

# 强于大市

## 交运行业 2024 年年报及 2025 年一季报综述

油散承压静待回暖，三大航与廉航表现分化，快递量增价减趋势不变

交运行业 24 年年报和 25 年一季报公布完毕，航运港口方面，25 年一季度油运低迷开局静待回暖，集散一季度表现疲软，24 年港口业绩表现相对稳健，建议关注港口估值修复及油运行业周期向上的机会；航空机场方面，24 年航空业整体表现分化，机场非航收入在新免税协议下利润弹性下降；快递物流方面，快递行业在 2024 年业务量仍保持较快增长，包裹货值下降及小件化趋势下单票价格有所下降。公路铁路方面，24 年铁路客运量增速达到两位数，公路客货运量仍保持增长。

### 支撑评级的要点

- 25 年一季度油运低迷开局静待回暖，集散一季度表现疲软，24 年港口业绩表现相对稳健。**油运方面，2025 Q1 承接去年四季度的低迷开局，VLCC 市场总体表现明显弱于去年同期。春节前受西方制裁收紧、山东港口相关禁令影响，市场出现一波上涨行情，但正规市场缺乏货盘的持续支撑，运价后续快速回落。总体而言，经过一季度的中低位剧烈波动，船东对后续市场发展的信心显著增强。散运方面，BDI 指数承接去年的低迷开局，加上澳巴铁矿发运持续低迷，短期市场运力供给过剩，1-2 月行情表现疲软。3 月供需关系改善出现反弹，好望角散货船一度带动 BDI 指数大幅反弹，但一季度干散货市场亮点不多，BDI 均值仅 1,118 点，同比大跌 39%。集运方面，红海危机绕航持续消化运力压力，但集装箱名义运力供给增幅大于贸易名义需求增幅，春节长假前后货量下降，集装箱运费总体呈下行趋势，截至 2025 年 3 月 28 日，SCFI 指数为 1,356.88，同比下跌 22%。港口方面，2024 年，港口企业虽然受到区域以及主要运输货种的不同，经营业绩表现有所差异，但总体来说，在国内进出口贸易平稳发展的情况下，整体经营业绩表现相对稳健。
- 24 年航空业整体表现分化，机场非航收入在新免税协议下利润弹性下降。**受企业控本增效影响，高频商务出行有所减少，导致三大航等传统全服务航空的性价比优势削弱，相反，低成本航空凭借票价弹性与消费降级趋势，市场份额持续提升。量价方面，行业整体客流量虽逐步恢复，但票价表现整体较弱，压制航空盈利空间。成本端则受益于油价大幅回落，布伦特与 WTI 原油价格在年内低位震荡，航空煤油成本同步下行，部分缓解航司经营压力，但票价疲软仍拖累业绩修复。展望 2025 年，行业整体客流量或进一步恢复，低成本航空有望凭借高性价比进一步抢占市场，成本端红利或持续。机场方面，2024 年核心盈利支柱非航收入尤其是免税业务有所下滑。以上海机场为例，新签订的免税协议将固定高比例分成改为与销售规模挂钩的模式，对机场的租金收入和利润弹性有所影响。展望 2025 年，免税业务恢复将取决于国际航线尤其是欧美长航线的复苏进度，但新协议下的分成模式使得利润弹性有所下降。
- 快递行业在 2024 年业务量仍保持较快增长，包裹货值下降及小件化趋势下单票价格有所下降。**2024 年，我国快递业务量 1745 亿件，同比增长 21%，快递业务收入 1.4 万亿元，同比增长 13%。相较之下，2024 年全国网上零售额 15.52 万亿元，同比增长 7.2%，由于拆单率提高、低价值单占比提升，使得快递市场的业务量增速明显超过电商总 GMV 的增速。在包裹货值下降及小件化趋势下单票价格有所下降，2024 年，快递行业单票价格从 2023 年的 9.1 元下降至 8.0 元。展望未来，我们认为随着电商拼多多、短视频与直播电商平台抖音、快手的出现，未来或仍有较多的低价单成交，快递行业单票价格或面临头部快递公司价格竞争以及行业自然发展趋势下价格下降的压力，不过整体来看，行业未来业务量或仍将保持增长，相较于单票收入一端，单票毛利仍然是快递公司盈利能力的核心指标。
- 24 年铁路客运量增速达到两位数，公路客货运量仍保持增长。**铁路方面，根据国铁集团数据，2024 年，全国铁路完成固定资产投资 8,506 亿元，增长 11.3%，投产新线 3113 公里，其中高铁 2457 公里，铁路建设成效显著。2024 年，全国铁路旅客发送量 43.1 亿人，同比增长 11.9%。全国铁路货物发送量 51.7 亿吨，同比增长 2.8%。公路方面，2024 年，公路货运量看全年完成 418.8 亿吨，同比增长 3.8%；公路旅客运输量全年完成 117.8 亿人次，同比增长 7.0%。经营业绩方面，24 年公路和铁路板块整体表现较为稳健，现金流较好。

### 相关研究报告

《交通运输行业周报》20250513  
 《交通运输行业周报》20250507  
 《交通运输行业周报》20250429

中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

交通运输

证券分析师：王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030004

证券分析师：刘国强

guoqiang.liu\_01@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524070002

### 投资建议

- 航运港口行业推荐招商轮船、中远海特，建议关注中远海能、招商南油、招商港口、青岛港、北部湾港等；航空机场建议关注春秋航空、吉祥航空、中国国航、上海机场等；快递行业推荐顺丰控股、极兔速递、韵达股份，建议关注中通快递、申通快递、圆通速递。物流行业推荐华贸物流。建议关注嘉友国际、海晨股份、中国外运、东航物流。公路铁路建议关注皖通高速、中原高速、京沪高铁、宁沪高速、招商公路。**

### 评级面临的主要风险

- 航运价格大幅波动，航空需求不及预期，快递价格竞争加剧，交通运输政策变化等产生的风险。**

## 目录

一、航运港口板块：25 年一季度油运低迷开局静待回暖，集散一季度表现疲软.....	5
1.1 航运行业：25 年一季度油运低迷开局静待回暖，集散一季度表现疲软.....	5
1.2 港口行业：航运板块整体表现承压下，25 年一季度港口企业经营业绩相对稳健.....	7
二、航空机场板块：航司经营业绩表现分化，大航整体减亏廉航盈利能力较强.....	10
2.1 航空行业：航司经营业绩表现分化，大航整体减亏廉航盈利能力较强.....	10
2.2 机场行业：24 年业绩全面盈利，25Q1 迈入新增长阶段.....	11
三、快递物流：快递行业业务量持续保持增长，行业单票价格有所下降.....	13
3.1 中间产品及消费品供应链服务：24 年行业收入同比有所下降，费用率下降毛利率有所提升.....	13
3.2 快递：2024 年业务量仍保持较快增长，包裹货值下降及小件化趋势下单票价格有所下降 ...	14
3.3 跨境物流：跨境物流整体稳中向好，嘉友国际和嘉诚国际表现相对较好.....	16
四、公路铁路：2024 年公路客货运量保持增长，铁路客运发送量同比增速达两位数.....	18
4.1 铁路运输：铁路客运和货运盈利小幅下降.....	18
4.2 公交运输：板块整体业绩表现稳中有升.....	19
4.3 高速公路：板块现金流情况良好，盈利表现较为稳健.....	21
五、风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1. 上市航运公司营收与利润情况.....	5
图表 2. 上市航运公司现金流情况.....	5
图表 3. 上市航运公司 2024 年年报财务指标比较.....	5
图表 4. 上市航运公司 2025 年一季报财务指标比较.....	6
图表 5. 四家公司 2024 年财务指标对比.....	6
图表 6. 四家公司 2025 年一季报财务指标对比.....	6
图表 7. 上市港口公司营收与利润情况.....	7
图表 8. 上市港口公司现金流情况.....	7
图表 9. 上市港口公司 2024 年年报财务指标比较.....	8
图表 10. 上市港口公司 2025 年一季报财务指标比较.....	8
图表 11. 四家公司 2024 年财务指标对比.....	9
图表 12. 四家公司 2025 年一季报财务指标对比.....	9
图表 13. 上市航空公司营收与利润情况.....	10
图表 14. 上市航空公司现金流情况.....	10
图表 15. 上市航空公司 2024 年年报财务指标比较.....	10
图表 16. 上市航空公司 2025 年一季报财务指标比较.....	10
图表 17. 四家公司 2024 年财务指标对比.....	11
图表 18. 四家公司 2025 年一季报财务指标对比.....	11
图表 19. 上市机场公司营收与利润情况.....	11
图表 20. 上市机场公司现金流情况.....	11
图表 21. 上市机场公司 2024 年年报财务指标比较.....	12
图表 22. 上市机场公司 2025 年一季报财务指标比较.....	12
图表 23. 四家公司 2024 年财务指标对比.....	12
图表 24. 四家公司 25 年一季报财务指标对比.....	12
图表 25. 中间产品及消费品供应链公司营收与利润情况.....	13
图表 26. 中间产品及消费品供应链公司现金流情况.....	13
图表 27. 中间产品及消费品供应链服务上市公司 2024 年年报财务指标比较.....	13
图表 28. 中间产品及消费品供应链服务上市公司 2025 年一季报财务指标比较.....	14
图表 29. 供应链主要上市公司 2024 年财务指标对比.....	14
图表 30. 供应链主要上市公司 2025 年一季报财务指标对比.....	14
图表 31. 快递上市公司 2024 年年报财务指标比较.....	14
图表 32. 快递上市公司 2025 年一季报财务指标比较.....	15
图表 33. 快递公司营收和利润情况.....	15
图表 34. 快递公司现金流情况.....	15
图表 35. 四家公司 2024 年财务指标对比.....	15
图表 36. 四家公司 2025 年一季报财务指标对比.....	15

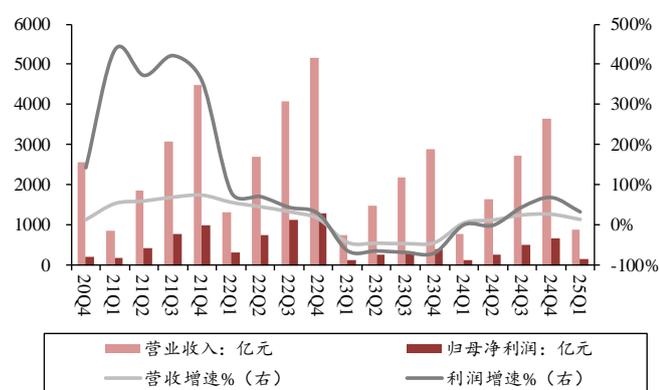
图表 37.跨境物流上市公司 2024 年年报财务指标比较.....	16
图表 38.跨境物流上市公司 2025 年一季报财务指标比较.....	16
图表 39.跨境物流公司营收和利润情况.....	17
图表 40. 跨境物流公司现金流情况.....	17
图表 41.四家公司 2024 年财务指标对比.....	17
图表 42. 四家公司 2025 年一季报财务指标对比.....	17
图表 43. 铁路运输公司营收和利润情况.....	18
图表 44.铁路运输公司现金流情况.....	18
图表 45.铁路运输上市公司 2024 年年报财务指标比较.....	19
图表 46.铁路运输上市公司 2025 年一季报财务指标比较.....	19
图表 47. 铁路运输上市公司 2024 年财务指标对比.....	19
图表 48. 铁路运输上市公司 2025 年一季报财务指标对比.....	19
图表 49. 公交运输板块相关公司营收与利润情况.....	20
图表 50.公交运输板块相关公司现金流情况.....	20
图表 51.公交运输上市公司 2024 年年报财务指标比较.....	20
图表 52.公交运输上市公司 2025 年一季报财务指标比较.....	20
图表 53. 公交运输主要公司 2024 年财务指标对比.....	21
图表 54 公交运输主要公司 2025 年一季报财务指标对比.....	21
图表 55. 2 高速公路公司营收和利润情况.....	21
图表 56.高速公路公司现金流情况.....	21
图表 57.高速公路上市公司 2024 年年报财务指标比较.....	22
图表 58.高速公路上市公司 2025 年一季报财务指标比较.....	23
图表 59. 高速公路主要公司 2024 年财务指标对比.....	23
图表 60. 高速公路主要公司 2025 年一季报财务指标对比.....	23

