

行业研究 | 行业专题研究 | 交通运输

# 2024 年三季度报业绩综述：板块业绩分化，把握向上趋势



## | 报告要点

航空板块随着需求企稳，油汇环境有望进一步改善，中长期供需错配景气度有望逐步兑现业绩，推荐华夏航空，海航控股，中国国航。物流行业看好盈利持续修复的快递板块和景气上行的跨境物流赛道，推荐中通快递、圆通速递、东航物流和中国外运，建议关注韵达股份、申通快递。基础设施关注低估值高股息赛道，建议关注宁沪高速、山东高速、粤高速 A、广深铁路、京沪高铁、招商港口。

## | 分析师及联系人



曾智星



李蔚



李天琛

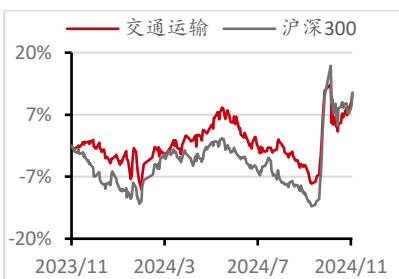
SAC: S0590524100004 SAC: S0590522120002

## 交通运输

# 2024 年三季度报业绩综述：板块业绩分化，把握向上趋势

投资建议： 强于大市（维持）  
 上次建议： 强于大市

### 相对大盘走势



### 相关报告

- 《交通运输：行业持仓比例环比下降，顺周期物流板块获增持》2024.10.29
- 《交通运输：快递行业9月数据解读：件量增速环比微降，淡旺季切换时点价格企稳》2024.10.26



扫码查看更多

### ➤ 航空机场：旺季表现较好，标的弹性分化

行业基本面表现稳健，2024年1-9月旅客量同比增两成，客流支撑板块整体业绩向好；国际线恢复至2019年八成五，带动供给结构改善，产能利用率提升。Q3油价、汇率环境改善，航司经营压力缓解，尽管票价同比回落，旺季业绩仍有较好表现，航司之间业绩弹性分化，大航司修复加速、小航司高基数下增速放缓。展望后市，需求企稳下，供需差进一步收紧，行业票价预计筑底上行，有望释放弹性。

### ➤ 物流行业：跨境景气上行，快递盈利持续

2024Q3跨境物流景气上行，快递件量维持高增。2024年前三季度，物流行业（申万二级）市值前20大个股业绩数据：营业收入平均值为1083.5亿元，中位数为345.0亿元，同比-10.3%；归母净利润平均值为13.6亿元，中位数为6.8亿元，同比-27.0%。其中，2024Q3营业收入平均值为368.7亿元，中位数为120.9亿元，同比-12.3%；归母净利润平均值为4.2亿元，中位数1.8亿元，同比-52.4%。

### ➤ 航运行业：油运淡季承压，集运业绩亮眼

2024Q3波罗的海原油海运指数（BDTI）、干散海运指数（BDI）、中国集装箱出口运价综合指数（CCFI）分别为957、1,871、2,108，同比分别+15.5%、+56.9%、+140.7%，环比分别-18.9%、+1.2%、+46.5%。2024Q3，市值前3大的中远海控、中远海能、招商轮船分别实现营业收入735.4、54.9、60.6亿元，同比分别+71.9%、+10.8%、+0.5%；实现归母净利润212.5、8.1、8.7亿元，同比分别+285.7%、-10.9%、-11.7%。

### ➤ 基础设施：公路业绩环比改善，铁路港口板块阶段承压

Q3暑运属出行高峰期，2024Q3高速公路板块实现归母净利79.24亿元，同比下降4.70%，降幅环比Q2收窄。铁路板块表现相对较弱，2024Q3铁路运输板块实现归母净利69.96亿元，同比下降14.22%，降幅环比有所扩大。2024Q3港口货物吞吐量增速有所回落，Q3港口板块实现归母净利105.77亿元，同比下降4.48%。

### ➤ 投资建议：建议关注业绩向上弹性板块

航空板块随着需求企稳，油汇环境有望进一步改善，中长期供需错配景气度有望逐步兑现业绩，推荐华夏航空，海航控股，中国国航。物流行业看好盈利持续修复的快递板块和景气上行的跨境物流赛道，推荐中通快递、圆通速递、东航物流和中国外运，建议关注韵达股份、申通快递。基础设施关注低估值高股息赛道，建议关注宁沪高速、山东高速、粤高速A、广深铁路、京沪高铁、招商港口。

**风险提示：**全球经济复苏缓慢；国内经济发展缓慢；行业低价竞争加剧；燃油价格大幅上涨。

## 正文目录

1. 航空机场：旺季表现较好，标的弹性分化 .....	5
1.1 行业回顾：油汇压力缓解，产能利用趋近 2019 年 .....	5
1.2 2024Q3 业绩：供需结构改善，大航增速快于小航 .....	8
2. 物流行业：跨境景气上行，快递盈利持续 .....	10
2.1 行业回顾：快递件量高增，空运量价齐升 .....	10
2.2 2024Q3 业绩：跨境利润高增，快递盈利改善， .....	13
3. 海运行业：油运利润承压，集运盈利突出 .....	14
3.1 行业回顾：油运需求疲弱，集运出口增加 .....	14
3.2 2024Q3 业绩：油运淡季承压，集运展现弹性 .....	17
4. 基础设施：公路业绩环比改善，铁路港口板块阶段承压 .....	18
4.1 公路：Q3 基本面环比改善，业绩降幅收窄 .....	18
4.2 铁路：客运表现稳健，货运有所承压 .....	19
4.3 港口：吞吐量增速放缓，Q3 板块业绩下滑 .....	20
5. 投资建议：建议关注业绩向上弹性板块 .....	22
5.1 航空机场：供需差强化推高板块弹性 .....	22
5.2 物流行业：看好快递旺季弹性和跨境物流企业 .....	22
5.3 航运行业：关注干散海运板块 .....	22
5.4 基础设施：关注低估值高股息赛道 .....	23
6. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1：2023 年以来国内航油出厂价（元/吨） .....	5
图表 2：航油价格处于历史高位区间 .....	5
图表 3：2024 年美元兑人民币汇率（截至 10 月 21 日） .....	6
图表 4：上市航司 2024Q3 汇兑损益测算（亿元） .....	6
图表 5：2024 年 1-9 月民航旅客量（万）及同比（右轴） .....	6
图表 6：2024 年 1-9 月各航司旅客量同比&国际旅客量同比 .....	6
图表 7：2019/2023/2024 前三季度行业供给及产能利用情况 .....	7
图表 8：2024Q1-3 上市航司机队净变动及客座率变动 .....	7
图表 9：上市航司单位客公里收入（元）及 yoy（右轴） .....	7
图表 10：2024Q1-3 上市航司营收&归母净利润及对应增速 .....	8
图表 11：2024Q3 上市航司营收&归母净利润及对应增速 .....	8
图表 12：2024Q1-3 上市机场营收&归母净利润及对应增速 .....	9
图表 13：2024Q3 上市机场营收&归母净利润及对应增速 .....	9
图表 14：2023-2024Q3 国内货物周转量（万亿吨公里） .....	10
图表 15：2023-2024Q3 国内货运总量（亿吨） .....	10
图表 16：2023-2024Q3 中国社会物流总额（万亿） .....	10
图表 17：2023-2024 年 9 月中国物流业景气指数&PMI .....	10
图表 18：社会消费品零售额及同比增速 .....	11
图表 19：实物商品网上零售额及同比增速 .....	11
图表 20：规模以上快递业务量及同比增速 .....	11

图表 21:	上市公司快递业务量同比增速.....	11
图表 22:	行业单票价格及同比环比变化情况.....	12
图表 23:	上市公司单票价格同比增速.....	12
图表 24:	2023-2024Q3 浦东机场国际货邮吞吐量 (万吨) .....	12
图表 25:	2023-2024Q3 香港机场国际货邮吞吐量 (万吨) .....	12
图表 26:	2018-2024Q3 波罗的海空运价格指数 .....	13
图表 27:	2024 前三季度&Q3 物流行业 (申万二级) 重点公司业绩情况.....	13
图表 28:	快递板块重点公司 2024 前三季度业绩情况.....	14
图表 29:	快递板块重点公司 2024Q3 业绩情况.....	14
图表 30:	2018-2024Q3 BDTI&BDI&CCFI.....	14
图表 31:	2023-2024Q3 中国原油月度进口量 (万吨) .....	15
图表 32:	2023-2024Q3 中国铁矿石月度进口量 (万吨) .....	15
图表 33:	2023-2024Q3 中国外贸出口总额 (亿美元) .....	15
图表 34:	2023-2024 年 8 月中国外贸集装箱吞吐量 (万 TEU) .....	15
图表 35:	2000-2024 年 10 月 VLCC 订单/船队比率 vs VLCC 船队平均船龄 .....	16
图表 36:	2000-2024 年 9 月干散货船订单/船队比率 vs VLCC 船队平均船龄 ...	16
图表 37:	2016-2026 全球集运运力交付情况 (百万 TEU) .....	16
图表 38:	2016-2026 全球集运运力拆解情况 (百万 TEU) .....	16
图表 39:	2024 前三季度上市航运企业营业收入&归母净利润 (亿元) .....	17
图表 40:	2024 第三季度上市航运企业营业收入&归母净利润 (亿元) .....	17
图表 41:	2024 年 1-9 月全国高速公路货运趋势 .....	18
图表 42:	2023-2024 年 1-9 月整车货运流量指数 .....	18
图表 43:	高速公路板块重点覆盖公司 2024 前三季度业绩情况.....	18
图表 44:	高速公路板块重点覆盖公司 2024Q3 业绩情况.....	19
图表 45:	2024 年 1-9 月铁路客运量 (亿人) .....	19
图表 46:	2024 年 1-9 月铁路旅客周转量 (亿人公里) .....	19
图表 47:	2024 年 1-9 月铁路货运量 (亿吨) .....	20
图表 48:	2024 年 1-9 月铁路货物周转量 (亿吨公里) .....	20
图表 49:	铁路板块重点公司 2024 前三季度业绩情况.....	20
图表 50:	铁路板块重点公司 2024Q3 业绩情况.....	20
图表 51:	2024 年 1-9 月港口货物吞吐量 .....	21
图表 52:	2024 年 1-9 月主要港口货物吞吐量 TOP7.....	21
图表 53:	2024 年 1-9 月港口集装箱吞吐量 .....	21
图表 54:	2024 年 1-9 月主要港口集装箱吞吐量 TOP7.....	21
图表 55:	港口板块市值 TOP7 公司 2024 年前三季度业绩情况.....	21
图表 56:	港口板块市值 TOP7 公司 2024Q3 业绩情况.....	22

