

## 交通运输产业行业研究

买入（维持评

## 行业深度研究

证券研究报告

级)

## 交通运输组

分析师：郑树明（执业 S1130521040001） 分析师：王凯婕（执业 S1130522070001） 联系人：霍泽嘉  
zhengshuming@gjzq.com.cn wangkaijie@gjzq.com.cn huozejia@gjzq.com.cn

## 年报一季报总结：航运板块利润改善，航空板块短暂承压

## 行业观点

**整体：2024年及1Q2025交运板块营收利润同比增长。**2024年交运板块实现营业收入35549亿元，同比+2.0%，航运、航空、快递等板块收入增量大；实现归母净利润1920亿元，同比+13.8%，航运、航空业绩增量大。1Q2025交运板块实现营业收入8369亿元，同比+3.4%，航运、快递等板块收入增量大；实现归母净利润472亿元，同比+2.3%，航运板块业绩增量大。1Q2025公路、铁路、港口、航空等板块环比4Q2024业绩明显增长。

**快递物流板块：快递业务量同比大幅增长，推动2024年及1Q2025营收净利改善。**2024年规模以上快递业务量为1750.8亿件，同比+21.5%，保持高位运行；规模以上快递单票价格为8.2元，同比-4%。1Q2025规模以上快递业务量为451.4亿件，同比+21.6%，继续保持高位运行；规模以上快递单票价格为7.7元，同比-4%。2024年快递板块营收同比增长12%，归母净利润同比增长23%；1Q2025快递板块营收同比增长9%，归母净利润同比增长11%。物流板块，受经济大环境影响，2024年物流综合营收同比下降10%，归母净利润同比下降40%；1Q2025物流综合营收同比持平，归母净利润同比下降5%。考虑国家邮政局提出坚决防止快递企业“内卷式”恶性竞争，预计单票价格降幅有望放缓。

**航空机场板块：票价下滑1Q2025航空短暂承压，收入增长成本刚性机场净利大幅改善。**2024年全国民航客运量为7.3亿人次，同比增长18%，其中国内客运量同比增长12%，国际地区客运量同比增长110%，恢复至2019年的88%。1Q2025全国民航客运量为1.9亿人次，同比增长5%，其中国内客运量同比增长2%，国际地区客运量同比增长29%，恢复至2019年的100%。量增推动收入增长，2024年航空板块营收同比增长18%，叠加油价下降、周转提升成本改善，归母净利润同比增长87%；机场板块营收同比增长2%，归母净利润同比增长36%。需求恢复不及预期，票价同比承压，1Q2025航空板块营收同比增长3%，归母净利润同比由盈转亏；机场板块营收同比增长5%，归母净利润同比增长20%。行业未来供给增长放缓确定性强，供需优化将带动利润改善，近期油价维持低位亦将增厚利润，建议关注航空板块投资机会。

**航运板块：运价上涨驱动，板块业绩同比大增。**2024年板块营收同比+22%，归母净利润同比+64%，增长主要系红海事件影响导致船舶绕航，集运干散货运输景气回升，对板块影响较大。2024年，集运板块，CCFI指数平均为1550.6点，同比+65%；PDCI指数同比-12%，内贸市场运价的下滑主要由于新增运力的下水。尽管内贸运价下滑，但内贸集运公司通过将运力出租到外贸市场，也实现不错盈利。干散货运输板块，BDI指数平均为1755点，同比+27%。油运板块，BDI指数平均为1094点，同比-5%；BCTI指数平均为818点，同比+2%。考虑到红海危机以及美国关税造成的贸易扰动持续影响拉长运距，预计油运及干散货运输板块将持续景气。

**港口板块：吞吐量增长，2024年业绩同比提升。**2024年全国港口货物吞吐量累计85.6亿吨，同比增长4.6%，其中外贸货物吞吐量26.9亿吨，同比增长8.8%；集装箱吞吐量1.62亿TEU，同比增长8.5%。吞吐量增长驱动港口板块业绩增长。2024年港口板块营收同比增长5%，归母净利润同比增长10%；1Q2025板块营收同比-3%，归母净利同比-2%。

**公路铁路板块：公路板块1Q2024业绩亮眼，铁路承压。**公路：2024年公路板块营业收入同比+7%，主要由于近年来公路改扩建投入增加，建造期收入成本增长带动营收增长。2024年由于恶劣天气影响、宏观经济承压导致货车流量下滑，以及节假日免费天数增加等因素影响，公路板块通行费收入承压，归母净利润同比-7.4%。同时，公路企业积极进行降本增效，养护成本和财务成本持续下降，部分公路企业在通行费收入下滑的情况下业绩实现正增长。1Q2025，由于恶劣天气较少和同比低基数的影响，公路板块营收同比+11%，归母净利润同比+5.4%。铁路：2024年铁路板块营收同比-4%，归母净利润同比-7%。拆分来看，代表铁路客运的京沪高铁业绩同比+11%，而铁路货运公司大秦铁路业绩承压明显，业绩同比-24%，是导致板块业绩承压的主要原因。货运承压的主要原因是煤炭运输不景气，山西省减产、进口煤冲击以及水电发电量较好导致国内煤炭需求下降，大秦铁路煤炭运输需求下滑。

## 投资建议：

建议关注物流、航空板块。（1）物流：考虑估值性价比、经营韧性、股东回报提升等，推荐顺丰控股。发力智慧物流，主业受益消费电子服务器需求改善，推荐海晨股份。（2）航空：受飞机制造商及上游零部件供应商产能制约，未来航空业供给增速将放缓，关税政策或进一步压制供给，供需优化推动票价提升及利润释放，推荐航空板块。

## 风险提示

需求恢复不及预期风险，宏观经济增速低于预期风险，人民币汇率贬值风险，油价大幅上涨风险。

## 内容目录

一、交运：2024 年及 1Q2025 业绩同比回升.....	5
1.1 整体：2024 年及 1Q2025 业绩同比回升.....	5
1.2 分板块：2024 年业绩增长来自航运航空板块，1Q2025 业绩增长来自航运板块.....	6
二、快递物流：快递业务量快速增长，利润同比增长.....	9
2.1 快递：业务量快速增长，单票价格同比回落.....	9
2.2 物流：货代公司受益于集运景气，危化品仓储承压.....	11
三、航空机场：民航客运量增长，机场盈利大增.....	12
3.1 民航业：经营数据提升，国际线持续恢复.....	12
3.2 航司：业务量增长提升收入，2025Q1 票价下降盈利下滑.....	13
3.3 机场：需求增长提升收入，成本刚性盈利大增.....	16
四、航运港口：集运景气回升，油运景气持续，港口业务量稳步增长.....	16
4.1 航运：集运运价同比提升，油运景气持续.....	16
4.2 港口：业务量稳步恢复，业绩增速分化.....	18
五、公路铁路：公路车流量略有下降，铁路客运稳健增长.....	19
5.1 公路：2024 年车流量略有下降，货运周转有所增长.....	19
5.2 铁路：铁路客运持续恢复，旅客周转量增长.....	21
六、投资建议：关注物流、航空.....	21
七、风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1：2024 年交运板块营业收入同比上升.....	5
图表 2：1Q2025 交运板块营业收入同比上升.....	5
图表 3：2024 年交运板块业绩同比增长.....	5
图表 4：1Q2025 交运板块业绩同比增长.....	5
图表 5：2024 年交运板块盈利能力同比上升.....	6
图表 6：2024 年交运板块 ROE 同比上升.....	6
图表 7：受航运、航空、快递等板块收入增长影响，2024 年交运板块营业收入同比+2.0%.....	6
图表 8：受航运、航空业绩增长影响，2024 年交运板块归母净利润同比+13.8%.....	7
图表 9：4Q2024，受航运、快递等板块收入增长影响，交运板块营业收入同比+5.8%.....	7
图表 10：4Q2024，受航运等板块利润增长影响，交运板块归母净利润同比+67.4%.....	8
图表 11：1Q2025，受航运、快递等板块收入增长影响，交运板块营业收入同比+3.4%.....	8
图表 12：1Q2025，航运板块业绩明显增长，交运板块归母净利润同比+2.3%.....	9

图表 13: 2024 年及 1Q2025 规模以上快递业务收入同比增长.....	9
图表 14: 2024 年及 1Q2025 规模以上快递业务收入同比增长.....	9
图表 15: 2024 年及 1Q2025 规模以上快递业务量同比增长.....	10
图表 16: 2024 年及 1Q2025 规模以上快递业务量同比增长.....	10
图表 17: 2024 年及 1Q2025 规模以上快递单票价格同比下降.....	10
图表 18: 2024 年及 1Q2025 规模以上快递单票价格同比下降.....	10
图表 19: 申通业务量增速较快.....	10
图表 20: 中通市占率保持第一, 申通进步较快.....	10
图表 21: 快递公司单票收入同比下降.....	11
图表 22: 快递公司单票收入降幅缩窄, 中通逆势增长.....	11
图表 23: 2024 年及 1Q2025 快递公司营收增速明显 (亿元) .....	11
图表 24: 2024 年快递公司归母净利润保持增长, 1Q2025 业绩分化 (亿元) .....	11
图表 25: 物流公司营收增速分化 (亿元) .....	12
图表 26: 物流公司业绩增速分化 (亿元) .....	12
图表 27: 2024 年及 1Q2025 国内航线客流持续超过 2019 年.....	13
图表 28: 2024 年国际地区航线客流持续增长, 1Q2025 国际地区航线客流基本与 2019 年持平.....	13
图表 29: 油价同比下降.....	13
图表 30: 2024 年人民币兑美元汇率贬值.....	13
图表 31: 各航司 RPK 较 2019 年同比增长, 1Q2025 春秋、吉祥、华夏增速明显.....	14
图表 32: 各航司 ASK 较 2019 年同比增长, 1Q2025 春秋、吉祥、华夏增速明显.....	14
图表 33: 各航司 RPK 同比增长, 1Q2025 华夏增速明显.....	14
图表 34: 各航司 ASK 同比增长, 1Q2025 华夏增速明显.....	14
图表 35: 2024 年航司客公里收益下降.....	14
图表 36: 行业周转效率提升.....	15
图表 37: 航司座公里成本同比下降.....	15
图表 38: 航司扣油座公里成本同比下降.....	15
图表 39: 2024 年及 1Q2025 航空公司营收同比改善 (亿元) .....	15
图表 40: 2024 年航空公司归母净利润同比增长, 1Q2025 业绩承压 (亿元) .....	16
图表 41: 2024 年多家机场公司营收大幅改善 (亿元) .....	16
图表 42: 2024 年多家机场公司归母净利润大幅改善 (亿元) .....	16
图表 43: 2024 集运运价同比增长.....	17
图表 44: 2024 内贸集运 PDCI 指数低位运行.....	17
图表 45: 2024 BDTI TD3C-TCE 同比略有下降.....	17
图表 46: 2024 BCTI TC7-TCE 同比增长.....	17
图表 47: 2024 航运公司营收增长分化 (亿元) .....	17

