



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

基础设施类稳健运营类略低预期，看好物流发展

交通运输

2025 年 9 月 3 日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

交通运输

投资评级 看好
上次评级 看好

匡培钦 交运行业首席分析师

执业编号：S1500524070004

邮箱：kuangpeiqin@cindasc.com

黄安 交运行业分析师

执业编号：S1500524110001

邮箱：huangan@cindasc.com

秦梦鸽 交运行业分析师

执业编号：S1500524110002

邮箱：qinmengge@cindasc.com

陈依晗 交运行业研究助理

邮箱：chenyihan@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编：100031

交运 2025 年度半年报总结：基础设施类稳健运营类略低预期，看好物流发展

2025 年 09 月 03 日

本期内容提要：

➤ 快递：顺丰控股总利润稳健增长，电商快递价格战影响利润下滑。

1) 件量端：二季度行业及龙头件量延续相对高增长。Q2 快递行业实现业务量 505.1 亿件，同比+17.3%，其中，中通、圆通、韵达、申通、顺丰分别实现业务量 98.5 亿件、80.8 亿件、66.5 亿件、65.4 亿件、42.7 亿件，从同比增速来看，顺丰 31.2% > 圆通 21.8% > 中通 16.6% > 申通 16.0% > 韵达 11.2%；从市场份额变化来看，顺丰+0.9pct > 圆通+0.6pct > 中通-0.1pct > 申通-0.2pct > 韵达-0.7pct。

2) 价格及盈利端：二季度价格博弈程度加剧，公司单票盈利承压。Q2 快递行业单票价格 7.39 元，同比-6.82%，环比-3.52%。

a) 直营快递：Q2 顺丰归母净利润 35.04 亿元（+21.0%），扣非归母净利润 25.77 亿元（+3.5%），归母净利率同比提升 0.36pct 至 4.55%。

b) 加盟快递：受价格博弈程度加剧影响，Q2 中通调整后净利润 20.53 亿元（-26.8%），单票调整后净利润 0.208 元（-0.124 元），圆通归母净利润 9.74 亿元（-6.8%），单票归母净利润 0.120 元（-0.037 元），韵达归母净利润 2.08 亿元（-66.9%），单票归母净利润 0.031 元（-0.074 元），申通归母净利润 2.17 亿元（-11.9%），单票归母净利润 0.033 元（-0.011 元）。

3) 投资建议：继续看好顺丰控股业绩稳健性，关注电商快递反内卷推进。

a) 直营快递：Q2 顺丰控股利润稳步提升，公司时效快递利润基本盘构建深厚壁垒，新业务盈利持续增厚，继续看好顺丰控股业绩稳健增长；

b) 加盟快递：在“反内卷”背景下，8 月 4 日广东省率先调整快递底价，此后多地快递行业协会联合呼吁“反内卷”，叠加 9 月 1 日起社保新规实施及快递行业旺季临近，快递行业价格有望继续上涨，或带动加盟快递盈利修复，建议关注后续行业“反内卷”政策实质性落地进展及旺季涨价情况。

➤ 航空：票价疲弱拖累整体盈利，油价下行助力成本缩减。

1) 经营情况：二季度运力主要增投国际线，客座率高位。

a) ASK 方面，国航/南航/东航/春秋/吉祥/海航 25Q2 综合 ASK 同比分别+4.1% / +6.0% / +8.5% / +12.1% / +1.7% / +11.4%；其中国内线 ASK 同比分别+1.1% / +2.0% / +3.8% / +10.9% / -10.2% / +2.6%，国际及地区线 ASK 同比分别+10.9% / +18.2% / +18.6% / +17.2% / +47.9% / +52.1%。

b) 客座率方面，上述航司 25Q2 客座率分别为 81.2% / 85.6% / 85.6%

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

/ 90.4% / 86.3% / 82.4%，同比分别+2.2 / +2.4 / +3.9 / -1.0 / +2.8 / -0.4pct，其中国内线客座率同比分别+2.8 / +2.5 / +4.1 / -0.5 / +3.2 / +0.6pct，国际及地区线客座率同比分别+1.3 / +2.4 / +3.7 / -3.0 / +4.5 / +0.2pct。

c) **RPK 方面**，上述航司 25Q2 综合 RPK 同比分别+7.0% / +9.1% / +13.6% / +10.9% / +5.1% / +10.9%。

2) 财务情况：营收稳增，油价下行带动单位成本下降。

a) **单位收益及成本方面**，二季度国航/南航/东航/春秋/吉祥/海航单位 RPK 收入分别为 0.563 / 0.551 / 0.506 / 0.374 / 0.441 / 0.494 元，同比分别-3.5% / -2.2% / -5.1% / -4.4% / -2.9% / -1.6%，单位成本分别为 0.432 / 0.429 / 0.412 / 0.300 / 0.342 / 0.396 元，同比分别-4.4% / -5.3% / -4.8% / -4.7% / +4.3% / -6.4%。行业票价偏弱，航司单位收益下降；同时油价下行等带动单位 ASK 成本下降。

b) **营收及归母净利方面**，Q2 上述航司营收分别为 407 / 429 / 334 / 50 / 53 / 155 亿元，同比分别+3.2% / +6.7% / +7.8% / +6.0% / +2.1% / +9.1%；对应归母净利分别为 2.38 / -7.86 / -4.36 / 4.91 / 1.60 / -2.15 亿元，同比分别+121.5% / +60.4% / +77.8% / -10.7% / +35.5% / +83.7%。三大航及海航 Q2 同比减亏，国航实现扭亏；吉祥利润同比增长，春秋受去年税盾因素带来的利润基数较高影响，归母净利有所下滑。

3) **投资建议：供需关系及竞争格局有望改善，看好座收回升业绩弹性。**我们认为 2025 年行业供给收缩确定性较强，运力提升空间有限，需求端因私出行需求较强，行业客座率高位持续，供需或能持续改善。同时，近期民航局积极倡导“反内卷”行动，有望推动市场竞争回归理性，消减恶性低价竞争行为。多重因素叠加，或有望推动航司单位座收回升，带来业绩弹性。看好航空出行的持续复苏，关注后续“反内卷”进程，建议重点关注中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空等。

➤ 港口：板块表现有所分化，集装箱吞吐量维持稳增。

1) 经营数据：货物吞吐量整体稳健，集装箱吞吐量维持稳增。

a) **行业情况**：25H1 全国沿海主要港口货物吞吐量实现 57.03 亿吨，同比增长 2.5%；集装箱吞吐量实现 15227 万标准箱，同比增长 7.1%。25Q2 全国沿海主要港口货物吞吐量实现 29.65 亿吨，同比增长 3.29%；集装箱吞吐量实现 7913 万标准箱，同比增长 6.09%。

b) **青岛港、招商港口集装箱吞吐量稳增**：25H1 青岛港集装箱吞吐量、招商港口珠三角集装箱吞吐量、招商港口海外集装箱吞吐量同比增速分别为 7.65%、9.21%、5.03%；25Q2 青岛港集装箱吞吐量、招商港口珠三角集装箱吞吐量、招商港口海外集装箱吞吐量同比增速分别为 8.10%、3.79%、6.14%。

2) **财务数据：集装箱枢纽港业绩稳增**。25H1 青岛港、招商港口、唐山港、北部湾港归母净利润同比增速分别为 7.58%、3.13%、-19.83%、-15.70%；25Q2 青岛港、招商港口、唐山港、北部湾港归母净利润同比

增速分别为 8.64%、1.71%、-10.50%、40.36%。

3) 投资建议：建议关注分红能力稳健的青岛港、招商港口。

- a) **青岛港：**2025 年上半年，公司计划分配可用于分配利润的 35%。叠加 2025~2027 年分红规划提出“可适当增加分红频次，可在年度内进行多次分红，现金分红不低于可分配利润 40%”，我们持续看好公司后续分红水平。基于我们的盈利预测，假设公司分红比例为 40%，对应 2025 年 9 月 2 日收盘价，股息率为 3.85%。
- b) **招商港口：**公司 2025~2027 年分红规划提出“原则上现金分红不低于可分配利润 40%”。基于我们的盈利预测，假设公司分红比例为 41%，对应 2025 年 9 月 2 日收盘价，股息率为 3.55%。

➤ **公路：车流量基于低基数恢复性增长，Q2 板块利润同比+1.2%。**

- 1) **行业层面：**25Q2 板块盈利稳健增长。二季度全国公路货运量 110.78 亿吨，同比+2.9%，公路客运量 29.03 亿人次，同比-3.0%，Q2 公路板块营业收入同比-13.4%，归母净利润同比+1.2%，板块利润稳健增长。
- 2) **业绩情况：**从上市公司来看，上半年招商公路、山东高速、粤高速 A、宁沪高速、深高速、皖通高速、四川成渝归母净利润分别同比-7.6%、+3.9%、+23.6%、-11.8%、+24.0%、+18.6%、+19.9%，Q2 招商公路、山东高速、粤高速 A、宁沪高速、深高速、皖通高速、四川成渝归母净利润分别同比-17.0%、+3.0%、-8.1%、-19.2%、+59.1%、+16.9%、+24.2%。
- 3) **投资建议：基于成长性叠加高股息主线，关注稳健龙头。**推荐投资运营能力优秀、相关多元化外延拓展持续贡献业绩成长性的招商公路，以及核心路产改扩建完工后或量价齐升赋能增长的山东高速。此外，建议关注标的宁沪高速、皖通高速、粤高速 A。

➤ **铁路：大秦铁路及京沪高铁业绩承压，铁龙物流经营超预期增长。**

1) 经营情况：

- a) **铁路货运：**受上游货源受限、进口煤炭冲击、能源结构变化等因素影响，上半年大秦线运量同比下降 2.2%至 1.89 亿吨，Q2 大秦线运量同比小幅提升 1.4%至 0.96 亿吨。铁龙物流特种集装箱业务稳步增长，上半年完成发送量 102.49 万 TEU，同比+7.17%。
- b) **铁路客运：**2025 年上半年京沪高铁本线列车运送旅客 2499.6 万人次，同比+1.2%，客流量稳增；跨线列车运营里程完成 4855.6 万列公里，同比+0.1%，京福安徽线列车运行里程完成 2040.7 万列公里，同比+7.5%；累计跨线列车运营里程达到 6896.3 万列公里，同比+2.2%。本线客流量微增，跨线业务增速放缓。

2) 财务情况：

- a) **大秦铁路：**公司基于长期发展战略考虑，非煤货物运输增多，叠加公司新推出物流辅助服务（门到门、站到门），目前仍处于让利引流阶段，综合导致成本大幅提升，Q2 实现归母净利润 15.44 亿元，同比-45.2%。



- b) **京沪高铁**: 25Q2 公司实现营收 108 亿元, 同比+0.3%, 对应归母净利润 33.52 亿元, 同比-1.22%。京沪线本线车需求偏弱拖累客座率, 跨线车相对稳健, 盈利略降。
 - c) **铁龙物流**: 25Q2 实现营业收入 28.40 亿元, 同比-21.47%, 收入下降主要受供应链业务收缩影响; 实现归母净利润 1.76 亿元, 同比+172.50%, 利润提升一方面受益于特种集装箱业务板块发送量及毛利率提升, 另一方面系 24Q2 减值低基数影响。
- 3) **投资建议**: 铁路货运方面, 铁龙物流为国铁特箱运输龙头, 受益于新一轮造箱周期, 特种集装箱业务有望稳健增长带动利润提升, 大秦铁路为国铁集团西煤东运龙头, 我们看好公司稳健的经营能力以及可观的股息回报。铁路客运方面, 京沪高铁坐拥黄金路产, 贯穿南北大通道, 旅客出行需求较旺。随路网逐步完善, 公司跨线路网服务业务量有望进一步增加; 本线客运业务的客流量或能保持增长, 若票价能结构性上调, 量价稳增有望驱动业绩增长。

➤ **航运: 25Q2 油运运价反弹, 建议关注油运业绩弹性**

1) **经营数据: 25Q2 油运运价反弹, 集运运价承压。**

- a) **油运**: 25H1, 波罗的海原油航运运费指数 BDTI 平均实现 970.30 点, 同比下滑 21.24%, 其中 BDTI-TD3C 航线(波斯湾→远东)等效期租租金(TCE)平均实现 4.05 万美元/日, 同比下滑 1.87%。25Q2, 波罗的海原油航运运费指数 BDTI 平均实现 1035.03 点, 同比下滑 12.33%, 其中 BDTI-TD3C 航线(波斯湾→远东)等效期租租金(TCE)平均实现 4.15 万美元/日, 同比增长 8.67%。
- b) **集运**: 25H1, 中国出口集装箱运价指数 CCFI 平均实现 1256.40 点, 同比下滑 7.94%。25Q2, 中国出口集装箱运价指数 CCFI 平均实现 1162.35 点, 同比下滑 19.23%。

2) **财务数据**: 25H1 中远海能、招商轮船、中远海控、中谷物流归母净利润同比增速分别为-29.16%、-14.91%、3.95%、41.59%; 25Q2 中远海能、招商轮船、中远海控、中谷物流归母净利润同比增速分别为-15.26%、12.25%、-42.25%、42.50%。

3) **投资建议**: 根据 Clarksons, 截至 2025 年 9 月 2 日, 2025 年计划交付 VLCC 数量为 4 艘, 合计运力 122.1 万载重吨, 占现有油轮运力 0.17%, 考虑到现阶段油轮供给增量有限, 全球油轮船队老龄化趋势持续, 叠加需求端 OPEC+ 渐进增产策略等因素, 我们建议关注油运中远海能、招商轮船业绩弹性。

➤ **大宗供应链: 经营恢复节奏不一, 价格承压, 业绩有望触底回升。**

1) **经营情况: 象屿及建发货量稳增, 国贸经营承压**。当前经济表现偏弱, 地缘政治风险增加, 大宗商品需求疲弱、价格承压。2025 年上半年, 头部企业经营调整节奏不一。厦门象屿/建发股份/厦门国贸 25H1 大宗商品经营货量分别为 1.21/1.03/0.72 亿吨, 象屿经营货量同比+19%, 建发保持稳增, 国贸同比-8.6%。虽然外部环境仍存在诸多不确定性因



素，但政策端已有多项积极调控政策落地，经济指标逐渐好转。同时头部企业结构调整逐渐完成后，有望依托其规模效应，在多方面形成优势，份额有望持续提升，经营稳定性增强。

2) 财务情况：利润或触底、股息率具备投资价值。厦门象屿、建发股份、厦门国贸 25H1 供应链业务营收分别为 1985、2678、1511 亿元，同比分别+0.45%、+1.62%、-22.36%。对应实现归母净利（建发为供应链业务利润）分别为 10.32、14.20、5.23 亿元，同比分别+32.48%、-0.11%、-37.62%。若上述公司 2025 年分红比例能够维持此前平均比例，9 月 2 日收盘价对应股息率分别为 4.23%、4.04%、4.53%，具备一定投资价值。

3) 投资建议：估值低位、分红比例较高，高股息具备较高投资价值。过去两年经济需求表现偏弱，下游客商经济活跃度较低，大宗商品需求量及价格下降，大宗供应链企业盈利水平受到影响。2024 年下半年一揽子增量政策出台，诸多利好政策提振行业需求，工业企业效益有所改善，大宗商品行业或有望迎来周期上行拐点，供应链企业利润或触底，业绩有望回升。估值水平看，当前大宗供应链企业估值分位水平不高；从分红情况看，公司分红比例较高，股息率具备较高投资价值。

➤ **投资评级：** 看好

➤ **风险因素：**实物商品网购需求不及预期；电商快递价格竞争恶化；末端加盟商稳定性下降；出行需求恢复不及预期；油价大幅上涨风险；人民币大幅贬值风险；客货车流量不及预期；分红政策不及预期；港口整合不及预期；油轮船队规模扩张超预期；航运环保监管执行力度不及预期；委托管理风险；大宗商品价格波动风险；铁路货运收费政策调整风险；客商信用风险；国际业务拓展风险等。



研究团队简介

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

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

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

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

分析师声明

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

免责声明

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

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

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

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

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

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

评级说明

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

风险提示

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

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。