



信达证券  
CINDA SECURITIES

Research and  
Development Center

# 交运整体稳健，看好物流发展

交运 24 年度复盘及 25Q1 总结

2025 年 5 月 9 日

## 证券研究报告

## 行业研究

## 行业专题研究（深度）

## 交通运输

投资评级 看好

上次评级 看好

匡培钦 交运行业首席分析师

执业编号：S1500524070004

邮箱：kuangpeiqin@cindasc.com

黄安 交运行业分析师

执业编号：S1500524110001

邮箱：huangan@cindasc.com

秦梦鸽 交运行业分析师

执业编号：S1500524110002

邮箱：qinmengge@cindasc.com

陈依晗 交运行业研究助理

邮箱：chenyihan@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦  
B座

邮编：100031

# 交运 24 年度复盘及 25Q1 总结：交运整体稳健，看好物流发展

2025 年 5 月 9 日

## 本期内容提要：

## ➤ 快递：件量维持相对高增，看好顺丰控股现金价值。

1) 件量端：一季度行业及龙头件量延续相对高增长。2024 年快递行业实现业务量 1750.8 亿件，同比+21.5%，25Q1 实现业务量 451.4 亿件，同比+21.6%。分公司来看，2025 年一季度圆通、韵达、申通、顺丰分别实现快递业务量 67.79 亿件、60.76 亿件、58.07 亿件和 35.41 亿件，累计增速来看，申通 26.6% > 韵达 22.9% > 圆通 21.7% > 顺丰 19.7%。

2) 价格及盈利端：一季度价格博弈程度加剧，公司单票盈利承压。Q1 行业累计单票价格 7.66 元，同比-8.8%。直营快递方面，25Q1 顺丰控股归母净利润同比+16.9%，归母净利率 3.2%，同比+0.27pct，利润率稳步提升。电商快递方面，受价格博弈程度加剧影响，单票盈利承压，25Q1 圆通/韵达/申通归母净利润分别同比-9.2%、-22.1%、+24.0%，综合单票归母净利润 0.126 元、0.053 元、0.041 元，分别下降 0.04 元、0.03 元、0.00 元。

3) 投资建议：单量方面，直播电商进一步崛起背景下，一方面网购消费渗透率进一步提升，另一方面网购消费行为的下沉化和碎片化推动了单快递包裹实物商品网购额的下行，我们认为快递业务量仍有较强的成长性。单票盈利方面，受行业价格博弈程度提升影响，电商快递单票盈利承压，建议关注 2025 年行业竞争格局变化。**推荐顺丰控股**，作为综合快递物流龙头，我们看好公司经营拐点及现金流拐点到来后迈入新发展阶段。

## ➤ 航空：供需有望改善拉动票价回升，带来航司业绩弹性。

1) 经营情况：行业客座率修复到 19 年水平并持续高位。2024 年行业 ASK 及 RPK 均已超过 2019 年水平，但客座率前期还有缺口，1 月客座率较 2019 年同期-2.1pct，至 12 月客座率超过 2019 年同期 1.2pct，全年行业客座率达到 83.3%，超过 2019 年 0.1pct，同比+5.4pct。2024 年国内线周转量同比+12.0%，较 2019 年同期+20.4%。国际线周转量从年初 1 月恢复率 70.7%，至 12 月恢复到 95.7%，全年累计恢复率为 85.2%。

2024 年票价表现偏弱，25Q1 以来票价跌幅有所收窄。2024 年民航经济舱平均票价约 767 元，同比-12.1%，较 2019 年同期-3.8%，全年票价表现偏弱。25Q1 国内经济舱平均票价 734 元，同比-12.0%，过去四周（3.31-4.6、4.7-4.13、4.14-4.20、4.21-4.27）周度平均票价同比分别-8.0%、-7.6%、-5.8%、-8.5%，同比跌幅有所收窄。

2) 财务情况：2024 年三大航大幅减亏，票价拖累整体盈利水平。2024



年行业客座率修复、供给仍有增长，国际线持续恢复带动整体出行量增长。行业供给相对充裕、票价表现偏弱，三大航大幅减亏，仍为净亏损。2024 年国航/南航/东航/春秋/吉祥营收同比分别 +18.1%/+8.9%/+16.2%/+11.5%/+9.9%。国航/南航/东航归母净利同比减亏分别 8.1/25.1/39.4 亿元，春秋/吉祥归母净利同比分别增长 0.7%/17.5%。受票价拖累，2024 年航司单位 RPK 收入有不同程度下降，成本端受益于油价下跌、机队利用率提升等，单位成本有所下降。

**3) 投资建议：供给受限、票价有望回升改善航司业绩，建议关注板块投资机会。看好旺季的供需改善：**供给端从机队×利用小时数×客座率带来的供给看，1) 供应链问题叠加美国“对等关税”影响，飞机引进或进一步放缓；2) 受发动机维修影响利用率短期提升有限；3) 国内线客座率维持高位水平，整体旺季运载能力或提升空间有限。需求端从春节及清明小长假看，旺季需求持续增长，供需或将改善，票价低位有望回升。看好航空出行的持续复苏，**建议重点关注中国国航、南方航空、春秋航空、吉祥航空、中国东航等。**

➤ **港口：行业吞吐量稳增，青岛港盈利及分红能力领先**

**1) 经营数据：全国港口货物吞吐量整体维持稳增。**2024 年，全国港口实现货物吞吐量 175.95 亿吨，同比增长 3.66%，2021~2024 年 CAGR 为 4.21%；全国港口实现集装箱吞吐量 3.32 亿标准箱，同比增长 6.98%，2021~2024 年 CAGR 为 5.5%。2025 年第一季度，全国港口实现货物吞吐量 42.22 亿吨，同比增长 3.23%；全国港口实现集装箱吞吐量 0.83 亿标准箱，同比增长 8.21%。

**2) 财务数据：青岛港维持稳增，招商港口增速突出。**青岛港业绩整体受益于集装箱吞吐量稳增，2024 年实现归母净利润同比增长 6.33%，2025 年第一季度实现归母净利润同比增长 6.51%；唐山港 2025 年第一季度阶段性受制于吞吐量下滑，2024 年实现归母净利润同比增长 2.8%，2025 年第一季度实现归母净利润同比下滑 29.53%；招商港口 2024 年各区域港口投资表现优秀，2025 年第一季度受益于珠三角集装箱吞吐量高增，2024 年实现归母净利润同比增长 26.44%，2025 年第一季度实现归母净利润同比增长 5.21%。

**3) 投资建议：建议关注 ROE、分红能力持续优于行业的青岛港。**2024 年，青岛港 ROE 以 12.65% 居首于港口板块，青岛港、唐山港 ROE 分别超出 A 股港口板块平均水平 5.74、2.80 个百分点。分红方面，唐山港、招商港口、青岛港 2024 年股息率分别以 4.3%、3.6%、3.5% 稳居行业前列。

➤ **公路：Q1 业绩基本符合预期，看好现金流价值。**

**1) 行业层面：2024 年受极端天气影响公司盈利承压，25Q1 板块盈利稳健增长。**2024 年全国公路客运量 117.81 亿人次，同比+7.0%，公路货运量 418.80 亿吨，同比+3.8%。受部分极端天气影响，板块 2024 年归母净利润同比-7.4%。2025 年一季度全国公路客运量 28.66 亿人次，同比+0.5%，公路货运量 94.92 亿吨，同比+5.4%，板块营业收入



同比+10.3%，归母净利润同比+4.5%，一季度公路板块实现稳健增长。

**2) 业绩情况：**从上市公司来看，2024 年招商公路、山东高速、粤高速、宁沪高速、深高速、皖通高速利润分别同比-21.35%、-3.07%、-4.39%、+12.09%、-50.80%、+0.55%；25Q1 招商公路、山东高速、粤高速、宁沪高速、深高速、皖通高速利润分别同比+2.74%、+4.85%、+56.28%、-2.88%、+1.50、+5.19%。

**3) 投资建议：**基于成长性叠加高股息主线，关注稳健龙头。推荐投资运营能力优秀、相关多元化外延拓展持续贡献业绩成长性的招商公路，以及核心路产改扩建完工后或量价齐升赋能增长的山东高速。此外，建议关注标的宁沪高速、皖通高速、粤高速 A、深高速。

➤ **铁路：客运、货运周转量均拖累业绩表现，静待运量企稳业绩回升**

**1) 经营情况：**a)铁路货运：受上游货源受限、进口煤炭冲击、能源结构变化等因素影响，2024 年大秦线运量同比下降 7.1%至 3.92 亿吨，25Q1 大秦线运量同比下降 5.6%至 0.93 亿吨。b)铁路客运：2024 年，京沪高铁本线列车旅客量 5201.6 万人次，同比-2.3%，较 2019 年同期-2.5%；全年跨线列车运营里程完成 10250.7 万列公里、同比+11.4%，京福安徽线路列车完成 3763 万列公里，同比+5.7%；累计跨线列车运营里程达到 14013.7 万列公里，同比+9.8%。公司重点发力跨线车业务，跨线列车完成额增长较多。

**2) 财务情况：**a)大秦铁路：受运量下滑影响，公司营收同比有所下降，而成本相对刚性，运量下滑带来的营收降幅大于成本，公司归母净利润出现较大幅度下滑，2024 归母净利润 90.39 亿元，同比-24.23%；25Q1 归母净利润 25.71 亿元，同比-15.61%。b)京沪高铁：2024 年公司实现归母净利 127.68 亿元，同比+10.6%，主要受益于跨线业务量增长。25Q1 实现归母净利 29.64 亿元，同比+0.03%，京沪线本线车需求偏弱拖累客座率，跨线车相对稳健，盈利持稳。

**3) 投资建议：**铁路货运方面，大秦铁路是国铁集团西煤东运的龙头企业，我们看好公司稳健的经营能力以及可观的股息回报，公司 2025 年计划大秦线货物运输量 4 亿吨，全年营收预算 780 亿元，看好 2025 年运量恢复带动业绩增长。铁路客运方面，京沪高铁坐拥黄金路产，贯穿南北大通道，旅客出行需求较旺。随路网逐步完善，公司本线跨线列车调整，跨线车列次、运营里程等有望增长，我们预计将带动路网服务业务量进一步增加，进而带动公司业绩稳步提升。

➤ **航运：近期运价波动，静待弹性释放。**

**1) 经营数据：**油运运价维持 5 万美元/日附近，集运外贸运价略有回落。油运 2025 年运价中枢有所抬升，TD3C-TCE 中枢维持 5 万美元/日附近；集运 2025 年起外贸运价有所回落，内贸运价整体持平；散运 2025 年运价持续承压。

**2) 财务数据：**中远海控、中谷物流整体表现较优。中远海控财务表现稳步复苏，2024 年实现归母净利润同比增长 105.78%，2025 年第一

季度实现归母净利润同比增长 73.12%；中谷物流 2025 年第一季度受益于运价上涨，2024 年实现归母净利润同比增长 6.88%，2025 年第一季度实现归母净利润同比增长 40.73%。

**3) 投资建议：运价波动背景下，建议关注稳定性更优的招商轮船、中谷物流。**中远海能、招商南油、中远海控 ROE 受国际海运费波动的影响较大，招商轮船 ROE 在 2020~2024 年维持在 14%附近波动，2024 年实现 13.28%。中谷物流 ROE 在 2018~2022 年维持在 30%附近波动，2024 年落至 16.86%。

➤ **大宗供应链：客户风险释放，龙头业绩有望企稳回升。**

**1) 经营情况：下游需求疲弱，龙头经营货量短期下降，单吨毛利回升。**受宏观环境影响，2023 年工业景气度较低，2024 年同比略有改善，但整体经济表现仍然偏弱，大宗商品价格出现不同程度下降。受需求端景气度拖累，同时头部供应链企业自身调整货品结构影响，大宗供应链企业 CR5 货量在 2024 年同比略降 2.9%。但商品单吨毛利有所回升，其中厦门象屿、厦门国贸 2024 年大宗商品整体单吨毛利分别为 28.1、41.2 元/吨，同比分别+3.1%、+31.6%。我们认为，头部企业结构调整结束后，有望依托其规模效应，在多方面形成优势，份额有望持续提升，后续业务量有望恢复增长。

**2) 财务情况：利润或触底、股息率具备投资价值。**厦门象屿、厦门国贸、建发股份 2024 年供应链业务营收分别为 3547、3667、5089 亿元，同比分别-20.5%、-24.1%、-14.2%。对应实现归母净利分别为 14.2、6.3、29.5 亿元，同比分别-9.9%、-67.3%、-77.5%，建发股份供应链运营业务实现归母净利 35.06 亿元，同比-11.3%。若上述公司 2025 年分红比例能够维持此前平均比例，对应股息率分别为 4.73%、4.75%、5.28%，具备一定投资价值。

**3) 投资建议：估值低位、分红比例较高，高股息具备较高投资价值。**过去两年经济需求表现偏弱，下游客商经济活跃度较低，大宗商品需求量及价格下降，大宗供应链企业盈利水平受到影响。2024 年下半年一揽子增量政策出台，诸多利好政策提振行业需求，工业企业效益有所改善，大宗商品行业或有望迎来周期上行拐点，供应链企业利润或触底，业绩有望回升。估值水平看，当前大宗供应链企业估值分位水平不高；从分红情况看，公司分红比例较高，股息率具备较高投资价值。

➤ **投资评级：看好**

➤ **风险因素：**实物商品网购需求不及预期；电商快递价格竞争恶化；末端加盟商稳定性下降；出行需求恢复不及预期；油价大幅上涨风险；人民币大幅贬值风险；客货车流量不及预期；分红政策不及预期；港口整合不及预期；油轮船队规模扩张超预期；航运环保监管执行力度不及预期；委托管理风险；大宗商品价格波动风险；客商信用风险；国际业务拓展风险。



## 目录

1 快递：件量维持相对高增，看好顺丰控股现金价值	10
1.1 件量端：一季度行业及龙头件量延续相对高增长	10
1.2 价格及盈利端：一季度价格博弈程度加剧，公司单票盈利承压	11
1.3 投资建议：单量成长性仍在，看好顺丰控股稳健成长性及现金流价值	12
2 航空：供需有望改善拉动票价回升，带来航司业绩弹性	13
2.1 经营情况：行业客座率修复到 19 年水平并持续高位	13
2.2 财务情况：2024 年三大航大幅减亏，票价拖累整体盈利水平	16
2.3 投资建议：供给受限、票价有望回升改善航司业绩，建议关注板块投资机会	18
3 港口：行业吞吐量稳增，青岛港盈利及分红能力领先	20
3.1 经营数据：全国港口货物吞吐量整体维持稳增	20
3.2 财务数据：青岛港维持稳增，招商港口增速突出	23
3.3 投资建议：建议关注 ROE、分红能力持续优于行业的青岛港	24
附：港口重点公司财务数据及估值表	26
4 公路：Q1 业绩基本符合预期，看好股息价值	27
4.1 经营情况：一季度公路经营稳健，全年有望向好	27
4.2 投资建议：关注头部高速业绩稳健性及现金流价值	28
5 铁路：客运、货运周转量均拖累业绩表现	29
5.1 经营情况：2024 年客运、货运运量均同比下降	29
5.2 财务情况：大秦铁路运量下降拖累营收，京沪高铁本线车需求拖累客座率	30
5.3 投资建议：看好运量恢复带动业绩稳步提升	31
6 航运：近期运价波动，静待弹性释放	32
6.1 经营数据：油运运价维持 5 万美元/日附近，集运外贸运价略有回落	32
6.2 财务数据：中远海控、中谷物流整体表现较优	34
6.3 投资建议：运价波动背景下，建议关注稳定性更优的招商轮船、中谷物流	36
附：航运重点公司财务数据及估值表	37
7 大宗供应链：客户风险释放，龙头业绩有望企稳回升	38
7.1 经营情况：下游需求疲弱，龙头经营货量短期下降，单吨毛利回升	38
7.2 财务情况：利润或触底、股息率具备投资价值	40
7.3 投资建议：估值低位、分红比例较高，高股息具备较高投资价值	42
8 风险因素	44

## 表目录

表 1：上市公司经营数据一览（截至 2025-3）	10
表 2：2024 年及 25 年一季度快递公司业绩一览	12
表 3：快递重点公司盈利预测及估值汇总（截至 2025/5/8）	12
表 4：航空行业重点公司 2024 年度及 2025 年一季度业绩梳理（亿元）	18
表 5：航空行业重点公司估值表（2025/5/8）	19
表 6：港口板块历史股息率	25
表 7：唐山港历史分红数据以及 2023 年分红测算	25
表 8：招商港口历史分红数据以及 2025 年分红测算	26
表 9：青岛港历史分红数据以及 2025 年分红测算	26
表 10：港口行业重点公司财务数据	26
表 11：港口行业重点公司估值表（2025/5/3）	26
表 12：公路行业重点公司 2024 年度及 2025 年一季度业绩梳理（亿元）	28
表 13：公路行业重点公司估值表（2025/5/8）	28
表 14：铁路行业重点公司 2024 年度及 2025 年一季度业绩梳理（亿元）	31
表 15：铁路行业重点公司估值表（2025/5/8）	31
表 16：港口行业重点公司财务数据	37
表 17：港口行业重点公司估值表（2025/5/3）	37
表 18：厦门象屿历史分红数据以及 2025 年分红测算	40
表 19：厦门国贸历史分红数据以及 2025 年分红测算	41

表 20: 建发股份历史分红数据以及 2025 年分红测算	42
表 21: 大宗供应链行业重点公司 2024 年度及 2025 年一季度业绩梳理 (亿元)	42
表 22: 大宗供应链行业重点公司估值表 (2025/5/8)	43
表 23: 大宗供应链企业历史估值分位 (2013 年初至今)	43

## 图 目 录

图 1: 25Q1 快递业务量累计同比+21.6%	10
图 2: 3 月快递业务量同比+20.3%	10
图 3: 社零增速及网购零售额增速情况	11
图 4: 快递单包裹货值情况	11
图 5: 当月单票价格及其增速	11
图 6: 行业单票价格对比情况	11
图 7: 至 25Q1 末, 民航业 ASK/RPK 较 2019 年同期+13.0%/+12.9%	13
图 8: 至 25Q1 末, 民航业客座率较 2019 年同期-0.1pct	13
图 9: 2025 年 3 月, 国内线周转量同比增长 1.7%	13
图 10: 2025 年 3 月国际线周转量恢复至 19 年的 99.8%	13
图 11: 春节后票价同比跌幅波动, Q1 票价同比下降 12.0%	14
图 12: 综合平均单程票价波动	14
图 13: 航空煤油含税出厂价变化 (元/吨)	14
图 14: 布伦特原油价格波动 (美元/桶)	14
图 15: 航空燃油附加费波动情况	15
图 16: 汇率波动情况	15
图 17: 各航司国内线 ASK 同比增速一览	16
图 18: 各航司国际及地区线 ASK 较 2019 年同期恢复率一览	16
图 19: 各航司国内线客座率较 2019 年同期差距	16
图 20: 各航司国际及地区线客座率较 2019 年同期差距	16
图 21: 南航营业收入在三大航中相对更高	17
图 22: 25Q1 春秋/吉祥实现营收分别 53/57 亿元	17
图 23: 25Q1 国航/南航/东航归母净利分别 -20.4/-7.5/-10.0 亿元	17
图 24: 25Q1 春秋/吉祥归母净利分别 6.77/3.45 亿元	17
图 25: 全国港口货物吞吐量	20
图 26: 全国港口集装箱吞吐量	20
图 27: 全国港口货物吞吐量结构-分港口类型	20
图 28: 全国港口货物吞吐量结构-分货物流向	20
图 29: 主要沿海内河港口企业煤炭吞吐量	21
图 30: 主要沿海内河港口企业原油吞吐量	21
图 31: 主要沿海内河港口企业铁矿石吞吐量	21
图 32: 青岛港货物吞吐量	22
图 33: 青岛港集装箱吞吐量	22
图 34: 唐山港散杂货吞吐量结构	22
图 35: 招商港口珠三角集装箱吞吐量	22
图 36: 招商港口海外集装箱吞吐量	22
图 37: 青岛港营业收入	23
图 38: 青岛港归母净利润	23