## 一、航运港口板块：25年一季油运低迷开局静待回暖，集散一季表现疲软

### 1.1 航运行业：25年一季油运低迷开局静待回暖，集散一季表现疲软

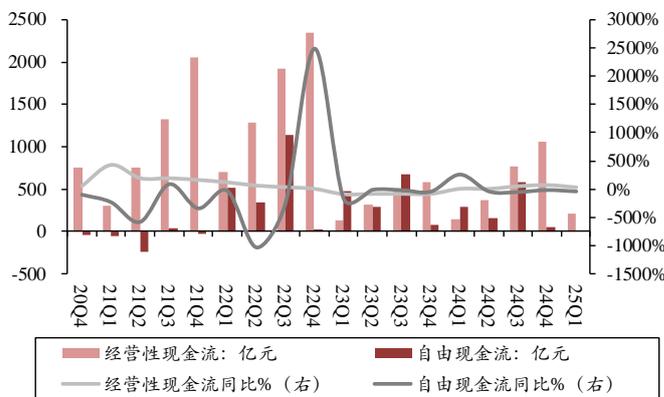
**2024年度板块整体营收和归母净利润实现增长：**从财务数据来看，2024年，航运14家上市公司合计营收3649.66亿元，同比增长26.47%；归母净利润667.86亿元，同比增长68.72%；平均毛利率23.17%，同减0.97pct；平均费用率为7.62%，同减1.37pct。2025年Q1，航运14家上市公司合计营收888.51亿元，同比增长13.71%；归母净利润154.10亿元，同比增长32.93%；平均毛利率21.21%，同减0.96pct；平均费用率7.85%，同减0.11pct。

图表 1. 上市航运公司营收与利润情况



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 上市航运公司现金流情况



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 上市航运公司 2024 年年报财务指标比较

上市公司		收入规模		成长能力		负债水平		经营能力		
		营业收入 百万元	归母净利润 百万元	营收增速%	利润增速%	负债率%	现金比率%	毛利率%	费用率%	ROE%
601919.SH	中远海控	233,859.08	49,100.50	33.29	105.78	42.70	15,076.76	29.54	2.91	22.80
601872.SH	招商轮船	25,799.28	5,107.45	(0.32)	5.59	42.16	2,624.32	28.42	7.76	13.28
601866.SH	中远海发	27,627.40	1,685.95	76.14	19.64	75.78	2,218.90	17.44	16.91	5.66
600026.SH	中远海能	23,243.74	4,036.52	2.25	19.37	51.90	5,540.37	27.24	9.84	11.49
603565.SH	中谷物流	11,258.25	1,835.40	(9.49)	6.88	55.28	20,037.14	15.15	1.91	16.86
600428.SH	中远海特	16,780.24	1,530.59	37.57	43.82	60.52	3,582.80	21.84	9.84	12.69
600179.SH	安通控股	7,549.24	610.44	2.80	7.53	21.00	23,752.76	12.04	4.75	5.83
601975.SH	招商南油	6,475.27	1,921.08	4.50	23.38	15.08	43,297.97	32.52	1.85	19.38
002320.SZ	海峡股份	4,219.82	256.88	7.33	(40.75)	17.54	26,535.84	43.38	10.13	6.00
600798.SH	宁波海运	2,432.37	22.12	7.31	(80.20)	18.98	7,710.98	7.70	6.70	0.56
603167.SH	渤海轮渡	1,819.33	274.28	(1.12)	9.54	14.85	4,336.55	28.22	8.27	7.40
000520.SZ	长航凤凰	887.72	(82.70)	(12.25)	(850.36)	30.64	6,108.19	(0.69)	3.94	(16.49)
001205.SZ	盛航股份	1,499.61	137.15	18.88	(24.67)	54.40	1,850.80	25.56	14.59	7.24
603209.SH	兴通股份	1,514.74	350.42	22.43	38.95	36.19	6,547.00	36.00	7.29	14.74

资料来源：万得，中银证券

图表 4.上市航运公司 2025 年一季报财务指标比较

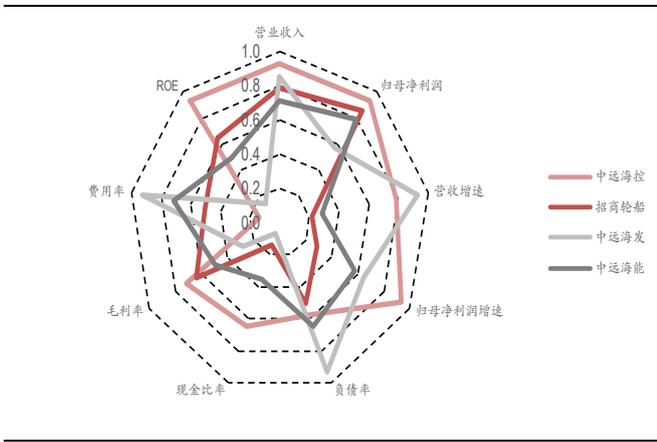
上市公司	收入规模		成长能力		负债水平		经营能力		
	营业收入 百万元	归母净利润 百万元	营收增速%	利润增速%	负债率%	现金比 率%	毛利率%	费用率%	ROE%
601919.SH 中远海控	57,960.42	11,694.54	20.05	73.12	41.97	15,270.79	27.05	1.73	4.88
601872.SH 招商轮船	5,595.17	865.44	(10.53)	(37.07)	42.76	2,859.79	24.60	9.36	2.15
601866.SH 中远海发	5,417.75	480.45	9.68	7.56	76.17	2,188.93	20.10	20.00	1.58
600026.SH 中远海能	5,753.00	707.70	(4.01)	(43.31)	51.14	5,635.49	21.07	10.08	1.95
603565.SH 中谷物流	2,568.65	546.86	(7.78)	40.73	52.79	21,798.29	25.90	2.54	4.83
600428.SH 中远海特	5,196.01	345.34	51.47	1.56	55.87	7,267.82	19.44	8.64	2.38
600179.SH 安通控股	2,042.14	241.45	26.35	371.53	21.73	23,788.30	17.68	3.49	2.22
601975.SH 招商南油	1,373.62	284.63	(25.29)	(57.59)	13.85	42,628.78	26.72	1.60	2.60
002320.SZ 海峡股份	1,318.25	119.26	(5.11)	(29.98)	18.07	25,779.94	45.94	8.95	2.74
600798.SH 宁波海运	392.35	(46.45)	(13.54)	(88.92)	19.86	9,238.94	(3.48)	9.61	(1.18)
603167.SH 渤海轮渡	314.52	61.97	(9.34)	(7.11)	10.67	8,318.59	11.28	9.34	1.70
000520.SZ 长航凤凰	164.73	(2.50)	(23.24)	66.99	32.16	5,351.94	2.39	4.23	(0.55)
001205.SZ 盛航股份	372.43	37.92	(1.44)	(19.83)	53.25	1,381.30	26.35	13.08	1.82
603209.SH 兴通股份	382.34	73.77	(0.84)	(4.75)	38.53	6,166.07	31.95	7.25	2.85

资料来源：万得，中银证券

中远海控和中远海发的营收和净利同比增长。2025 年 Q1 中远海控和中远海发分别实现营收 579.60 亿元、54.18 亿元，同比增长 20.05%、9.68%，分别实现归母净利润 116.95 亿元、4.80 亿元，同比增长 73.12%、7.56%。

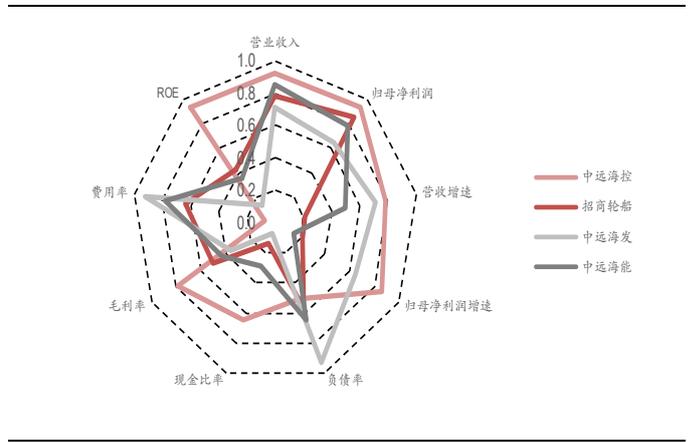
招商轮船和中远海能的营收和净利同比下跌。2025 年 Q1 招商轮船和中远海能分别实现营收 55.95 亿元、57.53 亿元，同比下降 10.53%、4.01%，分别实现归母净利润 8.65 亿元、7.08 亿元，同比下降 37.07%、43.31%。

图表 5. 四家公司 2024 年财务指标对比



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 四家公司 2025 年一季报财务指标对比



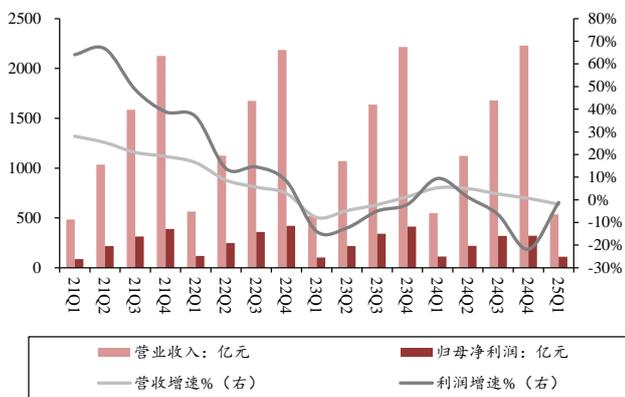
资料来源：万得，中银证券

**25 年一季度油运低迷开局静待回暖，集散一季度表现疲软。**油轮市场 2025 年第一季度油轮市场承接去年四季度的低迷开局，VLCC 市场总体表现明显弱于去年同期。即期运费呈现频繁波动特征，主要受地缘政治与需求节奏双重影响，春节前受西方制裁收紧、山东港口相关禁令影响，市场出现一波上涨行情，但正规市场缺乏货盘的持续支撑，运价后续快速回落。美国 301 调查和关税政策、金融市场及油价的剧烈波动也带来冲击和扰动，但一季度总体表现和月度表现均呈现环比显著改善迹象，在油轮需求结构尚未实质改善的情况下，VLCC 现货市场一季度表现不算太差，OPEC+限产政策出现松动、被列入 SDN 清单的油轮数量越来越多，也为后市展望带来憧憬。油价大幅下跌后，乌拉尔原油跌破 60 美元限价，部分船东重回俄油市场，Aframax 等中型油轮表现更佳，已经率先回到去年景气期的水平。总体而言，经过一季度的中低位剧烈波动，船东对后续市场发展的信心显著增强。油轮市场短中期租市场和资产价格止跌回稳也印证后市机遇或大于挑战。散运方面，BDI 指数承接去年的低迷开局，加上澳巴铁矿发运持续低迷，短期市场运力供给过剩，1-2 月行情表现疲软。3 月供需关系改善出现反弹，好望角散货船一度带动 BDI 指数大幅反弹，但一季度干散货市场亮点不多，BDI 均值仅 1,118 点，同比大跌 39%。集运方面，红海危机绕航持续消化运力压力，但集装箱名义运力供给增幅大于贸易名义需求增幅，春节长假前后货量下降，集装箱运费总体呈下行趋势，截至 2025 年 3 月 28 日，SCFI 指数为 1,356.88，同比下跌 22%。集运航线中，除两岸航线运价上涨、日韩航线运价相对稳定之外，其余航线均有不同程度下降。

## 1.2 港口行业：航运板块整体表现承压下，25 年一季度港口企业经营业绩相对稳健

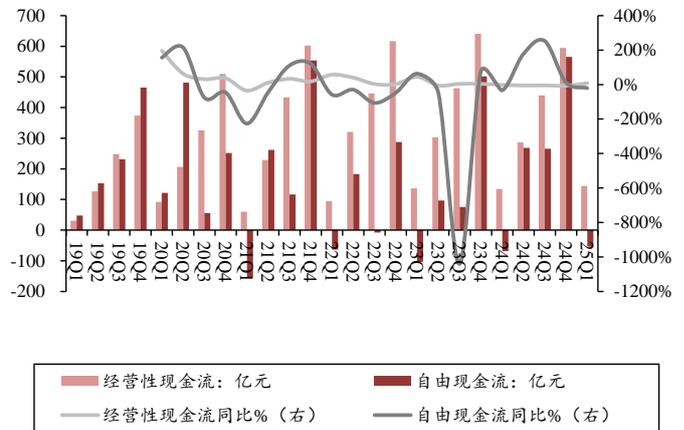
**2025 年一季度营收和归母净利润小幅下跌：**从财务数据来看，2024 年，上港集团、宁波港、青岛港等 18 家上市港口公司合计营收 2228.96 亿元，同比增长 0.62%；归母净利润 322.20 亿元，同比下降 21.78%；平均毛利率 29.59%，同减 1.05pct；平均费用率为 15.40%，同增 2.34pct。2025Q1，上港集团、宁波港、青岛港等 18 家上市港口公司合计营收 536.63 亿元，同比下降 1.97%；归母净利润 111.13 亿元，同比下降 1.12%；平均毛利率 30.40%，同减 2.12pct；平均费用率为 13.76%，同增 1.44pct；2025 年 Q1，整体来看港口，在航运市场表现整体承压的情况下，港口企业业绩相对稳健。