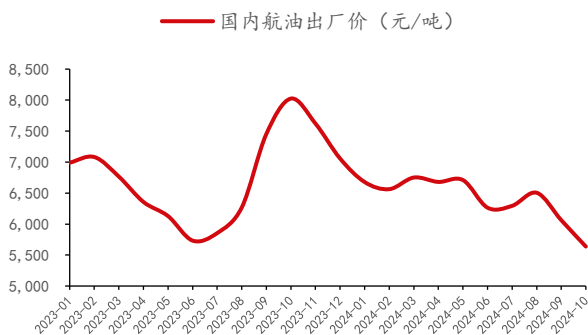
## 1. 航空机场：旺季表现较好，标的弹性分化

2024年Q3油价、汇率环境改善，航司经营压力缓解，旅客出行量持续保持高速增长。随着暑运旺季到来，国际线进一步加速修复，带动供给结构改善，产能利用率提升，尽管票价同比回落，旺季业绩仍有较好表现，同时，由于航网与机队结构、经营效率差异，航司之间业绩弹性开始分化。

### 1.1 行业回顾：油汇压力缓解，产能利用趋近2019年

**油价环比、同比回落。**2024Q3，国内航空煤油出厂价平均6287元/吨，同比/环比分别回落3.6%/4%；航司航油成本压力有所减轻，但当前航油价格仍处于历史偏高水平。

图表1：2023年以来国内航油出厂价（元/吨）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：航油价格处于历史高位区间



资料来源：公司公告，国联证券研究所

**人民币汇率升值带动汇兑收益。**按人民银行中间价计算，2024Q3人民币对美元升值约1.7%，除春秋航空外，各航司均产生一定汇兑收益，对净利润产生正向影响；2024Q1-Q3人民币对美元升值约1%。按各公司半年报汇率敏感性测算，2024Q3汇兑收益如图4，5家公司合计汇兑收益26亿元。

图表3: 2024年美元兑人民币汇率(截至10月21日)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

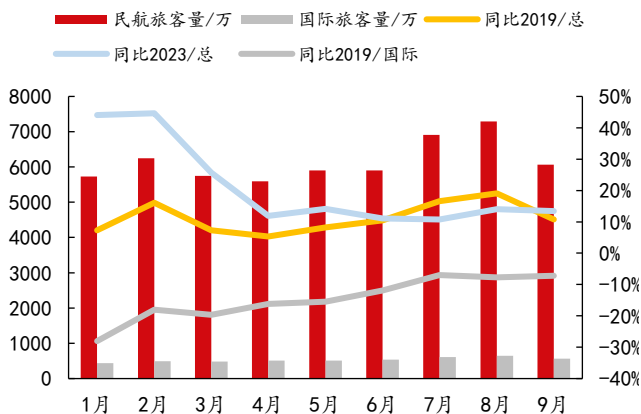
图表4: 上市航司2024Q3汇兑损益测算(亿元)

公司	24Q3 汇兑收益	汇率1%敏感性
中国国航	3.86	2.27
中国东航	4.81	2.83
南方航空	5.47	3.22
海航控股	11.11	6.54
吉祥航空	0.96	0.57

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

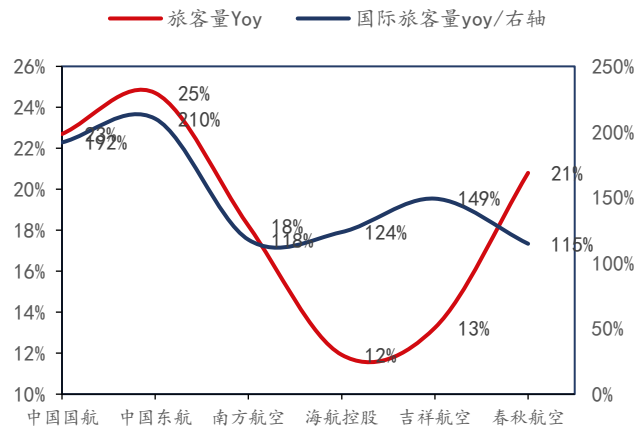
旅客量同比增两成, 国际线恢复至2019年八成五。1-9月, 民航旅客量合计5.5亿, 同比2023年+19.5%, 同比2019年+11.4%; 其中国际航线旅客量合计4790万, 同比2023年+157.4%, 恢复至2019年同期85.6%。1-9月, 国航、东航、南航、海航、吉祥、春秋旅客量yoy分别: 23%/25%/18%/12%/13%/21%, 国际出行需求加速恢复贡献了较高的增速, 上述航司国际旅客量yoy分别192%/210%/118%/124%/149%/115%。

图表5: 2024年1-9月民航旅客量(万)及同比(右轴)



资料来源: 民航局, 国联证券研究所

图表6: 2024年1-9月各航司旅客量同比&国际旅客量同比



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

供给扩张小于需求, 产能利用接近2019年。1-9月, 行业飞机起降935万架次, 同比/较2019年同期分别+6.1%/+7.2%, 小于旅客量增速; 产能利用明显改善, 客座率达83.2%, 同比/较2019年同期分别+5.6/-0.4pcts, 飞机日利用率达9.0小时, 同比提升0.9小时, 低于2019年同期0.4小时。国航、东航、南航、海航、吉祥、春秋、机队分别较年初净增加: 19/8/5/11/7/7架, 客座率分别达

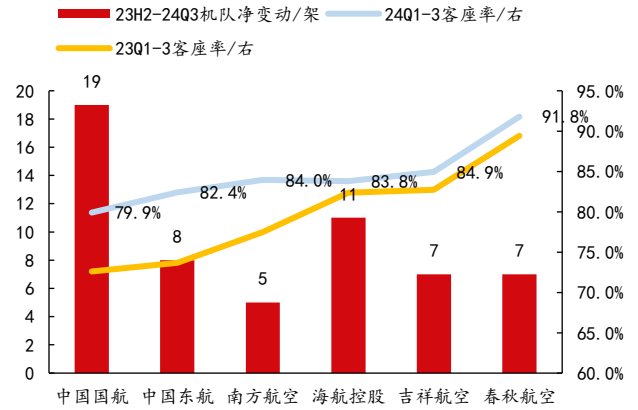
80%/82%/84%/84%/85%/92%，同比分别增加 7.3/8.7/6.5/1.4/2.2/2.4pcts.

图表7：2019/2023/2024 前三季度行业供给及产能利用情况

	客座率 /%	飞机日利用 /小时	起降架次 /万架次
2024Q1-3	83.2	9.0	934.6
2023Q1-3	77.6	8.1	881.0
2019Q1-3	83.6	9.4	871.5
同比	5.6	0.9	6.1%
比 2019	-0.4	-0.4	7.2%

资料来源：民航局，国联证券研究所

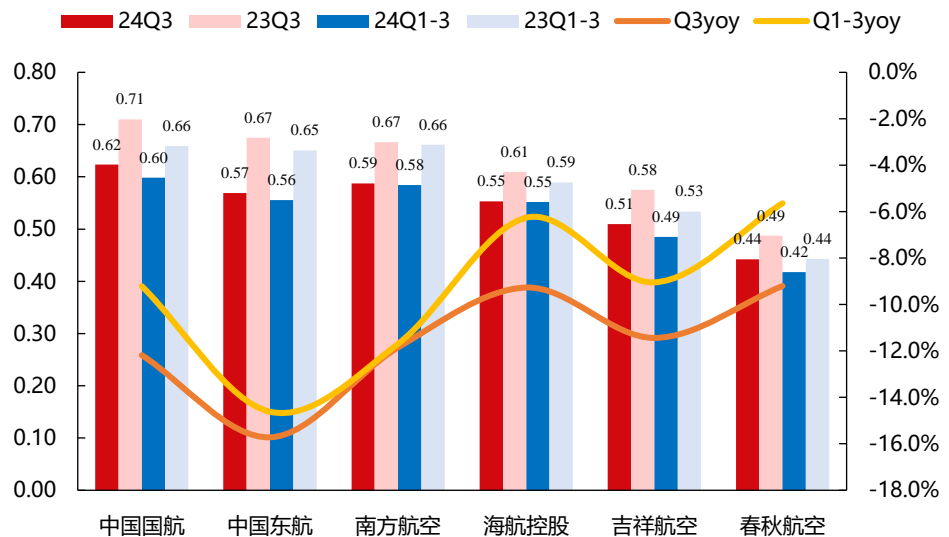
图表8：2024Q1-3 上市航司机队净变动及客座率变动



资料来源：公司公告，国联证券研究所

行业票价整体承压，各航司降幅有所分化。各上市公司单位客收（单位客收=营业收入/RPK）同比均有不同程度下滑，环比改善。24Q3，国航、东航、南航、海航、吉祥、春秋、华夏单位客收分别为 0.62/0.57/0.59/0.55/0.51 元，其中三大航同比下滑幅度约 12-16%，民营航司韧性更强，海航/吉祥/春秋/华夏同比降幅分别为 9%/11%/9%。

图表9：上市航司单位客公里收入（元）及 yoy(右轴)