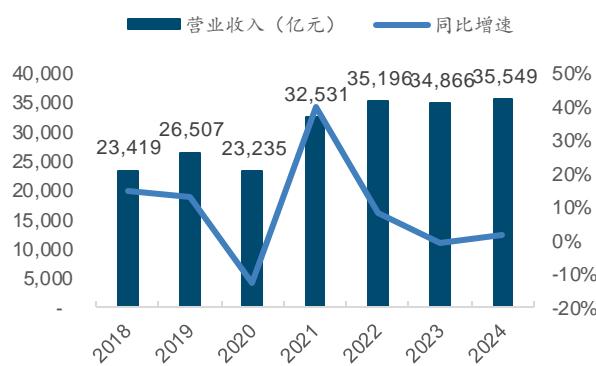
图表 48: 2024 航运公司业绩增长分化 (亿元) .....	18
图表 49: 2024 年港口货物吞吐量同比增长.....	18
图表 50: 2024 年港口外贸货物吞吐量同比增长.....	18
图表 51: 2024 港口公司营收增速分化 (亿元) .....	18
图表 52: 2024 港口公司归母净利润增速分化 (亿元) .....	19
图表 53: 2024 年公路旅客周转量上升.....	19
图表 54: 2024 年公路货物周转量上升.....	19
图表 55: 高速公路货车通行量 .....	20
图表 56: 2024 多数公路公司营收增长 (亿元) .....	20
图表 57: 2024 多数公路公司归母净利润增长 (亿元) .....	20
图表 58: 2024 及 20251Q 铁路旅客周转量同比上升.....	21
图表 59: 2024 及 1Q2025 铁路货物周转量同比下降.....	21
图表 60: 2024 铁路公司营收增长 (亿元) .....	21
图表 61: 2024 铁路公司归母净利润增长 (亿元) .....	21

## 一、交运：2024年及1Q2025业绩同比上升

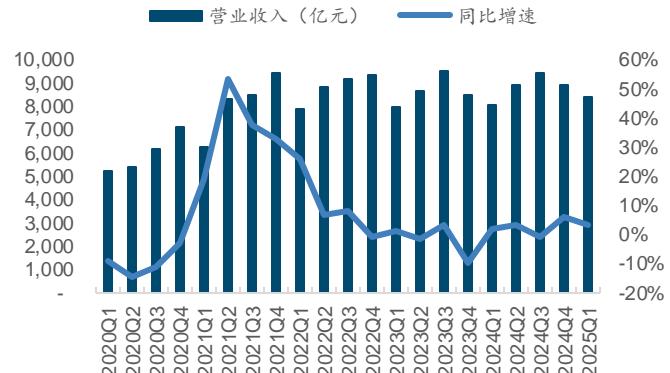
### 1.1 整体：2024年及1Q2025业绩同比上升

2024年及1Q2025交运板块营收同比增长。受航运、航空、快递等板块收入增长影响，2024年交运板块实现营业收入35549亿元，同比+2.0%，其中4Q2024受航运、快递等板块收入增长影响，交运板块营业收入同比+5.8%。1Q2025受航运、快递等板块收入增长影响，交运板块实现营业收入8369亿元，同比+3.4%。

图表1：2024年交运板块营业收入同比上升



图表2：1Q2025交运板块营业收入同比上升

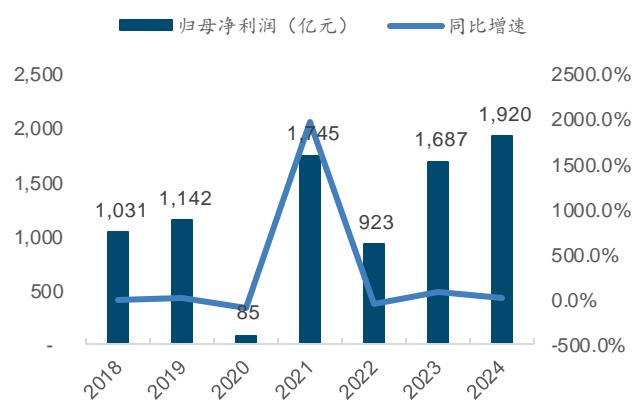


来源：Wind，国金证券研究所

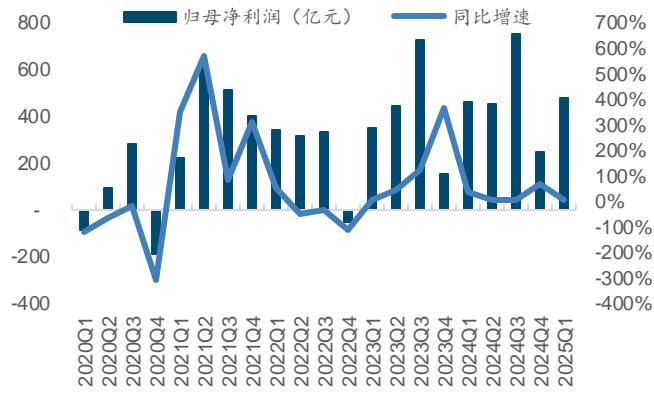
来源：Wind，国金证券研究所

2024年及1Q2025交运板块归母净利润同比上升。受航运、航空业绩增长影响，2024年交运板块实现归母净利润1920亿元，同比+13.8%，其中4Q2024受航运等板块利润增长影响，交运板块归母净利润同比+67.4%。1Q2025，航运板块业绩明显增长，交运板块实现归母净利润472亿元，同比+2.3%。

图表3：2024年交运板块业绩同比增长



图表4：1Q2025交运板块业绩同比增长

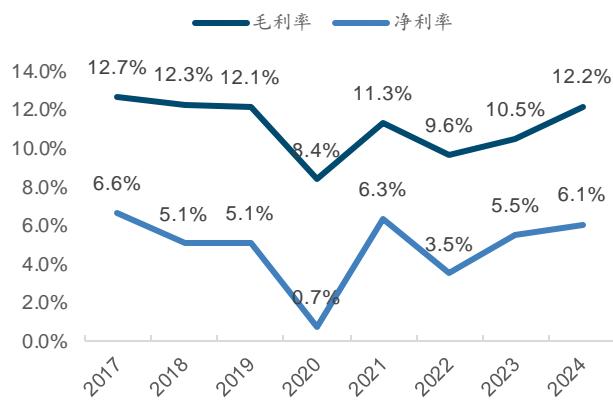


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

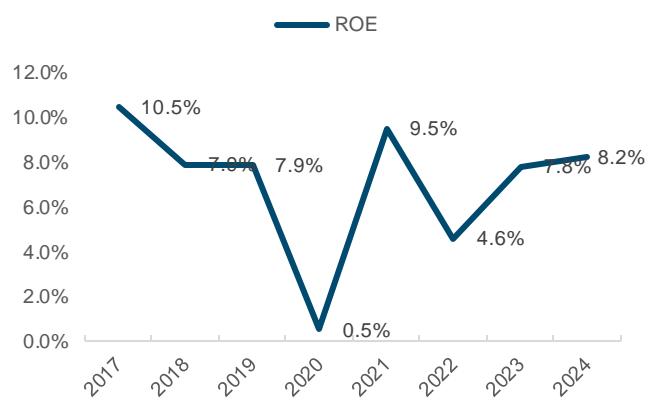
2024年交运板块盈利能力上升。2024年交运板块综合毛利率12.2%，净利率6.1%，分别同比+1.7pct、+0.6pct。1Q2025交运板块毛利率为11.6%，净利率为6.3%，同比分别下降0.30pct、0.03pct。

图表5: 2024年交运板块盈利能力同比上升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表6: 2024年交运板块ROE同比上升

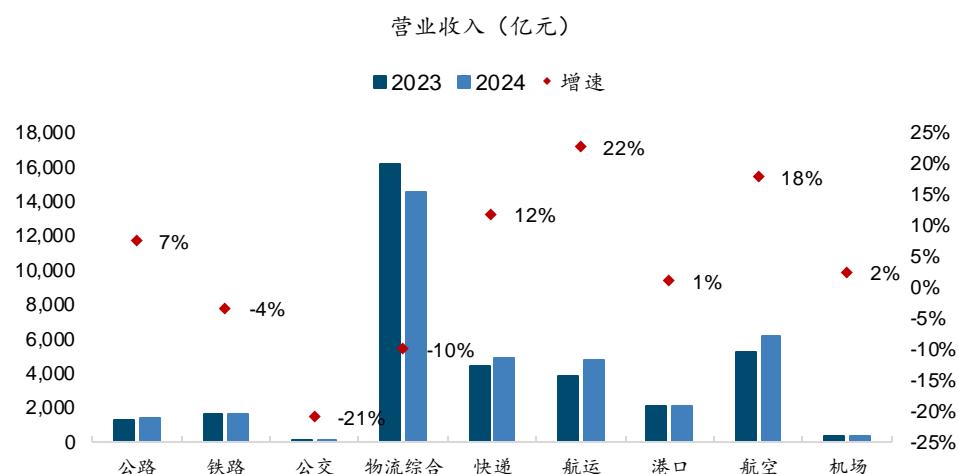


来源: Wind, 国金证券研究所

## 1.2 分板块: 2024年业绩增长来自航运航空板块, 1Q2025业绩增长来自航运板块

2024年航运、航空、快递等板块收入利润提升明显。收入端, 2024年公路营收+7%、铁路-4%、公交-21%、物流综合-10%、快递+12%、航运+22%、港口+1%、航空+18%、机场+2%。盈利端, 公路归母净利润-7%、铁路-7%、公交-12%、物流综合-40%、快递+23%、航运+64%、港口-9%、航空+87%、机场+36%。