图表 7. 上市港口公司营收与利润情况



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 上市港口公司现金流情况



资料来源：万得，中银证券

图表 9.上市港口公司 2024 年年报财务指标比较

上市公司	收入规模		成长能力		负债水平		经营能力		
	营业收入 百万元	归母净利润 百万元	营收增速%	利润增速%	负债率%	现金比率%	毛利率%	费用率%	ROE%
600018.SH 上港集团	38116.97	14,954.35	1.51	13.26	30.49	14,232.14	35.50	10.56	11.66
601018.SH 宁波港	28,702.31	4,897.51	10.42	4.91	24.22	2,855.69	29.33	11.94	6.39
000905.SZ 厦门港务	22,146.86	199.69	(3.40)	(13.84)	50.92	2,469.80	2.84	2.09	4.06
601298.SH 青岛港	18,941.00	5,234.90	4.23	6.33	25.43	15,091.76	35.45	6.85	12.65
001872.SZ 招商港口	16,130.78	4,516.30	2.41	26.44	36.40	6,920.26	42.99	24.06	7.51
201872.SZ 招港 B	16,130.78	4,516.30	2.41	26.44	36.40	6,920.26	42.99	24.06	7.51
601228.SH 广州港	14,072.93	964.43	6.66	(10.63)	53.04	5,066.24	21.79	12.64	4.71
601880.SH 辽港股份	11,066.69	1,143.97	(9.44)	(14.83)	27.40	9,820.33	21.50	11.11	2.88
600717.SH 天津港	12,069.96	993.63	3.13	1.22	26.38	9,359.49	28.60	15.72	5.23
600017.SH 日照港	8,455.94	654.88	3.67	2.21	60.32	1,249.92	23.65	11.69	4.84
601326.SH 秦港股份	6,865.38	1,564.90	(2.69)	2.20	27.29	14,386.43	38.09	16.09	8.29
000582.SZ 北部湾港	7,003.25	1,219.08	0.77	8.18	44.60	5,343.97	32.07	13.06	7.81
000507.SZ 珠海港	5,124.97	292.10	(6.07)	5.37	53.06	6,846.94	26.10	17.35	4.39
601000.SH 唐山港	5,724.34	1,978.78	(2.06)	2.80	9.86	26,958.51	46.65	7.37	9.71
600279.SH 重庆港	4,377.02	528.99	(11.78)	(17.22)	37.33	9,841.93	11.71	9.57	8.15
600190.SH 锦州港	1,778.70	(6,566.57)	(35.27)	(47,612.41)	100.79	163.38	30.45	33.80	(199.48)
900952.SH 锦港 B 股	1,778.70	(6,566.57)	(35.27)	(47,612.41)	100.79	163.38	30.45	33.80	(199.48)
601008.SH 连云港	2,631.88	190.63	4.35	1.08	58.00	4,862.58	24.35	13.37	4.74
002040.SZ 南京港	983.90	153.05	4.86	(8.07)	24.56	9,239.79	43.04	18.65	4.76
000088.SZ 盐田港	793.57	1,349.33	(11.16)	21.74	24.34	47,350.27	24.34	14.26	8.66

资料来源：万得，中银证券

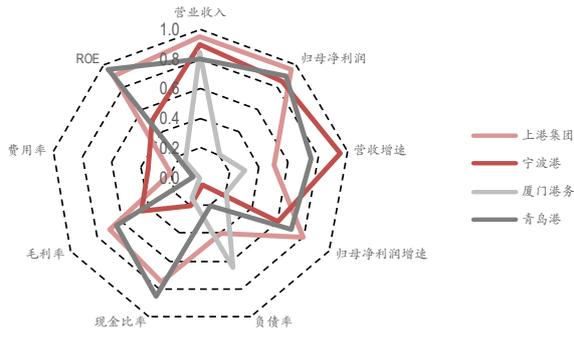
图表 10.上市港口公司 2025 年一季报财务指标比较

上市公司	收入规模		成长能力		负债水平		经营能力		
	营业收入 百万元	归母净利润 百万元	营收增速%	利润增速%	负债率%	现金比率%	毛利率%	费用率%	ROE%
600018.SH 上港集团	9,518.35	3,907.45	6.34	5.71	29.78	12,613.98	36.98	10.08	2.89
601018.SH 宁波港	7,058.34	1,174.70	1.90	4.54	26.37	5,302.62	29.95	11.34	1.49
000905.SZ 厦门港务	4,327.92	63.09	(31.65)	(18.46)	51.44	1,782.44	4.73	2.18	1.26
601298.SH 青岛港	4,807.06	1,402.50	8.51	6.51	26.03	16,446.94	38.57	6.77	3.25
001872.SZ 招商港口	4,214.36	1,090.73	8.99	5.21	36.08	7,713.19	46.71	20.23	1.76
201872.SZ 招港 B	4,214.36	1,090.73	8.99	5.21	36.08	7,713.19	46.71	20.23	1.76
601228.SH 广州港	3,416.88	262.10	5.53	(17.55)	51.68	4,970.31	20.81	13.22	1.25
601880.SH 辽港股份	2,527.15	204.23	(12.51)	(45.09)	26.49	12,532.75	22.86	11.03	0.51
600717.SH 天津港	3,014.08	275.18	8.13	(9.94)	24.82	10,020.22	28.26	12.98	1.41
600017.SH 日照港	1,823.07	151.58	(8.22)	(17.80)	59.59	1,031.85	23.34	11.63	1.09
601326.SH 秦港股份	1,610.99	420.61	(5.99)	(3.07)	25.98	17,278.03	40.42	10.07	2.15
000582.SZ 北部湾港	1,643.22	196.12	6.73	(49.87)	44.53	5,935.74	29.74	12.47	1.11
000507.SZ 珠海港	1,192.62	78.24	(10.89)	36.92	54.99	5,487.25	28.56	13.86	1.23
601000.SH 唐山港	1,237.27	381.40	(16.64)	(29.53)	8.68	46,464.96	44.36	5.81	1.82
600279.SH 重庆港	1,109.95	(8.72)	(20.30)	(213.98)	39.39	8,949.93	8.88	7.38	(0.13)
600190.SH 锦州港	461.55	23.53	(4.76)	255.11	100.57	184.78	33.34	24.72	0.00
900952.SH 锦港 B 股	461.55	23.53	(4.76)	255.11	100.57	184.78	33.34	24.72	0.00
601008.SH 连云港	608.96	22.79	(4.18)	(48.01)	57.50	4,822.75	22.44	14.12	0.56
002040.SZ 南京港	243.90	40.11	9.01	20.63	23.69	10,237.06	45.70	20.11	1.22
000088.SZ 盐田港	170.96	312.84	(14.04)	21.63	23.49	63,274.32	22.37	22.36	1.74

资料来源：万得，中银证券

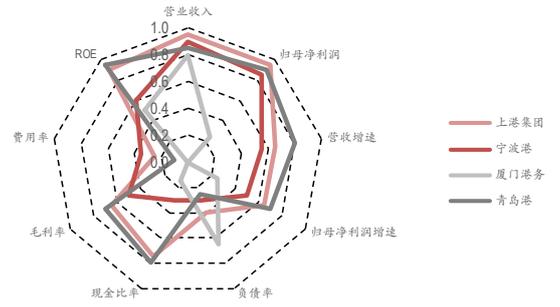
港口企业 2024 年整体业绩表现相对稳健，上港集团和宁波港业绩小幅上涨。港口企业虽然受到区域以及主要运输货种的不同，经营业绩表现有所差异，但总体来说，在国内进出口贸易平稳发展的情况下，整体经营业绩表现相对稳健。上港集团 24 年实现营收 381.17 亿元，同增 1.51%，归母净利润实现 149.54 亿元，同增 13.26%；宁波港实现营收 287.02 亿元，同增 10.42%，归母净利润实现 48.98 亿元，同增 4.91%。在 25Q1，重庆港和厦门港务业绩由于集运市场季节性低迷都出现了较大幅度下跌。

图表 11. 四家公司 2024 年财务指标对比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 四家公司 2025 年一季报财务指标对比



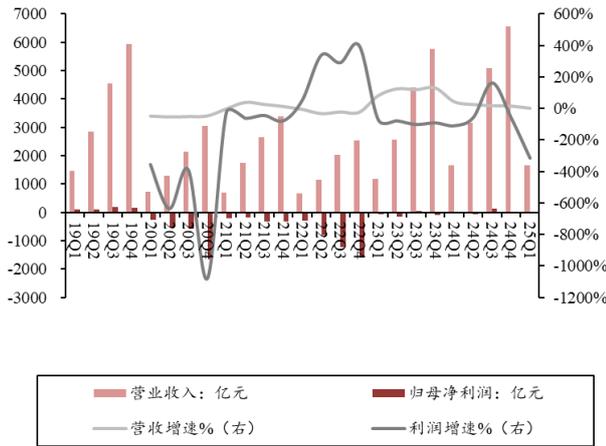
资料来源: 万得, 中银证券

## 二、航空机场板块：航司经营业绩表现分化，大航整体减亏廉航盈利能力较强

### 2.1 航空行业：航司经营业绩表现分化，大航整体减亏廉航盈利能力较强

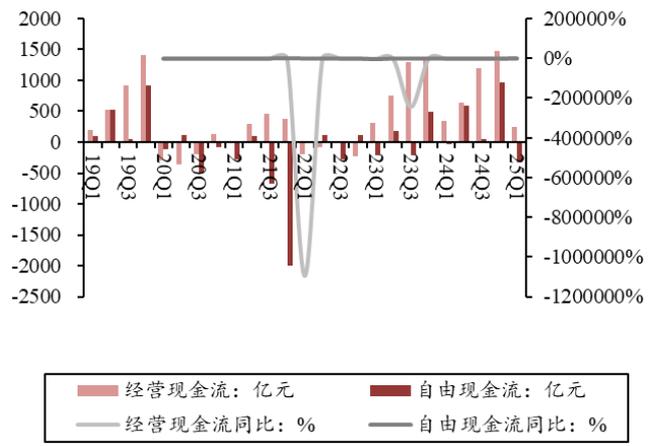
**2024 年营收增速为正，归母净利润整体上升：**从财务数据来看，2024 年，中国国航、中国东航、南方航空等 8 家上市航空公司合计营收 5892.33 亿元，归母净利润-33.22 亿元；平均毛利率 9.63%，同增 1.34pct；平均费用率为 11.16%，同减 1.39pct。25Q1 营收 1477.47 亿元，归母净利润-23.18 亿元；平均毛利率 9.21%，同减 2.30pct；平均费用率为 10.36%，同减 0.47pct。

图表 13. 上市航空公司营收与利润情况



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 上市航空公司现金流情况



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 上市航空公司 2024 年年报财务指标比较

上市公司	收入规模		成长能力(%)		负债水平(%)		经营能力(%)		
	营业收入 百万元	归母净利润 百万元	营收增速	利润增速	负债率	现金比率	毛利率	费用率	ROE
000099.SZ 中信海直	2163.32	303.23	9.83	26.81	23.14	19,674.76	23.04	6.74	5.82
601111.SH 中国国航	166,698.88	(237.31)	18.14	77.32	88.16	1,635.45	5.11	11.77	(0.58)
600115.SH 中国东航	132,120.00	(4,226.00)	16.11	48.40	85.03	371.39	4.26	11.93	(10.42)
600029.SH 南方航空	174,224.00	(1,696.00)	8.94	59.71	84.05	1,350.34	8.41	10.57	(4.74)
603885.SH 吉祥航空	22,094.96	914.28	9.95	17.52	81.41	718.67	14.11	12.73	10.57
002928.SZ 华夏航空	6,695.60	267.97	29.98	127.77	83.78	2,646.10	1.76	17.93	8.32
601021.SH 春秋航空	19,999.93	2,272.94	11.50	0.69	60.35	11,298.61	12.94	4.74	13.72
600221.SH ST 海航	65,235.90	(921.22)	11.25	(396.35)	98.91	3,264.16	7.43	12.89	(40.20)

