



交通运输产业行业研究

买入（维持评级）

行业年度报告

证券研究报告

交通运输组

分析师：郑树明（执业 S1130521040001） 分析师：霍泽嘉（执业 S1130525070008）

zhengshuming@gjzq.com.cn

huozejia@gjzq.com.cn

2026 年度策略：关注供需格局，布局航空、干散货海运、油运

投资建议

- 行业策略：政策预期向好，布局航空、干散货海运和油运。** 基本面来看，交运板块景气度与宏观环境息息相关。进出口景气修复有望提振港口吞吐量及跨境物流需求，消费与基建投资回暖支撑快递及物流需求复苏，出行需求修复亦将带动航司机场盈利能力改善。在政策预期回暖与内需修复背景下，建议重点把握交运板块中供需格局改善带来的结构性机会，建议布局：1) 航空：供给增长受限、需求持续修复，供需拐点逐步显现，票价与盈利弹性有望释放；2) 干散货海运：长航程需求增量释放、供给端约束延续，运价中枢具备上移基础；3) 油运：原油轮供给刚性约束叠加需求结构改善，合规市场有效运力偏紧，行业景气度有望延续。

行业观点：

- 航空：预计供给低增长，将达到供需拐点。** 2025 年以来行业供需关系持续好转，旺季的产能利用率已经超过 2019 年水平，预计趋势可延续。(1) 供给端：2020 年以来航司引进飞机速度放缓，预计 2025 年底较 2019 年累计增速仅为 17%。当前波音空客产能不及 2018-2019 年，主要发动机制造商 GE 产量同比下降，产能不足导致订单积压，预计未来飞机引进速度仍为低个位数。(2) 需求端：目前客运量已超 2019 年，2025 年 1-11 月全行业民航旅客量较 2019 年增长 17%，叠加刺激消费的政策发布，预计民航旅客量将保持中个位数增长。未来供需拐点有望实现，预计 2026 年供给同比增长 3%，需求同比增长 4.7%；供给累计较 2019 年增速 20.9%，需求累计增速 22.3%，产能利用率将超过 2019 年。复盘历史，供需优化下航司利润将大幅改善，叠加近期成本端油价因素的改善，预计航司利润将进一步释放。
- 干散货海运：供给约束延续，需求结构改善，运价中枢有望上移。** 干散货行业预计延续“供给受限、需求结构改善”的格局，运价中枢具备抬升基础。从供给端看，近年来散货船在手订单维持低位，2025 年全球在手订单占比约 11%，叠加船队老龄化加速及 IMO 能效监管趋严，未来新增运力释放节奏温和，行业有效供给增长受限。从需求端看，全球干散货贸易量预计保持温和增长，但吨海里需求增速显著高于吨增速，主要受铁矿石长航程需求拉动，其中西芒杜项目投产将通过航程拉长对有效运力形成持续占用。供需关系边际改善已在运价端有所体现，2025 年干散货运价年末涨幅明显，海峡型船运价弹性尤为突出。复盘历史，在供给受限、需求结构改善阶段，干散货运价与船东盈利中枢往往同步上行，预计本轮周期下船东盈利能力有望持续修复。
- 油运：供给约束叠加需求结构改善，行业景气有望延续。** 油运行业预计在 2025 - 2026 年维持较高景气度，供需关系持续偏紧。从供给端看，原油轮在手订单处于历史偏低水平，叠加欧美制裁推动合规市场有效运力持续收缩，新增运力释放节奏显著慢于需求变化，供给约束延续。需求端看，OPEC+ 增产逐步向海运端传导，低油价环境下补库需求回升，同时“黑油转白油”逻辑推动原油运输需求从影子船队向合规市场转移，显著抬升合规市场用船需求；此外，拉美等地区原油增产拉长运输距离，对吨海里需求形成额外支撑。复盘历史，在供给受限、需求结构改善阶段，油运运价与船东盈利往往同步上行，考虑当前运价水平及结算滞后效应，预计油运企业盈利能力仍有进一步释放空间。

风险提示

- 宏观经济不及预期风险、油价大幅上涨风险、人民币汇率贬值风险。



内容目录

一、基本面向好，政策提振内需信心.....	6
1.1 交运板块基本面向好，板块跑输沪深 300.....	6
1.2 政策利好提振信心.....	8
二、供需拐点将至，看好可选消费的航空.....	9
2.1 回顾：需求端民航客运量超 2019 年，旺季表现突出.....	9
2.2 展望：供给低增长，需求持续增长逐步达到供需拐点.....	12
2.2.1 航空大周期中，供需优化起到决定性作用，油汇因素“锦上添花”.....	12
2.2.2 行业供给增速放缓的确定性高.....	13
2.2.3 我国经济发展的稳定性将带动民航旅客量需求不断增加.....	15
2.2.4 供需拐点将至，油汇因素或改善.....	18
2.3 投资策略：看好可选消费的航空.....	19
三、干散货海运：长期逻辑渐趋清晰，结构增量逐步显现.....	20
四、油运：有效供给受限，需求端驱动仍在.....	27
五、投资建议.....	33
六、风险提示.....	34

图表目录

图表 1： 交运板块年初至今涨跌幅为 3.7%.....	6
图表 2： 交运子板块中物流综合涨幅最高，涨幅达 15%.....	6
图表 3： 2025 年 1-10 月中国进出口总值同比增长 3.6%.....	7
图表 4： 2025 年重点港口货物吞吐量超以往水平.....	7
图表 5： BDTI 与 VLCC 运价上行.....	7
图表 6： BDI 四季度上行明显.....	7
图表 7： 集运 CCFI 指数同比减少.....	7
图表 8： 集运欧线、美线指数同比减少.....	7
图表 9： 规模以上快递单票价格环比回升.....	8
图表 10： 快递公司单票价格逐步回升.....	8
图表 11： 国内航空出行已超 2019 年水平.....	8
图表 12： 铁路旅客周转量同比增长.....	8
图表 13： 政策催化提振内需信心.....	8
图表 14： 整体客运量超 2019 年.....	9
图表 15： 国内客运量超 2019 年.....	9



图表 16:	11 月国际地区客运量超 2019 年	9
图表 17:	2025 年国际地区航班量持续恢复	10
图表 18:	中国航司国际线市占率提升	10
图表 19:	2022 年以来行业机队增速大幅放缓	10
图表 20:	2020 年以来主要航司飞机引进放缓	10
图表 21:	2025 年航司机队规模延续低增速	10
图表 22:	2025 年客座率超 2019 年	11
图表 23:	2025 年 7-8 月日利用率超 2019 年	11
图表 24:	飞机日利用率与航空板块利润正相关	11
图表 25:	2025Q1-Q3 航司营收增长	12
图表 26:	2025Q1-Q3 航司归母净利润增长	12
图表 27:	2008-10 年、2014-15 年国航业绩增长	12
图表 28:	业绩增长时对应供需增速逆转	13
图表 29:	业绩增长时对应扣除燃油成本的客收增长 (以国航为例)	13
图表 30:	航空景气周期供需、油汇因素回顾	13
图表 31:	波音空客年产量下降	14
图表 32:	波音月产量仍然较低	14
图表 33:	波音空客待交付量攀升 (截至 2025.11)	14
图表 34:	GE 发动机交付量尚未恢复至 2019 年	14
图表 35:	2024 年 GE 在手订单同比+11%	15
图表 36:	2025Q1-Q3 GE 新签订单+13%	15
图表 37:	国金证券研究所	15
图表 38:	人均乘机次数与人均 GDP 正相关	15
图表 39:	我国经济持续保持着平稳发展的态势	15
图表 40:	人均乘机次数从 2023 年开始逐步回升	16
图表 41:	2025 年以来多项政策持续推出	16
图表 42:	免签政策国家范围不断扩大	16
图表 43:	不同国际航线恢复节奏不同 (韩国和日本)	17
图表 44:	2025Q3 外国人出入境同比+22%	17
图表 45:	2020 年前我国航空业保持双位数增长	18
图表 46:	2025E-2026E 民航客运量预测	18
图表 47:	过去几年需求增速波动, 未来有望逐步超过供给	18
图表 48:	2026 年需求有望超过供给	18
图表 49:	航司成本中燃油成本占比约三至四成	18
图表 50:	美国 EIA 预测 2026 年油价将下降	18



图表 51: 航司业绩弹性测算	19
图表 52: 大航司票价敏感度高	19
图表 53: 大航司油汇敏感度高	19
图表 54: 三大航 A/H 溢价明显	20
图表 55: 2025 年 BDI 持续上涨	20
图表 56: 2025 年 BCI 涨幅明显	20
图表 57: 干散货历史复盘	21
图表 58: 铁矿石和部分小宗商品稳定增长	21
图表 59: 2025 年预计全球干散货贸易吨海里增速+1.6%	21
图表 60: 2025 年 11 月散货船整体在手订单占比为 11%	22
图表 61: 2025 年 11 月全球 Cape 在手订单不到 10%	22
图表 62: 散货船运力交付相对有限	22
图表 63: 2025Q3 船厂订单覆盖年限为 3.89 年	22
图表 64: 10 年以上船龄占比普遍超过 60%	23
图表 65: Handysize、Handymax 老龄化压力更突出	23
图表 66: IMO 净零框架 GF 目标	23
图表 67: 西芒杜项目示意图	24
图表 68: 2024 年中国铁矿石进口数量为 12.37 亿吨	24
图表 69: 2024 年全球铁矿石开采数量为 25 亿吨	24
图表 70: 2026 年西芒杜项目弹性测算	25
图表 71: 印度海运铁矿石进口量增长显著	25
图表 72: 2025 年铝土矿贸易量实现高增长	26
图表 73: 2025 年几内亚铝土矿出口量增长显著	26
图表 74: 2025 年中国铝土矿进口量增长显著	26
图表 75: 预计 2026 年干散货增速为 3.5%	26
图表 76: 预计 2026 年需求超过供给	27
图表 77: 2025H1 公司总运力为 484 万载重吨	27
图表 78: 公司日均 TCE 持续领先行业	27
图表 79: 8 月以来运价持续上涨	28
图表 80: 2023 年起黑船在俄罗斯原油出口中占比增加	28
图表 81: 俄罗斯、伊朗、委内瑞拉原油出口量占比 14.5%	28
图表 82: 2024-2025 年被制裁的 VLCC 增加 104 艘	29
图表 83: 2024-2025 年 VLCC 预期新增交付量为 8 艘	29
图表 84: 特朗普执政期间伊朗海运原油出口持续下降	29
图表 85: 黑油海上囤积导致 VLCC 浮舱数量增加	29



图表 86: 印度从中东和美湾的进口需求提升	30
图表 87: 原油轮在手订单占现有运力比例为 15.9%	30
图表 88: 2026 年原油轮手持订单交付运力 1803 万 dwt	30
图表 89: 2026 年 VLCC 交付主要在下半年	31
图表 90: 运价水平和拆船数量呈现负相关	31
图表 91: OPEC 持续增产支撑需求	31
图表 92: 原油价格持续走低利好补库需求	31
图表 93: 当前石油库存处于偏低水	31
图表 94: 中国原油库存	32
图表 95: 拉美原油产量预计快速增加	32
图表 96: 中性假设下预计 VLCC 市场 2026 年供需差为 0.5%	33



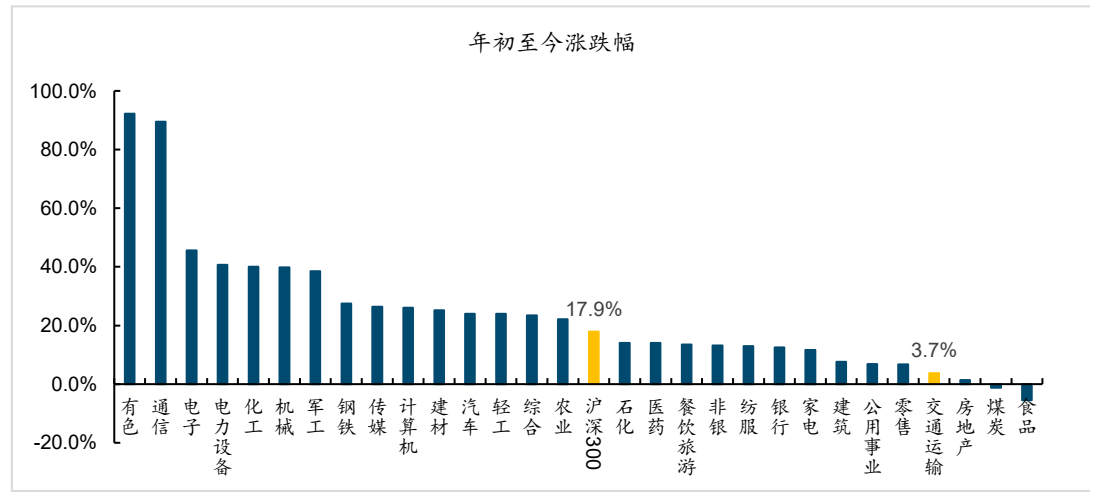
一、基本面向好，政策提振内需信心

1.1 交运板块基本面向好，板块跑输沪深 300

复盘交运板块 2025 年股价表现，年初至今板块上涨 3.7%，跑输沪深 300 指数 14.2pct。在资金偏好更集中于高景气成长方向的背景下，交运作为顺周期/现金流型板块相对沪深 300 跑输。2025Q1-Q3 交运板块实现归母净利润 1599 亿元，同比-3.7%。

基本面向来看，交运板块的核心驱动在于供需关系的阶段性改善。在宏观环境边际修复背景下，进出口回暖带动港口吞吐量及跨境物流需求改善，消费与基建投资回升支撑快递及物流需求修复；同时，地缘扰动背景下航运运距拉长、有效运力受限，使部分航运子板块供需格局进一步趋紧。出行需求持续修复叠加航司供给增长受限，推动航空板块供需关系向好、盈利能力修复；干散货方面，吨海里需求回升而运力扩张节奏温和，供需改善为运价中枢上移提供基础；油运则在原油轮供给刚性约束与需求结构改善共振下，合规市场有效运力偏紧，行业景气具备延续性。在政策预期改善与内需修复的共同作用下，建议重点关注航空、干散货海运及油运供需格局清晰的板块。

图1：交运板块年初至今涨跌幅为 3.7%

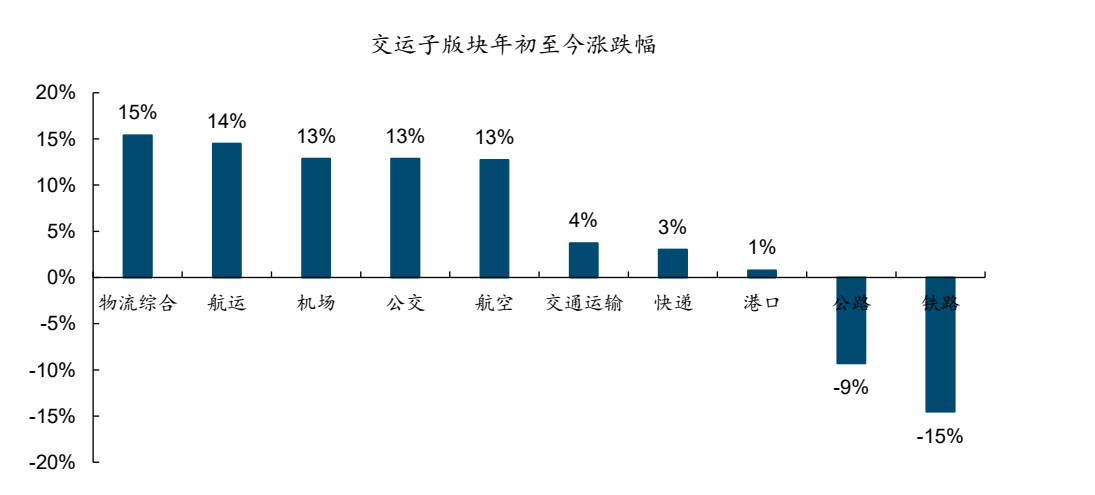


来源：wind，国金证券研究所

注：时间截至 2025 年 12 月 29 日

从交运板块内部表现来看，板块内主要正贡献来自物流综合、航运、机场、公交、航空与快递，而港口略涨；拖累项集中在公路与铁路。上涨原因主要系：①航运受益于运价中枢抬升与供给约束带来的盈利弹性；②航空+机场更多体现出行需求修复叠加成本端（如油价）改善与供给纪律增强下的业绩修复逻辑；③物流综合+快递则反映反内卷监管下、价格竞争边际缓和及降本增效推动的利润改善预期，同时大宗供应链风险敞口降低。相较之下，公路/铁路偏“稳态现金流”属性，受制于价格与盈利弹性相对有限，同时年初股息率较低，年内表现相对落后。

图2：交运子板块中物流综合涨幅最高，涨幅达 15%



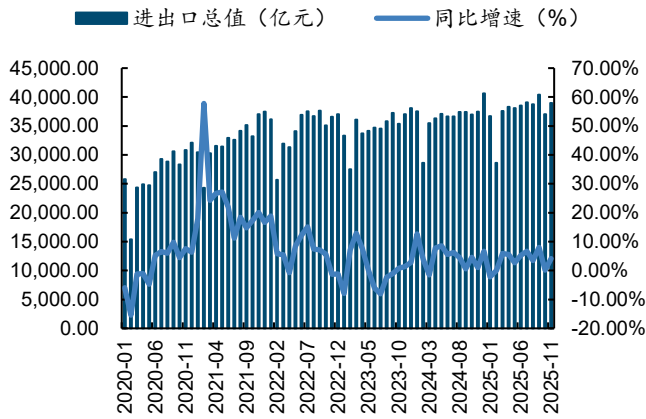
来源：wind，国金证券研究所

注：时间截至 2025 年 12 月 29 日

进出口增速强劲，支撑港口吞吐量超以往水平。2025 年 1-10 月，中国进出口总值同比增长 3.6%，其中 1-10 月港口货物吞吐量同比增长 4.3%，集装箱吞吐量同比增长 6.4%，出口的高度景气支撑港口及跨境物流需求增长。

