

2025 年 07 月 14 日

## 反内卷或引导快递行业高质量发展

—交通运输行业周报（2025 年 7 月 7 日-2025 年 7 月 13 日）

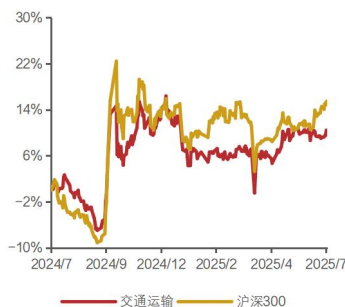
投资评级：看好（维持）

### 证券分析师

孙延  
SAC: S1350524050003  
sunyan01@huayuanstock.com  
刘晓宁  
SAC: S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com  
王惠武  
SAC: S1350524060001  
wanghuiwu@huayuanstock.com  
曾智星  
SAC: S1350524120008  
zengzhixing@huayuanstock.com  
张付哲  
SAC: S1350525070001  
zhangfuzhe@huayuanstock.com

### 联系人

### 板块表现：



### 投资要点：

#### 行业动态跟踪

##### ➤ 快递物流：

**1) 国家邮政局反对内卷式竞争，关注快递行业高质量发展机遇。**7月8日，国家邮政局党组召开会议，旗帜鲜明反对“内卷式”竞争，依法依规整治末端服务质量问题，为建设全国统一大市场贡献行业力量。当前电商快递行业竞争格局尚未稳定，2025Q1 中通/圆通/韵达/申通市占率分别为 18.9%/15.0%/13.5%/12.9%，而从龙头快递企业提供的产品或服务来看，仍存在较为突出的同质化竞争，价格战是常见的竞争手段。2025Q1 中通/圆通/韵达/申通单票快递收入分别同比 -7.8%/-6.4%/-10.1%/-6.2%，呈现持续下降趋势。“反内卷”有望引导快递行业向高质量方向发展，若后续有持续的监管政策推出，配合相关快递企业的竞争策略变化，或将能有效改善低价竞争的现状，清理低于成本价的低价件，打击黄牛、跨区揽件等扰乱价格的行为，带动头部快递公司业绩改善。

**2) 极兔东南亚市场二季度业务量高增，公司设备规模持续扩大。**7月8日，极兔发布 2025Q2 经营数据，公司包裹量总计 73.92 亿件，同比增长 23.5%，其中：东南亚市场包裹量 16.88 亿件，同比增长 65.9%；中国市场包裹量 56.14 亿件，同比增长 14.7%；新市场包裹量 8940 万件，同比增长 23.7%。极兔东南亚市场取得快速增长，源自公司主要电商客户保持较快增速以及非电商件增长贡献。从资产端来看，极兔在设备端持续投入，截至 2025Q2 公司干线运输车辆总计 1.22 万辆，同比增长 22.8%，自动化分拣线总计 337 条，同比增长 32.7%。

##### ➤ 航空机场：

**1) 印航空难事故原因系燃油供应被切断。**据《华尔街日报》报道，对上月印度航空坠机事件的调查目前集中在飞行员操作上，且尚未发现波音 787 梦想客机本身存在问题。7月12日，印度航空事故调查局 AAIB 发布了上个月印度航空波音 787-8 型客机坠毁事故的初步调查结果。报告显示，飞机起飞后数秒内，两台发动机的燃油开关几乎同步从“运行”位切换至“切断”位，导致发动机燃油供应中断而空中熄火。

**2) 波音、空客 6 月分别交付飞机 60、63 架。**波音于 7 月 8 日披露，6 月交付了 60 架飞机，同比增长 27%，其中有 8 架是交付给中国客户的。分机型来看，6 月波音交付了 42 架 737 MAX、9 架 787、4 架 777 货机和 5 架 767。空客于 7 月 8 日表示，6 月空客交付了 63 架飞机；今年上半年空客共交付 306 架飞机，同比下降 5.56%。

##### ➤ 航运船舶港口：

**1) 特朗普对俄态度逐渐强硬，美国对俄制裁或升级：**美国总统特朗普当地时间 10 日表示，下周一将发布有关俄罗斯的“重大声明”。最近几天，特朗普对俄罗斯的态度越来越强硬。他近日表示，已批准向乌克兰运送更多武器，并考虑进一步对俄罗斯实施制裁。新制裁或将涉及购买俄罗斯能源的地区。消息当日，WTI 原油价格上涨近 3%。俄罗斯原油供应的潜在减少成为了油价吸收 OPEC+大幅增产的主要原因之一。

**2) 本周上海出口集装箱运价指数下降，美线运价低位反弹：**SCFI 综合运价指数较上周环比下降 1.7%，至 1733 点。其中，上海-欧洲/地中海运价分别环比变化 -0.1%/-7.0%；上海-美西/美东运价分别环比变化+5.0%/+1.2%；上海-东南亚运价环比下降 0.4%。

