

强于大市

交通运输行业 2026 年年度策略

国内“反内卷”叠加价格修复下关注航空和快递，海外美联储降息周期下推荐油散及大宗商品供应链

我们通过自上而下的分析框架总结出两条投资主线。宏观层面，国内 CPI 及 PPI 等价格指数有所回暖，海外美联储仍处于降息周期。行业层面，随着“反内卷”的持续推进，快递行业的价格跌幅有所收窄，航空票价亦有所修复，油运散运价持续走高，大宗供应链企业盈利有所改善。基于以上分析，我们建议关注两条主线，一是国内“反内卷”叠加价格修复下的航空和快递投资机会，二是海外美联储降息周期下的油散及大宗商品供应链投资机会。

支撑评级的要点

- **投资策略：国内“反内卷”叠加价格修复下关注航空和快递，海外美联储降息周期下推荐油散及大宗商品供应链。**“反内卷”频繁出现于中央重要会议及报告中，遏制低效竞争已在最高决策层形成共识。国内宏观环境方面，CPI 和 PPI 价格指数整体有所回暖。对快递行业而言，2025 年 10 月，全国快递单票价格为 7.48 元，同比-3.00%，降幅较 9 月份的-4.91%明显收窄，随着快递行业“反内卷”的持续推进，快递单票价格跌势放缓。航空票价方面，2025 年 10 月，国内机票平均价格为 809 元，同比 7.6%，机票价格自 9 月份以来明显修复，10 月份的票价录得今年以来月度同比最好表现。同时 2025 年年初至今美联储三次降息，今年累计降息 75 个基点。目前美联储仍处在降息周期，油运散运以及大宗商品供应链等赛道整体外部宏观条件相对较好。
- **“反内卷”及价格修复主线：快递行业增速放缓关注价格修复，航空出行需求和票价逐步回暖。**2025 年 1-10 月快递业务量累计同比增长 16.10%，10 月快递业务量仅实现个位数增长，行业整体业务量增速有所放缓。价格方面，通达系单票价格降幅明显收窄，我们认为，在行业增速有所下降叠加快递行业“反内卷”的情况下，通达系电商快递的单票价格有望企稳，关注后续价格修复带来的投资机会。同时极兔速递东南亚市场表现强劲，巴西等新市场物流需求稳健增长。我们看好海外东南亚和新市场电商快递快速增长带来的投资机会。航空方面，中国民用飞机机队规模稳步增加，但疫情后机队增速呈现“下台阶式”趋势。据国家统计局数据显示，疫情前 10 年(2010-2019 年)中国民用飞机架数增速均值为 10.44%。2020-2024 年中国民用飞机架数增速均值降至 2.85%。价格方面，随着出行需求的逐步恢复，今年 9 月以来的机票价格整体有所修复，2025 年前 10 个月，航空煤油均价为 86.01 美元/桶，较去年同期下降 10.90%。煤油价格下降也有助于提升航空公司的盈利能力。
- **美联储降息周期下的大宗投资主线：油运散运有望迎来共振，大宗供应链企业经营有望触底反弹。**油运方面，今年 1-11 月，OPEC 每月平均原油产量为 27484 千桶/天，同比增长 3.4%，今年 1-11 月，我国从巴西进口原油量每月平均 37.89 亿吨，同比增长 21.6%，油运运价自 8 月以来持续走高，11 月底 TD3C 航线运价最高达到每日约 14 万美元。散运方面，三季度以来巴西及澳大利亚铁矿石整体发货量同比明显增长，8 月和 11 月同比增速均超过 20%，带动 BDI 运价指数整体走高，散运船队增速偏低。同时需求侧未来也迎来几内亚西芒杜铁矿项目发运的积极变化。大宗供应链方面，大宗商品主要品类已进入补库周期，其中有色系自 2024 年三季度开始补库，黑色系自今年 2 月开始补库。有利于大宗供应链企业的货量增长。同时大宗商品整体价格有所好转，黑色系价格指数底部企稳回升，厦门象屿这样的大宗供应链代表企业前三季度业绩也明显改善。

相关研究报告

《交通运输行业周报》20251229
《交通运输行业周报》20251222
《交通运输行业周报》20251215

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输

证券分析师：王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030004

证券分析师：刘国强

guoqiang.liu_01@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524070002

投资建议

- 一是国内“反内卷”叠加价格修复下的航空和快递的投资机会。推荐极兔速递、韵达股份、顺丰控股、中国国航、中国东航、南方航空，建议关注圆通速递、中通快递、申通快递、春秋航空、华夏航空、吉祥航空等。二是关注美联储降息周期下的大宗投资主线。推荐招商轮船、中远海特、厦门象屿、厦门国贸，建议关注中远海能、海通发展、太平洋航运、物产中大、建发股份、浙商中拓。

评级面临的主要风险

- 美联储降息的不确定风险、地缘政治风险、国内财政政策及货币政策不及预期、海外政策和监管风险、国内经济复苏力度不及预期、逆全球化加剧风险。

目录

一、投资策略：国内“反内卷”叠加价格修复下关注航空和快递，海外美联储降息周期下推荐油散及大宗商品供应链.....	5
1.1 宏观背景：国内“反内卷”叠加价格修复，海外美联储处于降息周期	5
1.2 投资策略：关注国内“反内卷”及价格修复下的航空和快递板块投资机会，美联储降息周期关注油散和大宗商品供应链投资机会	7
二、“反内卷”及价格修复主线：快递和航空.....	8
2.1 快递：国内快递业务量增速放缓关注价格修复投资机会，海外关注东南亚和新市场电商快递快速增长投资机会	8
2.2 航空：机队规模增速放缓叠加飞机交付能力下降，出行需求逐步回暖	11
三、美联储降息周期下的大宗投资主线：油运散运有望迎来共振，大宗供应链企业经营有望触底反弹.....	20
3.1 油运散运：OPEC 增产油运运价旺季持续走高，散运船队增速较低需求存结构性改善	20
3.2 大宗商品供应链： 主要品类进入补库周期，厦门象屿等代表公司业绩好转	22
四、投资建议	24
五、风险提示	26

图表目录

图表 1. 反内卷政策及动态	5
图表 2. 快递行业“反内卷”动态	5
图表 3. 国内 CPI 和 PPI	6
图表 4. 全国快递单票价格及同比（月）	6
图表 5. 国内机票平均价格及同比（月）	6
图表 6. 2025 年 9 月美联储后续降息点阵图	7
图表 7. 快递业务量及同比增速（月）	8
图表 8. 快递业务收入及同比增速（月）	8
图表 9. 2013 年至 2025 年 1-10 月全国快递业务量及同比增速	8
图表 10. 顺丰控股快递业务量及同环比增速（亿票，月）	9
图表 11. 顺丰控股快递业务收入及同环比增速（亿元，月）	9
图表 12. 韵达股份快递业务量及同环比增速（亿票，月）	9
图表 13. 韵达股份快递业务收入及同环比增速（亿元，月）	9
图表 14. 申通快递快递业务量及同环比增速（亿票，月）	9
图表 15. 申通快递快递业务收入及同环比增速（亿元，月）	9
图表 16. 圆通速递快递业务量及同环比增速（亿票，月）	10
图表 17. 圆通速递快递业务收入及同环比增速（亿元，月）	10
图表 18. 顺丰控股快递单票价格及同环比增速（元，月）	10
图表 19. 韵达股份快递单票价格及同环比增速（元，月）	10
图表 20. 申通快递快递单票价格及同环比增速（元，月）	11
图表 21. 圆通快递快递单票价格及同环比增速（元，月）	11
图表 22. 航空运输业盈利影响因素	11
图表 23. 2000-2024 年中国民用航空飞机架数及增速	12
图表 24. 2016-2024 年波音和空客交付飞机	12
图表 25. 2017-2027E 主要航空上市公司飞机数量	13
图表 26. 2019 年 1 月-2025 年 10 月各航空公司 ASK 情况	13
图表 27. 2025 年 10 月当期各航司 ASK 恢复情况（相较于 2019 年同期）	14
图表 28. 2025 年 1—10 月各航司 ASK 累计恢复情况（相较于 2019 年同期）	14
图表 29. 中国人均 GDP 预计维持增长	14
图表 30. 人均乘机次数与发达国家差距大	15
图表 31. 2000 年-2024 年国内旅游人数及同比变化	15
图表 32. 2000-2024 年国内居民出境人数及同比变化	16
图表 33. 2016-2024 年航空旅客运输量情况	16
图表 34. 2016-2024 年航空旅客周转量情况	16
图表 35. 2024 年 1-12 月旅客运输量情况	16
图表 36. 2024 年以来客运量恢复情况（相比 2019 年）	16
图表 37. 2015-2024 年三大航司 RPK 情况	17

图表 38. 2025 年 1-10 月各航空公司累计旅客运输量情况	17
图表 39. 2025 年 10 月当期各航司旅客运输量恢复情况（相较于 2019 年同期）..	18
图表 40. 2025 年 1-10 月各航司旅客运输量累计恢复情况（相较于 2019 年同期）	18
图表 41. 各航空公司客座率变化.....	18
图表 42. 2016-2024 年各航空公司国内客公里收益情况	18
图表 43. 2016-2024 年各航空公司国际客公里收益情况	18
图表 44. 航空煤油价格变化.....	19
图表 45. 美元兑人民币汇率变化.....	19
图表 46. 欧佩克原油产量及同比.....	20
图表 47. 巴西原油产量及同比.....	20
图表 48. 中国从巴西原油进口量及同比.....	20
图表 49. 油运 TD3C 及 TD15 航线运价（美元/天）	21
图表 50. BDTI 及中东湾至中国宁波运价指数（日）	21
图表 51. 巴西铁矿石发货量及同比.....	21
图表 52. 澳大利亚铁矿石发货量及同比.....	21
图表 53. BDI 指数（日）	21
图表 54. BDI、BPI、BCI、BSI、BHSI 指数（日）	21
图表 55. 2020-2026E 年全球散货船贸易量和运力增长情况.....	22
图表 56. 大宗供应链主要品类存货当月同比增速（%）	22
图表 57. 不同品类大宗商品价格指数（%）	23
图表 58. 厦门象屿近三年单季度归母净利润及同环比增速.....	23
图表 59. 报告中提及上市公司估值表.....	25

一、投资策略：国内“反内卷”叠加价格修复下关注航空和快递，海外美联储降息周期下推荐油散及大宗商品供应链

1.1 宏观背景：国内“反内卷”叠加价格修复，海外美联储处于降息周期

“反内卷”频繁出现于中央重要会议及报告中，遏制低效竞争已在最高决策层形成共识。2024 年 7 月，中央政治局会议首度提出防范“内卷式”恶性竞争；2024 年 12 月，中央经济工作会议进一步细化综合治理“内卷式”竞争的工作部署。2025 年 3 月，《政府工作报告》明确要综合治理“内卷式”竞争的工作任务，确立其作为年度经济治理重点的制度化定位；2025 年 7 月，中央财经委员会第六次会议释放更强的监管信号，重点提出依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出，将治理重点从宏观层面精准聚焦至价格战、产能过剩等结构性矛盾；2025 年 10 月，新修订的《反不正当竞争法》正式实施，为规制平台经济领域强制低价销售、大数据杀熟、排他性交易等典型“内卷”行为提供法律依据，从初期风险警示，到中期行业整治，最终构建长效法治约束机制。其核心逻辑在于通过遏制低效竞争与资源配置扭曲，推动企业从规模扩张转向质量提升，促进市场竞争回归创新驱动本质。

图表 1. 反内卷政策及动态

时间	关键会议/文件	核心表述与政策信号
2024 年 7 月	中央政治局会议	首次提出防止“内卷式”恶性竞争。
2024 年 12 月	中央经济工作会议	要求综合整治“内卷式”竞争。
2025 年 3 月	《政府工作报告》	综合整治“内卷式”竞争首次写入政府工作报告。
2025 年 7 月	中央财经委员会第六次会议	依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出。
2025 年 10 月	新修订的《反不正当竞争法》	为规制平台强制商家低价销售等行为提供了法律武器。

资料来源：新华社，人民日报，中银证券

快递行业“反内卷”持续推进，监管引导行业回归良性发展。7 月 8 日，国家邮政局首次公开明确反对“内卷式”竞争，为行业秩序重塑奠定政策基调。7 月 17 日，浙江义乌宣布将快递服务底价上调 0.1 元至 1.2 元/票，打破长期低价恶性循环的市场惯性。7 月 29 日，国家邮政局召集中通、圆通、韵达、申通、极兔等头部企业召开专题座谈会，就行业自律、价格协同与服务标准达成初步共识，行业治理机制从地方试点向全国性协同演进。8 月 4 日，广东省正式实施全域底价上调政策，单票均价整体提升 0.4 元，单票均价涨至 1.4 元以上，快递行业正从“规模优先”向“质量优先”转型。