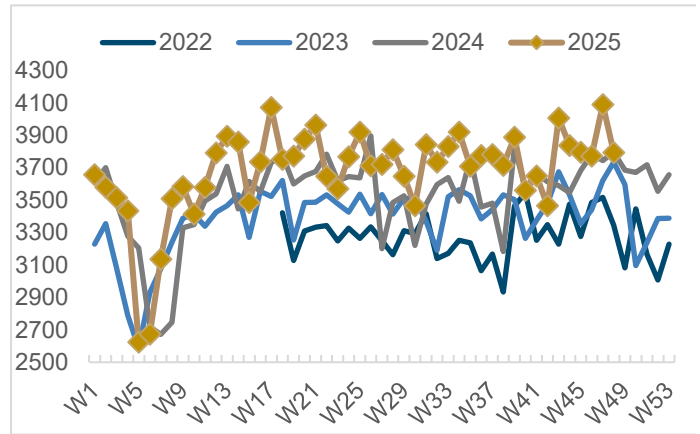


图表3: 2025年1-10月中国进出口总值同比增长3.6%



来源: ifind, 国金证券研究所

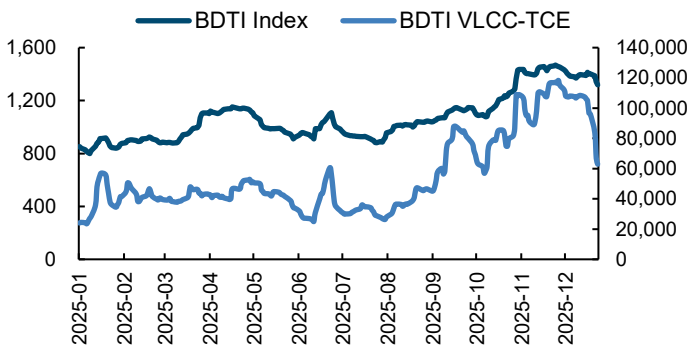
图表4: 2025年重点港口货物吞吐量超以往水平



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

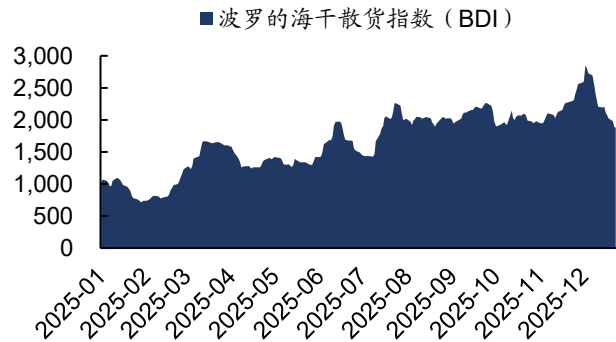
航运板块年内涨幅领先, 核心来自油运和干散货运价端的同步上行。油运方面, BDTI 指数与 VLCC-TCE 走势共振抬升, 尤其下半年以来 VLCC 日租金中枢明显上移、波动中上行, 成为航运链条最主要的弹性来源之一; 干散货方面, BDI 指数全年呈阶梯式走强, 年内高点抬升、四季度加速上行, BSI 拉动 BDI 持续上行。

图表5: BDTI 与 VLCC 运价上行



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

图表6: BDI 四季度上行明显



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

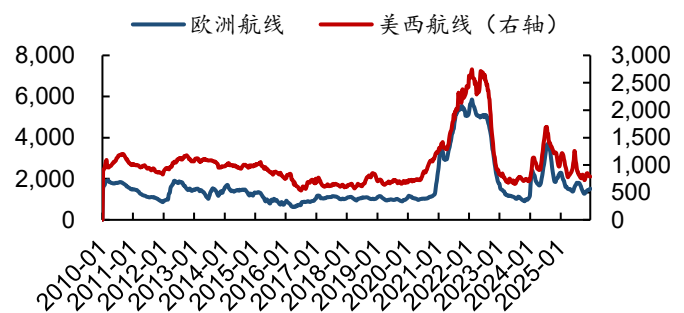
供给压力加大, 集运运价回落。一方面, 2024 年红海事件引发航程, 拉长抬升运价并形成高基数; 另一方面, 运力供给持续增加, 在高基数叠加供给扩张的背景下, 2025 年运价持续回落。年初至今, 集运 CCFI 指数同比-23%, 其中欧线指数同比-32%, 美线 (美西航线) 指数同比-23%。

图表7: 集运 CCFI 指数同比减少



来源: ifind, 国金证券研究所

图表8: 集运欧线、美线指数同比减少



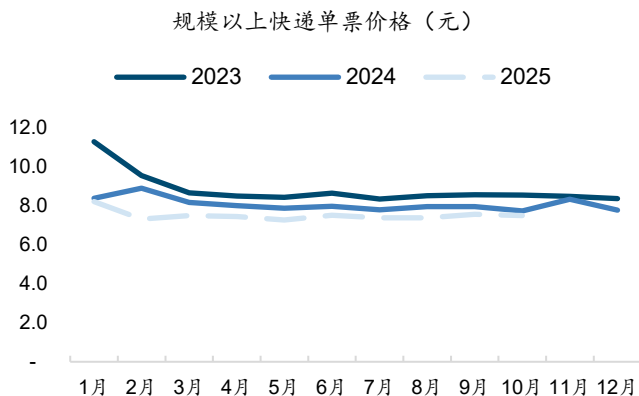
来源: ifind, 国金证券研究所



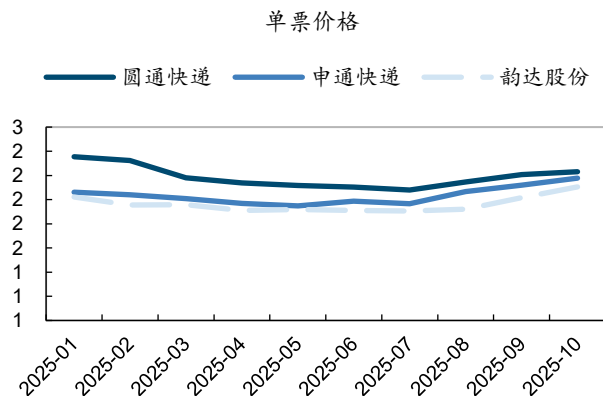
快递板块年内表现改善，核心催化来自“反内卷”政策落地后价格竞争边际缓和。一方面，规模以上快递单票价格在经历前期下行后环比回升，2025年下半年开始出现更明确的修复迹象；另一方面，分公司口径下，圆通、中通、韵达等主要快递企业单票价格自年中低位后持续抬升，9-10月改善更为集中。价格端回暖意味着行业从“以价换量”的无序竞争逐步回归理性，叠加企业成本管控与网络效率优化，市场对快递板块的盈利修复预期随之上修，成为板块上涨的重要原因。

图表9：规模以上快递单票价格环比回升

图表10：快递公司单票价格逐步回升



来源：wind，国金证券研究所

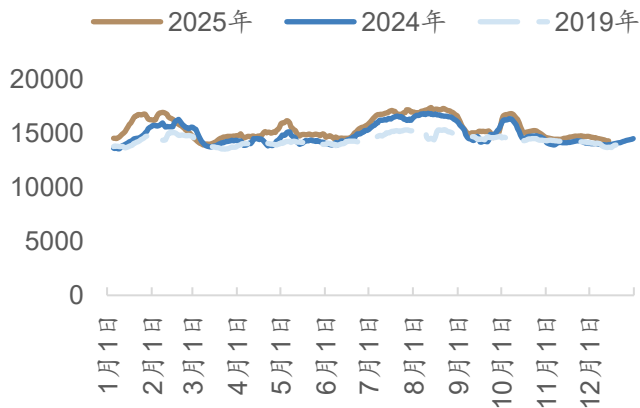


来源：wind，国金证券研究所

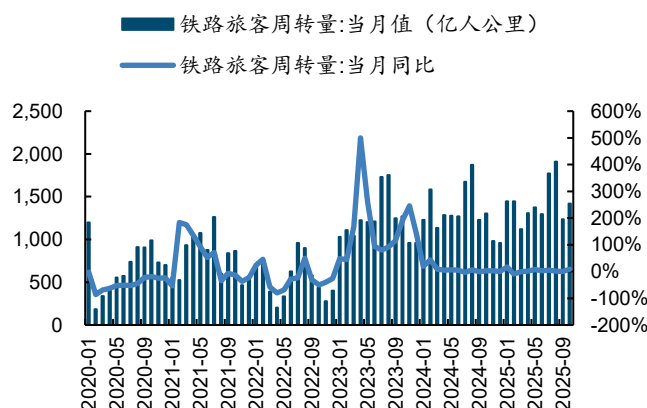
受益于宏观环境复苏，国内出行修复。航司出行持续修复，2025年1月1日-12月14日，全国日均执飞航班量15489班，同比增长4%，较2019年增长7%；其中国内线日均13256班，同比增长1.8%，较2019年增长12%；国际线日均1874班，同比增长18%，较2019年下降12%（含外航）；地区线日均359班，同比增长8%，较2019年下降26%。铁路客运量同比增长，2025年1-10月，全国铁路发送旅客39.5亿人次，同比增长6.4%，创历史同期新高，全国铁路旅客周转量为14325亿人公里，同比增长3.4%。

图表11：国内航空出行已超2019年水平

图表12：铁路旅客周转量同比增长



来源：航班管家，国金证券研究所



来源：ifind，国金证券研究所

1.2 政策利好提振信心

看好供给端受限，需求端有望受益政策端催化。在政策预期回暖与内需修复背景下，建议重点把握交运板块中供需格局改善带来的结构性机会，建议布局：1) 航空：供给增长受限、需求持续修复，供需拐点逐步显现，票价与盈利弹性有望释放；2) 干散货海运：长航程需求增量释放、供给端约束延续，运价中枢具备上移基础；3) 油运：原油轮供给刚性约束叠加需求结构改善，合规市场有效运力偏紧，行业景气度有望延续。

图表13：政策催化提振内需信心

时间	具体政策
2025.1.8	加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策通知，部署加力推进设备更新、扩围支持消费品以旧换新、加快提升回收循环利用水平等多方面工作
2025.3.16	出台《提振消费专项行动方案》，为大力提振消费，全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造



时间	具体政策
	有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，针对性解决制约消费的突出矛盾问题，现就实施提振消费专项行动制定本方案。
2025. 8. 4	印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》的通知，对符合条件的个人消费贷款给予财政贴息的要求，更好发挥财政资金对提振消费的支持引导作用，降低居民消费信贷成本，助力释放居民消费潜力，促进经济加快向好发展，
2025. 8. 12	对符合条件的服务业经营主体给予年贴息比例 1 个百分点、贴息期限不超过 1 年的财政贴息支持，单户享受的最高贴息金额 1 万元

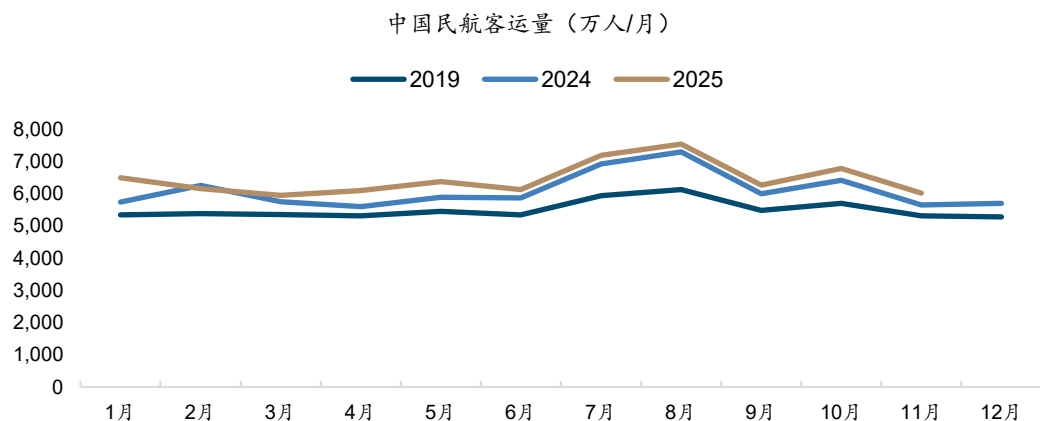
来源：国务院新闻办公室，中国政府网，国金证券研究所

二、供需拐点将至，看好可选消费的航空

2.1 回顾：需求端民航客运量超 2019 年，旺季表现突出

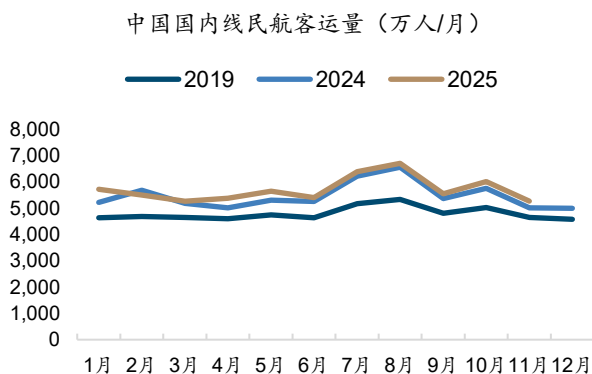
客运量超 2019 年，国际航线持续恢复。2025 年以来，民航业发展进入需求自然增长阶段。2025 年 1-11 月，中国民航客运量为 7.1 亿人次，同比增长 5.4%，较 2019 年增长 16.9%；国内线客运量为 6.2 亿人次，同比增长 3.8%，较 2019 年增长 18.7%；国际地区线客运量为 0.8 亿人次，同比增长 20.0%，恢复至 2019 年 104.4%（不包括外航）。其中，7-8 月暑运旺季，整体客运量高出 2019 年 22%，国内航线客运量高出 2019 年 25%。10 月国际地区客运量恢复至 2019 年 115%（不包括外航），恢复率为 2020 年 2 月以来最高水平。

图表 14：整体客运量超 2019 年



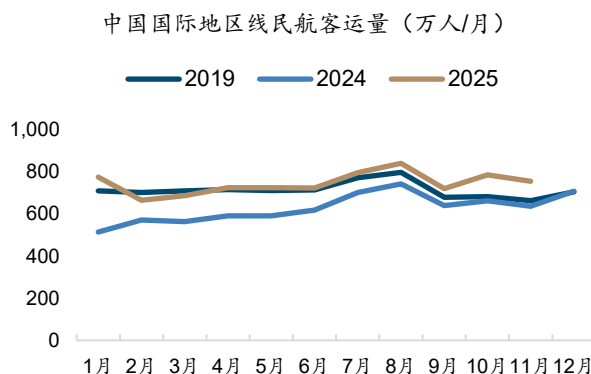
来源：民航局，国金证券研究所

图表 15：国内客运量超 2019 年



来源：民航局，国金证券研究所

图表 16：11 月国际地区客运量超 2019 年



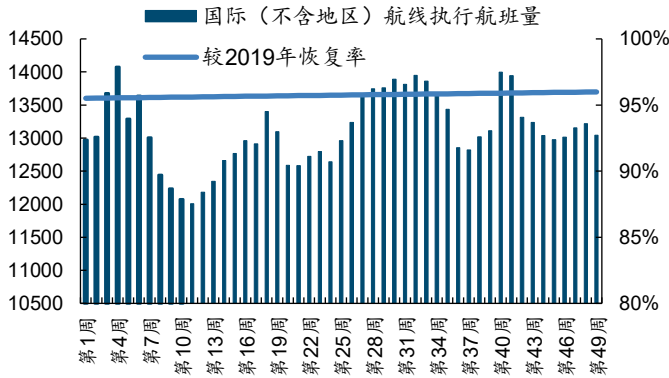
来源：民航局，国金证券研究所

国内航司国际线市占率提升。2025 年 1-9 月国际航班整体恢复至 2019 年的 88%（含国内、国外航司），其中国内航司国际航班量已恢复至 2019 年的 104.2%，国外航司仅恢复至 65.3%；时刻份额占比上，国内航司由 2019 年的 58.9% 增长至 2025 年 9 月的 69.6%，增长 10.7pct，中国国际线市占率提升主要系部分欧洲航司不能飞跃俄罗斯领空，部分欧

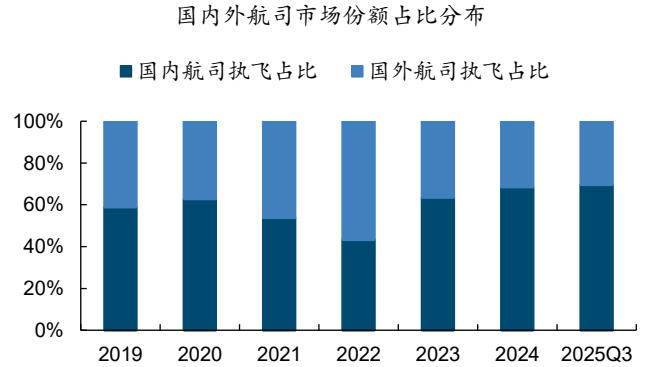


洲航司退出所致。

图表17: 2025年国际地区航班量持续恢复



图表18: 中国航司国际线市占率提升

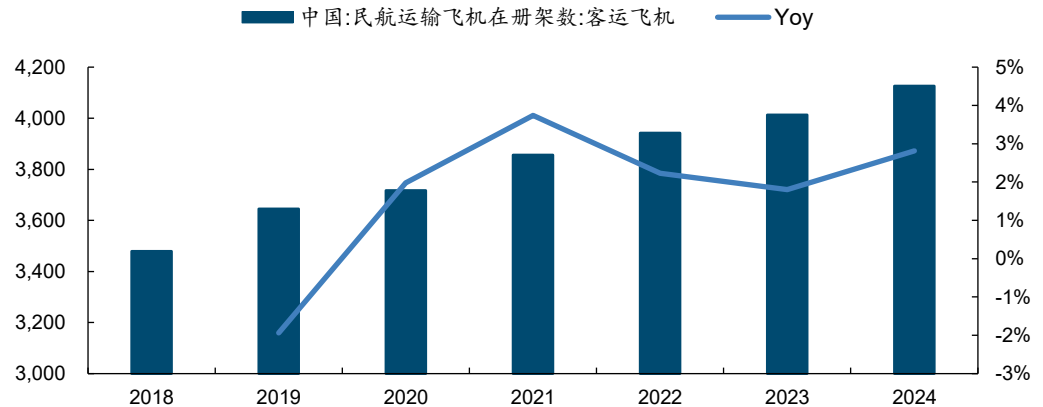


来源: 航班管家, 国金证券研究所

来源: 航班管家, 国金证券研究所 注: 此图为1-9月数据。

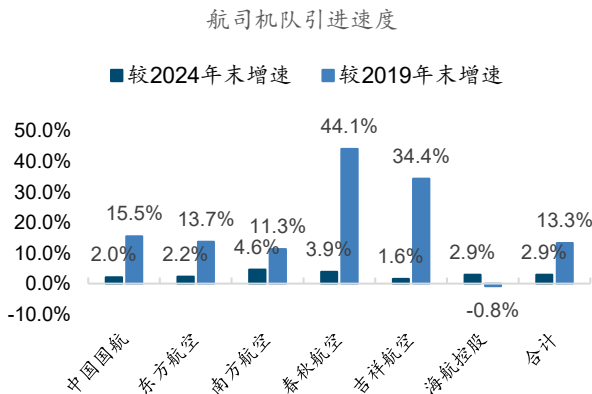
2025年机队规模延续低增速。过去数年航司机队增速放缓, 2019-2024年, 全行业机队累计仅增长13%, 其中2019-2024年国航、东航、南航、春秋航空、吉祥航空、海航控股的机队复合增速分别放缓至3%、2%、1%、7%、6%、-1%。2025年1-11月, 三大航、海航、春秋、吉祥等6家航司的机队规模总数是3372架, 较上年末仅增长3.6%。

图表19: 2022年以来行业机队增速大幅放缓

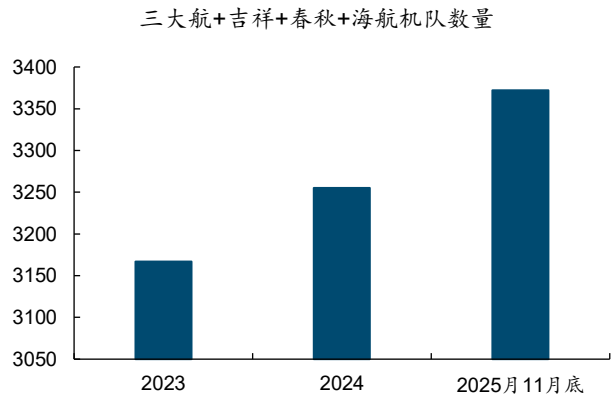


来源: wind, 国金证券研究所

图表20: 2020年以来主要航司飞机引进放缓



图表21: 2025年航司机队规模延续低增速



来源: wind, 国金证券研究所

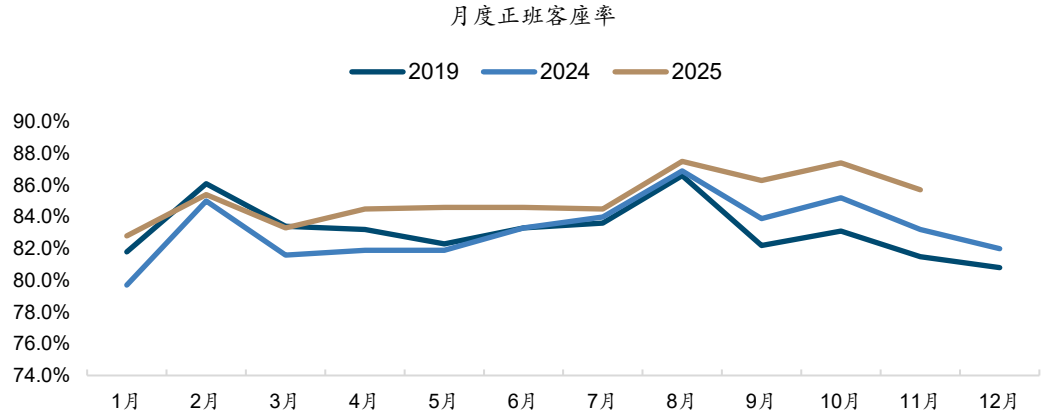
来源: wind, 国金证券研究所

旺季产能利用率超2019年。2025年1-11月, 全行业客座率为85.1%, 较2019年同期提升1.8pct; 飞机日利用率为



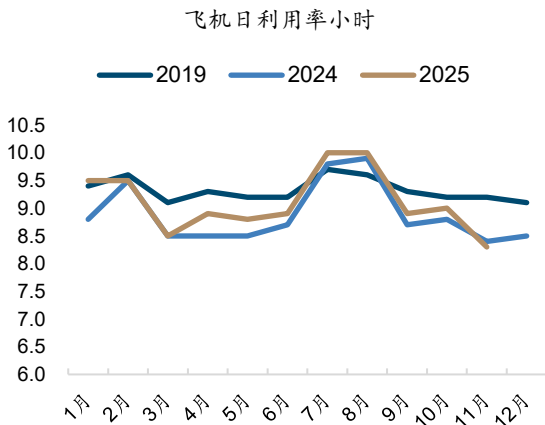
9.2 小时，较 2019 年同期下降 0.2 小时，主要系普惠发动机维修影响。其中，7-8 月暑运旺季，全行业客座率分别是 84.5%、87.5%，高于 2019 年 0.9pct、0.9pct；全行业飞机日利用率分别为 10 小时、10 小时，亦超过 2019 年同期。复盘历史，日利用率与航空板块净利润正相关，主要系：(1) 利用率提升，供给增加可能拉动收入增长；(2) 利用率提升可摊薄固定成本，增厚利润。

图表22：2025 年客座率超 2019 年



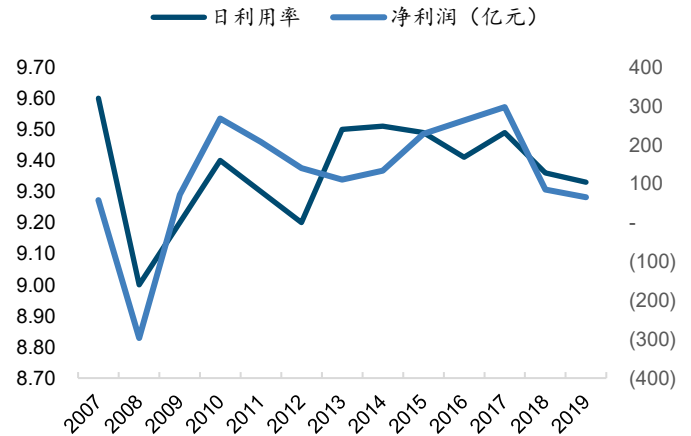
来源：wind, 国金证券研究所

图表23：2025 年 7-8 月日利用率超 2019 年



来源：中国民用航空局, 国金证券研究所

图表24：飞机日利用率与航空板块利润正相关

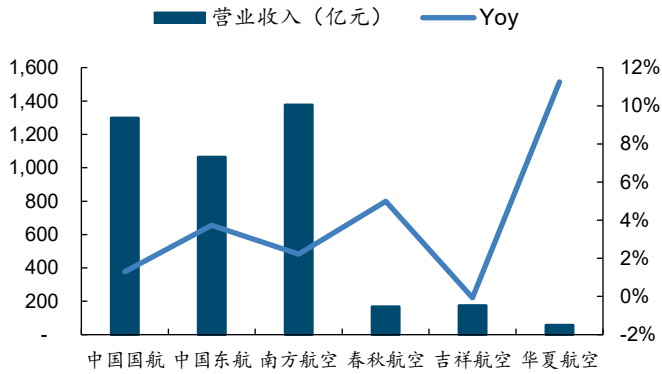


来源：wind, 国金证券研究所

航司今年业绩整体延续修复。截至 2025Q3，六家航司前三季度收入端普遍稳健增长，国航、东航、南航分别同比+1%、+4%、+2%，春秋+5%、华夏+11%，吉祥基本持平；更关键的是利润端改善更为显著，三大航归母同比增长，国航、南航归母净利同比+37%、+17%，东航实现扭亏并大幅增长，华夏同比+102%，仅春秋与吉祥回落。综合来看，在需求韧性叠加反内卷监督以及成本端压力较去年缓和的背景下，行业盈利修复趋势较为明确，全年口径大概率仍将实现同比增长。

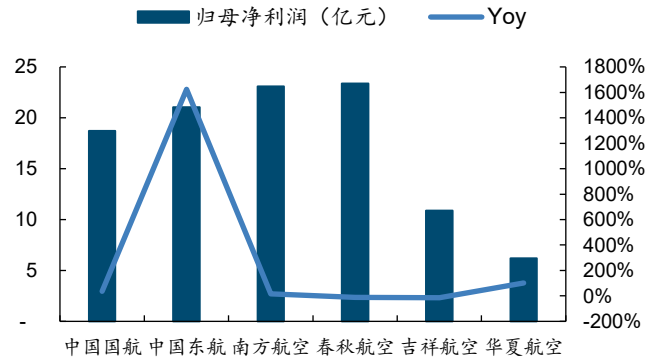


图表25: 2025Q1-Q3 航司营收增长



来源: wind, 国金证券研究所

图表26: 2025Q1-Q3 航司归母净利润增长



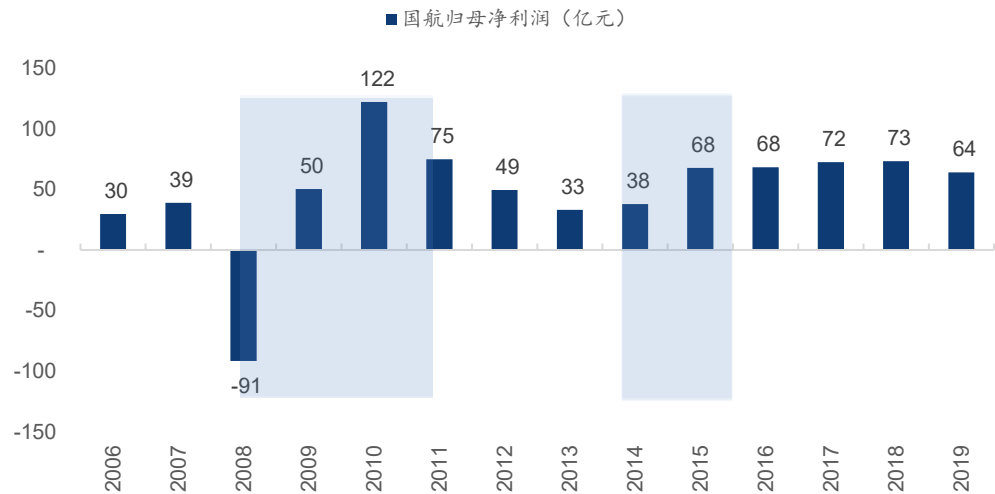
来源: wind, 国金证券研究所

2.2 展望: 供给低增长, 需求持续增长逐步达到供需拐点

2.2.1 航空大周期中, 供需优化起到决定性作用, 油汇因素“锦上添花”

供需逆转是业绩改善的必要条件。2008-2010年, 2014-2015年, 航空业经历2轮大的景气周期, 航司利润大幅改善。我们将供需逆转定义为 RPK 增速超过 ASK 增速, 2008-2010年以及 2014-2015年, 对应期间的 RPK-ASK 增速均由负转正。此外, 业绩增长时扣油客公里收益亦出现增长。

图表27: 2008-10年、2014-15年国航业绩增长



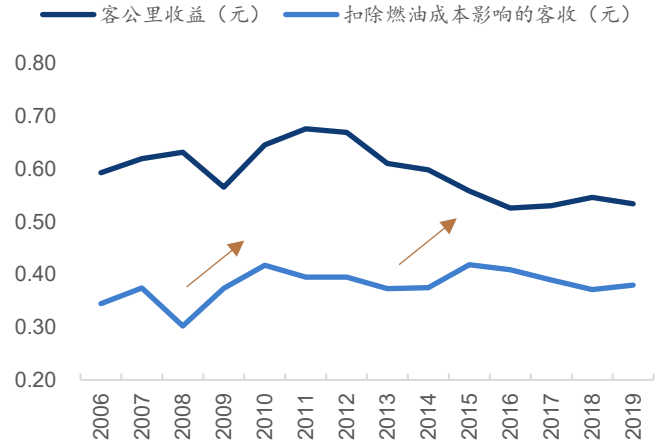
来源: wind, 国金证券研究所



图表28: 业绩增长时对应供需增速逆转



图表29: 业绩增长时对应扣除燃油成本的客收增长 (以国航为例)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

油价汇率是供需关系下的次要矛盾。(1) 油价: 2015 年油价大幅下降有助于增厚利润, 但油价波动可通过强需求传导, 2010 年公商务出行需求爆发, 可通过燃油附加费或高票价传导油价。(2) 汇率: 2 轮周期中汇率波动影响有限。航司的外币负债在期末调整时会形成汇兑损益, 汇率波动直接影响当期利润, 汇率波动也影响当期航油采购价格。

图表30: 航空景气周期供需、油汇因素回顾

景气周期	供需 (RPK-ASK)	油价	汇率
2009-2010	2009 年: 2.8% 2010 年: 5.8% 原因: 金融危机之后中国经济的率先复苏、世博会和亚运会等大事件推动需求增长	2010 年油价均价为 80 美元/桶, 同比增长 28%	2009 年: 6.83 2010 年: 6.77 小幅升值
2014-2015	2014 年: 0.4% 2015 年: 1.0% 原因: 低油价、旅游消费升级等多个利好因素, 以及 2015 年航权大量释放、国际航线快速增加带动国际旅游增长	2014 年油价均价为 99 美元/桶, 同比下降 9% 2015 年油价均价为 54 美元/桶, 同比下降 46%	2014 年: 6.16 2015 年: 6.29 小幅贬值

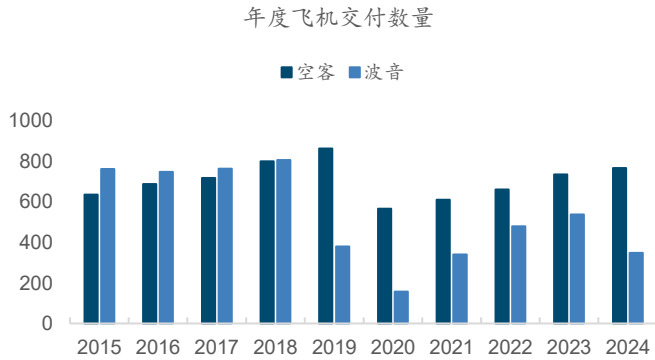
来源: Wind, 国金证券研究所

2.2.2 行业供给增速放缓的确定性高

空客波音产能下降。波音年产量高点为 2018 年的 806 架, 空客年产量高点为 2019 年的 863 架。目前两家飞机制造商产量仍未恢复至过去高点, 波音较历史的差距更大, 主要系劳动力短缺以及上游供应商的交付出现问题, 以 2024 年为例, 波音、空客仅恢复至高点的 43% 和 89%。2025 年 12 月, 空客下调全年产量至 790 架 (原预测是 820 架), 主要原因为供应商在机身面板质量方面存在问题, 影响飞机的交付流程。

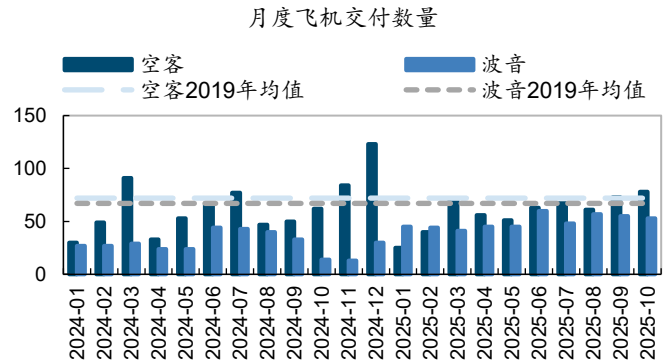


图表31: 波音空客年产量下降



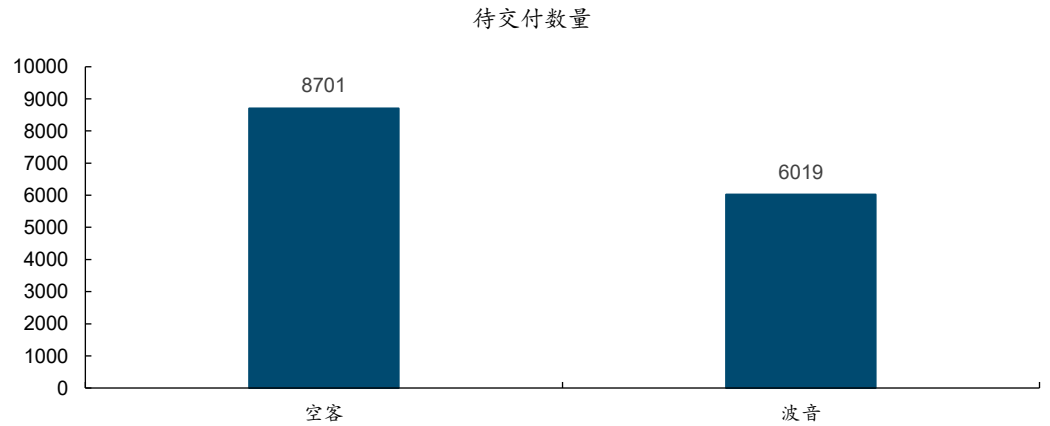
来源: 空客、波音, 国金证券研究所

图表32: 波音月产量仍然较低



来源: 空客、波音, 国金证券研究所

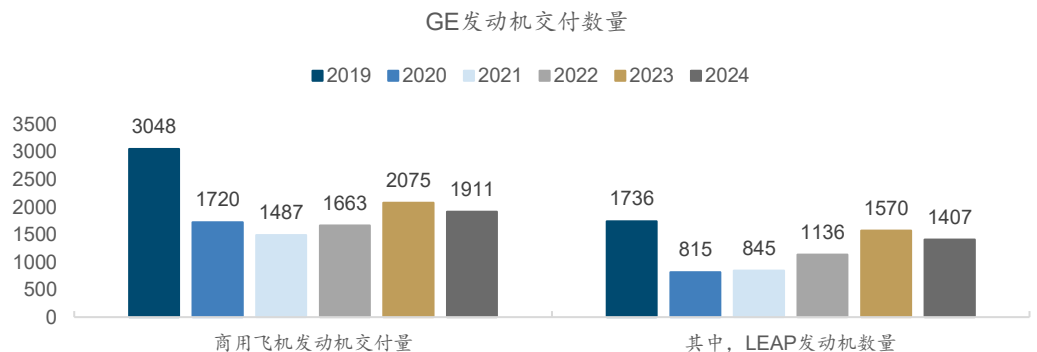
图表33: 波音空客待交付量攀升 (截至 2025. 11)



来源: 空客、波音, 国金证券研究所

头部发动机制造商产能下降。GE (含 CFM) 2024 年发动机交付量为 1911 台, 为 2019 年同期 63%。此外, 同样受材料及人工等问题, 陆续出现普惠 PW1100G 发动机检修、737MAX 飞机舱门掉落等事件, 一定程度上也影响行业有效运力。2025Q3 GE 产能有所好转, GE 预测 2025 全年 LEAP 发动机的交付量预期同比增长 20% 以上。

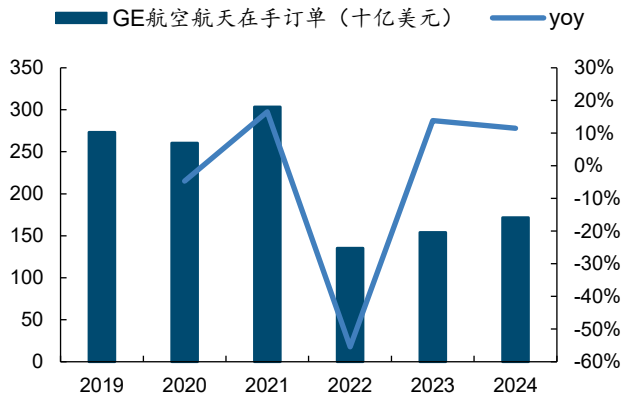
图表34: GE 发动机交付量尚未恢复至 2019 年



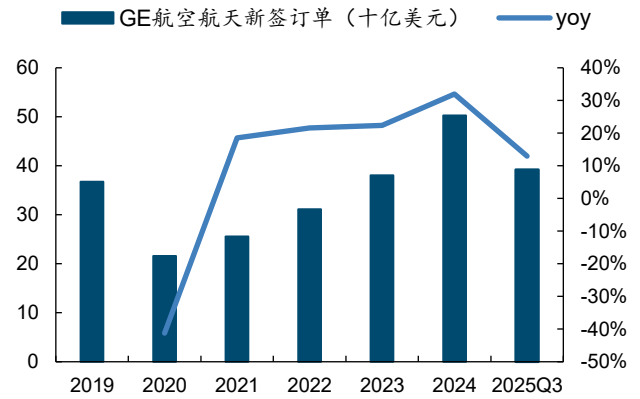
来源: GE, 国金证券研究所



图表35: 2024年GE在手订单同比+11%



图表36: 2025Q1-Q3 GE新签订单+13%



来源: GE, 国金证券研究所

来源: GE, 国金证券研究所

展望未来, 行业供给增速将放缓。根据三大航2024年年报及2025年半年报, 预计未来三年飞机引进仍将维持较低速度, 年化增速仅为4.0%, 考虑当前制造商的产能问题, 实际引进速度可能更低。

图表37: 国金证券研究所

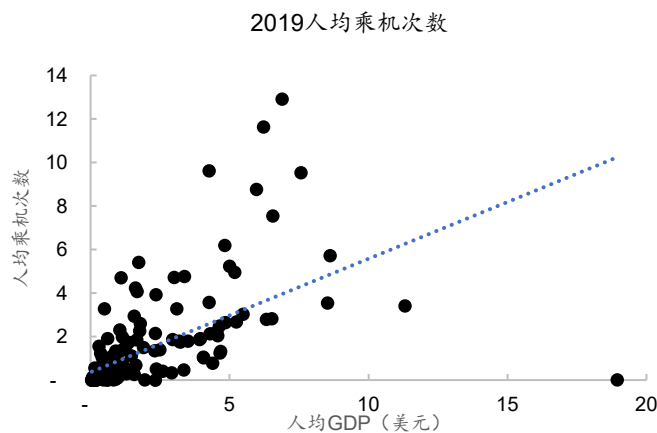
航司	客机机队规模预测 (架)				客机机队规模增速			2024-2026E CAGR
	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
国航	930	959	984	1035	3.12%	2.61%	5.18%	3.63%
东航	804	838	850	865	4.23%	1.43%	1.76%	2.47%
南航	917	970	1025	1084	5.78%	5.67%	5.76%	5.74%
合计	2651	2767	2859	2984	4.38%	3.32%	4.37%	4.02%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

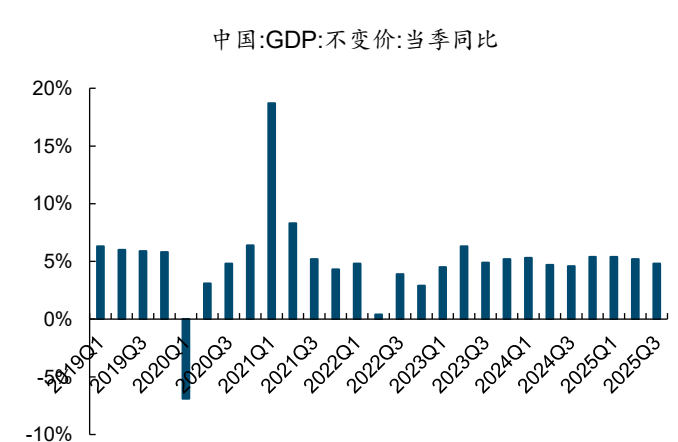
2.2.3 我国经济发展的稳定性将带动民航旅客量需求不断增加

航空需求与经济密切相关。参考历史经验, 人均乘机次数与GDP正相关。当前我国经济持续保持着平稳发展的态势, 2025Q3 GDP同比增长4.8%, 预计航空出行需求将维持较好增速。

图表38: 人均乘机次数与人均GDP正相关



图表39: 我国经济持续保持着平稳发展的态势

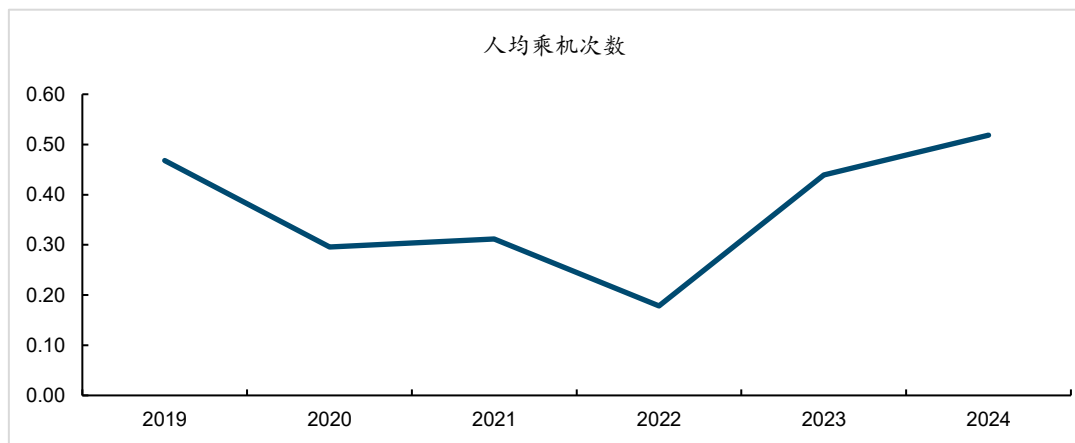


来源: 世界银行, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所



图表40: 人均乘机次数从2023年开始逐步回升



来源: 航班管家, wind, 国金证券研究所

经济发展的稳定性与旅游政策的不断退出将带动民航旅客量需求不断增加。2025年以来多项政策发布,通过旅游、反内卷措施保障航空行业持续稳定发展。此外,2026年春节假期长,将有利于刺激出行人次的增长。

图表41: 2025年以来多项政策持续推出

会议/政策类别	主要内容
旅游与文旅政策	2025年4月,文化和旅游部开展《2025年全国文化和旅游消费促进活动的通知》,文化和旅游部分别在劳动节、暑期、国庆节、春节前后组织开展全国性文化和旅游消费促进活动,会同有关地方举办主场活动,推出消费惠民活动及优惠措施。组织文化和旅游部直属单位、文化和旅游企业、中国银联、银行业金融机构、平台机构、相关行业协会等参与活动,推出多样化消费惠民举措。
反内卷政策	2025年8月14日,由中国航空运输协会牵头编制的《中国航空运输协会航空客运自律公约》,引导行业高质量发展,倡议各公司从航空安全、服务质量、运营效率、规范市场、标准建设、科技赋能、绿色发展等维度进行提升,同时积极维护公平有序的国内航空客运市场环境,保障消费者、经营者等各方合法权益,促进我国航空客运业健康和可持续高质量发展。
文旅与民航融合发展政策	2025年11月,文化和旅游部、中国民航局联合印发《文化和旅游与民航业融合发展行动方案》,提出:①提升旅游出行服务(适老、亲子、研学、冰雪);②完善干支通+旅游目的地航线网络;③推动航空公司与景区、酒店联合推出文旅联票、次卡与主题航班;④打造机场文化消费空间;⑤推动低空旅游与通航融合;⑥加强入境旅便利化。
国务院办公厅通知	2026年春节放假安排为2月15日(农历腊月二十八、周日)至23日(农历正月初七、周一)放假调休,春节假期共9天。

来源: 中国人民政府网, 文化和旅游部, 中国航空运输协会, 国金证券研究所

入境签证政策持续优化。截至2025年6月9日,我国对47个国家持普通护照人员来华可免签30天。目前中国与泰国、新加坡、马来西亚、格鲁吉亚等国实行双边免签政策。此外,印度尼西亚、俄罗斯、英国等55国人员持有效国际旅行证件和确定日期及座位的联程客票,从中国过境前往第三国或地区,可适用240小时过境免签政策便捷来华。

图表42: 免签政策国家范围不断扩大

发布日期	免签政策内容
2023年12月1日	中国对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚6个国家持普通护照人员试行单方面免签政策
2024年2月9日	中国与新加坡互免签证
2024年3月1日	中国与泰国永久互免签证
2024年3月7日	中国宣布对瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡6个国家持普通护照人员试行免签政策



发布日期	免签政策内容
2024年5月28日	中国与格鲁吉亚互免签证
2024年6月17日	中国宣布将把澳大利亚纳入单方面免签国家范围
2024年6月24日	中国宣布对波兰实施15日单方面免签政策
2024年9月30日	中国对葡萄牙、希腊、塞浦路斯、斯洛文尼亚持普通护照人员试行实行15天免签政策
2024年11月8日	中国对斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、韩国持普通护照人员试行15日单方面免签政策
2024年11月22日	中国对保加利亚、罗马尼亚、克罗地亚、黑山、北马其顿、马耳他、爱沙尼亚、拉脱维亚、日本持普通护照人员试行免签政策
2025年4月17日	中国与马来西亚互免签证
2025年6月1日	中国对巴西、阿根廷、智利、秘鲁、乌拉圭持普通护照人员试行免签政策，与乌兹别克斯坦互免签证
2025年6月8日	中国对沙特、阿曼、科威特、巴林持普通护照人员试行免签政策
2025年7月16日	中国与阿塞拜疆互免签证
2025年9月15日	中国对俄罗斯持普通护照人员试行单方面免签政策

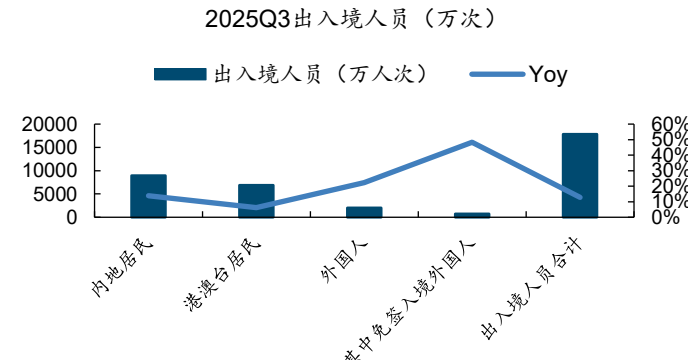
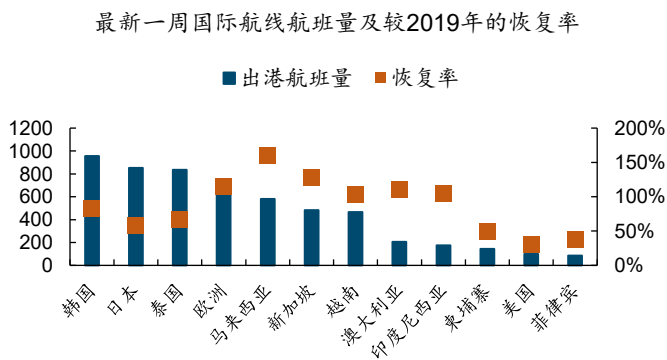
来源：中国领事服务网，外交部官网，中国政府网，领事直通车官网，中华人民共和国驻阿塞拜疆共和国大使馆，国家移民管理局政务服务平台，国金证券研究所

开放双边免签政策的航线恢复率较高。受免签政策影响，中国与新加坡、马来西亚的航班恢复率较高，分别为128%、160%。而北美航班恢复率仍然较低，中美航班仅为2019年的30%；日韩恢复率分别为58%、83%。

需求侧受益于免签政策的不断优化，入境外国人数量增长明显。三季度全国移民管理机构累计查验出入境人员1.78亿人次，其中外国人2013.4万人次、同比上升22.3%，免签入境外国人724.6万人次、占入境外国人72.2%、同比上升48.3%。

图表43：不同国际航线恢复节奏不同（韩国和日本）

图表44：2025Q3外国人出入境同比+22%



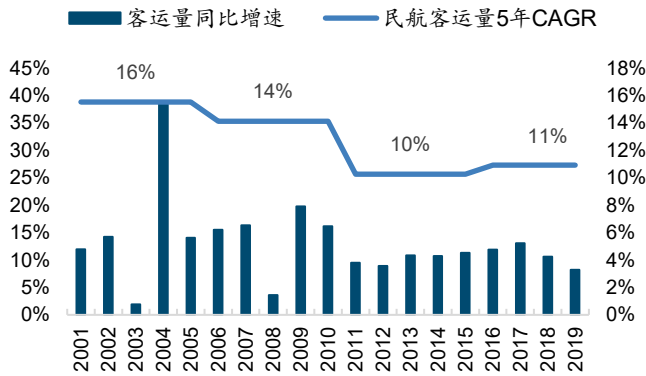
来源：航班管家、国金证券研究所

来源：移民管理局，国金证券研究所

预计需求端保持高个位数增长。过去正常年份我国民航客运量增速为双位数，考虑民航客运量基数增大，预计中期增速将降低至高个位数。(1) 悲观假设：预计2026年民航客运量为2019年的121%，同比增长3%，其中假设国内客运量同比增长3%，国际地区客运量同比增长5%（国内航司口径，下同）；(2) 中性假设：预计2026年民航客运量为2019年的122%，同比增长5%，其中假设国内客运量同比增长4%，国际地区客运量同比增长10%；(3) 乐观假设：预计2026年民航客运量为2019年的124%，同比增长6%，其中假设国内客运量同比增长5%，国际地区客运量同比增长15%。

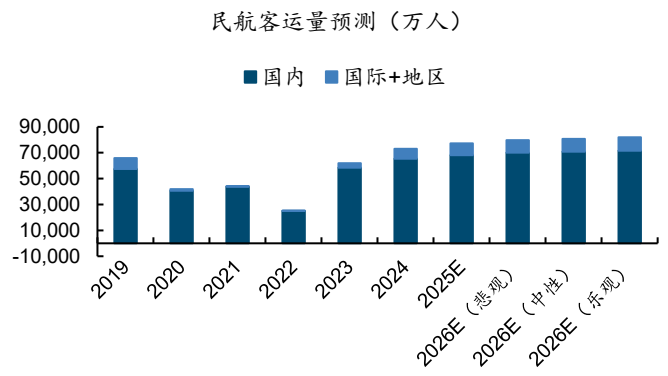


图表45：2020年前我国航空业保持双位数增长



来源：wind，国金证券研究所

图表46：2025E-2026E 民航客运量预测



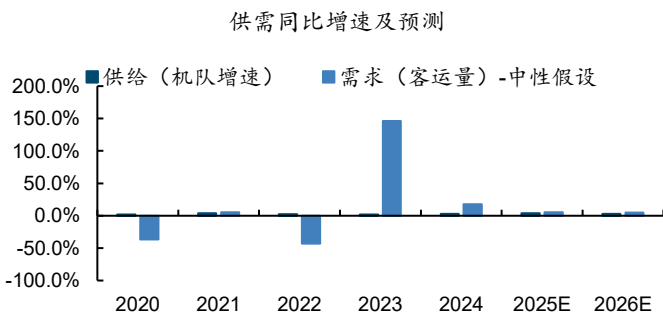
来源：wind，国金证券研究所

2.2.4 供需拐点将至，油汇因素或改善

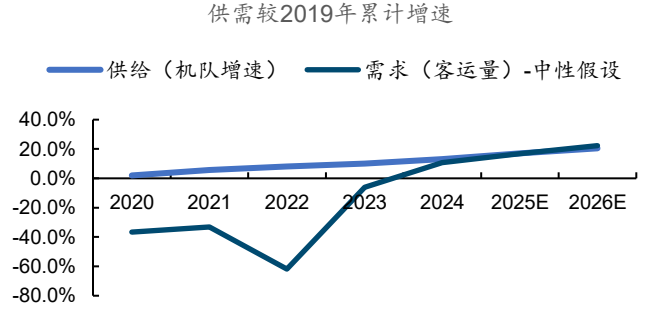
2025 年行业实现从供给相对过剩到供需拐点，预计 2026 年行业供需紧张。(1) 预计 2025 年，供给同比增长 3.7%，需求同比增长 5.5%；2025 年供给累计较 2019 年增速 17.4%，需求累计增速 16.8%；(2) 预计 2026 年，供给同比增长 3%，需求同比增长 4.7%；累计供给增长 20.9%，累计需求增长 22.3%，造成 1.4%供给缺口，预计 2026 年产能利用率（客座率、日利用率）超过 2019 年。

图表47：过去几年需求增速波动，未来有望逐步超过供给

图表48：2026 年需求有望超过供给



来源：wind，国金证券研究所

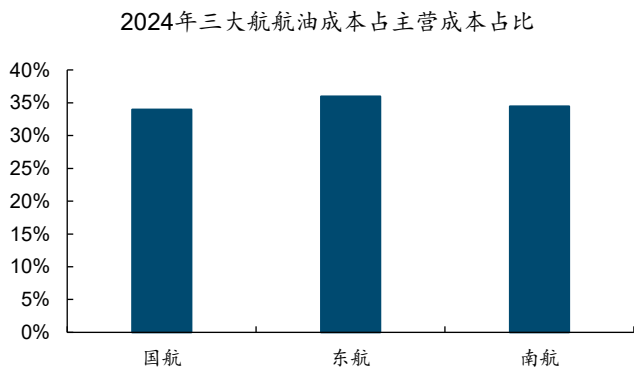


来源：wind，国金证券研究所

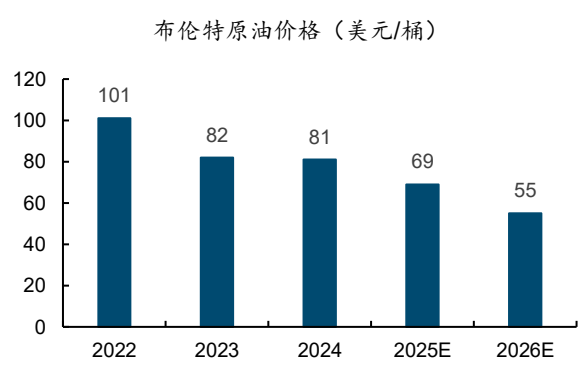
油汇因素或改善。(1) 油价：航司成本中燃油成本占比约三至四成，根据 EIA 预测，2026 年航司燃油成本有望降低。对于大航 1%的油价变动可降低 4-5 亿燃油成本，油价下降将释放当期利润。(2) 汇率：截至目前 Q4 人民币升值，汇率波动 1%可增加 2-3 亿利润。

图表49：航司成本中燃油成本占比约三至四成

图表50：美国 EIA 预测 2026 年油价将下降



来源：wind，国金证券研究所



来源：EIA，国金证券研究所

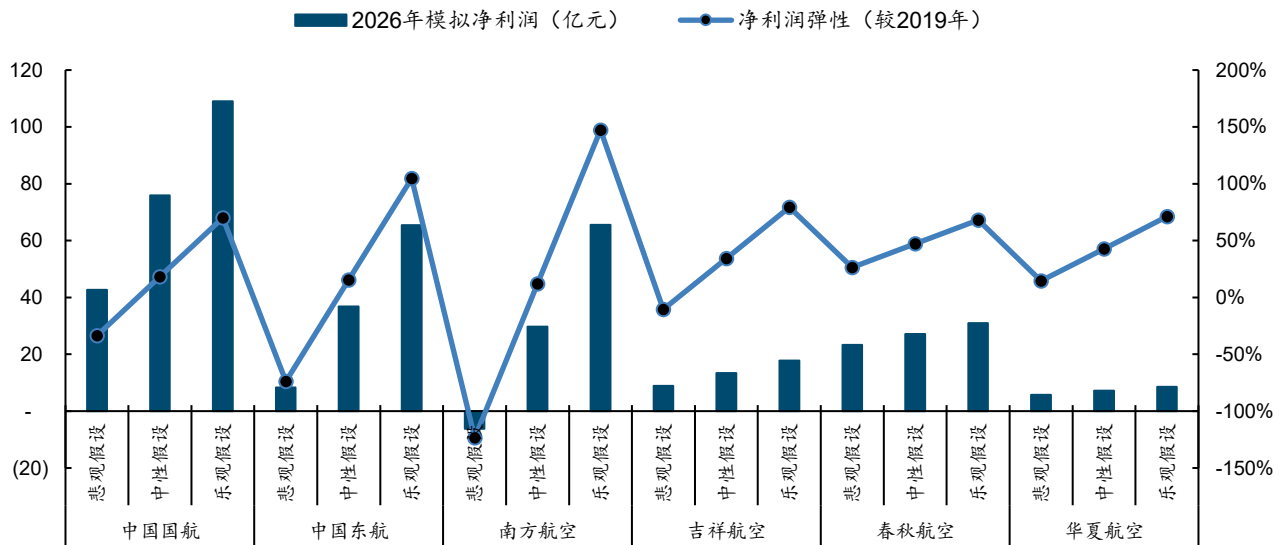


2.3 投资策略：看好可选消费的航空

2026年航司业绩有望增长。假设：(1) 悲观、中性、乐观情境下航司扣油客公里收益分别较2019年-5%、+0%、+5%；(2) 考虑机队规模增长。测算方法上，我们以2019年为基准，先按机队规模增幅对利润基数进行放大，得到基础净利润；再根据扣油客公里收益在不同情景下的变化幅度，对盈利进行相应的弹性调整，从而得到各情景下的模拟净利润。以2019年为基数，则2026年国航、东航、南航、吉祥航空、春秋航空、华夏航空的模拟净利润分别为76亿元、37亿元、30亿元、13亿元、27亿元、7亿元。考虑供需拐点将来临，我们预计2026年出现中性情境的概率较大。

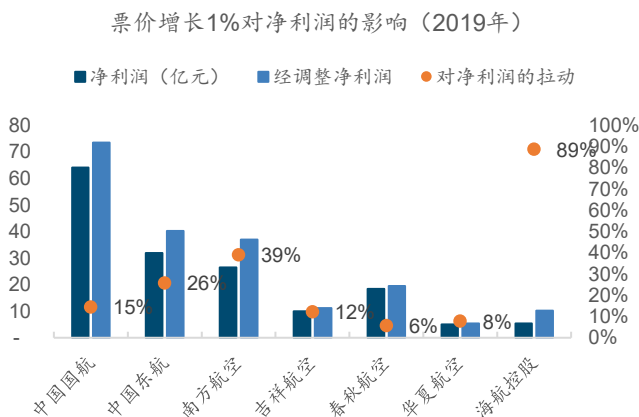
投资建议：大航司对票价、油价敏感性高，目前港股三大航估值较低，推荐中国国航 A+H、南方航空 A+H；民营航司盈利增长确定，推荐吉祥航空、春秋航空。

图表51：航司业绩弹性测算



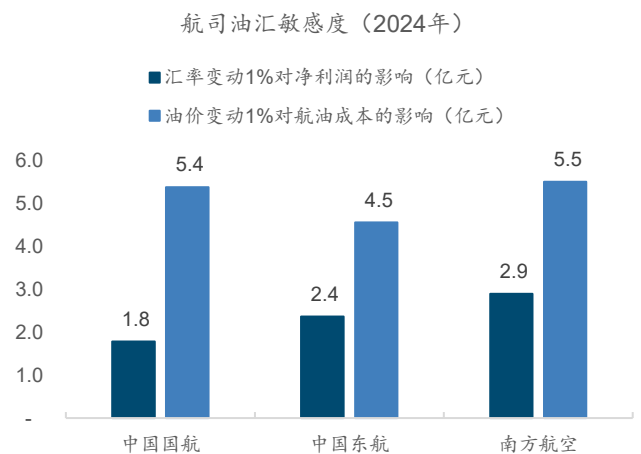
来源：公司公告，国金证券研究所

图表52：大航司票价敏感度高



来源：公司公告，国金证券研究所

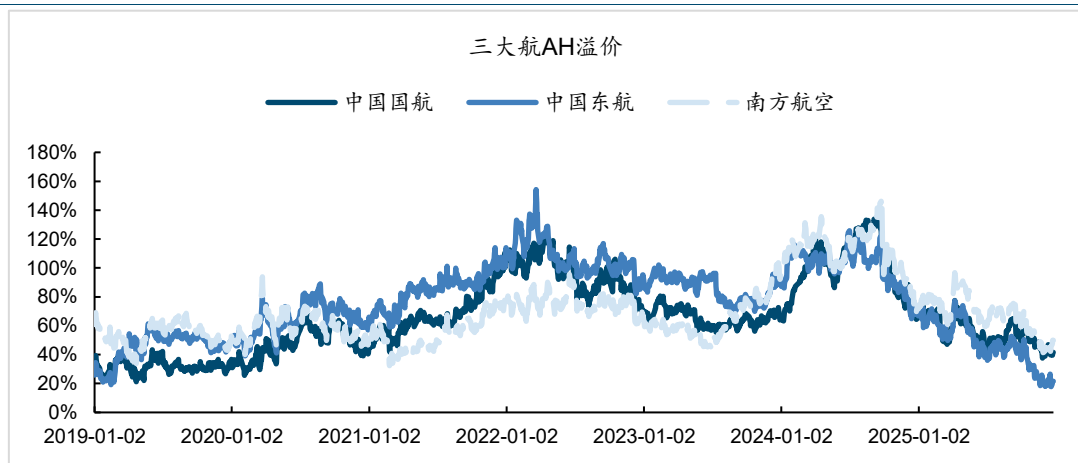
图表53：大航司油汇敏感度高



来源：公司公告，国金证券研究所



图表54: 三大航A/H溢价明显



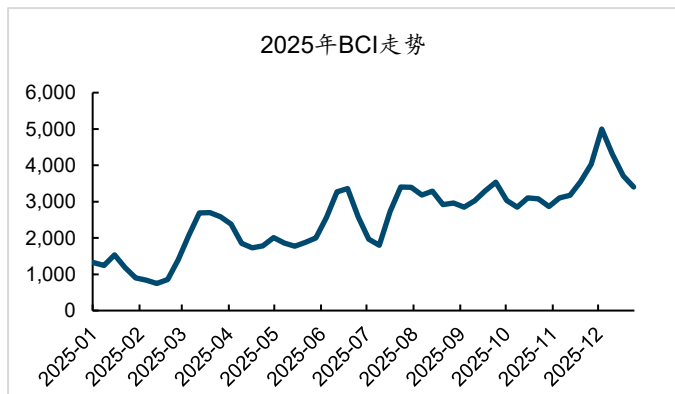
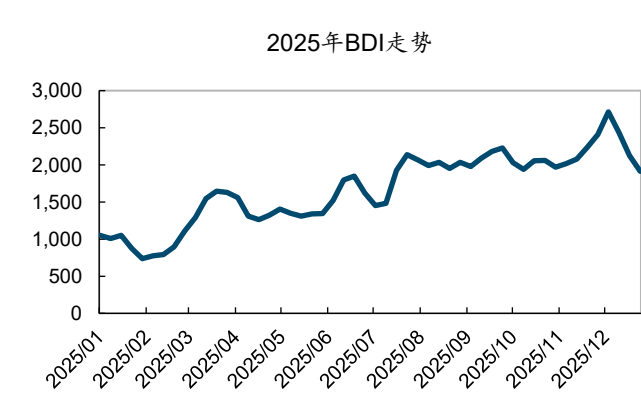
来源: wind, 国金证券研究所

三、干散货海运：长期逻辑渐趋清晰，结构增量逐步显现

干散货 2025 年运价持续上行。从运价表现看，干散货海运价在 2025 年末阶段涨幅突出。2025 年以来，波罗的海干散货指数 (BDI) 累计涨幅约 82%，其中四季度起指数明显抬升，由三季度中枢逐步上行至年末高。分船型看，海峡型船表现更为突出。2025 年以来 BCI 累计涨幅达 158%，显著跑赢 BDI 整体水平，且涨幅年末显著，反映长航程铁矿需求释放叠加供给端约束，对大船运力利用率形成了更直接的拉动。这一走势与此前对西芒杜项目拉长航程、抬升吨海里需求的判断高度一致，表明结构性需求变化已开始价格在端得到体现。

图表55: 2025 年 BDI 持续上涨

图表56: 2025 年 BCI 涨幅明显



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

注: 时间截至 2025 年 12 月 26 日

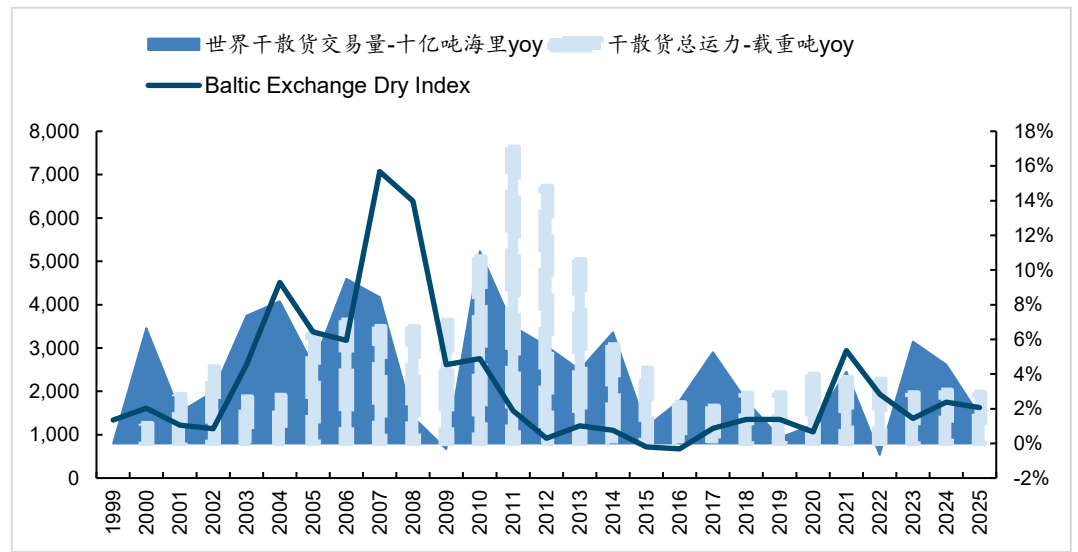
来源: 克拉克森, 国金证券研究所

注: 时间截至 2025 年 12 月 26 日

干散货历史运价回顾：运价波动本质由供需剪刀差主导。从长期历史看，干散货海运价的波动高度依赖需求增速与运力扩张节奏之间的相对变化。1999 - 2025 年间，每一轮运价上行均对应需求改善叠加运力扩张滞后，而运价下行阶段则普遍出现在运力集中释放、供给增速显著快于需求的时期。2003 - 2008 年中国需求快速增长而船队扩张滞后，推动 BDI 持续上行并创历史高点；2010 - 2016 年前期订单集中交付导致供给过剩，运价中枢显著下移；而公共卫生事件阶段则通过周转效率下降形成短期“有效供给收缩”，再度推升运价。整体而言，干散货海运价并非由单一事件驱动，而是对供需剪刀差变化的系统性反映。



图表57: 干散货历史复盘

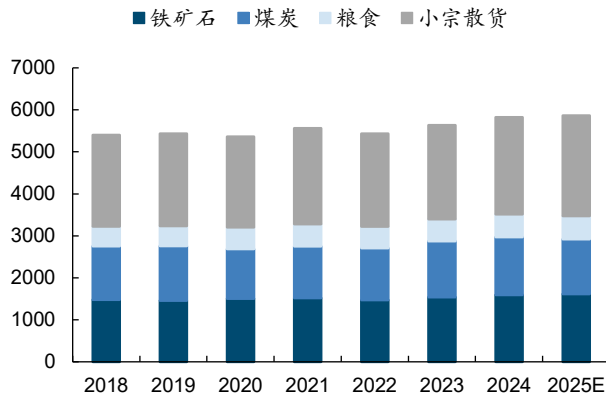


来源: 克拉克森, 国金证券研究所

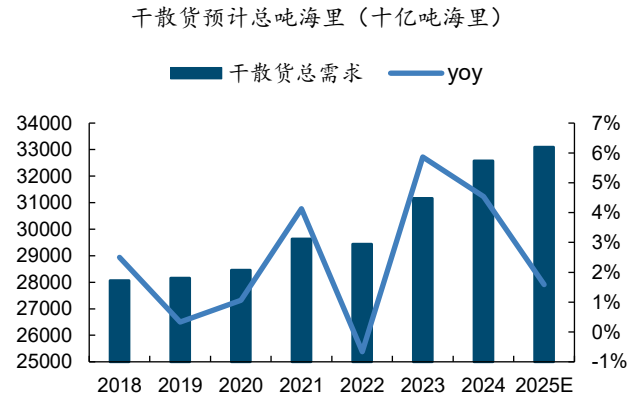
2025年, 全球干散货贸易预计保持温和增长。根据克拉克森预测, 干散货需求吨增速约+0.7%、吨海里增速+1.6%, 需求显著呈现“结构分化”特征。铁矿石需求维持稳定增长(+1%), 并在西非西芒杜项目推进下带来确定性的航程拉长效应, 成为支撑海峡型船市场景气的核心变量; 小宗商品受铝土矿、镍矿等多品类拉动保持较快增速(+4%), 对应支撑Supra/Handy船型基本面。相对而言, 煤炭贸易受能源转型影响仍为负增长, 对整体增速形成拖累。

图表58: 铁矿石和部分小宗商品稳定增长

图表59: 2025年预计全球干散货贸易吨海里增速+1.6%



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

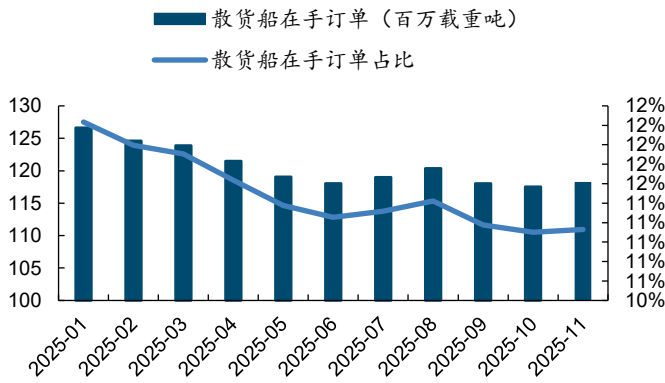


来源: 克拉克森, 国金证券研究所

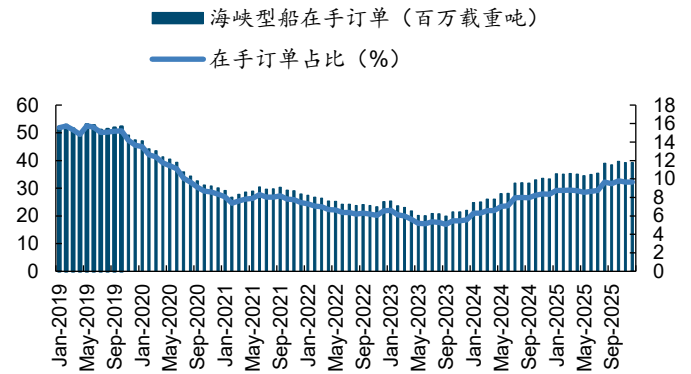
供给端: 全球干散货船在手订单水平持续维持低位。根据克拉克森数据, 截至2025年11月, Cape在手订单占比为9.6%, 整体干散货船在手订单为11%。低订单占比意味着未来2-3年内船队扩张有限, 供给侧约束有望强化运力利用率, 为船东盈利稳定提供坚实支撑。



图表60: 2025年11月散货船整体在手订单占比为11%



图表61: 2025年11月全球Cape在手订单不到10%

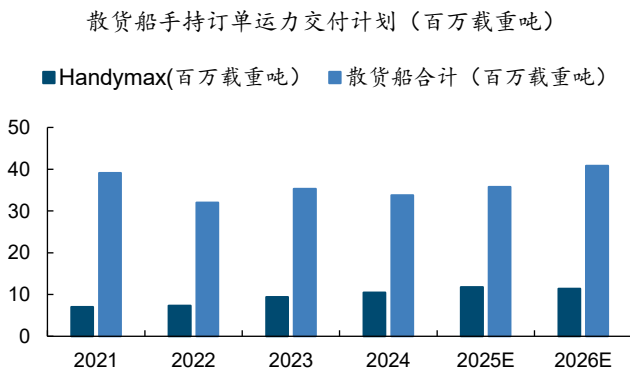


来源: 克拉克森, 国金证券研究所

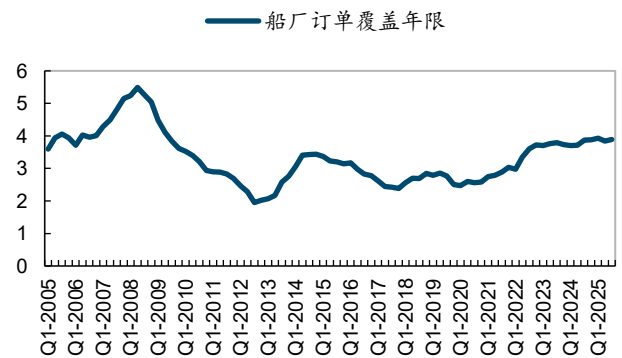
来源: 克拉克森, 国金证券研究所

全球干散货船舶新增运力释放节奏温和, 未来两年供给端压力有限。根据克拉克森数据, 2024 - 2026年散货船年均交付量约 3,300 - 4,000 万载重吨, 结构性供给扩张相对温和。与此同时, 2025Q3 全球船厂订单覆盖年限约为 3.9 年, 船厂产能饱和、短期新增订单释放空间有限。散货船队总体扩张受抑, 新运力供给难以形成系统性过剩, 为市场维持良性运价与船东盈利奠定基础。

图表62: 散货船运力交付相对有限



图表63: 2025Q3 船厂订单覆盖年限为 3.89 年



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

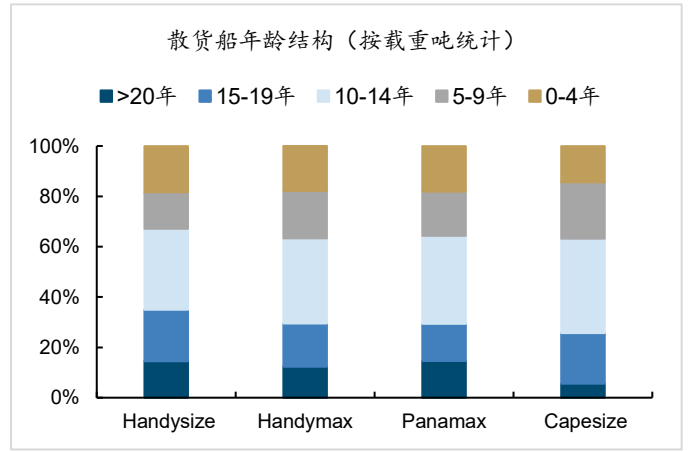
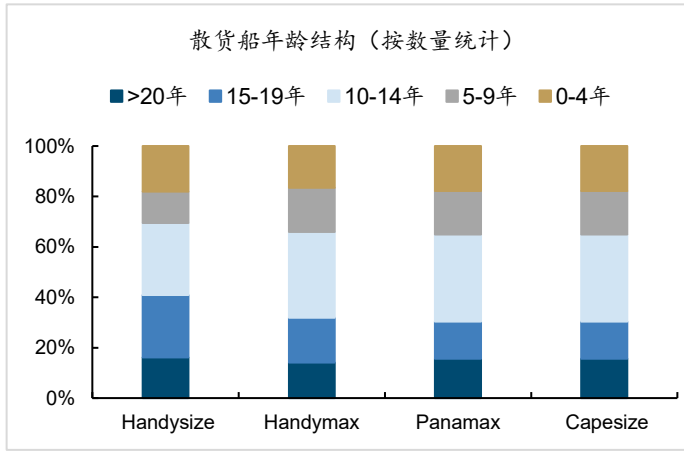
来源: 克拉克森, 国金证券研究所

全球散货船船队老龄化显著, 中小型船老龄化压力更突出。从全球船队结构来看, 散货船年龄结构呈现明显 | 老龄化趋势。按船舶数量口径统计, 10 年以上船龄占比普遍超过 60%, 其中 Handymax、Panamax 及 Capesize 各自超过 65% 处于 10 年以上服役阶段, 而 >20 年船龄船舶在各船型中均占据约 14% - 16%, 已接近或达到提前退役门槛。按载重吨口径观察亦呈一致特征, 同时 Handysize、Handymax 分别有 35%、30% 分布在 15 年以上的使用年限区间, 比例高于 Panamax 及 Capesize, 老龄化压力更加突出。



图表64: 10年以上船龄占比普遍超过60%

图表65: Handysize、Handymax 老龄化压力更突出

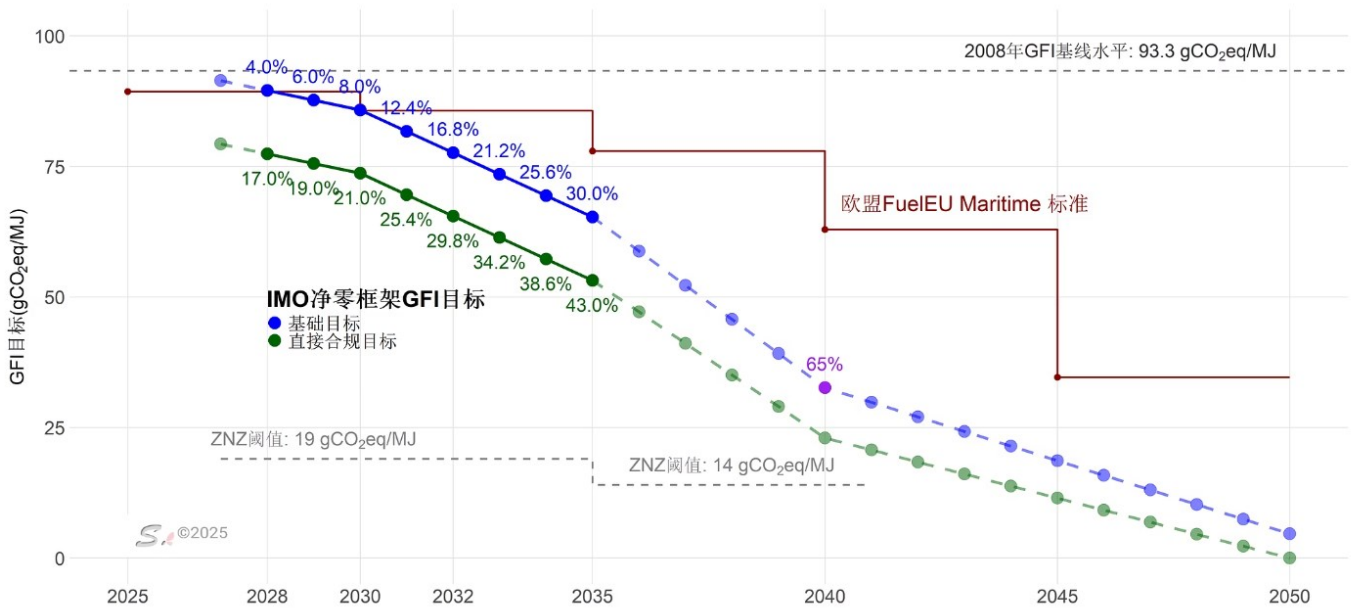


来源: 克拉克森, 国金证券研究所

来源: 克拉克森, 国金证券研究所

环保监管压力正在成为推动船队更新的核心驱动力。根据 IMO 净零框架目标呈现“前缓后急”的下降路径: 2030 年前每年下降约 4 个百分点, 2030 - 2040 年间加速至年均 7 个百分点, 到 2035 年、2040 年分别实现较 2008 年基线下降 38.6% 与 65%, 并在 2050 年前后实现温室气体净零排放。这一进程明显快于此前国际航运脱碳路径预期, 也与欧盟 FuelEU Maritime 标准趋于一致。政策趋严意味着现有船队若无法满足能效指数 (EEXI) 及碳强度 (CII) 要求, 将在未来十年内加速退出, 推动高效、低碳新船需求持续释放, 行业船舶更新节奏有望提速。

图表66: IMO 净零框架 GF 目标

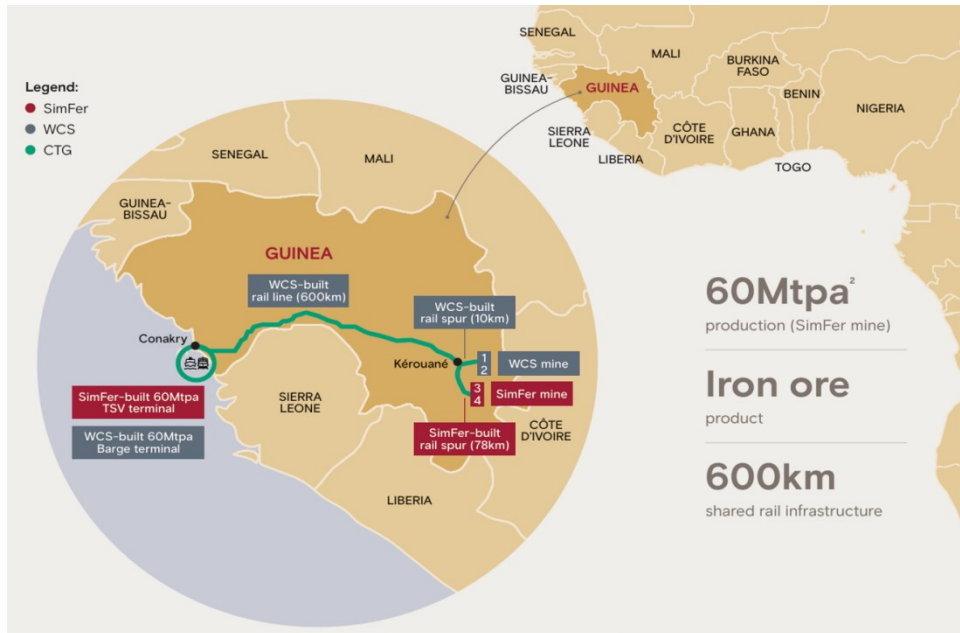


来源: 《国际海事组织净零框架概述》, 国金证券研究所

西芒杜项目有望带来增量。西芒杜项目完全建成后, 两个矿区合计设计产能达 1.2 亿吨/年, 力拓方面预计, 南部区在 2030 年前逐步爬坡至 6000 万吨规模。北部区块同步加速开发, 整体项目的完全达产将成为 2030 年前全球铁矿供给的关键增量之一。



图表67: 西芒杜项目示意图

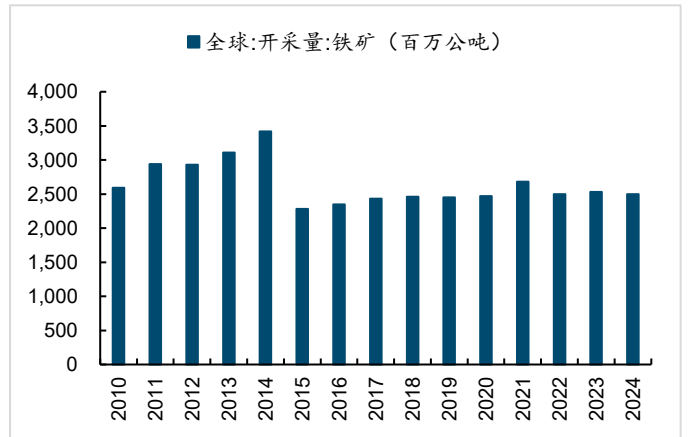
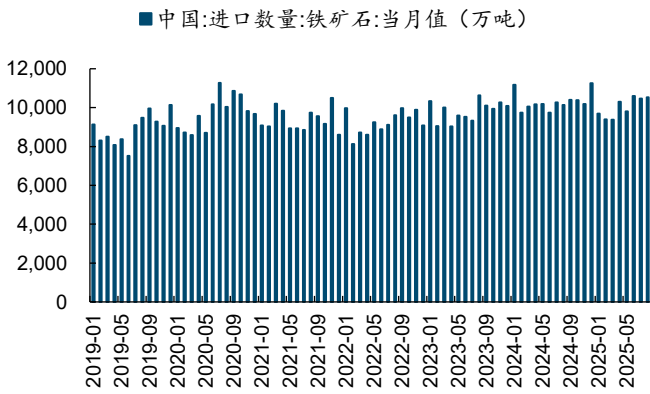


来源: RioTinto, 国金证券研究所

西芒杜项目的产能规模在全球铁矿石格局中具备显著边际影响。项目建成后设计总产能为 1.2 亿吨/年，对比 2024 年全球铁矿石开采量约 25 亿吨，相当于全球供给的约 4.8%；若以中国 2024 年铁矿石进口量 12.37 亿吨计，则对应约 9.7% 的进口需求占比。该项目的全面投产预计将在全球供给体系中形成结构性增量，尤其在高品质矿石供给偏紧的背景下，有望将对铁矿石进口来源多元化及成本中枢形成深远影响。

图表68: 2024 年中国铁矿石进口数量为 12.37 亿吨

图表69: 2024 年全球铁矿石开采数量为 25 亿吨



来源: Wind, 国金证券研究所

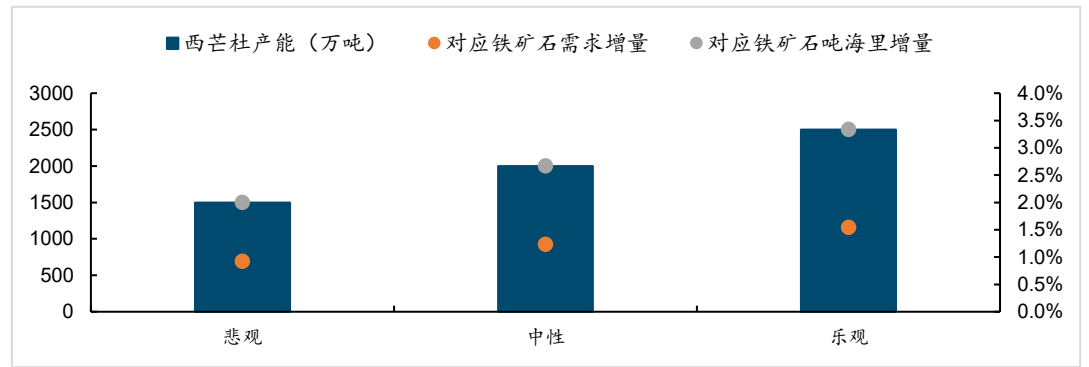
来源: Wind, 国金证券研究所

从运输半径来看，西芒杜铁矿进入中国市场将显著拉长海运航程。相较澳洲主流矿源，其运输成本具备天然上行压力。以典型航线测算，根据 Searoutes 数据，黑德兰（澳大利亚）至青岛港航程约 3,541 海里，而科纳克里（几内亚）至青岛港航程高达 11,182 海里，航距约为澳洲航线的 3.2 倍。这意味着西芒杜铁矿运输需经由好望角进入印度洋，再北上东亚，航程更长、周期更久。中长期看，随着西芒杜产量释放，中国港口铁矿石运输结构将出现“远程化”趋势，推动海运费率、航线结构及船型利用率的重新平衡。

在不同投产节奏假设下，我们对 2026 年西芒杜项目对铁矿石需求的边际影响进行了情景测算。悲观情景下，假设西芒杜年产量约 1500 万吨，对应全球铁矿石需求增量约 0.9%；考虑几内亚至中国航线较澳洲主流矿源显著拉长，其对应的铁矿石吨海里需求增量仍可达到约 2.0%。中性情景下，西芒杜年产量约 2000 万吨，对应铁矿石需求增量约 1.2%，吨海里需求提升约 2.7%；乐观情景下，若年产量提升至 2500 万吨，对应铁矿石需求与吨海里增量分别约 1.5% 与 3.3%。



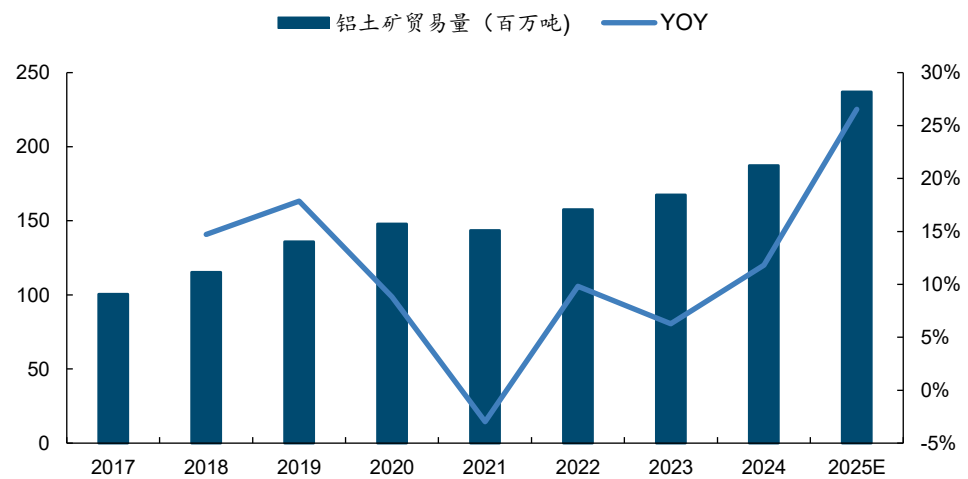
图表70: 2026年西芒杜项目弹性测算



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

南亚铁矿石需求增速显著抬升。根据克拉克森数据, 印度海运铁矿石进口量在 2024 年约 3.9 百万吨, 预计 2025E 将跃升至 8.8 百万吨, 同比+126%, 2026E 进一步增至 12.3 百万吨, 同比 +40%, 呈现出明显的高增速扩张态势。南亚进口需求的加速增长, 一方面强化了铁矿石贸易的增量贡献, 另一方面也有望在区域航线与船型结构层面抬升有效运力需求, 为干散货运价中枢提供额外支撑。

图表71: 印度海运铁矿石进口量增长显著



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

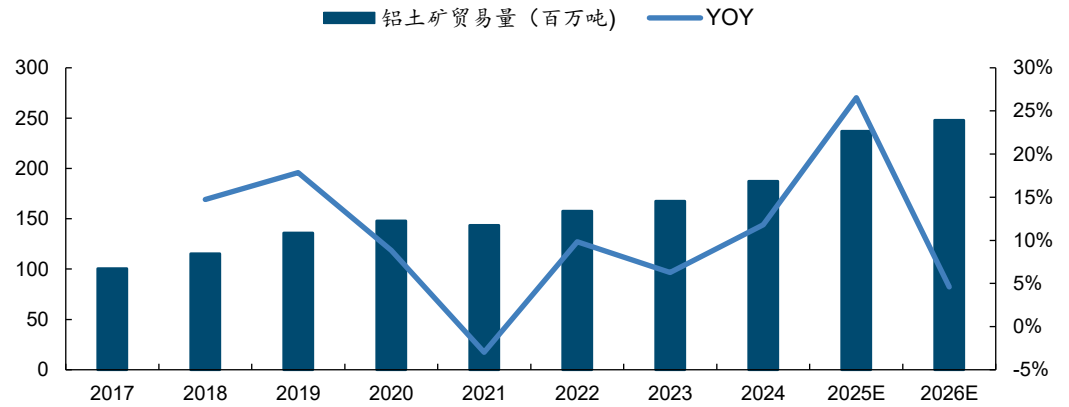
铝土矿: 类似于下西芒杜项目, 几内亚长航程化带来的吨海里增量。2017 - 2024 年全球铝土矿贸易量由 1.01 亿吨升至 1.87 亿吨, 2024 年同比+12%; 结构上, 几内亚出口由 4,270 万吨提升至 1.28 亿吨 (2024 年同比+11%), 预计 2025 年同比增长 33%, 增量贡献显著; 澳洲出口仅由 2,600 万吨升至 4,090 万吨 (2024 年同+17%), 两国为主要的铝土矿出口国家。对应需求端, 中国进口由 6,870 万吨升至 1.592 亿吨 (2024 年同比+13%), 2025 年预计同比增长 32%, 继续充当全球海运贸易的“锚”, 并与几内亚供给放量形成强绑定。

类似于西芒杜铁矿石逻辑, 同样一吨铝土矿, 几内亚航线对有效运力的占用显著高于澳洲航线。几内亚—中国属于典型远洋长航程, 而澳洲—中国相对中短航程, 导致在吨相近的情况下, “吨×距离”对船舶周转与有效运力占用的边际影响更大。由此, 铝土矿的市场影响已从单纯的小宗散货“量增”逻辑, 逐步转向以贸易流长航程化驱动的吨海里再定价逻辑, 尤其在运力偏紧或周转受扰时更容易体现为运价弹性。

2026 年增长台阶有望继续抬升, 关键看几内亚发运兑现与中国进口节奏。若几内亚端发运在雨季、港口效率、政策执行等扰动下出现波动, 或中国端补库与开工节奏偏弱, 则贸易量与吨海里对运价的传导会阶段性打折; 反之, 一旦发运提速与长航程占比继续抬升, 铝土矿对运力占用与运价弹性的边际贡献会更集中释放。

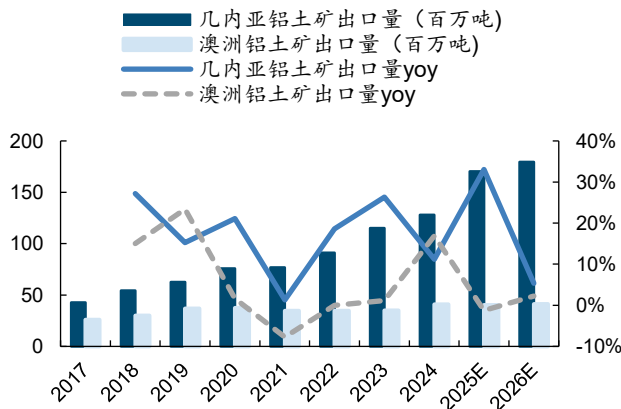


图表72：2025年铝土矿贸易量实现高增长

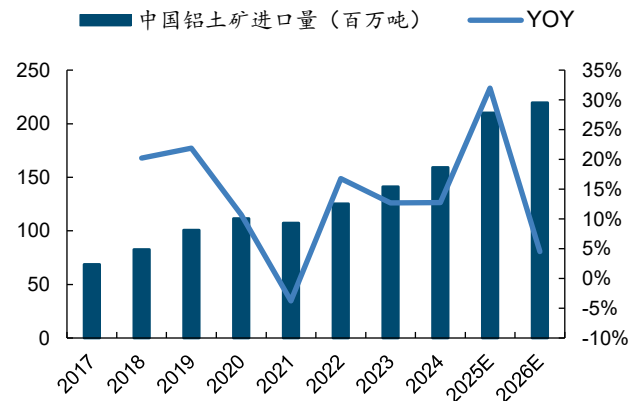


来源：克拉克森，国金证券研究所

图表73：2025年几内亚铝土矿出口量增长显著



图表74：2025年中国铝土矿进口量增长显著



来源：克拉克森，国金证券研究所

来源：克拉克森，国金证券研究所

需求端：预计 2026 年全球干散货需求量同比增长约 2.0%，吨海里需求同比增速约 3.5%。分货种看，铁矿石需求同比增长 1.9%，煤炭需求同比下降 1.0%，粮食需求同比增长 4.4%，小宗散货需求同比增长 3.3%。

供给端（2026E）：预计 2026 年干散货船队运力同比增长约 3.5%。分船型看，好望角型船队同比增长 2.3%，巴拿马型同比增长 4.7%，大灵便型同比增长 4.2%，小灵便型增速约 3.5%。

图表75：预计2026年干散货增速为3.5%

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
需求端									
铁矿石	1,540	1,593	1,617	1,647	1,687	1,737	1.9%	2.4%	3.0%
煤炭	1,332	1,387	1,332	1,319	1,312	1307	-1.0%	-0.5%	-0.4%
粮食	520	545	545	569	576	582	4.4%	1.2%	1.0%
大宗散货合计	3,392	3,525	3,494	3,535	3,575	3,626	1.2%	1.1%	1.4%
小宗散货	2,236	2,312	2,397	2,476	2,549	2600	3.3%	2.9%	2.0%
干散货合计	5627	5837	5891	6011	6124	6225	2.0%	1.9%	1.7%
yoy	3.7%	3.7%	0.9%	2.0%	1.9%	1.7%			
吨十亿海里	31.14	32.6	33.17	34.34	35.50	36.62			
yoy	5.8%	4.7%	1.8%	3.5%	3.4%	3.2%			
供给端									

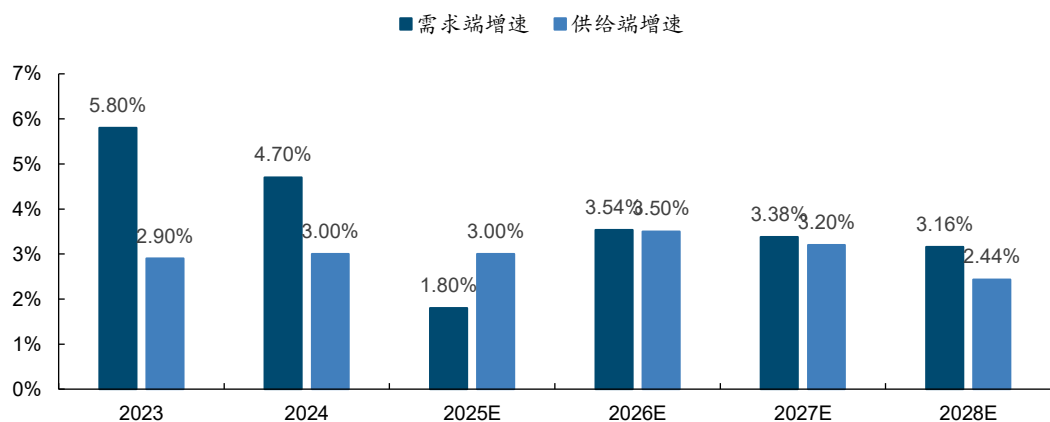


	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
好望角型	394	401	407	416	427	440	2.3%	2.5%	2.9%
巴拿马型	254	262	272	285	296	304	4.7%	4.0%	2.6%
大灵便型	235	244	255	266	277	282	4.2%	4.1%	1.8%
小灵便型	122	127	132	137	140	142	3.5%	2.0%	1.1%
合计	1,005	1,035	1,066	1,104	1,139	1167	3.5%	3.2%	2.4%
yoy	2.9%	3.0%	3.0%	3.5%	3.2%	2.4%			

来源：克拉克森，国金证券研究所

预计 2026 年供需关系边际改善。(1) 预计 2025 年，干散货吨海里需求同比增长 1.8%，散货船队供给同比增长 3.0%，供需增速差为-1.2pct；(2) 预计 2026E 年，干散货吨海里需求同比增长 3.54%，散货船队供给同比增长 3.5%，供需增速差为 0.4pct，同时预计未来三年需求有望持续超过供给。

图表 76：预计 2026 年需求超过供给

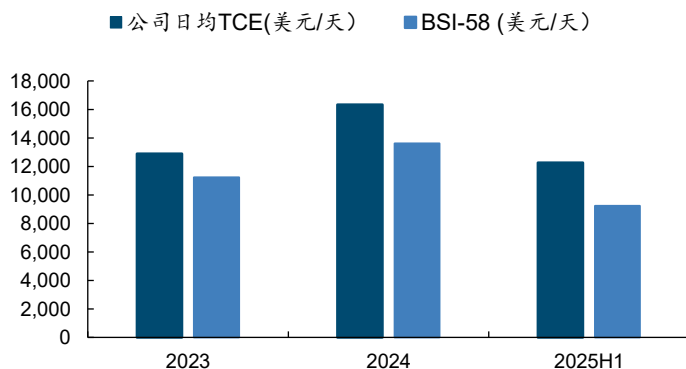
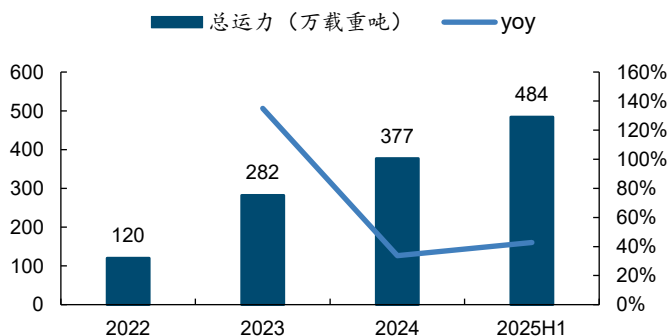


来源：克拉克森，国金证券研究所

建议关注海通发展：运力扩张稳健，船队升级带动业绩弹性：1) 公司为国内民营干散货航运龙头之一，船队结构以大灵便型为基础，并在近两年加速配置巴拿马型及好望角型船舶，预计未来三年将维持稳健的扩船节奏；2) 公司当前处于资本开支上行周期，平均日均 TCE 高于行业 20% - 30%，随着运力持续扩张，有望呈现强劲业绩弹性。

图表 77：2025H1 公司总运力为 484 万载重吨

图表 78：公司日均 TCE 持续领先行业



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

四、油运：有效供给受限，需求端驱动仍在

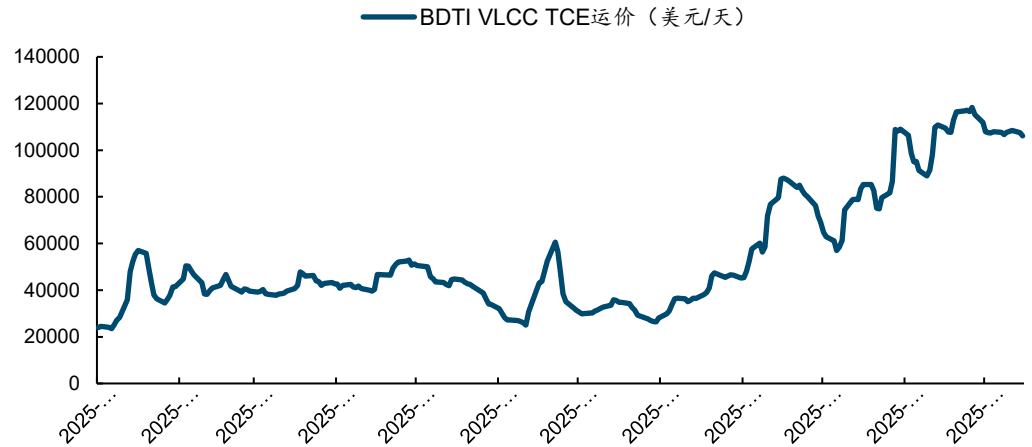
4.1 运价复盘：8 月以来利好持续叠加，运价连续跳涨

2025 年 8 月以来，油运市场运价开启连续跳涨，核心逻辑是国际制裁加重下，需求从黑油市场转到了合规市场。1-7 月由于淡季需求疲软，VLCC 运价在 4 万美元左右震荡。8 月，西非政局稳定后原油增产货盘释放、巴西原油增产，两地激增的订单推升运价提高。8 月后，①OPEC+在中东用油旺季后增产的货量转化为油运货盘；②美国对于印度关税



威胁，使得印度减少俄油采购，日均采购量从 180 万桶向年底 80 万桶目标缩减。这部分需求由合规市场替代。③青島码头、日照石化等收到英美制裁等影响，减少对于伊朗黑油进口，黑油转白油逻辑下，对合规市场的需求再次增加。BDTI VLCC TCE 运价涨至最高约 12 万美元。

图表79：8月以来运价持续上涨

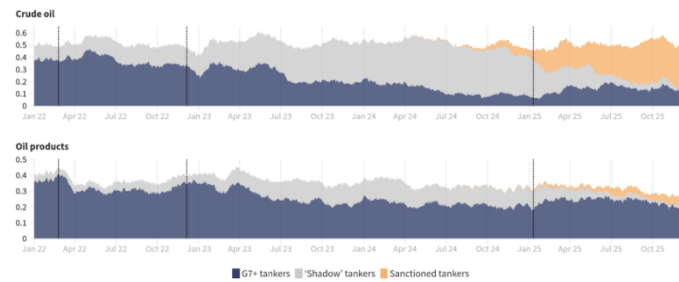


来源：克拉克森，国金证券研究所

4.2 黑船市场供给大幅增加，需求下滑，利好合规市场

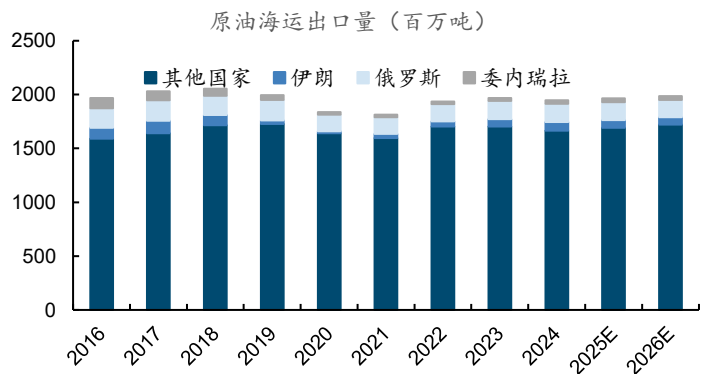
黑船市场/影子船队是近年来欧美制裁其他国家出现的产物。近年来，欧美加大对俄罗斯、伊朗、委内瑞拉等国家原油贸易的制裁，运输方面，欧美通过切断金融、保险、法律服务等方式对涉及这些国家的油运船舶进行制裁。被制裁的船舶并没有直接出清，而是通过规避监管追踪继续服务于不合规市场需求。俄乌冲突之后，俄罗斯为了突破 60 美元/桶的价格上限，大量使用影子船队。俄罗斯、伊朗、委内瑞拉的原油海运出口量占比达到 14.5%，其中主要的出口对象是中国、印度等地，相对应替代了合规市场从中东、墨西哥湾等地的运输需求。黑船市场与合规市场成为两个相对对立的市場，双方的需求和供给此消彼长。

图表80：2023年起黑船在俄罗斯原油出口中占比增加



来源：CREA，国金证券研究所

图表81：俄罗斯、伊朗、委内瑞拉原油出口量占比 14.5%

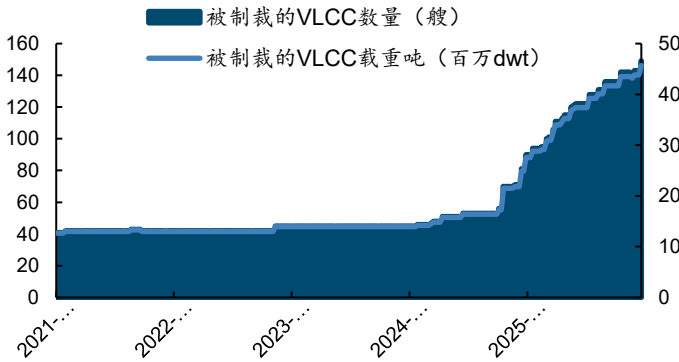


来源：克拉克森，国金证券研究所

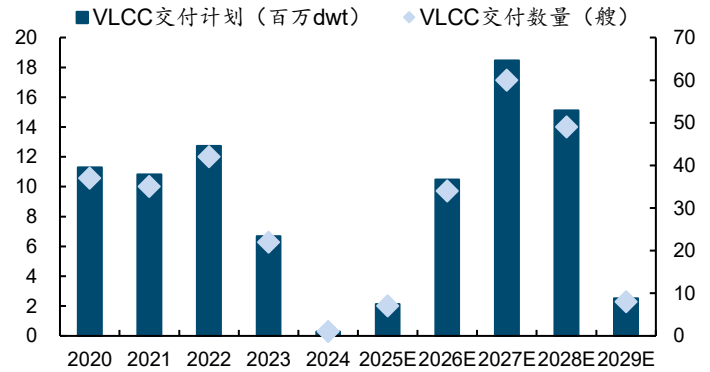
美国制裁加速合规市场可用运力减少。2024 年以来，美国不断加大对于俄罗斯、伊朗、委内瑞拉原油贸易的制裁。2024-2025 年，新增制裁 VLCC 数量为 104 艘，合计运力为 3177 万载重吨，这些运力流向黑船市场，即合规市场运力减少 3177 万 dwt。而 2024-2025 年新增的 VLCC 交付数量预期为 8 艘，合计 244 万 dwt。因此两年合规市场减少运力 2933 万 dwt，占当前 VLCC 总量的 10.5%。单看 2025 年合规市场运力减少 1597 万 dwt，占船队的 5.7%。展望 2026 年，VLCC 运力交付预期为 34 艘，合计运力 1048 万 dwt，VLCC 合规市场的运力增量为 3.7%，仍不及 2025 年减少的运力。



图表82：2024-2025 年被制裁的 VLCC 增加 104 艘



图表83：2024-2025 年 VLCC 预期新增交付量为 8 艘



来源：克拉克森，国金证券研究所

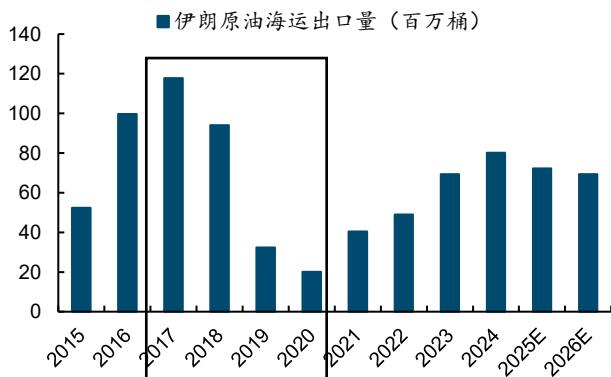
来源：克拉克森，国金证券研究所

美国制裁使得原油运输需求从黑船市场转移到合规市场，利好合规市场需求。美国政府除了针对原油卖方制裁外，也会对原油买方实施二级制裁，试图让买方减少黑油进口。例如 2025 年下半年对于中国部分港口制裁以及对于印度的关税恐吓。2025 年上半年印度从俄罗斯进口原油需求日均 180 万桶，美国关税威胁后，对于俄油进口需求降低。Kpler 预测 12 月进口量可能先降至 80 万桶/日。若制裁没有扩大，2026 年印度对俄罗斯原油进口量可能在 100-150 万桶/日。而这部分减少的俄油需求将由合规市场需求替代。由于接收方拒收黑油，11-12 月俄油和伊油的海上浮舱增加，进一步佐证需求“黑油转白油”逻辑。

我们预期 2026 年制裁持续，利好合规市场。特朗普 2017-2020 年执政期间，对于伊朗原油出口打击持续，出口每年减少。考虑其政策持续性，我们预期 2026 年制裁持续，“黑油转白油”逻辑仍会利好合规需求增加。

图表84：特朗普执政期间伊朗海运原油出口持续下降

图表85：黑油海上囤积导致 VLCC 浮舱数量增加



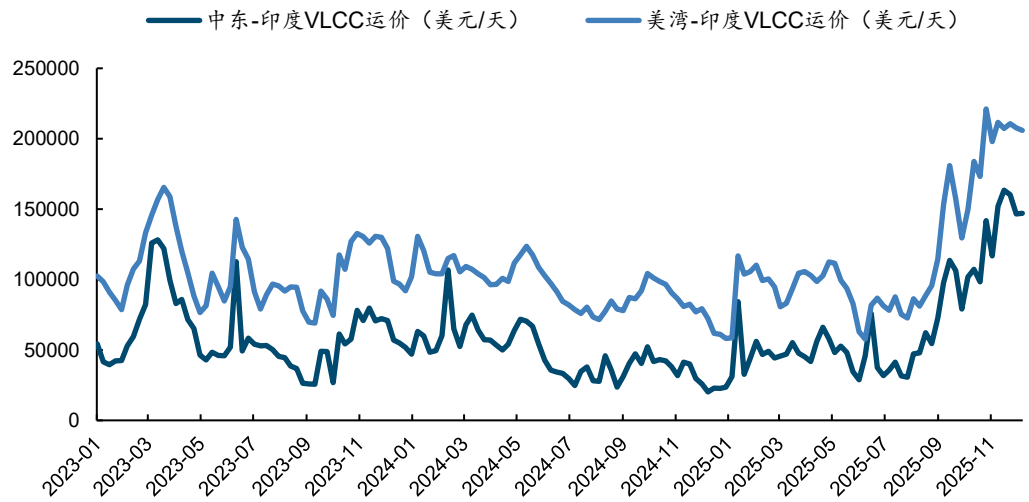
来源：克拉克森，国金证券研究所

来源：克拉克森，国金证券研究所

单看印度“黑油转白油”就可以带来合规市场 VLCC 1.9%的用船需求增长。2025 年上半年印度从俄罗斯进口原油需求日均 180 万桶，美国关税威胁后，从俄罗斯进口的需求到年底将降至日均 80 万桶。Kpler 预测 12 月进口量可能先降至 80 万桶/日。若制裁没有扩大，2026 年印度对俄罗斯原油进口量可能在 100-150 万桶/日。若按照 100 万桶假设，则一整年会有 2.9 亿桶的原油需求从黑船市场转移至合规市场。如果用中东的原油替代，一年可以往返 12-15 航次。一艘 VLCC 单次运载约 200 万桶原油，则一艘 VLCC 承载 2600 万桶。如果用美湾、南美等长航线的原油替代，则往返 65-70 天，假设全年 5 航次，则一艘 VLCC 承载 1000 万桶。假设俄油 70%由中东替代，30%由长航线替代，则需要 17 艘 VLCC 合规市场运力，需求占比约 1.9%。我们认为尤其在 1H2026 由于基数影响，“黑转白”带来的需求增速会快于下半年。



图表86: 印度从中东和美湾的进口需求提升

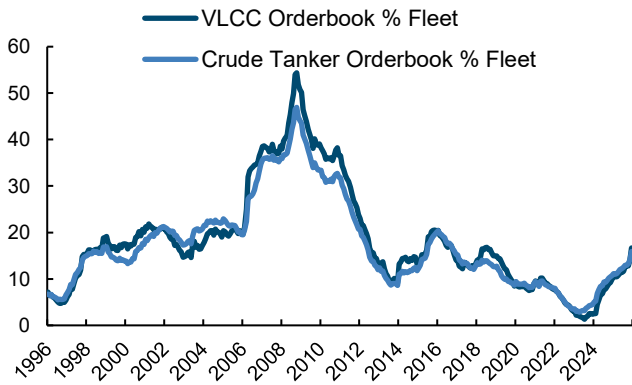


来源: 克拉克森, 国金证券研究所

4.3 供给端: 2026 年交付数量少, VLCC 运力主要在下半年交付

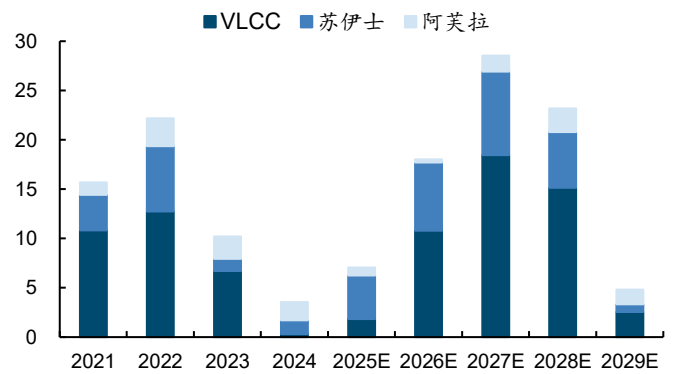
油轮供给端增速较慢, 支撑 2026 年景气度。截至 2025 年 12 月, 目前原油轮在手订单水平约为 15.9%, 占比处于历史偏低水平。2026-2028 年, 预计原油轮交付的运力分别为 1803 万 dwt、2853 万 dwt、2319 万 dwt, 运力占比分别为 3.9%、6.4%、5.0%。其中, VLCC 的在手订单水平为 16.7%, 2026-2028 年分别交付 34 艘、60 艘、49 艘, 运力占比分别为 3.7%、6.6%、5.4%。2026 年原油轮供给端增速为 3.9%, 增速较缓慢, 若考虑黑船市场持续扩大, 则供给端增速或进一步放缓。

图表87: 原油轮在手订单占现有运力比例为 15.9%



来源: 克拉克森, 国金证券研究所

图表88: 2026 年原油轮手持订单交付运力 1803 万 dwt



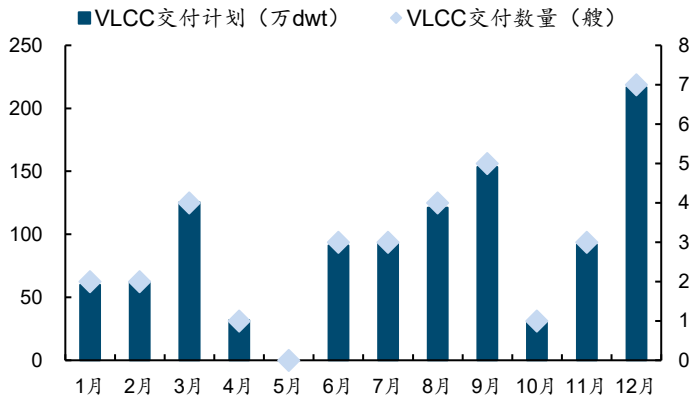
来源: 克拉克森, 国金证券研究所

供给端看 2026 年上半年供需关系更好。根据克拉克森, 2026 年 VLCC 合计交付 35 艘, 其中上半年交付 12 艘, 下半年交付 23 艘, 运力集中交付在下半年。叠加 2025 年上半年印度从俄罗斯日均进口原油 180 万桶, 假设 2026 年上半年日均进口量为 100 万桶, 上半年需求增速较好, 因此我们判断上半年尤其 Q1 或出现淡季不淡的行情。

拆船角度看, 运价和拆船数量往往呈现负相关关系。尽管当前 VLCC 船型 20 岁以上的船龄占比已经达到了 19%, 但由于运价表现较好, 叠加黑船市场需求旺盛, 2023-2025 年鲜有拆船情况。2026 年或延续拆船较少的趋势, 但拆船也是调节运力较好的手段。若俄乌冲突结束, 大量老旧黑船涌入合规市场, 盈利水平难以支撑其运营, 可能会出现大量老旧船舶拆解。

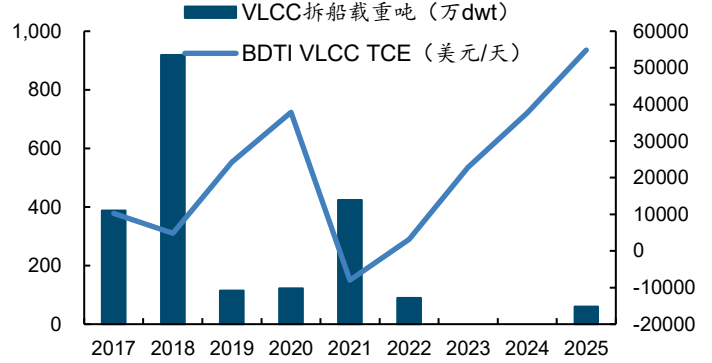


图表89：2026年VLCC交付主要在下半年



来源：克拉克森，国金证券研究所

图表90：运价水平和拆船数量呈现负相关

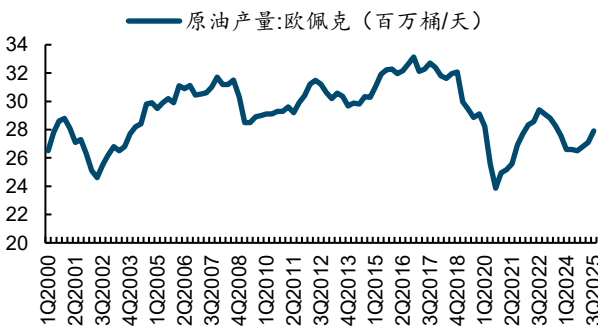


来源：克拉克森，国金证券研究所

4.4 需求端：OPEC增产持续，油价下滑带动补库需求

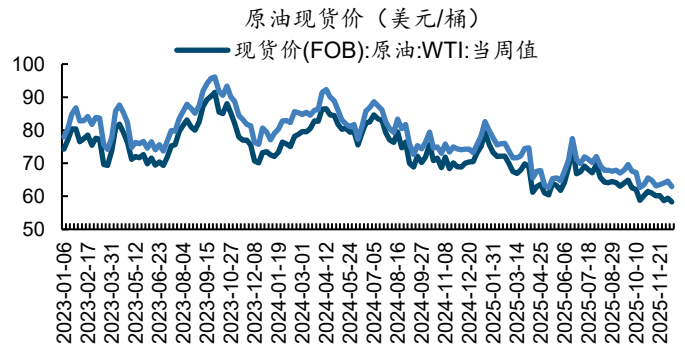
OPEC增产作用至海运端，2026年增产有望持续。OPEC+于2025年5-9月均保持较高增产产量，10-11月小幅增产。由于夏季是中东及欧美的用油旺季，因此OPEC+增产对海运量传导并不显著。9月后增产产量传到至海运端，带动海运量增加，叠加进入Q4旺季，运价出现较好弹性。展望2026年，尽管Q1暂停增产，但OPEC+增产大概率会在2026年第二季度继续进行。按照增产计划，即便165万桶/日的增产目标不会全部完成，2026年也必然还会进行多个月份的增产。由于美国控通胀，页岩油增产，OPEC增产持续，原油价格持续走低。目前难以看到2026年油价强势上涨动力，我们认为低油价将利好补库需求，同时商业石油库存处于偏低水平，利好补库带来的油运需求。

图表91：OPEC持续增产支撑需求



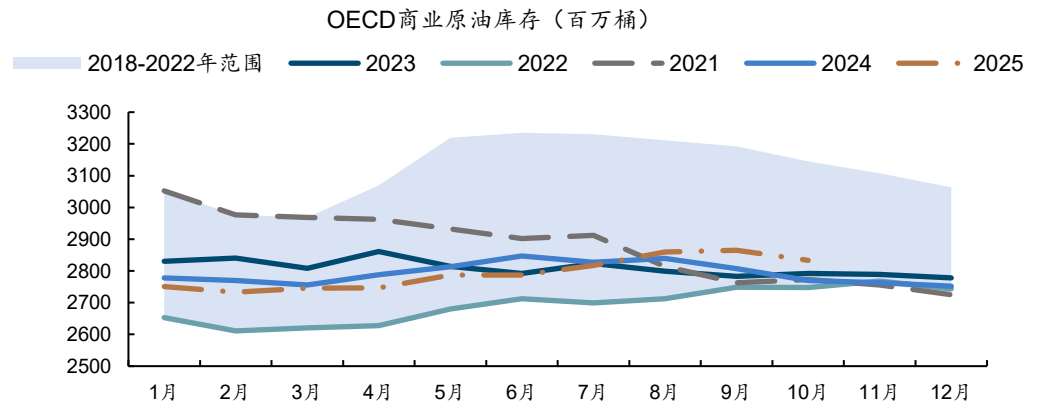
来源：克拉克森，国金证券研究所

图表92：原油价格持续走低利好补库需求



来源：克拉克森，国金证券研究所

图表93：当前石油库存处于偏低水平



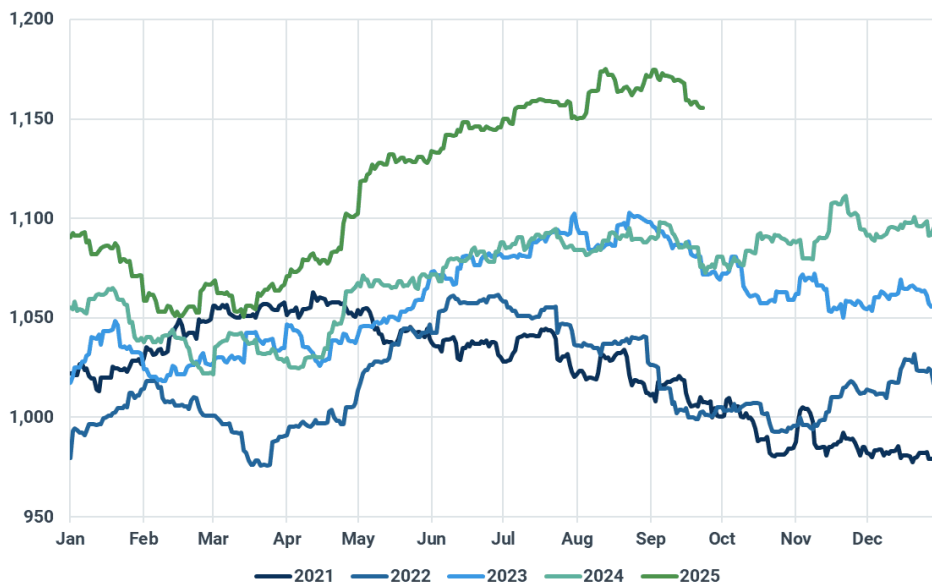


来源：Wind，国金证券研究所

从结构来看，油价近端若形成 Contango 结构（近月价格低于远月价格的升水结构），将因套利经济性刺激补库行为，但中国战略库存补库更侧重油价水平，不受远期曲线影响。今年补库节奏已出现转折，二季度以补库为主，三季度至四季度转入去库阶段，10月延续去库态势；11-12月本国能源法生效面临较大补库压力，但受港口及贸易公司制裁影响，补库节奏被迫延缓。

部分机构预期 2026 年中国补库节奏将明显加快，SPR（战略石油储备）与商业库存合计补库量有望达到 90 万桶/日，核心原因是明年市场供应过剩预期下，油价大概率处于低区间波动，形成理想的补库窗口期。

图表 94：中国原油库存



来源：kpler，国金证券研究所

拉美增产拉长运距。根据克拉克森，拉美地区的巴西 2026-2027 年产量增速预计分别为 6%、9%，圭亚那地区产量增速分别为 31%、23%，拉美地区在 2026 年预期产量增速为 6%，显著快于全球平均水平 1%。拉美地区占全球原油出口 7.8%，其产量快速增加带动原油长距离运输需求增加，利好吨海里需求。

此外，委内瑞拉的原油增速预期为 -2%、-2%，若委内瑞拉和美国政府大成协议，则原油产量或出现快速增长，同样带动长距离运输需求。

图表 95：拉美原油产量预计快速增加

地区	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
中东	27.4	27.9	30.7	29.7	29.6	30.3	30.9	31.2
北美	23.5	24.1	25.4	27.1	28.0	28.4	28.4	28.4
拉美	5.9	5.9	6.4	7.0	7.3	7.8	8.3	8.9
其中：委内 瑞拉	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8
其中：巴西	3.0	3.0	3.1	3.5	3.4	3.8	4.0	4.4
其中：圭亚 那	0.1	0.1	0.3	0.4	0.6	0.7	0.9	1.2
非洲	7.0	7.3	7.0	7.3	7.2	7.6	7.6	7.8
美洲	29.4	30	31.8	34.1	35.4	36.2	36.7	37.2
其他	17.6	18.2	17.6	34.5	15.9	15	13.9	12.6
合计	94.1	96.0	100.4	120.1	103.0	105.2	106.1	107.0

来源：克拉克森，国金证券研究所

4.5 2026 年预期油运维持景气，建议关注 Q1 业绩超预期机会

我们认为中性情况下 2026 年油运行业供需差会达到 0.5%。



需求端：中性假设下，预计印度对俄罗斯的原油进口由 180 万桶/日降至 100 万桶/日，由于 2025 年下半年已经开始降低，我们预计 2026 年全年的需求转移体现在 1H2026，因此中东-印度以及美洲-印度合计需求会在基本需求基础上增加 0.4m bpd (0.8/2)。

供给端：中性假设下，预计现有的拒绝黑油的主体仍会拒绝接受黑油，对应 2026 年海上浮舱数量增加。根据克拉克森数据，截至 12/12，海上浮舱数量已经达到 15.2m dwt，预测维持当前海上浮舱数量。

中性假设下，预计供需差可以达到 0.5%，我们认为油运景气程度或进一步提升。

图表96：中性假设下预计 VLCC 市场 2026 年供需差为 0.5%

供需平衡表	M. bpd/M. dwt				yoy	
需求端	2024	2025	2026	2027	2026%	2027%
中东-东亚	10.2	10.3	10	9.9	-3%	-1%
中东-亚洲其他/太平洋	3.1	3.4	3.8	4.2	11%	11%
拉美-亚洲/太平洋	1.6	1.9	2.2	2.4	16%	12%
北美-亚洲	1.4	1.5	1.6	1.7	9%	6%
西非-亚洲	1.4	1.6	1.5	1.5	-4%	-5%
北美-欧洲	0.6	0.6	0.6	0.6	-2%	-1%
其他	1.8	1.9	2	2	6%	2%
合计	20.1	21.2	21.7	22.3	2%	1%
yoy	1.3%	3.8%	2.4%	2.7%		
供给端						
200,000-299,999dwt	94.9	95.5				
300,000-319,999dwt	165.7	165.7				
320000dwt 及以上	18.9	18.5				
合计	279.4	280.6	288.8	302.7	3%	5%
海上浮舱	10.9	12.2	15.2	15.7		
在运营 VLCC 供给	268.5	268.4	273.6	287	2%	5%
yoy	0.2%	0.0%	1.9%	4.9%		
需求端增速	1.3%	3.8%	2.4%	2.7%		
供给端增速	0.2%	0.0%	1.9%	4.9%		
供需差	1.1%	3.8%	0.5%	-2.2%		

来源：克拉克森，国金证券研究所

五、投资建议

投资建议：建议关注航空、干散货海运和油运。推荐中国国航 A+H、南方航空 A+H、春秋航空、吉祥航空、中远海能，建议关注海通发展。

主线一：供需拐点降至，建议关注可选消费的航空板块

航空板块供给端约束延续，需求端持续修复，供需拐点已逐步确立。一方面，飞机与发动机交付节奏偏慢，行业运力恢复显著滞后于需求；另一方面，出行需求已全面超过 2019 年水平，旺季产能利用率持续抬升。在供需关系改善与成本端压力缓解的共同作用下，航司盈利能力具备持续修复基础。建议重点关注盈利弹性更突出的航司标的。

主线二：长航距增量与供给约束，建议关注干散货海运。

干散货板块的核心在于需求结构改善与供给端约束共振。需求端看，铁矿石、铝土矿等长航程货种增量释放，推动吨海里需求增速高于吨需求增速，运输结构呈“远程化”趋势；供给端看，在手订单维持低位、船队老龄化及环保监管趋严，新运力释放节奏温和。在此背景下，运价中枢具备上移基础，其中 Capesize 船型供需弹性最为突出。建议关注具备船队升级与运力扩张能力的干散货船东。

主线三：供给刚性约束，建议关注油运。

油运板块供需关系持续偏紧，行业景气具备延续性。供给端方面，原油轮在手订单处于历史低位，叠加老船比例较高及制裁因素，合规市场有效运力持续收缩；需求端方面，OPEC+ 增产逐步向海运端传导，“黑油向白油”转移及拉美等区域原油增量拉长运输距离，对吨海里需求形成支撑。在供需格局改善的背景下，油运运价与船东盈利具备继续释



放空间。

六、风险提示

宏观经济增速低于预期风险。交运行业是与经济、需求环境状况密切相关的行业，宏观经济景气度直接影响经济活动的开展、居民可支配收入和进出口需求额的增减，进而影响交运需求。

人民币汇率贬值风险。外贸物流公司部分外币负债，汇率波动将直接影响当期利润。

油价上涨风险。运输类企业燃油成本占比较高，若油价大幅上涨，运输类企业成本将大幅提升。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究