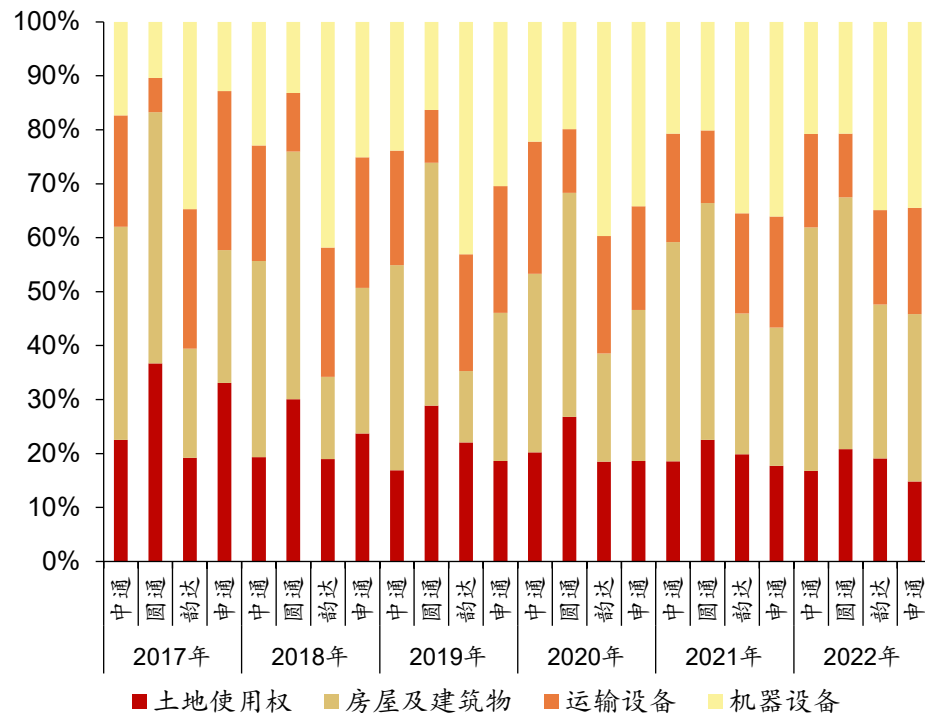
图：运输设备原值对比（亿元）



图：机器设备原值对比（亿元）



图：各类资产原值对比（亿元）

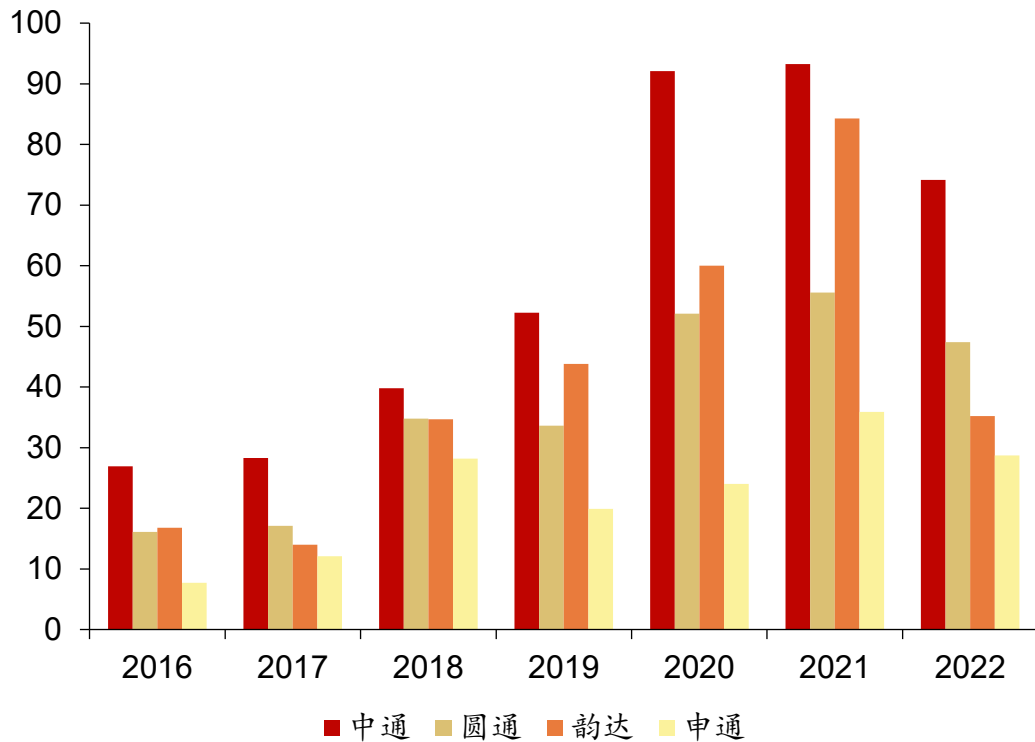


- 大量重资产的投入离不开充足的现金流支持。2016年，中通赴美上市。剩下两通一达均在国内借壳上市。
- 自上市以来通达系企业也多次融资，主要用于转运中心建设及运能网络的升级等。2016-2022年中通/圆通/韵达/申通用于构建固定资产、无形资产等现金流支出为406.75/256.70/288.80/156.50亿元，中通的固定资产等现金流支出明显领先。

表：通达系上市以来融资情况

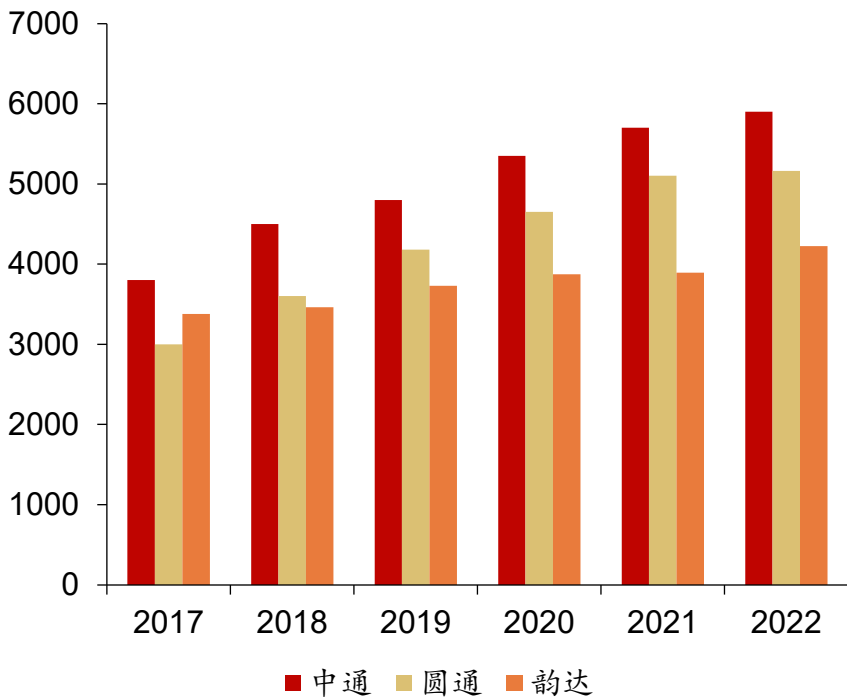
	时间	募集金额	用途
中通	2016.10	14亿美元（上市）	主要用于购买土地、设备、卡车等
	2020.9	97亿港元（上市）	主要用于购买土地，建立分拣中心，建造现代化物流设施等
	2022.8	10亿美元可转换优先票据	主要用于投资物流生态系统等
圆通	2016.10	23亿人民币（上市定增）	转运中心建设，智能设备升级，运能网络提升等
	2018.11	36.5亿人民币可转债	多功能转运及仓储一体化建设，转运中心自动化升级等
	2021.8	5亿人民币（中期票据）	偿还发行人金融机构借款和补充流动资金
	2021.12	38亿人民币（定增）	多功能网络枢纽建设，运能提升，信息系统升级等
	2022.3及2023.8	共6亿人民币（短期融资券）	偿还金融机构借款及债务融资工具
韵达	2018.4	39亿人民币（定增）	智能仓配一体化、转运中心自动化升级、网络运能提升等
	2023.4	24.5亿人民币（可转债）	分拣设备自动化升级
	2019.10-2022.11	42亿人民币（短期融资券）	偿还到期债务融资工具，补充流动资金等
	2020.3-2022.5	45亿人民币（中期票据）	主要用于偿还借款及项目建设
申通	2016.12	48亿人民币（上市定增）	中转仓配一体化、运输车辆购置等
	2020.3-2023.10	7亿人民币（短期融资券）	主要用于补充流动资金，偿还借款
	2020.4	10亿人民币（公司债）	用于补充流动资金