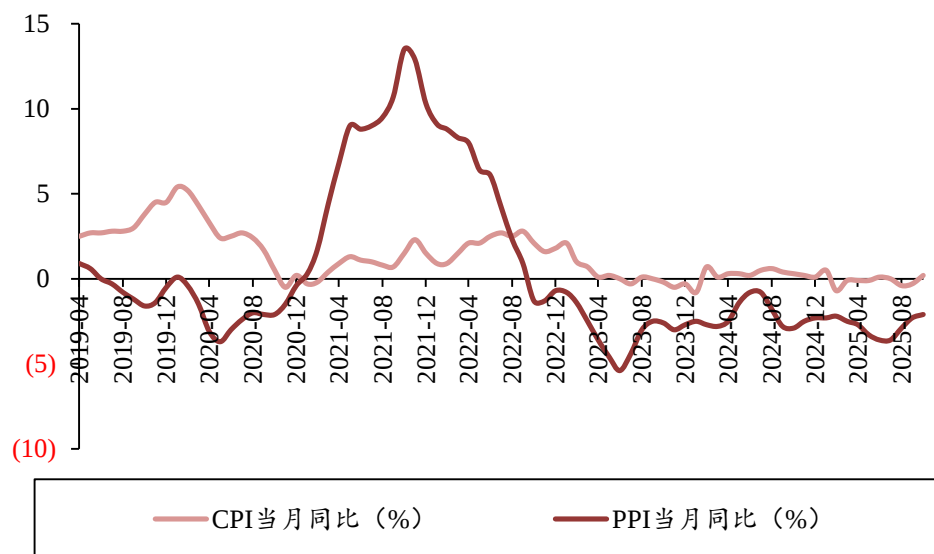
图表 2. 快递行业“反内卷”动态

时间	具体动态
2025 年 7 月 8 日	国家邮政局召开会议，明确反对“内卷式”竞争。
2025 年 7 月 17 日	浙江义乌率先行动，将快递服务下限上调 0.1 元至 1.2 元。
2025 年 7 月 29 日	国家邮政局召开快递企业座谈会，中通、圆通、韵达、申通、极兔等参会，共商治理“内卷式”竞争。
2025 年 8 月 4 日	广东省快递底价整体上调 0.4 元/票的政策正式生效。单票均价涨至 1.4 元以上。

资料来源：国家邮政局，浙江在线，中银证券

国内 CPI 和 PPI 价格指数有所回暖，CPI 同比由负转正。2025 年 10 月，中国 PPI 同比降幅收窄至 -2.1%，较上月改善 0.2 个百分点，较去年同期收窄 0.8 个百分点，连续三个月呈现修复态势，显示工业品价格底部企稳迹象增强。与此同时，CPI 同比由负转正，录得 0.2%，表明内需温和复苏趋势延续。整体来看，PPI 环比转正与 CPI 由负转正共同印证工业通缩压力缓解、消费端价格动能修复，国内政策对产能出清、设备更新与消费升级的协同发力初见成效，企业利润修复预期有所增强。

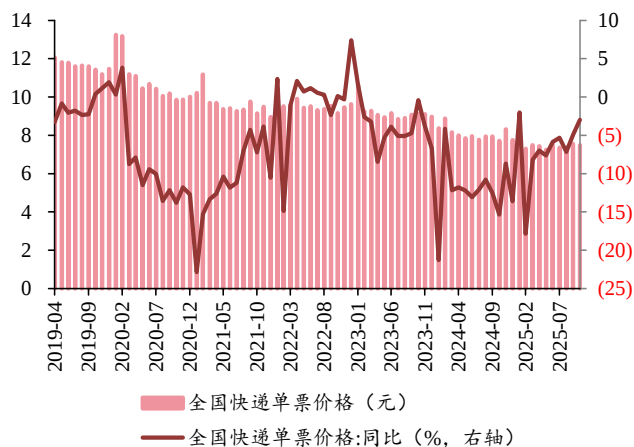
图表 3. 国内 CPI 和 PPI



资料来源：万得，中银证券

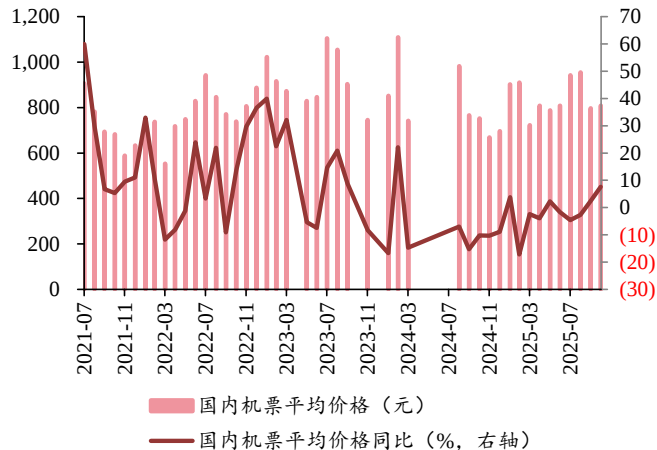
国内快递单票价格同比降幅收窄，9 月份以来机票平均价格明显修复。2025 年 10 月，全国快递单票价格为 7.48 元，同比-3.00%，降幅较 9 月份的-4.91%明显收窄，显示行业“反内卷”政策推动下，快递单票价格跌势放缓。航空票价方面，2025 年 10 月，国内机票平均价格为 809 元，同比 7.6%，机票价格自 9 月份以来明显修复，10 月份的票价录得今年以来月度同比最好表现。

图表 4. 全国快递单票价格及同比（月）



资料来源：万得，中银证券

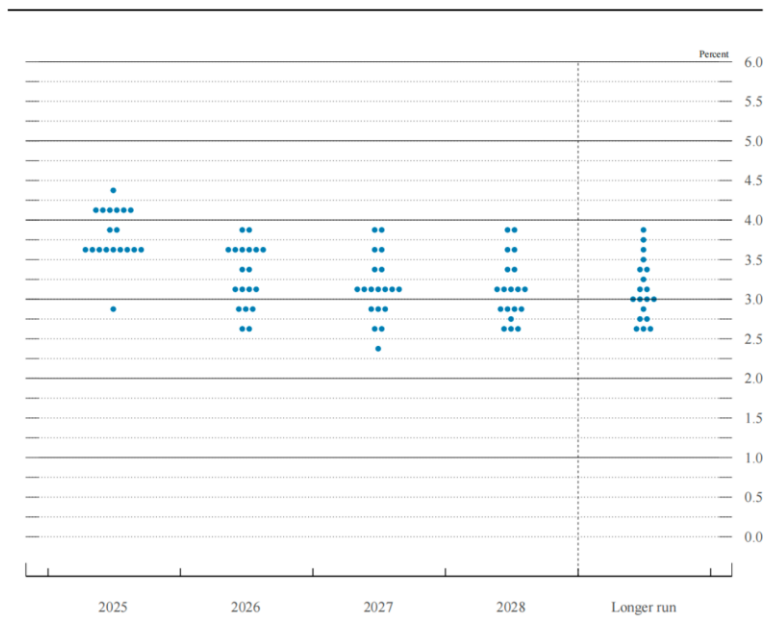
图表 5. 国内机票平均价格及同比（月）



资料来源：万得，中银证券

美联储 2025 年三次降息，今年累计降息 75 个基点。12 月 10 日，美联储结束为期两天的货币政策会议，宣布将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点至 3.5%至 3.75%之间。这是美联储自今年 9 月以来连续第三次降息，幅度均为 25 个基点，也是美联储自 2024 年 9 月启动本轮降息周期以来的第六次降息。目前美联储仍处在降息周期，油运散运以及大宗商品供应链等赛道整体外部宏观条件相对较好。

图表 6. 2025 年 9 月美联储后续降息点阵图



资料来源：美联储，中银证券

1.2 投资策略：关注国内“反内卷”及价格修复下的航空和快递板块投资机会，美联储降息周期关注油散和大宗商品供应链投资机会

1、关注国内“反内卷”及价格修复下的航空和快递板块投资机会。政策方面，近年来“反内卷”频繁出现于中央重要会议及报告中，遏制低效竞争已在最高决策层形成共识。2025 年 3 月，《政府工作报告》首次将“反内卷”纳入国家政策体系，明确要综合治理“内卷式”竞争的工作任务，确立其作为年度经济治理重点的制度化定位。宏观方面，国内 CPI 和 PPI 价格指数整体有所回暖，2025 年 10 月，中国 PPI 同比降幅收窄至-2.1%，较上月改善 0.2 个百分点，较去年同期收窄 0.8 个百分点，连续三个月呈现修复态势，显示工业品价格底部企稳迹象增强。与此同时，CPI 同比由负转正，录得 0.2%，表明内需温和复苏趋势延续。行业方面，2025 年 10 月，全国快递单票价格为 7.48 元，同比-3.00%，降幅较 9 月份的-4.91%明显收窄，显示行业“反内卷”政策推动下，快递单票价格跌势放缓。航空票价方面，2025 年 10 月，国内机票平均价格为 809 元，同比 7.6%，机票价格自 9 月份以来明显修复，10 月份的票价录得今年以来月度同比最好表现。我们看好明年快递行业及航空行业价格修复的投资机会。**推荐极兔速递、韵达股份、顺丰控股、中国国航、中国东航、中国南航，建议关注圆通速递、中通快递、申通快递、春秋航空、华夏航空、吉祥航空等。**

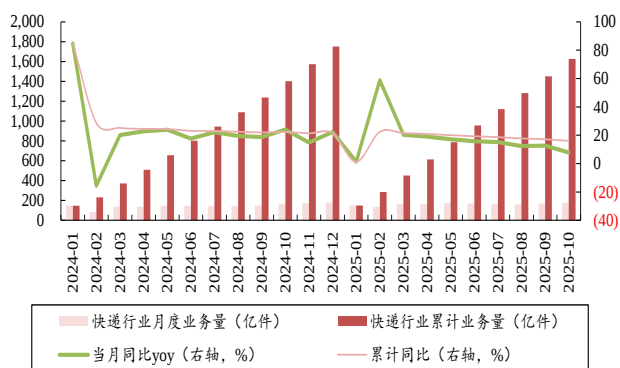
2.关注美联储降息周期油运散运和大宗商品供应链投资机会。国际宏观环境方面，目前美联储仍处在降息周期，油运散运以及大宗商品供应链等赛道整体外部宏观条件相对较好。油运方面，今年 1-11 月，OPEC 每月平均原油产量为 27484 千桶/天，同比增长 3.4%，今年 1-11 月，我国从巴西进口原油量每月平均 37.89 亿吨，同比增长 21.6%，油运运价自 8 月以来持续走高，11 月底 TD3C 航线运价最高达到每日约 14 万美元。散运方面，三季度以来巴西及澳大利亚铁矿石整体发货量同比明显增长，8 月和 11 月同比增速均超过 20%，带动 BDI 运价指数整体走高，散运船队增速偏低。同时需求侧未来也迎来几内亚西芒杜铁矿项目发运的积极变化。大宗供应链方面，大宗商品主要品类已进入补库周期，其中有色系自 2024 年三季度开始补库，黑色系自今年 2 月开始补库。有利于大宗供应链企业的货量增长。同时大宗商品整体价格有所好转，黑色系价格指数底部企稳回升，厦门象屿这样的大宗供应链代表企业前三季度业绩也明显改善。**推荐招商轮船、中远海特、厦门象屿、厦门国贸，建议关注中远海能、海通发展、太平洋航运、物产中大、建发股份、浙商中拓。**

二、“反内卷”及价格修复主线：快递和航空

2.1 快递：国内快递业务量增速放缓关注价格修复投资机会，海外关注东南亚和新市场电商快递快速增长投资机遇

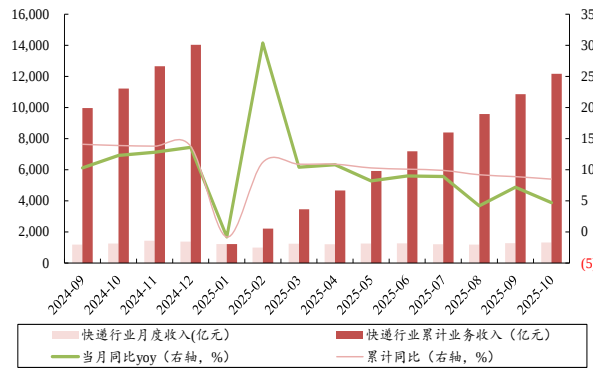
2025 年 1-10 月快递业务量累计同比增长 16.10%，行业整体业务量增速有所放缓。2025 年 10 月，快递业务量 176.00 亿件，同比增加 7.90%，快递业务收入完成 1316.70 亿元，同比增加 4.70%；2025 年 1-10 月，行业累计快递业务量 1626.81 亿件，同比增加 16.10%，累计快递业务收入 12174.10 亿元，同比增长 8.50%。2024 年全年国内快递业务量同比增速为 32.57%，剔除 2022 年疫情影响的低值，2025 年前 10 个月，快递业务量同比增速已是近五年的最低值，今年 10 月快递业务量仅实现个位数增长，目前快递行业增速整体已有所放缓。

图表 7. 快递业务量及同比增速（月）



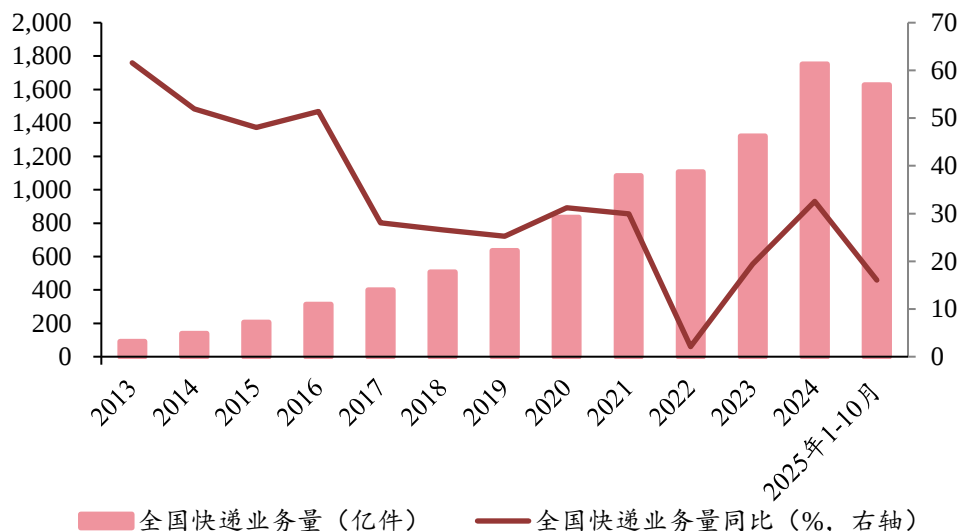
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 快递业务收入及同比增速（月）



