

2025 年 12 月 07 日

看好快递格局向好，航空供需结构向上

—交通运输行业周报（2025 年 12 月 1 日-2025 年 12 月 7 日）

投资要点：

一、行业动态跟踪

➤ 快递物流：

1) 顺丰行业首推“超时赔付”服务。根据顺丰集团公众号，12 月 1 日起，顺丰于行业内首次推出“超时赔付”服务，只要在小程序或 APP 等顺丰官方渠道下单顺丰特快，若因顺丰运输原因导致的派送超时，客户即可获得“现金”赔付。首批上线深圳、青岛等 10 城并预计最终覆盖全国。具体赔付标准上，因顺丰原因造成订单超时，顺丰会以快递员揽收时预计送达时间为基准，结合快递超时长短以及客户会员等级，进行阶梯式赔付。根据超时时长退回基础运费比例 20%–30%不等的金额，以保障广大客户权益；同时会员再按等级在基础赔付金额的基础上再递增 5%–10%。

2) 中通举行全网劳动规则协商恳谈会，确保快递员派费、取件费 100%直链。11 月 26 日，2025 年中通快递集团（全网）劳动规则协商恳谈会在上海总部举行，多省一线员工就收入结算透明化、用工合规、职业健康防护、民主参与渠道等问题与企业现场协商，共同签署全网劳动规则协议。公司表示将确保快递员派费、取件费 100%直链，并建立“月度调研+预警排查+备用金垫付”三重保障机制。数据显示，截至 2025 年 10 月底，中通一线员工参保人数达 507378 人，覆盖率 98.59%，累计赔付超 7500 万元；同时，中通为全网小哥购买“小哥宝”意外险，保额 20 万元，覆盖全场景风险，参保率 100%，截至 2025 年 10 月已赔付超 1928 万元。此外，中通小哥基金总额已增至 2 亿元，覆盖疫情、疾病、意外、见义勇为等致困情形，累计补助 500 余人次，金额 2800 余万元。

➤ 航空机场：

1) 空客更新 2025 年交付目标为 790 架。据空客官网 12 月 3 日最新消息，基于近期发生的影响其 A320 系列飞机交付的机身面板供应商质量问题，空客更新了其 2025 年商用飞机交付指引。现在，空客对 2025 年商用飞机的预期交付目标为 790 架左右。

2) 柬埔寨将对中国公民试行免签政策。柬埔寨王国政府正式决定：2026 年 6 月 15 日至 2026 年 10 月 15 日期间试行中国公民免签证入境柬埔寨政策，每次入境可停留 14 天。

3) 海航控股增资海航货运。海航控股发布公告称，拟以自有资金 7.5 亿元对海航货运进行增资。本次增资完成后，海航控股将持有海航货运 16.2227%股权。增资后，海航航空集团持股 77.4054%，海南航投股权投资基金管理合伙企业持股 6.3718%，海航控股将持股 16.2227%。

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：



➤ **航运船舶港口：**

1) VLCC 即期运价高位坚挺，期租租金逐渐走强，强势表现或穿越季节性：VLCC 市场继续维持高位运行，主力航线 TD3C 当周 TCE 报 12.2 万美元/天，自 8 月下旬来大涨 151.4%，且从 10 月底以来维持在 10 万美元/天以上；即期市场的强势表现增强船东信心，期租市场持续走强，VLCC 一年期租金自 8 月下旬的 42,000 美元/天连续上行至本周的 58,000 美元/天。短期来看，随着年末“双旦”前发货高峰临近和原油补库需求集中，若买家/租家加快询单节奏，运力紧张局面可能进一步加剧，推动 VLCC 即期运价继续上涨；展望 2026Q1，需要关注 VLCC 一年期租金对即期市场波动的托底作用，强劲的基本面和船东的信心或将显著推高 VLCC 淡季运价。

2) 澳洲货盘推涨好望角船运价，BDI 创两年来新高：受澳大利亚矿商持续集中询盘带动，好望角型船太平洋市场运价大幅走强，远期运力需求同样保持旺盛，带动干散货市场情绪显著升温。BDI 指数在 12 月 3 日升至 2845 点，创下 2023 年 12 月以来的新高。

3) 西芒杜项目首船启航，有望持续推动远程矿航需求上行：西芒杜铁矿项目迎来关键里程碑，首船 WINNING YOUTH 成功装运 20 万吨高品位铁矿驶离几内亚马瑞巴亚港，标志着多年建设的“矿山—铁路—港口—航运”全链路首次贯通。我们认为，该项目有望成为未来十年全球最具潜力的新增铁矿供应来源，并将显著推升远程铁矿航运需求，利好散运好望角型船队中长期运力景气。

4) 本周上海出口集装箱运价指数下降：SCFI 综合运价指数较上周环比下降 0.4%，至 1398 点。其中，上海—欧洲/地中海运价分别环比变化-0.3%/+3.0%；上海—美西/美东运价分别环比变化-5.0%/-4.7%；上海—东南亚运价环比上涨 0.6%。

5) 本周原油轮小船运价下降：BDTI 指数较上周环比下降 3.2%，至 1414 点。VLCC TCE 环比下降 6.9%，其中中东/西非/美湾—中国 TCE 分别环比变化-11.5%/-3.5%/-1.2%；Suezmax TCE 环比下降 5.6%；Aframax TCE 环比下降 2.9%。