资料来源：公司公告，国联证券研究所



## 1.2 2024Q3 业绩：供需结构改善，大航增速快于小航

### 1.2.1 航空：大航收入增长明显，利润表现分化

2024Q1-3，上市航司收入均同比提升两位数，利润增速表现分化，三大航、海航、华夏增速更高。2024Q1-3，国航/东航/南航/海航/吉祥/春秋/华夏实现营业收入分别为 1281.5/1025.9/1346.6/517.3/174.9/159.8/51.5 亿元，同比增速分别为 21.5%/19.9%/12.7%/10.7%/10.1%/13.3%/33.8%，实现归母净利润分别为 13.6/-1.38/19.7/21.7/12.7/26.0/3.1 亿元，其中东航/华夏分别扭亏 24.7/10.0 亿元，国航/南航/海航/吉祥同比增长 72.1%/48.9%/145.4%/12.1%，春秋同比减少 2.7%。

图表10：2024Q1-3 上市航司营收&归母净利润及对应增速

证券代码	证券简称	营业收入/亿元	yoy	归母净利润/亿元	yoy
601111.SH	中国国航	1,281.5	21.5%	13.62	72.1%
600115.SH	中国东航	1,025.9	19.9%	-1.38	扭亏 24.69 亿
600029.SH	南方航空	1,346.6	12.7%	19.65	48.9%
600221.SH	海航控股	517.3	10.7%	21.73	145.4%
603885.SH	吉祥航空	174.9	10.1%	12.71	12.1%
601021.SH	春秋航空	159.8	13.3%	26.04	-2.7%
002928.SZ	华夏航空	51.5	33.8%	3.07	扭亏 10.04 亿

资料来源：Wind，国联证券研究所

2024Q3 单季来看，收入端四大航、华夏增幅领先，春秋、吉祥与上年持平；利润端表现分化，国航、海航、华夏在本季度释放更大的利润弹性。国航/东航/南航/海航/吉祥/春秋/华夏实现营业收入分别为 486.3/383.9/498.7/199.9/65.4/61.0/19.4 亿元，同比增速分别为 6.0%/6.3%/4.6%/4.6%/-0.2%/0.5%/18.7%；实现归母净利润分别为 41.4/26.3/31.9/28.1/7.8/12.4/2.8 亿元，同比增速分化，海航和华夏分别同比增长 12.6%/411.9%，国航/东航/南航/吉祥/春秋分别同比下降 2.3%/27.8%/23.9%/27.0%/32.4%。

图表11：2024Q3 上市航司营收&归母净利润及对应增速

证券代码	证券简称	营业收入/亿元	同比	归母净利润/亿元	同比
601111.SH	中国国航	486.3	6.0%	41.44	-2.3%
600115.SH	中国东航	383.9	6.3%	26.30	-27.8%
600029.SH	南方航空	498.7	4.6%	31.93	-23.9%
600221.SH	海航控股	199.9	4.6%	28.09	12.6%
603885.SH	吉祥航空	65.4	-0.2%	7.82	-27.0%
601021.SH	春秋航空	61.0	0.5%	12.44	-32.4%

002928.SZ	华夏航空	19.4	18.7%	2.80	411.9%
-----------	------	------	-------	------	--------

资料来源：Wind，国联证券研究所

### 1.2.2 机场：受益于客流增长，营收净利改善明显

2024Q1-3，上海机场/白云机场/深圳机场/海南机场/厦门空港实现营业收入分别为 91.9/53.0/34.7/30.9/14.2 亿元，同比增速为 16.0%/15.0%/13.9%/-31.8%/13.9%，实现归母净利润分别为 12.0/6.7/3.3/2.1/3.7 亿元，其中海南机场同降 73.0%，上海机场/白云机场/深圳机场/厦门机场分别同增 141.9%/143.7%/99.4%/38.4%。

图表12：2024Q1-3 上市机场营收&归母净利润及对应增速

证券代码	证券简称	营业收入/亿元	yoy	归母净利润/亿元	yoy
600009.SH	上海机场	91.9	16.0%	12.02	141.9%
600004.SH	白云机场	53.0	15.0%	6.68	143.7%
000089.SZ	深圳机场	34.7	13.9%	3.27	99.4%
600515.SH	海南机场	30.9	-31.8%	2.13	-73.0%
600897.SH	厦门空港	14.2	13.9%	3.71	38.4%

资料来源：Wind，国联证券研究所

2024Q3，上海机场/白云机场/深圳机场/海南机场/厦门空港实现营业收入分别为 31.3/18.4/12.1/8.4/5.0 亿元，同比增速分别为 2.5%/7.2%/10.9%/-27.9%/13.8%；实现归母净利润分别为 3.9/2.3/1.5/-0.77/1.21 亿元，同比增速分别为 6.2%/98.3%/-30.3%/增亏 2.8 亿/18.9%。

图表13：2024Q3 上市机场营收&归母净利润及对应增速

证券代码	证券简称	营业收入/亿元	同比	归母净利润/亿元	同比
600009.SH	上海机场	31.3	2.5%	3.87	6.2%
600004.SH	白云机场	18.4	7.2%	2.30	98.3%
000089.SZ	深圳机场	12.1	10.9%	1.53	-30.3%
600515.SH	海南机场	8.4	-27.9%	-0.77	增亏 2.8 亿
600897.SH	厦门空港	5.0	13.8%	1.21	18.9%

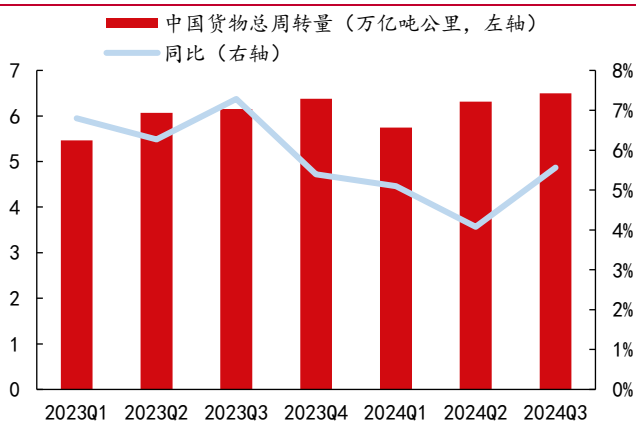
资料来源：Wind，国联证券研究所

## 2. 物流行业：跨境景气上行，快递盈利持续

### 2.1 行业回顾：快递件量高增，空运量价齐升

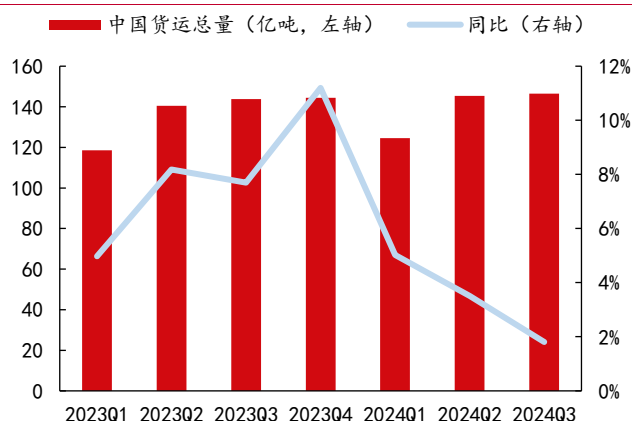
物流需求增势稳步恢复，社会物流成本稳中有降。2024Q3 全国货物周转总量 6.50 万吨公里，同比+5.6%；货运总量 146.5 亿吨，同比+1.8%。2024 年前三季度，全国社会物流总额 258.2 万亿，按可比价格计算，同比+5.6%。其中，一季度增速 5.9%，二季度增速 5.7%，三季度增速 5.3%，增速均保持 5% 以上的较快水平。同期，社会物流总费用 13.4 万亿，同比+2.3%；社会物流总费用占 GDP 比重 14.1%，相较于较 2024H1 -0.1pct，同比-0.2pct。2024 年 9 月中国物流景气指数(LPI)为 52.4%，环比+0.9pct，相较于 PMI 依然在荣枯线（50%）以上。

