



交通运输行业2026年度策略：

反内卷突出，周期板块向上

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

证券分析师

姓名：王惠武

资格编号：S1350524060001

邮箱：wanghuiwu@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：张付哲

资格编号：S1350525070001

邮箱：zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

姓名：高树根

邮箱：gaoshugen@huayuanstock.com



■ 快递：国内“反内卷”有望持续，关注海外市场高增

- 行业“反内卷”有望持续，监管有望持续发挥托底作用，“通达系”上市企业同步表态维护市场公平秩序，行业有望进入高质量发展阶段，叠加持续降本增效，板块盈利有望迎来修复；同时份额分化或仍将持续，关注头部企业估值与盈利双升。
- 极兔东南亚+新市场受益于区域电商高速发展红利，国内市场保持稳定，关注公司长期成长性。
- 顺丰动态调优市场策略，持续激活经营，业绩有望恢复稳健增长，或存在顺周期潜在弹性。

■ 航空：短期博弈不改长期乐观，需求增量可期

- 商务需求筑底回升、旅游增长持续强劲，2026年航空需求有望延续5%以上稳态增长；关注入境游、海外公商务、新增季节性假日等新兴需求表现。
- 预计2026年交付飞机数量较2025年进一步减少，同时，维修停场问题仍将影响存量供给。供应链的意外事件仍可能进一步收紧供给约束。
- 当前油价、汇率环境向好；2025年供需关系呈上行修复曲线，产能利用至Q4已接近2019年同期表现，行业全年有望实现盈亏反转；盈亏平衡后，需求增速大于供给增速的持续动能有望开启板块黄金盈利周期。

■ 航运船舶港口：油散船景气度有望上行，同时关注α突出的红利资产

- 看好油运受益于原油增产与美联储降息周期带动的需求向好，运力青黄不接维持运力紧张。
- 看好散运持续复苏，环保法规影响运力效率，叠加铁矿持续增产与美联储降息催化需求。
- 中长期看好船舶绿色更新周期，若2026年油散市场向好与环保法规推进，新造船价有望上行。
- 关注α突出的红利资产，包括中远海特、中国船舶租赁、港口龙头企业、行业格局良好的集运公司等。



■ 高速公路：需求复苏+财务费用优化，高股息策略优质载体

- 垄断性现金流+低再投资需求+政策分红导向，高速公路板块成为高股息策略优质载体。
- 客运需求复苏渐近，货运需求或随PPI改善而稳步回升，利率环境下行，存量债务优化推动财务费用改善。

■ 化工物流、大宗供应链：需求疲软，静待景气复苏

- 化工物流：顺周期属性较为明显，三方化工物流市场渗透率持续提升，格局小而散，龙头具备成长空间，2026年静待景气复苏。
- 大宗供应链：截至2025年10月，PPI同比降幅连续3个月收窄，工业领域供需正逐步改善，全球大宗商品价格波动加剧，叠加部分产业周期性、结构性问题，大宗供应链行业集中度有望持续提升。

- ## ■ 风险提示：1) 宏观经济下滑风险。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。4) 人民币汇率波动带来不确定性风险。

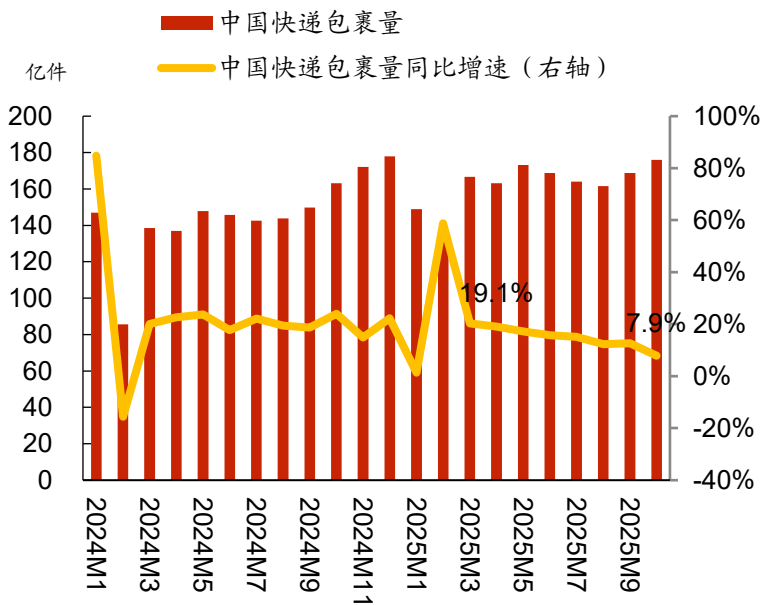
主要内容

1. 快递
2. 航空
3. 航运船舶港口
4. 高速公路
5. 化工物流
6. 大宗供应链
7. 风险提示

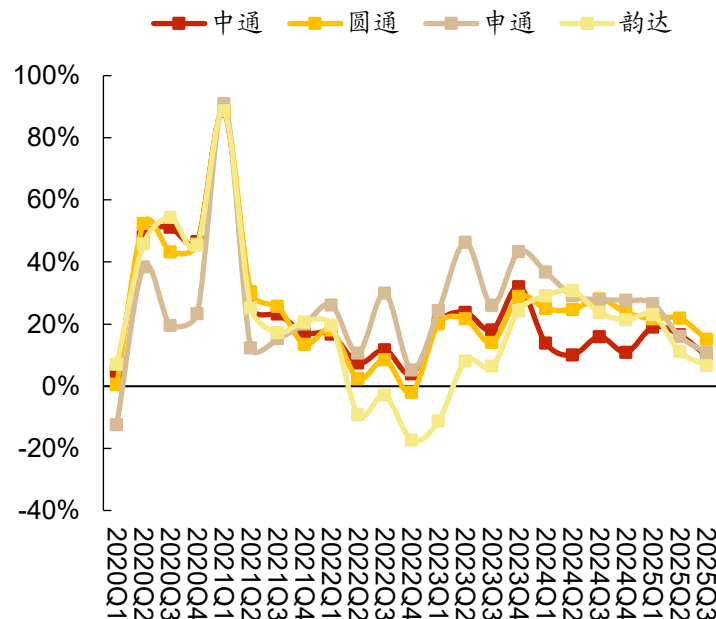
“通达系”：行业业务量增速降档，头部企业份额提升

- 根据国家邮政局数据，2025Q1-Q3 快递行业业务量同比增长17.3%，10月增速下滑至7.9%，主要由于“反内卷”导致部分低价电商出清，我们预计2026年行业维持稳定增长。
- 2025Q1-Q3中通/圆通/申通/韵达业务量分别达到280/226/189/191亿件，同比+14.8%/+19.4%/+17.1%/+13.0%，圆通受益产品结构和自身服务品质，增速表现较为突出。
- 2025Q1-Q3中通/圆通/申通/韵达市场份额19.3%/15.6%/13.0%/13.2%，同比-0.4/+0.29/-0.01/-0.49pcts；10月圆通/申通/韵达件量增速分别为12.8%/4%/-5%，在禁止低价竞争的情况下头部企业份额提升，预计该趋势在2026年或将持续。

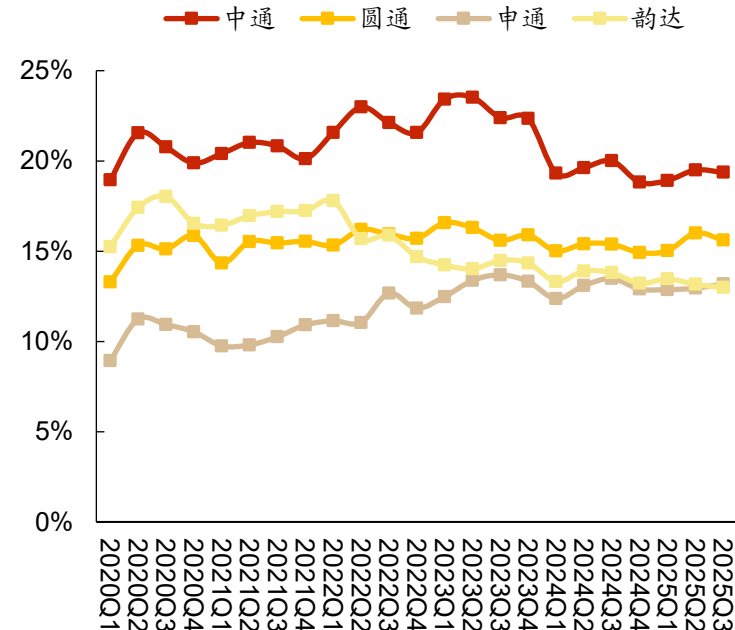
图表：快递行业业务量及同比增速



图表：“通达系”季度业务量同比增速



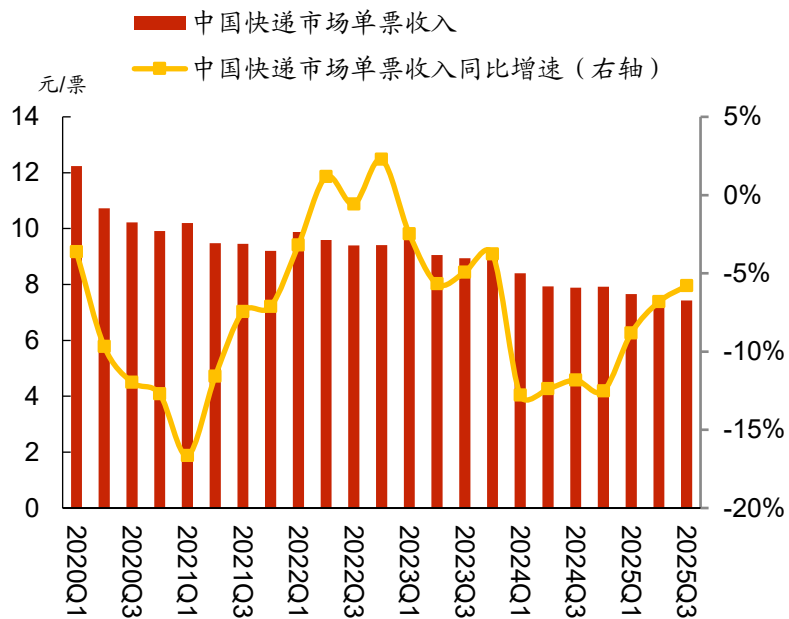
图表：“通达系”季度市场份额变化



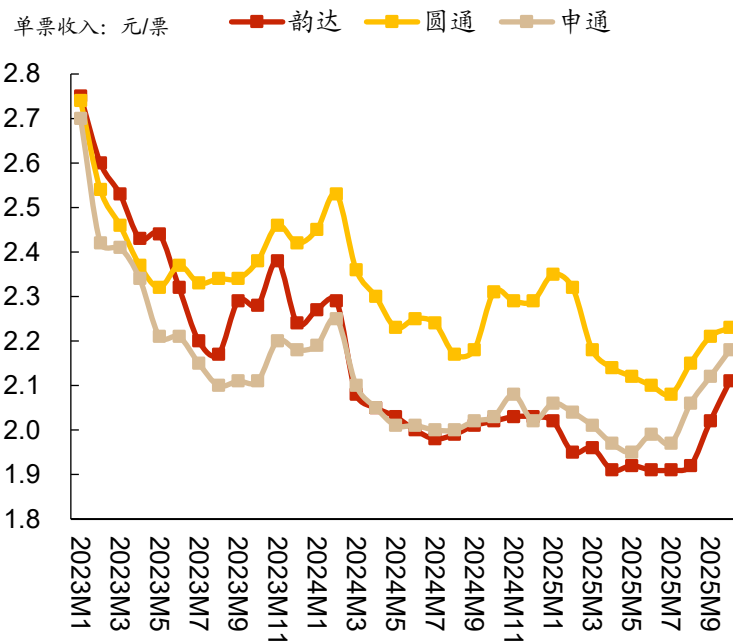
“通达系”：快递“反内卷”带动单票收入持续修复

- 2025Q3快递行业单票收入同比下降5.8%（或-0.46元），环比提升0.5%（或+0.036元）。
- 2025年10月圆通/申通/韵达快递单票收入分别达到2.23/2.18/2.11元，较7月低点分别提升7.2%/10.7%/10.5%，或提升0.15元/0.21元/0.20元。行业“反内卷”带动价格提升，其中申通价格修复幅度较大，或更受益于产品结构优化。
- 展望后市，随着国家邮政局持续发声旗帜鲜明“反内卷”，快递行业逐步进入高质量发展道路，我们预计2026年快递价格保持稳定区间运行。

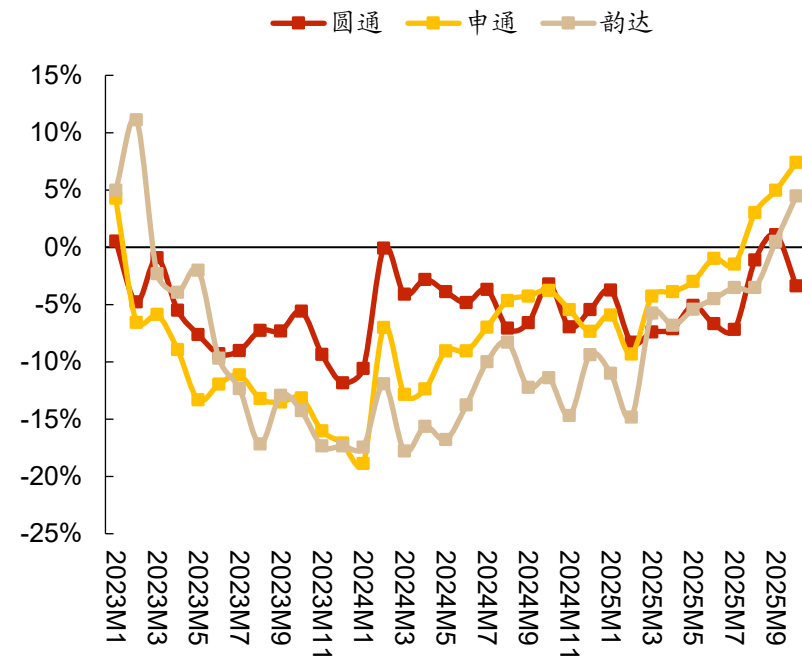
图表：中国快递市场单票收入及同比增速



图表：“通达系”月度单票收入



图表：“通达系”月度单票收入同比

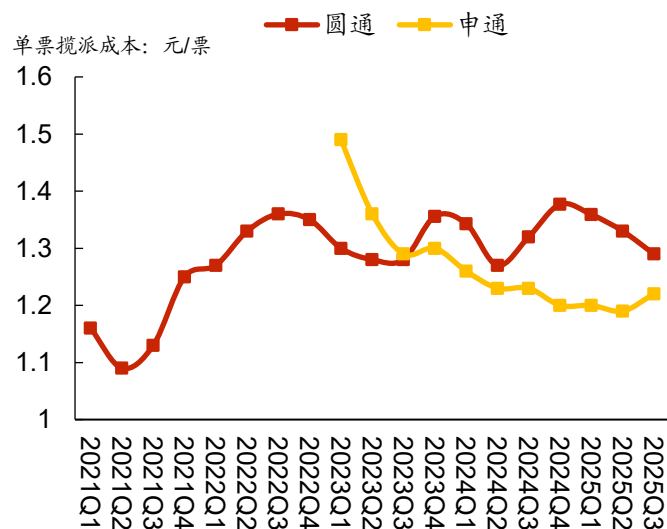


资料来源：Wind，各公司公告，华源证券研究 注：中通单票收入不包含派费收入

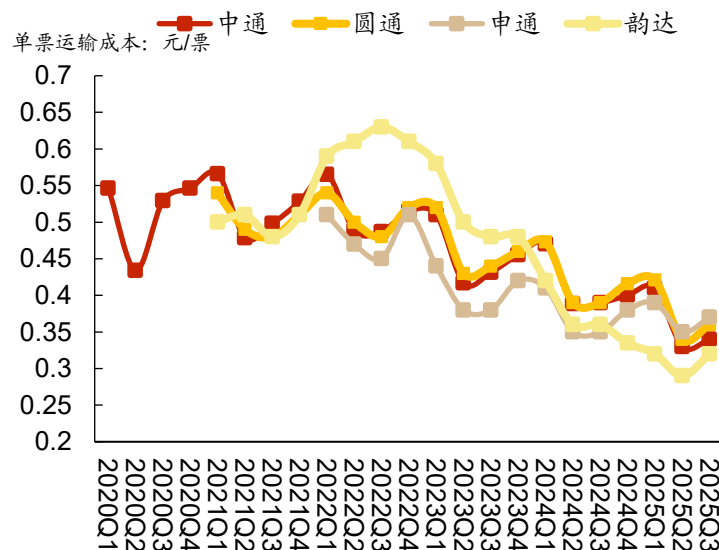
“通达系”：降本持续推进，或仍有稳定下降空间

- **单票揽件成本：**2025Q3圆通/申通单票揽件成本1.29/1.22元，同比-2.3%（或-0.03元）/-0.8%（或-0.01元）。
- **单票运输成本：**2025Q3中通/圆通/申通/韵达单票运输成本0.34 / 0.36 / 0.37 / 0.32元，同比-12.8%（或-0.05元）/-7.7%（或-0.03元）/-11.1%（或-0.04元）/+5.7%（或+0.02元）。运输成本普遍下降，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：**2025Q3中通/圆通/申通/韵达单票分拣成本0.25 /0.26 /0.33 /0.26 元，同比持平/-3.7%（或-0.01元）/+3.1%（或+0.01元）/-7.1%（或-0.02元）。分拣成本下降或主要由于各公司转运中心智能化升级、规模效应释放。
- **展望后市，**我们预计业务量增长带动规模效应仍有释放空间，各公司单票核心成本有望进一步下降。同时，末端无人车、自动化设备的推广或将带动末端效率持续提升。

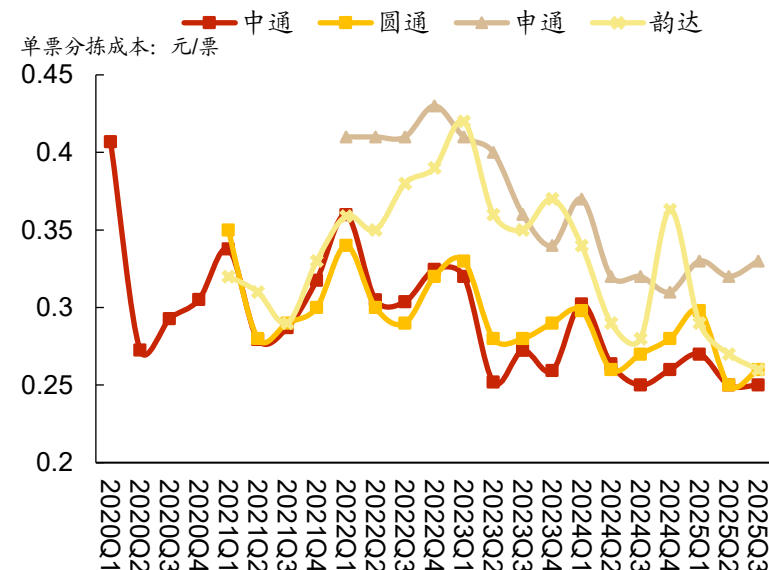
图表：“通达系”单票揽件成本



图表：“通达系”单票运输成本



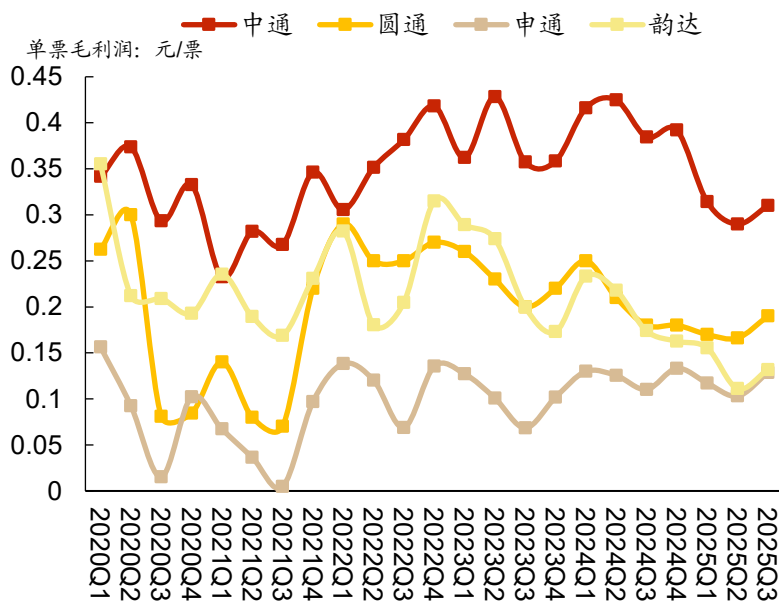
图表：“通达系”单票分拣成本



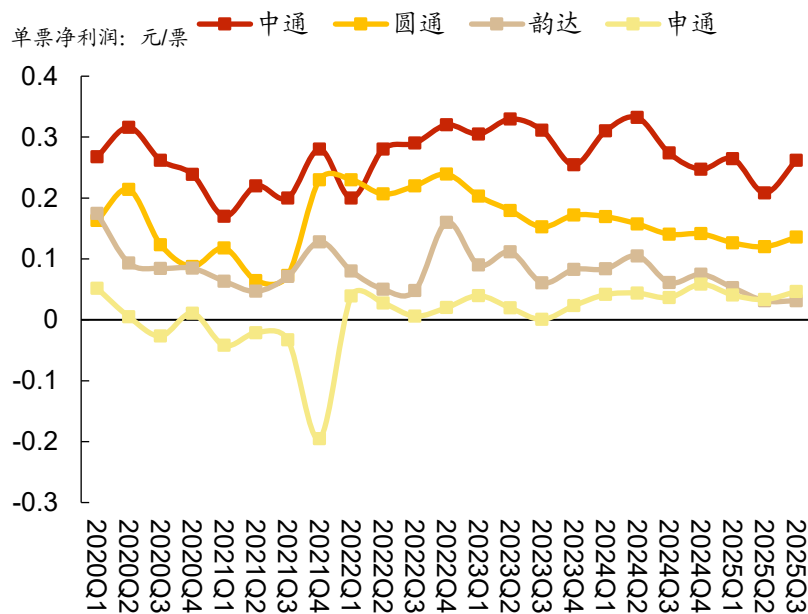
“通达系”：单票利润环比改善显著，资本开支高点已过

- **单票净利润**：2025Q3中通/圆通/申通/韵达单票净利润0.26/0.14/0.05/0.03元，同比-4.3%（或-0.01元）/-3.5%（或-0.005元）/+26.9%（或+0.01元）/-48.6%（或-0.03元），环比+0.05元/+0.02元/+0.01元/持平。
- 快递“反内卷”在2026年有望延续，叠加各企业成本持续优化，我们预计2026年各公司单票利润较2025年显著提升。
- **资本开支**：“通达系”资本开支增速存分化，行业资本开支高点已过。2025Q1-Q3中通/圆通/申通/韵达资本性支出42.6/63.3/21.1/19.4亿元，同比-10.3%/+34.1%/-10.6%/+51.9%。

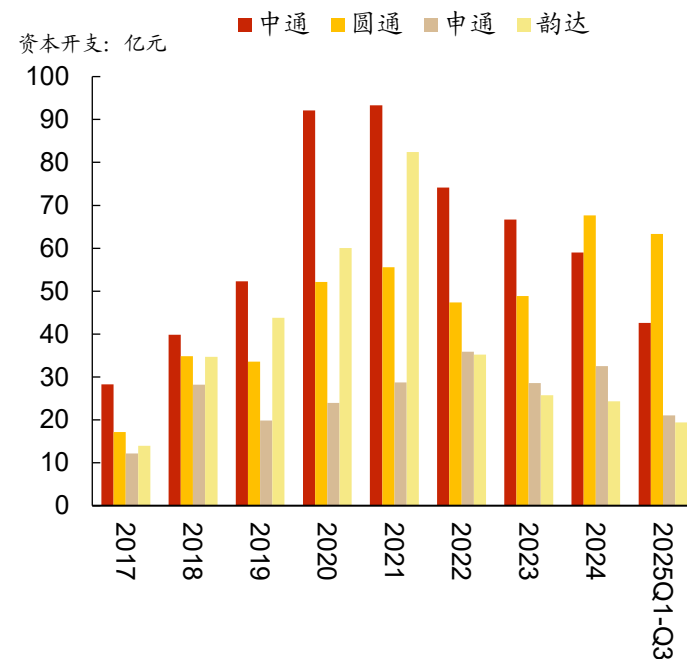
图表：“通达系”单票毛利润



图表：“通达系”单票净利润



图表：“通达系”资本性支出

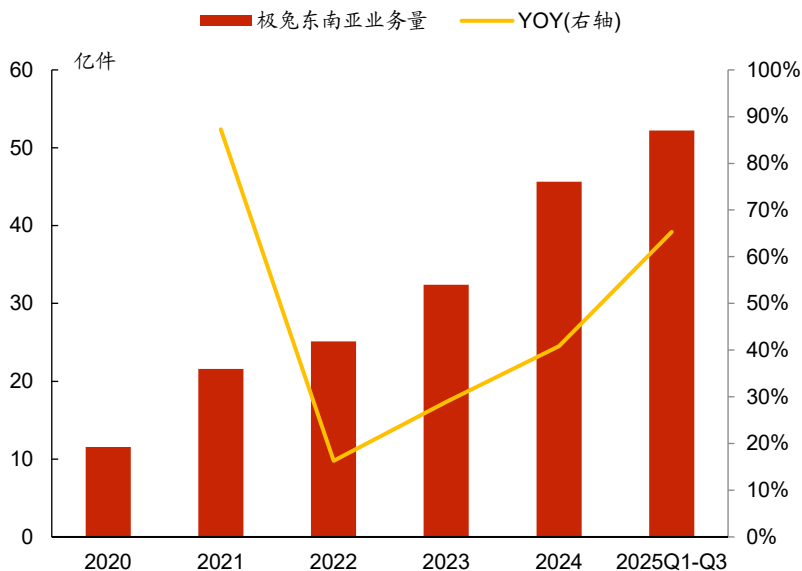




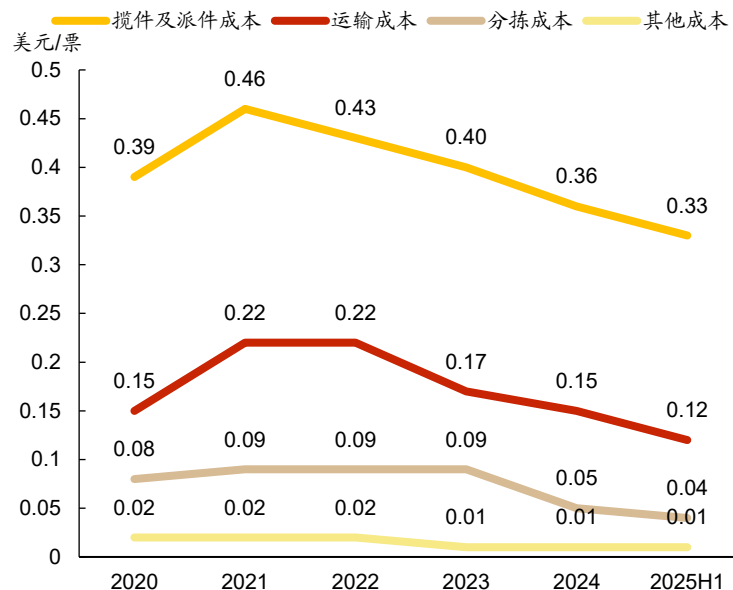
极兔速递：东南亚市场延续高速增长，份额与盈利双升

- 2025Q1-Q3极兔东南亚业务量52.2亿件，同比增长65.3%；2025Q3极兔东南亚业务量20.0亿件，同比增长78.7%。
- 2025H1极兔东南亚市占率32.8%，同比提升5.4pcts，份额持续扩张，竞争力凸显。
- 2025H1极兔东南亚单票成本0.50美元，同比-16.7%。其中单票揽件及派件成本/运输成本/分拣成本/其他成本实现0.33/0.12/0.04/0.01美元，同比-10.8%（或-0.04美元）/-25.0%（或-0.04美元）/-33.3%（或-0.02美元）/持平。
- 2025H1极兔东南亚经调整EBITDA实现3.1亿美元，同比增长50.5%；经调整EBIT实现2.3亿美元，同比增长74.0%。