**3) 本周原油轮运价下降：**BDTI 指数较上周环比下降 3.0%，至 933 点。VLCC TCE 环比上涨 1.2%，其中中东/西非/美湾-中国 TCE 分别环比变化+0.1%/+6.9%/-2.9%；Suezmax TCE 环比下降 15.7%；Aframax TCE 环比下降 7.3%。

**4) 本周成品油轮运价下降：**BCTI 指数较上周环比下降 2.8%，至 537 点。LR1 中东-日本环比下降 19.5%；MR - 太平洋/新加坡-澳洲/大西洋分别环比变化 -26.6%/-7.1%/-36.1%。

**5) 本周散货船大船运价下降：**BDI 指数较上周环比下降 0.9%，至 1439 点。其中，BCI/BPI/BSI 分别环比变化-12.3%/+7.1%/+9.7%。

**6) 本周新造船价指数下降：**新造船价指数较上周环比下降 0.31 点，为 186.79 点；油轮/散货船/干货船/气体船船价指数较上周环比变化+0.44 点/-0.99 点/-0.56 点/-0.22 点；当月集装箱船价指数较上月环比下降 0.10 点。

**7) 本期 PDCI 下降：**6 月 28 日至 7 月 4 日，新华·泛亚航运中国内贸集装箱运价综合指数(XH·PDCI)报 1061 点，环比下跌 26 点，跌幅 2.39%，其中东北至华南/华北至华南/华南至东北/华南至华北指数分别环比 +0.85%/-5.82%/-1.12%/+7.98%。

**8) 前一周中国港口货物吞吐量、集装箱吞吐量环比下降：**2025 年 6 月 30 日-7 月 4 日中国港口货物吞吐量为 2.60 亿吨，较前一周环比下降 5.28%，集装箱吞吐量为 653 万 TEU，较前一周环比下降 2.14%。

➤ **公路铁路：**

**1) 7 月 8 日大秦铁路发布经营数据简报，6 月大秦线货运量同比下降 5.3%。**2025 年 6 月，大秦铁路核心经营资产大秦线完成货物运输量 3242 万吨，同比增长 5.29%。日均运量 108.07 万吨。大秦线日均开行重车 72.1 列，其中：日均开行 2 万吨列车 50.9 列。2025 年 1-6 月，大秦线累计完成货物运输量 18873 万吨，同比减少 2.17%。

**2) 6 月 30 日-7 月 6 日全国物流保通保畅有序运行。**根据国务院物流保通保畅工作领导小组办公室监测汇总数据，6 月 30 日-7 月 6 日，全国货运物流有序运行，其中：国家铁路累计运输货物 7845.2 万吨，环比下降 3.18%；全国高速公路累计货车通行 5297.7 万辆，环比下降 2.42%。

## 二、核心观点

- **航空：**1、行业供给长期低增长，需求有望受益宏观回暖，长期供需差趋势明朗带动板块弹性上行，短期订票数据有望回暖，当前处于预期反转阶段，具有配置价值。**重点关注公司：**华夏航空、中国国航、南方航空、中国民航信息网络、吉祥航空。2、飞机产业链 OEM&MRO 双产能困境推高二手飞机紧缺度，中期内难以有效缓解，美债降息背景下，航空租赁利差有望持续走阔。**重点关注公司：**渤海租赁、中银航空租赁、Aercap、AL。
- **快递：**当前快递需求坚韧，终端价格总体处在历史底部水平，下行空间有限。通达系快递受价格战影响估值下杀，当前板块龙头估值安全边际充分，可作为底部长期配置；顺丰、京东物流有望受益顺周期回暖以及持续降本，业绩弹性相对更大，业绩与估值存在双升空间。**建议关注：**1) 中通快递：行业长期龙头，经营稳定，股东回报已超 8%；2) 圆通速递：份额显著增长，网络健康，智能化领先优势或二次打开；3) 申通快递：产能与服务双升，加盟商体系改善，阿里潜在行权；4) 顺丰控股：需求坚韧增长，成本管控持续深化，经营潜力持续释放，在资本开支下行期股东回报不断提升。
- **供应链物流：**1、深圳国际：华南物流园转型升级提供业绩弹性，高分红下有望迎来价值重估。2、快运格局向好，行业竞争放缓，行业具备顺周期弹性，建议关注：1) 德邦股份：精细化管理及京东导流催化下盈利具备较强确定性；2) 安能物流：战略转型及加盟商生态优化下公司盈利改善明显，规模效应释放下单位毛利有望持续提升。3、化工物流：市场空间较大，行业准入壁垒持续趋严，存在整合机会。化工需求改善下，龙头具备较大盈利弹性。关注：1) 密尔克卫：物贸一体化的商业模式具备较强成长性；2) 兴通股份：商业模式清晰，运力持续扩张下业绩确定性较强。
- **航运：**1、看好原油运输受益于 OPEC+增产周期与美联储降息周期的基本面向好，中东地缘不确定性或增强 VLCC 运价弹性。随着 OPEC+增产接连加速，预计 2025 年 Q4 油运市场景气度或有明显提升，建议关注招商轮船、中远海能、招商南油；2、看好亚洲内集运需求中长期成长性，全球供应链多元化是核心，美国关税刺激是催化剂。同时，集运小船运力青黄不接，有限新船难以满足存量替代和需求增量。建议关注海丰国际、中谷物流、锦江航运。3、看好散运市场复苏，环保法规对老旧船队运营的限制推动有效运力持续出清，叠加 2025 年底西芒杜铁矿投产与未来美联储降息周期后期对全球大宗商品需求的催化，预计散运市场将持续复苏。建议关注招商轮船、海通发展、国航远洋。
- **船舶：**船舶绿色更新大周期尚在前期，航运景气+绿色更新进度是需求核心驱动。2024 年 10 月以来，受航运市场低迷、地缘事件冲击和环保法规待等因素影响，新造船订单较弱，导致新造船价持续调整。造船产能在经过十余年行业低谷出清后，持续紧张。即便订单同比下滑，船厂订单仍饱满。展望后市，制约新造船市场活动的三重因素有望缓解或向好：油散市场景气度有望在 2025 年下半年开始提升、全球脱碳法规有望在 10 月正式立法、地缘事件影响或在下半年有所缓和。同时，造船企业预计将进入利润兑现期。建议关注中国船舶、中船防务、中国动力。
- **港口：**供应链陆海枢纽，格局趋稳重视红利。港口作为交通运输基础设施，经营模式稳定，现金流强劲。随着行业资本支出增速放缓，建议重点关注板块红利属性和