图表14：2023-2024Q3 国内货物周转量（万亿吨公里）



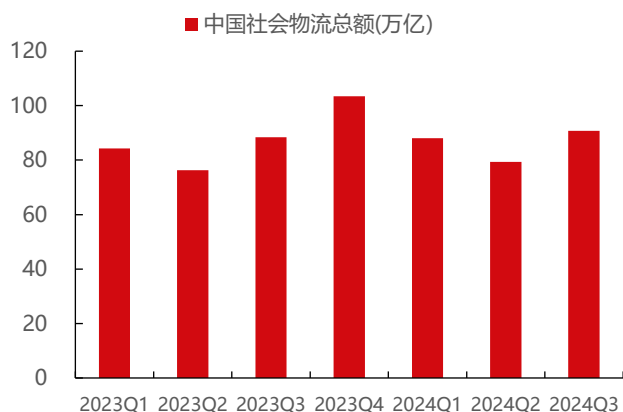
资料来源：国家统计局，Wind，国联证券研究所

图表15：2023-2024Q3 国内货运总量（亿吨）



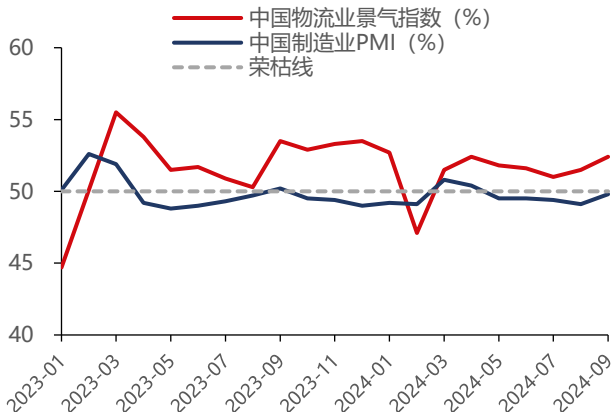
资料来源：国家统计局，Wind，国联证券研究所

图表16：2023-2024Q3 中国社会物流总额（万亿）



资料来源：中国物流与采购联合会，Wind，国联证券研究所

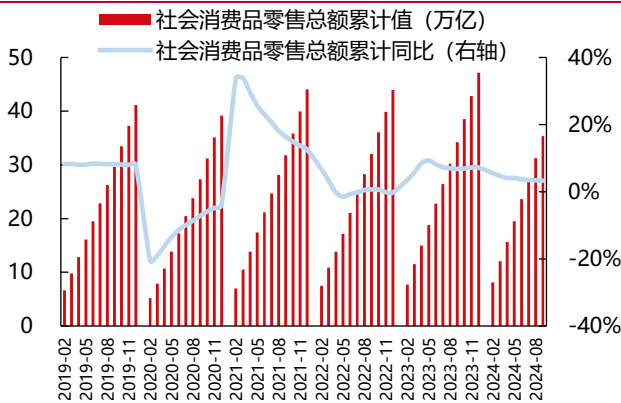
图表17：2023-2024 年 9 月中国物流业景气指数&PMI



资料来源：中国物流与采购联合会，Wind，国联证券研究所

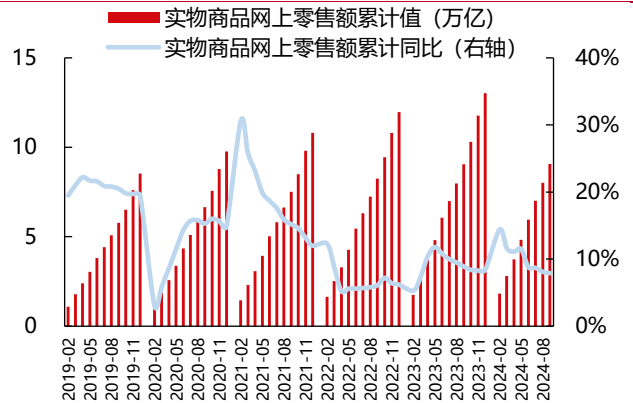
**线上消费韧性犹存。**伴随着电商平台的崛起与网购渗透率的提升，线上消费的增速持续高于社零增速。2024年1-9月，累计社零总额为35.36万亿元，同比增长3.3%，其中实物商品网上零售额9.07万亿元，同比增长7.9%。

图表18：社会消费品零售额及同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

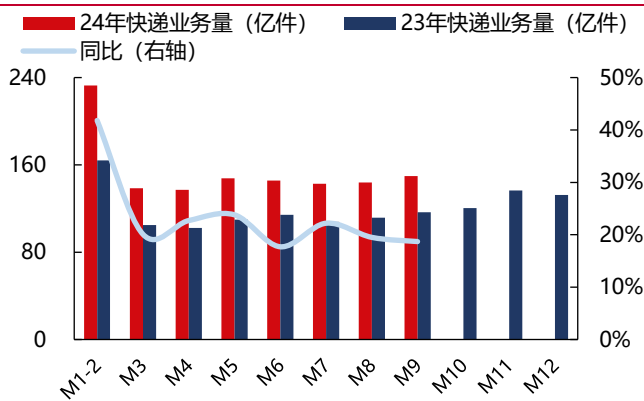
图表19：实物商品网上零售额及同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

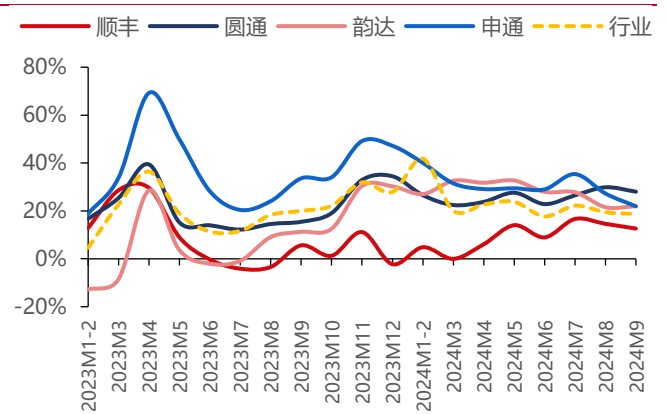
**三季度快递业务量增速维持高位。**Q3 虽为快递行业传统淡季，在低价电商崛起以及退货率提升的背景下，快递业务量依然维持高增速。Q3 全国规模以上快递业务量为436.1 亿件，可比口径下同比增速为20.1%。

图表20：规模以上快递业务量及同比增速



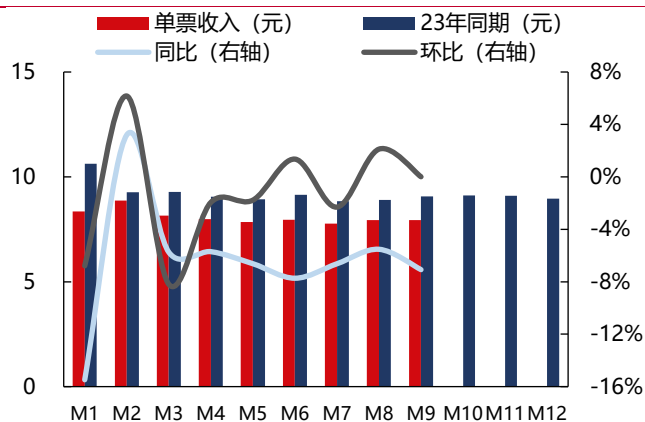
资料来源：Wind，国联证券研究所（同比为可比口径）

图表21：上市公司快递业务量同比增速

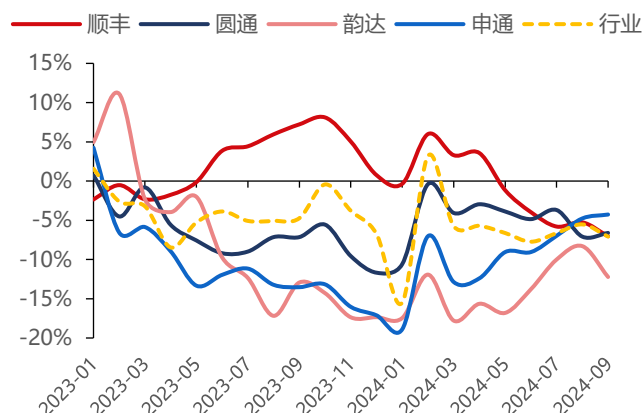


资料来源：Wind，国联证券研究所（同比为可比口径）

**价格方面，行业价格竞争幅度整体可控。**2024Q3，剔除国家邮政局口径调整影响后，行业单票价格同比下降6.4%。2024年8月22日，国家邮政局在上海召开规范市场秩序、提升服务质量专题会议，提出坚决防止“内卷式”恶性竞争，政策软约束叠加旺季来临，行业价格稳步修复。

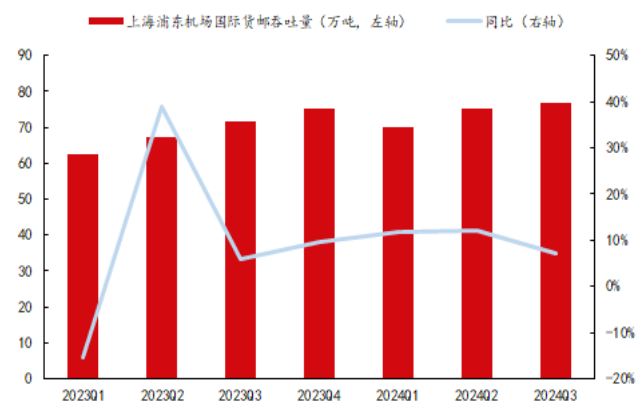
**图表22：行业单票价格及同比环比变化情况**


资料来源：Wind，国联证券研究所（同比为可比口径）

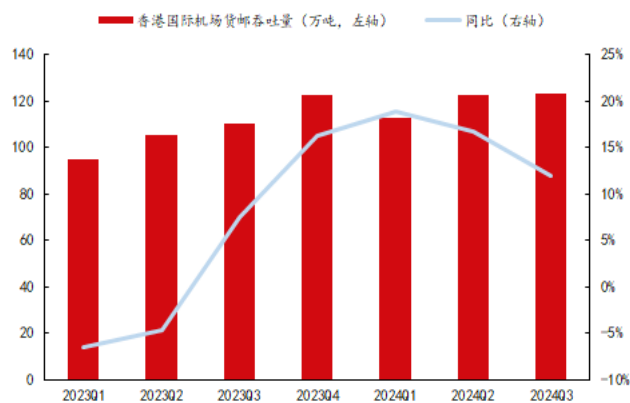
**图表23：上市公司单票价格同比增速**


资料来源：Wind，国联证券研究所（同比为可比口径）

**2024Q3 跨境物流量价齐升，行业景气持续上行。**据海关初步测算，2024 年前三季度，中国跨境电商进出口 1.88 万亿元，同比+11.5%；高于同期我国外贸整体增速 6.2 个百分点。2024Q3 波罗的海空运价格指数 2,139，同比+12.3%，环比+1.4%。其中，上海浦东机场和香港机场出港运价指数分别为 4,758、3,752，同比分别+33.0%、+22.3%，环比分别+0.8%、+2.9%。

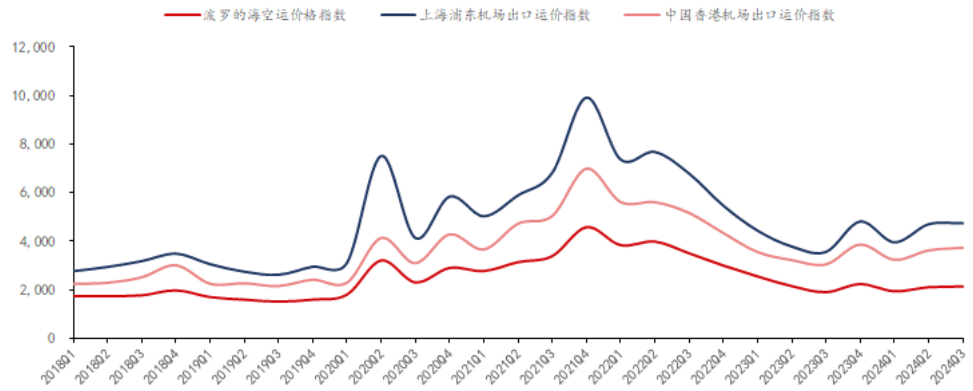
**图表24：2023-2024Q3 浦东机场国际货邮吞吐量（万吨）**


资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

**图表25：2023-2024Q3 香港机场国际货邮吞吐量（万吨）**


资料来源：香港国际机场公告，Wind，国联证券研究所

图表26: 2018-2024Q3 波罗的海空运价格指数



资料来源: TAC Index, 国联证券研究所

## 2.2 2024Q3 业绩: 跨境利润高增, 快递盈利改善,

我们整理物流行业(申万二级)市值前20大个股2024年中报业绩数据:

2024年前三季度营业收入平均值为1083.5亿元,中位数为345.0亿元,同比-10.3%;营收同比涨幅前三位为华贸物流(+38.6%)、嘉友国际(+28.3%)、东方嘉盛(+25.6%)。归母净利润平均值为13.6亿元,中位数为6.8亿元,同比-27.0%;归母净利润同比涨幅前三位为申通快递(+195.2%)、嘉友国际(+44.2%)、东航物流(+24.1%)。

2024Q3营业收入平均值为368.7亿元,中位数为120.9亿元,同比-12.3%;营收同比涨幅前三位为东方嘉盛(+52.4%)、华贸物流(+51.5%)、东航物流(+31.5%)。归母净利润平均值为4.2亿元,中位数1.8亿元,同比-52.4%;归母净利润同比涨幅前三位为申通快递(+7760.9%)、东航物流(+100.7%)、东方嘉盛(+87.3%)。

图表27: 2024前三季度&Q3物流行业(申万二级)重点公司业绩情况

股票代码	公司名称	申万三级行业	总市值(亿元)	2024年至今涨幅	2024年前三季度营业收入	同比	2024年前三季度归母净利润	同比	2024Q3营业收入	同比	2024Q3归母净利润	同比
002352.SZ	顺丰控股	快递	2,150.9	12.3%	2068.6	9.4%	76.2	21.6%	724.5	22.1%	28.1	34.6%
600233.SH	圆通速递	快递	565.0	36.4%	493.7	23.1%	29.3	10.2%	168.0	22.1%	9.4	18.1%
601598.SH	中国外运	跨境物流	372.0	2.6%	858.7	18.0%	28.3	-10.7%	295.0	16.3%	8.8	-11.3%
600153.SH	建发股份	原材料供应链服务	274.1	3.1%	5021.4	-16.1%	20.6	-83.4%	1831.2	-4.9%	8.6	-91.8%
601156.SH	东航物流	跨境物流	270.2	17.9%	176.7	24.2%	20.7	24.1%	63.9	31.5%	7.9	100.7%
600704.SH	物产中大	原材料供应链服务	260.1	18.8%	4419.7	0.8%	23.3	14.5%	1478.0	0.5%	7.6	-10.8%
002120.SZ	韵达股份	快递	241.5	13.9%	355.1	8.1%	14.1	20.9%	122.6	18.8%	3.7	24.2%
603871.SH	嘉友国际	跨境物流	194.0	78.5%	65.4	28.3%	10.9	44.2%	19.0	-7.0%	3.3	31.2%
002468.SZ	中通快递	快递	166.1	39.6%	334.9	14.2%	6.5	65.2%	119.2	16.3%	2.2	7760.9%
002183.SZ	怡亚通	贸易	162.3	40.0%	584.4	-14.4%	0.6	-47.1%	178.1	-32.2%	0.2	-55.1%
603056.SH	德邦股份	快递	147.3	-0.3%	283.0	11.2%	5.2	9.7%	98.5	1.0%	1.8	-19.4%
600755.SH	厦门国贸	原材料供应链服务	141.5	0.2%	2863.3	-28.5%	7.1	-61.8%	911.2	-29.3%	-1.3	-143.9%
600057.SH	厦门象屿	原材料供应链服务	133.8	-8.5%	2977.0	-19.2%	8.9	-24.7%	942.2	-30.3%	1.1	-61.8%
002010.SZ	传化智联	公路货运	120.2	-4.3%	193.7	-24.7%	2.4	-52.9%	64.5	-27.4%	-0.5	-143.3%
600787.SH	中储股份	仓储物流	114.2	5.6%	473.0	-5.5%	3.8	12.8%	168.4	1.8%	0.1	-95.3%
603713.SH	密尔克卫	仓储物流	92.4	8.0%	95.5	28.3%	4.9	21.7%	35.6	14.9%	1.8	19.9%
603128.SH	华贸物流	跨境物流	81.0	-9.7%	144.2	38.6%	4.7	16.3%	58.2	31.5%	1.7	-20.6%
002889.SZ	东方嘉盛	中间产品及消费品供应链服务	52.1	5.5%	25.7	28.6%	1.8	16.6%	10.1	82.4%	0.5	87.3%
002930.SZ	宏川智慧	仓储物流	51.9	-40.2%	10.9	-6.3%	1.7	28.8%	3.5	19.2%	0.4	-52.1%
600180.SH	瑞茂通	原材料供应链服务	48.7	-24.5%	225.5	-36.2%	1.3	-68.7%	81.7	-28.8%	-0.4	-135.8%
	平均值		282.0		1,083.5	-10.3%	13.6	-27.0%	368.7	-12.3%	4.2	-52.4%
	中位数		154.8		345.0		6.8		120.9		1.8	

资料来源: Wind, 国联证券研究所 注: 市值、涨跌幅数据截至2024.10.31收盘

单独从快递子行业业绩表现来看，顺丰控股/圆通速递/韵达股份/申通快递 2024 年前三季度归母净利润同比增速分别为 21.59%/10.21%/20.93%/195.18%；其中 2024Q3 归母净利润同比增速分别为 34.59%/18.06%/24.25%/7760.86%。

**图表28：快递板块重点公司 2024 前三季度业绩情况**

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy
002352.SZ	顺丰控股	2068.61	9.44%	76.17	21.59%
600233.SH	圆通速递	493.69	21.13%	29.30	10.21%
002120.SZ	韵达股份	355.09	8.14%	14.08	20.93%
002468.SZ	申通快递	334.91	14.16%	6.52	195.18%

资料来源：Wind，国联证券研究所

**图表29：快递板块重点公司 2024Q3 业绩情况**

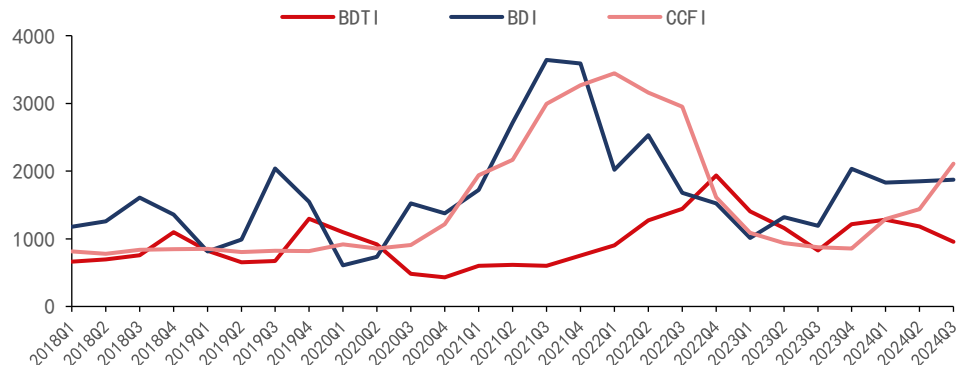
证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy
002352.SZ	顺丰控股	724.51	12.07%	28.10	34.59%
600233.SH	圆通速递	168.05	22.13%	9.43	18.06%
002120.SZ	韵达股份	122.57	8.84%	3.67	24.25%
002468.SZ	申通快递	119.22	16.31%	2.15	7760.86%

资料来源：Wind，国联证券研究所

### 3. 海运行业：油运利润承压，集运盈利突出

#### 3.1 行业回顾：油运需求疲弱，集运出口增加

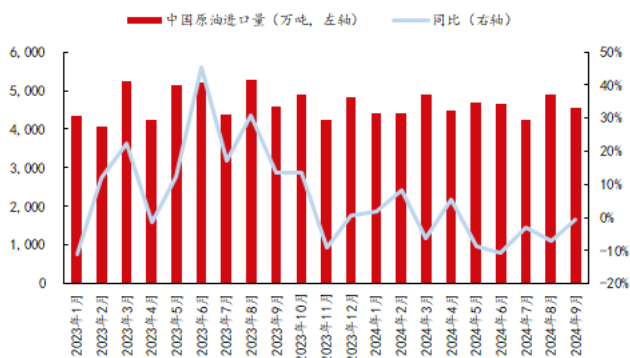
从代表原油、干散、集装箱海运的运价指数来看，2024Q3 波罗的海原油海运指数 (BDTI)、干散海运指数 (BDI)、中国集装箱出口运价综合指数 (CCFI) 分别为 957、1,871、2,108，同比分别+15.5%、+56.9%、+140.7%，环比分别-18.9%、+1.2%、+46.5%。

**图表30：2018-2024Q3 BDTI&BDI&CCFI**


资料来源：波罗的海交易所，上海航运交易所，Wind，国联证券研究所

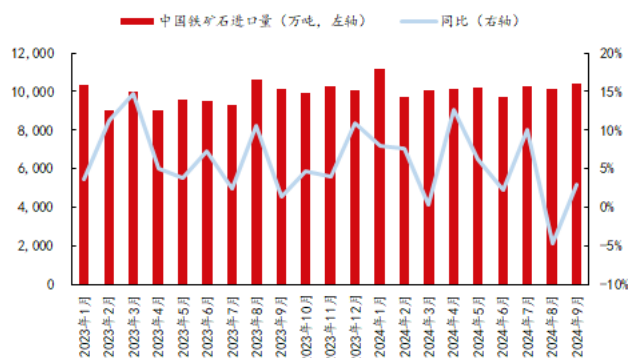
需求侧,原油需求疲弱,出口景气上行。2024Q3 中国原油、铁矿石进口分别为 13,693、30,827 万吨,同比分别-3.7%、+2.5%。2024Q3 中国外贸出口总额 9,127 亿美元,同比+6.0%。2024 年 1-8 月,中国外贸集装箱吞吐量合计 10,476 万 TEU,同比+7.8%。