资料来源：万得，中银证券

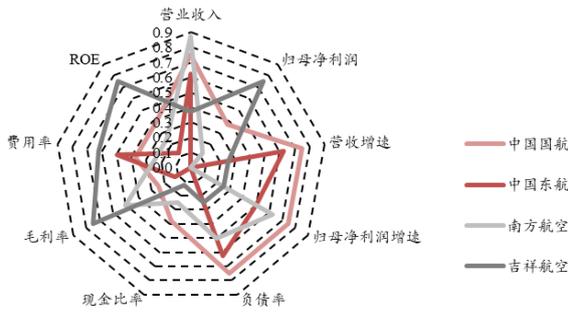
图表 16. 上市航空公司 2025 年一季报财务指标比较

上市公司	收入规模 (%)		成长能力 (%)		负债水平 (%)		经营能力 (%)		
	营业收入 百万元	归母净利润 百万元	营收增速	利润增速	负债率	现金比率	毛利率	费用率	ROE
000099.SZ 中信海直	495.70	91.21	8.37	9.18	22.85	24896.85	21.85	8.76	1.70
601111.SH 中国国航	40023.32	(2043.99)	(0.11)	(22.07)	88.89	1796.83	0.52	11.26	(4.64)
600115.SH 中国东航	33406.00	(995.00)	0.65	(23.91)	85.84	561.09	2.08	10.95	(2.49)
600029.SH 南方航空	43407.00	(747.00)	(2.68)	(198.81)	84.19	1201.67	8.48	10.05	(2.17)
603885.SH 吉祥航空	5722.46	345.00	0.05	(7.87)	82.00	990.43	13.33	11.66	3.91
002928.SZ 华夏航空	1773.92	81.98	9.78	232.31	83.91	2872.61	0.79	15.67	2.41
601021.SH 春秋航空	5317.12	677.14	2.88	(16.39)	60.85	11905.29	16.34	4.93	3.85
600221.SH ST 海航	17601.30	272.27	0.29	(60.34)	98.75	3017.48	10.25	9.58	11.40

资料来源：万得，中银证券

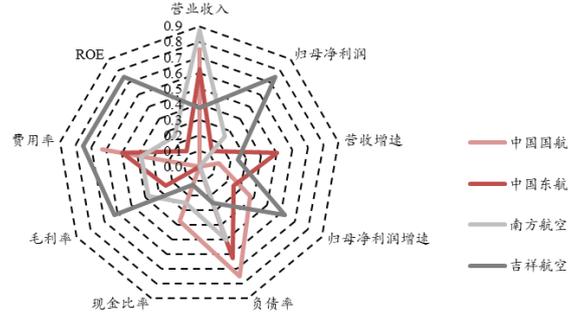
航司经营业绩表现分化，大航整体减亏廉航盈利能力较强。24年8家航司合计亏损33.22亿元，其中三大航合计亏损61.59亿元，23年同期亏损134.23亿元；春秋、吉祥、华夏合计盈利34.55亿元，23年同期盈利20.44亿元。三大航亏损同比缩小，其中中国国航减亏幅度最大超七成，2024年：营收1666.99亿元，同比+18.14%，亏损2.37亿元，同比减亏77.32%。25Q1营业收入400.23亿元，同比下降0.11%，归母净利润亏损20.44亿元，同比下降22.07%，虽然亏损幅度扩大，但行业整理呈现复苏趋势，后续有望扭亏为盈。

图表 17. 四家公司 2024 年财务指标对比



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 四家公司 2025 年一季报财务指标对比



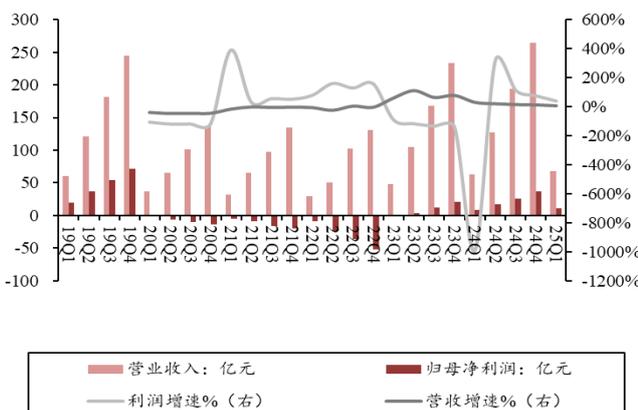
资料来源：万得，中银证券

2024年航空业整体表现分化，核心集中在票价低迷与商务出行需求减弱。受企业控本增效影响，高频商务出行有所减少，导致三大航等传统全服务航空的性价比优势削弱，相反，低成本航空凭借票价弹性与消费降级趋势，市场份额持续提升。量价方面，行业整体客流量虽逐步恢复，但票价表现整体较弱，压制航司盈利空间。成本端则受益于油价大幅回落，布伦特与WTI原油价格年内低位震荡，航空煤油成本同步下行，部分缓解航司经营压力，但票价疲软仍拖累业绩修复。展望2025年，行业整体客流量或进一步恢复，低成本航空有望凭借高性价比进一步抢占市场，成本端红利或持续。

## 2.2 机场行业：24年业绩全面盈利，25Q1迈入新增长阶段

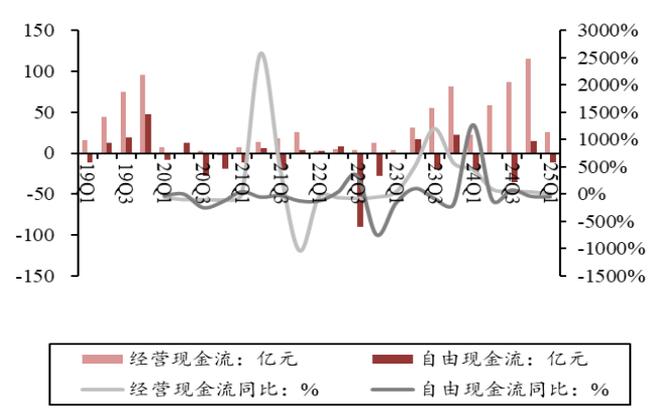
2024年，机场行业整体业绩表现良好，行业整体毛利率有所上升。从财务数据来看，2024年，深圳机场、上海机场、厦门空港和白云机场4家主要上市机场合计营收264.13亿元，同比上升13.18%；归母净利润37.34亿元，同比上升75.58%；平均毛利率+25.68%，同增5.47pct；平均费用率为8.33%，同减0.61pct。25Q1营收67.36亿元，同增7.31%，归母净利润11.04亿元，同增39.88%；平均毛利率29.55%，同增3.39pct；平均费用率为7.51%，同减0.48pct。

图表 19. 上市机场公司营收与利润情况



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 上市机场公司现金流情况



资料来源：万得，中银证券

图表 21.上市机场公司 2024 年年报财务指标比较

上市公司	收入规模 (%)		成长能力 (%)		负债水平 (%)		经营能力 (%)		
	营业收入 百万元	归母净利润 百万元	营收增速	利润增速	负债率	现金比率	毛利率	费用率	ROE
000089.SZ 深圳机场	4,739.31	443.04	13.80	11.68	52.96	10,313.46	21.30	10.20	3.64
600009.SH 上海机场	12,368.80	1,933.95	11.97	107.05	37.86	18,216.80	21.93	9.81	4.71
600897.SH 厦门空港	1,881.58	431.11	10.98	21.80	17.51	32,320.80	32.46	4.83	10.01
600004.SH 白云机场	7,423.60	925.85	15.44	109.51	31.14	7,642.23	27.05	8.49	5.15

资料来源：万得，中银证券

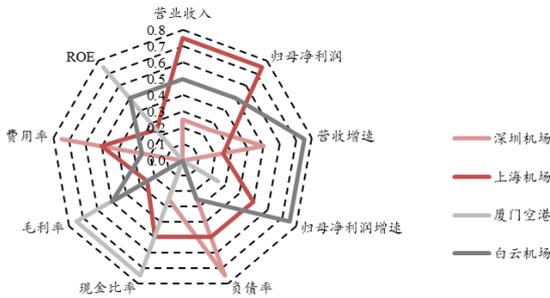
图表 22.上市机场公司 2025 年一季报财务指标比较

上市公司	收入规模 (%)		成长能力 (%)		负债水平 (%)		经营能力 (%)		
	营业收入 百万元	归母净利润 百万元	营收增速	利润增速	负债率	现金比率	毛利率	费用率	ROE
000089.SZ 深圳机场	1,254.84	162.86	11.20	72.20	52.89	14,882.80	24.50	9.58	1.42
600009.SH 上海机场	3,172.26	518.98	4.72	34.53	35.81	20,466.13	26.87	8.72	1.24
600897.SH 厦门空港	487.67	126.24	6.89	4.10	16.69	34,713.55	38.97	4.30	2.79
600004.SH 白云机场	1,821.50	295.86	9.52	57.71	31.00	8,797.81	27.85	7.44	1.60

资料来源：万得，中银证券

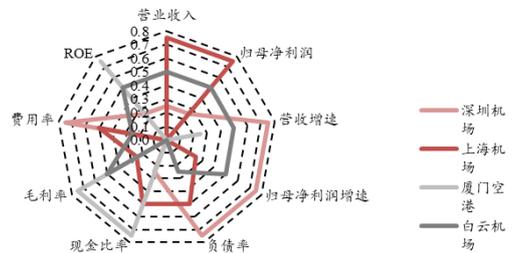
25Q1 深圳机场、上海机场、厦门空港和白云机场盈利实现增长。2025Q1 财务数据：上海机场营收 31.72 亿元，同比 4.72%，盈利 5.19 亿元，同比 34.53%；深圳机场营收 12.55 亿元，同比 11.20%，盈利 1.63 亿元，同比 72.20%。此外，厦门空港盈利 1.26 亿元，同比 4.10%；白云机场盈利 2.96 亿元，同比 57.71%。

图表 23. 四家公司 2024 年财务指标对比



资料来源：万得，中银证券

图表 24. 四家公司 25 年一季报财务指标对比



资料来源：万得，中银证券

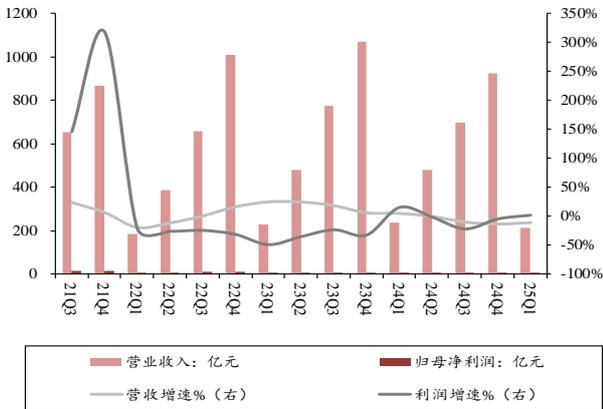
2024 年机场行业核心盈利支柱非航收入尤其是免税业务有所下滑。以上海机场为例，新签订的免税协议将固定高比例分成改为与销售规模挂钩的模式，对机场的租金收入和利润弹性有所影响。展望 2025 年，免税业务恢复或将取决于国际航线尤其是欧美长航线的复苏进度，但新协议下的分成模式使得利润弹性有所下降。

## 三、快递物流：快递行业业务量持续保持增长，行业单票价格有所下降

### 3.1 中间产品及消费品供应链服务：24 年行业收入同比有所下降，费用率下降毛利率有所提升

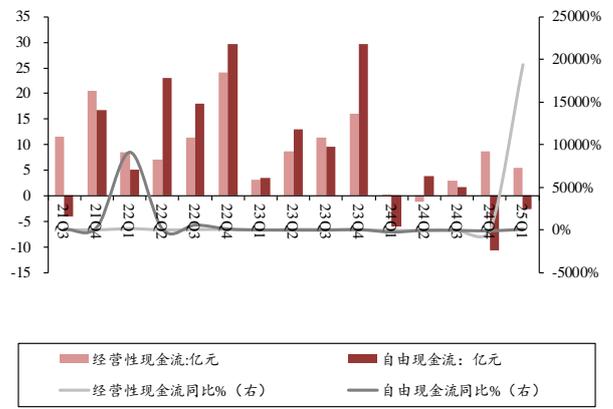
24 年行业收入同比有所下降，费用率下降毛利率有所提升：2024 年怡亚通、飞力达、新宁物流、海晨股份等 8 家供应链服务上市公司合计营收 923.92 亿元，同比下降 13.64%；归母净利润 5.70 亿元，同比下降 4.75%。2025Q1 行业营收 211.08 亿元，同比下降 11.32%，归母净利润 1.87 亿元，同比上升 1.76%。2024 年行业平均毛利率 18.40%，同增 3.45pct；平均费用率为 18.04%，同减 1.62pct；2025Q1 行业平均毛利率 17.87%，同增 1.16pct；平均费用率为 16.90%，同减 2.91pct。

图表 25. 中间产品及消费品供应链公司营收与利润情况



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 中间产品及消费品供应链公司现金流情况



资料来源：万得，中银证券

东方嘉盛 2024 年业绩表现较好，海晨股份业绩表现稳健。2024 年，怡亚通、东方嘉盛和海晨股份分别实现收入 776.16/35.58/16.50 亿元，同比-17.80%/+31.79%/-9.74%，三家公司归母净利润分别实现 1.06/1.92/2.93 亿元，同比-24.92%/+20.50%/+4.37%。整体来看，东方嘉盛营收和净利润实现为数不多的双增长。海晨股份在行业相对低迷的情况下业绩表现较为稳健。

图表 27. 中间产品及消费品供应链服务上市公司 2024 年年报财务指标比较

上市公司	收入规模		成长能力		负债水平		盈利能力		
	营业收入百万元	归母净利润百万元	营收增速 (%)	利润增速 (%)	负债率 (%)	现金比率 (%)	毛利率 (%)	费用率 (%)	ROE (%)
002183.SZ 怡亚通	77616.30	105.86	(17.80)	(24.92)	81.87	0.30	4.31	4.04	1.16
002769.SZ 普路通	622.12	(84.58)	0.92	15.69	87.66	0.05	47.39	56.78	(6.98)
002889.SZ 东方嘉盛	3558.43	191.50	31.79	20.50	47.97	0.68	11.18	5.00	8.33
300013.SZ 新宁物流	480.75	(72.76)	16.44	53.44	61.12	0.33	17.13	35.97	(226.54)
300240.SZ 飞力达	6616.45	(11.74)	31.69	(153.85)	57.25	0.35	6.33	6.41	(0.81)
300350.SZ 华鹏飞	334.30	17.14	(7.66)	(82.65)	18.23	1.15	14.07	19.03	1.88
300873.SZ 海晨股份	1650.18	293.43	(9.74)	4.37	32.18	1.22	25.11	6.84	10.00
603648.SH 畅联股份	1519.47	130.90	(6.90)	(14.51)	27.33	0.72	21.69	10.25	7.09

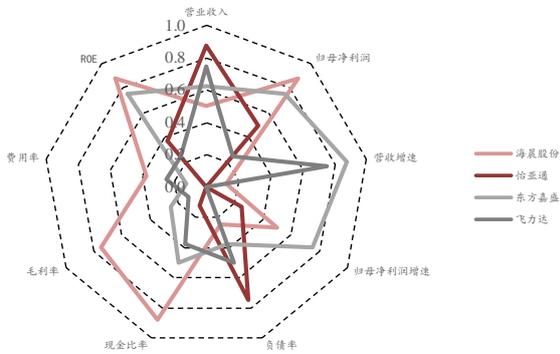
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 中间产品及消费品供应链服务上市公司 2025 年一季报财务指标比较

上市公司	收入规模		成长能力		负债水平		盈利能力		
	营业收入	归母净利润	营收增速	利润增速	负债率	现金比率	毛利率	费用率	ROE
	百万元	百万元	%	%	%	%	%	%	%
002183.SZ 怡亚通	17637.94	22.10	(13.14)	7.08	81.37	0.29	4.14	4.34	0.24
002769.SZ 普路通	210.68	30.82	64.18	240.26	76.61	0.14	54.64	56.33	2.65
002889.SZ 东方嘉盛	891.16	43.39	8.61	(14.49)	44.86	0.61	9.52	5.11	1.80
300013.SZ 新宁物流	110.81	5.79	(8.07)	398.61	58.96	0.35	15.14	25.42	2.84
300240.SZ 飞力达	1430.96	0.60	(7.11)	120.55	56.81	0.38	7.12	6.65	0.04
300350.SZ 华鹏飞	78.74	(4.94)	23.09	(111.84)	19.98	1.05	8.12	18.03	(0.54)
300873.SZ 海晨股份	400.83	57.72	(0.39)	0.99	31.45	1.27	24.01	8.91	1.89
603648.SH 畅联股份	348.39	31.69	(17.63)	(21.78)	21.96	0.66	20.26	10.43	1.70

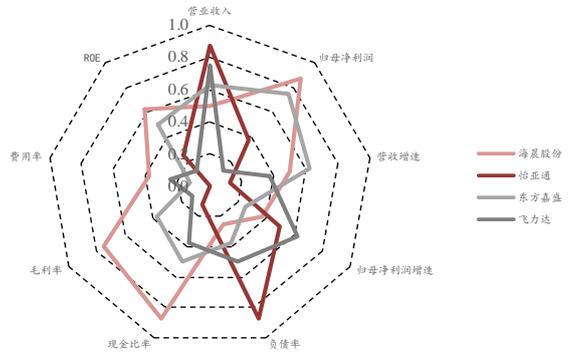
资料来源：万得，中银证券

图表 29. 供应链主要上市公司 2024 年财务指标对比



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 供应链主要上市公司 2025 年一季报财务指标对比



资料来源：万得，中银证券

### 3.2 快递：2024 年业务量仍保持较快增长，包裹货值下降及小件化趋势下单票价格有所下降

快递企业整体营收和利润均实现增长。2024 年，5 家快递行业上市公司合计营收 4895.28 亿元，同增 11.69%；归母净利润 179.97 亿元，同增 22.69%；平均毛利率 13.96%，同增 1.17pct；平均费用率为 7.41%，同减 0.56pct。25Q1 营收 1215.04 亿元，同增 9.12%，归母净利润 35.80 亿元，同增 0.83%；平均毛利率 12.67%，同减 0.56pct；平均费用率为 7.40%，同减 0.34pct。24 年经营现金净流量 504.10 亿元，同比增加 18.28%。

图表 31. 快递上市公司 2024 年年报财务指标比较

上市公司	收入规模		成长能力		负债水平		盈利能力		
	营业收入	归母净利润	营收增速	利润增速	负债率	现金比率	毛利率	费用率	ROE
	百万元	百万元	%	%	%	%	%	%	%
002120.SZ 韵达股份	48,543.03	1,913.92	7.92	17.77	47.68	0.96	9.49	4.08	9.66
002352.SZ 顺丰控股	284,420.06	10,170.43	10.07	23.51	52.14	0.63	13.93	9.15	11.01
002468.SZ 申通快递	47,169.49	1,039.95	15.26	205.24	61.25	0.21	6.00	3.05	11.19
600233.SH 圆通速递	69,032.67	4,012.33	19.67	7.78	33.31	0.70	9.44	2.37	13.27
603056.SH 德邦股份	40,362.72	860.60	11.26	15.41	50.01	0.42	7.62	5.50	10.66

资料来源：万得，中银证券

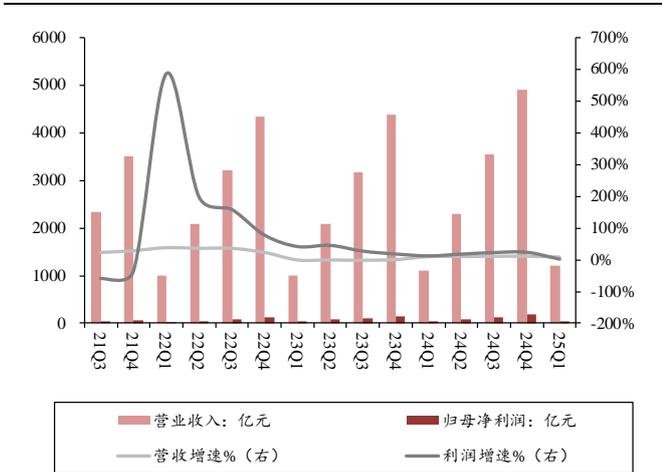
图表 32. 快递上市公司 2025 年一季报财务指标比较

上市公司	收入规模		成长能力		负债水平		盈利能力		ROE %
	营业收入 百万元	归母净利润 百万元	营收增速 %	利润增速 %	负债率 %	现金比率 %	毛利率 %	费用率 %	
002120.SZ 韵达股份	12188.68	321.12	9.26	(22.15)	46.70	0.96	7.74	4.00	1.55
002352.SZ 顺丰控股	69849.92	2234.20	6.90	16.87	50.00	0.65	13.30	8.86	2.40
002468.SZ 中通快递	11998.61	236.03	18.43	24.04	62.53	0.21	5.67	3.05	2.40
600233.SH 圆通速递	17060.29	856.92	10.58	(9.16)	31.68	0.68	8.53	2.12	2.67
603056.SH 德邦股份	10406.53	(68.38)	11.96	(173.69)	48.80	0.51	3.99	4.97	(0.81)

资料来源：万得，中银证券

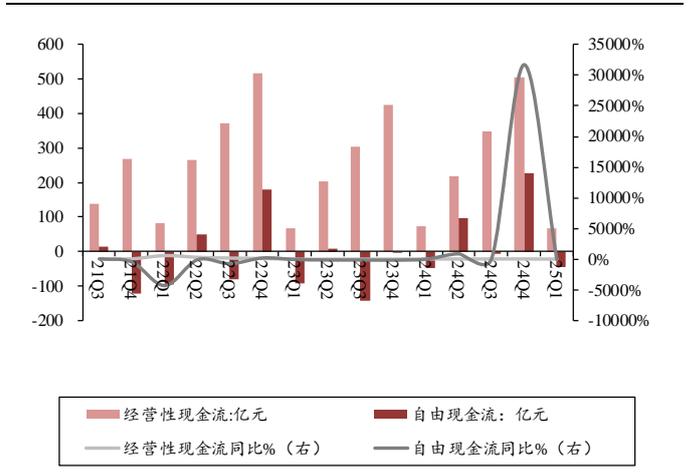
顺丰控股业绩表现较好，中通快递业绩增速较快。顺丰控股 2024 年营收达 2844.20 亿元，同比增速达 10.07%，归母净利润 101.70 亿元，同比增长 23.51%。圆通 2024 年实现营收 690.33 亿元，同比增长 19.67%；归母净利润 40.12 亿元，同比增长 7.78%。中通快递 2024 年营收实现 471.69 亿元，同比增长 15.26%，归母净利润实现 10.40 亿元，同比增长 205.24%，业绩增速在五家快递公司里排在前列。

图表 33. 快递公司营收和利润情况



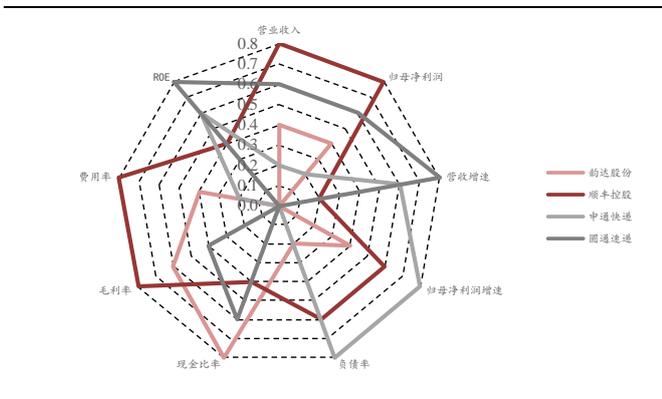
资料来源：万得，中银证券

图表 34. 快递公司现金流情况



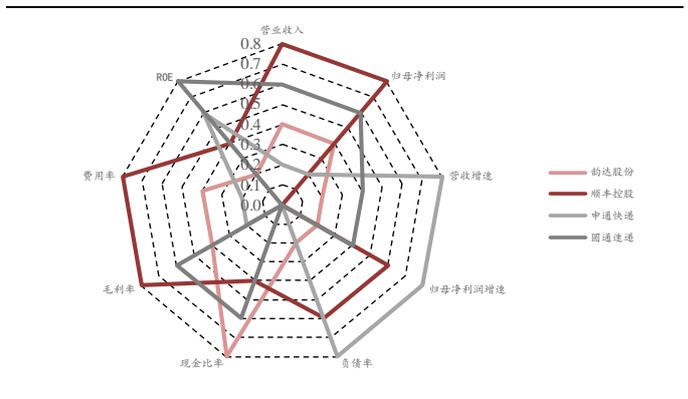
资料来源：万得，中银证券

图表 35. 四家公司 2024 年财务指标对比



资料来源：万得，中银证券

图表 36. 四家公司 2025 年一季报财务指标对比



资料来源：万得，中银证券

快递行业在 2024 年业务量仍保持较快增长，包裹货值下降及小件化趋势下单票价格有所下降。2024 年，我国快递业务量 1745 亿件，同比增长 21%，快递业务收入 1.4 万亿元，同比增长 13%。相较之下，2024 年全国网上零售额 15.52 万亿元，同比增长 7.2%，由于拆单率提高、低价值单占比提升，使得快递市场的业务量增速明显超过电商总 GMV 的增速。在包裹货值下降及小件化趋势下单票价格有所下降，2024 年，快递行业单票价格从 2023 年的 9.1 元下降至 8.0 元。展望未来，我们认为随着电商拼多多，短视频与直播电商平台抖音、快手的出现，未来或仍有较多的低价单成交，快递行业单票价格或面临头部快递公司价格竞争以及行业自然发展趋势下价格下降的压力，不过整体来看，行业未来业务量或仍将保持增长，相较于单票收入一端，单票毛利仍然是快递公司盈利能力的最核心指标。

### 3.3 跨境物流：跨境物流整体稳中向好，嘉友国际和嘉诚国际表现相对较好

跨境物流行业整体稳中向好，嘉友国际和嘉诚国际表现较好。2024 年，10 家跨境物流行业上市公司合计营收 1840.77 亿元，同增 13.39%；归母净利 89.87 亿元，同增 1.50%；平均毛利率 16.60%，同增 0.23pct；平均费用率为 7.98%，同减 0.37pct。25Q1 营收 411.66 亿元，同增 0.32%；归母净利润 17.25 亿元，同减 16.27%；平均毛利率 16.30%，同减 1.03pct；平均费用率为 8.00%，同增 0.01pct。24 年经营现金净流量 93.83 亿元，同比减少 21.55%。

图表 37.跨境物流上市公司 2024 年年报财务指标比较

上市公司	收入规模		成长能力		负债水平			盈利能力	
	营业收入	归母净利润	营收增速	利润增速	负债率	现金比率	毛利率	费用率	ROE
	百万元	百万元	%	%	%	%	%	%	%
001228.SZ 永泰运	3,899.22	87.78	77.32	(41.47)	52.49	0.46	10.45	3.87	5.10
600119.SH 长江投资	507.28	(74.91)	(41.19)	(941.52)	51.36	1.14	7.18	17.08	(44.37)
601156.SH 东航物流	24,055.74	2,687.54	16.66	8.01	26.21	2.05	19.43	3.81	16.31
601598.SH 中国外运	105620.77	3,917.65	3.79	(7.05)	45.54	0.50	5.25	4.45	10.13
603117.SH ST 万林	294.53	13.65	(24.15)	105.99	26.71	0.06	32.69	25.40	1.26
603128.SH 华贸物流	17,524.57	538.83	19.96	(12.60)	43.78	0.47	10.65	7.40	9.10
603535.SH 嘉诚国际	1,345.85	204.66	9.83	24.53	44.37	0.44	32.86	13.05	8.07
603836.SH 海程邦达	10,235.32	82.48	61.68	(45.96)	52.22	0.83	6.19	4.75	4.63
603871.SH 嘉友国际	8753.60	1,276.42	25.14	22.88	24.91	0.51	20.55	3.10	24.39
603967.SH 中创物流	11,840.40	252.70	60.03	5.22	42.53	0.36	5.16	1.89	10.92

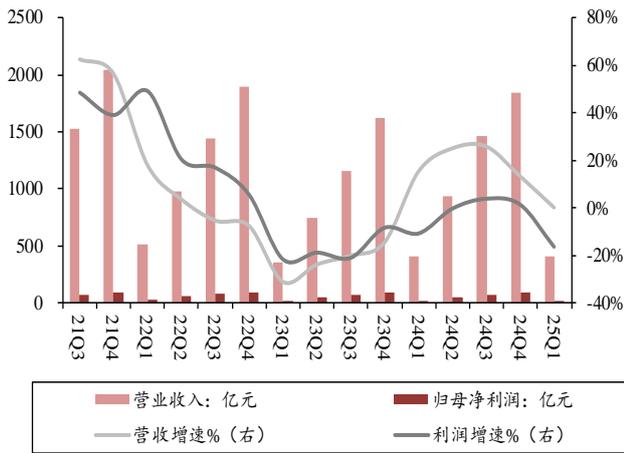
资料来源：万得，中银证券

图表 38.跨境物流上市公司 2025 年一季报财务指标比较

上市公司	收入规模		成长能力		负债水平			盈利能力	
	营业收入	归母净利润	营收增速	利润增速	负债率	现金比率	毛利率	费用率	ROE
	百万元	百万元	%	%	%	%	%	%	%
001228.SZ 永泰运	1058.34	37.45	57.81	8.40	54.77	0.35	9.25	3.61	2.22
600119.SH 长江投资	43.10	(6.49)	(83.94)	(86.46)	53.07	1.09	20.68	32.06	(4.83)
601156.SH 东航物流	5485.97	545.29	5.02	(7.40)	25.76	2.06	17.48	3.39	3.07
601598.SH 中国外运	23771.71	644.99	(2.19)	(19.76)	46.75	0.42	5.80	4.10	1.62
603117.SH ST 万林	62.01	2.10	(9.63)	(50.32)	25.71	0.06	28.67	25.58	0.21
603128.SH 华贸物流	3992.49	117.51	2.82	(29.42)	41.67	0.45	11.39	7.54	1.94
603535.SH 嘉诚国际	284.19	62.47	(2.44)	(4.47)	43.77	0.40	38.76	12.47	2.36
603836.SH 海程邦达	2102.45	(9.54)	6.83	(130.67)	51.48	0.90	4.66	4.84	(0.53)
603871.SH 嘉友国际	2294.73	261.74	15.02	(14.77)	26.50	0.69	16.44	3.39	4.57
603967.SH 中创物流	2071.29	69.14	(12.95)	10.05	38.52	0.50	7.19	2.70	2.89

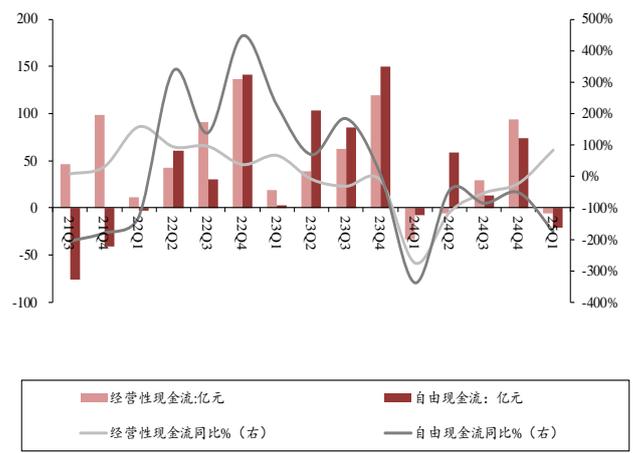
资料来源：万得，中银证券

图表 39. 跨境物流公司营收和利润情况



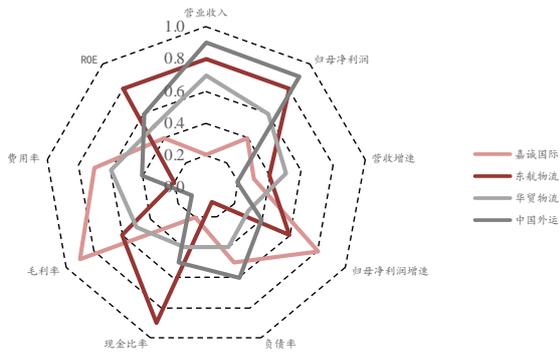
资料来源: 万得, 中银证券

图表 40. 跨境物流公司现金流情况



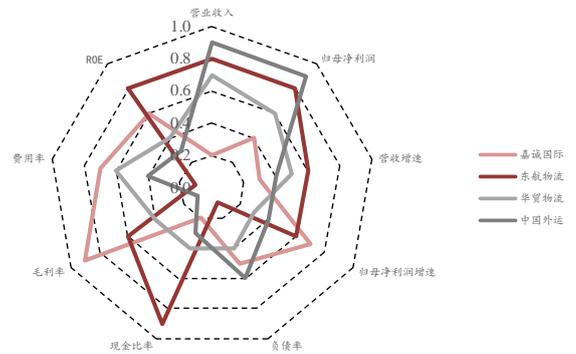
资料来源: 万得, 中银证券

图表 41. 四家公司 2024 年财务指标对比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 42. 四家公司 2025 年一季报财务指标对比



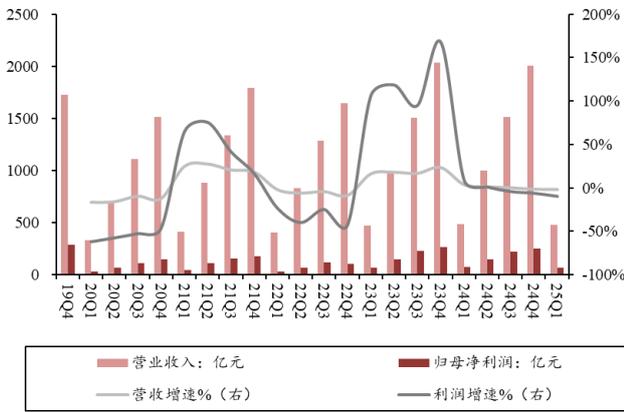
资料来源: 万得, 中银证券

## 四、公路铁路：2024 年公路客货运量保持增长，铁路客运发送量同比增速达两位数

### 4.1 铁路运输：铁路客运和货运盈利小幅下降

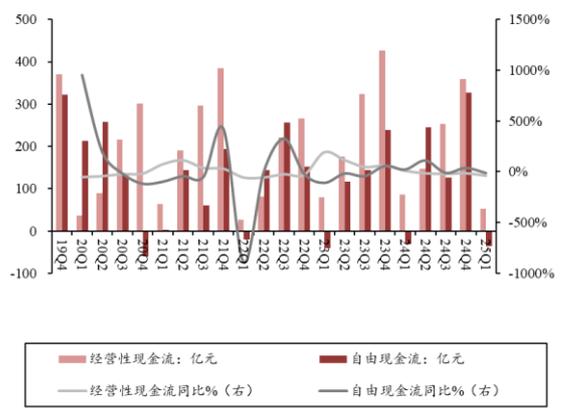
**2024 年行业整体归母净利润同比下降：**2024 年京沪高铁、大秦铁路、中铁特货、淮河能源等 8 家铁路运输上市公司合计营收 2007.06 亿元，同比下降 1.25%；归母净利润 250.46 亿元，同比下降 6.31%。2025Q1 行业营收 480.62 亿元，同比下降 1.63%，归母净利润 67.07 亿元，同比下降 9.87%。2024 年行业平均毛利率 15.66%，同增 0.53pct；平均费用率为 2.65%，同减 0.15pct；2025Q1 行业平均毛利率 16.75%，同降 2.15pct；平均费用率为 2.54%，同降 0.06pct，行业盈利能力略有下降。

图表 43. 铁路运输公司营收和利润情况



资料来源：万得，中银证券

图表 44. 铁路运输公司现金流情况



资料来源：万得，中银证券

**2024 年铁路运输行业整体呈现复苏态势，京沪高铁、中铁特货和淮河能源 2024 年业绩实现增长。**京沪高铁 2024 年实现营业收入 421.57 亿元，同比增长 3.62%；实现归母净利润 127.68 亿元，同比增长 10.59%。2025Q1 营业收入达 102.23 亿元，同比增长 1.16%；归母净利润约 29.64 亿元，同比微增 0.03%，业绩增速明显放缓。中铁特货 2024 年归母净利润达 6.67 亿元，同比增长 6.36%；2025Q1 实现营业收入 25.82 亿元，同比增长 3.02%；但归母净利润同比下降 35.38% 至 1.72 亿元，利润端承压明显。淮河能源 2024 年实现营业收入 300.21 亿元，同比增长 9.83%；实现归母净利润 8.58 亿元，同比增长 2.17%。2025Q1 营业收入 71.96 亿元，同比下降 1.62%；归母净利润 2.66 亿元，同比下降 14.13%，一季度业绩出现下滑。

**铁路客运和货运发送量稳步增长，客运发送量增速较快。**根据国铁集团数据，2024 年，全国铁路完成固定资产投资 8,506 亿元，增长 11.3%；投产新线 3,113 公里，其中高铁 2,457 公里，铁路建设成效显著。截至 2024 年末，全国铁路营业里程 16.2 万公里，其中高铁 4.8 万公里。2024 年，全国铁路旅客发送量 43.1 亿人，同比增长 11.9%。其中，国家铁路旅客发送量 40.9 亿人，同比增长 10.9%；全国铁路货物发送量 51.7 亿吨，同比增长 2.8%。其中，国家铁路货物发送量 39.9 亿吨，同比增长 1.9%。据国家统计局数据，2024 年全国铁路旅客运输量占全国旅客运输总量的比例为 25.2%，全国铁路旅客运输周转量占全国旅客运输周转量的比例为 46.6%；全国铁路货物运输量占全国货物运输总量的比例为 8.9%，全国铁路货物运输周转量占全国货物运输周转量的比例为 13.7%。

图表 45. 铁路运输上市公司 2024 年年报财务指标比较

上市公司		收入规模		成长能力		负债水平		盈利能力		
		营业收入 百万元	归母净利润 百万元	营收增速	利润增速	负债率	现金比率	毛利率	费用率	ROE
601816.SH	京沪高铁	42,157.11	12,768.29	3.62	10.59	20.87	1.25	47.39	6.27	6.43
601006.SH	大秦铁路	74,627.27	9,039.36	(7.89)	(24.23)	17.90	4.01	15.30	0.89	6.18
001213.SZ	中铁特货	11,267.05	666.86	5.48	6.36	7.90	3.13	8.46	1.49	3.54
601333.SH	广深铁路	27,090.07	1,060.16	3.42	0.18	25.97	0.28	6.30	0.80	3.96
600575.SH	淮河能源	30,021.39	857.80	9.83	2.17	43.87	0.51	6.15	2.96	7.67
000557.SZ	西部创业	1,345.32	263.01	(19.21)	8.50	9.94	3.73	26.98	1.39	4.40
600125.SH	铁龙物流	13,015.45	381.92	(11.42)	(18.88)	29.96	0.71	7.23	1.66	5.34
001317.SZ	三羊马	1,182.49	8.59	20.63	(57.29)	53.43	0.67	7.49	5.76	1.00

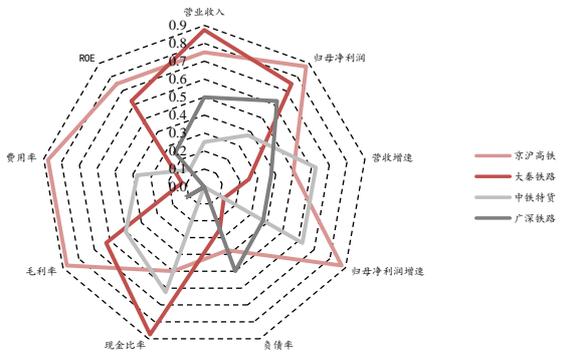
资料来源：万得，中银证券

图表 46. 铁路运输上市公司 2025 年一季报财务指标比较

上市公司		收入规模		成长能力		负债水平		盈利能力		
		营业收入 百万元	归母净利润 百万元	营收增速 %	利润增速 %	负债率 %	现金比率 %	毛利率 %	费用率 %	ROE %
601816.SH	京沪高铁	10,223.41	2,963.92	1.16	0.03	20.72	1.55	45.38	5.72	1.46
601006.SH	大秦铁路	17,800.85	2,570.97	(2.56)	(15.61)	13.12	4.79	16.29	0.16	1.61
001213.SZ	中铁特货	2,581.54	171.61	3.02	(35.38)	8.12	3.20	9.97	1.24	0.90
601333.SH	广深铁路	6,895.68	468.18	4.47	(14.40)	23.74	0.39	9.63	0.98	1.71
600575.SH	淮河能源	7,196.12	266.11	(1.62)	(14.13)	43.25	0.58	6.81	2.48	2.29
000557.SZ	西部创业	318.18	65.76	(3.03)	(22.01)	9.18	3.98	27.13	1.95	1.07
600125.SH	铁龙物流	2,673.53	202.47	(22.84)	(7.66)	28.35	0.84	12.29	1.71	2.75
001317.SZ	三羊马	372.65	(1.66)	39.23	(126.25)	54.01	0.62	6.51	6.08	(0.19)

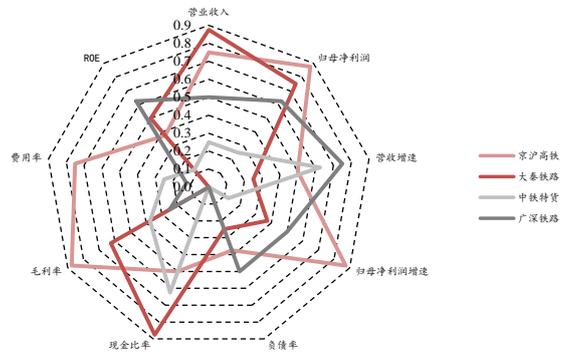
资料来源：万得，中银证券

图表 47. 铁路运输上市公司 2024 年财务指标对比



资料来源：万得，中银证券

图表 48. 铁路运输上市公司 2025 年一季报财务指标对比

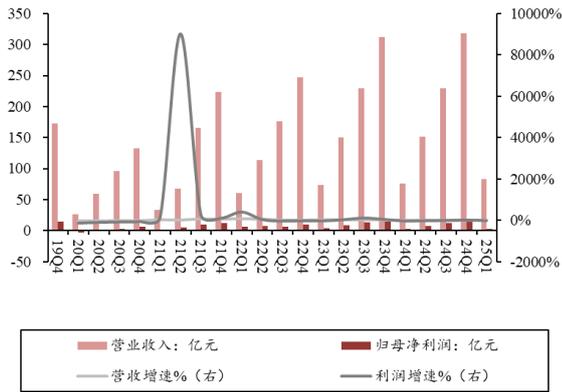


资料来源：万得，中银证券

## 4.2 公交运输：板块整体业绩表现稳中有升

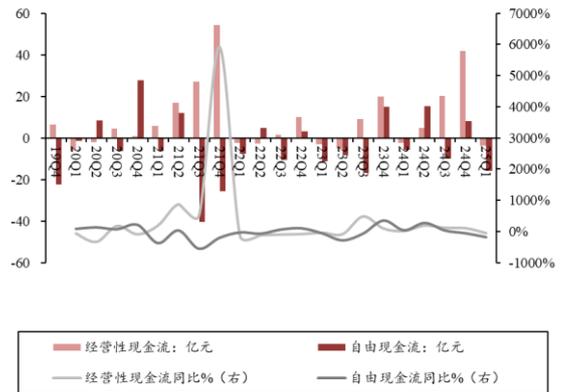
公交运输板块整体业绩表现稳中有升：2024 年德新交运、外服控股、海汽集团、大众交通等 9 家铁路运输上市公司合计营收 317.39 亿元，同比上升 1.64%；归母净利润 15.49 亿元，同比上升 11.24%。2025Q1 行业营收 82.37 亿元，同比上升 8.64%，归母净利润 2.32 亿元，同比下降 16.70%。2024 年行业平均毛利率 17.79%，同增 1.76pct；平均费用率为 18.29%，同增 1.53pct；2025Q1 行业平均毛利率 14.74%，同降 1.89pct；平均费用率为 17.85%，同增 0.61pct。

图表 49. 公交运输板块相关公司营收与利润情况



资料来源: 万得, 中银证券

图表 50. 公交运输板块相关公司现金流情况



资料来源: 万得, 中银证券

**外服控股、江西长运两家公司表现较好:** 外服控股、江西长运 2024 年营业收入分别达到 223.07 亿元以及 15.65 亿元, 同比增长分别为 16.45% 以及 1.42%; 归母净利润分别达 10.86 亿元和 0.11 亿元, 同比增长 85.41% 和 119.03%。锦江在线 24 年营业收入为 18.28 亿元, 归母净利润为 1.97 亿元, 2025Q1 实现营业总收入 3.71 亿元, 同比下降 20.07%; 归母净利润 0.13 亿元, 同比下降 67.92%。

图表 51. 公交运输上市公司 2024 年年报财务指标比较

上市公司		收入规模		成长能力		负债水平		盈利能力		ROE
		营业收入	归母净利润	营收增速	利润增速	负债率	现金比率	毛利率	费用率	
		百万元	百万元	%	%	%	%	%	%	
603032.SH	德新交运	364.18	(151.07)	(35.22)	(240.49)	29.78	0.81	30.90	25.64	(13.05)
600662.SH	外服控股	22,306.71	1,086.47	16.45	85.41	66.00	0.92	9.24	5.65	23.35
603069.SH	海汽集团	837.36	(97.70)	(0.51)	(41.65)	69.79	0.18	13.17	21.33	(11.36)
600611.SH	大众交通	2,843.44	211.56	(36.87)	(34.73)	46.63	0.62	23.15	22.48	2.18
600650.SH	锦江在线	1,827.98	196.65	(5.20)	30.28	19.49	2.93	16.51	15.16	4.83
600834.SH	申通地铁	585.88	51.82	(6.39)	(28.49)	21.21	1.19	22.91	12.15	3.07
002627.SZ	三峡旅游	741.32	117.59	(53.68)	(9.29)	21.62	2.88	31.35	17.64	3.80
002357.SZ	富临运业	855.84	122.23	(1.05)	(18.77)	41.98	0.20	18.51	22.36	8.00
600561.SH	江西长运	1,564.53	11.03	1.42	119.03	75.22	0.12	(5.67)	22.15	1.22

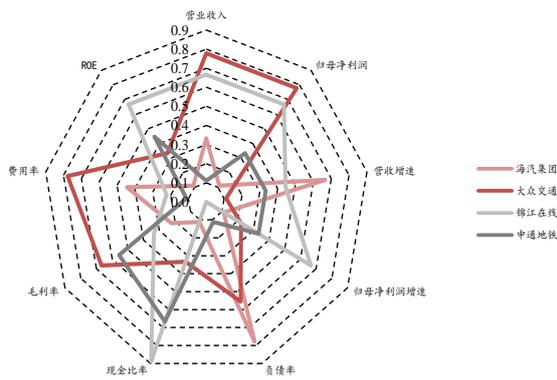
资料来源: 万得, 中银证券

图表 52. 公交运输上市公司 2025 年一季报财务指标比较

上市公司		收入规模		成长能力		负债水平		盈利能力		ROE
		营业收入	归母净利润	营收增速	利润增速	负债率	现金比率	毛利率	费用率	
		百万元	百万元	%	%	%	%	%	%	
603032.SH	德新交运	97.68	(1.07)	84.44	92.08	32.23	1.03	34.05	26.69	(0.10)
600662.SH	外服控股	6,273.99	210.83	16.82	8.85	64.07	0.92	8.16	5.00	4.08
603069.SH	海汽集团	184.83	(19.52)	(24.40)	(115.25)	70.70	0.20	10.41	22.19	(2.44)
600611.SH	大众交通	541.99	(36.09)	(26.14)	(296.76)	46.68	0.73	17.36	23.40	(0.37)
600650.SH	锦江在线	371.44	12.62	(20.07)	(67.92)	18.70	3.36	12.12	11.62	0.30
600834.SH	申通地铁	127.63	9.15	(8.68)	(32.64)	20.26	1.11	19.76	10.60	0.54
002627.SZ	三峡旅游	140.55	16.65	7.56	75.73	20.47	3.19	23.89	17.00	0.54
002357.SZ	富临运业	199.10	66.14	(6.01)	30.34	41.09	0.24	18.47	21.09	4.08
600561.SH	江西长运	336.85	(26.44)	3.95	(7.09)	75.89	0.13	(11.59)	23.03	(2.93)

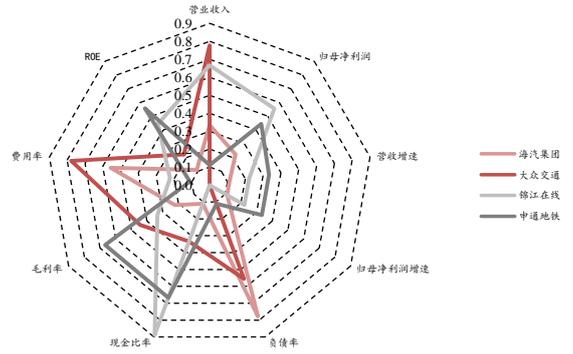
资料来源: 万得, 中银证券

图表 53. 公交运输主要公司 2024 年财务指标对比



资料来源：万得，中银证券

图表 54 公交运输主要公司 2025 年一季报财务指标对比

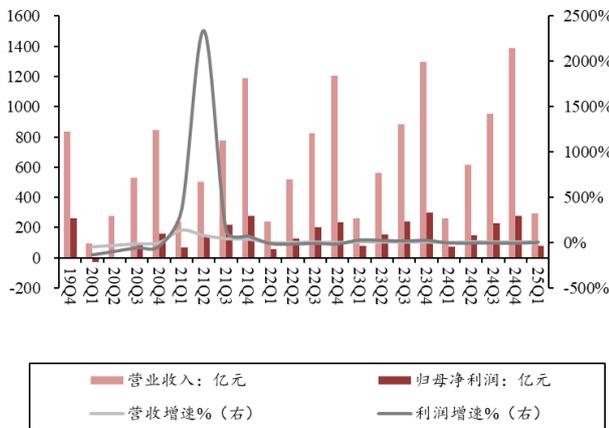


资料来源：万得，中银证券

### 4.3 高速公路：板块现金流情况良好，盈利表现较为稳健

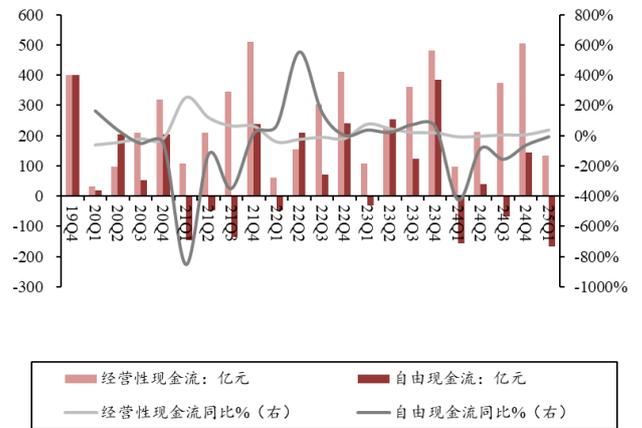
**24 年高速公路行业整体表现较为稳健：**2024 年，21 家高速公路上市公司合计营收 1392.79 亿元，同增 7.15%；归母净利润 276.01 亿元，同降 6.98%；平均毛利率 41.23%，同降 1.05pct；平均费用率为 15.19%，同降 1.67pct。25Q1 营收合计 294.55 亿元，同增 11.19%，归母净利润 80.07 亿元，同增 5.21%；平均毛利率为 48.45%，同降 3.25pct；平均费用率为 15.28%，同降 4.94pct。24 年经营现金净流量达到 504.46 亿元，同比上升 4.71%；25Q1 经营现金净流量为 132.89 亿元，同比增加 36.02%。

图表 55.2 高速公路公司营收和利润情况



资料来源：万得，中银证券

图表 56.高速公路公司现金流情况



资料来源：万得，中银证券

**宁沪高速、中原高速 2024 年业绩实现增长，25 年一季度中原高速归母净利润增速达到 25.28%。**2024 年，招商公路营收达 127.11 亿元，归母净利润 53.22 亿元，其中归母净利润同比下滑 21.35%；宁沪高速营收 231.98 亿元，同比增长 52.70%，归母净利润 49.47 亿元，同比增长 12.09%；深高速营收 92.46 亿元，同比微降 0.53%，归母净利润 11.45 亿元，同比下降 50.80%，中原高速营收 69.69 亿元，同比增长 22.20%，归母净利润同比增长 6.27%至 8.80 亿元。25 年一季度，招商公路营收 28.03 亿元，同比下滑 7.24%，归母净利润 13.29 亿元，同比增长 2.74%；宁沪高速营收 47.82 亿元，同比增长 37.66%，归母净利润 12.11 亿元，同比略降 2.88%；皖通高速营收 28.21 亿元，同比上升 95.33%，归母净利润 5.51 亿元，同增长 5.19%。中原高速收入 12.99 亿元，同比增长 18.69%，归母净利润同比增长 25.28%至 3.56 亿元。

2024 年公路客货运量保持增长，高速公路板块行业增长具备较强稳健性。2024 年，从公路货运量看，全年完成 418.8 亿吨，同比增长 3.8%；从公路旅客运输量看，全年完成 117.8 亿人次，同比增长 7.0%；从固定资产投资看，全年全国交通固定资产投资预计完成 3.8 万亿元，新增公路通车里程约 5 万公里，其中新建改扩建高速公路超 8,000 公里，交通固定资产投资保持高位运行。国家统计局数据显示，2024 年公路运输承担了我国 68.97% 的旅客运输量和 72.42% 的货物运输量。从高速公路流量的变化来看，客车增长驱动来自车辆保有量及出行频次，货车增长驱动来自社会物流总额及单车装载率。2024 年末全国民用汽车保有量 35,268 万辆（包括三轮汽车和低速货车 694 万辆），比上年末增加 1651 万辆，其中私人汽车保有量 30,989 万辆，增加 1,562 万辆。民用轿车保有量 19,343 万辆，增加 675 万辆，其中私人轿车保有量 18,204 万辆，增加 664 万辆。全年完成邮政行业寄递业务总量 1,937 亿件，比上年增长 19.2%，现代物流及快递业的快速发展也将为后续公路货运量的增长提供保障。

图表 57.高速公路上市公司 2024 年年报财务指标比较

上市公司	收入规模		成长能力		负债水平		盈利能力			
	营业收入 百万元	归母净利润 百万元	营收增速 %	利润增速 %	负债率 %	现金 比率 %	毛利率 %	费用率 %	ROE %	
001965.SZ	招商公路	12,711.00	5,322.24	30.62	(21.35)	44.22	0.57	34.09	20.92	7.81
600377.SH	宁沪高速	23,198.20	4,946.69	52.70	12.09	44.67	0.25	26.28	5.44	13.63
600350.SH	山东高速	28,494.28	3,196.13	7.34	(3.07)	64.56	0.10	26.06	10.97	7.52
600548.SH	深高速	9,245.69	1,145.05	(0.53)	(50.80)	59.74	0.21	31.60	16.70	5.17
000429.SZ	粤高速 A	4,569.90	1,562.12	(6.34)	(4.39)	41.20	2.57	64.31	7.32	15.38
600012.SH	皖通高速	7,091.83	1,668.98	6.94	0.55	39.13	3.21	34.50	3.55	12.84
000828.SZ	东莞控股	1,691.95	955.20	(63.91)	43.26	42.66	1.61	65.47	9.33	9.20
601107.SH	四川成渝	10,362.17	1,458.92	(11.07)	22.91	68.08	0.54	31.86	14.21	8.56
000755.SZ	山西路桥	1,609.21	466.01	(5.98)	1.59	57.08	1.16	54.97	16.20	9.05
600269.SH	赣粤高速	5,985.05	1,279.19	(20.12)	8.65	44.71	0.50	39.29	12.55	7.04
600033.SH	福建高速	3,025.88	780.77	(0.78)	(13.46)	18.11	1.19	56.55	4.36	6.85
000885.SZ	城发环境	6,610.67	1,141.47	1.36	6.18	68.88	0.15	40.81	16.17	14.29
600106.SH	重庆路桥	113.04	157.45	(3.16)	(25.55)	28.47	2.45	84.42	48.88	3.24
600020.SH	中原高速	6,969.11	880.39	22.20	6.27	70.87	0.08	33.00	15.83	5.88
000900.SZ	现代投资	8,195.27	340.82	(3.20)	(37.20)	75.38	0.17	23.97	18.66	2.75
600035.SH	楚天高速	4,387.33	767.63	37.27	(18.53)	50.86	0.18	32.20	9.30	9.13
000886.SZ	海南高速	232.76	61.50	87.46	(32.05)	20.75	0.75	16.33	44.09	2.02
600368.SH	五洲交通	1,823.01	698.23	11.61	5.69	29.41	0.42	49.40	13.55	10.60
601188.SH	龙江交通	847.37	152.40	28.03	19.00	12.50	2.70	26.80	11.80	3.35
601518.SH	吉林高速	1,484.43	538.83	2.58	(1.40)	7.33	3.87	52.70	4.89	10.36
000548.SZ	湖南投资	631.19	81.42	(49.50)	(45.25)	25.33	1.53	41.25	14.26	4.03

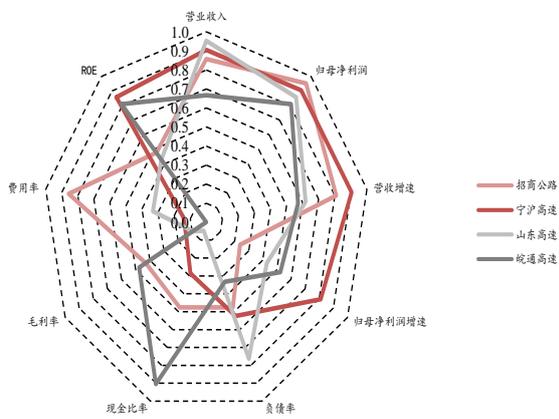
资料来源：万得，中银证券

图表 58.高速公路上市公司 2025 年一季报财务指标比较

上市公司	收入规模		成长能力		负债水平		盈利能力		ROE %
	营业收入 百万元	归母净利润 百万元	营收增速 %	利润增速 %	负债率 %	现金比率 %	毛利率 %	费用率 %	
001965.SZ 招商公路	2,802.71	1,328.83	(7.24)	2.74	43.45	0.52	36.46	20.34	1.85
600377.SH 宁沪高速	4,781.53	1,210.87	37.66	(2.88)	44.29	0.31	34.67	5.66	3.10
600350.SH 山东高速	4,470.42	806.67	(1.35)	4.85	64.15	0.12	39.18	15.18	1.85
600548.SH 深高速	1,771.77	478.01	(13.06)	1.50	55.72	0.70	37.91	16.62	1.95
000429.SZ 粤高速 A	1,049.92	657.48	(6.63)	56.28	40.32	5.43	67.75	6.13	6.10
600012.SH 皖通高速	2,821.34	551.15	95.33	5.19	53.00	2.10	27.64	2.66	4.33
000828.SZ 东莞控股	365.62	219.08	(10.95)	(45.58)	41.99	1.58	69.42	7.73	2.20
601107.SH 四川成渝	1,849.87	456.45	(8.08)	16.61	66.62	1.03	44.87	15.17	2.37
000755.SZ 山西路桥	338.46	107.42	2.53	26.92	56.43	1.32	57.63	15.26	1.99
600269.SH 赣粤高速	1,560.51	427.95	0.10	9.52	43.51	0.54	48.22	8.87	2.27
600033.SH 福建高速	744.14	246.26	(0.41)	0.95	18.14	1.39	60.44	4.18	2.08
000885.SZ 城发环境	1,536.17	272.90	13.19	22.42	68.25	0.23	39.57	14.74	3.17
600106.SH 重庆路桥	28.16	55.41	(0.25)	1,318.96	28.21	2.61	93.39	43.85	1.08
600020.SH 中原高速	1,299.08	355.79	18.69	25.28	70.37	0.09	47.78	16.72	2.32
000900.SZ 现代投资	1,890.59	176.22	28.83	(7.11)	75.30	0.17	27.83	17.10	1.40
600035.SH 楚天高速	1,214.57	276.68	23.76	(1.45)	49.76	0.14	36.55	7.11	3.16
000886.SZ 海南高速	57.30	(13.57)	210.14	(139.44)	20.66	1.04	19.15	52.97	(0.45)
600368.SH 五洲交通	406.71	195.83	0.40	(8.17)	28.44	0.85	52.98	9.65	2.81
601188.SH 龙江交通	105.51	62.97	(6.47)	34.70	9.35	2.13	59.25	16.59	1.36
601518.SH 吉林高速	252.43	114.37	(4.95)	(4.46)	6.34	4.60	68.74	5.23	2.10
000548.SZ 湖南投资	108.33	19.79	(51.80)	(44.84)	19.82	1.98	48.04	19.20	0.97

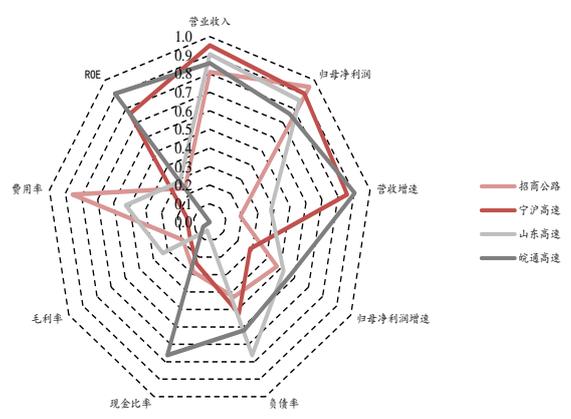
资料来源：万得，中银证券

图表 59. 高速公路主要公司 2024 年财务指标对比



资料来源：万得，中银证券

图表 60. 高速公路主要公司 2025 年一季报财务指标对比



资料来源：万得，中银证券

## 五、风险提示

**1. 航运价格大幅波动。** 航运价格受地缘政治、运河通航限制及供需失衡等因素影响。其中大国之间的关税政策变动可能引发航运市场供需失衡，航运行业周期性特征明显，外部事件扰动或导致相关公司业绩剧烈波动。

**2. 航空需求不及预期。** 若国内有效需求不足，可能会导致航空需求不及预期，同时地缘冲突、关税政策等可能抑制跨境贸易与旅游需求，进一步拖累航空运输量。

**3 快递价格竞争加剧。** 快递行业单票价格 2024 年整体有所下降，同质化竞争迫使企业“以价换量”，未来如果快递行业整体业务量增速放缓，快递相关公司为争夺市场份额可能引发价格竞争。

**4. 交通运输政策变化等产生的风险。** 若国家政策层面推动绿色转型，如船舶新能源替代、中重型卡车减排等要求，可能增加企业合规成本，同时若国内统一开放运输市场建设加速，行业整合与规则调整或重塑竞争格局，中小型企业面临淘汰压力。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371