枢纽港成长性，建议关注唐山港、招商港口、青岛港、北部湾港。

- **公路铁路：**1、**中原高速：**路产结构年轻，加权平均剩余收费年限为 17 年，2026 年郑洛高速通车或将助力业绩增长。控股股东拥有众多省内资源，房地产业务承压下，具有较大资产优化空间。2、**四川成渝：**公路收益稳健，成乐高速与天邛高速 25-26 年产能爬坡有望助力业绩增长。公司持续推进债务置换，财务费用持续节降。3、**东莞控股：**高速主业优势夯实，高分红承诺稳定股东收益。
- **风险提示。**1) 宏观经济下滑风险，将会对交运整体需求造成较大影响。2) 快递行业价格竞争超出市场预期。3) 油价、人力成本持续上升风险。运输、人工成本作为交通运输行业的主要成本，可能面临油价上升、人工成本大幅攀升的风险。

## 内容目录

---

1. 市场回顾 .....	8
1.1. A股板块指数回顾 .....	8
2. 子行业数据跟踪 .....	8
2.1. 快递物流 .....	9
2.2. 公路铁路 .....	11
2.3. 航空机场 .....	12
2.4. 航运船舶 .....	14
2.5. 港口 .....	15
3. 风险提示 .....	16

---

## 图表目录

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



---

图表 31: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 走势 .....	15
图表 32: 中国港口货物吞吐量走势 .....	15
图表 33: 中国港口集装箱吞吐量走势 .....	15

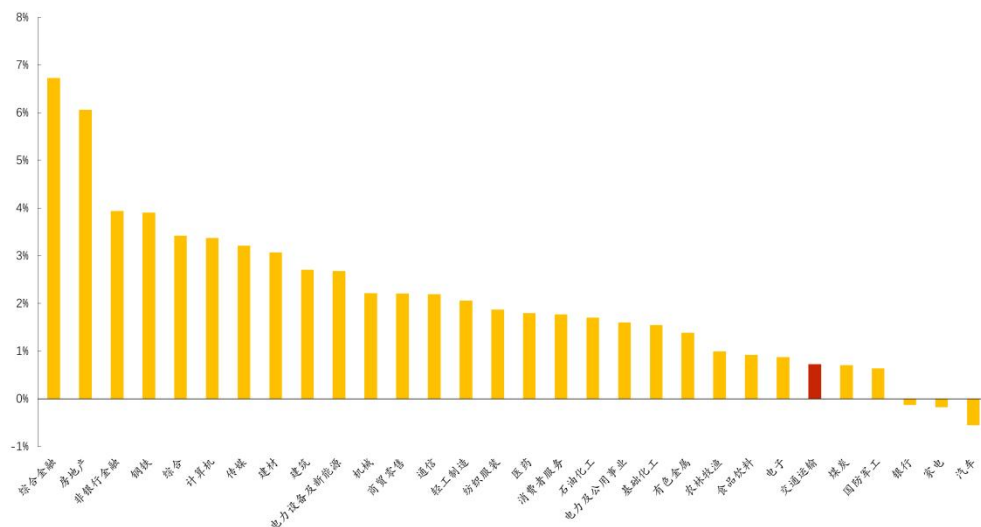
---

## 1. 市场回顾

2025 年 7 月 7 至 2025 年 7 月 11 日，上证综合指数环比增长 1.09%，A 股交运指数环比上升 0.73%，跑输上证指数 0.36pct。交运各板块中物流综合(+2.01%)、机场(+1.42%)、快递(+1.28%)、航空(+1.26%)、公路(+1.13%)、港口(+0.27%)、铁路(+0.19%)、航运(-0.75%)。