图 39: 唐山港营业收入	23
图 40: 唐山港归母净利润	23
图 41: 招商港口营业收入	24
图 42: 招商港口归母净利润	24
图 43: 港口重点公司 ROE 对比	24
图 44: 25Q1 公路累计客运量同比+0.5%	27
图 45: 25Q1 公路累计货运量同比+5.4%	27
图 46: 25Q1 公路板块营业收入同比+10.3%	27
图 47: 25Q1 公路板块归母净利润同比+4.5%	27
图 48: 2024 年京沪高铁本线列车旅客量同比-2.3%	29
图 49: 2024 年京沪高铁跨线列车运营里程同比+9.8%	29
图 50: 25Q1 大秦线货物运输量同比-5.6%	29
图 51: 25Q1 大秦铁路营收 178 亿元, 同比-2.56%	30
图 52: 25Q1 大秦铁路归母净利 25.71 亿元, 同比-15.61%	30
图 53: 2024 年京沪高铁营收 421.6 亿元, 同比+3.6%	30
图 54: 2024 年京沪高铁归母净利 127.68 亿元, 同比+10.6%	30
图 55: BDTI-TD3C 航线(波斯湾→远东)等效期租租金(TCE)	32
图 56: BDTI-TD25 航线(美洲湾→欧洲)等效期租租金(TCE)	32
图 57: BDTI-TD22 航线(美洲湾→中国)等效期租租金(TCE)	32
图 58: BCTI-TC7 航线(新加坡→澳洲)等效期租租金(TCE)	32
图 59: 中国出口集装箱运价指数 CCFI	33
图 60: 上海出口集装箱运价指数 SCFI	33
图 61: 泛亚内贸集装箱运价指数 PDCI	33
图 62: 波罗的海干散货指数 BDI	34
图 63: 中远海能营业收入	34
图 64: 中远海能归母净利润	34
图 65: 招商轮船营业收入	35
图 66: 招商轮船归母净利润	35
图 67: 招商南油营业收入	35
图 68: 招商南油归母净利润	35
图 69: 中远海控营业收入	35
图 70: 中远海控归母净利润	35
图 71: 中谷物流营业收入	36
图 72: 中谷物流归母净利润	36
图 73: 航运重点公司 ROE 对比	36
图 74: 2023 及 2024 年制造业 PMI 景气度偏低	38
图 75: 2024 年大宗商品价格指数较去年同期略有回升	38
图 76: 头部 CR5 大宗供应链企业经营货量规模及市占率情况	38
图 77: 2024 年, 厦门象屿经营货量 2.24 亿吨, 同比-0.3%	39
图 78: 2024 年厦门国贸经营货量 1.47 亿吨, 同比-24.0%	39
图 79: 2024 年, 厦门象屿大宗商品单吨毛利为 28.1 元/吨, 同比+3.1%	39
图 80: 2024 年, 厦门国贸大宗商品单吨毛利为 41.2 元/吨, 同比+3.1%	39
图 81: 2024 年厦门象屿实现营收 3667 亿元, 同比-20.1%	40
图 82: 2024 年厦门象屿实现归母净利 14.2 亿元, 同比-9.9%	40
图 83: 2024 年厦门国贸实现营收 3544 亿元, 同比-24.3%	41
图 84: 2024 年厦门国贸实现归母净利 6.3 亿元, 同比-67.3%	41



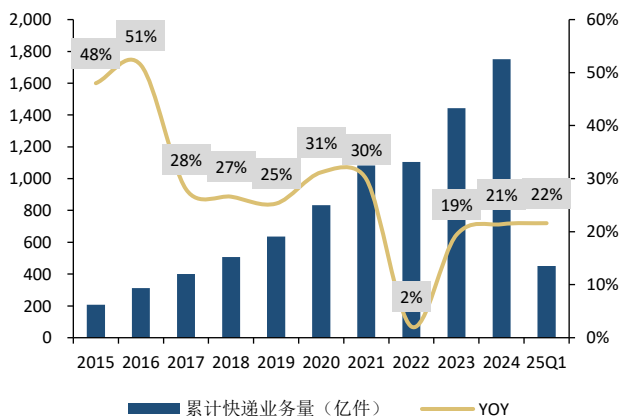
图 85: 2024 年建发股份实现营收 7013 亿元, 同比-8.2% .....	41
图 86: 2024 年建发股份实现归母净利 29.5 亿元, 同比-77.5% .....	41

# 1 快递：件量维持相对高增，看好顺丰控股现金价值

## 1.1 件量端：一季度行业及龙头件量延续相对高增长

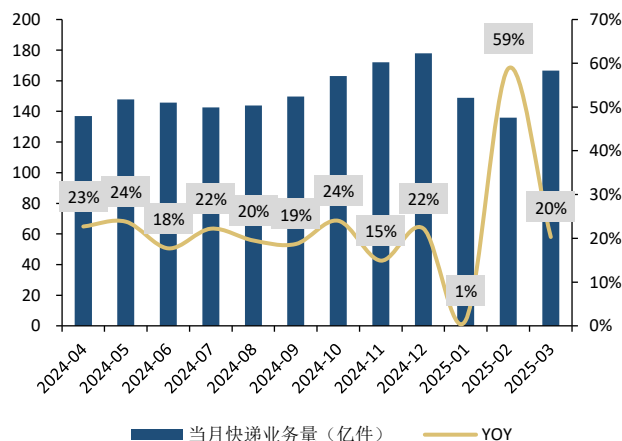
2024 年 2025 年一季度，快递行业业务量延续相对高增长，2024 年快递行业实现业务量 1750.8 亿件，同比+21.5%，25Q1 实现业务量 451.4 亿件，同比+21.6%。分公司来看，2025 年一季度圆通、韵达、申通、顺丰分别实现快递业务量 67.79 亿件、60.76 亿件、58.07 亿件和 35.41 亿件，累计增速来看，申通 26.6%>韵达 22.9%>圆通 21.7%>顺丰 19.7%。

图1：25Q1 快递业务量累计同比+21.6%



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图2：3月快递业务量同比+20.3%



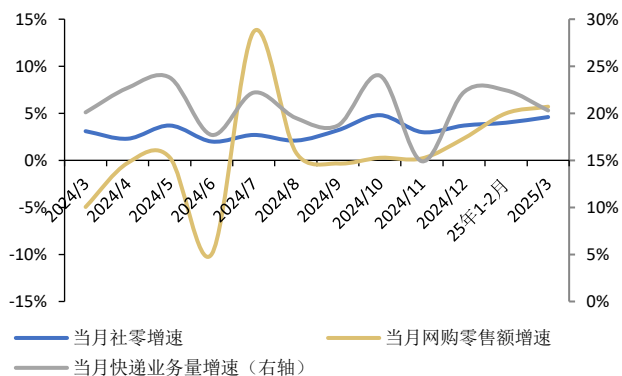
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

表1：上市公司经营数据一览（截至 2025-3）

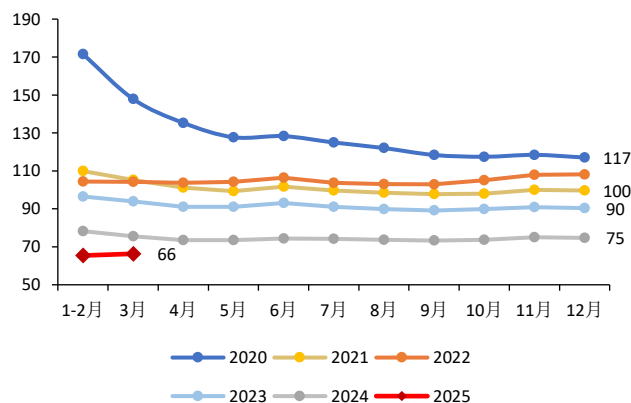
业务量（亿件）					
	当月值	同比	环比	累计值	累计同比
顺丰	12.95	25.4%	41.4%	35.41	19.7%
圆通	26.65	22.5%	44.4%	67.79	21.7%
韵达	22.53	17.3%	24.5%	60.76	22.9%
申通	20.85	20.1%	22.7%	58.07	26.6%
市场份额					
	当月值	同比	环比	累计值	累计同比
顺丰	7.8%	0.3%	1.0%	7.8%	-0.1%
圆通	16.0%	0.3%	2.4%	15.0%	0.0%
韵达	13.5%	-0.3%	0.2%	13.5%	0.1%
申通	12.5%	0.0%	0.0%	12.9%	0.5%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

我们认为，快递业务量维持高增长，主要得益于直播电商等新兴线上消费模式的快速增长及单包裹货值下行带动的件量增长。展望 2025 年，一方面网购消费渗透率进一步提升，另一方面网购消费行为的下沉化和碎片化推动了单快递包裹实物商品网购额的下行，快递行业相对上游电商仍有超额成长性。

**图3：社零增速及网购零售额增速情况**


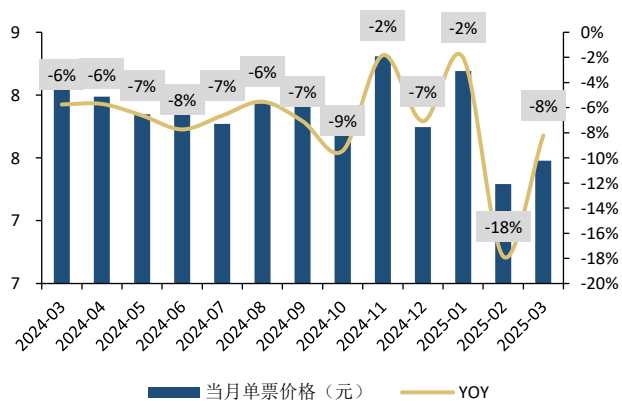
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图4：快递单包裹货值情况**


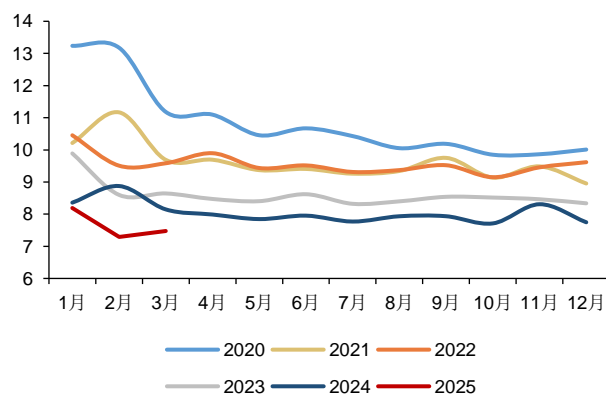
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

## 1.2 价格及盈利端：一季度价格博弈程度加剧，公司单票盈利承压

**2025 年以来，行业价格博弈程度加剧，公司单票盈利承压。**Q1 行业累计单票价格 7.66 元，同比-8.8%。直营快递方面，25Q1 顺丰控股归母净利润同比+16.9%，归母净利率 3.2%，同比+0.27pct，利润率稳步提升。电商快递方面，受价格博弈程度加剧影响，单票盈利承压，25Q1 圆通/韵达/中通归母净利润分别同比-9.2%、-22.1%、+24.0%，综合单票归母净利润 0.126 元、0.053 元、0.041 元，分别下降 0.04 元、0.03 元、0.00 元。

**图5：当月单票价格及其增速**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图6：行业单票价格对比情况**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**表2：2024 年及 25 年一季度快递公司业绩一览**

	顺丰	圆通	韵达	申通
2024 年	营业收入（亿元）	2,844.20	690.33	485.43
	YOY	10.07%	19.67%	7.92%
	归母净利润（亿元）	101.70	40.12	19.14
	YOY	23.51%	7.78%	17.77%
	归母净利率	3.58%	5.81%	3.94%
25Q1	单票归母净利润（元）	0.15	0.08	0.05
	营业收入（亿元）	698.50	170.60	121.89
	YOY	6.90%	10.58%	9.26%
	归母净利润（亿元）	22.34	8.57	3.21
	YOY	16.87%	-9.16%	-22.15%
	归母净利率	3.20%	5.02%	2.63%
	单票归母净利润（元）	0.126	0.053	0.041
	同比（元）	-0.04	-0.03	0.00

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

### 1.3 投资建议：单量成长性仍在，看好顺丰控股稳健成长性及现金流价值

单量方面，直播电商进一步崛起背景下，一方面网购消费渗透率进一步提升，另一方面网购消费行为的下沉化和碎片化推动了单快递包裹实物商品网购额的下行，我们认为快递业务量仍有较强的成长性。单票盈利方面，受行业价格博弈程度提升影响，电商快递单票盈利承压，建议关注 2025 年行业竞争格局变化。

**1）直营制方面**，推荐顺丰控股，作为综合快递物流龙头，看好公司经营拐点及现金流拐点到来后迈入新发展阶段，短期看，随着公司网络融通推进，利润率稳步提升或带动业绩相对高增，中长期看，国际业务有望打开新成长曲线。

**2）加盟制方面**，估值或已调整到位，关注价格博弈背景下行业格局变化情况，推荐中通快递、韵达股份、圆通速递，关注申通快递。

**表3：快递重点公司盈利预测及估值汇总（截至 2025/5/8）**

证券代码	公司简称	市值/亿元	归母净利润/亿元				PE					PB(LF)
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	TTM	2025E	2026E	2027E	
002352.SZ	顺丰控股	2,171	101.70	119.11	142.57	168.45	21.3	20.7	18.2	15.2	12.9	2.31
2057.HK	中通快递-W	1,191	100.80	104.40	117.77	135.12	11.8	12.5	11.4	10.1	8.8	1.78
600233.SH	圆通速递	454	40.12	41.02	47.43	53.88	11.3	11.6	11.1	9.6	8.4	1.39
002120.SZ	韵达股份	198	19.14	20.17	23.12	26.71	10.4	10.9	9.8	8.6	7.4	0.97
002468.SZ	申通快递	163	10.40	13.61	16.91	20.02	15.6	15.0	11.9	9.6	8.1	1.65

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：申通快递盈利预测取自 Wind 一致预期，其余公司均为信达交运团队预测，中通快递数据为调整后归母净利润，均为人民币计价

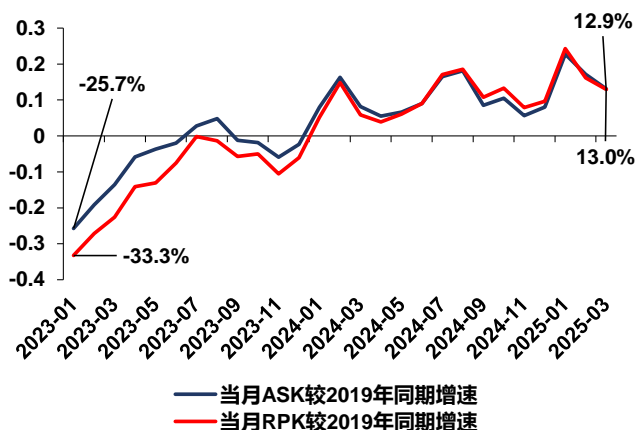
## 2 航空：供需有望改善拉动票价回升，带来航司业绩弹性

### 2.1 经营情况：行业客座率修复到 19 年水平并持续高位

2024 年行业客座率修复到 2019 年水平，年末国际线周转量恢复超九成。2024 年行业 ASK 及 RPK 均已超过 2019 年水平，但客座率前期还有缺口，1 月客座率较 2019 年同期相差 2.1pct。此后行业客座率持续修复，6 月起客座率恢复到 2019 年同期水平，至 12 月客座率超过 2019 年同期 1.2pct，全年行业客座率达到 83.3%，超过 2019 年 0.1pct，同比提升 5.4pct。分国内外情况看，国内线方面自 2023 年起周转量恢复正常增长，2024 年国内线周转量同比+12.0%，较 2019 年同期+20.4%。国际线周转量在 2024 年仍处于恢复状态，年初 1 月周转量恢复率为 70.7%，至 12 月恢复到 95.7%，全年累计恢复率为 85.2%。

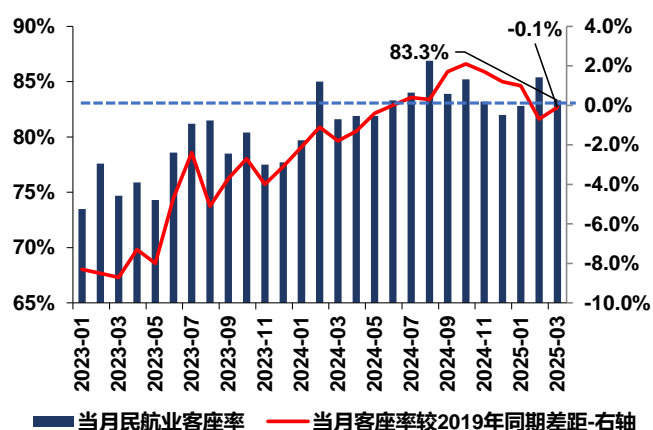
2025 年一季度，行业客座率持续高位，国内线周转量同比微增 3%。25Q1 行业 ASK、RPK 同比分别+6.2%、+8.4%，较 2019 年同期分别+17.7%、+17.8%，行业客座率达到 83.8%，同比+1.7pct，较 2019 年同期+0.1pct，Q1 行业客座率水平维持在 83% 左右，与 2019 年同期基本持平，客座率维持高位水平。分地区看，Q1 国内线、国际线周转量同比分别+2.7%、+33.3%，国际线恢复率为 102.4%，国际线恢复到疫情前水平，恢复正常增长。

图7：至 25Q1 末，民航业 ASK/RPK 较 2019 年同期 +13.0%/+12.9%



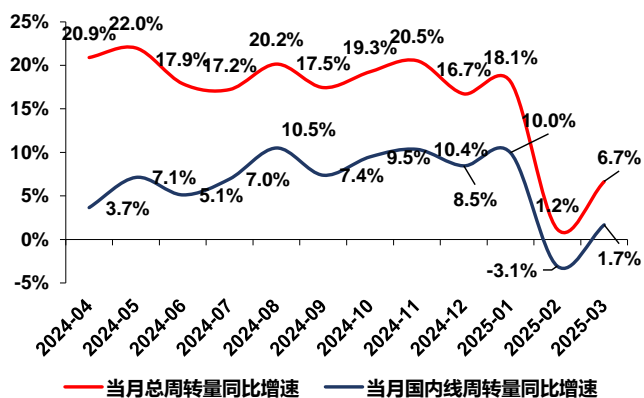
资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

图8：至 25Q1 末，民航业客座率较 2019 年同期-0.1pct



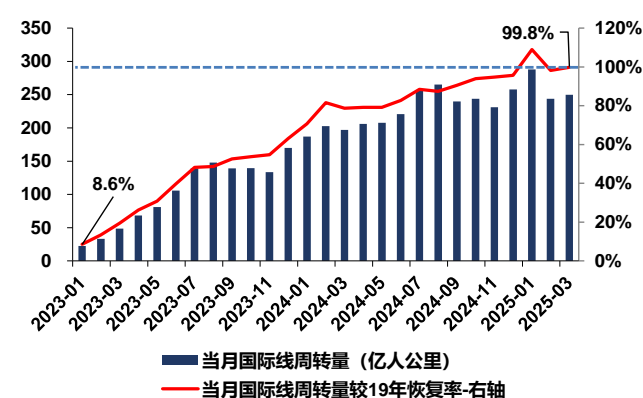
资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

图9：2025 年 3 月，国内线周转量同比增长 1.7%



资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

图10：2025 年 3 月国际线周转量恢复至 19 年的 99.8%

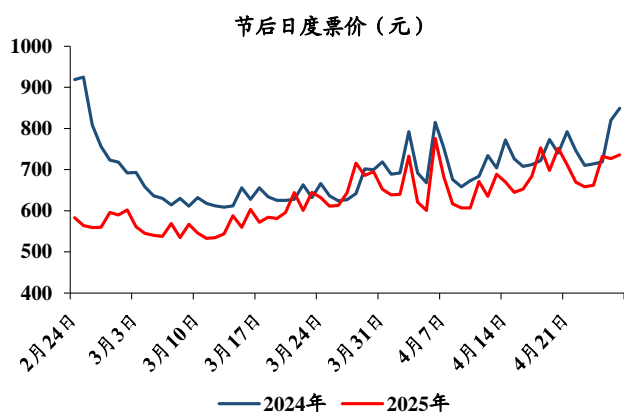


资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心



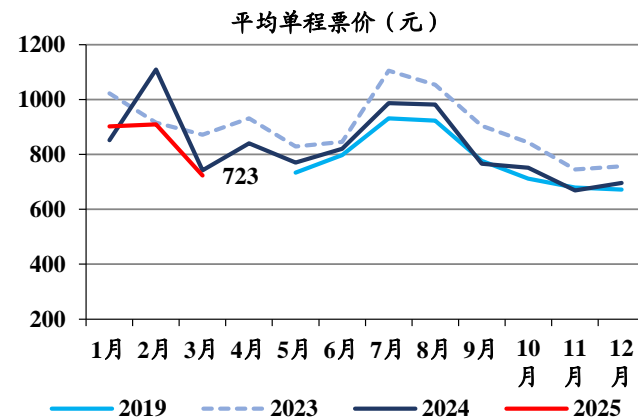
**2024 年票价表现偏弱，同比-12.1%，25Q1 以来票价跌幅有所收窄。**2024 年民航经济舱平均票价约 767 元，同比-12.1%，较 2019 年同期-3.8%，全年票价表现偏弱。25Q1 国内经济舱平均票价 734 元，同比下降 12.0%，春节后三月份票价呈现跌幅收窄趋势，但四月初票价跌幅再次扩大，此后逐渐收窄。过去四周（3.31-4.6、4.7-4.13、4.14-4.20、4.21-4.27）周度平均票价同比分别-8.0%、-7.6%、-5.8%、-8.5%，同比跌幅有所收窄。

