下载日志已记录，仅供内部参考

国盛证券 GUOSHENG SECURITIES

证券研究报告|行业深度

2026年09月10日



交通运输：2026年半年报综述

分析师 罗月江
执业证书编号：S0680525030001
邮箱：luoyuejiang@gszq.com
分析师 姚云川
执业证书编号：S0680525120003
邮箱：yaoyunchuan@gszq.com
分析师 杨振华
执业证书编号：S0680525040001
邮箱：yangzhenhua@gszq.com
分析师 谭伊珊
执业证书编号：S0680526070001
邮箱：tanyishan@gszq.com

打造极致专业与效率

证券日志已记录，仅供内部参考

一 快递：加盟制快递弹性强，极兔出海增长亮眼

二 航运：业绩全面向好

三 港口：业绩保持稳健

四 航空：高油价压制行业盈利

五 机场：航空业务展现经营韧性，一次性收益影响盈利表现

六 公路：车流量通行费略分化，扣非业绩平稳

七 铁路：稳健增长与持续分红凸显战略配置价值

八 大宗供应链：盈利分化，风险继续释放，看好下半年改善

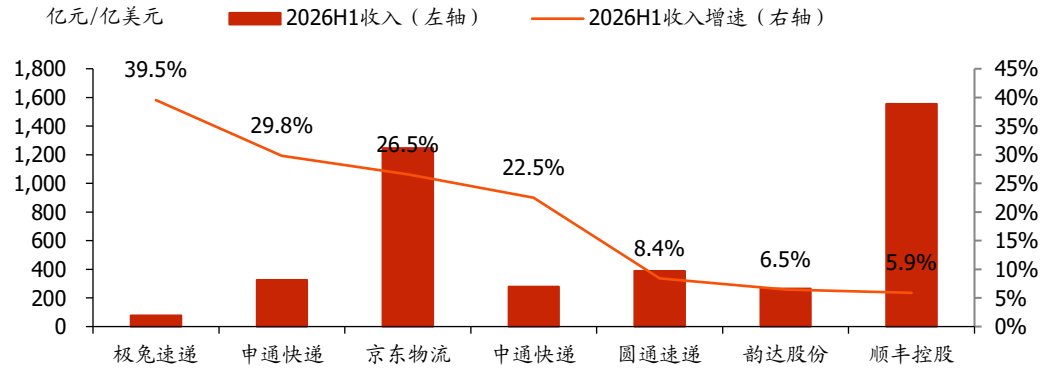
证券日志已记录，仅供内部参考

1.1 快递：“反内卷”通达系弹性兑现，极兔出海增长亮眼

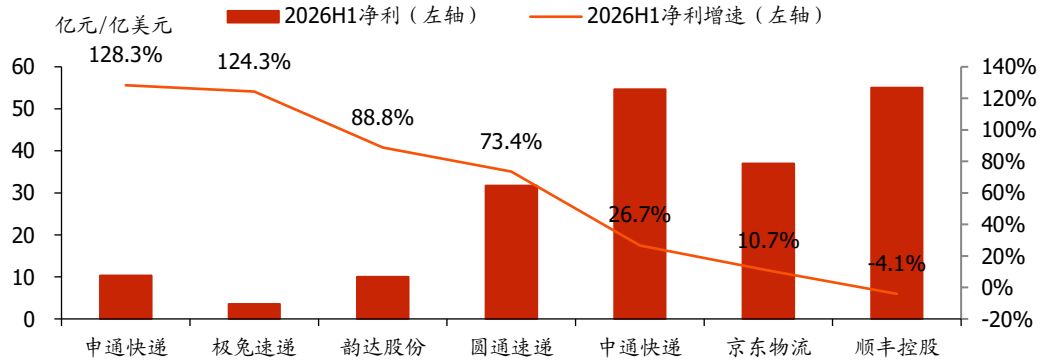
2026Q2业绩：通达系“反内卷”弹性兑现，直营制快递业绩增长受油价上涨压制。具体来看，26Q2归母净利同比增速：申通快递（+165.3%，5.8亿元）>韵达股份（+146.3%，5.1亿元）>圆通速递（+84.6%，18.0亿元）>中通快递（+50.3%，30.9亿元）>京东物流（+2.2%，26.4亿元）>顺丰控股（-15.1%，29.8亿元）。

2026H1业绩：通达系上半年整体弹性修复，极兔受益于海外件量高增而业绩高增。具体来看，26H1归母净利同比增速：申通快递（+128.3%，10.3亿元）>极兔速递(+124.3%，3.5亿美元）>韵达股份（+88.8%，10.0亿元）>圆通速递（+73.4%，31.8亿元）>中通快递（+26.7%，54.6亿元）>京东物流（+10.7%，37.0亿元）>顺丰控股（-4.1%，55.0亿元）。

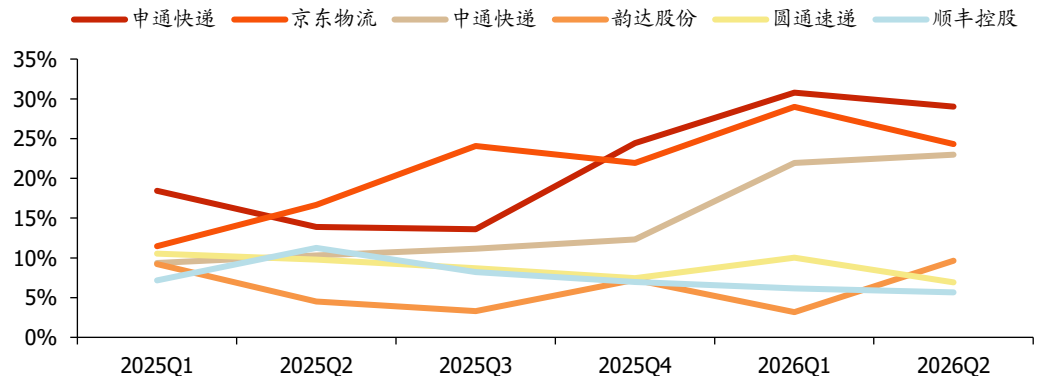
图表：快递公司2026H1营业收入与同比增速



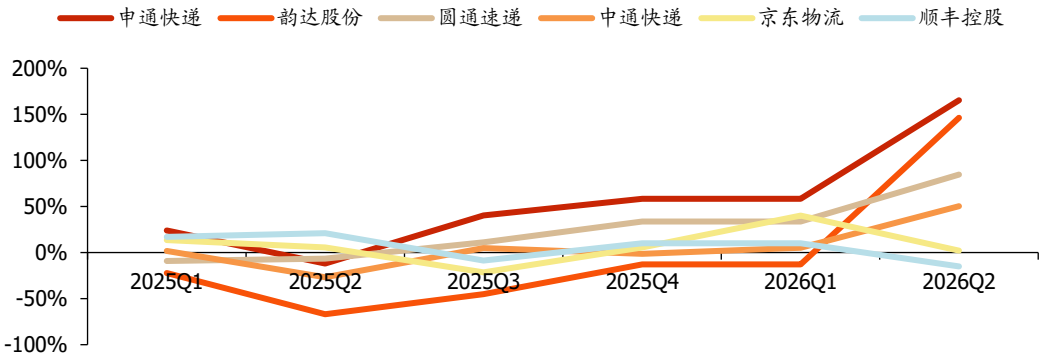
图表：快递公司2026H1归母净利润与同比增速



图表：快递公司25Q1-26Q2各季度营业收入同比增速



图表：快递公司25Q1-26Q2各季度归母净利润同比增速



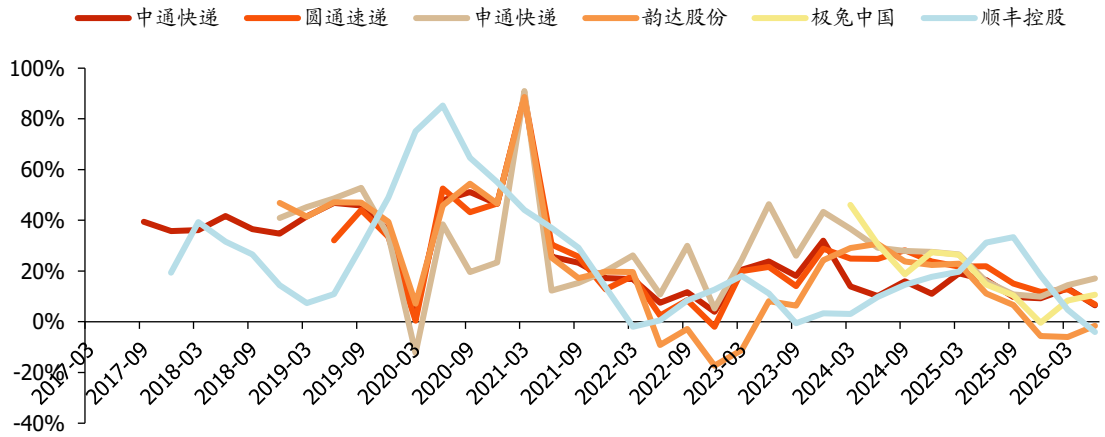
资料来源：Wind，各上市公司公告，国盛证券研究所　　注：1）中通快递、极兔速递、京东物流净利口径为调整后净利润，2）极兔速递营业收入与归母净利润单位为亿美元，其他公司单位为亿元。

调研日志已记录，仅供内部参考

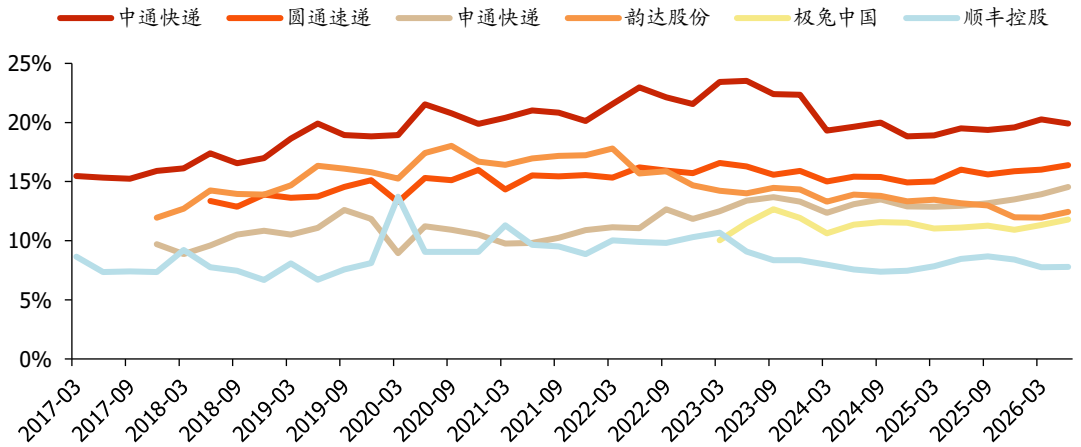
1.2 快递：需求较平淡，头部快递份额持续提升

件量方面，由于“反内卷”、油价上涨传导和高基数的原因，快递行业在2025Q4-2026Q2件量同比增速维持在4-6%的低增长区间。在行业由价格竞争转向价值竞争的过程中，通达内部的分化进一步显现，头部企业扩展份额。2026Q2，圆通、申通、极兔中国区件量同比增速分别为6.8%、17.1%、10.6%，均实现了份额的同环比提升；中通件量同比增长6.5%，实现了份额的同比提升；韵达件量同比-1.5%，Q2份额同比下跌但环比改善。

图表：快递公司各季度件量同比增速



图表：快递公司各季度市场份额



图表：快递行业、主要快递公司业务量及同比增速、份额情况

快递公司	件量（亿件）						件量同比（%）						市场份额（%）					
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
中通快递	85.4	98.5	95.7	105.6	96.7	104.86	19.1%	16.5%	9.7%	9.2%	13.2%	6.5%	18.9%	19.5%	19.4%	19.6%	20.3%	19.9%
圆通速递	67.8	80.8	77.2	85.6	76.4	86.36	21.7%	21.8%	15.0%	11.8%	12.7%	6.8%	15.0%	16.0%	15.6%	15.9%	16.0%	16.4%
申通快递	58.1	65.4	65.2	72.8	66.4	76.58	26.6%	16.0%	10.7%	9.9%	14.4%	17.1%	12.9%	12.9%	13.2%	13.5%	13.9%	14.5%
韵达股份	60.8	66.5	64.2	64.6	57.1	65.47	22.9%	11.2%	6.6%	-5.6%	-6.0%	-1.5%	13.5%	13.2%	13.0%	12.0%	12.0%	12.4%
极兔中国	49.8	56.1	55.8	58.9	54.0	62.11	26.5%	14.7%	10.4%	-0.4%	8.4%	10.6%	11.0%	11.1%	11.3%	10.9%	11.3%	11.8%
顺丰控股	35.4	42.7	42.9	45.3	37.1	40.99	19.7%	31.2%	33.4%	18.3%	4.7%	-4.0%	7.8%	8.5%	8.7%	8.4%	7.8%	7.8%
行业	451.4	505.1	494.3	538.7	477.3	526.5	21.6%	17.3%	13.3%	5.0%	5.7%	4.2%	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，各上市公司公告，国盛证券研究所

1.3 通达兔：单票收入、利润弹性增长，中通圆通核心成本改善

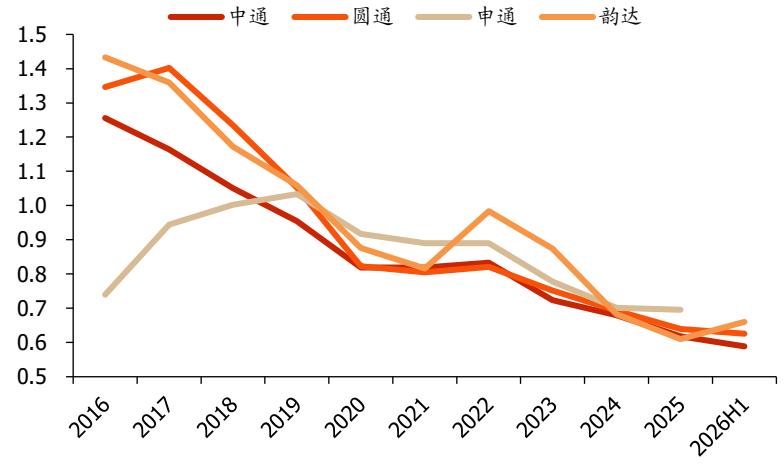
广发日志已记录，仅供内部参考

由于“反内卷”推动提价，2025年8月通达系单票收入出现拐点，2025Q3起通达系的单票收入、单票毛利、单票净利较2025Q2改善，2026Q2单票毛利、单票净利同比弹性增长。

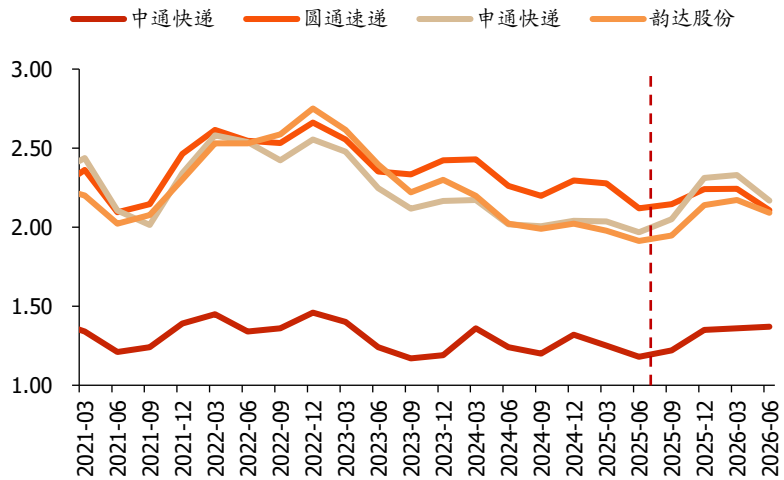
2026Q2，中通/圆通/申通/韵达单票收入分别为1.37/2.11/2.17/2.09元，环比+0.01/-0.14/-0.16/-0.08元，同比+0.19/-0.01/+0.20/+0.18元，尽管由于进入淡季价格较Q1回落，但同比仍有修复；单票毛利分别为0.36/0.30/0.17/0.16元，同比+0.06/+0.10/+0.07/+0.05元，单票净利分别为0.29/0.21/0.08/0.08元，同比+0.09/+0.09/+0.04/+0.05元。

高油价影响下，头部中通圆通仍实现降本增效。2026H1，中通/圆通/韵达单票核心成本分别为0.59/0.63/0.66元，分别同比-0.04/-0.02/+0.07元。

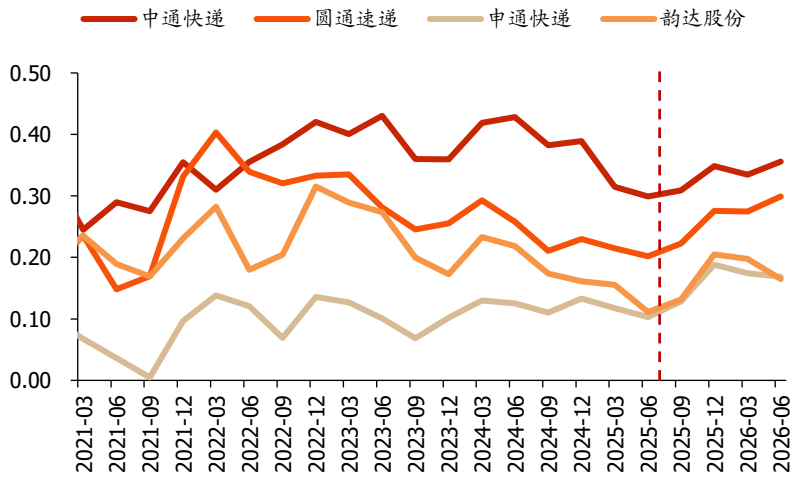
图表：通达系快递公司单票运输+中转成本（元）



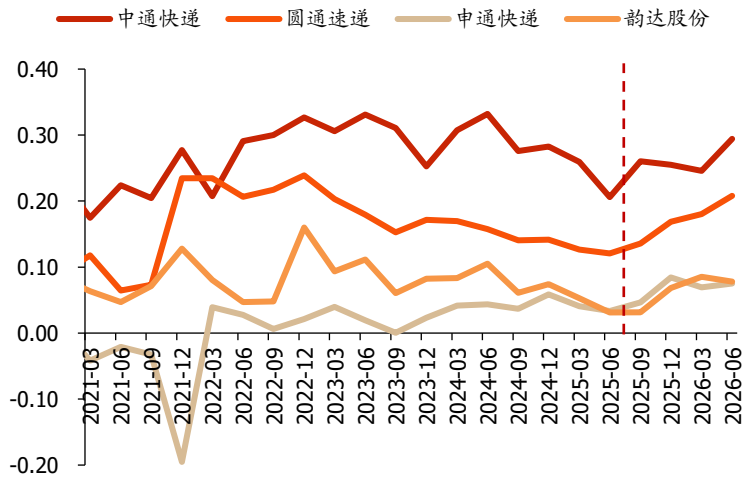
图表：通达系快递公司单票快递收入（元）



图表：通达系快递公司单票毛利（元）



图表：通达系快递公司单票净利（元）

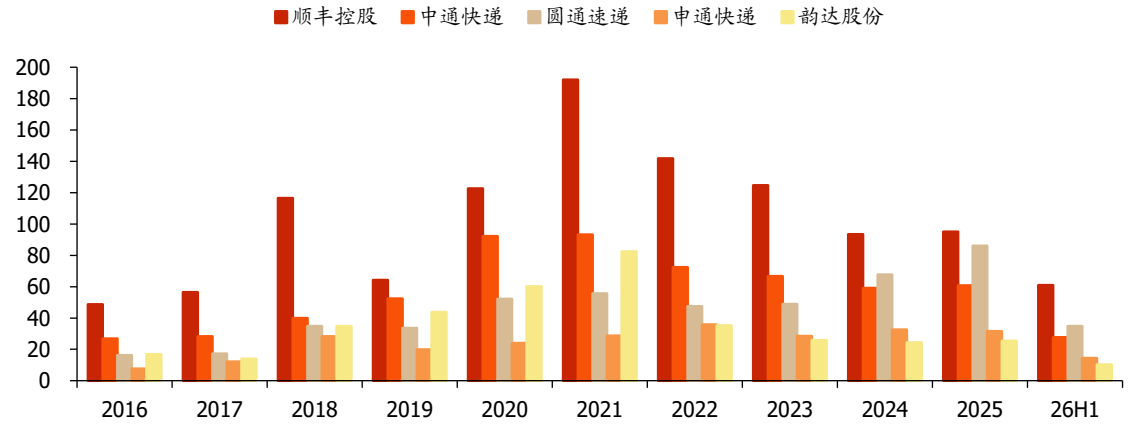


资料来源：Wind，各上市公司公告，国盛证券研究所　　注：中通快递净利口径为调整后净利润。

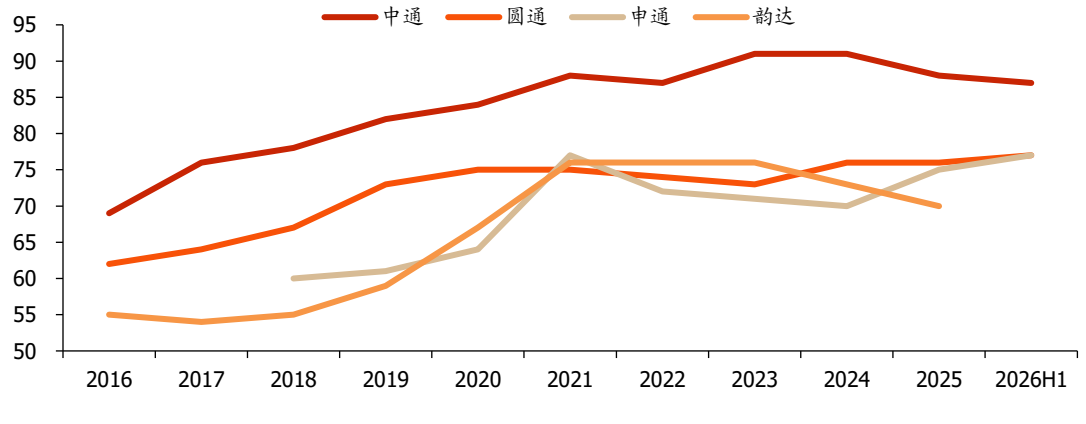
1.4 通达兔：顺丰、申通资本开支同比增长，通达系整体下降

调研日志已记录，仅供内部参考

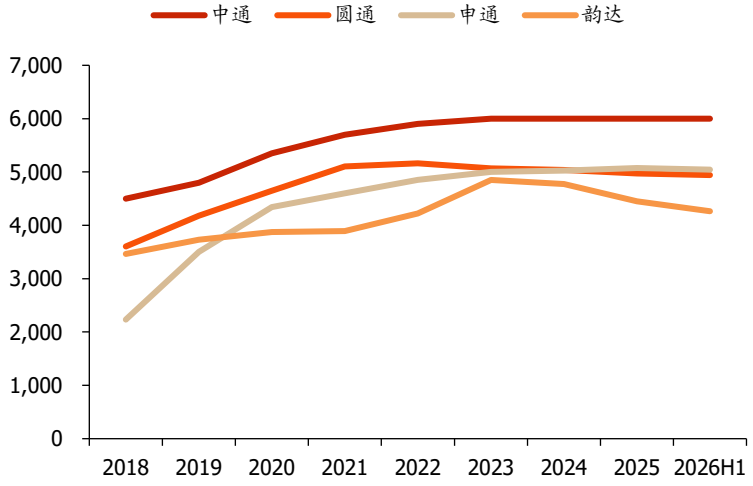
图表：快递公司资本开支（亿元）



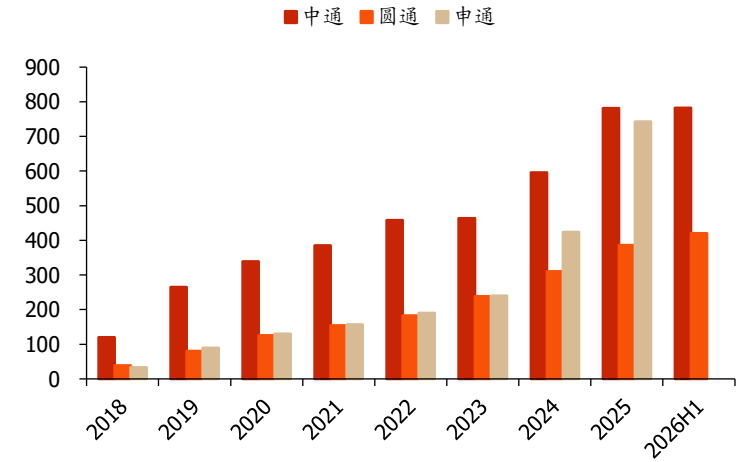
图表：通达系自营转运中心数量（个）



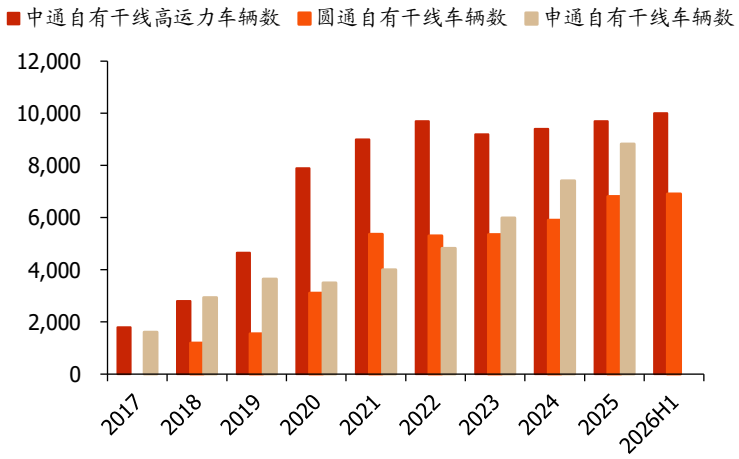
图表：快递公司加盟商数量（个）



图表：快递公司自动化分拣设备数量（套）



图表：快递公司自有车辆数量（辆）



资料来源：Wind，各上市公司公告，中通业绩展示材料，申通之声公众号，国盛证券研究所

调研日志已记录，仅供内部参考

1.5 通达兔：2026年“反内卷”持续深化

进入2026年，“反内卷”持续深化。年初全国邮政工作会议将聚力整治行业“内卷”作为年度重点任务之一，为全年“反内卷”工作定调；2026年3月起，新一轮涨价由点到面逐步蔓延，一方面，四川等非产粮区加盟商自下而上挺派费；另一方面，油价上涨导致干线成本抬升，倒逼各省快递价格上调。在“反内卷”持续、加盟商自下而上挺价、燃油成本传导共同推动下，2026年3-4月快递行业开启了新一轮提价并迅速向多省市蔓延；4月-7月，在多次邮政局会议与多次邮政局局长调研中强调要整治“内卷式”竞争；7月29日印发的《邮政业发展“十五五”规划》，提及“十五五”时期，国家邮政局将持续整治“内卷式”竞争。

图表：2026年至今快递“反内卷”与涨价事件

时间	事件	备注
2026年1月8日	2026年全国邮政工作会议召开，对2026年重点工作进行了再强调再部署，明确提出要“加强行业治理，要落实强监管要求，综合整治‘内卷式’竞争”。	
2026年2月5日	2026年全国邮政市场监管工作会议召开，会议明确了2026年六大重点任务，包括聚力整治快递行业内卷，健全规范有序竞争生态。	
2026年3月11日	四川省全区域范围内所有收货价格取消部分折扣，末端派费每票上调0.1元，收件价格同步上调0.1元—0.3元/票。	2026年，四川率先启动快递价格调整。
2026年3月13日-4月底	义乌、云南、江西、贵州、湖南、山东、河北、福建等多个省份加盟快递落地提价。	油价上涨，价格传导
2026年4月28日	国家邮政局召开主要快递企业负责人座谈会。邮政速递、顺丰、中通、圆通、韵达、申通、菜鸟、京东、极兔、德邦等品牌快递企业负责人围绕促进行业高质量发展、整治“内卷式”竞争、维护行业安全稳定、提升快递服务质量等重点工作进行发言。	
2026年4月29日	国家邮政局召开局长办公会议，强调要持续巩固行业整治“内卷式”竞争工作成效，更好服务纵深推进全国统一大市场建设。	
2026年6月1日-2日	6月1日至2日，国家邮政局党组书记、局长赵冲久带队赴浙江省调研。强调要加强行业监管，严格执法，督促企业合规经营，整治“内卷式”竞争，营造公平竞争市场环境。	
2026年6月8日	国家邮政局召开党组会议。强调要聚焦重点领域，全面排查化解各类风险，深入整治“内卷式”竞争，指导企业规范内部考核机制。	
2026年6月29日-7月2日	国家邮政局党组成员、副局长廖进荣带队赴上海调研，走访快递企业总部。强调要进一步强化企业总部统一管理责任，持续深化治理“内卷式”竞争，强化快递员群体合法权益保障，加强安全生产管理，维护快递服务网络稳定，促进快递业高质量发展。	
2026年7月29日	国家邮政局、国家发展改革委、交通运输部联合印发《邮政业发展“十五五”规划》。《规划》提及“十五五”时期，国家邮政局将持续整治“内卷式”竞争。	

资料来源：国家邮政局，物流时代周刊，派代，深圳物流与供应链管理协会，青岛市物流协会公众号，国盛证券研究所

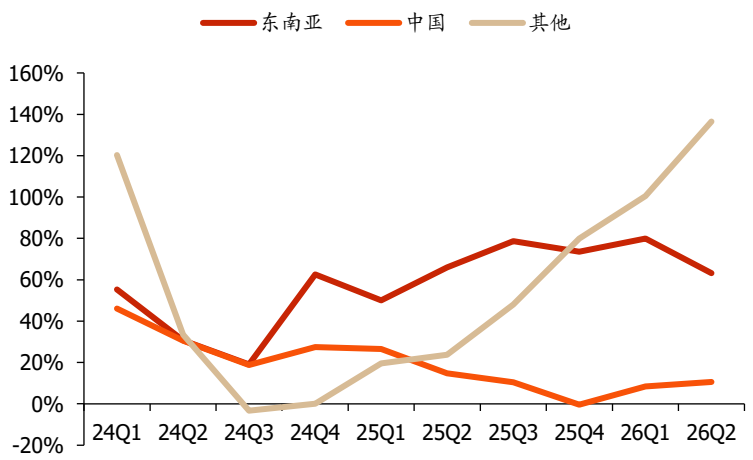
调研日志已记录，仅供内部参考

1.6 极兔速递：海外包裹量高增带动业绩超预期，国内量价稳修复

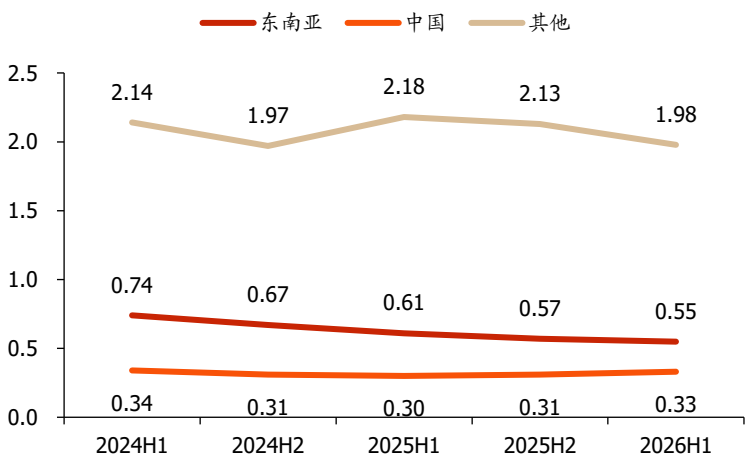
极兔速递2026H1整体收入77亿美元，同比+40%。其中，2026H1，东南亚包裹量55.2亿件，同比+71%，公司深度绑定当地电商增长红利，包裹量高速增长，份额持续提升；其他市场包裹量3.6亿件，同比+120%，Q2量增较Q1加速，公司加快网络投入匹配高速增长的客户需求，推动规模扩张；中国市场单票收入持续同环比修复。

极兔速递2026H1经调整EBIT 4.3亿美元，同比+122%，经调整净利3.5亿美元，同比+124%；其中单票EBIT 0.0248美元，同比+77%，单票净利0.020美元，同比+79%。海外包裹量高增驱动公司业绩高增。

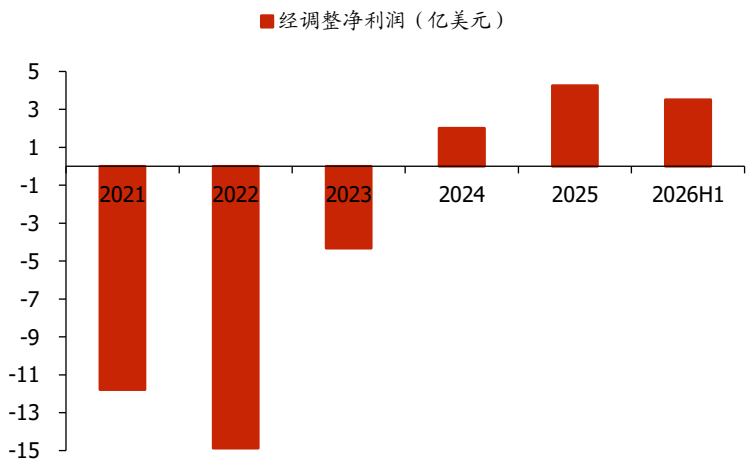
图表：极兔各市场包裹量同比增速



图表：各市场包裹量单票收入（美元/件）



图表：极兔经调整净利润（亿美元）



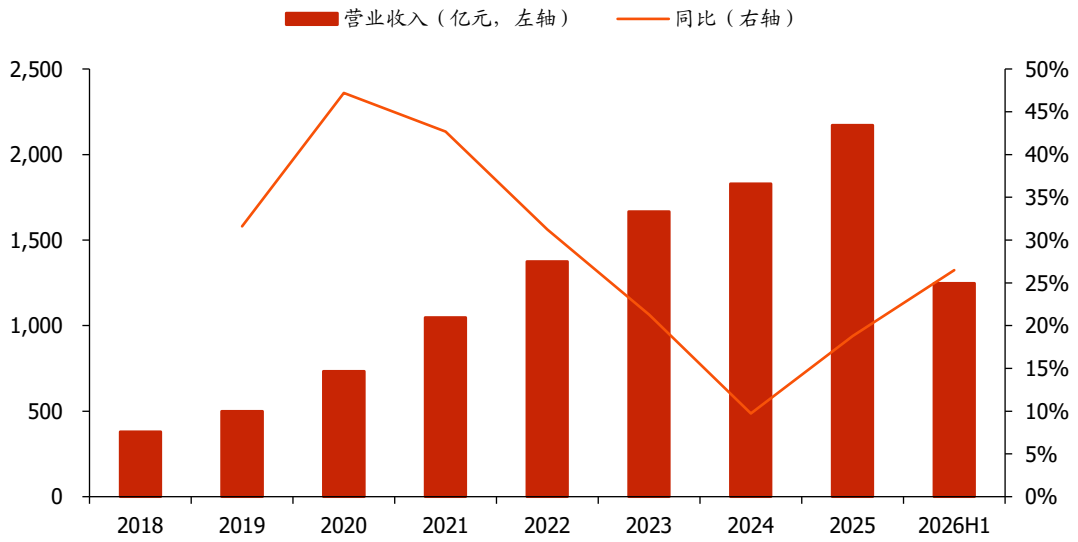
资料来源：Wind，极兔速递公司公告，国盛证券研究所

调研日志已记录，仅供内部参考

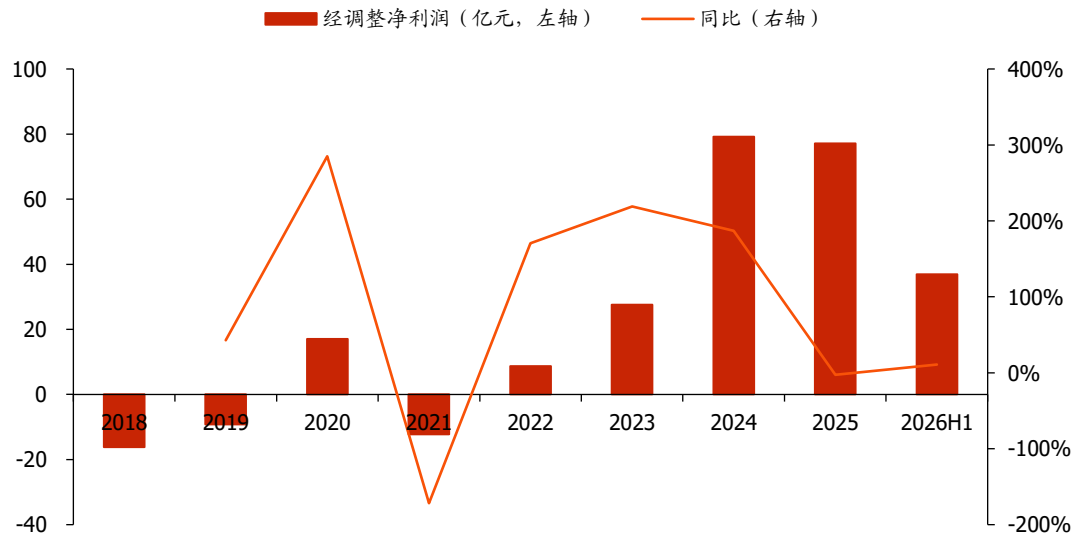
1.7 京东物流：经营利润稳健增长

京东物流2026H1收入1247亿元，同比+26.5%，经调整经营利润35.9亿元，同比+40.0%，经调整净利润37.0亿元，同比+10.7%。其中2026Q2收入641亿元，同比+24.3%，经调整经营利润24.3亿元，同比+11.6%，经调整净利润26.4亿元，同比+2.2%。公司凭借自身的经营韧性，有效缓释了油价波动带来的成本波动，实现稳健的盈利表现。

图表：京东物流营业收入及同比增速



图表：京东物流经调整净利润及同比增速



资料来源：Wind，京东物流公司公告，国盛证券研究所

调研日志已记录，仅供内部参考

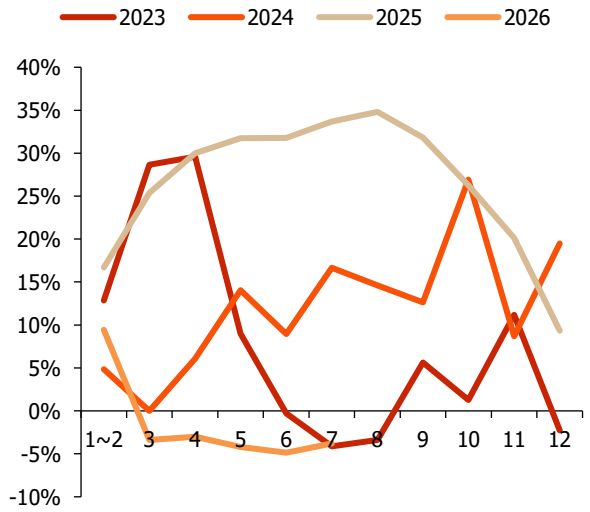
1.8 顺丰控股：经营拐点确认，业务结构优化，利润率持续改善

顺丰控股2026H1实现营业收入1555亿元，同比+6%，归母净利润55.0亿元，同比-4%，扣非归母净利49.7亿元，同比+9%。2026Q2实现营业收入814亿元，同比+6%，归母净利润29.8亿元，同比-15%（下滑因去年同期股权处置收益高基数所致），扣非归母净利26.6亿元，同比+3%。

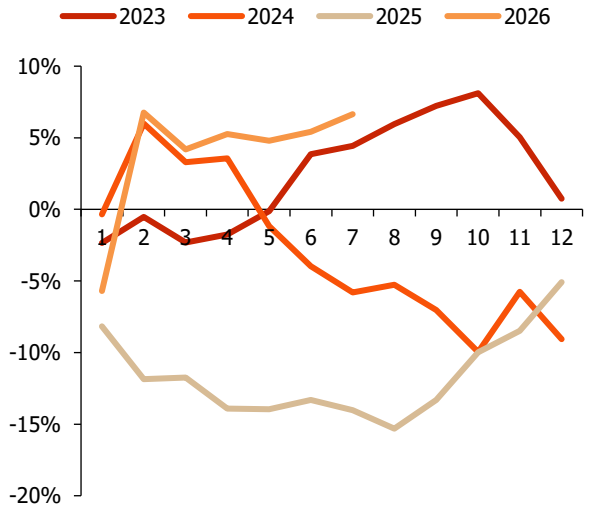
核心业务稳中提质，对冲油价负面影响。2025Q3以来，公司激励导向从规模进阶到价值，优化业务结构。2026Q2速运物流业务收入同比+1%，业务量同比-4%，单票收入同比+5%。2026H1速运物流业务收入同比+3%，业务量同比基本持平，单票收入同比+3%；时效快递业务（不含电商退货）实现收入同比增长5.3%，高于GDP增速。核心业务的调优有效对冲了Q2高油价的负面影响，2026H1速运及大件分部净利同比+3.5%。

供应链及国际业务增长动能释放。2026H1供应链及国际业务收入同比+16%，供应链及国际业务（不含KLN）收入同比+47%，分部实现扭亏为盈。

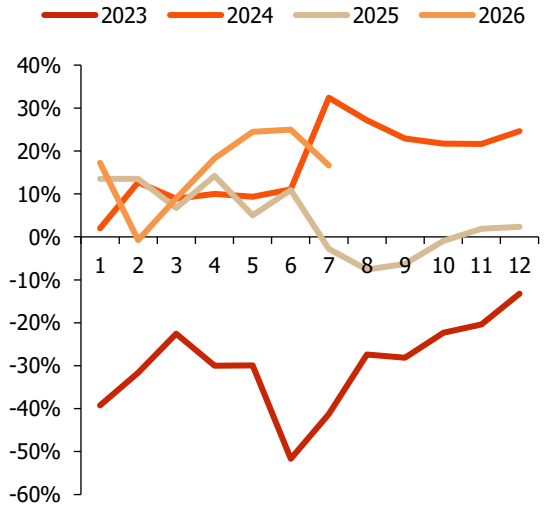
图表：顺丰各月速运物流业务量同比增速



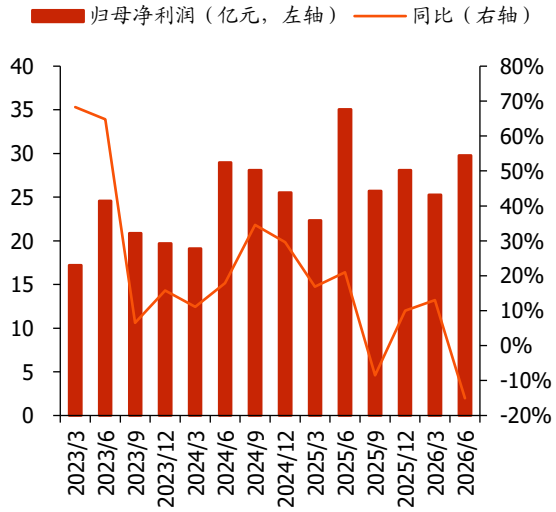
图表：顺丰各月速运物流单票收入同比增速



图表：顺丰供应链与国际业务收入同比增速



图表：顺丰各季度归母净利与同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

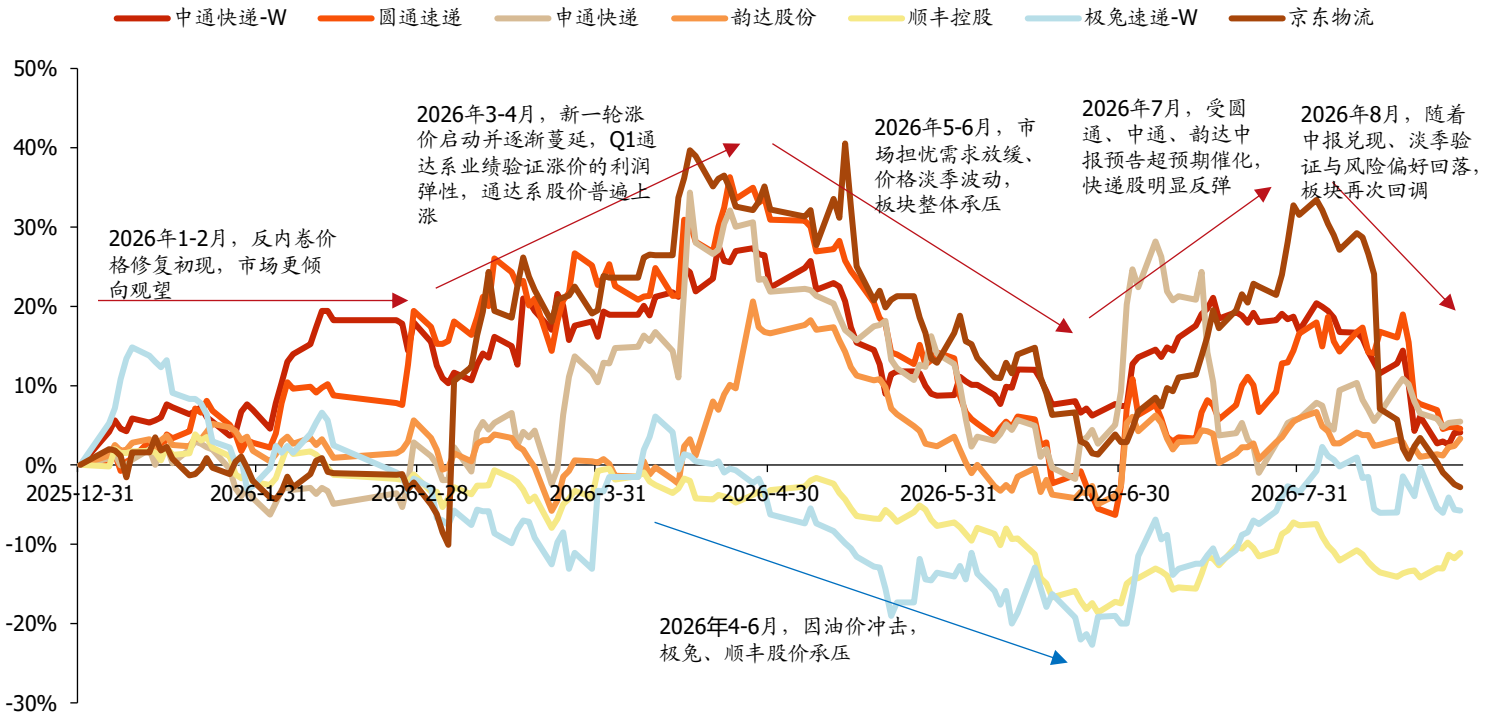
广发日志已记录，仅供内部参考

1.9 复盘：通达系波动中上涨、顺丰承压

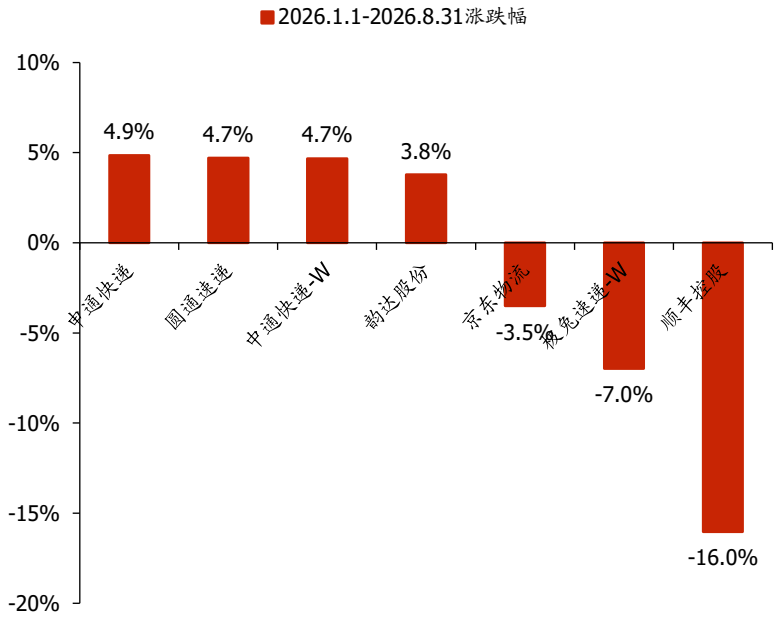
2026年至今股价复盘：2026年3月，新一轮涨价启动并逐渐蔓延多省，Q1通达系业绩验证涨价下的利润弹性，通达系股价普遍上涨；京东物流、极兔速递2026年预期进一步向好，支撑其股价回升。2026年5-6月，行业进入淡季，价格环比下滑，叠加市场风格变化，板块整体承压。 7月，受圆通、中通、韵达中报预告超预期催化，快递股明显反弹。8月，随着中报兑现、淡季验证与风险偏好再度变化，板块再次回调。

截至8月31日，各快递股票涨跌幅：申通（4.9%）>圆通速递（4.7%）>中通快递-W（4.7%）>韵达股份（3.8%）>京东物流（-3.5%）>极兔速递（-7.0%）>顺丰控股（-16.0%）。“反内卷”带来的价格修复、盈利修复，是2026年通达系快递股录得正收益最核心的原因，而受油价影响越大的直营制快递股与出海股股价承压。

图表：各快递股2026年以来的股票收益率（%）



图表：各快递股2026.1.1-2026.8.31涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：行情数据截至2026年8月31日

调研日志已记录，仅供内部参考

1.10 快递：看好三条投资主线

2026年下半年展望：量端弱复苏，价端强约束，利润端继续向上。件量方面，2026H1全国快递业务量1004亿件，同比+5.0%，行业件量增速从前几年双位数增长切换至中个位数增长，我们预计下半年件量仍大概率维持个位数增长，但随着2025年下半年高基数逐步消化，增速有望较上半年改善。价格方面，7月行业件量同比+4.1%、收入同比+8.1%、单票收入7.63元，同比+3.8%，淡季价格仍具韧性。随着“反内卷”延续、高油价与社保成本传导叠加旺季临近，Q4价格端仍有上行动力。利润方面，通达系公司2026Q2利润均实现高弹性增长，表明在当前价格有托底的背景下，加盟快递盈利能力具备保障；若旺季价格中枢进一步上移，利润弹性仍可期待，全年通达系业绩高增确定性较强。

投资建议：

1）出海线：海外电商GMV的高速增长，带动快递业务量迅猛增长，支撑业绩持续高增。其中极兔速递在东南亚与拉美市场件量、份额持续快速提升，是快递出海的首选标的，**推荐极兔速递。**

2）“反内卷”线：2026Q2通达兔在“反内卷”背景下通达系盈利弹性加速释放。下半年行业“反内卷”预计延续，旺季涨价及社保成本传导将为价格提供持续支撑，全年通达系业绩高增确定性强。竞争格局方面，头部公司份额延续提升趋势。**推荐中通快递、申通快递、极兔速递，建议关注圆通速递。**

3）顺周期线：顺丰、京东物流2026Q2阶段性受油价上涨压制，短期利润增速放缓，但二者业务结构均在持续优化、海外业务增长亮眼，中长期改善趋势明确。**推荐顺丰控股，建议关注京东物流。**

广发日志已记录，仅供内部参考

目录

一 快递：加盟制快递弹性强，极兔出海增长亮眼

二 航运：业绩全面向好

三 港口：业绩保持稳健

四 航空：高油价压制行业盈利

五 机场：航空业务展现经营韧性，一次性收益影响盈利表现

六 公路：车流量通行费略分化，扣非业绩平稳

七 铁路：稳健增长与持续分红凸显战略配置价值

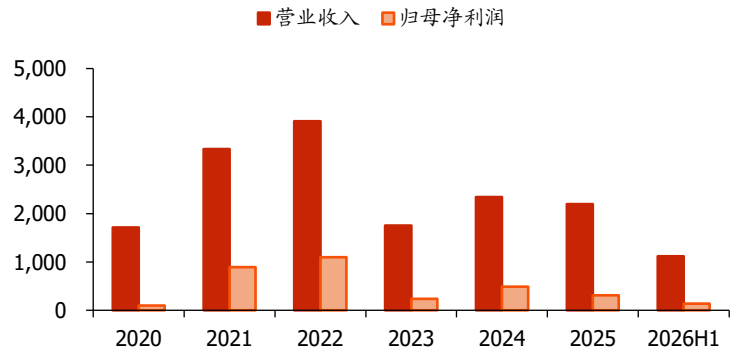
八 大宗供应链：盈利分化，风险继续释放，看好下半年改善

调研日志已记录，仅供内部参考

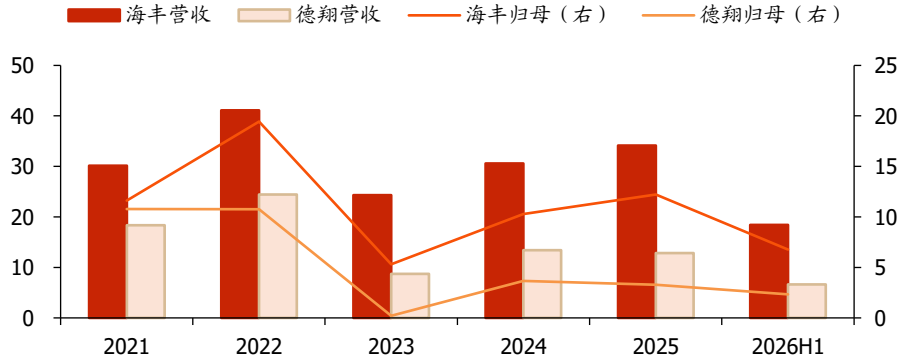
2.1 集运：运价上涨，业绩有一定程度体现

2026年上半年全球集装箱货量继续维持增长，且高于2021-2025年任一年份；上半年全球集装箱船队运力增长2.1%，但地缘冲突带来的航线绕行和港口拥堵等因素持续约束有效供给。上半年CCFI均值为1249，同比下降 0.26%；其中，第二季度 CCFI 均值环比一季度增长19.5%。在运价上涨尤其是Q2环比上涨的情况下，集运公司盈利同环比改善。

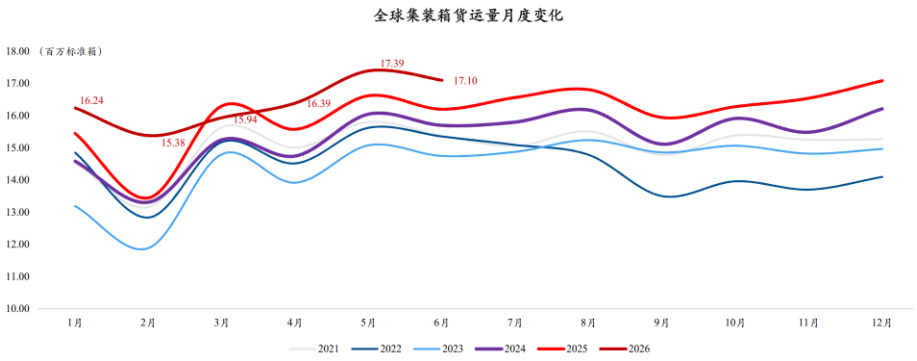
图表：中远海控营收及归母净利润（亿元）



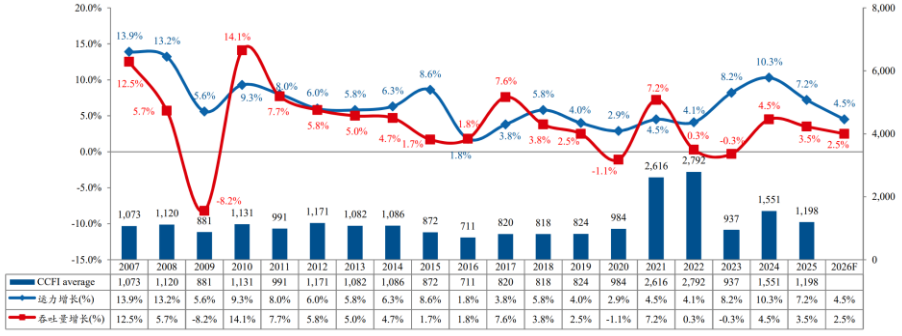
图表：区域内集运主要公司营收及净利润（亿美元）



图表：全球集装箱货运量变化



图表：CCFI历年变化及集运行业供需增速



资料来源：Wind，中远海控，国盛证券研究所

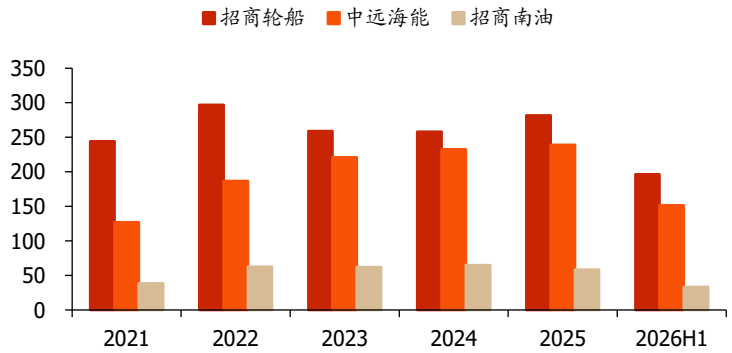
广发日志已记录，仅供内部参考

2.2 油运：业绩随运价增长，关注海峡通航进展

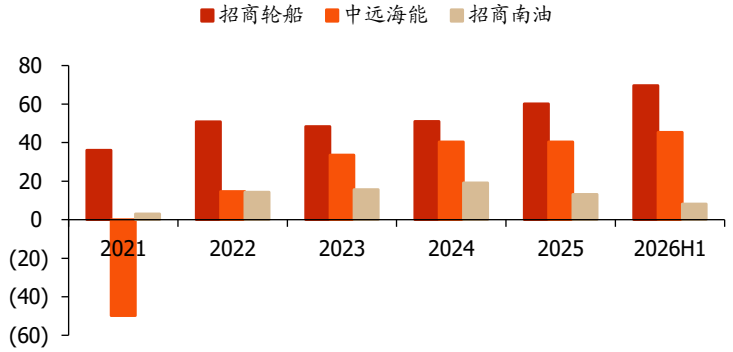
经营表现：招商轮船/中远海能/招商南油2026年上半年分别实现营业收入196.51/151.46/33.09亿元，对应归母净利润分别为69.60/45.45/8.12亿元。

运力变化：截止2026年6月30日，招商轮船自有VLCC在运营船舶51条，在手订单15条；中远海能VLCC在运营船舶48条，在手订单6条。

图表：A股油运公司营业收入变化（亿元）



图表：A股油运公司归母净利润变化（亿元）



图表：招商轮船运力规模及结构（截止26年H1）

分类		现有船舶 船舶艘数	总载重量(万吨)	箱位数(TEU)/车位数(辆)	平均船龄	订单船舶 船舶艘数	总载重量(万吨)	箱位数(TEU)/车位数(辆)
自有船	油轮小计	60	1665.21		10.27	21	532.9	
	Aframax	8	88.4		7.72	5	57.5	
	VLCC	51	1576.01		10.84	15	460	
	DPST浮提油轮					1	15.4	
	燃料加注船	1	0.8		1.7			
	气体船小计	35	305.28		6.57	29	237.33	
	LNG	35	305.28		6.57	29	237.33	
	散货船小计	96	1885.46		10.73	10	210.8	
	VLCC	34	1313.16		8.68			
	Newcastlemax					10	210.8	
	Capesize	16	286.89		15.6			
	kamsarmax	4	32.77		0.5			
	Panamax	6	45.78		13.36			
	Ultramax	20	125.73		10.07			
	Supramax	10	57.95		14.6			
	Handysize	6	23.18		9.3			
	件杂货船小计	8	49.23		2.5			
	General Dry Cargo Ship	8	49.23		2.5			
	集装箱船小计	23	13.83	59255	12.38	4	8.2	31200
	外贸9300个位	2	5.11	18600	0.7	4	8.2	31200
	长江800个位	7	0.81	5600	12.81			
	长江1000个位	4	0.6	4000	8.92			
	沿海/外贸2000个位	6	2.45	13741	16.05			
	外贸3800个位	2	2.36	8132	5.18			
	外贸4300个位	1	1.28	4310	26.14			
	外贸4900个位	1	1.23	4872	16.87			
	集装箱船小计	19	42.36	30566	7.22	12	60.46	52000
	300-800 TEU							
	801-1,400 TEU	11	142543	11093	13.6			
	1,401-2,000 TEU	4	99012	7784	9	4	95880	7200
	2,001-3,000 TEU	3	110848.4	7674	11.7	4	146800	12000
	3,001-5,000 TEU	1	71189.4	4015	9			
	8200 TEU					4	362000	32800
	自有船总计	241	3961.24		9.62	76	1049.69	
租入船	油轮小计	1	30.1		19.2	3	91.8	
	VLCC	1	30.1		19.2	3	91.8	
	散货船小计	43	455.24		8.11			
	Newcastlemax	6	125.05		7.93	2	42.2	
	Capesize	7	124.27		14.67			
	kamsarmax	14	114.95		4.06			
	Panamax	4	31.61		10.48			
	Ultramax	3	18.96		8.97			
	Supramax	2	11.5		12			
	Handysize	7	28.9		7			
	件杂货船小计	2	2.6		18.7			
	General Dry Cargo Ship	2	2.6		18.7			
	集装箱船小计	23	53.22	38177	17.86			
	租入船总计	69	541.16		11.33			

图表：中远海能运力规模及结构（截止26年H1）

概述	船型	运营中	在建订单
153 + 38 油轮	VLCC	48	6
	苏伊士	3	
	阿芙拉/LR2	20	11
	巴拿马/LR1	35	6
	MR&其他	47	15
66 + 31 LNG运输船[3]	LNG运输船(CSLNG[1])	36	25
	LNG运输船(CLNG[2])	30	6
14 + 5 LPG运输船	LPG 运输船	14	5
9 + 1 化学品运输船	化学品运输船	9	1

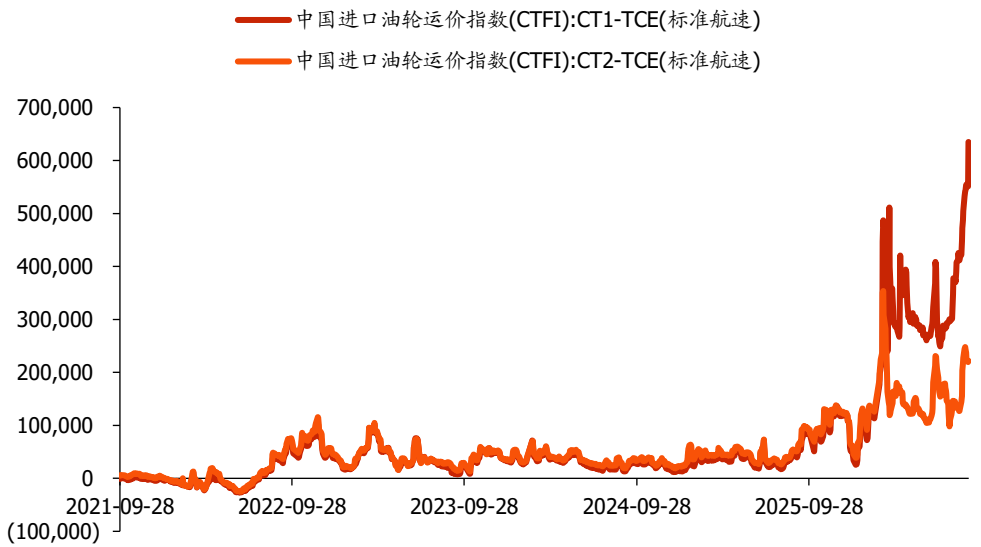
资料来源：Wind，各上市公司公告，国盛证券研究所

研究日志已记录，仅供内部参考

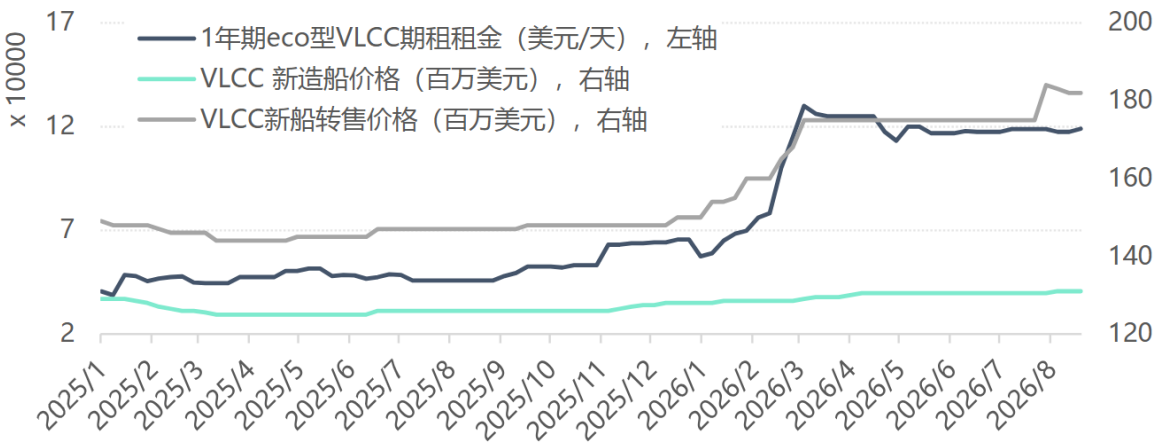
2.2 油运：业绩随运价增长，关注海峡通航进展

上半年VLCC市场被合规油轮供应不足和地缘冲突叠加影响。3月美伊冲突爆发后，霍尔木兹海峡关闭，大量油轮被困湾内，VLCC风险溢价提升，但“有价无市”；4月至5月，湾外替代港口出货增长有限，大西洋市场受中东外溢运力持续涌入拖累，西非、美湾运价同步承压；6月中下旬海峡局势再度反复，美伊签署备忘录后TD34一周拉涨超100点至WS280附近，随后随着局势进一步紧张、通航预期消散回落。

图表：VLCC中东和西非航线运价（美元/天）



图表：VLCC一年期期租和新造船价格变化



资料来源：Wind，中远海能，国盛证券研究所

广发日志已记录，仅供内部参考

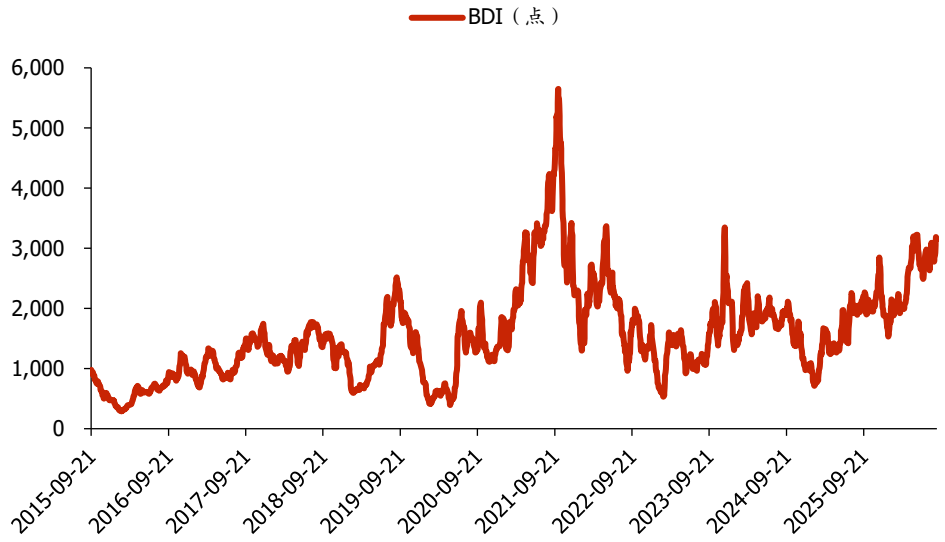
2.3 干散货：行业已具备上行周期的基础

需求：2026 年上半年，干散货海运量同比增长 3.7%，其中中国主要散货进口同比增加 5.1%，煤炭成为额外驱动力。

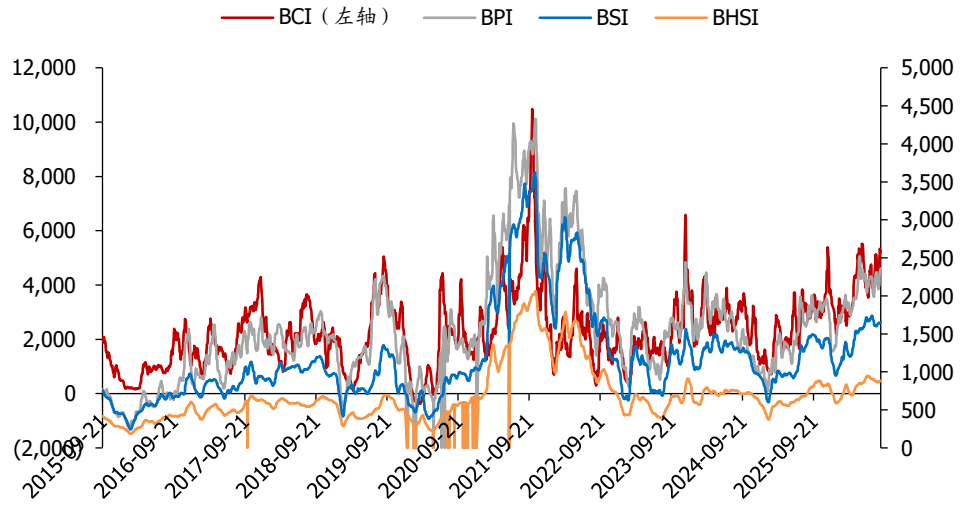
供给：2026 年上半年，全球干散货供给同比增长 3.4%，绕行和降速消耗有效运力。

运价：2026年1月起，BDI及细分船型运价虽有波动，但整体保持上涨态势，BDI上半年均值2347点，同比增长82%。

图表：BDI变化



图表：干散货分船型运价指数



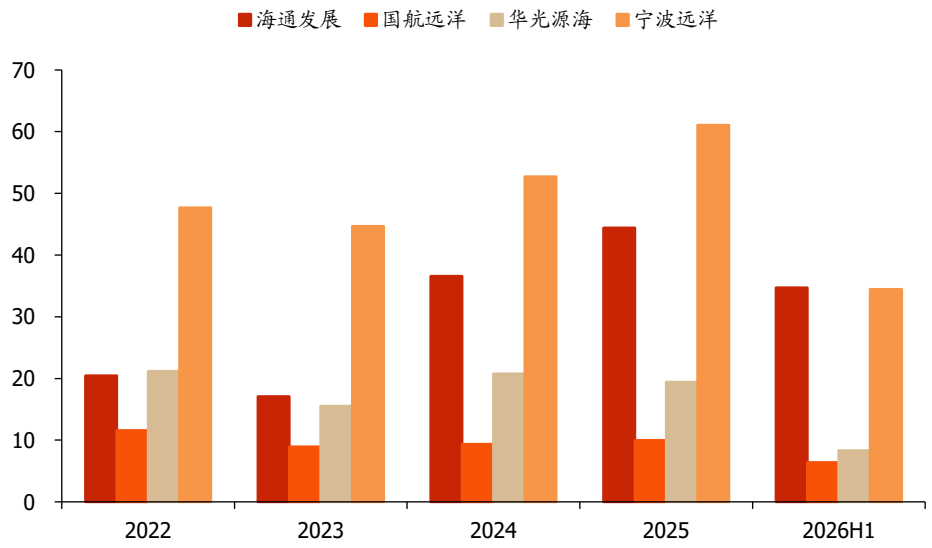
资料来源：Wind，国盛证券研究所

调研日志已记录，仅供内部参考

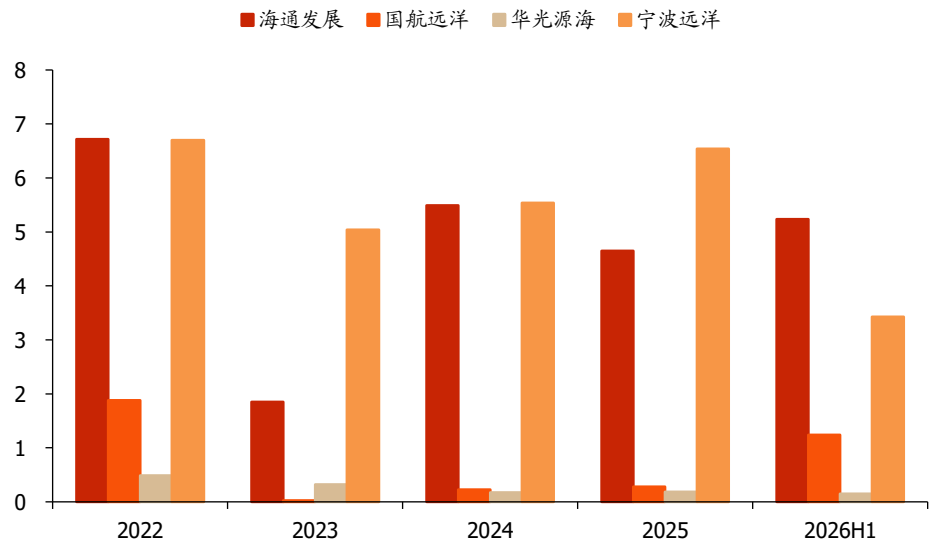
2.3 干散货：行业已具备上行周期的基础

上市公司运营表现：2026年上半年海通发展/国航远洋/华光源海/宁波远洋分别实现营业收入34.71/6.41/8.31/34.45亿元，对应归母净利润5.23/1.24/0.15/3.43亿元。

图表：主要干散货上市公司营收变化（亿元）



图表：主要干散货公司归母净利润变化（亿元）

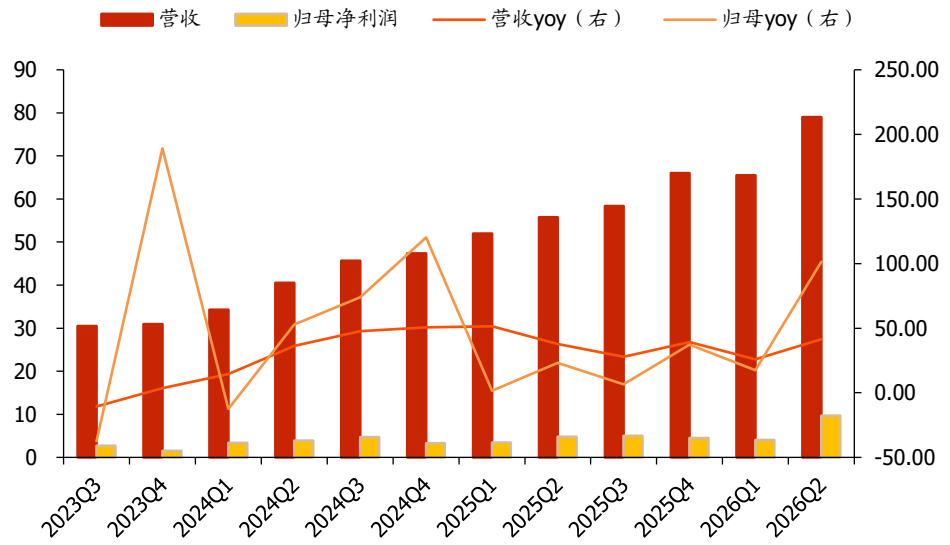


资料来源：Wind，国盛证券研究所

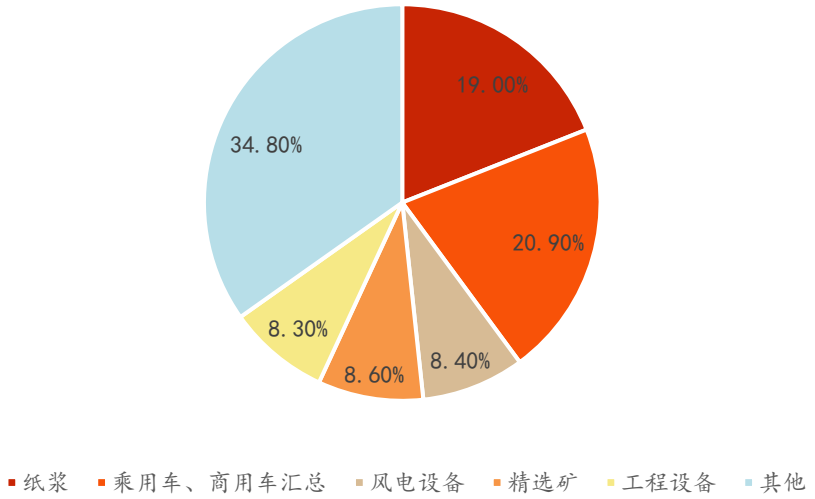
调研日志已记录，仅供内部参考

2.4 特种船运输：快速增长，关注新能源业务增量

图表：中远海特分季度营收和归母净利润变化（亿元，%）



图表：中远海特货种结构（2026年上半年）



图表：中远海特运力结构（2026年6月30日）

船队结构	控制方式	艘数	载重吨（万DWT）	平均船龄
多用途船	自有	33	101.43	12.81
重吊船	自有	24	64.02	15.33
	经租	16	98.72	1.21
新型多用途船	自有	8	49.61	6.72
	经租	69	517.56	2.05
半潜船	自有	10	51.71	12.27
汽车船	自有	8	12.62	13.9
	经租	20	38.91	1.23
沥青船	自有	14	11.35	10.9
木材船	自有	4	12.72	15.52
合计	自有	101	303.52	12.8
	经租	105	655.19	1.77

资料来源：Wind，中远海特，国盛证券研究所

广发日志已记录，仅供内部参考

2.5 航运：重点关注造船、油运和干散货投资机会

国盛证券 GUOSHENG SECURITIES

综合航运各细分板块的景气度以及估值，建议重点关注：

（1）油运：在霍尔木兹海峡不长期封闭的前提下，当前阶段原油去库，待海峡通行顺畅后下游开始进行原油补库对油运是利好的局面，相关标的：招商轮船、中远海能H/A、招商南油。

（2）干散货，行业供给增速相对温和，2026年重点关注西芒杜铁矿石投产带来的运距拉长逻辑、霍尔木兹海峡通行后的补库逻辑。相关标的：海通发展、太平洋航运。

（3）造船关注松发股份和中国船舶，船舶涂料重点关注中远海运国际。

证券日志已记录，仅供内部参考

一 快递：加盟制快递弹性强，极兔出海增长亮眼

二 航运：业绩全面向好

三 港口：业绩保持稳健

四 航空：高油价压制行业盈利

五 机场：航空业务展现经营韧性，一次性收益影响盈利表现

六 公路：车流量通行费略分化，扣非业绩平稳

七 铁路：稳健增长与持续分红凸显战略配置价值

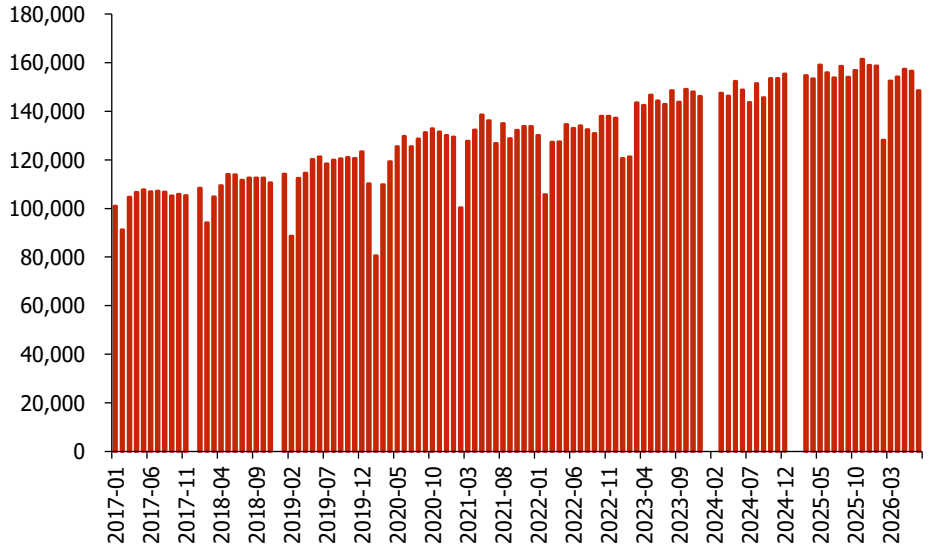
八 大宗供应链：盈利分化，风险继续释放，看好下半年改善

调研日志已记录，仅供内部参考

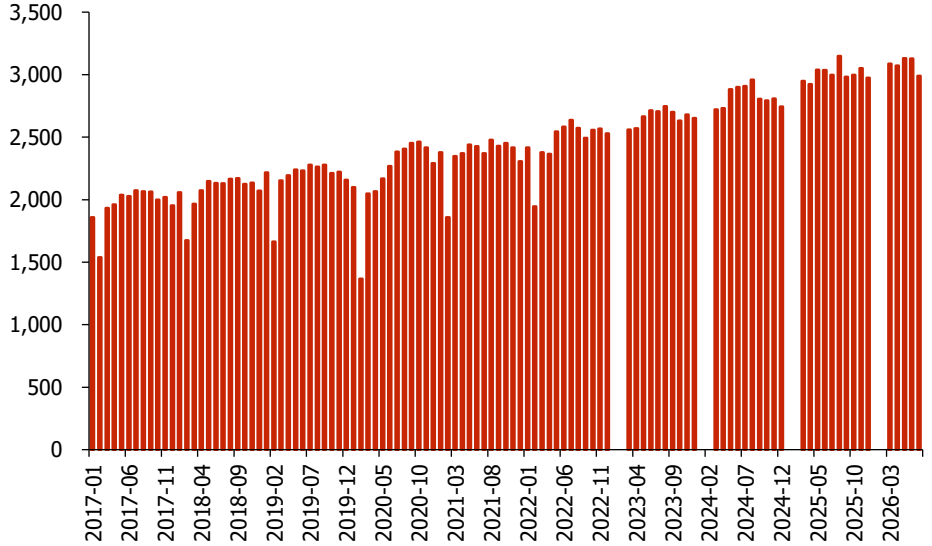
3. 港口：业绩保持稳健

2026年上半年，全国港口完成货物吞吐量90.7亿吨，同比增长2.0%，其中二季度同比增长0.1%。分结构看，内贸吞吐量同比增长1.0%，外贸吞吐量同比增长4.3%，完成集装箱吞吐量1.8亿标箱，同比增长5.9%。

图表：中国港口货物吞吐量（万吨）



图表：中国港口集装箱吞吐量（万标准箱）



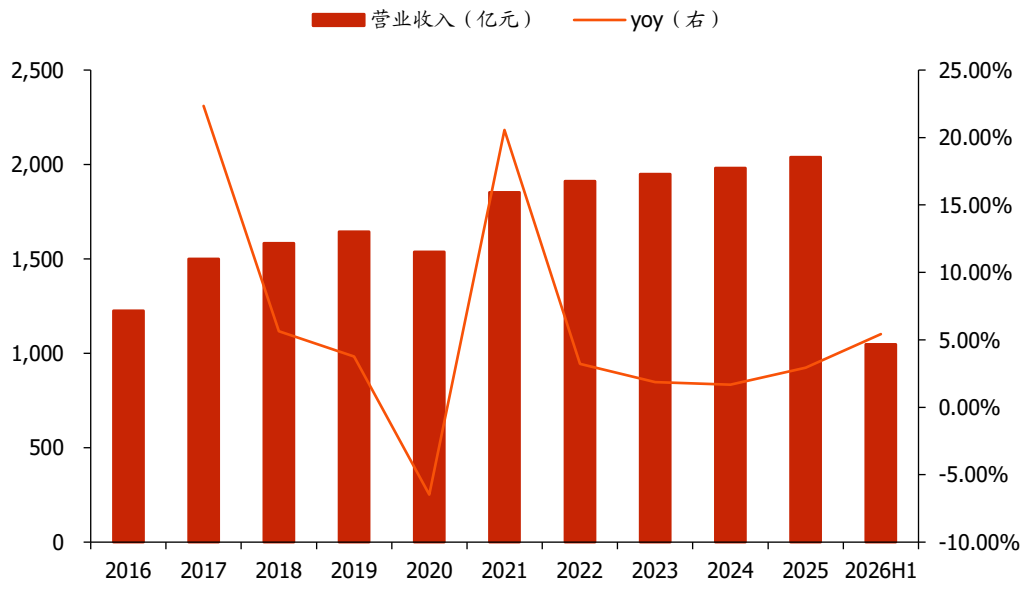
资料来源：Wind，国盛证券研究所

广发日志已记录，仅供内部参考

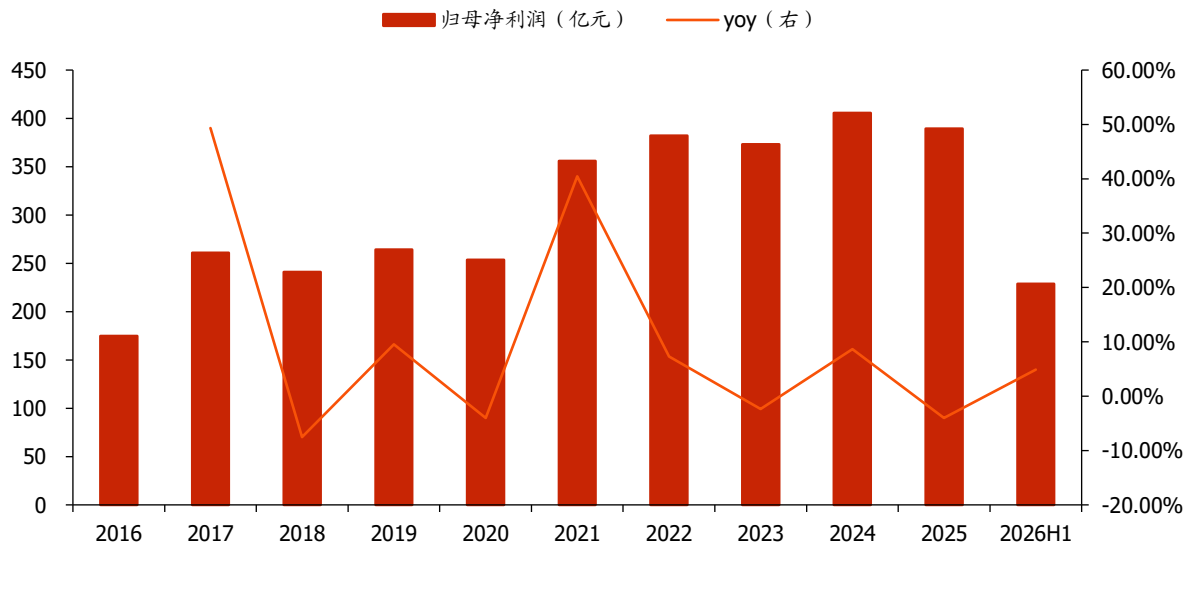
3. 港口：业绩保持稳健

上市公司业绩：我们选取除招港B之外的合计16家A股港口上市公司（盐田港、北部湾港、厦门港务、招商港口、南京港、日照港、上港集团、重庆港、天津港、唐山港、连云港、宁波港、广州港、青岛港、秦港股份和辽港股份）作为整体统计对象，以上港口2026年上半年合计实现营业收入1047.54亿元，同比增长5.43%；合计实现归母净利润228.86亿元，同比增长6.08%。

图表：A股港口上市公司营收及变化



图表：A股港口上市公司归母净利润及变化



资料来源：Wind，国盛证券研究所

广发日志已记录，仅供内部参考

一 快递：加盟制快递弹性强，极兔出海增长亮眼

二 航运：业绩全面向好

三 港口：业绩保持稳健

四 航空：高油价压制行业盈利

五 机场：航空业务展现经营韧性，一次性收益影响盈利表现

六 公路：车流量通行费略分化，扣非业绩平稳

七 铁路：稳健增长与持续分红凸显战略配置价值

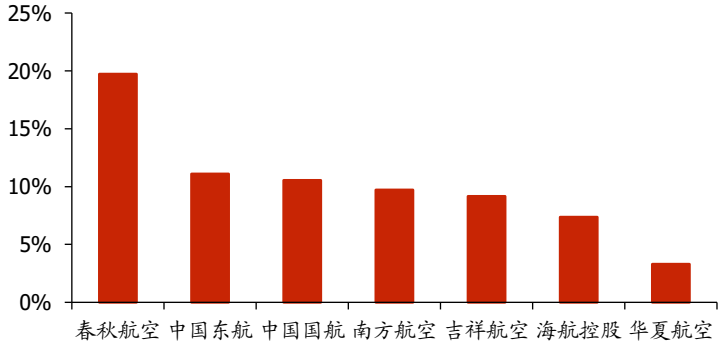
八 大宗供应链：盈利分化，风险继续释放，看好下半年改善

调研日志已记录，仅供内部参考

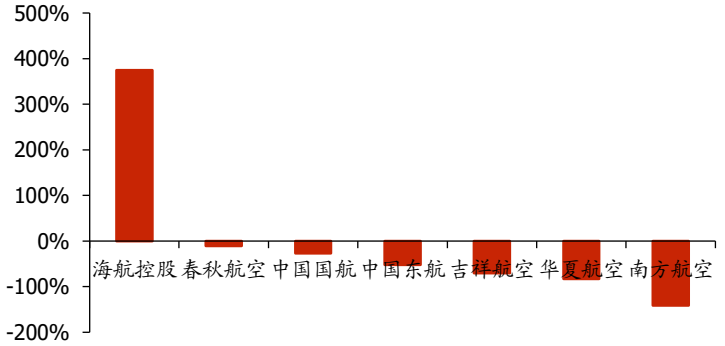
4.1 航空：1H26经营成果：Q1景气，Q2高油价压制盈利

- **1H26年业绩：春运景气，1Q26盈利高增；地缘推高油价，高油价侵蚀行业利润。**
- 营业收入同比增速：春秋航空（19.7%）> 中国东航（11.1%）> 中国国航（10.5%）> 南方航空（9.7%）> 吉祥航空（9.2%）> 海航控股（7.4%）> 华夏航空（3.3%）
- 归母净利润同比增速：海航控股（374.4%）> 春秋航空（-10.8%）> 中国国航（-26.6%）> 中国东航（-52.3%）> 吉祥航空（-70.3%）> 华夏航空（-82.6%）> 南方航空（-141.1%）
- 扣非归母净利润同比增速：海航控股（156.0%）> 春秋航空（-10.6%）> 中国国航（-39.1%）> 中国东航（-81.8%）> 吉祥航空（-83.0%）> 华夏航空（-86.7%）> 南方航空（-131.7%）

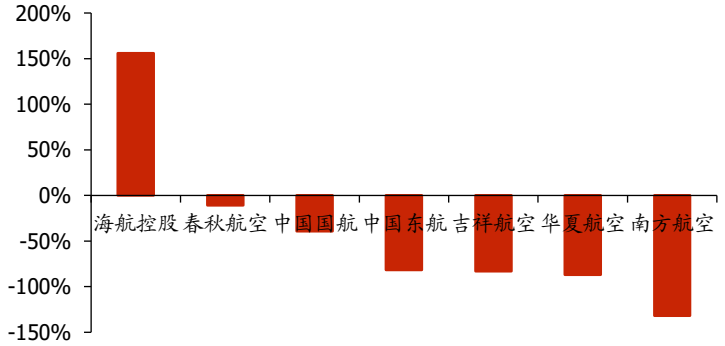
图表：沪深上市航司1H26营业收入增速（%）



图表：沪深上市航司1H26归母净利润增速（%）



图表：沪深上市航司1H26扣非归母净利润增速（%）



图表：沪深上市航司1H26经营成果

	中国国航	中国东航	南方航空	海航控股	春秋航空	吉祥航空	华夏航空
营业收入（亿元）	892.68	742.34	946.79	355.17	123.36	120.81	37.29
同比增速（%）	10.5%	11.1%	9.7%	7.4%	19.7%	9.2%	3.3%
归母净利润（亿元）	(22.86)	(21.79)	(36.96)	2.70	10.42	1.50	0.44
同比增速（%）	-26.6%	-52.3%	-141.1%	374.4%	-10.8%	-70.3%	-82.6%
扣非归母净利润（亿元）	(27.87)	(31.97)	(47.10)	0.29	10.27	0.69	0.30
同比增速（%）	-39.1%	-81.8%	-131.7%	156.0%	-10.6%	-83.0%	-86.7%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

调研日志已记录，仅供内部参考

4.2 航空：1H26经营数据：三大航发力国际，春秋增投国内，客座率整体提升

- **1H26经营数据：三大航增投国际航线，春秋航空增投国内航线，行业整体客座率上升。**
- ASK增速同比：春秋航空（15.4%）> 南方航空（4.1%）> 中国国航（1.7%）> 中国东航（1.7%）> 吉祥航空（0.6%）> 海航控股（-1.7%）> 华夏航空（-3.8%）
  其中，国内线增速同比：春秋航空（18.4%）> 吉祥航空（4.0%）> 中国国航（0.8%）> 南方航空（0.8%）> 中国东航（-0.2%）> 海航控股（-1.3%）
  国际线增速同比：南方航空（13.4%）> 中国东航（5.9%）> 中国国航（4.1%）> 春秋航空（4.1%）> 海航控股（-3.1%）> 吉祥航空（-7.5%）
- RPK增速同比：春秋航空（18.0%）> 中国国航（6.8%）> 中国东航（4.3%）> 南方航空（3.4%）> 吉祥航空（2.7%）> 海航控股（0.1%）> 华夏航空（-3.5%）
  其中，国内线增速同比：春秋航空（20.2%）> 吉祥航空（4.3%）> 中国国航（4.0%）> 中国东航（0.7%）> 南方航空（-0.3%）> 海航控股（-0.7%）
  国际线增速同比：中国国航（14.0%）> 南方航空（13.6%）> 中国东航（12.2%）> 春秋航空（9.3%）> 海航控股（3.4%）> 吉祥航空（-1.6%）
- 客座率百分比变动：中国国航（+4.0pts）> 中国东航（+2.1pts）> 春秋航空（+2.1pts）> 吉祥航空（+1.8pts）> 海航控股（+1.5pts）> 华夏航空（+0.3pts）> 南方航空（-0.6pts）

图表：沪深上市航司1H26经营数据

			中国国航	中国东航	南方航空	海航控股	春秋航空	吉祥航空	华夏航空
ASK		亿座公里	1,807	1,577	1,925	766	338	288	85
	YoY	%	1.7%	1.7%	4.1%	-1.7%	15.4%	0.6%	-3.8%
其中：国内航线		亿座公里	1,222	1,013	1,355	595	268	207	
	YoY	%	0.8%	-0.2%	0.8%	-1.3%	18.4%	4.0%	
国际航线		亿座公里	536	533	554	169	67	79	
	YoY	%	4.1%	5.9%	13.4%	-3.1%	4.1%	-7.5%	
RPK		亿客公里	1,531	1,371	1,633	645	313	250	70
	YoY		6.8%	4.3%	3.4%	0.1%	18.0%	2.7%	-3.5%
其中：国内航线		亿客公里	1,044	883	1,154	514	250	183	
	YoY	%	4.0%	0.7%	-0.3%	-0.7%	20.2%	4.3%	
国际航线		亿客公里	448	462	466	130	61	66	
	YoY	%	14.0%	12.2%	13.6%	3.4%	9.3%	-1.6%	
客座率		%	84.7	86.9	84.8	84.3	92.6	87.0	81.8
	△	pts	4.0	2.1	-0.6	1.5	2.1	1.8	0.3

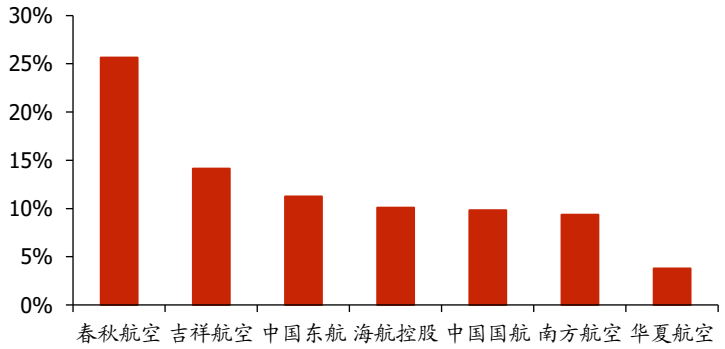
资料来源：Wind，华夏航空公司公告，国盛证券研究所

广发日志已记录，仅供内部参考

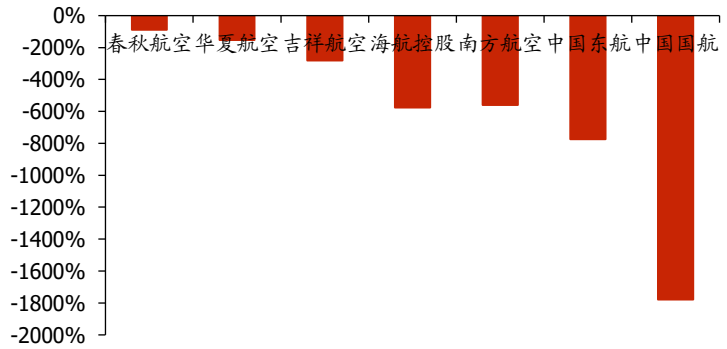
4.3 航空：2Q26经营成果：高油价侵蚀上半年利润

- **2Q26业绩：国际航线量价齐升，高油价压力下仅春秋航空实现单季度盈利。**
- 营业收入同比增速：春秋航空（25.6%）> 吉祥航空（14.1%）> 中国东航（11.2%）> 海航控股（10.1%）> 中国国航（9.8%）> 南方航空（9.4%）> 华夏航空（3.8%）
- 归母净利润同比增速：春秋航空（-87.9%）> 华夏航空（-153.6%）> 吉祥航空（-280.8%）> 南方航空（-558.7%）> 海航控股（-575.7%）> 中国东航（-774.3%）> 中国国航（-1778.4%）
- 扣非归母净利润同比增速：海航控股（5.1%）> 中国国航（-23.1%）> 中国东航（-46.6%）> 南方航空（-87.0%）> 春秋航空（-67.6%）> 华夏航空（-262.7%）> 吉祥航空（-635.4%）

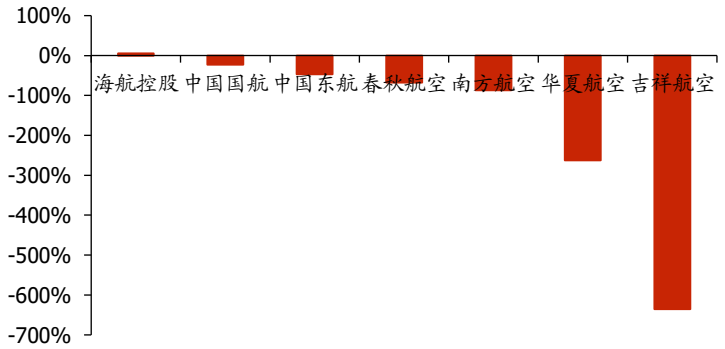
图表：沪深上市航司2Q26营业收入增速（%）



图表：沪深上市航司2Q26归母净利润增速（%）



图表：沪深上市航司2Q26扣非归母净利润增速（%）



图表：沪深上市航司2Q26经营成果

	中国国航	中国东航	南方航空	海航控股	春秋航空	吉祥航空	华夏航空
营业收入（亿元）	447.31	371.74	468.97	170.44	62.66	61.01	19.05
同比增速（%）	9.8%	11.2%	9.4%	10.1%	25.6%	14.1%	3.8%
归母净利润（亿元）	(40.00)	(38.12)	(51.77)	(14.55)	0.59	(2.90)	(0.91)
同比增速（%）	-1778.4%	-774.3%	-558.7%	-575.7%	-87.9%	-280.8%	-153.6%
扣非归母净利润（亿元）	(41.69)	(45.24)	(57.53)	(15.05)	0.58	(3.91)	(1.22)
同比增速（%）	-23.1%	-46.6%	-87.0%	5.1%	-67.6%	-635.4%	-262.7%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

调研日志已记录，仅供内部参考

4.4 航空：2Q26经营数据：国际线需求旺盛，春秋吉祥国内扩张

- **2Q26经营数据：运力整体收缩、国内线首当其冲；国际线需求旺盛；春秋吉祥逆势扩大国内运力投放，客座率整体上行。**
- ASK增速同比：春秋航空（14.5%）> 吉祥航空（0.5%）> 南方航空（0.0%）> 中国东航（-2.8%）> 中国国航（-4.1%）> 海航控股（-5.1%）> 华夏航空（-8.6%）
  其中，国内线增速同比：春秋航空（17.0%）> 吉祥航空（3.8%）> 南方航空（-3.8%）> 中国东航（-4.6%）> 海航控股（-5.2%）> 中国国航（-5.8%）
  国际线增速同比：南方航空（10.7%）> 春秋航空（3.6%）> 中国东航（1.1%）> 中国国航（0.7%）> 海航控股（-4.8%）> 吉祥航空（-8.3%）
- RPK增速同比：春秋航空（17.1%）> 吉祥航空（1.8%）> 中国国航（0.0%）> 中国东航（-1.1%）> 南方航空（-1.2%）> 海航控股（-4.4%）> 华夏航空（-12.2%）
  其中，国内线增速同比：春秋航空（18.7%）> 吉祥航空（3.2%）> 中国国航（-3.9%）> 中国东航（-4.7%）> 南方航空（-5.1%）> 海航控股（-5.6%）
  国际线增速同比：中国国航（10.3%）> 南方航空（9.8%）> 春秋航空（9.4%）> 中国东航（6.6%）> 海航控股（0.3%）> 吉祥航空（-3.2%）
- 客座率百分比变动：中国国航（+3.5pts）> 春秋航空（+2.1pts）> 中国东航（+1.5pts）> 吉祥航空（+1.1pts）> 海航控股（+0.7pts）> 南方航空（-1.0pts）> 华夏航空（-3.3pts）

图表：沪深上市航司2Q26经营数据

			中国国航	中国东航	南方航空	海航控股	春秋航空	吉祥航空	华夏航空
ASK		亿座公里	855	749	909	361	169	141	41
	YoY	%	-4.1%	-2.8%	0.0%	-5.1%	14.5%	0.5%	-8.6%
其中：国内航线		亿座公里	569	480	634	273	138	102	
	YoY	%	-5.8%	-4.6%	-3.8%	-5.2%	17.0%	3.8%	
国际航线		亿座公里	264	254	267	87	30	38	
	YoY	%	0.7%	1.1%	10.7%	-4.8%	3.6%	-8.3%	
RPK		亿客公里	724	653	769	300	156	123	33
	YoY		0.0%	-1.1%	-1.2%	-4.4%	17.1%	1.8%	-12.2%
其中：国内航线		亿客公里	485	418	539	233	128	90	
	YoY	%	-3.9%	-4.7%	-5.1%	-5.6%	18.7%	3.2%	
国际航线		亿客公里	221	222	223	66	28	32	
	YoY	%	10.3%	6.6%	9.8%	0.3%	9.4%	-3.2%	
客座率		%	84.7	87.1	84.5	83.1	92.5	87.4	80.0
	△	pts	3.5	1.5	-1.0	0.7	2.1	1.1	-3.3

资料来源：Wind，华夏航空公司公告，国盛证券研究所

证券日志已记录，仅供内部参考

4.5 航空：经营质量：单位成本增幅高于单位收入增速，扣油成本控制能力分化

- **经营质量：高油价冲击下，航司单位收入与单位成本同比显著增长，但单位成本增幅基本高于单位收入增长；航司扣油成本控制能力分化。**
- **1H26经营质量：**
- 座公里收益（元/座公里）：中国国航(0.445) > 华夏航空(0.437) > 中国东航(0.435) > 南方航空(0.413) > 海航控股(0.402) > 吉祥航空(0.398) > 春秋航空(0.357)
  客公里收益（元/客公里）：华夏航空(0.535) > 中国国航(0.525) > 中国东航(0.516) > 南方航空(0.487) > 海航控股(0.478) > 吉祥航空(0.458) > 春秋航空(0.385)
  单位ASK成本（元/座公里）：中国国航(0.492) > 南方航空(0.480) > 华夏航空(0.471) > 中国东航(0.470) > 海航控股(0.454) > 吉祥航空(0.390) > 春秋航空(0.327)
  单位ASK扣油成本（元/座公里）：中国国航(0.311) > 南方航空(0.299) > 海航控股(0.290) > 华夏航空(0.289) > 中国东航(0.286) > 吉祥航空(0.234) > 春秋航空(0.192)
- **2Q26经营质量：**
- 座公里收益（元/座公里）：中国国航(0.471) > 中国东航(0.470) > 华夏航空(0.463) > 南方航空(0.433) > 吉祥航空(0.411) > 海航控股(0.410) > 春秋航空(0.363)
  客公里收益（元/客公里）：华夏航空(0.578) > 中国国航(0.556) > 中国东航(0.539) > 南方航空(0.512) > 海航控股(0.494) > 吉祥航空(0.470) > 春秋航空(0.392)
  单位ASK成本（元/座公里）：中国国航(0.560) > 南方航空(0.547) > 中国东航(0.537) > 华夏航空(0.531) > 海航控股(0.513) > 吉祥航空(0.441) > 春秋航空(0.367)
  单位ASK扣油成本（元/座公里）：中国国航(0.317) > 南方航空(0.307) > 中国东航(0.296) > 海航控股(0.295) > 华夏航空(0.291) > 吉祥航空(0.234) > 春秋航空(0.191)

图表：沪深上市航司1H26&2Q26经营质量数据

			1H26							2Q26						
			中国国航	中国东航	南方航空	海航控股	春秋航空	吉祥航空	华夏航空	中国国航	中国东航	南方航空	海航控股	春秋航空	吉祥航空	华夏航空
座公里收益		元/座公里	0.445	0.435	0.413	0.402	0.357	0.398	0.437	0.471	0.470	0.433	0.410	0.363	0.411	0.463
	YoY	%	7.9%	9.1%	4.4%	8.3%	4.7%	8.5%	7.4%	13.6%	13.3%	8.4%	15.1%	8.2%	13.5%	13.5%
客公里收益		元/客公里	0.525	0.516	0.487	0.478	0.385	0.458	0.535	0.556	0.539	0.512	0.494	0.392	0.470	0.578
	YoY	%	2.7%	5.8%	5.2%	6.3%	2.3%	6.2%	7.0%	8.9%	11.3%	9.7%	14.1%	8.2%	12.1%	18.2%
单位ASK成本		元/座公里	0.492	0.470	0.480	0.454	0.327	0.390	0.471	0.560	0.537	0.547	0.513	0.367	0.441	0.531
	YoY	%	11.5%	13.1%	12.7%	14.7%	8.0%	14.5%	19.0%	29.4%	30.2%	27.7%	29.5%	22.4%	29.0%	37.1%
单位ASK扣油成本		元/座公里	0.311	0.286	0.299	0.290	0.192	0.234	0.289	0.317	0.296	0.307	0.295	0.191	0.234	0.291
	YoY	%	1.9%	2.8%	3.2%	7.2%	-4.8%	3.5%	9.9%	4.6%	5.2%	2.5%	6.5%	-6.0%	0.4%	11.5%

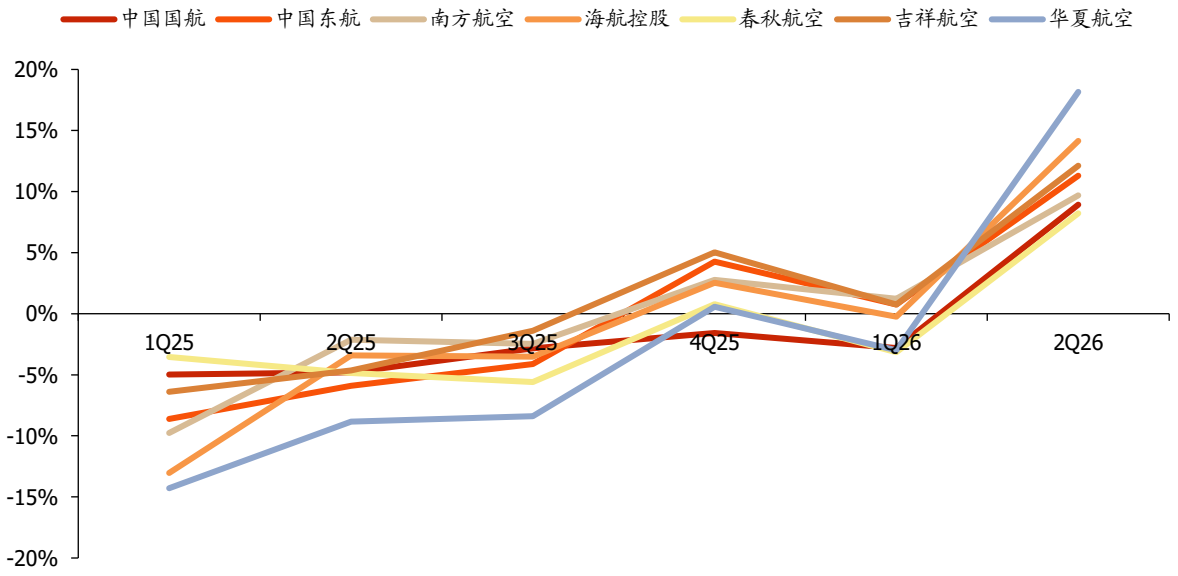
资料来源：Wind，南方航空公司公告，国盛证券研究所

调研日志已记录，仅供内部参考

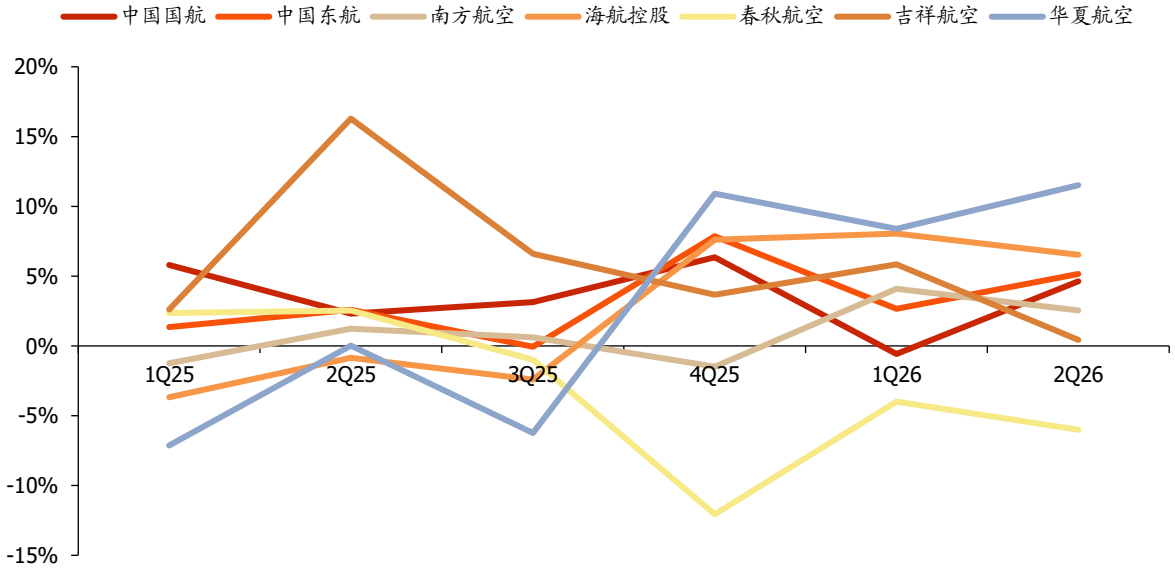
4.6 航空：经营质量：单位成本增幅高于单位收入增速，扣油成本控制能力分化

- **1H26经营质量增速：**
- 座公里收益增速：中国东航(9.1%) > 吉祥航空(8.5%) > 海航控股(8.3%) > 中国国航(7.9%) > 华夏航空(7.4%) > 春秋航空(4.7%) > 南方航空(4.4%)
  客公里收益增速：华夏航空(7.0%) > 海航控股(6.3%) > 吉祥航空(6.2%) > 中国东航(5.8%) > 南方航空(5.2%) > 中国国航(2.7%) > 春秋航空(2.3%)
  单位ASK成本增速：华夏航空(19.0%) > 海航控股(14.7%) > 吉祥航空(14.5%) > 中国东航(13.1%) > 南方航空(12.7%) > 中国国航(11.5%) > 春秋航空(8.0%)
  单位ASK扣油成本增速：华夏航空(9.9%) > 海航控股(7.2%) > 吉祥航空(3.5%) > 南方航空(3.2%) > 中国东航(2.8%) > 中国国航(1.9%) > 春秋航空(-4.8%)
- **2Q26经营质量增速：**
- 座公里收益增速：海航控股(15.1%) > 中国国航(13.6%) > 华夏航空(13.5%) > 吉祥航空(13.5%) > 中国东航(13.3%) > 南方航空(8.4%) > 春秋航空(8.2%)
  客公里收益增速：华夏航空(18.2%) > 海航控股(14.1%) > 吉祥航空(12.1%) > 中国东航(11.3%) > 南方航空(9.7%) > 中国国航(8.9%) > 春秋航空(8.2%)
  单位ASK成本增速：华夏航空(37.1%) > 中国东航(30.2%) > 海航控股(29.5%) > 中国国航(29.4%) > 吉祥航空(29.0%) > 南方航空(27.7%) > 春秋航空(22.4%)
  单位ASK扣油成本增速：华夏航空(11.5%) > 海航控股(6.5%) > 中国东航(5.2%) > 中国国航(4.6%) > 南方航空(2.5%) > 吉祥航空(0.4%) > 春秋航空(-6.0%)

图表：1Q25至2Q26沪深上市航司客公里收益变动（%）



图表：1Q25至2Q26沪深上市航司单位ASK扣油成本变动（%）



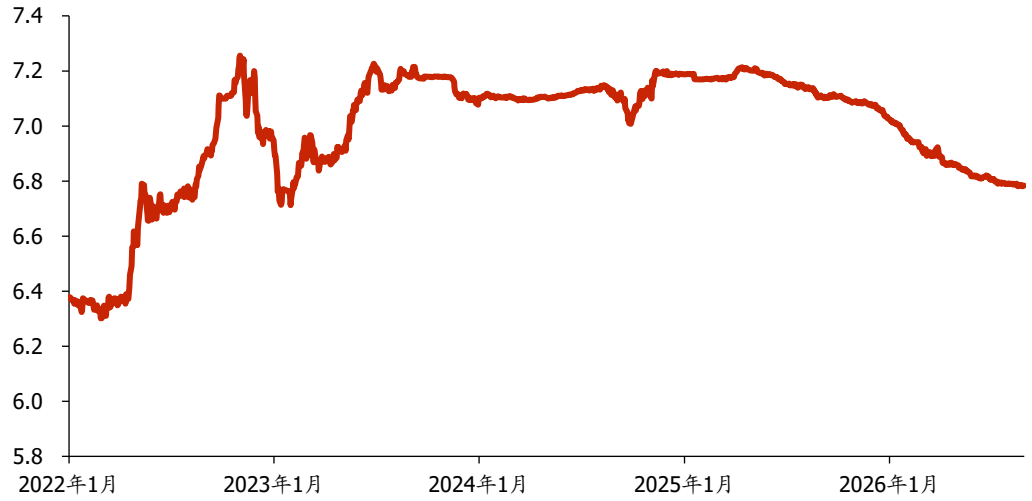
资料来源：Wind，南方航空公司公告，国盛证券研究所

研报日志已记录，仅供内部参考

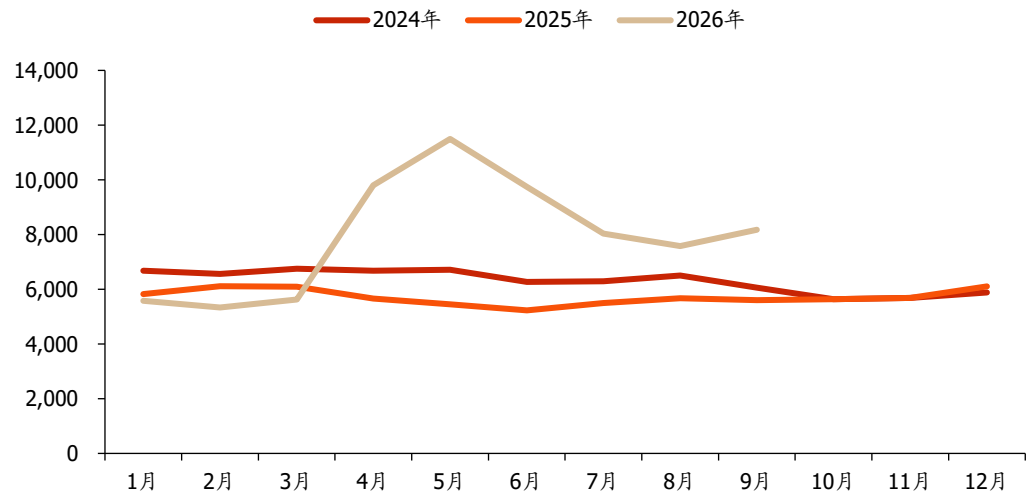
4.7 航空：油汇：油价高位回落后宽幅波动，人民币持续升值

- **油价：地缘因素导致油价飙升，高油价导致航司业绩承压。**2022年以来，油价处于下降通道，布伦特原油结算价格由127.98元/桶一度下跌至58.92元/桶。2026年2月以来，中东地缘政治因素使得油价飙升，目前虽然已经从高位回落，但仍处于宽幅波动阶段。
- **汇率：人民币持续升值。**2025年4月以来，人民币处于升值通道，USDCNY由7.2133一路走低。人民币持续升值有利于宽美元敞口航司获得财务收益助力业绩改善。

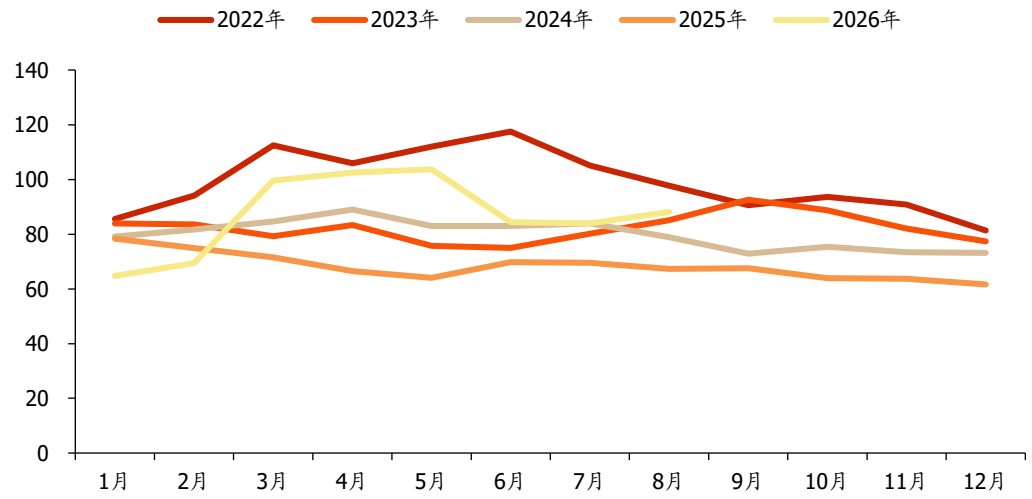
图表：USDCNY



图表：航空煤油出厂价（元/吨）



图表：布伦特原油结算价（美元/桶）



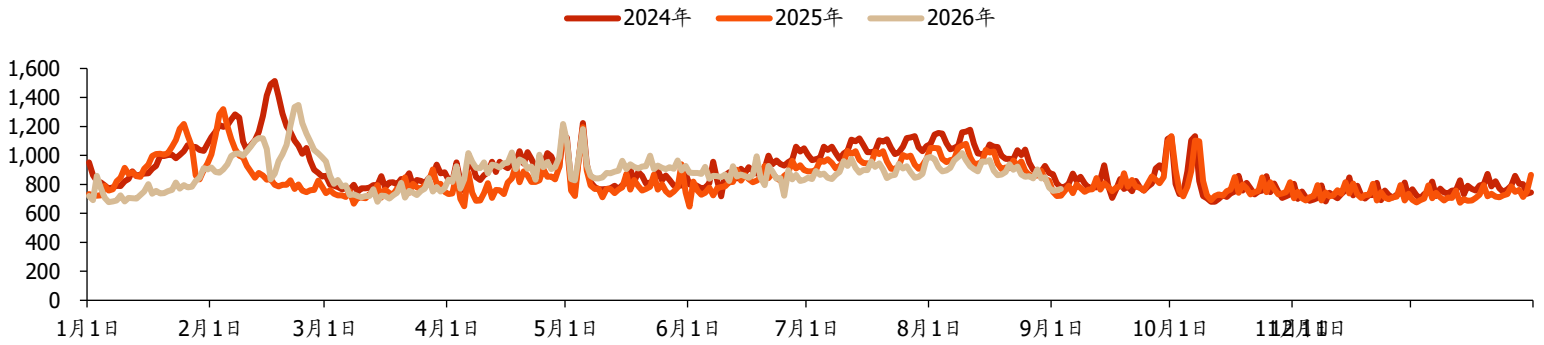
资料来源：Wind，国盛证券研究所

广发日志已记录，仅供内部参考

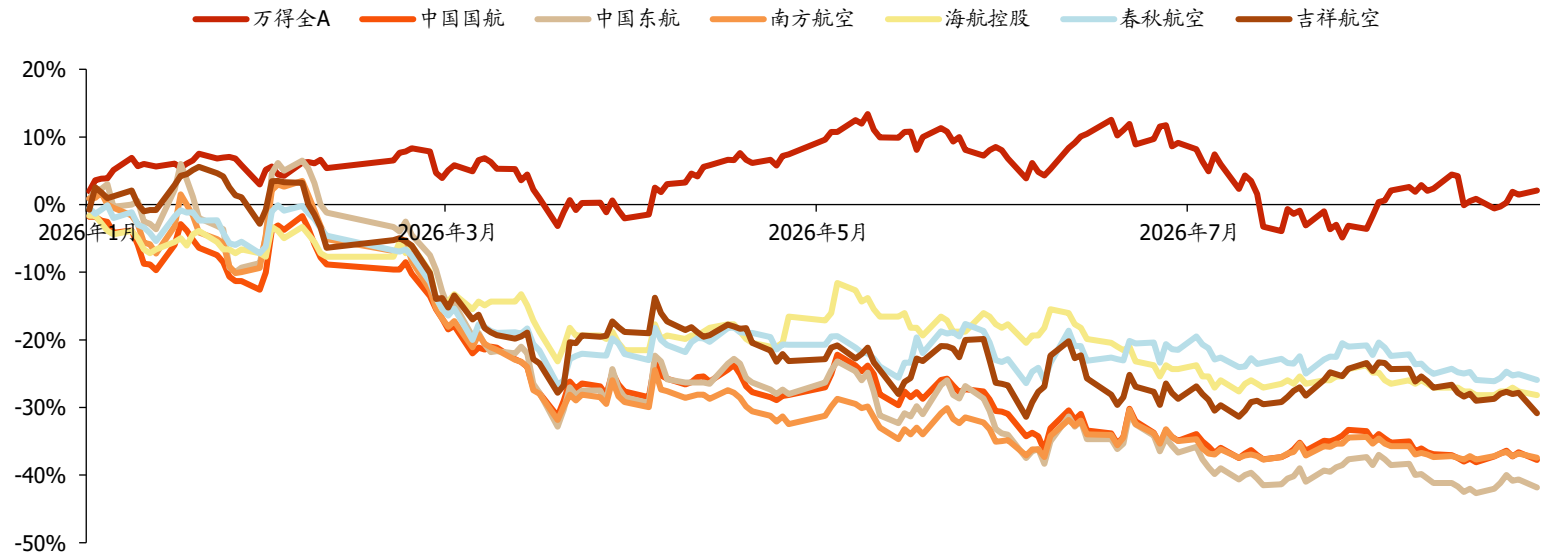
4.8 航空：股价复盘：暑运需求低于预期，高油价压制股价表现

- 股价复盘：2026年春运高景气及油价处于低位，行业一季度录得宝贵盈利，航司股价先于基本面于春节前见顶。地缘因素导致油价高企，高油价二季度全面传导至航司成本端，航司股价持续承压，其间随着地缘因素变化股价间歇性波动反弹。在地缘的持续影响下油价虽较高点明显回落，但并未稳定在低位，且对航司成本端的影响贯穿三季度旺季，进一步压制行业盈利表现。票价方面，二季度航司顺价通畅；步入暑期，鉴于居民消费疲软，航司在旺季票价高基数情况下提价并不通畅，且由于天气等多方面因素影响暑期居民出行，行业股价继续下行。

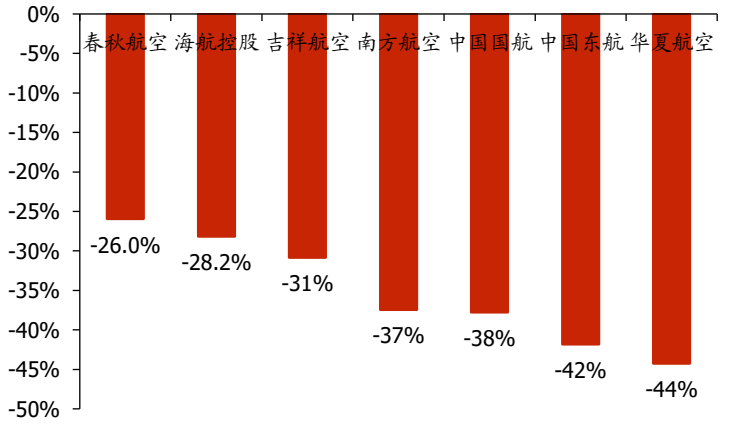
图表：民航全票价均价（元）



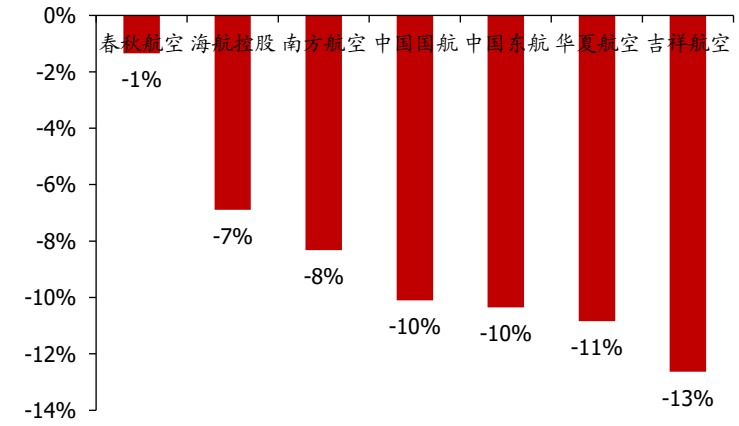
图表：收益率走势图（%）



图表：沪深上市航司1H26收益率（%）



图表：沪深上市航司2Q26收益率（%）



资料来源：Wind，CADAS，国盛证券研究所

4.9 航空：把握航空股绝对收益机会，看好板块中长期景气度

受国际政治局势影响油价于高位波动，燃油成本高企显著压制航司盈利表现；天气因素叠加消费疲软，暑运民航票价表现承压。短期建议重视逆向布局航空板块，看好四季度淡季表现；中长期看好“扩内需”及“反内卷”下航空板块景气度，民航“高客座率”有望持续向航司利润兑现传导。运力供给维持低增速、需求持续增长，供需缺口缩小、人民币走强及政策的呵护，航司盈利有望不断改善。持续跟踪航司顺价能力持续性，关注油价边际变化、公商务出行需求、跨境游变化及北美国际航班恢复情况。

相关标的：中国东航H/A、南方航空H/A、中国国航H/A、海航控股、春秋航空、吉祥航空、华夏航空。

图表：沪深上市航司估值表

				归母净利润（亿元）			PE		
证券简称	证券代码	货币单位	市值（亿元）	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
中国东航	600115.SH	CNY	770.86	(12.85)	52.61	87.02	-60.0	14.7	8.9
南方航空	600029.SH	CNY	907.86	(6.65)	56.34	92.66	-136.6	16.1	9.8
中国国航	601111.SH	CNY	1,194.72	(19.48)	51.14	94.58	-61.3	23.4	12.6
海航控股	600221.SH	CNY	561.80	13.68	28.64	46.75	41.1	19.6	12.0
春秋航空*	601021.SH	CNY	426.36	18.35	30.85	37.86	23.2	13.8	11.3
吉祥航空	603885.SH	CNY	219.29	6.90	17.28	24.60	31.8	12.7	8.9
华夏航空	002928.SZ	CNY	78.74	3.14	7.96	11.04	25.1	9.9	7.1

注：估值日期为2026年8月31日，春秋航空归母净利润数据为国盛证券研究预测，其余归母净利润为Wind一致预期

资料来源：Wind，国盛证券研究所

证券日志已记录，仅供内部参考

一 快递：加盟制快递弹性强，极兔出海增长亮眼

二 航运：业绩全面向好

三 港口：业绩保持稳健

四 航空：高油价压制行业盈利

五 机场：航空业务展现经营韧性，一次性收益影响盈利表现

六 公路：车流量通行费略分化，扣非业绩平稳

七 铁路：稳健增长与持续分红凸显战略配置价值

八 大宗供应链：盈利分化，风险继续释放，看好下半年改善

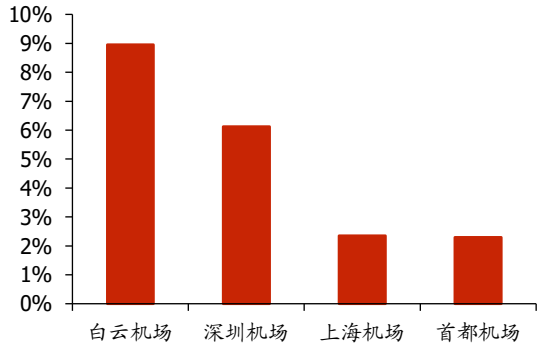
研报日志已记录，仅供内部参考

5.1 机场：经营成果：收入稳增，利润分化

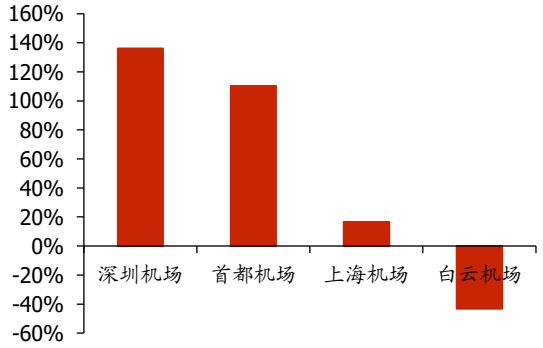
- **1H26业绩：客流持续恢复，收入稳增、利润分化。**
- 营业收入同比增速：白云机场（9.0%）＞深圳机场（6.1%）＞上海机场（2.4%）＞北京首都机场股份（2.3%）
- 归母净利润同比增速：深圳机场（136.0%）＞北京首都机场股份（110.2%）＞上海机场（16.5%）＞白云机场（-43.1%）
- 扣非归母净利润同比增速：北京首都机场股份（110.2%）＞上海机场（9.3%）＞深圳机场（2.8%）＞白云机场（-27.2%）

- **2Q26业绩：营收延续涨势，白云机场因三期扩建投产计提成本影响利润，深圳机场非经常性损益及投资收益贡献较大。**
- 营业收入同比增速：白云机场（9.4%）＞深圳机场（5.2%）＞上海机场（3.9%）
- 归母净利润同比增速：深圳机场（220.4%）＞上海机场（21.5%）＞白云机场（-43.0%）
- 扣非归母净利润同比增速：上海机场（10.5%）＞深圳机场（3.0%）＞白云机场（-18.1%）

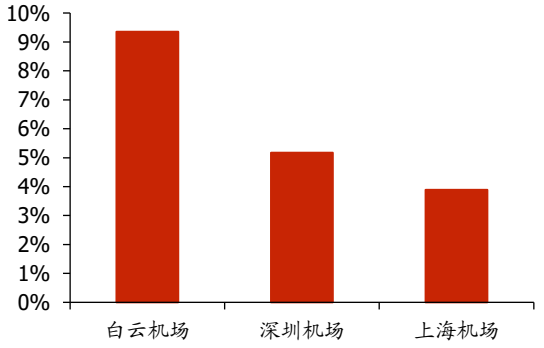
图表：一线上市航司1H26营业收入增速（%）



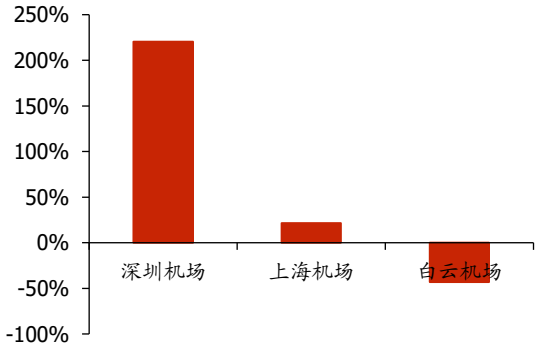
图表：一线上市航司1H26归母净利增速（%）



图表：一线上市航司2Q26营业收入增速（%）



图表：一线上市航司2Q26归母净利增速（%）



图表：一线上市航司1H26&2Q26经营成果

	1H26				2Q26		
	上海机场	白云机场	深圳机场	北京首都机场股份	上海机场	白云机场	深圳机场
营业收入（亿元）	65.03	40.60	26.83	28.18	33.05	20.83	13.39
同比增速（%）	2.4%	9.0%	6.1%	2.3%	3.9%	9.4%	5.2%
归母净利润（亿元）	12.16	4.27	7.37	0.17	6.38	2.59	4.79
同比增速（%）	16.5%	-43.1%	136.0%	110.2%	21.5%	-43.0%	220.4%
扣非归母净利润（亿元）	11.23	4.09	2.68	0.17	5.68	2.43	1.29
同比增速（%）	9.3%	-27.2%	2.8%	110.2%	10.5%	-18.1%	3.0%

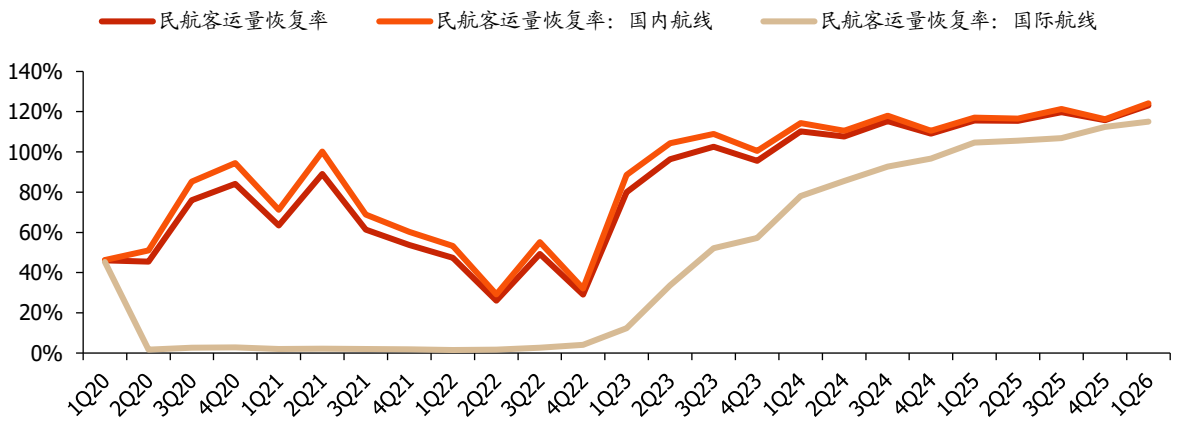
资料来源：Wind，国盛证券研究所

广发日志已记录，仅供内部参考

5.2 机场：经营数据：国际客流全面恢复，浦东机场货邮吞吐增长亮眼

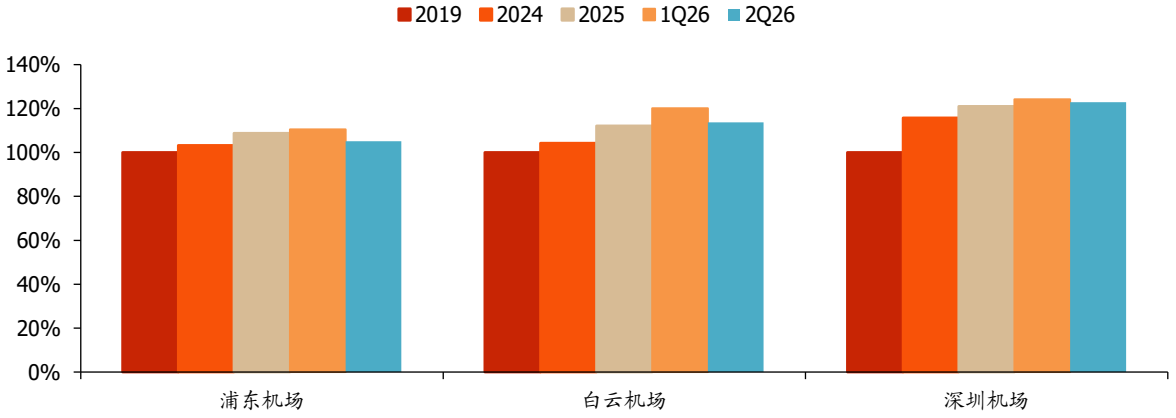
- **民航客运量已全面恢复至2019年同期水平。**客流量全面恢复，推动机场营收节奏步入正轨；国际客流的持续增长，为机场非航业务带来潜在弹性。

图表：民航客运量较2019年恢复率（%）



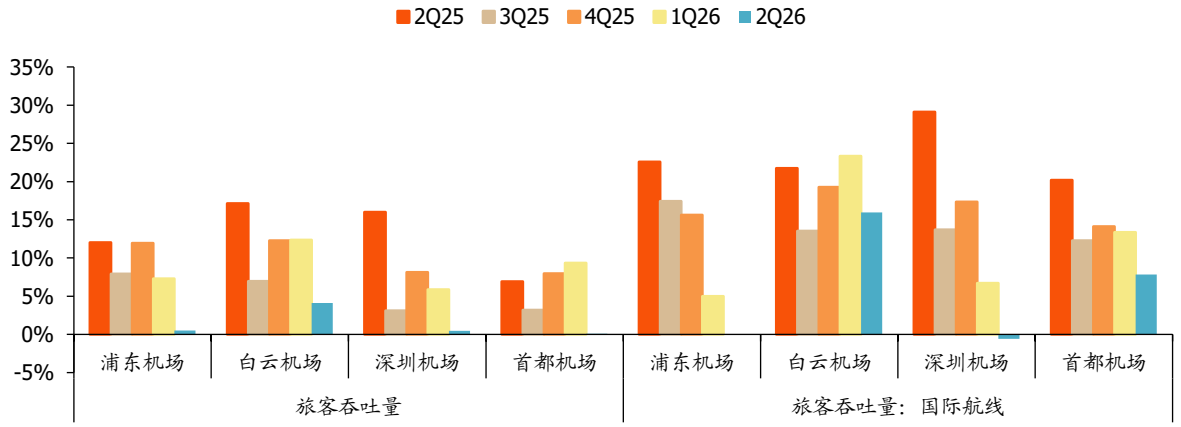
- **飞机起降架次已全面恢复。**随着境内外航班量的不断增长，飞机起降架次已全面恢复至2019年水平，呈上升态势。2Q26深圳机场恢复率123%领跑，白云机场恢复至114%紧随其后。

图表：一线机场飞机起降架次较2019年恢复率（%）



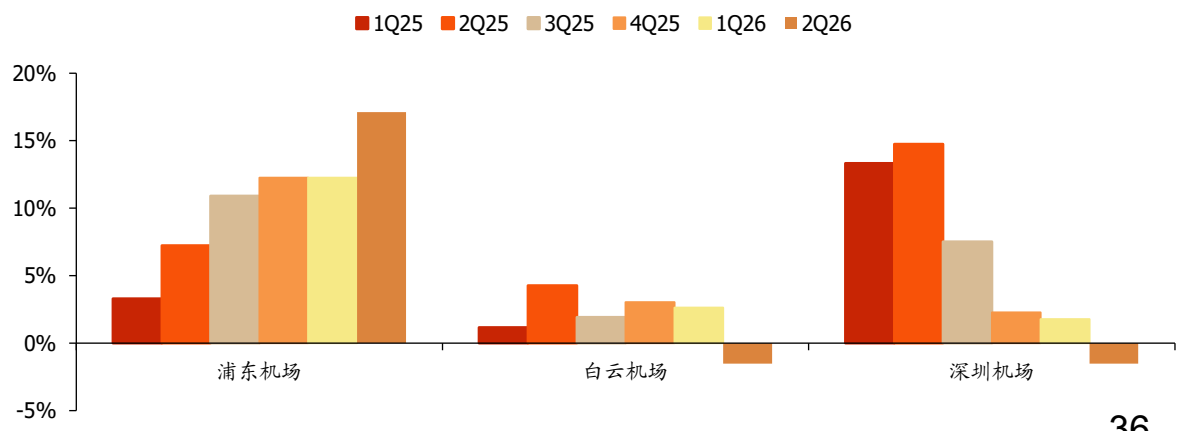
- **国际航线旅客持续增长。**26Q2，国际航线旅客同比增速：白云机场（16.0%）>北京首都机场（7.8%）> 浦东机场（0.0%）>深圳机场（-0.6%）

图表：一线机场旅客吞吐量同比增速（%）



- **货油吞吐整体增长，浦东机场增速较快。**26Q2，机场货邮吞吐量同比增速：浦东机场（17.1%）>白云机场（-1.51%）>深圳机场（-1.53%）

图表：一线机场货邮吞吐量同比增速（%）



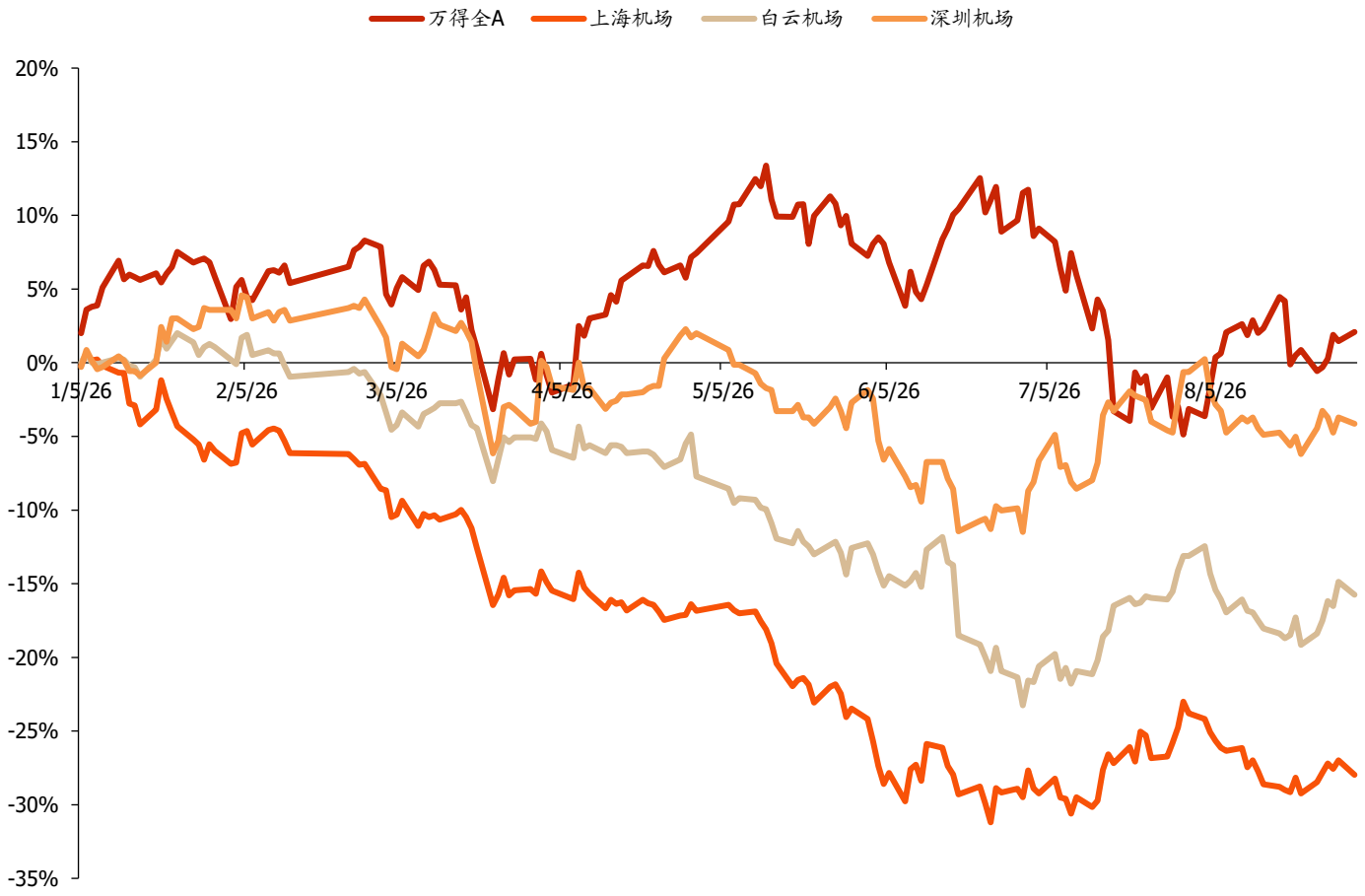
资料来源：Wind，国盛证券研究所

调研日志已记录，仅供内部参考

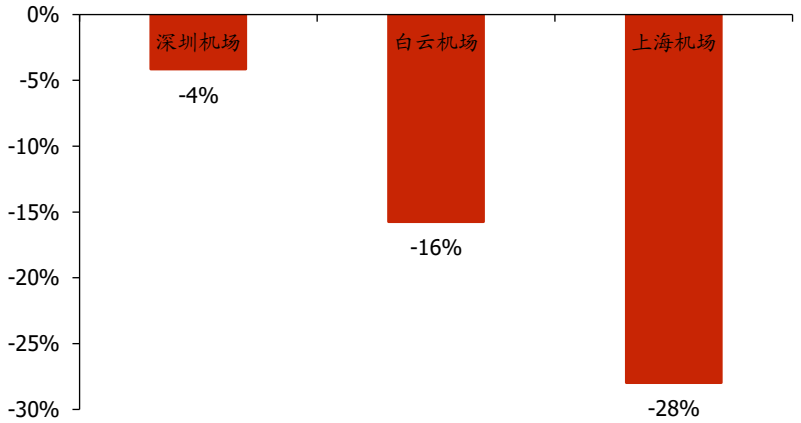
5.3 机场：股价复盘：表现平淡，风格切换影响板块表现

- **股价复盘：**2026年以来，由于在建工程转固、项目投产增加折旧、免税合同变化等原因，核心上市机场经常性损益业绩面临一定压力，股价表现尚未迎来明确拐点。在投资风格切换的影响下，估值相对较高的上海机场股价回调较为明显。

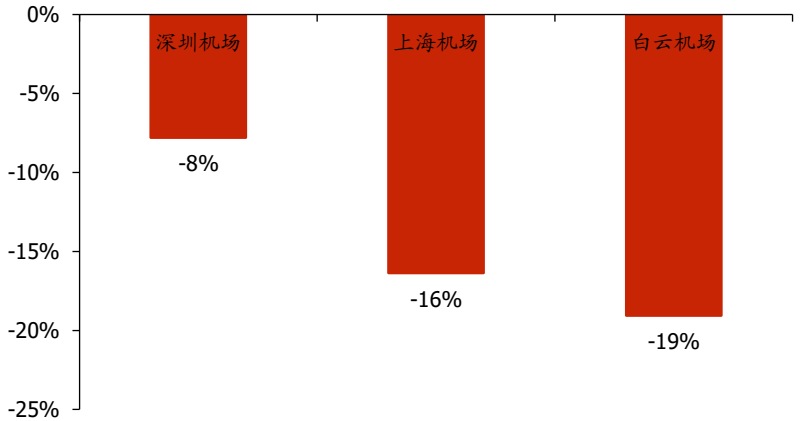
图表：收益率走势图（%）



图表：沪深一线上市机场1H26收益率（%）



图表：沪深一线上市机场2Q26收益率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

广发日志已记录，仅供内部参考

5.4 机场：航空业务稳增，静待非航业务恢复与培育

关注资本开支计划与刚性成本消化进度。随着国内客流的超量恢复，国际客流的陆续恢复，各机场的航空性业务收入利润预计继续回暖。关注资本开支进度及刚性成本消化进展：1）浦东T3航站楼尚处于建设周期，预计2028年投产；2）白云机场T3航站楼于2025年10月投产，带来持续折旧压力；3）深圳机场第三跑道于2025年11月投入运营；4）北京首都机场股份T3提质增效项目陆续推进。

重点关注非航业务多元化进度。航空服务业务是机场重要的营收来源，但由于其成本高的特征，实际利润贡献占比有限，因此开拓非航空服务业务或为机场提质增效的重要抓手。机场的核心商业模式是流量变现，客流和货流均为重要的流量来源。客流方面，免税业务仍然是非航业务的重要来源，随着海南自贸港封关正式落地、免签政策的不断扩大、免税格局的变化以及国际客流的持续恢复，免税业务活力有望被再度激发，一线核心枢纽价值有望迎来重估；货流方面，跨境电商及AI发展方兴未艾，航空货运承接景气需求，带动货邮增量，长三角、珠三角航空货运持续受益，随着高附加运输需求的增长以及海外电商的迅猛发展，预计核心机场货运业务将继续受益。此外，随着海南封关的正式落地，海南国际客流与商流可能有靓丽表现，保持跟踪。

相关标的：上海机场、白云机场、深圳机场、北京首都机场股份。

图表：沪深一线上市机场估值表

证券简称	证券代码	货币单位	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
上海机场	600009.SH	CNY	580.52	26.12	30.07	32.89	22.2	19.3	17.7
白云机场	600004.SH	CNY	198.19	8.51	10.50	12.81	23.3	18.9	15.5
深圳机场	000089.SZ	CNY	133.92	9.08	7.84	9.51	14.7	17.1	14.1

注：估值日期为2026年8月31日，净利润为Wind一致预期

资料来源：Wind，国盛证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下重要提示 仅供内部参考

一 快递：加盟制快递弹性强，极兔出海增长亮眼

二 航运：业绩全面向好

三 港口：业绩保持稳健

四 航空：高油价压制行业盈利

五 机场：航空业务展现经营韧性，一次性收益影响盈利表现

六 公路：车流量通行费略分化，扣非业绩平稳

七 铁路：稳健增长与持续分红凸显战略配置价值

八 大宗供应链：盈利分化，风险继续释放，看好下半年改善

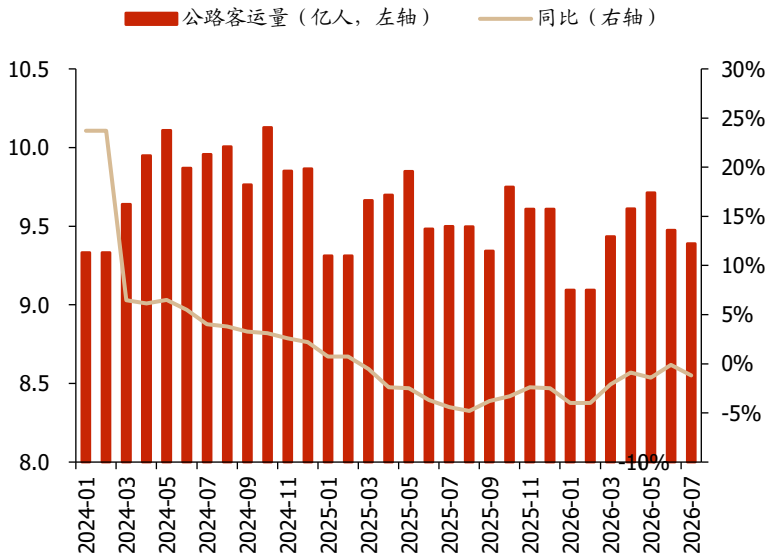
广发日志已记录，仅供内部参考

6.1 公路：行业基本面总体保持稳定，车流量与通行费略有分化

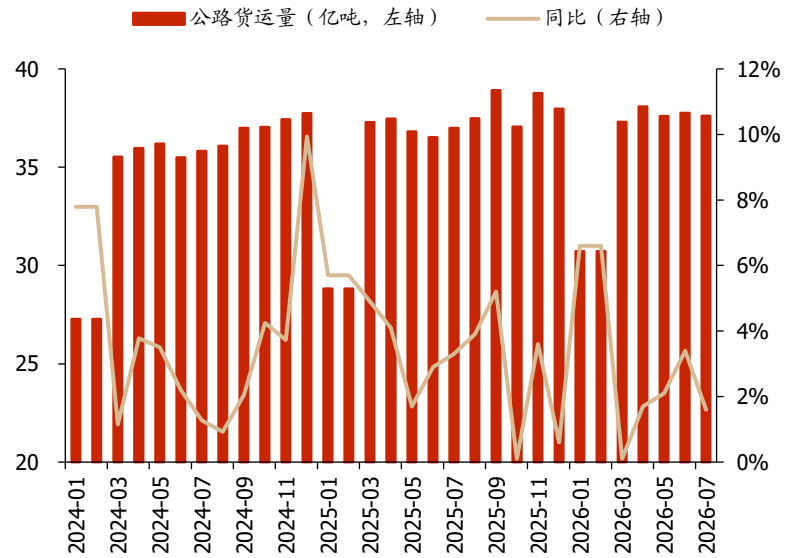
需求方面，2026H1公路需求整体平稳，货运需求略强，客运需求稍弱。 2026Q2公路客运量同比下降0.8%，公路货运量同比增长2.4%。

上市公司方面，2026H1整体车流量与通行费收入保持平稳，不同公司表现有所分化。2026H1，宁沪高速通行费收入同比增长5.8%、粤高速A同比增长1.5%、皖通高速同比增长1.1%，四川成渝同比下降2.1%，山东高速同比下降2.9%，深高速同比下降5.3%。

图表：各月公路客运量情况



图表：各月公路货运量情况



图表：部分高速公路公司通行费收入同比增速（%）

	2026H1车流量同比	2026H1通行费收入同比	备注
宁沪高速	-0.70%	5.76%	公司控股路网加权平均
山东高速	6.38%	-2.92%	包括控股、非控股路段
皖通高速	-3.87%	1.06%	仅控股路段
粤高速A	2.65%	1.50%	包括控股、非控股路段
深高速	-4.76%	-5.26%	包括控股、非控股路段
四川成渝	-1.30%	-2.10%	仅控股路段，车流量同比不包括荆宜高速

资料来源：Wind，各上市公司公告，国盛证券研究所
注：公路客运量、货运量1、2月数据为1-2月均值，1、2月同比数据为1-2月累计同比数据；

6.2 公路：26Q2收入平稳，净利下滑，扣非净利较平稳

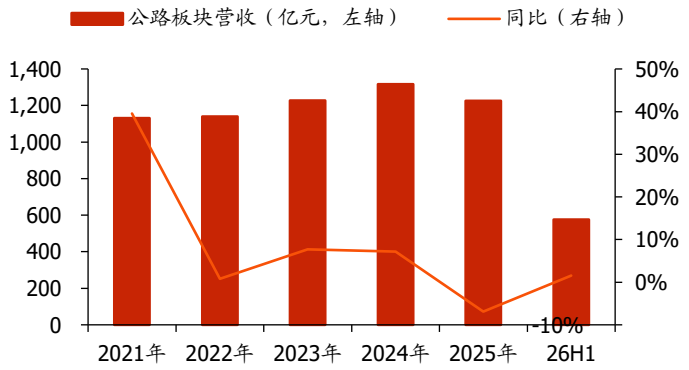
证券日志已记录，仅供内部参考

2026H1，高速公路板块营业收入为576亿元，同比+2%；归母净利润为140亿元，同比-5%；扣非归母净利142亿元，同比+2%。

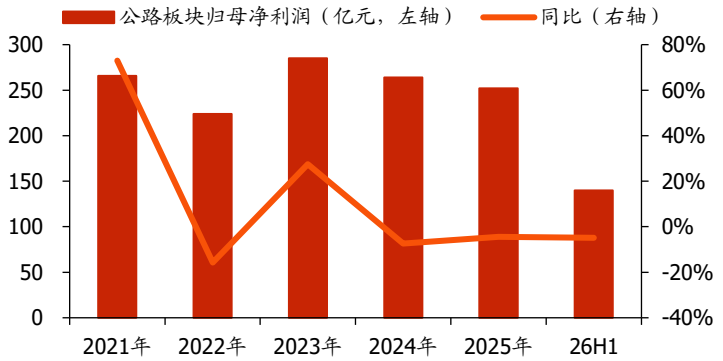
2026Q2，高速公路板块营业收入为297亿元，同比+2%；归母净利润为64亿元，同比-8%；扣非归母净利65亿元，同比-2%。

板块净利同比下降，主要受个别公司的公允价值损失增加影响。

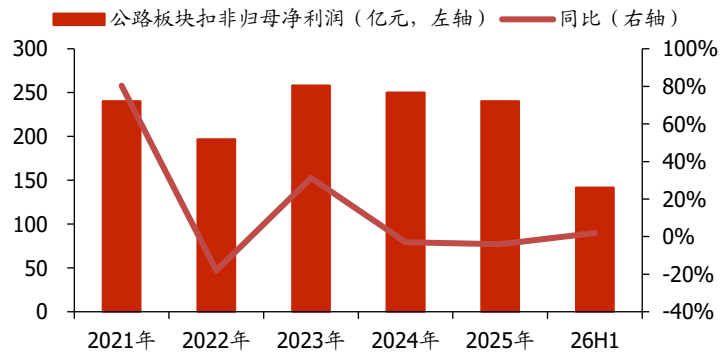
图表：高速公路板块营业收入与增速



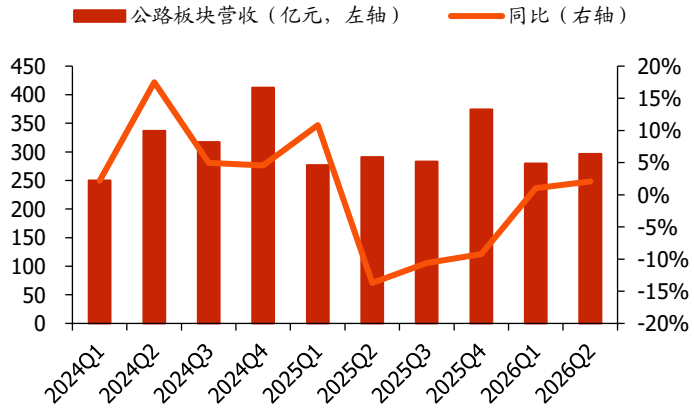
图表：高速公路板块归母净利润与增速



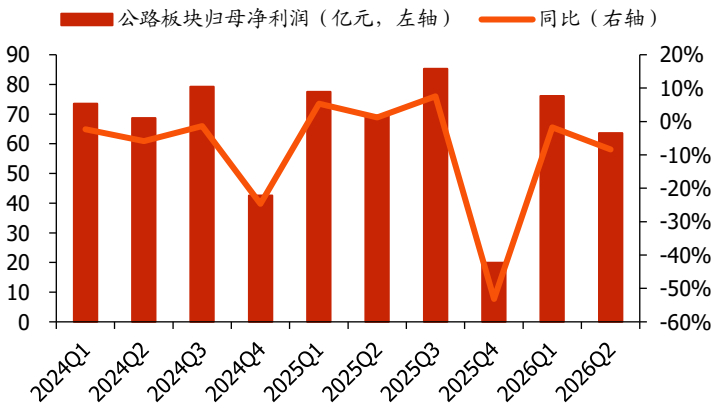
图表：高速公路板块扣非归母净利润与增速



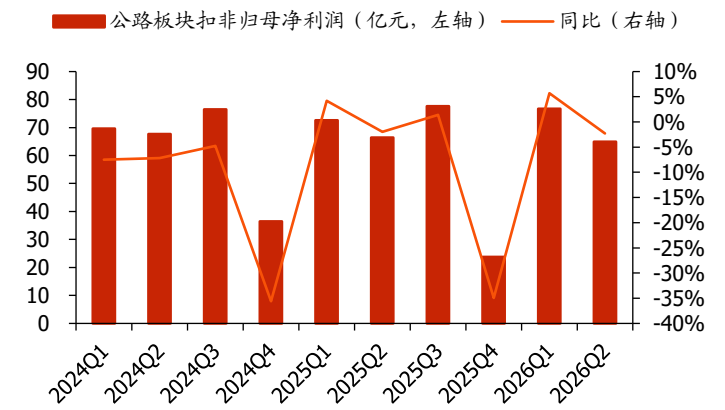
图表：高速公路板块各季度营业收入与增速



图表：高速公路板块各季度归母净利润与增速



图表：高速公路板块各季度扣非归母净利润与增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

调研日志已记录，仅供内部参考

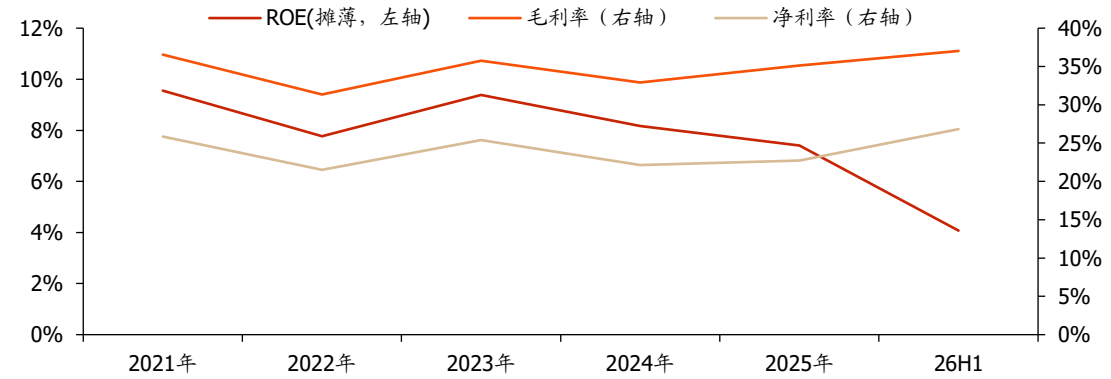
6.3 公路：财务费用率持续下降，现金流稳健

盈利能力方面，毛利率、净利率2026H1较2025年提升，2026H1板块毛利率为37.0%，净利率为26.8%，ROE（摊薄）为4.1%.

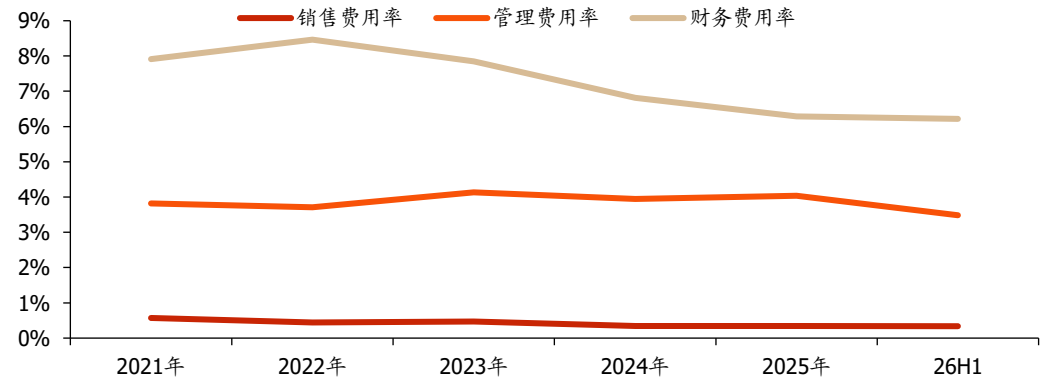
费用方面，板块财务费用率持续改善。2026H1财务费用率为6.2%，同比下降0.7pct；管理费用率与销售费用率保持相对稳定。

现金流与资本开支方面，高速公路板块现金流相对稳健，资本开支水平仍处于较高水平。2026H1经营性现金流245亿元，同比基本持平；2026H1资本开支199亿元，同比增长15%。

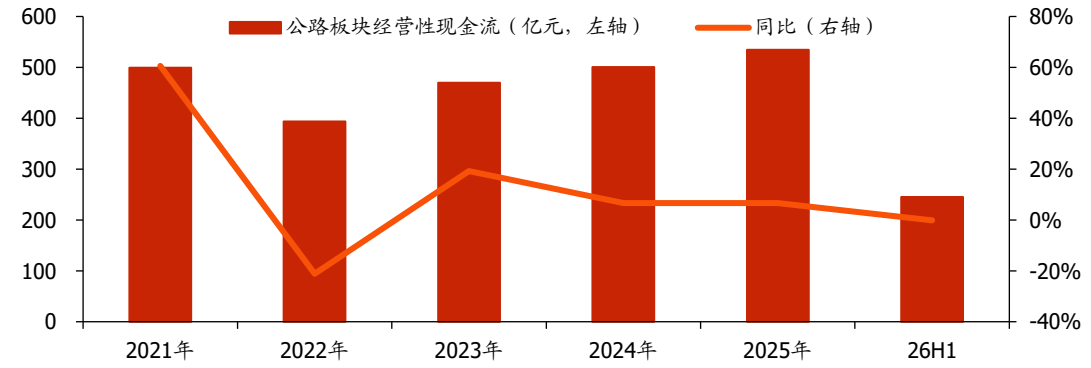
图表：高速公路板块盈利能力



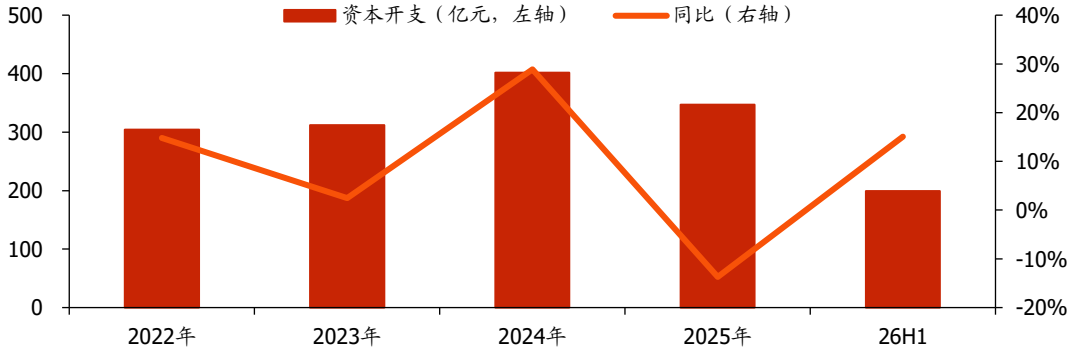
图表：高速公路板块期间费用率



图表：高速公路板块经营性现金流



图表：高速公路板块资本开支



资料来源：Wind，国盛证券研究所

广发日志已记录，仅供内部参考

6.4 公路：分红稳中有升，股息率位于吸引力区间，关注配置机会

公司业绩方面，高速公路公司2026H1归母净利润同比增速中位数为+0.6%，2026Q2归母净利润同比增速中位数为-5.7%，**我们预计2026年高速公路公司归母净利润同比增速中位数保持小个位数的正增长。**

分红稳中有升，高股息个股超跌或带来配置机会。分红与派息方面，2025年高速公路公司分红率稳中有升，根据分红计划，未来多家上市公司分红率仍将维持稳定；当前头部的高速公路股票的股息率在3.9%以上，部分H股突破5%，与当前1.7%的国债十年期收益率利差在2.2pct以上。

图表：高速公路公司2025年-2026H1净利、分红率与股息率

证券代码	证券简称	归母净利（亿元）						分红率		股息率		分红计划
		2025	同比	2026H1	同比	2026E	同比	2025	2026E	2025	2026E	
001965.SZ	招商公路	46.10	-13.4%	26.05	4.1%	50.33	9.2%	55%	55%	3.8%	4.1%	25-27年分红比例不低于55%
600377.SH	宁沪高速	45.94	-7.1%	25.03	3.3%	48.20	4.9%	54%	51%	3.9%	3.9%	24-25年DPS稳定在0.49元/股
0177.HK	江苏宁沪高速公路	45.94	-7.1%	25.03	3.3%	48.20	0.05	54%	51%	5.7%	5.8%	24-25年DPS稳定在0.49元/股
600350.SH	山东高速	32.06	0.3%	15.78	-7.0%	33.18	3.5%	63%	63%	4.2%	4.3%	26-30年分红比例不低于60%
0576.HK	浙江沪杭甬	53.25	-3.2%	26.97	-3.2%	56.90	0.07	44%	44%	7.3%	7.8%	在A股上市后的未来三年内，年分红不低于0.41元/股
600012.SH	皖通高速	18.77	12.5%	10.07	4.9%	20.78	10.7%	60%	60%	3.9%	4.3%	25-27年分红比例不低于60%
0995.HK	安徽皖通高速公路	18.77	12.5%	10.08	4.9%	20.78	0.11	60%	60%	4.8%	5.4%	25-27年分红比例不低于60%
000429.SZ	粤高速A	18.01	15.3%	8.50	-19.6%	15.83	-12.1%	70%	70%	4.6%	4.0%	24-26年分红比例不低于70%
600548.SH	深高速	11.49	0.4%	9.19	-4.3%	14.73	28.2%	54%	55%	3.0%	3.9%	24-26年分红比例不低于55%
0548.HK	深圳高速公路股份	11.49	0.4%	9.19	-4.3%	14.73	28.2%	54%	55%	4.2%	5.6%	24-26年分红比例不低于55%
601107.SH	四川成渝	15.13	3.7%	8.99	7.4%	16.36	0.08	60%	60%	5.0%	5.4%	26-28年分红比例不低于60%
0107.HK	四川成渝高速公路	15.13	3.7%	9.01	7.4%	16.36	8.1%	60%	60%	7.2%	7.8%	26-28年分红比例不低于60%
0152.HK	深圳国际	22.49	-21.7%	-2.21	-145.0%	22.12	-1.7%	50%	50%	8.8%	10.0%	
000828.SZ	东莞控股	8.24	-13.8%	5.50	3.4%	9.40	14.2%	60%	53%	4.7%	4.7%	25-27年分红不少于0.475元/股
600033.SH	福建高速	9.48	21.5%	5.09	-6.8%	-	-	35%	35%	3.4%	3.4%	24-26年分红比例不低于35%
600269.SH	赣粤高速	12.80	0.0%	2.08	-72.8%	8.03	-37.2%	31%	31%	4.4%	2.8%	
600020.SH	中原高速	6.28	-28.6%	6.87	3.6%	8.95	42.4%	43%	43%	3.1%	4.4%	
000885.SZ	城发环境	12.36	8.3%	5.71	-3.1%	12.57	1.7%	20%	20%	3.2%	3.2%	
000755.SZ	山西高速	4.65	-0.2%	2.45	1.9%	-	-	63%	63%	4.1%	4.1%	
600368.SH	五洲交通	5.57	-20.3%	3.14	-0.8%	-	-	40%	40%	3.2%	3.2%	24-26年不低于当年可分配利润10%
600106.SH	重庆路桥	1.14	-27.6%	0.77	-42.1%	1.71	49.7%	30%	30%	0.6%	0.8%	24-26年累计不少于可分配利润的30%
600035.SH	楚天高速	5.40	-29.7%	4.37	8.6%	-	-	48%	30%	4.2%	2.7%	25-27年分红比例不低于30%
0737.HK	湾区发展	4.68	1.4%	2.83	21.1%	-	-	99%	99%	8.4%	8.2%	
000900.SZ	现代投资	4.05	18.7%	2.34	-21.7%	-	-	60%	60%	4.4%	4.4%	
601518.SH	吉林高速	4.91	-8.9%	2.23	-2.2%	-	-	50%	50%	4.6%	4.6%	
1052.HK	越秀交通基建	5.33	-18.9%	3.86	6.9%	7.76	45.6%	70%	70%	7.3%	11.0%	
601188.SH	龙江交通	1.68	10.3%	1.07	12.4%	-	-	40%	40%	1.8%	1.8%	
000548.SZ	湖南投资	0.42	-48.3%	0.23	-37.0%	-	-	36%	36%	0.7%	0.7%	

资料来源：Wind，各上市公司公告，国盛证券研究所 注：1）2026年归母净利润预测值取自Wind一致预期，分红率基于历史情况及最新分红计划估算；若无一致预期，则以2025年归母净利润为替代。 2）2026年预测股息率按“归母净利润预测值*分红率/总市值”计算，市值及股价行情均以2026年9月2日收盘数据为准。 3）上市公司按截至2026年9月2日的总市值从高到低降序排列。

广发日志已记录，仅供内部参考

6.5 公路：避险需求+中长期低利率环境，配置价值凸显

国盛证券 GUOSHENG SECURITIES

高速公路投资看点：

1）市场震荡环境下，资金防御偏好抬升，公用事业类红利资产受追捧，高速板块经营稳定、分红稳定，是优选的避险资产。

2）股息率仍具吸引力：头部个股股息率 3.9%以上，与 10 年期国债利率（1.7%）维持 2.2pct以上利差，安全垫明确。分红率长期稳中有升。中长期低利率环境下，高速公路股票具备类债属性，稳定分红，配置价值凸显。

3）关注《收费公路管理条例》修订进展，新条例修订有望进一步延长收费期限、调整收费费率。

投资建议：优选主业成长+资本开支过峰+高分红标的：皖通高速、山东高速、宁沪高速、粤高速A、四川成渝、招商公路，股息率处于第一梯队，分红率与 DPS 稳中有升；关注估值修复标的：中原高速、赣粤高速。

风险提示：经济不及预期；交通方式替代风险；收费政策变化风险；路产到期风险。

广发日志已记录，仅供内部参考

一 快递：加盟制快递弹性强，极兔出海增长亮眼

二 航运：业绩全面向好

三 港口：业绩保持稳健

四 航空：高油价压制行业盈利

五 机场：航空业务展现经营韧性，一次性收益影响盈利表现

六 公路：车流量通行费略分化，扣非业绩平稳

七 铁路：稳健增长与持续分红凸显战略配置价值

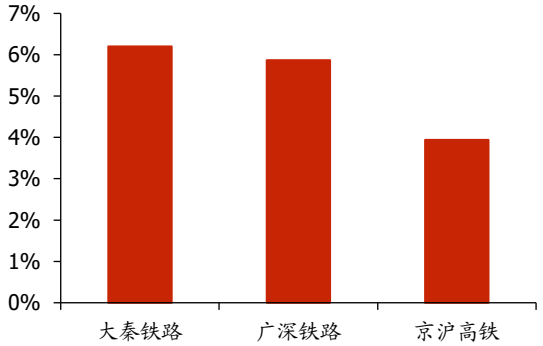
八 大宗供应链：盈利分化，风险继续释放，看好下半年改善

广发日志已记录，仅供内部参考

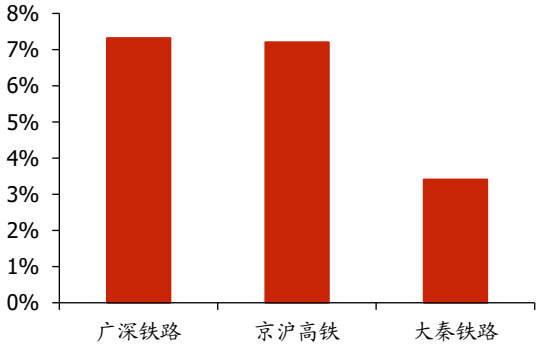
7.1 铁路：经营成果：收入与利润彰显增长韧性

- **1H26业绩：京沪高铁稳健增长，广深铁路受益于产品优化，大秦铁路处转型期、盈利增速受限于成本压力**
- 客运方面1H26整体实现稳健增长：京沪高铁营收录得小个位数增长，或因商务出行增长乏力、民航低票价、自驾出行分流影响，但票价改革打开未来想象空间；广深铁路产品升级，客量增长驱动盈利持续改善。
- 货运方面，大秦铁路受益于煤炭需求边际改善、货量同步增长驱动营收修复，业务扩展成本上升压制盈利释放；广深铁路货运业务同比小幅下滑。
- **2Q26业绩：广深铁路刚性成本上涨，大秦铁路煤炭与非煤业务表现分化**
- 客运方面，京沪高铁、广深铁路收入侧保持稳健增长。
- 货运方面，大秦铁路2Q26因印尼收紧煤炭出口政策释放运量补充缺口，煤炭运量同比高增。

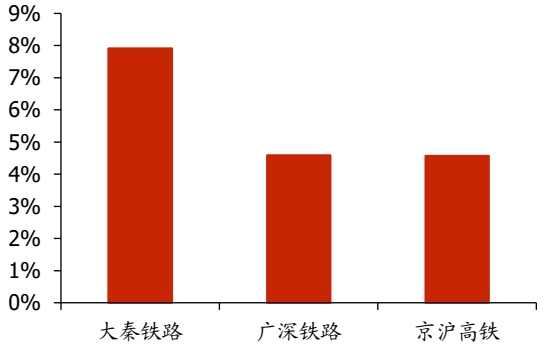
图表：重点铁路公司1H26营业收入增速（%）



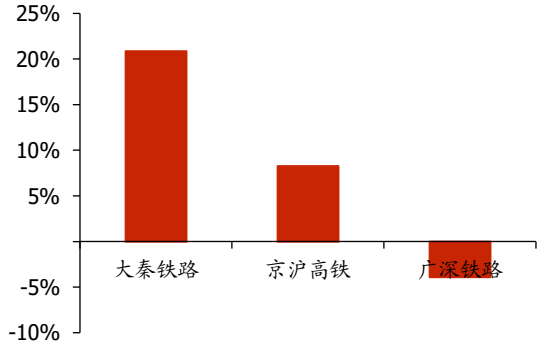
图表：重点铁路公司1H26归母净利增速（%）



图表：重点铁路公司2Q26营业收入增速（%）



图表：重点铁路公司2Q26归母净利增速（%）



图表：重点铁路上市公司1H26&2Q26经营成果

	1H26			2Q26		
	京沪高铁	广深铁路	大秦铁路	京沪高铁	广深铁路	大秦铁路
营业收入（亿元）	218.42	147.89	395.97	112.82	73.98	210.27
同比增速（%）	3.9%	5.9%	6.2%	4.6%	4.6%	7.9%
归母净利润（亿元）	67.71	11.90	42.55	36.29	6.10	18.71
同比增速（%）	7.2%	7.3%	3.4%	8.2%	-4.7%	21.2%
扣非归母净利润（亿元）	67.71	11.88	42.43	36.29	6.17	18.57
同比增速（%）	7.2%	12.2%	3.5%	8.3%	-3.9%	20.9%

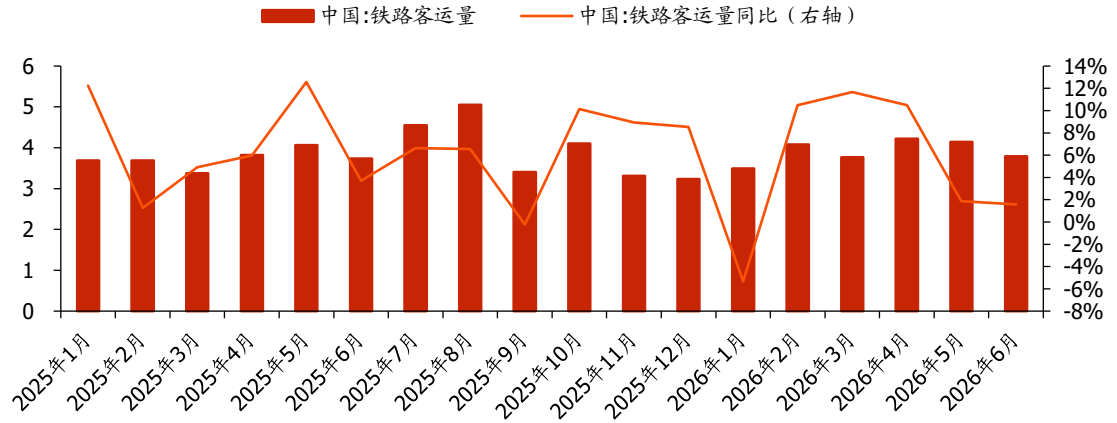
资料来源：Wind，国盛证券研究所

7.2 铁路：经营数据：客流量中枢上移，大秦运量显著增长

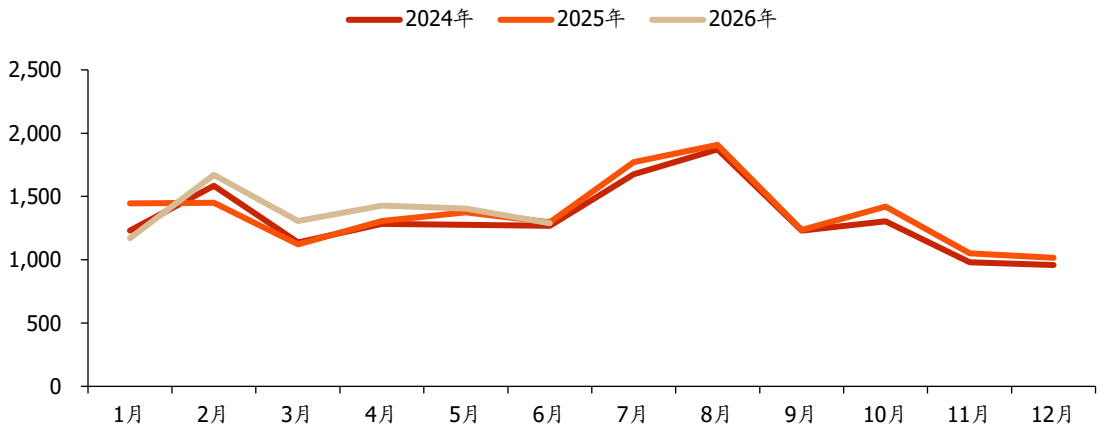
广发日志已记录，仅供内部参考

- 2026年2月至6月，铁路客运量均录得同比正增长，客流量中枢持续上移。2Q26，铁路客运量累计11.61亿人次，同比+4.6%；1H26，铁路客运量累计23.48亿人次，同比+5.0%。2Q26，旅客周转量累计4,119.99亿人公里，同比+3.2%；1H26，旅客周转量累计8,266.83亿人公里，同比+3.4%。
- 2025年11月广深铁路广深城际列车正式提速带来客运量的持续增长。1H26，广深城际列车旅客发送量同比+14.1%；26Q2，广深城际列车旅客发送量同比+12.2%。

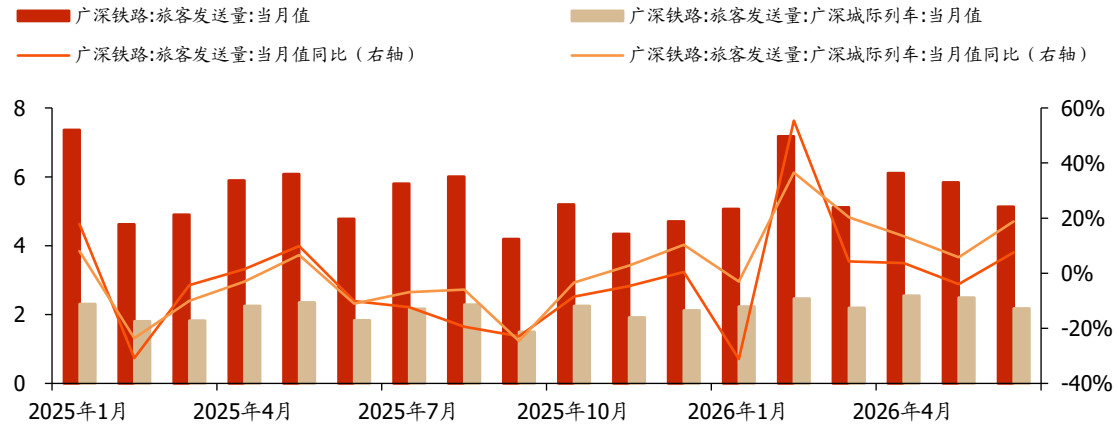
图表：铁路客运量（亿，%）



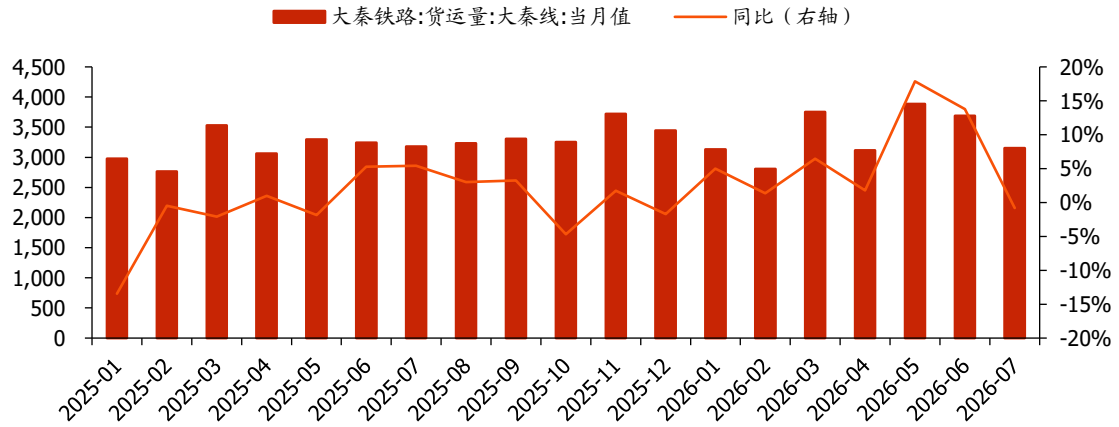
图表：铁路旅客周转量（亿人次）



图表：广深铁路旅客发送量（百万人，%）



图表：大秦铁路货运量（万吨，%）



资料来源：Wind，中国政府网，交通运输部，国家铁路局，国盛证券研究所

7.3 铁路：稳健增长与持续分红凸显战略配置价值

广发日志已记录，仅供内部参考

京沪高铁：中国高铁标杆，坐拥黄金干线资源禀赋。主营业务稳健增长，财务费用压降释放利润空间；京雄商高铁贯通利于京福安徽收入增长。票价改革打开盈利想象空间。股东回报方面，公司2026年2月发布《未来三年（2025-2027年）股东分红回报规划》明确：除特殊情况外，在公司无重大投资计划或重大现金支出发生时，年度累计分红不低于合并归母净利润的55%。

大秦铁路：西煤东运核心干线，坐拥全球运量最大的重载铁路。2026年能源价格中枢抬升，上游发运需求或复苏带来本线运量修复弹性。公司注重股东回报，连续18年年均分红超过50%，2025年合计现金分红比率约75%。

广深铁路：大湾区核心路网资产，拥有广深城际黄金通道及过港直通车独特资源禀赋。广深城际提质工程全面落地后带来客流修复与票价提升，叠加过港直通车增频带来总体收入提升。

图表：重点铁路上市公司估值表

				归母净利润（亿元）			PE		
证券简称	证券代码	货币单位	市值（亿元）	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
京沪高铁	601816.SH	CNY	2,392.47	140.74	151.33	161.38	17.0	15.8	14.8
广深铁路	601333.SH	CNY	215.34	13.84	15.03	15.50	15.6	14.3	13.9
大秦铁路	601006.SH	CNY	945.47	70.24	76.13	80.87	13.5	12.4	11.7

注：估值日期为2026年8月31日，归母净利润为Wind一致预期

资料来源：Wind，国盛证券研究所

广发日志已记录，仅供内部参考

一 快递：加盟制快递弹性强，极兔出海增长亮眼

二 航运：业绩全面向好

三 港口：业绩保持稳健

四 航空：高油价压制行业盈利

五 机场：航空业务展现经营韧性，一次性收益影响盈利表现

六 公路：车流量通行费略分化，扣非业绩平稳

七 铁路：稳健增长与持续分红凸显战略配置价值

八 大宗供应链：盈利分化，风险继续释放，看好下半年改善

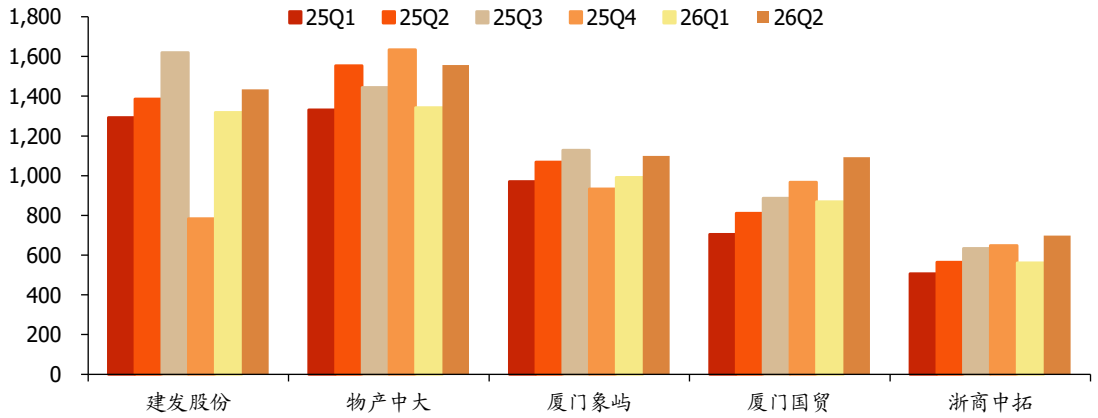
8.1 大宗供应链：26Q2收入普升，盈利分化

调研日志已记录，仅供内部参考

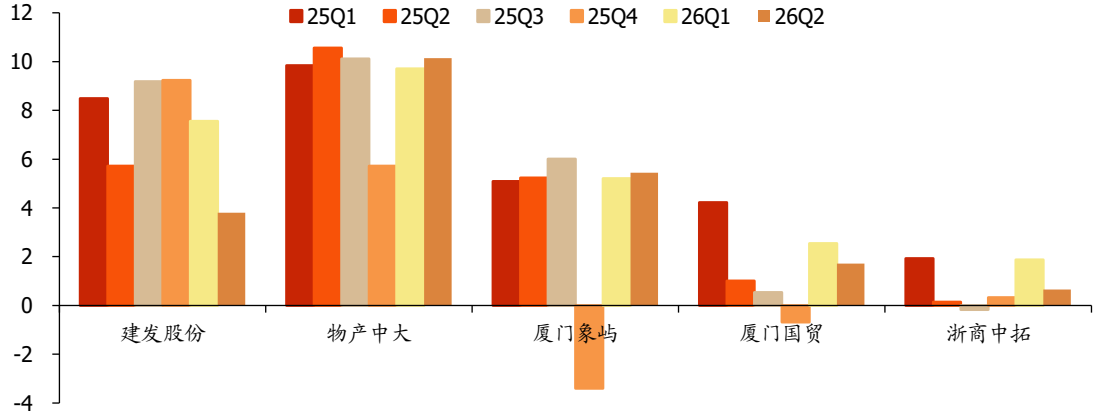
营业收入：大宗供应链板块公司均实现了营收增长。2026Q2，物产中大（1557亿元，同比+0.2%）>建发股份供应链分部（1434亿元，同比+3.5%）>厦门象屿（1099亿元，同比+2.9%）>厦门国贸（1093亿元，同比+34.7%）>浙商中拓（698亿元，同比+23.7%）。

归母净利：各大宗供应链公司业绩表现分化。2026Q2，物产中大（10.1亿元，同比-4.0%）>厦门象屿（5.4亿元，同比+4.1%）>建发股份供应链分部（3.8亿元，同比-33.4%）>厦门国贸（1.7亿元，同比+69.5%）>浙商中拓（0.7亿元，同比+348%）。

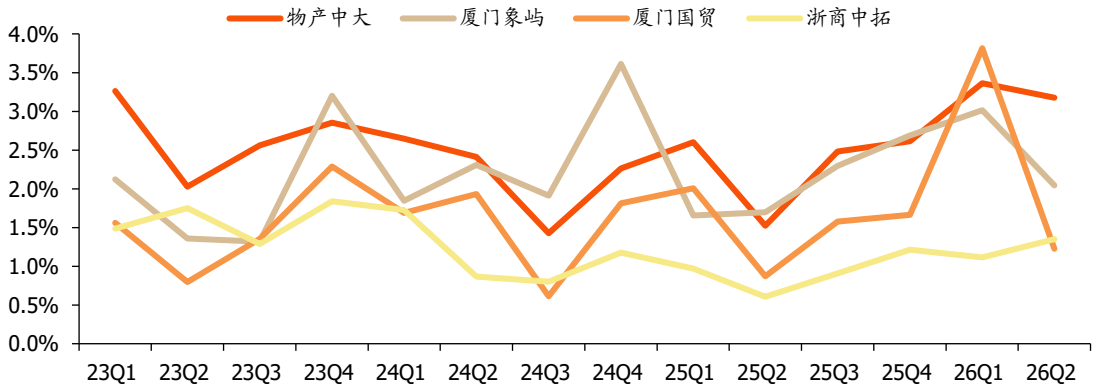
图表：大宗供应链公司25Q1-26Q2各季度营业收入（亿元）



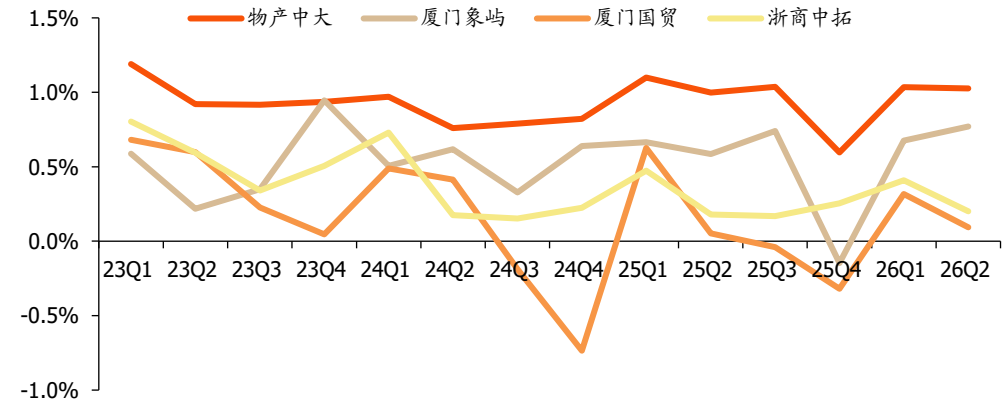
图表：大宗供应链公司25Q1-26Q2各季度归母净利润（亿元）



图表：大宗供应链公司各季度毛利率



图表：大宗供应链公司各季度净利率



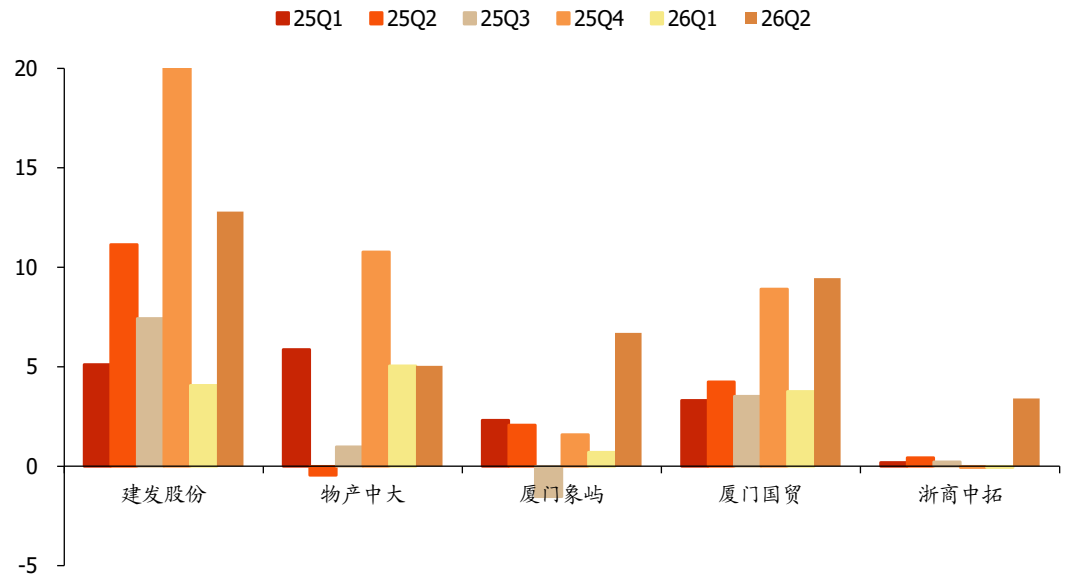
资料来源：Wind，建发股份公司公告，国盛证券研究所　　注：建发股份仅计算大宗供应链分部营业收入与归母净利润，因建发股份业务结构复杂，剔除其毛利率与净利率。

调研日志已记录，仅供内部参考

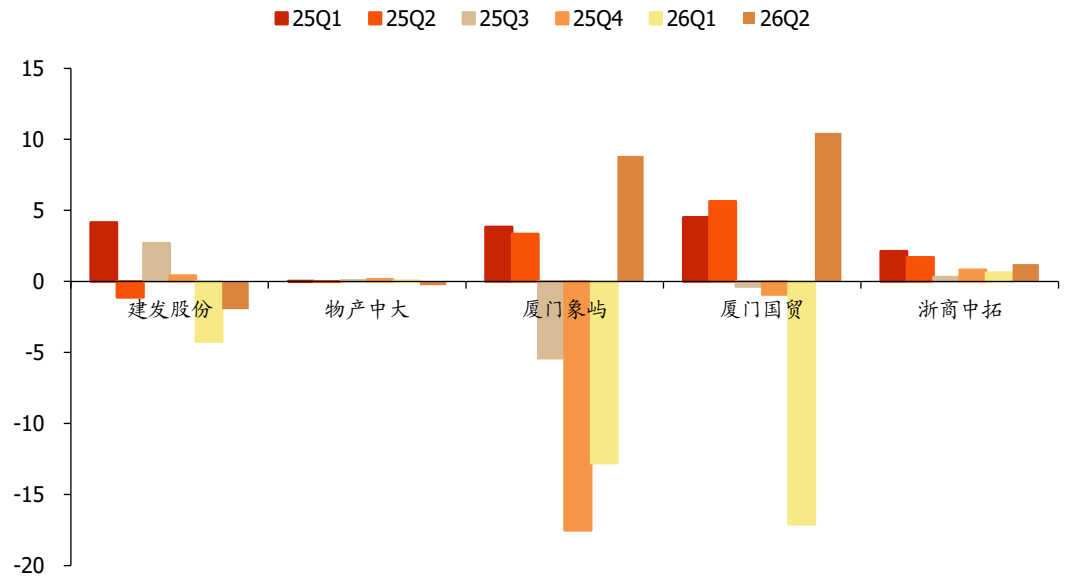
8.2 大宗供应链：减值继续释放，套保损益开始冲回或弱化

26Q2，各大宗供应链公司的利润的分化不在于收入与毛利，而在于减值继续释放+套保损益与现货确认错配两项非经常性/准非经常性项目的扰动，一是厦门国贸、建发股份、厦门象屿、浙商中拓的存货跌价、应收坏账、其他应收款减值等资产与信用减值在Q2进一步确认，Q2减值环比Q1扩大；二是厦门国贸、厦门象屿两个在26Q1套保错配影响较大的公司在Q2冲回了部分的套保收益。

图表：大宗供应链公司25Q1-26Q2各季度资产减值损失+信用减值损失（亿元）



图表：大宗供应链公司25Q1-26Q2各季度非经套保损益（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

调研日志已记录，仅供内部参考

8.3 大宗供应链：风险持续释放，看好下半年利润改善

投资建议：25Q4、26Q1部分大宗供应链企业受套保损益与现货交付节奏错配影响，业绩阶段性承压；随着相关现货在2026Q2逐步交付确认，前期套保错配带来的负面影响已部分冲回（非经套保损益明显转正），预计2026年下半年该因素对板块业绩的扰动将减弱。同时，2026Q2行业库存跌价及信用减值计提普遍较Q1增加，风险进一步释放。叠加2026年3月以来PPI持续转正，板块所处的名义增长环境持续改善，我们看好2026年全年大宗供应链板块业绩改善。中长期看，大宗供应链行业仍处于大市场、低集中度的发展阶段，龙头份额提升仍是主线。头部企业凭借合规能力、风控体系、融资能力及产业链延伸优势，有望持续提升市场份额、增强盈利韧性。

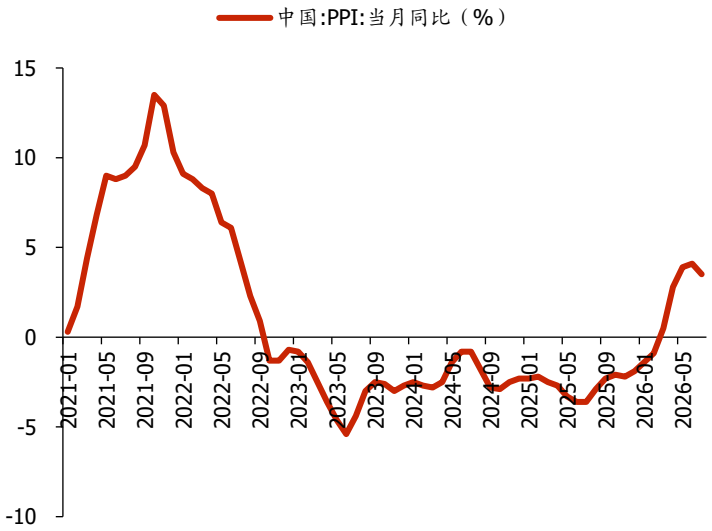
个股层面，首选具备经营韧性和产业链延伸能力的龙头，重点关注**厦门象屿、物产中大**，建议关注**建发股份、厦门国贸、浙商中拓**。

风险提示：大宗商品价格大幅波动风险，信用减值风险，资产减值风险。

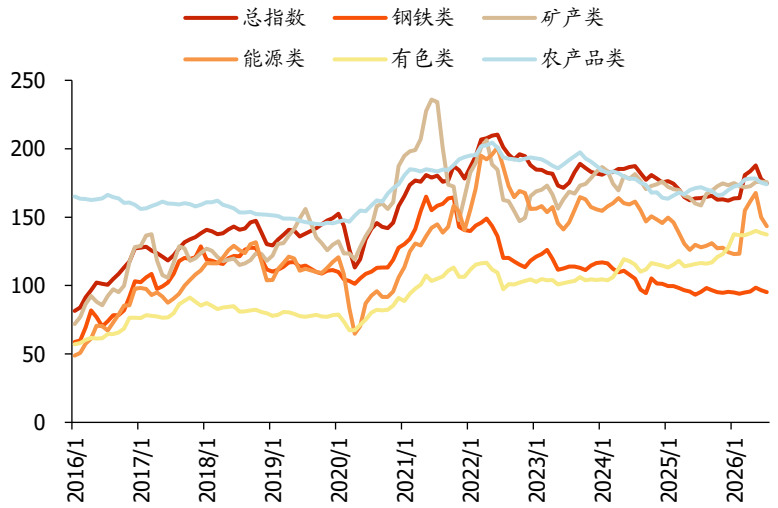
图表：大宗供应链行业CR5经营体量与市占率



图表：中国PPI当月同比



图表：中国大宗商品价格指数



资料来源：Wind，厦门象屿公司公告，国盛证券研究所

广发日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- 宏观经济波动：宏观经济增速放缓将直接抑制客货运输需求，导致运量、运价及企业盈利承压。
- 恶性价格竞争：行业供给过剩或需求疲弱时，企业可能以价换量，造成全行业毛利率大幅下滑甚至亏损。
- 政策风险：反内卷、航权、收费公路、碳排放、补贴等政策变化可能改变行业竞争格局或直接增加企业运营成本。
- 原油需求大幅下降：原油需求锐减将拖累油运及上游相关行业的景气度。
- 地缘政治冲突升级风险：关键海峡或运河（如霍尔木兹海峡、红海、巴拿马运河）发生军事冲突或封锁，将导致绕行、保费暴涨及供应链中断。
- 出行需求恢复不及预期：出行意愿、商务差旅频次或旅游信心回升缓慢，航空、高铁、公路客运的客座率及票价均将承压。
- 人民币大幅贬值风险：人民币贬值会推高航空公司境外采购、租赁、燃油及维修等美元计价成本，加重汇兑损失。
- 油价大幅上涨风险：燃油成本占交运企业营业成本比重较高，油价上涨或将挤压利润空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券股份有限公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市丰台区丽泽路22号院新华社国家金融信息大厦西塔B座38层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com