### 1.1. A 股板块指数回顾

图表 1：中信交运行业指数与其他行业指数对比



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 2：上证综指、交运子板块行业指数

行业	本周	上周	周变化	年初至今涨幅	市盈率 (TTM)	市净率 (MRQ)
上证综合指数	3,510.18	3,472.32	1.09%	4.73%	13.26	1.38
交通运输	2,021.65	2,007.03	0.73%	-0.81%	13.60	1.37
物流综合	1,499.68	1,470.10	2.01%	5.75%	17.59	1.22
快递	1,015.95	1,003.14	1.28%	13.11%	19.01	2.07
公路	4,890.49	4,835.71	1.13%	-2.87%	15.27	1.35
铁路	2,756.04	2,750.79	0.19%	-6.45%	19.31	1.08
航运	2,519.84	2,538.98	-0.75%	1.97%	6.98	1.13
港口	1,719.33	1,714.77	0.27%	-0.70%	12.76	1.00
航空	1,500.32	1,481.68	1.26%	-8.86%	32.77	3.73
机场	2,579.57	2,543.54	1.42%	-4.38%	37.18	1.62

资料来源：Wind，华源证券研究所

## 2. 子行业数据跟踪



## 2.1. 快递物流

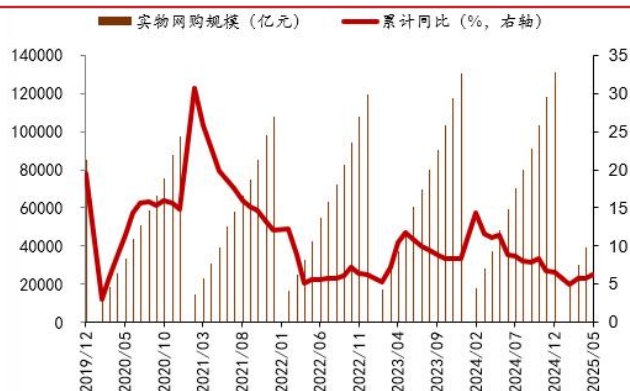
据国家统计局数据，2025 年 5 月社零数据为 41326 亿元，同比增长 6.4%；实物商品网上零售额为 10613 亿元，同比增长 8.2%；2025 年 5 月，全国快递服务企业业务量完成 173.2 亿件，同比增长 17.2%；业务收入完成 1255.5 亿元，同比增长 8.2%。

图表 3：社会消费品零售总额累计值及累计同比



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 4：实物网购规模累计值及累计同比



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 5：快递业务量及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

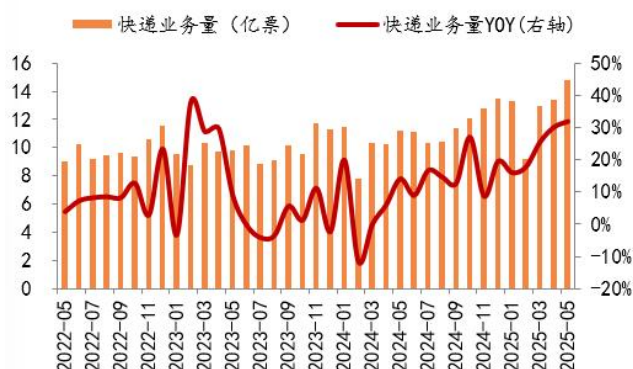
图表 6：快递业务收入及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

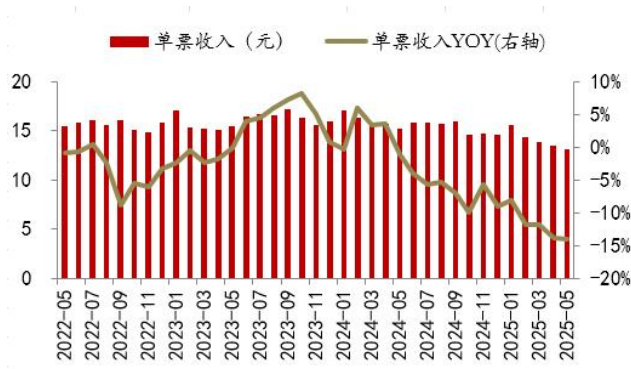
2025 年 5 月，顺丰完成业务量 14.77 亿票，同比增长 31.76%；快递服务单票收入 13.12 元，同比下降 13.97%。圆通完成业务量 27.64 亿票，同比增长 21.02%；快递产品单票收入 2.12 元，同比下降 5.09%。韵达完成业务量 23.03 亿票，同比增长 12.78%；快递服务单票收入 1.92 元，同比下降 5.42%。申通完成业务量 22.64 亿票，同比增长 16.35%；快递服务单票收入 1.95 元，同比下降 2.99%。