图表7: 受航运、航空、快递等板块收入增长影响, 2024年交运板块营业收入同比+2.0%

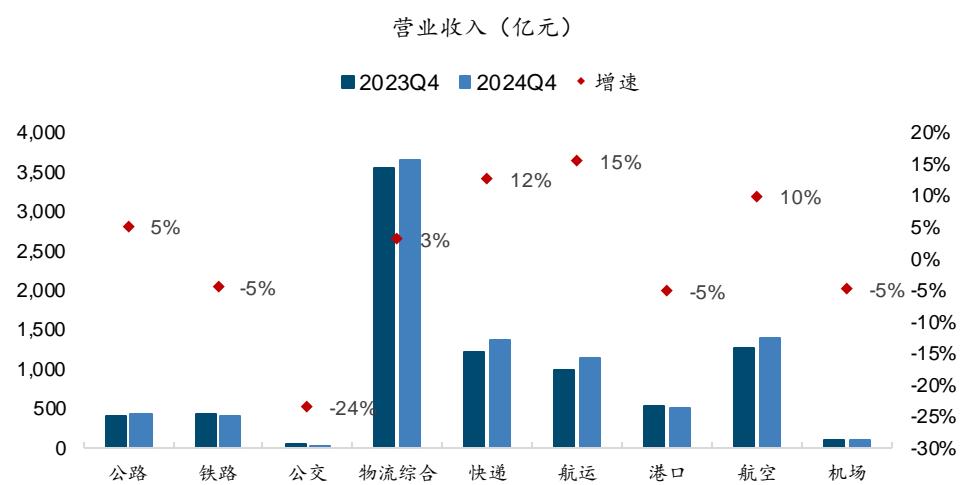


来源: Wind, 国金证券研究所

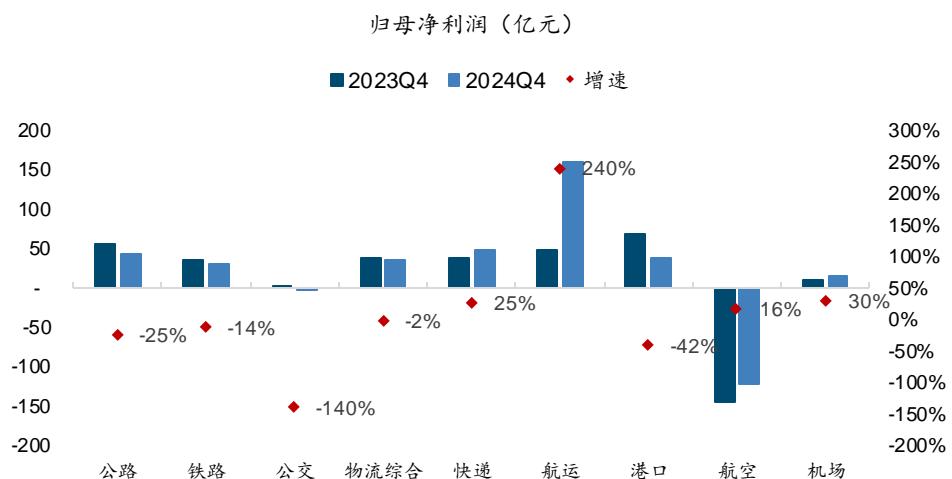
**图表8：受航运、航空业绩增长影响，2024年交运板块归母净利润同比+13.8%**


来源：Wind，国金证券研究所

4Q2024 航运板块收入利润增长明显。收入端，4Q2024 公路营收+5%、铁路-5%、公交-24%、物流综合+3%、快递+12%、航运+15%、港口-5%、航空+10%、机场-5%。盈利端，4Q2024 公路归母净利润-25%、铁路-14%、公交-140%、物流综合-2%、快递+25%、航运+240%、港口-42%、航空+16%、机场+30%。

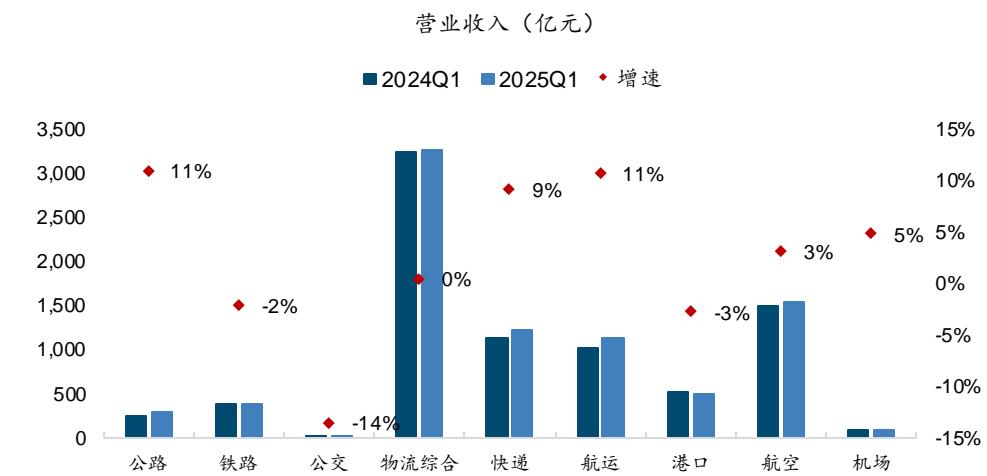
**图表9：4Q2024，受航运、快递等板块收入增长影响，交运板块营业收入同比+5.8%**


来源：Wind，国金证券研究所

**图表10: 4Q2024, 受航运等板块利润增长影响, 交运板块归母净利润同比+67.4%**


来源: Wind, 国金证券研究所

1Q2025 营收利润增长主要靠航运板块拉动, 其中航运快递板块营收增速快, 航运、机场板块利润增速快。1Q2025 公路营收+11%、铁路-2%、公交-14%、物流综合持平、快递+9%、航运+11%、港口-3%、航空+3%、机场+5%。1Q2025 公路归母净利润+5%、铁路-8%、公交-77%、物流综合-5%、快递+1%、航运+29%、港口-2%、航空-785%、机场+19%。其中 1Q2025 公路、铁路、港口、航空等板块环比 4Q2024 业绩明显增长。

**图表11: 1Q2025, 受航运、快递等板块收入增长影响, 交运板块营业收入同比+3.4%**


来源: Wind, 国金证券研究所

**图表12: 1Q2025, 航运板块业绩明显增长, 交运板块归母净利润同比+2.3%**

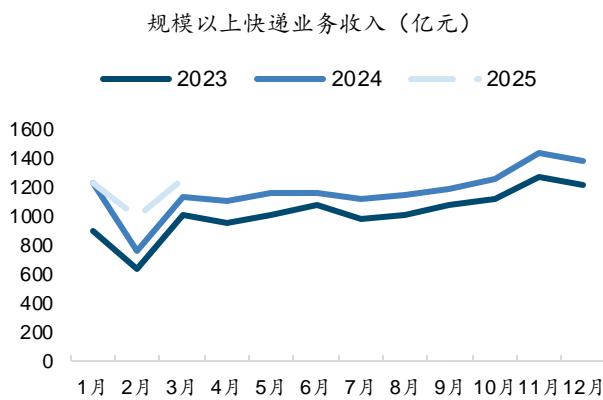

来源: Wind, 国金证券研究所

## 二、快递物流：快递业务量快速增长，利润同比增长

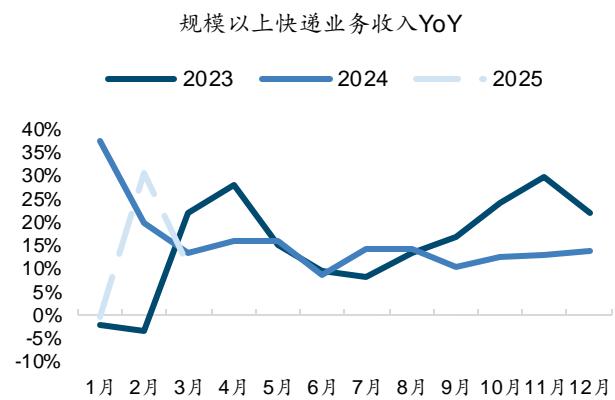
### 2.1 快递：业务量快速增长，单票价格同比回落

快递业务量同比大幅增长，价格仍承压。2024年快递业务收入为1.4万亿元，同比+13.8%，其中快递业务量为1750.8亿件，同比+21.5%；快递单票价格为8.2元，同比-4%。1Q2025快递业务收入为3456.4亿元，同比+10.9%，其中快递业务量为451.4亿件，同比+21.6%；快递单票价格为7.7元，同比-9%。

快递行业高速增长主要系直播电商发展、逆向件增长以及网络向乡村延伸等原因。考虑国家邮政局多次提出坚决防止快递企业“内卷式”恶性竞争，预计单票价格降幅有望放缓。

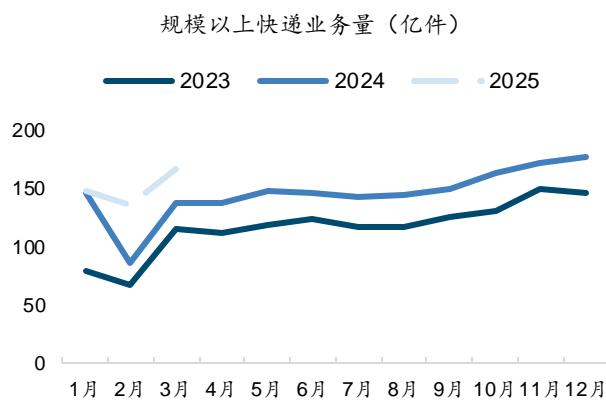
**图表13: 2024年及1Q2025规模以上快递业务收入同比增长**    **图表14: 2024年及1Q2025规模以上快递业务收入同比增长**


