

## 物流企业经营韧性，民航2024年业绩减亏

投资评级：看好（维持）

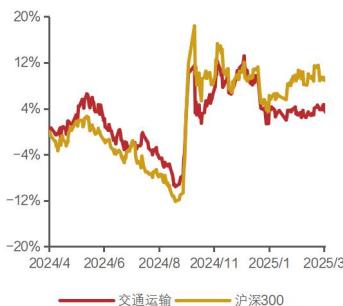
### 证券分析师

孙延  
SAC: S1350524050003  
sunyan01@huayuanstock.com  
王惠武  
SAC: S1350524060001  
wanghuiwu@huayuanstock.com  
曾智星  
SAC: S1350524120008  
zengzhixing@huayuanstock.com

### 联系人

张付哲  
zhangfuzhe@huayuanstock.com

### 板块表现：



### 一、行业动态跟踪

#### ➤ 快递物流：

**1 ) 3月17日-3月23日全国物流保通保畅有序运行。**根据国务院物流保通保畅工作领导小组办公室监测汇总数据，3月17日-3月23日，全国货运物流有序运行，其中：国家铁路累计运输货物7953.9万吨，环比增长1.54%；全国高速公路累计货车通行5463.1万辆，环比增长4.11%；邮政快递累计揽收量约36.82亿件，环比下降1.76%；累计投递量约36.87亿件，环比下降2.33%。

**2 ) 深圳国际发布2024年业绩公告，转型升级驱动业绩大幅增长。**深圳国际发布2024年业绩公告，2024年公司实现收入155.71亿港元，同比-24.13%；股东应占盈利28.72亿港元，同比+51.05%；每股基本盈利1.20港元，拟派发末期股息每股0.598港元，派息率约50%。我们认为公司华南物流园转型升级项目兑现收益叠加债务结构优化，2025-2026年利润有望进一步增厚。公司分红派息维持50%分红比例，高股息下公司有望回归价值区间。预计2025-2027年归母净利润分别为36.4、36.5、28.0亿港元，维持“买入”评级。

**3 ) 顺丰控股发布2024年业绩公告，全年实现101.7亿元归母净利润，分红比例达40%。**顺丰控股2024年归母净利润101.7亿元，同比+23.51%，盈利能力提升，分红比例提升至40%。2024年公司时效业务营收1222.1亿元，同比+5.85%，业务量同比+11.8%；经济快递业务营收272.5亿元，同比+8.78%，剔除丰网业务影响，2024年经济快递收入同比+11.8%，业务量同比+17.5%；新业务合计营收1349.6亿元，同比+14.47%。公司24年毛利率13.93%，同比提升1.11pct；归母净利润率3.58%，同比提升0.39pct。2024年度公司现金分红总额预计为人民币41.04亿元（不含特别分红），分红比例达到40%，股东回报稳定提升。

#### ➤ 航空机场：

**1 ) 中国国航发布2024年业绩。**中国国航2024年营收1666.99亿，同增18.14%；归母净利润-2.37亿，同比少亏8.09亿；扣非后归母-25.4亿，同比少亏6.4亿。2024公司旅客量、RPK分别同增23.8%、32.8%，由于每收入客公里收益从上年0.61下降12.41%至0.53元，收入增幅小于业务量增幅。其中国际线较快恢复，旅客量、RPK分别同增142.4%、125.7%，国际客运收入增长74.6%至373.9亿，占收入比24.6%。投资收益（国泰航空为主）、资产处置影响、营业外收入等基本持平上年。

**2 ) 中国航信发布2024年业绩。**中国航信2024年营收88.23亿，同比+26.3%；归母净利润20.74亿，同比+48.3%。受益于国内航空业整体景气度回升，公司航空信息技术（43.2亿）、结算及清算（5.9亿）、数据网络（4.6亿）营业收入分别增长12%/32%/19%，机场和航司等产业客户数字化升级需求带动系统集成（18.9亿）、

技术支持及产品收入( 9.4 亿 )营业收入分别大幅增长 90%/52%。分红比例从 30~40% 提升至 35~45%，2024 年股息 ( 含税 ) 0.239 元/股，2023 年为 0.16 元/股 ( 含税 )，积极提升股东回报。

**3) 南方航空发布 2024 年业绩。**南方航空 2024 年营收 1742.24 亿，同增 8.94%；归母净利润亏损 16.96 亿，同比少亏 25.13 亿；扣非后归母亏损 39.48 亿，同比少亏 24.72 亿。收入增长下，成本费用可控带动亏损大幅收窄，公司单位 ATK 主营成本 3.07 元、同比 -4.1%，销售期间费用率同比略降 0.25pcts, 其中汇兑净损失 9.12 亿。南航物流净利润增长 72%、达 41.9 亿，考虑少数股东权益影响 ( 45% ) 后，对公司净利润贡献 23 亿，较上年多 9.5 亿；川航增资导致本年投资损失 13.85 亿元。

