



交通运输行业 2026 年中期投资展望：继续押注高确定性，并关注底部反弹机会

2026 年 6 月 21 日

看好/维持

交通运输

行业报告

分析师

曹奕丰 电话：021-25102904 邮箱：caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050005

投资摘要：

行业回顾：高油价影响运输需求，除航运外行业走势整体偏弱

截至 2026 年 6 月 17 日，年初以来交运板块跌幅（申万一级行业指数）约 10%。与之对比，沪深 300 年初至今涨幅约 6.5%，板块明显跑输沪深 300，在申万一级板块中涨幅处于中后。分基建类与周期类板块看，基建类板块除机场外走势大体趋同，虽然弱于大盘，但整体维持平稳，体现的是弱周期板块的防御性。而周期类板块则分化明显，其中受益于运价提升的航运板块股价走势较强，而受限于成本上涨的航空板块股价明显走弱。

2026 年中期展望：继续押注高确定性，并关注油价回落带来的底部反弹机会

我们认为，下半年交运行业的投资策略重点侧重两方面：一方面，在当前不确定性较大的国际环境与经济环境下，我们建议关注确定性较强，变动成本占比较低或有较强成本转嫁能力的板块或个股，主要包括抗风险能力较强的部分高股息标的，以及去年以来依靠持续反内卷实现价格中枢抬升的快递板块；另一方面，考虑到在高油价中受损的板块股价已经明显回调，我们建议关注后续油价回落带来的航空机场板块底部反弹的机会。

快递板块：重视本轮反内卷的持续性

25 年下半年以来，快递行业进入了一个加速挤水分的过程，26 年以来行业件量增速降至 5% 左右的低增速区间。我们认为件量增速的下降并不完全等价于需求增速下降，而是一个账面数据回归实际需求数据的过程，后续的数据会更具参考意义。

当前市场对快递板块的疑虑在于，目前行业的景气是否只是一个暂时的状态。对此我们认为本次的反内卷周期与上一轮周期存在较大的不同，国家对于反内卷的重视会为行业的竞争模式带来重要的改变。以往的快递行业监管一般以自上而下为主。而本轮的反内卷监管，除了传统的自上而下外，还通过快递员权益保护这一抓手自下而上进行监管。多维度的监管对通达系快递企业的安全生产和安全规范提出了更高要求，倒逼企业改变以往成本优先，低价为王的思路，实现高质量发展。

综合来看，目前快递行业处于盈利上行周期的前段，反内卷的大环境下，行业的价格竞争烈度有望维持在较低水平。由于行业增速下行，增量市场向存量市场转变，拥有更高的服务质量，能够提供差异化、针对化的服务的快递企业在当前环境中的优势会有所放大。因此个股方面，我们重点关注服务质量相对领先的通达系龙头中通快递、圆通速递，其他相关标的还有盈利能力持续改善的申通快递。

航空板块：油价快速上涨短期抑制行业回升势头，但中期看依旧向好

26Q1 行业展现出较为明显的回暖趋势，三大航疫情以来首次实现一季度扣非后全部盈利，且盈利较 25 年同期大幅提升。但进入 Q2 后，受限于美伊冲突导致的油价大幅上涨，航空业的上升趋势短期受到压制。

我们认为航空作为周期性行业，除了短期的成本因素外，也要着眼于长期的供需关系。国内航线的客座率水平已经连续 2 年回升。目前三大航客座率单季也能维持在 85%-87% 的水平，而疫情前该指标一般在 82%-84% 左右。我们认为这意味着行业在持续的供给管控后，行业的供需关系在持续修复。虽然油价大幅上升暂时打断了这一底部回升的趋势，但我们认为行业已经具备回暖的基础。26 年航司受到高油价的影响，飞机引进计划并不积极，按照三大航的引进计划，26-28 年三大航飞机架次增速分别为 3.1%、5.9% 和 3.8%，26 年飞机净增降至较低水平。

我们认为目前航空板块的利空已经在股价上有较为充分的表现，后续随着美伊冲突缓和，油价有望逐步回归常态，相关个股股价有望得到修复。长期看，由于航司连续多年控制飞机引进，供需关系持续改善，高客座率有望向高票价转化，带动航司盈利提升。在标的选择时，建议优先关注盈利弹性较大的三大航。

高速公路板块：股价走势分化，市场关注基本面确定性与股息率

去年 3 季度以来，配置高速公路股的投资者展现出较强的风险厌恶特质，表现为一是前期股价涨幅较大的个股都出现了较大幅度的回调，二是后续存在较大不确定性的个股（主要是收费到期和改扩建大额资本开支影响，也包括资产负债率偏高等因素）股价也经历较大幅度下调。

今年年初以来涨幅较大的标的的基本都具备较高的分红比例，我们认为这也体现出投资者对不确定性的回避。简单来说，当一家高速公路公司能够稳定的每年分出 60% 甚至 70% 的净利润，说明该公司大概率已经度过了资本开支高峰期，或者其现金流非常充沛，足以应付后续的资本开支。因此从风险厌恶投资者的视角考虑，这一筛选指标具备较强的参考性。

长期来看，我们认为在低利率环境下，高速公路板块依旧能够维持较为强势的表现。上市公司的股息率水平与国债收益率的差值依旧是需要重点观察的指标。同时我们观察到头部高速公路企业的股息率有趋同的倾向，这或许意味着股息率指标的重要性将进一步提升。

在个股配置上，我们预计符合“高分红比例+低负债率（或资本开支已经过峰）”的公司在后续一段时间有望得到市场更多的重视。我们重点推荐皖通高速，其他相关标的包括粤高速 A、山东高速、招商公路等分红比例较高的个股，以及分红金额长期稳定的宁沪高速。

风险提示：行业政策变化、宏观经济增速下滑，油价汇率大幅波动，地缘政治风险等。

目 录

1. 行业回顾与展望：高油价影响运输需求，行业走势整体偏弱	5
1.1 行业走势弱于大盘，年初以来除航运板块外，其余子板块指数皆下滑	5
1.2 中期展望：继续押注高确定性，并关注油价回落带来的底部反弹机会	6
2. 快递板块：重视本轮反内卷的持续性	7
2.1 行业件量持续挤水分，单票盈利稳步回升	7
2.2 本轮反内卷的持续性有望超市场预期	9
2.3 市场对利润兑现的重视程度持续提升	11
3. 航空板块：油价快速上涨短期抑制行业回升势头，但中期看依旧向好	12
3.1 26Q1 行业盈利同比回升明显，但上升趋势短期或被高油价所抑制	12
3.2 持续高客座率说明行业已具备回暖基础，高油价或导致飞机引进计划向 27 年推迟	13
3.3 短期关注油价回落，中长期看高客座率向高票价的转化	15
4. 高速公路板块：股价走势分化，市场关注基本面确定性与股息率	16
4.1 经济增速下降导致板块业绩承压，板块配置从低利率受益逻辑向避险逻辑切换	16
4.2 资本开支压力较大或负债率较高的个股走势偏弱，投资者对基本面稳定性提出高要求	17
4.3 看好降息周期中高股息的持续强势，AH 两地上市标的可参考价差灵活配置	19
5. 风险提示	20
相关报告汇总	21

插图目录

图 1： 交运板块涨幅在一级板块中排名中后（申万一级行业指数）	5
图 2： 除航运外，其余子板块指数年初以来皆下滑	5
图 3： 基建类板块整体走势趋同	6
图 4： 航空股价走弱，航运板块走势较强	6
图 5： 布油与新加坡航空煤油价格 2 月末以来大幅上涨	6
图 6： 国内航空煤油出厂价 4 月起大幅上涨	6
图 7： 上市航司国内线运力投放增速 4-5 月显著下降	7
图 8： 公路货运量增速处于较低水平	7
图 9： 行业持续挤水分，件量增速降至 5% 以下	7
图 10： 通达系单票收入回升至合理水平（元/票）	8
图 11： 并表丹鸟后，申通市场份额稳定高于韵达来到第三	8
图 12： 去年 Q4 以来通达系扣非归母净利润回升（亿元）	9
图 13： 反内卷环境下，企业单票净利的差异收窄（元/票）	9
图 14： 本轮上行周期与上轮周期的对比	9
图 15： 反内卷政策及监管持续推进	10
图 16： 快递员权益保护是行业反内卷的最重要抓手	10
图 17： 贯彻高质量发展理念，行业监管端持续发力	11
图 18： 上市公司单票市值随盈利回升而回升（元/票）	11

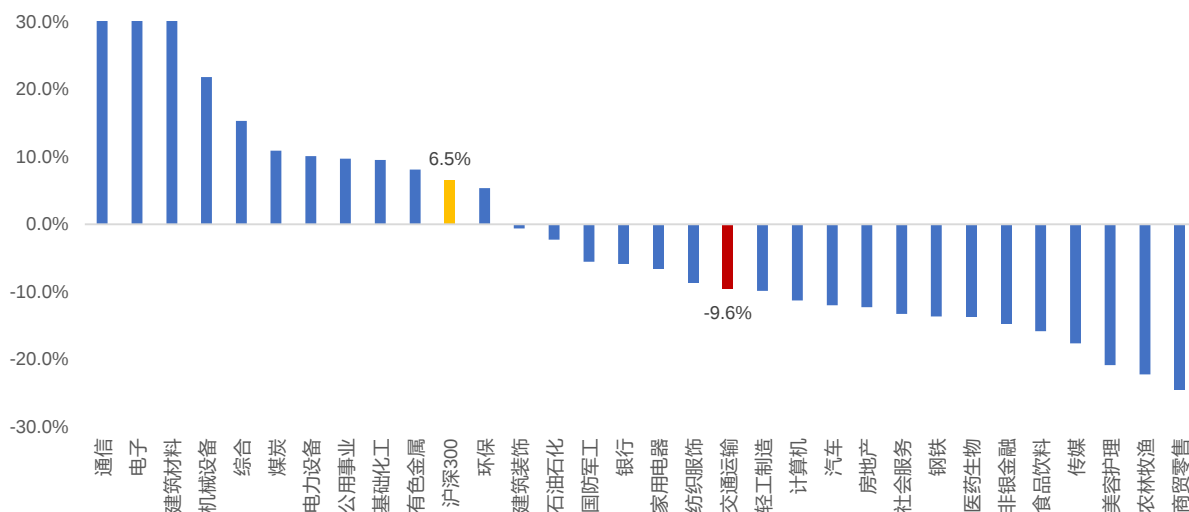
图 19: 上市公司单票市值与单票净利润之比显著趋同	11
图 20: 26Q1 三大航扣非净利润皆回正（扣非归母净利润，亿元）	12
图 21: 26 年 4 月起国内航空煤油出厂价格攀升（元/吨）	12
图 22: 国内航空煤油价格变化相比国外有 1 个月左右的滞后	12
图 23: 25 年国内整体客座率提升，26Q1 进一步提升	13
图 24: 3 月航司运力投放增速冲高，4-5 月持续回落	13
图 25: 三大航 26Q1 扣油座收同比提升（元/座公里）	13
图 26: 26Q1 春秋吉祥扣油座收略高于去年同期（元/座公里）	13
图 27: 三大航飞机实际引进(深色)略低于计划引进（浅色）（单位：架次）	14
图 28: 三大航飞机实际退出(深色)低于计划退出（浅色）（单位：架次）	14
图 29: 以引进计划计算，26 年三大航机队增速降至 3%左右	14
图 30: 宽体机计划交付集中在 27 年，26 年净退出（单位：架）	14
图 31: 航空板块股价一季度走势明显弱于大盘，主要系 2 月末以来油价大幅攀升	15
图 32: 去年四季度以来，大航股价弹性整体高于中型航司，东航弹性最大	15
图 33: 航司业绩一致预期与 PE 估值	16
图 34: 今年以来高速板块走势偏弱，主要受限于弱周期性	16
图 35: 高速板块的回调主要集中在去年下半年	16
图 36: A 股高速公路板块 25 年扣非归母净利润下降约 4.0%	17
图 37: 部分公司扣非归母净利润同比波动较大	17
图 38: 高速公路整体业绩略降，导致 PE 估值中枢有所抬升	17
图 39: 今年以来涨幅较高的个股普遍具备较高的分红比例	18
图 40: 8 家高速公路公司分红比例连续 3 年高于 50%，4 家连续 3 年高于 60%	18
图 41: 板块资本开支依旧处于较高水平（亿元）	19
图 42: 板块资产负债率略有回落（%）	19
图 43: 市场对头部高速公路企业的股息率要求 26 年之前存在差异，但 26 年以来在逐渐拉平	19
图 44: A/H 两地上市高速公司的 A 股溢价率依旧处于历史偏低水平，皖通接近历史最低水平	20
图 45: 主要高股息公路公司 PE 与股息率估计（净利润预测来自同花顺一致预期）	20

1. 行业回顾与展望：高油价影响运输需求，行业走势整体偏弱

1.1 行业走势弱于大盘，年初以来除航运板块外，其余子板块指数皆下滑

截至 2026 年 6 月 17 日，年初以来交运板块跌幅（申万一级行业指数）约 10%。与之对比，沪深 300 年初至今涨幅为 6.5%，板块明显跑输沪深 300，在申万一级板块中涨幅处于中后。

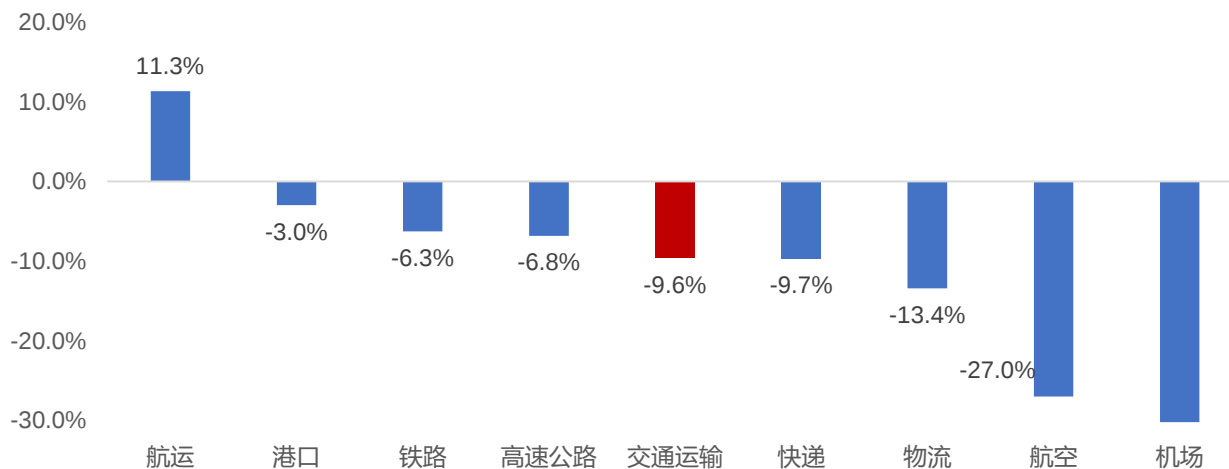
图1：交运板块涨幅在一级板块中排名中后（申万一级行业指数）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

细分到子板块中，我们可以看到航运板块涨幅居前，年初以来板块实现上涨，主要得益于美伊冲突后原油运价与集运运价大幅抬升。其余子板块年初以来皆下跌，其中航空机场板块下跌较多，主要系油价大幅上涨，航空业成本端承压；而航司通过降低供给的方式节约成本，则影响到了机场的客流水平。

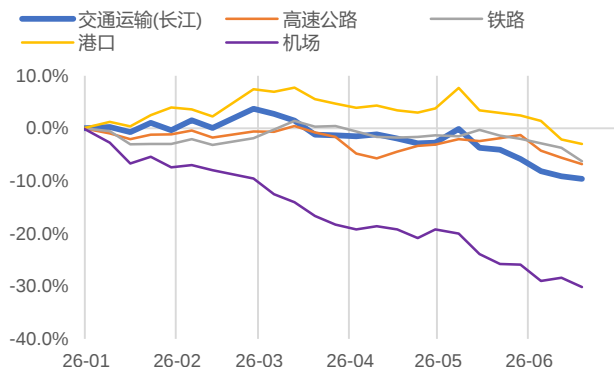
图2：除航运外，其余子板块指数年初以来皆下滑



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

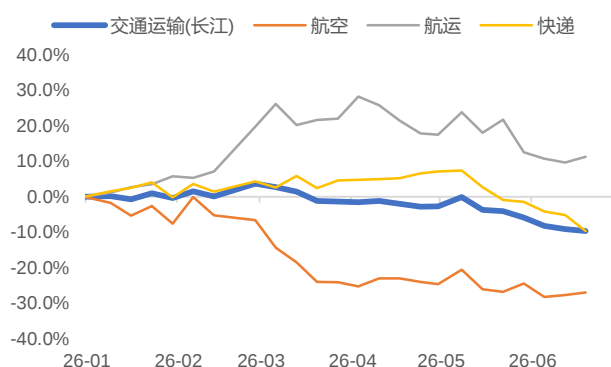
分基建类与周期类板块看，基建类板块除机场外走势大体趋同。虽弱于大盘，但整体维持平稳，体现的是弱周期板块的防御性。而周期类板块则分化明显，其中受益于运价提升的航运板块股价走势较强，而受限于成本上涨的航空板块股价明显走弱。

图3：基建类板块整体走势趋同



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图4：航空股价走弱，航运板块走势较强



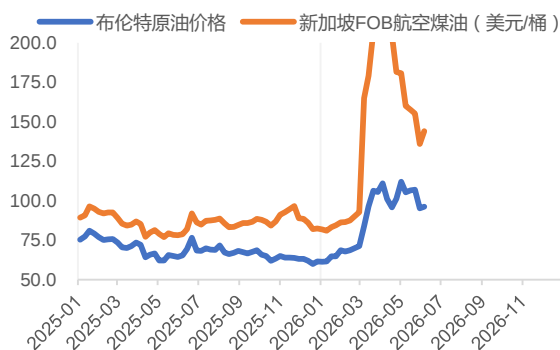
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.2 中期展望：继续押注高确定性，并关注油价回落带来的底部反弹机会

我们认为，下半年交运行业的投资策略重点侧重两方面：一方面，我们建议重视绝对收益的投资者继续押注高确定性，包括高股息板块的重点公司及反内卷受益的相关公司。另一方面，我们建议关注美伊冲突缓和以及油价回落为航空业带来的底部反弹。

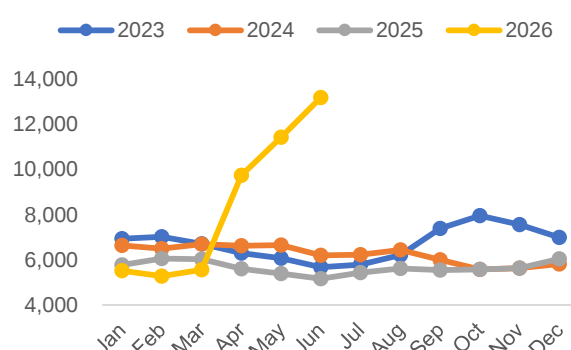
今年上半年对行业影响最显著的事件显然是美伊冲突及其导致的能源供应链紊乱和油价上涨。布伦特原油和新加坡航空煤油价格于2月末开始快速上涨，新加坡航油价格受短期恐慌情绪影响甚至短期涨至超200美元/桶。受美伊冲突影响，国内成品油价格与航油价格也出现大幅上涨。

图5：布油与新加坡航空煤油价格2月末以来大幅上涨



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

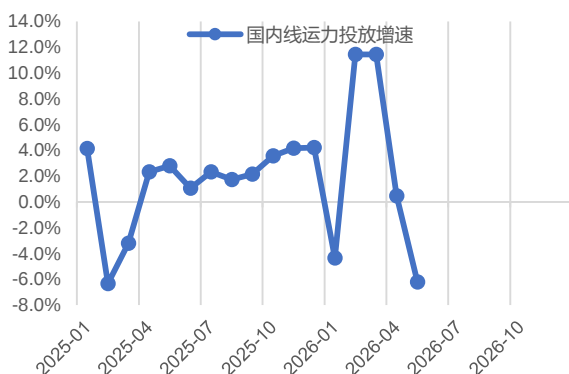
图6：国内航空煤油出厂价4月起大幅上涨（元/吨）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

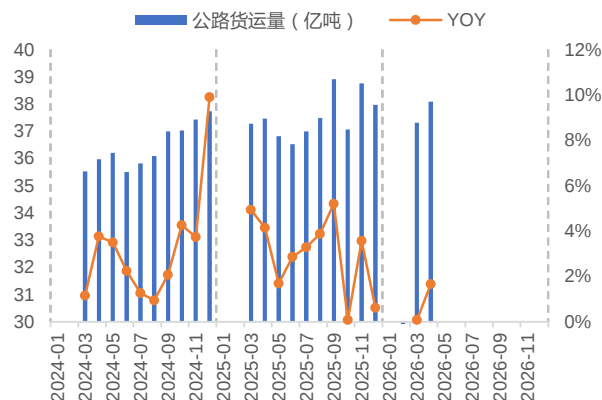
受影响最大的子板块无疑是燃油成本占比较高的航空业。随着4-6月国内航油出厂价持续攀升，国内航司运力投放明显收缩以节约成本。汽油价格的上涨也影响到公路货运，其运量增速处于较低水平。整体来看，运输成本的上涨一定程度上抑制了运输需求，行业整体承压。

图7：上市航司国内线运力投放增速 4-5 月显著下降



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图8：公路货运量增速处于较低水平



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

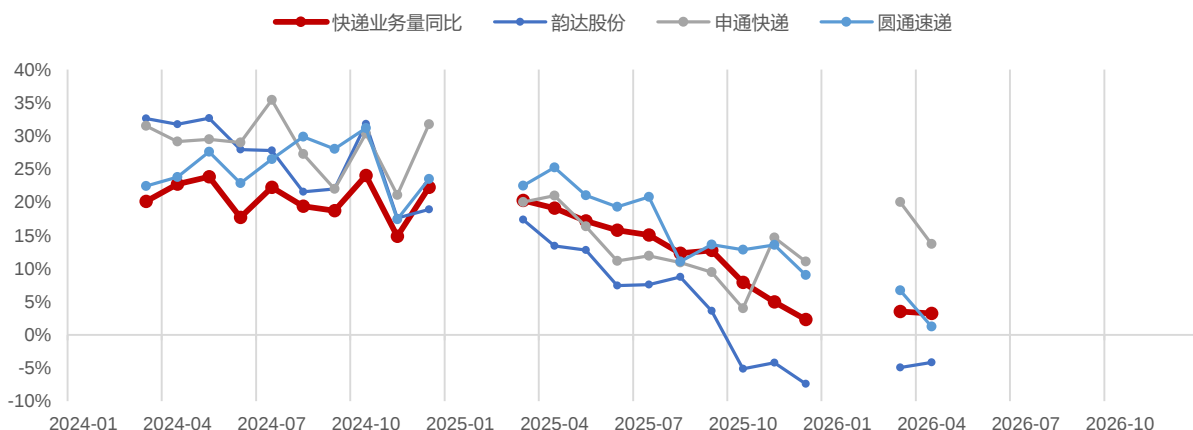
在当前不确定性较大的国际环境与经济环境下，我们建议关注确定性较强，变动成本占比较低或有较强成本转嫁能力的板块或个股，主要包括抗风险能力较强的部分高股息标的，以及去年以来依靠持续反内卷实现价格中枢抬升的快递板块。同时，考虑到在高油价中受损的板块股价已经明显回调，我们建议关注后续油价回落带来的航空机场板块底部反弹的机会。

2. 快递板块：重视本轮反内卷的持续性

2.1 行业件量持续挤水分，单票盈利稳步回升

25 年下半年以来，快递行业进入了一个持续挤水分的过程。可以看到 24 年全年行业件量增速维持在 20% 左右水平，25 年下半年伴随行业反内卷的执行，件量增速出现加速下降，26 年以来降至 5% 左右的低增速区间。

图9：行业持续挤水分，件量增速降至 5% 以下

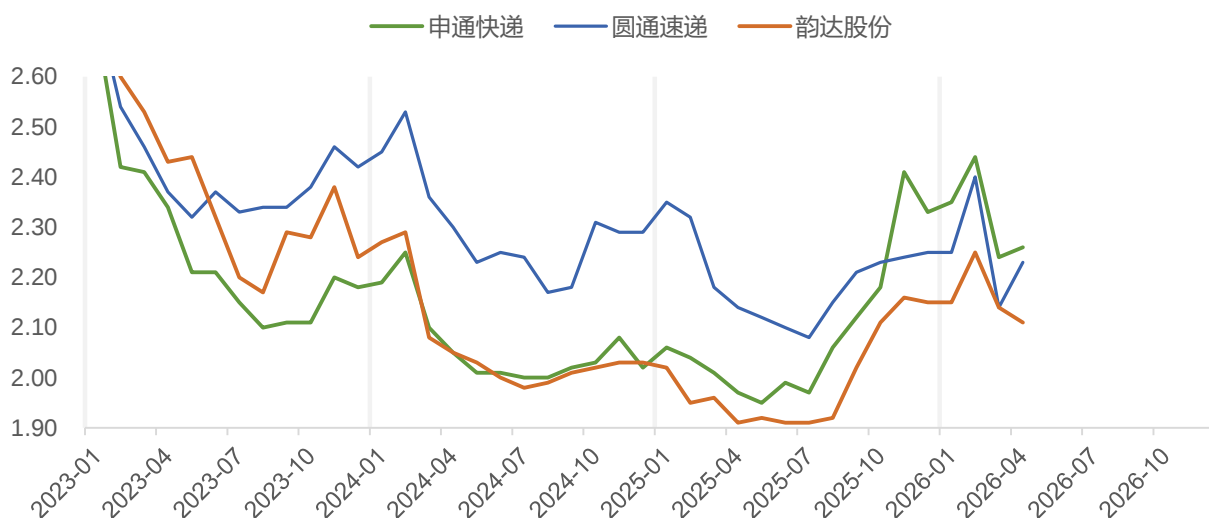


资料来源：同花顺，公司公告，东兴证券研究所

我们认为件量增速下降并不完全等价于需求增速下降，而是一个账面数据逐步回归实际数据的过程，在价格战时代通过不合理低价或刷单催生的纸面增长，经过本轮挤水分之后被基本排除，后续数据会更具参考意义。

价格端看，经过持续半年多的反内卷，行业单票收入较 25 年上半年的较低水平有明显回升，特别是单票收入本就较低的申通和韵达回升更加明显，较底部回升超 0.2 元/票。这部分收入增量少部分转化为了总部的盈利，大部分则向加盟商及快递员进行分配，提升了行业加盟网络的稳定性及可持续发展能力。

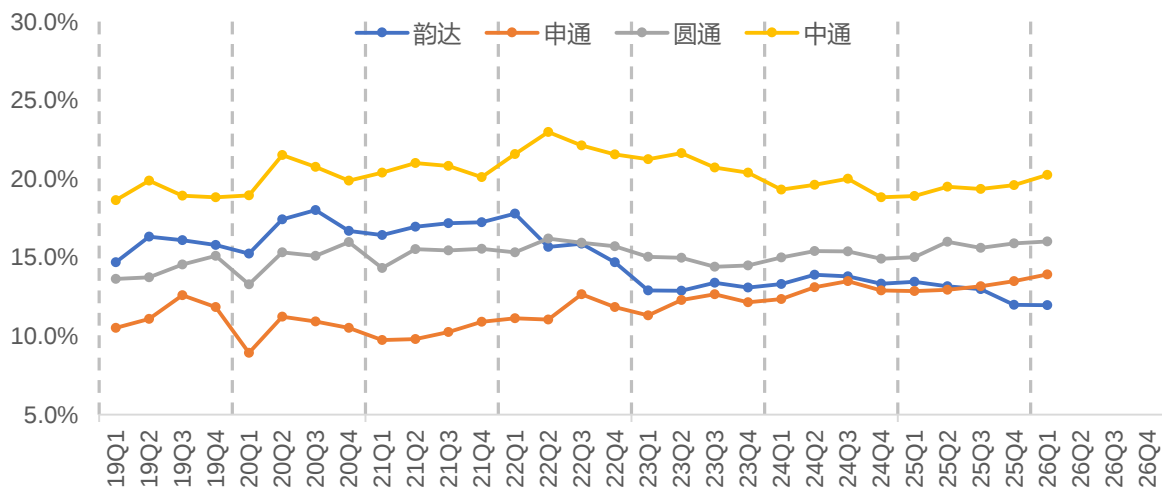
图10：通达系单票收入回升至合理水平（元/票）



资料来源：同花顺，公司公告，东兴证券研究所

经过本轮价格战，行业竞争格局也逐渐清晰。23-25 年期间，韵达与申通的份额过于接近，双方对市场的争夺使得价格战逐渐白热化。而 25 年下半年以来，随着申通业务量增速持续高于韵达，并于完成对丹鸟的并表，申通业务量已经稳定超越韵达来到行业第三，竞争格局较以往更加清晰。而清晰的行业位次有助于行业各参与方在反内卷中约束自身争夺份额的冲动，避免行业因为某一方的“偷跑降价”重新陷入价格战的泥潭。

图11：并表丹鸟后，申通市场份额稳定高于韵达来到第三

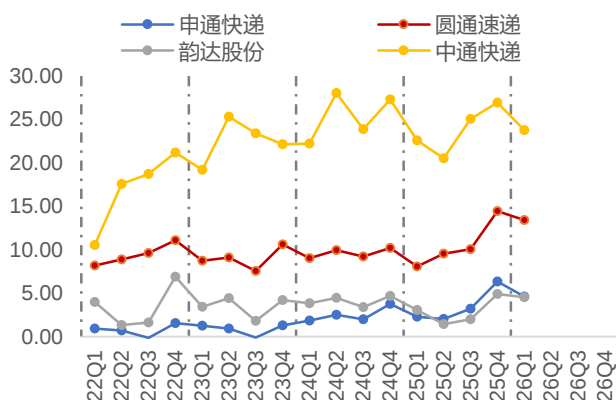


资料来源：同花顺，公司公告，东兴证券研究所

可以看到，随着去年下半年反内卷的开展，通达系快递企业四季度及今年一季度的扣非归母净利润都实现了

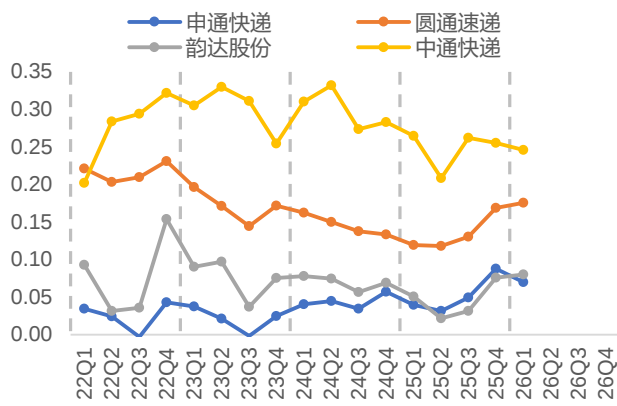
较为明显的抬升。韵达与申通单票净利润由去年 Q2 低点的 0.02-0.03 元提升至今年 Q1 的 0.07-0.08 元水平，圆通则由低点的 0.12 元提升至 0.18 元。

图12：去年 Q4 以来通达系扣非归母净利润回升（亿元）



资料来源：同花顺，公司公告，东兴证券研究所

图13：反内卷环境下，企业单票净利的差异收窄（元/票）



资料来源：同花顺，公司公告，东兴证券研究所

2.2 本轮反内卷的持续性有望超市场预期

目前行业位于价格景气周期中，而市场对此的担心集中在这一景气期是否可持续上。参考上一轮的价格战周期，可以看到行业在经历 20 年-21 年上半年近一年半的惨烈价格战后，单票价格于 21 年下半年开始回暖，并持续到 23 年末。

图14：本轮上行周期与上轮周期的对比



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

本轮价格战 23 年属于各方试探期，烈度相对较低；24 年开始竞争升级，直到 25 年下半年反内卷的开展，强竞争状态也持续了一年半左右。

因此，市场的疑虑在于，目前行业的景气是否只是一个暂时的状态。对此我们认为本次的反内卷周期与上一

周期存在较大的不同，国家对于反内卷的重视会为行业的竞争模式带来重要的改变。

可以看到，自去年 3 月整治内卷式竞争被写入政府工作报告后，反内卷受中央的重视程度持续提升，而快递作为内卷易发行业，邮政局对反内卷也相当重视。

图15：反内卷政策及监管持续推进

反内卷政策	
时间	内容
2025.03	《政府工作报告》提出，加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争。
2025.06	新修订的《反不正当竞争法》表决通过，自2025年10月15日起施行。法律明确平台经营者不得强制或者变相强制平台内经营者按照其定价规则，以低于成本的价格销售商品，扰乱市场竞争秩序。
2025.07	国家邮政局党组召开会议强调进一步加强行业监管，完善邮政快递领域市场制度规则，旗帜鲜明反对“内卷式”竞争，依法依规整治末端服务质量问题
2025.07	国家邮政局召开快递企业座谈会，就依法依规治理行业“内卷式”竞争，强化农村地区领取快件违规收费等突出问题整治，促进行业高质量发展进行座谈交流。
2025.12	中央经济工作会议确定明年经济工作需抓好的重点任务包括制定全国统一大市场建设条例和深入整治“内卷式”竞争。
2026.05	市场监管总局印发通知，部署各地市场监管部门自今年5月至12月开展信用赋能整治“内卷式”竞争专项行动。

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

我们认为本轮反内卷最大的不同在于抓手的改变。以往的快递行业监管一般以自上而下为主。而本轮的反内卷监管，除了传统的自上而下外，还通过快递员权益保护这一抓手自下而上进行监管。实际上自 2024 年初，邮政局就提出了快递行业推进劳动合同制度专项行动方案。本次借反内卷的东风，快递员权益保护的机制得以加速推进。

25 年 10 月，邮政局约谈中通，要求其全面整改快递员合法权益落实不到位等问题，11 月中通签署全网劳动规则协议，表示将优化薪酬制度，完善考核奖惩机制，确保快递员派费取件费 100%直链。今年 4 月，上海出台全国首份快递行业劳动规则专项协议，要求明确派费直达比例下限。

图16：快递员权益保护是行业反内卷的最重要抓手

快递员权益维护	
时间	内容
2024.01	国家邮政局宣贯《快递行业推进劳动合同制度专项行动方案》，要求按照“一年初见成效、两年进步明显、三年巩固提高”的目标扎实稳妥推进。
2025.11	中通快递签署全网劳动规则协议，表示将优化薪酬制度、强化系统赋能、完善考核奖惩机制，确保快递员派费、取件费 100% 直链，并建立“月度调研+预警排查+备用金垫付”三重保障机制
2025.12	《国务院关于灵活就业和新就业形态劳动者权益保障工作情况的报告》提出着力社保提质扩面，优化参保缴费办法，用3年左右时间，推进职业伤害保障广覆盖。
2026.04	上海出台全国首份快递行业劳动规则专项协议，要求通过协商机制明确派费直达比例下限，禁止将投诉作为处罚唯一依据，以保障快递员合法权益。

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

此外，邮政局对于各大快递企业的监管也在持续发力，自 25 年 3 月韵达因安全管理漏洞被立案调查后，邮政局还分别于去年 10 月约谈了中通，于今年 6 月对极兔的安全生产问题进行了立案调查。此外，各省局，地方局对快递企业的安全生产问题也积极约谈。监管部门对通达系快递企业的安全生产和安全规范提出了更高要求，倒逼企业改变以往成本优先，低价为王的思路，实现高质量发展。

图17：贯彻高质量发展理念，行业监管端持续发力

时间	行业监管行动
2025.03	国家邮政局依法对上海韵达货运有限公司进行立案调查，系韵达部分加盟企业对协议客户安全管理存在重大漏洞
2025.07	广西邮政管理局集体约谈中通、圆通、申通、韵达、极兔五家区域总部，指出其在网络风险排查、加盟纠纷处置及农村违规收费等方面存在问题。
2025.01	国家邮政局约谈中通快递，指出其存在经营行为不规范、随意调整运营规则、服务质量不高及快递员合法权益保障措施落实不到位等问题，并要求全面整改。
2026.03	陕西省邮政局对中通、圆通、申通、韵达、极兔等5家加盟制快递企业省级总部进行行政约谈，要求各快递企业省级总部切实履行统一管理责任。
2026.04	江苏省邮政管理局约谈韵达、中通、极兔等企业负责人，曝光部分中转站存在管理混乱、违规住人、拉飞线等严重安全隐患
2026.06	辽宁局约谈极兔、韵达快递企业辽宁区域总部，因其一季度申诉率高或增长幅度异常
2026.06	国家邮政局依法对极兔速递有限公司立案调查，因今年以来使用“极兔速递”商标经营的企业多发生生产安全事故，极兔总部对下属企业安全生产管理缺位，未按规定实行安全保障统一管理。

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

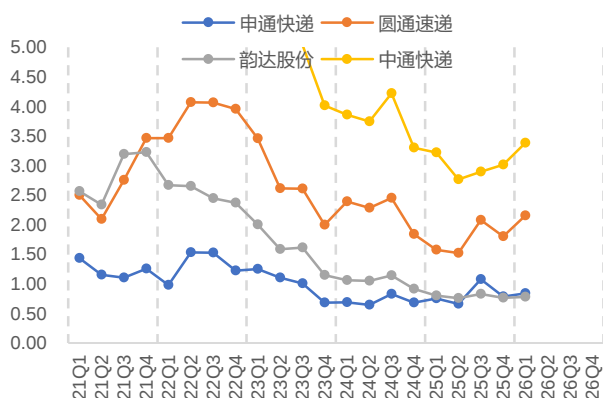
总的来说，我们认为本轮行业的景气周期有望维持较长的时间。在安全规范生产和快递员权益保障的双重压力下，行业并不具备低价内卷的空间，顺应大环境走高质量发展的路线，才是阻力最小的方法。

2.3 市场对利润兑现的重视程度持续提升

我们认为行业未来股价的走势主要看利润兑现，包括盈利的规模与盈利的可持续性。从上市公司市值看，去年 Q3 以来各通达系公司市值随着业绩预期回升都有一定恢复，但恢复程度不及业绩改善的幅度，存在冲高回落的情况。

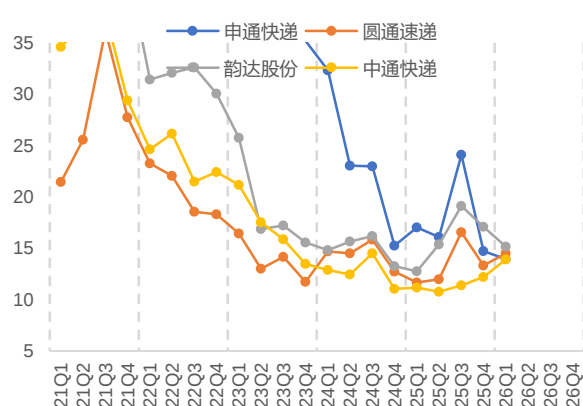
企业单票市值略有回升但依旧处于相对底部区域，同时我们发现上市公司单票市值与单票净利润的比值显著趋同，意味着市场目前在给予上市公司估值时基本只参照现有业绩，而弱化对其他因素的考量。我们认为这体现出目前市场对于板块盈利的可持续性存在较大疑虑。但反过来看，这也是行业的机遇所在，若事实证明本轮反内卷的力度与持续性超出市场预期，则板块股价还存在较大的提升空间。

图18：上市公司单票市值随盈利回升而回升（元/票）



资料来源：同花顺，公司公告，东兴证券研究所

图19：上市公司单票市值与单票净利润之比显著趋同



资料来源：同花顺，公司公告，东兴证券研究所

综合来看，目前快递行业处于盈利上行周期的前段，反内卷的大环境下，行业的价格竞争烈度有望维持在较低水平。由于行业增速下行，增量市场向存量市场转变，拥有更高的服务质量，能够提供差异化、针对化的

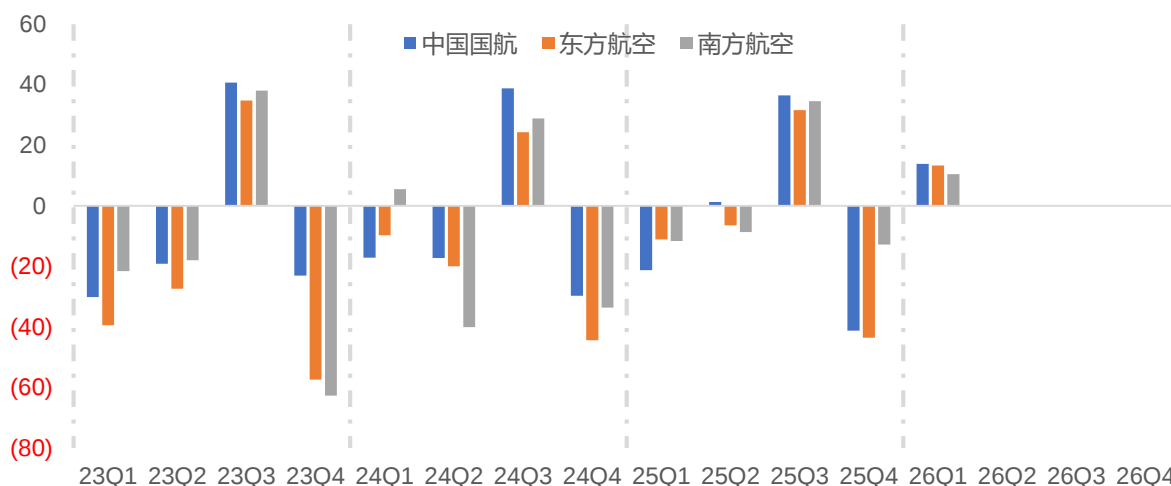
服务的快递企业在当前环境中的优势会有所放大。因此个股方面，我们重点关注服务质量相对领先的通达系龙头中通快递、圆通速递，其他相关标的还有盈利能力持续改善的申通快递。

3. 航空板块：油价快速上涨短期抑制行业回升势头，但中期看依旧向好

3.1 26Q1 行业盈利同比回升明显，但上升趋势短期或被高油价所抑制

26Q1 行业展现出较为明显的回暖趋势，三大航疫情以来首次实现一季度扣非后全部盈利，且盈利较 25 年同期大幅提升。

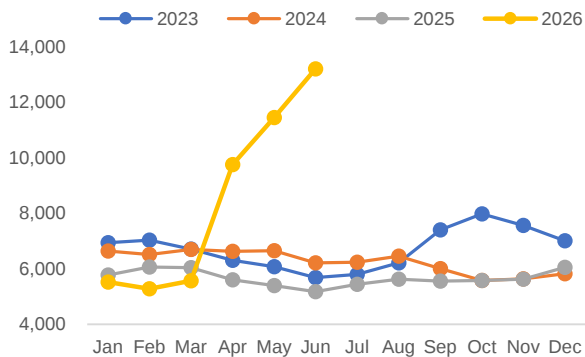
图20：26Q1 三大航扣非净利润皆回正（扣非归母净利润，亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

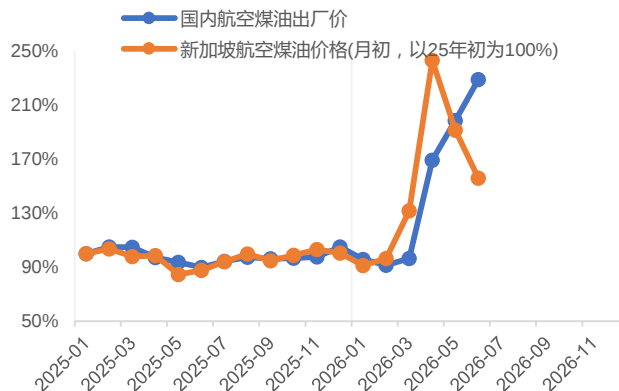
但受限于美伊冲突导致的油价大幅上涨，航空业的上升趋势短期受到压制。可以看到2月末以来新加坡航油价格快速上涨，而国内航油出厂价格较国外有一个月左右的滞后，4月起国内航油价格快速攀升，目前依旧处于高位。考虑到6月美伊冲突有所缓和，预计7月国内航油出厂价格将有所回落。

图21：26年4月起国内航空煤油出厂价格攀升（元/吨）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图22：国内航空煤油价格变化相比国外有1个月左右的滞后

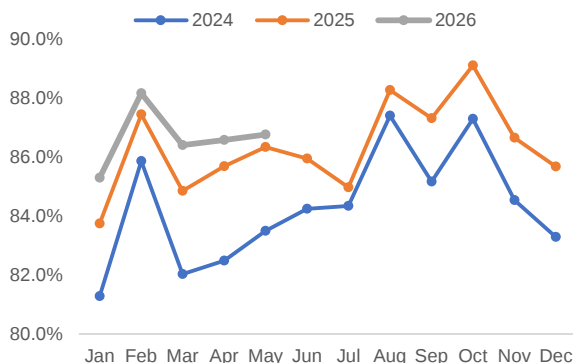


资料来源：航班管家，东兴证券研究所

3.2 持续高客座率说明行业已具备回暖基础，高油价或导致飞机引进计划向 27 年推迟

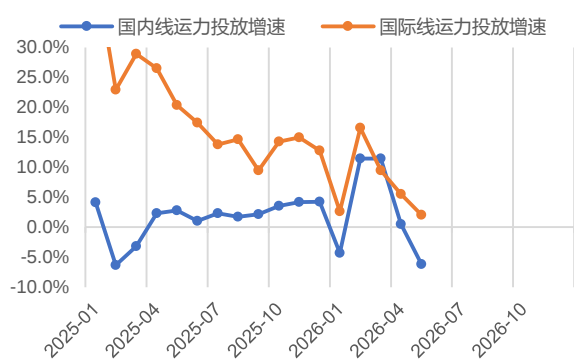
突然升高的油价对行业的影响较为明显。可以看到，3 月由于国内航油价格还较为友好，上市航司运力投放实现同比两位数增长，但进入 4 月之后，随着国内航油价格攀升，运力投放增速出现显著的下降，国内航线 5 月增速继续降至负增长。

图23：25 年国内整体客座率提升，26Q1 进一步提升



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图24：3 月航司运力投放增速冲高，4-5 月持续回落



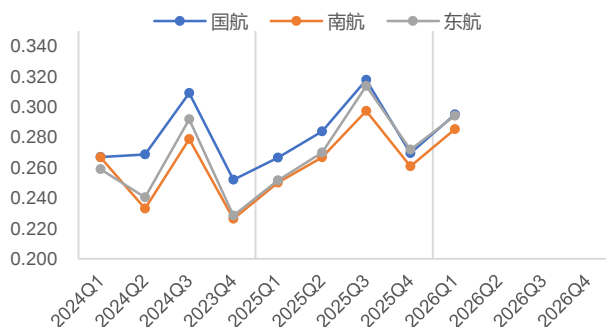
资料来源：航班管家，东兴证券研究所

但在行业受油价冲击的同时，我们也需要看到，国内航线的客座率水平已经连续 2 年回升。目前三大航客座率单季也能维持在 85%-87% 的水平，而疫情前该指标一般在 82%-84% 左右。我们认为这意味着行业在持续的供给管控后，行业的供需关系在持续修复。

我们认为这种供需关系的修复在三大航的“扣除燃油成本后的座公里收入”这一指标中有较为明显的体现。相较于旺季强势但淡季很淡的 2024 年，25 年的 Q2 以来的淡季表现相对平稳，扣油座收较 24 年明显提升。这都有赖于较高的客座率水平。可以看到 25 年淡季月份航司的平均客座率是明显高于 24 年的。

进入 26 年后航司国内线客座率进一步提升，但提升幅度有限，主要系 25 年的客座率水平已经很高。但另一方面，三大航扣油座收水平较 25 年继续提升，我们认为这是供需关系改善后，高客座率向高票价进行转换的表现。

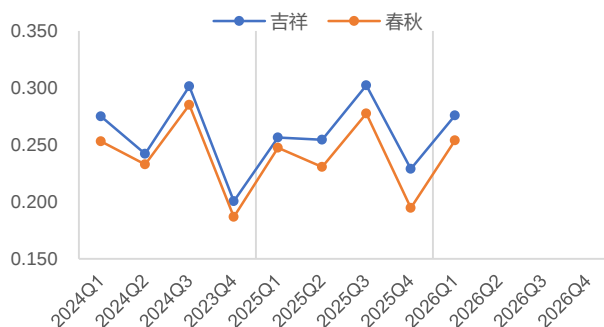
图25：三大航 26Q1 扣油座收同比提升（元/座公里）



资料来源：上市公司公告，东兴证券研究所

注：扣除燃油成本的座公里收益的季度数据为估计值

图26：26Q1 春秋吉祥扣油座收略高于去年同期（元/座公里）

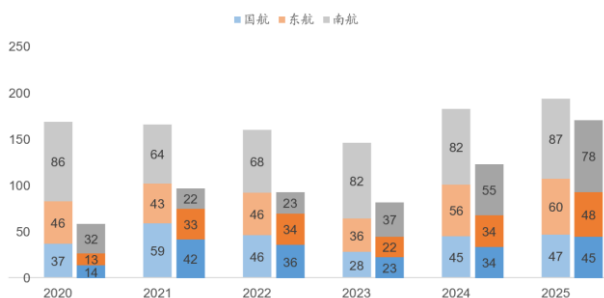


资料来源：上市公司公告，东兴证券研究所

总的来说，我们认为目前行业的供需关系相比前两年已经有较明显的好转。虽然油价大幅上升暂时打断了这一底部回升的趋势，但我们认为行业已经具备回暖的基础。

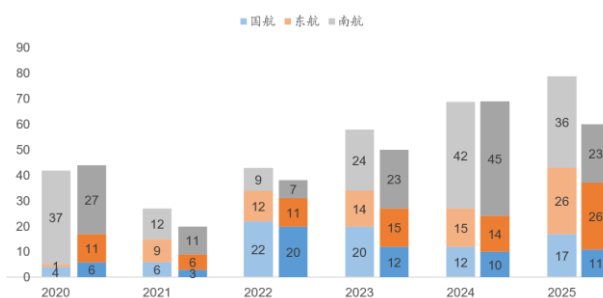
飞机引进退出方面，25 年三大航飞机引进和退出皆略低于计划数，25 年三大航机队数量增长约 4.2%，增长主要为窄体机。

图27：三大航飞机实际引进(深色)略低于计划引进(浅色)（单位：架次）



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

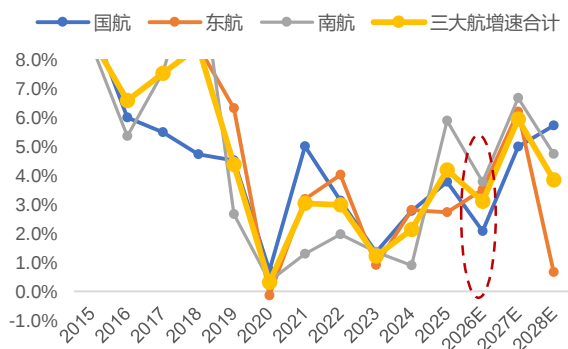
图28：三大航飞机实际退出(深色)低于计划退出（浅色）（单位：架次）



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

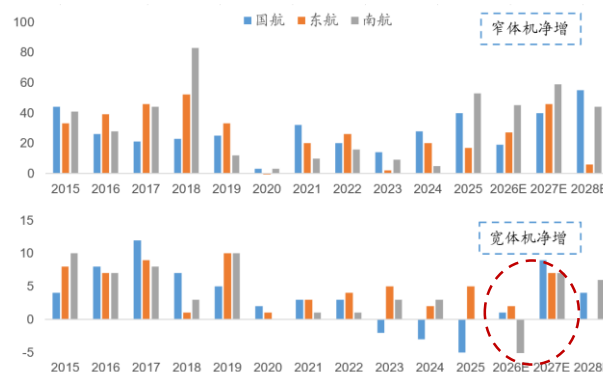
26 年航司受到高油价的影响，飞机引进计划并不积极，特别是宽体机整体表现为净退出，计划引进被退后至 27 年。窄体机的情况也较为类似，27 年计划净增明显高于 26 年，航司普遍选择避免在高油价阶段大量引进飞机，将已有订单的交付向后推迟。

图29：以引进计划计算，26 年三大航机队增速降至 3%左右



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

图30：宽体机计划交付集中在 27 年，26 年净退出（单位：架）



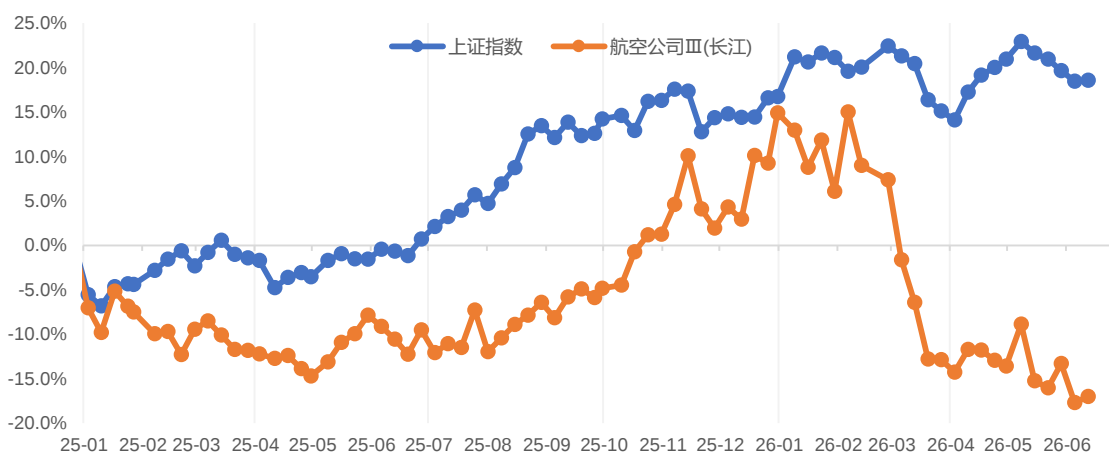
资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

按照三大航的引进计划，26-28 年三大航飞机架次增速分别为 3.1%，5.9%和 3.8%，26 年飞机净增降至较低水平。而考虑到此前航司的飞机引进与计划引进就经常存在较大差异，今年的飞机引进大概率会与油价后续的变化高度关联，若油价持续处于相对高位，则飞机引进有概率继续推迟，若油价逐步恢复常态，则下半年飞机引进或有加速。

3.3 短期关注油价回落，中长期看高客座率向高票价的转化

航空板块去年下半年相较大盘有一定走强，而今年一季度出现显著走弱。从具体时间节点看，航司股价显著走弱开始于 2 月末，与美伊冲突爆发，油价大幅攀升的时间节点相吻合。

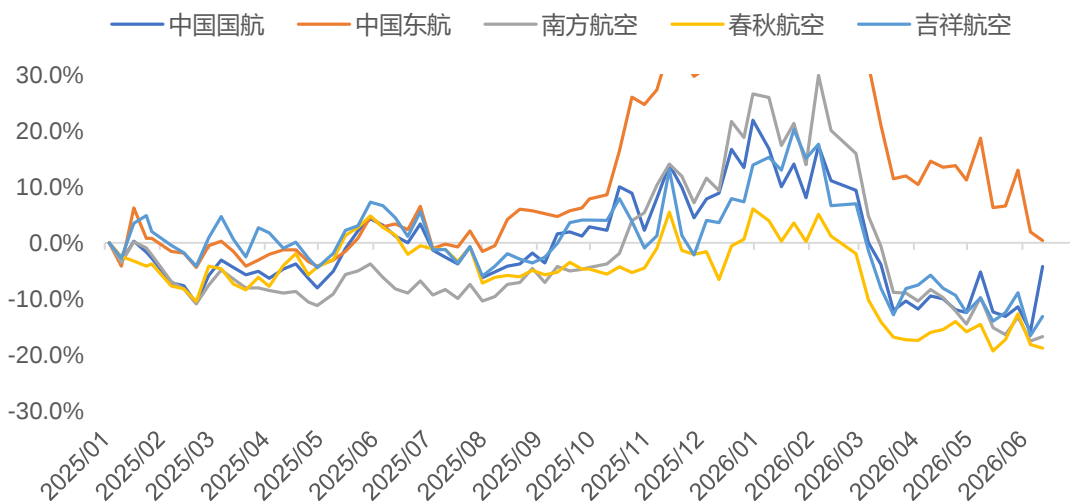
图31：航空板块股价一季度走势明显弱于大盘，主要系 2 月末以来油价大幅攀升



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从各公司的股价走势上看，航空板块股价整体趋同，其中东航弹性较大，春秋弹性较弱，大航股价弹性整体略高于中型航司，我们认为主要系不同航司对票价变化和油价变化的敏感度不同，大航由于体量较大且利润率较低，对油价变化更为敏感。春秋由于可以依靠燃油附加费较大比例的对冲成本上升，因此对油价变化的敏感度低于其他航司。

图32：去年四季度以来，大航股价弹性整体高于中型航司，东航弹性最大



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

我们认为目前航空板块的利空已经在股价上有较为充分的表现，后续随着美伊冲突缓和，油价有望逐步回归常态，相关个股股价有望得到修复。长期看，由于航司连续多年控制飞机引进，供需关系持续改善，高客座率有望向高票价转化，带动航司盈利提升。在标的选择时，建议优先关注盈利弹性较大的三大航。

图33：航司业绩一致预期与 PE 估值

	市值（亿元） (A股股价*总股本)	净利润（亿元）			TTM	PE	
		2025A	2026E	2027E		2026E	2027E
601111.SH 中国国航	1325.9	(17.7)	5.2	63.3	66.7	256.5	21.0
600029.SH 南方航空	987.6	8.6	17.8	69.8	32.0	55.4	14.2
600115.SH 东方航空	901.2	(16.3)	4.2	61.5	90.6	213.0	14.6
601021.SH 春秋航空	460.4	23.2	21.1	29.9	17.6	21.9	15.4
603885.SH 吉祥航空	248.1	10.4	9.5	18.3	21.9	26.0	13.6

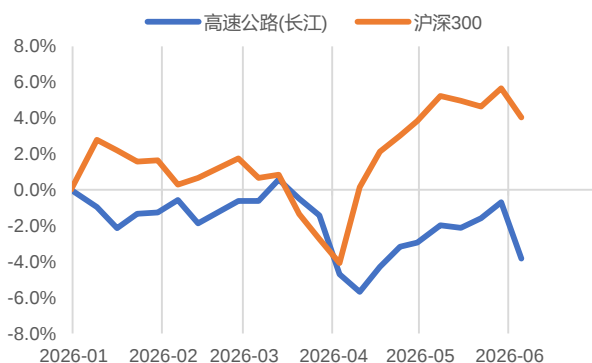
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

4. 高速公路板块：股价走势分化，市场关注基本面确定性与股息率

4.1 经济增速下降导致板块业绩承压，板块配置从低利率受益逻辑向避险逻辑切换

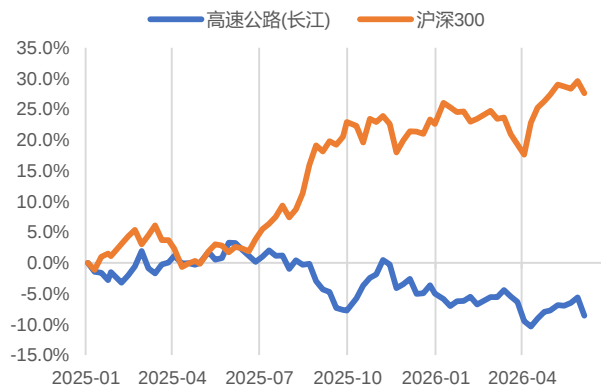
26 年以来，高速公路板块走势略弱于大盘，我们认为主要系今年大盘走势较强，而高速公路作为弱周期防御性板块，弹性有所不足。拉长到一年半的维度，可以看到去年下半年（主要是三季度）高速公路板块相比大盘显著走弱。高股息的高速公路板块受益于国债利率持续降低，在 2022-2024 年期间持续走强，是典型的低利率受益板块，而我们认为 25 年下半年的调整意味着市场认为低利率带来的利好已经在股价中完全体现或超量体现，因而导致板块出现较为明显的回调。经历去年的调整后，我们认为主流投资者对高速公路板块的配置重新回到常规的“绝对收益+避险”的逻辑。

图34：今年以来高速板块走势偏弱，主要受限于弱周期性



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图35：高速板块的回调主要集中在去年下半年



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

25 年以来板块的走弱也与行业业绩增速下降和个股业绩波动有一定关系。受经济增速下行，特别是货车流量增速下降影响，高速公路板块近两年收入增速略低于预期。而成本方面，由于大部分高速公路公司采用车流量折旧法，收费周期内折旧呈前低后高的趋势，道路折旧依旧增长，导致整体利润率有所下降。

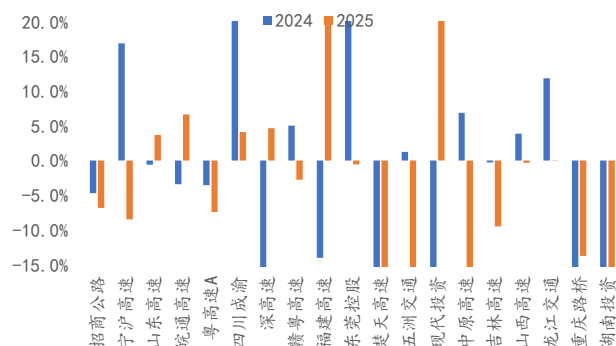
对上市高速公路公司各年扣非净利率进行加总后发现，24 年以来板块归母净利润确有小幅下降，24 与 25 年分别下降 3.0%和 4.0%，且部分高速公司扣非后归母净利润波动较大，也是近两年板块走势偏弱的部分原因。

图36：A 股高速公路板块 25 年扣非归母净利润下降约 4.0%



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图37：部分公司扣非归母净利润同比波动较大



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从板块估值来看，高速公路板块估值在 25 年上半年达到峰值，后续有所回调，但较 22-23 年的估值依旧明显更高。我们认为市场依旧认可高速公路板块作为低利率环境受益股的特性，但在估值提升至当前水平后，市场投资者对于个股的股息率及未来业绩的稳定性提出了更高要求。

图38：高速公路整体业绩略降，导致 PE 估值中枢有所抬升



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

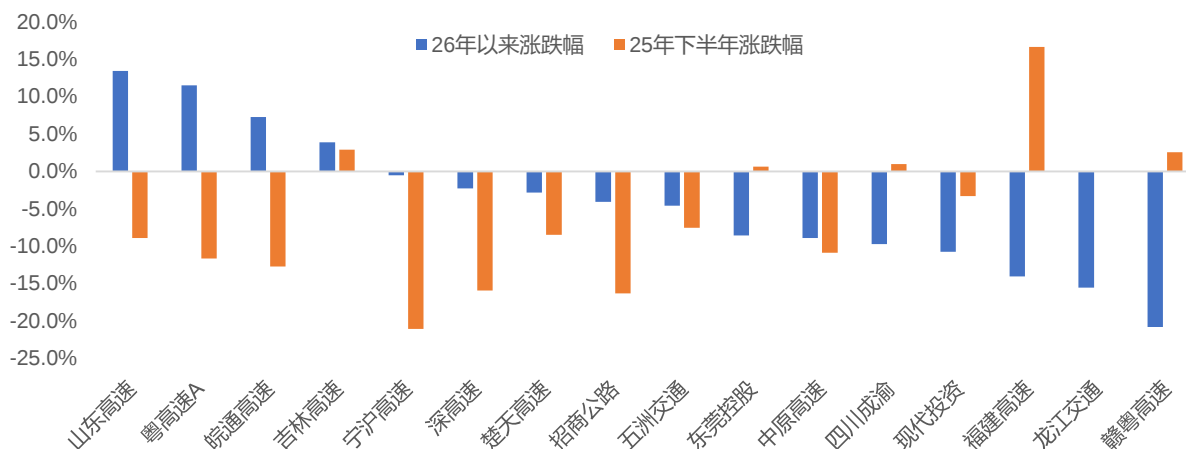
4.2 资本开支压力较大或负债率较高的个股走势偏弱，投资者对基本面稳定性提出高要求

我们认为去年 3 季度以来，配置高速公路股的投资者展现出较强的风险厌恶特质，表现在股价层面的具体体现为两方面，一是前期股价涨幅较大的个股都出现了较大幅度的回调，如去年下半年的粤高速 A、皖通高速等个股；二是后续存在较大不确定性的个股（主要是收费到期和改扩建大额资本开支影响，也包括资产负债率偏高等因素），股价也经历较大幅度下调，例如宁沪高速（核心路产待改扩建）和深高速（部分路产改扩建中，部分路产到期）。

而今年以来，这一特质依旧有所体现，主要表现在年初以来涨幅较大的标的基本都具备较高的分红比例。例如今年来涨幅前三的标的山东高速、粤高速 A 和皖通高速，分红比例分别稳定在 60%、70%和 60%，吉林高速分红比例从 24 年的 30%左右提升到 25 年的 50%，宁沪高速和深高速分红比例稳定在 50%以上，楚

天高速和五洲交通 25 年分红比例较 24 年有提升。也就是说，当前市场对高速公路股的配置确实是倾向于避险和绝对收益的考虑，这也可以解释为何港股的高速公路股持续走强。

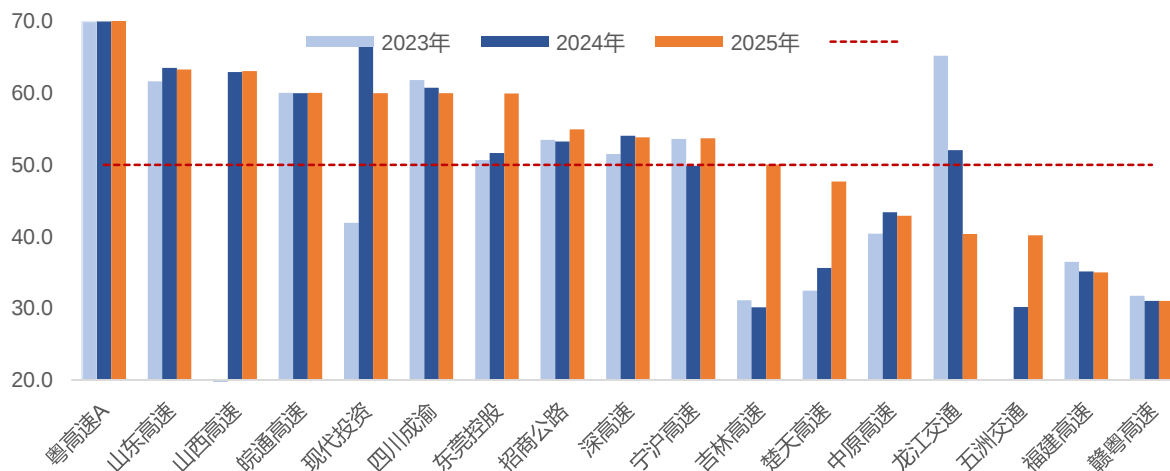
图39：今年以来涨幅较高的个股普遍具备较高的分红比例



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

目前来看，高速公路板块整体分红意愿较强，且分红稳定性与可持续性都较为领先，A股标的中，连续3年分红比例高于60%的高速公路公司有4家，连续3年高于50%的则有8家，25年有4家公司分红比例较24年明显提升，行业分红比例的提升趋势是比较明显的。

图40：8家高速公路公司分红比例连续3年高于50%，4家连续3年高于60%



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

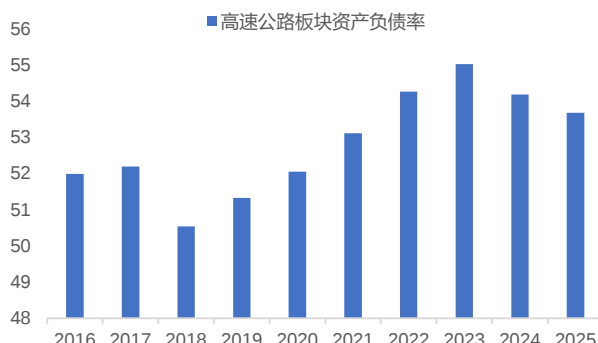
我们认为市场对高分红比例的追捧本质上是在排除高速公路大额资本开支（主要是改扩建）所导致的不确定性。简单来说，当一家高速公路公司能够稳定的每年分出60%甚至70%的净利润，说明该公司大概率已经度过了资本开支高峰期，或者其现金流非常充沛，足以应付后续资本开支。对于依旧处于资本开支高峰期的高速公路板块来说，分红比例可以作为一个有一定参考意义的筛选指标。

图41：板块资本开支依旧处于较高水平（亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图42：板块资产负债率略有回落（%）

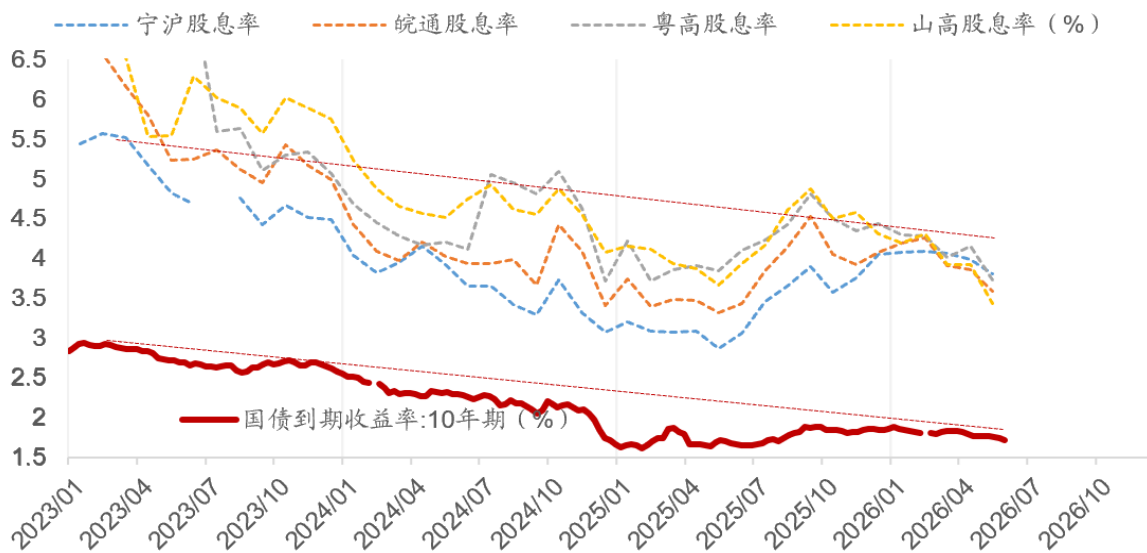


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

4.3 看好降息周期中高股息的持续强势，AH 两地上市标的可参考价差灵活配置

长期来看，我们认为在低利率环境下，高速公路板块依旧能够维持较为强势的表现。上市公司的股息率水平与国债收益率的差值依旧是需要重点观察的指标。

图43：市场对头部高速公路企业的股息率要求 26 年之前存在差异，但 26 年以来在逐渐拉平

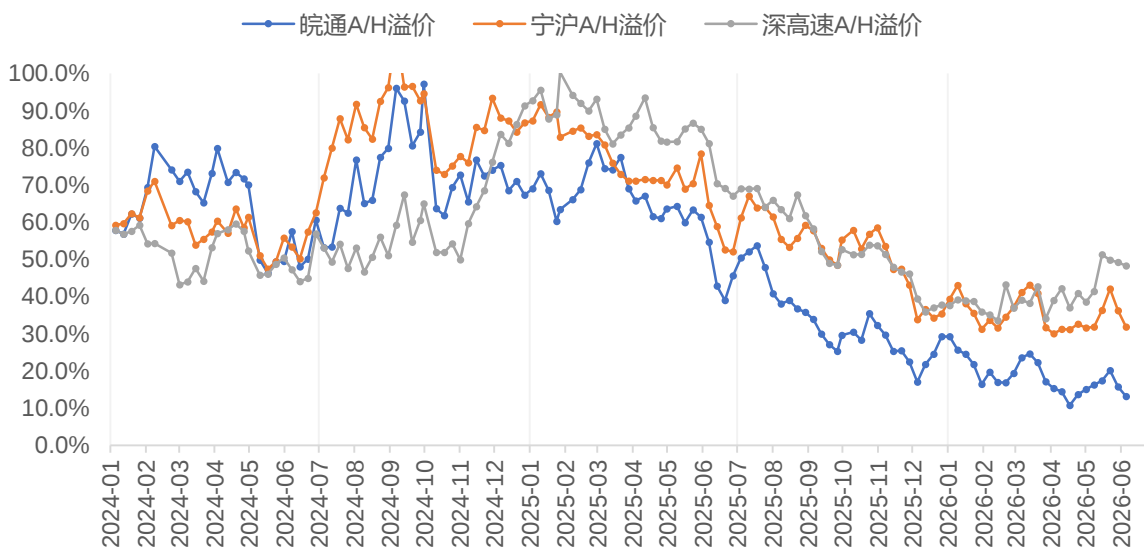


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

同时，我们可以看到当前股息率指标的重要性或进一步提升。可以看到 A 股头部的几家高速公路公司在 25 年之前股息率水平是有较大分化的，较低的宁沪与较高的山东高速之间股息率差距能达到 1% 左右。但 25 年下半年以来，头部企业的股息率差距显著收窄，整体趋同。我们认为这是因为部分机构投资者在决定是否配置某个高股息标的时，会计算该标的的股息率（或预期股息率）是否高于某个特定数值。我们认为这可以一定程度上解释 26 年以来头部高速公路企业股息率水平逐渐拉平的原因。

在 A 或 H 的配置上，我们依旧建议参考重点公司历史的 A/H 溢价率水平进行综合判断。目前 A/H 两地上市公司的 A 股对 H 股溢价率处于历史偏低水平，皖通则接近历史最低水平。以传统分析框架来说这并不正常，因为美债收益率持续上行，港股高速对外资吸引力非常有限。我们认为本轮港股高速股的上涨主要还是南向持仓占比提升在推动。

图44：A/H 两地上市高速公司的 A 股溢价率依旧处于历史偏低水平，皖通接近历史最低水平



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

在个股配置上，我们预计符合“高分红比例+低负债率（或资本开支已经过峰）”的公司后续一段时间有望得到市场更多的重视。我们推荐皖通高速，其他相关标的包括粤高速 A、山东高速、招商公路等分红比例较高的个股，以及分红金额长期稳定的宁沪高速。

图45：主要高股息公路公司 PE 与股息率估计（净利润预测来自同花顺一致预期）

		市值（亿元） (A股股价*总股本)	净利润（亿元）			PE			分红率 (假设)	股息率	
			2025A	2026E	2027E	TTM	2026E	2027E		对应2026年	对应2027年
001965.SZ	招商公路	665.9	46.1	50.2	51.7	14.4	13.3	12.9	55.0%	4.1%	4.3%
600377.SH	宁沪高速	612.1	45.9	49.7	51.5	12.9	12.3	11.9	50.0%	4.1%	4.2%
600350.SH	山东高速	548.2	32.1	34.3	36.0	17.0	16.0	15.2	60.0%	3.8%	3.9%
600548.SH	深高速	216.5	11.5	15.5	15.5	18.3	14.0	14.0	55.0%	3.9%	3.9%
600012.SH	皖通高速	277.3	18.8	20.8	20.4	14.9	13.3	13.6	60.0%	4.5%	4.4%
000429.SZ	粤高速A	279.7	18.0	15.8	15.7	17.5	17.7	17.8	70.0%	4.0%	3.9%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

5. 风险提示

行业政策变化、宏观经济增速下滑，油价汇率大幅波动，地缘政治风险等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	航空机场 2026 年 5 月数据点评：高油价导致航司短期承压	2026-06-17
行业普通报告	快递行业 2026 年 4 月数据点评：行业继续控量提价，通达系单票收入同比持续提升	2026-05-22
行业普通报告	航空机场 2026 年 4 月数据点评：油价快速提升推动国内航线控量提价	2026-05-19
行业普通报告	航运专题：美以伊冲突下航运供应链扰动的传导及长尾影响	2026-05-07
行业普通报告	快递行业 2026 年 3 月数据点评：申通件量高增长，圆通单票收入环比降幅较大	2026-04-23
行业普通报告	航空机场 2026 年 3 月数据点评：国内航线需求稳健提升，国际航线表现强势	2026-04-16
行业普通报告	快递行业 2026 年 1-2 月数据点评：反内卷持续发力，通达系单票收入同比提升明显	2026-03-25
行业普通报告	航空机场 2026 年 2 月数据点评：春运表现良好，中东局势动荡利好中欧直飞航线	2026-03-18
行业普通报告	航运行业：伊朗局势升级，保障原油运输成关注焦点，油运运价持续景气	2026-03-01
行业普通报告	航空机场 2026 年 1 月数据点评：春节错期导致 1 月数据平淡，春运数据表现良好	2026-02-25
公司普通报告	圆通速递 (600233.SH)：市场份额持续提升，一季度盈利明显修复	2026-04-24
公司普通报告	皖通高速 (600012.SH)：所得税影响导致四季度业绩略低预期，路费收入增长稳健	2026-04-02
公司普通报告	越秀交通基建 (01052.HK)：大广南资产减值拖累盈利，26 年并表秦滨高速贡献增量	2026-04-01
公司普通报告	中通快递-W (02057.HK)：Q4 市场份额重回增长，现金回购与提升分红优化股东回报	2026-03-30
公司普通报告	越秀交通基建 (01052.HK)：收购秦滨高速，显著利好公司业绩与持续运营能力	2025-12-18
公司普通报告	中通快递-W (02057.HK)：反内卷带动公司盈利水平修复	2025-11-26
公司普通报告	皖通高速 (600012.SH)：宣广全线贯通带动收入高增，三季度业绩略超预期	2025-11-04
公司普通报告	圆通速递 (600233.SH)：价格战导致盈利小幅下降，成本端优化明显	2025-08-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，9 年投资研究经验，2015-2018 年就职于广发证券发展研究中心，2019 年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526