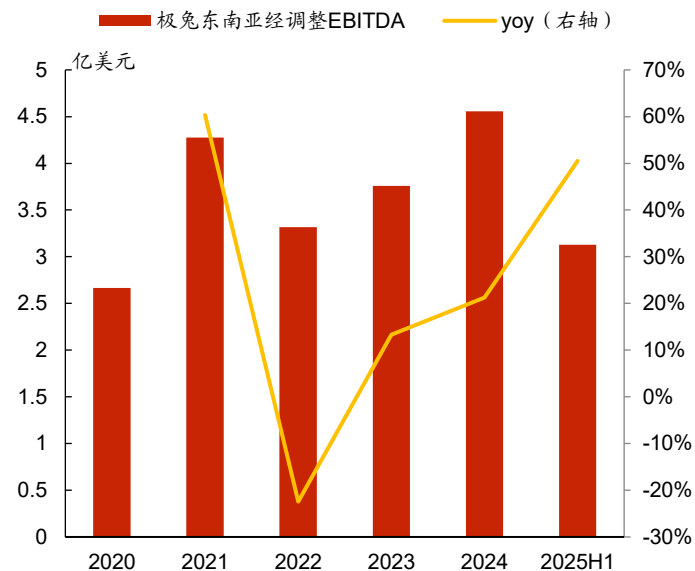
图表：极兔东南亚业务量



图表：极兔东南亚单票成本



图表：极兔东南亚经调整EBITDA

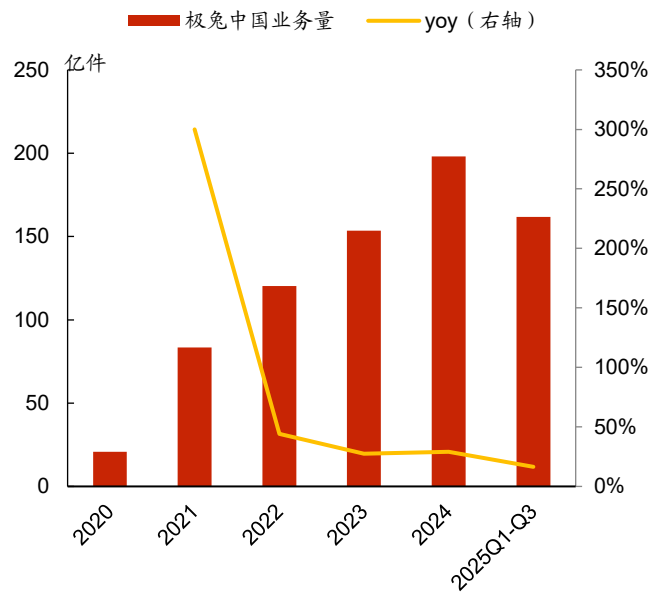




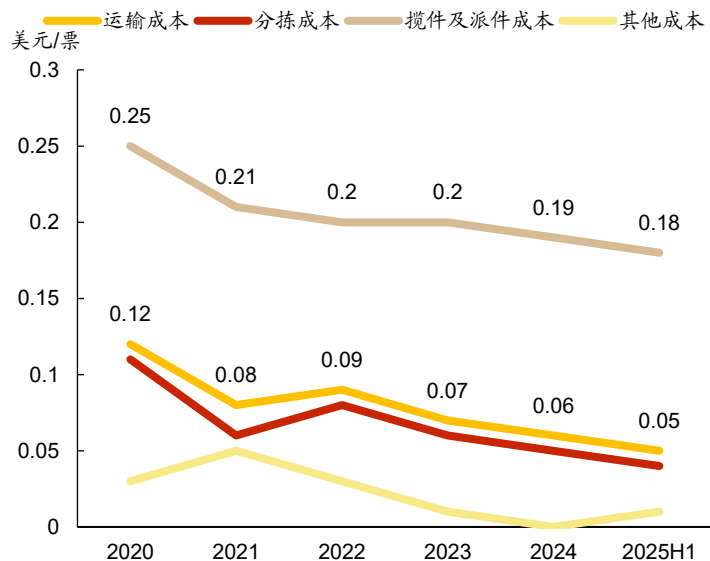
极兔速递：中国市场竞争平稳，关注“反内卷”带来业绩改善

- 2025Q1-Q3极兔中国业务量161.7亿件，同比增长16.5%，市场份额11.1%，同比下降0.1pcts；2025Q3极兔中国业务量55.8亿件，同比增长10.4%。
- 2025H1极兔中国单票成本0.28美元，同比-12.5%。其中单票揽件及派件成本/运输成本/分拣成本实现0.18/0.05/0.04美元，同比-10.0%（或-0.02美元）/-28.6%（或-0.02美元）/-20.0%（或-0.01美元）。
- 2025H1极兔中国经调整EBITDA实现1.6亿美元，同比下降22.1%；经调整EBIT实现0.13亿美元，同比下降78.3%。

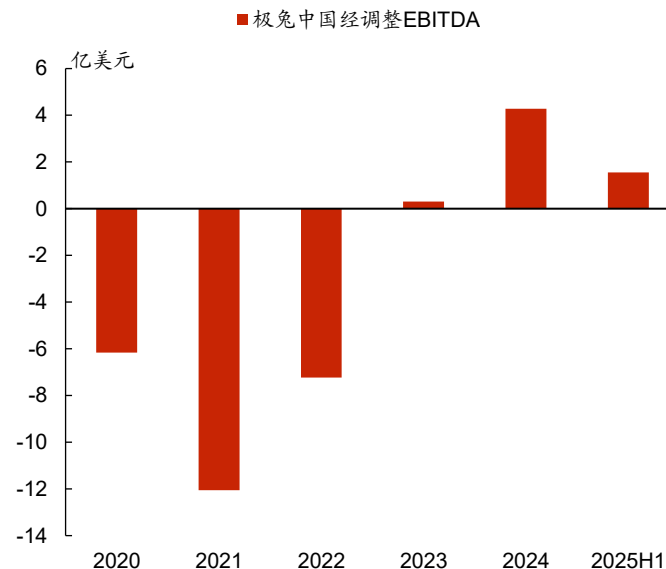
图表：极兔中国业务量



图表：极兔中国单票成本

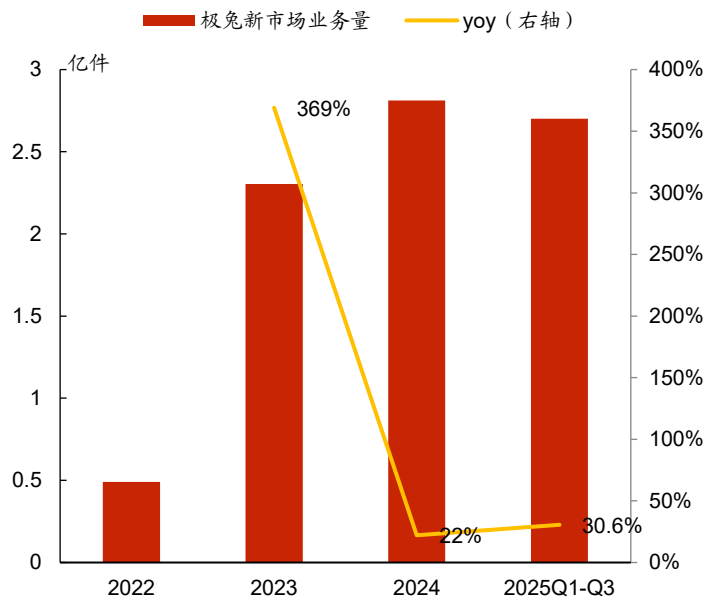


图表：极兔中国经调整EBITDA

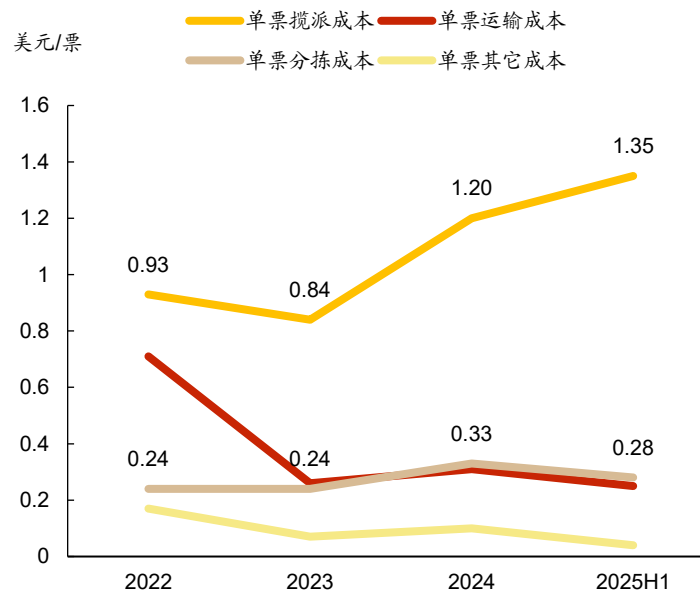


- 2025Q1-Q3极兔新市场业务量2.7亿件，同比增长30.6%；2025Q3极兔新市场业务量1.04亿件，同比增长47.9%。
- 2025H1极兔新市场单票成本1.92美元，同比+2.1%。其中单票揽件及派件成本/运输成本/分拣成本/其他成本实现1.35/0.25/0.28/0.04美元，同比+32.4%（或+0.33美元）/-21.9%（或-0.07美元）/-12.5%（或-0.04美元）/-81.8%（或-0.18美元）。
- 2025H1极兔新市场经调整EBITDA实现0.02亿美元，实现扭亏为盈；经调整EBIT实现-0.18亿美元，同比减亏。

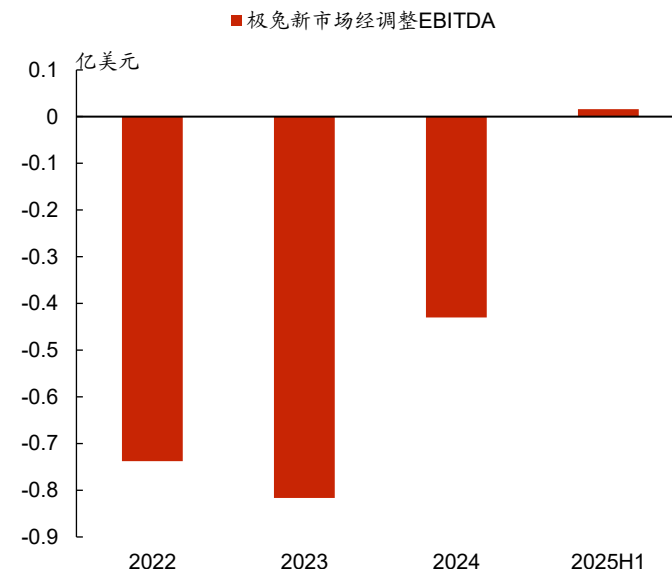
图表：极兔新市场业务量



图表：极兔新市场单票成本

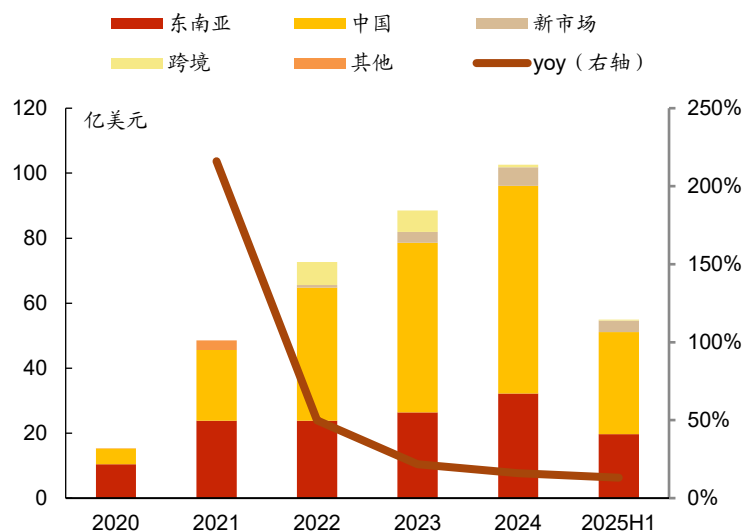


图表：极兔新市场经调整EBITDA

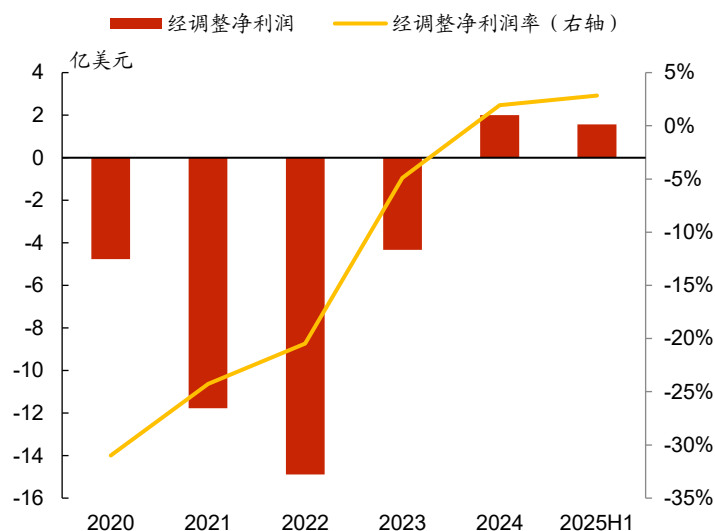


- 2025H1极兔营业收入55.0亿美元，同比增长13.1%。其中：东南亚/中国/新市场/跨境业务19.7/ 31.4/ 3.6/ 0.3亿美元，同比+29.6%/+4.6%/+24.3%/-43.1%。2025H1极兔经调整净利润2.0亿美元，同比增长147.1%；经调整净利润率2.8%，同比提升1.5pcts。
- 2025H1极兔资本开支2.3亿美元，同比增长39.4%；经营性净现金流4.2亿美元，同比增长21.8%。
- 我们预计2026年极兔在东南亚市场受益于新兴电商发展红利，经营底盘保持快速增长；在新市场，公司持续扩张网络规模，叠加与本地头部电商加强合作，成长空间较为广阔；在中国市场，受益于快递“反内卷”趋势，有望实现业绩改善。

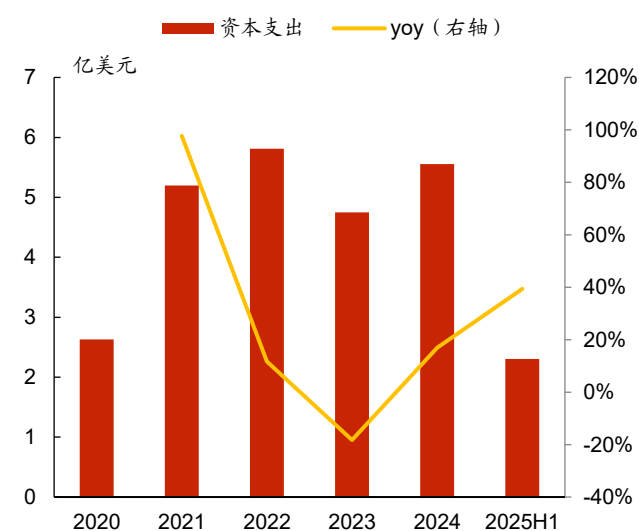
图表：极兔营收结构



图表：极兔经调整净利润



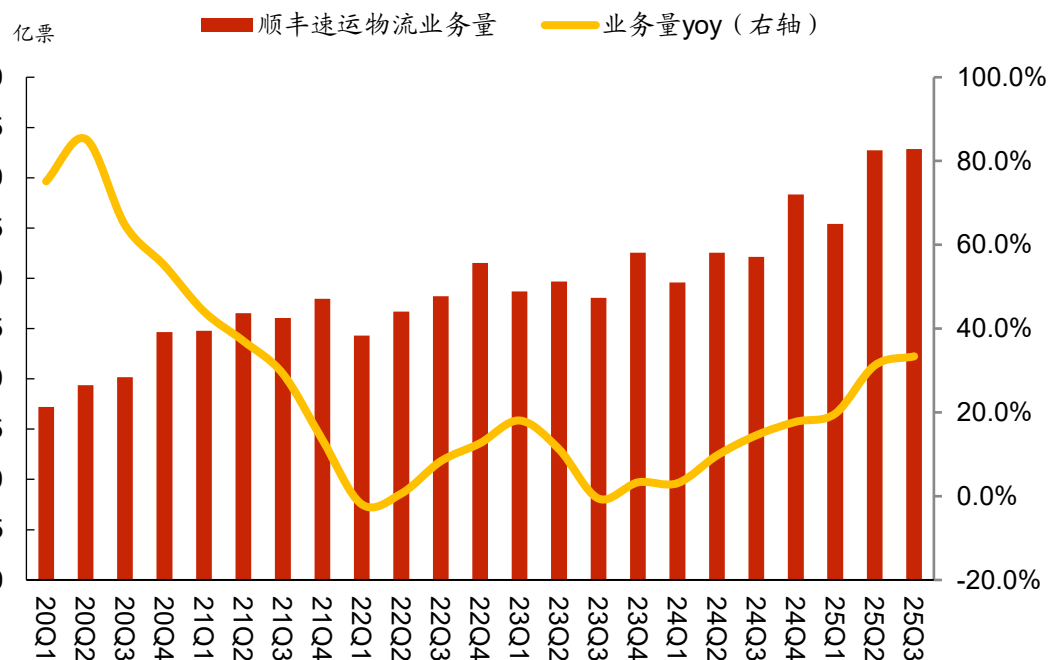
图表：极兔资本开支



顺丰控股：业务量增速领先，前三季度单票收入同比下降

- 2025Q1-Q3，顺丰速运物流业务量121亿票，同比+28.3%；单票收入13.83元/票，同比-13.0%。2025Q3，顺丰速运物流业务量42.87亿票，同比+33.4%；单票收入13.57元/票，同比-14.2%，环比+1.1%。
- 2025年以来，公司持续深入推进“激活经营”机制落地，赋予业务前线充分经营授权与激励，有效激发业务组织的市场拓展动力，公司件量增速高于国内快递行业平均水平。同时由于件量结构更下沉，单票收入出现下滑。

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

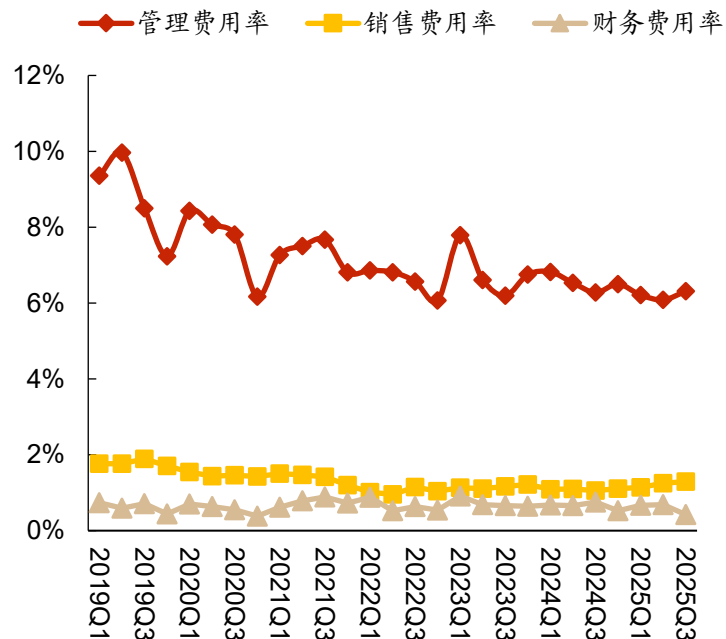


- 2025Q1-Q3, 顺丰营收2252.6亿元, 同比+8.89%; 2025Q3, 顺丰营收784.0亿元, 同比+8.21%。
- 2025Q1-Q3, 公司归母净利润83.1亿元, 同比+9.07%, 扣非归母净利润67.8亿元, 同比+0.52%; 2025Q3归母净利润25.7亿元, 同比-8.53%, 扣非归母净利润22.3亿元, 同比-14.17%。由于公司积极主动的市场拓展策略与必要的长期战略投入, 公司第三季度盈利出现短期波动。
- 2025Q1-Q3, 公司管理/销售/财务费用率为6.2%/1.2%/0.6%, 分别同比-0.33/+0.15/-0.11pcts; 2025Q3, 公司管理/销售/财务费用率为6.3%/1.3%/0.4%, 分别同比+0.03/+0.23/-0.33pcts。

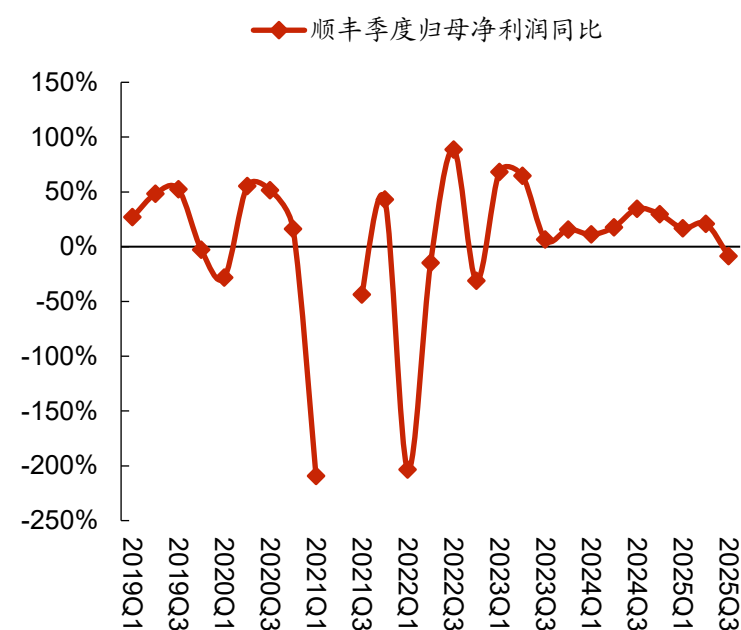
图表：顺丰营业收入同比



图表：顺丰各项费用率

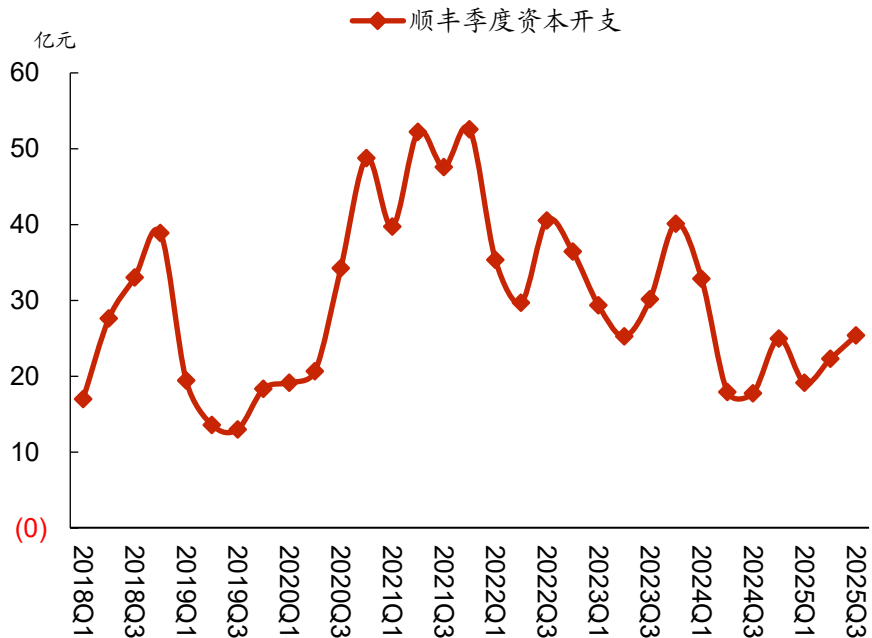


图表：顺丰归母净利润同比

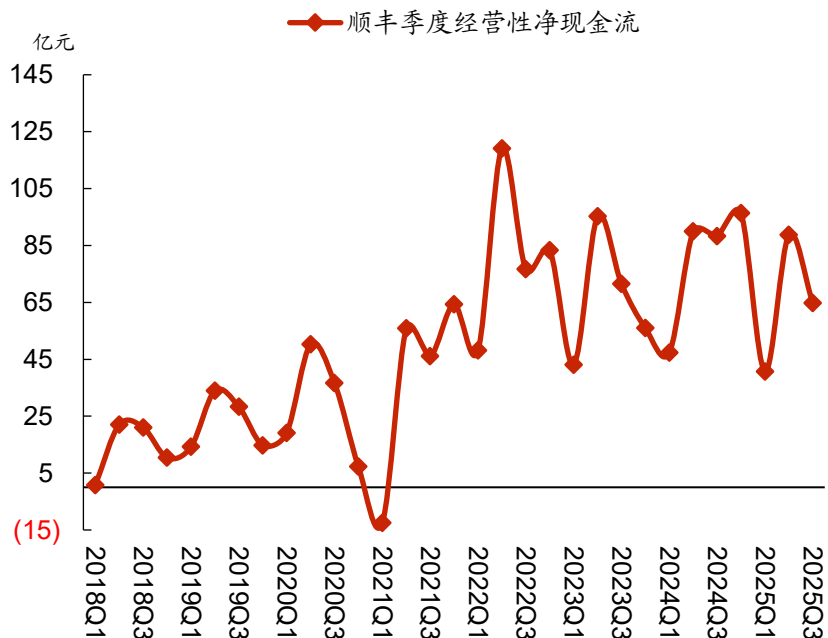


- 2025Q1-Q3顺丰资本开支66.72亿元，同比-2.6%；顺丰经营性净现金流194.15亿元，同比-13.9%。
- 展望2026年，公司在坚持长期战略方向的基础上，结合市场动态与经营节奏，有望逐步动态调优市场策略，推进“激活经营”进阶机制，对业务区域实施差异化授权，激励导向从规模驱动进阶至价值驱动，为高质量可持续发展筑牢根基。此外，公司将围绕多元的物流业务生态，充分整合内外部资源，深化营运模式革新，重点关注公司海外业务发展，有望打开长期成长空间。

图表：顺丰资本开支



图表：顺丰经营性净现金流



主要内容

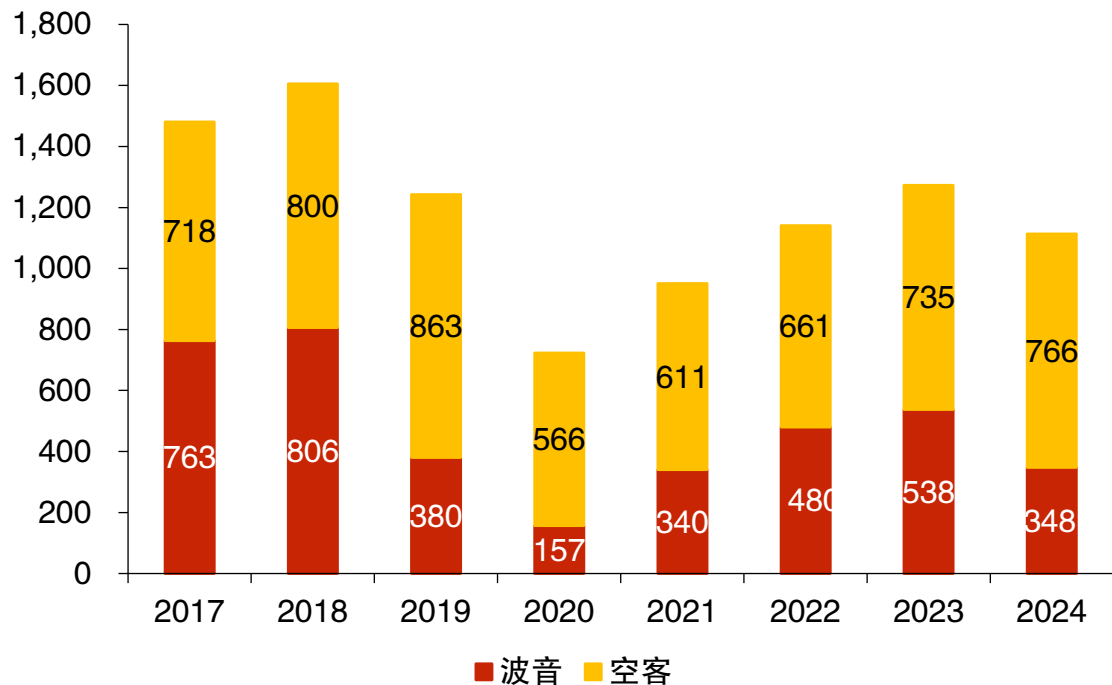
1. 快递
2. 航空
3. 航运船舶港口
4. 高速公路
5. 化工物流
6. 大宗供应链
7. 风险提示

供给：OEM产能恢复低于预期

2030年以前，飞机订单基本被锁定。

- 2020年以来，波音&空客产能长期未能达到正常年份水平；2024年较2023年产能进一步下降，8年来，仅高于2020-2021两年。
- 2025年1-10月，波音、空客产能同比改善，但幅度有限。按月均产能，分别恢复至各自历史高点的73%/81%。
- 按当前存量订单，以历史最高年产能计，波音、空客分别需要7/10年来消化。
- 内地航司在波音、空客的存量订单分别为93、249架，考虑到波音官网可能更新延迟，实际值或更低。

图表：2017-2024，波音、空客年产能（架）



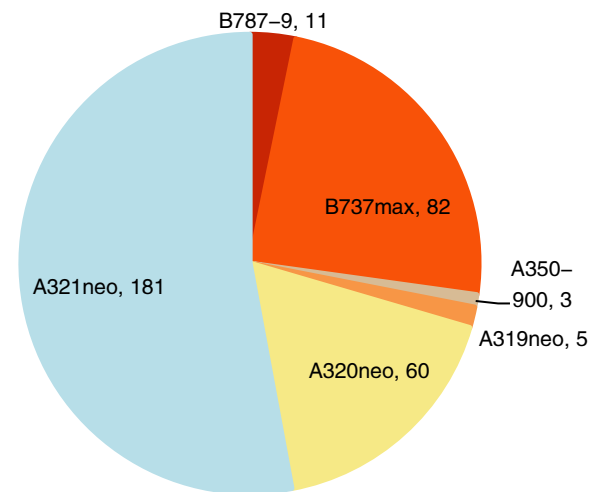
图表：2025年以来波音空客产能恢复情况（架）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	YTD	yoy
波音	45	44	41	45	45	60	48	57	55	53	493	61.6%
空客	25	40	70	56	51	63	67	61	72	78	583	4.3%
合计	70	84	111	101	96	123	115	118	127	131	1076	24.5%

图表：当前储备订单产能消化预计（截至2025年10月底）

	波音	空客	合计
储备订单/架	5911	8678	14589
按当前产能/年	10.0	12.4	11.3
按历史最高产能/年	7.3	10.1	8.7

图表：截至10月底，中国境内航司在波音、空客存量订单合计342（单位：架）



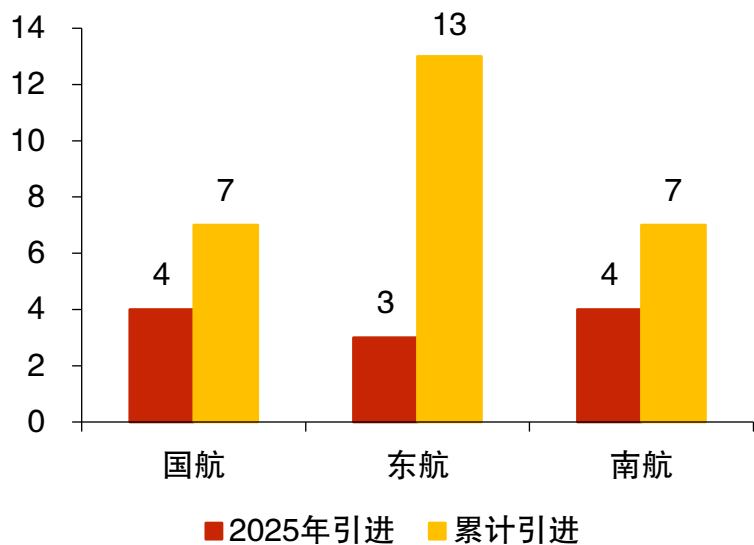
- 由于2025年上半年部分737max为已经制造完毕而延迟交付、不占用产能。预计未来国内飞机增速较今年更低。

■ C919：2025年交付大幅低于预期

图表：2025年商飞C919交付计划调整

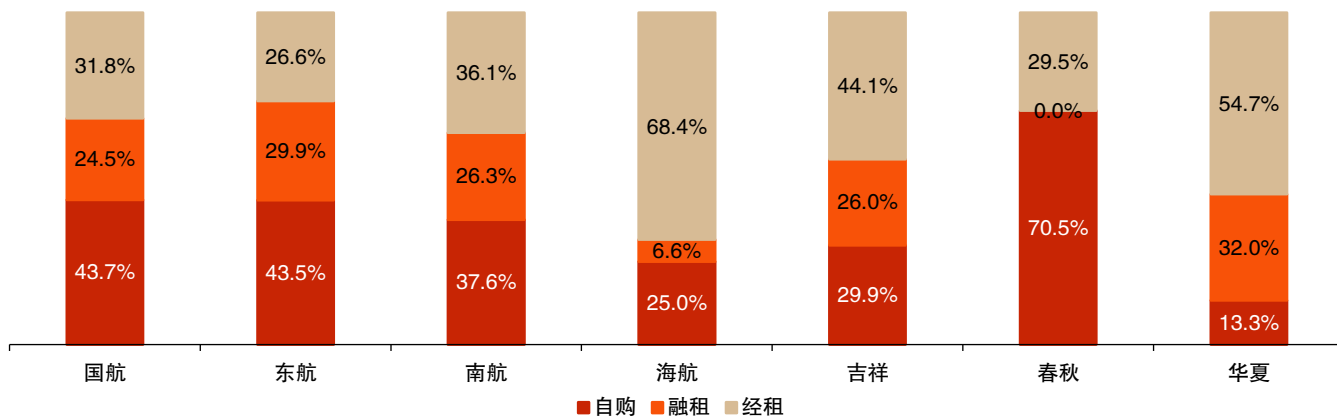
原计划	2025年1月	产能50架、交付30架
上调	2025年3月	产能75架
下调	2025年9月	交付目标降至25架

图表：截至2025年12月，三大航引进C919情况（架）



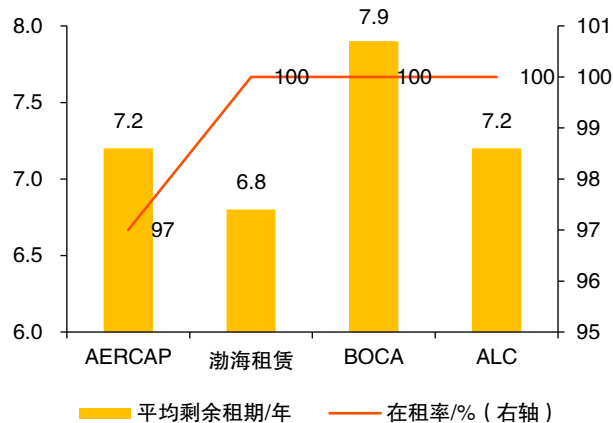
■ 租赁是各航司飞机引进主要方式之一

图表：截至2024年末，各航司机队引进方式分布

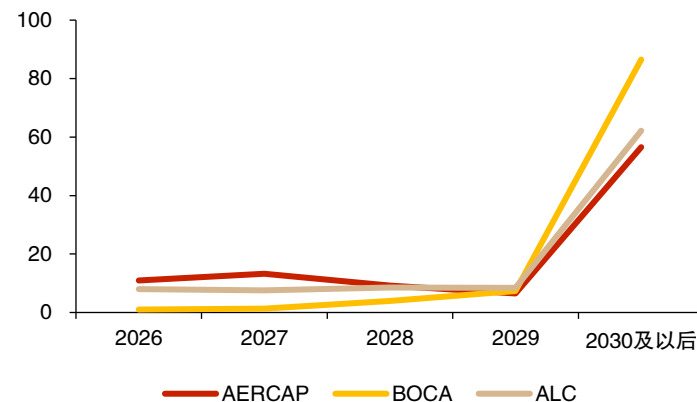


■ 可用租赁机源：历史低位。

图表：4家租赁商平均剩余租期&在租率（截至25H1）

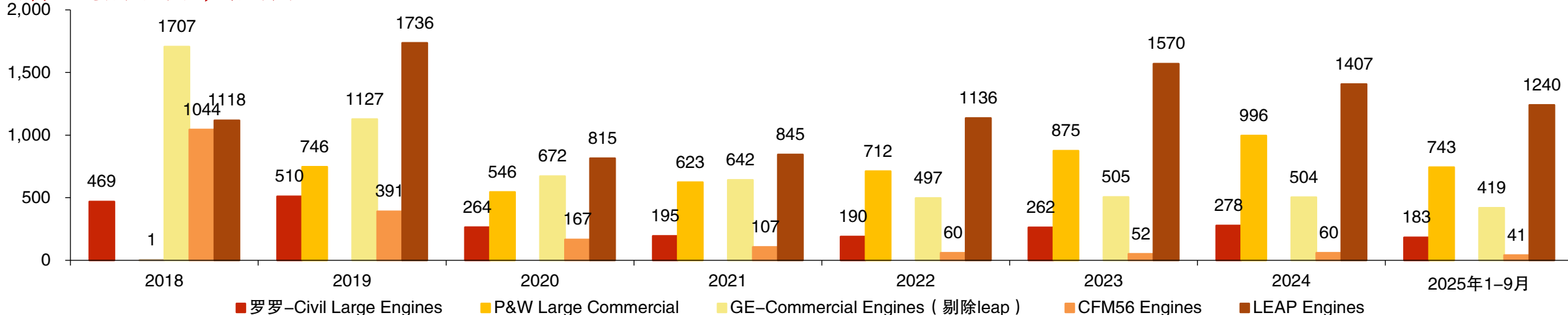


图表：3家租赁商存续租约到期分布（截至25H1，%）

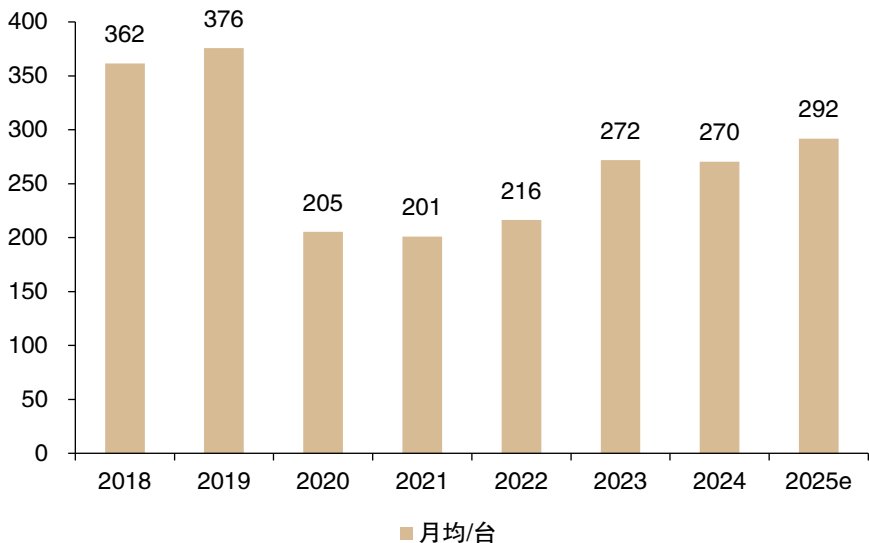




图表：发动机主机厂产能（台）



图表：发动机主机厂合计月均产能



■ 发动机OEM表现与整机OEM趋同，是制约产能的关键环节。

• 2025年1-9月各主机厂产能：

LEAP+CFM56：1281台，相当于2019年的60%。

P&W：743台，接近2019年全年产能。

GE：419台，相当于2019年37%。

2025年H1罗罗产能122台，相当于2019年的24%。

2025年1-9月主流机型合计月均产能292台（其中罗罗Q3取上半年月均产能预估），仅相当于2019年的78%。

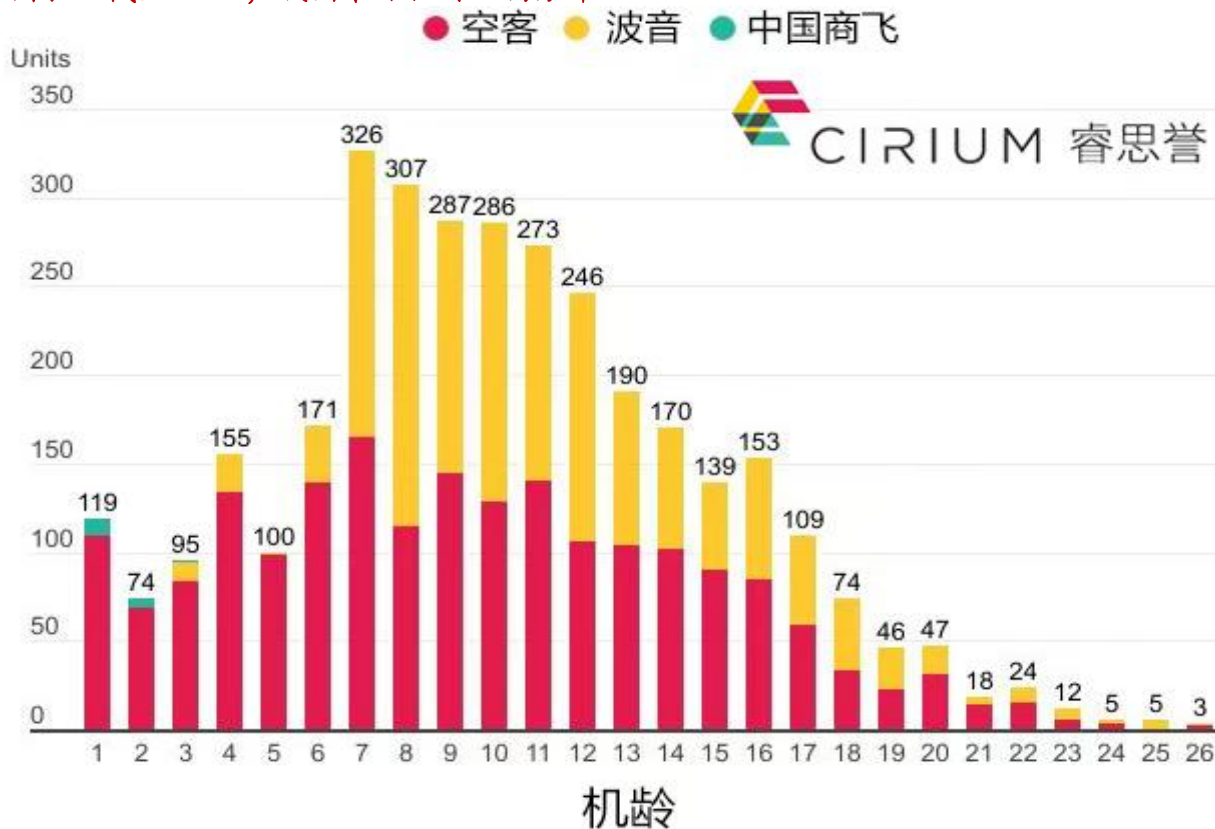
■ 而老机大修与新机共用产能，维修等待周期急剧拉长，是存量机队面临的又一危机。



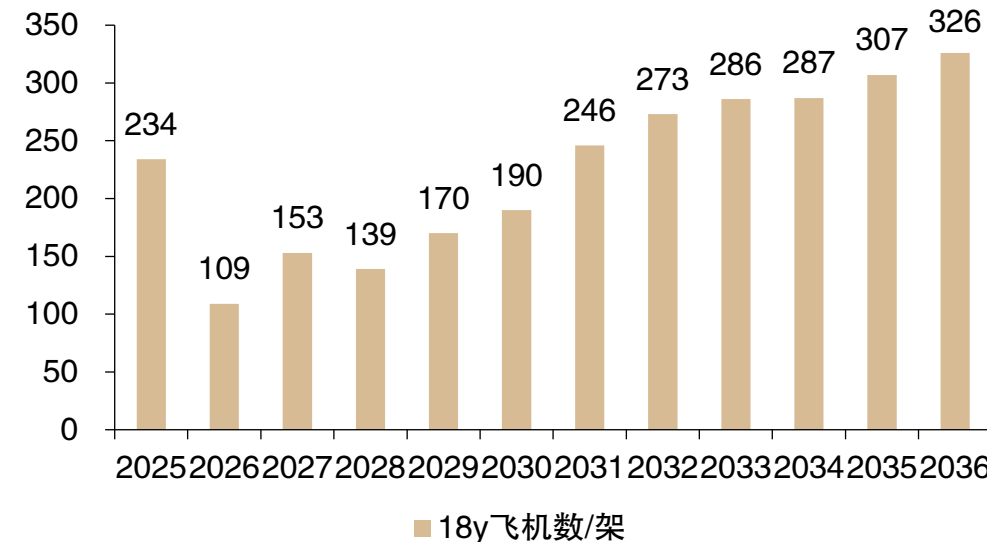
■ 机龄急剧老化，替换需求曲线在加速。

- 2025-2030年，我国存量机队中、面临退役窄体机（18Y以上）预计995架。
- 而2031年起，退役飞机数量明显增加，2031-2036年，面临退役窄体机预计1725架。
- 即便从更谨慎的角度看，20Y以上窄体机，在2025-2030/2031-2036年预计将分别635/1452架。
- 窄体机占机队规模约8成，全机队的退役数量预计为上述数据的1.25倍。

图表：截至25H1，我国窄体机龄结构分布



图表：2025-2036我国18Y窄体飞机数量



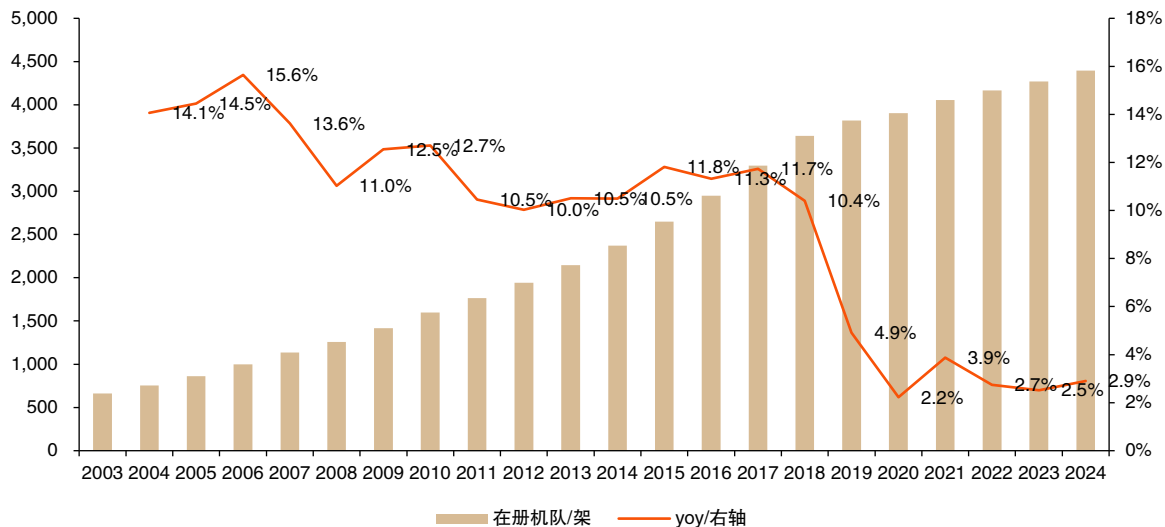
(2025年含18Y以上的飞机)

■ 机龄老化影响：

- 国内民航20年以上机龄飞机极少，如无新机源补充，未来有陷入负增长风险。
- 航司是否延长飞机服役年龄，取决于民航局安全管理规定的突破。
- 老飞机维修需求比新飞机更大，或将加剧维修工作量。



图表：2003-2024我国机队及yoy



■ 中性假设：

■ 2025-2030年

- 1. 空客300架订单、波音200架订单交付完毕；
- 2. 存量订单342架交付完毕；
- 3. 租赁机源：按空客当前租赁订单1362架，同比例估计波音租赁订单935架，假设其中20%流入中国市场，459架。
- 4. 2030年前，19Y以上飞机退出，合计1006架。
- 5. 商飞交付200架

→ 2025-2030 CAGR 2.11%.

■ 2031-2036年

- 1. 空客、波音剩余500架订单交付完毕；
- 2. 租赁机源：假设600架。
- 3. 2031-2036年，19Y以上飞机退出，合计1986架。
- 4. 商飞交付500架订单

→ 2031-2036 CAGR -1.6%.

换言之，如无大额订单补充，随着飞机退潮到来，行业机队可能将陷负增长。

■ 极度悲观假设：2025-2032年

- 1. 空客、波音共计1000架订单交付完毕；
- 2. 存量订单342架交付完毕；
- 3. 租赁机源，按上市公司租赁/自有机位占比57.37%，为770架。
- 4. 2032年前，20Y以上飞机退出，约1244架。
- 5. 商飞交付300架订单

→ 2025-2032 CAGR 3.35%.

■ 公商务同比走弱，9月起止跌企稳

自2023年4月至2024年底，国内航线公商务旅客出行量已恢复至正常水平，且保持稳定态势。然而2025年，公商务旅客出行量出现下滑。1~2月，公商务旅客无论是比例还是规模均同降。尽管3~5月有一定程度回升、但仍低于去年，至6月公商务旅客占比和规模明显减少，7月规模有所回升、但占比进一步下探，8月占比止跌。自9月起公商务需求快速回升、10月企稳。这一变动轨迹反映：

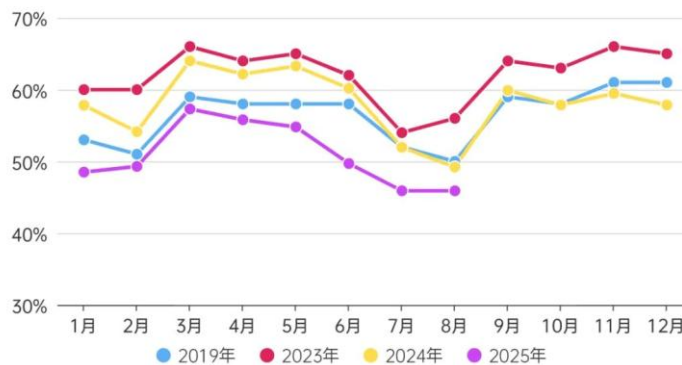
- (1) 2025整体公商务出行活跃度较2023-2024低迷；
- (2) 6-8月的波动或受“八项规定”影响短期结构性缺失；

基于这一判断，展望2026年，公商务需求有望在见底回升后保持稳定、全年贡献预计高于2025年。

图表：国内航线公商务旅客占比

国内航线公商务旅客占比

单位：百分比

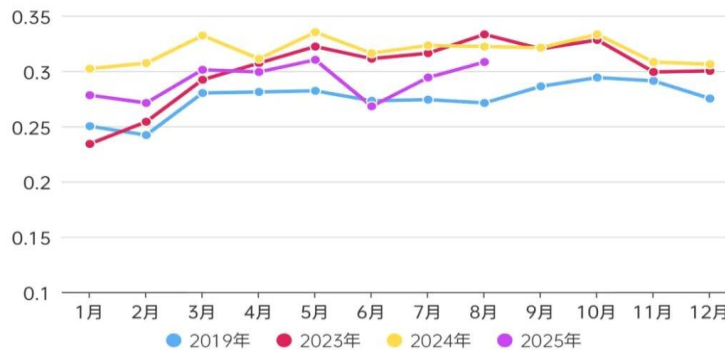


数据来源：去哪儿航旅大数据

图表：国内航线公商务旅客规模

国内航线月度公商务旅客规模

单位：亿人次



数据来源：去哪儿航旅大数据

■ 旅游持续强劲，呈现新消费特征

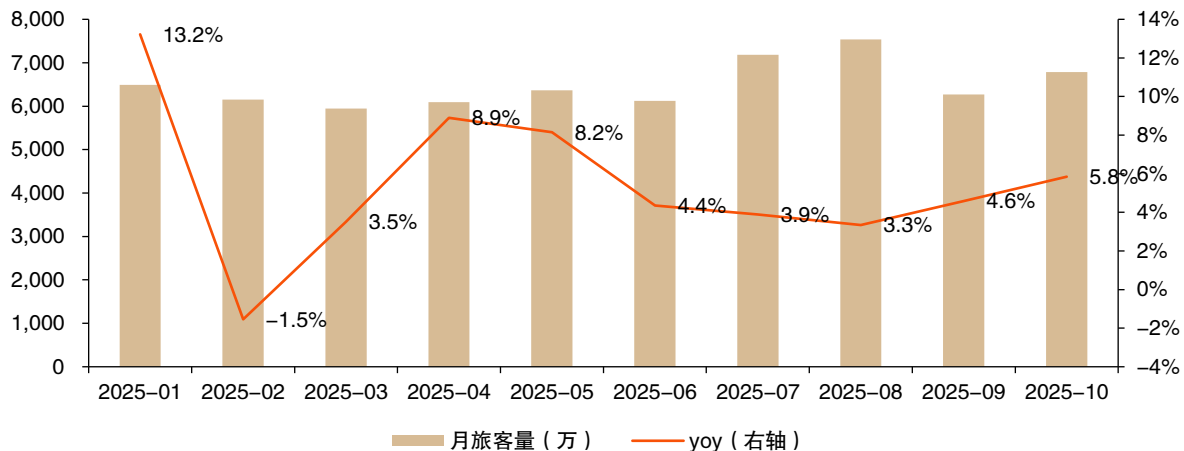
在今年公商务旅客同比下降情况下，1-10月，民航旅客量累计同比增长5.3%，旅游需求保持强劲动能、带动总量增长。

2023年以来，旅游呈现“购物游”向“体验游”转变。在满足情绪价值上，旅游完全符合新消费特征且具不可替代性。较2019年及以前，当前出行更具错峰、临期订票等特征。

12月3日，文旅部、民航局印发《文化和旅游与民航业融合发展行动方案》。

需求持续得到验证+政策不断利好下，旅游对出行需求贡献预计将越来越显著。

图表：2025年航空月度旅客量及yoy



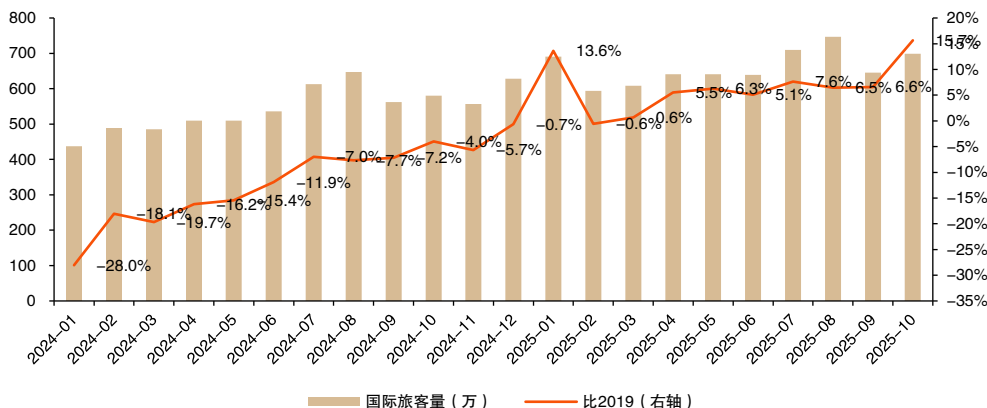


■ 国际需求超过2019年，新增长点或出现

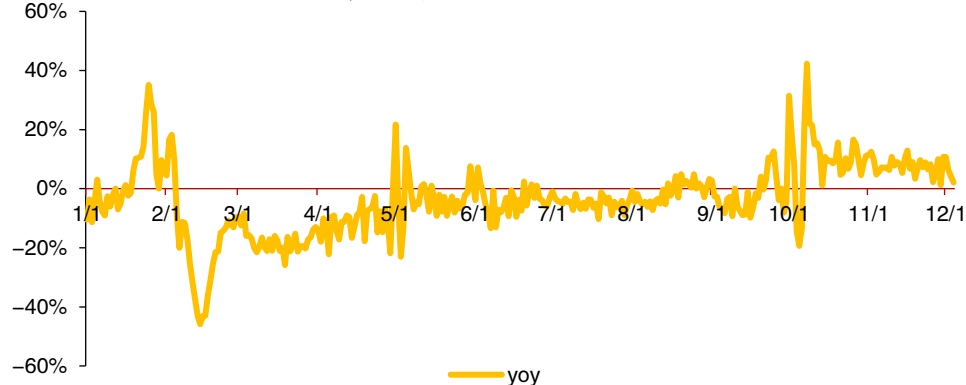
国际旅客量看，今年起国际需求首次超过2019年水平，1-10月累计国际航线旅客量比2019年同期+6.7%，同比+23%。

国际票价看，由于航班扩容，除今年春运和五一期间短暂实现正增长外，前八个月票价同比为负，降幅逐步收窄；但暑运结束后，自9月中起，票价同比实现转正，反映需求端有实质性突破。

图表：2024-2025月度国际航线旅客量



图表：2025以来国际线票价同比趋势



资料来源：民航局、国家移民局、Flight AI，华源证券研究

■ 测算“入境游”占比达2.2%

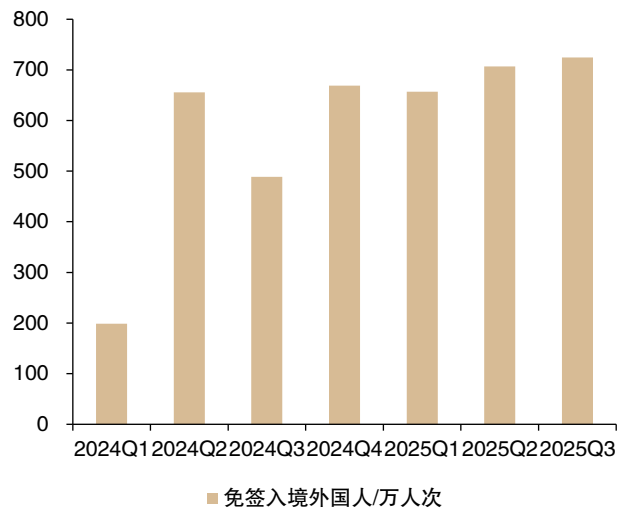
2023年以来，我国免签政策持续扩大范围，较2019年力度大幅提升。

政策带动下，免签入境外国人次大幅增长，2025年Q1-3，2089万人次，yoy56%；全年有望超3100万人次。

假设：（1）其中20%乘坐国际线往返各一次；（2）国际线中国航司承运份额为60%；（3）入境后乘坐国内线（往返）人次转化率为10%。据此测算中国航司旅客人次约1377万，相当于2024年国际旅客量的21%、总旅客量的1.9%。

随着“入境游”市场从形成到成熟，有望成为国内民航业的未来长期增长点，为需求增长提供外需支撑。

图表：2024-2025免签入境外国人



入境政策	当前适用范围
单方面免签	48个国家
过境免签	65个口岸、240小时、55个国家

■ 2026年国际需求有望延续高增

“入境游”需求之外：

- （1）当前国际贸易中，中国强大的产业优势叠加企业出海趋势，带动新增国际商务需求
 - （2）中国航司可以飞越俄罗斯领空的优势下，更低航线成本和更高效率催生的中转需求
- 短期内日本线受影响，韩国、东南亚、俄罗斯等周边地区或呈现“替代效应”，对国际总量趋势影响有限；预计2026年国际需求仍有望实现15%以上增长。

■ 春秋假制度元年

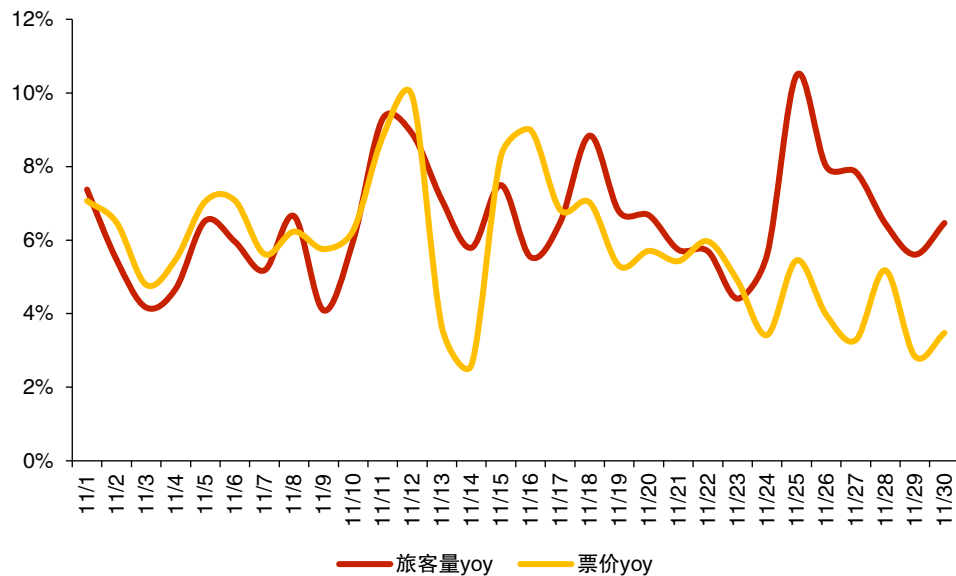
2025年9月商务部等9部门印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》提出试行中小学春秋假制度。春秋假安排在4-5月和10-11月、具体由各地弹性制定。

今年起浙江全域，四川大部分地区，湖北、陕西、广东少数地区首次试行秋假。假期集中在11月12-23日，并不少于5天。

11月12-23日，量价同比曲线呈现小高峰，在试点区域极有限情况下，秋假对需求刺激效果已初步显现。

预计随着春秋假制度全面实行，行业有望迎来新的假日增长点。

图表：11月行业量价增速



资料来源：中国政府网，民航局，Flight AI，华源证券研究

■ “冰雪假”首次试行

吉林全省：今年“冰雪假期”为12月3日—7日（含周末），不挤占寒暑假。

新疆乌鲁木齐&阿勒泰：12月1日至5日（连上周末可达9天）。

■ 2026法定假期增加

2026法定假期调休后为4年来最长，并比2019年多3天；其中春节假期为有史以来最长，有利于旅游过节、并有望带动二次出行。

	2019	2023	2024	2025	2026
元旦	3	3	3	1	3
春节	7	7	8	8	9
清明	3	1	3	3	3
劳动节	4	5	5	5	5
端午节	3	3	3	3	3
中秋节	3	8	3	8	3
国庆节	7	8	7	8	7
合计	30	27	32	28	33

假日能从根源上开拓出行需求。当前，从中央至地方，对旅游消费支持力度空前，横向看，旅游需求在各消费领域中表现突出，未来有望得到政策持续因势利导。

■ 预计2026年行业需求增速超过5%

(1) 2024年航空旅客总量较2019年实现10.7%高速增长，以2024年为基期，有望进入需求稳定增长阶段；

(2) 2025年1-10月航空旅客量同比增长5.3%，同时，2025年公商务出现断崖，在公商务压制因素消除、旅游持续增长情况下，预计5%为未来行业需求中枢。

(3) 新的需求增长点已经出现，或在5%需求增速上进一步提升。



■ 全球租賃交付增長約3%。

據波音，2024年底，全球共計大型客機22405架（窄體+寬體），以51.3%的租賃滲透率計，租賃公司持有11494架。

據CIRIUM，2025年全球租賃公司合計交付約340架飛機；預計2026年維持這一水平。產能緊張下，新機位有限增長。

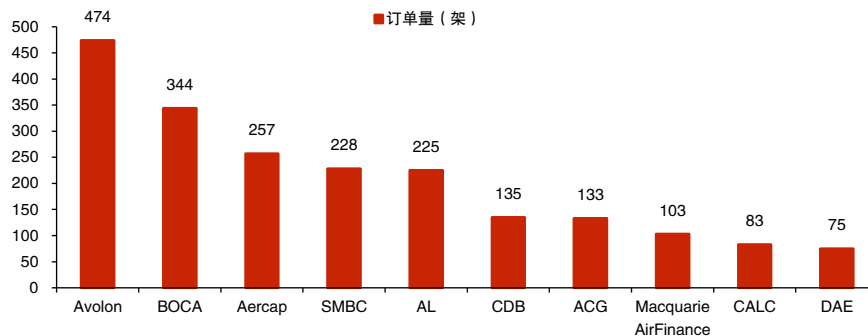
圖表：截至2025Q2全球租賃商機隊價值排名

排名	租賃商	機隊價值 /十億美元	價值變化	機隊規模 /架
1	Aercap	58.55	8%	1691
2	SMBC	30.56	8%	747
3	ALC	27.95	15%	562
4	Avolon	25.42	18%	645
5	BOCA	21.36	10%	481
6	BBAM	20.97	15%	535
7	工銀金租	17.72	2%	512
8	DAE	15.53	35%	631
9	ACG	12.17	3%	326
10	交銀金租	11.89	9%	317
11	國銀金租	11.59	11%	308
12	Jackson Square Aviation	10.25	15%	244
13	東航租賃	9.53	25%	187
14	Carlyle Aviation	9.06	9%	338
15	南航租賃	8.81	43%	212
16	建信金租	7.93	16%	193
17	中航租賃	7.82	0%	203
18	Aircastle	7.74	24%	275
19	招銀金租	7.48	1%	171
20	ORIX	7.45	19%	213

■ 訂單集中頭部。

2026年，僅有16家租賃公司預計迎來新飛機交付，且不到一半的租賃公司擁有20架以上的待交付訂單。

圖表：在手訂單前10大租賃商



■ 行業併購重組。

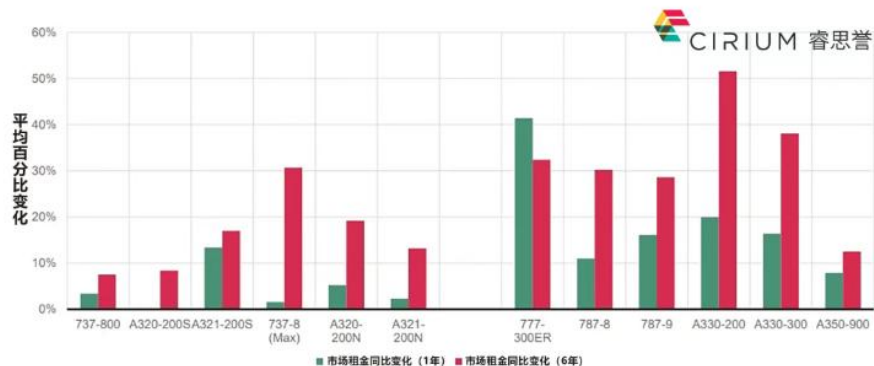
2025年，SMBC收購AL，按25H1數據，兩家租賃商合計機隊價值585.1億美元、與Aercap持平（585.5億美元）。

據Cirium，機隊價值全球第22的Macquarie AirFinance或尋找出售機會、且信用水平與之相當的公司才能參與競購。由於MA持有103架訂單，位列行業第8，預計競購激烈。

由於交付延遲+訂單集中，導致行業存量資產整合更頻繁，預計未來集中度進一步提升、龍頭優勢強化。

■ **飛機供需矛盾預計將維持長期高租金**

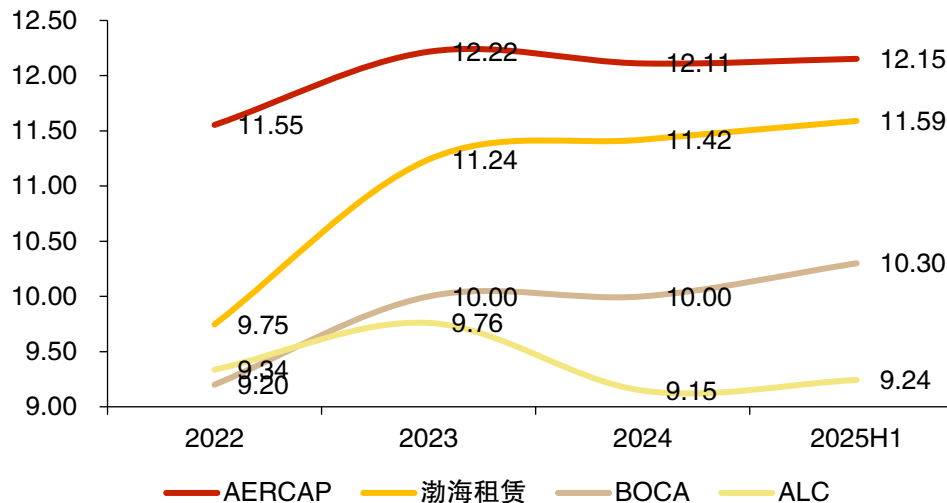
圖表：各類機型租金均大幅上漲



來源：Cirium Core。根據機隊規模排列的前25種機型當前市場租金，數據截至2025年10月6日，基於機隊加權及恒定機齡計算，同比1年/6年的租金變化。

■ **租金收益率提升**

圖表：租賃公司2022-2025H1租金收益率(%)



■ **航空租賃新一輪景氣周期**

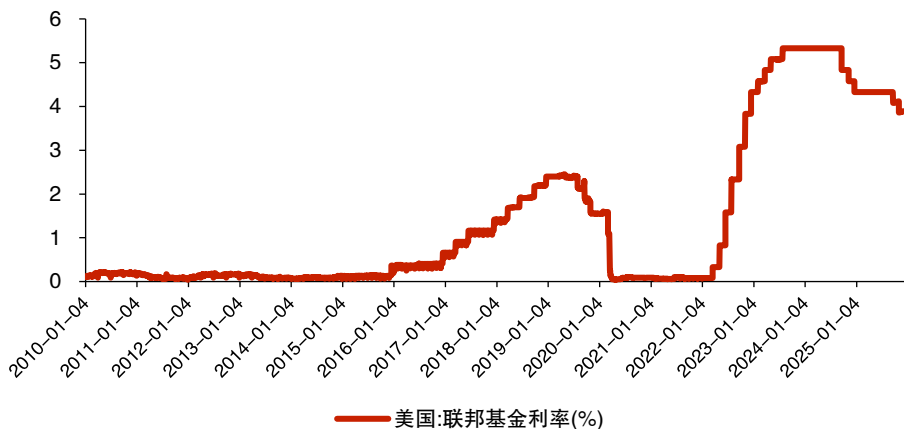
收入端：飛機經營租賃租期內（一般為10年）鎖定租金收益率。假設每年租約數量相當，當前租賃公司的資產包中，則預計60%以上訂單仍為低租金，由於飛機緊缺或將持續至2030年，未來有望充分置換為更高收益率租約。同時，由於飛機價值提升、租賃公司資產升值，飛機處置收益可觀。

成本端：租賃公司負債久期一般在5年左右的，22年起美債升息，當前低息債務占比預計有限；隨美債利率開啟降息周期、浮動利率債務直接受益，並通過貸款置換降低資金成本。

通過續約租金提價、新機交付、處置飛機等方式，租賃公司有望充分享受當前行業景氣度。由於交付有限，預計擴表有限，主要通過租金收益率提升而帶動公司利潤增長。供需矛盾+利率切換，航空租賃行業有望迎來新一輪景氣周期；同時，值得關注資產重組下的投資機會和格局變化。

■ **美債利率步入降息通道**

圖表：美國聯邦基金利率

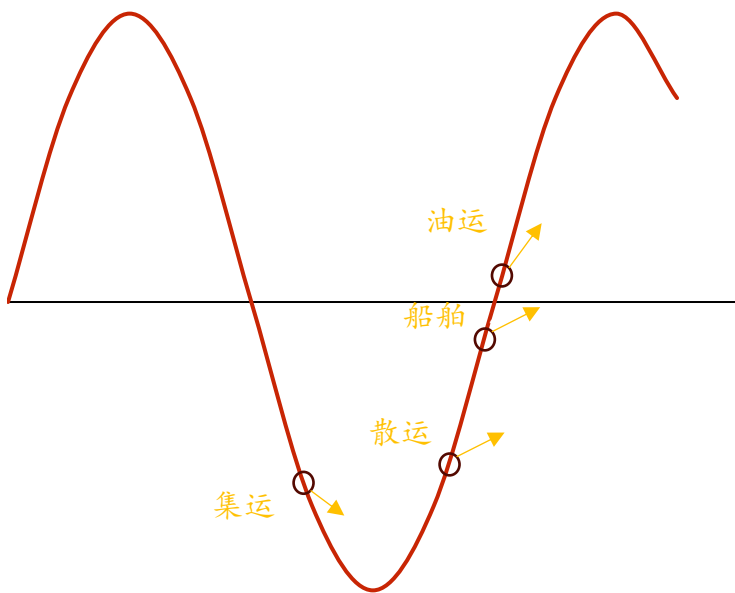


主要内容

1. 快递
2. 航空
3. 航运船舶港口
4. 高速公路
5. 化工物流
6. 大宗供应链
7. 风险提示

➤ 航运船舶作为周期行业，市场弹性较大；港口行业模式稳定，现金流强劲。展望2026年，当以景气度趋势为矛，成长红利属性为盾。

图表：我们认为油运、船舶景气度较高且趋势向好，散运正在逐渐复苏，集运持续磨底



注：各板块周期位置仅做趋势性参考。

图表：景气度投资与稳健红利或为两大主线

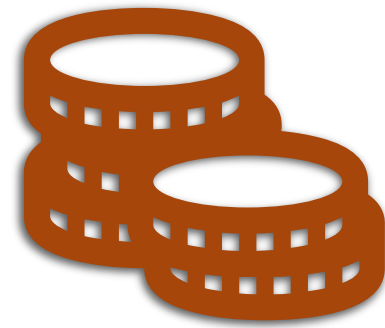


景气度投资

- 看好油运受益于原油增产周期与美联储降息周期带动的需求向好，运力青黄不接维持运力紧张，建议关注招商轮船、中远海能、招商南油
- 看好散运持续复苏，环保法规影响运力效率，叠加铁矿持续增产与未来美联储降息后期对大宗商品需求的催化，建议关注招商轮船、海通发展、海航科技、国航远洋。
- 中长期看好船舶绿色更新周期，航运景气+绿色更新进度是需求核心驱动，预计2026年油散市场向好与环保法规推进将推动船价重新进入上行通道，建议关注中国船舶、中船防务。

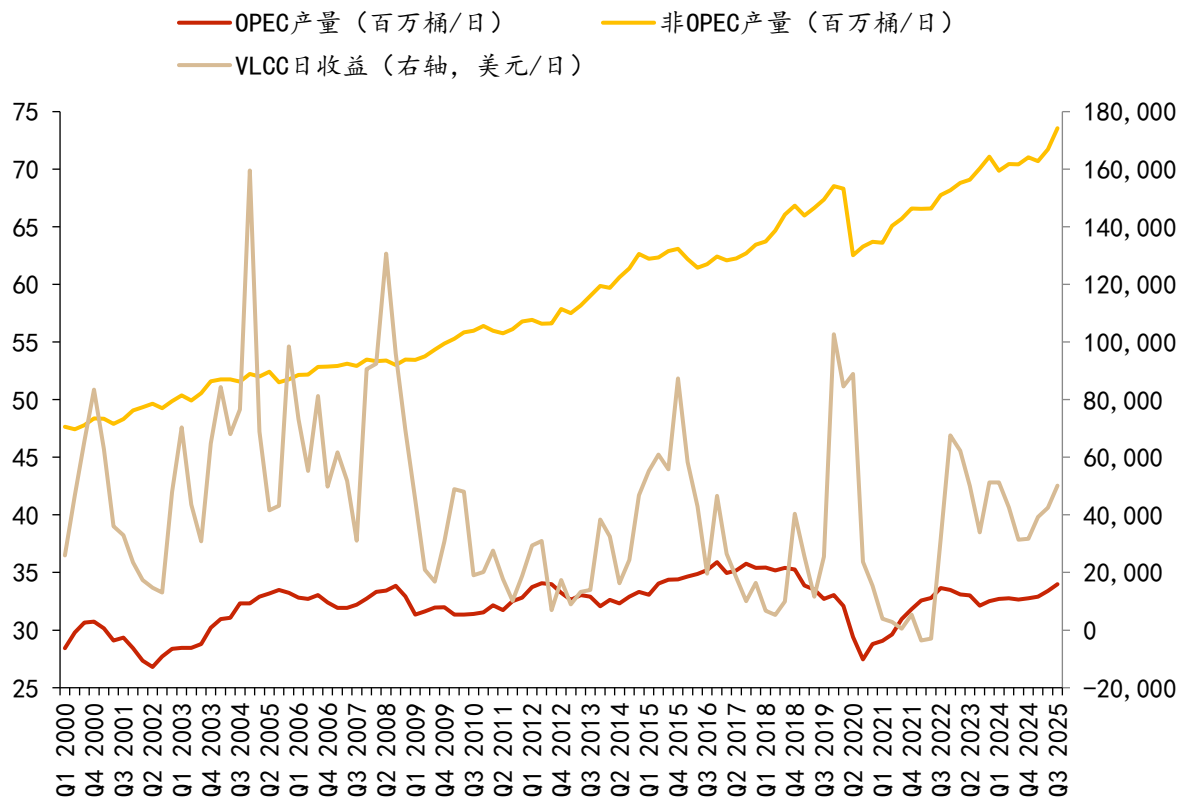
稳健红利

- 关注成长高股息标的
- 中远海特：特种船龙头基盘稳，船队扩张重视成长+红利
- 中国船舶租赁：专业船舶租赁跨越周期，业绩稳健凸显红利属性
- 港口作为交通运输基础设施，经营模式稳定，现金流强劲。随着行业资本支出增速放缓，建议重点关注板块红利属性和枢纽港成长性，建议关注招商港口、北部湾港、青岛港、唐山港。
- 集运行业红利属性：估值较低，产业格局集中与公司资产负债表健康，红利属性凸显，建议关注中远海控、海丰国际、中谷物流、锦江航运。

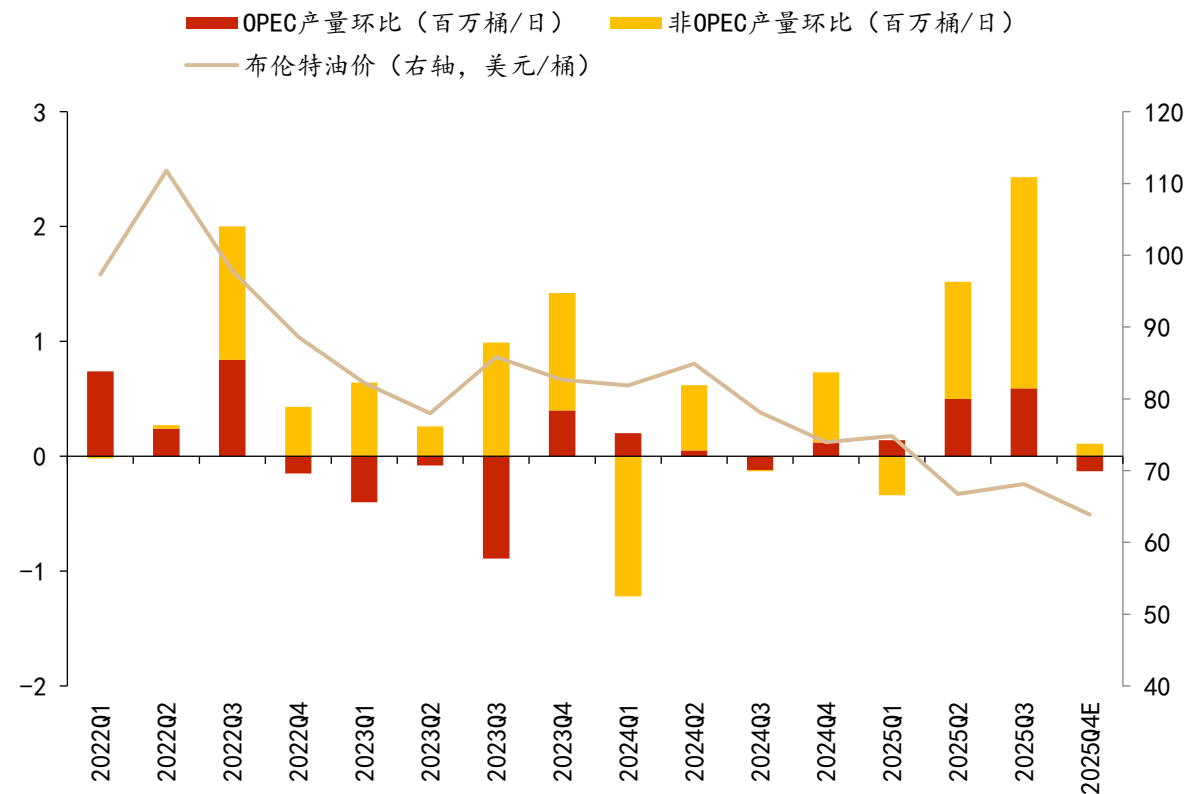


- 历史上看，VLCC每轮强势表现离不开原油增产。
- 2022Q4-2023Q3期间的OPEC减产虽稳住油价，但货量减少让VLCC运价承压。同时，非OPEC的持续增产让油价持续承压，OPEC不得不转向增产，利好VLCC需求。

图表：VLCC运价与原油增产相关度较高

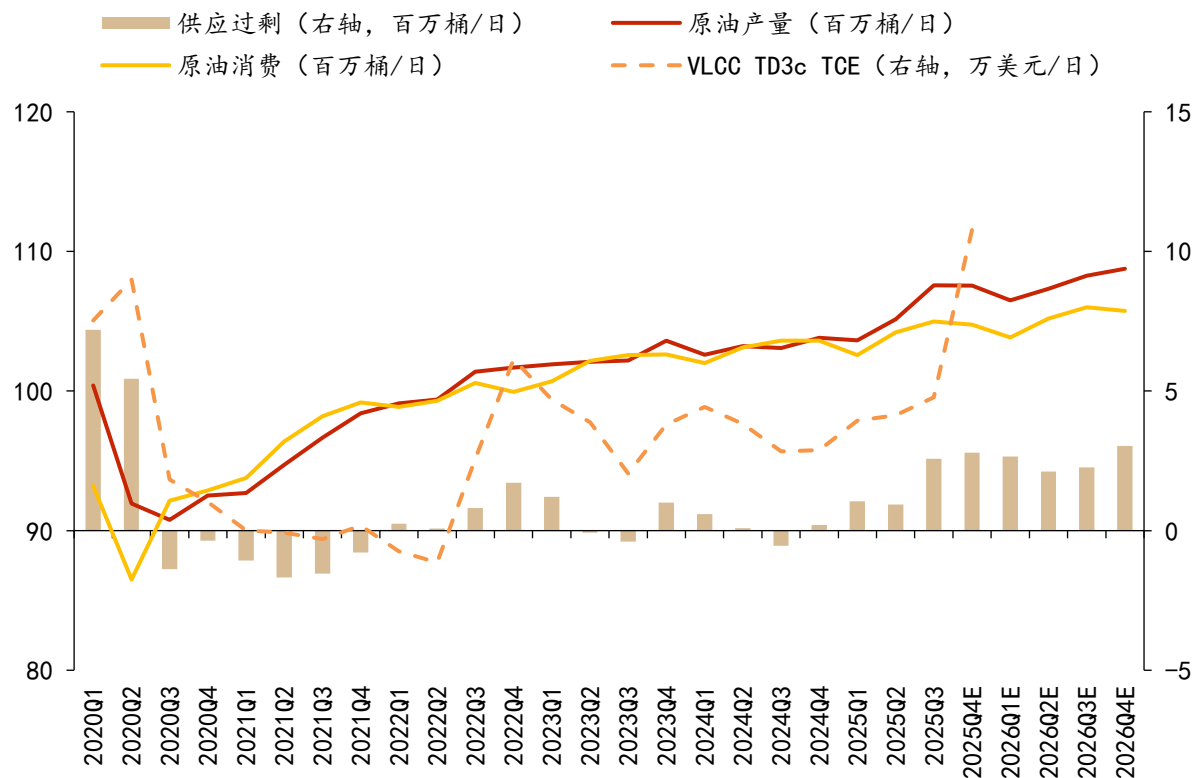


图表：非OPEC持续增产让油价承压，OPEC不得不转向增产



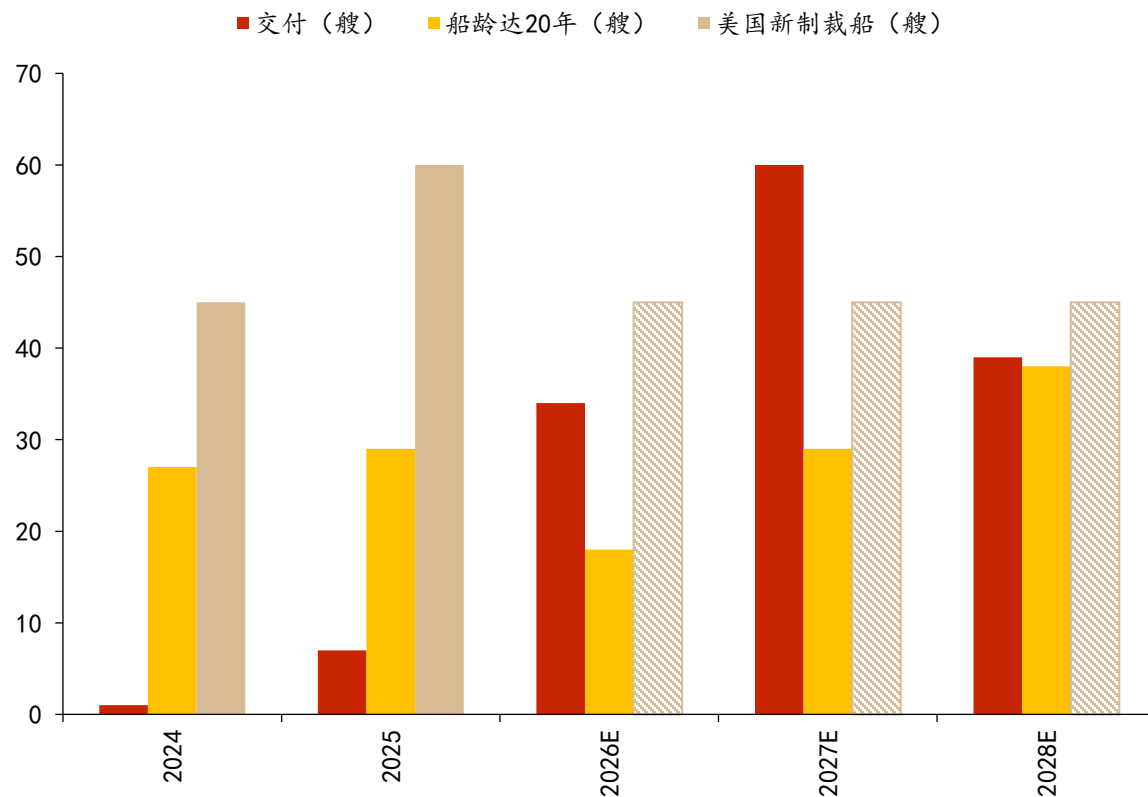
➤ 原油增产叠加美国制裁收紧合规运力，VLCC运价在2025Q4大幅上行。展望后市，在运力持续偏紧的趋势下，OPEC+和非OPEC的持续增产有望助力VLCC市场景气度在2026年再上一层楼。

图表：OPEC+与非OPEC的增产有望推动油运需求在2026年上行



注：2025Q4 VLCC运价数据截至11月20日；假设OPEC+在26Q2-Q3增产，以完全恢复165万桶/日增产。

图表：2026-28年虽有一定新船交付，但老船退出和美国制裁对运力出清的影响仍不可忽略



注：假设2026-28年美国继续制裁VLCC，每年或新制裁45艘VLCC。

- 2025年特朗普第二次就任美国总统，多次强调要结束俄乌冲突。
- 若俄乌冲突结束且西方对俄油制裁解除，预计俄油将由亚洲回归运距更近的欧洲市场；非OPEC+国家在持续增产的背景下，预计将转向需求持续增长的亚洲市场，特别是南亚，填补俄油返欧缺口，量距双增，利好VLCC西油东运。

图表：对俄油制裁或直接利好Suezmax和Aframax

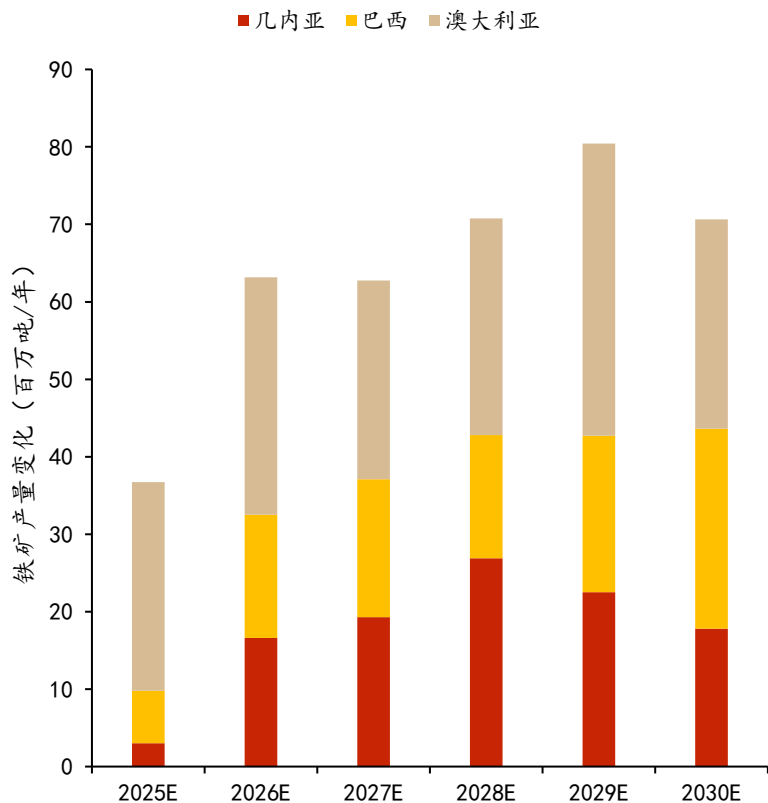


图表：俄油制裁结束对全球海运供需影响测算

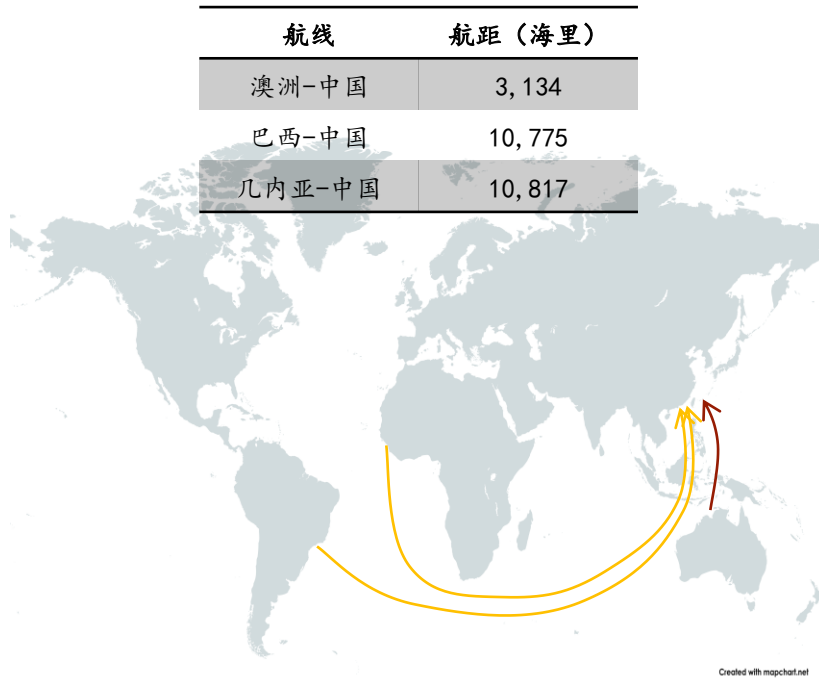
俄油制裁结束测算	俄罗斯(海运+管道)	非俄出口地区	海运需求变化	老旧船淘汰-中性假设	供需差变化
影响货量(万桶/日)	195	204	398		
对欧洲出口航距(海里)	1,610	5,843	3,773		
对亚洲出口航距(海里)	6,029	9,479	7,792		
航距变化	-73%	62%	-4%		
吨海里影响	-4.0%	3.4%	-0.6%	-6.1%	5.5%
——VLCC	0.0%	9.1%	9.1%	0.0%	9.1%
——Suez&Afra	-12.7%	-9.2%	-22.0%	-15.7%	-6.3%

- 全球铁矿产量预计将保持增长态势，为散运市场注入货源动力，其中几内亚与巴西铁矿增产有望拉动长航距海运需求增长。
- 小宗散货贸易2025年呈现稳健但分化趋势，其中铝土矿贸易受几内亚出口量影响表现突出，钢材和化肥贸易也表现出一定的需求韧性。预计未来两年小宗散货贸易增速虽有所放缓但整体为正，有望持续为散运市场提供稳定需求增量。

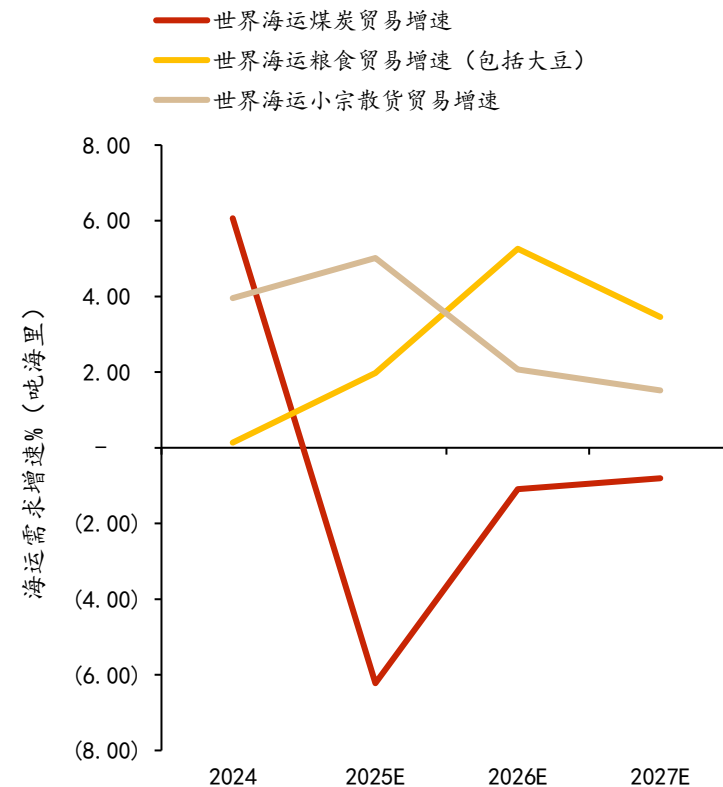
图：全球铁矿产量增长有望支持海运需求增长



图：几内亚与巴西铁矿增产有望持续支撑长距海运需求



图：预计未来两年世界海运小宗散货贸易增速有所放缓，但整体为正支持散运需求





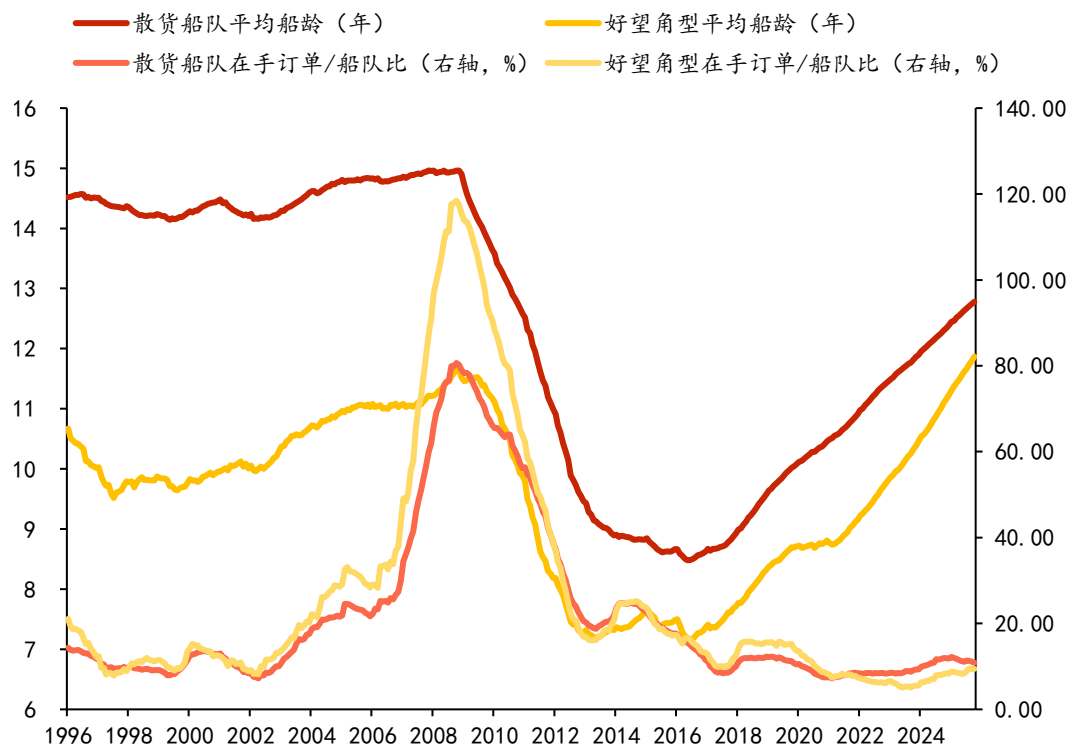
- 美联储降息降低企业融资成本与居民借贷成本，进而提振消费意愿，带动大宗商品需求增长；同时向市场释放流动性，短期内刺激资本市场，推动大宗商品价格震荡上行。
- 干散货运输作为航运板块中金融属性较强的一部分，如跟商品一样用两年美债收益率来观测市场对美联储加降息预期，能够发现美联储降息末期往往存在BDI走高的可能。

图：美联储降息，带动商品收益指数与BDI上升

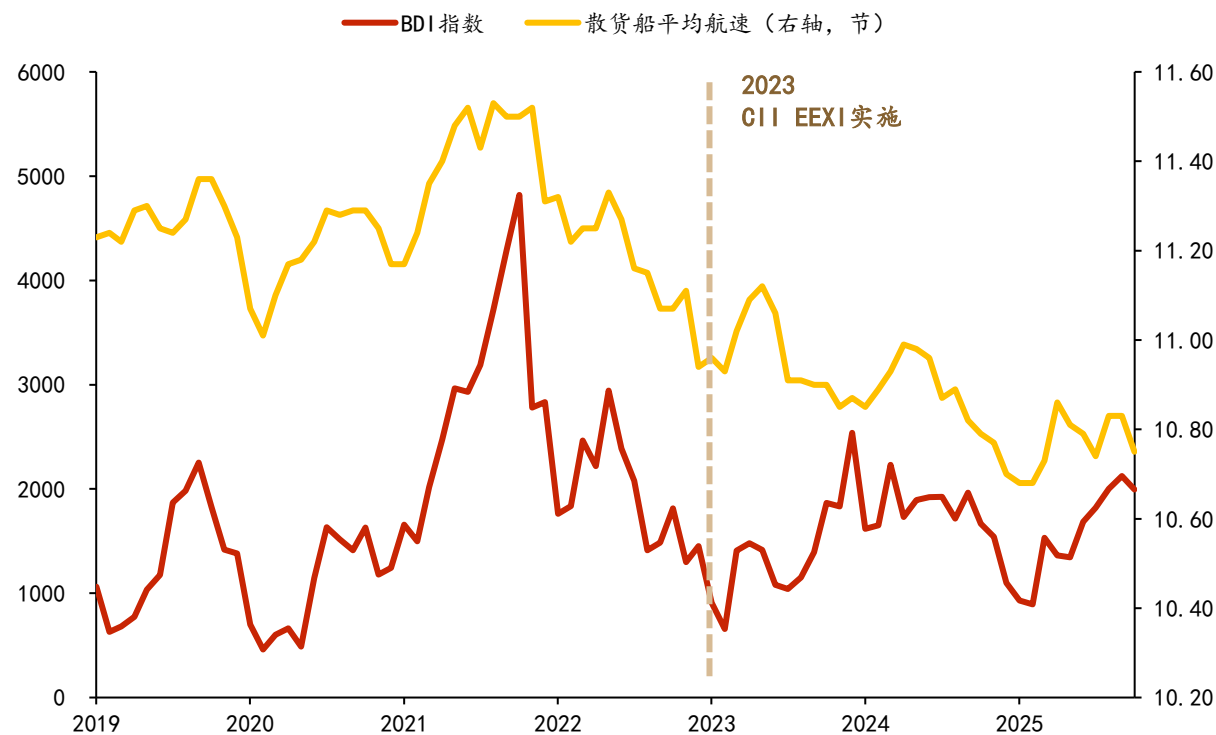


- **船舶老龄化**：散货船队船龄逼近历史高位，好望角型船龄同步走高，而在手订单/船队比持续低位，可用有效运力或将出现结构性收缩。
- **环保法规限制现有船队效率**：2023年开始实施的CII和EEXI法规迫使低能效散货船持续降速或改装，导致老旧运力运营效率降低。

图表：散货船队平均船龄逐渐逼近历史高位，而新订单占比仍处于低位

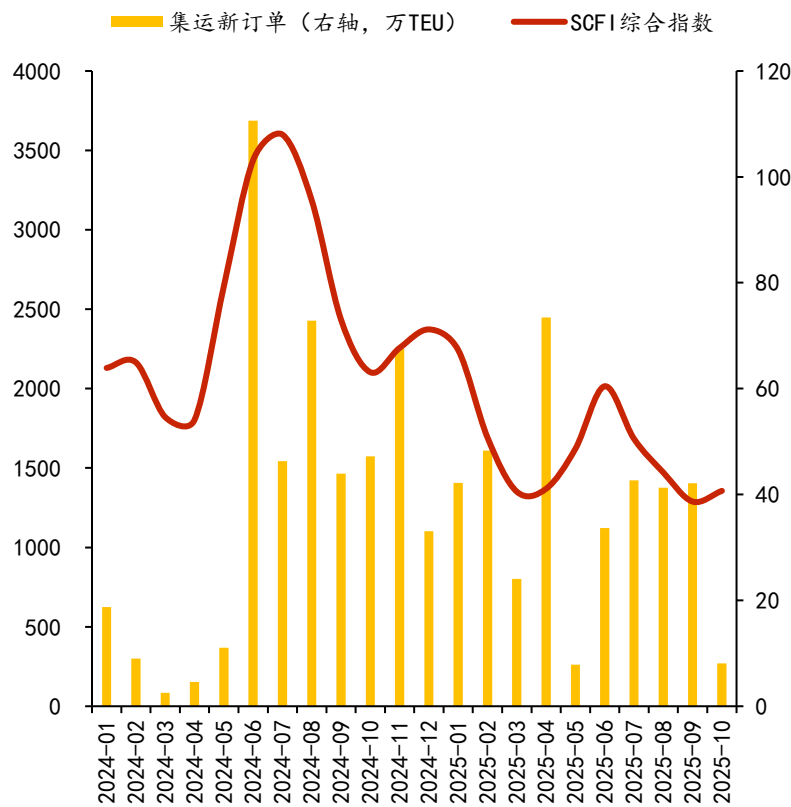


图表：CII限制老旧运力运营，成为影响航速的核心因素之一

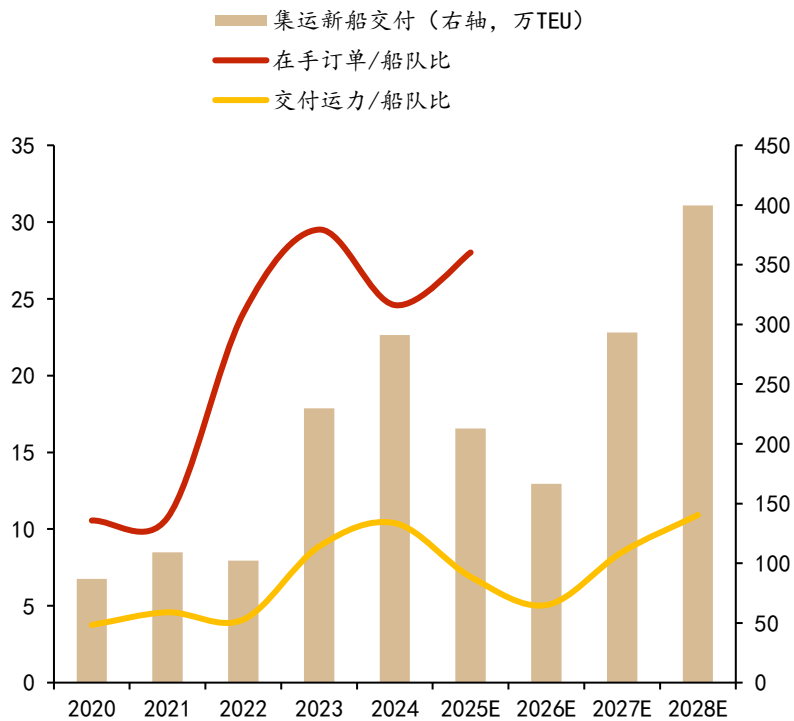


- 自 2021 年以来，全球集运行业在手订单/船队比持续攀升，目前已处于历史高位。2024 年上半年集运外贸航线运价快速上行，新船订单量随之激增。2024 年下半年以来，运价虽有所回调，而新船订单量未见明显下调。在手订单或将在未来继续加大供给压力，行业运价中枢或承压下行，市场进入磨底期。
- 与此同时，现有集运船队的平均船龄偏高，老旧运力主要集中在中小型船舶，而新船订单集中在更年轻的 8k+ TEU 船型。集运大小船型运力增速出现明显分化。

图表：集运运价低位波动，新船订单活动仍活跃



图表：在手订单达到历史高位，预计未来新船交付压力仍大



图表：集运订单虽多，但分船型增长呈现明显结构性区别

各船型	平均船龄 (年)	20年+船龄船队比	在手订单船队比	2026E 运力增速	2027E 运力增速
<3k TEU	15.3	27%	8%	0.5%	-0.7%
3-6k TEU	15.8	28%	13%	2.7%	0.3%
6-8k TEU	14.4	26%	9%	2.9%	-1.0%
8-12k TEU	13.0	8%	31%	4.4%	6.8%
12-17k TEU	6.5	0%	39%	9.1%	10.5%
17k+ TEU	6.8	0%	81%	4.9%	14.9%
船队总计	14.1	13%	32%	4.60%	6.20%

- ▶ 近年来全球集运贸易增长呈现差异化结构。传统干线贸易增速相对平缓，跨洲长距离货物流动需求增长乏力，可能受全球经济增长放缓、产业链分散化以及地缘政治等因素影响。非干线贸易增速表现突出，有望成为推动市场增长的主要动力。
- ▶ 2025年11月中美达成临时协议，美国将芬太尼关税降至10%。关税压力的阶段性缓和使过去两年由于关税预期驱动的抢运需求逐步降温。当前关税水平仍高于历史均值，贸易流向仍存在一定扰动。

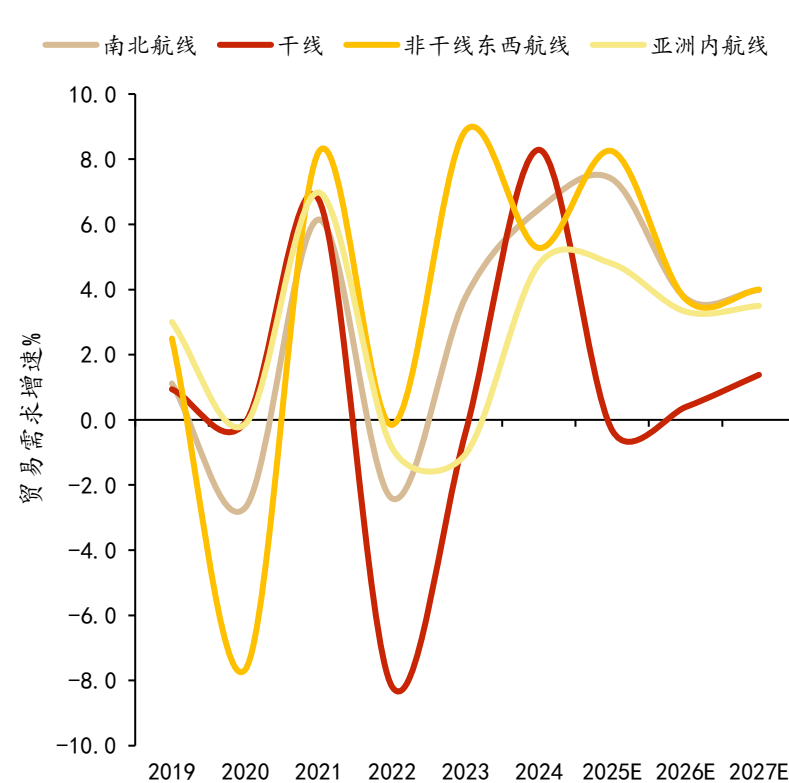
图表：中美关税冲突逐渐降温



图表：美国对大部分国家/地区的“对等关税”税率最终落在15-20%（截至2025年10月底）

国家与地区	2024年美国进口占比	税率
墨西哥	15.5%	10.7%
中国	13.4%	20%
加拿大	12.6%	7.9%
德国	4.9%	15%
日本	4.5%	15%
越南	4.2%	20%
韩国	4.0%	15%
中国台湾	3.6%	20%

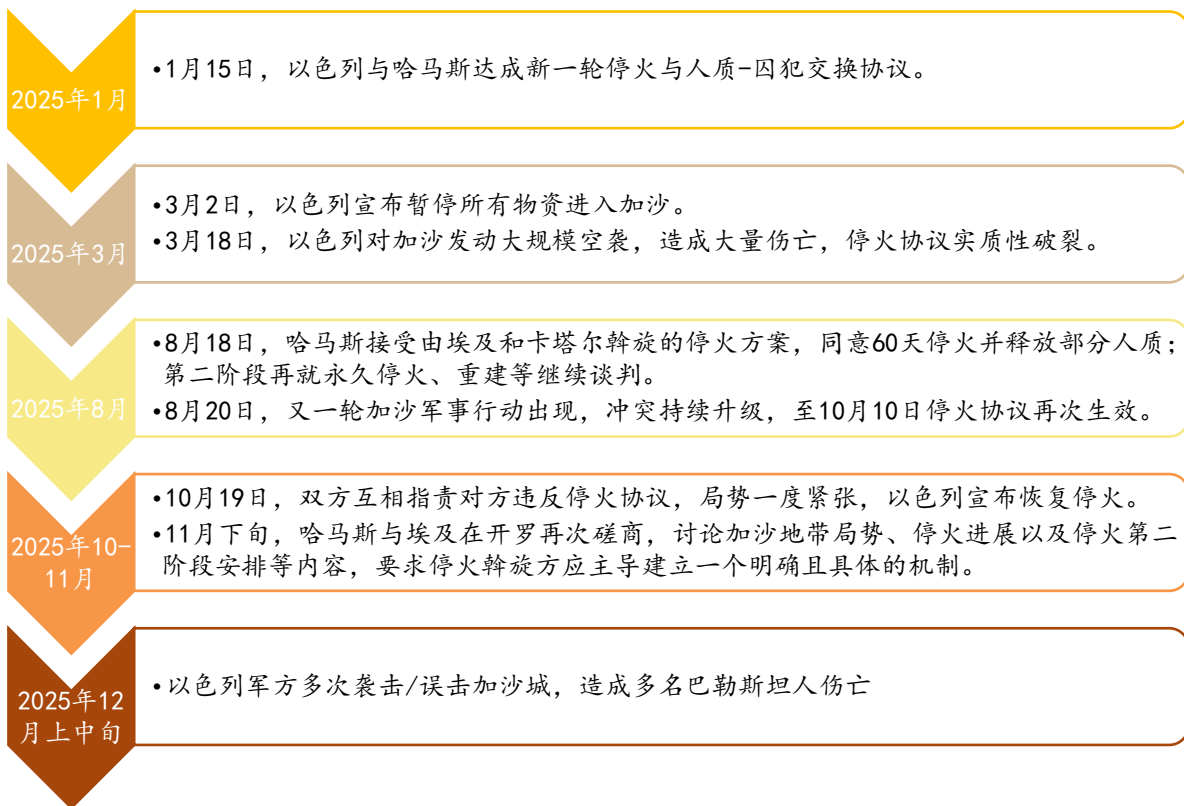
图表：集运贸易增速分化明显，非干线贸易增速突出



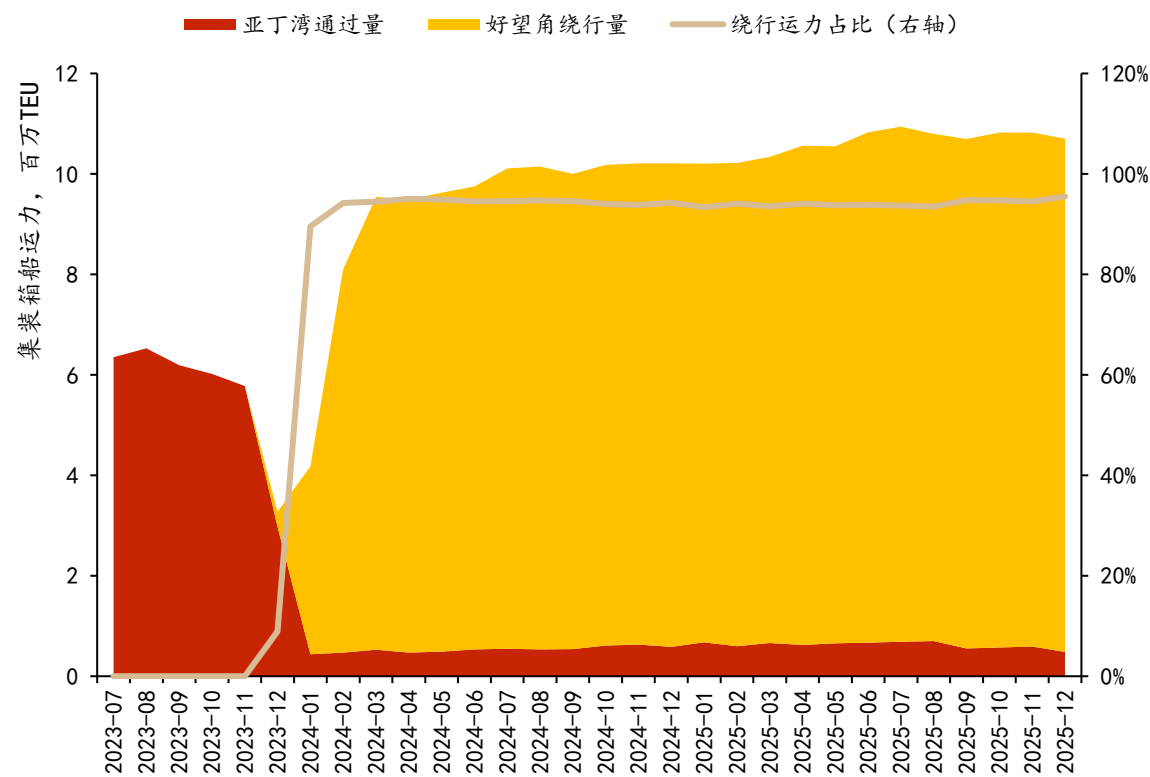
集运：巴以停火一波三折，红海绕行持续

- 2025年巴以停火进程多次反复，从1月的人质交换到3月至8月反复的冲突升级，停火协议屡次被打破。局势不确定性持续高企，使区域安全风险难以消退，也为航运路径选择带来长期扰动。
- 受红海局势牵制，集运船队仍大幅绕行好望角，绕行量在 2024 年快速攀升后维持高位。亚丁湾过境量的整体占比仍持续偏低，显示航司在风险压力下仍倾向选择更安全但更昂贵的远端航线。

图表：巴以停火一波三折

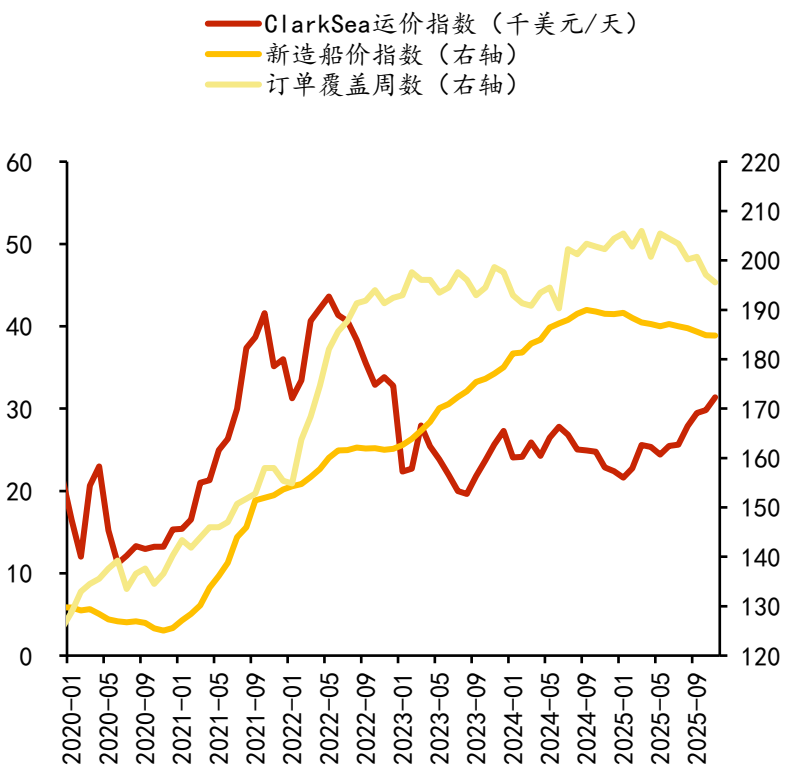


图表：集运船东仍选择绕行好望角

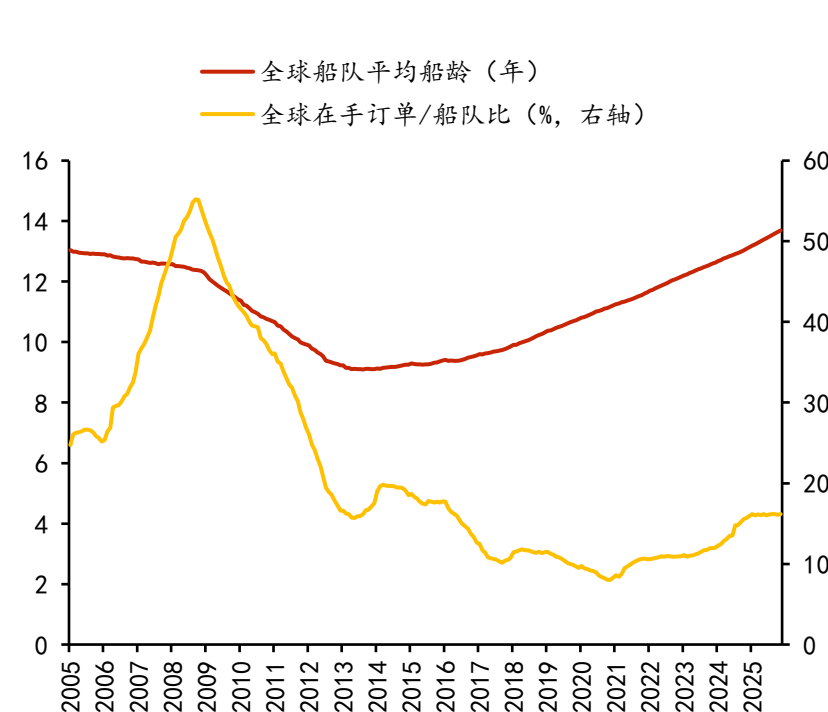


- 造船市场在2025年进入调整期，产能紧张支撑船价。航运市场整体较弱导致新单量出现较大幅度下降，特别在油散气船新单。
- 展望后市，短期看，油散市场复苏将是造船市场复苏的关键；中长期看，关注2026年10月“IMO航运脱碳框架”谈判情况；若通过，传统的船用重油和LNG燃料逐渐无法满足标准，船东或将承担额外合规费用，迫使船东直面船队绿色更新压力，或持续利好造船市场。

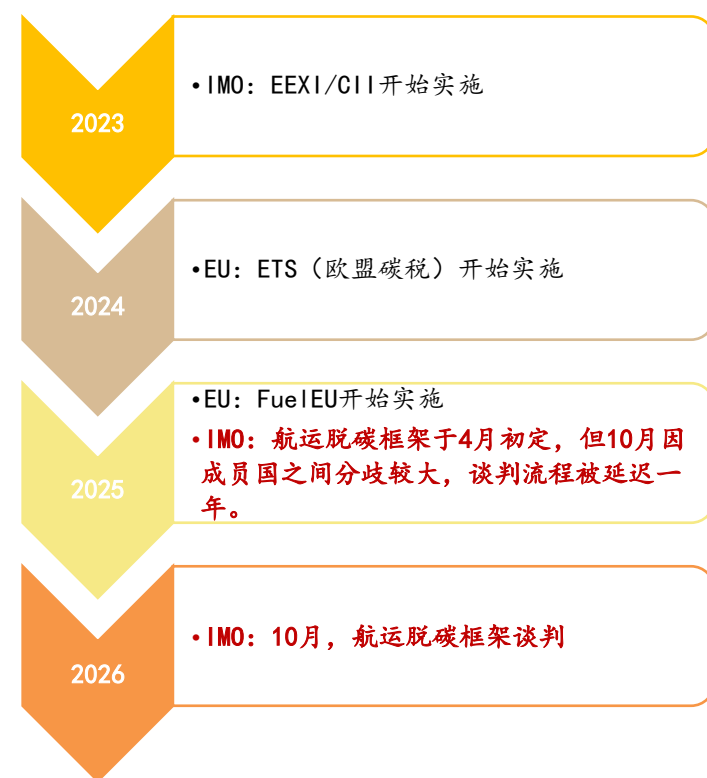
图表：2025年造船市场仍弱，但25H2油散运向好带动航运景气度上行



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



图表：IMO航运脱碳框架流程受阻，关注下轮谈判情况

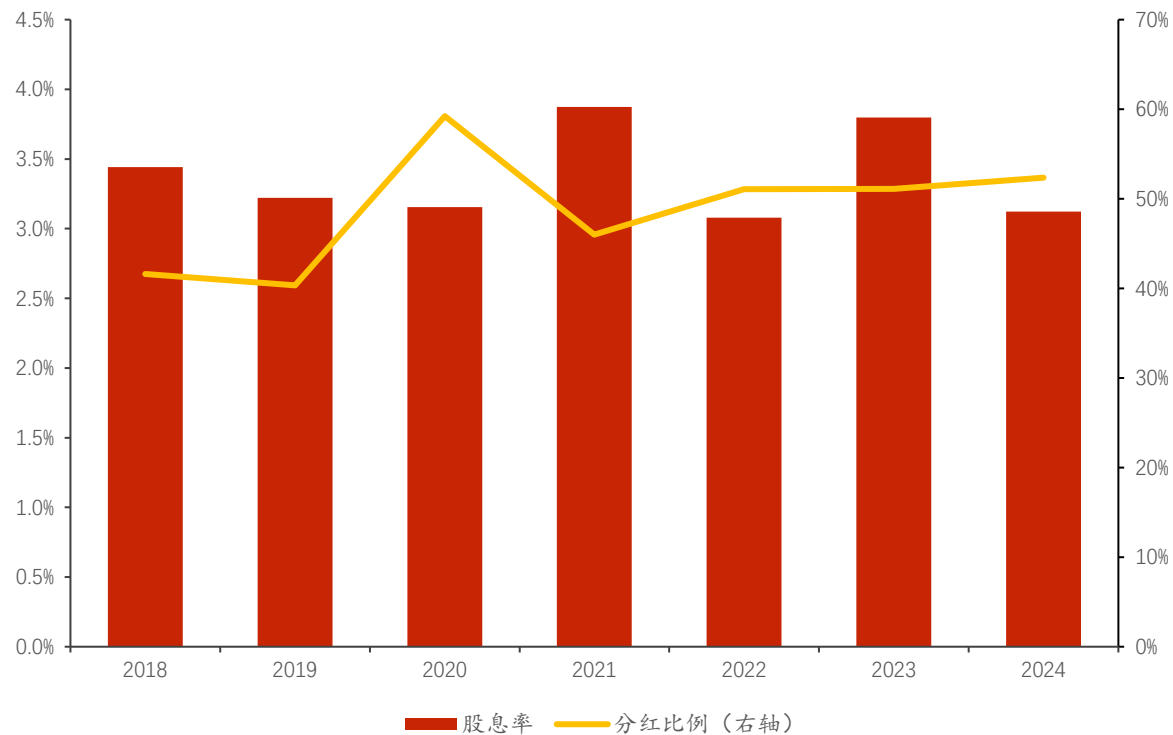


主要内容

1. 快递
2. 航空
3. 航运船舶港口
4. 高速公路
5. 化工物流
6. 大宗供应链
7. 风险提示

- 现金流稳健+低再投资需求+政策分红导向，高速公路板块成为高股息策略优质载体。自2018年起，高速公路板块分红比例整体呈上升趋势，由平均40%提升至50%左右。2024年高速公路板块分红比例为52.34%。
- 根据2025年12月30日股价，我们测算2026年股息率在4.5%以上的公司包括但不限于四川成渝（6.3%）。

图表：2018-2024年高速公路板块分红比例及股息率



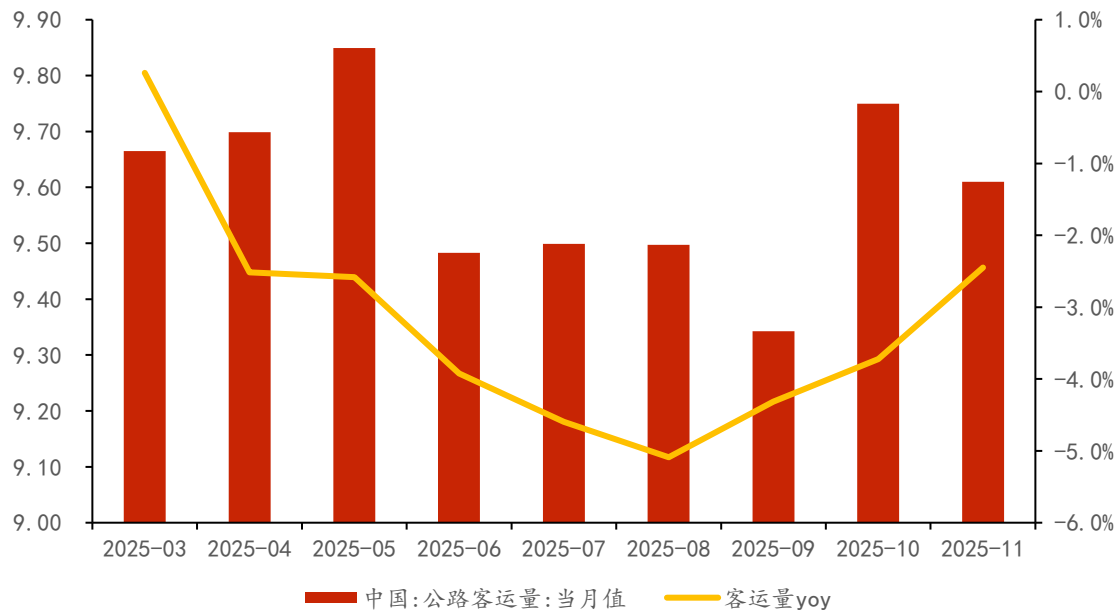
- 现行《收费公路管理条例》及修订草案明确，（一）政府收费公路的收费标准，应当根据债务规模、利率水平、养护运营管理成本、当地物价水平、偿债期限以及交通流量等因素综合计算确定；（二）经营性公路的收费标准，应当根据社会资本投资规模、合理回报、养护运营管理成本、当地物价水平、经营期限以及交通流量等因素综合计算确定，并建立评估调整周期最长不超过5年的动态评估调整机制。
- 在此政策导向下，各省份制定了不同的收费标准，但这些差异并未导致收费标准的大幅波动。公路企业收入增长的核心动能从费率调整转向车流量提升，路网区位优势与运营效率成为盈利分化的关键变量。

图表：高速公路客货车型分类及通行费收费标准（元/标准车公里）

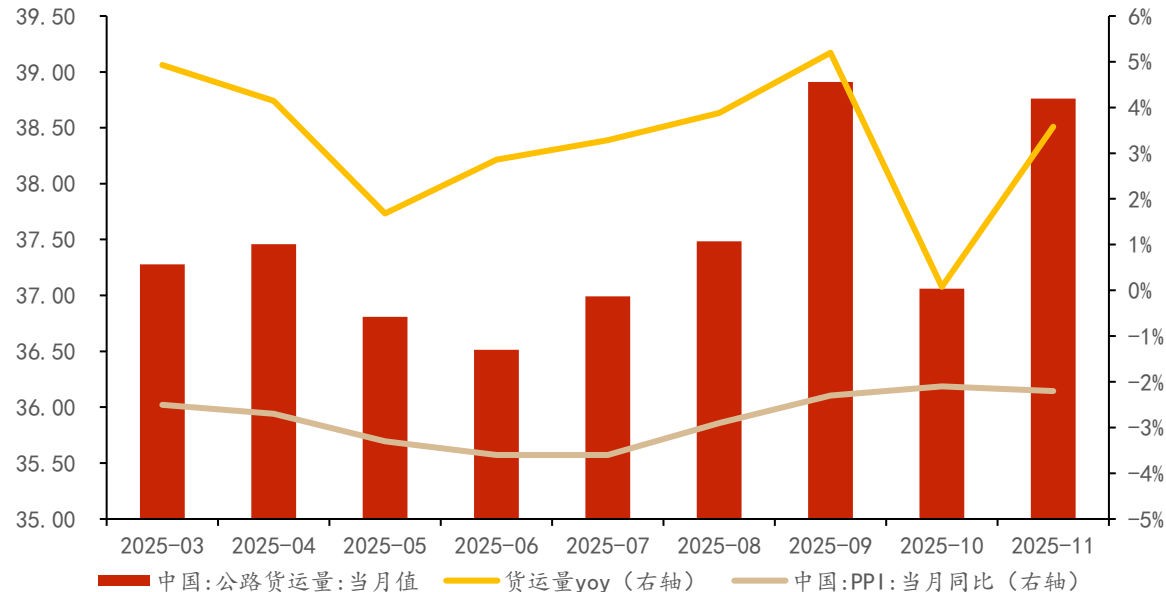
地区 车型	东北地区-吉林	中西部地区-江西	东部地区-广东	
			四车道	六车道及以上
1类客车	0.45	0.45	0.45	0.60
2类客车	0.80	0.80	0.68	0.90
3类客车	1.10	1.15	0.90	1.20
4类客车	1.45	1.50	1.35	1.80
1类货车	0.45	0.45	0.45	0.60
2类货车	0.90	1.08	0.95	1.26
3类货车	1.20	1.56	1.42	1.90
4类货车	1.70	2.10	1.69	2.25
5类货车	1.90	2.27	1.74	2.32
6类货车	2.10	2.61	1.84	2.45

- 客运需求复苏渐近，春秋假等节假日需求有望促进车流量增长：**根据国家统计局数据，2025年3-11月，我国公路客运量约为86.39亿人次，同比-3.2%，8月起客运量同比降幅逐步收窄，复苏态势显现。为了缓解集中出行压力，助力错峰出行，浙江、广东、四川、陕西等多地实行中小学生春假秋假，有望推动车流量进一步增长。
- 货运需求承载产业复苏动能，有望随PPI改善而稳步回升：**公路货运需求本质是派生需求，服务于宏观经济活动，货车通行量及货运量随宏观经济波动而波动。根据国家统计局10月数据，我国PPI同比降幅连续3个月收窄，并且出现年内的首次环比上涨，工业领域供需正逐步改善，或推动公路货车通行量及货运量增长。

图表：2025年公路客运量（亿人次）及yoy



图表：2025年公路货运量（亿吨），yoy及PPI

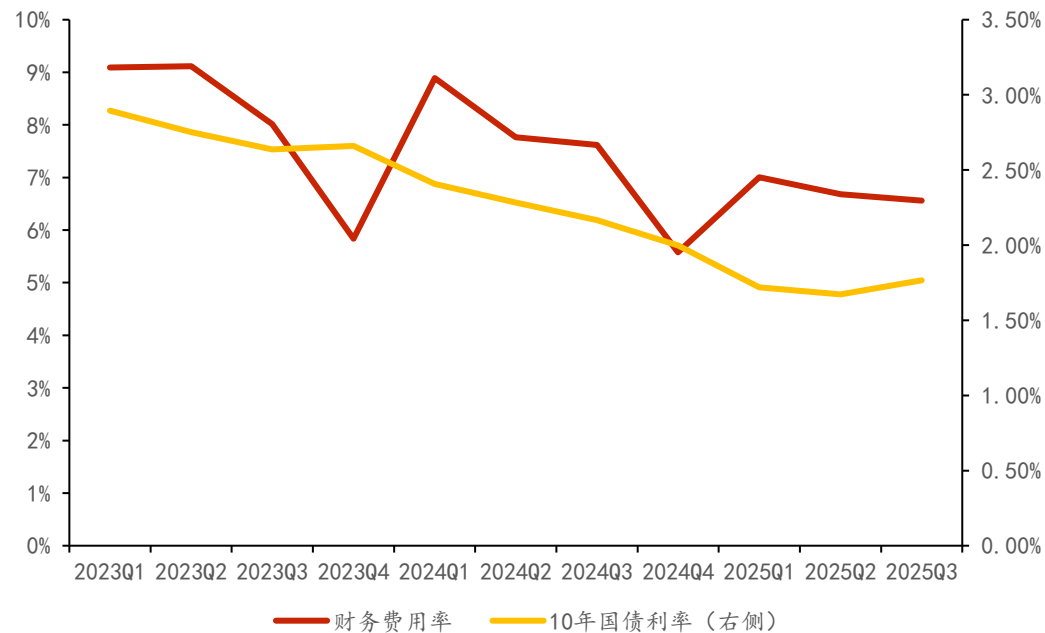


- 高速公路行业具有典型的资本密集型特征，初始建设投资规模大、投资回收周期长，企业通常依赖较高比例的债务融资以覆盖建设成本，形成规模显著的带息负债。截至2025年Q3，我国高速公路行业整体资产负债率约为53%。进入运营阶段后，建设期资本化利息与运营期新增债务利息共同构成持续的利息支出。由于项目回报周期长，利息成本在运营总成本中占比较高，使得财务费用成为影响行业利润水平的关键因素之一。
- 在利率环境整体下行的背景下，高速公路企业通过置换高息债务、优化贷款结构等方式，推动财务成本有效压降。2025年前三季度，高速公路行业财务费用约为58亿元，同比下降21%。展望2026年，若利率环境继续保持低位，行业财务费用有望进一步下降，对整体盈利能力形成支撑。

图表：2023Q1-2025Q3高速公路行业资产负债率

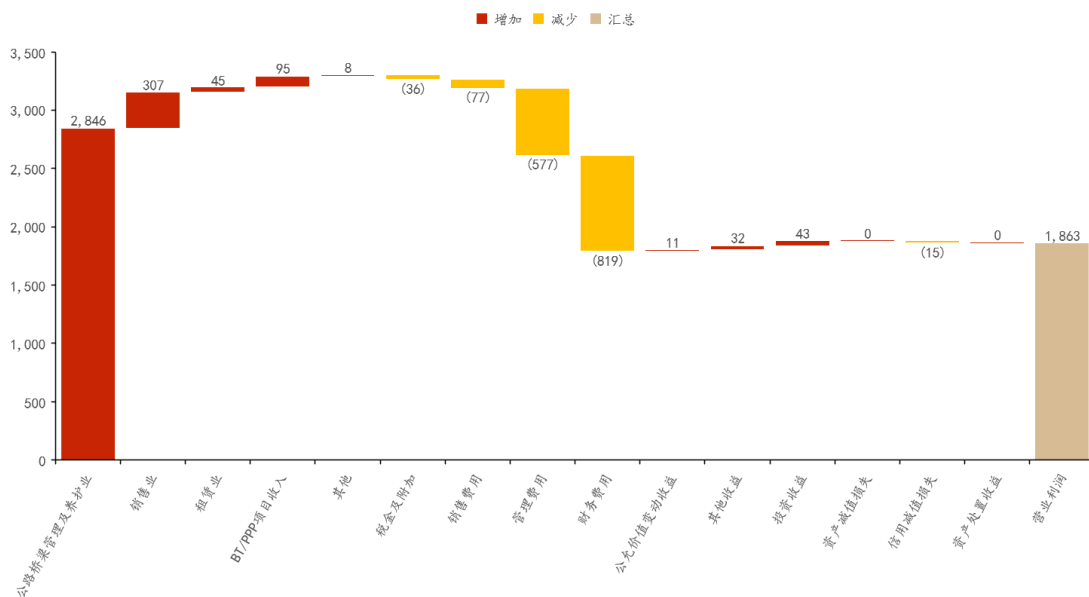


图表：2023Q1-2025Q3高速公路行业财务费用率及10年国债利率

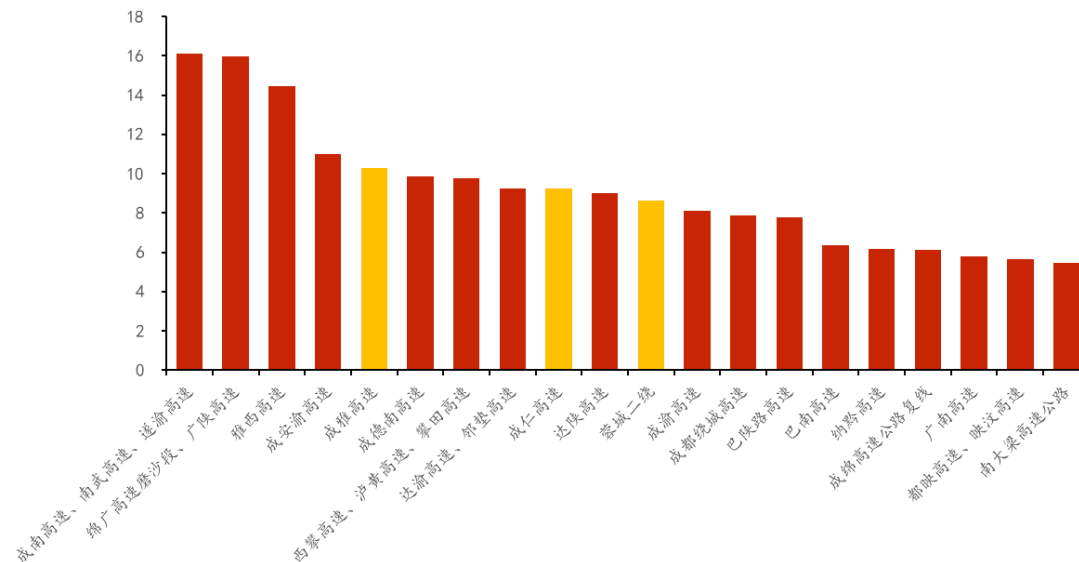


- **财务费用节降驱动业绩增长，改扩建有望释放盈利增量。** 存量债务置换持续推进，公司财务费用率改善明显，2025Q3财务费用率为7.05%，同比-3.42pct。成乐高速扩容、天邛高速BOT项目（已于2024年9月通车）以及成雅高速扩容工程推进，这些项目投产后有望为公司带来显著的收益贡献。
- **“大集团+小公司”战略，持续推进资源整合。** 蜀道集团旗下唯一的高速公路上市平台，近年来集团推进业务整合，2023年注入二绕西高速至四川成渝，集团累计投资建设运营高速公路超11400公里，资产整合空间广阔。
- 我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为16.1/19.6/21.7亿元，2025年12月30日股价对应的PE分别为11.6/9.5/8.6倍，以60%分红比例测算，对应股息率约为5.2%/6.3%/7.0%，维持“买入”评级。

图表：2024年四川成渝营业利润构成图（百万元）

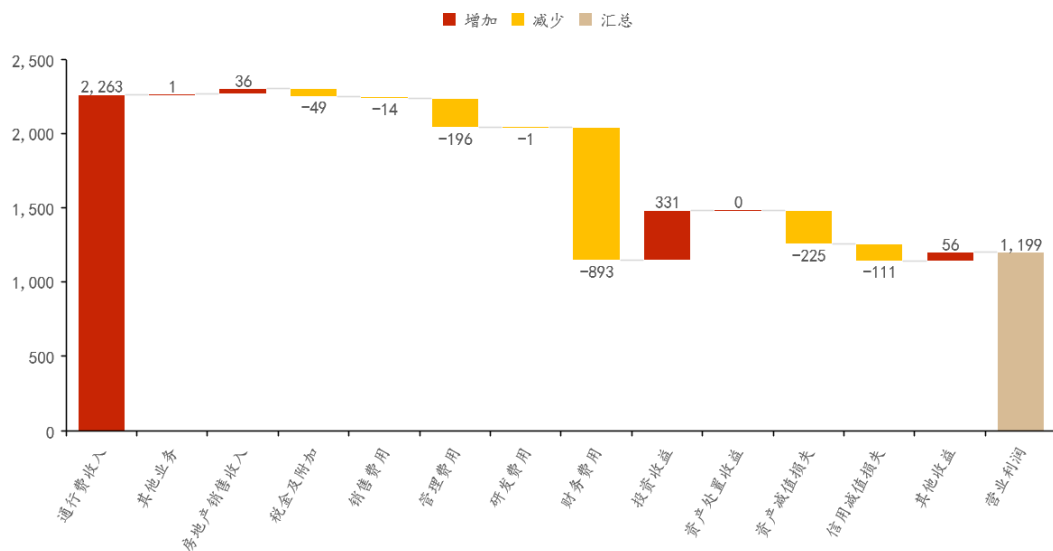


图表：2023年蜀道集团通行费收入（亿元）排名前二十路产

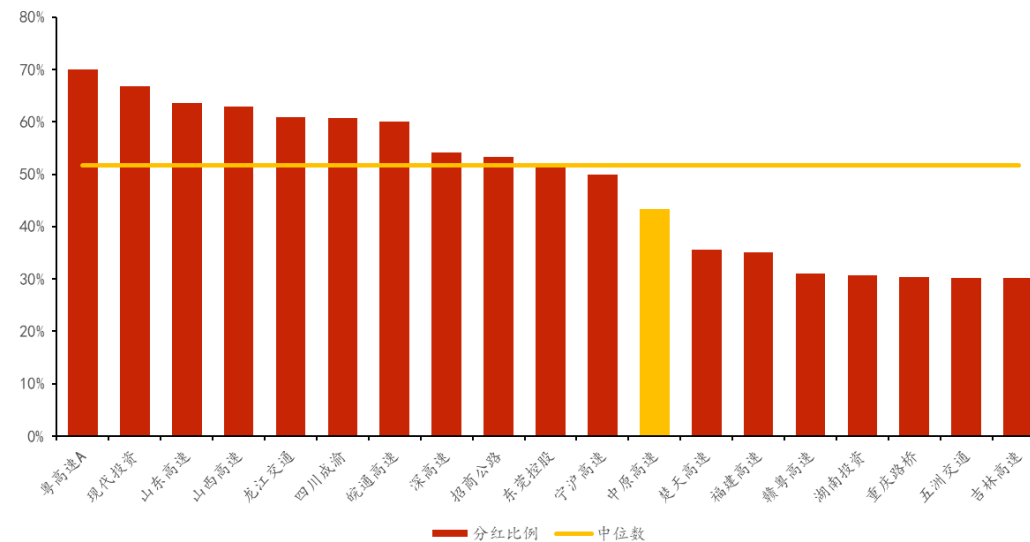


- **业务结构与资产质量持续优化，盈利基础稳固。**公司路产结构年轻，区位优势突出，截至2024年末，加权平均剩余收费年限达17.04年，为车流与收益增长提供长期支撑。2025年以来，公司通过置换存量高息债务，推动财务费用显著下降，进一步释放盈利空间。房地产业务持续收缩，公司正加快整合资源、聚焦主业，未来在资产结构与业务布局上仍具备优化潜力。此外，控股股东交投集团掌握河南省76.2%路产资源，公司管养里程仅占其11.63%，也为后续资产注入或整合提供想象空间。
- **重视投资者回报，分红比例仍有提升空间。**公司发布2025-2027年估值提升计划，承诺2025-2027年分红比例不低于40%，体现出对投资者回报的重视。然而，当前分红水平仍低于2024年行业51.69%的中位数，未来在盈利改善与现金流支撑下，具备进一步提升的空间，有望持续增强市场信心与估值吸引力。
- 我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为10.02/10.91/11.49亿元，2025/12/17股价对应的PE分别为9.7x/8.9x/8.4x。鉴于公司持续完善路网规模，优化业务结构，同时分红比率提升有望带动股息率与价值提升，维持“买入”评级。

图表：2024年中原高速营业利润构成图（百万元）



图表：2024年高速公路行业分红比率（%）

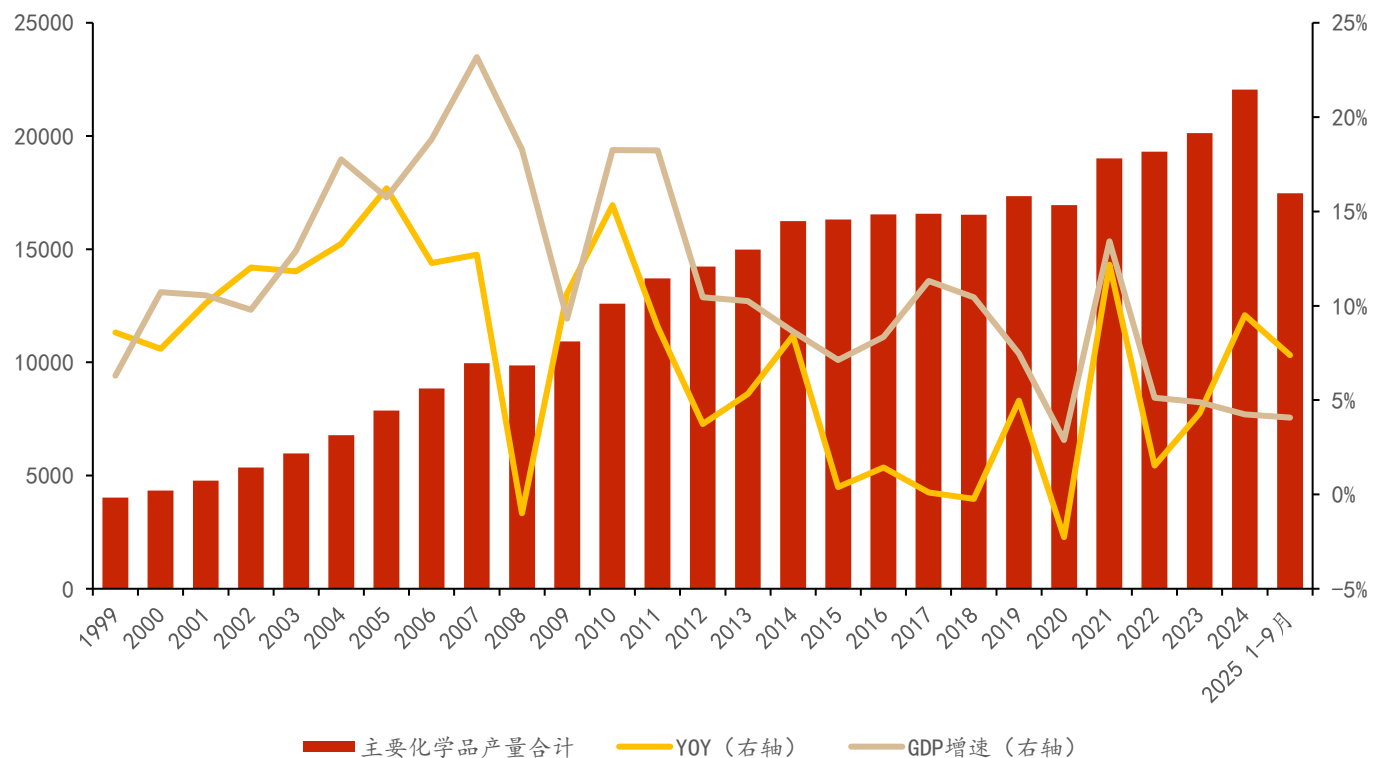


主要内容

1. 快递
2. 航空
3. 航运船舶港口
4. 高速公路
5. 化工物流
6. 大宗供应链
7. 风险提示

- **化工物流顺周期属性较为明显**：需求受化工行业景气影响，化工产品作为国民经济活动的上游原材料，下游涉及消费、地产、汽车等细分领域，需求受宏观经济景气度影响而波动。化工品类繁多，导致物流环节的运营高度专业和复杂，运输环节主要包括陆路/水路/铁路运输、仓储、装卸搬运、产品再加工等。
- 随着我国经济的不断发展，我国主要化学品产量逐年攀升，2000-2024年我国主要化学品产量CAGR为7.0%，其中醇类、芳烃、酯类等石化产品都有较大的储存、运输需求。

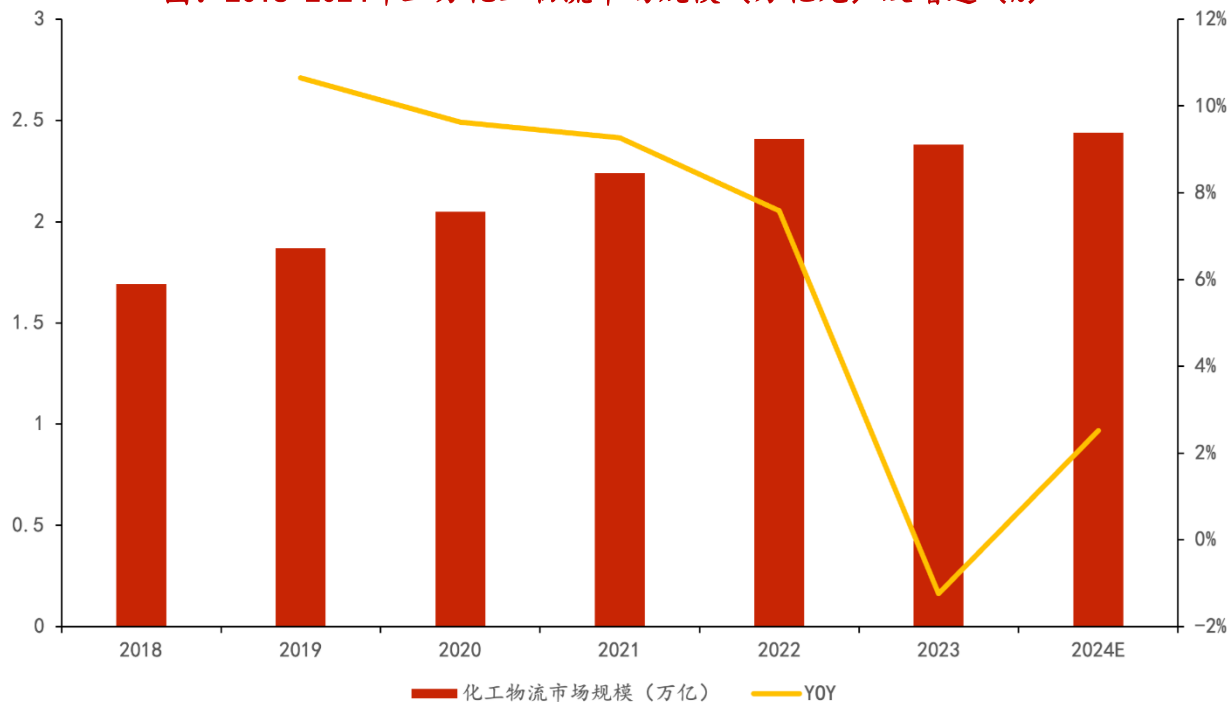
图：1999-2025M1-9中国主要化学品产量（万吨）、增速（%）及GDP增速（%）



三方化工物流市场渗透率持续提升，格局小而散，龙头具备成长空间

- 三方化工物流仍具备成长性：**由于行业对物流环节的专业化需求不断增加，对于操作以及运输的规范性有了更严格的要求，我国化工企业在成本管控驱动下，逐渐剥离自有化工物流业务，第三方化工物流需求不断提升。根据中物联危化品物流分会数据，预计2024年我国化工物流市场规模为2.44万亿，2022-2024年复合增速约为0.6%。在渗透率提升影响下，第三方化工物流市场规模增速有望高于行业整体，成长性凸显。
- 格局小而散，合规要求趋严下准入壁垒较高，存量市场具备出清逻辑，龙头具备成长空间：**以收入口径计算，2023年三方化工物流市场中，密尔克卫、宏川智慧、兴通股份市占率均不足1%，行业监管趋严下，准入壁垒持续提升。由于化工产品具有危险性，预计未来行业相关法律法规以及牌照审批机制或将更为严格，未来行业竞争将以存量竞争为主。存量竞争下，随着行业对安全监管的要求不断提升、优势企业产能投入下竞争实力的不断加强，存量企业或存在向头部集中趋势。

图：2018-2024年三方化工物流市场规模（万亿元）及增速（%）



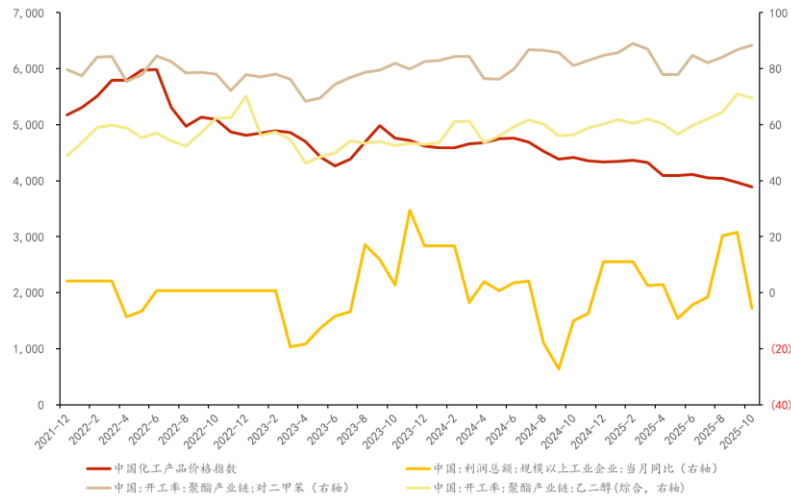
表：化工物流相关法律法规逐步完善

年份	分类	主营业务
2022	2022年1月	交通部发布《关于进一步加强运输安全生产体系建设的意见》
	2022年11月	国务院下发危化品运输新规
	2022年12月	交通运输部下发《铁路危险货物运输安全监督管理规定》
2023	2023年10月	生态环境部、商务部、海关总署发布《关于发布〈中国严格限制的有毒化学品名录〉（2023年）的公告》
	2023年12月	商务部、海关总署、生态环境部发布《禁止进口货物目录（第九批）》和《禁止出口货物目录（第八批）》
2025	2025年10月	交通运输部、公安部、应急管理部联合制定《危险货物道路运输企业安全管理规范》

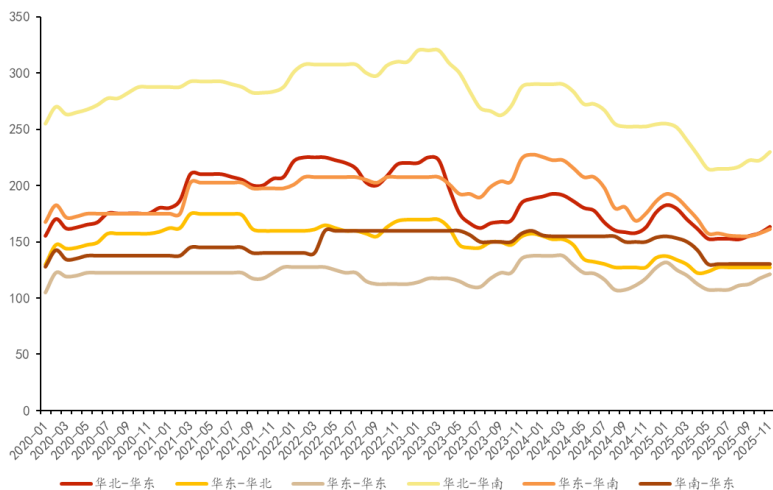
■ 行业需求疲软，静待复苏：

- 1) 中国化工产品价格指数CCPI：行业需求疲软，2022年起CCPI呈回落趋势，由2022年月均5380点回落至2025年1-10月月均4129点，下降23%。
- 2) 开工率有所回暖，但趋势有待观察：2025年1-10月PX月均开工率约为84.4%，乙二醇开工率约为62.8%，同比+1.9/4.9pcts，后续静待行业需求复苏。
- 3) 液体化学品运价：沿海液体化学品运价因炼厂开工率较低，需求承压而略有下滑，2025年1-11月内贸运价约为156元/吨，2024年同期平均运价177元/吨相比约下滑12%，展望2026年，如开工率有所改善，我们认为行业运价有望复苏。

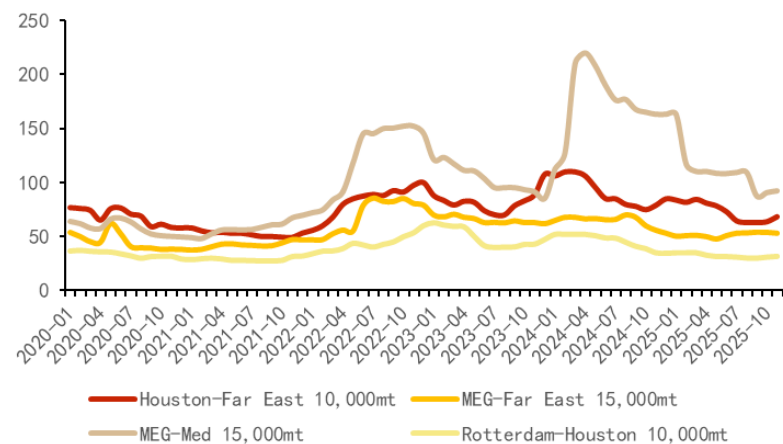
图：2021-2025年10月中国化工产品价格指数CCPI、全国规模以上工业企业利润同比(%)、PX及乙二醇开工率(%)



图：2020-2025年11月中国化学品内贸海运价格(元/吨)

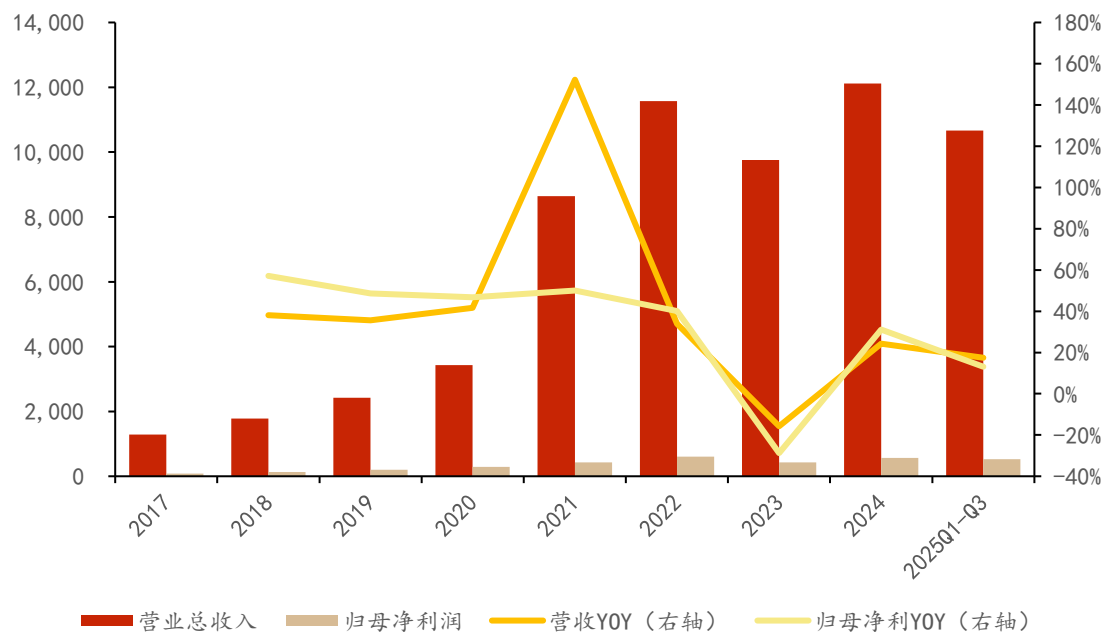


图：2020-2025年11月化学品外贸海运价格(美元/吨)

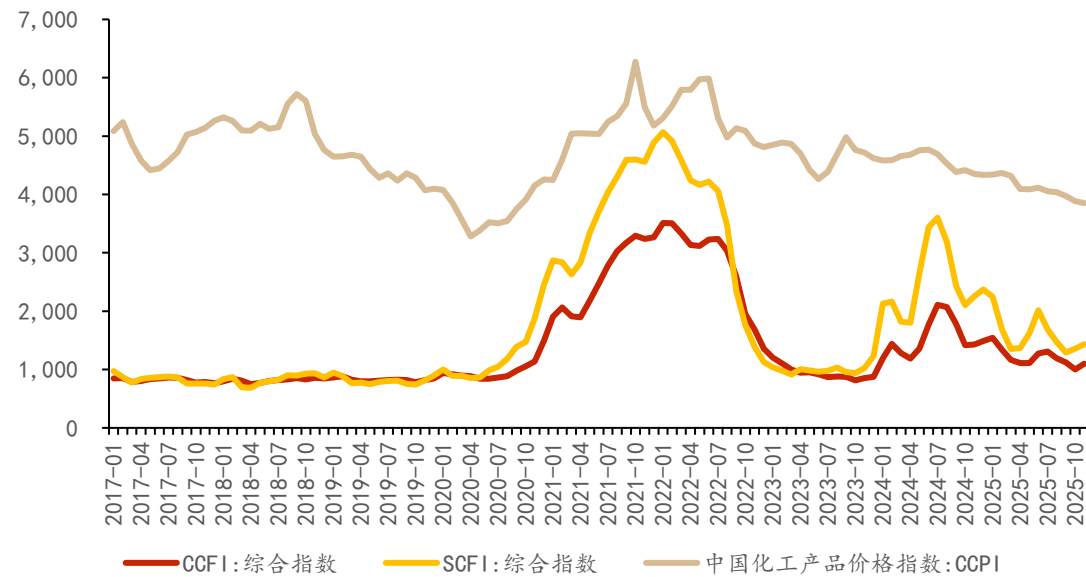


- 密尔克卫业务包含货代、仓储、物流及分销，2025年Q1-Q3实现营收106.7亿元，同比+11.7%；归母净利润5.3亿元，同比+7.0%；化工需求疲软，货代行业价格回落，**公司物贸一体化战略成效显著，逆周期实现增长**。Q3公司总资产较上年度末增长41.42%至197.2亿元，预付款项和合同负债相比2024年年末增加约51.3/47.6亿元，印证分销业务的快速扩张。
- **费用结构持续优化，经营质量大幅提升**。2025Q3公司销售/管理/研发/财务费用率分别为1.12%/1.77%/0.35%/1.19%，同比+0.25/-0.02/-0.03/-0.12pct。2025Q1-Q3，公司经营活动产生的现金流量净额达9.40亿元，较去年同期的-1.60亿元大幅改善。2025Q1-Q3净营业周期约50天，同比-3天，运营效率有所提升，资金流动性持续改善。

图：2017-2025Q1-Q3密尔克卫营收和归母净利润
(百万元)及其增速(%)



图：2017-2025年11月CCFI、SCFI以及年中国化工产品价格指数



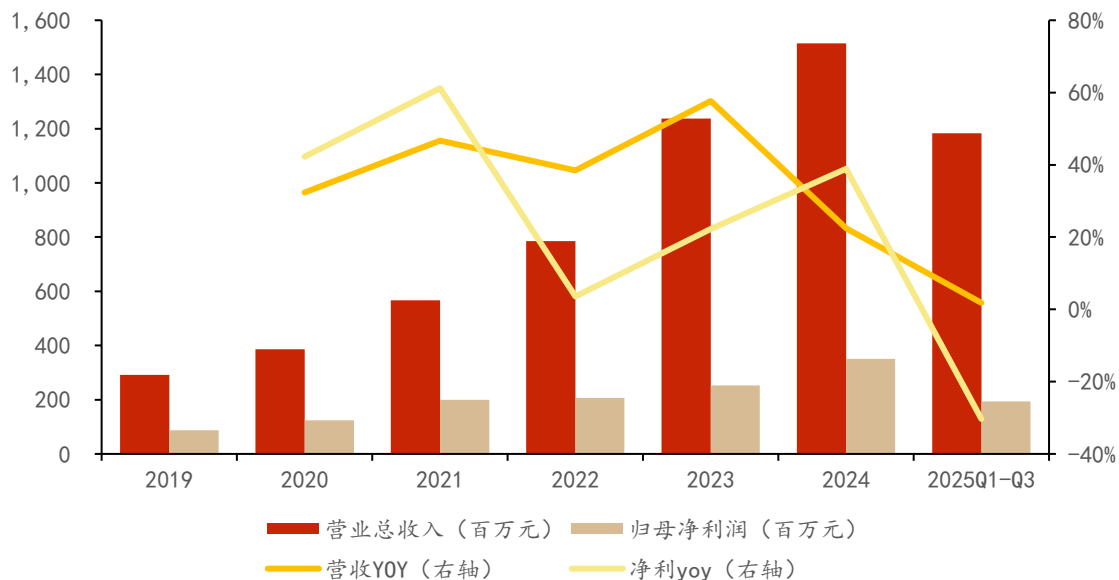
- 核心假设：**1) 货代业务：预计公司货代业务随网络扩张仍能保持较强的市场竞争力，货量增长下对冲运价波动，营收小幅增长，毛利率随议价能力提升而略有回升。2) 仓储&运输：预计公司仓储业务随产能投放及增值服务增加而仍能保持稳定增长。3) 分销：三方分销市场规模较大，公司当前市占率较低，成长空间广阔，预计分销业务仍将保持较快增长。4) 费用端：预计2025-2027年公司销售费用率、管理费用率以及财务费用率保持稳定。
- 投资建议：**公司为化工物流龙头，商业模式清晰，多业务并举综合物流服务能力持续增强，服务链条延伸推动盈利能力持续上涨，我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为6.47/7.60/8.62亿元，2025/12/12股价对应PE分别为12.9x/11.0x/9.7x，维持“买入”评级。

表：密尔克卫主要财务和估值指标

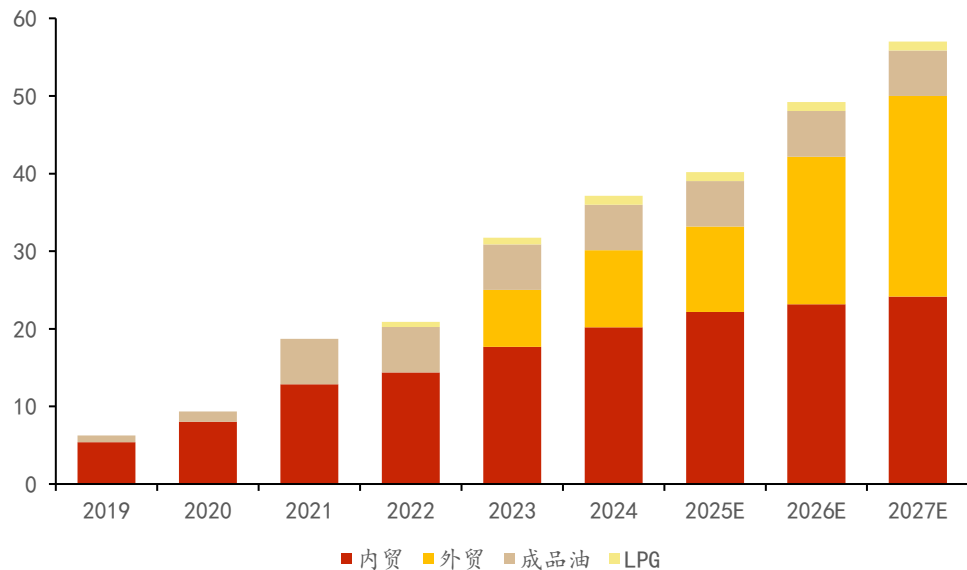
盈利预测与估值					
(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9752.55	12118.25	13311.28	15302.63	17192.42
yoy	-15.75%	24.26%	9.84%	14.96%	12.35%
毛利率	11.76%	11.42%	11.47%	11.29%	11.08%
归母净利润	431.31	565.18	646.60	759.79	861.82
yoy	-28.75%	31.04%	14.41%	17.51%	13.43%
PE (截至2025.12.12)	-	-	12.90	10.98	9.68

- 2025年Q1-Q3公司实现营收11.83亿元，同比+2%，实现归母净利1.94亿元，同比-30%。**需求及利润的同比下滑主因：1) 内贸化学品运输需求疲软，运价有所回落，根据沛君航运公众号，2025年1-11月内贸运价约为156元/吨，同比-12%，公司通过提升长协比例等方式对冲行业下行冲击，但短期仍有承压；2) 外贸市场运价回落。
- 内贸运力较为稳定，2025-2027年外贸运力投放有望助力公司成长：**1) 内贸：公司安全管理能力突出，截至2024年末，公司在营的内贸化学品船舶共有23艘，运力规模达24.36万载重吨，占市场总运力比例近16%，居国内领先地位，预计后续内贸业务随运力审批投放而保持稳定增长。2) 外贸：公司把握外贸需求景气，2025年至2027年，公司至少将有12艘不锈钢化学品船舶投入运营，合计23.50万载重吨，船舶投产后，或将进一步扩大公司的国际竞争力和影响力，助力公司业绩稳步提升。

图：2019—2025Q1-Q3兴通股份营收、归母净利润（百万元）及yoy（%）



图：2019-2027年兴通股份船队规模（万载重吨）



- **核心假设：**1) 内贸：预计内贸运力随运力审批指标落地持续投放，推动营收及盈利能力共同增长。2) 成品油运输：内贸成品油运输业务短期保持稳定；3) LPG：内贸LPG运输业务量在双碳政策推动、清洁能源产量提升趋势下有望增长；4) 外贸：预计公司外贸业务随产能扩张而仍能保持较快增长；5) 费用端：预计2025-2027年公司销售费用率、管理费用率以及财务费用率随收入增加规模效应显现以及公司管控费用而逐步回落。
- **投资建议：**公司为内贸化学品航运龙头，商业模式清晰，自建及并购下运力持续增长，外贸业务受益于地缘冲突，运力持续投放下有望量价双升，我们预计公司2025-2027年归母净利分别2.7/3.7/4.5亿元，2025/12/12股价对应PE分别为18.8x/13.6x/11.4x，维持“买入”评级。

表：兴通股份主要财务和估值指标

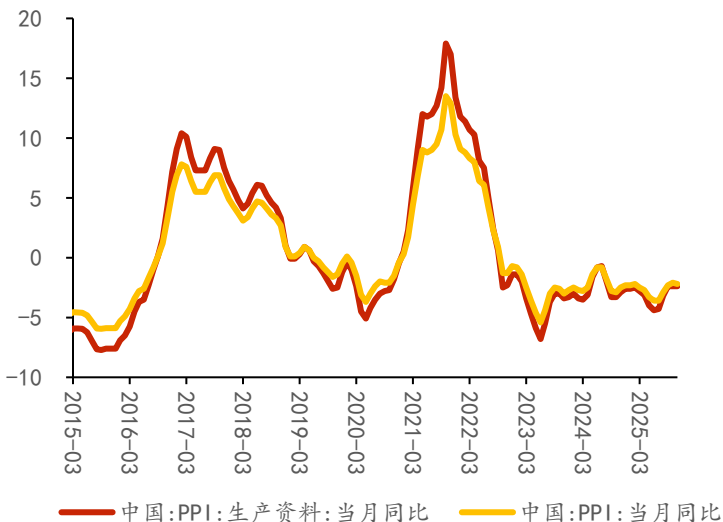
盈利预测与估值					
(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1237.27	1514.74	1548.35	1978.52	2338.72
yoy	57.66%	22.43%	2.22%	27.78%	18.21%
毛利率	33.24%	36.00%	28.74%	30.16%	30.11%
归母净利润	252.2	350.42	270.87	374.02	447.61
yoy	22.28%	38.95%	-22.70%	38.08%	19.68%
PE (截至2025.12.12)	-	-	18.83	13.63	11.39

主要内容

1. 快递
2. 航空
3. 航运船舶港口
4. 高速公路
5. 化工物流
6. 大宗供应链
7. 风险提示

- **温和复苏迹象渐显**：2025年10月PPI同比约为-2.1%，同比降幅连续3个月收窄，并且出现年内的首次环比上涨，工业领域供需正逐步改善。
- “反内卷”政策持续发力，中国大宗商品价格指数CCPI自6月起小幅改善，但下游需求对涨价的支撑力度较弱，制造业PMI连续多月处于荣枯线下方。
- 全球大宗商品价格波动加剧，叠加部分产业周期性、结构性问题，大宗供应链企业经营难度上升。

图表：PPI自7月起同比降幅收窄（%）



图表：2025年中国制造业PMI在4月起处于荣枯线之下(%)

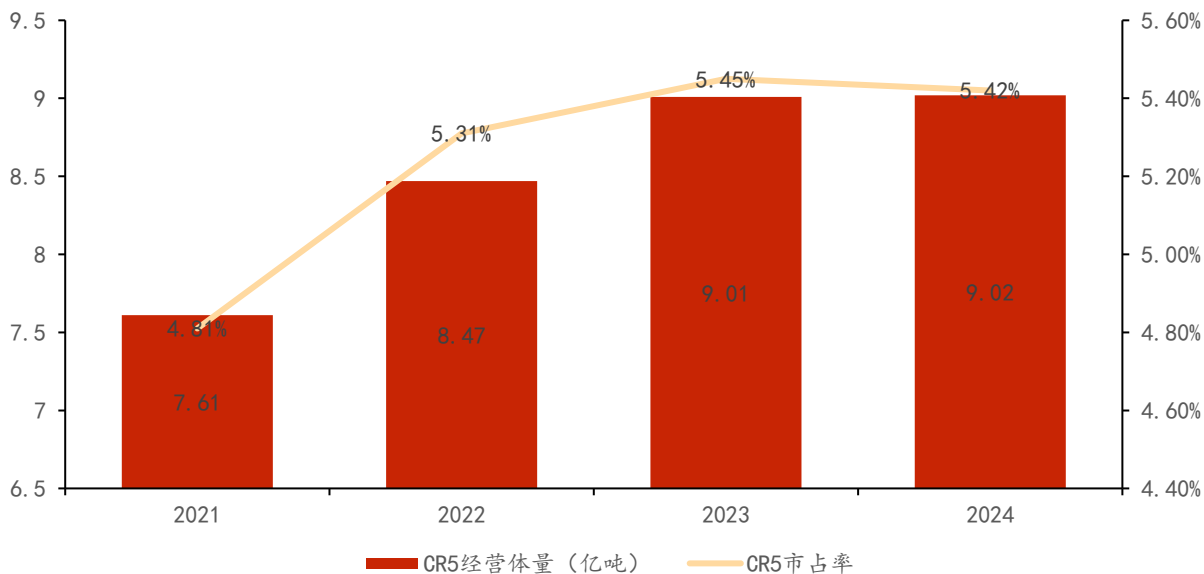


图表：中国大宗商品价格指数CCPI仍处于下跌趋势

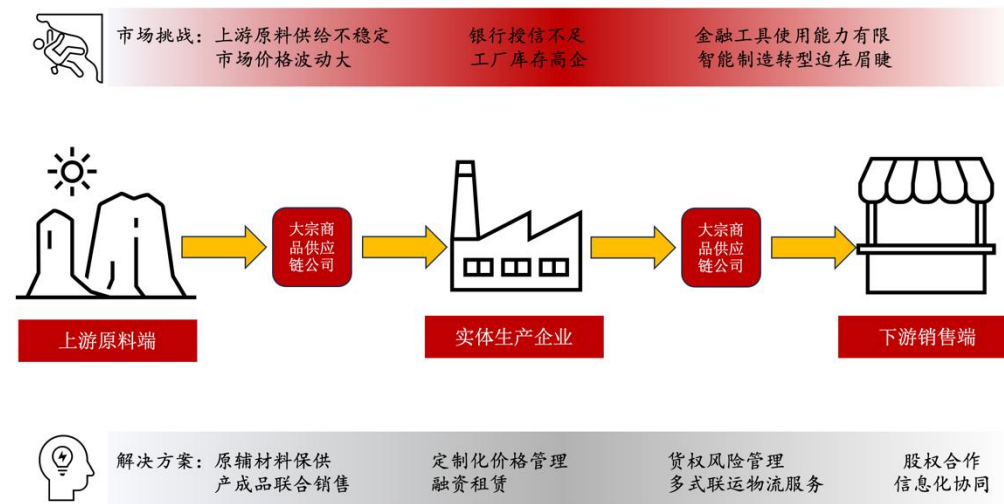


- 从分散竞争到头部聚拢，规模扩张与集中度提升并行：**我国大宗商品市场规模庞大，市场规模持续扩容，行业内参与者众多，集中度较低，龙头企业集中度加速提升。CR5龙头公司（物产中大、厦门象屿、建发股份、厦门国贸、浙商中拓）凭借资源网络、金融工具、数字化能力的三重壁垒，市占率从2021年的4.81%提升至2024年的5.42%。
- 头部企业转向供应链服务模式，通过整合资源的方式，实现双向赋能与效率提升。**大宗商品龙头公司正从传统的“贸易中间商”加速向“全链条服务商”转型，在巩固流通环节主导地位的同时，逐步向上游获取资源、向中游拓展加工环节、向下游尝试触达消费端，推动企业运营边界不断拓宽，产业链参与深度持续加深，有望推升全链条的掌控力。

图表：中国大宗供应链CR5经营体量及市占率

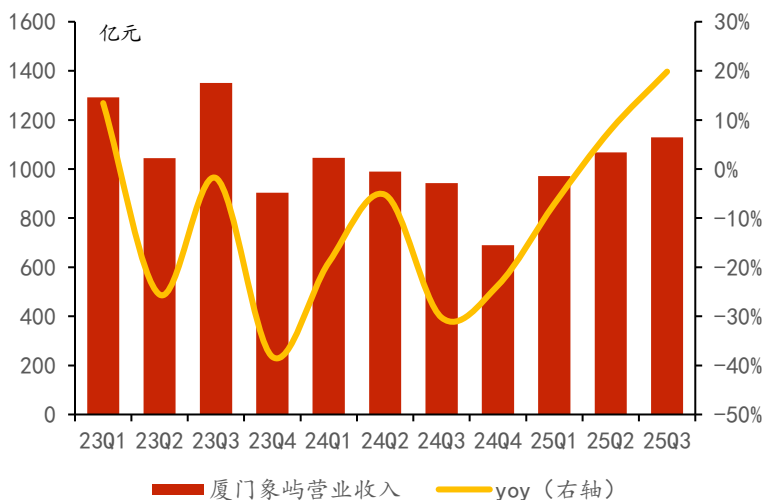


图表：供应链一体化项目

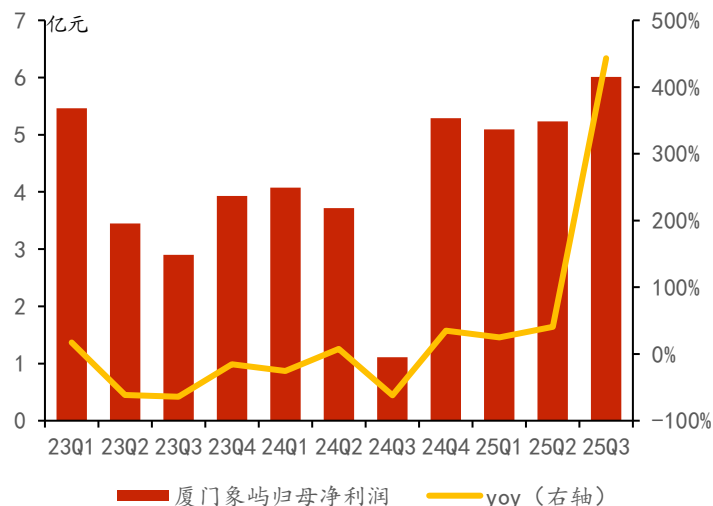


- 2025年前三季度，公司实现营业收入3169亿元，同比增长6.4%；归母净利润16亿元，同比增长83.6%。
- **公司业务稳健运行，整体经营持续向好。**一是核心产品供应链优势巩固，大宗商品经营实现货量与收益双增；二是通过风险管控措施优化，实现减值损失同比下降；三是扩大票据结算规模，持续提升资金运营效率，2025Q1-Q3公司财务费用同比下降43.4%，财务费用率同比下降0.25pcts。
- **展望后市，关注“七五”阶段转型升级，静待大宗商品复苏。**公司即将进入新的五年（2026—2030年）起点，在“三新一高”的战略新方向的指导下，公司推出“资贸物服工投”模式，整合资源提升效率与利润率。传统大宗业务基本盘巩固，铝价格有望维持景气周期，农产品通过模式转型和品种拓展或维持增长趋势；造船业务启东船厂（2025年8月投产）在产能爬坡下业绩或存在增量。

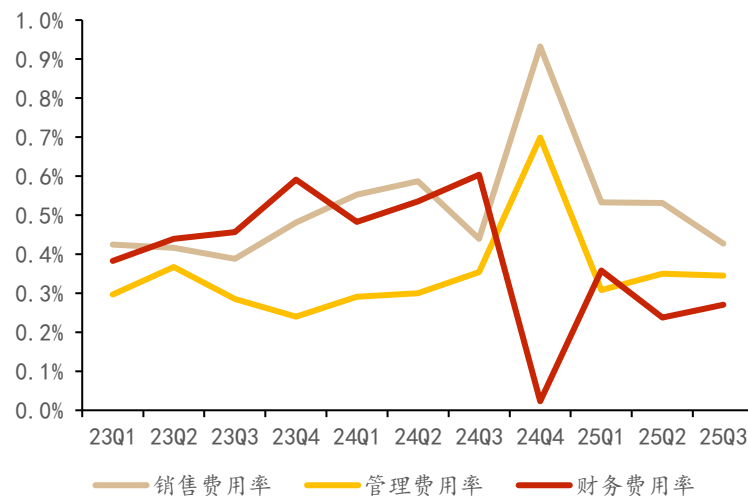
图表：厦门象屿季度营业收入



图表：厦门象屿季度归母净利润

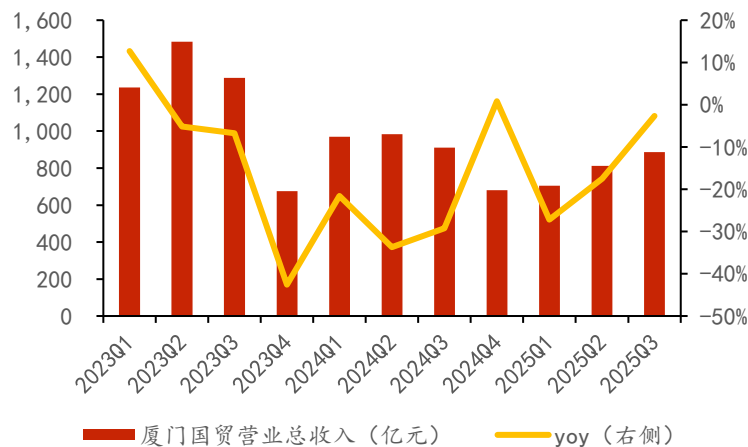


图表：厦门象屿销售、管理及财务费用率

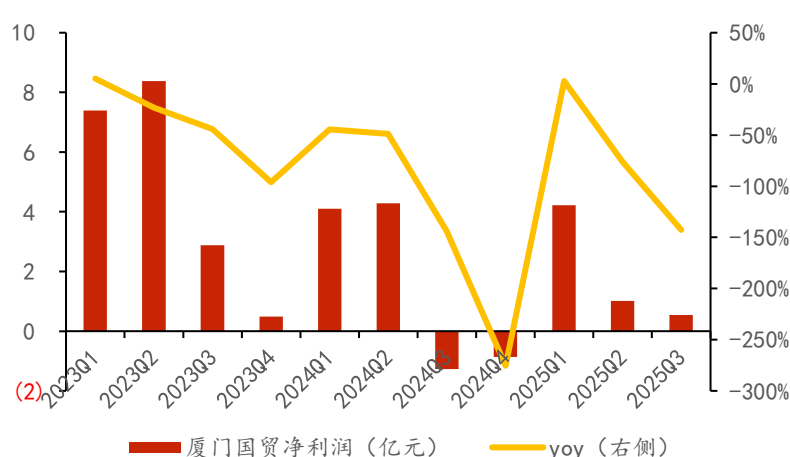


- 2025前三季度，公司实现营业收入2404亿元，同比下降16%；归母净利润5.8亿元，同比下降19%。2025Q3，公司实现营业收入886.94亿元，同比下降2.66%；归母净利润0.54亿元，同比扭亏为盈。
- **经营逐步企稳、静待周期复苏**：2025年以来市场需求疲软叠加业务结构调整，板块整体收入承压，厦门国贸持续优化业务结构，2025Q3大宗商品经营货量企稳，部分核心经营品类货量同比、环比均提升，收入连续三个季度环比回升。经营效率改善明显，ROE自Q1起逐步改善，由1.2%提升至1.8%，营业周期缩短，由54天减少至46天。
- 我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为8.9/12.4/15.3亿元。公司为国内大宗商品供应链行业龙头之一，业绩或具备长期成长空间。

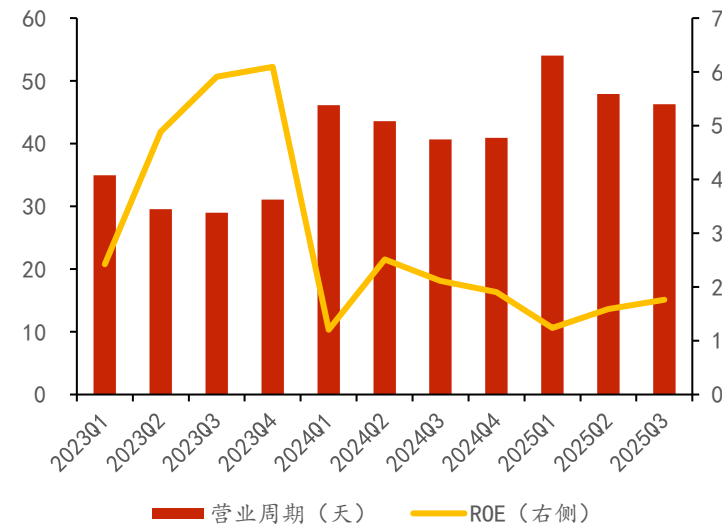
图表：2024Q4起厦门国贸营业收入逐步改善



图表：行业景气有待回暖，厦门国贸归母净利润短期承压



图表：厦门国贸ROE (%)及营业周期 (天) 情况



主要内容

1. 快递
2. 航空
3. 航运船舶港口
4. 高速公路
5. 化工物流
6. 大宗供应链
7. 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。
- **人民币汇率波动。**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。



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