6) 本周成品油轮运价下降：BCTI 指数较上周环比下降 7.0%，至 810 点。LR1 中东—日本环比下降 8.0%；MR—太平洋/新加坡—澳洲/大西洋分别环比变化-3.6%/+18.8%/-12.1%。

7) 本周散货船运价上涨：BDI 指数较上周环比上涨 12.5%，至 2711 点。其中，BCI/BPI/BSI 分别环比变化+23.5%/-2.8%/+0.5%。

8) 本周新造船价指数上涨：新造船船价指数较上周环比上涨 0.08 点，为 184.42 点；油轮/散货船/干货船/气体船船价指数较上周环比变化持平/持平/+0.28 点/持平；当月集装箱船价指数较上月环比持平。

9) 本周 PDCI 上涨：11 月 22 日至 11 月 28 日，新华·泛亚航运中国内贸集装箱运价指数（XH·PDCI）报 1336 点，较上期上涨 49 点，涨幅 3.81%，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 +1.16%/-1.96%/+0.21%/+4.98%。

10) 中国港口货物吞吐量环比上升，集装箱吞吐量环比下降。2025 年 11 月 24 日—11 月 30 日中国港口货物吞吐量为 28627 万吨，较上周环比增长 8.43%，集装箱吞

吐量为 677 万 TEU，较上周环比下降 0.27%。

➤ **公路铁路：**

1) 11 月 24 日—11 月 30 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，11 月 24 日—11 月 30 日，全国货运物流有序运行，其中：国家铁路运输货物 8211.7 万吨，环比增长 0.74%；全国高速公路货车通行 5644.2 万辆，环比下降 0.24%。

2) 深高速发布 2025 年 10 月未经审计路费收入公告。2025 年 10 月，深高速路费收入总计 8.15 亿元，同比下降 1.6%。其中，广东省—深圳地区路费收入 3.05 亿元，同比下降 2.8%；广东省—其他地区路费收入 4.19 亿元，同比下降 1.1%；中国其他省份路费收入 0.91 亿元，同比增长 0.8%。广深高速路费收入 2.08 亿元，同比下降 0.5%，占公司路费总收入的 25.6%，排名第一。

二、核心观点

- **快递：**当前电商快递行业需求坚韧，自上而下的“反内卷”带动快递价格上涨，释放企业盈利弹性，电商快递中长期迎来良性竞争机会；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) 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；2) 申通快递：产能与服务双升，加盟商体系改善，阿里潜在行权；3) 中通快递：行业长期龙头，经营稳定，分红回购创造股东回报；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。**
- **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+增产持续加速，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，市场景气度有望持续。**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、海航科技、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 2025 年 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。**
- **航空：**展望后市，Q3 业绩有望成为长期行情启动信号。当前，需求增速虽平稳但可持续、存量供给与增量供给双紧、油汇对成本端改善、“反内卷”成为行业共识等均形成明确趋势，建议提前布局。**建议关注华夏航空、中国国航、中国东航、海航控股。**

- **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。
- **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，建议关注招商港口、唐山港、青岛港、北部湾港。
- **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	9
2.1. 快递物流	9
2.2. 航运船舶	11
2.3. 航空机场	12
2.4. 公路铁路	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: 圆通快递业务量及增速	10
图表 8: 圆通单票收入及增速	10
图表 9: 申通快递业务量及增速	10
图表 10: 申通单票收入及增速	10
图表 11: 顺丰快递业务量及增速	10
图表 12: 顺丰单票收入及增速	10
图表 13: 韵达快递业务量及增速	11
图表 14: 韵达单票收入及增速	11
图表 15: 克拉克森综合运价走势	11
图表 16: 克拉克森新造船价走势	11
图表 17: 原油运输指数 (BDTI) 指数走势	12
图表 18: 成品油运输指数 (BCTI) 指数走势	12
图表 19: 波罗的海干散货指数 (BDI) 走势	12
图表 20: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 走势	12
图表 21: 民航客运量及增速	13
图表 22: 民航货邮运输量及增速	13
图表 23: 三大航整体 ASK、RPK、客座率走势	13
图表 24: 南航、国航、东航客座率 (%)	13
图表 25: 春秋、吉祥客座率 (%)	13
图表 26: 上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港飞机起降架次同比	14
图表 27: 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 28: 公路客运量及同比增速	15
图表 29: 公路货运量及同步增速	15

