仅供内部参考，请勿外传！

华泰证券 HUATAI SECURITIES

油价回落与旺季共振下的三条主线

华泰研究

2026 年 7 月 08 日 | 中国内地　　专题研究

油价回落与客运旺季共振：布局景气修复+中报确定性+稳健红利

7 月，市场风格或从极致结构转向攻防平衡，资金有望继续向景气改善与业绩兑现方向集中，交运板块可沿着“景气改善+中报确定性+防御性”布局。景气改善方面，油价回落缓解成本压力、暑运启动或形成催化，左侧布局中国东航 AH、春秋航空；航运中海峡通行量回升带动油运预期修复，集运则受出口需求及传统旺季支撑，涨价有望延续，推荐中远海能 AH、中远海控 AH。中报确定性方面，物流快递反内卷成果延续，快递价格同比改善，叠加燃油附加费传导油价成本，建议把握中报窗口期，优选改善明显的通达系；同时看好嘉友国际受益蒙煤量价高增，估值有望修复。防御性方面，油价回落有望改善高速货运成本压力，车流量修复对公路基本面形成支撑，港股公路回调后股息率吸引力提升，推荐皖通高速 H。

航空机场：燃油成本压力减轻及暑运有望带来催化

6 月由于高油价以及淡季，航班量受限，且高频数据表现较弱。6 月截至 28 日，国内航线含油票价同增 11.5%（5 月为同增 19.8%），淡季燃油成本传导能力边际下降。同时 2Q26 整体来看，我国航司盈利或受较大冲击。不过近期国际油价高点回落，7 月航司燃油成本压力减轻，航空煤油出厂价为 8030 元/吨，环比 6 月下降 17.5%。当前板块关注度较低，油价回落以及 7 月旺季有望为板块带来催化。中长期行业供给收紧趋势不变，建议左侧关注航空板块。机场方面，短期暑运旺季，机场旅客吞吐量有望好转，不过免税等非航运营改善仍需等待，我们更倾向于已渡过资本开支周期的公司。

航运：海峡通行，油运反弹，集运走强，干散高位回落

1）油运：6 月中旬以来，伴随海峡逐步开放通行，船舶通行量环比显著回升，带动油运市场预期转好，运价反弹。2）集运：出口需求保持向好态势，6 月 SCFI 运价指数同环比继续走强。3）干散：受铁矿石发货量环比回落影响，BDI 运价冲高回落。4）港口：出口吞吐量同比保持增长，进口原油量同比下滑。展望 7 月，我们预计伴随海峡通行量逐步回升，通行安全性有望逐步被验证，中东航线原油运输量有望显著回升带动 VLCC 运价走高；集运受传统季节性旺季带动，涨价有望延续；干散需求或平淡，运价环比或继续回调；港口出口吞吐量同环比有望保持增长，进口原油量环比有望回升。

公路铁路：油价回落催化公路修复，铁路客货景气分化

7 月油价回落有望缓解高速货运成本压力，带动车流量改善，对公路基本面形成支撑，但自驾需求仍受消费偏弱影响，暑期表现有待观察。股价层面，公路作为红利资产，近期更多受风险偏好扰动；港股公路除息及回调后股息率吸引力提升，推荐皖通高速 H 股，A 股需关注 7 月下旬除息后的兑现压力。铁路方面，暑期客运旺季开启，但华东运力投放增速有限，京沪高铁票价上浮 20%新政策尚未实际应用；货运则受夏季运煤旺季支撑，大秦线运量维持高位，叠加股价回调后股息率具备吸引力，货运铁路景气度有望延续。

物流快递：布局中报窗口期，快递/危化品物流业绩表现较优

1）快递：2Q 件量增速（约 4%）较 1Q26（+5.8%）小幅放缓；4-5 月价格环比季节性下行，但同比正增长（4-5 月/1Q26：+3.3%/+1.0%）。预计 2Q 反内卷成果维持较好，叠加燃油附加费顺价传导油价成本，建议布局中报窗口期。2）跨境物流：燃油成本传导效果或较好，2Q 航空货运盈利有望表现稳健。3）危化品物流：油价及地缘扰动逐步消退，我们看好化工客户量价稳中有升，新能源/半导体等非化工行业客户需求旺盛，带动龙头盈利修复。4）大宗供应链：中期，PPI 修复有望推动行业盈利环比改善。

风险提示：经济增长放缓，贸易摩擦，油汇风险，竞争恶化。

交通运输　　**增持（维持）**

沈晓峰　研究员
SAC No. S0570516110001　shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366　+(86) 21 2897 2088

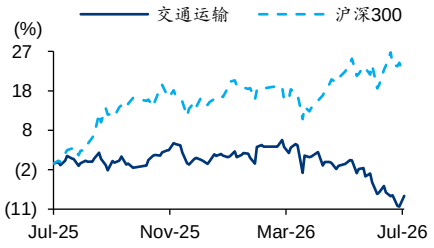
林珊　研究员
SAC No. S0570520080001　linshan@htsc.com
SFC No. BIR018　+(86) 21 2897 2209

林霞颖　研究员
SAC No. S0570518090003　linxiaying@htsc.com
SFC No. BIX840　+(86) 10 6321 1166

黄凡洋，CFA　研究员
SAC No. S0570519090001　huangfanyang@htsc.com
SFC No. BQK283　+(86) 21 2897 2228

耿岱琳　联系人
SAC No. S0570124070117　gengdailin@htsc.com
SFC No. BVZ964　+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价（当地币种）	投资评级
嘉友国际	603871 CH	18.85	买入
中国东方航空股份	670 HK	5.30	买入
中远海能	600026 CH	26.80	买入
圆通速递	600233 CH	27.74	买入
中国东航	600115 CH	5.90	买入
中远海能	1138 HK	21.00	买入
韵达股份	002120 CH	10.65	买入
申通快递	002468 CH	25.63	买入
春秋航空	601021 CH	69.65	买入
中远海控	601919 CH	18.80	买入
中通快递	ZTO US	30.60	买入
中通快递-W	2057 HK	239.80	买入
中远海控	1919 HK	18.00	买入
极兔速递-W	1519 HK	12.10	买入
安徽皖通高速公路	995 HK	17.70	买入

资料来源：华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

航空：6 月高频数据表现较弱，暑运有望迎来催化 4

机场：短期旅客量承压，精选渡过资本开支周期公司 7

航运：海峡通行，油运运价反弹，集运继续走强，干散回落 8

物流：布局中报窗口期，快递/危化品物流业绩表现较优 11

公路：油价回落，货运有望改善，但自驾仍待观察 14

铁路：进入旺季，客货景气度分化 16

港口：吞吐量保持增长，其中出口集装箱量表现亮眼 18

风险提示 22

图表目录

图表 1： 26 年我国整体客运航班量及其同比增速 4
图表 2： 国内经济舱含税票价 4
图表 3： 国内经济舱客座率 4
图表 4： 布伦特与新加坡航煤价差有所回落 5
图表 5： 我国航空煤油出厂价 5
图表 6： 航空燃油附加费 5
图表 7： 三大航+春秋+吉祥 ASK/RPK 同比 6
图表 8： 三大航+春秋+吉祥月客座率变化图 6
图表 9： 26 年 4-5 月春秋航空 ASK 同比增速维持较高水平 6
图表 10： 上海机场旅客吞吐量 7
图表 11： 白云机场旅客吞吐量 7
图表 12： 深圳机场旅客吞吐量 7
图表 13： 首都机场旅客吞吐量 7
图表 14： 霍尔木兹海峡：日均船舶通行量（全船型） 8
图表 15： 上海出口集装箱运价指数（SCFI） 9
图表 16： 东南亚集装箱运价指数（SEAFI） 9
图表 17： 上海出口美西：集装箱运价 9
图表 18： 上海出口欧洲：集装箱运价 9
图表 19： VLCC 运价：不同航线 9
图表 20： 原油轮运价（不同航线加权运价，BDTI TCE） 10
图表 21： 成品油轮运价（不同航线加权运价，BCTI TCE） 10
图表 22： 波罗的海干散货指数（BDI） 10
图表 23： 波罗的海小灵便型船干散货指数（BHSI） 10
图表 30： TAC 浦东出港指数 13
图表 33： 全国高速公路日均货车通行量 14
图表 34： 高速公路及普通国省干线非营业性小客车人员出行量 14

仅供内部参考，请勿外传！

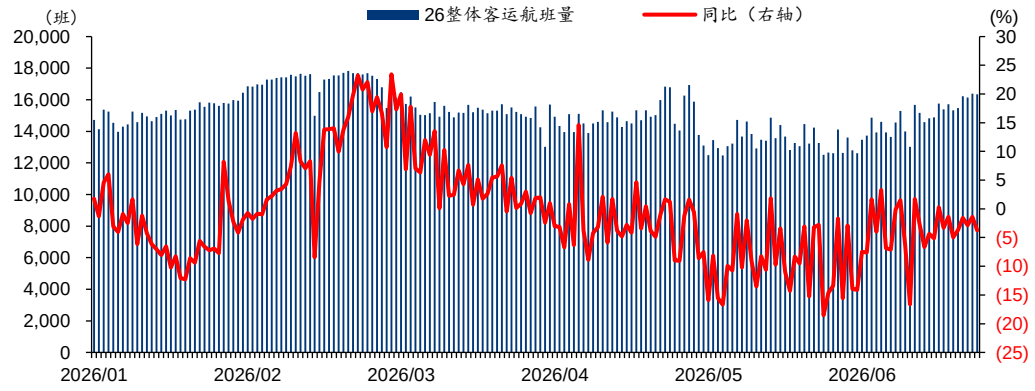
图表 35： 10 年期中美国债收益率.....15
图表 36： 1 年期美债利率 vs HIBOR 15
图表 37： 全国铁路月度客运量 16
图表 38： 国家铁路日均货运量 16
图表 39： 北京往返上海直达高铁的二等座平均票价.....17
图表 40： 京沪高铁营收 vs 全国铁路旅客周转量 17
图表 41： 大秦线日均货运量 17
图表 42： CCTD 主流北方港口煤炭库存.....17
图表 47： 重点公司推荐一览表 19
图表 48： 重点推荐公司最新观点.....19

仅供内部参考，请勿外传！

航空：6 月高频数据表现较弱，暑运有望迎来催化

高油价叠加淡季，6 月航班量受限。根据飞常准数据，6 月我国日均航班量 14154 班，同比降 5.9%，航司投放运力较为谨慎，其中国内、国际线航班分别同降 6.1%、5.0%，主因：1）6 月我国航煤出厂价仍较高，为 9738 元/吨，同增 86%，航司变动成本压力较大，被迫削减低收益航班；2）6 月为民航传统淡季，全国中高考期间出行需求较弱，进一步使得航司减少无法覆盖变动成本的航班。

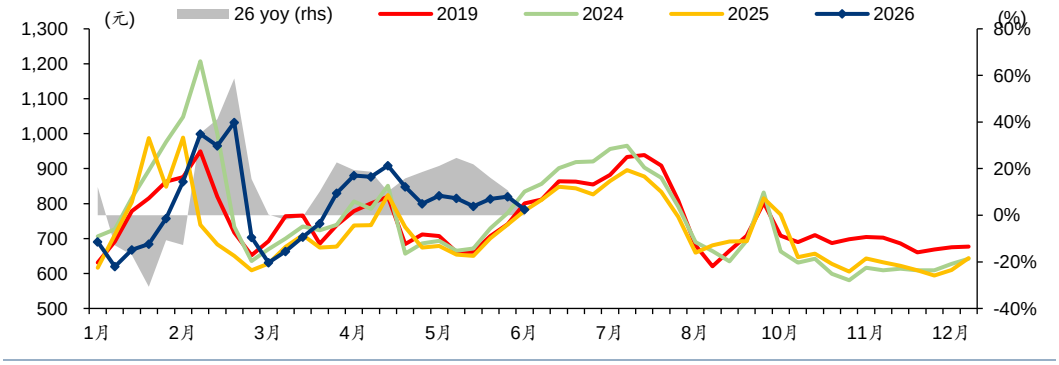
图表1：26 年我国整体客运航班量及其同比增速



资料来源：飞常准，华泰研究

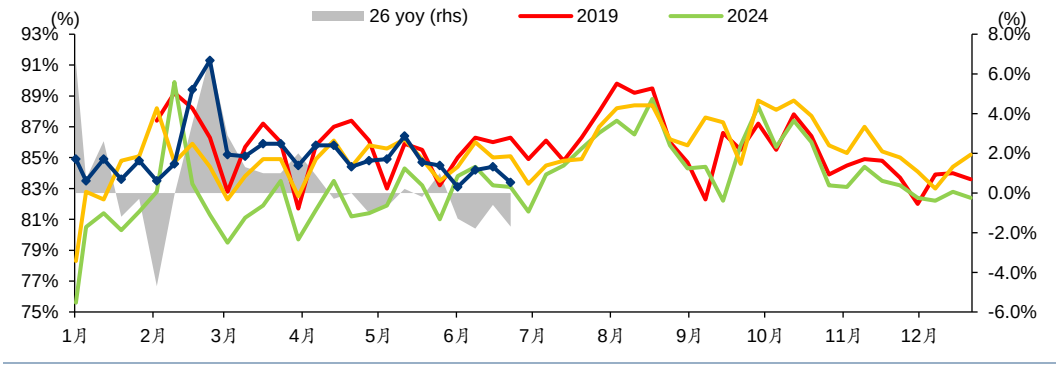
6 月高频数据表现较弱。虽然航司削减航班，但较弱的需求下，6 月票价及客座率表现承压。根据航班管家数据，6 月截至 28 日，国内航线含油票价同增 11.5%（5 月为同增 19.8%），扣油均价同降约 6%，淡季燃油成本传导能力边际下降，航司调低裸票价；同时 6 月截至 28 日国内线客座率同比下降约 1.4pct。

图表2：国内经济舱含税票价



资料来源：航班管家，华泰研究

图表3：国内经济舱客座率

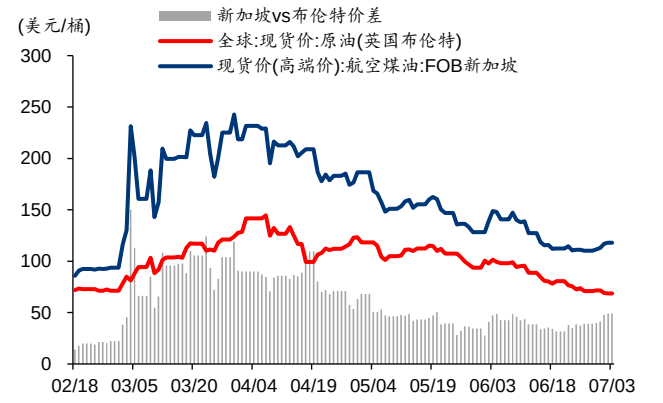


资料来源：航班管家，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

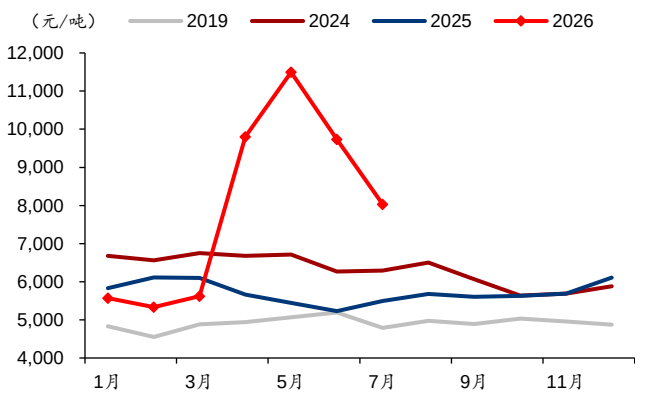
不过近期国际油价高点回落，7 月航司燃油成本压力减轻。近期中东紧张局势有所缓解，海峡通行情况边际改善，国际油价回落，尤其新加坡航空煤油离岸价已由 4 月 5 日的高点 232 美元/桶，回落至 110-120 美元/桶区间，7 月我国航空煤油出厂价为 8030 元/吨，环比 6 月下降 17.5%，航司燃油成本压力边际减轻。同时油价回落有助于航司边际恢复低收益航班，并且缓解高燃油附加费对于民航出行需求的抑制。7 月国内航线燃油附加费调整为 800 公里以下 50 元、800 公里以上 100 元，环比下降 30、50 元。

图表4：布伦特与新加坡航煤价差有所回落



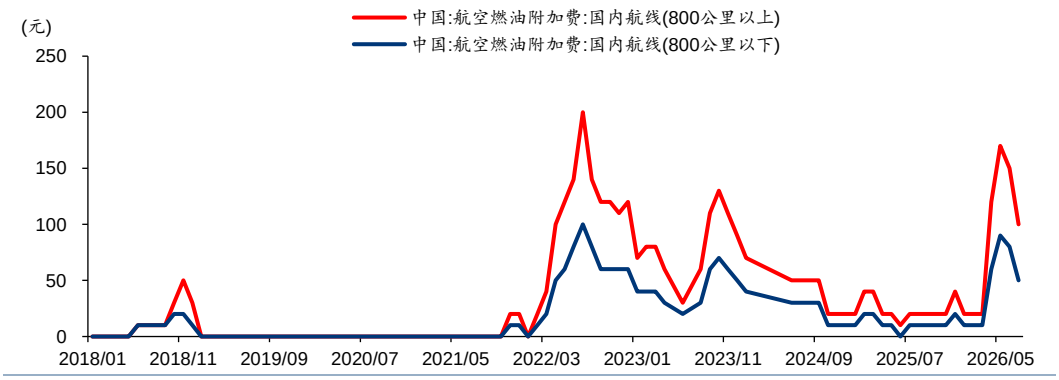
资料来源：Wind，华泰研究

图表5：我国航空煤油出厂价



资料来源：Wind，华泰研究

图表6：航空燃油附加费

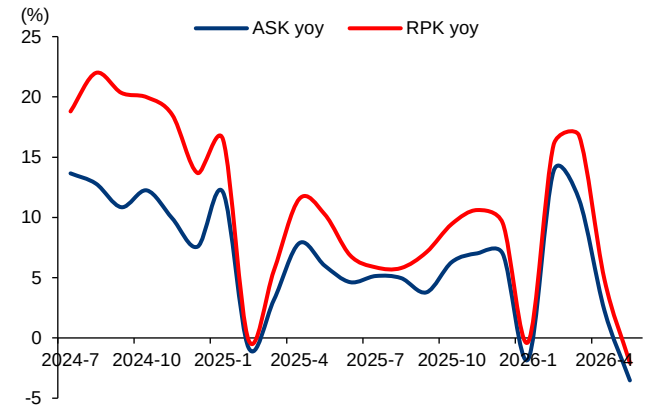


资料来源：Wind，华泰研究

2Q26 我国航司盈利或受较大冲击。2Q26 整体来看，国际油价大幅上涨，我国航空煤油出厂均价同增 90%，虽然航司采取削减低收益航班、提高燃油附加费等措施，但我们认为难以完全传导燃油成本上涨，且对民航出行需求或产生抑制，2Q 航空板块盈利或将受到较大冲击。具体航司来看，春秋航空或凭借低成本优势，在 2Q26 实现盈利，主因：1）客座率较高，燃油附加费得以覆盖更高程度的燃油成本上涨；2）低单位成本，公司航班更为容易实现边际贡献；3）被迫取消航班较少，支撑利用率和固定成本摊薄。26 年 4-5 月，春秋航空 ASK 同比仍提升 13.8%，而三大航由于更多的被迫停飞低收益航线，ASK 同降 1.6%。

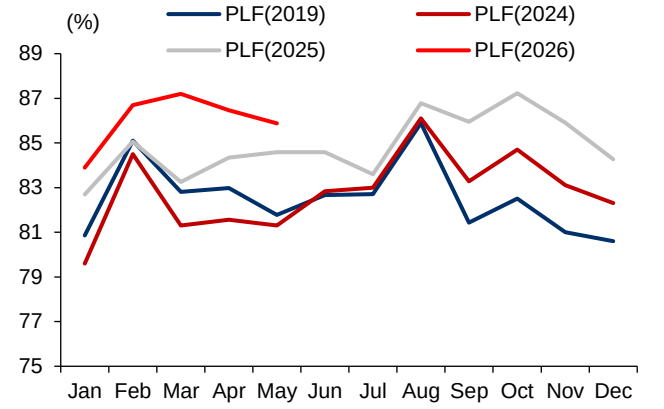
仅供内部参考，请勿外传！

图表7：三大航+春秋+吉祥 ASK/RPK 同比



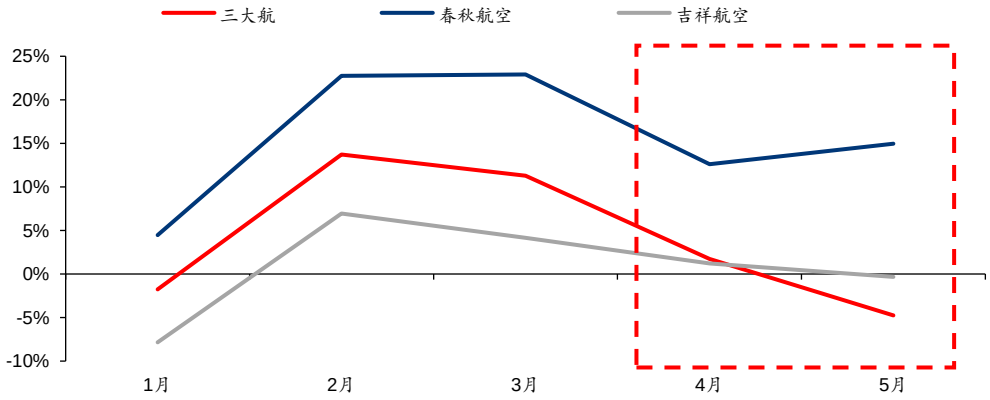
资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：三大航+春秋+吉祥月客座率变化图



资料来源：公司公告，华泰研究

图表9：26 年 4-5 月春秋航空 ASK 同比增速维持较高水平



资料来源：公司公告，华泰研究

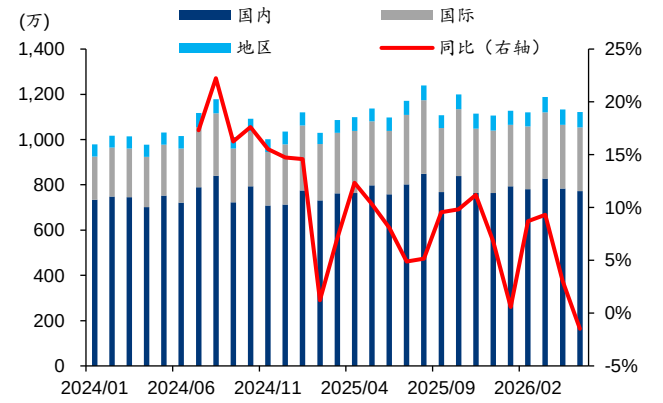
7 月板块或迎来催化，仍看好行业中长期景气底部向上。板块因前期高油价冲击以及当前高频数据较弱，关注度及预期较低。短期国际油价从高位回落，航空成本压力及航班削减等问题将明显缓解；同时进入 7 月旺季后，暑运需求有望推动高频数据逐步改善，成为板块另一催化。往后关注暑运旺季数据及油价走势。中长期行业供给收紧趋势不变，我们认为供需改善叠加“反内卷”，航司具备提价能力和空间，看好行业收益水平持续改善。推荐左侧关注航空板块。

仅供内部参考，请勿外传！

机场：短期旅客量承压，精选渡过资本开支周期公司

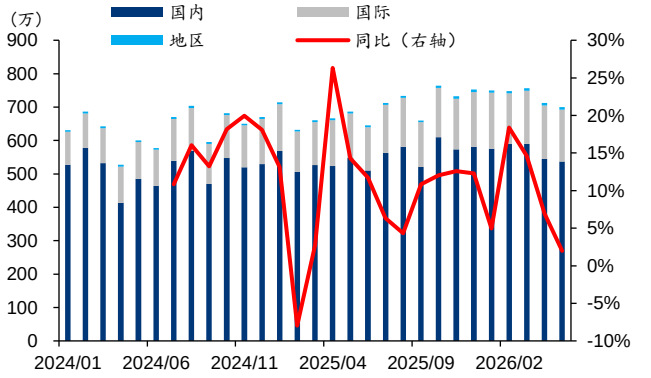
5 月受限于航班量及高燃油附加费，上市机场旅客吞吐量同比承压。高油价环境下，航司削减航班以及高票价抑制民航出行需求，5 月机场旅客吞吐量表现较弱。26 年 5 月上海两场（浦东+虹桥）、白云机场、深圳机场、首都机场旅客吞吐量分别同比-1.5%、2.0%、-2.1%、-3.1%；其中国际线表现稍好，上海两场、白云机场、深圳机场、首都机场国际线分别同比-0.4%、+17.4%、-3.1%、+7.1%。6 月淡季航班量仍有所受限，机场流量或难以明显改善，不过近期国际油价有所回落，7 月航空煤油价格下降，航司燃油成本压力有望部分缓解，叠加暑运旺季，机场旅客吞吐量或将好转。

图表10：上海机场旅客吞吐量



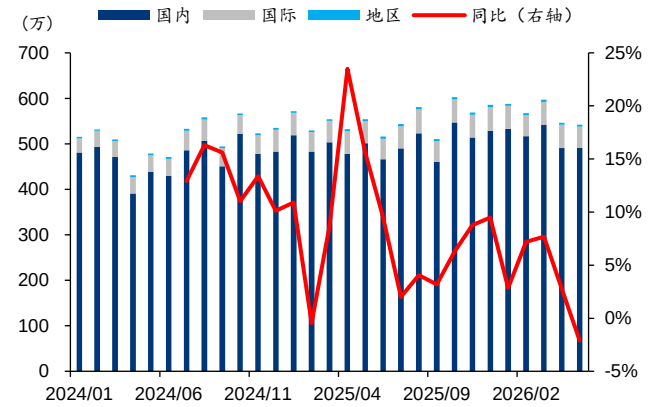
资料来源：Wind，华泰研究

图表11：白云机场旅客吞吐量



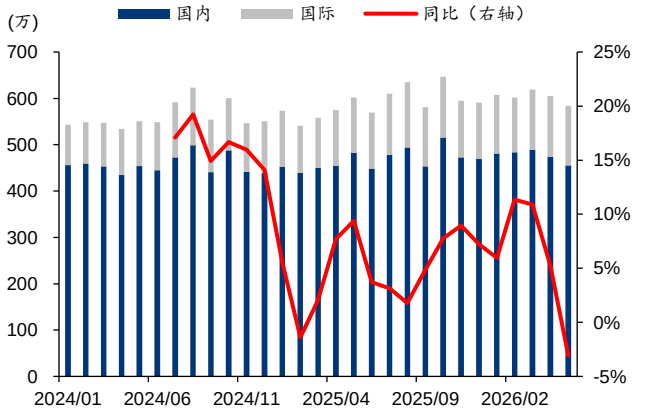
资料来源：Wind，华泰研究

图表12：深圳机场旅客吞吐量



资料来源：Wind，华泰研究

图表13：首都机场旅客吞吐量



资料来源：Wind，华泰研究

非航业务有待改善，关注产能周期逻辑。1Q26 或由于免税运营商交接阶段影响业务运营，上海机场来自免税协议收入为 1.76 亿，同比下降 48.7%，免税业务有待进一步回暖。其余餐饮、有税零售、广告、物流等同样是非航业务重要组成，我们认为机场需持续探索挖掘流量变现能力，促进营收和盈利增长。当前机场业绩主要由流量提升驱动，在经营杠杆的作用下，放大机场盈利增速，关注产能周期及对成本的影响。其中白云机场于 25 年 10 月 30 日投产 T3 航站楼和第五跑道，4Q25 和 1Q26 营业成本分别同增 22.5%和 20.0%，虽然流量增速行业内较快，但盈利承压；上海机场 T3 航站楼投产正逐步临近，或对此后盈利和估值产生压制；深圳机场投产第三跑道后，成本有所加速。短期板块或因暑运，流量和股价迎来催化，中长期我们建议精选当前资本开支较少，且成本冲击较弱、展现经营杠杆的机场公司，或更具有配置性价比。

仅供内部参考，请勿外传！

航运：海峡通行，油运运价反弹，集运继续走强，干散回落

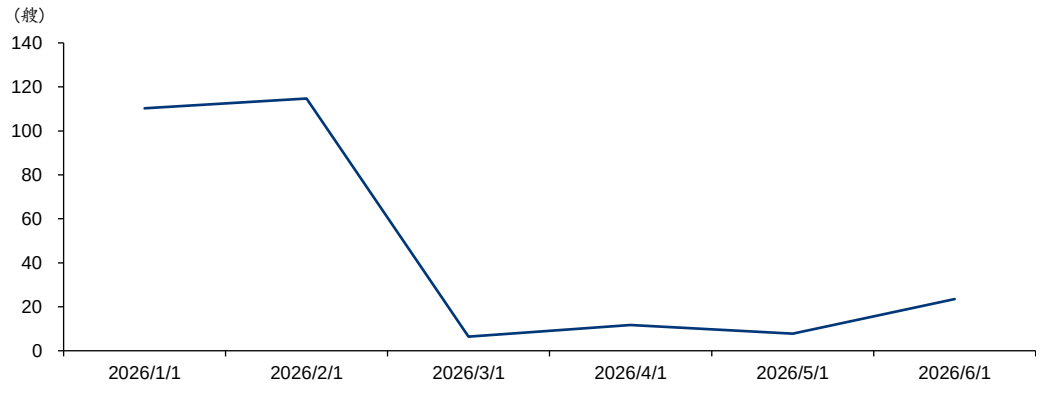
6 月 18 日，美伊签订谅解备忘录，霍尔木兹海峡通行量逐步回升。根据 Kpler 数据，6 月霍尔木兹海峡日均船舶通行量为 25 艘，较 5 月的 10 艘大幅提升（2 月/3 月/4 月日均通行量为 115 艘/8 艘/13 艘）。1）油运：6 月下旬以来，海峡通行，船舶通行量逐步回升。美湾/西非 VLCC 运价环比上涨，中东暂无公开市场运价成交，船东及货主仍处于评估通行风险阶段。2）集运：6 月出口需求保持强劲，各航线运价均同环比进一步上行。3）干散：6 月铁矿石发货量环比回落，运价同步冲高回落。

油运：6 月 BDTI/BCTI 均值同比+105.7%/+103.6%，环比-14.7%/-23.4%。其中 VLCC 美湾/西非至中国航线运价均值同比+252.8%/+218.7%至 11.8 万/12.3 万美金每天，环比+12.8%/+19.2%，VLCC 中东至中国航线截至目前尚未有公开市场成交。中小型船方面，BDTI Suezmax/Aframax/MR 运价均值同比+205.2%/+49.8%/+11.0%，环比-0.5%/-30.7%/-26.1%。展望 7 月，我们预计海峡通行有望逐步回升，通行安全性也有望逐步被验证。我们预计中东原油出口量有望显著回升，从而带动油运需求和运价同环比走高。

集运：6 月出口需求保持强劲态势，市场运价持续上涨。6 月 SCFI/CCFI/东南亚 SEAFI 均值同比+49.8%/+21.4%/+50.1%，环比+35.9%/+18.3%/+11.6%，运价表现亮眼。细分航线方面，欧线/地中海线/美西线/美东线运价均值同比+65.0%/+35.0%/+42.0%/+10.8%；环比+63.3%/+41.1%/+67.5%/+53.9%。新兴市场航线，中东/西非/南美线运价均值同比+129.1%/-3.6%/+49.9%；环比+13.0%/+17.0%/+76.5%。展望 7 月，市场进入传统三季度旺季叠加当前世界杯赛事需求，我们预计出口货运量仍将保持强劲态势，推升运价同环比进一步上行。

干散：6 月 BDI/BHSI 均值同比+64.6%/+47.3%，环比-9.0%/+7.5%。干散运价同比上涨主因上年同期低基数，BDI 指数环比小幅回落主因铁矿石发货量环比回落，叠加海峡放开预期升温，航速或有所恢复，船舶供给边际增加或压制运价。展望 7 月，由于铁矿石前期累库较高，我们预计发货量环比将继续回落；供给端，考虑当前国际原油价格显著回落对航速的影响，我们预计 BDI 运价同比仍将保持高位增长，但环比或继续回调。

图表14：霍尔木兹海峡：日均船舶通行量（全船型）

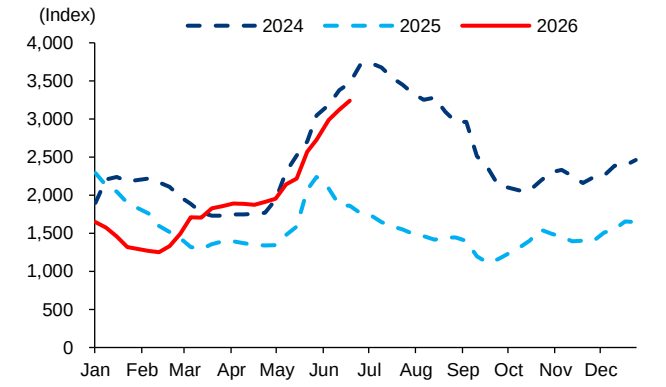


注：因 AIS 关闭，数据或存误差或回溯

资料来源：Kpler，船视宝，Clarksons，华泰研究

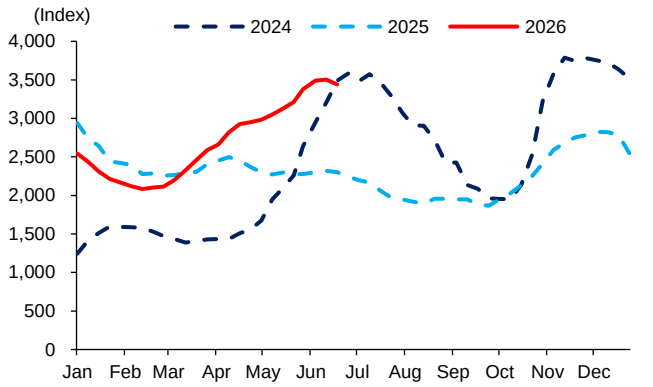
仅供内部参考，请勿外传！

图表15：上海出口集装箱运价指数（SCFI）



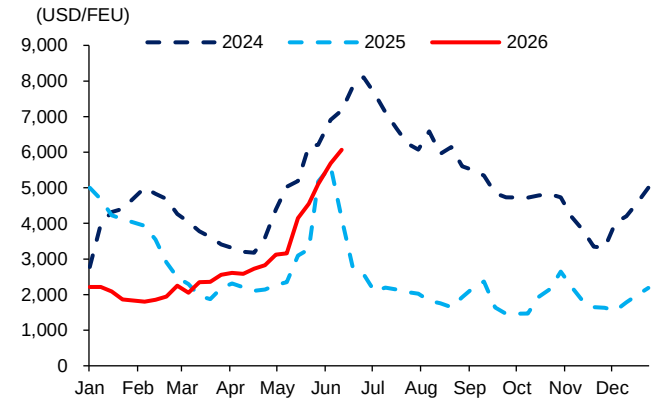
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表16：东南亚集装箱运价指数（SEAFI）



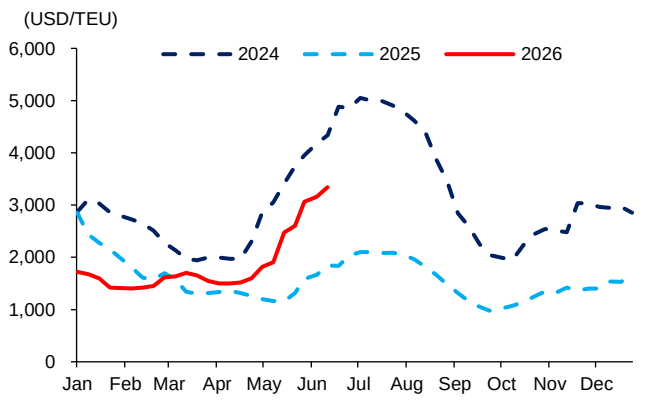
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表17：上海出口美西：集装箱运价



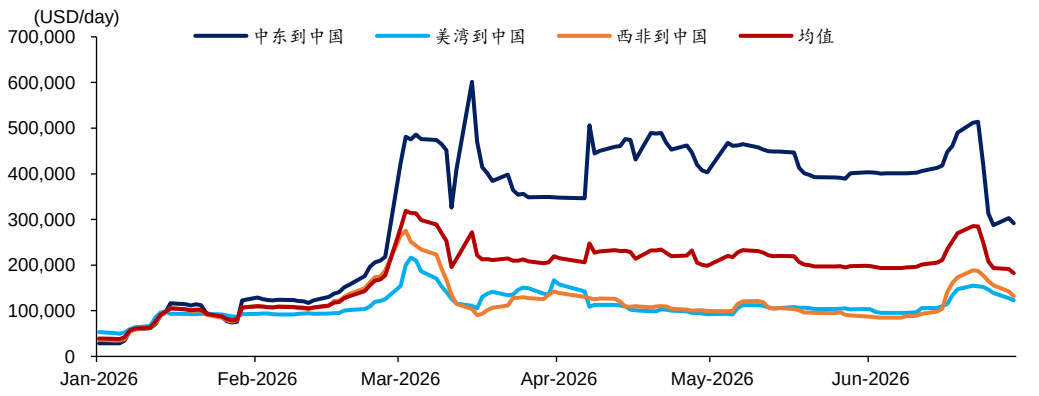
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表18：上海出口欧洲：集装箱运价



资料来源：上海航运交易所，华泰研究

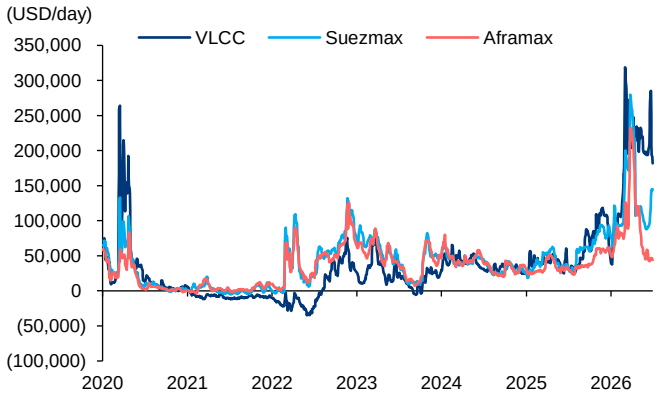
图表19：VLCC 运价：不同航线



资料来源：Baltic Sea Exchange，Clarksons，华泰研究

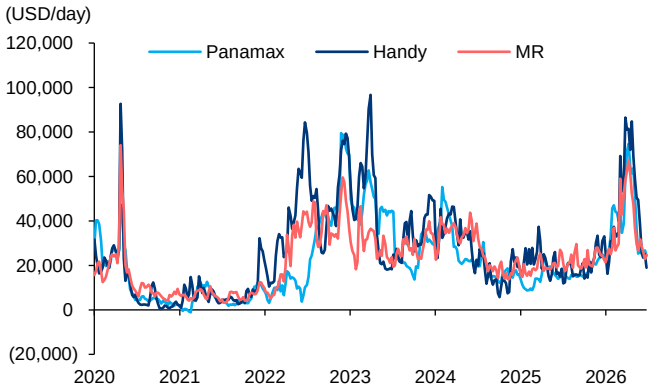
仅供内部参考，请勿外传！

图表20：原油轮运价（不同航线加权运价，BDTI TCE）



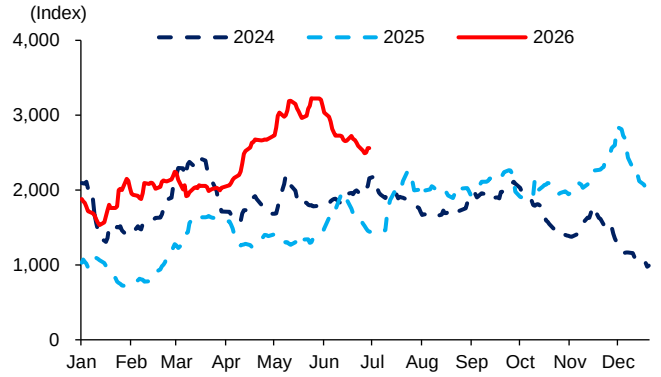
资料来源：Baltic Sea Exchange，Clarksons，华泰研究

图表21：成品油轮运价（不同航线加权运价，BCTI TCE）



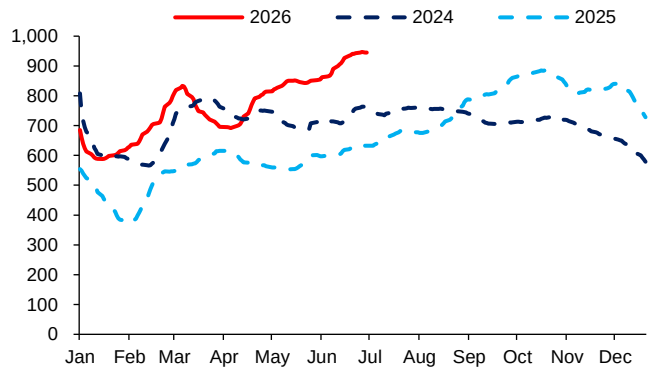
资料来源：Baltic Sea Exchange，Clarksons，华泰研究

图表22：波罗的海干散货指数（BDI）



资料来源：波罗的海交易所，华泰研究

图表23：波罗的海小灵便型船干散货指数（BHSI）



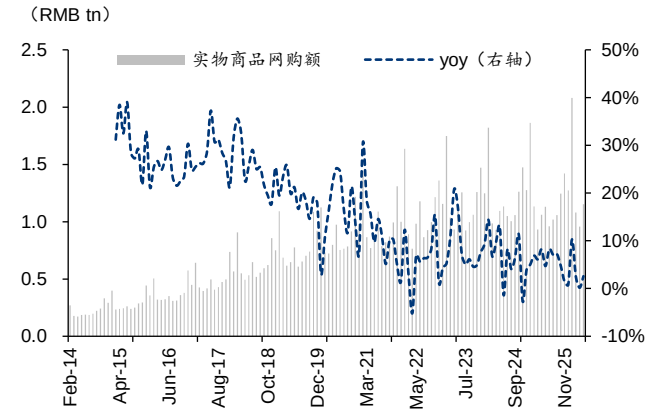
资料来源：波罗的海交易所，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

物流：布局中报窗口期，快递/危化品物流业绩表现较优

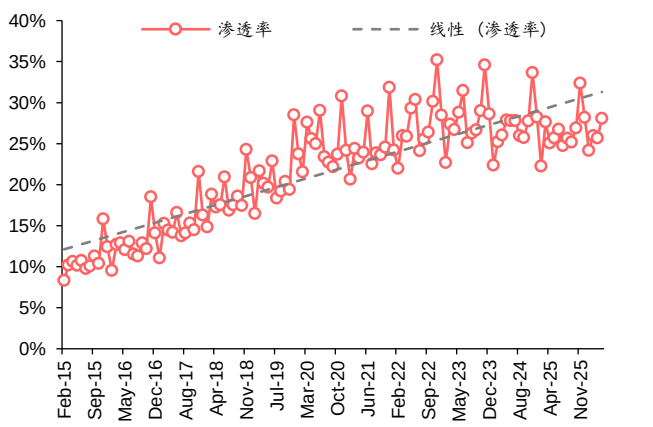
5 月社零同比转负，618 大促拉动线上零售边际修复。5 月整体消费延续偏弱，社零总额当月同比-0.6%（4 月：+0.2%），商品零售额同比-0.7%（4 月：-0.1%），主要受去年同期“国补”高基数与今年补贴效应退坡影响；1-5 月社零/商品零售额累计同比+1.4%/+1.2%。线上消费方面，618 电商大促自 5 月启动，推动网上商品零售额当月同比+2.6%，较 4 月（同比+0.2%）明显改善；网上零售额占社会消费品零售总额的比重升至 28.1%，同环比分别+0.9pct/+2.4pct（数据来源：国家统计局）

图表24：实物商品网上零售额及增速



注：剔除了 1 月数据，2 月数据为 1-2 月累计值；当月值基于累计值测算
资料来源：Wind，华泰研究

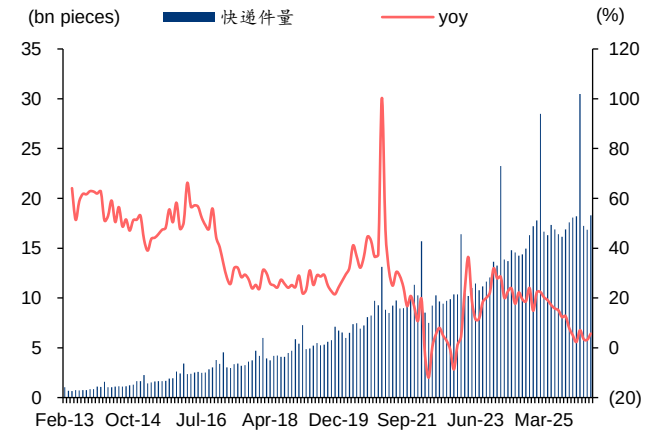
图表25：实物商品网上零售额渗透率



注：剔除了 1 月数据，2 月数据为 1-2 月累计值；当月值基于累计值测算
资料来源：Wind，华泰研究

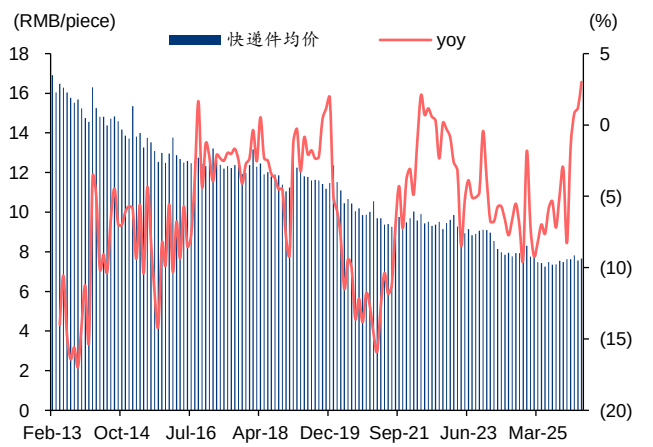
旺季大促开启，5 月快递量价齐升。5 月快递量价表现均稳健，5 月行业件量同比+5.7%（4 月：+3.2%），618 电商促销叠加换季，带动件量增速较 4 月回升。价格方面，5 月件均价同比+3.6%（4 月：+3.0%），在反内卷监管持续下，价格延续同比正增长。6 月截至 30 日，全国快递揽收/派送量累计估算同比+4.7%/+5.5%，我们预计 6 月延续 5 月件量稳健增长、价格同比改善的趋势，618 旺季效应持续释放。（数据来源：国家邮政局、交通运输部）

图表26：规模以上快递企业件量及增速



注：剔除了 1 月数据，2 月数据为 1-2 月累计值，平滑了 2020 疫情波动
资料来源：Wind，华泰研究

图表27：快递行业件均价及变化

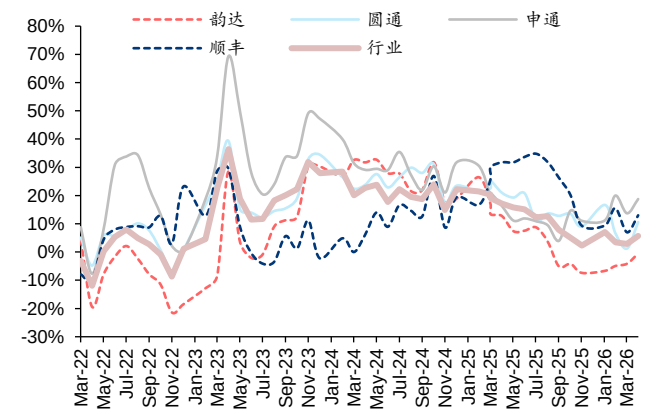


注：剔除了 1 月数据，2 月数据为 1-2 月累计值，平滑了 2020 疫情波动
资料来源：Wind，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

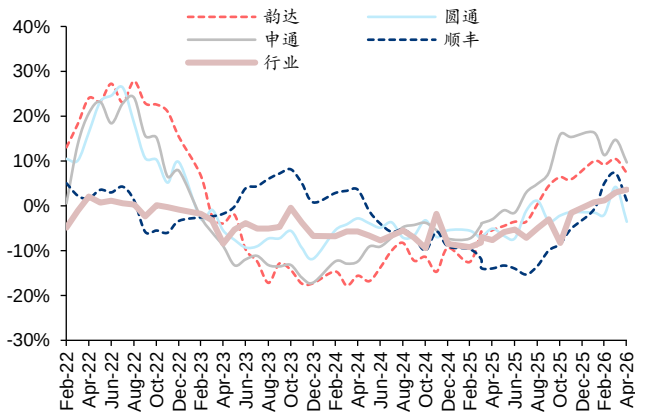
申通量价双优，圆通件量稳健，顺丰量价持续调优。个股方面，5 月件量同比增速：申通（+18.8%）>圆通（+10.6%）>行业（+5.7%）>韵达（-0.5%）>顺丰（-4.2%）；件均价同比增速：申通（+9.7%）>韵达（+7.3%）>顺丰（+4.8%）>行业（+3.6%）>圆通（-3.5%）。申通（含丹鸟）量价均优于行业，估计剔除丹鸟后件量增速仍高于行业、价格同比改善。圆通件量增速持续高于行业，件均价同比下滑，或受到换季&大促下电商包裹量增加导致均重下降、部分地区竞争影响。韵达聚焦高利润贡献件量，延续件量小幅同比下滑、件均价同比改善的策略。顺丰件量结构持续调优，价格持续改善。（数据来源：公司公告）

图表28： 主要快递企业件量同比增速



注：剔除了 1 月数据，2 月数据为 1-2 月累计值
资料来源：Wind，华泰研究

图表29： 主要快递企业件均价同比变化



注：剔除了 1 月数据，2 月数据为 1-2 月累计值
资料来源：Wind，华泰研究

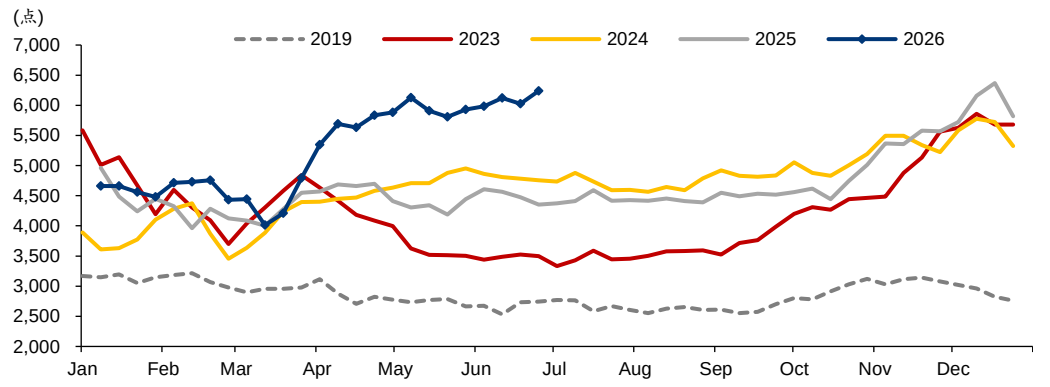
圆通速递于 6/30 发布 2026 年半年度业绩预增公告，预计上半年归母净利 31.0 亿-34.0 亿元，同比增长 69.34%-85.73%；2Q26 归母净利约 17.2 亿-20.2 亿元，同比增长 76.9%-107.7%，业绩同比高增主因：1）行业反内卷推动竞争秩序改善、价格修复；2）全面推动 AI 应用，持续降本提效。我们预计 2Q26 单票归母净利约为 0.20-0.24 元（假设 2Q26 非快递业务合计亏损 0.7 亿元，持平 1Q26），较 1Q26 单票归母净利 0.19 元持续增长。

快递估值低位，交易中报窗口期。近期，义乌地区解封预期有所升温，我们认为是局部地区阶段性波动。考虑到广东等核心产粮区价格仍坚挺、国家邮管局及时坚定表明反内卷立场，我们维持全年价格相对稳定、电商快递盈利持续修复的判断。假设义乌地区均价下行 1-2 毛，全国均价下行约 1-2 分，测算对国内电商快递总部全年盈利的影响约为下修 6-20%，下修后龙头 26E PE 约为 10-11 倍。当前 SW 快递 PE TTM 已跌至过去 10 年 0.6%分位数，估值处于历史较低位，下行空间有限。考虑到 2H26 国补及件量高基数压力预计均较 1H26 边际缓和，行业高质量发展托底快递价格，我们预计电商快递板块有望延续 1Q 盈利修复态势，看好中通/圆通/申通/韵达；2Q 数据发布在即，推荐具备海外高增长逻辑且回调较为充分的极兔速递。

航空货运或有效传导成本，关注海外政策变化。近期 TAC-浦东出港指数持续高位，6 月 29 日同增 37.0%，或主要由于燃油成本上涨向下游传导，我们认为航空货运燃油成本上涨传导效果或好于客运，二季度盈利有望录得较为稳健表现。另外 7 月 1 日起，欧盟将正式取消对 150 欧元以下低值进口包裹的关税豁免政策，并对来自欧盟以外的低值寄售商品统一征收 3 欧元临时固定关税。此举或将对跨境电商产生冲击，不过考虑到我国跨境电商货品竞争力，以及部分品类对于时效要求较高，具体影响或相对有限，仍需观察。中长期来看，航空货运供给难以快速提升，我国航空货运公司或受益于产业升级，景气度有望持续向上，同时通过提升综合物流能力，航空货运公司有望增强抗风险能力，实现稳步增长。

仅供内部参考，请勿外传！

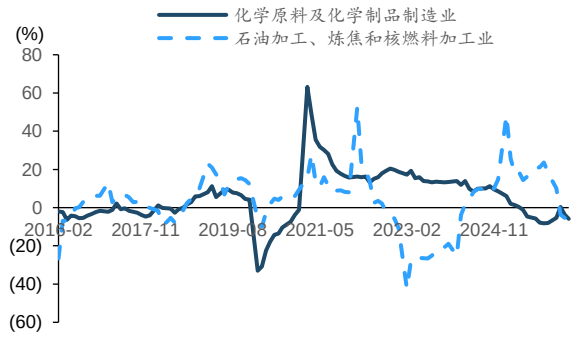
图表30：TAC 浦东出港指数



资料来源：TAC，华泰研究

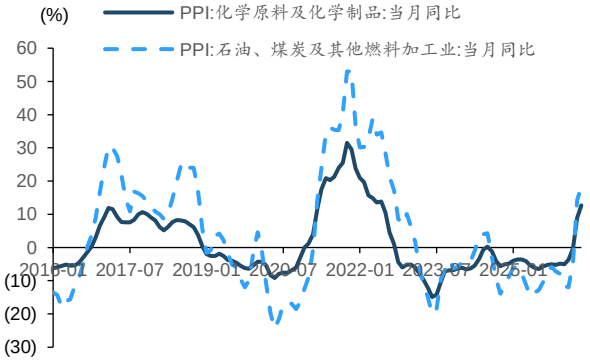
危化品物流：6 月以来，海峡通行持续恢复，油价及地缘扰动有望逐步减弱。6/24 密尔克卫与沙特阿拉伯国家承运运输公司（沙特天然气公司全资子公司，简称“JAL”）签订战略合作谅解备忘录，双方将就沙特阿拉伯建立和运营化工仓储设施展开深度合作可行性研究。**中期维度，我们看好上游化工行业景气回升，叠加新能源材料、高端精细化工等新客户支撑行业需求稳步上行。**据恒基达鑫 2025 年报，传统汽柴油仓储受新能源汽车渗透影响，出租率仅 68%，费率下滑；而聚焦新能源材料、高端精细化工的专业仓储节点，出租率保持在 92%以上。

图表31：化工行业固定资产投资完成额累计同比



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表32：主要快递企业件均价同比变化



资料来源：国家统计局，华泰研究

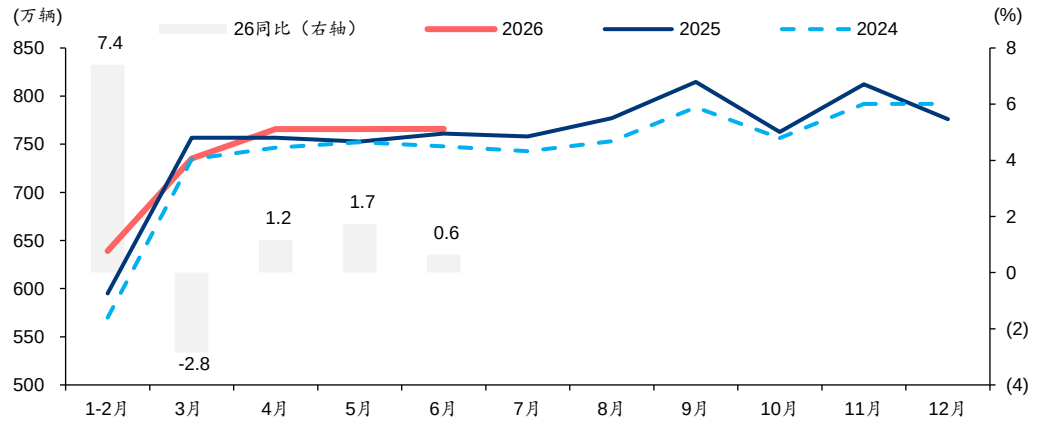
大宗供应链：PPI 修复有望推动行业盈利环比改善，我们对大宗供应链行业“中性偏乐观”。2026 年 5 月，PPI 同比上行（3 月/4 月/5 月：同比+0.5%/+2.8%/+3.9%），主要受到能源和 AI 产业链提振（华泰宏观组 2026/6/10《能源与 AI 链共同拉动 PPI 上行——5 月通胀数据点评》），延续 25 年 10 月以来环比正增长趋势。6 月制造业 PMI 较 5 月上行（50.0%）至 50.3%，PMI 原材料与出厂价格指数分项价差较 5 月（8.6pct）回落至 6.0pct，或反应前期因油价扰动而“延迟”的需求释放。但企业补库依旧谨慎，PMI 原材料库存分项较 5 月（48.6%）回落至 48.4%。整体而言，大宗供应链板块已进入基本面修复阶段，我们更看好国际化布局、品类均衡、风控能力强、非主业扰动更小的龙头企业。

仅供内部参考，请勿外传！

公路：油价回落，货运有望改善，但自驾仍待观察

7 月，高油价对高速公路车流量的拖累有望减轻。近期中东地缘冲突缓和，国际油价已从约 100 美元/桶高位回落至约 70 美元/桶（年初约 60 美元/桶）。展望 7 月，油价回落有望降低运输成本、带动车流量增长，对公路基本面形成支撑。回顾上半年，1Q 经济弱复苏带动货车通行量增长，2Q 货车受到高油价的拖累。1Q 高速货车通行量同比增长 3.7%，较 2025 全年提高 2.0pct，主要受益于企业盈利预期修复。但 4 月起高速货运景气度转弱，高油价影响显现。4 月、5 月、6 月高速货车通行量同比增速分别回落至 1.2%、1.7%、0.6%。考虑 25 年 Q2 基数较低（受到中美贸易摩擦影响），今年 Q2 货车景气度仍回落，表明高油价已影响企业盈利预期，部分大宗货物转向铁路运输，部分高速货车分流至免费国道。

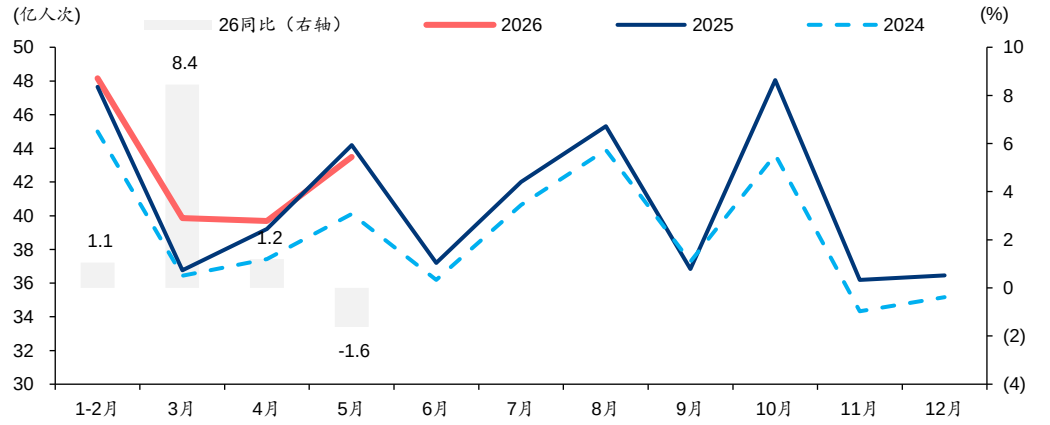
图表33：全国高速公路日均货车通行量



资料来源：交通运输部、华泰研究

社零消费偏弱，客车增速放缓，暑期自驾需求仍待观察。1Q 自驾出行量（高速及国省干线小客车人员出行量）同比增长 3.1%，较 2025 全年回落 1.6pct，亦低于 2025 年汽车保有量增速 0.6pct。今年春节小客车免费通行天数同比增加 1 天。在假期天数同比增多背景下，客车增长仍显疲弱，反映消费能力偏弱。2Q 在高油价背景下，自驾意愿边际减弱。4 月自驾出行量同比增长 1.2%，但 5 月转为同比下跌 1.6%，6 月端午节假期同比下跌 2.1%（交通部）。短期看，AI 的普及或影响高收入人群的就业稳定性预期，进而拖累出行意愿。但长期看，自动驾驶技术的成熟有望提升自驾出行频率与出行距离。

图表34：高速公路及普通国省干线非营业性小客车人员出行量

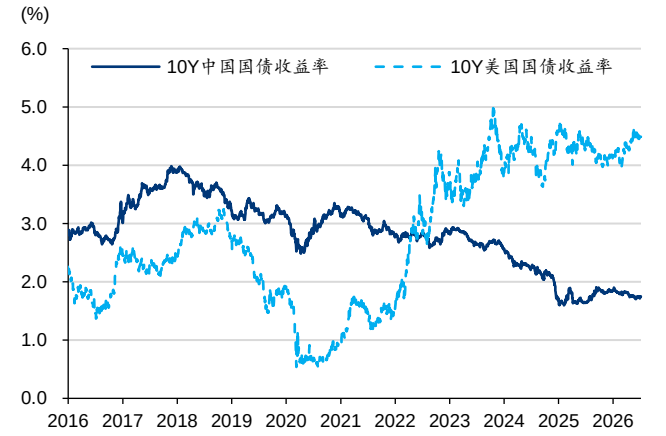


资料来源：交通运输部、华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

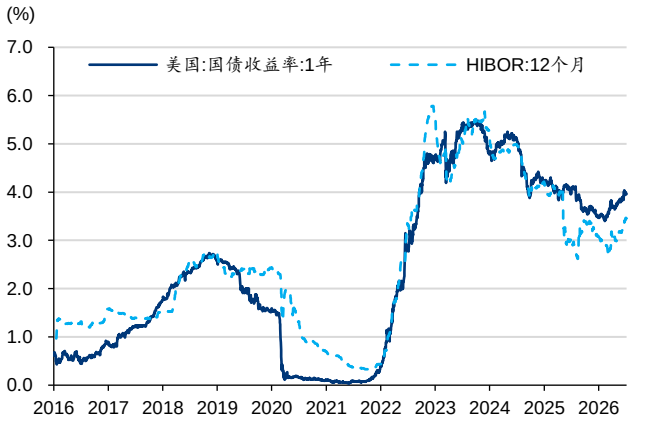
公路作为稳定型红利资产，利率与风险偏好同样是影响股价的重要变量。6 月至今，中国 10 年期国债收益率在 1.70-1.75%区间震荡，美国 10 年期国债收益率在 4.40-4.55%区间震荡。**6 月以来利率对红利股估值影响不大。市场风险偏好较高是引起 6 月公路股下跌的主要因素。**6 月，A 股 SW 公路指数下跌 10.2%，跑输沪深 300 指数 11.9pct。港股方面，6 月港股恒生高股息率全收益指数下跌 10.7%，跑输恒生指数 1.6pct，港股公路个股普遍下跌。往后展望，港股公路多数已在 6 月除息并且股价回调，股息率已有吸引力，推荐皖通高速 H 股。对于 A 股公路，近期板块涨跌更多与市场风险偏好有关；从季节性看，A 股公路个股通常在 7 月下旬除息，需要关注分红后的兑现压力。

图表35：10 年期中美国债收益率



资料来源：Wind，华泰研究

图表36：1 年期美债利率 vs HIBOR



资料来源：Wind，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

铁路：进入旺季，客货景气度分化

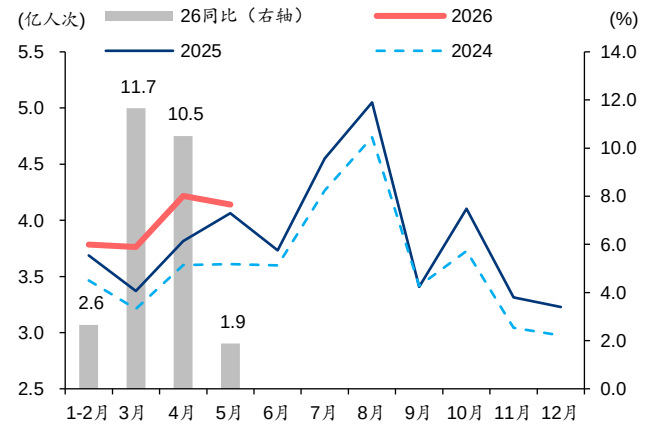
2Q 铁路客运增速放缓。5 月，铁路客运量、铁路旅客周转量分别同比+1.9%、+2.2%，较 1Q 增速放缓 3.6pct、1.0pct。我国部分省市中小学春假安排在 4 月初或 4 月底，提前释放了部分中长途出游需求，使清明客流增速较高，但使五一和端午客流增速较低。清明、五一、端午假期铁路客运量同比增长 8.4%、4.6%、2.9%（交通部）。1-5 月铁路旅客周转量增速（同比+4.2%）略高于民航国内线旅客周转量增速（同比+3.6%），反映在高油价背景下高铁凭借性价比分流航空客源。

进入暑期旺季，国铁集团预计暑期全国铁路客运量同比增长约 7%，但**京沪高铁核心所在华东地区运力投放增速相对有限**，北京局、上海局客运量预计同比分别增长 2.6%、3%（国铁集团）。目前，**京沪高铁公布票价上浮 20%的新政策尚未实际应用**，可能与出行需求偏弱有关。

2Q 铁路货运增速加快。4 月、5 月、6 月，国家铁路货运量分别同比增长 2.9%、5.0%、1.2%（交通部），增速优于 1Q（yoy-0.2%）。铁路货运增速加快，而公路货运增长放缓（1Q/2Q 高速货车量 yoy+3.4%/+1.1%），主要因为高油价引起部分价格敏感型大宗货物“公转铁”。

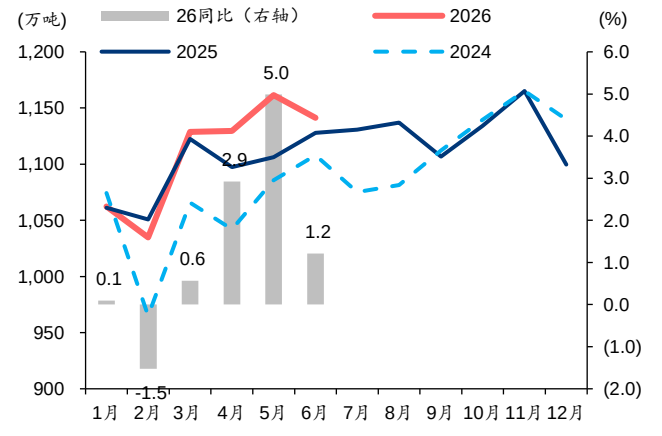
近期中东地缘冲突缓和，国际油价从高位回落，货运铁路股价跟随煤炭产业链回调。大秦铁路的股息率已有较强吸引力。**当前正值夏季运煤旺季，铁路运力紧张，我们认为 7 月货运铁路的高景气度仍在延续。**大秦线 5 月、6 月日均货运量同比+18%、14%达到 125 万吨、123 万吨。需求端，5 月火电发电量同比+2.5%（1-5 月 yoy+3.4%），但水电发电量同比+14%（1-5 月 yoy+10.9%）。供给端，大秦线主要货源地山西 5 月原煤产量同比下降 7.1%，但陕西、内蒙产量同比增长 4.1%、3.9%。竞争方面，5 月进口煤数量同比下降 7.6%。

图表37： 全国铁路月度客运量



资料来源：国家铁路局，华泰研究

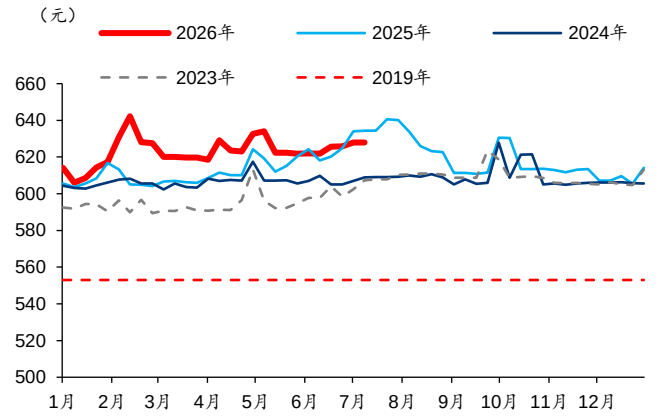
图表38： 国家铁路日均货运量



资料来源：交通运输部，华泰研究

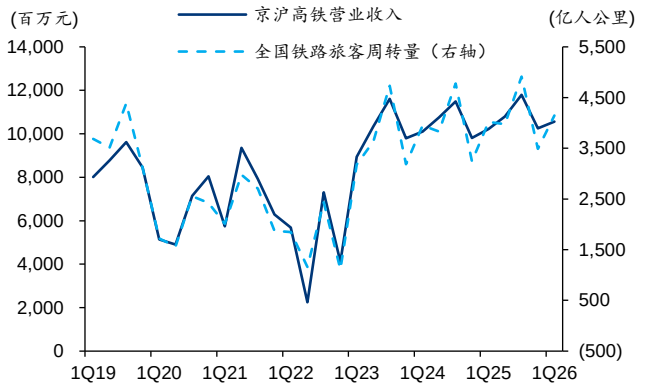
仅供内部参考，请勿外传！

图表39：北京往返上海直达高铁的二等座平均票价



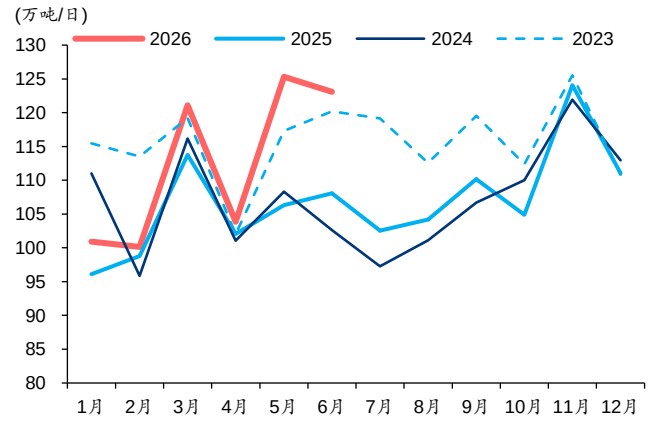
资料来源：12306 网站，华泰研究

图表40：京沪高铁营收 vs 全国铁路旅客周转量



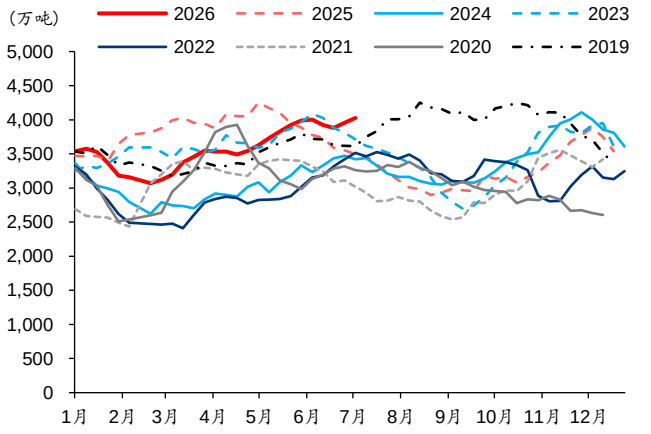
资料来源：Wind，华泰研究

图表41：大秦线日均货运量



资料来源：Wind，华泰研究

图表42：CCTD 主流北方港口煤炭库存



资料来源：Wind，华泰研究

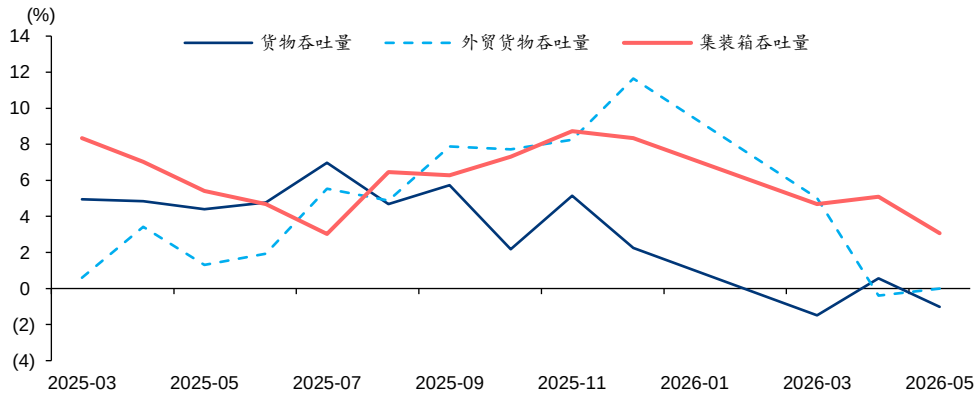
仅供内部参考，请勿外传！

港口：吞吐量保持增长，其中出口集装箱量表现亮眼

根据交通运输部数据，5 月全国港口货量/外贸货量/集装箱吞吐量同比表现-0.1%/+0.0%/+3.1%，环比表现+2.1%/+3.5%/+1.9%，货量同比下滑主要受进口原油量下跌拖累。 1-5 月全国港口货量/外贸货量/集装箱累计吞吐量同比表现+2.2%/+4.4%/+6.3%，整体货量均表现向好，其中出口集装箱量同比增速亮眼。我们预计 6 月出口集装箱需求保持强劲，预计吞吐量同环比有望上涨；进口方面，受中东局势影响，原油进口量同环比下滑，拖累进口吞吐量；进口铁矿石受前期高基数影响，货量环比下滑。

展望 7 月，我们预计集装箱吞吐量受益于出口需求向好，同环比保持增长态势。散货因前期高基数，进入 7 月传统淡季，货量环比或回落。原油受益于海峡通行，货量环比有望回升。投资建议方面，港口作为防御型基础设施，股价受市场风格及资金偏好影响较大，建议关注盈利稳健且股息率高的个股。

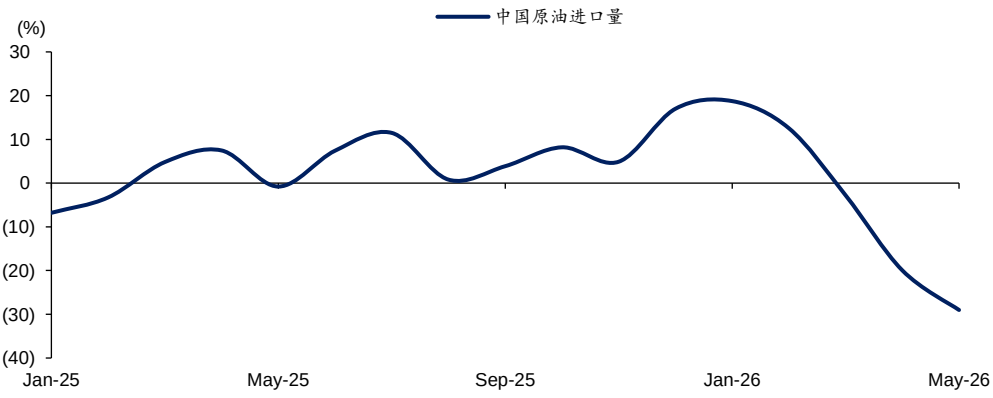
图表43：全球港口货物吞吐量同比增速



资料来源：交通部，华泰研究

进口方面，1）5 月全国原油进口量 3,308 万吨，同比-29.0%，环比-14.0%，同环比大幅下滑主因受中东局势负面影响，我们预计 7 月伴随海峡通行，原油进口量环比有望回升。2）5 月全国铁矿石进口 9,771 万吨，同比表现-0.4%，环比-5.9%，环比下滑主因 1-4 月铁矿石发货量高基数。考虑当前铁矿石库存相对高位，我们预计 7 月铁矿石进口量环比仍下滑。3）5 月全国煤炭进口量 3,326 万吨，同比-7.7%，环比+0.5%，同比下滑主因上年同期高基数。我们预计 7 月进入传统用电旺季，煤炭进口量环比有望进一步回升。

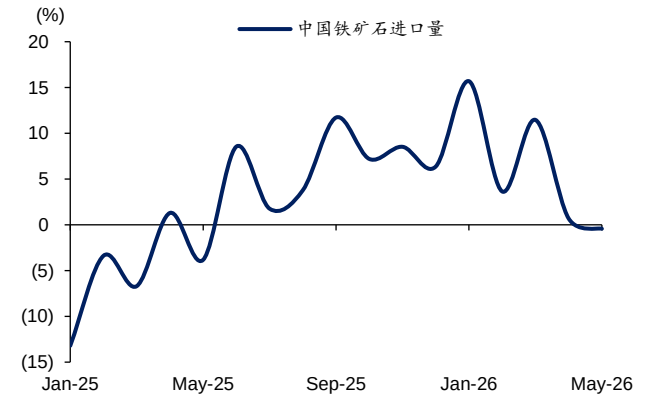
图表44：全国原油进口量同比增速



资料来源：海关总署，Wind，华泰研究

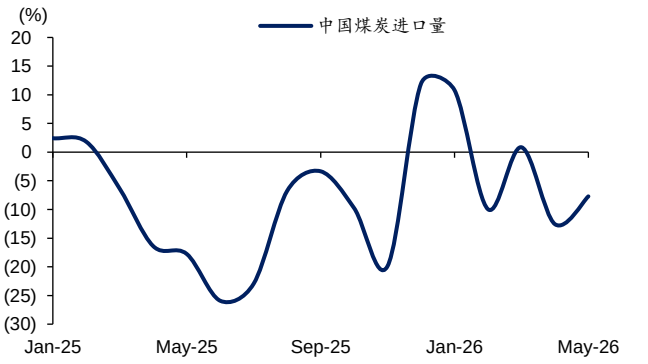
仅供内部参考，请勿外传！

图表45：全国铁矿石进口量同比增速



资料来源：海关总署，Wind，华泰研究

图表46：全国煤炭进口量同比增速



资料来源：海关总署，Wind，华泰研究

图表47：重点公司推荐一览表

			最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
股票名称	股票代码	投资评级	(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
嘉友国际	603871 CH	买入	11.23	18.85	15,363	0.83	1.09	1.20	1.32	13.46	10.26	9.32	8.52
中国东方航空股份	670 HK	买入	3.21	5.30	70,902	-0.07	0.08	0.30	0.51	-37.68	33.39	9.28	5.50
中远海能	600026 CH	买入	16.41	26.80	89,783	0.74	1.80	1.35	1.32	22.21	9.13	12.15	12.46
圆通速递	600233 CH	买入	17.12	27.74	58,601	1.26	1.70	1.95	2.18	13.56	10.05	8.79	7.86
中国东航	600115 CH	买入	3.74	5.90	82,608	-0.07	0.08	0.30	0.51	-50.59	44.83	12.47	7.38
中远海能	1138 HK	买入	13.52	21.00	73,971	0.74	1.80	1.35	1.32	15.88	6.53	8.69	8.90
韵达股份	002120 CH	买入	6.88	10.65	19,947	0.40	0.75	0.89	1.01	17.03	9.13	7.70	6.83
申通快递	002468 CH	买入	16.82	25.63	25,748	0.89	1.43	1.64	1.96	18.81	11.75	10.25	8.58
春秋航空	601021 CH	买入	47.20	69.65	46,177	2.37	2.28	3.16	4.04	19.93	20.66	14.92	11.70
中远海控	601919 CH	买入	13.83	18.80	211,158	2.02	1.89	1.54	1.70	6.86	7.34	8.95	8.14
中通快递	ZTO US	买入	23.03	30.60	17,475	11.38	14.61	16.16	18.22	13.77	10.73	9.70	8.60
中通快递-W	2057 HK	买入	181.50	239.80	139,737	11.38	14.61	16.16	18.22	13.83	10.78	9.74	8.64
中远海控	1919 HK	买入	13.65	18.00	208,410	2.02	1.89	1.54	1.70	5.88	6.28	7.67	6.97
极兔速递-W	1519 HK	买入	9.47	12.10	92,454	0.02	0.06	0.08	0.09	54.15	21.28	15.83	13.94
安徽皖通高速公路	995 HK	买入	14.79	17.70	25,270	1.10	1.23	1.15	1.08	11.68	10.40	11.19	11.94

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表48：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
嘉友国际 (603871 CH)	嘉友国际发布一季报：2026 年 Q1 实现营收 19.33 亿元（yoy-15.78%、qoq+6.99%），归母净利 3.28 亿元（yoy+25.18%、qoq+22.64%），扣非净利 3.20 亿元（yoy+25.71%）。归母净利低于我们预期（3.9 亿元），主因市场竞争激烈、公司严格把控物流合同筛选，一季度第三方物流增长不及预期（据公司指引）。展望 26 年，我们看好蒙煤进口需求改善提振中蒙物流与贸易业务，中长期借助优秀口岸资源、核心客户以及跨境多式联运经验，在非洲物流市场构筑第二成长曲线，维持“买入”。 我们维持公司 26-28 年归母净利润预测 14.98 亿元、16.48 亿元、18.02 亿元，对应 EPS 为 1.09 元、1.20 元、1.32 元。给予公司 26 年 17.29 倍 PE 估值（可比公司 Wind 一致预期为 13.3x，本次与前次估值溢价均为 30%，估值溢价主因公司依托核心资产从事跨境多式联运、并向上下游拓展服务范围，公司 21-25 年平均 ROE 17.9%，显著高于可比公司），对应目标价为 18.85 元（前值 18.79 元），维持“买入”。 风险提示：蒙煤需求不及预期；地缘政治风险；基础设施建设不及预期。 报告发布日期：2026 年 04 月 30 日 **点击下载全文：嘉友国际(603871 CH,买入)：看好蒙煤回暖+陆港投运推升盈利**

仅供内部参考，请勿外传！

股票名称	最新观点
中国东航 (600115 CH) 中国东方航空股份 (670 HK)	公司公布一季度业绩：收入 370.60 亿元，同比+10.9%；归母净利润同比扭亏至 16.33 亿元（1Q25 为净亏损 9.95 亿）。公司一季度净利润超出我们预期的 11.0 亿元，或主因公司成本费用端表现好于预期。当前新加坡航煤离岸价仍较高，但我国航司展现较强顺价能力，或可较大程度覆盖燃油成本上涨，往后关注国际油价走势以及航司顺价持续性。同时我们仍看好中长期行业景气底部向上，供给增长或难以加速，且国际线竞争力有望提升，公司有望实现盈利弹性。维持“买入”。 由于燃油成本传导超预期，我们上调 26 年盈利预测至 18.43 亿（前值-25.87 亿），并上调 27-28 年 35%/19%至 66.27/111.87 亿。公司历史 10 年 PB 均值 A/H 股为 2.2x/1.3x，由于之后 ROE 有望取得突破，给予溢价至 A/H 股 3.3x/2.6x 26E PB 不变，并预计 26 年 BPS 为 1.79 元，A/H 股目标价人民币 5.90 元/5.30 港币（前值：人民币 5.25 元/4.60 港币），维持“买入”。 风险提示：需求恢复不及预期，行业机队引进超预期，油汇波动，维修等成本增长超预期，安全事故。 报告发布日期：2026 年 04 月 30 日 **点击下载全文：中国东航(600115 CH,买入;670 HK,买入)：看好收益水平改善和顺价能力持续性**
中远海能 (600026 CH) 中远海能 (1138 HK)	中远海能发布年报：25 年归母净利 40.4 亿元（yoy-0.1%），低于我们的预期 49.3 亿元，主因公司成本高于我们预期。其中 4Q 归母净利 13.1 亿元（yoy+111.5%/qoq+54.0%），盈利同环比大幅增长主因自 4Q25 以来，VLCC 型油轮运价大幅上涨带动。同时，公司宣布年末每股派息 0.38 元，对应全年分红率 51.4%。展望 26 年，当前中东局势导致地缘风险溢价大幅推升油运价格，同时伴随市场波动加剧。整体，我们认为，后续若霍尔木兹海峡逐步恢复通行，将对当前高运价提供支撑；反之，若海峡持续管控，或将造成全球原油运输量萎缩，运价或承压。中长期维度，我们认为能源供应及运输将存溢价，油轮运价中枢或将抬升，维持“买入”。 考虑当前运价高位及中长期能源运输溢价，我们上调 26/27 年运价假设，对应上调 26/27 年净利 69%/19%至 98.2 亿/73.8 亿元；新增 28 年净利预测 72.0 亿元。值得注意的是，中东事态发展仍存较大不确定性，若海峡较快解封，货量短期回升叠加补库需求，运价或超我们当前预期；反之，若管控时间越长，能源价格走高或造成全球宏观系统性风险，运价或低于我们当前预期。我们基于 2.7x/1.9x 26E PB（公司 AH 股历史三年 PB 均值加 2.5 个标准差，估值溢价主因考虑当前市场受地缘事件强催化，运价大幅上行；BVPS 9.91 元），上调目标价至 26.8 元/21.0 港币（前值目标价 15.8 元/13.0 港币基于 1.8x/1.4x 25E PB）。 风险提示：1）全球经济衰退；2）运价低于预期；3）地缘政治风险。 报告发布日期：2026 年 03 月 29 日 **点击下载全文：中远海能(600026 CH,买入;1138 HK,买入)：油轮运价高弹性，但波动加剧**
圆通速递 (600233 CH)	圆通速递公布 2025 年及 1Q26 业绩：1）2025 年实现营收 752.77 亿元（yoy+9.1%），归母净利 43.22 亿元（yoy+7.7%），其中快递业务实现营业收入/归母净利 695.93 亿/46.14 亿元，同比增长 11.7%/7.1%。2）1Q26 实现营收 187.69 亿元（yoy+10.0%），归母净利 13.78 亿元（yoy+60.8%）。25 年归母净利基本符合我们预期（41.76 亿元）。展望 26 年，我们预计“反内卷”成果维持较好，公司单票收入有望保持稳中有增趋势；同时凭借优于行业的履约能力和品牌溢价，有望实现快于行业的件量增速，通过规模效应持续优化成本，推升盈利，维持“买入”。 我们上调公司 26-27 年归母净利润至 58.33 亿、66.66 亿元（较前值分别+20%/+25%），并新增 28 年预测 74.54 亿元，对应 EPS 为 1.70 元、1.95 元、2.18 元，上调主因我们看好 26 年“反内卷”成果维持、公司有望实现量利同步修复。给予公司 26 年 16.3 倍 PE（可比公司 Wind 一致预期为 13.6x，估值溢价主因公司精益管理能力、履约能力和品牌溢价优于行业，量价表现优秀；前值 25E PE 为 16.7x，前次估值溢价 12%，本次上调估值溢价至 20%，我们看好“反内卷”托底行业价格，公司实现件量份额提升与优于行业的盈利改善幅度），目标价为 27.74 元（前值 20.40 元），维持“买入”。 风险提示：行业增速低于预期；价格竞争恶化；旺季需求增长低于预期。 报告发布日期：2026 年 04 月 23 日 **点击下载全文：圆通速递(600233 CH,买入)：25 年量价优于行业，看好 26 年盈利持续修复**
韵达股份 (002120 CH)	韵达股份公布 2025 年及 1Q26 业绩：1）25 年实现营收 514.75 亿元（yoy+6.04%），归母净利 11.71 亿元（yoy-38.79%）。其中 Q4 实现营收 139.82 亿元（yoy+7.27%，qoq+10.44%），归母净利 4.41 亿元（yoy-12.76%，qoq+119.40%）。2）1Q26 实现营收 125.76 亿元（yoy+3.18%，qoq-10.05%），归母净利 4.87 亿元（yoy+51.66%，qoq+10.32%）。25 年归母净利小幅低于我们预期（12.64 亿），主因处置非流动资产损失带来营业外支出同比增长。展望 26 年，我们预计“反内卷”成果维持较好，公司单票收入有望持续提升、推升盈利，维持“买入”。 考虑到 26 年反内卷成果有望延续、推升公司单票收入，我们上调公司 26-27 年归母净利润至 21.86 亿、25.90 亿元（较前值分别+10%/+11%），并新增 28 年预测为 29.19 亿元，对应 EPS 为 0.75 元、0.89 元、1.01 元。给予公司 26 年 14.2 倍 PE（可比公司一致 Wind 预期为 14.2x，前值 12.5x，前次与本次均持平可比公司 Wind 一致预期），上调目标价至 10.65 元（前值 8.53 元），维持“买入”。 风险提示：行业增速低于预期；价格竞争恶化；旺季需求增长低于预期。 报告发布日期：2026 年 04 月 26 日 **点击下载全文：韵达股份(002120 CH,买入)：看好反内卷推升 26 年盈利**
申通快递 (002468 CH)	申通快递公布 2025 年及 1Q26 业绩：1）2025 年实现营收 555.86 亿元（yoy+17.84%），归母净利 13.69 亿元（yoy+31.61%）。其中 Q4 实现营收 170.16 亿元（yoy+24.40%），归母净利 6.13 亿元（yoy+58.19%）。2）1Q26 实现营收 156.86 亿元（yoy+30.74%），归母净利 4.59 亿元（yoy+94.29%）。25 年归母净利基本符合我们预期（13.23 亿元），1Q26 归母净利高于我们预期（4.4 亿元），主因：1）反内卷政策延续，单票收入高于预期；2）公司运营效率提升、部分客户恢复发货，1Q26 件量增速高于预期。展望 26 年，我们预计“反内卷”政策仍将延续，公司有望凭借精益管理能力持续优化成本，实现件量及单票盈利持续增长，维持“买入”。 考虑到行业反内卷背景下价格中枢改善叠加公司精益管理持续推进，公司利润弹性进一步释放，我们上调 26-27 年单票收入与毛利率预测，对应上调公司 26-27 年归母净利至 21.91 亿/25.13 亿元（较前值分别+30%/25%），并新增 28 年预测 30.00 亿元，对应 EPS 为 1.43 元、1.64 元、1.96 元。给予公司 26 年 17.9 倍 PE（可比公司 Wind 一致预期为 12.8x，估值溢价主因公司在行业反内卷背景下利润弹性更强，叠加精细化管理、成本优化和份额提升持续兑现），对应目标价为 25.63 元（前值 21.02 元，对应 19.1 倍 PE），维持“买入”。 风险提示：行业增速低于预期；价格竞争恶化；旺季需求增长低于预期。 报告发布日期：2026 年 04 月 29 日 **点击下载全文：申通快递(002468 CH,买入)：受益反内卷，26 年有望量利齐增**

仅供内部参考，请勿外传！

股票名称	最新观点
春秋航空 (601021 CH)	重申春秋航空“买入”评级，目标价 69.65 元，对应 26/27E PE 31/22x。公司作为我国低成本航空龙头地位稳固，26 年 4 月以来，航煤价格大幅上升，春秋充分展现经营效率和成本优势，同时近期油价回落经营压力有望缓解。中长期民航大众化趋势下，春秋从基础服务出发，更为精准匹配需求，吸引价格敏感型旅客，有望引领我国低成本航空渗透率继续提升。同时公司受益于利用率、渗透率以及行业景气向上，单机利润有望持续增长。 我们上调公司 26-28 年归母净利润至 22.35/30.96/39.48 亿（CAGR 为 19.4%，上调 36%/10%/11%），对应 EPS 为 2.28/3.16/4.04 元。上调主因油价近期从高点回落，且公司运力投放和客座率表现有望超预期。参考上市以来 PB 均值 3.5x，给予 26E PB 3.5x 不变，26E BPS 为 19.90 元（前值 19.30 元），目标价 69.65 元（前值 67.55 元）。维持“买入”。 风险提示：油价大幅上涨，高铁提速，民航出行需求不及预期，补贴下滑超预期，行业运力投放超预期，安全事故。 报告发布日期：2026 年 07 月 02 日 **点击下载全文：春秋航空(601021 CH,买入): 民航大众化助力低成本龙头穿越周期**
中远海控 (1919 HK) 中远海控 (601919 CH)	中远海控发布一季报：营收 518 亿元（yoy-10.6%/qoq-0.2%），归母净利 58.8 亿元（yoy-49.8%/qoq+54.7%），大幅超过我们预期的 30.0 亿元，主因公司货量及运价均超我们预期。1Q 盈利同比大幅下滑主因上年同期高基数，环比大幅上涨主因地缘扰动+出口需求向好，运价环比上涨。展望 2Q，我们预计整体出口需求将保持向好态势；供给端，26 年行业新交船相对较少，供需结构较 25 年边际改善。我们预计公司 2Q 货量及运价同环比有望上涨。中长期看，中东局势和能源价格上涨对全球贸易需求的影响仍存较多不确定性，但我们认为集运行业因货品种类分散，短期需求仍存韧性，维持“买入”。 我们维持公司 26-28 年归母净利预测 288.7 亿/236.5 亿/260.2 亿元和 50%分红率假设（公司历史分红比例为 50%）。中东局势和能源价格上涨对全球贸易需求的影响仍存较多不确定性，但我们预计集运行业因货品种类分散，短期需求仍存韧性。我们基于 1.1x/1.0x 26E PB（公司历史三年 PB 均值加 2 个标准差，估值溢价主因考虑当前市场供需结构向好，运价上行），给予 AH 目标价 18.8 元/18.0 港币，重申“买入”。 风险提示：全球经济衰退；地缘政治风险；运价低于预期。 报告发布日期：2026 年 05 月 01 日 **点击下载全文：中远海控(601919 CH,买入;1919 HK,买入): 1Q 业绩超预期，2Q 净利同环比有望上行**
中通快递-W (2057 HK) 中通快递 (ZTO US)	中通快递公布 1Q26 业绩：营收 132.8 亿元，同比+22.0%；归母净利 21.2 亿元，同比+6.3%；调整后归母净利 23.4 亿元，同比+5.7%，小幅高于我们预期的 22.8 亿元。其中，受益于“反内卷”政策下的快递价格上涨，1Q 公司单票收入同环比+8.2%/+0.3%至 1.36 元；件量同比+13.2%，市场份额同环比提升 1.3/0.7pct 至 20.3%，凸显在整体行业件量增速放缓背景下，中通作为行业龙头的竞争优势。展望 2Q，我们预计“反内卷”政策仍将持续叠加 2Q 传统旺季，公司盈利同环比有望进一步上涨，维持“买入”。 考虑快递行业价格上涨以及公司单票成本进一步下降，我们上调 26/27/28 年归母净利预测 6%/3%/7%至 112.5 亿/124.4 亿/140.3 亿元（调整后归母净利 115.2 亿/127.2 亿/143.3 亿元）。我们基于 14.3x 26E PE，上调目标价 5%/5%至 239.8 港币/30.6 美元（基于公司历史三年 PE 均值；前值目标价基于 14.5x 26E PE），维持“买入”。 风险提示：价格低于预期；件量增速低于预期；成本高于预期。 报告发布日期：2026 年 05 月 22 日 **点击下载全文：中通快递-W(2057 HK,买入;ZTO US,买入): 件量及收入增长亮眼，龙头优势显著**
极兔速递-W (1519 HK)	极兔速递发布 25 年业绩：营收 121.6 亿美元，同比+18.5%；归母净利 1.98 亿美元，同比+97.3%，低于我们的预期 3.7 亿元，主因公允价值变动等非经营性因素影响；经调整净利润 4.3 亿美元，同比+112.3%。盈利增长强劲主因东南亚及新市场电商市场高增，带动公司快递件量增长。25 年公司总件量 301.3 亿件，同比+22.2%。我们看好公司在东南亚市场的行业龙头地位和竞争优势、在中国市场的稳健增长以及对海外新市场国家的加速布局，有望持续受益于海外电商市场高景气带动公司盈利增长。维持“买入”。 考虑 26 年公司或新增海外国家业务，前期基础设施投入或新增短期成本，我们下调 26/27 年归母净利预测 29%/29%至 5.0 亿/6.8 亿美元，新增 28 年净利预测 7.7 亿美元（经调整后净利 7.0 亿/9.3 亿/11.3 亿美元）。我们采用 26-28 年预测 EPS 均值 0.07 美元，基于 21.0x PE（高于港股可比公司 26E-28E PE 均值 10.0x，以反映公司高于行业的盈利增速和市场前景），下调目标价 3%至 12.1 港币（前值 12.4 港币基于 21.0x 25E-27E 均值 PE），维持“买入”。 风险提示：件量和单票收入低于预期；成本高于预期；政策风险。 报告发布日期：2026 年 04 月 01 日 **点击下载全文：极兔速递-W(1519 HK,买入): 海外电商高增，盈利增长亮眼**
安徽皖通高速公路 (995 HK)	皖通高速发布 2026 年一季报，实现营收 15.74 亿元（yoy-44.22%），归母净利 5.36 亿元（yoy-2.67%），盈利基本符合我们预期（5.17 亿元）。26Q1 净利下滑，主因安徽交控 REIT 股价下跌，公司录得公允价值变动损失 0.16 亿元（去年同期为收益 0.35 亿元）。公司在 26 年 2 月收购山东高速 7%股权，Q1 对联营企业投资收益同比增加约 0.4 亿元。剔除公允价值变动与投资收益后，经常性利润同比下降 1.8%。除广宣改扩建项目收入延续高增长外，其余路段收入小幅下滑，主要受到路网分流、免费天数增多 1 天、高基数扰动。基于公司 25-27 年分红承诺（分红比例不低于 60%），我们测算 26 年度 A 股、H 股股息率为 4.6%、5.2%。维持“买入”。 考虑路网变化、高油价影响以及 REIT 价格下跌，我们下调 2026-28 年归母净利 2.6%/2.2%/1.5%至 21.09/19.60/18.37 亿元。我们仍基于 DCF 估值法，给予 A 股/H 股目标价 19.2 元/17.7 港元（前值 18.7 元/17.0 港元），WACC 采用 4.8%/6.2%（前值 4.8%/6.2%），其中股权 IRR 采用 7.5%/10.2%（前值 7.5%/10.3%）。 风险提示：出行意愿下降，路网变化超预期，资本开支超预期，费率下调。 报告发布日期：2026 年 04 月 29 日 **点击下载全文：皖通高速(600012 CH,买入;995 HK,买入): REIT 价格波动拖累 1Q 盈利**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

1）经济低迷。航空、机场：经济增速放缓，可能令出行需求不达预期；航运、港口：全球经济下滑，可能使海运需求增长低于预期，需求下挫可能进而拖累运价；物流：需求不足可能导致快递业务量不及预期；铁路、公路：大宗商品需求下滑，可能使铁路公路货运量增速放缓。

2）贸易摩擦。航空：中美贸易摩擦，可能影响国际线补贴；航运、港口：中美贸易量下降影响海运运量、港口吞吐量。

3）油汇风险。航空：油价大幅上涨，可能令运营成本大幅上升，侵蚀利润；物流、公路：油价上涨，可能使道路运输成本上涨；航空：人民币大幅贬值，可能产生大额汇兑损失，减损盈利。

4）竞争结构恶化。航空：高铁提速，可能对航空分流效应加大；航运：老旧船舶拆解量低于预期、新造船订单高于预期、行业总体供给增长超预期；物流：价格竞争超预期，导致营收和盈利不及预期；机场：民航控准点率可能影响机场时刻容量；铁路、公路：“公转铁”、治超载构成多重扰动；港口：港口区域整合进展低于预期。

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、林珊、林霞颖、黄凡洋，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

仅供内部参考，请勿外传！

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中远海控（1919 HK）、中通快递-W（2057 HK）、中国东方航空股份（670 HK）、中远海能（1138 HK）、极兔速递-W（1519 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、林珊、林霞颖、黄凡洋本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 春秋航空（601021 CH）、极兔速递-W（1519 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 春秋航空（601021 CH）、极兔速递-W（1519 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 极兔速递-W（1519 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 中远海控（1919 HK）、中通快递-W（2057 HK）、中国东方航空股份（670 HK）、中远海能（1138 HK）、极兔速递-W（1519 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

仅供内部参考，请勿外传！

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司