资料来源：万得，中银证券

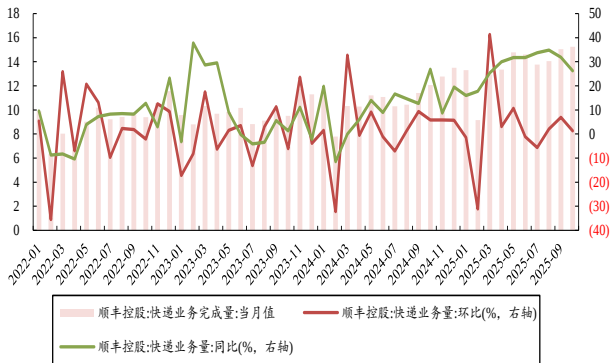
图表 9. 2013 年至 2025 年 1-10 月全国快递业务量及同比增速



资料来源：万得，中银证券

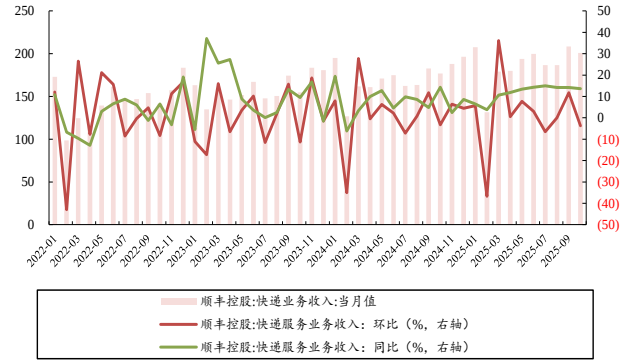
1-10月通达系快递公司业务量增速较去年同期整体有所放缓，顺丰1-10月业务量增速较快。分公司来看，顺丰控股1-10月快递业务量136.2亿票，同比增长28.1%，去年同期同比增速为10.9%，业务收入1874.1亿元，同比增长11.9%；圆通速递1-10月快递业务量253.7亿票，同比上升18.6%，去年同期同比增速为26.6%，业务收入553.5亿元，同比上升13.0%；申通快递1-10月快递业务量211.4亿票，同比增长15.5%，去年同期同比增速为30.7%，业务收入430.0亿元，同比增长14.4%；韵达股份1-10月快递业务量212.8亿票，同比增长10.9%，去年同期同比增速为28.2%，业务收入417.2亿元，同比增长5.7%。

图表 10. 顺丰控股快递业务量及同环比增速（亿票，月）



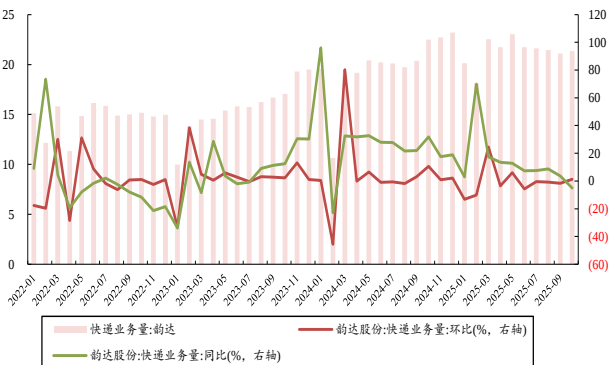
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 顺丰控股快递业务收入及同环比增速（亿元，月）



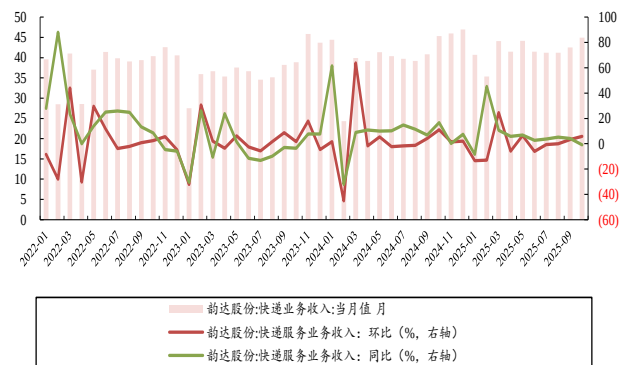
资料来源：万得，中银证券

图表 12. 韵达股份快递业务量及同环比增速（亿票，月）



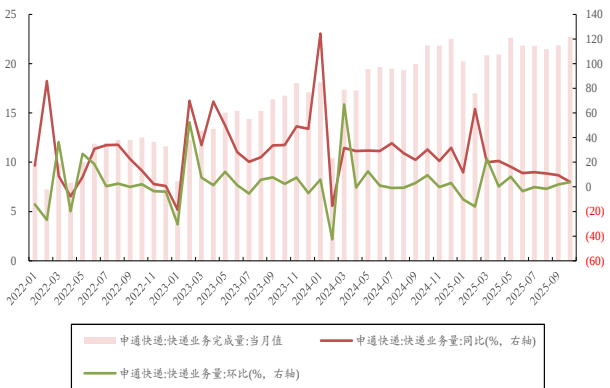
资料来源：万得，中银证券

图表 13. 韵达股份快递业务收入及同环比增速（亿元，月）



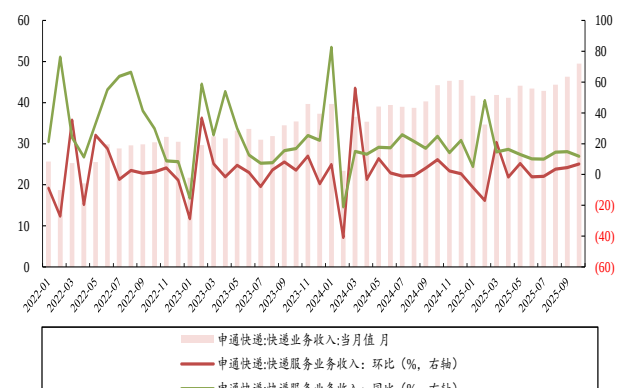
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 申通快递快递业务量及同环比增速（亿票，月）



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 申通快递快递业务收入及同环比增速（亿元，月）



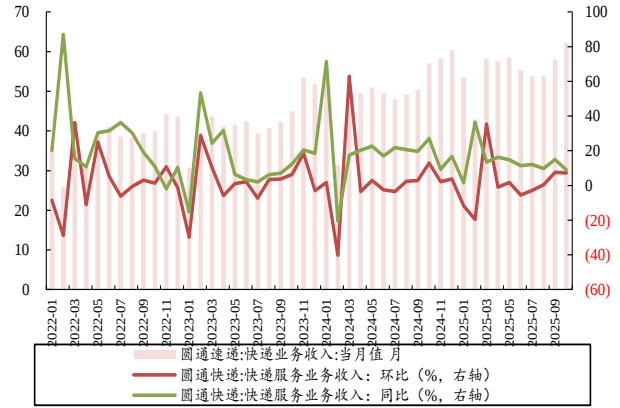
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 圆通速递快递业务量及同环比增速（亿票，月）



资料来源：万得，中银证券

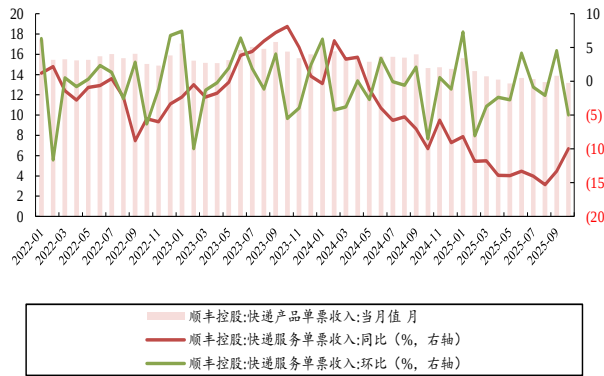
图表 17. 圆通速递快递业务收入及同环比增速（亿元，月）



资料来源：万得，中银证券

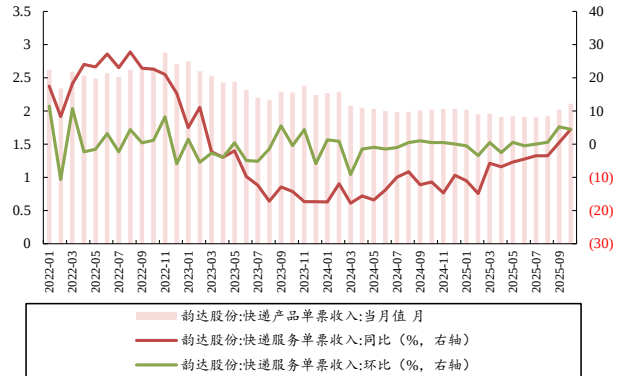
通达系单票价格降幅整体有所收窄，在快递“反内卷”下关注后续价格修复机遇。顺丰控股今年前 10 个月单票价格 13.76 元，同比-12.7%（-2.00 元），去年同期同比-2.3%（-0.38 元）；韵达股份今年前 10 个月单票价格 1.96 元，同比-4.6%（-0.10 元），去年同期同比-13.6%（-0.32 元）；申通快递今年前 10 个月单票价格 2.03 元，同比-0.9%（-0.02 元），去年同期同比-8.5%（-0.19 元）；圆通速递今年前 10 个月单票价格 2.18 元，同比-4.8%（-0.11 元），去年同期同比-4.7%（-0.11 元）。整体来看，今年前 10 个月，顺丰单票价格降幅较大，通达系单票价格降幅较去年同期整体有所收窄，我们认为，在行业增速有所下降叠加快递行业“反内卷”的情况下，通达系电商快递的单票价格有望企稳，关注后续价格修复带来的投资机遇。

图表 18. 顺丰控股快递单票价格及同环比增速（元，月）



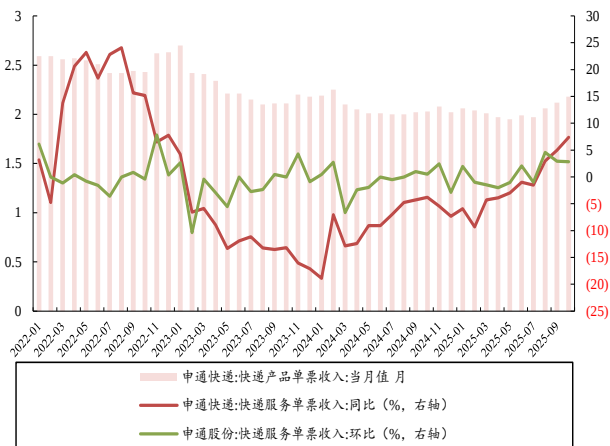
资料来源：万得，中银证券

图表 19. 韵达股份快递单票价格及同环比增速（元，月）



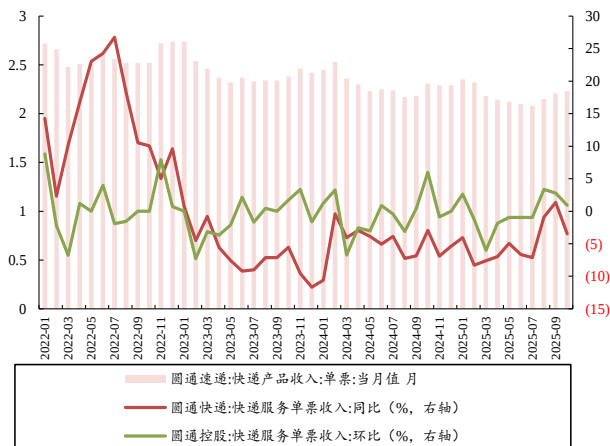
资料来源：万得，中银证券

图表 20. 申通快递快递单票价格及同环比增速（元，月）



资料来源：万得，中银证券

图表 21. 圆通快递快递单票价格及同环比增速（元，月）



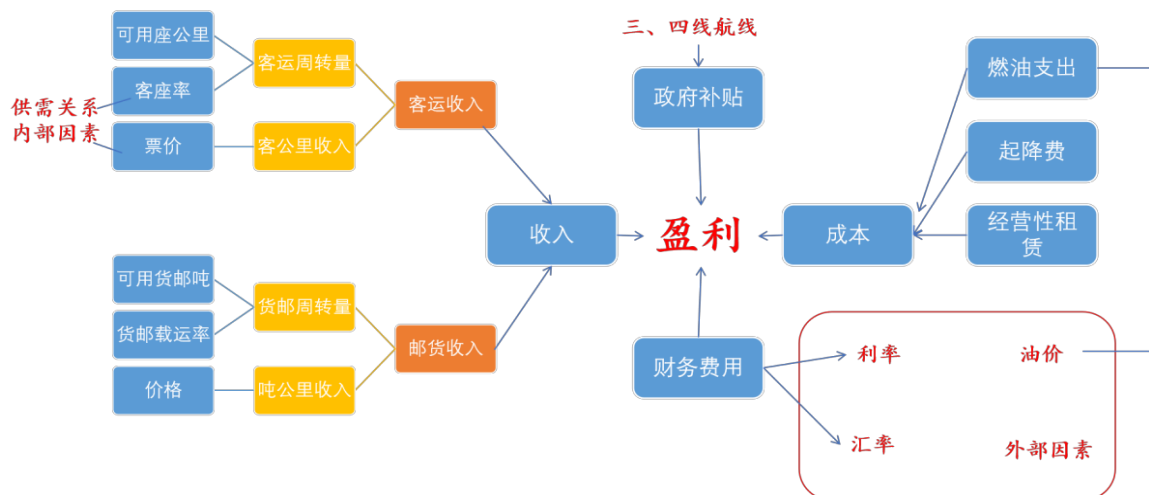
资料来源：万得，中银证券

极兔速递东南亚市场表现强劲，巴西等新市场物流需求稳健增长。2025 年一季度，极兔东南亚市场增速亮眼，包裹量同比增长 50.0%至 15.4 亿件，日均包裹量达 1710 万件，同比提升 51.6%。二季度，公司东南亚市场继续保持快速增长，包裹量同比增长 65.9%至 16.9 亿件，日均包裹量达 1850 万件，二季度东南亚同比增速创上市以来单季新高。公司在东南亚市场表现强劲，主要得益于公司持续深化与区域内主流电商平台 Shopee、Lazada、TikTok shop 的战略合作。根据 TikTok Shop 东南亚跨境数据显示，在 2025 年 6 月 6 日大促活动中，东南亚跨境电商 GMV 同比大幅增长 123%，订单量同比大幅增长 104%，动销商品数同比大幅增长 75%。同时进入 12 月，随着 2025 年“黑色星期五”购物季收官，公司在拉美、中东等新兴市场表现突出，作为极兔在拉美的战略重镇，巴西市场成为本次增长的核心引擎。根据公司披露，极兔巴西在 11 月迎来订单规模双重突破：非平台类客户订单量较 10 月环比大增近 40%，平台类客户订单量环比提升约 25%；与今年第三季度日均水平相比，平台类订单增幅高达 80%。双重增长驱动下，极兔巴西在黑五旺季期间成功刷新单日揽收量历史纪录。我们看好海外东南亚和新市场电商快递快速增长带来的投资机遇。