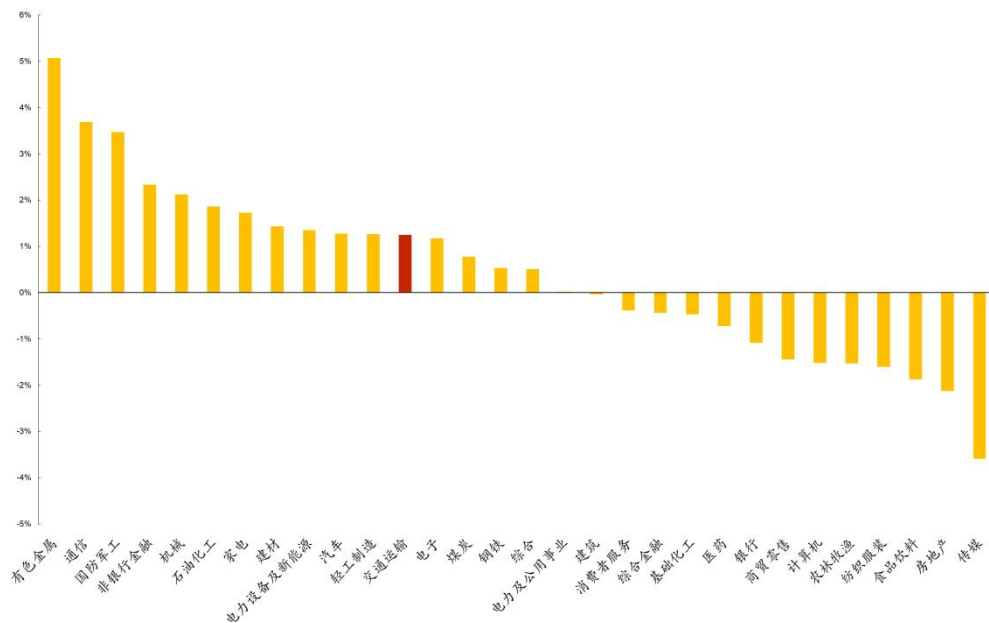
图表 30: 铁路客运量及同比增速	15
图表 31: 铁路货运量及同步增速	15
图表 32: 中国港口货物吞吐量走势	15
图表 33: 中国港口集装箱吞吐量走势	15

1. 市场回顾

2025 年 12 月 1 日至 2025 年 12 月 5 日，上证综合指数环比增长 0.37%，A 股交运指数环比增长 1.24%，跑赢上证指数 0.88pcts。交运各板块中铁路(+2.51%)、航空(+2.26%)、港口(+1.61%)、公路(+1.28%)、物流综合(+0.65%)、航运(+0.43%)、快递(-0.05%)、机场(-0.31%)。

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	3,902.81	3,888.60	0.37%	16.44%	13.73	1.44
交通运输	2,081.49	2,055.93	1.24%	2.13%	13.61	1.37
铁路	2,568.75	2,505.98	2.51%	-12.81%	19.24	1.05
航空	1,737.73	1,699.35	2.26%	5.56%	29.86	3.87
港口	1,740.06	1,712.44	1.61%	0.50%	12.68	0.99
公路	4,645.35	4,586.74	1.28%	-7.74%	14.41	1.26
物流综合	1,596.79	1,586.54	0.65%	12.59%	17.76	1.28
航运	2,788.94	2,776.95	0.43%	12.86%	7.17	1.19
快递	934.83	935.29	-0.05%	4.08%	17.74	1.80
机场	2,872.60	2,881.59	-0.31%	6.49%	37.95	1.65

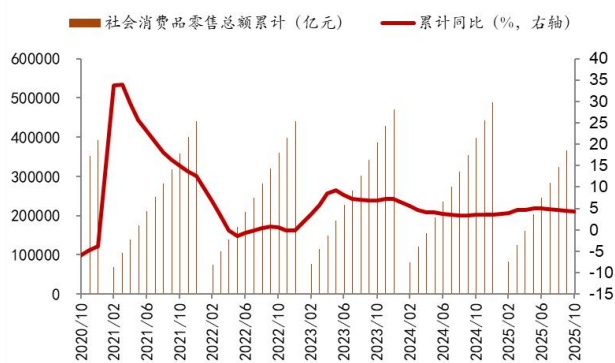
资料来源：Wind，华源证券研究所

2. 子行业数据跟踪

2.1. 快递物流

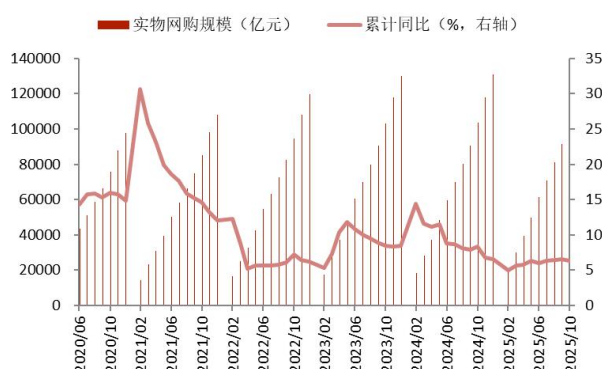
据国家统计局数据，2025 年 10 月社零数据为 46291 亿元，同比增长 2.90%；实物商品网上零售额为 12457 亿元，同比增长 4.85%；2025 年 10 月，全国快递服务企业业务量完成 176.0 亿件，同比增长 7.9%；业务收入完成 1316.7 亿元，同比增长 4.7%。