图表 7：顺丰快递业务量及增速



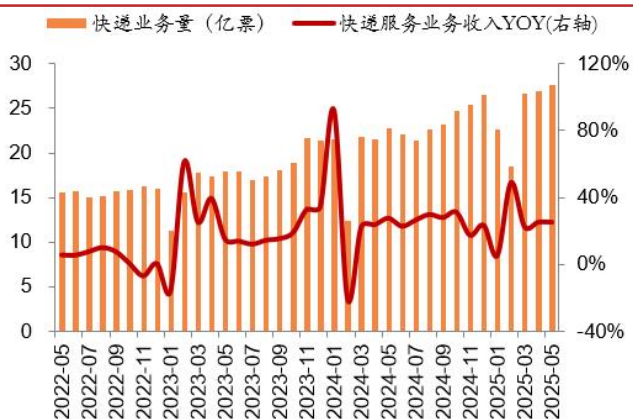
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：顺丰单票收入及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：圆通快递业务量及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：圆通单票收入及增速



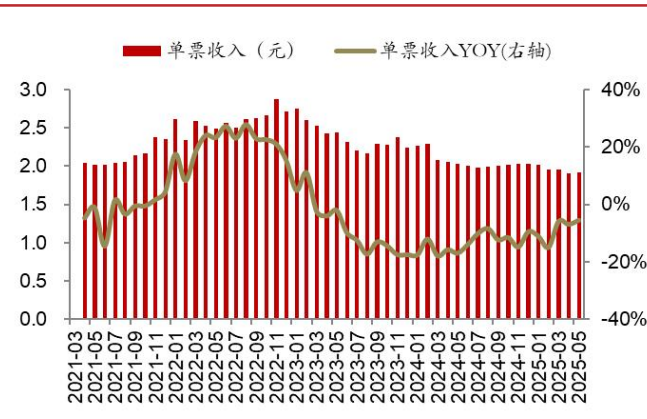
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11：韵达快递业务量及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12：韵达单票收入及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 13：申通快递业务量及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 14：申通单票收入及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

## 2.2. 公路铁路

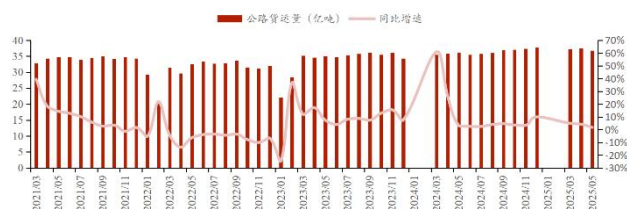
2025 年 5 月公路客运量为 9.85 亿人，同比-2.58%；货运量为 36.81 亿吨，同比+1.68%。  
2025 年 5 月铁路客运量为 4.06 亿人，同比+ 26.52%；货运量为 4.40 亿吨，同比+1.09%。

图表 15：公路客运量及同比增速



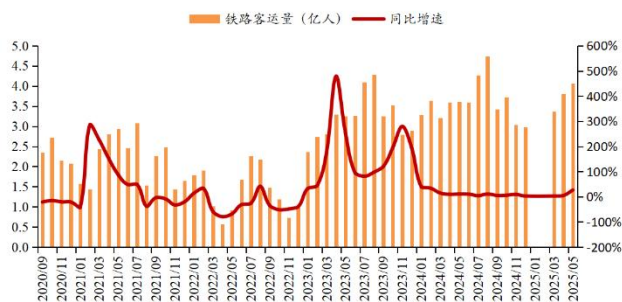
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 16：公路货运量及同步增速



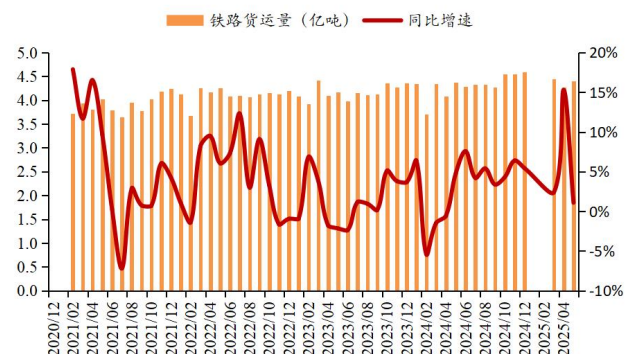
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 17：铁路客运量及同比增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 18：铁路货运量及同步增速