图11：春节后票价同比跌幅波动，Q1 票价同比下降 12.0%



资料来源：CADAS，信达证券研发中心

图12：综合平均单程票价波动

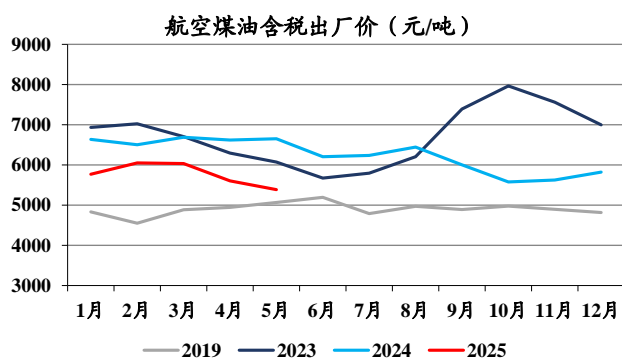


资料来源：CATA，携程，信达证券研发中心

**油价中枢下行，5 月航油均价同比-19.0%。**2024 年尤其是四季度，航油均价同比有较大幅度下降，24Q3、Q4 航油均价同比分别-3.7%和-24.4%，全年航油均价同比-7.0%。25Q1 航空煤油出厂价均价 5952 元/吨，同比 2024 年同期均价-10.0%，较 2019Q1 同期均价+25.1%。5 月国内航油含税出厂价降低至 5385 元/吨，同比下降 19.0%，此前 1、2、3、4 月航油均价同比分别-13.1%、-6.9%、-9.8%、-15.4%，航油价格同比持续下降。原油价格也呈下降趋势，25Q1 布伦特原油期货结算价均价为 74.98 美元/桶，同比-8.3%。2025 年 4 月布伦特原油期货结算价均价为 66.36 美元/桶，同比-25.4%。4 月初，航空燃油附加费再次下调回 10/20 元。

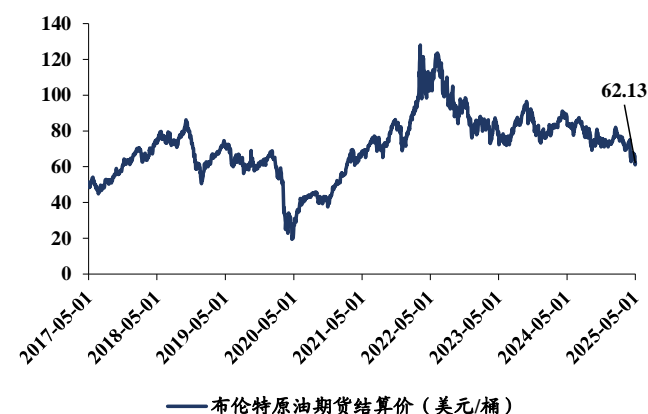
**汇率方面，2024 年美元兑人民币汇率小幅上升，2025 年初至今汇率维稳。**2024 年末，中间价美元兑人民币汇率为 7.1884 元，较年初增长 1.5%，美元小幅上涨。25Q1 末，中间价美元兑人民币汇率较 2024 年末-0.1%，基本持平。至 2025 年 4 月 30 日，中间价美元兑人民币汇率为 7.201 元，较 2024 年末+0.18%，汇率持稳。

图13：航空煤油含税出厂价变化（元/吨）

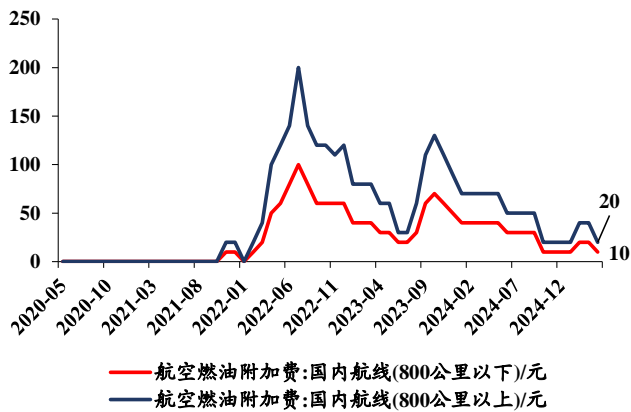


资料来源：iFind，信达证券研发中心

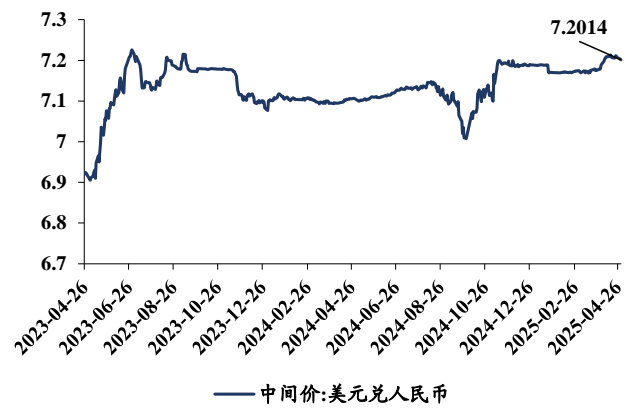
图14：布伦特原油价格波动（美元/桶）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图15：航空燃油附加费波动情况**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图16：汇率波动情况**


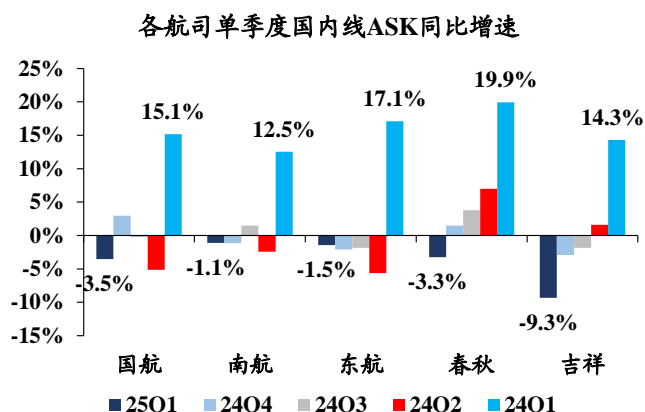
资料来源：iFind，信达证券研发中心

各航司运力调配至国际线，客座率修复、国内线客座率高位。2024 年国航/南航/东航/春秋/吉祥综合 ASK 同比分别+19.2%/+14.7%/+21.2%/+16.1%/+17.3%，较 2019 年同期分别 +7.1%/+5.4%/+9.9%/+26.1%/+37.3%；上述航司综合 RPK 同比分别 +29.9%/+23.9%/+34.9%/+18.8%/+19.9%，较 2019 年同期分别 +5.0%/+7.4%/+11.0%/+27.0%/+36.3%；对应综合客座率同比分别 +6.6%/+6.3%/+8.4%/2.1/+1.8pct，较 2019 年同期分别-1.6/+1.6/+0.8/+0.7/-0.6pct，除国航客座率仍有一定差距，其余航司客座率基本恢复到或超过 2019 年水平。

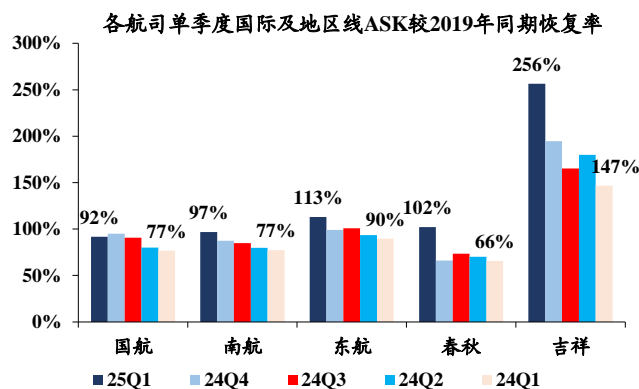
25Q1 国航/南航/东航/春秋/吉祥综合 ASK 同比分别+2.6%/+4.9%/+6.5%/+6.9%/+6.7%，综合 RPK 同比分别+3.5%/+7.9%/+10.9%/+6.2%/+5.0%，客座率同比分别+0.7/+2.4/+3.3/-0.6/-1.4pct，客座率较 19 年同期分别-1.6/+2.5/+1.4/-1.6/-1.2pct。航司运力及周转量基本都是个位数同比增长，南航和东航客座率超过 2019 年同期，其余航司略有差距。

具体地区看，2024 年国航/南航/东航/春秋/吉祥国内线 ASK 同比分别 +2.7%/+2.4%/+1.3%/+7.7%/+2.5%，国际线 ASK 分别恢复到 2019 年同期的 85%/83%/95%/72%/178%。客座率方面，国航/南航/东航/春秋/吉祥国内线客座率较 2019 年同期分别-1.3/+1.7/+0.8/-0.2/+0.5pct；上述航司对应国际线客座率较 2019 年同期分别-3.0/+0.8/+0.3/+0.6/-2.9pct。除国航外，其余航司国内线客座率基本恢复到或超过 2019 年水平；国际线客座率方面，国航和吉祥还有较大缺口，其余航司均已恢复到 2019 年水平。

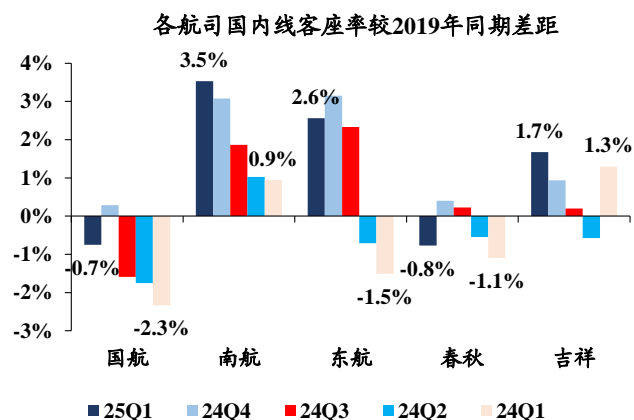
25Q1 国航/南航/东航/春秋/吉祥国内线 ASK 同比分别-3.5%/-1.1%/-1.5%/-3.3%/-9.3%，国内线客座率同比分别+1.6/+2.6/+4.1/+0.3/+0.4pct，较 2019 年同期客座率分别-0.7/+3.5/+2.6/-0.8/+1.7pct。同时期上述航司国际线 ASK 同比分别 +21.6%/+26.0%/+28.7%/66.1%/+80.2%，恢复到 2019 年同期的 92%/98%/114%/111%/275%，相应客座率较 2019 年同期分别-3.3/-0.2/-0.8/-4.6/-6.1pct。航司国内线运力调配至国际线，国内线客座率仍在高位水平，国际线客座率有一定缺口。

**图17：各航司国内线ASK同比增速一览**


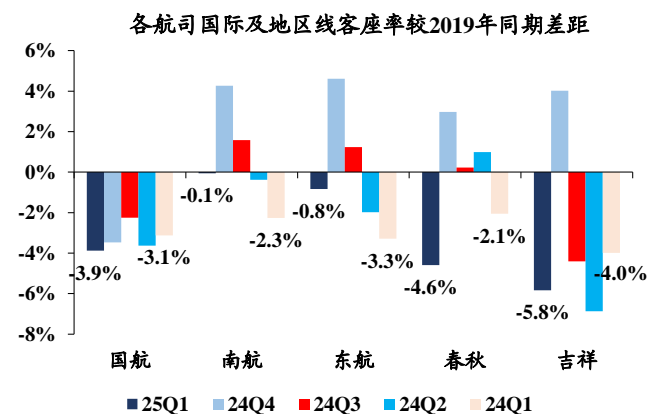
资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图18：各航司国际及地区线ASK较2019年同期恢复率一览**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图19：各航司国内线客座率较2019年同期差距**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

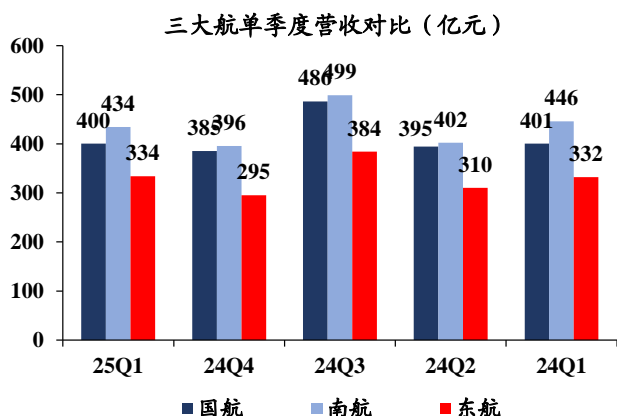
**图20：各航司国际及地区线客座率较2019年同期差距**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

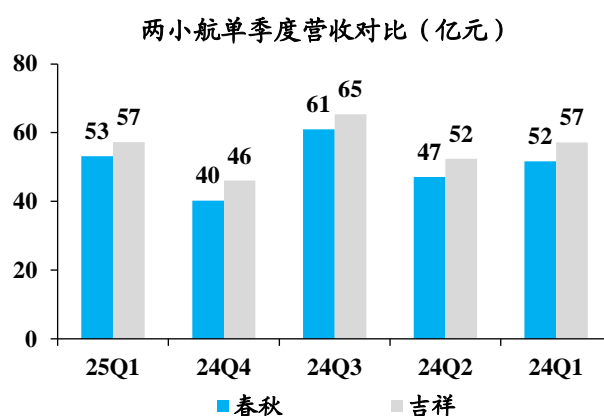
## 2.2 财务情况：2024 年三大航大幅减亏，票价拖累整体盈利水平

2024 年行业客座率修复、供给仍有增长，国际线持续恢复带动整体出行量增长。行业供给相对充裕、票价表现偏弱，三大航大幅减亏，仍为净亏损。

营收情况看，受益于出行量增加，航司 2024 年营收有所增长。2024 年国航/南航/东航 / 春秋 / 吉祥 营收分别为 1667/1742/1321/200/221 亿元，同比分别 +18.1%/+8.9%/+16.2%/+11.5%/+9.9%。25Q1 上述航司实现营收分别 400/434/334/53/57 亿元，同比分别-0.1%/-2.7%/+0.7%/+2.9%/+0.1%。受益于出行量同比增长，航司营收同比有所增加。

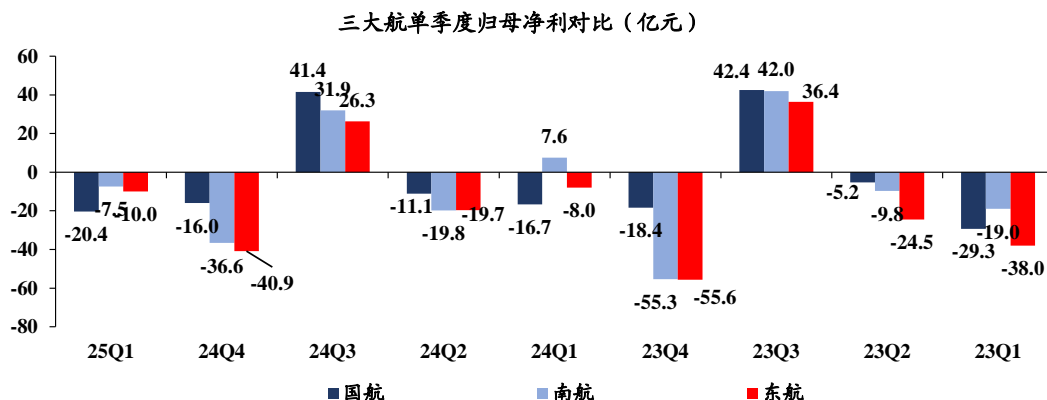
**图21：南航营业收入在三大航中相对更高**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

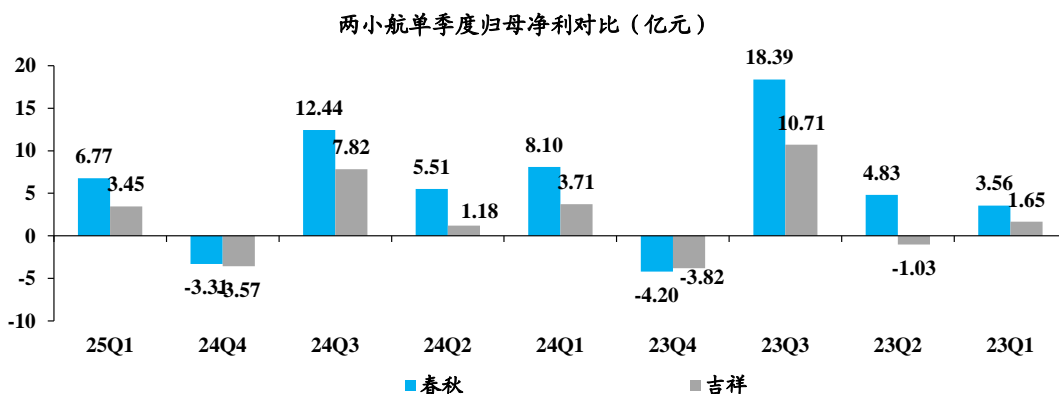
**图22：25Q1 春秋/吉祥实现营收分别 53/57 亿元**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

归母净利情况看，航司淡旺季盈利差距大、**2024 年三大航仍为净亏损，两小航盈利同比增长**。2024 年国航/南航/东航/春秋/吉祥归母净利润分别为-2.37/-16.96/-42.26/22.73/9.14 亿元。国航/南航/东航归母净利同比分别减亏 8.1/25.1/39.4 亿元，春秋/吉祥归母净利同比分别增长 0.7%/17.5%。25Q1，三大航归母净利录得净亏损，国航/南航/东航归母净利分别为-20.4/-7.5/-10.0 亿元，同比亏损扩大；春秋和吉祥取得盈利，归母净利分别为 6.77/3.45 亿元，同比分别-16.4%/-7.0%。

**图23：25Q1 国航/南航/东航归母净利分别-20.4/-7.5/-10.0 亿元**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图24：25Q1 春秋/吉祥归母净利分别 6.77/3.45 亿元**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

单位收益及成本情况看，2024 年国航/南航/东航/春秋/吉祥单位 RPK 收入分别为 0.586/0.569/0.537/0.397/0.466 元，分别同比-9.1%/-12.1%/-13.9%/-6.1%/-8.3%；上述航司单位 ASK 收入分别为 0.468/0.480/0.445/0.363/0.394 元，同比分别-0.9%/-5.0%/-4.2%/-3.9%/-6.3%。对应的单位 ASK 成本分别为 0.444/0.440/0.426/0.316/0.339 元，同比分别-1.0%/-5.7%/-7.2%/-3.3%/-6.0%。受票价拖累，航司单位 RPK 收入有不同程度下降，成本端受益于油价下跌、机队利用率提升等，单位成本有所下降。

25Q1 国航/南航/东航/春秋/吉祥单位 RPK 收入分别为 0.564/0.541/0.510/0.403/0.466 元，同比分别-3.5%/-9.8%/-9.2%/-3.1%/-4.7%；上述航司单位 ASK 收入分别为 0.452/0.462/0.429/0.365/0.392 元，同比分别-2.7%/-7.2%/-5.5%/-3.8%/-6.2%。对应的单位 ASK 成本分别为 0.450/0.423/0.420/0.306/0.340 元，同比分别+0.2%/-4.7%/-3.0%/-2.3%/-1.4%。

### 2.3 投资建议：供给受限、票价有望回升改善航司业绩，建议关注板块投资机会

2025 年初至今，行业客座率高位持续。3 月航司增投国际线运力、国内线运力同比下降，国内线客座率维持高位水平，油价持续向好，汇率持稳。行业票价 4 月初跌幅扩大，此后同比跌幅波动收窄，淡季票价表现较弱。此前，行业受制于供应链问题，飞机交付延迟。4 月美国“对等关税”影响下，行业飞机引进增速或进一步放缓，飞机维修及航材供应等成本或有上行压力。当前行业客座率已持续高位，利用率回升空间有限，若出行需求增长延续，有望支撑票价同比转正。