图表31: 2023-2024Q3 中国原油月度进口量(万吨)



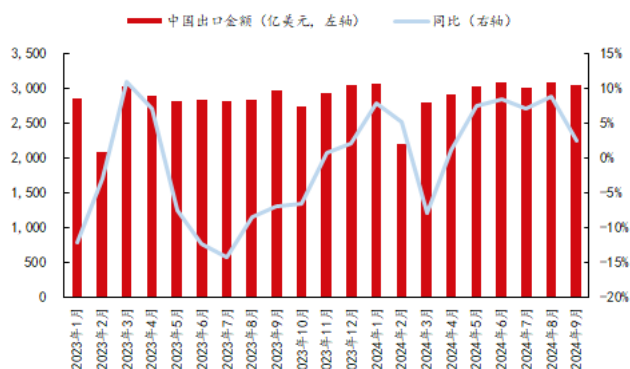
资料来源:海关总署, Wind, 国联证券研究所

图表32: 2023-2024Q3 中国铁矿石月度进口量(万吨)



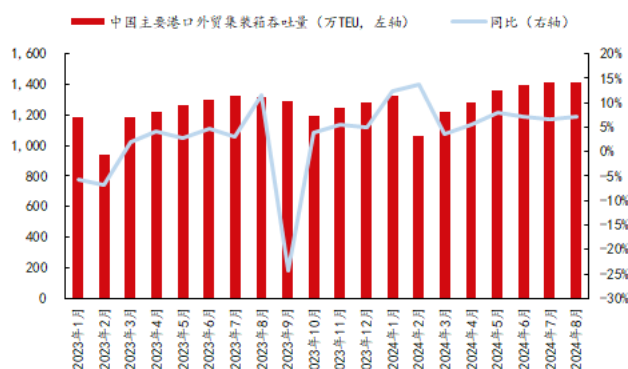
资料来源:海关总署, Wind, 国联证券研究所

图表33: 2023-2024Q3 中国外贸出口总额(亿美元)



资料来源:海关总署, Wind, 国联证券研究所

图表34: 2023-2024 年 8 月中国外贸集装箱吞吐量(万 TEU)

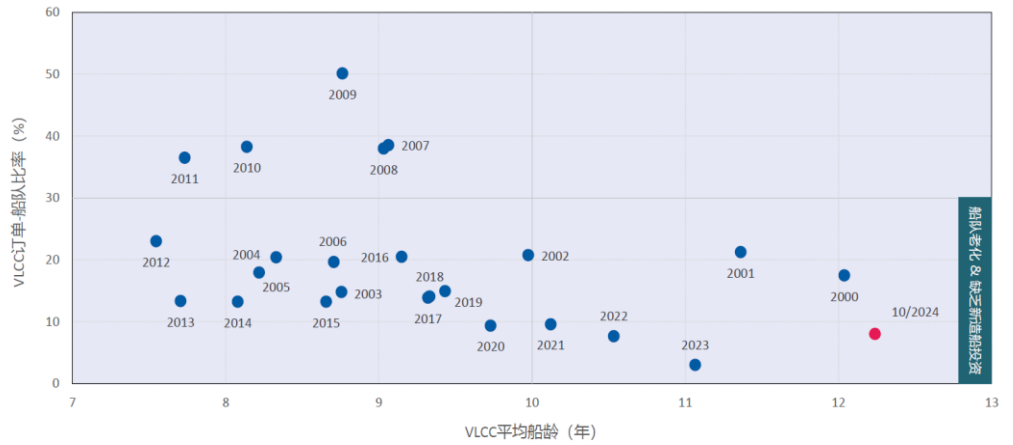


资料来源:中国港口协会, Wind, 国联证券研究所

供给侧,油轮方面,VLCC 在手订单占现有船队运力比例处于历史较低位置,而平均船龄则继续提高,VLCC 船队老化,缺乏新造船投资,供给约束仍在。干散船方面,2024 年 9 月,全球干散船队平均船龄 12.3 年,处于近 20 年来的相对高位;在手订单占运力规模比重 10.4%,处于近 20 年来的相对低位。集装箱船方面,2024 年 1-9 月,集运运力交付 235 万 TEU,预计 2024 年全年总计交付 314 万 TEU,2025-2026 运力分别交付 198、146 万 TEU,呈逐年下降趋势。而拆解量方面,预计 2024-2026 年分别拆解 12、25、45 万 TEU,呈逐年上升趋势,测算 2025-2026 运力净增量为 173、101 万 TEU。

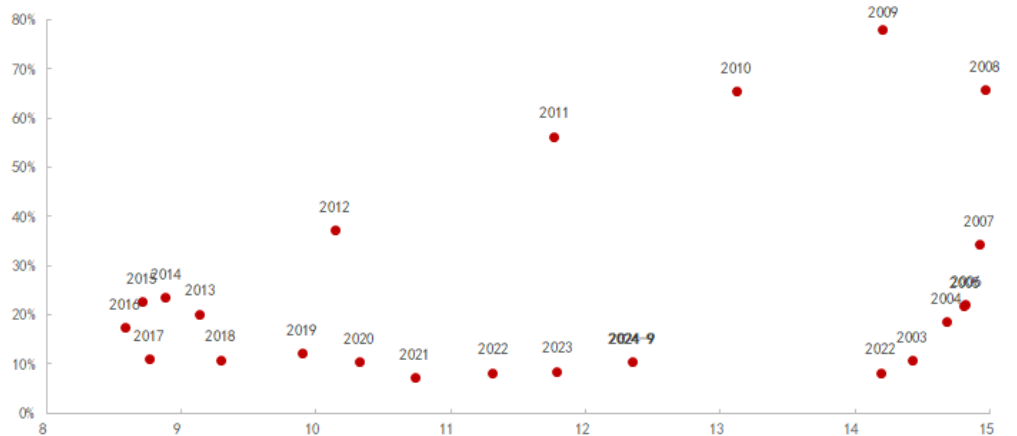


图表35：2000-2024年10月VLCC订单/船队比率 vs VLCC船队平均船龄



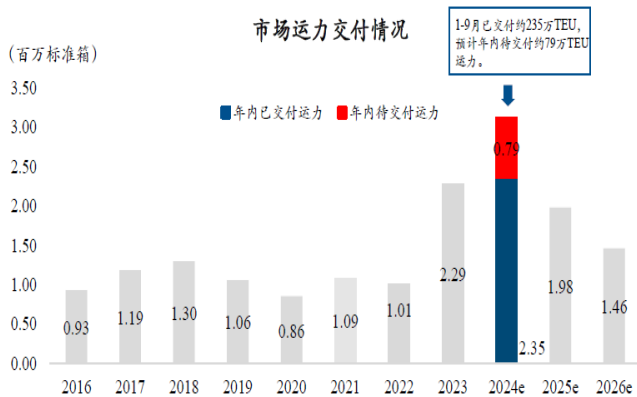
资料来源：中远海能业绩推介材料，Clarksons，国联证券研究所

图表36：2000-2024年9月干散货船订单/船队比率 vs VLCC船队平均船龄



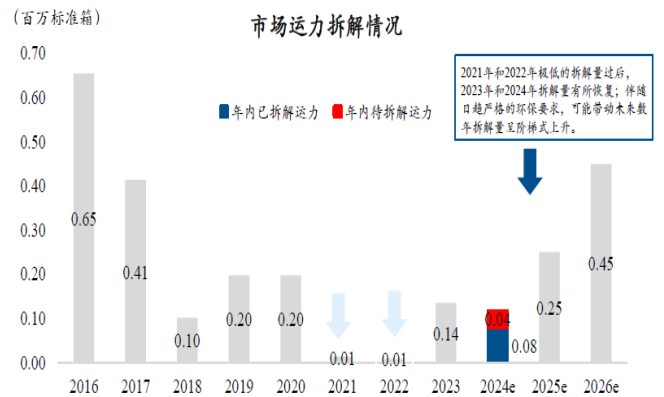
资料来源：Clarksons，国联证券研究所

图表37：2016-2026全球集运运力交付情况 (百万TEU)



资料来源：中远海控业绩推介材料，国联证券研究所

图表38：2016-2026全球集运运力拆解情况 (百万TEU)



资料来源：中远海控业绩推介材料，国联证券研究所

### 3.2 2024Q3 业绩：油运淡季承压，集运展现弹性

我们统计航运板块（申万三级）市值前7大的公司业绩情况：

2024 年前三季度，中远海控/中远海能/招商轮船/中远海发/中谷物流/招商南油/中远海特分别实现营业收入 1,747.4/171.4/193.0/198.7/84.4/50.1/120.4 亿元，同比分别变动+29.8%/+3.7%/+1.4%/+88.1%/-9.1%/+7.8%/+33.0%；分别实现归母净利润 381.2/34.2/33.7/13.8/11.1/16.6/12.0 亿元，同比分别变动+72.7%/-8.0%/-10.4%/+14.7%/-7.0%/+37.6%/+31.4%。

图表39：2024 前三季度上市航运企业营业收入&归母净利润（亿元）

证券代码	证券简称	营业收入	同比	归母净利润	同比
601919.SH	中远海控	1,747.4	29.8%	381.2	72.7%
600026.SH	中远海能	171.4	3.7%	34.2	-8.0%
601872.SH	招商轮船	193.0	1.4%	33.7	-10.4%
601866.SH	中远海发	198.7	88.1%	13.8	14.7%
603565.SH	中谷物流	84.4	-9.1%	11.1	-7.0%
601975.SH	招商南油	50.1	7.8%	16.6	37.6%
600428.SH	中远海特	120.4	33.0%	12.0	31.4%