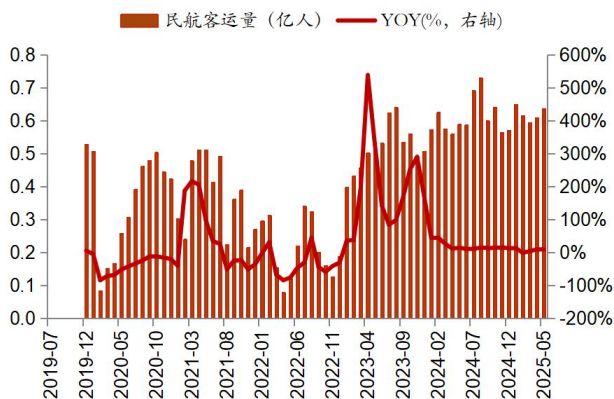
资料来源：Wind，华源证券研究所



## 2.3. 航空机场

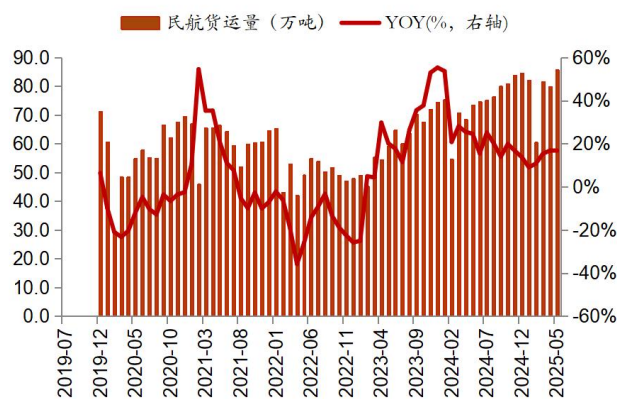
2025 年 5 月份,民航完成旅客运输量约 0.64 亿人次,同比+8.2%。完成货邮运输量 85.70 万吨,同比+16.6%。

图表 19: 民航客运量及增速



资料来源: Wind, 华源证券研究所

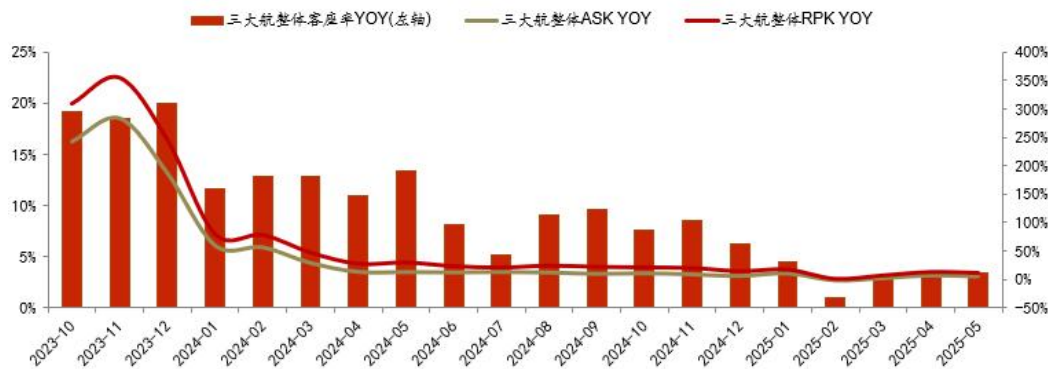
图表 20: 民航货邮运输量及增速



资料来源: Wind, 华源证券研究所

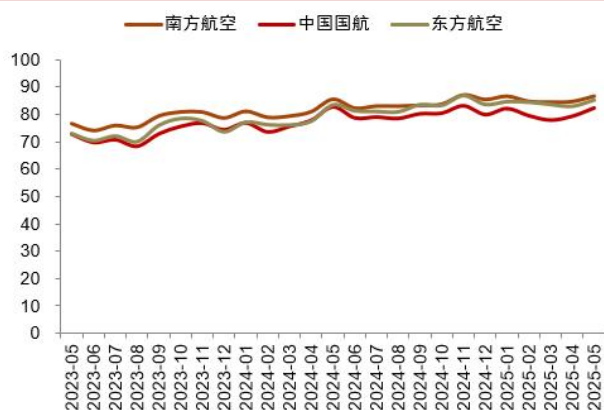
2025 年 5 月,三大航整体客座率为 84.14%,较 2025 年 4 月的 84.02%增加 0.12pct,春秋航空以 91.07%的客座率持续领跑行业。

图表 21: 三大航整体 ASK、RPK、客座率走势



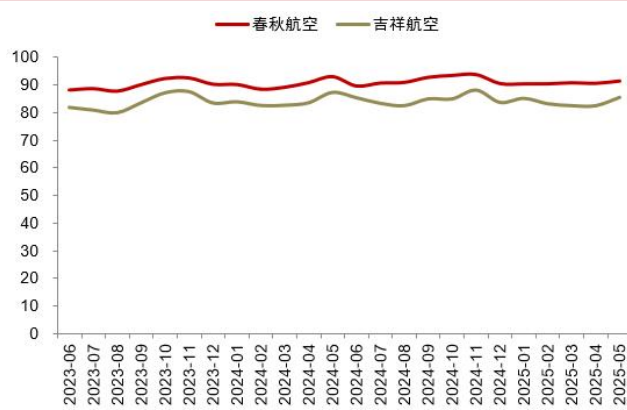
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 22：南航、国航、东航客座率 (%)



资料来源：Wind，华源证券研究所

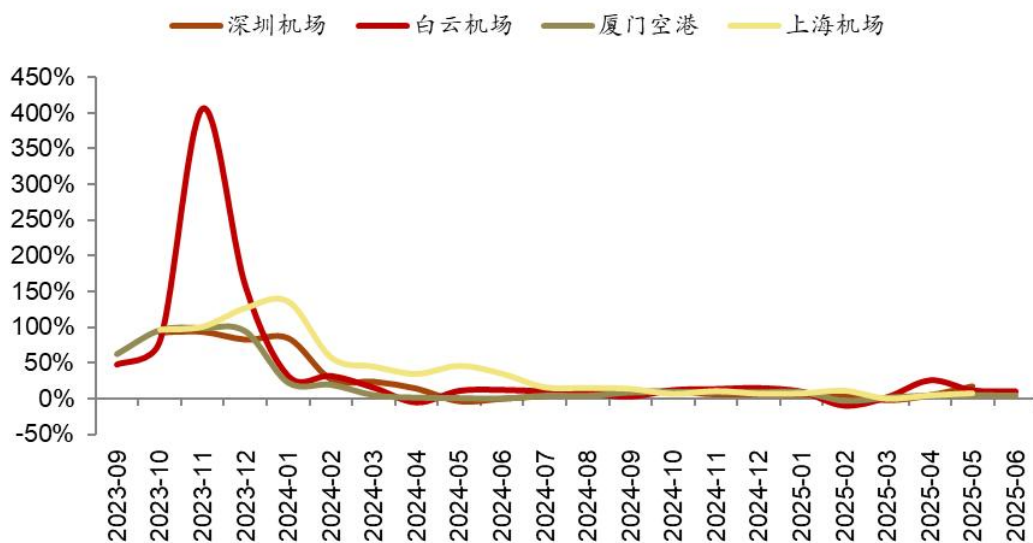
图表 23：春秋、吉祥客座率 (%)



资料来源：Wind，华源证券研究所

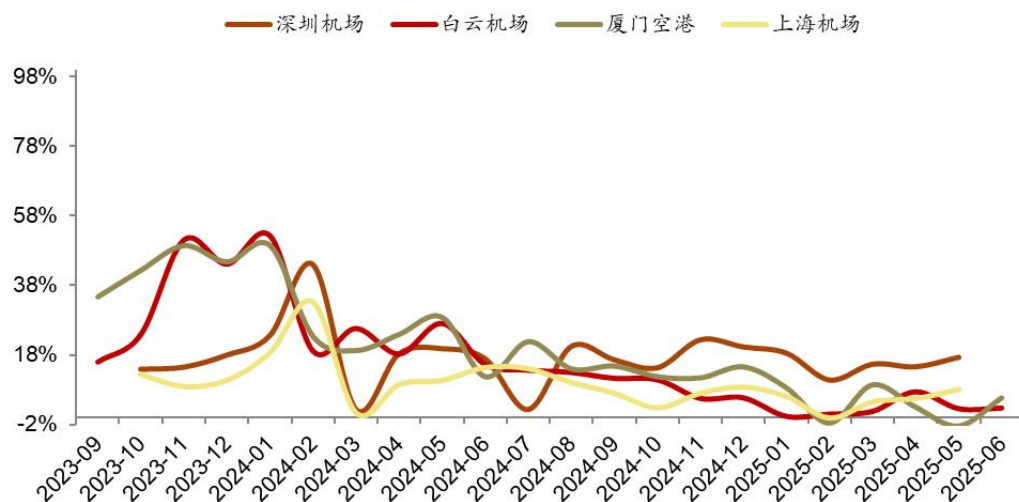
2025 年 6 月份，厦门空港飞机起降同比+4.64%，旅客吞吐量同比+5.61%，货邮吞吐量同比+5.57%。白云机场飞机起降同比+ 9.63%，旅客吞吐量同比+ 11.74%，货邮吞吐量同比+ 2.84%。2025 年 5 月份，深圳机场飞机起降同比+11.17%，旅客吞吐量同比+15.67%，货邮吞吐量同比+9.47%。上海机场飞机起降同比+5.64%，旅客吞吐量同比+13.03%，货邮吞吐量同比+5.97%。

图表 24：上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港飞机起降架次同比



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 25：上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港货邮吞吐量同比



