



信达证券  
CINDA SECURITIES

Research and  
Development Center

# “确定性”多点开花，业绩估值各有看点

交通运输

2025 年 7 月 7 日

## 证券研究报告

## 行业研究

## 行业投资策略

## 交通运输

投资评级 看好

上次评级 看好

匡培钦 交通运输行业首席分析师  
执业编号: S1500524070004  
邮箱: kuangpeiqin@cindasc.com

黄安 交通运输行业分析师  
执业编号: S1500524110001  
邮箱: huangan@cindasc.com

秦梦鸽 交通运输行业分析师  
执业编号: S1500524110002  
邮箱: qinmengge@cindasc.com

陈依晗 交通运输行业助理  
邮箱: cheniyihan@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座  
邮编: 100031

# 交通运输 2025 年中期策略报告：“确定性” 多点开花，业绩估值各有看点

2025 年 07 月 07 日

## 本期内容提要:

➢ 前言：交运多板块风格各异，业绩及估值均有不同确定性，我们中期策略从各个板块的不同确定性中寻找投资机会。

➢ 快递确定性有分化：直营快递看业绩，电商快递看估值。

1) 直营快递：顺丰控股件量持续超预期，看好全年业绩稳健增长。2025 年以来公司业务量实现逐月增长提速，件量增长显著跑赢行业；受益于多网融通推进，利润率稳步提升，25Q1 归母净利率同比+0.27pct。一方面，公司时效业务稳健增长，新业务盈利持续增厚，另一方面，随着资本开支逐步回落，自由现金流持续改善，2024 年自由现金流同比+69.96%至 215.08 亿元，经营拐点叠加现金流拐点，看好公司价值稳步提升。

2) 电商快递：价格博弈加剧或带来业绩扰动，估值低位关注行业格局变化。2025 年以来快递行业业务量延续相对高增长，1-5 月行业业务量同比+20.1%，累计件量增速申通 23.01% > 圆通 22.34% > 韵达 18.56%。行业价格博弈程度加剧，公司单票盈利承压，Q1 圆通/韵达/申通综合单票归母净利润分别下降 0.04 元、0.03 元、0.00 元。受价格博弈影响行业估值低位承压，关注后续格局变化下的估值修复。

3) 行业新变革：无人物流车应用提速，关注快递物流企业末端降本进展。2025 年快递物流公司无人车应用提速。a) 上游端：头部无人车企业如新石器、九识、白犀牛等加速融资，2025 年订单量及产量或大幅提升；b) 应用端：2025 年新款无人车价格大幅下降，应用无人车成本优势凸显，头部快递物流企业无人车引进提速；c) 政策端：路权逐步开放，各城市积极推进无人配送车商业落地应用。根据我们测算，无人车单车定价 5 万元，单月成本下降约 38%，定价 2 万元，单月成本下降约 52%。

➢ 航空弹性确定性：供需确定性改善，旺季票价高弹性。

1) 需求端：节假日民航出行保持稳增，大众因私出行意愿较强。2025 年 1-5 月，行业总周转量、国内线、国际线周转量同比分别+9.6%、+4.5%、31.1%。1~5 月累计客座率达到 84.1%，同比+2.1pct，较 2019 年同期+1.0pct。年初至今月度客座率持续高位。2025 年上半年节假日出行情况看，春运 40 天、清明假期、五一假期民航出行增速均快于整体出行增速。节假日国内旅游人次及收入同比增速均在 5%以上。大众因私出行、民航出行的需求仍然较强。

2) 供给端：运力提升空间有限，供给收缩确定性较强。一是机队引进速度放慢。受制于供应链问题，行业新飞机引进交付迟缓，同时飞机租赁市场价格也随之走高，航司运力补充有限。二是客座率及利用率已处于高位。航司现阶段客座率基本已恢复甚至超过 2019 年水平，窄体机利用率基本恢复至疫情前。旺季航司通过拉高利用率及进一步提高客座率，以增加可用运力，运力提升程度预计有限。三是被迫停飞检修问题带来的利用率提升

困难，或进一步加剧运力紧张。

**3) 票价端：同比跌幅波动收窄，旺季有望回升。**25Q1 行业票价同比下降 10.6%，3 月、4 月、5 月平均票价同比跌幅分别为-6.8%、-12.2%和-4.1%，五月票价同比跌幅明显好于前两月。行业供给收缩趋势明显，因私出行需求仍有不错增长，我们预计旺季票价有望实现回升。

**4) 业绩端：供需改善拉动票价回升，叠加油价中枢下行带来业绩高弹性。**25Q1 行业票价同比下降拖累航司盈利。随行业供需逐渐改善，票价跌幅有望逐渐收窄。行业供给收缩背景下，票价预计会随需求增长逐渐回升，我们预计暑运出行旺季票价有望企稳向好，带动航司业绩实现高增，同时油汇因素向好助推航司利润增厚。看好旺季供需改善。

➤ **港口业绩确定性：集装箱吞吐量仍有增长，整体业绩稳健**

**1) 集装箱：关税风险影响有限，集装箱吞吐量仍有韧性。**2025 年 1~5 月，全国出口总额维持高增，累计实现 10.67 亿元，同比增长 7.2%，分地区看，浙江、山东的出口金额维持高增，同时我国对东盟出口增速高达 12.2%。行业集装箱吞吐量整体稳增，1~5 月累计同比增长 7.7%，其中深圳港口增速高于全国沿海港口水平 5 个百分点。

**2) 干散货：上半年吞吐量阶段性承压，回升趋势初现。**铁矿石方面，发运端极端气候叠加需求端短期承压，铁矿石进口量阶段性受损，主要进口铁矿石接卸港口企业铁矿石吞吐量 2025 年 1~5 月累计同比增长 0.91%；煤炭方面，需求端江浙沪及福建对动力煤的需求有所下滑，但供给端山西、陕西、内蒙古原煤产量稳步增长，北方主要煤炭下水港口企业煤炭吞吐量 2025 年 1~5 月累计同比下滑 4.19%，整体上干散货吞吐量已出现企稳回升趋势。

**3) 液体散货：原油需求承压，吞吐量阶段性波动。**2025 年 1~5 月，原油进口量实现 2.3 亿吨，同比增长 0.3%，主要原油接卸港口企业原油吞吐量实现 1.64 亿吨，同比下滑 7.15%。

➤ **海运及危化品：供给确定性提升，需求仍需等待**

**1) 油运：供给长期呈上行趋势，需求催化运价波动。**供给端短期新增 VLCC 较少，2025 年下半年计划投产的 VLCC 数量为 5 艘，合计运力 152.02 万载重吨，占现有油轮运力 0.22%，占现有 VLCC 运力 0.55%，但中长期运力仍有压力。考虑到 2021 年起全球油轮运力维持缓慢增长，2020 年末~2024 年末全球油轮运力 CAGR 为 2.01%，而运价振幅远高于供给变动，我们认为油运运价波动主要受需求端驱动。2025 年 6 月 26 日，BDTI-TD3C 航线 TCE 收于 3.53 万美元/日。

**2) 集运：供给持续释放，运价短期持续波动。**供给端短期新增超巴拿马型船较少，2025 年下半年计划交付的超巴拿马型（17000 标准箱以上）集装箱船数量为 7 艘，合计运力 12.65 万标准箱，占现有集装箱船运力 0.40%，但中长期运力仍有增加。关税政策的连续变更导致运价波动持续，2025 年 6 月 27 日，中国出口集装箱运价指数 CCFI 收于 1369.34 点，同比下滑 25.14%，环比 2025 年 6 月 20 日增长 2%。

➤ **大宗供应链：底部或已确立，业绩有望带动估值弹性**

**1) 规模预计稳增：受需求端景气度拖累，龙头经营货量短期下降，中长期**

**增长趋势仍在。**2021~2024 年大宗供应链企业 CR5 货量的市占率由 2021 年的 4.81% 增至 2024 年的 5.26%，CR5 经营货量由 7.61 亿吨增至 8.75 亿吨。2024 年大宗商品市场需求放缓，同时头部供应链企业自身调整货品结构，经营货量同比略降 2.9%。但我们认为头部企业结构调整结束后，依托其规模效应，有望形成多方面优势，头部企业业务量及市占率提升趋势仍在，后续有望恢复增长，行业集中度有望进一步提升。

**2) 单吨利润回升：头部供应链企业主要品类期现毛利率改善，单吨利润或触底回升。**厦门象屿通过优化客商结构和业务结构，2024 年整体大宗商品经营期现毛利率实现 1.83%，同比+0.43pct；单吨毛利回升至 28.1 元/吨，同比+3.1%。厦门国贸主要品类结构调整，总体期现毛利率改善明显。2024 年总体期现毛利率提升至 1.83%，同比+0.36pct；主要品类大宗商品单吨毛利回升至 41.2 元/吨，同比+31.6%。

**3) 风险消除：客商资信风险降低，行业有望迎来利润边际改善。**当前政策端已有一揽子增量政策出台，促进工业企业效益恢复，供应链行业的收益水平也有望逐步修复。同时，龙头企业正通过聚焦核心品类、优化客商结构、多元化上下游渠道等，逐渐降低经营风险，企业利润有望进一步改善，经营弹性凸显。25Q1 头部供应链企业减值损失同比下降，归母净利润同比均有增长。此外，企业分红比例也较高，股息率具备较高投资价值。

➤ **公路及铁路：低基数下业绩维稳，股息率看配置需求**

**1) 高速公路：2025 年上半年公路板块在低基数下逐步复苏。**25H1 公路板块收益率承压，公路指数超额收益率约-4.5%，个股走势分化；客运量受高铁分流等影响增速承压，货运量受宏观经济影响增速趋缓，1-4 月公路客运量同比-0.3%，货运量同比+5.0%。25Q1 公路板块营业收入同比+10.9%，归母净利润同比+4.9%，整体表现较为稳健，全年受益于宏观经济向好带动货车稳增，有望实现稳健增长。推荐招商公路、山东高速，此外，建议关注宁沪高速、粤高速 A。

**2) 铁路货运：2025 年上半年铁路板块股价承压，煤炭需求偏弱影响大秦线货运量。**25H1 铁路运输指数超额收益率约-6.2%。1-4 月铁路货运量同比+2.0%，受煤炭需求偏弱影响，1-5 月大秦线货运量 1.56 亿吨，同比-3.6%，分月度看降幅较年初收窄，下半年运量有望稳中向好。建议关注西煤东运国铁龙头大秦铁路的稳健股息价值。

➤ **投资评级：看好**

➤ **风险因素：**实物商品网购需求不及预期，电商快递价格竞争恶化，末端加盟商稳定性下降，出行需求增长不及预期，行业供给超预期风险，油价大幅上涨风险，人民币大幅贬值风险，宏观经济不及预期风险，油轮船队规模扩张超预期，集装箱船运力投放超预期，航运环保监管执行力度不及预期，大宗商品价格波动风险，客商信用风险，分红政策不及预期，客货车流量不及预期。

## 目 录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 前言：交运多板块风格各异，业绩及估值均有不同确定性            | 9  |
| 1 快递确定性有分化：直营快递看业绩，电商快递看估值           | 9  |
| 1.1 直营快递：顺丰控股件量持续超预期，看好全年业绩稳健增长      | 9  |
| 1.1.1 顺丰控股件量增长提速，利润率稳步提升             | 9  |
| 1.1.2 “双拐点”后业务稳步发展，公司价值仍被低估          | 10 |
| 1.2 电商快递：价格博弈加剧或带来业绩扰动，估值低位关注行业格局变化  | 13 |
| 1.2.1 件量端：行业及龙头件量延续相对高增长             | 13 |
| 1.2.2 价格及盈利端：价格博弈程度加剧，或带来上市公司业绩波动    | 14 |
| 1.3 行业新变革：无人物流车应用提速，关注快递物流企业末端降本进展   | 15 |
| 1.4 投资建议：持续看好顺丰控股，关注电商快递格局变化机遇       | 16 |
| 2 航空弹性确定性：供需确定性改善，旺季票价高弹性            | 18 |
| 2.1 需求端：节假日民航出行保持稳增，大众因私出行意愿较强       | 18 |
| 2.2 供给端：运力提升空间有限，供给收缩确定性较强           | 20 |
| 2.3 票价端：同比跌幅波动收窄，旺季有望回升              | 21 |
| 2.4 业绩端：供需改善拉动票价回升，叠加油价中枢下行带来业绩高弹性   | 22 |
| 3 港口业绩确定性：集装箱吞吐量仍有增长，整体业绩稳健          | 24 |
| 3.1 集装箱：关税风险影响有限，集装箱吞吐量仍有韧性          | 24 |
| 3.2 干散货：上半年吞吐量阶段性承压，部分货种回升趋势初现       | 28 |
| 3.2.1 铁矿石：发运端气候因素导致进口量阶段性下滑，吞吐量有望回升  | 28 |
| 3.2.2 煤炭：需求阶段性不足影响减弱叠加西部持续增产，吞吐量企稳回升 | 29 |
| 3.3 液体散货：原油需求承压，吞吐量阶段性波动             | 30 |
| 3.4 投资建议：建议关注集装箱吞吐量韧性                | 31 |
| 4 海运及危化品：供给或有提升，需求仍需等待               | 34 |
| 4.1 油运：供给长期呈上行趋势，需求催化运价波动            | 34 |
| 4.2 集运：供给持续释放，运价短期持续波动               | 36 |
| 5 大宗供应链：底部或已确立，业绩有望带动估值弹性            | 39 |
| 5.1 行业拐点或将出现，龙头经营货量有望企稳回升            | 39 |
| 5.2 单吨利润触底回升，后续有望恢复增长                | 40 |
| 5.3 经营风险逐渐消减，业绩有望触底，高股息率具备投资价值       | 41 |
| 6 公路及铁路：低基数下业绩维稳，股息率看配置需求            | 43 |
| 6.1 公路：低基数下逐步复苏，1-4 月公路货运量同比+5.0%    | 43 |
| 6.2 铁路货运：煤炭需求承压，1-5 月大秦线运量同比-3.6%    | 45 |
| 6.3 股息率附表                            | 47 |
| 7 风险因素                               | 48 |

## 表 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 表 1：市现率分析（截至 2025 年 7 月 4 日）     | 12 |
| 表 2：上市公司经营数据一览（截至 2025-5）        | 13 |
| 表 3：2024 年及 25 年一季度快递公司业绩一览      | 15 |
| 表 4：头部无人车公司简介                    | 15 |
| 表 5：无人物流车成本节约测算                  | 16 |
| 表 6：重点公司盈利预测及估值汇总（截至 2025/7/4）   | 17 |
| 表 7：《提振消费专项行动方案》多项措施有望提升大众出行消费意愿 | 18 |
| 表 8：节假日国内旅游出行情况一览                | 19 |
| 表 9：相关因素变动带来的各航司归母净利润变动（单位：亿元）   | 23 |
| 表 10：航空行业重点公司估值表（2025/7/4）       | 23 |
| 表 11：进出口总额-分品类数据                 | 25 |
| 表 12：进出口总额-分国内地区数据               | 25 |
| 表 13：进出口总额-分境外地区数据               | 26 |
| 表 14：集装箱吞吐量-分国内地区数据              | 27 |

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 表 15: 中国原油进口量分来源地情况.....                   | 30 |
| 表 16: 青岛港历史分红数据以及 2025 年分红测算.....          | 32 |
| 表 17: 招商港口历史分红数据以及 2025 年分红测算.....         | 32 |
| 表 18: 唐山港历史分红数据以及 2025 年分红测算.....          | 32 |
| 表 19: 港口行业重点公司财务数据.....                    | 32 |
| 表 20: 港口行业重点公司估值表 (2025/7/4) .....         | 33 |
| 表 21: 油运主要航线等效期租租金 (TCE) .....             | 35 |
| 表 22: 航运行业重点公司财务数据.....                    | 38 |
| 表 23: 航运行业重点公司估值表 (2025/7/4) .....         | 38 |
| 表 24: 大宗供应链企业盈利预测及估值汇总 (截至 2025/7/4) ..... | 41 |
| 表 25: 大宗供应链企业历史估值分位 (2015 年初至今) .....      | 41 |
| 表 26: 建发股份历史分红数据以及 2025 年分红测算.....         | 42 |
| 表 27: 厦门象屿历史分红数据以及 2025 年分红测算.....         | 42 |
| 表 28: 厦门国贸历史分红数据以及 2025 年分红测算.....         | 42 |
| 表 29: 重点公司股息率汇总 (市值日期为 2025/7/4) .....     | 47 |

## 图 目 录

|                                                                  |    |
|------------------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 2025 年以来顺丰控股收入稳步增长.....                                     | 9  |
| 图 2: 2025 年以来顺丰控股月度业务量增速逐月提速.....                                | 9  |
| 图 3: 顺丰控股 2018-2024 年归母净利润 CAGR 约 14.32%.....                    | 10 |
| 图 4: 2021-2024 年顺丰控股利润率稳步提升.....                                 | 10 |
| 图 5: 多网融通推进持续降本增效.....                                           | 10 |
| 图 6: 时效业务稳健增长, 新业务持续盈利.....                                      | 11 |
| 图 7: 大件分部净利润 2022 年转盈.....                                       | 11 |
| 图 8: 同城即时配送分部净利润持续增厚.....                                        | 11 |
| 图 9: 公司自由现金流稳步增长.....                                            | 12 |
| 图 10: 公司资本开支高位回落稳步下降 (单位: 亿元) .....                              | 12 |
| 图 11: 顺丰控股 A 股近五年 PE(TTM)估值平均约 41 倍 (截至 2025 年 7 月 4 日) .....    | 12 |
| 图 12: 5 月快递业务量同比+17.2%.....                                      | 13 |
| 图 13: 1-5 月快递业务量累计同比+20.1%.....                                  | 13 |
| 图 14: 社零增速及网购零售额增速情况.....                                        | 14 |
| 图 15: 快递单包裹货值情况.....                                             | 14 |
| 图 16: 行业当月单票价格及其增速.....                                          | 14 |
| 图 17: 行业单票价格对比情况 (单位: 元) .....                                   | 14 |
| 图 18: 新石器无人车 X3 介绍.....                                          | 16 |
| 图 19: 新石器已获得 250 多个地市公开道路路权.....                                 | 16 |
| 图 20: 2025 年 1~5 月, 行业周转量累计同比+9.6%.....                          | 18 |
| 图 21: 2025 年 1~5 月, 行业客座率为 84.1%, 较 19 年+1.0pct .....            | 18 |
| 图 22: 2019 年后国内运输飞机数量增速明显放缓.....                                 | 20 |
| 图 23: 波音及空客的飞机交付数 2019 年起有明显下降.....                              | 20 |
| 图 24: 2024 年 6 月起, 月度客座率基本超过 2019 年同期.....                       | 20 |
| 图 25: 与 2019 年同期对比, 机队利用率差距已逐渐缩减.....                            | 20 |
| 图 26: 六大航司停飞 21 天的飞机占比呈增长趋势, 至 26 周停飞比例为 2.91%, 同比+1.17pct ..... | 21 |
| 图 27: 春节过后票价同比差距逐渐收窄.....                                        | 21 |
| 图 28: 周度平均票价同比跌幅波动缩减 (截至 6.29) .....                             | 21 |
| 图 29: 航司 25Q1 营业收入基本持稳.....                                      | 22 |

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 图 30: 25Q1 航司归母净利润大多同比有所下降                     | 22 |
| 图 31: 2025 年初至今 (7.2) 原油价格整体呈下降趋势              | 22 |
| 图 32: 2025 年初至今 (7.3) 汇率持稳                     | 22 |
| 图 33: 中国沿海港口主要货物吞吐量                            | 24 |
| 图 34: 中国进出口总额                                  | 24 |
| 图 35: 中国进口总额-分品类                               | 25 |
| 图 36: 中国出口总额-分品类                               | 25 |
| 图 37: 中国进口总额-分国内地区                             | 26 |
| 图 38: 中国出口总额-分国内地区                             | 26 |
| 图 39: 中国进口总额-分境外地区                             | 27 |
| 图 40: 中国出口总额-分境外地区                             | 27 |
| 图 41: 中国沿海主要港口集装箱吞吐量                           | 27 |
| 图 42: 中国铁矿石进口量                                 | 28 |
| 图 43: 中国铁矿石进口均价                                | 28 |
| 图 44: 澳大利亚、巴西铁矿石总发货量                           | 28 |
| 图 45: 全国粗钢产量                                   | 28 |
| 图 46: 主要进口铁矿石接卸港口企业铁矿石吞吐量                      | 29 |
| 图 47: 北方港口铁矿石到港量                               | 29 |
| 图 48: 江浙沪、福建合计火电发电量                            | 29 |
| 图 49: 山西、陕西、内蒙古合计原煤产量                          | 30 |
| 图 50: 北方主要煤炭下水港口企业煤炭吞吐量                        | 30 |
| 图 51: 中国原油进口量                                  | 31 |
| 图 52: 中国原油进口均价                                 | 31 |
| 图 53: 主要原油接卸港口企业原油吞吐量                          | 31 |
| 图 54: 全球油轮运力                                   | 34 |
| 图 55: 全球油轮在手订单运力占比                             | 34 |
| 图 56: 布伦特原油期货结算价                               | 35 |
| 图 57: OPEC 原油产量                                | 35 |
| 图 58: 波罗的海原油航运运费指数 BDTI                        | 35 |
| 图 59: 波罗的海成品油航运运费指数 BCTI                       | 35 |
| 图 60: BDTI-TD3C 航线 (波斯湾→远东) TCE                | 36 |
| 图 61: BDTI-TD25 航线 (美洲湾→欧洲) TCE                | 36 |
| 图 62: BDTI-TD22 航线 (美洲湾→中国) TCE                | 36 |
| 图 63: BCTI-TC7 航线 (新加坡→澳洲) TCE                 | 36 |
| 图 64: 全球集装箱船运力                                 | 37 |
| 图 65: 全球油轮在手订单运力占比                             | 37 |
| 图 66: 中国出口集装箱运价指数 CCFI                         | 37 |
| 图 67: 上海出口集装箱运价指数 SCFI                         | 37 |
| 图 68: 泛亚内贸集装箱运价指数 PDCI                         | 37 |
| 图 69: 头部 CR5 大宗供应链企业经营货量规模及市占率情况               | 39 |
| 图 70: 2024 年, 厦门象屿经营货量 2.24 亿吨, 同比-0.3%        | 40 |
| 图 71: 2024 年厦门国贸经营货量 1.47 亿吨, 同比-24.0%         | 40 |
| 图 72: 2024 年, 厦门象屿大宗商品单吨毛利为 28.1 元/吨, 同比+3.1%  | 40 |
| 图 73: 2024 年, 厦门国贸大宗商品单吨毛利为 41.2 元/吨, 同比+31.6% | 40 |
| 图 74: 企业减值损失有一定下降                              | 41 |
| 图 75: 头部大宗供应链企业 25Q1 归母净利润实现同比增长               | 41 |

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 76: 25H1 公路板块超额收益率约-4.5% (单位: %) | 43 |
| 图 77: 25H1 公路指数收盘价情况               | 43 |
| 图 78: 25H1 公路板块上市公司股价涨跌幅           | 43 |
| 图 79: 2025 年 1-4 月公路客运量同比-0.3%     | 44 |
| 图 80: 2025 年 1-4 月公路货运量同比+5.0%     | 44 |
| 图 81: 公路指数分季度营业收入及其增速              | 44 |
| 图 82: 公路指数分季度归母净利润及其增速             | 44 |
| 图 83: 收费公路收支缺口不断增大                 | 45 |
| 图 84: 收费公路养护经费不断扩张                 | 45 |
| 图 85: 25H1 铁路板块超额收益率约-6.2% (单位: %) | 45 |
| 图 86: 25H1 铁路指数收盘价情况               | 45 |
| 图 87: 2025 年 1-4 月铁路累计货运量同比+2.0%   | 46 |
| 图 88: 2025 年 1-5 月大秦线货运量同比-3.6%    | 46 |
| 图 89: 大秦铁路 25Q1 归母净利润同比下降 15.6%    | 46 |

## 前言：交运多板块风格各异，业绩及估值均有不同确定性

交运多板块风格各异，业绩及估值均有不同确定性，我们中期策略从各个板块的不同确定性中寻找投资机会。

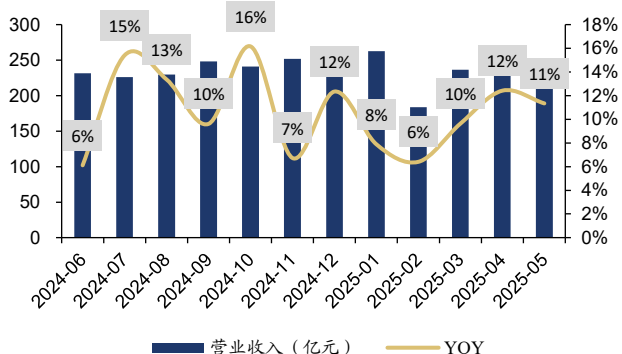
## 1 快递确定性有分化：直营快递看业绩，电商快递看估值

### 1.1 直营快递：顺丰控股件量持续超预期，看好全年业绩稳健增长

#### 1.1.1 顺丰控股件量增长提速，利润率稳步提升

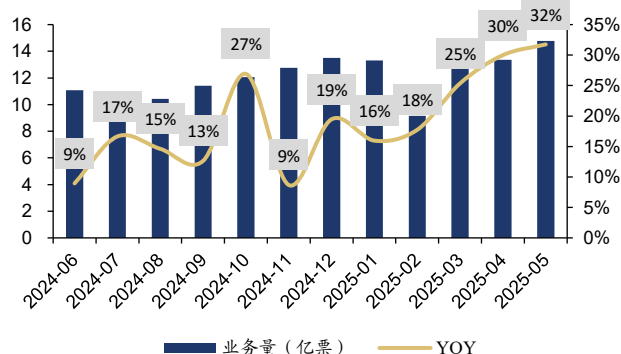
**2025 年以来公司业务量实现逐月增长提速，件量增长显著跑赢行业。**5 月公司速运物流业务实现业务量 14.77 亿票，同比+31.76%，超出行业增速 14.6pct，件量持续保持较高增长水平。我们分析，其一得益于公司不断渗透各行业客户，持续开拓新的业务场景；其二得益于公司在线路运营上的优化，通过大数据分析预测线路产能情况，针对装载率比较低的线路推出优惠的价格，从而利用空仓的资源，提高整体的产能利用率；其三得益于国补政策刺激高科技产品消费等支撑公司高端产品增速。

图1：2025 年以来顺丰控股收入稳步增长



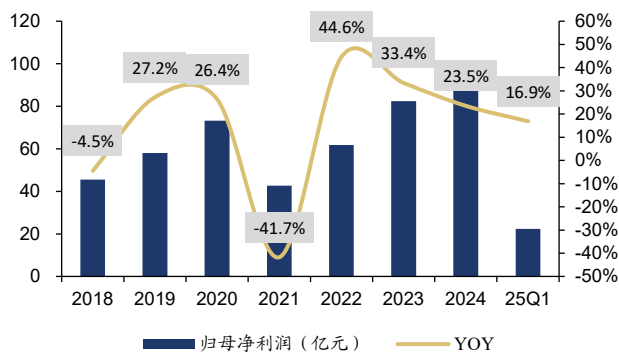
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图2：2025 年以来顺丰控股月度业务量增速逐月提速

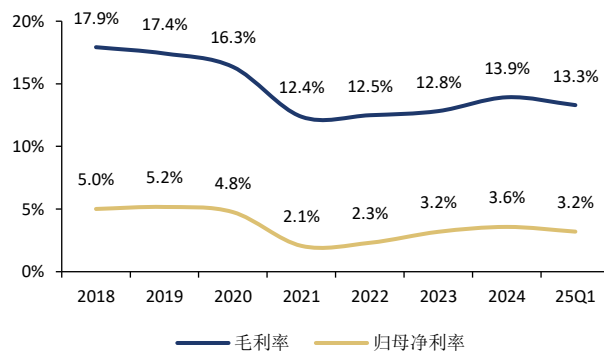


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**网络融通持续推进，利润率稳步提升。**2018 年至 2024 年公司营业收入 CAGR 约 21%，归母净利润 CAGR 约 14%，随着公司持续强化精益管理，网络融通深化推进，2021 至 2024 年降本幅度分别超过 6、8、11、13 亿元，多网融通降本成效显著，利润率稳步提升，25Q1 归母净利率约 3.20%，同比+0.27pct；扣非归母净利率约 2.83%，同比+0.29pct。

**图3：顺丰控股 2018-2024 年归母净利润 CAGR 约 14.32%**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图4：2021-2024 年顺丰控股利润率稳步提升**


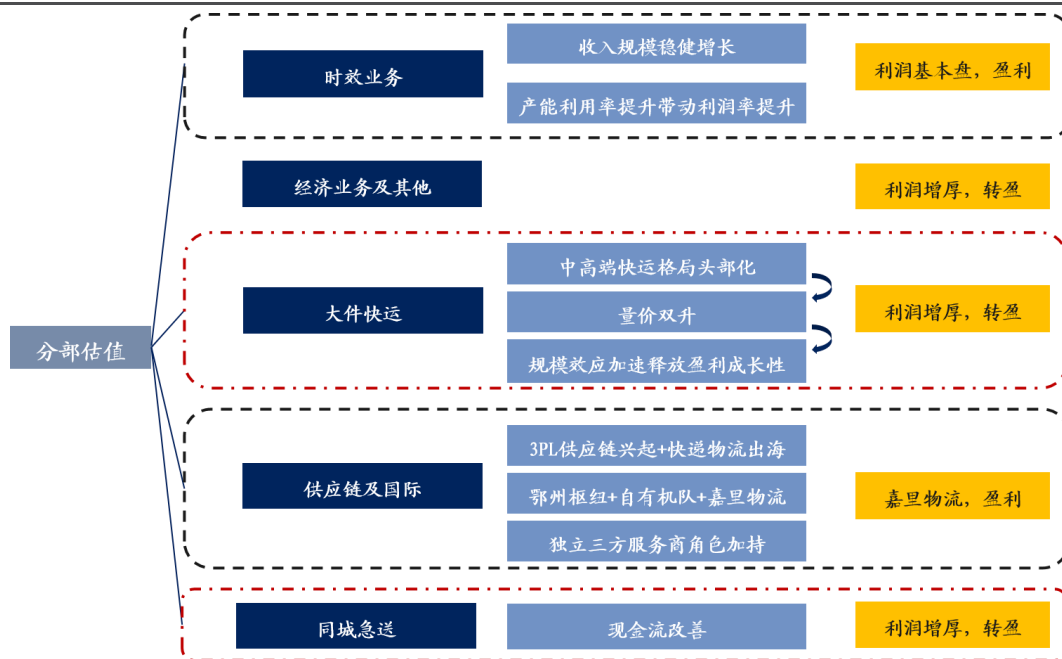
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图5：多网融通推进持续降本增效**

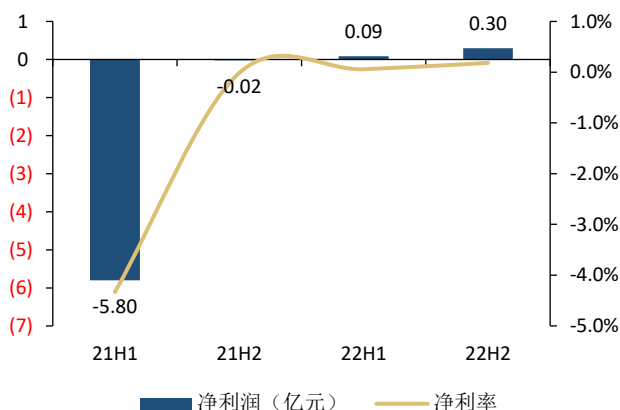

资料来源：顺丰控股公司官网，信达证券研发中心

### 1.1.2 “双拐点”后业务稳步发展，公司价值仍被低估

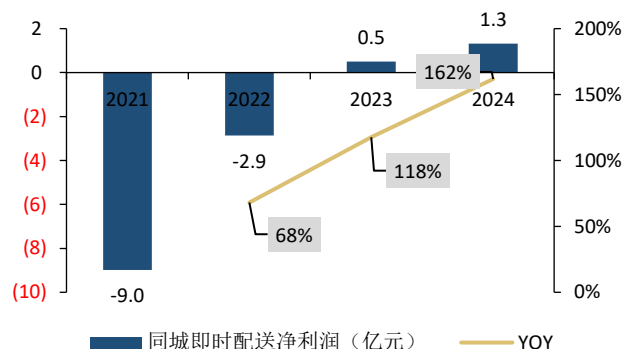
**经营拐点：时效业务稳健增长，新业务持续盈利。**时效业务为利润基本盘，直营制、航空网络及末端服务多维构建深厚壁垒，随鄂州轴辐式枢纽投产，时效件票单价及利润能力仍有提高空间。**新业务方面：**1)经济业务回归聚焦直营，21H2 起陆续清理特惠专配及 23 年 6 月剥离亏损丰网后，主打“电商标快”直营体系产品，产品结构梳理下有望加速经营改善；2)快运或加速利润释放，受益网络融通，格局好转及履约修复双轮驱动，未来盈利空间可期；3)同城即时配送分部方面，公司通过业务结构优化、精细化管理及科技驱动实现转盈，2024 年分部净利润扩大至 1.32 亿元，同比+161.80%。

**图6：时效业务稳健增长，新业务持续盈利**


资料来源：顺丰控股公司公告，信达证券研发中心

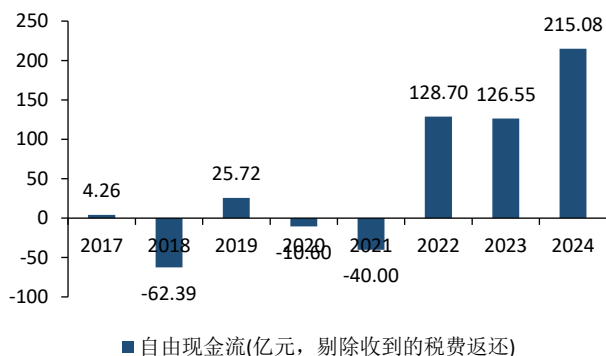
**图7：大件分部净利润 2022 年转盈**


资料来源：顺丰控股公司公告，信达证券研发中心

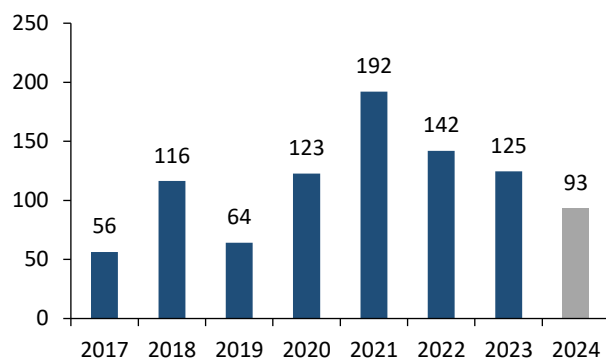
**图8：同城即时配送分部净利润持续增厚**


资料来源：顺丰控股公司公告，信达证券研发中心

**现金流持续改善：**剔除与经营无关的税费返还因素之后，公司自由现金流自 2021 年-40 亿元转正至 2022 年的 128.70 亿元和 2023 年的 126.55 亿元，2024 年公司自由现金流同比增长 69.96%至 215.08 亿元，我们认为一方面公司业务规模增长有望带来经营性现金流持续增长，另一方面公司资本开支或已达高峰、未来或逐步收窄，整体自由现金流有望延续增长。

**图9：公司自由现金流稳步增长**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图10：公司资本开支高位回落后稳步下降（单位：亿元）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**公司价值仍被低估。从利润角度**，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 119.11 亿元、142.57 亿元、168.45 亿元，同比分别增长 17.1%、19.7%、18.2%，对应 7 月 4 日市盈率分别 20.1 倍、16.8 倍、14.2 倍，公司近五年 PE（TTM）平均约 41 倍，仍处于较低水平；**从现金流角度**，可比公司总市值比 2024 年经营性现金流净额倍数平均约 8.23 倍，顺丰控股约 7.43 倍，较可比公司平均市现率低约 9.7%，随着公司现金流持续改善，公司价值有望稳步提升。

**图11：顺丰控股 A 股近五年 PE(TTM)估值平均约 41 倍（截至 2025 年 7 月 4 日）**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**表1：市现率分析（截至 2025 年 7 月 4 日）**

| 证券代码    | 公司名称    | 市值      | 2023 年经营性现金流净额 | 市值/FY23 经营性现金流净额 |
|---------|---------|---------|----------------|------------------|
| 2057.HK | 中通快递-SW | 1030 亿元 | 114.29 亿元      | 9.01             |
| FDX.N   | 联邦快递    | 578 亿美元 | 83.12 亿美元      | 6.95             |
| UPS.N   | 联合包裹服务  | 882 亿美元 | 101.22 亿美元     | 8.71             |

|           |      |          |           |      |
|-----------|------|----------|-----------|------|
| 平均值       |      |          |           | 8.23 |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 2,392 亿元 | 321.86 亿元 | 7.43 |

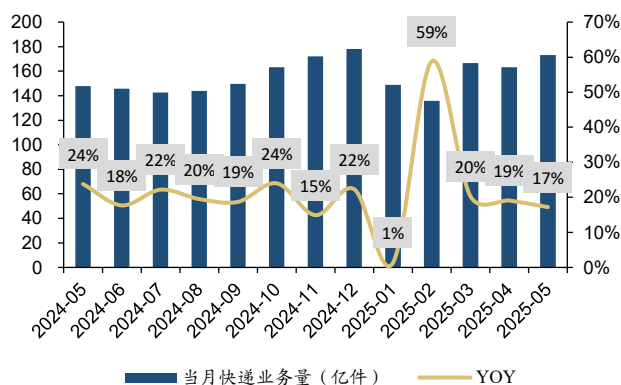
资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 1.2 电商快递：价格博弈加剧或带来业绩扰动，估值低位关注行业格局变化

### 1.2.1 件量端：行业及龙头件量延续相对高增长

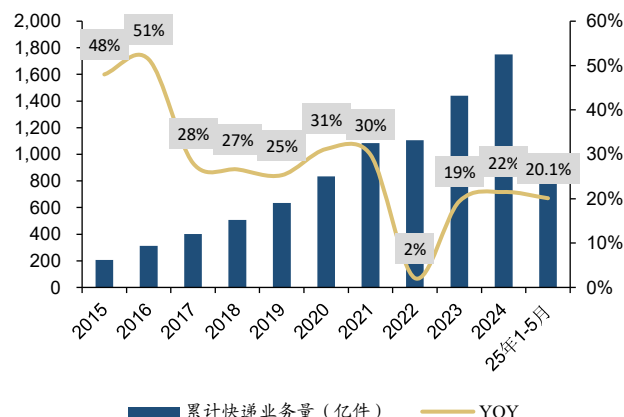
**2025 年以来快递行业业务量延续相对高增长，1-5 月行业累计实现业务量 787.7 亿件，同比增长 20.1%。**分公司来看，2025 年 1-5 月圆通、韵达、申通分别实现快递业务量 122.36 亿件、105.53 亿件、101.63 亿件，**累计增速来看，申通 23.01% > 圆通 22.34% > 韵达 18.56%。**

图12：5月快递业务量同比+17.2%



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图13：1-5月快递业务量累计同比+20.1%



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

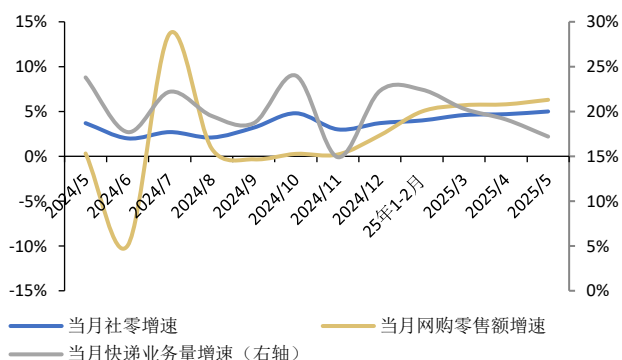
表2：上市公司经营数据一览（截至 2025-5）

| 业务量 (亿件) |       |        |        |        |        |
|----------|-------|--------|--------|--------|--------|
|          | 当月值   | 同比     | 环比     | 累计值    | 累计同比   |
| 顺丰       | 14.77 | 31.76% | 10.64% | 63.53  | 24.42% |
| 圆通       | 27.64 | 21.02% | 2.64%  | 122.36 | 22.34% |
| 韵达       | 23.03 | 12.78% | 5.93%  | 105.53 | 18.56% |
| 申通       | 22.64 | 16.35% | 8.22%  | 101.63 | 23.01% |
| 市场份额     |       |        |        |        |        |
|          | 当月值   | 同比     | 环比     | 累计值    | 累计同比   |
| 顺丰       | 8.5%  | 0.9%   | 0.3%   | 8.1%   | 0.3%   |
| 圆通       | 16.0% | 0.5%   | -0.5%  | 15.5%  | 0.3%   |
| 韵达       | 13.3% | -0.5%  | 0.0%   | 13.4%  | -0.2%  |
| 申通       | 13.1% | -0.1%  | 0.3%   | 12.9%  | 0.3%   |

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

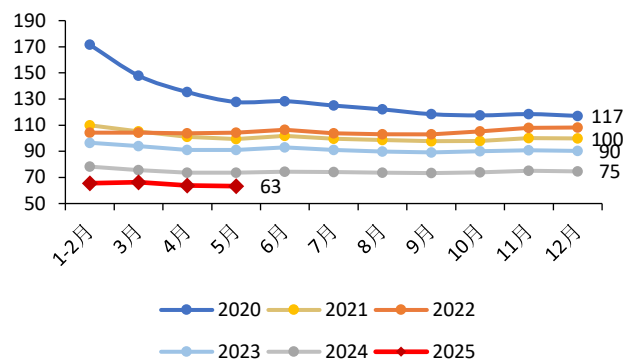
我们认为，快递业务量维持高增长，其一得益于直播电商等新兴线上消费模式的快速增长，其二得益于单包裹货值下行，其三得益于促消费等政策提振等。展望 2025 年下半年，相关利好因素仍在持续，快递行业相对上游电商或仍有超额成长性。

图14：社零增速及网购零售额增速情况



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图15：快递单包裹货值情况

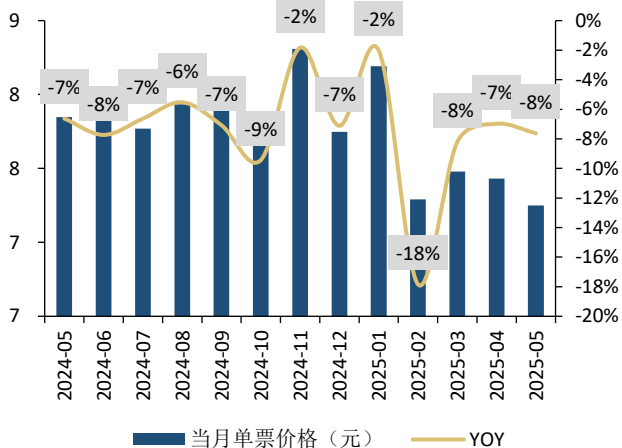


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

## 1.2.2 价格及盈利端：价格博弈程度加剧，或带来上市公司业绩波动

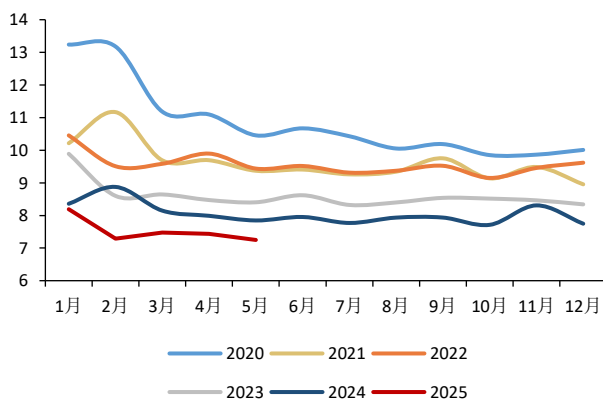
2025 年以来，行业价格博弈程度加剧，公司单票盈利承压。1-5 月行业累计单票价格 7.52 元，同比-8.2%。上市公司方面，受价格博弈程度加剧影响，单票盈利承压，25Q1 圆通/韵达/申通归母净利润分别同比-9.2%、-22.1%、+24.0%，综合单票归母净利润 0.126 元、0.053 元、0.041 元，分别下降 0.04 元、0.03 元、0.00 元。

图16：行业当月单票价格及其增速



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图17：行业单票价格对比情况（单位：元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**表3：2024 年及 25 年一季度快递公司业绩一览**

|        | 顺丰         | 圆通       | 韵达     | 申通      |
|--------|------------|----------|--------|---------|
| 2024 年 | 营业收入（亿元）   | 2,844.20 | 690.33 | 485.43  |
|        | YOY        | 10.07%   | 19.67% | 7.92%   |
|        | 归母净利润（亿元）  | 101.70   | 40.12  | 19.14   |
|        | YOY        | 23.51%   | 7.78%  | 17.77%  |
|        | 归母净利率      | 3.58%    | 5.81%  | 3.94%   |
|        | 单票归母净利润（元） |          | 0.15   | 0.08    |
| 25Q1   | 营业收入（亿元）   | 698.50   | 170.60 | 121.89  |
|        | YOY        | 6.90%    | 10.58% | 9.26%   |
|        | 归母净利润（亿元）  | 22.34    | 8.57   | 3.21    |
|        | YOY        | 16.87%   | -9.16% | -22.15% |
|        | 归母净利率      | 3.20%    | 5.02%  | 2.63%   |
|        | 单票归母净利润（元） |          | 0.126  | 0.053   |
|        | 同比（元）      |          | -0.04  | -0.03   |
|        |            |          |        | 0.00    |

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

### 1.3 行业新变革：无人物流车应用提速，关注快递物流企业末端降本进展

**2025 年快递物流公司无人车应用提速。**1) **上游端**：头部无人车企业如新石器、九识、白犀牛等加速融资，2025 年订单量及产量或大幅提升；2) **应用端**：2025 年新款无人车价格大幅下降，九识新品 E6 标品裸车价格 1.98 万元，菜鸟新款无人车 GT Lite 预售价 1.68 万元，应用无人车成本优势凸显，头部快递物流企业无人车引进提速；3) **政策端**：路权逐步开放，各城市积极推进无人配送车商业落地应用，根据各公司官网报道，新石器已获得 250 余地市公开道路路权，菜鸟无人车已被获准在全国 200 多城、500 多个区县上路。

**表4：头部无人车公司简介**

| 公司名称 | 公司简介                                                               | 产品介绍                                                                                                                                                        | 产量情况                                                        | 产品示意图                                                                                 |
|------|--------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 新石器  | 成立于 2018 年，创始人余恩源具有多年物流行业从业经验。2025 年完成 10 亿元人民币 C+轮融资。             | X3: 装载空间 3m³，单次可装载快递 400-500 票，载重达 500kg。<br>X6: 装载空间达 6m³，单次可装载快递 800-1000 票，载重达 1000kg。                                                                   | 截至 2025 年 5 月 21 日累计交付部署超 3000 台，2025 年在全国部署无人车的数量将达到 1 万台。 |  |
| 九识智能 | 成立于 2021 年，主要成员由世界顶级互联网、硬件科技巨头核心技术带头人构成，2025 年 B 轮融资完成，总金额近 3 亿美元。 | E6 对开门厢式款：货箱容积 6.5m³，载重 500kg。标品裸车价格 1.98 万元，FSD 价格 1800 元/月。<br>E6 Max 对开门厢式款：货箱容积 7.4m³，载重 460kg。标品裸车价格 2.28 万元，FSD 价格 2000 元/月。<br>2024 系列：Z2、Z5、Z8、Z10。 | 截至 2024 年底，在手订单超万台，累计交付超 3000 台；25Q1 新增订单量同比增长超 4 倍。        |  |
| 白犀牛  | 成立于 2019 年，创始团队与核心骨干研发人员，均来自国内外顶级自动驾驶企业。2025 年完成 2                 | R5 系列新车型：货箱容积 5.5m³，可装载超 500 件包裹。                                                                                                                           | 目标到 2026 年，实现公司无人配送车日活量达到 5000 台。                           |  |

亿元B轮融资。

|    |                                           |                                                                                      |                                     |
|----|-------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|
| 菜鸟 | 成立于2013年，孵化于阿里巴巴生态系统，是国内最早一批入局快递无人车领域的企业。 | 新款无人车 GT Lite：容量 7m³，载重 600Kg，满载续航 100 公里，专为快递网点设计。<br>价格：预售价 1.68 万，FSD 服务费 2 万元/年。 | 截至 2025 年 4 月底，菜鸟已经交付了数百台 GT 系列无人车。 |
|----|-------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|



资料来源：各公司官网及官方公众号，每日经济新闻，信达证券研发中心

图18：新石器无人车 X3 介绍



资料来源：新石器官网，信达证券研发中心

图19：新石器已获得 250 多个地市公开道路路权



资料来源：新石器官网，信达证券研发中心

以新石器 X6 相关数据进行测算，单日可运输 1000 票，FSD 服务费 7000 元/季度，当单车定价 5 万元时，单月含折旧及服务成本合计约 3722 元，若假设司机工资及传统车折旧单月成本 8000 元时，则应用无人车单月成本下降约 38%，若无人车定价 2 万元，单月成本下降约 52%。

表5：无人物流车成本节约测算

| 无人车定价<br>(万元) | 单月折旧成本<br>(元) | 含 FSD 后单月合计成本<br>(元) | 若单月运输 3W 票，<br>单票成本估算 (元) | 若司机工资及传统车折旧单<br>月 8000 元，成本节约估算 |
|---------------|---------------|----------------------|---------------------------|---------------------------------|
| 15            | 4,167         | 6,500                | 0.22                      | 8%                              |
| 10            | 2,778         | 5,111                | 0.17                      | -15%                            |
| 8             | 2,222         | 4,556                | 0.15                      | -24%                            |
| 5             | 1,389         | 3,722                | 0.12                      | -38%                            |
| 2             | 556           | 2,889                | 0.10                      | -52%                            |

资料来源：新石器官网，信达证券研发中心

## 1.4 投资建议：持续看好顺丰控股，关注电商快递格局变化机遇

单量方面，一方面直播电商等促进网购消费渗透率进一步提升，另一方面网购消费行为的下沉化和碎片化推动了单快递包裹实物商品网购额下行，叠加消费政策持续落地，我们认为快递业务量仍有较强的成长性。单票盈利方面，受行业价格博弈程度提升影响，电商快递单票盈利承压，建议关注 2025 年行业竞争格局变化。

**1) 直营制方面**，推荐顺丰控股，作为综合快递物流龙头，看好公司经营拐点及现金流拐点到来后迈入新发展阶段，短期看，随着公司网络融通推进，利润率稳步提升或带动业绩相对高增，中长期看，国际业务有望打开新成长曲线。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 16

2) 加盟制方面，估值或已调整到位，关注价格博弈背景下行业格局变化情况，格局重塑后建议关注中通快递、圆通速递、韵达股份及申通快递。

表6：重点公司盈利预测及估值汇总（截至 2025/7/4）

| 证券代码      | 公司简称   | 市值/<br>亿元 | 归母净利润/亿元 |        |        |        | PE    |      |       |       |       | PB(LF) |
|-----------|--------|-----------|----------|--------|--------|--------|-------|------|-------|-------|-------|--------|
|           |        |           | 2024A    | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 2024A | TTM  | 2025E | 2026E | 2027E |        |
| 002352.SZ | 顺丰控股   | 2,392     | 101.70   | 119.11 | 142.57 | 168.45 | 23.5  | 22.8 | 20.1  | 16.8  | 14.2  | 2.54   |
| 2057.HK   | 中通快递-W | 1,130     | 100.80   | 103.24 | 116.55 | 133.88 | 11.2  | 11.1 | 10.9  | 9.7   | 8.4   | 1.68   |
| 600233.SH | 圆通速递   | 438       | 40.12    | 41.02  | 47.43  | 53.88  | 10.9  | 11.2 | 10.7  | 9.2   | 8.1   | 1.40   |
| 002120.SZ | 韵达股份   | 196       | 19.14    | 20.17  | 23.12  | 26.71  | 10.2  | 10.7 | 9.7   | 8.5   | 7.3   | 0.98   |
| 002468.SZ | 申通快递   | 168       | 10.40    | 13.64  | 16.89  | 19.86  | 16.2  | 15.5 | 12.3  | 9.9   | 8.5   | 1.73   |

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：申通快递盈利预测取自 Wind 一致预期，其余公司均为信达交运团队预测，中通快递数据为调整后归母净利润，均为人民币计价

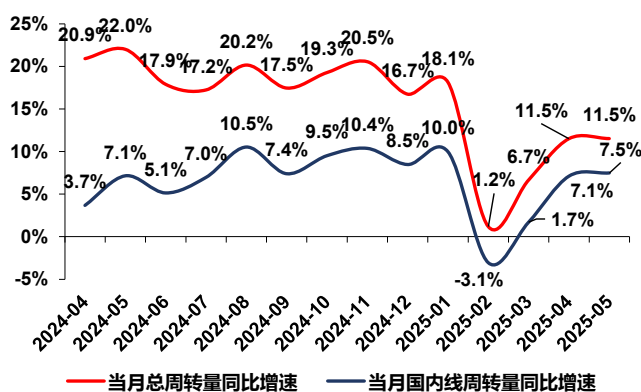
## 2 航空弹性确定性：供需确定性改善，旺季票价高弹性

航空板块供需改善确定性较强。需求端周转量稳增、客座率持续高位，大众因私出行意愿较强；供给端运力引进放缓、利用率及客座率提升空间有限及飞机停飞检修问题等，压缩运力供给空间。随着旺季出行到来，供需改善逐渐明朗，票价跌幅有望持续收窄，带动航司利润回升；同时油汇因素向好，有望进一步助推航司利润增厚。

### 2.1 需求端：节假日民航出行保持稳增，大众因私出行意愿较强

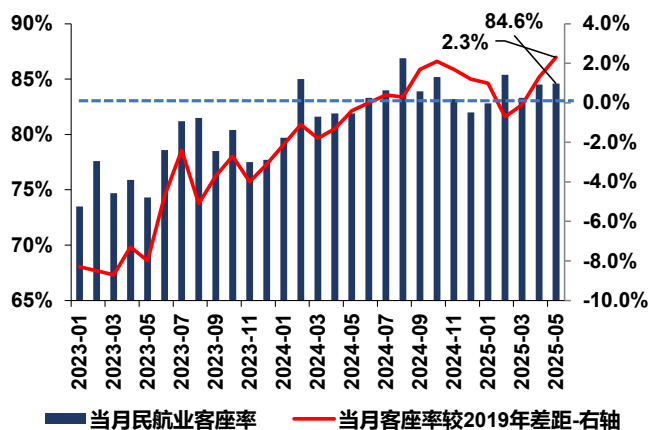
2025 年初至今，周转量保持稳增，行业客座率高位持续。2025 年 1-5 月，行业总周转量、国内线、国际线周转量同比分别+9.6%、+4.5%、31.1%，其中国际线周转量恢复至 2019 年同期的 101.9%，行业周转量同比稳增。客座率方面，1~5 月累计客座率达到 84.1%，同比+2.1pct，较 2019 年同期+1.0pct。年初至今月度客座率基本保持在 2019 年同期或超过 2019 年的水平，持续高位。

图20：2025 年 1~5 月，行业周转量累计同比+9.6%



资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

图21：2025 年 1~5 月，行业客座率为 84.1%，较 19 年+1.0pct



资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

政策催化促进大众旅游出行需求增加。3月中旬，国务院印发《提振消费专项行动方案》，在居民收入、消费保障、消费多元化等多方面均有提议；其中提到的“积极发展银发旅游”、“扩大文体旅游消费”、“推动冰雪消费”、“发展入境消费”、“鼓励带薪年假与小长假连休，实现弹性错峰休假”等政策，有望增加大众休闲旅游需求，出行频次和时长增加；此外，促进工资性收入合理增长也会带来大众消费意愿的提升，此类政策均有望促进航空出行需求的增加。

表7：《提振消费专项行动方案》多项措施有望提升大众出行消费意愿

| 类别   | 《提振消费专项行动方案》具体内容摘要                                                                                                                                                                                                         |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 居民增收 | 促进工资性收入合理增长。实施重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业就业支持计划。（第一条）                                                                                                                                                                             |
| 休假   | 保障休息休假权益。严格落实带薪年假制度，鼓励带薪年假与小长假连休以实现弹性错峰休假，并鼓励有条件的地方探索设置中小学春秋假。（第二十一条）                                                                                                                                                      |
| 旅游   | 1.积极发展抗衰老、银发旅游等产业，释放银发消费市场潜力。（第九条）<br>2.扩大文体旅游消费。深化线上线下、商旅文体健多业态消费融合，创新多元化消费场景。支持旅游景区景点、文博单位拓展服务项目，合理延长经营时间，扩大接待规模。支持各地增加优质运动项目和特色体育赛事供给。优化营业性演出、体育赛事和各类大型群众性活动审批流程，安全可控提高可售（发）票数量，严格落实巡演项目首演地内容审核负责制，推行“一次审批、全国巡演”。（第十一条） |

3.推动冰雪消费。启动实施冰雪旅游提升计划,组织开展冰雪消费季等促消费活动,建设一批冰雪主题高品质旅游景区、度假区,支持冰雪资源富集地区建设全球知名冰雪旅游高质量目的地。鼓励各地因地制宜丰富冰雪场地和消费产品供给。(第十二条)

4.有序发展低空旅游、航空运动和消费级无人机等低空消费。(第十九条)

5.中央预算内投资支持文旅体育等领域项目建设,支持符合条件的消费和文旅项目发行基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)。(第二十七条)

## 入境

发展入境消费。有序扩大单方面免签国家范围并优化区域性入境免签政策,推出优质入境旅游线路以提高境外旅客在华便利化水平,深化国际消费中心城市培育建设,支持在具备条件的城市口岸开设免税店。支持更多优质商户成为离境退税商店,推广购物离境退税“即买即退”服务措施。(第十三条)

资料来源:中国政府网,新华社,信达证券研发中心

**节假日民航出行增速快于整体增速,旅游出行人次仍有增长。**2025年上半年节假日出行情况看,春运40天、清明假期、五一假期、端午假期民航日均客流量同比增速分别为+7.4%、+10.6%、+11.8%、+1.2%,除端午假期外,其余节假日民航出行增速均快于整体出行增速,假期民航出行意愿仍然较强。根据文旅部公布的节假日数据,2025年春节至端午假期,国内旅游人次及收入同比增速均在5%以上。节假日民航旅客量增速、国内旅游人次均保持不错增长,大众因私出行、民航出行的需求仍然较强。

表8:节假日国内旅游出行情况一览

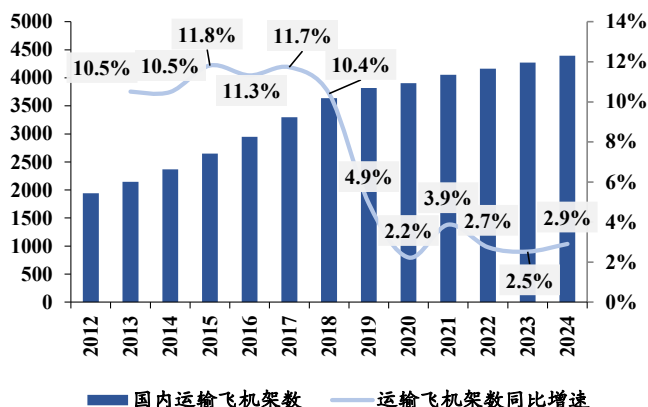
| 年份        | 节日假期            | 国内旅游<br>出游人次<br>/亿人次 | 同比     | 较2019<br>年同期恢<br>复率 | 国内旅<br>游收入/<br>亿元 | 同比     | 较2019<br>年同期恢<br>复率 | 人均旅游<br>消费/元 | 同比    | 较2019<br>年同期恢<br>复率 |
|-----------|-----------------|----------------------|--------|---------------------|-------------------|--------|---------------------|--------------|-------|---------------------|
| 2025<br>年 | 端午假期(3天)        | 1.19                 | 5.7%   | 126.6%              | 427               | 5.9%   | 108.7%              | 359.2        | 0.2%  | 85.8%               |
|           | 五一假期(5天)        | 3.14                 | 6.3%   | 136.5%              | 1803              | 8.0%   | 122.6%              | 574.1        | 1.5%  | 89.8%               |
|           | 清明假期(3天)        | 1.26                 | 6.3%   | 118.1%              | 575               | 6.7%   | 120.2%              | 456.7        | 0.7%  | 101.8%              |
|           | 春节假期(8天)        | 5.01                 | 5.9%   | 125.8%              | 6770              | 7.0%   | 115.2%              | 1351.3       | 1.2%  | 91.6%               |
| 2024<br>年 | 国庆假期(7天)        | 7.65                 | 5.9%   | 110.2%              | 7008.17           | 6.3%   | 107.9%              | 916.1        | 0.4%  | 97.9%               |
|           | 中秋假期(3天)        | 1.07                 | -      | 106.3%              | 510.47            | -      | 108.0%              | 477.1        | -     | 101.6%              |
|           | 端午假期(3天)        | 1.10                 | 6.3%   | 117.1%              | 403.5             | 8.1%   | 102.6%              | 366.8        | 4.2%  | 87.7%               |
|           | 五一假期(5天)        | 2.95                 | 7.6%   | 128.2%              | 1668.9            | 12.7%  | 113.5%              | 565.7        | 4.7%  | 88.5%               |
|           | 清明假期(3天)        | 1.19                 | -      | 111.5%              | 540               | -      | 112.7%              | 453.4        | 65.3% | 101.1%              |
|           | 春节假期(8天)        | 4.74                 | 34.3%  | 119.0%              | 6327              | 47.3%  | 107.7%              | 1334.8       | 9.4%  | 90.5%               |
|           | 元旦假期(3天)        | 1.35                 | 155.3% | 109.4%              | 797               | 200.7% | 105.6%              | 590.6        | 17.4% | 96.5%               |
|           | 中秋&国庆假期<br>(8天) | 8.26                 | 71.3%  | 104.1%              | 7534              | 129.5% | 101.5%              | 912.1        | -     | 97.5%               |
| 2023<br>年 | 端午假期(3天)        | 1.06                 | 32.3%  | 112.8%              | 373               | 44.5%  | 94.9%               | 352.0        | -     | 84.1%               |
|           | 五一假期(5天)        | 2.74                 | 70.8%  | 119.1%              | 1481              | 128.9% | 100.7%              | 540.4        | -     | 84.5%               |
|           | 清明假期(1天)        | 0.24                 | 22.7%  | -                   | 65                | 29.1%  | -                   | 274.3        | -     | -                   |
|           | 春节假期(7天)        | 3.08                 | 23.1%  | 88.6%               | 3758              | 30.0%  | 73.1%               | 1220.3       | -     | 82.5%               |
|           | 元旦假期(3天)        | 0.53                 | 0.4%   | 42.8%               | 265               | 4.0%   | 35.1%               | 503.0        | -     | 82.0%               |

资料来源:文旅部,文旅之声,中国政府网,新华社,信达证券研发中心

## 2.2 供给端：运力提升空间有限，供给收缩确定性较强

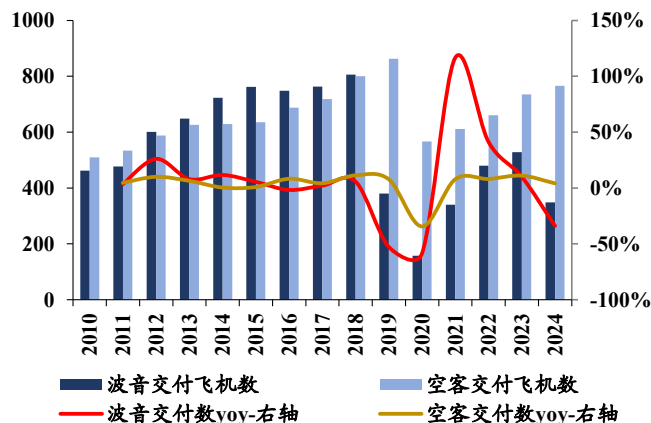
供给收缩确定性较强，旺季运力提升空间有限。供给端三方面看，一是机队引进速度放慢。受制于供应链问题，行业新飞机引进交付迟缓，同时飞机租赁市场价格也随之走高，航空公司运力补充有限。2019年起国内运输飞机数量增速明显放缓，增速从此前10%以上降至5%以下，并逐渐放缓至3%以下水平。全球两大主要制造商波音和空客的飞机交付数也有明显下降，2024年分别交付飞机348、766架，同比分别-34.1%、+4.2%，较2019年分别-8.4%、-11.2%。

图22：2019年后国内运输飞机数量增速明显放缓



资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

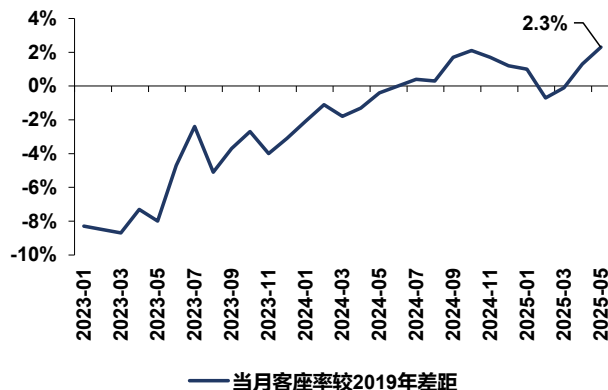
图23：波音及空客的飞机交付数2019年起有明显下降



资料来源：波音、空客官网，信达证券研发中心

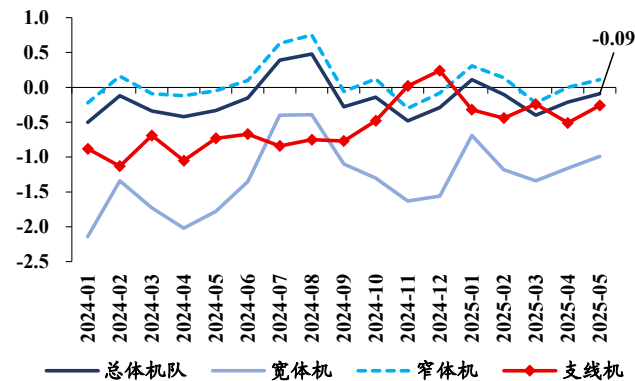
二是客座率及利用率已处于高位。对比疫情前水平，航司现阶段客座率基本已恢复甚至超过2019年水平，5月行业客座率超出2019年同期2.3pct。利用率方面主要是宽体机恢复略慢，窄体机利用率基本恢复至疫情前。基于当前情况，旺季航司通过拉高利用率及进一步提高客座率，以增加可用运力，运力提升程度预计有限。

图24：2024年6月起，月度客座率基本超过2019年同期



资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

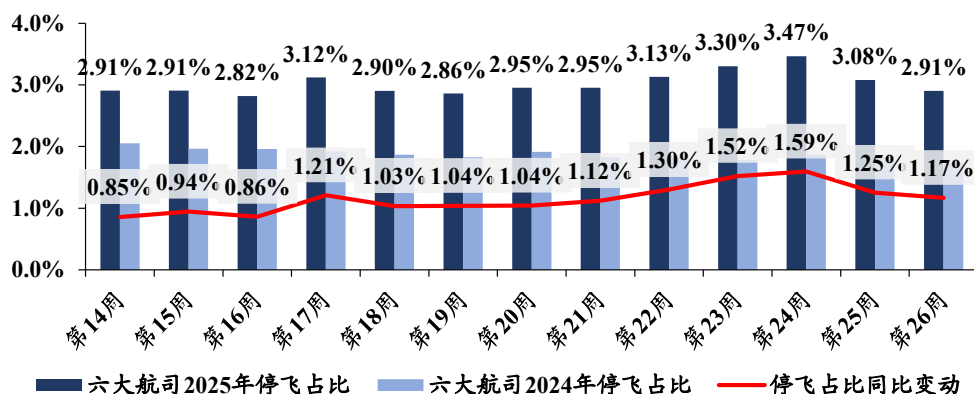
图25：与2019年同期对比，机队利用率差距已逐渐缩减



资料来源：航班管家，信达证券研发中心

三是被迫停飞检修问题带来的利用率提升困难，或进一步加剧运力紧张。对比2024年情况，PW1100机型飞机停飞数有明显增长。年初至今（6.29），PW1100机型飞机21日停飞平均数达到112架，同比平均增加43架，停飞数增长明显。leap发动机机型飞机21日停飞飞机平均数量增幅为16架。参考六大航司停飞21天的飞机比例，至第26周，停飞比例为2.91%，同比增加1.17pct。

图26：六大航司停飞 21 天的飞机占比呈增长趋势，至 26 周停飞比例为 2.91%，同比+1.17pct



资料来源：航班管家，信达证券研发中心

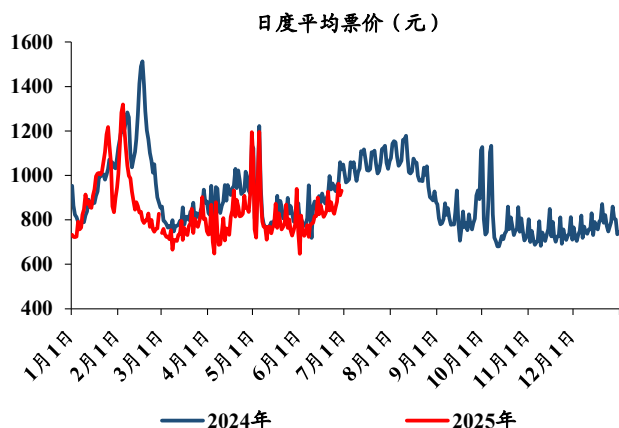
注：此处停场数据统计的是国航、南航、东航、春秋、吉祥、海航六家航司停飞 21 天的 PW1100 和 Leap 机型飞机的合计停飞情况

### 2.3 票价端：同比跌幅波动收窄，旺季有望回升

**2025 年供给收紧、因私出行需求较强，票价同比差距波动收窄，旺季有望进一步回升。**根据 CADAS 的票价数据，25Q1 行业票价同比下降 10.6%，3 月、4 月、5 月平均票价同比跌幅分别为-6.8%、-12.2%和-4.1%，我们测算的扣油票价同比分别为-4.0%、-8.4%和+0.7%。五月票价同比跌幅明显好于前两月。五一期间裸票价同比微增 0.2%，小长假因私出行需求较强。

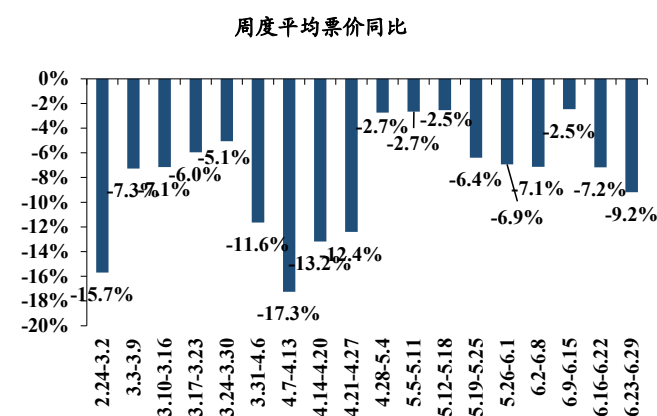
过去四周（6.2-6.8、6.9-6.15、6.16-6.22、6.23-6.29）周度平均票价同比分别-7.1%、-2.5%、-7.2%、-9.2%，测算的裸票价同比跌幅分别为-3.0%、+1.7%、-3.5%、-5.9%，裸票价同比跌幅有收窄且出现转正。行业供给收缩趋势明显，因私出行需求仍有不错增长，我们预计旺季票价有望实现回升。

图27：春节过后票价同比差距逐渐收窄



资料来源：CADAS，信达证券研发中心

图28：周度平均票价同比跌幅波动缩减（截至 6.29）



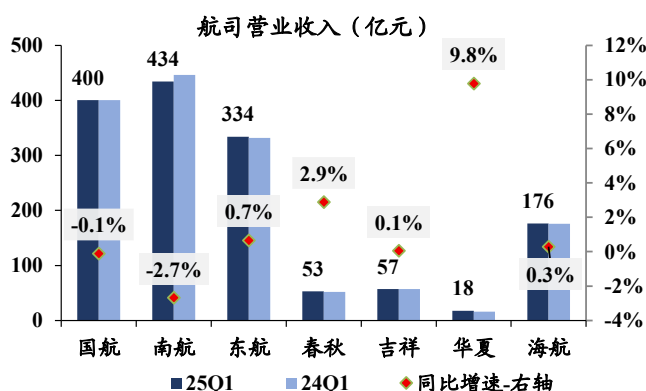
资料来源：CADAS，信达证券研发中心

## 2.4 业绩端：供需改善拉动票价回升，叠加油价中枢下行带来业绩高弹性

2024 年行业供给相对充裕、票价表现偏弱，三大航大幅减亏，仍为净亏损。25Q1 行业票价同比下降拖累航司盈利。25Q1 国航/南航/东航/春秋/吉祥/华夏/海航实现营收分别 400/434/334/53/57/18/176 亿元，同比分别 -0.1%/-2.7%/+0.7%/+2.9%/+0.1%/+9.8%/+0.3%；对应实现归母净利润分别为 -20.4/-7.5/-10.0/6.8/3.5/0.8/2.7 亿元，除华夏航空外，其余航司利润均有不同程度下降。

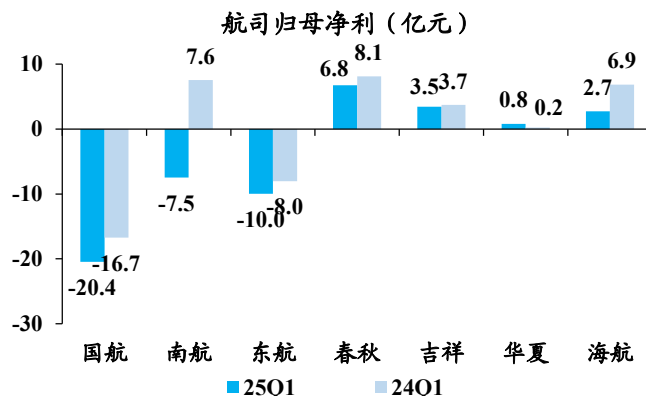
随行业供需逐渐改善，行业票价跌幅有望逐渐收窄。25Q1 行业票价同比下降 10.6%，4 月票价跌幅扩大至 12.2%，5 月票价跌幅大幅收窄至 -4.1%。行业供给收缩背景下，票价预计会随需求增长逐渐回升，我们预计暑运出行旺季票价有望企稳向好，带动航司业绩实现高增。

图29：航司 25Q1 营业收入基本持稳



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图30：25Q1 航司归母净利润大多同比有所下降

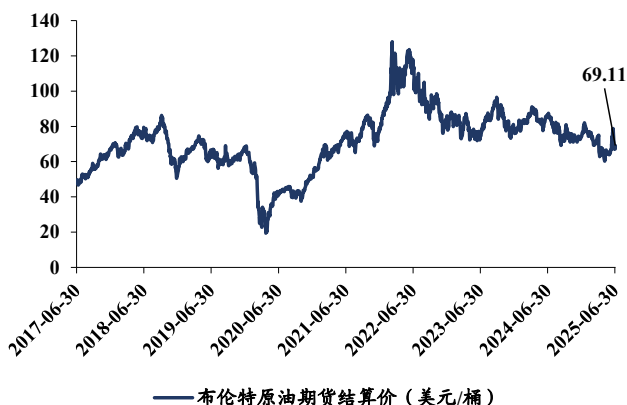


资料来源：iFind，信达证券研发中心

同时，油汇因素向好。1) 油价中枢下行缓解航司成本压力。25Q1、Q2 航油均价同比分别 -10%、-17%，延续 2024 年下半年同比下降趋势。近期受地缘政治影响，原油价格波动较大，但已回归下降趋势。年初至今 (7.2) 布伦特原油期货结算价同比已下降 15.2%，全年油价中枢下行可能性较高，预计能有效缓解航司燃油成本压力。

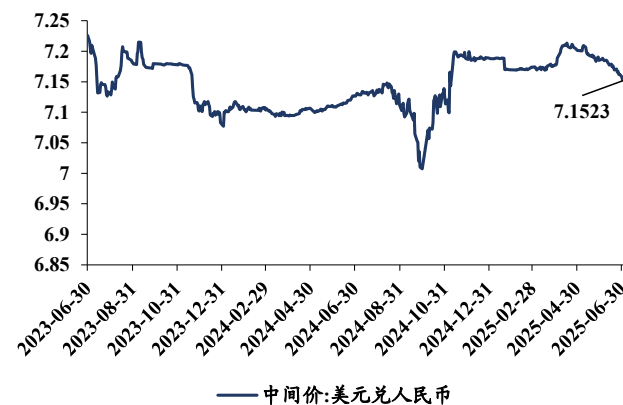
2) 汇率持稳改善汇兑表现。2025 年初至今汇率维稳。2024 年末，中间价美元兑人民币汇率为 7.1884 元。至 2025 年 7 月 3 日，中间价美元兑人民币汇率为 7.152 元，较 2024 年末 -0.50%，汇率持稳，航司汇兑损益预计较小。

图31：2025 年初至今 (7.2) 原油价格整体呈下降趋势



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图32：2025 年初至今 (7.3) 汇率持稳



资料来源：iFind，信达证券研发中心

运力供给偏紧预期下，若经济复苏需求好转，有望拉动票价回升，增厚航司利润。若经济复苏持续，需求好转带动出行增长，支撑票价向上，有望带动航司业绩明显提升。此外，油价下行预期下，成本改善有望贡献航司利润新增量。

因此，我们对票价、客座率、油价等因素进行航司利润敏感性测算。截至 2024 年末，国航、南航、东航、春秋、吉祥分别运营客机 926、899、804、129、127 架。

**因素 1：票价。**基于对航司 2024 年运营情况预测及行业供需、油汇表现，假设在 2024 年基础上，票价上涨 1%，国航、南航、东航、春秋、吉祥利润分别增加 11.4、11.0、9.4、1.5、1.6 亿元，国航利润增加幅度最大。

**因素 2：油价。**以 2024 年全年航油均价为基础，假设油价下降 1%，国航、南航、东航、春秋、吉祥利润分别增加 4.0、4.1、3.4、0.5、0.5 亿元。

**因素 3：汇率。**参考各航司 2024 年年报披露情况，假设人民币兑美元升值 1%，国航、南航、东航、春秋、吉祥利润分别增加 1.8、2.9、2.4、0、0.4 亿元。

表9：相关因素变动带来的各航司归母净利润变动（单位：亿元）

| 指标       | 中国国航 | 南方航空 | 中国东航 | 春秋航空 | 吉祥航空 |
|----------|------|------|------|------|------|
| 票价+1%    | 11.4 | 11.0 | 9.4  | 1.5  | 1.6  |
| 油价-1%    | 4.0  | 4.1  | 3.4  | 0.5  | 0.5  |
| 人民币升值+1% | 1.8  | 2.9  | 2.4  | 0.0  | 0.4  |

资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心测算

2025 年初至今，行业客座率高位持续。航司运力同比稳增，国内线客座率持续高位，国际线运力投放加大，油价持续向好，汇率持稳。行业票价 4 月初跌幅扩大，此后同比跌幅波动收窄。五一假期出行需求旺盛，票价跌幅同比明显收窄，近期票价跌幅收窄至个位数。当前行业客座率持续高位，利用率回升空间有限，4 月至 6 月票价同比跌幅波动收窄，行业供需关系或正经历逐渐改善，有望带动票价持续修复。

**看好旺季的供需改善：**供给端从机队×利用小时数×客座率带来的供给看，1）供应链问题或延缓航司飞机引进增速；2）受发动机维修影响利用率短期提升有限；3）国内线客座率维持高位水平，整体旺季运载能力或提升空间有限。需求端从春节、清明及五一小长假看，旺季需求持续增长，供需或将改善，票价低位有望回升。看好航空出行的持续复苏，建议重点关注中国国航、南方航空、春秋航空、吉祥航空、中国东航等。

表10：航空行业重点公司估值表（2025/7/4）

| 证券代码   | 公司简称 | 市值/<br>亿元 | 归母净利润/亿元 |       |       |       | PE    |      |       |       | PB(LF) |       |
|--------|------|-----------|----------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|--------|-------|
|        |      |           | 2024A    | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | TTM  | 2025E | 2026E |        | 2027E |
| 601111 | 中国国航 | 1,324     | -2.4     | 53.9  | 78.9  | 101.0 | -     | -    | 24.6  | 16.8  | 13.1   | 3.1   |
| 600029 | 南方航空 | 1,040     | -17.0    | 42.2  | 64.6  | 80.2  | -     | -    | 24.6  | 16.1  | 13.0   | 3.1   |
| 600115 | 中国东航 | 849       | -42.3    | 28.4  | 52.8  | 79.5  | -     | -    | 29.9  | 16.1  | 10.7   | 6.1   |
| 601021 | 春秋航空 | 543       | 22.7     | 27.1  | 30.3  | 33.3  | 23.9  | 25.4 | 20.0  | 17.9  | 16.3   | 3.1   |
| 603885 | 吉祥航空 | 282       | 9.1      | 12.8  | 17.3  | 20.5  | 30.8  | 31.8 | 21.9  | 16.3  | 13.7   | 3.3   |

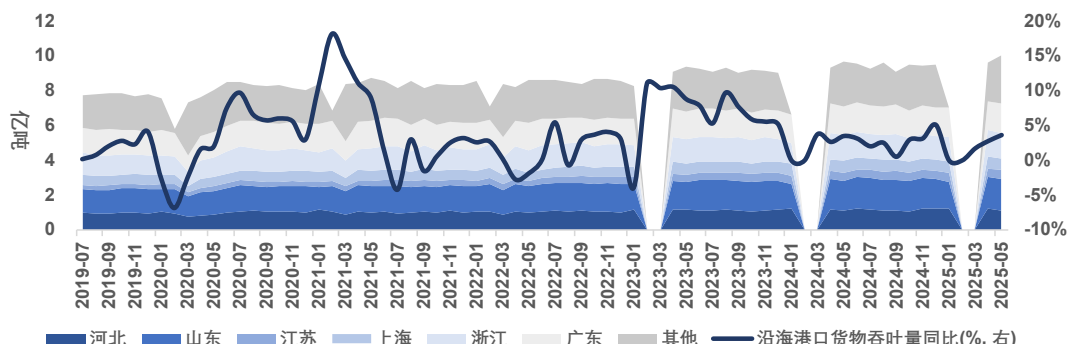
资料来源：iFind，信达证券研发中心

备注：中国国航、南方航空、春秋航空、吉祥航空 25-27 年归母净利润为信达交运团队预测，其余均为 iFind 一致预期

### 3 港口业绩确定性：集装箱吞吐量仍有增长，整体业绩稳健

全国沿海港口货物吞吐量整体平稳，各货种表现有所差异。2025 年 5 月，全国沿海主要港口货物吞吐量实现 10.07 亿吨，同比增长 3.65%；2025 年 1~5 月，全国沿海主要港口货物吞吐量实现 47.1 亿吨，同比增长 2.3%。

图33：中国沿海港口主要货物吞吐量

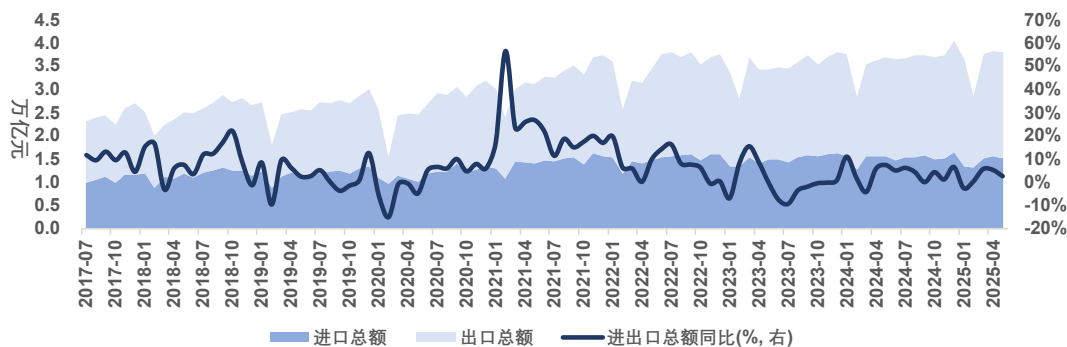


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

#### 3.1 集装箱：关税风险影响有限，集装箱吞吐量仍有韧性

**进出口总额：**进口总额逐步企稳，出口总额维持高增。2025 年 1~5 月，全国累计完成进出口总额 17.94 万亿元，同比增长 2.5%，其中进口总额实现 7.28 万亿元，同比下滑 3.8%，出口总额实现 10.67 亿元，同比增长 7.2%。

图34：中国进出口总额



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

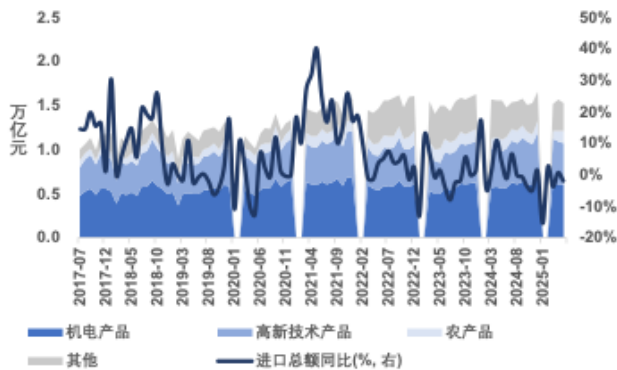
- **分品类看：**机电产品、高新技术产品进出口总额持续贡献核心增量。2025 年 1~5 月，全国机电产品累计进口总额、出口总额分别实现 2.83 亿元、6.40 亿元，同比增速分别为 6.00%、9.30%，占全国进口总额、出口总额比重分别为 38.90%、60.02%；全国高新技术产品累计进口总额、出口总额分别实现 2.25 亿元、2.58 亿元，同比增速分别为 11.00%、7.40%，占全国进口总额、出口总额比重分别为 30.86%、24.15%。

表11：进出口总额-分品类数据

| 项目<br>单位：亿元人民币 | 2025 年 5 月 |        |        | 2025 年 1~5 月 |         |        |
|----------------|------------|--------|--------|--------------|---------|--------|
|                | 当月值        | 当月同比   | 当月占比   | 累计值          | 累计同比    | 累计占比   |
| 进口总额           | 1.53       | -1.76% |        | 7.28         | -3.80%  |        |
| 机电产品           | 0.60       | 7.02%  | 38.99% | 2.83         | 6.00%   | 38.90% |
| 高新技术产品         | 0.47       | 12.79% | 30.93% | 2.25         | 11.00%  | 30.86% |
| 农产品            | 0.14       | 2.10%  | 9.35%  | 0.57         | -11.50% | 7.90%  |
| 出口金额           | 2.28       | 6.04%  |        | 10.67        | 7.20%   |        |
| 机电产品           | 1.36       | 8.70%  | 59.85% | 6.40         | 9.30%   | 60.02% |
| 高新技术产品         | 0.54       | 6.43%  | 23.52% | 2.58         | 7.40%   | 24.15% |
| 农产品            | 0.06       | -0.47% | 2.66%  | 0.30         | 4.70%   | 2.78%  |

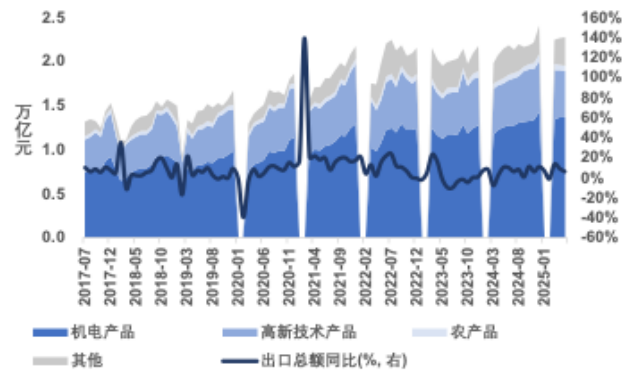
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图35：中国进口总额-分品类



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图36：中国出口总额-分品类



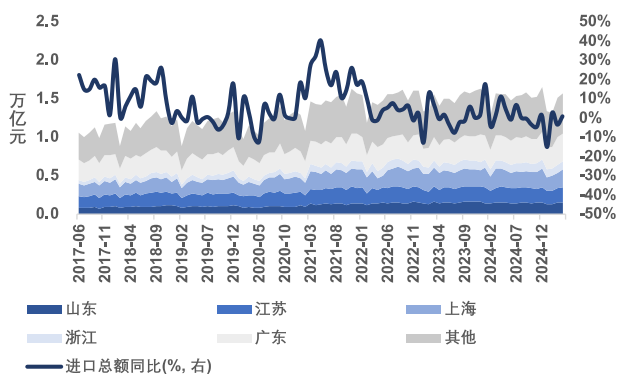
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

- 分国内地区看：浙江、山东出口金额维持高增。2025 年 1~5 月，浙江累计出口总额实现 1.64 亿元，同比增长 11.70%，占全国出口总额 15.37%；山东累计出口总额实现 0.94 亿元，同比增长 6.00%，占全国出口总额 8.77%。

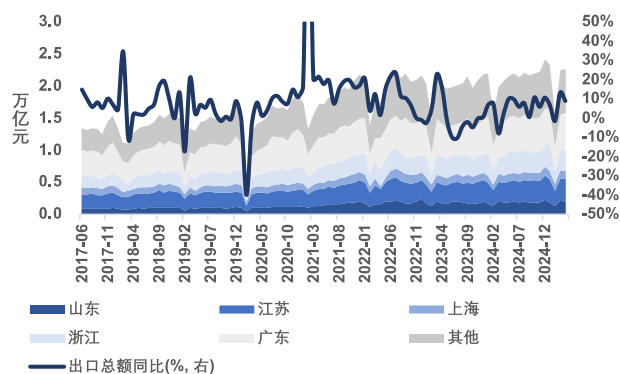
表12：进出口总额-分国内地区数据

| 项目<br>单位：亿元人民币 | 2025 年 5 月 |        |        | 2025 年 1~5 月 |         |        |
|----------------|------------|--------|--------|--------------|---------|--------|
|                | 当月值        | 当月同比   | 当月占比   | 累计值          | 累计同比    | 累计占比   |
| 进口总额           | 1.53       | -1.76% |        | 7.28         | -3.80%  |        |
| 山东             | 0.15       | -3.96% | 9.54%  | 0.72         | -4.30%  | 9.94%  |
| 上海             | 0.23       | 2.08%  | 14.75% | 1.02         | -11.20% | 14.08% |
| 浙江             | 0.10       | -4.97% | 6.67%  | 0.51         | -0.60%  | 6.96%  |
| 深圳             | 0.15       | 5.23%  | 9.95%  | 0.72         | 2.90%   | 9.88%  |
| 出口金额           | 2.28       | 6.04%  |        | 10.67        | 7.20%   |        |
| 山东             | 0.20       | 9.12%  | 8.78%  | 0.94         | 6.00%   | 8.77%  |
| 上海             | 0.12       | -0.05% | 5.27%  | 0.61         | 9.60%   | 5.72%  |
| 浙江             | 0.37       | 9.79%  | 16.32% | 1.64         | 11.70%  | 15.37% |
| 深圳             | 0.23       | -6.79% | 9.89%  | 1.05         | -2.50%  | 9.85%  |

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图37：中国进口总额-分国内地区**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图38：中国出口总额-分国内地区**


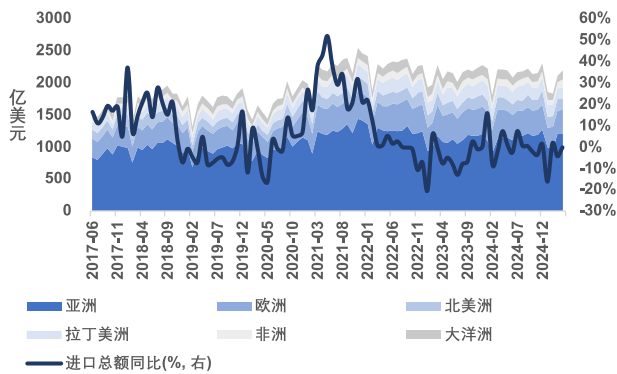
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

- **分境外地区看进出口总额：对东盟出口增速突出。**2025年1~5月，全国对东盟的出口金额2645.88亿美元，同比增长12.20%，占全国出口金额比重为17.82%。

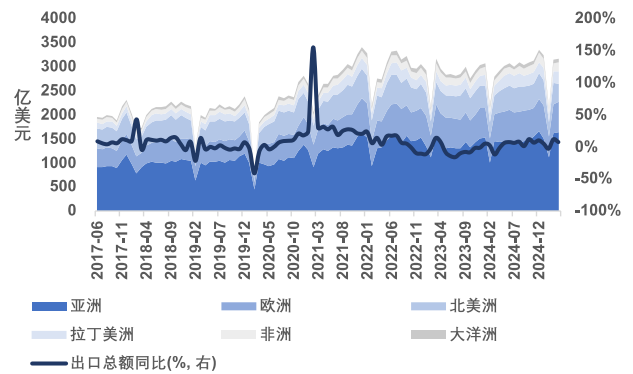
**表13：进出口总额-分境外地区数据**

| 项目<br>单位：亿美元 | 2025年5月 |         |        | 2025年1~5月 |         |        |
|--------------|---------|---------|--------|-----------|---------|--------|
|              | 当月值     | 当月同比    | 当月占比   | 累计值       | 累计同比    | 累计占比   |
| <b>进口总额</b>  | 2128.81 | -3.12%  |        | 10129.61  | -4.90%  |        |
| 亚洲           | 1123.65 | -1.67%  | 52.78% | 5487.64   | 1.80%   | 54.17% |
| 东盟           | 312.44  | -5.27%  | 14.68% | 1558.87   | 1.20%   | 15.39% |
| 中国台湾         | 192.75  | 8.77%   | 9.05%  | 915.56    | 14.70%  | 9.04%  |
| 韩国           | 145.50  | -4.49%  | 6.83%  | 708.55    | 0.00%   | 6.99%  |
| 日本           | 124.99  | -0.84%  | 5.87%  | 610.00    | -2.00%  | 6.02%  |
| 欧洲           | 396.82  | -7.17%  | 18.64% | 1795.58   | -16.00% | 17.73% |
| 欧盟           | 228.78  | -0.05%  | 10.75% | 1013.66   | -7.30%  | 10.01% |
| 北美洲          | 144.74  | -14.23% | 6.80%  | 816.72    | -6.60%  | 8.06%  |
| 美国           | 108.08  | -18.13% | 5.08%  | 622.93    | -7.40%  | 6.15%  |
| 拉丁美洲         | 215.88  | 3.14%   | 10.14% | 931.98    | -8.90%  | 9.20%  |
| 非洲           | 114.39  | 6.47%   | 5.37%  | 506.17    | 0.40%   | 5.00%  |
| <b>出口金额</b>  | 3161.01 | 4.55%   |        | 14848.48  | 6.00%   |        |
| 亚洲           | 1619.99 | 11.43%  | 51.25% | 7508.08   | 9.20%   | 50.56% |
| 东盟           | 583.74  | 14.84%  | 18.47% | 2645.88   | 12.20%  | 17.82% |
| 中国台湾         | 250.91  | 11.42%  | 7.94%  | 1226.38   | 9.50%   | 8.26%  |
| 韩国           | 130.76  | 6.16%   | 4.14%  | 642.93    | 4.40%   | 4.33%  |
| 日本           | 126.37  | -1.17%  | 4.00%  | 587.91    | -1.30%  | 3.96%  |
| 欧洲           | 676.27  | 8.87%   | 21.39% | 3020.57   | 5.10%   | 20.34% |
| 欧盟           | 495.02  | 12.02%  | 15.66% | 2182.96   | 6.40%   | 14.70% |
| 北美洲          | 335.60  | -30.06% | 10.62% | 1973.55   | -8.10%  | 13.29% |
| 美国           | 288.19  | -34.52% | 9.12%  | 1774.17   | -9.70%  | 11.95% |
| 拉丁美洲         | 259.17  | 2.31%   | 8.20%  | 1164.93   | 9.40%   | 7.85%  |
| 非洲           | 194.93  | 33.33%  | 6.17%  | 834.53    | 18.90%  | 5.62%  |

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图39：中国进口总额-分境外地区**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图40：中国出口总额-分境外地区**


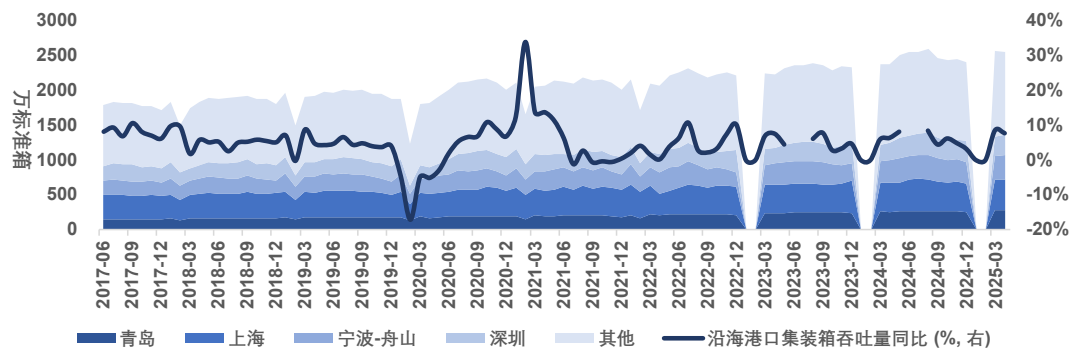
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

行业集装箱吞吐量整体稳增，深圳集装箱吞吐量增速突出。2025 年 1~5 月，全国沿海港口集装箱吞吐量实现 12552 万标准箱，同比增长 7.7%。对比我国各核心外贸集装箱港口，2025 年 1~5 月深圳港口集装箱吞吐量实现 1423 万标准箱，同比增长 12.7%，同比增速超全国沿海港口水平 5 个百分点。

**表14：集装箱吞吐量-分国内地区数据**

| 项目<br>单位：万标准箱 | 2025 年 5 月 |        |        | 2025 年 1~5 月 |        |        |
|---------------|------------|--------|--------|--------------|--------|--------|
|               | 当月值        | 当月同比   | 当月占比   | 累计值          | 累计同比   | 累计占比   |
| 全国沿海港口集装箱吞吐量  | 2672       | 6.12%  |        | 12552        | 7.70%  |        |
| 青岛            | 287        | 9.13%  | 10.74% | 1354         | 7.80%  | 10.79% |
| 上海            | 465        | 10.19% | 17.40% | 2236         | 7.20%  | 17.81% |
| 宁波-舟山         | 375        | 8.70%  | 14.03% | 1732         | 9.60%  | 13.80% |
| 深圳            | 289        | -0.34% | 10.82% | 1423         | 12.70% | 11.34% |

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图41：中国沿海主要港口集装箱吞吐量**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

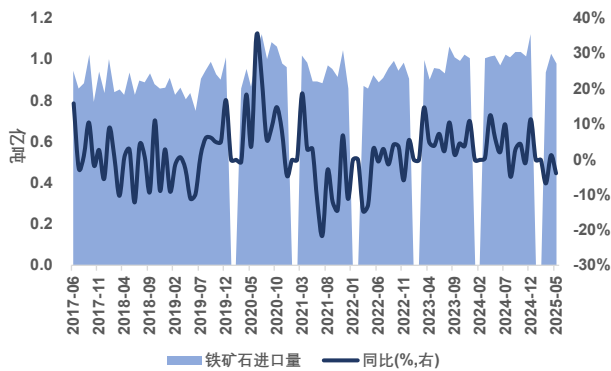


## 3.2 干散货：上半年吞吐量阶段性承压，部分货种回升趋势初现

### 3.2.1 铁矿石：发运端气候因素导致进口量阶段性下滑，吞吐量有望回升

发运端极端气候叠加需求端短期承压，铁矿石进口量阶段性受损。2025 年 5 月，中国铁矿石进口量实现 0.98 亿吨，同比下滑 3.82%，铁矿石进口均价实现 692.52 元/吨，同比下滑 7.79%。2025 年 1~5 月，中国铁矿石进口量实现 4.86 亿吨，同比下滑 5.2%，铁矿石进口均价实现 707.24 元/吨，同比下滑 17.83%。

图42：中国铁矿石进口量



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

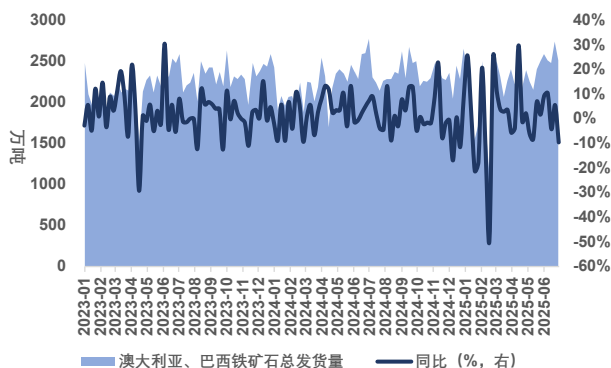
图43：中国铁矿石进口均价



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

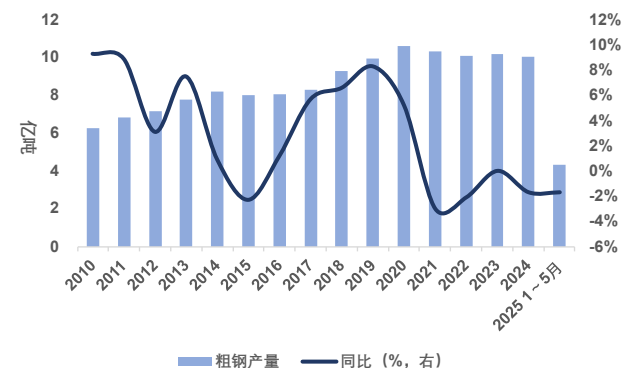
- **发运端：极端气候影响澳大利亚、巴西铁矿石发运。**2025 年 1~2 月，澳大利亚在热带气旋“Sean”、“Zelia”的影响下，曾短暂关闭黑德兰港、戴姆尔港、阿什伯顿港等港口，其中黑德兰港为全球最大的铁矿石出口发运港。根据力拓集团公告，受澳大利亚、巴西的天气影响，2025 年第一季度海运发往中国的铁矿石数量同比下滑 9%。在 1~2 月短暂下滑后，澳大利亚、巴西铁矿石发货量 3 月恢复同比正增长。
- **需求端：短期阶段性承压。**2025 年 1~5 月，全国粗钢产量实现 4.32 亿吨，同比下滑 1.7%。

图44：澳大利亚、巴西铁矿石总发货量



资料来源：Wind，信达证券研发中心

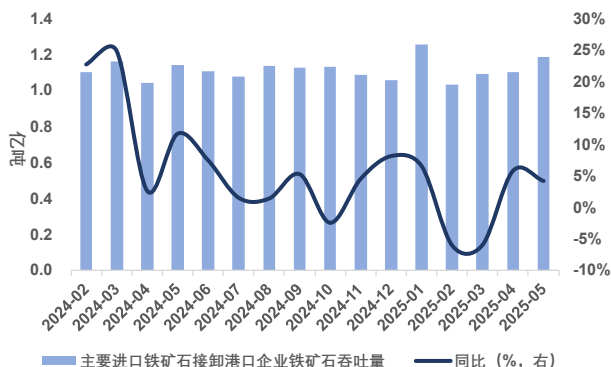
图45：全国粗钢产量



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

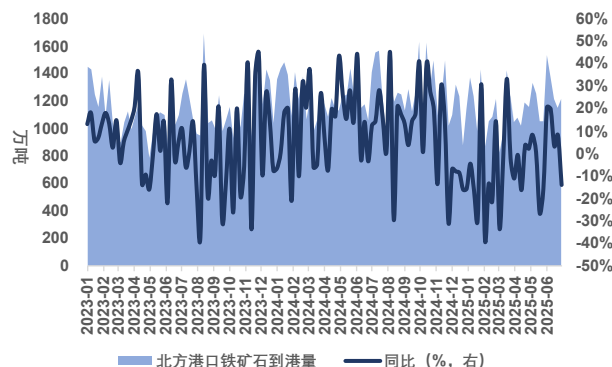
**港口铁矿石吞吐量初现回升趋势。**2025 年 5 月，主要进口铁矿石接卸港口企业铁矿石吞吐量实现 1.19 亿吨，同比增长 4.23%；2025 年 1~5 月，主要进口铁矿石接卸港口企业铁矿石吞吐量实现 5.69 亿吨，同比增长 0.91%。全国北方港口铁矿石到港量在 6 月逐步回升，我们认为铁矿石发运端极端气候、需求端阶段性承压因素的影响已逐步减弱，铁矿石吞吐量有望逐步改善，建议关注后续表现。

图46：主要进口铁矿石接卸港口企业铁矿石吞吐量



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图47：北方港口铁矿石到港量

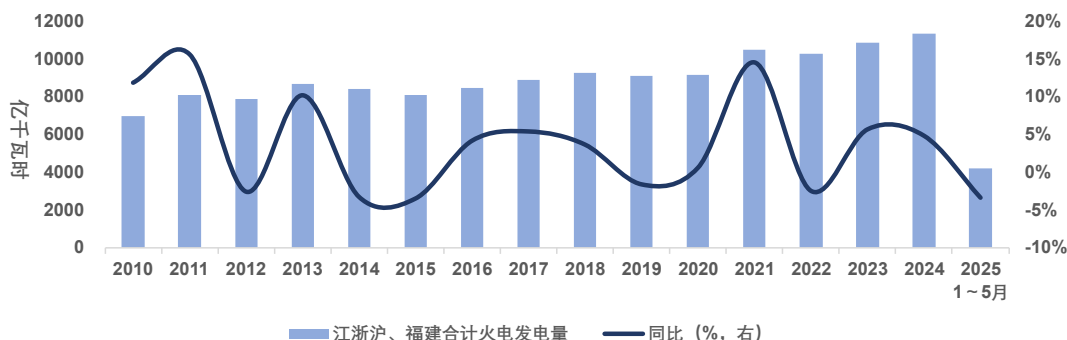


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

### 3.2.2 煤炭：需求阶段性不足影响减弱叠加西部持续增产，吞吐量企稳回升

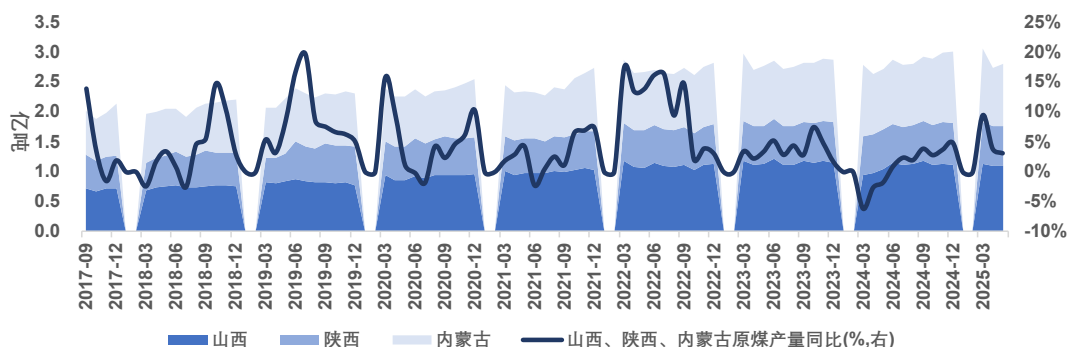
**需求端：江浙沪及福建对动力煤的需求有所下滑。**2025 年 1~5 月，江浙沪、福建合计火发电量实现 4202.4 亿千瓦时，同比下滑 3.28%。

图48：江浙沪、福建合计火电发电量



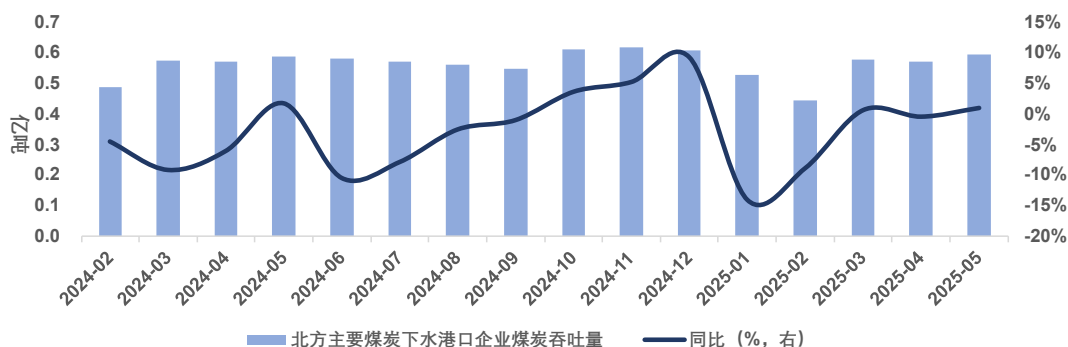
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**供给端：山西、陕西、内蒙古原煤产量稳步增长。**2025 年 5 月，山西、陕西、内蒙古合计原煤产量实现 2.81 亿吨，同比增长 3.15%；2025 年 1~5 月，山西、陕西、内蒙古合计原煤产量实现 13.92 亿吨，同比增长 6.39%。

**图49：山西、陕西、内蒙古合计原煤产量**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**主要港口企业煤炭吞吐量：已出现企稳回升趋势。**2025年5月，北方主要煤炭下水港口企业煤炭吞吐量实现0.6亿吨，同比增长1.11%；2025年1~5月，北方主要煤炭下水港口企业煤炭吞吐量实现2.72亿吨，同比下滑4.19%。

**图50：北方主要煤炭下水港口企业煤炭吞吐量**


资料来源：中国港口公众号，信达证券研发中心

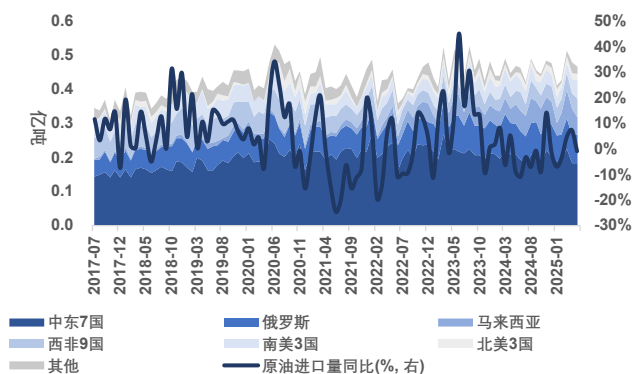
### 3.3 液体散货：原油需求承压，吞吐量阶段性波动

**中国原油进口量阶段性承压。**2025年5月，原油进口量实现0.47亿吨，同比下滑0.79%，原油进口均价为496.68美元/吨，同比下滑21.51%。2025年1~5月，原油进口量实现2.3亿吨，同比增长0.3%，原油进口均价为537.99美元/吨，同比下滑11.35%。

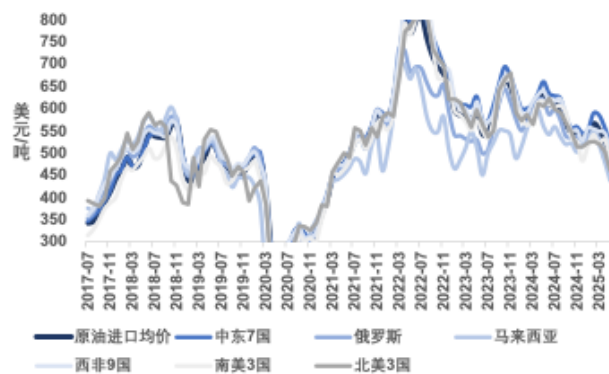
**表15：中国原油进口量分来源地情况**

| 项目<br>单位：亿吨 | 2025年5月 |         |        | 2025年1~5月 |         |        |
|-------------|---------|---------|--------|-----------|---------|--------|
|             | 当月值     | 当月同比    | 当月占比   | 累计值       | 累计同比    | 累计占比   |
| 中国原油进口量     | 0.47    | -0.79%  |        | 2.30      | 0.30%   |        |
| 中东7国        | 0.18    | -12.14% | 39.53% | 0.98      | -6.94%  | 42.47% |
| 俄罗斯         | 0.08    | -5.94%  | 17.98% | 0.41      | -12.70% | 17.75% |
| 马来西亚        | 0.05    | -13.44% | 10.88% | 0.31      | 32.95%  | 13.66% |

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

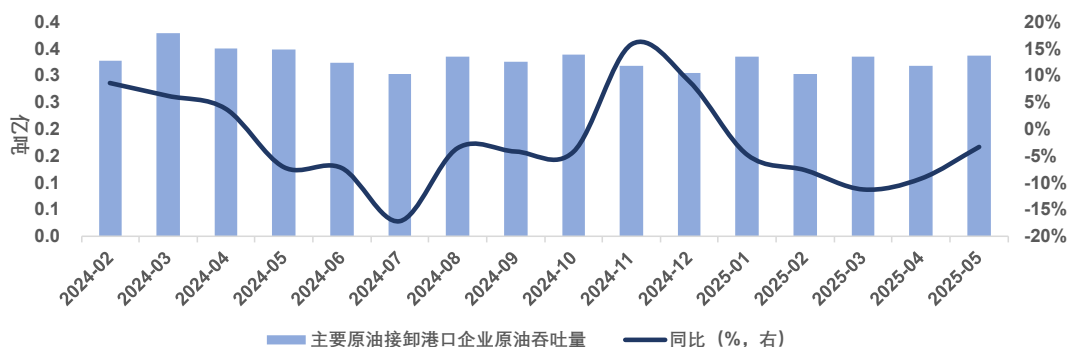
**图51：中国原油进口量**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图52：中国原油进口均价**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**主要港口企业原油吞吐量阶段性波动。**2025年5月，主要原油接卸港口企业原油吞吐量实现0.34亿吨，同比下滑3.14%；2025年1~5月，主要原油接卸港口企业原油吞吐量实现1.64亿吨，同比下滑7.15%。

**图53：主要原油接卸港口企业原油吞吐量**


资料来源：中国港口公众号，信达证券研发中心

### 3.4 投资建议：建议关注集装箱吞吐量韧性

对比各货种表现，我们认为集装箱吞吐量的韧性较强。结合分红水平，建议关注青岛港、招商港口、唐山港。

- **青岛港：**公司2025~2027年股东回报规划计划每年现金分红不低于当年可分配利润的40%。我们基于对公司2025年的盈利预测以及2025年7月4日收盘价，测算若分红比例为40%~50%，对应股息率为3.8%~4.8%。

**表16：青岛港历史分红数据以及 2025 年分红测算**

|                                      | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E |       |       |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 归母净利润 亿元                             | 39.82  | 45.28  | 49.23  | 52.35  | 55.17 |       |       |
| 分红比例                                 | 42.74% | 38.60% | 38.59% | 38.95% | 40%   | 45%   | 50%   |
| 现金分红总额 亿元                            | 17.02  | 17.48  | 19.00  | 20.39  | 22.07 | 24.82 | 27.58 |
| 股息率 (%) 2025E 数据基于 2025 年 7 月 4 日收盘价 | 4.51%  | 4.80%  | 4.74%  | 3.45%  | 3.83% | 4.31% | 4.79% |

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

注：2025 年假设公司可用于分配利润为归母净利润，数据基于信达交运团队盈利预测。

- **招商港口：**公司 2024~2026 年股东回报规划计划每年现金分红不低于当年可分配利润的 40%。我们基于对公司 2025 年的盈利预测以及 2025 年 7 月 4 日收盘价，测算若分红比例为 40%~45%，对应股息率为 3.5%~4.0%。

**表17：招商港口历史分红数据以及 2025 年分红测算**

|                                      | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E |       |       |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 归母净利润 亿元                             | 26.86  | 33.37  | 35.72  | 45.16  | 44.57 |       |       |
| 分红比例                                 | 30.78% | 33.70% | 40.59% | 40.80% | 40%   | 42%   | 45%   |
| 现金分红总额 亿元                            | 8.27   | 11.25  | 14.50  | 18.43  | 17.83 | 18.72 | 20.06 |
| 股息率 (%) 2025E 数据基于 2025 年 7 月 4 日收盘价 | 2.54%  | 3.13%  | 3.63%  | 3.62%  | 3.54% | 3.71% | 3.98% |

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

注：2025 年假设公司可用于分配利润为归母净利润，数据基于信达交运团队盈利预测。

- **唐山港：**公司 2025~2027 年股东回报规划计划每年现金分红不低于当年归母净利润的 30%，但公司年度利润分配在 2020~2024 年连续 5 年维持 0.2 元/股，我们认为公司大概率维持原有分红水平。假设公司分红维持 0.2 元/股，基于我们对公司的业绩预测及 2025 年 7 月 4 日收盘价，对应股息率 4.9%。

**表18：唐山港历史分红数据以及 2025 年分红测算**

|                                  | 2019  | 2020  | 2021   | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E |
|----------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 归母净利润 亿元                         | 17.78 | 18.43 | 20.89  | 16.90 | 19.25 | 19.79 | 20.04 |
| 分红基准股本 亿股                        | 59.26 | 59.26 | 59.26  | 59.26 | 59.26 | 59.26 | 59.26 |
| 现金分红总额 亿元                        | 5.33  | 11.85 | 20.74  | 11.85 | 11.85 | 11.85 | 11.85 |
| 每股股利 元/股                         | 0.09  | 0.20  | 0.35   | 0.20  | 0.20  | 0.20  | 0.20  |
| 前三季度利润分配                         | 0.15  |       |        |       |       |       |       |
| 年度利润分配                           | 0.09  | 0.20  | 0.20   | 0.20  | 0.20  | 0.20  | 0.20  |
| 股息率 2023E 数据基于 2025 年 7 月 4 日收盘价 | 3.46% | 8.06% | 12.73% | 7.30% | 5.71% | 4.25% | 4.87% |

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

注：2025 年数据基于信达交运团队盈利预测。

附：

**表19：港口行业重点公司财务数据**

| 证券代码      | 证券简称 | 2024 年数据 |          |             |             | 2025 年第一季度数据 |          |             |             |
|-----------|------|----------|----------|-------------|-------------|--------------|----------|-------------|-------------|
|           |      | 营收<br>亿元 | 营收<br>同比 | 归母净利润<br>亿元 | 归母净利润<br>同比 | 营收<br>亿元     | 营收<br>同比 | 归母净利润<br>亿元 | 归母净利润<br>同比 |
| 601298.SH | 青岛港  | 189.41   | 4.23%    | 52.35       | 6.33%       | 48.07        | 8.51%    | 14.02       | 6.51%       |
| 601000.SH | 唐山港  | 57.24    | -2.06%   | 19.79       | 2.80%       | 12.37        | -16.64%  | 3.81        | -29.53%     |
| 001872.SZ | 招商港口 | 161.31   | 2.41%    | 45.16       | 26.44%      | 42.14        | 8.99%    | 10.91       | 5.21%       |

资料来源：Wind，信达证券研发中心

**表20：港口行业重点公司估值表（2025/7/4）**

| 证券代码      | 公司简称 | 市值<br>亿元 | 归母净利润 亿元 |       |       |       | 市盈率 倍 |       |       |       |       | PB<br>(LF) |
|-----------|------|----------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
|           |      |          | 2024A    | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | TTM   | 2025E | 2026E | 2027E |            |
| 601298.SH | 青岛港  | 576.41   | 52.35    | 55.17 | 58.04 | 60.95 | 11.01 | 10.83 | 10.45 | 9.93  | 9.46  | 1.31       |
| 601000.SH | 唐山港  | 243.56   | 19.79    | 20.04 | 20.16 | 20.42 | 12.31 | 13.39 | 12.15 | 12.08 | 11.93 | 1.22       |
| 001872.SZ | 招商港口 | 504.30   | 45.16    | 44.57 | 46.91 | 49.19 | 11.17 | 11.03 | 11.31 | 10.75 | 10.25 | 0.83       |

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

注：盈利预测来自信达交运团队

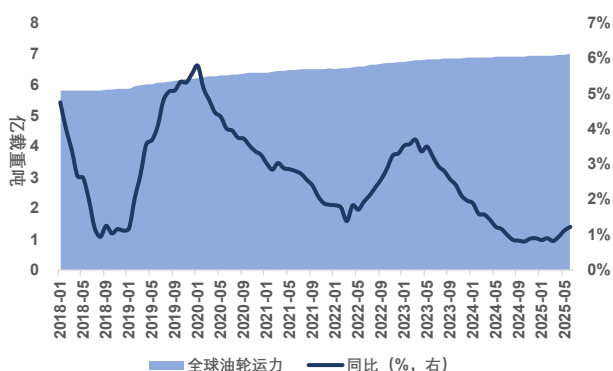
## 4 海运及危化品：供给或有提升，需求仍需等待

### 4.1 油运：供给长期呈上行趋势，需求催化运价波动

**供给端：短期新增 VLCC 较少，中长期运力仍有压力。**截至 2025 年 6 月 29 日，全球油轮现有运力共 7.00 亿载重吨，同比增长 1.23%，其中 VLCC 运力 2.79 百万吨，同比下滑 0.21%。

- **新增油轮：**截至 2025 年 6 月 29 日，全球油轮在手订单运力 1.05 亿吨，占现有运力 14.97%。根据 Clarksons，未来 VLCC 交付计划：
  - **2025 年下半年：**计划交付的 VLCC 数量为 5 艘，合计运力 152.02 万载重吨，占现有油轮运力 0.22%，占现有 VLCC 运力 0.55%。
  - **2026 年：**计划交付的 VLCC 数量为 30 艘，合计运力 927.37 万载重吨，占现有油轮运力 1.32%，占现有 VLCC 运力 3.33%。
  - **2027 年：**计划交付的 VLCC 数量为 48 艘，合计运力 147.63 万载重吨，占现有油轮运力 2.11%，占现有 VLCC 运力 5.29%。
- **拆解油轮：**2025 年 1~5 月累计拆解运力 1.50 百万吨，占现有运力的 0.21%。

图54：全球油轮运力



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

图55：全球油轮在手订单运力占比

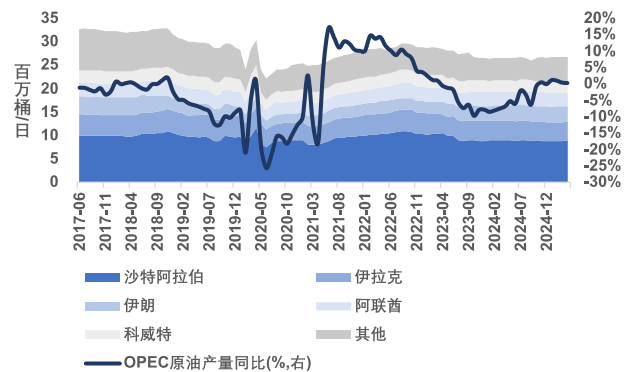


资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

**需求端：OPEC 增产幅度有限。**2025 年 6 月 27 日，布伦特原油期货结算价收于 67.77 美元/桶，同比下滑 21.57%，环比 2025 年 6 月 20 日下滑 12%。2025 年 5 月，OPEC 原油产量实现 27.02 百万桶/日，同比增长 1.44%；2025 年 1~5 月，OPEC 原油产量实现 26.84 百万桶/日，同比增长 1.02%。

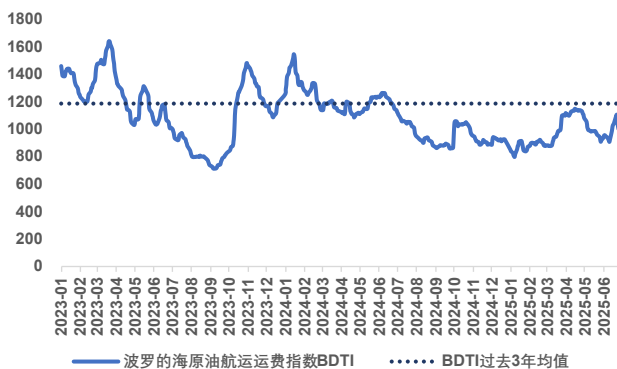
**图56：布伦特原油期货结算价**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

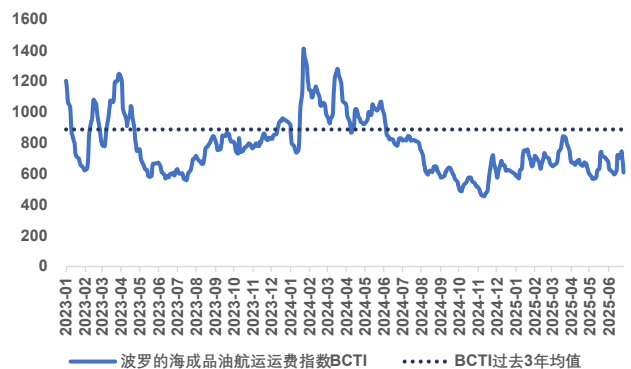
**图57：OPEC 原油产量**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

运价整体随需求波动。考虑到 2021 年起全球油轮运力维持缓慢增长,2020 年末~2024 年末全球油轮运力 CAGR 为 2.01%,而运价振幅远高于供给变动,我们认为油运运价波动主要受需求端驱动。2025 年 6 月 27 日,波罗的海原油航运运费指数 BDTI 收于 1002 点,同比下滑 12.87%,环比 2025 年 6 月 20 日下滑 4.93%;波罗的海成品油航运运费指数 BCTI 收于 613 点,同比下滑 26.5%,环比 2025 年 6 月 20 日下滑 13.42%。

**图58：波罗的海原油航运运费指数 BDTI**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

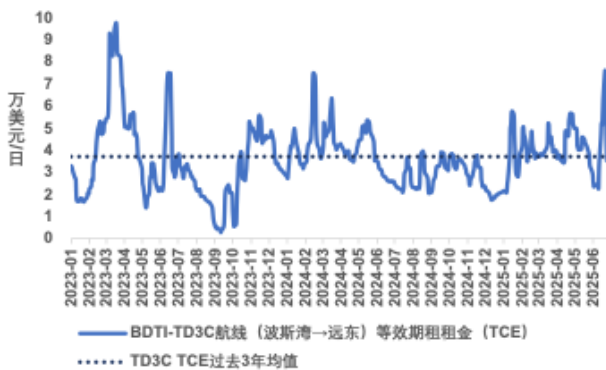
**图59：波罗的海成品油航运运费指数 BCTI**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

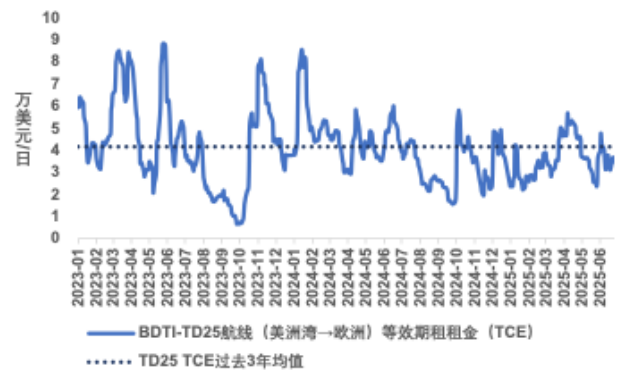
**表21：油运主要航线等效期租租金（TCE）**

| 航线                            | 2025 年 6 月 26 日 |         |         |
|-------------------------------|-----------------|---------|---------|
|                               | 当月值             | 当月同比    | 当周环比    |
| BDTI-TD3C 航线（波斯湾→远东）TCE 万美元/日 | 3.53            | 35.00%  | -45.11% |
| BDTI-TD25 航线（美洲湾→欧洲）TCE 万美元/日 | 3.48            | -22.26% | 11.74%  |
| BDTI-TD22 航线（美洲湾→中国）TCE 万美元/日 | 3.87            | 8.58%   | -1.38%  |
| BCTI-TC7 航线（新加坡→澳洲）TCE 万美元/日  | 2.36            | -36.00% | -2.14%  |

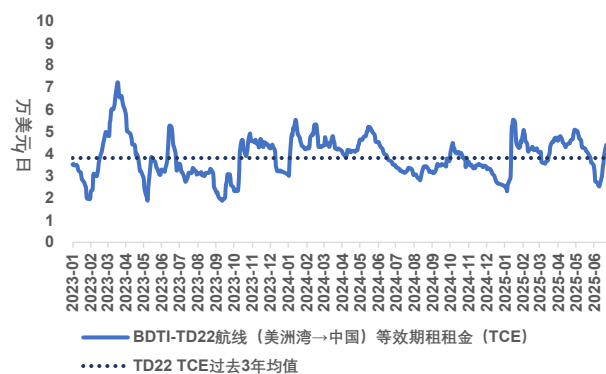
资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

**图60: BDTI-TD3C 航线 (波斯湾→远东) TCE**


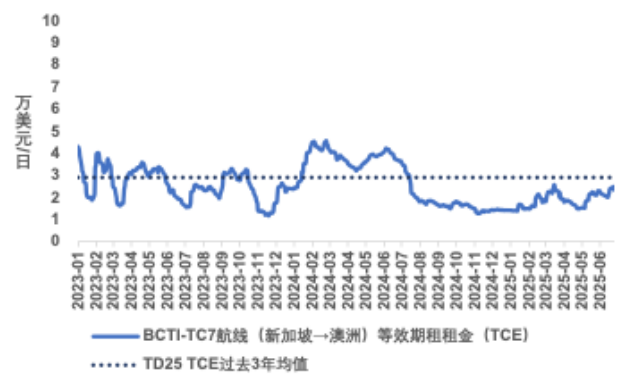
资料来源: Clarksons, 信达证券研发中心

**图61: BDTI-TD25 航线 (美洲湾→欧洲) TCE**


资料来源: Clarksons, 信达证券研发中心

**图62: BDTI-TD22 航线 (美洲湾→中国) TCE**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

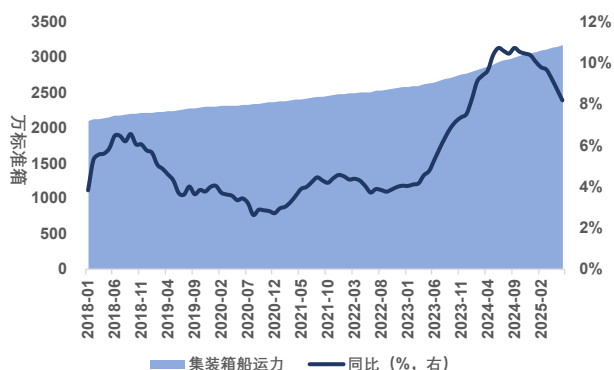
**图63: BCTI-TC7 航线 (新加坡→澳洲) TCE**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

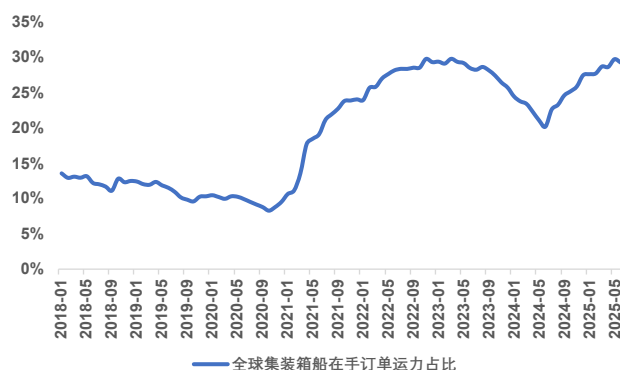
## 4.2 集运：供给持续释放，运价短期持续波动

**供给端：**短期新增超巴拿马型船较少，中长期运力仍有增加。截至 2025 年 6 月 29 日，全球集装箱船现有运力共 3177.42 万标准箱，同比增长 8.20%，全球集装箱船在手订单运力 933.36 万标准箱，占现有运力 29.38%。根据 Clarksons，未来集装箱船交付计划：

- **2025 年下半年：**计划交付的集装箱船数量为 148 艘，合计运力 106.03 万标准箱，占现有集装箱船运力 3.34%。其中，超巴拿马型（17000 标准箱以上）集装箱船数量为 7 艘，合计运力 12.65 万标准箱，占现有集装箱船运力 0.40%。
- **2026 年：**计划交付的集装箱船数量为 205 艘，合计运力 160.09 万标准箱，占现有集装箱船运力 5.04%。其中，超巴拿马型（17000 标准箱以上）集装箱船数量为 10 艘，合计运力 23.97 万标准箱，占现有集装箱船运力 0.75%。
- **2027 年：**计划交付的集装箱船数量为 262 艘，合计运力 260.76 万标准箱，占现有集装箱船运力 8.21%。其中，超巴拿马型（17000 标准箱以上）集装箱船数量为 37 艘，合计运力 79.10 万标准箱，占现有集装箱船运力 2.49%。

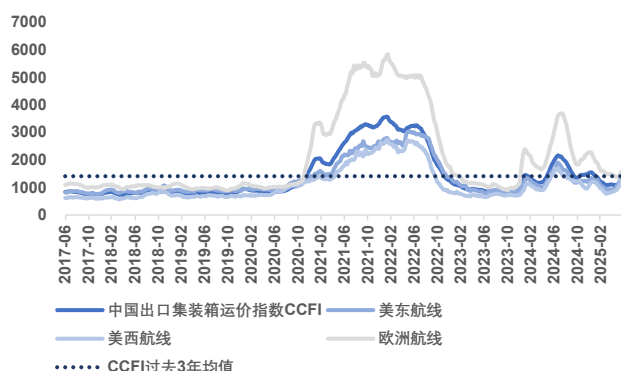
**图64：全球集装箱船运力**


资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

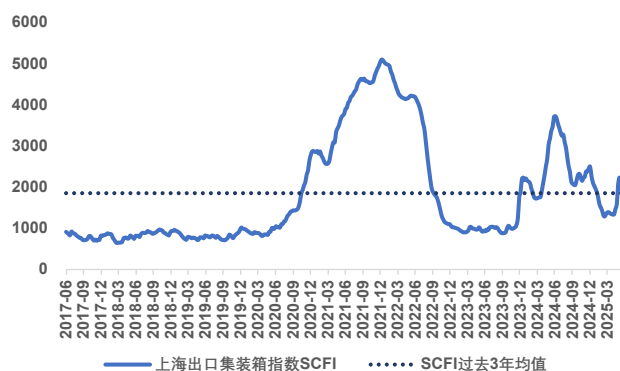
**图65：全球油轮在手订单运力占比**


资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

**外贸集运运价：关税政策变更导致运价波动持续。**2025年6月27日，中国出口集装箱运价指数 CCFI 收于 1369.34 点，同比下滑 25.14%，环比 2025 年 6 月 20 日增长 2%，其中，美东、美西、欧洲航线同比增速分别为-3.44%、-15.86%、-38.71%，环比增速分别为 1.13%、-3.57%、3.94%。2025 年 6 月 27 日，上海出口集装箱运价指数 SCFI 收于 1861.51 点，同比下滑 46.44%，环比 2025 年 6 月 20 日下滑 0.43%。

