仅供内部参考，请勿外传

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

物流综合 2026 年 07 月 23 日

东航物流（601156）深度研究报告

AI 风起，空运潮生，机队扩张助力大国智造出海
——华创交运|航空强国系列研究（十一）

- **AI 投资风起，空运需求潮生。1、全球 AI 投资升温，驱动航空货运需求扩容。1）半导体取代电商，成为航空货运需求的首要引擎。**据 Xeneta 市场分析报告，过去两年，半导体以及超大规模云服务商的基础设施需求，成为高端航空货运需求的主导驱动力，6 月全球航空货运即期运价同比上涨 38%，达到平均 3.40 美元/公斤。**半导体和 AI 相关硬件的强劲需求推动 6 月全球航空货运需求增长 7%。当前航空货运量正在"逆势上行"，主要得益于亚太至北美航线上 AI 相关货量的飙升。2）约 7 成 AI 相关贸易值由空运承担。**AI 相关商品对航空运输的高度依赖，源于其高价值、时效性强及对运输条件要求苛刻的产品特性。据 IATA 样本数据显示，2025 年约 7 成的 AI 相关商品贸易由航空运输承担。**3）从货重/货值占比来看，**AI 相关货物占航空运输贸易总货值的 53.5%，而货重占比为 7%。**2、国内出海产业迭代升级，空运货种结构提质。**据海关数据，2026 年上半年，我国出口机电产品 9.36 万亿元，增长 20.1%，占出口总值的 63.5%，较去年提升 3.5pcts。高技术产品出口 3.26 万亿元，增长 39%。在产业结构迭代、中国制造深度参与全球供应链分工的趋势下，出口品类高端化趋势不断强化。
- **航空货运供给增量有限，稀缺属性强化。1、运力约束：B777F 接近停产，替代机型最快 27 年下半年启动交付。1）现役主力机型生命周期进入收尾阶段，停产约束刚性明确。**受国际民航组织 CO2 排放标准约束，777F 须在 2027 年底前停产，当前豁免申请存在不确定性，交付接近尾声。**2）波音换代项目进度滞后，产能瓶颈或加剧。**777X 适航反复延期，波音将 777-9 的交付推迟至 2027 年，并预计 777-8F 的首架交付将在 777-9 首架交付之后约两年进行。**3）空客 A350F 成为核心替代选项，但短期供给补充能力有限。空客公司**预计 26Q3 完成首飞，27 年完成首批交付。**2、国内航司新订单交付周期拉长至 2030 年后。**
- **东航物流：业务构成多元，机队扩张承接大国智造出海红利。1、财务表现：强周期扰动下仍具备盈利韧性。韧性的来源分为两点：**一是受益于公司均衡化全球航网布局，降低单一北美区域贸易政策变动带来的货量冲击；二是综合物流板块主动优化业务结构。**2、经营表现：1）国际航线覆盖多元化，逐步拓展航点分布。**对比三大航，南航、国货航航线资源的欧美市场倾斜程度更高，东航物流亚洲板块航线占比高于同业，整体区域布局更为均衡。**2）经营数据：**东航物流利用小时、载运率整体维持高位。**3、公司三大看点：机队增速快、地面业务资源禀赋强、定制化与产地直达物流高增长。1）B777 单一机队，2020-2026H1 累计增速领先。从**机队增速来看，东航物流自 2020 年以来机队增速为三大航中最快，全货机从 10 架增至 20 架，增速显著超过国货航、南航物流。**2）地面业务资源禀赋强：**稳居上海龙头，市占率优势显著，地面服务贡献毛利基本盘。**3）多业务接力，贡献综合物流新增量：产地直达、定制化物流接力跨境电商贡献新增量。**其中定制化物流解决方案主要面向高科技、航空器材等重点行业客户，2025 年收入 5.42 亿元，同比上升 51.82%，**成为综合物流细分板块增速最快的领域。**
- **投资建议：1、盈利预测**：基于当前油价及行业需求驱动因子的变化，我们维持 26 年盈利预测为 28.3 亿，调整 27-28 年盈利预测为预计实现归母净利 34.2 亿、38.2 亿（原预测为 32.0 亿、34.9 亿），对应 26-28 年 EPS 分别为 1.78、2.16 和 2.40 元，PE 分别为 9、7、7 倍。**2、目标价：**参考历史估值，给予 2027 年 10 倍 PE，对应目标市值 342 亿，目标价 21.6 元，预期较现价 36%空间。我们看好**行业看需求侧** AI 驱动空运增长新引擎；**供给侧**主流机型 B777F 接近停产，替代机型最快 27 年下半年启动交付，运力稀缺属性强化；而**东航物流 777 单一机队，2020-2026H1 累计机队增速领先，机队扩张有望承接大国智造出口红利。**强调“推荐”评级。
- **风险提示：**跨境运输需求增速不及预期；新增运力引进超预期；关税政策及国际贸易环境风险；航油价格波动等。

推荐（维持）

目标价：21.6 元

当前价：16.23 元

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：吴晨玥

邮箱：wuchenyue@hcyjs.com

执业编号：S0360523070001

证券分析师：梁婉怡

邮箱：liangwanyi@hcyjs.com

执业编号：S0360523080001

证券分析师：卢浩敏

邮箱：luhaomin@hcyjs.com

执业编号：S0360524090001

证券分析师：张梦婷

邮箱：zhangmengting@hcyjs.com

执业编号：S0360526030003

联系人：刘邢雨

邮箱：liuxingyu@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	158,755.56
已上市流通股(万股)	94,459.56
总市值(亿元)	257.66
流通市值(亿元)	153.31
资产负债率(%)	33.15
每股净资产(元)	12.73
12 个月内最高/最低价	19.40/13.99

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《东航物流（601156）2025 年报点评：2025 全年盈利 26.9 亿，同比基本持平；Q4 盈利 6.9 亿，同比+10.7% 》

2026-03-29

《东航物流（601156）2025 年一季报点评：Q1 盈利 5.5 亿，同比-7.4%，优化航网布局再出发 》

2025-04-30

《东航物流（601156）深度研究报告：VS 国货航，对比视角看东航物流，持续推荐》

2025-01-16

主要财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万)	24,264	27,743	29,359	31,051
同比增速(%)	0.9%	14.3%	5.8%	5.8%
归母净利润(百万)	2,689	2,832	3,423	3,816
同比增速(%)	0.0%	5.3%	20.9%	11.5%
每股盈利(元)	1.69	1.78	2.16	2.40
市盈率(倍)	9	9	7	7
市净率(倍)	1.3	1.2	1.0	0.9

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2026 年 7 月 23 日收盘价

仅供内部参考，请勿外传

投资主题

报告亮点

本篇报告作为华创交运|航空强国系列第 11 篇，我们聚焦航空货运的领军企业：东航物流。报告从行业需求驱动因子的变化展开，分析了需求侧由跨境电商转向 AI 投资驱动，并从供给侧主流机型的停产和替代机型生产的进度探讨了运力稀缺属性的强化。我们看好公司机队扩张有望承接大国智造出口红利。

投资逻辑

一、AI 投资风起，空运需求潮生

1、全球 AI 投资升温，驱动航空货运需求扩容

1）半导体取代电商，成为航空货运需求的首要引擎。

2）约 7 成 AI 相关贸易值由空运承担。

3）从货重/货值占比来看，2025 年 AI 相关货物占航空运输贸易总货值的 53.5%，而货重占比为 7%。

2、国内出海产业迭代升级，空运货种结构提质。在产业结构迭代、中国制造深度参与全球供应链分工的趋势下，出口品类高端化趋势不断强化。

二、运力增量有限，稀缺属性强化

1、新增运力约束：B777F 接近停产，替代机型最快 27 年下半年启动交付

1）现役主力机型生命周期进入收尾阶段，停产约束刚性明确。2）波音换代项目进度滞后，产能瓶颈或加剧。3）空客 A350F 成为核心替代选项，但短期供给补充能力有限。预计 26Q3 完成首飞，27 年底完成首批交付。

2、国内航司新订单交付周期拉长至 2030 年后。

三、东航物流：业务构成多元，机队扩张承接大国智造出口红利

1、财务表现：强周期扰动下仍具备盈利韧性。

2、经营表现：1）国际航线覆盖多元化，逐步拓展航点分布。对比三大航，南航、国货航航线资源的欧美市场倾斜程度更高，东航物流亚洲板块航线占比高于同业，整体区域布局更为均衡。**2）经营数据：**东航物流利用小时、载运率整体维持高位。

3、公司三大看点：机队增速快、地面业务资源禀赋强、定制化与产地直达物流高增长。

1）777 单一机队，2020-2026H1 累计增速领先。

2）地面业务资源禀赋强：稳居上海龙头，市占率优势显著，地面服务贡献毛利基本盘。

3）多业务接力，贡献综合物流新增量。

四、投资建议：持续推荐东航物流，机队扩张承接大国智造出口红利

1、盈利预测：基于当前油价及行业需求驱动因子的变化，我们维持 26 年盈利预测为 28.3 亿，调整 27-28 年盈利预测为预计实现归母净利 34.2 亿、38.2 亿（原预测为 32.0 亿、34.9 亿），对应 26-28 年 EPS 分别为 1.78、2.16 和 2.40 元，PE 分别为 9、7、7 倍。