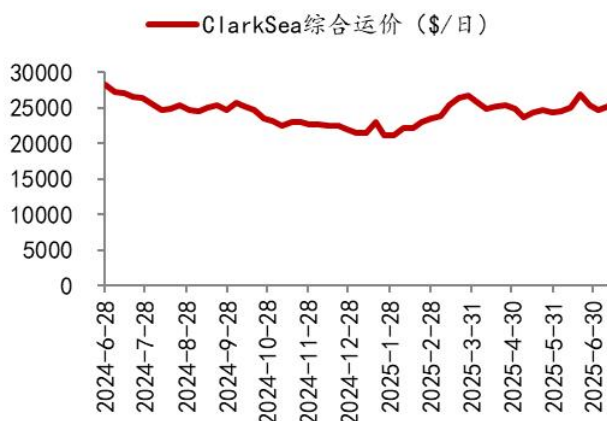
资料来源：Wind，华源证券研究所

## 2.4. 航运船舶

本周克拉克森综合运价为 25203 美元/日，较上周环比增长 1.93%，克拉克森新造船指数为 186.79 点，较上周环比下降 0.31 点。

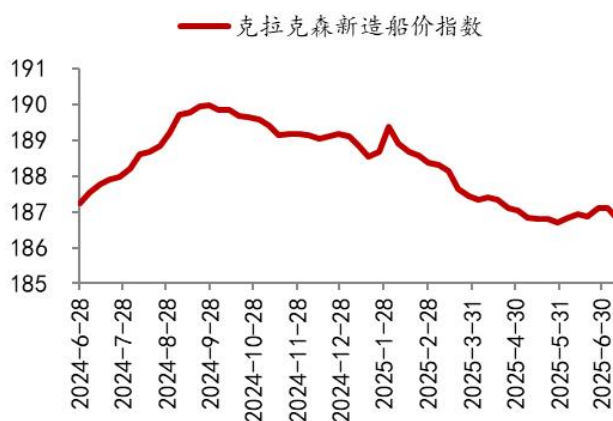
本周原油运输指数 (BDTI) 为 933 点，较上周环比下降 3.05%，波罗的海干散货指数(BDI) 为 1439 点，较上周环比下降 0.91%，成品油运输指数 (BCTI) 为 537 点，较上周环比下降 2.79%；CCFI 指数为 1313.70 点，较上周环比下降 2.18%。

图表 26：克拉克森综合运价走势



资料来源：Clarkson，华源证券研究所

图表 27：克拉克森新造船价走势



资料来源：Clarkson，华源证券研究所

图表 28：原油运输指数（BDTI）指数走势



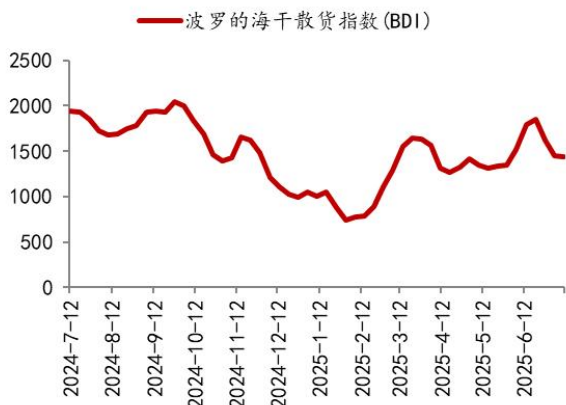
资料来源：Clarkson，华源证券研究所

图表 29：成品油运输指数（BCTI）指数走势



资料来源：Clarkson，华源证券研究所

图表 30：波罗的海干散货指数（BDI）走势



资料来源：Clarkson，华源证券研究所

图表 31：中国出口集装箱运价指数（CCFI）走势



资料来源：Clarkson，华源证券研究所

## 2.5. 港口

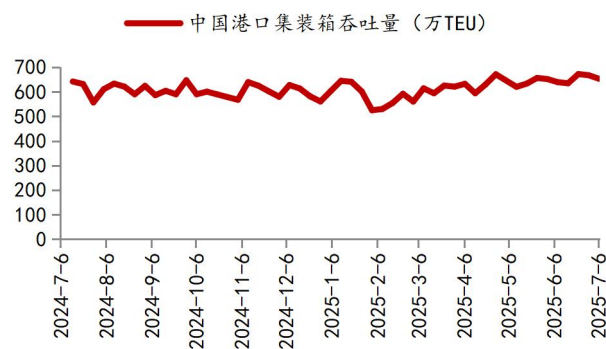
2025 年 6 月 30 日-7 月 4 日中国港口货物吞吐量为 2.60 亿吨,较前一周环比下降 5.28%,  
集装箱吞吐量为 653 万 TEU, 较前一周环比下降 2.14%。

图表 32：中国港口货物吞吐量走势



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 33：中国港口集装箱吞吐量走势



资料来源：Wind，华源证券研究所



### 3. 风险提示

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

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。