



# 交通运输产业行业研究

**买入（维持评级）**
**行业专题研究报告**

证券研究报告

交通运输组

分析师：郑树明（执业 S1130521040001） 分析师：王凯婕（执业 S1130522070001）

zhengshuming@gjzq.com.cn

wangkaijie@gjzq.com.cn

## 2025 冬春航季客班计划量同比回落，“内卷式”竞争有望缓解

### 投资逻辑：

**整体客运航班量同比回落，境内航司增班国际线。**2025 年 10 月 11 日，民航预先飞行管理系统发布 2025 年冬春航季航班计划，新航季将于 2025 年 10 月 26 日开始执行，至 2026 年 3 月 28 日为止。按起降一次计为 1 班，新航季航司客运航班量 12.5 万班/周，同比下降 1.6%，延续了 2025 夏秋航季航班量同比回落的趋势，较 2019 年增长 11.6%。分境内外航司看，新航季境内航司客运航班量为 11.8 万班/周，同比下降 1.6%，其中国内线 107786 班/周，同比下降 1.8%；国际线 9198 班/周，同比增长 1.5%（约为 2019 年同期 75%）；港澳台地区线 1392 班/周，同比下降 12.1%；新航季境外航司客运航班量 6515 班/周，同比下降 1.7%（约为 2019 年同期 70%）。整体航班量同比回落，供给收缩有望缓解行业“内卷式”竞争，航班量下降也反映淡季部分航司存在飞机停场检修的需求；境内航司持续增加国际航班计划量，主要系随着签证政策放宽，国际旅行热度提升。自 2023 年底以来我国陆续宣布对多个国家实行单方面或者双边免签政策，截止 9 月 15 日单边免签国家 47 个，双边免签国家 29 个，240 小时过境签国家 55 个，国际航班量持续恢复。

**多家航司客运时刻量减少，春秋航、华夏航、东航逆势增长。**分航司看，2025 年冬航季中国国航（中国国航、深圳航空、昆明航空、山东航空）客运航班量为 24271 班/周，同比-1.3%；中国东航（东方航空、上海航空、中联航）为 22223 班/周，同比+0.4%；南方航空（南方航空、厦门航空、重庆航空、贵州航空）为 25520 班/周，同比-1.3%；春秋航空为 3948 班/周，同比+5.2%；吉祥航空（含九元航空）为 3590 班/周，同比-8.5%；华夏航空为 3250 班/周，同比+4.5%；海航控股（海南航空、乌鲁木齐航空、福州航空、祥鹏航空、长安航空）为 9253 班/周，同比-2.5%。新航季春秋航空、华夏航空时刻数量同比增长较明显，主要系相较于其他航司，二者产能相对充裕；东航整体航班量逆势提升，主要系国际线客班计划量同比增长 13%，反映公司坚持“向远处飞、向国际飞、向新兴市场飞”的战略布局。

**全国机场周度计划航班量下降，上海机场国际航班量增速领跑。**从全国机场角度来看，周度计划进出港共 23.3 万班，同比 2024 年冬航季下滑 1.7%。分机场看，新航季上海机场（浦东、虹桥）客运进出港航班量为 15569 班/周，同比+0.8%；首都机场为 8346 班/周，同比-0.7%；白云机场为 10728 班/周，同比+1.2%；深圳机场为 8248 班/周，同比+1.0%。其中，上海机场、白云机场、深圳机场进出港航班量增长主要系国际线增班，新航季上海机场（浦东、虹桥）国际进出港航班量为 3356 班/周，同比+7.1%，较 2019 年-6.9%；首都机场为 1183 班/周，同比-7.8%，较 2019 年-44.1%；白云机场为 1914 班/周，同比+5.5%，较 2019 年-15.6%；深圳机场为 706 班/周，同比+3.7%，较 2019 年-26.1%。

### 投资建议

行业供需改善趋势确定，看好航司业绩释放。短期看，近期因私出行表现良好，公商务出行需求有望继续释放，行业客座率不断创新高，叠加“反内卷”政策，预计票价改善可持续，四季度航司利润将同比明显提升。中期看，受飞机制造商及上游零部件供应商产能制约，未来航空业供给增速将放缓，预计年化增速在 3% 左右，同时需求仍保持高个位数增长，供需优化将推动票价提升。航司票价弹性大，仅 1% 的票价增长将为大型航司带来 10 亿元以上的利润释放。推荐航空板块，推荐中国国航、南方航空、春秋航空、吉祥航空。