2、目标价：参考历史估值，给予 2027 年 10 倍 PE，对应目标市值 342 亿，目标价 21.6 元，预期较现价 36%空间。维持“推荐”评级。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

一、AI 投资风起，空运需求潮生 6
（一）AI 驱动空运增长新引擎 6
1、半导体取代电商，成为航空货运需求的首要引擎 6
2、约 7 成 AI 相关贸易值由空运承担 7
3、AI 货重占比 7%，而价值量占比达 53.5% 8
（二）国内出海产业迭代升级，空运货种结构提质 8
二、运力增量有限，稀缺属性强化 10
1、运力约束：主流机型 B777F 接近停产，替代机型最快 27 年启动交付 10
2、国内航司新订单交付周期拉长至 2030 年后 12
三、东航物流：业务构成多元，机队扩张承接大国智造出口红利 13
（一）财务表现：强周期扰动下仍具备盈利韧性 13
（二）经营表现：国际航线覆盖多元化，逐步拓展航点分布 14
1、国际航线覆盖多元化，逐步拓展航点分布 14
2、经营表现：东航物流利用小时、载运率整体维持高位 15
（三）公司三大看点：机队增速快、地面业务资源禀赋强、定制化与产地直达物流高增长 16
1、777 单一机队，2020-2026H1 累计增速领先 16
2、地面业务资源禀赋强：稳居上海龙头，市占率优势显著 17
3、多业务接力，贡献综合物流新增量 19
四、投资建议：持续推荐东航物流，机队扩张有望承接大国智造出口红利 22
1、持续推荐东航物流，机队扩张承接大国智造出口红利 22
2、盈利预测与目标价 22
五、风险提示 22

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 AI 相关贸易量 6
图表 2 全球半导体行业收入增速（%）（右轴） 7
图表 3 2026 年 5 月亚洲区域-美国空运运费 7
图表 4 2015-2025 年 AI 相关贸易空运比例 7
图表 5 2025 年 AI 相关贸易按重量占比/按价值占比 8
图表 6 2025 年中国跨境航空货运出口分品类货量占比（%） 9
图表 7 跨境空运分品类货量及增速 9
图表 8 777F 交付情况 10
图表 9 以订单时间统计，仍待交付的 B777F 订单数量（架） 11
图表 10 主流大型客机机型交付及退出预期 12
图表 11 国货航、南航货机订单 12
图表 12 东航物流与国货航营业收入对比（亿元，%） 13
图表 13 东航物流与国货航归母净利润对比（亿元，%） 13
图表 14 2025 年东航物流与国货航分业务营业收入对比（%） 14
图表 15 2025 年东航物流与国货航分业务毛利对比（%） 14
图表 16 东航物流与国货航利润率表现 14
图表 17 三大航 26 夏秋航季货运航线区域分布 15
图表 18 东航物流 26 夏秋航季航点分布 15
图表 19 全货机利用小时数（小时） 16
图表 20 全货机载运率（%） 16
图表 21 三大航全货机（架） 16
图表 22 东航物流与国货航机队全货机规模变动情况（架） 17
图表 23 东航物流自营货站分布情况 17
图表 24 上海两场货邮吞吐量情况（万吨，%） 18
图表 25 上海两场货邮吞吐量占全国机场的比例（%） 18
图表 26 东航物流上海货站市场占有率情况（%） 18
图表 27 东航物流地面综合服务收入及毛利率（亿元，%） 19
图表 28 东航物流地面综合服务货邮处理量（万吨） 19
图表 29 东航物流产地直达解决方案货量（吨） 19
图表 30 东航物流跨境电商及定制化解决方案货量（吨） 19
图表 31 东航物流综合物流解决方案分板块收入（亿元） 20

仅供内部参考，请勿外传

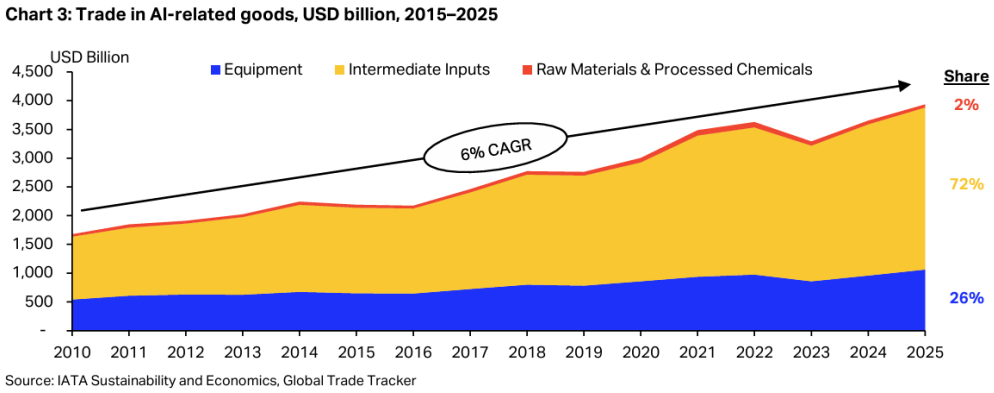
一、AI 投资风起，空运需求潮生

（一）AI 驱动空运增长新引擎

全球 AI 投资升温，驱动航空货运需求扩容。AI 相关商品贸易规模持续扩张，据 IATA 数据显示，全球 AI 相关商品贸易额从 2015 年的 2.1 万亿美元增长至 2025 年的 3.9 万亿美元。

从贸易结构看，中间品约占 AI 相关贸易总额的 72%，设备约占 26%，原材料和加工化学品占比相对较小，约为 2%。

图表 1　AI 相关贸易量



资料来源：IATA. Air Cargo, Trade, and Economic Growth in 2025.

1、半导体取代电商，成为航空货运需求的首要引擎

据 Xeneta 市场分析报告，过去两年中定义航空货运增长引擎的角色已发生转变。半导体以及超大规模云服务商的基础设施需求，已成为高端航空货运需求的主导驱动力。

2026 年 4 月，全球半导体收入同比增长 106%，是自世界半导体贸易统计组织（WSTS）1986 年开始记录以来的最强月度增速，这一激增使跨太平洋航线成为今年最强的航空货运线路。

根据 Xeneta 最新数据，6 月全球航空货运即期运同比上涨 38%，达到平均 3.40 美元/公斤。半导体和 AI 相关硬件的强劲需求推动 6 月全球航空货运需求增长 7%，AI 相关货量持续弥补了电商货量的下滑，而电商在过去两到三年中一直是航空货运的主要增长引擎。

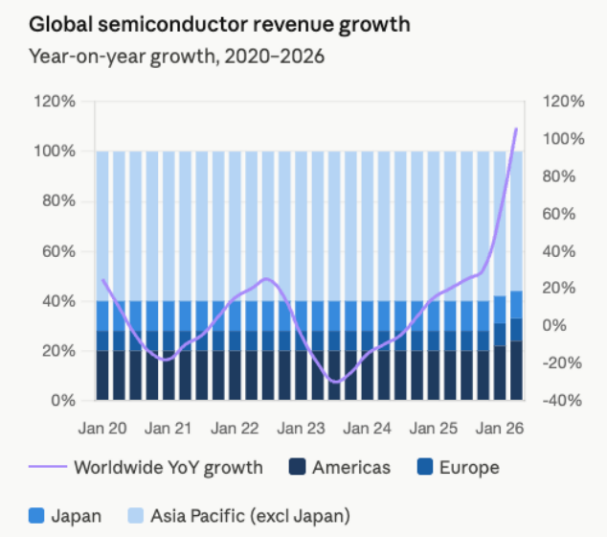
当前航空货运量正在"逆势上行"，主要得益于亚太至北美航线上 AI 相关货量的飙升。

2026 年 5 月，中国台湾地区至美国的航空货运运价达到 7.02 美元/公斤，同比上涨 24%。中国内地至美国的运价达到 5.86 美元/公斤，上涨 46%。马来西亚至美国的运价为 6.69 美元/公斤，上涨 36%。

对高价值产品而言，相比于获得建设数据中心和部署 AI 应用所需的基础设施的紧迫性，运费已经退居次要矛盾。

仅供内部参考，请勿外传

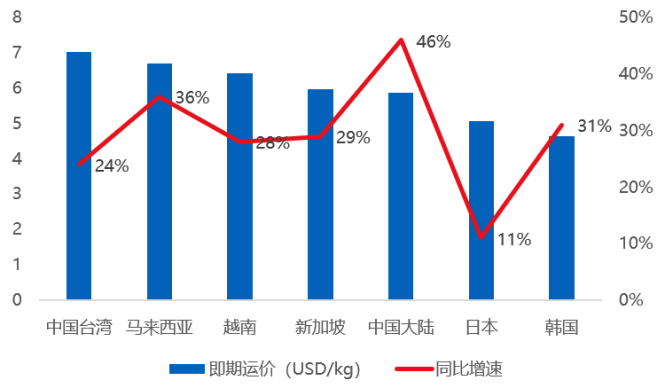
图表 2 全球半导体行业收入增速（%）（右轴）



资料来源：XENETA，WSTS

注：左轴堆积柱状图代表各地区半导体收入增长的贡献/构成占比，右轴紫色折线图代表全球半导体收入的同比增长率。

图表 3 2026 年 5 月亚洲区域-美国空运运费



资料来源：XENETA，WSTS

2、约 7 成 AI 相关贸易值由空运承担

AI 相关商品对航空运输的高度依赖，源于其高价值、时效性强及对运输条件要求苛刻的产品特性。

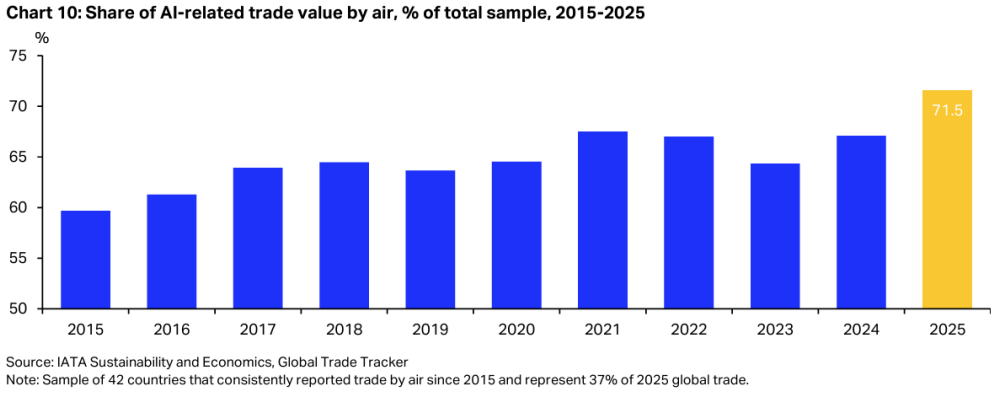
据 IATA 样本数据显示，2025 年约 7 成的 AI 相关商品贸易由航空运输承担。

其中 AI 设备的航空运输率为 66%，其中，数据存储设备贸易的 68%依赖空运，而服务器贸易的 56%依赖空运。

此外，中间投入品的航空运输率为 74%，包括内存芯片等关键组件—几乎全部通过航空运输，**全球内存芯片贸易中超过 99%由航空货运承担。**

整体来看，2025 年超 7 成的 AI 相关商品贸易由航空运输承担，充分反映 AI 产业链对航空货运的依赖程度在结构性加深。

图表 4 2015-2025 年 AI 相关贸易空运比例



资料来源：IATA. Air Cargo, Trade, and Economic Growth in 2025.

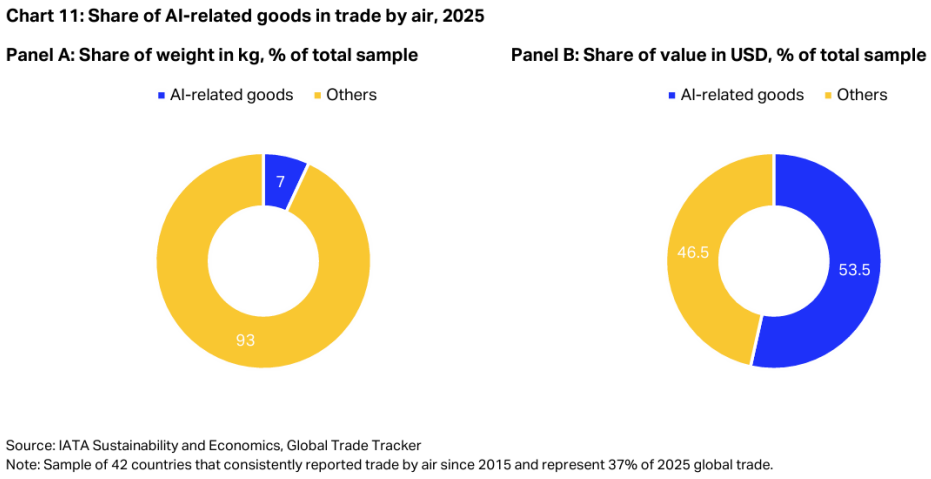
仅供内部参考，请勿外传

3、AI 货重占比 7%，而价值量占比达 53.5%

2025 年 AI 相关商品的航空货运贸易价值较 2024 年增长了 20%。可见，在 2025 年全球贸易政策不确定性上升、跨境电商遭受政策扰动的大环境下，**AI 相关货物的增长成为支撑航空货运需求的核心驱动力。**

从货重/货值占比来看，IATA 样本统计数据显示，2025 年 AI 相关货物占航空运输贸易总货值的 53.5%，而货重占比为 7%。

图表 5　2025 年 AI 相关贸易按重量占比/按价值占比



资料来源：IATA. Air Cargo, Trade, and Economic Growth in 2025.

航空货运与 AI 驱动的经济活动之间已形成紧密的双向依存关系：

航空货运凭借其速度、可靠性和专业化处理能力，支撑了 AI 产业链中高价值、时效性商品的全球流通；另一方面，AI 相关商品已成为航空货运货值的重要来源，对空运行业的需求结构和定价水平产生重要影响。

（二）国内出海产业迭代升级，空运货种结构提质

伴随产业迭代升级，我国货物出口结构呈现“向新向优”的特征，高附加值产品成为外贸增长核心驱动力。

据海关总署数据显示，2026 年上半年，我国出口产品结构进一步优化。上半年我国出口机电产品 9.36 万亿元，增长 20.1%，占出口总值的 63.5%，较去年同期提升了 3.5 个百分点。高技术产品出口 3.26 万亿元，增长 39%。

2025 年国内高技术产品出口规模达到 5.25 万亿元，同比增速 13.2%，细分赛道中专用装备、高端机床、工业机器人出口分别同比+20.6%、21.5%、48.7%，中国在 2025 年首次成为工业机器人净出口国。

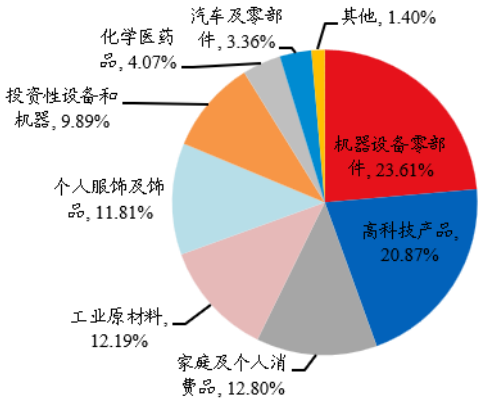
根据东航物流在 2025 年年报引用 Seabury 数据显示，2025 年中国空运出口总货量约 586.61 万吨，同比增长 13.38%，其中：

货物品类来看，空运出口货物主要以机器设备零部件、高科技产品、家庭及个人消费品、工业原材料等为主，合计占比达到 81.3%；其中机器设备组件占比 23.6%、高科技产品占比 20.9%、消费品占比 12.8%、服饰占比 11.8%、工业原材料占比 12.2%。

仅供内部参考，请勿外传

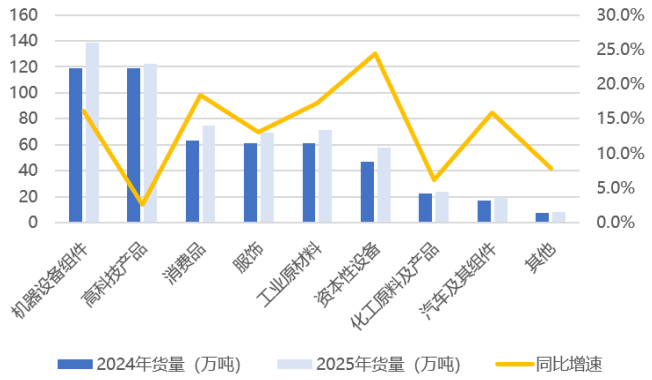
从增速来看，2025 年增速靠前的品类包括：资本化设备 24.5%、消费品 18.5%、工业原材料 17.2%、机器设备组件 16.1%。

图表 6　2025 年中国跨境航空货运出口分品类货量占比（%）



资料来源：Seabury，转引自东航物流年报，华创证券

图表 7　跨境空运分品类货量及增速



资料来源：Seabury，转引自东航物流年报，华创证券

在产业结构迭代、中国制造深度参与全球供应链分工的长期趋势之下，我国出口品类高端化趋势不断强化。

算力硬件、半导体元器件、高端精密装备等具备强时效需求的高技术产品贸易规模持续扩张，新质生产力发展方向明确，有望推动航空货运货源结构持续优化，高价值货种占比稳步抬升，支撑行业货值水平改善。

仅供内部参考，请勿外传

二、运力增量有限，稀缺属性强化

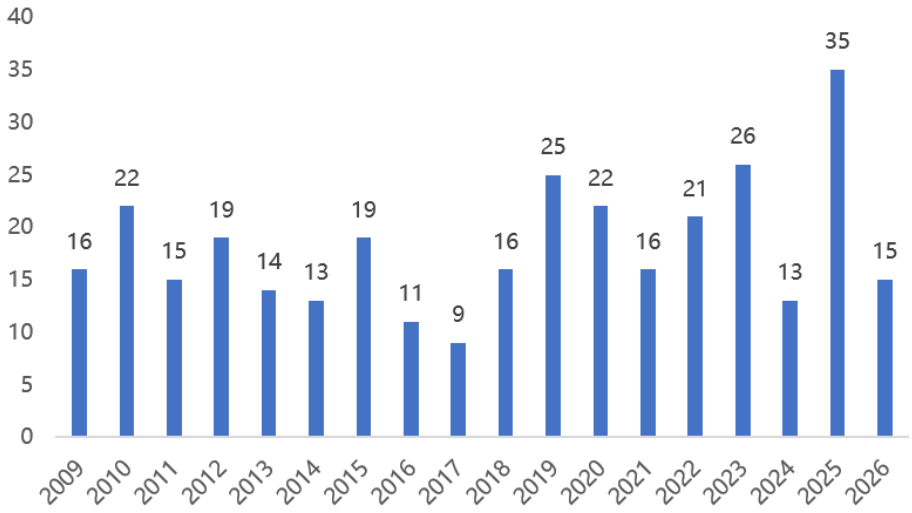
1、运力约束：主流机型 B777F 接近停产，替代机型最快 27 年启动交付

当前全球大型宽体货机市场正处于新旧机型迭代的关键窗口期，监管法规升级、现役主力机型接近停产、换代项目反复延期等多重因素叠加，行业新机供给约束持续强化。

1）现役主力机型生命周期进入收尾阶段，停产约束刚性明确

777F 为全球核心宽体货机机型，自 2009 年服役以来，已累计交付超 300 架，运营于 35 家以上航司，其服务典型的航段连接**亚洲**、**欧洲**和**北美**的主要货运门户。

图表 8　777F 交付情况



资料来源：波音官网，华创证券

受国际民航组织（ICAO）2028 年 1 月 1 日生效的 CO2 排放标准约束，777F（搭载 GE90 发动机）须在 2027 年底前停产：

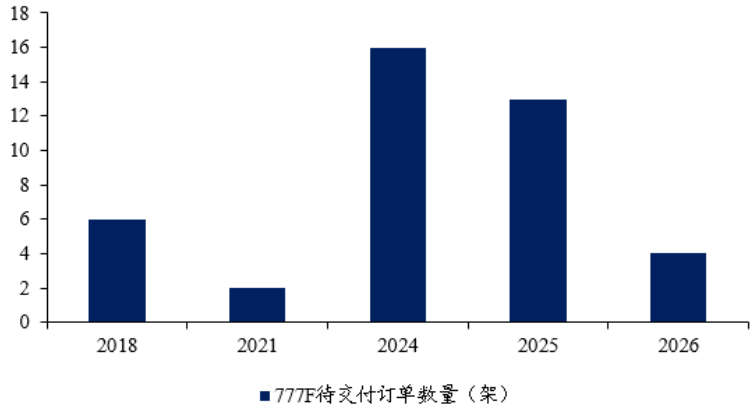
ICAO 发布的新一代航空器二氧化碳排放标准将于 2028 年正式全球生效，该标准对新取证民用航空器的燃油效率与碳排放水平提出了更为严苛的审定要求。由于 777F 研发时间较早，不满足新一代排放标准的合规要求，按照监管规则，2027 年底之后该机型将无法完成新飞机的适航取证与全新交付。

豁免申请存在不确定性，交付接近尾声。为缓解换代机型延期带来的供给断档，波音于 2025 年底正式向美国联邦航空管理局（FAA）提交申请，请求在 2028 年新规生效后，额外生产并交付 35 架 777F，用于填补 777-8F 正式交付前的市场空白，FAA 尚未就该豁免申请作出正式批复。

据波音官网统计，截至 2026 年 6 月底，777F 仍有 41 架待交付，订单时间主要集中于 24-25 年，而针对 B777F 机型，于 2018-2023 年下单且已交付飞机的平均交付周期在 2 年左右，其中 21-22 年交付周期接近 2.5 年。

仅供内部参考，请勿外传

图表 9 以订单时间统计，仍待交付的 B777F 订单数量（架）



资料来源：波音官网，华创证券　　注：数据截至 2026 年 6 月 30 日

2）波音换代项目进度滞后，产能瓶颈或加剧

777X 系列适航反复延期，换代机型交付空窗期拉长。波音规划的 777F 直接替代机型为 777-8F，隶属于 777X 新一代宽体机系列。受技术问题、生产挑战、监管审定趋严等多重因素影响，777X 系列整体适航进度已多次延后，换代机型的交付节奏显著慢于市场预期。

根据波音 2025 年报披露，公司于 25 年三季度，重新评估了完成 FAA 认证试飞所需的时间，将 777-9 的首架交付推迟至 2027 年，**并预计 777-8F 的首架交付将在 777-9 首架交付之后约两年进行。**

Leeham News 2026 年 4 月 16 日报道指出，由于 777-9 认证持续推迟，**部分客户希望波音将早期产能集中于 777-9 客机，可能将 777-8F 推迟至 2030 年后，因此** 777-8F 的交付时间存在显著的不确定性。

3）空客 A350F 成为核心替代选项，但短期供给补充能力有限

A350F 定位新一代合规宽体货机，直接对标 777 系列。项目进度整体领先波音，预计 26Q3 完成首飞，预计 27 年完成首批交付。

根据空客官方披露，2026 年 4 月 23 日，空客已在其位于西班牙伊列斯卡斯的工厂完成 A350F 货机首架主货舱门的制造与组装。该部件已运抵图卢兹总装线（FAL），将在未来数周内集成至首架测试机的机身并进行测试。空客正制造两架 A350F 飞机，用于 2026 至 2027 年的飞行测试。该机型预计 2027 年开启商业交付，是衔接 777F 停产窗口期的核心替代机型。

2026 年 2 月，空客在年报中提及到 2028 年 A350 系列达到 12 架的目标产能，A350 系列包含 A350-900 客机，A350-1000 客机及 A350F 货机，货机预计供应仍有限。截至 26 年 3 月末，A350F 全球确认订单已达 101 架，覆盖全球 14 家货运航司，现有订单已排产至 2030 年之后，新签订单的交付周期同样较长。

仅供内部参考，请勿外传

图表 10 主流大型客机机型交付及退出预期

机型	定位	停产/交付
B777F	波音成熟机型接近停产	预计2027年年底停产，延期尚未确认
B777-8F	波音新型货机，B777X的货机版，取代B777F机型	预期2029年首交付
A350F	空客新型货机，定位对标B777-8F	计划2027年交付

资料来源：波音官网，空客官网，华创证券

2、国内航司新订单交付周期拉长至 2030 年后

国货航、南航最新货机订单拉长至 2030 年后：

国货航于 2025 年 10 月公告，首批 6 架空客 A350F 货机订单，并于 2026 年 4 月追加 4 架，确认订单累计达 10 架，另持 6 架选择权。其 A350F 订单预计 2029 至 2033 年陆续交付。

南航于 2026 年 6 月确认订单，订购 2 架波音 777F 及 5 架 777-8F，另持 3 架 777-8F 选择权，订单预计 2027 至 2034 年分批交付。

图表 11 国货航、南航货机订单

航司	订单时间	A350F	B777F	B777-8F	交付时间	备注
南航	2026年6月		2	5	2027-2034年	另有3架777-8F选择购买权
国货航	2026年4月	4			2032-2033	另有6架A350F选择购买权，行权最晚期限为2027年底
国货航	2025年10月	6			2029-2031	另有4架A350F选择购买权，行权最晚期限为2026年底

资料来源：公司公告，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

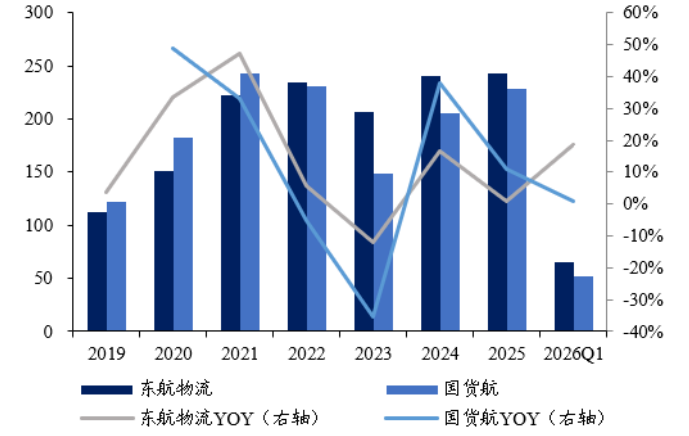
三、东航物流：业务构成多元，机队扩张承接大国智造出口红利

（一）财务表现：强周期扰动下仍具备盈利韧性

2020 年以来，公司整体业绩跟随行业景气度波动。但相较同业国货航，东航物流营收和净利润规模的周期波动幅度更小，经营基本面展现出更强的抗风险韧性。

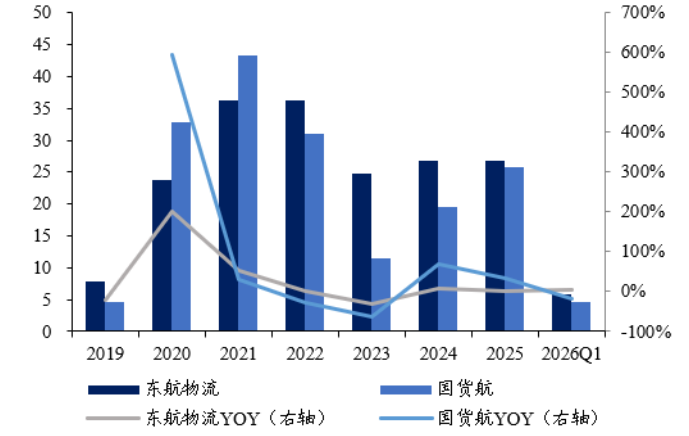
韧性的来源分为两点：**一是受益于公司均衡化全球航网布局**，降低单一北美区域贸易政策变动带来的货量冲击；**二是综合物流板块主动优化业务结构**，以高端制造定制化物流、温控产地直达业务，对冲跨境电商赛道受海外免税政策收紧产生的订单收缩，弱化周期波动。

图表 12　东航物流与国货航营业收入对比（亿元，%）



资料来源：Wind，华创证券

图表 13　东航物流与国货航归母净利润对比（亿元，%）



资料来源：Wind，华创证券

从收入构成和毛利构成分拆来看：

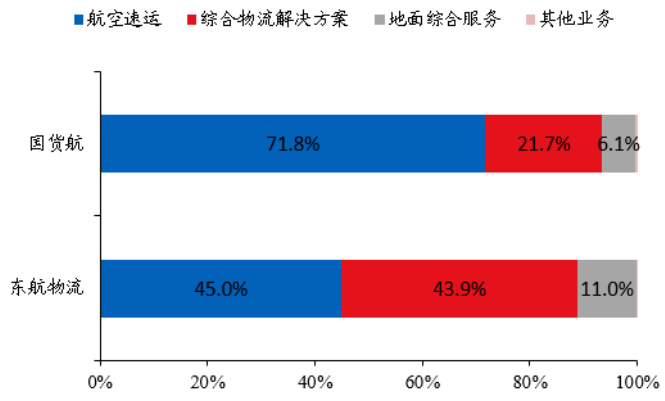
东航物流：2025 年航空速运营收占比 45.0%，综合物流解决方案营收占比 43.9%，地面综合服务营收占比 11.0%。**毛利方面**，2025 年航空速运毛利占比 45.7%，综合物流解决方案毛利占比 36.3%，地面综合服务毛利占比 17.5% 。

国货航，航空货运业务为绝对核心，2025 年收入占比超七成（71.8%），毛利贡献同样超七成（70.8%）；综合物流解决方案虽然收入占比 21.7%，毛利贡献占比 25.1%，航空货站服务收入占比 6.1%，毛利贡献占比仅 1.9%。

对比国货航，东航物流在业务构成上更具均衡性。

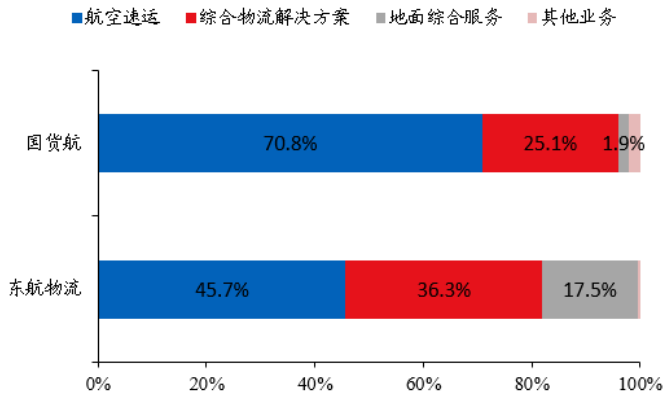
仅供内部参考，请勿外传

图表 14 2025 年东航物流与国货航分业务营业收入对比（%）



资料来源：Wind，华创证券

图表 15 2025 年东航物流与国货航分业务毛利对比（%）

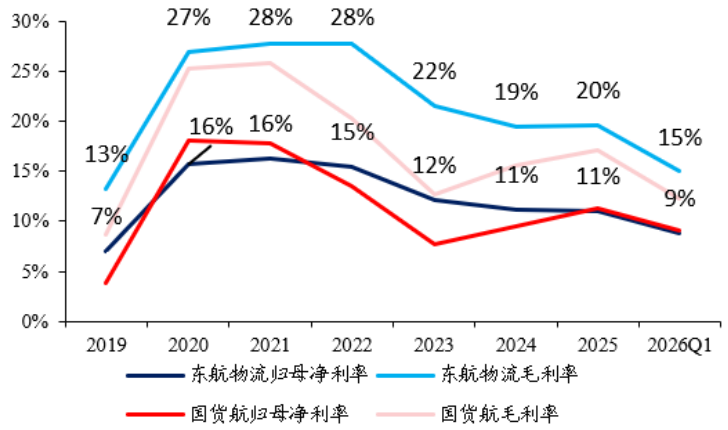


资料来源：Wind，华创证券

利润率表现：东航物流毛利率维持高于国货航

从利润率趋势来看，两者保持一致。东航物流毛利率高于国货航，而从归母净利率看，国货航 2025 年超出东航物流。主要系 2025 年东航物流地面综合业务加大对一线员工政策倾斜，人工成本增加，导致该业务利润率下滑。（2025 年地面服务毛利率为 31%，2024 年为 36%。）

图表 16 东航物流与国货航利润率表现



资料来源：公司公告，华创证券

（二）经营表现：国际航线覆盖多元化，逐步拓展航点分布

1、国际航线覆盖多元化，逐步拓展航点分布

公司以上海为主枢纽，前瞻布局大湾区、西南区域市场，在原有深圳区域枢纽的基础上，打造重庆区域枢纽，形成“一核两翼多联动”货运枢纽网络。根据公司年报，截至 2025 年 12 月，东航物流全货机航网覆盖纽约、洛杉矶、芝加哥、伦敦、布达佩斯、河内、首尔、曼谷等 20 个国际城市。

对比三大航 2026 夏秋航季货运航线区域结构，南航、国货航航线资源的欧美市场倾斜程

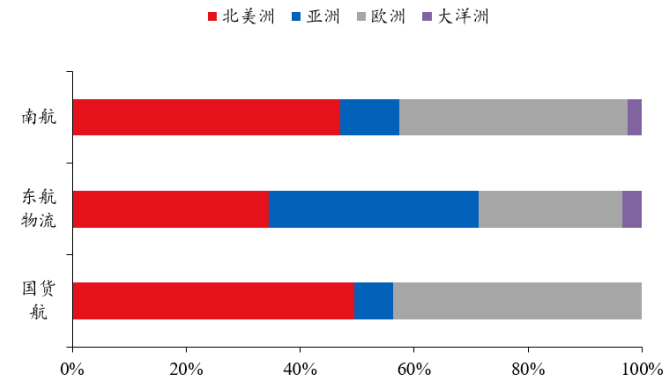
仅供内部参考，请勿外传

度更高，**东航物流亚洲板块航线占比显著高于同业，整体区域布局更为均衡**。单一市场地缘贸易政策变动对整体货量与盈利的冲击被分散稀释，区域抗波动能力更强。如 2025 年，受北美市场扰动，公司开拓东南亚新货源地市场，新开河内，复航曼谷；还开拓“一带一路”新兴市场，开通首条中东第五航权货运航线，深化联盟合作，将航网进一步延伸至非洲、南美。

以 26 年夏秋季航班计划拆分对比，东航物流除北美市场占比 35%外，亚洲、欧洲市场分别占比 37%、25%，而国货航、南航物流的欧美合计占比分别为 93%、87%。

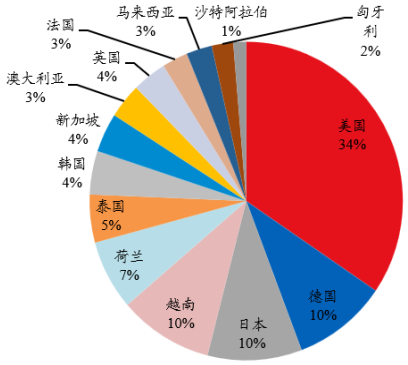
细化拆解东航物流单航点结构，航网的亚洲区域运力分布多元，越南（10%）、日本（10%）、泰国（5%）、新加坡（4%），多形成扎实布局。东南亚航线的价值体现在两层：**第一层面为直收货量红利，东南亚本土制造业持续扩容**，公司可直接承接国产高端装备出海至东南亚的特种空运订单，充分享受东南亚产业升级带来的货运增量；**第二层为中转枢纽价值，依托上海主枢纽搭建东南亚经上海中转欧美的中转链路**，2025 年公司经上海空空中转货量达 9.24 万吨，同比提升 22.27%，充分拓宽货源。

图表 17　三大航 26 夏秋航季货运航线区域分布



资料来源：民航预先飞行计划，华创证券

图表 18　东航物流 26 夏秋航季航点分布



资料来源：民航预先飞行计划，华创证券

2、经营表现：东航物流利用小时、载运率整体维持高位

1）利用率：

东航物流利用率整体维持高水平，2017~2021 年全货机日利用率保持在 12.8 小时左右，2022 年略下滑 1.7 小时至 11.1 小时，23 年之后利用率持续恢复，截至 2025 年末，公司日利用率达 13.1 小时。

国货航趋势提升，2017~2019 年全货机日利用率维持 8.8 小时左右，2020~2022 年伴随行业高景气，日利用率稳步提升，2023 年公司持续发力，同时通过机型结构调整，日利用率同比提升 2.5 小时至 13.28 小时，2025 年达 13.4 小时。

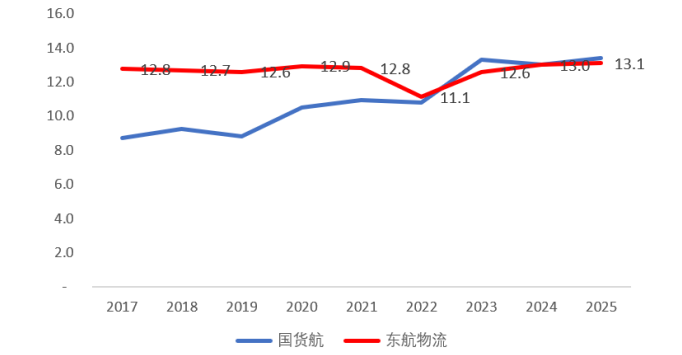
2）载运率：

2020 年以来，东航物流载运率基本维持 80%以上，25 年受北美政策扰动，降至 79%。

国货航此前基本维持在 70%-75%区间，25 年降至 68%。

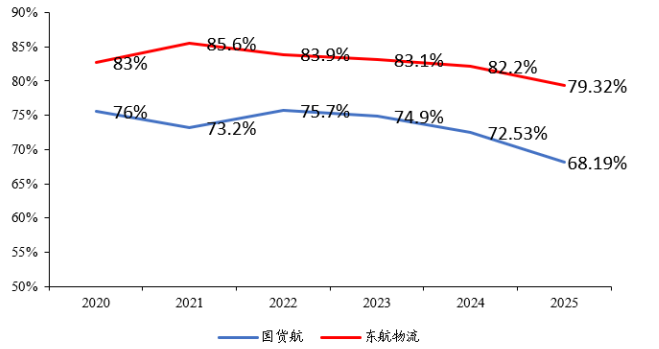
仅供内部参考，请勿外传

图表 19 全货机利用小时数（小时）



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 20 全货机载运率（%）



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

（三）公司三大看点：机队增速快、地面业务资源禀赋强、定制化与产地直达物流高增长

1、777 单一机队，2020-2026H1 累计增速领先

东航物流现有机队均为 777F，截至 2026 年 6 月，东航物流拥有正在执飞的全货机 20 架，机型均为 B777F，另外公司独家运营中国东航 833 架客机机队的腹舱货舱，构建了遍布全国、辐射全球的航线网络，公司 2025 年报提及，借助客货机运力，能够通达全球 145 个国家和地区 945 个目的地。

对比来看，国货航在飞机队包括 777F、747 和 330，机型多元，国货航拥有正在执飞的全货机 23 架，同时中国国航运营客机机队 972 架。

图表 21 三大航全货机（架）

机型	国货航	东航物流	南方航空全货机
B777F	13	20	19
B747-400F	2	0	0
A330-243	8	0	0
B737 货机			**1**
全货机总计	**23**	**20**	**20**
2020 年以来机队增速	**53%**	**100%**	**25%**
客机机队	**972**	**833**	**953**

资料来源：公司公告，民航休闲小站，华创证券　　注：数据截至 2026 年 6 月

2020-2026H1，东航物流机队累计增速最快。

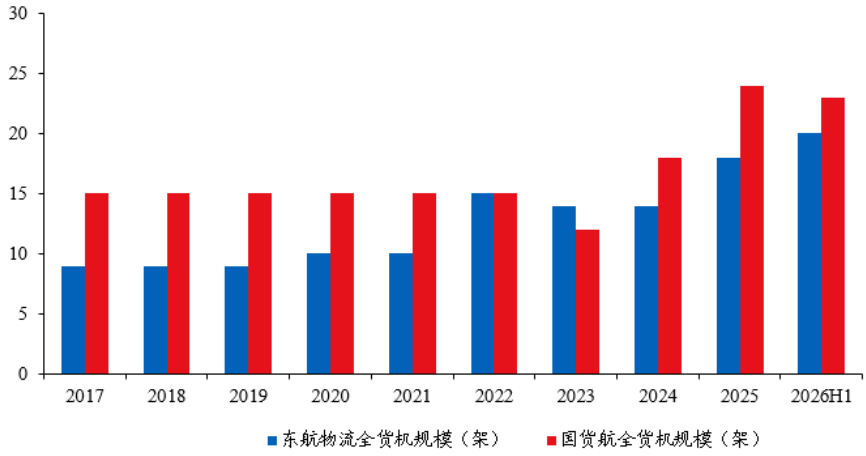
2017~2021 年，东航物流全货机机队净增 1 架至 10 架，2022 年公司运力规模显著提升，净增 5 架宽体机运力，同时运力结构逐步调整为单一 777F 机队。截至 25 年末公司拥有 18 架全货机，26 年 6 月增至 20 架。

从机队增速来看，东航物流自 2020 年以来机队增速为三大航中最快，全货机从 10 架增至 20 架，2020-26H1 增速为 100%，显著超过国货航的 53%和南航的 25%。

仅供内部参考，请勿外传

国货航从 15 架增至 23 架，净增机队为 8 架，但机队结构显著变化。招股书中的 B757F 已全部退出，A330 和 B777F 为新增主力机型。

图表 22 东航物流与国货航机队全货机规模变动情况（架）



资料来源：公司公告，民航休闲小站，华创证券　　注：此处为正在执飞的全货机数量。

2、地面业务资源禀赋强：稳居上海龙头，市占率优势显著

截至 2025 年末，东航物流**公司拥有自营货站 17 个，覆盖全国 10 个省的 11 个城市**。货站所在机场覆盖了国际航空枢纽上海浦东国际机场和上海虹桥国际机场，及区域枢纽西安、昆明、武汉、南京、济南、青岛、兰州、合肥和太原等。

图表 23 东航物流自营货站分布情况

城市	货站	城市	货站
上海	浦东西区货站、浦东北区货站、浦东南区货站、浦东物流中心货站、浦东东区货站、虹桥西区货站、虹桥东区货站	**南京**	东航物流禄口国际机场货站
北京	东航物流大兴国际机场货站	**合肥**	东航物流新桥国际机场货站
西安	东航物流咸阳国际机场货站	**兰州**	东航物流中川国际机场货站
昆明	东航物流长水国际机场货站	**青岛**	东航物流流亭国际机场货站
武汉	东航物流天河国际机场货站	**济南**	东航物流遥墙国际机场货站
太原	东航物流武宿国际机场货站		

资料来源：公司官网，华创证券

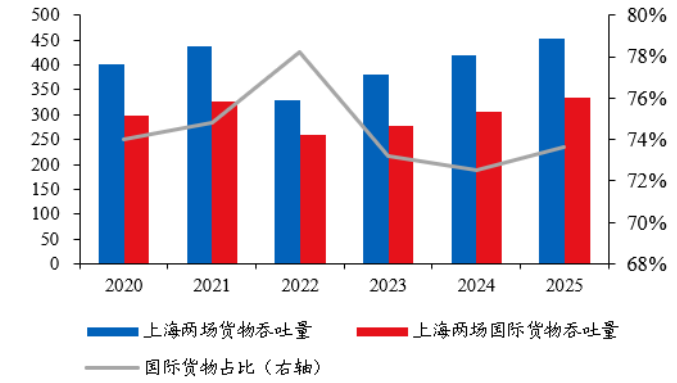
1）资源禀赋：

浦东机场是我国境内最大的货运枢纽，也是全球前三的航空货运枢纽，其货邮吞吐量常年排名境内第一。东航物流作为基地货运航司，具备在上海市场领先的资源卡位优势，**其拥有 6 个近机坪货站、1 个货运中转站。**

2025 年，上海两场货邮吞吐量 453.7 万吨，占全国机场的比例约为 21%，其中国际货物吞吐量 334.2 万吨，占全国机场的比例约为 34%。

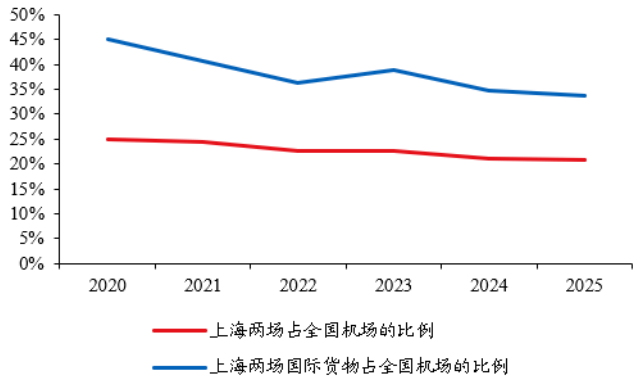
仅供内部参考，请勿外传

图表 24 上海两场货邮吞吐量情况（万吨，%）



资料来源：公司公告，华创证券

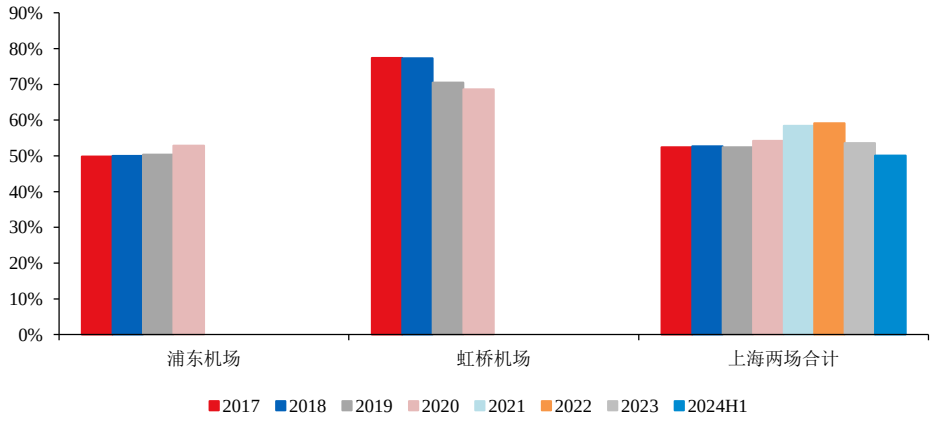
图表 25 上海两场货邮吞吐量占全国机场的比例（%）



资料来源：公司公告，华创证券

而东航物流货站业务在上海两场占据绝对份额，竞争优势显著。据此前披露的数据，公司占据上海两场约半数吞吐。

图表 26 东航物流上海货站市场占有率情况（%）



资料来源：东航物流招股说明书，公司公告，华创证券（披露至 2024H1）

2）地面服务贡献毛利基本盘：

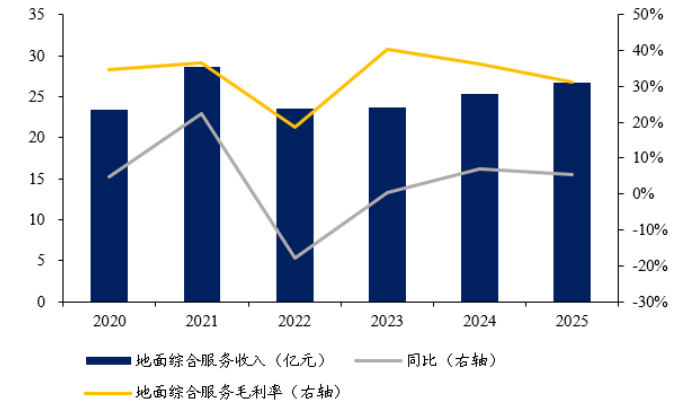
东航物流凭借上海两场吞吐优势，2023-2025 年，公司航空货站处理量分别为 240.3、248.9、269.8 万吨，同比分别增长 9.0%、3.6%、8.4%。

收入来看，地面综合服务收入平稳增长，23-25 年分别为 23.7、25.3、26.7 亿元，同比分别增长 0.6%、6.9%、5.6%。

毛利率角度，地面综合服务板块毛利率较高，23-25 年分别为 40.5%、36.2%、31.3%，该业务板块，成本相对稳定，毛利由业务量的规模效应推动。25 年毛利率下滑，系公司加大对一线员工政策倾斜，人工成本增加，导致利润率下滑。而伴随业务量提升带来规模效益，利润率有望修复，**2026Q1 地面服务业务毛利率重回 41.2%。**

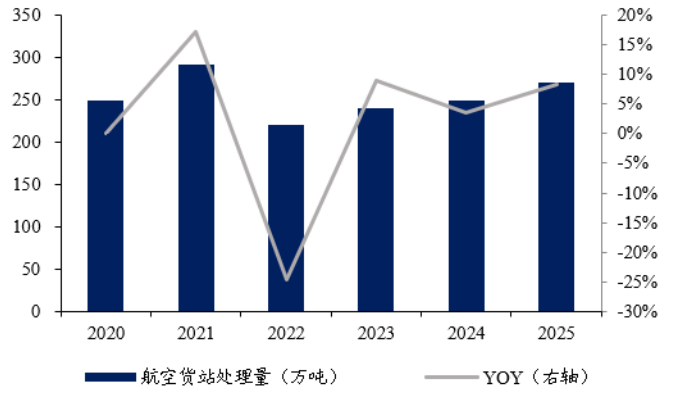
仅供内部参考，请勿外传

图表 27 东航物流地面综合服务收入及毛利率（亿元，%）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 28 东航物流地面综合服务货邮处理量（万吨）



资料来源：公司公告，华创证券

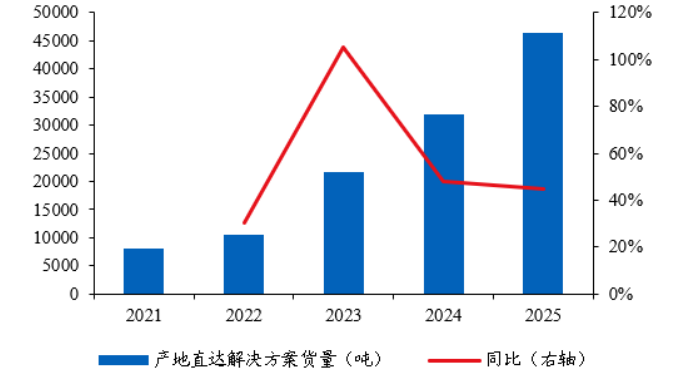
3、多业务接力，贡献综合物流新增量

公司持续丰富综合物流产品体系，为客户提供差异化的产品与服务，实现从“卖舱位、拼价格”向“卖产品、拼服务”的转变。

多年来，公司打造多元综合物流业务体系，包含跨境电商物流解决方案、定制化物流解决方案、产地直达解决方案、同业项目供应链，多业态分散风险。

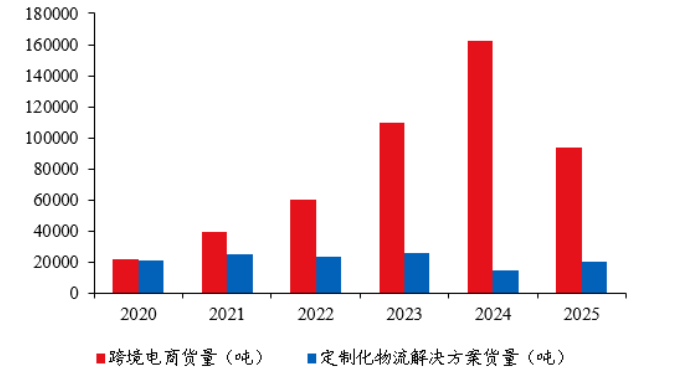
2020-2024 年，公司综合物流解决方案收入由 49 亿增长至 125 亿，CAGR 达 26%，占总收入比重也由 2020 年的 33%提升至 2024 年的 52%。2025 年，受跨境电商贸易政策影响，该业务收入 106.5 亿元，同比下降 14.65%。

图表 29 东航物流产地直达解决方案货量（吨）



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 30 东航物流跨境电商及定制化解决方案货量（吨）



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

多业务接力，贡献综合物流新增量：

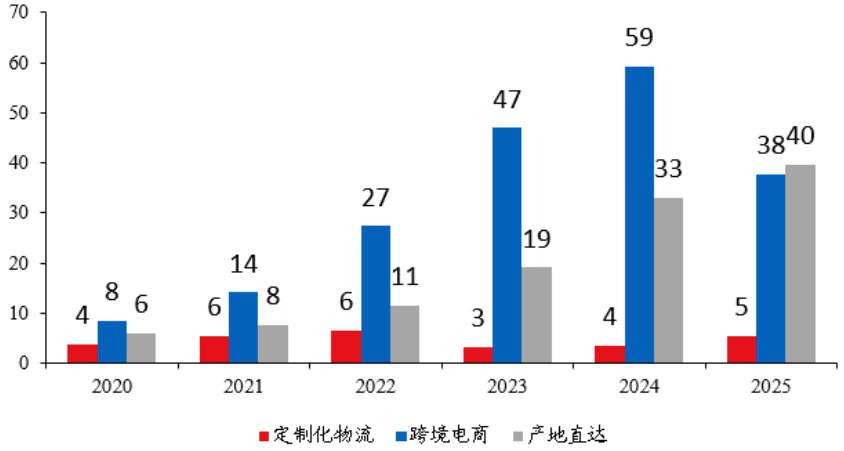
1）2020-2024 年跨境电商物流驱动：

受益于跨境电商发展，2020-2024 年，跨境电商物流业务板块贡献了相当一部分综合物流收入，收入从 8 亿元增长至 59 亿元，2025 年有所下降，为 38 亿元。2020-2024 年跨境

仅供内部参考，请勿外传

电商进出口单量从 1117 万单增长至 7539 万单，CAGR 达 61.2%，跨境电商货量从 2.2 万吨增长至 16.2 万吨，CAGR 达 64.8%。25 年由于关税扰动，跨境电商单量与货量均受到不同程度的影响。

图表 31　东航物流综合物流解决方案分板块收入（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

2）产地直达、定制化物流接力增量贡献：

a）产地直达：

公司产地直达主要以车厘子、三文鱼、龙虾等高频消费产品为切入点，率先打通直销渠道，后续逐步拓展至医药等其他高附加值产品。

2021-2025 年，产地直达业务收入从 7.6 亿元增长至 40 亿元，产地直达解决方案货量从 8072 吨增至 46356 吨。2025 年货量 4.6 万吨，同比增长 44.86%，其中北美龙虾、南美空运车厘子和三文鱼、俄罗斯帝王蟹等拳头产品的市场份额保持领先，连续 12 年稳居智利车厘子空运进口的最大承运商，同时与多家知名药企开展战略合作，拓展核药、诊断试剂等新业务领域的物流解决方案，医药进出口货量 7800 吨，同比提升 27%。

b）定制化物流解决方案，高科技出海为新增量：

定制化物流解决方案主要面向高科技、航空器材等重点行业客户，高科技出海贡献新增量，2025 年定制化物流解决方案实现主营业务收入 5.42 亿元，同比上升 51.82%，成为综合物流细分板块增速最快的领域，其中：

新能源汽车方面，服务多家国产汽车厂商新能源汽车出海，形成覆盖欧洲、东南亚、中东、南美等主要海外市场的新能源汽车出海服务矩阵。

高科技产品方面，与知名全球科技企业达成直接合作，携手布局智能硬件物流新赛道，实现货物“零差错、零延误”运输，合作货量及收入创新高；

航材方面，参与中国民航局《发动机运输操作规范》编写，成为航材运输行业标准制定者；

仅供内部参考，请勿外传

高科技产品方面，为多家大型制造业客户提供全链条供应链解决方案，**进一步开拓精密仪器原配件、芯片等细分市场，打造“芯片级高科技产品运输品牌”，业务量快速增长；**

特种物流方面，首次以“文物包机”形式，完成上海博物馆埃及国宝级文物回运任务，并推出“珍品运”物流产品；精准把握中国赛马与马术产业快速发展的市场机遇，首次与欧洲知名马场开展全方位运输合作，并推出“良驹行”物流产品。

仅供内部参考，请勿外传

四、投资建议：持续推荐东航物流，机队扩张有望承接大国智造出口红利

1、持续推荐东航物流，机队扩张承接大国智造出口红利

需求侧：AI 驱动空运增长新引擎，半导体以及超大规模云服务商的基础设施需求，已成为高端航空货运需求的主导驱动力。

供给侧：主流机型 B777F 接近停产，替代机型最快 27 年下半年启动交付，运力稀缺属性强化。

东航物流：777 单一机队，2020-2026H1 累计机队增速领先，机队扩张承接大国智造出口红利。公司持续打造多元综合物流业务体系，产地直达、定制化物流接力跨境电商，贡献新增量，此外地面业务资源禀赋强，贡献利润压舱石。稳健型与弹性兼具。

2、盈利预测与目标价

基于当前油价及行业需求驱动因子的变化，我们维持 26 年盈利预测为 28.3 亿，调整 27-28 年盈利预测为预计实现归母净利 34.2 亿、38.2 亿（原预测为 32.0 亿、34.9 亿），对应 26-28 年 EPS 分别为 1.78、2.16 和 2.40 元，PE 分别为 9、7、7 倍。

目标价：参考历史估值，给予 2027 年 10 倍 PE，对应目标市值 342 亿，目标价 21.6 元，预期较现价 36%空间。强调“推荐”评级。

五、风险提示

跨境运输需求增速不及预期、新增运力引进超预期、关税政策及国际贸易环境风险、航油价格波动等。

仅供内部参考，请勿外传

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	8,069	9,789	12,741	15,767
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1,983	2,302	2,426	2,554
预付账款	466	403	456	512
存货	19	39	36	34
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	387	448	534	574
流动资产合计	10,924	12,981	16,193	19,441
其他长期投资	198	198	198	198
长期股权投资	373	373	373	373
固定资产	9,717	10,027	10,209	10,373
在建工程	162	162	262	362
无形资产	336	302	272	245
其他非流动资产	10,046	9,889	9,763	9,663
非流动资产合计	20,832	20,951	21,077	21,214
资产合计	**31,756**	**33,932**	**37,270**	**40,655**
短期借款	0	0	0	0
应付票据	500	144	186	244
应付账款	1,552	1,823	1,983	1,910
预收款项	8	10	10	11
合同负债	112	128	136	144
其他应付款	579	579	579	579
一年内到期的非流动负债	1,572	1,572	1,572	1,572
其他流动负债	798	880	946	1,002
流动负债合计	5,121	5,136	5,412	5,462
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	4,612	4,612	4,612	4,612
非流动负债合计	4,612	4,612	4,612	4,612
负债合计	**9,733**	**9,748**	**10,024**	**10,074**
归属母公司所有者权益	19,748	21,505	24,078	26,868
少数股东权益	2,275	2,679	3,168	3,713
所有者权益合计	**22,023**	**24,184**	**27,246**	**30,581**
负债和股东权益	**31,756**	**33,932**	**37,270**	**40,655**

现金流量表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**6,202**	**4,193**	**5,149**	**5,394**
现金收益	4,429	4,516	5,132	5,563
存货影响	6	-20	2	3
经营性应收影响	-39	-257	-176	-185
经营性应付影响	698	-84	203	-16
其他影响	1,108	37	-12	29
投资活动现金流	**-1,887**	**-1,200**	**-1,200**	**-1,200**
资本支出	-2,297	-1,357	-1,325	-1,300
股权投资	7	0	0	0
其他长期资产变化	403	157	125	100
融资活动现金流	**-2,976**	**-1,273**	**-997**	**-1,168**
借款增加	900	0	0	0
股利及利息支付	-459	-1,271	-1,458	-1,581
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-3,417	-2	461	413

利润表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**24,264**	**27,743**	**29,359**	**31,051**
营业成本	19,502	22,522	23,253	24,323
税金及附加	55	69	66	71
销售费用	289	305	323	329
管理费用	435	486	484	497
研发费用	59	68	72	76
财务费用	145	200	146	139
信用减值损失	-2	-1	-1	-1
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	1
投资收益	-2	2	-2	-3
其他收益	245	205	150	150
营业利润	**4,081**	**4,301**	**5,203**	**5,802**
营业外收入	7	15	15	15
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	**4,086**	**4,314**	**5,216**	**5,815**
所得税	998	1,078	1,304	1,454
净利润	**3,088**	**3,236**	**3,912**	**4,361**
少数股东损益	399	404	489	545
归属母公司净利润	**2,689**	**2,832**	**3,423**	**3,816**
NOPLAT	3,197	3,386	4,021	4,466
EPS(摊薄)（元）	1.69	1.78	2.16	2.40

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	0.9%	14.3%	5.8%	5.8%
EBIT 增长率	0.1%	6.7%	18.8%	11.1%
归母净利润增长率	0.0%	5.3%	20.9%	11.5%
获利能力				
毛利率	19.6%	18.8%	20.8%	21.7%
净利率	12.7%	11.7%	13.3%	14.0%
ROE	13.6%	13.2%	14.2%	14.2%
ROIC	23.0%	21.9%	22.7%	22.1%
偿债能力				
资产负债率	30.6%	28.7%	26.9%	24.8%
债务权益比	28.1%	25.6%	22.7%	20.2%
流动比率	2.1	2.5	3.0	3.6
速动比率	2.1	2.5	3.0	3.6
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	29	28	29	29
应付账款周转天数	27	27	29	29
存货周转天数	0	0	1	1
每股指标(元)				
每股收益	1.69	1.78	2.16	2.40
每股经营现金流	3.91	2.64	3.24	3.40
每股净资产	12.44	13.55	15.17	16.92
估值比率				
P/E	9	9	7	7
P/B	1.3	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	5	5	5	4

资料来源：公司公告，华创证券预测

仅供内部参考，请勿外传

交通运输组团队介绍

研究所联席所长、基础设施及能源材料研究中心负责人：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2025 年获： 证券时报 新财富杂志最佳分析师交通运输仓储行业第三名； 第七届新浪财经金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名； 第十九届卖方分析师水晶球奖交通运输行业第三名； 上证报最佳分析师交运仓储行业第三名； 21 世纪金牌分析师交通物流行业第三名； 第十三届 Wind 金牌分析师交通运输行业第二名； 第十三届 Choice 最佳分析师交通运输行业第一名。 2019-24 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名。

联席首席分析师：吴晨玥

厦门大学会计学硕士。曾任职于安永咨询战略与交易咨询部。2021 年加入华创证券研究所。

资深分析师：梁婉怡

浙江大学金融硕士。曾任职于国联证券研究所，2023 年加入华创证券研究所。

分析师：卢浩敏

南京大学工学硕士。曾任职于光大证券研究所，2024 年加入华创证券研究所。

研究员：张梦婷

华东师范大学金融硕士，曾任职于浙商证券研究所，2026 年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘邢雨

天津大学金融硕士，2025 年加入华创证券研究所。

助理研究员：郑旭雯

上海财经大学金融硕士，2026 年加入华创证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522