来源: Wind, 国金证券研究所



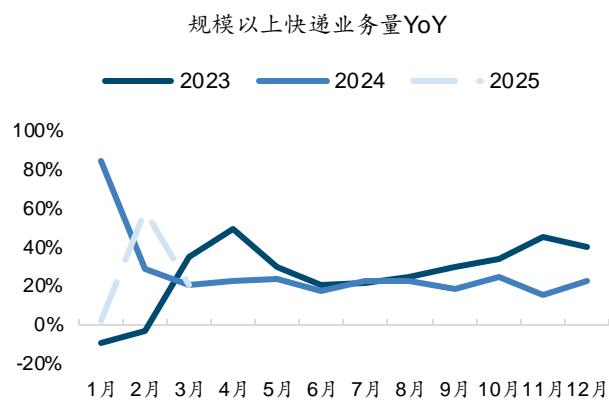
来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 2024年及1Q2025规模以上快递业务量同比增长



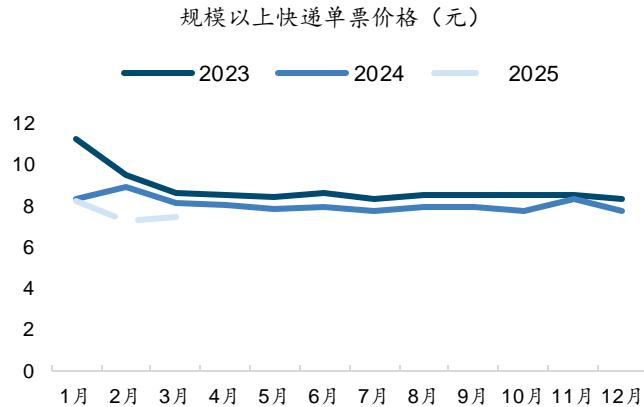
来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 2024年及1Q2025规模以上快递业务量同比增长



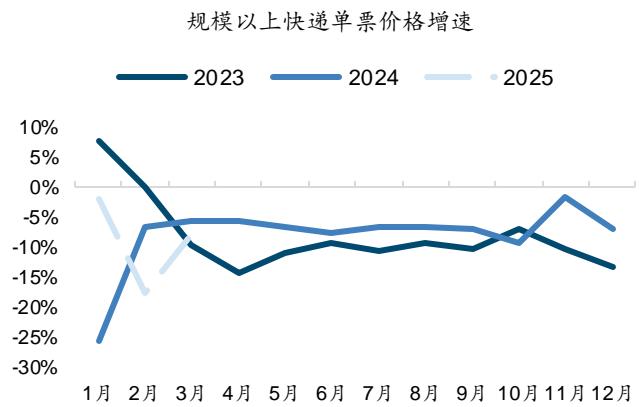
来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 2024年及1Q2025规模以上快递单票价格同比下降



来源: Wind, 国金证券研究所

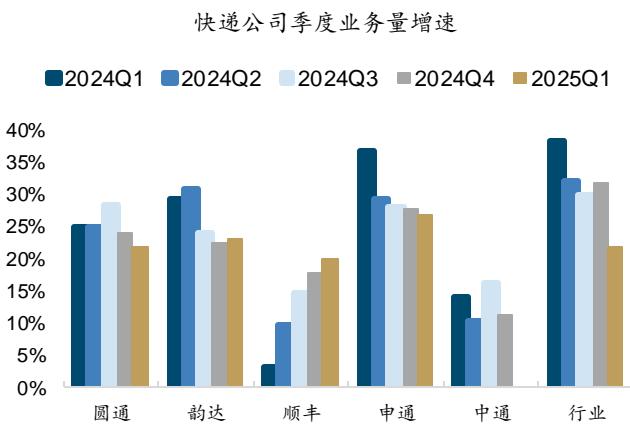
图表18: 2024年及1Q2025规模以上快递单票价格同比下降



来源: Wind, 国金证券研究所

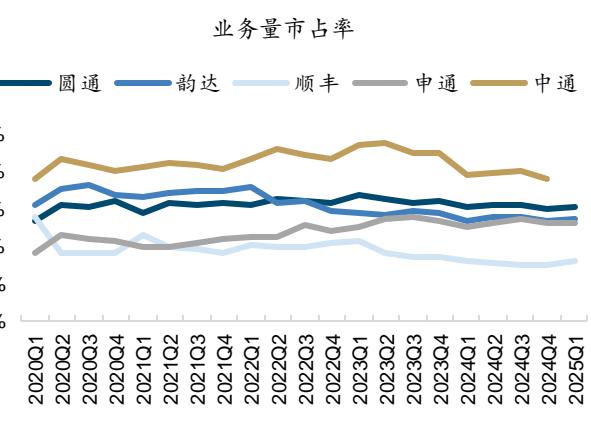
申通业务量增速较快, 市占率持续增长。2024年及2025Q1申通快递业务量增速较快, 主要系公司2020年提出“三年百亿计划”后, 大幅提升产能, 得以承接更多业务量。市占率方面, 2025Q1圆通为15%, 韵达为13.5%, 申通为12.9%, 顺丰为7.8% (中通暂未披露), 申通与其他公司的差距进一步缩窄。

图表19: 申通业务量增速较快



来源: 公司公告, 国金证券研究所

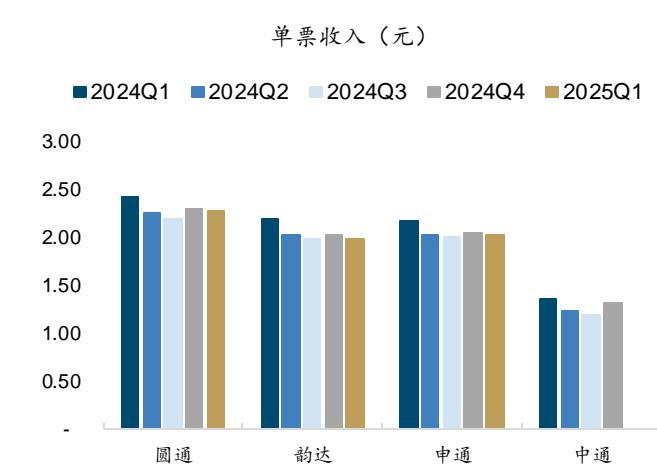
图表20: 中通市占率保持第一, 申通进步较快



来源: 公司公告, 国金证券研究所

多家快递公司单票收入下降, 中通单票收入逆势增长。2024Q1-2025Q1, 圆通、韵达、申通等快递公司单票收入下降, 降幅均呈现缩小趋势, 其中韵达降幅相对较多。此外2024Q2-Q4中通单票收入同比逆势增长, 主要系直客结构优化。

图表21：快递公司单票收入同比下降



来源：Wind，国金证券研究所

2024年及1Q2025主要快递公司营收增长明显。2024年顺丰控股营收+10%，圆通速递+20%，韵达股份+8%，申通快递+15%，中通快递+15%，德邦股份+11%。1Q2025，顺丰控股营收+7%，圆通速递+11%，韵达股份+9%，申通快递+18%，德邦股份+12%。

图表23：2024年及1Q2025快递公司营收增速明显(亿元)

股票代码	公司名称	2023	2024	2024 增速	1Q2024	1Q2025	1Q2025 增速
002352.SZ	顺丰控股	2,584	2,844	10%	653	698	7%
600233.SH	圆通速递	577	690	20%	154	171	11%
002120.SZ	韵达股份	450	485	8%	112	122	9%
002468.SZ	申通快递	409	472	15%	101	120	18%
2057.HK	中通快递	384	443	15%			
603056.SH	德邦股份	363	404	11%	93	104	12%

来源：Wind，国金证券研究所

2024年主要快递公司亦盈利同比增长。2024年顺丰控股归母净利润+24%，圆通速递+8%，韵达股份+18%，申通快递+205%，中通快递+1%，德邦股份+15%。1Q2025，顺丰控股归母净利润+17%，圆通速递-9%，韵达股份-22%，申通快递+24%，德邦股份-174%。

图表24：2024年快递公司归母净利润保持增长，1Q2025业绩分化(亿元)

股票代码	公司名称	2023	2024	2024 增速	1Q2024	1Q2025	1Q2025 增速
002352.SZ	顺丰控股	82	102	24%	19	19	17%
600233.SH	圆通速递	37	40	8%	9	9	-9%
002120.SZ	韵达股份	16	19	18%	4	4	-22%
002468.SZ	申通快递	3	10	205%	2	2	24%
2057.HK	中通快递	87	88	1%			
603056.SH	德邦股份	7	9	15%	1	1	-174%

来源：Wind，国金证券研究所

## 2.2 物流：货代公司受益于集运景气，危化品仓储承压

2024年物流公司营收增速分化。危化品仓储方面，石化需求下降，2024年宏川智慧收入-6%，保税科技-40%；危化品货代方面，受益于红海事件持续影响，海运价格上升带动货代收入增长，密尔克卫营收+24%，永泰运+77%；危化品航运方面，头部公司持续增加运力，且积极投入国际化学品海运业务，兴通股份营收+22%，盛航股份+19%。受业务量增长驱动，嘉友国际营收+25%。受新能源业务收入下滑影响，海晨股份营收-10%。

1Q2025物流公司收入亦分化。1Q2025密尔克卫营收+15%、宏川智慧-15%、兴通股份-1%，盛航股份-1%、保税科技-20%、永泰运+58%、海晨股份-0.4%、嘉友国际+15%、长久物流+28%。

图表25: 物流公司营收增速分化 (亿元)

股票代码	公司名称	2023	2024	2024 增速	1Q2024	1Q2025	1Q2025 增速
603713.SH	密尔克卫	97.5	121.2	24%	29.0	33.4	15%
002930.SZ	宏川智慧	15.5	14.5	-6%	3.8	3.2	-15%
603209.SH	兴通股份	12.4	15.1	22%	3.9	3.8	-1%
001205.SZ	盛航股份	12.6	15.0	19%	3.8	3.7	-1%
600794.SH	保税科技	15.0	9.0	-40%	2.9	2.3	-20%
001228.SZ	永泰运	22.0	39.0	77%	6.7	10.6	58%
300873.SZ	海晨股份	18.3	16.5	-10%	4.0	4.0	-0.4%
603871.SH	嘉友国际	70.0	87.5	25%	20.0	22.9	15%
603569.SH	长久物流	37.8	41.7	10%	9.0	11.6	28%

来源: Wind, 国金证券研究所

归母净利润方面, 2024 年密尔克卫+31%, 宏川智慧-47%, 兴通股份+39%, 盛航股份-25%, 保税科技-17%, 永泰运-41%, 海晨股份+4%, 嘉友国际+23%、长久物流+13%。

