

行业评级：看好（维持）

证券研究报告 | 行业专题报告

交通运输

2025年05月15日



交通运输行业一季报总结：

内需量增价减，红利保持稳健

证券分析师

姓名：孙延

资格编号：S1350524050003

邮箱：sunyan01@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：曾智星

资格编号：S1350524120008

邮箱：zengzhixing@huayuanstock.com 邮箱：wanghuiwu@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：王惠武

资格编号：S1350524060001

联系人

姓名：张付哲

邮箱：zhangfuzhe@huayuanstock.com

- 快递：加盟制快递价格战加剧致经营继续分化，直营制快递业绩稳健增长。**2025Q1快递行业业务量增长超出预期，头部公司积极拓展份额，3月以来价格竞争加剧，“通达系”单票利润均同比下滑，但也出现分化，部分公司经营现金接近触底，建议积极布局头部企业。直营制快递顺丰继续降本增效和激活经营，公司盈利实现稳健增长。
- 航空机场：量增价减经营承压，供需关系缓慢改善。**2025Q1旅客量同比+5%，国际旅客量5年来首次单季超2019同期；7家上市航司机队同比扩容3.1%；需求扩张快于供给带动飞机利用率提升、但淡旺季有波动。供需关系修复进度偏弱，票价在去年较高基数上明显回落，增量未能带动增收。2025Q1油价同比下行、但仍偏高，叠加扣油成本预计上行，航司仍面临经营压力，除华夏航空外，均现利润下滑；流量增长带动机场业绩稳步增长。随着量增支撑、外部因素边际改善，业绩弹性有望在未来季度逐步兑现，看好板块全年上行。
- 高速：车流量回升促盈利修复，多数龙头利润增长。**2025Q1车流量稳步复苏叠加部分公司改扩建结束，多数上市公司盈利实现增长。头部企业保持稳定的高分红政策，在统计的19家高速企业中，股息率同比增长的有9家，部分公司通过资产并购、改扩建等优化布局，增加抗风险和盈利能力，配置性价比较高。
- 航运：集运外调内稳，油运市场复苏，散运市场低迷。**2025Q1由于中美关税政策的不确定性、全球需求的减弱、运力过剩与市场季节性调整等影响，集运外贸代表性指数SCFI同比降低12%；内贸部分运力外流缓解了供给压力，PDCI指数同比上涨9%；油运运价同比大幅度下滑，市场受地缘政治、制裁及需求节奏影响剧烈波动；BDI指数承接2024年底的低迷开局，加上澳巴铁矿发运持续低迷，短期市场运力供给过剩。

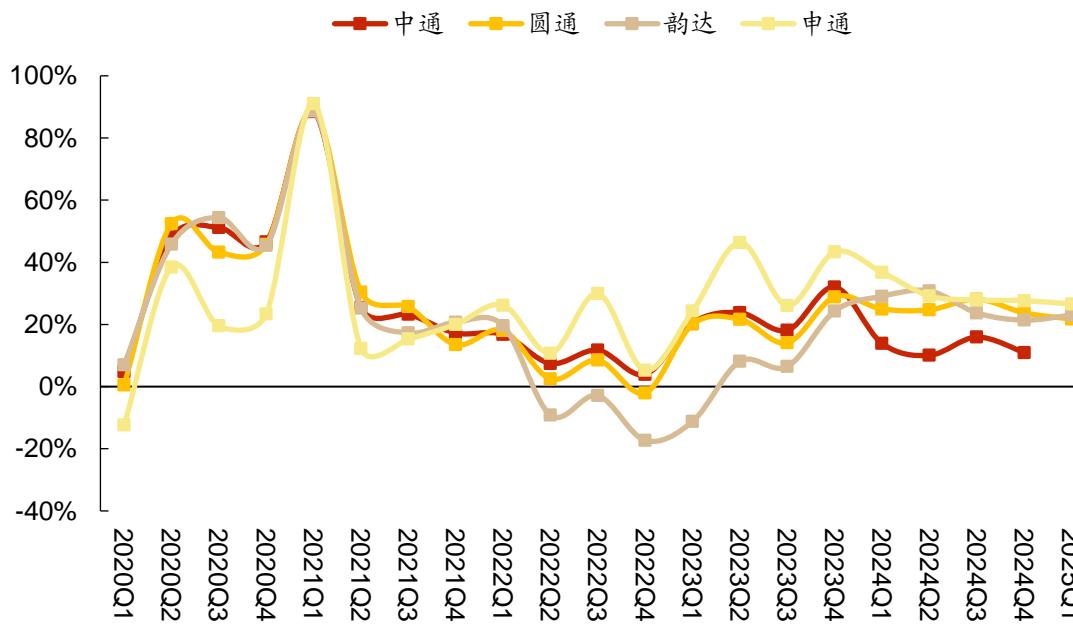
- **船舶：新船价格同比上涨，环比松动。**美国关税政策和对中国造船业的301调查拟议直接影响了船东的订造意愿，叠加部分船型运力过剩与运费低迷压力，造船市场景气度回调，新船价格出现松动。
- **港口：吞吐量表现平稳。**2025Q1全国主要港口实现货物吞吐量42.22亿吨，同比增长3.23%；实现外贸货物吞吐量13.25亿吨，同比增长1.45%；受益于零售商赶在预期关税前提早发货，实现集装箱吞吐量0.83亿TEU，同比增长8.21%。
- **大宗供应链：需求承压量价两难，龙头积极应对彰显韧性。**2025Q1市场需求疲软下大宗商品价格持续回落，板块整体收入承压，部分企业通过业务优化与成本管控凸显经营韧性，重点关注宏观需求复苏下行业的右侧机会。
- **风险提示：**1) 宏观经济下滑风险，将会对交运整体需求造成较大影响。2) 快递行业价格竞争超出市场预期。3) 油价、人力成本持续上升风险。运输、人工成本作为交通运输行业的主要成本，可能面临油价上升、人工成本大幅攀升的风险。4) 人民币汇率大幅波动风险。

主要内容

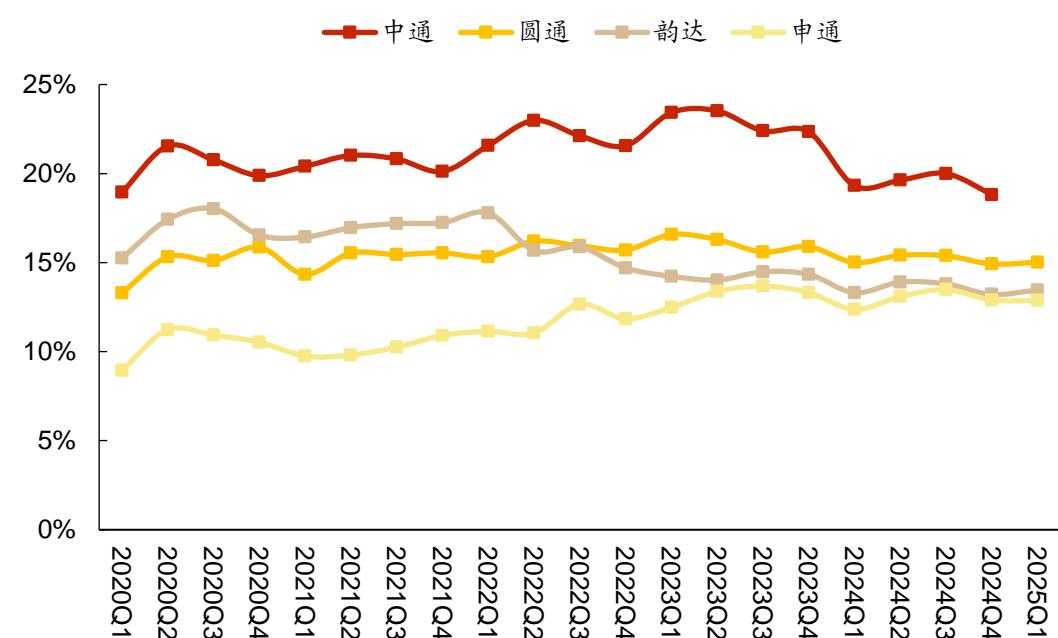
1. 快递
2. 航空机场
3. 高速
4. 航运
5. 船舶
6. 港口
7. 大宗供应链
8. 风险提示

- 根据国家邮政局数据，2025Q1快递行业业务量同比增长21.6%，维持了2024年以来的快速增长，超出市场预期。
- 圆通/韵达/申通2025Q1业务量分别达到67.8/60.8/58.1亿件，同比+21.7%/+23.0%/+26.6%，均高于行业增速。
- 圆通/韵达/申通2025Q1市场份额15.0%/13.5%/12.9%，同比+0.0/0.1/0.5pcts，申通份额提升幅度较大。

图表：“通达系”季度业务量同比增速



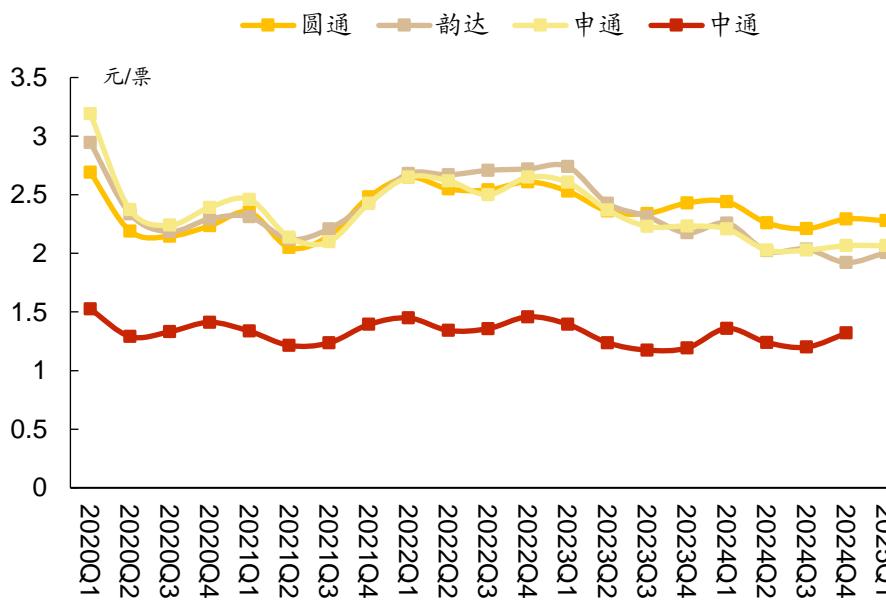
图表：“通达系”季度市场份额变化



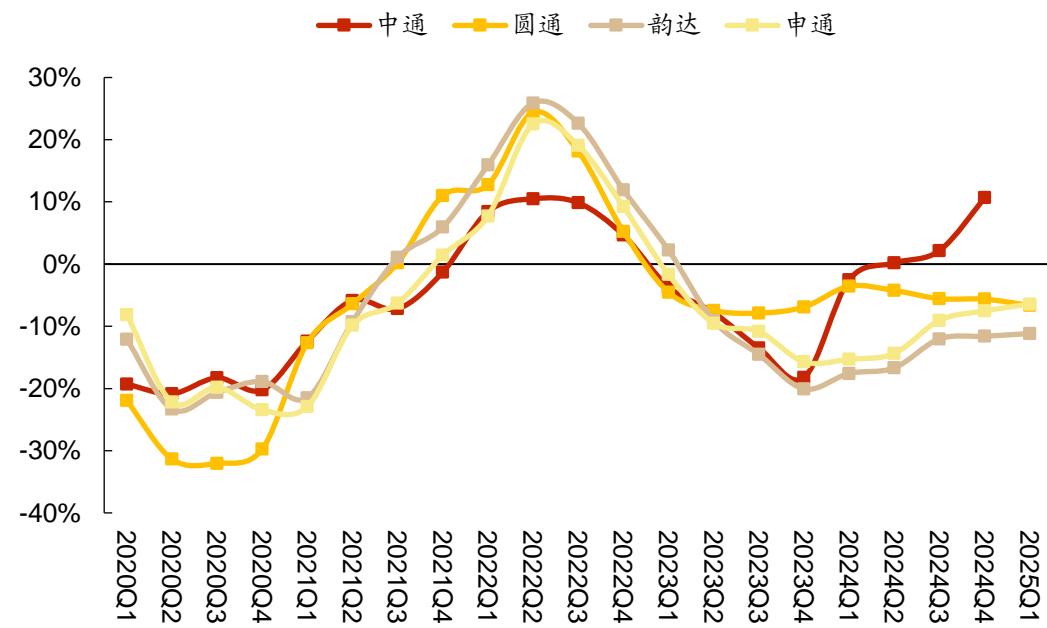
价格战自2025年3月开始加剧，单票收入持续下探

- 2025Q1行业单票收入同比下降8.8%，保持下降趋势，价格竞争持续，进入3月份以来行业价格战有一定加剧趋势。
- 2025Q1圆通/韵达/申通快递单票收入分别为2.28/2.01/2.07元，同比-6.6%（或-0.16元）/-11.2%（或-0.25元）/-6.4%（或-0.14元），环比-0.02/+0.08/-0.00元。

图表：“通达系”季度单票价格



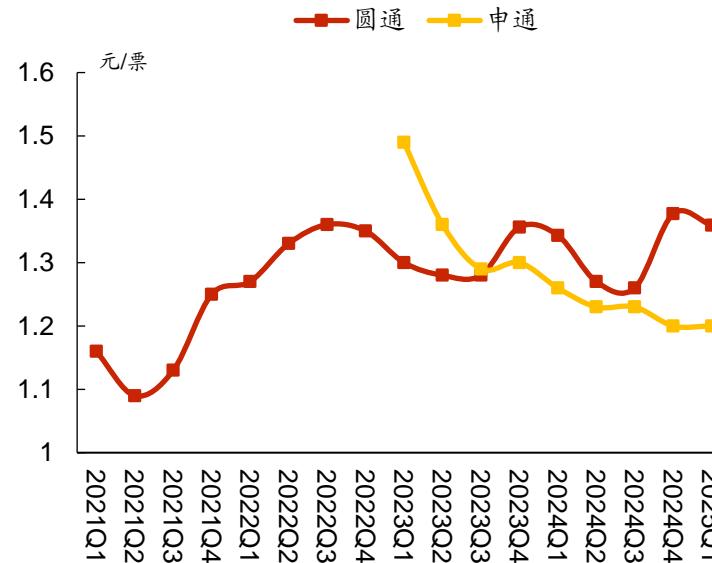
图表：“通达系”季度单票价格同比



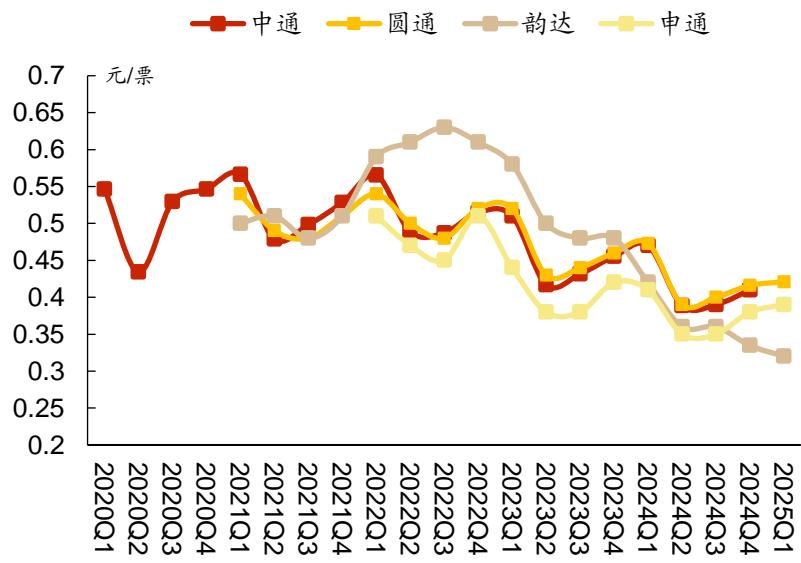
降本持续推进，不及单票收入降幅

- **单票成本：**2025Q1圆通/韵达/申通单票成本分别为2.11/1.85/1.95元，同比-3.7%（或-0.08元）/-8.6%（或-0.17元）/-6.2%（或-0.13元）
- **单票派件成本：**2025Q1圆通/申通单票揽派成本1.36/1.20元，同比+1.2%（或+0.02元）/-4.8%（或-0.06元），圆通派件成本未下降，或由于对加盟商网络更积极的支持和逆向物流带动的派费增长，而申通则采取降派费形式压缩总部成本。
- **单票运输成本：**2025Q1圆通/韵达/申通单票运输成本0.42/0.32/0.39元，同比-11.0%（或-0.05元）/-23.8%（或-0.10元）/-4.9%（或-0.02元），运输成本下降或由于各公司优化路由以及提高车辆装载率。
- **单票分拣成本：**2025Q1圆通/韵达/申通单票分拣成本0.30/0.29/0.33元，同比0%/-14.7%（或-0.05元）/-10.8%（或-0.04元）。分拣成本下降主要由于各公司转运中心智能化升级、规模效应释放。

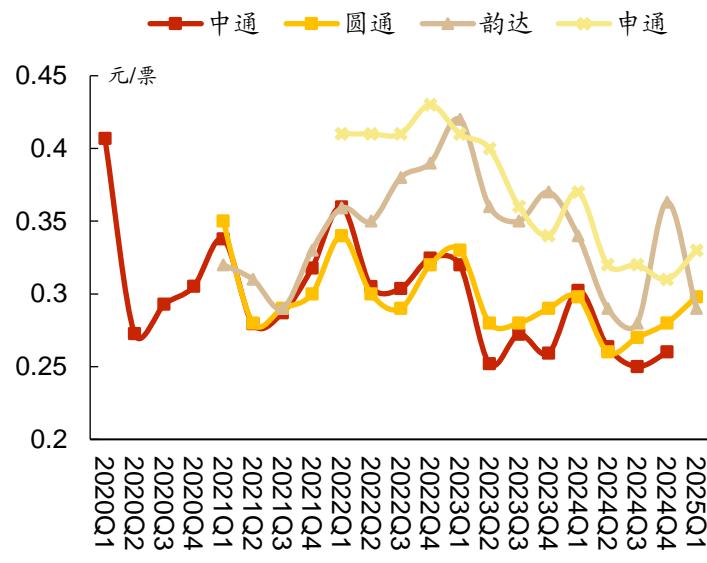
图表：“通达系”单票揽派成本



图表：“通达系”单票运输成本

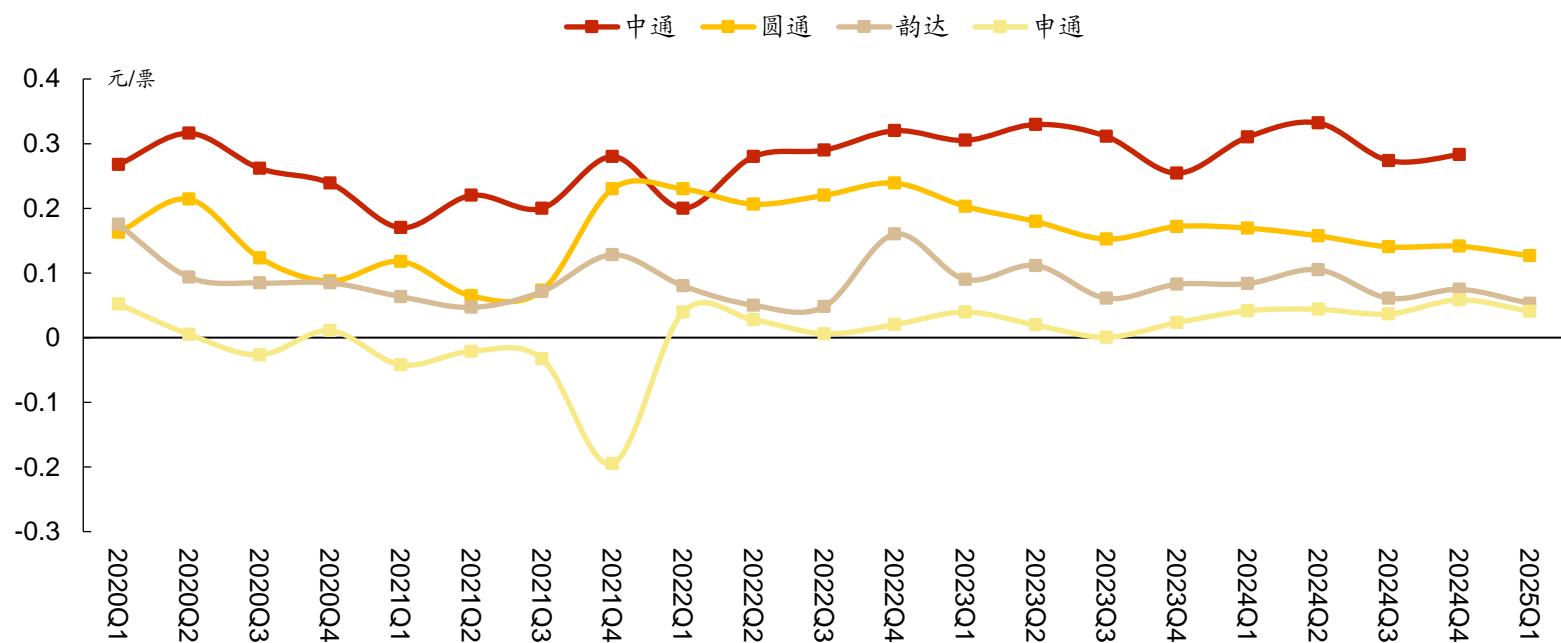


图表：“通达系”单票分拣成本



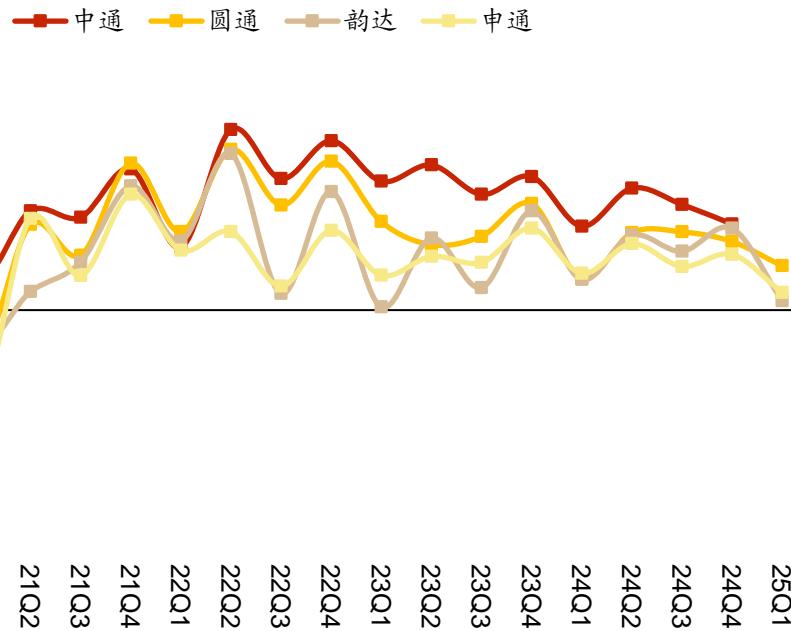
- 2025Q1圆通/韵达/申通单票归母净利润0.13/0.05/0.04元，同比-25.3%（或-0.04元）/-36.7%（或-0.03元）/-2.0%（或-0.001元），环比-10.5%（或-0.01元）/-29.2%（或-0.02元）/-30.5%（或-0.02元）。
- 2025Q1圆通价格竞争策略较为积极，同时核心派费成本未下降，导致单票利润下降，此外航空和国际业务亏损对单票利润产生负面影响；
- 2025Q1韵达单票收入和成本下降幅度均较大，单票利润降幅和头部趋同；
- 2025Q1申通表现稳健，公司业务量增速领先，单票收入降幅同比收窄，派费及核心运营成本下降，在较低的单票利润水平基数上实现了单票利润稳定。

图表：“通达系”单票归母净利润



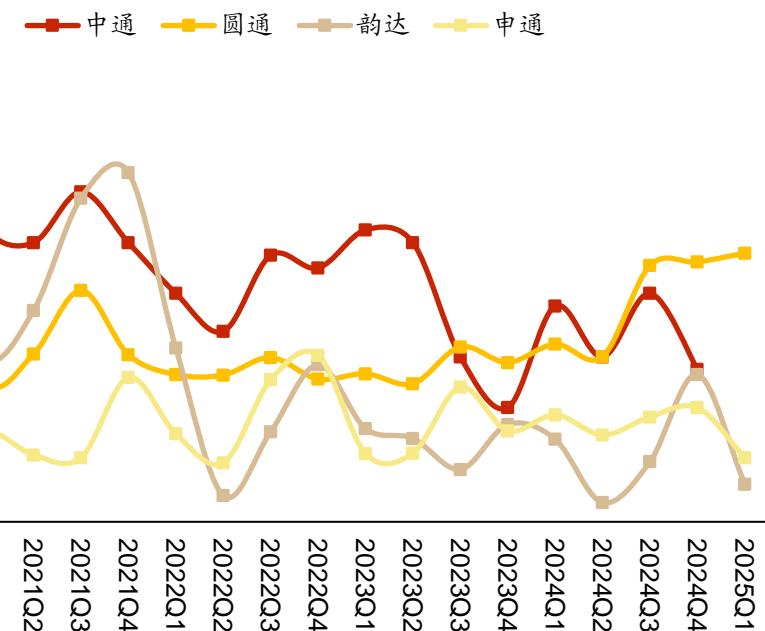
- 2025Q1部分企业单票现金流触底。2025Q1圆通/韵达/申通单票经营性净现金流分别为0.15/0.03/0.06元，同比+43.4%/-70.2%/-52.7%，尽管通达系企业现金流存在季节性波动，但横向对比来看，圆通状况相对较好，韵达、申通接近2021Q1底部。
- 资本开支持续分化。2025Q1圆通/韵达/申通资本性支出21.2/3.0/5.1亿元，同比+51.2%/-54.4%/-40.0%，环比+1.2%/-3.2%/-1.4亿元，圆通资本开支持续高于同行，实施差异化的产能投放策略。

图表：“通达系”单票经营性净现金流

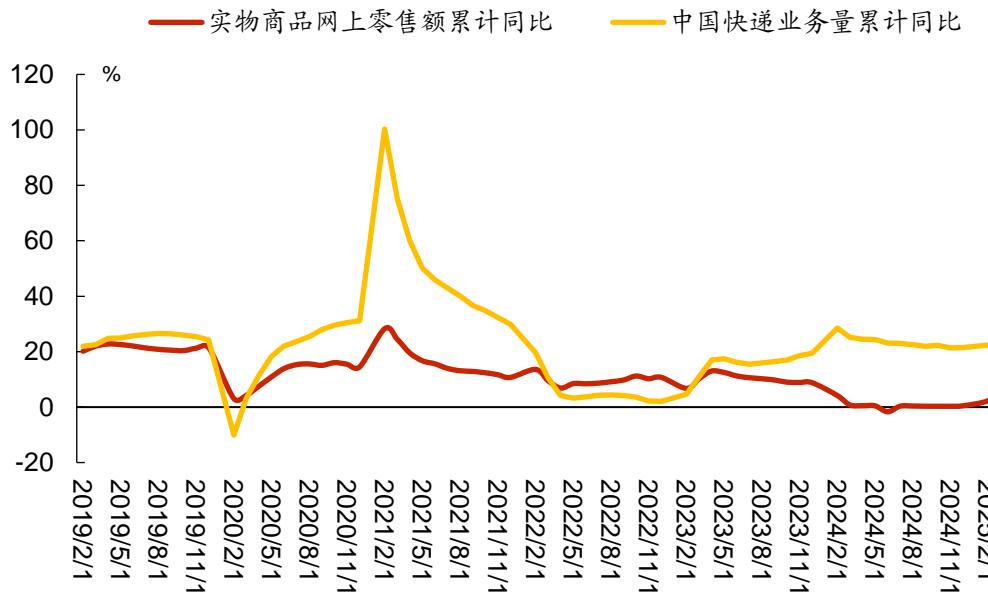
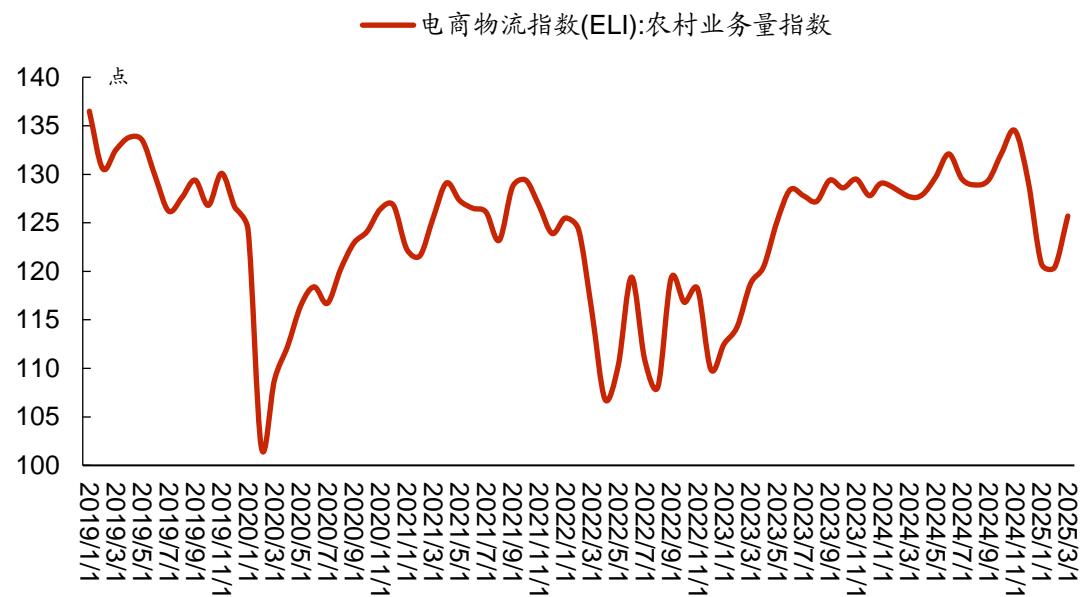


资料来源：Wind, 各公司公告, 华源证券研究

图表：“通达系”资本性支出

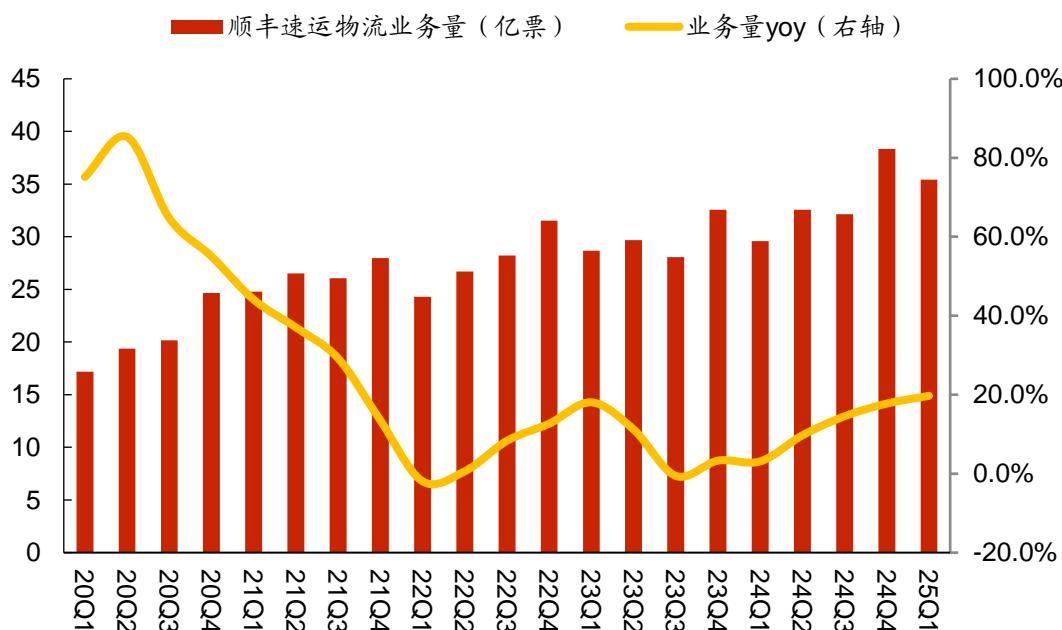


- **需求端：**网购需求带动快递包裹量增长，展望未来，电商平台多元化发展、电商消费向村向西发展、低端电商消费带动包裹更快增长、退货运件增加等因素或将带动包裹增量潜力释放。
- **供给端：**行业准入壁垒高，但产品仍同质化，竞争环境下的格局分化是大趋势。短期5-8月行业进入淡季，存在价格触底可能性，未来资本开支分化和智能化落地（AI赋能+无人车）带来的降本空间或将成为行业分化的关键节点。
- **投资建议：**当前快递需求坚韧，终端价格总体处在历史底部水平，下行空间或有限。通达系快递受价格战影响估值下杀，当前板块龙头估值安全边际充分，可作为底部长期配置。建议关注：1) 中通快递：行业长期龙头，经营稳定，分红+回购展现良好股东回报；2) 圆通速递：份额相对稳定，网络健康，智能化领先优势或二次打开；3) 申通快递：产能与服务双升，成本改善空间大，利润基数低。

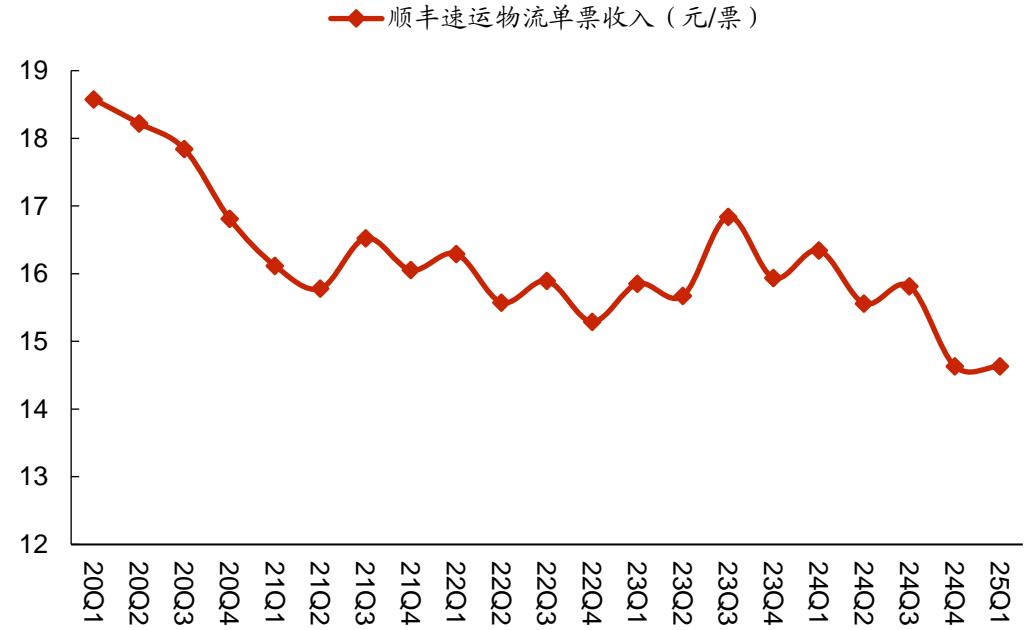
图表：实物网上零售额及快递业务量累计同比

图表：农村电商物流业务量指数


- 2025Q1顺丰速运物流业务量35.4亿票，同比+19.7%，受益于提振消费的各项政策，以及公司激活经营持续推进，3月速运物流件量增速超25%，跑赢行业增速，为上市企业中增速最快。
- 2025Q1单票收入14.6元/票，同比-10.5%，环比持平，主要受行业价格竞争及产品结构变化影响，公司通过多网融通、营运模式变革以及激活经营实现降本增效，增量效益通过价格回馈客户。

图表：顺丰速运物流业务量及增速



图表：顺丰速运物流单票收入变化

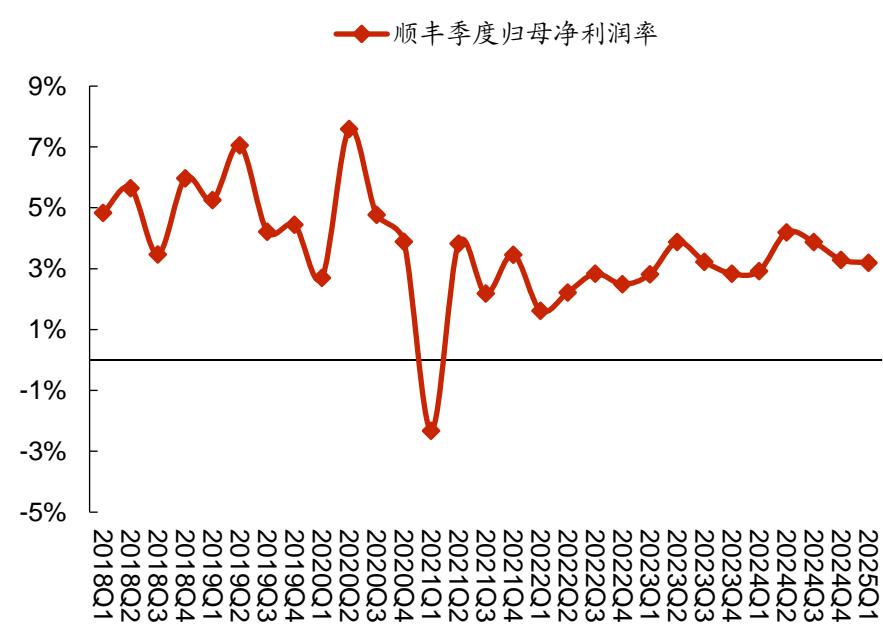


- 2025Q1顺丰营收698.5亿元，同比+6.9%。其中：速运物流业务收入518.1亿元，同比+7.2%，1-2月收入放缓主要由于“通达系”春节加班影响部分供给，3月公司采用更加灵活的价格策略，行业渗透率提高带动公司速运物流收入同比增长10.6%；供应链及国际业务收入165.0亿元，同比+11.1%，主要受益于国际网络不断完善、业务融通不断加强以及国际市场积极扩张。
- 2025Q1归母净利润22.3亿元，同比+16.8%，归母净利润率3.2%，同比+0.3pp。成本端：公司多网融通、营运模式变革成果显现，结构性降本反哺经营前端；费用端：公司持续强化精益化经营管理，2025Q1公司管理费用率同比-0.6pp，公司费率实现稳中有降。

图表：顺丰营业收入同比



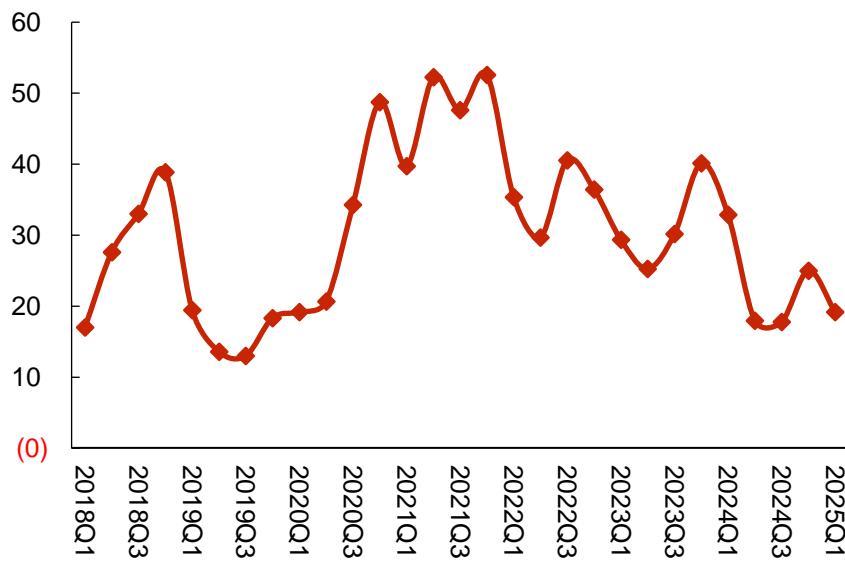
图表：顺丰归母净利润率



- 2025Q1顺丰资本开支19.1亿元，同比-41.8%；顺丰经营性净现金流40.6亿元，同比-14.2%，公司经营现金流受季节性影响波动，总体保持充裕。
- **投资建议：** 2025年顺丰时效快递有望保持稳健增长，经济快递等其他速运业务增速或快于时效件。供应链及国际业务受全球贸易政策影响有一定不确定性，但对东南亚跨境物流业务或有结构性增长机会。总体来看，顺丰有望受益顺周期回暖以及持续降本，业绩弹性相对更大，业绩与估值存在双升空间。

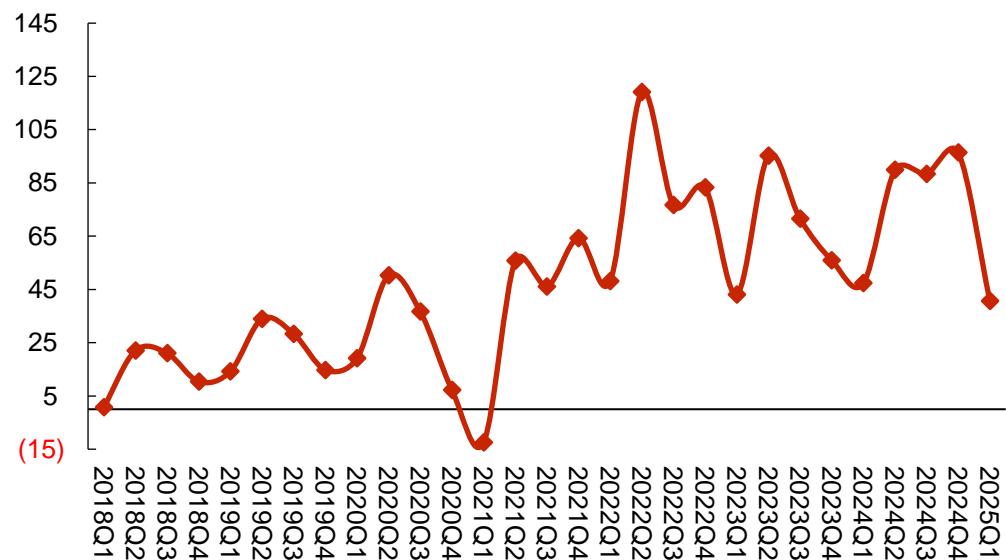
图表：顺丰资本开支

◆ 顺丰季度资本开支（亿元）



图表：顺丰经营性净现金流

◆ 顺丰季度经营性净现金流（亿元）



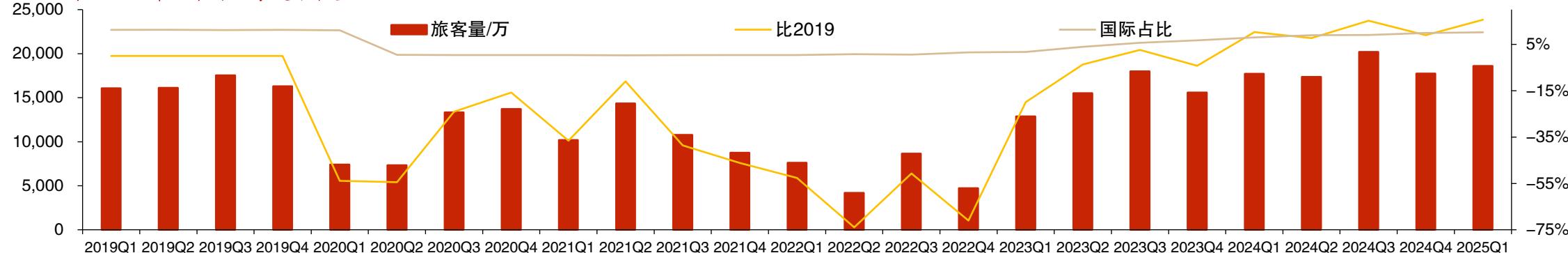
主要内容

1. 快递
2. 航空机场
3. 高速
4. 航运
5. 船舶
6. 港口
7. 大宗供应链
8. 风险提示

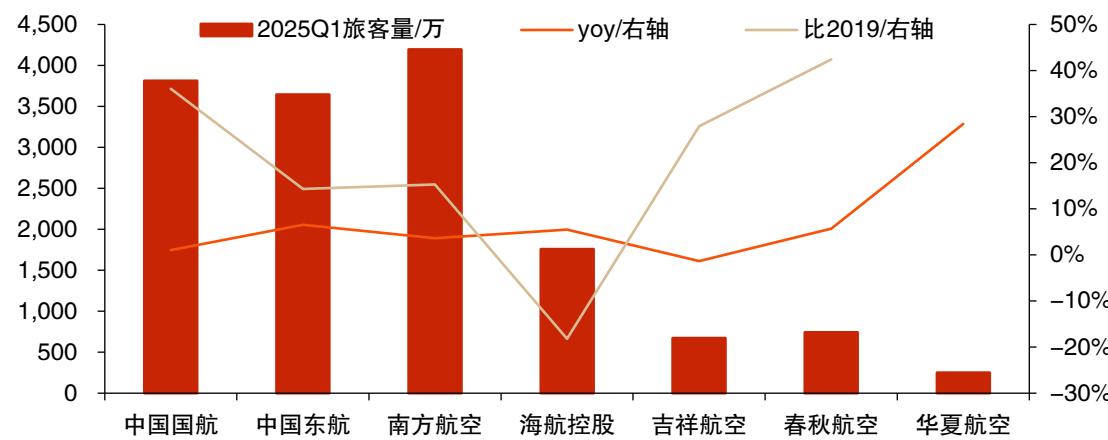
需求：旅客量持续增长，国际线首超2019同期

- 2025Q1行业旅客量持续增长、达1.86亿人次，同比+4.9%；国际线恢复加快、达1893万人次，同比+34%，比2019年同期+4.6%，是2020年以来首次单季国际旅客量超过2019年同期。
- 各上市公司旅客量同比增速：国航/东航/南航/海航/吉祥/春秋/华夏分别+1.1%/+6.5%/+3.6%/+5.5%/-1.3%/+5.7%/+28.4%，市场份额同比变动：国航/东航/南航/海航/吉祥/春秋/华夏分别-0.8/+0.3/-0.3/+0.1/-0.2/+0/+0.2pcts。

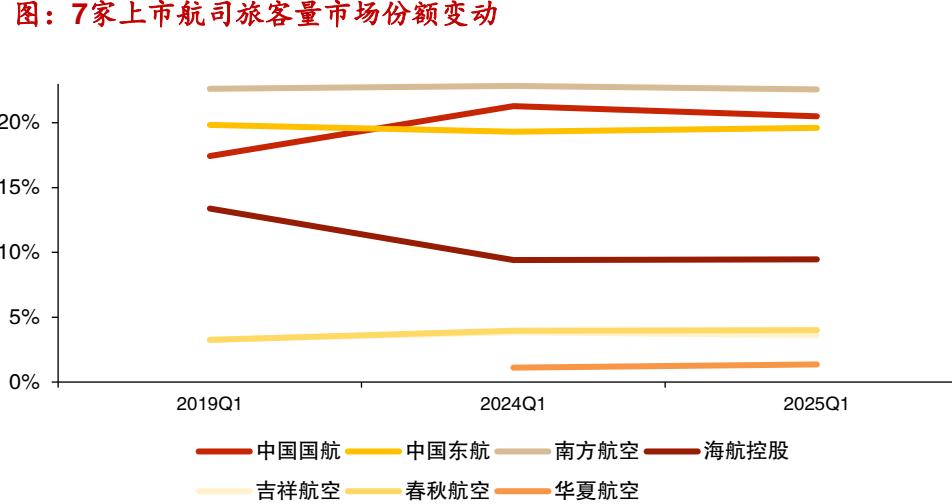
图：2019年以来行业季度旅客量



图：7家上市航司一季度旅客量



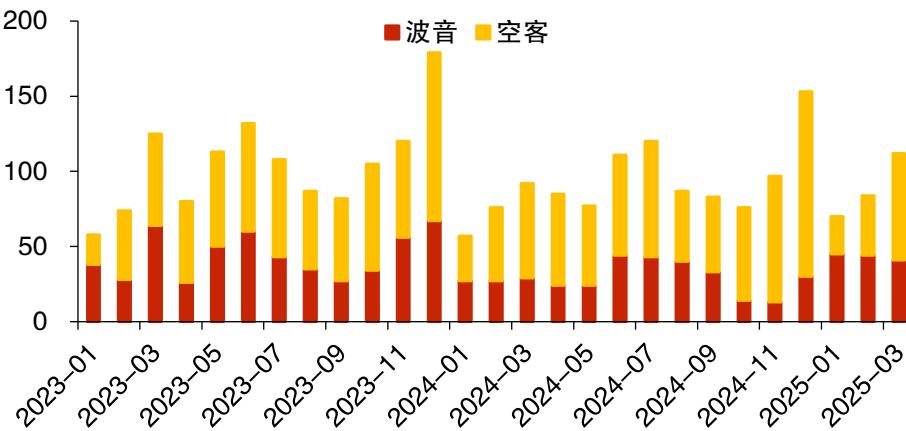
图：7家上市航司旅客量市场份额变动



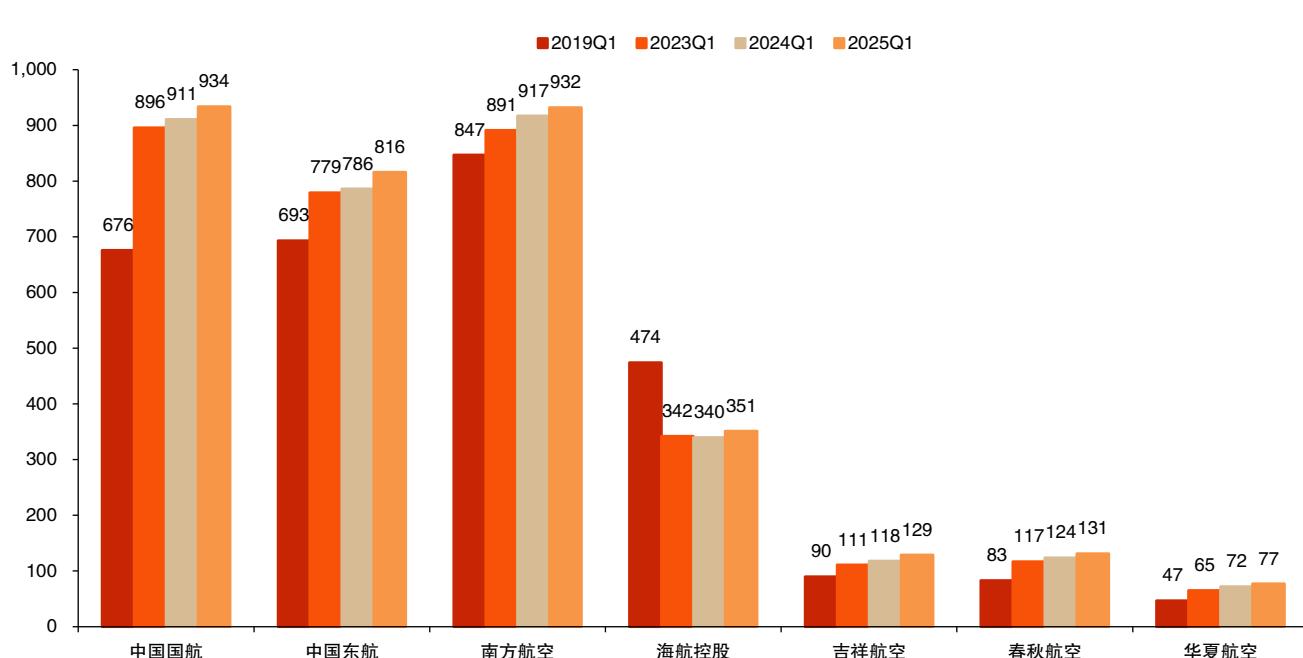
供给：机队小幅扩张，未来交付或受阻

- 2025Q1波音空客产能缓慢恢复，仍处于历史偏低水平，合计交付飞机266架，同比+18.2%；7家上市航司合计机队规模达3370架，同比+3.1%、比2019年同期+15.8%。关税冲突下，未来飞机交付不确定性再增、交付量或持续低位。
- 2025Q1行业ASK达4024亿人公里，同比+6.3%、比2019年同期+17.7%。

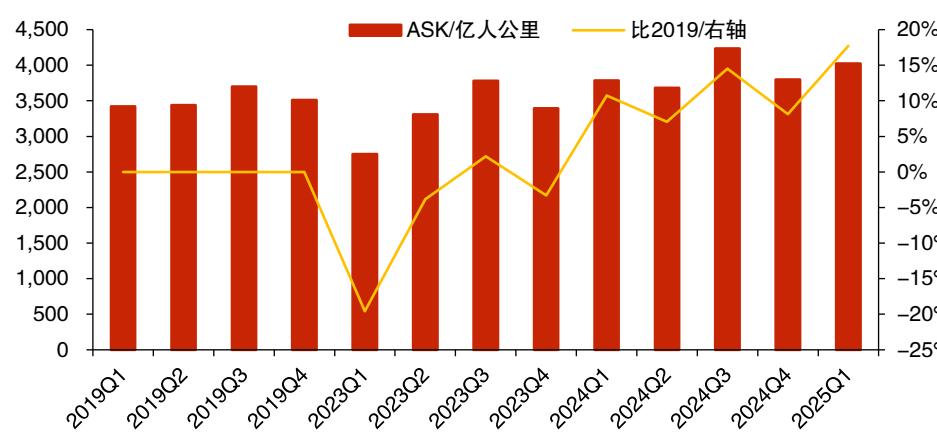
图：2023年以来波音空客每月交付飞机数量（架）



图：7家上市航司一季度末机队规模（架）

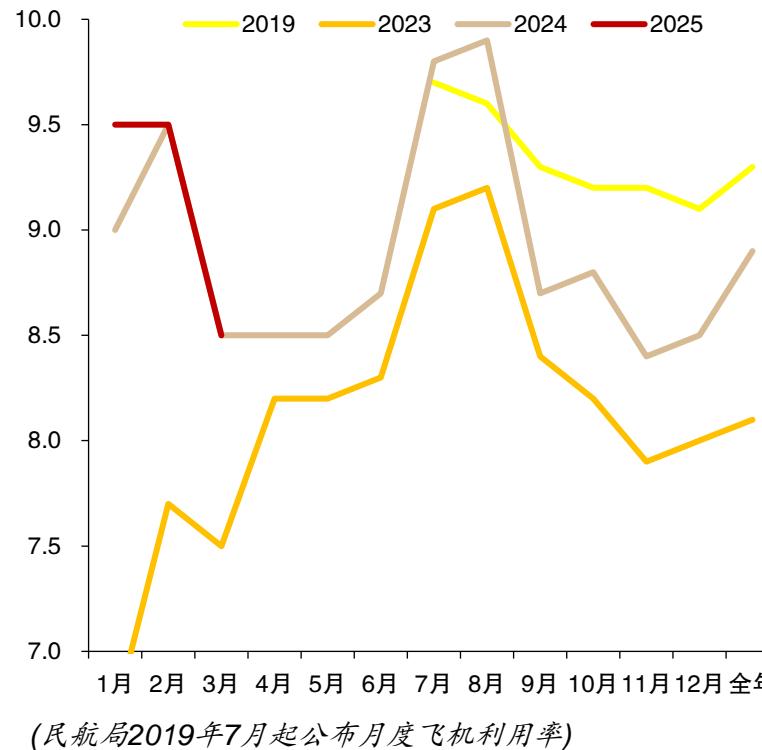


图：行业单季ASK变动

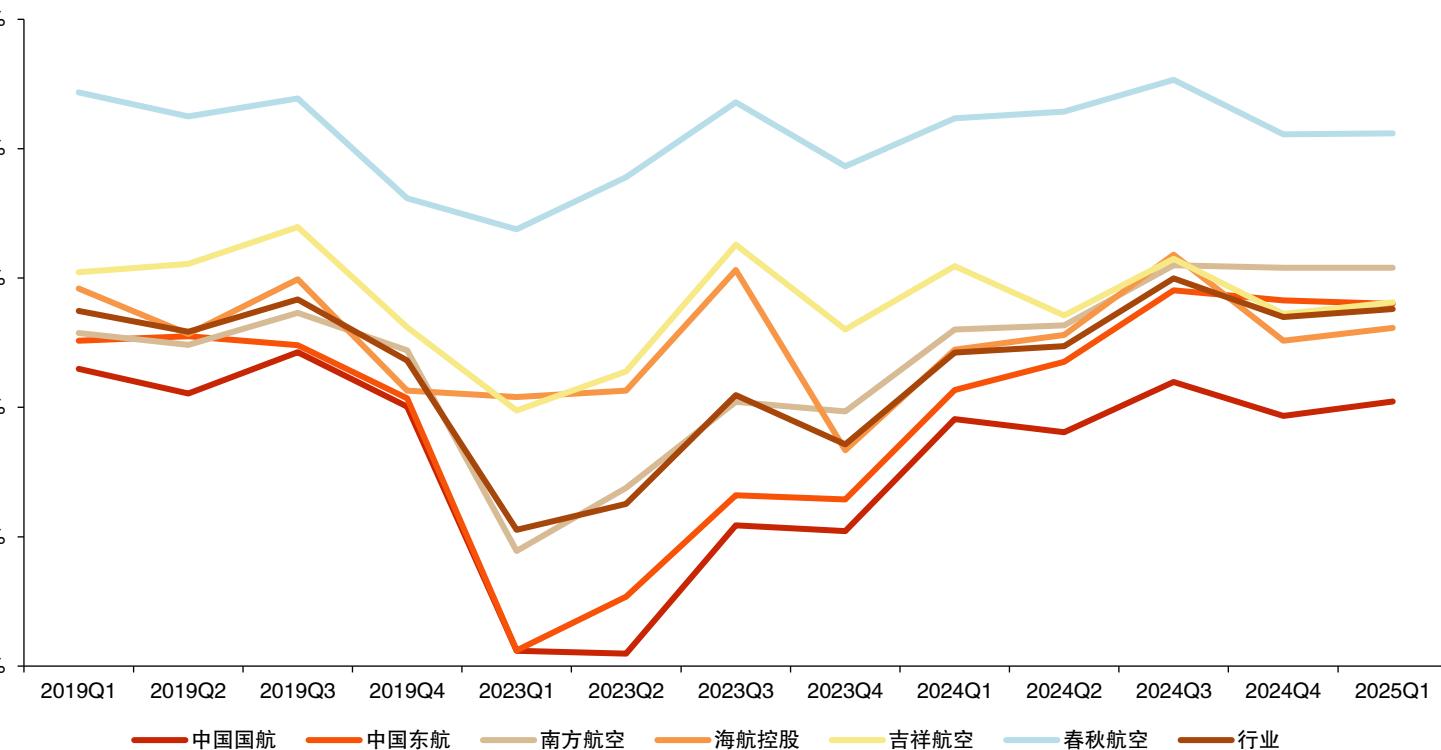


- 1-3月，行业飞机日利用率分别9.5/9.5/8.5小时，需求增长带动产能利用较去年有所改善，但淡旺季波动较大。
- 2025Q1行业客座率达83.8%，较2019/2023/2024年同期分别高0.1/8.5/1.7pcts，处于历史高位；
- 6家上市公司客座率分别达：国航80.2%、东航84%、南航85.4%、海航83.1%、吉祥84.1%、春秋90.6%。

图：行业月度飞机日利用率（小时）



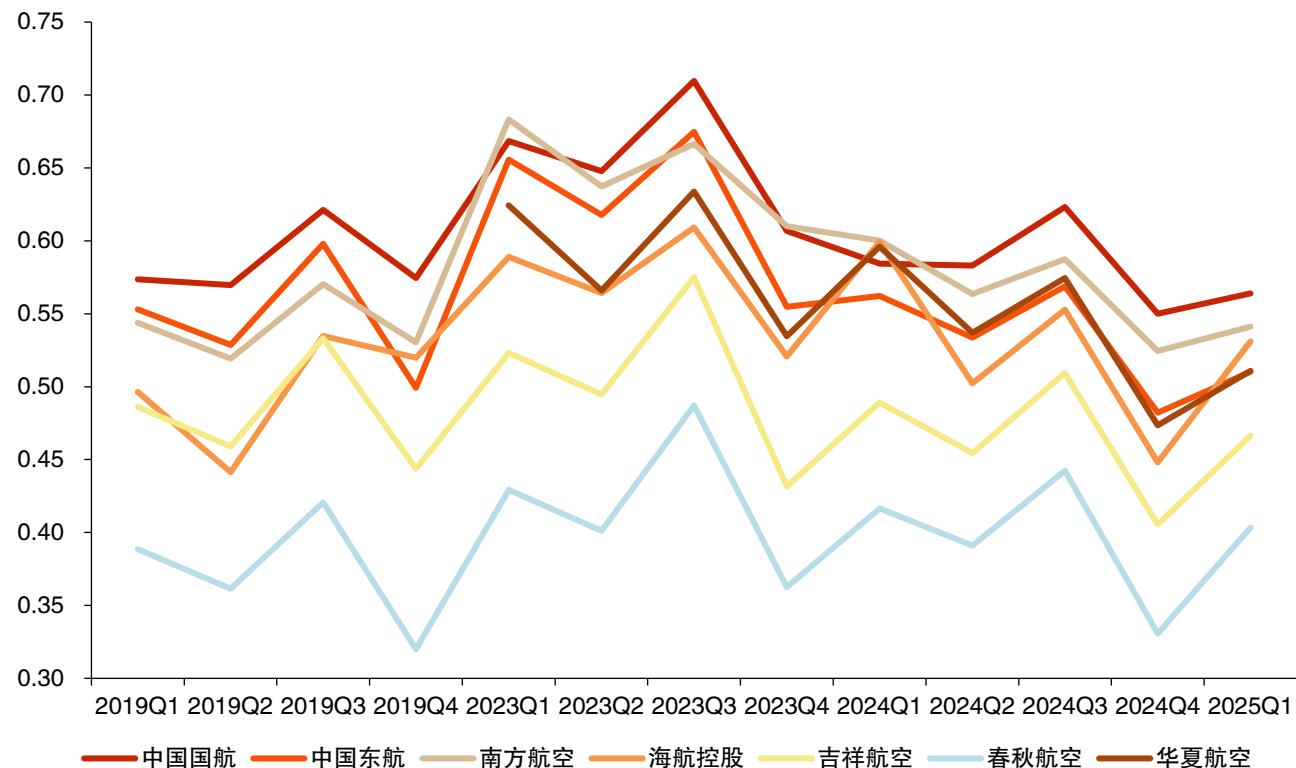
图：6家上市航司及行业季度客座率



收益水平：票价承压，单位收益下滑明显

- 2025Q1行业票价表现低迷，上市公司收益质量承压。7家上市航司客公里收益（同比）分别为：国航0.56元（-3.5%）、东航0.51元（-9.2%）、南航0.54元（-9.8%）、海航0.53元（-11.4%）、吉祥0.47元（-4.7%）、春秋0.40元（-3.1%）、华夏0.51元（-14.3%）。
- 单位收益水平欠佳下，尽管旅客量仍在增长，但上市公司营收增速不理想。除春秋、华夏营收分别同增2.9%、9.8%外，其他航司营收同比基本持平、甚至有所萎缩。

图：7家上市航司单位客公里收益（元）



表：2025Q1,上市航司营收及收益水平对比

	营业收入 /亿元	yoY	客公里收 益/元	yoY	单客收 入/元	yoY
中国国航	400.2	-0.1%	0.56	-3.5%	1050.1	-1.1%
中国东航	334.1	0.7%	0.51	-9.2%	916.5	-5.5%
南方航空	434.1	-2.7%	0.54	-9.8%	1034.8	-6.1%
海航控股	176.0	0.3%	0.53	-11.4%	1000.3	-4.9%
吉祥航空	57.2	0.1%	0.47	-4.7%	850.1	1.4%
春秋航空	53.2	2.9%	0.40	-3.1%	714.4	-2.7%
华夏航空	17.7	9.8%	0.51	-14.3%	701.8	-14.5%

- 2025Q1国内航空煤油平均出厂价5952元，环比走高4.9%、同比下行10%，仍高出2019年同期25.1%，航司仍面临较高的油价成本，4-5月油价持续下跌、预计二季度压力明显缓解。
- 截至3月31日，美元兑人民币汇率较2024年12月31日小幅升值0.14%，对航司汇兑损益形成微弱正向影响。

图：2019年以来国内航空煤油出厂价



图：2024年以来美元兑人民币中间价



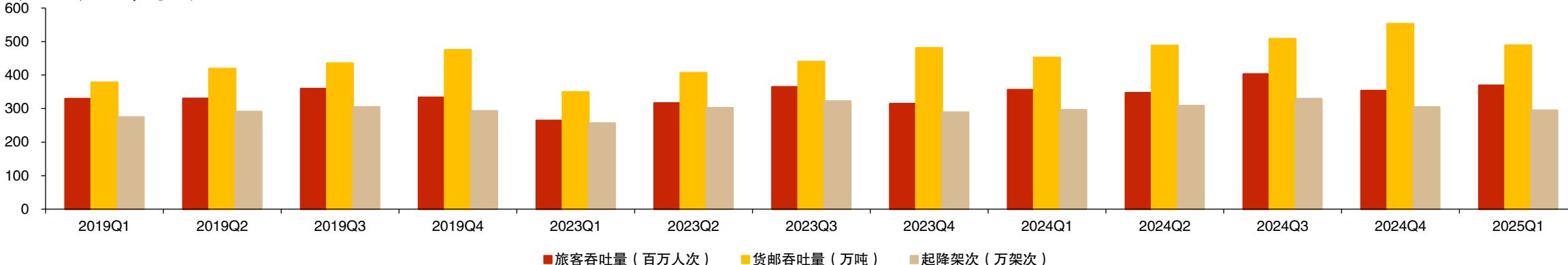
- 成本管控方面，一季度，7家上市航司毛利率同比均有所降低，但除国航外、各航司单位ASK营业成本均同比改善，料主要受油价同降影响；改善幅度普遍小于油价降幅，与ASK增长带动可变成本上升有关，同时当前供应链紧张、航司成本管控亦面临压力；除南航、春秋外，各航司期间费用率有所减少，华夏航空和海航控股同比改善明显。
- 一季度票价压力下，航司业绩弹性难以释放，尽管行业需求量有所增长、但航司仍面临较高成本端压力。三大航均同比增亏；海航、吉祥、春秋虽同比走弱、但维持盈利；华夏航空表现亮眼，得益于自身产能修复与差异化市场优势，成为一季度唯一利润同增的上市航司。

表：2025Q1，7家上市航司盈利能力、成本管控能力对比

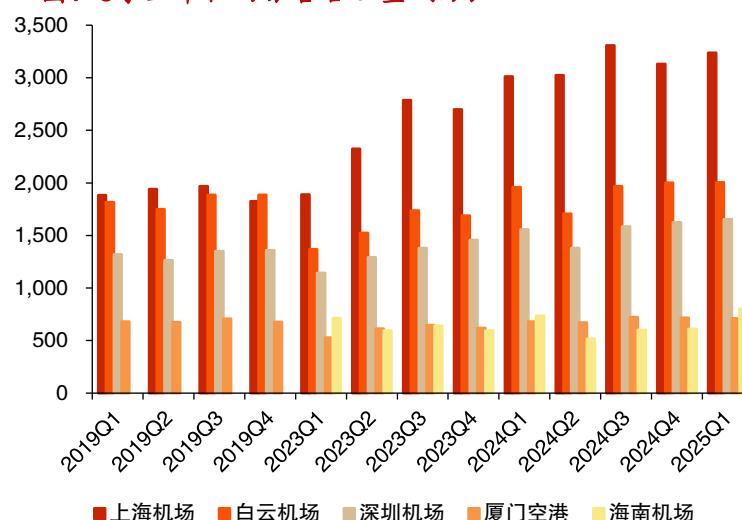
	毛利率(%)	同比变动(pcts)	单位ASK营业成本(元)	yoY	期间费用率(%)	同比变动(pcts)	归母净利润(亿元)	yoY
中国国航	0.52	-2.81	0.45	0.2%	11.26	-0.77	-20.44	增亏3.7亿
中国东航	2.08	-2.46	0.42	-3.0%	10.95	-0.23	-9.95	增亏1.9亿
南方航空	8.48	-2.45	0.42	-4.7%	10.05	0.42	-7.47	增亏15亿
海航控股	10.25	-4.34	0.40	-5.9%	9.58	-1.81	2.72	-60.3%
吉祥航空	13.33	-4.24	0.34	-1.4%	11.66	-0.51	3.45	-7.0%
春秋航空	16.34	-1.28	0.31	-2.3%	4.93	0.77	6.77	-16.4%
华夏航空	0.79	-3.11	0.40	-8.4%	15.67	-2.55	0.82	232.3%

- 一季度，全国机场旅客吞吐量3.69亿，同比+3.7%、比2019年同期+12.1%；货邮吞吐量489.1万吨，同比+8.1%、比2019年同期+29.3%；起降架次295万，同比-0.3%，比2019年同期+7.2%。
- 5家上市机场合计旅客吞吐量、起降架次、货邮吞吐量分别同增5.9%/3.3%/4.8%，旅客和飞机流量的增速高于行业整体。

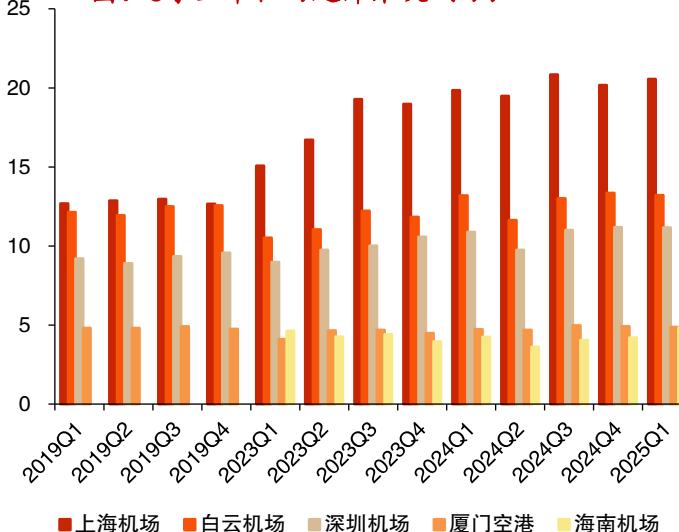
图：全国机场季度运营数据对比



图：5家上市机场旅客吞吐量 (万)



图：5家上市机场起降架次 (万)



图：5家上市机场货邮吞吐量 (万)



- 区别于航空公司，机场较少受油价、汇率等外部环境干扰，其航空性收费项目单价稳定，流量增长是业绩驱动的主因。除海南机场，其他四家营收同比有明显增幅，上海机场、深圳机场、厦门空港营收已超过2019年同期水平（上海机场由于并表虹桥机场资产影响，口径有差异）。
- 成本刚性下，营收增长驱动四家机场毛利率同比提升明显，盈利能力改善；除白云机场外，其他四家毛利率均不及2019年同期，料主要受机场免税业务拖累。

表：2025Q1，5家上市机场财务指标对比

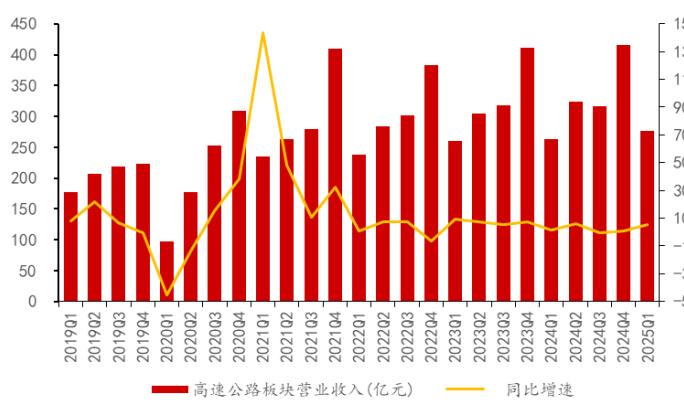
	上海机场	白云机场	深圳机场	厦门空港	海南机场
营业收入（亿元）	31.72	18.22	12.55	4.88	10.90
yoy	4.7%	9.5%	11.2%	6.9%	-8.6%
比2019	14.3%	-5.0%	37.3%	10.7%	-47.2%
毛利率（%）	26.87	27.85	24.50	38.97	41.24
同比变动（pcts）	3.41	2.29	3.64	4.23	-4.74
比2019变动（pcts）	-28.37	6.51	-4.17	-2.49	-0.09
期间费用率（%）	8.72	7.44	9.58	4.30	27.23
同比变动（pcts）	0.85	-1.31	-1.48	0.02	6.10
比2019变动（pcts）	8.30	5.25	7.53	1.90	2.91
归母净利润（亿元）	5.19	2.96	1.63	1.26	1.00
yoy	34.5%	57.7%	72.2%	4.1%	-54.1%
比2019	-62.7%	32.3%	-5.8%	6.4%	-71.6%

主要内容

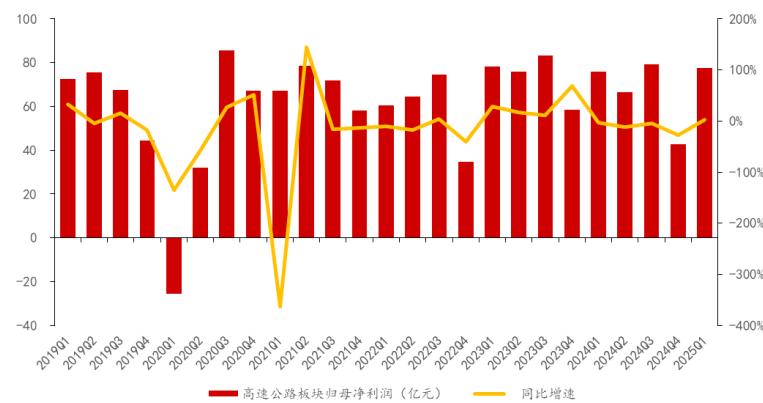
1. 快递
2. 航空机场
3. 高速
4. 航运
5. 船舶
6. 港口
7. 大宗供应链
8. 风险提示

- 2025Q1中信证券行业类高速公路板块营业收入同比增长5.29%，板块归母净利润同比增长2.27%。开年受节假日出行集中及物流需求回升推动，车流量同比提升带动营收增长，叠加成本管控成效显现，盈利实现同向改善。
- 2025Q1板块归母净利率同比变动-0.83pct，保持基本稳定。

图表：1Q19-1Q25 高速公路板块营业收入



图表：1Q19-1Q25 高速公路板块归母净利润



图表：1Q19-1Q25 高速公路板块归母净利率



- 从头部公司看，2025Q1经营表现呈现分化特征，盈利增长各有支撑，部分路段改扩建释放车流量恢复效应。宁沪高速受益沿江高速改扩建及2024年低基数（雨雪天气）；招商公路通过成本管控实现净利改善；粤高速A受区域经济活跃拉动车流量高增；皖通高速改扩建影响消退叠加收费效率提升，业绩回暖。
- 投资建议：随着经济持续复苏，高速公路板块车流量稳步回升，盈利释放潜力较大。在当前市场环境下，头部高速公路公司依旧保持着稳定的高分红政策。部分头部公司通过资产并购、改扩建等优化布局、提升效率，增强抗风险能力和盈利能力，配置性价比显著。

图表：核心高速公司 2025 年一季度经营表现

公司简称	营业收入（单位：亿元）				
	1Q25	1Q24	YoY	4Q24	QoQ
宁沪高速	47.8	34.7	37.69%	91.4	-47.68%
粤高速A	10.5	11.2	-6.58%	10.7	-1.69%
深高速	17.7	20.4	-13.05%	33.9	-47.67%
招商公路	28.0	30.2	-7.25%	36.3	-22.87%
山东高速	44.7	45.3	-1.37%	85.9	-47.98%
皖通高速	28.2	14.4	95.36%	20.5	37.68%
公司简称	归母净利润（单位：亿元）				
	1Q25	1Q24	YoY	4Q24	QoQ
宁沪高速	12.1	12.5	-2.89%	8.3	46.43%
粤高速A	6.6	4.2	56.06%	2.1	218.93%
深高速	4.8	4.1	17.16%	-2.3	-
招商公路	13.3	12.9	2.78%	11.6	14.37%
山东高速	8.1	7.7	4.94%	6.8	18.68%
皖通高速	5.5	5.2	5.15%	4.5	22.99%
公司简称	经营活动现金流净额（单位：亿元）				
	1Q25	1Q24	YoY	4Q24	QoQ
宁沪高速	17.1	16.4	4.45%	9.0	90.97%
粤高速A	14.1	8.1	73.89%	7.2	94.06%
深高速	9.8	7.6	28.91%	9.7	1.66%
招商公路	13.5	14.4	-5.71%	19.7	-31.34%
山东高速	23.2	10.3	124.32%	21.6	6.98%
皖通高速	8.7	7.9	10.13%	5.2	67.31%

- 2024 年，在统计的19家高速公路公司中，股息率同比增长的有9家，增长最多的为山西高速、五洲交通、四川成渝（分别同比增长 3.00pcts/1.07pcts/0.95pct），下降最多的公司为深高速、福建高速、招商公路（分别同比下降2.70pcts/1.88pcts/0.88pct）。
- 其中，股息率超过4.5%的企业仅有四川成渝。

图表：高速公路行业各上市公司历年股息率

公司简称	2019	2020	2021	2022	2023	2024	同比增减(pct)
山西高速	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.87%	3.88%	3.00
五洲交通	1.23%	2.33%	2.90%	0.80%	1.82%	2.89%	1.07
四川成渝	1.48%	1.53%	2.10%	1.56%	4.58%	5.53%	0.95
中原高速	1.23%	0.74%	2.12%	0.40%	3.16%	3.60%	0.44
龙江交通	4.21%	1.21%	2.01%	1.48%	1.56%	1.85%	0.29
赣粤高速	2.79%	3.72%	2.23%	1.86%	2.98%	3.17%	0.19
宁沪高速	2.53%	3.34%	3.42%	3.34%	3.41%	3.55%	0.15
皖通高速	1.05%	1.41%	3.57%	3.57%	3.90%	3.92%	0.02
山东高速	3.44%	3.85%	3.62%	3.87%	3.83%	3.84%	0.01
现代投资	3.92%	3.92%	3.92%	2.45%	3.68%	3.68%	0.00
东莞控股	2.81%	2.34%	2.53%	2.34%	3.05%	3.05%	0.00
吉林高速	0.00%	0.00%	0.63%	0.00%	3.28%	3.14%	-0.15
粤高速A	3.19%	2.20%	4.31%	3.24%	4.14%	3.96%	-0.18
重庆路桥	1.13%	0.96%	1.08%	0.85%	0.89%	0.67%	-0.22
楚天高速	3.73%	1.55%	3.10%	3.10%	4.21%	3.77%	-0.44
湖南投资	0.00%	0.39%	0.39%	0.39%	1.75%	0.97%	-0.78
招商公路	1.96%	1.24%	2.43%	2.91%	4.11%	3.23%	-0.88
福建高速	1.34%	2.69%	4.03%	4.03%	3.23%	1.34%	-1.88
深高速	3.01%	3.79%	5.48%	4.08%	4.85%	2.15%	-2.70

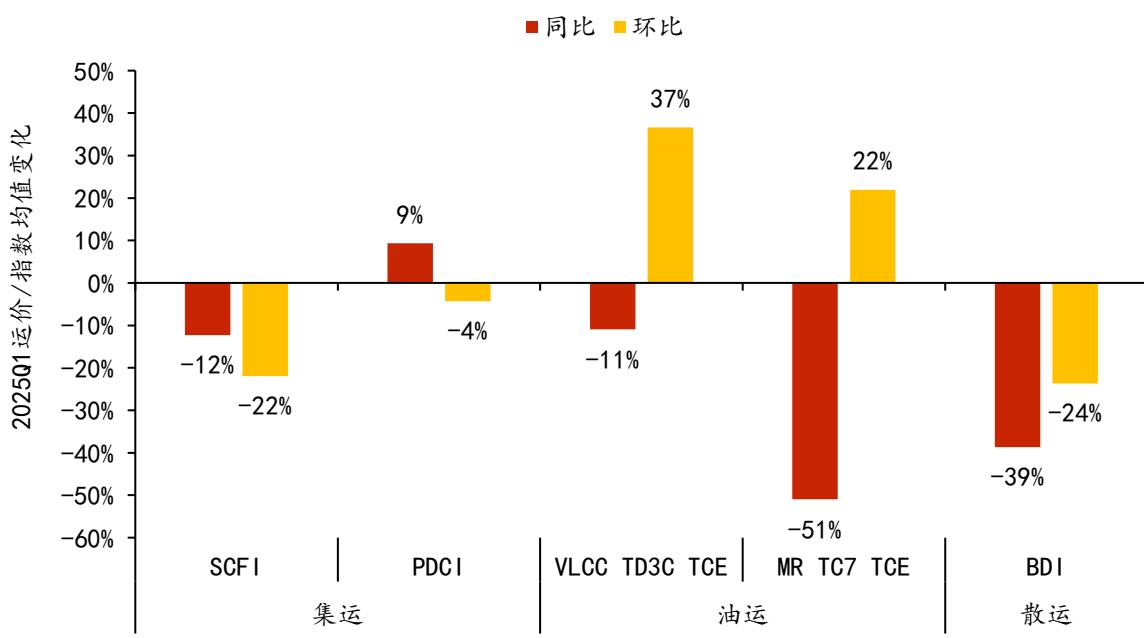
注：股息率对应2025/05/09收盘价

主要内容

1. 快递
2. 航空机场
3. 高速
4. 航运
5. 船舶
6. 港口
7. 大宗供应链
8. 风险提示

➤ 回顾2025一季度行业情况，集运外调内稳，油运市场复苏，散运市场低迷。2025年Q1，由于中美关税政策的不确定性、全球需求的减弱、运力过剩、港口拥堵与市场季节性调整等影响，集运外贸代表性指数 SCFI 同比降低12%；内贸部分运力外流缓解了供给压力，PDCI 指数同比上涨9%；油运运价同比大幅度下滑，市场受地缘政治、制裁及需求节奏影响剧烈波动；BDI 指数承接2024年底的低迷开局，加上澳巴铁矿发运持续低迷，短期市场运力供给过剩。

图表：2025年一季度航运板块代表性运价有所分化

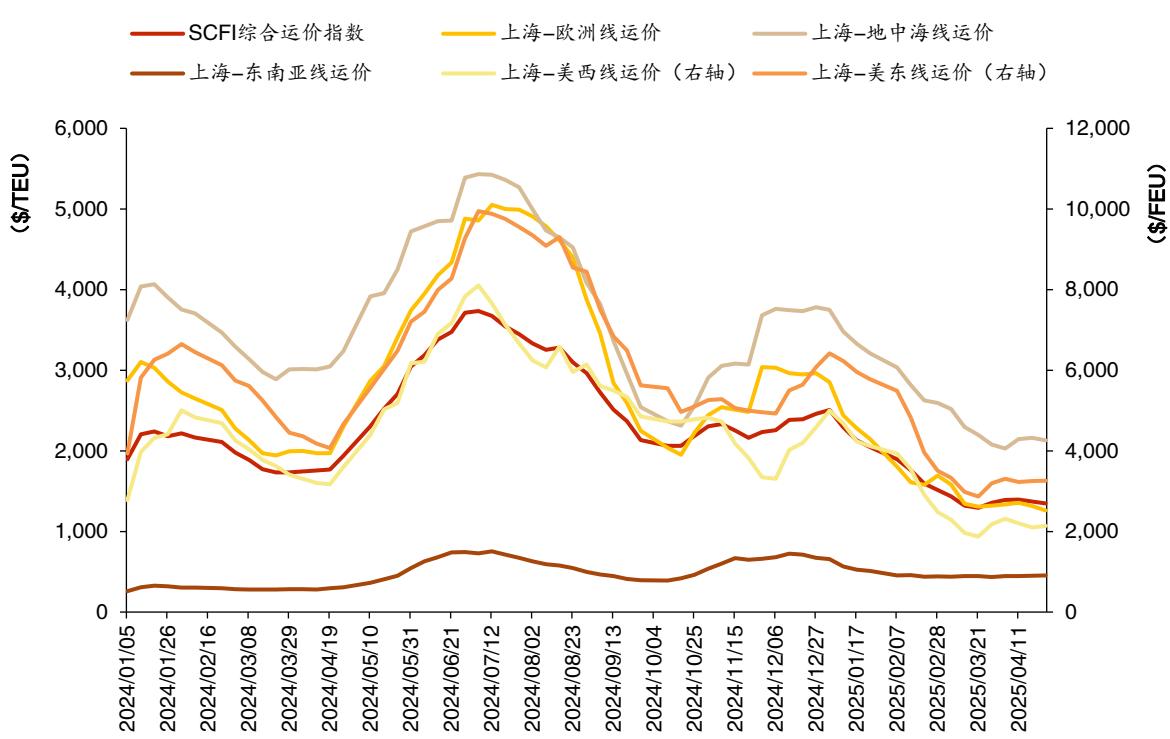


图表：航运公司2025年第一季度经营表现

板块	公司	营业收入 (亿元)	同比%	归母净利润 (亿元)	同比%	经营活动现 金流净额 (亿元)	同比%
集运	中远海控	579.60	20.08%	116.95	73.12%	150.62	69.91%
	中谷物流	25.69	-7.78%	5.47	40.73%	3.83	33.74%
	锦江航运	16.66	33.25%	3.57	187.07%	6.65	137.38%
油运	中远海能	57.53	-1.46%	7.08	-42.73%	10.29	-27.86%
	招商轮船	55.95	-10.53%	8.65	-37.07%	13.80	-23.46%
	招商南油	13.74	-25.29%	2.85	-57.59%	4.06	-47.04%
散运	海通发展	8.06	1.03%	0.68	-24.79%	1.89	352.91%
	海航科技	2.62	-11.27%	0.43	-22.68%	-0.14	92.98%

- 2025Q1集运外贸航线运价普遍承压, SCFI同比降低12%, 主要受欧美消费需求疲软、新船交付量增加等因素影响。分航线来看, 欧美航线运价跌幅最为明显, 而亚洲区域内航线如上海-东南亚航线相对稳定。
- 展望后市, 中美贸易摩擦或利好东南亚/拉美转口贸易。

图表：2025年一季度SCFI多数航线运价回落



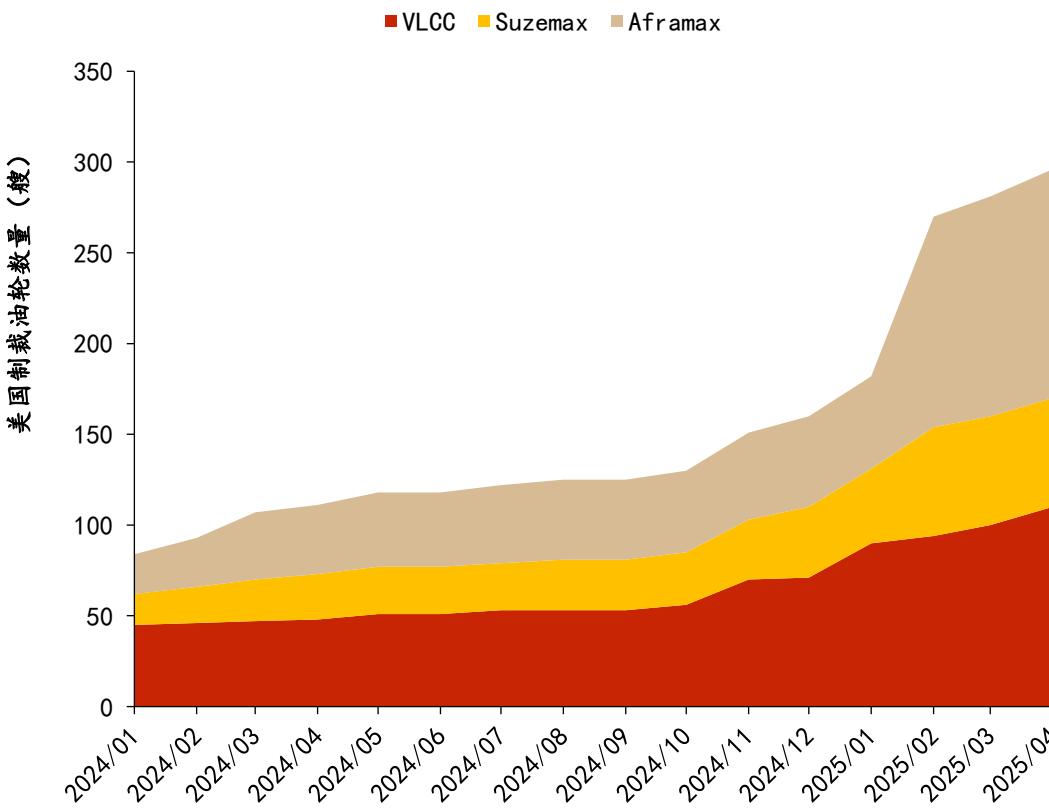
资料来源：克拉克森，国际船舶网公众号，北京海关公众号等，华源证券研究

图表：中美关税摩擦持续升级

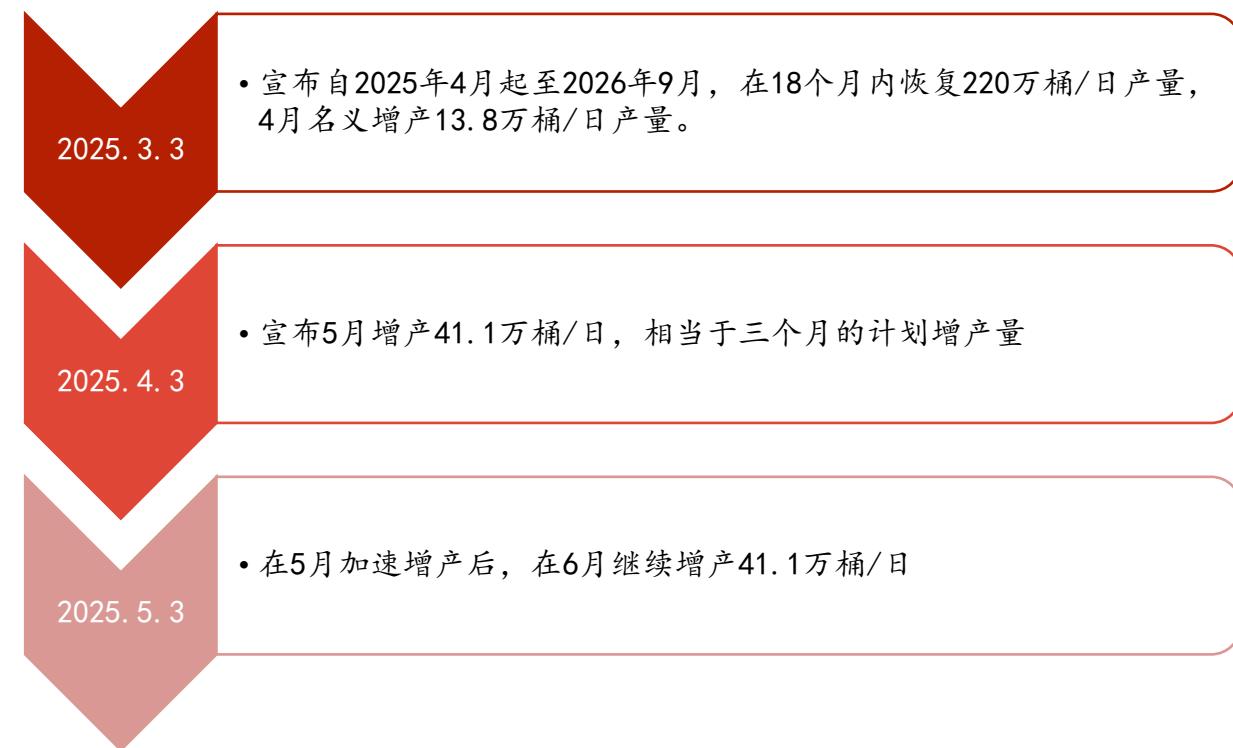
时间	事件主体	措施	备注
2月1日	美国	对中国商品加征10%“芬太尼税”；对墨西哥、加拿大加征25%关税（加拿大能源10%）	首次以芬太尼问题为由针对中国
2月4日	中国	反制美国：煤炭、液化天然气+15%；原油、农机等+10%	生效日期2月10日
2月10日	美国	对所有进口钢铝加征25%关税（3月12日生效）	全球性措施
3月3日	美国	对中国商品“芬太尼税”再+10%（总税率20%）	3月4日生效
3月4日	中国	反制美国：鸡肉、小麦等+15%；大豆、猪肉等+10%	生效日期3月10日；聚焦农产品
3月3日	美国	对中国商品“芬太尼税”再+10%（总税率20%）	3月4日生效
3月4日	中国	反制美国：鸡肉、小麦等+15%；大豆、猪肉等+10%	生效日期3月10日；聚焦农产品
4月2日	美国	实施“对等关税”：中国商品+34%（叠加芬太尼税后总税率54%）	针对60个经济体差异化加税（如越南+46%、欧盟+20%）
4月4日	中国	全面反制：所有美国商品+34%关税（4月10日生效）	叠加措施：稀土出口管制、实体清单制裁等
4月8日	美国	将中国商品“对等关税”从34%提高至84%（总税率104%）	4月9日生效
4月9日	中国	跟进反制：美国商品关税从34%提高至84%	同步制裁12家美国实体
4月10日	美国	宣布对华关税从104%提升至125%（叠加芬太尼税后总税率145%）	同日宣布“90天关税暂停期”（其他国家降至10%，但中国除外）

- 美国制裁落实缩减油运有效运力。从2025年2月以来，美国对VLCC的制裁加严，直接导致油运有效运力减少，油轮市场逐渐修复。
- OPEC+从3月3日宣布开始增产，并在4月和5月会议上连续两月决定增产加速，有望利好未来VLCC运价。

图表：从2025年2月以来，美国对VLCC的制裁加严，减少了有效运力



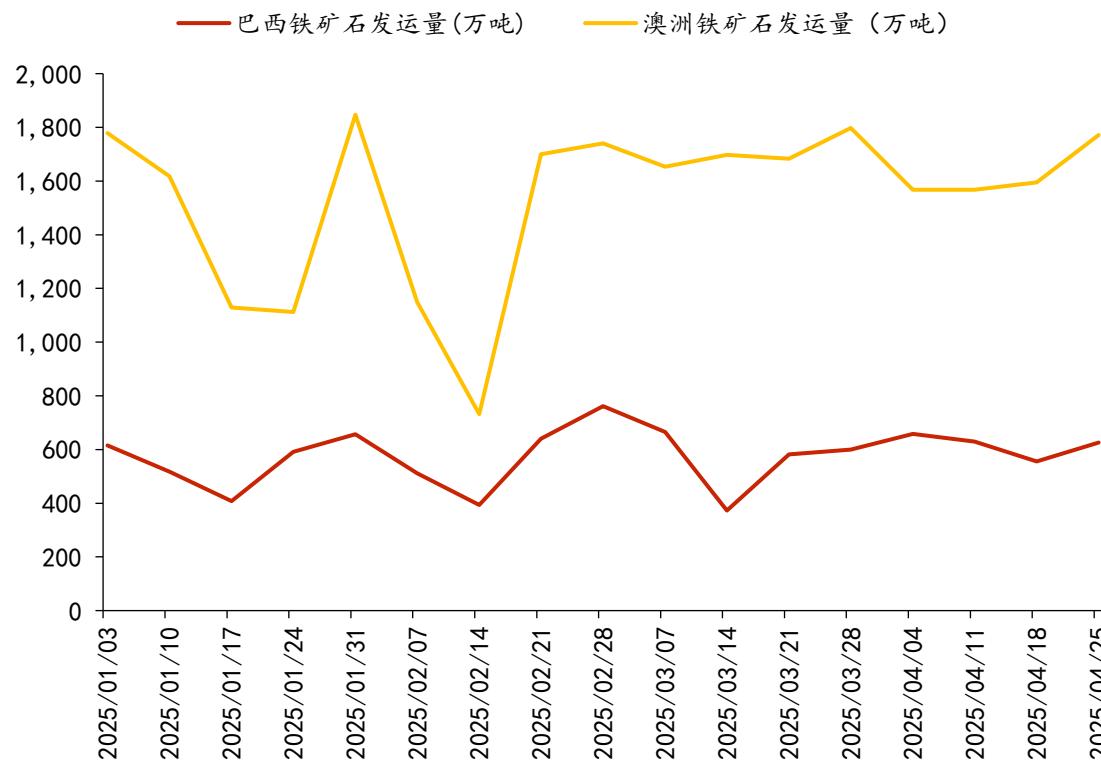
图表：OPEC+增产加速，利好VLCC运价



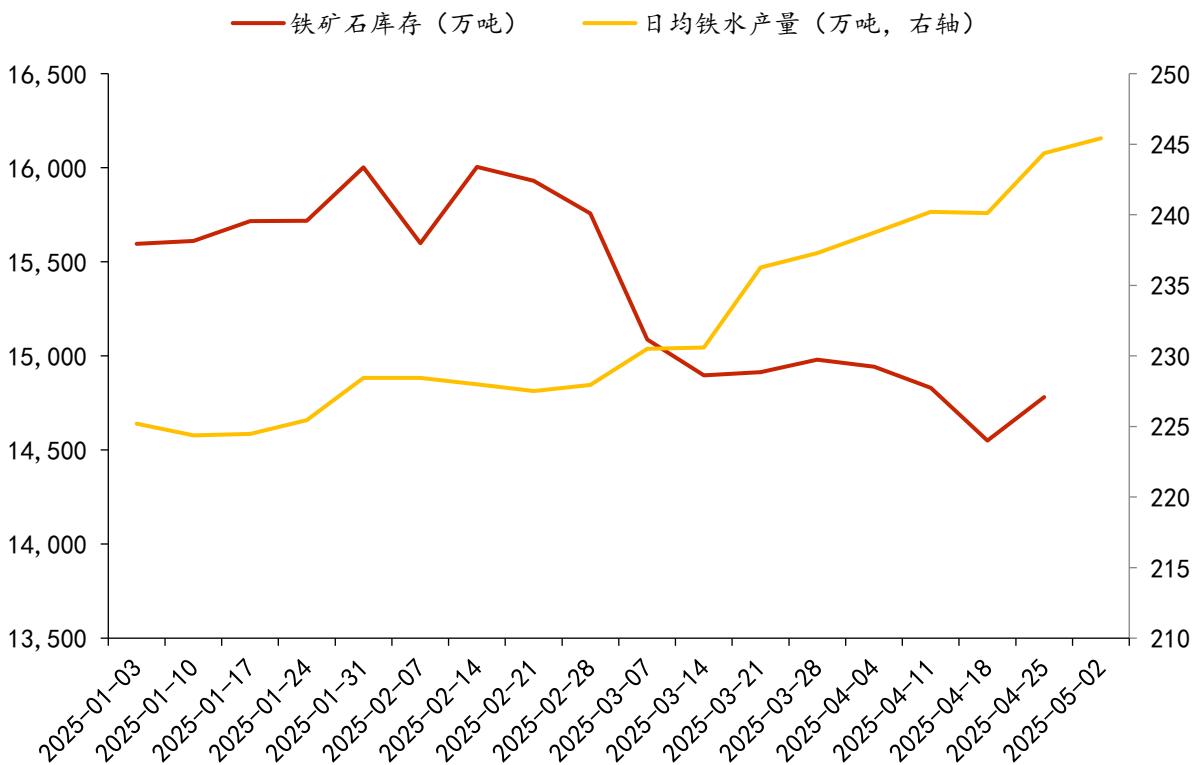
散运：澳巴铁矿发运低迷影响运价

- **澳巴铁矿发运低迷影响一季度散货运价。** 2025年2月由于飓风影响，导致澳大利亚矿石出货量骤降；巴西出口也有所放缓，部分原因是淡水河谷在图巴朗港的设施发生火灾。铁矿作为最主要的散运货种，发运低迷导致2025年一季度BDI指数同比环比均下滑。
- **国内铁水产量复苏及去库存支撑需求向好，散运市场或将逐渐复苏。** 由于国内政策提前发力，制造业和基建用钢高速增长，长流程钢厂利润同比上升且利润水平相对可观，国内铁矿石需求同比增速较高：2025年一季度铁矿石去库存加速，铁水产量复苏。目前澳巴发运量恢复常态，且在船队有效运力在船队老龄化、环保法规等影响下，散运市场或将逐渐复苏。

图表：2025年2月澳洲、巴西铁矿发运量大幅度下滑



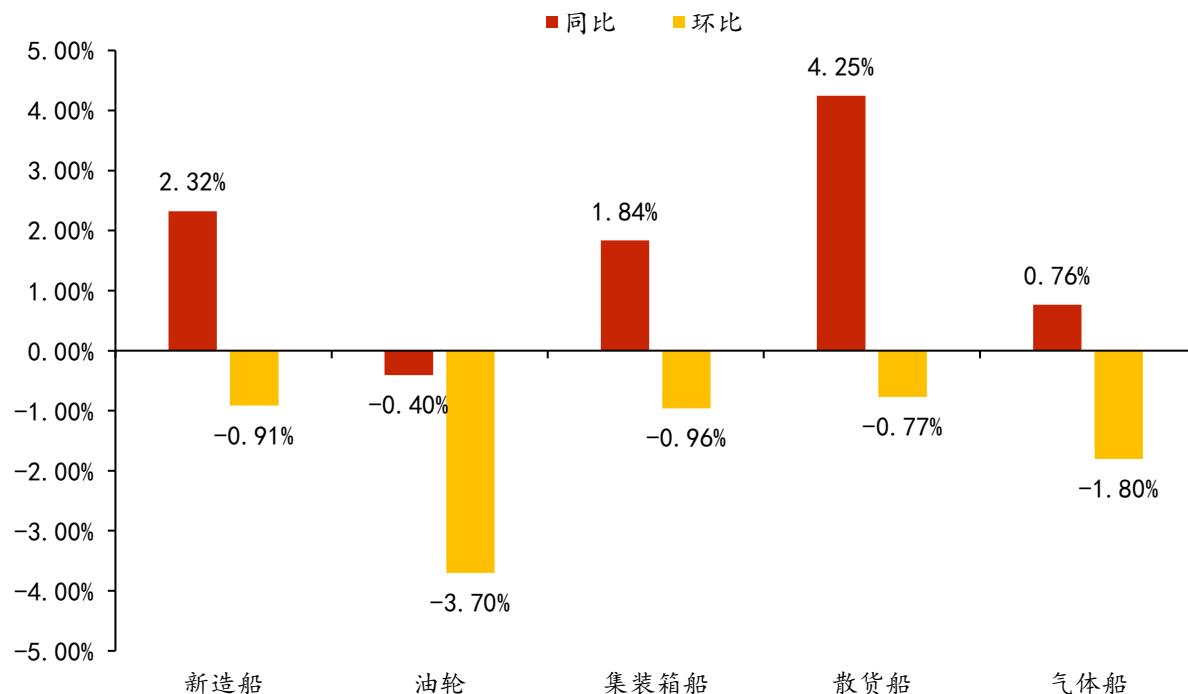
图表：2025年第一季度国内铁矿石去库存，铁水产量逐渐复苏



主要内容

1. 快递
2. 航空机场
3. 高速
4. 航运
5. 船舶
6. 港口
7. 大宗供应链
8. 风险提示

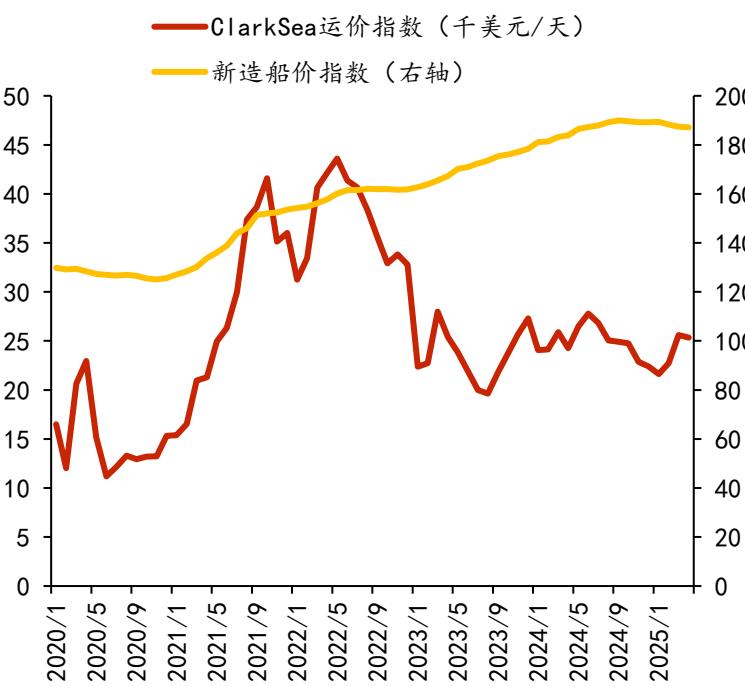
- **新船价格高位松动。**美国关税政策和对中国造船业的301调查拟议直接影响了船东的订造意愿，叠加部分船型运力过剩与运费低迷压力，造船市场景气度回调，新船价格出现松动。2025Q1，新造船价格指数为187.43，环比下跌0.91%，各类船型造船指数均出现不同程度的环比下滑。但新造船价格在周期内仍处于相对高位，除油轮外，各船型新船价格指数均实现同比上涨。
- **中国船厂表现显眼。**2025Q1，中国造船业内两大公司——中船防务和中国船舶营业收入和归母净利润均实现不同程度的上涨。其中，中船防务一季度新接订单总额125.02亿元，占全年计划的71.64%。实现归母净利润1.84亿元，同比上涨1099.85%。

图表：2025Q1新船价格同比增长，但环比略有下降

图表：船舶主要公司2025年第一季度经营表现

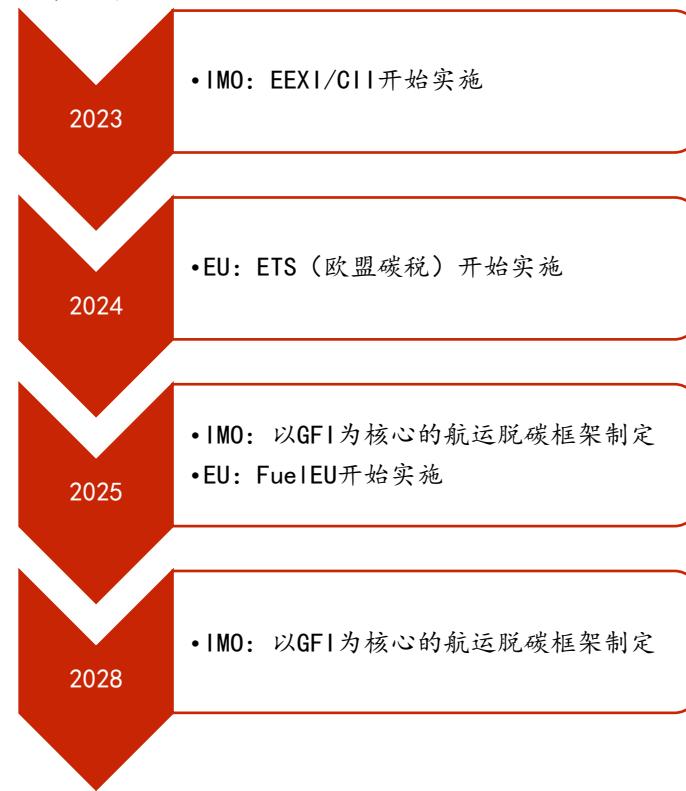
公司	营业收入 (亿元)	同比%	归母净利润 (亿元)	同比%	经营活动现金流 净额 (亿元)	同比%
中船防务	36.41	29.73%	1.84	1099.85%	3.59	110.56%
中国船舶	158.58	3.85%	11.27	180.99%	-26.78	13.58%

- 2025Q1，克拉克森运价指数为23316美元/天，同比下跌5.62%。运费市场景气度一般，船队的更新需求主要来源于绿色合规市场的压力。
- 展望后市，随着2025年4月“IMO净零框架”落地，传统的船用重油和LNG燃料逐渐无法满足标准，船东或将承担每年百万美元计且越来越高的合规费用，迫使船东直面船队绿色更新压力。全球船队老龄化趋势不断上升，CII减排系数提升或进一步增加老船运营压力，预计全球船队约六成将在2030年前面临淘汰压力。而目前全球在手订单仅能满足基础更新，绿色更新需求仍有较大缺口，或利好造船市场。

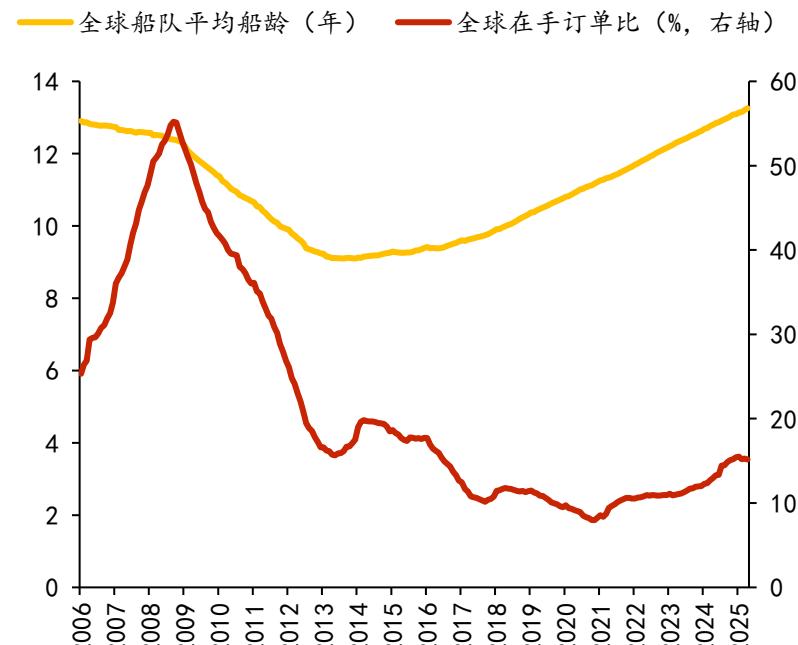
图表：航运景气度一般叠加美国301港费影响，2025Q1新造船市场偏弱



图表：IMO与EU环保措施从2023年开始陆续实施，船东船队更新压力持续增加



图表：全球船队船龄一路走高，船厂订单量仍在历史低位，潜在需求较大



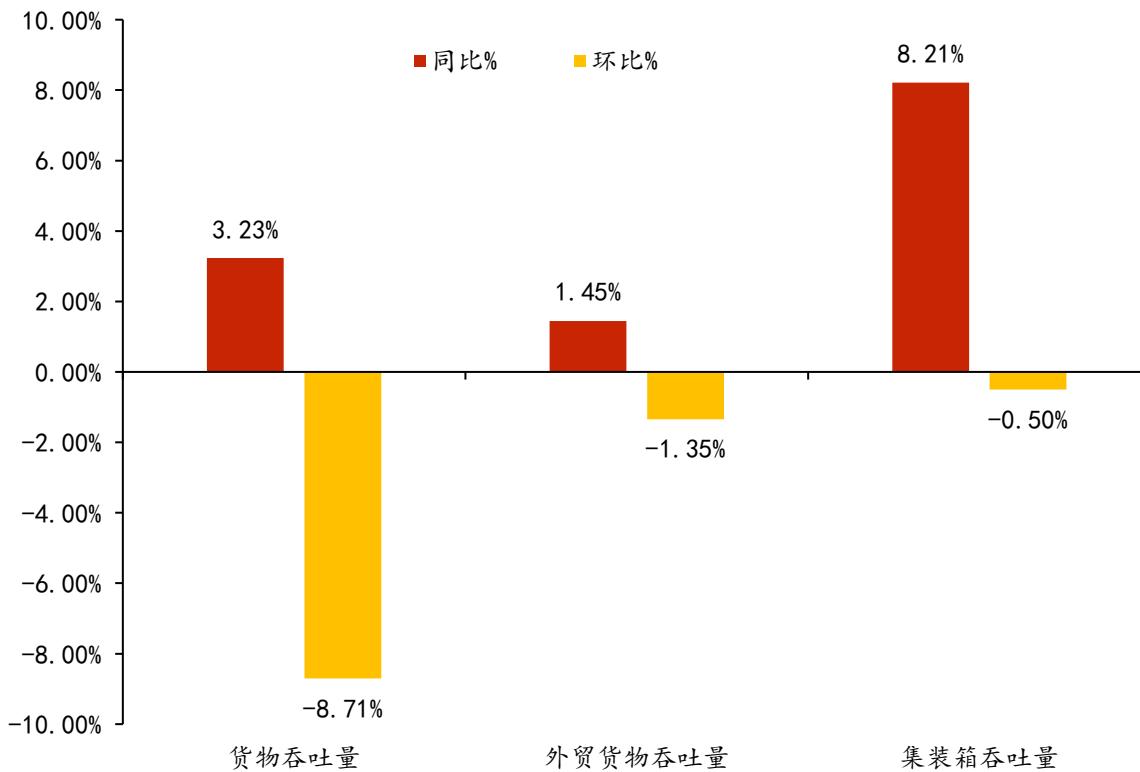
主要内容

1. 快递
2. 航空机场
3. 高速
4. 航运
5. 船舶
6. 港口
7. 大宗供应链
8. 风险提示

港口：吞吐量表现平稳，提前发货利好集装箱吞吐量

- **吞吐量表现平稳。**2025Q1，全国主要港口实现货物吞吐量42.22亿吨，同比增长3.23%；实现外贸货物吞吐量13.25亿吨，同比增长1.45%；受益于零售商赶在预期关税前提早发货，实现集装箱吞吐量0.83亿TEU，同比增长8.21%。
- **上市公司业绩分化明显。**行业内主要公司大部分均实现不同程度的营收与归母净利润的上涨。但受限于国内煤炭、钢材市场景气度持续处于低位，以干散货为主要货种的港口利润继续承压。随着国内外煤炭价差缩小，干散货装卸利润有望得到改善。

图表：2025Q1中国港口吞吐量同比增长，特别是集装箱吞吐量

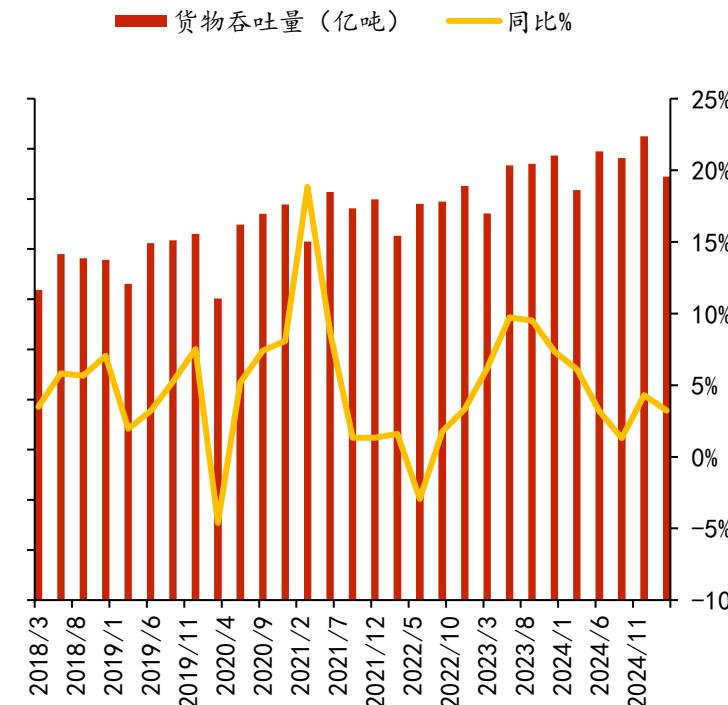


图表：2025Q1以集装箱、投资收益为主的港口企业业绩平稳，以散货为主的企业利润承压

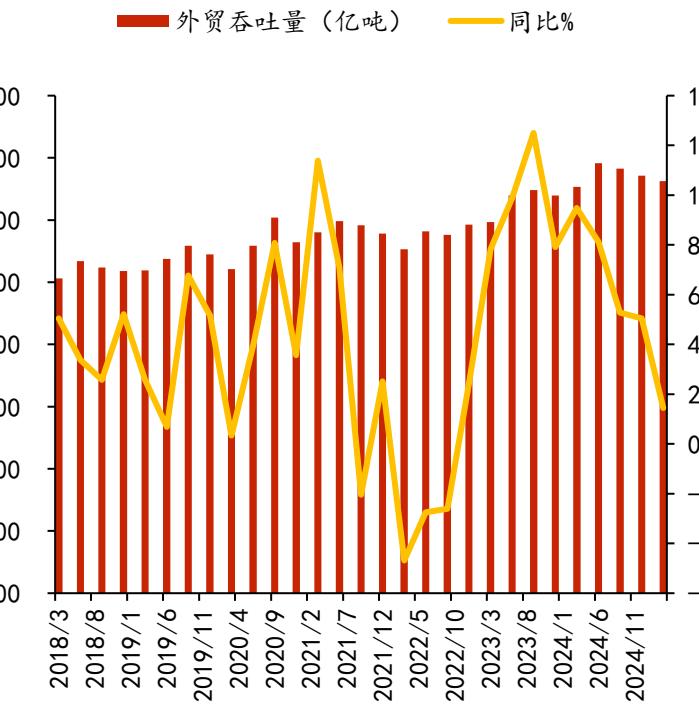
公司	营业收入 (亿元)	同比%	归母净利润 (亿元)	同比%	经营活动现 金流净额 (亿元)	同比%
上港集团	95.18	6.34%	39.07	5.71%	28.87	32.62%
宁波港	70.58	1.90%	11.75	4.54%	57.88	52.16%
青岛港	48.07	8.51%	14.02	6.51%	12.37	120.47%
招商港口	42.14	8.99%	10.91	5.21%	11.72	-17.66%
唐山港	12.37	-16.64%	3.81	-29.53%	1.96	-69.99%
北部湾港	16.43	6.73%	1.96	-49.87%	9.91	160.17%

- **关税政策带来短期波动。**因2、3月中美关税冲突影响，中国3月份大幅削减对美国大宗商品的进口，其中LNG直接降为零进口，与此相关的港口吞吐量或出现短期承压，增速或有所下降。
- **内外因素共助吞吐量长期稳健。**关税政策的切实落地以及中国贸易重心进一步向RCEP地区转移或利好转口贸易发展，稳定外贸货量。国内进一步落实存量政策，加快推出增量政策，有望改善内需，带动内贸运输和进口需求增长，为港口吞吐量提供有力支撑。

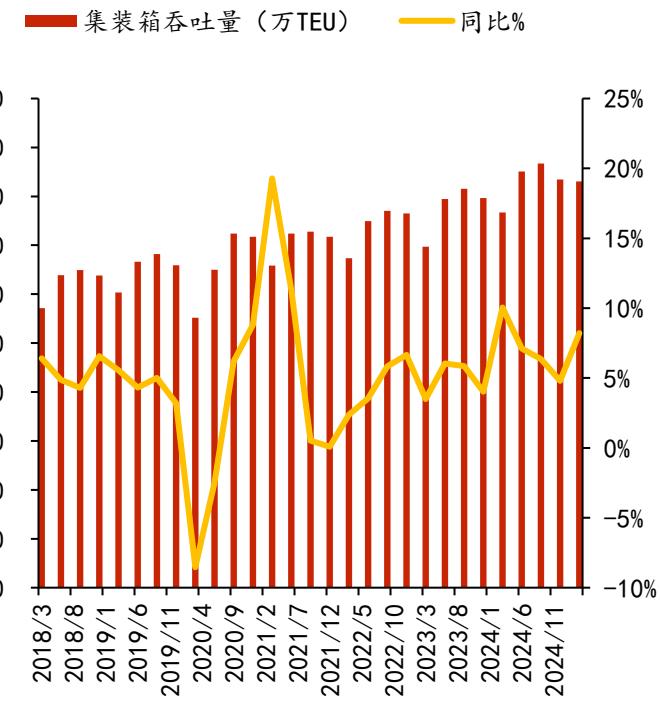
图表：2025Q1，港口货物吞吐量同比增长3.23%



图表：外贸仍是拉动港口吞吐量的重要增长引擎

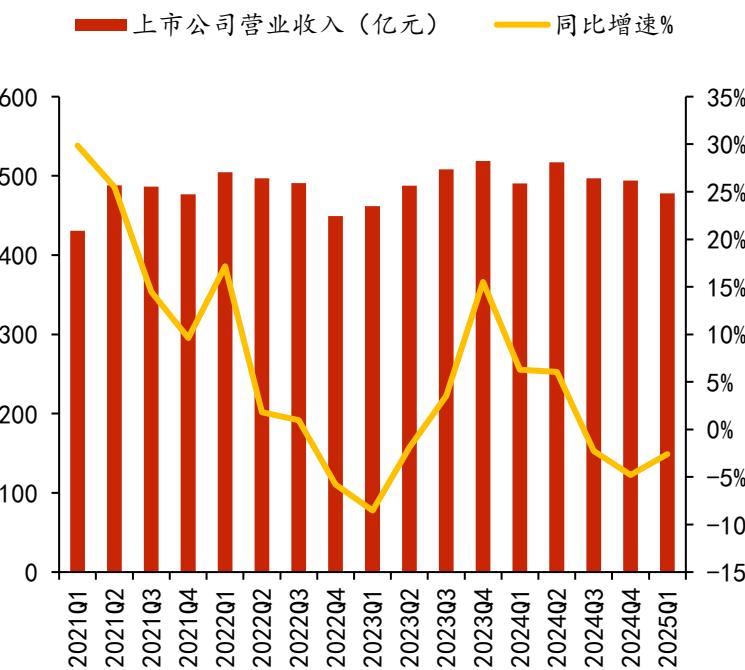


图表：部分零售商提前发货继续支撑Q1集装箱吞吐量增速

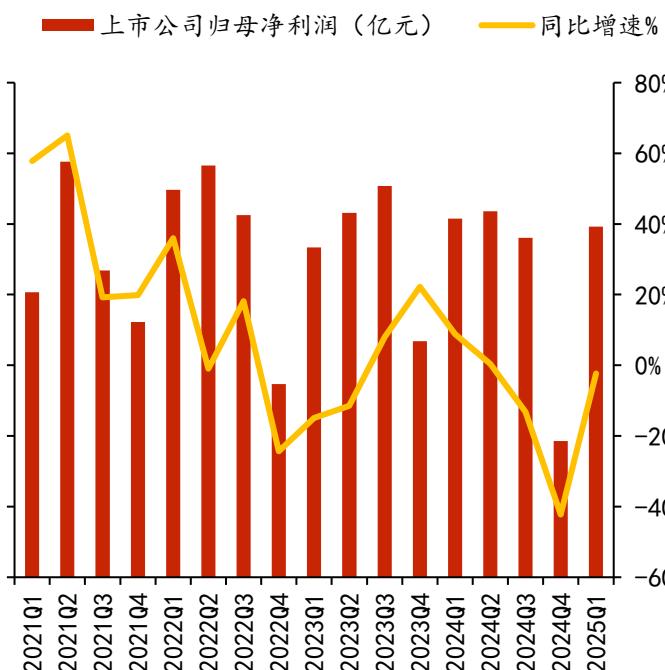


- **费率承压。** 2025Q1，在货物和集装箱吞吐量均同比上涨的情况下，申万分类港口行业上市公司实现营业收入477.94亿元，同比下跌2.60%，实现归母净利润99.20亿元，同比下跌2.30%，侧面反映费率方面承压，吞吐量仍为业绩支撑主力。未来，随着各省港口整合的继续深入以及费率市场化的加速，预计费率环境或持续优化，存在上调空间。
- **资本支出小幅回弹。** 2025Q1，行业内上市公司资本开支共计70.37亿元，同比上涨5.91%，或带来一定产能增加，提升港口运营效率，加速港口绿色化进程。

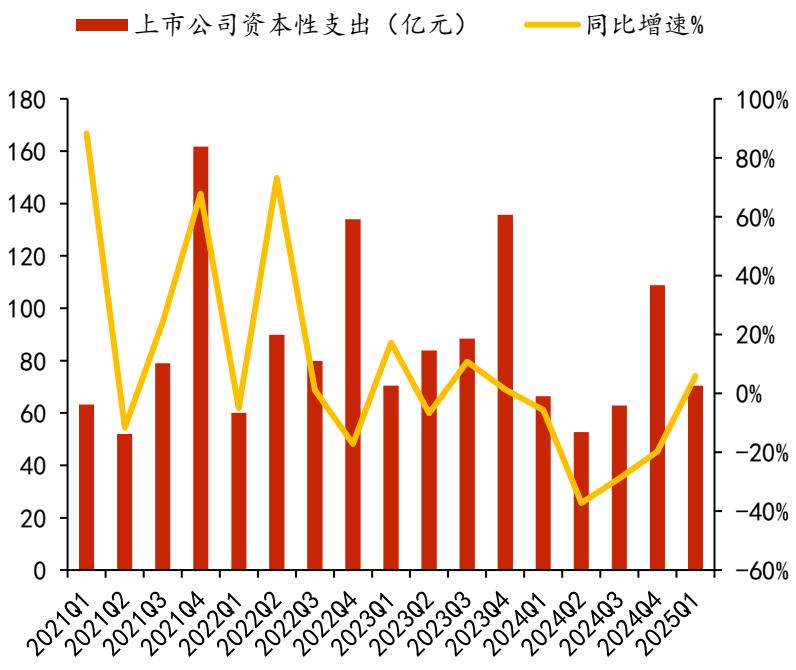
图表：全行业营收小幅下降，侧面反映部分港口费率承压



图表：港口行业归母净利润同比降幅明显收窄



图表：2025Q1，全行业资本支出小幅回弹

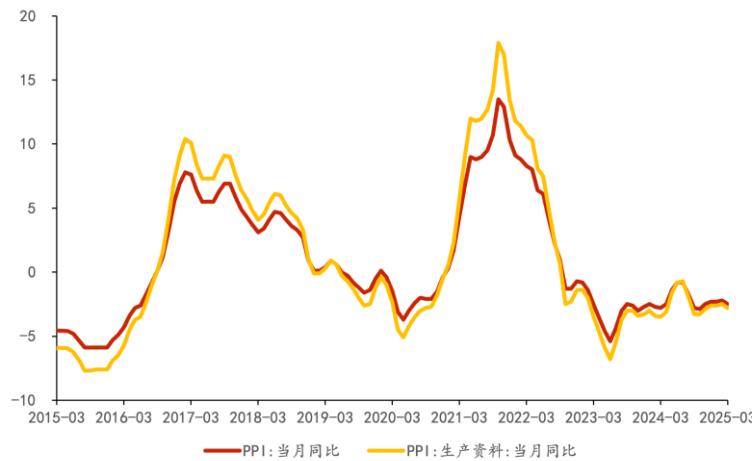


主要内容

1. 快递
2. 航空机场
3. 高速
4. 航运
5. 船舶
6. 港口
7. 大宗供应链
8. 风险提示

- 内需承压：
- 1) 2025年1-3月制造业PMI均值为49. 93，低于荣枯线，内需有待修复。
- 2) 2025年1-3月大宗商品价格指数CCPI总指数均值为173. 74。
- 3) 工业产品价格下降，内需市场活力欠佳。2025年1-3月PPI当月同比分别为-2. 30%、-2. 20%和-2. 50%，生产资料当月同比分别为-2. 60%、-2. 50%和-2. 80%。

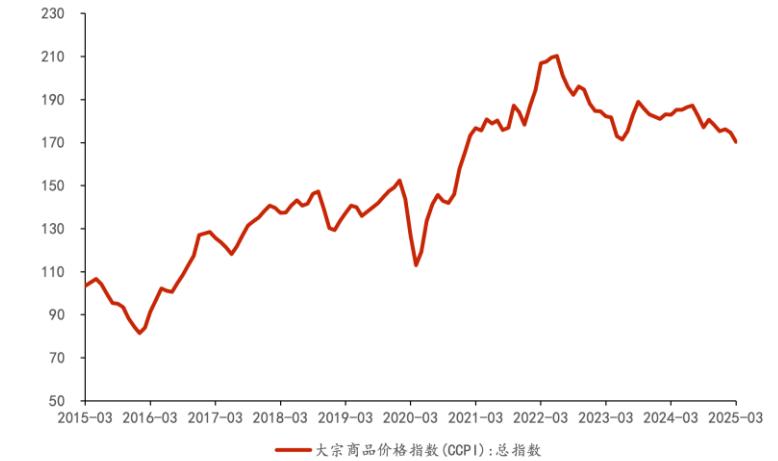
图表：2025年1季度，中国PPI（%）呈下跌趋势



图表：2025年1季度，中国制造业PMI均值跌破枯荣线

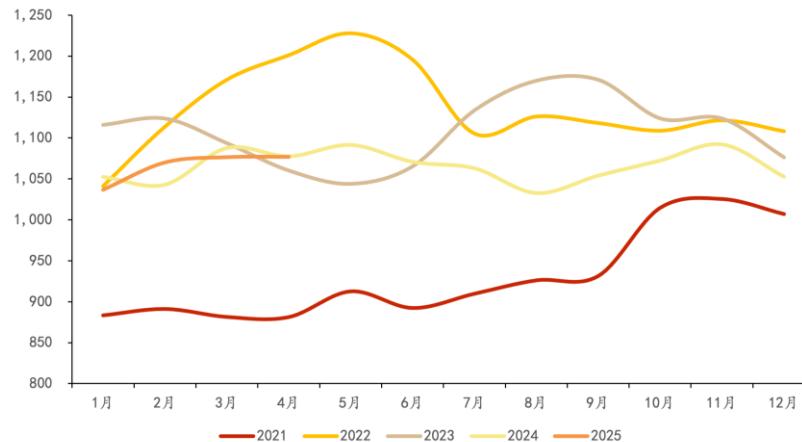


图表：2025年1季度，中国CCPI指数呈下跌趋势

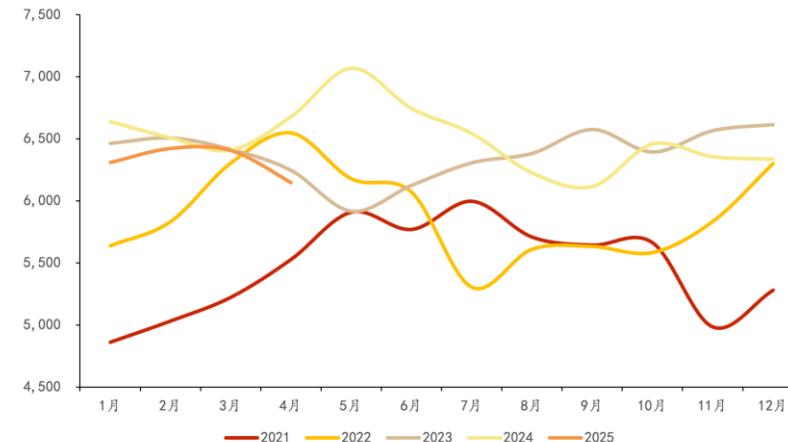


- 2025Q1，国内需求端持续疲弱，大宗商品价格普遍承压：
- 1) 农产品指数1月、3月指数均值分别为1036.72、1076.72，较2024年同期(1052.32、1087.84)同比分别下降1.48%、1.02%，尽管2月短暂反弹，但终端消费复苏乏力、养殖周期低迷等问题尚未解决，导致价格缺乏持续上行动力；
- 2) 金属指数受国内制造业、基建及新能源等工业需求疲软影响在2025年Q1整体低于2023年及2024年同期水平；
- 3) 能化指数受原油定价下移、国内需求回落的冲击，1月、2月、3月均值分别为1858.46、1848.11、1767.58，较2024年同期(1952.72、1953.11、1987.58)同比分别下跌4.83%、5.38%、11.07%。

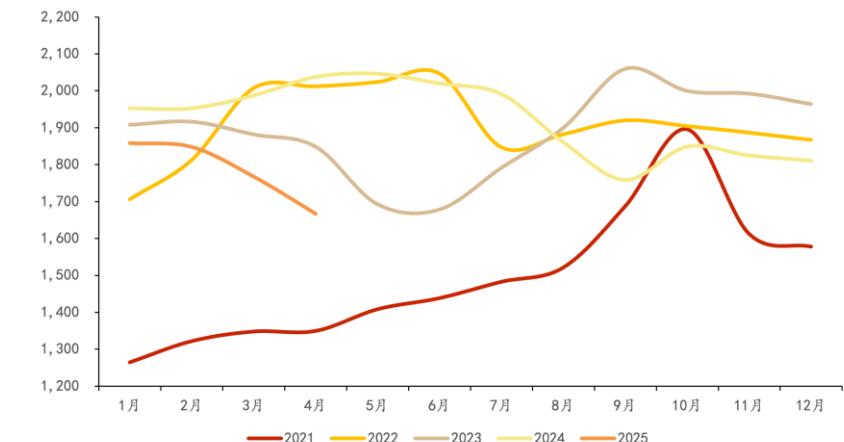
图表：南华农产品指数（月平均值）



图表：南华金属指数（月平均值）



图表：南华能化指数（月平均值）



- 2025年Q1，市场需求疲软叠加业务结构调整，板块整体收入承压，部分企业通过业务优化与成本管控凸显韧性：
- 建发股份以货量扩张推动营收增长，但成本倒挂致归母净利润微降；厦门国贸因需求下行及策略调整营收承压，厦门象屿通过控本提效实现净利逆增；
- 物产中大、浙商中拓盈利环比改善，但后者受客户资信恶化影响信用减值激增拖累净利润同比下滑。

图表：核心大宗商品供应链公司 2025 年一季度经营表现

公司简称	营业收入（单位：亿元）				
	1Q25	1Q24	YoY	4Q24	QoQ
建发股份	1437.7	1313.3	9.47%	1991.6	-27.81%
厦门国贸	705.3	968.8	-27.19%	681.1	3.56%
厦门象屿	971.4	1045.7	-7.11%	689.7	40.83%
物产中大	1331.5	1318.0	1.03%	1575.5	-15.49%
浙商中拓	507.3	446.1	13.73%	546.9	-7.24%
公司简称	归母净利润（单位：亿元）				
	1Q25	1Q24	YoY	4Q24	QoQ
建发股份	5.8	6.0	-3.31%	8.9	-34.23%
厦门国贸	4.2	4.1	2.93%	-0.9	-
厦门象屿	5.1	4.1	24.75%	5.3	-3.78%
物产中大	9.8	8.3	18.84%	7.5	31.73%
浙商中拓	1.9	2.4	-21.31%	0.1	2642.86%
公司简称	经营活动现金流净额（单位：亿元）				
	1Q25	1Q24	YoY	4Q24	QoQ
建发股份	-57.3	-465.2	-	253.3	-122.63%
厦门国贸	-30.0	-216.8	-	-26.2	-
厦门象屿	-91.9	-113.6	-	50.9	-280.64%
物产中大	-78.2	-140.3	-	54.3	-244.19%
浙商中拓	-32.6	-76.6	-	65.2	-150.03%

主要内容

1. 快递
2. 航空机场
3. 高速
4. 航运
5. 船舶
6. 港口
7. 大宗供应链
8. 风险提示

- **宏观经济下滑风险：**将会对交运整体需求造成较大影响。
- **快递行业价格竞争超出市场预期：**价格战加剧导致快递企业经营业绩恶化。
- **油价、人力成本持续上升风险：**运输、人工成本作为交通运输行业的主要成本，可能面临油价上升、人工成本大幅攀升的风险。
- **人民币汇率大幅波动风险：**交通运输行业中涉及跨境业务的板块需以外汇结算，人民币汇率大幅波动带来不确定性风险。



评级说明和重要声明

证券分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

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

信息披露声明

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

投资评级说明

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

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

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

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

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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

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

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



華源証券

HUAYUAN SECURITIES