### 风险提示

宏观经济增速低于预期风险、人民币汇率贬值风险、油价大幅上涨风险、安全运行风险。



## 内容目录

|                                          |   |
|------------------------------------------|---|
| 一、整体：新航季客运航班计划量同比回落，供给收缩有望缓解“内卷式”竞争..... | 3 |
| 1.1 整体：新航季整体客运航班量回落，境内航司增班国际线.....       | 3 |
| 1.2 国际线：日韩泰航线位列航班量前三，中国航司占主导.....        | 3 |
| 二、航司：三大航主导市场，春秋航、华夏航增速领跑，东航国际线增班较快.....  | 4 |
| 2.1 航司航班量占比：三大航主导.....                   | 4 |
| 2.2 增速：春秋航、华夏航、东航航班量增长，东航国际航班量增速较快.....  | 5 |
| 三、机场：全国机场进出港航班量同比下降，上海机场国际航班量增速领跑.....   | 7 |
| 3.1 机场换季情况：进出港航班量同比下降.....               | 7 |
| 3.2 枢纽机场换季情况：上海机场国际航班量增速领跑.....          | 7 |
| 四、投资建议.....                              | 8 |
| 五、风险提示.....                              | 8 |

## 图表目录

|                                           |   |
|-------------------------------------------|---|
| 图表 1： 2025 冬春航季客运航班量同比下降 1.6%.....        | 3 |
| 图表 2： 2025 冬春航季境内航司国际线航班量同比增长.....        | 3 |
| 图表 3： 2025 冬春航季境内航司国际线航班量同比增长.....        | 3 |
| 图表 4： 2025 冬春航季日韩泰航班量位居前三，各国航班量恢复率分化..... | 4 |
| 图表 5： 2025 冬春航季中国航司国际线航班量占比高于外航.....      | 4 |
| 图表 6： 各航司客运航班量占比仍以三大航为主导.....             | 5 |
| 图表 7： 南航周航班量位居第一.....                     | 5 |
| 图表 8： 多家上市航司时刻量减少，春秋、华夏、东航逆势增长.....       | 5 |
| 图表 9： 国内线客班量——春秋航、华夏航逆势增长.....            | 6 |
| 图表 10： 国际线客班量——东航增速较快.....                | 6 |
| 图表 11： 2025 冬春航季国内航司航班量增速分化.....          | 6 |
| 图表 12： 2025 冬春航季全国 Top30 机场周航班计划（班）.....  | 7 |
| 图表 13： 上海机场周进出港航班量居首.....                 | 8 |
| 图表 14： 新航季上海机场国际航班量增速领跑.....              | 8 |
| 图表 15： 各机场国际进出港航班量仍有待恢复.....              | 8 |

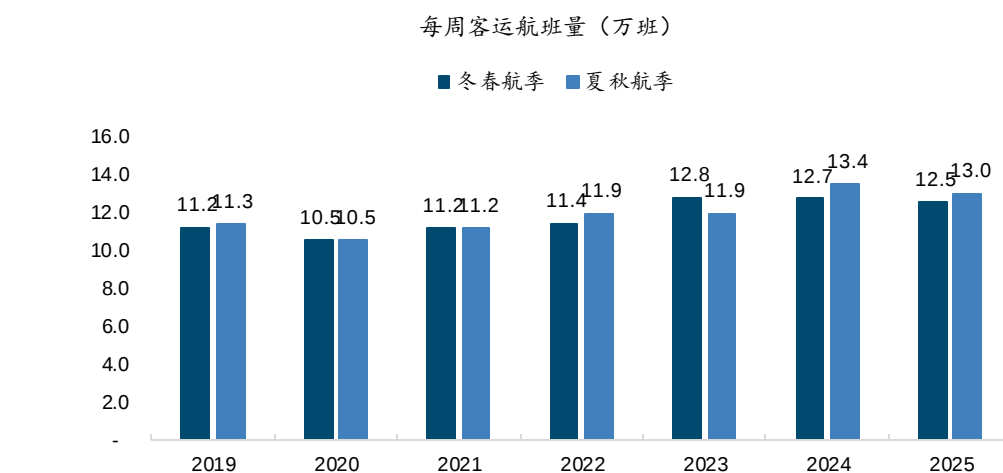


## 一、整体：新航季客运航班计划量同比回落，供给收缩有望缓解“内卷式”竞争

### 1.1 整体：新航季整体客运航班量回落，境内航司增班国际线

整体换季情况：2025 冬航季自 2025 年 10 月 26 日开始至 2026 年 3 月 28 日结束，共 22 周。2025 年冬航季航班计划量同比小幅回落。按起降一次计为 1 班，新航季航司客运航班量 12.5 万班/周，同比下降 1.6%，延续了 2025 夏秋航季航班量同比回落的趋势（降幅缩窄），较 2019 年增长 11.6%。整体航班量同比回落，供给收缩有望减轻行业“内卷式”竞争，航班量下降也反映淡季部分航司存在飞机停场检修的需求。