1Q2025, 密尔克卫归母净利润 +14%, 宏川智慧-65%, 兴通股份-5%, 盛航股份-20%, 保税科技-58%, 永泰运+8%, 海晨股份+1%, 嘉友国际-15%、长久物流-73%。

图表26: 物流公司业绩增速分化 (亿元)

股票代码	公司名称	2023	2024	2024 增速	1Q2024	1Q2025	1Q2025 增速
603713.SH	密尔克卫	4.3	5.7	31%	1.5	1.7	14%
002930.SZ	宏川智慧	3.0	1.6	-47%	0.6	0.2	-65%
603209.SH	兴通股份	2.5	3.5	39%	0.8	0.7	-5%
001205.SZ	盛航股份	1.8	1.4	-25%	0.5	0.4	-20%
600794.SH	保税科技	2.5	2.1	-17%	0.7	0.3	-58%
001228.SZ	永泰运	1.5	0.9	-41%	0.3	0.4	8%
300873.SZ	海晨股份	2.8	2.9	4%	0.6	0.6	1%
603871.SH	嘉友国际	10.4	12.8	23%	3.1	2.6	-15%
603569.SH	长久物流	0.7	0.8	13%	0.1	0.0	-73%

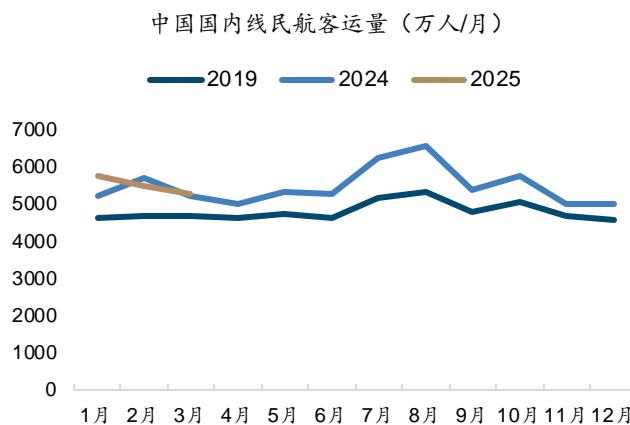
来源: Wind, 国金证券研究所

### 三、航空机场：民航客运量增长，机场盈利大增

#### 3.1 民航业：经营数据提升，国际线持续恢复

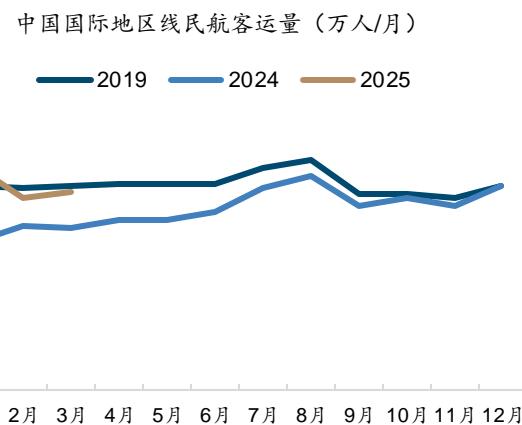
民航客运量持续恢复, 主要靠国际线拉动。2024 年全国民航客运量为 7.3 亿人次, 同比增长 18%, 其中国内客运量同比增长 12%, 国际地区客运量同比增长 110%, 恢复至 2019 年的 88%。1Q2025 全国民航客运量为 1.9 亿人次, 同比增长 5%, 其中国内客运量同比增长 2%, 国际地区客运量同比增长 29%, 恢复至 2019 年的 100%。

图表27: 2024年及1Q2025国内航线客流持续超过2019年



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 2024年国际地区航线客流持续增长, 1Q2025国际地区航线客流基本与2019年持平



来源: Wind, 国金证券研究所

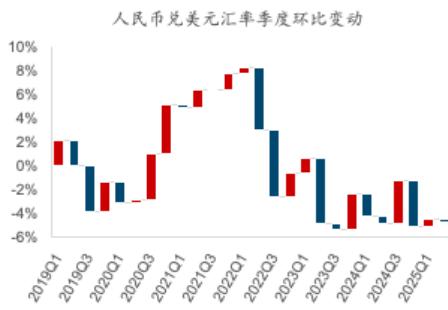
航油出厂价下降, 2025年维持低位。2024年国内航油出厂价平均为6309元/吨, 同比下降7%; 1Q2025国内航油出厂价平均为6012元/吨, 同比下降10%。2024年人民币兑美元贬值2.8%, 造成汇兑损失; 1Q2025人民币兑美元小幅升值0.7%, 形成汇兑收益。

图表29: 油价同比下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 2024年人民币兑美元汇率贬值

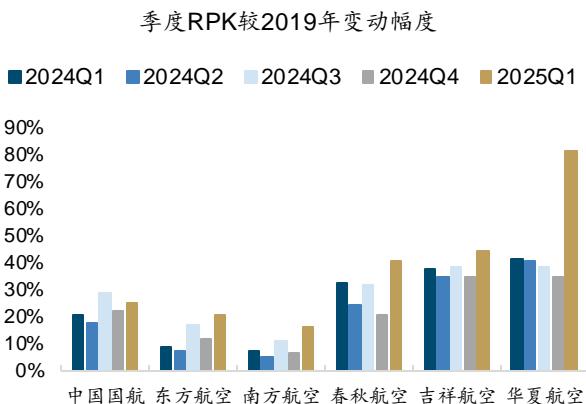


来源: Wind, 国金证券研究所

### 3.2 航司: 业务量增长提升收入, 2025Q1票价下降盈利下滑

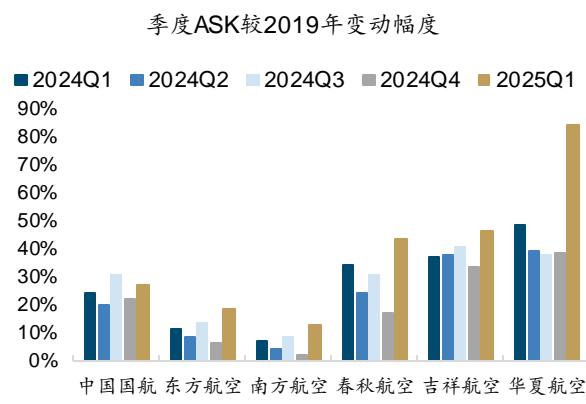
航司业务量增长, 客公里收益同比下降。2024年及1Q2025主要上市航司RPK、ASK较2019年同比增长。其中民营航司春秋、吉祥、华夏航空增速领跑, 国航在三大航中增速较快, 主要系2023年3月起合并山航数据。RPK、ASK同比看, 华夏航空增速较为领跑。受国内线票价高基数影响及国际线票价正常回落, 2024年各航司客公里收益同比下降。

图表31：各航司 RPK 较 2019 年同比增长，1Q2025 春秋、吉祥、华夏增速明显



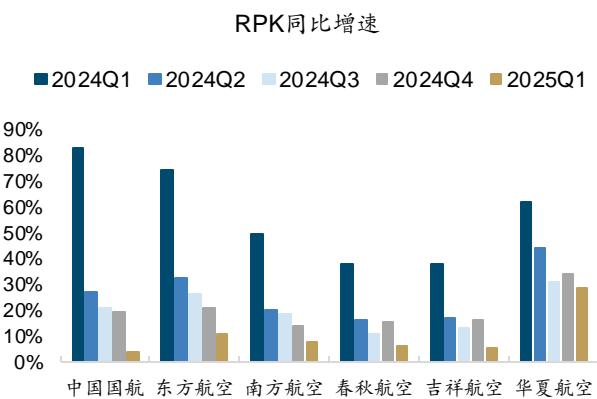
来源：Wind，国金证券研究所

图表32：各航司 ASK 较 2019 年同比增长，1Q2025 春秋、吉祥、华夏增速明显

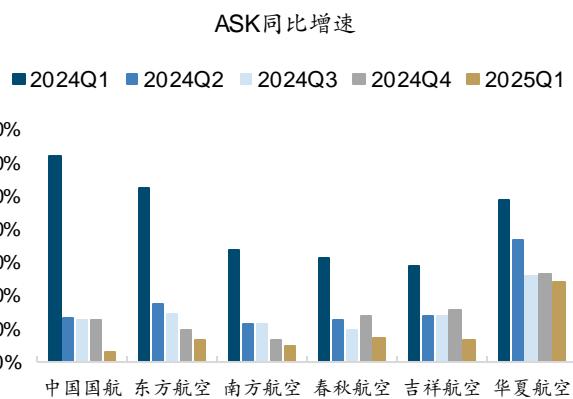


来源：Wind，国金证券研究所

图表33：各航司 RPK 同比增长，1Q2025 华夏增速明显



图表34：各航司 ASK 同比增长，1Q2025 华夏增速明显



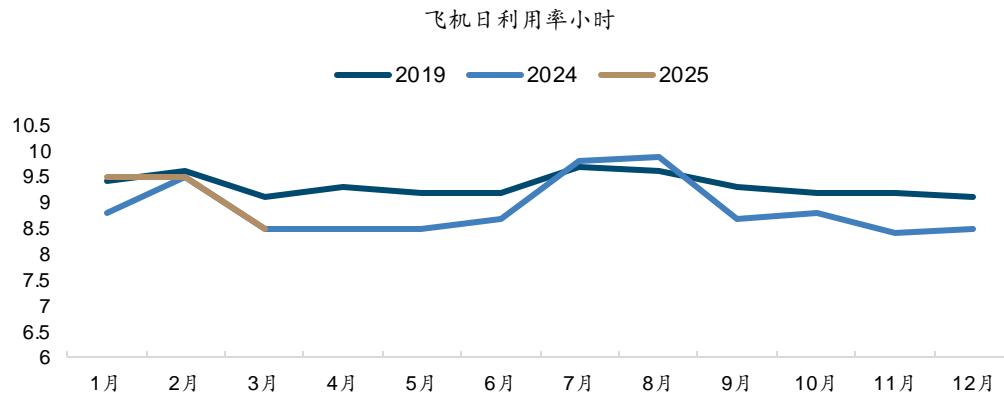
图表35：2024 年航司客公里收益下降

	中国国航	东方航空	南方航空	春秋航空	吉祥航空	华夏航空
客公里收益 (元)	0.53	0.51	0.48	0.39	0.45	0.53
国内	0.54	0.52	0.48	0.37		
国际	0.51	0.49	0.46	0.44		
地区	0.65	0.68	0.73	0.42		
同比增长率	-12%	-14%	-13%	-7%	-10%	-5%
国内	-10%	-11%	-11%	-6%		
国际	-23%	-22%	-21%	-15%		
地区	-17%	-14%	-18%	-11%		