**4) 全球首张民用无人驾驶航空器运营合格证颁发。**据合肥日报，3 月 28 日，合肥合翼航空有限公司收到了由中国民航局颁发的全球第一张民用无人驾驶航空器运营合格证 ( OC )。这意味着中国低空飞行开启“载人时代”，市民可以在合肥购票体验低空观光旅游、城市空中通勤等服务，创造了低空经济、城市空中交通的新的里程碑。合翼航空运营的 eVTOL 亿航 EH216-S，此前已斩获全球首个“三证”：型号合格证、生产许可证、标准适航证，并累计完成超 6 万架次安全飞行，可在城市空中交通、物流运输、观光旅游等领域发挥作用，OC 许可证标志着城市空中交通可以正式开始普通消费者的商业化进程。

**5) 航旅纵横：2025 年一季度民航旅客同增 7.5%。**据航旅纵横，2025 年第一季度，全国民航累计运输旅客约 1.9 亿人次，同比去年增长约 7.5%，平均客座率超 83.3%，同比去年增长约 2.8%，民航市场开局保持平稳增长的态势。第一季度商务航线依旧繁忙，支线机场表现亮眼。且末、哈密等中小机场旅客吞吐量同比增速均超 100%；多家航司加大干线-支线网络布局力度，通过加密中小机场航线显著提升区域通达性，进一步拉动民航客流量增长。

➤ **航运船舶：**

**1) 国家市场监管总局将依法审查长和港口交易：**3 月 28 日，国家市场监管总局回应将依法审查长和与贝莱德拟签署的巴拿马港口交易协议，以保护市场竞争和维护社会公共利益。原定 4 月 2 日签订的最终协议将不会如期进行，下周不会签订任何协议，交易时间可能面临调整。

**2) 3 月 28 日上海出口集装箱运价指数报 1357 点，环比上涨 5.0%：**SCFI 综合运价指数较上周环比上涨 5.0%，至 1357 点。其中，上海-欧洲/地中海运价分别环比变化 +0.9%/-5.4%；上海-美西/美东运价分别环比变化 +16.3%/+11.4%；上海-东南亚运价环比下降 2.9%。

**3) 本周原油轮大船运价下降：**BDTI 指数较上周环比上涨 8.0%，至 1044 点。VLCC TCE 环比下降 1.8%，其中中东 / 西非 / 美湾 - 中国 TCE 分别环比变化 -9.5%/-7.6%/+14.4%；Suezmax TCE 环比上涨 0.6%；Aframax TCE 环比上涨 31.3%。

**4) 本周成品油轮大船运价下降：**BCTI 指数较上周环比上涨 1.8%，至 824 点。LR1 中东 - 日本环比下降 9.5%；MR - 太平洋 / 新加坡 - 澳洲 / 大西洋分别环比变化 -2.0%/-10.3%/+17.2%。

5 ) 本周散运大船运价下降：BDI 指数较上周环比下降 0.4%，至 1637 点。其中，BCI/BPI/BSI 分别环比变化 -3.5%/+3.9%/+2.2%。

6 ) 本周新造船价指数下降 0.20 点：新造船船价指数较上周环比下降 0.20 点，为 187.43 点；油轮/散货船/干货船/气体船船价指数较上周环比变化：持平/持平/-0.72 点/持平；当月集装箱船价指数较上月环比持平。

7 ) 本期 PDCI 上涨：本期（3 月 15 日至 3 月 21 日），新华·泛亚航运中国内贸集装箱运价指数（XH·PDCI）报 1239 点，较上期（3 月 8 日至 3 月 14 日）环比下跌 9 点，跌幅 0.72%，其中，东北至华南/华北至华南/华南至东北/华南至华北指数分别环比 -3.05%/+1.77%/-11.97%/-8.15%。

## 二、核心观点

- **航空：**1、行业供给长期低增长，需求有望受益宏观回暖，长期供需差趋势明朗带动板块弹性上行，短期订票数据有望回暖，当前处于预期反转阶段，具有配置价值。**重点关注公司：**华夏航空、中国国航、南方航空、中国民航信息网络、吉祥航空。2、飞机产业链 OEM&MRO 双产能困境推高二手飞机紧缺度，中期内难以有效缓解，美债降息背景下，航空租赁利差有望持续走阔。**重点关注公司：**渤海租赁、中银航空租赁、Aercap、AL。
- **快递：**当前快递需求坚韧，终端价格总体处在历史底部水平，下行空间有限。通达系快递受价格战影响估值下杀，当前板块龙头估值安全边际充分，可作为底部长期配置；顺丰、京东物流有望受益顺周期回暖以及持续降本，业绩弹性相对更大，业绩与估值存在双升空间。**建议关注：**1) 中通快递：行业长期龙头，经营稳定，股东回报已超 8%；2) 圆通速递：份额显著增长，网络健康，智能化领先优势或二次打开；3) 申通快递：产能与服务双升，加盟商体系改善，阿里潜在行权；4) 韵达股份：件量增速回升，经营修复，业绩弹性释放。
- **供应链物流：**1、深圳国际：华南物流园转型升级提供业绩弹性，高分红下有望迎来价值重估。2、快运格局向好，行业竞争放缓，行业具备顺周期弹性，**建议关注：**1) 德邦股份：精细化管理及京东导流催化下盈利具备较强确定性；2) 安能物流：战略转型及加盟商生态优化下公司盈利改善明显，规模效应释放下单位毛利有望持续提升。3、化工物流：市场空间较大，行业准入壁垒持续趋严，存在整合机会。化工需求改善下，龙头具备较大盈利弹性。**关注：**1) 密尔克卫：物贸一体化的商业模式具备较强成长性；2) 兴通股份：商业模式清晰，运力持续扩张下业绩确定性较强。
- **航运船舶：**1、油轮新造船订单有限叠加船队老化，供给紧张；而随着非 OPEC 产量的增加，油运需求同时受益于量\*距，叠加美国对伊俄委油贸制裁加强，油运未来三年景气度有望持续提升，旺季弹性亦将加强。2、散运供需双弱，环保法规对老旧船队运营的限制推动有效运力持续出清，叠加 2025 年底西芒杜铁矿投产与未来美联储降息后期对全球大宗商品需求的催化，预计散运市场将持续复苏。3、船舶绿色更新大周期刚刚启动，航运景气+绿色更新进度是需求核心驱动。造船产能在经过十余年行业低谷出清后，持续紧张，目前新单交期排至 2027/28 年，成为推动船价上涨的核心驱动。以钢价为核心的造船成本侧相对稳定，造船企业远期利润有望逐步增厚。**建议关注：**招商轮船、中远海能、中国船舶。

- **风险提示。**1) 宏观经济下滑风险，将会对交运整体需求造成较大影响。2) 快递行业价格竞争超出市场预期。3) 油价、人力成本持续上升风险。运输、人工成本作为交通运输行业的主要成本，可能面临油价上升、人工成本大幅攀升的风险。

## 内容目录

---

1. 市场回顾 .....	8
1.1. A股板块指数回顾 .....	8
2. 子行业数据跟踪 .....	9
2.1. 快递物流 .....	9
2.2. 公路铁路 .....	11
2.3. 航空机场 .....	12
2.4. 航运船舶 .....	14
3. 风险提示 .....	15

---

## 图表目录

---

图表 1: 中信交运行业指数与其他行业指数对比 .....	8
图表 2: 上证综指、交运子板块行业指数 .....	8
图表 3: 社会消费品零售总额累计值及累计同比 .....	9
图表 4: 实物网购规模累计值及累计同比 .....	9
图表 5: 快递业务量及增速 .....	9
图表 6: 快递业务收入及增速 .....	9
图表 7: 顺丰快递业务量及增速 .....	10
图表 8: 顺丰单票收入及增速 .....	10
图表 9: 圆通快递业务量及增速 .....	10
图表 10: 圆通单票收入及增速 .....	10
图表 11: 韵达快递业务量及增速 .....	10
图表 12: 韵达单票收入及增速 .....	10
图表 13: 申通快递业务量及增速 .....	11
图表 14: 申通单票收入及增速 .....	11
图表 15: 公路客运量及同比增速 .....	11
图表 16: 公路货运量及同步增速 .....	11
图表 17: 铁路客运量及同比增速 .....	11
图表 18: 铁路货运量及同步增速 .....	11
图表 19: 民航客运量及增速 .....	12
图表 20: 民航货邮运输量及增速 .....	12
图表 21: 三大航整体ASK、RPK、客座率走势 .....	12
图表 22: 南航、国航、东航客座率 (%) .....	13
图表 23: 春秋、吉祥客座率 (%) .....	13
图表 24: 上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港飞机起降架次同比 .....	13
图表 25: 上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港货邮吞吐量同比 .....	14
图表 26: 克拉克森综合运价走势 .....	14
图表 27: 克拉克森新造船价走势 .....	14
图表 28: 原油运输指数 (BDTI) 指数走势 .....	15
图表 29: 成品油运输指数 (BCTI) 指数走势 .....	15
图表 30: 波罗的海干散货指数 (BDI) 走势 .....	15

---

图表 31：中国出口集装箱运价指数（CCFI）走势 ..... 15

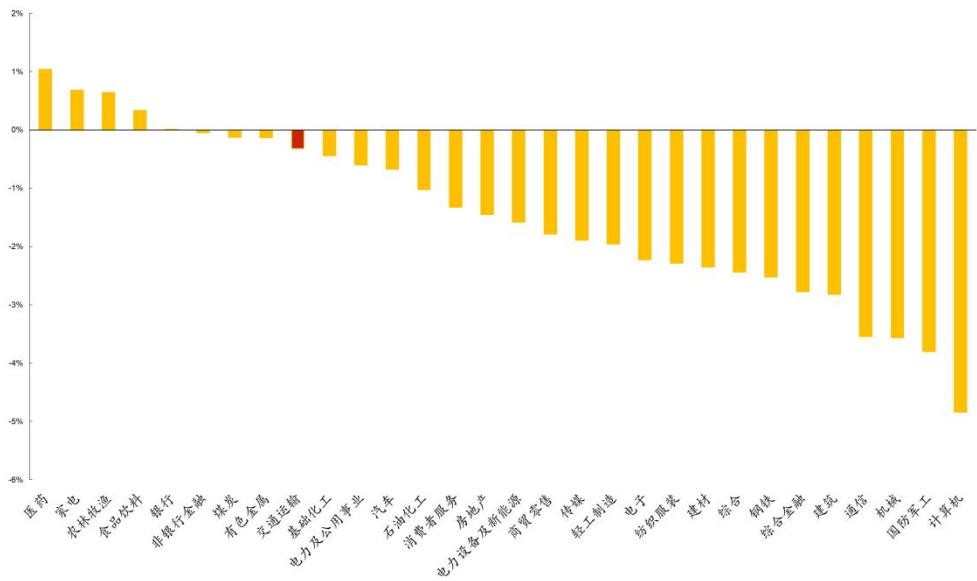
---

## 1. 市场回顾

2025/03/24 至 2025/03/28, 上证综合指数环比下降 0.40%, A 股交运指数环比下降 0.32%。交运各板块中物流综合 (-1.32%)、快递 (-2.71%)、公路 (1.01%)、铁路 (1.42%)、航运 (-1.28%)、港口 (1.50%)、航空 (-0.14%)、机场 (-0.52%)。

### 1.1. A 股板块指数回顾

图表 1：中信交运行业指数与其他行业指数对比



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 2：上证综指、交运子板块行业指数

行业	本周	上周	周变化	年初至今涨幅	市盈率 (TTM)	市净率 (MRQ)
上证综合指数	3,351.31	3,364.83	-0.40%	-0.01%	13.92	1.26
交通运输	1,940.78	1,946.92	-0.32%	-4.78%	16.20	1.40
物流综合	1,385.52	1,404.07	-1.32%	-2.30%	16.60	1.21
快递	913.63	939.11	-2.71%	1.72%	17.98	1.97
公路	4,805.54	4,757.46	1.01%	-4.56%	14.42	1.30
铁路	2,723.34	2,685.18	1.42%	-7.56%	17.46	1.19
航运	2,349.80	2,380.30	-1.28%	-4.91%	7.28	1.15
港口	1,693.47	1,668.40	1.50%	-2.19%	13.88	1.07
航空	1,488.25	1,490.38	-0.14%	-9.60%	-90.43	3.25
机场	2,583.43	2,596.88	-0.52%	-4.23%	53.28	1.70

资料来源：Wind，华源证券研究所

## 2. 子行业数据跟踪

### 2.1. 快递物流

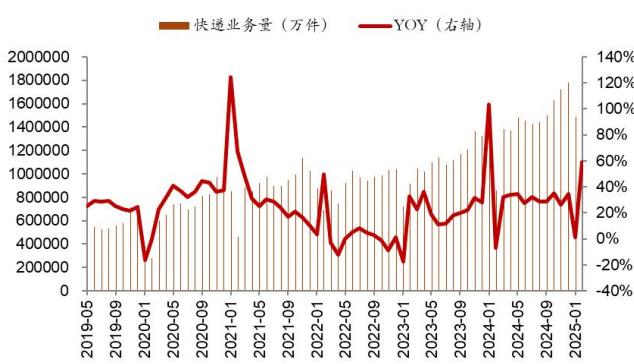
据国家统计局数据，2025年1-2月社零数据为83731亿元，同比增长2.98%；实物商品网上零售额为18633亿元，同比增加2.34%；2025年2月，全国快递服务企业业务量完成135.9亿件，同比增长58.8%；业务收入完成990.9亿元，同比增长30.4%。

图表3：社会消费品零售总额累计值及累计同比



资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表5：快递业务量及增速



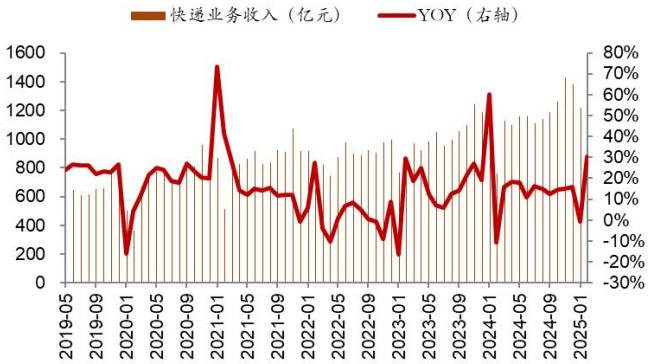
资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表4：实物网购规模累计值及累计同比



资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表6：快递业务收入及增速

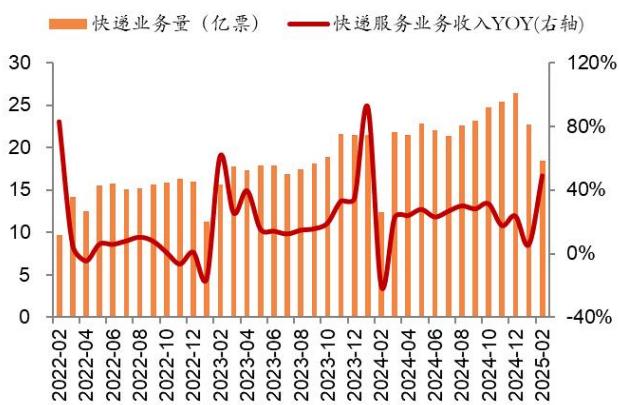


资料来源：Wind, 华源证券研究所

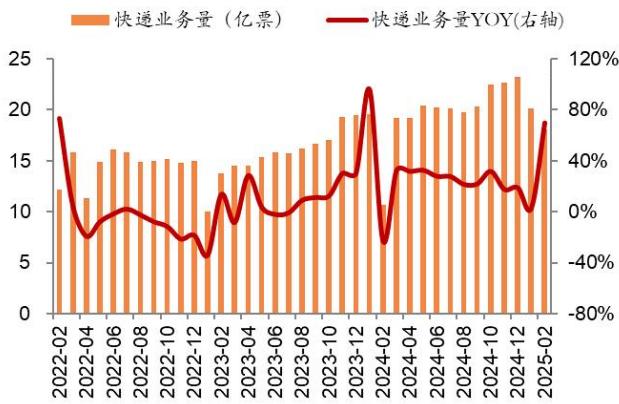
2025年2月，顺丰完成业务量9.16亿票，同比增长17.74%；快递服务单票收入14.35元，同比下降11.86%。圆通完成业务量18.46亿票，同比增长48.75%；快递产品单票收入2.32元，同比下降8.30%。韵达完成业务量18.10亿票，同比增长69.95%；快递服务单票收入1.95元，同比下降14.85%。申通完成业务量16.99亿票，同比增长63.37%；快递服务单票收入2.04元，同比下降9.33%。

**图表 7：顺丰快递业务量及增速**


资料来源：Wind, 华源证券研究所

**图表 9：圆通快递业务量及增速**


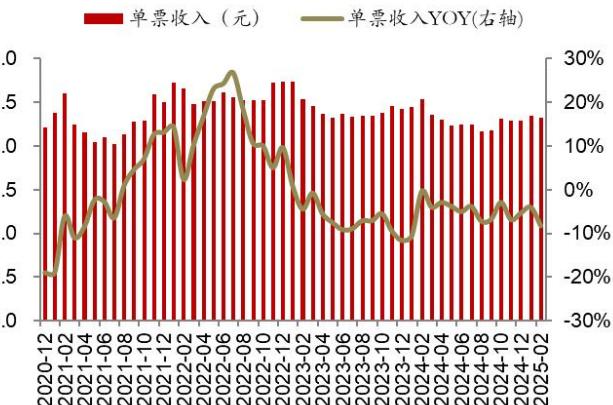
资料来源：Wind, 华源证券研究所

**图表 11：韵达快递业务量及增速**


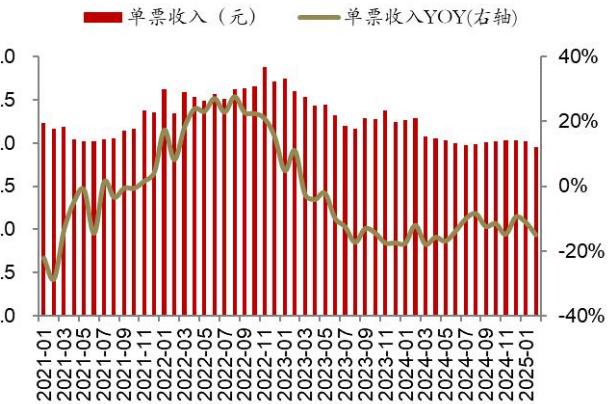
资料来源：Wind, 华源证券研究所

**图表 8：顺丰单票收入及增速**

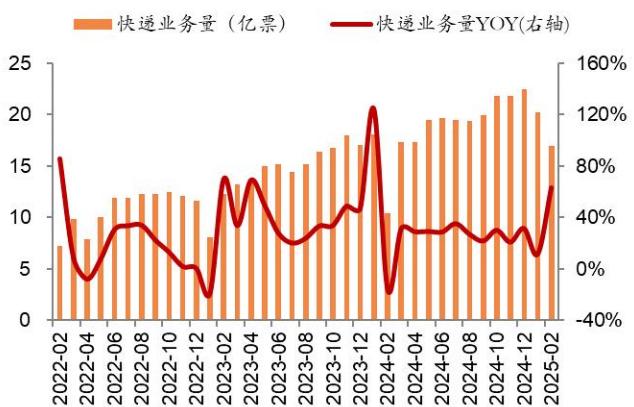

资料来源：Wind, 华源证券研究所

**图表 10：圆通单票收入及增速**


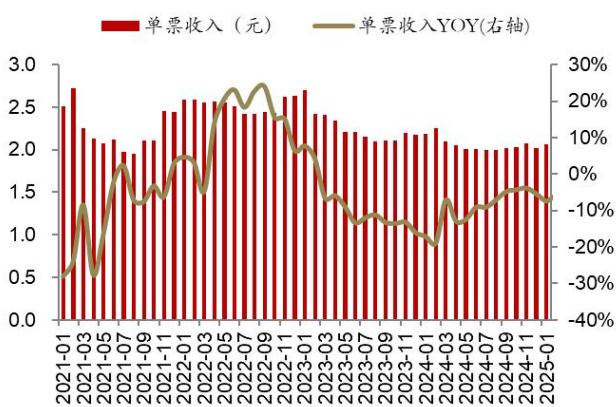
资料来源：Wind, 华源证券研究所

**图表 12：韵达单票收入及增速**


资料来源：Wind, 华源证券研究所

**图表 13：申通快递业务量及增速**


资料来源：Wind, 华源证券研究所

**图表 14：申通单票收入及增速**


资料来源：Wind, 华源证券研究所

## 2.2. 公路铁路

2024年12月公路客运量为9.87亿人，同比+155.32%；货运量为37.74亿吨，同比+9.90%。

2024年12月铁路客运量为2.97亿人，同比+2.63%；货运量为4.59亿吨，同比+5.44%。

**图表 15：公路客运量及同比增速**

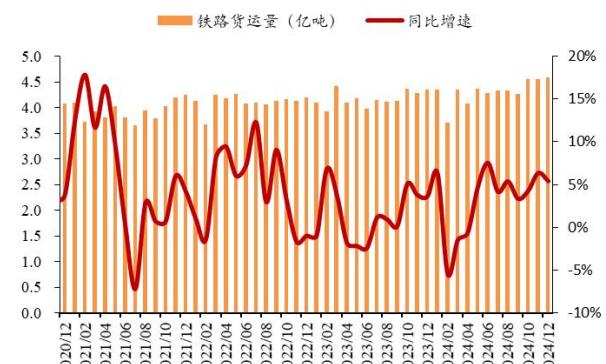

资料来源：Wind, 华源证券研究所

**图表 17：铁路客运量及同比增速**


资料来源：Wind, 华源证券研究所

**图表 16：公路货运量及同步增速**


资料来源：Wind, 华源证券研究所

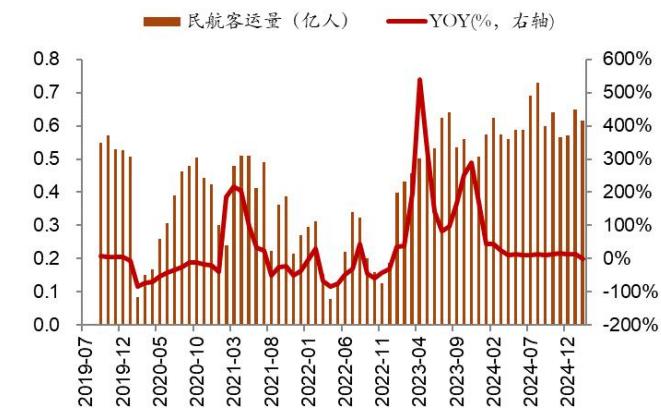
**图表 18：铁路货运量及同步增速**


资料来源：Wind, 华源证券研究所

## 2.3. 航空机场

2025年2月份，民航完成旅客运输量约0.62亿人次，同比+1.5%。完成货邮运输量60.50万吨。

图表 19：民航客运量及增速



资料来源：Wind, 华源证券研究所

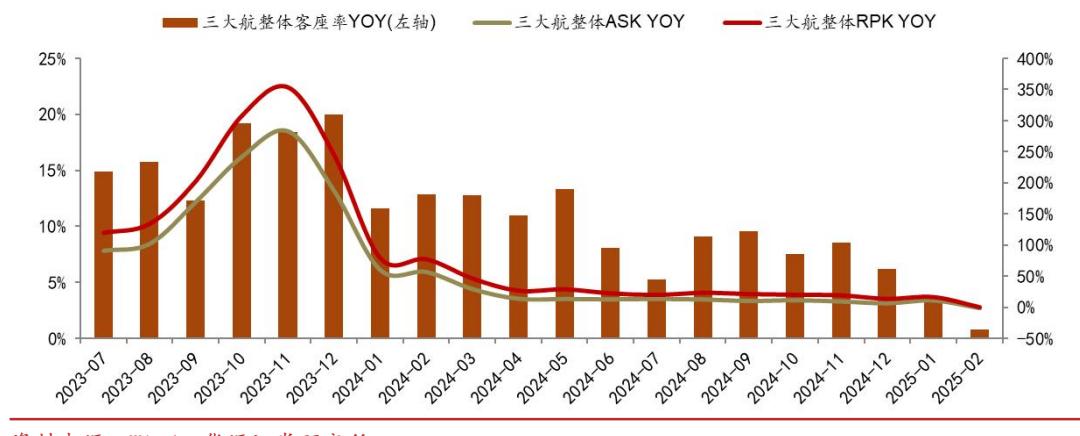
图表 20：民航货邮运输量及增速



资料来源：Wind, 华源证券研究所

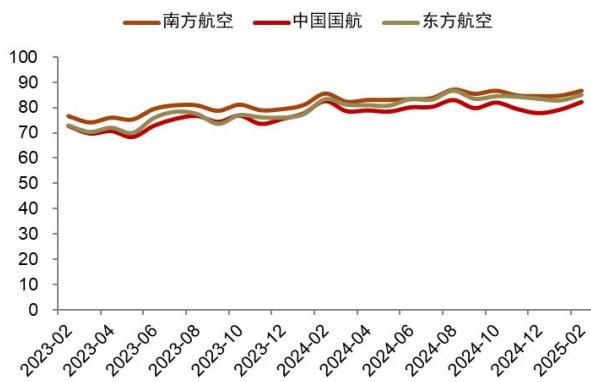
2025年2月，三大航整体客座率为84.68%，较2025年1月的82.27%增加2.40pct，春秋航空以91.42%的客座率持续领跑行业。

图表 21：三大航整体ASK、RPK、客座率走势



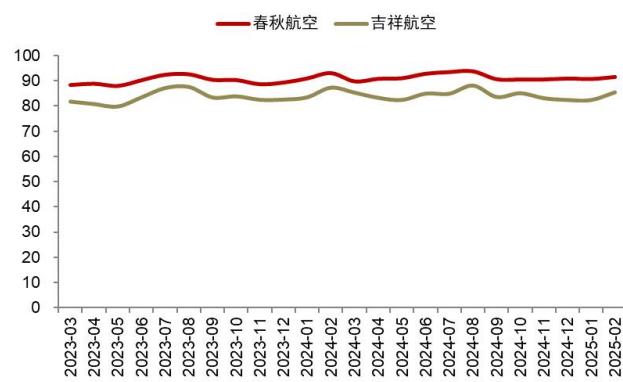
资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表 22：南航、国航、东航客座率（%）



资料来源：Wind，华源证券研究所

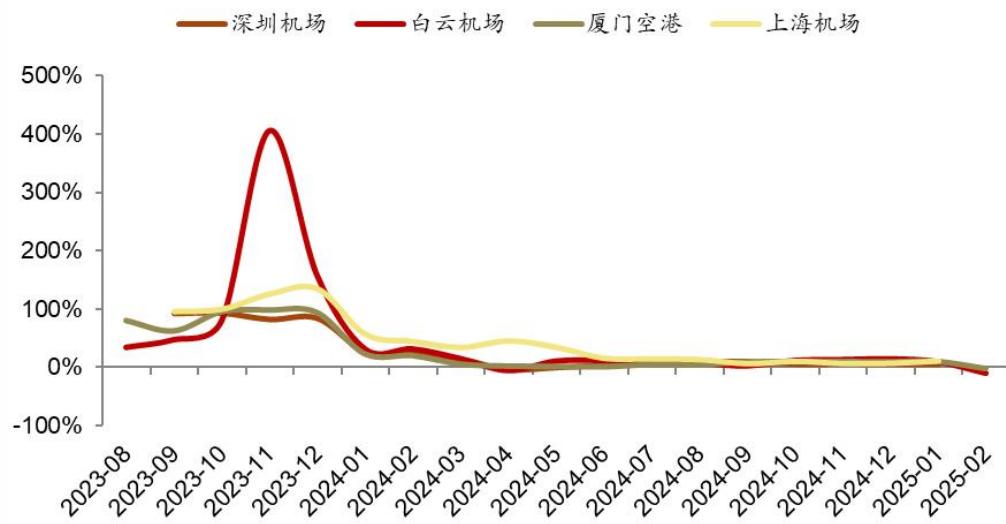
图表 23：春秋、吉祥客座率（%）



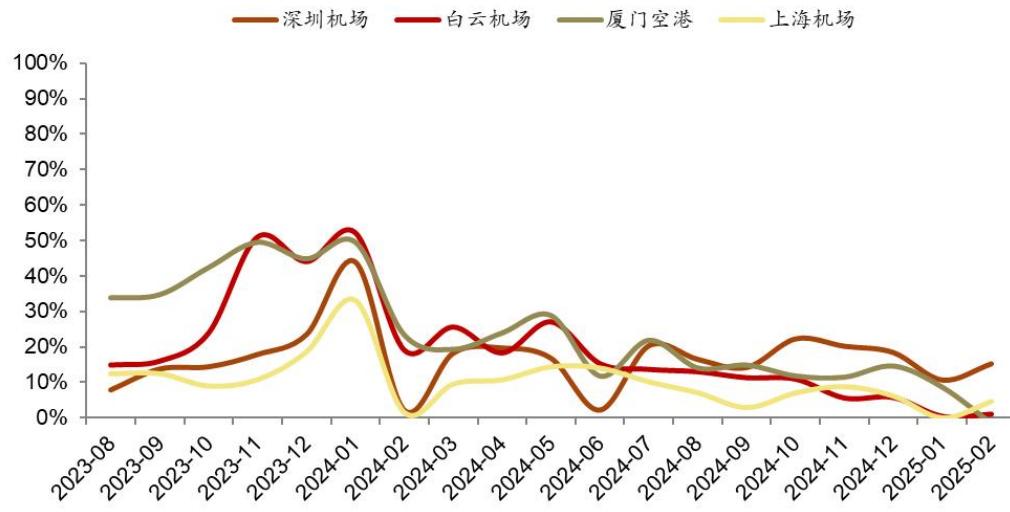
资料来源：Wind，华源证券研究所

2025 年 2 月份，深圳机场飞机起降同比-2.26%，旅客吞吐量同比-0.47%，货邮吞吐量同比+15.27%。上海机场飞机起降同比-0.14%，旅客吞吐量同比+2.32%，货邮吞吐量同比+4.54%。2025 年 2 月份，厦门空港飞机起降同比-2.78%，旅客吞吐量同比-2.01%，货邮吞吐量同比-1.68%。白云机场飞机起降同比-10.32%，旅客吞吐量同比-7.97%，货邮吞吐量同比 1.10%。