图：构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金流（亿元）

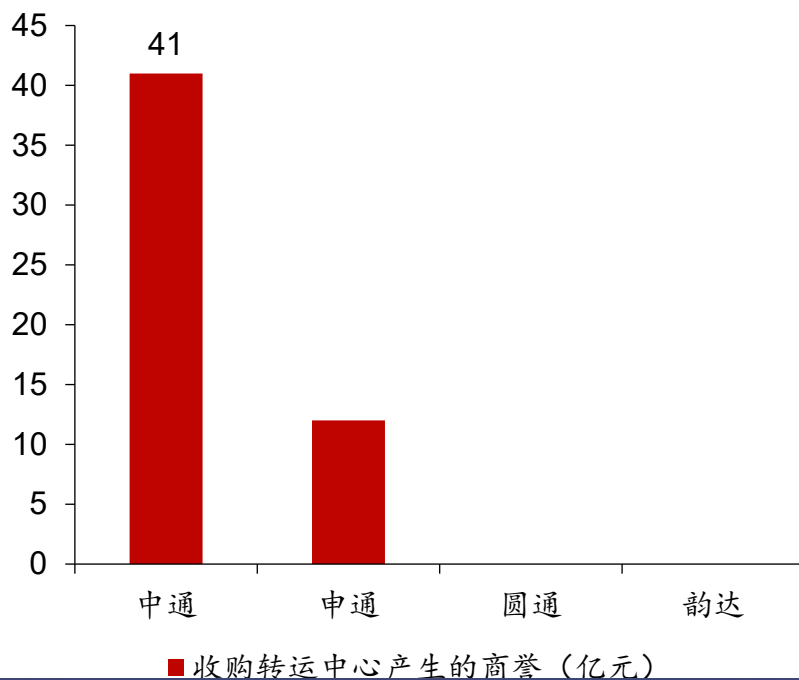


- 为解决不同区域快递网点揽件和派件业务的不平衡导致的部分网点盈利能力影响网点稳定性的问题，**2008年中通率先提出有偿派费**，平衡各方利益，其他快递公司跟随。这一举措极大程度上提高了部分网点的积极性，保障快递小哥的权益，末端人员和加盟商的利益平衡也直接促进了快递网络的稳定性。
- “同建共享”**企业文化再助力中通加强凝聚力。2010年为了推进网络直营化，中通开启了“股权改革”，在2014-2016年中通收购转运中心的过程中，产生了41亿商誉，体现了公司尊重加盟商产权市场化定价。
- 圆通在**2022年推出“一号工程”**，赋能加盟网络的数字化、标准化建设，持续深化加盟网络服务与管理。

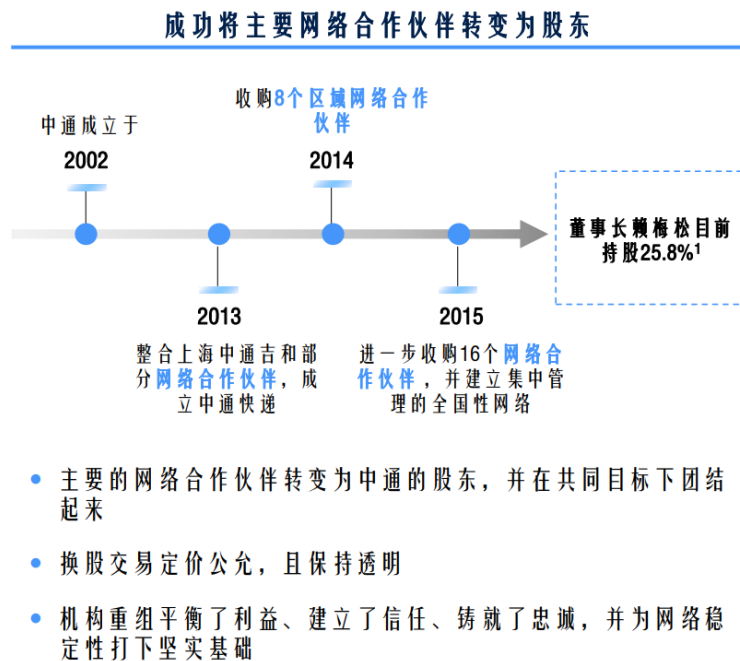
图：加盟商数量（家）



图：收购转运中心产生的商誉



图：中通快递“同建共享”