2.2 航空：机队规模增速放缓叠加飞机交付能力下降，出行需求逐步回暖

航空运输行业是一个周期性行业，是宏观经济运行晴雨表指标之一。航空运输业的收入来源于客运收入和货邮收入，主要由市场的供给与需求决定，同时受到经济形势、各国政策等方面的影响；航空业的成本分为航油成本和非油成本，主要受到油价波动和汇率波动的影响。

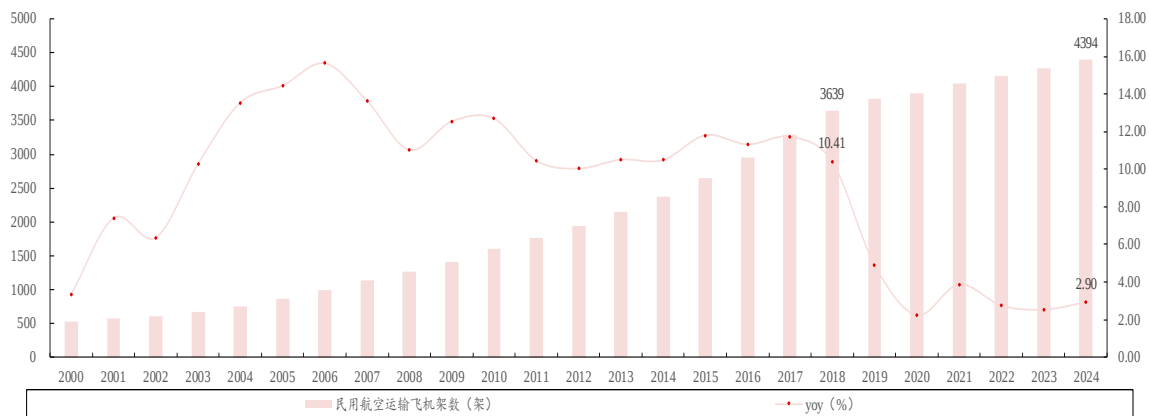
图表 22. 航空运输业盈利影响因素



资料来源：中银证券

中国民用飞机机队规模稳步增加，但疫情后机队增速呈现“下台阶式”趋势。据国家统计局数据显示，疫情前 10 年（2010-2019 年）中国民用飞机架数增速均值为 10.44%，机队规模从 2010 年 1597 架次上升至 2019 年 3818 架次。2020-2024 年中国民用飞机架数增速均值降至 2.85%，机队规模从 2020 年 3903 架次增至 2024 年 4394 架次。

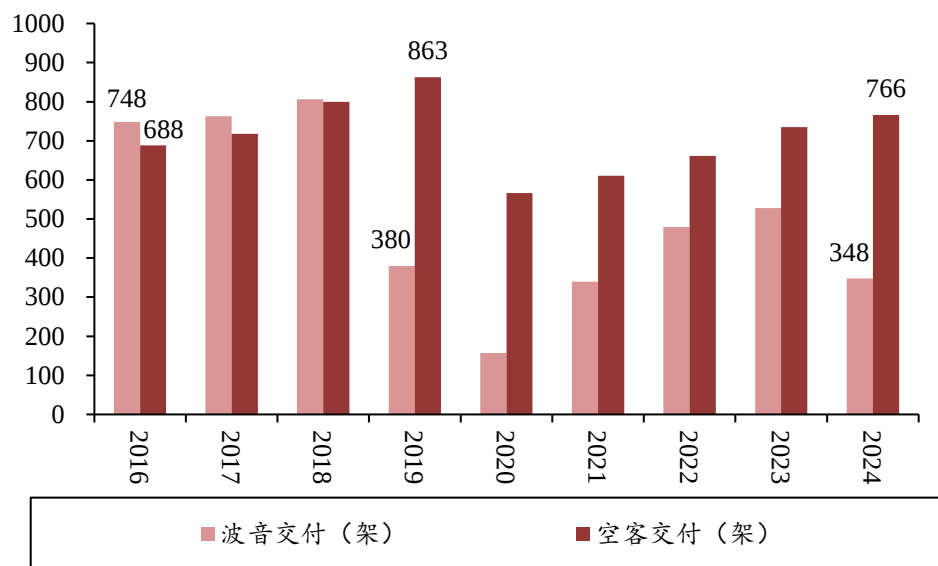
图表 23. 2000-2024 年中国民用航空飞机架数及增速



资料来源：iFinD，国家统计局，中银证券

受全球供应链扰动等因素影响，主要飞机制造商订单交付能力下降。据波音和空客披露数据显示，2016-2019 年，波音、空客年均交付飞机 674 和 767 架次，2020 年新冠疫情发生后，飞机交付能力明显下降，2020-2024 年，波音、空客年均交付飞机 371 和 668 架次，相比 2016-2019 年的均值分别下降 45.0%和 13.0%。

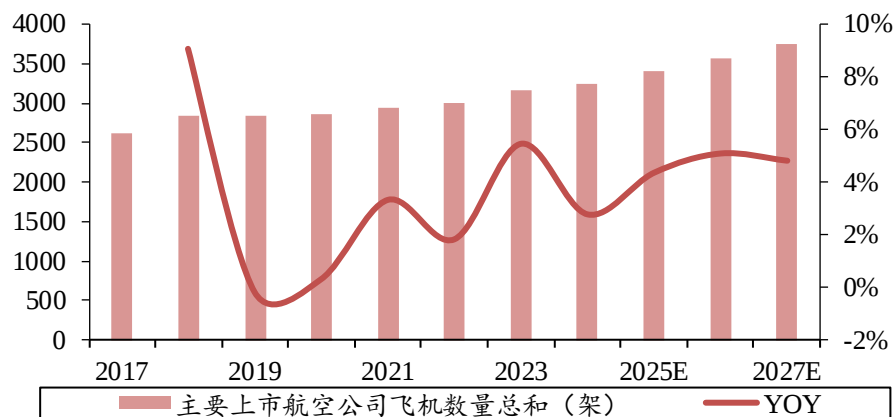
图表 24. 2016-2024 年波音和空客交付飞机



资料来源：Wind，中银证券

我国主要航空上市公司机队规模未来 3 年净引进飞机增速均值为 4.76%。根据航空上市公司披露数据显示，2025-2027 年净引进飞机计划为：中国国航为 30、30、55 架，南方航空为 53、55、59 架，中国东航为 34、51、28 架，吉祥航空为 3、8、6 架，春秋航空 5、12、14 架；海航控股 2024-2026 年计划累计净引入 28 架飞机，并计划在 2027 年底完成引进 30 架 C919 飞机。按照上述口径测算，六家航空上市公司 2025-2027 年飞机机队规模预计分别 3397、3570、3742 架，同比+4.36%、+5.09%、4.82%。

图表 25. 2017-2027E 主要航空上市公司飞机数量

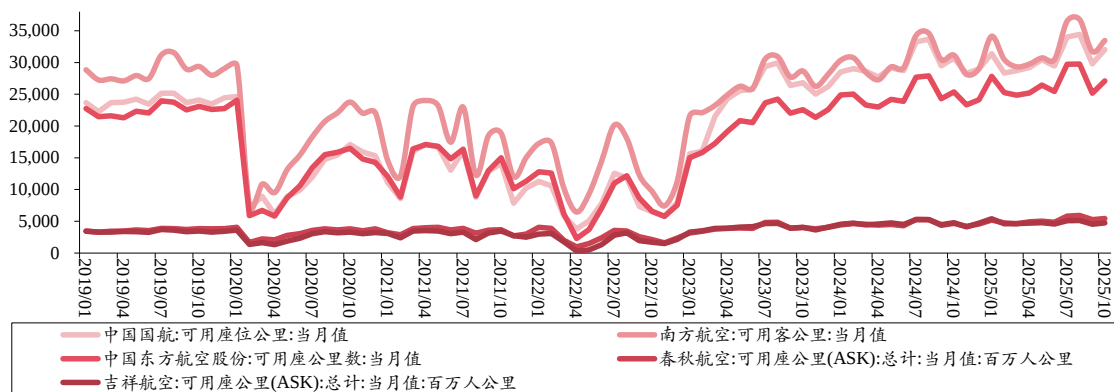


资料来源：iFinD，中银证券

注：海航控股 2025-2027 年根据公司引进计划假设分别引进 17/17/10 架飞机

目前我国各大航司国内 ASK 相较于 2019 年有所增长，但国际 ASK 仍在恢复阶段。新冠疫情发生后，2020 年 2 月各航空公司 ASK 断崖下降。2024 年逐步恢复至疫情前。2025 年 1-10 月国航、南航、东航、春秋、吉祥的可用座公里累计恢复到 2019 年同期的 128.71%、112.62%、118.67%、143.43%、141.06%，春秋航空国内累计可用座公里恢复速度最快，恢复到 2019 年同期的 171.42%；吉祥航空国际累计可用座公里恢复速度最快，恢复到 2019 年同期的 249.25%，中国国航的国际累计可用座公里恢复速度最慢，仅恢复到 2019 年同期的 97.12%。

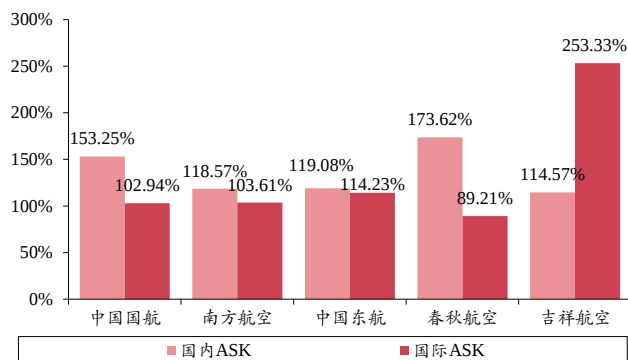
图表 26. 2019 年 1 月-2025 年 10 月各航空公司 ASK 情况



资料来源：iFinD，中银证券

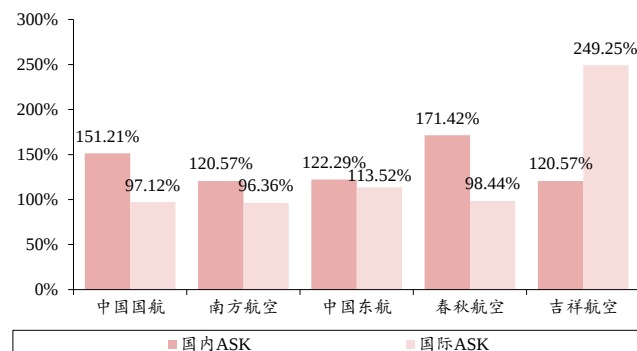
2025 年 10 月各航司国内可用座公里较 2019 年同期都有所增长。国航、南航、东航、春秋、吉祥的国内可用座公里分别恢复到 2019 年同期的 153.25%、118.57%、119.08%、173.62%、114.57%；国际可用座公里吉祥航空恢复进程最快，恢复到了 2019 年同期的 253.33%，国航、南航、东航、春秋分别恢复到 2019 年同期的 102.94%、103.61%、114.23%、89.21%。

图表 27. 2025 年 10 月当期各航司 ASK 恢复情况
(相较于 2019 年同期)



资料来源: iFinD, 中银证券

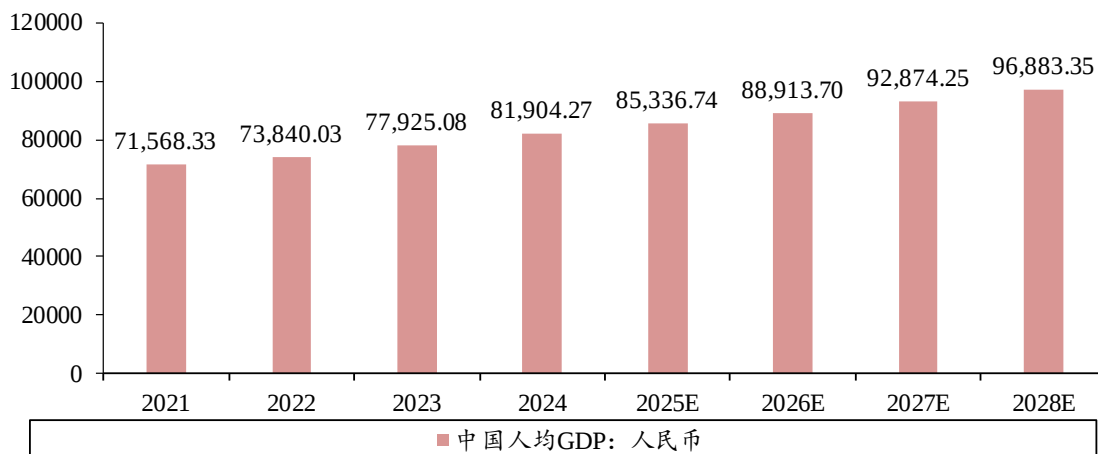
图表 28. 2025 年 1—10 月各航司 ASK 累计恢复情况
(相较于 2019 年同期)



资料来源: iFinD, 中银证券

中国人均 GDP 稳定上升有望带动民航旅客新增量。商务出行和因私出行均与经济发展相关度高, 成为航空业增长动力之一。商务旅客的出行需求与宏观经济相关度高, 经济周期的波动会对商务旅客航空出行需求造成影响; 因私出行旅客的出行需求多来自旅游, 随着人均 GDP 的不断提升, 消费水平随之提升, 旅游出行的人数和比例有望保持稳定增长, 推动航空客运需求持续上行。

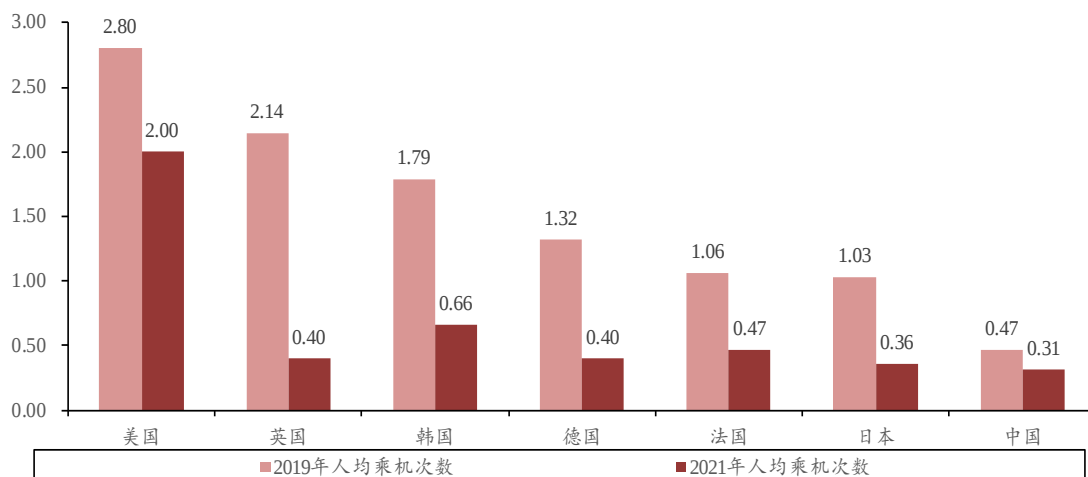
图表 29. 中国人均 GDP 预计维持增长



资料来源: IMF, 中银证券

我国人均乘机次数仍有较大提升空间, 航空客运量有望增长。2019 年国内人均乘机次数是 0.47 次, 和欧美发达国家和日韩人均乘机次数相比较低, 仍有较大提升空间。长期来看, 随着经济的不断发展以及航空基础设施的不断完善, 我们认为未来我国人均乘机次数有望继续提高, 航空需求仍有较大增长空间。

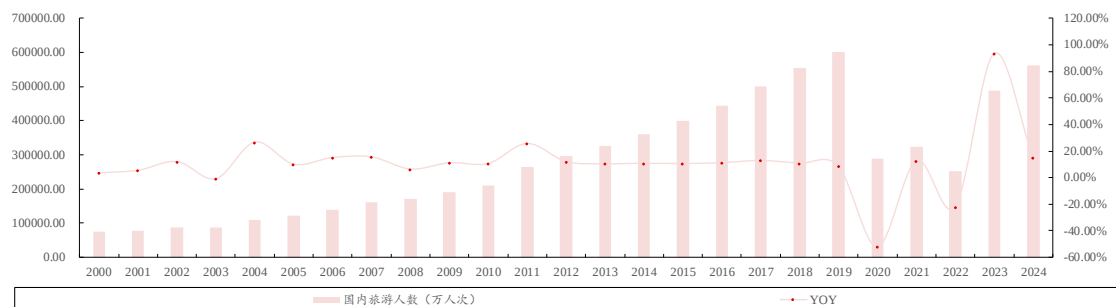
图表 30. 人均乘机次数与发达国家差距大



资料来源: iFinD, 中银证券

我国旅游市场持续升温, 有助于拉动航空出行需求。疫情前国内旅游人次保持 10%左右的增速, 体现出当时我国公众对旅行消费需求旺盛。2020-2022 年受新冠疫情影响国内旅游人数大幅下降, 2023-2024 年新冠疫情影响减弱, 旅游市场热度回升。2024 年, 国内旅游人次达 56.2 亿人次, 同比增长 14.80%, 恢复到 2019 年 93.49%的水平。中期来看, 国际航线复航仍需时间, 出境旅行回流给航空市场带来增量客源, 中国航空业长期供需向好。

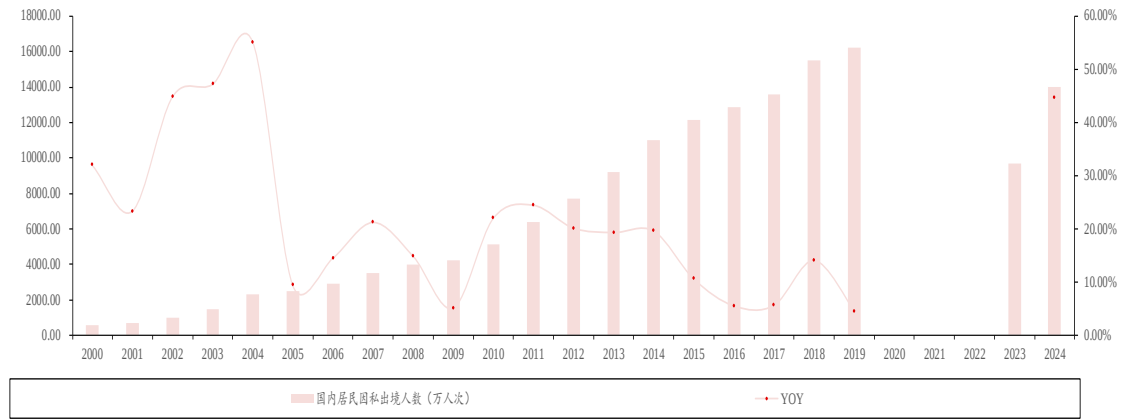
图表 31. 2000 年-2024 年国内旅游人数及同比变化



资料来源: iFinD, 国家统计局, 中银证券

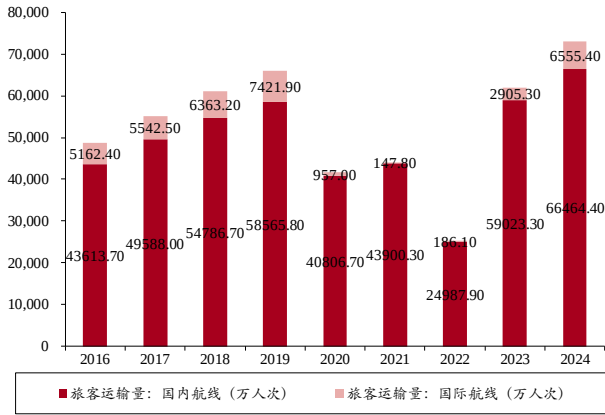
疫情前航空客运行业呈现稳健增长态势, 我国出境人次 2000-2024 年复合增速达 14.33%。据国家统计局数据显示, 2014-2019 年民航总客运量 CAGR 为+10.98%。根据国家统计局数据显示, 2024 年我国国内居民因私出境人数为 1.40 亿人次, 近 25 年复合增长率为 14.33%, 体现了较高的成长性。

图表 32. 2000-2024 年国内居民出境人数及同比变化



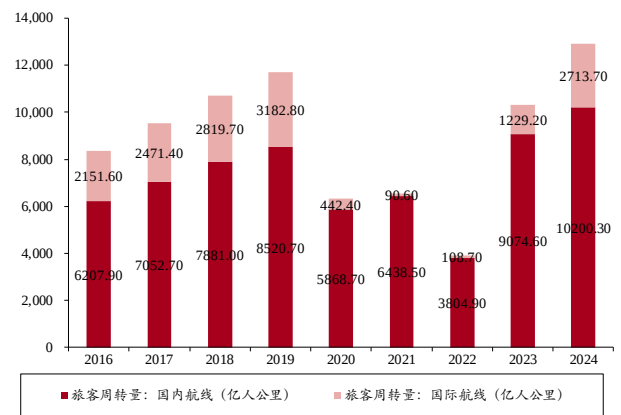
资料来源: iFinD, 国家统计局, 中银证券

图表 33. 2016-2024 年航空旅客运输量情况



资料来源: 中国民用航空局, iFinD, 中银证券

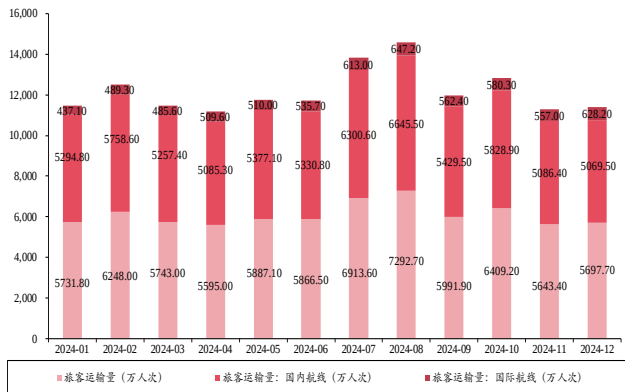
图表 34. 2016-2024 年航空旅客周转量情况



资料来源: 中国民用航空局, iFinD, 中银证券

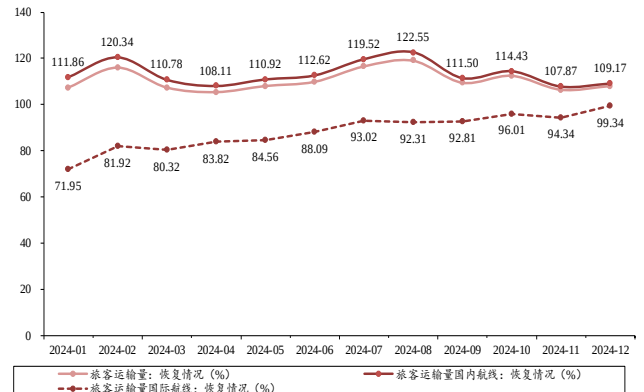
目前从结构构成看, 国内航空客运需求基本恢复, 国际客运需求恢复仍需时间。2024 年 12 月, 旅客运输量达 5697.7 万人次, 恢复到 2019 年同期的 107.99%, 其中国内航线旅客运输量达 5069.5 万人次, 恢复到 2019 年同期的 109.17%, 国际航线旅客运输量达 628.2 万人次, 恢复到 2019 年同期的 99.34%。2024 年 1-12 月累计旅客运输量 7.3 亿人次、恢复到 2019 年同期的 110.66%。其中, 国内航线旅客运输量累计 66464.4 万人次, 恢复到 2019 年同期的 113.49%, 国际航线旅客运输量达 6555.4 万人次, 恢复到 2019 年同期的 88.33%。根据民航局工作会议, 2025 年预计完成运输总周转量 1610 亿吨公里, 旅客运输量 7.8 亿人次, 货邮运输量 950 万吨。

图表 35. 2024 年 1-12 月旅客运输量情况



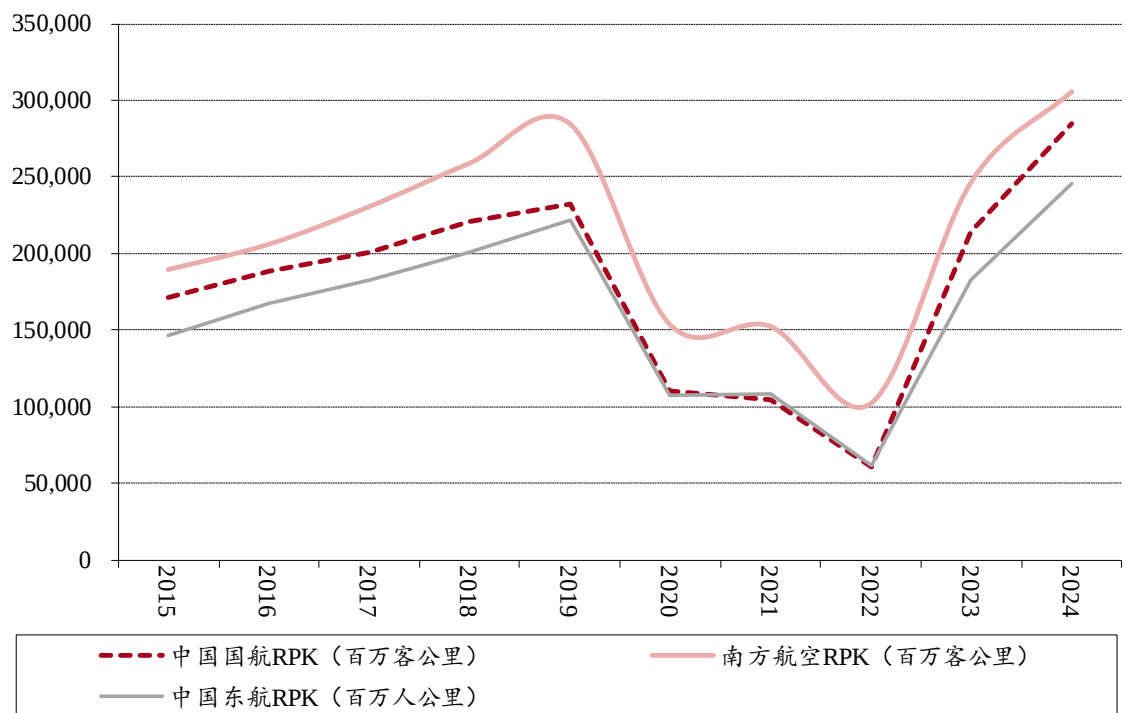
资料来源: 中国民用航空局, iFinD, 中银证券

图表 36. 2024 年以来客运量恢复情况 (相比 2019 年)



资料来源: 中国民用航空局, iFinD, 中银证券

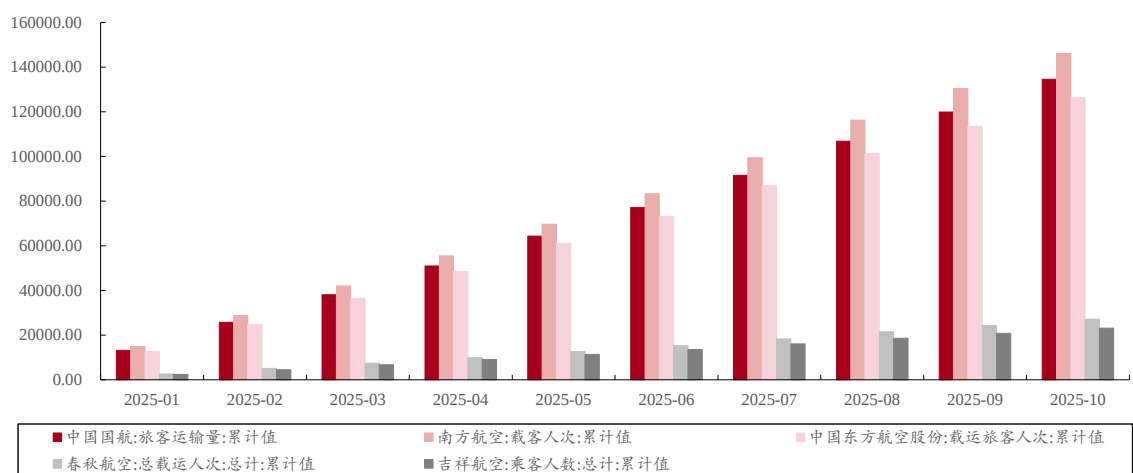
图表 37. 2015-2024 年三大航司 RPK 情况



资料来源: iFinD, 中银证券

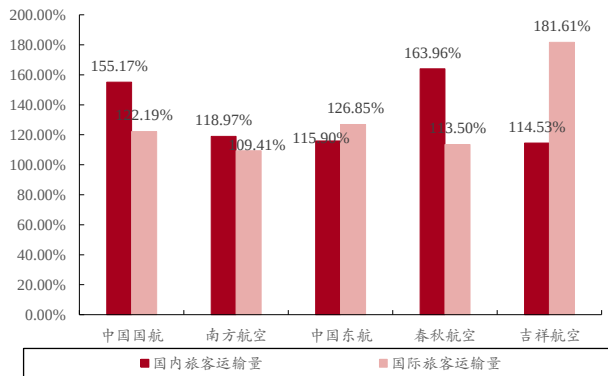
从各个航空公司的经营数据来看, 春秋航空国内旅客恢复较快、吉祥航空国际旅客恢复较快。2025 年 1-10 月国航、南航、东航、春秋、吉祥的旅客运输量累计恢复到 2019 年同期的 139.79%、115.11%、115.93%、145.21%、124.22%; 春秋航空国内累计旅客运输量恢复速度最快, 较 2019 年同期增长 60.01%; 吉祥航空国际累计旅客运输量恢复速度最快, 恢复到 2019 年同期的 167.97%; 2025 年 10 月, 国航、南航、东航、春秋、吉祥的国际旅客运输量分别恢复到 2019 年同期的 122.19%、109.41%、126.85%、113.50%、181.61%, 其中南方航空旅客恢复进程最慢、吉祥航空恢复最快。

图表 38. 2025 年 1-10 月各航空公司累计旅客运输量情况



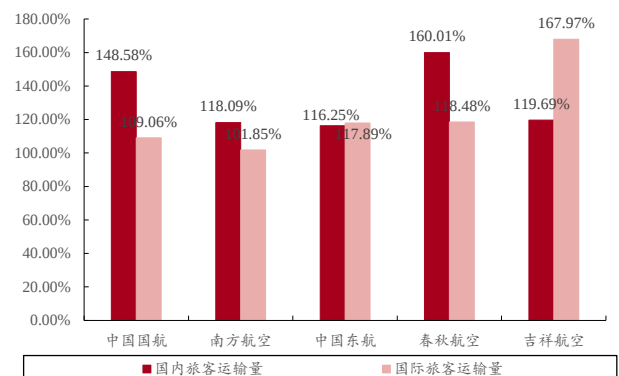
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 39. 2025 年 10 月当期各航司旅客运输量恢复情况(相较于 2019 年同期)



资料来源：公司公告，中银证券

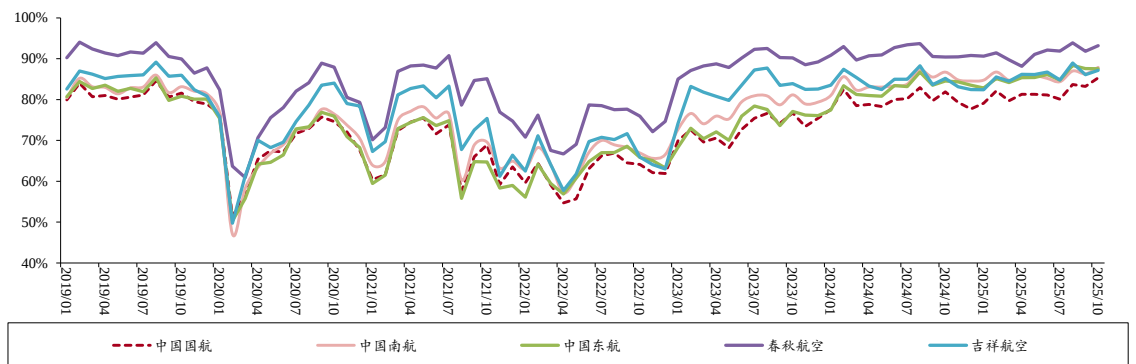
图表 40. 2025 年 1-10 月各航司旅客运输量累计恢复情况(相较于 2019 年同期)



资料来源：公司公告，中银证券

2025 年 10 月中国国航客座率达 85.30%。2025 年 10 月，国航、南航、东航、春秋、吉祥的客座率分别为 85.30%、87.89%、87.52%、93.18%、87.16%，分别恢复到了 2019 年同期的 104.53%、107.70%、108.29%、103.59%、101.38%，其中春秋航空的客座率最高。

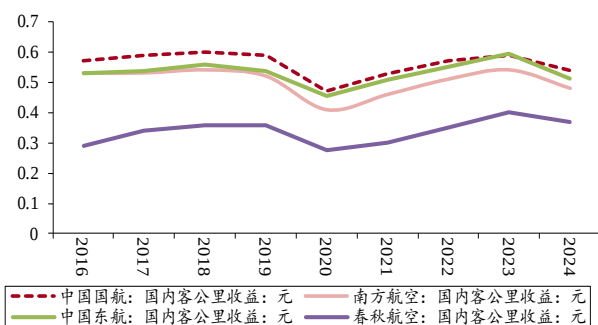
图表 41. 各航空公司客座率变化



资料来源：公司公告，中银证券

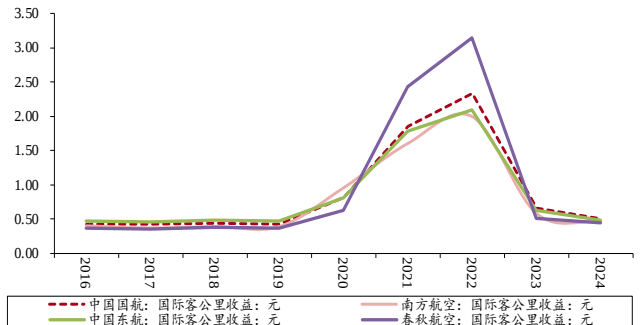
受疫情的影响，各航空公司的国内客公里收益在 2020 年达到近五年最低点。2020 年国航、南航、东航、春秋的国内客公里收益分别为 0.47、0.41、0.46、0.28 元，随后逐步恢复；2024 年国航、南航、东航、春秋的国内客公里收益分别为 0.54、0.48、0.51、0.37 元；2024 年，国航、南航、东航、春秋的国际客公里收益分别是 0.51、0.46、0.49、0.44 元。

图表 42. 2016-2024 年各航空公司国内客公里收益情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 43. 2016-2024 年各航空公司国际客公里收益情况



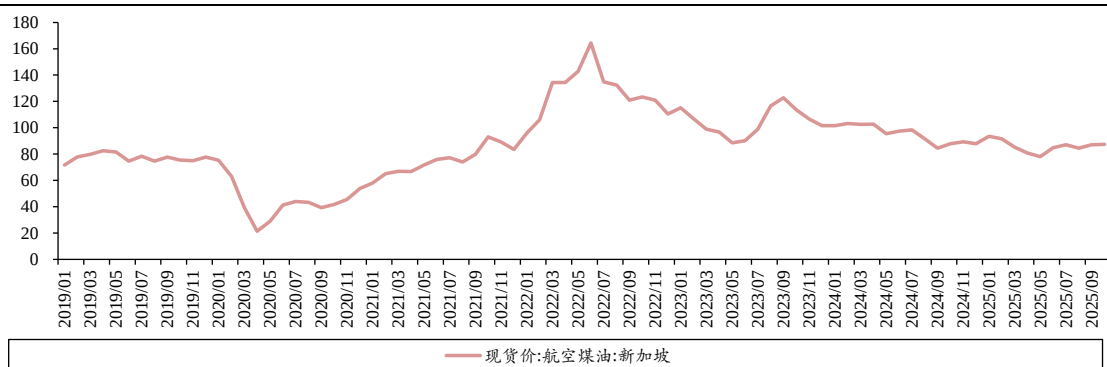
资料来源：公司公告，中银证券

油价和汇率是影响航空公司盈利能力的两个重要因素。根据中国国航 2024 年年报显示，报告期内，在其他变量保持不变的情况下，若平均航油价格上升或下降 5%，本公司航油成本将上升或下降约 26.86 亿元。假定除汇率以外的其他风险变量不变，人民币兑美元汇率变动使人民币升值或贬值 1%，将导致公司的净利润和股东权益分别增加或减少人民币 1.78 亿元。

2024 年航空煤油价格、人民币汇率持续波动。2024 年，全球经济复苏节奏、主要经济体货币政策博弈及地缘政治演进，推动航空煤油在供需格局中呈震荡下行趋势，2024 年航空煤油均价为 95.20 美元/桶，同比下降 9.06%，为航空公司发展带来利好趋势。人民币兑美元汇率受跨境资本流动、经济基本面等因素作用，2024 年 1-7 月人民币兑美元整体出现升值态势，对航司也造成了成本压力，但进入 8 月后人民币兑美元出现了贬值趋势，缓解了航司的成本压力。

2025 年航空煤油价格呈现下降的趋势。航油成本是航空公司的最主要成本之一，约占航空公司成本的 30%-40% 左右，航空煤油价格波动直接影响航司的利润。2025 年前 10 个月，航空煤油均价为 86.01 美元/桶，较去年同期下降 10.90%。煤油价格下降有助于提升航空公司的盈利能力。

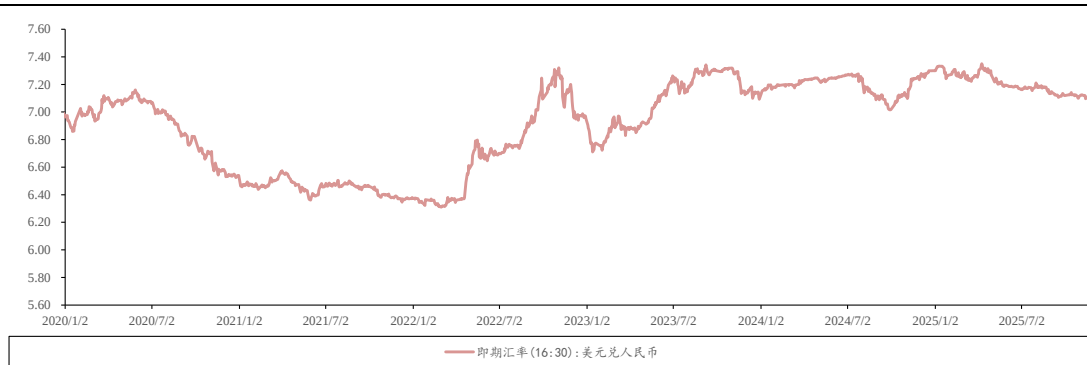
图表 44. 航空煤油价格变化



资料来源: iFinD, 中银证券

人民币汇率不断双向波动。2025 年 11 月 28 日银行间外汇市场美元兑人民币的即期汇率为 7.0794 人民币/美元，从 2025 年走势来看，人民币汇率呈现波动态势，人民币汇率在今年 1-2 月整体表现贬值状态，3-11 月总体呈升值态势。

图表 45. 美元兑人民币汇率变化



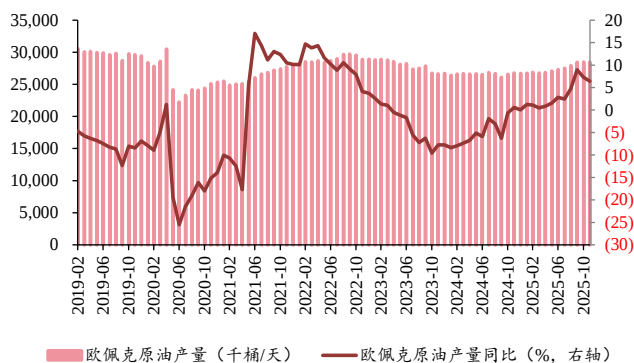
资料来源: iFinD, 中银证券

三、美联储降息周期下的大宗投资主线：油运散运有望迎来共振，大宗供应链企业经营有望触底反弹

3.1 油运散运：OPEC 增产油运运价旺季持续走高，散运船队增速较低需求存结构性改善

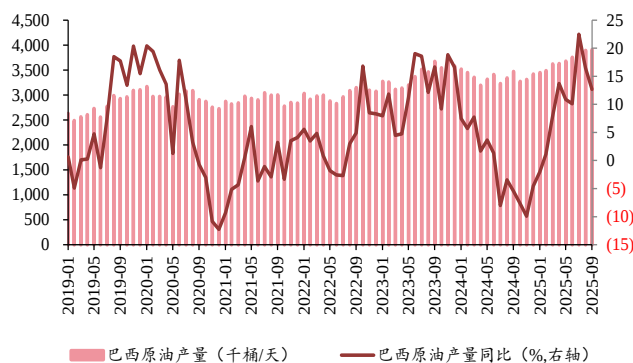
8 月以来 OPEC 持续增产，我国自巴西进口原油同比大幅增加。今年 1-11 月，OPEC 每月平均原油产量为 27484 千桶/天，同比增长 3.4%，其中 8-10 月原油产量分别为 27913 千桶/天、28427 千桶/天、28481 千桶/天，同比增长 4.73%、8.94%、7.29%，9 月原油产量同比增速创下近 2 年新高。南美巴西方面，今年 1-9 月，巴西每月平均原油产量为 3710 千桶/天，同比增长 10.2%，今年 4 月以来，巴西原油产量每月均保持两位数的同比增速，其中 7 月同比增速达到了最高的 22.49%，我国自巴西的原油进口量也较去年同期大幅增加，今年 1-11 月，我国从巴西进口原油量每月平均 37.89 亿吨，同比增长 21.6%，9 月自巴西进口原油量同比更是大增 149.7%至 42.6 亿吨。

图表 46. 欧佩克原油产量及同比



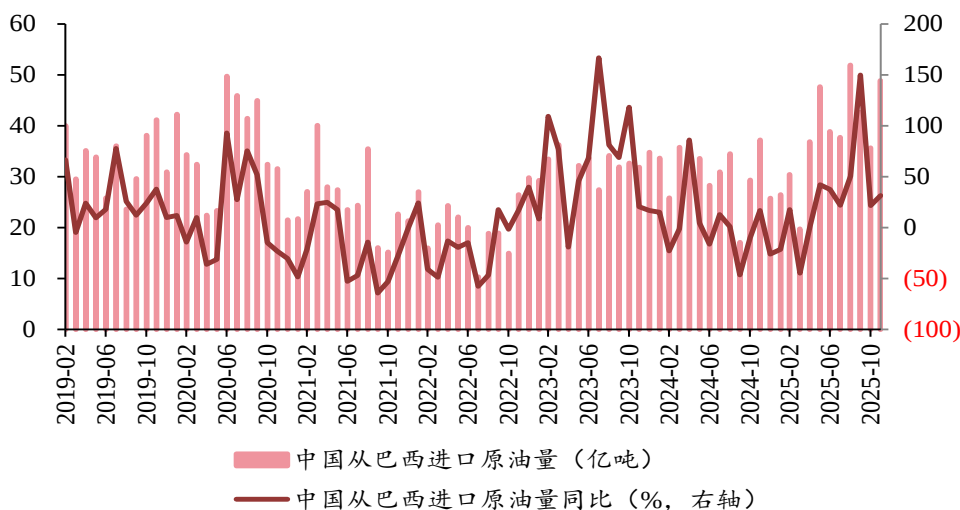
资料来源：万得，中银证券

图表 47. 巴西原油产量及同比



资料来源：万得，中银证券

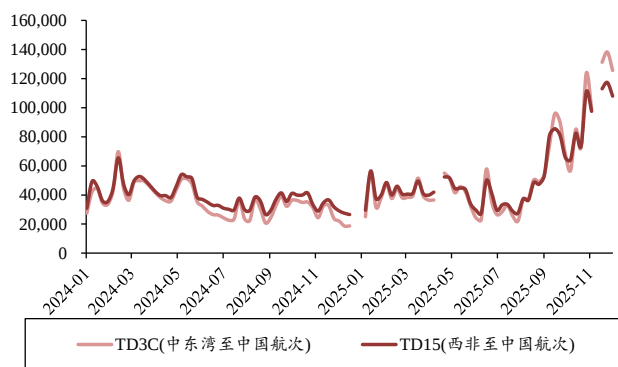
图表 48. 中国从巴西原油进口量及同比



资料来源：MPG，中银证券

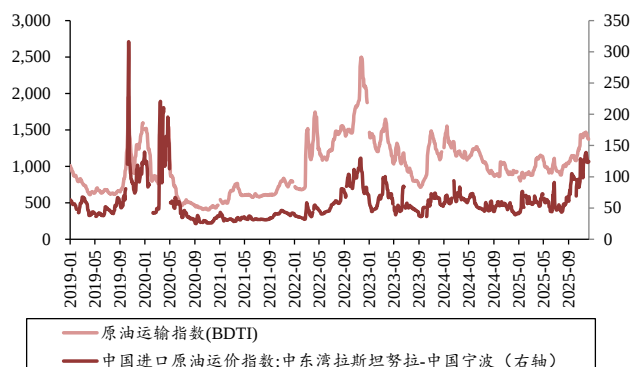
油运运价自 8 月以来持续走高，11 月底 TD3C 航线运价最高达到每日约 14 万美元。今年 8-11 月，中东湾-中国航线（TD3C）平均运价为 75562 美元/天，较去年同期同比大增 147.4%。今年 8-11 月，BDTI 平均运价指数为 1171.7，同比增长 26.8%。11 月底，TD3C 航线当周平均运价一度达到 138266 美元/天，创下 1 年多以来新高。从需求侧来说，OPEC 和巴西原油增产是 8-11 月油运运价上涨的主要推动因素之一，二者在时间线上高度重合。

图表 49.油运 TD3C 及 TD15 航线运价（美元/天）



资料来源：万得，中银证券

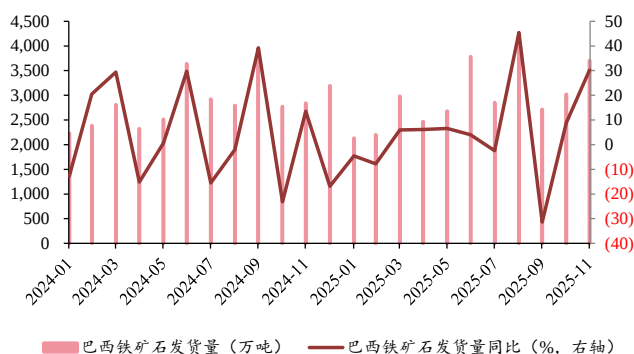
图表 50.BDTI 及中东湾至中国宁波运价指数（日）



资料来源：万得，中银证券

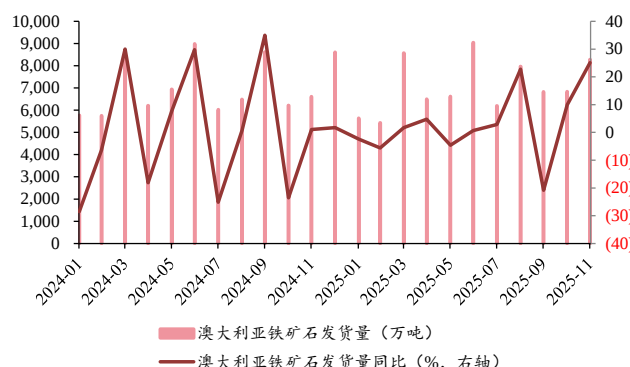
三季度以来巴西及澳大利亚铁矿石整体发货量同比明显增长，8 月和 11 月同比增速均超过 20%。8-11 月，巴西铁矿石发货量分别为 4063.7/2713.2/3021.4/3703.5 万吨，同比+45.4%/-31.3%/+8.9%/30.2%，澳大利亚铁矿石发货量分别为 7968.3/6825.6/6837.6/8276.3 万吨，同比+22.7%/-20.8%/+10.0%/+25.2%。除 9 月份两个地区铁矿石发货量同比下降，其余 3 个月铁矿石发货量同比明显增长，带动 BDI 运价指数整体走高。

图表 51.巴西铁矿石发货量及同比



资料来源：万得，中银证券

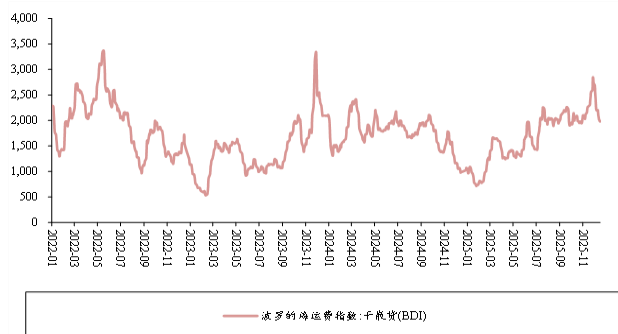
图表 52.澳大利亚铁矿石发货量及同比



资料来源：万得，中银证券

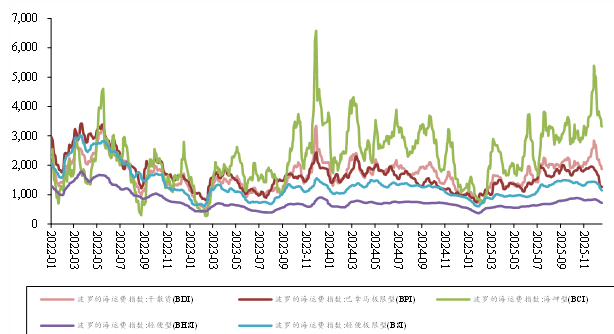
12 月初 BDI 运价指数创一年新高，指数逼近 3000 点。截至 2025 年 12 月 24 日，波罗的海干散货指数（BDI）报收 1877 点，周环比-11.50%，同比+88.26%，分船型看，巴拿马型、海岬型、轻便型、轻便极限型运价指数分别报收 1267/3319/719/1144 点，环比-14.39%/-10.15%/-7.11%/-12.54%，同比+28.24%/+189.36%/+26.36%/+23.94%。12 月 3 日，BDI 运价指数创下一年新高的 2845 点。

图表 53.BDI 指数（日）



资料来源：万得，中银证券

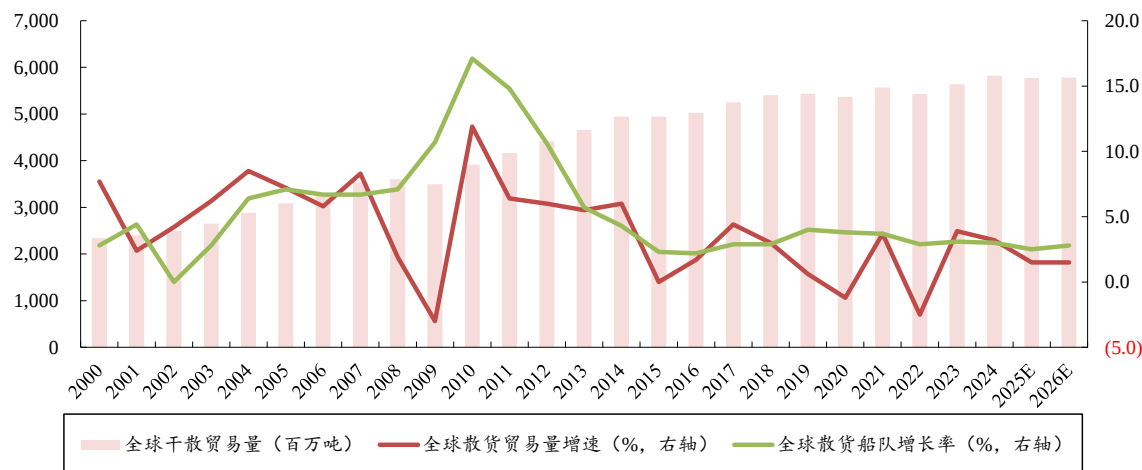
图表 54.BDI、BPI、BCI、BSI、BHSI 指数（日）



资料来源：万得，中银证券

散运船队增速较低，未来需求存在结构性改善。2025 - 2026 年散运船队增速 2.5%、2.8%，增速偏低。同时全球船队老龄化问题严重，叠加日益严格的环保法规（如 CII、EEXI），这些老旧船只的运营成本增加甚至可能被迫拆解，或进一步压缩有效运力。同时需求侧未来也迎来积极变化。宏观上，美联储潜在的降息周期有望改善全球流动性，提振大宗商品需求和补库动力。微观层面，核心催化剂来自几内亚西芒杜铁矿项目的陆续发运，这不仅带来增量货盘，且因运输距离更远，或将提升“吨海里”需求。

图表 55. 2020-2026E 年全球散货船贸易量和运力增长情况

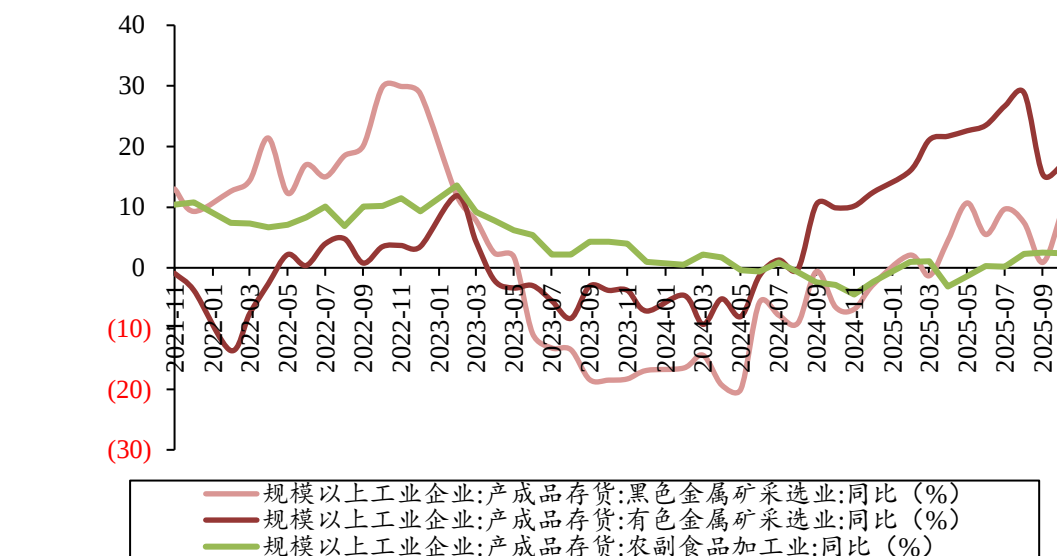


资料来源：HAINER，中银证券

3.2 大宗商品供应链：主要品类进入补库周期，厦门象屿等代表公司业绩好转

大宗商品主要品类已进入补库周期，其中有色系自 2024 年三季度开始补库，黑色系自今年 2 月开始补库。从大宗供应链主要的黑色系、有色系以及农产品品类的库存周期角度来看，有色系产成品存货同比增速自 2024 年三季度开始由负转正，显示有色金属从 24Q3 开始补库。黑色系产成品存货在今年 2 月开始由负转正，农副产品存货同比增速转正则在今年三季度。从三个品类的库存周期位置角度看，从 2023 年一季度持续到 2024 年三季度的去库存已经结束，主要品类逐步进入补库周期，有利于大宗供应链企业的货量增长。

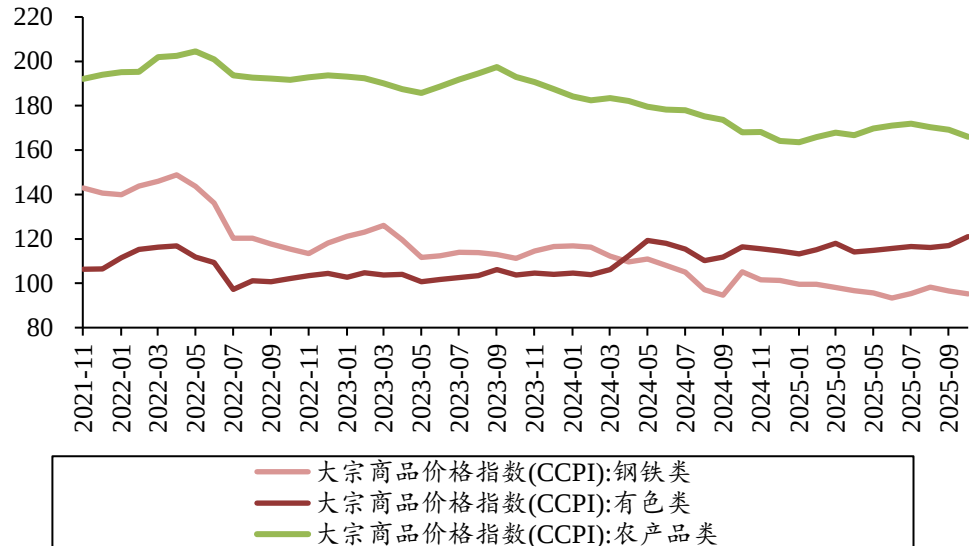
图表 56. 大宗供应链主要品类存货当月同比增速（%）



资料来源：iFind，中银证券

大宗商品整体价格有所好转，黑色系价格指数底部企稳回升。截至 2025 年 10 月，有色类、钢铁类、农产品类大宗商品价格指数分别为 120.98、95.28、166.07，同比+3.9%/-9.5%/-1.1%，环比+3.4%/-1.3%/-1.8%。分品类看，有色类产品整体处于高位，钢铁类黑色系产品价格指数整体触底回升，农产品类产品价格也在底部企稳。

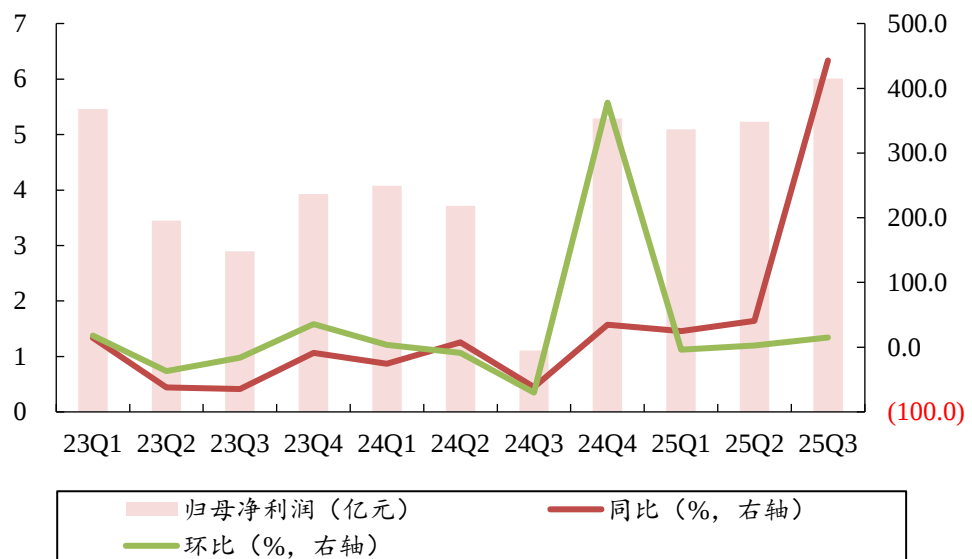
图表 57. 不同品类大宗商品价格指数 (%)



资料来源: iFind, 中银证券

厦门象屿前三季度业绩明显改善，25Q3 单季归母近利润同比大幅增长。今年前三季度，厦门象屿单季度分别实现归母净利润 5.1/5/2/6.0 亿元，同比+24.9%/+40.8%/+443.2%，环比-3.8%/+2.7%/+15%。从今年前三季度的归母净利润同环比数据来看，公司业绩整体明显改善，其中今年 Q3 单季公司归母净利润达到近三年的最高的水平。根据公司公告，前三季度公司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，同时在风险管控措施优化的情况下，减值损失同比下降，在票据结算规模扩大的情况下，公司资金运营效率持续提升，财务费用同比降低。

图表 58. 厦门象屿近三年单季度归母净利润及同环比增速



资料来源: iFind, 中银证券

四、投资建议

我们认为明年在国内“反内卷”政策持续以及价格修复的背景下，交运行业当中航空和快递行业有望受益。同时，当前仍处于美联储降息周期，对于大宗商品赛道来说外部宏观条件较好，油运和散运这样的板块，我们认为明年具备较好的胜率。最后就是大宗供应链企业经历了行业去库存和财务阵痛之后，类似厦门象屿这样的代表企业，经营和财务表现已逐步回暖，也是明年可以重点关注的赛道之一。

我们总结出以下几条投资主线：

1、关注国内“反内卷”及价格修复下的航空和快递板块投资机会。政策方面，近年来“反内卷”频繁出现于中央重要会议及报告中，遏制低效竞争已在最高决策层形成共识。2025年3月，《政府工作报告》首次将“反内卷”纳入国家政策体系，明确要综合治理“内卷式”竞争的工作任务，确立其作为年度经济治理重点的制度化定位。宏观方面，国内CPI和PPI价格指数整体有所回暖，2025年10月，中国PPI同比降幅收窄至-2.1%，较上月改善0.2个百分点，较去年同期收窄0.8个百分点，连续三个月呈现修复态势，显示工业品价格底部企稳迹象增强。与此同时，CPI同比由负转正，录得0.2%，表明内需温和复苏趋势延续。行业方面，2025年10月，全国快递单票价格为7.48元，同比-3.00%，降幅较9月份的-4.91%明显收窄，显示行业“反内卷”政策推动下，快递单票价格跌势放缓。航空票价方面，2025年10月，国内机票平均价格为809元，同比7.6%，机票价格自9月份以来明显修复，10月份的票价录得今年以来月度同比最好表现。我们看好明年快递行业及航空行业价格修复的投资机会。**推荐极兔速递、韵达股份、顺丰控股、中国国航、中国东航、南方航空，建议关注圆通速递、中通快递、申通快递、春秋航空、华夏航空、吉祥航空等。**

2.关注美联储降息周期油运散运和大宗商品供应链投资机会。国际宏观环境方面，目前美联储仍处在降息周期，油运散运以及大宗商品供应链等赛道整体外部宏观条件相对较好。油运方面，今年1-11月，OPEC每月平均原油产量为27484千桶/天，同比增长3.4%，今年1-11月，我国从巴西进口原油量每月平均37.89亿吨，同比增长21.6%，油运运价自8月以来持续走高，11月底TD3C航线运价最高达到每日约14万美元。散运方面，三季度以来巴西及澳大利亚铁矿石整体发货量同比明显增长，8月和11月同比增速均超过20%，带动BDI运价指数整体走高，散运船队增速偏低。同时需求侧未来也迎来几内亚西芒杜铁矿项目发运的积极变化。大宗供应链方面，大宗商品主要品类已进入补库周期，其中有色系自2024年三季度开始补库，黑色系自今年2月开始补库。有利于大宗供应链企业的货量增长。同时大宗商品整体价格有所好转，黑色系价格指数底部企稳回升，厦门象屿这样的大宗供应链代表企业前三季度业绩也明显改善。**推荐招商轮船、中远海特、厦门象屿、厦门国贸，建议关注中远海能、海通发展、太平洋航运、物产中大、建发股份、浙商中拓。**

图表 59. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)	
					2024A	2025E	2024A	2025E
1519.HK	极兔速递-w	买入	10.50	942.6	0.04	0.27	69.88	40.38
002120.SZ	韵达股份	增持	7.01	203.2	0.66	0.49	11.39	14.31
002352.SZ	顺丰控股	增持	37.85	1,892.7	2.04	2.33	19.76	16.11
601111.SH	中国国航	增持	8.97	1,433.4	(0.01)	0.09	(581.60)	99.67
600115.SH	中国东航	增持	5.77	1,230.2	(0.19)	0.06	(21.10)	96.17
600029.SH	南方航空	增持	7.70	1,282.8	(0.09)	0.20	(69.34)	38.50
601872.SH	招商轮船	增持	8.51	687.1	0.63	0.73	10.22	11.66
600428.SH	中远海特	买入	7.22	198.1	0.71	0.71	10.24	10.17
600057.SH	厦门象屿	买入	8.64	245.4	0.64	0.75	10.21	11.52
600755.SH	厦门国贸	增持	6.34	135.5	0.29	0.59	23.00	10.75
600233.SH	圆通速递	未有评级	16.97	580.8	1.16	1.24	12.19	13.65
2057.HK	中通快递-w	未有评级	166.70	1,341.0	10.70	11.39	12.88	14.64
002468.SZ	申通快递	未有评级	14.58	223.2	0.68	0.91	14.91	16.08
601021.SH	春秋航空	未有评级	55.79	545.8	2.32	2.36	24.83	23.65
002928.SZ	华夏航空	未有评级	11.44	146.2	0.21	0.52	37.02	21.94
603885.SH	吉祥航空	未有评级	14.10	307.9	0.42	0.52	32.95	26.89
600026.SH	中远海能	未有评级	11.61	597.4	0.85	0.93	13.71	12.50
603162.SH	海通发展	未有评级	12.52	116.2	0.60	0.39	15.36	32.41
2343.HK	太平洋航运	未有评级	2.32	119.9	0.18	0.11	8.27	21.76
600704.SH	物产中大	未有评级	5.50	284.4	0.59	0.74	8.53	7.43
600153.SH	建发股份	未有评级	9.35	271.1	1.00	1.02	10.52	9.14
000906.SZ	浙商中拓	未有评级	5.94	42.2	0.52	0.71	12.68	8.37

资料来源：IFind，中银证券

注：股价截至 2025 年 12 月 19 日，未覆盖公司每股收益和市盈率为参考 IFind 上的盈利预测一致预期平均值，港股上市公司收盘价、市值、每股收益的单位为港币

五、风险提示

- 1、美联储降息的不确定性风险。**美联储在 2025 年降息的时间点和降息次数存在不确定性，若降息不及预期或导致全球资本的流动性和风险偏好降低。
- 2、地缘政治风险。**当前俄乌冲突尚未结束，国际形势变化较快，不排除可能存在的黑天鹅事件对投资者风险偏好产生不利影响。
- 3、国内财政政策及货币政策不及预期。**虽然当前政治局会议定调要实施更加积极的财政政策和相对宽松的货币政策，但未来政策落地仍有一定不及预期风险。
- 4、海外政策和监管风险。**对进出口贸易而言，关税政策较为影响两国进出口贸易额，明年特朗普上台后对外出口的贸易风险有所增加。
- 5、国内经济复苏力度不及预期。**当前我国消费和出口表现较为疲软，CPI 处于低位，若 2025 年国内经济复苏力度不及预期或对企业盈利能力产生一定不利影响。
- 6、逆全球化加剧风险。**逆全球化思潮阻碍了全球贸易，不利于世界各国互联互通，我国是一个出口大国，逆全球化加剧或对我国出口形成不利影响。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371