图表1：2025 冬春航季客运航班量同比下降 1.6%



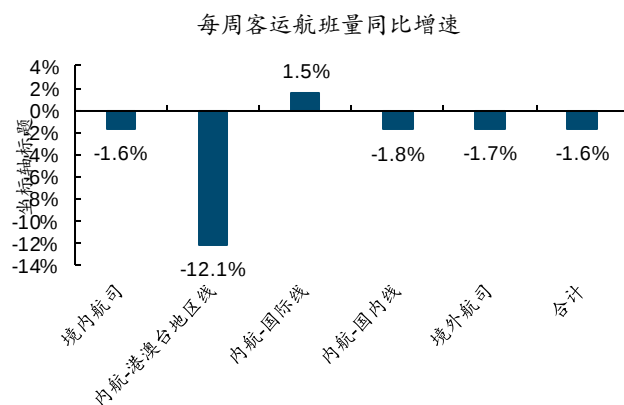
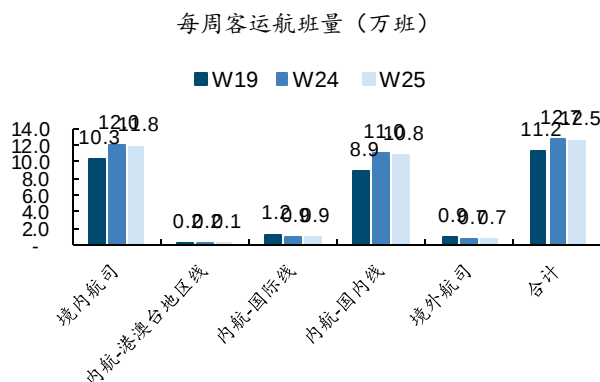
来源：Preflight，国金证券研究所

分境外航司：2025 年冬航季境内航司国际线航班量同比增长。按起降一次计为 1 班，新航季航司客运航班量 12.5 万班/周，同比下降 1.6%，延续了 2025 夏秋航季航班量同比回落的趋势，较 2019 年增长 11.6%。分境内外航司看，新航季境内航司客运航班量为 11.8 万班/周，同比下降 1.6%，其中国内线 107786 班/周，同比下降 1.8%；国际线 9198 班/周，同比增长 1.5%（约为 2019 年同期 75%）；港澳台地区线 1392 班/周，同比下降 12.1%；新航季境外航司客运航班量 6515 班/周，同比下降 1.7%（约为 2019 年同期 70%）。

境内航司持续增加国际航班计划量，主要系随着签证政策放宽，国际旅行热度提升。自 2023 年底以来我国陆续宣布对多个国家实行单方面或者双边免签政策，截止 9 月 15 日单边免签国家 47 个，双边免签国家 29 个，240 小时过境签国家 55 个，国际航班量持续恢复。

图表2：2025 冬春航季境内航司国际线航班量同比增长

图表3：2025 冬春航季境内航司国际线航班量同比增长



来源：Preflight，国金证券研究所

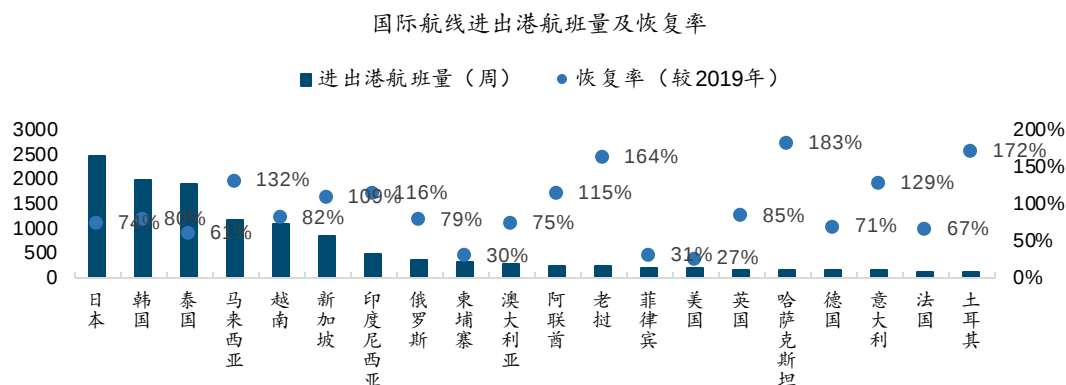
来源：Preflight，国金证券研究所

### 1.2 国际线：日韩泰航线位列航班量前三，中国航司占主导

国际航班量：日韩泰位居前三，各国航班量恢复率分化。按航班量排序，日本、韩国、泰国航线的周进出港航班量位居前三，分别为 2468 班、1966 班、1910 班，恢复率分别为 74%、80%、61%。此外，马来西亚、新加坡、印度尼西亚、阿联酋、老挝、哈萨克斯坦、意大利、土耳其的进出港航班量均超过 2019 年同期。