资料来源：Wind，国联证券研究所

2024Q3，中远海控/中远海能/招商轮船/中远海发/中谷物流/招商南油/中远海特分别实现营业收入 735.4/54.9/60.6/81.1/27.1/14.8/45.6 亿元，同比分别变动+71.9%/+10.8%/+0.5%/+68.2%/-14.1%/-0.7%/+47.7%；分别实现归母净利润 212.5/8.1/8.7/4.9/3.5/4.4/4.7 亿元，同比分别变动+285.7%/-10.9%/-11.7%/+368.5%/+16.4%/+20.9%/+74.0%。

图表40：2024 第三季度上市航运企业营业收入&归母净利润（亿元）

证券代码	证券简称	营业收入	同比	归母净利润	同比
601919.SH	中远海控	735.4	71.9%	212.5	285.7%
600026.SH	中远海能	54.9	10.8%	8.1	-10.9%
601872.SH	招商轮船	60.6	0.5%	8.7	-11.7%
601866.SH	中远海发	81.1	68.2%	4.9	368.5%
603565.SH	中谷物流	27.1	-14.1%	3.5	16.4%
601975.SH	招商南油	14.8	-0.7%	4.4	20.9%
600428.SH	中远海特	45.6	47.7%	4.7	74.0%

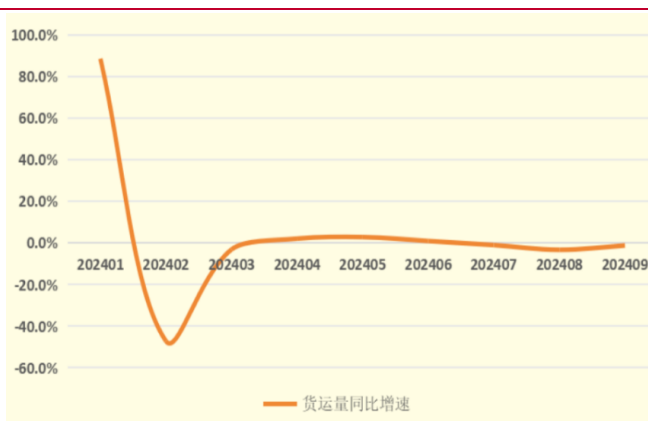
资料来源：Wind，国联证券研究所

## 4. 基础设施：公路业绩环比改善，铁路港口板块阶段承压

### 4.1 公路：Q3 基本面环比改善，业绩降幅收窄

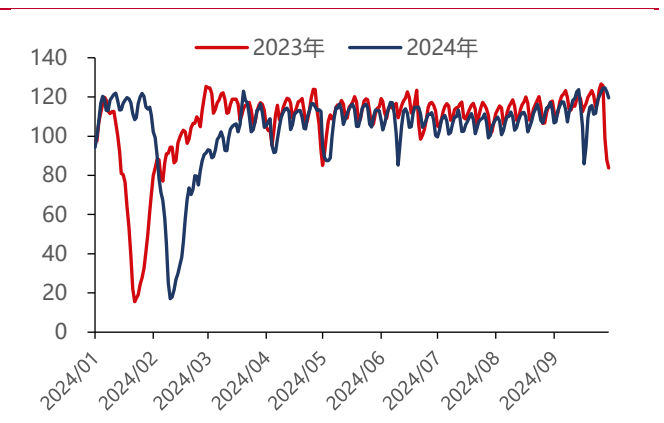
公路出行方面，三季度环比有所改善。Q3 主要为暑运出行高峰，2024 年暑运期间（7 月 1 日-8 月 29 日），据交通运输部路网中心统计，公路人员流动量达 95.07 亿人次，同比增长 3.32%；全国高速公路网日均流量约 3602 万辆，其中 60% 以上车流为跨省出行，小客车自驾出行的占比近 80%，较去年小幅上升。货运方面，Q3 表现依旧疲弱。7-9 月，全国高速公路货运量同比变动-1.0%/-3.3%/-1.2%。

图表41：2024年1-9月全国高速公路货运趋势



资料来源：综合交通运输大数据应用中心，国联证券研究所

图表42：2023-2024年1-9月整车货运流量指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

从板块业绩表现来看，2024 年前三季度高速公路板块实现归母净利润 221.39 亿元，同比下降 6.71%；其中 2024Q3，高速公路板块实现归母净利润 79.24 亿元，同比下降 4.70%，降幅环比 Q2 收窄。

图表43：高速公路板块重点覆盖公司2024前三季度业绩情况

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy
001965.SZ	招商公路	90.77	38.04%	41.60	-4.63%
600377.SH	宁沪高速	140.58	21.10%	41.20	2.05%
600350.SH	山东高速	199.01	10.94%	25.16	-5.70%
600548.SH	深高速	58.60	-8.03%	13.74	-10.71%
000429.SZ	粤高速 A	35.02	-5.03%	13.56	0.01%
600012.SH	皖通高速	50.43	16.10%	12.21	-9.60%

资料来源：Wind，国联证券研究所

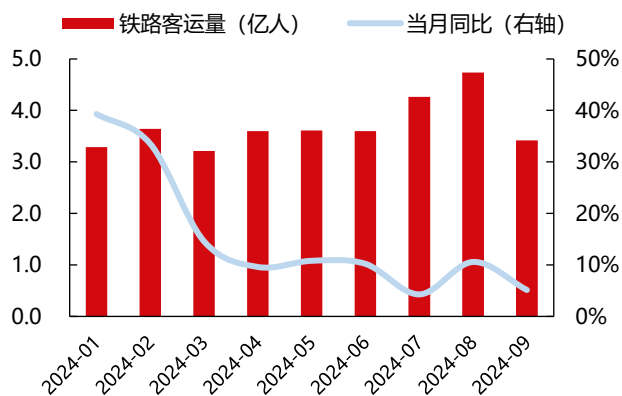
**图表44：高速公路板块重点覆盖公司 2024Q3 业绩情况**

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy
001965.SZ	招商公路	30.93	34.90%	14.52	-6.43%
600377.SH	宁沪高速	40.99	-8.37%	13.71	-11.81%
600350.SH	山东高速	77.65	19.33%	8.83	-2.74%
600548.SH	深高速	21.03	-6.39%	6.00	-1.55%
000429.SZ	粤高速 A	12.71	-5.64%	5.01	6.45%
600012.SH	皖通高速	19.90	-1.47%	4.11	-19.57%

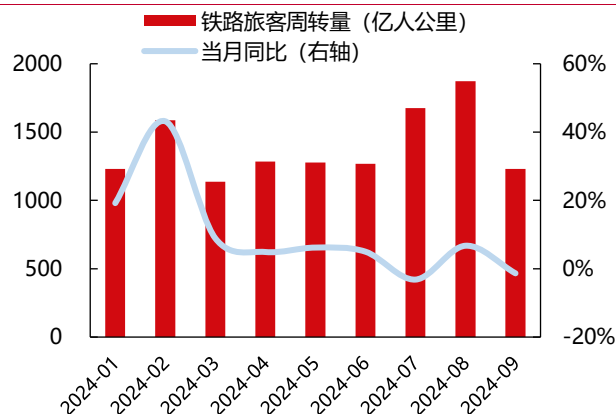
资料来源：Wind，国联证券研究所

## 4.2 铁路：客运表现稳健，货运有所承压

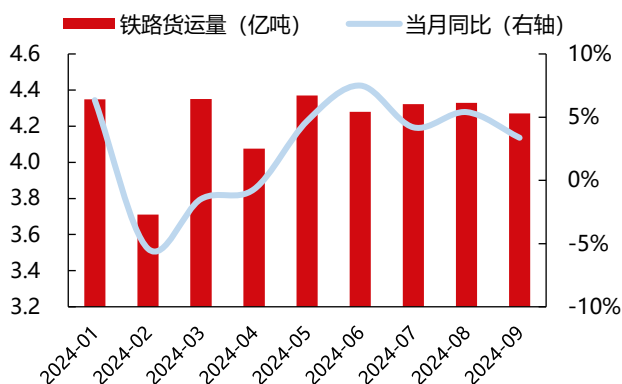
2024 年前三季度，客运出行呈现高景气，1-9 月铁路客运量达 33.38 亿人，同比增长 13.80%，旅客周转量 12555.73 亿人公里，同比增长 8.75%；铁路货运环比改善，1-9 月铁路货运量 38.05 亿吨，同比增长 2.66%，货物周转量 26163.20 亿吨公里，同比下降 2.82%。

**图表45：2024 年 1-9 月铁路客运量 (亿人)**


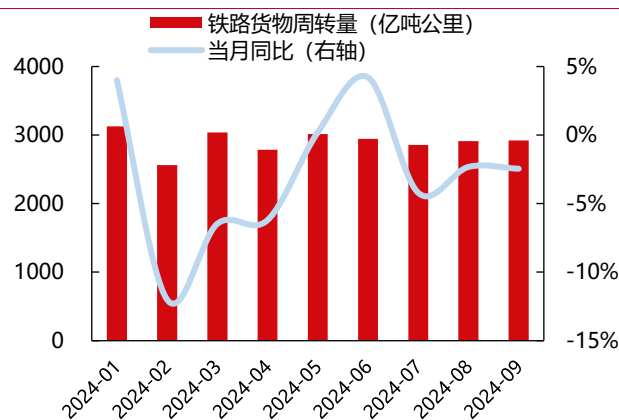
资料来源：Wind，国联证券研究所

**图表46：2024 年 1-9 月铁路旅客周转量 (亿人公里)**


资料来源：Wind，国联证券研究所

**图表47：2024年1-9月铁路货运量（亿吨）**


资料来源：Wind，国联证券研究所

**图表48：2024年1-9月铁路货物周转量（亿吨公里）**


资料来源：Wind，国联证券研究所

从板块业绩表现来看，2024年前三季度铁路运输板块实现归母净利润210.31亿元，同比下降5.70%；其中2024Q3，铁路运输板块实现归母净利润69.96亿元，同比下降14.22%，降幅环比有所扩大。从重点公司表现来看，客运标的京沪高铁和广深铁路由于2024Q3中秋十一假期错期、商务需求不足、成本增加等原因，Q3归母净利润分别下降3.17%/13.04%；大秦铁路由于货量整体承压，Q3业绩下滑23.3%。