**看好旺季的供需改善：**供给端从机队×利用小时数×客座率带来的供给看，1）供应链问题叠加美国“对等关税”影响，飞机引进或进一步放缓；2）受发动机维修影响利用率短期提升有限；3）国内线客座率维持高位水平，整体旺季运载能力或提升空间有限。需求端从春节及清明小长假看，旺季需求持续增长，供需或将改善，票价低位有望回升。看好航空出行的持续复苏，建议重点关注中国国航、南方航空、春秋航空、吉祥航空、中国东航等。

表4：航空行业重点公司 2024 年度及 2025 年一季度业绩梳理（亿元）

行业	证券代码	公司简称	2024 年度				2025 年一季度			
			营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY
航空	601111	中国国航	1,667	18.1%	-2.37	77.3%	400.23	-0.1%	-20.44	-22.1%
	600029	南方航空	1,742	8.9%	-16.96	59.7%	434.07	-2.7%	-7.47	-198.8%
	600115	中国东航	1,321	16.2%	-42.26	48.4%	334.06	0.7%	-9.95	-23.9%
	601021	春秋航空	200	11.5%	22.73	0.7%	53.17	2.9%	6.77	-16.4%
	603885	吉祥航空	221	9.9%	9.14	17.5%	57.22	0.1%	3.45	-7.9%

资料来源：iFind，信达证券研发中心



**表5：航空行业重点公司估值表（2025/5/8）**

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）					市盈率				PB (LF)
		2025/5/8	24A	25E	26E	27E	24A	TTM	25E	26E	27E	
601111	中国国航	1,288	-2.37	53.92	78.91	101.00	-	-	23.88	16.32	12.75	2.99
600029	南方航空	1,049	-16.96	42.23	64.60	80.15	-	-	24.84	16.24	13.09	3.09
600115	中国东航	840	-42.26	34.79	66.07	86.48	-	-	24.16	12.72	9.72	6.00
601021	春秋航空	539	22.73	27.12	30.27	33.30	23.71	25.18	19.87	17.81	16.19	3.03
603885	吉祥航空	282	9.14	12.84	17.25	20.49	30.81	31.84	21.94	16.33	13.75	3.23

资料来源：iFind，信达证券研发中心

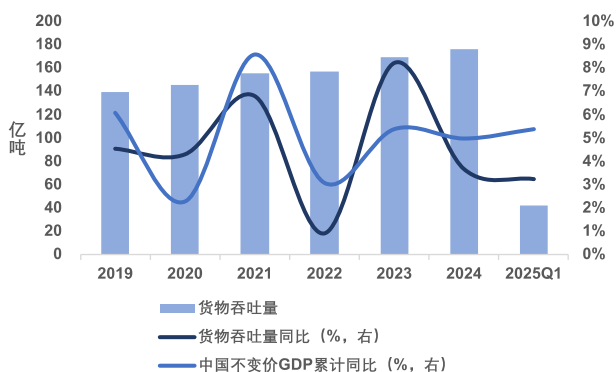
备注：中国国航、南方航空、春秋航空、吉祥航空 25-27 年归母净利润为信达交运团队预测，其余为 iFind 一致预期

### 3 港口：行业吞吐量稳增，青岛港盈利及分红能力领先

#### 3.1 经营数据：全国港口货物吞吐量整体维持稳增

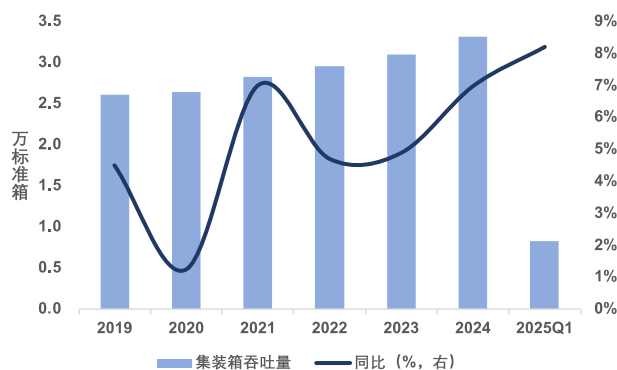
**全国港口吞吐量稳健增长。**港口行业服务于腹地货物上下水需求，行业发展成熟，吞吐量与 GDP 整体同步增长。2024 年，全国港口实现货物吞吐量 175.95 亿吨，同比增长 3.66%，2021~2024 年 CAGR 为 4.21%；全国港口实现集装箱吞吐量 3.32 亿标准箱，同比增长 6.98%，2021~2024 年 CAGR 为 5.5%。2025 年第一季度，全国港口实现货物吞吐量 42.22 亿吨，同比增长 3.23%；全国港口实现集装箱吞吐量 0.83 亿标准箱，同比增长 8.21%。

图25：全国港口货物吞吐量



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

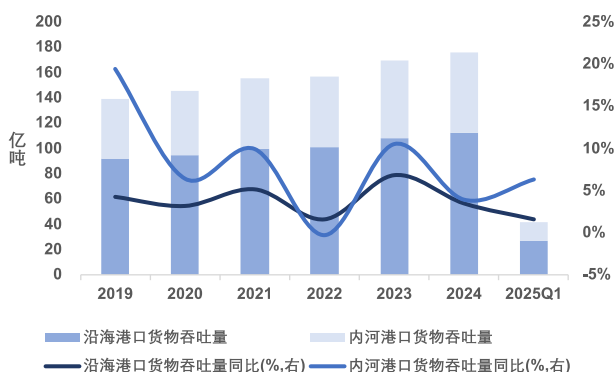
图26：全国港口集装箱吞吐量



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

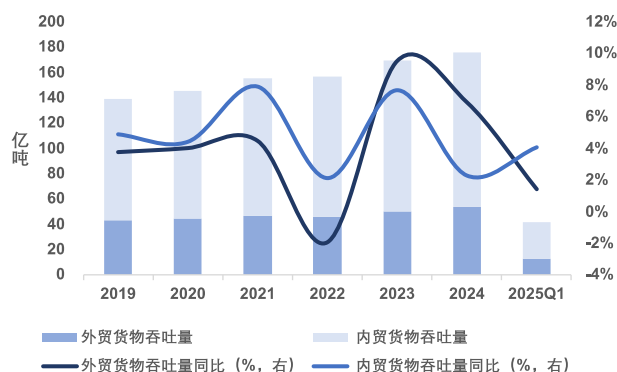
- **分港口类型看：沿海港口货物吞吐量占比维持在 65%附近。**2024 年，全国沿海港口货物吞吐量实现 112.18 亿吨，同比增长 3.5%，占全国港口货物吞吐量 63.76%。2025 年第一季度，全国沿海港口货物吞吐量实现 27.38 亿吨，同比增长 6.3%，占全国港口货物吞吐量 64.85%。
- **分货物流向看：外贸货物吞吐量占比维持在 30%附近。**2024 年，全国港口外贸货物吞吐量实现 53.97 亿吨，同比增长 6.93%，占全国港口货物吞吐量 30.67%。2025 年第一季度，全国港口外贸货物吞吐量实现 13.25 亿吨，同比增长 1.45%，占全国港口货物吞吐量 31.39%。

图27：全国港口货物吞吐量结构-分港口类型



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图28：全国港口货物吞吐量结构-分货物流向

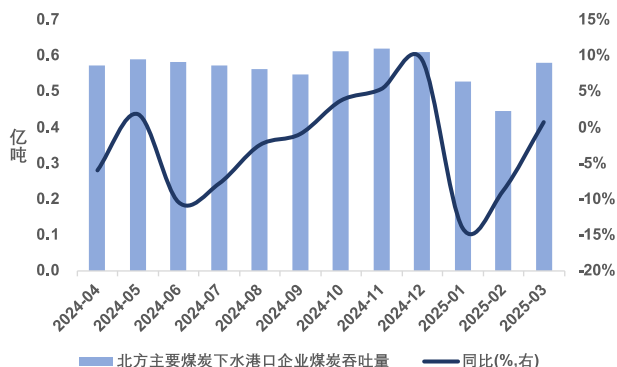


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

各主要货种吞吐量维持稳增。分货种看：

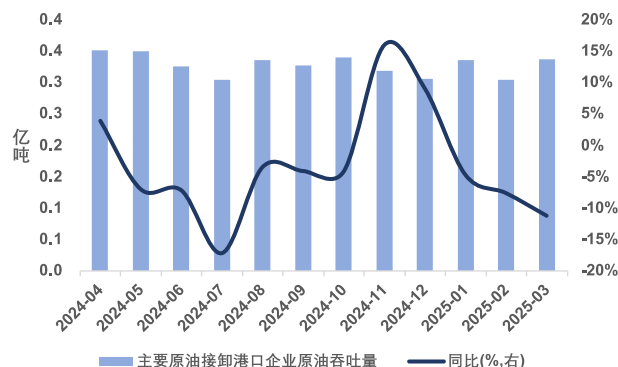
- **煤炭**：2024 年，我国主要港口企业煤炭吞吐量实现 13.27 亿吨，同比增长 0.1%。  
2025 年第一季度，我国主要港口企业煤炭吞吐量实现 3.01 亿吨，同比下滑 6.7%。
- **原油**：2024 年，我国主要港口企业原油吞吐量实现 4.56 亿吨，同比下滑 0.7%。  
2025 年第一季度，我国主要港口企业原油吞吐量实现 1.09 亿吨，同比下滑 7.1%。
- **铁矿石**：2024 年，我国主要港口企业铁矿石吞吐量实现 4.39 亿吨，同比增长 0.3%。  
2025 年第一季度，我国主要港口企业铁矿石吞吐量实现 1.43 亿吨，同比下滑 2.8%。

图29：主要沿海内河港口企业煤炭吞吐量



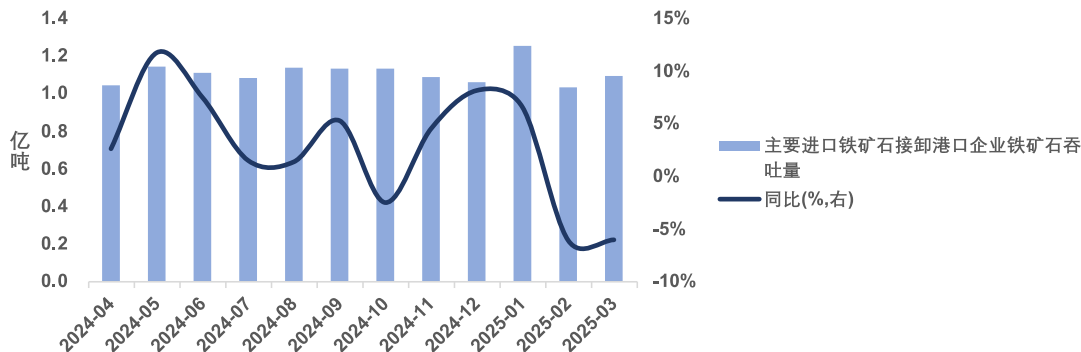
资料来源：中国港口协会，信达证券研发中心

图30：主要沿海内河港口企业原油吞吐量



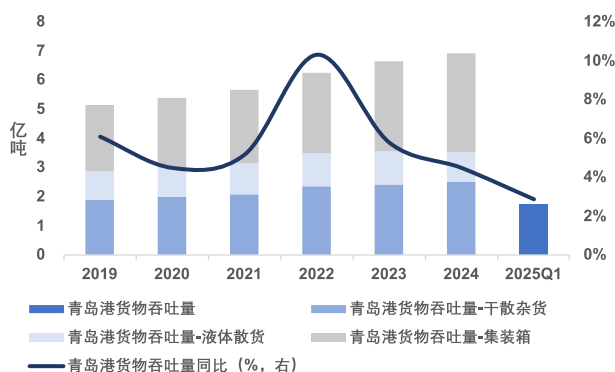
资料来源：中国港口协会，信达证券研发中心

图31：主要沿海内河港口企业铁矿石吞吐量

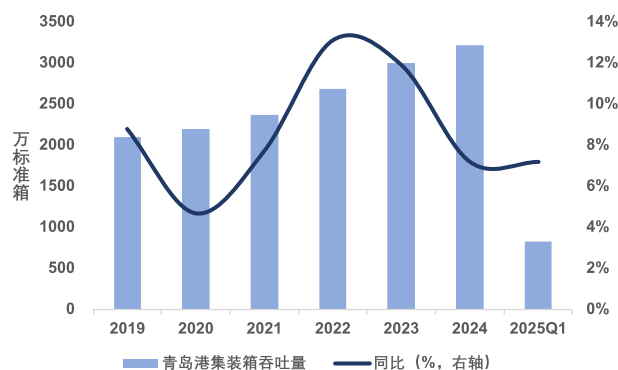


资料来源：中国港口协会，信达证券研发中心

**青岛港：集装箱吞吐量延续高增趋势。**2023 年，青岛港实现货物吞吐量 6.94 亿吨，同比增长 3.5%，2021~2024 年 CAGR 为 6.91%。其中，干散杂货吞吐量实现 2.52 亿吨，同比增长 3.5%；液体散货吞吐量实现 1.02 亿吨，同比下滑 8.0%；集装箱吞吐量实现 3217 万标准箱，同比增长 7.2%。2025 年第一季度，青岛港实现货物吞吐量 1.77 亿吨，同比增长 2.9%；实现集装箱吞吐量 822 万标准箱，同比增长 7.2%。

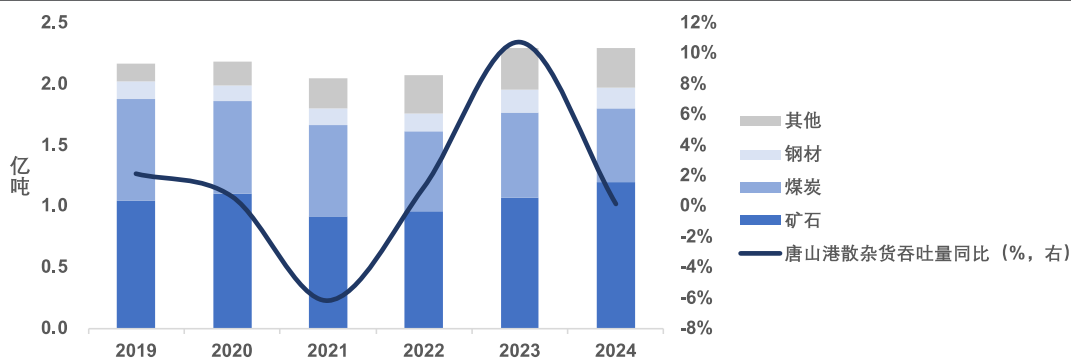
**图32：青岛港货物吞吐量**


资料来源：青岛港公司公告，信达证券研发中心

**图33：青岛港集装箱吞吐量**


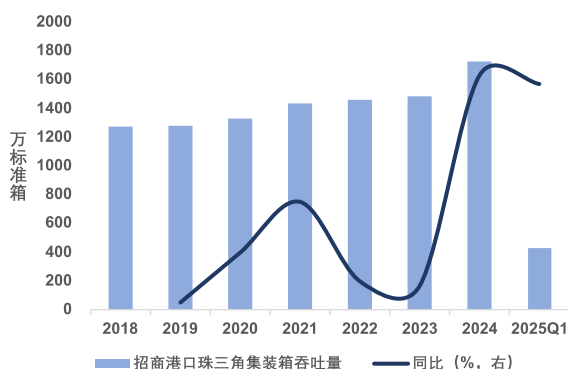
资料来源：青岛港公司公告，信达证券研发中心

**唐山港：2024 年吞吐量整体稳健。**2024 年，唐山港实现散杂货吞吐量 2.30 亿吨，同比增长 0.1%，2021~2024 年 CAGR 为 3.94%，其中，矿石、煤炭、钢材占比分别为 52.2%、26.1%、7.4%。

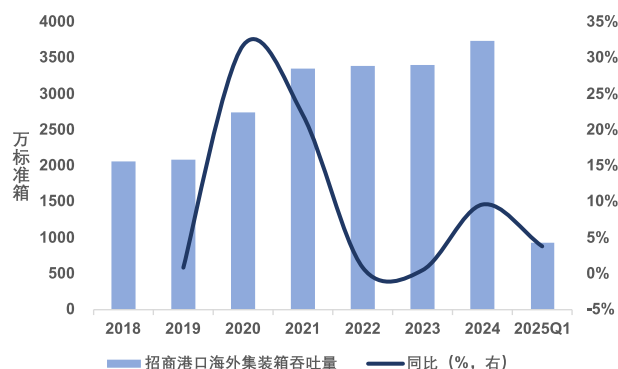
**图34：唐山港散杂货吞吐量结构**


资料来源：唐山港公司公告，信达证券研发中心

**招商港口：珠三角集装箱吞吐量持续高增。**招商港口的港口业务并表业绩主要由珠三角、海外的集装箱业务贡献。2024 年，公司珠三角集装箱吞吐量实现 1726.7 万标准箱，同比增长 16.31%，2021~2024 年 CAGR 为 6.44%；海外集装箱吞吐量实现 3736.3 万标准箱，同比增长 9.68%，2021~2024 年 CAGR 为 3.63%。2025 年第一季度，公司珠三角集装箱吞吐量实现 431.7 万标准箱，同比增长 15.71%；海外集装箱吞吐量实现 933.4 万标准箱，同比增长 3.88%。

**图35：招商港口珠三角集装箱吞吐量**


资料来源：招商港口公司公告、iFinD，信达证券研发中心

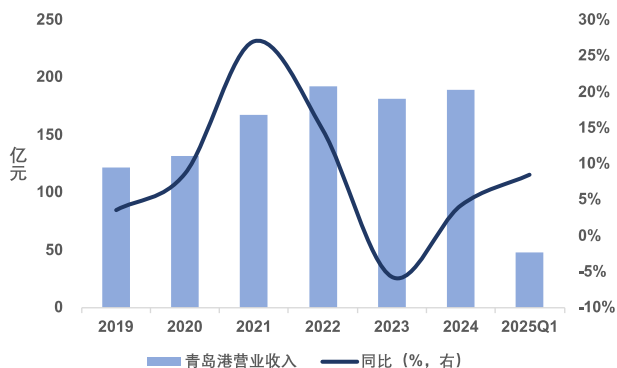
**图36：招商港口海外集装箱吞吐量**


资料来源：招商港口公司公告、iFinD，信达证券研发中心

### 3.2 财务数据：青岛港维持稳增，招商港口增速突出

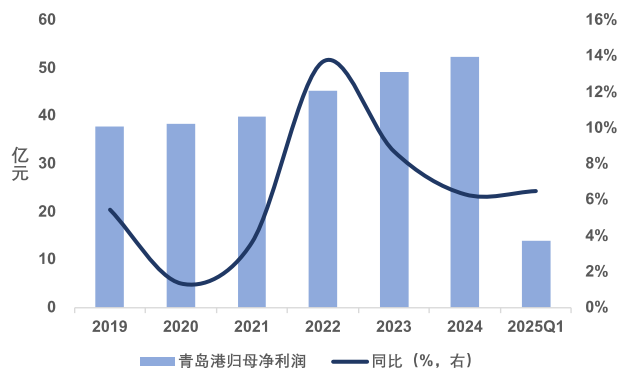
**青岛港：业绩整体受益于集装箱吞吐量稳增。**2024 年，实现营收 189.41 亿元，同比增长 4.23%；实现归母净利润 52.35 亿元，同比增长 6.33%。2025 年第一季度，实现营收 48.07 亿元，同比增长 8.51%；实现归母净利润 14.02 亿元，同比增长 6.51%。