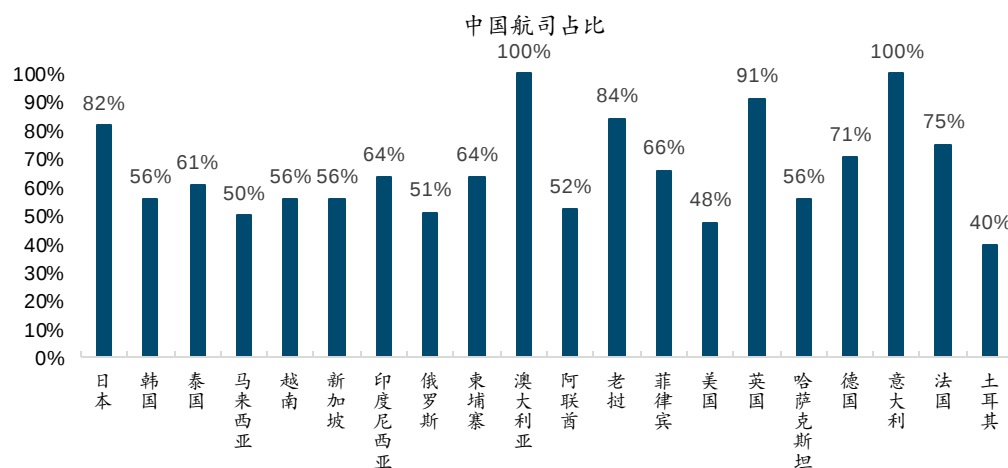
图表4：2025 冬春航季日韩泰航班量位居前三，各国航班量恢复率分化



来源：Preflight，国金证券研究所

国际航班量占比：中国航司占据主导。以进出港航班量较高的国家看，中国航司占比大多高于境外航司，在部分国家甚至达到100%（如澳大利亚、意大利），部分国家中国航司占比较2019年大幅提升（如马来西亚、印度尼西亚、俄罗斯、老挝、菲律宾、英国、哈萨克斯坦等）。

图表5：2025 冬春航季中国航司国际线航班量占比高于外航



来源：Preflight，国金证券研究所

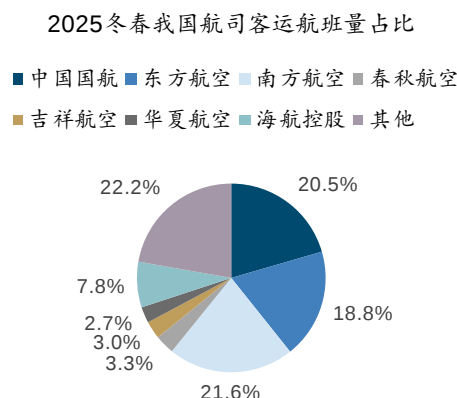
## 二、航司：三大航主导市场，春秋航、华夏航增速领跑，东航国际线增班较快

### 2.1 航司航班量占比：三大航主导

新航季客运航班量仍以三大航为主导。新航季南方航空（南方航空、厦门航空、重庆航空、贵州航空）客班计划量占境内航司的比例为22%，中国国航（中国国航、深圳航空、昆明航空、山东航空）占比21%，中国东航（东方航空、上海航空、中联航）占比19%，海航控股（海南航空、乌鲁木齐航空、福州航空、祥鹏航空、长安航空）占比8%，春秋航空、吉祥航空（含九元航空）、华夏航空占比均为约3%。较2019年同期，春秋航空市占率提升0.4pct，华夏航空提升0.4pct。

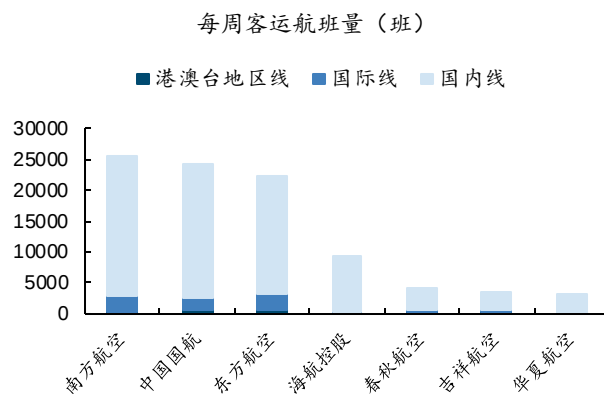


图表6: 各航司客运航班量占比仍以三大航为主导



来源: Preflight, 国金证券研究所

图表7: 南航周航班量位居第一

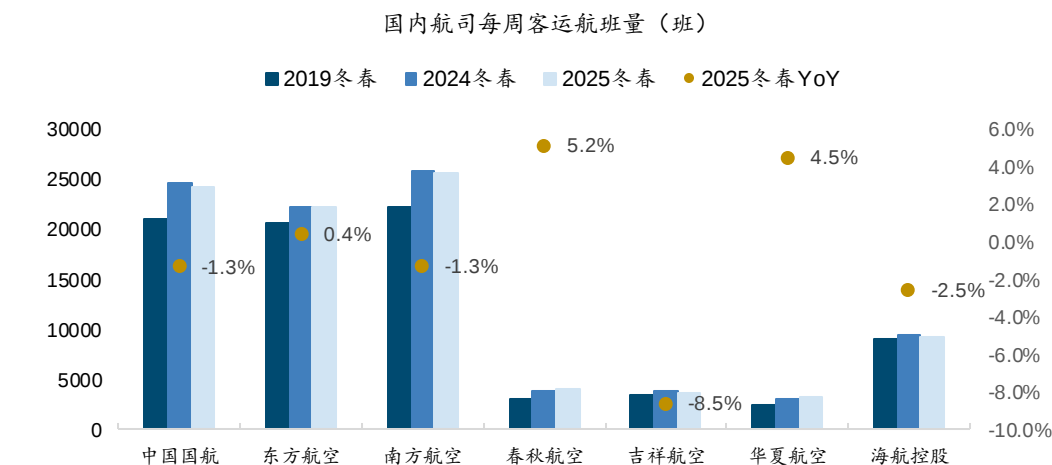


来源: Preflight, 国金证券研究所

## 2.2 增速: 春秋航、华夏航、东航航班量增长, 东航国际航班量增速较快

整体客班: 多家上市航司计划量减少, 春秋、华夏、东航逆势增长。分航司看, 2025 年冬航季中国国航客运航班量为 24271 班/周, 同比-1.3%; 中国东航客运航班量为 22223 班/周, 同比+0.4%; 南方航空客运航班量为 25520 班/周, 同比-1.3%; 春秋航空客运航班量为 3948 班/周, 同比+5.2%; 吉祥航空客运航班量为 3590 班/周, 同比-8.5%; 华夏航空为客运航班量 3250 班/周, 同比+4.5%; 海航控股客运航班量为 9253 班/周, 同比-2.5%。

图表8: 多家上市航司时刻量减少, 春秋、华夏、东航逆势增长



来源: Preflight, 国金证券研究所

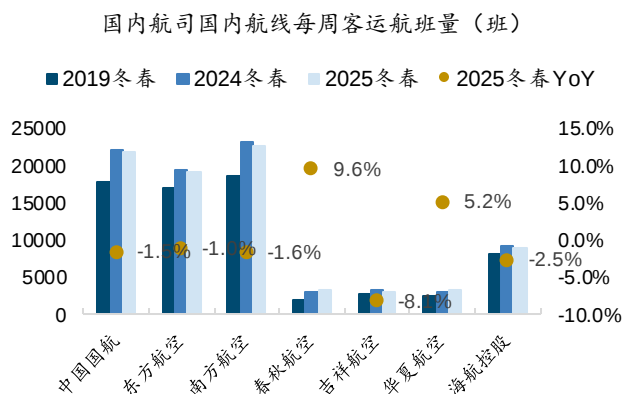
分航线看: (1) 国内线: 春秋航、华夏航逆势增长。2025 年冬航季中国国航国内航班量同比-1.5%; 中国东航同比-1.0%; 南方航空同比-1.6%; 春秋航空同比+9.6%; 吉祥航空同比-8.1%; 华夏航空同比+5.2%; 海航控股同比-2.5%。

(2) 国际线: 东航增速较快。2025 年冬航季中国国航国内航班量同比+2.2%; 中国东航同比+13.1%(较 2019 年-13.1%); 南方航空同比+3.6%; 春秋航空同比-13.2%; 吉祥航空同比+3.7%; 华夏航空同比-62.5%; 海航控股同比-1.3%。

新航季春秋航空、华夏航空时刻数量同比增长较明显, 主要系相较于其他航司, 二者产能相对充裕; 东航整体航班量逆势提升, 主要系国际线客班计划量同比增长 13%, 反映公司坚持“向远处飞、向国际飞、向新兴市场飞”的战略布局。

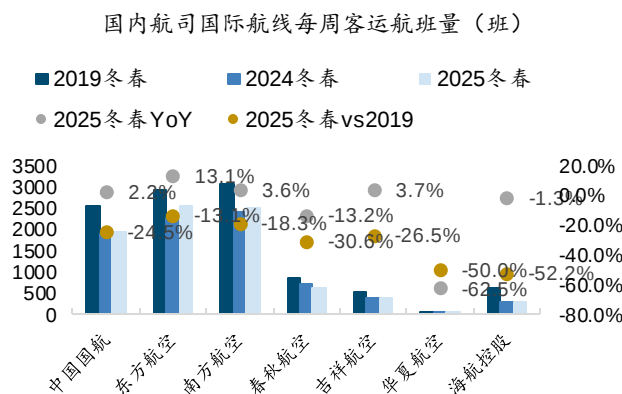


图表9：国内线客班量——春秋航、华夏航逆势增长



来源：Preflight，国金证券研究所

图表10：国际线客班量——东航增速较快



来源：Preflight，国金证券研究所

图表11：2025冬春航季国内航司航班量增速分化

| 2025冬春航季国内航司周航班量（班） |       |      |       |       | 同比2024年 |         |        |        |
|---------------------|-------|------|-------|-------|---------|---------|--------|--------|
|                     | 港澳台地区 | 国际   | 国内    | 总计    | 港澳台地区   | 国际      | 国内     | 总计     |
| 中国国航                | 382   | 1944 | 21945 | 24271 | -8.2%   | 2.2%    | -1.5%  | -1.3%  |
| 昆明航空                |       | 32   | 1086  | 1118  |         | 0.0%    | 7.2%   | 7.0%   |
| 山东航空                | 40    | 246  | 4258  | 4544  | -16.7%  | 12.8%   | -3.4%  | -2.8%  |
| 深圳航空                | 72    | 396  | 5546  | 6014  | -33.3%  | 10.0%   | -3.1%  | -2.8%  |
| 中国国航                | 270   | 1270 | 11055 | 12595 | 3.8%    | -1.8%   | -0.6%  | -0.7%  |
| 中国东航                | 524   | 2549 | 19150 | 22223 | 1.2%    | 13.1%   | -1.0%  | 0.4%   |
| 东方航空                | 454   | 2197 | 15578 | 18229 | 1.3%    | 12.2%   | -0.3%  | 1.1%   |
| 联合航空                |       | 6    | 1642  | 1648  |         |         | -5.2%  | -4.8%  |
| 上海航空                | 70    | 346  | 1930  | 2346  | 0.0%    | 16.9%   | -3.3%  | -0.7%  |
| 南方航空                | 268   | 2505 | 22747 | 25520 | -16.3%  | 3.6%    | -1.6%  | -1.3%  |
| 贵州航空                |       |      | 732   | 732   |         |         | -2.1%  | -2.1%  |
| 南方航空                | 116   | 1928 | 15933 | 17977 | -6.5%   | 1.4%    | -1.1%  | -0.9%  |
| 厦门航空                | 152   | 563  | 5156  | 5871  | -22.4%  | 15.4%   | -2.6%  | -1.8%  |
| 重庆航空                |       | 14   | 926   | 940   |         | -50.0%  | -3.7%  | -5.1%  |
| 春秋航空                | 30    | 616  | 3302  | 3948  | -6.3%   | -13.2%  | 9.6%   | 5.2%   |
| 春秋航空                | 30    | 616  | 3302  | 3948  | -6.3%   | -13.2%  | 9.6%   | 5.2%   |
| 吉祥航空                | 30    | 396  | 3164  | 3590  | -70.0%  | 3.7%    | -8.1%  | -8.5%  |
| 吉祥航空                | 30    | 309  | 2338  | 2677  | -70.0%  | 3.7%    | -6.1%  | -7.3%  |
| 九元航空                |       | 87   | 826   | 913   |         | 3.6%    | -13.4% | -12.0% |
| 华夏航空                |       | 12   | 3238  | 3250  |         | -62.5%  | 5.2%   | 4.5%   |
| 华夏航空                |       | 12   | 3238  | 3250  |         | -62.5%  | 5.2%   | 4.5%   |
| 海航控股                | 24    | 308  | 8921  | 9253  | -7.7%   | -1.3%   | -2.5%  | -2.5%  |
| 福州航空                |       |      | 538   | 538   |         |         | -2.2%  | -2.2%  |
| 海南航空                | 24    | 236  | 5639  | 5899  | 0.0%    | 3.5%    | -1.7%  | -1.5%  |
| 乌鲁木齐航空              |       |      | 448   | 448   | -100.0% | -100.0% | -10.4% | -12.8% |
| 祥鹏航空                |       | 72   | 1842  | 1914  |         | 0.0%    | 0.5%   | 0.5%   |
| 长安航空                |       |      | 454   | 454   |         |         | -15.6% | -15.6% |

来源：Preflight，国金证券研究所



## 三、机场：全国机场进出港航班量同比下降，上海机场国际航班量增速领跑

### 3.1 机场换季情况：进出港航班量同比下降

全国机场进出港航班量同比下降。从全国机场角度来看，新航季周度计划进出港共 23.3 万班，同比 2024 年冬航季下滑 1.7%。Top30 机场中，广州白云、上海浦东、深圳宝安的航班量仍维持增长，航班量增速较快的机场为宁波栎社（同比增长 6.1%），而航班量降幅超过 5% 的机场包括郑州新郑、武汉天河、长沙黄花、贵阳龙洞堡、天津滨海、大连周水子机场等。

图表12：2025 冬春航季全国 Top30 机场周航班计划（班）

| 序号 | 三字码 | 机场     | 2024 冬春 | 2025 夏秋 | 2025 冬春 | 25 冬春 VS 24 冬春 |
|----|-----|--------|---------|---------|---------|----------------|
| 1  | CAN | 广州白云   | 10601   | 10620   | 10728   | 1.2%           |
| 2  | PVG | 上海浦东   | 10019   | 10292   | 10139   | 1.2%           |
| 3  | TFU | 成都天府   | 8592    | 8426    | 8613    | 0.2%           |
| 4  | PEK | 北京首都   | 8407    | 8488    | 8346    | -0.7%          |
| 5  | SZX | 深圳宝安   | 8169    | 8204    | 8248    | 1.0%           |
| 6  | KMG | 昆明长水   | 7790    | 7640    | 7688    | -1.3%          |
| 7  | XIY | 西安咸阳   | 7117    | 7327    | 6949    | -2.4%          |
| 8  | CKG | 重庆江北   | 6917    | 6925    | 6881    | -0.5%          |
| 9  | PKX | 北京大兴   | 6765    | 6780    | 6768    | 0.0%           |
| 10 | HGH | 杭州萧山   | 6281    | 6545    | 6350    | 1.1%           |
| 11 | SHA | 上海虹桥   | 5430    | 5468    | 5430    | 0.0%           |
| 12 | CGO | 郑州新郑   | 5305    | 5059    | 5018    | -5.4%          |
| 13 | WUH | 武汉天河   | 5187    | 5136    | 4908    | -5.4%          |
| 14 | NKG | 南京禄口   | 4922    | 5156    | 4872    | -1.0%          |
| 15 | CSX | 长沙黄花   | 4966    | 5005    | 4632    | -6.7%          |
| 16 | HAK | 海口美兰   | 4441    | 4118    | 4394    | -1.1%          |
| 17 | XMN | 厦门高崎   | 4040    | 4128    | 4024    | -0.4%          |
| 18 | TAO | 青岛胶东   | 4130    | 4396    | 3973    | -3.8%          |
| 19 | CTU | 成都双流   | 3906    | 3906    | 3906    | 0.0%           |
| 20 | URC | 乌鲁木齐天山 | 3675    | 3950    | 3675    | 0.0%           |
| 21 | KWE | 贵阳龙洞堡  | 3878    | 3783    | 3674    | -5.3%          |
| 22 | HRB | 哈尔滨太平  | 3704    | 3596    | 3619    | -2.3%          |
| 23 | SHE | 沈阳桃仙   | 3561    | 3650    | 3565    | 0.1%           |
| 24 | TSN | 天津滨海   | 3518    | 3502    | 3153    | -10.4%         |
| 25 | DLC | 大连周水子  | 3443    | 3653    | 3133    | -9.0%          |
| 26 | SYX | 三亚凤凰   | 3127    | 2750    | 3119    | -0.3%          |
| 27 | TNA | 济南遥墙   | 3042    | 3256    | 3034    | -0.3%          |
| 28 | CGQ | 长春龙嘉   | 3014    | 2656    | 2992    | -0.7%          |
| 29 | FOC | 福州长乐   | 2776    | 2751    | 2732    | -1.6%          |
| 30 | NGB | 宁波栎社   | 2464    | 2545    | 2614    | 6.1%           |

来源：Preflight，航班管家，国金证券研究所

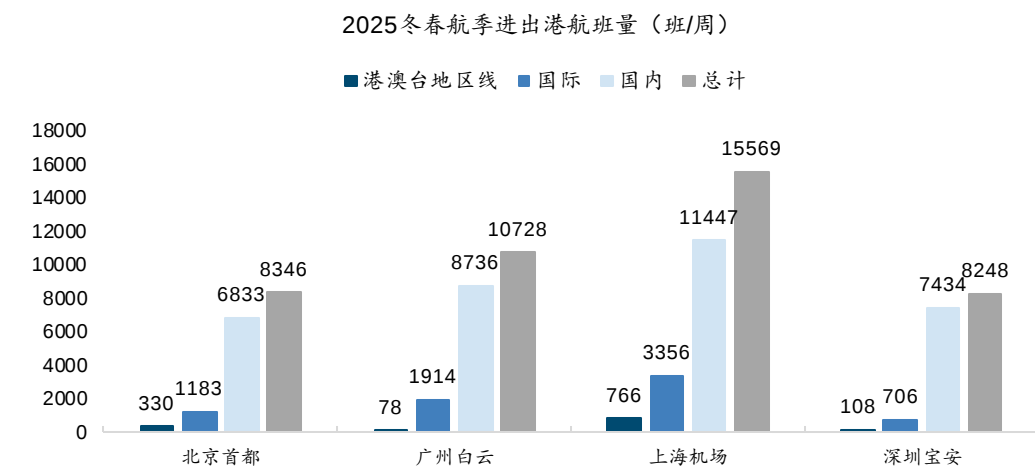
### 3.2 枢纽机场换季情况：上海机场国际航班量增速领跑

机场进出港航班量增速分化。分机场看，新航季上海机场（浦东、虹桥）客运进出港航班量为 15569 班/周，同比+0.8%；首都机场为 8346 班/周，同比-0.7%；白云机场为 10728 班/周，同比+1.2%；深圳机场为 8248 班/周，同比+1.0%。其中，上海机场、白云机场、深圳机场进出港航班量增长主要系国际线增班。

国际线方面，新航季上海机场（浦东、虹桥）国际线进出港航班量为 3356 班/周，同比+7.1%，较 2019 年-6.9%；首都机场为 1183 班/周，同比-7.8%，较 2019 年-44.1%；白云机场为 1914 班/周，同比+5.5%，较 2019 年-15.6%；深圳机场为 706 班/周，同比+3.7%，较 2019 年-26.1%。

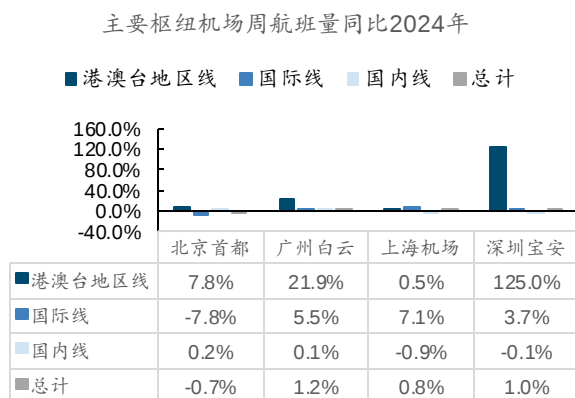


图表13: 上海机场周进出港航班量居首

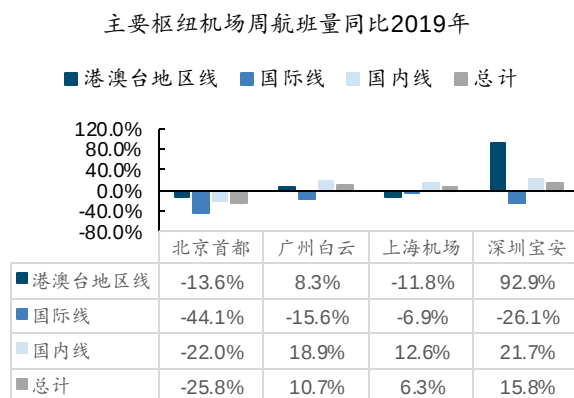


来源: Preflight, 国金证券研究所

图表14: 新航季上海机场国际航班量增速领跑



图表15: 各机场国际进出港航班量仍有待恢复



来源: Preflight, 国金证券研究所

来源: Preflight, 国金证券研究所

## 四、投资建议

行业供需改善趋势确定，看好航司业绩释放。短期看，近期因私出行表现良好，公商务出行需求有望继续释放，行业客座率不断创新高，叠加“反内卷”政策，预计票价改善可持续，四季度航司利润将同比明显提升。中期看，受飞机制造商及上游零部件供应商产能制约，未来航空业供给增速将放缓，预计年化增速在3%左右，同时需求仍保持高个位数增长，供需优化将推动票价提升。航司票价弹性大，仅1%的票价增长将为大型航司带来10亿元以上的利润释放。推荐航空板块，推荐中国国航、南方航空、春秋航空、吉祥航空。

## 五、风险提示

宏观经济增速低于预期风险。航空运输业是与经济、贸易环境状况密切相关的行业。民航运输业受宏观经济景气度的影响较大，宏观经济景气度直接影响经济活动的开展、居民可支配收入和进出口贸易额的增减，进而影响航空运输需求。

人民币汇率贬值风险。航空公司有较多外币负债且外币负债主要以美元负债为主，在美元兑人民币汇率大幅波动情况下，美元负债将因此产生较大金额的汇兑损益，直接影响当期利润，对航空公司经营业绩造成较大影响。

油价大幅上涨风险。航油成本是航空公司最主要的成本支出之一。国际油价水平大幅波动将对航油价格水平和燃油附加费收入产生较大影响，进而影响航空公司经营业绩。



安全运行风险。安全飞行是航空公司维持正常运营和良好声誉的前提和基础。恶劣天气、机械故障、人为差错、飞机缺陷以及其他不可抗力事件等都可能对航空公司的飞行安全、空防安全、运行安全造成不利影响。



**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



## 特别声明：

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

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                | 北京                                 | 深圳                                     |
|-----------------------------------|------------------------------------|----------------------------------------|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                    | 电话：0755-86695353                       |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn          | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn              |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                          | 邮编：518000                              |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国门内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究