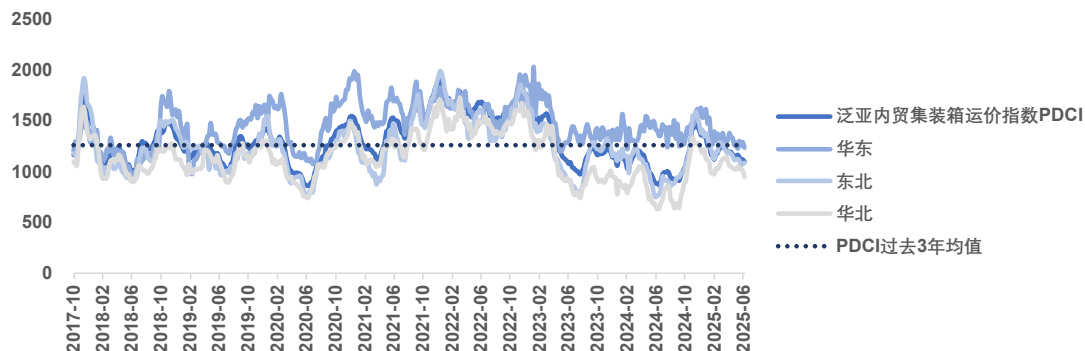
**图66：中国出口集装箱运价指数 CCFI**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图67：上海出口集装箱运价指数 SCFI**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**内贸集运运价：2025 年 6 月 20 日，泛亚内贸集装箱运价指数 PDCI 收于 1105 点，同比增长 24.16%，环比 2025 年 6 月 13 日下滑 1.78%。**

**图68：泛亚内贸集装箱运价指数 PDCI**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

附：

表22：航运行业重点公司财务数据

| 证券代码      | 证券简称 | 2024 年数据 |          |             |             | 2025 年第一季度数据 |          |             |             |
|-----------|------|----------|----------|-------------|-------------|--------------|----------|-------------|-------------|
|           |      | 营收<br>亿元 | 营收<br>同比 | 归母净利润<br>亿元 | 归母净利润<br>同比 | 营收<br>亿元     | 营收<br>同比 | 归母净利润<br>亿元 | 归母净利润<br>同比 |
| 600026.SH | 中远海能 | 232.44   | 2.25%    | 40.37       | 19.37%      | 57.53        | -4.01%   | 7.08        | -43.31%     |
| 601872.SH | 招商轮船 | 257.99   | -0.32%   | 51.07       | 5.59%       | 55.95        | -10.53%  | 8.65        | -37.07%     |
| 601975.SH | 招商南油 | 64.75    | 4.50%    | 19.21       | 23.38%      | 13.74        | -25.29%  | 2.85        | -57.59%     |
| 601919.SH | 中远海控 | 2338.59  | 33.29%   | 491.00      | 105.78%     | 579.60       | 20.05%   | 116.95      | 73.12%      |
| 603565.SH | 中谷物流 | 112.58   | -9.49%   | 18.35       | 6.88%       | 25.69        | -7.78%   | 5.47        | 40.73%      |
| 002930.SZ | 宏川智慧 | 14.50    | -6.27%   | 1.58        | -46.57%     | 3.23         | -14.98%  | 0.21        | -65.10%     |

资料来源：Wind，信达证券研发中心

表23：航运行业重点公司估值表（2025/7/4）

| 证券代码      | 公司简称 | 市值<br>亿元 | 归母净利润 亿元 |        |        |        | 市盈率 倍 |       |       |       |       | PB<br>(LF) |
|-----------|------|----------|----------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
|           |      |          | 2024A    | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 2024A | TTM   | 2025E | 2026E | 2027E |            |
| 600026.SH | 中远海能 | 490.91   | 40.37    | 46.84  | 51.88  | 54.77  | 12.16 | 14.04 | 10.48 | 9.46  | 8.96  | 1.34       |
| 601872.SH | 招商轮船 | 494.97   | 51.07    | 60.55  | 65.28  | 67.23  | 9.69  | 10.77 | 8.17  | 7.58  | 7.36  | 1.26       |
| 601975.SH | 招商南油 | 138.77   | 19.21    | 15.98  | 16.44  | 17.56  | 7.22  | 9.04  | 8.69  | 8.44  | 7.90  | 1.25       |
| 601919.SH | 中远海控 | 2,397.81 | 491.00   | 260.23 | 199.77 | 192.48 | 4.88  | 4.44  | 9.21  | 12.00 | 12.46 | 1.04       |
| 603565.SH | 中谷物流 | 203.92   | 18.35    | 19.06  | 19.06  | 19.99  | 11.11 | 10.23 | 10.70 | 10.70 | 10.20 | 2.05       |
| 002930.SZ | 宏川智慧 | 48.31    | 18.35    | 1.65   | 2.31   | 2.98   | 2.63  | 40.52 | 29.36 | 20.90 | 16.21 | 1.86       |

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

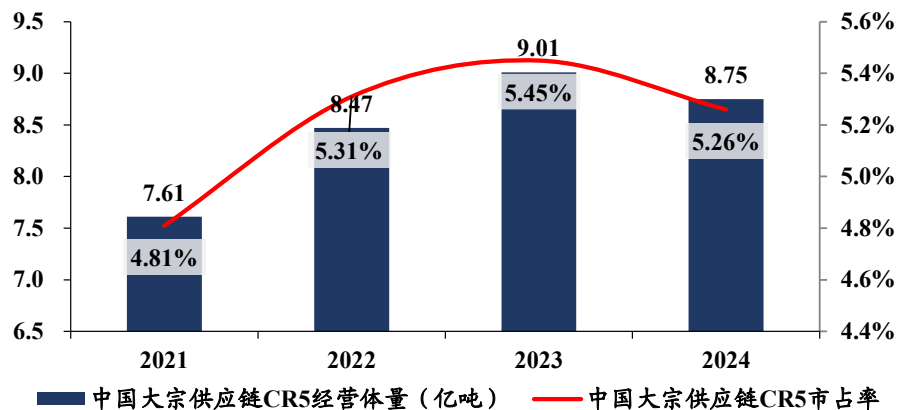
注：除中远海能、招商轮船、宏川智慧盈利预测来自信达交运团队外，其余公司盈利预测来自 iFinD 一致预期。

## 5 大宗供应链：底部或已确立，业绩有望带动估值弹性

### 5.1 行业拐点或将出现，龙头经营货量有望企稳回升

受需求端景气度拖累，龙头经营货量短期下降，中长期增长趋势仍在。2021~2024 年大宗供应链企业 CR5 货量的市占率由 2021 年的 4.81% 增至 2024 年的 5.26%，CR5 经营货量由 7.61 亿吨增至 8.75 亿吨，年均复合增速+4.8%。2024 年受宏观经济影响，大宗商品市场需求放缓，同时头部供应链企业自身调整货品结构，经营货量同比略降 2.9%。但我们认为头部企业结构调整结束后，依托其规模效应，有望在采购价格、分销渠道、物流资源、资金成本、风险控制等多方面形成优势，头部企业业务量及市占率提升趋势仍在，后续有望恢复增长，行业集中度有望进一步提升。

图69：头部 CR5 大宗供应链企业经营货量规模及市占率情况



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

注：CR5 是物产中大、厦门象屿、建发股份、厦门国贸、浙商中拓

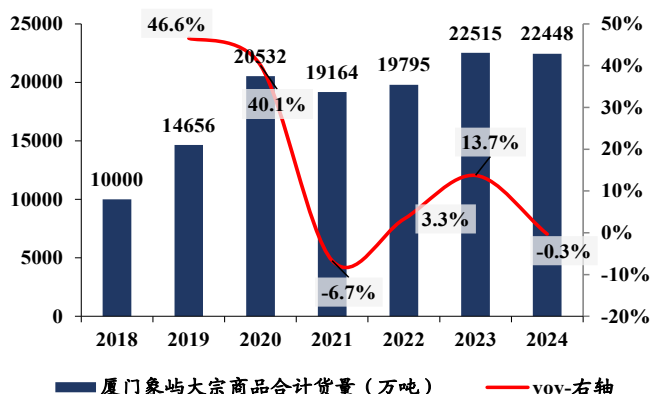
CR5 市场占有率=CR5 业务规模/中国大宗供应链市场规模；其中，CR5 业务规模为其供应链板块经营（或销售）货量之和，中国大宗供应链市场规模为主要大宗商品产量与进口量之和；CR5 中未公布年度经营/销售货量的，采用其半年度货量数据\*2 估算

具体看，头部供应链企业经营货量表现不一。

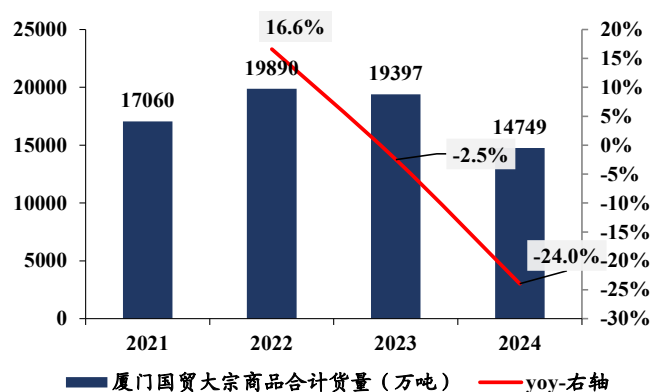
**1) 建发股份：**行业需求偏弱背景下，公司经营货量仍维持稳增。2024 年公司经营的黑色金属、有色金属、矿产品、农产品、浆纸、能源化工产品等主要大宗商品的经营货量超 2.2 亿吨，同比增速近 8%。其中，钢材经营货量超 7000 万吨，同比增长超 15%；农产品经营货量超 3500 万吨，同比增长超 8.5%；纸浆、纸张合计经营货量超 1500 万吨，同比增长超 10%。多个核心品类的货量均保持增长。

**2) 厦门象屿：**龙头经营韧性凸显，货量基本持稳。2024 年受行业下游需求偏弱影响，公司经营货量实现 2.24 亿吨，同比-0.3%。其中铝、新能源、蒙煤等细分品类保持市占率领先，锂矿、铁矿等矿产品经营量分别同比增长超 160%、20%。

**3) 厦门国贸：**内部业务结构调整，货量有所下降。2024 年受市场需求减弱和公司业务结构调整综合影响，公司主要经营品类（金属及金属矿产、能源化工、农林牧渔）业务规模为 1.47 亿吨，同比-24.0%。

**图70：2024 年，厦门象屿经营货量 2.24 亿吨，同比-0.3%**


资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

**图71：2024 年厦门国贸经营货量 1.47 亿吨，同比-24.0%**


资料来源：iFind，厦门国贸公司公告，信达证券研发中心

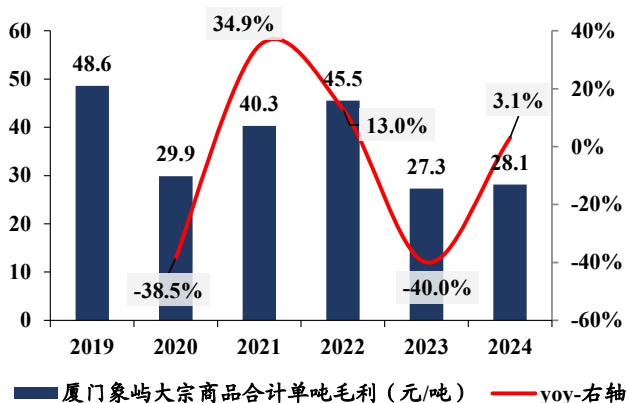
注：此处仅统计公司公告披露的金属及金属矿产、能源化工、农林牧渔三大类货种经营货量情况

## 5.2 单吨利润触底回升，后续有望恢复增长

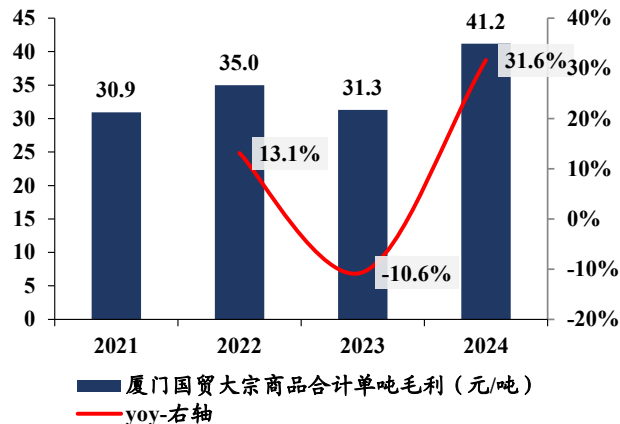
头部供应链企业主要品类期现毛利率改善，单吨利润或触底回升。

1) 厦门象屿：优化客商结构和业务结构，期现毛利率及单吨毛利回升。2024 年公司整体大宗商品经营期现毛利率实现 1.83%，同比提高 0.43pct；单吨毛利有所回升，达到 28.1 元/吨，同比+3.1%。受行业影响，公司各货种单吨毛利近两年出现不同程度下降，但 2024 年公司在铝产业链期现毛利率同比大幅增长 1.12pct，同时农产品期现毛利扭亏为盈、实现转正，整体单吨毛利也有所回升。

2) 厦门国贸：主要品类结构调整，总体期现毛利率改善明显。受行业影响，2024 年公司主要品类经营货量出现较大幅度下降，但相应期现毛利率改善明显，总体期现毛利率提升至 1.83%，同比+0.36pct。2024 年公司主要品类大宗商品单吨毛利回升至 41.2 元/吨，同比+31.6%。其中金属矿产类、能源化工类、农林牧渔类大宗商品期现毛利率分别提升 0.38、0.22、0.78pct，各品类期现毛利率均有改善。

**图72：2024 年，厦门象屿大宗商品单吨毛利为 28.1 元/吨，同比+3.1%**


资料来源：iFind，厦门象屿公司公告，信达证券研发中心

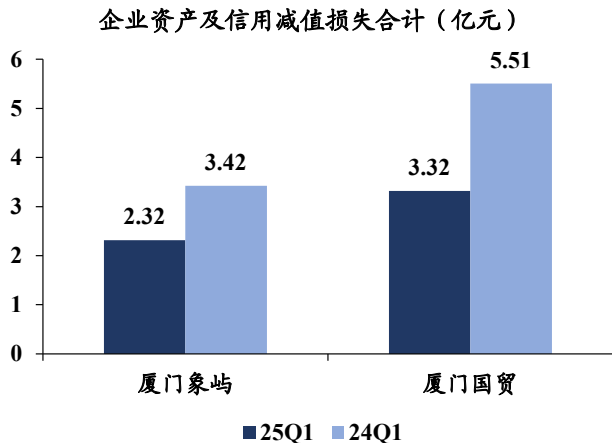
**图73：2024 年，厦门国贸大宗商品单吨毛利为 41.2 元/吨，同比+31.6%**


资料来源：iFind，厦门国贸公司公告，信达证券研发中心

### 5.3 经营风险逐渐消减，业绩有望触底，高股息率具备投资价值

客商资信风险降低，行业有望迎来利润边际改善。当前下游需求仍处于恢复时期，政策端已有一揽子增量政策出台，促进工业企业效益恢复，供应链行业的收益水平也有望逐步修复。同时，龙头企业正通过聚焦核心品类、降低货种风险敞口，优化客商结构、提高制造业客户占比，多元化上下游渠道等，逐渐降低经营风险，企业利润有望进一步改善，经营弹性凸显。25Q1 头部供应链企业减值损失同比有所下降，归母净利润同比均有增长。

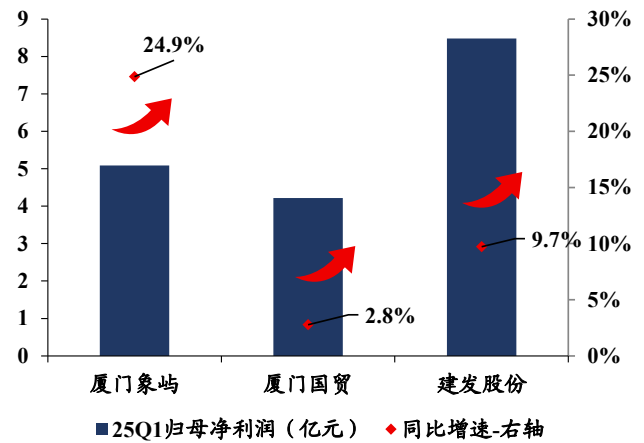
图74：企业减值损失有一定下降



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

注：考虑建发股份存在地产业务影响，此处未列建发股份减值情况

图75：头部大宗供应链企业 25Q1 归母净利润实现同比增长



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

注：建发股份此处利润仅为供应链分部业务利润，剔除地产业务利润

业绩有望触底，分红比例相对较高，股息率具备较高投资价值。从估值情况看，当前大宗供应链企业的估值水平不高，PB 历史估值分位处较低位置，具备较大估值修复空间。从分红情况看，假设建发股份、厦门象屿、厦门国贸仍能维持此前分红比例水平，2025 年预计对应股息率分别能达到 5.3%、4.2%、4.9%，具备一定投资价值。

表24：大宗供应链企业盈利预测及估值汇总（截至 2025/7/4）

| 证券代码   | 公司简称 | 市值/<br>亿元 | 归母净利润/亿元 |       |       |       | PE    |       |       |       | PB(LF) |       |
|--------|------|-----------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
|        |      |           | 2024A    | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | TTM   | 2025E | 2026E |        | 2027E |
| 600057 | 厦门象屿 | 202       | 14.19    | 17.41 | 20.18 | 23.37 | 14.26 | 13.31 | 11.62 | 10.03 | 8.66   | 1.24  |
| 600755 | 厦门国贸 | 132       | 6.26     | 12.97 | 15.63 | 18.52 | 21.17 | 20.79 | 10.21 | 8.47  | 7.15   | 0.67  |
| 600153 | 建发股份 | 304       | 29.46    | 38.89 | 44.64 | 50.47 | 10.33 | 10.40 | 7.82  | 6.81  | 6.03   | 0.55  |
| 600704 | 物产中大 | 288       | 30.79    | 34.57 | 39.26 | 43.91 | 9.34  | 8.89  | 8.32  | 7.33  | 6.55   | 0.70  |
| 000906 | 浙商中拓 | 45        | 3.69     | 5.57  | 9.08  | 11.18 | 12.31 | 14.32 | 8.16  | 5.00  | 4.06   | 0.95  |

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：厦门象屿盈利预测为信达交运团队预测，其余公司盈利预测均取自 iFind 一致预期

表25：大宗供应链企业历史估值分位（2015 年初至今）

| 分位情况（截至 2025.7.4） | 建发股份  | 厦门象屿  | 厦门国贸  | 物产中大  | 浙商中拓  |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PE 估值分位 (%)       | 75.85 | 64.05 | 87.92 | 46.84 | 61.35 |
| PB 估值分位 (%)       | 12.09 | 32.34 | 2.17  | 8.11  | 3.56  |

资料来源：iFind，信达证券研发中心

**表26：建发股份历史分红数据以及 2025 年分红测算**

| 600153.SH 建发股份                   | 2020  | 2021  | 2022  | 2023   | 2024  | 2025E |
|----------------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 归母净利润 亿元                         | 45.04 | 60.98 | 62.82 | 131.04 | 29.46 | 38.94 |
| 分红基准股本 亿股                        | 28.64 | 28.63 | 30.05 | 30.04  | 29.47 | 29.00 |
| 现金分红总额 亿元                        | 14.32 | 17.18 | 24.04 | 21.03  | 20.63 | 16.14 |
| 分红比例                             | 31.8% | 28.2% | 38.3% | 16.0%  | 70.0% | 41.5% |
| 每股股利 元/股                         | 0.50  | 0.60  | 0.60  | 0.70   | 0.70  | 0.56  |
| 股息率 2025E 数据基于 2025 年 7 月 4 日收盘价 | 6.09% | 6.62% | 5.86% | 7.27%  | 6.65% | 5.31% |

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2025 年数据基于 iFind 一致预期盈利预测，公司 2025 年预计分红比例参考 2022~2024 年三年平均分红比例。

**表27：厦门象屿历史分红数据以及 2025 年分红测算**

| 600057.SH 厦门象屿                   | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 归母净利润 亿元                         | 13.00 | 21.60 | 26.37 | 15.74 | 14.19 | 17.41 |
| 分红基准股本 亿股                        | 21.57 | 21.57 | 22.54 | 22.68 | 22.33 | 28.06 |
| 现金分红总额 亿元                        | 6.46  | 10.99 | 13.84 | 6.82  | 7.02  | 8.43  |
| 分红比例                             | 49.7% | 50.9% | 52.5% | 43.3% | 49.5% | 48.4% |
| 每股股利 元/股                         | 0.30  | 0.51  | 0.61  | 0.30  | 0.31  | 0.30  |
| 股息率 2025E 数据基于 2025 年 7 月 4 日收盘价 | 4.98% | 6.00% | 5.98% | 4.48% | 4.84% | 4.17% |

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2025 年数据基于信达交运团队盈利预测，公司 2025 年预计分红比例参考 2022~2024 年三年平均分红比例。

**表28：厦门国贸历史分红数据以及 2025 年分红测算**

| 600755.SH 厦门国贸                   | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024   | 2025E |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 归母净利润 亿元                         | 26.12 | 34.12 | 35.89 | 19.15 | 6.26   | 12.97 |
| 分红基准股本 亿股                        | 19.46 | 21.18 | 22.01 | 22.04 | 21.67  | 21.67 |
| 现金分红总额 亿元                        | 8.98  | 11.00 | 14.44 | 11.02 | 7.15   | 6.49  |
| 分红比例                             | 34.4% | 32.3% | 40.2% | 57.6% | 114.3% | 50.0% |
| 每股股利 元/股                         | 0.46  | 0.52  | 0.50  | 0.65  | 0.33   | 0.30  |
| 股息率 2025E 数据基于 2025 年 7 月 4 日收盘价 | 6.91% | 7.21% | 9.19% | 7.17% | 4.97%  | 4.90% |

资料来源：iFind，信达证券研发中心

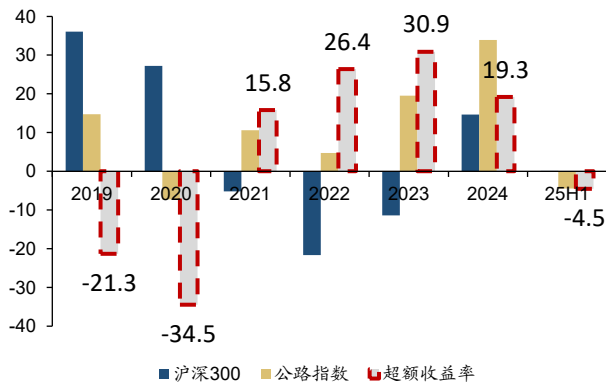
注：2025 年数据基于 iFind 一致预期盈利预测，考虑 2024 年公司分红比例偏高，假设公司 2025 年预计分红比例为 50%。

## 6 公路及铁路：低基数下业绩维稳，股息率看配置需求

### 6.1 公路：低基数下逐步复苏，1-4 月公路货运量同比+5.0%

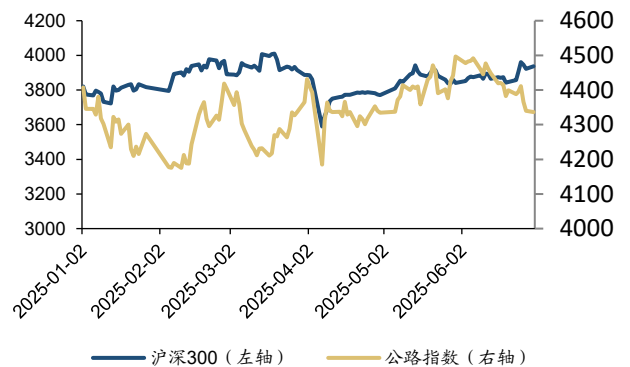
**2025 年上半年公路板块收益率承压，个股表现分化。**截至 6 月 30 日，年初至今 Wind 公路指数超额收益率约-4.5%，整体跑输大盘，从个股表现来看，涨幅前五分别为四川成渝（+20.5%）> 中原高速（+13.3%）> 重庆路桥（+10.4%）> 湖南投资（+4.7%）> 山东高速（+3.7%）。

图76：25H1 公路板块超额收益率约-4.5%（单位：%）



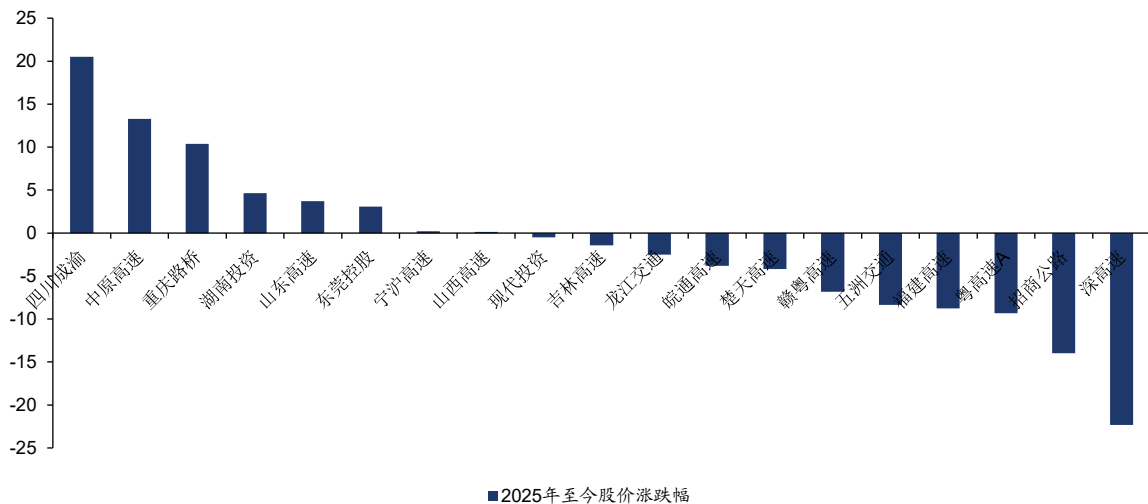
资料来源：Wind，信达证券研发中心  
注：截至 2025 年 6 月 30 日

图77：25H1 公路指数收盘价情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心  
注：截至 2025 年 6 月 30 日

图78：25H1 公路板块上市公司股价涨跌幅



资料来源：Wind，信达证券研发中心  
注：截至 2025 年 6 月 30 日

**2025 年上半年公路板块在低基数下逐步复苏。**从车流量来看，上半年公路客运量受高铁分流等影响增速承压，货运量受宏观经济影响增速趋缓，2025 年 1-4 月，公路客运量累计约 38.28 亿人次，同比-0.3%，公路货运量累计约 132.38 亿吨，同比+5.0%。从公路板块业绩表现来看，25Q1 公路板块营业收入同比+10.9%，归母净利润同比+4.9%，整体表现较为稳健。

图79：2025 年 1-4 月公路客运量同比-0.3%

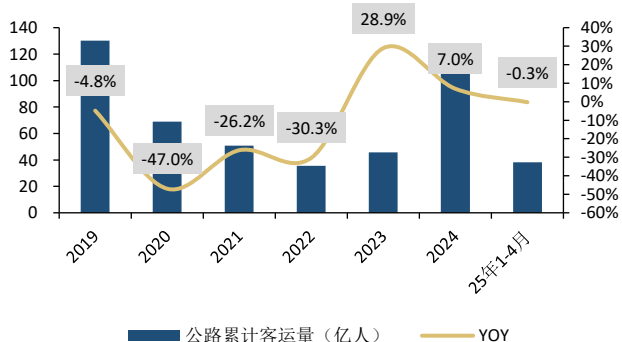
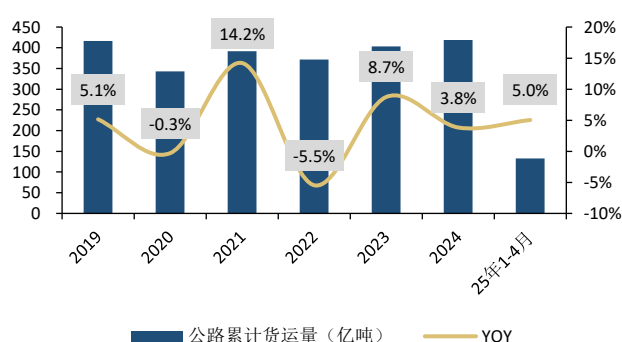


图80：2025 年 1-4 月公路货运量同比+5.0%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图81：公路指数分季度营业收入及其增速

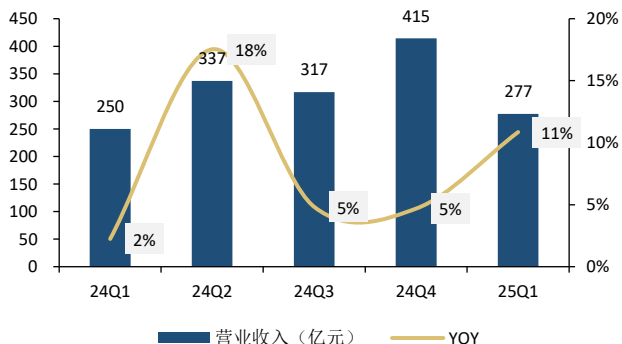
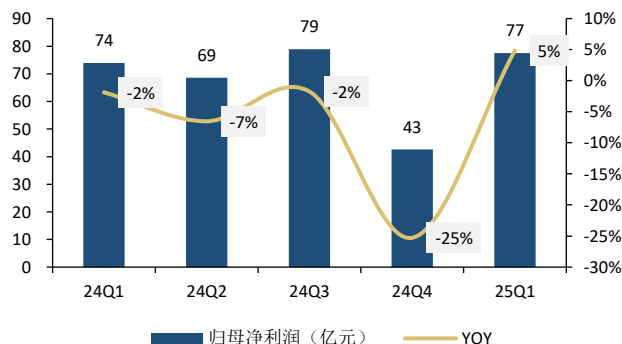


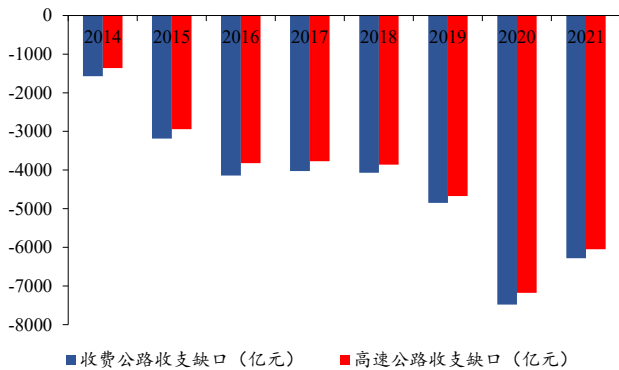
图82：公路指数分季度归母净利润及其增速



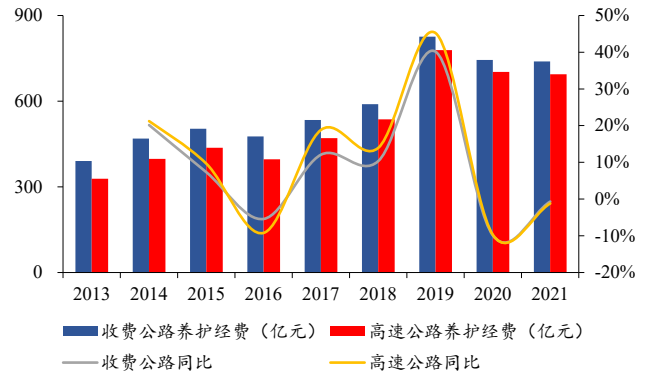
资料来源：Wind，信达证券研发中心

资料来源：Wind，信达证券研发中心

**关注高速公路行业新法规推进带来的情绪催化。**《基础设施和公用事业特许经营管理办法》已于 2024 年 1 月 31 日通过审议并予以公布，自 2024 年 5 月 1 日起正式施行，办法第八条提出特许经营项目期限由此前最长期限 30 年延长至 40 年，具体经营期限变化需根据行业特点、服务需求、项目生命周期、建设投资和运营成本及投资回收期等综合因素确定。具体到收费公路行业，我们认为现行公路法律法规或无法充分满足公路可持续发展需要，可能存在一定改革空间，未来建议重点关注新公路法律法规落地进展。

**图83：收费公路收支缺口不断增大**


资料来源：交通运输部，信达证券研发中心

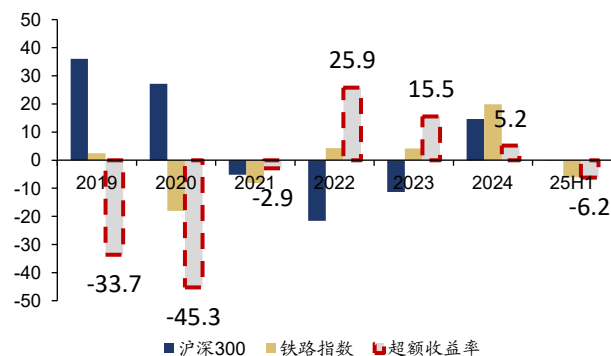
**图84：收费公路养护经费不断扩张**


资料来源：交通运输部，信达证券研发中心

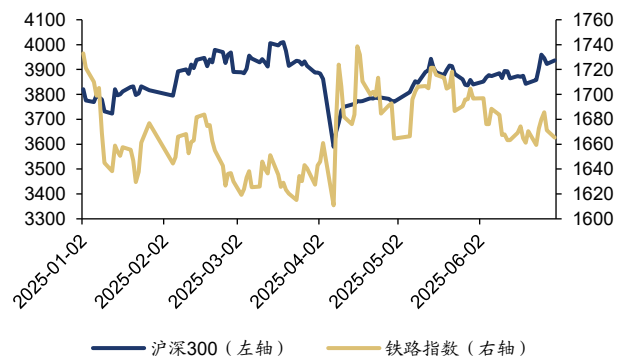
**投资建议：基于成长性叠加高股息主线，关注稳健龙头。**推荐投资运营能力优秀、相关多元化外延拓展持续贡献业绩成长性的招商公路，以及核心路产改扩建完工后或量价齐升赋能增长的山东高速。此外，建议关注稳健股息标的宁沪高速、皖通高速、粤高速 A、深高速。

## 6.2 铁路货运：煤炭需求承压，1-5 月大秦线运量同比-3.6%

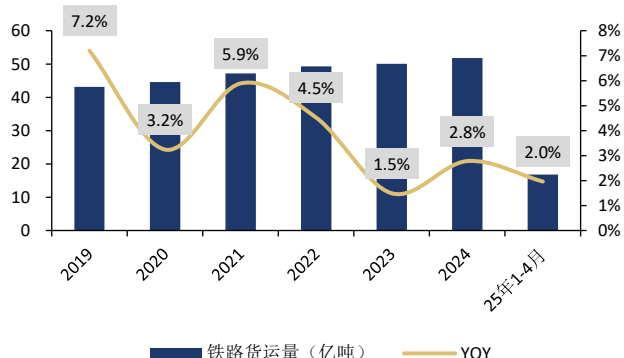
**2025 年上半年铁路板块股价承压，煤炭需求偏弱影响大秦线货运量。**截至 6 月 30 日，年初至今 Wind 铁路运输指数超额收益率约-6.2%，整体跑输大盘。1-4 月铁路货运量 16.81 亿吨，同比+2.0%。受暖冬气温偏高及下游高库存影响，煤炭需求偏弱，1-5 月大秦线货运量 1.56 亿吨，同比-3.6%，分月度看 1-5 月降幅-13.45%、-0.50%、-2.08%、+0.99%、-1.85%，降幅较年初收窄，下半年有望稳中向好。

**图85：25H1 铁路板块超额收益率约-6.2%（单位：%）**


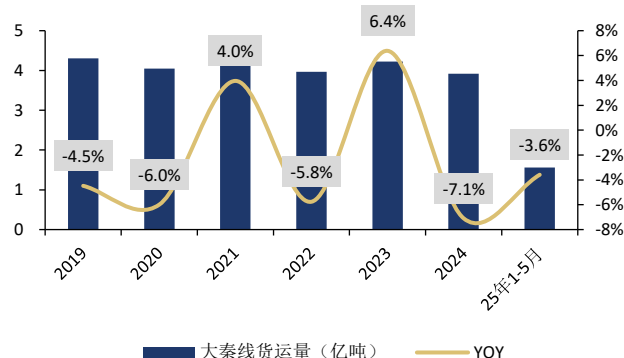
资料来源：Wind，信达证券研发中心  
注：截至 2025 年 6 月 30 日

**图86：25H1 铁路指数收盘价情况**


资料来源：Wind，信达证券研发中心  
注：截至 2025 年 6 月 30 日

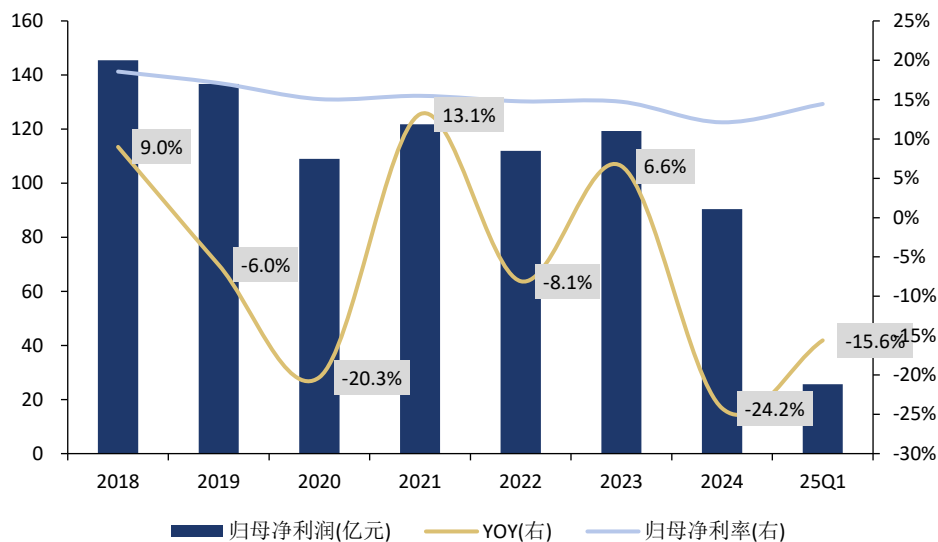
**图87：2025 年 1-4 月铁路累计货运量同比+2.0%**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图88：2025 年 1-5 月大秦线货运量同比-3.6%**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**投资建议：关注大秦铁路的稳健股息价值。**25Q1 受上游货源受限、进口煤炭冲击、能源结构变化等因素影响，公司实现营业收入 178.01 亿元，同比-2.56%，归母净利润 25.71 亿元，同比-15.61%。分红方面，公司制订《23-25 年股东分红回报规划》，承诺除特殊情况外，公司每年应当采取现金方式分配股利，现金分红比例不低于当年归母净利润总额的 55%，且在有条件的情况下可以进行中期利润分配，或有望延续股息价值。

**图89：大秦铁路 25Q1 归母净利润同比下降 15.6%**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

### 6.3 股息率附表

投资建议：低基数下业绩有望维稳，分红稳健高股息特性凸显，建议关注大秦铁路、招商公路、宁沪高速、山东高速、粤高速 A 等。

表29：重点公司股息率汇总（市值日期为 2025/7/4）

| 证券代码      | 公司简称  | 市值<br>(亿元) | 股息率 (%) |       |       |       | 2024 年分<br>红比率<br>(%) | 分红承诺                                             |
|-----------|-------|------------|---------|-------|-------|-------|-----------------------|--------------------------------------------------|
|           |       |            | 2024A   | 2025E | 2026E | 2027E |                       |                                                  |
| 601006.SH | 大秦铁路  | 1,330      | 3.90    | 4.26  | 4.41  | 4.45  | 57.31                 | 2023-2025 年现金分红比例不低于当年归母净利润总额的 55%               |
| 001965.SZ | 招商公路  | 823        | 3.46    | 3.75  | 3.96  | 4.20  | 53.44                 | 2022-2024 年现金分配利润不低于当年归母净利润扣减其他权益工具持有者分配后利润的 55% |
| 600377.SH | 宁沪高速  | 771        | 3.20    | 3.32  | 3.43  | 3.56  | 49.90                 |                                                  |
| 600350.SH | 山东高速  | 505        | 4.04    | 4.36  | 4.59  | 4.76  | 63.76                 | 2020-2024 年现金分配利润不低于当年归母净利润的 60%                 |
| 600012.SH | 皖通高速  | 290        | 3.56    | 3.98  | 4.04  | 3.83  | 61.83                 | 2025-2027 年现金分配利润不低于当年归母净利润的 60%                 |
| 000429.SZ | 粤高速 A | 280        | 3.91    | 4.27  | 4.05  | 3.99  | 70.00                 | 2024-2026 年现金分配利润不低于当年归母净利润的 70%                 |
| 600548.SH | 深高速   | 264        | 2.35    | 3.18  | 3.55  | 3.65  | 54.08                 | 2024-2026 年现金分配利润不低于当年归母净利润扣减其他权益工具持有者分配后利润的 55% |

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：盈利预测取自 Wind 一致预期，分红比率按 2024 年比例测算

## 7 风险因素

**实物商品网购需求不及预期：**实物商品网购是快递业务量发展的上游驱动，若实物商品网购需求不及预期，快递业务量的提升或不及预期。

**电商快递价格竞争恶化：**电商快递行业服务差异化程度相对较低，若各家电商快递企业采取过度激进的价格竞争策略，或影响企业的经营利润及现金流情况。

**末端加盟商稳定性下降：**电商快递加盟商负责末端包裹的揽派以及支线运输，如果因为激励政策等原因导致末端不稳，或影响企业履约的质量。

**出行需求增长不及预期：**宏观经济下行，收入下滑、人们出行意愿降低等因素，可能致使出行需求增长不及预期。

**行业供给超预期风险：**基于行业当前运力引进情况及后续计划，我们判断未来行业运力供给有望收缩。若运力供给超预期，供需难以平衡，预计行业难以维持盈利。

**油价大幅上涨风险：**航油成本为航司重要营业成本之一，航司整体业绩受油价波动影响较大，若平均航油价格上升过快，预计航油成本大幅提升致使营业成本提升，从而影响整体收益水平。

**人民币大幅贬值风险：**航司若干租赁负债、银行贷款及其他贷款主要以美元为单位，以及若干国际收入、费用亦以人民币以外的货币为单位，汇率波动将致使航司产生汇兑损益。

**宏观经济不及预期：**宏观经济是港口吞吐量的基础，若宏观经济不及预期，港口吞吐量或不及预期。若宏观经济需求较疲弱，产业链经营活跃度下降，大宗商品需求也会减弱。

**油轮船队规模扩张超预期：**油运运价弹性的释放基于船队规模扩张缓慢，若船队扩张超预期，全球油运运价的弹性或不及预期。

**集装箱船运力投放超预期：**集装箱船运力投放超预期或导致集装箱航运供过于求，并导致业绩不及预期。

**航运环保监管执行力度不及预期：**环保监管对油运供给能力形成一定限制，若监管执行力度不及预期，供给受限不足或导致全球油运运价的弹性不及预期。

**大宗商品价格波动风险：**国际格局复杂演变，供需关系变化较快，地缘政治、自然灾害等多重不利因素扰动，大宗商品市场价格波动较大，预计会对公司经营业绩有一定影响。

**客商信用风险：**若上市公司交易方（供应商或下游客户）未能及时履行合约义务（供货、提货、付款等），对公司周转率会有一定影响，进而影响到业绩表现。

**分红政策不及预期：**过去部分上市公司分红政策相对稳健主要得益于可持续的现金流，若资本支出超预期可能会影响分红政策的稳定性，可能造成高分红收益兑现不及预期。

**客货车流量不及预期：**若未来客货车流量增速出现大幅放缓甚至下降趋势，或对标的公司造成较大的业绩影响。

## 研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，曾担任多家省交投外部评审委员及央视财经外部评论员，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

黄安，现任信达证券交运分析师，香港中文大学金融学硕士，先后就职于长城证券研究所、浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责海运、港口、危化品运输等行业的研究。

秦梦鸽，现任信达证券交运分析师，上海财经大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2024年加入信达，主要负责快递、物流、公路等行业的研究。

陈依晗，现任信达证券交运研究员，对外经贸大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责航空、大宗供应链等行业的研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                               | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---------------------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                         | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                         | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                         | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。