图37：青岛港营业收入



资料来源：青岛港公司公告，信达证券研发中心

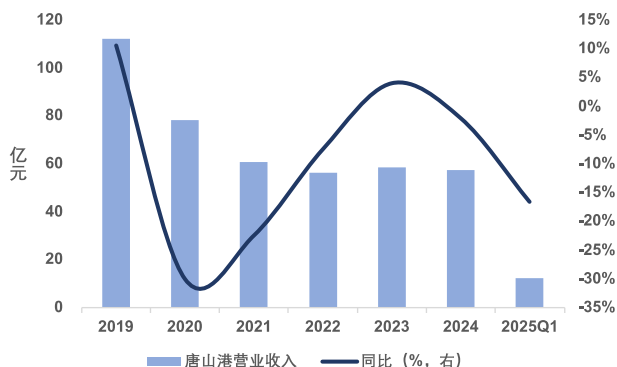
图38：青岛港归母净利润



资料来源：青岛港公司公告，信达证券研发中心

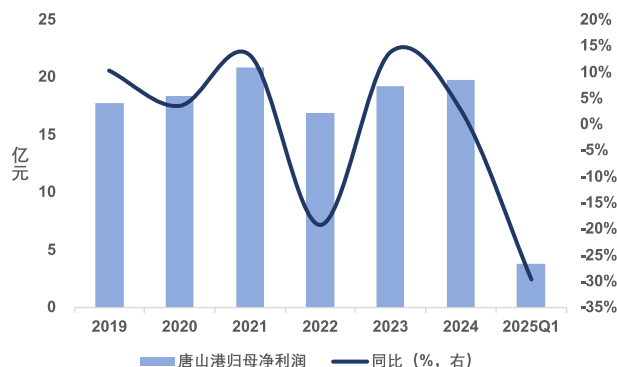
**唐山港：2025 年第一季度阶段性受制于吞吐量下滑。**2024 年，实现营收 57.24 亿元，同比下滑 2.06%；实现归母净利润 19.79 亿元，同比增长 2.8%。2025 年第一季度，实现营收 12.37 亿元，同比下滑 16.64%；实现归母净利润 3.81 亿元，同比下滑 29.53%。

图39：唐山港营业收入



资料来源：唐山港公司公告，信达证券研发中心

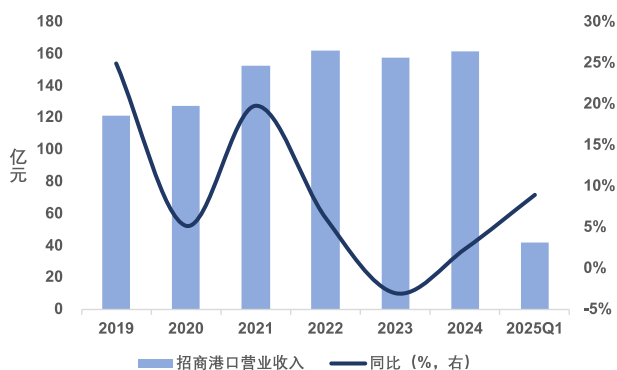
图40：唐山港归母净利润



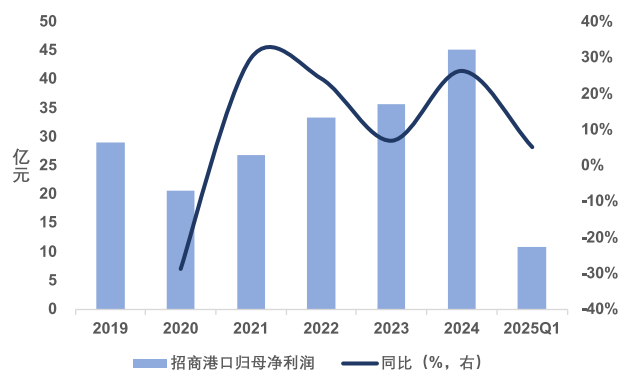
资料来源：唐山港公司公告，信达证券研发中心

**招商港口：2024 年各区域港口投资表现优秀，2025 年第一季度受益于珠三角集装箱吞吐量高增。**2024 年，实现营收 161.31 亿元，同比增长 2.41%；实现归母净利润 45.16 亿元，同比增长 26.44%。2025 年第一季度，实现营收 42.14 亿元，同比增长 8.99%；实现归母净利润 10.91 亿元，同比增长 5.21%。



**图41：招商港口营业收入**


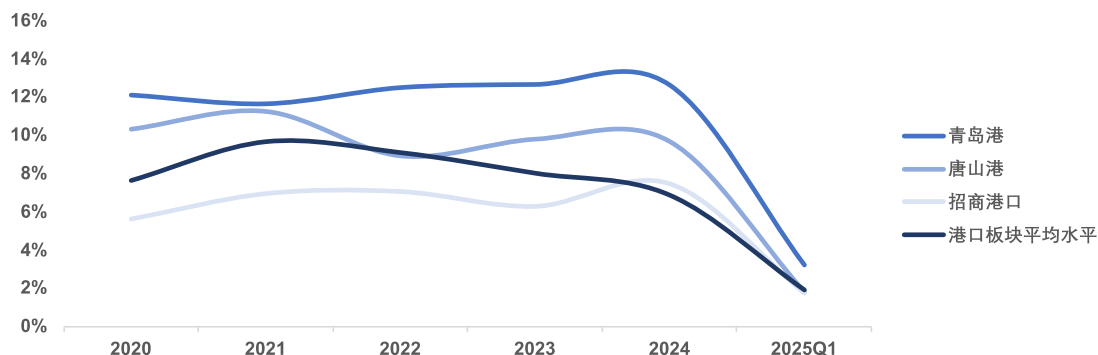
资料来源：招商港口公司公告，信达证券研发中心

**图42：招商港口归母净利润**


资料来源：招商港口公司公告，信达证券研发中心

### 3.3 投资建议：建议关注 ROE、分红能力持续优于行业的青岛港

**ROE 对比：青岛港、唐山港持续优于行业。**2024 年，青岛港 ROE 以 12.65% 居于港口板块，青岛港、唐山港 ROE 分别超出 A 股港口板块平均水平 5.74、2.80 个百分点。2025 年第一季度，青岛港 ROE 以 3.25% 持续处于港口板块领先地位，超出 A 股港口板块平均水平 1.30 个百分点。

**图43：港口重点公司 ROE 对比**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**分红：唐山港、招商港口、青岛港 2024 年股息率稳居行业前列。**

**表6：港口板块历史股息率**

证券代码	证券简称	2019	2020	2021	2022	2023	2024
601000.SH	唐山港	3.46%	8.06%	12.73%	7.30%	5.71%	4.25%
001872.SZ	招商港口	2.68%	2.39%	2.54%	3.13%	3.63%	3.62%
601298.SH	青岛港	2.92%	4.08%	4.51%	4.80%	4.74%	3.45%
600018.SH	上港集团	2.51%	2.80%	3.47%	2.62%	3.51%	3.19%
601018.SH	宁波港	2.61%	2.09%	2.27%	2.43%	2.56%	2.81%
600017.SH	日照港	0.86%	1.22%	1.42%	1.42%	2.36%	2.69%
000088.SZ	盐田港	0.27%	0.28%	0.57%	0.89%	3.73%	2.67%
601326.SH	秦港股份	2.82%	2.27%	2.01%	2.58%	2.91%	2.54%
000582.SZ	北部湾港	1.98%	1.77%	2.29%	2.34%	2.60%	2.51%
600717.SH	天津港	1.43%	1.80%	2.41%	1.88%	2.48%	2.14%
601008.SH	连云港	0.05%	0.47%	0.78%	1.03%	1.23%	1.57%
000905.SZ	厦门港务	0.20%	0.25%	0.73%	0.83%	1.39%	1.51%
002040.SZ	南京港	0.61%	0.67%	0.87%	0.92%	1.43%	1.44%
601880.SH	辽港股份	1.03%	1.55%	1.56%	1.07%	1.32%	1.38%
601228.SH	广州港	1.10%	1.28%	1.71%	1.37%	1.37%	1.15%
600279.SH	重庆港	1.09%	0.65%	0.49%	1.01%	1.01%	0.83%
600190.SH	ST 锦港	0.65%	0.66%	0.70%	0.00%	0.69%	0.00%
港口板块平均水平		1.55%	1.90%	2.42%	2.09%	2.51%	2.22%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

注：iFinD 分红统计口径，使用当年每股分红以及当年年末收盘价计算。

- **唐山港：**公司 2025~2027 年股东回报规划计划每年现金分红不低于当年归母净利润的 30%，但公司年度利润分配在 2020~2024 年连续 5 年维持 0.2 元/股，我们认为公司大概率维持原有分红水平。假设公司分红维持 0.2 元/股，基于我们对公司的业绩预测及 2025 年 5 月 8 日收盘价，对应股息率 4.89%。

**表7：唐山港历史分红数据以及 2023 年分红测算**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
归母净利润 亿元	17.78	18.43	20.89	16.90	19.25	19.79	20.04
分红基准股本 亿股	59.26	59.26	59.26	59.26	59.26	59.26	59.26
现金分红总额 亿元	5.33	11.85	20.74	11.85	11.85	11.85	11.85
每股股利 元/股	0.09	0.20	0.35	0.20	0.20	0.20	0.20
前三季度利润分配			0.15				
年度利润分配	0.09	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
股息率 2023E 数据基于 2025 年 4 月 30 日收盘价	3.46%	8.06%	12.73%	7.30%	5.71%	4.25%	4.89%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

注：2023 年数据基于信达交运团队盈利预测。

- **招商港口：**公司 2024~2026 年股东回报规划计划每年现金分红不低于当年可分配利润的 40%。我们基于对公司 2025 年的盈利预测以及 2025 年 5 月 8 日收盘价，测算若分红比例为 40%~45%，对应股息率为 3.7%~4.2%。

**表8：招商港口历史分红数据以及 2025 年分红测算**

	2021	2022	2023	2024	2025E		
归母净利润 亿元	26.86	33.37	35.72	45.16	44.57		
分红比例	30.78%	33.70%	40.59%	40.80%	40%	42%	45%
现金分红总额 亿元	8.27	11.25	14.50	18.43	17.83	18.72	20.06
股息率 (%) 2025E 数据基于 2025 年 4 月 30 日收盘价	2.54%	3.13%	3.63%	3.62%	3.70%	3.88%	4.16%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

注：2025 年假设公司可用于分配利润为归母净利润，数据基于信达交运团队盈利预测。

- **青岛港：**公司 2025~2027 年股东回报规划计划每年现金分红不低于当年可分配利润的 40%。我们基于对公司 2025 年的盈利预测以及 2025 年 5 月 8 日收盘价，测算若分红比例为 40%~50%，对应股息率为 3.8%~4.75%。

**表9：青岛港历史分红数据以及 2025 年分红测算**

	2021	2022	2023	2024	2025E		
归母净利润 亿元	39.82	45.28	49.23	52.35	55.17		
分红比例	42.74%	38.60%	38.59%	38.95%	40%	45%	50%
现金分红总额 亿元	17.02	17.48	19.00	20.39	22.07	24.82	27.58
股息率 (%) 2025E 数据基于 2025 年 5 月 8 日收盘价	4.51%	4.80%	4.74%	3.45%	3.80%	4.27%	4.75%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

注：2025 年假设公司可用于分配利润为归母净利润，数据基于信达交运团队盈利预测。

## 附：港口重点公司财务数据及估值表

**表10：港口行业重点公司财务数据**

证券代码	证券简称	2023 年数据				2024 年第一季度数据			
		营收 亿元	营收 同比	归母净利润 亿元	归母净利润 同比	营收 亿元	营收 同比	归母净利润 亿元	归母净利润 同比
601298.SH	青岛港	189.41	4.23%	52.35	6.33%	48.07	8.51%	14.02	6.51%
601000.SH	唐山港	57.24	-2.06%	19.79	2.80%	12.37	-16.64%	3.81	-29.53%
001872.SZ	招商港口	161.31	2.41%	45.16	26.44%	42.14	8.99%	10.91	5.21%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

**表11：港口行业重点公司估值表（2025/5/8）**

证券代码	公司简称	市值 亿元	归母净利润 亿元				市盈率 倍					PB (LF)
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	TTM	2025E	2026E	2027E	
601298.SH	青岛港	580.95	52.35	55.17	58.04	60.95	11.10	10.92	10.53	10.01	9.53	1.32
601000.SH	唐山港	242.37	19.79	20.04	20.16	20.42	12.25	13.32	12.09	12.02	11.87	1.15
001872.SZ	招商港口	482.02	45.16	44.57	46.91	49.19	10.67	10.55	10.81	10.28	9.80	0.77

资料来源：iFind，信达证券研发中心

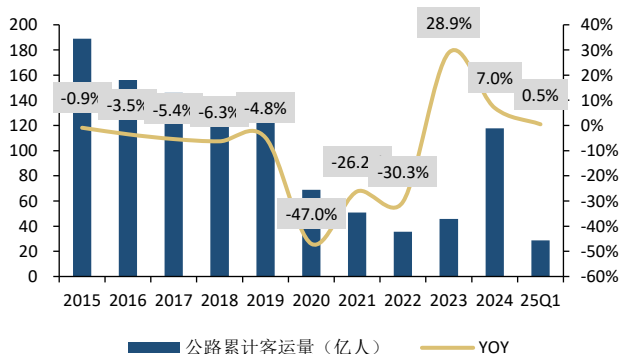
注：盈利预测来自信达交运团队

## 4 公路：Q1 业绩基本符合预期，看好股息价值

### 4.1 经营情况：一季度公路经营稳健，全年有望向好

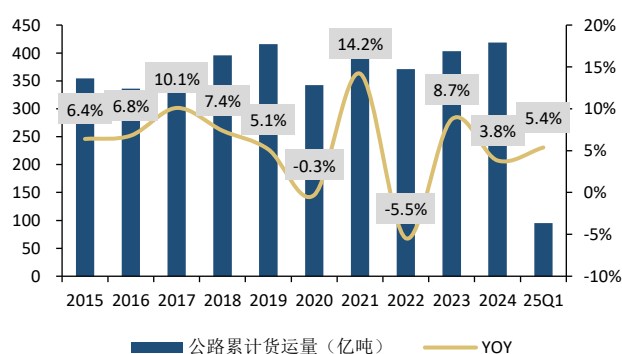
**2024 年受极端天气影响公司盈利承压，25Q1 板块盈利稳健增长。**2024 年全国公路客运量 117.81 亿人次，同比+7.0%，公路货运量 418.80 亿吨，同比+3.8%。受部分极端天气影响，板块 2024 年归母净利润同比-7.4%。2025 年一季度全国公路客运量 28.66 亿人次，同比+0.5%，公路货运量 94.92 亿吨，同比+5.4%，板块营业收入同比+10.3%，归母净利润同比+4.5%，一季度公路板块实现稳健增长。

图44：25Q1 公路累计客运量同比+0.5%



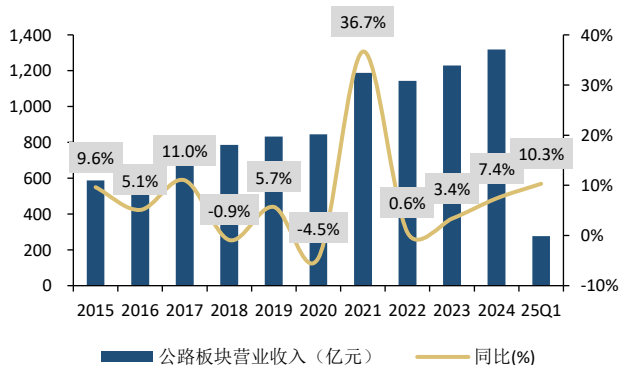
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图45：25Q1 公路累计货运量同比+5.4%



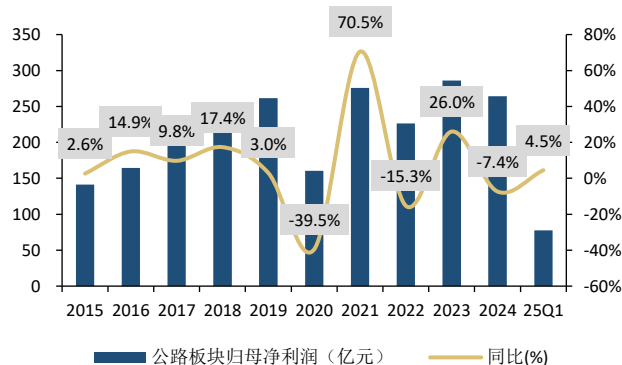
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图46：25Q1 公路板块营业收入同比+10.3%



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图47：25Q1 公路板块归母净利润同比+4.5%



资料来源：iFind，信达证券研发中心

从上市公司来看，2024 年招商公路、山东高速、粤高速、宁沪高速、深高速、皖通高速利润分别同比-21.35%、-3.07%、-4.39%、+12.09%、-50.80%、+0.55%；25Q1 招商公路、山东高速、粤高速、宁沪高速、深高速、皖通高速利润分别同比+2.74%、+4.85%、+56.28%、-2.88%、+1.50%、+5.19%。

表12：公路行业重点公司 2024 年度及 2025 年一季度业绩梳理（亿元）

行业	证券代码	公司简称	2024 年				2025 年一季度			
			营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY
高速公路	001965.SZ	招商公路	127.11	30.62%	53.22	-21.35%	28.03	-7.24%	13.29	2.74%
	600350.SH	山东高速	284.94	7.34%	31.96	-3.07%	44.70	-1.35%	8.07	4.85%
	000429.SZ	粤高速 A	45.70	-6.34%	15.62	-4.39%	10.50	-6.63%	6.57	56.28%
	600377.SH	宁沪高速	231.98	52.70%	49.47	12.09%	47.82	37.66%	12.11	-2.88%
	600548.SH	深高速	92.46	-0.53%	11.45	-50.80%	17.72	-13.06%	4.78	1.50%
	600012.SH	皖通高速	70.92	6.94%	16.69	0.55%	28.21	95.33%	5.51	5.19%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

## 4.2 投资建议：关注头部高速业绩稳健性及现金流价值

《基础设施和公用事业特许经营管理办法》已于 2024 年 1 月 31 日通过审议并予以公布，自 2024 年 5 月 1 日起正式施行，办法第八条提出特许经营项目期限由此前最长期限 30 年延长至 40 年，具体经营期限变化需根据行业特点、服务需求、项目生命周期、建设投资和运营成本及投资回收期等综合因素确定，未来建议重点关注新公路法律法规落地进展。

基于成长性叠加高股息主线，关注稳健龙头。推荐投资运营能力优秀、相关多元化外延拓展持续贡献业绩成长性的招商公路，以及核心路产改扩建完工后或量价齐升赋能增长的山东高速。此外，建议关注标的宁沪高速、皖通高速、粤高速 A、深高速。

表13：公路行业重点公司估值表（2025/5/8）

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				市盈率				PB (LF)
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
001965.SZ	招商公路	882	53.22	58.86	63.11	66.46	16.6	15.0	14.0	13.3	1.3
600350.SH	山东高速	524	31.96	33.46	36.3	38.71	16.4	15.7	14.4	13.5	1.7
000429.SZ	粤高速 A	294	15.62	16.93	16.14	15.82	18.8	17.3	18.2	18.6	2.6
600377.SH	宁沪高速	765	49.47	51.16	52.83	54.91	15.5	14.9	14.5	13.9	1.9
600548.SH	深高速	283	11.45	15.59	17.26	16.95	24.7	18.1	16.4	16.7	1.2
600012.SH	皖通高速	285	16.69	18.48	18.86	17.89	17.1	15.4	15.1	16.0	2.4

资料来源：iFind，信达证券研发中心

备注：山东高速、招商公路 25-27 年归母净利润为信达交运团队预测，其余为 iFind 一致预期



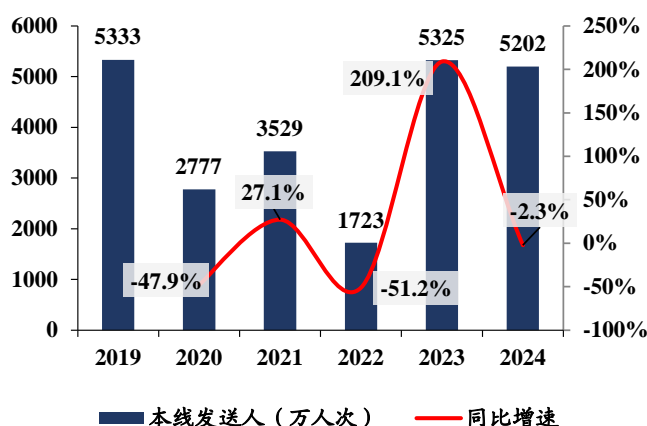
## 5 铁路：客运、货运周转量均拖累业绩表现

### 5.1 经营情况：2024 年客运、货运运量均同比下降

**1) 铁路货运：**2024 年大秦线运量同比下降 7.1%至 3.92 亿吨，主要是：1) 受强监管、弱煤价影响，国内原煤产量下降，特别是公司主要货源地山西省煤炭减产明显，同时煤炭进口保持较高水平。2) 清洁能源出力增加、非电需求整体较弱，煤炭消费增长不及预期。25Q1 大秦线运量同比下降 5.6%至 0.93 亿吨。

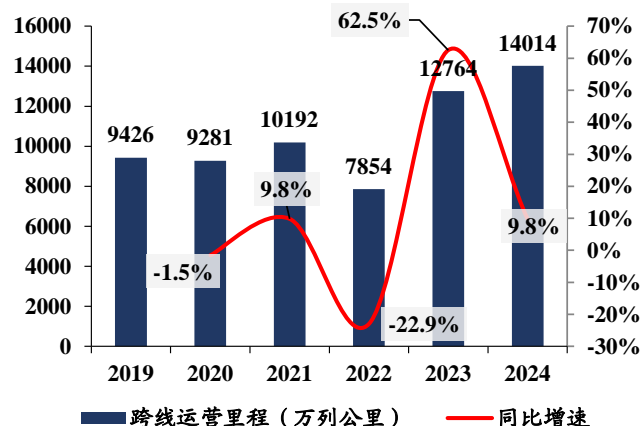
**2) 铁路客运：**2024 年，京沪高铁本线列车旅客量 5201.6 万人次，同比-2.3%，较 2019 年同期-2.5%；全年跨线列车运营里程完成 10250.7 万列公里、同比+11.4%，京福安徽线路列车完成 3763 万列公里，同比+5.7%；累计跨线列车运营里程达到 14013.7 万列公里，同比+9.8%。公司重点发力跨线车业务，跨线列车完成额增长较多。

图48：2024 年京沪高铁本线列车旅客量同比-2.3%



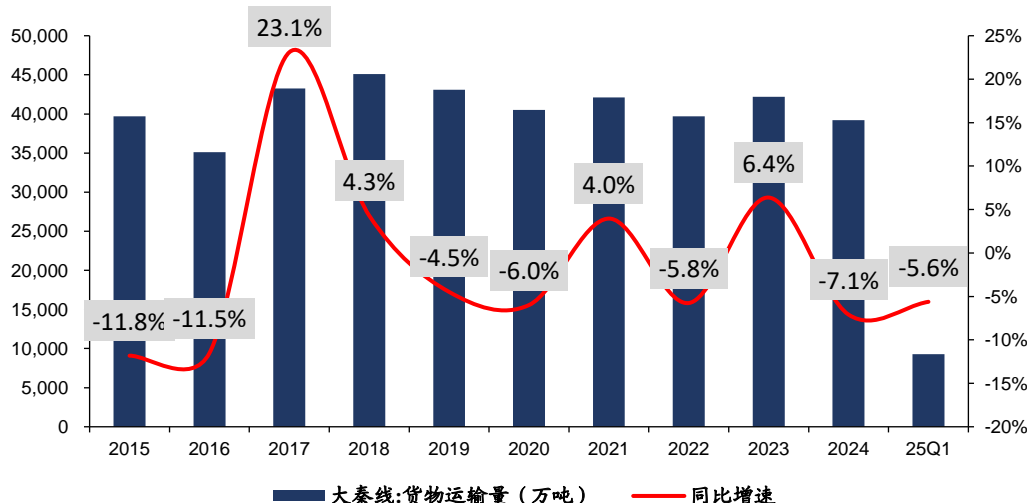
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图49：2024 年京沪高铁跨线列车运营里程同比+9.8%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图50：25Q1 大秦线货物运输量同比-5.6%



资料来源：iFind，信达证券研发中心

## 5.2 财务情况：大秦铁路运量下降拖累营收，京沪高铁本线车需求拖累客座率

**1) 大秦铁路：**2024 年公司实现营业收入 746.27 亿元，同比-7.89%；归母净利润 90.39 亿元，同比-24.23%，扣非归母净利润 90.36 亿元，同比-24.44%。25Q1 实现营业收入 178.01 亿元，同比-2.56%，归母净利润 25.71 亿元，同比-15.61%，扣非归母净利润 25.63 亿元，同比-15.76%。受运量下滑影响，公司营收同比有所下降，而成本相对刚性，运量下滑带来的营收降幅大于成本，公司归母净利出现较大幅度下滑。

图51：25Q1 大秦铁路营收 178 亿元，同比-2.56%

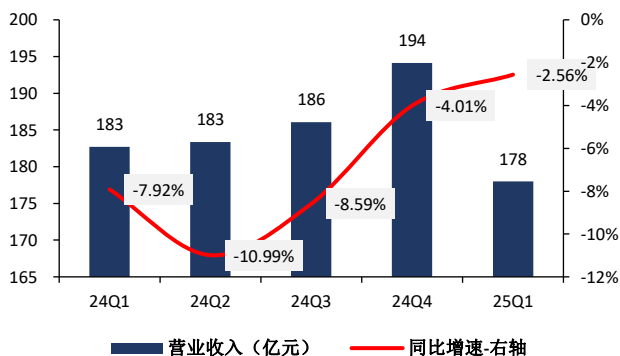
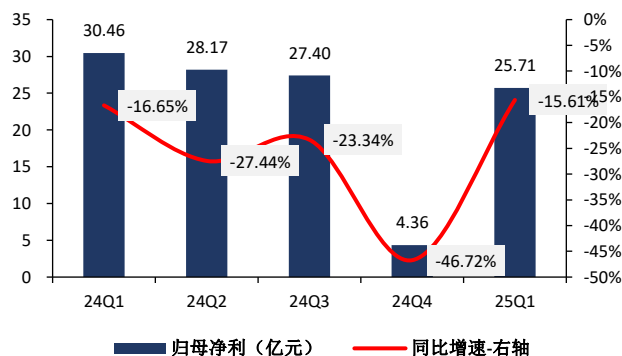


图52：25Q1 大秦铁路归母净利 25.71 亿元，同比-15.61%



资料来源：iFind，信达证券研发中心

资料来源：iFind，信达证券研发中心

**2) 京沪高铁：**2024 年公司实现营收 421.6 亿元，同比+3.6%。其中本线/跨线业务收入分别为 158.3/259.5 亿元，同比分别-1.6%/+7.1%，占比分别 37.5%/61.6%。2024 年公司实现归母净利 127.68 亿元，同比+10.6%，主要受益于跨线业务量增长。25Q1 公司实现营业收入 102.2 亿元，同比+1.2%，实现归母净利 29.64 亿元，同比+0.03%。京沪线本线车需求偏弱拖累客座率，跨线车相对稳健，盈利持稳。

图53：2024 年京沪高铁营收 421.6 亿元，同比+3.6%

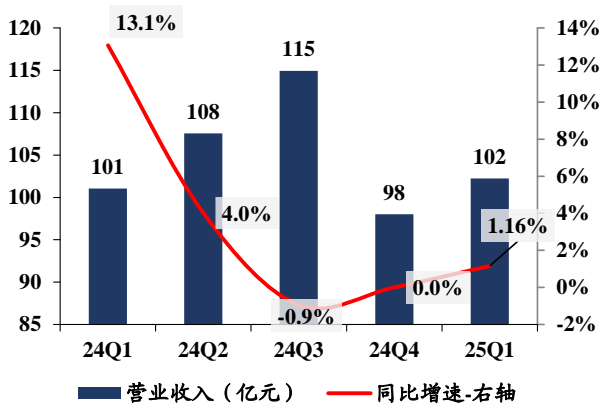
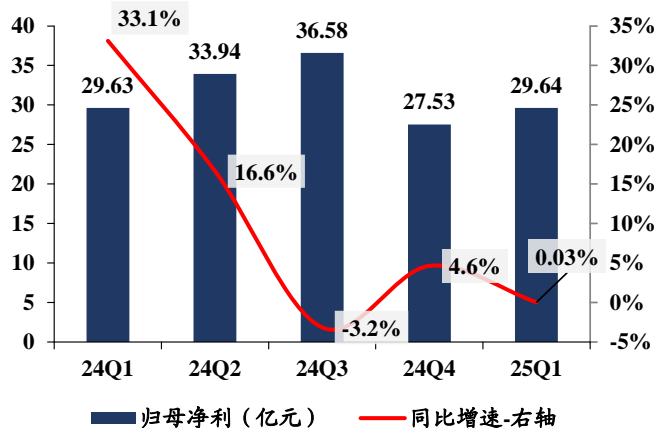


图54：2024 年京沪高铁归母净利 127.68 亿元，同比+10.6%



资料来源：iFind，信达证券研发中心

资料来源：iFind，信达证券研发中心

### 5.3 投资建议：看好运量恢复带动业绩稳步提升

**铁路货运方面**，大秦铁路是国铁集团西煤东运的龙头企业，我们看好公司稳健的经营能力以及可观的股息回报，公司 2025 年计划大秦线货物运输量 4 亿吨，全年营收预算 780 亿元，看好 2025 年运量恢复带动业绩增长。

**铁路客运方面**，京沪高铁坐拥黄金路产，贯穿南北大通道，旅客出行需求较旺。随路网逐步完善，公司本线跨线列车调整，跨线车列次、运营里程等有望增长，我们预计将带动路网服务业务量进一步增加，进而带动公司业绩稳步提升。

表14：铁路行业重点公司 2024 年度及 2025 年一季度业绩梳理（亿元）

行业	证券代码	公司简称	2024 年度				2025 年一季度			
			营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY
铁路	601006	大秦铁路	746	-7.9%	90.39	-24.2%	178.01	-2.6%	25.71	-15.6%
	601816	京沪高铁	422	3.6%	127.68	10.6%	102.23	1.2%	29.64	0.0%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

表15：铁路行业重点公司估值表（2025/5/8）

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）					市盈率				PB (LF)
		2025/5/8	24A	25E	26E	27E	24A	TTM	25E	26E	27E	
601006	大秦铁路	1,338	90.39	102.77	106.79	110.91	14.80	15.62	13.02	12.53	12.06	0.81
601816	京沪高铁	2,917	127.68	135.05	144.28	153.55	22.85	22.84	21.60	20.22	19.00	1.43

资料来源：iFind，信达证券研发中心

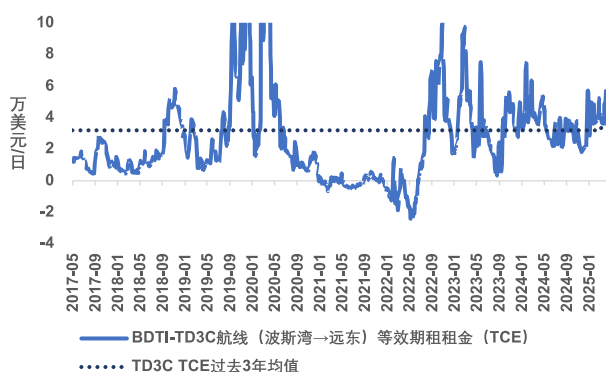
## 6 航运：近期运价波动，静待弹性释放

### 6.1 经营数据：油运运价维持 5 万美元/日附近，集运外贸运价略有回落

油运：2025 年运价中枢有所抬升，TD3C-TCE 中枢维持 5 万美元/日附近。

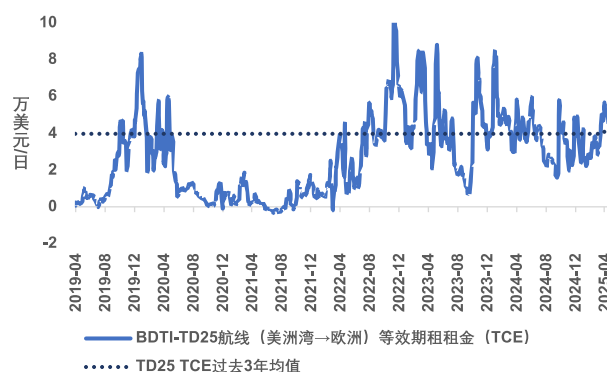
- **BDTI-TD3C 航线（波斯湾→远东）等效期租租金（TCE）**：2025 年 5 月 2 日，BDTI-TD3C 航线 TCE 收于 4.99 万美元/日，同比增长 15.26%，环比 2025 年 4 月 25 日下滑 11.78%，整体维持在 5 万美元/日附近。
- **BDTI-TD25 航线（美洲湾→欧洲）等效期租租金（TCE）**：2025 年 5 月 2 日，BDTI-TD25 航线 TCE 收于 3.72 万美元/日，同比下滑 12.13%，环比 2025 年 4 月 25 日下滑 17.97%。

图55：BDTI-TD3C 航线(波斯湾→远东)等效期租租金(TCE)



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

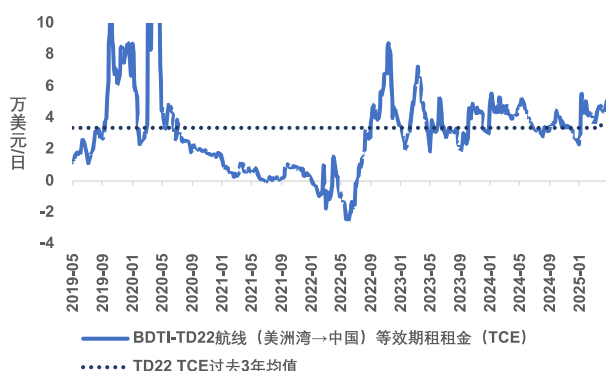
图56：BDTI-TD25 航线(美洲湾→欧洲)等效期租租金(TCE)



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

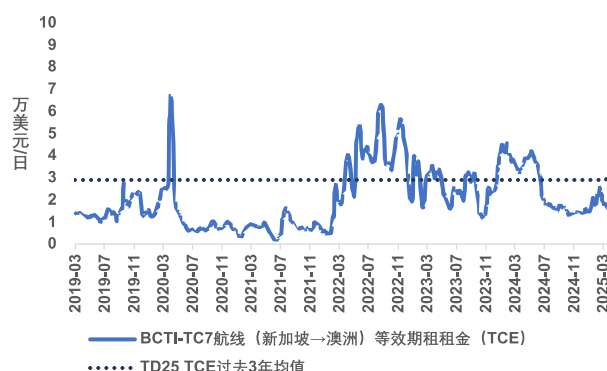
- **BDTI-TD22 航线（美洲湾→中国）等效期租租金（TCE）**：2025 年 5 月 2 日，BDTI-TD22 航线 TCE 收于 5.09 万美元/日，同比增长 12.37%，环比 2025 年 4 月 25 日增长 9.85%。
- **BCTI-TC7 航线（新加坡→澳洲）等效期租租金（TCE）**：2025 年 5 月 2 日，BDTI-TC7 航线 TCE 收于 1.54 万美元/日，同比下滑 57.11%，环比 2025 年 4 月 25 日增长 2%。

图57：BDTI-TD22 航线(美洲湾→中国)等效期租租金(TCE)



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

图58：BCTI-TC7 航线(新加坡→澳洲)等效期租租金(TCE)

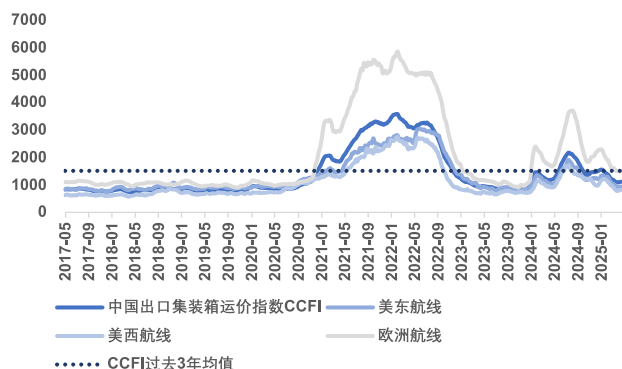


资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

**集运：2025 年起外贸运价有所回落，内贸运价整体持平。**

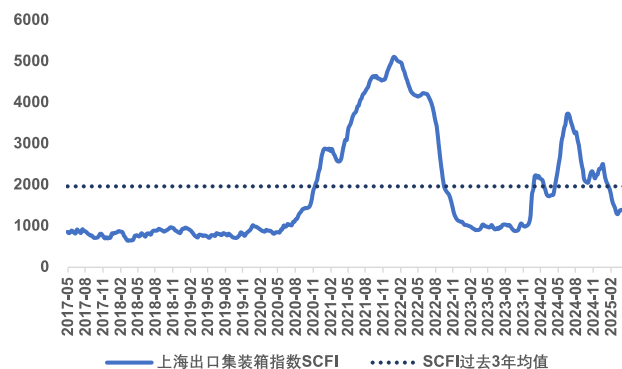
- **中国出口集装箱运价指数 CCFI**：2025 年 5 月 2 日，CCFI 收于 1121.08 点，同比下滑 6.08%，环比 2025 年 4 月 25 日下滑 0.12%。其中：
  - **美东航线**：2025 年 5 月 2 日，收于 931.83 点，同比下滑 9.24%，环比 2025 年 4 月 25 日增长 0.15%。
  - **美西航线**：2025 年 5 月 2 日，收于 837.43 点，同比下滑 7.96%，环比 2025 年 4 月 25 日增长 1.74%。
  - **欧洲航线**：2025 年 5 月 2 日，收于 1497.15 点，同比下滑 10.3%，环比 2025 年 4 月 25 日下滑 0.16%。
- **上海出口集装箱运价指数 SCFI**：2025 年 5 月 2 日，SCFI 收于 1340.93 点，同比下滑 30.9%，环比 2025 年 4 月 25 日下滑 0.51%。

图59：中国出口集装箱运价指数 CCFI



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

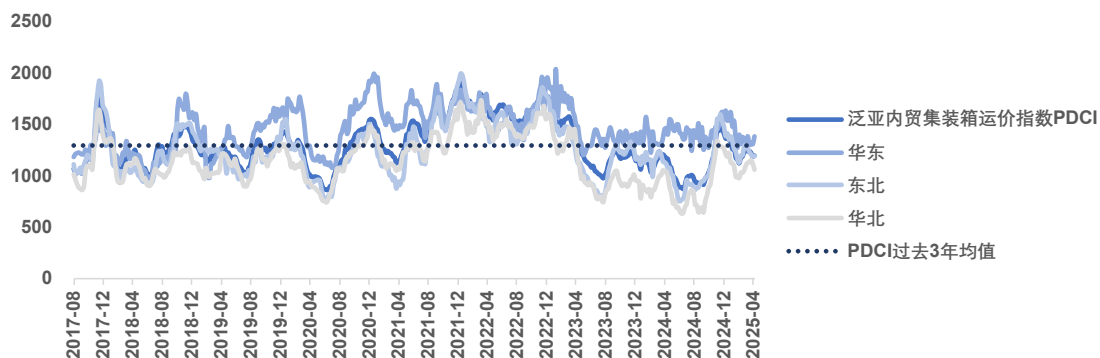
图60：上海出口集装箱运价指数 SCFI



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

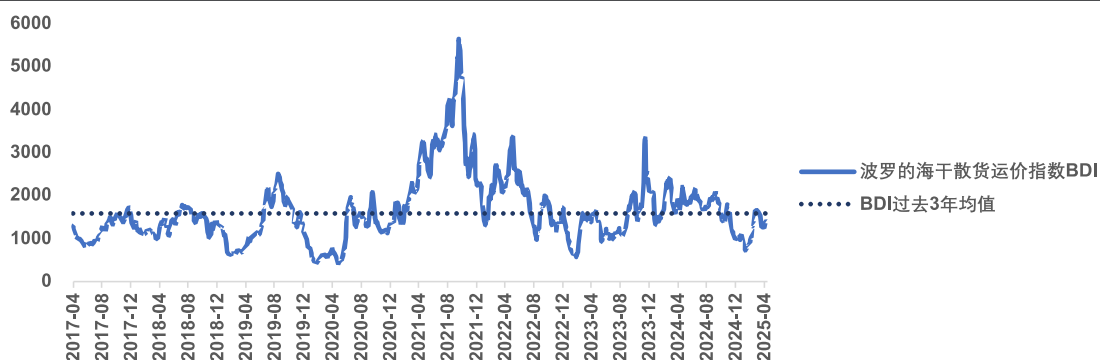
- **泛亚内贸集装箱运价指数 PDCI**：2025 年 4 月 18 日，PDCI 收于 1198 点，同比增长 1.87%，环比 2025 年 4 月 11 日增长 0.67%。

图61：泛亚内贸集装箱运价指数 PDCI



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

**散运：2025 年运价持续承压。**2025 年 5 月 2 日，波罗的海干散货运价指数 BDI 收于 1421 点，同比下滑 24.25%，环比 2025 年 4 月 25 日增长 3.5%。

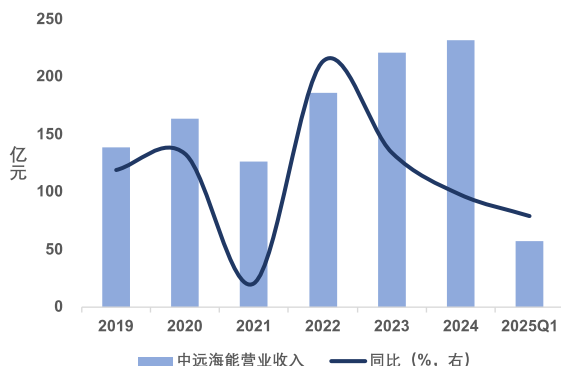
**图62：波罗的海干散货指数 BDI**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