来源：公司公告，国金证券研究所

受益于周转提升及油价下降影响，航司座公里成本同比下降。2024 年行业周转提升摊薄固定成本，国际油价下降航油成本减少，单位座公里成本方面，2024 年中国国航-3%、中国东航-7%、南方航空-5%、吉祥航空-6%、春秋航空-4%、华夏航空-8%；全年扣油座公里成本方面，2024 年中国国航-2%、中国东航-6%、南方航空-4%、吉祥航空-5%、春秋航空-2%、华夏航空-9%。

图表36：行业周转效率提升

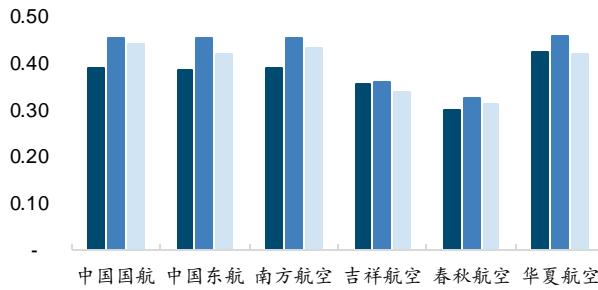


来源：民航局，国金证券研究所

图表37：航司座公里成本同比下降

座公里成本 (元)

■ 2019 ■ 2023 ■ 2024

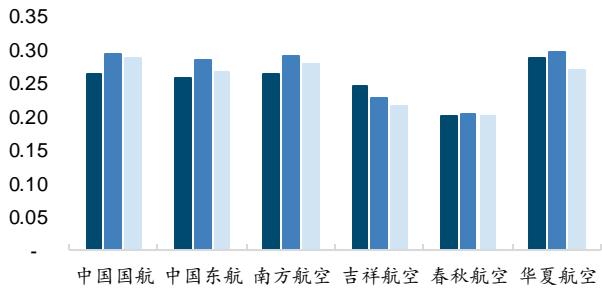


来源：公司公告，国金证券研究所

图表38：航司扣油座公里成本同比下降

扣油座公里成本 (元)

■ 2019 ■ 2023 ■ 2024



来源：公司公告，国金证券研究所

量增推动航司营收增长。2024年国航营收同比+18%，东航+16%，南航+9%，春秋航空+11%，吉祥航空+10%，华夏航空+30%，东航物流+17%，国货航+38%。1Q2025国航营收同比持平，东航+1%，南航-3%，春秋航空+3%，吉祥航空持平，华夏航空+10%，东航物流+5%，国货航+29%。

图表39：2024年及1Q2025航空公司营收同比改善(亿元)

股票代码	公司名称	2023	2024	2024 增速	1Q2024	1Q2025	1Q2025 增速
601111.SH	中国国航	1411	1667	18%	401	400	0%
600115.SH	中国东航	1137	1321	16%	332	334	1%
600029.SH	南方航空	1599	1742	9%	446	434	-3%
601021.SH	春秋航空	179	200	11%	52	53	3%
603885.SH	吉祥航空	201	221	10%	57	57	0%
002928.SZ	华夏航空	52	67	30%	16	18	10%
601156.SH	东航物流	206	241	17%	52.2	54.9	5%
001391.SZ	国货航	149	206	38%	40	52	29%

来源：Wind，国金证券研究所

2024年大幅减亏，1Q2025票价下降盈利承压。2024年国航归母净利润同比+77%，东航+48%，南航+60%，春秋航空+1%，吉祥航空+18%，华夏航空+128%，东航物流+8%，国货航+69%。1Q2025，国航归母净利润同比-22%，东航-24%，南航-199%，春秋航空-16%，吉祥航空-8%，华夏航空+232%，东航物流-7%，国货航+124%。华夏航空业绩增长比较明显，源于座收相对平稳且航班量持续提升。从盈利规模来看，春秋航空24年及1Q25的盈利规模最高，展现较强的盈利韧性。

图表40: 2024年航空公司归母净利润同比增长, 1Q2025业绩承压 (亿元)

股票代码	公司名称	2023	2024	2024 增速	1Q2024	1Q2025	1Q2025 增速
601111.SH	中国国航	-10	-2	77%	-16.7	-20.4	-22%
600115.SH	中国东航	-82	-42	48%	-8.0	-10.0	-24%
600029.SH	南方航空	-42	-17	60%	7.6	-7.5	-199%
601021.SH	春秋航空	23	23	1%	8.1	6.8	-16%
603885.SH	吉祥航空	8	9	18%	3.7	3.5	-8%
002928.SZ	华夏航空	-10	3	128%	0.2	0.8	232%
601156.SH	东航物流	24.9	26.9	8%	5.9	5.5	-7%
001391.SZ	国货航	11.5	19.5	69%	2.6	5.8	124%

来源: Wind, 国金证券研究所

### 3.3 机场: 需求增长提升收入, 成本刚性盈利大增

量增推动收入恢复, 机场公司营收亦大幅改善。2024年上海机场营收同比+12%, 白云机场+15%, 深圳机场+14%, 厦门空港+11%, 海南机场-35%、首都机场+27%、美兰空港+4%。1Q2025, 上海机场营收同比+5%, 白云机场+10%, 深圳机场+11%, 厦门空港+7%, 海南机场-9%, 首都机场-1%。

图表41: 2024年多家机场公司营收大幅改善 (亿元)

股票代码	公司名称	2023	2024	2024 增速	1Q2024	1Q2025	1Q2025 增速
600009.SH	上海机场	110	124	12%	30	32	5%
600004.SH	白云机场	64	74	15%	17	18	10%
000089.SZ	深圳机场	42	47	14%	11	13	11%
600897.SH	厦门空港	17	19	11%	5	4.9	7%
600515.SH	海南机场	68	44	-35%	12	11	-9%
0694.HK	北京首都机场股份	21	27	27%	13	13	-1%
0357.HK	美兰空港	21	22	4%			

来源: Wind, 国金证券研究所

机场公司成本相对刚性, 收入增长大幅拉动利润提升。2024年上海机场净利同比+107%, 白云机场+110%, 深圳机场+12%, 厦门空港+22%, 海南机场-52%、首都机场+18%、美兰空港-180%。1Q2025, 上海机场净利同比+35%, 白云机场+58%, 深圳机场+72%, 厦门空港+4%, 海南机场-54%, 首都机场+16%。

图表42: 2024年多家机场公司归母净利润大幅改善 (亿元)

股票代码	公司名称	2023	2024	2024 增速	1Q2024	1Q2025	1Q2025 增速
600009.SH	上海机场	9.3	19.3	107%	3.9	5.2	35%
600004.SH	白云机场	4.4	9.3	110%	1.9	3.0	58%
000089.SZ	深圳机场	4.0	4.4	12%	0.9	1.6	72%
600897.SH	厦门空港	3.5	4.3	22%	1.2	1.3	4%
600515.SH	海南机场	9.5	4.6	-52%	2	1.0	-54%
0694.HK	北京首都机场股份	-17	-14	18%	-13	-15	16%
0357.HK	美兰空港	-1	-4	-180%			

来源: Wind, 国金证券研究所

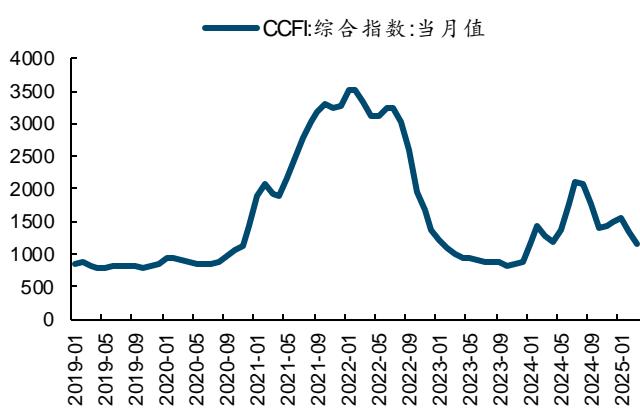
## 四、航运港口: 集运景气回升, 油运景气持续, 港口业务量稳步增长

### 4.1 航运: 集运运价同比提升, 油运景气持续

运价上涨驱动, 单季度板块营收业绩同比增长。2024板块营收4687亿元, 同比+22%, 归母净利润705亿元, 同比+64.2%。营收增长主要系红海事件持续影响, 集运景气回升, 对板块影响较大。

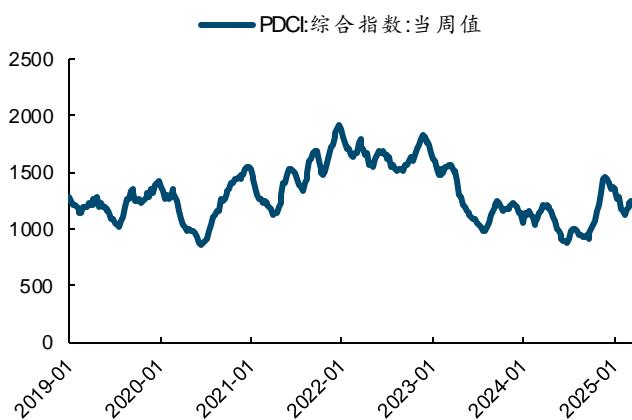
集运运价回升，油运景气持续。2024CCFI 指数平均为 1550.59 点，同比+65%；PDCI 指数平均 1101.42 点，同比-12%；BDTI TD3C-TCE 平均为 34900.04 美元/天，同比下降 3.0%；BCTI TC7-TCE 平均为 27697.9 美元/天，同比+7.2%。

