

标配（维持）

周期拐点渐显

交通运输行业 2026 年投资策略

2025 年 12 月 30 日

投资要点：

分析师：邓升亮

SAC 执业证书编号：

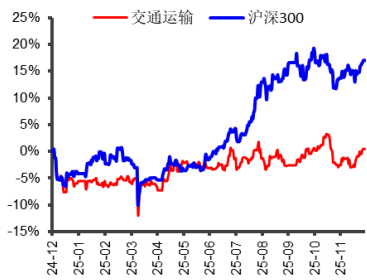
S0340523050001

电话：0769-22119410

邮箱：

dengshengliang@dgzq.com.cn

交通运输指数走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

- **展望2026年：**交通运输行业整体与宏观环境关联性较大，2025年整体表现低迷，跑输沪深300指数。细分板块中，铁路公路等红利板块因风格切换走弱，物流、航空机场、航运港口等行业下半年受到反内卷及外需等因素提振，但仍跑输大盘指数。展望2026年，反内卷及大基建的带动作用下内需有望迎来改善，推荐关注（1）反内卷带来的国内快递竞争格局改善与受益于上游价格回升的大宗供应链。（2）公商务及休闲需求增长，有望重回盈利的航空机场。（3）油运高景气的全球周期。
- **航空：**航空公司2025年三季度盈利出现大幅上涨，主要源于国内出游平稳增长和免签朋友圈扩大带来的国际航线快速增长。短期内中日关系紧张带来的航班和航线资源浪费、退改产生的赔付等将加剧各大航司2025Q4利润压力，2026年春节日期靠后或导致短暂的业绩压力，但长期来看需求复苏趋势不变。日本线即使取消也会外溢到韩国、东南亚等地，预计对航司的影响将在2026年大幅减小，2026年航司业绩同比前低后高。成本端原油价格进一步下行，人民币进一步升值也将带来外汇方面的利好，2026年看好盈利能力的大幅改善，航司有望实现整体盈利。
- **油运：**当前油运行业仍处于高景气度的上行周期中，短期内油价受到需求不振及意外事件影响波动，但长期来看油价下行趋势不改。全球原油消费重心东移将提升吨海里需求，而供给端在未来数年内将保持运力的低增长，供需逐步收紧。美欧制裁等意外因素将导致油运合规运力减少，而影子船队的老船难以返回合规市场，预计将逐步抬升油运运价中枢。
- **大宗供应链：**反内卷有望逐步扭转国内 PPI 同比持续下行局面，上游大宗商品壁垒最低、价格竞争激烈、反弹潜力大，有望优先受益于内需改善和减少无序竞争。大宗供应链短期内有望受益于商品价格反弹，长期来看行业龙头正学习国际经验逐步向综合服务商转型，龙头市占率仍有极大的提升空间。
- **风险提示：**（1）宏观经济波动；（2）市场竞争加剧；（3）自然灾害影响；（4）价格波动；（5）油价波动风险等。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 2025 年回顾	4
2. 航空：航空供需格局持续改善	5
3. 油运：供需紧平衡，意外事件将成运价催化剂	11
4. 大宗供应链：业绩寻底，龙头转型	15
5. 投资策略	18
6. 风险提示	19

插图目录

图 1：年初以来申万交通运输行业指数走势（截至 2025 年 12 月 29 日）	4
图 2：年初以来申万交通运输二级行业指数涨跌幅（%，截至 2025 年 12 月 29 日）	4
图 3：SW 交通运输板块机构持仓比例变化（%）	5
图 4：民航客运量（截至 2025 年 11 月）	6
图 5：飞机利用率逐步恢复（截至 2025 年 11 月）	6
图 6：民航正班客座率（截至 2025 年 11 月）	6
图 7：机票平均价格及其同比（截至 2025 年 11 月）	6
图 8：两大主要飞机制造商交付量仍未恢复（架）	7
图 9：空客商用飞机净订单量（架）	7
图 10：疫情以来国内上市航司飞机引进数量放缓（截至 2025 年 11 月）	7
图 11：2024 年末三大航机队平均机龄	8
图 12：2025 年 9 月末民航客机机型分布及同比变化（架）	8
图 13：2025 年 1-8 月商务线航班与旅客量同比增长	9
图 14：2025 年 1-8 月商务线客座率对比 2024 年（%）	9
图 15：民航国内运力及客流恢复比例（截至 2025 年 8 月）	9
图 16：全民航客运量对比历史同期（截至 2025 年 8 月）	10
图 17：中国航空煤油出厂价	10
图 18：新加坡航空煤油现货价	10
图 19：美元兑人民币中间价	11
图 20：美元兑人民币离岸价	11
图 21：波罗的海运费指数：原油(BDTI)	12
图 22：波罗的海运费指数：成品油(BCTI)	12
图 23：美国存在庞大的 SPR 补库需求	12
图 24：美国原油及石油产品库存（不含 SPR）	12
图 25：IEA 全球石油需求预测（百万桶/天）	13
图 26：全球原油产量（百万桶/天）	13
图 27：欧佩克原油产量	13
图 28：美国原油产量	13
图 29：2024-2030 年全球原油需求变化（mb/d）	14
图 30：炼厂净新增产能（kb/d）	14
图 31：当前老旧 VLCC 数量较多	14
图 32：短期内 vlcc 交付量不足以替换老旧船舶	14
图 33：被制裁油轮占活跃油轮比重	15

图 34：被制裁油轮多为老船	15
图 35：传统供应链服务模式对比厦门象屿等综合供应链服务模式	16
图 36：中国大宗供应链 CR5 体量及市占率	16
图 37：厦门象屿对比部分国际头部公司	16
图 38：中国 PPI 同比（%）	17
图 39：厦门象屿 2025H1 大宗商品经营期现毛利构成	17
图 40：厦门象屿国际化业务区域布局	17

表格目录

表 1：重点公司盈利预测及投资评级（2025/12/29）	19
-------------------------------------	----

1. 2025 年回顾

申万交通运输行业指数走势平稳。截至 2025 年 12 月 29 日，申万交通运输指数自年初以来累计上涨 1.55%。交通运输行业整体走势平稳，但跑输沪深 300 大盘指数。

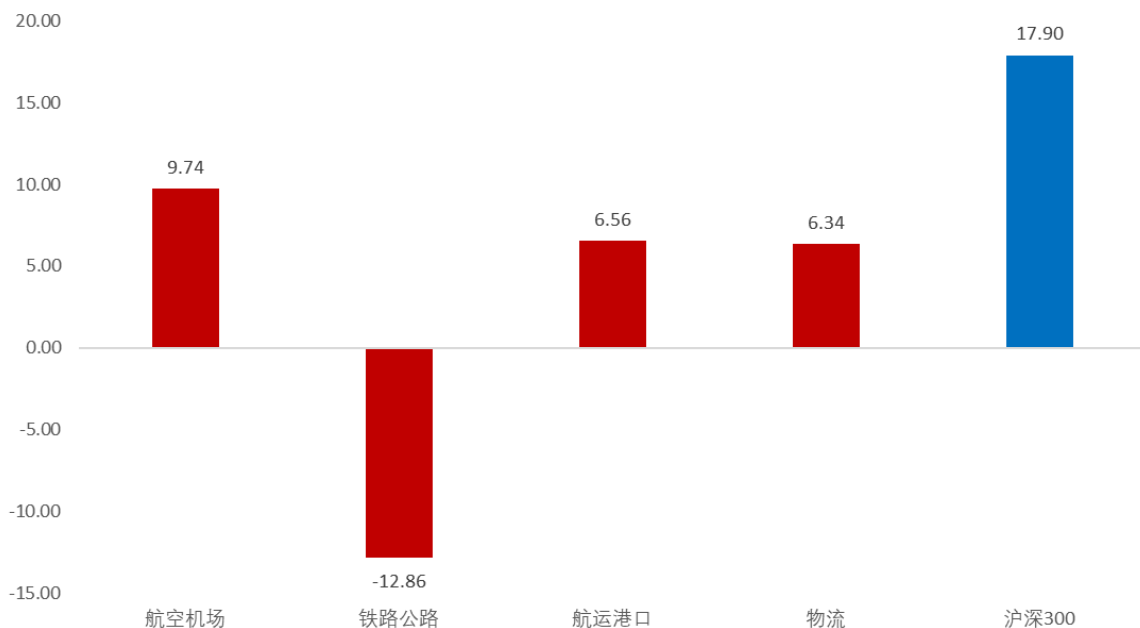
图 1：年初以来申万交通运输行业指数走势（截至 2025 年 12 月 29 日）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

申万交通运输行业细分板块走势分化，均跑输沪深 300 指数。细分板块走势分化，2025 年年初至 12 月 29 日，航空机场、航运港口、铁路公路、物流板块累计涨跌幅分别为 9.74%、6.56%、-12.86%、6.34%，均跑输沪深 300 指数。航空机场、航运港口板块上涨受益于上行周期，物流板块受到反内卷等政策预期带动，而铁路公路板块因资金切换等因素而下跌。

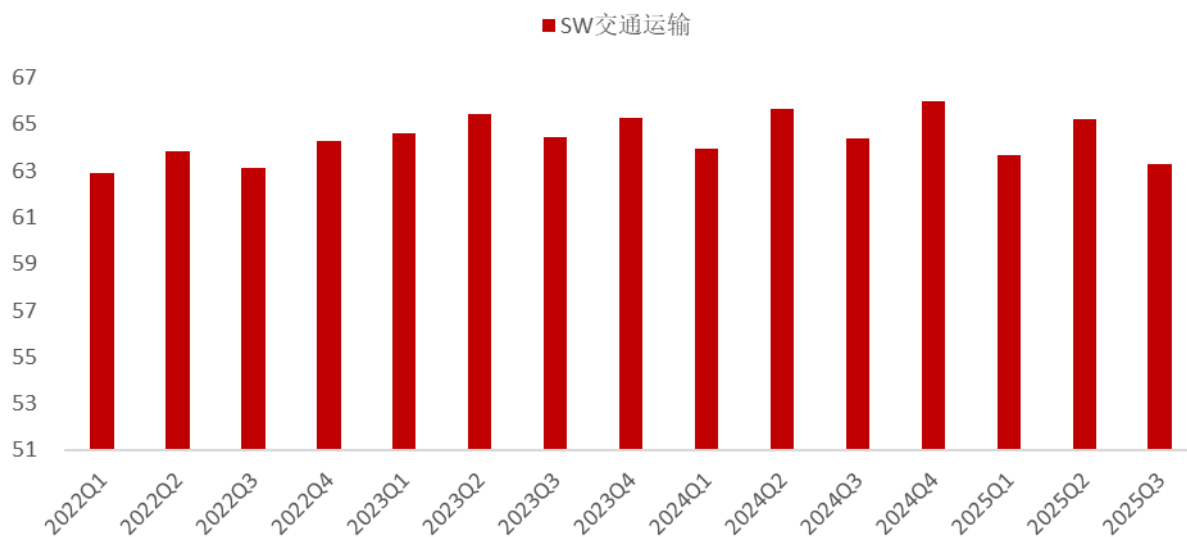
图 2：年初以来申万交通运输二级行业指数涨跌幅（%，截至 2025 年 12 月 29 日）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

2025 年第三季度机构持仓比例下降。从机构持仓比例变化来看，2025 年前三个季度机构持仓比例均较上年同期有所下降。交通运输板块盈利与宏观经济联系较为紧密，仍需观察基本面改善情况。

图 3：SW 交通运输板块机构持仓比例变化 (%)



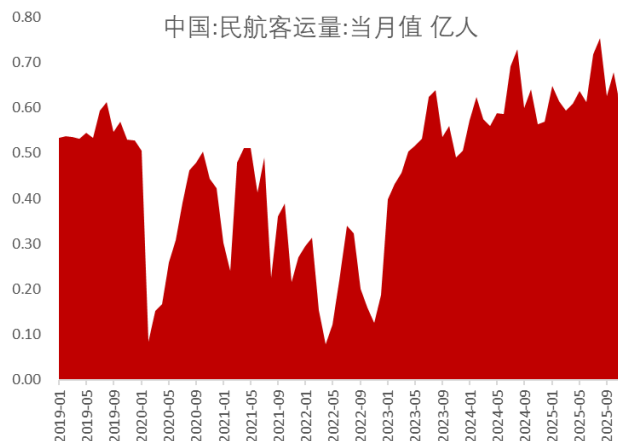
资料来源：Wind，东莞证券研究所

2. 航空：航空供需格局持续改善

飞机利用率恢复至较高水平，国内民航市场供需格局趋紧。特殊事件影响基本消退，随着国内外民航需求的持续增长，2025 年下半年中国民航客运量再创新高，

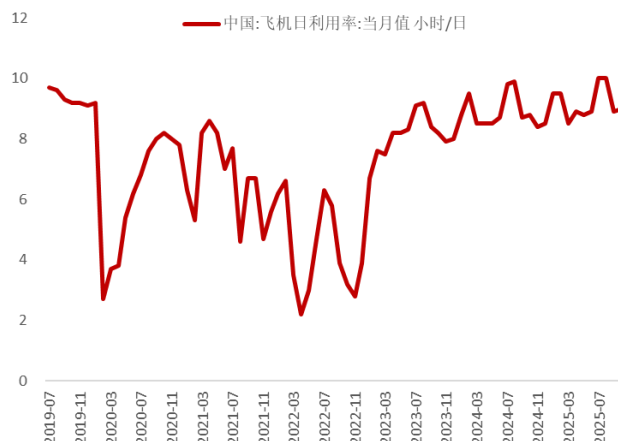
而 2024 年以来地缘政治因素导致的飞机交付放缓，国内民航供需格局逐步收紧。截至 2025 年 11 月，中国飞机日利用率为 8.7 小时，已接近 2019 年同期水平。

图 4：民航客运量（截至 2025 年 11 月）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

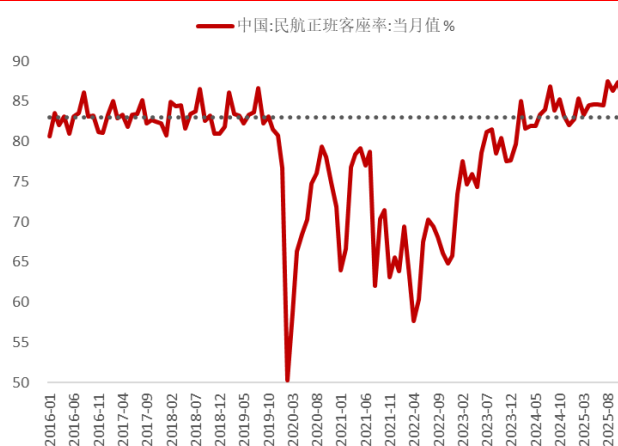
图 5：飞机利用率逐步恢复（截至 2025 年 11 月）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

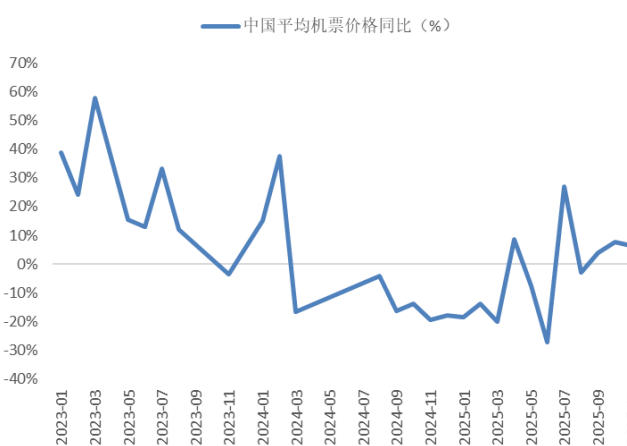
稳价换量背景下机票价格企稳。2024 年以来，受宏观因素影响需求端恢复相对较慢，外部环境动荡导致大量用于国际航线的宽体机被暂时部署到国内线，在外部因素影响下民航业普遍选择降低机票价格提升客座率，机票平均价格有所下滑。但飞机利用率已极为接近疫情前水平，考虑到当前国际航班恢复不足，仍有宽体机部署在国内市场压制利用率，实际上国内航空供需水平已基本恢复。民航客座率于 2025 年 8 月达到 87.5%，在过去数年间民航业稳价保量的背景下成为近年的新峰值。我们认为当前市场供需格局已较为紧张，若供需情况进一步收紧或国际市场需求恢复，有望提振机票价格。

图 6：民航正班客座率（截至 2025 年 11 月）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 7：机票平均价格及其同比（截至 2025 年 11 月）



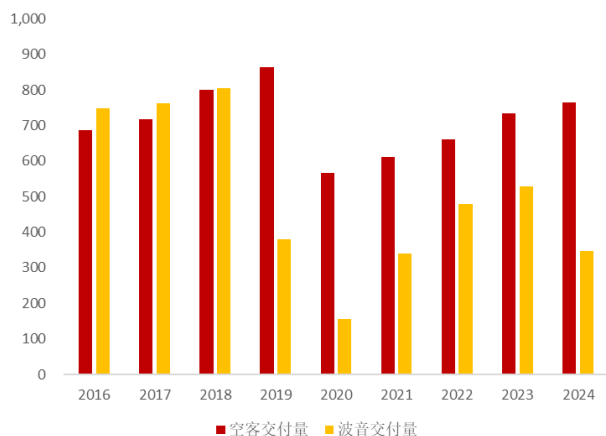
资料来源：Wind，东莞证券研究所

供给端：

供应链限制飞机制造商产能恢复。自疫情以来，两大飞机制造商便长期面临着供应链导致的产能增长困境。波音、空客两大飞机制造商自 2020 年起交付数量大幅

下降。2024 年，波音交付商用飞机 348 架，恢复至 2018 年的 43.18%（2019 年波音飞机接连空难事件导致交付量下滑至 380 架）；空客交付商业飞机 766 架，恢复至 2019 年的 88.76%，两大制造商飞机交付量均未恢复。同时，制造商的飞机订单大量堆积。以空客为例，自 2021 年全球航空限制逐步解除后，2022 年-2024 年空客商用飞机净增订单量分别达 820 架、2094 架、826 架，订单量高于飞机交付数量。截至 2024 年末，空客商用飞机堆积订单量达到 8658 架，按目前产能限制简单估算新订单将于十年后才能交付。

图 8：两大主要飞机制造商交付量仍未恢复（架）



资料来源：空客公司官网，Wind，东莞证券研究所

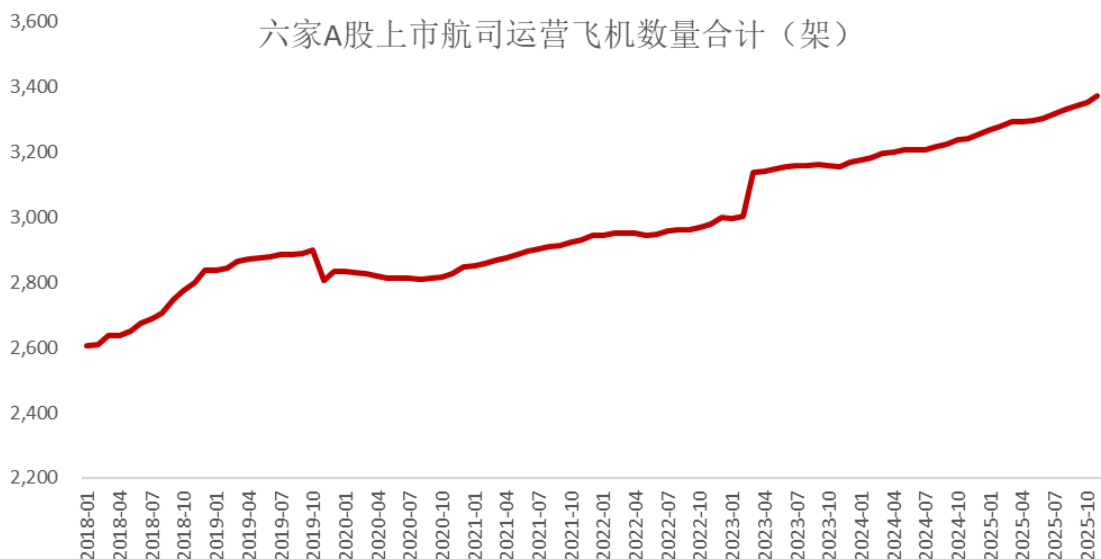
图 9：空客商用飞机净订单量（架）



资料来源：空客公司官网，Wind，东莞证券研究所

运力增速低于客流增速。近期国内民航市场供需格局收紧，客流增速超越运力增速，主要系疫情以来国内航司飞机引进数量放缓。截至 2025 年 3 月，国内六家上市航司运营飞机数量合计达 3293 架，而 2019 年末为 2833 架，五年间运力仅增长 16.24%，而飞机引进最快的 2018 年一年期间运力增长了 9.03%。

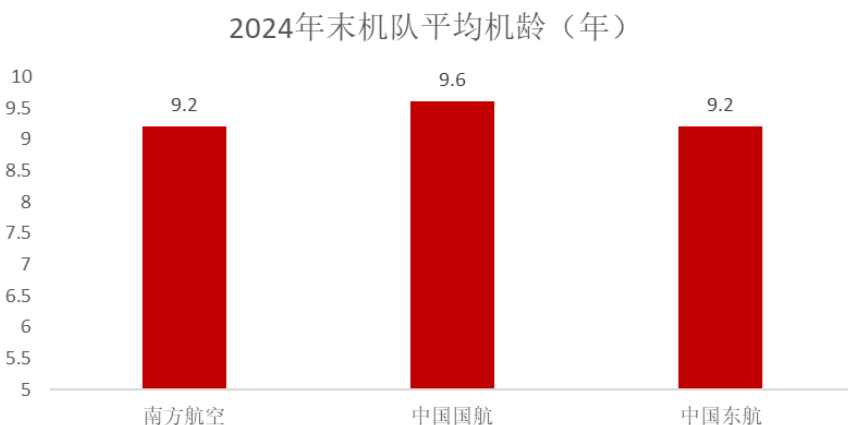
图 10：疫情以来国内上市航司飞机引进数量放缓（截至 2025 年 11 月）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

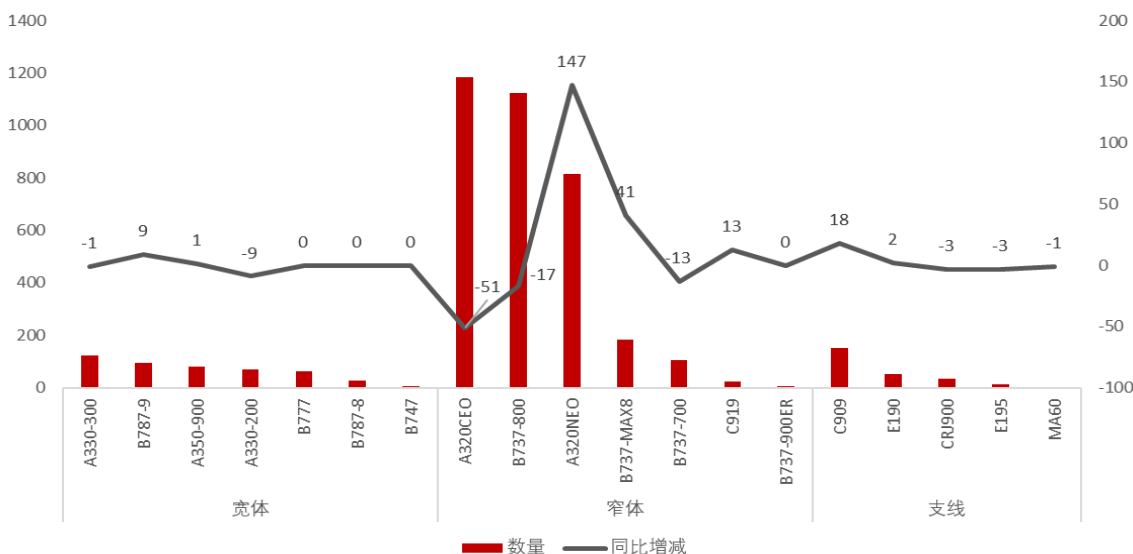
全球冲突新形势或抑制短期国内飞机引进数量。全球冲突新形势下，我国于 2025 年 4 月 10 日起对原产于美国的所有进口商品加征关税，4 月 11 日调整后的加征税率达到 125%，一度对高价值的飞机引进产生重大影响。目前的全球形势下我国的飞机引进形式已发生转变，未来数年内的机队增长具备着不确定性。通常飞机的使用周期约为二十年，目前三大航机队平均机龄均在 9 年以上面临部分老旧飞机退出问题。航班管家数据显示 2025 年 9 月末中国民航客机机队达 4100 余架，结构上仍以逐步退出的老款的 A320 CEO 系列和 B737 NG 系列为主，新款的 A320NEO 系列和 B737MAX 系列快速增长但占比相对较低。综合考量下短期内民航实际供给增速或受限。

图 11：2024 年末三大航机队平均机龄



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 12：2025 年 9 月末民航客机机型分布及同比变化（架）

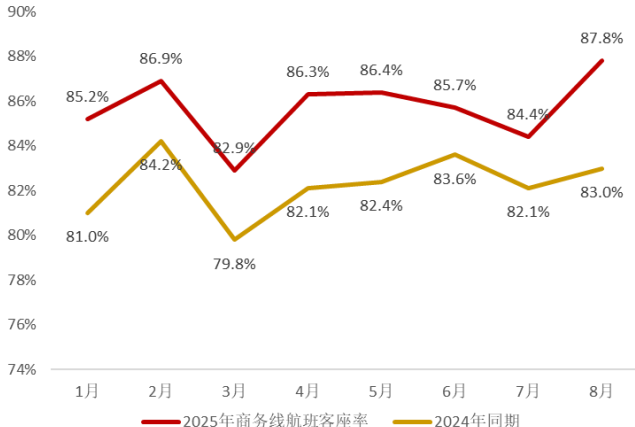
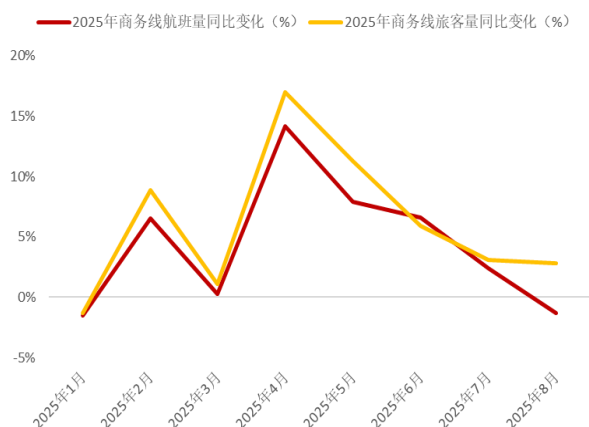


资料来源：航班管家 DAST，东莞证券研究所

需求端:

政策发力带动商务活动回暖。自 924 政策支持力度加大以来，企业家信心逐步回升，公商务活动逐渐复苏。2025 年前 8 个月，商务线旅客量同比增长，商务线客座率较 2024 年同期有明显提升。

图 13: 2025 年 1-8 月商务线航班与旅客量同比增长 图 14: 2025 年 1-8 月商务线客座率对比 2024 年 (%)

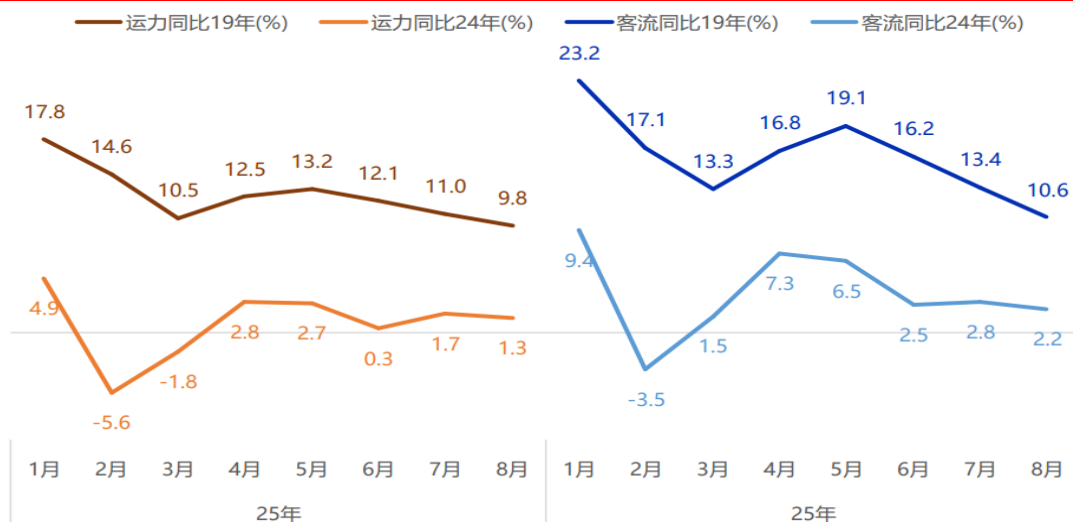


资料来源：航班管家，东莞证券研究所

资料来源：航班管家，东莞证券研究所

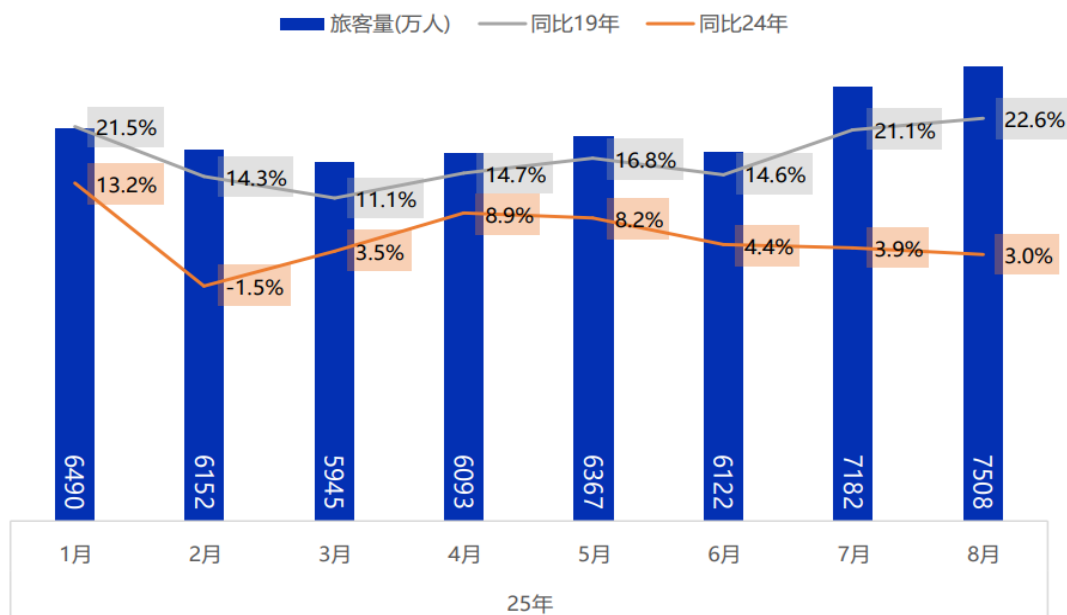
2025 年中国航空市场稳步复苏，地区与国际市场成为增长引擎。2025 年国内航空市场平稳复苏，除一季度春节错期导致运力与客流同比出现波动外，2025 年前 8 个月国内运力与客流同比保持增长。从全民航角度看表现更为亮眼，剔除春节错期影响的 1-2 月后 2025 年中国全民航旅客量同比 2019 年大幅增长，较 2024 年同期稳步增长。国内航空与全民航表现的差异源于 2025 年国际与地区航空市场的迅速恢复。受到近年来免签朋友圈扩大、过境免签政策实施等供给端优化和文化软实力等吸引力提升，国际线客运量快速增长，地区与国际市场成为民航客流新的增长动能。

图 15: 民航国内运力及客流恢复比例（截至 2025 年 8 月）



资料来源：民航局，航班管家测算，东莞证券研究所

图 16：全民航客运量对比历史同期（截至 2025 年 8 月）



资料来源：民航局，航班管家测算，东莞证券研究所

成本端：油价下行降低成本，人民币走强增加汇兑收益。

原油价格中枢下行有望带动航油成本下降。航空运输行业受航空煤油价格影响较大，航油成本在各大航司成本占比中可达三成以上。俄乌冲突爆发一度导致国际油价大幅上涨。2025 年来俄乌冲突表现出缓和趋势，油价走势趋缓。2025 年 4 月以来，OPEC+ 的增产行动加大油价下行压力，以至于近期提前暂停增产措施以维持油价稳定。截至 2025 年 12 月 26 日，WTI 期货价格为 56.74 美元每桶，较俄乌冲突以来的峰值下降 54.13%。受油价影响航油价格持续下降，2025 年 12 月 26 日，新加坡航空美元 FOB 价格降至 82.56 美元每桶，中国航空煤油价格受库存影响下降相对滞后，2025 年 12 月 1 日出厂价（含税）为 6105 元每吨，后续有望跟随下行。

图 17：中国航空煤油出厂价

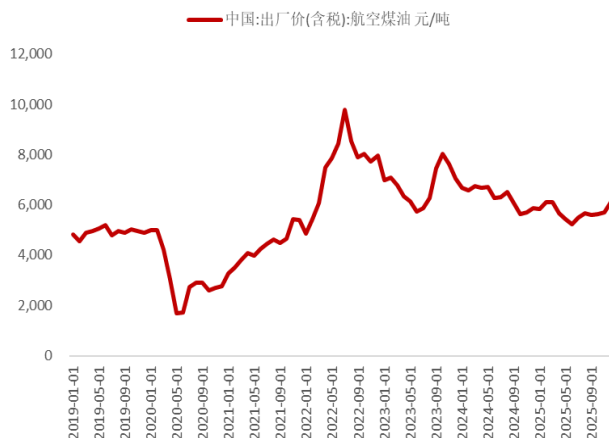


图 18：新加坡航空煤油现货价



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

人民币持续升值直接减少美元债务。2025 年来美国多次降息，人民币逐渐升值，截至 2025 年 12 月 29 日，美元兑人民币中间价达到 7.0331，较年初大幅下降。航空公司存在大量美元债务，人民币升值将有助于减少采购飞机和服务等成本并降低债务负担。考虑到美联储 2026 年仍有较大的降息概率，人民币有望持续升值并带动中国航司利润改善。

图 19：美元兑人民币中间价



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 20：美元兑人民币离岸价



资料来源：Wind，东莞证券研究所

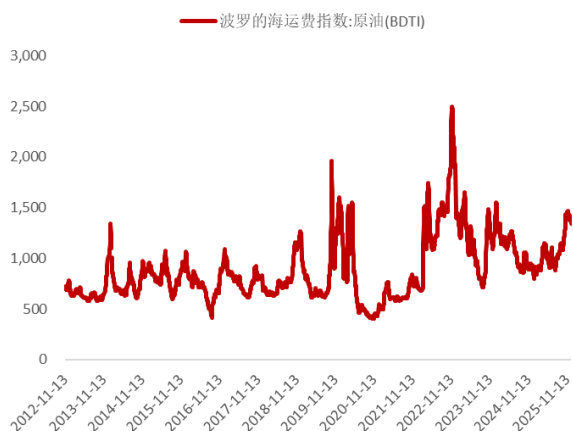
整体来看，2025 年国内政策支持力度加大，经济有望保持稳步增长，商旅与休闲游的回温显示国内航空市场需求端改善，免签朋友圈扩大与近期中外文化交流推动下入出境游火热，国际航班成为利润增长新动能。疫情以来波音、空客产能瓶颈问题仍存，国内航司供给增长缓慢，全球新形势或进一步抑制未来数年内的飞机运力增长，国内航司的供需格局逐步改善，同时成本端受到原油价格下降的利好，航司基本面有望持续改善。航空行业经历了长期的特殊时期考验，已经练就了强大的成本管理能力、铸就极高的经营效率，看好航空行业平稳度过外部经济环境的短期扰动，长期来看航空行业盈利能力有望持续提升开启新一轮上行周期。

3. 油运：供需紧平衡，意外事件将成运价催化剂

2025 年油运运价受到多重利好提振。俄乌冲突爆发后，油运行业新周期启动，油运运价中枢抬升，但运价走势未能体现行业景气度。回顾近年来的油运运价表现，原油需求不振与影子船队是扰动油运运价上涨的主要因素，而近期欧美对影

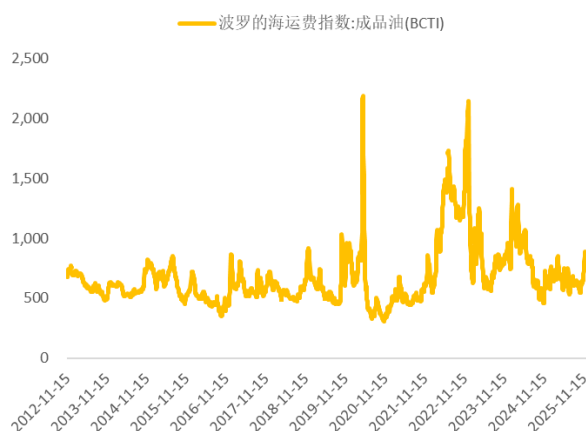
子油轮的制裁力度加大叠加油价下行提振需求，2025 年下半年 BDTI 指数再次上涨，行业景气度有望得到兑现。

图 21：波罗的海运费指数:原油(BDTI)



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 22：波罗的海运费指数:成品油(BCTI)

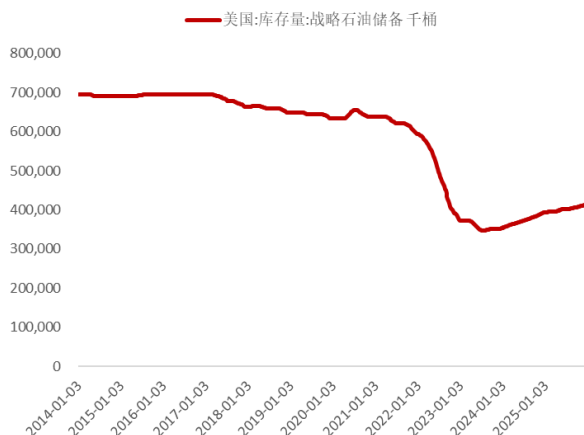


资料来源：Wind，东莞证券研究所

➤ 需求端：短看补库长看增产。

短期来看美国仍存在较大的原油补库需求。2022 年来美国释放大量战略石油储备，截至 2025 年 12 月 12 日美国战略石油储备为 4.12 亿桶，较 2019 年同期减少了超三分之一。随着近期油价的进一步下行，预期美国将择机重启补库。

图 23：美国存在庞大的 SPR 补库需求



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 24：美国原油及石油产品库存（不含 SPR）

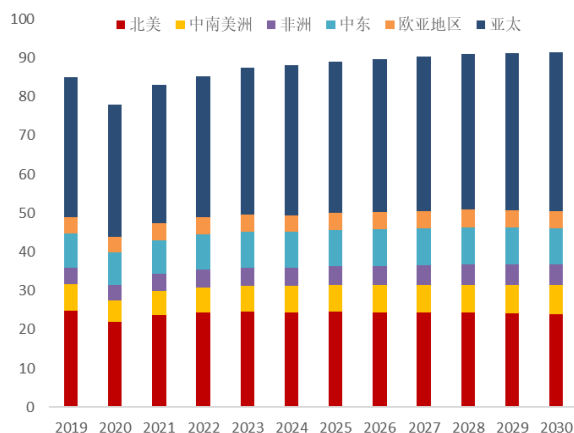


资料来源：Wind，东莞证券研究所

长期来看全球原油需求稳定，供给增加。根据 IEA 预测，2024 年到 20230 年全球石油需求预计将增长 2.5 百万桶/天，复合年均增长率仅为 0.4%，但全球原油产量预计将在 2024 年至 2030 年增长 3.4 百万桶/天，预计将导致油价进入下行区间。2025 年 4 月以来，OPEC 逐步取消此前实施的减产限制推动产量上涨。截至 2025 年 11 月，欧佩克原油产量达 28.99 百万桶/天，较减产期间增加约 2.5 百万桶/天。同期美国也正再次推动原油开采，新任总统通过总统令等方式取消

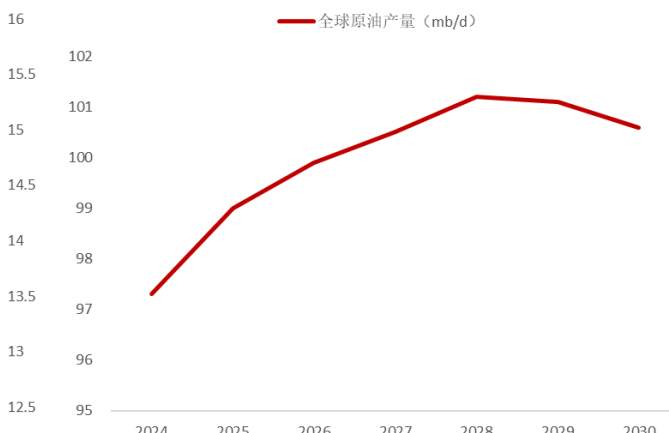
了大量环保限制、鼓励钻探，预计将进一步推动原油增长。由于全球石油的生产与消费地区不匹配，油价下行有望带动油运需求增长。

图 25：IEA 全球石油需求预测（百万桶/天）



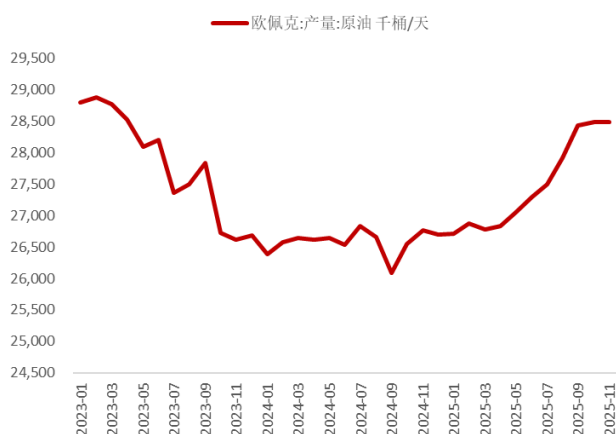
资料来源：IEA，东莞证券研究所

图 26：全球原油产量（百万桶/天）



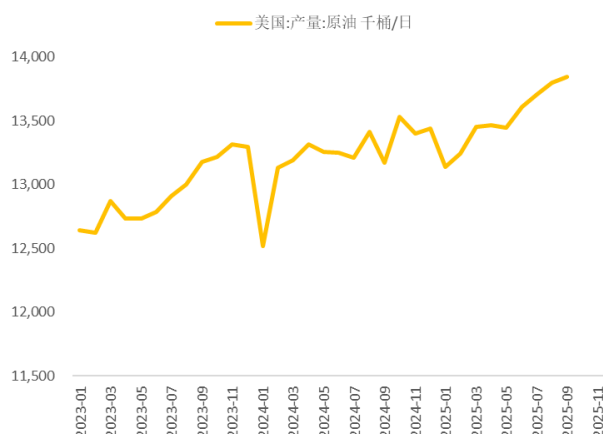
资料来源：IEA，东莞证券研究所

图 27：欧佩克原油产量



资料来源：Wind，东莞证券研究所

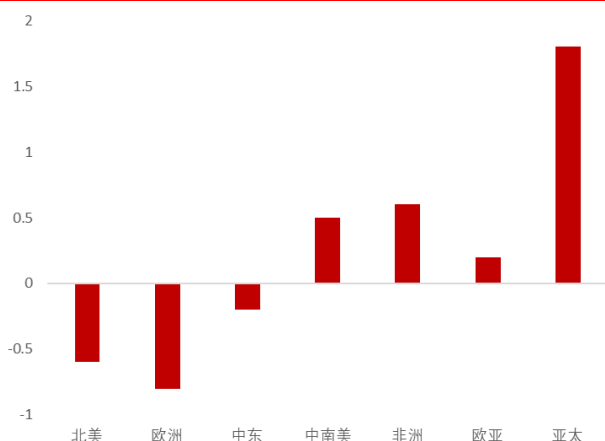
图 28：美国原油产量



资料来源：Wind，东莞证券研究所

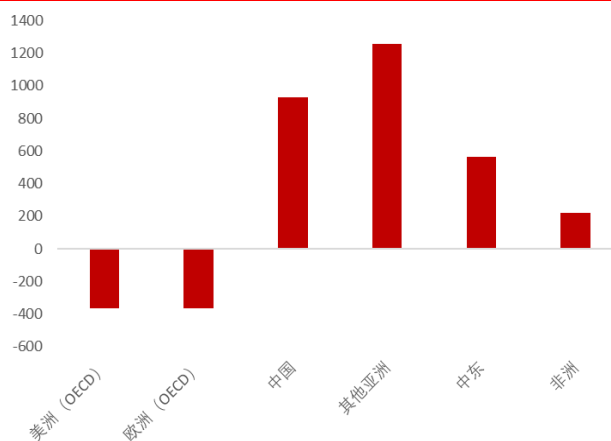
原油需求地域结构发生变化推动油运吨海里增长。全球石油需求的地域性变化也将推动油运的吨海里增长。过去的十年中美国主导了石油供应而中国主导了石油的需求，在 2015 年到 2024 年间美国的页岩油开采贡献了 90% 的全球石油供应增量，而中国的需求占到了期间全球石油消费增长的六成。据 IEA 预测，随着电动车渗透率的快速提升以及液化气卡车的持续生产，中国的石油需求将在未来数年内达峰，但新兴和发展中经济体将成为新的需求增长来源，2024 到 2030 年间新兴和发展中经济体的石油新增日需求将达 420 万桶，其中印度等中国以外的亚洲国家将主导石油需求增长。预计全球原油的需求重心将从传统的美欧西方转向亚洲和非洲，推动运距提升。而从炼厂产能看，传统发达经济体的炼厂产能下降，亚洲产能大幅提升，将进一步推动原油消费重心东移，带动油运吨海里增长。

图 29：2024–2030 年全球原油需求变化（mb/d）



资料来源：中远海能，IEA OIL 2025，东莞证券研究所

图 30：炼厂净新增产能（kb/d）



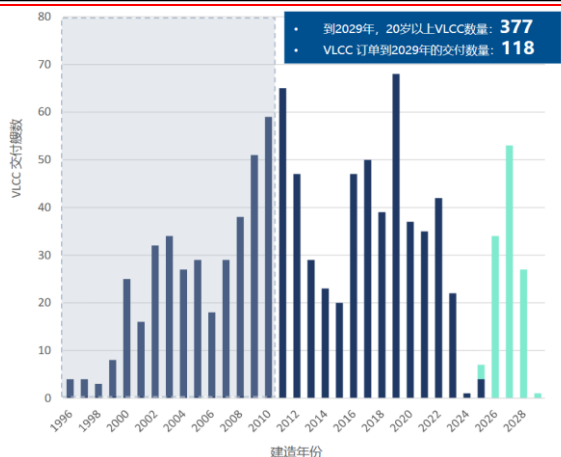
资料来源：中远海能，IEA OIL 2025，东莞证券研究所

- **供给端：合规运力紧张，短期内制裁收紧增加合规运力需求，近三年内新增运力主要满足替换需求。**

油运供给长期增长，但短期可能迎来意外事件导致合规运力紧张。油运供给侧面临的竞争压力较小。海运行业的造船高峰通常与航运周期同步，目前有较大部分的 VLCC 运力已处于或接近 20 岁的船龄，即将因为经济性问题成为潜在拆船对象。在未来的数年内，交付的 VLCC 数量主要为替换老旧船舶，油轮运力将保持紧张状态。2022 年俄乌冲突后，美欧等国对俄罗斯实施了一系列的制裁措施以限制俄油出售。近半年来，制裁措施快速收紧，截至 2025 年 12 月 22 日已有 598 艘船只受到欧盟制裁，被制裁 VLCC 运力约占当前活跃 VLCC 的 16%，导致合规运力持续收缩。由于加入影子船队的多为老旧船舶，目前被制裁的 VLCC 平均船龄已达 20.9 年，且欧盟制裁将禁止欧盟运营商为曾隶属于俄罗斯影子船队的船舶提供再保险，禁令将在船舶售后五年内有效，意味着即使船舶退出影子船队也将因经济性和缺乏再保险而选择拆船。我们预计未来数年内合规运力持续紧张，且潜在的意外事件可能进一步导致合规运力的收缩，有望带动合规市场运价进一步上涨。

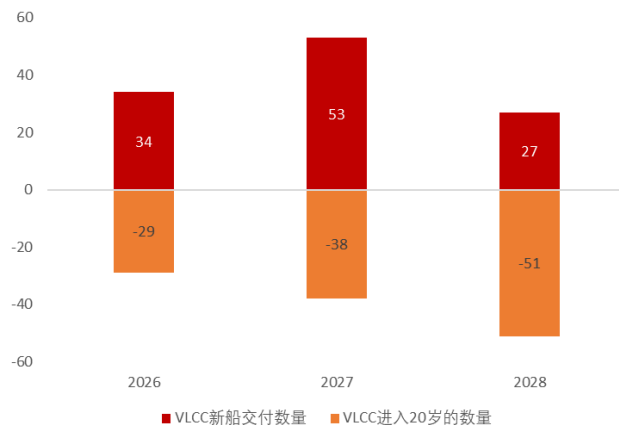
图 31：当前老旧 VLCC 数量较多

图 32：短期内 vlcc 交付量不足以替换老旧船舶



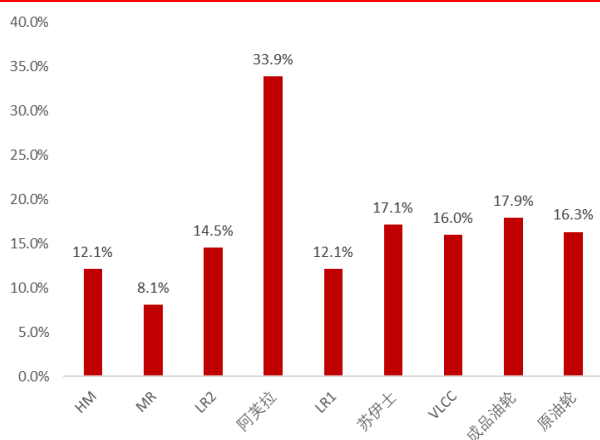
资料来源：中远海能 2025Q3 业绩推介，东莞证券研究所

图 33: 被制裁油轮占活跃油轮比重

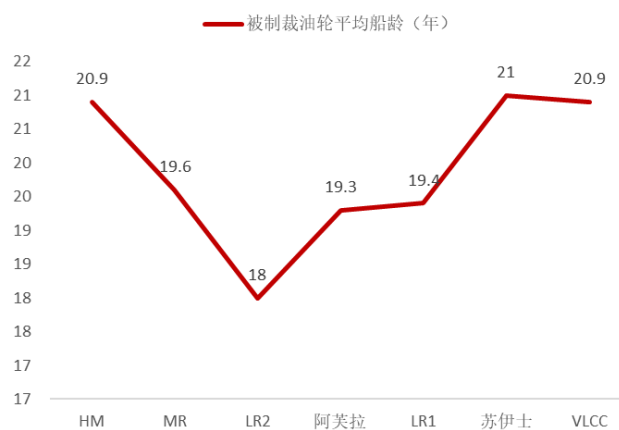


资料来源：中远海能 2025Q3 业绩推介，东莞证券研究所

图 34: 被制裁油轮多为老船



资料来源：Scorpio Tanker 2025Q3 业绩推介资料，东莞证券研究所

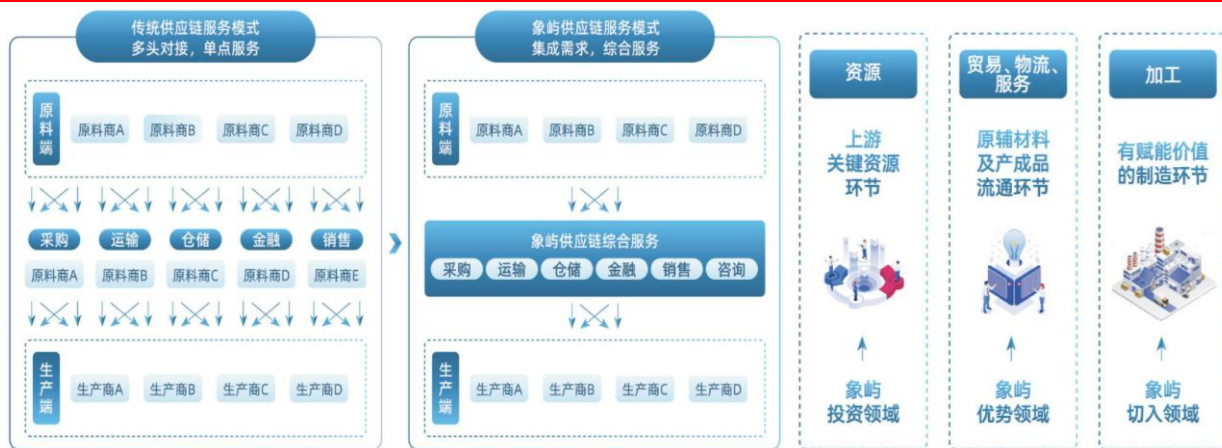


资料来源：Scorpio Tanker 2025Q3 业绩推介资料，东莞证券研究所

4. 大宗供应链：业绩寻底，龙头转型

中国大宗供应链龙头正吸取国际经验，走向综合物流服务商模式。中国大宗供应链龙头正由传统“多头对接、单点服务”的贸易与物流模式，向集成需求、提供综合解决方案的综合供应链服务商模式加速演进。依托中国庞大的下游需求基础以及龙头企业在资金、信用和资源整合方面的优势，头部企业正吸收国际大宗供应链龙头的发展经验，在上游通过参股、并购或长期协议等方式切入关键资源环节，提升资源掌控力与稳定性；在中游整合贸易、物流、仓储及供应链金融，实现一体化协同运作，降低客户综合成本、增强客户黏性；在下游则逐步延伸至具备附加值的加工制造环节，切入利润率更高、需求更稳定的应用场景。该模式下，重资产投入与规模化运营有助于实现降本增效，自有仓储与资源布局有助于配合期现合约平滑大宗商品价格波动对经营业绩的冲击，也为加工制造与终端销售提供更强的交付保障与议价能力。

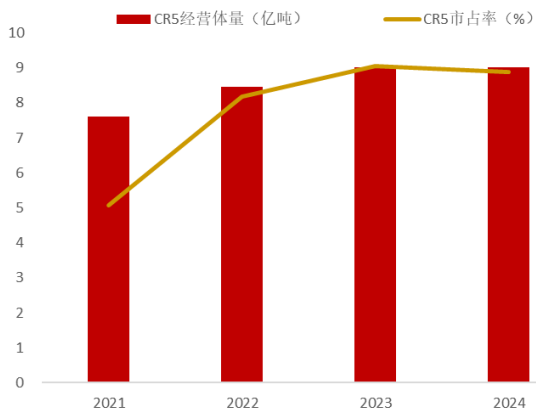
图 35：传统供应链服务模式对比厦门象屿等综合供应链服务模式



资料来源：厦门象屿 2025 年半年度报告，东莞证券研究所

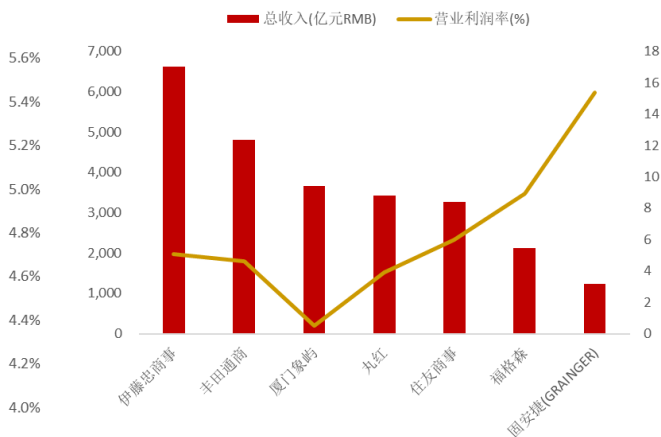
大宗供应链行业分散竞争，对比国际龙头市占率仍有较大提升空间。大宗供应链行业规模效应体量大利润低，规模效应显著。目前国内大宗供应链行业的竞争格局较为分散，龙头市占率较低，CR5 仅为 5%左右。对比行业的国际龙头，厦门象屿等国内大宗供应链企业经营模式仍处于早期的贸易商阶段，利润主要来源于价差收入，经营利润率远低于国际龙头。随着国内企业的整合，对大宗供应链的要求提升，有望推动龙头市占率提升。

图 36：中国大宗供应链 CR5 体量及市占率



资料来源：厦门象屿 2025 年半年度报告，东莞证券研究所

图 37：厦门象屿对比部分国际头部公司

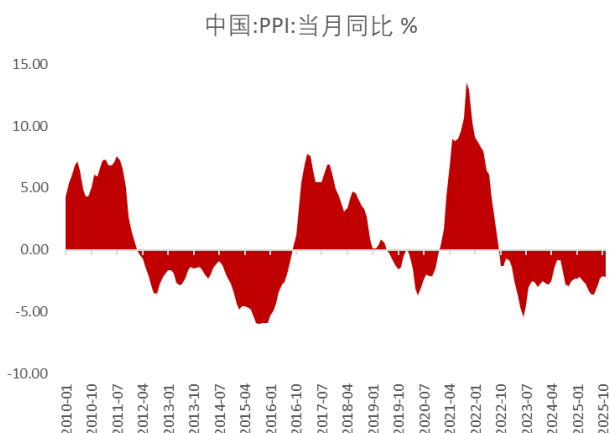


资料来源：厦门象屿 2025 年半年度报告，东莞证券研究所

反内卷推动下制造业从规模竞争转向质量突围，对大宗商品供应链要求提升。自 2022 年以来，国内行业竞争加剧叠加需求偏弱，PPI 同比长期处于负区间，上游价格承压明显。在反内卷政策引导供给侧有序出清、抑制低效和无序扩张的背景下，制造业有望逐步走出“以价换量”的竞争模式，PPI 同比或率先在底部企稳并进入修复通道，上游大宗商品价格中枢有望逐渐回升。大宗供应链企业盈利与商品价格及周转规模高度相关，在价格回暖阶段其盈利弹性相对突出，有望

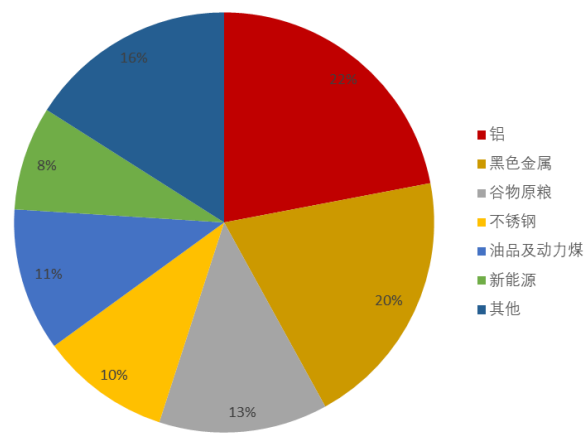
直接受益于 PPI 修复带来的毛利改善。制造企业向质量转型将提升对供应链的要求，有助于提升大宗供应链企业集中度。

图 38：中国 PPI 同比（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

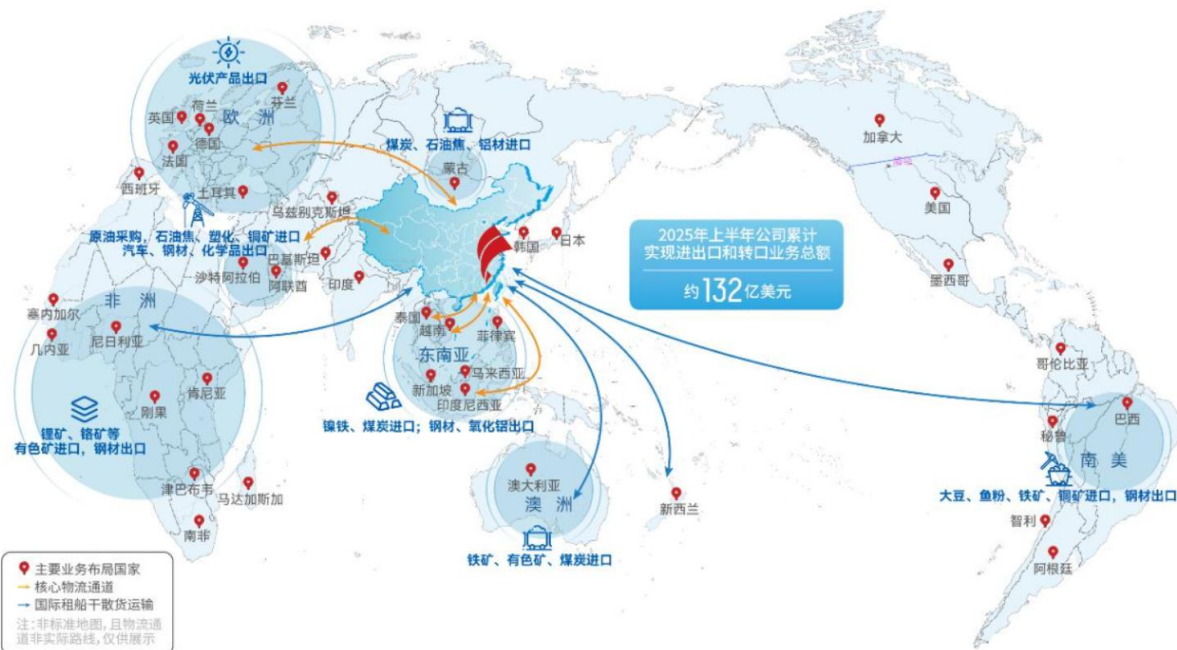
图 39：厦门象屿 2025H1 大宗商品经营期现毛利构成



资料来源：厦门象屿 2025 年半年度报告，东莞证券研究所

紧抓“国货国运”机会，大宗供应链等物流服务商跟随制造业出海。制造业在全球贸易环境动荡的背景下加速出海，全球供应链格局重塑，中国制造正逐步转向欧洲及东南亚、非洲等经济体。大宗供应链等物流服务企业紧抓“国货国运”机会，跟随制造业出海。厦门象屿等龙头企业持续完善国际化业务布局，围绕能源资源、大宗原材料及新能源在欧洲、东南亚、澳洲、非洲及南美等重点区域构建多点联动的全球供应链网络。其中，厦门象屿国际化业务规模快速提升，2025 年上半年进出口及转口业务总额已达到约 132 亿美元，国际业务对整体营收与利润的贡献持续增强。

图 40：厦门象屿国际化业务区域布局



资料来源：厦门象屿 2025 年半年度报告，东莞证券研究所

5. 投资策略

维持对行业的标配评级。交通运输行业整体与宏观环境关联性较大，2025 年整体表现低迷，跑输沪深 300 指数。细分板块中，铁路公路等红利板块因风格切换走弱，物流、航空机场、航运港口等行业下半年受到反内卷及外需等因素提振，但仍跑输大盘指数。展望 2026 年，反内卷及大基建的带动作用下内需有望迎来改善，推荐关注（1）反内卷带来的国内快递竞争格局改善与受益于上游价格回升的大宗供应链。（2）公商务及休闲需求增长，有望重回盈利的航空机场。（3）油运高景气的全球周期。

- **航空：**航空公司 2025 年三季度盈利出现大幅上涨，主要源于国内出游平稳增长和免签朋友圈扩大带来的国际航线快速增长。短期内中日关系紧张带来的航班和航线资源浪费、退改产生的赔付等将加剧各大航司 2025Q4 利润压力，2026 年春节日期靠后或导致短暂的业绩压力，但长期来看需求复苏趋势不变。日本线即使取消也会外溢到韩国、东南亚等地，预计对航司的影响将在 2026 年大幅减小，2026 年航司业绩同比前低后高。成本端原油价格进一步下行，对油价下行过快的担忧导致 OPEC 提前宣布暂停 2026 年增产计划，人民币进一步升值也将带来外汇方面的利好，2026 年看好盈利能力的大幅改善，航司有望实现整体盈利。建议关注：中国国航（601111）、南方航空（600029）、吉祥航空（603885）。
- **油运：**当前油运行业仍处于高景气度的上行周期中，短期内油价受到需求不振及意外事件影响波动，但长期来看油价下行趋势不改。全球原油消费重心东移将提升吨海里需求，而供给端在未来数年内将保持运力的低增长，供需逐步收紧。美欧制裁等意外因素将导致油运合规运力减少，而影子船队的老船难以返回合规市场，预计将逐步抬升油运运价中枢。建议关注：中远海能（600026）、招商轮船（601872）、招商南油（601975）。
- **大宗供应链：**反内卷有望逐步扭转国内 PPI 同比持续下行局面，上游大宗商品壁垒最低、价格竞争激烈、反弹潜力大，有望优先受益于内需改善和减少无序竞争。大宗供应链短期内有望受益于商品价格反弹，长期来看行业龙头正学习国际经验逐步向综合服务商转型，龙头市占率仍有极大的提升空间。建议关注：厦门象屿（600057）、建发股份（600153）。

表 1：重点公司盈利预测及投资评级（2025/12/29）

股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
600057	厦门象屿	8.70	0.64	0.72	0.83	13.59	12.08	10.48	买入	首次
600153	建发股份	9.48	1.00	1.02	1.2	9.48	9.29	7.90	增持	首次
600026	中远海能	0.85	0.87	1.08	0.77	0.98	0.79	1.10	增持	下调
601872	招商轮船	9.12	0.63	0.71	0.86	14.48	12.85	10.60	增持	维持
601975	招商南油	3.05	0.4	0.27	0.3	7.63	11.30	10.17	增持	维持
601111	中国国航	9.10	-0.01	0.08	0.34	-910.00	113.75	26.76	买入	上调
600029	南方航空	7.74	-0.09	0.08	0.3	-86.00	96.75	25.80	买入	上调
603885	吉祥航空	14.25	0.42	0.51	0.79	33.93	27.94	18.04	买入	上调

资料来源：iFind，东莞证券研究所

6. 风险提示

（1）**油价波动风险**。油价在交通运输行业的可变成本中占比较大，若油价出现较大波动可能对企业成本管理产生冲击。此外，油价波动可能影响油运需求，从而导致油运运价波动。

（2）**价格变化不及预期风险**。大宗供应链行业中商品贸易占营收比重较大，国内黑色金属等大宗商品价格恢复可能不及预期，可能导致行业盈利恢复不及预期。

（3）**竞争加剧风险**。交通运输行业可能面临着多重竞争加剧风险。

（4）**宏观经济波动风险**。航空及公路运输客货流量取决于区域的经济状况，当宏观经济下行，出行、贸易萎靡时，航空公路运输需求可能下降。

（5）**自然灾害风险**。新冠疫情等严重的流行性疾病可能触发甲类防疫管制措施，地震、台风等自然灾害可能影响路产质量或导致机场停航等风险。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn