

交通运输行业 10 月投资策略

快递“反内卷”有望带来业绩修复，中美互征港口费有望带动航运运价上行

优于大市

核心观点

航运：近期，由于美国 301 港口征费措施将于 10 月 14 日实施，交通运输部宣布中国自 10 月 14 日起对美国船舶实施特别港务费反制措施，中美互相加征港口费的影响在于，1) 预计超过四成的航运运力都会受到美国征收港口费的影响，而受中国征收港口费影响的运力占比会明显更低，其中中国船企是这次措施中受影响最大的；2) 不同船型受影响程度不同，集运板块影响或最小，油运和干散货板块影响更大；3) 中美互征港口费对运价整体影响有限，但短期政策实施初期的混乱，可能导致运价有所波动，集运方面，主要因为包括中远海运在内的多家集运船东已承诺不上调运价，以维持市场竞争力，集运船东将通过船期调配消化或者自己承担增加的成本，油运和干散货方面，市场会有自我调节效果，无法承受成本的船舶可能退出美国航线，再由其他船舶填补运力。油运方面，10 月初，由于远东假期期间成交有限，原油运价表现平平，而随着 10 月 9 日美国 OFAC 新一轮制裁落地，以及 10 月 10 日中国宣布对美船舶收取特别港务费，市场对港口拥堵和供应链效率下降的担忧加剧，上周 VLCC 船运费环比出现大涨，我们认为中短期叠加旺季效应，油运运价有望表现强劲，继续推荐中远海能、招商轮船。集运方面，假期期间船司通过停航进行挺价，但船司公布的 10 月下旬报价表现仍然偏弱，中长期来看，考虑到当前欧美的经济表现相对平淡、贸易形势风险仍存、大部分航商的欧线仍在采用好望角航线，且仍有较多运力会在年内交付，我们预计年内集运运价仍有压力，建议关注在弱 β 下，中远海控经营能否具有 α 机会。

航空：由于国庆假期结束，上周整体和国内客运航班量环比有所下降，整体/国内客运航班量环比分别为-0.6%/-0.6%，整体/国内客运航班量分别相当于 2019 年同期的 111.2%/116.3%，国际客运航班量环比下降 0.4%，相当于 2019 年同期的 88.3%，近期国际油价略低于去年同期水平。国庆中秋假期全国民航累计运输旅客 1913.8 万人次，日均 239.2 万人次，比 2024 年国庆假期日均增长 3.2%日均客座率 87.9%，比 2024 年国庆假期日均增长 3.5 个百分点；根据航班管家数据，国内机票（经济舱）均价 849 元（含燃油附加费），同比 2024 年微增 0.3%，整体票价水平表现稳定。中长期来看，我国民航客运市场的供需格局将继续优化，且叠加今年“反内卷”政策集中释放的影响，我们认为航空国内票价有望逐步实现企稳回升。投资建议方面，建议低点配置航空板块，经济回暖后航空板块利润和股价均具有较大弹性，风险收益比较优，以时间换空间，继续推荐东方航空、南方航空以及春秋航空。

快递：7 月 1 日以来“反内卷”政策集中释放，8 月广东省及义乌两大产粮区率先带头涨价，其后福建、湖北、湖南等产粮区周边省市陆续跟进涨价，直至目前，反内卷提价落地的省市已经覆盖了全国九成左右的件量；未来重点关注这轮快递反内卷政策的持续性，目前我们预计这轮反内卷有望持续到今年年底甚至到明年春节。在“反内卷”和高质量发展政策指导下，快递行业的无序竞争将实现边际好转，从而促使监管、竞争、盈利和质量达成新的平衡，今年四季度旺季快递公司的盈利弹性值得期待。投资建议方面，1) 顺丰控股虽然短期业绩表现承压，但是公司强调“先有后优”的战略，我们预计公司四季度的业绩有望实现改善且回归正规，明年公司的盈利能力将继续实现提升，明年公司业绩有望实现 15-20%的较快增长，2025 年 PE 估值约 18 倍，维持推荐；2) 在“反内卷”政策指导下，通达系价格开始企稳回升，

行业研究 · 行业月报

交通运输

优于大市 · 维持

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《交通运输行业 8 月投资策略-快递“反内卷”举措持续兑现，业绩期关注优质个股》——2025-08-15
- 《交通运输行业周报-快递“反内卷”有望促使竞争趋缓，申通快递拟收购丹鸟物流》——2025-07-29
- 《交通运输行业 7 月投资策略-快递和航空有望受益“反内卷”，关注东南亚快递市场机会》——2025-07-16
- 《交通运输行业周报-顺丰拟配售 H 股以及发行可转债，逢低布局油运静待旺季》——2025-06-30
- 《交通运输行业 6 月投资策略-无人物流车助力快递末端降本增效，美线抢运带动集运价反弹》——2025-06-09

公司下半年盈利将确定性改善，建议紧密跟踪行业“反内卷”政策的持续性
及竞争格局变化，推荐中通快递、圆通速递、申通快递、韵达股份。

投资建议：建议配置具有长期价值的稳健标的，看好经营稳健、风险可控且
有望带来稳定收益的价值龙头。推荐顺丰控股、中通快递、圆通速递、申通
快递、韵达股份、春秋航空、南方航空、中远海能、招商轮船、德邦股份。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动。

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
600026.SH	中远海能	优于大市	12.2	58,299	1.00	1.04	12.2	11.8
601919.SH	中远海控	优于大市	14.5	224,911	1.47	1.33	9.9	10.9
002352.SZ	顺丰控股	优于大市	41.2	207,473	2.36	2.75	17.4	15.0
2057.HK	中通快递	优于大市	149.4 港币	120,188 港币	12.82	14.69	10.8	9.4
600233.SH	圆通速递	优于大市	18.1	62,016	1.25	1.42	14.5	12.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

周度回顾	6
分板块投资观点更新	8
航运板块	8
航空板块	11
快递板块	14
物流板块	18
投资建议	19
风险提示	20

图表目录

图1：2024 年初至今交运及沪深 300 走势	6
图2：上周各子板块表现（2025.10.09-2025.10.10）	6
图3：本月各子板块表现（2025.10.09-2025.10.13）	6
图4：本年各子板块表现（2025.01.01-2025.10.10）	6
图5：BDTI	9
图6：BCTI	9
图7：CCFI 综合指数	10
图8：SCFI 综合指数	10
图9：SCFI（欧洲航线）	10
图10：SCFI（地中海航线）	10
图11：SCFI（美西航线）	10
图12：SCFI（美东航线）	10
图13：民航国内航线客运航班量	11
图14：民航国际及地区线客运航班量	13
图15：民航客机引进数量（数据截至 2025 年 9 月 30 日）	13
图16：通达系单票快递利润变化趋势（元）	14
图17：东南亚电商市场规模及增速（亿美元）	15
图18：东南亚快递行业件量及增速	15
图19：极兔速递东南亚区域件量及增速（亿件）	15
图20：极兔速递东南亚市场份额	15
图21：快递行业周度件量跟踪数据（亿件）	16
图22：快递行业月度业务量及增速	17
图23：快递行业月度单票价格及同比	17
图24：快递公司月度业务量同比增速	17
图25：快递公司月度单票价格同比降幅	17
图26：快递行业季度市场份额变化趋势	18

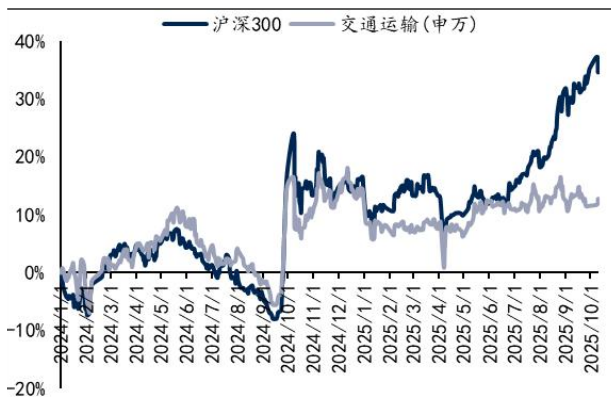
表1：本周个股涨幅榜	7
表2：本周个股跌幅榜	7
表3：中美互征港口税政策汇总对比	8
表4：顺丰及中通快递 2025 年末端引进无人物流车情况汇总	16

周度回顾

上周 A 股市场表现有所分化，上证综指报收 3897.03 点，上涨 0.37%，深证成指报收 13355.42 点，下跌 1.26%，创业板指报收 3113.26 点，下跌 3.86%，沪深 300 指数报收 4616.83 点，下跌 0.51%。申万交运指数报收 2251.51 点，相比沪深 300 指数跑赢 1.60pct。

上周交运子板块中，港口和公路板块表现较好，主要因为大盘回调背景下防御板块表现更好。涨幅前五名分别为恒基达鑫（+17.9%）、原尚股份（+10.3%）、天顺股份（+7.9%）、东莞股份（+7.5%）、厦门象屿（+7.3%）；跌幅榜前五名为飞马国际（-5.9%）、长江投资（-3.5%）、江西长运（-3.0%）、嘉诚国际（-2.6%）、三峡旅游（-2.5%）。

图1：2024 年初至今交运及沪深 300 走势



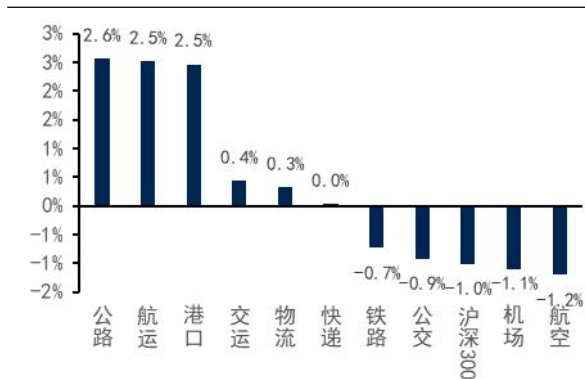
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：上周各子板块表现（2025.10.09-2025.10.10）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图3：本月各子板块表现（2025.10.09-2025.10.13）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4：本年各子板块表现（2025.01.01-2025.10.10）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表1: 本周个股涨幅榜

周涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	002492.SZ	恒基达鑫	8.49	17.9%	14.6%	72.1%
2	603813.SH	原尚股份	24.06	10.3%	10.2%	107.5%
3	002800.SZ	天顺股份	15.02	7.9%	6.6%	44.1%
4	000828.SZ	东莞控股	12.01	7.5%	6.4%	16.2%
5	600057.SH	厦门象屿	7.52	7.3%	5.4%	18.1%
月涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	002492.SZ	恒基达鑫	8.49	17.9%	14.6%	72.1%
2	002040.SZ	南京港	10.33	2.3%	12.5%	73.9%
3	603813.SH	原尚股份	24.06	10.3%	10.2%	107.5%
4	002320.SZ	海峡股份	10.73	5.2%	10.0%	72.5%
5	601008.SH	连云港	5.79	1.9%	7.9%	61.8%
年涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	603813.SH	原尚股份	24.06	10.3%	10.2%	107.5%
2	002040.SZ	南京港	10.33	2.3%	12.5%	73.9%
3	002468.SZ	申通快递	17.59	-1.7%	-2.7%	73.0%
4	002320.SZ	海峡股份	10.73	5.2%	10.0%	72.5%
5	002492.SZ	恒基达鑫	8.49	17.9%	14.6%	72.1%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表2: 本周个股跌幅榜

周跌幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	002210.SZ	飞马国际	3.82	-5.9%	-4.4%	45.9%
2	600119.SH	长江投资	8.44	-3.5%	-5.7%	-5.9%
3	600561.SH	江西长运	6.78	-3.0%	-3.7%	25.3%
4	603535.SH	嘉诚国际	11.42	-2.6%	-6.2%	36.8%
5	002627.SZ	三峡旅游	5.86	-2.5%	-3.3%	17.9%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

分板块投资观点更新

航运板块

短期，中美互征港口税政策实施初期可能出现供应链混乱，从而导致运价上行。近期，由于美国 301 港口征费措施或将于 10/14 日实施，交通运输部宣布中国自 10 月 14 日起对美国船舶实施特别港务费反制措施，中美互相加征港口费的影响在于，1) 预计超过四成的航运运力都会受到美国征收港口费的影响，而受中国征收港口费影响的运力占比会明显更低，其中中国船企是这次措施中受影响最大的（Alphaliner 于 9 月底测算称，美国的这项举措将在 2026 年给全球前十大班轮公司增加 32 亿美元的成本。其中中远海运（COSCO）与东方海外（OOCL）合计承担 15.3 亿美元，占比近五成）；2) 不同船型受影响程度不同，集运板块影响最小，油运及干散货板块影响更大（波罗的海和国际航运协会（BIMCO）称，45%散货船或受美国措施影响，约 30%原油船和集装箱船或受美国措施影响，此外，首年港口费用占集运运价比例较低，而首年港口费用已经接近甚至超过当下油运和干散货船舶的运费）；3) 中美互征港口非对运价整体影响有限，但短期政策实施初期的混乱，可能导致运价有所波动，集运方面，主要因为包括中远海运在内的多家集运船东已承诺不上调运价，以维持市场竞争力，集运船东将通过船期调配消化或者自己承担增加的成本，油运和干散货方面，市场会有自我调节效果，无法承受成本的船舶可能退出美国航线，再由其他船舶填补运力。

表3：中美互征港口税政策汇总对比

类别	美国对中美征费	中国对美征费
生效时间	2025 年 10 月 14 日	2025 年 10 月 14 日
首年费率	50 美元/净吨	400 元人民币/净吨
第二年费率	80 美元/净吨	640 元人民币/净吨
第三年费率	110 美元/净吨	880 元人民币/净吨
第四年费率	140 美元/净吨	1120 元人民币/净吨
征收上限	每船每年 5 次	每船每年 5 次
计费方式	首个美国港口	首个中国港口
受影响运力占比	20%~50%	不足 10%
具体板块影响程度	集运受影响最小，油运和干散货受影响更大	集运受影响最小，油运和干散货受影响更大

资料来源：政府官网，国信证券经济研究所整理

油运方面，本周超大型油轮和成品油轮的运价有所分化。原油方面，截至 10 月 10 日，BDTI 报 1119 点，较上周提升 32 点，约+2.9%，其背后的原因在于美国 OFAC 新一轮制裁落地以及中国针对美国 301 调查公布对等反制措施。成品油方面，本周 BCTI 报 560 点，较上周下降 19 点，约-3.3%。当前时点，考虑到 VLCC 船型 2025 年新交付运力占存量运力比仅 0.5%，短期叠加旺季效应，油运运价有望表现强劲，继续推荐中远海能和招商轮船。

行业大型原油运力新增较为有限，需求的恢复有望带来较强的运价向上弹性。根据全球船坞的排期表，截至 2025 年 1 月，全球 VLCC 订单占现有运力的比例约为 9%，处于历史较低位置，且由于大型船坞位置紧张，2025 年全年 VLCC 运力增长大概率仅为 0.5%，如考虑到拆解及环保限速因素，行业仍将处于总体运力负增长时代。较低的供给弹性有望赋予行业更高的运价向上动力，如港口出现拥堵或者供应链短期效率下降，均有望带来行业供需结构出现较大边际变化，届时运价有

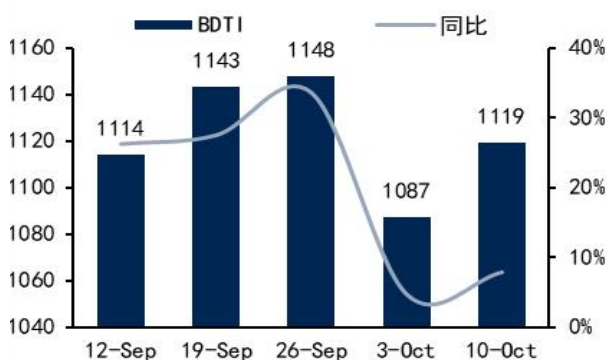
望出现跳涨情况。

环保政策对供给侧的制约或需重点关注，需求结构变化有望激发老旧船船东的拆船诉求。当前时点，行业在新运力低增长的背景下出现了明显的老龄化状况，当前 20 岁以上 VLCC 占总体运力的比例已超 17%，其中 25 岁以上船舶的比例达到 2%。考虑到 EEXI 对现有运力的参数评估要求较高，20 岁以上船舶的活跃度未来有望出现急剧下降的可能，其他年轻船龄的 VLCC 亦将面临发动机主机功率长期受限（EPL）、进坞安装节能装置导致运力短期缺失的情况，有效运力或出现较为明显的下降。此外，CII 亦将对碳排放超标的运力形成限制，部分排名靠后的运力或将被迫进行整改、降速航行甚至永久退出。此外，值得注意的是，此前由于黑市需求较好，大量老旧船舶被投入黑市从而抑制了拆船，如后续制裁推进“黑转白”，运力的结构性失衡问题或将逐步显著。

船舶资产价值仍然坚挺，二手船价格维持在高位为油运提供安全垫。行业供给侧的缺失以及潜在的需求回升有望大幅提升船舶资产的回报率，且由于当前船舶坞位紧张，新造船和二手船价格纷纷大幅上涨，由于船舶建造需要较长时间，二手船作为“现货”，较新造船“期货”涨幅更大。今年 9 月，克拉克森新船价格指数收于 186 点，较年初下滑 2.0%，较本轮周期的峰值（2024 年 9 月末）下滑 2.3%；但相对“十四五”均值高 10.4%，相对“十三五”均值高 45.8%。截至 10 月 1 日，国际邮轮船价综合指数环比下跌 0.61%，表现相对稳健，因此使得油运船东的重置价值为油运行业构建了较高的安全边际。

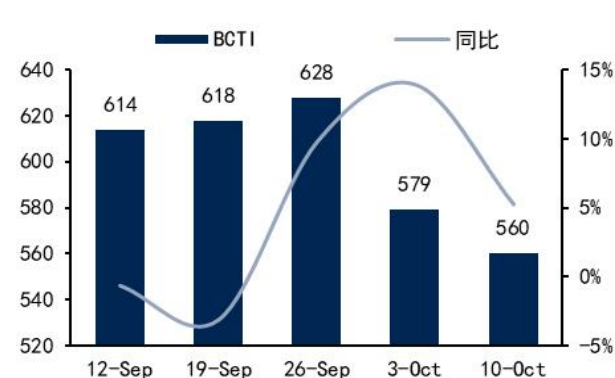
全球油运供需格局改善的逻辑并未出现变化，供给侧船舶老龄化及新订单缺失带来的船舶资产提价为油运企业提供了较大安全垫，且运价的向上弹性及中枢均有望持续上移，继续推荐中远海能、招商轮船。

图5: BDTI



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6: BCTI



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

集运方面，上周即期运价有所反弹，截至 10 月 10 日，CCFI 综合指数报 1015 点，环比下降 6.68%，但是 SCFI 报 1160 点，环比提升 4.1%。具体来看，本周欧线和

美线运价均上行走强，欧洲航线/地中海线报 1068/1558 美元/TEU，环比分别 +10.0%/+4.9%，美西/美东报 1468/2452 美元/FEU，环比分别+0.5%/+2.8%。小航线运价也均走强，红海线和南美线运价环比分别+15.7%/+14.7%。我们认为，当前的运价走势主要取决于后续的关税情况以及苏伊士运河的恢复节奏，1)美国方面，当前的经济数据暂不支持快速降息，美国就业和消费均有所承压，特朗普主导的关税战也存在的较大不确定性，美线运价面临较大压力；红海危机对欧线需求增速的一次性冲击已在 2024 年完全反应，随着运力的逐步投放，阶段性的供不应求效应逐步减弱，若苏伊士航线全面恢复，会导致全球集运周转需求减少 8-10%，欧线运价或因此大幅承压。

图7: CCFI 综合指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: SCFI 综合指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: SCFI (欧洲航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: SCFI (地中海航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: SCFI (美西航线)

图12: SCFI (美东航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



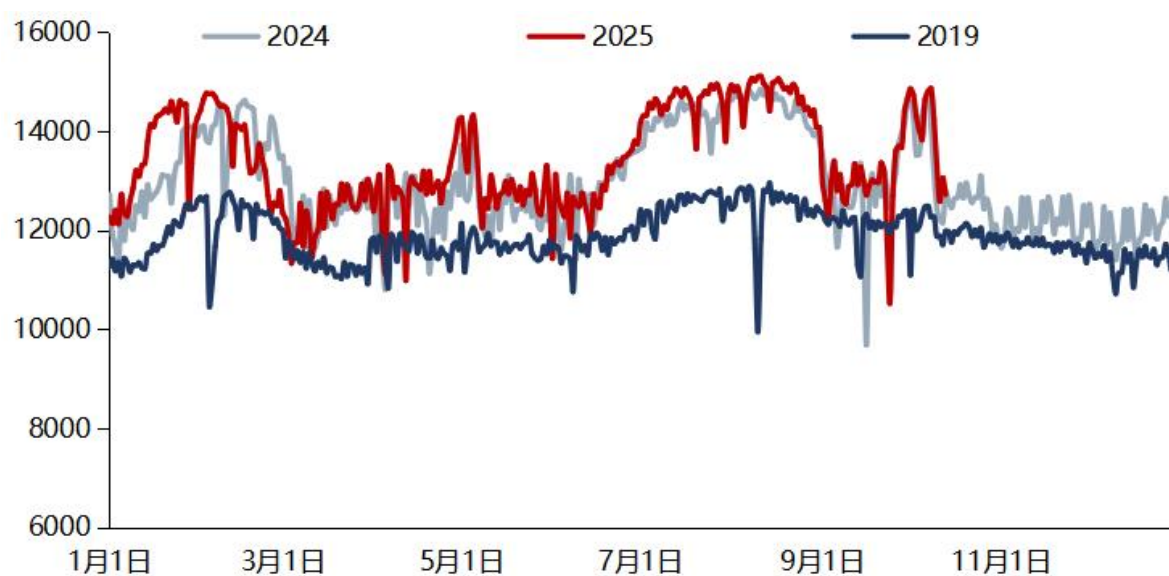
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

航空板块

近期航空业务量和票价表现。由于国庆假期结束, 上周整体和国内客运航班量环比有所下降, 整体/国内客运航班量环比分别为-0.6%/-0.6%, 整体/国内客运航班量分别相当于2019年同期的111.2%/116.3%, 国际客运航班量环比下降0.4%, 相当于2019年同期的88.3%, 近期国际油价略低于去年同期水平。国庆中秋假期全国民航累计运输旅客1913.8万人次, 日均239.2万人次, 比2024年国庆假期日均增长3.2%日均客座率87.9%, 比2024年国庆假期日均增长3.5个百分点; 根据航班管家数据, 国内机票(经济舱)均价849元(含燃油附加费), 同比2024年微增0.3%, 整体票价水平表现稳定。

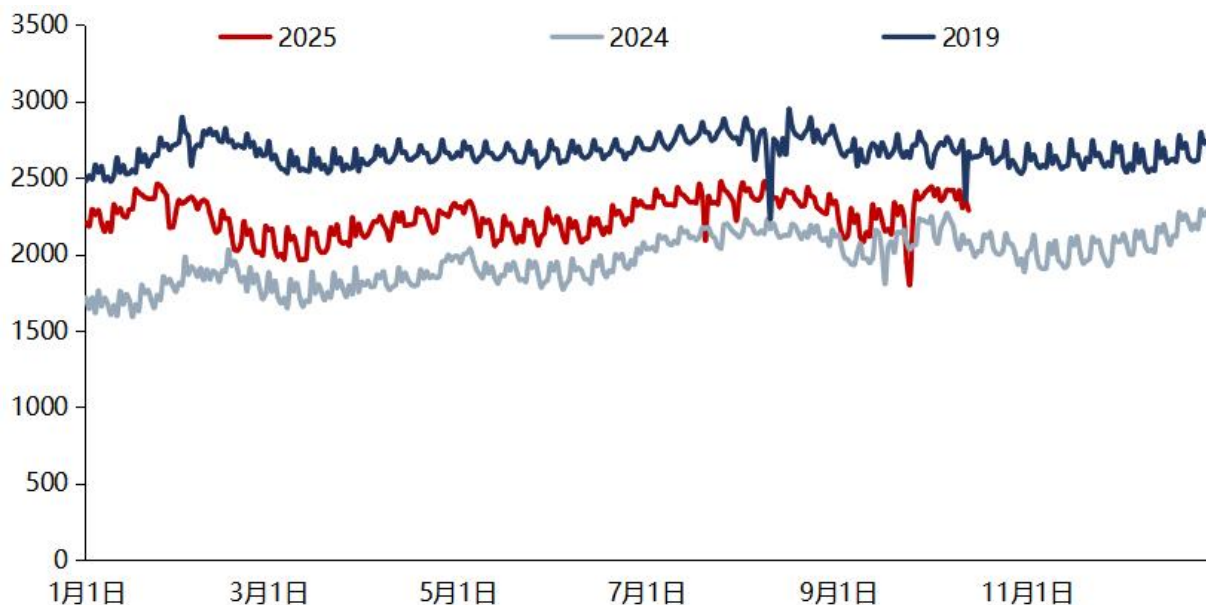
供需缺口将持续缩小, 航司盈利将继续修复。需求方面, 2024年我国民航客运量同比增长17.9%(相较2019年增长10.5%), 其中国内航线的客运量实现了12.6%的较快增长(相较2019年增长14%), 我们预计2025年我国民航客运量仍然能实现中个位数的稳健增长; 供给方面, 2024年国内航空公司所引进的客机数量214架, 截至2023年底, 各航空公司累计在册的客机数量为4096架, 考虑到还有老旧客机退出, 因此2024年的民航客机数量增速仅为中低个位数, 而2024年我国民航飞机日利用率为8.5小时(2019年为9.1小时), 我们预计2025年民航运力供给为中低个位数增长态势。投资建议方面, 民航客运经营底部已过, 建议持续跟踪民航经营数据表现, 我们认为未来民航供需缺口将持续缩小, 航司盈利能力将持续修复, 考虑到航空板块基本面的向下风险可控以及股价的向下空间有限, 继续推荐东方航空、南方航空以及春秋航空。

图13: 民航国内航线客运航班量



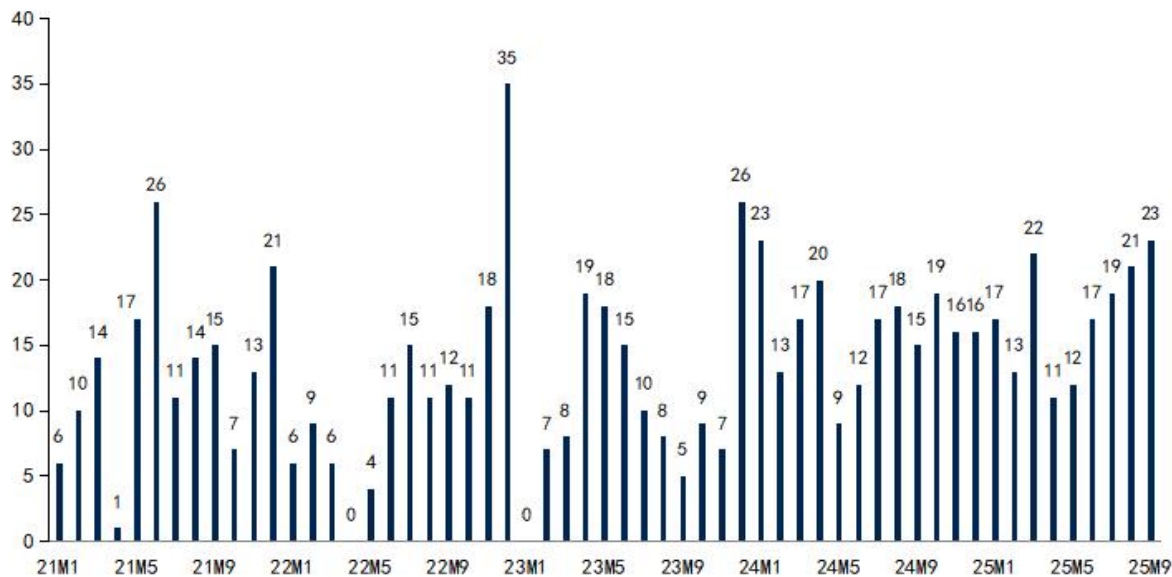
资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

图14: 民航国际及地区线客运航班量



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

图15: 民航客机引进数量（数据截至 2025 年 9 月 30 日）



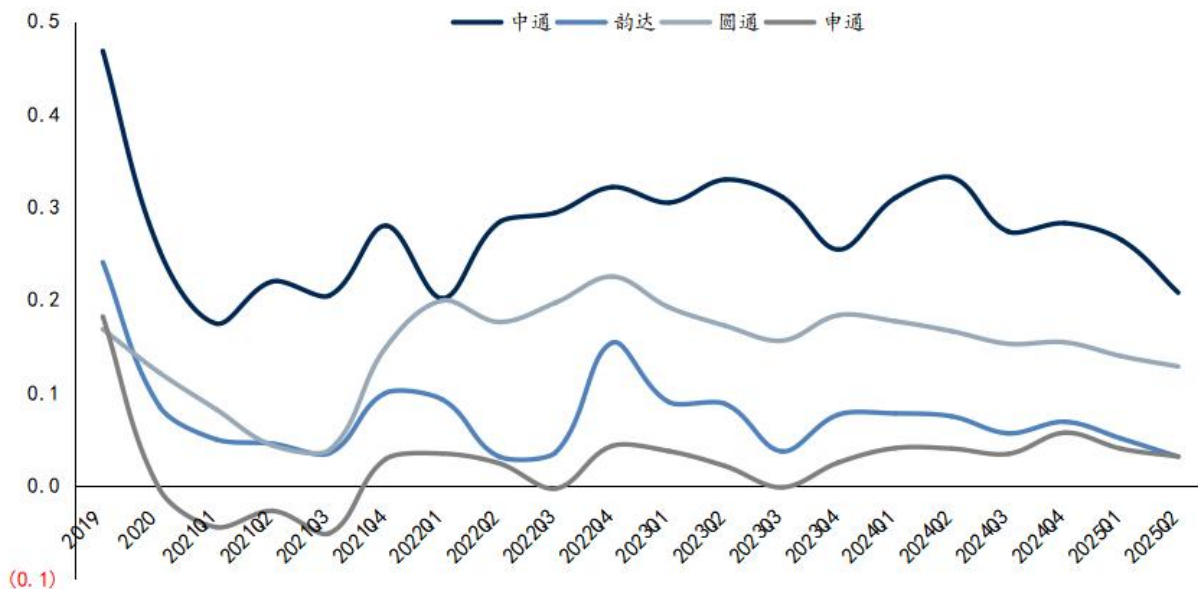
资料来源：民航休闲小站，国信证券经济研究所整理

快递板块

“反内卷”政策有望促使快递行业竞争趋缓。7月1日以来“反内卷”政策集中释放，8月广东省及义乌两大产粮区率先带头涨价，其后福建、湖北、湖南等产粮区周边省市陆续跟进涨价，直至目前，反内卷提价落地的省市已经覆盖了全国九成左右的件量；未来重点关注这轮快递反内卷政策的持续性，目前我们预计这轮反内卷有望持续到今年年底甚至到明年春节。在“反内卷”和高质量发展政策指导下，快递行业的无序竞争将实现边际好转，从而促使监管、竞争、盈利和质量达成新的平衡，今年四季度旺季快递公司的盈利弹性值得期待。

对比 2021 年的快递“反内卷”涨价，今年的快递“反内卷”具有一定相似性。2021 年，在高质量发展中促进共同富裕的大背景下，9 月 1 日先是通达兔不约而同宣布上调全网派费 0.1 元/票，其后随着 10 月逐步进入旺季，通达兔又再次同步全网上调派费和总部收费标准，终端单票价格相较当年淡季环比提升了 4-6 毛钱，得益于全网同步涨价，这轮“反内卷”涨价持续时间较长，自 2021 年 9 月持续到了 2022 年 3 月。从而带动当年四季度快递公司单票利润快速回升，中通、圆通、韵达和申通的单票快递利润分别环比提升 0.08 元、0.11 元、0.07 元以及 0.08 元。我们认为今年义乌和广东的淡季涨价打响了“反内卷”第一枪，未来随着逐步进入旺季，全国其他区域有望逐步跟进涨价，四季度旺季快递公司的盈利能力也有望有所修复，今年“反内卷”涨价的幅度和持续性有望优于 2022-2024 年期间的表现，但弱于 2021 年的表现。

图16: 通达系单票快递利润变化趋势（元）



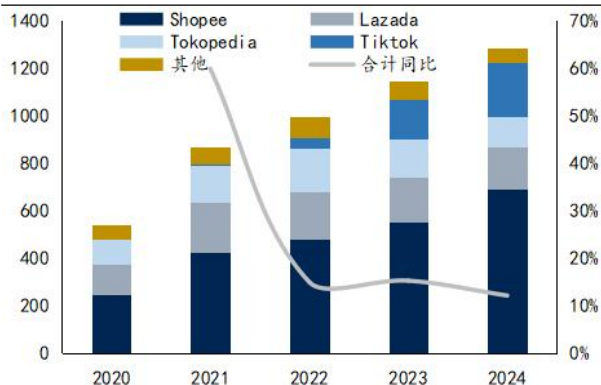
资料来源：民航休闲小站，国信证券经济研究所整理

申通快递发布公告，拟以 3.62 亿元现金收购浙江丹鸟物流 100% 股权。截至 2025 年 4 月末，丹鸟物流已在全国构建起包括 59 个分拨中心及 2600 余家网点在内的品质快递网络。2024 年度，丹鸟物流实现净利润盈利 2011.5 万元；2025 年 1—4 月，丹鸟物

流净利润亏损 2.3 亿元。2024 年度及 2025 年 1-4 月，丹鸟物流的日均业务量均在 400 万单以上，在天猫、天猫超市配送、淘宝等电商平台逆向物流场景的渗透率均排名靠前。此次收购，响应政策精神实施产业并购，推动了快递行业供给侧结构性改革，且有望帮助申通快递战略性地切入中高端快递市场，从而实现产品结构优化以及盈利能力的提升。

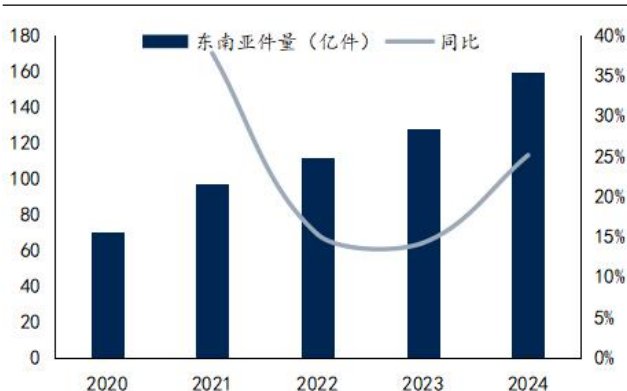
极兔速递东南亚件量增速超预期。公司第二季度东南亚包裹量达 16.9 亿件，同比增长 65.9%，今年上半年东南亚的包裹量达 32.3 亿件，同比增长 57.9%，东南亚件量增速表现超预期，主要得益于，一是今年东南亚电商平台加大了投入，通过促销活动和品类的不断丰富，促进电商消费高速增长，尤其公司的最大客户 Tiktok 今年在东南亚区域仍然保持了高速的增速（根据 TikTok Shop 东南亚跨境数据显示，相比于 2024 年 6.6 大促，2025 年 6.6 大促 GMV 爆发式增长 123%，订单量激增 104%）；二是公司的非电商平台件也在增长；三是公司今年在东南亚快递市场的份额仍然实现了较快提升。

图17：东南亚电商市场规模及增速（亿美元）



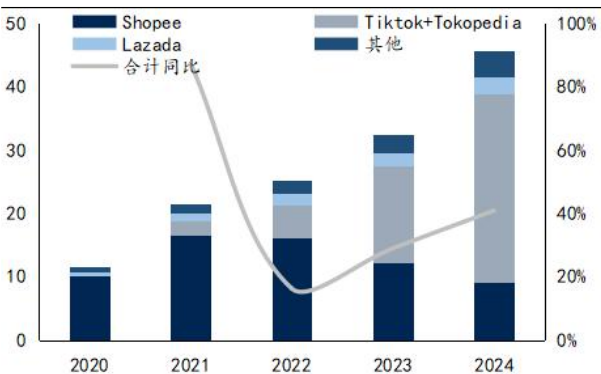
资料来源：Momentum Works，国信证券经济研究所整理

图18：东南亚快递行业件量及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

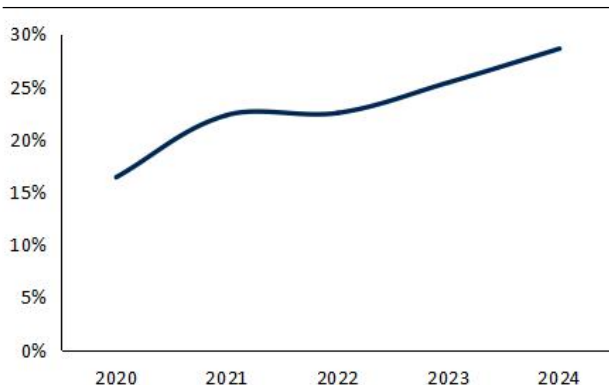
图19：极兔速递东南亚区域件量及增速（亿件）



注：各平台贡献的件量数据为估算值

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图20：极兔速递东南亚市场份额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

无人物流车对人力的替代，有望打开快递龙头的降本空间。今年无人物流车开始进入规模化商用阶段，快递“最后一公里”成为其最先落地的应用场景。我们预计顺丰和中通作为快递市场的领头羊，其今年有望各引进几千辆的无人物流车，相比去年几百辆的量级，无人物流车呈现放量趋势。通过无人物流车替代司机人力，快递公司进一步打开降本空间，根据已使用物流车的网点经营情况来看，通达系网点可以节约1毛左右的单票成本，顺丰单车单月可以节约约2000元左右的成本，其中我们认为由于顺丰采用直营模式且竞争格局较优，其将会更快推进无人物流车在末端的渗透且节约的成本有望在利润端有所体现。

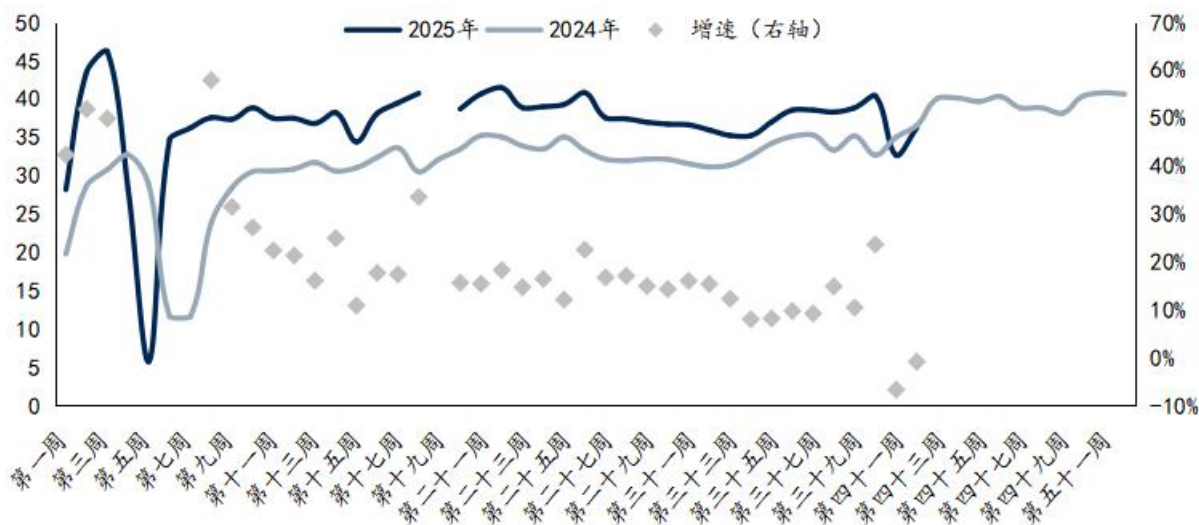
表4: 顺丰及中通快递 2025 年末端引进无人物流车情况汇总

	顺丰	中通
2024 年末端收派车数量估计值	10 万+	20 万+
2024 年引入无人车数量	800 台	几百台
2025 年预计引入无人车数量	小几千台	小几千台
2025 年底无人物流车数量	小几千台	小几千台
2025 年底无人物流车渗透率估计值	低个位数	低个位数
引入模式	总部租赁	引导网点采购
无人物流车成本	单车单月租赁费 2000 元（不包括 FSD 订阅费）	单车采购成本 5 万元
降本效果	单车单月降本 2000 元，预计 2025 年新增车辆有望帮助降本几千万元	无人物流车可以帮助网单单票成本下降约 1 毛钱，预计 2025 年新增车辆有望帮助降本几千万元
2025 年归母净利润预测值	115 亿元	90 亿元
2025 年降本带来的利润弹性	不足 1%	不足 1%

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理及测算

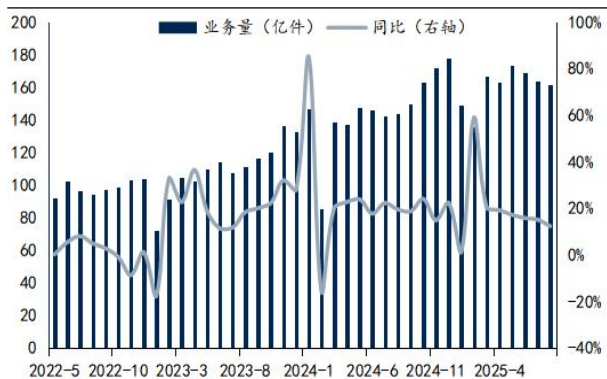
投资建议，1) 需求方面，快递行业今年上半年需求表现韧性较强，虽然经济和消费表现承压，但是由于消费降级趋势明显，抖音、拼多多等电商平台销售表现仍然亮眼，而且该类电商平台的无购物车模式导致线上消费订单碎片化，从而支撑快递行业件量呈现较快增长态势，但快递反内卷提价后，淘汰了部分低价微利的电商，从而导致快递行业 8 月以来件量增速下滑较快，前 8 个月行业件量累计增速为 17.8%，单 8 月行业件量增速为 12.3%，四季度及明年行业需求增长将承压。2) 竞争格局方面，在“反内卷”和高质量发展政策指导下，快递行业的无序竞争短期实现了边际好转，今年四季度旺季行业的价格和盈利表现值得期待，中长期来看行业竞争格局仍然有较大优化空间。3) 资建议方面，顺丰控股虽然短期业绩表现承压，但是公司强调“先有后优”的战略，我们预计公司四季度的业绩有望实现改善且回归正规，明年公司的盈利能力将继续实现提升，明年公司业绩有望实现 15-20% 的较快增长，2025 年 PE 估值约 18 倍，维持推荐；在“反内卷”政策指导下，通达系价格开始企稳回升，公司下半年盈利将确定性改善，建议紧密跟踪行业“反内卷”政策的持续性及竞争格局变化，推荐中通快递、圆通速递、申通快递、韵达股份。

图21: 快递行业周度件量跟踪数据（亿件）



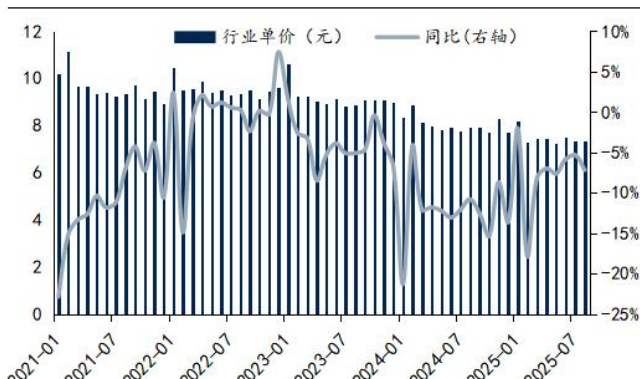
资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

图22: 快递行业月度业务量及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图23: 快递行业月度单票价格及同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图24: 快递公司月度业务量同比增速

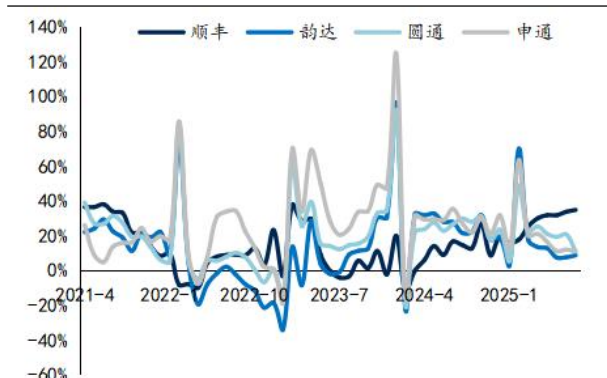
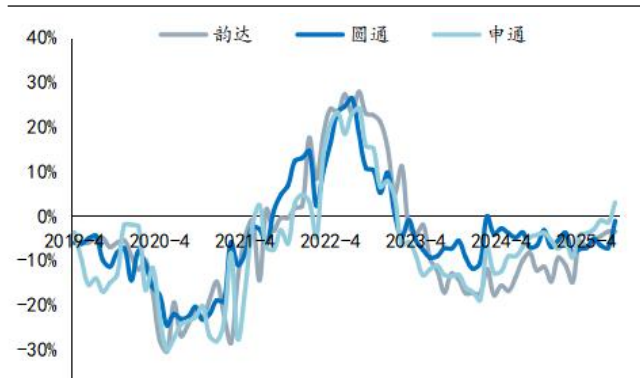


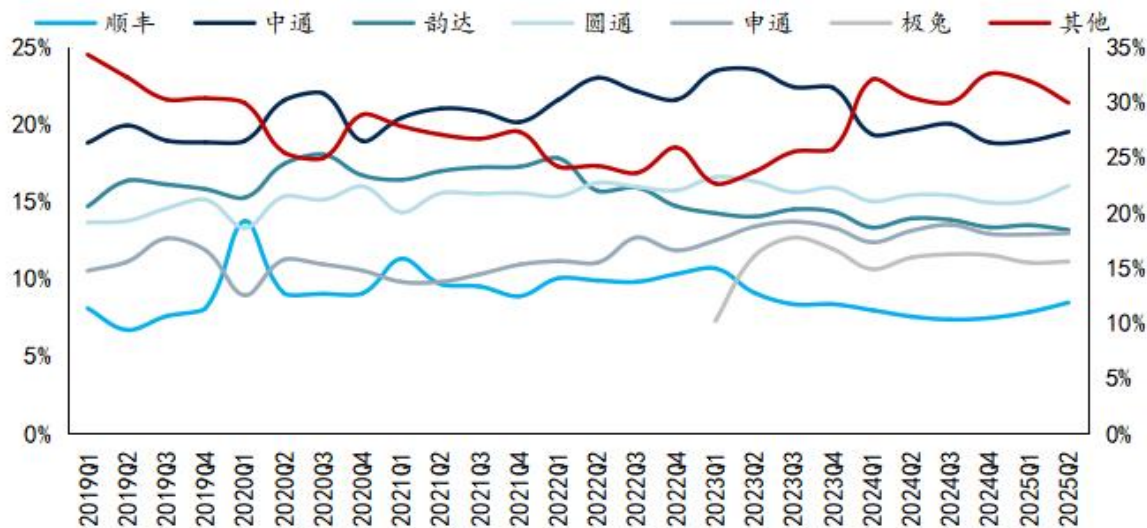
图25: 快递公司月度单票价格同比降幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图26：快递行业季度市场份额变化趋势



注：2024 年快递行业件量统计口径扩大，从而导致龙头快递企业的市场份额与之前的数据不可比

资料来源：国家邮政局，公司公告，国信证券经济研究所整理

物流板块

自下而上关注德邦股份和东航物流：

1) 德邦股份 2025 年二季度业绩同比下滑。2025 年上半年公司实现营业收入 205.5 亿元（+11.4%），归母净利润 0.52 亿元（-84%）。其中二季度单季公司实现营业收入 101.5 亿元（+10.9%），归母净利润 1.21 亿元（-50%）。

二季度收入增速仍然维持双位数增长，网络融合项目继续推进。在宏观经济增长乏力的背景下，公司一季度和二季度收入增速均实现双位数增长主要得益于，为提升快运业务市场份额，公司持续深化快运产品的分层策略，不断推进主营产品时效升级，推出强竞争力的经济产品，更好地满足客户多元化需求，同时持续提升交付质量，强化销售资源投入。2024 年德邦逐步推进双网融合项目，分拨中心数量已经从 2023 年底的 190 个减少至 2025H1 的 133 个，我们认为随着融合项目覆盖的经营环节和业务范围持续扩大，其贡献的收入同比将显著增长，从而有望带动利润形成正贡献。

公司业务结构变化以及加大运输资源投入导致盈利能力持续承压。从人工成本和运输成本来看，1) 虽然公司持续提升收派服务，但同时公司也积极推进精益管理举措，从而看到 2025 年上半年人工成本同比增长 5.6%，占收入比同比减少 2.04 pct；2) 由于业务结构变化以及持续增加运输资源投入，2025 年上半年运输成本同比增长 30.2%，占收入比同比提升 6.485 pct。运输成本的大幅增加导致公司上半年实现毛利率 5.33%，同比减少 2.29 pct，实现归母净利率 0.25%，同比减少 1.55 pct，其中，公司二季度开始优化产品结构控制资源投入节奏，二季度毛利率环比有所改善，环比提升 2.7 pct

至 6.69%。得益于公司持续推进科技赋能、流程优化和职能组织扁平化，上半年公司期间费用率为 5.15%，同比减少 0.96 pct。

1) 东航物流是我国航空货运领军者，资源禀赋优势明显。东航物流深耕航空货运行业二十年，已经成为我国民航货运市场的龙头企业，其市场份额占比近 20%，2021 年公司成为完成混改并成功上市的“航空物流第一股”。公司竞争优势明显，一是拥有 14 架 B777 宽体全货机，“单一机队”可以实现经营效率最优化；二是全货机业务拥有优质的国际航线布局，且欧美长航线布局持续加密；三是独家经营东航股份客机腹舱的货运业务；四是在全球第三大航空货运枢纽的上海两场，拥有面积 125 万平方米的 6 个近机坪货站、1 个货运中转站，2023 年东航物流在上海两场货邮处理量的份额占比达到 53.6%。

东航物流积极应对中美关税政策的调整。在中美贸易战的背景下，虽然美国加征关税以及取消 800 美元小包裹关税免税额对中美航线货量造成一定负面影响，但是公司将通过深入挖掘东南亚航点、布局中东等新兴市场、扩大澳洲生鲜产品的引进、开通第五航权新航线等措施来对冲不利冲击。公司仍然计划今年引进 4 架全货机，公司货量仍然有望保持正增长，长航线运价变化尚具有不确定性，取决于中美关税政策的最终协商结果，由于公司股价已经较为充分反应美国加征关税的利空影响，我们认为公司未来仍然值得关注。

投资建议

航运，油运方面，10 月初，由于远东假期期间成交有限，原油运价表现平平，而随着 10 月 9 日美国 OFAC 新一轮制裁落地，以及 10 月 10 日中国宣布对美船舶收取特别港务费，市场对港口拥堵和供应链效率下降的担忧加剧，上周 VLCC 船运费环比出现大涨，我们认为中短期叠加旺季效应，油运运价有望表现强劲，继续推荐中远海能、招商轮船。集运方面，假期期间船司通过停航进行挺价，但船司公布的 10 月下旬报价表现仍然偏弱，中长期来看，考虑到当前欧美的经济表现相对平淡、贸易形势风险仍存、大部分航商的欧线仍在采用好望角航线，且仍有较多运力会在年内交付，我们预计年内集运运价仍有压力，建议关注在弱 β 下，中远海控经营能否具有 α 机会。

航空，1) 需求方面，航空需求韧性较强，国内航空出行需求有望维持稳健增长态势，而国际航班供给继续恢复，国际航空出行需求还将进一步回暖，因此预计 2025 年民航整体客运量同比有望实现中个位数的正增长。2) 供给方面，现阶段我国民航业引进机队的意愿较弱，叠加飞机制造商产能有限，我们认为 2025 年我国客运机队增速将继续维持中低个位数，且随着国际航线的进一步恢复，民航供给结构还将继续改善。3) 竞争方面，2024 年国内航司压价并没有带来较好的收益效果，且叠加 7 月 1 日“反内卷”政策集中释放的影响，预期未来行业将更加重视票价和收益管理，明年航空国内票价有望实现企稳回升。投资建议方面，未来民航供需缺口将持续缩小，航司盈利能力将持续修复，考虑到航空板块基本面的向下风险可控以及股价的向下空间有限，继续推荐东方航空、南方航空以及春秋航空。

快递，1) 需求方面，快递行业今年上半年需求表现韧性较强，虽然经济和消费表现承

压，但是由于消费降级趋势明显，抖音、拼多多等电商平台销售表现仍然亮眼，而且该类电商平台的无购物车模式导致线上消费订单碎片化，从而支撑快递行业件量呈现较快增长态势，但快递反内卷提价后，淘汰了部分低价微利的电商，从而导致快递行业8月以来件量增速下滑较快，前8个月行业件量累计增速为17.8%，单8月行业件量增速为12.3%，四季度及明年行业需求增长将承压。2）竞争格局方面，在“反内卷”和高质量发展政策指导下，快递行业的无序竞争短期实现了边际好转，今年四季度旺季行业的价格和盈利表现值得期待，中长期来看行业竞争格局仍然有较大优化空间。3）投资建议方面，顺丰控股虽然短期业绩表现承压，但是公司强调“先有后优”的战略，我们预计公司四季度的业绩有望实现改善且回归正规，明年公司的盈利能力将继续实现提升，明年公司业绩有望实现15-20%的较快增长，2025年PE估值约18倍，维持推荐；在“反内卷”政策指导下，通达系价格开始企稳回升，公司下半年盈利将确定性改善，建议紧密跟踪行业“反内卷”政策的持续性及竞争格局变化，推荐中通快递、圆通速递、申通快递、韵达股份。

建议配置具有长期价值的稳健标的，看好经营稳健、风险可控且有望带来稳定收益的价值龙头。推荐顺丰控股、中通快递、圆通速递、申通快递、韵达股份、春秋航空、南方航空、中远海能、招商轮船、德邦股份。

风险提示

宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032