图表43: 2024 集运运价同比增长



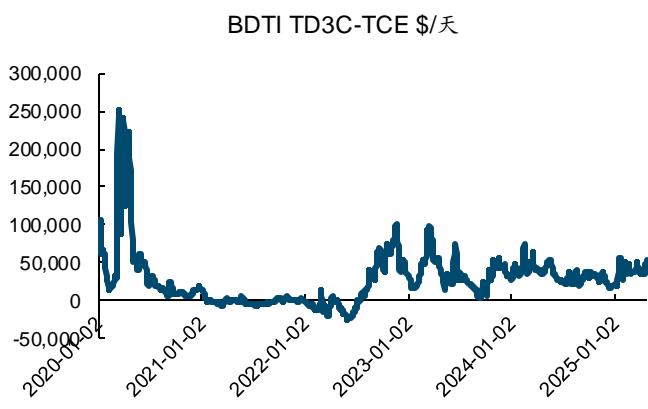
来源: Wind, 国金证券研究所

图表44: 2024 内贸集运 PDCI 指数低位运行



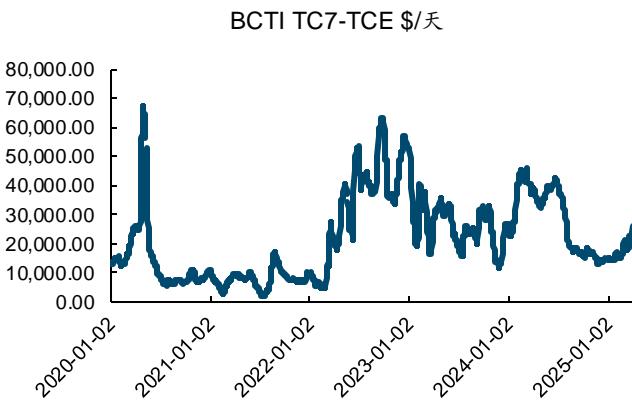
来源: Wind, 国金证券研究所

图表45: 2024 BDTI TD3C-TCE 同比略有下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表46: 2024 BCTI TC7-TCE 同比增长



来源: Wind, 国金证券研究所

2024 年集运公司营收增长，油运公司营收相对稳定。2024 年中远海控营收+33%，中远海能+2%，招商轮船+0%，安通控股+3%，中远海发+77%，招商南油+4%，中远海特+38%，中谷物流-9%，锦江航运+13%，海通发展+115%。1Q2025，中远海控营收+20%，中远海能-4%，招商轮船-11%，安通控股+26%，中远海发+10%，招商南油-25%，中远海特+51%，中谷物流-8%，锦江航运+33%，海通发展+1%。

图表47: 2024 航运公司营收增长分化 (亿元)

股票代码	公司名称	2023	2024	2024 增速	1Q2024	1Q2025	1Q2025 增速
601919.SH	中远海控	1754	2339	33%	483	580	20%
600026.SH	中远海能	221	232	2%	58	58	-4%
601872.SH	招商轮船	259	258	0%	63	56	-11%
600179.SH	安通控股	73	75	3%	16	20	26%
601866.SH	中远海发	156	276	77%	49	54	10%
601975.SH	招商南油	62	65	4%	18	14	-25%
600428.SH	中远海特	120	168	38%	34	52	51%
603565.SH	中谷物流	124	113	-9%	28	26	-8%
1308.HK	锦江航运	53	60	13%	13	17	33%
603162.SH	海通发展	17	37	115%	8	8	1%

来源: Wind, 国金证券研究所 注: 太平洋航运财务数据单位为美元。

2024年航运板块业绩分化。2024年中远海控归母净利润+106%，中远海能+19%，招商轮船+6%，安通控股+8%，中远海发+20%，招商南油+23%，中远海特+44%，中谷物流+7%，海丰国际+37%，海通发展+197%。1Q2025，中远海控归母净利润+73%，中远海能-43%，招商轮船-37%，安通控股+372%，中远海发+8%，招商南油-58%，中远海特+2%，中谷物流+41%，海丰国际+187%，海通发展-25%。

图表48: 2024航运公司业绩增长分化 (亿元)

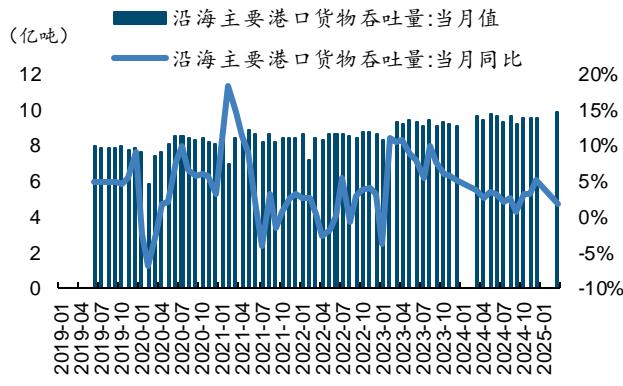
股票代码	公司名称	2023	2024	2024 增速	1Q2024	1Q2025	1Q2025 增速
601919.SH	中远海控	239	491	106%	68	117	73%
600026.SH	中远海能	34	40	19%	12	7	-43%
601872.SH	招商轮船	48	51	6%	14	9	-37%
600179.SH	安通控股	6	6	8%	1	2	372%
601866.SH	中远海发	14	17	20%	4	5	8%
601975.SH	招商南油	16	19	23%	7	3	-58%
600428.SH	中远海特	11	15	44%	3	3	2%
603565.SH	中谷物流	17	18	7%	4	5	41%
1308.HK	锦江航运	7	10	37%	1	4	187%
603162.SH	海通发展	2	5	197%	1	1	-25%

来源: Wind, 国金证券研究所 注: 太平洋航运财务数据单位为美元。

#### 4.2 港口：业务量稳步恢复，业绩增速分化

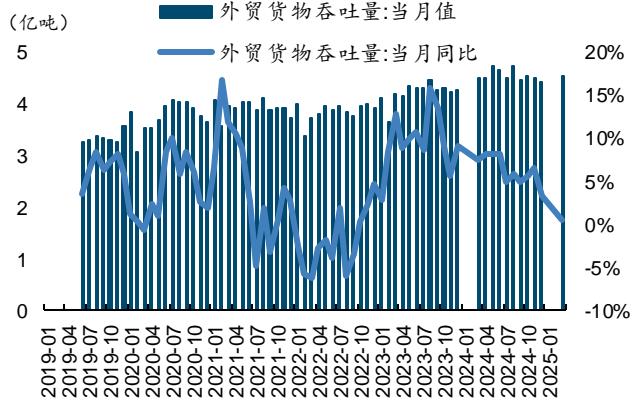
港口业务量稳步恢复。2024年沿海主要港口货物吞吐量为112.2亿吨，同比上升3.5%，外贸货物吞吐量为48.4亿吨，同比上升6.9%。

图表49: 2024年港口货物吞吐量同比增长



来源: Wind, 国金证券研究所

图表50: 2024年港口外贸货物吞吐量同比增长



来源: Wind, 国金证券研究所

2024年港口公司营收表现分化。其中上港集团营收+2%，宁波港+10%，招商港口+2%，青岛港+4%，辽港股份-9%，广州港+7%，唐山港-2%，秦港股份-3%，北部湾港+1%，天津港+3%，盐田港-11%。1Q2025，上港集团营收+6%，宁波港+2%，招商港口+9%，青岛港+9%，辽港股份-13%，广州港+6%，唐山港-17%，秦港股份-6%，北部湾港+7%，天津港+8%，盐田港-14%。

图表51: 2024港口公司营收增速分化 (亿元)

股票代码	公司名称	2023	2024	2024 增速	1Q2024	1Q2025	1Q2025 增速
600018.SH	上港集团	376	381	2%	90	95	6%
601018.SH	宁波港	260	287	10%	69	71	2%
001872.SZ	招商港口	158	161	2%	39	42	9%
601298.SH	青岛港	182	189	4%	44	48	9%
601880.SH	辽港股份	122	111	-9%	29	25	-13%

<b>601228.SH</b>	广州港	132	141	7%	32	34	6%
<b>601000.SH</b>	唐山港	58	57	-2%	15	12	-17%
<b>601326.SH</b>	秦港股份	71	69	-3%	17	16	-6%
<b>000582.SZ</b>	北部湾港	69	70	1%	15	16	7%
<b>600717.SH</b>	天津港	117	121	3%	28	30	8%
<b>000088.SZ</b>	盐田港	9	8	-11%	2	2	-14%

来源: Wind, 国金证券研究所

2024 年部分公司实现归母净利润增长, 其中上港集团+13%, 宁波港+5%, 招商港口+26%, 青岛港+6%, 辽港股份-15%, 广州港-11%, 唐山港+3%, 秦港股份+2%, 北部湾港+8%, 天津港+1%, 盐田港+22%。1Q2025, 上港集团归母净利润+6%, 宁波港+5%, 招商港口+5%, 青岛港+7%, 辽港股份-45%, 广州港-18%, 唐山港-30%, 秦港股份-3%, 北部湾港-50%, 天津港-10%, 盐田港-22%。

**图表52: 2024 港口公司归母净利润增速分化 (亿元)**

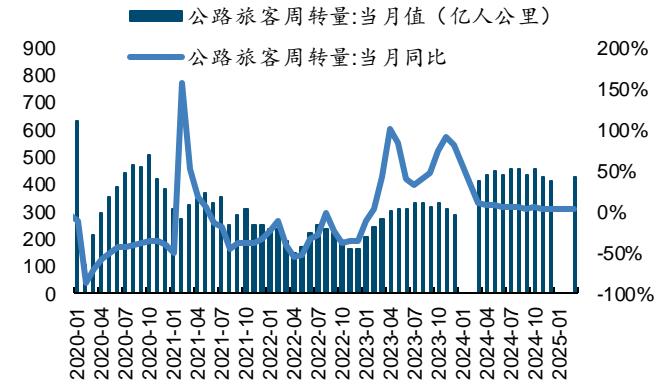
股票代码	公司名称	2023	2024	2024 增速	1Q2024	1Q2025	1Q2025 增速
<b>600018.SH</b>	上港集团	132	150	13%	37	39	6%
<b>601018.SH</b>	宁波港	47	49	5%	11	12	5%
<b>001872.SZ</b>	招商港口	36	45	26%	10	11	5%
<b>601298.SH</b>	青岛港	49	52	6%	13	14	7%
<b>601880.SH</b>	辽港股份	13	11	-15%	4	2	-45%
<b>601228.SH</b>	广州港	11	10	-11%	3	3	-18%
<b>601000.SH</b>	唐山港	19	20	3%	5	4	-30%
<b>601326.SH</b>	秦港股份	15	16	2%	4	4	-3%
<b>000582.SZ</b>	北部湾港	11	12	8%	4	2	-50%
<b>600717.SH</b>	天津港	10	10	1%	3	3	-10%
<b>000088.SZ</b>	盐田港	11	13	22%	3	3	22%

来源: Wind, 国金证券研究所

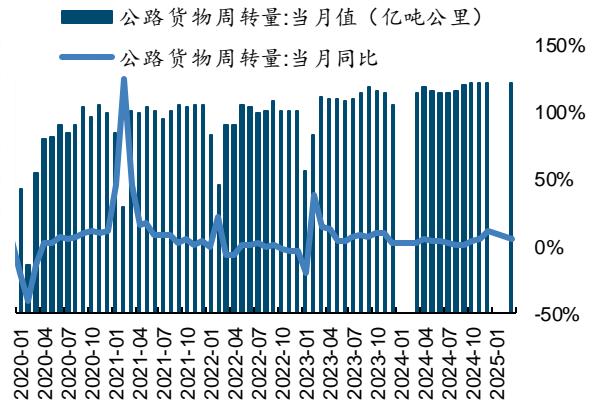
## 五、公路铁路：公路车流量略有下降，铁路客运稳健增长

### 5.1 公路：2024 年车流量略有下降，货运周转有所增长

2024 年由于恶劣天气影响、宏观经济承压导致货车流量下滑, 以及节假日免费天数增加等因素影响, 公路板块通行费收入承压, 归母净利润也同比-7.4%。2024 公路旅客周转量 5117 亿人公里, 同比增长 8%, 货物周转量 76847.5 亿吨公里, 同比增长 4%。

**图表53: 2024 年公路旅客周转量上升**


来源: Wind, 国金证券研究所

**图表54: 2024 年公路货物周转量上升**


来源: Wind, 国金证券研究所

图表55: 高速公路货车通行量



来源：交通运输部，国金证券研究所

2024年车流量下滑，公路板块盈利同比下滑。2024年公路板块营收1319亿元，同比+7%。归母净利润264亿元，同比-7.4%，铁路板块营收实现1569亿元，同比-4%，归母净利润实现232亿元，同比-7.0%。

2024年公路板块公司营收超过半数同比增长，其中招商公路营收+31%，宁沪高速+53%，山东高速+7%，深高速-1%，粤高速-6%，皖通高速+7%，四川成渝-11%，东莞控股-64%，深圳国际+31%。1Q2025，招商公路营收-7%，宁沪高速+38%，山东高速-1%，深高速-13%，粤高速-7%，皖通高速+95%，四川成渝-8%，东莞控股-11%，深圳国际-7%。

图表56: 2024多数公路公司营收增长 (亿元)

股票代码	公司名称	2023	2024	2024 增速	1Q2024	1Q2025	1Q2025 增速
001965.SZ	招商公路	97	127	31%	30	28	-7%
600377.SH	宁沪高速	152	232	53%	35	48	38%
600350.SH	山东高速	265	285	7%	45	45	-1%
600548.SH	深高速	93	92	-1%	20	18	-13%
000429.SZ	粤高速 A	49	46	-6%	11	10	-7%
600012.SH	皖通高速	66	71	7%	13	28	95%
601107.SH	四川成渝	117	104	-11%	20	18	-8%
000828.SZ	东莞控股	47	17	-64%	4	4	-11%
0152.HK	深圳国际	97	127	31%	30	28	-7%

来源：Wind，国金证券研究所

归母净利润方面，2024年招商公路-21%，宁沪高速+12%，山东高速-3%，深高速-51%，粤高速 A-4%，皖通高速+1%，四川成渝+23%，东莞控股+43%。1Q2025，招商公路+3%，宁沪高速-3%，山东高速+5%，深高速+1%，粤高速 A+56%，皖通高速+5%，四川成渝+17%，东莞控股-46%。

图表57: 2024多数公路公司归母净利润增长 (亿元)

股票代码	公司名称	2023	2024	2024 增速	1Q2024	1Q2025	1Q2025 增速
001965.SZ	招商公路	68	53	-21%	13	13	3%
600377.SH	宁沪高速	44	49	12%	12	12	-3%
600350.SH	山东高速	33	32	-3%	8	8	5%
600548.SH	深高速	23	11	-51%	5	5	1%
000429.SZ	粤高速 A	16	16	-4%	4	7	56%
600012.SH	皖通高速	17	17	1%	5	6	5%

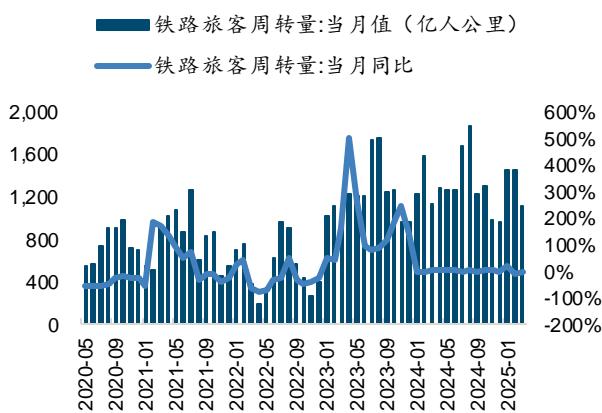
601107.SH	四川成渝	12	15	23%	4	5	17%
000828.SZ	东莞控股	7	10	43%	4	2	-46%

来源: Wind, 国金证券研究所

## 5.2 铁路: 铁路客运持续恢复, 旅客周转量增长

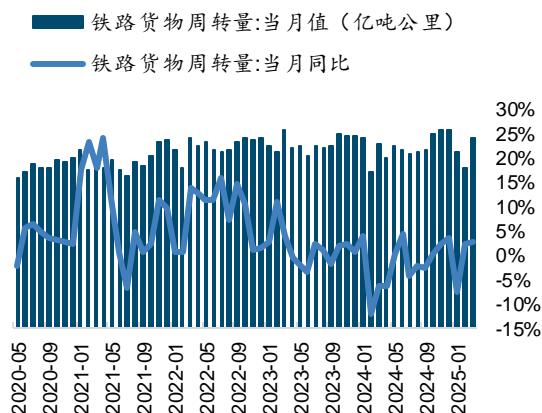
2024 铁路客运持续恢复, 旅客周转量增长。煤炭运输不景气, 山西省减产、进口煤冲击以及水电发电量较好导致国内煤炭需求下降, 铁路货运承压。2024 铁路旅客周转量 15799 亿人公里, 同比增长 7.3%, 货物周转量 35862 亿吨公里, 同比下降 1.6%。1Q2025 铁路旅客周转量 4019 亿人公里, 同比增长 1.7%, 货物周转量 8633 亿吨公里, 同比下降 1.1%。

图表58: 2024及20251Q铁路旅客周转量同比上升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表59: 2024及1Q2025铁路货物周转量同比下降



来源: Wind, 国金证券研究所

2024 年铁路公司营收增速分化, 其中京沪高铁+4%, 中铁特货+5%, 大秦铁路-8%, 广汇物流%, 广深铁路+3。1Q2025, 京沪高铁+1%, 中铁特货+4%, 大秦铁路-3%, 广汇物流%, 广深铁路+4%。

图表60: 2024铁路公司营收增长(亿元)

股票代码	公司名称	2023	2024	2024 增速	1Q2024	1Q2025	1Q2025 增速
601816.SH	京沪高铁	193	209	8%	103	108	4%
001213.SZ	中铁特货	48	51	5%	25	26	4%
601006.SH	大秦铁路	404	366	-9%	206	183	-11%
600603.SH	广汇物流	11	18	61%	4	8	88%
601333.SH	广深铁路	124	129	4%	62	63	1%

来源: Wind, 国金证券研究所 备注: 广汇物流为调整后口径增速。

2024 年铁路公司归母净利润增速分化, 京沪高铁增幅明显, 其中京沪高铁+11%, 中铁特货+6%, 大秦铁路-24%, 广汇物流-13%, 广深铁路持平。1Q2025, 京沪高铁持平, 中铁特货-35%, 大秦铁路-16%, 广汇物流+1%, 广深铁路-14%。

图表61: 2024铁路公司归母净利润增长(亿元)

股票代码	公司名称	2023	2024	2024 增速	1Q2024	1Q2025	1Q2025 增速
601816.SH	京沪高铁	51	64	24%	29	34	17%
001213.SZ	中铁特货	3	5	35%	2	2	-6%
601006.SH	大秦铁路	75	59	-22%	39	28	-27%
600603.SH	广汇物流	2	3	19%	1	1	13%
601333.SH	广深铁路	7	9	35%	3	4	34%

来源: Wind, 国金证券研究所 备注: 广汇物流为调整后口径增速。

## 六、投资建议: 关注物流、航空

建议关注物流、航空板块。(1) 物流: 考虑估值性价比、经营韧性、股东回报提升等, 推荐顺丰控股。发力智慧物流, 主业受益消费电子服务器需求改善, 推荐海晨股份。(2) 航空: 受飞机制造商及上游零部件供应商产能制约, 未来航

空业供给增速将放缓，关税政策或进一步压制供给，供需优化推动票价提升及利润释放，整体推荐航空板块。

## 七、风险提示

需求恢复不及预期风险。目前需求恢复，若恢复时间持续长于预期，则可能对物流板块和出行板块将产生负面影响。

宏观经济增速低于预期风险。交通运输业与宏观经济紧密联系，如果宏观经济增速低于预期，则交通运输行业的增长将会承压。

人民币汇率贬值风险。航空公司存在大量美元负债，人民币汇率贬值可能影响航司利润水平。

油价大幅上涨风险。交通运输行业成本主要是燃油，如果油价持续上行则会影响企业利润水平。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来3-6个月内该行业上涨幅度超过大盘在15%以上；

增持：预期未来3-6个月内该行业上涨幅度超过大盘在5%-15%；

中性：预期未来3-6个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%-5%；

减持：预期未来3-6个月内该行业下跌幅度超过大盘在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

**北京**

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

**深圳**

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806