下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

旺季催化价格改善，聚焦油运与快递

华泰研究

2026 年 10 月 12 日 | 中国内地　　专题研究

把握油运运价弹性与快递盈利修复，配置铁路景气与公路红利

展望 10 月，建议聚焦航运运价上涨与快递盈利修复两条核心主线，并配置客运景气及高股息品种。航运方面，中东局势反复推升地缘风险溢价，叠加传统旺季，运价有望继续走高，推荐中远海能；快递方面，反内卷与旺季有望共同推动涨价，行业单票盈利和估值有望修复，推荐申通/圆通/中通。配置方向上，双节错位带动客运景气分化，铁路客运国庆假期表现领先，推荐京沪高铁；高股息公路仍具配置价值，首选皖通高速 A；同时看好航空货运景气韧性及危化品物流中长期改善，推荐东航物流。此外，航空客运板块当前预期较低，后续油价回落或成为重要催化。

航运港口：地缘风险溢价抬升叠加传统旺季，运价持续走高

1）油运：9 月地缘风险溢价持续抬升，运价环比大幅走高。2）集运：9 月 SCFI 维持高位震荡。其中，美线及东南亚线大幅走强；欧线/地中海线继续回落。3）干散：9 月海岬型运价走强带动 BDI 反弹。4）港口 8 月货量同比下滑，但环比回升。展望 10 月，中东局势反复，地缘风险溢价有望持续叠加油运/干散货传统旺季，我们预计油运/散货运价环比有望继续走高；集运进入传统淡季，运价环比或小幅回落。港口进口原油及大宗商品货量环比或增长；集装箱出口量环比或小幅回升。

物流快递：反内卷与旺季共振，建议布局电商快递

1）快递：8 月消费需求仍偏弱，件量同比+2.7%（7 月：+4.1%），但反内卷背景下价格改善趋势延续，件均价同比+4.0%（7 月：+3.8%）。旺季在即，全国新一轮涨价趋势逐步确立，旺季与反内卷有望形成共振，推动单票盈利及板块估值修复。2）跨境物流：3Q 航空货运运价环比有所回落，但整体保持平稳。3）危化品物流：短期油价及地缘冲突扰动化工品供应，中长期看好供给扩张放缓叠加高端化工增量需求支撑龙头业绩改善。4）大宗供应链：输入性价格上涨推动 PPI 改善，制造业采购持续回暖，但企业库存策略仍偏审慎，主动补库尚未全面启动。

航空机场：等待油价回落；机场 3Q 流量增速有望回升

航司在暑运期间票价同比表现较弱，根据航班管家数据，3Q 国内航线含油票价均价同比仅小幅提升 1.8%，而同期我国航煤出厂价均价同增 42%，我们认为 3Q 航司盈利同比或将明显下滑。国庆假期票价数据有所回暖，但目前航司燃油成本负担仍较重，10 月航煤出厂价为 8946 元/吨，同增 58.8%，环比 9 月提升 9.5%，板块关注度及预期较低，不过我们认为若油价回落将对板块形成明显催化。机场方面，3Q 借助航司投放运力，流量增速有望回升，目前机场业绩主要由流量提升驱动，所以需关注产能周期及对成本的影响，等待变现能力改善，从而催化盈利和股价弹性。

公路铁路：双节错位驱动客货分化，公路铁路各寻结构性亮点

中秋假期较 25 年提早启动，日历效应或激发客车出行，但工厂放假拖累公路货运。中秋假期自驾日均出行量较 25 年 9 月日均值增长 28%，或拉动 9 月自驾出行量增长约 2.8pct；9 月高速货车通行量同比下降 0.8%。10 月板块行情或由风格轮动、股息率估值与三季报景气度主导，建议关注股息率>4%的 A 股公路及受益险资增配、股息率>7%的港股公路，推荐皖通高速 A 股。国庆假期铁路日均客运量同比增长 12.7%，领跑各运输方式，推荐京沪高铁。受益煤炭稳产与港口高煤价，9 月国家铁路货运量同比增长 6.0%，建议跟踪 10 月底大秦线秋季集中修结束后的运量修复节奏。

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

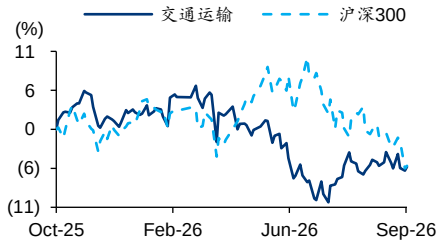
林珊　研究员
SAC No. S0570520080001　linshan@htsc.com
SFC No. BIR018　+(86) 21 2897 2209

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　研究员
SAC No. S0570526070014　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
申通快递	002468 CH	21.82	买入
京沪高铁	601816 CH	6.61	买入
圆通速递	600233 CH	24.51	买入
中通快递-W	2057 HK	204.00	买入
东航物流	601156 CH	23.30	买入
皖通高速	600012 CH	18.90	买入
中远海能	600026 CH	26.00	买入

资料来源：华泰研究预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

航运：地缘风险溢价持续扩大，9 月运价环比继续走高 4

港口：8 月货量同比下滑主因台风天气影响，但环比回升 7

物流：反内卷+旺季共振，布局电商快递 8

公路：日历效应驱动客货分化，红利风格主导板块表现 12

铁路：长假利好高铁出行，煤炭稳产带动货运回升 14

航空：燃油成本负担仍较重，等待油价回落 16

机场：3Q 机场流量同比增速有望回升 19

风险提示 21

图表目录

图表 1： 上海出口集装箱运价指数（SCFI） 4
图表 2： 东南亚集装箱运价指数（SEAFI） 4
图表 3： 上海出口美西：集装箱运价 5
图表 4： 上海出口欧洲：集装箱运价 5
图表 5： VLCC 运价：不同航线 5
图表 6： 原油轮运价（不同航线加权运价，BDTI TCE） 5
图表 7： 成品油轮运价（不同航线加权运价，BCTI TCE） 5
图表 8： 波罗的海干散货指数（BDI） 6
图表 9： 波罗的海小灵便型船干散货指数（BHSI） 6
图表 10： 全球港口货物吞吐量同比增速 7
图表 11： 全国原油进口量同比增速 7
图表 12： 全国铁矿石进口量同比增速 7
图表 13： 全国煤炭进口量同比增速 7
图表 14： 实物商品网上零售额及增速 8
图表 15： 实物商品网上零售额渗透率 8
图表 16： 规模以上快递企业件量及增速 8
图表 17： 快递行业件均价及变化 8
图表 18： 主要快递企业件量同比增速 9
图表 19： 主要快递企业件均价同比变化 9
图表 20： TAC 浦东出港指数 9
图表 21： 中国化工产品价格指数（CCPI） 10
图表 22： 布伦特原油价格 10
图表 23： 华东港口甲醇库存 10
图表 24： 华南港口甲醇库存 10
图表 25： 化工行业固定资产投资完成额累计同比 10
图表 26： 化工行业 PPI 同比 10

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 27： PPI 及生产资料分项当月同比 11
图表 28： 制造业 PMI 同比 11
图表 29： 全国高速公路日均货车通行量 12
图表 30： 高速公路及普通国省干线非营业性小客车人员出行量 12
图表 31： 10 年期中美国债收益率走阔 13
图表 32： 1 年期美债利率 vs HIBOR 13
图表 33： 全国铁路月度客运量 14
图表 34： 国家铁路日均货运量 14
图表 35： 北京往返上海直达高铁的二等座平均票价 14
图表 36： 京沪高铁营收 vs 全国铁路旅客周转量 14
图表 37： 大秦线日均货运量 15
图表 38： CCTD 主流北方港口煤炭库存 15
图表 39： 进口煤月度数量 15
图表 40： 六大发电集团日均耗煤量 15
图表 41： 行业 ASK/RPK 同比 16
图表 42： 行业月客座率变化图 16
图表 43： 周度国内航线含油均价 16
图表 44： 布伦特与新加坡航煤价差仍处较高水位 17
图表 45： 我国航空煤油出厂价 17
图表 46： 航空燃油附加费 17
图表 47： 国庆假期日度民航旅客量及其同比增速 17
图表 48： 国庆假期日度客座率及其同比增速 18
图表 49： 国庆假期日度内线经济舱全票价及其同比增速 18
图表 50： 上海机场旅客吞吐量 19
图表 51： 白云机场旅客吞吐量 19
图表 52： 深圳机场旅客吞吐量 19
图表 53： 首都机场旅客吞吐量 19
图表 54： 重点公司推荐一览表 20
图表 55： 重点推荐公司最新观点 20

下载日志已记录，仅供内部参考

航运：地缘风险溢价持续扩大，9 月运价环比继续走高

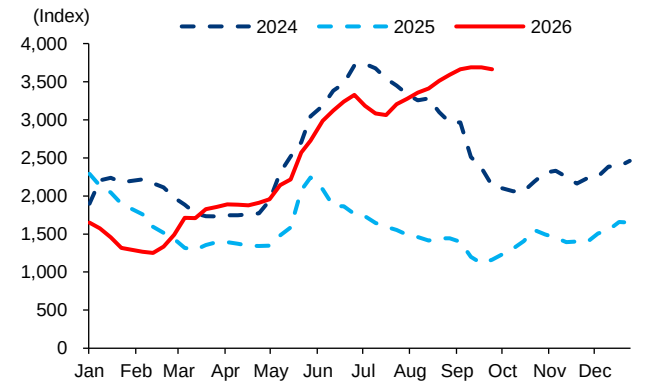
9 月中东地缘局势仍持续反复。1）油运：地缘风险溢价持续抬升叠加传统旺季临近，BDTI 原油运价指数月环比大幅上涨，创历史新高。2）集运：SCFI 综合指数维持高位震荡。其中，欧线/地中海运价环比回落，但美线及东南亚航线环比走强。3）干散：海岬型运价走强带动 BDI 指数环比上行，主因铁矿石采购支撑叠加地缘风险溢价。

油运：9 月 BDTI/BCTI 均值同比+281.5%/+198.5%，环比+52.8%/+37.2%。其中 VLCC 美湾/西非至中国航线运价均值同比+386.9%/+456.8%至 31.5 万/40.1 万美金每天，环比+127.6%/+182.7%。中小型船方面，BDTI Suezmax/Aframax/MR 运价均值同比+308.2%/+306.5%/+86.3%，环比+1.0%/+87.8%/+65.9%。各船型运价环比均大幅走高，主因地缘风险溢价扩大叠加传统油运旺季，货运量环比增长。展望 10 月，我们预计短期内中东局势或较难有实质性变化，地缘风险溢价持续叠加市场进入到传统旺季，原油采购需求回升，我们认为油轮运价环比有望继续增长。

集运：9 月运价整体维持高位震荡，SCFI/CCFI/东南亚 SEAFI 均值同比+183.8%/+68.5%/+175.4%，环比+8.0%/+2.8%/+51.9%。其中，东南亚运价环比大涨，主因亚洲区域内贸易需求旺盛，特别是中国至东南亚货运需求强劲。远洋航线方面，欧线/地中海线/美西线/美东线运价均值同比+115.9%/+86.5%/+288.6%/+270.3%；环比-15.4%/-16.7%/+10.6%/+8.6%。新兴市场航线，中东/西非/南美线运价均值同比+449.4%/+2.1%/+178.2%；环比+12.7%/-1.7%/+1.2%。展望 10 月，伴随市场逐步进入淡季叠加中国港口拥堵逐步缓解，我们预计运价环比或小幅回调。

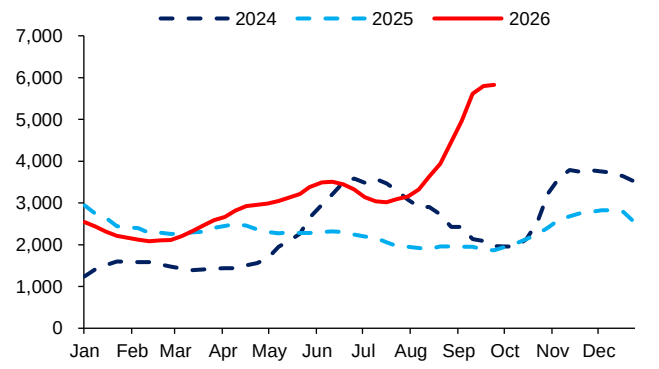
干散：9 月 BDI/BHSI 均值同比+60.4%/+18.3%，环比+15.5%/+9.5%。干散运价环比走高主因海岬型运价走强。展望 10 月，需求端，行业进入传统旺季，铁矿石发货量环比或小幅回升；供给方面，受当前中东局势反复影响，地缘风险溢价抬升，我们预计 10 月 BDI 运价环比或将维持高位震荡。

图表1：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

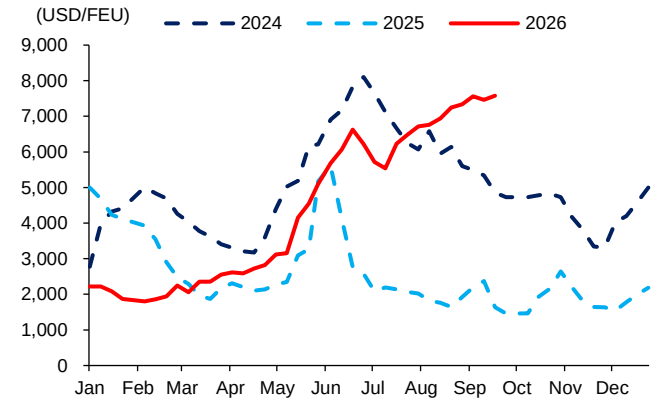
图表2：东南亚集装箱运价指数（SEAFI）



资料来源：上海航运交易所，华泰研究

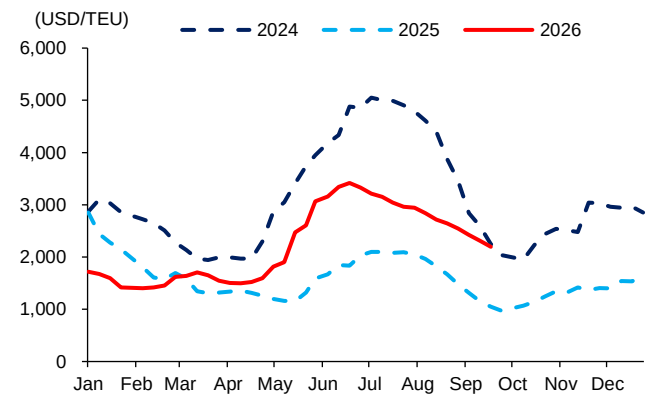
下载日志已记录，仅供内部参考

图表3：上海出口美西：集装箱运价



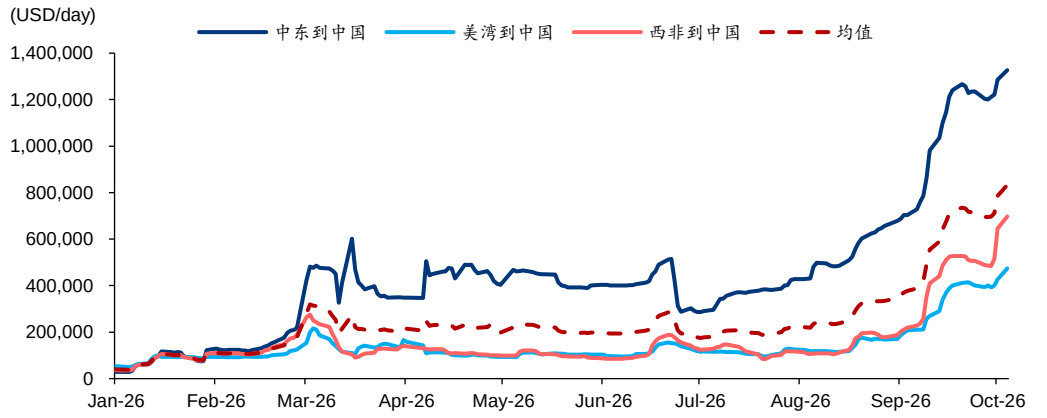
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表4：上海出口欧洲：集装箱运价



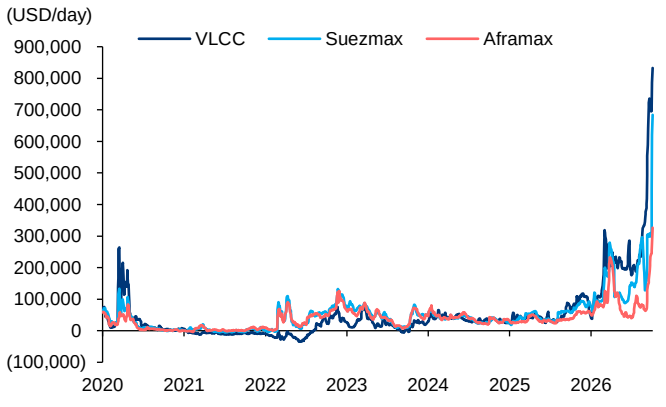
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表5：VLCC 运价：不同航线



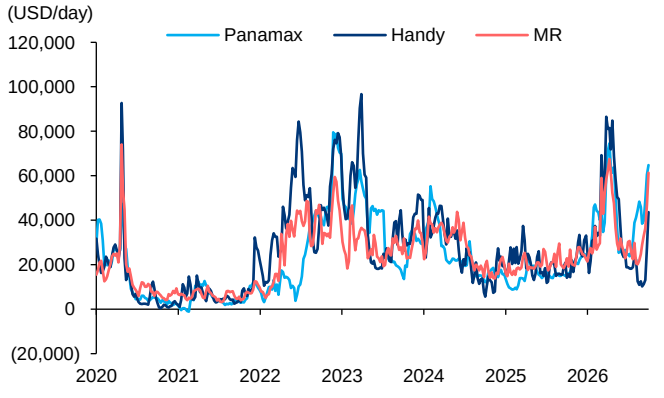
资料来源：Baltic Sea Exchange，Clarksons，华泰研究

图表6：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

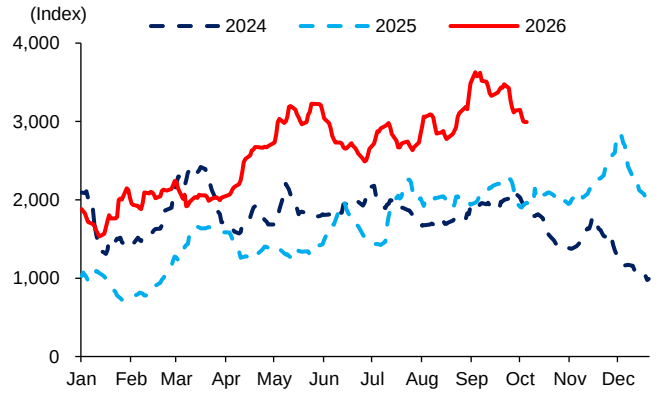
图表7：成品油轮运价（不同航线加权运价，BCTI TCE）



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

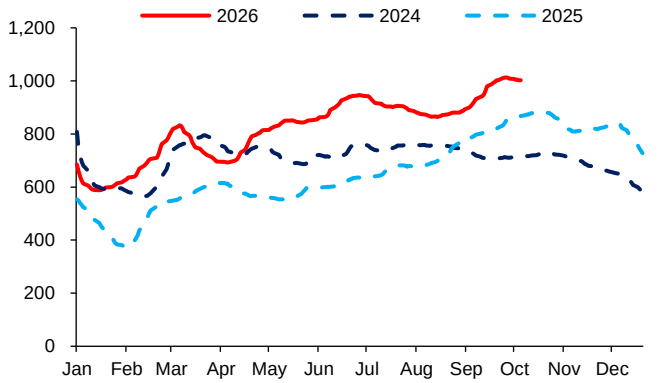
下载日志已记录，仅供内部参考

图表8：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9：波罗的海小灵便型船干散货指数（BHSI）



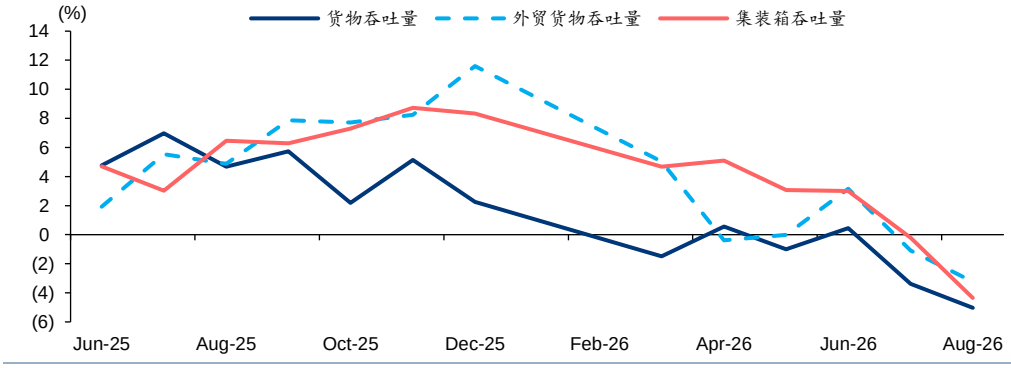
资料来源：波罗的海交易所，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

港口：8月货量同比下滑主因台风天气影响，但环比回升

根据交通运输部数据，8月全国港口货量/外贸货量/集装箱吞吐量同比表现-5.0%/-3.2%/-4.4%，环比表现+1.4%/+1.7%/+0.7%，货量同比下滑，主要受台风、强降雨等极端天气影响。1-8月全国港口货量/外贸货量/集装箱累计吞吐量同比表现+0.5%/+2.8%/+4.0%。

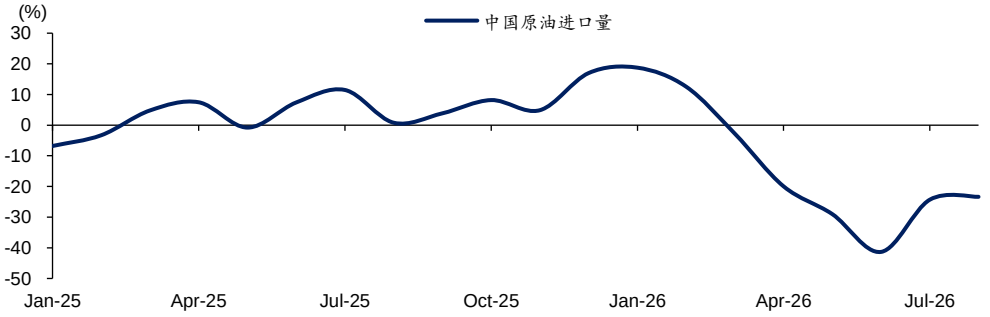
图表10：全球港口货物吞吐量同比增速



资料来源：交通部，华泰研究

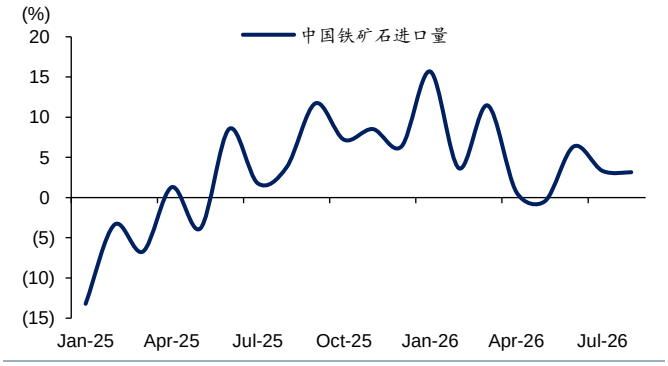
出口方面，我们预计9-10月出口集装箱需求保持强劲叠加台风影响陆续减退，预计吞吐量同环比有望上涨。进口方面，1）8月全国原油进口量3,792.8万吨，同比-23.4%，环比+6.2%，环比回升主因前期7月海峡短暂开放。考虑9月以来，市场逐步进入至传统旺季，原油采购量回升，我们预计9-10月原油进口量环比或增长。2）8月全国铁矿石进口1.09亿吨，同比表现+3.2%，环比+0.4%，同比保持增长，环比基本持平。考虑铁矿石库存仍处高位，我们预计9-10月铁矿石进口量环比或小幅回落，同比保持增长。3）8月全国煤炭进口量4,209.2万吨，同比-1.5%，环比-1.5%，同比由增转降主因上年同期高基数，环比小幅回落，主因夏季用煤高峰需求逐步减弱。我们预计9-10月煤炭进口量环比或继续回落。

图表11：全国原油进口量同比增速



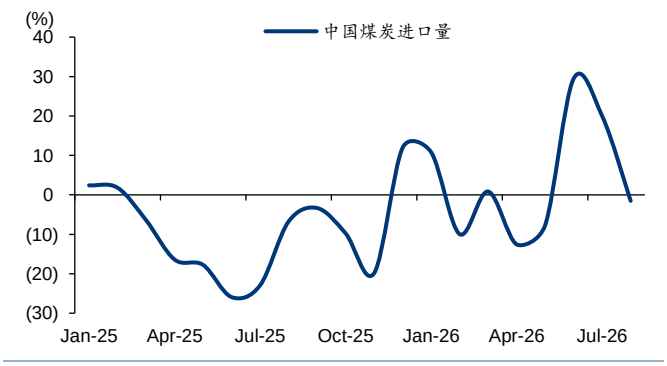
资料来源：海关总署，Wind，华泰研究

图表12：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13：全国煤炭进口量同比增速



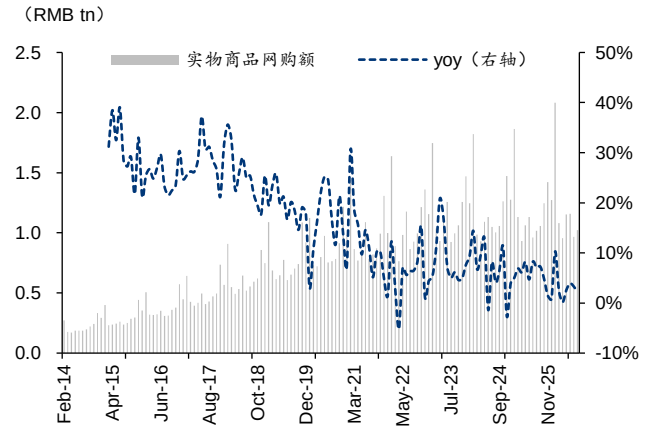
资料来源：海关总署，Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

物流：反内卷+旺季共振，布局电商快递

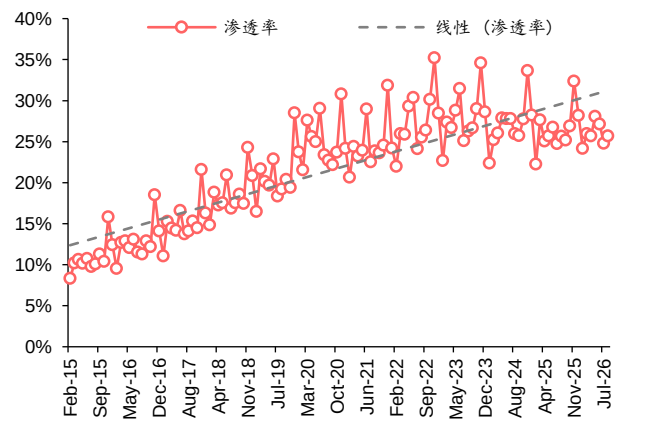
消费增速继续放缓，线上消费表现偏弱。8 月，社零总额同比+0.4%（7 月/8M26：+0.6%/+1.1%），商品零售额同比+0.3%（7 月/8M26：+0.5%/+1.0%），增速放缓反映消费动能仍然偏弱、“以旧换新”相关品类仍拖累整体增速。电商传统淡季下，线上消费表现相对承压，8 月实物商品网上零售额同比+0.5%（7 月/8M26：+0.7%/+4.3%）。实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重由 7 月的 24.8%小幅回升至 25.7%，同比+0.5pct，反映旺季峰值趋于平缓的趋势。（数据来源：国家统计局）

图表14：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

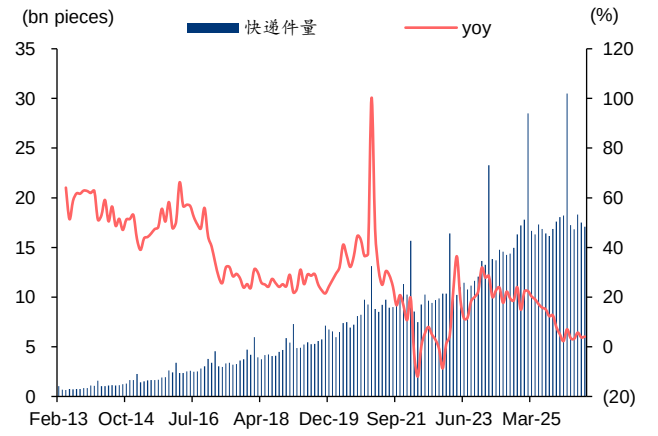
图表15：实物商品网上零售额渗透率



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

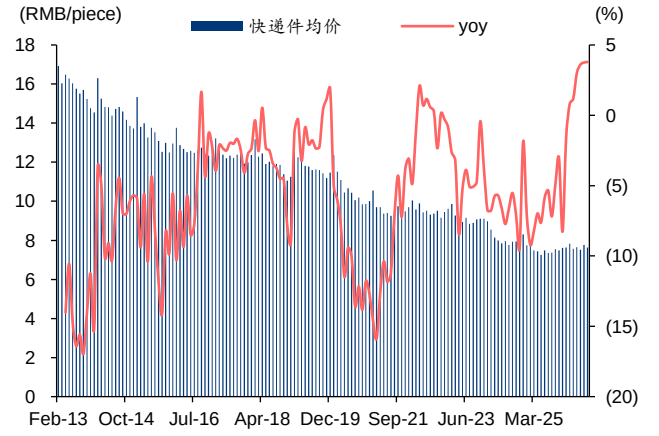
行业件量增速放缓，价格同比增幅扩大。8 月，行业件量 166.0 亿件，同比+2.7%（7 月：+4.1%），受消费需求偏弱及电商淡季影响，件量增速环比回落；行业件均价 7.66 元，同比+4.0%（7 月：+3.8%），反内卷政策持续推进，河北等价格洼地价格回升，价格同比改善幅度进一步扩大。1-8 月，行业件量 1340.6 亿件，同比+4.6%，件均价 7.68 元，同比+2.7%，行业量价总体保持稳健。进入 9 月，旺季临近推动件量增速回升，虽然 9 月整体揽收/派送量受“请 3 休 13”小长假扰动、累计估算揽收/派送同比增速仅+1.9%/+2.8%，但 9 月截至 20 日累计估算揽收/派送同比增速为+6.2%/+6.3%。（数据来源：国家邮政局、交通运输部）

图表16：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17：快递行业件均价及变化

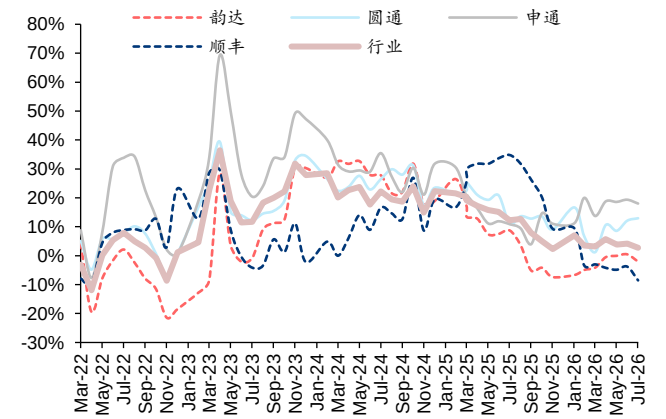


注：剔除了 1 月数据，2 月数据为 1-2 月累计值，平滑了 2020 疫情波动
资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

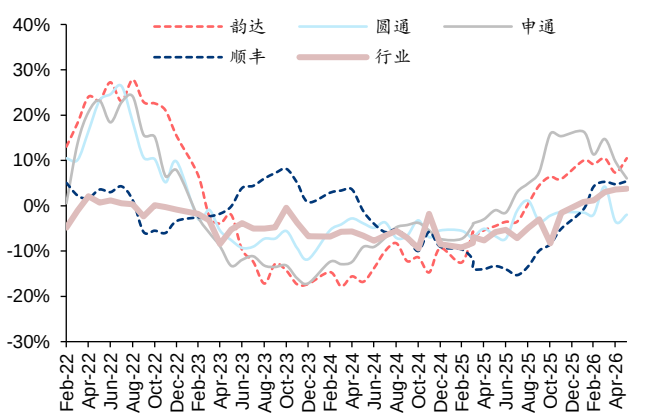
申通量价表现领先，韵达、顺丰价格修复。个股方面，8 月件量同比增速：申通（+18.0%）>圆通（+12.9%）>行业（+2.7%）>韵达（-2.1%）>顺丰（-8.5%）；件均价同比增速：韵达（+10.4%）>顺丰（+7.9%）>行业（+4.0%）>申通（+3.4%）>圆通（-4.4%）。申通（含丹鸟）延续量价双增，综合表现领先。圆通件量增速显著高于行业，件均价同比下滑主要与加盟商结算口径调整有关。韵达继续聚焦高利润贡献件量，件量同比小幅下降，件均价保持较快增长。顺丰持续优化产品及客户结构，件量同比下降，但件均价延续改善趋势。（数据来源：各公司公告）

图表18：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，平滑了 2020 疫情波动
资料来源：Wind，华泰研究

图表19：主要快递企业件均价同比变化

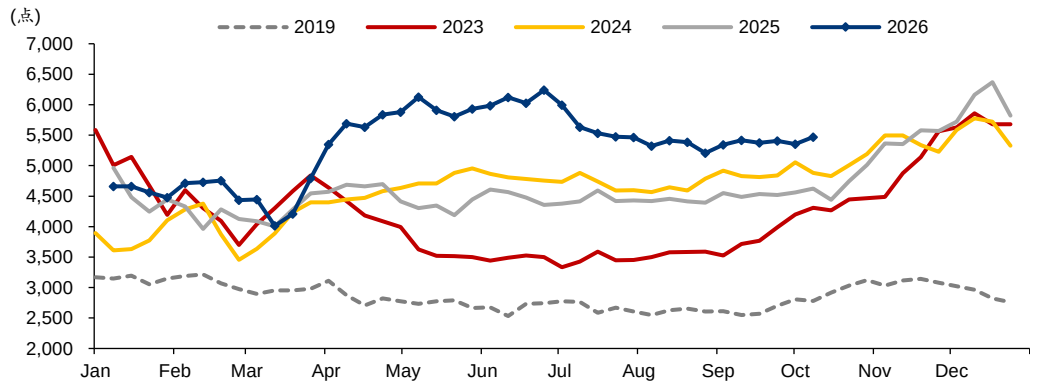


注：剔除了 1 月数据，2 月数据为 1-2 月累计值，平滑了 2020 疫情波动
资料来源：Wind，华泰研究

旺季与反内卷共振，推荐电商快递板块。近期，国家邮政局副局长赴浙江等地调研，强调“持续治理行业‘内卷式’竞争”，或推动核心“产粮区”开启新一轮价格管控，考虑此前已在河北召开《河北省快递市场“内卷式”竞争治理专题座谈会》，并在河北推进价格管控措施，我们认为全国新一轮涨价趋势逐步确立。行业旺季即将到来，件量增速已有回升迹象，旺季需求与反内卷政策形成共振；若涨价顺利向末端传导，电商快递龙头单票盈利有望修复，并带动盈利预期与估值同步改善。推荐电商快递板块，重点推荐申通快递、圆通速递、中通快递。

航空货运：3Q 运价环比有所回落。主因：1）航煤价格相比 2Q 高位有所下降，航空货运公司运价随之下调；2）欧洲航线小包裹免税政策取消，影响部分需求。不过整体来看，3Q 期间航空货运运价维持平稳，3Q TAC-浦东出港指数同增 20.9%，有望继续较好的传导油价成本增量。中长期考虑当前全球全货机交付有限，航空货运供给难以快速提升，同时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。

图表20：TAC 浦东出港指数

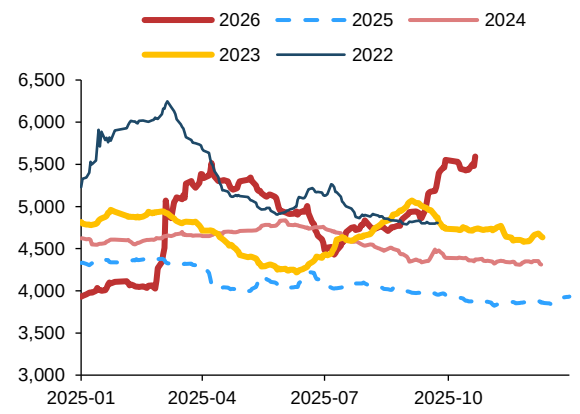


资料来源：TAC，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

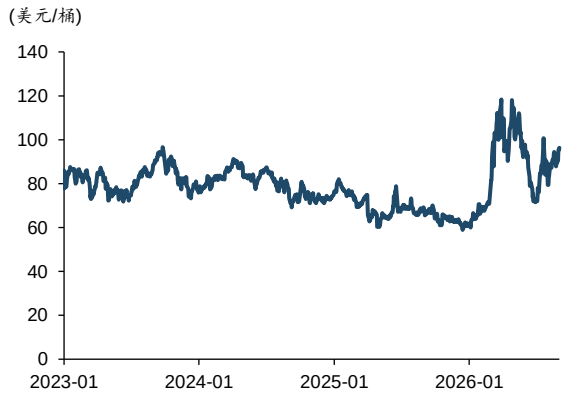
危化品物流：9 月以来，地缘局势反复，国际油价震荡走高，推升相关化学品价格上行。价格端，7 月/8 月化学原料和化学制品制造业 PPI 同比分别+9.1%/+9.1%，8 月环比降幅由 7 月的-2.6%收窄至-0.1%。生产端，8 月化学原料和化学制品制造业工业增加值同比持平，较 7 月的-1.2%有所改善，但整体呈现价格上涨、产量修复偏弱的特征。供给端，行业资本开支持续收缩，1-8 月化学原料和化学制品制造业固定资产投资累计同比-8.1%，降幅较 1-7 月扩大 0.7pct。部分品类进口受中东地缘局势扰动，例如华东及华南港口甲醇库存处在过去 5 年较低水位。**中期维度，我们看好化工行业供给扩张放缓、部分产品盈利修复带来的景气改善机会，叠加半导体、新能源、高端精细化工等领域需求增长，有望支撑专业化危化品物流需求稳步提升。**

图表21：中国化工产品价格指数（CCPI）



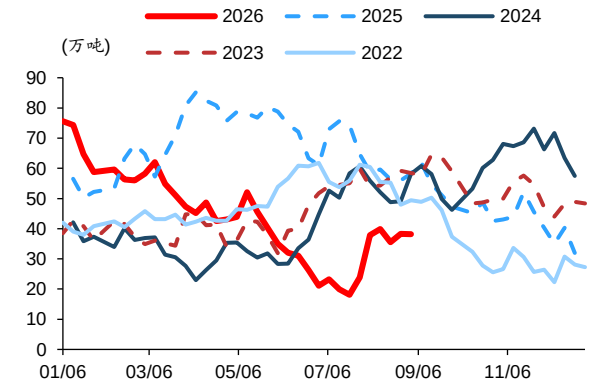
资料来源：iFind，华泰研究

图表22：布伦特原油价格



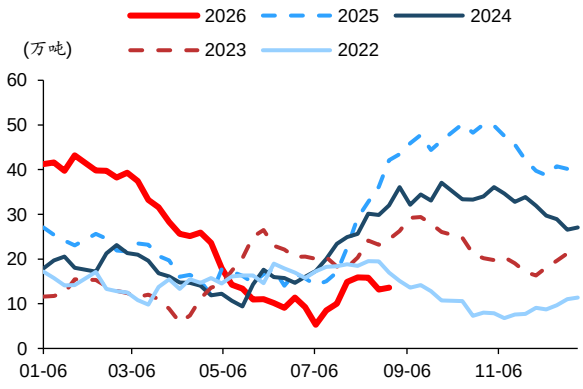
资料来源：kpler，clarksons，华泰研究

图表23：华东港口甲醇库存



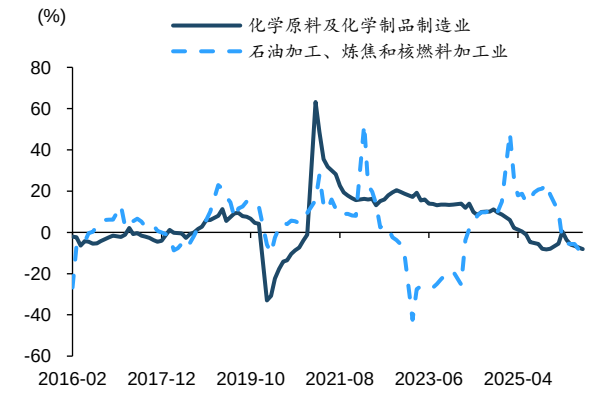
资料来源：iFind，华泰研究

图表24：华南港口甲醇库存



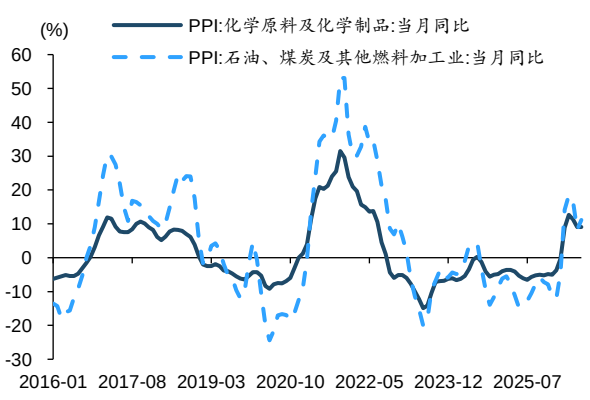
资料来源：kpler，clarksons，华泰研究

图表25：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26：化工行业 PPI 同比



资料来源：国家统计局，华泰研究

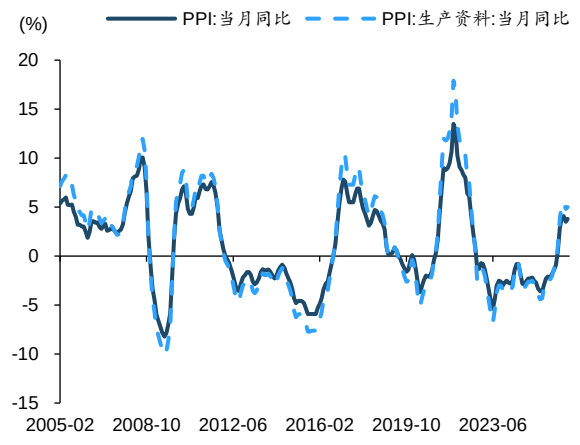
下载日志已记录，仅供内部参考

大宗供应链：输入性价格上涨持续传导，采购需求回暖但主动补库尚未全面启动。价格端，制造业 PMI 主要原材料购进价格指数较 8 月提升 4.2pct 至 60.8%，出厂价格指数提升 3.6pct 至 54.0%，均连续两个月回升。受国际原油、有色金属等大宗商品价格上涨及部分行业需求改善影响，上游原材料价格持续走强。9 月 PMI 主要原材料购进价格指数较 8 月提升 4.2pct 至 60.8%，出厂价格指数提升 3.6pct 至 54.0%。尽管出厂价格同步回升，但原材料购进价格指数仍明显高于出厂价格指数，成本向下游传导仍面临一定压力，中下游议价能力较弱的企业盈利或阶段性承压。

需求端持续改善，但企业主动补库意愿仍然偏弱。9 月制造业 PMI 较 8 月回升 0.3pct 至 50.1%，重返扩张区间，其中生产指数、新订单指数分别为 51.7%和 50.5%，较 8 月分别+1.3pct/-0.1pct，制造业生产扩张加快、需求保持扩张。与此同时，采购量指数由 8 月的 50.5%进一步升至 51.0%，但原材料库存指数仅小幅回升 0.1pct 至 48.2%，仍处于收缩区间；产成品库存指数由 48.4%降至 47.6%，库存去化有所加快。我们认为，当前企业采购需求回暖更多体现为生产扩张带动的原材料采购增加，整体仍维持相对审慎的库存策略，尚未观察到全面主动补库的明确信号。

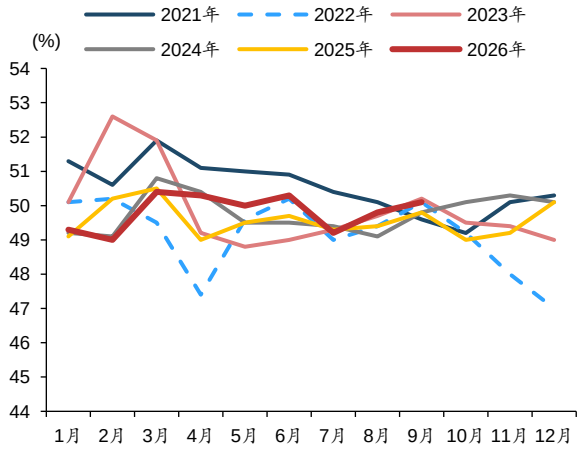
整体看，大宗商品价格上行叠加制造业采购活动回暖，有望推动大宗供应链企业名义经营规模改善，但主动补库带来的货量弹性仍待验证。在商品价格波动加大、下游库存策略偏谨慎的环境下，大宗供应链企业盈利能力更取决于实际经营货量、周转效率、产业链服务能力及风险管理水平。

图表27： PPI 及生产资料分项当月同比



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表28： 制造业 PMI 同比



资料来源：国家统计局，华泰研究

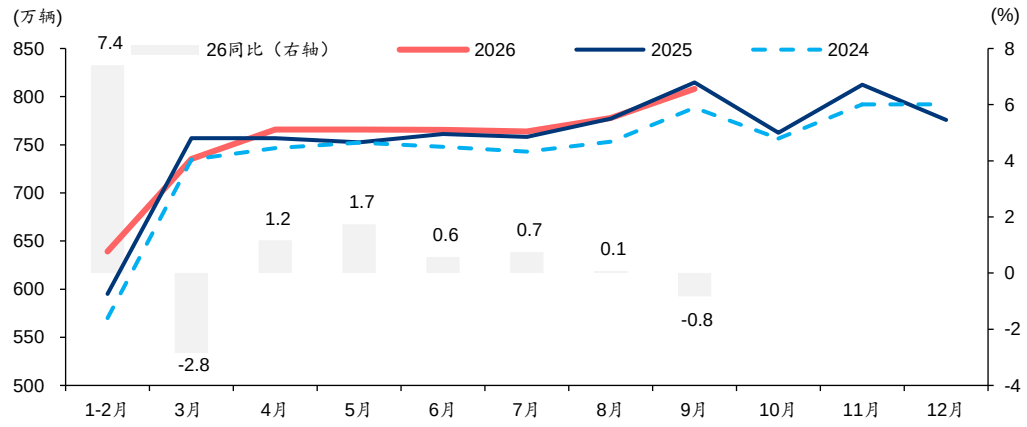
下载日志已记录，仅供内部参考

公路：日历效应驱动客货分化，红利风格主导板块表现

日历效应或引起 9 月客货车表现分化。2025 年中秋、国庆重叠形成 8 天长假，且假期全部落在 10 月，期间高速公路小客车免费通行；2026 年双节分离，中秋 3 天假期位于 9 月下旬且正常收费，国庆 7 天假期免费通行。上述日历效应或激发 9 月客车出行增长，但货车表现相对平淡。据交通部数据，中秋小长假期间，公路人员流动量日均值达 19,348 万人次，较 2025 年 9 月均值增长 25%；其中高速公路及普通国省道非营业性小客车人员出行量（即自驾出行量）日均值达 15,771 万人次，较 2025 年 9 月均值增长 28%。货运方面，工厂放假导致货运强度偏低，9 月高速公路货车通行量同比下降 0.8%（7 月、8 月分别同比增长 0.7%、0.1%），景气度自三季度以来持续走弱（数据来源：交通部）。

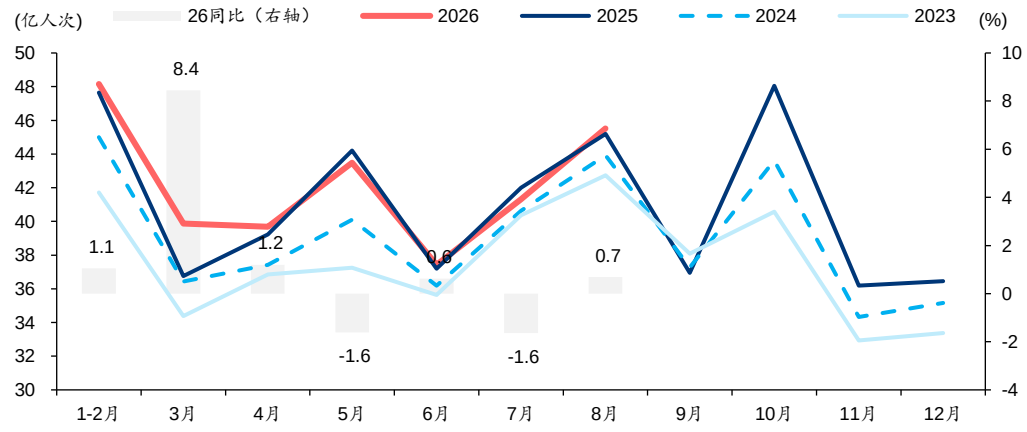
中秋与国庆之间“请 3 天休 13 天”的拼假安排对短途出行偏空。据交通部数据，国庆假期期间，铁路客运量同比增长 12.7%，而代表短途的自驾出行量同比下降 1.4%，代表长途的航空出行量同比基本持平。这一方面反映居民消费整体仍显谨慎，另一方面高油价也对自驾出行意愿形成拖累。同期公路营业性客运量（主要为城际巴士和包车）同比增长 7.0%，或受益于县域旅游、乡村游等下沉市场热度提升，以及包车定制化出行需求的释放。

图表29：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

图表30：高速公路及普通国省干线非营业性小客车人员出行量



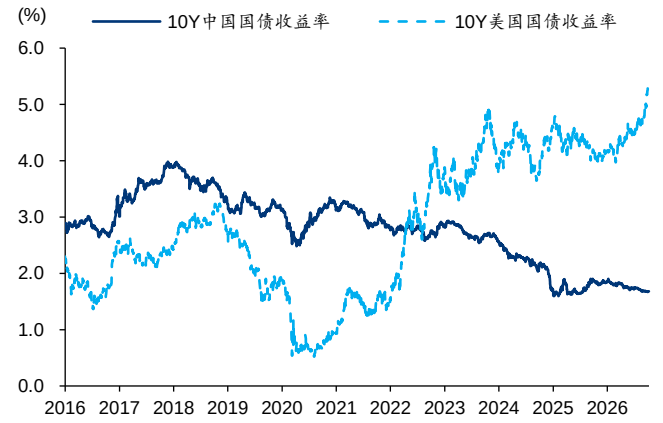
资料来源：交通运输部、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

利率对板块估值影响分化，风格轮动与避险情绪主导行情。9 月，中国 10 年期国债收益率在 1.68%附近小幅震荡；海外方面，美联储加息及通胀预期推动美国 10 年期国债收益率由 4.8%升至 5.3%。我们认为，利率变化对 A 股红利资产估值影响有限，公路板块涨跌主要由市场风格轮动驱动；利率变化对港股红利估值影响则偏负面。9 月，A 股高速公路全收益指数下跌 0.1%，跑赢沪深 300 指数 5.7pct，跑输中证红利指数 3.5pct，主要是长假前避险情绪驱动公路板块相对抗跌。个股层面，股息率高、流动性好、通行费收入增长的标的跑赢板块。港股方面，海外利率上行背景下红利股跑赢成长股，9 月恒生高股息率全收益指数下跌 0.5%，但跑赢恒生指数 3.2pct；通行费收入录得增长的绩优个股表现领先。

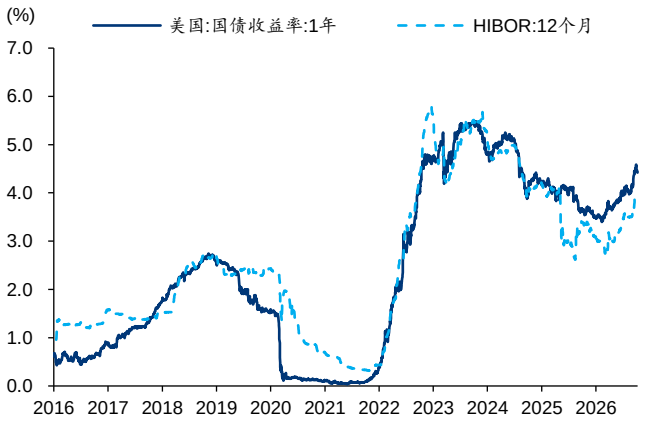
投资建议：展望 10 月，三季报景气度将成为筛选公路个股的关键要素。资金面角度，建议关注股息率>4%的 A 股公路标的，如皖通高速 A 股；港股公路或继续受益于险资增配带来的估值修复，建议关注股息率>7%的港股公路标的。

图表31： 10 年期中美国债收益率走阔



资料来源：Wind，华泰研究

图表32： 1 年期美债利率 vs HIBOR



资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

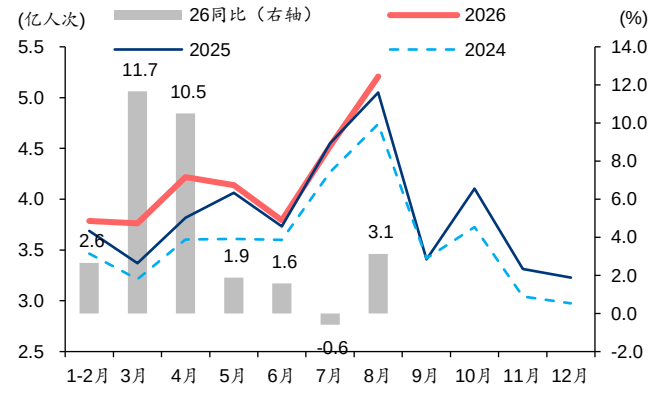
铁路：长假利好高铁出行，煤炭稳产带动货运回升

中秋与国庆间的拼假安排利好中长途出行。中秋小长假，铁路客运量较 2024 年同期增长 26.3%；国庆假期，铁路客运量较 2025 年同期增长 12.7%，较 2024 年同期增长 15.7%，增速在各运输方式中表现最优。铁路增速显著好于民航，我们认为主要源于：1）铁路运力相对充足，高铁网络成网效应持续释放，热门方向可通过加开临客、重联编组等方式快速提升运能；2）高铁票价性价比突出；3）中长途线路的旅游需求好于超长途线路。回顾年内节奏，全国铁路客运量在 Q1、4 月分别同比增长 5.5%、10.5%，但自 5 月起景气度明显回落，5-8 月增速分别降至+1.9%、+1.6%、-0.6%、+3.1%。今年中秋小长假启动早于去年，对 9 月客运量基数形成积极贡献，但对 10 月略有拖累，11-12 月客运表现将主要取决于商务出行需求的恢复情况。

货运方面，受益于煤炭稳产政策与港口高煤价的推动，9 月国家铁路货运量同比增长 6.0%。2Q26 国家铁路货运量同比增长 3.2%（交通部），较 1Q26（-0.2%）转正，主要受益于公路货运增速放缓带来的货源回流。但 7 月、8 月国家铁路货运量同比转为下降 4.3%、2.0%，主因降雨偏多、用电需求偏弱、煤炭库存高位及进口煤供应恢复等因素叠加。9 月货运量同比大幅转正，核心驱动在于煤炭稳产政策发力与港口煤价高位运行带来的运输需求回升。大秦线表现与之对应：5 月、6 月日均运量分别达 125 万吨、123 万吨（同比+18%、+14%，接近满负荷水平），7 月、8 月回落至 102 万吨、100 万吨，9 月回升至 105 万吨。

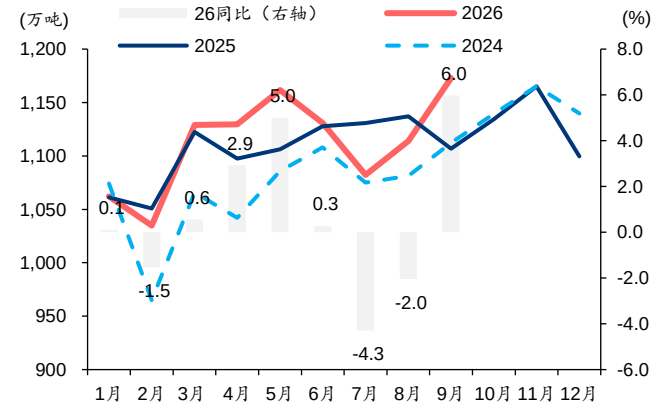
投资建议：展望 10 月，由于高铁在中秋、国庆假期增速领跑各运输方式，虽然 11-12 月商务出行需求尚存不确定性，但旺季验证的出行韧性为全年业绩提供支撑，推荐具有运能弹性且受益于雄商高铁开通的京沪高铁。货运方面，大秦铁路在国庆假期后开启秋季集中修施工，10 月中下旬发运量受限，后续重点跟踪进口收缩、冬季气温及印尼 2027 年 RKAB。

图表33：全国铁路月度客运量



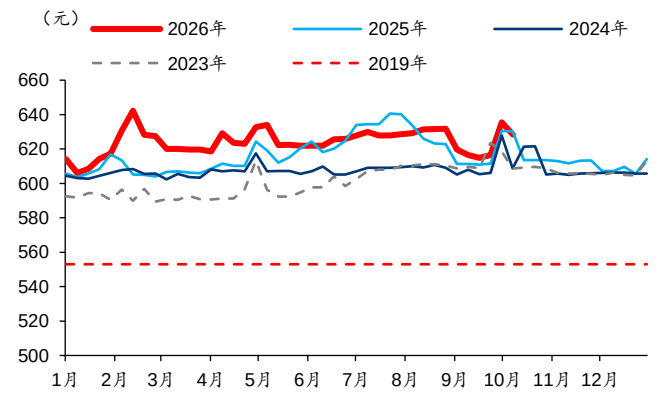
资料来源：国家铁路局，华泰研究

图表34：国家铁路日均货运量



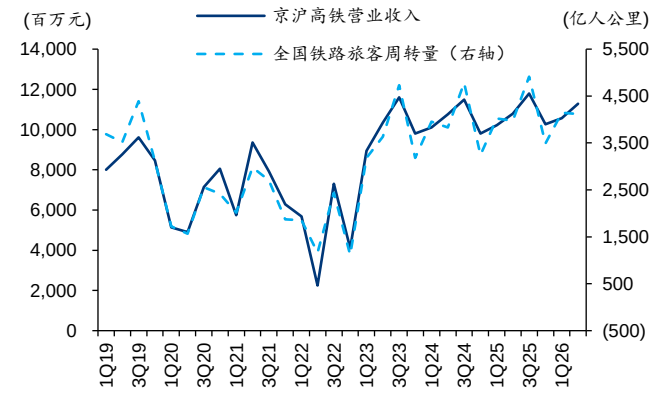
资料来源：交通运输部，华泰研究

图表35：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

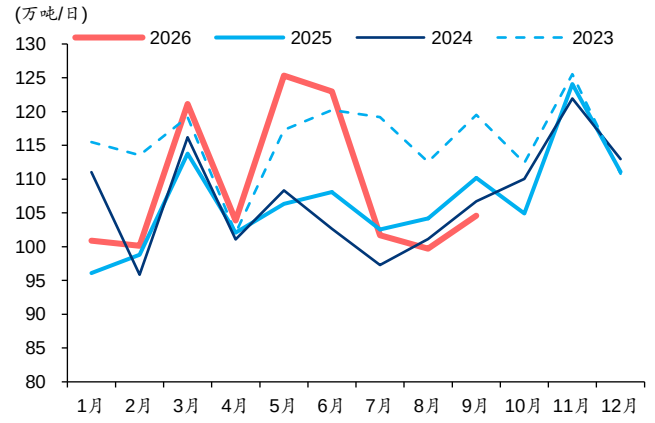
图表36：京沪高铁营收 vs 全国铁路旅客周转量



资料来源：Wind，华泰研究

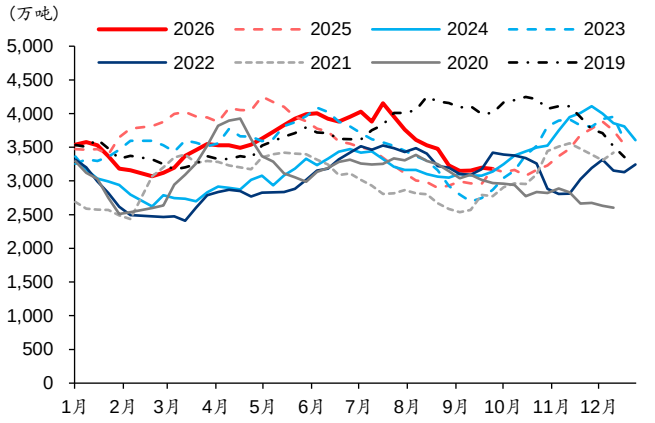
下载日志已记录，仅供内部参考

图表37：大秦线日均货运量



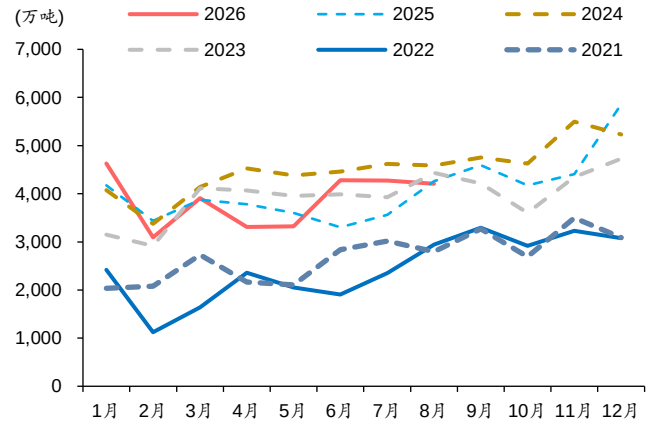
资料来源：Wind，华泰研究

图表38：CCTD 主流北方港口煤炭库存



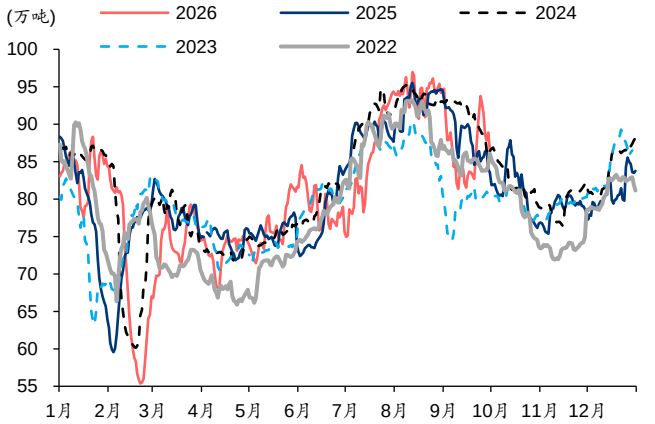
资料来源：Wind，华泰研究

图表39：进口煤月度数量



资料来源：Wind，华泰研究

图表40：六大发电集团日均耗煤量



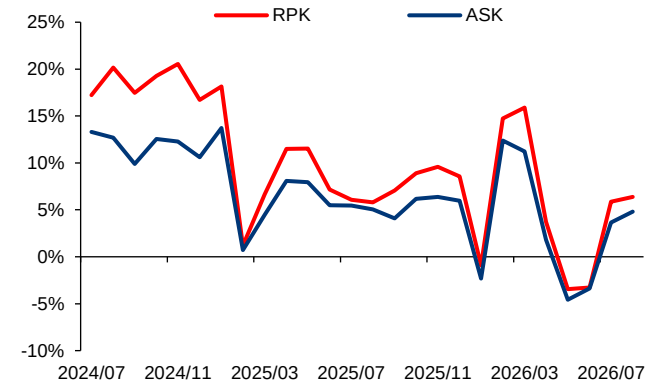
资料来源：iFind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

航空：燃油成本负担仍较重，等待油价回落

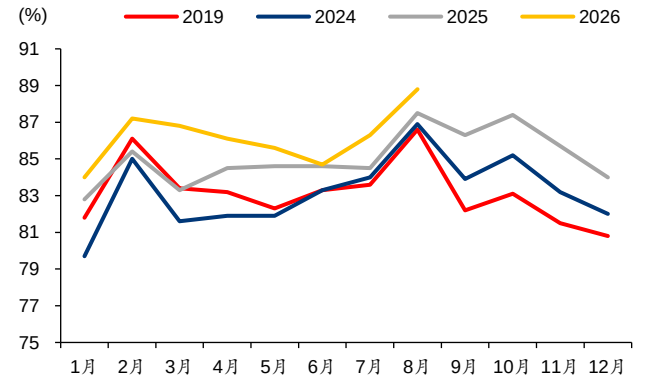
3Q 航司盈利同比或承压。航司在暑运期间加大航班投放，但或由于需求未匹配，使得票价同比表现较弱，虽然 9 月票价数据有所好转，但我们认为航司在 3Q 盈利同比或将明显下滑。行业来看，7-8 月供给同增 4.2%（2Q 为同降 2.1%），客座率 87.6%，同增 1.6pct。不过根据航班管家数据，3Q 国内航线含油票价均价同比仅小幅提升 1.8%，而同期我国航空煤油出厂价均价同增 42%，航司在旺季基本未传导燃油成本上涨。

图表41： 行业 ASK/RPK 同比



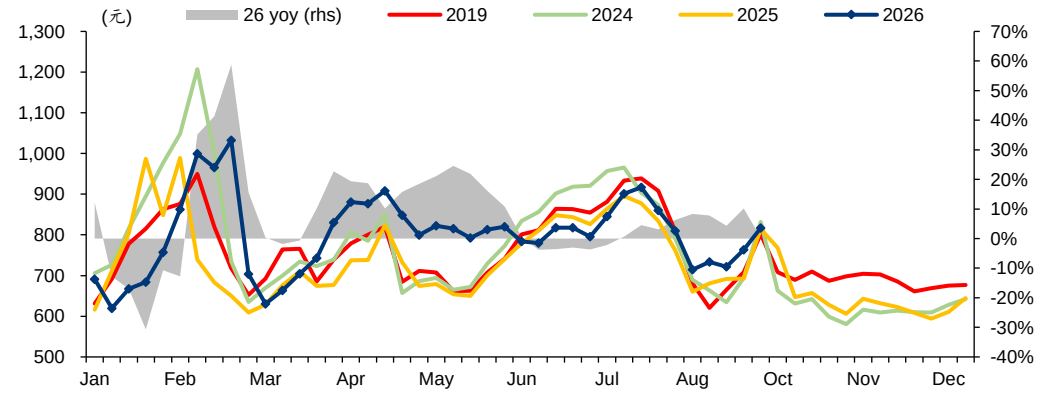
资料来源：民航局，华泰研究

图表42： 行业月客座率变化图



资料来源：民航局，华泰研究

图表43： 周度国内航线含油均价

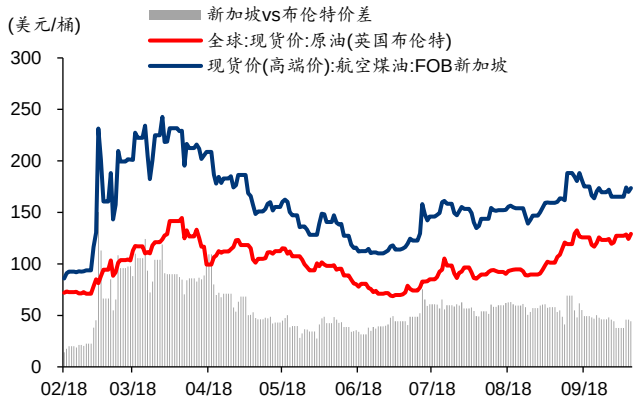


资料来源：航班管家，华泰研究

航司燃油成本负担仍较重。近期国际油价和裂解价差维持高位，使得我国航煤出厂价环比再度提升，10 月为 8946 元/吨，同增 58.8%，环比 9 月提升 9.5%。整体来说，航司仍面临较高的燃油成本。另外 10 月 10 日起，我国国内航线燃油附加费调整为 800 公里以下 50 元、800 公里以上 90 元（若按国内航线燃油附加费计算机制，应分别为 70/130 元），环比提升 10/20 元。我们认为燃油附加费虽有提升，但航司需通过调节裸票价，进一步覆盖燃油成本上涨，并关注燃油附加费上升对于民航需求是否产生冲击。

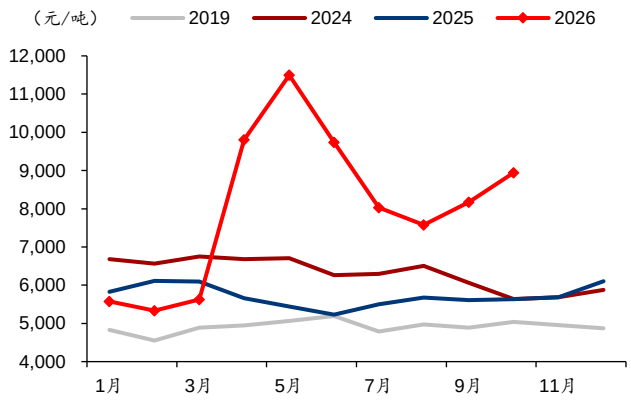
下载日志已记录，仅供内部参考

图表44： 布伦特与新加坡航煤价差仍处较高水位



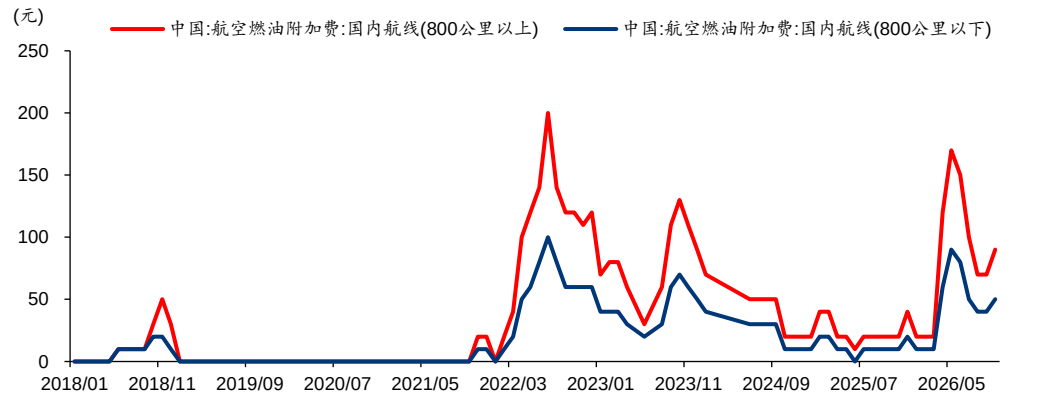
资料来源：Wind，华泰研究

图表45： 我国航空煤油出厂价



资料来源：Wind，华泰研究

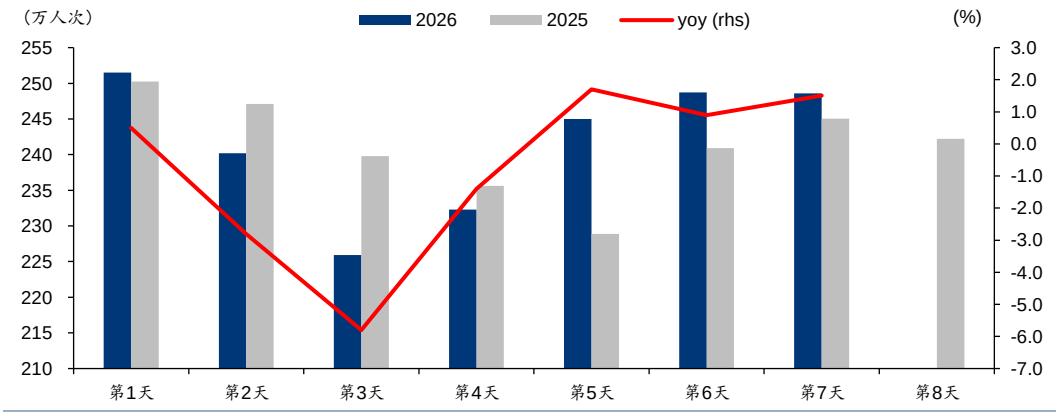
图表46： 航空燃油附加费



资料来源：Wind，华泰研究

国庆节前民航出行或存分流效应，假期票价有所回升。根据交通运输部数据，10 月 1-7 日，民航客运量较 25 年同期基本持平，增速低于大盘的 0.6%及铁路的 12.7%，或主因：1）民航出境游等，或更适合中秋假期及拼假（请 3 休 13）提前错峰出游；2）高油价环境下，民航运力投放较为谨慎，限制旅客量增长。根据航班管家数据，10 月 1-7 日，航班量同比仅小幅提升 1.7%。不过 1-7 日国内线含油平均票价同比涨幅达到 9.5%，明显好于暑运，且客座率和票价在假期均呈现前低后高走势，或说明去程受中秋假期和拼假分流因素，民航需求较为分散，但回程需求较为集中，驱动收益水平提升。

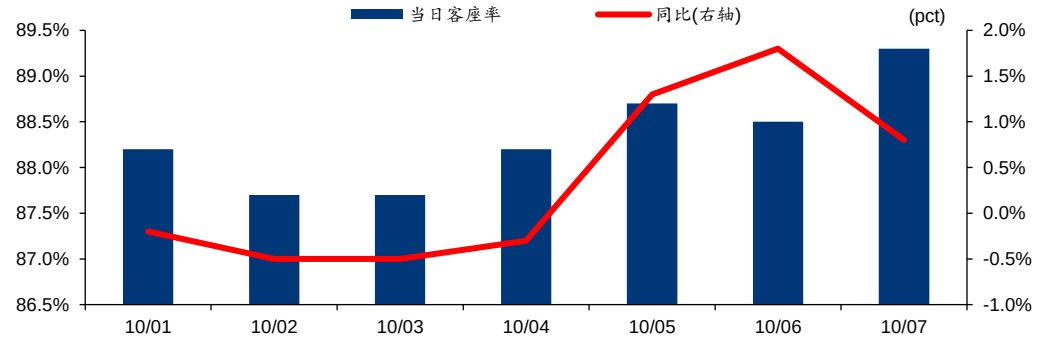
图表47： 国庆假期日度民航旅客量及其同比增速



资料来源：交通部，华泰研究

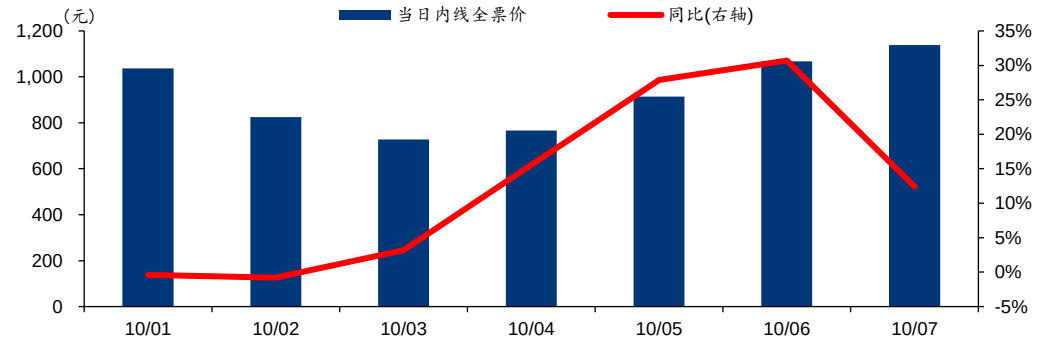
下载日志已记录，仅供内部参考

图表48：国庆假期日度客座率及其同比增速



资料来源：航班管家，华泰研究

图表49：国庆假期日度内线经济舱全票价及其同比增速



资料来源：航班管家，华泰研究

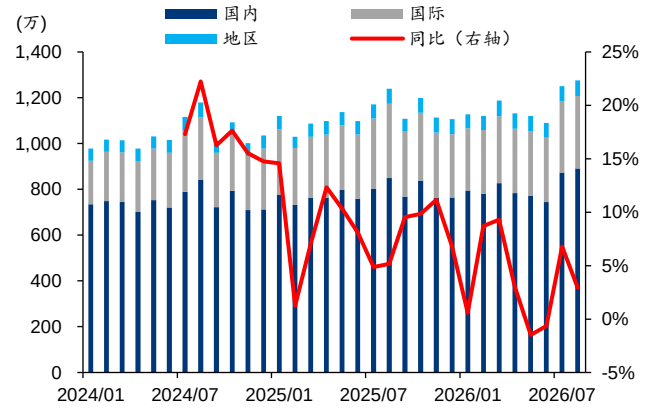
油价仍是板块核心压制因素，板块等待反弹。高油价冲击持续，航空板块关注度及预期较低，不过我们认为若油价回落将对板块形成明显催化。往后展望，淡季航司运力投放或更为谨慎，票价绝对值环比降低，有助于航司在同比维度顺价，继续关注油价走势和高频数据。中长期行业供给收紧趋势不变，我们认为供需改善叠加“反内卷”，航司具备提价能力和空间，看好行业收益水平持续改善。

下载日志已记录，仅供内部参考

机场：3Q 机场流量同比增速有望回升

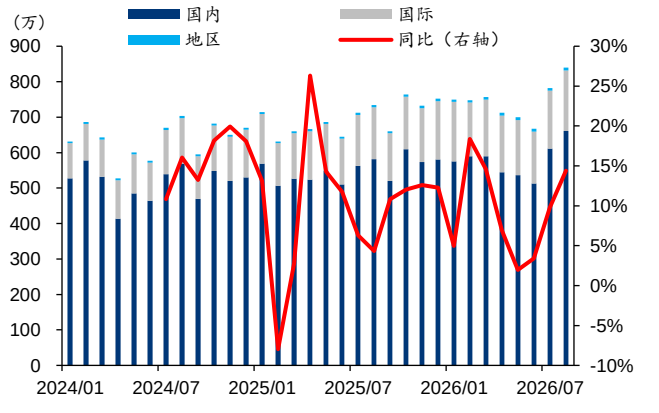
3Q 上市机场旅客吞吐量同比增速有望明显回升。3Q 进入暑运后，航司尝试抓住旺季时间窗口，积极投放运力，主要上市机场旅客吞吐量同比增速相比 2Q 显著回暖。26 年 7-8 月上海两场（浦东+虹桥）、白云机场、深圳机场、首都机场旅客吞吐量分别同增 4.8%、12.1%、6.6%、12.8%（2Q 为 0.3%、4.1%、0.5%、0.1%）；其中国际线表现有所分化，上海两场或由于日本线航班削减影响较为严重，且基数较高，7-8 月国际线旅客吞吐量同降 1.0%，白云机场、深圳机场、首都机场国际线分别同增 15.2%、2.6%、14.6%。

图表50：上海机场旅客吞吐量



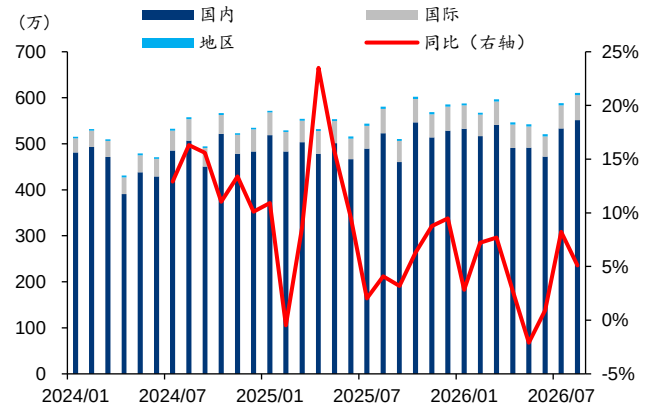
资料来源：Wind，华泰研究

图表51：白云机场旅客吞吐量



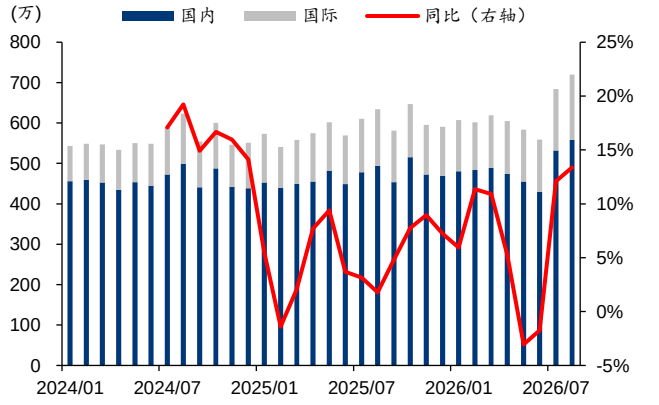
资料来源：Wind，华泰研究

图表52：深圳机场旅客吞吐量



资料来源：Wind，华泰研究

图表53：首都机场旅客吞吐量



资料来源：Wind，华泰研究

流量驱动盈利提升，变现能力等待改善。我国民航出行需求仍有潜力，目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，所以现阶段需关注产能周期及对成本的影响。而免税业务有待进一步回暖，客单价尚未见明显改善，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，为营收和盈利增长提供动力，从而催化机场公司盈利和股价弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表54：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万) (当地币种)	EPS (元) 2025	EPS (元) 2026E	EPS (元) 2027E	EPS (元) 2028E	PE (倍) 2025	PE (倍) 2026E	PE (倍) 2027E	PE (倍) 2028E
申通快递	002468 CH	买入	15.06	21.82	23,054	0.89	1.43	1.64	1.96	16.84	10.52	9.17	7.68
京沪高铁	601816 CH	买入	4.81	6.61	235,333	0.27	0.28	0.29	0.30	17.87	17.26	16.66	15.90
圆通速递	600233 CH	买入	18.21	24.51	62,373	1.26	1.84	2.20	2.40	14.43	9.88	8.27	7.58
中通快递-W	2057 HK	买入	157.60	204.00	120,317	11.38	14.13	15.44	16.99	11.88	9.57	8.76	7.96
东航物流	601156 CH	买入	18.55	23.30	29,449	1.69	1.78	2.13	2.40	10.96	10.44	8.69	7.74
皖通高速	600012 CH	买入	16.29	18.90	27,833	1.10	1.22	1.11	1.06	14.82	13.35	14.69	15.39
中远海能	600026 CH	买入	23.49	26.00	128,520	0.74	1.89	1.76	1.37	31.83	12.43	13.38	17.09

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表55：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
申通快递 (002468 CH)	申通快递发布半年报，2026 年 H1 实现营收 324.91 亿元（yoy+29.83%），归母净利 10.35 亿元（yoy+128.31%）。其中 Q2 实现营收 168.04 亿元（yoy+29.01%，qoq+7.13%），归母净利 5.76 亿元（yoy+165.27%，qoq+25.66%），符合业绩预告。归母净利同比高增，主因行业反内卷推动单票收入回升、公司件量增速快于行业，叠加网络运营效率改善。往后展望，我们看好公司持续夯实加盟主网底盘、提升路由直通率和产能利用率，并通过与丹鸟的双网协同优化件量及产品结构，盈利有望延续改善。维持“买入”。 我们维持公司 26-28 年归母净利润为 21.91/25.13/30.00 亿元（三年复合增速为 29.90%），对应 EPS 为 1.43/1.64/1.96 元。给予公司 26 年 15.3 倍 PE（可比公司 Wind 一致预期为 10.9x，考虑到公司件量份额持续提升，精益管理下成本持续优化，与丹鸟协同或打开发展空间，给予 40%估值溢价，与前次一致，前值 17.9x），对应目标价为 21.82 元（前值 25.63 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 08 月 28 日 **点击下载全文：申通快递(002468 CH,买入)：量价利共振驱动 2Q 盈利修复**
京沪高铁 (601816 CH)	京沪高铁发布 2026 年中报，实现营收 218 亿元（yoy+3.94%），归母净利 67.71 亿元（yoy+7.21%），经营活动现金流 107 亿元（yoy+4.05%）。盈利符合我们预期（68.22 亿元）。其中 Q1、Q2 录得归母净利润 31.43 亿元（yoy+6.03%），归母净利 36.29 亿元（yoy+8.25%），Q2 盈利增速环比提升。上半年盈利增长，主要得益于公司积极加开列车数量、财务费用明显下降。考虑公司作为优质稀缺高铁资产的长期价值，维持“买入”评级。考虑出行总需求偏弱，我们下调 2026-2028 年归母净利 3.8%/8.1%/9.7%至 136 亿/141 亿/148 亿元。我们继续采用 DCF 估值法，基于 WACC=7.64%、g=2.5%（前值 WACC=7.62%、g=2.5%），下调目标价至 6.61 元（前值 7.52 元）。 风险提示：出行需求疲弱、票价管制、能源成本上涨、潜在路网分流。 报告发布日期：2026 年 08 月 31 日 **点击下载全文：京沪高铁(601816 CH,买入)：中报净利如期稳增，但 Q3 需求偏弱**
圆通速递 (600233 CH)	圆通速递公布 1H26 业绩：实现营业收入 388.93 亿元（yoy+8.4%），归母净利 31.75 亿元（yoy+73.4%）；其中快递业务实现营业收入/归母净利 360.28 亿/33.61 亿元，同比增长 8.4%/69.3%。2Q26 实现营业收入 201.25 亿元（yoy+6.9%，qoq+7.2%），归母净利 17.97 亿元（yoy+84.6%，qoq+30.5%）。公司业绩符合此前预告区间，盈利同比增长主要得益于行业反内卷推动单票价格降幅收窄、精细化管理和 AI 应用驱动单票成本持续下降。展望下半年，我们看好反内卷继续支撑行业价格和加盟网络经营环境改善，公司凭借领先的服务品质、规模效应及 AI 全链路应用，有望延续优于行业的量利表现，维持“买入”。 考虑到公司 1H26 盈利修复好于预期、“反内卷”有望继续支撑行业价格、AI 规模化应用带来的降本效果逐步释放，我们上调公司 26-28 年归母净利润至 63.11/75.42/82.23 亿元（较前值分别调整 8.19%/13.14%/10.31%，三年复合增速为 23.91%），对应 EPS 为 1.84/2.20/2.40 元。给予公司 26 年 13.3x PE（可比公司 Wind 一致预期为 11.1x，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；前值为 16.3x PE，本次与前次估值溢价均为 20%），目标价为 24.51 元（前值 27.74 元）。 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 08 月 20 日 **点击下载全文：圆通速递(600233 CH,买入)：二季度量利同比高增**
中通快递-W (2057 HK)	中通快递公布 2Q26 业绩：营收 145.5 亿元，同比+23.0%；调整后净利 30.6 亿元，同比+51.0%，超我们预期的 28.7 亿元，盈利高增主因反内卷政策下，单票收入抬升。其中，2Q 件量同环比+6.5%/+8.5%，单票收入同环比+15.5%/+0.7%。整体，1H26 公司实现调整后净利 54.0 亿元，同比+27.3%，件量同比+9.6%，单票收入同比+13.6%。展望下半年，我们认为尽管快递行业增速放缓，但反内卷政策导向下，行业发展将从此前的无序价格竞争转向高质量发展，公司单票收入有望保持稳健；伴随件量增长、规模效应释放和自动化设备应用有望进一步降低单票成本，公司盈利将保持稳健增长，维持“买入”。 考虑行业件量增速放缓，我们下调对公司件量假设，对应下调 26/27/28 年归母净利预测 4%/5%/8%至 107.9 亿/117.9 亿/129.7 亿元（调整后净利 110.6 亿/120.7 亿/132.6 亿元）；我们基于 12.7x 26E PE，下调目标价 15%/15%至 204.0 港币/26.0 美元（基于公司历史三年 PE 均值减 1 个标准差，估值折价主因考虑行业需求增速放缓，或压制板块估值；前值目标价基于 14.3x 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 08 月 21 日 **点击下载全文：中通快递-W(2057 HK,买入;ZTO US,买入)：单票收入增长带动 2Q 盈利同比高增**

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
东航物流 (601156 CH)	公司公布 1H26 业绩：收入 142.53 亿元，同增 26.6%；归母净利润 14.18 亿元，同增 10.1%。公司上半年业绩相比我们的预期净利润 13.5 亿元高 5%，或主因其他收益同增 165%超预期。其中二季度公司实现收入 77.35 亿元，同增 34.0%，归母净利润 8.40 亿元，同增 13.0%。公司通过提价以及引进机队基本对冲航油成本压力，2Q 毛利润同增 9.9%。当前跨境电商提供需求基本盘，AI 及相关高科技产品有望成为需求增量来源，航空货运市场仍较为景气。另外公司持续扩充全货机机队，增强干线运输实力，并强化综合物流能力，打造第二成长曲线，维持“买入”。 考虑航空货运展现较强的顺价能力，我们上调公司 26-28 年归母净利润（22%/12%/10%）至 28.22/33.87/38.07 亿元，对应 EPS 为 1.78/2.13/2.40 元。作为航空物流公司，我们参照市值相近的可比公司（中国外运、华贸物流、圆通速递）26 年 PE 估值均值 13.1x，给予公司 26 年 13.1xPE（前值 26E 14.0x），对应目标价 23.30 元（前值 20.30 元），维持“买入”评级。 风险提示：运价快速下降，油价上涨，关税等政策风险，综合物流解决方案业务发展不及预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 30 日 **点击下载全文：东航物流(601156 CH,买入): 2Q 有效应对高油价，净利双位数增长**
皖通高速 (600012 CH)	皖通高速发布 2026 年中报，上半年实现营收 32.27 亿元（yoy-13.75%），归母净利 10.07 亿元（yoy+4.89%），扣非净利 9.11 亿元（yoy+8.4%），经营活动现金流 17.22 亿元（yoy+12.57%）。营业收入下滑主要是建造服务收入同比减少所致，通行费同比增长 1%；归母净利润高于我们此前预期（9.59 亿元），主因交控招商产业基金录得公允价值变动收益。扣非净利增长较快，主因公司在 2026 年 2 月收购山东高速 7%股权贡献投资收益增量。剔除公允价值变动损益与投资收益后，公司上半年经常性利润同比下降 8.8%。基于公司 2025-2027 年分红承诺（分红比例不低于 60%），我们测算 2026 年度 A 股、H 股股息率为 4.5%、5.4%。维持“买入”评级。 考虑合安高速改扩建施工对高界高速影响较大且持续时间较长，我们下调 2026-2028 年归母净利 1.1%/3.3%/1.6%至 20.85/18.95/18.08 亿元。我们继续采用 DCF 估值法，给予 A 股/H 股目标价 18.9 元/17.8 港元（前值 19.2 元/17.7 港元），WACC 维持 4.8%/6.2%，其中股权 IRR 沿用 7.5%/10.2%。 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 08 月 28 日 **点击下载全文：皖通高速(600012 CH,买入;995 HK,买入): 路网分流扰动因素增多**
中远海能 (600026 CH)	中远海能发布 1H26 业绩预增公告：预计上半年实现归母净利润约 45 亿元，同比+141%；扣非归母净利润约 44 亿元，同比+148%。其中，2Q 归母净利润约 23.3 亿元，同比+100%，环比+7%。上半年盈利同比高增主因国际油运市场景气上行，运价上涨。全球合规油运市场供需基本面维持偏紧，行业集中度抬升叠加地缘政治风险溢价推升行业运价中枢。展望下半年，尽管中东地缘事件仍存不确定性，但我们认为当前油运市场风险溢价仍持续，运价中枢仍将维持高位。中长期维度，若海峡恢复常态化通行，行业有望迎来原油补库周期，油轮运价及公司盈利有望进一步走高。维持“买入”。 考虑公司上半年强劲的盈利和行业景气度高位，我们上调运价假设，对应上调 26/27/28 年净利预测 5%/30%/4%至 103.4 亿/96.1 亿/75.2 亿元。估值方面，考虑行业受地缘事件反复影响，运价区间波动大，或压制板块估值，我们下调 A/H 估值倍数至 2.6x/1.7x 26E PB（公司 A/H 股历史三年 PB 均值加 2 个标准差，BPS 10.01 元；前值目标价基于 2.7x/1.9x 26E PB），对应下调 A/H 目标价 3%/8%至 26.0 元/19.3 港币，重申“买入”。 风险提示：1）地缘政治风险；2）全球经济衰退；3）运价低于预期；4）成本高于预期。 报告发布日期：2026 年 07 月 12 日 **点击下载全文：中远海能(600026 CH,买入;1138 HK,买入): 油运景气持续，运价中枢大幅抬升**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、林珊、林霞颖、黄凡洋、耿岱琳，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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。
- 中通快递-W（2057 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、耿岱琳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。
- 皖通高速（600012 CH）：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。
- 皖通高速（600012 CH）：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。
- 中通快递-W（2057 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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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