图表 3：社会消费品零售总额累计值及累计同比



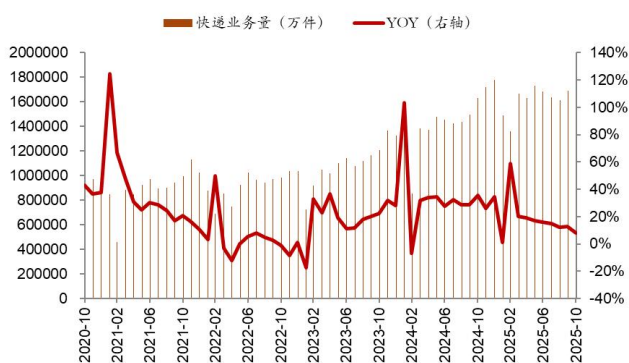
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 4：实物网购规模累计值及累计同比



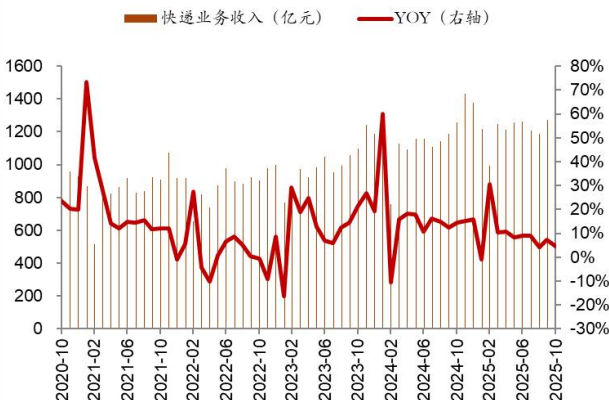
资料来源：Wind，华源证券研究所

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

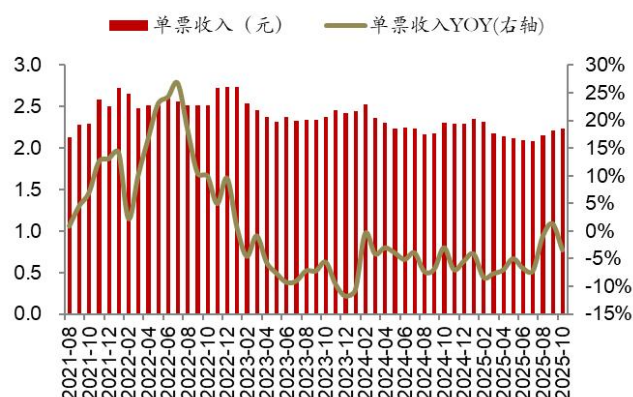
2025 年 10 月，圆通完成业务量 27.90 亿票，同比增长 12.78%；快递产品单票收入 2.23 元，同比下降 3.38%。申通完成业务量 22.73 亿票，同比增长 3.97%；快递服务单票收入 2.18 元，同比增长 7.39%。顺丰完成业务量 15.24 亿票，同比增长 26.26%；快递服务单票收入 13.18 元，同比下降 9.97%。韵达完成业务量 21.35 亿票，同比下降 5.11%；快递服务单票收入 2.11 元，同比增长 4.46%。

图表 7：圆通快递业务量及增速



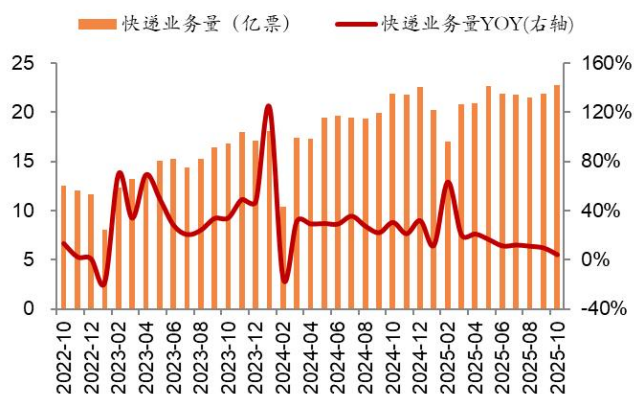
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：圆通单票收入及增速



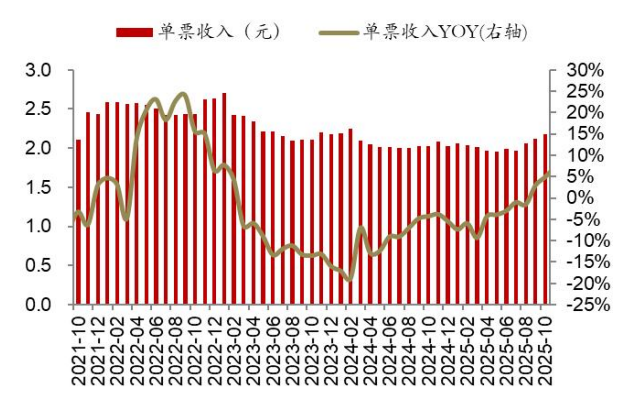
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：申通快递业务量及增速



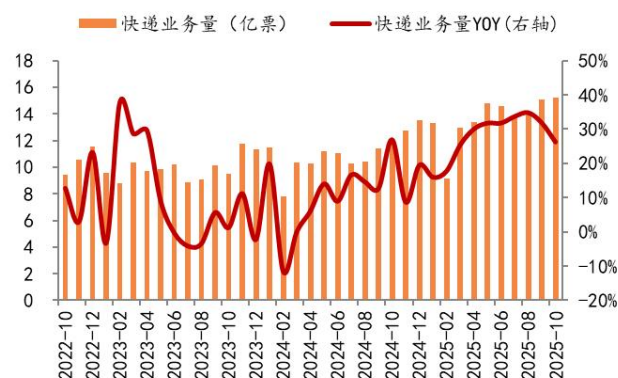
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：申通单票收入及增速



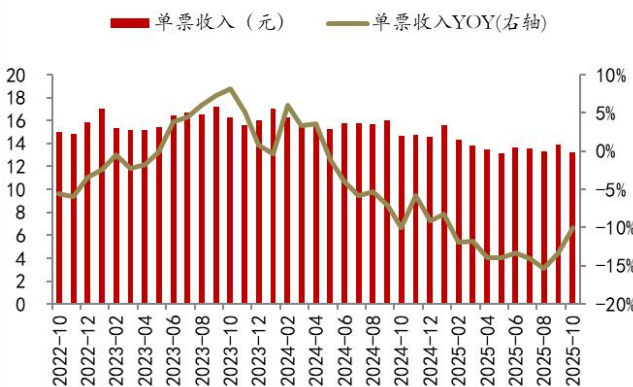
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11：顺丰快递业务量及增速



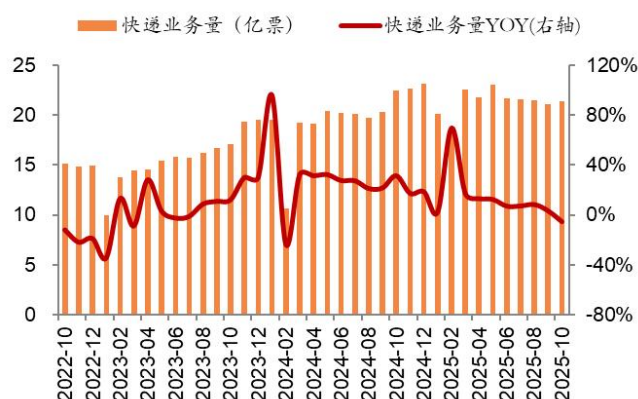
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12：顺丰单票收入及增速



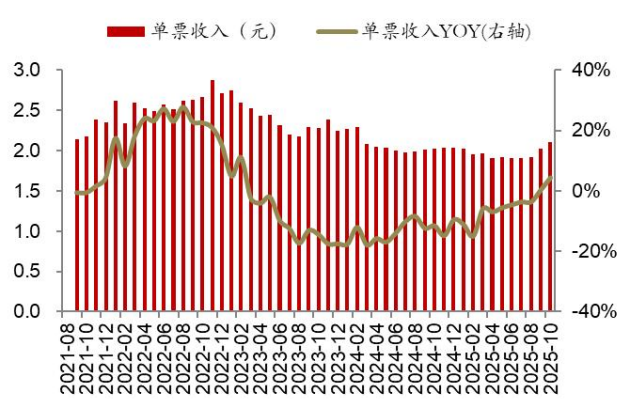
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 13: 韵达快递业务量及增速



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 14: 韵达单票收入及增速



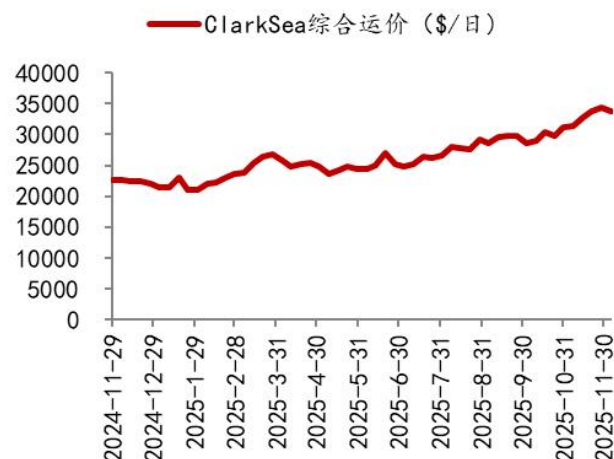
资料来源: Wind, 华源证券研究所

2.2. 航运船舶

本周克拉克森综合运价为 33706 美元/日, 较上周环比下降 2.11%, 克拉克森新造船指数为 184.42 点, 较上周环比增长 0.08 点。

本周原油运输指数 (BDTI) 为 1414 点, 较上周环比下降 3.24%, 成品油运输指数 (BCTI) 为 810 点, 较上周环比下降 6.95%, BDI 指数为 2711 点, 较上周环比增长 12.52%; CCFI 指数为 1114.89 点, 较上周环比下降 0.62%。

图表 15: 克拉克森综合运价走势



资料来源: Clarkson, 华源证券研究所

图表 16: 克拉克森新造船价走势



资料来源: Clarkson, 华源证券研究所

图表 17: 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 18: 成品油运输指数 (BCTI) 指数走势



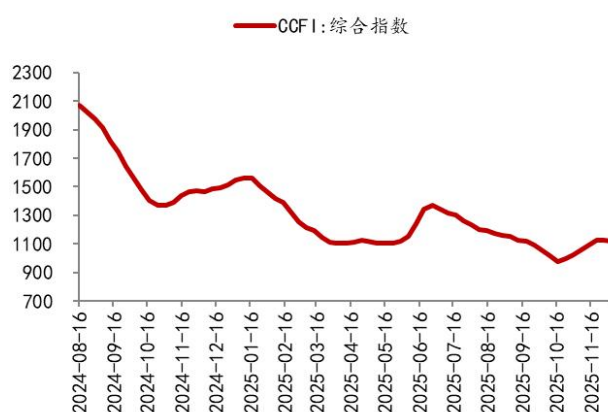
资料来源: Clarkson, 华源证券研究所

图表 19: 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 20: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 走势

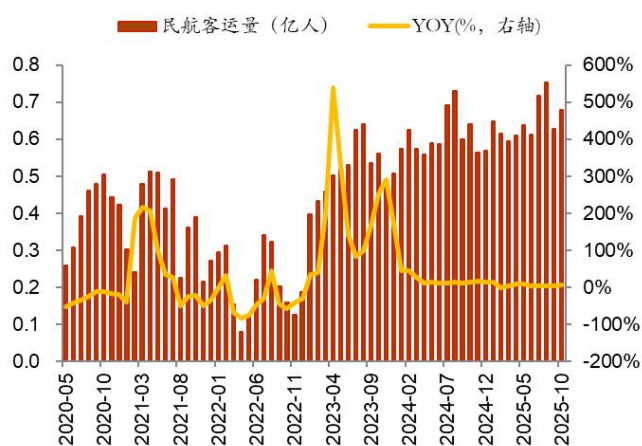


资料来源: Clarkson, 华源证券研究所

2.3. 航空机场

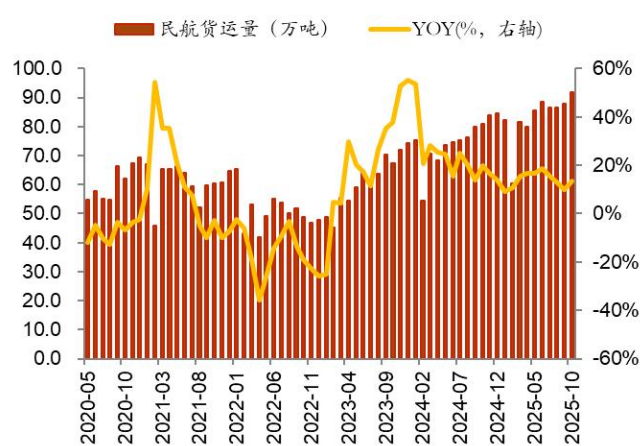
2025 年 10 月份,民航完成旅客运输量约 0.68 亿人次,同比+5.8%。完成货邮运输量 91.70 万吨,同比+13.3%。

图表 21：民航客运量及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

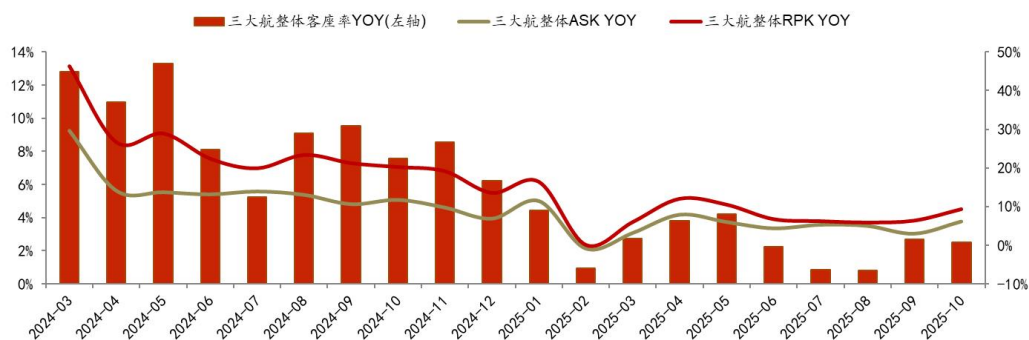
图表 22：民航货邮运输量及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

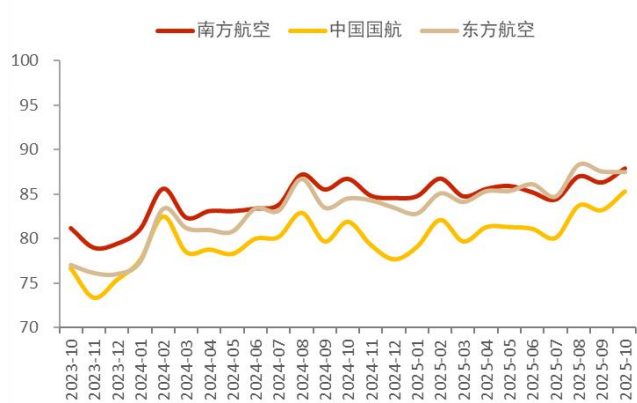
2025 年 10 月，三大航整体客座率为 86.88%，较 2025 年 9 月的 85.59% 上升 1.29pcts，春秋航空以 93.18% 的客座率持续领跑行业。

图表 23：三大航整体 ASK、RPK、客座率走势



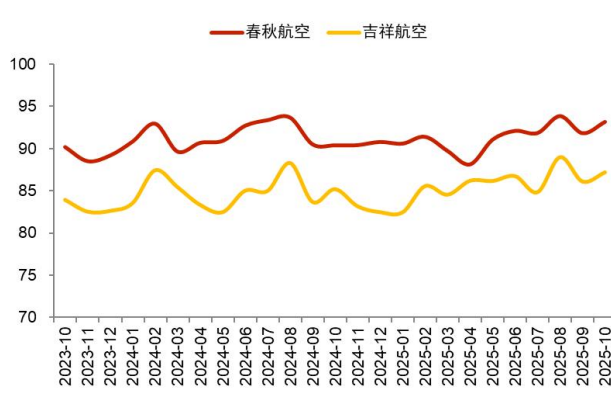
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 24：南航、国航、东航客座率 (%)



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 25：春秋、吉祥客座率 (%)

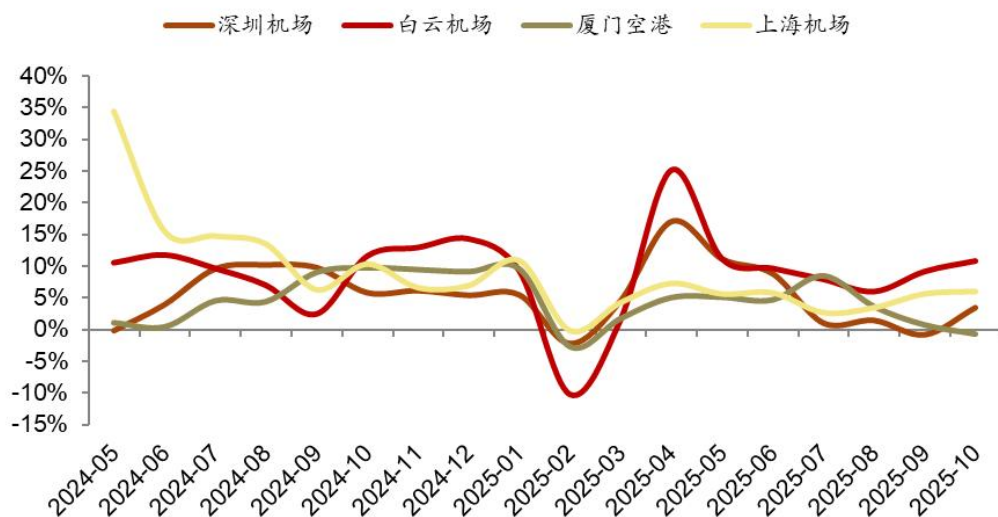


资料来源：Wind，华源证券研究所

2025 年 10 月份，厦门空港飞机起降同比-0.78%，旅客吞吐量同比+1.56%，货邮吞吐量同比-0.30%。深圳机场飞机起降同比+3.43%，旅客吞吐量同比+6.30%，货邮吞吐量同比

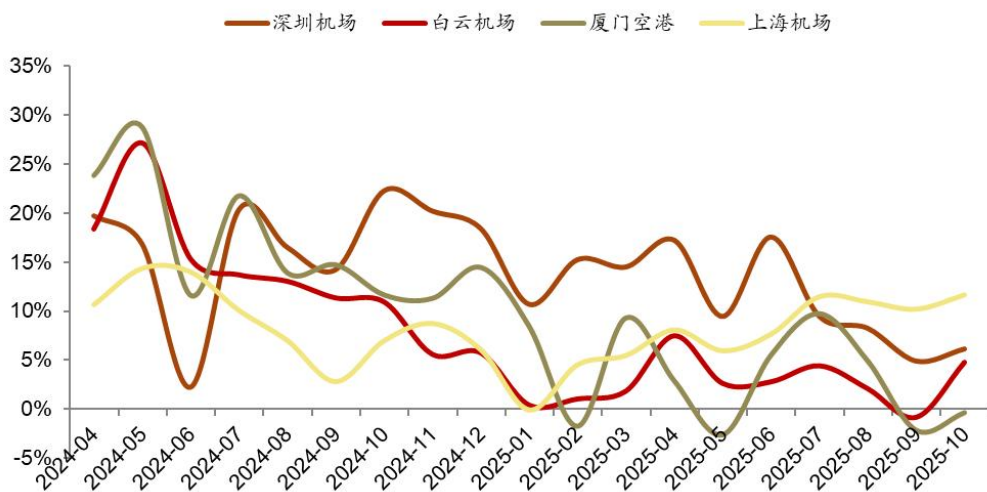
+6.15%。白云机场飞机起降同比+10.80%，旅客吞吐量同比+12.04%，货邮吞吐量同比+4.82%。上海机场飞机起降同比+6.04%，旅客吞吐量同比+12.46%，货邮吞吐量同比+11.68%。

图表 26：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 27：上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港货邮吞吐量同比