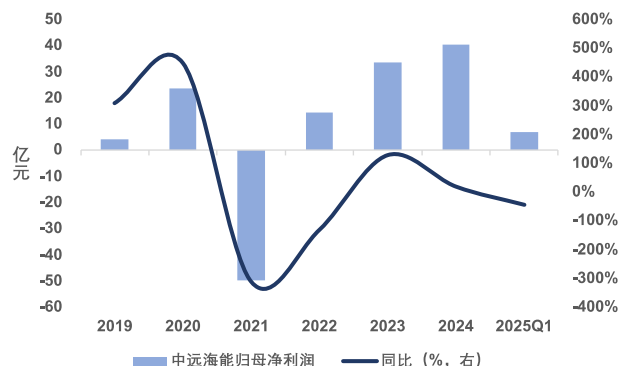
## 6.2 财务数据：中远海控、中谷物流整体表现较优

### 油运：

- **中远海能**：2024 年，实现营收 232.44 亿元，同比增长 5.22%；实现归母净利润 40.37 亿元，同比增长 20.47%。2025 年第一季度，实现营收 57.53 亿元，同比下滑 1.46%；实现归母净利润 7.08 亿元，同比下滑 42.73%。

**图63：中远海能营业收入**


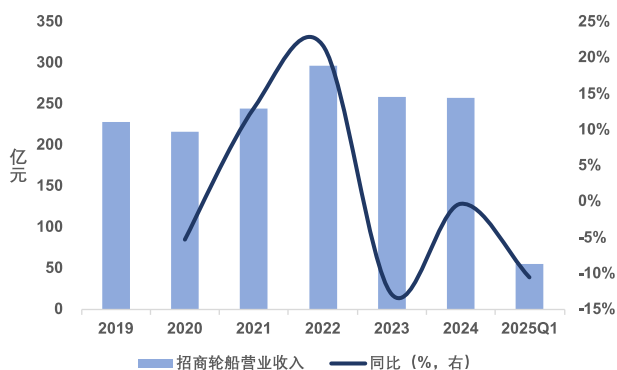
资料来源：中远海能公司公告，信达证券研发中心

**图64：中远海能归母净利润**


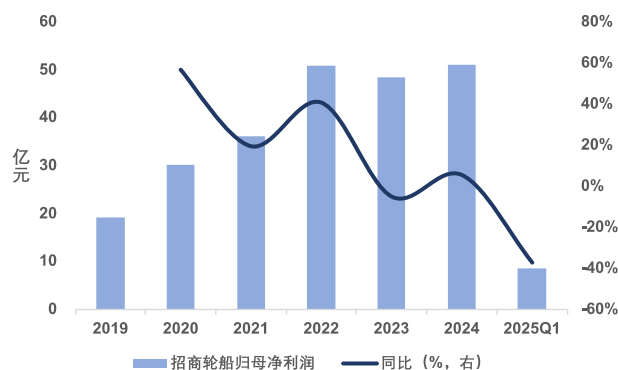
资料来源：中远海能公司公告，信达证券研发中心

- **招商轮船**：2024 年，实现营收 257.99 亿元，同比下滑 0.32%；实现归母净利润 51.07 亿元，同比增长 5.59%。2025 年第一季度，实现营收 55.95 亿元，同比下滑 10.53%；实现归母净利润 8.65 亿元，同比下滑 37.07%。



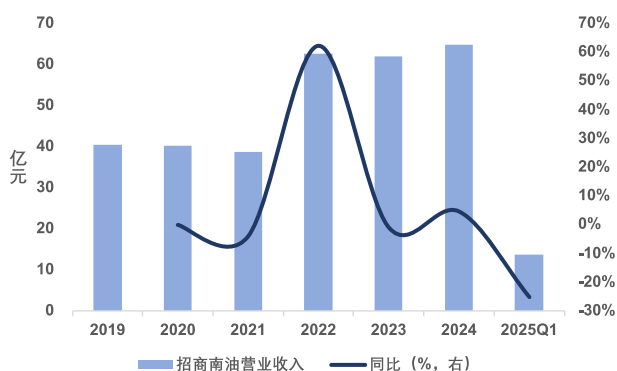
**图65：招商轮船营业收入**


资料来源：招商轮船公司公告，信达证券研发中心

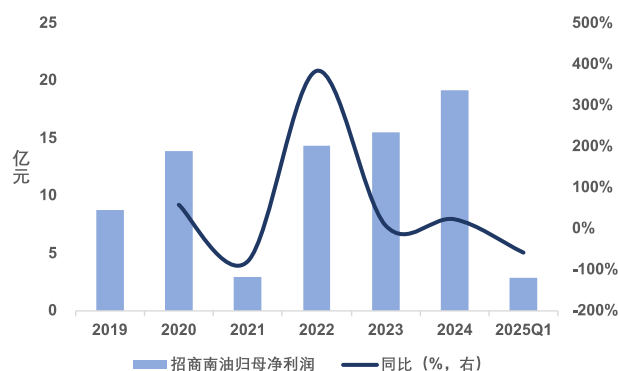
**图66：招商轮船归母净利润**


资料来源：招商轮船公司公告，信达证券研发中心

- **招商南油**：2024 年，实现营收 64.75 亿元，同比增长 4.5%；实现归母净利润 19.21 亿元，同比增长 23.38%。2025 年第一季度，实现营收 13.74 亿元，同比下滑 25.29%；实现归母净利润 2.85 亿元，同比下滑 57.59%。

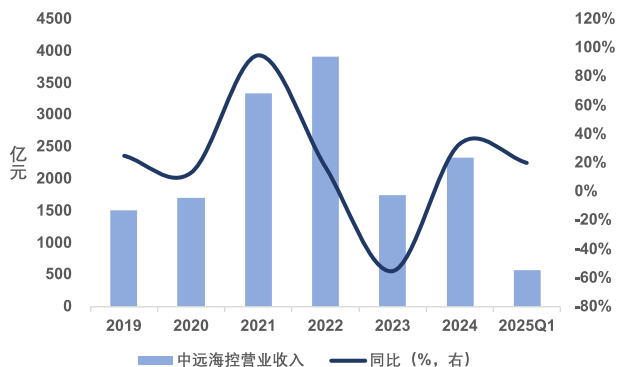
**图67：招商南油营业收入**


资料来源：招商南油公司公告，信达证券研发中心

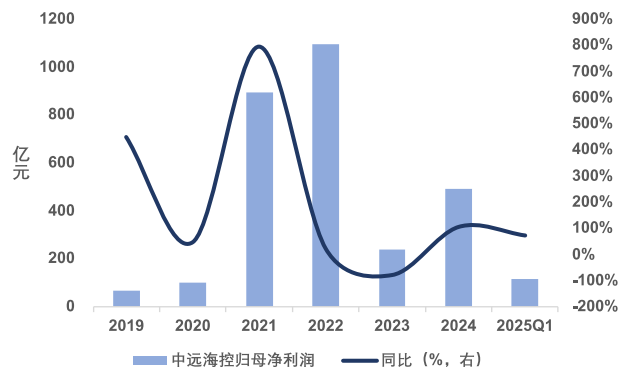
**图68：招商南油归母净利润**


资料来源：招商南油公司公告，信达证券研发中心

- **中远海控**：财务表现稳步复苏。2024 年，实现营收 2338.59 亿元，同比增长 33.29%；实现归母净利润 491 亿元，同比增长 105.78%。2025 年第一季度，实现营收 579.6 亿元，同比增长 20.08%；实现归母净利润 116.95 亿元，同比增长 73.12%。

**图69：中远海控营业收入**


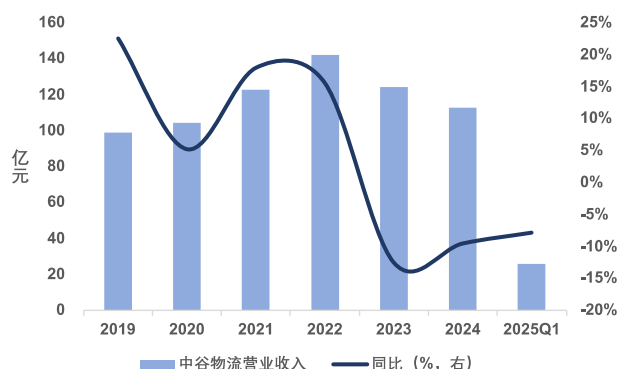
资料来源：中远海控公司公告，信达证券研发中心

**图70：中远海控归母净利润**


资料来源：中远海控公司公告，信达证券研发中心

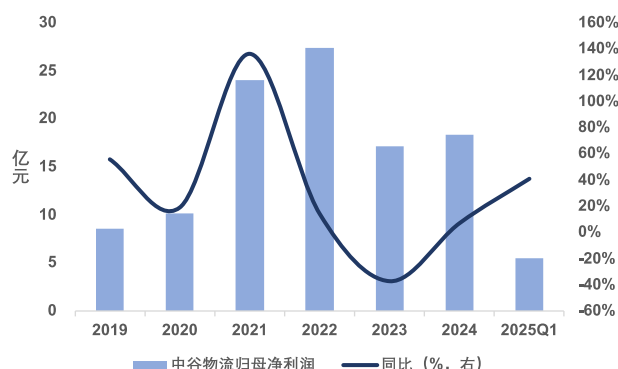
**中谷物流：2025 年第一季度受益于运价上涨。**2024 年，实现营收 112.58 亿元，同比下滑 9.49%；实现归母净利润 18.35 亿元，同比增长 6.88%。2025 年第一季度，实现营收 25.69 亿元，同比下滑 7.78%；实现归母净利润 5.47 亿元，同比增长 40.73%。

图71：中谷物流营业收入



资料来源：中谷物流公司公告，信达证券研发中心

图72：中谷物流归母净利润

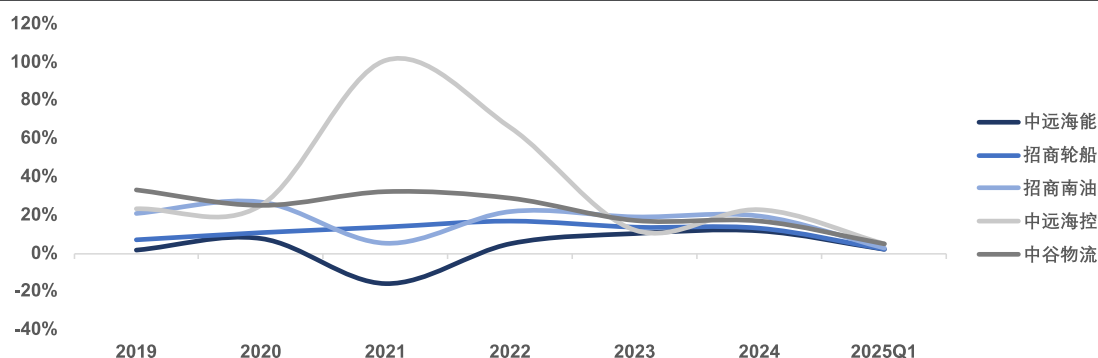


资料来源：中谷物流公司公告，信达证券研发中心

### 6.3 投资建议：运价波动背景下，建议关注稳定性更优的招商轮船、中谷物流

**ROE 对比：招商轮船、中谷物流稳定性较优。**中远海能、招商南油、中远海控 ROE 受国际海运费波动的影响较大，招商轮船 ROE 在 2020~2024 年维持在 14% 附近波动，2024 年实现 13.28%。中谷物流 ROE 在 2018~2022 年维持在 30% 附近波动，2024 年落至 16.86%。

图73：航运重点公司 ROE 对比



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

## 附：航运重点公司财务数据及估值表

表16：港口行业重点公司财务数据

证券代码	证券简称	2023 年数据				2024 年第一季度数据			
		营收 亿元	营收 同比	归母净利润 亿元	归母净利润 同比	营收 亿元	营收 同比	归母净利润 亿元	归母净利润 同比
600026.SH	中远海能	232.44	2.25%	40.37	19.37%	57.53	-4.01%	7.08	-43.31%
601872.SH	招商轮船	257.99	-0.32%	51.07	5.59%	55.95	-10.53%	8.65	-37.07%
601975.SH	招商南油	64.75	4.50%	19.21	23.38%	13.74	-25.29%	2.85	-57.59%
601919.SH	中远海控	2338.59	33.29%	491.00	105.78%	579.60	20.05%	116.95	73.12%
603565.SH	中谷物流	112.58	-9.49%	18.35	6.88%	25.69	-7.78%	5.47	40.73%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

表17：港口行业重点公司估值表（2025/5/8）

证券代码	公司简称	市值 亿元	归母净利润 亿元				市盈率 倍					PB (LF)
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	TTM	2025E	2026E	2027E	
600026.SH	中远海能	500.93	40.37	46.84	51.88	54.77	12.41	14.33	10.69	9.66	9.15	1.37
601872.SH	招商轮船	491.07	51.07	60.55	65.28	67.23	9.61	10.68	8.11	7.52	7.30	1.21
601975.SH	招商南油	130.13	19.21	14.56	15.40	17.32	6.77	8.48	8.94	8.45	7.51	1.17
601919.SH	中远海控	2,293.47	491.00	261.55	210.82	198.84	4.67	4.24	8.77	10.88	11.53	0.94
603565.SH	中谷物流	198.67	18.35	19.12	19.40	20.85	10.82	9.96	10.39	10.24	9.53	2.00

资料来源：iFind，信达证券研发中心

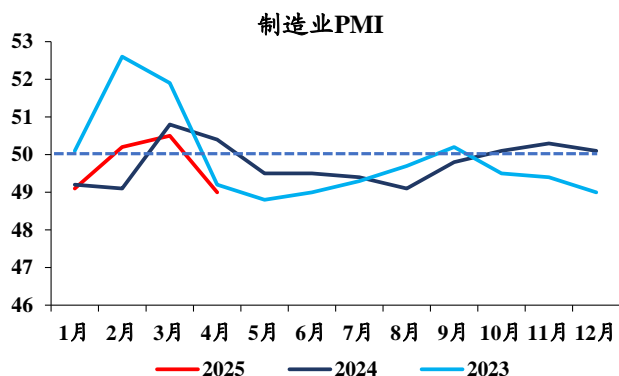
注：盈利预测来自信达交运团队

## 7 大宗供应链：客户风险释放，龙头业绩有望企稳回升

### 7.1 经营情况：下游需求疲弱，龙头经营货量短期下降，单吨毛利回升

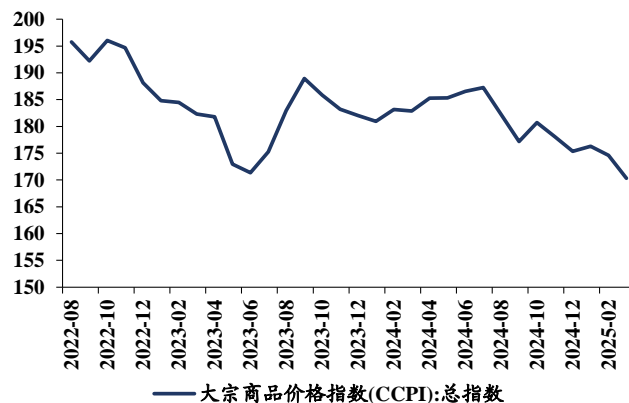
**大宗需求：**2023 年工业景气度较低，大宗商品市场需求放缓，2024 年需求已同比改善。受宏观环境影响，2023 年规模以上工业增加值增速持续下滑，2024 年同比增速整体回升。同时，2023 制造业 PMI 大多时间段处于 50 景气度以下，2024 年略有好转，但整体经济表现仍然偏弱。大宗商品市场需求也有较明显减弱。受整体经济疲软、需求较弱影响，钢铁钢材等工业金属、原油、煤炭等能源产品及部分农产品价格出现不同程度的下降。

图74：2023 及 2024 年制造业 PMI 景气度偏低



资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

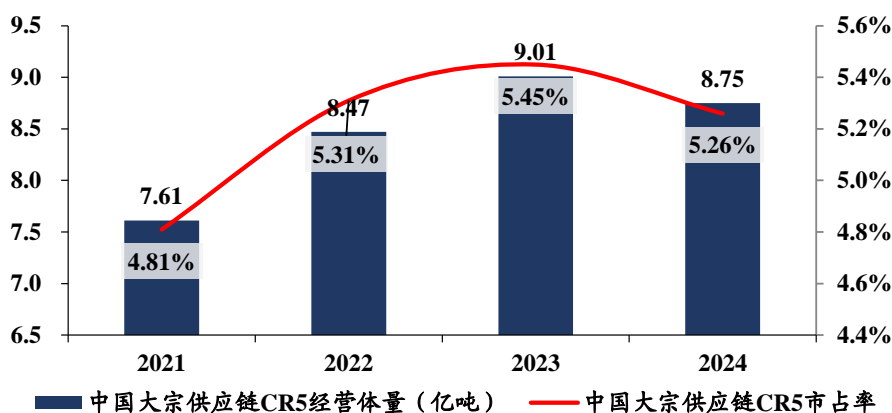
图75：2024 年大宗商品价格指数较去年同期略有回升



资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

受需求端景气度拖累，龙头经营货量短期下降，中长期增长趋势仍在。行业集中度正处于提升趋势，2021~2024 年大宗供应链企业 CR5 货量由 2021 年的 4.81% 增至 2024 年的 5.26%，CR5 经营货量由 7.61 亿吨增至 8.75 亿吨，年均复合增速+4.8%。2024 年受宏观经济影响，大宗商品市场需求放缓，同时头部供应链企业自身调整货品结构，经营货量同比略降 2.9%。但我们认为头部企业结构调整结束后，依托其规模效应，有望在采购价格、分销渠道、物流资源、资金成本、风险控制等多方面形成优势，份额有望持续提升，头部企业业务量提升趋势仍在，后续有望恢复增长。

图76：头部 CR5 大宗供应链企业经营货量规模及市占率情况



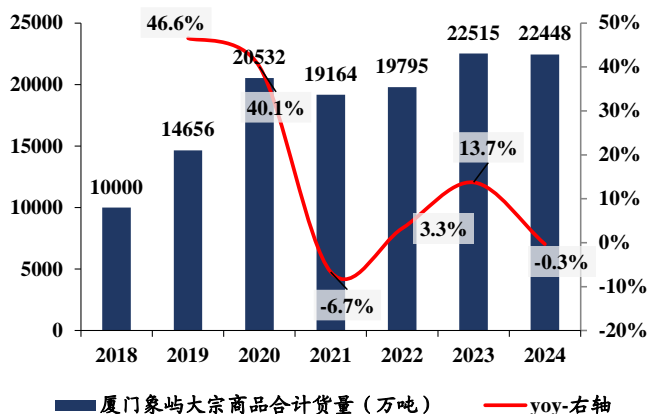
资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

注：CR5 是物产中大、厦门象屿、建发股份、厦门国贸、浙商中拓

CR5 市场占有率=CR5 业务规模/中国大宗供应链市场规模；其中，CR5 业务规模为其供应链板块经营（或销售）货量之和，中国大宗供应链市场规模为主要大宗商品产量与进口量之和；CR5 中未公布年度经营/销售货量的，采用其半年度货量数据\*2 估算

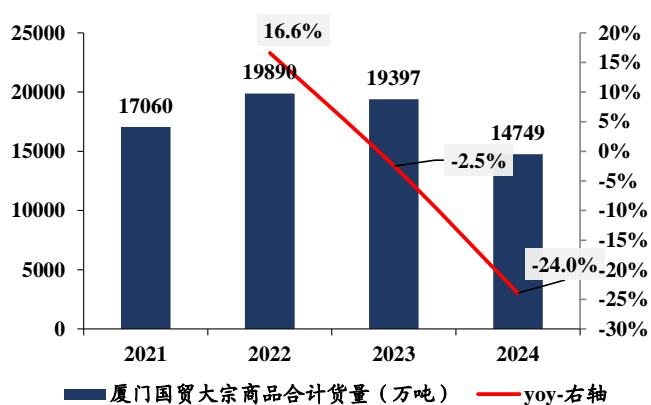
**经营货量：**1) 厦门象屿：2024 年受行业下游需求偏弱影响，公司经营货量 2.24 亿吨，同比-0.3%。2) 厦门国贸：2024 年受市场需求减弱和公司业务结构调整综合影响，公司主要经营品类（金属及金属矿产、能源化工、农林牧渔）业务规模为 1.47 亿吨，同比-24.0%。3) 建发股份：2024 年公司经营的黑色金属、有色金属、矿产品、农产品、浆纸、能源化工产品等主要大宗商品的经营货量超 2.2 亿吨，同比增速近 8%。