- **圆通、申通**：选择将所有权和经营权分离，向现代企业管理制度转型，由专业的职业经理人管理。
- **中通、韵达**：创始人始终坚守。但二者也有所不同，中通快递创始人赖梅松给与加盟龙头较多自主权，形成了企业利益和命运共同体，以此达到群体的齐心协力；韵达则是相对的传统加盟模式代表。

表：主要快递上市公司企业管理模式

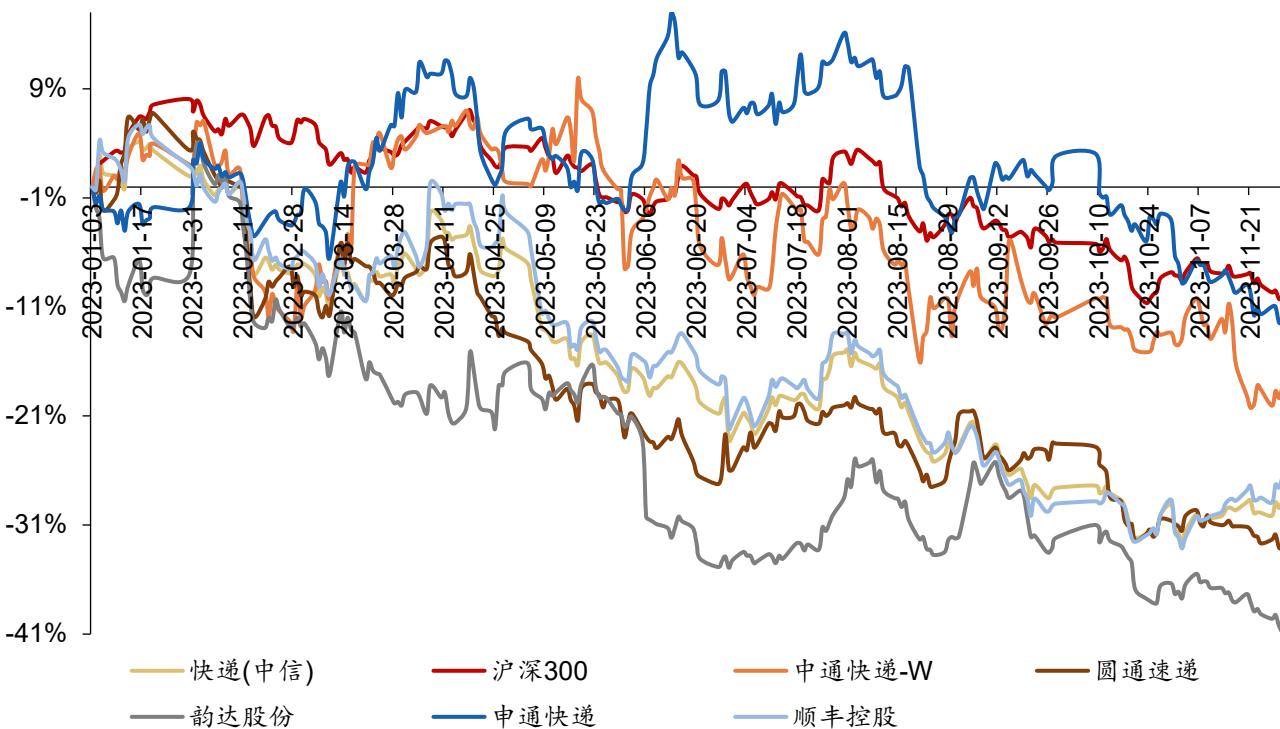
	模式	管理人介绍
圆通	职业经理人	2019年圆通引进职业经理人及投资人潘水苗（曾任万马集团、云锋新创股权投资的高管）担任总裁兼董事
申通		2021年申通聘任王文彬担任总经理（曾任阿里巴巴、菜鸟高管）
中通	创始人+职业经理人	创始人赖梅松任职董事长兼CEO； 职业经理人颜惠萍（曾任通用电气、TMT企业高管）2018年加入中通任CFO 职业经理人胡红群（超过31年金融服务行业经验）2017年加入中通任董事兼COO
韵达		创始人聂腾云（董事长兼总裁），陈立英（董事兼副总裁）； 职业经理人符勤董事兼副总裁（曾任森马服饰、上海豫园黄金珠宝集团高管）2015年加入韵达； 职业经理人谢万涛任副总裁兼财务总监（曾任德威集团高管）2016年加入韵达

