



快递反内卷大势所趋，价值重估正当时

——快递行业反内卷专题报告

证券分析师

姓名：孙延

资格编号：S1350524050003

邮箱：sunyan01@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：刘晓宁

资格编号：S1350523120003

邮箱：liuxiaoning@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：曾智星

资格编号：S1350524120008

邮箱：zengzhixing@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：王惠武

资格编号：S1350524060001

邮箱：wanghuiwu@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：张付哲

资格编号：S1350525070001

邮箱：zhangfuzhe@huayuanstock.com

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



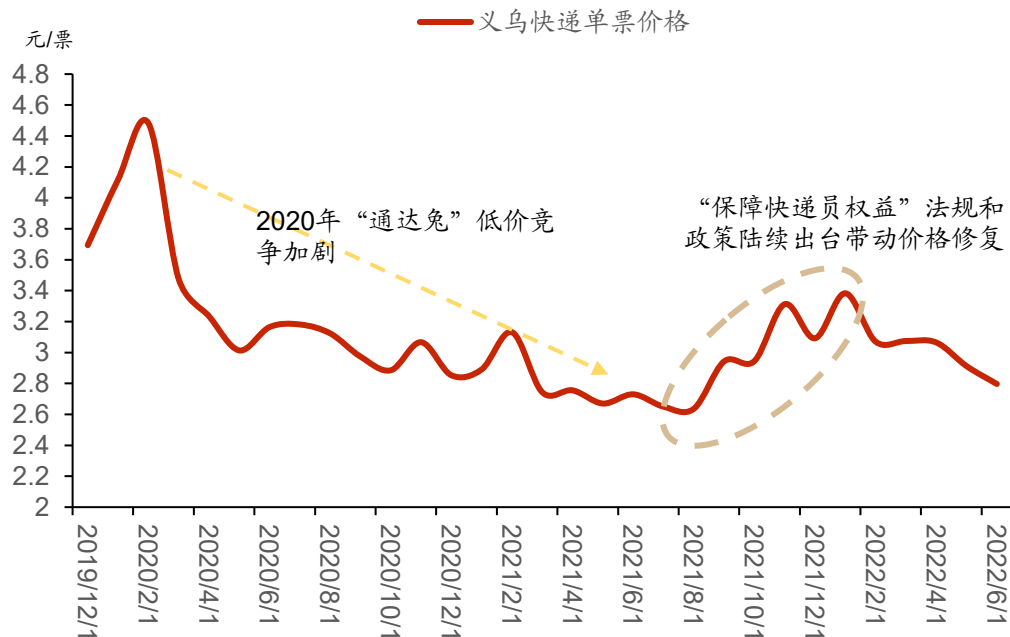
- **2021年快递行业反内卷复盘：“共同富裕”大背景保障快递员权益，推动全行业提价，释放企业盈利弹性。**2021年3月风向标义乌率先开启价格监管，制止恶性价格竞争；随后保障快递员权益的工作在全国推进，成为第一次“反内卷”最大的政策推动力，2021年9月1日，“通达系”快递企业响应监管号召，上调快递员派费0.1元/票，并传导至快递价格上涨。至2022年1月“通达系”平均单价较21年8月低点提升约0.6元；提价释放的业绩弹性显著：以圆通速递为例，21Q4归母净利润达到11.5亿元，同比+202%，单票利润达到0.23元，环比+0.16元，同比+0.15元。
- **2023年之后，快递企业产能增长与份额优先策略，导致价格战再度恶化，行业盈利再度接近历史低位。**2023年随着监管逐渐淡出，快递行业再次进入价格竞争的传统路径，原因在于快递企业的产能投入增长和份额优先竞争策略。2025Q1各家单票盈利接近或低于2021年历史低位，单票现金流表现差于2021年底部，部分企业现金流压力极大，表明当前快递网络经营压力或处在历史最高点。
- **重视当前“反内卷”大背景，国家邮政局已旗帜鲜明反对“内卷式”竞争。**2025年7月国家邮政局党组会议召开，旗帜鲜明反对“内卷式”竞争，依法依规整治末端服务质量问题。对比2021年快递行业“反内卷”，快递终端不稳定风险较大，监管环境相似。我们建议重视行业自上而下的推动力，关注义乌、广东等核心“产粮区”的监管动向和价格变化，或落实到不得低于成本价，规范派费等具体行动。
- **短期快递价格或迎积极改善，企业业绩修复，长期行业竞争良性有序。**7-8月是快递行业传统淡季，我们或可看到在监管号召下，局部价格较低城市、加盟商亏损严重区域响应提价，后续在全国范围或者旺季或有更大范围提价。中长期来看，若后续有持续的监管政策推出，行业或保持良性竞争，从价格战向价值战转变，长期改善快递公司业绩。
- **投资建议：**看好电商快递行业业绩与估值修复，建议A股关注【申通快递】【圆通速递】【韵达股份】，H股关注【极兔速递】【中通快递】。
- **风险提示：**反内卷政策风险；快递企业提价不及预期风险；行业需求降速风险。

一. 2021年快递“反内卷”复盘

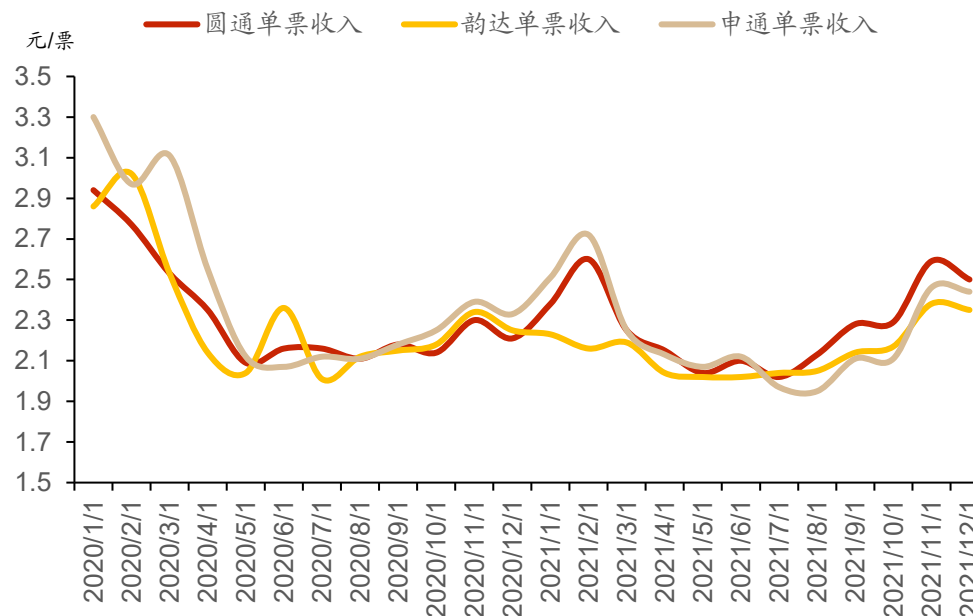


- **2020-2021年风向标义乌开启高烈度价格战。**根据《棱镜》栏目报道，2020年3月极兔起网中国市场，在拼多多平台货量的支撑下，开启低价竞争策略，“通达系”为维护市场份额跟随参与竞争，各快递公司在“产粮区”义乌出现了激烈的价格竞争。根据金华邮管局官网数据，2021年8月义乌单票快递价格跌至2.64元/票，较2020年2月高点4.48元/票下降了1.85元（或-41.2%）。
- **义乌只是缩影，全国范围内价格均跟随快速下降。**根据各公司公告，2020年-2021年圆通/韵达/申通单月最低单票价格达到2.02/2.01/1.95元/票，较同期最高点分别下降31.3%/33.4%/40.9%。

图：2019年12月-2022年6月义乌快递单票价格



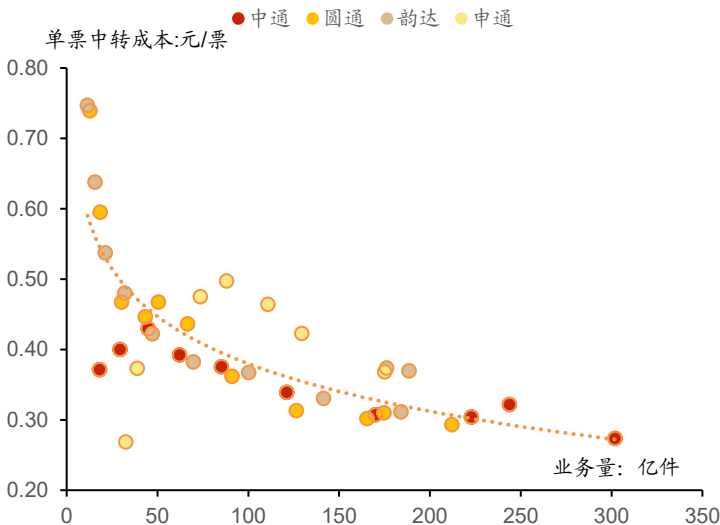
图：“通达系”单票价格



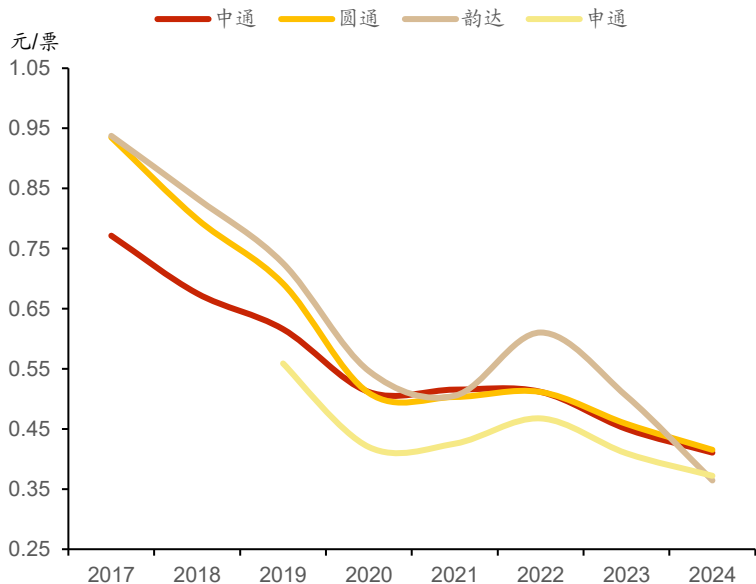


- 通达系快递公司的产品较为同质化。在早期，消费者对快递服务感知差异不大，电商卖家对于服务品质的要求也不强。
- 规模效应显著，以价换量策略常被使用。通达系快递主要采用自营转运中心和加盟商负责末端的经营模式。随着包裹量的增加，快递公司总部转运中心和运输车辆的固定成本能被摊薄，公司的成本让利空间也就越大。
- 成本的有效下降容易引发价格战。根据各公司公告，2017年-2021年，中通/圆通/韵达单票运输成本分别下降0.26/0.43/0.43元，或-33.2%/-46.2%/-46.1%；单票分拣成本分别下降0.09/0.17/0.11元，或-22.5%/-35.4%/-26.2%。

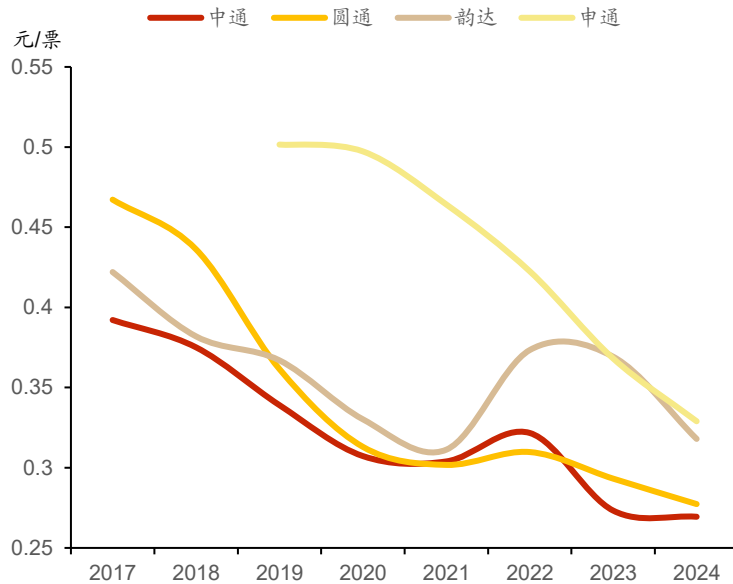
图：“通达系”规模效应



图：“通达系”单票运输成本

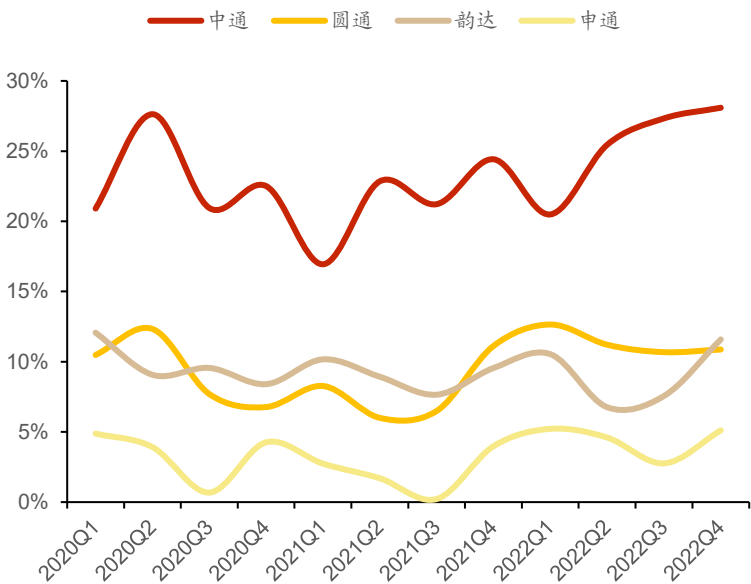


图：“通达系”单票分拣成本

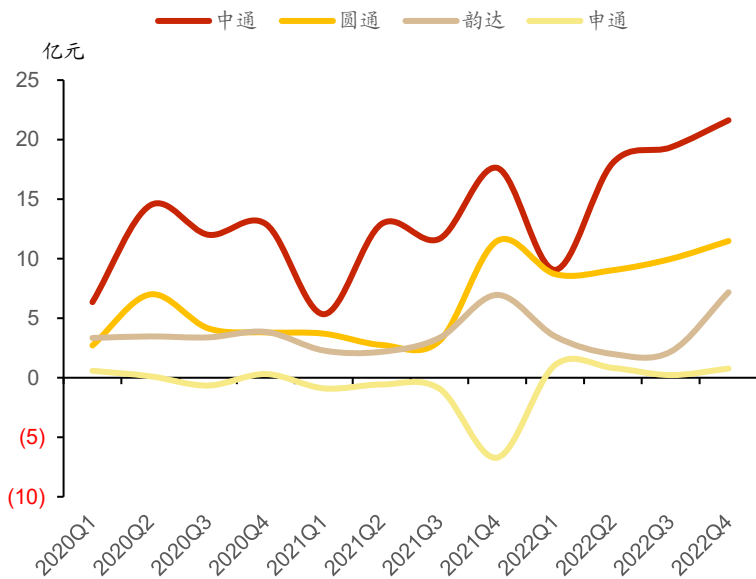


- 2021年价格战进一步加剧后，成本下降幅度已经不足以弥补价格降幅，各家快递企业报表快速受损。2021年Q1-Q3，中通（Q1）、圆通（Q2）、韵达（Q3）、申通（Q3）分别达到了最差盈利水平，经营压力凸显。根据各公司公告：
- 中通/圆通/韵达/申通毛利率低点分别16.9%/6.0%/7.6%/0.2%，较2020高点分别下降10.7/6.3/4.4/4.7pcts；
- 中通/圆通/韵达/申通归母净利润低点分别5.3/2.8/2.2/-0.9亿元，较2020各自高点分别下降63.2%/60.7%/43.3%/257.0%；
- 中通/圆通/韵达/申通单票净利润低点分别0.12/0.06/0.05/-0.04元，较2020各自高点分别下降62.2%/69.9%/73.2%/180.3%。

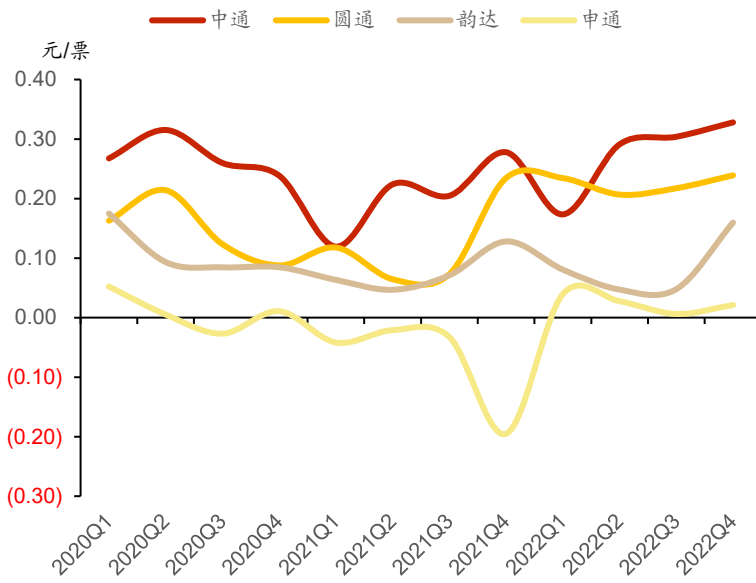
图：“通达系”毛利率



图：“通达系”归母净利润



图：“通达系”单票净利润

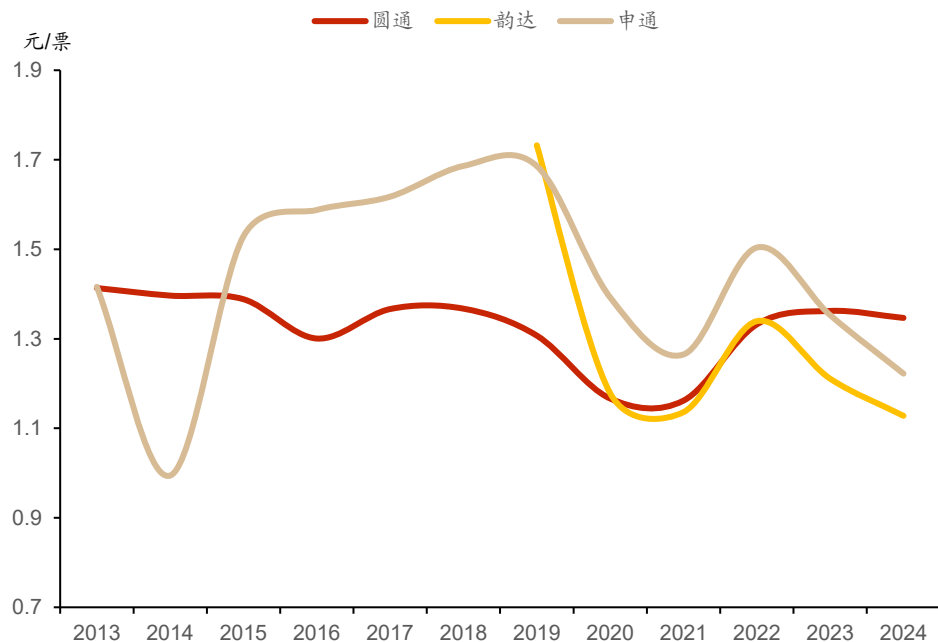


资料来源：，各公司公告，中通官网，华源证券研究所

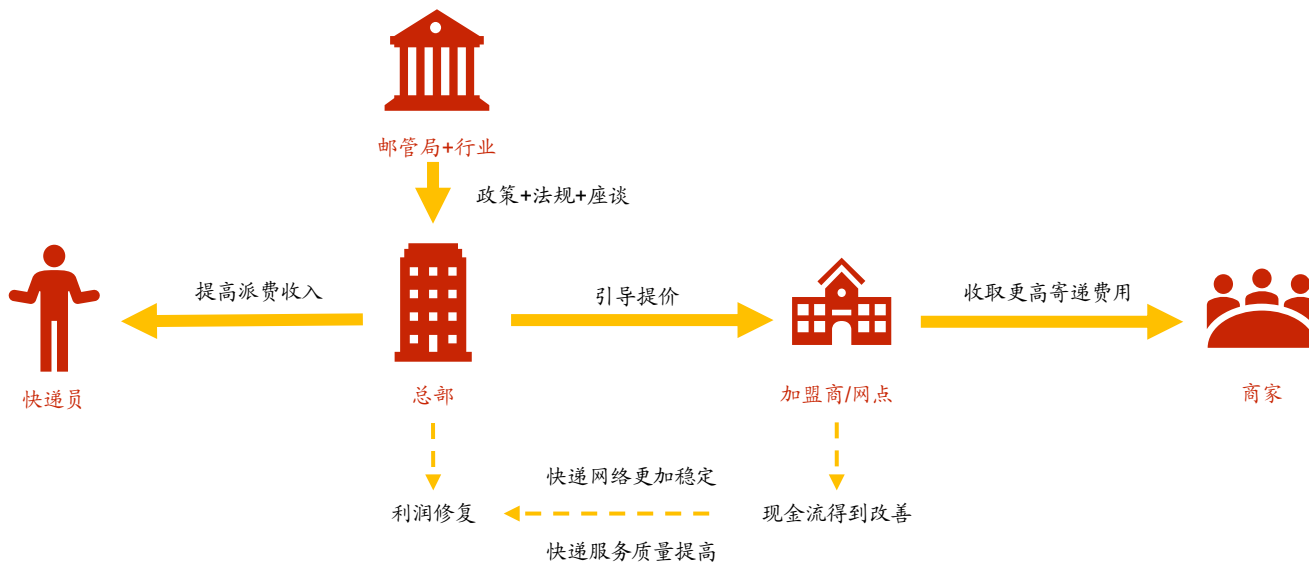


- 根据浙江日报，2021年3月，义乌当地从维护行业稳定的角度出发，率先以快递协会名义发布了《关于维护行业平稳有序，推进行业高质量发展的实施意见》；2021年4月，义乌邮管局进一步对当地快递价格进行规范，关停了打价格战的部分企业分拨中心，尝试对价格战进行管控。
- 快递员派费在价格战中受损，监管号召保障快递员权益。2020-2021年上市公司派费成本快速下降，也即快递员“派费收入”下降，根据各公司公告，2021年圆通/韵达/申通单票派费分别为1.16/1.14/1.26元，较2019年分别下降0.15元（或-11.1%）/0.60元（或-34.4%）/0.42元（或-25.0%）。
- 派费上涨的“反内卷”逻辑：政府+行业指定政策——快递总部提高快递员派费，上涨成本价——各加盟商对终端客户涨价——快递总部和加盟商报表得到改善——网络稳定高质量发展——为消费者提供更高品质的服务。

图：“通达系”单票派送成本



图：由快递员派费上涨传导至全行业提价





- 根据中国政府官网，2021年8月17日，中央财经委员会第十次会议在京召开，在深入研究扎实促进“共同富裕”问题的基础上，提出了“共同富裕”是社会主义的本质要求，“保障快递员权益”大方向主导了行业首次反内卷。
- 2021年7月，国家市场监督管理总局《价格违法行为行政处罚规定》，打击“以排挤竞争对手或者独占市场为目的，以低于成本的价格倾销”的行为。
- 2021年7月，国家邮政局等八部门联合发布《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》。
- 2021年9月，浙江省人大审议通过《浙江省快递业促进条例》，以地方法的形式，将政策监管推向新高度，确立了多项行业发展准则。

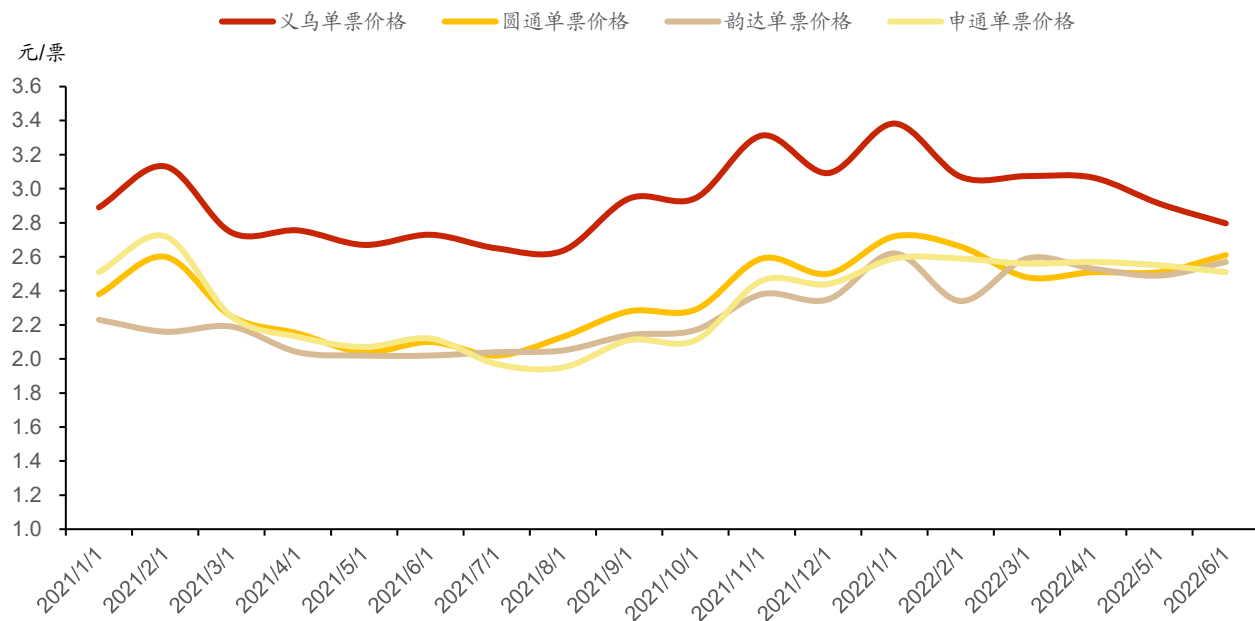
图表：2021年-2022年快递业“反内卷”相关政策

时间	部门	相关政策	内容
2021.3	义乌快递协会	《关于维护行业平稳有序，推进行业高质量发展的实施意见》	首次规定各品牌不得随意降低派费，也不得以低于成本的价格倾销。
2021.7	国家市场监督管理总局	《价格违法行为行政处罚规定（修订征求意见稿）》	重点打击“以排挤竞争对手或者独占市场为目的，以低于成本的价格倾销”的行为。
2021.7	浙江省邮政管理局、浙江省市场监管局	《关于规范快递服务治理价格违规行为的通告》	对恶意低于成本价竞争扰乱市场秩序、违反服务标准、损害用户权益等行为集中开展治理整顿。
2021.7	国家邮政局等七部门	《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》	督促企业保持合理末端派费水平，保证末端投递基本支出，保障快递员基本劳动所得。
2021.9	浙江省人民代表大会常务委员会	《浙江省快递业促进条例》	对于面单上注明要上门投递的，快递员不能投递到快递柜或驿站等末端设施。
2021.12	快递业协会	《快递企业末端派费核算指引（试行）》	督促企业保持合理的末端派费水平，以稳定快递员的收入水平。
2022.1	国家邮政局	《快递市场管理办法（修订草案）》征求意见稿	为促进快递业健康发展，保障快递服务质量和安全，维护用户和快递从业人员合法权益，加强快递市场监督管理。
2022.1	人力资源部社会保障办公厅、国家邮政局办公室	《关于推进基层快递网点优先参加工伤保险工作的通知》	快递企业应当依法参加各项社会保险。快递企业使用劳务派遣方式用工的，应督促劳务派遣公司依法参加社会保险。
2022.5	国家邮政局	《关于帮助寄递企业纾困解难稳定行业发展态势的通知》	从落实减免税政策、保障末端网点运行、维护快递员合法权益等方面，提出六项任务23条具体措施。

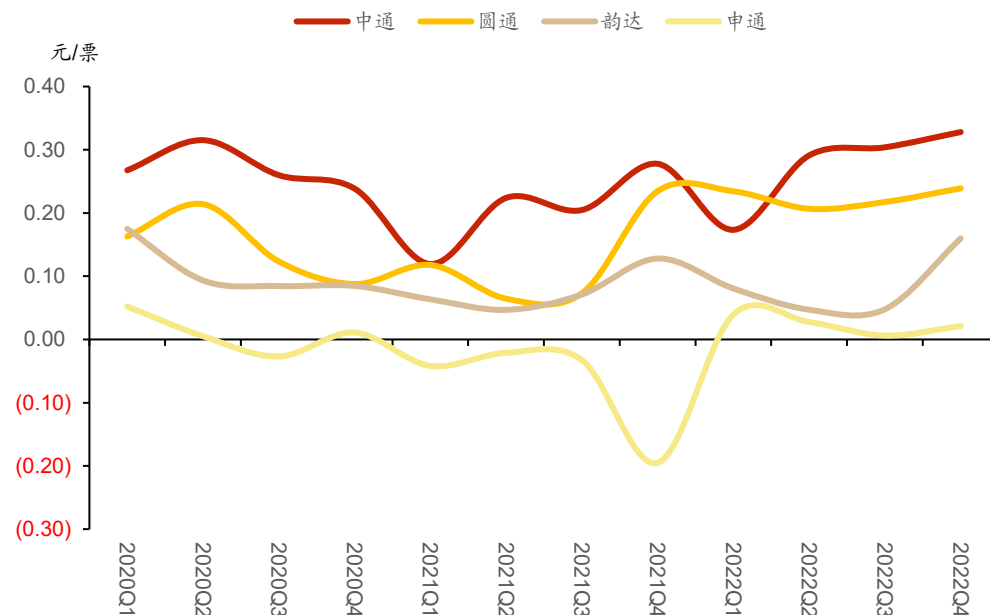


- 2021年8月后核心“产粮区”涨价，涨价范围随之扩散，至2021年底各快递公司单票收入均大幅提高。2021年8月-2022年1月，义乌快递单票价格由2.64元/票增长至3.38元/票，涨幅达到0.75元（或+28.3%）；2022年1月圆通/韵达/申通单票价格分别达到2.72/2.62/2.59元/票，较2021年8月分别增长0.59元（或+27.7%）/0.57元（或+27.8%）/0.64元（或+32.8%）
- 2021Q4快递企业总部单票利润改善。2021Q4中通/圆通/韵达单票净利润分别0.28/0.23/0.13元，环比Q3增加0.07/0.16/0.06元，同比20Q4分别增长16.5%/167.7%/51.1%。其中申通2021Q4归母净利润-6.71亿元，根据公司年报，主要由于公司计提了7.29亿元的资产减值损失。

图：2021年8月后义乌地区及“通达系”单票价格迎来上涨



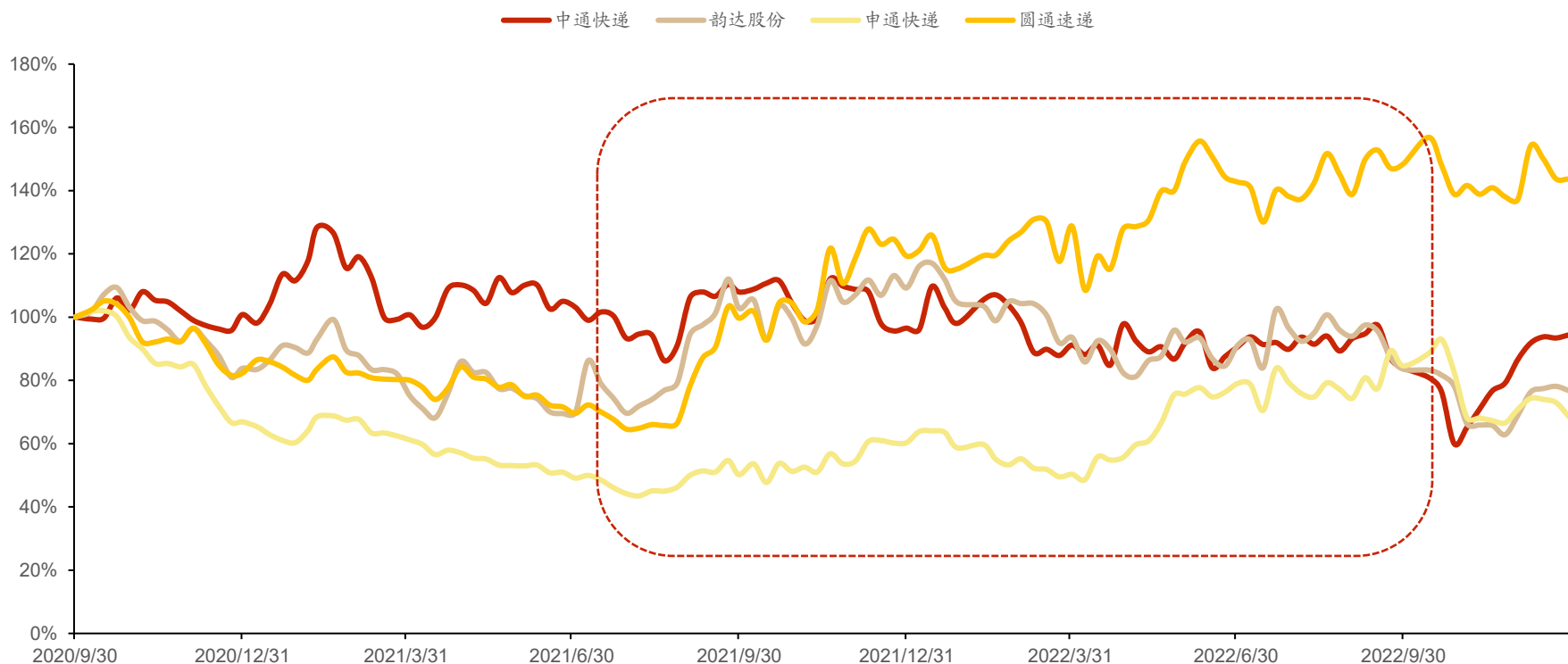
图：“通达系”单票净利润





- 2020年9月30日-2022年12月30日，圆通周度收盘价实现了由9.03元至21.93元（+142.9%）的最大涨幅，申通周度收盘价实现了由6.55元至15.37元（134.7%）的最大涨幅。

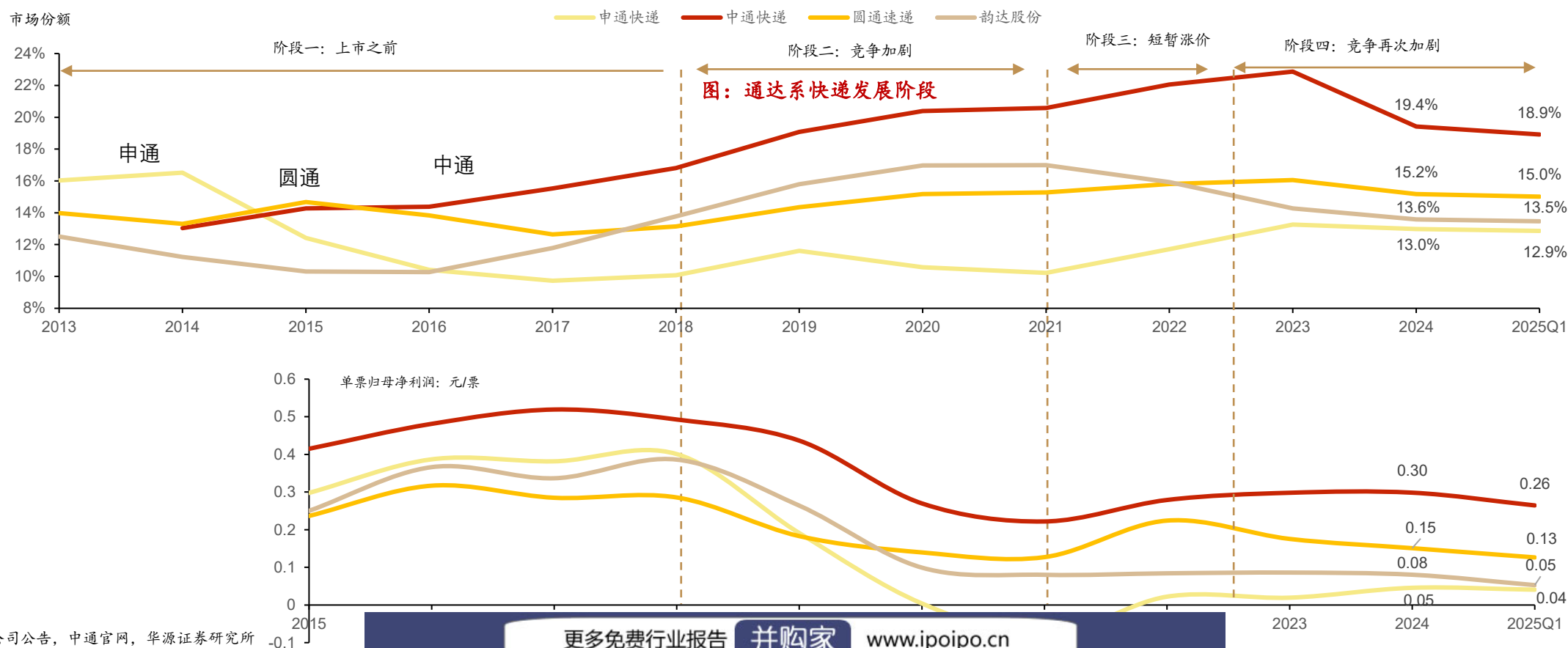
图：“通达系”股价累计变化



二. 当前快递行业再迎“反内卷”



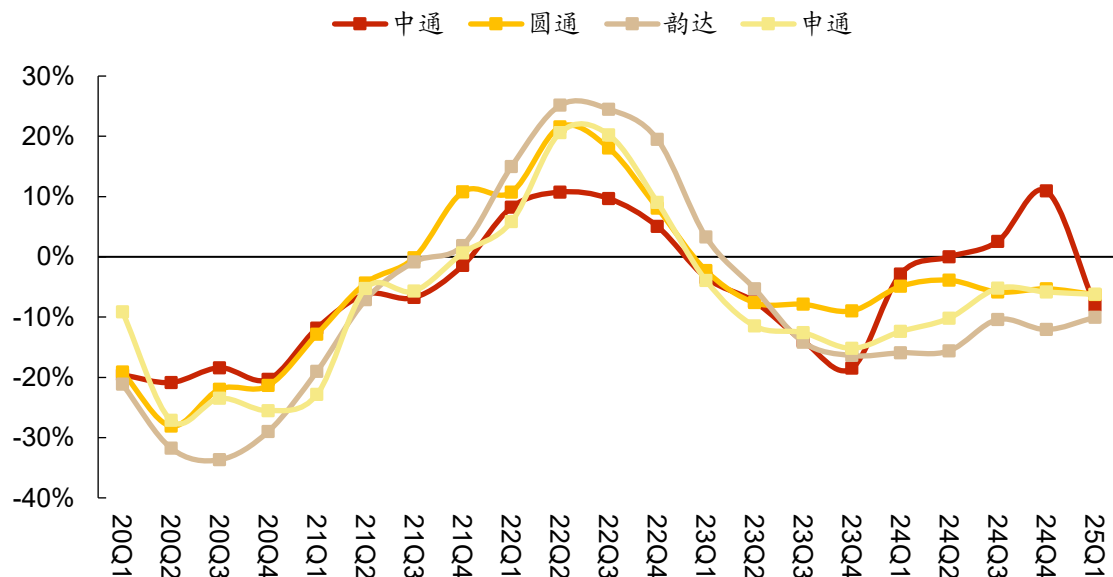
- 阶段一（2018年之前），龙头混战：2014年之前**申通**市占率第一，2015年**圆通**市占率第一，2016年**中通**超越圆通并长期第一。
- 阶段二（2018年-2021年），上市后竞争螺旋加剧：行业高强度价格战的背景下，中通、韵达、圆通份额排序稳定。中通稳健发展；圆通19年开始数字化改革，积攒实力；韵达和申通则各自面临问题，份额掉队；2020年极兔进入中国市场，行业价格战加剧。
- 阶段三（2021-2022年），行业首次提价：全行业上涨派费，推动全国快递涨价，快递企业利润均大幅修复，同时份额分化仍在持续。
- 阶段四（2023年-至今），竞争再次加剧：监管放松，行业再度进入竞争，**行业单票利润均下滑**。



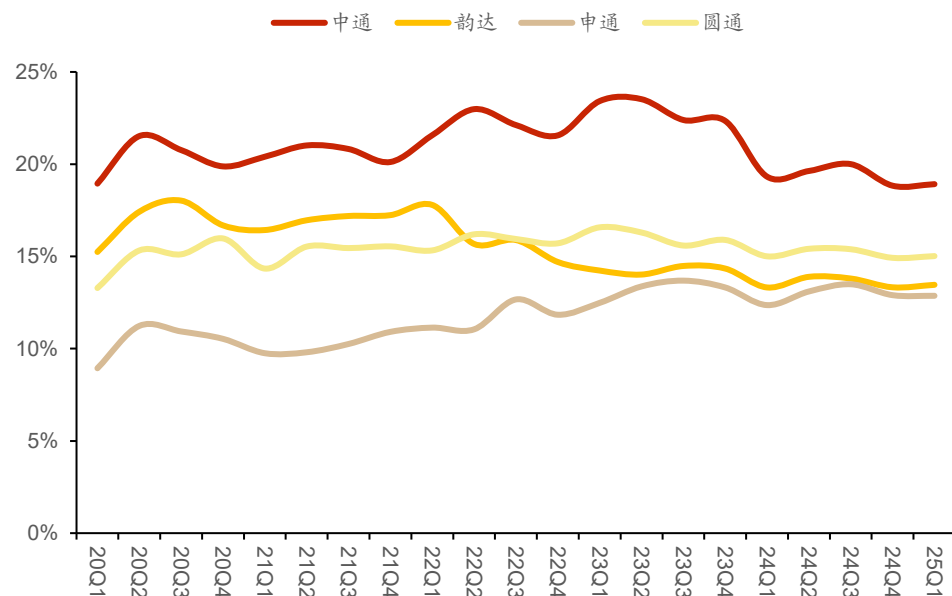


- 2023年随着监管逐渐淡出，快递行业再次进入价格竞争的传统路径，原因在于快递企业的产能投入增长和份额优先竞争策略。
- 2023年2月，由头部快递企业开启增量返利政策，谋求更高份额，后续各家均跟进，快递行业再次出现烈度较高的价格竞争。
- 2023Q1通达系快递各家单票收入同比几乎全部转负；至2023Q4中通/圆通/韵达/申通单票价格同比下降18.5%/9.0%/16.4%/15.2%。
- 2024-2025年行业价格战并未缓和，头部企业依然在竞争策略上偏向份额，2025Q1中通/圆通/韵达/申通单票价格同比下降8.1%/6.3%/10.0%/6.2%。

图：“通达系”快递季度单价同比



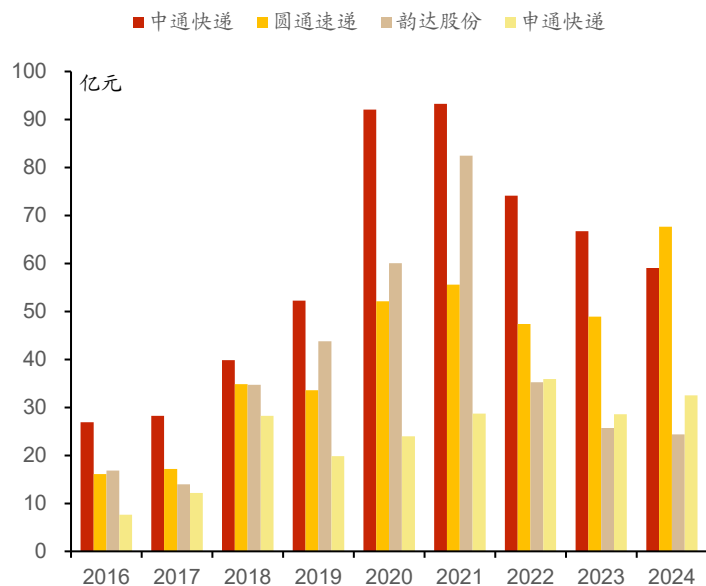
图：“通达系”市场份额



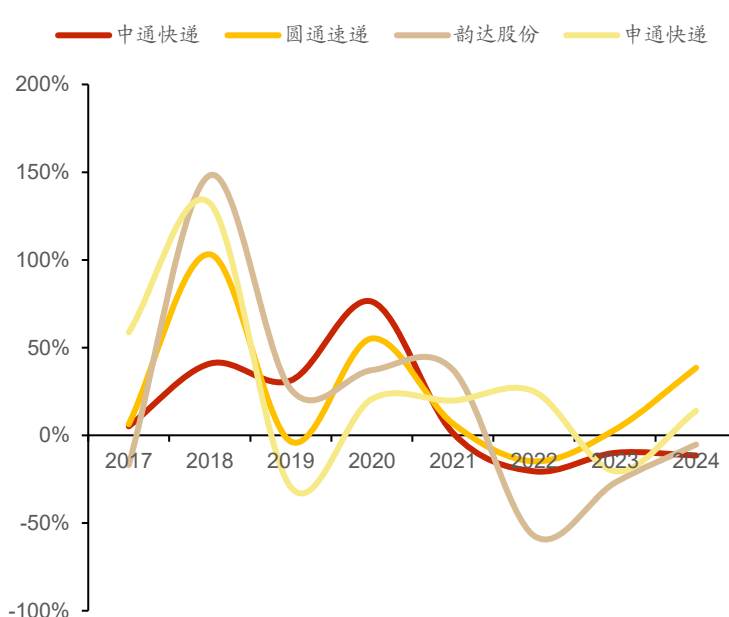


- 中通在2020-2021年扩大投入，2022-2023年维持行业第一资本开支水平，预计产能持续扩张；圆通近两年为全行业资本开支增速最快企业；韵达从2020-2021年分拨中心投产节奏明显加快；申通快递在2022-2024“三年百亿”资本开支建设中，解决产能瓶颈问题。
- 头部企业的产能增长客观造成近几年持续不断的价格竞争。从各家2024年资本开支来看：中通（59亿）、圆通（68亿）、韵达（24亿）、申通（33亿），各家仍然维持一定资本开支强度，虽资本开支高峰已过，但近几年仍持续形成有效产能。

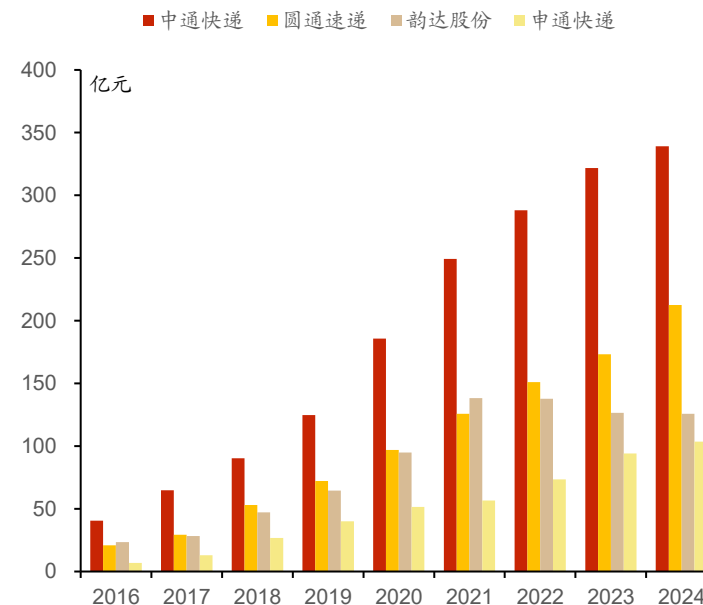
图：“通达系”资本开支



图：“通达系”资本开支同比增速



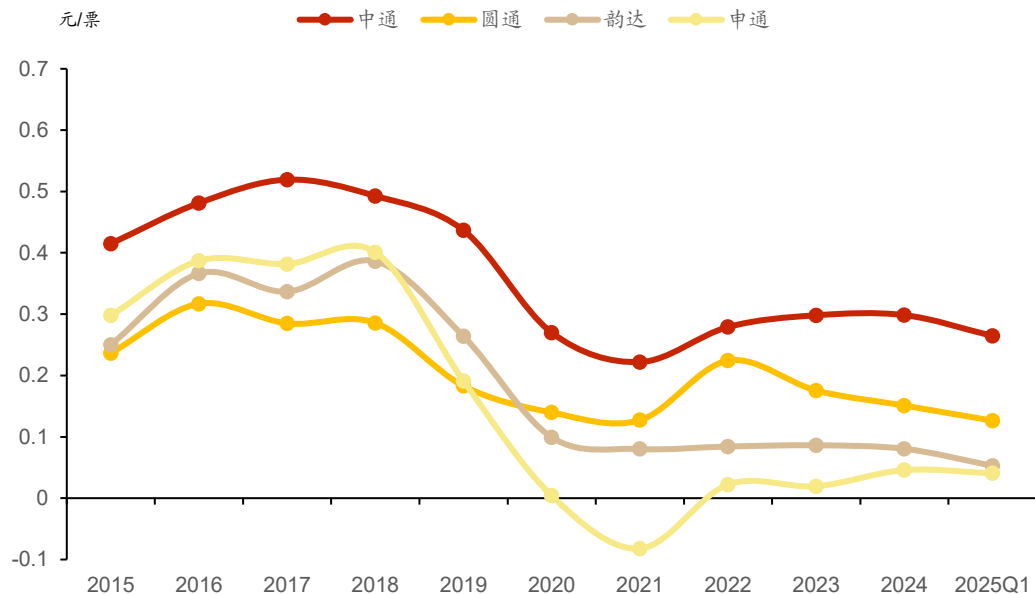
图：“通达系”固定资产净值



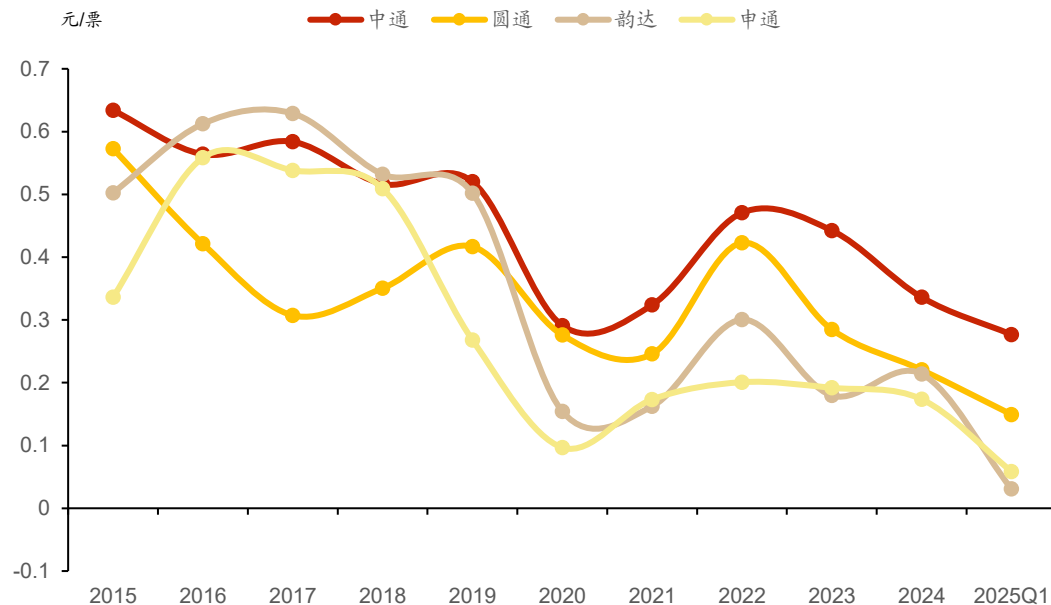


- 根据各公司公告，2025Q1中通/圆通/韵达/申通单票净利润0.26/0.13/0.05/0.04元/票，同比-14.7%/-25.4%/-36.7%/-2.0%，各家单票盈利接近或低于2021年历史低位。
- 根据各公司公告，2025Q1中通/圆通/韵达/申通单票经营性净现金流0.28/0.15/0.03/0.06元/票，同比-2.3%/+43.5%/-70.2%/-52.7%，单票现金流表现差于2021年底部，部分企业现金流压力极大，当前快递网络经营压力或处在历史最高点。

图：“通达系”单票净利润



图：“通达系”单票经营性净现金流

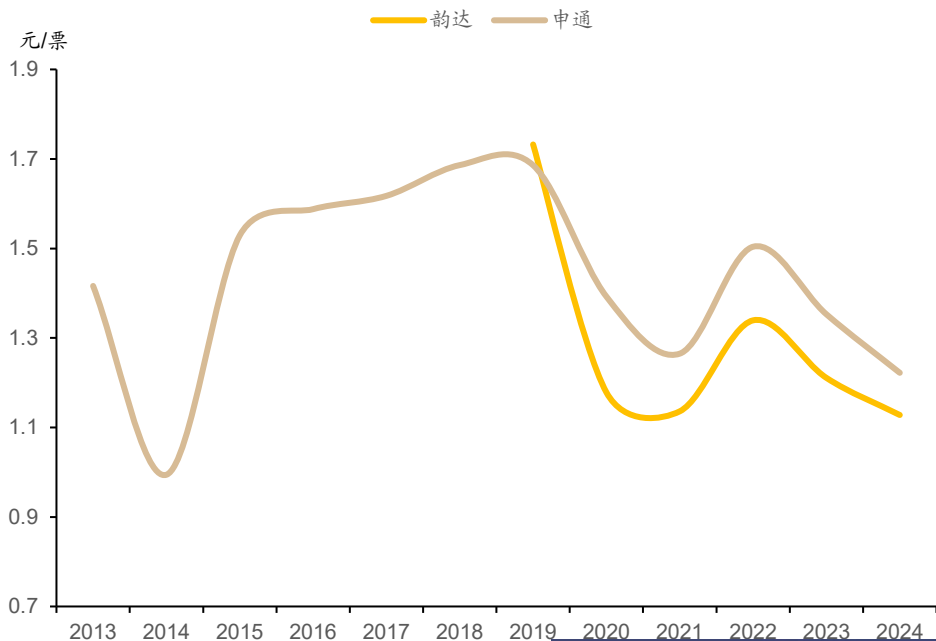




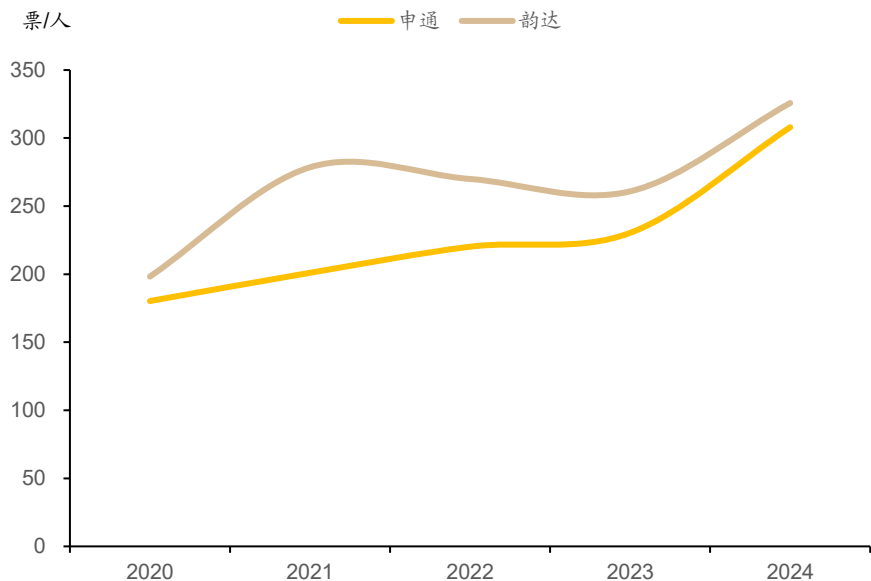
部分企业派费跌破2021年水平，快递员工作量显著增加

- 根据各公司公告，2024韵达/申通单票派送成本达到1.13/1.22元，较2021年-0.7%/-3.4%。两家公司单票派送成本已跌破2021年底部水平。
- 此外，快递员劳动强度较2021年提价前并未降低，导致快递行业提高服务质量进程较为缓慢。根据各公司公告，2024年申通/韵达快递员日均处理快递业务量达到308和326件/日，较2021年分别增加了53.2%/17.0%。

图：“通达系”单票派送成本



图：申通/韵达快递员日均处理业务量

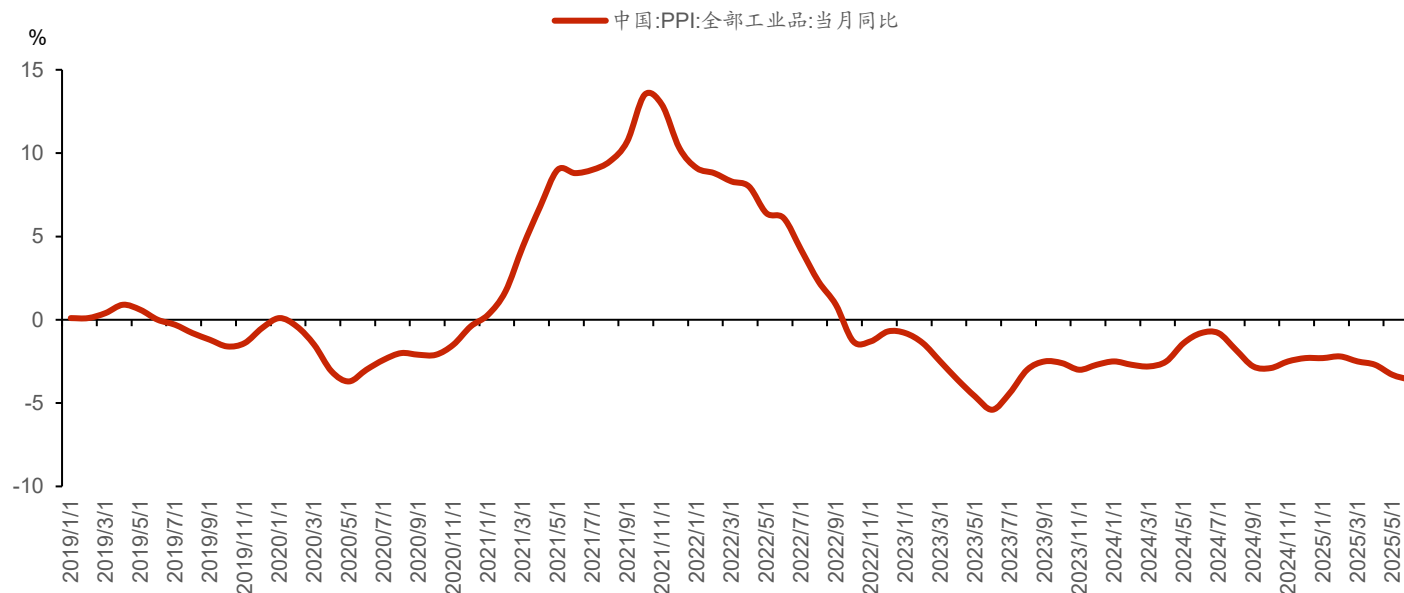




当前国内PPI持续同比下滑，“反内卷”亦是“反通缩”

- “内卷”一词源于对产能过剩导致通缩持续恶化的直观描述。当一个行业的供给远远超出需求时，企业为了争夺有限的市场份额，不得不通过压低价格、压缩成本甚至牺牲产品质量来竞争。“非理性竞争”侵蚀企业的利润空间，导致“劣币驱逐良币”的恶性循环。
- 2022年10月-2025年6月我国PPI连续33个月同比下滑。治理企业低价无序竞争，退出落后产能和推进产品品质提升，或带动供需关系改善。

图：中国全部工业品PPI月度同比



- 2024年7月30日，中共中央政治局会议首次提出防止“内卷式”恶性竞争。此外，在2024年12月的中央经济工作会议和2025年3月的《政府工作报告》中，国家都提到了综合整治“内卷式”竞争。
- 2025年7月以来中央不同部门和会议持续围绕“低价”和“无序”竞争密切发声。7月1日，中央财经委员会第六次会议率先提出依法依规治理企业低价无序竞争，工信部和市场监管总局陆续跟进，约谈新能源汽车企业、外卖平台企业。