图77：2024 年，厦门象屿经营货量 2.24 亿吨，同比-0.3%



资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

图78：2024 年厦门国贸经营货量 1.47 亿吨，同比-24.0%

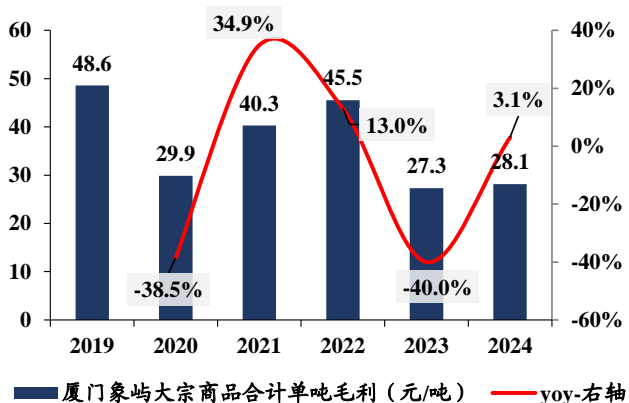


资料来源：iFind，厦门国贸公司公告，信达证券研发中心

注：此处仅统计公司公告披露的金属及金属矿产、能源化工、农林牧渔三大类货种经营货量情况，下同

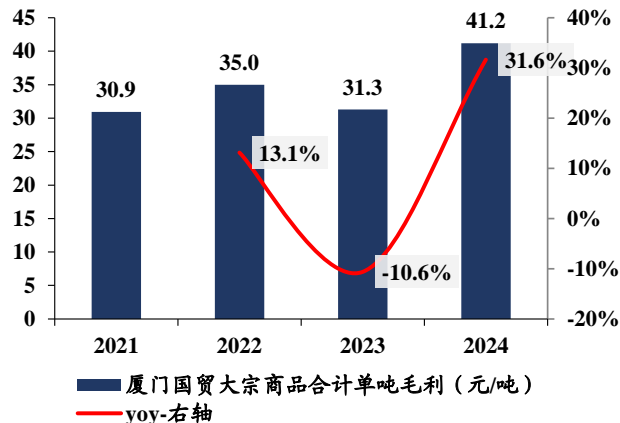
**期现单吨毛利：**1) 厦门象屿：2024 年公司整体大宗商品单吨毛利有所回升，达到 28.1 元/吨，同比+3.1%；受行业影响，公司各货种单吨毛利近两年出现不同程度下降，但 2024 年农产品单吨毛利实现转正，整体单吨毛利也有所回升。2) 厦门国贸：受行业影响，2024 年公司主要品类经营货量出现较大幅度下降，但相应期现毛利率改善明显，总体期现毛利率提升至 1.83%，同比+0.36pct。2024 年公司主要品类大宗商品单吨毛利回升至 41.2 元/吨，同比+31.6%。

图79：2024 年，厦门象屿大宗商品单吨毛利为 28.1 元/吨，同比+3.1%



资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

图80：2024 年，厦门国贸大宗商品单吨毛利为 41.2 元/吨，同比+31.6%

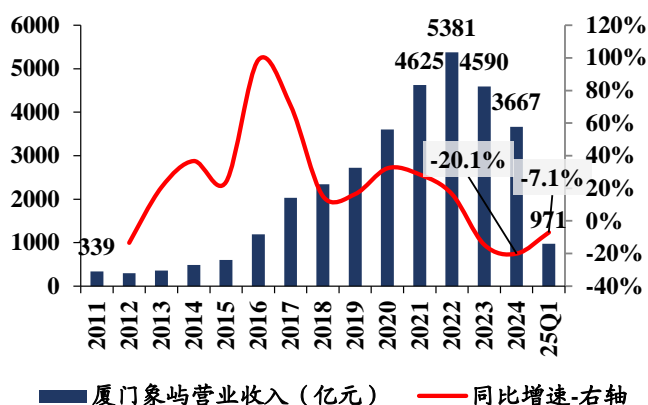


资料来源：iFind，信达证券研发中心

## 7.2 财务情况：利润或触底、股息率具备投资价值

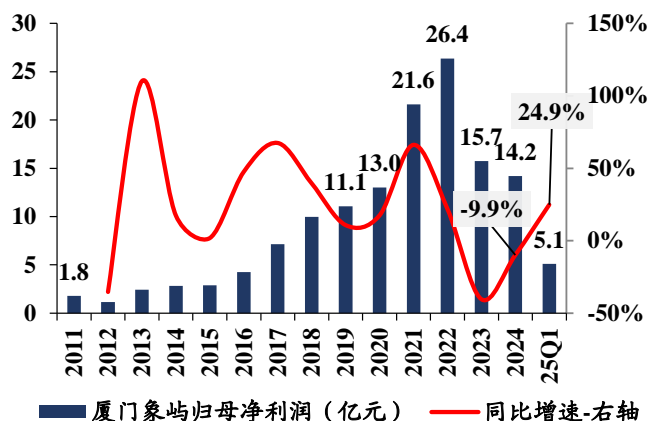
**1) 厦门象屿：**2024 年公司实现营业收入 3667 亿元，同比-20.1%。其中大宗商品经营/大宗商品物流/生产制造业务实现营收分别为 3453/94.22/111 亿元，同比分别-21.4%/+33.0%/+2.54%；对应归母净利 14.2 亿元，同比-9.9%。公司大宗商品经营规模小幅下降 0.3%，受货种价格影响营收下滑超过两位数；受益于单吨毛利回升，公司归母净利降幅小于营收。25Q1 公司实现营收 971 亿元，同比-7.1%，对应归母净利为 5.1 亿元，同比+24.9%。分红情况看，假设厦门象屿仍能维持 2022~2024 年分红比例平均水平，对应股息率 4.72%，具备一定投资价值。

图81：2024 年厦门象屿实现营收 3667 亿元，同比-20.1%



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图82：2024 年厦门象屿实现归母净利 14.2 亿元，同比-9.9%



资料来源：iFind，信达证券研发中心

表18：厦门象屿历史分红数据以及 2025 年分红测算

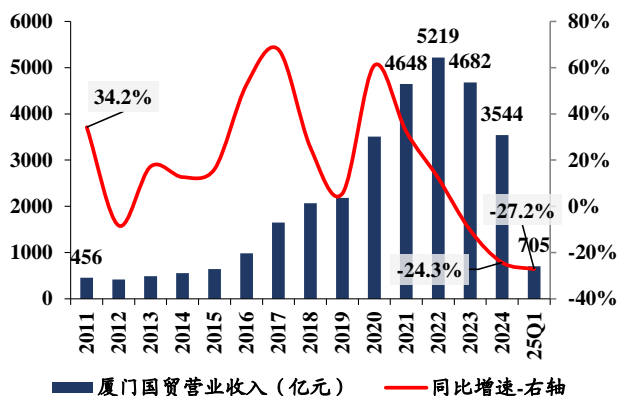
600057.SH 厦门象屿	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
归母净利润 亿元	13.00	21.60	26.37	15.74	14.19	18.15
分红基准股本 亿股	21.57	21.57	22.54	22.68	22.33	28.07
现金分红总额 亿元	6.46	10.99	13.84	6.82	7.02	8.79
分红比例	49.7%	50.9%	52.5%	43.3%	49.5%	48.4%
每股股利 元/股	0.30	0.51	0.61	0.30	0.31	0.31
股息率 2025E 数据基于 2025 年 5 月 8 日收盘价	4.98%	6.00%	5.98%	4.48%	4.84%	4.73%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

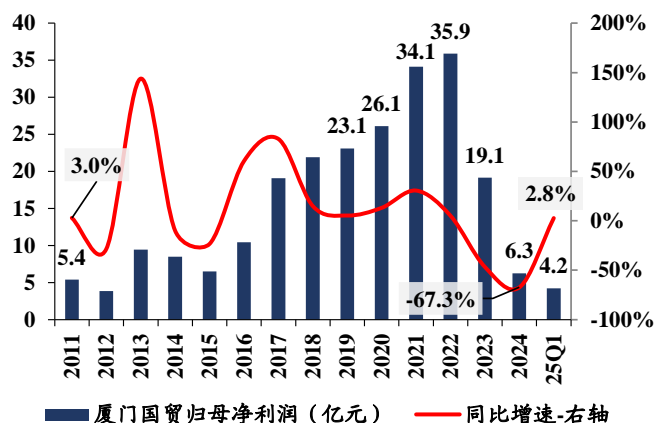
注：2025 年盈利预测数据基于 iFind 一致预期，公司 2025 年预计分红比例参考 2022~2024 年三年平均分红比例。

**2) 厦门国贸：**2024 年公司实现营业收入 3667 亿元，同比-20.1%。其中供应链管理/健康科技业务实现营收分别为 3532/11.03 亿元，同比分别-24.1%/+49.6%；对应归母净利 6.3 亿元，同比-67.3%。2024 年受市场需求减弱和公司业务结构调整综合影响，公司大宗商品经营货量同比下降 24%，拖累整体营收增速；同时西牯岭矿山提前关闭事项减少公司 2024 年归母净利 3.97 亿元。25Q1 公司实现营收 705 亿元，同比-27.2%，对应归母净利为 4.2 亿元，同比+2.8%。分红情况看，假设厦门国贸仍能维持 50%分红比例水平，对应股息率 4.80%，具备一定投资价值。



**图83：2024 年厦门国贸实现营收 3544 亿元，同比-24.3%**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图84：2024 年厦门国贸实现归母净利 6.3 亿元，同比-67.3%**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

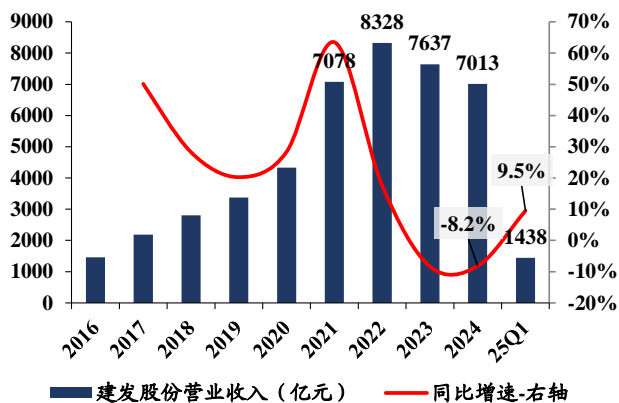
**表19：厦门国贸历史分红数据以及 2025 年分红测算**

600755.SH 厦门国贸	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
归母净利润 亿元	26.12	34.12	35.89	19.15	6.26	13.00
分红基准股本 亿股	19.46	21.18	22.01	22.04	21.67	21.67
现金分红总额 亿元	8.98	11.00	14.44	11.02	7.15	6.50
分红比例	34.4%	32.3%	40.2%	57.6%	114.3%	50.0%
每股股利 元/股	0.46	0.52	0.50	0.65	0.33	0.30
股息率 2025E 数据基于 2025 年 5 月 8 日收盘价	6.91%	7.21%	9.19%	7.17%	4.97%	4.75%

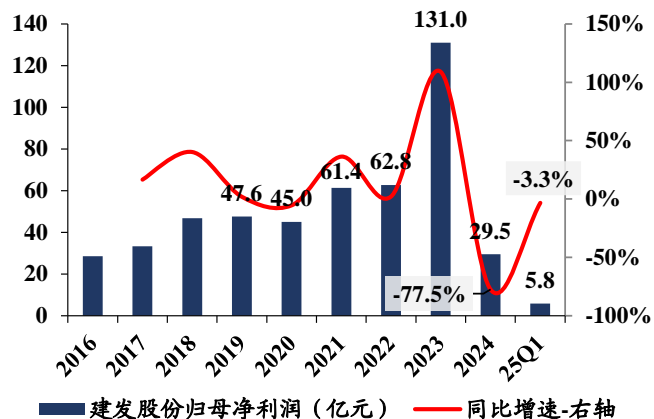
资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2025 年盈利预测数据基于 iFind 一致预期，公司 2025 年预计分红比例假设为 50%。

**3) 建发股份：**2024 年公司实现营业收入 7013 亿元，同比-8.2%。其中供应链运营/房地产/家居商场运营业务实现营收分别为 5089/1846/77.76 亿元，前两大业务同比分别-14.2%/+10.9%。2024 年公司总体实现归母净利 29.5 亿元，同比-77.5%。其中供应链运营业务实现归母净利 35.06 亿元，同比-11.3%，主要系 2023 年因取得联营企业股权产生了额外收益，计入归母净利约 3 亿元，2024 年无此事项。25Q1 公司实现营收 1438 亿元，同比+9.5%，对应归母净利为 5.8 亿元，同比-3.3%。分红情况看，假设建发股份 2025 年分红比例达到过去三年平均水平，对应股息率 5.25%，具备一定投资价值。

**图85：2024 年建发股份实现营收 7013 亿元，同比-8.2%**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图86：2024 年建发股份实现归母净利 29.5 亿元，同比-77.5%**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

表20：建发股份历史分红数据以及 2025 年分红测算

600153.SH 建发股份	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
归母净利润 亿元	45.04	60.98	62.82	131.04	29.46	38.94
分红基准股本 亿股	28.64	28.63	30.05	30.04	29.47	29.47
现金分红总额 亿元	14.32	17.18	24.04	21.03	20.63	16.14
分红比例	31.8%	28.2%	38.3%	16.0%	70.0%	41.5%
每股股利 元/股	0.50	0.60	0.60	0.70	0.70	0.55
股息率 2025E 数据基于 2025 年 5 月 8 日收盘价	6.09%	6.62%	5.86%	7.27%	6.65%	5.28%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2025 年盈利预测数据基于 iFind 一致预期，公司 2025 年预计分红比例参考 2022~2024 年三年平均分红比例。

### 7.3 投资建议：估值低位、分红比例较高，高股息具备较高投资价值

过去两年经济需求表现偏弱，下游客商经济活跃度较低，大宗商品需求量及价格下降，大宗供应链企业盈利水平受到影响。2024 年下半年一揽子增量政策出台，诸多利好政策提振行业需求，工业企业效益有所改善，大宗商品行业或有望迎来周期上行拐点，供应链企业利润或触底，业绩有望回升。

龙头供应链企业业绩有望企稳回升，高股息率具备较高投资价值。从估值情况看，当前大宗供应链企业的 PB 历史估值分位水平不高，具备较大估值修复空间。从分红情况看，假设厦门象屿、厦门国贸、建发股份仍能维持此前分红比例平均水平，5 月 8 日收盘价下，2025 年对应股息率分别能达到 4.73%、4.75%、5.28%，具备一定投资价值。

表21：大宗供应链行业重点公司 2024 年度及 2025 年一季度业绩梳理（亿元）

行业	证券代码	公司简称	2024 年度				2025 年一季度			
			营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY
大宗供应链	600057	厦门象屿	3,667	-20.1%	14.19	-9.9%	971.35	-7.1%	5.09	24.9%
	600755	厦门国贸	3,544	-24.3%	6.26	-67.3%	705.34	-27.2%	4.22	2.8%
	600153	建发股份	7,013	-8.2%	29.46	-77.5%	1,437.73	9.5%	5.84	-3.3%
	600704	物产中大	5,995	3.3%	30.79	-14.9%	1,331.48	0.2%	9.84	18.9%
	000906	浙商中拓	2,019	-0.6%	3.69	-46.0%	507.29	13.7%	1.92	-21.2%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

**表22：大宗供应链行业重点公司估值表（2025/5/8）**

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）					市盈率				PB (LF)
		2025/5/8	24A	25E	26E	27E	24A	TTM	25E	26E	27E	
600057	厦门象屿	186	14.19	18.15	21.53	24.92	13.10	12.22	10.24	8.63	7.46	1.09
600755	厦门国贸	137	6.26	13.00	15.64	18.37	21.89	21.50	10.53	8.76	7.46	0.68
600153	建发股份	306	29.46	38.94	44.72	50.46	10.37	10.45	7.85	6.83	6.06	0.54
600704	物产中大	271	30.79	35.20	40.55	44.34	8.79	8.36	7.69	6.67	6.10	0.66
000906	浙商中拓	45	3.69	5.57	9.08	11.18	12.31	14.32	8.16	5.00	4.06	0.92

资料来源：iFind，信达证券研发中心

备注：盈利预测均为iFind一致预期

**表23：大宗供应链企业历史估值分位（2013年初至今）**

分位情况（截至 2025.5.8）	建发股份	厦门象屿	厦门国贸	物产中大	浙商中拓
PE 估值分位	79.70	52.86	91.17	29.30	52.71
PB 估值分位	9.49	18.57	2.74	2.52	2.46

资料来源：iFind，信达证券研发中心

## 8 风险因素

**实物商品网购需求不及预期：**实物商品网购是快递业务量发展的上游驱动，若实物商品网购需求不及预期，快递业务量的提升或不及预期。

**电商快递价格竞争恶化：**电商快递行业服务差异化程度相对较低，若各家电商快递企业采取过度激进的价格竞争策略，或影响企业的经营利润及现金流情况。

**末端加盟商稳定性下降：**电商快递加盟商负责末端包裹的揽派以及支线运输，如果因为激励政策等原因导致末端不稳，或影响企业履约的质量。

**出行需求恢复不及预期：**宏观经济下行、收入下滑、人们出行意愿降低等因素，致使出行需求恢复不及预期。

**油价大幅上涨风险：**航油成本为航司重要营业成本之一，航司整体业绩受油价波动影响较大，若平均航油价格上升过快，预计航油成本大幅提升致使营业成本提升，从而影响整体收益水平。

**人民币大幅贬值风险：**航司若干租赁负债、银行贷款及其他贷款主要以美元为单位，以及若干国际收入、费用亦以人民币以外的货币为单位，汇率波动将致使航司产生汇兑损益。

**客货车流量不及预期：**若未来客货车流量增速出现大幅放缓甚至下降趋势，或对标的公司造成较大的业绩影响。

**分红政策不及预期：**过去部分上市公司分红政策相对稳健主要得益于可持续的现金流，若资本支出超预期可能会影响分红政策的稳定性，可能造成高分红收益兑现不及预期。

**港口整合不及预期：**港口行业整体运营效率主要受益于港口整合，若港口整合不及预期，港口业绩或不及预期。

**油轮船队规模扩张超预期：**油运运价弹性的释放基于船队规模扩张缓慢，若船队扩张超预期，全球油运运价的弹性或不及预期。

**航运环保监管执行力度不及预期：**环保监管对油运供给能力形成一定限制，若监管执行力度不及预期，供给受限不足或导致全球油运运价的弹性不及预期。

**委托管理风险：**京沪高铁与沿线相关铁路局、中铁电气化局集团签署了委托管理协议，服务单价逐年增长。若未来营业收入的增长不能覆盖上述成本的增加，可能导致公司经营业绩下滑。同时也可能出现受托方不能继续提供服务、不能按照约定的方式提供服务、服务质量不达标等不利变化。

**大宗商品价格波动风险：**国际格局复杂演变，供需关系变化较快，地缘政治、自然灾害等多重不利因素扰动，大宗商品市场价格波动较大，预计会对公司经营业绩有一定影响。

**客商信用风险：**若公司的交易方（供应商或下游客户）未能及时履行合约义务（供货、提货、付款等），对公司周转率会有一定影响，进而影响到业绩表现。

**国际业务拓展风险：**大宗供应链企业积极构建全球供应链网络服务体系，合作客商遍布全球。但不同国家和地区的政治环境、社会人文、经济环境等存在巨大差异，公司国际化业务拓展可能会存在较大摩擦阻碍。

## 研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，曾担任多家省交投外部评审委员及央视财经外部评论员，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

黄安，现任信达证券交运分析师，香港中文大学金融学硕士，先后就职于长城证券研究所、浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责海运、港口、危化品运输等行业的研究。

陈依晗，现任信达证券交运研究员，对外经贸大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责航空、机场等行业的研究。

秦梦鸽，现任信达证券交运分析师，上海财经大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2024年加入信达，主要负责快递、物流、公路等行业的研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。