图表 24：上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港飞机起降架次同比



资料来源：Wind，华源证券研究所

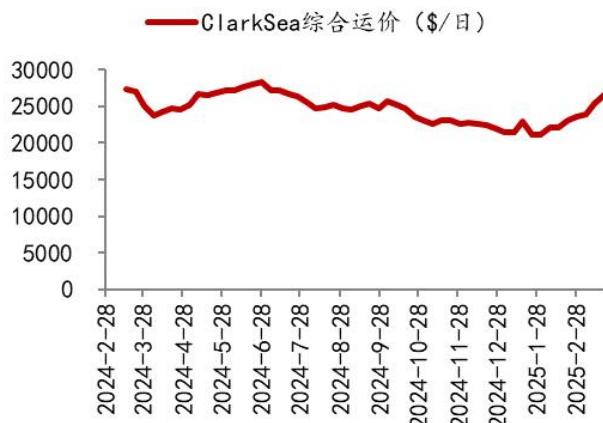
**图表 25：上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港货邮吞吐量同比**


资料来源：Wind, 华源证券研究所

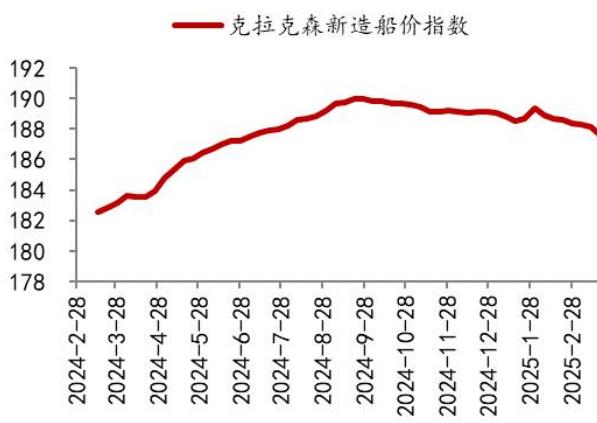
## 2.4. 航运船舶

本周克拉克森综合运价为 26713 美元/日，较上周环比增长 0.94%，克拉克森新造船指数为 187.43 点，较上周环比下降 0.20 点。

本周原油运输指数 (BDTI) 为 1044 点，较上周环比增长 7.96%，成品油运输指数 (BCTI) 为 824 点，较上周环比增长 1.83%，BDI 指数为 1637 点，较上周环比下降 0.45%；CCFI 指数为 1111.71 点，较上周环比下降 3.14%。

**图表 26：克拉克森综合运价走势**


资料来源：Clarkson, 华源证券研究所

**图表 27：克拉克森新造船价走势**


资料来源：Clarkson, 华源证券研究所

**图表 28：原油运输指数（BDTI）指数走势**

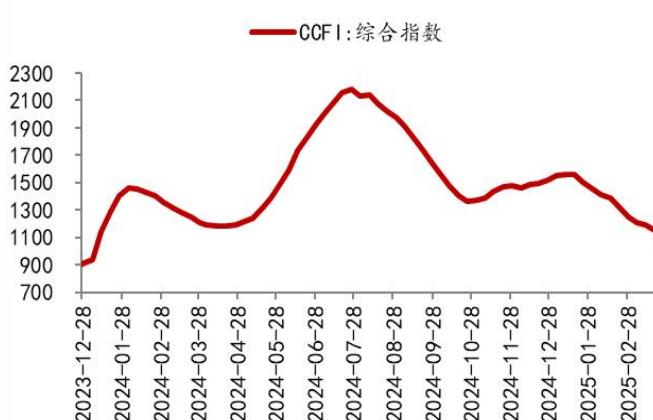

资料来源：Clarkson, 华源证券研究所

**图表 29：成品油运输指数（BCTI）指数走势**


资料来源：Clarkson, 华源证券研究所

**图表 30：波罗的海干散货指数（BDI）走势**


资料来源：Clarkson, 华源证券研究所

**图表 31：中国出口集装箱运价指数（CCFI）走势**


资料来源：Clarkson, 华源证券研究所

### 3. 风险提示

- 1) 宏观经济下滑风险，将会对交运整体需求造成较大影响。
- 2) 快递行业价格竞争超出市场预期。目前快递行业价格战总体可控，但并不排除大规模价格战，侵蚀上市公司利润。
- 3) 油价、人力成本持续上升风险。运输、人工成本作为交通运输行业的主要成本，可能面临油价上升、人工成本大幅攀升的风险。

## 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。

## 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。