05

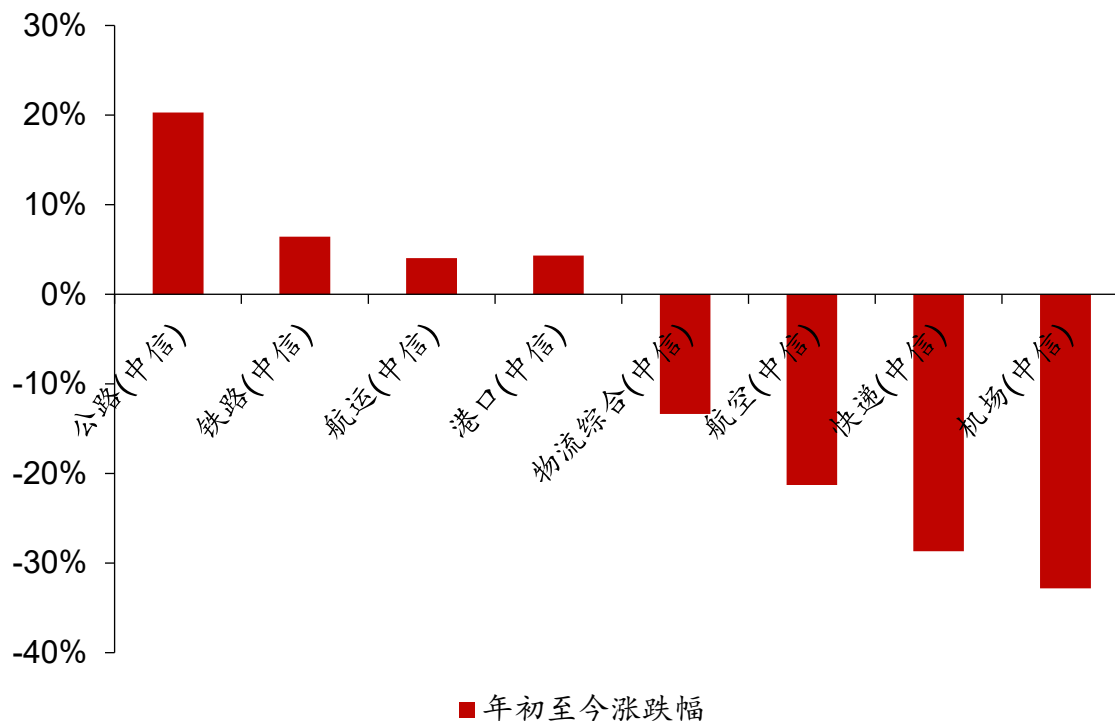
投资建议

- ❑ **中信快递指数跑输大盘，申通快递表现相对稳健。**年初至今（11月30日，下同），沪深300累计涨跌幅为-9.7%，快递（中信）板块累计涨跌幅-28.7%，在交运子板块中表现相对落后。年初以来，快递“产粮区”等地出现较为激烈的价格竞争，快递公司经营承压，叠加极兔申请上市，快递企业业绩不确定性提升，引发市场担忧。
- ❑ **具体个股：申通快递2023年以来（截止11.30）累计涨跌幅领先为-13.2%，表现相对稳健；**中通快递/顺丰控股/圆通速递/韵达股份累计涨跌幅分别为-16.3%/-26.5%/-33.5%/-40.0%。

图：年初至今快递（中信）板块及个股累计涨跌幅



图：交运子板块年初至今涨跌幅

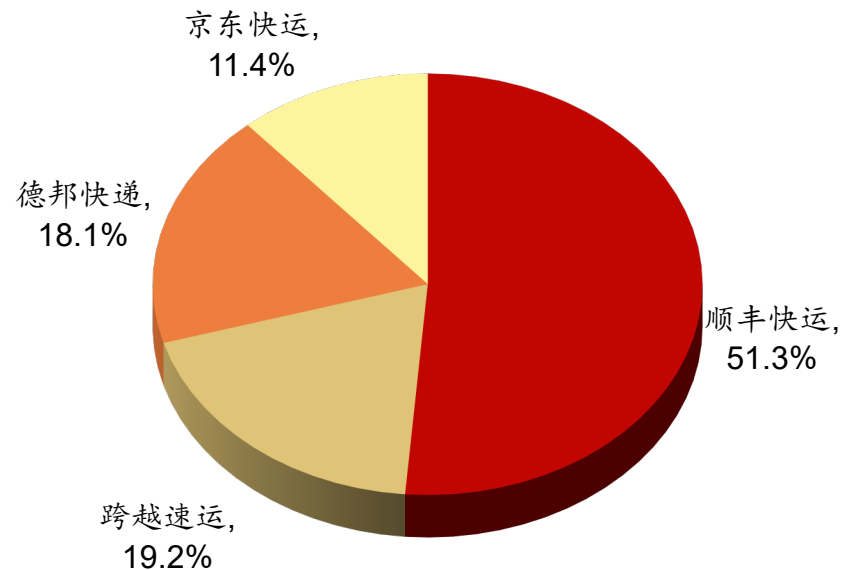


□ 直营快递：看好顺丰控股。时效业务稳中有升、大件快运业务利润提升叠加新业务持续改善，多网融通降本均有望超预期，顺周期背景下有望率先受益。

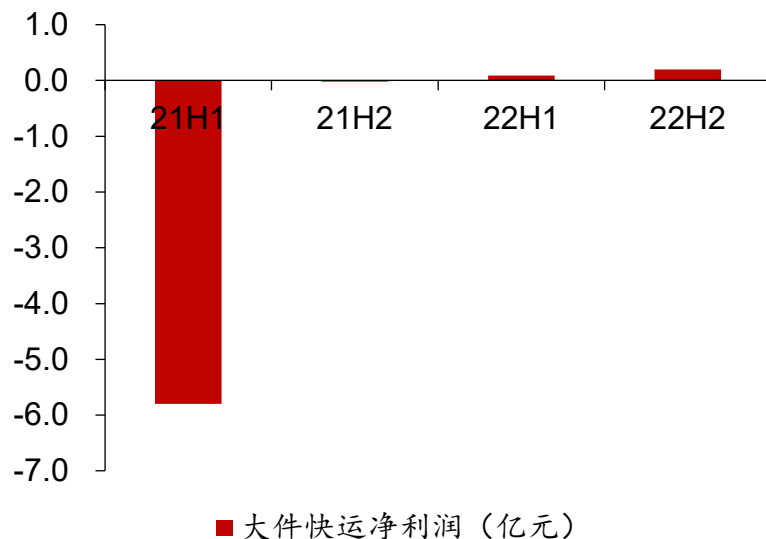
1) **快运业务**：2022年京东收购德邦后，高端快运市场格局进一步优化，由原先的三足鼎立演变为以顺丰系和德邦系为主的双寡头格局。根据运联智库，顺丰快运业务收入和货量在2022年均排名第一。2022年上半年顺丰大件快运业务实现扭亏，若2024年经济修复将进一步提升公司的盈利能力。

2) **同城业务**：公司不断深化服务场景与规模，推出服务模式和标准，通过精益运营，弹性网络助力稳定履约和降本增效，2023H1公司同城业务实现扭亏。

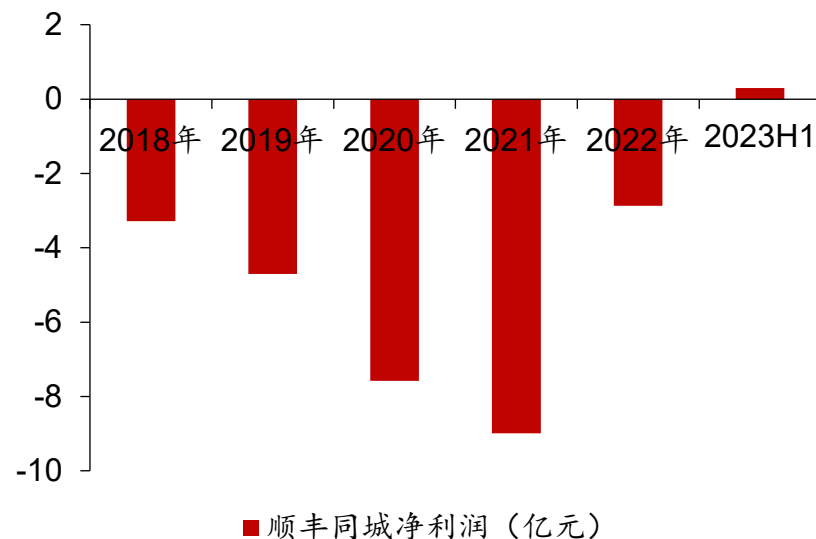
图：快运市场竞争格局（按收入划分）



图：顺丰快运业务扭亏为盈

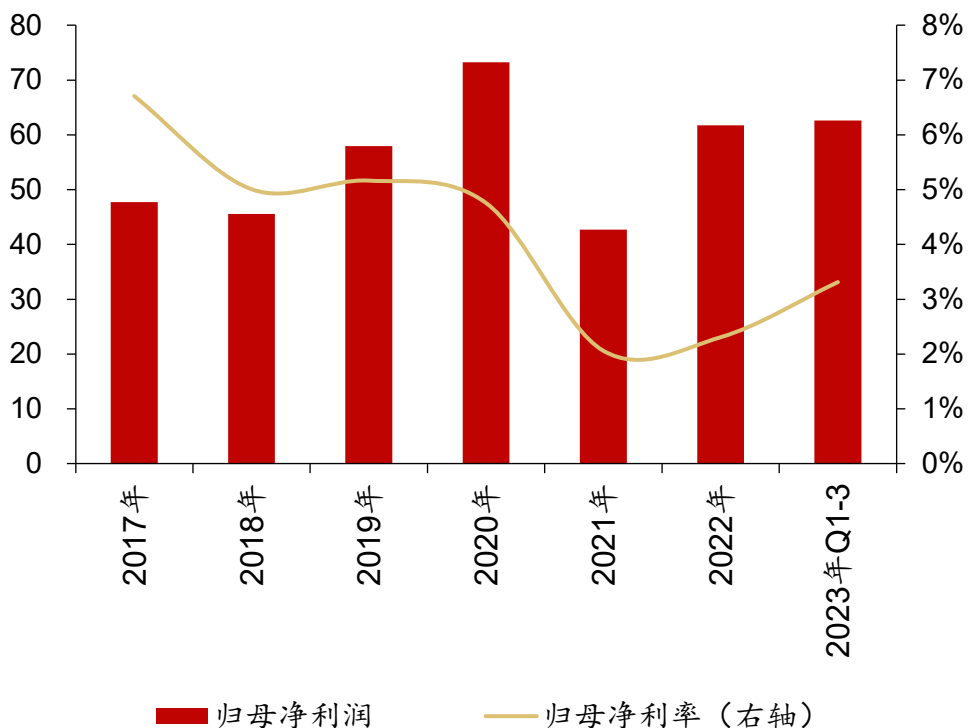


图：顺丰同城2023年H1扭亏为盈



3) 鄂州机场：鄂州枢纽打造轴辐式航空网络，将有望进一步提升高时效服务的覆盖城市，并通过增加大型飞机以降低航空单位成本。根据公司公告，顺丰已逐步启动将部分国内航空枢纽航线切换至鄂州航空货运枢纽，**截至2023年10月底，顺丰航空在鄂州花湖机场的国内、国际进出港货量累计已突破10万吨。**公司逐步搭建覆盖广、成本低、效率高的轴辐式航空网络，实现公司全链路网络模式调优与布局变革，带来更多时效业务增量。

图：顺丰控股归母净利润（左轴：亿元）及归母净利率情况



图：鄂州货运枢纽陆续投运



- ❑ **加盟快递**：2023年受行业价格竞争影响，快递板块市场情绪相对低迷，当前板块对应2024年估值普遍跌至较低位，估值已基本反映行业长期增速下行和价格竞争持续，快递板块预期相对悲观，具有安全边际，风险收益性价比较高。**存量竞争下，我们预计阶段性价格竞争将继续，强者恒强，重视龙头公司价值；同时警惕落后公司件量下滑，行业集中度有望进一步提升。**
- ❑ **选股思路**：中长期看，行业分化持续，头部快递企业的市场份额有望继续提升，从而带动业绩修复（**中通快递/圆通速递**）；建议关注**申通快递**（加快产能投放，公司件量增速持续领先同行，规模效应下有望带来盈利的释放）/**韵达股份**（件量增速迎来拐点实现正增长，总部赋能加盟商有望驱动网点边际改善）。

表：主要快递企业估值

股票代码	简称	市值 (亿元人民币)	EPS (元人民币/股)				归母净利润 (亿元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
02057.HK	中通快递	1313	8.41	10.74	12.79	15.08	68.1	88.8	105.7	124.5	18.91	14.81	12.43	10.55
600233.SH	圆通速递	453	1.14	1.04	1.29	1.51	39.2	35.8	44.4	52.1	11.53	12.64	10.19	8.71
002120.SZ	韵达股份	249	0.51	0.56	0.81	1.05	14.8	16.1	23.6	30.4	16.84	15.34	10.60	8.18
002468.SZ	申通快递	137	0.19	0.23	0.58	0.81	2.9	3.5	8.9	12.3	47.21	39.00	15.47	11.07
002352.SZ	顺丰控股	2,069	1.27	1.73	2.35	3.09	61.7	84.9	114.9	151.4	33.28	24.43	17.98	13.68

表：快递公司业绩&单票业绩一览

	营业收入（亿元）								归母净利润（亿元）							
	23Q1	同比	23Q2	同比	23Q3	同比	2023年 Q1-3	同比	23Q1	同比	23Q2	同比	23Q3	同比	2023年 Q1-3	同比
中通	89.83	13.7%	97.40	12.5%	90.76	1.5%	277.99	9.0%	16.70	84.3%	25.41	40.8%	23.45	21.2%	65.57	41.1%
圆通	129.14	9.2%	140.86	6.4%	137.59	0.0%	407.59	5.0%	9.06	4.1%	9.55	5.7%	7.98	-20.0%	26.59	-4.1%
韵达	104.75	-9.4%	111.00	-1.7%	112.61	-9.2%	328.35	-6.8%	3.59	3.0%	5.10	151.7%	2.96	51.5%	11.64	56.1%
申通	87.44	22.3%	103.42	32.5%	102.50	12.4%	293.36	21.8%	1.33	24.9%	0.85	3.9%	0.03	-87.7%	2.21	4.8%
顺丰	610.48	-3.1%	633.18	-5.6%	646.46	-6.4%	1890.12	-5.1%	17.20	68.3%	24.56	64.8%	20.88	6.6%	62.64	40.1%

	单票营业收入（元）								单票归母净利润（元）							
	23Q1	同比	23Q2	同比	23Q3	同比	2023年 Q1-3	同比	23Q1	同比	23Q2	同比	23Q3	同比	2023年 Q1-3	同比
中通	1.43	-5.7%	1.27	-9.1%	1.21	-14.1%	1.29	-9.8%	0.27	53.0%	0.33	13.7%	0.31	2.6%	0.31	16.8%
圆通	2.90	-9.0%	2.65	-12.5%	2.63	-12.3%	2.71	-11.4%	0.20	-13.3%	0.18	-13.1%	0.15	-29.9%	0.18	-19.0%
韵达	2.74	2.1%	2.43	-9.0%	2.31	-14.5%	2.47	-7.8%	0.09	16.3%	0.11	137.0%	0.06	27.1%	0.09	50.4%
申通	2.61	-1.7%	2.37	-9.5%	2.23	-10.8%	2.38	-7.7%	0.04	0.5%	0.02	-29.0%	0.00	-90.3%	0.02	-20.7%

06

风险提示

- 经济下行风险：若经济下行，将影响行业整体需求从而影响快递包裹量
- 行业增速低于预期：若行业件量增速较低，将影响公司的业务量及盈利水平
- 快递价格竞争恶化：若价格竞争较为激进，将导致公司业绩受损或增速放缓

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>