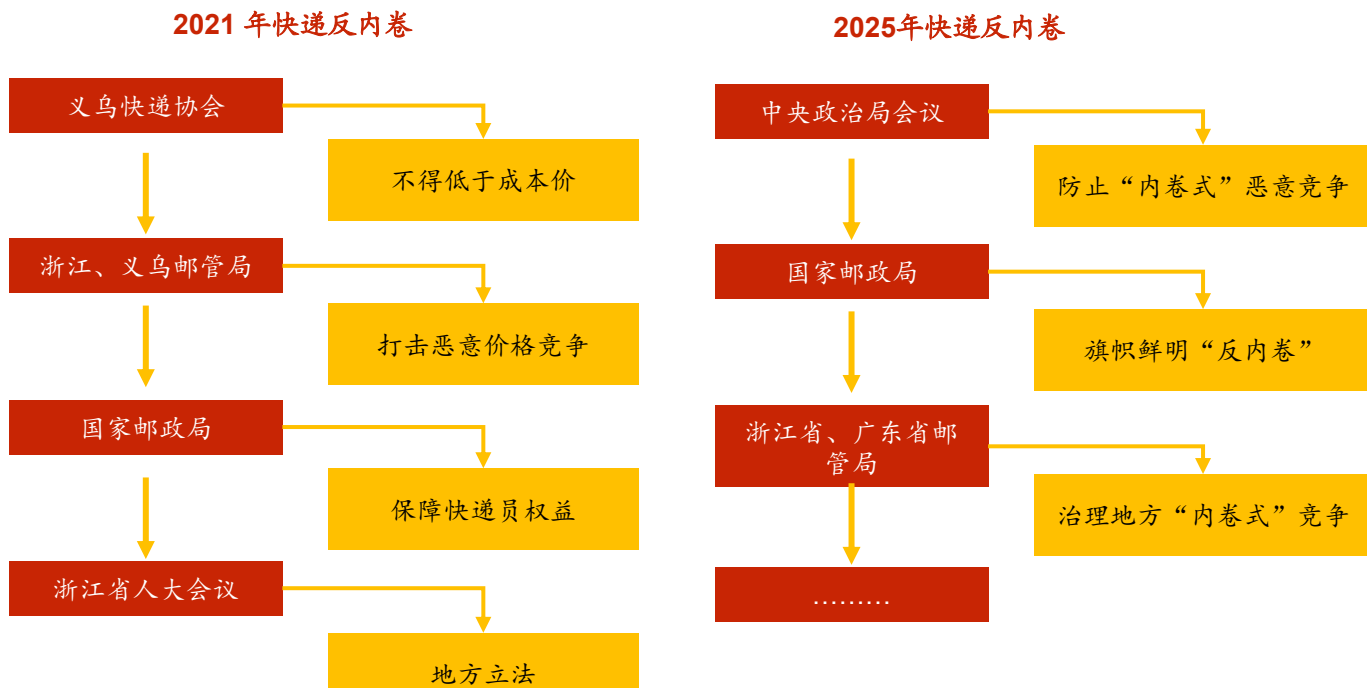
图表：国内反内卷部分会议

日期	会议/政策名称	内容
2024年7月30日	中共中央政治局会议	要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道
2024年12月	中央经济工作会议	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为
2025年3月	《政府工作报告》	纵深推进全国统一大市场建设。加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争。
2025年7月1日	中央财经委员会第六次会议	会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出
2025年7月16日	国务院常务会议	会议指出，要着眼于推动新能源汽车产业高质量发展，针对该产业领域出现的各种非理性竞争现象，坚持远近结合、综合施策，切实规范新能源汽车产业竞争秩序。
2025年7月18日	工业和信息化部等部门召开新能源汽车行业座谈会	部署进一步规范新能源汽车产业竞争秩序工作
2025年7月18日	市场监管总局约谈外卖平台企业	理性参与竞争，共同构建消费者、商家、外卖骑手和平台企业等多方共赢的良好生态，促进餐饮服务行业规范健康持续发展



- 7月8日，国家邮政局党组召开会议，旗帜鲜明反对“内卷式”竞争，依法依规整治末端服务质量问题，为建设全国统一大市场贡献行业力量。行业最高监管单位的会议精神支持快递行业向高质量方向发展，若后续有持续的监管政策推出，配合相关快递企业的竞争策略变化，或将能有效改善低价竞争的现状，清理低于成本价的低价件，打击黄牛、跨区揽件等扰乱价格的行为，带动头部快递公司业绩改善。
- 对比2021年快递行业“反内卷”，监管或在其中发挥重要作用。2021年先后由义乌邮政管理局、国家邮政局等多方监管协调，最终促成全行业提价。我们关注本次监管继续发挥指挥棒作用，引领行业高质量发展。**建议关注义乌、广东等核心“产粮区”的监管动向和价格变化。**

图：2021年及2025年快递反内卷监管动向



- 短期7-8月是快递行业传统淡季，我们推演在反内卷号召下，后续行业价格几种可能的变化路径：
 - 1) 局部价格较低城市、加盟商亏损严重区域，或响应“反内卷”的号召，实现价格由底部上涨，不得低于成本价提供快递服务；
 - 2) 快递企业每月披露经营月报，或可看到月度价格环比企稳，同比降幅收窄；
 - 3) 9月以后的行业旺季或迎来更大范围或者进一步的提价。
- 中长期来看，本次“反内卷”大背景有望再次引导快递行业向高质量方向发展，当前快递价格处于历史底部，若后续有持续的监管政策推出，配合相关快递企业的竞争策略变化，或将能有效改善低价竞争的现状，清理低于成本价的低价件，打击黄牛、跨区揽件等扰乱价格的行为，行业或保持良性竞争，从价格战向价值战转变，带动头部快递公司业绩长期改善。

图表：各快递企业总部单票价格及增速

元/票	2024M1	2024M2	2024M3	2024M4	2024M5	2024M6	2024M7	2024M8	2024M9	2024M10	2024M11	2024M12	2025M1	2025M2	2025M3	2025M4	2025M5	2025M6
圆通	2.45	2.53	2.36	2.30	2.23	2.25	2.24	2.17	2.18	2.31	2.29	2.29	2.35	2.32	2.18	2.14	2.12	2.10
yoy	-10.6%	-0.1%	-4.1%	-2.8%	-3.9%	-4.9%	-3.7%	-7.1%	-6.6%	-3.2%	-7.0%	-5.5%	-3.8%	-8.3%	-7.4%	-7.1%	-5.1%	-6.7%
韵达	2.27	2.29	2.08	2.05	2.03	2.00	1.98	1.99	2.01	2.02	2.03	2.03	2.02	1.95	1.96	1.91	1.92	1.91
yoy	-17.5%	-11.9%	-17.8%	-15.6%	-16.8%	-13.8%	-10.0%	-8.3%	-12.2%	-11.4%	-14.7%	-9.4%	-11.0%	-14.9%	-5.8%	-6.8%	-5.4%	-4.5%
申通	2.19	2.25	2.10	2.05	2.01	2.01	2.00	2.00	2.02	2.03	2.08	2.02	2.06	2.04	2.01	1.97	1.95	1.99
yoy	-18.9%	-7.0%	-12.9%	-12.4%	-9.1%	-9.1%	-7.0%	-4.7%	-4.3%	-3.8%	-5.5%	-7.3%	-5.9%	-9.3%	-4.3%	-3.9%	-3.0%	-1.0%
行业	8.36	8.88	8.15	7.99	7.85	7.95	7.77	7.94	7.94	7.71	8.31	7.75	8.19	7.29	7.48	7.43	7.25	7.49
yoy	-15.5%	3.2%	-5.7%	-5.7%	-6.6%	-7.7%	-6.6%	-5.5%	-7.1%	-9.4%	-1.8%	-10.0%	-2.0%	-17.8%	-8.2%	-7.0%	-7.6%	-5.9%

- 2024年中通/圆通/韵达/申通单票净利分别为0.299/0.151/0.080/0.046元，若考虑不同提价幅度情景假设，可得提价业绩弹性如下：
- 情景1：快递终端平均价格年化提升0.05元，总部分配0.03元，则单票净利润提升0.023元
- 情景2：快递终端平均价格年化提升0.1元，总部分配0.05元，则单票净利润提升0.038元
- 情景3：快递终端平均价格年化提升0.2元，总部分配0.1元，则单票净利润提升0.075元

图表：快递企业提价-单票利润弹性

单位：元/票	中通	圆通	韵达	申通
2024年总部单票净利	0.299	0.151	0.080	0.046
情景1：总部单票净利提升额	0.023	0.023	0.023	0.023
盈利弹性	8%	15%	29%	50%
情景2：总部单票净利提升额	0.038	0.038	0.038	0.038
盈利弹性	13%	25%	48%	83%
情景3：总部单票净利提升额	0.075	0.075	0.075	0.075
盈利弹性	25%	50%	94%	163%



- **反内卷政策风险：**快递“反内卷”管控行业恶价格竞争，但目前仍处于由预期到现实的落地过程中，相关政策具体情况未披露，不排除有政策落实不到位的可能性。
- **快递企业提价不及预期风险：**快递公司定价受行业供需、公司战略和政策等多方面因素影响，“反内卷”政策引导公司走向高质量发展道路，但不排除提价落实打折扣的可能性。
- **行业需求降速风险：**快递行业需求挂钩电商增长，不排除网上实物商品零售额增速下滑，导致“反内卷”政策影响力度不及预期。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES

评级说明和重要声明

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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。

更多免费行业报告

并购家

www.ipopo.cn



華源証券

HUAYUAN SECURITIES

评级说明和重要声明

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 股市场基准为沪深 300 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。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES