

东航物流（601156.SH）

卡位全球贸易核心，跨境空运龙头盈利可期

预计公司 2026-2028 年归母净利润 29.3、33.8、37.2 亿元，对应当前市值 PE 分别为 9.1、7.9、7.1 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

- 东航物流作为中国航空混改第一股，是中国东航集团三大核心主业之一航空物流主业的经营主体，已发展成为以“天网+地网”双轮驱动的现代综合物流服务商。其业务涵盖航空速运、地面综合服务及综合物流解决方案三大板块，重点布局跨境电商物流与生鲜冷链等高增长领域。截至 2025 年报，公司拥有 18 架 B777 全货机（截至 2026 年 4 月为 19 架），并独家运营东航 826 架客机腹舱资源，航线覆盖全球 145 个国家和地区的超 945 个目的地。同时，公司在上海浦东、虹桥等 12 个枢纽机场运营 17 个自营货站，形成“枢纽+网络+产业链”的竞争壁垒。
- 行业展望：全球航空货运总体供需偏紧，中国市场有望实现供需两旺。受益于全球贸易尤其是跨境电商的增长，尽管期间疫情对货物运输的扰动较大，2011-2025 年间全球航空货运需求仍实现复合增长约 2%。受益贸易尤其是跨境电商的增长，叠加全球经贸波动与消费模式转变对供应链稳定性和敏捷性的要求，全球空运需求有望持续增长。考虑供给端老旧货机退出压力较大、新增货机交付能力有限，预计全球市场供需总体偏紧。中国出口竞争力持续提升，出口规模快速增长、业态及结构不断升级，推动空运需求快速增长；同时，政策支持航空货运的发展及货运枢纽建设，中国民航货运市场有望实现供需两旺。
- 航空速运业务：依托全货机及东航客机腹舱，构建覆盖全球的“天网”，是公司核心业务和盈利基石。公司全货机聚焦北美、欧洲、东南亚等热门航线，具备高载量、高频率的干线运输能力；客机腹舱运输则依托东方航空全球航线网络，借助天合联盟、代码共享与 SPA 协议等合作模式，拥有覆盖国内全部省会城市和重要城市、国际重要航点的优质航权时刻资源，形成高频次、广覆盖的服务体系。2025 年实现收入 109.1 亿元，同比增长 20.8%，实现毛利 21.7 亿元，同比增长 23.1%，毛利率提升 0.4pts 至 19.9%。
- 地面综合服务：依托上海两场及国内枢纽机场区位优势，公司已在全国范围内构建“货站操作+仓储+配送”的地面综合服务体系，打造稀缺“地网”，成为公司高毛利现金牛业务，剔除疫情影响，贡献毛利润稳定在 9 亿元上下，毛利率稳定在 30%-40% 区间。
- 综合物流解决方案：整合优势资源、挖掘需求热点，推动业务及收入规模增长。公司顺应新生消费需求及行业发展趋势，整合空运及地面资源，推出包括跨境电商解决方案、产地直达解决方案、同业项目供应链和定制化物流解决方案在内的综合物流业务。2025 年跨境电商业务受贸易摩擦冲击较大，综合物流业务收入承压，仍实现毛利 17.3 亿元，毛利率小幅提升 0.3pts 至 16.2%。
- 投资策略：在中国出口竞争力持续增强、高科技产品出海及跨境电商蓬勃发展的多重利好下，航空货运景气度有望持续上行。依托上海主枢纽，通过“19 架全货机+800 余架客机腹舱+地面货站”的立体网络，东航物流实现对全球核心贸易区的覆盖，有望享受中国高科技产品出口红利、实现规模和盈利的持

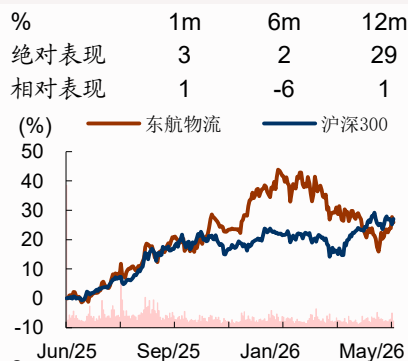
增持（首次）

周期/交通运输
目标估值：NA
当前股价：16.76 元

基础数据

总股本（百万股）	1588
已上市流通股（百万股）	945
总市值（十亿元）	26.6
流通市值（十亿元）	15.8
每股净资产（MRQ）	12.7
ROE（TTM）	13.5
资产负债率	33.1%
主要股东	中国东方航空集团有限公司
主要股东持股比例	40.5%

股价表现



相关报告

王春环 S1090524060003
wangchunhuan@cmschina.com.cn
孙修远 S1090524070005
sunxiuyuan@cmschina.com.cn
肖欣晨 S1090522010001
xiaoxinchen@cmschina.com.cn
刘若琮 S1090524110003
liuruocong@cmschina.com.cn
张瑜玲 S1090525060006
zhangyuling2@cmschina.com.cn

续增长。短期来看，虽然美以伊冲突爆发以后国际航油价格大幅上涨推升公司燃油成本，但受益于运价、业务量的快速增长以及公司较高的毛利安全垫，盈利仍有望实现同比增长。预计公司 2026-2028 年归母净利润 29.3、33.8、37.2 亿元，对应当前市值 PE 分别为 9.1、7.9、7.1 倍，首次覆盖给予“增持评级”。

□ 风险提示：海外经济和国际关系波动风险、海外跨境包裹政策调整、竞争加剧风险、油价大幅上涨风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	24056	24264	29986	30654	31786
同比增长	17%	1%	24%	2%	4%
营业利润(百万元)	3929	4081	4399	5074	5594
同比增长	5%	4%	8%	15%	10%
归母净利润(百万元)	2688	2688	2929	3378	3723
同比增长	8%	0%	9%	15%	10%
每股收益(元)	1.69	1.69	1.84	2.13	2.35
PE	9.9	9.9	9.1	7.9	7.1
PB	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、东航物流：民航混改第一股	6
1、历史沿革：与时俱进，中国航空货运市场改革的缩影	6
2、股权结构：东航集团控股，中国物流集团成为第二大股东	6
3、财务概况：盈利能力稳健，资产负债率持续优化	7
二、全球航空货运总体供需偏紧，中国市场有望实现供需两旺	9
1、全球航空货运需求有望持续增长，未来供需整体偏紧	9
2、保障出口需求、提升市场份额，中国民航货运有望实现供需两旺	12
三、东航物流：“天网+地网”，构筑稀缺资源壁垒	17
1、航空速运：依托全货机及东航客机腹舱，构建覆盖全球的“天网”，是公司核心业务和盈利基石	17
2、地面综合服务：依托上海两场及国内枢纽机场区位优势，打造稀缺“地网”，成为公司高毛利现金牛业务	20
3、综合物流解决方案：整合优势资源、挖掘需求热点，收入规模持续扩大	22
四、盈利预测及投资建议	23
1、盈利预测	23
2、投资建议	25
五、风险提示	26

图表目录

图 1：东航物流历史大事	6
图 2：东航物流股权结构	7
图 3：东航物流营业收入及同比	8
图 4：东航物流毛利润及毛利率	8
图 5：东航物流主营业务营收占比	8
图 6：东航物流主营业务毛利占比	8
图 7：东航物流主营业务毛利率	8
图 8：2025 年东航物流主营成本占比	8
图 9：东航物流归母净利及归母净利率	8
图 10：东航物流资产负债率	8

图 11: 空运主要用于高价值商品运输	9
图 12: 全球贸易推动航空货运需求增长	9
图 13: 2011-2025 年全球航空货运复合增速约 2%	9
图 14: 2011-2025 年全球航空货运载运率	9
图 15: 客机腹舱和全货机是全球空运运力核心组成部分	10
图 16: 全球民航货机平均机龄约 25 年	11
图 17: 波音预计 2023-2043 年全货机复合增速 2.6%	11
图 18: 波音预计 2023-2043 年全货机复合增速 1.9%	11
图 19: 2015-2025 年波音空客年均交付货机数量约 41 架	11
图 20: 2015-2025 年中国出口规模增长	13
图 21: 2018 年以来跨境电商出口额大幅增长	13
图 22: 民航国际货邮运输量	15
图 23: 2025 年中国跨境航空货运出口分品类货量	15
图 24: 中国航司国际航线市场份额变化	15
图 25: 2025 中国跨境航空货运出口分区域货量及份额占比情况	15
图 26: 东航物流国际货运航网结构	17
图 27: 东航物流国际货运航班 25 冬春时刻	17
图 28: 25 冬春民航 Top10 货运航司往返航班量	18
图 29: 25 冬春民航 Top10 货运航司往返国际及地区航班量	18
图 30: 三大航货运飞机数量	18
图 31: 三大航空货运机队结构（截至 2025 年报）	18
图 32: 东航物流全货机数量及日平均利用小时	18
图 33: 中国东航客机数量及日平均利用小时	18
图 34: 东航物流全货机对比客机货运毛利率	19
图 35: 三大航客机航点对比	19
图 36: 航空速运业务收入情况	19
图 37: 航空速运业务货邮周转量	20
图 38: 航空速运业务成本情况	20
图 39: 东航物流自营货站布局（截至 2025 年）	21
图 40: 2025 年全国机场货邮吞吐量排名	21
图 41: 地面综合服务货邮处理量	21

图 42: 地面综合服务收入情况	21
图 43: 地面综合服务成本情况	22
图 44: 地面综合服务毛利润情况	22
图 45: 跨境电商解决方案	22
图 46: 传统物流价值链条	22
图 47: 跨境电商货量	23
图 48: 定制化物流解决方案货量	23
图 49: 综合物流解决方案收入情况	23
图 50: 综合物流解决方案成本结构	23
图 51: 上海空运价格指数: 美以伊冲突爆发以来, 空运运价快速提升	24
图 52: 航油价格: 美以伊冲突爆发以来, 新加坡航油价格快速提升	24
图 53: 东航物流历史 PE Band	25
图 54: 东航物流历史 PB Band	25
图 55: 东航物流历史表现回顾	25
表 1: 全球海运与空运物流主要特征比较	9
表 2: 按 ICAO 航线区域划分的历史和预测 RPK 运量 (十亿客公里)	12
表 3: 全球小额包裹关税政策情况	14
表 4: 航空货运行业相关政策及核心要点	16
表 5: 东航物流上海两场货邮吞吐量	21
表 6: 东航物流盈利测算	24
附: 财务预测表	27

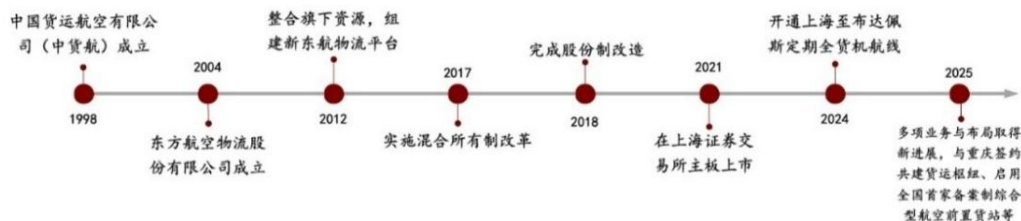
一、东航物流：民航混改第一股

东航物流作为中国民航混改第一股，是中国东航集团三大核心主业之一航空物流主业的经营主体，已发展成为以“天网+地网”双轮驱动的现代综合物流服务商。其业务涵盖航空速运、地面综合服务及综合物流解决方案三大板块，重点布局跨境电商物流与生鲜冷链等高增长领域。公司旗下拥有中国货运航空、东航快递等多家子公司，构建了以全货机与客机腹舱相结合的航空运输网络。截至 2025 年报，公司拥有 18 架 B777 全货机，并独家运营东航 826 架客机腹舱资源，航线覆盖全球 145 个国家和地区的超 945 个目的地。同时，公司在上海浦东、虹桥等 12 个枢纽机场运营 17 个自营货站，持有冷链、危险品等特种仓储稀缺资质，形成“枢纽+网络+产业链”的竞争壁垒。

1、历史沿革：与时俱进，中国航空货运市场改革的缩影

东航物流前身可追溯至 1998 年成立的中货航，早期因依赖传统货运模式，曾在 2004—2012 年间连续亏损。2012 年，东航集团整合货运资源成立东航物流平台，推动“天网地网合一”转型，逐步实现扭亏为盈。2017 年实施混改，引入联想控股、普洛斯等战略投资者，并实施员工持股，国有股比降至 45%。2021 年，东航物流在上交所上市，募集资金用于物流基础设施升级。近年来，公司积极拓展“一带一路”航线，服务 TEMU、SHEIN 等跨境电商平台，持续巩固市场地位。

图 1：东航物流历史大事

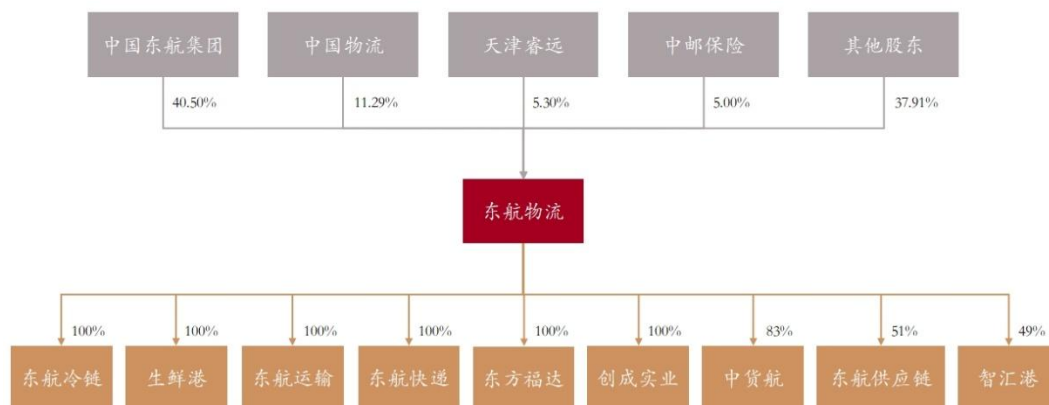


资料来源：公司公告、招商证券

2、股权结构：东航集团控股，中国物流集团成为第二大股东

东航集团持有东航物流 40.5% 的股份，为公司控股股东。2026 年 5 月，联想控股将其所持有的公司无限售流通股 1.79 亿股转让给中国物流资本后，中国物流成为公司第二大股东，目前持股比例为 11.29%。中国物流拥有稳定货源组织、集港疏港及末端物流服务优势，以股权为纽带，未来双方有望构建航空运力与地面物流一体化协同模式，实现资源互补、功能赋能。天津睿远为公司核心员工持股平台，持有 5.3% 的股份，实现了员工与企业的利益共享。

图 2：东航物流股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

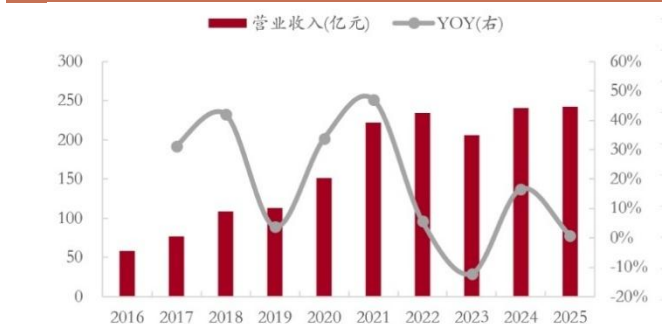
3、财务概况：盈利能力稳健，资产负债率持续优化

公司营业收入由 2016 年的 58 亿元提升至 2025 年的 243 亿元，2016-2025 年 CAGR 约 17.2%；归母净利润由 2016 年的 3.3 亿元提升至 2025 年的 26.9 亿元，2016-2025 年 CAGR 约 26.3%，2025 年公司营业收入和归母净利润同比基本持平。盈利能力方面，2020-2025 年公司盈利能力中枢维持相对高位，期间费用率维持在 5% 以下。2017-2025 年公司负债率显著降低，由 2016 年底 86% 下降至 2025 年底的 30.7%，降幅达 55.2pct。

分业务看，2018-2025 年航空速运、地面综合服务及综合物流解决方案业务营收占比均值分别为 51%、14%、35%，其中 2025 年核心主业营收占比分别为 45%、11%、44%。毛利表现上看，2018-2025 年航空速运、地面综合服务及综合物流解决方案业务毛利占比均值分别为 50%、26%、23%。2020 年后航空货运价格提升，叠加跨境物流需求激增，航空速运及综合物流业务利润占比大幅提升；2022 年浦东机场货站处理量下降影响地面综合物流板块利润，其中 2025 年三大核心主业毛利占比分别为 46%、18%、36%。

公司成本主要为运输服务价款（即向中国东航支付的客机腹舱承包费）、航油费、贸易成本、航空运费成本、短期薪酬，2025 年成本占比分别为 28%、16%、15%、10%、10%。毛利率方面，2018-2025 年航空速运、地面综合服务及综合物流解决方案业务毛利率均值分别为 23%、35%、14%，其中 2025 年三大核心主业毛利率分别为 19.9%、31.3%、16.2%。

图 3：东航物流营业收入及同比



资料来源：WIND、招商证券

图 4：东航物流毛利润及毛利率



资料来源：WIND、招商证券

图 5：东航物流主营业务营收占比



资料来源：WIND、招商证券

图 6：东航物流主营业务毛利占比



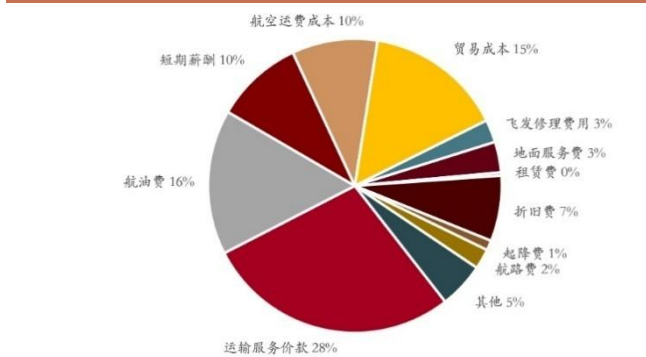
资料来源：WIND、招商证券

图 7：东航物流主营业务毛利率



资料来源：WIND、招商证券

图 8：2025 年东航物流主营成本占比



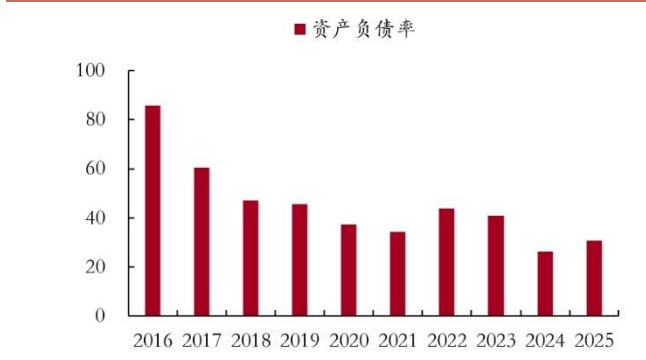
资料来源：WIND、招商证券

图 9：东航物流归母净利润及归母净利润率



资料来源：WIND、招商证券

图 10：东航物流资产负债率



资料来源：WIND、招商证券

二、全球航空货运总体供需偏紧，中国市场有望实现供需两旺

1、全球航空货运需求有望持续增长，未来供需整体偏紧

空运是全球货物运输中的重要一环，尤其是在高货值商品的运输中占比较高。根据 IATA 统计，航空货运量占全球贸易总量不足 1%，但其承载的贸易价值超过 35%。

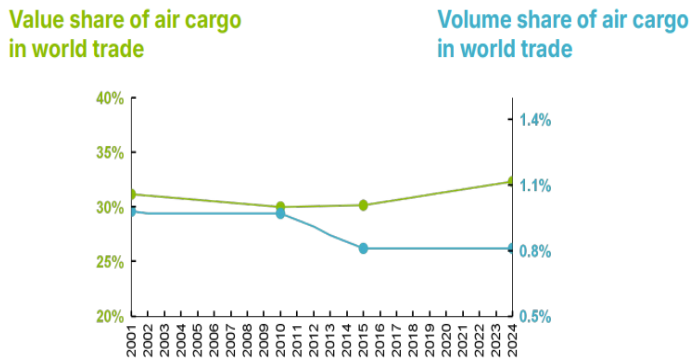
表 1：全球海运与空运物流主要特征比较

	海运	空运
货物特点	大宗商品和工业品运输为主，包括干散货、液体货和集装箱	高价值高时效货物为主，包括高科技电子产品、昂贵的药物、生鲜易腐品、高端时尚服饰以及紧急备件
贸易重量占比	80%~90%	不足 1%
贸易价值占比	~65%	~35%

数据来源：IATA、招商证券

全球贸易推动航空货运需求增长，从绝对值来看，全球航空货运的波动与全球贸易的波动趋势基本一致。受益于全球贸易尤其是跨境电商的增长，尽管期间疫情对货物运输的扰动较大，2011-2025 年间全球航空货运需求仍实现复合增长约 2%。

图 11：空运主要用于高价值商品运输



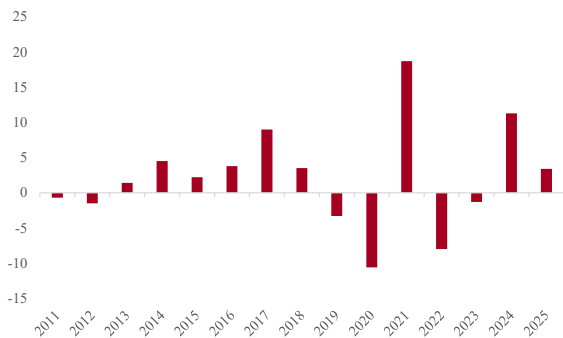
资料来源：IATA、S&P Global、Airbus 波音、招商证券

图 12：全球贸易推动航空货运需求增长



资料来源：IATA、招商证券

图 13：2011-2025 年全球航空货运复合增速约 2%



资料来源：IATA、S&P Global、Airbus 波音、招商证券

图 14：2011-2025 年全球航空货运载运率



资料来源：IATA、招商证券

受益贸易尤其是跨境电商的增长，预计未来全球航空货运需求将持续增长。同时，在全球经贸波动与消费模式转变的背景下，企业对供应链响应速度的要求显著提高。随着竞争加剧、产品生命周期缩短，以及跨境电商等高频、小量贸易模式的普及，航空货运凭借其时效优势，正逐渐从传统的应急补充手段转变为常态化的供应链解决方案。这种对物流敏捷性的结构性依赖，不仅有助于企业降低库存积压风险，也能更有效地应对海运不确定性带来的冲击，从而为航空货运需求的稳步增长提供了支撑。

根据波音公司《World Air Cargo Forecast 2024-2043》，预计以货运吨公里（CTK）衡量的全球航空货运量在 2024 年至 2043 年间将实现年均 4.0% 的增长；其中，快递承运商在 2023 年占据了全行业总货运量的 18%，预计其年均增长率将达到 5.8%，鉴于其在处理快递货物、普通货物及电子商务货运方面具备更高的灵活性，预计这些承运商的增长速度将超越全行业整体水平，并有望在 2043 年将其市场份额提升至 25%。空客公司发布《Airbus Global Market Forecast 2025-2044》，基于对未来 20 年贸易增速的判断，预计航空货运需求增长略快于贸易增长，复合增长约 3.3%。

从全球航空货运供给来看，客机腹舱和全货机是核心组成部分，疫情期间临时改装货机占比较高，疫后随着客运航班的恢复，客机腹舱运力占比恢复至 50% 以上，全货机运力占比近 50%。

图 15：客机腹舱和全货机是全球空运运力核心组成部分

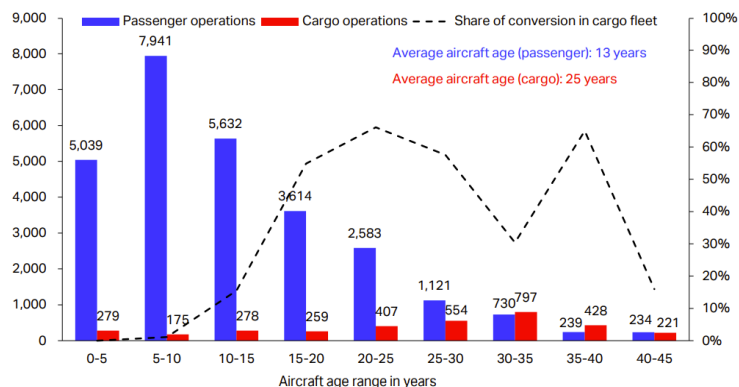


资料来源：COMAC、IATA、招商证券

供给端，波音空客预计未来全球全货机交付增速偏低。

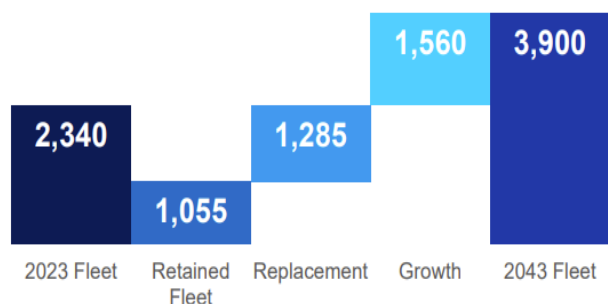
波音公司发《World Air Cargo Forecast 2024-2043》预计，未来 20 年，全球货机机队规模将增长约 66%，从 2340 架飞机增至 2043 年的 3900 架飞机，对应 2024-2043 年全球航空货运运力复合增速 2.6%。届时，货机交付总量将达到 2845 架，约 1285 架用于置换原有老旧飞机、约 1560 架贡献机队规模增长增量。从来源上看，总交付量中，其中约三分之二是由客机改装而成，三分之一、约 948 架为新制造飞机。同时，空客公司《Airbus Global Market Forecast 2025-2044》，2025-2044 年全球货机规模将从 2345 架增长至 3420 架，复合增速约 1.9%，期间交付飞机数量 2605 架，约 935 架为新建飞机、1670 架为改装货机。

图 16：全球民航货机平均机龄约 25 年



资料来源：COMAC、IATA、招商证券

图 17：波音预计 2023-2043 年全货机复合增速 2.6%



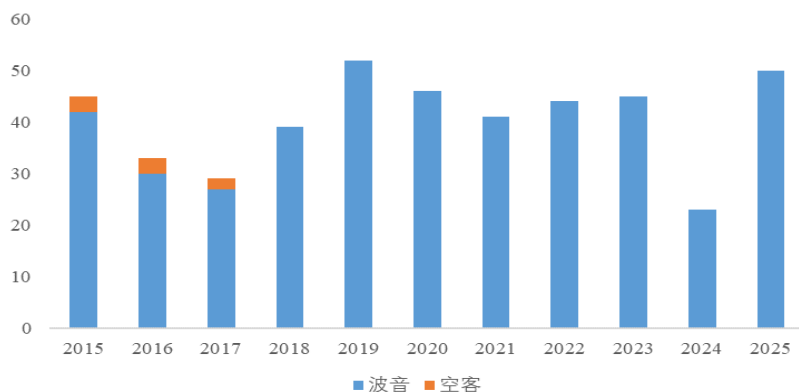
资料来源：波音、招商证券

图 18：波音预计 2023-2043 年全货机复合增速 1.9%



资料来源：空客、招商证券

图 19：2015-2025 年波音空客年均交付货机数量约 41 架



资料来源：COMAC、IATA、招商证券，不含改装数据

短期波音空客全新货机交付偏紧。从近期情况来看，过去几年波音空客的年货机交付数据在 40 架左右，根据波音披露的数据，目前未交付的 777F 仅 41 架，虽然波音已经向美国 FAA 申请排放豁免，希望能在 2028 年新规生效前继续生产并销售 35 架 777F，即使申请获批，未来 3 年交付数量依然偏低；而波音的新一代货机 777-8F 预计将于 2029 年才能投入商业运营并开始交付。空客方面，受整体供应链扰动影响，空客去年已将 A350 货运机型的投产时间推迟至 2027 年下半年，短期交付能力仍有一定的不确定性。

根据 ICAO 测算，未来 20 年民航国际客运需求年均增速 4.8%，预计对应的客机腹舱增速供给基本同步。综合考虑客机腹舱、全货机，国际货运供给年化增长 3%-4% 左右。

表 2: 按 ICAO 航线区域划分的历史和预测 RPK 运量 (十亿客公里)

	区域	2024	2029	2034	2039	2044	2024-2044 年均增长
主 要 国 际 市 场	北美和中美/加勒比海之间	123	143	171	203	241	4.3%
	中美和加勒比海及内部	14	16	19	22	26	5.7%
	百、加、墨和美国之间	157	169	186	205	225	2.2%
	北/中/墨和南美之间	152	211	251	299	356	4.6%
	南美	24	33	45	61	82	4.5%
	欧洲	906	1,070	1,193	1,310	1,396	2.7%
	中东	47	60	71	81	88	3.6%
	非洲	50	57	69	96	130	5.4%
	欧洲和中东之间	291	420	501	587	677	4.1%
	欧洲/中东和非洲之间	321	452	590	794	981	6.3%
	北大西洋	800	962	1,069	1,181	1,289	2.4%
	中部大西洋	178	203	227	245	256	1.8%
	南大西洋	113	161	192	227	266	3.8%
	亚太地区	819	1,651	2,186	2,822	3,569	6.9%
	欧/中/非和亚太之间	1,029	1,609	2,090	2,644	3,311	6.5%
	北部和中部太平洋	328	597	697	818	954	4.0%
	南太平洋	64	104	123	146	172	3.9%
	国际航线运量总计	5,416	7,916	9,676	11,742	14,020	4.8%
主 要 国 内 市 场	欧洲各国	166	209	242	275	316	3.7%
	日本	77	83	87	90	94	1.0%
	中国	893	1,370	1,821	2,325	2,859	6.3%
	美国	1,290	1,442	1,537	1,644	1,750	2.3%
	其它国家	756	1,118	1,421	1,790	2,227	4.2%
	国内航线运量总计	3,183	4,223	5,108	6,125	7,245	4.2%
	总计 (国内+国际)	8,599	12,139	14,784	17,866	21,265	4.6%

数据来源：IATA，招商证券

2、保障出口需求、提升市场份额，中国民航货运有望实现供需两旺

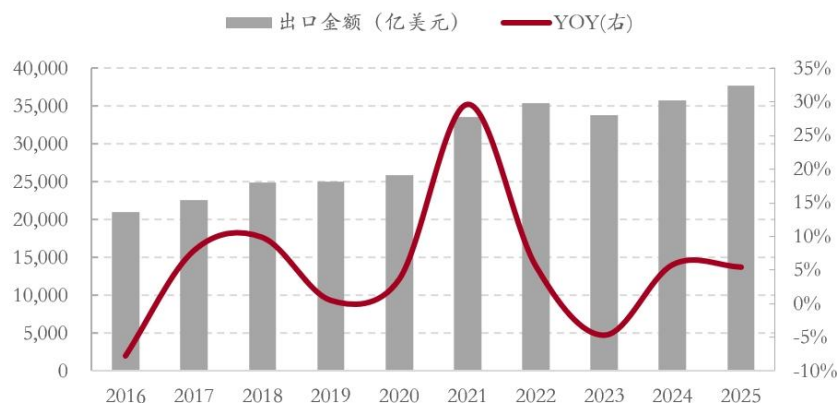
中国出口竞争力大持续提升，出口规模快速增长、业态及结构不断升级，推动空运需求快速增长。

中国出口竞争力的核心正在经历从“规模驱动”向“结构性溢价”的深层演变。在波诡云谲的全球经贸环境中，中国出口不再仅仅依赖低廉的要素成本，而是凭借全产业链的耦合韧性、技术复杂度的提升以及领先的数字化、智能化建设，不断增强产品的综合竞争力。例如，依托长三角、珠三角等地极高的产业配套率，中国一般贸易企业能够实现从研发到量产的极速转化。这种“全产业链集成”能力，使得中国企业在工程设备、精密电子及中间品出口中，具备了极强的价格议价权与交付时效优势；依托跨境电商平台（如 Temu、Shein、TikTok Shop），中国制造实现了与全球终端消费者的“直连”。通过大数据驱动的极速设计与生产，中国出口能够以周甚至天为单位响应全球流行趋势，这种“柔性供应链”对

传统零售商形成了代差优势。

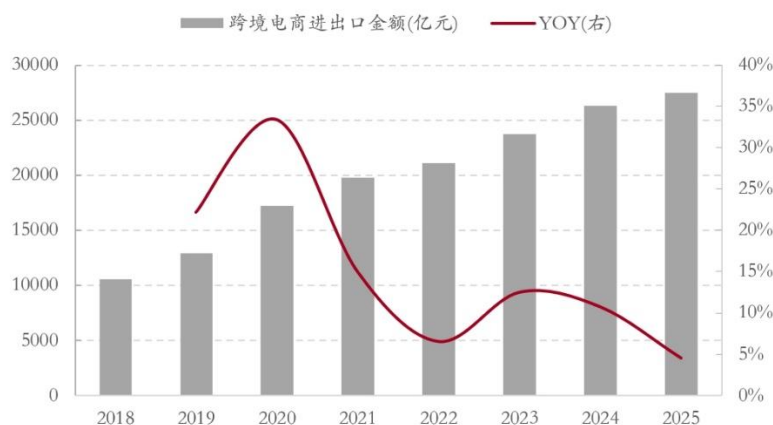
2025 年全年，尽管受到国际贸易政策影响，中国出口规模达到 3.77 万亿美元，同比仍增长 5.5%，2016-2025 年间复合增长 5.2%，2020-2025 年复合增长 7.1%。

图 20：2015-2025 年中国出口规模增长



资料来源：WIND、海关总署、招商证券

图 21：2018 年以来跨境电商出口额大幅增长



资料来源：海关总署、招商证券

关税扰动不改跨境电商发展趋势，跨境电商仍实现较快增长。2025 年上半年，美国关税政策频繁调整、小额包裹豁免政策取消对我国跨境电商业务造成了较大的冲击，但受益于中国商品的竞争优势、市场需求韧性、供应链的灵活调整和市场结构日趋多元化，行业整体在美国市场承压的情形下依旧保持稳健增长态势。据海关总署数据，2025 年我国跨境电商进出口 2.75 万亿元，比 2020 年增长 69.7%，同比 24 年增长 4.6%。

根据对多个国家相关政策的梳理，过去一年多个国家宣布取消小包裹免税或者提升税率，如欧盟宣布自 2026 年 7 月 1 日起，将正式取消价值 150 欧元以下小额包裹的免税政策，届时所有寄往欧盟的电商小包，将统一征收每件 3 欧元关税。关税政策的变化将提升跨境电商综合成本，但即使成本增长，中国电商在性价比、供应链的稳定性和产品的多样性上仍具有领先优势。预计政策短期将对欧盟等地跨境电商需求造成一定不利影响，但不改变跨境电商的长期发展趋势。

表 3：全球小额包裹关税政策情况

调整时间	国家/地区	政策内容	影响范围
2025/01	泰国	泰国政府推行临时政策，对 1500 泰铢以下小额包裹免征关税（相比前期的 7% 增值税政策有所优化）。	1500 泰铢以下进口商品；跨境电商小包（年进口量 8900 万件）
2025/01	马来西亚	马来西亚对线上销售进口、价值低于 500 林吉特的商品新征 10% 低价商品税；这是针对电商渠道的特殊税种政策。	500 林吉特以下线上进口商品；保护本土零售
2025/01	墨西哥	墨西哥对通过快递公司进口、源自中国等地的小额货物征收 19% 关税；取消原有 50 美元以下货物的免关税优惠待遇。	中国出口至墨西哥小额包裹；快递进口渠道
2025/02	美国	特朗普政府签署行政令，对进口自中国商品加征 10% 关税；宣布自 2025 年 5 月 2 日起取消 800 美元以下小额包裹免税豁免政策。	涉及中国进口商品；800 美元以下小额包裹
2025/02	美国	美国邮政（USPS）暂停接收来自中国大陆和香港的包裹；白宫宣布暂停免税政策执行，待建立完善征税系统。	国际邮递服务；跨境电商物流
2025/02	越南	越南政府正式宣布取消通过快递进口的低价值商品的免税政策；Lazada 与 Shopee 越南站相应加征增值税，最高税率 10%。	100 万越南盾以下进口商品；电商平台所有进口小包
2025/04	美国	正式宣布自 2025 年 5 月 2 日起取消中国商品 800 美元以下免税待遇，改为征收 30% 从价税或 25 美元/件从量税；6 月 1 日后调整为 50 美元/件。	中国出口至美国小额包裹；电商平台直邮
2025/04	英国	英国财政大臣宣布启动审查，将评估现行小额包裹免税政策（135 英镑以下）的合理性；5 月起征求利益相关方意见，考虑跟进欧盟取消免税的政策方向。	135 英镑以下进口商品；英国独立的税收政策
2025/05	美国	新政策正式生效，取消对来自中国大陆和香港的 800 美元以下包裹的免税待遇，开始征收关税。	通过国际邮政系统的小额包裹；跨境电商核心渠道
2025/05	欧盟	欧盟委员会提案对所有来自非欧盟国家的小额包裹征收统一处理费 2 欧元/件（发往仓库 0.5 欧元）；计划提前取消 150 欧元以下免税政策（原定 2028 年实施）。	150 欧元以下进口包裹；电商平台小包；对中国商品针对性强
2025/06	日本	日本内阁府正式开启针对 1 万日元以下小额商品免税制度的取消讨论，拟于 2026 年起实施消费税征收；同时强制执行电商平台登记纳税。	1 万日元以下进口商品；跨境电商平台商品
2025/08	美国	执行范围扩大至全球。所有通过邮递渠道进入美国的 800 美元及以下包裹，无论原产国，均征收应税关税；通过非邮递渠道的货物按 HTSUS 税表征税。	全球出口至美国小额包裹；所有原产地
2025/12	欧盟	欧盟理事会和欧洲议会正式敲定新规，将原定 2028 年的免税取消政策提前至 2026 年初实施；加征固定费用由 2 欧元调整为 3 欧元/件。	150 欧元以下全部进口商品；涉及欧盟 27 个成员国
2025/12	泰国	泰国海关总署宣布自 2026 年 1 月 1 日起全面取消 1500 泰铢以下小额包裹免税政策；所有进入泰国商品将同时面临进口关税和增值税的双重征收。	全部进口商品；计划税率 20%-30% 统一标准
2025/11	德国	德国对所有中国跨境电商包裹统一征收 23% 增值税，取消原有 22 欧元免税额度；该政策为欧盟内部最严格的执行标准。	中国出口至德国小额包裹；跨境电商平台商品

资料来源：中国驻泰国领事馆、浙江省贸促会、证券时报、新浪财经、澎湃、凤凰新闻等、招商证券

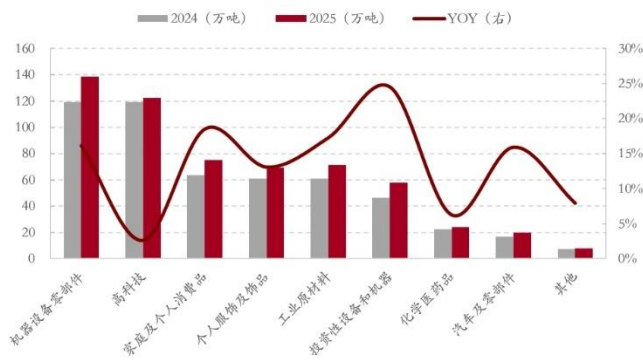
根据《2025 年中国航空货运市场研究报告》，我国航空货运市场约有 60%~70% 的货源来自跨境电商。受益于跨境电商和高端制造业出口和蓬勃发展，我国航空货运尤其是国际航空货运保持快速增长趋势，2025 年，民航国际航线货邮运输量完成 440.2 万吨，同比增长 22.1%，完成货邮周转量 325.3 亿吨公里，同比增长 19.8%。从空运出口结构上看，设备及消费品出口是主要驱动增长的因素。从区域来看，东南亚、中亚、南亚、欧洲、美洲等区域的航班量与 2019 年同期相比涨幅都超过 100%。

图 22：民航国际货邮运输量



资料来源：WIND、招商证券

图 23：2025 年中国跨境航空货运出口分品类货量



资料来源：Seabury、招商证券

虽然中国航空货运在业务量上实现了高速增长，但当前仍面临份额偏低、网络通达性和均衡性不足等问题。

2025 年我国航司在国际货运市场的份额提升至 44%，但剩余 56% 仍由外航掌控。在跨太平洋等高溢价航线上，中方航司的议价能力和运力自给率仍有待提高。目前我国航空货运网络已覆盖 50 个国家的 106 个城市，但分布极其不均。航线高度集中在欧洲和亚洲（RCEP 区域），而在非洲、南美洲及大洋洲的直航覆盖极低，运力高度集中在上海、广州、深圳等少数一线枢纽。虽然鄂州花湖机场已开始发挥作用，但全国范围内“多点开花、枢纽联动”的轴辐式（Hub-and-Spoke）网络尚未完全成熟。从服务能力上看，国内航司多数仍处于“港到港”的干线运输阶段，缺乏地面清关、海外仓配、末端配送的全链条集成能力。

图 24：中国航司国际航线市场份额变化



资料来源：公司公告，中国民航局、招商证券

图 25：2025 中国跨境航空货运出口分区域货量及份额占比情况



资料来源：公司公告，Seabury、招商证券

2020 年疫情冲击后，航空货运的战略意义凸显，未来保障供应链稳定、支撑高价值高时效产品的全球化，相关部门已经出台多个文件支持航空货运发展，补齐“重客轻货”的历史短板、加强和完善航空枢纽建设。

2022 年正式印发的《“十四五”航空物流发展专项规划》是我国民航首次编制的航空物流专项规划；规划要求实施“客货并重”发展策略，推动数字化转型，加强“最前一公里”和“最后一公里”服务能力等

2024 年民航局联合国家发展和改革委员会发布《关于推进国际航空枢纽建设的指导意见》，旨在解决我国国际航空枢纽战略谋划不深、枢纽竞争力不强、协同

运行效率不高、国际运输服务能力不足等问题。《意见》要求强化国际航空枢纽全方位门户复合型功能，提升国际航空枢纽区位优势，加强区域航空枢纽面向特定区域国际功能，稳步推进专业和综合性航空货运枢纽建设。

2025 年民航工作会议提出 2026 年民航将提升航空货运物流支撑能力，具体措施包括：民航将扎实推进前置货站建设和中转能力试点，推动航空物流深度嵌入供应链；完善航空货运规范标准体系，推动“航空+高铁、公路”联运模式标准化、便利化；加大重点枢纽机场货运时刻供给，推动更多白天时刻用于货运航班。

2026 年《国务院关于产业链供应链安全的规定》要求统筹发展和安全，统筹国内国际，推进高水平对外开放，促进全球产业链供应链稳定畅通。

表 4：航空货运行业相关政策及核心要点

时间	政策文件/会议名称	核心要点
2020.03	国务院常务会议	部署提升国际航空货运能力，对疫情期间国际货运航线给予政策支持；鼓励增加货机，支持货运航空公司壮大机队规模；完善航空货运枢纽网络。
2020.08	《关于促进航空货运设施发展的意见》	转变“重客轻货”观念，提出“客货并举、协同发展”；明确 2025 年建成鄂州专业性货运枢纽机场，培育航空货运超级承运人。我国民航首次编制的航空物流专项规划；实施“客货并重”发展策略，推动数字化转型，加强“最先一公里”和“最后一公里”服务能力。
2021.12	《“十四五”航空物流发展专项规划》	明确航空货运作为“十四五”民航发展重要方向；规划 2025 年货邮运输量达 950 万吨；推进专业货运枢纽建设，构建覆盖广泛的货运航线网络。
2022.01	《“十四五”民用航空发展规划》	培育“跨境电商赋能产业带”模式，增强跨境电商物流保障能力，鼓励物流企业加强海运、空运、铁路等多式联运运输保障。
2024.06	《关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》	合并修订国内、国际货运规则；以责任主体为主线重构监管框架；强化承运人、地面代理、货运销售代理人责任；鼓励电子单证应用，推进智慧货运建设。
2024.07	《民用航空货物运输管理规定》	打造 2-3 家世界级超级航空承运人；稳步推进专业和综合性航空货运枢纽建设；强化北京、上海、广州等国际航空枢纽全方位门户复合型功能。
2024.08	《关于推进国际航空枢纽建设的指导意见》	优化京津冀、长三角、粤港澳大湾区等主要口岸 7×24 小时通关保障；加快高新技术设备及原材料、特定药品、医疗器械等特殊货物通关速度；推进出口货物机坪“直装”与进口货物机坪“直提”试点；同步推进智慧货站建设，提高航空口岸进出口货物通关效率。
2025.02	《关于进一步促进航空口岸通关便利化若干措施的通知》	聚焦枢纽、航司、航线网络三维目标，优化航权量化配置机制；建立航权配置与安全风险联动机制；引导稀缺航权资源向国际枢纽集中。
2025.03	《国际客运航权市场准入和配置规则》	推动 AI 在货运订舱、安检、仓储、运输环节的智慧货运中枢平台建设；实现货运状态实时查询、异常自动提醒；推进货运需求智能预测、腹舱及全货机资源动态调配；提升航空物流保障智能化水平。
2025.11	《关于推动“人工智能+民航”高质量发展的实施意见》	本次修法充实完善规范民用航空活动、保障民用航空安全和支持民航制造业、运输业、低空经济发展的各方面制度措施；对于推动民航高质量发展具有重要意义。
2025.12	《中华人民共和国民用航空法（2026 年 7 月 1 日起施行）》	
2026.04	《国务院关于产业链供应链安全的规定》	要求统筹发展和安全，统筹国内国际，推进高水平对外开放，促进全球产业链供应链稳定畅通。

资料来源：国务院、商务部、国家发改委、中国民航局等、招商证券

三、东航物流：“天网+地网”，构筑稀缺资源壁垒

1、航空速运：依托全货机及东航客机腹舱，构建覆盖全球的“天网”，是公司核心业务和盈利基石

公司通过全货机运输与客机腹舱运输相结合的方式，为客户提供覆盖国际国内主要航线的航空货运服务。全货机业务由全资子公司中货航运营，截至 2025 年底，公司拥有 18 架宽体货机，聚焦北美、欧洲、东南亚等热门航线，具备高载量、高频率的干线运输能力；客机腹舱运输则依托东方航空全球航线网络，借助天合联盟、代码共享与 SPA 协议等合作模式，拥有覆盖国内全部省会城市和重要城市、国际重要航点的优质航权时刻资源，形成高频次、广覆盖的服务体系。

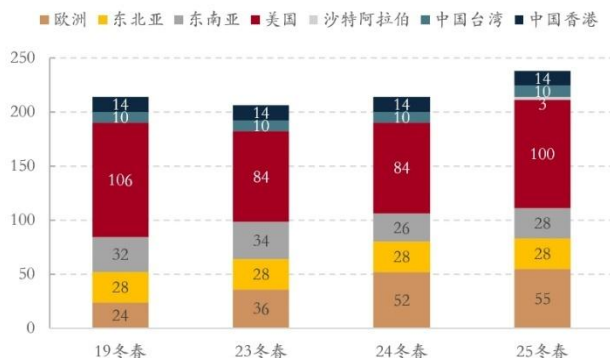
全货机航线结构持续优化，欧美航线构成国际运力主干。欧洲航线运力持续提升，由 19 冬春的 24 班增至 25 冬春的 55 班；美国航线 25 年冬春回升至 100 班；东北亚、中国台湾、中国香港航线保持稳定，分别为 28 班、10 班、14 班；东南亚航线 25 年冬春为 28 班；沙特阿拉伯航线于 25 年冬春首次开通，周航班量为 3 班。

图 26：东航物流国际货运航线结构



资料来源：公司公告、招商证券

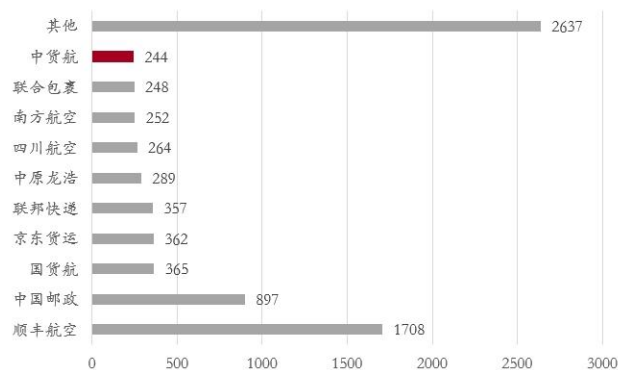
图 27：东航物流国际货运航班 25 冬春时刻



资料来源：民航预飞计划系统、招商证券

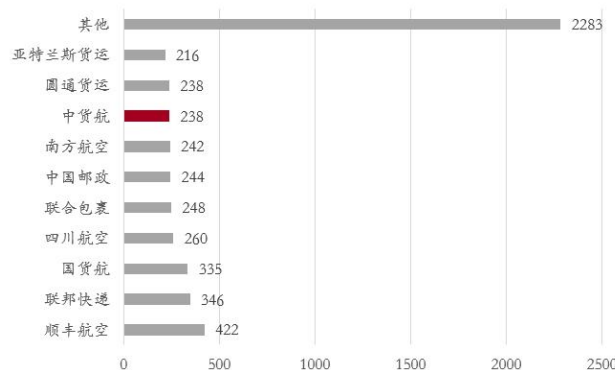
东航物流整体市占率处于行业前列。25 冬春货运航班量方面，顺丰航空以 1,708 班居首，中国邮政（897 班）、国货航（365 班）及京东货运（362 班）紧随其后；中货航以 244 班位列第 10，占比 3.2%。25 冬春国际及地区货运航班量方面，顺丰航空仍为第一（422 班），联邦快递（346 班）、国货航（335 班）分列二、三；中货航与圆通货运并列第 4 位，均为 238 班，占比 4.7%。整体看，中货航在国际航线领域具备较强竞争力，国际航班量排名稳居头部阵营，但国内及区域网络仍由顺丰、邮政等综合物流玩家主导。

图 28：25 冬春民航 Top10 货运航司往返航班量



资料来源：民航预飞计划系统、招商证券

图 29：25 冬春民航 Top10 货运航司往返国际及地区航班量



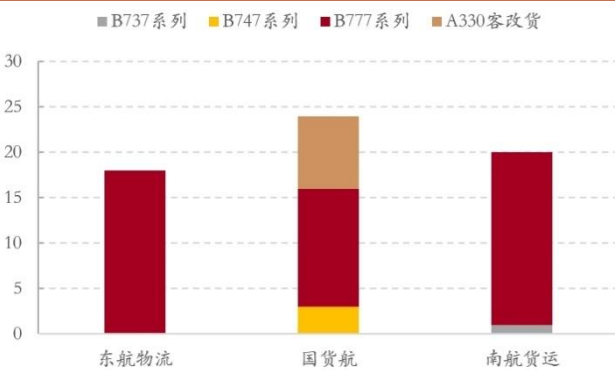
资料来源：民航预飞计划系统、招商证券

图 30：三大航货运飞机数量



资料来源：公司公告、招商证券

图 31：三大航空货运机队结构（截至 2025 年报）



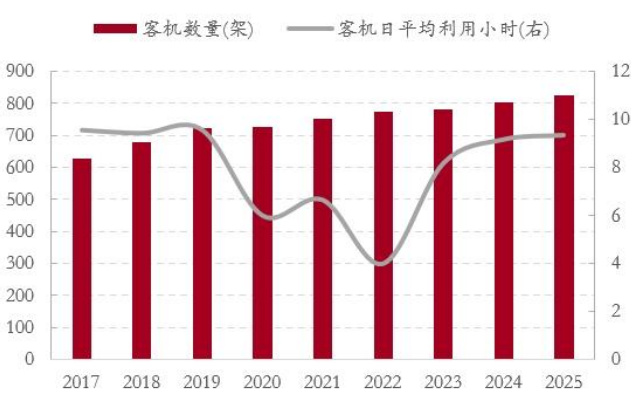
资料来源：公司公告、招商证券

图 32：东航物流全货机数量及日平均利用小时



资料来源：公司公告、招商证券

图 33：中国东航客机数量及日平均利用小时



资料来源：公司公告、招商证券

客机腹舱运营模式：独特的轻资产壁垒与利润共享机制

东航物流与中国东航之间的客机腹舱运营模式是独特的轻资产壁垒与利润共享机制，也是公司构建航空货运“天网”核心优势的基石。具体而言，东航物流子公司中货航通过与东航股份签订独家经营协议（期限由 2020 年至 2032 年），**全权负责后者旗下 800 余架客机腹舱的货运业务商业化运营**，包括舱位销售、定价、结算等全环节。作为对价，东航物流向中国东航支付“运输服务价款”，其核心计算公式为：**运输服务价款 = 腹舱货运总收入 × (1 - 业务费率)**。该模式利用了业务费率的动态激励机制：

- 1) 常规情形下，业务费率=运营费用率+(东航腹舱收入增长率-三大航平均增长率)×50%。其中，“运营费用率”是基于过去三年实际运营成本占收入比重。
- 2) 这意味着东航物流的盈利来源双重驱动：一是通过精细化管理和技术赋能，使当期实际运营成本低于历史基准，直接转化为利润；二是通过市场开拓，使收入增速超越行业平均水平，从而获得超额增长部分的分成激励，并结合历史平均值，作为结算基准。

此种模式对东航物流形成显著优势：一是以零资本开支获取覆盖全球的现成腹舱网络，形成难以复制的运力规模；二是将盈利与经营效率深度绑定，驱动公司持续降本增效。然而，该模式也决定了其腹舱业务毛利率较低(通常维持在5%-10%区间)，利润弹性远低于自有全货机业务。

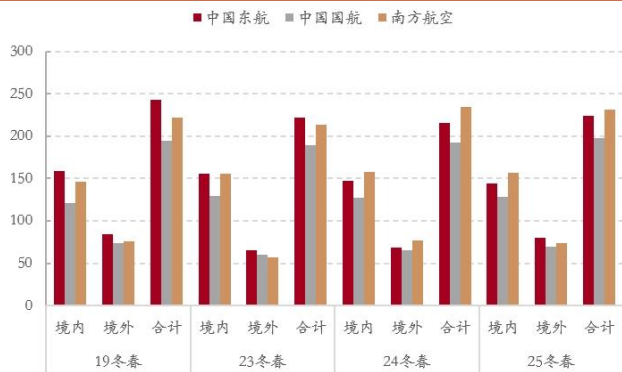
图 34：东航物流全货机对比客机货运毛利率



资料来源：iFind、公司公告、招商证券

航空速运是公司核心业务和盈利基石，收入体量及利润贡献最大。2020-2021 年受益于疫情期间国际航空货运价格大幅上涨，航空速运收入由 78.2 亿元跃升至 124.3 亿元，毛利率维持在 34%-38% 的高位。2022 年货运价格虽有所回落但仍处高位，收入进一步增至 132.8 亿元，毛利率维持 35%。2023 年随着客运复苏、腹舱运力大幅释放，叠加运价回归常态，收入回落至 91.2 亿元，毛利率降至 25%。2025 年受益于跨境电商等需求带动货邮运输周转量同比增长 18.8% 至 87.9 亿吨公里，收入回升至 109.1 亿元，同比增长 20.8%，毛利润 21.7 亿元，同比增长 23.1%，毛利率小幅改善 0.4pct 至 19.9%。

图 35：三大航客机航点对比



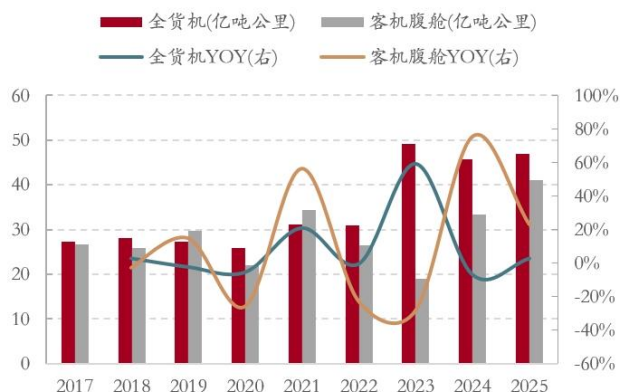
资料来源：民航预飞计划系统、招商证券

图 36：航空速运业务收入情况



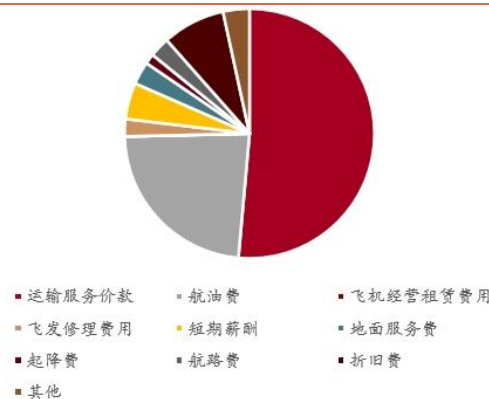
资料来源：WIND、招商证券

图 37：航空速运业务货邮周转量



资料来源：WIND、招商证券

图 38：航空速运业务成本情况



资料来源：WIND、招商证券

2、地面综合服务：依托上海两场及国内枢纽机场区位优势，打造稀缺“地网”，成为公司高毛利现金牛业务

公司主要基于上海两场开展地面综合服务业务。公司通过货站操作、多式联运、仓储业务等航空物流核心作业环节及延伸服务，为客户提供全方位地面综合服务，与航空速运业务形成协同与保障效应。公司已在全国范围内构建“货站操作+仓储+配送”的地面综合服务体系，形成了行业内独特的物流服务模式。具体业务包括：

- 1) 货站操作：**公司依托全国 17 个枢纽机场自营货站的 150 万平方米库区和操作场地，在上海、北京、昆明、西安、武汉、南京、济南、青岛、兰州、合肥、太原等 10 个省份的 12 个机场提供地面服务，具体包括航班进出港货物的组板、理货、中转、进出港单证信息处理等
- 2) 多式联运：**公司面向航空公司、货运代理人等客户，提供多种联运服务，涵盖国际进出港的国内段卡车航班服务，以及两场驳运（上海虹桥-浦东）、内场驳运（上海浦东机场内部）、各机场货站之间地面短驳等多式联运服务。
- 3) 仓储业务：**公司除机场货站内的普货仓储外，还拥有国内稀缺的多元化特种仓储设施，包括温控仓库（含冷藏库、冷冻库、恒温库）、危险品仓库、贵重品仓库、活体动物仓库以及超限货物仓库，可满足各类特殊性质货物的存储需求，并为国际进出口货物提供报验、查验等操作的海关监管区仓储服务。

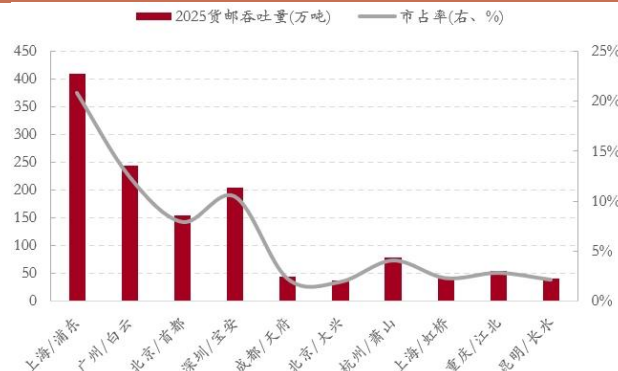
公司货站业务区位优势明显。公司总部及主运营基地位于全球第二大航空货运枢纽-上海，在两场拥有 6 个近机坪货站、1 个货运中转站，是在浦东机场运营跨境电商集中监管库的企业之一。公司货站货邮处理量八成以上来自上海货站，为公司货站业务主要收入来源。2025 年浦东机场货邮吞吐量全国第一，市场占有率达 20.9%，上海两场国际货邮吞吐量占全国机场 36%。

图 39：东航物流自营货站布局（截至 2025 年）



资料来源：公司公告、招商证券

图 40：2025 年全国机场货邮吞吐量排名



资料来源：民航局、招商证券

表 5：东航物流上海两场货邮吞吐量

单位：万吨	2020	2021	2022	2023	2024	2025
全国机场货邮吞吐量	1608	1783	1453	1683	2006	2186
其中：国际货物	660.1	803.4	712.2	715.6	875.6	987.1
上海两场货邮吞吐量	403	437	330	379	421	454
其中：国际货物	298	327	258	279	305	334
上海两场占全国机场比例	25.0%	24.5%	22.7%	22.5%	21.0%	20.8%
其中：国际货物	45.2%	40.7%	36.3%	38.9%	34.8%	33.9%
东航物流货邮处理量	249	292	220	240	249	270
其中：上海两场货邮处理量	218	255	195	203	-	-
上海两场占东航物流比例	87.4%	87.2%	88.6%	84.6%	-	-
东航物流占上海两场的比例	54.2%	58.4%	59.1%	53.6%	-	-

资料来源：公司公告、招商证券

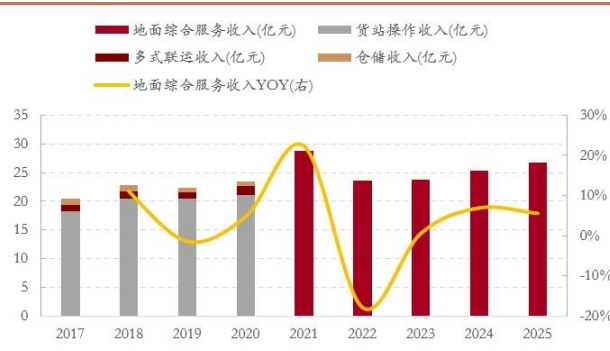
货站操作是地面综合服务的主要收入来源，贡献毛利润稳定在 9 亿元上下。2021 年公司货邮处理量同比增长 17.2%，带动地面综合服务收入同比增长 22%至 29 亿元，毛利润同比增长 29%至 10.5 亿元。2022 年受货邮处理量同比下滑 24.7% 以及成本尤其短期薪酬相对刚性的影响，毛利润同比下滑 58%至 4.4 亿元。2023 年公司积极推进货站智慧化、精细化运营，短期薪酬成本同比下降 28%，带动毛利润回升至 9.6 亿元。2025 年地面综合服务收入为 26.7 亿元，同比增加 5.6%，受短期薪酬成本同比增加 14.6%影响，毛利润同比下降 8.7%至 8.4 亿元。

图 41：地面综合服务货邮处理量



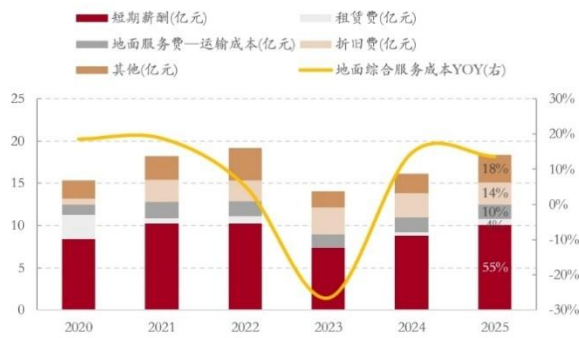
资料来源：公司公告、招商证券

图 42：地面综合服务收入情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 43：地面综合服务成本情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 44：地面综合服务毛利润情况



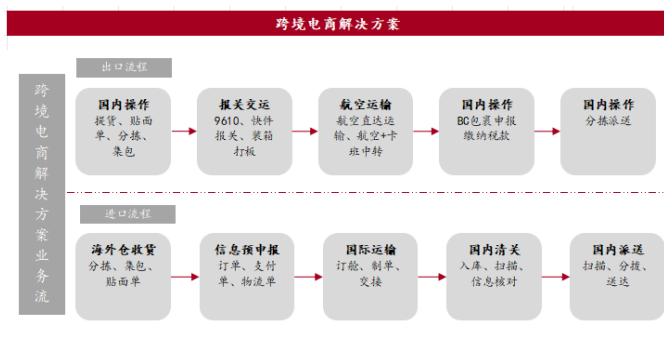
资料来源：公司公告、招商证券

3、综合物流解决方案：整合优势资源、挖掘需求热点，收入规模持续扩大

公司持续布局综合物流板块业务，是公司顺应新生消费需求及行业发展趋势，充分发挥资源整合能力的体现，目前已布局包含跨境电商解决方案、产地直达解决方案、同业项目供应链和定制化物流解决方案的等综合物流业务。区别于航空速运业务，公司综合物流解决方案依托自身能力建设与海外核心供应商合作，可实现跨境物流的全流程服务。具体业务包括：

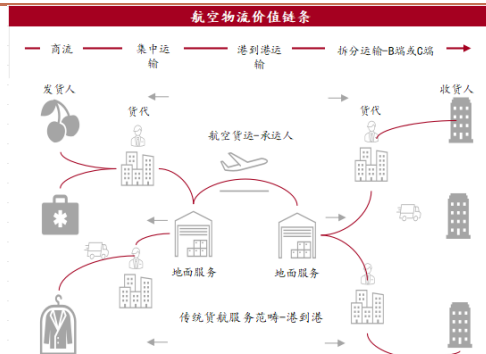
- 跨境电商解决方案：**利用浦东机场的口岸和干线资源优势，为客户提供有市场竞争力的跨境物流服务产品，分为进口业务与出口业务，出口业务包括国内操作、航空运输、海外清关配送等，进口业务包括海外报关交运、国内清关等。
- 产地直达解决方案：**为国内进口商提供海外代采购服务及地面分拨送仓服务，为海外出口商提供定制化的空运、海运、海空联运等多式联运服务。
- 同业项目供应链：**主要向邮政、快递快运、航空货运代理等同行业客户提供传统航空货运代理业务，此外也基于自有航线和货站形成的联动效应，为客户提供港到港跨境中转时效产品。
- 定制化物流解决方案：**公司定制化物流解决方案主要面向高科技、生物医药、航空器材等行业客户，以客户个性化需求为中心提供高度客制化的物流解决方案。

图 45：跨境电商解决方案



资料来源：公司公告、招商证券

图 46：传统物流价值链条



资料来源：公司公告、招商证券

跨境电商是综合物流解决方案的核心增长驱动，2018-2024 年公司跨境电商货量由 1.6 万吨增至 16.2 万吨（CAGR 达 47%），带动综合物流收入由 69.1 亿元持续扩张至 124.8 亿元。2025 年受美国小额包裹免税政策取消冲击，跨境电商货量同比大幅下滑 42%至 9.4 万吨，但产地直达解决方案货量逆势增长 45%至 4.6 万吨，叠加定制化物流货量同比增长 38%至 2.0 万吨，部分对冲跨境电商下滑影响，综合物流实现收入 106.5 亿元，同比下降 14.6%。毛利端表现优于收入端，2025 年毛利润为 17.3 亿元，同比仅下降 12.6%，毛利率逆势小幅提升 0.3pct 至 16.2%，主要得益于公司主动控制电商客户集中度、减少外采运力以及业务结构优化。

图 47：跨境电商货量



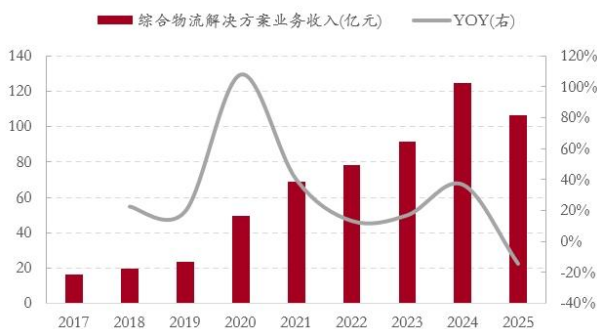
资料来源：公司公告、招商证券

图 48：定制化物流解决方案货量



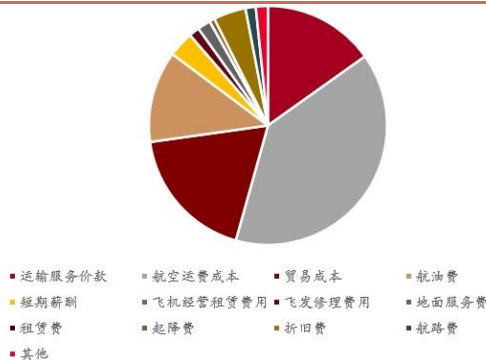
资料来源：公司公告、招商证券

图 49：综合物流解决方案收入情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 50：综合物流解决方案成本结构



资料来源：公司公告、招商证券

四、盈利预测及投资建议

1、盈利预测

核心假设：

- 收入端：**受美伊冲突影响，企业与消费者加速补库带动航空货运需求稳健增长、运价持续提升，叠加公司机队稳步扩张，量价双升带动盈利规模高增，我们预计公司 2026-2028 年主营业务收入分别为 299.5/306.2/317.5 亿元，其中航空速运业务营业收入分别为 144.4/146/149.4 亿元，地面综合服务营业收入分别为 28.95/31.38/34.02 亿元，综合物流解决方案营业收入分别为 126.1/128.9/134.1 亿元。

2) **成本端**：美伊冲突爆发后，国际航油价格大幅上涨推升公司燃油成本，我们预计公司 2026-2028 年主营业务成本分别为 247.8/247.5/253.6 亿元，其中航空速运业务营业成本分别为 120.3/117.8/118.4 亿元，地面综合服务营业成本分别为 19.68/20.65/21.64 亿元，综合物流解决方案营业成本分别为 107.9/109.1/113.5 亿元。

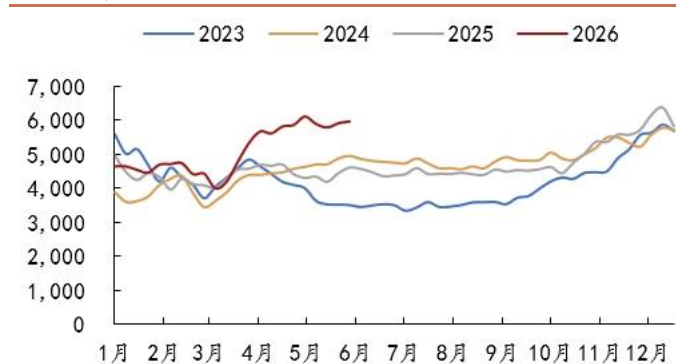
预计公司 2026-2028 年归母净利润为 29.3/33.8/37.2 亿元，归母净利率 9%/15.3%/10.2%。

表 6：东航物流盈利测算

(亿元)		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
航空速运	收入	78.2	124.3	132.8	91.2	90.4	109.1	144.4	146.0	149.4
	成本	48.5	82.6	86.1	68.6	72.7	87.4	120.3	117.8	118.4
	毛利	29.7	41.7	46.8	22.6	17.7	21.7	24.2	28.2	31.0
	毛利率	38%	34%	35%	25%	20%	20%	17%	19%	21%
地面综合	收入	23.46	28.70	23.54	23.67	25.31	26.71	28.95	31.38	34.02
	成本	15.33	18.22	19.18	14.09	16.15	18.35	19.68	20.65	21.64
	毛利	8.12	10.48	4.36	9.58	9.15	8.36	9.27	10.73	12.37
	毛利率	35%	37%	19%	40%	36%	31%	32%	34%	36%
综合物流	收入	49.3	69.1	78.2	91.3	124.8	106.5	126.2	128.9	134.1
	成本	41.1	59.5	64.0	78.9	104.9	89.2	107.9	109.1	113.5
	毛利	8.2	9.6	14.1	12.3	19.8	17.3	18.3	19.8	20.6
	毛利率	17%	14%	18%	14%	16%	16%	14%	15%	15%
总计	主营业务收入	151.0	222.1	234.5	206.1	240.4	242.3	299.5	306.2	317.5
	主营业务成本	105.0	160.3	169.3	161.6	193.8	194.9	247.8	247.5	253.6
	主营业务毛利	46.0	61.8	65.3	44.5	46.6	47.4	51.7	58.7	64.0
	YOY		34.4%	5.6%	-31.8%	4.8%	1.6%	9.1%	13.5%	9.0%
	毛利率	30%	28%	28%	22%	19%	20%	17%	19%	20%
	归母净利	23.7	36.3	36.4	24.9	26.9	26.9	29.3	33.8	37.2
	归母净利率		53.1%	0.3%	-31.6%	8.0%	0.0%	9.0%	15.3%	10.2%

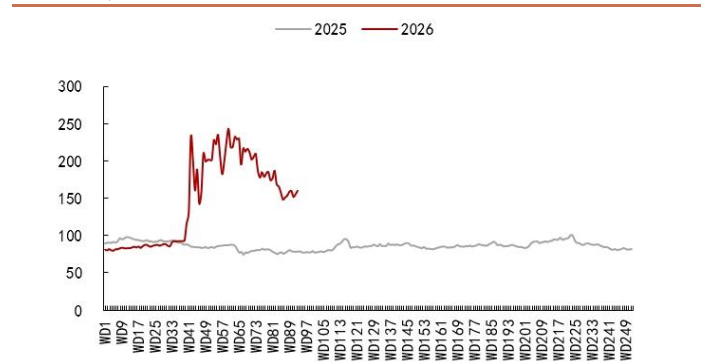
资料来源：招商证券

图 51：上海空运价格指数：美以伊冲突爆发以来，空运运价快速提升



资料来源：iFind、招商证券

图 52：航油价格：美以伊冲突爆发以来，新加坡航油价格快速提升

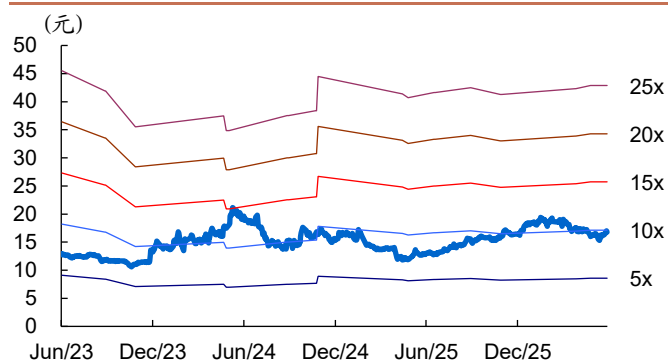


资料来源：iFind、招商证券

2、投资建议

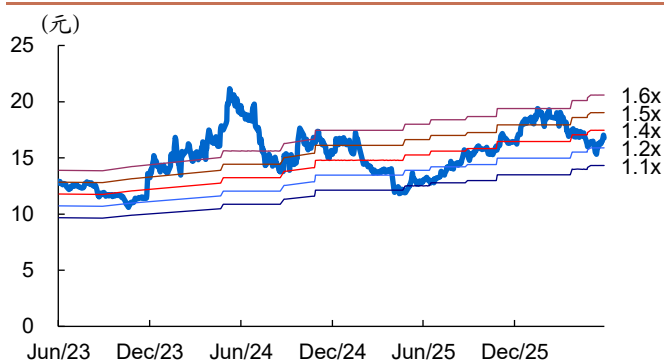
在中国出口竞争力持续增强、高科技产品出海及跨境电商蓬勃发展的多重利好下，航空货运景气度有望持续上行。依托上海主枢纽，通过“19架全货机+800余架客机腹舱+地面货站”的立体网络，东航物流实现对全球核心贸易区的覆盖，有望享受中国高科技产品出口红利、实现规模和盈利的持续增长。短期来看，虽然美以伊冲突爆发以后国际航油价格大幅上涨推升公司燃油成本，但受益于运价、业务量的快速增长以及公司较高的毛利安全垫，盈利仍有望实现同比增长。结合核心假设，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 29.3、33.8、37.2 亿元，对应当前市值 PE 分别为 9.1、7.9、7.1 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

图 53：东航物流历史 PE Band



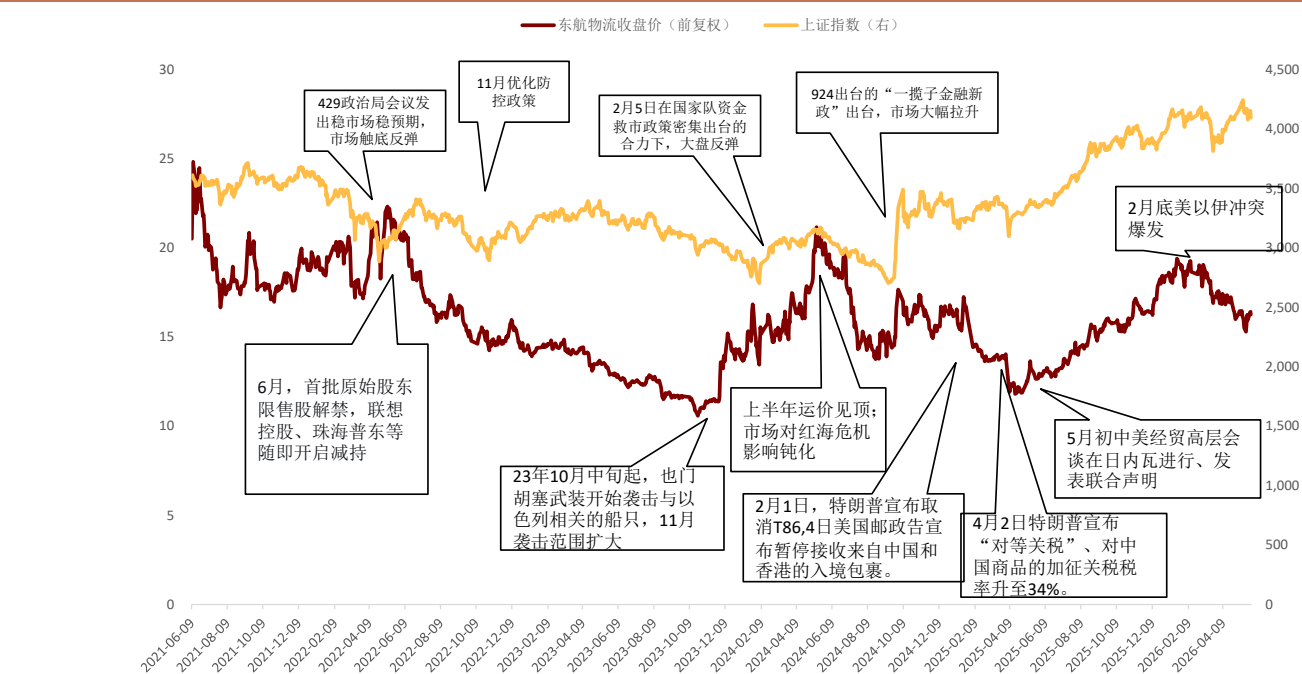
资料来源：WIND、招商证券

图 54：东航物流历史 PB Band



资料来源：WIND、招商证券

图 55：东航物流历史表现回顾



资料来源：WIND、招商证券

五、风险提示

宏观经济和国际关系波动风险：航空货运行业与宏观经济增长速度、国际贸易呈现较强的正相关关系，宏观经济形势、下游行业景气度的变动对公司业务有较大影响；同时，地缘政治冲突、国际关系紧张或贸易摩擦升级可能导致国际贸易政策调整、航线受限或货运需求波动，进而对公司经营产生影响。

海外跨境包裹政策调整、竞争加剧风险：公司业务依赖于主要目的地国家的关税政策、清关规则及小额包裹免税额度等监管环境，若相关国家收紧跨境包裹进口政策、调整关税或免税门槛，可能对公司运营成本、业务空间造成影响；同时，随着行业参与者增多，电商平台及综合物流企业加快布局，市场竞争格局或将持续变化，可能对公司市场份额及盈利水平造成影响。

油价大幅上涨风险：航空燃油成本是公司主营成本之一，若国际原油价格大幅上涨，将直接推高公司航油采购成本，在燃油附加费传导机制存在时滞或传导不充分的情况下，可能对公司经营业绩产生影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	9755	10924	11190	13221	15660
现金	6753	8069	7644	9611	11924
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1966	1983	2450	2505	2597
其它应收款	286	300	371	379	393
存货	25	19	24	24	24
其他	725	554	701	702	721
非流动资产	16516	20832	21840	22765	23611
长期股权投资	381	373	373	373	373
固定资产	8387	9717	10916	11997	12970
无形资产商誉	355	336	302	272	245
其他	7394	10405	10248	10123	10023
资产总计	26271	31756	33030	35986	39271
流动负债	3290	5121	4142	4138	4206
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1323	2052	2609	2606	2669
预收账款	210	121	153	153	157
其他	1758	2948	1379	1379	1380
长期负债	3595	4612	4612	4612	4612
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3595	4612	4612	4612	4612
负债合计	6886	9733	8753	8750	8818
股本	1588	1588	1588	1588	1588
资本公积金	3663	3663	3663	3663	3663
留存收益	12260	14498	16352	18851	21561
少数股东权益	1875	2275	2674	3135	3642
归属于母公司所有者权益	17511	19748	21602	24101	26811
负债及权益合计	26271	31756	33030	35986	39271

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3714	6202	4243	4839	5289
净利润	3064	3088	3328	3838	4231
折旧摊销	528	1197	1151	1235	1314
财务费用	405	251	145	145	145
投资收益	9	2	(282)	(311)	(342)
营运资金变动	(315)	1673	(98)	(68)	(58)
其它	22	(8)	0	0	0
投资活动现金流	(2681)	(1887)	(1877)	(1849)	(1818)
资本支出	(2781)	(1758)	(2160)	(2160)	(2160)
其他投资	101	(129)	282	311	342
筹资活动现金流	(3425)	(2976)	(2791)	(1023)	(1158)
借款变动	84	(2773)	(1572)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(0)	0	0	0	0
股利分配	(618)	(1075)	(1075)	(879)	(1013)
其他	(2891)	872	(145)	(145)	(145)
现金净增加额	(2392)	1339	(425)	1967	2313

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	24056	24264	29986	30654	31786
营业成本	19382	19502	24792	24761	25365
营业税金及附加	51	55	63	65	67
营业费用	237	289	345	368	381
管理费用	338	435	510	536	556
研发费用	52	59	73	75	78
财务费用	289	145	145	145	145
资产减值损失	55	58	58	58	58
公允价值变动收益	1	1	1	1	1
其他收益	174	245	282	310	341
投资收益	(9)	(2)	0	0	0
营业利润	3929	4081	4399	5074	5594
营业外收入	8	7	7	7	7
营业外支出	0	2	2	2	2
利润总额	3936	4086	4404	5079	5598
所得税	872	999	1076	1241	1368
少数股东损益	376	399	399	461	508
归属于母公司净利润	2688	2688	2929	3378	3723

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	17%	1%	24%	2%	4%
营业利润	5%	4%	8%	15%	10%
归母净利润	8%	0%	9%	15%	10%
获利能力					
毛利率	19.4%	19.6%	17.3%	19.2%	20.2%
净利率	11.2%	11.1%	9.8%	11.0%	11.7%
ROE	16.3%	14.4%	14.2%	14.8%	14.6%
ROIC	16.7%	14.6%	14.3%	15.3%	15.0%
偿债能力					
资产负债率	26.2%	30.6%	26.5%	24.3%	22.5%
净负债比率	2.6%	4.9%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.0	2.1	2.7	3.2	3.7
速动比率	3.0	2.1	2.7	3.2	3.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8
存货周转率	664.5	906.5	1179.2	1052.7	1066.1
应收账款周转率	13.0	12.3	13.5	12.4	12.5
应付账款周转率	12.3	11.6	10.6	9.5	9.6
每股资料(元)					
EPS	1.69	1.69	1.84	2.13	2.35
每股经营净现金	2.34	3.91	2.67	3.05	3.33
每股净资产	11.03	12.44	13.61	15.18	16.89
每股股利	0.68	0.68	0.55	0.64	0.70
估值比率					
PE	9.9	9.9	9.1	7.9	7.1
PB	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.4	5.9	5.2	4.6	4.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。