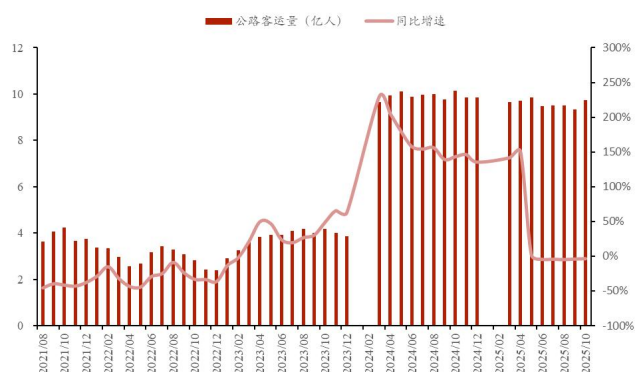


资料来源：Wind，华源证券研究所

2.4. 公路铁路

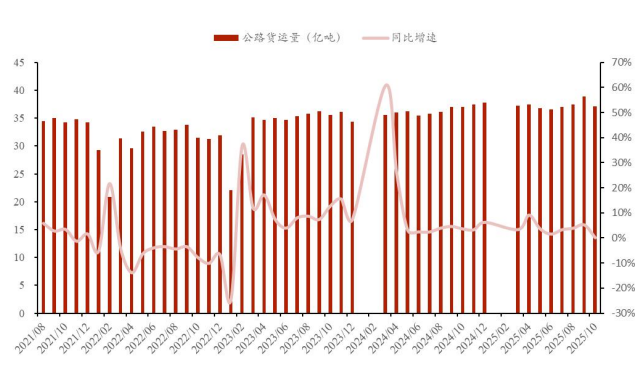
2025 年 10 月公路客运量为 9.75 亿人,同比-3.72%;货运量为 37.06 亿吨,同比+0.08%。
2025 年 10 月铁路客运量为 4.10 亿人, 同比-13.39%; 货运量为 4.58 亿吨, 同比+5.80%。

图表 28：公路客运量及同比增速



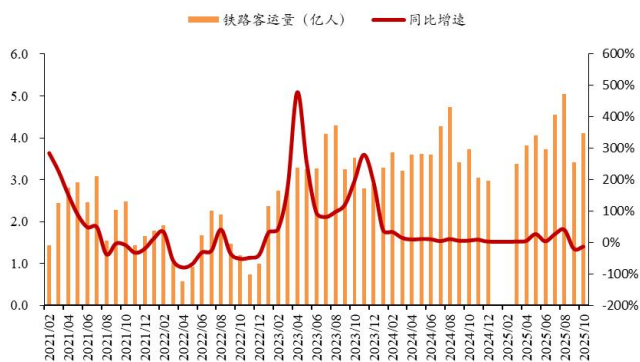
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 29：公路货运量及同步增速



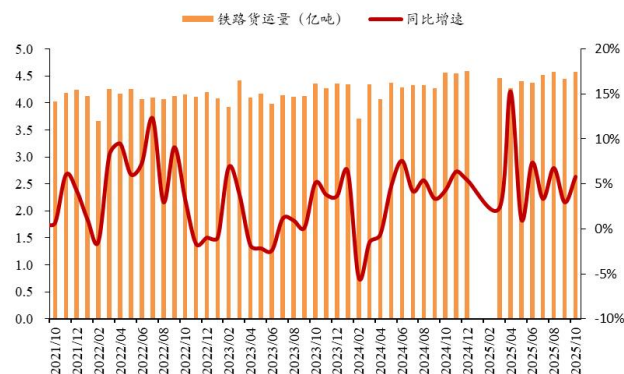
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 30：铁路客运量及同比增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 31：铁路货运量及同步增速

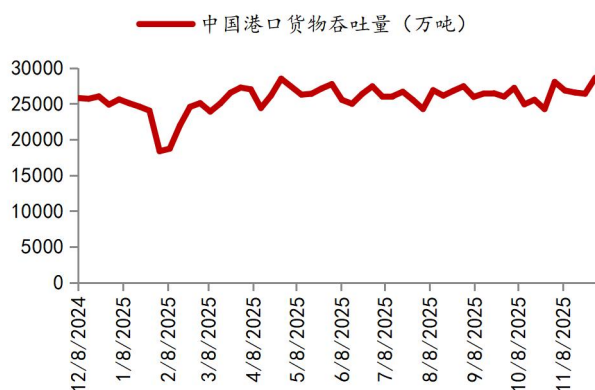


资料来源：Wind，华源证券研究所

2.5. 港口

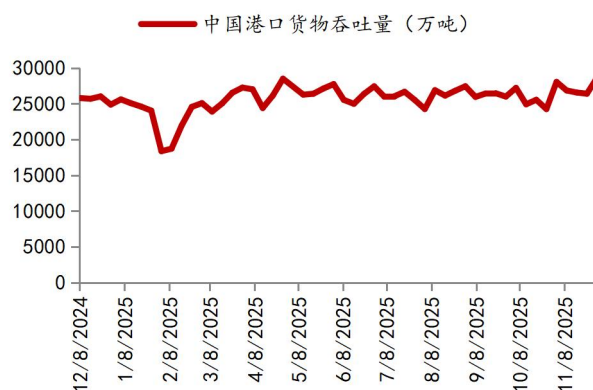
2025 年 11 月 24 日-11 月 30 日中国港口货物吞吐量为 28627 万吨，较上周环比增长 8.43%，集装箱吞吐量为 677 万 TEU，较上周环比下降 0.27%。

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。