**图表49：铁路板块重点公司2024前三季度业绩情况**

证券代码	证券简称	营业收入（亿元）	yoy	归母净利润（亿元）	yoy
601006.SH	大秦铁路	552.14	-9.18%	86.03	-22.57%
601816.SH	京沪高铁	323.55	4.77%	100.15	12.35%
601333.SH	广深铁路	200.30	4.44%	12.09	18.67%

资料来源：Wind，国联证券研究所

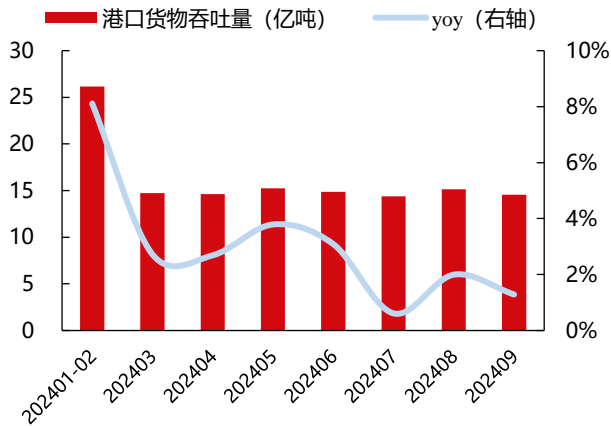
**图表50：铁路板块重点公司2024Q3业绩情况**

证券代码	证券简称	营业收入（亿元）	yoy	归母净利润（亿元）	yoy
601006.SH	大秦铁路	186.08	-8.59%	27.40	-23.34%
601816.SH	京沪高铁	114.93	-0.94%	36.58	-3.17%
601333.SH	广深铁路	71.05	4.52%	2.97	-13.04%

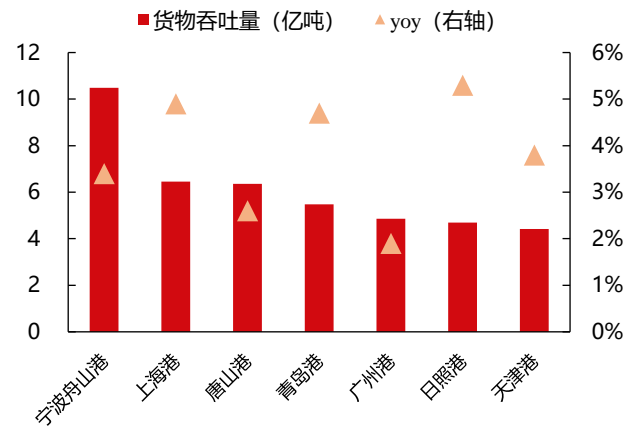
资料来源：Wind，国联证券研究所

### 4.3 港口：吞吐量增速放缓，Q3板块业绩下滑

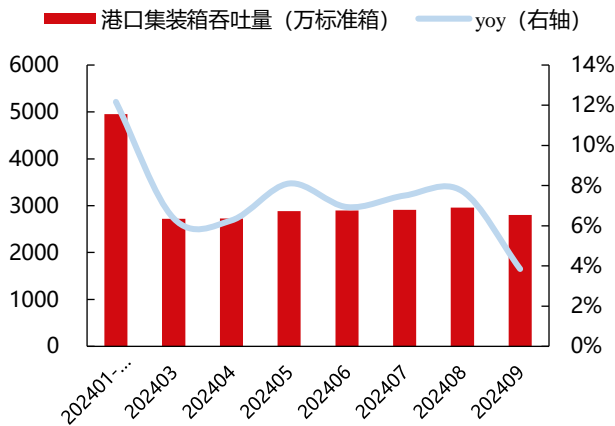
2024年前三季度，我国货物贸易进出口总值32.33万亿元，同比增长5.3%；其中，出口18.62万亿元，同比增长6.2%。2024年1-9月，我国港口累计完成货物吞吐量129.7亿吨，同比增长3.4%；完成集装箱吞吐量2.5亿标箱，同比增长7.7%。

**图表51：2024年1-9月港口货物吞吐量**


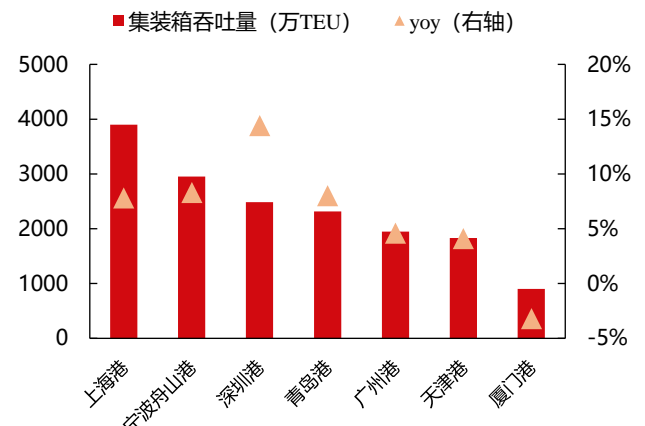
资料来源：Wind，国联证券研究所

**图表52：2024年1-9月主要港口货物吞吐量TOP7**


资料来源：港口圈，Wind，国联证券研究所（上海港货物吞吐量包含上海港及上海港内河数据）

**图表53：2024年1-9月港口集装箱吞吐量**


资料来源：Wind，国联证券研究所

**图表54：2024年1-9月主要港口集装箱吞吐量TOP7**


资料来源：港口圈，Wind，国联证券研究所

从板块业绩表现来看，剔除 ST 锦港影响后，2024 年前三季度，港口板块实现归母净利润 322.49 亿元，同比增长 5.13%；其中 2024Q3 港口板块实现归母净利润 105.77 亿元，同比下降 4.48%。

**图表55：港口板块市值TOP7公司2024年前三季度业绩情况**

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy
600018.SH	上港集团	290.26	5.81%	118.11	3.98%
601018.SH	宁波港	218.11	13.50%	41.07	2.02%
601298.SH	青岛港	139.78	2.34%	39.31	3.78%
001872.SZ	招商港口	121.66	3.50%	37.36	18.63%
601880.SH	辽港股份	79.50	-8.65%	9.46	-11.61%
601228.SH	广州港	99.60	2.59%	8.18	-7.08%
601000.SH	唐山港	42.83	-3.75%	15.81	-2.01%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

**图表56: 港口板块市值 TOP7 公司 2024Q3 业绩情况**

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy
600018.SH	上港集团	91.89	-18.84%	33.95	-15.79%
601018.SH	宁波港	73.69	8.35%	18.74	2.74%
601298.SH	青岛港	49.11	9.10%	12.90	5.31%
001872.SZ	招商港口	41.91	5.84%	11.89	-4.63%
601880.SH	辽港股份	25.76	-14.46%	4.92	11.87%
601228.SH	广州港	31.99	-2.33%	2.14	-12.24%
601000.SH	唐山港	13.05	-14.42%	4.77	-18.30%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 5. 投资建议: 建议关注业绩向上弹性板块

### 5.1 航空机场: 供需差强化推高板块弹性

需求企稳, 油汇环境有望进一步改善, 飞机产能瓶颈限制供给总量增长, 国内外航线运力投放回归均衡, 产能利用率趋于峰值, 供需差逻辑兑现确定性较强, 有望带动票价上行, 推动行业进入景气周期。推荐华夏航空, 海航控股, 中国国航。

### 5.2 物流行业: 看好快递旺季弹性和跨境物流企业

伴随行业件量增速预期上修, 价格竞争整体可控, 预计 2024 年快递板块盈利能力相对 2023 年显著修复, 推荐龙头地位稳固、盈利能力领先的中通快递; 份额提升、网络稳定性与成本优势并存的圆通速递。建议关注业务量增速修复、产能利用率提升下有望释放业绩弹性的韵达股份, 以及产能扩张期业务量保持高增、降本增效能力提升的申通快递。

受益于国内跨境电商平台出海需求带动和行业运力供给约束, 跨境空运供需有望持续保持紧平衡状态, 看好跨境空运景气向上。推荐掌握核心空运运力资源的东航物流和综合物流龙头中国外运。

### 5.3 航运行业: 关注干散海运板块

我们预计随着国内刺激经济政策逐步出台, 大宗原材料等需求有望逐步增加, 将有利于干散海运以及随着全球炼厂东移, 中国成品油进出口需求有望稳步提升, 推荐招商轮船和招商南油。

## 5.4 基础设施：关注低估值高股息赛道

高速公路方面，建议关注盈利相对稳健的高股息标的宁沪高速、山东高速、粤高速 A；铁路方面，建议关注持续受益于客运需求提升的广深铁路、京沪高铁；港口方面，建议关注广泛布局全球优质港口资产、PB 估值具备修复空间的招商港口。

## 6. 风险提示

全球经济复苏缓慢。若全球经济复苏缓慢，将影响国际贸易需求恢复和跨境电商平台出海前景，出海相关的物流公司业务量可能会随之下降。

国内经济发展缓慢。交通运输行业与国民经济发展息息相关，若国内经济发展缓慢，将直接影响交通运输行业景气度。

行业低价竞争加剧。快递企业在存量市场的竞争可能有重回“价格战”的风险，价格竞争加剧会导致公司盈利能力受到影响；跨境电商物流行业的新进入者为了短时间获量，可能采取激进的低价竞争手段，进而影响行业健康发展。

燃油价格大幅上涨。燃油费在交运行业公司的主营业务成本中占比较高，若燃油价格大幅上涨将会降低公司的盈利水平。



## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